

万科 A (000002)

证券研究报告

2024 年 03 月 31 日

直面压力，安全为先——万科 A 2023 年报点评

事件：公司发布 2023 年年报，公司 23 年实现营业收入 4657.39 亿元，同比-7.56%；归母净利润 121.63 亿元，同比-46.39%；基本每股收益 1.03 元/股，同比-47.25%。

行业波动业绩承压，减值计提规模较大。收入端，公司 23 年实现营业收入 4657.39 亿元，同比-7.56%；Q4 单季度实现营收 1754.31 亿元，同比+5.6%，约占全年营收的 37.67%。分业务看，23 年房地产开发及相关资产经营、物业服务业务分别占比营收 92.3%、6.3%，较 22 年分别-1.1pct、+1.2pct。**利润端**，归母净利润 121.63 亿元，同比-46.39%，主要因 1) 开发业务结算规模和结算毛利率下降；2) 部分开发项目计提减值；3) 投资收益减少，同比下滑 34.7%至 26.9 亿元。公司 23 年总资产减值损失较 22 年末增加 30.40 亿元至 34.89 亿元。公司 23 年毛利率 15.23%（未扣除税金及附加，下同），较 22 年下降 3.47pct，其中开发、物业毛利率分别为 15.41%、14.96%，较 22 年分别-4.37pct、+0.54pct。业绩管理层总结业绩下滑原因包括 1) 规模扩张期部分投资判断过于乐观；2) 经营业务资金占用大等。**公司作为行业标杆，在完成减值计提、理清历史包袱后，我们期待其安全跨越周期，待行业回稳后在新发展阶段领跑并引领高质量转型。**

销售稳健行业领跑，投资追求回款兑现。销售端，公司 23 年实现合同销售面积 2,466.0 万平方米，合同销售金额 3,761.2 亿元，分别同比下降 6.2%和 9.8%，克而瑞全口径/权益销售额排名行业第 2/3，权益比例 65%，领跑行业。截至 23 年末，公司已售未结面积、金额分别为 2,338.6 万平、3,604.4 亿元，较 22 年末分别下降 30.4%、32.0%，待结转规模大、业绩具备支撑。**拿地端**，公司聚焦有真实需求、投资兑现度高的项目，全年累计获取新项目 43 个，总规划计容建面 596.0 万平，权益计容规划建面 333.3 万平，权益比例 55.9%；权益地价总额约 463.2 亿元，投资强度 19.0%。新增项目平均地价为 13,899 元/平，项目主要分布在北京、上海、杭州等主要城市，土储质量优质。

货币资金缩减，积极应对债务。债务端，截至 23 年末，公司剔除后资产负债率 65.5%，净负债率 54.7%，现金短债比 1.6；公司有息负债 3,200.5 亿元，占总资产的比例 21.3%，有息负债中，一年内到期的有息负债 624.2 亿元，占比 19.5%；货币资金 998.1 亿元，可覆盖短债，但较 22 年末减少 374 亿元。分融资对象看，银行借款、应付债券、其他借款分别占比 61.7%、24.8%、13.5%。分境内外看，境内、境外负债分别占比 80.3%、19.7%。目前境外 24 年 Q2 还有到期债券，到期金额折合人民币约 56 亿元，公司已提前启动了相关置换和还款准备工作。**融资端**，23 年新获融资 897 亿元中，境内融资 766 亿元，融资综合成本 3.61%，融资成本保持低位。

经营业务表现良好，期待融资闭环打通。23 年，1) **物业服务**：万物云实现营业收入 334.2 亿元，同比+10.2%；蝶城实现效率提升，带动住宅物业毛利率提升 3.5pct。2) **仓储物流**：物流业务实现经营收入（含非并表项目）41.8 亿元，同比+17.2%，其中高标库营业收入 23.0 亿元，同比+6.3%，保持良好增速。3) **租赁住宅**：租赁住宅业务实现营业收入（含非并表项目）34.6 亿元，同比+6.8%，实现整体盈利。4) **商业运营**：商业业务营业收入（含非并表项目）91.1 亿元，同比+4.6%。其中，印力管理的商业项目营业收入 57.0 亿元，同比+4.1%，出租率 94.8%，同比提高 1.6pct。同时，公司紧抓 REITs、不动产私募基金等机会，华夏万纬仓储物流基础设施 REIT 和中金印力消费 REIT 已正式进入申报/发行阶段。

