

贝壳-W (02423.HK)

优于大市

二季度营收同比增长 11%，利润同比下滑但环比改善

核心观点

Q2 营收同比增长 11%，主要受益于二赛道业务增长。2025 年 Q2，公司实现 GTV 交易总额 8787 亿元，同比+5%，环比+4%；营业收入 260 亿元，同比+11%，环比+11%。其中，存量房业务、新房业务、家装家居业务、房屋租赁服务、新兴业务及其他收入占比分别为 26%、33%、18%、22%、2%，同比分别变动-6、-1、+0.3、+8、-2pct，二赛道业务持续助力公司收入增长。

利润同比下滑但环比改善。2025 年 Q2，公司实现经调整归母净利润 18.2 亿元，同比-32%，环比+30%；经调整归母净利率为 7.0%，同比下降 4.5pct，环比提升 1.0pct；毛利率为 21.9%，同比下降 6.0pct，环比提升 1.2pct；贡献利润率为 27.1%，同比下降 5.9pct，环比提升 1.0pct。同比增收不增利，一方面因为收入同比增速较快的房屋租赁服务业务贡献利润率较低，另一方面 2024 年 Q2 房地产利好政策密集发布，一赛道业务收入基数较高。

存量房业务贡献利润率边际修复。2025 年 Q2，公司存量房交易总额为 5835 亿元，同比+2%，环比+1%；货币化率 1.15%，存量房业务收入 67 亿元，同比-8%，环比-2%，其中平台加盟费收入占比提升至 21%，链家交易额占比进一步降低至 37%；贡献利润率 39.9%，环比提升 1.8pct，边际修复。截至 2025 年 Q2 末，公司门店数 6.1 万家，经纪人数量 55.8 万人，其中活跃比例分别为 97%和 88%。公司活跃门店数同比+32%，活跃经纪人同比+19%；而非链家活跃门店数同比+37%，非链家活跃经纪人同比+24%，增速均高于链家。

新房业务表现优于市场。2025 年 Q2，公司新房业务交易总额为 2554 亿元，同比+9%，环比+10%；新房市占率 12.5%，同比提升 2.2pct；新房业务收入为 86 亿元，同比+9%，环比+7%；货币化率 3.37%，同比持平；贡献利润率 24.4%，同比微降，环比提升 1.0pct；链家交易额占比 18%，同比基本持平。

新赛道业务保持良好增速且结构进一步优化。2025 年 Q2，公司家装家居业务收入 46 亿元，同比+13%，贡献利润率 32.1%；房屋租赁服务收入 57 亿元，同比+78%，贡献利润率 8.4%；新兴业务及其他收入 4.3 亿元，同比-51%。

投资建议：综合考虑房产交易市场量价下行趋势对公司主赛道业务的影响，我们略下调此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年经调整归母净利润分别为 63/71 亿元（原值为 82/89 亿元），每股收益分别为 1.77/2.00 元，对应当前股价的 PE 分别为 23.9/21.2 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利改善不及预期等。

公司研究·海外公司财报点评

房地产·房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

47.10 港元

总市值/流通市值

168251/161559 百万港元

52 周最高价/最低价

72.01/33.90 港元

近 3 个月日均成交额

513.12 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《贝壳-W (02423.HK)——一季度营收同比增长 42%，经调整净利润同比持平》——2025-05-19

