

# 贝壳-W (02423.HK)

## 26Q1 财报点评：营收结构优化，运营效率提升

优于大市

### 核心观点

**2026Q1 实现经调整净利润同比+16%**。2026Q1，公司实现 GTV 交易总额 7117 亿元，同比-16%；营业收入 189 亿元，同比-19%，其中非房业务（家装家居、房屋租赁和新兴业务）收入占比 41%，同比提升 5pct。虽然 GTV 和营收同比下降，但公司通过降本增效提升利润率，实现业绩增长。2026Q1，公司归母净利润为 13 亿元，同比+47%；经调整归母净利润 16 亿元，同比+16%；归母净利润率 6.6%，同比提升 3.0pct；经调整归母净利润率 8.5%，同比提升 2.6pct；毛利率 24%，同比提升 3.5pct；贡献利润率 30%，同比提升 3.8pct；销售费率 5.7%，同比下降 1.9pct。

**存量房业务平台优势凸显，非链家交易贡献占比提升**。2026Q1，公司存量房业务 GTV 交易额 5344 亿元，同比-8%，但交易单量同比+12%，主要受成交套均价下跌影响，由于非一线、非链家交易单量同比提升更快，链家交易额占比 35%，同比下降 3pct。2026Q1，公司存量房业务收入 61 亿元，同比-11%，其中平台加盟费收入占比 22%，同比提升 3pct；货币化率 1.15%，同比下降 0.04pct；贡献利润率 41.3%，同比提升 3.2pct，主要是固定人力成本因优化下降。公司从 2025Q2 开始主动管理低效链家经纪人，保持市占率的同时提升效率缩减固定人力成本，目前已经完成。截至 2026Q1 末，公司门店 6 万家，同比+6%，环比-1%；经纪人数量 53 万人，同比-4%，环比+1%。

**新房业务在高基数下规模收缩，但货币化率维持高位、贡献利润率提升**。2026Q1，新房业务实现 GTV 交易额 1459 亿元，同比-37%，其中链家交易额占比 18%，同比基本持平；新房市占率 9.8%，同比下降 2.9pct；新房业务收入为 51 亿元，同比-37%；新房货币化率 3.5%，维持在高位；贡献利润率 25.7%，同比提升 2.3pct。

**非房业务盈利能力改善**。2026Q1，公司新赛道业务收入 77 亿元，同比-8%；货币化率 24.4%，同比下降 2.4pct，主要受房屋租赁服务营收占比提升的结构性影响。其中，家装家居业务 2026Q1 收入 23 亿元，同比-21%；贡献利润率 36%，同比提升 3.6pct，主要受益于供应链能力提升、材料成本降低。而房屋租赁服务 2026Q1 收入 50 亿元，同比-1%，虽然省心租业务以净额法计量收入的新服务模式占比增加，但在管房源 74 亿套，同比+47%；贡献利润率 15%，同比提升 8.1pct，同样受益于服务模式变化。

**投资建议**：2026Q1 公司营收结构优化，运营效率提升。综合考虑房地产市场量价修复趋势对公司主赛道业务的利好以及非房业务模式调整且盈利改善的趋势，我们稍上调盈利预测，预计公司 2026-2027 年营业收入分别为 873/849 亿元（原值为 888/854 亿元），经调整归母净利润分别为 60/65 亿元（原值为 56/61 亿元），对应每股收益分别为 1.71/1.86 元，对应当前股价的 PE 分别为 23.8/21.9 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示**：经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利改善不及预期等。

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 房地产 · 房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

