

新业务开启盈利上行周期

华泰研究

2026年5月20日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

贝壳1Q业绩：总营收同比-19%至189亿元，高于VA一致预期1.7%（下同）。毛利率同比+3.5pct，主因人员优化和租赁转向净额法；经调整净利润达16.1亿，超预期51.5%（三费改善）。我们预期公司步入盈利上行周期，核心催化：①业务结构性改善，1Q新业务（家装与租赁）收入占比涨至40%，我们预期26年新业务扭亏并改善10亿+，28-30年有望达到10%经营利润率；②26年市占率有望加速扩张：1Q北京上海环比改善，其他地区+7pct，③人员结构优化，经纪AI业务显著提效（营销投放和客户运营）。我们看好贝壳收入、经纪人效、新业务利润逐季度改善，上调公司26年non-gaap净利润预测12.1%至70.5亿，重申并维持“买入”评级。

1Q 经纪业务恢复好于预期

1Q26存量房GTV同降8%，高于预期4.7%；存量房收入高于预期4.1%，同降11%，主因1Q地产市场边际改善；交易单量同比提升12%，业务基本盘保持稳固。1Q26新房营收同降37%，高于预期6.4%，GTV同降37%。4-5月存量房大盘成交量同比显著改善，房价跌幅亦有所收窄，同时近期核心城市出台楼市优化政策，我们认为或构成托底作用。

贝壳迈向AI和人效驱动增长

贝壳在北京试点“诚意卖”模式，业主设置房源底价，购房者缴纳保证金后参与出价，AI系统自动比价并完成匹配成交，后续有望提升房源价格研判与交易效率。经纪业务提效持续兑现：①人效端，1Q链家人均单量、人均佣金分别同比提升26%、8%，1-4月人均佣金累计同比增长20%；②存量房固定人工成本同比下降24%，新房变动成本率同比下降3.7pct，反映链家在门店规模与组织结构上的精细化管理成效。③贝壳3月启动大规模组织架构调整，要求管理者回到一线，明确向居住决策服务平台转型，我们认为公司或逐渐迈向效率驱动型增长模式。

租赁房源持续扩张，家装利润长线释放

1Q26租赁营收同比下降1.5%，截至3月末，在管房源规模已达74万套，同比增长47%，净额法房源占比提升至44%。1Q26家装收入同降21%，①公司关停传统电销等低质获客渠道；②收缩体量和协同弱的城市业务；③新房市场走弱，二手房回暖尚未传导至家装。我们预期家装26年实现扭亏，1Q贡献利润率同比提升3.6pct。家装营销成本改善，部分集采材料价格下降超20%。同时家装服务通过标准化提效，例如产品模块化和流程数字化。在交付端，公司统一进行评级和派单，好评工人可获更多订单。

盈利预测与估值

1Q公司回购2亿美元，回购股数占25年末股本的1%。展望26-28年，我们上调贝壳收入预测7.6/9.5/11.5%，主因经纪业务加速恢复。我们同步上调26-28年经调整净利润12.1/14.6/19.2%至70.49/82.6/91.3亿元，主因贝壳人效和新业务改善显著。我们分别给予贝壳美股、港股目标价26.2美元和67.91港币，对应26年29.3倍PE，高于全球可比公司的23.3倍PE均值，主因贝壳利润长期可持续改善。前值目标价为21.24美元和55.17港币，对应26年27.3倍PE。维持“买入”评级。

风险提示：家装收入、存量房收入和货币化率低于市场预期。

	2423 HK	BEKE US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：67.91	美元：26.20

夏路路 研究员
 SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
 SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

丁骄阳 研究员
 SAC No. S0570523040003 dingjiaowan@htsc.com
 SFC No. BPJ942 +(86) 21 2897 2228

陈慎 研究员
 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
 SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