《贝壳-W (02423.HK)——2024 年营收稳步增长，盈利水平略有下滑》——2025-03-24

《贝壳-W (02423.HK)——Q3 营收利润环比回落，新房业务持续跑赢市场》——2024-11-26

《贝壳-W (02423.HK)——Q2 营收净利润环比均改善，彰显行业龙头业绩弹性》——2024-08-14

《贝壳-W (02423.HK)——新赛道业务成长平滑主航道收入波动，利润率环比持平》——2024-05-28

盈利预测和财务指标

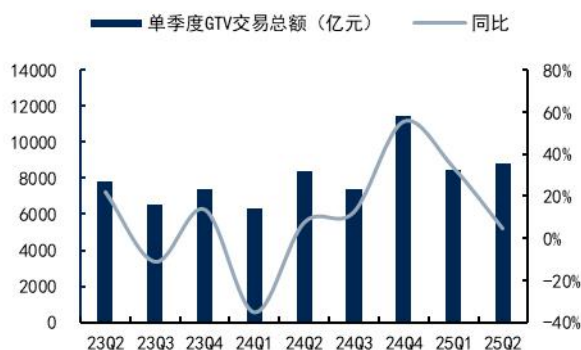
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	102,729	110,101	114,926
(+/-%)	28.2%	20.2%	9.9%	7.2%	4.4%
经调整归母净利润(百万元)	9,792	7,198	6,339	7,139	8,201
(+/-%)	243.1%	-26.5%	-11.9%	12.6%	14.9%
每股收益(元)	2.74	2.01	1.77	2.00	2.30
EBIT Margin	6.3%	4.2%	4.2%	4.7%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	10.0%	8.6%	9.1%	9.8%
市盈率 (PE)	15.5	21.0	23.9	21.2	18.5
EV/EBITDA	31.7	43.2	36.6	32.2	27.4
市净率 (PB)	2.10	2.12	2.00	1.88	1.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

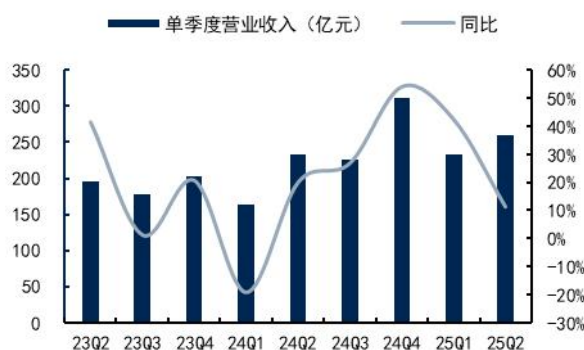
Q2 营收同比增长 11%，主要受益于二赛道业务增长。2025 年 Q2，公司实现 GTV 交易总额 8787 亿元，同比+5%，环比+4%；营业收入 260 亿元，同比+11%，环比+11%。其中，存量房业务、新房业务、家装家居业务、房屋租赁服务、新兴业务及其他收入占比分别为 26%、33%、18%、22%、2%，同比分别变动-6、-1、+0.3、+8、-2pct，二赛道业务在房产交易行业整体下行时持续助力公司收入增长。

图1：公司单季度交易总额 GTV 及同比



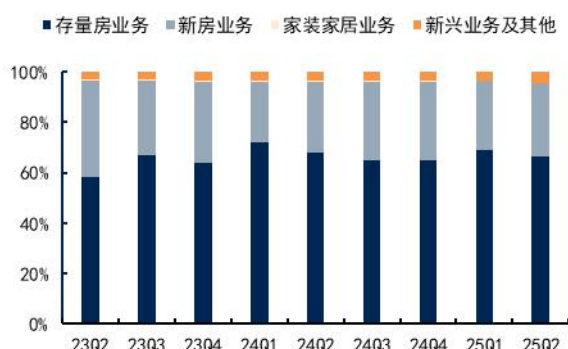
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比



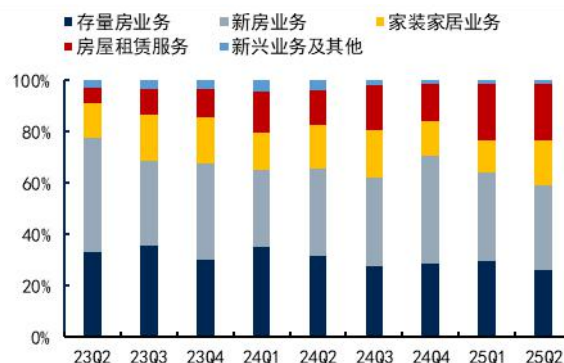
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度各业务类型交易总额 GTV 占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

