

万科 A (000002.SZ)

增持 (维持)

25 年业绩亏损扩大，关注债务长效化解方案推动进程

(1) 25 年业绩受开发项目利润率下滑及减值损失增加等影响亏损幅度进一步扩大；(2) 开发业务方面，公司积极持续推动存量土地及项目资源盘活，贡献部分销售；(3) 经营业务方面，物管、长租及物流等板块收入保持稳定增长；(4) 债务层面，公司通过大宗资产盘活以及在大股东等多方支持下妥善化解到期债务，后续将结合实际经营情况积极寻求债务长效化解方案。预计 26E/27E/28E EPS 分别为-2.60/-1.76/-1.18 元/股，综合考虑到公司 24 年以来积极通过股东借款以及大宗交易等应对偿付部分到期债务，当前正积极寻求推进债务长效化解方案，但方案落地前公司资金面或仍存在较大波动，维持“增持”评级，关注公司后续债务长效化解方案推动进度及或有的支持政策。

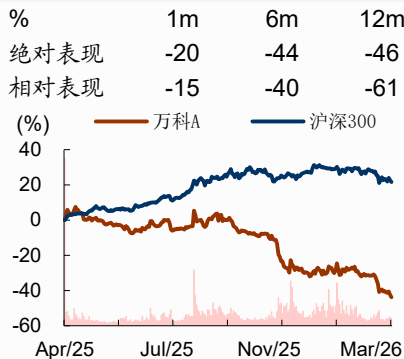
□ 25 年业绩受开发项目利润率下滑及减值损失增加等影响亏损幅度进一步扩大。公司 25 年实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 2334 亿元/-710 亿元/-886 亿元，营业收入同比-32%，营业利润/归母净利润去年同期分别为-456 亿元/-495 亿元；(1) 营业收入同比下滑主要受开发业务结算规模下降拖累，具体看，开发业务实现收入 1701 亿元 (同比-39%)，非开发业务实现收入 633 亿元 (同比-1%)，非开发业务占收入比例约 27%；(2) 营业利润亏损幅度同比扩大主要是受毛利率下降、期间费用率增加、资产减值损失增加及投资收益亏损幅度扩大等影响，具体看，整体税前毛利率下降 0.7pct 至 9.5%，销售费用率增加 0.1pct 至 3.2%，管理费用率增加 0.8pct 至 2.7%；财务费用率增加 1.5pct 至 3.2%，主因在建面积减少，利息费用化比例上升；资产减值损失-219 亿元 (去年同期-72 亿元)，主因计提存货减值准备增加；信用减值损失-342 亿元 (去年同期-264 亿元)；投资收益为-58 亿元 (去年同期-29 亿元)，主因联合营项目亏损；(3) 归母净利润亏损幅度较营业利润进一步扩大主要是所得税增加影响，具体看，25 年所得税为 179 亿元 (去年同期 15 亿元)，少数股东损益-33 亿元 (去年同期 8 亿元)。

周期/房地产
目标估值：
当前股价：3.82 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)	45.6
流通市值 (十亿元)	37.1
每股净资产 (MRQ)	9.8
ROE (TTM)	-75.8
资产负债率	76.9%
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 (000002) 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》2025-08-27
- 《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

李盛天 S1090524080003
lishengtian@cmschina.com.cn
赵可 S1090513110001
zhaoke@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	343176	233433	164754	128717	100563
同比增长	-26%	-32%	-29%	-22%	-22%
营业利润(百万元)	(45644)	(70999)	(24124)	(16004)	(10638)
同比增长	-	-	-	-	-
归母净利润(百万元)	(49478)	(88556)	(31060)	(20966)	(14108)
同比增长	-507%	79%	-65%	-32%	-33%
每股收益(元)	-4.15	-7.42	-2.60	-1.76	-1.18
PE	-	-	-	-	-
PB	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

土储方面，截止 25 年末，估算不含现房未售建面（规划中+在建-已售未结）3987 万方；存量项目盘活方面，25 年通过存量盘活货值 339 亿（24 年 412 亿）。

