交银国际研究

公司更新

中国香港房地产	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 4.82	港元 6.94↓	+43.9%

2025 年 3 月 3 日

新世界发展 (17 HK)

2025 上半财年符合预期，后续关注运营效率提升及降负债情况

- **上半年业绩符合预期：**2025 上半财年收入同比轻微下降 1.6%至 167.9 亿港元，符合预期。但受毛利率下降影响，毛利同比下降 8%至 66.8 亿港元。扣除减值拨备、一次性及其他非现金影响，来自持续经营业务之核心盈利同比下降 17.6%至 44.2 亿港元，中期不派股息（2024 年：0.2 港元）。

- **新管理层有望提高运营效率，销售进展理想，上调内地销售目标。**在公司上半财年更换新管理层后，上半财年销售完成率高于预期。上半财年香港在柏蔚森项目带动下，公司已完成应占销售额约为 52 亿港元，加上近期皇都 STATE PAVILIA 的销售，我们估计总销售已达 85 亿港元（占其 2025 财年指引的 77%）。此外，公司在内地实现了 75 亿元人民币的合约销售额，并把内地全年销售指引从 110 亿元人民币上调至 140 亿元人民币。另外，租金收入大致保持平稳，同比微降 4.3%至 25.6 亿港元，但在成本控制得宜下，投资物业分部利润同比上升 0.2%至 18 亿港元。随着香港 11 Skies、深圳太子湾 K11 ECOST 以及其他投资物业于未来 2-3 年落成启用后，我们预期租金收入将在 2025-27 财年实现约 15-20 %的年增长率。

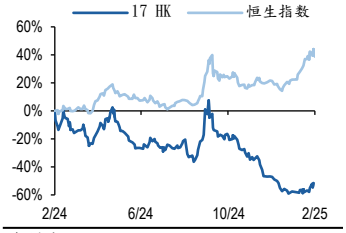
- **降负债为未来重点：**公司上半财年短期负债环比降低 51 亿港元，整体负债受控，虽然净负债大致持平，但净负债比率轻微上升 2.5 个百分点至 57.5%，主要是由于永续债回购、拨备及投资物业重估降低股东权益。展望 2025 年，公司将会持续透过加快销售、释放农地价值、加快出售非核心资产、降低资本开支及暂停派息，以加快现金流回正及降低负债。

- **维持买入，下调目标价至 6.94 港元：**我们相信公司约 0.07 倍的市净率（同行平均 0.3-0.4 倍）已充分反映市场对其负债之担忧，并可能在近期政府放宽楼市措施下获得重估。基于资产净值估算 85%折让，下调目标价至 6.94 港元，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	10.60
52周低位 (港元)	4.04
市值 (百万港元)	12,130.16
日均成交量 (百万)	53.47
年初至今变化 (%)	(6.59)
200天平均价 (港元)	6.46

资料来源: FactSet

谢骐聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万港元)	54,566	35,782	42,999	40,861	39,206
同比增长 (%)	-20.0	-34.4	20.2	-5.0	-4.1
核心利润 (百万港元)	2,620	1,377	1,191	1,493	1,723
核心每股盈利 (港元)	1.04	0.55	0.47	0.59	0.68
同比增长 (%)	-24.2	-47.5	-13.5	25.4	15.4
前EPS预测值 (港元)			0.65	0.72	0.79
调整幅度 (%)			-27.8	-17.4	-13.7
市盈率 (倍)	4.6	8.8	10.2	8.1	7.0
每股账面净值 (港元)	79.26	71.46	72.43	73.53	74.75
市账率 (倍)	0.06	0.07	0.07	0.07	0.06
股息率 (%)	48.8	4.1	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

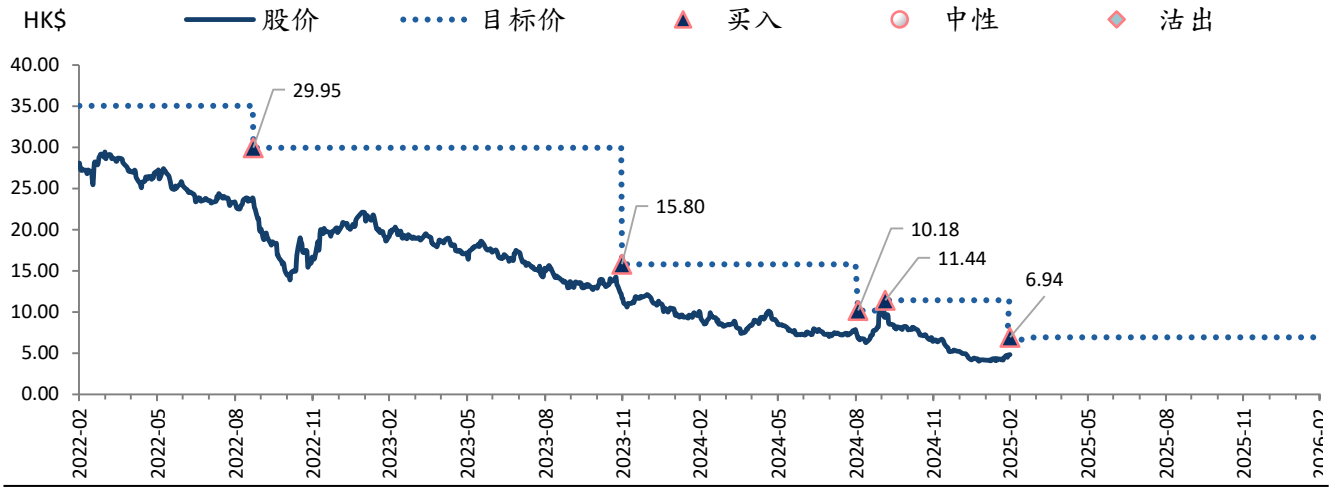
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

