

## 今日焦點:

### ► 貝殼 (2423.HK, 股價 44.04 港元, 市值 1490 億港元) 2025 年第四季度業績不及市場預期

貝殼為中國全渠道物業代理及服務龍頭企業。公司公布 2025 年第四季度營收為人民幣 54 億元 (同比下降 37%/環比下降 9%)，淨利潤則滑落至人民幣 1 億元 (同比下降 86%)，營收與獲利均未達市場預期。董事會已宣派末期股息每股 9.2 美分

圖 1: 財務數據對比 (人民幣/十億)

2423.HK 貝殼	4Q24		3Q25		4Q25		
	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	按年同比 按季度比
存量房業務	8.9	29%	6.0	26%	5.4	25%	-39% -9%
新房業務	13.1	42%	6.6	29%	7.3	33%	-44% 9%
家具裝修	4.1	13%	4.3	19%	3.6	16%	-12% -16%
租賃業務	4.6	15%	5.7	25%	5.4	24%	18% -6%
新業務	0.4	1%	0.4	2%	0.5	2%	5% 16%
总收入	31.1		23.1		22.2		-29% -4%
成本	24.0		18.1		17.4		-27% -4%
毛利潤	7.2	23%	4.9	21%	4.8	21%	-2 ppt 0 ppt
研發費用	0.7	2%	0.6	3%	0.7	3%	-3% 10%
銷售費用	2.3	8%	1.7	7%	1.9	9%	-18% 12%
管理費用	3.0	10%	1.9	8%	2.3	10%	-24% 21%
運營費用	6.0	19%	4.2	18%	4.9	22%	-19% 15%
核心經營利潤	1.1	4%	0.7	3%	0.1	-1%	-113% -121%
股東應佔利潤	0.6	2%	0.7	3%	0.1	0%	-86% -89%

資料來源: 公司數據, 新華滙富

## 物業市場需求疲軟, 拖累板塊營收

1). 存量住宅業務 (二級市場): 2025 年第四季度存量住宅業務淨營收為人民幣 54 億元 (同比下降 39%/環比下降 9%)，營收佔比自 2023 年第一季度的 45% 進一步下滑至 25%。業績下滑主要受 2024 年物業放鬆政策 (放鬆購買限制、下調首付比例及按揭利率) 帶來的高基數影響，同時服務佣金率降至 1.13% 進一步壓制收入。整體存量住宅交易總額同比下降 35.3% 至人民幣 4820 億元。其中，直接佣金收入同比下降 42.9% 至人民幣 42 億元，直接交易總額同比下降 43.0% 至人民幣 1780 億元；平台、特許經營及增值服務收入同比下降 19.9% 至人民幣 12 億元，對應平台交易總額同比下降 29.7% 至人民幣 3050 億元，反映平台業務具備相對較強的抗風險能力。

圖 2: 存量房業務收入拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,868	0.1%	0.9%
中資企業指數	8,826	0.1%	-1.0%
紅籌指數	4,312	-0.1%	7.4%
滬深300指數	4,637	-0.7%	0.2%
上海A股	4,247	-0.9%	3.8%
上海B股	263	-0.4%	3.8%
深圳A股	2,778	-1.9%	4.9%
深圳B股	1,235	-0.1%	-2.3%

