

公司研究

效率兑现，业绩超预期

——贝壳（2423.HK）2026年一季报点评

要点

事件：公司发布 26 年一季报，Q1 实现营收/净利/Non-GAAP 净利 189/12.6/16.1 亿元，同比-19%/+46.7%/+15.7%。

地产交易回暖，叠加经营杠杆释放，经纪业务盈利回升。

Q1 二手房/新房 GTV 分别同比-8%/-37%，收入分别同比-11%/-37%，其中二手房 GTV 下滑估计系单量增长但价格拖累较多，收入降幅更深主因低线城市占比提升；新房 GTV 承压主因上年高基数，货币化率稳定下收入与 GTV 表现一致。得益于持续夯实内功与效率提升，叠加地产交易回暖，经营杠杆释放驱动一体业务贡献利润率修复，Q1 二手房/新房贡献利润率为 41.3%/25.7%，分别同比+3.2/+2.3pps。

家装主动调整优化，租赁房源规模延续扩张，盈利水平均显著改善。

Q1 家装收入同比-21%，与公司主动退出低质渠道及 UE 模型不佳城市、以及新房竣工下滑有关；租赁收入同比-1%，主因按净额法确认收入房源占比增加，而实际省心租在管房源数量突破 74 万套，较 25 年末提升约 4 万套。盈利方面，Q1 家装贡献利润率 36.2%，同比+3.6pps，主要系集采和招标带来材料成本下降，以及派单效率提升下人员成本节降；租赁贡献利润率同比提升 8.1pps 至 14.8%，主因净额法房源占比提升、AI 应用及业务模式优化带来的人工&租后成本下降、以及产品结构优化共同推动。

盈利预测、估值与评级：公司持续优化经营杠杆，叠加 Q1 地产市场超预期回暖，各业务盈利水平显著改善。展望 Q2，3-4 月小阳春余温延续，地产交易有望保持较高景气。考虑到 Q1 业绩超预期及上半年地产景气较好，加上公司经营效率持续提升，我们上调 26-28 年归母净利润预测为 52.4/62.6/70.1 亿元（较上次+20/+21%/+22%）。公司为地产经纪龙头，有望受益地产复苏，家装及租赁远期成长空间广阔，维持“买入”评级。

风险提示：货币化率下降，地产市场复苏不及预期，新业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	93,457	94,580	86,242	92,134	99,453
营业收入增长率	20.2%	1.2%	-8.8%	6.8%	7.9%
归母净利润（百万元）	4,065	2,994	5,237	6,257	7,009
归母净利润增长率	-30.9%	-26.3%	74.9%	19.5%	12.0%
EPS（元）	1.16	0.86	1.50	1.79	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.7%	4.5%	7.4%	8.1%	8.3%
P/E	34	46	26	22	20
P/B	1.9	2.1	1.9	1.8	1.6
Non-GAAP 净利润（百万元）	7,987	5,017	7,063	7,884	8,637
Non-GAAP 净利润增长率	-21.2%	-37.2%	40.8%	11.6%	9.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-05-21 注：采用港币汇率为 0.8677

买入（维持）

当前价：45.22 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

021-52523835

lujun1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	34.94
总市值(亿港元):	1,579.89
一年最低/最高(港元):	36.8/52.9
近 3 月换手率:	34.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.66	6.66	-11.14
绝对	6.50	1.72	-4.60

