

新世界发展 (00017.HK) 深资历港商沉潜蓄势，双市场布局厚积薄发

2024年07月19日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

日期	2024/7/18
当前股价(港元)	7.890
一年最高最低(港元)	19.540/7.100
总市值(亿港元)	198.56
流通市值(亿港元)	198.56
总股本(亿股)	25.17
流通港股(亿股)	25.17
近3个月换手率(%)	18.47

● 深资历港商沉潜蓄势，双市场布局厚积薄发，给予“买入”评级

新世界发展是最早进入内地发展的港资房企之一，深耕大湾区及长三角核心城市，打造高品质住宅项目，同时开启以 K11 为中心的持有物业扩张。我们预计公司 2024-2026 财年归母净利润为 10.8、13.9、17.2 亿港元，对应 EPS 为 0.43、0.55、0.68 港元，当前股价对应 PE 为 18.3、14.3、11.6 倍。公司内地核心土储优质，中国香港土储有望农地转换释放价值，物业销售体系成熟利润率高，旗下 K11 品牌物业投资布局进入收成阶段，债务结构进一步优化，未来利润空间有保障，现金流稳定，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 销售强劲保障回款能力，土储优质蕴含稳固回报

公司在内地自 2019 财年以来销售额均超 150 亿元，2023 年下半年在内地合同销售额 75.5 亿元，完成销售目标 50%；公司 2024 财年及以后来自大湾区和长三角的可售资源约 570 亿元，主要分布在深圳、广州和杭州等核心城市；截至 2023 年末，公司已在广州和深圳投资 8 个城市更新项目，可售面积达 200 万方，可售资源总额约 800-1000 亿元。公司在中国香港新界持有 1634.2 万平方米待更改用途的农地储备，其中约 90% 位于北部都会区范围，已引入华润置地、招商蛇口等优质央企进行合作，有望通过农地转化行动持续释放农地的潜在价值。

● 投资物业布局稳健，消费回暖表现“复苏+”

公司投资物业有望叠加两地市场复苏展现出超预期收益，2024 上半财年公司物业投资在内地和中国香港收入同比分别增长 3.6% 和 17.0%。投资物业板块中，公司预计在 2024 财年及以后，将于北京、深圳、杭州等地开业 38 个 K11 项目，共计约 297 万方，深圳太子湾 K11 ECOAST 旗舰项目预计将于 2024 年底开业。

● 负债结构持续优化，人民币贷款比重增加

2024 年 1 月至 6 月 24 日，公司已完成合计约 350 亿港元的贷款安排及债务偿还，同时提高人民币贷款所占比重，坚持其资金管理策略以降低融资利率、延长债务期限，并规避汇率及利率波动相关风险，财务管理能力稳健。

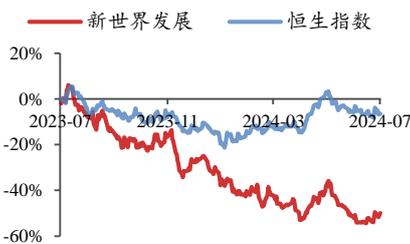
● 风险提示：消费复苏不及预期、农地转换进度不及预期、融资环境变动风险。

财务摘要和估值指标

指标	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万港元)	68,213	95,214	38,082	36,641	37,261
YOY(%)	(0.0)	39.6	(60.0)	(3.8)	1.7
净利润(百万港元)	1,249	901	1,084	1,391	1,717
YOY(%)	6.6	(27.9)	20.3	28.3	23.4
毛利率(%)	26.7	22.5	35.4	40.7	45.4
净利率(%)	6.3	4.3	11.4	14.1	16.5
ROE(%)	0.6	0.4	0.5	0.9	1.1
EPS(摊薄/港元)	0.50	0.36	0.43	0.55	0.68
P/E(倍)	15.9	22.0	18.3	14.3	11.6
P/B(倍)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、深资历港商沉潜蓄势，双市场布局厚积薄发.....	4
1.1、股权结构清晰，郑氏家族实际控制.....	4
1.2、出售资产聚焦主业，道路和保险业务终止.....	6
2、内地销售强劲保障回款能力，城市更新成果颇丰.....	7
2.1、销售数据同比下降，现金回款能力优秀.....	7
2.2、内地土储分部优质，城市更新进展迅速.....	8
3、中国香港楼市回暖，北部都会区土储充裕.....	12
3.1、政策优化下楼市回暖，将稳步推出多个项目.....	12
3.2、北部都会区储备农地丰厚，潜在价值较大.....	13
4、投资物业布局稳健，消费回暖表现“复苏+”.....	15
4.1、旅游复苏叠加商圈文化，物业投资中国香港市场创新高.....	15
4.2、内地投资物业稳中有进，K11购物中心多点开花.....	17
5、业绩增长稳健，负债结构持续优化.....	20
5.1、业绩有所增长，利润来源稳固强劲.....	20
5.2、资本运营开支双降，资产处置优化负债.....	21
5.3、积极探索战略机会，释放价值提升回报.....	23
6、盈利预测与投资建议.....	23
7、风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1：公司自创立以来逐步发展为以品质著称的龙头企业.....	4
图 2：新世界发展股权结构清晰，股东实力雄厚.....	5
图 3：公司 2024 上半财年营收同比下降 57.4%.....	6
图 4：公司主业为物业开发和建筑施工.....	6
图 5：新创建集团 FY2020-FY2023 在公司主要收入占比超 40%.....	7
图 6：公司 2021 财年以来在内地物业销售金额下降.....	7
图 7：公司在内地物业销售均价较高.....	7
图 8：公司 2024 上半财年内地物业开发收入同比下降.....	8
图 9：公司深耕城市 2024 年以来购房政策整体宽松.....	9
图 10：广州新世界·天馥项目周边商办配套优质.....	10
图 11：深圳龙岗 188 工业园区项目是地铁上盖项目.....	11
图 12：深圳西丽新围工业区项目单元规划草案通过审议.....	11
图 13：公司在中国香港合同销售金额波动较大.....	12
图 14：公司 2024 上半财年结转物业发展收入有所下降.....	12
图 15：截至 2023 年末公司在中国香港有三个住宅项目待售.....	13
图 16：截至 2023 年末公司在中国香港土储充裕.....	13
图 17：中国香港农地转换政策有望释放公司土储潜在价值.....	14
图 18：中国香港农地转换政策预计大幅提升公司土地储备面积.....	15
图 19：公司 2024 上半财年中国香港投资物业收入同比增长 17.0%.....	16
图 20：中国香港 K11 系列通过“文化商圈”的商业模式，展现出强劲的销售表现.....	16

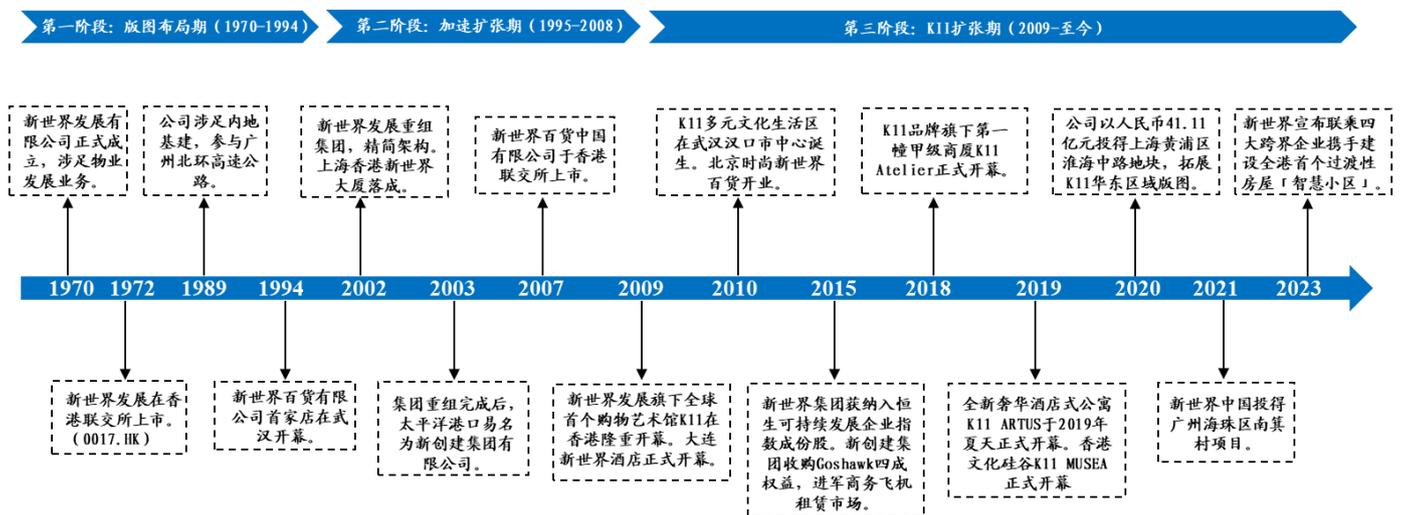
图 21: Victoria Dockside 包含商业、写字楼、公寓、酒店等业态	17
图 22: 公司 FY2024H1 内地物业投资业务收入同比增长 3.6%	17
图 23: 上海 K11 通过举行年度艺术节促进客流提升	18
图 24: 武汉 K11 是国内首个多元文化生活区	18
图 25: 公司 2024 财年及之后将在内地和中国香港新开业多个购物中心	19
图 26: 深圳 K11 项目涵盖商场、写字楼和文化零售空间等业态	20
图 27: 深圳 K11 项目覆盖陆海空三维交通网络	20
图 28: 2024 上半财年公司分部业绩占比提升至 27.9%	21
图 29: 2024 上半财年公司 EBITDA 利润率提升至 22.8%	21
图 30: 2024 上半财年中国香港销售分部业绩占比提升明显	21
图 31: 2024 上半财年物业投资分部业绩占比保持相对稳定	21
图 32: 公司 2023 财年以来资本性开支明显降低	22
图 33: 公司出售非核心资产以提高回报	22
图 34: 公司 2026/2027 财年预期将净负债率降至 30%	22
图 35: 公司派息水平近四年保持相对稳定	23
表 1: 公司管理层年龄结构合理, 地产开发专业经验丰富	5
表 2: 公司 FY2024H1 在内地销售贡献主要来自于大湾区	8
表 3: 公司在内地销售贡献主要来自于大湾区和长三角 (截至 2023 年)	9
表 4: 公司在内地重点项目货值超 570 亿元	9
表 5: 公司积极引入优质合作方共同开发建设北部都会区	14
表 6: 公司在 2024 财年及以后预计将新开业 K11 购物广场 297 万方	18
表 7: 我们预测 2024 财年公司营业收入将有所下降 (亿港元)	24
表 8: 公司 2024 财年 PE 估值水平高于可比公司 PE 均值	24