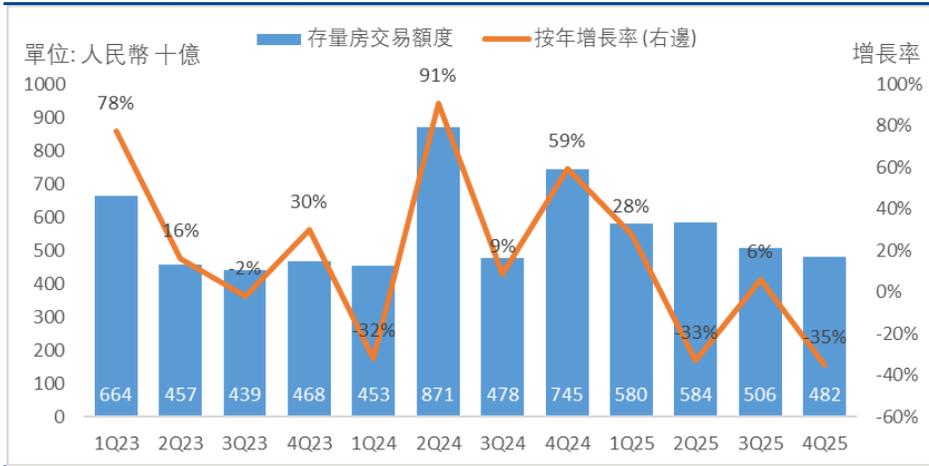
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,993	0.1%	-2.2%
標普500	6,716	0.2%	-1.9%
美國納斯達克指數	22,479	0.5%	-3.3%
日經平均指數	54,488	1.5%	8.2%
英國富時指數	10,403	0.8%	4.8%
法國證券公會指數	7,974	0.5%	-2.1%
德國法蘭克福指數	23,730	0.7%	-3.1%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,005	-0.0%	15.8%
銅價 (美元/盎司)	2,688	2.3%	5.7%
銀價 (美元/盎司)	79	-1.8%	10.6%
原油 (美元/桶)	96	2.9%	66.3%
銅價 (美元/盎司)	12,775	-0.0%	2.8%
鋁價 (美元/盎司)	3,399	-1.2%	13.5%
鉛價 (美元/盎司)	2,128	0.6%	3.0%
錫價 (美元/盎司)	3,227	-2.1%	3.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	589	-1.3%	16.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	454	0.0%	1.5%
糖 (美分/磅)	126	3.4%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,157	0.2%	8.9%
PVC (美元/噸)	5,811	-0.8%	40.0%
CRB 指數	364	-0.4%	3.0%
BDI			8.6%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.0	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.3	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.0		183.5	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	202.6		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.1	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	22	-10.3%

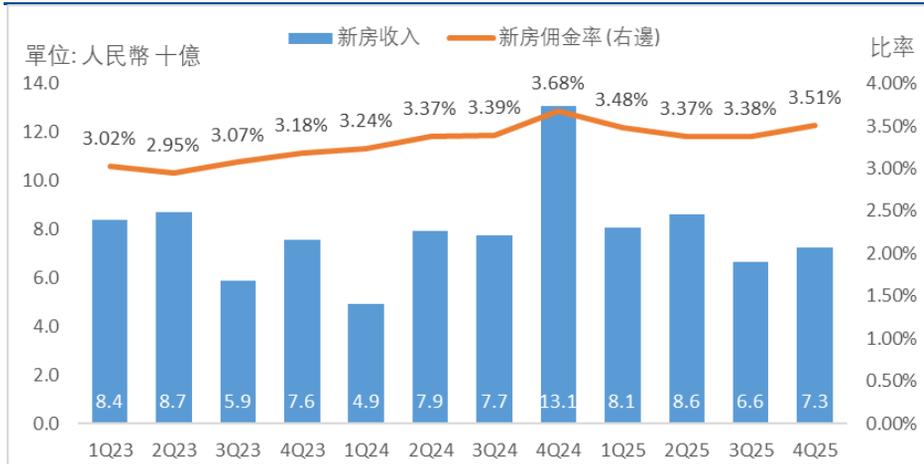
圖 3: 存量房交易額度(人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

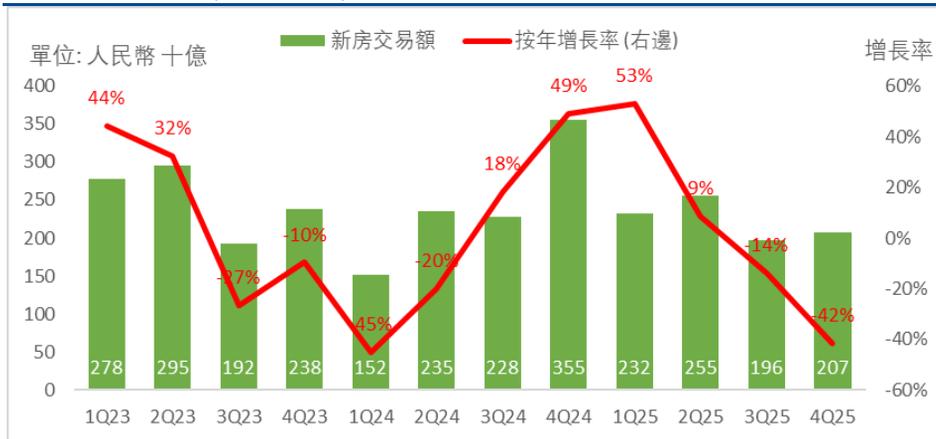
2). **新建住宅業務:** 2025 年第四季度新建住宅業務淨營收為人民幣 73 億元 (同比下降 44.5%/環比增長 9%)，佔總營收的 33%。業績下滑係行業需求疲軟疊加高基數所致，不過新建住宅服務佣金率環比微升至 3.5%。整體新建住宅交易總額同比下降 41.7% 至人民幣 2070 億元，其中貝殼平台渠道交易總額同比下降 41.3% 至人民幣 1690 億元，鏈家自有渠道交易總額同比下降 43.5% 至人民幣 383 億元。