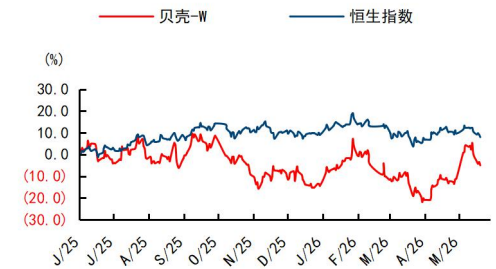
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	45.22 港元
总市值/流通市值	157989/151785 百万港元
52 周最高价/最低价	52.90/36.80 港元
近 3 个月日均成交额	509.40 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《贝壳-W (02423.HK) -2025 全年营收平稳盈利下滑，持续加大股东回报力度》——2026-03-25
- 《贝壳-W (02423.HK) -三季度营收同比增长 2%，两翼业务贡献持续提升》——2025-11-13
- 《贝壳-W (02423.HK) -二季度营收同比增长 11%，利润同比下滑但环比改善》——2025-08-28
- 《贝壳-W (02423.HK) -一季度营收同比增长 42%，经调整净利润同比持平》——2025-05-19
- 《贝壳-W (02423.HK) -2024 年营收稳步增长，盈利水平略下滑》——2025-03-24

**盈利预测和财务指标**

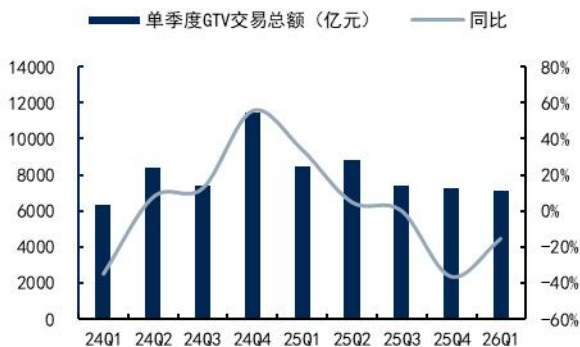
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	93,457	94,580	87,252	84,896	85,390
(+/-%)	20.2%	1.2%	-7.7%	-2.7%	0.6%
经调整归母净利润(百万元)	7,198	5,020	5,987	6,500	6,928
(+/-%)	243.1%	-26.5%	19.3%	8.6%	6.6%
每股收益(元)	2.06	1.44	1.71	1.86	1.98
EBIT Margin	4.2%	2.4%	5.7%	6.8%	7.4%
净资产收益率(ROE)	10.0%	7.3%	8.7%	8.8%	8.7%
市盈率(PE)	19.8	28.3	23.8	21.9	20.5
EV/EBITDA	41.4	58.3	29.0	25.7	23.7
市净率(PB)	1.99	2.14	2.00	1.86	1.73

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

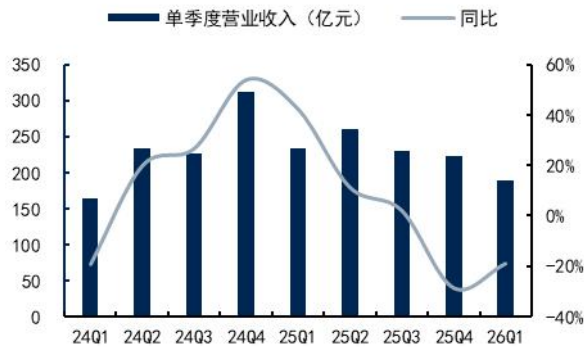
**2026Q1 实现经调整净利润同比+16%**。2026Q1，公司实现 GTV 交易总额 7117 亿元，同比-16%；营业收入 189 亿元，同比-19%，其中非房业务（家装家居、房屋租赁和新兴业务）收入占比 41%，同比提升 5pct。虽然 GTV 和营收同比下降，但公司通过降本增效提升利润率，实现业绩增长。2026Q1，公司归母净利润为 13 亿元，同比+47%；经调整归母净利润 16 亿元，同比+16%；归母净利率 6.6%，同比提升 3.0pct；经调整归母净利率 8.5%，同比提升 2.6pct；毛利率 24%，同比提升 3.5pct；贡献利润率 30%，同比提升 3.8pct；销售费率 5.7%，同比下降 1.9pct。

