

规模驱动转向效率驱动，两翼业务打造第二增长曲线

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 受益于新房渠道化趋势，新房经纪市占率提升，二手房交易占比抬升，二手房业务逆市增长，25Q1-Q3 新房/存量房业务 GTV 分别 +11.3%/+11.2%；2) 租赁与家装业务均已实现盈利，25Q3 收入分别为 57.3/43.0 亿元，规模化效应显现；3) AI 赋能提效，由规模驱动转化为效率驱动。贝壳 AI 贯穿各项业务，渗透全流程，随着 AI 应用向其他城市复制，效率有望跃升。
- **房产交易和服务平台龙头，AI 赋能，转向效率驱动。** 公司是中国最大的房产交易和服务平台，构建了经纪人合作网络，打破经纪人间的零和博弈。公司率先引入并践行“真房源”标准，截至 2021 年，公司楼盘字典包含约 2.6 亿套房产的综合信息，平台二手房交易真房源数量在中国排名第一，建立品牌信任度。同时 AI 赋能，贯穿“找客-选房-内容-交易-决策”环节，实现效率跃升。
- **新房经纪业务市占率持续提升，存量房业务受益于二手房成交占比提升。** 新房经纪方面，开发商去化与库存压力加剧，渠道化趋势凸显，渠道分销渗透率及与平台的合作比例持续抬升。公司已成为房地产开发企业的首选合作伙伴，2025 年前三季度新房业务 GTV 为 6839 亿元，同比增长 11.3%。存量房经纪方面，二手房在整体住宅交易中的占比正持续抬升，根据住建部数据，2025 年 1-10 月二手房成交占比抬升至 45%，为贝壳的存量房业务提供更确定的增量来源。2025 年前三季度，公司存量房 GTV 达 1.7 万亿元，同比逆市增长 11.2%。
- **租赁与家装业务初步实现盈利，打造第二增长曲线。** 2025 年三季度末，公司在管房源量超过 66 万套，同比+75%，25Q3 租赁业务收入达 57.3 亿元，同比+45.3%，创历史新高，未来在管房源将进一步扩充。家装业务受益于经纪业务的天然导流，规模化初见成效。25Q3 收入 43 亿元，贡献利润率 32%。随着公司精简品牌与 SKU，扩展集中采购品类，材料成本有望进一步降低。
- **估值与投资建议。** 公司新房经纪业务市占率有望增长，存量房经纪业务受益于二手房交易占比抬升，AI 赋能提效；租赁与家装业务均已实现盈利，规模化效应持续提升，打造第二增长曲线。给予 2026 年 38 倍 PE，按照 0.89:1 的汇率，对应目标价 55.08 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险；下游需求或不及预期风险；佣金率下调与平台监管风险；房地产市场波动风险；新业务拓展不及预期风险；负面舆情与服务纠纷风险；数据安全与信息合规风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元人民币)	935	1059	1163	1272
增长率	20%	13%	10%	9%
归属母公司净利润(亿元人民币)	41	35	45	55
增长率	-31%	-14%	30%	21%
每股收益 EPS	1.19	1.00	1.29	1.57
净资产收益率	5.70%	4.84%	6.18%	7.38%
PE	35.45	40.50	31.24	25.71

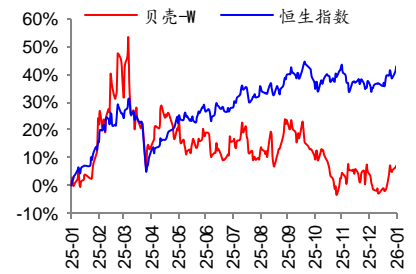
数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 李焱
执业证号: S1250525060001
电话: 15618507501
邮箱: liyao@swsc.com.cn

分析师: 李艾蕊
执业证号: S1250525070004
电话: 17396222897
邮箱: liac@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: ifind

基础数据

52 周区间(港元)	40.66-69.65
3 个月平均成交量(百万)	9.97
流通股数(亿)	19.23
市值(亿)	1,588.32

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 在开发商去化压力下, 渠道分销渗透率与佣金率持续抬升。而贝壳作为房地产开发企业的首选合作伙伴, 拥有广泛的线下布局以及对当地市场的洞察, 市占率有望进一步增长。假设 2025-2027 年, 公司新房交易服务收入同比增长 2.0%、2.0%、2.0%; 贡献利润率受人力成本增加影响, 预计分别为 24.00%、23.50%、23.00%。

假设 2: 二手房在整体住宅交易中的占比正持续抬升, 随着贝壳 AI 赋能提效, 存量房业务将由规模驱动转化为效率驱动。假设 2025-2027 年, 现有房屋交易服务收入同比分别增长 3.0%、5.0%、7.0%; 贡献利润率维持在 43.00%。

假设 3: 家装业务受益于经纪业务的天然导流, 将向多城市推广。假设 2025-2027 年, 家居装修业务收入同比分别增长 20.0%、15.0%、12.0%; 贡献利润率随着规模效应显现逐步提升至 32.0%、32.5%、33.0%。

假设 4: 租赁业务规模的快速增长, 已初步实现盈利。伴随在管房源规模快速提升, AI 应用从试点城市向其他城市复制, 公司租赁业务有望实现效率跃升。假设 2025-2027 年, 租赁业务收入同比分别增长 55.0%、25.0%、20.0%; 贡献利润率随着规模效应显现逐步提升至 6.0%、7.0%、8.0%。

假设 5: 假设 2025-2027 年, 新兴业务收入同比分别增长 2.0%、2.0%、2.0%; 贡献利润率维持 86.0%。

假设 6: 公司毛利率是在贡献利润率基础上进一步扣除门店等平台基础设施和其他无法直接归属单项业务的成本后的更严格盈利能力指标, 二者走势大体一致。假设 2025-2027 年, 公司毛利率分别为 23%、22.5%、22%。

我们区别于市场的观点

市场认为: 1) 公司近年来毛利率、净利率下行, 盈利能力偏弱, 经纪业务受行业影响难以持续增长; 2) “两翼”业务恐出现增收不增利。

我们的观点: 1) 贝壳 GTV 份额领先, 行业一超多强格局短期难以撼动, 公司在核心城市深耕, 份额优势显著, 先发优势难以被复制。尽管地产销售整体下行, 但开发商去化压力加大带来新房渠道销售占比提升的机会, 公司已经成为房地产开发企业的首选合作伙伴, 市占率持续增长。二手房在整体住宅交易中的占比正持续抬升, 也为公司存量房经纪业务提供增长的环境。此外, 公司持续推进 AI 在前台业务与后台支持端的渗透, 将增长从规模转向效率, 有望释放利润弹性。2) 两翼业务规模与利润快速增长, 2025 年三季度租赁与家装业务均已实现盈利, 伴随着规模化, 利润释放在即。

股价上涨的催化因素

1) AI 在经纪端与租赁端深度落地验证; 2) 两翼业务规模扩张与盈利。

估值和目标价格

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1058.6/1162.7/1271.5 亿元，归母净利润分别为 34.9/45.2/55.0 亿元，CAGR 为 10.6%，对应 PE 为 41/32/26 倍。公司新房经纪业务市占率有望逆市增长，存量房经纪业务受益于二手房交易占比抬升，AI 赋能提效，由规模驱动转化为效率驱动；租赁与家装业务均已实现盈利，规模化效应持续提升，打造第二增长曲线。给予 2026 年 38 倍 PE，按照 0.89:1 的汇率，对应目标价 55.08 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

1) 宏观经济波动风险；2) 下游需求或不及预期风险；3) 佣金率下调与平台监管风险；4) 房地产市场波动风险；5) 新业务拓展不及预期风险；6) 负面舆情与服务纠纷风险；7) 数据安全与信息合规风险。

目 录

1 中国居住服务平台第一股，“一体三翼”战略成果卓越.....	1
1.1 线上线下一体化的房产交易和服务平台，跻身全球前三.....	1
1.2 股权结构稳定，回购彰显长期发展信心.....	2
1.3 营收稳步扩张，利润阶段性承压.....	3
2 经纪业务迈入发展新阶段，由规模驱动转向效率驱动.....	5
2.1 房产经纪市场佣金规模超 5 千亿元，中介渗透率约六成.....	5
2.2 新房销售短期承压，渠道化趋势驱动新房经纪业务增长.....	7
2.3 存量房销售占比提升，由规模驱动转化为效率驱动.....	10
3 租赁业务开始贡献利润，房源进一步扩充.....	15
4 家装业务受益于经纪业务的天然导流，是新的增长点.....	17
5 财务分析.....	20
6 盈利预测与估值.....	21
6.1 盈利预测.....	21
6.2 相对估值.....	22
6.3 绝对估值.....	23
7 风险提示.....	24

图 目 录

图 1: 贝壳平台的组成及结构.....	1
图 2: 公司发展历程.....	1
图 3: 公司“一体三翼”战略.....	2
图 4: 公司股权结构.....	3
图 5: 2020 年以来公司营收情况.....	3
图 6: 2020 年以来公司归母净利润情况.....	3
图 7: 2020 年以来公司产品结构.....	4
图 8: 2020 年以来公司各业务收入情况 (亿元).....	4
图 9: 2020 年以来公司毛利率和净利率情况.....	4
图 10: 2020 年以来公司期间费用率情况.....	4
图 11: 房地产经纪主要业务.....	5
图 12: 房地产经纪产业链.....	6
图 13: 中国居住行业市场规模及预测.....	6
图 14: 通过经纪服务产生的房产交易总交易额及预测.....	6
图 15: 中国房产交易经纪服务的佣金收入及预测.....	7
图 16: 行业主要参与者.....	7
图 17: 各国城市化率预测值对比.....	8
图 18: 中国家庭户规模 (人/户).....	8
图 19: 全国商品住宅销售面积 (万 m ²) 及同比.....	8
图 20: 全国商品住宅平均销售价格 (元/m ²).....	8
图 21: 全国商品住宅待售面积 (万 m ²).....	9
图 22: 全国商品住宅竣工面积 (万 m ²).....	9
图 23: 新房中介渗透率.....	9
图 24: 行业新房佣金率.....	9
图 25: 新房货币化能力.....	10
图 26: 销售变现天数 (DSO, 天).....	10
图 27: 贝壳、我爱我家新房业务 gtv (亿元) 及同比变化.....	10
图 28: 贝壳、我爱我家新房销售佣金率.....	10
图 29: 28 城新建与二手住宅销售面积 (万 m ²).....	11
图 30: 全国百城二手住宅平均价格 (元/m ²).....	11
图 31: 二手房交易中介渗透率.....	11
图 32: 二手房交易佣金率.....	11
图 33: 房屋租赁中介渗透率.....	12
图 34: 房屋租赁佣金率.....	12
图 35: ACN 将交易拆解为标准化模块.....	12
图 36: ACN 按劳分配收益.....	12
图 37: 贝壳、我爱我家存量房业务 GTV (亿元) 及同比变化.....	13
图 38: 贝壳、我爱我家存量房业务佣金率.....	13
图 39: 贝壳门店数 (家).....	14

图 40: 贝壳经纪人数量 (人)	14
图 41: 公司租赁业务收入 (亿元)	15
图 42: 公司租赁业务在管房源数量 (万套)	15
图 43: 房屋租赁业务收入与成本	15
图 44: 家装行业概况	17
图 45: 家装行业产业链	17
图 46: 家装行业市场规模与 yoy	17
图 47: 家装家居行业竞争格局分散	17
图 48: 公司家居装修业务收入 (亿元)	19
图 49: 家装家居业务贡献利润率	19
图 50: 家装家居业务收入与成本	19
图 51: 房产经纪企业毛利率情况	20
图 52: 公司营业成本构成 (亿元)	20
图 53: 2024 年房产经纪企业期间费用率水平	20
图 54: 公司销售费用率、管理费用率及期间费用率	20
图 55: 房产经纪企业销售净利率水平	21
图 56: 公司现金流与应收账款周转情况	21

表 目 录

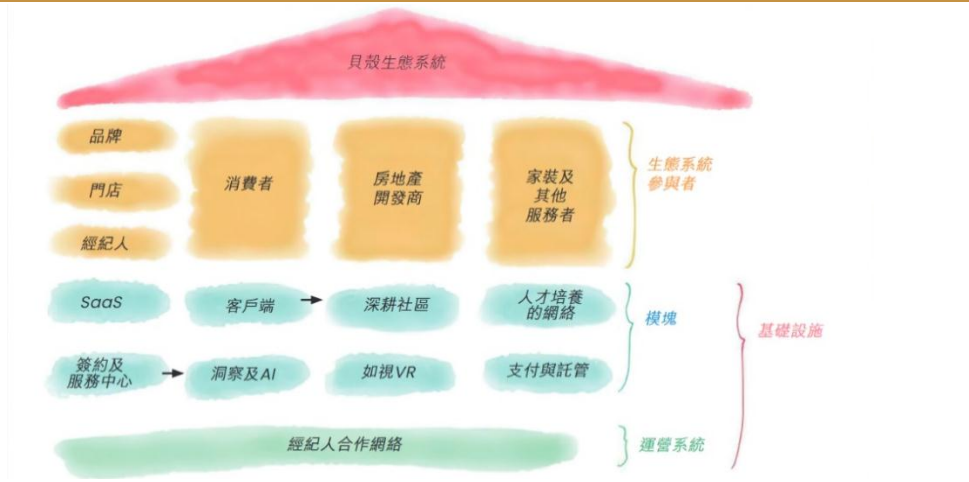
表 1: 家装家居行业参与者	18
表 2: 分业务收入	22
表 3: 可比公司估值	23
表 4: 绝对估值假设条件	23
表 5: FCFE 估值结果	23
表 6: FCFE 敏感性分析	24
附: 财务报表	25

1 中国居住服务平台第一股，“一体三翼”战略成果卓越

1.1 线上线下一体化的房产交易和服务平台，跻身全球前三

公司是中国最大的房产交易和服务平台，跻身全球前三大商业平台之列。贝壳是领先的线上线下一体化的房产交易和服务平台。公司率先在中国打造了平台基础设施和标准，致力于重塑服务者作业模式，从而更高效地为消费者提供二手房和新房交易、房屋租赁、家装家居等其他房产交易服务。公司拥有并经营着链家——中国服务品质领先的房产经纪品牌，同时也是贝壳平台的重要组成部分。

