

公司研究 | 点评报告 | 万科 A (000002.SZ)

攻坚克难，稳筑经营底盘 ——万科 A2025 年报点评

报告要点

行业仍在探底，公司致力于资债结构调整，持续攻坚化解风险，盘活存量，推进资源置换；融资端积极争取各类金融机构支持，落实再融资、展期等融资优化举措，推动落实各项化险工作。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)

2026-04-02

攻坚化险，稳筑经营底盘

——万科 A2025 年报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

公司公告 2025 年营收 2334 亿 (-32.0%)，归母净利润亏损 886 亿 (去年亏损 495 亿)，扣非后归母净利润亏损 859 亿 (去年亏损 454 亿)，综合毛利率 9.5% (-0.7pct)。2025 年不分红。

事件评论

- 收入与毛利率下滑、大幅计提减值等因素导致业绩亏损额进一步扩大。**2025 年公司实现营收 2334 亿 (-32.0%)，主要由于开发业务结算资源量下滑。归母净利润亏损 886 亿，主因综合毛利率同比下降 0.7pct 至 9.5% (其中开发业务结算毛利率同比下降 1.4pct 至 8.1%)，投资净收益亏损 58.4 亿 (去年亏损 28.6 亿)，大幅计提减值损失 561 亿 (去年同期计提减值 336 亿)，其中资产减值 219 亿、信用减值 342 亿。开发业务收入与毛利率下滑，计提信用与存货减值，部分非主业财务投资亏损，大宗资产和股权交易亏损等因素共同导致归母净利大幅亏损。展望后期，公司表内预收账款 949.2 亿 (-51.1%)，预收/结算=0.56X，结算规模将持续承压，毛利率短期难有明显起色，存货与信用的减值压力仍在，尽管经营性业务保持稳健运营，但后续整体业绩仍需进一步努力。
- 持续缩表，盘活存量、加大去库为当前核心策略。**2025 年公司销售额 1341 亿 (-45.5%)，其中销售量价齐降，分别同比下降 43.4%、3.7%。全年获取 23 个项目，新获资源均为存量盘活项目，主要分布在广州、杭州、宁波等核心城市。全口径投资额约 119 亿 (+30.0%)，楼面价 6357 元/方 (-4.7%)；金额、面积角度的投资强度分别为 8.9%、18.2%，行业需求与资金链承压下，盘活存量加大去库力度是理性选择。2025 年新开工 592 万方(-42.1%)，完成年初计划的 88.5%；竣工 1292 万方(-45.6%)，完成年初计划的 91.3%。2026 年计划新开工、竣工量分别为 306、744 万方，计划对计划同比下降 54.2%、47.4%。截至 2025 年末公司未竣工土储 5554 万方 (在建 2692+待建 2863 万方)，同比下降 18.8%。行业仍在探底阶段，公司积极盘活资产展开自救，投资、开工、库存、竣工均呈现收缩特征，加速存量项目去库，保障资金链安全是当务之急。
- 第二曲线稳健运营，助力公司穿越周期。**2025 年经营服务业务运营体现较强韧性，全口径收入 580 亿。物业收入 373.6 亿(+2.5%)，聚焦蝶城深耕，构建区域密度，实现稳步扩张。商业全口径租金 79.3 亿(-10.8%)，合计开业 178 个项目，总建面 1078 万方，储备面积 145 万方。物流地产累计开业建面 1045 万方，全口径租金 42.8 亿(+8.0%)，其中冷链营收 23.1 亿 (+25.5%)，高标库收入 19.7 亿 (-7.5%)。长租公寓规模行业第一，持续扩大巩固领先地位，管理 27.02 万间，开业 19.78 万间，全口径租金收入 36.7 亿(-1.0%)。
- 投资建议：**行业仍在探底，公司致力于资债结构调整，持续攻坚化解风险，盘活存量，推进资源置换；融资端积极争取各类金融机构支持，落实再融资、展期等融资优化举措，推动落实各项化险工作。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 2026-2028 年归母净利-57、-34、-18 亿，给予“增持”评级。

风险提示

- 1、行业需求承压，销售大幅下滑，资金链趋紧；
- 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)	4.04
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)	9.80
近12月最高/最低价(元)	7.36/3.96

