

# 万科A (000002.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩略低于预期，多元业务持续增长

### 事件

2023年8月30日万科A披露2023年半年报，2023年上半年实现营业收入2008.9亿元，同比-2.9%；实现归母净利润98.7亿元，同比-19.4%。2023年第二季度实现营业收入1324.2亿元，同比-8.2%；实现归母净利润84.2亿元，同比-22.1%。

### 点评

**开发结算面积&毛利率下滑，业绩略低于预期：**1H23公司房地产开发业务结算面积1242万方，同比-5.2%，贡献营业收入1708亿元，同比-4.5%。1H23归母净利润降幅大于营业收入，主要由于：①毛利率水平延续下行态势，1H23整体毛利率18.87%，较1H22下降1.59pct。②货币资金体量同比减少188.9亿元，财务费用增至24.1亿元，较1H22同比增加21.83亿元。

**开发销售规模小幅下滑，投资把握结构性机会：**1H23公司实现销售金额2039.4亿元，同比-5.3%，排名行业第二；销售金额在15个城市排第一，12个城市排第二，5个城市排第三。2023年1-8月，公司累计获取新项目32个，均位于一二线城市，总建面449万方，总地价719亿元，平均楼面价达16003元/方。公司土储依然充足，1H23公司在建面积和规划建筑面积合计1.08亿方，土储权益比例64%。

**经营服务业务各板块继续保持增长态势：**1H23经营业务全口径收入267.3亿元，同比+11.9%。物业板块，万物云营收161亿元/+12.2%，蝶城数量从年初584个增长到601个；物流仓储板块，营收19.5亿元/+17.0%，累计可租赁建面985万方；租赁住宅板块，营收16.4亿元/+10.6%，共运营管理22.47万间长租公寓，出租率95.9%；商业板块，实现营收43.0亿元（含非并表）/+7.3%，其中印力管理项目营收27.4亿元。

**信用评级行业领先，财务结构持续改善：**1H23公司净负债率49.5%，现金短债比2.7。经营性现金流净额连续14年为正，上半年为18.6亿元。有息负债结构改善，短期有息负债占比14.2%，较2022年下降6.3pct。融资成本降低，1H23新增融资成本3.73%。

### 投资建议

公司开发销售略收缩，经营服务业务维持增长态势。考虑毛利率下滑和资产减值压力，我们小幅下调公司盈利预测，2023-25年归母净利润分别为231.8亿元、250.8亿元和269.4亿元，同比增速分别为2.5%、8.2%和7.4%。公司股票现价对应2023-25年PE估值为7.3/6.8/6.3倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

房地产市场销售低迷；经营服务业务发展不顺；其他房企违约

### 房地产组

分析师：杜昊旻 (执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

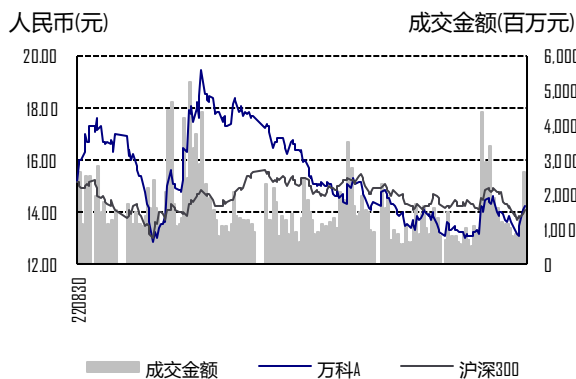
联系人：方鹏

fang\_peng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.20元

### 相关报告：

- 《万科A公司点评：营收利润双增长，投资拿地再发力》，2023.4.30
- 《万科A公司点评：开发与经营服务并重，营收利润双增长》，2023.3.31
- 《平稳结转支撑业绩，多元业务贡献新增长-万科三季报点评》，2022.10.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	452,798	503,838	531,467	546,009	561,338
营业收入增长率	8.04%	11.27%	5.48%	2.74%	2.81%
归母净利润(百万元)	22,524	22,618	23,177	25,078	26,945
归母净利润增长率	-45.75%	0.42%	2.47%	8.20%	7.45%
摊薄每股收益(元)	1.937	1.945	1.943	2.102	2.258
每股经营性现金流净额	0.35	0.24	0.63	0.82	1.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.55%	9.32%	8.99%	9.15%	9.24%
P/E	10.20	9.36	7.31	6.76	6.29
P/B	0.97	0.87	0.66	0.62	0.58