投资建议：公司作为行业标杆，在完成减值计提、理清历史包袱后，我们期待其安全跨越周期，待行业回稳后在新发展阶段领跑并引领高质量转型。考虑行业波动影响，我们调整公司 24-25 年归母净利润至 91.9、95.0 亿元（前值：234.98、240.06 亿元），新增预测 26 年归母净利润 102.8 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动不及预期、房屋销售不及预期、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	503,838.37	465,739.08	350,235.79	361,723.52	379,845.87
增长率(%)	11.27	(7.56)	(24.80)	3.28	5.01
EBITDA(百万元)	61,124.60	44,942.70	39,885.28	43,379.52	47,491.63
归属母公司净利润(百万元)	22,617.78	12,162.68	9,193.64	9,504.85	10,282.66
增长率(%)	0.42	(46.23)	(24.41)	3.39	8.18
EPS(元/股)	1.90	1.02	0.77	0.80	0.86
市盈率(P/E)	4.75	8.83	11.68	11.30	10.44
市净率(P/B)	0.44	0.43	0.42	0.41	0.40
市销率(P/S)	0.21	0.23	0.31	0.30	0.29
EV/EBITDA	6.17	7.01	7.82	7.55	7.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,716.94
A 股总市值(百万元)	87,517.77
流通 A 股市值(百万元)	87,452.42
每股净资产(元)	21.15
资产负债率(%)	73.22
一年内最高/最低(元)	16.25/8.89

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521120005
wangwena@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110520120003
baorongfu@tfzq.com	

股价走势

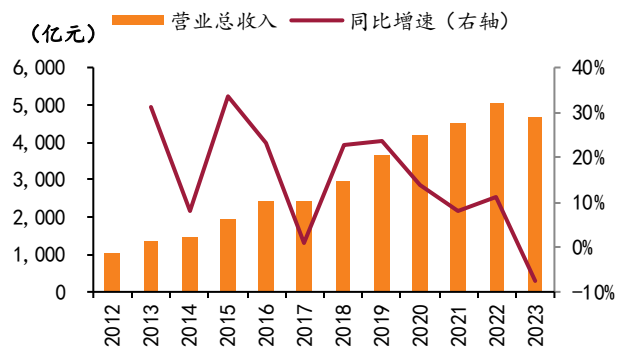


资料来源：聚源数据

相关报告

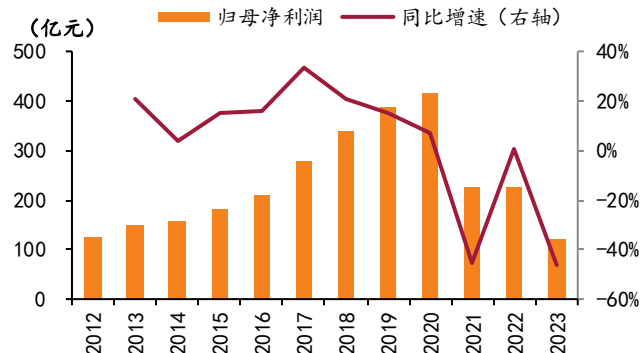
- 《万科 A-季报点评:收入业绩同比增长，经营业务快速向前》 2023-04-30
- 《万科 A-年报点评报告:费用管控对冲市场调整，经营业务多点开花》 2023-04-02
- 《万科 A-公司点评:拟定增 150 亿元，助力公司稳健发展——万科定增预案点评》 2023-02-13

图 1：万科 A 营业收入及同比增速



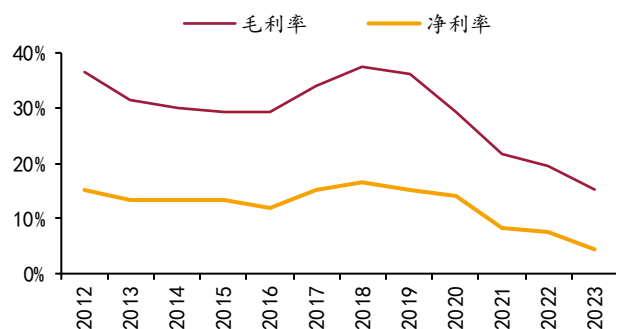
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：万科 A 归母净利润及同比增速



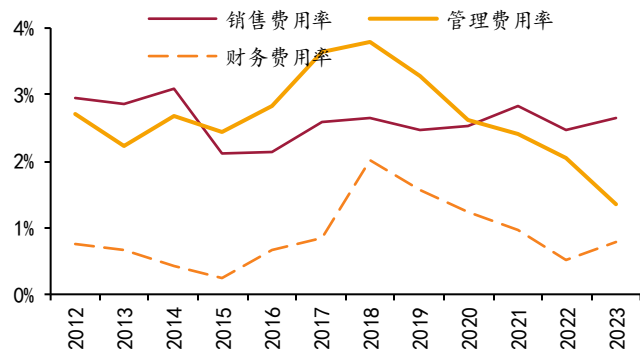
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：万科 A 毛利率及净利率