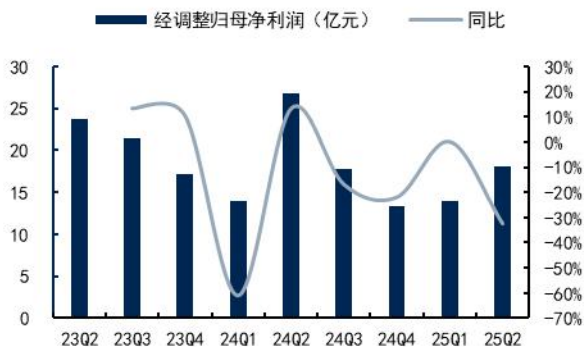
图4：公司单季度各业务类型营业收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

利润同比下滑但环比改善。2025 年 Q2，公司实现经调整归母净利润 18.2 亿元，同比-32%，环比+30%；经调整归母净利率为 7.0%，同比下降 4.5pct，环比提升 1.0pct；毛利率为 21.9%，同比下降 6.0pct，环比提升 1.2pct；贡献利润率为 27.1%，同比下降 5.9pct，环比提升 1.0pct。同比增收不增利，一方面因为收入同比增速较快的房屋租赁服务业务贡献利润率较低，另一方面 2024 年 Q2 房地产利好政策密集发布，一赛道业务收入基数较高。

图5: 公司单季度经调整归母净利润及同比



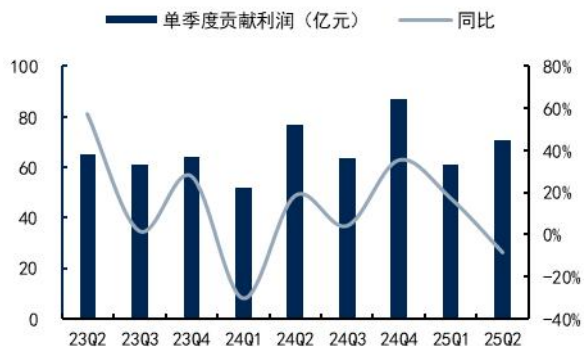
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度经调整归母净利率



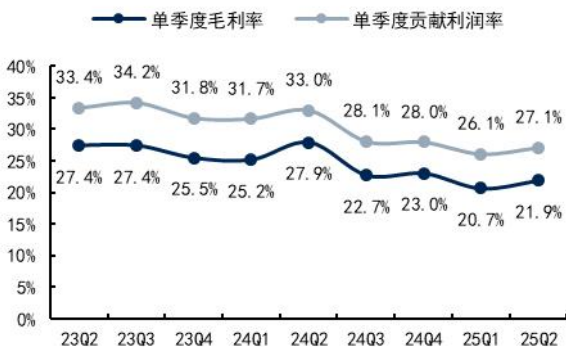
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度贡献利润及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度毛利率和贡献利润率



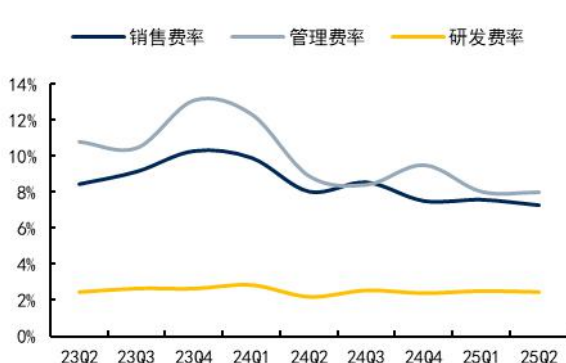
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司单季度各业务类型贡献利润占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