圖 4: 新房業務收入拆解(人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 新房交易額度(人民幣/十億)



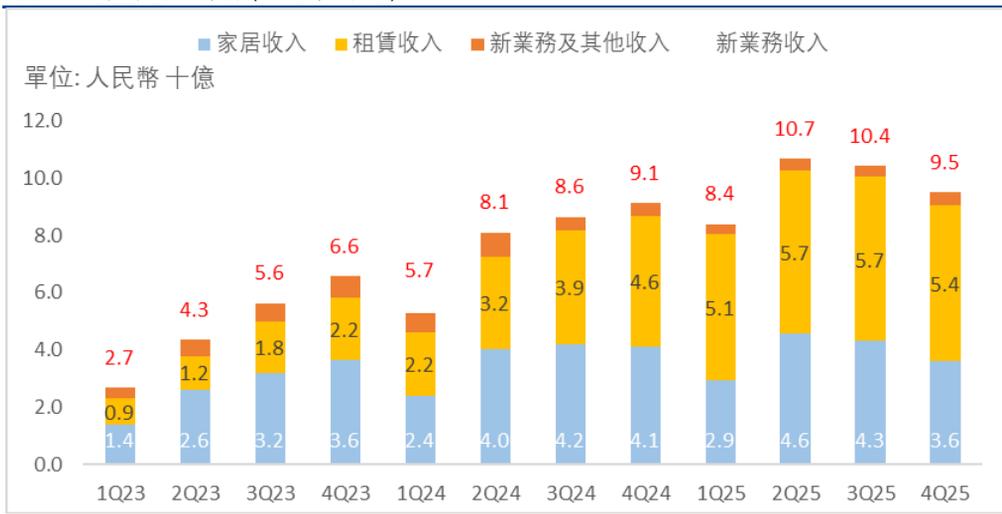
資料來源: 公司數據, 新華滙富

3). 家裝傢俱業務板塊提供一站式裝修及傢俱解決方案，營收佔比自 2023 年第一季度的 7% 提升至 16%。2025 年第四季度淨營收為人民幣 36 億元（同比下降 12%/環比下降 16%），主要受主動優化渠道結構、非代理渠道增速放緩拖累。

4). 租賃服務業：2025 年第四季度租賃服務淨營收為人民幣 54 億元（同比增長 18.1%/環比下降 6%）。作為公司重要增長動能，該板塊營收佔比自 2023 年第一季度的 4% 躍升至 24%。增長背後係「無租房」模式下在管物業數量增加，不過輕資產新服務模式占比提升（業主保留物業控制權，公司僅收取淨佣金及管理費）對增長形成一定抵銷。

