

万科企业股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3676号

联合资信评估股份有限公司通过对万科企业股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持万科企业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 万科 04”“21 万科 06”“22 万科 02”“22 万科 03”“22 万科 04”“22 万科 05”“22 万科 06”“22 万科 07”“23 万科 01”“22 万科 GN001”“22 万科 GN002”“22 万科 GN003”“22 万科 MTN004”“22 万科 MTN005”“23 万科 MTN001”“23 万科 MTN002”“23 万科 MTN003”“23 万科 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年五月三十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受万科企业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

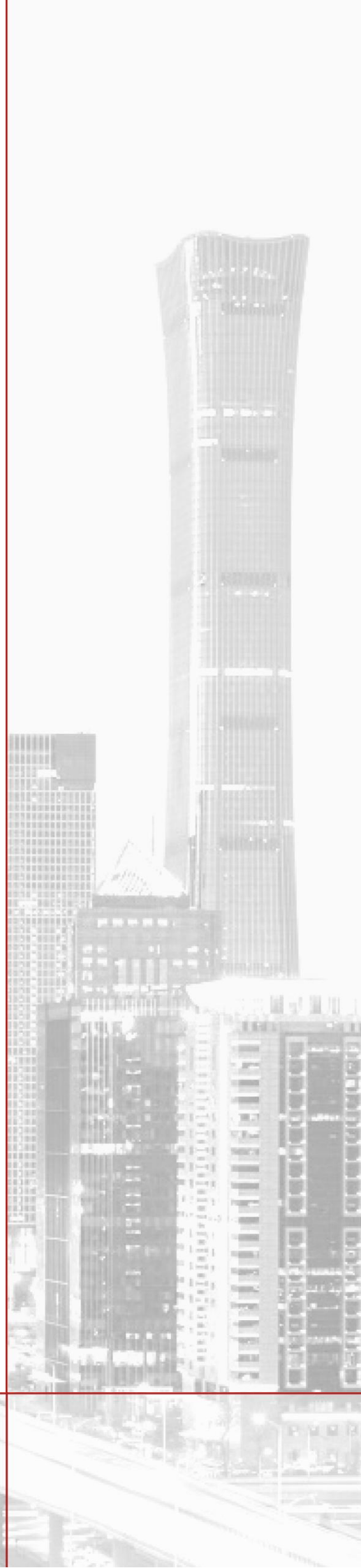
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



万科企业股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
万科企业股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/30
21 万科 04/21 万科 06/22 万科 02			
22 万科 03/22 万科 04/22 万科 05			
22 万科 06/22 万科 07/23 万科 01			
22 万科 GN001/22 万科 GN002/22 万科 GN003	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 万科 MTN004/22 万科 MTN005			
23 万科 MTN001/23 万科 MTN002			
23 万科 MTN003/23 万科 MTN004			

评级观点

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内较早从事房地产开发的房地产龙头企业之一，经历了多轮周期，行业经验丰富，区域布局相对均衡，所开发物业业态多元。公司较早布局拓展城市配套服务相关业务，物流、商业、长租公寓等多元化业务发展态势良好。2024 年，公司签约销售金额大幅下降，筹资活动现金流延续净流出态势，公司通过盘活存量资产等手段化解流动性压力，并在第一大股东的支持下完成 2024 年及 2025 年一季度公开市场债券兑付。但受开发业务结算毛利率大幅下降、计提信用减值和存货跌价准备、非主业财务投资亏损以及折价处置资产回笼资金等因素影响，公司 2024 年大幅亏损。目前公司短期债务占比偏高，再融资压力大。伴随公司力求确保安全底线压降债务与回笼资金，公司资产规模与盈利指标下降压力仍大。公司个体信用表现有所下降，但 2025 年 1 月以来公司第一大股东充实公司经营管理力量，并对公司支持力度有所加大，有利于缓解公司的债务偿还风险。

个体调整：无。

外部支持调整：公司第一大股东通过充实公司经营管理力量、利用其各方资源优势帮助公司处置资产及协调各类金融资源等方式支持公司发展，并向公司提供股东借款用于公司偿还在公开市场发行的债券本息。

评级展望

房地产行业仍处调整阶段，叠加投资端力度减弱，公司未来销售仍有下降压力。目前公司短期债务占比偏高，现金流管理压力大。公司第一大股东对公司支持力度增强，有助于缓解公司的流动性压力，公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：签约销售额持续大幅下降；融资模式转型遇到挑战，可动用货币资金规模持续下降；第一大股东对公司支持意愿下降。

优势

- **行业地位领先，项目储备较为充足。**公司作为国内较早从事房地产开发的企业之一，行业经验丰富，品牌知名度高，销售规模常年稳居行业销售排名前列。截至 2024 年底公司仍保持较为充足的项目储备，同时项目区域分布整体相对均衡，能够降低区域集中度对公司经营的影响。
 - **经营与服务业务与开发业务协同效应逐步发挥。**长期以来公司在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，持续拓展城市配套服务相关业务，商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，有助于分散经营风险。
 - **公司第一大股东对公司支持力度大幅增强。**公司第一大股东通过充实公司经营管理力量、利用其各方资源优势帮助公司处置资产及协调各类金融资源等方式支持公司发展，并向公司提供股东借款用于公司偿还在公开市场发行的债券本息（截至 2025 年 5 月 15 日借款额度达 118.52 亿元）。

关注

- **房地产行业持续调整，公司销售金额持续下降。**伴随房地产市场大幅降温与公司投资力度放缓，公司销售压力较大，且存量项目去化压力加大。同时，公司合作开发存在一定规模，需关注行业下行期合作方风险。
- **股权结构较为分散。**公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构及公司治理的稳定性。
- **融资环境变化，债券集中兑付压力大。**2024 年，公司筹资活动现金流入同比下降 24.44%。截至 2024 年底，公司合并口径货币资金 881.63 亿元，较上年底下降 11.67%；公司本部货币资金 9.11 亿元，较上年底下降 95.05%。公司过往主要采用“总对总”的融资方式，债务较为集中于公司本部，截至 2024 年底，公司本部全部债务 2242.01 亿元；同时公司面临大量公开市场债券到期，债券集中兑付压力大。
- **2024 年大幅亏损，预计未来业绩仍将持续承压。**受开发业务结算毛利率大幅下降、计提信用减值和存货跌价准备、非主业财务投资亏损以及折价处置资产回笼资金等因素影响，公司 2024 年大幅亏损。目前公司集中兑付压力较大，伴随公司力求确保安全底线压降债务与回笼资金，公司资产规模与盈利指标下降压力仍大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于公司 2024 年大幅亏损带动盈利能力与偿债能力得分下降，公司指示评级由上次评级的 aaa 变动为 aa⁻。

外部支持变动说明：考虑到公司第一大股东对公司支持力度显著增强，股东对其支持力度与救助意愿很强，公司外部支持由上次评级的上调 0 个子级调整为上调 3 个子级。公司外部支持子级及调整是联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