资料来源：Wind

相关研报

着眼效率，修炼内功——贝壳（2423.HK）

2025 年年报点评（2026-03-18）

Q3 收入降速，着眼效率提升——贝壳

（2423.HK）2025 年三季报点评

（2025-11-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	93,457	94,580	86,242	92,134	99,453
营业成本	70,513	74,368	65,178	69,071	74,308
折旧和摊销	1,012	1,072	922	964	1,016
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	7,783	7,329	5,648	5,942	6,414
管理费用	11,244	10,656	9,587	9,966	10,757
财务费用	-1,260	-808	-898	-1,159	-1,466
资产减值损失	161	223	42	107	132
公允价值变动损益	313	463	50	50	50
投资收益	10	16	10	10	10
营业利润	5,304	3,291	6,745	8,268	9,368
利润总额	6,870	4,677	8,191	9,786	10,962
所得税	2,792	1,686	2,949	3,523	3,946
少数股东损益	13	-3	5	6	7
归属母公司净利润	4,065	2,994	5,237	6,257	7,009
EPS(按最新股本摊薄, 元)	1.16	0.86	1.50	1.79	2.01
Non-GAAP 净利润	7,987	5,017	7,063	7,884	8,637

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9,447	-376	6,118	7,040	7,299
净利润	4,065	2,994	5,237	6,257	7,009
折旧摊销	1,012	1,072	922	964	1,016
净营运资金增加	-463	-3,124	-505	-109	-118
其他	4,833	-1,319	464	-71	-608
投资活动产生现金流	-9,378	5,894	-2,112	-754	-1,061
净资本支出	-892	-574	-750	-750	-750
长期投资变化	-219	3,642	-5	-5	-5
其他资产变化	-8,267	2,827	-1,357	1	-306
融资活动现金流	-5,795	-9,793	-699	1,494	1,847
股本变化	0	0	-848	0	0
债务净变化	-2	102	-208	0	0
其他长期负债变化	-5,792	-9,896	357	1,494	1,847
净现金流	-5,556	-4,358	3,307	7,780	8,085

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	24.55%	21.37%	24.42%	25.03%	25.28%
税前净利润率	7.35%	4.95%	9.50%	10.62%	11.02%
归母净利润率	4.35%	3.17%	6.07%	6.79%	7.05%
ROA	3.06%	2.56%	4.35%	4.86%	5.10%
ROE (摊薄)	5.70%	4.51%	7.41%	8.13%	8.34%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	46.34%	42.98%	41.28%	40.12%	38.85%
流动比率	1.45	1.61	1.69	1.82	1.96
速动比率	1.42	1.54	1.63	1.76	1.90

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	133,149	116,668	120,581	128,766	137,581
流动资产	76,603	68,120	71,575	80,106	89,158
现金及短期投资	20,301	15,944	19,251	27,031	35,116
有价证券及短期投资	41,318	39,580	40,580	40,580	40,580
应收账款	5,498	3,937	4,046	4,323	4,666
存货	1,610	2,854	2,501	2,651	2,852
其它流动资产	7,876	5,805	5,197	5,521	5,945
非流动资产	56,546	48,548	49,006	48,660	48,422
长期投资	23,790	20,149	20,154	20,159	20,164
固定资产净额	25,767	21,214	20,534	19,892	19,256
其他非流动资产	6,989	7,186	8,318	8,609	9,003
总负债	61,701	50,138	49,782	51,663	53,447
流动负债	52,744	42,407	42,467	44,054	45,472
应付账款	9,493	6,052	5,304	5,621	6,047
短期借贷	288	208	0	0	0
其它流动负债	42,963	36,147	37,163	38,433	39,425
长期负债	8,957	7,731	7,314	7,609	7,975
长期债务	0	183	183	183	183
其它	8,957	7,548	7,131	7,426	7,792
股东权益合计	71,448	66,530	70,800	77,103	84,133
股东权益	71,324	66,441	70,706	77,003	84,026
少数股东权益	124	89	94	100	107
负债及股东权益总额	133,149	116,668	120,581	128,766	137,581

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	8.3%	7.7%	6.5%	6.4%	6.4%
管理费用率	12.0%	11.3%	11.1%	10.8%	10.8%
财务费用率	-1.3%	-0.9%	-1.0%	-1.3%	-1.5%
所得税率	40.6%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股经营现金流	2.70	-0.11	1.75	2.02	2.09
每股净资产	20.41	19.02	20.24	22.04	24.05
每股销售收入	26.75	27.07	24.68	26.37	28.47

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	34	46	26	22	20
PB	1.9	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