

公司研究

Q3 收入降速，着眼效率提升

——贝壳（2423.HK）2025 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年三季度业绩，单 Q3 实现营收/净利/Non-GAAP 净利 231/7.5/12.9 亿元，同比+2.1%/-36.1%/-27.8%。

二手房 GTV 增长，新房 GTV 下滑。Q3 公司收入同比+2.1%，年内增速逐季下行。1) 二手房：Q3 二手房 GTV/收入分别为 5056/60 亿元，同比+5.8%/-3.6%。收入表现弱于 GTV 主要系 Q3 链家 GTV 占比从上年同期的 41%下降至 38%。链家/贝壳货币化率分别为 2.53%/0.38%，环比 Q2 均持平。Q3 二手房贡献利润率 39.0%，同比-2.0pcts，主因收入下降而固定人工成本相对稳定。2) 新房：Q3 新房 GTV/收入分别为 1963/66 亿元，同比-13.8%/-14.1%；货币化率为 3.38%，同比持平；贡献利润率 24.1%，同比-0.7pcts，主要系延续了 24 年实行的生态让利策略，变动成本有所增加。

家装和租赁业务连续两季度实现盈利（城市层面分摊总部费用前）。Q3 家装家居/房屋租赁实现收入 43/57 亿元，同比+2.1%/+45.3%；25 年来两者收入增速逐季回落。其中，家装家居贡献利润率 32.0%，同比+0.8pcts，与集采比例提升带来采购成本下行，以及派单效率提升下人员成本下降有关；房屋租赁贡献利润率 8.7%，同比+4.3pcts，主要系省心租业务毛利率提升所致。家装家居和房屋租赁业务在城市层面（分摊总部费用前）已连续两季度实现盈利。

毛利率略下行，销售费率收缩。Q3 公司毛利率 21.4%，同比-1.3cts，主要系贡献利润率较高的新房业务收入占比下降所致。Q3 公司销售/管理/研发费用率为 7.5%/8.1%/2.8%，分别同比-1.1/-0.3/+0.3pcts，销售费率下降主因经营提效战略下人力费用减少，以及营销推广费用有所下降。最终 Q3 公司 Non-GAAP 净利率为 5.6%，同比-2.3pcts。此外公司继续加强股东回报，Q3 回购金额达 2.8 亿美元，单季度回购金额创近两年来新高。

盈利预测、估值与评级：考虑到地产行业压力延续，且公司务实调整修炼内功，我们下调 25-27 年归母净利润预测为 37.18/47.74/58.20 亿元（较上次 -11%/-8%/-4%），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：货币化率下降，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	94,050	99,079	107,803
营业收入增长率	28.2%	20.2%	0.6%	5.3%	8.8%
归母净利润（百万元）	5,883	4,065	3,718	4,774	5,820
归母净利润增长率	-524.5%	-30.9%	-8.5%	28.4%	21.9%
EPS（元）	1.66	1.15	1.05	1.35	1.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.2%	5.7%	5.0%	6.1%	6.9%
P/E	24	35	38	30	24
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
Non-GAAP 净利润（百万元）	9,799	7,211	6,128	7,186	8,233
Non-GAAP 净利润增长率	244.7%	-26.4%	-15.0%	17.3%	14.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-12 注：采用港币汇率为 0.9160

买入（维持）

当前价：43.54 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：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

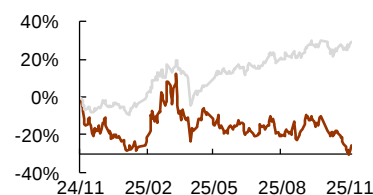
021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	35.44
总市值(亿港元):	1,543.07
一年最低/最高(港元):	40.66/68.24
近 3 月换手率:	25.84%

股价相对走势



—— 贝壳-W —— 恒生指数

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.78	-13.72	-55.58
绝对	-7.79	-8.61	-19.93

资料来源：Wind

相关研报

主业积极扩张，提升回购规模——贝壳-W

（2423.HK）2025 年二季报点评

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	94,050	99,079	107,803
营业成本	56,059	70,513	73,924	76,674	82,952
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	7,174	7,459	8,008
管理费用	10,173	11,244	10,104	10,533	11,138
财务费用	-1,263	-1,260	-885	-1,086	-1,326
资产减值损失	133	161	-195	71	123
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	3,988	5,489	6,969
利润总额	7,884	6,870	5,554	7,133	8,696
所得税	1,994	2,792	1,833	2,354	2,870
少数股东损益	6	13	4	5	6
归属母公司净利润	5,883	4,065	3,718	4,774	5,820
EPS(按最新股本摊薄, 元)	1.66	1.15	1.05	1.35	1.64
Non-GAAP 净利润	9,799	7,211	6,128	7,186	8,233

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,158	9,447	6,389	5,492	7,267
净利润	5,883	4,065	3,718	4,774	5,820
折旧摊销	1,402	1,012	981	1,037	1,108
净营运资金增加	1,295	-463	1,088	51	257
其他	2,577	4,833	601	-371	81
投资活动产生现金流	-3,977	-9,378	-1,865	-945	-1,331
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	-910	10	-376
融资活动现金流	-7,218	-5,795	-450	1,384	1,774
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	787	1,384	1,774
净现金流	263	-5,556	4,073	5,931	7,709

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.92%	24.55%	21.40%	22.61%	23.05%
税前净利润率	10.14%	7.35%	5.91%	7.20%	8.07%
归母净利润率	7.56%	4.35%	3.95%	4.82%	5.40%
ROA	4.89%	3.06%	2.70%	3.31%	3.80%
ROE (摊薄)	8.16%	5.70%	5.03%	6.06%	6.88%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40.00%	46.34%	46.20%	45.29%	44.77%
流动比率	1.76	1.45	1.49	1.56	1.64
速动比率	1.76	1.42	1.46	1.53	1.61

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	137,720	144,258	153,462
流动资产	69,754	76,603	81,229	87,784	96,671
现金及短期投资	25,857	20,301	24,374	30,305	38,014
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	4,791	5,047	5,492
存货	304	1,610	1,688	1,751	1,894
其它流动资产	6,158	7,876	8,058	8,363	8,954
非流动资产	50,578	56,546	56,491	56,474	56,791
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	7,590	8,180	9,096
总负债	48,131	61,701	63,628	65,340	68,706
流动负债	39,524	52,744	54,641	56,101	59,032
应付账款	6,329	9,493	9,952	10,322	11,167
短期借贷	290	288	0	0	0
其它流动负债	32,905	42,963	44,689	45,779	47,865
长期负债	8,607	8,957	8,987	9,238	9,674
长期债务	0	0	0	0	0
其它	8,607	8,957	8,987	9,238	9,674
股东权益合计	72,201	71,448	74,093	78,918	84,756
股东权益	72,100	71,324	73,965	78,785	84,617
少数股东权益	101	124	128	133	139
负债及股东权益总额	120,332	133,149	137,720	144,258	153,462

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%	10.7%	10.6%	10.3%
财务费用率	-1.6%	-1.3%	-0.9%	-1.1%	-1.2%
所得税率	25.3%	40.6%	33.0%	33.0%	33.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股经营现金流	3.12	2.64	1.79	1.54	2.03
每股净资产	20.18	19.97	20.71	22.06	23.69
每股销售收入	21.77	26.16	26.33	27.74	30.18

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	35	38	30	24
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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