

万科 A (000002.SZ)

积极推动存量资源盘活，与大股东深铁集团持续强化融合发展

(1) 25H1 业绩受结算规模持续下降以及资产减值计提增加影响亏损幅度扩大；(2) 开发业务方面，公司积极开展资源盘活，25H1 通过存量盘活优化和新增产能 95 亿，23 年以来已累计盘活项目可售货值约 785 亿元；(3) 经营业务方面，物管、长租及物流等板块保持收入稳定增长，与大股东深铁集团持续强化融合发展；(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 -2.09/-1.06/-0.55 元/股，当前股价对应 PE 分别为 -3.3/-6.6/-12.7，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。

□ 25H1 业绩受结算规模持续下降以及资产减值计提增加影响亏损幅度扩大。公司 25H1 实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 1053 亿元/-88 亿元/-119 亿元，营业收入同比-26%，营业利润/归母净利润去年同期分别为-77 亿元/-99 亿元；(1) 营业收入同比下滑主要受开发业务结算规模增速下降拖累，非开发业务收入相对稳健，具体看，开发业务实现收入 741 亿元（同比-34%），非开发业务实现收入 313 亿元（同比持平），非开发业务占收入比例约 30%；(2) 营业利润亏损幅度同比扩大主要是受财务费用增加、资产减值损失增加及投资收益转亏等影响，具体看，整体税前毛利率上升 1.9pct 至 10.0%，销售费用率增加 0.1pct 至 3.0%，管理费用率增加 0.6pct 至 2.7%；财务费用率增加 1.7pct 至 3.3%，主因在建面积减少，利息资本化率下降；资产减值损失 -51.5 亿元（去年同期-20.1 亿元），主因计提存货减值准备增加；投资收益为-5.7 亿元（去年同期 17.1 亿元），主因合联营项目亏损；(3) 归母净利润亏损幅度同比扩大主要是所得税增加，具体看，25H1 所得税为 17.3 亿元（去年同期 4.6 亿元），少数股东损益 10.8 亿元（去年同期 13.3 亿元）。

□ 积极持续推动存量土地及项目资源盘活，贡献部分销售。公司 25H1 实现全口径销售金额 691 亿元（同比-45.7%），销售面积 539 万方（同比-42.6%），销售单价 12824 元/平（同比-5.4%），据克而瑞排行榜，公司 25H1 全口径销售额排名位居行业第 7（较 24 年全年排名下降 3 名）；25H1 新获取土地项目 6 个，对应总成交建面 56 万方，估算总成交金额 25 亿元。

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)	(27025)	(13943)	(7337)
同比增长	-44%	-256%	-41%	-48%	-47%
归母净利润(百万元)	12163	(49478)	(24899)	(12612)	(6564)
同比增长	-46%	-507%	-50%	-49%	-48%
每股收益(元)	1.02	-4.15	-2.09	-1.06	-0.55
PE	6.9	-1.7	-3.3	-6.6	-12.7
PB	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

周期/房地产
目标估值：
当前股价：6.99 元

基础数据

总股本（百万股）	11931
已上市流通股（百万股）	9716
总市值（十亿元）	83.4
流通市值（十亿元）	67.9
每股净资产（MRQ）	16.0
ROE（TTM）	-26.9
资产负债率	73.1%
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

- 《万科 A—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》2025-05-20
- 《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
- 《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

李盛天 S1090524080003

lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

土储方面，截止 25H1 末，估算不含现房未售建面（规划中+在建-已售未结）4152 万方；存量项目盘活方面，25H1 通过存量盘活优化和新增产能 95 亿，23 年以来已累计盘活项目 64 个，涉及可售货值约 785 亿元。

- **物管、长租及物流等板块保持收入稳定增长。**（1）物管：子公司万物云 25H1 实现收入约 182 亿元（同比+3.1%）；（2）长租：25H1 实现收入（含非并表）18.0 亿元（同比+4.1%），25H1 末出租率 93.3%；（3）商业：25H1 实现收入（含非并表）41.0 亿元（同比-11%），25H1 末出租率 93.2%（4）物流：25H1 实现收入（含非并表）20.7 亿元（同比+6.7%），其中高标库收入 10.0 亿元（同比-6.5%），冷库收入 10.7 亿元（同比+23.0%）。
- **大股东深铁集团和公司持续强化融合发展。**物流方面，公司旗下万纬物流与深铁集团联合创新开展“轨道交通+机器人配送”，通过“AI 调度算法+机器人技术”，实现地铁商家的无人化配送货；长租方面，公司长租业务与深圳地铁置业集团签署深铁项目租赁运营合作框架协议，双方将对适配的项目开展合作运营；除上述外，据 8 月 22 日投资者关系活动记录公告，公司与大股东深铁集团也将在商业、TOD 综合开发、工程代建、基础设施运维养、科技创新等方面启动全面的深度合作。
- **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 25H1 末有息负债金额 3643 亿元（较 24 年末+1%），保持平稳，货币资金 740 亿元（较 24 年末-16%），公司披露净负债率 90.4%（较 24 年末+9.8pct），资产负债率 73.1%（较 24 年末-0.6pct），估算现金短债比 0.47（较 24 年末-0.08）；公开债务偿付上，公司 25H1 实现大宗交易签约金额 64 亿元，截止中报披露日（25 年 8 月 23 日）大股东深铁集团向公司累计提供股东借款约 239 亿元，截止中报披露日公司全年已顺利完成 244 亿元的公开市场债务偿付；往后看，8 月 22 日投资者关系活动记录公告提及“未来在政策端的引领，金融机构的支持，国资大股东的力挺，合作伙伴的助力之下，依靠自身的努力，公司有信心、有能力应对挑战，全力以赴争取妥善化解到期债务。”。据 wind 债券数据统计，截止目前，公司公开市场债券余额 357 亿元（不含供应链融资），25 年剩余公开市场债券到期规模 118 亿元，节奏上，25 年 9 月/10 月/11 月/12 月分别到期 20 亿元/25 亿元/16 亿元/57 亿元，26 年/27 年/29 年到期规模分别为 124 亿元/94 亿元/21 亿元。
- **投资建议：**（1）25H1 业绩受结算规模持续下降以及资产减值计提增加影响亏损幅度扩大；（2）开发业务方面，公司积极开展资源盘活，25H1 通过存量盘活优化和新增产能 95 亿，23 年以来已累计盘活项目可售货值约 785 亿元；（3）经营业务方面，物管、长租及物流等板块保持收入稳定增长，与大股东深铁集团持续强化融合发展；（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-2.09/-1.06/-0.55 元/股，当前股价对应 PE 分别为-3.3/-6.6/-12.7，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	701333	547372	450361
现金	99814	88163	87194	83182	80666
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	165247	126522	102191
存货	701696	519009	371140	270783	208400
其他	86400	80608	71956	62693	55885
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	1039464	856252	731569
流动负债	821785	719062	516637	362351	258267
短期借款	1064	15973	12778	10223	8178
应付账款	221696	160033	99442	61986	39849
预收账款	310444	194252	114820	73013	48192
其他	288582	348804	289596	217128	162048
长期负债	280131	228343	212728	198712	186060
长期借款	197764	178886	169942	161445	153373
其他	82367	49457	42786	37267	32687
负债合计	1101917	947405	729365	561062	444327
股本	11931	11931	11931	11931	11931
资本公积金	23761	24806	24806	24806	24806
留存收益	215093	165930	141031	128419	121854
少数股东权益	152149	136188	132332	130035	128651
归属于母公司所有者权益	250785	202666	177767	165155	158591
负债及权益合计	1504850	1286260	1039464	856252	731569

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3912	3800	41069	2283	2097
净利润	20456	(48704)	(28755)	(14910)	(7948)
折旧摊销	4093	4287	7644	7365	6895
财务费用	3715	5939	6772	5974	5602
投资收益	(2688)	2859	752	306	32
营运资金变动	(18413)	43167	54704	3592	(2440)
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)	(64301)	(27919)	(25402)
借款变动	(16486)	14342	(50853)	(16419)	(15215)
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)	(13448)	(11499)	(10187)
现金净增加额	(37516)	(13064)	(969)	(4013)	(2516)

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	216582	155299	117500
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	6772	5974	5602
资产减值损失	(3857)	(36100)	(20197)	(9429)	(4501)
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)	(27025)	(13943)	(7337)
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)	(28094)	(14706)	(7915)
所得税	9350	1517	662	204	33
少数股东损益	8293	774	(3856)	(2298)	(1384)
归属于母公司净利润	12163	(49478)	(24899)	(12612)	(6564)

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%	-41%	-48%	-47%
归母净利润	-46%	-507%	-50%	-49%	-48%
获利能力					
毛利率	15.2%	10.2%	8.9%	8.5%	8.6%
净利率	2.6%	-14.4%	-10.5%	-7.4%	-5.1%
ROE	4.9%	-21.8%	-13.1%	-7.4%	-4.1%
ROIC	3.3%	-6.1%	-3.2%	-1.4%	-0.3%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	73.7%	70.2%	65.5%	60.7%
净负债比率	17.5%	26.5%	27.9%	32.0%	35.3%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
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	-2.09	-1.06	-0.55
每股经营净现金	0.33	0.32	3.44	0.19	0.18
每股净资产	21.02	16.99	14.90	13.84	13.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	6.9	-1.7	-3.3	-6.6	-12.7
PB	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	33.4	-34.9	-98.1	-2050.7	239.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。