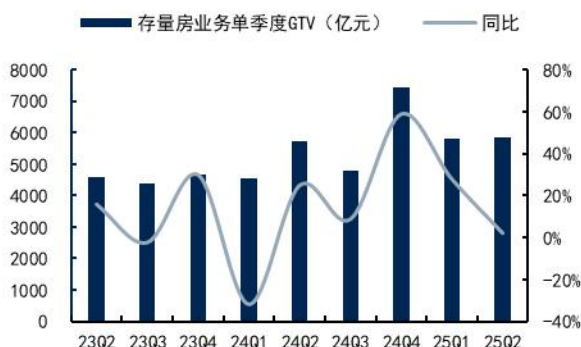
图10: 公司单季度销售管理研发费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

存量房业务贡献利润率边际修复。2025 年 Q2，公司存量房交易总额为 5835 亿元，同比+2%，环比+1%；货币化率 1.15%，存量房业务收入 67 亿元，同比-8%，环比-2%，其中平台加盟费收入占比提升至 21%，链家交易额占比进一步降低至 37%；贡献利润率 39.9%，环比提升 1.8pct，边际修复。截至 2025 年 Q2 末，公司门店数量 6.1 万家，同比+32%；经纪人数量 55.8 万人，同比+22%；其中门店和经纪人的活跃比例分别为 97%和 88%。公司活跃门店数同比+32%，活跃经纪人同比+19%；其中非链家活跃门店数同比+37%，非链家活跃经纪人同比+24%，增速均高于链家。公司积极细化运营措施，管理链家低效经纪人，改善固定成本，提升店效人效。

图11：存量房业务单季度交易总额及同比



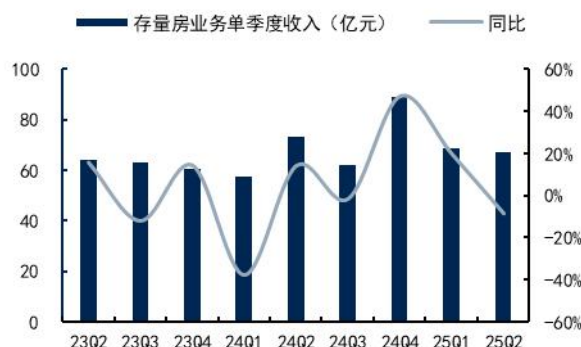
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：存量房业务单季度货币化率



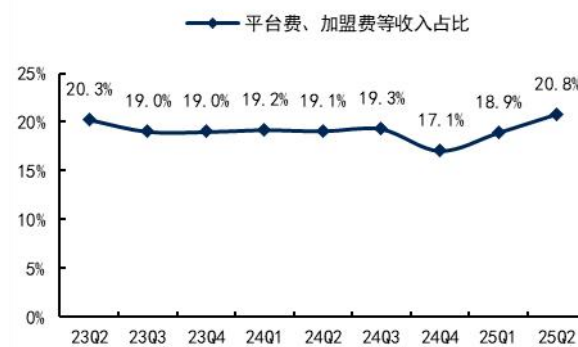
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13：存量房业务单季度收入及同比



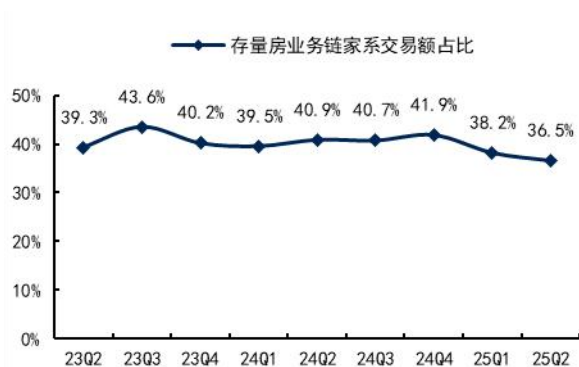
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14：存量房业务单季度平台费、加盟费收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 存量房业务单季度链家交易额占比



