

# 万科 A (000002)

证券研究报告  
2024 年 11 月 01 日

## 亏损加剧，全力保障债务兑付——万科 A 24 年三季度点评

**事件：**公司发布 2024 年三季度报，前三季度公司实现营收 2198.95 亿元，同比下降 24.25%；归母净利润 179.43 亿元，同比转亏；基本每股收益 -1.51 元。

**Q3 亏损幅度扩大，毛利率较年中回升。**2024 年前三季度，公司实现营收 2198.95 亿元，同比下降 24.25%；归母净利润 179.43 亿元，同比转亏。第三季度，公司实现营业收入 771.2 亿元，同比下降 13.76%，其中，房地产开发业务结算面积为 504.7 万平方米，贡献营业收入 615.5 亿元；归母净利润 80.9 亿元，单三季度营收增速表现好于 24 年中期，亏损幅度继续加大，主要原因是开发业务结算规模和毛利率下滑、计提减值、部分非主业财务投资出现亏损以及部分资产交易和股权处置的交易价格低于账面值等。公司毛利率 9.5%，较 24H1 提升 1.38pct，较 23 年同期下降 0.08pct；前三季度，公司计提资产减值损失 20.11 亿元（存货 193 亿、长期股权投资 0.8 亿元），与 24 年中期保持一致；信用减值损失较 24 年中期大幅增长 33.6 亿元至 54.6 亿元。公司销管费率 5.30%，较 23 年同期上升 0.87pct，财务费率 1.78%，较 23 年同期上升 0.83pct。

**销售同比降幅收窄，新投项目去化良好。**销售端，2024 年前三季度，公司累计实现合同销售面积 1,330.8 万平方米，合同销售金额 1,812.0 亿元，同比分别下降 26.8%和 35.4%，克而瑞全口径、权益口径销售额排名行业第三、四名。单三季度公司实现合同销售面积 391.3 万平方米，合同销售金额 538.7 亿元，同比分别下降 24.9%和 29.7%。受政策利好影响，十一期间公司实现认购金额 102.2 亿元，日均认购较中秋假期增长 113%，其中南方、上海区域来访转化率提升明显，国庆较中秋日均认购提升 2 倍以上。截至三季度末，公司并表范围已售未结金额合计约 2929.4 亿元。前三季度公司加快库存去化，年初现房实现销售 325 亿元，准现房销售 434 亿元。投资端，前三季度，公司累计新增 4 个开发项目，总建面 371 万平方米，权益建面 24.2 万平方米，其中沈阳、徐州的 3 个项目已开盘销售，首开兑现度 100%，规划中项目总建面约 3,022.0 万平方米，权益建面约 1,920.1 万平方米，存量土储规模较为充沛。

**货币资金缩减较快，连续两季度经营性现金流为正。**债务端，截至 2024 年三季度末，公司有息负债 3276.1 亿元，其中一年以上有息负债占比为 64.4%；剔除预收款的资产负债率为 65.4%，较年初下降 0.1 个百分点。公司顺利完成年内全部公开债的兑付，25 年剩余到期境内债券余额（含回售权）331.5 亿元及 4.23 亿美元债。融资端，公司前三季度合并报表新增融资与再融资 774 亿元，新增融资综合成本 3.58%，经营性物业贷合计落地 262 亿，其中合并报表范围内新增 187 亿。资金端，截至三季度末货币资金为 797.5 亿元，较 24 年中期减少 126.5 亿元；第三季度，公司实现经营性净现金流 3.3 亿元，自二季度以来继续保持为正。

**经营业务表现稳健。**2024 年前三季度，公司 1) 物业服务：万物云累计拓展存量盘项目年化饱和收入同比增长 12%；2) 仓储物流：物流业务实现经营收入（含非并表项目，下同）29.6 亿元，其中高标库营业收入 16.1 亿元，冷链收入 13.5 亿元，同比+6.3%。3) 租赁住宅：租赁住宅业务实现营业收入 26.3 亿元，同比+3.7%，净新增开业 0.49 万间，规模持续扩大。4) 商业运营：商业业务营业收入 66.7 亿元，同比+1.5%。客流同比增长 9.6%，销售额同比增长 4.1%。

**投资建议：**受行业调整及去杠杆等因素影响公司短期现金流承压，公司积极推动销售及大宗交易回款，并积极利用金融支持政策化解潜在风险，我们期待其安全跨越周期，在新发展阶段继续领跑并引领高质量转型。考虑房价下行及计提风险，我们调整公司 24-26 年归母净利润至 -155.4、-29.5、10.10 亿元，考虑公司债务稳步化解且销售经营能力稳健，维持“增持”评级。

