

地产龙头引领长期复苏,家装利润可期

华泰研究

2025 年 10 月 27 日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

65.64

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈慎

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

研究员

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

林正衡

SAC No. S0570520090003
SFC No. BRC046

研究员

linzhengheng@htsc.com
+(86) 21 2897 2065

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至 10 月 24 日)	47.36
市值(港币百万)	167,845
6 个月平均日成交额(港币百万)	460.17
52 周价格范围(港币)	42.15-69.65

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	93,458	100,128	113,311	125,934
+/-%	20.16	7.14	13.17	11.14
归母净利润(百万)	4,065	3,961	5,915	7,444
+/-%	(30.91)	(2.56)	49.35	25.84
归母净利润(调整后,百万)	7,198	6,040	8,201	9,817
+/-%	(26.49)	(16.08)	35.77	19.71
EPS(调整后,最新摊薄)	2.03	1.71	2.32	2.77
PE(调整后,倍)	21.28	25.36	18.68	15.60
PB(倍)	0.71	0.72	0.69	0.65
ROE(调整后,%)	10.04	8.51	11.36	12.94
EV EBITDA(倍)	30.46	33.57	21.98	16.95
股息率(%)	3.37	3.29	4.91	6.18

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

我们首次覆盖贝壳港股, 给予贝壳目标价 65.64 港币, 基于 26 年 26 倍经调整后 PE, 给予“买入”评级。贝壳成立于 2001 年(前身链家), 是国内 O2O 房屋交易的龙头平台。从长线看, 托底政策有望促进市场温和复苏, 凸显贝壳作为渠道龙头的去化重要性。我们预期更多三方门店加入贝联(毛利贡献>收入), 助力 25-26 年经纪业务的市场份额分别提升 2-3pct。我们看好贝壳 26 年的利润率改善, ①经纪业务持续提升人效, 2Q 链家经纪人数环比下滑 6%, ②AI 逐步赋能房源匹配和家装设计, ③家装门店整合提升坪效。

地产市场长期筑底回稳, 4Q 步入高基数

房地产市场正在构筑止跌回稳的基础。政策层面, 中央连续释放稳地产信号, 京沪深亦出台新政, 托底效果初步显现。销售端, 1H25 全国商品房销售面积同比降幅收窄, 二手房成交明显回暖, 但 3Q 以来新房与二手房销售再度承压, 4Q 也步入高基数。库存与房价仍是核心矛盾, 新房去化周期维持高位, 二手房挂牌量与价格下行压力未解。中长期看市场有望筑底回稳, 供给端收缩与风险化解正在进行, 需求端房贷利率和房价回落推动购房负担减轻, 住宅成交市场空间有望保持平稳。从交易结构看, 未来十年我国二手房住宅成交占比有望自 24 年的 44%, 进一步提升至 50-60%。

经纪业务网络效应凸显, 贝壳 GTV 增速显著优于行业

贝壳作为地产经纪业务的龙头平台, 我们预期 25-27 年市占率将会持续提升。尽管 4Q25 存在高基数影响, 但从长线看, 托底政策有望促进市场温和复苏, 凸显贝壳作为渠道龙头的去化重要性。2Q 北京上海人员优化后, 7 月上海链家启动新制度, 经纪人仅可选择房源或客源端, 资深经纪人被要求转向房源端, 我们认为有助于贝壳掌握核心优质房源。二手房业务中, AI CRM 智能体“来客”已覆盖超 33.5 万经纪人, 北京、上海渗透率均达 75% (截至 8 月)。其核心竞争力在于: ①链家在一二线城市存领先地位, 以及经纪人合作网络(ACN)推动第三方门店的加入, ②贝壳依托门店和流量优势, 在新房销售渠道端形成壁垒, 25 年截至 2Q, take rate 略有下滑。

家装业务利润可期, 链家门店高效导流, 规模效应铸就成本优势

我们看好家装业务的长线发展, 预期 25-27 年营收同比增长 9%、13%、12% 至 161/182/204 亿元; 26 年家装经营利润率有望达到 3-5%, 远期达到 8-10% (28-29 年)。作为全国化规模的平台, 贝壳结合链家导流模式显著降低营销成本, 其标准化流程也促进口碑和市占率提升的正向循环。以北京被窝家装为例, 1H25 经营利润率较 1H23 提升 6pct 至 11%。25 年 4 月家装亦实现盈亏平衡。贝壳家装的抓手来自: ①26 年有望实现 10-15% 幅度提价, 引入更多软装、优质材料、高定方案; ②集采体系下, 材料和人工费率远期可下降 9pct; ③三费收入占比远期有望下降 10-15pct, 例如 3Q 门店整合提升坪效, AI 工具全面渗透销售和施工环节, 提升新客转化率和交付效率。

盈利预测与估值

展望 25-27 年, 我们预测贝壳收入达 1001/1133/1259 亿元, 同比增长 +7/+13/+11%。我们预测 25-27 年经调整归母净利润达 60.4/82.01/98.2 亿元, 主系收入改善, 经营杠杆效应, 以及家装业务扭亏为盈。我们给予贝壳目标价 65.64 港币, 基于 26 年 26 倍经调整后 PE (高于行业平均 25.1 倍, 主系新房销量边际走弱时, 贝壳作为重要渠道商的去化价值显著提升), 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 存量房和家装收入以及利润改善低于市场预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,777	93,458	100,128	113,311	125,934
销售成本	(56,059)	(70,513)	(78,601)	(87,250)	(95,962)
毛利润	21,718	22,944	21,528	26,062	29,972
销售及分销成本	(6,654)	(7,783)	(7,510)	(8,158)	(8,941)
管理费用	(8,237)	(8,961)	(8,211)	(9,065)	(9,823)
其他收入/支出	1,824	1,845	1,836	1,836	1,836
财务成本净额	1,263	1,260	900.33	998.30	1,053
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	7,884	6,870	6,041	8,727	10,823
税费开支	(1,994)	(2,792)	(2,067)	(2,798)	(3,366)
少数股东损益	6.38	13.28	13.28	13.28	13.28
净利润	5,883	4,065	3,961	5,915	7,444
Non-GAAP 调整项	3,909	3,133	2,079	2,285	2,373
调整后净利润	9,792	7,198	6,040	8,201	9,817
折旧和摊销	(1,402)	(1,012)	(851.11)	(772.18)	(787.62)
EBITDA	6,621	5,610	5,140	7,728	9,770
EPS (人民币, 基本)	5.02	3.47	3.38	5.04	6.35

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	7,843	11,751	11,324	11,051	11,689
现金及现金等价物	19,635	11,443	9,779	12,474	16,753
其他流动资产	42,276	53,410	55,868	58,708	61,746
总流动资产	69,754	76,603	76,972	82,233	90,189
固定资产	1,965	2,400	1,994	2,120	2,293
无形资产	1,067	857.64	751.12	715.95	685.05
其他长期资产	47,546	53,288	55,625	58,195	61,023
总长期资产	50,578	56,546	58,370	61,031	64,001
总资产	120,332	133,149	135,342	143,264	154,190
应付账款	25,199	32,674	35,524	40,420	46,919
短期借款	9,659	14,018	14,018	14,018	14,018
其他负债	4,665	6,052	6,052	6,052	6,052
总流动负债	39,523	52,744	55,593	60,490	66,989
长期债务	8,328	8,639	8,639	8,639	8,639
其他长期债务	279.34	317.70	317.70	317.70	317.70
总长期负债	8,607	8,957	8,957	8,957	8,957
股本	77,584	72,461	79,304	81,400	78,371
储备/其他项目	(5,483)	(1,137)	(8,650)	(7,734)	(290.47)
股东权益	72,100	71,324	70,654	73,666	78,080
少数股东权益	101.28	124.18	137.46	150.74	164.02
总权益	72,202	71,448	70,791	73,817	78,244

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.64	12.51	12.84	8.60	6.83
PB	0.71	0.71	0.72	0.69	0.65
调整后 PE (倍)	15.64	21.28	25.36	18.68	15.60
调整后 ROE	13.89	10.04	8.51	11.36	12.94
EV EBITDA	23.65	30.46	33.57	21.98	16.95
股息率 (%)	0.93	3.37	3.29	4.91	6.18
自由现金流收益率 (%)	3.96	3.68	4.44	6.61	7.95

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	6,621	5,610	5,140	7,728	9,770
融资成本	(1,263)	(1,260)	(900.33)	(998.30)	(1,053)
营运资本变动	406.66	2,080	3,378	4,965	5,587
税费	(1,994)	(2,792)	(2,067)	(2,798)	(3,366)
其他	7,645	5,809	1,771	2,500	2,309
经营活动现金流	11,414	9,447	7,322	11,398	13,248
CAPEX	(692.21)	(789.72)	(803.33)	(863.18)	(929.92)
其他投资活动	(3,285)	(8,588)	(1,945)	(2,374)	(2,550)
投资活动现金流	(3,977)	(9,378)	(2,748)	(3,237)	(3,480)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(7,218)	(5,795)	(5,795)	(5,000)	(5,000)
融资活动现金流	(7,218)	(5,795)	(5,795)	(5,000)	(5,000)
现金变动	218.59	(5,726)	(1,221)	3,160	4,768
年初现金	25,594	25,857	20,301	19,081	22,241
汇率波动影响	44.61	169.48	0.00	0.00	0.00
年末现金	25,857	20,301	19,081	22,241	27,008

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	28.20	20.16	7.14	13.17	11.14
毛利润	57.60	5.65	(6.17)	21.06	15.01
营业利润	(675.94)	(21.52)	(12.24)	78.32	34.65
净利润	(524.45)	(30.91)	(2.56)	49.35	25.84
调整后净利润	243.12	(26.49)	(16.08)	35.77	19.71
EPS (基本)	(524.45)	(30.91)	(2.56)	49.35	25.84
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	27.92	24.55	21.50	23.00	23.80
EBITDA	8.51	6.00	5.13	6.82	7.76
净利润率	7.56	4.35	3.96	5.22	5.91
调整后净利润率	12.59	7.70	6.03	7.24	7.80
ROE	8.34	5.67	5.58	8.20	9.81
调整后 ROE	13.89	10.04	8.51	11.36	12.94
ROA	5.12	3.21	2.95	4.25	5.01
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.29)	15.72	18.23	13.82	7.56
流动比率	1.76	1.45	1.38	1.36	1.35
速动比率	1.76	1.45	1.38	1.36	1.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.68	0.74	0.75	0.81	0.85
应收账款周转天数	37.18	37.74	41.48	35.54	32.50
应付账款周转天数	159.55	147.73	156.18	156.68	163.83
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	5.02	3.47	3.38	5.04	6.35
EPS (调整后, 基本)	2.78	2.11	5.34	7.24	8.67
每股净资产	61.47	60.80	60.23	62.80	66.56

正文目录

投资要点	6
渠道优势与 ACN 网络驱动，经纪业务弹性凸显	6
家装新战略促进门店协同效应	6
家装业务远期有望释放利润	6
我们与市场观点不同之处	6
业务概览：四大事业线构建贝壳“一体三翼”协同发展新格局	7
股价复盘与历史沿革	8
发展历程：立足北京，走向全国，一体三翼，协同发展	8
股价复盘	9
房地产行业：逐步迈向止跌回稳，远期市场空间充足	10
新房业务：收入增速显著优于行业，25 年加大国央企合作	13
新房市场边际走弱，凸显贝壳渠道重要性	13
新房货币化率：预期保持稳定趋势	14
国资客户佣金占比改善，构建透明共赢的合作生态	14
存量房业务：高线城市领先恢复，2H25 门店效率提升	15
驱动力：经纪业务呈扩张趋势，三方门店数量快速增长	16
线上线下双擎驱动，门店与 MAU 大幅领先同业	16
ACN 网络推动交易流程，鼓励多方经纪人共赢	18
贝壳家装业务：开辟第二增长曲线	19
家装行业稳步扩张，政策支持与需求增长推动发展	20
家装行业需求端：装修支出占比仍有进步空间，存量房转化潜力尚存	21
家装行业链条冗长，标准化亟待破局	22
贝壳家装优势：获客优势与稳定供应链驱动份额扩张	23
核心优势#1：标准透明化体验塑造信任壁垒	23
核心优势#2：流量直达与集采驱动，业内成本优势凸显	25
核心优势#3：AI 全链条赋能，效率与转化率齐提升	26
贝壳租房业务：多措并举提效，探索新 C2B2C 模型	27
短、中、长期规划明确，打造一站式租住与生活服务平台	28
贝好家：C2M 重塑开发模式，重资产试点为轻资产推广铺路	30
盈利预测	32
公司估值	34
风险提示	34

图表目录

图表 1: 贝壳营业收入和毛利率 (单位: 十亿人民币)	7
图表 2: 贝壳分业务营业收入 (单位: 十亿人民币)	7
图表 3: 三大上市房屋中介公司业务对比	7
图表 4: 贝壳股价复盘图 (2022-2025)	9
图表 5: 44 城新房成交面积	10
图表 6: 22 城二手房成交面积	10
图表 7: 80 城取证待售库存和去化周期	10
图表 8: 20 城二手房挂牌量	10
图表 9: 70 城二手房价格同环比	11
图表 10: 70 城二手房价格环比 (分城市能级)	11
图表 11: 全国涉宅用地成交面积及同比	11
图表 12: 国内按揭负担比 (假设首付比例 60%)	11
图表 13: 我国均衡新房/二手住宅成交面积测算 (单位: 亿平, 特殊注明除外)	12
图表 14: 贝壳新房业务 GTV 与同比增速 (季度, 单位: 十亿元)	13
图表 15: 贝壳新房营收与同比增速 (季度, 单位: 十亿元)	13
图表 16: 国内新房市场与贝壳新房业务同比增长对比 (单位: %)	13
图表 17: 国资房企佣金占比 (单位: %)	13
图表 18: 贝壳新房货币化率 (年度): 整体保持稳定态势	14
图表 19: 贝壳新房货币化率 (季度): 2Q25 环比略有所回落	14
图表 20: 重点城市开盘去化率仍然偏高, 贝壳销售渠道在市场恢复早期尤为重要	14
图表 21: 贝壳存量房业务营收 (年度, 十亿元)	15
图表 22: 贝壳存量房业务 GTV (年度, 十亿元)	15
图表 23: 贝壳经纪业务梳理图	15
图表 24: 贝壳门店与经纪人数量 (年度, 单位: 千)	16
图表 25: 贝壳门店与经纪人数量 (季度, 单位: 千)	16
图表 26: 3Q24 贝壳在全国主要城市市占率 (单位: %)	16
图表 27: 3Q24 贝壳存量房业务营收贡献 (按城市分类)	16
图表 28: 国内主流经纪平台月活对比 (单位: 千人)	17
图表 29: 贝壳经纪人与店东培养体系	17
图表 30: ACN 贝壳平台示意图	18
图表 31: 中国家装行业市场规模测算	19
图表 32: 贝壳家装家居业务发展时间线	19
图表 33: 贝壳家装家居业务营收与同比增长率 (单位: 十亿元)	19
图表 34: 贝壳家装中远期毛利率具备约 9pct 的提升空间	20
图表 35: 中国家装公司 10 强: 行业市场集中度分散	20
图表 36: 家装行业企业呈现高度碎片化、单体规模小的特点 (公司平均用工人数量较少)	21
图表 37: 家装行业需求来源分析	21
图表 38: 二线城市装修支出占房价比高于一线, 接近日本水平 (1H25 数据)	21
图表 39: 整装渗透率持续提升	22