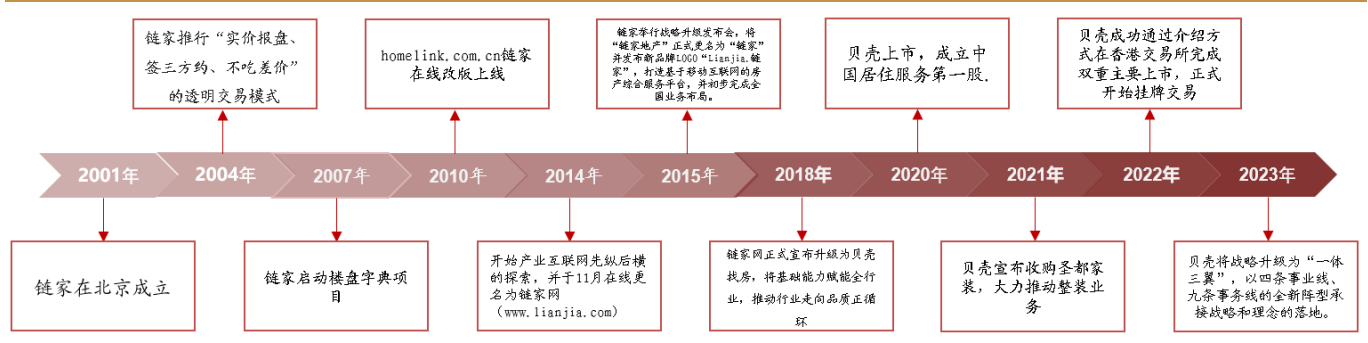
图 1：贝壳平台的组成及结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

中国居住服务平台第一股，运营经验积累超过 23 年。2001 年，公司前身链家成立，推行“透明交易、签三方约、不吃差价”的透明交易模式。2010 年，链家在线改版上线，公司全面启动线上化进程。2015 年，“链家地产”正式更名为“链家”，打造基于移动互联网的房产综合服务平台，并初步完成全国业务布局。2018 年，贝壳找房正式上线，将基础能力赋能全行业。2020 年，公司在纽交所上市并成为“中国居住服务平台第一股”。2022 年登陆港交所。2023 年，公司将战略升级为“一体三翼”，以四条事业线、九条事务线的全新阵型承接战略和理念的落地。2024 年，公司的平台完成了超 490 万笔房产交易，合计总交易额达到人民币 33494 亿元。

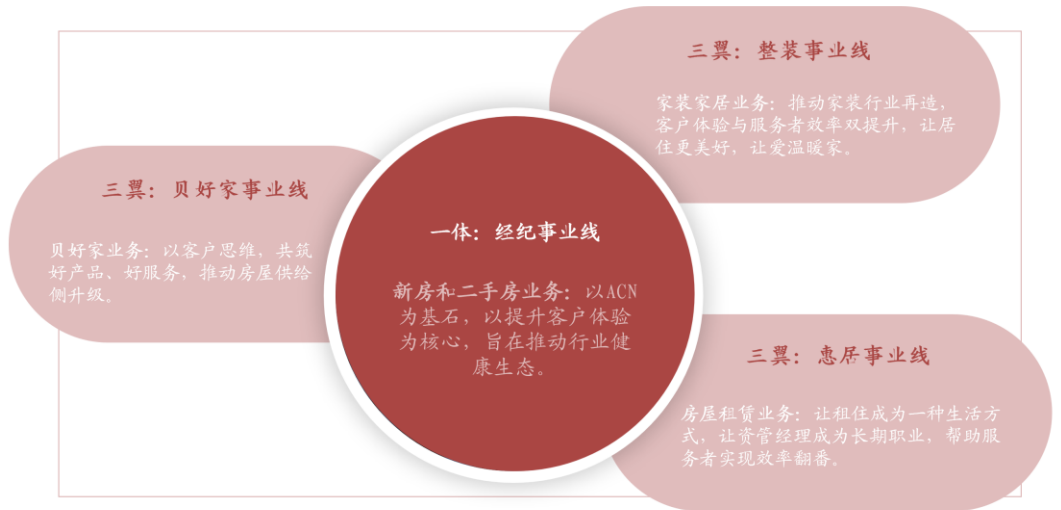
图 2：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

贯彻“一体三翼”战略，设立经纪、整装、惠居、贝好家四条核心事业线。公司以“有尊严的服务者，更美好的居住”为使命，以中国领先的房产经纪品牌链家为基础，业务涵盖新房、二手房、租房以及整装大家居等多个板块，向消费者提供与二手房交易和房屋租赁有关的经纪服务及与新房交易有关的营销服务、签约及交易服务（包括签约服务、安全支付、托管等）、家装家居服务及房屋租赁服务。

图 3：公司“一体三翼”战略



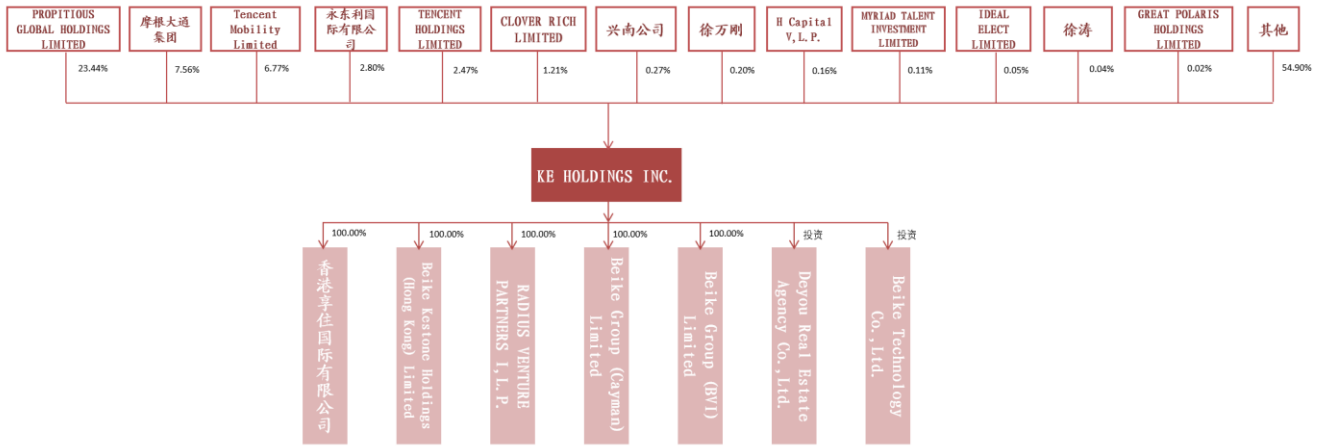
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，回购彰显长期发展信心

股权结构稳定，控制权集中于核心管理层。截至 2025 年 11 月 30 日，公司已发行普通股 35.06 亿股，其中 A 股 33.67 亿股、B 股 1.39 亿股，A 类每股 1 票投票权、B 类每股 10 票。截至 2025/6/30，Propitious Global（创始人左晖先生家族信托）持有投票权 17.37%，委托 Baihui Partners 代为行使；联合创始人、董事会主席兼 CEO 彭永东先生持有投票权 22.10%；联合创始人、执行董事单一刚先生持有投票权 9.98%，管理层合计可行使约 49.45% 的投票权，对公司形成稳固控制。

三次扩大及延长回购计划，彰显长期发展信心。公司于 2022 年 8 月建立了一项股份回购计划，并于 2023 年 8 月、2024 年 8 月及 2025 年 8 月扩大及延长该计划。根据回购计划，公司将于 2028 年 8 月 31 日前回购 50 亿美元的 A 类普通股或美国存托股份。截至 2025 年 9 月 30 日，公司已回购约 1.45 亿股美国存托股份（约 4.35 亿股 A 类普通股），总对价约 23.0 亿美元。

图 4：公司股权结构

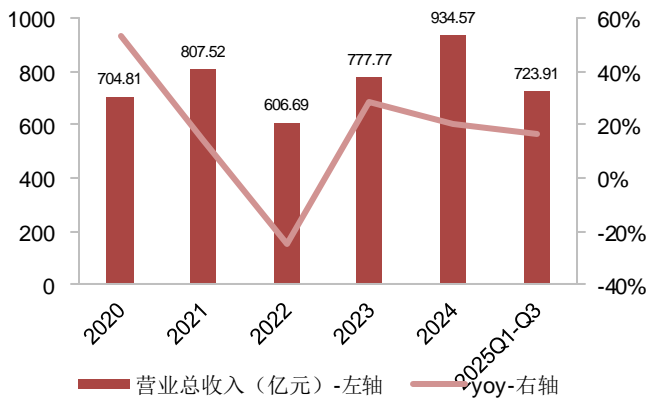


数据来源：数据截至 2025 年 9 月 30 日，公司公告，西南证券整理

1.3 营收稳步扩张，利润阶段性承压

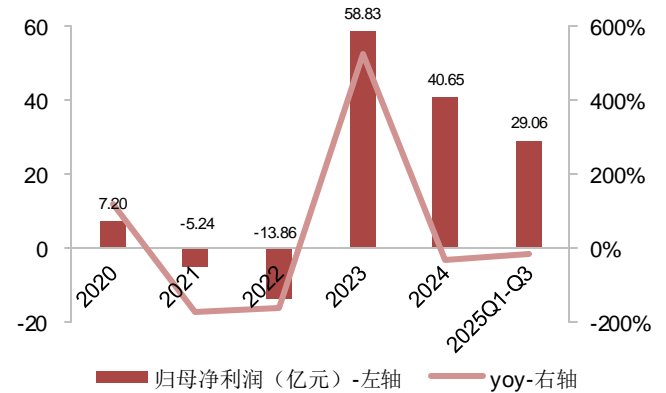
营收稳步扩张，利润阶段性承压。1) 营收端，2020-2024 年，公司营收总体呈扩张趋势，CAGR 达 15.2%，其中 2022 年受市场情绪疲软及疫情扰动，2023 年及以后，存量房交易市场回暖，加之公司家装家居业务及租赁住房管理运营服务业务扩张，带动营收进一步增长；2025 前三季度，受房屋租赁服务收入增长带动，当期实现营收 723.9 亿元，同比增长 16.1%。2) 利润端，受行业宏观政策调控及外部因素影响，公司 2020-2024 年归母净利润波动较大。2023 年，存量房与新房业务利润率提高，高毛利率的存量房与家装家居业务占比提升，加之经营杠杆的改善，公司成功扭亏，实现归母净利润 58.8 亿元。2024 年，毛利率相对高的存量房业务占比下降，公司归母净利润同比下滑 30.9%。2025 年前三季度，经纪业务佣金率有所下滑，存量房业务贡献比例进一步降低叠加链家经纪人固定薪酬提高，使公司归母净利润同比下降 16.9%。未来随着成本管控与结构优化，平台化与 AI 工具使用率提升释放，利润修复可期。

图 5：2020 年以来公司营收情况



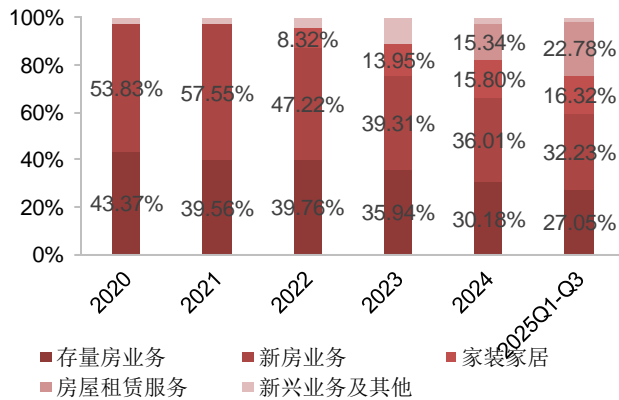
数据来源：ifind，西南证券整理

图 6：2020 年以来公司归母净利润情况

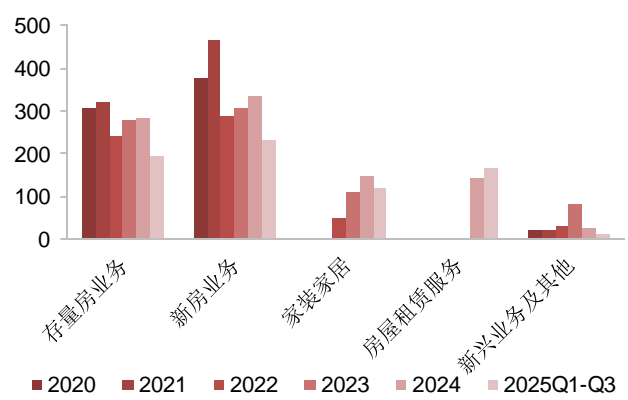


数据来源：ifind，西南证券整理

房产经纪为核心业务，家装与房屋租赁服务增长强劲。房产经纪业务为公司的核心业务，2024 年贡献 66.2% 的营收，其中新房业务、存量房业务收入占总营收比例分别为 36.0%/30.2%，2021-2024 年 CAGR 分别为 -2.0%/-3.0%，主要是受到地产行业外部环境影 响。家装与房屋租赁服务板块展现出强劲的增长潜力，2024 年二者分别贡献 15.8%、15.3% 的收入。2025 年前三季度，房屋租赁服务的收入占比进一步提升至 22.8%。

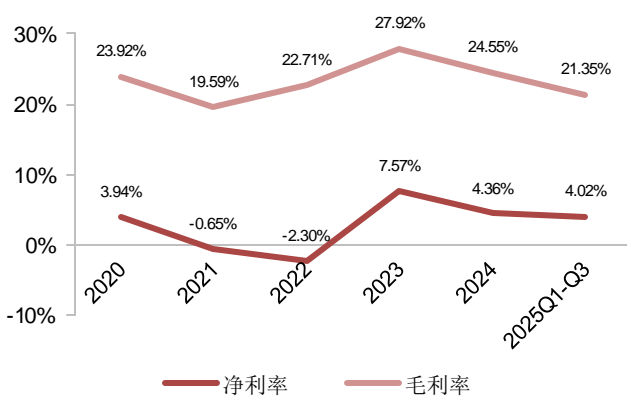
图 7：2020 年以来公司产品结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

