

3Q 收入符合预期,26 年经营效率有望改善

华泰研究

2025 年 11 月 11 日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

贝壳 3Q 业绩：总营收 231 亿元（同比持平），基本符合 VA 一致预期（下同）。分业务看，存量房、新房、家装、租赁营收同比分别变动-4%、-14%、2%、45%。毛利率同比下降 1.3pct 至 21.4%，主要系经纪收入占比和贡献利润率下滑（去杠杆效应）。经调整净利润达 13 亿（高于预期 5%），主要系家装销售费用下降。我们预期 4Q 贝壳总营收同比-27%（去年 9.26 新政后高基数）。贝壳 26 年利润率有望显著改善，主要系经纪业务人效提升，家装业务利润改善，同时房源扩容和 AI 提效有望改善租赁利润。维持“买入”评级。

3Q 经纪业务承压，AI 赋能人效提升

从长线看，贝壳仍然扮演着重要的去化渠道角色。3Q 存量房 GTV 同增 6%，高于预期 0.5%；存量房收入符合预期，同降 3.6%，主要系货币化率下滑（三方交易占比提升）。3Q 新房营收同降 14.1%，低于预期 3%，GTV 同降 13.8%。7 月上海链家推行房客分离制度，资深经纪人专注房源维护和团队管理；房源端在佣金中占比从传统的 40% 上升至 50%。三季度 AI 产品“好客”贡献超 50% 高质量订单，同时增效策略推进下，3Q 新房、存量房固定人工成本分别较 24 年峰值下降 40% 与 20%。

租赁业务盈利释放，房源扩容持续

3Q 租赁营收同增 45.3%，继 2Q 实现城市层面盈亏平衡后，3Q 扣除总部费用利润已达数亿元。3Q 省心租房源占比提升至 25%（净额法收入），对应贡献利润同比增长 1.7 亿元。未来驱动力来自房源规模扩容（3Q 末同比增长 78% 至 66 万套），以及 AI 加持下运营效率持续改善。3Q 省心租站内成交转化率同比提升 2pct，月人均在管房源量同增 44% 至 130 多套；前三季度出房人效同比提升 10% 和 28%。

家装中远期盈利能力稳步提升

3Q 家装营收同比增长 2.1%，公司持续优化门店结构，关停部分低线城市低效门店。我们预期门店整合效应逐步释放，家装有望在 26-27 年实现 3%-5% 经营利润率，远期或提升至 8%-10%；远期集采有望降低材料和人工成本，3Q 已使材料成本占收入比重较 24 年下降约 1pct，三费占比下降 10-15pct。26 年家装业务催化：①华东新房合作有望推进，带动家装订单增长；②我们预计 26 年整体客单价提升 10%-15%，其中上海和省城的豪装协同效应加速，客单价与利润率显著高于普通订单；③链家强化引流效应，获客成本持续下行；④贝好家项目落地有望带来更多家装收入增量。

盈利预测与估值

公司 1-3Q 分别回购 1.4、2.5、2.8 亿美元，累计占美股总市值比重 3.6%。展望 25-27 年，我们下调收入预测 5.1/13.6/18.1%，主要系租赁改为净额确认法，公司预期经纪业务复苏仍需时间；我们下修经调整净利润 4.6/10.4/4.8% 至 57.6/73.5/93.4 亿，经调整归母净利率有所提升主要系贝壳中远期受益于集采与 AI，三费（销售、管理、研发）占比逐步下降。我们分别给予贝壳美股、港股目标价 22.04 美元和 57.5 港币，对应 26 年 25 倍 PE，高于全球可比公司的 24.3 倍 PE 均值，主要系贝壳具备重要渠道价值。前值目标价为 25.21 美元和 65.64 港币，对应 26 年 26 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：家装收入、存量房收入和货币化率低于市场预期。

	2423 HK	BEKE US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：57.50	美元：22.04

夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

丁骞宛 研究员
SAC No. S0570523040003 dingjiaowan@htsc.com
SFC No. BPJ942 +(86) 21 2897 2228

陈慎 研究员
SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

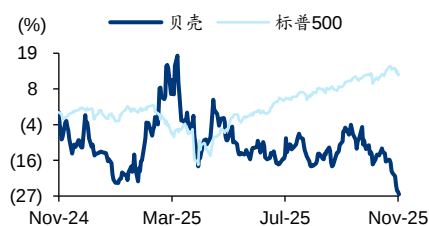
林正衡 研究员
SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2065

牟睿捷* 联系人
SAC No. S0570125070064 mouri@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/美元)	2423 HK	BEKE US
收盘价(截至 11 月 10 日)	42.30	15.60
市值(百万)	149,913	18,269
6 个月平均日成交额(百万)	451.99	122.56
52 周价格范围	40.66-69.65	15.39-24.72

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	95,071	97,856	103,173
+/-%	20.16	1.73	2.93	5.43
归母净利润(百万)	4,065	3,723	5,243	7,247
+/-%	(30.91)	(8.41)	40.83	38.22
归母净利润(调整后,百万)	7,198	5,764	7,350	9,341
+/-%	(26.49)	(19.91)	27.50	27.09
EPS(调整后,最新摊薄)	2.03	1.63	2.08	2.64
PE(调整后,倍)	17.98	22.45	17.61	13.85
PB(倍)	5.31	1.78	1.73	1.64
ROE(调整后,%)	10.04	8.13	10.28	12.53
EV EBITDA(倍)	22.22	26.33	19.52	14.16
股息率(%)	1.37	3.78	5.32	7.36

资料来源：公司公告、华泰研究预测

AI 驱动租赁运营智能化

AI 已深度嵌入贝壳租赁业务全流程，显著提升组织运营与业务效率，主要体现在：

1) 在组织与策略决策层面，推动管理智能化：在人员管理环节，AI 可综合评估房源线索、供需关系及人员能力，实现网格化管理与最优调度，1 分钟内即可模拟 9 万种方案，自动输出最优的人员分布与运营策略。在收房前期(新增签约房源)，AI 智能助手可实时预测需求、库存及价格走势，自动引导收房结构与定价策略，后续将上线云管家，对房源业主进行电话沟通。宁波试点显示，AI 收房策略下，人员投入下降约 9%，收房规模增长 9%。在出房环节(房源出租)，AI 可以动态盘点库存、智能调价与精准导流，3Q 已在 11 个城市落地，累计去化房源 35 万套，占总房源 73.5%，节省成本超 1 亿元。

2) 改善租赁行业非标准化问题，同时兼具服务个性化：房源风险评估方面，AI 助手通过多模态分析，可实现智能定价与风险评估，显著提升房源评估准确度；与业主沟通方面，AI 洽谈助手整合定价与竞品数据，生成专业话术模板，助力新入职经纪人高效沟通，试点城市宁波收房人效环比提升超 10%。

3) 流程自动化显著加速审核与转化：收房审核方面，AI 审核系统已覆盖 11 个，单套房源审核耗时仅 20 秒，效率提升达 60 倍，累计节省工时 3.3 万小时；出房方面，AI 内容营销可识别高质量线索，提升 C 端获客效率和最终转化率。