图1：公司单季度交易总额 GTV 及同比



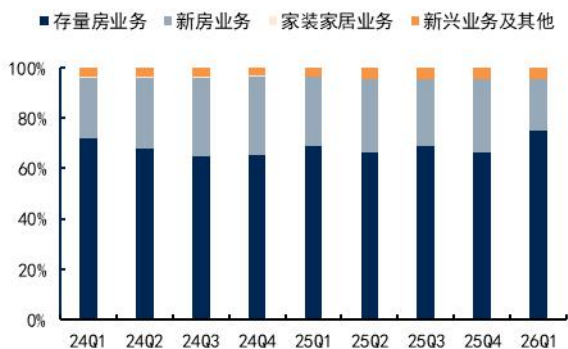
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比



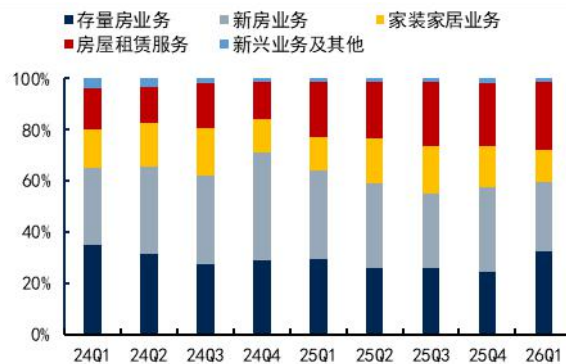
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度各业务类型交易总额 GTV 占比



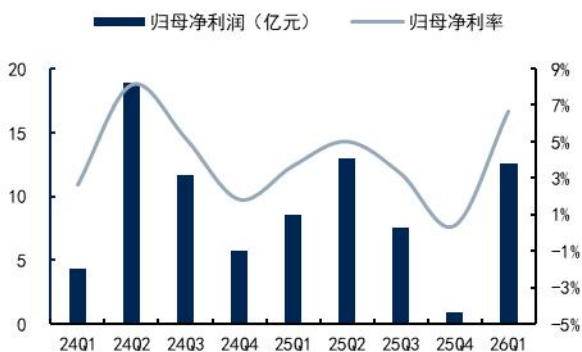
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度各业务类型营业收入占比



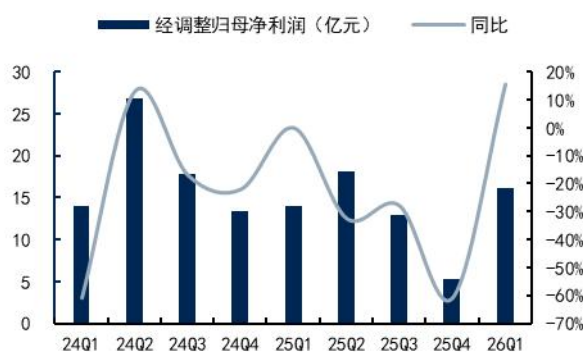
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度归母净利润及归母净利率



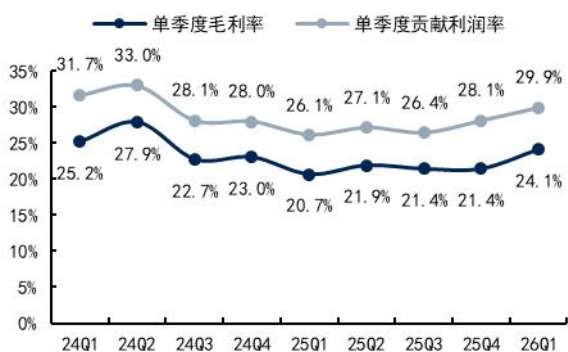
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度经调整归母净利润及同比



