

万科A (000002.SZ)

中性 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期压力犹存，持续融资及盘活存量

业绩

2025年4月29日，公司发布2025年一季报：实现营收379.95亿元，同比-38.31%；归母净利润-62.46亿元（1Q24为-3.62亿元），同比-1625.63%。

点评

归母净利润亏损主因开发结算规模和毛利率下滑。一季度公司实现结算金额228.0亿元，同比-51.1%。综合毛利率6.1%，同比-4.7pct。**销售持续下滑，经营服务业务营收上升。**一季度公司实现合同销售面积254.0万方，同比-35.1%；合同销售金额349.2亿元，同比-39.8%，回款率超100%。公司经营服务业务营收122.7亿元，同比+12.1%。**短期流动性压力仍较大。**截至1Q25，公司货币资金755亿元，环比-14.4%，同比-9.1%；而短期借款+一年内到期的非流动负债合计约1558亿元，现金短债比为0.48x，因此仍面临较大的流动性压力。

持续瘦身盘活存量资产。一季度公司实现大宗交易签约金额38亿元，涵盖办公、商业、公寓、教育业态等7个项目；实现盘活回款24笔，合计40.9亿；投资设立“万新金石（厦门）住房租赁基金”，用于购买厦门泊寓院儿·海湾社区项目。4月29日公司公告：拟出售7295.6万股库存股（占公司总股本的0.61%），用于补充流动资金。

一季度新增139亿融资顺利偿债。一季度公司获得各类金融机构支持，新增融资和再融资139亿元（合并报表），新增融资综合成本3.39%，同比下降21个基点，顺利完成98.9亿元公开债务的偿还。

深铁集团持续为公司提供融资超百亿。今年2月11日及2月22日，公司公告深铁集团分两笔向公司提供合计70亿元的股东借款，且借款利率和抵质押率均优于市场惯例水平。4月29日公司公告：深铁集团拟向公司提供33亿借款，期限36个月，目前借款利率2.34%（一年期LPR-76bp），还款方式为每半年0.5%及最后一次到期97%。公司持续获得来自股东深铁集团的流动性支持。

投资建议

在新一届管理团队的运作下，公司持续获得融资支持，缓解短期流动性压力，同时积极盘活各类存量资源以渡难关，在此期间或面临结转下降、毛利率下降、资产处置损失、减值损失等问题，我们维持盈利预测不变，预计2025-2027年归母净利润分别为-242亿元/-152亿元/-62亿元。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）：6.81元

相关报告：

- 《万科A公司点评：各方支持开展自救，风险有待化解》，2025.4.1
- 《万科A公司点评：管理层换血，政府及深铁发声支持》，2025.1.30
- 《万科A公司点评：多举措筹资，努力保兑付》，2024.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	465,739	343,176	305,206	249,833	218,121
营业收入增长率	-7.56%	-26.32%	-11.06%	-18.14%	-12.69%
归母净利润(百万元)	12,163	-49,478	-24,159	-15,231	-6,199
归母净利润增长率	-46.23%	-506.81%	-51.17%	-36.96%	-59.30%
摊薄每股收益(元)	1.019	-4.147	-2.025	-1.277	-0.520
每股经营性现金流净额	0.33	0.32	3.89	3.59	2.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.85%	-24.41%	-13.53%	-9.33%	-3.95%
P/E	10.26	-1.75	-3.36	-5.33	-13.11
P/B	0.50	0.43	0.46	0.50	0.52

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	503,838	465,739	343,176	305,206	249,833	218,121
增长率		-7.6%	-26.3%	-11.1%	-18.1%	-12.7%
主营业务成本	-405,319	-394,784	-308,265	-275,063	-224,590	-195,354
%销售收入	80.4%	84.8%	89.8%	90.1%	89.9%	89.6%
毛利	98,519	70,955	34,912	30,143	25,243	22,767
%销售收入	19.6%	15.2%	10.2%	9.9%	10.1%	10.4%
营业税金及附加	-24,394	-18,585	-18,361	-15,871	-12,991	-11,124
%销售收入	4.8%	4.0%	5.4%	5.2%	5.2%	5.1%
销售费用	-12,412	-12,272	-10,384	-9,156	-7,495	-6,544
%销售收入	2.5%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-9,584	-5,767	-6,394	-5,494	-4,497	-3,926
%销售收入	1.9%	1.2%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	-686	-536	-508	-458	-375	-327
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	51,442	33,796	-735	-835	-115	846
%销售收入	10.2%	7.3%	n.a	n.a	n.a	0.4%
财务费用	-2,615	-3,715	-5,939	-4,868	-3,354	-3,262
%销售收入	0.5%	0.8%	1.7%	1.6%	1.3%	1.5%
资产减值损失	-932	-3,868	-33,566	-14,507	-9,183	-2,804
公允价值变动收益	5	340	-10	0	0	0
投资收益	4,094	2,688	-2,859	-1,000	-500	0
%税前利润	7.8%	9.0%	n.a	n.a	n.a	0.0%
营业利润	52,007	29,252	-45,644	-22,210	-13,652	-5,220
营业利润率	10.3%	6.3%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	379	554	-1,543	-500	-300	-200
税前利润	52,386	29,805	-47,187	-22,710	-13,952	-5,420
利润率	10.4%	6.4%	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	-14,835	-9,350	-1,517	-1,022	-907	-569
所得税率	28.3%	31.4%	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	37,551	20,456	-48,704	-23,732	-14,859	-5,990
少数股东损益	14,933	8,293	774	427	371	210
归属于母公司的净利润	22,618	12,163	-49,478	-24,159	-15,231	-6,199
净利率	4.5%	2.6%	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	37,551	20,456	-48,704	-23,732	-14,859	-5,990
少数股东损益	14,933	8,293	774	427	371	210
非现金支出	10,232	12,949	42,288	21,395	13,613	6,099
非经营收益	-4,478	-2,574	7,594	7,158	5,872	4,736
营运资金变动	-40,554	-26,918	2,622	41,576	38,172	23,648
经营活动现金净流	2,750	3,912	3,800	46,397	42,797	28,493
资本开支	-12,749	-7,989	-815	-3,501	-2,134	-1,071
投资	-9,651	-4,021	1,937	13,078	5,962	5,578
其他	9,370	7,395	9,687	-1,000	-500	0
投资活动现金净流	-13,030	-4,616	10,809	8,577	3,328	4,507
股权募资	14,373	11,868	484	0	0	0
债权募资	41,479	3,352	-1,213	65,885	-25,640	-23,080
其他	-36,638	-36,890	-19,814	-6,408	-5,726	-5,696
筹资活动现金净流	19,214	-21,670	-20,543	59,477	-31,365	-28,776
现金净流量	9,491	-22,339	-5,803	114,451	14,760	4,225