图表 40: 整装客户中 30-40 岁群体占比高	22
图表 41: 家装行业利润率空间相对较低	22
图表 42: 中国家装行业产业链和毛利率	23
图表 43: 贝壳家装标准化流程改善行业痛点	23
图表 44: 贝壳家装业务全景图与贝壳家装中台能力建设全景图	24
图表 45: 主要家装公司销售毛利率与净利率对比	25
图表 46: 贝壳集采合作品牌	25
图表 47: 贝壳家装 AI 工具一览	26
图表 48: 贝壳租房业务发展时间线	27
图表 49: 贝壳租房业务营收与同比增长率 (单位: 十亿元)	27
图表 50: “省心租”在管房源规模 (单位: 套)	28
图表 51: “省心租”提供多重服务	28
图表 52: 贝壳“省心租”业务模式概览	28
图表 53: 贝壳租赁业务全景图	29
图表 54: 贝壳租房业务驱动力逻辑与相应成果	29
图表 55: 贝好家 C2M 模式	30
图表 56: 贝好家项目一览	31
图表 57: 贝壳盈利预测	33
图表 58: 公司估值	34
图表 59: 贝壳可比公司	34
图表 60: 贝壳-WPE-Bands	34
图表 61: 贝壳-WPB-Bands	34

投资要点

渠道优势与 ACN 网络驱动，经纪业务弹性凸显

贝壳经纪业务的核心优势在于渠道地位与 ACN 合作网络的深度结合。从行业复苏的长期趋势看，公司在一线及核心二线城市依旧是存量房交易的关键去化平台。通过 ACN 模式，贝壳将交易环节拆解协作并实行规范化分佣，同时提升了透明度与成交效率。此外，线上签约系统、线下交易服务中心以及持牌资金托管的配套建设，有效降低了流程摩擦。我们认为在弱复苏背景下，贝壳有望率先释放成交弹性，并进一步提升市场份额。

家装新战略促进门店协同效应

家装行业正迎来结构性扩张机会。需求端，整装渗透率不断提升，同时存量房翻新需求和贝壳存量房交易优势高度相关。一线城市装修支出占房价比显著低于海外，提升空间广阔；而部分二线城市该比例已相对较高。供给端则表现为高度分散、非标属性强、信任缺口大，利润空间压缩。在此格局下，以贝壳为代表的规模化、标准化经营模式正在重塑供给效率；同时在存量房导流协同下，公司保持高于行业增速的 α 。

我们认为，贝壳家装的核心壁垒在于“标准数字化”的全链路闭环，以及全国化规模带来的成本优势，中长期有望稳步提升市场份额与盈利质量。①公司依托严格的标准化流程，有效改善行业乱象，逐步积累长期口碑与信任；②贝壳是唯一达到全国性规模的家装平台，凭借集采体系强化成本管控，并结合链家导流模式，构筑获客与费用端的双重优势；③AI 工具深度渗透设计、施工与验收环节，既提升方案可视化，又保障工序可追溯性，显著优化客户体验。

家装业务远期有望释放利润

我们预计贝壳家装业务 2027 年营收可达 204 亿元，3 年 CAGR 约为 11%。我们认为贝壳家装业务远期有望实现 10% 的净利率。截至 1H25 北京门店已稳定实现 11% 的经营利润率。我们预计 2026 年贝壳家装业务有望实现稳定盈利，路径包括：①优化成本结构与管理效率，2Q25 家装毛利率达到 32%；②2026 年有望实现 10-15% 幅度提价（客单价），提价策略包含引入更多软装和复杂家装设计，提供优质装修材料，以及推出灵活化的高端定制方案；③从供货价格看，贝壳作为头部家装企业，坐拥全国性供应网络，具备相对较强议价空间。

我们与市场观点不同之处

投资者对于贝壳的争议点在于家装业务，以及规模化效应能否实现远期利润。国内传统家装行业集中度较低，同时局限于地区性发展，行业营销费用居高不下，整体利润率偏低。

和市场不同的是，我们认为家装业务能够贡献稳定增量利润，同时应该反应在公司估值端。我们的股价复盘分析显示，贝壳的股价与重点房地产开发商基本一致，主因市场将贝壳视为地产经纪龙头企业，定义为房地产周期性股票，然而家装业务有望中长期走出独立行情，应考虑给予相应估值。

我们预期家装业务 26 年稳定实现扭亏为盈。以北京为例，1H25 经营利润率较 1H23 提升 6pct 至 11%。贝壳具备规模效应和全国性建材渠道优势，有望抓住家装业务的增长机遇。从获客渠道看，传统家装公司营销费用偏高，而贝壳家装新客主要来自链家员工引荐，和现有业务产生协同效应，能够有效降低获客成本。

业务概览：四大事业线构建贝壳“一体三翼”协同发展新格局

2023 年贝壳进行组织架构调整，以围绕客户为中心价值，组建四大事业线（一体三翼）和九条事务线。其中“一体”为房产经纪业务，“三翼”分别为整装、惠居、贝好家业务。九条事务线分别为财经、产研、战略、品质、人力、用户、合规、公共、协同部门。

1) 经纪业务：贝壳核心业务，依托链家（自营）、德佑、二十一世纪等地产中介品牌，提供二手房和新房交易服务。

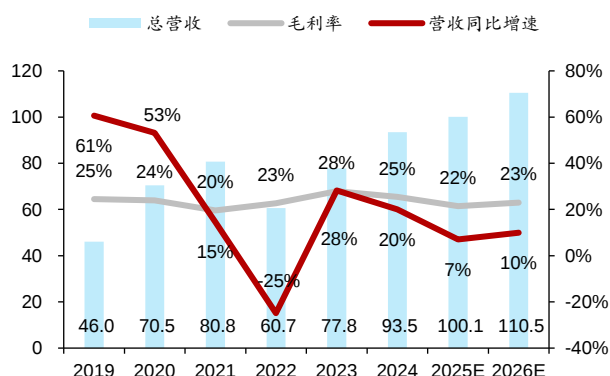
2) 整装业务：提供一站式家装解决方案，通过被窝和圣都家装品牌，覆盖从设计、施工到售后的全流程服务，并借助链家丰富的客户资源有效赋能整装业务。

3) 惠居业务：聚焦于住房租赁市场，提供包括分散式公寓（“省心租”）和集中式公寓在内的租赁服务。贝壳通过“省心租”等产品，为业主和租客提供专业托管和管家服务。

4) 贝好家业务：贝好家定位为数据驱动型住宅开发服务平台，而非传统房地产开发业务。贝好家旨在为开发商提供综合解决方案，通过大数据和 AI 算法洞察客户需求，提前预测目标客户的意向房型和购房预算。

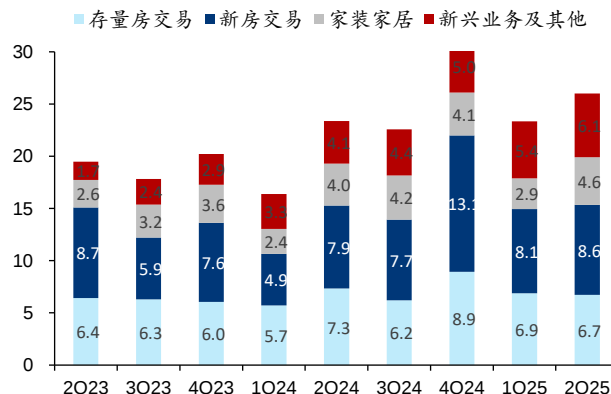
贝壳主营业务近年呈现稳定恢复的趋势。公司总营收 24 年同比上升 20%。对比同行业公司，贝壳业务的覆盖广度更为全面，同时门店与经纪人规模领先，具备更强的多元化协同优势。公司拥有 6.1 万余家门店和近 56.8 万经纪人，对比我爱我家 3 万经纪人和 2626 家门店。

图表1：贝壳营业收入和毛利率（单位：十亿人民币）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：贝壳分业务营业收入（单位：十亿人民币）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：三大上市房屋中介公司业务对比

公司		贝壳		我爱我家		易居	
股票代码		BEKE.US/ 2423.HK		000560.CH		2048.HK	
业务	新房销售	✓		✓		✓	
	存量房销售	✓		✓		×	
	房屋租赁	✓		✓		×	
	房屋装修	✓		X		×	
门店数量 (2Q25)	单位：家	60546		2626		合作门店约 1 万家	
经纪人数量 (2Q25)	单位：人	56.8 万人		3.1 万人		-	
		2024	1H25	2024	1H25	2024	1H25
GTV (亿人民币)	总 GTV	33,494	17,224	2,876	1,375	362	172
	- 新房	9,700	4,876	381	183	159	-
	- 二手房	22,465	11,638	2,351	1,108	203	-
	- 房屋租赁	-	-	-	-	-	-
	- 其他	1,329	710	180	84	-	-
营业收入 (亿人民币)	总营业收入	935	493	125	57	38	13
	- 新房	337	167	12	5	2	1
	- 存量房	282	136	41	20	12	2
	- 房屋租赁	143	108	-	-	-	-
	- 房屋装修	148	75	-	-	-	-
	- 其他	25	8	73	32	24	10

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

股价复盘与历史沿革

发展历程：立足北京，走向全国，一体三翼，协同发展

贝壳成立于 2001 年（前身链家），通过布局互联网赛道及全国化扩张线下门店，成为线上线下一体化经纪龙头平台。依托“一体三翼”战略，贝壳从存量房和新房的经纪业务，横向扩展至多项新业务，包括家装家居、房屋租赁等平台业务。

沉淀期（2001-2008）：链家于 2001 年在北京开设第一家门店，并于 2009 年扩张至 520 家。链家的扩张得益于：1) 口碑积累：公司于 2004 年在行业内首次提出“阳光操作模式”，践行“透明交易、签三方约、不吃差价”标准，行业口碑逐渐受益。2) 标准化管理：2007 年引入 SE 系统，加强对于经纪人房源录入、经纪过程到成交撤单的全流程监督和风险管控。3) 走向全国：公司于 2006 年和 2007 年分别进入大连和天津，迈出全国布局的第一步。

成长期（2009-2014）：2008 年金融危机后，链家逆势扩张，同年实现对我爱我家的追赶。本阶段公司主要战略包含：1) 深耕北京市场：2014 年前，公司主要围绕北京及周边地区市场，自 2008 年收购中大恒基后，成为北京地区最大的房产中介；2) 房源积累：2008 年推出“楼盘字典”，建立行业内第一个真房源数据库；3) 平台化运营：2010 年“链家在线”上线，与 IBM 战略合作，率先提供 SaaS 系统；4) 强化网络建设：2014 年推出 ACN（经纪人合作网络），将交易流程切割为多个环节，提高经纪人专业度，转为多方合作共赢生态。

扩张期（2015-2018）：2014 年前后，随着经济发展和互联网中介平台的崛起，房产经纪市场快速扩容。自 2015 年，公司通过多次融资和全国化布局，先后收购成都伊诚、上海德祐、北京易家、深圳中联等 11 家中介品牌。

成熟期（2018 年后至今）：2018 年，公司推出贝壳找房，成为国内市占率最高的房地产平台，利用 SaaS 系统和 ACN 网络实现平台资源共享，促进经纪业务发展。公司于 2021 年收购圣都家装，并于 2023 年新增“贝好家”住宅开发服务平台，组建新“一体三翼”布局。租房业务方面，“省心租”聚焦北上和成都，3Q24 在管房源突破 36 万套，增长势头良好。公司于 2020 年、2022 年先后在纽交所、港交所（双重）上市。

股价复盘

回顾 2022 至 2025 年股价表现，我们认为贝壳走势与地产政策和行业趋势高度相关，但凭借广泛合作网络和深厚房源数据，贝壳市占率历年保持稳定提升。

股价上升期#1：中央地方促进合理购房需求释放，房产政策正向改善。1H22 国家密集出台房市利好政策。需求端涵盖降房贷利率、降首付、购房补贴及限购松绑；供应端涉及预售资金监管优化和土地规则放宽。政策改善市场预期，带动贝壳股价自 5 月 11 日 HKD30.75 升至 6 月 27 日 HKD51.90，涨幅超 68%。

股价上升期#2：16 项措施力保楼市稳定。2022 年 11 月，国家发布《关于金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》，涵盖六大方面 16 项措施，包括保持融资平稳、推进“保交楼”、缓释房企风险及加大租赁金融支持等，推动贝壳股价自 11 月 11 日 HKD32.20 升至 12 月 5 日 HKD49.70，涨幅达 54%。

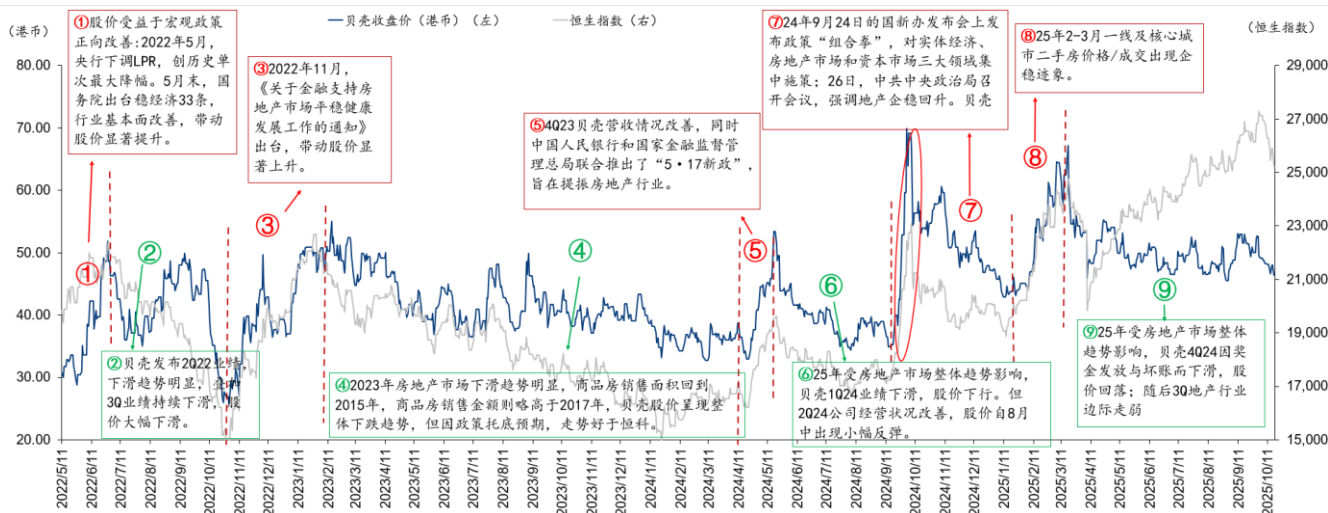
股价下跌期#1：楼市大盘影响贝壳股价，2023 年整体跌幅好于恒生科技，体现一定防御属性（政策托底预期）。受房地产宏观走弱影响，2023 年贝壳股价整体下跌，自 2 月 14 日 HKD55.00 降至 12 月 22 日 HKD39.05，跌幅 29%。同期全国商品房销售面积与金额分别约 12 亿平方米、12 万亿元，同比下降 8% 和 5%，行业维持底部震荡。

股价上升期#3：517 新政提振新一轮购房需求，924 新政助力楼市企稳回升。2024 年贝壳股价两度短期上行，均受政策驱动。5 月“517 新政”出台后，股价自 4 月 19 日 HKD33.00 升至 5 月 17 日 HKD53.45。9 月，央行、金管局及证监会联合发布“组合拳”，叠加政治局会议强调地产企稳，股价自 9 月 24 日 HKD42.60 跃升至 10 月 6 日 HKD69.20，涨幅超 62%。随后，政策效应减弱，股价回调。

股价上升期#4：房地产市场企稳带动估值修复。1Q25 一、二线核心城市房价与成交量逐步止跌回稳，市场修复信号初现。行业基本面改善提振投资者信心，推动贝壳股价走高。

股价下跌期#2：政策效果边际减弱，基本面压力显现。25 年 3 月贝壳公布 4Q24 业绩，受一次性费用支出影响，利润短期承压，市场情绪受到波动。进入 3Q25 后，房地产行业成交量与价格边际走弱，前期政策带动的积极效应逐步减退。

