

公司研究

主业积极扩张，提升回购规模

——贝壳（2423.HK）2025 年二季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年二季报，25Q2 实现营收/归母净利/Non-GAAP 净利 260/13.1/18.2 亿元，同比+11.3%/-31.2%/-32.4%。

经纪主业积极扩张，租赁驱动增长。25Q2 公司 GTV 8787 亿元，同比+4.7%；其中存量房/新房 GTV 为 5835/2554 亿元，分别同比+2.2%/+8.5%。二季度地产复苏态势减弱背景下，Q2 公司收入环比降速，而公司积极扩张门店及经纪人网络，Q2 末门店数/经纪人数量分别同比+31.8%/21.6%。分业务看，存量房/新房/家装家居/房屋租赁/新兴业务及其他分别实现收入 67/86/46/57/4 亿元，同比-8.4%/+8.6%/+13.0%/+78.0%/-50.6%。存量房收入增速与 GTV 背离主要系贝联经纪人存量房 GTV 的占比提升 4pcts 至 63%；新房业务货币化率保持稳定，估计市场份额持续提升；家装家居收入增长与新零售贡献加大、经纪人推荐客户带来订单量增加有关，而 24Q4 以来公司务实调整，聚焦家装业务产品打磨与交付质量，收入增速相对放缓；Q2 末省心租在管房源 59 万套，同比+90%，驱动房屋租赁收入高增。

存量房业务拖累整体毛利率。Q2 公司毛利率 21.9%，同比-6.0pcts，主要系 1) 贡献利润率相对较高的存量房收入占比下降，2) 固定薪酬成本占存量房收入比例提升导致其贡献利润率下降。分业务看，存量房贡献利润率同比-7.5pcts 至 39.9%，主因经纪人数量同比+21.6%至 55.8 万名，带来固定薪酬成本提升，以及经纪人福利提升举措延续；新房业务贡献利润率 24.4%，同比-0.6pcts；家装家居业务贡献利润率同比+0.8pcts 至 32.1%，估计系集采比例提升、派单效率提高带来采购及人员成本下行；房屋租赁业务贡献利润率 8.4%，同比+2.5pcts，估计与省心租持续迭代产品、优化业务模式下毛利率提升有关。

费用管控加强部分对冲毛利率下行，净利率同比下滑。Q2 公司销售/管理/研发费用率为 7.3%/8.0%/2.4%，分别同比-0.8/-0.9/+0.3pcts，公司加强费用管控下销售及管理费用率有所下行。最终 Q2 公司 Non-GAAP 净利率为 7.0%，同比-4.7pcts。此外公司加强股东回报，扩大回购计划至 50 亿美元并延期至 2028 年 8 月 31 日。

盈利预测、估值与评级：考虑到地产行业相对疲软，我们下调 25-27 年归母净利润预测为 41.69/51.79/60.78 亿元（较上次-28%/-23%/-18%），公司为地产经纪龙头，有望受益地产复苏，家装及租赁远期成长空间广阔，维持“买入”评级。

风险提示：佣金率下调风险，地产市场复苏不及预期，新业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	77,777	93,457	106,454	123,520	138,822
营业收入增长率	28.2%	20.2%	13.9%	16.0%	12.4%
归母净利润（百万元）	5,883	4,065	4,169	5,179	6,078
归母净利润增长率	-524.5%	-30.9%	2.6%	24.2%	17.4%
EPS（元）	1.65	1.14	1.17	1.45	1.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.2%	5.7%	5.6%	6.5%	7.1%
P/E	25	37	36	29	24
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
Non-GAAP 净利润（百万元）	9,799	7,211	6,880	7,691	8,191
Non-GAAP 净利润增长率	244.7%	-26.4%	-4.6%	11.8%	6.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29 注：采用港币汇率为 0.9154

买入（维持）

当前价：45.5 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

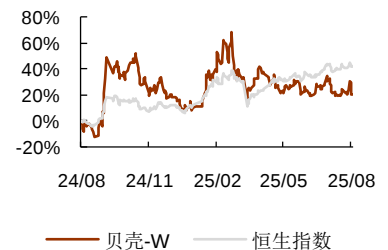
021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	35.72
总市值(亿港元):	1,625.35
一年最低/最高(港元):	33.9/72.01
近 3 月换手率:	30.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.24	-16.49	-14.11
绝对	-8.63	-8.82	26.89