1、深资历港商沉潜蓄势，双市场布局厚积薄发

新世界发展有限公司（以下简称“新世界发展”、“公司”）（股票代码 0017.HK）是一家主要从事物业发展的投资控股公司。公司成立于 1970 年，并于 1972 年在中国香港上市，为中国香港恒生指数成份股之一。公司主要业务包括物业发展、物业投资、酒店经营及其他策略性业务，目前在中国内地的发展项目遍布逾 21 个地区，主要深耕粤港澳大湾区。

公司战略方向清晰，公司从上世纪 70 年代创立，一步步走出中国香港，迈向全国，并在 1972 年于中国香港联交所上市。2007 年，公司旗下新世界百货中国有限公司上市。2009 年以来，公司旗下 K11 品牌布局购物中心、商业大厦、酒店式公寓等，开启以 K11 为中心的地产主业扩张。公司是最早进入内地的港企之一，秉持“创造共享价值”的企业精神，践行高质量发展之路，深耕大湾区及长三角核心城市，打造高品质项目。

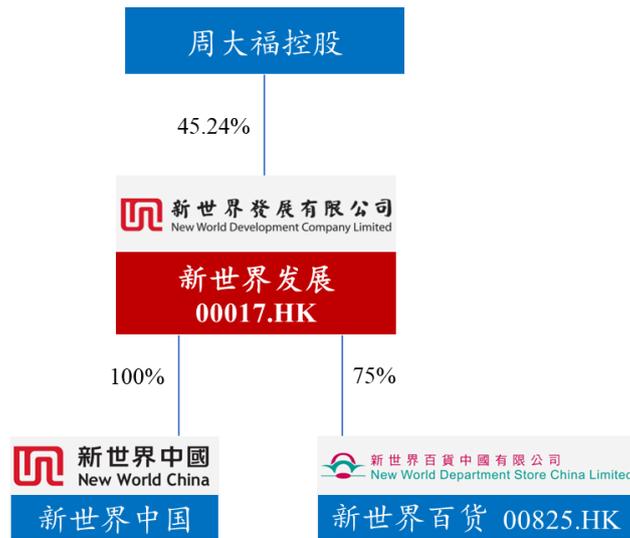
图1：公司自创立以来逐步发展为以品质著称的龙头企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、股权结构清晰，郑氏家族实际控制

公司股权结构清晰，是周大福企业直接控股、郑氏家族实际控制的家族企业。截至 2023 年 12 月 31 日，周大福控股为公司最大股东，股权占比达 45.24%。公司旗下拥有新世界百货中国有限公司，并全资拥有新世界中国地产有限公司。

图2：新世界发展股权结构清晰，股东实力雄厚


资料来源：公司公告、公司 FY2024H1 推介报告、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

郑氏家族占据核心管理层。公司目前董事会主席郑家纯先生，博士学历，在公司任职 50 余年，为新世界集团第二代掌门；公司执行副主席兼行政总裁郑志刚，为郑家纯之子，新时代集团第三代接班人，其开发了 K11 系列品牌，目前成为公司重要的业务板块。同时公司不断培养家族外管理人员，为公司发展带来新动能。

表1：公司管理层年龄结构合理，地产开发专业经验丰富

姓名	职位	简介
郑家纯	董事会主席、执行董事	郑家纯先生现任公司董事会主席及行政总裁。郑先生 1972 年 10 月出任公司董事，1989 年任董事总经理及由 2012 年 3 月起出任主席，现任新创建集团及周大福珠宝集团主席兼执行董事，以及丰盛生活服务及有线宽频通讯主席兼非执行董事。
杜惠恺	非执行副主席	杜惠恺先生于 2013 年 7 月出任公司副主席兼非执行董事。杜先生为上海实业城市开发集团独立非执行董事及丰盛生活服务主席兼非执行董事，该等公司均为中国香港上市公众公司。
郑志刚	执行副主席兼行政总裁	郑志刚先生于 2007 年 3 月出任本公司执行董事，2017 年 3 月改任为执行副主席兼总经理，并于 2020 年 5 月改任为执行副主席兼行政总裁。郑先生为公司董事会辖下执行委员会成员及可持续发展委员会主席，现任新创建集团执行董事、新世界百货中国主席兼非执行董事、周大福珠宝集团有限公司执行董事。
郑志雯	执行董事	郑志雯女士自 2012 年 3 月出任本公司执行董事，为本公司董事会辖下执行委员会成员，监管集团酒店业务部，为新世界中国地产有限公司及本集团若干附属公司董事。
薛南海	执行董事	薛南海先生自 2018 年 6 月出任公司执行董事。薛先生为公司董事会辖下执行委员会及可持续发展委员会成员，于 2011 年 2 月加入集团并出任公司中国香港项目主管，现为项目部门高级总监、新世界中国地产设计顾问及为集团若干附属公司董事。
黄少媚	执行董事	黄少媚女士自 2020 年 5 月出任公司执行董事，为本公司董事会辖下执行委员会成员，于 2015 年 10 月加入集团出任新世界中国地产副行政总裁，并于 2020 年 2 月擢升为新世界中国地产董事兼行政总裁，拥有超过 20 年房地产经验，长期担任内地城市大型基础建设、城市规划及城市更新的顾问工作。
赵慧娴	执行董事	赵慧娴女士自 2020 年 5 月出任本公司执行董事，为公司董事会辖下执行委员会成员，为中国香港上市公司新世界百货中国非执行董事。赵女士于 2004 年加入集团，现为公司人力资源高级总监。

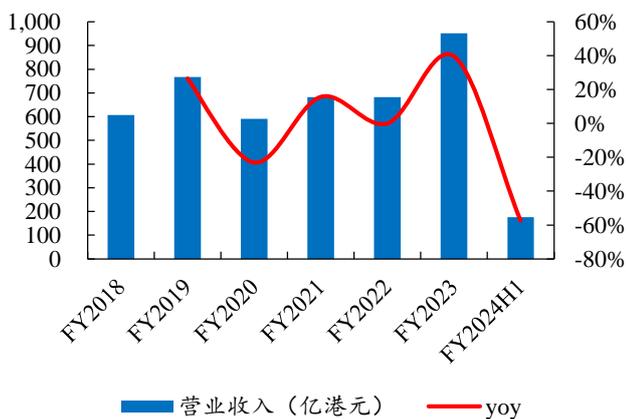
姓名	职位	简介
马绍祥	执行董事	马绍祥先生自 2022 年 7 月出任本公司执行董事，于 2018 年 7 月加入集团出任中国香港上市公众公司新创建集团执行董事，负责监督新创建集团整体策略性发展及业务营运，亦为集团若干附属公司的董事。于中国香港特别行政区政府工作前，马先生曾为艾奕康有限公司的亚太区土木及基础设施的执行副总裁。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、出售资产聚焦主业，道路和保险业务终止

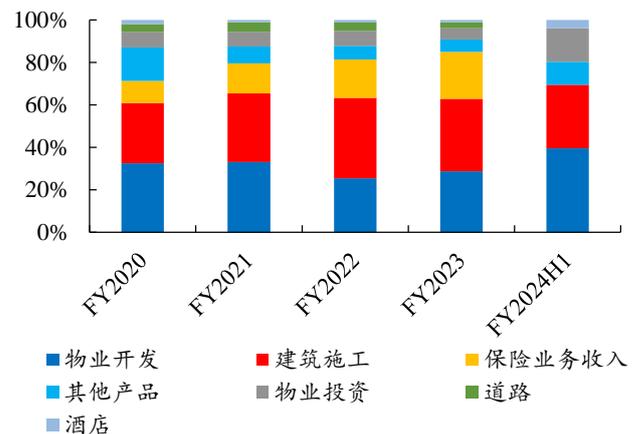
公司主营业务为住宅开发和持有物业运营，2023 财年（2022 年 7 月 1 日-2023 年 6 月 30 日，下同）公司实现营业收入 952.1 亿港元，同比增长 39.6%；2024 上半财年（2023 年 7 月 1 日-2023 年 12 月 31 日，下同）公司实现营收 176.0 亿港元，同比下降 57.4%，主要由于公司于 2023 年下半年出售新创建集团股份，剥离了道路、保险和大部分施工业务。从收入构成看，2024 上半财年物业开发、建筑施工、物业投资和酒店业务收入占比分别为 39.5%、29.9%、15.7%、4.0%。

图3：公司 2024 上半财年营收同比下降 57.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司主业为物业开发和建筑施工



数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2023 年 6 月末，公司持有新创建集团股份 40.62%，为新创建集团的实控人。新创建集团的核心业务为道路、建筑及保险业务，定位为公司的“多元化上市旗舰”，过往公司向九鼎投资买入富通保险，向“龙光系”收购高速公司资产，均是通过新创建集团开展。新创建集团 2023 财年主营收入达 452.1 亿元，占公司整体收入比例为 47.5%。

