

贝壳-W(02423)

报告日期: 2026年05月20日

效率驱动盈利跃升, 存量韧性持续验证

——贝壳 2026Q1 业绩点评报告

事件:

公司公告 2026Q1 业绩

点评:

- ❑ **Q1 验证效率驱动逻辑: 收入回落但盈利质量创七个季度新高。** 一季度公司净收入 189 亿元, 同比下降 19.0%, 根据公司业绩公告这主要受去年同期新房及存量房交易高基数影响; 但与此同时公司净利润 12.55 亿元, 同比增长 46.7%, 经调整净利润 16.11 亿元, 同比增长 15.7%。毛利率从去年同期的 20.7% 提升至 24.1%, 经营利润率从 2.5% 提升至 6.7%, 经调整经营利润率从 4.9% 大幅提升至 8.8%, 均创下过去七个季度以来新高。我们认为 2026Q1 公司盈利显著改善表明公司在市场调整期通过内部效率提升实现了盈利韧性的实质性增强。
- ❑ **存量房展现强韧性, 平台服务收入逆势增长显示出网络效应深化。** 一季度公司存量房业务净收入 61 亿元, 同比下降 10.7%, 降幅远小于整体收入; GTV 为 5344 亿元, 同比下降 7.9%, 其中链家渠道 GTV 为 1887 亿元, 同比下降 14.8%, 而贝壳经纪人渠道 GTV 为 3457 亿元, 同比仅下降 3.7%, 几乎持平, 这体现出加盟网络在核心城市存量市场的交易活跃度保持稳健。尤其是平台服务、加盟服务及其他增值服务收入为 13.4 亿元, 同比增长 3.8%, 在 GTV 整体回落的背景下实现逆势扩张, 反映平台对门店赋能的韧性。
- ❑ **新房受高基数拖累, 费率稳定、收入结构转型持续深化。** 一季度公司新房业务净收入 51 亿元, 同比下降 37.0%; GTV 为 1459 亿元, 同比下降 37.2%, 其中贝壳经纪人渠道 GTV 为 1199 亿元, 同比下降 37.5%, 链家品牌渠道 GTV 为 260 亿元, 同比下降 35.4%。收入降幅与 GTV 降幅基本一致, 表明在市场下行期公司新房业务费率维持稳定; 同时新房收入占比进一步下降, 存量房及相关服务收入占比提升, 公司收入结构向非周期业务转型的趋势得到延续。
- ❑ **非房业务以退为进, 租赁利润率近乎翻倍。** 一季度家装家居净收入 23 亿元, 同比下降 20.6%, 主要系公司主动优化获客渠道组合并放缓非经纪渠道业务节奏; 但在收入收缩的同时, 供应链集采能力增强推动材料成本下降, 贡献利润率提升至 36.2%。房屋租赁服务表现尤为亮眼, 净收入 51 亿元, 同比仅下降 1.5%, 而成本同比下降 10.0%; 在“省心租”高毛利新模式占比提升的影响下, 该分部贡献利润率从去年同期约 6.7% 大幅改善至约 14.8%, 规模效应与模式转型共同释放利润弹性。
- ❑ **费用降幅超收入, 经营杠杆释放。** 一季度营业成本总额同比下降 22.6% 至 143 亿元, 运营费用总额同比下降 22.3% 至 33 亿元。其中, 销售和市场费用同比大幅下降 39.0% 至 11 亿元, 门店成本同比下降 20.3% 至 6 亿元, 内部佣金及薪酬同比下降 17.9% 至 40 亿元, 家装家居成本同比下降 24.9% 至 15 亿元, 房屋租赁服务成本同比下降 10.0% 至 43 亿元。在收入同比下降 19% 的背景下, 各项成本费用降幅均远超收入降幅, 推动毛利仅同比下降 5.4% 至 46 亿元, 经营利润同比大增 115.4% 至 12.73 亿元, 经营杠杆改善逻辑得到充分验证。
- ❑ **现金储备充裕, 股东回报力度加大。** 截至 3 月 31 日, 公司现金、现金等价物、受限资金及短期投资合计 539 亿元, 安全垫厚实。一季度经营活动现金净流出 14.71 亿元, 较去年同期净流出 39.65 亿元显著收窄, 主要受工资发放节奏及人员优化补偿支付的时间差影响; 投资活动现金净流入 50.14 亿元, 融资活动现金净流入 5.03 亿元。股东回报方面, 一季度公司斥资约 1.95 亿美元回购股票, 同比增长约 40%, 彰显管理层对长期价值的信心。

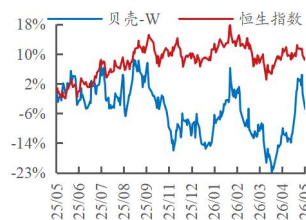
投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡
 执业证书号: S1230521120001
 yangfan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$45.58
总市值(百万港元)	159,246.31
总股本(百万股)	3,493.78