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	137,208	99,814	88,163	202,614	217,374	221,599
应收款项	280,206	262,142	229,555	213,241	193,034	175,703
存货	907,057	701,696	519,009	399,972	314,734	267,876
其他流动资产	90,886	86,609	80,785	71,965	64,417	58,498
流动资产	1,415,356	1,150,260	917,512	887,792	789,559	723,676
%总资产	80.5%	76.4%	71.3%	71.6%	69.6%	68.2%
长期投资	233,191	242,888	258,794	247,454	242,492	237,814
固定资产	18,589	22,372	22,403	21,365	20,556	20,148
%总资产	1.1%	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
无形资产	25,826	24,438	21,802	20,131	19,790	19,459
非流动资产	341,768	354,590	368,748	352,843	344,693	337,516
%总资产	19.5%	23.6%	28.7%	28.4%	30.4%	31.8%
资产总计	1,757,124	1,504,850	1,286,260	1,240,634	1,134,252	1,061,192
短期借款	68,055	65,990	162,019	255,580	230,022	207,020
应付款项	463,146	383,474	312,350	276,966	244,161	225,383
其他流动负债	546,600	372,321	244,693	194,137	162,471	138,587
流动负债	1,077,802	821,785	719,062	726,683	636,654	570,989
长期贷款	180,773	197,764	178,886	160,998	160,998	160,998
其他长期负债	93,558	82,367	49,457	37,831	36,337	34,930
负债	1,352,133	1,101,917	947,405	925,511	833,988	766,917
普通股股东权益	242,691	250,785	202,666	178,508	163,277	157,078
其中：股本	11,631	11,931	11,931	11,931	11,931	11,931
未分配利润	97,380	93,616	44,138	19,979	4,748	-1,451
少数股东权益	162,300	152,149	136,188	136,615	136,987	137,196
负债股东权益合计	1,757,124	1,504,850	1,286,260	1,240,634	1,134,252	1,061,192

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.945	1.019	-4.147	-2.025	-1.277	-0.520
每股净资产	20.866	21.020	16.987	14.962	13.685	13.166
每股经营现金净流	0.236	0.328	0.318	3.889	3.587	2.388
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	9.32%	4.85%	-24.41%	-13.53%	-9.33%	-3.95%
总资产收益率	1.29%	0.81%	-3.85%	-1.95%	-1.34%	-0.58%
投入资本收益率	5.09%	3.19%	-0.11%	-0.12%	-0.02%	0.14%
增长率						
主营业务收入增长率	11.27%	-7.56%	-26.32%	-11.06%	-18.14%	-12.69%
EBIT增长率	-4.86%	-34.30%	-102.17%	13.67%	-86.18%	-832.26%
净利润增长率	0.42%	-46.23%	-506.81%	-51.17%	-36.96%	-59.30%
总资产增长率	-9.36%	-14.36%	-14.53%	-3.55%	-8.57%	-6.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	5.8	8.2	10.0	12.0	14.0
存货周转天数	892.7	743.7	722.7	550.0	550.0	550.0
应付账款周转天数	279.0	236.2	226.0	175.0	185.0	190.0
固定资产周转天数	12.1	15.2	22.2	23.7	27.8	31.1
偿债能力						
净负债/股东权益	44.54%	55.49%	81.65%	72.43%	62.59%	54.61%
EBIT利息保障倍数	19.7	9.1	-0.1	-0.2	0.0	0.3
资产负债率	76.95%	73.22%	73.66%	74.60%	73.53%	72.27%

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	3	14	18	24	71
增持	1	4	4	5	16
中性	0	3	6	9	16
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.48	1.57	1.61	1.47

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	2023-10-29	增持	11.63	N/A
2	2024-03-29	增持	9.24	N/A
3	2024-04-30	增持	7.56	N/A
4	2024-07-10	中性	6.71	N/A
5	2024-08-31	中性	6.76	N/A
6	2024-10-31	中性	9.22	N/A
7	2025-01-30	中性	7.27	N/A
8	2025-04-01	中性	7.05	N/A

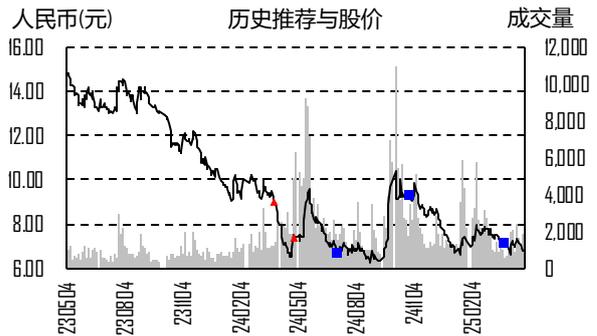
来源：国金证券研究所

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



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。

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