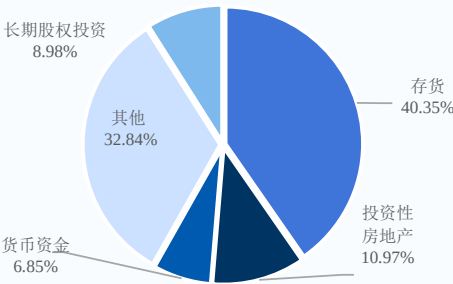
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	1372.32	998.35	883.58	755.49
资产总额（亿元）	17578.05	15048.50	12862.60	12440.39
所有者权益（亿元）	4056.37	4029.34	3388.55	3299.74
短期债务（亿元）	645.17	624.16	1582.78	/
长期债务（亿元）	2495.89	2576.35	2029.99	/
全部债务（亿元）	3141.06	3200.52	3612.77	/
营业总收入（亿元）	5038.38	4657.39	3431.76	379.95
利润总额（亿元）	524.08	298.05	-471.87	-67.31
EBITDA（亿元）	666.14	437.30	-318.08	--
经营性净现金流（亿元）	27.50	39.12	38.00	-57.93
营业利润率（%）	14.71	11.24	4.82	0.90
净资产收益率（%）	9.27	5.08	-14.37	--
资产负债率（%）	76.92	73.22	73.66	73.48
全部债务资本化比率（%）	43.64	44.27	51.60	/
流动比率（%）	131.32	139.97	127.60	130.34
经营现金流动负债比（%）	0.26	0.48	0.53	--
现金短期债务比（倍）	2.13	1.60	0.56	/
EBITDA 利息倍数（倍）	5.53	3.07	-2.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.72	7.32	-11.36	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	5457.23	5308.94	4957.48	4954.92
所有者权益（亿元）	1599.75	1708.01	1528.96	1550.07
全部债务（亿元）	2140.67	2056.36	2242.01	/
营业总收入（亿元）	26.15	28.78	34.64	2.70
利润总额（亿元）	145.71	154.25	-179.05	21.11
资产负债率（%）	70.69	67.83	69.16	68.72
全部债务资本化比率（%）	57.23	54.63	59.45	/
流动比率（%）	219.36	228.60	174.34	184.69
经营现金流动负债比（%）	-9.17	-1.83	-5.28	--

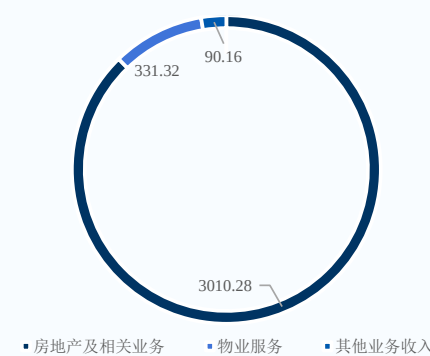
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 短期债务包括短期借款、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息；长期债务包括长期借款、应付债券；利息支出剔除租赁负债的利息支出；3. 公司 2025 年一季度数据未经审计；4. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

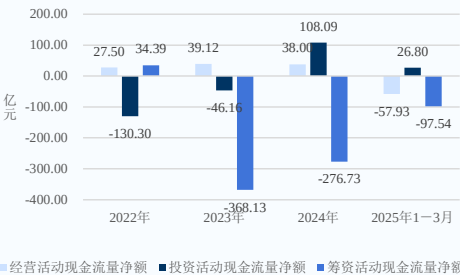
2024 年底公司资产构成



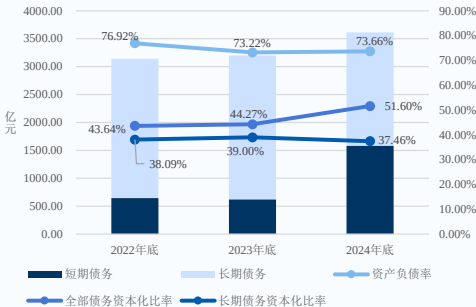
2024 年公司收入构成（单位：亿元）



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
21 万科 04	5.66	5.66	2028/05/20	回售, 赎回, 调整票面利率
21 万科 06	7.00	7.00	2028/07/26	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 02	11.00	11.00	2027/03/04	--
22 万科 03	3.50	3.50	2027/06/06	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 04	6.50	6.50	2029/06/06	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 05	29.00	29.00	2027/07/08	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 06	5.00	5.00	2029/07/08	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 07	25.00	25.00	2027/10/31	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 万科 01	20.00	20.00	2026/07/24	交叉保护, 偿债保障承诺
22 万科 GN001	30.00	30.00	2025/07/21	--
22 万科 GN002	20.00	20.00	2025/08/12	--
22 万科 GN003	20.00	20.00	2025/09/21	--
22 万科 MTN004	20.00	20.00	2025/12/15	--
22 万科 MTN005	37.00	37.00	2025/12/28	--
23 万科 MTN001	20.00	20.00	2026/04/23	--
23 万科 MTN002	20.00	20.00	2026/05/12	--
23 万科 MTN003	20.00	20.00	2026/06/15	--
23 万科 MTN004	20.00	20.00	2026/07/07	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 万科 04 21 万科 06 22 万科 02 22 万科 03 22 万科 04 22 万科 05 22 万科 06 22 万科 07 23 万科 01 22 万科 GN001 22 万科 GN002 22 万科 GN003 22 万科 MTN004 22 万科 MTN005 23 万科 MTN001 23 万科 MTN002 23 万科 MTN003 23 万科 MTN004	AAA	AAA	2024/06/07	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读原文
22 万科 MTN005	AAA	AAA	2022/12/19	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读原文
22 万科 MTN004	AAA	AAA	2022/11/30	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读原文
22 万科 07	AAA	AAA	2022/10/14	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读原文
22 万科 GN003	AAA	AAA	2022/09/09	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读原文
22 万科 GN002	AAA	AAA	2022/08/02	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读原文
22 万科 GN001	AAA	AAA	2022/06/28	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
22 万科 05 22 万科 06	AAA	AAA	2022/06/20	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读原文
22 万科 04	AAA	AAA	2022/05/12	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
22 万科 01 22 万科 02	AAA	AAA	2022/02/14	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
22 万科 MTN003	AAA	AAA	2022/01/20	赵兮 朱一汀	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
22 万科 MTN002	AAA	AAA	2022/01/20	赵兮 朱一汀	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
22 万科 MTN001	AAA	AAA	2022/01/19	赵兮 朱一汀	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 万科 MTN003	AAA	AAA	2021/08/11	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 万科 05 21 万科 06	AAA	AAA	2021/07/15	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文