图表 1: 2025 上半财年业绩摘要

(百万港元)	2024 年中期	2025 年中期	同比 (%)
收入	**17,066**	**16,789**	(1.6)
房地产开发	6,742	8,378	24.3
房地产投资	2,674	2,559	(4.3)
基建	5,108	3,858	(24.5)
酒店运营	683	713	4.3
其他	1,859	1,281	(31.1)
销售成本	(9,808)	(10,114)	3.1
毛利润	**7,257**	**6,675**	**(8.0)**
销售及推销费用	(919)	(961)	4.5
行政费用	(2,036)	(1,845)	(9.4)
其他收入/(费用), 净额	534	(1,905)	n.a.
息税前利润	**4,837**	**1,964**	**(59.4)**
投资物业公平值(减少)/增加	892	(1,233)	n.a.
净利息费用	(1,866)	(2,238)	19.9
应占联营/合资公司利润	29	(2,216)	n.a.
税前利润	**3,892**	**(3,724)**	**n.a.**
税项	(2,349)	(1,977)	(15.8)
税后利润	**1,543**	**(5,701)**	**n.a.**
少数股东权益	(75)	(5)	(93.2)
永续资本	(966)	(927)	(4.0)
净利润	**502**	**(6,633)**	**n.a.**
基本净利润	**5,358**	**4,416**	**(17.6)**
每股盈利-呈报 (港元)	0.20	(2.64)	**n.a.**
每股股息 (港元)	0.20	0	-100.0
核心盈利派息率 (%)	10.3%	0.0%	-10.3ppts
息税前利润率 (%)	**28.3%**	**11.7%**	**(16.6ppts)**
房地产开发	57.1%	41.6%	(15.6ppts)
房地产投资	64.3%	67.4%	3.1ppts
建设	(3.1%)	(3.2%)	0.0ppt
酒店	(13.8%)	(14.8%)	(1.1ppt)
	2024 年 6 月	**2024 年 12 月**	
净负债 (百万港元)	123,657	124,630	0.8
净负债比率 (%)	55.0%	57.5%	2.5ppts

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 新世界发展 (17 HK)目标价及评级



资料来源: FactSet，交银国际预测

图表 3: 交银国际内地房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
17 HK	新世界发展	买入	4.82	6.94	43.9%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.19	5.86	39.9%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	72.80	96.10	32.0%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	35.25	47.70	35.3%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	21.25	23.84	12.2%	2023 年 08 月 23 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	26.00	24.94	-4.1%	2024 年 08 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	5.28	6.60	25.0%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.68	1.16	70.6%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
2669 HK	中海物业	买入	5.08	6.30	24.0%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	5.67	6.08	7.2%	2024 年 08 月 26 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.88	3.20	11.1%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	3.19	4.72	48.0%	2024 年 08 月 09 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.44	0.60	36.4%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 2 月 28 日

财务数据

损益表 (百万港元)

年结6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	54,566	35,782	42,999	40,861	39,206
主营业务成本	(38,121)	(22,933)	(27,343)	(25,779)	(24,539)
毛利	**16,445**	**12,849**	**15,656**	**15,082**	**14,667**
销售及管理费用	(7,887)	(6,518)	(6,450)	(6,129)	(5,881)
其他经营净收入/费用	4,194	(12,250)	0	0	0
经营利润	**12,752**	**(5,918)**	**9,206**	**8,952**	**8,786**
财务成本净额	(3,230)	(4,275)	(3,474)	(3,252)	(2,785)
应占联营公司利润及亏损	(249)	(962)	2,288	2,804	2,754
其他非经营净收入/费用	(515)	(13,158)	1,662	1,720	1,773
税前利润	**8,759**	**(24,313)**	**9,682**	**10,224**	**10,528**
税费	(5,258)	(5,062)	(4,611)	(4,762)	(4,771)
非控股权益	(413)	(382)	(458)	(504)	(529)
净利润	**3,088**	**(29,757)**	**4,613**	**4,958**	**5,229**
作每股收益计算的净利润	2,620	1,377	1,191	1,493	1,723