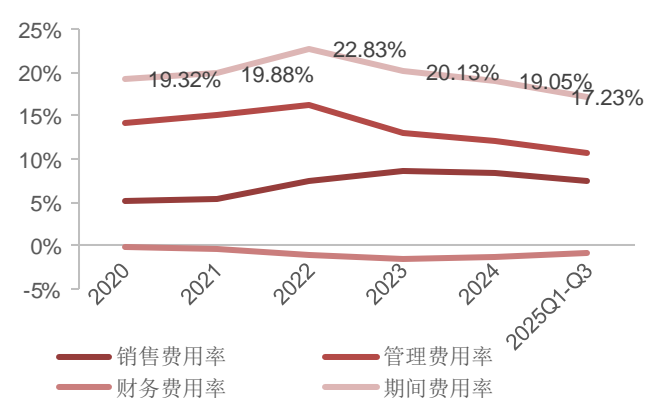
图 8：2020 年以来公司各业务收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

利润受业务结构变动影响，费用逐步摊薄。1) 盈利能力来看，2020-2022 年，受外部环境影响，叠加成本控制及业务结构变动，同时长期投资减值损失大幅增加，导致公司盈利能力波动较大。2023 年以来，经纪业务佣金率有所下滑，存量房业务营收占比下降，同时固定薪酬成本提高致使贡献利润率下降，使得毛利率降至 2025 年前三季度的 21.4%，但经营杠杆改善，净利率扭亏。2024 年以来，存量房业务占比下降促使净利率下滑至 2025 年前三季度的 4.0%。2) 费用端，2023 年以来，伴随公司营收增长，费用率持续摊薄。2025 年前三季度，公司期间费用率 17.2%。

图 9：2020 年以来公司毛利率和净利率情况


数据来源：ifind，西南证券整理

图 10：2020 年以来公司期间费用率情况


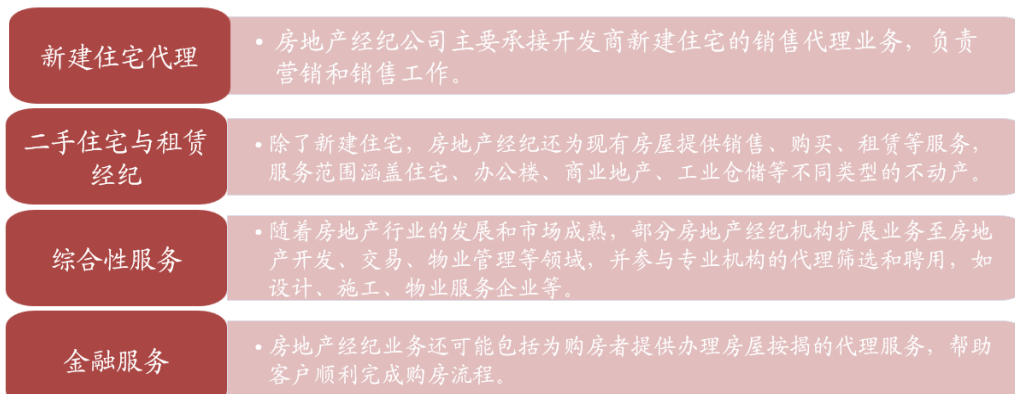
数据来源：ifind，西南证券整理

2 经纪业务迈入发展新阶段，由规模驱动转向效率驱动

2.1 房产经纪市场佣金规模超 5 千亿元，中介渗透率约六成

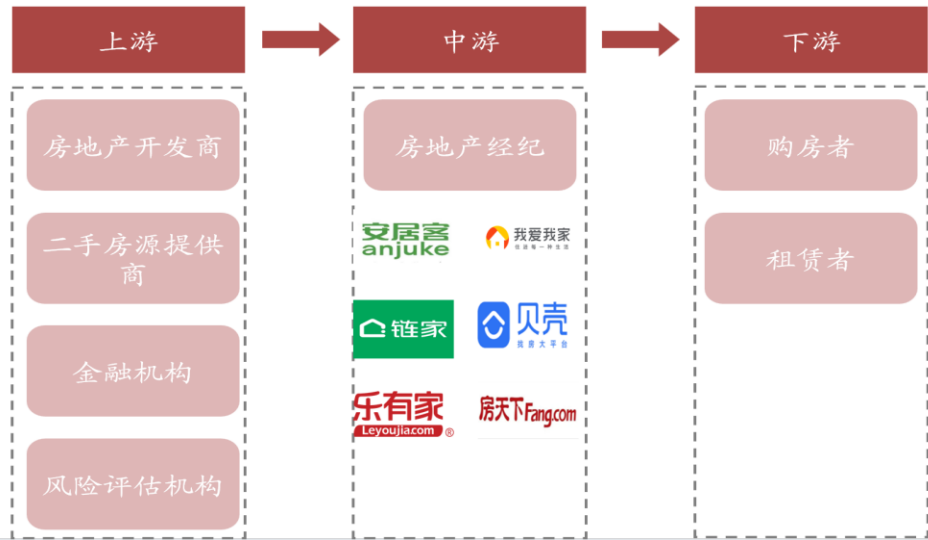
房地产经纪业务涵盖新房代理、存量房经纪与综合性服务及金融服务。房地产经纪是指以收取佣金为目的，为促成他人房地产交易而从事居间、代理等经纪业务的经济活动。房地产经纪业务涉及多个方面，包括新建住宅代理、二手住宅与租赁经纪、综合性服务以及金融服务。新建住宅代理指经纪公司与开发商合作，在新建楼盘营销、案场服务与交易促成等环节提供定制化服务；二手住宅经纪则聚焦存量住宅的买卖撮合、房源估价、实地带看与签约协助等环节，是当下城市住房流通中规模最大的细分市场之一；租赁经纪则为业主与租客提供房源匹配、租约谈判、风险审核及后续服务支持，推动了住房租赁市场的专业化与规范化。此外，随着互联网平台和大数据技术的普及，综合性增值服务与金融服务（如按揭贷款、交易担保等）已成为经纪行业的重要增量业务，为客户提供从前期咨询、交易撮合到金融方案定制的一站式解决方案。

图 11：房地产经纪主要业务



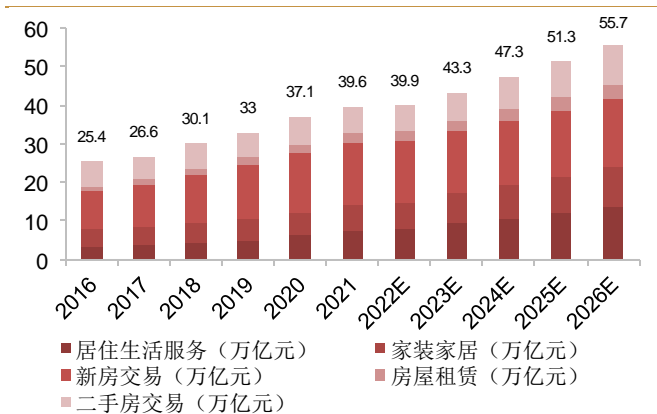
数据来源：智研咨询，西南证券整理

房产经纪产业链可概括为“上游供给-中游撮合-下游需求”。房地产经纪产业链上游包括房地产开发商、二手房源提供商、金融机构、风险评估机构等。作为房源的主要提供者，房地产开发商与房地产经纪机构建立了紧密的合作关系。金融机构为房地产经纪行业提供资金支持，如房贷、过桥贷款等，有助于购房者实现购房计划，同时也为房地产经纪机构提供了更多的业务机会。中游主要包括房地产经纪机构和从业人员。产业链下游为购房者和租赁者。

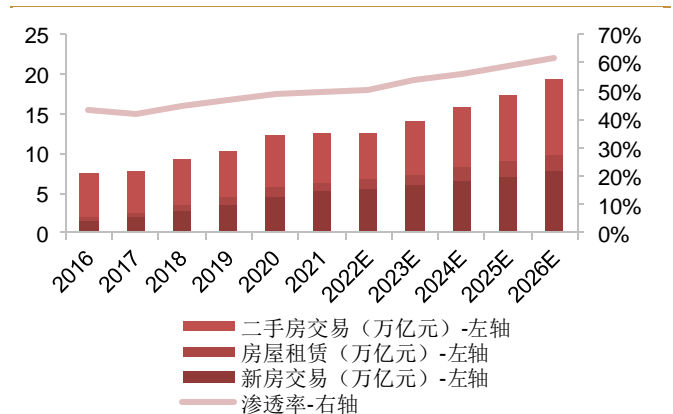
图 12：房地产经纪产业链


数据来源：智研咨询，西南证券整理

中国居住行业万亿市场，经纪服务渗透率约六成。根据灼识咨询报告，中国居住市场规模预计在 2026 年增长至 55.7 万亿元（按总交易额计算），其中经纪服务渗透率达到 61.6%，对应经纪服务的佣金收入约为 5271 亿元。由于城镇化的持续推进、家庭小型化以及可支配收入提高，住房需求预计仍将保持韧性，同时消费者对交互方式和服务质量亦有更高的期望，预计 2026 年新房交易额达 17.3 万亿元。同时，二手房交易和房屋租赁在整体住房供应中发挥越来越重要的作用，预计二手房交易、房屋租赁交易额将于 2026 年分别达到 10.5 万亿元、3.7 万亿元。随着中国继续完善房地产市场长效机制并推动稳定均衡的增长，连接供需两端的房产经纪服务迎来了重要的市场机会。此外，包括家装家居等在内的其他居住服务市场也具有高增长潜力，预计到 2026 年市场规模将达到 24.2 万亿元。

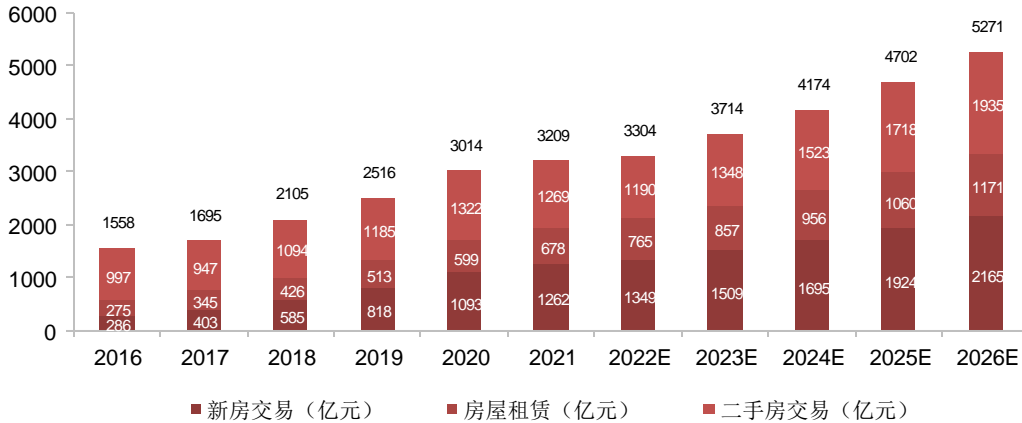
图 13：中国居住行业市场规模及预测


数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

图 14：通过经纪服务产生的房产交易总交易额及预测


数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

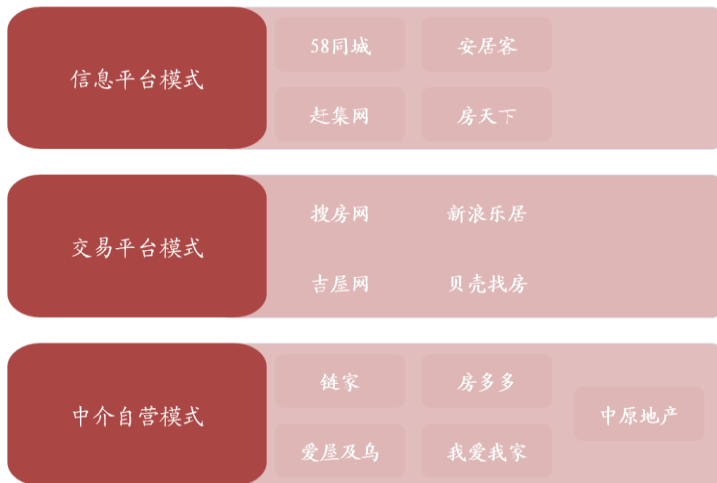
图 15：中国房产交易经纪服务的佣金收入及预测



数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

房产经纪行业竞争格局呈“一超多强”。行业主要参与者包括：传统中介贝壳以直营链家+贝壳联盟的双轮驱动稳居核心；我爱我家延续“直营+平台”联动，全国化布局但体量弱于贝壳；中原地产更偏向新房代理、区域深耕路线。互联网平台以流量补位，安居客定位流量入口，主要提供房源展示与广告/端口收费，因缺乏交易闭环与强监管，房源真实性与时效性劣于自营/加盟平台；房多多聚焦 B 端工具与新房线上交易，线下资源有限。开发商自营渠道如万科“朴邻”、碧桂园“有瓦”，争夺新房销售份额。

图 16：行业主要参与者



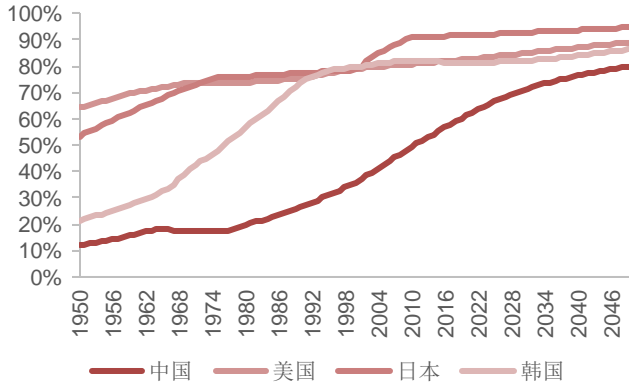
数据来源：盛世华研，西南证券整理

2.2 新房销售短期承压，渠道化趋势驱动新房经纪业务增长

长期来看，城镇化、家庭小型化提供新房需求支撑。2024 年我国城镇化率达 67.0%，根据《新型城镇化战略五年计划》2024 年至 2028 年城镇化率推进到 70%，城镇化持续推进提供稳定的新增住房需求底盘。相较主要发达经济体约 80% 以上的城镇化水平，我国仍有较大提升空间。同时，家庭小型化趋势抬升户数与居住改善需求，根据统计局数据，2024

