

买入

2025 年 9 月 2 日

一赛道降本提质增效，二赛道贡献利润占比超三成，扩大回购规模

- **2025Q2 经调整净利润 18.2 亿元，同比下降 32.4%，环比提升 30.7%：**2025Q2 公司总交易额为 8787 亿元，同比增加 4.7%。期内录得净收入 260 亿元，同比增加 11.3%。期内毛利率为 21.9%，同比下降 6 个百分点，主要由于贡献利润率较高的存量房业务收入占比下降以及固定成本增加导致存量房贡献利润率下降。期内整体运营费用为 46 亿元，同比微增 2.0%，主要由于市场营销费用及研发费用增加。期内公司经调整净利润 18.2 亿元，同比下降 32.4%，环比提升 30.7%。
- **一赛道业务持续跑赢市场，成本费用启动下降通道：**2025Q2 公司存量房交易额为 5835 亿元，同比增长 2.2%，实现净收入 67 亿元，同比下降 8.4%，收入增速低于交易额增速主要因为非链家的交易额占比提升。贡献利润率为 39.9%，同比下降 7.6 个百分点，主要由于经纪人人数增加及经纪人福利改善推动成本增加；环比提升 1.8 个百分点，公司降本增效效果开始显现。新房交易额为 2554 亿元，同比增加 8.5%，大幅跑赢同期全国商品房销售增速及克而瑞百强房企销售增速；净收入 86 亿元，同比增长 8.6%。期内新房业务的交易费率为 3.38%，同比微降 0.1 个百分点；贡献利润率同比增加 0.6 个百分点，但环比提升 1 个百分点。新房业务的应收账款周转天数 51 天，维持在健康水平。
- **非房产交易服务业务收入同比增长 43.1%，营收占比 41.1%，贡献利润占比 35.9%：**期内公司家装家居业务实现收入 46 亿元，同比增长 13.0%，主要由于一赛道引流增加及新零售贡献增大；贡献利润率为 32.1%，同比提升 0.8 个百分点，主要由于集采比例的提升带来采购成本的下降，以及派单效率的提升。房屋租赁业务收入为 56.7 亿元，同比增长 78%，省心租业务房源超过 59 万套，贡献利润率 8.4%，同比及环比分别提升 2.6 及 1.7 个百分点。非房产交易服务业务的收入增速 43.1%，占营收比例进一步提升至 41.1%，非房产交易服务业务的贡献利润占总毛利的比例超过三成，非房产交易服务成为公司收入和利润贡献的重要一环。
- **目标价 61.6 港元/23.7 美元，维持买入评级：**公司关注品质、规模、效率的正循环，降本增效带来的效率优化正在显现。公司拥有坚实的现金储备，并积极回馈股东。2025Q2，公司加大回购力度，斥资约 2.5 亿美元进行股票回购，2022 年 9 月以来，公司累计回购金额约 20.2 亿美元，回购股数占比约 10.3%。同时，公司的回购授权从 30 亿美元增加至 50 亿美元，回购计划延长至 2028 年 8 月 31 日。我们依然看好公司在“一体”业务稳健发展和行业渗透率的提升、以及“三翼”业务巩固公司穿越房地产后周期韧性的能力。预计公司未来三年的调整后净利润分别为 72.3 亿、100 亿及 110 亿元，给予 2025 年 18 倍 PE，加上公司持有广义现金后得出目标价 61.6 港元/23.7 美元，维持买入评级。

胡钰
852-25321539
Katherine.hu@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	居住服务
股价	47.14 港元/17.51 美元
目标价	61.60 港元/23.70 美元 (+30.7%/35.3%)
股票代码	2423. HK/BEKE. US
已发行股本	34.57 亿股/11.91 亿 ADS
总市值	1630 亿港元/208 亿美元
52 周高/低	72.568 港元/33.668 港元 25.51 美元/13.00 美元
每股净资产	21.25 元人民币
主要股东	Propitious Global 24.0% 腾讯联属实体 9.45%

盈利摘要

年结日：31/12	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(千人民币)	77,776,932	93,457,498	104,963,783	124,658,911	142,969,909
变动(%)	28.1%	20.2%	12.3%	18.8%	14.7%
净利润(千人民币)	5,889,604	4,078,180	5,020,343	7,672,697	10,275,145
变动(%)	NA	-30.8%	23.1%	52.8%	33.9%
经调整净利润(千人民币)	9,797,873	7,210,620	7,230,909	10,039,411	11,041,859
变动(%)	245%	-26%	0%	39%	10%
每股盈利(人民币元)	1.67	1.21	1.55	2.37	3.18
市盈率@47.14 港元	25.7	35.4	27.6	18.1	13.5
每股派息(元)	1.22	0.86	0.44	0.68	0.91
股息率(%)	2.4%	1.7%	0.9%	1.3%	1.8%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表					
<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	77,776,932	93,457,498	104,963,783	124,658,911	142,969,909
-存置房地产业	27,954,135	28,201,003	28,187,187	30,093,373	31,598,042
-新房地产业	30,575,778	33,653,403	33,884,676	39,294,261	42,871,684
-新兴业务及其他	2,296,775	2,499,666	1,581,716	1,600,000	1,600,000
分佣及薪酬	-37,435,504	-41,670,743	-43,021,731	-47,168,981	-50,455,892
门店成本	-2,872,093	-2,854,988	-3,001,687	-2,976,732	-2,976,732
毛利	21,718,014	22,944,055	22,774,848	27,053,104	31,131,569
销售与管理费用	-14,890,747	-16,744,088	-16,123,194	-17,575,767	-18,763,782
研发费用	-1,936,780	-2,283,424	-2,545,564	-2,655,663	-2,815,760
经营利润	4,797,070	3,764,967	4,077,899	6,821,674	9,552,027
利息收入（支出）	1,263,332	1,260,163	940,388	895,760	895,760
税前利润	7,883,995	6,870,069	6,782,259	9,434,613	12,037,061
税项	-1,994,391	-2,791,889	-1,761,916	-1,761,916	-1,761,916
归属少数股东净利润	-5,464	-17,918	6,174	26,471	35,450
归属普通股股东净利润	5,883,224	4,064,900	5,003,023	7,646,226	10,239,695
经调整净利润	9,797,873	7,210,620	7,230,909	10,039,411	11,041,859
每股盈利	1.67	1.21	1.55	2.37	3.18
每股派息	1	1	0	1	1