资产负债简表 (百万港元)

截至6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	53,264	27,400	19,459	19,867	20,278
应收账款及票据	23,267	15,276	14,512	13,787	13,097
存货	22,034	28,485	31,320	34,438	37,868
开发中物业及土地预付款	56,425	43,483	41,309	39,244	37,282
其他流动资产	16,908	3,371	3,371	3,371	3,371
总流动资产	**171,898**	**118,015**	**109,971**	**110,706**	**111,896**
投资物业	209,479	207,712	214,939	221,668	228,200
物业、厂房及设备	15,566	13,207	10,848	8,253	5,398
无形资产	26,736	5,035	4,387	3,837	3,369
合资企业/联营公司投资	68,385	46,082	48,370	51,174	53,928
其他长期资产	116,951	55,107	54,342	53,616	52,926
总长期资产	**437,117**	**327,143**	**332,887**	**338,548**	**343,822**
总资产	**609,014**	**445,158**	**442,857**	**449,254**	**455,717**
短期贷款	52,179	42,112	46,636	45,669	45,513
应付账款	57,358	39,659	40,849	42,074	43,336
其他短期负债	67,448	12,187	11,038	11,189	11,197
总流动负债	**176,984**	**93,958**	**98,522**	**98,932**	**100,046**
长期贷款	138,223	114,438	102,503	103,028	102,619
其他长期负债	19,714	11,873	11,873	11,873	11,873
总长期负债	**157,937**	**126,311**	**114,376**	**114,900**	**114,492**
总负债	**334,921**	**220,269**	**212,898**	**213,833**	**214,539**
股本	78,382	78,382	78,382	78,382	78,382
储备及其他资本项目	121,080	101,450	103,887	106,670	109,723
股东权益	**199,462**	**179,832**	**182,269**	**185,052**	**188,105**
非控股权益	74,631	45,057	47,690	50,369	53,074
总权益	**274,093**	**224,889**	**229,959**	**235,421**	**241,179**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万港元)

年结6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	8,759	(12,064)	9,682	10,224	10,528
合资企业/联营公司收入调整	249	962	(2,288)	(2,804)	(2,754)
折旧及摊销	3,245	3,440	3,007	3,146	3,323
营运资本变动	18,456	(3,218)	2,057	1,625	1,174
利息调整	3,230	4,275	3,474	3,252	2,785
税费	(5,928)	(5,258)	(5,062)	(4,611)	(4,762)
其他经营活动现金流	(17,020)	908	(1,662)	(1,720)	(1,773)
经营活动现金流	**10,991**	**(10,954)**	**9,208**	**9,111**	**8,520**
资本开支	(7,228)	(7,951)	(5,566)	(5,009)	(4,759)
投资活动	(5,386)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	14,281	1,233	663	471	480
投资活动现金流	**1,667**	**(6,718)**	**(4,903)**	**(4,539)**	**(4,278)**
负债净变动	(1,354)	(33,184)	(8,109)	(442)	(565)
权益净变动	2,072	0	0	0	0
股息	(4,933)	4,318	0	0	0
其他融资活动现金流	(10,569)	(5,508)	(4,136)	(3,723)	(3,265)
融资活动现金流	**(14,784)**	**(34,374)**	**(12,246)**	**(4,165)**	**(3,830)**
汇率收益/损失	(2,605)	0	0	0	0
年初现金	**57,716**	**53,264**	**27,400**	**19,459**	**19,867**
年末现金	**53,264**	**27,400**	**19,459**	**19,867**	**20,278**

财务比率

年结6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(港元)					
核心每股收益	1.041	0.547	0.473	0.593	0.685
全面摊薄每股收益	1.041	0.547	0.473	0.593	0.685
每股股息	2.350	0.200	0.000	0.000	0.000
每股账面值	79.259	71.458	72.427	73.532	74.746
利润率分析(%)					
毛利率	30.1	35.9	36.4	36.9	37.4
EBIT利润率	23.4	(16.5)	21.4	21.9	22.4
净利率	5.7	(83.2)	10.7	12.1	13.3
盈利能力(%)					
ROA	1.0	(2.4)	0.3	0.3	0.4
ROE	3.1	(6.0)	0.7	0.8	0.9
ROIC	2.5	(4.0)	1.7	1.5	1.4
其他					
净负债权益比(%)	50.0	57.4	56.4	54.7	53.0
流动比率	1.0	1.3	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	144.1	289.1	264.7	306.4	351.3
应收账款周转天数	155.6	155.8	123.2	123.2	121.9
应付账款周转天数	383.7	404.5	346.7	375.8	403.5
派息比率(%)	225.7	36.6	0.0	0.0	0.0

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：ⅰ）他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ⅱ）他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；ⅲ）他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：ⅰ）分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ⅱ）某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或ⅲ）惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、 Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、 Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。