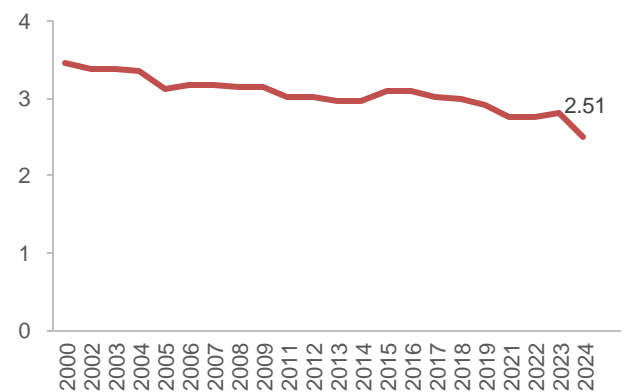
年平均家庭户规模降至 2.51 人/户，一人户占比上升，带动新增与置换并行的需求结构。此外，收入提升增强支付能力与改善意愿，2024 年全国人均可支配收入达 4.1 万元，支撑改善与更新的韧性需求。综合之下，中长期住房需求将从增量导向转向改善与更新导向，韧性仍在延续。

图 17：各国城市化率预测值对比



数据来源：联合国，wind，西南证券整理

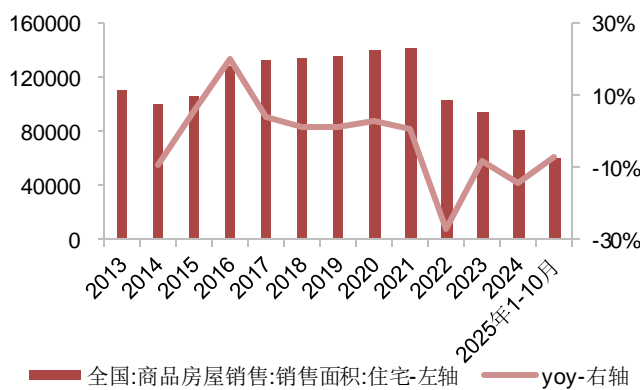
图 18：中国家庭户规模 (人/户)



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

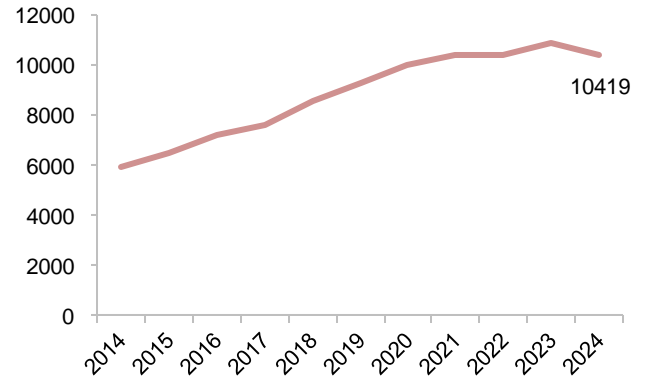
短期新房量价同压，使经纪变现效率走弱。短期内，居民对收入与就业的预期偏谨慎、叠加房价调整带来的财富效应走弱，购房意愿受抑、观望情绪浓厚，需求释放仍需时日与信心修复。2024 年商品房销售面积较 2021 年高点下跌 42.2%，住宅销售均价 10419 元/m²、同比-4.1%，压缩新房经纪的潜在客群与佣金池。2025 年 1-10 月住宅销售面积约 6.0 亿 m²、同比-7.0%。同时，根据住建部数据，2025 年 1-10 月二手房成交占比抬升至 45%，新房需求被持续分流，新房经纪业务外部环境承压加剧。

图 19：全国商品住宅销售面积 (万 m²) 及同比



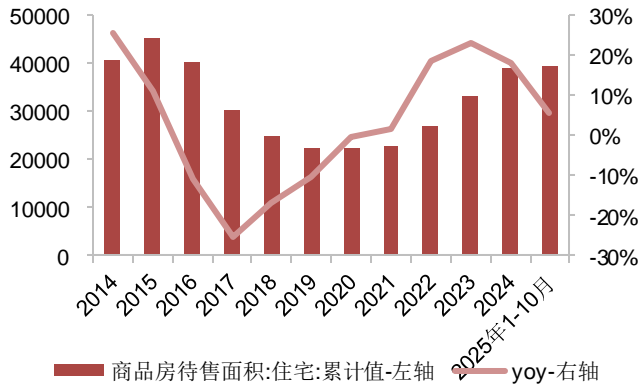
数据来源：国家统计局，ifind，西南证券整理

图 20：全国商品住宅平均销售价格 (元/m²)

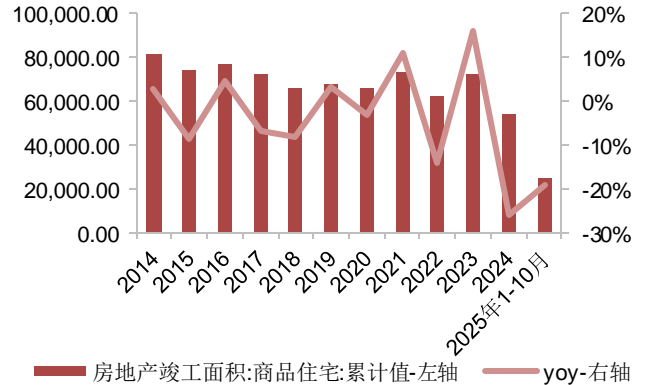


数据来源：国家统计局，ifind，西南证券整理

库存与供给端亦难在短期提供支撑。库存来看，2025 年 1-10 月全国住宅待售面积 4.0 亿 m²，处于历史高位，去化压力显著。供给方面，2025 年 1-10 月新开工 3.6 亿平方，同比-19.3%；竣工 2.5 亿平方米，同比-19.0%，开发端收缩明显，新增供给意愿与能力同步走弱，短期难见新房销售趋势性回暖，新房经纪业务仍将处于低景气区间。

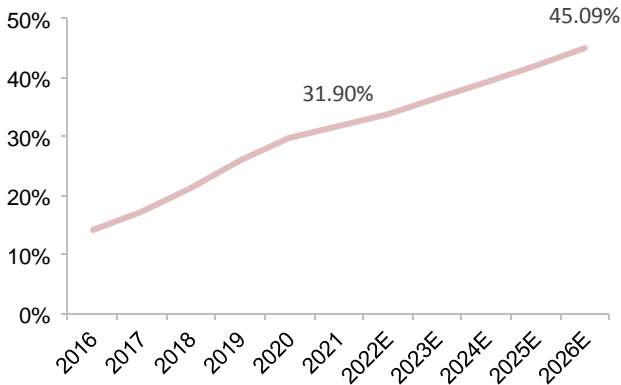
图 21：全国商品住宅待售面积（万㎡）


数据来源：国家统计局，ifind，西南证券整理

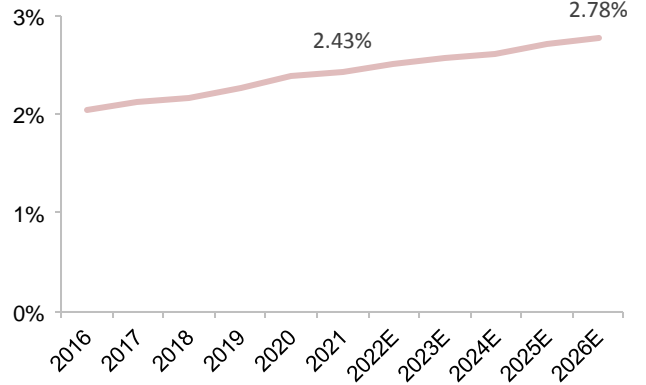
图 22：全国商品住宅竣工面积（万㎡）


数据来源：国家统计局，ifind，西南证券整理

开发商去化压力下，新房渠道化趋势凸显。在新房销售长坡下行、去化与库存压力加剧的环境下，开发商愈发将去化交给经纪商渠道，渠道分销渗透率及与平台的合作比例持续抬升，“新房渠道化”趋势显著强化，公司合作盘覆盖比例也持续提升。根据 CRIC 统计，2024 年上半年房企分销及代理佣金 73.7 亿元，分销及代理佣金占销售费用的比例为 51.9%，较 2023 年底提升 3.2pp，较 2019 年提高 22.1pp。根据公司招股说明书预测，市场渠道的销售渗透率将于 2026 年提升至 45.1%，佣金率将提升至 2.8%，对比发达国家仍有进一步的提升空间。

图 23：新房中介渗透率


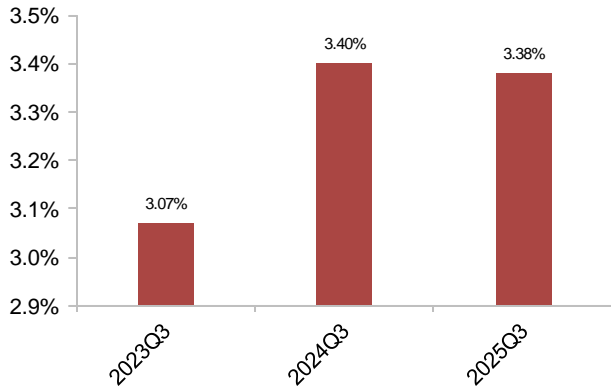
数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

图 24：行业新房佣金率


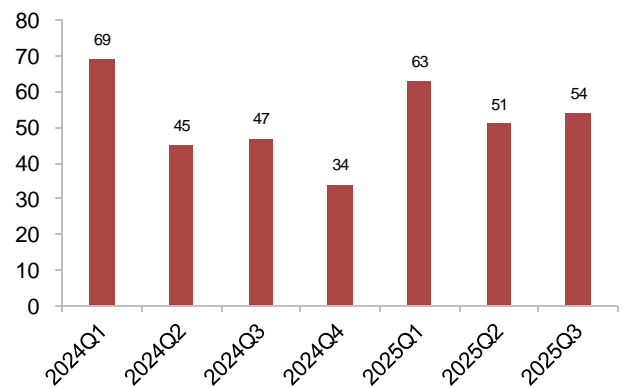
数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

贝壳已成为房地产开发企业的首选合作伙伴，新房业务逆市增长。凭借广泛的线下布局以及对当地市场的洞察，贝壳已经成为房地产开发企业的首选合作伙伴，帮助他们有效改善交易去化率和现金回笼周期，2025 年第三季度新房货币率达到 3.4%，较 2023 年同期提升 0.3pp，销售变现天数稳定在 54 天。2024 年贝壳新房业务佣金率 3.5%，同比增长 0.4pp。新房业务虽受市场周期影响，但贝壳通过“千机”AI 智能体优化盘源管理，让传统业务从“粗放扩张”转向“精细化运营”，在前三季度实现新房业务 GTV6839 亿元，同比增长 11.3%。未来，公司会优化 C 端新房频道的内容建设和运营策略，提升新房 C 端客户触达和转化，同时迭代与 B 端开发商的合作模式和所提供的产品包，进一步提升在新房合作盘中的销售比例。同时，新房市场的供需都向改善类项目迁移，未来公司在货源端会更精准的识别这些改善类项目，加强对 B 端和 C 端的曝光，匹配适合的经纪人，并做客源端的资源倾斜，形成房

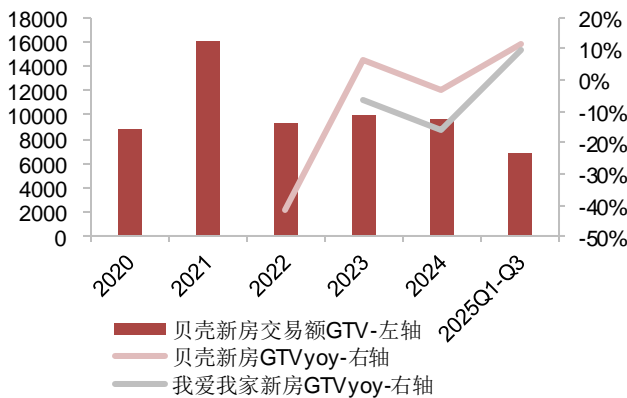
-人-客三者闭环，支持经纪人提升对改善型产品的销售能力。同时收窄新房平台上新房的套均价和市场之间的方差。

图 25：新房货币化能力


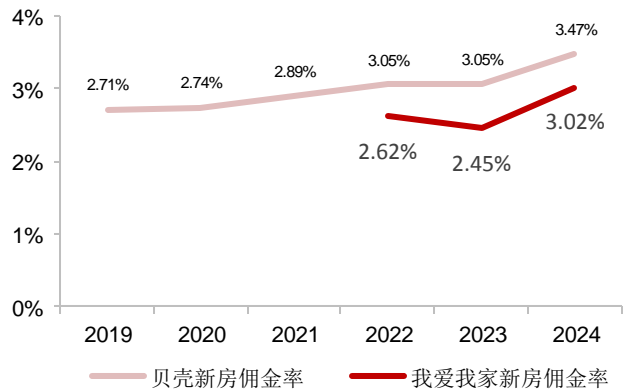
数据来源：公司业绩说明会，西南证券整理

图 26：销售变现天数 (DSO, 天)