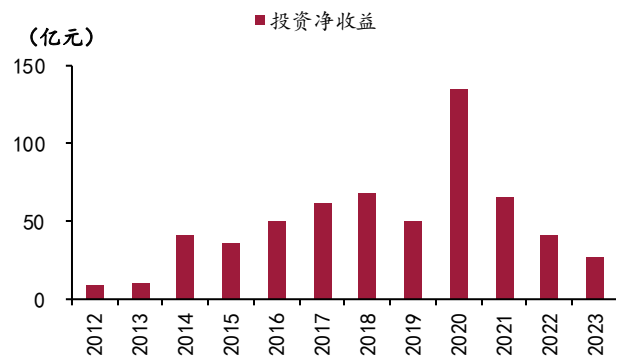
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：万科 A 三费率



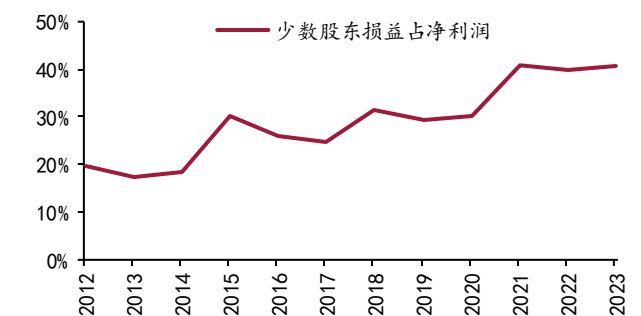
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：万科 A 投资净收益



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：万科 A 少数股东损益占净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	137,207.63	99,813.76	105,070.74	108,517.06	113,953.76
应收票据及应收账款	7,511.24	7,301.25	1,260.07	7,582.06	1,069.98
预付账款	60,483.54	56,744.79	30,630.91	59,019.95	38,727.93
存货	907,056.93	701,695.79	663,300.49	712,079.30	736,683.93
其他	292,169.52	271,026.12	159,967.38	300,720.62	221,050.19
流动资产合计	1,404,428.86	1,136,581.70	960,229.58	1,187,918.99	1,111,485.79
长期股权投资	129,486.47	130,562.53	132,362.53	134,362.53	136,062.53
固定资产	16,420.27	19,233.03	19,126.21	20,119.53	20,660.88
在建工程	1,849.73	2,920.38	4,752.23	4,651.34	4,770.80
无形资产	11,547.54	10,956.48	12,710.83	14,600.18	15,089.53
其他	182,464.06	190,917.69	191,306.15	189,476.55	187,564.95
非流动资产合计	341,768.06	354,590.11	360,257.95	363,210.14	364,148.70
资产总计	1,757,124.44	1,504,850.17	1,320,487.54	1,551,129.12	1,475,634.50
短期借款	4,133.31	1,063.56	43,360.80	56,503.66	76,581.35
应付票据及应付账款	289,241.53	221,696.07	193,176.11	234,533.46	208,823.00
其他	318,845.78	290,387.29	402,276.32	572,807.04	500,352.28
流动负债合计	612,220.61	513,146.92	638,813.23	863,844.16	785,756.63
长期借款	180,773.28	197,764.14	200,075.94	196,018.53	184,889.57
应付债券	68,815.57	59,871.02	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	24,742.52	22,496.22	27,400.00	24,879.58	24,925.27
非流动负债合计	274,331.37	280,131.38	263,651.34	259,429.18	250,415.37
负债合计	1,352,132.94	1,101,916.64	902,464.57	1,123,273.34	1,036,172.00
少数股东权益	162,300.16	152,148.92	156,093.29	160,171.17	164,046.95
股本	11,630.71	11,930.71	12,230.71	12,230.71	12,230.71
资本公积	22,867.57	25,052.33	25,052.33	25,052.33	25,052.33
留存收益	215,123.54	219,843.84	226,279.39	232,932.78	240,130.65
其他	(6,930.47)	(6,042.27)	(1,632.75)	(2,531.22)	(1,998.14)
股东权益合计	404,991.51	402,933.53	418,022.96	427,855.78	439,462.49
负债和股东权益总计	1,757,124.44	1,504,850.17	1,320,487.54	1,551,129.12	1,475,634.50