图表1：贝壳 3Q 财务速览

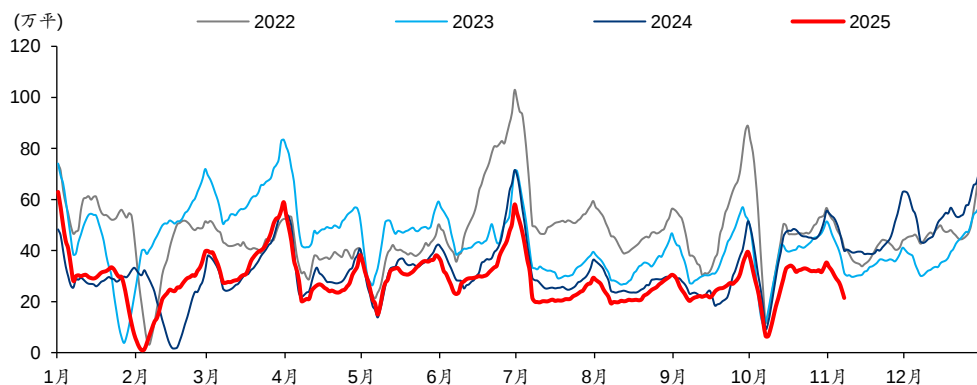
人民币 (百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	3Q VA 一致预期	对比预期	4Q VA 一致预期
财务数据										
GTV (十亿元)	630	839	737	1,144	844	879	737	740	-0.5%	775
YOY (%)	-35.2%	7.5%	12.5%	55.5%	33.9%	4.7%	0.0%			
GTV分业务 (十亿元)										
- 存量房业务	453	571	478	745	580	584	506	503	0.5%	504
YOY (%)	-31.8%	25.0%	8.8%	59.1%	28.0%	2.2%	5.8%	5.3%		-32.3%
- 新房业务	152	235	228	355	232	255	196	203	-3.2%	231
YOY (%)	-45.4%	-20.2%	18.5%	49.3%	53.0%	8.5%	-13.8%	-10.9%		-35.1%
收入	16,377	23,370	22,585	31,125	23,328	26,011	23,052	23,006	0.2%	24,663
YOY (%)	-19.2%	19.9%	26.8%	54.1%	42.4%	11.3%	2.1%	1.9%		-20.8%
收入分业务										
- 存量房业务	5,727	7,335	6,217	8,922	6,870	6,719	5,991	5,975	0.3%	6,038
YOY (%)	-37.6%	14.3%	-1.4%	47.5%	20.0%	-8.4%	-3.6%	-3.9%		-32.3%
- 新房业务	4,917	7,934	7,726	13,077	8,075	8,619	6,639	6,834	-2.8%	8,017
YOY (%)	-41.5%	-8.8%	30.9%	72.7%	64.2%	8.6%	-14.1%	-11.6%		-38.7%
- 家装家居	2,409	4,040	4,213	4,107	2,945	4,565	4,300	4,223	1.8%	4,466
YOY (%)	71.1%	53.9%	32.6%	12.8%	22.3%	13.0%	2.1%	0.2%		8.7%
- 房屋租赁和新兴业务	3,325	4,062	4,428	5,019	5,438	6,107	6,122	5,974	2.5%	6,142
YOY (%)	158.8%	132.4%	82.6%	70.8%	63.5%	50.4%	38.3%			
- 房屋租赁服务	2,625	3,188	3,941	4,581	5,088	5,675	5,727	5,521	3.7%	5,718
YOY (%)	189.3%	167.1%	118.4%	108.7%	93.8%	78.0%	45.3%			
- 新兴业务及其他	700	874	487	439	350	432	396	453	-12.6%	423
YOY (%)	85.3%	57.8%	-21.5%	-41.1%	-50.0%	-50.6%	-18.7%			
毛利	4,122	6,517	5,135	7,170	4,821	5,700	4,935	4,845	1.9%	5,454
YOY (%)	-35.1%	22.0%	5.2%	39.4%	17.0%	-12.5%	-3.9%			
毛利率	25.2%	27.9%	22.7%	23.0%	20.7%	21.9%	21.4%	21.1%	0.3pp	22.1%
经调整经营利润	960	2,813	1,363	1,755	1,148	1,607	1,173	1,010	16.1%	1,203
YOY (%)	-74.9%	31.0%	-27.7%	105.1%	19.6%	-42.9%	-14.0%			
经调整经营利润率	5.9%	12.0%	6.0%	5.6%	4.9%	6.2%	5.1%	4.4%	0.7pp	4.9%
经调整净利润	1,392	2,693	1,782	1,344	1,393	1,821	1,286	1,226	4.9%	1,412
YOY (%)	-60.9%	13.9%	-17.5%	-21.6%	0.1%	-32.4%	-27.8%			
经调整净利率	8.5%	11.5%	7.9%	4.3%	6.0%	7.0%	5.6%	5.3%	0.2pp	5.7%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

