

【广发地产 & 海外】贝壳 -W(02423.HK)/贝壳(BEKE) —洞见贝壳 系列二

如何看待 26 年市场环境下贝壳的业绩弹性

核心观点:

- **二手市场量价稳定,对贝壳业绩表现具备正面影响。**26 年开年二手认购成交明显回弹,1 月前 18 天贝壳 79 城二手认购套数同比+33%,剔除贝壳市占增长因素,当前成交对应年化二手交易量 8.6 亿平,较 25 年上升 24%,与 24Q4 年化 8.4 亿平相当,26 年“小阳春”概率加大。
- **存量成本提升影响,25 年业绩承压。**据测算,贝壳 25E 存量房 GTV 2.1 万亿元,同比-6%,25Q4E 4323 亿元,同比-42%。更新 25E 经调归母净利 55 亿元,同比-24%,25Q4E 经调归母净利 10 亿元,同比-26%。
- **布局核心有弹性,市占稳增防御性强。**贝壳存量房业务 GTV 一二线占比长期 80%+,北上成杭 25 年贡献 37%,扎根核心,贝壳充分享受上行期核心城市的市场弹性。且无论市场环境如何,贝壳市占始终稳增,25 年市占 32%,仍增长 1pct,未来在高市占核心城市成交占比提升、及大量低市占城市市占拓展带动下,市占仍有提升空间,防御性强。
- **盈利预测与投资建议:降本增效及市场改善推动,26 年业绩置信度高。**我们进行三种情景下的 26 年业绩敏感性分析,同时根据结果采用广义现金+剔利息利润*经调 PE 方法给予估值,参考主流互联网平台,给予贝壳 26 年 18x 经调 PE。按中性情景对应 1824 亿元人民币总合理价值,对应港股 58.37 港元/股、美股 22.45 美元/股,维持“买入”评级。
乐观情景:二手量+15%,价格持平,交易额+15%,市占+2pct,对应 26E 经调归母净利 87 亿元,同比+59%,经调归母净利率 8.7%;
中性情景:二手量+5%,价格-5%,交易额持平,市占+1pct,对应 26E 经调归母净利 73 亿元,同比+33%,经调归母净利率 7.7%;
悲观情景:二手量-4%,价格-10%,交易额-14%,市占持平,对应 26E 经调归母净利 60 亿元,同比+10%,经调归母净利率 6.7%。
- **风险提示。**市场规模不及预期,各条线市占不及预期,费用超预期等。

盈利预测 (货币单位如无特别说明均为人民币):

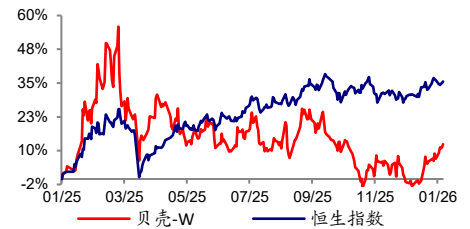
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	77,777	93,457	94,308	95,240	104,660
增长率 (%)	28%	20%	1%	1%	10%
EBITDA (百万元)	8,023	6,622	4,448	6,913	9,257
归母净利润 (百万元)	5,883	4,065	3,407	5,304	7,124
增长率 (%)	-524%	-31%	-16%	56%	34%
EPS (元/股)	1.6	1.1	1.0	1.5	2.0
市盈率 (x)	24.6	37.9	43.7	28.1	20.9

数据来源:公司财报,广发证券发展研究中心;注:港元汇率 0.90,美元汇率 6.99

识别风险,发现价值

公司评级	买入-H/买入-美股
当前价格	47.64 港元/18.22 美元
合理价值	58.37 港元/22.45 美元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-01-25

相对市场表现



分析师:



郭镇
SAC 执证号: S0260514080003
SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:



李怡慧
SAC 执证号: S0260524040001
SFC CE No. BVI219



021-38003636



liyihui@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发地产&海外】贝壳 -W(02423.HK)/贝壳(BEKE): 成本降压,利润率略超预期 2025-11-12
- 【广发地产&海外】贝壳-W (02423.HK)/贝壳 (BEKE.N):业绩符合预期,回购提档超预期 2025-09-09
- 【广发地产&海外】贝壳 -W(02423.HK)/贝壳(BEKE) 一洞见贝壳 系列一:股权激励管控有序,股东回报稳健可持续 2025-06-11

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、二手房市场量价稳定，对贝壳业绩表现具备正面影响	4
二、布局核心有弹性，市占稳增防御性强	5
（一）长期增强链家运营能力考虑下，存量成本增长影响 25 年业绩释放	5
（二）贝壳存量房业务 GTV 分拆：一二线贡献 80%+，市场弹性强	7
（三）贝壳存量房业务市占表现：市占稳定增长，市场防御性强	10
三、贝壳业绩敏感性分析及估值	12
四、风险提示	16
（一）二手房市场规模及市占拓展不及预期	16
（二）新房市场恢复不及预期	16
（三）家装家居业务市占拓展不及预期	16
（四）运营费用投入超预期	16
五、附录	17

图表索引

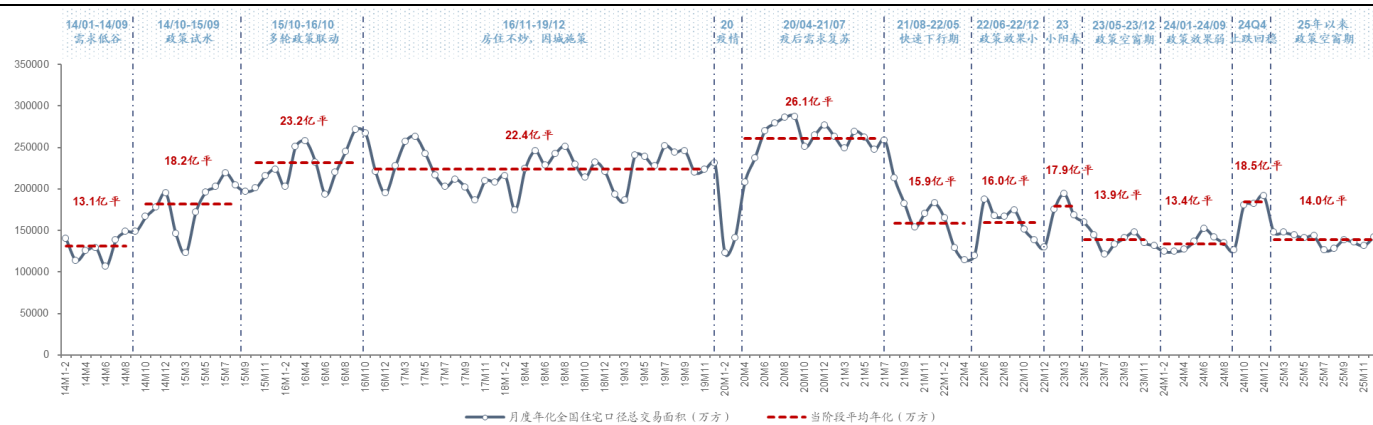
图 1: 月度年化住宅总交易面积 (万方) —剔除 24Q4 政策效应影响, 25 年 14 亿平较 24M1-9 低谷回弹 5%.....	4
图 2: 全国住宅总交易量及同比.....	4
图 3: 全国二手住宅交易占比.....	4
图 4: 月度年化全国二手住宅成交面积 (万方) —26 年开年高频数据年化二手交易量 8.6 亿平, 较 25 年上升 24%.....	5
图 5: 11 城样本二手成交面积占比 —25 年二手成交面积占比 57%, 26 年 1 月前 18 天跳升至 64%.....	5
图 6: 贝壳存量房 GTV 及样本测算 GTV —规模相当.....	6
图 7: 贝壳及样本 GTV 增速 —历史增速高度拟合.....	6
图 8: 25 年贝壳存量房业务 GTV 推算.....	6
图 9: 季度存量房业务 GTV 预测.....	6
图 10: 贝壳 25 年经调归母净利润预测.....	6
图 11: 贝壳 25Q4 经调归母净利润预测.....	6
图 12: 贝壳年度存量房业务固定成本及贡献利润率.....	7
图 13: 贝壳季度存量房业务固定成本 (亿元).....	7
图 14: 链家门店数量 (家).....	7
图 15: 链家经纪人数量 (名).....	7
图 16: 贝壳 25 年存量房 GTV 城市分布 —聚焦核心, 北上成杭四城贡献约 37% 的存量房 GTV.....	8
图 17: 贝壳 25 年存量房业务 GTV (亿元) 分线结构.....	8
图 18: 贝壳存量房业务 GTV 分线结构历史变化.....	8
图 19: 贝壳存量房业务 GTV 总体及分线增速.....	9
图 20: 贝壳存量房业务分线 GTV 增速贡献.....	9
图 21: 贝壳 25 年存量房 GTV (亿元) 北上成杭占比.....	10
图 22: 贝壳存量房业务 GTV 北上成杭占比变化.....	10
图 23: 贝壳存量房业务市占.....	10
图 24: 贝壳布局城市市占情况.....	11
图 25: 贝壳存量房业务分线市占.....	12
图 26: 核心城市二手房成交金额占全国比重.....	12
图 27: 26 年二手交易额分情景预测.....	13
图 28: 贝壳业绩敏感性分析主要假设.....	14
图 29: 贝壳 non-GAAP 归母净利润预测结果.....	14
表 1: 贝壳重点城存量房业务市占表现.....	11
表 2: 贝壳盈利预测敏感性分析.....	14
表 3: 贝壳估值指标比较 (截至 26 年 1 月 23 日).....	15
表 4: 贝壳合理价值 (截至 26 年 1 月 23 日).....	16
表 5: 贝壳平台存量房业务 GTV 测算明细 (单位: 亿元人民币).....	17