- **物管、长租及物流等板块收入保持稳定增长。**具体看，（1）物管：25 年实现收入约 374 亿元（同比+3%）；（2）长租：25 年实现收入（含非并表）37 亿元（同比持平），25 年末累计开业 27 万间数（同比+3%），25 年末出租率 95.4%（同比-0.2pct）；（3）商业：25 年实现收入（含非并表）79 亿元（同比-11%），25 年末开业建面 1078 万方（同比-0.3%）；（4）物流：25 年实现收入（含非并表）43 亿元（同比+8%），其中高标库收入 20 亿元（同比-8%），冷库收入 23 亿元（同比+26%）。
- **公司通过大宗资产盘活以及在大股东等多方支持下逐步妥善化解到期债务，后续将结合实际经营情况积极寻求债务长效化解方案。**公司截止 25 年末有息负债金额 3585 亿元（较 24 年末-1%），保持平稳，货币资金 672 亿元（较 24 年末-24%），公司披露净负债率 124%（较 24 年末+43ct），资产负债率 77%（较 24 年末+3 pct），估算现金短债比 0.41（较 24 年末-0.13）；公开债务偿付上，公司 25 年累计完成大宗资产交易 31 宗，合计签约金额 113 亿元，截止年报披露日已累计获取股东借款 335 亿元；25 年以来截止年报披露日公司已完成 332 亿元的到期债务偿付；
往后看，据 wind 债券数据统计，截止目前，公司公开市场债券余额 274 亿元（不含供应链融资），26 年剩余公开市场债券到期规模 147 亿元，节奏上，26 年 4 月/5 月/6 月/7 月/12 月分别到期 20 亿元/26 亿元/20 亿元/47 亿元/34 亿元，另 27 年/28 年/29 年到期规模分别为 94 亿元/11 亿元/22 亿元；另公司公告提及“公司将秉持坦诚务实的态度，与债权人保持密切沟通协商，以维护各方的长远利益为出发点，结合公司实际经营情况，积极寻求债务长效化解方案”。
- **投资建议：**（1）25 年业绩受开发项目利润率下滑及减值损失增加等影响亏损幅度进一步扩大；（2）开发业务方面，公司积极持续推动存量土地及项目资源盘活，贡献部分销售；（3）经营业务方面，物管、长租及物流等板块收入保持稳定增长；（4）债务层面，公司通过大宗资产盘活以及在大股东等多方支持下妥善化解到期债务，后续将结合实际经营情况积极寻求债务长效化解方案。预计 26E/27E/28E EPS 分别为-2.60/-1.76/-1.18 元/股，综合考虑到公司 24 年以来积极通过股东借款以及大宗交易等应对偿付部分到期债务，当前正积极寻求推进债务长效化解方案，但方案落地前公司资金面或仍存在较大波动，维持“增持”评级，关注公司后续债务长效化解方案推动进度及或有的支持政策。
- **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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	917512	697374	521209	424919	345875
现金	88163	67241	53793	43034	34427
交易性投资	177	68	69	69	70
应收票据	19	2	2	1	1
应收款项	8111	9519	6704	5238	4092
其它应收款	221425	175433	125466	99310	78594
存货	519009	373738	273957	221014	178159
其他	80608	71373	61219	56252	50531
非流动资产	368748	323249	292710	264308	238055
长期股权投资	115569	106912	99428	92468	85995
固定资产	20611	19016	16593	14058	11636
无形资产商誉	14092	13287	11958	10762	9686
其他	218477	184035	164731	147020	130738
资产总计	1286260	1020623	813919	689227	583930
流动负债	719062	565198	405369	315784	238423
短期借款	15973	26331	56057	63671	36602
应付账款	160033	130632	83625	58298	40060
预收账款	194252	94917	58304	38520	24608
其他	348804	313317	207382	155296	137154
长期负债	228343	219565	204892	191521	178211
长期借款	178886	157186	149327	141860	134767
其他	49457	62379	55566	49661	43444
负债合计	947405	784763	610261	507305	416634
股本	11931	11931	11931	11931	11931
资本公积金	24806	26985	26985	26985	26985
留存收益	165930	77990	46930	25964	11855
少数股东权益	136188	118955	117814	117043	116525
归属于母公司所有者权益	202666	116905	85845	64879	50770
负债及权益合计	1286260	1020623	813919	689227	583930

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3800	(988)	2082	(12542)	24251
净利润	(48704)	(91810)	(32201)	(21737)	(14627)
折旧摊销	4287	5999	8715	7703	6675
财务费用	5939	7580	6746	6534	6093
投资收益	2859	5841	3347	1931	1509
营运资金变动	43167	55643	15509	(6945)	24629
其它	(3748)	15759	(33)	(29)	(28)
投资活动现金流	10809	3689	18506	18797	18098
资本支出	(4520)	(3195)	(3523)	(2819)	(2255)
其他投资	15329	6884	22030	21616	20354
筹资活动现金流	(27673)	(24921)	(34036)	(17013)	(50956)
借款变动	14342	(33092)	(20472)	(4569)	(38642)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1045	2179	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(43060)	5992	(13564)	(12444)	(12315)
现金净增加额	(13064)	(22221)	(13448)	(10759)	(8607)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	343176	233433	164754	128717	100563
营业成本	308265	211347	149841	117043	91442
营业税金及附加	18361	9377	6288	4655	3637
营业费用	10384	7408	5228	4085	3191
管理费用	6394	6265	4422	3455	2699
研发费用	508	444	313	245	191
财务费用	5939	7580	6746	6534	6093
资产减值损失	(36100)	(56072)	(12692)	(6773)	(2438)
公允价值变动收益	(10)	(98)	(48)	2	2
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2859)	(5841)	(3299)	(1934)	(1511)
营业利润	(45644)	(70999)	(24124)	(16004)	(10638)
营业外收入	936	764	539	421	329
营业外支出	2479	3689	2603	2034	1589
利润总额	(47187)	(73924)	(26188)	(17616)	(11898)
所得税	1517	17886	6013	4120	2729
少数股东损益	774	(3254)	(1141)	(770)	(518)
归属于母公司净利润	(49478)	(88556)	(31060)	(20966)	(14108)

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-26%	-32%	-29%	-22%	-22%
营业利润	-	-	-	-	-
归母净利润	-	-	-	-	-
获利能力					
毛利率	10.2%	9.5%	9.1%	9.1%	9.1%
净利率	-14.4%	-37.9%	-18.9%	-16.3%	-14.0%
ROE	-21.8%	-55.4%	-30.6%	-27.8%	-24.4%
ROIC	-6.1%	-13.0%	-4.1%	-2.4%	-1.3%
偿债能力					
资产负债率	73.7%	76.9%	75.0%	73.6%	71.4%
净负债比率	26.5%	31.4%	36.8%	42.8%	43.9%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	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	44.5	26.4	20.3	21.6	21.6
应付账款周转率	1.6	1.5	1.4	1.6	1.9
每股资料(元)					
EPS	-4.15	-7.42	-2.60	-1.76	-1.18
每股经营净现金	0.32	-0.08	0.17	-1.05	2.03
每股净资产	16.99	9.80	7.20	5.44	4.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-	-	-	-	-
PB	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

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。