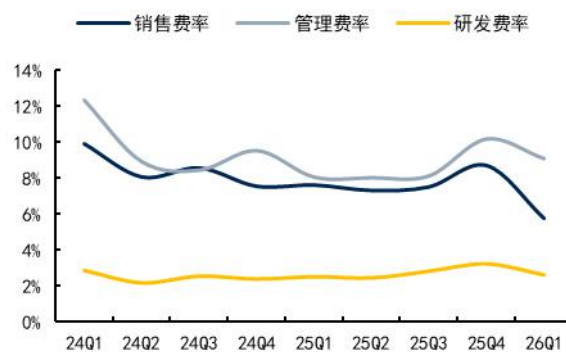
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度毛利率和贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

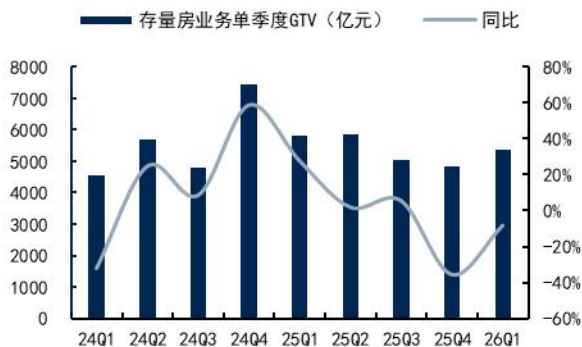
图8: 公司单季度销售管理研发费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

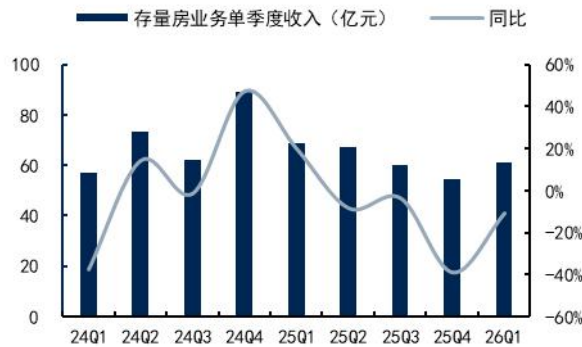
**存量房业务平台优势凸显，非链家交易贡献占比提升。**2026Q1，公司存量房业务GTV交易额5344亿元，同比-8%，但交易单量同比+12%，主要受成交套均价下跌影响，由于非一线、非链家交易单量同比提升更快，链家交易额占比35%，同比下降3pct。2026Q1，公司存量房业务收入61亿元，同比-11%，其中平台加盟费收入占比22%，同比提升3pct；货币化率1.15%，同比下降0.04pct；贡献利润率41.3%，同比提升3.2pct，主要是固定人力成本因优化下降。公司从2025Q2开始主动管理低效链家经纪人，保持市占率的同时提升效率缩减固定人力成本，目前已经完成。截至2026Q1末，公司门店6万家，同比+6%，环比-1%；经纪人数量53万人，同比-4%，环比+1%。

图9: 存量房业务单季度交易额及同比



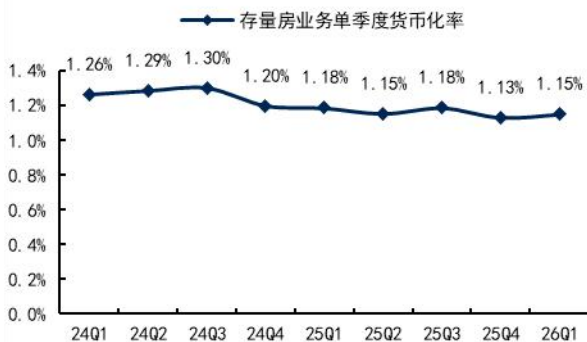
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 存量房业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 存量房业务单季度货币化率



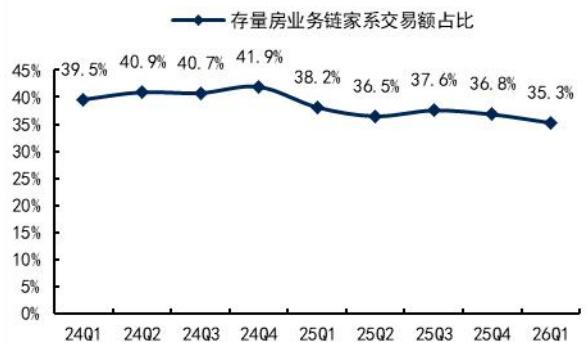
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 存量房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 存量房业务单季度链家交易额占比



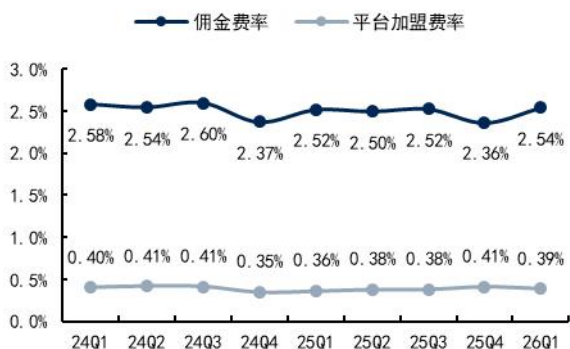
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 存量房业务单季度平台费、加盟费收入占比



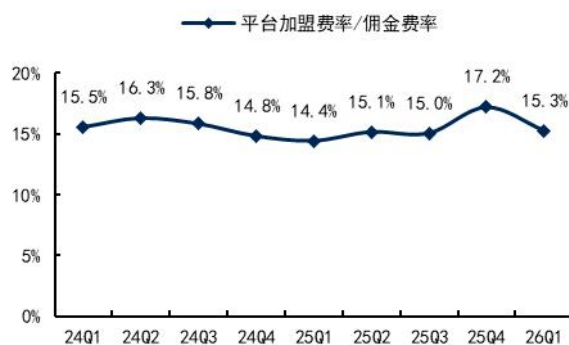
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 存量房业务单季度佣金费率和平台加盟费率



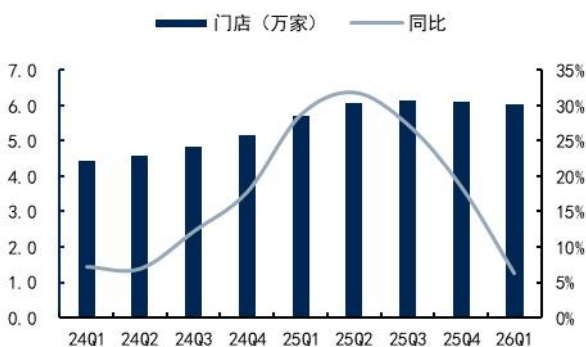
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 存量房业务单季度平台加盟费率在佣金费率占比



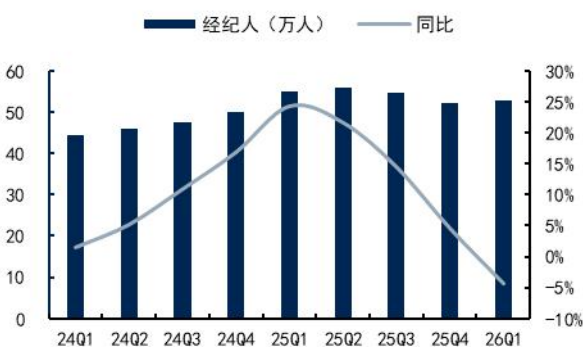
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司各季度末门店数量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

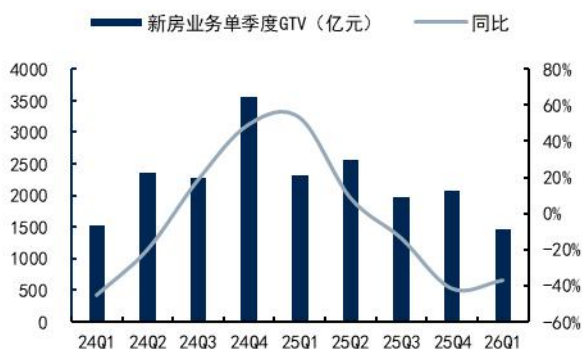
图18: 公司各季度末经纪人数量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**新房业务在高基数下规模收缩, 但货币化率维持高位、贡献利润率提升。**2026Q1, 新房业务实现 GTV 交易额 1459 亿元, 同比-37%, 其中链家交易额占比 18%, 同比基本持平; 新房市占率 9.8%, 同比下降 2.9pct; 新房业务收入为 51 亿元, 同比-37%; 新房货币化率 3.5%, 维持在高位; 贡献利润率 25.7%, 同比提升 2.3pct。

图19: 新房业务单季度交易额及同比



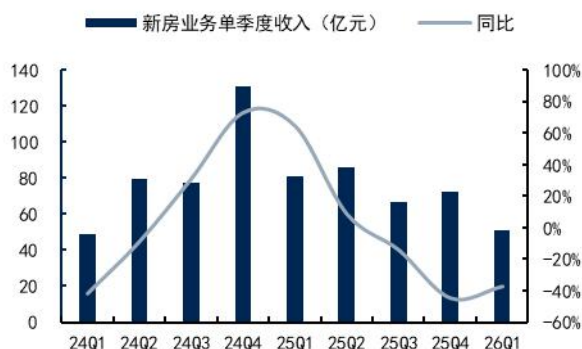
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图20: 新房业务单季度交易额市占率



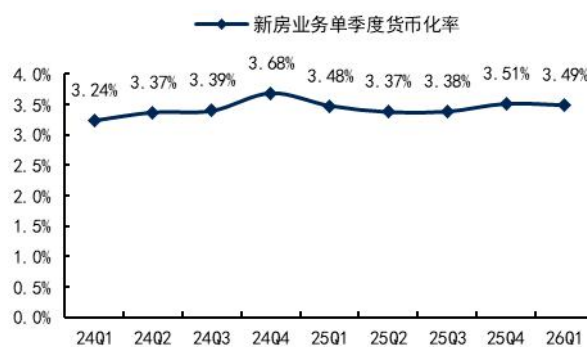
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 新房业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图22: 新房业务单季度货币化率



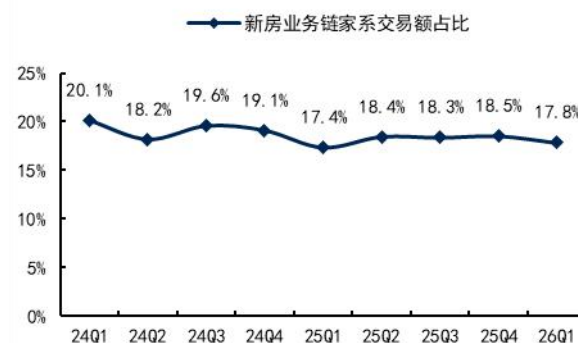
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图23: 新房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

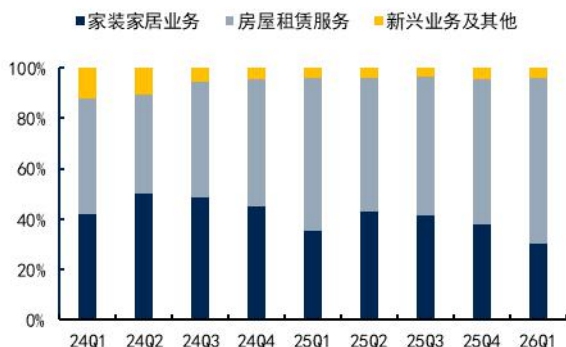
图24: 新房业务单季度链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

