

万科 A (000002)

证券研究报告

2023 年 04 月 30 日

收入业绩同比增长，经营业务快速向前

事件：公司发布 2023 年第一季度报告，公司实现营业收入 684.74 亿元，同比增长 9.27%；归母净利润 14.46 亿元，同比增长 1.16%；每股收益 0.13 元/股。

收入业绩增长，毛利率承压

公司 2023 年一季度实现营业收入 684.74 亿元，同比增长 9.27%；归母净利润 14.46 亿元，同比增长 1.16%。盈利能力方面，公司 2023 年一季度整体毛利率较 2022 年下降 4.1pct 至 15.45%，净利率较 2022 年下降 3.31pct 至 4.14%。盈利能力下降由于 1) 2023 年一季度开发业务结算毛利率 17.2%，较 2022 年末下降 3.2pct；2) 销售费用率、管理费用率分别为 2.51%、2.27%，分别较 2022 年升高 0.05pct、0.36pct。

销售微降，拿地谨慎

公司 2023 年一季度共实现合同销售金额 1013.8 亿元，同比下降 4.8%；合同销售面积 625.7 万方，同比下降 1.1%；对应的销售均价 16203 元/平米，同比下降 3.74%，较 2022 年末销售均价提升 2.2%。公司 2023 年一季度共新增 5 个项目，新增计容建面 87.6 万方，权益建面 48.4 万方，对应权益比例 55.25%；根据月度经营数据，公司一季度累计拿地总价 161.20 亿元，对应的拿地楼面价 16483 元/平米，地售比为 1.02，拿地力度 15.9%，投资较为谨慎。新开工及复工计容面积 590 万方，完成全年计划的 35.3%；竣工面积 344.1 万方，完成全年计划的 10.7%；开工较为乐观。

在手现金充沛，负债结构健康

截至 2023 年一季度末，公司净负债率 45.5%，剔除预收账款的负债率 67.2%，分别较 2022 年末升高 1.8pct、下降 0.4pct；在手货币资金为 1400.1 亿元，扣除预售监管资金和受限资金后的现金短债比 1.4，与 2022 年末持平；三道红线均满足绿档要求。有息负债中 81.5%为长期借款，负债结构健康。

各项业务齐头并进，物流仓储快速提升

1) 万物云城新增 11 个商企服务项目，包括阿里巴巴集团北京总部、中国移动广西公司等。2) 租赁住宅实现营收 7.8 亿元，同比增长 10.8%，截至 2023 年 3 月底租赁住宅业务共运营管理 21.7 万间长租公寓，出租率 95%。3) 物流仓储营收 9.6 亿元，同比增长 20%。4) 商业开发与运营实现收入 23.3 亿元，同比增长 10.4%，其中印力管理的商业项目营收 13.7 亿元。

投资建议：公司 2023 年一季度销售微降，投资谨慎；收入业绩增长，毛利率承压；保持融资优势，杠杆较低；各项业务齐头并进。我们维持公司 2023-2025 年净利润 229.81、234.98、240.06 亿元，EPS 为 1.93、1.97、2.01 元/股的预测，对应 PE 为 7.86X、7.69X、7.52X，维持“买入”评级。

风险提示：房屋价格大跌、业务推进不及预期、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	452,797.77	503,838.37	529,080.67	546,434.52	579,275.23
增长率(%)	8.04	11.27	5.01	3.28	6.01
EBITDA(百万元)	70,267.33	61,124.60	61,779.54	61,488.57	66,370.82
净利润(百万元)	22,524.03	22,617.78	22,980.69	23,497.87	24,005.99
增长率(%)	(45.75)	0.42	1.60	2.25	2.16
EPS(元/股)	1.89	1.90	1.93	1.97	2.01
市盈率(P/E)	8.02	7.99	7.86	7.69	7.52
市净率(P/B)	0.77	0.74	0.68	0.65	0.61
市销率(P/S)	0.40	0.36	0.34	0.33	0.31
EV/EBITDA	4.89	6.17	4.57	4.72	4.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,716.67
A 股总市值(百万元)	147,224.34
流通 A 股市值(百万元)	147,110.34
每股净资产(元)	20.62
资产负债率(%)	77.20
一年内最高/最低(元)	20.63/13.13

作者

刘青海	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110523010003
liuqinghai@tfzq.com	
胡孝宇	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110522070003
huxiaoyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

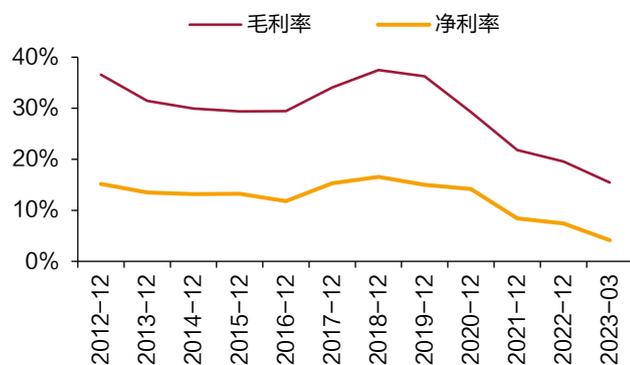
- 1 《万科 A-年报点评报告:费用管控对冲市场调整，经营业务多点开花》 2023-04-02
- 2 《万科 A-公司点评:拟定增 150 亿元，助力公司稳健发展——万科定增预案点评》 2023-02-13
- 3 《万科 A-季报点评:结算稳定增长，财务安全稳健》 2022-10-30

图 1：营业总收入及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：毛利率及净利率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：净负债率



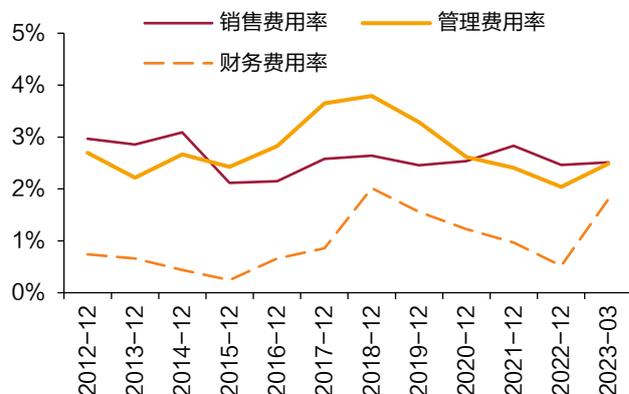
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：归母净利润及同比增速



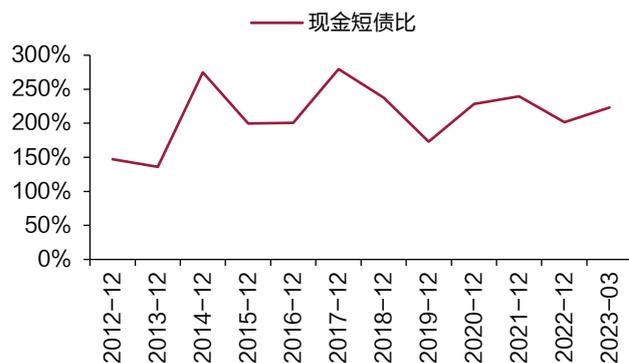
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：现金短债比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：扣除预收账款和合同负债的资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：有息负债及同比增速



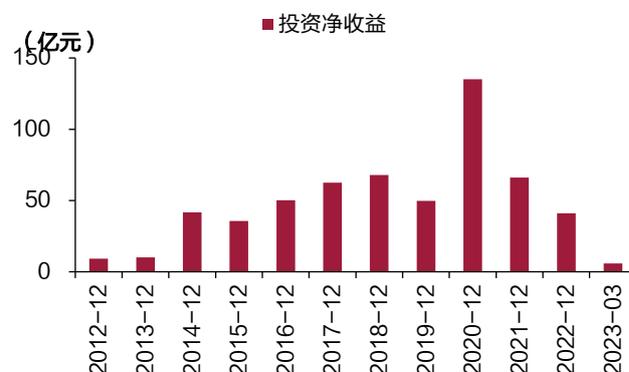
资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：少数股东损益占净利润比例



