

公司研究 | 点评报告 | 万科 A (000002.SZ)

经营与业绩仍存压力，深铁持续给予积极支持 ——万科 A2025Q1 点评

报告要点

债务困境中公司积极自救，盘活库存，处置资产；融资端积极争取各类金融机构支持，新增融资；股东端深国资与深铁集团给予“真金白银”的有力支持，提供股东借款、协助公司处置资产、受让项目股权、协调各类金融资源助力公司融资，2025 年以来深铁集团已累计向公司提供 103 亿元的股东借款，且借款利率与抵质押率均优于市场惯例水平。行业整体承压背景下，公司核心要务在于维持资金链平衡，在渡过流动性压力、成功穿越周期的前提下，公司的开发禀赋与存续价值仍在。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

万科 A (000002.SZ)

2025-05-03

经营与业绩仍存压力，深铁持续给予积极支持——万科 A2025Q1 点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

公司公告，2025Q1 实现营业收入 379.9 亿 (-38.3%)，归母净利润为亏损 62.5 亿（去年同期亏损 3.6 亿），综合毛利率 6.1% (-4.7pct)。

事件评论

- **收入与毛利率下滑、投资收益亏损等因素拖累业绩，行业调整压力仍待消化。**2025Q1 公司实现营收 379.9 亿 (-38.3%)，营收下滑主要由于开发业务结算资源量减少，其中地产开发营收 228.0 亿元 (-51.1%)，经营服务业务营收 122.7 亿元 (+12.1%)。归母业绩亏损主因综合毛利率同比下降 4.7pct 至 6.1%，期间费用率同比提升 5.0pct 至 12.1%（其中财务费用率同比提升 3.6%至 5.3%），投资净收益亏损 22.2 亿元（去年同期盈利 10.4 亿）等因素拖累。截至 2025Q1 公司预收账款合计 1932 亿元 (-35.6%)，预收账款/年化结算金额=0.76X，开发业务结算收入将持续承压，毛利率底部区间震荡，房价调整背景下减值压力仍在，尽管经营性业务贡献边际提升，后续业绩仍需进一步努力。
- **保障资金链安全是第一要务，放缓投资是理性选择。**2025Q1 公司销售额 349.2 亿元 (-39.8%)，销售面积 254 万方 (-35.1%)，销售均价 1.37 万元/平 (-7.3%)，销售规模在克而瑞行业排名第六。行业需求与资金链承压下，保障资金安全是公司当前第一要务，放缓拿地投资是理性选择，2025Q1 公司未获取新项目（2024Q1 在银川、昆明、贵阳获取 3 个项目）。2025 Q1 公司新开工量与竣工量分别为 212.7 万方 (+25.1%)、215.5 万方 (-18.9%)，完成年度计划的 31.8%、15.2%。截至 2025Q1 公司未竣工土储 6554 万方（在建 3484+待建 3071 万方），同比下降 25.9%。行业仍在探底，公司前端投资、中端库存、后端竣工均有一定收缩，下行周期中保障资金安全是当务之急。
- **第二曲线稳步成长，助力公司穿越周期。**公司经营服务业务体现较强韧性，2025Q1 实现营收 122.7 亿元，同比增长 12.1%。物业方面，万物云依托服务品质和品牌优势拓展优质项目。2025Q1 物流仓储营收 10.0 亿元 (+3.3%)，累计开业项目 153 个，可租赁建面 1063 万方。长租公寓规模行业第一，2025Q1 共运营管理 26.6 万间，累计开业 19.4 万间，出租率 93.9%，实现全口径营收 8.8 亿元 (+6%)。2025Q1 商业全口径营收 19.4 亿元(-18.6%)，零售额同比增长 5.8%，整体出租率 92.1%（较去年同期保持平稳）。
- **投资建议：**债务困境中公司积极自救，盘活库存，处置资产；融资端积极争取各类金融机构支持，新增融资；股东端深国资与深铁集团给予“真金白银”的有力支持，提供股东借款、协助公司处置资产、受让项目股权、协调各类金融资源助力公司融资，2025 年以来深铁集团已累计向公司提供 103 亿元的股东借款，且借款利率与抵质押率均优于市场惯例水平。行业整体承压背景下，公司核心要务在于维持资金链平衡，在渡过流动性压力、成功穿越周期的前提下，公司的开发禀赋与存续价值仍在。预计 2025-2027 年归母净利 6/8/10 亿，对应的 P/E 为 129/106/79X，给予“增持”评级。

风险提示

1、行业需求承压，销售大幅下滑；2、房价持续下行，资产减值压力进一步加剧。

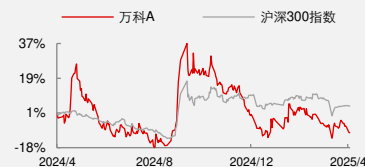
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.81
总股本(万股)	1,193,071
流通A股/B股(万股)	971,694/0
每股净资产(元)	16.49
近12月最高/最低价(元)	10.69/6.18

注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《业绩承压，保障资金链安全是当务之急——万科 A2024 年报点评》2025-04-06
- 《业绩承压，积极盘活库存处置资产——万科 A 三季度点评》2024-11-02
- 《业绩亏损符合预期，处置资产积极自救——万科 A2024 中报点评》2024-09-04



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**行业需求承压，销售大幅下滑：**若销售回款继续大幅下滑，经营性现金流继续下降，公司资金链将进一步趋紧。
- 2、**房价持续下行，资产减值压力进一步加剧：**房价若持续下行，存货减值压力将进一步加大，对业绩造成不利影响；资产价格下跌也不利于资产处置变现。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343176	328144	279601	275747	货币资金	88163	88278	94304	101529
营业成本	308265	293889	250684	247655	交易性金融资产	177	187	197	207
毛利	34912	34256	28918	28093	应收账款	8111	8990	9192	9519
%营业收入	10%	10%	10%	10%	存货	519009	531415	535708	542805
营业税金及附加	18361	13126	11184	11030	预付账款	54459	55839	57657	59437
%营业收入	5%	4%	4%	4%	其他流动资产	247594	252252	254771	260577
销售费用	10384	9844	8388	8272	流动资产合计	917512	936961	951829	974074
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	115569	114569	113569	112569
管理费用	6394	5578	4613	4412	投资性房地产	141057	140577	140027	139407
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	20611	20700	20925	21303
研发费用	508	427	363	358	无形资产	8297	8837	9357	9857
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	5540	5550	5560	5570
财务费用	5939	5254	4899	4529	递延所得税资产	44067	44067	44067	44067
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他非流动资产	33606	34688	35590	36366
加: 资产减值损失	-7168	-2080	-1900	-1120	资产总计	1286260	1305949	1320925	1343213
信用减值损失	-26398	-600	-320	-300	短期贷款	15973	15600	14800	14300
公允价值变动收益	-10	280	250	220	应付款项	160033	165061	171701	176412
投资收益	-2859	1641	1398	1379	预收账款	1891	1969	2097	2206
营业利润	-45644	1893	2253	2289	应付职工薪酬	3716	4114	4262	4458
%营业收入	-13%	1%	1%	1%	应交税费	28927	29533	30756	31711
营业外收支	-1543	200	310	380	其他流动负债	508521	521459	527858	539175
利润总额	-47187	2093	2563	2669	流动负债合计	719062	737736	751474	768261
%营业收入	-14%	1%	1%	1%	长期借款	178886	184886	189886	193886
所得税费用	1517	1046	1281	1068	应付债券	24113	18113	13113	13113
净利润	-48704	1046	1281	1601	递延所得税负债	5349	5349	5349	5349
归属于母公司所有者的净利润	-49478	628	769	1025	其他非流动负债	19995	19995	19995	19995
少数股东损益	774	419	513	576	负债合计	947405	966079	979817	1000605
EPS (元)	-4.15	0.05	0.06	0.09	归属于母公司所有者权益	202666	203264	203988	204913
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	136188	136607	137119	137696
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	338855	339870	341108	342609
经营活动现金流净额	3800	5259	10879	8501	负债及股东权益	1286260	1305949	1320925	1343213
取得投资收益收回现金	4248	1641	1398	1379	基本指标				
长期股权投资	14994	1000	1000	1000		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	1281	-1800	-1800	-1800	每股收益	-4.15	0.05	0.06	0.09
其他	-9714	1004	1993	1424	每股经营现金流	0.32	0.44	0.91	0.71
投资活动现金流净额	10809	1844	2591	2003	市盈率	—	129.43	105.67	79.28
债券融资	-35758	-6000	-5000	0	市净率	0.43	0.40	0.40	0.40
股权融资	484	0	0	0	EV/EBITDA	47.62	45.45	50.38	52.75
银行贷款增加 (减少)	-3968	5627	4200	3500	总资产收益率	-3.8%	0.0%	0.1%	0.1%
筹资成本	-17169	-6625	-6663	-6800	净资产收益率	-24.4%	0.3%	0.4%	0.5%
其他	28738	10	20	20	净利率	-14.4%	0.2%	0.3%	0.4%
筹资活动现金流净额	-27673	-6988	-7443	-3280	资产负债率	73.7%	74.0%	74.2%	74.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-13064	115	6026	7225	总资产周转率	0.27	0.25	0.21	0.21

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。