5). 新興業務及其他：2025 年第四季度新興業務及其他淨營收為人民幣 4.59 億元，與 2024 年第四季度的人民幣 4.39 億元基本持平。

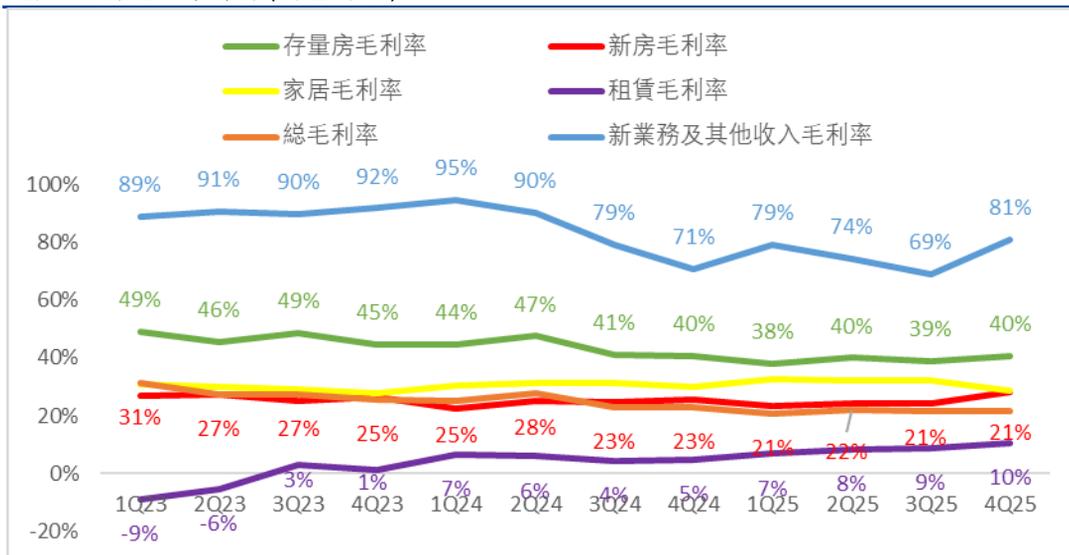
圖 6: 新業務收入拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

公司整體毛利率維持 21% 的平穩水平。板塊層面，存量住宅業務毛利率提升至 40%，新建住宅業務毛利率為 28%，新興業務及其他業務毛利率高達 81%；家裝傢俱業務毛利率則下滑至 29%。

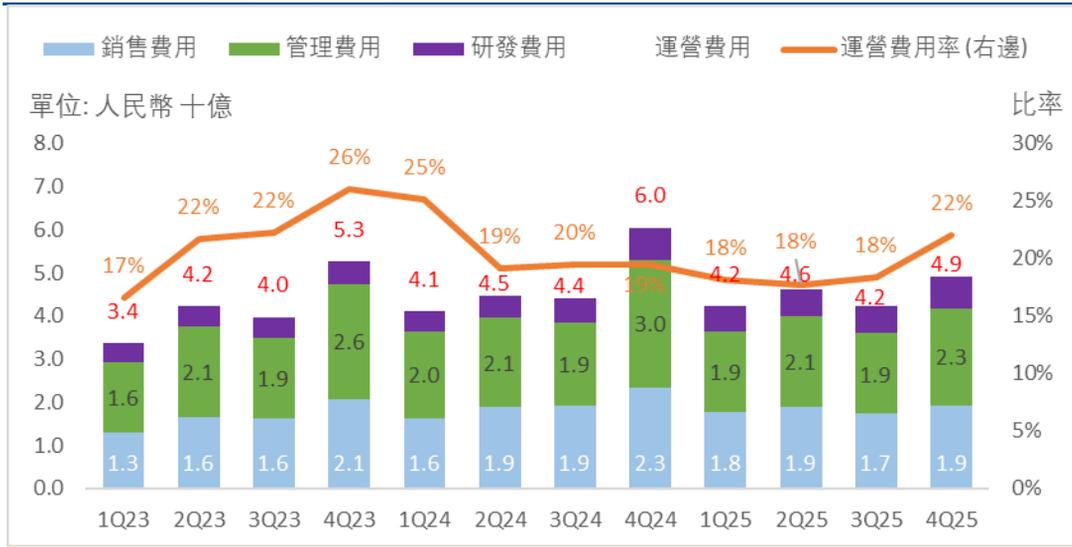
圖 7: 分佈毛利率拆解 (美金/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

