

万科A (000002.SZ)

中性 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

管理层换血，政府及深铁发声支持

事件

2025年1月27日，公司发布公告：①郁亮辞去董事会主席，继续担任董事、执行副总裁；祝九胜辞去董事、董事会投资与决策委员会委员、总裁、首席执行官等，不再担任任何职务；朱旭辞去董事会秘书等职务。选举辛杰为董事会主席，田钧为董事会秘书。②预计2024年归母净利润为-450亿元，而2023年为122亿元；扣非净利润为-410亿元，而2023年为98亿元。

点评

深铁集团董事长辛杰接任董事会主席。我们认为辛杰作为万科大股东深铁集团的董事长，本次执掌万科董事会，优化核心管理团队，体现出国资从最初的财务援助到直接介入，控制权逐步加深，有利于后续部署推进化解风险、保障交付等工作。郁亮等前任高管继续留任副总裁，能够保障管理层平稳过渡。

多方表态积极支持万科稳健发展。根据深圳发布，广东省、深圳市及有关部门、金融机构负责人表示：全力支持企业稳妥处置风险，保持万科融资规模总体稳定，助力企业持续健康发展。其中：

1. 深圳市国资委负责人表态：有能力、有实力、有足够的子弹支持地铁集团通过一切可能的市场化、法治化手段推动万科稳健发展。同时将通过直接注资、划拨资产等方式降低地铁集团资产负债率，增强其流动性，支持其更好地发挥万科第一大股东的的作用。
2. 深圳市住建局负责人表态：将大力协调有关方面妥善处置万科部分闲置存量土地，帮助万科盘活资产、回笼资金。广东省住建厅表示：将推动企业更多房地产项目进入“白名单”。
3. 深圳8家国有银行和股份制银行负责人表态：将继续积极运用各种金融工具，满足万科合理融资需求，全力保障其整体融资规模稳定。同时进一步加大对万科主要股东的支持力度。

预计24年业绩大额亏损。主因：①地产开发项目结算规模和毛利率下降（大部分为2022年前获取高成本土地，销售和毛利率均低于投资预期）。②新增计提了信用减值和存货跌价准备。③部分非主业财务投资出现亏损。④部分大宗资产交易和股权交易价格低于账面值。

投资建议

考虑到24年业绩预告大额亏损，且未来一段时间内新的管理团队仍将积极实施一揽子方案，工作重心在化解风险和保交房，我们下调公司盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为-448亿元/-98亿元/-48亿元。维持公司“中性”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；出现债务违约

房地产组

分析师：池天惠（执业S1130524080002）

chitianhui@gjzq.com.cn

联系人：何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.27元

相关报告：

1. 《万科A公司点评：多举措筹资，努力保兑付》，2024.10.31
2. 《万科A公司点评：当期业绩亏损，追求现金确保经营安全》，2024.8.31
3. 《万科A公司点评：当期业绩压力显现，骨干增持提升信心》，2024.7.10



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 503,838 | 465,739 | 390,115 | 325,446 | 261,155 |
| 营业收入增长率 | 11.27% | -7.56% | -16.24% | -16.58% | -19.75% |
| 归母净利润(百万元) | 22,618 | 12,163 | -44,767 | -9,825 | -4,842 |
| 归母净利润增长率 | 0.42% | -46.23% | N/A | -78.05% | -50.72% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.945 | 1.019 | -3.752 | -0.823 | -0.406 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.24 | 0.33 | 5.00 | -2.97 | 0.93 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 9.32% | 4.85% | -21.73% | -5.01% | -2.53% |
| P/E | 9.36 | 10.26 | -1.93 | -8.82 | -17.89 |
| P/B | 0.87 | 0.50 | 0.42 | 0.44 | 0.45 |