数据来源：公司业绩说明会，西南证券整理

图 27：贝壳、我爱我家新房业务 gtv (亿元) 及同比变化


数据来源：公司公告，ifind，西南证券整理

图 28：贝壳、我爱我家新房销售佣金率


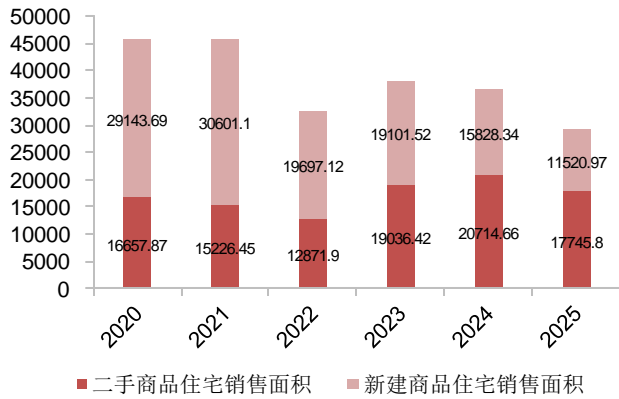
数据来源：公司公告，ifind，西南证券整理

以 **B+轻运营产品为抓手，扩张重心延伸至低线城市覆盖**。B+是贝壳推出的非加盟的全新合作方式的产品和服务集，该业务坚持真房源管理为底线，并将贝壳多年经营已有的能力模块化、产品化，供店东和经纪人自由选择，通过轻连接的方式帮助门店运营，实现经纪人、门店与购房人连接，促进行业生态改善。该模式依托贝壳的系统能力、流量资源和商业化工具，以更灵活、更轻的运营方式拓展新房销售渠道。当前平台仍有 150+ 地级县市尚未覆盖，B+即围绕这些空白市场提供“能力即服务”的轻运营方案；截至 2025 年 9 月，B+已在 4 个城市完成试点，并计划在年底前进入 30+ 城市，以快速放大可服务市场 (TAM) 并提升渠道渗透率。

2.3 存量房销售占比提升，由规模驱动转化为效率驱动

二手房在整体住宅交易中的占比正持续抬升，成为当前楼市的主线。根据住建部数据，2025 年 1-10 月二手房成交占比抬升至 45%。二手房在供需与定价上具备双重优势，一方面，二手房价格调整更早更深，2025 年 1-11 月全国百城二手住宅平均价格 13143 元/平，较 2021 年下降 17.9%，二手房以价换量的弹性更强。另一方面，现房优势与交付确定性使二手更契

合谨慎期的自住需求，品质与配套“所见即所得”、可即刻入住、无预售与竣工不确定性，在下行周期更受欢迎。二手房在整体住宅交易中的占比正持续抬升也为贝壳的存量房业务提供更确定的增量来源。

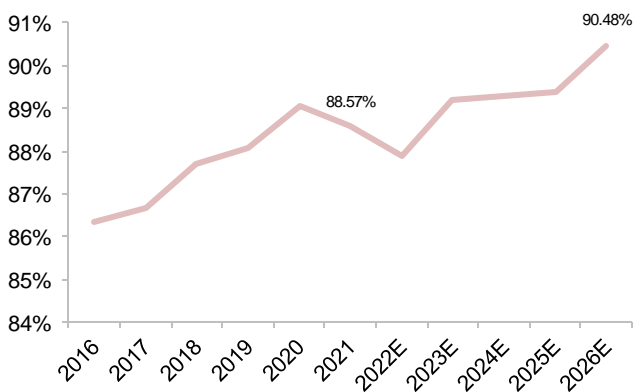
图 29：28 城新建与二手住宅销售面积（万㎡）


数据来源：中指院，西南证券整理

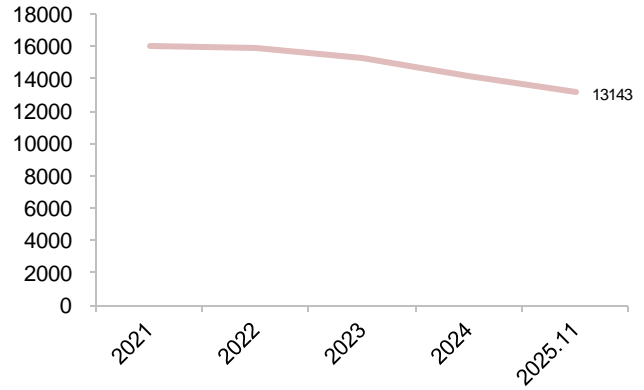
*28 城包括北京、上海、天津、重庆、深圳、广州、南京、武汉、成都、苏州、大连、厦门、西安、长沙、宁波、东莞、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、合肥、郑州、长春、哈尔滨、海口、南宁。

*2025 年数据截至 2025/12/8

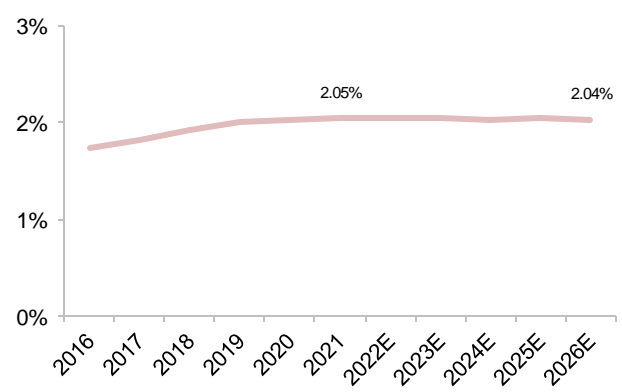
中介在二手房交易中的作用难以替代，渗透率稳步抬升。二手房交易本身具备低频、高额的特点，房源质量非标准、产权核验与税务过户繁琐、资金安全需求强，导致信息搜寻成本、交易流程成本与学习成本居高，中介在交易中的作用难以替代。根据公司招股说明书测算，我国二手房通过中介交易的占比将由 2021 年的 88.6% 提升至 2026 年的 90.5%，对标美国经纪服务渗透率 89%-90%，行业中枢有望向 90% 稳定靠拢；二手房交易佣金率受政策限制，预计维持稳定在 2.0% 以上；房屋租赁渗透率预计于 2026 年小幅提升至 56.8%，佣金率稳定在 5.5%-5.6% 区间。

图 31：二手房交易中中介渗透率


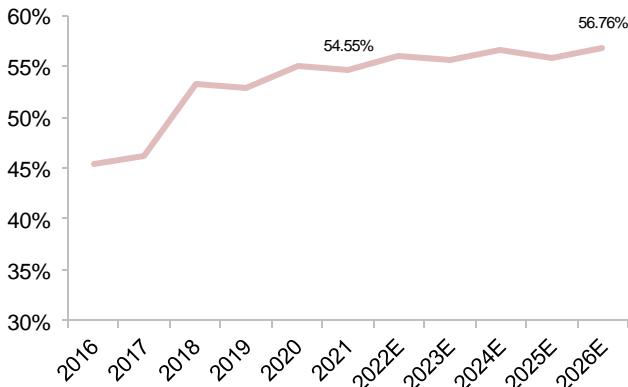
数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

图 30：全国百城二手住宅平均价格（元/㎡）


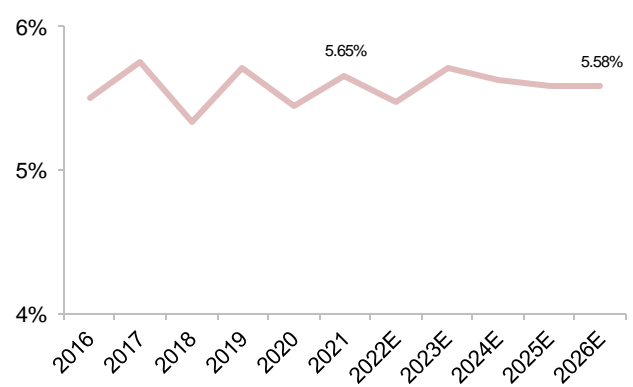
数据来源：中指院，西南证券整理

图 32：二手房交易佣金率


数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

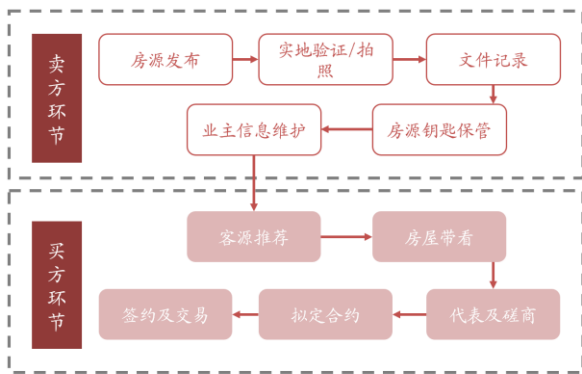
图 33：房屋租赁中介渗透率


数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

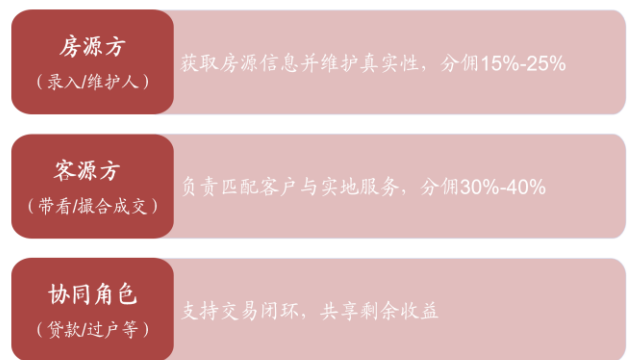
图 34：房屋租赁佣金率


数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

贝壳构建经纪人合作网络（ACN 网络），打破经纪人间的零和博弈。ACN 模式核心逻辑是将房产交易拆分为房源录入、带看、签约等 10 余个环节，不同经纪人按贡献分配佣金，打破“零和博弈”，提升行业效率。截至 2025 年 6 月 30 日，贝壳平台活跃门店数增至 58664 家，彰显了公司基础设施的兼容性。2021 年，通过贝壳平台完成的二手房交易中分别有约 76% 和 37% 的交易涉及跨门店和跨品牌合作。截至 2021 年 12 月 31 日，贝壳平台上约 86% 的二手房挂牌信息由贝联门店的经纪人发布。25Q2 经纪人跨品牌合作成交率飙升至 41%。ACN 模式复制难度高，需强规则与系统支持。

图 35：ACN 将交易拆解为标准化模块


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

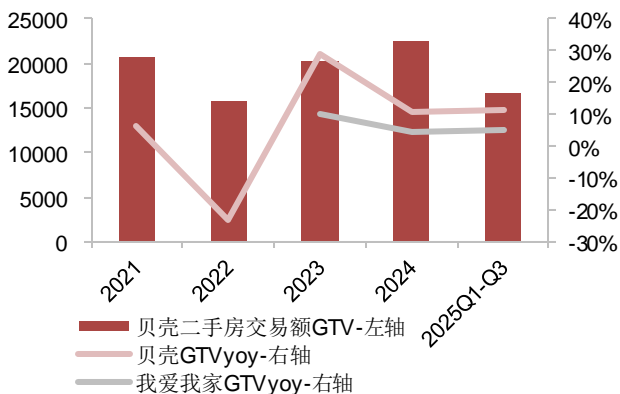
图 36：ACN 按劳分配收益


数据来源：西南证券整理

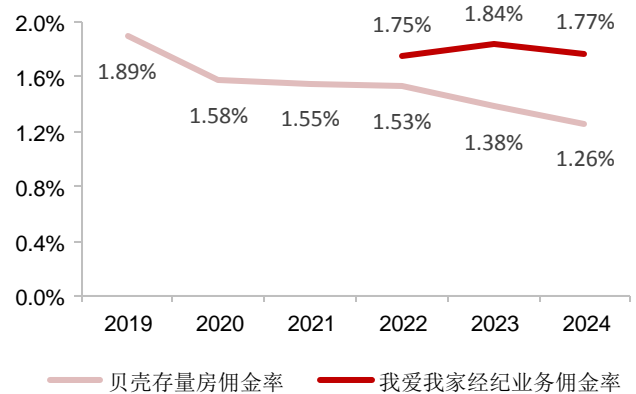
践行“真房源”标准，降低信息不对称，建立品牌信任度。贝壳实现了房源和服务者资质的数字化和标准化，率先在中国引入并践行“真房源”的行业标准，通过建立和维护楼盘字典，贝壳能够快速核实平台上二手房房源录入和展示的真实性。根据灼识咨询报告，截至 2021 年 12 月 31 日，该实时数据库包含约 2.6 亿套房产的综合信息，是中国最全面的住宅房产数据库，公司在中国提供颗粒度最高的多维信息，以协助经纪人开展业务和客户决策；平台上有约 430 万套二手房交易的真房源，在中国排名第一。

AI 赋能，科技提效。贝壳 AI 贯穿“找客-选房-内容-交易-决策”。2025 年前三季度，公司存量房 GTV 达 1.7 万亿元，同比+11.2%。

- 在 C 端，AI 助手“布丁”可完成市场分析、全城房源搜索与初步匹配，降低决策成本并缩短购房路径。
- 在 B 端，AICRM 智能体“来客/好客”识别高概率买家，引导代理商专注维护工作。根据贝壳 25Q3 业绩说明会，截至 2025 年三季度好客识别的高质量商机占平台潜在总商机的比例不到 5%，但贡献了 50% 以上的平台成交量，大幅抬升线索转化效率。
- 在房源侧，AI“房源评分/维护”体系帮助经纪人精准评估挂牌资产、择优运营；根据贝壳 25Q3 业绩说明会，上海试点显示，高分房源已贡献超过 75% 的成交占比，营销资源向“高转化”标的集中。
- 在内容侧，VR 看房与 AI 讲房成为“高效带看”标配，公司的如视 VR 技术协助整合了行业领先的计算机视觉和人工智能技术，提供 3D 看房体验和与经纪人的实时互动，大大加快了客户的决策流程，增强了经纪人的生产力、拓宽了服务范围。根据公司招股书，2021 年消费者的观看量达到约 16 亿次，VR 看房累计观看时长超过 6600 万小时。内容生产效率大幅跃升，配合 VR 实勘显著压缩无效看房与异地决策成本，增强客户信任与到访/签约转化。
- 在流程与中台层面，实时数仓与 AI 存储底座（Ocean Base + Juice FS）支撑线索/房源/人效的实时计算与策略分发，使“择客-定价-撮合-履约”实现准实时闭环，进一步减少信息滞后与组织摩擦。