图表4：贝壳股价复盘图（2022-2025）

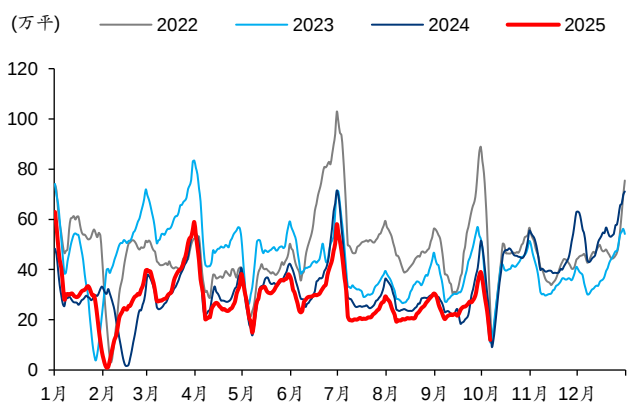


资料来源：Wind，华泰研究

房地产行业：逐步迈向止跌回稳，远期市场空间充足

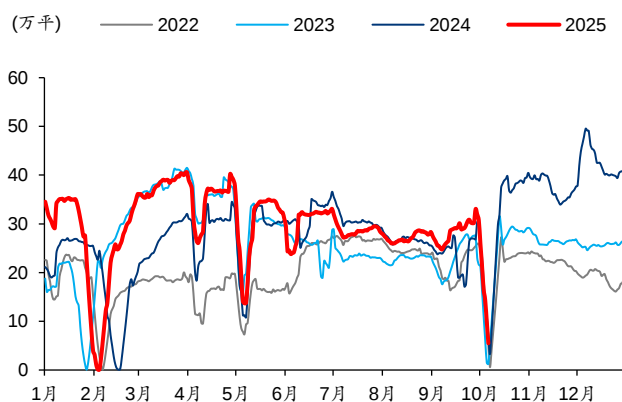
2024年9月政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”，12月中央经济工作会议与政治局会议强调“稳住楼市股市”，均释放出中央明确的稳地产意愿。25H1我国房地产销售规模止跌回稳初见成效，但Q3以来调整压力有所加大。根据国家统计局、中指院和克而瑞的数据，1H25全国商品房销售面积同比-4%，较2024全年（-13%）显著改善；二手房复苏更明显，40城二手房成交套数同比+11%，推动这些城市“新房+二手房”总成交量同比+4%，较2024全年（-5%）实现止跌回稳。然而Q3以来，随着前期政策效果逐步衰退，房地产销售表现再度边际走弱。根据Wind的数据，Q3 44城新房销售面积同比-13%，Q2为同比-10%；Q3 22城二手房成交面积同比+3%，Q2为同比+7%。

图表5：44城新房成交面积



资料来源：Wind，华泰研究

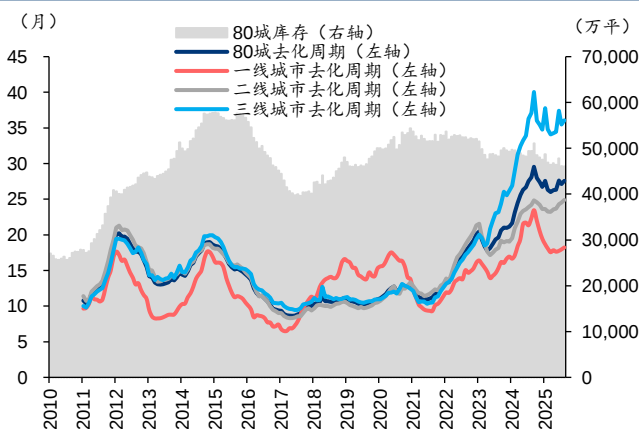
图表6：22城二手房成交面积



资料来源：Wind，华泰研究

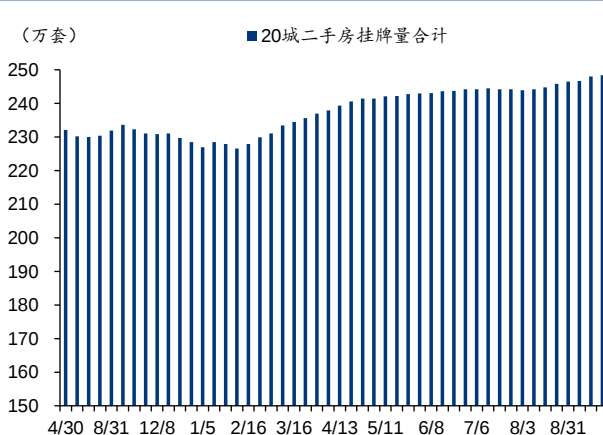
此外，库存和房价问题仍有待解决。库存方面，新房去化周期和二手房挂牌量压力仍然较大。新房角度，根据克而瑞的数据，尽管8月80城取证待售库存绝对规模较2020年末的高点下降15%，但由于销售规模有所下降，去化周期仍然达到27.6个月，仅较2024年9月的高点下降2个月；二手房角度，根据贝壳的数据，25Q1重点城市二手房挂牌量出现一轮上行，8月以来再度出现上行势头，加剧了二手房的出售压力。房价方面，二手房价格仍未止跌。据国家统计局，5-8月70城二手房价格月度环比跌幅扩大至0.5%-0.6%，而1-4月跌幅为0.2%-0.4%；其中一线城市跌幅扩大至0.7%-1.0%，跌速超过了二三线城市。

图表7：80城取证待售库存和去化周期



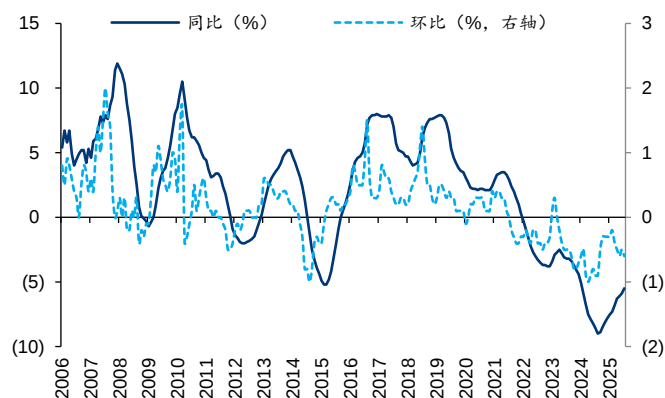
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表8：20城二手房挂牌量



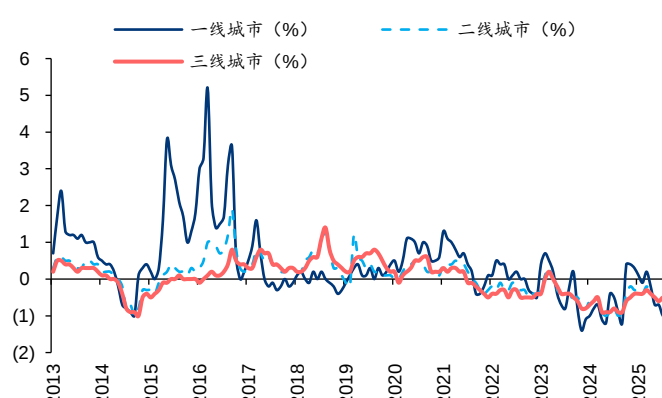
资料来源：贝壳，华泰研究

图表9：70城二手房价格同环比



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表10：70城二手房价格环比（分城市能级）

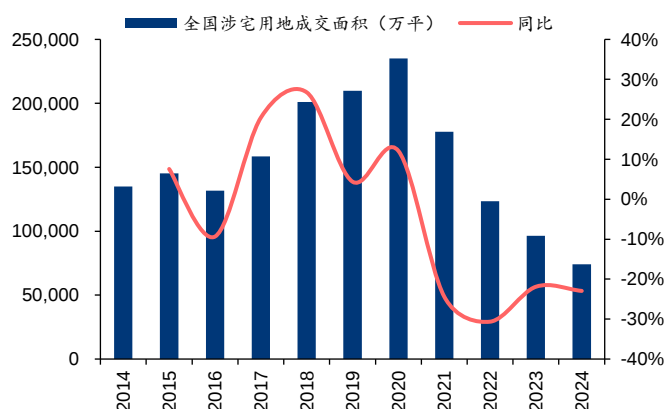


资料来源：国家统计局，华泰研究

8月以来，北京、上海、深圳先后出台房地产新政，有望进一步释放购房需求、提升整体市场活跃度，但更多为托底性质。从具体政策内容来看，北京、上海、深圳新政重点在于大幅放宽了非核心区（北京为五环外，上海为外环外，深圳为福田、南山、宝安新安街道以外的区域）的购房限制，且不再区分家庭和单身。此外，京沪深对于公积金贷款，沪深对于二套房贷款利率，上海对于房产税亦进行了一定优化。根据中指院的数据，非核心区均为京沪深住房成交主力，新政有望进一步释放这部分购房需求、提升整体市场活跃度，其中：1-7月北京五环外新房/二手房成交套数占比分别为82%/51%，1-8月（截至8月23日）上海外环外新房成交套数占比超60%、1-7月二手房成交占比约为51%，1-8月深圳除福田、南山、宝安外其它区域新房成交套数占比超70%、1-7月二手房成交套数占比52%。但考虑到现阶段购房资格并不是阻碍购买力释放的核心因素，在经济预期和房价预期进一步好转之前，我们认为政策托底性质更为明显、效果仍待观察。

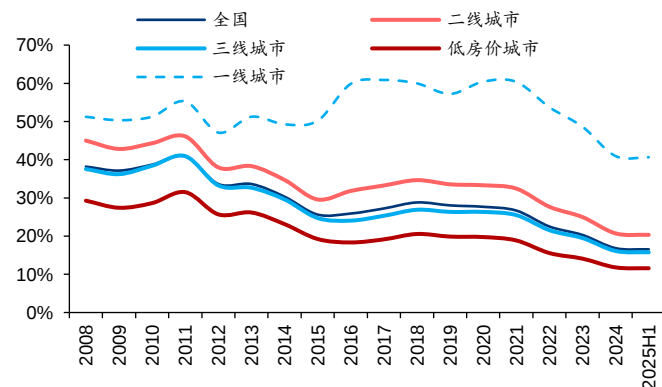
往前看，基于供给端优化和需求端改善，我国房地产市场“止跌回稳”的基石正在构建，效果释放或仍需时间。若在提振居民预期、降低房贷利率、增加“好房子”供给、收房收地、城市更新等方面能有更多举措，或将加速市场企稳。参考华泰地产团队的报告《房地产“止跌回稳”了吗？》（2025.8.4），供给侧角度，行业供给逐步优化：1、房地产从业人员、规模房企数量和拿地规模显著下降，潜在供给能力有所收缩；2、保交楼、保交房持续推进，逐步厘清交付问题；3、从展期到削债，部分出险房企有望“轻装上阵”。需求侧角度，购买力整体有所提升：我国按揭负担比持续下降，2022年以来房价和房贷利率下降共同加速这一进程；相对海外而言，我国按揭负担已处于相对低位，中低能级城市按揭负担比降幅更为明显。

图表11：全国涉宅用地成交面积及同比



资料来源：中指院，华泰研究

图表12：国内按揭负担比（假设首付比例60%）



注：低房价城市指25H1二手房均价低于7000元/平的城市

资料来源：国家统计局，中指院，华泰研究



长期视角下,我国新房+二手住宅合计成交面积或将维持较大体量,但二手住宅成交占比(以及绝对规模)仍有提升空间,相应的,新房住宅成交占比(以及绝对规模)或仍将缓慢下降。参考华泰地产团队的报告《如何理解我国二手房市场趋势?——二手房系列研究》(2024.7.31),对照海外,随着存量可交易住房面积的持续累积、增量开发节奏的逐步放缓,未来十年我国二手住宅成交占比有望自 24 年的 44%,进一步提升至 50-60%;二手住宅换手率的均衡水平有望自 2015-2024 年平均的 2.32%,向 3%-3.5%的水平靠拢。如果假设 2033 年我国二手住宅换手率达到 3.25%、二手住宅成交占比达到 55%,则对应的新房/二手住宅成交面积分别为 6.66/8.14 亿平,较 24 年的 8.15/6.41 亿平-14%/+27%;新房+二手住宅合计成交面积为 14.80 亿平,较 24 年的 14.56 亿平+2%。

图表13: 我国均衡新房/二手住宅成交面积测算(单位:亿平,特殊注明除外)

2023 年城镇存量可交易住宅面积	215.87
2023-2033 年城镇存量可交易住宅面积 CAGR	1.50%
2033 年城镇存量可交易住宅面积	250.53
2024 年全国新建商品住宅成交面积	8.15
2024 年全国二手住宅成交面积	6.42

均衡新房/二手住宅成交面积		二手住宅换手率		
		3.00%	3.25%	3.50%
二手住宅成交占比	50%	7.52/7.52	8.14/8.14	8.77/8.77
	55%	6.15/7.52	6.66/8.14	7.17/8.77
	60%	5.01/7.52	5.43/8.14	5.85/8.77

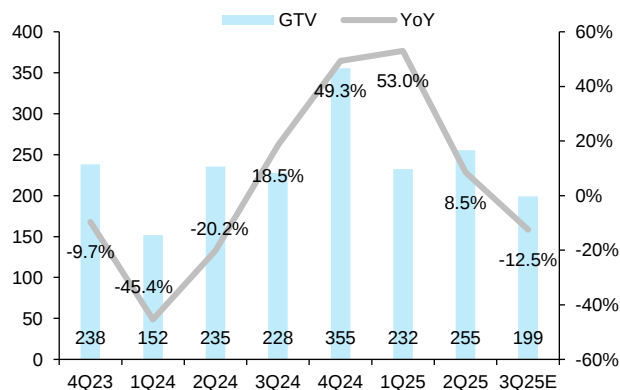
资料来源:国家统计局,贝壳研究院,华泰研究

新房业务：收入增速显著优于行业，25 年加大国央企合作

我们认为，贝壳新房业务的发展逻辑在于：1) 全国新房去化需求保持高位，依赖贝壳渠道实现分销；2) 一、二线城市新房市场稳步复苏，促进贝壳新房收入持续改善；3) 国资房企代理市占率稳步提升，同时回款周期较短。

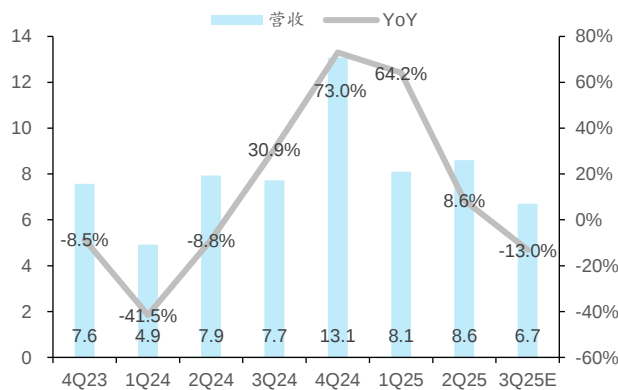
从财务层面看，贝壳 2Q25 新房营收同比提升 8.6% 至 86 亿元，对比 2Q24 同比下滑 8.8%；新房 GTV 同比增长 8.5% 至 2554 亿元，对比 2Q24 同比下滑 20.2%。3Q24 起新房营收与 GTV 同比增速均转正主系新政影响下行业回暖，贝壳新房项目覆盖和去化渠道加强。

图表14：贝壳新房业务 GTV 与同比增速（季度，单位：十亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表15：贝壳新房营收与同比增速（季度，单位：十亿元）