**风险提示：**国内外宏观形势变化、房地产销售不及预期、市场竞争加剧风险

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	330,674.74	315,794.38	331,615.68
增长率(%)	11.27	(7.56)	(29.00)	(4.50)	5.01
EBITDA(百万元)	61,124.60	45,890.80	(2,643.13)	18,936.66	22,951.89
归属母公司净利润(百万元)	22,617.78	12,162.68	(15,543.27)	(2,945.75)	1,010.13
增长率(%)	0.42	(46.23)	(227.79)	(81.05)	(134.29)
EPS(元/股)	1.90	1.02	(1.30)	(0.25)	0.08
市盈率(P/E)	4.90	9.10	(7.12)	(37.59)	109.61
市净率(P/B)	0.46	0.44	0.46	0.47	0.47
市销率(P/S)	0.22	0.24	0.33	0.35	0.33
EV/EBITDA	6.17	6.87	(193.03)	6.10	14.10

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	增持（维持评级）
当前价格	9.28 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)	90,240.54
流通 A 股市值(百万元)	90,173.16
每股净资产(元)	19.62
资产负债率(%)	72.42
一年内最高/最低(元)	12.30/6.18

### 作者

<b>王雯</b>	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110521120005
wangwena@tfzq.com	
<b>鲍荣富</b>	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-半年报点评:业绩亏损，聚焦风险化解——万科 A 24 年中报点评》 2024-09-02
- 《万科 A-年报点评报告:直面压力，安全为先——万科 A 2023 年报点评》 2024-03-31
- 《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