注：股价为 2026 年 4 月 1 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《经营与业绩承压，关注股东支持与资产盘活——万科 A2025 三季报点评》2025-11-04
- 《经营持续承压，股东积极支持——万科 A2025 中报点评》2025-08-28
- 《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


 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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	233433	187703	170262	158280	货币资金	67241	78187	80695	99850
营业成本	211347	169355	153411	142420	交易性金融资产	68	78	88	98
毛利	22085	18348	16851	15861	应收账款	9519	9257	8863	7372
%营业收入	9%	10%	10%	10%	存货	373738	347989	332041	312153
营业税金及附加	9377	5631	4767	3640	预付账款	18102	18629	19943	19939
%营业收入	4%	3%	3%	2%	其他流动资产	228706	228470	223208	208006
销售费用	7408	5631	4767	4432	流动资产合计	697374	682609	664838	647417
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	106912	105912	104912	103912
管理费用	6265	4317	3746	3482	投资性房地产	128853	128373	127823	127203
%营业收入	3%	2%	2%	2%	固定资产合计	19016	18436	17856	17295
研发费用	444	282	255	237	无形资产	7367	6907	6427	5927
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	5704	5714	5724	5734
财务费用	7580	5702	4668	4014	递延所得税资产	27582	27582	27582	27582
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他非流动资产	27816	26317	25638	24852
加: 资产减值损失	-21929	-1200	-800	-610	资产总计	1020623	1001849	980799	959921
信用减值损失	-34174	-1500	-1100	-900	短期贷款	26331	26000	20300	18900
公允价值变动收益	-98	-80	-60	-20	应付款项	130632	129916	130294	124861
投资收益	-5841	-375	-341	-317	预收账款	1860	1877	1873	1741
营业利润	-70999	-6345	-3631	-1771	应付职工薪酬	3723	3556	3682	3560
%营业收入	-30%	-3%	-2%	-1%	应交税费	30487	30033	30647	30073
营业外收支	-2925	-80	-40	-20	其他流动负债	372164	373703	371183	364096
利润总额	-73924	-6425	-3671	-1791	流动负债合计	565198	565085	557980	543232
%营业收入	-32%	-3%	-2%	-1%	长期借款	157186	151186	146186	142186
所得税费用	17886	257	294	358	应付债券	11295	5295	295	295
净利润	-91810	-6682	-3964	-2149	递延所得税负债	4698	4698	4698	4698
归属于母公司所有者的净利润	-88556	-5679	-3370	-1826	其他非流动负债	46386	46386	46386	46386
少数股东损益	-3254	-1002	-595	-322	负债合计	784763	772650	755545	736797
EPS (元)	-7.42	-0.48	-0.28	-0.15	归属于母公司所有者权益	116905	111246	107896	106089
					少数股东权益	118955	117953	117358	117036
现金流量表 (百万元)					股东权益	235860	229199	225254	223124
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	1020623	1001849	980799	959921
经营活动现金流净额	-988	28115	23255	29020	基本指标				
取得投资收益收回现金	2529	-375	-341	-317		2025A	2026E	2027E	2028E
长期股权投资	8657	1000	1000	1000	每股收益	-7.42	-0.48	-0.28	-0.15
资本性支出	2525	-300	-200	-100	每股经营现金流	-0.08	2.36	1.95	2.43
其他	-10022	225	-518	-343	市盈率	—	—	—	—
投资活动现金流净额	3689	550	-59	241	市净率	0.41	0.43	0.45	0.45
债券融资	-12818	-6000	-5000	0	EV/EBITDA	36.53	55.72	45.69	37.53
股权融资	212	0	0	0	总资产收益率	-8.7%	-0.6%	-0.3%	-0.2%
银行贷款增加(减少)	-11342	-6331	-10700	-5400	净资产收益率	-75.8%	-5.1%	-3.1%	-1.7%
筹资成本	-14550	-5398	-5007	-4726	净利率	-37.9%	-3.0%	-2.0%	-1.2%
其他	13577	10	20	20	资产负债率	76.9%	77.1%	77.0%	76.8%
筹资活动现金流净额	-24921	-17719	-20687	-10106	总资产周转率	0.23	0.19	0.17	0.16
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-22221	10946	2509	19154					

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。