



贝壳-W (02423.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，持续扩大股东回报

业绩简评

2025 年 8 月 27 日，公司披露 2025Q2 业绩，25Q2 公司总收入 260 亿元，yoy+11%；经调整经营利润 16.1 亿元，经调整经营利润率为 6.18%；经调整净利润 13.1 亿元，经调整利润率为 7.00%。

经营分析

存量房业务：网络规模扩大，非链家贡献显著。1) 25Q2 存量房业务 GTV 5835 亿元，yoy+2.24%，qoq+0.55%；收入 67 亿元，yoy-8.39%，qoq-2.20%。收入增速小于 GTV 增速主要由于非链家 GTV 占比提升，货币化率影响收入贡献，25Q2 链家门店贡献 GTV 为 2131 亿元，占存量房业务 GTV 比例为 36.52%，yoy-4.34pct，qoq-1.63pct。25Q2 存量房业务贡献利润率为 39.9%，yoy-7.54pct，qoq+1.84pct。2) 截至 2025 年 6 月 30 日，贝壳平台门店数量 6.05 万家，yoy+31.8%；经纪人数量 55.8 万，yoy+21.6%。我们认为贝壳平台化趋势仍在加强，尽管收入增速会低于 GTV 增速，但有助于提升毛利率水平，我们看好行业整合期间对龙头的增益效果。

新房业务：扩大覆盖范围，公司持续跑赢大盘。25Q2 新房业务 GTV 2554 亿元，yoy+8.5%；收入 86 亿元，yoy+8.6%。对比二季度全国新房成交单量下滑的情况，贝壳平台新房单量仍有双位数增长，通过扩大覆盖能力，公司新房表现持续领跑市场。

家装家居业务：毛利率高位稳定，门店导流效果显著。25Q2 家装家居收入 46 元，yoy+13%；贡献利润率 32.13%，继 25Q1 后再次将毛利率稳定在 32%以上水平。收入提升主要受益于新零售的增量贡献以及经纪人推荐的客户带来的家装订单量增加。我们认为从购房到装修的推荐模式，其成交难度和成本远低于行业其他装修公司，是贝壳提升整装渗透率和利润率的核心竞争优势之一。

房屋租赁业务：省心租模式持续增长，收入核算方式提升毛利率。25Q2 房屋租赁业务收入 57 亿元，yoy+78%，主要是由于省心租房源增加。业务毛利率为 8.4%，主要为省心租净额收入核算。

股东回报：公司宣布将现有的 30 亿美元的回购计划扩大至 50 亿美元，延长至 2028 年 8 月 31 日，回馈股东的决心坚定。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025/2026/2027 年经调整净利润为 64.4/88.1/110.5 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 24.09/17.61/14.04 倍，维持“买入”。

风险提示

房地产行业复苏不及预期；佣金政策监管的风险；反垄断政策的风险；消费复苏不及预期的风险。

国金证券研究所

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

分析师：李洁 (执业 S1130525030015)

lijie10@gjzq.com.cn

分析师：池天惠 (执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

市价 (港币)：47.100 元

相关报告：

- 1.《贝壳-W 港股公司深度研究：贝壳整装业务：持续做难而正确的事》，2025.7.8
- 2.《贝壳-W 港股公司点评：业绩超预期，看好管理提效利润率提升》，2025.5.18
- 3.《贝壳-W 港股公司点评：加大投入立足长远，受益于市场修复》，2025.3.19