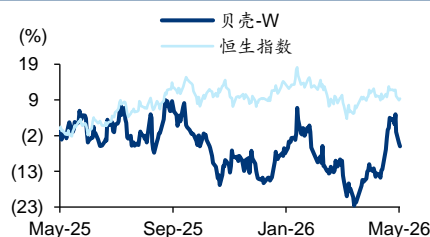
林正衡 研究员
 SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
 SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2065

牟睿捷* 联系人
 SAC No. S0570125070064 mouyujie@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/美元)	2423 HK	BEKE US
收盘价(截至5月19日)	45.58	17.80
市值(百万)	159,246	20,577
6个月平均日成交额(百万)	498.04	77.67
52周价格范围	36.80-53.90	14.19-20.67

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	94,580	87,218	91,731	95,696
+/-%	1.20	(7.78)	5.17	4.32
归母净利润(百万)	2,994	5,815	6,545	7,353
+/-%	(26.35)	94.23	12.55	12.35
归母净利润(调整后,百万)	5,020	7,049	8,261	9,134
+/-%	(30.26)	40.42	17.20	10.56
EPS(调整后,最新摊薄)	1.44	2.02	2.36	2.61
PE(调整后,倍)	28.00	19.94	17.01	15.39
PB(倍)	0.70	0.68	0.64	0.52
ROE(调整后,%)	7.29	10.45	11.78	11.41
EV EBITDA(倍)	40.61	20.56	17.80	15.42
股息率(%)	1.50	2.92	3.28	3.69

资料来源：公司公告、华泰研究预测

房产大盘：2Q 量价韧性延续，房价二阶导改善趋势初显

2Q26 地产量价表现强于过去三年，呈现出一定韧性。一方面，成交量较为活跃，新房同比降幅收窄，二手房同比转正。根据各地房管局的数据，2Q 至今（截至 5 月 17 日）44 城新房成交面积同比-6%（1Q 同比-25%），22 城二手房成交面积同比+11%（1Q 同比-6%）。另一方面，房价逐步进入“二阶导转正”阶段。根据国家统计局的数据，4 月 70 城新房价格环比-0.2%（3 月-0.2%），二手房价格环比-0.2%（3 月-0.2%），其中一线城市二手房价格连续两个月环比正增长。此外，从领先指标来看，短期内成交量的韧性或将延续，有望巩固房价“二阶导转正”的趋势。根据冰山指数，5 月（截至 17 日）26 城二手房实时成交套数同比+30%（4 月同比+31%）。但我们也提示，随着 6-8 月传统淡季的到来，高频量价指标或将面临阶段性挑战。

公司判断，2Q 二手房成交量仍有望同比增长，一线城市核心片区房价具备支撑，但全国企稳仍有待验证。4 月核心数据：贝壳二手房成交单量同比增幅超 30%，创历史次高；五十城二手房价格连续第二个月环比平稳；1-4 月一线城市价格累计环比上涨 2.8%，其中上海上涨 5.9%，北京涨幅突破 4%。

公司表示 26 年“小阳春”并非政策刺激下的短期反弹，房价已进入阶段性平稳，卖方预期及房源供给结构亦有所改善，修复具备更强延续性与稳定性。具体而言：

量价层面，1Q 贝壳二手房交易量同比增长约 12%，3 月单月同比增长 21%。据贝壳研究院，3 月一线城市二手房成交价格环比上涨 1.5%，连续两个月环比上行；北京、上海 1Q 累计涨幅分别为 3.8%和 3.3%。本轮改善主要受益于稳地产政策延续、税费及公积金政策优化，以及租金收益率回升。3 月五十城住房租金收益率同比提升 0.4pct 至 2.8%，与房贷利率差值持续收窄。

需求端看，前期观望购房群体集中入场，购房决策周期缩短，带看转化效率提升。1Q 急售房源业主占比环比回落近 3pct，3 月新增挂牌房源同比下降 14%，显示供需格局边际改善。