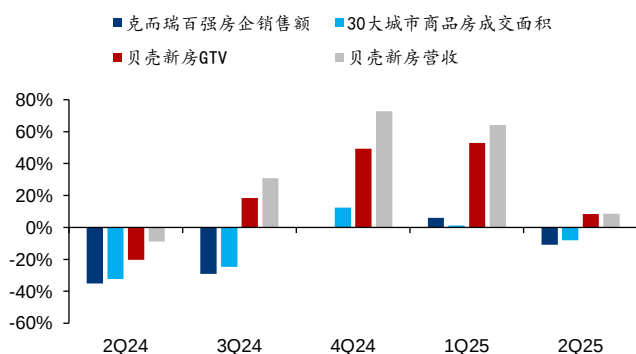
资料来源：公司公告，华泰研究预测

新房市场边际走弱，凸显贝壳渠道重要性

我们预计中长期贝壳新房业务逐步修复。在地产行业恢复早期，贝壳作为销售渠道的重要性将会更为突出，同时贝壳积极推进新房项目落地，合作楼盘数量保持高速增长。贝壳新房业务显著优于行业增速，克而瑞数据显示，2Q25 百强房企销售金额同比下滑 11%，对比贝壳 2Q25 新房营收同比提升 8.5%。

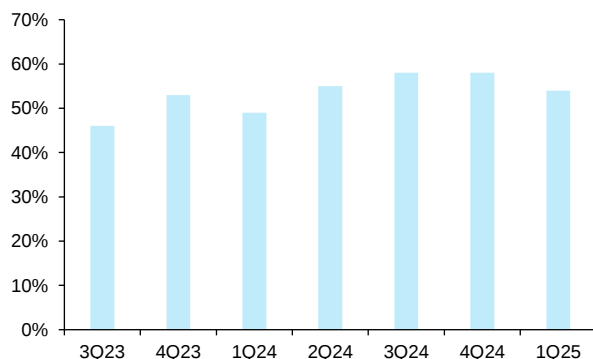
贝壳新房业务优势来自：1) 经纪人激励措施更加充分，有效支持了新房去化；2) 扩大核心国央企、优质头部房企的覆盖，1Q25 国资房企佣金占比 54%；3) 渠道能力持续优化：从传统的人海战术转向 AI 提效，更精准定位潜在客户，帮助经纪人提升转化率。

图表16：国内新房市场与贝壳新房业务同比增长对比（单位：%）



资料来源：公司公告，克而瑞数据，Wind，华泰研究

图表17：国资房企佣金占比（单位：%）



资料来源：公司公告，华泰研究

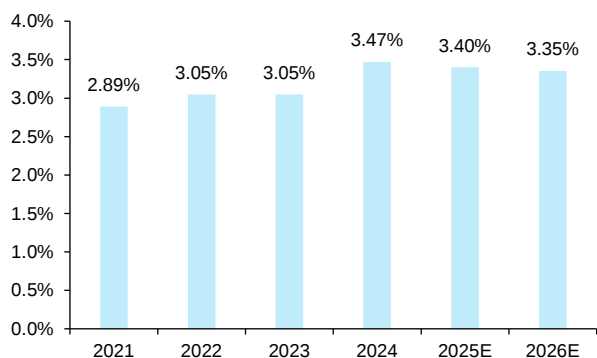
新房货币化率：预期保持稳定趋势

从新房货币化率看，我们预计贝壳 25-27 年保持稳定趋势。温和复苏/政策推动市场反弹的背景下，贝壳货币化率相对会更高（优于新房强需求或者疲软期间）。新房货币化率 4Q24 和 1Q25 显著改善，主因改善政策推出后，开发商推进新房销售和去化需求较高，对贝壳渠道的依赖增强。从季度数据看，2Q25 贝壳新房货币化率达 3.37%。1H25 全国商品房销售面积同比-4%，较 2024 全年（-13%）显著改善。然而 Q3 以来，随着前期政策效果逐步衰退，房地产销售表现再度边际走弱。根据 Wind 的数据，Q3 44 城新房销售面积同比-13%，Q2 为同比-10%。

国资客户佣金占比改善，构建透明共赢的合作生态

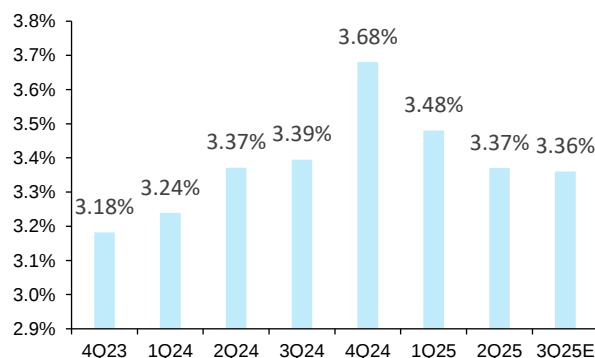
贝壳实施“阳光承诺计划”，开发商合作持续改善。贝壳国资房企的佣金占比稳步提升，持续推动新房收入超市场水平。贝壳通过开发商分级管理体系实现风险与收益的动态平衡，为长期稳健发展奠定了基础。区别于单独项目谈判的传统模式，贝壳通过企业总部合作，共享业务动态和需求，并探索超越普通渠道的服务价值。经纪人生态方面，贝壳通过“隐号带看”，纳入企业间战略合作以推动公平作业，增强了经纪人的工作安全感和业务热情。

图表18：贝壳新房货币化率（年度）：整体保持稳定态势



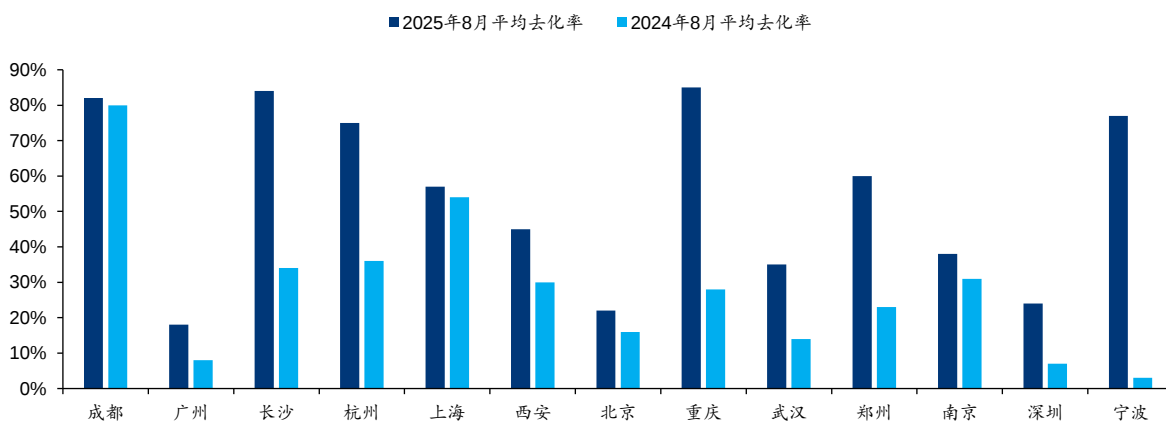
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表19：贝壳新房货币化率（季度）：2Q25 环比略有所回落



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表20：重点城市开盘去化率仍然偏高，贝壳销售渠道在市场恢复早期尤为重要

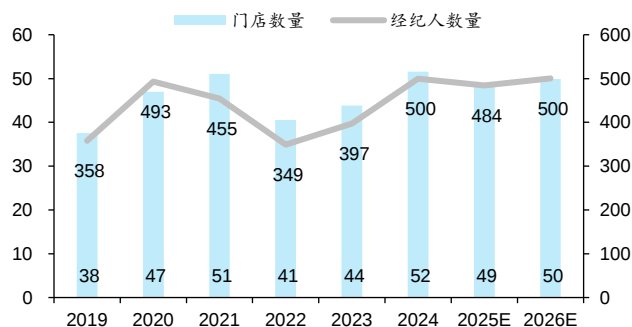


资料来源：克而瑞，华泰研究

驱动力：经纪业务呈扩张趋势，三方门店数量快速增长

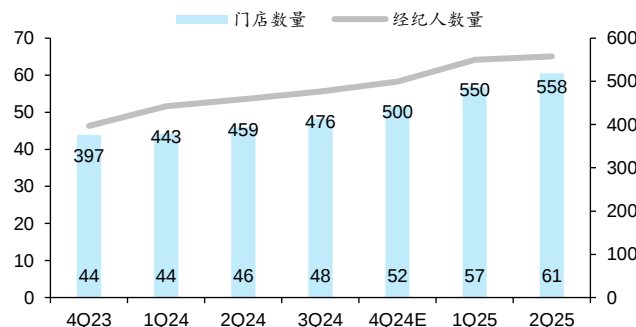
我们预期贝壳市占率 25-27 年每年稳定提升 2-3pct，主要通过合作门店扩展。目前贝壳一线、二线存量房营收占比约为 30%、50%，三线城市的市场份额与营收贡献率仍有较大提升空间。门店与经纪人数量有序扩张，迎接 25 年新行情。2Q25 门店数量同比提升 32%，环比提升 7%，扩张速度持续加快。2Q25 经纪人数量同比提升 22%，环比提升 1%。公司 2Q25 门店数量突破 6 万家，经纪人超 55 万人（北京上海优化后），均创历史新高。

图表24：贝壳门店与经纪人数量（年度，单位：千）



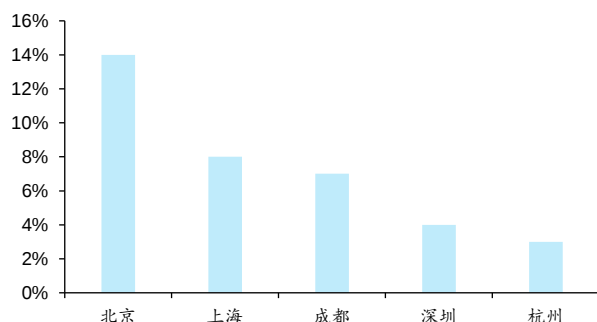
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表25：贝壳门店与经纪人数量（季度，单位：千）



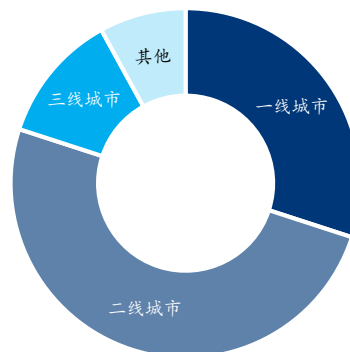
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表26：3Q24 贝壳在全国主要城市市占率（单位：%）



资料来源：公司调研，华泰研究

图表27：3Q24 贝壳存量房业务营收贡献（按城市分类）



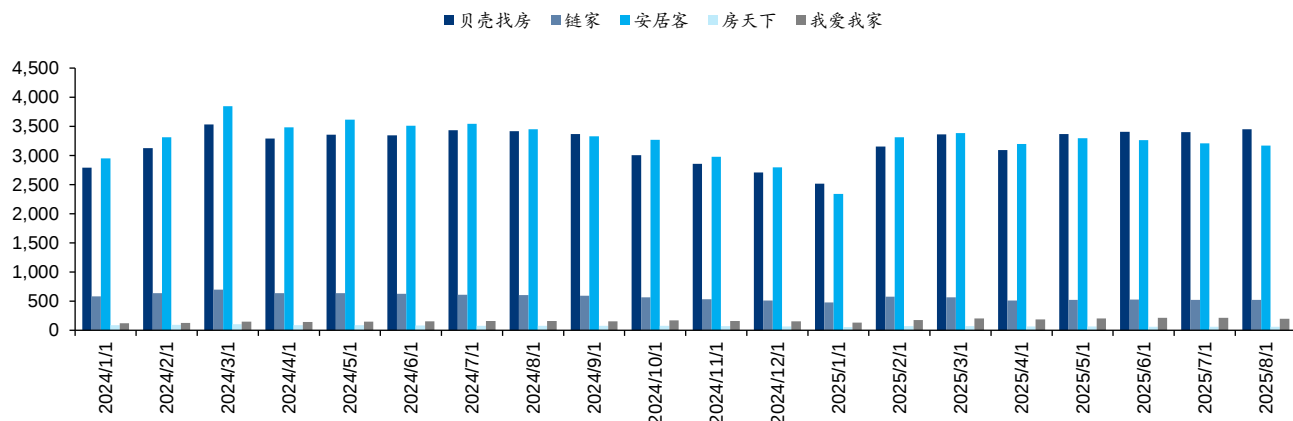
资料来源：公司调研，华泰研究

线上线下双擎驱动，门店与 MAU 大幅领先同业

门店强运营+线上流量优势，贝壳渠道能力突显。2Q25 贝壳门店数量突破 6 万家，经纪人超 55 万，覆盖全国百城（对比我爱我家约 2626 家门店，约 3 万经纪人）。线上渠道方面，贝壳拥有官方网站、贝壳 app、链家 app、贝壳找房微信小程序、贝壳租房支付宝小程序，可经由微信和支付宝触达潜在用户。

25 年 8 月，Quest Mobile 数据显示，贝壳找房 app、链家 app 的 iOS MAU 分别为 3452 万和 523 万，远超同业公司（我爱我家 197 万、房天下 60 万，安居客虽拥有 3172 万 MAU，但缺乏线下门店和经纪人对接能力。

图表28：国内主流经纪平台月活对比（单位：千人）



资料来源：公司官网，Quest Mobile，华泰研究

构建经纪人与店东培训体系，推动行业职业化发展

贝壳构建完善的管理与培养体系，为中小加盟中介提供全面支持，确保其执行链家标准化及先进管理措施。这既维持了贝壳生态高效运作，又带来长期稳定的管理费收入。相较行业传统“老带新”模式，贝壳培训体系更显标准化和数字化。其提供新人培训、定期门店培训，以节约店长时间、提升新人成长效率；链家还启动门店经营者领导力培养计划，培育复合型管理人才，推动该领域的职业化与持续发展。

图表29：贝壳经纪人与店东培养体系

经纪人培养				店东培养		
入职门槛	入职培训	在职培训	工作核查	花桥学堂	灯塔计划	AI+系统
统招大学毕业生 职能部门要求本科学历	岗前培训 衔接培训 业务培训	薪伙计划 贝壳经济学院	年度考核 成绩分析报告	BROKER一级认证 中介行业“黄埔军校”	帮助店东实现业务突破 给予店东流量扶持	门店数据分析 人事管理工具 财务管理工具 业务管理平台