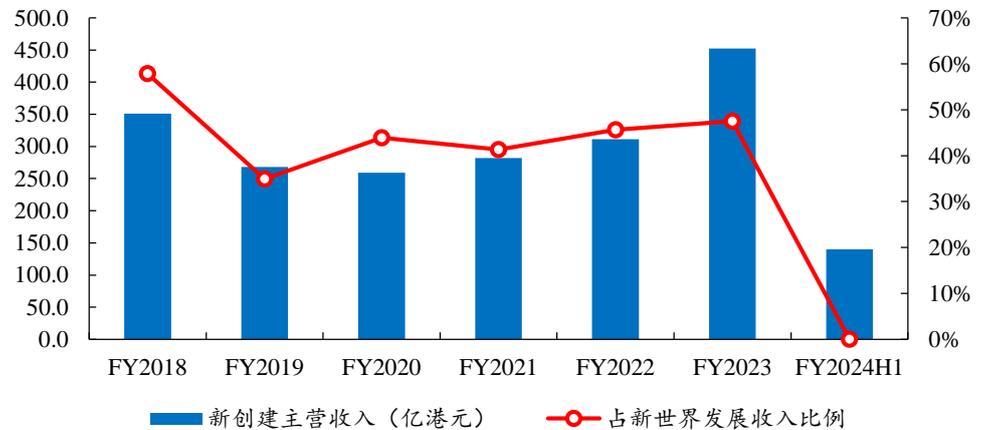
2023 年 6 月 23 日，周大福企业、新世界发展、新创建集团联合公告，周大福企业全资附属公司拟以 9.15 港元/股私有化新创建集团。公告披露，公司因股权出售事项所得款总额将为 217.82 亿港元，将拿出其中 40 亿港元派付特别股息。

2024 年 3 月 1 日，公司公告将向华懋出售荃湾愉景新城商场及停车场全部权益，总现金代价为 40.2 亿港元，计划继续出售非核心资产，以加快资金回笼，发展核心业务。

公司在 2024 上半财年业绩会上表示，将根据市场状况调整其非核心资产的全年销售目标，从原先的 60 亿港元上调至 80 亿港元，以加快资金回笼。我们认为出售

非核心资产是公司压降负债去杠杆、专注主业发展的需要，能进一步优化资产架构，提高运营效率，提高财务灵活性。

图5：新创建集团 FY2020-FY2023 在公司主要收入占比超 40%



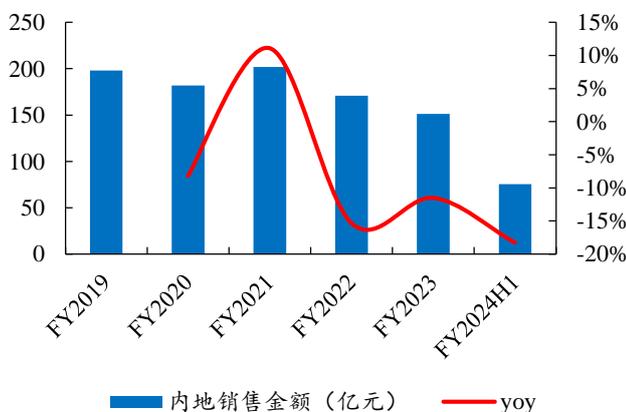
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、内地销售强劲保障回款能力，城市更新成果颇丰

2.1、销售数据同比下降，现金回款能力优秀

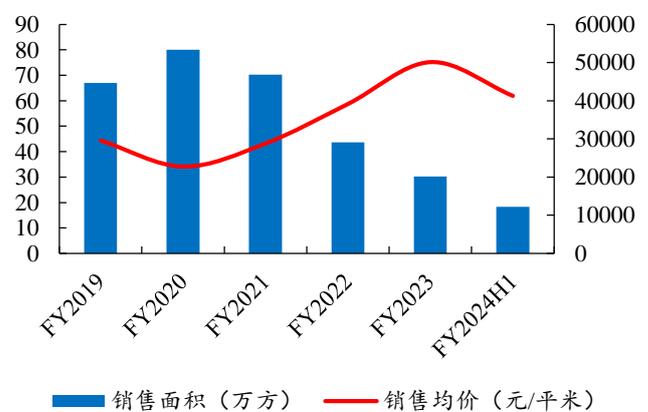
内地物业销售情况稳健，大湾区布局强势。公司在内地主要布局大湾区和长三角核心城市，项目定位高质，产品口碑良好，近年来销售额总体稳定，2019 财年以来销售额均超 150 亿元。2023 财年，公司在内地合同销售金额 151.3 亿元，同比下降 11.5%；2024 上半财年，公司在内地合同销售额 75.5 亿元，同比下降 18.3%，完成 2024 财年 150 亿元销售目标的 50%；合同销售面积 18.3 万方，销售均价超 41000 元/平米。

图6：公司 2021 财年以来在内地物业销售金额下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司在内地物业销售均价较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从销售区域贡献来看，2024 上半财年以大湾区为首的南部地区贡献最大，热销

项目主要有广州耀胜新世界广场·耀胜尊府、上海天汇玺、沈阳悦景·新世界等，其中广州耀胜尊府截至2023年末已售40亿元，是长隆万博第一个住宅和商办并进、全业态封顶的项目；沈阳悦景·新世界2023年销售额14亿元，缔造了超6000组客户到访热潮，稳居沈阳商品住宅销售金额第一位。

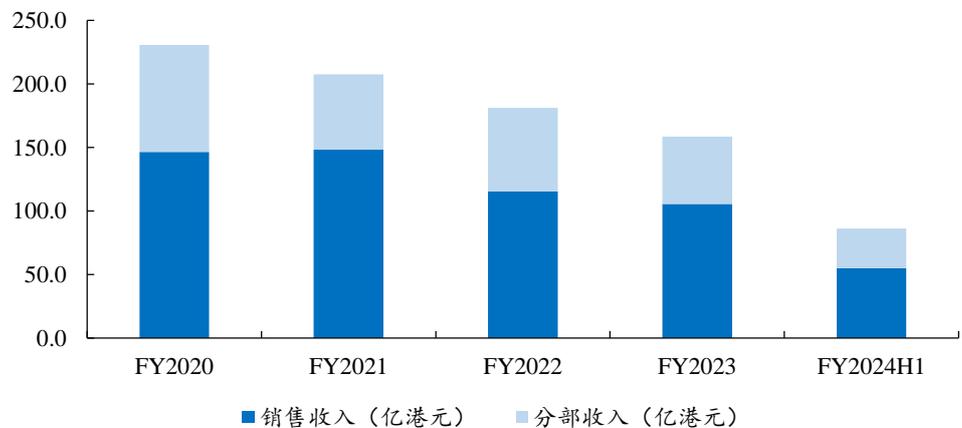
表2：公司 FY2024H1 在内地销售贡献主要来自于大湾区

地区	面积 (万平方米)	金额 (亿元)
南部地区 (含大湾区)	9.99	50.6
东部地区 (含长三角)	1.17	11.04
中部地区	0.33	0.21
北部地区	1.29	1.81
东北部地区	5.55	11.84
总计	18.33	75.5

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从内地结转收入来看，2024 上半财年物业开发营业收入 54.95 亿港元，同比下降 4.2%，分部业绩 31.36 亿港元。结转收入主要来自于广州岭南新世界、沈阳新世界花园、广州逸彩庭园等住宅项目。截至 2023 年末，内地未入账之物业合同销售当中约 98 亿元将于 2024 下半财政年度入账，约 34 亿元将于 2025 财政年度入账。

图8：公司 2024 上半财年内地物业开发收入同比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、内地土储分部优质，城市更新进展迅速

截至 2023 年末，公司在内地土储分布区域优质，不含车库总土储建面 435.0 万方，其中住宅 229.8 万方，占比 52.8%；其中位于广州、深圳、佛山、武汉、上海、宁波、杭州、北京及沈阳等城市的核心土储建面 366.2 万方，占比 84%，位于大湾区及长三角地区其的住宅建面为 173.9 万方，占比 64%。

表3：公司在内地销售贡献主要来自于大湾区和长三角（截至 2023 年）

地区	总楼面面积 (万方, 不含车库)	住宅楼面面积 (万方)
南部地区 (即大湾区)	166.7	106.6
东部地区 (即长三角地区)	73.1	20.0
中部地区	70.7	35.0
北部地区	58.2	25.4
东北部地区	66.4	42.8
总计	435.0	229.8
其中, 核心项目	366.2	173.9

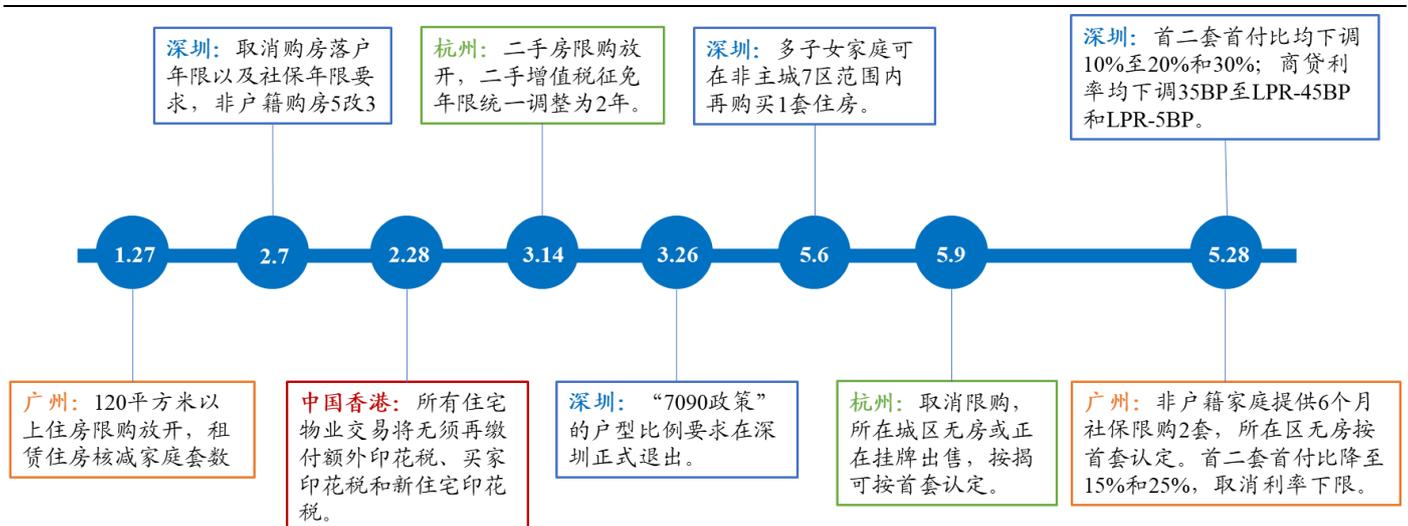
数据来源：公司公告、开源证券研究所

从可售货值来看，公司 2024 财年及以后来自大湾区和长三角的可售资源约 570 亿元，主要分布在深圳、广州和杭州等城市。公司深耕城市 2024 年以来购房政策整体宽松，中国香港撤销“辣招”（防楼市过热强力限制举措），杭州限购取消，广州和深圳下调了购房首付比和房贷利率下限，同时深圳取消了购房社保年限要求，广州非户籍仅需 6 个月即可购房。购房政策优化有利于促进公司项目去化，为销售业绩提供保障。