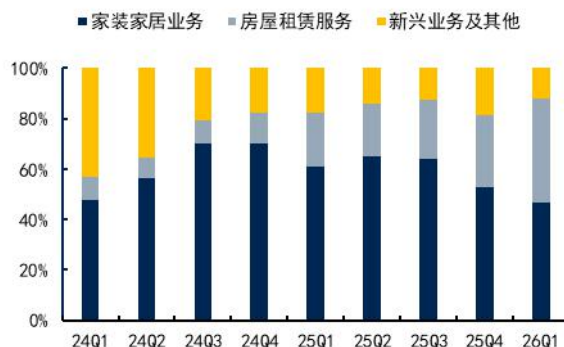
**非房业务盈利能力改善。**2026Q1，公司新赛道业务收入 77 亿元，同比-8%；货币化率 24.4%，同比下降 2.4pct，主要受房屋租赁服务营收占比提升的结构影响。其中，家装家居业务 2026Q1 收入 23 亿元，同比-21%；贡献利润率 36%，同比提升 3.6pct，主要受益于供应链能力提升、材料成本降低。而房屋租赁服务 2026Q1 收入 50 亿元，同比-1%，虽然省心租业务以净额法计量收入的新服务模式占比增加，但在管房源 74 亿套，同比+47%；贡献利润率 15%，同比提升 8.1pct，同样受益于服务模式变化。

图25：公司单季度新赛道各业务类型营业收入占比



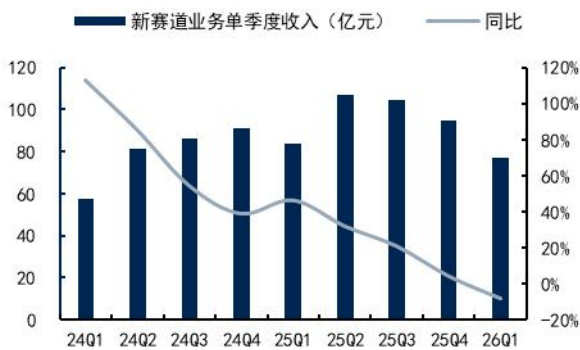
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图26：公司单季度新赛道各业务类型贡献利润占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图27：公司单季度新赛道业务收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图28：家装家居业务单季度收入及同比



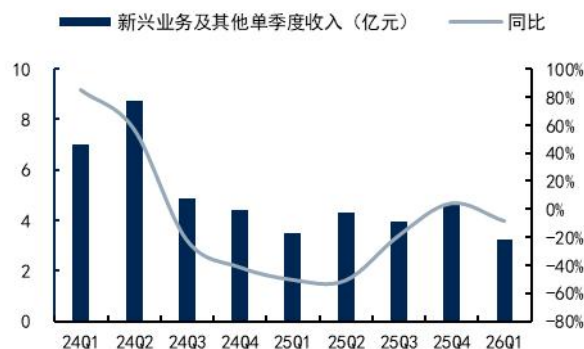
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：房屋租赁业务单季度收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图30：新兴业务及其他单季度收入及同比



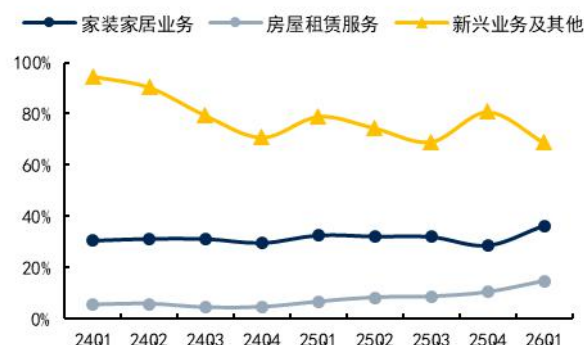
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：公司单季度新赛道业务货币化率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图32：公司单季度新赛道各业务类型贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**公司营收结构优化，运营效率提升。综合考虑房地产市场量价修复趋势对公司主赛道业务的利好以及非房业务模式调整且盈利改善的趋势，我们稍上调盈利预测，预计公司 2026-2027 年营业收入分别为 873/849 亿元（原值为 888/854 亿元），经调整归母净利润分别为 60/65 亿元（原值为 56/61 亿元），对应每股收益分别为 1.71/1.86 元，对应当前股价的 PE 分别为 23.8/21.9 倍，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11443	7773	9857	14897	21290	营业收入	93457	94580	87252	84896	85390
应收款项	12130	8073	7447	7246	7289	营业成本	70513	74368	65497	62847	62658
存货净额	0	2854	2494	2389	2381	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	8858	8171	7538	7334	7377	销售费用	7783	7329	6544	6792	6831
<b>流动资产合计</b>	<b>76603</b>	<b>68120</b>	<b>68585</b>	<b>73116</b>	<b>79585</b>	管理费用	11244	10656	10209	9508	9564
固定资产	2400	2070	2646	3189	3699	财务费用	(1260)	(808)	(141)	(212)	(326)
无形资产及其他	29002	24527	23301	22074	20848	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	25144	21951	21951	21951	21951	资产减值及公允价值变动	0	0	300	300	300
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	1693	1041	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>133149</b>	<b>116668</b>	<b>116483</b>	<b>120330</b>	<b>126083</b>	营业利润	6870	4076	5444	6261	6964
短期借款及交易性金融负债	288	706	706	706	706	营业外净收支	0	601	800	800	800
应付款项	10521	7011	6126	5870	5848	<b>利润总额</b>	<b>6870</b>	<b>4677</b>	<b>6244</b>	<b>7061</b>	<b>7764</b>
其他流动负债	41935	34690	30707	29516	29467	所得税费用	2792	1686	1561	1765	1941
<b>流动负债合计</b>	<b>52744</b>	<b>42407</b>	<b>37539</b>	<b>36091</b>	<b>36021</b>	少数股东损益	13	(3)	(4)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	0	442	442	442	442	<b>经调整归母净利润</b>	<b>7198</b>	<b>5020</b>	<b>5987</b>	<b>6500</b>	<b>6928</b>
其他长期负债	8957	7289	7289	7289	7289	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8957</b>	<b>7731</b>	<b>7731</b>	<b>7731</b>	<b>7731</b>	经调整归母净利润	7198	5020	5987	6500	6928
<b>负债合计</b>	<b>61701</b>	<b>50138</b>	<b>45270</b>	<b>43822</b>	<b>43752</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	124	89	85	80	75	折旧摊销	1012	1072	1450	1483	1517
股东权益	71324	66441	71128	76428	82256	公允价值变动损失	0	0	(300)	(300)	(300)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>133149</b>	<b>116668</b>	<b>116483</b>	<b>120330</b>	<b>126083</b>	财务费用	(1260)	(808)	(141)	(212)	(326)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	8344	(7339)	(3249)	(939)	(146)
每股收益	2.06	1.44	1.71	1.86	1.98	其它	(7107)	871	(1304)	(1204)	(1105)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>9447</b>	<b>(376)</b>	<b>2583</b>	<b>5540</b>	<b>6893</b>
每股净资产	20.41	19.02	20.36	21.88	23.54	资本开支	(1448)	(742)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	5%	13%	14%	16%	其它投资现金流	(7931)	6636	0	0	0
ROE	6%	4%	7%	7%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9378)</b>	<b>5894</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	25%	21%	25%	26%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	2%	6%	7%	7%	负债净变化	0	442	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	7%	9%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	20%	1%	-8%	-3%	1%	其它融资现金流	(5795)	(10235)	0	0	0
经调整归母净利润增长率	243%	-26%	19%	9%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5795)</b>	<b>(9793)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	46%	43%	39%	36%	35%	<b>现金净变动</b>	<b>(5726)</b>	<b>(4275)</b>	<b>2083</b>	<b>5040</b>	<b>6393</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	19635	11443	7773	9857	14897
P/E	19.8	28.3	23.8	21.9	20.5	货币资金的期末余额	11443	7773	9857	14897	21290
P/B	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	0	(5584)	1453	4356	5624
EV/EBITDA	41.4	58.3	29.0	25.7	23.7	权益自由现金流	0	(8085)	1558	4515	5868

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032