资料来源：公司官网，贝壳公众号，招股说明书，华泰研究

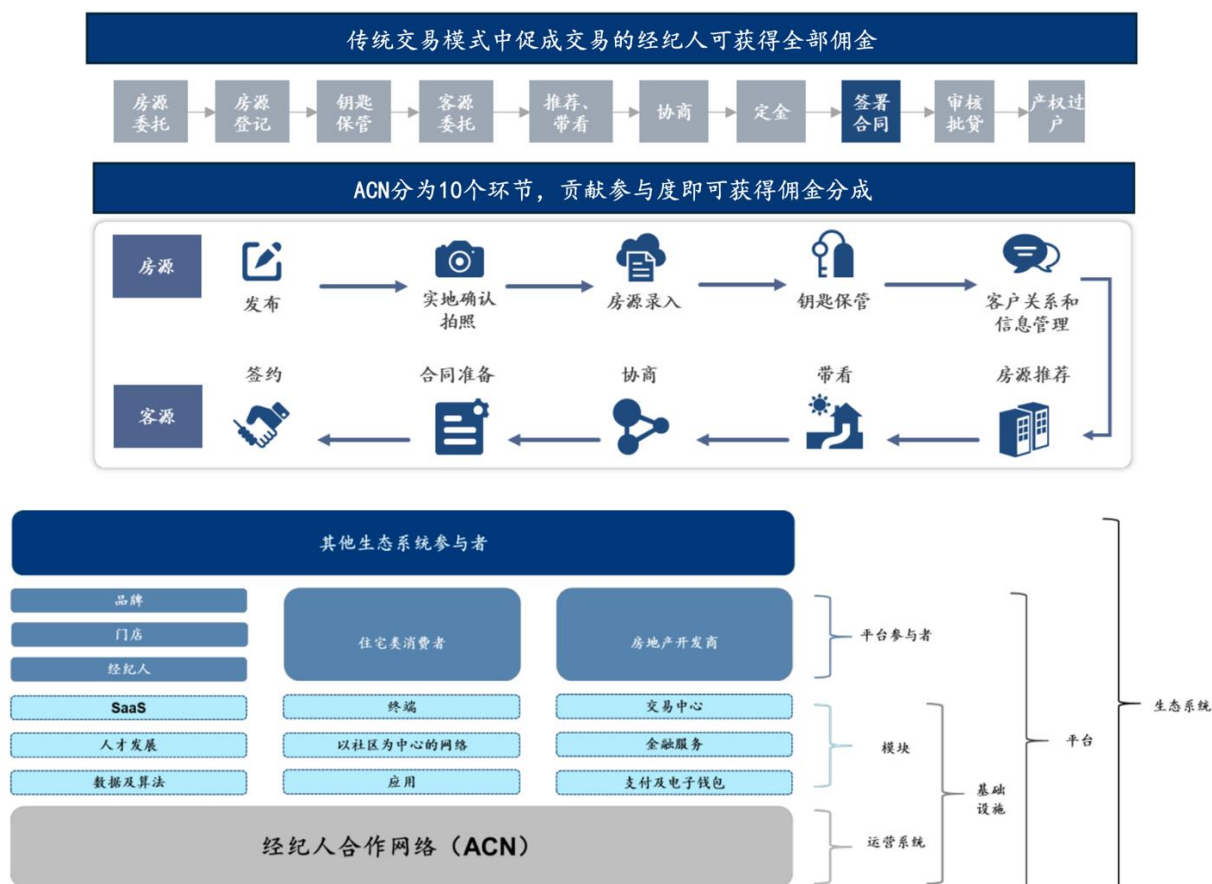
ACN 网络推动交易流程，鼓励多方经纪人共赢

贝壳通过ACN平台促进各门店和经纪人间的协作，同时规范房源信息、简化房产交易流程。ACN网络将交易分多环节，鼓励多方经纪人参与交易并获得佣金，而非成交经纪人获取所有佣金。贝壳还为平台参与者提供各种服务模块，包括SaaS系统、客户前端、数据洞察和技术应用等。

ACN网络建立公平的利益分配机制：“房源录入人”、“维护人”、“委托备件人”、“钥匙人”等环节均获利，增强跨经纪人合作动力；促进跨门店和跨品牌协作，提升房源分布范围。
传统中介服务存在恶性竞争：缺乏合理的利益分配机制，非合作状态导致行业低效竞争，容易形成“信息孤岛”，新人经纪人离职率高，培养成本较高。

下一阶段贝壳聚焦：依托共治理事会，探索区域经纪人生态治理路径；通过口碑互评机制，完善服务者的信用评价体系，选拔优秀合作者；建立平台赔付储备金，为消费者和商家管理风险；健全服务标准/服务能力评价：在签约前建立房屋检查标准，提供房屋质量加工和营销产品，试点专职房源经纪人；签约后建立房屋质量检查和物业交割标准，与保险公司合作提供房屋质量保险。

图表30：ACN 贝壳平台示意图



资料来源：公司公告，招股说明书，华泰研究

贝壳家装业务：开辟第二增长曲线

我们预期家装行业规模有望于 26 年达到 3.2 万亿元（25-26 年两年 CAGR 0.4%）。我们采用“潜在房屋套数×客单价”的测算框架，其中潜在房屋套数包括新房竣工、二手房成交及老房翻新。25 年受新房竣工与二手成交回落影响，需求或阶段性承压；老房翻新则以住宅使用 15-25 年为基准，按 10% 翻新率测算。整体而言，家装市场空间广阔，贝壳市占率稳步提升将为利润释放提供充足空间。

图表31：中国家装行业市场规模测算

年份	假设基础与数据来源	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
中国家装行业市场规模（亿元）	历史数据来自艾瑞咨询	28227	30429	31355	31885	31164	32126
yoy		7.9%	7.8%	3.0%	1.7%	-2.3%	3.1%
潜在客户数（万户）	新房竣工数+二手房+存量房翻新	1381	1334	1650	1594	1484	1460
yoy		4.8%	-3.4%	23.7%	-3.4%	-6.9%	-1.6%
平均客单值（万元/户）		20	23	19	20	21	22
-新房竣工套数（万套）	假设100平米/套	730	625	724	537	419	356
yoy		11%	-14%	16%	-26%	-22%	-15%
商品房竣工面积:住宅(万平方米)	历史数据来自国家统计局	73,016	62,539	72,433	53,741	41,918	35,630
yoy		11%	-14%	16%	-26%	-22%	-15%
-精装房销售(万套)		271	253	269	179	148	130
yoy		17%	-7%	7%	-33%	-17%	-13%
渗透率	历史数据来自奥维云网	37%	40%	37%	33%	35%	36%
-毛坯房(万套)		459	373	455	358	271	227
yoy		7%	-19%	22%	-21%	-24%	-16%
-二手房(万套)	历史数据来自贝壳研究院	393	414	596	685	651	619
yoy		-9%	5%	44%	15%	-5%	-5%
-存量翻新套数（万套）	住宅使用15-25年开始翻新 翻新率10%	258	295	330	371	414	485
存量翻新需求占比		19%	22%	20%	23%	28%	33%
yoy		14%	14%	12%	13%	11%	17%

资料来源：国家统计局，奥维云网，贝壳研究院，艾瑞咨询，华泰研究预测

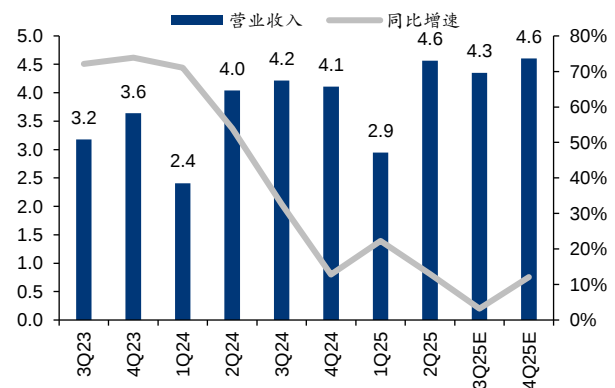
贝壳自 2015 年切入家装赛道，先后推出自有品牌“被窝家装”（2019）并收购“圣都家装”（2021），逐步搭建起覆盖多价格带、多城市的“大店+卫星店”的整装网络，实现对华北、华东一二线城市的全面覆盖。其中，圣都定位全国直营整装，被窝则深耕北京市场，聚焦标准化一站式整装与可视化交付，产品涵盖新房整装、旧房焕新及局部改造，并延伸至全屋定制、家居建材与家电，实现软硬装同步销售。

图表32：贝壳家装家居业务发展时间线

时间	事件
2015	链家与万科合作成立万链，初试家装行业。
2019	成立被窝，聚焦北京市场标准化整装。
2021	收购杭州圣都家装，面向华东市场。
2022	成立“整装大家居”事业群，深入布局家装家居赛道。
2023	启动“一体三翼”战略，整装作为重点业务发展。
2023	拟收购互联网家装品牌爱空间，拓展华北市场。
2024	终止收购爱空间

资料来源：公司官网，华泰研究

图表33：贝壳家装家居业务营收与同比增长率（单位：十亿元）



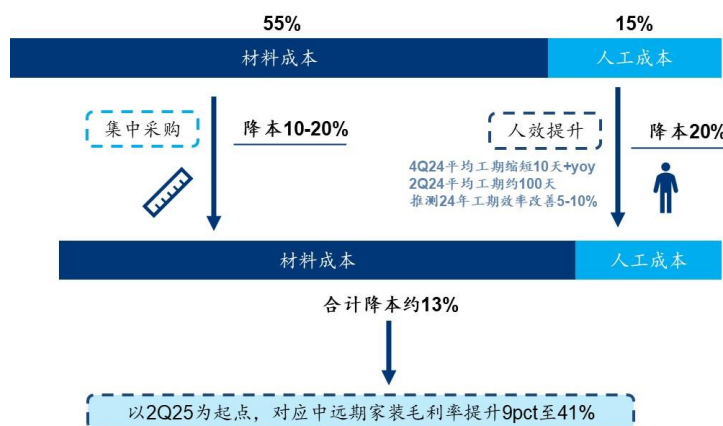
资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们认为，贝壳家装全国化规模带来的成本优势，中长期有望提升市场份额与业务盈利。①公司依托严格的标准化流程，有效改善行业痛点，逐步积累长期口碑与信任；②贝壳是国内唯一具备全国性规模的家装平台，凭借集采体系强化成本管控，并结合链家导流模式，构筑获客与费用端的双重优势；③AI 工具深度渗透设计、施工与验收环节，既提升方案可视化与交付效率，又保障工序可追溯性，显著优化客户体验。

集中采购与人效优化能为贝壳家装释放多大改善空间？

单店效率与成本管控可提升远期毛利率 9pct。以 2Q25 毛利率 32.1% 为基准，若改善兑现，对应总毛利将提升 9%，集团整体毛利率亦有望抬升约 1.5pct。从成本拆解看，贝壳家装成本中材料约占 55%，人工约占 15%。集采方式可带来 10-20% 的成本节省；此外人效提升有望节省约 20% 的人工成本，例如 4Q24 平均工期同比缩短超 10 天（较 2Q 改善 10%）。

图表34：贝壳家装中远期毛利率具备约 9pct 的提升空间



资料来源：公司公告，华泰研究预测

家装行业稳步扩张，政策支持与需求增长推动发展

家装行业整体集中度偏低，非标准化特征使产业链条勾稽复杂，呈现低门槛、低信任度格局。根据艾瑞咨询，2022 年起家装市场规模已超过 3 万亿元，然而即便市占率第一的贝壳，23 年的份额也仅为 0.39%。家装行业的分散化源于需求的高度差异化，即施工工艺、材料选择存在显著差别，客户决策多依赖熟人推荐或价格因素，同时，行业具有鲜明地域属性，当地工人、供应链与施工队难以跨区域快速复制，导致市场被区域化分散。

图表35：中国家装公司 10 强：行业市场集中度分散

排名	公司简称	主营产品	总部所在	2023年市场占有率
1	贝壳家装	圣都、被窝	杭州	0.39%
2	艺邦集团	星艺、华浔、名匠、三星	广州	0.38%
3	尚层装饰	尚层	北京	0.20%
4	业之峰	汇巢、峰格汇、诺华整装、全包圆	北京	0.18%
5	点石装饰	点石装饰、点石大宅、点石精工装	长沙	0.16%
6	靓家居	靓家居、靓尚e家、优嘉靓装	广州	0.11%
7	东易日盛	东易日盛	北京	0.10%
8	锦华装饰	堂杰国际、锦华改造家、锦华整装	南京	0.10%
9	生活家装饰	艺墅家、大宅装、轻奢装、梵高国际	成都	0.10%
10	唐卡装饰	唐卡、唐卡宜佰、金蜜蜂、住天下、乐尚	重庆	0.09%

资料来源：涂装新视野，华泰研究

图表36：家装行业企业呈现高度碎片化、单体规模小的特点（公司平均用工人数较少）

2024年	企业法人单位（万）	从业人员（万）	每单位平均用工人数
合计	272.2	5115.9	19
房屋建筑业	79.7	2586.9	32
土木工程建筑业	55.4	1126.2	20
建筑安装业	28.4	384	14
建筑装饰、装修和其他建筑业	108.7	1018.8	9

资料来源：国家统计局，华泰研究

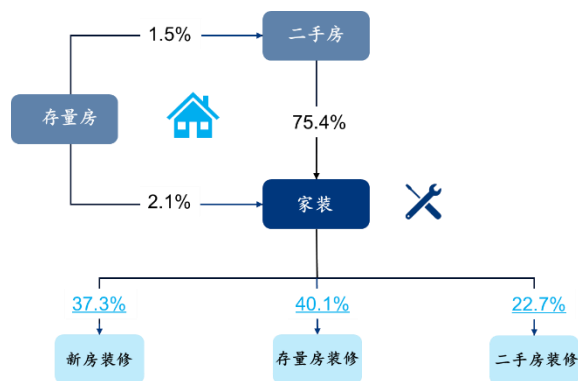
家装行业需求端：装修支出占比仍有进步空间，存量房转化潜力尚存

旧房改造政策刺激需求：近年来，城镇老旧小区改造政策的提及频率与深化程度呈增强态势。政策端支持居民旧房装修与城镇老旧小区改造联动，整体形成了促进消费的政策合力思路，进一步打开了旧房改造在家装家居市场的发展空间。

存量房翻新需求仍有待深度释放。贝壳在存量房交易导流方面具备渠道与流量优势，有望进一步释放潜在空间。目前家装行业整体需求中，约 63%来自存量房装修。奥维云网数据显示，约 2.1%的存量房可直接转化为家装翻新客户，另有 1.5%的存量房进入交易市场，其中 75.4%的二手房成交后会带来家装需求，合计约 3.2%的存量房能够贡献新增装修需求。

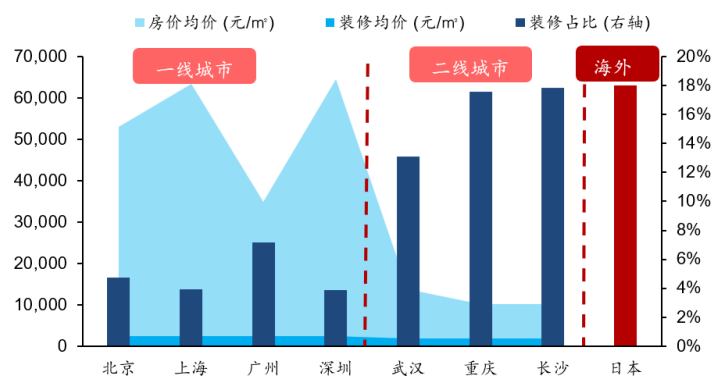
装修支出占比偏低，一线城市潜力广阔：中国装修市场仍具显著提升空间，且在不同城市间呈现分化格局。一线城市如北京，装修费用占房价比重仅约中高个位数，明显低于日本 15-20%的水平。相比之下，部分二线城市如重庆、长沙，此比例已接近 20%。我们认为，中国一线城市的装修预算占比相较海外提升空间可观；同时，预算充裕的强二线城市的高端市场亦是贝壳深耕的优势领域。整体而言，贝壳在一线与强二线市场均具备较大发力空间，有望借此抢占优质客源，推动利润增量释放。

图表37：家装行业需求来源分析



资料来源：奥维云网《2024年中国家装市场蓝皮书》，华泰研究

图表38：二线城市装修支出占房价比高于一线，接近日本水平（1H25数据）

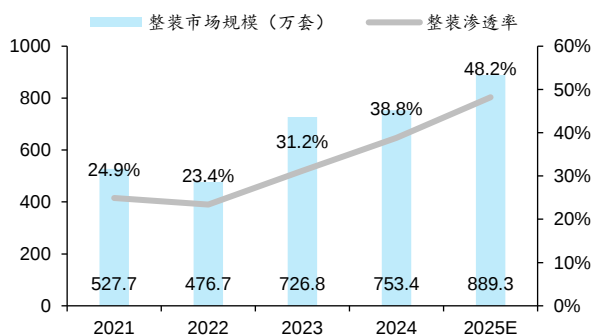


资料来源：公司公告，华泰研究预测

整装需求快速崛起，客单价提升空间广阔

家装市场整装占比持续提升，带动客单价不断上行，客户价值释放空间仍有待挖掘。奥维云网《2024年中国家装市场蓝皮书》显示，预计 2025 年整装渗透率有望达 48.2%，对应约 889.3 万套房屋。整装客户群体以 30-40 岁高知人群为主，具有两大特征：①跨城市流动性更强，异地工作者在本地亲属支持有限，能投入在家装上的精力较少；②白领群体工作节奏紧张，更倾向于追求高效便捷的解决方案。