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	102,532	116,710	133,414
营业收入增长率	28.20%	20.16%	9.71%	13.83%	14.31%
经调整净利润(百万元)	9,798	7,211	6,440	8,809	11,047
经调整净利润增长率	244.68%	-26.41%	-10.69%	36.79%	25.40%
经调整摊薄每股收益 (元)	2.74	2.02	1.80	2.47	3.09
每股经营性现金流净额	3.00	2.61	2.07	2.98	3.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.16%	5.70%	5.95%	8.51%	11.90%
P/E	14.55	21.65	24.09	17.61	14.04
P/B	2.06	2.22	2.15	2.11	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	60,669	77,777	93,457	102,532	116,710	133,414
增长率	-24.9%	28.2%	20.2%	9.7%	13.8%	14.3%
主营业务成本	46,888	56,059	70,513	80,327	90,123	101,275
%销售收入	77.3%	72.1%	75.4%	78.3%	77.2%	75.9%
毛利	13,781	21,718	22,944	22,205	26,587	32,138
%销售收入	22.7%	27.9%	24.6%	21.7%	22.8%	24.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,573	6,654	7,783	7,866	8,603	9,568
%销售收入	7.5%	8.6%	8.3%	7.7%	7.4%	7.2%
管理费用	7,347	8,237	8,961	8,514	9,224	9,877
%销售收入	12.1%	10.6%	9.6%	8.3%	7.9%	7.4%
研发费用	2,546	1,937	2,283	2,532	2,590	2,694
%销售收入	4.2%	2.5%	2.4%	2.5%	2.2%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	-463	6,610	5,610	5,111	7,898	11,751
%销售收入	-0.8%	8.5%	6.0%	5.0%	6.8%	8.8%
财务费用	-755	-1,274	-1,260	-1,053	-1,053	-1,053
%销售收入	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
投资收益	-547	-30	1	0	0	0
%税前利润	-187.2%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-833	4,797	3,765	3,294	6,170	10,000
营业利润率	-1.4%	6.2%	4.0%	3.2%	5.3%	7.5%
营业外收支						
税前利润	292	7,884	6,870	6,164	8,951	12,804
利润率	0.5%	10.1%	7.4%	6.0%	7.7%	9.6%
所得税	1,690	1,994	2,792	1,858	2,685	3,841
所得税率	578.0%	25.3%	40.6%	30.1%	30.0%	30.0%
净利润	-1,397	5,890	4,078	4,306	6,266	8,963
少数股东损益	-11	6	13	13	19	27
归属于母公司的净利润	-1,386	5,883	4,065	4,293	6,247	8,936
净利率	n.a	7.6%	4.3%	4.2%	5.4%	6.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,386	5,883	4,065	4,293	6,247	8,936
少数股东损益	-11	6	13	13	19	27
非现金支出	3,308	2,054	2,444	-1,804	-1,709	-1,725
非经营收益						
营运资金变动	5,036	1,818	1,925	3,455	4,653	5,429
经营活动现金净流	8,461	11,158	9,447	7,394	10,640	14,090
资本开支	-793	-874	-1,037	-1,450	-1,450	-1,450
投资	6,979	39,191	-8,458	-4,909	-4,909	-4,909
其他	-14,658	-42,294	117	1,897	1,728	1,752
投资活动现金净流	-8,472	-3,977	-9,378	-4,462	-4,631	-4,607
股权募资	-1,320	-5,151	-5,101	0	0	0
债权募资	165	-329	-2	0	0	0
其他	0	-1,482	-691	-3,492	-5,082	-7,269
筹资活动现金净流	-1,155	-6,962	-5,795	-3,492	-5,082	-7,269
现金净流量	-7,319	26,121	14,745	-520	968	2,254

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,413	19,635	11,443	10,923	11,891	14,145
应收款项	8,511	8,337	12,130	13,308	15,148	17,316
存货	128	304	0	0	0	0
其他流动资产	42,373	41,478	53,030	58,799	65,052	71,544
流动资产	70,425	69,754	76,603	83,030	92,091	103,005
%总资产	64.4%	58.0%	57.5%	59.5%	61.9%	64.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,037	1,965	2,400	2,400	2,400	2,400
%总资产	1.9%	1.6%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
无形资产	17,905	23,542	29,002	29,002	29,002	29,002
非流动资产	38,923	50,578	56,546	56,586	56,586	56,586
%总资产	35.6%	42.0%	42.5%	40.5%	38.1%	35.5%
资产总计	109,347	120,332	133,149	139,616	148,677	159,591
短期借款	619	290	288	288	288	288
应付款项	5,843	6,329	9,493	10,814	12,133	13,634
其他流动负债	26,879	32,905	42,963	47,135	53,653	61,332
流动负债	33,341	39,524	52,744	58,237	66,074	75,254
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6,952	8,607	8,957	9,077	9,077	9,077
负债	40,293	48,131	61,701	67,314	75,150	84,331
普通股股东权益	68,920	72,100	71,324	72,165	73,371	75,078
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	69,558	72,721	71,664	72,505	73,711	75,418
少数股东权益	134	101	124	137	156	183
负债股东权益合计	109,347	120,332	133,149	139,616	148,677	159,591

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.39	1.67	1.19	1.20	1.75	2.50
每股净资产	18.34	19.36	19.68	20.20	20.54	21.02
每股经营现金净流	2.25	3.00	2.61	2.07	2.98	3.94
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-2.01%	8.16%	5.70%	5.95%	8.51%	11.90%
总资产收益率	-1.27%	4.89%	3.05%	3.07%	4.20%	5.60%
投入资本收益率	3.18%	6.81%	4.64%	4.92%	7.49%	10.89%
增长率						
主营业务收入增长率	-24.87%	28.20%	20.16%	9.71%	13.83%	14.31%
EBIT 增长率	-160.77%	1528.36%	-15.13%	-8.89%	54.52%	48.78%
净利润增长率	-164.45%	524.45%	-30.91%	5.61%	45.51%	43.05%
总资产增长率	9.00%	10.05%	10.65%	4.86%	6.49%	7.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	17.0	16.7	20.2	19.9	19.9
存货周转天数	0.5	1.4	0.8	—	—	—
应付账款周转天数	45.5	39.1	40.4	45.5	45.8	45.8
固定资产周转天数	11.9	9.3	8.4	8.4	7.4	6.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.15%	-14.87%	-3.08%	-2.15%	-3.44%	-6.35%
EBIT 利息保障倍数	-32.9	383.4	—	—	—	—
资产负债率	36.85%	40.00%	46.34%	48.21%	50.55%	52.84%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究