21 万科 MTN002	AAA	AAA	2021/06/29	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 万科 03 21 万科 04	AAA	AAA	2021/04/30	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 万科 MTN002	AAA	AAA	2021/03/11	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：卢瑞 lurui@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）前身为 1984 年 5 月成立的“现代科教仪器展销中心”。1988 年 11 月经深圳市人民政府“深府办（1988）1509 号文”批准，公司实施股份制改革并更名为“深圳万科企业股份有限公司”。1991 年 1 月 29 日，公司 A 股股票在深圳证券交易所上市（证券代码“000002.SZ”）。1993 年 5 月 28 日，公司发行 B 股在深圳证券交易所上市，并于当年 12 月更为现名。2014 年 6 月 25 日，公司 B 股以介绍方式转换上市地在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）上市（证券代码“2202.HK”）。截至 2025 年 3 月底，公司股份总数为 119.31 亿股，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会所属的全资子公司深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深铁集团”）系公司的第一大股东（持股比例为 27.18%）。公司无控股股东及实际控制人，股权较为分散，需关注其股权结构的稳定性。截至 2025 年 3 月底，公司第一大股东不存在对公司进行股权质押的情况。

公司主营业务包括房地产开发及相关资产经营和物业服务，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2025 年 5 月 20 日，公司集团总部内设董事会办公室、集团办公室、党群工作部、战略投资运营管理部、财务资金管理部、人力资源部、审计监察部、监事会办公室、纪委办公室、法务部；事业集团内设开发经营事业集团 BG¹和物业事业集团 BG；事业单元内设长租公寓事业部 BU²、财顾事业部 BU、酒店与度假事业部 BU、海外事业部 BU、食品事业部 BU 和物流事业部 BU。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 12862.60 亿元，所有者权益 3388.55 亿元（含少数股东权益 1361.88 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 3431.76 亿元，利润总额-471.87 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 12440.39 亿元，所有者权益 3299.74 亿元（含少数股东权益 1332.46 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 379.95 亿元，利润总额-67.31 亿元。

公司注册地址：深圳市盐田区大梅沙环梅路 33 号万科中心；法定代表人：辛杰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司按照募集说明书规定的用途使用募集资金，不存在变更募集资金用途的情况。

图表 1 • 截至 2025 年 4 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 万科 04	5.66	5.66	2021/05/20	5+2
21 万科 06	7.00	7.00	2021/07/26	5+2
22 万科 02	11.00	11.00	2022/03/04	5
22 万科 03	3.50	3.50	2022/06/06	3+2
22 万科 04	6.50	6.50	2022/06/06	5+2
22 万科 05	29.00	29.00	2022/07/08	3+2
22 万科 06	5.00	5.00	2022/07/08	5+2
22 万科 07	25.00	25.00	2022/10/31	3+2
23 万科 01	20.00	20.00	2023/07/24	3
22 万科 GN001	30.00	30.00	2022/07/21	3
22 万科 GN002	20.00	20.00	2022/08/12	3

¹ BG 为 Business Group 的缩写，指事业集团。

² BU 为 Business Unit 的缩写，指事业部。

22 万科 GN003	20.00	20.00	2022/09/21	3
22 万科 MTN004	20.00	20.00	2022/12/15	3
22 万科 MTN005	37.00	37.00	2022/12/28	3
23 万科 MTN001	20.00	20.00	2023/04/23	3
23 万科 MTN002	20.00	20.00	2023/05/12	3
23 万科 MTN003	20.00	20.00	2023/06/15	3
23 万科 MTN004	20.00	20.00	2023/07/07	3

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025 年房地产行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是全国规模领先的房地产开发企业，有约 40 年的房地产行业经验，项目开发经验丰富。长期以来公司在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，持续拓展城市配套服务相关业务，商业开发与运营、租赁住宅、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好。公司业务和资产规模大（截至 2024 年底资产总额和所有者权益分别为 12862.60 亿元和 3388.55 亿元），销售金额和面积常年位列全国房地产企业前列（2024 年，公司位列克而瑞销售排行榜全口径和权益口径第 4 名），品牌知名度高。区域分布方面，公司项目区域分布整体相对均衡，能够降低区域集中度对公司经营的影响。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4402000000325267），截至 2025 年 5 月 16 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。截至 2025 年 5 月 20 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

2025 年以来，公司第一大股东深铁集团充实公司经营管理力量，有助于优化公司治理。

2025 年 1 月 27 日，郁亮先生因工作调整原因辞去公司董事会主席职务，继续担任董事、执行副总裁；祝九胜先生因身体原因辞去公司董事、董事会投资与决策委员会委员、总裁、首席执行官、授权代表等职务，不再担任公司任何职务；朱旭女士因工作调整原因辞去公司董事会秘书、公司秘书、授权代表等职务，继续在公司工作。同日，第二十届董事会第十二次会议选举辛杰先生为公司第二十届董事会主席，聘任郁亮先生、李锋先生、华翠女士和李刚先生为公司执行副总裁，聘任田钧先生为公司董事会秘书，任期均从董事会审议通过之日起至第二十届董事会任期届满止。

辛杰先生，1966 年出生，现任公司董事会主席，深铁集团党委书记、董事长。辛先生于 1988 年获沈阳工业大学工学学士学位；2005 年获香港理工大学工商管理硕士学位；现为正高级工程师、高级经济师。辛先生曾在深圳市外贸集团、深圳市长城物业管理公司工作；1998 年 8 月—1999 年 2 月，任深圳市长盛实业发展有限公司副经理；1999 年 2 月—2004 年 12 月，历任深圳圣廷苑酒店筹备组负责人，深圳市圣廷苑酒店有限公司常务副总经理、总经理、董事长；2004 年 12 月—2009 年 10 月，任深圳市长城投资控股股份有限公司副总经理，兼任深圳圣廷苑酒店有限公司董事长、总经理；2009 年 10 月—2017 年 9 月，历任深圳市天健（集团）股份有限公司董事、总经理、党委副书记，董事长、党委书记；2017 年 9 月至今，任深铁集团党委书记、董事长；2020 年 7 月至今，任公司董事，2023 年 10 月至 2025 年 1 月，任公司董事会副主席。2025 年 1 月至今，任公司董事会主席。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2024 年，公司开发业务结算面积下降，营业总收入延续下降态势；结算项目主要为 2022 年前获取的土地，毛利率低于投资预期。2025 年一季度公司营业总收入与毛利率延续下降态势。

2024 年，公司营业总收入同比下降 26.32%，主要系开发业务结算面积下降所致；房地产及相关业务收入占比下降至 87.72%。2024 年，公司毛利率进一步下降，公司 2024 年房地产开发业务结算项目主要为 2022 年前获取的土地，地价获取成本较高，伴随行业调整，毛利率低于投资预期。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 379.95 亿元，同比下降 38.31%；综合毛利率下降至 6.10%。

图表 2 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	4962.20	98.49%	19.50%	4591.73	98.59%	15.38%	3341.61	97.37%	9.90%
其中：房地产及相关业务	4704.46	93.37%	19.78%	4297.46	92.27%	15.41%	3010.28	87.72%	9.53%
物业服务	257.74	5.12%	14.42%	294.27	6.32%	14.96%	331.32	9.65%	13.21%
其他业务收入	76.18	1.51%	23.03%	65.66	1.41%	4.88%	90.16	2.63%	20.33%
营业总收入合计	5038.38	100.00%	19.55%	4657.39	100.00%	15.23%	3431.76	100.00%	10.17%