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：投资净收益



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	149,352.44	137,207.63	168,498.73	182,077.07	189,967.17
应收票据及应收账款	4,771.28	7,511.24	5,421.84	7,935.45	5,259.15
预付账款	67,230.34	60,483.54	74,368.51	65,474.87	79,799.63
存货	1,075,617.04	907,056.93	995,046.86	977,460.31	968,180.37
其他	292,907.21	292,169.52	351,747.01	327,450.89	451,675.00
流动资产合计	1,589,878.31	1,404,428.86	1,595,082.94	1,560,398.59	1,694,881.33
长期股权投资	144,449.33	129,486.47	131,286.47	133,286.47	134,986.47
固定资产	12,821.06	16,420.27	15,657.93	15,770.61	16,297.93
在建工程	3,398.13	1,849.73	4,109.84	4,265.90	4,539.54
无形资产	10,445.17	11,547.54	13,491.55	15,570.55	16,249.56
其他	167,256.13	182,464.06	179,678.30	176,985.84	174,211.38
非流动资产合计	338,369.82	341,768.06	344,224.08	345,879.37	346,284.88
资产总计	1,938,638.13	1,757,124.44	1,939,307.02	1,906,277.95	2,041,166.20
短期借款	14,412.50	4,133.31	7,315.00	7,320.00	8,021.00
应付票据及应付账款	330,536.57	289,241.53	314,169.92	314,566.74	344,356.91
其他	329,638.88	318,845.78	944,779.53	874,967.26	955,072.68
流动负债合计	674,587.95	612,220.61	1,266,264.45	1,196,854.00	1,307,450.58
长期借款	154,322.28	180,773.28	172,932.00	183,149.20	179,209.00
应付债券	53,020.57	68,815.57	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	27,076.03	24,742.52	27,400.00	26,406.18	26,182.90
非流动负债合计	234,418.88	274,331.37	236,507.40	248,086.45	245,992.44
负债合计	1,545,865.35	1,352,132.94	1,502,771.85	1,444,940.45	1,553,443.02
少数股东权益	156,819.64	162,300.16	172,159.62	181,411.91	190,460.32
股本	11,625.38	11,630.71	11,930.71	11,930.71	11,930.71
资本公积	20,583.81	22,867.57	22,867.57	22,867.57	22,867.57
留存收益	203,884.96	215,123.54	231,210.02	247,658.53	264,462.73
其他	(141.03)	(6,930.47)	(1,632.75)	(2,531.22)	(1,998.14)
股东权益合计	392,772.78	404,991.51	436,535.17	461,337.50	487,723.18
负债和股东权益总计	1,938,638.13	1,757,124.44	1,939,307.02	1,906,277.95	2,041,166.20

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	38,069.53	37,550.91	22,980.69	23,497.87	24,005.99
折旧摊销	5,482.00	6,944.41	5,898.36	5,679.94	6,042.38
财务费用	4,383.82	2,615.17	5,307.67	6,057.29	9,271.88
投资损失	(6,614.27)	(4,093.68)	(3,124.12)	(5,329.44)	(6,325.10)
营运资金变动	(37,505.26)	(45,182.55)	50,956.11	(18,434.68)	(16,581.21)
其它	297.35	4,916.19	14,101.25	13,207.50	12,927.57
经营活动现金流	4,113.16	2,750.45	96,119.96	24,678.48	29,341.50
资本支出	15,505.28	(3,448.37)	6,682.66	9,021.51	7,745.63
长期投资	2,554.14	(14,962.86)	1,800.00	2,000.00	1,700.00
其他	(44,340.20)	5,380.96	(18,698.68)	(15,721.38)	(12,741.79)
投资活动现金流	(26,280.79)	(13,030.27)	(10,216.02)	(4,699.88)	(3,296.16)
债权融资	4,117.05	45,341.77	(49,090.88)	5,512.83	(7,608.63)
股权融资	(7,836.31)	(4,500.36)	(5,521.97)	(11,913.10)	(10,546.61)
其他	(19,384.51)	(37,402.49)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(23,103.77)	3,438.92	(54,612.85)	(6,400.27)	(18,155.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(45,271.39)	(6,840.90)	31,291.09	13,578.34	7,890.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	452,797.77	503,838.37	529,080.67	546,434.52	579,275.23
营业成本	353,977.14	405,319.29	427,973.35	443,814.11	466,953.76
营业税金及附加	21,055.86	24,394.22	25,607.50	27,048.51	28,732.05
销售费用	12,808.64	12,412.37	12,539.21	13,988.72	16,219.71
管理费用	10,242.28	9,584.14	9,999.62	10,710.12	13,033.69
研发费用	642.37	685.86	720.22	765.01	926.84
财务费用	4,383.82	2,615.17	5,307.67	6,057.29	9,271.88
资产/信用减值损失	(3,794.00)	(931.73)	(582.00)	(416.30)	(792.57)
公允价值变动收益	3.82	4.92	16.31	(10.06)	1.27
投资净收益	6,614.27	4,093.68	3,124.12	5,329.44	6,325.10
其他	(5,667.43)	(6,346.48)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	52,531.00	52,006.94	49,491.51	48,953.83	49,671.09
营业外收入	1,148.09	1,302.05	1,149.88	1,200.01	1,217.31
营业外支出	1,456.46	922.80	1,220.55	1,199.94	1,114.43
利润总额	52,222.63	52,386.19	49,420.84	48,953.90	49,773.98
所得税	14,153.10	14,835.28	12,355.21	12,238.48	12,841.69
净利润	38,069.53	37,550.91	37,065.63	36,715.43	36,932.29
少数股东损益	15,545.49	14,933.13	14,084.94	13,217.55	12,926.30
归属于母公司净利润	22,524.03	22,617.78	22,980.69	23,497.87	24,005.99
每股收益(元)	1.89	1.90	1.93	1.97	2.01

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	8.04%	11.27%	5.01%	3.28%	6.01%
营业利润	-34.30%	-1.00%	-4.84%	-1.09%	1.47%
归属于母公司净利润	-45.75%	0.42%	1.60%	2.25%	2.16%
获利能力					
毛利率	21.82%	19.55%	19.11%	18.78%	19.39%
净利率	4.97%	4.49%	4.34%	4.30%	4.14%
ROE	9.55%	9.32%	8.69%	8.39%	8.08%
ROIC	16.09%	11.20%	10.06%	11.28%	11.23%
偿债能力					
资产负债率	79.74%	76.95%	77.49%	75.80%	76.11%
净负债率	30.64%	44.55%	24.14%	22.40%	19.91%
流动比率	1.22	1.31	1.26	1.30	1.30
速动比率	0.40	0.47	0.47	0.49	0.56
营运能力					
应收账款周转率	116.50	82.04	81.82	81.82	87.80
存货周转率	0.44	0.51	0.56	0.55	0.60
总资产周转率	0.24	0.27	0.29	0.28	0.29
每股指标(元)					
每股收益	1.89	1.90	1.93	1.97	2.01
每股经营现金流	0.34	0.23	0.86	2.07	2.46
每股净资产	19.78	20.34	22.16	23.46	24.92
估值比率					
市盈率	8.02	7.99	7.86	7.69	7.52
市净率	0.77	0.74	0.68	0.65	0.61
EV/EBITDA	4.89	6.17	4.57	4.72	4.43
EV/EBIT	5.30	6.66	5.05	5.20	4.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com