图 37：贝壳、我爱我家存量房业务 GTV（亿元）及同比变化


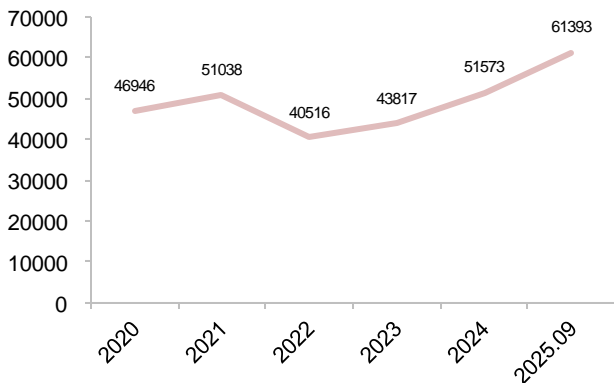
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：贝壳、我爱我家存量房业务佣金率


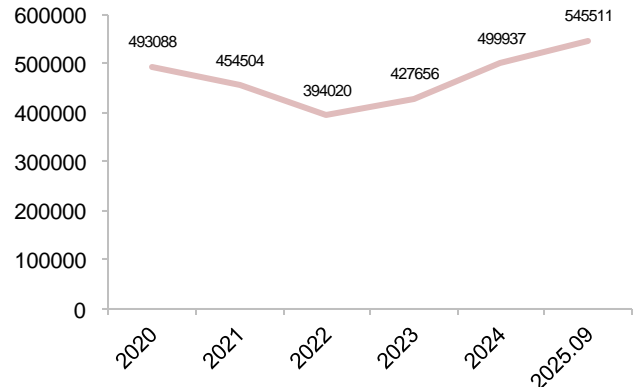
数据来源：公司公告，西南证券整理

*贝壳存量房业务覆盖二手房销售与租赁经纪，故存量房业务佣金率较行业平均水平相差较大

持续扩充门店与经纪人规模，提升渗透率。截至 2025 年第三季度底，贝壳平台经纪人约 54.6 万人、门店约 6.1 万家，较 2024 年底分别增长 9.1%/19.0%，市占率稳步提升。

图 39: 贝壳门店数 (家)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 贝壳经纪人数量 (人)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

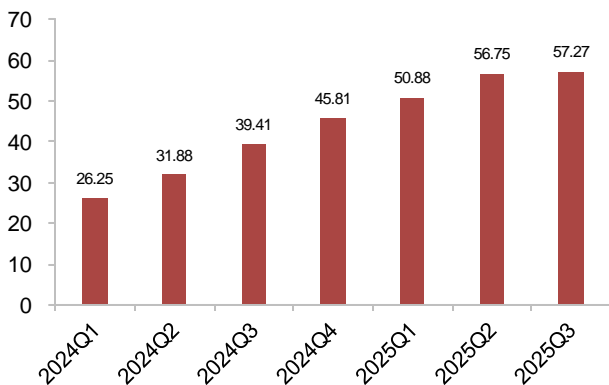
优化组织结构和激励机制设计, 提升卖方经纪分成。公司把资深经纪人升级为半管理半房源端的经纪人, 开放带团队管理的权限。这些资深的经纪人会组建自己的房源端的管理团队。在 ACN 的佣金分配机制上, 公司改变传统的房源端 40%, 客源端 60% 的分成惯性, 把房源端的分成比例提升至 50% 以上。充分的去激励优秀的服务者专注于房源的营销。公司房源端 M 层经纪人可以在市场份额稳定的基础上, 获得比过去高 25% 左右的收入。吸引优秀的经纪人, 打造维护优质的房源。

建立房客分离的机制, 改善挂牌质量与成交效率。过去房源的包装和营销都是由经纪人的经验驱动的, 这难以规模化。贝壳在上海实验房客分离, 把经验量化抽象出来放进系统, 持续用交易数据验证和迭代, 系统化、智能化的对好房源进行定义和运营。现在贝壳的好房子包含维护度、价格、客户、市场趋势、业主和房屋基本属性六个维度, 有数十个指标, 系列评分出优质房源。这些定义和指标会牵引经纪人去理解什么是好房, 从而规模化提升他们房源产品的包装和营销能力。同时这个系统更加方便了公司调度客源端的经纪人资源, 针对性地销售去化。9 月高分房源在上海的成交占比合计超过 75%。同时业主的体验很大改善, 业主会主动提升房源分, 经纪人也会更加积极的维护和营销这些房源, 而买家则自然被吸引, 优先选择高分房源, 从而形成了一个正循环。

3 租赁业务开始贡献利润，房源进一步扩充

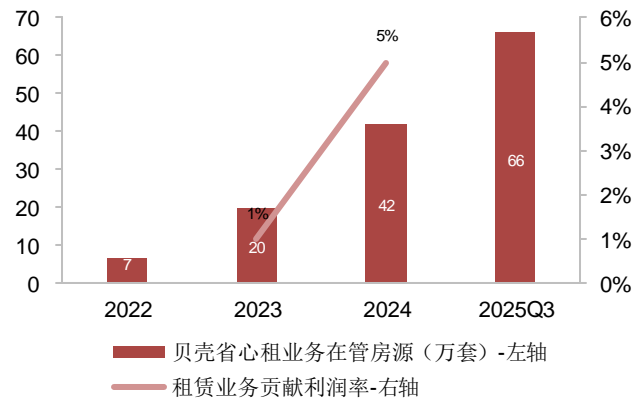
租赁业务利润显著改善，持续受益于规模扩张。伴随业务规模的快速增长，公司租赁业务受益于规模效应。2025 年二季度，房屋租赁服务业务实现盈亏平衡，在三季度实现了盈利，三季度的收入达到了 57.3 亿元，同比增长 45.3%，创历史新高，主要得益于在管房源规模快速提升，2025 年三季度末，公司在管房源量超过 66 万套，较上年同期增长 75%。2024 年公司房屋租赁业务的贡献利润率为 5%，2025 年第二季度进一步提升至 8.4%。

图 41：公司租赁业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

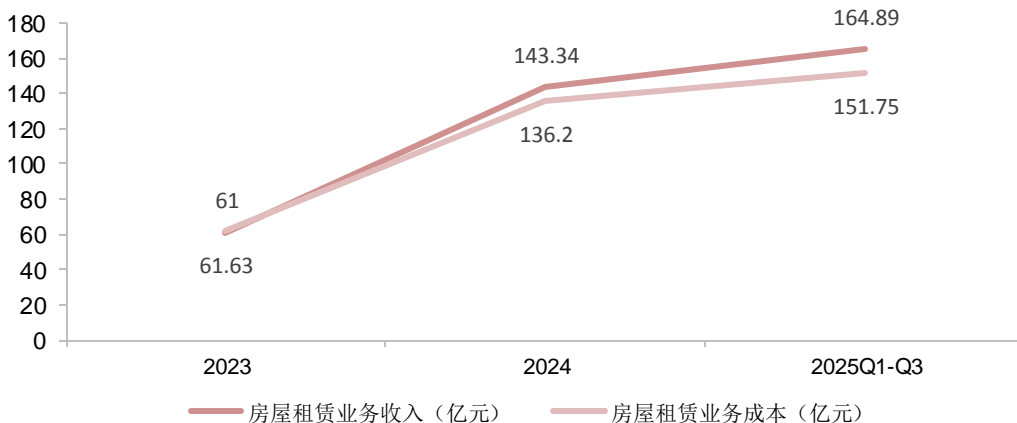
图 42：公司租赁业务在管房源数量（万套）



数据来源：公司公告，公司业绩说明会，西南证券整理

经营提效驱动多项成本率下降，释放利润空间。省心租的成本主要包括人力成本、渠道成本、租后及装备成本和违约成本，公司通过优化运营人工成本进而经营提效。2025 年前三季度，公司房屋租赁业务实现收入同比增长 69.1%，成本同比增长 64.1%，经营提效驱动多项成本率下降。费用端，房屋租赁业务的费用主要包括总部和城市职能人员的薪酬与研发费用，中后台人员人效在一系列经营管理工具的支持下实现了效率的持续提升，释放利润空间。未来，随着省心租房源规模持续上升、运营效率继续提升，房屋租赁业务的贡献利润率仍将持续提升。

图 43：房屋租赁业务收入与成本



数据来源：公司公告，ifind，西南证券整理

以科技重构作业模式，以效率驱动规模增长。省心租作为分散式长期的住宅租赁业务，具备客单价相对低，产品非标、服务半径大且维护成本高的特点，传统模式上需要大量的人手和变动成本费用投入，以实现规模扩张和维护运营。而公司通过 AI 科技组织和流程重构提升效率，改善经济模型。目前，AI 技术已经渗透租赁业务的全流程，随着 AI 应用向其他城市复制，公司租赁业务有望实现效率跃升：

1) 在收房环节，AI 应用于房源的线索挖掘、人员管理与运营、房源评估、房源定价、业主沟通等关键业务动作中，实现预测市场需求、房源库存和价格趋势，给出收房策略和定价建议，做到“一房一策”。基于动态的客户需求、房源库存与价格变化，AI 会自动指导调整收房结构。试点城市宁波在 8 月上线了 AI 收房，此后人员投入减少约 9%，收房规模上涨约 9%，在淡季逆市跑赢。风控方面，AI 审核替代人工审核，实现了全自动风控。截至 9 月底，AI 审核功能已经覆盖了 11 个城市，单均耗时约 20 秒，提效 60 倍，节省超 3.3 万小时工时，拦截风险房源超 1.6 万套。

2) 在出房环节，AI 会高频盘点房源、识别库存和直接托管有风险、低维护的房源，动态调价，精准优惠，调配流量，加速房源去化。2025 年三季度，AI 出房落地 11 个城市，累计去化托管房源 35 万套，占全部外展房源的 73.5%，AI 调价采纳率达 90%。

通过 AI 解决行业非标问题，让业务有品质的规模化成为可能。租赁行业房屋分散，屋况复杂，产品非标，而服务者人员众多，服务者的能力非标，同时市场价格波动相对大，传统定价模式依赖前端人员的现场感知，定价过程非标，作业流程繁琐，且线下销售策略和服务也是非标的，限制过去行业的发展。但 AI 的演进使标准化和个性化的共存成为可能：

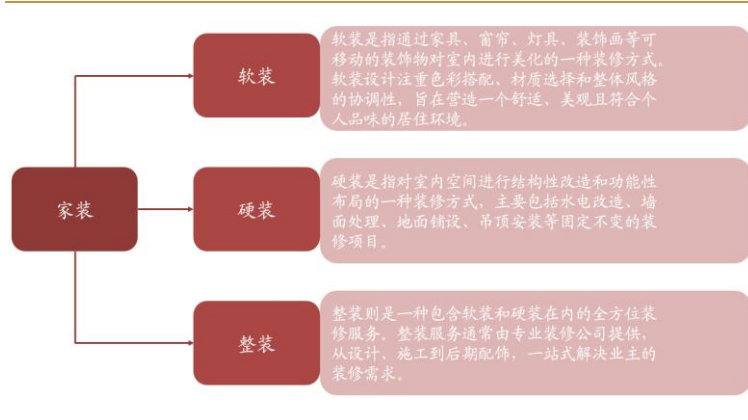
1) 在房源质量和风险评估环节，公司形成 AI 主导收房的作业模式。AI 房源评估助手融合视觉识别及多模态分析，智能完成室内物品采集，识别房屋状况，并且对潜在的风险进行评估，结合市场趋势智能定价，解决了产品、人员能力和定价非标的问题。

2) 在业主沟通环节，公司推出 AI 洽谈助手，AI 评估助手把评估动态的定价竞品数据打包成面向业主的收房策略和洽谈话术，提升业务人员和业主沟通洽谈的能力，也可以加速新人服务者的成长，解决了销售非标问题。在试点城市宁波，2025 年三季度收房人效环比提升超过 10pp。

4 家装业务受益于经纪业务的天然导流，是新的增长点

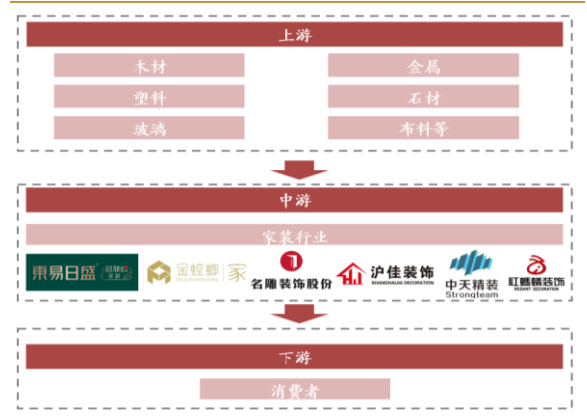
家装是指对住宅内部空间进行设计、改造和装饰的一系列活动，涵盖了从基础的墙面处理、地面铺设，到家具选择、软装搭配等，主要分为软装、硬装和整装等。家装行业上游主要包括原材料供应商和技术研发机构。中游为家装设计公司，负责空间规划与风格设计；家装施工企业依据设计进行实际施工。下游主要为消费者。

图 44：家装行业概况



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 45：家装行业产业链

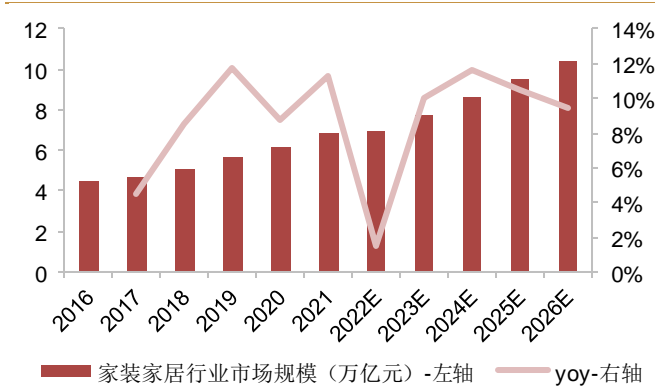


数据来源：智研咨询，西南证券整理

受益于二手房交易量增长及生活品质提升，家装行业市场规模稳步提升。根据灼识咨询报告，2021 年家装家居行业规模为 6.9 万亿元，预计于 2026 年增长至 10.4 万亿元。对品质生活的需求及消费结构升级，将衍生出更多对家装家居的需求，服务及产品品质的提升亦将提高客户于家装服务的平均支出。由于房屋装修后的使用周期为 10-15 年，因此在 2005-2010 年间销售的 4000 万套新房大部分需要二次装修，由此产生对二手房装修服务的巨大需求。此外，根据灼识咨询报告，预计 2021-2026 年间销售的二手房将达约 2500 万套，二手房交易量的增长将推动对家装家居的需求。由于存量房在整体房产供给中所占份额不断攀升，且中国家庭对生活质量的追求也在不断提高，家装家居行业仍存在机遇。