图表39：整装渗透率持续提升



	设计	施工	辅材	主材	软装	家电
清包	✓	✓				
半包	✓	✓	✓			
全包	✓	✓	✓	✓		
整装	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：奥维云网《2024年中国家装市场蓝皮书》，华泰研究

图表40：整装客户中30-40岁群体占比高

分类	性别
性别	男
	42%
年龄	女
	58%
	25-29岁
	12%
	30-34岁
	40%
学历	35-39岁
	29%
	40-44岁
	12%
	其他
	8%
学历	高中及以下
	8%
	专科
	29%
学历	本科
	61%
学历	研究生及以上
	2%

资料来源：奥维云网《2024年中国家装市场蓝皮书》，华泰研究

家装行业链条冗长，标准化亟待破局

贝壳依托标准化流程，有望改善行业乱象。非标准化特征常引发费用超支、材料瑕疵、进度延误等问题，而行业内缺乏统一有效的解决机制。根据中消协数据，2024年家具类投诉达3.4万件，同比上升21%。家装行业报价普遍缺乏透明度，服务水平差异明显，例如材料与工艺质量参差不齐，时常出现资金链断裂导致工程烂尾的情况。受制于工人流动性高与管理体系薄弱，企业难以稳定输出高品质服务。

行业盈利薄弱，贝壳平台化整合有望突围

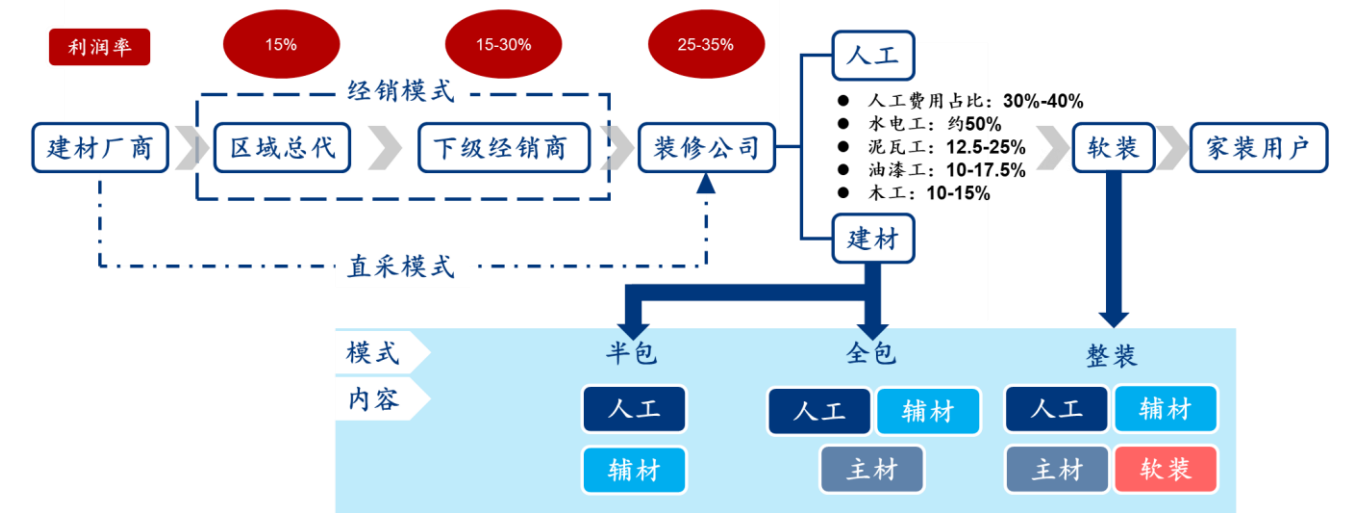
贝壳垂直整合：在家装利润多方瓜分的格局中重构效率。家装产业链条冗长，行业客单价较高，但设计、施工、建材等环节涉及多方参与者，利润被不断分摊。以材料端为例，主材商毛利率在25-30%之间，但净利率仅8-12%；辅材环节毛利率约15%，净利率约8%。家装企业则因营销、获客与履约成本高企，净利率多为个位数。据艾瑞咨询，传统家装企业净利率约8%（半包居多），而一站式整装企业则在4-6%之间，其中软装和主材利润率偏低，后期增项收费控制严格。我们认为，正因行业环节繁多、利润空间逐层压缩，大型平台通过整合供应链、集中采购与流量导入，从而发挥规模效应。

图表41：家装行业利润率空间相对较低



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表42：中国家装行业产业链和毛利率



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

贝壳家装优势：获客优势与稳定供应链驱动份额扩张

核心优势#1：标准透明化体验塑造信任壁垒

针对行业存在的信任缺口，公司在各关键环节建立了透明、可控的体系：在报价与设计环节，由独立预算部门负责定价，材料落实后实现精准报价，有效遏制“增项”问题，显著提升透明度。在施工环节，贝壳有着的排期管理机制，如遇延期即启动赔付。贝壳引入专户资金托管（降低客户风险），通过饱和单量确保工人稳定性，在工地配备多个 AI 摄像头全程监督，例如“贝刻云视”用于三维查看施工细节，“贝刻临境”用于解析验收、工具使用与工艺讲解情况。在售后环节，公司坚持快速赔付与高效处理，项目竣工后第 5 个月和第 22 个月提供上门免费维保服务，针对墙面开裂等常见问题进行早期修复，提升客户满意度。仅上海 22 年 1 月至 25 年 2 月的累计赔付金额达到 2123 万元。

图表43：贝壳家装标准化流程改善行业痛点

环节	主体单位	风险点与控制缺口	资金与交付失序的成因	备注	贝壳标准化流程解决方法
报价/预算	装修企业	口径不一、工艺描述模糊	低价中标后靠“增项”抬总价，现金流前置		效果图确定后，由预算部门进行报价，材料落实后，报价即可实现高度精准。
设计	设计师/设计公司	前期资料不全、频繁变更增项	增项成为持续加价抓手，延误工期、放大资金压力		前置设计服务：免费量房出图（传统模式需先付款），让客户基于可见的专业价值做决策
采购/材料	材料商/经销商	以次充好、检测口径不统一、增项	短期难核验、维权成本高		材料质控保障
施工/发包	项目经理	发包-转包-层层分包、用工流动大 ·工期拖延	①质量责任链条长、推诿易发；层层分包挤占资金易使工人薪资稳定性削弱 ②分包后利润空间来自压低工人薪酬	中消协投诉数据（2024）：家具类3.3万件（+20.95% yoy）；房屋及建材类2.6万件；房屋装修及物业服务2.1万件。	①严格透明的排期管理，客户可实时跟进，延期即赔付； ②资金存管机制，专款专户，节点解冻并全程披露； ③项目经理与贝壳直接签约，单量稳定，保障工人收入与稳定性； ④每户配置三个摄像头并辅以AI系统（贝刻云视与贝刻临境），实现全时段实时监控。
交付/售后	装修企业	售后响应弱	尾款付清后服务动力下降；现金流紧张先压售后		高品质、迅速响应的售后保障； • 22年1月-25年2月，上海圣都累计赔付2123万元

资料来源：中消协，圣都公众号，华泰研究

家装个性化与企业标准规模化有所冲突？

我们认为并不存在根本矛盾，标准化与规模化仍具备广阔市场空间，在标准框架内适度引入个性化元素，不仅有助于控制成本，同时亦可增强客户吸引力。**分城市来看，客户画像具有高度共性，装修风格也相对集中。**贝壳家装超五成客户来自二手房交易导流，尤其在北京、上海等核心城市，以 80-100 平米的刚需户型为主。此类户型的装修需求集中在极简、中式、欧式等五类风格，结合客厅、卧室、卫生间等五类核心空间，形成的组合数量处于可控范围内，能够通过标准化定制有效覆盖，而这种结构化方案既能满足个性化需求，又兼顾规模效率，尤其契合当前以中产群体为主的客户结构。

贝壳持续强化数字化质量管控，中台与流程标准化建设成效显著

公司已上线交付数字化中台 2.5 版本，覆盖客源、销售、中控、施工交付与供应链五大环节，支持标准化施工图与自动化报价工具，显著提升设计师效率。设计与施工方案数据将沉淀在中台系统中，形成可持续迭代的能力。同时，公司推进材料履约一体化与商品数据标准化，实现多品类主材的线上统一调度，从而增强材料交付的确定性与可控性。

图表 44：贝壳家装业务全景图与贝壳家装中台能力建设全景图



资料来源：贝壳 2024 年度投资者日，华泰研究

核心优势#2：流量直达与集采驱动，业内成本优势凸显

从量化角度看，贝壳规模效应显著，家装毛利率水平显著优于行业均值。整体来看，家装行业自 2019 年以来毛利率持续下行，金螳螂 2024 年毛利率仅约 13.76%，较 2019 年下滑 4.6pct，净利率亦同步承压。相较之下，贝壳家装业务自 2022 年起毛利率企稳，2023、2024 年分别达到 29%和 30.7%，处于行业高位。我们认为，贝壳较高毛利率主要得益于全国化规模优势及低获客成本。其家装客户多来自链家经纪人推荐，佣金率约 4%，远低于传统家装企业 20%-35%的销售费用率，从而形成前置获客优势并提升整体盈利能力。

图表45：主要家装公司销售毛利率与净利率对比

公司	股票代码	销售毛利率						销售净利率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
贝壳（家装板块）	2423 HK	15.70%	-17.40%	0.80%	29.40%	29.00%	30.74%	-	-	-	-	-	-
金螳螂	002081 CH	18.39%	16.59%	16.14%	15.78%	14.81%	13.76%	7.33%	7.49%	-19.21%	5.97%	5.15%	3.08%
亚厦股份	002375 CH	14.36%	14.26%	7.22%	12.57%	11.20%	12.97%	4.10%	3.07%	-7.23%	1.67%	1.97%	2.52%
广田集团	002482 CH	13.16%	12.80%	6.43%	-44.42%	-34.06%	6.50%	1.02%	-6.47%	-70.81%	-156.01%	199.77	-26.48%
宝鹰股份	002047 CH	16.40%	16.13%	12.80%	7.57%	7.06%	5.23%	2.99%	1.72%	-35.48%	-58.89%	-23.79%	-35.22%
瑞和股份	002620 CH	16.16%	15.23%	11.90%	13.29%	12.62%	15.57%	4.84%	4.65%	-51.63%	1.58%	-22.62%	-20.79%
中天精装	002989 CH	16.10%	16.05%	14.09%	13.93%	9.55%	0.65%	7.83%	7.36%	4.22%	3.38%	1.01%	-118.62%
东易日盛	002713 CH	34.42%	36.28%	34.99%	29.34%	35.06%	27.90%	-5.16%	6.30%	2.77%	-30.76%	-6.16%	-89.60%
名雕股份	002830 CH	28.77%	27.27%	29.85%	31.14%	30.64%	31.19%	3.03%	2.97%	3.90%	2.88%	5.53%	6.74%

资料来源：公司公告，华泰研究

流量获取端，贝壳依托链家经纪业务导流。1) 链家导流：在存量房与新房经纪环节，链家形成天然的获客入口，直接为家装业务引流，公司同时设立“贝壳币”机制，激励经纪人推动客户转化。2) 社区门店模式创新：贝壳一方面探索“经纪人+设计师”的联合门店，辅以工艺与场景展示，提升客户感知；另一方面推出小区样板方案门店，通过同户型的实景展示缩小用户想象差距，强化与社区的粘性与信任度。

成本端，贝壳作为唯一具备全国化规模的家装公司，建立起了强大的集采能力。公司采用直采直供模式，已与超 150 家一二线家装品牌形成合作，其中战略合作伙伴超过 45 家。具体模式为：1) 圣都作为品牌方的城市代理商或零售商，全面负责销售、服务与售后，涉及全屋定制、成品家具、灯饰软装等品类；2) 品牌工厂直接入驻，由圣都统一包销，城市代理商负责交付与售后，适用于瓷砖、地板、卫浴、厨电等品类。

同时，圣都与供应链伙伴合资建设工厂和仓储设施，从源头去除中间环节，并打通产业链上下游实现全流程线上化。通过系统搭建、标准制定与数据互联，公司推动供应链深度变革，从而保障优质材料的稳定供给与成本优势。

图表46：贝壳集采合作品牌

资料来源：贝壳官网，华泰研究

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。



核心优势#3：AI 全链条赋能，效率与转化率齐提升

贝壳家装 AI 工具已覆盖设计、施工监控到巡检验收的全流程。我们认为，全链条覆盖可显著缩短家装交付周期、提升运营效率。目前贝壳客户从设计师接待到签约间的转化率仍处低位，AI 优化潜力较大。随着 AI 能力迭代，快速生成的多套效果图及差异化预算方案，有望显著缩短从接待到出方案的周期，同时预算拆解提升透明度，推动转化率加速改善，并成为公司中短期的重要催化。

图表47：贝壳家装 AI 工具一览

涉及环节	工具名称	功能简介	量化效果
底层中后台支撑	Home SaaS	- 投放端：预测与预算优化 - 管理端：CRM客户管理 - 设计端：BIM/3D云设计 - 供应链端：资源整合 - 施工端：智慧工地管理	交付周期缩短 30% 投诉率下降 60%
		4分钟自动量房 15分钟生成CAD图纸 - 支持3D结构演示	显著降低人工误差 提高量房效率（分钟级完成）
设计端（C端）	AI设牛、被窝App“为我设计”	- 拍照生成方案 - 自动生成多套效果图、VR渲染	签单周期明显缩短 用户满意度 81%
设计端（内部）	轻量/深化 BIM	- 生成彩平/鸟瞰/VR图 - 为设计师提供户型、材质与风格模板 - 施工端直连设计模型，精确记录水电、木作等数据	应用覆盖率 96%（2024年底） 设计时效缩短 8.2h→5.2h 材料损耗率 3.2%（优于行业均值8%）
施工端	贝刻云视	- AI 行为识别 360°全景监控 - 实时进度可视化	安全事故率下降 42% 材料浪费减少 18%
验收端	贝刻临境	- 可穿戴式管家记录仪 - AI识别工序/材料到位情况 - 自动生成施工日志、全程追溯	监督更透明 沟通、追责成本下降

资料来源：公司官网，北京软协，华泰研究

贝壳租房业务：多措并举提效，探索新 C2B2C 模型

我们预期贝壳租房收入 25-27 年保持 22%CAGR。在线租赁业务仍处于发展早期阶段：1) 中国的租房比例为 25.6%，与日本等成熟市场相比仍有提升空间，2) 从需求端看，我们认为贝壳等更加注重高质量、多层次需求的租赁平台，未来有望获得更多市场份额，3) 从供给端看，业主的出租意愿显著增强，全国分散式房源供给总量已突破 6,000 万套。

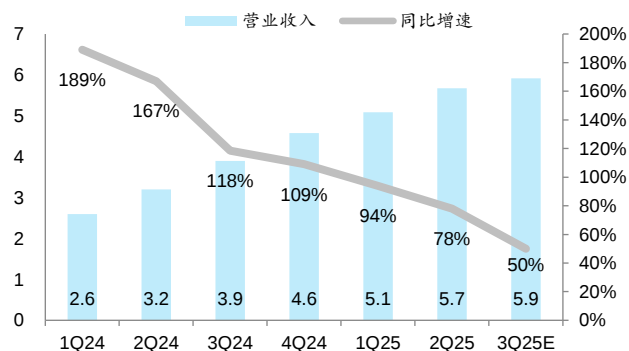
业务模式简介：贝壳租房业务涵盖开放式平台、分散式租房（省心租）、集中式公寓等多种模式。开放平台领域，公司在 24 年度投资者日表示，租房业务移动端 MAU 达到 1,560 万，开放平台介入的商家总数达到 5,100 家，合作的商家的房源规模超过 250 万套间。“省心租”专注为租户提供全周期的找房和租后服务。集中式公寓领域，贝壳则通过投资改造、包租运营和委托运营等多样化经营方式。

图表48：贝壳租房业务发展时间线

时间	事件
2008	链家开始打造楼盘字典，至今已累计近 3 亿套房源信息
2011	链家以楼盘字典数据为支撑，推出“真房源”
2011	ACN（经纪人协作）网络的初步雏形开始产生
2018	贝壳找房线上平台正式发布
2021	贝壳“省心租”首次推出，最初在深圳上线
2022	贝壳合作投资首个集中式公寓品牌新青年公寓
2023	贝壳推出自营中高端公寓品牌海盐公寓

资料来源：公司官网，中国房地产网，新华网，36 氪，华泰研究

图表49：贝壳租房业务营收与同比增长率（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究

租赁市场的供需结构和关系正在发生转变

从供给端看，随着买卖市场的不确定性加剧，业主的出租意愿显著增强，全国分散式房源供给总量已突破 6,000 万套，市场房源的可及性持续加强。与此同时，业主群体的年龄层与资产配置需求逐渐多样化，公司在投资者日披露，全国 60 岁以上业主占比已超过 19%，北京地区“边租边卖”业主比例超过 20%，而天津地区拥有异地房产的业主比例高达 40%。

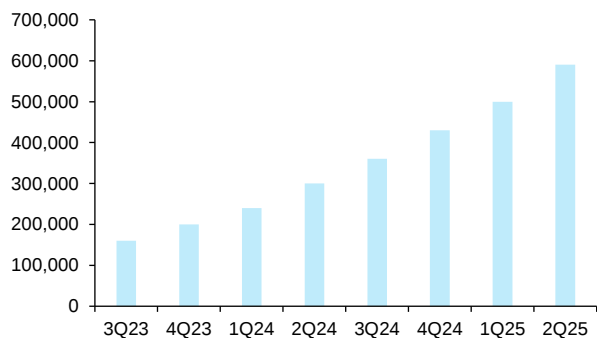
从需求端看，满足高质量、多层次需求的租赁平台将在市场增长中占据重要地位。租房已成为满足多样化居住需求的方案，租房者的年龄分布更加广泛，如毕业生租房、改善性租房、学区租房和养老租房等。中国的租房比例为 25.6%，与日本等成熟市场相比仍有提升空间。此外，租房者的需求重点亦有变化，更加注重稳定性、服务质量以及生活配套。

“省心租”：放弃传统租金差价模式，转向管理费以实现稳定收益

目前，“省心租”项目增长势头良好，2Q25 在管房源突破 59 万套。“省心租”承担招募租客、维护房源等责任，通过提供 1,000 多项免费的日常维修服务，增强租住保障，推动客户的长期留存。

贝壳“省心租”创新服务费模式：其商业模式不依赖于租金差价，公司已从早期的对赌协议模式，转向轻资产化的服务费模式，向租客与业主合计收取约占月租金 20% 的服务费。具体机制为：业主签订合约后，公司设定 45 天寻租期，若在期限内成功出租，则开始计提服务费；若未能实现，则向业主赔付半个月租金。

图表50：“省心租”在管房源规模（单位：套）



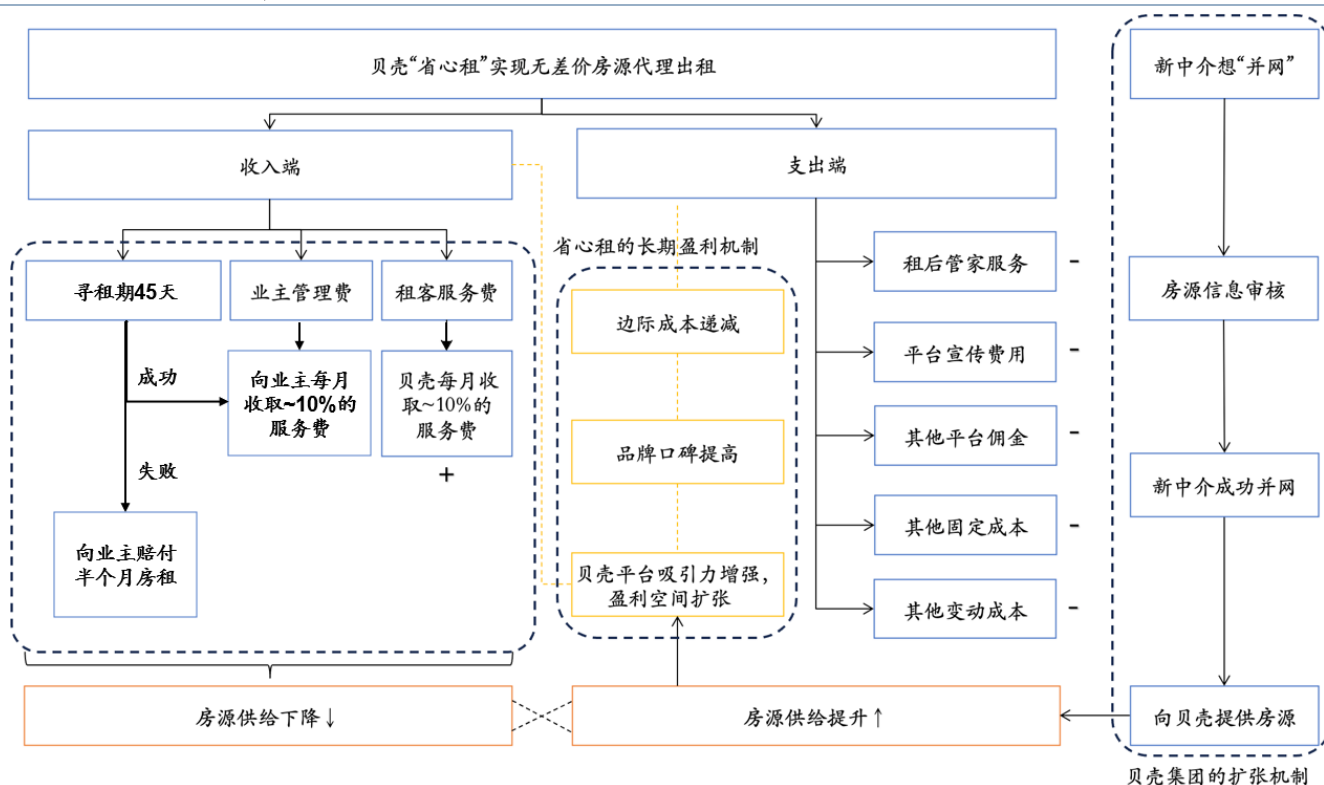
资料来源：公司公告，华泰研究

图表51：“省心租”提供多重服务



资料来源：贝壳公众号，华泰研究

图表52：贝壳“省心租”业务模式概览



资料来源：贝壳 2024 年度投资者日，华泰研究

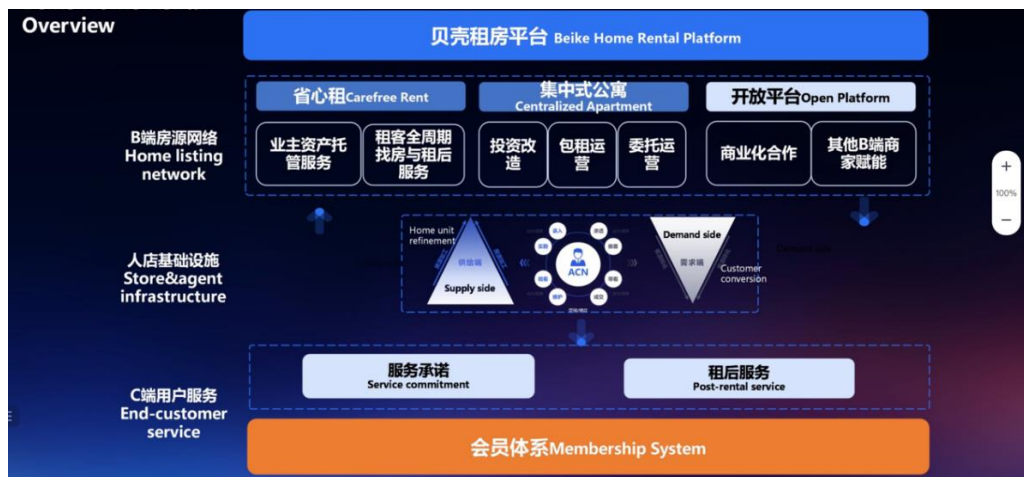
短、中、长期规划明确，打造一站式租住与生活服务平台

贝壳于 2024 投资者日明确租房业务短、中、长期规划：

短期规划：聚焦“五横两纵”能力构建。其中“五横”代表：1) 提高优质房源获取能力；2) 加快房源出租速度，缩短空房周期，优化出房流程；3) 强化房屋管理、房屋维护；4) 精细化运营，提高服务效率；5) 注重品牌建设和客户反馈。“两纵”聚焦 1) 服务者水平提升与 2) 平台基础能力建设，包括供需预测、库存房源智能化管理、智能服务管家等。

中期规划：构建以“房”为载体的服务平台。公司计划通过科技和优质服务，提升租房效率 and 用户体验，并通过产品多样化以增加运营房源规模、客单价和市场占有率。**长期愿景：成为一站式租住与生活服务平台。**公司希望让“消费者安居”，打造高品质家庭服务，同时让“服务者乐业”，管家将成为长期职业，服务者效率得到稳定保障。

图表53：贝壳租赁业务全景图



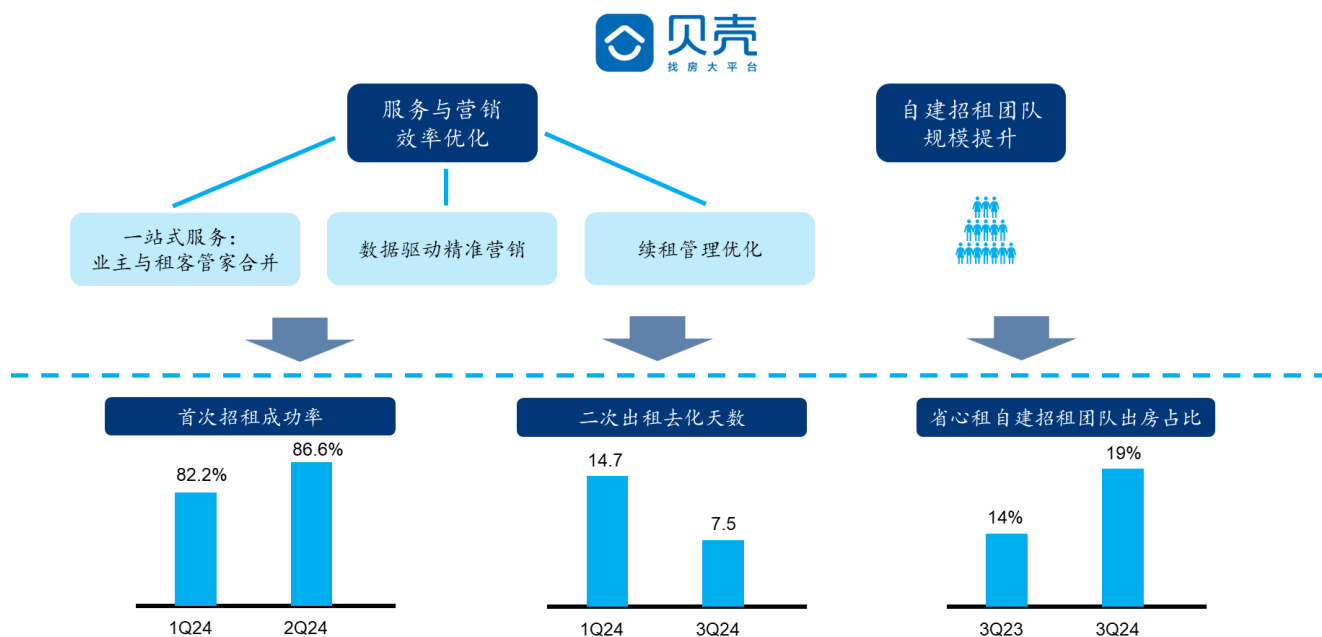
资料来源：贝壳 2024 年度投资者日，华泰研究

扩建自营招租团队，租房效率持续改善：

截至 3Q24，省心租自建招租团队的出房占比已提升至 19%，同比增长 5pct。我们认为自建团队建设进程良好，在提升招租效率方面具备一定潜力。根据贝壳业绩会，贝壳首次招租成功率由 1Q24 的 82.2% 提升至 2Q24 的 86.6%，而二次出租去化天数则由 1Q24 的 14.7 天缩短至 3Q24 的 7.5 天。对比传统租赁业务，“省心租”将原本分别服务租客、房源的两位管家角色，同时通过标准化流程，覆盖全生命周期服务，例如房源委托、租客带看、签约入住、租后管理。

贝壳提供一站式服务体系，其数据驱动的精准营销能力在业内领先，实施定向的“以房找客”策略，精准匹配房源与客户需求，贝壳重视房源管理中的续租和二次招租环节，通过开展相关的预售工作，有效缩短了房屋的空置期。

图表54：贝壳租房业务驱动力逻辑与相应成果



资料来源：贝壳业绩会，华泰研究

贝好家：C2M 重塑开发模式，重资产试点为轻资产推广铺路

贝好家是贝壳于 2023 年成立的全新事业线，由公司董事会副主席及执行董事徐万刚先生担任首席执行官。贝好家的定位不是重资产的房地产开发公司，而是轻资产的数据驱动型住宅开发服务平台，以 C2M（Customer to Manufacturer，从消费者到制造者）为核心理念，为开发商、业主方、代建方等合作伙伴提供产品解决方案、线上线下一体化营销等综合服务，共筑好产品、好服务，推动房屋供给侧升级。

图表55：贝好家 C2M 模式



资料来源：贝好家公众号，华泰研究

我们认为贝壳开展贝好家业务的核心优势在于数据和渠道能力。数据方面，不同于开发商仅掌握新房市场数据（土地、推盘、成交），贝壳还掌握二手房市场数据（挂牌、调价、成交）、客源数据（浏览、带看、客户画像）、房源数据（楼盘字典），并且积极拥抱 AI，能够更准确地识别和挖掘客户需求，并基于此制定产品解决方案、尤其是定位方案，这在当前行业库存偏高、去化难度加大的“买方市场”下尤为重要。渠道方面，贝壳凭借成熟的线上平台和线下门店+经纪人网络布局，能够为项目提供量身定制的营销服务。

贝好家目前更多以重资产方式介入房地产开发，为今后输出轻资产服务积累经验和成功案例，资金投入相对可控。根据贝好家官方公众号，截至 2025 年 8 月，贝好家累计已在 10 个城市落地 15 个项目，我们结合中指院和房天下数据，梳理了这些项目的详细信息。从拿地模式来看，贝好家拿地聚焦一二线城市的住宅地块，拿地方式较为灵活，多数地块与开发商合作拿地、贝好家只占不到 50% 的少数股权，但也有 2 宗地块为全资独立操盘，另外还有 1 宗地块引入绿城管理控股进行代建。从拿地节奏来看，拿地数量逐年增加，23/24/25 年（截至 8 月）分别为 2/5/8 宗，但由于多数项目仅为少数股权合作，累计权益拿地金额约为 40 亿元，相较于公司总体利润体量而言相对可控。总体而言，贝好家目前更多是以重资产方式涉足房地产开发，但我们认为公司主要目的并不是要开展房地产开发业务，而是在于培育实战能力，为今后输出轻资产服务积累经验和成功案例。正因如此，贝好家在有限的资金投入下更多是以少数股权介入，对各类拿地方式、产品形态持开放态度，尽可能参与不同类型的项目。我们预计公司将会控制贝好家业务的资金投入规模。

