

## 万科 A (000002.SZ)

## 结算毛利水平下行，努力渡过模式转型

2024年03月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（联系人）

qidong@kysec.cn

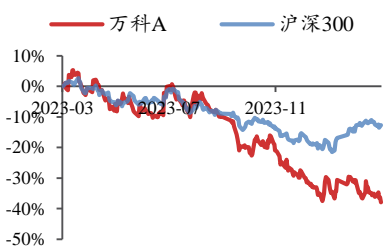
huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790122080101

日期	2024/3/29
当前股价(元)	9.00
一年最高最低(元)	16.25/8.89
总市值(亿元)	1,073.76
流通市值(亿元)	874.52
总股本(亿股)	119.31
流通股本(亿股)	97.17
近3个月换手率(%)	64.46

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《全年销售规模同比下滑，投资强度有所提升——公司信息更新报告》  
-2024.1.5

《单月销售金额增速转正，消费基础设施 REIT 获批——公司信息更新报告》  
-2023.12.7

《销售金额降幅收窄，获大股东深铁集团坚定支持——公司信息更新报告》  
-2023.11.17

### ● 结算毛利水平下行，努力渡过模式转型，维持“买入”评级

万科发布 2023 年年报，公司收入下滑业绩承压，在年报中提出 2024 发展展望：（1）确保安全底线：经营层面现金流为正，加强大宗交易和股权交易工作，回款 300 亿元以上；（2）坚定降杠杆，未来两年削减付息债务 1000 亿元；（3）做好产品、好服务；（4）精简高效、节衣缩食。受行业销售低迷、公司销售规模下降影响，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 102.6、116.1、121.3 亿元（2024-2025 年原值 238.4、258.4 亿元），EPS 分别为 0.86、0.97、1.02 元，当前股价对应 PE 估值分别为 10.5、9.3、8.8 倍。我们看好公司高价地结转后盈利水平持续修复，维持“买入”评级。

### ● 开发业务毛利下行，计提减值侵蚀利润水平

公司 2023 年实现营业收入 4657.39 亿元，同比-7.6%；实现归母净利润 121.63 亿元，同比-46.4%；经营性现金净流入 39.1 亿元，基本每股收益 1.03 元；结算毛利率 15.4%，同比-4.4pct，其中开发业务结算毛利率 15.7%，同比-4.7pct。截至 2023 年末，公司已售未结资源 2338.6 万方，同比-30.4%，合同金额 3604.4 亿元，同比-32.0%；公司净负债率为 54.7%，同比+11.0pct；有息负债 3200.5 亿元，其中一年内到期占比 19.5%；年内境内新获融资的综合成本为 3.61%。2023 年计提存货跌价准备 34.9 亿元（2022 年 4.5 亿元），影响归母净利润 29.5 亿元。

### ● 销售小幅下降，拿地均价提升

2023 年公司实现销售面积和金额 2466.0 万方、3761.2 亿元，同比分别-6.2%、-9.8%。全年新开盘项目 50 个，首开当日去化率 67%。全年累计获取新项目 43 个，总计容建筑面积 596.0 万方，同比下降 13.6%；权益地价总额约 463.2 亿元，同比下降 6.7%；新增项目平均地价为 13899 元/平米，同比提升 1602 元/平米。

### ● 多元业务发展保持稳健

（1）万物云：2023 年实现营业收入 334.2 亿元，同比+10.2%；（2）物流业务：实现经营收入 41.8 亿元，同比+17.2%；（3）长租公寓“泊寓”：实现营业收入 34.6 亿元，同比+6.8%。（4）商业业务：实现营业收入 91.1 亿元，同比+4.6%。截至 2023 年末，公司合计开业 203 个商业项目，建筑面积 1158 万方。