一、二手市场量价稳定，对贝壳业绩表现具备正面影响

2025年开始，全国总交易量出现企稳迹象，25年住宅交易总量为14.0亿平米，同比-5%，如果剔除24Q4政策效应影响，25年的住宅总交易量较24年1-9月的13.4亿平回弹5%，在25年政策空窗期的情况下，住宅总交易量仍较稳定。

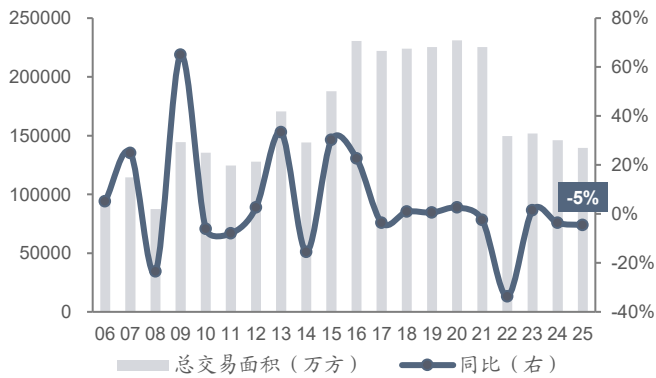
目前二手成交对交易量支撑较多，25年14亿平住宅交易量中二手占比47%，较24年提升3pct，二手房交易占比已经连续4年回升。

图 1：月度年化住宅总交易面积（万方）—剔除24Q4政策效应影响，25年14亿平较24M1-9低谷回弹5%



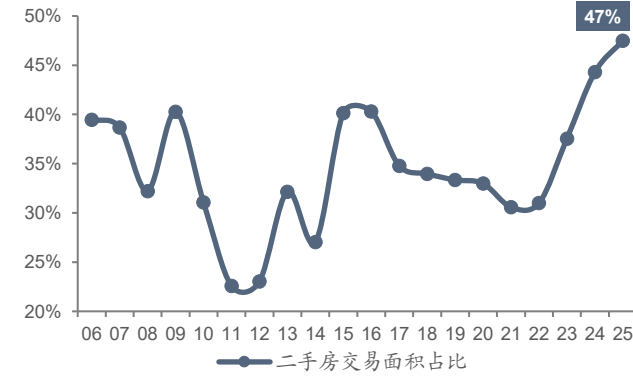
数据来源：Wind，贝壳研究院，统计局，广发证券发展研究中心

图 2：全国住宅总交易量及同比



数据来源：Wind，贝壳研究院，统计局，广发证券发展研究中心

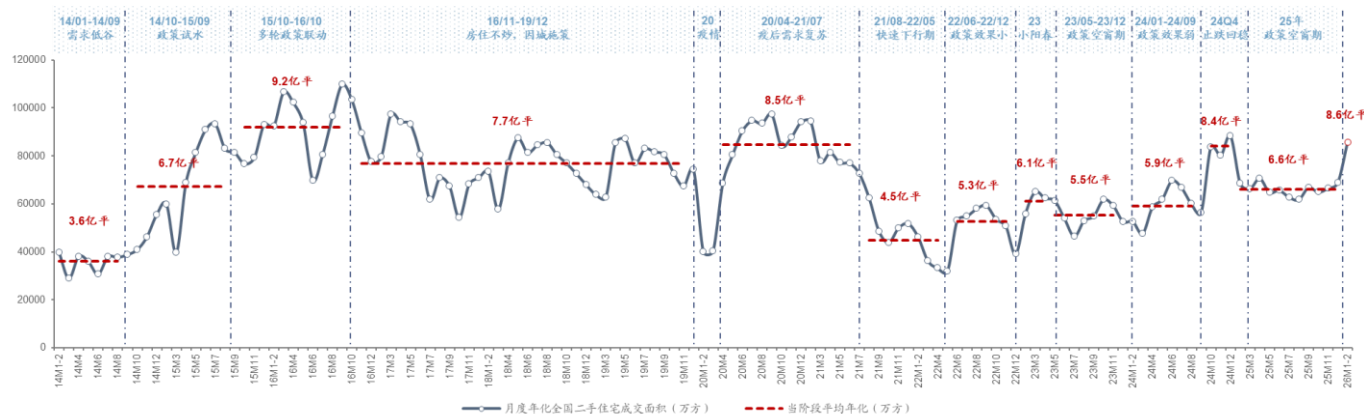
图 3：全国二手住宅交易占比



数据来源：Wind，贝壳研究院，统计局，广发证券发展研究中心

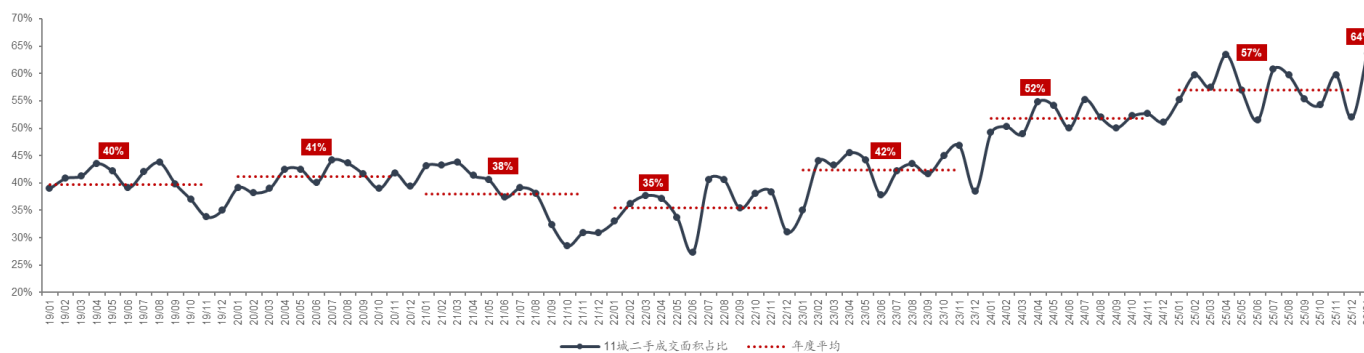
2026年开年二手房认购成交数据明显回弹，1月前18天贝壳79城二手房认购套数同比+32.9%，二手房交易占比进一步提升，11城样本二手成交面积占比26年1月前18天跳升至64%，较25年提升7pct。若剔除贝壳市占增长因素，当前成交对应年化二手交易量8.6亿平，较25年上升24%，与24Q4年化交易量8.4亿平相当，26年“小阳春”概率加大。

图 4: 月度年化全国二手住宅成交面积 (万方) — 26年开年高频数据年化二手交易量8.6亿平, 较25年上升24%



数据来源: Wind, 贝壳研究院, 统计局, 广发证券发展研究中心

图 5: 11城样本二手成交面积占比 — 25年二手成交面积占比57%, 26年1月前18天跳升至64%



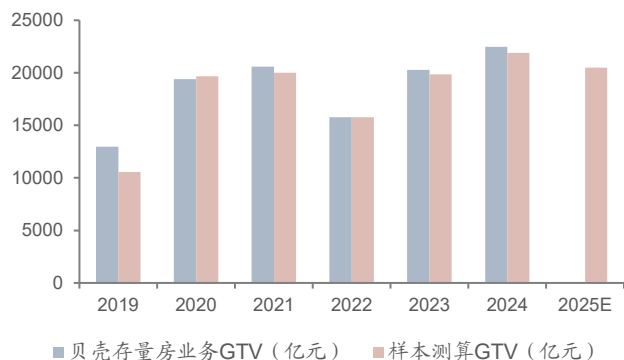
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、布局核心有弹性, 市占稳增防御性强

