

联合研究 | 港股公司点评 | 贝壳-W (02423.HK)

主业利润率均明显修复，未来业绩弹性可期 ——贝壳-W 2026 年一季报业绩点评

报告要点

主业利润率均明显修复，公司未来业绩弹性可期。核心城市基本面逐渐筑底，经纪龙头有望率先受益；产能优化接近尾声，成本压降的同时人效提升放大经营杠杆；四大核心业务贡献利润率均同比提升，费率管控得力进一步提升业绩弹性；坚持大手笔分红回购，持续回馈股东；在手现金充裕，扣除现金后估值水平相对偏低。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001
SFC: BQK473



袁佳楠

SAC: S0490520070001



刘义

SAC: S0490520040001
SFC: BUV416



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002

贝壳-W (02423.HK)

2026-05-20

主业利润率均明显修复，未来业绩弹性可期

——贝壳-W 2026 年一季报业绩点评

联合研究 | 港股公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2026Q1 公司实现营收 189 亿元 (-19.0%)，归母净利润 12.6 亿元 (+46.7%)，经调整经营利润 16.7 亿元 (+45.1%)，经调整经营利润率 8.8%，经调整归母净利润 16.2 亿元 (+15.7%)。

事件评论

- 经纪 GTV 随行业下行而货币化比率基本稳定，家装重质量租赁调模式拖累营收表现。**截至 2026Q1 公司活跃门店数 5.8 万家 (+4.4%)、活跃经纪人 45.3 万名 (-7.6%，环比 +1.8%)，产能优化已基本接近尾声。2026Q1 公司总 GTV 同比下降 15.6% 至 7117 亿元，其中存量房/新房业务分别同比-7.9%/-37.2% 至 5344/1459 亿元，新房 GTV 同比大幅下降主因去年高基数。分来源来看，自营链家对存量房与新房 GTV 分别贡献 35.3%/17.8%，同比-2.8/+0.5pct。Q1 存量房货币化比率同比略降 0.04pct 至 1.15% 主因贝联占比提升影响（实际链家+0.01pct 至 2.54%，贝联+0.03pct 至 0.39%），新房货币化比率同比略有提升 (+0.01pct 至 3.49%)；最终公司存量房/新房业务营收分别同比-10.7%/-37.0%（但来自贝联的存量房收入同比+3.8%）。家装更重质量主动优化获客渠道组合，Q1 营收同比-20.6%；租赁净额法占比增加冲抵房源数增幅，Q1 营收同比-1.5%。最终公司 2026Q1 实现营收 189 亿元 (-19.0%)，其中存量房与租赁收入贡献占比提升。
- 四大核心业务贡献利润率均同比提升，费率管控成效明显。**2026Q1 公司综合毛利率同比 +3.5pct 至 24.1%（7 季新高），主因四大业务贡献利润率均有提升且高盈利性存量房业务收入贡献提升。单季存量房业务贡献利润率同比+3.2pct 至 41.3%（2024Q3 后首次超 41.0%），主因产能优化带来的固定人力成本下降，以及人效提升带来的经营杠杆改善（Q1 链家人均买卖单量同比+26%，人均佣金收入同比+8%）；新房业务贡献利润率也同比 +2.3pct 至 25.7%。家装 Q1 贡献利润率同比+3.6pct 至 36.2%（历史新高）主因集采带来材料成本下降；租赁贡献利润率同比+8.1pct 至 14.8%（历史新高）主因净额法核算占比提升。费率管控成效明显，2026Q1 销管研三费同比-22.3%，占营收比重同比-0.7pct 至 17.4%；如若剔除股份支付薪酬费用相关分摊，三费较营收比重同比-0.4pct 至 16.0%。单季股权支付薪酬费用明显下降，最终公司 2026Q1 实现经调整经营利润 16.7 亿元 (+45.1%)，经调整经营利润率 8.8% (+3.9pct，7 季新高)。利息收入等非经营性收入同比下行，但所得税率下降对其形成对冲，公司经调整归母净利润 16.2 亿元 (+15.7%)。
- 坚持大手笔回购，持续回馈股东。**2025 年公司实施约 3 亿美元股息，叠加 9.2 亿美元回购，综合回报约 12 亿美元（同比提升超 9%）。2026 年继续大手笔回购，Q1 回购规模达 1.95 亿美元，同比增长约 40%，持续彰显对公司价值的信心以及对股东回报的关注。
- 主业利润率均明显修复，公司未来业绩弹性可期。**核心城市基本面逐渐筑底，经纪龙头有望率先受益；产能优化接近尾声，成本压降的同时人效提升放大经营杠杆；四大核心业务贡献利润率均同比提升，费率管控得力进一步提升业绩弹性；坚持大手笔分红回购，持续回馈股东；在手现金充裕，扣除现金后估值水平相对偏低。预计 2026-2028 年经调整归母净利润为 78.6、85.8、95.4 亿元，PE 为 17.7、16.2、14.6X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、二手房经纪业务佣金率明显下行；
- 2、二手房市场热度明显下行。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD)	45.58
------------	-------

注：股价为 2026 年 5 月 19 日收盘价

相关研究

- 《大比例优化产能，Q4 主营盈利性边际修复——贝壳-W 2025 年报业绩点评》2026-03-23
- 《两翼业务逐渐盈利，大力回购回馈股东——贝壳-W 2025 年三季报业绩点评》2025-11-14
- 《Q2 盈利能力环比提升，扩大并延长回购计划——贝壳-W 2025 年二季报业绩点评》2025-08-28



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、二手房经纪业务佣金率明显下行：如果二手房经纪业务佣金率向下大幅调整，公司收入将受到明显影响。
- 2、二手房市场热度明显下行：如果二手房市场热度明显下行，公司二手房 GTV 与收入均会受到较大影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。