

万科 A (000002.SZ)

25Q1 业绩受开发毛利率进一步下行拖累，大股东持续支持帮助公司妥善化解到期债务

(1) 25Q1 业绩受开发毛利率进一步下行拖累仍为亏损；(2) 开发业务方面，公司积极开展资源盘活，25Q1 实现盘活回款 24 笔，合计 40.9 亿；(3) 经营业务方面，维持稳健发展；(4) 债务层面，积极通过资产交易及大股东借款应对短期债券偿付压力。预计 25E/26E/27E EPS 分别为-1.35/-0.52/-0.14 元/股，当前股价对应 PE 分别为-5.0/-13.2/-49.2，综合考虑公司销售仍面临下行压力以及公司截止目前积极处置及抵押资产以应对公开债务偿付的情况，维持“增持”评级，投资人可关注公司后续债务化解进度

□ 考虑 25Q1 业绩受整体毛利率进一步下滑影响仍为亏损。公司 25Q1 实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 380 亿元/-67 亿元/-62 亿元，去年同期分别为 616 亿元/7 亿元/-4 亿元，营收同比下滑 38%；(1) 营业收入同比主要受开发业务结算规模下滑拖累，非开发业务收入相对稳健，具体看，开发业务实现收入 228 亿元(同比-51%)，非开发业务实现收入 152 亿元(同比+2%)，非开发业务占收入比例约 40%；(2) 营业利润转亏主要是受毛利率下滑、三费增加及投资收益转亏等影响，具体看，整体毛利率下降 4.7pct 至 6.1%，销售费用率增加 0.1pct 至 2.8%，管理费用率增加 1.2pct 至 3.7%，财务费用率增加 3.6pct 至 5.3%，投资收益为-22.2 亿元(去年同期 10.4 亿元)；(3) 归母净利润亏损规模小于营业利润主要是所得税减少以及少数股东分担部分亏损，具体看，25Q1 所得税为-3 亿元(去年同期 4 亿元)，少数股东损益-2 亿元(去年同期 7 亿元)。

□ 去年(24 年)全年业绩受毛利率下滑、减值亏损、投资收益转亏及资产处置亏损等多方面影响出现亏损。公司 24 年实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 3432 亿元/-456 亿元/-495 亿元，同比分别为-26%/-256%/-507%；(1) 开发业务及非开发业务均出现较明显下滑，拖累整体营收增速，具体看，开发业务实现收入 2944 亿元(同比-27%)，非开发业务实现收入 487 亿元(同比-24%)，非开发业务占收入比例约 14%；(2) 营业利润转亏主要是受毛利率下滑、三费增加、资产处置亏损、资产减值损失增加及投资收益转亏等影响，具体看，整体毛利率下降 5.1pct 至 10.2%，销售费用率增加 0.4pct 至 3.0%，管理费用率增加 0.6pct 至 1.9%，财务费用率增加 0.9pct 至 1.7%，资产处置收益-25.3 亿元(23 年 0.1 亿元)，资产减值损失 71.7 亿元(23 年 34.9 亿元)，投资收益为-28.6 亿元(23 年 26.9 亿元)；(3) 归母净利润

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	465739	343176	237689	169777	128506
同比增长	-8%	-26%	-31%	-29%	-24%
营业利润(百万元)	29252	(45644)	(17096)	(6406)	(1411)
同比增长	-44%	-256%	-63%	-63%	-78%
归母净利润(百万元)	12163	(49478)	(16093)	(6146)	(1649)
同比增长	-46%	-507%	-67%	-62%	-73%
每股收益(元)	1.02	-4.15	-1.35	-0.52	-0.14
PE	6.7	-1.6	-5.0	-13.2	-49.2
PB	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

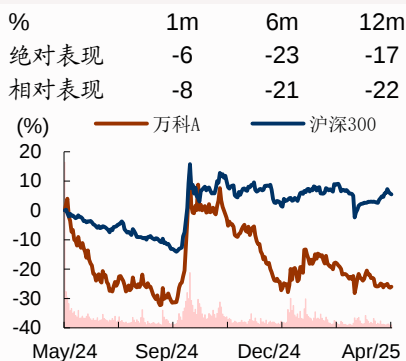
增持(维持)

总量研究/房地产
目标估值:
当前股价: 6.8 元

基础数据

总股本(百万股)	11931
已上市流通股(百万股)	9717
总市值(十亿元)	81.1
流通市值(十亿元)	66.1
每股净资产(MRQ)	16.5
ROE(TTM)	-28.1
资产负债率	73.5%
主要股东	深圳市地铁集团有限公司
主要股东持股比例	27.18%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《万科 A (000002) — 更多国资体系人员进入管理层，观察后续支持细节》2025-01-30
- 2、《万科 A (000002) — 积极通过资产交易及抵押应对短期债券偿付压力，积极开展项目资源盘活和置换》2024-11-01
- 3、《万科 A (000002) — 24 年上半年业绩转亏，积极通过资产交易及抵押应对债务偿付》2024-09-10

李盛天 S1090524080003

lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

亏损规模大于营业利润主因或是结构上部分项目仍有盈利使得所得税费用及少数股东收益仍为正，24 年所得税为 15 亿元（同比-84%），少数股东损益 8 亿元（同比-91%）；

往后看，公司 25 年计划竣工面积 1415 万方，较 24 年实际竣工面积下降 40%，判断 25 年结算收入规模仍有一定下行压力。

- **投资销售规模持续收缩主要是受投资力度减弱导致推货减少等影响。**公司 25Q1 实现全口径销售金额 349 亿元（同比-40%），销售面积 254 万方（同比-35%），销售单价 13748 元/平（同比-7%），据克而瑞排行榜，公司 25Q1 全口径销售额排名位居行业第六（较 24 年全年排名下降 2 名）；土储方面，截止 25Q1 末，估算不含现房未售建面（规划中+在建-已售未结）4317 万方，对应 25Q1 静态去化周期约 2.6 年。

- **大股东深铁集团持续支持公司妥善化解到期债务。**公司截止 25Q1 末有息负债金额 3616 亿元（较 24 年末-1%，较 24Q1+12%），与 24 年将部分非并表公司纳入表内有关，货币资金 755 亿元（较 24 年末-14%），公司披露净负债率 86.7%（较 24 年末+5.0pct），估算剔预资产负债率 68.6%（较 24 年末-0.4pct），估算现金短债比 0.48（较 24 年末-0.06）；公开债务偿付上，公司 25Q1 实现大宗交易签约金额 38 亿元，大股东深铁集团向公司提供股东借款合计 70 亿元，最后公司顺利完成 98.9 亿元一季度公开债务的偿付；往后看，大股东深铁集团持续给予公司借款支持，4 月 29 日及 5 月 14 日分别向公司提供股东借款 33 亿元、15.52 亿元，公告中并未提及抵押物；另据 3 月 31 日投资者关系活动记录公告，提及“公司将依靠自身的努力，结合政策端的引领，金融机构的支持，国资大股东的力挺，合作伙伴的助力，公司有信心、有能力去应对挑战，保持经营稳定，确保项目如期交付，妥善化解到期债务”。

据 wind 债券数据统计，截止目前，公司公开市场债券余额 457 亿元（不含供应链融资），25 年剩余公开市场债券到期规模 218 亿元，节奏上，25Q2/Q3/Q4 分别到期 21 亿元/99 亿元/98 亿元，26 年/27 年/29 年到期规模分别为 124 亿元/94 亿元/22 亿元。

- **长租及物流等板块均实现收入稳定增长。**（1）物管：25Q1 物业及设施管理服务新增合约饱和和收入 7.8 亿元，同比增长 24.9%；（2）长租：25Q1 实现收入（含非并表）8.8 亿元（同比+6%），25Q1 末出租率 93.9%；（3）商业：25Q1 实现收入（含非并表）19.4 亿元（同比-19%），25Q1 末出租率 92.1%，25Q1 公司商业整体客流同比+6.9%，销售额同比+5.8%；（4）物流：25Q1 实现收入（含非并表）10.0 亿元（同比+3.3%），其中高标库收入 5.0 亿元（同比-6.6%），冷库收入 5.0 亿元（同比+15.6%）。
- **投资建议：**（1）25Q1 业绩受开发毛利率进一步下行拖累仍为亏损；（2）开发业务方面，公司积极开展资源盘活，25Q1 实现盘活回款 24 笔，合计 40.9 亿；（3）经营业务方面，维持稳健发展；（4）债务层面，积极通过资产交易及大股东借款应对短期债券偿付压力。预计 25E/26E/27E EPS 分别为 -1.35/-0.52/-0.14 元/股，当前股价对应 PE 分别为 -5.0/-13.2/-49.2，综合考虑公司销售仍面临下行压力以及公司截止目前积极处置及抵押资产以应对公开债务偿付的情况，维持“增持”评级，投资人可关注公司后续债务化解进度。
- **风险提示：**大股东对公司流动性支持力度及时间表不及预期、公司经营性物业贷及资产出售不及预期、行业下行超预期进一步拖累公司销售等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1150260	917512	670287	504806	403086
现金	99814	88163	79347	72506	69026
交易性投资	209	177	179	180	182
应收票据	8	19	13	9	7
应收款项	7294	8111	5604	4003	3030
其它应收款	254840	221425	177131	143500	121466
存货	701696	519009	356563	251137	186606
其他	86400	80608	51451	33471	22768
非流动资产	354590	368748	338132	308880	281208
长期股权投资	130563	115569	107479	99955	92958
固定资产	19233	20611	20501	19305	17473
无形资产商誉	16583	14092	12683	11414	10273
其他	188211	218477	197469	178206	160504
资产总计	1504850	1286260	1008418	813687	684294
流动负债	821785	719062	484365	326568	217437
短期借款	1064	15973	8655	6389	5111
应付账款	221696	160033	99003	61738	39712
预收账款	310444	194252	122938	78908	52710
其他	288582	348804	253769	179533	119903
长期负债	280131	228343	203784	174115	155850
长期借款	197764	178886	160998	136848	123163
其他	82367	49457	42786	37267	32687
负债合计	1101917	947405	688149	500683	373287
股本	11931	11931	11931	11931	11931
资本公积金	23761	24806	24806	24806	24806
留存收益	215093	165930	149837	143691	142042
少数股东权益	152149	136188	133696	132576	132229
归属于母公司所有者权益	250785	202666	186574	180428	178778
负债及权益合计	1504850	1286260	1008418	813687	684294

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3912	3800	77753	12442	6464
净利润	20456	(48704)	(18585)	(7266)	(1997)
折旧摊销	4093	4287	7644	7365	6895
财务费用	3715	5939	2458	1810	1526
投资收益	(2688)	2859	752	306	32
营运资金变动	(18413)	43167	85532	10272	52
其它	(3250)	(3748)	(47)	(45)	(44)
投资活动现金流	(4616)	10809	22262	21624	20789
资本支出	(8334)	(4520)	(4532)	(3625)	(2900)
其他投资	3719	15329	26794	25249	23690
筹资活动现金流	(36813)	(27673)	(108832)	(40906)	(30734)
借款变动	(16486)	14342	(99698)	(33571)	(24622)
普通股增加	300	0	0	0	0
资本公积增加	2185	1045	0	0	0
股利分配	(7909)	0	0	0	0
其他	(14903)	(43060)	(9134)	(7335)	(6111)
现金净增加额	(37516)	(13064)	(8816)	(6840)	(3480)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	465739	343176	237689	169777	128506
营业成本	394784	308265	215625	154677	117096
营业税金及附加	18585	18361	10340	6537	4305
营业费用	12272	10384	6003	3779	2475
管理费用	5767	6394	3716	2145	1238
研发费用	536	508	352	251	190
财务费用	3715	5939	2458	1810	1526
资产减值损失	(3857)	(36100)	(15538)	(6678)	(3056)
公允价值变动收益	340	(10)	40	90	140
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	2688	(2859)	(792)	(396)	(171)
营业利润	29252	(45644)	(17096)	(6406)	(1411)
营业外收入	1150	936	648	463	350
营业外支出	596	2479	1717	1226	928
利润总额	29805	(47187)	(18164)	(7169)	(1989)
所得税	9350	1517	421	96	8
少数股东损益	8293	774	(2492)	(1120)	(348)
归属于母公司净利润	12163	(49478)	(16093)	(6146)	(1649)

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-8%	-26%	-31%	-29%	-24%
营业利润	-44%	-256%	-63%	-63%	-78%
归母净利润	-46%	-507%	-67%	-62%	-73%
获利能力					
毛利率	15.2%	10.2%	9.3%	8.9%	8.9%
净利率	2.6%	-14.4%	-6.8%	-3.6%	-1.3%
ROE	4.9%	-21.8%	-8.3%	-3.3%	-0.9%
ROIC	3.3%	-6.1%	-2.4%	-0.9%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	73.7%	68.2%	61.5%	54.6%
净负债比率	17.5%	26.5%	23.9%	25.5%	26.7%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.9
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	62.9	44.5	34.6	35.3	36.5
应付账款周转率	1.5	1.6	1.7	1.9	2.3
每股资料(元)					
EPS	1.02	-4.15	-1.35	-0.52	-0.14
每股经营净现金	0.33	0.32	6.52	1.04	0.54
每股净资产	21.02	16.99	15.64	15.12	14.98
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	6.7	-1.6	-5.0	-13.2	-49.2
PB	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
EV/EBITDA	33.3	-34.9	-176.6	446.2	176.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。