

经营承压，关注后续股东资金支持

核心观点

- 结算规模收缩、低毛利率叠加计提减值影响业绩，预计公司短期内结算毛利率或较难有明显改善。**2025H1实现营业收入1053.2亿，同比下降26.2%，归母净利-119.5亿元，亏损同比扩大，主要系公司开发结算规模继续收缩、大额计提减值以及折价处置资产：1)开发结算面积同比-39%，结算毛利率8.1%仍处于低位，2)投资净收益大幅下滑133%亏损5.7亿（去年同期为17.1亿），3)计提资产与信用减值54.5亿（去年同期为41.1亿），4)部分大宗资产交易和股权交易价格低于账面值。我们预计公司短期结算毛利率或较难有明显改善，减值与资产处置损失仍将持续。
- 深圳国资给予资金支持，同时公司多方位盘活存量资产应对债务压力。**自深铁集团成为万科第一大股东以来，通过受让资产、提供借款等方式为公司提供资金支持。截至2025年9月10日，深铁累计提供借款金额超243亿，利率仅为2.34%；除股东借款外，上半年新增融资和再融资249亿元，境内利率为3.39%，综合资金成本继续下降。同时，公司通过规划条件优化、资源置换等多种方式盘活存量资产。上半年大宗交易合计签约额64亿；存量盘活优化和新增产能95.2亿，通过存量盘活回款57.5亿元。在自身努力及外部支持下，上半年公司已顺利完成164.9亿公开债偿付，2027年前无境外公开债到期，境内债合计规模约177亿，其中2025年内还需偿还约77亿，2026年到期规模约100亿。
- 多元化业务稳健发展，经营性资产释放价值。**上半年万物云/租赁/商业/物流仓储收入同比增长+3%/+4%/-11%/+7%。万科Pre-REIT基金再次取得进展，与中信等机构携手成立万新金石（厦门）住房租赁基金，收购泊寓旗下项目推动业务由重变轻，未来将继续释放经营性资产价值。

盈利预测与投资建议

- 考虑到行业当下筑底态势以及公司最新经营情况，我们预计短期内毛利率将继续低位运行，减值及资产处置损失影响可能仍然较大。偿债方面，后续仍需关注股东资金支持和盘活资产相关进展。**我们调整了公司营收增速及毛利率，调整后25-26年归母净利预测值为-309.2/-247.2亿（原预测值为-122.6/21.8亿），并引入27年预测值-223.1亿。可比公司26年PB为0.6X，对应目标价7.68元，下调评级至增持。

风险提示：房地产销售低于预期。资产减值损失超预期。存量盘活不及预期。偿债不及预期。持续经营风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	465,739	343,176	285,098	224,005	173,325
同比增长(%)	-7.6%	-26.3%	-16.9%	-21.4%	-22.6%
营业利润(百万元)	29,252	(45,644)	(29,140)	(22,689)	(20,589)
同比增长(%)	-43.8%	-256.0%	36.2%	22.1%	9.3%
归属母公司净利润(百万元)	12,163	(49,478)	(30,918)	(24,721)	(22,305)
同比增长(%)	-46.4%	-506.8%	37.5%	20.0%	9.8%
每股收益(元)	1.02	(4.15)	(2.59)	(2.07)	(1.87)
毛利率(%)	15.2%	10.2%	5.4%	6.7%	6.7%
净利率(%)	2.6%	-14.4%	-10.8%	-11.0%	-12.9%
净资产收益率(%)	4.9%	-21.8%	-16.3%	-15.0%	-15.8%
市盈率	6.7	(1.6)	(2.6)	(3.3)	(3.7)
市净率	0.3	0.40	0.46	0.53	0.62

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（下调）

股价（2025年09月15日）	6.97元
目标价格	7.68元
52周最高价/最低价	10.69/6.21元
总股本/流通A股（万股）	1,193,071/1,192,291
A股市值（百万元）	83,157
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025年09月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.11	6.74	8.23	10.28
相对表现%	1.64	-1.13	-9.08	-33.21
沪深300%	1.47	7.87	17.31	43.49



