

万科 A (000002.SZ)

经营稳健业绩承压，多元业务发展良好

买入

核心观点

公司经营稳健，业绩承压。2023H1，公司实现营业收入 2009 亿元，同比-2.9%；归母净利润 99 亿元，同比-19.4%，主要受房地产开发业务结算利润率下降的影响。2023H1，公司实现归母净利率 4.9%，较 2022 全年略升 0.4 个百分点；整体毛利率 18.9%，较 2022 全年下降 0.7 个百分点。2023H1，公司经营活动净现金流为 18.6 亿元，连续 14 年为正。

公司销售企稳，合理投资。2023H1，公司实现签约销售金额 2039 亿元，同比-5.3%；销售面积 1297 万㎡，同比+0.5%；在 32 个城市销售排名前三。2023 年 1-8 月，公司新增土储 449 万㎡，100%位于一二线城市；地价总额 719 亿元，权益占比 60%。截至 2023H1 末，公司总土储建面仍有 1.1 亿㎡，仍能满足未来两三年的发展需要。

公司多元业务发展良好。2023H1，公司房地产开发业务、物业管理、其他业务占收入的比重分别为 91.8%、7.0%、1.2%，占毛利润的比重分别为 93.9%、5.7%、0.4%。经营服务业务均保持增长势头，持续贡献业绩：（1）物业服务方面，公司于 2022Q3 成功分拆万物云上市，万物云 2023H1 实现营收 161 亿元，同比+12%；（2）物流仓储方面，万纬物流（含非并表项目）2023H1 实现营收 19.5 亿元，同比+17%；（3）租赁住宅方面，泊寓租赁住宅（含非并表项目）2023H1 实现营收 16.4 亿元，同比+11%；（4）商业开发运营方面，商业业务（含非并表项目）2023H1 实现营收 43 亿元，同比+7%；其中印力管理商业项目 2023H1 实现营收 27 亿元，出租率 94.7%。

财务健康偿债无忧，负债结构持续优化。截至 2023H1 末，公司净负债率 49.5%，保持低位；现金短债比为 2.7，较年初改善；短期负债占比较年初继续下降 6 个百分点至 14%，处于历史低位；加权平均债务期限 5.0 年，较年初继续延长。

投资建议：公司经营稳健业绩承压，多元业务发展良好。预计公司 2023-2024 年归母净利分别为 241/242 亿元，对应的 EPS 分别为 2.07/2.08 元，对应当前股价的 PE 分别为 6.6/6.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，行业基本面向下行超预期，政策支持不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	452,798	503,838	515,959	535,182	559,351
(+/-%)	8.0%	11.3%	2.4%	3.7%	4.5%
净利润(百万元)	22524	22618	24093	24170	24532
(+/-%)	-45.7%	0.4%	6.5%	0.3%	1.5%
每股收益(元)	1.94	1.94	2.07	2.08	2.11
EBIT Margin	11.9%	10.2%	10.0%	10.4%	10.8%
净资产收益率(ROE)	9.5%	9.3%	9.3%	8.8%	8.5%
市盈率(PE)	7.0	7.0	6.6	6.6	6.5
EV/EBITDA	28.6	27.0	29.5	36.7	34.2
市净率(PB)	0.67	0.65	0.61	0.58	0.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.64 元
总市值/流通市值	162735/162735 百万元
52 周最高价/最低价	20.63/13.05 元
近 3 个月日均成交额	1191.12 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《万科 A (000002.SZ) - 营收增长业绩平稳，多元业务表现靓丽》——2023-03-31
- 《万科 A (000002.SZ) - Q3 业绩表现平稳，销售降幅收窄》——2022-10-31
- 《万科 A (000002.SZ) - 2022H1 业绩同比转正，多元业务发展良好》——2022-08-31
- 《万科 A (000002.SZ) - 地产龙头，多元先锋》——2022-05-03

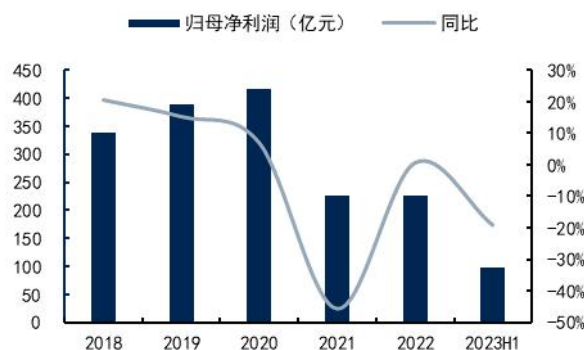
公司经营稳健，业绩承压。2023H1，公司实现营业收入 2009 亿元，同比-2.9%；归母净利润 99 亿元，同比-19.4%，主要受房地产开发业务结算利润率下降的影响。2023H1，公司实现归母净利率 4.9%，较 2022 全年略升 0.4 个百分点；整体毛利率 18.9%，较 2022 全年下降 0.7 个百分点。2023H1，公司经营活动净现金流为 18.6 亿元，连续 14 年为正。

图1：公司历年营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

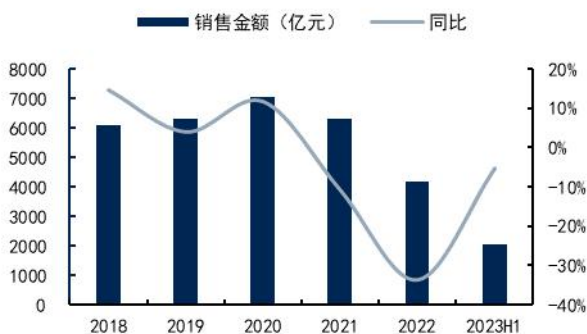
图4：公司历年毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

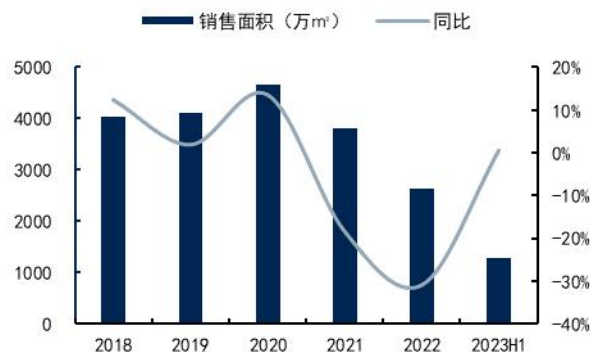
公司销售企稳，合理投资。2023H1，公司实现签约销售金额 2039 亿元，同比-5.3%；销售面积 1297 万 m^2 ，同比+0.5%；在 32 个城市销售排名前三。2023 年 1-8 月，公司新增土储 449 万 m^2 ，100%位于一二线城市；地价总额 719 亿元，权益占比 60%。截至 2023H1 末，公司总土储建面仍有 1.1 亿 m^2 ，仍能满足未来两三年的发展需要。

图5: 公司历年销售金额及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年销售面积及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司多元业务发展良好。2023H1, 公司房地产开发业务、物业管理、其他业务占收入的比重分别为 91.8%、7.0%、1.2%, 占毛利润的比重分别为 93.9%、5.7%、0.4%。经营服务业务均保持增长势头, 持续贡献业绩: (1) 物业服务方面, 公司于 2022Q3 成功分拆万物云上市, 万物云 2023H1 实现营收 161 亿元, 同比+12%; (2) 物流仓储方面, 万纬物流 (含非并表项目) 2023H1 实现营收 19.5 亿元, 同比+17%; (3) 租赁住宅方面, 泊寓租赁住宅 (含非并表项目) 2023H1 实现营收 16.4 亿元, 同比+11%; (4) 商业开发运营方面, 商业业务 (含非并表项目) 2023H1 实现营收 43 亿元, 同比+7%; 其中印力管理商业项目 2023H1 实现营收 27 亿元, 出租率 94.7%。

财务健康偿债无忧, 负债结构持续优化。截至 2023H1 末, 公司净负债率 49.5%, 保持低位; 现金短债比为 2.7, 较年初改善; 短期负债占比较年初继续下降 6 个百分点至 14%, 处于历史低位; 加权平均债务期限 5.0 年, 较年初继续延长。

投资建议: 公司经营稳健业绩承压, 多元业务发展良好。预计公司 2023-2024 年归母净利分别为 241/242 亿元, 对应的 EPS 分别为 2.07/2.08 元, 对应当前股价的 PE 分别为 6.6/6.6 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司开发物业销售、结算不及预期, 行业基本面下行超预期, 政策支持不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	149352	137208	160000	679611	681107	营业收入	452798	503838	515959	535182	559351
应收款项	4771	7511	7692	7979	8339	营业成本	353977	405319	416597	429872	447074
存货净额	1075617	907057	938284	967477	1005304	营业税金及附加	21056	24394	24981	25912	27082
其他流动资产	370507	363562	372308	386180	403620	销售费用	12809	12412	12711	13185	13780
流动资产合计	1600268	1415356	1478302	2041264	2098388	管理费用	10242	9584	9393	9726	10144
固定资产	16219	18270	30892	42946	54330	研发费用	642	686	702	729	761
无形资产及其他	10445	11548	11086	10624	10162	财务费用	4384	2615	2155	6174	10145
投资性房地产	167256	182464	182464	182464	182464	投资收益	6614	4094	2000	2000	2000
长期股权投资	144449	129486	129486	129486	129486	资产减值及公允价值变动	3517	455	400	400	400
资产总计	1938638	1757124	1832231	2406784	2474830	其他收入	(7931)	(2055)	(702)	(729)	(761)
短期借款及交易性金融负债	62344	68055	83491	600000	600000	营业利润	52531	52007	51819	51986	52765
应付款项	330537	289242	299199	308508	320571	营业外净收支	(308)	379	0	0	0
其他流动负债	918565	720505	744956	768348	798609	利润总额	52223	52386	51819	51986	52765
流动负债合计	1311446	1077802	1127646	1676857	1719180	所得税费用	14153	14835	12955	12996	13191
长期借款及应付债券	207343	249589	249589	249589	249589	少数股东损益	15545	14933	14772	14819	15041
其他长期负债	27076	24743	24743	24743	24743	归属于母公司净利润	22524	22618	24093	24170	24532
长期负债合计	234419	274331	274331	274331	274331	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1545865	1352133	1401977	1951188	1993511	净利润	22524	22618	24093	24170	24532
少数股东权益	156820	162300	171902	181534	191311	资产减值准备	1533	(3064)	337	415	484
股东权益	235953	242691	258352	274062	290008	折旧摊销	5422	4448	1242	1733	2334
负债和股东权益总计	1938638	1757124	1832231	2406784	2474830	公允价值变动损失	(3517)	(455)	(400)	(400)	(400)
						财务费用	4384	2615	2155	6174	10145
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(88608)	(87196)	(5407)	(10235)	(12820)
每股收益	1.94	1.94	2.07	2.08	2.11	其它	66760	66400	9264	9218	9292
每股红利	0.97	0.69	0.73	0.73	0.74	经营活动现金流	4113	2750	29129	24900	23422
每股净资产	20.30	20.87	22.21	23.56	24.93	资本开支	0	(3027)	(13339)	(13339)	(13339)
ROIC	8%	6%	6%	6%	6%	其它投资现金流	150	2	0	0	0
ROE	10%	9%	9%	9%	8%	投资活动现金流	(26281)	(13030)	(13339)	(13339)	(13339)
毛利率	22%	20%	19%	20%	20%	权益性融资	317	14373	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	10%	11%	负债净变化	22285	26451	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(11262)	(8063)	(8433)	(8460)	(8586)
收入增长	8%	11%	2%	4%	5%	其它融资现金流	(9432)	(24256)	15435	516509	0
净利润增长率	-46%	0%	7%	0%	1%	融资活动现金流	(23711)	(1865)	7003	508050	(8586)
资产负债率	88%	86%	86%	89%	88%	现金净变动	(45878)	(12145)	22792	519611	1497
股息率	7.1%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	货币资金的期初余额	195231	149352	137208	160000	679611
P/E	7.0	7.0	6.6	6.6	6.5	货币资金的期末余额	149352	137208	160000	679611	681107
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	企业自由现金流	0	(48901)	21176	19978	21556
EV/EBITDA	28.6	27.0	29.5	36.7	34.2	权益自由现金流	0	(46706)	34995	531857	13947

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032