

贝壳-W (02423.HK)

买入 (首次评级)

效率驱动增长，主营业务盈利水平全面提升

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	93,457	94,580	91,434	92,878	96,441
增长率 yoy (%)	20.16	1.20	-3.33	1.58	3.84
归母净利润 (百万元)	4,065	2,994	4,457	5,040	5,677
增长率 yoy (%)	-30.91	-26.35	48.88	13.08	12.62
经调归母净利润 (百万元)	7,198	5,020	6,657	7,140	7,577
增长率 yoy (%)	-26.49	-30.26	32.62	7.26	6.11
ROE (%)	5.70	4.51	6.45	6.99	7.51
EPS 最新摊薄 (元)	1.16	0.86	1.28	1.44	1.62
P/E (倍)	33.9	46.0	30.9	27.4	24.3
经调 P/E (倍)	19.2	27.5	20.7	19.3	18.2
P/B (倍)	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源: ifind, 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2026年5月19日贝壳发布2026年一季报, 26Q1净收入189亿元, 同比-19.0%; 净利润12.55亿元, 同比+46.7%; 经调整净利润16.11亿元, 同比+15.7%。

经营费效提升, 利润率水平同比增长。 在去年同期高基数背景下, 公司26Q1总交易额7117亿元, 同比-15.6%, 以致净收入同比下滑。而净利润同比增长, 主要由于公司推动系列提质增效举措, 26Q1营业成本143亿元, 同比-22.6%, 毛利率升至24.1% (25Q1为20.7%), 存量房交易服务、新房交易服务、家装家居和房屋租赁服务等主营业务贡献利润率均同比提升。公司26Q1管理费用17亿元, 同比-8.6%; 销售费用11亿元, 同比-39.0%; 研发费用4.9亿元, 同比-15.6%。

一二手房交易总额同比下降, 人均效能提升。 公司26Q1存量房交易总额5344亿元, 同比-7.9%, 净收入61亿元, 同比-10.7%; 新房交易总额1459亿元, 同比-37.2%, 净收入51亿元, 同比-37.0%。在审慎的人员数量管控下, 公司人效明显提升, 26Q1平台二手房单量同比+12%, 链家人均买卖单量同比+26%, 人均佣金收入同比+8%; 从而推动贡献利润率的提升, 26Q1存量房业务贡献利润率41.3%, 同比+3.2pct, 新房业务贡献利润率25.7%, 同比+2.3pct。

家装家居盈利能力增长, 租赁规模与盈利双增。 公司26Q1家装家居业务净收入23亿元, 同比-20.6%, 主要由于主动优化获客渠道组合, 并适当放缓部分非经纪渠道的业务节奏; 而供应链规模效应释放, 推动26Q1贡献利润率升至36.2%, 同比+3.6pct。公司26Q1租赁业务净收入50亿元, 同比-1.5%, 主要由于以净服务费确认收入的业务模式占比增加影响; 截至26Q1末, 公司在管房源量突破74万套, 同比+47%; 26Q1贡献利润率升至14.8%, 同比+8.1pct。

投资建议: 公司在资源配置、组织效率和服务质量等方面持续提升, 经营质量和盈利能力均有改善, 我们预计公司2026-2028年归母净利润分别44.6/50.4/56.8亿元, 同比分别+48.9%/+13.1%/+12.6%; 经调整归母净利润分别66.6/71.4/75.8亿元, 同比分别+32.6%/+7.3%/+6.1%, 对应当前股价PE为20.7/19.3/18.2倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 市场需求不及预期, 政策效果不及预期, 非房业务增长不及预期等。

股票信息

行业	房地产
2026年05月21日收盘价 (港元)	45.22
总市值 (百万港元)	157,988.55
流通市值 (百万港元)	152,611.41
总股本 (百万股)	3,493.78
流通股本 (百万股)	3,374.87
近3月日均成交额 (百万港元)	509.40

作者



分析师 杜昊旻

SAC: S1070526040002

邮箱: duhaomin@cgws.com



分析师 方鹏

SAC: S1070526040004

邮箱: fangpeng@cgws.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	20301	15944	20651	24090	27724
应收账款+票据	5297	3091	3758	3817	3963
预付账款	8480	4632	4509	4580	4756
存货	304	2854	1680	1703	1765
其他	42220	41599	41007	41655	43252
流动资产合计	76603	68120	71604	75845	81460
固定资产	2400	2070	1992	1914	1836
无形资产	24225	19867	18968	18160	17437
其他非流动资产	29921	26612	27012	27312	27512
非流动资产合计	56546	48548	47972	47386	46785
资产总计	133149	116668	119576	123231	128245
短期借款	288	706	500	450	400
应付账款+票据	9493	6052	6186	6271	6500
其他	42963	35649	35894	36425	37786
流动负债合计	52744	42407	42580	43146	44686
长期带息负债	0	442	352	262	173
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	8957	7289	7435	7583	7735
非流动负债合计	8957	7731	7787	7846	7908
负债合计	61701	50138	50367	50992	52593
少数股东权益	124	89	94	99	106
资本公积与留存收益	71323	66441	69115	72140	75546
股东权益合计	71448	66530	69209	72239	75652
负债和股东权益总计	133149	116668	119576	123231	128245

现金流量表 (百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	4078	2991	4462	5046	5683
折旧摊销	1012	1072	1076	1086	1101
财务费用	-1225	-748	-1144	-1419	-1655
营运资金变动	26117	-10801	-1272	1580	3902
其它	-20535	7109	1850	-2821	-5382
经营活动现金流	9447	-376	4973	3472	3649
资本支出	-687	-2276	-354	-351	-348
其他	-8691	8170	1024	1056	1088
投资活动现金流	-9378	5894	670	705	740
债权融资	-2	860	-296	-140	-140
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-5792	-10653	-639	-598	-616
筹资活动现金流	-5795	-9793	-935	-737	-755
现金净增加额	-5726	-4275	4707	3439	3633

利润表 (百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	93457	94580	91434	92878	96441
营业成本	70513	74368	70564	71530	74135
销售费用	7783	7329	6858	6873	7040
管理与研发费用	11244	10656	9783	9659	9741
财务费用	-1225	-748	-1144	-1419	-1655
营业利润	5142	2975	5373	6235	7180
营业外净收益	1728	1702	1600	1650	1700
利润总额	6870	4677	6973	7885	8880
所得税	2792	1686	2510	2838	3197
净利润	4078	2991	4462	5046	5683
少数股东损益	13	-3	5	6	6
归属于母公司净利润	4065	2994	4457	5040	5677

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	20.16%	1.20%	-3.33%	1.58%	3.84%
EBIT	-15.94%	-30.39%	48.34%	10.93%	11.73%
EBITDA	-17.99%	-24.87%	38.05%	9.37%	10.25%
归属于母公司净利润	-30.91%	-26.35%	48.88%	13.08%	12.62%
获利能力					
毛利率	24.55%	21.37%	22.82%	22.99%	23.13%
净利率	4.36%	3.16%	4.88%	5.43%	5.89%
ROE	5.70%	4.51%	6.45%	6.99%	7.51%
ROIC	4.27%	2.34%	4.42%	5.26%	6.08%
偿债能力					
资产负债率	46.34%	42.98%	42.12%	41.38%	41.01%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
应收账款周转率	17.6	30.6	24.3	24.3	24.3
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	0.86	1.28	1.44	1.62
每股经营现金流	2.7	-0.1	1.4	1.0	1.0
每股净资产	20.4	19.0	19.8	20.6	21.6
估值比率					
市盈率	33.9	46.0	30.9	27.4	24.3
市净率	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源: ifind, 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686