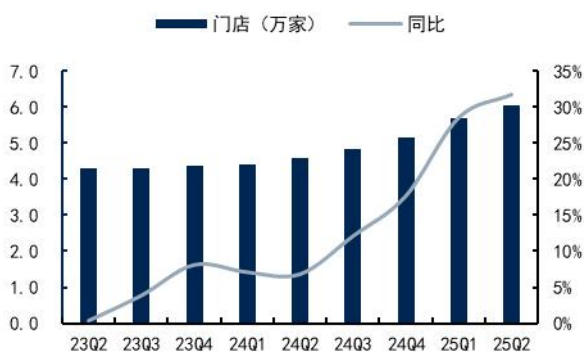
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 存量房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司各季度末门店数量及同比



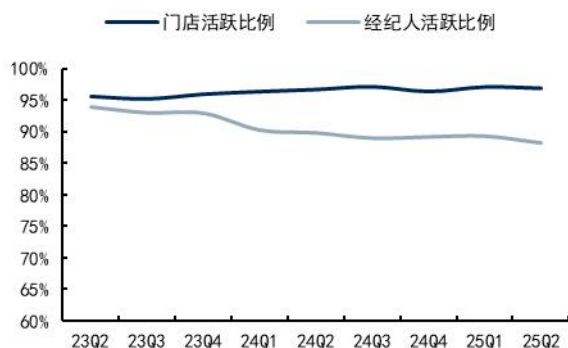
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司各季度末经纪人数及同比



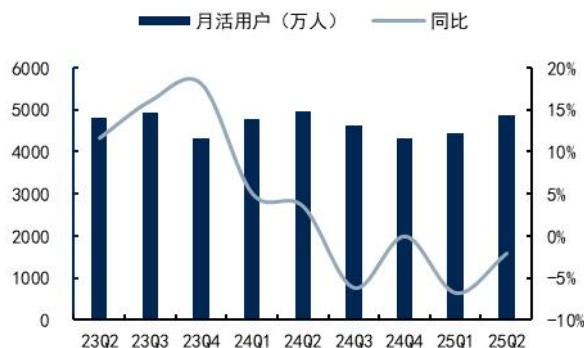
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 公司各季度末门店和经纪人活跃比例



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

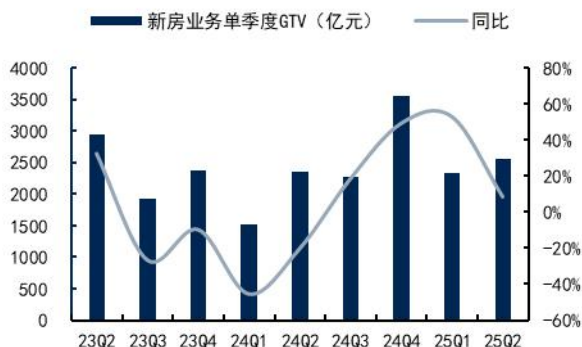
图20: 公司各季度月活用户及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新房业务表现优于市场。2025 年 Q2，公司新房业务交易总额为 2554 亿元，同比+9%，环比+10%；新房市占率 12.5%，同比提升 2.2pct；新房业务收入为 86 亿元，同比+9%，环比+7%；货币化率 3.37%，同比持平；贡献利润率 24.4%，同比微降，但环比提升 1.0pct；链家交易额占比 18%，同比基本持平，环比提升 1.0pct。

图21：新房业务单季度交易总额及同比



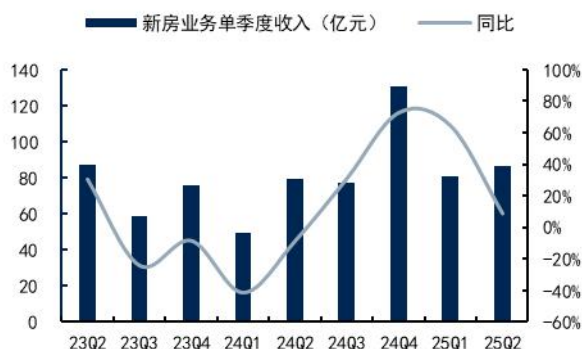
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图22：新房业务单季度交易额市占率