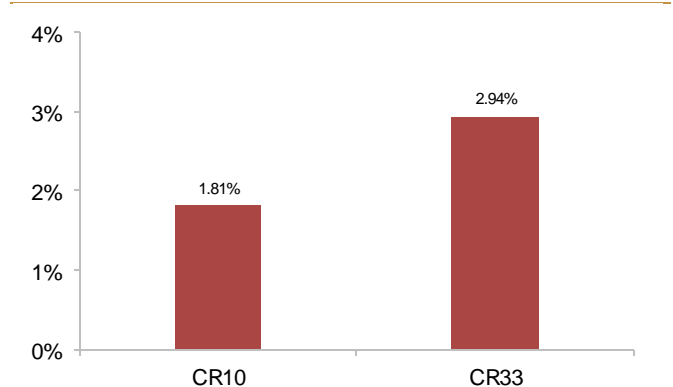
家装行业集中度极低、区域化显著。2023 年 CR10/CR33 仅 1.81%/2.94%，全国最大单一企业贝壳家装份额仅约 0.39%，即便区域龙头在本地的份额多为小个位数，难以形成全国性统治力。

图 46：家装行业市场规模与 yoy



数据来源：国家统计局，灼识咨询，公司招股说明书，西南证券整理

图 47：家装家居行业竞争格局分散



数据来源：涂装新视野，西南证券整理

多类型主体入局竞争，产业链整合加速。竞争主体多元化，家装家居边界逐渐模糊，在装企拓展家居产品布局的同时，产业链上下游也积极开展家装业务布局，产业一体化进程加速。以贝壳为代表的头部玩家通过孵化与收购相结合加码家装赛道，随着业务规模的扩大，有望一改行业传统“大行业小企业”的特性，从而促进行业集中度提升。

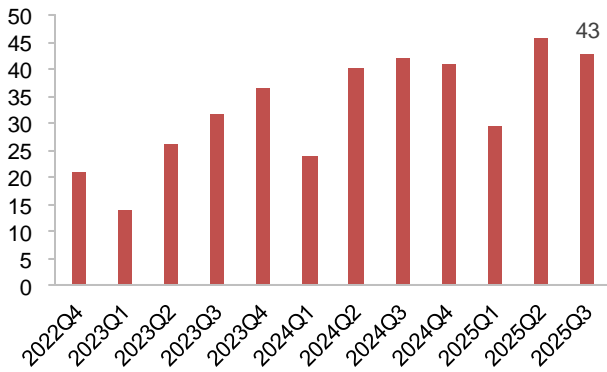
表 1：家装家居行业参与者

玩家类型	特征	代表企业	业务布局
房产中介公司	有获得上游购房者流量的优势，相对于互联网广域获客更为精准，自身孵化难，需要资本投入		自 2015 年，与万科合作成立万科链家初次试水家装赛道以来，贝壳不仅孵化了自营家装品牌“被窝”，还在 2022 年完成了对圣都家装的整体收购。2023 年 10 月，宣布收购爱空间，再次加码对于家装板块的扶持力度。
一站式整装企业	信息化和数字化程度高，通过技术手段提升效率，产品受众面广，但较为考验施工和服务能力		于 2014 年创立，致力于通过科技创新，持续提升用户体验，打造以“数字化系统、产业化工人、F2C 自营”为基础设施的整装服务，当前已覆盖 14 个城市，员工规模近万人，行业标准化引领者。
平台型家装企业	具备电商基因和思维，以营销获客为抓手主打流量变现，但管控力度有待加强		创立于 2008 年，以互联网家装平台业务为核心，以线上化的形式连接业主和家装企业，从信息推荐、交易保障、质量监督、评价反馈等多个角度的服务。
全屋定制企业	和传统家装来比更聚焦于家居，对定制品之外的环节如硬装方面需要时间积累		2018 年开始试点推进整装大家居商业模式，目前实现欧派和铂尼思双品牌运营，产品覆盖家电、主材、基材和软装等家装产品全链条。
传统家装企业	以设计为导向，通过掌握设计入口来把握消费决策权，施工、交付能力较强，服务属性有待提升		起源于 1997 年，经过 26 年的发展，业之峰通过旗下近百家分公司构成了庞大的家装服务网络。在业务领域上，公司当前拥有家装、公装、特许加盟三大服务体系。
家居建材卖场	作为线下场景不可或缺的载体，场景打造方面有经验，但在家装赛道的用户认可度有待提升		居然之家通过旗下居然乐屋，提供自营家装服务，为消费者提供从设计到施工，从主材选购到家具软装配饰的一站式装修服务，业务类型包括全屋整装、个性化装修、局部改造等。
地产开发/物业企业	有获得购房者/居民等流量的能力，专业化认可度有待加强		在 2015 年碧桂园就推出家装品牌橙家，后因多重因素闭店。2022 年 11 月碧桂园再次服务推出自营家装品牌—凤凰家装，首家线下实体店于长沙启幕。

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

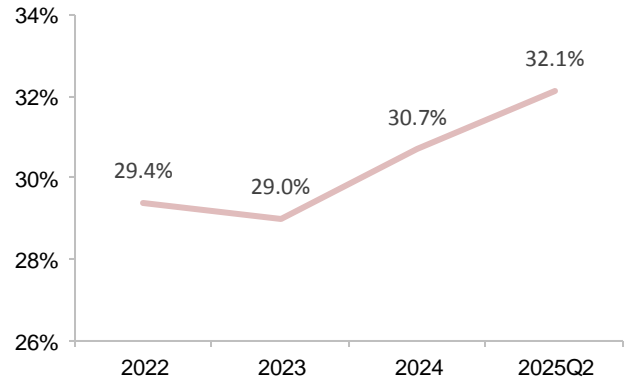
家装业务受益于经纪业务的天然导流，规模化初见成效。贝壳凭借强大的二手房和新房交易触点，使经纪业务自带客户流量可天然导向家装家居板块。家装家居行业高度分散，缺乏数字化基础设施、行业统一的标准及符合资格的服务者，而这些恰恰是公司在经纪业务中已经成功解决的行业痛点。依托行业领先的标准化和数字化实力，公司采用已被验证的“先纵再横”的拓展模式重塑家装家居行业，推出了家装品牌被窝家装，以创造信息更透明、连通性更强且量身定制的客户体验。2021 年，公司推出了自有的 HomeSaaS 家装家居系统，在家装流程的关键环节中实现全面模块化、标准化和数字化。2021 年，被窝家装已经向客户交付了超过 3500 个家装项目。2022 年，公司完成了对圣都家装的收购。2025 年三季度，公司家装收入规模达到 43 亿元，贡献利润率达到 32%，同比提升 0.8pp。

图 48: 公司家居装修业务收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 49: 家装家居业务贡献利润率



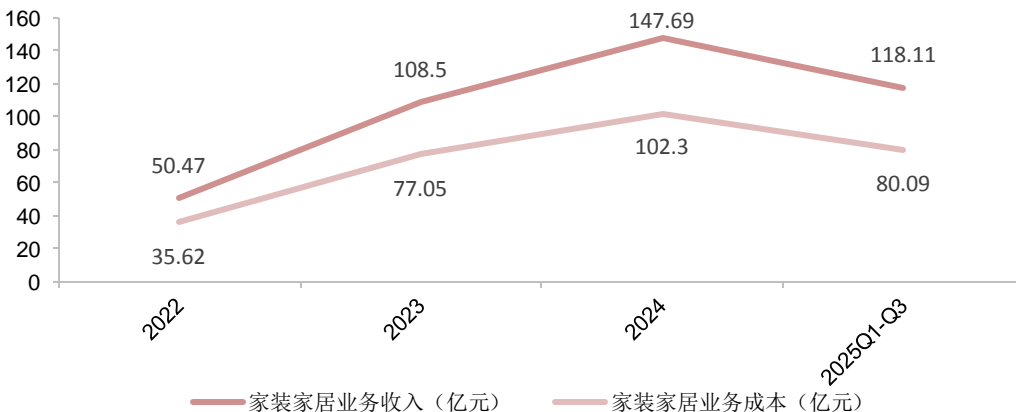
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

打造产品化样板间, 消解不确定性痛点。对消费者来说, 家装痛点集中在被迫重度参与、时间与精力消耗大以及决策与施工阶段不确定性高上, 装修前最担心施工质量、超预算、设计水平与材料真伪, 施工过程中高频遭遇设计难落地、加价、工期拖延与服务不及时, 叠加信息渠道碎片化与价格不透明, 显著增加了认知与沟通成本。而贝壳以真实户型为基础打造“产品化样板间”, 通过标准化交付实现“所见即所得、所选即交付”, 并在北京试点后已向多城推广, 用更高的透明度与确定性显著提升到店转化并重塑信任。

城市推广与下沉空间巨大, 二三线城市家装市场将成为长期增长的重要来源。与一线城市相比, 二三线城市客户购置同等面积房产的总成本显著更低, 释放更高装修预算。2024年, 除北京、上海外, 公司平台二手房交易超 100 万单, 但导流的家装合同量在整体家装合同量中占比仅约 30%, 二手现客成交率不到 5%, 而北京、上海的二手现客成交率分别为 20% 以上和 10% 以上。未来, 在完善家装业务的底层能力、验证并跑通核心城市的运营模型后, 规模化扩张空间巨大。

精简品牌与 SKU, 扩展集中采购品类, 显著降低材料成本。公司通过收敛合作品牌与 SKU, 将主辅材集中采购由季度 4 类快速扩展至 13 类, 并在多品类定标下单价最高下调约 20%, 叠加全国推进“地方采购选品定标”使综合采购单价继续走低; 同时依托大数据洞察客户需求、BIM 产品库与 AI“设牛”等工具自动生成户型方案与改造建议、缩短设计与交付周期。

图 50: 家装家居业务收入与成本

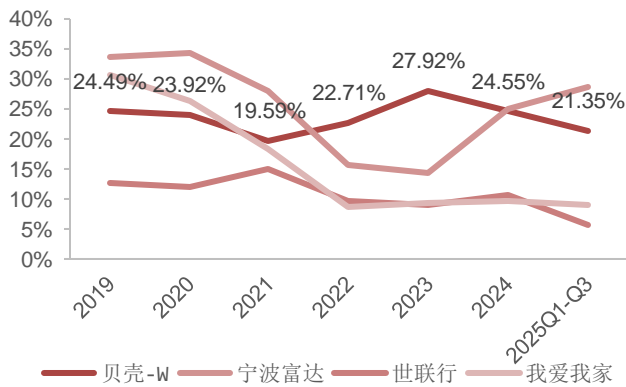


数据来源: 公司公告, ifind, 西南证券整理

5 财务分析

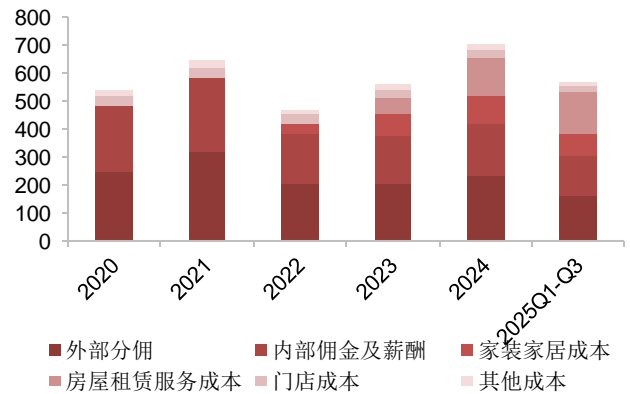
毛利率短期承压，伴随新业务规模化修复可期。2024 年以来，公司毛利率有所承压，主要是新业务起步，人工成本刚性影响，叠加新房外部分佣提升所致。2025 年前三季度，公司毛利率为 21.4%，低于宁波富达，但显著高于世联行与我爱我家。未来，随着 AI 工具从试点走向多城复制、功能持续迭代，经纪与租赁、家装端的人效与作业质量将实现跨越式提升，叠加集采能力加强，规模效应显现，公司毛利率具备明确修复与再提升空间。

图 51：房产经纪企业毛利率情况



数据来源：ifind，西南证券整理

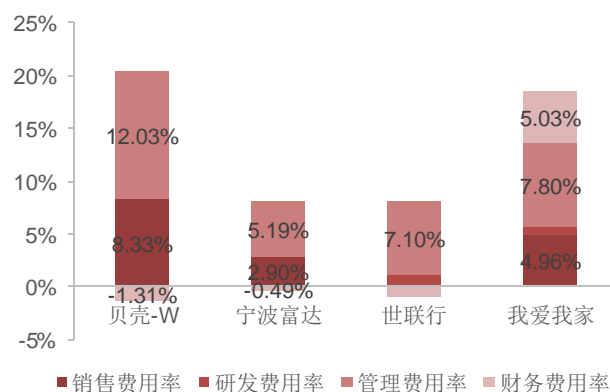
图 52：公司营业成本构成 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