表4：公司在内地重点项目货值超 570 亿元

城市	重点项目名称	预售时间	可售货值 (亿元)
深圳	深圳龙岗区 188	2025 财年	210
深圳	深圳光侨	2026 财年	50
深圳	深圳西丽	2026 财年	50
广州	广州汉溪	2023 财年	90
广州	广州新世界·天馥	2024 财年	125
杭州	新世界·城市艺术中心	2024 财年	50

数据来源：公司 FY2023 推介报告、开源证券研究所

图9：公司深耕城市 2024 年以来购房政策整体宽松


资料来源：各城市住建部、中国房地产报等、开源证券研究所

公司在内地城市更新进展迅速，截至 2023 年末，已在内地投资 8 个城市更新项目，全部位于广州和深圳两个一线城市，总楼面面积约 270 万方，可售面积达 200 万方，可售资源总额保守估计达 800 至 1000 亿元。其中广州新世界·天馥项目已于 2024 年一季度入市，深圳龙岗区的 188 工业区的更新项目已经动工，预期于 2025 财年进行销售，深圳西丽新围工业区项目和光明光侨食品厂项目也已进入全面开发阶段。

(1) 广州新世界·天馥项目

公司于 2018 年启动荔湾白鹅潭超大旧改项目，项目位于白鹅潭 CBD，占地 204 万方，接近 0.6 个珠江新城，暨凯旋新世界之后，在中心四区再造超百亿规模标杆项目，是公司深耕大湾区的又一城市更新代表作。广州新世界·天馥项目与 2024 年 3 月 29 日开盘，8 小时内劲销 192 套，整体去化良好。

图10：广州新世界·天馥项目周边商办配套优质



资料来源：广州楼市发布公众号

(2) 深圳市龙岗区 188 项目

公司于 2021 年 9 月收购深圳龙岗区 188 工业区项目，2022 年 12 月取得所有批准后展开建筑工程。项目为地铁上盖项目，整盘住宅加商业总楼面面积 62.8 万方，共分 6 个地块开发，由 11 栋 43-50F 商品房、1 栋 49 层安居房、1 栋 46 层公租房、3 栋办公楼组成，另外配建 1 所 18 班幼儿园和 1 所九年制 36 班学校，可售货值 210

亿元。

图11: 深圳龙岗 188 工业园区项目是地铁上盖项目

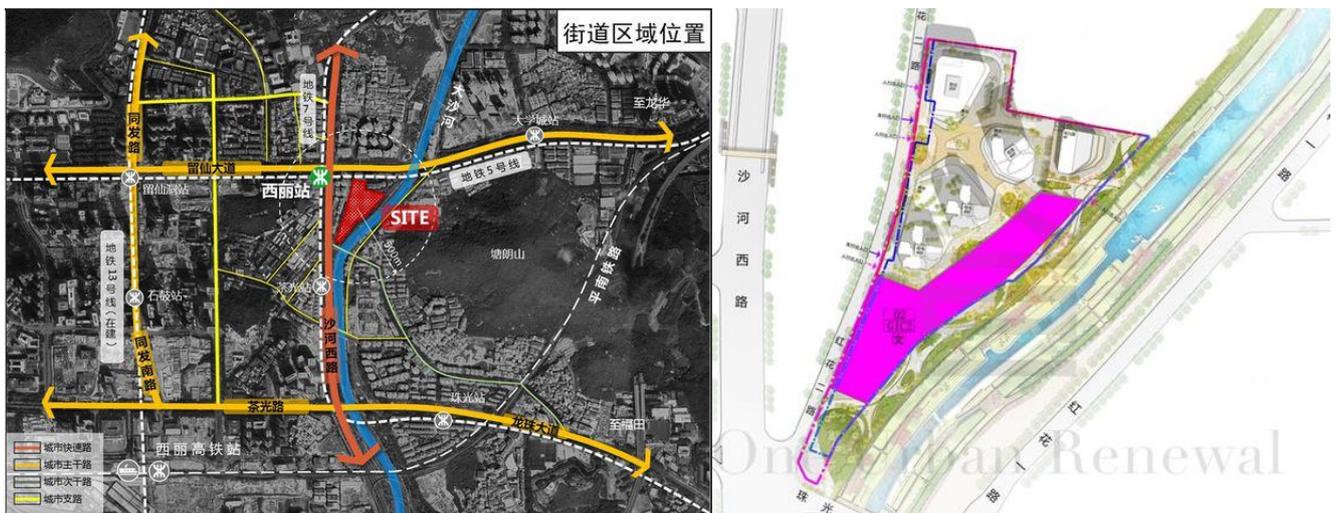


资料来源: 公司 FY2024H1 推介报告

(3) 深圳西丽新围工业区项目

2020 年 12 月, 深圳南山区更新整备局发布西丽北路新围工业区城市更新单元计划(草案)的公示, 拟拆除范围用地面积为 30482 平方米, 拟更新方向为商业、二类居住等功能, 项目由新世界中国操盘。项目规划计容建面约 14.9 万方, 其中住宅 6.5 万方 (含保障性住房 1.1 万方), 商业、办公及旅馆业建筑 7.5 万方, 预估可售货值约 50 亿元。

图12: 深圳西丽新围工业区项目单元规划草案通过审议



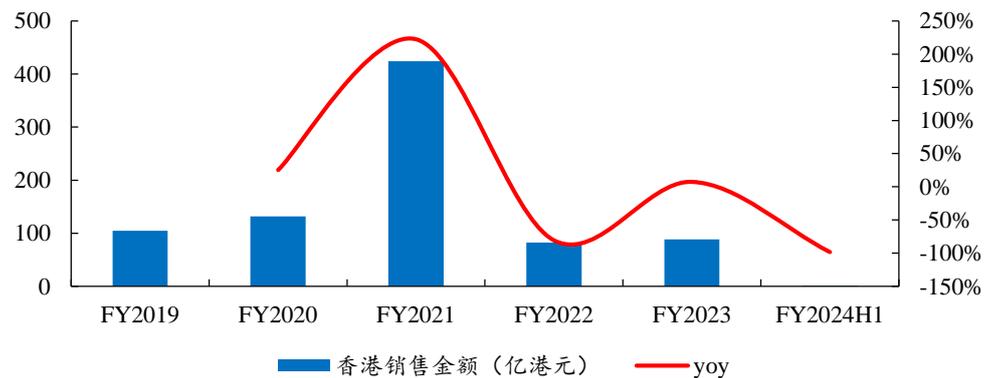
资料来源: 合一城市更新网易号

3、中国香港楼市回暖，北部都会区土储充裕

3.1、政策优化下楼市回暖，将稳步推出多个项目

2023年下半年中国香港楼市在高息环境下成交疲弱，2024上半财年一手住宅楼宇买卖合同数量同比下跌20%，合约金额同比下降9%。公司合约销售金额和项目预售周期相关度高，整体起伏较大，2023财年合同销售金额88.6亿港元，同比增长8%；2024上半财年公司得益于住宅项目天沱及南商金融创新中心项目销售，合约销售金额为1.43亿港元，同比降幅较大。

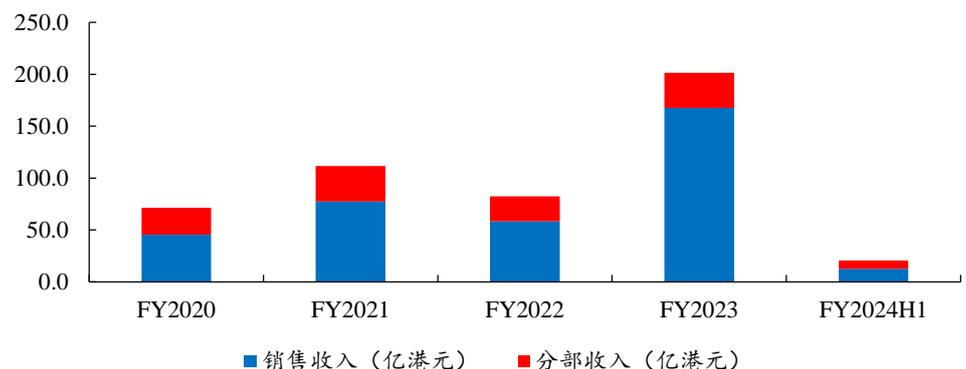
图13：公司在中国香港合同销售金额波动较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从结算收入端来看，2023财年公司结转了大部分2021年集中销售的项目，物业发展收入达167.5亿港元；2024上半财年公司物业发展收入为12.46亿港元，主要来自傲沱及名铸。

图14：公司2024上半财年结转物业发展收入有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024年3月，由王新兴集团开发，公司作为策略性合作伙伴的九龙湾住宅项目“Uptown East 泰峯”首轮推售合共336伙单位，超额认购逾19.5倍，并于销售首日沽出255伙，占可售单位约76%。项目作为中国香港楼市撤辣后首个开价全新市

区楼盘，整体去化表现优秀，证明全面撤辣对于楼市交易活力有明显提升作用。公司在中国香港于2024年6月推出柏蔚森项目，共1305伙单位，其中一期291伙单位，将打造森林浴概念；2024年下半年有望推出17.8万平方呎的皇都戏院项目及55.8万平方呎的黄竹坑5期项目，整体可售资源充足。

图15：截至2023年末公司在中国香港有三个住宅项目待售



资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

3.2、北部都会区储备农地丰厚，潜在价值较大

截至2023年末，公司在中国香港持有可作即时发展的土储为800万平方呎，其中物业发展土储面积323.4万平方呎。

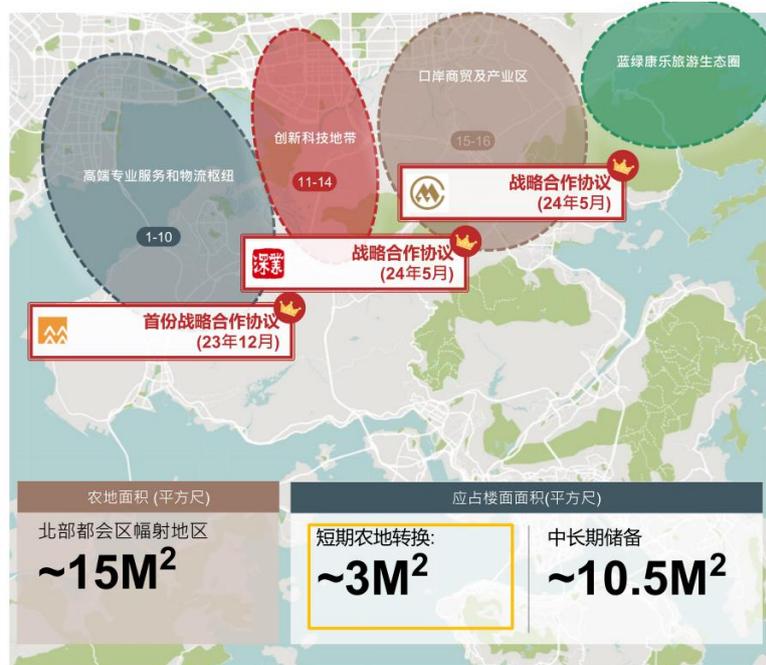
图16：截至2023年末公司在中国香港土储充裕



资料来源：公司公告、公司 FY2024H1 推介报告、开源证券研究所

公司在新界持有 1634.2 万平方呎待更改用途的农地储备，其中约 90% 位于北部都会区范围，有望通过农地转化行动持续释放农地的潜在价值，应付中国香港的房屋需求。中国香港政府自 2021 年大力推动北部都会区建设，积极推动《北部都会区发展策略》，长远来看北部都会区有望成为中国香港未来发展的新引擎。

图17：中国香港农地转换政策有望释放公司土储潜在价值



资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

公司积极引入优质合作方共同开发建设北部都会区，自 2023 年底以来，分别于华润置地、招商蛇口及深业集团等央国企签署战略合作协议，联手发展北都区内房地产综合项目，已经确认供应住宅套数 3800 套。

表5：公司积极引入优质合作方共同开发建设北部都会区

日期	企业	项目区域	占地面积 (万平方呎)	建筑面积 (万平方呎)	供应套数 (套)	协议内容
2023/12/27	华润置地	元朗南	15	72	1800	签订全港首个《北部都会区项目合作协议》，联手发展北部都会区内住宅项目，约 1800 套住宅预计 2024 年动工，提早布局建构一个集优质生活、新兴产业及文化休闲于一体的新核心商业区，配合高端专业服务和物流枢纽产业发展。
2024/5/7	招商蛇口	粉岭北	15	100	2000	签订《北部都会区粉岭北项目合作协议》，将联手发展粉岭北新发展区目前最大型的商住项目，料提供不少于 2000 伙住宅单位，预计 2025 年初动工，配合口岸商圈及新兴产业基地等发展，可与新田科技城创科产业发挥协同效应。
2024/5/10	深业集团					签署战略合作协议，双方将以各自的资源优势及丰富的发展经验，共同研究及开发北部都会区内的创科及其他房地产综合项目。

资料来源：新世界发展投资者关系公众号、开源证券研究所

图18：中国香港农地转换政策预计大幅提升公司土地储备面积

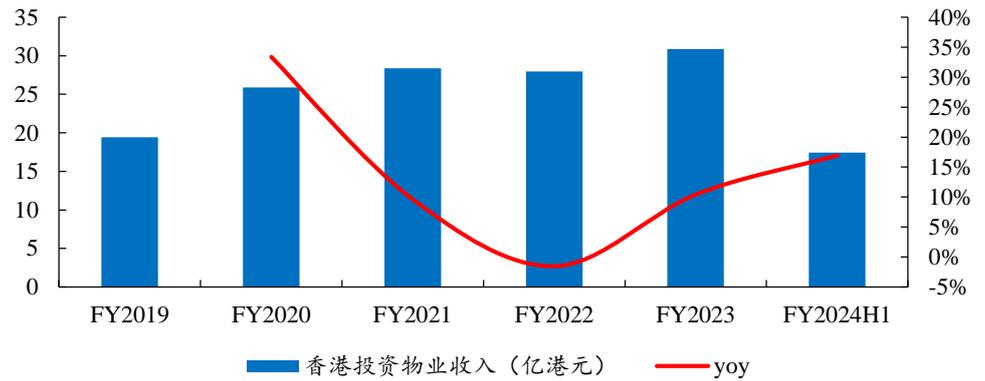
1. 高端专业服务和物流枢纽					截至2023年12月
农地	进度	建议地积比	应占总楼面面积 (平方米)	总计应占总楼面面积 (平方米)	
元朗龙田村四期	①	短期农地转换：土地转换	5.0	280,000	约800万 ²
元朗龙田村二期	②	短期农地转换：土地转换	5.0	441,000	
榄口村	③	短期农地转换：土地转换	3.5	530,000	
流浮山	④	中长期储备	3.0	661,000	
唐人新村 4	⑤	中长期储备	3.6	743,000	
恒香	⑥	中长期储备	6.0	240,000	
永宁村	⑦	中长期储备 (似有部分)	6.0	859,000	
唐人新村(山头)(地盘A)	⑧	中长期储备	3.6	1,597,000	
唐人新村(山头)(地盘B)	⑨	中长期储备	3.6	1,417,000	
龙田5	⑩	中长期储备	6.0	366,000	
2. 创新科技地带					
农地	进度	建议地积比	应占总楼面面积 (平方米)	总计应占总楼面面积 (平方米)	
元朗锦田七星岗	⑪	短期农地转换：土地转换	0.4	67,000	约400万 ²
牛潭尾	⑫	中长期储备	5	1,090,000	
练板村	⑬	中长期储备	1.5	1,418,000	
荣基村	⑭	中长期储备	0.4 → 1.5	1,051,000	+275% - 城规会于 2023 年 11 月 10 日批准该区的改划用途申请 - 邻近凹头站(于 2023 年 10 月刊宪的北环线)- 将兴建的单位数目: ~2,000
3. 口岸商贸及产业区					
农地	进度	建议地积比	应占总楼面面积 (平方米)	总计应占总楼面面积 (平方米)	
粉岭马路路阳	⑮	短期农地转换：土地转换	7.2	559,000	约100万 ²
粉岭马原埔	⑯	短期农地转换：土地转换	7.2	132,000	
总计					3倍 现有物业发展土地储备 ~1,350万 ²

资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

4、投资物业布局稳健，消费回暖表现“复苏+”

4.1、旅游复苏叠加商圈文化，物业投资中国香港市场创新高

随着中国香港市场旅游业持续复苏，公司在物业投资方面获得出色表现。2024 上半财年公司中国香港物业投资收入为 17.45 亿港元，同比增长 17.0%。分部业绩增长主要得益于位于九龙尖沙咀的 K11 MUSEA 人文购物艺术馆和 K11 Art Mall 购物艺术馆的运营效率提升及租用率改善，整体销售表现及客流量有所增长。

图19：公司 2024 上半财年中国香港投资物业收入同比增长 17.0%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

以 K11 为代表“文化商圈”商业模式带动下，K11 MUSEA 和 K11 Art Mall 的整体销售表现远超疫情前，创历史新高。在 2023 财年期间，K11 MUSEA 和 K11 Art Mall 两个商场均实现了显著的高出租率。K11 MUSEA 展现出了强劲的销售增长，其 2023 财年和 2024 上半财年销售额同比分别增长 39% 和 41%，这一增长主要归因于奢侈品的高消费、受欢迎的餐饮选择以及文化娱乐活动的吸引力，受惠于奢侈品消费、美容护理及文娱活动带动，2024 上半财年总客流量超过 1500 万人次，同比增长 39%。备受 Z 世代欢迎的 K11 Art Mall 销售额按年上升 29%，整体出租率近 100%，人流亦录得强劲增长，更于 12 月创下开幕以来的新高。中国香港 K11 独特的营销策略和一系列文化艺术活动的成功举办，有效地提升了商户组合的吸引力，并显著增加了客流量。

图20：中国香港 K11 系列通过“文化商圈”的商业模式，展现出强劲的销售表现


资料来源：K11 官网

K11 MUSEA 座落于 K11 文化艺术区 Victoria Dockside 中心地带。Victoria

Dockside 包括文化购物地标 K11 MUSEA、甲级写字楼 K11 ATELIER、寓馆 K11 ARTUS、星光大道及梳士巴利花园以及中国香港瑰丽酒店和瑰丽府邸。

图21: Victoria Dockside 包含商业、写字楼、公寓、酒店等业态

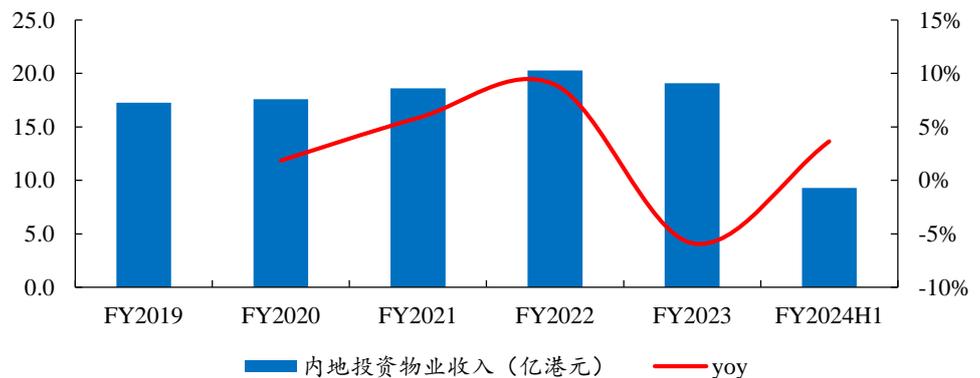


资料来源：金羊网

4.2、内地投资物业稳中有进，K11 购物中心多点开花

公司物业投资板块收入主要来源于百货商场和写字楼的租金收入，在内地主要包含上海、广州、武汉和沈阳的 K11 购物中心，以及控股子公司新世界百货运营的 15 间于中国内地以“新世界”命名的百货店、7 间于上海以“巴黎春天”命名的百货店及购物中心，公司连锁网络覆盖中国 12 个主要地点，包括北京、上海、武汉及沈阳等。2024 上半财年，公司内地物业投资业务实现 9.3 亿港元收入，同比增长 3.6%。公司于投资物业的布局展现出稳健的收益水平，向投资物业业务的倾斜有望叠加两地市场复苏展现出超预期收益。

图22: 公司 FY2024H1 内地物业投资业务收入同比增长 3.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

内地 K11 作为新兴的艺术中心，明显区别于传统商业中心，K11 以其特致的文化属性带来了人流的聚集。K11 商场普遍在商场落成前就以文化为中心进行了别具

匠心的设计，从最初的空间、流线、布局、外观、立面等方面设计都营造出极其独特的艺术氛围。整体的材质及选型等建筑物理空间方面的布置也都成为吸引人流的强力手段。

K11 一向鼎力支持艺术的可持续发展，以促进艺术与大众之间的联系为宗旨。除了策划多元的艺术活动外，K11 亦是艺术品收藏者，自 2009 年开幕以来已收藏逾 20 件本地及海外艺术名作。

以上海 K11 为例，项目是内地首个购物艺术中心，把艺术、人文、自然与商业完美结合，被认为是体验式购物中心的先锋之作，于 2013 年开业，位于淮海路黄金商圈，紧邻地铁一号线一大会址·黄陂南路，总建筑面积 11 万平方米，其中购物艺术中心 3.6 万平方米。据 K11 购物艺术中心公布的数据显示，在成立第一年就收回了投入，第二年营业额增长 3 倍，每个月客流量能稳定在 100 万人次以上。项目 B3 为占地 3000 平米的艺术空间，定期举办艺术展览，还可以参加艺术家开设的工作坊、艺术文化教育和儿童教育课程。

图23：上海 K11 通过举行年度艺术节促进客流提升



资料来源：公司公告

图24：武汉 K11 是国内首个多元文化生活区



资料来源：K11 官网

2023 财年，上海 K11 在年度艺术节及消费复苏带动下，活动展览门票收入和客流均有大幅增长，商场出租率也快速回升至 91%。2024 上半财年，上海 K11 持续以文化驱动为核心，联动潮流媒体合作开展各类商业活动，以引发销售交叉效应，其中美术馆特别推出了三个展览国庆通票，2023 年中秋国庆双节以新鲜的打卡体验推动销售同比增长 20%。

K11 已在内地多点布局主要城市并有序扩张，进入收成阶段。目前在除上海、武汉、天津、广州、沈阳 5 个城市的 11 个项目已经投入运营外，北京、深圳、杭州、无锡、厦门、湖州等地已有 36 个项目，预计将在 2024 财年及以后逐渐落成和开幕。

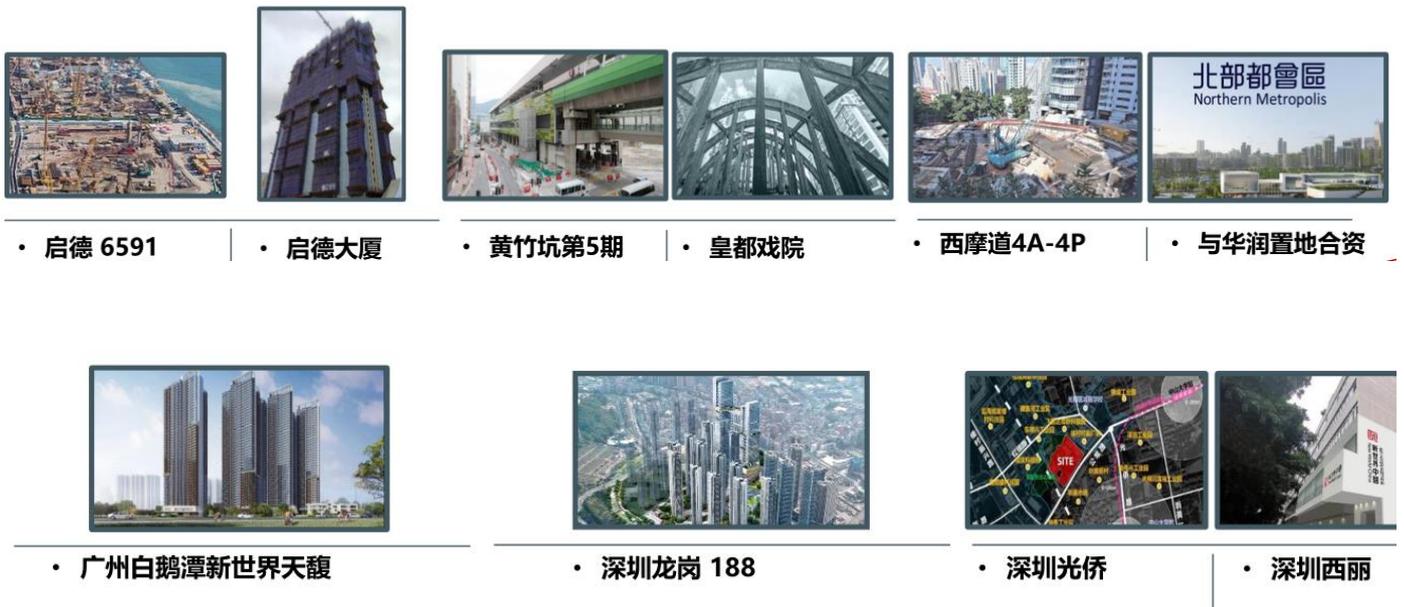
表6：公司在 2024 财年及以后预计将新开业 K11 购物广场 297 万方

年限	地点	类型	建筑面积 (平方米)
2024 财年	深圳（前海）	K11 ATELIER	100,000
	深圳（前海）	零售	27,000
2025 财年	中国香港启德体育园	零售	65,000

年限	地点	类型	建筑面积 (平方米)
2026 财年及以后	中国香港 11 SKIES	零售	298,000
	深圳 (太子湾)	K11 ECOAST	193,000
	深圳 (太子湾)	K11 ATELIER	25,000
	深圳 (太子湾)	文化零售空间	9,000
	广州 (汉溪)	K11 Select	81,000
	北京 K11	K11	52,000
	杭州	K11	83,000
	杭州	K11 ATELIER	50,000
	杭州	K11 ARTUS	27,000
	杭州	艺术文化空间	6,000
	上海淮海中路	K11	53,000
	上海淮海中路	K11 ATELIER	40,000
	上海金桥	K11 Select (轻资产)	106,000
	厦门五缘湾	K11 Select (轻资产)	95,000
	无锡国际会议中心	K11 Select (轻资产)	80,000
武汉 (周大福)	K11 (轻资产)	93,000	
湖州	K11 Select (轻资产)	77,000	

资料来源：公司 FY2024H1 推介报告、开源证券研究所

图25：公司 2024 财年及之后将在内地和中国香港新开业多个购物中心



资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

公司在深圳太子湾片区打造了内地首个 K11 旗舰项目 K11 ECOAST，项目总面积 22.8 万方，预计将于 2024 年底开业，一小时生活圈覆盖近 3000 万人口。K11

ECOAST 项目涵盖 K11 购物艺术中心、K11 HACC 多用途艺术展览空间、K11 ATELIER 办公楼及 Promenade 海滨长廊等。

图26：深圳 K11 项目涵盖商场、写字楼和文化零售空间等业态



资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

图27：深圳 K11 项目覆盖陆海空三维交通网络



资料来源：公司 FY2023 推介报告

5、业绩增长稳健，负债结构持续优化

在近年市场热度有所波动的情形之下，公司业绩仍旧持续给出了优异的表现。在成本方面，公司资本运营成本双双下降，在负债结构方面，得益于资产处置的策略调整，公司负债结构有望持续优化。

5.1、业绩有所增长，利润来源稳固强劲

2024 上半财年，在剥离新创建集团业务后，公司分部业绩（扣除净财务成本、税项、知识产权公允价值变动、未分配公司费用、主要项目及其他非现金/额外项目的其他收益前的盈利）为 47.6 亿港元，分部业绩占收入比例由 2023 财年 15.3% 提升至 27.9%；核心溢利 48.7 亿港元，同比增长 12.4%；除税前溢利 38.9 亿港元，EBITDA 利润率由 2023 财年 10.6% 增长至 22.8%；股东应占溢利为 5.02 亿港元，若不计入出售新创建集团有限公司相关的一次性非现金费用，则主要由中国香港及内地的物业

发展收入减少所影响。在剥离非核心业务后，公司专注主业经营，核心经营能力进一步提升。

图28：2024 上半财年公司分部业绩占比提升至 27.9%

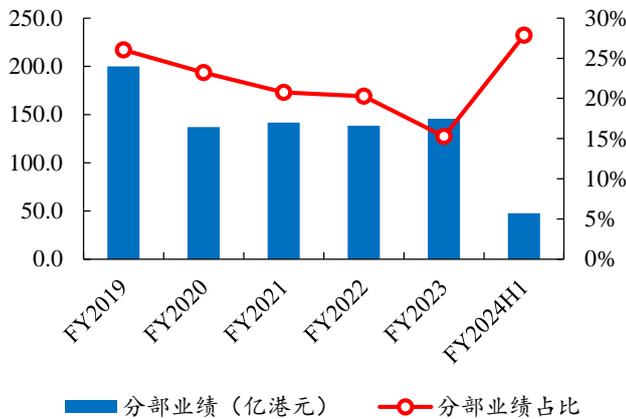
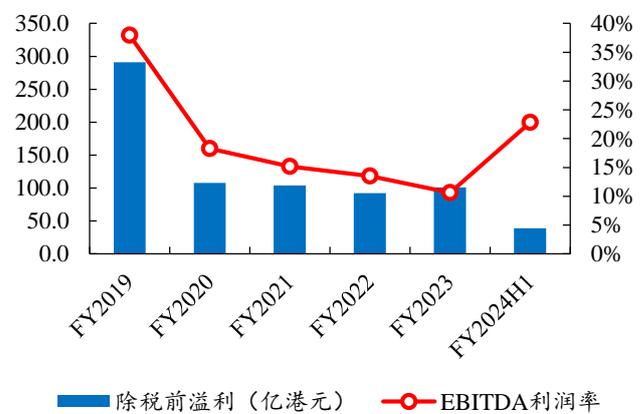


图29：2024 上半财年公司 EBITDA 利润率提升至 22.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

物业销售分部业绩占比提升，物业投资分部业绩占比稳定。从两大核心主业的分部业绩占比来看，2024 上半财年内地和中国香港物业销售分部业绩占比分别为 57.1% 和 65.6%，分别较 2023 财年提升了 6.7 和 45.3 个百分点，中国香港分部业绩占比波动幅度主要受结转结构影响，2023 财年结转规模较小；内地和中国香港物业投资分部业绩占比分别为 48.9% 和 74.4%，分别较 2023 财年提升了 0.1 个 1.1 个百分点，中国香港物业投资收益提升主要由于 K11 MUSEA 运营效率提升。

图30：2024 上半财年中国香港销售分部业绩占比提升明显

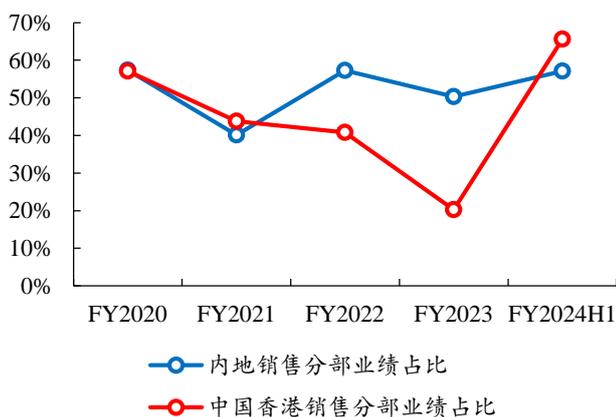
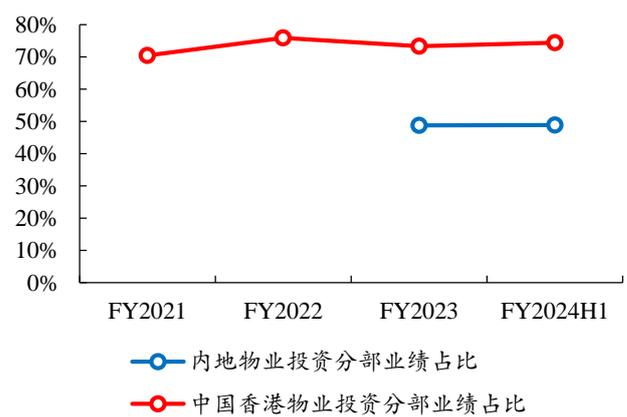


图31：2024 上半财年物业投资分部业绩占比保持相对稳定



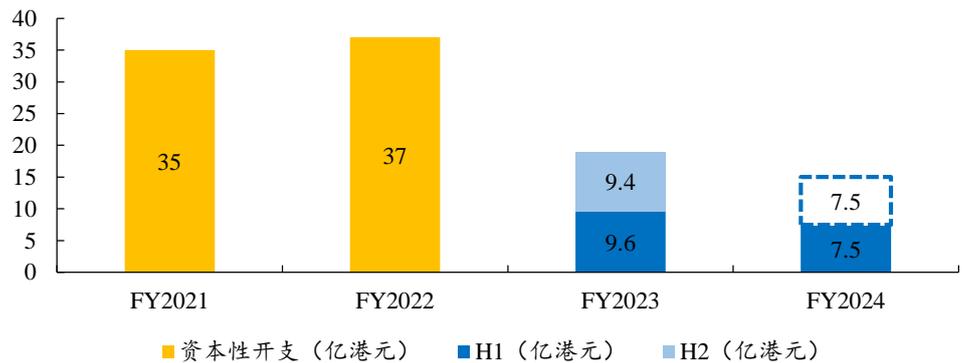
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、资本运营开支双降，资产处置优化负债

公司实施降本增效效果明显。公司严控资本开支，资本开支逐年降低，2023 财年实际资本化开支仅 19.0 亿港元；2024 上半财年资本化开支 7.5 亿港元，2024 上半财年整体开支预算同比下降 21%。伴随 K11 SKIES 和 K11 ECOAST 等大型项目进入收尾阶段，预计公司在 2024 财年及以后得资本支持也将持续减少。

图32：公司 2023 财年以来资本性开支明显降低



数据来源：公司 FY2024H1 推介报告、开源证券研究所

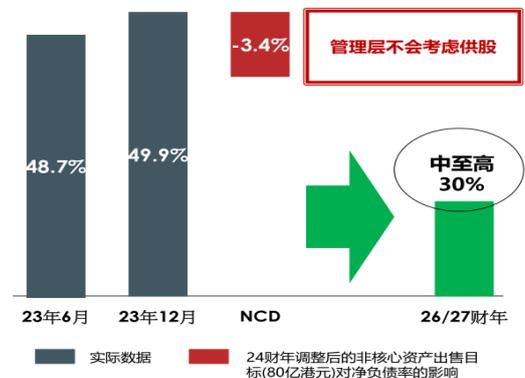
公司通过出售非核心资产+其他资产优化投资组合并提高回报，同时加速去杠杆。公司自 2019 财年起一直积极出售非核心资产以回笼资本，大股东周大福集团的要约提供了更灵活的时机和磋商机会以出售非核心资产，出售新创建已于 2023 年 11 月顺利完成，2024 财年出售目标由 60 亿港元增至 80 亿港元。公司出售低 IRR 业务以回笼资金提高汇报，出售少数股权项目以优化公司架构并缩小控股公司折让，公司债务结构得到改善，截至 2023 年 12 月末，公司净负债率达 49.9%。

图33：公司出售非核心资产以提高回报



资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

图34：公司 2026/2027 财年预期将净负债率降至 30%



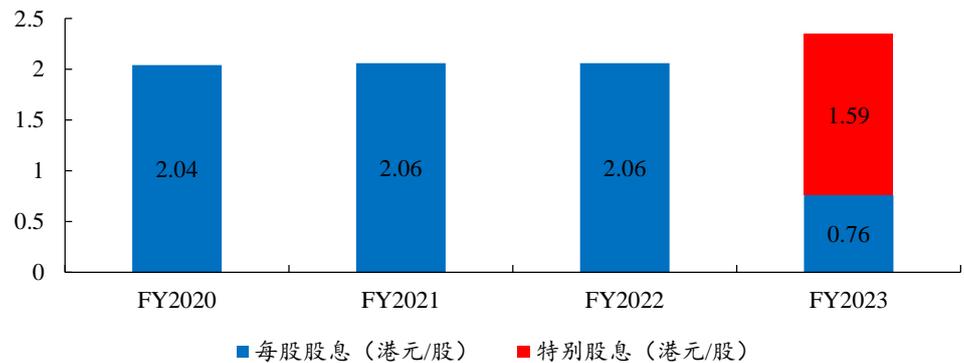
资料来源：公司 FY2024H1 推介报告

2024 年 1 月至 6 月 24 日，公司已完成合计约 350 亿港元的贷款安排及债务偿还，同时提高人民币贷款所占比重，包括新获人民币 20 亿元境内 15 年期经营贷款(固定利率为 3.0%)，以及人民币 6 亿元境内 10 年期经营贷款(固定利率为 2.9%)。在波动市况下，公司坚持其资金管理策略以降低融资利率、延长债务期限，并规避汇率及利率波动相关风险，公司财务管理能力稳健，金融机构对公司发展支持充分。

5.3、积极探索战略机会，释放价值提升回报

公司从企业内部行动积极探索战略发展机会。通过企业行动释放各个业务部门的价值，并加强集团公司各自的战略重点，通过缩小控股公司折价，实现股东回报最大化。同时公司派息保持稳定，2023 财年派发基本股息 0.76 港元/股、特别股息 1.59 港元/股，致力于为股东创造价值。