● **风险提示：**行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	503,838	465,739	413,666	384,628	357,788
YOY(%)	11.3	-7.6	-11.2	-7.0	-7.0
归母净利润(百万元)	22,689	12,163	10,263	11,606	12,134
YOY(%)	0.7	-46.4	-15.6	13.1	4.5
毛利率(%)	19.6	15.2	15.3	15.8	16.6
净利率(%)	7.5	4.4	4.2	5.0	5.7
ROE(%)	9.3	5.1	4.1	4.5	4.6
EPS(摊薄/元)	1.96	1.03	0.86	0.97	1.02
P/E(倍)	4.6	8.7	10.5	9.3	8.8
P/B(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1415356	1150260	1110088	1127035	1087852
现金	137208	99814	96653	87389	82060
应收票据及应收账款	7511	7301	6552	7005	6269
其他应收款	272695	254840	213713	221949	183312
预付账款	60484	56745	49751	48268	43029
存货	907057	701696	717925	731510	750070
其他流动资产	30402	29864	25494	30913	23113
<b>非流动资产</b>	342449	354590	355501	355120	351779
长期投资	129512	130563	131790	133372	135059
固定资产	16740	19451	16494	14844	13064
无形资产	11548	10956	8645	6112	3260
其他非流动资产	184650	193620	198572	200793	200395
<b>资产总计</b>	1757805	1504850	1465589	1482156	1439630
<b>流动负债</b>	1077802	821785	818072	884338	903504
短期借款	4133	1064	68603	130616	205737
应付票据及应付账款	289242	221696	190438	190700	160540
其他流动负债	784427	599026	559031	563022	537227
<b>非流动负债</b>	274367	280131	227188	166812	92004
长期借款	249589	257635	204692	144316	69508
其他非流动负债	24778	22496	22496	22496	22496
<b>负债合计</b>	1352168	1101917	1045260	1051151	995508
少数股东权益	162311	152149	159281	167019	175108
股本	11631	11931	11931	11931	11931
资本公积	22868	25052	25052	25052	25052
留存收益	215758	219844	232018	245797	261294
<b>归属母公司股东权益</b>	243325	250785	261048	263986	269014
<b>负债和股东权益</b>	1757805	1504850	1465589	1482156	1439630

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2750	3912	5394	4859	5671
净利润	37613	20456	17396	19344	20224
折旧摊销	6944	6764	7632	8230	8970
财务费用	2615	3715	4751	3023	2842
投资损失	-4116	-2688	-3432	-3656	-4112
营运资金变动	-40554	-26918	-21132	-22236	-22374
其他经营现金流	248	2584	179	153	122
<b>投资活动现金流</b>	-13030	-4616	-5000	-4068	-1365
资本支出	12827	8334	7315	6268	3941
长期投资	-2517	-2836	-1228	-1581	-1688
其他投资现金流	2314	6554	3543	3782	4263
<b>筹资活动现金流</b>	3439	-36813	-71094	-72068	-84756
短期借款	-10279	-3070	67540	62013	75121
长期借款	42246	8046	-52943	-60376	-74808
普通股增加	5	300	0	0	0
资本公积增加	2284	2185	0	0	0
其他筹资现金流	-30817	-44274	-85690	-73704	-85070
<b>现金净增加额</b>	-6284	-37482	-70700	-71277	-80451

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	503838	465739	413666	384628	357788
营业成本	405319	394784	350291	323949	298538
营业税金及附加	24394	18585	16507	15348	14277
营业费用	12412	12272	11583	10693	10269
管理费用	9584	5767	5005	4654	4329
研发费用	686	536	571	511	467
财务费用	2615	3715	4751	3023	2842
资产减值损失	-450	-3490	-3516	-2692	-1789
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	340	89	109	136
投资净收益	4116	2688	3432	3656	4112
资产处置收益	13	11	23	16	16
<b>营业利润</b>	52029	29252	24695	27261	29268
营业外收入	1302	1150	1150	1187	1197
营业外支出	923	596	1064	1010	898
<b>利润总额</b>	52408	29805	24780	27438	29567
所得税	14796	9350	7384	8094	9343
<b>净利润</b>	37613	20456	17396	19344	20224
少数股东损益	14924	8293	7132	7738	8090
<b>归属母公司净利润</b>	22689	12163	10263	11606	12134
EBITDA	71960	50643	40886	46385	51396
EPS(元)	1.96	1.03	0.86	0.97	1.02

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.3	-7.6	-11.2	-7.0	-7.0
营业利润(%)	-1.0	-43.8	-15.6	10.4	7.4
归属于母公司净利润(%)	0.7	-46.4	-15.6	13.1	4.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.6	15.2	15.3	15.8	16.6
净利率(%)	7.5	4.4	4.2	5.0	5.7
ROE(%)	9.3	5.1	4.1	4.5	4.6
ROIC(%)	8.3	5.2	4.0	4.5	4.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	76.9	73.2	71.3	70.9	69.2
净负债比率(%)	44.8	55.9	54.6	55.8	55.4
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
应收账款周转率	82.3	62.9	59.8	56.8	54.0
应付账款周转率	1.3	1.5	1.7	1.7	1.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.96	1.03	0.86	0.97	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.33	0.45	0.41	0.48
每股净资产(最新摊薄)	20.39	21.02	21.88	22.13	22.55
<b>估值比率</b>					
P/E	4.6	8.7	10.5	9.3	8.8
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.3	9.6	12.1	11.1	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn