

## 公司研究

## 销售规模持续下滑，大额减值加速出清

——万科（000002.SZ、2202.HK）动态跟踪

## 要点

**事件：**公司发布公告，披露 2023 年度第二期中期票据（债券简称：23 万科 MTN002，债券代码：102381172，发行金额：20 亿元）付息兑付工作的有关事宜。

**点评：**销售规模持续下滑，结算毛利率下降明显，大额减值加速出清。

**销售规模持续下滑：**2025 年，公司实现销售金额 1341 亿元（同比下降 45.5%），销售面积 1025 万平方米（同比下降 43.4%），销售均价 13079 元/平方米（同比下降 3.7%）；2026 年一季度，公司实现销售金额 168 亿元（同比下降 53.8%），销售面积 140 万平方米（同比下降 42.2%），销售均价 11970 元/平方米（较 2025 年末下降 8.5%）。

**结算毛利率下降明显：**2025 年，公司营业收入 2334 亿元（同比下降 32%），毛利率 9.46%（同比下降 0.71 个百分点）；其中房地产开发及相关资产经营业务 1907 亿元（同比下降 37%），毛利率 8.64%（同比下降 0.89 个百分点）。房地产开发业务结算利润主要对应 2023 年、2024 年销售项目及 2025 年的现房库存，对应项目获取地价较高，销售情况和毛利率均低于投资预期。资产运营方面，“万科泊寓”为全国最大的集中式公寓提供商，聚焦保租房领域；截至 2025 年运营管理长租公寓超过 27 万间，开业 19.8 万间，出租率 95.4%，服务企业客户超 7100 家。

**大额减值加速出清：**受房地产行业整体下行及经营失策等因素影响，公司大额计提存货跌价准备与信用减值。2023/2024/2025 年计提存货跌价准备分别为 80/116/266 亿元，占当期存货净值 1.1%/2.2%/7.1%；同期计提应收账款坏账准备 6/10/13 亿元，占当期应收账款净值 8.4%/12.4%/14.1%；同期计提其他应收款坏账准备 23/281/617 亿元，占当期其他应收款净值 0.9%/12.7%/35.2%。2023/2024/2025 年的利润表中，资产减值损失和信用减值损失的合计金额分别为 -39/-336/-561 亿元，报表加速出清。

**盈利预测、估值与评级：**由于当前房地产行业仍处于磨底阶段，城市分化和区域分化持续加深，部分城市项目仍有大额计提减值的可能性。公司地产开发销售规模、结算规模、结算毛利率均下滑明显，短期债务压力较大，资产减值存在不确定性，下调公司 2026-2027 年归母净利润预测为 -409/-279 亿元（原预测为 -156/-47 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 -181 亿元，当前 A 股股价对应 2026-2028 年 PB 估值为 0.6/1.0/1.6 倍。考虑公司经营不确定性较大，业绩修复进程仍待观察，维持公司 A/H 股的投资评级为“中性”。

**风险提示：**房地产市场下行超预期风险，销售规模持续下滑风险，销售价格持续下跌风险，资产经营不及预期风险，短期债务集中到期风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	343,176	233,433	162,847	124,022	104,862
营业收入增长率	-26.32%	-31.98%	-30.24%	-23.84%	-15.45%
归母净利润（百万元）	-49,478	-88,556	-40,926	-27,877	-18,070
EPS（元）	-4.15	-7.42	-3.43	-2.34	-1.51
P/B（A 股）	0.2	0.4	0.6	1.0	1.6
P/B（H 股）	0.2	0.3	0.4	0.7	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-05-11；汇率：按 1HKD=0.8739CNY 换算

## A 股：中性（维持）

当前价：4.09 元

## H 股：中性（维持）

当前价：3.22 港元

## 作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	119.31
总市值(亿元):	487.97
一年最低/最高(元):	3.70/7.22
近 3 月换手率:	67.06%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.98	-21.79	-67.57
绝对	4.60	-16.87	-40.29

资料来源：Wind

## 相关研报

20250413 坚守信用底线，大股东提供重要支持——万科（000002.SZ、2202.HK）动态跟踪

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	343,176	233,433	162,847	124,022	104,862
营业成本	308,265	211,347	146,306	110,532	92,849
折旧和摊销	8,722	10,354	9,835	9,736	9,727
税金及附加	18,361	9,377	6,514	4,961	4,194
销售费用	10,384	7,408	5,005	3,812	3,223
管理费用	6,394	6,265	4,371	3,329	2,814
资产减值损失	-7,168	-21,929	-8,000	-6,000	-4,000
财务费用	5,939	7,580	7,049	6,879	6,963
投资收益	-2,859	-5,841	-5,255	-4,129	-3,059
营业利润	-45,644	-70,999	-35,526	-24,199	-17,111
利润总额	-47,187	-73,924	-35,526	-24,199	-17,111
所得税	1,517	17,886	7,105	4,840	1,711
净利润	-48,704	-91,810	-42,631	-29,039	-18,823
少数股东损益	774	-3,254	-1,705	-1,162	-753
归属母公司净利润	-49,478	-88,556	-40,926	-27,877	-18,070
EPS(元)	-4.15	-7.42	-3.43	-2.34	-1.51

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,800	-988	58,870	47,116	18,668
净利润	-49,478	-88,556	-40,926	-27,877	-18,070
折旧摊销	8,722	10,354	9,835	9,736	9,727
净营运资金增加	-58,205	-76,341	-105,952	-72,541	-29,032
其他	102,761	153,556	195,913	137,799	56,043
投资活动产生现金流	10,809	3,689	-17,455	-2,719	-2,073
净资本支出	-815	439	-1,020	-920	-830
长期投资变化	115,569	106,912	1,803	1,873	1,274
其他资产变化	-103,944	-103,662	-18,237	-3,672	-2,517
融资活动现金流	-27,673	-24,921	-41,277	-14,406	-14,139
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	41,392	-33,555	-34,229	-7,527	-7,176
无息负债变化	-195,904	-129,087	-108,453	-68,830	-42,385
净现金流	-12,933	-22,489	138	29,991	2,456

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	10.2%	9.5%	10.2%	10.9%	11.5%
EBITDA 率	3.8%	12.4%	11.2%	13.6%	14.6%
EBIT 率	1.9%	8.8%	5.1%	5.8%	5.3%
税前净利润率	-13.7%	-31.7%	-21.8%	-19.5%	-16.3%
归母净利润率	-14.4%	-37.9%	-25.1%	-22.5%	-17.2%
ROA	-3.8%	-9.0%	-5.1%	-4.0%	-2.8%
ROE (摊薄)	-24.4%	-75.8%	-53.9%	-58.0%	-60.2%
经营性 ROIC	1.5%	8.0%	4.4%	5.6%	5.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	74%	77%	77%	78%	78%
流动比率	1.28	1.23	1.18	1.16	1.13
速动比率	0.55	0.57	0.60	0.66	0.68
归母权益/有息债务	0.56	0.35	0.26	0.17	0.11
有形资产/有息债务	3.34	2.93	2.65	2.36	2.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,286,260	1,020,623	835,310	729,913	661,529
货币资金	88,163	67,241	67,379	97,370	99,827
交易性金融资产	177	68	68	68	68
应收账款	8,111	9,519	6,972	5,186	4,280
应收票据	19	2	2	1	1
其他应收款 (合计)	221,425	175,414	120,468	73,143	49,260
存货	519,009	373,738	257,970	180,421	141,057
其他流动资产	13,348	41,351	41,351	41,351	41,351
流动资产合计	917,512	697,374	518,678	418,946	355,733
其他权益工具	1,132	1,272	1,272	1,272	1,272
长期股权投资	115,569	106,912	105,109	103,236	101,962
固定资产	20,611	19,016	18,208	17,335	16,412
投资性房地产	141,057	128,853	126,430	123,947	121,405
无形资产	8,297	7,367	7,580	7,677	7,679
商誉	5,540	5,704	5,704	5,704	5,704
长期待摊费用	7,964	7,191	6,653	6,222	5,878
非流动资产合计	368,748	323,249	316,631	310,967	305,796
总负债	947,405	784,763	642,081	565,723	516,162
短期借款	15,973	26,331	0	0	0
应付账款	160,033	130,632	90,430	68,319	57,389
合同负债	192,361	93,057	69,793	52,345	41,876
其他应付款	151,743	133,388	106,710	85,368	68,295
其他流动负债	16,423	7,989	7,989	7,989	7,989
流动负债合计	719,062	565,198	437,977	362,656	314,105
长期借款	178,886	157,186	156,686	156,186	155,686
应付债券	24,113	11,295	10,731	10,194	9,684
其他非流动负债	3,102	31,990	31,990	31,990	31,990
非流动负债合计	228,343	219,565	204,104	203,067	202,057
股东权益	338,855	235,860	193,229	164,190	145,367
股本	11,931	11,931	11,931	11,931	11,931
公积金	152,325	153,212	153,212	153,212	153,212
未分配利润	44,138	-44,419	-85,345	-113,222	-131,292
归属母公司权益	202,666	116,905	75,979	48,102	30,032
少数股东权益	136,188	118,955	117,250	116,088	115,335

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.03%	3.17%	3.07%	3.07%	3.07%
管理费用率	1.86%	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%
财务费用率	1.73%	3.25%	4.33%	5.55%	6.64%
研发费用率	0.15%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
所得税率	-3%	-24%	-20%	-20%	-10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.32	-0.08	4.93	3.95	1.56
每股净资产	16.99	9.80	6.37	4.03	2.52
每股销售收入	28.76	19.57	13.65	10.40	8.79

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (A 股)	/	/	/	/	/
PB (A 股)	0.2	0.4	0.6	1.0	1.6
EV/EBITDA (A 股)	19.3	8.5	12.7	13.5	14.6
股息率 (A 股)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