注：毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入*100%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）房地产开发业务

2024 年，公司拿地力度大幅收缩，以存量资源盘活为主，项目储备仍较为充裕。

2024 年，公司采取坚持存量资源盘活为主导、精准投资为补充的投资策略，新获取项目 13 个，其中存量盘活项目达 11 个。

图表 3 • 公司获取土地储备情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
项目数量（个）	36	43	13
新增全口径规划建筑面积（万平方米）	690	596	137
新增权益规划建筑面积（万平方米）	404	333	83

新增权益地价总额（亿元）	496	463	56
楼面均价（元/平方米）	12297	13899	6670
期末全口径待建面积（万平方米）	3593	3304	3118
期末权益待建面积（万平方米）	2277	2081	1995

注：公司的土地储备口径为拟建项目建筑面积数据，不包括在建项目相关数据
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年底，公司全口径待建面积 3118 万平方米，较上年底下降 5.60%；整体区域布局相对分散，可在一定程度上抵御区域轮动风险。

公司开发建设规模仍较大，面临投资建设资金支出压力。同时，公司合作开发存在一定规模，需关注行业下行期合作方风险。

2024 年，公司开发业务开复工计容面积约 1023 万平方米，同比下降 40.1%，完成年初计划的 95.4%；开发业务竣工计容面积约 2375 万平方米，同比下降 24.2%，完成年初计划的 107.7%。公司开复工面积低于年初计划主要因为公司坚持以销定产的策略，加强现金流管控，结合市场流速表现，对部分项目的开发节奏进行了灵活调整。2025 年 1—3 月，公司实现新开工及复工计容面积 213 万平方米，完成全年计划的 31.8%；实现竣工计容面积 216 万平方米，完成全年计划的 15.2%。

图表 4 • 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积	1568	/	/	/
开复工面积	/	1706	1023	213
竣工面积	3629	3134	2375	216
全口径在建建筑面积	8260	5886	3720	3484
权益在建建筑面积	5240	3727	2415	2255

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

在建及拟建项目方面，伴随开发业务规模收缩，公司期末在建建筑面积逐年下降。截至 2024 年底，公司在建项目总计容建筑面积较上年底下降 36.80%，但在建项目与规划中项目体量仍较大。此外，公司还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件，总计容建筑面积约 356.8 万平方米。考虑到上述在建、拟建及旧城改造项目存在一定的建设资金需求，公司存在一定的开发支出压力。同时，公司合作开发存在一定规模，需关注行业下行期合作方风险。

伴随房地产市场降温与公司投资力度放缓，公司 2024 年签约销售金额大幅下降；公司持续推进“一揽子”方案，把握大宗资产交易机会，加快资金回流。伴随拿地规模下降以及存量项目持续去化，公司未来销售仍有下降压力。

伴随房地产市场大幅降温与公司投资力度放缓，2024 年，公司签约销售金额和签约销售面积分别同比下降 34.6%和 26.6%。公司持续推进“一揽子”方案，把握大宗资产交易机会，加快资金回流。2024 年，公司完成 54 个项目的大宗交易，分布全国 19 个城市，涵盖办公、商业、酒店、公寓等业态，合计签约金额 259 亿元。2025 年 1—3 月，公司实现合同销售面积 254 万平方米，合同销售金额 349 亿元，同比分别下降 35.1%和 39.8%。

图表 5 • 公司房地产销售情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
全口径销售面积（万平方米）	2630	2466	1811	254
全口径销售金额（亿元）	4170	3761	2460	349
销售均价（元/平方米）	15854	15252	13587	13748

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

从销售区域来看，公司项目区域分布整体相对均衡，能够降低区域集中度对公司经营的影响。从占比情况看，2024 年，公司分区域的销售金额占比变动很小。

图表 6 • 2024 年公司分区域的销售情况（单位：亿元）

区域	销售金额	占比	占比较上年变动情况
南方区域	621.7	23.60%	-0.10 个百分点
上海区域	773.1	34.30%	+0.10 个百分点

北京区域	334.2	13.50%	--
东北区域	130.1	5.10%	--
华中区域	205.3	9.10%	--
西南区域	203.2	7.10%	--
西北区域	145.1	6.50%	--
其他	47.5	0.80%	--
合计	2460.20	100.00%	--

注：北京区域包括北京市、河北省、内蒙古自治区、山东省、山西省、天津市；东北区域包括辽宁省、黑龙江省、吉林省；华中区域包括湖北省、河南省、湖南省、江西省；南方区域包括广东省、福建省、海南省、广西壮族自治区；上海区域包括上海市、安徽省、江苏省、浙江省；西北区域包括陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、青海省、新疆维吾尔自治区；西南区域包括四川省、重庆市、贵州省、云南省；其他包括香港、纽约、旧金山、伦敦、西雅图

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（3）其他业务

公司定位于城市建设服务商，经营与服务业务具有较强先发优势，且与开发业务协同效应逐步发挥，有助于分散经营风险，能够对公司收入形成补充；公司较为丰富的经营性不动产项目储备也有助于公司拓宽融资渠道。

① 物业服务

公司物业服务业务主要由旗下子公司万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）负责运营。公司已分拆万物云于香港联交所上市。万物云是中国领先的全域空间服务提供商，并通过 AIoT（人工智能物联网）以及 BPaaS（流程即服务）解决方案实现远程和混合运营（Remote & Hybrid），为客户提升空间服务效率。2024 年，万物云实现营业收入 363.8 亿元（含对公司合并范围内以及对外部单位营业收入），同比增长 8.9%。其中社区空间居住消费服务收入 210.2 亿元，占比 57.8%，同比增长 11.0%；商企和城市空间综合服务收入 123.3 亿元，占比 33.9%，同比增长 5.4%；AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入 30.3 亿元，占比 8.3%，同比增长 8.6%。

② 租赁住宅

公司旗下“泊寓”是全国最大的集中式公寓提供商。2024 年，公司租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入 37.02 亿元，同比增长 7%。2024 年，“泊寓”新获取房间 4.06 万间，净新增开业 1.11 万间。截至 2024 年底，“泊寓”共运营管理租赁住房 26.24 万间，累计开业 19.12 万间，服务企业客户超 5400 家。泊寓积极响应国家纳保政策，所管理的租赁住宅中，有 12.57 万间纳入保障性租赁住房。

③ 商业开发与运营

公司商业物业开发与运营业务包含购物中心、社区商业等业务形态。印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）为公司主要商业物业开发与运营平台。2024 年，公司商业业务（含非并表项目）营业收入 88.9 亿元，同比下降 2.5%。截至 2024 年底，公司合计开业 181 个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积 1081 万平方米；规划中和在建商业建筑面积为 196 万平方米。公司管理运营的商业项目中，长三角及珠三角城市规模占比超过 58%，四个一线城市的占比为 29%，一二线城市的占比超过 94%。

④ 物流仓储

万科物流发展有限公司（以下简称“万纬物流”）为公司物流仓储服务及一体化供应链解决方案平台。2024 年，物流仓储业务（含非并表项目）实现营业收入 39.7 亿元。其中高标库收入 21.3 亿元；冷链营业收入 18.4 亿元。万纬物流核心业务布局 47 城，仓储规模超 1,000 万平方米，拥有超 160 个物流园区，全国运营管理超 50 个专业冷链物流园，服务超 3,400 家企业。截至报告期末，物流仓储业务累计开业项目 151 个，可租赁建筑面积 1043.1 万平方米，其中高标库可租赁建筑面积 840.7 万平方米，稳定期出租率 87%；冷链可租赁建筑面积 202.4 万平方米，稳定期使用率 78%。

2 未来发展

未来公司将坚持稳健经营，积极向新模式切换。

2025 年公司将在城市聚焦、业务组合、模式创新、科技突围、产业协同五个方面持续发力，持续提升多元场景的开发经营服务能力，建设适应人民群众期待的“好房子”“好服务”“好社区”，加快构建房地产发展新模式。公司将战略聚焦主业主营和重点城市布局，加速推动资产处置和业务优化；积极向新模式切换，妥善化解债务风险的同时构筑资本结构优化新格局；依托科技创新，因地制宜打造面向未来、引领行业的新质生产力；以开放姿态整合资源，持续提升核心竞争力，共创城市新生态。

（四）财务方面

毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2025 年一季度财务数据未经审计。

1 主要财务数据变化

2024 年，伴随行业调整与公司缩表，公司资产规模延续下降态势。公司资产主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成，其可变现能力与账面价值在行业下行阶段均面临一定压力。

资产方面，公司资产结构符合房地产开发企业资产结构特征，主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成。截至 2024 年底，公司合并资产总额 12862.60 亿元，较上年底下降 14.53%，主要系货币资金、其他应收款、存货和长期股权投资下降所致。伴随销售回款下降及融资环境变化，公司货币资金规模下降较快，截至 2024 年底公司货币资金规模较上年底下降 11.67%。公司其他应收款主要包括土地及其他保证金、合作方经营往来款和应收联营/合营企业款等，受计提坏账准备和合作方经营往来款及应收联营/合营企业款下降影响，截至 2024 年底公司其他应收款较上年底下降 13.11%；截至 2024 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 280.85 亿元，在市场调整阶段面临一定资金回收风险。伴随拿地规模下降及项目结转，公司存货账面价值逐年下降，截至 2024 年底较上年底下降 26.03%，其中已完工开发产品占比 23.88%（较上年底上升 8.52 个百分点）；截至 2024 年底公司存货累计计提跌价准备 115.68 亿元，其中 2024 年新增计提存货跌价准备 70.60 亿元，在行业调整阶段公司存货持续面临去化与跌价压力。截至 2024 年底，公司长期股权投资较上年底下降 11.48%，主要系减少投资、宣告发放现金股利或利润及权益法下确认的投资损失等因素所致；长期股权投资主要为对合营企业及联营公司的投资。截至 2024 年底，公司投资性房地产较上年底增长 28.08%，主要系将印力集团纳入合并范围等因素所致；公司采用成本模式计量投资性房地产。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 12440.39 亿元，较上年底下降 3.28%。

图表 7• 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	14153.56	80.52%	11502.60	76.44%	9175.12	71.33%	8833.34	71.01%
货币资金	1372.08	7.81%	998.14	6.63%	881.63	6.85%	755.02	6.07%
其他应收款	2726.95	15.51%	2548.40	16.93%	2214.25	17.21%	2183.54	17.55%
存货	9070.57	51.60%	7016.96	46.63%	5190.09	40.35%	4993.07	40.14%
非流动资产	3424.49	19.48%	3545.90	23.56%	3687.48	28.67%	3607.06	28.99%
长期股权投资	1295.12	7.37%	1305.63	8.68%	1155.69	8.98%	1114.99	8.96%
投资性房地产	985.72	5.61%	1101.34	7.32%	1410.57	10.97%	1400.58	11.26%
资产总额	17578.05	100.00%	15048.50	100.00%	12862.60	100.00%	12440.39	100.00%

注：占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

图表 8 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限比例
货币资金	41.53	4.71%
存货	600.99	11.58%
投资性房地产	743.02	52.67%
固定资产	36.38	17.65%
无形资产	3.24	3.90%
合计	1425.16	11.08%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2024 年受亏损影响所有者权益规模下降。目前公司短期债务占比偏高，再融资压力大。

截至 2024 年底，公司所有者权益 3388.55 亿元，较上年底下降 15.90%，主要系亏损所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 3.52%、7.70%、37.25%、-1.31%、13.03%和 40.19%，盈余公

积和少数股东权益占比较大。

截至 2024 年底，公司负债总额 9474.05 亿元，较上年底下降 14.02%，主要系合同负债及应付账款下降所致。公司应付账款主要为应付及预提工程款和应付地价等，截至 2024 年末，公司应付账款延续下降态势，较上年底下降 27.81%。公司其他应付款主要由应付合营/联营企业款、应付股权款与合作公司往来及其他和土地增值税清算准备金等构成，截至 2024 年底，公司其他应付款较上年底下降 5.85%，变化不大。公司合同负债主要涉及公司客户的房地产销售合同中收取的预收款，截至 2024 年底，公司合同负债较上年底下降 37.67%。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 9140.65 亿元，较上年底下降 3.52%。

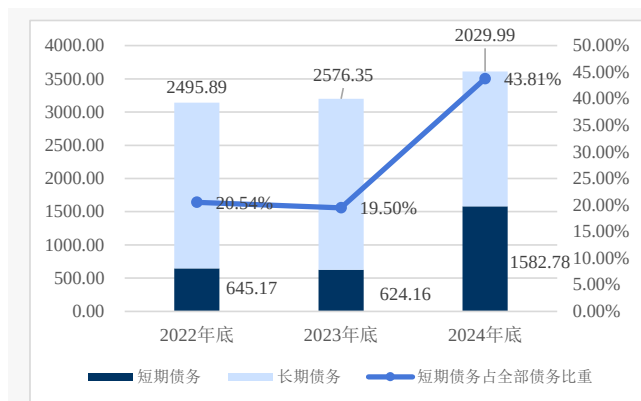
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	10778.02	79.71%	8217.85	74.58%	7190.62	75.90%	6777.10	74.14%
应付账款	2892.16	21.39%	2216.88	20.12%	1600.33	16.89%	1349.43	14.76%
其他应付款	1739.05	12.86%	1617.78	14.68%	1523.17	16.08%	1451.88	15.88%
一年内到期的非流动负债	639.22	4.73%	649.27	5.89%	1460.46	15.42%	1329.10	14.54%
合同负债	4655.81	34.43%	3086.38	28.01%	1923.61	20.30%	1912.92	20.93%
非流动负债	2743.67	20.29%	2801.31	25.42%	2283.43	24.10%	2363.55	25.86%
长期借款	1807.73	13.37%	1977.64	17.95%	1788.86	18.88%	1828.89	20.01%
应付债券	688.16	5.09%	598.71	5.43%	241.13	2.55%	229.29	2.51%
负债总额	13521.68	100.00%	11019.17	100.00%	9474.05	100.00%	9140.65	100.00%