(一) 长期增强链家运营能力考虑下, 存量成本增长影响 25 年业绩释放

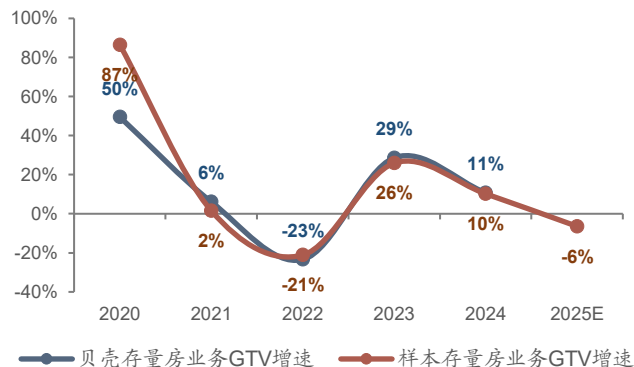
在考虑26年市场新变化之前, 我们先来回顾25年的整体情况。根据贝壳平台成交房源信息推算, 贝壳25年存量房业务GTV预计为2.1万亿元, 同比-6%, 对应25Q4存量房业务GTV预计为4323亿元, 同比-42%。

图 6: 贝壳存量房GTV及样本测算GTV—规模相当



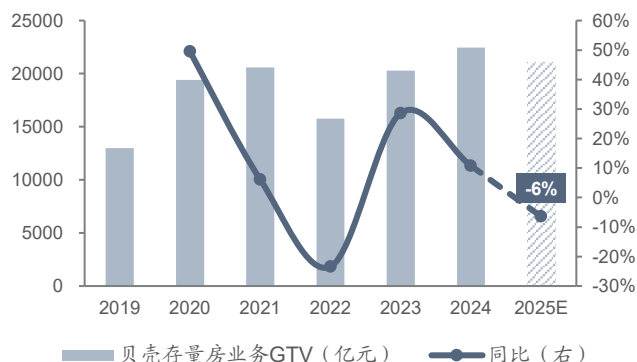
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 贝壳及样本GTV增速—历史增速高度拟合



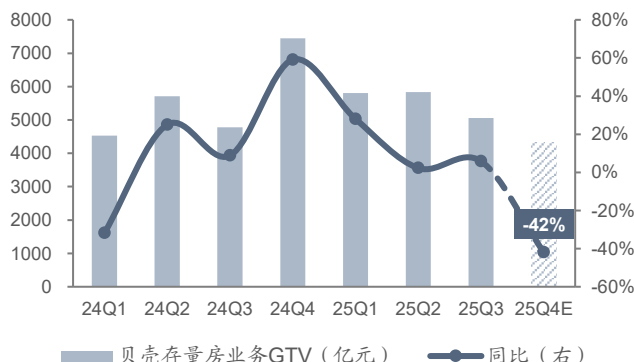
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 25年贝壳存量房业务GTV推算



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

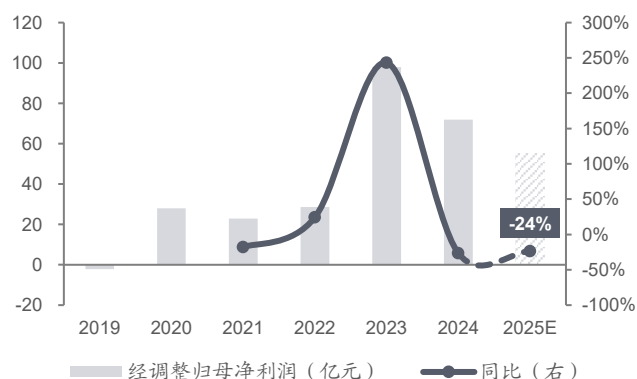
图 9: 季度存量房业务GTV预测



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

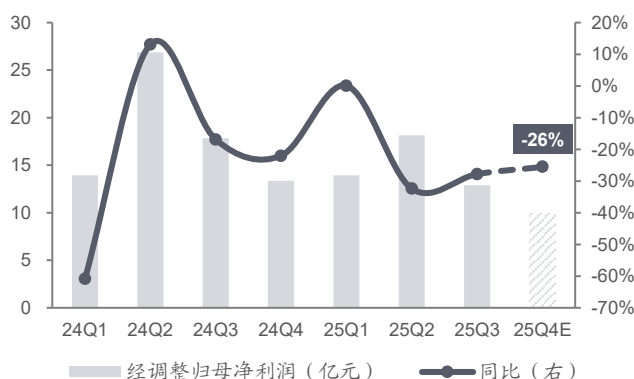
将25年更新的存量房GTV预测结果代入我们的业绩测算模型, 更新25年预计经调归母净利润为55亿元, 同比下滑24%, 25Q4预计经调归母净利润10亿元, 同比-26%。

图 10: 贝壳25年经调归母净利润预测



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 11: 贝壳25Q4经调归母净利润预测



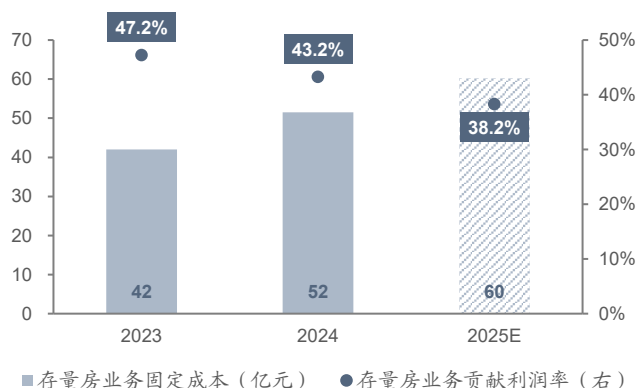
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

贝壳25年业绩表现弱, 主要为24年至25Q1链家扩张战略带来成本增加的影响。为了增加贝壳自营品牌链家长期运营能力, 贝壳在24Q1-25Q1持续扩张链家门店及链家经纪人数量, 25Q1末链家门店数量5679家, 较23年末增加320家, 链家经纪人

数量12.1万人，较23年末增加2.0万人。链家扩张带来存量房业务固定成本的增加，24年、25年存量房业务固定成本52亿元、60亿元，而23年扩张前为42亿元，每年增加约10亿元，拖累了整体业绩释放。

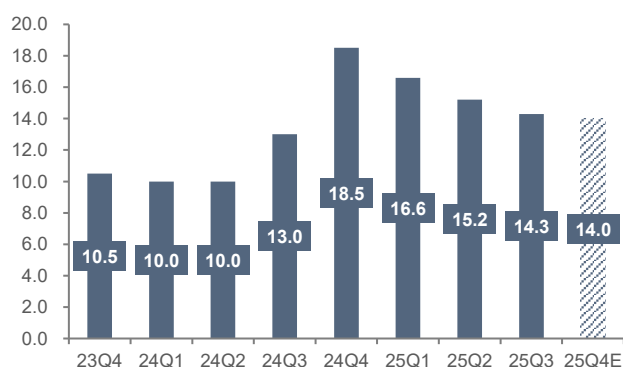
25Q2开始贝壳已经开始积极实行降本增效战略，收缩链家基础设施成本。截至25Q3，链家门店数量已经降至5183家，较25Q1减少496家，为22年以来最低水平，链家经纪人数量已经降至10.3万人，较25Q1减少1.8万人。降本增效效果明显，25Q2开始，存量房业务固定成本逐季下降约1亿元，贝壳降本增效仍在持续推进，预计在26年存量房业务固定成本至少可以节降4亿元，减少业绩释放的阻碍。

图 12: 贝壳年度存量房业务固定成本及贡献利润率



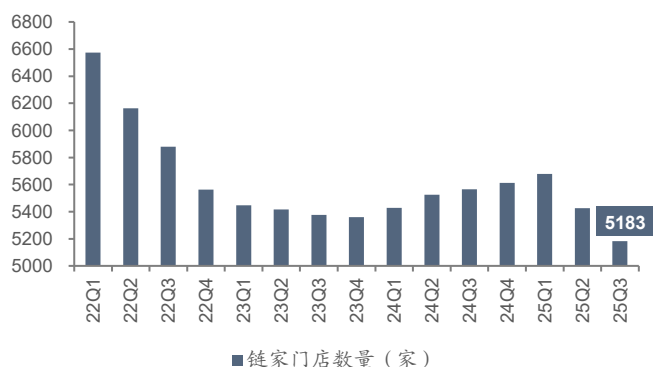
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 贝壳季度存量房业务固定成本 (亿元)



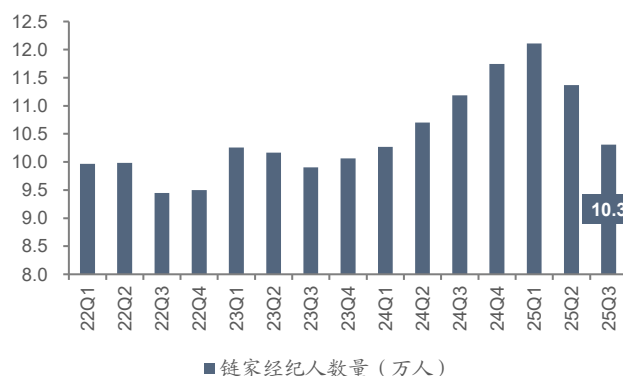
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 链家门店数量 (家)



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 链家经纪人数量 (名)