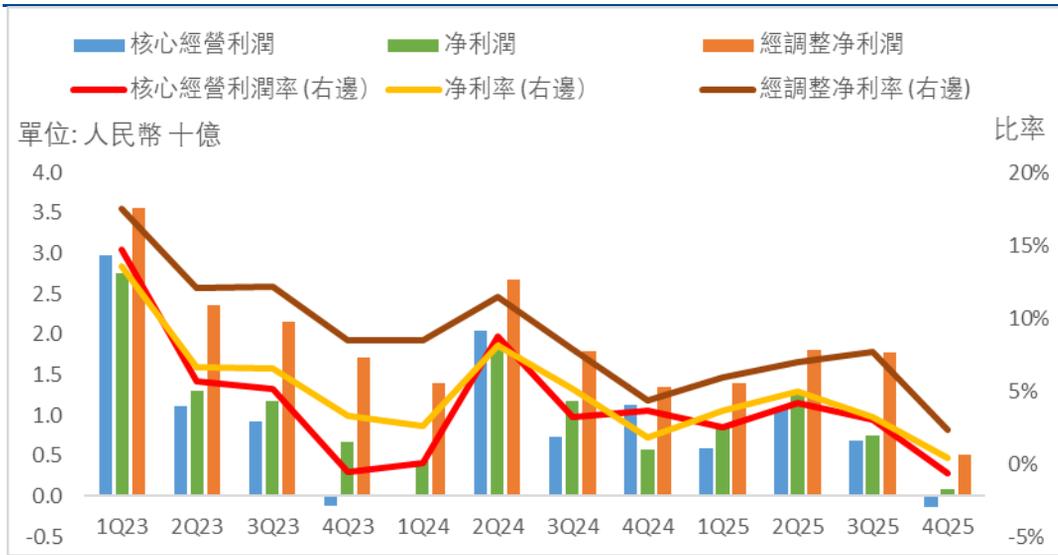
**2025 年第四季度獲利能力大幅下滑：**2025 年第四季度核心經營利潤轉為虧損人民幣 1 億元。儘管營業支出同比下降 20% 至人民幣 49 億元，但收入降幅更大，導致營業支出比率自 2025 年其餘季度的 18% 攀升至 22%。淨利潤同比驟降 86% 至人民幣 8200 萬元，經調整淨利潤同比下降 61.5% 至人民幣 5.17 億元。

圖 8: 運營費用拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 9: 盈利拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

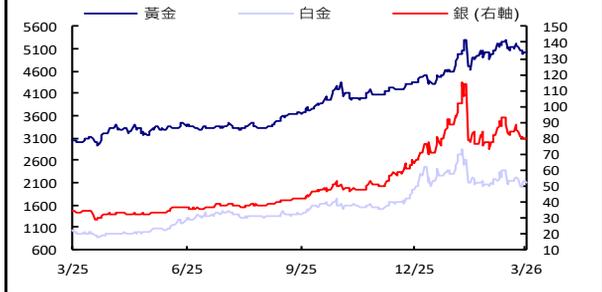
**我們的觀點：**2025 年第四季度核心經紀業務收入大幅下滑，係需求疲軟拖累整體業績的核心原因。儘管租賃及家裝業務實現增長，但低毛利率特性制約了整體盈利水平，進而壓制淨利潤。公司已通過收縮業務規模、優化成本結構削減營業支出、提升運營效率。3 月以來，一線城市存量住宅市場出現支撐信號，但在缺乏新刺激政策、新建住宅庫存高企的背景下，行業整體疲軟態勢仍將持續，對公司交易總額及服務佣金率形成持續壓力。

貝殼具備強勁且具可持續性的長期競爭優勢。其專屬物業詞庫、代理合作網絡 (ACN) 及 3D+VR 看房技術，為公司奠定了標準化高質量掛牌、高效跨代理合作及優質線上用戶體驗的核心基礎。依托廣泛的經紀人及門店網絡，公司實現了充足的房源供應，在行業內保持明顯的領先地位。

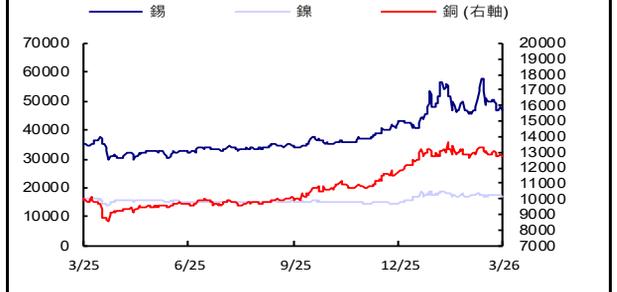
2025 年公司已回購股份總額超過人民幣 9 億元，同時淨現金狀況依然充裕，達人民幣 516 億元。當前股價對應 2026 年經預測市盈率為 20.3 倍。(研究部)

### 市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5008	15.4	15.4	64.7
白金 (盎司)	2137	5.0	5.0	108.8
銀 (盎司)	80	12.6	12.6	130.0