结构上，改善型需求仍是中长期主线，目前成交占比近 60%。2Q 市场较 3 月高点季节性回落，但韧性仍强。

图表1: 贝壳 1Q 财务速览

人民币 (百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1Q VA 一致预期	对比预期	2Q VA 一致预期
财务数据												
GTV (十亿元)	630	839	737	1,144	844	879	737	724	712	686	3.8%	827
YOY (%)	-35.2%	7.5%	12.5%	55.5%	33.9%	4.7%	0.0%	-36.7%	-15.6%			
GTV分业务 (十亿元)												
- 存量房业务	453	571	478	745	580	584	506	482	534	510	4.7%	559
YOY (%)	-31.8%	25.0%	8.8%	59.1%	28.0%	2.2%	5.8%	-35.3%	-7.9%	-12.1%		-4.2%
- 新房业务	152	235	228	355	232	255	196	207	146	140	4.4%	221
YOY (%)	-45.4%	-20.2%	18.5%	49.3%	53.0%	8.5%	-13.8%	-41.7%	-37.2%	-39.8%		-13.4%
收入	16,377	23,370	22,585	31,125	23,328	26,011	23,052	22,189	18,892	18,570	1.7%	23,745
YOY (%)	-19.2%	19.9%	26.8%	54.1%	42.4%	11.3%	2.1%	-28.7%	-19.0%	-20.4%		-8.7%
收入分业务												
- 存量房业务	5,727	7,335	6,217	8,922	6,870	6,719	5,991	5,440	6,132	5,888	4.1%	6,474
YOY (%)	-37.6%	14.3%	-1.4%	47.5%	20.0%	-8.4%	-3.6%	-39.0%	-10.7%	-14.3%		-3.6%
- 新房业务	4,917	7,934	7,726	13,077	8,075	8,619	6,639	7,264	5,087	4,781	6.4%	7,721
YOY (%)	-41.5%	-8.8%	30.9%	72.7%	64.2%	8.6%	-14.1%	-44.5%	-37.0%	-40.8%		-10.4%
- 家装家居	2,409	4,040	4,213	4,107	2,945	4,565	4,300	3,615	2,339	2,749	-14.9%	4,030
YOY (%)	71.1%	53.9%	32.6%	12.8%	22.3%	13.0%	2.1%	-12.0%	-20.6%	-6.7%		-11.7%
- 房屋租赁和新兴业务	3,325	4,062	4,428	5,019	5,438	6,107	6,122	5,870	5,334	5,153	3.5%	5,519
YOY (%)	158.8%	132.4%	82.6%	70.8%	63.5%	50.4%	38.3%	16.9%	-1.9%			
- 房屋租赁服务	2,625	3,188	3,941	4,581	5,088	5,675	5,727	5,411	5,013	4,769	5.1%	5,077
YOY (%)	189.3%	167.1%	118.4%	108.7%	93.8%	78.0%	45.3%	18.1%	-1.5%			
- 新兴业务及其他	700	874	487	439	350	432	396	459	321	384	-16.3%	443
YOY (%)	85.3%	57.8%	-21.5%	-41.1%	-50.0%	-50.6%	-18.7%	4.5%	-8.1%			
毛利	4,122	6,517	5,135	7,170	4,821	5,700	4,935	4,756	4,560	4,240	7.6%	5,524
YOY (%)	-35.1%	22.0%	5.2%	39.4%	17.0%	-12.5%	-3.9%	-33.7%	-5.4%			
毛利率	25.2%	27.9%	22.7%	23.0%	20.7%	21.9%	21.4%	21.4%	24.1%	22.8%	1.3pp	23.3%
经调整经营利润	960	2,813	1,363	1,755	1,148	1,607	1,173	323	1,665	1,096	51.9%	1,776
YOY (%)	-74.9%	31.0%	-27.7%	105.1%	19.6%	-42.9%	-14.0%	-81.6%	45.1%			
经调整经营利润率	5.9%	12.0%	6.0%	5.6%	4.9%	6.2%	5.1%	1.5%	8.8%	5.9%	2.9pp	7.5%
经调整净利润	1,392	2,693	1,782	1,344	1,393	1,821	1,286	517	1,612	1,064	51.5%	1,739
YOY (%)	-60.9%	13.9%	-17.5%	-21.6%	0.1%	-32.4%	-27.8%	-61.5%	15.7%			
经调整净利率	8.5%	11.5%	7.9%	4.3%	6.0%	7.0%	5.6%	2.3%	8.5%	5.7%	2.8pp	7.3%
经营费用												
- 销售费用	1,624	1,882	1,934	2,344	1,773	1,898	1,728	1,930	1,082	1,524	-29.0%	1,777
YOY (%)	25.5%	14.1%	18.6%	12.7%	9.2%	0.9%	-10.7%	-17.7%	-39.0%			
销售费用率	9.9%	8.1%	8.6%	7.5%	7.6%	7.3%	7.5%	8.7%	5.7%	8.2%	-2.5pp	7.5%
- 管理费用	2,019	2,079	1,901	2,961	1,874	2,081	1,866	2,254	1,713	1,565	9.5%	1,850
YOY (%)	24.5%	-1.2%	2.1%	11.8%	-7.2%	0.1%	-1.8%	-23.9%	-8.6%			
管理费用率	12.3%	8.9%	8.4%	9.5%	8.0%	8.0%	8.1%	10.2%	9.1%	8.4%	0.6pp	7.8%
- 研发费用	467	505	573	739	584	633	648	715	493	530	-7.0%	603
YOY (%)	2.3%	6.3%	21.5%	38.4%	24.9%	25.6%	13.2%	-3.2%	-15.6%			
研发费用率	2.9%	2.2%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.8%	3.2%	2.6%	2.9%	-0.2pp	2.5%