4Q 新房和二手房成交量步入高基数

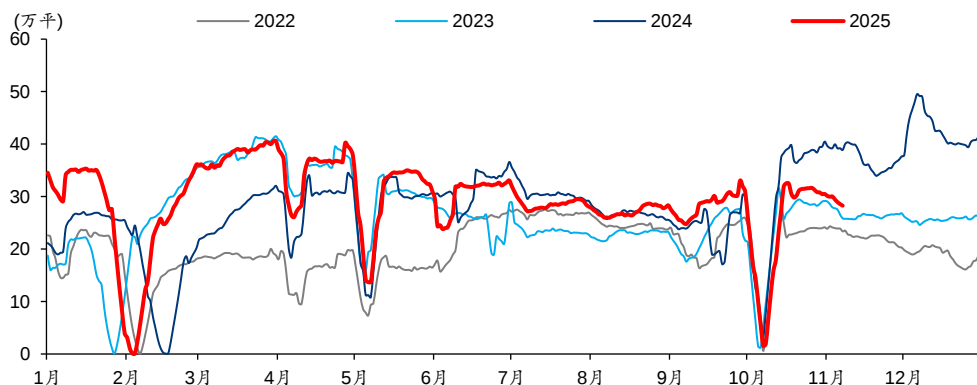
在 24 年 9 月政策刺激下，4Q24 新房和二手房成交规模均有所释放。综合考虑当前市场情况，若无新增地产政策，我们预计 4Q25 新房、二手房成交量仍然面临较高基数。

图表2：44 城新房成交面积



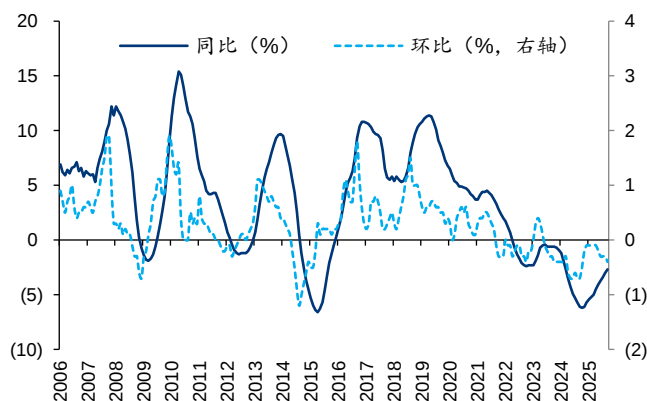
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：22 城二手房成交面积



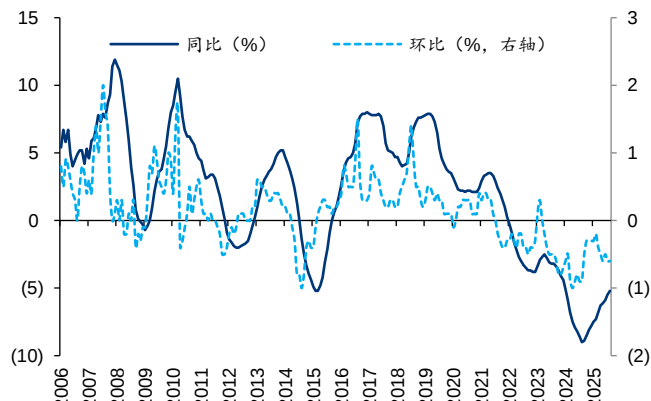
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：70 城新房价格同环比



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表5：70 城二手房价格同环比



资料来源：国家统计局，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们下调贝壳收入预测 5.1/13.6/18.1%，主要系租赁改为净额确认法，公司预期经纪业务复苏仍需要时间。我们同步下调 25-27 年经调整净利润 4.6/10.4/4.8%至 57.6/73.5/93.4 亿，经调整归母净利率有所提升，主要系贝壳中远期受益于集采与 AI，三费（销售、管理、研发）占比逐步下降。