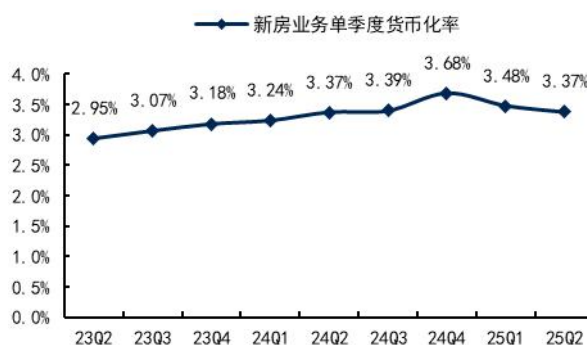
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图23：新房业务单季度收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24：新房业务单季度货币化率



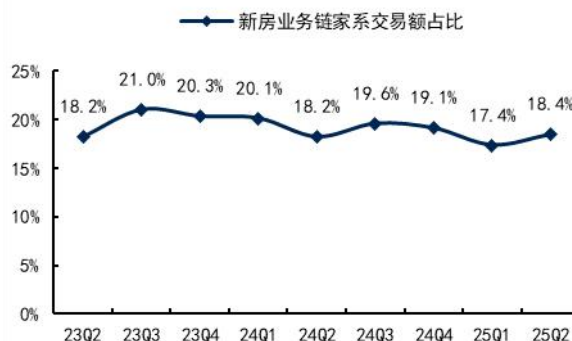
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 新房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图26: 新房业务单季度链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新赛道业务保持良好增速且结构进一步优化。2025 年 Q2, 公司家装家居业务收入 46 亿元, 同比+13%, 贡献利润率 32.1%; 房屋租赁服务收入 57 亿元, 同比+78%, 贡献利润率 8.4%; 新兴业务及其他(主要包括金融服务)收入 4.3 亿元, 同比-51%, 虽然贡献利润率 74%较高, 但公司为压降风险自 2024 年 Q3 以来主动收缩。

图27: 公司单季度新赛道业务收入及同比



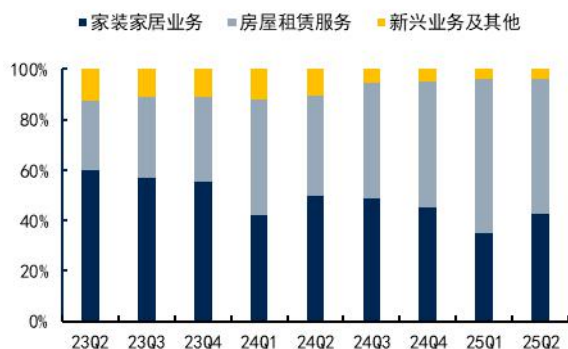
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图28: 公司单季度新赛道业务货币化率



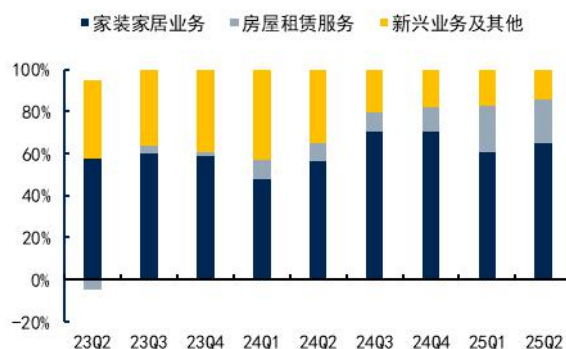
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：公司单季度新赛道各业务类型营收占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图30：公司单季度新赛道各业务类型贡献利润占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：家装家居业务单季度收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图32：家装家居业务单季度贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图33：房屋租赁业务单季度收入及同比