注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

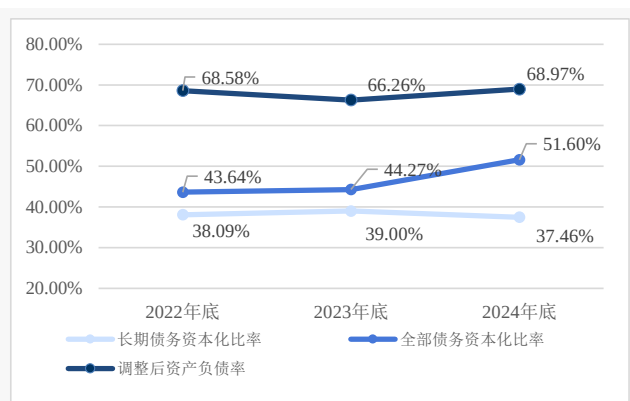
截至 2024 年底，公司全部债务³3612.77 亿元，较上年底增长 12.88%。其中，短期债务占 43.81%，长期债务占 56.19%，短期债务占比大幅提升。从融资对象来看，银行借款 2579.22 亿元（较上年底增多 30.69%），债券 602.66 亿元（较上年底下降 23.94%），其他借款 430.90 亿元（较上年底下降 0.88%）。从债务指标看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.66%、51.60%和 37.46%，较上年底分别提高 0.43 个百分点、提高 7.33 个百分点和下降 1.54 个百分点，公司债务负担有所加重。

图表 10 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 11 • 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司年报整理

2024 年，公司结算毛利率大幅下降，叠加投资收益转负、计提存货跌价准备增加以及计提较大规模其他应收款信用减值损失，公司大幅亏损。伴随公司力求确保安全底线压降债务与回笼资金，公司盈利指标下降压力仍大。

2024 年，公司收入规模延续下降态势，营业利润率下降至较低水平。2024 年，公司管理费用小幅回升，叠加在建面积减少导致利息资本化率下降等因素影响，费用总额同比增长 4.19%。2024 年，公司投资收益转负，计提存货跌价准备增加，并计提较大规模其他应收款信用减值损失。受上述因素综合影响，2024 年，公司利润总额为负。2025 年 1—3 月，公司营业利润率下降至较低水平，利润总额仍为负。伴随房地产行业持续调整及公司处置资产回笼资金需求，公司盈利指标下降压力仍大。

³ 全部债务包括短期借款、长期借款、应付债券、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	5038.38	4657.39	3431.76	379.95
营业成本	4053.19	3947.84	3082.65	356.77
费用总额	252.98	222.90	232.24	45.96
资产减值损失	-4.50	-34.90	-71.68	--
信用减值损失	-4.82	-3.78	-263.98	-1.51
投资收益	41.16	26.88	-28.59	-22.22
利润总额	524.08	298.05	-471.87	-67.31
营业利润率	14.71%	11.24%	4.82%	0.90%
总资本收益率	5.91%	3.50%	-6.01%	--
净资产收益率	9.27%	5.08%	-14.37%	--

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

2024 年，公司坚持以销定产策略，经营活动现金流延续净流入。伴随公司投资活动现金流出大幅下降，2024 年，公司投资活动现金流转为净流入。2024 年，公司筹资活动现金流入和流出分别同比下降 24.44%和 24.54%，整体筹资活动现金流仍为净流出。2025 年 1—3 月，公司经营活动和筹资活动现金流大幅净流出，货币资金下降。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	3656.73	3211.29	2196.22	414.61
经营活动现金流出小计	3629.23	3172.16	2158.22	472.54
经营活动现金流量净额	27.50	39.12	38.00	-57.93
投资活动现金流入小计	191.66	152.73	196.88	41.89
投资活动现金流出小计	321.96	198.89	88.79	15.09
投资活动现金流量净额	-130.30	-46.16	108.09	26.80
筹资活动前现金流量净额	-102.80	-7.03	146.09	-31.13
筹资活动现金流入小计	1570.33	1036.16	782.91	130.32
筹资活动现金流出小计	1535.94	1404.29	1059.64	227.86
筹资活动现金流量净额	34.39	-368.13	-276.73	-97.54

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

2 偿债指标变化

2024 年，公司现金短期债务比大幅下降，且考虑到公司盈利能力仍可能持续承压，与 EBITDA 相关的长期偿债指标仍将面临一定压力；公司第一大股东对公司支持力度有所增强，有助于缓解公司流动性压力。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月底
短期偿债指标	流动比率	131.32%	139.97%	127.60%	130.34%
	速动比率	47.16%	54.58%	55.42%	56.67%
	经营现金/流动负债（倍）	0.26	0.48	0.53	--
	现金类资产/短期债务（倍）	2.13	1.60	0.56	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	666.14	437.30	-318.08	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.72	7.32	-11.36	--
	EBITDA/利息支出（倍）	5.53	3.07	-2.32	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

从短期偿债指标看，2024 年，公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比变化不大，现金短期债务比大幅下降。从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 为负。截至 2024 年底，公司所有者权益合计 3388.55 亿元，所有者权益规模较大，仍可抵御一定程度资产减值。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司及其子公司对外担保（不包括对子公司的担保）余额 18.43 亿元。截至 2024 年底，公司为客户的按揭贷款提供担保总额约 1371.20 亿元。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得主要合作银行授信额度 4703.95 亿元，其中尚未使用的授信余额 2344.76 亿元，尚未使用授信规模较大；公司作为 A 股和 H 股上市公司，融资渠道较为多元。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，流动性不佳，考虑到公司过往主要采用“总对总”的融资方式，债务较为集中于公司本部，而货币资金较多停留于子公司层面，需关注公司本部流动性管理情况。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 4957.48 亿元，较上年底下降 6.62%，。其中，流动资产 4241.00 亿元，非流动资产 716.48 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 99.76%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.94%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 9.11 亿元。截至 2024 年底，公司本部负债总额 3428.52 亿元，较上年底下降 4.79%。截至 2024 年底，公司本部全部债务 2242.01 亿元。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 59.45%。2024 年，公司本部营业总收入为 34.64 亿元，利润总额为-179.05 亿元。2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-128.41 亿元，投资活动现金流净额 23.83 亿元，筹资活动现金流净额-75.00 亿元。