股票走势图



相关报告

- 1 《变革降本, 服务突围》
2026.05.06
- 2 《三翼渐丰, 科技助力》
2025.03.19
- 3 《新房成交逆势增长, 第二曲线延续高增》 2024.11.28

投资建议

根据公司 Q1 业绩表现，我们调整了 2026 年盈利预测，参考公司历史 PE 估值表现，更新后我们预计公司 2026 年归母净利润 48 亿元，None-GAAP 净利润约为 76 亿元，上调公司目标价为 60 港元。

- 风险提示：**1) 佣金费率下滑影响利润；2) 家装盈利改善不显著；3) 二手房低价成交多，拉低成交均价，影响收入和利润增速。

财务摘要

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	94580	90209	89857	91708
(+/-) (%)	1%	-5%	0%	2%
归母净利润 None-GAAP	5129	7556	7687	8187
(+/-) (%)	-29%	47%	2%	7%
每股收益(元) None-GAAP	1.47	2.16	2.20	2.34
None-GAAP P/E	35	24	24	22

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	68,120	66,515	68,376	72,135
现金	7,773	7,117	9,031	12,403
应收账款及票据	3,937	3,759	3,744	3,821
存货	2,854	2,663	2,670	2,739
其他	53,556	52,977	52,931	53,171
非流动资产	48,548	48,196	47,866	47,558
固定资产	2,070	1,869	1,678	1,496
无形资产	24,527	24,276	24,037	23,810
其他	21,951	22,051	22,151	22,251
资产总计	116,668	114,711	116,242	119,693
流动负债	42,407	39,328	39,214	40,036
短期借款	706	706	706	706
应付账款及票据	6,052	5,515	5,531	5,674
其他	35,649	33,107	32,977	33,657
非流动负债	7,731	7,731	7,731	7,731
长期债务	442	442	442	442
其他	7,289	7,289	7,289	7,289
负债合计	50,138	47,059	46,945	47,768
普通股股本	0	0	0	0
储备	66,999	68,106	69,734	72,345
归属母公司股东权益	66,441	67,548	69,176	71,787
少数股东权益	89	104	120	138
股东权益合计	66,530	67,652	69,296	71,925
负债和股东权益	116,668	114,711	116,242	119,693

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	94,580	90,209	89,857	91,708
其他收入	0	0	0	0
营业成本	74,368	68,468	68,665	70,434
销售费用	7,329	6,766	6,290	5,961
管理费用	0	8,119	7,638	7,337
研发费用	2,581	1,804	1,797	1,834
财务费用	-808	-780	-578	-653
除税前溢利	4,677	7,456	7,662	8,446
所得税	1,686	2,684	2,758	3,040
净利润	2,991	4,772	4,904	5,405
少数股东损益	-3	16	16	18
归属母公司净利润	2,994	4,756	4,887	5,387
None-GAAP 归母净利润	5129	7556	7687	8187
EBIT	3,870	6,676	7,084	7,793
EBITDA	3,870	8,029	8,414	9,101
EPS (元)	0.90	1.36	1.40	1.54

主要财务比率

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	1.20%	-4.62%	-0.39%	2.06%
归属母公司净利润	-26.35%	58.86%	2.76%	10.23%
获利能力				
毛利率	21.37%	24.10%	23.58%	23.20%
销售净利率	3.17%	5.27%	5.44%	5.87%
ROE	4.51%	7.04%	7.07%	7.50%
ROIC	3.66%	6.21%	6.44%	6.83%

偿债能力

资产负债率	42.98%	41.02%	40.39%	39.91%
净负债比率	-9.96%	-8.82%	-11.38%	-15.65%
流动比率	1.61	1.69	1.74	1.80
速动比率	1.35	1.43	1.48	1.54

营运能力

总资产周转率	0.76	0.78	0.78	0.78
应收账款周转率	20.05	23.44	23.95	24.24
应付账款周转率	9.57	11.84	12.43	12.57

每股指标 (元)

每股收益	0.90	1.36	1.40	1.54
每股经营现金流	-0.11	0.68	1.31	1.58
每股净资产	18.95	19.33	19.80	20.55

估值比率

P/E	40.58	29.46	28.67	26.01
P/B	1.93	2.07	2.03	1.95
EV/EBITDA	31.38	16.71	15.72	14.16

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-376	2,387	4,573	5,516
净利润	2,994	4,756	4,887	5,387
少数股东权益	-3	16	16	18
折旧摊销	0	1,352	1,330	1,308
营运资金变动及其他	-3,367	-3,737	-1,661	-1,198
投资活动现金流	5,894	624	617	651
资本支出	0	-900	-900	-900
其他投资	5,894	1,524	1,517	1,551
筹资活动现金流	-9,793	-3,584	-3,194	-2,711
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-3,567	-3,177	-2,694
其他	-9,793	-17	-17	-17
现金净增加额	-4,358	-656	1,913	3,373

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>