资料来源：Wind

相关研报

从交易走向居住——贝壳-W（2423.HK）投资价值分析报告（2025-05-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,777	93,457	106,454	123,520	138,822
营业成本	56,059	70,513	83,374	96,798	109,040
折旧和摊销	1,402	1,012	981	1,037	1,108
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	6,654	7,783	8,121	9,299	10,312
管理费用	10,173	11,244	11,956	13,132	14,342
财务费用	-1,263	-1,260	-914	-1,157	-1,413
资产减值损失	133	161	-21	240	215
公允价值变动损益	78	313	50	50	50
投资收益	9	10	10	10	10
营业利润	6,015	5,339	3,998	5,268	6,385
利润总额	7,884	6,870	5,564	6,912	8,112
所得税	1,994	2,792	1,391	1,728	2,028
少数股东损益	6	13	4	5	6
归属母公司净利润	5,883	4,065	4,169	5,179	6,078
EPS(按最新股本摊薄, 元)	1.65	1.14	1.17	1.45	1.70
Non-GAAP 净利润	9,799	7,211	6,880	7,691	8,191

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,158	9,447	9,086	8,147	8,750
净利润	5,883	4,065	4,169	5,179	6,078
折旧摊销	1,402	1,012	981	1,037	1,108
净营运资金增加	1,295	-463	1,513	631	589
其他	2,577	4,833	2,424	1,299	976
投资活动产生现金流	-3,977	-9,378	-1,245	-1,066	-1,660
净资本支出	-520	-892	-950	-950	-950
长期投资变化	-5,645	-219	-5	-5	-5
其他资产变化	2,188	-8,267	-290	-111	-705
融资活动现金流	-7,218	-5,795	199	2,057	2,190
股本变化	0	0	-949	0	0
债务净变化	-329	-2	-288	0	0
其他长期负债变化	-6,890	-5,792	1,436	2,057	2,190
净现金流	263	-5,556	8,040	9,138	9,280

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.92%	24.55%	21.68%	21.63%	21.45%
税前净利润率	10.14%	7.35%	5.23%	5.60%	5.84%
归母净利润率	7.56%	4.35%	3.92%	4.19%	4.38%
ROA	4.89%	3.06%	2.92%	3.36%	3.65%
ROE (摊薄)	8.16%	5.70%	5.60%	6.50%	7.09%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40.00%	46.34%	47.80%	48.35%	48.44%
流动比率	1.76	1.45	1.48	1.53	1.58
速动比率	1.76	1.42	1.45	1.50	1.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	120,332	133,149	142,799	154,453	166,549
流动资产	69,754	76,603	86,905	98,420	109,845
现金及短期投资	25,857	20,301	28,341	37,479	46,759
有价证券及短期投资	34,258	41,318	42,318	42,318	42,318
应收账款	3,176	5,498	5,423	6,292	7,072
存货	304	1,610	1,903	2,210	2,489
其它流动资产	6,158	7,876	8,919	10,121	11,207
非流动资产	50,578	56,546	55,895	56,033	56,704
长期投资	23,571	23,790	23,795	23,800	23,805
固定资产净额	19,583	25,767	25,106	24,494	23,890
其他非流动资产	7,424	6,989	6,994	7,739	9,009
总负债	48,131	61,701	68,255	74,678	80,679
流动负债	39,524	52,744	58,648	64,218	69,454
应付账款	6,329	9,493	11,224	13,031	14,679
短期借贷	290	288	0	0	0
其它流动负债	32,905	42,963	47,424	51,187	54,775
长期负债	8,607	8,957	9,607	10,460	11,225
长期债务	0	0	0	0	0
其它	8,607	8,957	9,607	10,460	11,225
股东权益合计	72,201	71,448	74,544	79,775	85,870
股东权益	72,100	71,324	74,416	79,641	85,730
少数股东权益	101	124	128	134	140
负债及股东权益总额	120,332	133,149	142,799	154,453	166,549

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.6%	8.3%	7.6%	7.5%	7.4%
管理费用率	13.1%	12.0%	11.2%	10.6%	10.3%
财务费用率	-1.6%	-1.3%	-0.9%	-0.9%	-1.0%
所得税率	25.3%	40.6%	25.0%	25.0%	25.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股经营现金流	3.12	2.64	2.54	2.28	2.45
每股净资产	20.18	19.97	20.83	22.29	24.00
每股销售收入	21.77	26.16	29.80	34.58	38.86

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	25	37	36	29	24
PB	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP