

8月30日，万科（000002.SZ/02202.HK）召开2021年中期业绩会。这个曾经浓眉大眼的大白马，在前一日交出了让市场跌破眼镜的成绩单。

数据显示，万科多个核心财务指标录得下滑，归母净利同比下滑11.68%，房地产开发及相关资产经营业务的整体毛利率由去年同期24.02%降至18%。

财务盘面出现增收不增利、毛利跌破20%的惨淡局面，属于万科近十年来少见的情况。

对于这份“超预期”的业绩，市场直接以暴跌超7个点作为回应，30日万科A全天成交量放大至33.46亿。截至收盘，万科A报19.43元/股，再度逼近19.1元的每股净资产。

若将之放置整个地产行业来看，万科目前的业绩表现，也是行业集体性困境的缩影。万科管理层也表示，全年毛利下降的压力还在，未来这两年还是有一定的下行压力。

从近年来最差报表来看，率先在业内振臂高呼“向管理要红利”的万科，还没有等到管理红利显现的时刻。本报告期内，万科销售费用、管理费用均不降反增，尤其销售费用同比增加了11.19亿元，处近年较高区间。同时，利润引擎区上海区域、中西部区域利润额较去年同期下降较多。

业绩会上，多次提及万科“是农民，老老实实地种地，不去预测天气，也没办法解读政策”的万科管理层，对于行业未来的认识显得清醒又克制。

万科董事、总裁兼首席执行官祝九胜表示，地产行业未来一定会回到平均的回报水平。精细化管理水平高、产品和服务好的企业，最有可能取得优于行业平均水平的利润回报。而万科作为一家战略导向清晰的企业，会坚定所选定的业务和赛道。

结算进度滞后

据万科半年报告显示，上半年，公司实现营业收入1671.11亿元，同比增长14.19%，但营业利润录得219.88亿元，同比下降17.23%，总利润220.81亿元，同比下滑16.52%；归母净利约110.47亿元，同比下滑11.68%；扣非后的归母净利约107.27亿元，同比下滑11.45%。扣税后，房地产开发及相关资产经营业务的整体毛利率由去年同期24.02%降至18%，未扣税整体毛利由去年同期31.80%降至22.90%。

回溯过往，万科本是资本市场喜爱的“白马股”，多个财务指标清一色下滑的局面，堪称近十年少有。

祝九胜称，增收不增利是三个方面的原因，第一是销售规模增长有限；第二是毛利率下降稍快；第三是转型业务的效果还没有真正体现出来。

他进一步解释到，这几年万科开发业务销售增速相对有限，上半年结算收入增长11.9%，属于行业较低水平。不过，万科的合同负债（预收账款）却录得了新高，达6942.28亿，较2020年末的6300亿进一步提升了近700亿。

第二是开发业务的利润率处于下降状态，近年来公司所销售的产品中，地价占售价比在不断地升高，从2017年到2020年，地价占售价之比涨了17个百分点，会逐步体现在以后的结算收入和结算利润上。基于这两点，万科销售增长对毛利下降的对冲是有限的，不足以对冲利润率的下滑。

就基本盘业务房地产开发来看，万科毛利率下滑的局面仍在延续。万科房地产开发业务上半年结算面积1115.4万平方米，同比增长6.2%，对应结算收入1443.3亿元，同比增长11.9%；结算均价12940.0元/平方米，比去年同期12285.7元/平方米增加654.3元；结算毛利率24.9%（扣除税金及附加后为19.6%）。

房地产开发及相关资产经营业务毛利率2020年上半年录得24.1%，同比下降4.2个百分点。万科财务负责人韩慧华当时就有解释称，2019年是行业结算毛利率的高点，后续整个行业毛利率下降是趋势，公司目前销售毛利率比上半年结转的毛利率更低。

回到地产行业来看，地产开发毛利下滑具有一定的共性。受地价上行、销售限价等影响，地产行业毛利率在2018年达到近年高点之后就逐年下行。华润置地（01109.HK）等多家房企近两年的业绩均有类似体现。

以华润置地为例，今年上半年，开发销售型业务的毛利率由去年同期的31.1%下降至27.1%。这也使得华润置地综合毛利率由去年同期的33.5%下行至31.3%。

万科执行副总裁、财务负责人韩慧华补充道，过去几年特别是2017年以来，地售比一直在上升，所以开发业务的毛利率会呈现一个下降的趋势。万科未来这两年还是有一定的毛利率的压力。

不过，半年报也有一些小惊喜。诸如，万物云今年上半年营收首度突破百亿大关，录得103.8亿元。万纬物流管理项目（含非并表项目）的营业收入13.4亿元，同比增幅高达64%。

同时，万科财务盘面有所优化，一季度末，万科已顺利回归“绿档”，截至上半年末，万科持有货币资金高达1952.2

亿元，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和 843.0 亿元。

销管成本不降反增

2021年于万科来说，是公司宣布进入管理红利时代的元年，也是巩固提升基本盘的最后一年。今年以来，万科成立OKR研究与推进小组，负责研究与推动OKR管理工具在集团内的应用落地。又如，万科将类似于科技地产、供应链管理等配套创新业务，交由专业团队，不断从华为等科技公司挖人，以进行具体业务决策的制定及执行，这也被认为是顺应组织重建以及事人匹配的需要。

万科这轮组织重建工作可以追溯到2018年。万科董事会主席郁亮彼时提出“白银时代”已经到来的判断，将“活下去”作为未来三年的战略底线，要求所有业务行为都要“收敛聚焦”。万科开始着手推进战略检讨、业务梳理、组织重建以及事人匹配。

不过，一轮操作之后，万科的管理成本并没有下降，反而出现了上涨的趋势。中报显示，税金及附加以及期间“三费”中的财务费用大幅下降，但销售费用报告期内不降反增，增加了11.19亿元；管理费用较去年同期增加了2.96亿元。

再细看万科今年中报所列的销售费用构成，其中品宣推广费约12.88亿元，同比增加约3亿元；销售代理费及佣金约16.86亿元，同比增加约4亿元；其他约13.30亿元，同比增加近4亿元。管理费用明细中，人工与行政成本、其他分别增加了近2亿元、7亿元。

对于数度提及“向管理要红利”的万科管理层来说，这似乎并不是投资者乐见的局面。

祝九胜对此回应称，万科是一个战略驱动的长期主义稳健型的公司，该变的得变，该坚守的我们也一定会坚守。“组织、战略、机制、文化、人”五位一体的变革，不是短期的，我们相信所做的每一步调试，所建的每一项能力，长期来看都将让公司，也让股东，让其它的利益相关方得到回报。长期的是靠自己的韧性，万科有这个韧性，愿意跟城市、跟客户同步发展，愿意解决城市和客户的真实问题和痛点，万科的组织重建也一直紧扣这个主题。

投资方面，上半年万科获取新项目95个，总规划建筑面积1,505.9万平方米，权益规划建筑面积1101.4万平方米。项目总地价1,126.3亿元，均价为7480元/平方米，权益地价总额约886.5亿元。

言及未来发展策略上，万科执行副总裁、首席运营官刘肖表示，“双集中”对市场

来说是新生事物，对大家都有挑战，实际上万科也处在适应和磨合的过程。政策的出发点是促进行业健康发展，对部分城市即将到来的第二轮集中供地，公司并没有对第二轮出让的热度去做一个详细的预测。但是可以确信的是，第二轮还是一如既往地去坚持稳健的投资策略，在行稳致远这个总的基调下“量入为出”。

至于万科未来的融资策略，审慎和稳健依然是主旋律。韩慧华提及，上半年万科的融资基本上是借新还旧，融资成本在之前4.59%的基础上进一步下降了约32BP，目前整体平均约4.27%。下半年，万科的融资安排也会在持续保持绿档，保持对融资总量的克制和控制，不断地优化融资结构，让公司的财务健康水平能够比过往更好，更审慎和稳健。