（五）ESG 方面

公司将 ESG 融入公司业务实践，提升可持续发展管理，目前公司 ESG 综合表现较好。

公司坚持可持续发展理念，积极践行企业社会责任，致力于将绿色、低碳理念融入设计、建造、营运等全过程，打造资源节约型、环境友好型绿色人居，同时持续推动绿色供应链打造、倡导绿色租赁、积极探索碳中和社区构建等，依据《气候变化相关财务信息披露指南》（TCFD）开展气候变化风险分析，目前已制定近 50 项可持续发展目标，包括碳减排、减废、能源使用、客户、员工、供应商等多方面。截至 2024 年底，公司满足绿色建筑评价标准的面积累计超 3.35 亿平方米，新增满足绿色建筑评价标准的面积 699.7 万平方米。

七、外部支持

1 支持能力

公司第一大股东深铁集团承担着深圳市 95% 以上的轨道交通建设运营任务，一直保持高强度的基础设施投资建设，持续加密都市圈轨道交通网络建设。深铁集团全市城轨运营里程长期保持中国乃至全球城市第一阵营地位，线网建设密度、客运强度、智慧出行占比等指标位居中国内地城市第一。深铁集团城轨 TOD 指数连续四年位居行业第一。列车准点率、运行可靠度、设备可靠度、列车牵引能耗、员工培训、服务密度及安全等关键技术指标位居全球地铁行业前列。

2 支持可能性

自 2023 年底以来，深圳国资国企及深铁集团以市场化、法治化方式通过帮助公司处置流动性较低的不动产和长期股权投资、参与印力消费基础设施 REIT 认购、支持公司完成深圳湾超级总部基地项目转让、受让公司所持有的红树湾物业开发项目投资收益权等手段对公司给予支持，并积极协调各类金融资源，助力公司开展融资。2025 年 1 月 27 日，为有效化解风险，切实保护购房人、债权人、投资人的利益，董事会决定充实公司经营管理力量，利用大股东深铁集团在内的各方资源优势，进一步聚焦主业，加快融资模式转型，更好推动万科稳健经营和可持续发展。与此同时，广东省、深圳市及有关部门、金融机构也密集发声，支持万科稳健发展。同时，深铁集团向公司提供股东借款用于公司偿还在公开市场发行的债券本息（截至 2025 年 5 月 15 日借款额度达 118.52 亿元）。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、债项条款及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 万科 04”“21 万科 06”“22 万科 02”“22 万科 03”“22 万科 04”“22 万科 05”“22 万科 06”“22 万科 07”“23 万科 01”“22 万科 GN001”“22 万科 GN002”“22 万科 GN003”“22 万科 MTN004”“22 万科 MTN005”“23 万科 MTN001”“23 万科 MTN002”“23 万科 MTN003”“23 万科 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司前十大股东明细（截至 2025 年 3 月底）

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	深圳市地铁集团有限公司	3242810791	27.18%
2	HKSCCNOMINEESLIMITED	2206354182	18.49%
3	中央汇金资产管理有限责任公司	185478200	1.55%
4	香港中央结算有限公司	162609791	1.36%
5	招商财富资管—招商银行—招商财富—招商银行—德赢 1 号专项资产管理计划	146255820	1.23%
6	中国证券金融股份有限公司	132669394	1.11%
7	中国工商银行股份有限公司—华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	111388927	0.93%
8	中国工商银行股份有限公司—南方中证全指房地产交易型开放式指数证券投资基金	84388289	0.71%
9	中国建设银行股份有限公司—易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	77798000	0.65%
10	中国工商银行股份有限公司—华夏沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	52816790	0.44%

资料来源：联合资信根据公司一季报整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 5 月 20 日）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

序号	名称	注册地	币种	注册资本（千元）	表决权
1	深圳市万科发展有限公司	深圳	人民币	600000	100%
2	广州万科企业有限公司	广州	人民币	5000000	100%
3	上海万科企业有限公司	上海	人民币	10000000	100%
4	北京万科企业有限公司	北京	人民币	2000000	100%
5	佛山市万科置业有限公司	佛山	人民币	60000	100%
6	东莞市万科房地产有限公司	东莞	人民币	300000	100%
7	珠海万科发展有限公司	珠海	人民币	10000	100%
8	厦门市万科企业有限公司	厦门	人民币	1200000	100%
9	福州市万科发展有限公司	福州	人民币	20000	100%
10	海南万科企业管理有限公司	海南	人民币	10000	100%

11	南京万科企业有限公司	南京	人民币	150000	100%
12	苏州万科企业有限公司	苏州	人民币	100000	100%
13	宁波万科企业有限公司	宁波	人民币	150000	100%
14	合肥万科企业有限公司	合肥	人民币	200000	100%
15	唐山万科房地产开发有限公司	唐山	人民币	200000	100%
16	天津万科房地产有限公司	天津	人民币	390000	100%
17	沈阳万科企业有限公司	沈阳	人民币	100000	100%
18	大连万科置业有限公司	大连	人民币	30000	100%
19	长春万科房地产开发有限公司	长春	人民币	50000	100%
20	烟台万科企业有限公司	烟台	人民币	30000	100%
21	太原万科企业有限公司	太原	人民币	100000	100%
22	青岛万科房地产有限公司	青岛	人民币	1000000	100%
23	万科 (成都) 企业有限公司	成都	人民币	500000	100%
24	武汉市万科房地产有限公司	武汉	人民币	150000	100%
25	万科 (重庆) 企业有限公司	重庆	人民币	100000	100%
26	西安万科企业有限公司	西安	人民币	20000	100%
27	贵阳万科房地产有限公司	贵阳	人民币	100000	100%
28	云南万科企业有限公司	昆明	人民币	40000	100%
29	万科 (新疆) 企业有限公司	乌鲁木齐	人民币	100000	100%
30	浙江浙南万科房地产有限公司	温州	人民币	1300000	100%
31	芜湖万科房地产有限公司	芜湖	人民币	60000	100%
32	扬州万科房地产有限公司	扬州	人民币	10000	100%
33	郑州万科企业有限公司	郑州	人民币	100000	100%
34	徐州万科企业有限公司	徐州	人民币	100000	100%
35	济南万科企业有限公司	济南	人民币	100000	100%
36	广西万科企业管理有限公司	南宁	人民币	10000	100%
37	常州万科企业有限公司	常州	人民币	20000	100%
38	兰州万科企业有限公司	兰州	人民币	100000	100%
39	石家庄万科企业有限公司	石家庄	人民币	50000	100%
40	中山万科企业有限公司	中山	人民币	100000	100%
41	长沙市万科企业有限公司	长沙	人民币	69000	100%
42	浙江万科南都房地产有限公司	杭州	人民币	3650000	100%
43	无锡万科企业有限公司	无锡	人民币	20000	100%
44	南通万科企业有限公司	南通	人民币	50000	100%
45	江西万科益达置业投资有限公司	南昌	人民币	100000	50%
46	嘉兴万科房地产开发有限公司	嘉兴	人民币	100000	100%
47	盐城万科房地产开发有限公司	盐城	人民币	20000	100%
48	哈尔滨万科企业有限公司	哈尔滨	人民币	100000	100%
49	包头万科房地产有限公司	包头	人民币	10000	100%
50	江门万科企业有限公司	江门	人民币	100000	100%
51	惠州市万科企业有限公司	惠州	人民币	20000	100%