图表6：贝壳盈利预测

贝壳利润表	2024	2025E	2026E	2027E	3Q25	4Q25E	1Q26E
总收入（人民币 百万）	93,457	95,071	97,856	103,173	23,052	22,679	22,590
存量房交易	28,201	25,075	26,554	28,923	5,991	5,494	5,482
新房交易	33,653	31,286	32,410	34,354	6,639	7,953	7,579
家装家居	14,769	15,384	16,922	18,614	4,300	3,573	3,505
租赁和新兴业务	16,834	23,326	21,970	21,281	6,122	5,659	6,025
-租赁业务	14,334	21,757	20,558	19,798	5,727	5,268	5,594
-新兴业务	2,500	1,569	1,412	1,483	396	392	431
收入同比增速							
总收入	20%	2%	3%	5%	2%	-27%	-3%
存量房交易	1%	-11%	6%	9%	-4%	-38%	-20%
新房交易	10%	-7%	4%	6%	-14%	-39%	-6%
家装家居	36%	4%	10%	10%	2%	-13%	19%
新兴业务及其他	100%	39%	-6%	-3%	38%	13%	11%
-租赁业务	135%	52%	-6%	-4%	45%	15%	10%
-新兴业务	9%	-37%	-10%	5%	-19%	-11%	23%
GTV	3,349	3,051	3,185	3,422	702	697	660
核心房屋交易	3,217	3,051	3,185	3,422	702	697	660
存量房交易	2,247	2,154	2,261	2,442	506	484	451
新房交易	970	897	924	979	196	213	209
家装家居	17	-	-	-	-	-	-
新兴业务及其他	116	-	-	-	-	-	-
GTV % YoY							
核心房屋GTV	6%	-5%	4%	7%	0%	-37%	-19%
存量房交易	11%	-4%	5%	8%	6%	-35%	-22%
新房交易	-3%	-8%	3%	6%	-14%	-40%	-10%
家装家居	28%						
新兴业务及其他	18%						
毛利润 (GAAP)	22,944	20,330	22,567	25,671	4,935	4,875	4,843
毛利润率 (GAAP)	24.6%	21.4%	23.1%	24.9%	21.4%	21.5%	21.4%
毛利润 (Non-GAAP)	23,465	20,695	22,922	26,024	5,058	4,913	4,879
毛利润率 (Non-GAAP)	25.1%	21.8%	23.4%	25.2%	21.9%	21.7%	21.6%
成本部分	2024	2025E	2026E	2027E	3Q25	4Q25E	1Q26E
销售费用	(7,783)	(7,111)	(7,241)	(7,532)	(1,728)	(1,713)	(1,672)
收入占比	8.3%	7.5%	7.4%	7.3%	7.5%	7.6%	7.4%
研发费用	(2,283)	(2,462)	(2,446)	(2,476)	(648)	(597)	(565)
收入占比	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	2.6%	2.5%
行政管理费用	(8,961)	(7,701)	(7,829)	(7,841)	(1,866)	(1,880)	(1,807)
收入占比	9.6%	8.1%	8.0%	7.6%	8.1%	8.3%	8.0%
其他	(152)	(113)	-	-	(85)	-	-
经调整经营利润	6,890	5,031	7,032	9,791	1,173	1,104	1,249
YoY	-21%	-27%	40%	39%	-14%	-37%	9%
经调整经营利润率	7.4%	5.3%	7.2%	9.5%	5.1%	4.9%	5.5%
净利润 (GAAP)	4,078	3,736	5,256	7,260	747	827	933
归母经调整净利润	7,198	5,764	7,350	9,341	1,288	1,237	1,377
YoY	-26%	-20%	28%	27%	-28%	-7%	-3%
经调整净利率	7.7%	6.1%	7.5%	9.1%	5.6%	5.5%	6.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表7：华泰预测变动

(人民币 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%
营业收入	100,128	95,071	(5.1)	113,311	97,856	(13.6)	125,934	103,173	(18.1)
毛利润	21,528	20,330	(5.6)	26,062	22,567	(13.4)	29,972	25,671	(14.4)
经调整归母净利润	6,040	5,764	(4.6)	8,201	7,350	(10.4)	9,817	9,341	(4.8)
(人民币 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct
毛利率	21.5%	21.4%	-0.12	23.0%	23.1%	0.06	23.8%	24.9%	1.08
经调整归母净利率	6.0%	6.1%	0.03	7.2%	7.5%	0.27	7.8%	9.1%	1.26

资料来源：华泰研究预测

图表8：华泰预测 VS. 一致预期

(人民币 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%
营业收入	95,071	98,935	(3.9)	97,856	106,255	(7.9)	103,173	115,998	(11.1)
毛利润	20,330	21,126	(3.8)	22,567	24,115	(6.4)	25,671	27,116	(5.3)
经调整归母净利润	5,764	5,987	(3.7)	7,350	7,719	(4.8)	9,341	9,221	1.3

资料来源：Visible Alpha, 华泰研究预测

公司估值

我们分别给予贝壳美股、港股目标价 22.04 美元和 57.5 港币，对应 26 年 25 倍 PE，高于全球可比公司的 24.3 倍 PE 均值，主要系贝壳具备重要渠道价值。前值目标价为 25.21 美元和 65.64 港币，对应 26 年 26 倍 PE。维持“买入”评级。

图表9：贝壳同业可比公司

公司	股票代码	股价	非GAAP 净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
互联网								
阿里巴巴 FY26-28	BABA US	166.34	-27%	37%	21%	24.0	17.5	14.2
京东	JD US	31.79	-39%	37%	29%	12.2	8.9	7.0
拼多多	PDD US	135.78	-15%	24%	21%	14.0	11.4	9.6
腾讯	700 HK	649.50	16%	13%	11%	21.6	19.0	17.0
百度	BIDU US	125.96	-31%	8%	18%	17.3	12.5	10.2
快手	1024 HK	69.80	15%	18%	18%	13.6	11.5	9.8
Meta	META US	621.71	-2%	25%	13%	26.1	21.0	18.6
谷歌	GOOG US	279.70	29%	4%	17%	26.4	25.2	21.1
微软 FY26-28	MSFT US	496.82	17%	17%	18%	31.2	26.5	22.5
奈飞	NFLX US	1,103.66	26%	27%	20%	43.7	34.2	28.2
市值加权平均PE						28.0	24.3	20.6

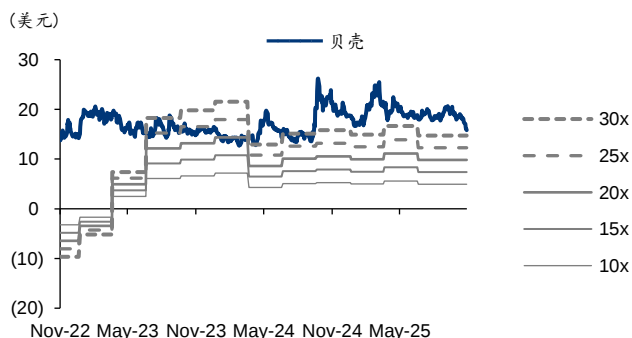
注：港股数据截至 11 月 10 日收盘，美股数据截止美国东部时间 11 月 9 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期；

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

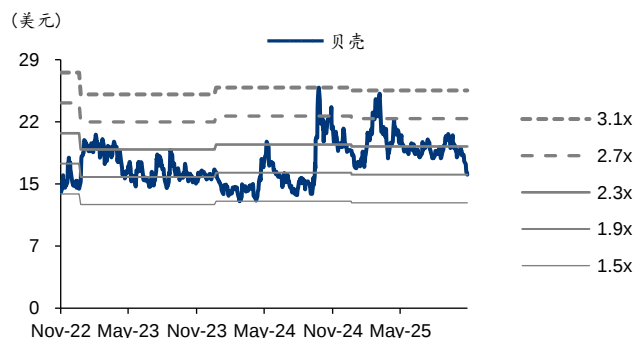
1. 存量房收入增长低于市场预期
2. 家装增速低于市场预期
3. 存量房货币化率低于市场预期

图表10：贝壳 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：贝壳 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

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	95,071	97,856	103,173
销售成本	(56,059)	(70,513)	(74,740)	(75,289)	(77,502)
毛利润	21,718	22,944	20,330	22,567	25,671
销售及分销成本	(6,654)	(7,783)	(7,111)	(7,241)	(7,532)
管理费用	(8,237)	(8,961)	(7,701)	(7,829)	(7,841)
其他收入/支出	1,824	1,845	1,836	1,765	1,697
财务成本净额	1,263	1,260	939.99	939.99	939.99
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	5,719	7,755	10,459
税费开支	(1,994)	(2,792)	(1,983)	(2,499)	(3,199)
少数股东损益	6.38	13.28	13.28	13.28	13.28
净利润	5,883	4,065	3,723	5,243	7,247
Non-GAAP 调整项	3,909	3,133	2,042	2,107	2,094
调整后净利润	9,792	7,198	5,764	7,350	9,341
折旧和摊销	(1,402)	(1,012)	(847.07)	(757.73)	(760.23)
EBITDA	8,023	6,622	5,626	7,573	10,279
EPS (人民币, 基本)	8.34	6.33	5.07	6.46	8.22