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)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入 | 452,798 | 503,838 | 465,739 | 390,115 | 325,446 | 261,155 |
| 增长率 | 11.3% | -7.6% | -16.2% | -16.6% | -19.8% | |
| 主营业务成本 | -353,977 | -405,319 | -394,784 | -356,893 | -294,595 | -233,823 |
| %销售收入 | 78.2% | 80.4% | 84.8% | 91.5% | 90.5% | 89.5% |
| 毛利 | 98,821 | 98,519 | 70,955 | 33,222 | 30,851 | 27,332 |
| %销售收入 | 21.8% | 19.6% | 15.2% | 8.5% | 9.5% | 10.5% |
| 营业税金及附加 | -21,056 | -24,394 | -18,585 | -14,824 | -12,367 | -9,924 |
| %销售收入 | 4.7% | 4.8% | 4.0% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 销售费用 | -12,809 | -12,412 | -12,272 | -8,583 | -7,160 | -7,051 |
| %销售收入 | 2.8% | 2.5% | 2.6% | 2.2% | 2.2% | 2.7% |
| 管理费用 | -10,242 | -9,584 | -5,767 | -4,876 | -4,068 | -3,264 |
| %销售收入 | 2.3% | 1.9% | 1.2% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |
| 研发费用 | -642 | -686 | -536 | -468 | -391 | -313 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 54,071 | 51,442 | 33,796 | 4,471 | 6,866 | 6,779 |
| %销售收入 | 11.9% | 10.2% | 7.3% | 1.1% | 2.1% | 2.6% |
| 财务费用 | -4,384 | -2,615 | -3,715 | -6,158 | -5,392 | -5,662 |
| %销售收入 | 1.0% | 0.5% | 0.8% | 1.6% | 1.7% | 2.2% |
| 资产减值损失 | -3,794 | -932 | -3,868 | -63,556 | -13,926 | -7,719 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 5 | 340 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 6,614 | 4,094 | 2,688 | -300 | -100 | 0 |
| %税前利润 | 12.7% | 7.8% | 9.0% | n.a | n.a | 0.0% |
| 营业利润 | 52,531 | 52,007 | 29,252 | -70,543 | -14,552 | -6,602 |
| 营业利润率 | 11.6% | 10.3% | 6.3% | n.a | n.a | n.a |
| 营业外收支 | -308 | 379 | 554 | -2,000 | -500 | -300 |
| 税前利润 | 52,223 | 52,386 | 29,805 | -72,543 | -15,052 | -6,902 |
| 利润率 | 11.5% | 10.4% | 6.4% | n.a | n.a | n.a |
| 所得税 | -14,153 | -14,835 | -9,350 | -1,451 | -1,054 | -1,035 |
| 所得税率 | 27.1% | 28.3% | 31.4% | n.a | n.a | n.a |
| 净利润 | 38,070 | 37,551 | 20,456 | -73,994 | -16,106 | -7,937 |
| 少数股东损益 | 15,545 | 14,933 | 8,293 | -29,228 | -6,281 | -3,095 |
| 归属于母公司的净利润 | 22,524 | 22,618 | 12,163 | -44,767 | -9,825 | -4,842 |
| 净利率 | 5.0% | 4.5% | 2.6% | n.a | n.a | n.a |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 38,070 | 37,551 | 20,456 | -73,994 | -16,106 | -7,937 |
| 少数股东损益 | 15,545 | 14,933 | 8,293 | -29,228 | -6,281 | -3,095 |
| 非现金支出 | 11,857 | 10,232 | 12,949 | 71,231 | 19,280 | 11,468 |
| 非经营收益 | -7,981 | -4,478 | -2,574 | 12,814 | 11,216 | 8,434 |
| 营运资金变动 | -37,833 | -40,554 | -26,918 | 49,647 | -49,828 | -843 |
| 经营活动现金净流 | 4,113 | 2,750 | 3,912 | 59,698 | -35,438 | 11,122 |
| 资本开支 | -9,514 | -12,749 | -7,989 | -10,580 | -4,808 | -1,729 |
| 投资 | -28,026 | -9,651 | -4,021 | 14,575 | 6,634 | 6,216 |
| 其他 | 11,260 | 9,370 | 7,395 | -300 | -100 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -26,281 | -13,030 | -4,616 | 3,695 | 1,726 | 4,488 |
| 股权募资 | 38,794 | 14,373 | 11,868 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 7,619 | 41,479 | 3,352 | -1,166 | -23,514 | -21,605 |
| 其他 | -46,295 | -36,638 | -36,890 | -7,574 | -6,601 | -6,220 |
| 筹资活动现金净流 | 118 | 19,214 | -21,670 | -8,739 | -30,115 | -27,825 |
| 现金净流量 | -21,732 | 9,491 | -22,339 | 54,654 | -63,827 | -12,215 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 货币资金 | 149,352 | 137,208 | 99,814 | 154,468 | 90,641 | 78,426 |
| 应收款项 | 270,832 | 280,206 | 262,142 | 224,461 | 205,085 | 179,596 |
| 存货 | 1,075,617 | 907,057 | 701,696 | 425,338 | 406,783 | 363,226 |
| 其他流动资产 | 104,466 | 90,886 | 86,609 | 81,593 | 79,408 | 73,277 |
| 流动资产 | 1,600,268 | 1,415,356 | 1,150,260 | 885,860 | 781,918 | 694,525 |
| %总资产 | 82.5% | 80.5% | 76.4% | 72.4% | 70.6% | 68.8% |
| 长期投资 | 233,277 | 233,191 | 242,888 | 230,051 | 224,417 | 219,100 |
| 固定资产 | 16,219 | 18,589 | 22,372 | 23,701 | 24,464 | 25,199 |
| %总资产 | 0.8% | 1.1% | 1.5% | 1.9% | 2.2% | 2.5% |
| 无形资产 | 23,280 | 25,826 | 24,438 | 21,540 | 19,943 | 18,824 |
| 非流动资产 | 338,370 | 341,768 | 354,590 | 337,627 | 325,880 | 315,279 |
| %总资产 | 17.5% | 19.5% | 23.6% | 27.6% | 29.4% | 31.2% |
| 资产总计 | 1,938,638 | 1,757,124 | 1,504,850 | 1,223,487 | 1,107,798 | 1,009,804 |
| 短期借款 | 62,344 | 68,055 | 65,990 | 113,622 | 102,260 | 92,034 |
| 应付款项 | 522,603 | 463,146 | 383,474 | 299,887 | 259,696 | 219,498 |
| 其他流动负债 | 726,499 | 546,600 | 372,321 | 251,076 | 216,444 | 189,302 |
| 流动负债 | 1,311,446 | 1,077,802 | 821,785 | 664,584 | 578,399 | 500,834 |
| 长期贷款 | 154,322 | 180,773 | 197,764 | 176,010 | 167,210 | 158,849 |
| 其他长期负债 | 80,097 | 93,558 | 82,367 | 53,953 | 49,356 | 45,225 |
| 负债 | 1,545,865 | 1,352,133 | 1,011,917 | 894,548 | 794,965 | 704,908 |
| 普通股股东权益 | 235,953 | 242,691 | 250,785 | 206,018 | 196,193 | 191,352 |
| 其中：股本 | 11,625 | 11,631 | 11,931 | 11,931 | 11,931 | 11,931 |
| 未分配利润 | 92,698 | 97,380 | 93,616 | 48,850 | 39,025 | 34,183 |
| 少数股东权益 | 156,820 | 162,300 | 152,149 | 122,921 | 116,640 | 113,544 |
| 负债股东权益合计 | 1,938,638 | 1,757,124 | 1,504,850 | 1,223,487 | 1,107,798 | 1,009,804 |