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

盈利预测

展望 26-28 年，我们上调贝壳收入预测 7.6/9.5/11.5%，主因经纪业务加速恢复。我们同步上调 26-28 年经调整净利润 12.1/14.6/19.2% 至 70.49/82.6/91.3 亿元，主因贝壳人效和新业务改善显著。

图表2：贝壳盈利预测

贝壳利润表	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E
总收入 (人民币 百万)	94,580	87,218	91,731	95,696	18,892	24,750	21,839
存量房交易	25,020	25,936	29,221	32,866	6,132	7,294	6,320
新房交易	30,597	28,260	28,787	29,594	5,087	8,794	6,861
家装家居	15,426	14,426	15,292	16,209	2,339	4,337	4,171
租赁和新兴业务	23,537	18,595	18,430	17,027	5,334	4,324	4,487
收入同比增速							
总收入	1%	-8%	5%	4%	-19%	-5%	-5%
存量房交易	-11%	4%	13%	12%	-11%	9%	6%
新房交易	-9%	-8%	2%	3%	-37%	2%	3%
家装家居	4%	-6%	6%	6%	-21%	-5%	-3%
租赁和新兴业务	40%	-21%	-1%	-8%	-2%	-29%	-27%
GTV	3,042	3,060	3,289	3,534	680	886	746
核心房屋交易	3,042	3,060	3,289	3,534	680	886	746
存量房交易	2,151	2,241	2,420	2,614	534	630	546
新房交易	891	819	869	921	146	256	200
GTV % YoY							
核心房屋GTV	-5%	1%	7%	7%	-16%	6%	6%
存量房交易	-4%	4%	8%	8%	-8%	8%	8%
新房交易	-8%	-8%	6%	6%	-37%	0%	2%
毛利润 (GAAP)	20,212	22,703	25,584	28,393	4,560	6,606	5,791
毛利润率 (GAAP)	21.4%	26.0%	27.9%	29.7%	24.1%	26.7%	26.5%
成本部分	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E
销售费用	(7,329)	(5,146)	(5,229)	(5,263)	(1,082)	(1,411)	(1,310)
收入占比	7.7%	5.9%	5.7%	5.5%	5.7%	5.7%	6.0%
研发费用	(2,581)	(2,529)	(3,119)	(3,732)	(493)	(644)	(611)
收入占比	2.7%	2.9%	3.4%	3.9%	2.6%	2.6%	2.8%
行政管理费用	(8,075)	(8,111)	(8,990)	(9,857)	(1,713)	(2,104)	(1,966)
收入占比	8.5%	9.3%	9.8%	10.3%	9.1%	8.5%	9.0%
经调整经营利润	4,250	8,998	10,110	11,469	1,665	2,809	2,224
YoY	-38%	95%	22%	13%	45%	75%	90%
经调整经营利润率	4.5%	9.5%	11.0%	12.0%	8.8%	11.4%	10.2%
净利润 (GAAP)	2,991	5,812	6,542	7,350	1,255	2,138	1,444
经调整归母净利润	5,020	7,049	8,261	9,134	1,612	2,463	1,729
YoY	-30%	40%	17%	11%	16%	36%	34%
经调整净利润率	5.3%	8.1%	9.0%	9.5%	8.5%	10.0%	7.9%
盈利分拆	2025	2026E	2027E	2028E			
1. 经纪业务+其他							
经调整经营利润	4,450	7,425	8,411	9,369			
OPM	8.0%	13.7%	14.5%	15.0%			
经调整净利润	3,337	5,569	6,308	7,027			
NPM	6.0%	10.3%	10.9%	11.3%			
yoy		66.9%	13.3%	11.4%			
2. 家装							
经调整经营利润	(500)	649	459	810			
OPM	-3.2%	4.5%	3.0%	5.0%			
3. 租赁							
经调整经营利润	300	923	1,240	1,290			
OPM	1.4%	5.3%	7.2%	8.2%			

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：华泰预测变动

(人民币 百万元)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%	前值	新值	变动%
营业收入	81,033	87,218	7.6	83,754	91,731	9.5	85,824	95,696	11.5
毛利润	19,593	22,703	15.9	21,584	25,584	18.5	22,909	28,393	23.9
经调整归母净利润	6,290	7,049	12.1	7,209	8,261	14.6	7,660	9,134	19.2
(人民币 百万元)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct	前值	新值	变动pct
毛利率	24.2%	26.0%	1.85	25.8%	27.9%	2.12	26.7%	29.7%	2.98
经调整归母净利率	7.8%	8.1%	0.32	8.6%	9.0%	0.40	8.9%	9.5%	0.62

资料来源：华泰研究预测

图表4：华泰预测 VS. 一致预期

(人民币 百万元)	2026E			2027E			2028E		
	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%	华泰	VA一致预期	差值%
营业收入	87,218	88,027	(0.9)	91,731	90,830	1.0	95,696	95,274	0.4
毛利润	22,703	20,524	10.6	25,584	21,841	17.1	28,393	23,332	21.7
经调整归母净利润	7,049	6,358	10.9	8,261	7,406	11.5	9,134	8,242	10.8

资料来源：Visible Alpha, 华泰研究预测

公司估值

我们分别给予贝壳美股、港股目标价 26.2 美元和 67.91 港币，对应 26 年 29.3 倍 PE，高于全球可比公司的 23.3 倍 PE 均值，主因贝壳利润长期可持续改善。前值目标价为 21.24 美元和 55.17 港币，对应 26 年 27.3 倍 PE。维持“买入”评级。

图表5：贝壳同业可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	非GAAP 净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
互联网								
阿里巴巴 FY27-29	BABA US	133.26	69%	36%	30%	19.3	13.8	10.4
京东	JD US	31.60	16%	28%	19%	10.0	7.6	6.4
拼多多	PDD US	94.97	14%	20%	15%	7.8	6.7	6.0
腾讯	700 HK	460.00	6%	10%	11%	13.3	11.9	10.8
百度	BIDU US	137.71	-2%	15%	20%	17.2	14.9	12.4
快手	1024 HK	48.88	-17%	15%	12%	10.9	9.5	8.5
Meta	META US	611.21	39%	7%	18%	19.0	17.5	15.1
谷歌	GOOG US	393.11	32%	3%	18%	27.7	26.8	22.7
微软 FY27-29	MSFT US	423.54	12%	18%	16%	21.8	18.6	na
奈飞	NFLX US	89.65	40%	5%	18%	25.2	23.4	19.5
市值加权平均PE						23.3	21.5	13.7

