

房地产

2026年05月20日

贝壳-W

(02423)

——业绩表现超预期，各业务利润率均稳定改善

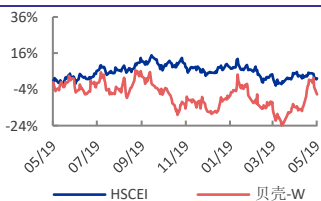
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年05月19日

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价 (港币) | 45.58 |
| 恒生中国企业指数 | 8639.96 |
| 52周最高/最低 (港币) | 53.90/36.80 |
| H股市值 (亿港元) | 1,592.46 |
| 流通H股 (百万股) | 3,374.87 |
| 汇率 (港币/人民币) | 0.8732 |

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

投资要点：

- **26Q1 GTV 同比-16%、归母净利润同比+47%、Non-GAAP 利润同比+16%，超市场预期；费率改善、利润率创阶段新高。**贝壳发布 2026 年一季度财务业绩，2026Q1 公司总交易额 GTV 7,117 亿元，同比-15.6%；其中存量房交易、新房交易分别为 5,344 亿元、1,459 亿元，同比分别-7.9%、-37.2%。公司 26Q1 实现净收入 188.9 亿元，同比-19.0%；毛利润 45.6 亿元，同比-5.4%；归母净利润 12.6 亿元，同比+46.7%；经调后归母净利润 16.1 亿元，同比+15.7%。公司 26Q1 毛利率 24.1%，同比+3.5pct；销售+管理+研发费用合计 32.9 亿元，同比-22.3%；三项费率合计 17.4%，同比-0.7pct；经调后归母净利率 8.5%，同比+2.6pct，创近七季度新高。截至 26Q1 末，公司现金、现金等价物、受限资金和短期投资合计 539 亿元，同比+2.6%。回购方面，26Q1 公司斥资 1.95 亿美元回购股票，同比+40%。
- **26Q1 一二手利润率改善、货币化率稳定向好，持续组织变革、精益运营。**2026Q1 公司存量房交易额 5,344 亿元，同比-7.9%；其中链家、贝联 GTV 占比 35%、65%；二手房收入 61.3 亿元，同比-11%；贡献利润 25.3 亿元，同比-3%；贡献利润率 41%，同比+3pct；链家、贝联货币化率分别为 2.54%、0.39%，同比分别+0.01、+0.03pct；GTV 增速较收入更高源于贝联贡献占比更高。新房方面，26Q1 新房交易额 1,459 亿元，同比-37.2%；新房业务收入 50.9 亿元，同比-37%；贡献利润 13.1 亿元，同比-31%；贡献利润率 26%，同比+2pct；货币化率达 3.5%，同比持平。26Q1 公司活跃门店数量 57,666 家，同比+4.4%；活跃经纪人 45.3 万名，同比-7.6%；体现公司持续组织变革、精益运营、降本增效。
- **26Q1 家装家居、房屋租赁收入同比分别-21%、-1%，但利润率均在大幅改善。**26Q1 公司家装家居实现净收入 23.4 亿元，同比-21%；贡献利润率 36%，同比+4pct，收入下降源于公司主动优化获客渠道组合，并适当放缓部分非经纪渠道业务节奏。租赁方面，26Q1 未实现净收入 50 亿元，同比-1%；收入下降源于省心租新模式占比增加，使用净服务费确认收入；贡献利润率 15%，同比+8pct，连续 6 季度环比持续增长。
- **投资分析意见：业绩表现超预期，各业务利润率均稳定改善，维持“买入”评级。**贝壳平台壁垒深铸，重塑经纪底层框架、锁定人房资源，平台赋能具备全流程管控闭环。考虑到公司 Q2 表现超预期，目前经纪业务景气度修复，家装及租赁稳步改善，多业务利润率均有明显改善，我们上调 26-28 年归母净利润预测值分别为 45、50、54 亿元（原值 39、45、51 亿元），现价对应 26/27 年 PE 分别为 31、28 倍；上调 26-28 年 Non-GAAP 净利润预测值分别为 73、83、88 亿元（原值 68、78、85 亿元），对应 26/27 年 PE (Non-GAAP 业绩) 分别为 19、17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：地产景气度下行、公司核心骨干变动。**

财务数据及盈利预测

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 93,457 | 94,580 | 86,971 | 89,769 | 94,426 |
| 同比增长率 (%) | 20.16 | 1.20 | -8.05 | 3.22 | 5.19 |
| 归属普通股股东净利润 | 4,065 | 2,994 | 4,464 | 5,003 | 5,396 |
| 同比增长率 (%) | -30.91 | -26.35 | 49.10 | 12.08 | 7.86 |
| 每股收益 (元/股) | 1.19 | 0.90 | 1.28 | 1.43 | 1.54 |
| ROE (%) | 5.70 | 4.51 | 6.50 | 7.11 | 7.50 |
| 市盈率 | 34 | 46 | 31 | 28 | 26 |

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 93,457 | 94,580 | 86,971 | 89,769 | 94,426 |
| 主营收入 | 93,457 | 94,580 | 86,971 | 89,769 | 94,426 |
| 营业成本 | -70,513 | -74,368 | -66,620 | -69,032 | -72,897 |
| 销售和管理费用 | -16,744 | -15,404 | -14,081 | -13,869 | -14,211 |
| 研发费用 | -2,283 | -2,581 | -2,174 | -2,244 | -2,361 |
| 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1,260 | 808 | 834 | 1,096 | 1,309 |
| 投资收益 | -24 | -43 | -51 | -40 | -45 |
| 资产减值损失 | -161 | -223 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经常性损益 | 1,879 | 1,908 | 1,506 | 1,476 | 1,491 |
| 除税前利润 | 6,870 | 4,677 | 6,385 | 7,155 | 7,713 |
| 所得税 | -2,792 | -1,686 | -1,916 | -2,147 | -2,314 |
| 净利润 | 4,078 | 2,991 | 4,470 | 5,009 | 5,399 |
| 少数股东损益及其他 | 13 | -3 | 6 | 5 | 3 |
| 归属普通股股东净利润 | 4,065 | 2,994 | 4,464 | 5,003 | 5,396 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|---------------------------|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swsresearch.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swsresearch.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。