图35：公司派息水平近四年保持相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

剥离新创建集团业务后，公司核心主业为物业开发和物业投资，我们将公司业务分成五大板块进行盈利预测。公司分部业绩为扣除净财务成本、税项、知识产权公允价值变动、未分配公司费用、主要项目及其他非现金/额外项目的其他收益前的盈利，我们将分部业绩/收入近似作为公司毛利率。

物业开发：公司 2021-2023 财年在内地销售额分别为 202、171、151 亿元人民币，在中国香港销售额分别为 424、82、89 亿港元，可结转货值充裕，2021 财年-2024 上半财年物业开发分部业绩/收入分别为 41.4%、51.7%、31.9%、58.6%，均值为 45.9%。由于 2021-2023 财年销售额有所下降，我们预计公司 2024-2026 财年结转规模也将有所下降，收入增速分别为-26%、-5%、-5%；同时由于内地销售市场下行，公司结转毛利率或将承压下降，预计公司 2024-2026 财年毛利率分别为 46%、44%、42%。

物业投资：公司 2024 财年 K11 MUSEA 项目运营效率持续提升，且 2024 财年及以后将有近 300 万方购物广场实现开业，2023 财年-2024 上半财年物业投资分部业绩/收入分别为 63.9%、65.6%。我们预计公司物业投资板块 2024-2026 财年收入增速分别为 20%、40%、40%，毛利率稳中有升，分别为 67%、70%、73%。

建筑施工：剥离新创建集团后，公司建筑施工业务预计将大幅减少，同时毛利率有所改善，2024 财年完成收尾合同后，根据 2024 上半财年情况，建筑施工分部业绩/收入为-1.8%，由此我们预计 2024-2026 财年公司建筑施工业务收入增速分别为-80%、-40%、-40%，毛利率分别为-1%、3%、5%。

酒店及其他业务：受全球旅游限制等因素影响，公司 2023 财年酒店运营和其他板块分部业绩/收入分别为-21%和-24%，消除相关影响后，酒店业务收入有望逐年提升，毛利率有望扭亏并逐年提升。我们认为其他业务在公司剥离非核心业务、聚焦

主业的情况下，收入或将逐渐减少，毛利率有望逐渐扭亏。

表7：我们预测 2024 财年公司营业收入将有所下降（亿港元）

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	952.1	380.8	366.4	372.6
同比	39.6%	-60.0%	-3.8%	1.7%
物业开发	273.1	201.4	191.4	181.8
物业投资	50.0	59.9	83.9	117.5
建筑施工	325.5	66.4	39.8	23.9
酒店	10.9	14.2	16.3	17.9
其他产品	55.5	38.9	35.0	31.5
毛利率	22.5%	35.4%	40.7%	45.4%
物业开发		46%	44%	42%
物业投资		67%	70%	73%
建筑施工		-1%	3%	5%
酒店		5%	10%	15%
其他产品		5%	10%	10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司聚焦中国香港及内地包括物业发展、物业投资、酒店经营等业务，是最早进入内地发展的港资房企之一，我们选取同样开发与投资并重的新鸿基地产、恒基地产、太古地产和九龙仓集团，公司农地转换释放价值较高，2024 财年估值高于可比公司均值。公司深耕大湾区及长三角核心城市，打造高品质项目，同时开启以 K11 为中心的持有物业扩张。我们预计公司 2024-2026 财年归母净利润为 10.8、13.9、17.2 亿港元，对应 EPS 为 0.43、0.55、0.68 港元，当前股价对应 PE 为 18.3、14.3、11.6 倍。公司内地核心土储优质，中国香港土储有望农地转换释放价值，物业销售体系成熟利润率高，旗下 K11 品牌物业投资布局进入收成阶段，债务结构进一步优化，未来利润空间有保障，现金流稳定，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：公司 2024 财年 PE 估值水平高于可比公司 PE 均值

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿港元)	归母净利润 (亿港元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0016.HK	新鸿基地产	未评级	2,090.7	239.1	252.9	271.7	283.3	8.7	8.3	7.7	7.4
0004.HK	九龙仓集团	未评级	744.1	9.5	26.8	28.3	28.3	78.7	27.8	26.3	26.3
1972.HK	太古地产	未评级	779.2	26.4	58.0	57.0	59.0	29.5	13.4	13.7	13.2
0012.HK	恒基地产	未评级	1,108.7	92.6	106.8	123.3	129.7	12.0	10.4	9.0	8.5
								32.3	15.0	14.2	13.9
0017.HK	新世界发展	买入	198.6	9.0	10.8	13.9	17.2	22.0	18.3	14.3	11.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除新世界发展为开源证券研究所预测外，其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期；2、新鸿基地产和新世界发展为财年，财年区间为 7 月 1 日至次年 6 月 30 日；2、股价数据截至 2024 年 7 月 18 日。

7、风险提示

(1) 消费复苏不及预期：购物中心客流量及消费金额增长放缓，公司物业投资板块收入增长不及预期。

(2) 农地转换进度不及预期：公司在中国香港北部湾片区土地开发节奏放缓，项目开发周期拉长影响销售及现金回款节奏。

(3) 融资环境变动风险：汇率变动导致公司融资成本增加。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	193,168	172,398	151,259	121,459	153,309
现金	57,269	52,539	20,945	19,420	19,003
应收账款	24,752	18,200	29,013	27,490	27,331
存货	84,342	78,458	85,375	56,290	89,747
其他流动资产	26,805	23,201	15,926	18,259	17,227
非流动资产	442,716	444,085	478,383	432,437	396,177
固定资产及在建工程	42,729	31,416	34,557	38,013	41,814
无形资产及其他长期资产	399,987	412,670	443,825	394,424	354,363
资产总计	635,884	616,483	629,641	553,896	549,486
流动负债	172,813	179,257	172,933	175,968	179,352
短期借款	50,270	52,179	52,701	53,228	53,760
应付账款	10,962	10,392	5,196	5,715	6,287
其他流动负债	111,581	116,686	115,037	117,025	119,305
非流动负债	174,972	168,735	169,507	161,929	154,712
长期借款	143,039	138,223	139,605	132,625	125,994
其他非流动负债	31,933	30,512	29,902	29,304	28,718
负债合计	347,785	347,992	342,440	337,897	334,063
股本	682	683	751	826	908
储备	207,799	202,856	208,963	156,896	156,393
归母所有者权益	208,481	203,539	209,714	157,722	157,302
少数股东权益	74,739	72,439	77,487	58,276	58,121
负债和股东权益总计	635,884	616,483	629,641	553,896	549,486

现金流量表(百万港元)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	9,646	7,452	9,976	10,156	12,254
税前利润	10,366	9,214	10,096	10,326	11,979
折旧和摊销	3,850	3,366	4,040	4,847	5,817
营运资本变动	16,392	7,035	3,338	4,339	5,339
其他	(20,961)	(12,164)	(7,498)	(9,356)	(10,881)
投资活动现金流	3,042	(3,261)	(5,619)	(5,585)	(10,733)
资本开支	7,161	5,551	9,913	9,855	8,120
其他	(4,119)	(8,812)	(15,532)	(15,440)	(18,853)
融资活动现金流	(17,905)	(5,722)	(14,784)	(33,299)	106
股权融资	148	9	0	0	0
银行借款	63,348	69,002	66,322	67,649	109,766
其他	(81,401)	(74,733)	(81,106)	(100,948)	(109,659)
汇率变动对现金的影响	2,435	(1,735)	(2,605)	(2,865)	(3,152)
现金净增加额	(2,782)	(3,266)	(4,730)	(31,594)	(1,525)
期末现金总额	60,536	57,269	52,539	20,945	19,420

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	68,213	95,214	38,082	36,641	37,261
营业成本	49,967	73,764	24,601	21,714	20,346
营业费用	2,430	3,671	1,523	1,466	1,490
管理费用	1,318	1,030	487	535	559
其他收入/费用	(6,364)	(5,637)	(1,873)	(1,793)	(1,801)
营业利润	8,133	11,111	9,597	11,133	13,066
净财务收入/费用	259	(1,697)	114	293	373
其他利润	1,341	(2,712)	843	1,139	1,243
除税前利润	9,214	10,096	10,326	11,979	13,936
所得税	4,913	6,015	5,989	6,828	7,804
少数股东损益	3,053	3,180	3,253	3,760	4,415
归母净利润	1,249	901	1,084	1,391	1,717
EBITDA	8,955	11,794	10,211	11,686	13,563
扣非后净利润	8,030	5,791	6,970	8,940	11,037
EPS(港元)	0.50	0.36	0.43	0.55	0.68

主要财务比率	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力					
营业收入(%)	(0.0)	39.6	(60.0)	(3.8)	1.7
营业利润(%)	(4.6)	36.6	(13.6)	16.0	17.4
归属于母公司净利润(%)	6.6	(27.9)	20.3	28.3	23.4
获利能力					
毛利率(%)	26.7	22.5	35.4	40.7	45.4
净利率(%)	6.3	4.3	11.4	14.1	16.5
ROE(%)	0.6	0.4	0.5	0.9	1.1
ROIC(%)	2.5	1.8	2.1	3.6	4.5
偿债能力					
资产负债率(%)	54.7	56.4	54.4	61.0	60.8
净负债比率(%)	65.6	67.7	65.2	73.1	72.9
流动比率	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	22.7	29.2	11.2	10.2	9.9
应付账款周转率	5.8	8.9	2.8	2.8	2.8
存货周转率	0.8	1.2	0.5	0.5	0.5
每股指标(港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.36	0.43	0.55	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	3.0	4.0	4.0	4.9	5.4
每股净资产(最新摊薄)	82.8	80.9	83.3	62.7	62.5
估值比率					
P/E	15.9	22.0	18.3	14.3	11.6
P/B	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn