

公司研究 | 点评报告 | 万科 A (000002.SZ)

经营持续承压，股东积极支持——万科 A2025 中报点评

报告要点

行业困境中公司积极盘活库存，处置资产，回笼现金；融资端积极争取各类金融机构支持，上半年并表范围内新增融资和再融资 249 亿(不含股东借款)；股东端深铁集团给予流动性支持，截至当前已累计向公司提供 238.8 亿元的股东借款（借款与抵质押利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，公司存续价值仍相对突出。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

万科 A (000002.SZ)

经营持续承压，股东积极支持——万科 A2025 中报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

公司公告，2025H 实现营收 1053.2 亿 (-26.2%)，归母净利润为亏损 119.5 亿（去年同期亏损 98.5 亿），综合毛利率 10.0% (+1.9pct)。

事件评论

- 收入下滑、投资净收益亏损、资产与信用减值拖累业绩表现。** 2025H 公司营收 1053.2 亿 (-26.2%)，主因开发业务结算收入同比下降 33.7% 至 740.5 亿。归母业绩大幅亏损 119.5 亿，与投资净收益亏损、计提减值、折价处置资产有关：1) 2025H 投资净收益为亏损 5.7 亿（去年同期盈利 17.1 亿）；2) 公司计提资产与信用减值 54.5 亿（去年同期 41.1 亿）；3) 为回笼现金，部分大宗资产和股权交易价格低于账面值也一定程度拖累业绩。虽综合毛利率同比提升 1.9pct 至 10.0%，仍难抵收入下滑与减值对业绩的不利影响。截至 2025H 公司账上预收款 1598.4 亿 (-42.6%)，预收账款/年化结算收入=0.66X，后期的结算收入或仍将下滑，毛利率底部震荡，减值与资产处置亏损压力依旧，预计业绩承压。
- 缩表特征明显，需求与资金承压下审慎投资是理性选择。** 2025H 公司销售额 691.1 亿 (-45.7%)，销售面积 538.9 万方 (-42.6%)，行业排名 TOP7，规模仍处头部梯队；销售均价 1.28 万元/平 (-5.4%)，均价下跌或与存货结构下沉、折价促销相关。公司加速库存去化，年初现房/准现房/车商办分别实现销售额 176/183/81 亿元。拿地角度，2025H 公司合计获取 6 个项目，全口径拿地金额 25.3 亿 (+147.7%)，拿地面积 55.8 万方 (+126.8%)，金额与面积维度的拿地强度分别为 3.7%、10.4%。2025H 新开工量 294.1 万方 (-28.6%)，竣工量 521.5 万方 (-39.3%)，分别完成全年计划量（新开工同比-67.1%、竣工同比-35.9%）的 44.0%、36.9%。截至 2025H 公司未竣工土储 6234.6 万方（在建 3227+待建 3007 万方），同比下降 24.1%。在资金链边际趋紧的环境下公司量入为出、审慎投资是理性选择。
- 经营业态具备韧性，第二曲线稳健运营。** 2025H 万物云全口径营收 181.7 亿 (+3.1%)，持续深化蝶城战略，强化存量拓展能力。2025H 物流仓储业务全口径营收 20.7 亿 (+6.7%)，累计已开业 150 个项目，可租赁面积达 1045 万方；商业实现全口径收入 41.0 亿（去年同期 45.9 亿），累计开业 179 个商业项目（不含轻资产输出），总建面 1034 万方，出租率 93.2%；全口径长租公寓业务收入 18.0 亿 (+4.1%)，已布局全国 27.3 万间房间，累计开业 19.8 万间。公司多元业务均处赛道第一梯队，稳健运营助力公司穿越周期。
- 投资建议：** 行业困境中公司积极盘活库存，处置资产，回笼现金；融资端积极争取各类金融机构支持，上半年并表范围内新增融资和再融资 249 亿（不含股东借款）；股东端深铁集团给予流动性支持，截至当前已累计向公司提供 238.8 亿元的股东借款（借款与抵质押利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，公司存续价值仍相对突出。预计 2025-2027 年归母净利润-205/-101/-30 亿，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)	6.74
总股本(万股)	1,193,071
流通A股/B股(万股)	971,640/0
每股净资产(元)	16.05
近12月最高/最低价(元)	10.69/6.18

注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《经营与业绩仍存压力，深铁持续给予积极支持——万科 A2025Q1 点评》 2025-05-03
- 《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


 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	308285	266562	255220	货币资金	88163	91527	86152	98132
营业成本	308265	277808	241489	230326	交易性金融资产	177	187	197	207
毛利	34912	30477	25073	24894	应收账款	8111	8446	8764	8810
%营业收入	10%	10%	9%	10%	存货	519009	502337	516059	504825
营业税金及附加	18361	12331	10662	10209	预付账款	54459	52783	55543	55278
%营业收入	5%	4%	4%	4%	其他流动资产	247594	237854	243605	242396
销售费用	10384	9249	7997	7657	流动资产合计	917512	893135	910320	909648
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	115569	114569	113569	112569
管理费用	6394	5241	4398	3828	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	401	347	332	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	5155	4558	4071	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	-7880	-4100	-1920	资产总计	1286260	1262124	1279416	1278788
信用减值损失	-26398	-8000	-3000	-1200	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	156029	165404	164068
投资收益	-2859	-2158	-1333	-255	预收账款	1891	1850	1999	2042
营业利润	-45644	-17191	-7873	-1934	应付职工薪酬	3716	3889	4105	4146
%营业收入	-13%	-6%	-3%	-1%	应交税费	28927	27746	29322	29350
营业外收支	-1543	-600	-690	-420	其他流动负债	508521	502001	514618	513183
利润总额	-47187	-17791	-8563	-2354	流动负债合计	719062	707114	730248	727089
%营业收入	-14%	-6%	-3%	-1%	长期借款	178886	184886	189886	193886
所得税费用	1517	1779	1028	424	应付债券	24113	18113	13113	13113
净利润	-48704	-19570	-9591	-2777	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	-20548	-10070	-2999	其他非流动负债	19995	19995	19995	19995
少数股东损益	774	978	480	222	负债合计	947405	935458	958591	959432
EPS (元)	-4.15	-1.72	-0.84	-0.25	归属于母公司所有者权益	202666	189499	183179	181487
					少数股东权益	136188	137167	137646	137868
现金流量表 (百万元)					股东权益	338855	326666	320825	319356
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	1286260	1262124	1279416	1278788
经营活动现金流净额	3800	5855	-429	14476					
取得投资收益收回现金	4248	-2158	-1333	-255	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	-1.72	-0.84	-0.25
其他	-9714	45	836	429	每股经营现金流	0.32	0.49	-0.04	1.21
投资活动现金流净额	10809	-2913	-1297	-626	市盈率	—	—	—	—
债券融资	-35758	-6000	-5000	0	市净率	0.43	0.42	0.44	0.44
股权融资	484	0	0	0	EV/EBITDA	47.62	59.59	81.54	63.76
银行贷款增加(减少)	-3968	5627	4200	3500	总资产收益率	-3.8%	-1.6%	-0.8%	-0.2%
筹资成本	-17169	786	-2869	-5391	净资产收益率	-24.4%	-10.8%	-5.5%	-1.7%
其他	28738	10	20	20	净利率	-14.4%	-6.7%	-3.8%	-1.2%
筹资活动现金流净额	-27673	423	-3649	-1871	资产负债率	73.7%	74.1%	74.9%	75.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-13064	3365	-5375	11979	总资产周转率	0.27	0.24	0.21	0.20

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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情形范围内，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。