

Q2 业绩基本符合预期，家装利润率进入修复通道

核心观点

近期公司披露 2025Q2 业绩。Q2 单季度公司实现营收 260 亿（同比+11%），Non-GAAP 归母净利润 18.1 亿（同比-32%），基本符合预期。

- **经纪业务 Alpha 凸显，业绩受此前规模扩张影响仍承压，未来聚焦提效有望驱动利润增速修复。**公司存量房交易量增速跑赢市场，受套单价下降趋势影响，GTV 同比增长 2%。25Q2 以来新房市场成交持续下行趋势，而公司 Q2 新房 GTV 逆势同比增长 9%，公司经纪业务 Alpha 凸显。**收入端**，存量房收入同比下降 8%至 67 亿，主要由于非链家 GTV 占比提升从而导致货币化率下降。新房收入同比提升 9%至 86 亿，此前市场担心新房佣金率可能会受“好房子”入市的影响，目前来看新房佣金率仍然保持稳定。Q2 **利润端**仍受此前扩张策略下成本的挤压影响，未来公司战略聚焦提效，从 AI 赋能、加强绩效考核等多方面提升人效、店效，有望驱动公司利润增速的修复。
- **家装利润率进入修复通道，租赁收入有望继续高增。**家装业务，25Q2 收入同比增长 13%，城市经营效率持续提升。公司通过 SKU 整合、集中采购和提高劳动效率实现成本优化，通过重组组织和精简设计团队，降低了销售和营销费用；在产品力上，研发模块化家装组合，打造产品化样板房展厅；公司实施“商圈精耕”策略，让服务者深耕特定商圈，提升用户信任度和便利性，预计 26 年家装业务贡献重要业绩增量。租赁业务，25Q2 收入 57 亿元，同比增速达+78%，仍处于高增阶段。在对部分新签房源采用计服务费净收入的核算模式下，贡献利润率为 8.4%。
- **持续扩大股东回报。**公司宣布扩大现有股份回购计划至 50 亿美元并延期至 2028 年 8 月 31 日（截至 25 年 6 月，剩余回购规模 30 亿美元），彰显公司未来发展信心。

盈利预测与投资建议

- 贝壳作为国内房产经纪龙头，不断塑造平台价值以强化市占优势。公司聚焦提效有望驱动经纪业务利润增速修复；家装、租赁业务预计 26 年贡献重要业绩增量。根据 25 年二季度业绩公告，我们调整了各项业务营收增速及贡献利润率，以及期间费用率，调整公司 25-27 年 Non-GAAP EPS 预测值为 1.81/2.20/2.87 元（原预测为 2.06/2.68/3.56 元）。参考 25 年可比公司调整后平均 24 倍 PE，对应目标价 47.58 港元（1 港元=0.913 人民币），维持买入评级。

风险提示：房地产销售不及预期。佣金率不及预期。家装、租赁业务发展不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	100,351	112,943	123,653
同比增长(%)	28.2%	20.2%	7.4%	12.5%	9.5%
营业利润(百万元)	4,797	3,765	3,318	5,016	7,917
同比增长(%)	675.9%	-21.5%	-11.9%	51.2%	57.8%
归属母公司净利润(百万元)	5,883	4,065	4,194	5,564	7,899
同比增长(%)	524.5%	-30.9%	3.2%	32.7%	42.0%
每股收益(元)	1.65	1.14	1.17	1.56	2.21
毛利率(%)	27.9%	24.6%	22.0%	21.6%	22.1%
净利率(%)	7.6%	4.4%	4.2%	4.9%	6.4%
净资产收益率(%)	8.2%	5.7%	5.6%	7.0%	9.1%
市盈率(倍)	25.5	36.9	35.7	26.9	19.0
市净率(倍)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年08月28日）	45.96 港元
目标价格	47.58 港元
52 周最高价/最低价	72.01/33.9 港元
总股本/流通 H 股（万股）	357,220/343,013
H 股市值（百万港币）	164,179
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 08 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.17	-11.53	-5.63	26.1
相对表现%	-1.75	-9.33	-13.11	-15.2
恒生指数%	-0.42	-2.2	7.48	41.3



证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

联系人

孙怡萱	sunyixuan@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

25Q1 业绩略超预期，持续夯实平台规模优势	2025-05-21
夯实平台规模优势，放眼修复周期	2025-03-30
平台溢价，不惧牛熊	2025-02-23

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
		2025/08/28	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
美团-W	3690.HK	92.85	5.85	6.01	7.93	16	15	12
欧派家居	603833.SH	54.86	4.29	4.59	4.97	13	12	11
我爱我家	000560.SZ	3.07	0.03	0.10	0.12	98	32	25
Rightmove	RMV.L	72.72	2.35	2.80	3.16	31	26	23
科斯塔	CSGP.O	641.91	4.83	5.84	9.84	133	110	65
		最大值				133	110	65
		最小值				13	12	11
		平均数				58	39	27
		调整后平均				48	24	20