比率分析

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.937 | 1.945 | 1.019 | -3.752 | -0.823 | -0.406 |
| 每股净资产 | 20.296 | 20.866 | 21.020 | 17.268 | 16.444 | 16.039 |
| 每股经营现金净流 | 0.354 | 0.236 | 0.328 | 5.004 | -2.970 | 0.932 |
| 每股股利 | 0.976 | 0.680 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.55% | 9.32% | 4.85% | -21.73% | -5.01% | -2.53% |
| 总资产收益率 | 1.16% | 1.29% | 0.81% | -3.66% | -0.89% | -0.48% |
| 投入资本收益率 | 5.94% | 5.09% | 3.19% | 0.70% | 1.20% | 1.34% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 8.04% | 11.27% | -7.56% | -16.24% | -16.58% | -19.75% |
| EBIT增长率 | -26.68% | -4.86% | -34.30% | -86.77% | 53.57% | -1.26% |
| 净利润增长率 | -45.75% | 0.42% | -46.23% | N/A | -78.05% | -50.72% |
| 总资产增长率 | 3.72% | -9.36% | -14.36% | -18.70% | -9.46% | -8.85% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 3.1 | 4.4 | 5.8 | 10.0 | 10.0 | 11.0 |
| 存货周转天数 | 1,071.2 | 892.7 | 743.7 | 500.0 | 600.0 | 700.0 |
| 应付账款周转天数 | 322.8 | 279.0 | 236.2 | 155.0 | 170.0 | 190.0 |
| 固定资产周转天数 | 10.3 | 12.1 | 15.2 | 19.2 | 23.6 | 30.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 30.63% | 44.54% | 55.49% | 51.04% | 66.57% | 65.24% |
| EBIT利息保障倍数 | 12.3 | 19.7 | 9.1 | 0.7 | 1.3 | 1.2 |
| 资产负债率 | 79.74% | 76.95% | 73.22% | 73.11% | 71.76% | 69.81% |

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 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 2 | 10 | 24 | 47 | 115 |
| 增持 | 0 | 2 | 2 | 12 | 14 |
| 中性 | 0 | 1 | 2 | 6 | 14 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.31 | 1.21 | 1.37 | 1.29 |

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 | 2023-04-30 | 增持 | 15.14 | N/A |
| 2 | 2023-08-30 | 增持 | 14.20 | N/A |
| 3 | 2023-10-29 | 增持 | 11.63 | N/A |
| 4 | 2024-03-29 | 增持 | 9.24 | N/A |
| 5 | 2024-04-30 | 增持 | 7.56 | N/A |
| 6 | 2024-07-10 | 中性 | 6.71 | N/A |
| 7 | 2024-08-31 | 中性 | 6.76 | N/A |
| 8 | 2024-10-31 | 中性 | 9.22 | N/A |

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

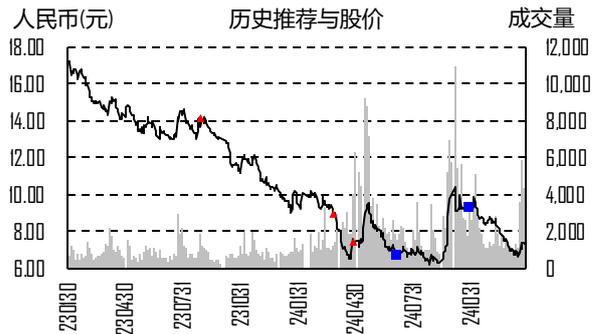
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806 |