图表56：贝好家项目一览

城市	区县	拿地时间	土地性质	合作企业	楼盘	计容建面 (万平)	总价 (亿元)	溢价率	楼面价 (元/平)	售价 (元/平)
太原	万柏林区	2023/10/11	综合用地(含住宅)	中铁置业	中铁置业·逸宸首府	6.33	1.79	0%	2830	10600
西安	长安区	2023/11/27	综合用地(含住宅)	新兴地产	新兴·悦享之城	17.20	4.00	0%	2326	12910
西安	未央区	2024/7/30	住宅用地	陕西远大锦源科技有限公 司、绿城管理控股	绿城·春和棠樾	2.27	1.34	0%	5898	16029
北京	门头沟区	2024/8/29	住宅用地	电建地产	长安华曦府	8.55	16.36	0%	19135	53000
成都	锦江区	2024/9/20	住宅用地	无	金融城·贝宸 S1	3.94	10.77	42%	27300	65000
上海	奉贤区	2024/12/30	住宅用地	无	奉贤新城·贝涟 C1	3.06	6.97	14%	22777	43538
杭州	钱塘区	2024/12/31	住宅用地	兴耀房产、滨江集团	滨江兴耀·沐兰台	3.81	6.23	17%	16370	34000
成都	成华区	2025/3/11	住宅用地	中昕置地	中昕·昕悦府	1.91	3.73	39%	19500	-
长沙	雨花区	2025/3/27	住宅用地	招商蛇口	招商序	12.55	6.66	0%	5305	13500
北京	通州区	2025/4/8	住宅用地	招商蛇口、中国海外发展	朝棠揽阅	8.68	27.08	16%	31192	58600
广州	白云区	2025/4/30	综合用地(含住宅)	越秀地产	越秀贝好家·嘉悦云启	7.06	11.30	17%	16010	47000
北京	昌平区	2025/6/5	住宅用地	越秀地产、城建发展、未来国誉星城 科学城		7.99	23.95	0%	29977	56000
西安	新城区	2025/7/2	综合用地(含住宅)	中国金茂、扬州幸福长缨股金茂·贝好家幸福晓棠 权投资合伙企业		11.68	6.15	0%	5263	-
南京	鼓楼区	2025/8/8	住宅用地	金基集团、怡康控股	鼓楼郭家庄项目	2.81	3.40	0%	12119	-
佛山	禅城区	2025/8/28	综合用地(含住宅)	绿城中国	绿城锦海棠	7.66	7.81	27%	10187	-

注：标红为贝壳全资持有的独立操盘项目，其余均为合作项目

资料来源：贝好家公众号，中指院，房天下，华泰研究

已落地项目逐步迎来开盘高峰期，或将于 2026 年开始逐步兑现业绩，平均毛利率或超过 20%。具体到项目进展，根据房天下数据，15 个项目中 2/7 个已在 2024/2025 年开盘，另有 6 个尚未开盘。根据贝好家公众号，北京长安华曦府、杭州沐兰台、北京朝棠揽阅、长沙招商序等项目在首次开盘后均取得了不俗的销售成绩。参考房地产项目从拿地到结转的 3 年周期，这些项目或将于 2026 年开始逐渐兑现业绩，根据我们测算（假设维持当前房价水平，一线/二线/三线城市建安成本分别为 10000/8000/6000 元/平），平均毛利率或将超过 20%。

此外，由贝好家独立操盘、相对更能体现 C2M 模式效果的成都金融城·贝宸 S1、上海奉贤新城·贝涟 C1 均已开放售楼处，或将于 25Q4 开盘，需要关注项目销售情况。2 个项目定位截然不同，成都项目为均价达到 6.5 万/平、275-375 平的豪宅产品，上海项目则为均价 4.4 万/平、97-139 平的刚需刚改产品，可反映贝壳在不同层次楼盘的数据前瞻水平。贝好家在拿地后并不急于开发，而是通过大量城市同类项目调研、成交数据分析、潜在客户群访谈等形式，通过实证分析（而非经验判断）做出各项决策，并且以长期居住体验最优（而非销售速度最快）为导向。



盈利预测

我们预测公司 25-27 年营业收入为 1001.3/1133.1/1259.3 亿元, 同比增长 7%、13%、11%。

分业务看, 贝壳存量房收入 23-24 年分别同比变化 16%与 1%, 我们预期 25-27 年一二线城市的地产市场持续复苏, 贝壳市占率 25-27 年每年稳定提升 2-3pct, 推动收入同比增长 -3%、7%、10%至 273/293/322 亿元; 对应 GTV 分别为 2.3/2.5/2.8 万亿元, take rate 维稳在 1.2%左右。存量房市场边际走弱时更显贝壳渠道的重要性, 公司存量房高线城市收入占比较高, 有望引领地产市场稳步复苏。

新房收入 23-24 年分别同比变化 7%与 10%, 我们预期 25-27 年新房市场仍有较强的去化需求, 贝壳计划加强与头部房企合作, 推动收入同比增长-4%、8%、9%至 323/348/378 亿元, 对应 GTV 分别为 9518/10565/11832 亿元。25-27 年市场尚在复苏初期, 贝壳核心渠道价值进一步强化。

家居家装收入 23-24 年同比增长 115%与 36%, 我们预期存量房市场加速恢复, 而贝壳家装业务以交易驱动为主, 叠加门店规模效应和前置获客渠道的持续拓宽, 或推动 25-27 年营业收入同比增长 9%、13%、12%至 161/182/204 亿元。

租赁和新兴业务收入 23-24 年同比增长 195%与 100%, 我们预测 25-27 年收入达到 244/310/355 亿元, 同比增长 45%、27%、14%, 主系此类业务尚处发展初期, 扩张速度较快。

费用端, 我们预计 25-27 年毛利率达 21.5%、23%、23.8%, 主系公司成本结构优化进展良好, 随着家居家装等业务的管理效率逐步提升, 毛利率或迎来小幅提升。期间费用方面, 我们预计公司 25-27 年销售费用率达 7.5%、7.2%、7.1%, 主系贝壳业务扩张后营销需求上升; 研发费用率达 2.5%、2.6%、2.6%, 较 24 年小幅提升主系 AI 投入加码; 管理费用率达 8.2%、8%、7.8%, 主系贝壳管理效率优化。

经调整利润端, 我们预计 25-27 年经调整归母净利润为 60.4/82.01/98.2 亿元, 对应经调整利润率 6.0%/7.2%/7.8%, 主因经纪业务的经营杠杆释放, 成本结构优化, 以及家装和新兴业务的减亏。净利润与经调整归母净利润的差异主要源于收购及业务合作协议所致的无形资产摊销数额较大。

图表57：贝壳盈利预测

贝壳利润表		INCOME STATEMENT (Rmb mn)								
总收入 (人民币 百万)	Total revenues	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
存量房交易	Existing home transaction services	27,954	28,201	27,311	29,287	32,238	6,870	6,719	6,237	7,484
新房交易	New home transaction services	30,576	33,653	32,313	34,811	37,805	8,075	8,619	6,703	8,915
家装家居	Home renovation and furnishing	10,850	14,769	16,120	18,216	20,402	2,945	4,565	4,297	4,312
租赁和新兴业务	Rental and other services	8,397	16,834	24,385	30,998	35,489	5,438	6,107	6,387	6,454
-租赁业务	-Home rental services	6,100	14,334	22,629	29,418	33,830	5,088	5,675	5,912	5,955
-新兴业务	-Emerging and other services	2,297	2,500	1,756	1,580	1,659	350	432	475	499
收入同比增速		Revenue yoy growth								
总收入	Total revenues	28%	20%	7%	13%	11%	42%	11%	5%	-13%
存量房交易	Existing home transaction services	16%	1%	-3%	7%	10%	20%	-8%	0%	-16%
新房交易	New home transaction services	7%	10%	-4%	8%	9%	64%	9%	-13%	-32%
家装家居	Home renovation and furnishing	115%	36%	9%	13%	12%	22%	13%	2%	5%
新兴业务及其他	Rental and other services	195%	100%	45%	27%	14%	64%	50%	44%	29%
-租赁业务	-Home rental services		135%	58%	30%	15%	94%	78%	50%	30%
-新兴业务	-Emerging and other services		9%	-30%	-10%	5%	-50%	-51%	-2%	14%
GTV	GTV (Rmb bn)	6,174	6,566	6,670	7,391	8,296	813	839	710	878
核心房屋交易	Core home transaction	3,031	3,217	3,239	3,572	4,001	813	839	710	878
存量房交易	Existing home transaction services	2,028	2,247	2,287	2,516	2,818	580	584	511	613
新房交易	New home transaction services	1,003	970	951.8	1,056.5	1,183.2	232	255	199	265
家装家居	Home renovation and furnishing	13	17	19	21	23	-	-	-	-
新兴业务及其他	Rental and other services	99	116	174	226	271	-	-	-	-
GTV % YoY		GTV								
核心房屋GTV	Core Home transaction GTV	20%	6%	1%	10%	12%	34%	4%	1%	-20%
存量房交易	Existing home transaction services	29%	11%	2%	10%	12%	28%	2%	7%	-18%
新房交易	New home transaction services	7%	-3%	-2%	11%	12%	53%	9%	-12%	-25%
家装家居	Home renovation and furnishing	164%	28%	9%	13%	12%				
新兴业务及其他	Rental and other services	13%	18%	50%	30%	20%				
毛利 (GAAP)	Gross Profit	21,718	22,944	21,528	26,062	29,972	4,821	5,700	4,936	6,071
毛利润率 (GAAP)	% gross margin	27.9%	24.6%	21.5%	23.0%	23.8%	20.7%	21.9%	20.9%	22.3%
毛利 (Non-GAAP)	Gross profit, non-GAAP	22,221	23,465	21,893	26,451	30,378	4,930	5,794	5,026	6,142
毛利润率 (Non-GAAP)	% gross margin, non-GAAP	28.6%	25.1%	21.9%	23.3%	24.1%	21.1%	22.3%	21.3%	22.6%
成本部分		OPEX and below								
销售费用	Sales and marketing	(6,654)	(7,783)	(7,510)	(8,158)	(8,941)	(1,773)	(1,898)	(1,843)	(1,996)
收入占比	%revenue	8.6%	8.3%	7.5%	7.2%	7.1%	7.6%	7.3%	7.8%	7.3%
研发费用	Research and development	(1,937)	(2,283)	(2,503)	(2,946)	(3,274)	(584)	(633)	(591)	(696)
收入占比	%revenue	2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%
行政管理费用	General and administrative	(8,237)	(8,961)	(8,211)	(9,065)	(9,823)	(1,874)	(2,081)	(1,890)	(2,366)
收入占比	%revenue	10.6%	9.6%	8.2%	8.0%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.7%
其他	Others	(93)	(152)	-	-	-	-	(28)	-	-
经调整经营利润	Operating profit, non-GAAP	8,719	6,890	5,298	8,052	10,182	1,148	1,607	1,109	1,435
YoY	% yoy	278%	-21%	-23%	52%	26%	20%	-43%	-19%	-18%
经调整经营利润率	% OPM, non-GAAP	11.2%	7.4%	5.3%	7.1%	8.1%	4.9%	6.2%	4.7%	5.3%
净利润 (GAAP)	Net profit, GAAP	5,890	4,078	3,974	5,929	7,457	855	1,307	881	903
归母经调整净利润	Attri Net profit, non-GAAP	9,792	7,198	6,040	8,201	9,817	1,423	1,815	1,398	1,375
YoY	% yoy	243%	-26%	-16%	36%	20%	2%	-32%	-22%	3%
经调整净利润率	% net margin, non-GAAP	12.6%	7.7%	6.0%	7.2%	7.8%	6.1%	7.0%	5.9%	5.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司估值

贝壳作为国内房地产经纪龙头，我们给予公司目标价 65.64 港币，对应 26 年 26 倍经调整后 PE（汇率采用人民币兑港币为 1.091），高于全球可比公司均值 25.1 倍。鉴于贝壳业务模式与传统地产公司存在显著差异，可比公司的选择主要基于互联网行业相关代表性龙头公司，溢价主系新房销量边际走弱时，贝壳作为重要渠道商的去化价值显著提升。我们看好贝壳家装业务的长期发展和利润释放，25 年存量房市场有望改善。

图表58：公司估值

贝壳公司估值	
经调整后 PE 倍数	26.0x
26 年经调整归母净利润（百万元）	8,201
权益价值（百万港元）	232,638
流通股数量（百万）	3,544
港股目标价（港元）	65.64

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表59：贝壳可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	非GAAP 净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
互联网								
阿里巴巴 FY26-28	BABA US	171.90	-26%	36%	20%	24.7	18.0	14.7
京东	JD US	33.18	-41%	38%	30%	12.6	9.3	7.3
拼多多	PDD US	133.29	-16%	24%	21%	13.8	11.2	9.4
腾讯	700 HK	637.50	15%	13%	11%	21.2	18.7	16.8
百度	BIDU US	120.48	-32%	8%	19%	16.3	14.8	12.2
快手	1024 HK	74.95	14%	18%	18%	14.6	12.4	10.6
Meta	META US	734.00	16%	7%	14%	26.0	24.4	21.4
谷歌	GOOG US	253.73	20%	7%	12%	25.6	23.6	20.6
微软 FY26-28	MSFT US	520.56	14%	17%	17%	33.3	28.6	24.4
奈飞	NFLX US	1,113.59	27%	25%	20%	44.0	34.5	28.4
市值加权平均PE						28.6	25.1	21.6

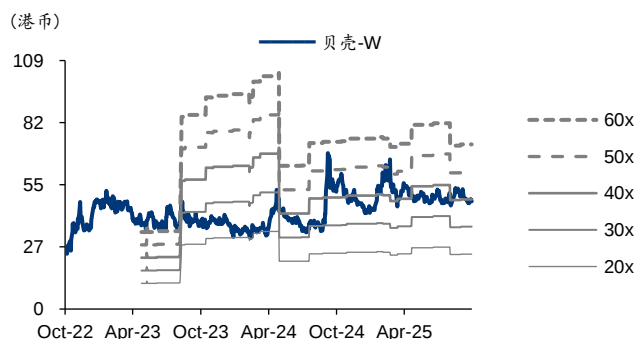
注：港股数据截至 10 月 24 日收盘，美股数据截至 10 月 24 日收盘（EST），所有数据均基于彭博一致预期；

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

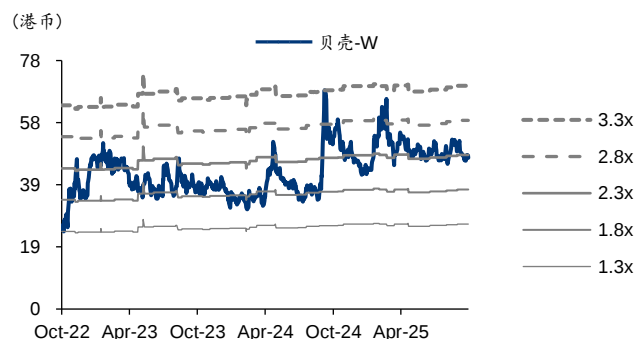
1. 新房、存量房市场需求疲软、竞争加剧，政策修复作用不及预期，导致贝壳收入下降；
2. 贝壳家装业务的全国性扩张进展不及预期，市场份额下降；
3. 行业政策变化导致房地产。

图表60：贝壳-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表61：贝壳-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬、陈慎、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 贝壳-W (2423 HK)、腾讯控股 (700 HK)、快手-W (1024 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬、陈慎、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 贝壳-W (2423 HK)、腾讯控股 (700 HK)、快手-W (1024 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司