资产负债表					
<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19,634,716	11,442,965	14,197,486	19,098,248	26,630,456
受限资金	6,222,745	8,858,449	9,301,371	9,766,440	10,254,762
应收账款	3,176,169	5,497,989	6,192,863	7,354,876	8,435,225
预付账款	4,666,976	6,252,700	6,877,970	7,565,767	8,322,344
物业及设备	1,965,098	2,400,211	2,859,340	3,344,887	3,859,493
使用权资产	17,617,915	23,366,879	25,703,567	28,273,924	31,101,316
长期投资	23,570,988	23,790,106	23,790,106	23,790,106	23,790,106
无形资产及商誉	5,924,266	5,635,055	5,644,073	5,648,091	5,647,109
其他	37,553,058	45,904,929	48,256,246	50,739,401	53,362,413
总资产	120,331,931	133,149,283	142,823,023	155,581,739	171,403,223
应付账款	6,328,516	9,492,629	9,967,260	10,465,623	10,988,905
应付雇员薪酬及福利	8,145,779	8,414,472	8,582,761	8,754,417	8,929,505
应付客户备付金	3,900,564	6,078,623	6,382,554	6,701,682	7,036,766
短期有息负债	290,450	288,280	317,108	348,819	383,701
合同负债	4,665,201	6,051,867	6,657,054	7,322,759	8,055,035
租赁负债	9,368,607	13,729,701	15,102,671	16,612,938	18,274,232
其他	6,824,866	8,688,686	9,518,410	10,431,106	11,435,072
流动负债	39,523,983	52,744,258	56,527,819	60,637,344	65,103,216
长期借款	-	-	-	-	-
租赁负债	8,327,113	8,636,770	9,500,447	10,450,492	11,495,541
递延税务	279,341	317,697	317,697	317,697	317,697
其他	389	2,563	2,563	2,563	2,563
总负债	48,130,826	61,701,288	66,348,526	71,408,096	76,919,017
股东权益	72,099,824	71,323,816	76,344,144	84,016,819	94,291,933
少数股东权益	101,281	124,179	130,353	156,824	192,274
负债与权益合计	120,331,931	133,149,283	142,823,023	155,581,739	171,403,223

财务分析					
<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
收入	28.1%	20.2%	12.3%	18.8%	14.7%
毛利润	57.6%	5.6%	-0.7%	18.8%	15.1%
税前利润	NA	-12.9%	-1.3%	39.1%	27.6%
净利润	NA	-30.8%	23.1%	52.8%	33.9%
盈利分析 (%)					
综合毛利率	27.9%	24.6%	21.7%	21.7%	21.8%
经营利润率	10.1%	7.4%	6.5%	7.6%	8.4%
净利润率	7.6%	4.4%	4.8%	6.2%	7.2%
回报率 (%)					
派息比率	74.2%	74.9%	30.0%	30.0%	30.0%
ROA	5.1%	3.2%	3.6%	5.1%	6.3%
ROE	8.4%	5.7%	6.8%	9.6%	11.5%
偿付能力					
流动比率(倍)	176.5%	145.2%	147.7%	153.7%	162.3%
速动比率	144.4%	110.5%	112.8%	118.7%	127.3%
资产负债率	40.0%	46.3%	46.5%	45.9%	44.9%
净负债率	NA	NA	NA	NA	NA

现金流量表					
<千元人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
税前利润	5,889,604	4,078,180	5,020,343	7,672,697	10,275,145
折旧摊销	1,402,188	1,012,412	518,405	585,642	659,103
税项	156,278	330,167	102,874	113,161	124,477
经营现金流	11,414,244	9,447,137	8,704,849	11,220,548	12,619,532
固定资产投资	-859,152	-1,024,994	-459,129	-485,547	-514,606
短期投资变化	-4,185,361	-6,480,542	-2,065,885	-2,169,179	-2,277,638
长期投资变化	-	-	-	-	-
关联方贷款变化	18,367	-595,417	-1,880	-2,068	-2,274
其他	1,048,706	-1,277,072	3,210,816	3,332,848	4,996,982
投资现金流	-3,977,440	-9,378,025	683,922	676,055	2,202,463
首次公开发行	-	-	-	-	-
后续公开发行	-	-	-	-	-
短期借款变化	-329,338	-2,391	28,828	31,711	34,882
长期借款变化	-	-	-	-	-
融资债务变化	-	-	-	-	-
其他	-6,888,872	-5,792,244	-6,220,156	-6,562,484	-6,836,346
融资现金流	-7,218,210	-5,794,635	-6,191,328	-6,530,773	-6,801,464
现金变动	218,594	-5,725,523	3,197,444	5,365,830	8,020,531
期初现金、现金等	25,594,259	25,857,461	20,301,414	23,498,858	28,864,688
期初受限现金	6,181,057	6,222,745	8,858,449	9,301,371	9,766,440
期末现金、现金等	25,857,461	20,301,414	23,498,858	28,864,688	36,885,218
期末受限现金	6,222,745	8,858,449	9,301,371	9,766,440	10,254,762

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。