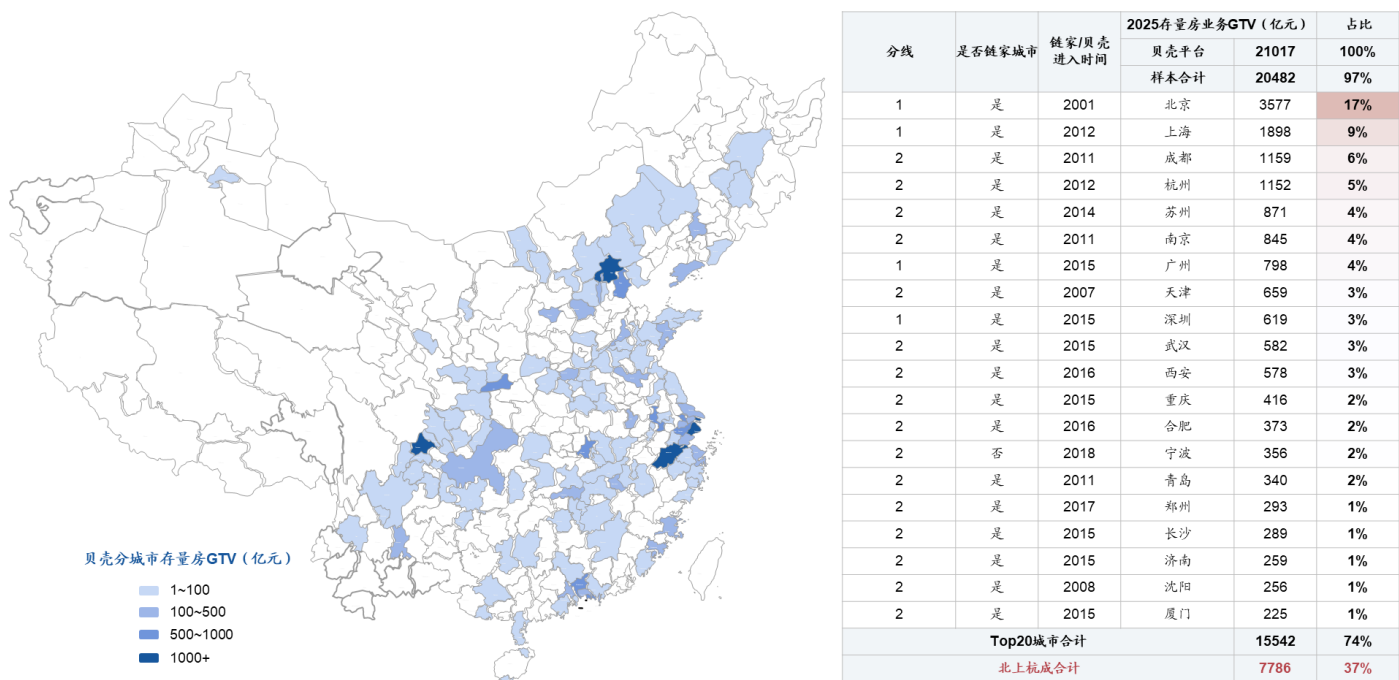


数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

(二) 贝壳存量房业务 GTV 分拆: 一二线贡献 80%+, 市场弹性强

根据贝壳平台成交信息推算, 我们共获取2.0万亿元贝壳GTV样本, 占总存量房业务GTV的比例约为97%。根据贝壳找房APP信息, 贝壳布局180+城市, 覆盖中国绝大多数主流城市, 其中我们共获取了140个城市样本, 包括4个一线城市、32个二线城市、104个三四线城市, 从地图分布来看, 以北京为核心, 贝壳覆盖中东部大部分城市。

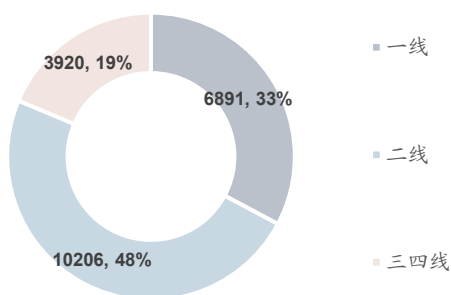
图 16: 贝壳25年存量房GTV城市分布—聚焦核心，北上成杭四城贡献约37%的存量房GTV



数据来源: 贝壳 APP, 中指院, 广发证券发展研究中心

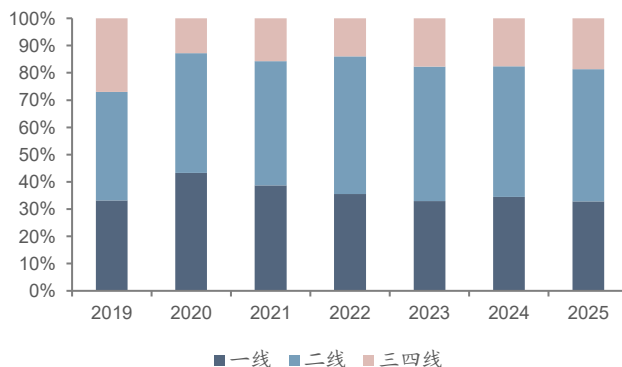
从分线结构来看, 贝壳存量房业务GTV绝大部分由核心一二线贡献, 25年2.1万亿元存量房业务GTV中, 一线、二线、三四线贡献占比分别为33%、48%、19%, 一二线存量房业务GTV合计贡献占比长期维持在80%以上。扎根核心城市, 贝壳将充分享受市场上行期核心城市的二手市场弹性。

图 17: 贝壳25年存量房业务GTV (亿元) 分线结构



数据来源: 贝壳 APP, 中指院, 广发证券发展研究中心

图 18: 贝壳存量房业务GTV分线结构历史变化



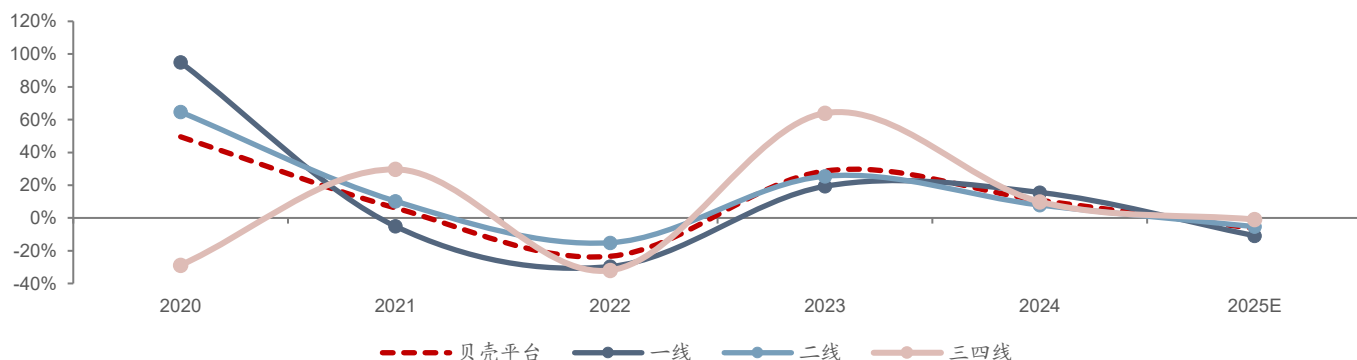
数据来源: 贝壳 APP, 中指院, 广发证券发展研究中心

从分线城市的GTV增速贡献来看, 依靠规模效应, 23-24年贝壳存量房业务GTV增速主要由一二线城市贡献。25年贝壳平台存量房业务GTV同比-6%, 一线、二线、三四线分别-11%、-5%、-1%, 25年一线及核心城市的价格补跌对贝壳存量房业务GTV产生一定拖累。

三四线市场虽然近几年表现较差, 但贝壳依靠在三四线的不断市占拓展, 取得了不错的GTV增速表现, 23-25年三四线城市存量房业务GTV增速分别为9%、2%、

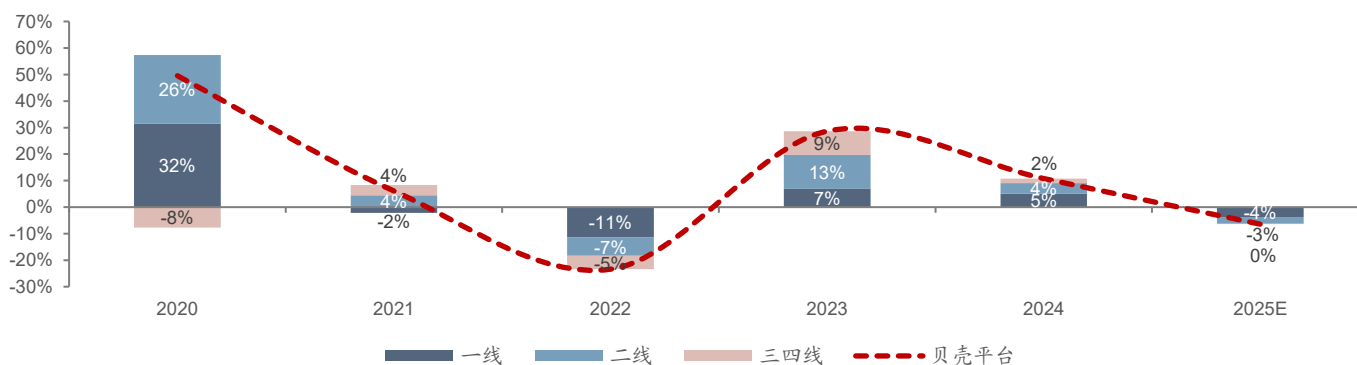
持平。从三四线小样本市场贝壳的表现来看，贝壳自身的经营能力，足以抵御下行时期市场的波动，依靠市占拓展，贝壳在下跌市场也能取得增量表现。

图 19：贝壳存量房业务GTV总体及分线增速



数据来源：贝壳 APP，中指院，广发证券发展研究中心

图 20：贝壳存量房业务分线GTV增速贡献

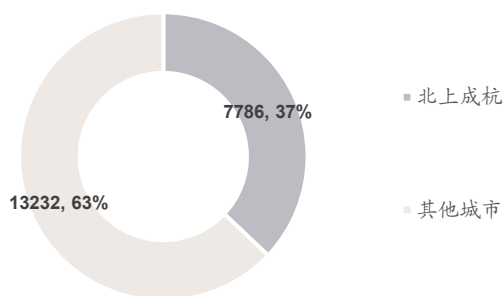


数据来源：贝壳 APP，中指院，广发证券发展研究中心

具体城市来看，北京为贝壳绝对的核心大本营，北京25年存量房业务GTV估算为3577亿元，接近第二名城市上海的2倍，贡献占比达到17%。贝壳共有4个存量房业务GTV在1000亿元以上的城市，除北京外还有上海、成都、杭州，25年存量房业务GTV分别为1898亿元、1159亿元、1152亿元。北上杭成四个核心城市25年对贝壳GTV的合计贡献占比为37%，23年以来保持相对稳定。

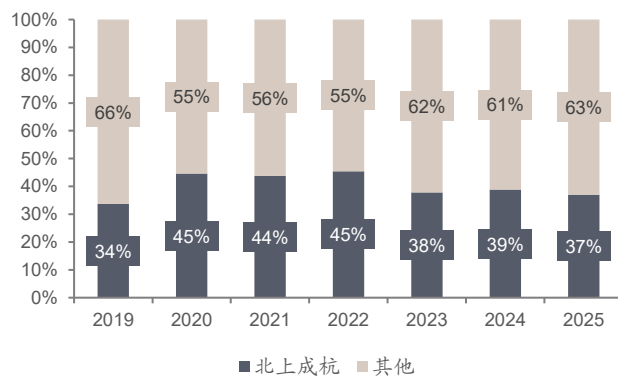
除千亿GTV以上城市，贝壳还有7个500-1000亿元GTV体量城市，包括苏州、南京、广州、天津、深圳、武汉、西安。这些核心城市在26年开年市场复苏的环境下，复苏弹性最大，将较好的转化为贝壳的经营弹性。

图 21: 贝壳25年存量房GTV (亿元) 北上成杭占比



数据来源: 贝壳 APP, 中指院, 广发证券发展研究中心

图 22: 贝壳存量房业务GTV北上成杭占比变化

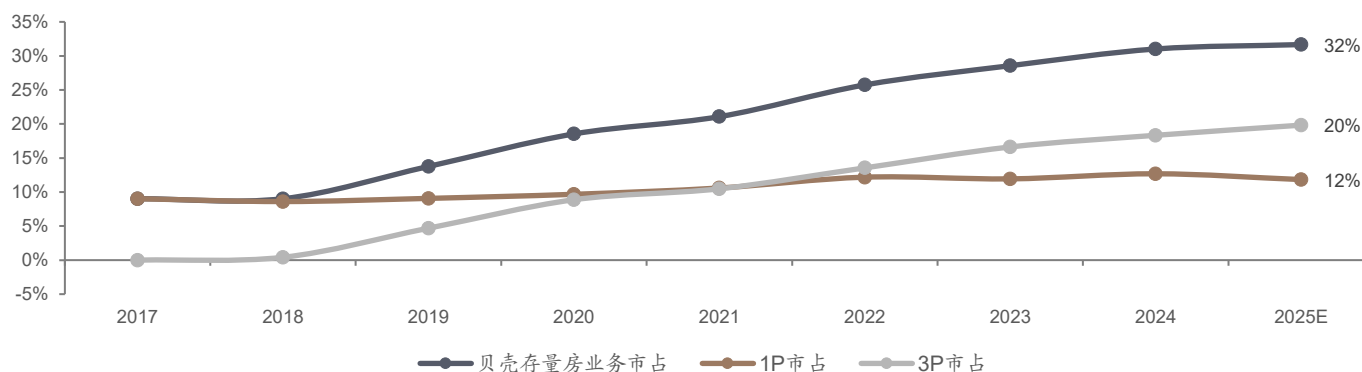


数据来源: 贝壳 APP, 中指院, 广发证券发展研究中心

(三) 贝壳存量房业务市占表现: 市占稳定增长, 市场防御性强

贝壳存量房业务市占仍保持稳定增长, 25年测算市占32%, 较24年提升1pct, 其中链家受到降本增效影响, 市占略降0.8pct至12%, 3p市占20%, 较24年提升1.5pct。贝壳平台18年成立以来, 无论市场环境如何, 市占始终保持增长, 平台抵御市场下行的能力较强。

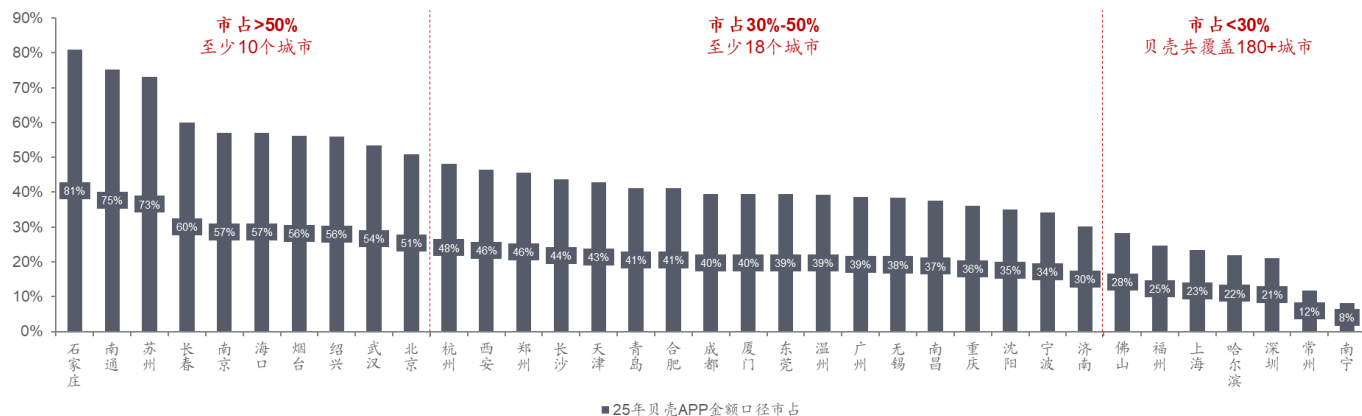
图 23: 贝壳存量房业务市占



数据来源: Wind, 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

分城市市占来看, 目前贝壳平台至少在10个城市做到50%以上市占, 至少在18个城市做到30%-50%市占。这些城市既有强链家的城市如北京、西安、成都等城市, 依靠早年链家经验实现稳定布局, 贝壳全平台城市市占稳定在40%-50%以上水平; 也有“白手起家”、单纯依靠贝壳平台工具打下市场的城市, 如南通、宁波等, 在南通这种三线市场, 虽然早年链家并未布局线下门店, 但依靠贝壳平台的合作属性与流量效应, 目前贝壳全平台交易额占市场比例约为75%, 不同经纪品牌在贝壳平台上实现合作共赢。

图 24: 贝壳布局城市市占情况



数据来源: 贝壳 APP, 中指院, 广发证券发展研究中心; 注: 市占口径较多, 仅供参考

25年贝壳存量房业务GTV排名前20的城市平均市占为39%, 在相对高的市占情况下, Top20城市中仍有14个城市在25年实现了市占增长, 贝壳在苏州、南京、青岛、合肥、长沙等核心二线城市单年市占实现了5pct以上的涨幅, 在25年较弱的市场环境, 贝壳平台依然可以依靠合作, 实现市占的增长。