52	临沂万科企业有限公司	临沂	人民币	100000	100%
53	Vanke Overseas Investment Holding Company Limited	开曼群岛	港币	7500	75%
54	万物云空间科技服务股份有限公司	深圳	人民币	1171565	56.91%
55	深圳市万科物业服务服务有限公司	深圳	人民币	50000	56.91%
56	广州市万科物业服务服务有限公司	广州	人民币	5000	56.91%
57	东莞市万科物业服务服务有限公司	东莞	人民币	5000	56.91%
58	佛山市万科物业服务服务有限公司	佛山	人民币	5000	56.91%
59	南京万科物业管理有限公司	南京	人民币	12000	56.91%
60	上海万科物业服务服务有限公司	上海	人民币	12260	56.91%
61	北京万科物业服务服务有限公司	北京	人民币	50000	56.91%
62	天津万科物业服务服务有限公司	天津	人民币	10000	56.91%
63	沈阳万科物业服务服务有限公司	沈阳	人民币	10000	56.91%
64	成都万科物业服务服务有限公司	成都	人民币	100000	56.91%
65	武汉市万科物业服务服务有限公司	武汉	人民币	12000	56.91%
66	长春万科物业服务服务有限公司	长春	人民币	20000	56.91%
67	深圳市万睿智能科技有限公司	深圳	人民币	100000	56.91%
68	CWVS Holding Limited	开曼群岛	美元	1	65%
69	上海阳光智博生活服务集团有限公司	上海	人民币	212500	56.91%
70	福建伯恩物业集团有限公司	福州	人民币	62100	56.91%
71	万科地产 (香港) 有限公司	香港	港币	6309217	100%
72	万科置业 (香港) 有限公司	香港	美元	490000	100%
73	万科置业地产 (香港) 有限公司	香港	美元	90000	100%
74	东莞市万科建筑技术研究有限公司	东莞	人民币	20000	100%
75	Vanke Holdings USA LLC	美国	美元	972501	100%
76	吉林省松花湖国际度假区开发有限公司	吉林	人民币	1100000	100%
77	万科物流发展有限公司	上海	人民币	35968000	75%
78	珠海市泊寓公寓管理有限公司	珠海	人民币	5000	100%
79	环山集团股份有限公司	青岛	人民币	144981	100%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1372.32	998.35	883.58	755.49
应收账款（亿元）	75.05	72.94	81.11	91.85
其他应收款（亿元）	2726.95	2548.40	2214.25	2183.54
存货（亿元）	9070.57	7016.96	5190.09	4993.07
长期股权投资（亿元）	1295.12	1305.63	1155.69	1114.99
固定资产（亿元）	164.20	192.33	206.11	200.80
在建工程（亿元）	18.50	29.20	15.39	14.44
资产总额（亿元）	17578.05	15048.50	12862.60	12440.39
实收资本（亿元）	116.31	119.31	119.31	119.31
少数股东权益（亿元）	1623.11	1521.49	1361.88	1332.46
所有者权益（亿元）	4056.37	4029.34	3388.55	3299.74
短期债务（亿元）	645.17	624.16	1582.78	/
长期债务（亿元）	2495.89	2576.35	2029.99	/
全部债务（亿元）	3141.06	3200.52	3612.77	/
营业总收入（亿元）	5038.38	4657.39	3431.76	379.95
营业成本（亿元）	4053.19	3947.84	3082.65	356.77
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	524.08	298.05	-471.87	-67.31
EBITDA（亿元）	666.14	437.30	-318.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3235.35	2966.49	2009.98	301.18
经营活动现金流入小计（亿元）	3656.73	3211.29	2196.22	414.61
经营活动现金流量净额（亿元）	27.50	39.12	38.00	-57.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-130.30	-46.16	108.09	26.80
筹资活动现金流量净额（亿元）	34.39	-368.13	-276.73	-97.54
财务指标				
销售债权周转次数（次）	82.04	62.88	44.48	--
存货周转次数（次）	0.41	0.49	0.51	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.29	0.25	--
现金收入比（%）	64.21	63.69	58.57	79.27
营业利润率（%）	14.71	11.24	4.82	0.90
总资本收益率（%）	5.91	3.50	-6.01	--
净资产收益率（%）	9.27	5.08	-14.37	--
长期债务资本化比率（%）	38.09	39.00	37.46	/
全部债务资本化比率（%）	43.64	44.27	51.60	/
资产负债率（%）	76.92	73.22	73.66	73.48
流动比率（%）	131.32	139.97	127.60	130.34
速动比率（%）	47.16	54.58	55.42	56.67
经营现金流动负债比（%）	0.26	0.48	0.53	--
现金短期债务比（倍）	2.13	1.60	0.56	/
EBITDA 利息倍数（倍）	5.53	3.07	-2.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.72	7.32	-11.36	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 短期债务包括短期借款、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息；长期债务包括长期借款、应付债券；利息支出剔除租赁负债的利息支出；3. 公司 2025 年一季度数据未经审计；4. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	445.43	183.97	9.11	8.68
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	4328.67	4381.58	4230.76	4231.09
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	639.10	699.28	708.92	707.59
固定资产（亿元）	0.23	0.17	0.14	0.14
在建工程（亿元）	8.55	9.64	0.00	0.00
资产总额（亿元）	5457.23	5308.94	4957.48	4954.92
实收资本（亿元）	116.31	119.31	119.31	119.31
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	1599.75	1708.01	1528.96	1550.07
短期债务（亿元）	459.94	453.08	1246.15	/
长期债务（亿元）	1680.73	1603.28	995.86	/
全部债务（亿元）	2140.67	2056.36	2242.01	/
营业总收入（亿元）	26.15	28.78	34.64	2.70
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	145.71	154.25	-179.05	21.11
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1868.56	1673.42	805.22	112.97
经营活动现金流量净额（亿元）	-199.61	-36.52	-128.41	55.89
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.93	1.03	23.83	0.08
筹资活动现金流量净额（亿元）	144.98	-225.90	-75.00	-59.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	97.89	98.96	98.46	99.92
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	9.11	9.03	-11.71	--
长期债务资本化比率（%）	51.23	48.42	39.44	/
全部债务资本化比率（%）	57.23	54.63	59.45	/
资产负债率（%）	70.69	67.83	69.16	68.72
流动比率（%）	219.36	228.60	174.34	184.69
速动比率（%）	219.36	228.60	174.34	184.69
经营现金流动负债比（%）	-9.17	-1.83	-5.28	--
现金短期债务比（倍）	0.97	0.41	0.01	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：“—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持