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	37,550.91	20,455.56	9,193.64	9,504.85	10,282.66
折旧摊销	6,944.41	4,093.27	6,739.18	6,395.06	6,785.89
财务费用	2,615.17	3,714.83	10,550.92	13,665.95	17,491.02
投资损失	(4,093.68)	(2,687.83)	(3,124.12)	(5,329.44)	(6,325.10)
营运资金变动	(45,182.55)	(41,257.53)	(17,474.71)	(16,634.52)	(13,476.17)
其它	4,916.19	19,594.03	5,842.91	5,752.26	5,516.31
经营活动现金流	2,750.45	3,912.32	11,727.82	13,354.16	20,274.62
资本支出	(3,448.37)	10,714.46	5,314.79	11,697.27	7,890.37
长期投资	(14,962.86)	1,076.06	1,800.00	2,000.00	1,700.00
其他	5,380.96	(16,406.16)	(18,209.23)	(19,547.69)	(13,299.32)
投资活动现金流	(13,030.27)	(4,615.64)	(11,094.44)	(5,850.43)	(3,708.95)
债权融资	45,341.77	2,266.49	4,362.62	1,440.18	(6,916.20)
股权融资	(12,563.64)	3,372.97	260.98	(5,497.59)	(4,212.76)
其他	(29,339.21)	(42,452.63)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	3,438.92	(36,813.16)	4,623.60	(4,057.41)	(11,128.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6,840.90)	(37,516.48)	5,256.98	3,446.32	5,436.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	503,838.37	465,739.08	350,235.79	361,723.52	379,845.87
营业成本	405,319.29	394,783.86	294,250.69	301,912.64	314,189.62
营业税金及附加	24,394.22	18,584.61	14,009.43	14,830.66	16,333.37
销售费用	12,412.37	12,272.12	8,755.89	9,223.95	9,875.99
管理费用	9,584.14	5,766.95	4,202.83	4,521.54	4,938.00
研发费用	685.86	535.99	403.06	506.41	607.75
财务费用	2,615.17	3,714.83	10,550.92	13,665.95	17,491.02
资产/信用减值损失	(931.73)	(3,867.83)	(1,400.00)	(1,035.10)	(704.33)
公允价值变动收益	4.92	340.11	208.10	(73.29)	(20.50)
投资净收益	4,093.68	2,687.83	3,124.12	5,329.44	6,325.10
其他	(6,346.48)	1,668.91	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	52,006.94	29,251.70	19,995.17	21,283.41	22,010.39
营业外收入	1,302.05	1,149.55	1,199.90	1,217.17	1,188.87
营业外支出	922.80	595.82	600.00	600.00	600.00
利润总额	52,386.19	29,805.43	20,595.07	21,900.58	22,599.26
所得税	14,835.28	9,349.87	5,766.62	6,570.17	6,779.78
净利润	37,550.91	20,455.56	14,828.45	15,330.41	15,819.48
少数股东损益	14,933.13	8,292.87	5,634.81	5,825.55	5,536.82
归属于母公司净利润	22,617.78	12,162.68	9,193.64	9,504.85	10,282.66
每股收益(元)	1.90	1.02	0.77	0.80	0.86

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.27%	-7.56%	-24.80%	3.28%	5.01%
营业利润	-1.00%	-43.75%	-31.64%	6.44%	3.42%
归属于母公司净利润	0.42%	-46.23%	-24.41%	3.39%	8.18%
获利能力					
毛利率	19.55%	15.23%	15.98%	16.53%	17.28%
净利率	4.49%	2.61%	2.62%	2.63%	2.71%
ROE	9.32%	4.85%	3.51%	3.55%	3.73%
ROIC	11.20%	5.54%	4.98%	5.28%	5.70%
偿债能力					
资产负债率	76.95%	73.22%	68.34%	72.42%	70.22%
净负债率	44.55%	55.55%	55.85%	57.29%	56.95%
流动比率	1.31	1.40	1.50	1.38	1.41
速动比率	0.47	0.55	0.46	0.55	0.48
营运能力					
应收账款周转率	82.04	62.88	81.82	81.82	87.80
存货周转率	0.51	0.58	0.51	0.53	0.52
总资产周转率	0.27	0.29	0.25	0.25	0.25
每股指标(元)					
每股收益	1.90	1.02	0.77	0.80	0.86
每股经营现金流	0.23	0.33	0.98	1.12	1.70
每股净资产	20.34	21.02	21.42	21.89	22.52
估值比率					
市盈率	4.75	8.83	11.68	11.30	10.44
市净率	0.44	0.43	0.42	0.41	0.40
EV/EBITDA	6.17	7.01	7.82	7.55	7.09
EV/EBIT	6.66	7.72	9.41	8.85	8.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com