表1: 贝壳重点城存量房业务市占表现

城市	分线	贝壳存量房业务市占率			2025年市占率变化
		2023	2024	2025	
北京	1	44%	50%	51%	1%
广州	1	34%	39%	39%	-1%
上海	1	24%	26%	23%	-3%
深圳	1	23%	23%	21%	-2%
苏州	2	54%	61%	73%	12%
南京	2	35%	49%	57%	8%
武汉	2	37%	53%	54%	1%
杭州	2	45%	51%	48%	-3%
西安	2	38%	45%	46%	2%
郑州	2	37%	40%	46%	5%
长沙	2	36%	38%	44%	6%
天津	2	35%	40%	43%	3%
青岛	2	27%	34%	41%	7%
合肥	2	36%	35%	41%	7%
成都	2	39%	43%	40%	-3%
厦门	2	20%	36%	40%	3%
重庆	2	28%	31%	36%	5%
沈阳	2	38%	37%	35%	-2%
宁波	2	22%	30%	34%	4%
济南	2	28%	26%	30%	4%
	一线	33%	36%	34%	-1%
	主要二线	36%	42%	45%	3%

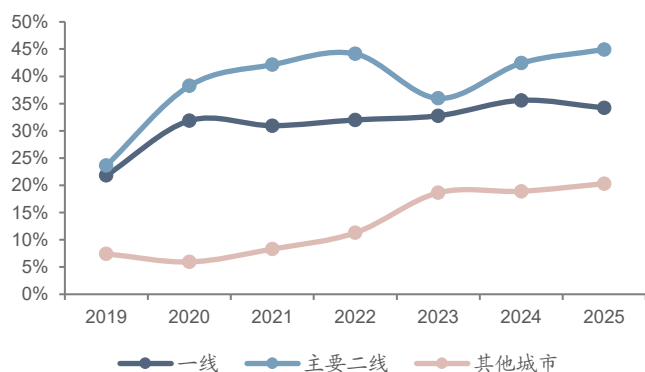
	其他城市	19%	19%	20%	1%
贝壳平台合计		29%	31%	32%	1%

数据来源：贝壳 APP，中指院，广发证券发展研究中心；注：市占口径较多，仅供参考

25年一线、主要二线及其他城市的平均市占分别为34%、45%、20%，一线在竞争较激烈的情况下市占保持相对稳定，二线城市市占稳中有进，样本二线城市25年市占增长3pct，其他城市在目前平均市占仅为20%，与全国平均32%、重点城市50%以上的市占相比，仍有较大的拓展空间。

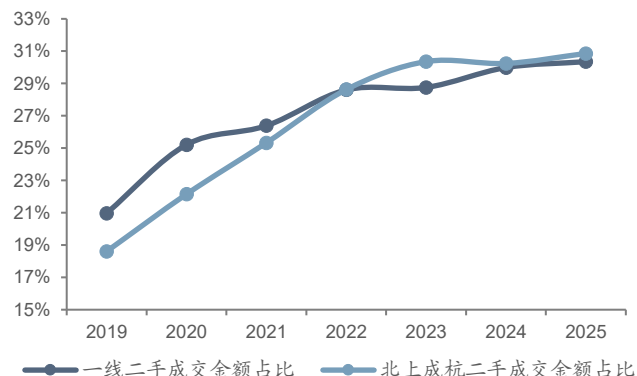
我们理解，未来贝壳市占仍有增长空间。一方面，贝壳稳定高市占布局的核心城市，在目前市场量价复苏的环境下，市场弹性将是最大的，核心城市交易额占比的提高本身会拉升贝壳的平均市占水平；另一方面，贝壳除了GTV前20的城市外，其他城市的平均市占仅为20%，大量贝壳新拓城市市占只有个位数水平，这些城市的市占增长也将推动整体市占的增长。

图 25：贝壳存量房业务分线市占



数据来源：贝壳 APP，中指院，广发证券发展研究中心

图 26：核心城市二手房成交金额占全国比重

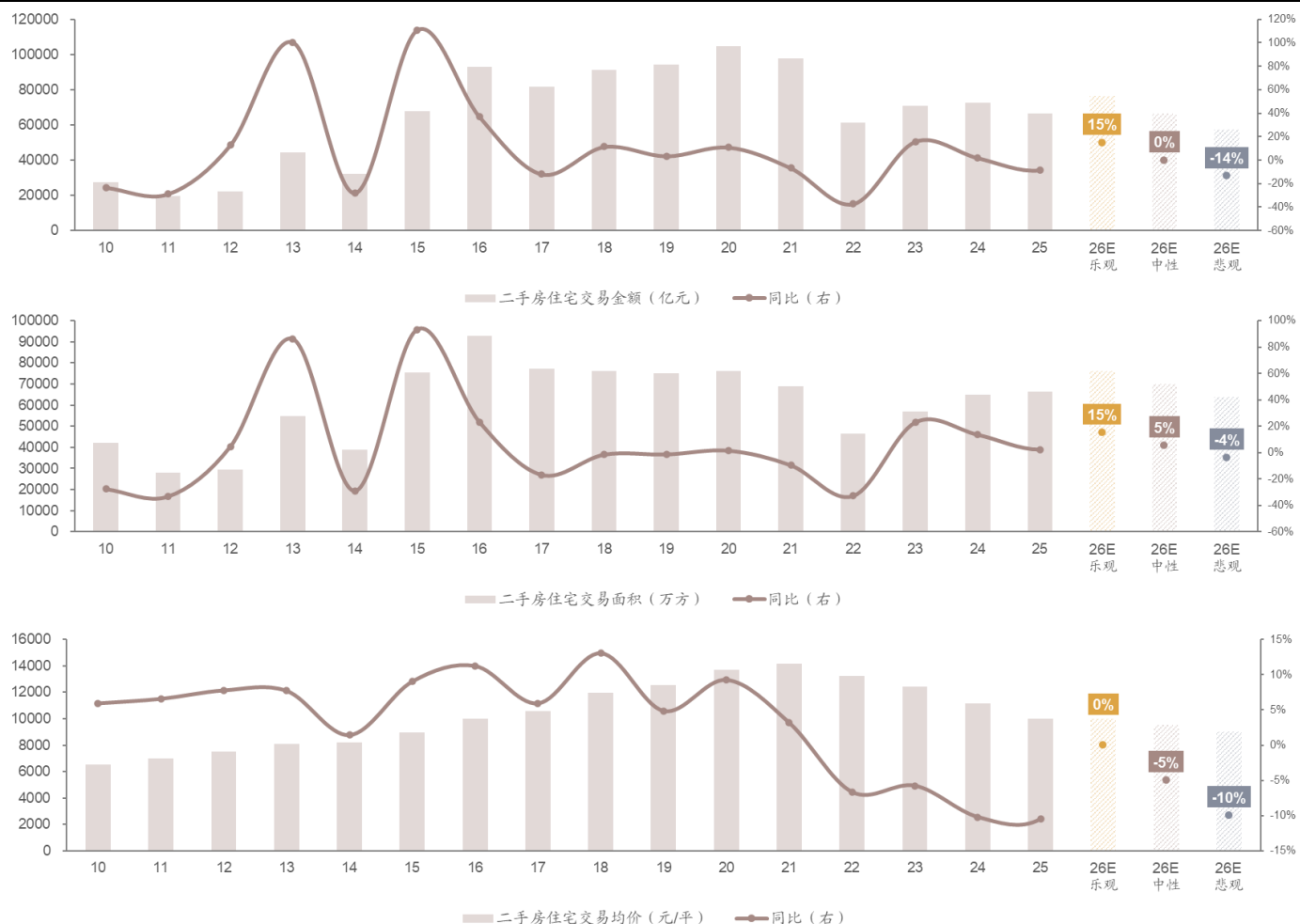


数据来源：贝壳 APP，中指院，广发证券发展研究中心

三、贝壳业绩敏感性分析及估值

为了直接的看到26年不同市场环境下贝壳的业绩表现，我们针对总交易量同比、二手成交占比、二手价格同比及二手市占增幅四个核心假设进行贝壳业绩敏感性分析，分为乐观、中性、悲观三个情景假设，三个情境下分别对应26年全市场二手交易额+15%、持平、-14%。

图 27: 26年二手交易额分情景预测



数据来源: Wind, 贝壳研究院, 广发证券发展研究中心

乐观情景:

全国总交易量上涨5%，二手占比提升5pct至52%，对应二手交易量上涨15%；
 二手价格持平，对应二手交易额上涨15%；
 二手市占增幅2pct，对应贝壳存量房业务GTV同比+22%；
 对应26年预计经调归母净利润**87亿元**，同比**+59%**，经调归母净利率**8.7%**。

中性情景:

全国总交易量持平，二手占比提升3pct至50%，对应二手交易量上涨5%；
 二手价格下滑5%，对应二手交易额持平；
 二手市占增幅1pct，对应贝壳存量房业务GTV同比+3%；
 对应26年预计经调归母净利润**73亿元**，同比**+33%**，经调归母净利率**7.7%**。

悲观情景:

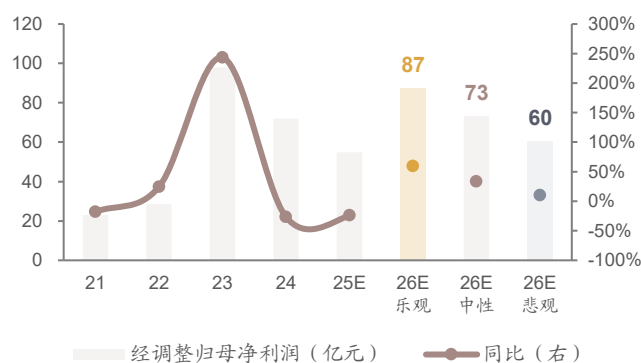
全国总交易量-5%，二手占比提升1pct至48%，对应二手交易量下降4%；
 二手价格下滑10%，对应二手交易额下滑14%；
 二手市占持平，对应贝壳存量房业务GTV同比-14%；
 对应26年预计经调归母净利润**60亿元**，同比**+10%**，经调归母净利率**6.7%**。

图 28: 贝壳业绩敏感性分析主要假设

	悲观	中性	乐观
总交易量同比	-5%	0%	5%
二手成交占比	48%	50%	52%
对应二手交易量同比	-4%	5%	15%
二手价格同比	-10%	-5%	0%
对应二手交易额同比	-14%	0%	15%
二手市占增幅	0%	1%	2%
对应二手GTV同比	-14%	3%	22%
对应26E non-GAAP归母净利润(亿元)	60	73	87
同比	10.2%	33%	59%
non-GAAP归母净利率	6.7%	7.7%	8.7%

数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 贝壳non-GAAP归母净利润预测结果



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

表2: 贝壳盈利预测敏感性分析

单位: 亿元	23	24	25E	26E—乐观	26E—中性	26E—悲观
GTV	31429	33494	31678	36849	32762	29120
增速	20%	7%	-5%	16%	3%	-8%
主营业务收入(+)	778	935	943	1001	952	907
增速	28.2%	20.2%	0.9%	6.2%	1.0%	-3.9%
收入/GTV	2.5%	2.8%	3.0%	2.7%	2.9%	3.1%
存量房业务	280	282	247	292	251	215
新房业务	306	337	310	321	319	315
家装家居	109	148	153	172	166	160
房屋租赁服务	61	143	215	197	197	197
新兴业务及其他	23	25	18	19	19	19
主营业务分配成本(-)	513	655	695	703	682	662
主营业务贡献利润	265	279	248	298	270	244
贡献利润率	34.0%	29.9%	26.3%	29.8%	28.4%	27.0%
存量房业务贡献利润	132	122	94	128	102	79
新房业务贡献利润	81	83	74	80	79	78
家装家居贡献利润	31	45	49	57	55	53
房屋租赁服务贡献利润	-1	7	18	20	20	20
新兴业务及其他贡献利润	21	21	13	14	14	14
门店+其他成本(-)	48	50	49	49	48	47
门店成本(-)	29	29	28	27	27	27
其他成本(-)	19	21	21	21	20	19
毛利	217	229	200	250	223	198
增速	57.6%	5.6%	-13.0%	25.1%	11.6%	-0.8%
毛利率	27.9%	24.6%	21.2%	24.9%	23.4%	21.8%
运营费用(-)	169	192	176	180	172	164
运营费用率	21.8%	20.5%	18.6%	18.0%	18.0%	18.1%
经营利润	48	38	24	70	51	34
增速	-675.9%	-21.5%	-36.2%	189.9%	111.5%	40.6%
经营利润率	6.2%	4.0%	2.5%	7.0%	5.3%	3.7%

经调经营利润	87	69	46	90	71	54
non-GAAP 经营利润率	11.2%	7.4%	4.8%	9.0%	7.5%	6.0%
其他收入总额 (+)	31	31	28	26	26	26
所得税费用 (-)	20	28	18	29	24	20
净利润	59	41	34	67	53	40
净利率	7.6%	4.4%	3.6%	6.7%	5.6%	4.4%
归母净利润	59	41	34	67	53	40
增速		-30.9%	-16.2%	97.1%	55.7%	18.1%
归母净利率	7.6%	4.3%	3.6%	6.7%	5.6%	4.4%
经调整归母净利润	98	72	55	87	73	60
增速	243.1%	-26.5%	-23.7%	59.2%	33.5%	10.2%
non-GAAP 归母净利率	12.6%	7.7%	5.8%	8.7%	7.7%	6.7%

数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

在乐观、中性、悲观三种情景假设下，贝壳经调归母净利润预计分别为87亿元、73亿元、60亿元，同比+59%、+33%、+10%，经调归母净利率8.7%、7.7%、6.7%。在降本增效推进下，公司26年业绩表现置信度较高，较悲观的市场预期下仍能维持业绩增速，保持7%左右的底线经调归母净利率，若开年二手交易行情持续，贝壳26年业绩将有30%-50%以上的增速。

公司合理价值方面，我们延用25Q3业绩点评报告中的估值方法，考虑贝壳强现金+轻资产运营的特点，采用现金+剔除利息后的利润*经调PE的方法给予贝壳估值。

美团、阿里巴巴、腾讯三家平台公司市值剔除广义现金、利润剔除利息收入后计算的经调PE（26E）平均为18x，在中性情景下，贝壳剔除利息收入后的利润为60亿元，我们按18x给予26年经营部分合理价值1085亿元，再加上739亿元的广义现金资产，对应中性情景下的合理价值为1824亿元人民币。按港元兑人民币汇率0.90、美元兑人民币汇率6.99换算，对应港股、美股合理价值58.37港元/股、22.45美元/股，维持“买入”评级。

表3：贝壳估值指标比较（截至26年1月23日）

单位：人民币亿元	03690.HK	09988.HK	00700.HK	三家平台平均	02423.HK
	美团	阿里巴巴	腾讯		贝壳
ROE (25E)	-1%	13%	19%	-	8%
ROE (26E)	14%	11%	22%	-	11%
广义现金资产	1900	8231	5809	-	739
市值	5346	28860	48677	-	1489
广义现金占市值比例	36%	29%	12%	-	50%
扣广义现金市值	3446	20629	42868	-	750
25E 归母净利	-13	1295	2168	-	55
26E 归母净利	255	1095	2488	-	73
25E 剔除利息收入归母净利	-28	1139	1990	-	42
26E 剔除利息收入归母净利	240	939	2309	-	60
PE (25E)	-	22	22	22	27

PE (26E)	21	26	20	22	20
经调 PE (25E) (市值剔除广义现金, 利润剔除利息收入, 下同)	-	18	22	20	18
经调 PE (26E)	14	22	19	18	12

数据来源: 各公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 美团、阿里、腾讯预测数据为 Wind 一致预期, 贝壳为广发地产团队预测

表4: 贝壳合理价值 (截至26年1月23日)

	2026E-中性
non-GAAP 归母净利润 (亿元人民币)	73
剔除利息 non-GAAP 归母净利润 (亿元人民币)	60
经调 PE	18x
经营部分合理价值 (亿元人民币)	1,085
广义现金资产 (亿元人民币)	739
人民币总合理价值 (亿元人民币)	1,824
港元汇率	0.90
港元总合理价值 (亿元港币)	2034
港股合理价值 (港元/股)	58.37
美元汇率	6.99
美元总合理价值 (亿美元)	261
美股合理市值 (美元/股)	22.45
贝壳股本 (股)	3,484,617,544

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

(一) 二手房市场规模及市占拓展不及预期

二手房市场交易量增长不及预期, 二手房价格降幅高于预期, 以及贝壳市占率拓展速度不及预期, 将影响贝壳存量房业务贡献毛利润规模。

(二) 新房市场恢复不及预期

新房市场加速下滑或者新房价格超预期下跌, 将导致新房市场成交规模不及预期, 将影响贝壳新房业务贡献毛利润规模。

(三) 家装家居业务市占拓展不及预期

家装家居业务客户反馈不及预期, 导致贝壳家装家居业务市占拓展较慢, 将影响贝壳家装家居业务条线贡献毛利润规模。

(四) 运营费用投入超预期

若由于平台建设及新业务拓展等需要，贝壳运营费用的投入规模超预期，将导致贝壳归母净利润表现低于预期。

五、附录

表5: 贝壳平台存量房业务GTV测算明细 (单位: 亿元人民币)

城市	分线	2022	2023	2024	2025E
贝壳平台 GTV		15765	20280	22465	21017
样本合计		15772	19861	21893	20482
一线		5607	6689	7730	6891
二线		7963	9991	10778	10206
三四线		2196	3600	3957	3920
北京	1	3524	3542	3884	3577
上海	1	1260	1899	2259	1898
成都	2	1831	1350	1268	1159
杭州	2	555	894	1322	1152
苏州	2	728	906	874	871
南京	2	478	775	940	845
广州	1	585	831	869	798
天津	2	596	801	776	659
深圳	1	237	417	719	619
武汉	2	419	589	642	582
西安	2	438	591	669	578
重庆	2	275	376	366	416
合肥	2	351	424	398	373
宁波	2	279	386	386	356
青岛	2	220	261	322	340
郑州	2	229	373	303	293
长沙	2	140	260	300	289
济南	2	142	222	227	259
沈阳	2	153	249	259	256
厦门	2	181	185	237	225
大连	2	203	232	235	211
无锡	3	102	142	167	197
佛山	3	150	215	214	189
石家庄	2	134	172	180	183
东莞	3	97	131	152	179
南通	3	121	178	183	162
太原	2	69	118	124	154
泉州	3	63	98	136	148
福州	2	72	121	128	148

廊坊	3	122	176	140	146
徐州	3	51	91	122	121
嘉兴	3	57	73	99	118
珠海	3	50	79	118	113
南昌	2	66	87	101	106
昆明	2	61	85	91	106
温州	3	45	48	47	97
海口	2	31	51	82	96
银川	2	71	96	91	92
贵阳	2	64	89	95	87
哈尔滨	2	30	51	78	84
中山	3	47	66	80	84
绍兴	3	54	78	96	83
镇江	3	26	50	66	71
乌鲁木齐	2	14	38	52	65
兰州	2	26	57	67	64
烟台	3	49	59	63	62
洛阳	3	25	39	55	62
长春	2	49	61	61	62
临沂	3	32	42	48	56
常州	3	29	44	56	55
呼和浩特	2	32	52	57	55
淮安	3	35	48	51	55
芜湖	3	38	46	46	53
邯郸	3	12	37	56	51
漳州	3	43	48	39	42
湖州	3	23	26	33	40
马鞍山	3	32	45	39	40
唐山	3	27	38	39	37
咸阳	3	24	40	35	37
济宁	3	12	18	27	35
绵阳	3	27	32	33	34
包头	3	20	33	34	33
潍坊	3	22	28	28	32
阜阳	3	7	17	27	32
襄阳	3	21	28	30	31
柳州	3	18	25	25	29
宜昌	3	14	21	25	29
许昌	3	9	19	23	27
盐城	3	33	45	37	27
南宁	2	24	33	33	26
赤峰	3	16	29	28	26
九江	3	19	27	24	26

开封	3	15	24	23	26
乐山	3	12	22	25	26
吉林	3	9	16	20	26
上饶	3	17	22	25	25
新乡	3	14	25	27	25
台州	3	20	19	21	24
安庆	3	18	21	21	23
南充	3	10	16	19	22
凉山彝族自治州	3	10	19	21	22
株洲	3	15	21	22	21
宜宾	3	6	10	15	21
驻马店	3	8	17	18	20
湛江	3	4	11	12	20
吉安	3	12	19	16	18
周口	3	11	18	18	18
淄博	3	14	16	15	17
赣州	3	19	24	16	17
汉中	3	12	17	15	17
三亚	2	1	3	10	17
清远	3	7	11	15	15
常德	3	9	15	18	15
宝鸡	3	6	10	13	14
遵义	3	5	12	16	14
张家口	3	11	18	15	14
黄石	3	7	9	10	13
濮阳	3	5	8	11	13
遂宁	3	13	15	13	12
泰安	3	7	8	9	12
广元	3	3	7	10	11
平顶山	3	4	10	12	11
丹东	3	2	8	8	10
达州	3	4	6	8	10
德阳	3	6	8	9	10
桂林	3	9	13	11	10
连云港	3	9	17	16	10
大同	3	1	4	9	10
大理	3	5	6	9	9
威海	3	7	9	10	9
岳阳	3	4	6	9	9
攀枝花	3	3	5	8	8
江门	3	3	5	6	8
泸州	3	2	5	6	8
眉山	3	5	5	7	7

保定	3	3	5	6	7
菏泽	3	7	10	9	7
黄冈	3	3	4	4	6
澄迈县	3	2	2	3	5
承德	3	2	2	3	4
金华	3	5	6	2	4
雅安	3	1	2	3	4
湘西土家族苗族自治州	3	2	3	4	4
萍乡	3	3	4	3	4
景德镇	3	2	3	5	4
内江	3	1	2	3	4
衡阳	3	2	3	4	3
宜春	3	2	5	6	3
西双版纳傣族自治州	3	0	1	4	3
防城港	3	3	3	2	3
天水	3	0	2	2	3
鄂州	3	2	2	3	3
运城	3	3	6	7	1
通辽	3	0	1	3	1

数据来源：贝壳 APP，广发证券发展研究中心；注：数据包含测算结果，仅供参考

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,754	76,603	74,936	77,227	79,537
货币资金	19,635	11,443	17,022	19,744	21,064
应收及预付	3,176	5,498	6,437	6,911	6,911
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	46,943	59,662	51,477	50,573	51,562
非流动资产	50,578	56,546	61,145	64,991	71,028
固定资产净值	1,965	2,400	2,340	2,304	2,282
长期投资	23,571	23,790	25,892	27,148	30,576
商誉及无形资产	23,542	29,002	31,560	34,185	36,816
其他	1,500	1,354	1,354	1,354	1,354
资产总计	120,332	133,149	136,082	142,218	150,565
流动负债	39,524	52,744	49,917	51,392	53,986
短期借款	290	288	278	268	258
应付及预收	6,329	9,493	10,236	10,966	11,758
其他流动负债	32,905	42,963	39,402	40,158	41,969
非流动负债	8,607	8,957	13,011	14,489	15,968
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8,607	8,957	13,011	14,489	15,968
负债合计	48,131	61,701	62,928	65,881	69,953
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	72,721	71,664	73,367	76,550	80,824
其他	-622	-340	-340	-340	-340
归属母公司股东权益	72,100	71,324	73,027	76,210	80,484
少数股东权益	101	124	127	127	127
股东权益合计	72,201	71,448	73,154	76,337	80,611
负债和股东权益	120,332	133,149	136,082	142,218	150,565

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,777	93,457	94,308	95,240	104,660
营业成本	56,059	70,513	74,352	72,974	79,200
毛利	21,718	22,944	19,957	22,267	25,460
销售费用	6,654	7,783	7,043	6,953	7,326
管理费用	8,237	8,961	7,916	7,819	8,148
研发费用	1,937	2,283	2,482	2,411	2,545
其他营业费用合计	93	152	113	0	0
营业利润	4,797	3,765	2,403	5,084	7,442
利息收入	1,263	1,260	1,735	1,735	1,735
权益性投资损益	-30	1	7	7	7
其他非经营性损益	1,854	1,844	1,084	894	893
除税前利润	7,884	6,870	5,216	7,706	10,064
所得税	1,994	2,792	1,806	2,401	2,940
净利润	5,890	4,078	3,410	5,304	7,124
少数股东损益	6	13	3	0	0
归属母公司净利润	5,883	4,065	3,407	5,304	7,124

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,414	9,447	4,381	6,740	10,415
净利润	5,890	4,078	3,410	5,304	7,124
折旧摊销	1,402	1,012	960	936	922
营运资金变动	2,075	1,925	1,088	1,386	3,257
其它	2,054	2,444	-1,077	-887	-887
投资活动现金流	-3,977	-9,378	2,919	-1,880	-6,229
处置固定资产收益	15	12	1,084	894	893
资本支出	-874	-1,037	-3,458	-3,525	-3,531
投资变动	-3,108	-8,458	1,238	-726	-5,070
其他	-10	105	4,054	1,478	1,478
筹资活动现金流	-7,218	-5,795	-1,721	-2,139	-2,866
长期债权融资	-329	-2	0	0	0
股权融资	-5,151	-5,101	0	0	0
支付股利	-1,426	-2,831	-1,703	-2,122	-2,850
其他	-313	2,140	-17	-17	-17
现金净增加额	263	-5,556	5,579	2,722	1,320
期初现金余额	25,594	25,857	11,443	17,022	19,744
期末现金余额	25,857	20,301	17,022	19,744	21,064

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	28.2%	20.2%	0.9%	1.0%	9.9%
营业利润增长	-675.9%	-21.5%	-36.2%	111.5%	46.4%
归母净利润增长	-524.5%	-30.9%	-16.2%	55.7%	34.3%
获利能力					
毛利率	27.9%	24.6%	21.2%	23.4%	24.3%
净利率	7.6%	4.4%	3.6%	5.6%	6.8%
ROE	8.2%	5.7%	4.7%	7.0%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	40.0%	46.3%	46.2%	46.3%	46.5%
有息负债率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
营运能力					
应收账款周转天数	16.99	16.71	24.57	26.12	23.77
存货周转天数	0.41	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转天数	39.08	40.39	49.56	54.10	53.44
每股指标 (元)					
每股收益	1.58	1.12	0.98	1.52	2.04
每股净资产	19.39	19.71	20.99	21.91	23.13
每股经营现金流	3.07	2.61	1.26	1.93	2.99
估值比率					
P/E	24.6	37.9	43.7	28.1	20.9
P/B	2.0	2.2	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	16.3	22.5	31.0	19.6	14.5

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛 恬：资深分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。