注：货币均为人民币，汇率为 1 港币=0.913 人民币,1 美元=7.106 人民币，1 英镑=9.68 人民币（2025/08/28）。

数据来源：iFind、Bloomberg，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,635	11,443	17,877	25,408	35,063	营业收入	77,777	93,457	100,351	112,943	123,653
应收账款	3,176	5,498	4,302	4,276	3,789	营业成本	(56,059)	(70,513)	(78,307)	(88,546)	(96,373)
预付账款	0	0	0	0	1	税金及附加	0	0	0	0	0
存货	304	347	387	427	467	销售费用	(6,654)	(7,783)	(7,856)	(8,277)	(8,443)
其他	46,639	59,315	57,803	58,033	58,135	管理费用	(8,237)	(8,961)	(8,618)	(8,796)	(8,641)
流动资产合计	69,754	76,603	80,369	88,144	97,455	研发费用	(1,937)	(2,283)	(2,251)	(2,308)	(2,279)
长期股权投资	0	0	0	0	1	资产减值损失	(93)	(152)	(28)	0	0
固定资产	1,965	2,400	2,912	3,612	4,332	营业利润	4,797	3,765	3,318	5,016	7,917
在建工程	0	0	0	0	1	利息净收入	1,263	1,260	1,319	1,422	1,565
无形资产	23,542	29,002	30,741	31,381	31,534	其他营业外净收支	1,824	1,845	1,427	1,413	1,413
其他	25,071	25,144	25,144	25,144	25,142	利润总额	7,884	6,870	6,064	7,851	10,895
非流动资产合计	50,578	56,546	58,797	60,136	61,009	所得税	(1,994)	(2,792)	(1,870)	(2,287)	(2,996)
资产总计	120,332	133,149	139,166	148,280	158,464	净利润	5,890	4,078	4,194	5,564	7,899
短期借款	290	288	288	288	288	少数股东损益	(6)	(13)	0	0	0
应付账款	6,329	9,493	10,113	11,071	11,786	归属母公司净利润	5,883	4,065	4,194	5,564	7,899
其他	32,905	42,963	44,928	48,239	50,465	每股收益（元）	1.65	1.14	1.17	1.56	2.21
流动负债合计	39,524	52,744	55,329	59,598	62,539	调整后归属母公司净利润	9,792	7,198	6,482	7,864	10,263
长期借款	0	0	0	0	0	调整后每股收益（元）	2.74	2.02	1.81	2.20	2.87
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
其他	8,607	8,957	8,957	8,957	8,957		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	8,607	8,957	8,957	8,957	8,957	成长能力					
负债合计	48,131	61,701	64,286	68,555	71,496	营业收入	28.2%	20.2%	7.4%	12.5%	9.5%
少数股东权益	101	124	124	124	124	营业利润	675.9%	-21.5%	-11.9%	51.2%	57.8%
股本	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	524.5%	-30.9%	3.2%	32.7%	42.0%
资本公积	77,583	72,461	74,599	76,780	79,025	调整后归属母公司净利润	243.1%	-26.5%	-10.0%	21.3%	30.5%
留存收益	-5,673	-1,724	-430	2,233	7,232	获利能力					
其他	190	587	587	587	587	毛利率	27.9%	24.6%	22.0%	21.6%	22.1%
股东权益合计	72,201	71,448	74,880	79,725	86,968	净利率	7.6%	4.4%	4.2%	4.9%	6.4%
负债和股东权益	120,332	133,149	139,166	148,280	158,464	ROE	8.2%	5.7%	5.6%	7.0%	9.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	40.0%	46.3%	46.2%	46.2%	45.1%
净利润	5,890	4,078	4,194	5,564	7,899	净负债率	24.9%	31.8%	31.2%	30.2%	27.7%
折旧摊销	1,402	1,012	945	900	923	流动比率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.6
股份支付薪酬	3,216	2,726	2,139	2,181	2,245	速动比率	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
营运资金变动	2,075	1,925	2,406	3,704	3,475	营运能力					
其他	(1,168)	(295)	0	0	0	应收账款周转率	21.2	21.5	20.5	26.3	30.7
经营活动现金流	11,414	9,447	9,683	12,349	14,542	存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资本支出	(874)	(1,037)	(1,326)	(1,482)	(1,536)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
长期投资	(6,777)	(15,813)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	3,673	7,472	1,421	29	38	每股收益	1.6	1.1	1.2	1.6	2.2
投资活动现金流	(3,977)	(9,378)	95	(1,453)	(1,498)	每股经营现金流	3.2	2.6	2.7	3.5	4.1
债权融资	(329)	(2)	0	0	0	每股净资产	20.2	20.0	20.9	22.3	24.3
股权融资	(5,151)	(5,151)	0	0	0	估值比率					
其他	(1,738)	(642)	(2,900)	(2,900)	(2,900)	市盈率	25.5	36.9	35.7	26.9	19.0
筹资活动现金流	(7,218)	(5,795)	(2,900)	(2,900)	(2,900)	市净率	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
汇率变动影响	45	169	0	0	0						
现金净增加额	263	(5,556)	6,877	7,996	10,144						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。