证券分析师

赵旭翔 0755-82819271
zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070001

联系人

孙怡萱 021-63326320
sunyixuan@orientsec.com.cn

相关报告

行业深度调整期，公司尽力保证安全性	2024-11-06
业绩承压，经营性资产打开融资空间	2024-04-09
大体量经营性资产提供融资空间	2024-03-07

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/9/15	PB（倍）				每股净资产（元）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
保利发展	600048.SH	7.96	0.54	0.48	0.47	0.46	14.68	16.64	16.88	17.18
招商蛇口	001979.SZ	9.70	0.95	0.80	0.78	0.76	10.22	12.07	12.37	12.69
华润置地	1109.HK	32.36	0.56	0.72	0.67	0.63	58.14	44.82	48.08	51.76
越秀地产	0123.HK	5.30	0.35	0.33	0.33	0.32	15.15	16.07	16.28	16.62
华发股份	600325.SH	5.60	0.76	0.76	0.73	0.71	7.41	7.39	7.63	7.94
		最大值	0.9	0.8	0.8	0.7				
		最小值	0.3	0.3	0.3	0.3				
		平均数	0.6	0.6	0.6	0.6				
		调整后平均	0.6	0.7	0.6	0.6				

数据来源：iFind，东方证券研究所

注：以上货币均为人民币，1港币=0.913人民币（2025/9/15）

风险提示

房地产销售低于预期。若行业在较长时间内持续筑底状态，销售不断收缩，公司经营性现金流下降，公司资金压力将进一步加剧。

资产减值损失超预期。若房价下行趋势持续，公司存货减值损失扩大，对于业绩形成严重拖累；此外，资产价格下跌不利于资产处置。

存量盘活不及预期。若公司对于部分较早期及难点项目的盘活优化陷入僵局或产生经济价值不及预期，将拖累公司销售及回款，进而影响债务偿还以及后续投资恢复。

偿债不及预期。未来公司仍有较大规模公开债到期，若公司经营方面持续承压，且股东资金支持和资产盘活进程不及预期，公司偿债压力将严重加剧。

持续经营风险。若公司长期亏损、股东资金支持减少、债务兑付困难，公司可能无法继续正常运营。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	99,814	88,163	109,892	155,724	178,320
应收票据、账款及款项融资	7,301	8,130	10,834	11,200	10,399
预付账款	56,745	54,459	37,063	29,121	22,532
存货	701,696	519,009	391,183	271,621	193,990
其他	284,704	247,752	257,189	253,410	251,319
流动资产合计	1,150,260	917,512	806,160	721,076	656,560
长期股权投资	130,563	115,569	115,569	115,569	115,569
固定资产	19,233	20,611	21,508	22,713	24,134
在建工程	2,920	1,539	2,699	3,600	4,318
无形资产	10,956	8,297	8,323	8,320	8,290
其他	190,918	222,732	227,112	229,990	233,514
非流动资产合计	354,590	368,748	375,210	380,191	385,824
资产总计	1,504,850	1,286,260	1,181,370	1,101,267	1,042,384
短期借款	1,064	15,973	7,987	3,993	1,997
应付票据及应付账款	221,696	160,033	134,898	100,297	77,600
其他	599,026	543,056	477,622	446,883	421,396
流动负债合计	821,785	719,062	620,507	551,173	500,993
长期借款	197,764	178,886	188,886	198,886	208,886
应付债券	59,871	24,113	16,243	14,243	11,743
其他	22,496	25,344	41,586	47,151	52,905
非流动负债合计	280,131	228,343	246,715	260,280	273,534
负债合计	1,101,917	947,405	867,222	811,454	774,527
少数股东权益	152,149	136,188	136,672	137,059	137,408
实收资本（或股本）	11,931	11,931	11,931	11,931	11,931
资本公积	23,761	24,806	26,098	26,098	26,098
留存收益	219,844	170,365	139,447	114,726	92,421
其他	(4,750)	(4,436)	0	0	0
股东权益合计	402,934	338,855	314,148	289,813	267,858
负债和股东权益总计	1,504,850	1,286,260	1,181,370	1,101,267	1,042,384