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	10,774	9,688	10,229
现金及现金等价物	19,635	11,443	10,440	10,796	13,096
其他流动资产	42,276	53,410	55,719	58,472	61,436
总流动资产	69,754	76,603	76,933	78,957	84,761
固定资产	1,965	2,400	1,958	1,982	2,016
无形资产	1,067	857.64	750.73	714.45	682.08
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	58,333	60,891	63,720
总资产	120,332	133,149	135,266	139,848	148,482
应付账款	25,199	32,674	35,686	38,093	42,775
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	55,755	58,163	62,845
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	81,222	77,913
储备/其他项目	(5,483)	(1,137)	(8,887)	(8,644)	(1,397)
股东权益	72,100	71,324	70,416	72,578	76,516
少数股东权益	101.28	124.18	137.46	150.74	164.02
总权益	72,202	71,448	70,554	72,728	76,680

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13.66	18.21	22.74	17.83	14.03
PB	5.42	5.31	1.78	1.73	1.64
调整后 PE (倍)	13.22	17.98	22.45	17.61	13.85
调整后 ROE	13.89	10.04	8.13	10.28	12.53
EV EBITDA	16.55	22.22	26.33	19.52	14.16
股息率 (%)	0.37	1.37	3.78	5.32	7.36
自由现金流收益率 (%)	4.68	4.35	5.75	6.19	8.15

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	8,023	6,622	5,626	7,573	10,279
融资成本	(1,263)	(1,260)	(939.99)	(939.99)	(939.99)
营运资本变动	406.66	2,080	4,240	3,374	3,943
税费	(1,994)	(2,792)	(1,983)	(2,499)	(3,199)
其他	6,242	4,797	849.69	1,347	941.58
经营活动现金流	11,414	9,447	7,793	8,855	11,025
CAPEX	(692.21)	(789.72)	(762.75)	(745.45)	(761.85)
其他投资活动	(3,285)	(8,588)	(1,795)	(2,289)	(2,475)
投资活动现金流	(3,977)	(9,378)	(2,558)	(3,034)	(3,237)
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)	(559.79)	821.19	2,788
年初现金	25,594	25,857	20,301	19,742	20,563
汇率波动影响	44.61	169.48	0.00	0.00	0.00
年末现金	25,857	20,301	19,742	20,563	23,351

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	1.73	2.93	5.43
毛利润	57.60	5.65	(11.39)	11.00	13.76
营业利润	(675.94)	(21.52)	(21.82)	71.60	54.87
净利润	(524.45)	(30.91)	(8.41)	40.83	38.22
调整后净利润	243.12	(26.49)	(19.91)	27.50	27.09
EPS (基本)	10.12	(24.12)	(19.91)	27.50	27.09
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.92	24.55	21.38	23.06	24.88
EBITDA	10.32	7.09	5.92	7.74	9.96
净利润率	7.56	4.35	3.92	5.36	7.02
调整后净利润率	12.59	7.70	6.06	7.51	9.05
ROE	8.34	5.67	5.25	7.33	9.72
调整后 ROE	13.89	10.04	8.13	10.28	12.53
ROA	5.12	3.21	2.77	3.81	5.03
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.29)	15.72	17.35	16.34	12.50
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	0.71	0.71	0.72
应收账款周转天数	37.18	37.74	42.65	37.64	34.75
应付账款周转天数	159.55	147.73	164.63	176.39	187.82
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)	8.34	6.33	5.07	6.46	8.22
EPS (调整后, 基本)	2.78	2.11	5.10	6.50	8.27
每股净资产	20.48	20.91	62.31	64.22	67.71

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。
- 快手-W (1024 HK)、腾讯控股 (700 HK)、贝壳-W (2423 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。
- 百度集团 (BIDU US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 快手-W (1024 HK)、腾讯控股 (700 HK)、贝壳-W (2423 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