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	419,112	452,798	503,838	531,467	546,009	561,338
增长率		8.0%	11.3%	5.5%	2.7%	2.8%
主营业务成本	-296,541	-353,977	-405,319	-427,828	-436,521	-445,984
%销售收入	70.8%	78.2%	80.4%	80.5%	79.9%	79.5%
毛利	122,571	98,821	98,519	103,639	109,488	115,354
%销售收入	29.2%	21.8%	19.6%	19.5%	20.1%	20.5%
营业税金及附加	-27,237	-21,056	-24,394	-25,723	-26,427	-27,169
%销售收入	6.5%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
销售费用	-10,637	-12,809	-12,412	-13,287	-13,650	-14,033
%销售收入	2.5%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-10,288	-10,242	-9,584	-11,692	-12,012	-12,349
%销售收入	2.5%	2.3%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-666	-642	-686	-744	-764	-786
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	73,743	54,071	51,442	52,193	56,634	61,017
%销售收入	17.6%	11.9%	10.2%	9.8%	10.4%	10.9%
财务费用	-5,145	-4,384	-2,615	-4,670	-5,064	-5,483
%销售收入	1.2%	1.0%	0.5%	0.9%	0.9%	1.0%
资产减值损失	-2,205	-3,794	-932	-498	-518	-541
公允价值变动收益	5	4	5	0	0	0
投资收益	13,512	6,614	4,094	4,298	4,513	4,739
%税前利润	17.0%	12.7%	7.8%	8.3%	8.0%	7.9%
营业利润	79,959	52,531	52,007	51,336	55,578	59,744
营业利润率	19.1%	11.6%	10.3%	9.7%	10.2%	10.6%
营业外收支	-283	-308	379	585	601	617
税前利润	79,676	52,223	52,386	51,921	56,179	60,362
利润率	19.0%	11.5%	10.4%	9.8%	10.3%	10.8%
所得税	-20,378	-14,153	-14,835	-14,538	-15,730	-16,901
所得税率	25.6%	27.1%	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	59,298	38,070	37,551	37,383	40,449	43,460
少数股东损益	17,783	15,545	14,933	14,206	15,370	16,515
归属于母公司的净利润	41,516	22,524	22,618	23,177	25,078	26,945
净利率	9.9%	5.0%	4.5%	4.4%	4.6%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	59,298	38,070	37,551	37,383	40,449	43,460
少数股东损益	17,783	15,545	14,933	14,206	15,370	16,515
非现金支出	9,190	11,857	10,232	7,555	8,170	9,016
非经营收益	-12,588	-7,981	-4,478	486	468	539
营运资金变动	-2,713	-37,833	-40,554	-38,099	-39,590	-31,283
经营活动现金净流	53,188	4,113	2,750	7,324	9,497	21,733
资本开支	-7,146	-9,514	-12,749	-6,002	-7,221	-8,632
投资	-7,740	-28,026	-9,651	-2,350	-15,634	-16,725
其他	20,683	11,260	9,370	4,298	4,513	4,739
投资活动现金净流	5,797	-26,281	-13,030	-4,053	-18,342	-20,618
股权募资	38,859	38,794	14,373	0	0	0
债权募资	4,645	7,619	41,479	22,982	32,811	22,632
其他	-64,122	-46,295	-36,638	-15,176	-16,174	-17,231
筹资活动现金净流	-20,619	118	19,214	7,806	16,637	5,401
现金净流量	37,809	-21,732	9,491	11,077	7,792	6,515

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	195,231	149,352	137,208	141,481	144,567	147,827
应收款项	252,501	270,832	280,206	283,079	290,759	298,989
存货	1,002,063	1,075,617	907,057	995,814	1,015,539	1,037,034
其他流动资产	97,593	104,466	90,886	94,536	96,328	98,252
流动资产	1,547,387	1,600,268	1,415,356	1,514,910	1,547,192	1,582,103
%总资产	82.8%	82.5%	80.5%	81.4%	81.0%	80.5%
长期投资	224,148	233,277	233,191	235,359	250,874	267,480
固定资产	15,814	16,219	18,589	20,423	22,395	24,531
%总资产	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
无形资产	15,242	23,280	25,826	24,319	23,243	22,537
非流动资产	321,790	338,370	341,768	345,254	362,815	382,163
%总资产	17.2%	17.5%	19.5%	18.6%	19.0%	19.5%
资产总计	1,869,177	1,938,638	1,757,124	1,860,164	1,910,007	1,964,266
短期借款	85,573	62,344	68,055	85,956	111,069	125,770
应付款项	509,050	522,603	463,146	497,982	508,172	519,256
其他流动负债	722,869	726,499	546,600	569,313	549,117	538,811
流动负债	1,317,493	1,311,446	1,077,802	1,153,250	1,168,358	1,183,837
长期贷款	132,037	154,322	180,773	184,389	189,920	195,618
其他长期负债	69,803	80,097	93,558	88,262	85,794	84,847
负债	1,519,333	1,545,865	1,352,133	1,425,901	1,444,073	1,464,303
普通股股东权益	224,511	235,953	242,691	257,757	274,057	291,572
其中：股本	11,618	11,625	11,631	11,631	11,631	11,631
未分配利润	98,417	92,698	97,380	112,445	128,746	146,261
少数股东权益	125,334	156,820	162,300	176,506	191,876	208,391
负债股东权益合计	1,869,177	1,938,638	1,757,124	1,860,164	1,910,007	1,964,266

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.573	1.937	1.945	1.943	2.102	2.258
每股净资产	19.325	20.296	20.866	21.604	22.971	24.439
每股经营现金净流	4.578	0.354	0.236	0.630	0.817	1.869
每股股利	1.250	0.976	0.680	0.697	0.755	0.811
回报率						
净资产收益率	18.49%	9.55%	9.32%	8.99%	9.15%	9.24%
总资产收益率	2.22%	1.16%	1.29%	1.25%	1.31%	1.37%
投入资本收益率	8.98%	5.94%	5.09%	4.84%	4.85%	4.90%
增长率						
主营业务收入增长率	13.92%	8.04%	11.27%	5.48%	2.74%	2.81%
EBIT 增长率	-7.02%	-26.68%	-4.86%	1.46%	8.51%	7.74%
净利润增长率	6.80%	-45.75%	0.42%	2.47%	8.20%	7.45%
总资产增长率	8.05%	3.72%	-9.36%	5.86%	2.68%	2.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	3.1	4.4	4.4	4.4	4.4
存货周转天数	1,168.8	1,071.2	892.7	850.0	850.0	850.0
应付账款周转天数	346.5	322.8	279.0	270.0	270.0	270.0
固定资产周转天数	11.0	10.3	12.1	12.7	13.5	14.4
偿债能力						
净负债/股东权益	18.80%	30.63%	44.54%	45.82%	49.07%	49.60%
EBIT 利息保障倍数	14.3	12.3	19.7	11.2	11.2	11.1
资产负债率	81.28%	79.74%	76.95%	76.65%	75.61%	74.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-30	买入	20.90	29.61~29.61
2	2021-10-29	买入	19.13	29.61~29.61
3	2022-03-31	增持	18.98	20.34
4	2022-04-28	增持	18.23	20.34
5	2022-08-31	增持	15.89	N/A
6	2022-10-30	增持	14.34	N/A
7	2023-03-31	增持	15.60	N/A
8	2023-04-30	增持	15.14	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

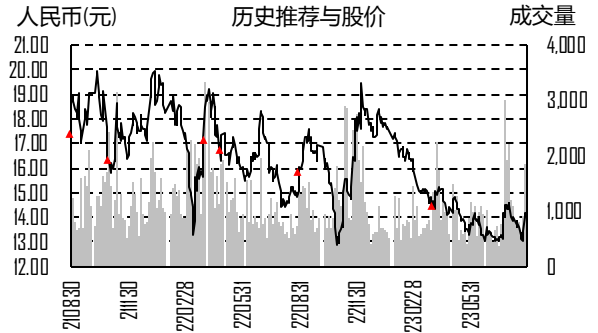
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806