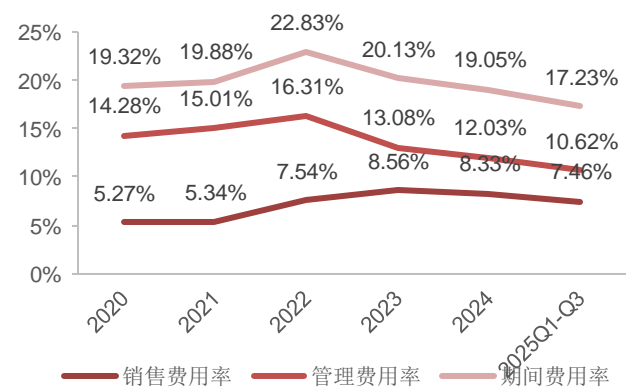
降本增效成果显现，支撑利润修复。贝壳管理费用率受效率跃升驱动显著降低，2025 年前三季度为 10.6%，较 2022 年同期下降 6.7pp。销售费用主要受新业务扩张与股权激励确认节奏影响，家装家居与租赁等新业务的市场推广加力、圣都并表后营销投入抬升、线上平台推广投入增加使得销售费用有所增长。但整体来看，期间费用率自 2022 年以来持续下行，费用结构的优化与规模效应正成为利润修复的内生支撑。

图 53：2024 年房产经纪企业期间费用率水平



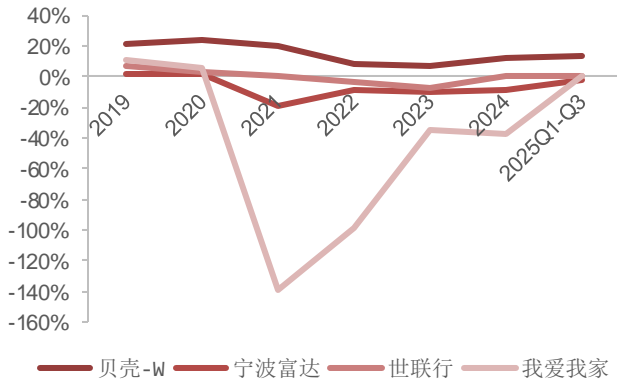
数据来源：ifind，西南证券整理

图 54：公司销售费用率、管理费用率及期间费用率

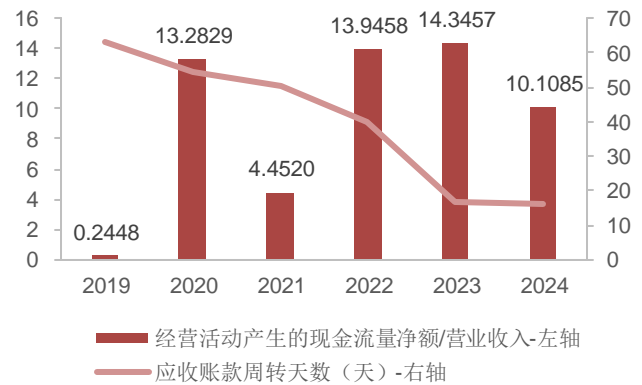


数据来源：ifind，西南证券整理

净利率有望触底，极具恢复弹性。贝壳的龙头效应凸显，盈利质量稳定，公司净利率保持行业前列且穿越周期波动较小，在行业下行阶段仍保持正向盈利与可持续现金创造，经营现金流长期为正，应收账款周转期缩短至约 16 天，稳健性与抗波动能力优于同行业其他公司。同时，公司以多元业务结构增强韧性，2025 年第三季度家装与租赁在城市层面实现盈利，削弱单一交易周期对利润的冲击。未来，伴随着租赁与家装业务规模化，将提供利润增长第二曲线。

图 55：房产经纪企业销售净利率水平


数据来源: ifind, 西南证券整理

图 56：公司现金流与应收账款周转情况


数据来源: ifind, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：在开发商去化压力下，渠道分销渗透率与佣金率持续抬升。而贝壳作为房地产开发企业的首选合作伙伴，拥有广泛的线下布局以及对当地市场的洞察，市占率有望进一步增长。假设 2025-2027 年，公司新房交易服务收入同比增长 2.0%、2.0%、2.0%；贡献利润率受人力成本增加影响，预计分别为 24.00%、23.50%、23.00%。

假设 2：二手房在整体住宅交易中的占比正持续抬升，随着贝壳 AI 赋能提效，存量房业务将由规模驱动转化为效率驱动。假设 2025-2027 年，现有房屋交易服务收入同比分别增长 3.0%、5.0%、7.0%；贡献利润率维持在 43.00%。

假设 3：家装业务受益于经纪业务的天然导流，将向多城市推广。假设 2025-2027 年，家居装修业务收入同比分别增长 20.0%、15.0%、12.0%；贡献利润率随着规模效应显现逐步提升至 32.0%、32.5%、33.0%。

假设 4：租赁业务规模的快速增长，已初步实现盈利。伴随在管房源规模快速提升，AI 应用从试点城市向其他城市复制，公司租赁业务有望实现效率跃升。假设 2025-2027 年，租赁业务收入同比分别增长 55.0%、25.0%、20.0%；贡献利润率随着规模效应显现逐步提升至 6.0%、7.0%、8.0%。

假设 5: 假设 2025-2027 年, 新兴业务收入同比分别增长 2.0%、2.0%、2.0%; 贡献利润率维持 86.0%。

假设 6: 公司毛利率是在贡献利润率基础上进一步扣除门店等平台基础设施和其他无法直接归属单项业务的成本后的更严格盈利能力指标, 二者走势大体一致。假设 2025-2027 年, 公司毛利率分别为 23%、22.5%、22%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入

单位: 亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
新房交易服务	收入	336.53	343.26	350.13	357.13
	yoy	10.07%	2.00%	2.00%	2.00%
	贡献利润率	24.80%	24.00%	23.50%	23.00%
现有房屋交易服务	收入	282.01	290.47	304.99	326.34
	yoy	0.88%	3.00%	5.00%	7.00%
	贡献利润率	43.20%	43.00%	43.00%	43.00%
家居装修	收入	147.69	177.23	203.81	228.27
	yoy	36.11%	20.00%	15.00%	12.00%
	贡献利润率	30.70%	32.00%	32.50%	33.00%
房屋租赁服务	收入	143.34	222.18	277.73	333.28
	yoy	/	55.00%	25.00%	20.00%
	贡献利润率	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
新兴业务	收入	25.00	25.50	26.01	26.53
	yoy	-70.23%	2.00%	2.00%	2.00%
	贡献利润率	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%
合计	收入	934.58	1058.64	1162.67	1271.55
	yoy	20.16%	13.28%	9.83%	9.36%
	贡献利润率	29.89%	28.27%	27.65%	27.31%
	毛利率	24.6%	23%	22.50%	22%

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 相对估值

公司是中国最大的房产交易和服务平台, 也是全球前三大商业平台之一, 拥有超过 23 年的运营经验。此处选取同属房地产经纪赛道的我爱我家、互联网平台美团、阿里巴巴作为可比公司, 这三家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 32 倍、45 倍、22 倍。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1058.6/1162.7/1271.5 亿元, 归母净利润分别为 34.9/45.2/55.0 亿元, CAGR 为 10.6%, 对应 PE 为 41/32/26 倍。公司新房经纪业务市占率有望逆市增长, 存量房经纪业务受益于二手房交易占比抬升, AI 赋能提效, 由规模驱动转化为效率驱动; 租赁与家装业务均已实现盈利, 规模化效应持续提升, 打造第二增长曲线。给予 2026 年 38 倍 PE, 按照 0.89:1 的汇率, 对应目标价 55.08 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
000560.SZ	我爱我家	73.73	2.98	0.03	0.07	0.09	0.11	99.33	42.57	33.11	27.09
3690.HK	美团-W	5,772.89	94.46	5.66	-3.15	1.22	5.37	16.69	(29.99)	77.42	17.59
9988.HK	阿里巴巴-W	26,511.06	138.81	3.91	6.7	5.59	6.92	35.50	20.72	24.83	20.06
平均值								50.51	31.64	45.12	21.58
2423.HK	贝壳-W	1,428.84	40.75	1.19	1.00	1.29	1.57	34.24	40.93	31.58	25.99

数据来源：Wind，西南证券整理。*数据截至 2026/1/12，PE 平均值已剔除负值计算

6.3 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.76；
- 3) 税率：保持 30% 稳定税率；
- 4) 无风险利率 R_f 为十年期国债收益率 1.84%；市场的预期收益率 R_m 选取 10 年道琼斯工业指数平均收益与 10 年恒生指数平均收益的加权平均值 7.21%。

表 4：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10.00%
永续期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	1.84%
市场组合报酬率 R_m	7.21%
有效税率 T_x	30.00%
β 系数	1.76
债务资本成本 K_d	3.50%
债务资本比重 W_d	0.19%
股权资本成本 K_e	11.29%
WACC	11.27%

数据来源：西南证券

表 5：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)
核心企业价值	1769.32
净债务价值	(8.94)
股票价值	1760.38
每股价值 (CNY)	50.21

数据来源：西南证券

表 6: FCFF 敏感性分析

WACC \ 永续增长率	9.77%	10.27%	10.77%	11.27%	11.77%	12.27%	12.77%
0.50%	53.64	51.04	48.70	46.59	44.66	42.91	41.31
1.00%	55.26	52.45	49.94	47.68	45.63	43.77	42.07
1.50%	57.09	54.03	51.31	48.88	46.68	44.70	42.90
2.00%	59.15	55.80	52.84	50.21	47.85	45.72	43.80
2.50%	61.49	57.80	54.56	51.69	49.14	46.85	44.80
3.00%	64.18	60.07	56.49	53.35	50.58	48.10	45.89
3.50%	67.30	62.67	58.69	55.23	52.19	49.50	47.10

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 50.21 元, 按 0.89: 1 的汇率对应为 56.42 港元。由于贝壳属于轻资产平台型公司, 盈利模式、资产结构与传统重资产企业差异明显, 采用绝对估值方法难以准确反映其业务价值和成长空间, 故不采用绝对估值。

7 风险提示

1) 宏观经济波动风险: 宏观经济运行存在不确定性, 若经济走势或稳增长政策效果不及预期, 将压制房地产交易活跃度与消费者信心, 进而影响贝壳各条线的规模扩张与盈利修复节奏。

2) 下游需求或不及预期风险: 尽管稳楼市政策持续推进, 但需求恢复节奏仍存不确定性; 若成交量难以企稳或边际走弱, 二手、新房交易及由此延伸的家装与租赁转化将承压, 影响公司营收与利润兑现。

3) 佣金率下调与平台监管风险: 房地产经纪服务属民生领域, 若监管对平台佣金进行规范或行业竞争推动佣金率下行, 在交易规模难以快速提升时, 公司营收与盈利空间可能被压缩。

4) 房地产市场波动风险: 若新房销售边际走弱或去化周期拉长、二手房价格持续回调, 交易规模收缩将直接影响公司交易类收入与分部贡献利润率表现。

5) 新业务拓展不及预期风险: 家装家居、房屋租赁等新赛道业务对客户响应、并购整合与复制效率敏感, 若推进节奏或盈利改善不达预期, 将拖累利润释放与第二增长曲线的稳健性。

6) 负面舆情与服务纠纷风险: 若发生交易纠纷或负面舆情事件, 可能削弱用户与合作方信任, 扰动业务开展与市场情绪, 阶段性影响公司业绩与估值表现。

7) 数据安全与信息合规风险: 作为居住服务平台, 数据安全与合规要求持续提升, 若发生数据安全或信息合规事件, 可能带来法律与声誉风险并影响业务连续性。

附：财务报表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	766	888	963	1,043	营业收入	935	1,059	1,163	1,272
现金	114	240	307	378	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	55	62	68	74	营业成本	705	815	901	992
存货	0	0	0	0	销售费用	78	88	90	92
其他	597	586	589	592	管理费用	90	101	105	108
非流动资产	565	502	492	484	研发费用	23	26	29	32
固定资产	24	21	19	18	财务费用	-13	-2	-5	-6
无形资产	290	267	259	251	除税前溢利	69	47	60	73
其他	251	215	215	215	所得税	28	12	15	18
资产总计	1,331	1,390	1,456	1,527	净利润	41	35	45	55
流动负债	527	580	635	692	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	3	6	4	2	归属母公司净利润	41	35	45	55
应付账款及票据	95	104	115	127	EBIT	56	44	56	67
其他	430	469	515	563	EBITDA	66	54	65	76
非流动负债	90	87	88	88	EPS (元)	1.19	1.00	1.29	1.57
长期债务	0	1	2	2					
其他	90	86	86	86	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	617	667	722	780	成长能力				
普通股股本	0	0	0	0	营业收入	20.16%	13.28%	9.83%	9.36%
储备	717	725	736	749	归属母公司净利润	-30.91%	-14.13%	29.63%	21.49%
归属母公司股东权益	713	722	732	745	获利能力				
少数股东权益	1	1	1	1	毛利率	24.55%	23.00%	22.50%	22.00%
股东权益合计	714	723	734	747	销售净利率	4.35%	3.30%	3.89%	4.32%
负债和股东权益	1,331	1,390	1,456	1,527	ROE	5.70%	4.84%	6.18%	7.38%
					ROIC	4.64%	4.56%	5.66%	6.73%
					偿债能力				
现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	46.34%	47.99%	49.61%	51.10%
经营活动现金流	94	51	71	81	净负债比率	-15.61%	-32.12%	-41.03%	-50.02%
净利润	41	35	45	55	流动比率	1.45	1.53	1.52	1.51
少数股东权益	0	0	0	0	速动比率	1.28	1.36	1.34	1.33
折旧摊销	10	10	9	9	营运能力				
营运资金变动及其他	44	6	17	17	总资产周转率	0.74	0.78	0.82	0.85
投资活动现金流	-94	96	32	34	应收账款周转率	21.55	18.14	17.95	17.91
资本支出	-10	17	0	0	应付账款周转率	8.91	8.19	8.22	8.20
其他投资	-83	79	32	34	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-58	-22	-37	-44	每股收益	1.19	1.00	1.29	1.57
借款增加	0	5	-2	-2	每股经营现金流	2.61	1.46	2.03	2.30
普通股增加	-51	0	0	0	每股净资产	19.68	20.58	20.89	21.26
已付股利	-28	-27	-35	-42	估值比率				
其他	21	0	0	0	P/E	35.45	40.50	31.24	25.71
现金净增加额	147	126	67	71	P/B	2.14	1.96	1.93	1.90
					EV/EBITDA	21.41	21.75	17.11	13.63

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