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20,456	(48,704)	(30,434)	(24,334)	(21,956)
折旧摊销	3,004	3,575	2,874	2,980	3,100
财务费用	3,715	5,939	5,088	4,129	3,476
投资损失	(2,688)	2,859	600	300	300
营运资金变动	(46,713)	(14,522)	50,773	60,615	34,617
其它	26,139	54,653	26,182	11,147	10,001
经营活动现金流	3,912	3,800	55,083	54,836	29,538
资本支出	(2,823)	1,507	(3,417)	(3,543)	(3,669)
长期投资	(12,613)	(15,929)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他	10,820	25,232	(680)	(340)	(300)
投资活动现金流	(4,616)	10,809	(9,097)	(8,883)	(8,969)
债权融资	9,002	26,517	(12,474)	8,000	7,500
股权融资	2,485	1,045	1,292	0	0
其他	(48,300)	(55,236)	(13,074)	(8,122)	(5,473)
筹资活动现金流	(36,813)	(27,673)	(24,257)	(122)	2,027
汇率变动影响	34	131	-0	-0	-0
现金净增加额	(37,482)	(12,933)	21,729	45,832	22,596

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	465,739	343,176	285,098	224,005	173,325
营业成本	394,784	308,265	269,781	208,939	161,658
销售费用	12,272	10,384	9,978	9,408	8,320
管理费用	5,767	6,394	6,272	6,272	6,066
研发费用	536	508	428	336	260
财务费用	3,715	5,939	5,088	4,129	3,476
资产、信用减值损失	3,868	33,566	6,345	4,960	4,311
公允价值变动收益	340	(10)	(80)	(40)	0
投资净收益	2,688	(2,859)	(600)	(300)	(300)
其他	(18,574)	(20,895)	(15,665)	(12,310)	(9,523)
营业利润	29,252	(45,644)	(29,140)	(22,689)	(20,589)
营业外收入	1,150	936	1,129	1,072	1,046
营业外支出	596	2,479	1,537	2,008	1,773
利润总额	29,805	(47,187)	(29,548)	(23,626)	(21,316)
所得税	9,350	1,517	886	709	639
净利润	20,456	(48,704)	(30,434)	(24,334)	(21,956)
少数股东损益	8,293	774	484	387	349
归属于母公司净利润	12,163	(49,478)	(30,918)	(24,721)	(22,305)
每股收益（元）	1.02	-4.15	-2.59	-2.07	-1.87

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-7.6%	-26.3%	-16.9%	-21.4%	-22.6%
营业利润	-43.8%	-256.0%	36.2%	22.1%	9.3%
归属于母公司净利润	-46.4%	-506.8%	37.5%	20.0%	9.8%
获利能力					
毛利率	15.2%	10.2%	5.4%	6.7%	6.7%
净利率	2.6%	-14.4%	-10.8%	-11.0%	-12.9%
ROE	4.9%	-21.8%	-16.3%	-15.0%	-15.8%
ROIC	3.1%	-5.7%	-3.6%	-2.9%	-2.8%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	73.7%	73.4%	73.7%	74.3%
净负债率	55.5%	81.7%	74.7%	66.5%	65.6%
流动比率	1.40	1.28	1.30	1.31	1.31
速动比率	0.54	0.54	0.64	0.77	0.87
营运能力					
应收账款周转率	62.9	44.6	30.1	20.3	16.0
存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标（元）					
每股收益	1.02	-4.15	-2.59	-2.07	-1.87
每股经营现金流	0.33	0.32	4.62	4.60	2.48
每股净资产	21.02	16.99	14.88	12.80	10.93
估值比率					
市盈率	6.7	-1.6	-2.6	-3.3	-3.7
市净率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
EV/EBITDA	6.2	-6.1	-10.4	-14.2	-15.8
EV/EBIT	6.7	-5.6	-9.2	-11.9	-12.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。