## 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	99,202.42	238,615.67	99,484.70
应收票据及应收账款	7,511.24	7,301.25	781.91	6,937.51	615.96
预付账款	60,483.54	56,744.79	36,306.48	47,868.83	43,709.44
存货	907,056.93	701,695.79	778,078.73	639,285.85	685,328.53
其他	292,169.52	271,026.12	137,199.44	270,029.65	190,245.05
<b>流动资产合计</b>	<b>1,404,428.86</b>	<b>1,136,581.70</b>	<b>1,051,568.98</b>	<b>1,202,737.52</b>	<b>1,019,383.70</b>
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	12,883.29	14,945.10	15,606.91
其他	182,464.06	190,917.69	191,280.17	189,424.58	187,487.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>341,768.06</b>	<b>354,590.11</b>	<b>360,404.42</b>	<b>363,503.08</b>	<b>364,588.12</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,757,124.44</b>	<b>1,504,850.17</b>	<b>1,411,973.41</b>	<b>1,566,240.59</b>	<b>1,383,971.81</b>
短期借款	4,133.31	1,063.56	148,882.91	7,320.00	52,018.55
应付票据及应付账款	289,241.53	221,696.07	126,486.17	424,711.17	207,686.45
其他	318,845.78	290,387.29	390,987.08	512,213.31	476,545.13
<b>流动负债合计</b>	<b>612,220.61</b>	<b>513,146.92</b>	<b>666,356.15</b>	<b>944,244.48</b>	<b>736,250.13</b>
长期借款	180,773.28	197,764.14	301,497.55	183,149.20	205,138.70
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>274,331.37</b>	<b>280,131.38</b>	<b>365,072.95</b>	<b>246,559.85</b>	<b>270,664.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,352,132.94</b>	<b>1,101,916.64</b>	<b>1,031,429.10</b>	<b>1,190,804.33</b>	<b>1,006,914.63</b>
少数股东权益	162,300.16	152,148.92	140,893.45	139,629.62	140,010.37
股本	11,630.71	11,930.71	11,930.71	11,930.71	11,930.71
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	204,300.57	201,354.82	202,061.91
其他	(6,930.47)	(6,042.27)	(1,632.75)	(2,531.22)	(1,998.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>404,991.51</b>	<b>402,933.53</b>	<b>380,544.30</b>	<b>375,436.26</b>	<b>377,057.18</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,757,124.44</b>	<b>1,504,850.17</b>	<b>1,411,973.41</b>	<b>1,566,240.59</b>	<b>1,383,971.81</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	37,550.91	20,455.56	(15,543.27)	(2,945.75)	1,010.13
折旧摊销	6,944.41	6,763.54	6,566.73	6,222.61	6,613.44
财务费用	2,615.17	3,714.83	18,799.95	17,818.66	13,407.26
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)	(192,635.62)	403,442.43	(205,624.90)
其它	4,916.19	16,923.75	(11,047.37)	(1,878.75)	523.41
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,750.45</b>	<b>3,912.32</b>	<b>(196,983.71)</b>	<b>417,329.75</b>	<b>(190,395.77)</b>
资本支出	(3,448.37)	11,662.55	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	(17,354.26)	(18,209.23)	(19,547.69)	(13,299.32)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,030.27)</b>	<b>(4,615.64)</b>	<b>(11,094.44)</b>	<b>(5,850.43)</b>	<b>(3,708.95)</b>
债权融资	45,341.77	2,266.49	203,057.30	(271,709.24)	54,906.88
股权融资	(12,563.64)	3,372.97	4,409.52	(356.83)	66.87
其他	(29,339.21)	(42,452.63)	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,438.92</b>	<b>(36,813.16)</b>	<b>207,466.82</b>	<b>(272,066.08)</b>	<b>54,973.75</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(6,840.90)</b>	<b>(37,516.48)</b>	<b>(611.33)</b>	<b>139,413.25</b>	<b>(139,130.97)</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>503,838.37</b>	<b>465,739.08</b>	<b>330,674.74</b>	<b>315,794.38</b>	<b>331,615.68</b>
营业成本	405,319.29	394,783.86	313,364.01	283,472.91	294,358.75
营业税金及附加	24,394.22	18,584.61	16,533.74	12,631.78	14,259.47
销售费用	12,412.37	12,272.12	9,258.89	8,052.76	8,622.01
管理费用	9,584.14	5,766.95	6,613.49	4,736.92	4,311.00
研发费用	685.86	535.99	446.69	442.11	530.59
财务费用	2,615.17	3,714.83	18,799.95	17,818.66	13,407.26
资产/信用减值损失	(931.73)	(3,867.83)	(9,000.00)	(1,300.00)	(800.00)
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)
<b>营业利润</b>	<b>52,006.94</b>	<b>29,251.70</b>	<b>(40,009.81)</b>	<b>(7,404.61)</b>	<b>1,631.20</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>52,386.19</b>	<b>29,805.43</b>	<b>(39,409.92)</b>	<b>(6,787.44)</b>	<b>2,220.07</b>
所得税	14,835.28	9,349.87	(12,611.17)	(2,036.23)	666.02
<b>净利润</b>	<b>37,550.91</b>	<b>20,455.56</b>	<b>(26,798.74)</b>	<b>(4,751.21)</b>	<b>1,554.05</b>
少数股东损益	14,933.13	8,292.87	(11,255.47)	(1,805.46)	543.92
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,617.78</b>	<b>12,162.68</b>	<b>(15,543.27)</b>	<b>(2,945.75)</b>	<b>1,010.13</b>
每股收益(元)	1.90	1.02	(1.30)	(0.25)	0.08

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.27%	-7.56%	-29.00%	-4.50%	5.01%
营业利润	-1.00%	-43.75%	-236.78%	-81.49%	-122.03%
归属于母公司净利润	0.42%	-46.23%	-227.79%	-81.05%	-134.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.55%	15.23%	5.23%	10.23%	11.23%
净利率	4.49%	2.61%	-4.70%	-0.93%	0.30%
ROE	9.32%	4.85%	-6.49%	-1.25%	0.43%
ROIC	11.20%	5.54%	-3.27%	1.14%	4.38%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.95%	73.22%	73.05%	76.03%	72.76%
净负债率	44.55%	55.55%	117.27%	14.11%	69.07%
流动比率	1.31	1.40	1.58	1.27	1.38
速动比率	0.47	0.55	0.41	0.60	0.45
<b>营运能力</b>					
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	0.45	0.45	0.50
总资产周转率	0.27	0.29	0.23	0.21	0.22
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.90	1.02	-1.30	-0.25	0.08
每股经营现金流	0.23	0.33	-16.51	34.98	-15.96
每股净资产	20.34	21.02	20.09	19.76	19.87
<b>估值比率</b>					
市盈率	4.90	9.10	-7.12	-37.59	109.61
市净率	0.46	0.44	0.46	0.47	0.47
EV/EBITDA	6.17	6.87	-193.03	6.10	14.10
EV/EBIT	6.66	7.72	-55.40	9.08	19.80

## 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