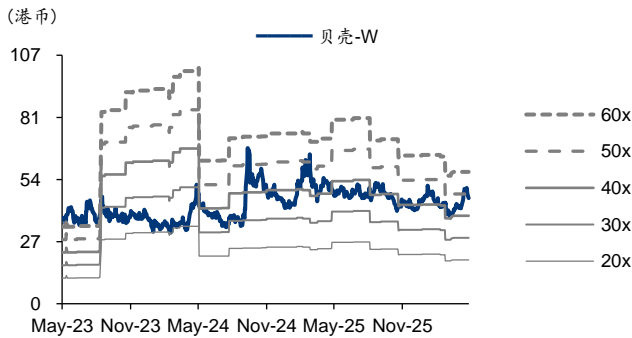
注：港股数据截至 5 月 19 日收盘，美股数据截止美国东部时间 5 月 18 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期；

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

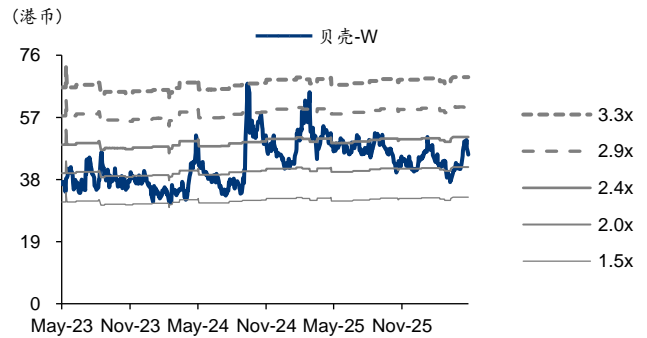
1. 存量房收入增长低于市场预期
2. 家装增速低于市场预期
3. 存量房货币化率低于市场预期

图表6：贝壳-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：贝壳-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	93,458	94,580	87,218	91,731	95,696
销售成本	(70,513)	(74,368)	(64,515)	(66,147)	(67,303)
毛利润	22,944	20,212	22,703	25,584	28,393
销售及分销成本	(7,783)	(7,329)	(5,146)	(5,229)	(5,263)
管理费用	(8,961)	(8,075)	(8,111)	(8,990)	(9,857)
其他收入/支出	1,845	1,759	971.56	925.36	881.46
财务成本净额	1,260	807.51	512.18	486.58	462.25
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	6,870	4,677	8,400	9,658	10,885
税费开支	(2,792)	(1,686)	(2,588)	(3,117)	(3,535)
少数股东损益	(13.28)	2.96	2.96	2.96	2.96
归母净利润	4,065	2,994	5,815	6,545	7,353
Non-GAAP 调整项	3,133	2,026	1,234	1,716	1,781
调整后净利润	7,198	5,020	7,049	8,261	9,134
折旧和摊销	(1,012)	(1,072)	(1,214)	(1,306)	(1,401)
EBITDA	5,610	3,870	7,888	9,172	10,422
EPS (人民币, 基本)	3.52	2.59	5.03	5.66	6.36

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	11,751	10,517	10,680	11,527	9,569
现金及现金等价物	11,443	7,773	2,708	1,669	4,175
其他流动资产	53,410	49,830	51,867	54,467	57,207
总流动资产	76,603	68,120	65,254	67,663	70,952
固定资产	2,400	2,070	1,403	904.77	319.78
无形资产	857.64	722.68	544.62	414.02	282.87
其他长期资产	53,288	45,756	47,670	49,776	52,092
总长期资产	56,546	48,548	49,617	51,095	52,695
总资产	133,149	116,668	114,872	118,758	123,647
应付账款	32,674	25,851	22,068	22,577	10,999
短期借款	14,018	10,866	10,866	10,866	10,866
其他负债	6,052	5,690	5,690	5,690	5,690
总流动负债	52,744	42,407	38,624	39,134	27,555
长期债务	8,639	7,414	7,414	7,414	7,414
其他长期债务	317.70	317.21	317.21	317.21	317.21
总长期负债	8,957	7,731	7,731	7,731	7,731
股本	72,461	64,803	81,321	78,155	87,273
储备/其他项目	(1,137)	1,639	(12,890)	(6,345)	1,008
股东权益	71,324	66,441	68,431	71,810	88,281
少数股东权益	124.18	88.55	85.59	82.62	79.66
总权益	71,448	66,530	68,516	71,893	88,360

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11.39	15.46	7.96	7.07	6.29
PB	0.65	0.70	0.68	0.64	0.52
调整后 PE (倍)	19.53	28.00	19.94	17.01	15.39
调整后 ROE	10.04	7.29	10.45	11.78	11.41
EV EBITDA	28.21	40.61	20.56	17.80	15.42
股息率 (%)	3.70	1.50	2.92	3.28	3.69
自由现金流收益率 (%)	4.01	(0.94)	1.49	4.56	(1.41)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	5,610	3,870	7,888	9,172	10,422
融资成本	(1,260)	(807.51)	(512.18)	(486.58)	(462.25)
营运资本变动	2,080	(4,108)	(3,911)	(430.98)	(9,729)
税费	(2,792)	(1,686)	(2,588)	(3,117)	(3,535)
其他	5,809	2,356	1,759	2,101	14,235
经营活动现金流	9,447	(376.17)	2,636	7,238	10,932
CAPEX	(789.72)	(758.82)	(664.41)	(677.36)	(685.00)
其他投资活动	(8,588)	6,653	(1,629)	(2,171)	(2,290)
投资活动现金流	(9,378)	5,894	(2,293)	(2,848)	(2,975)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,795)	(9,793)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
融资活动现金流	(5,795)	(9,793)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
现金变动	(5,726)	(4,275)	(4,657)	(609.82)	2,957
年初现金	25,857	20,301	15,944	11,287	10,677
汇率波动影响	169.48	(82.59)	0.00	0.00	0.00
年末现金	20,301	15,944	11,287	10,677	13,634

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	20.16	1.20	(7.78)	5.17	4.32
毛利润	5.65	(11.91)	12.32	12.69	10.98
营业利润	(21.52)	(43.93)	227.65	19.23	15.70
净利润	(30.91)	(26.35)	94.23	12.55	12.35
调整后净利润	(26.49)	(30.26)	40.42	17.20	10.56
EPS (基本)	(30.91)	(26.35)	94.23	12.55	12.35
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	24.55	21.37	26.03	27.89	29.67
EBITDA	6.00	4.09	9.04	10.00	10.89
净利润率	4.35	3.17	6.67	7.13	7.68
调整后净利润率	7.70	5.31	8.08	9.01	9.54
ROE	5.67	4.35	8.62	9.33	9.19
调整后 ROE	10.04	7.29	10.45	11.78	11.41
ROA	3.21	2.40	5.02	5.60	6.07
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	15.72	15.81	22.76	23.13	15.98
流动比率	1.45	1.61	1.69	1.73	2.57
速动比率	1.45	1.61	1.69	1.73	2.57
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.74	0.76	0.75	0.79	0.79
应收账款周转天数	37.74	42.38	43.75	43.58	39.68
应付账款周转天数	147.73	141.65	133.69	121.49	89.80
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	3.52	2.59	5.03	5.66	6.36
EPS (调整后, 基本)	2.06	1.44	2.02	2.36	2.61
每股净资产	61.70	57.48	59.20	62.12	76.37

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄璇、陈慎、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 快手-W (1024 HK)、贝壳-W (2423 HK)、腾讯控股 (700 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄璇、陈慎、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 快手-W (1024 HK)、贝壳-W (2423 HK)、腾讯控股 (700 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司