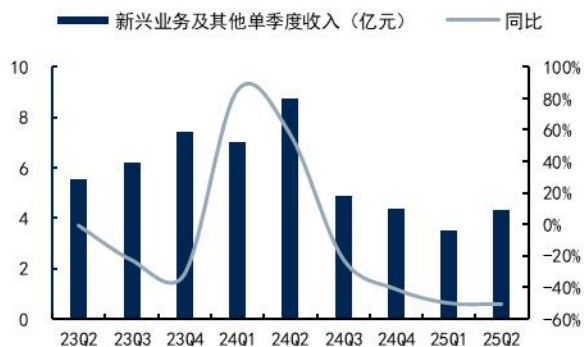
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图34：房屋租赁业务单季度贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图35: 新兴业务及其他单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图36: 新兴业务及其他单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 综合考虑房产交易市场量价下行趋势对公司主赛道业务的影响，我们略下调此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年经调整归母净利润分别为 63/71 亿元（原值为 82/89 亿元），每股收益分别为 1.77/2.00 元，对应当前股价的 PE 分别为 23.9/21.2 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示: 经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利改善不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19635	11443	19759	27951	36073	营业收入	77777	93457	102729	110101	114926
应收款项	8337	12130	13333	14290	14916	营业成本	56059	70513	80077	85445	88390
存货净额	304	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7192	8858	9737	10436	10893	销售费用	6654	7783	7705	8147	8390
流动资产合计	69754	76603	87002	96849	106055	管理费用	10174	11244	10684	11340	11722
固定资产	1965	2400	2944	3454	3930	财务费用	(1263)	(1260)	(303)	(468)	(631)
无形资产及其他	23542	29002	27552	26102	24652	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	25071	25144	25144	25144	25144	资产减值及公允价值变动	0	0	300	300	300
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	970	1693	0	0	0
资产总计	120332	133149	142641	151548	159780	营业利润	7123	6870	4867	5937	7355
短期借款及交易性金融负债	290	288	288	288	288	营业外净收支	761	0	800	800	800
应付款项	7362	10521	11864	12672	13112	利润总额	7884	6870	5667	6737	8155
其他流动负债	31871	41935	45834	48881	50556	所得税费用	1994	2792	1417	1684	2039
流动负债合计	39524	52744	57986	61841	63957	少数股东损益	6	13	11	13	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整归母净利润	9792	7198	6339	7139	8201
其他长期负债	8607	8957	8957	8957	8957						
长期负债合计	8607	8957	8957	8957	8957	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	48131	61701	66943	70798	72914	经调整归母净利润	9792	7198	6339	7139	8201
少数股东权益	101	124	135	148	164	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	72100	71324	75563	80602	86703	折旧摊销	1402	1012	1707	1740	1773
负债和股东权益总计	120332	133149	142641	151548	159780	公允价值变动损失	0	0	(300)	(300)	(300)
						财务费用	(1263)	(1260)	(303)	(468)	(631)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1718	8344	3159	2199	1032
每股收益	2.74	2.01	1.77	2.00	2.30	其它	(1755)	(7107)	(2089)	(2087)	(2084)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	11158	9447	8816	8692	8622
每股净资产	20.18	19.97	21.15	22.56	24.27	资本开支	(1331)	(1448)	(500)	(500)	(500)
ROIC	16%	9%	14%	20%	28%	其它投资现金流	(2647)	(7931)	0	0	0
ROE	8%	6%	6%	6%	7%	投资活动现金流	(3977)	(9378)	(500)	(500)	(500)
毛利率	28%	25%	22%	22%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	4%	5%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	6%	6%	7%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	28%	20%	10%	7%	4%	其它融资现金流	(6962)	(5795)	0	0	0
经调整归母净利润增长率	243%	-26%	-12%	13%	15%	融资活动现金流	(6962)	(5795)	0	0	0
资产负债率	40%	46%	47%	47%	46%	现金净变动	219	(5726)	8316	8192	8122
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	19413	19635	11443	19759	27951
P/E	15.5	21.0	23.9	21.2	18.5	货币资金的期末余额	19635	11443	19759	27951	36073
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	0	10235	7564	7316	7124
EV/EBITDA	31.7	43.2	36.6	32.2	27.4	权益自由现金流	0	689	7791	7667	7597

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032