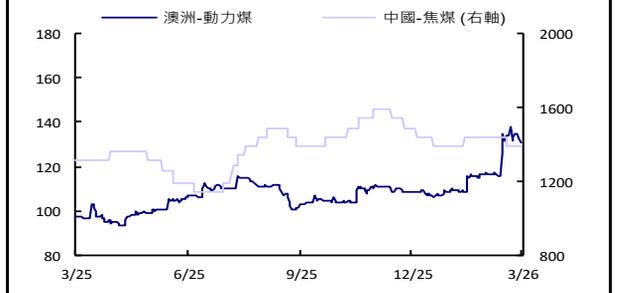
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12775	2.8	2.8	29.0
鎳 (噸)	17195	3.3	3.3	5.8
錫 (噸)	46725	15.2	15.2	32.6



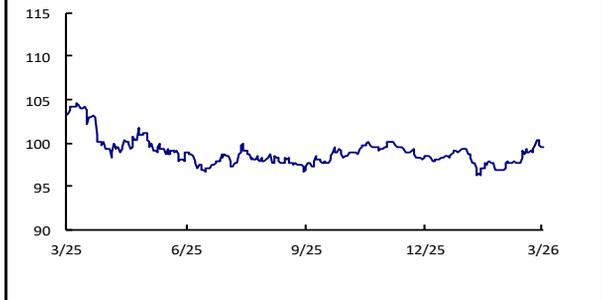
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	96.2	67.6	67.6	43.8
天然氣 (百萬英熱)	3.0	(17.7)	(17.7)	(25.1)



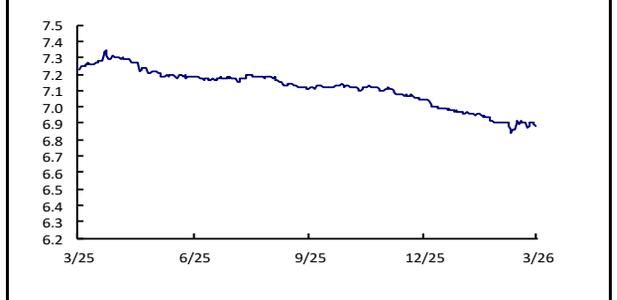
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	131.1	22.0	22.0	35.0



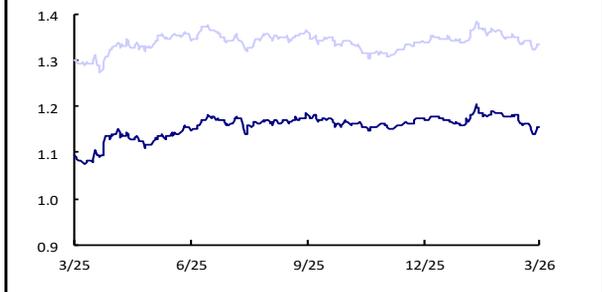
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.6	1.3	1.3	(3.6)



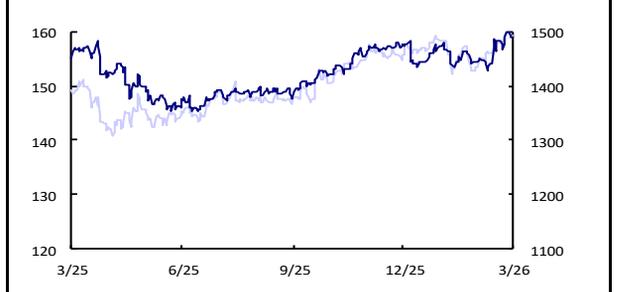
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(15)	(15)	(4.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(18)	(18)	5.4
英鎊	1.3	(0.9)	(0.9)	2.7



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.0	1.5	1.5	6.5
韓圓	1488.5	3.0	3.0	2.6



資料來源：彭博

**美國經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
工廠訂單	月		26年3月18日
生產者物價指數	月		26年3月18日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月19日
批發庫存	月		26年3月19日
成屋銷售量	月		26年4月13日
工業生產指數	月		26年4月16日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年4月9日
耐久財訂單	月		26年3月18日
貿易收支	月		26年4月2日
新屋開工與營建許可	月		
就業報告	月		26年4月3日
消費者物價指數	月		26年4月10日
零售業銷售額	月		26年4月1日
國內生產毛額	季		26年4月9日
消費者信心指數	月		26年3月31日
新屋銷售	月		26年3月19日
商業庫存	月		26年4月1日
汽車銷售	月		

**中國經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

**香港經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

**滙富研究部**

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行者之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行者之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455