

买入

2025 年 3 月 5 日

降负债持续进行，销售业绩亮眼

- **核心盈利同比下降 17.6%至 44.2 亿港元：**24/25 财年中中期，公司的持续经营业务收入 167.9 亿港元，同比下降 1.6%。其中物业开发收入增长 24.3%，物业投资收入下降 4.3%，建筑业务收入下降 24.5%。公司严控成本，持续经营业务的资本开支及营运费用分别减少 35%及 9%。公司应占股东利润录得较大亏损 66.3 亿港元，主要由于期内投资物业公允价值变动及减值拨备等非经营性因素影响，持续经营业务核心应占利润同比下降 17.6%至 44.2 亿港元，不派发中期股息。
- **销售业绩亮眼，土储丰富：**受香港楼市全面撤辣、减息周期启动等影响，期内公司香港合同销售额 52.2 亿港元，较去年同期的 1.4 亿港币有明显恢复；内地实现合同销售额 74.5 亿元，同比下降 1.3%，但降幅远小于行业平均。公司在香港拥有 723 万平方尺权益土储（其中物业发展面积 346 万平方尺）；另外公司在新界约 1553 万平方尺的农地面积，大部分位于“北部都会区”，发展潜力强。公司在内地公司拥有土储 299 万平方米（不含车库），其中 174 万平方米为住宅用途。其中核心土储均位于重点一二线城市，占比达 82%。未来两年公司在香港及内地具有充足优质的项目不断推出，如香港四个热门项目、内地的广州凯旋新世界、杭州新世界城市艺术中心、深圳旧改项目等，支持公司开发销售业务持续回暖。
- **K11 两大项目将于 2025 年开业：**期内公司租金收入同比下降 4.3%至 25.6 亿港元，其中香港租金收入下降 7.5%至 16.1 亿港元，主要受市民出境旅游、市场需求疲弱及港元汇率高企；内地租金收入同比增长 1.6%至 9.4 亿港元。公司目前运营 17 个 K11 项目，其中香港 6 个，内地 11 个。备受瞩目的深圳 K11 ECOAST 及广州汉溪 K11 Select 分别将于 2025 年开业。预计至 2026 财年，K11 产品将覆盖内地 12 个重点城市，共 34 个项目，总面积达 273 万平米，高效的运营效率加上丰富的储备，有望带动经常性租金收入为整体收入带来稳健贡献。
- **积极减债，净负债率保持稳定：**期内公司通过出售非核心资产、释放农地机制、降本增效、暂停派息等措施减轻债务及改善现金流。期内公司总负债减少 51 亿元至 1464 亿港元，短债减少 94 亿港元至 322 亿港元，净负债率（剔除投资物业减值因素影响）约为 54.5%，与去年持平。截止 2024 年底，公司可动用资金约 340 亿港元，其中现金及银行存款 220 亿港元，可动用银行贷款 120 亿港元。公司未来将继续出售非核心项目加快资金回流。随着美联储进入降息周期，公司未来的融资成本将进入下降通道，同时公司资本开支将保持下降趋势，净负债率有望下降。
- **目标价 6.98 港元，维持买入评级：**公司香港内地双引擎布局，开发及持有物业并重，品牌效应显著。随着楼市利好政策不断出台，市场信心逐步恢复，公司两地的销售有望持续向好，公司全年销售目标为 260 亿港元，内地销售目标由原来的 110 亿人民币提升至 140 亿人民币。同时公司积极降杠杆并提升经营效益，公司目前约 0.08 倍 PB 估值已基本反映公司的风险，我们给予公司 24/25 财年 0.1X 的 PB 估值，得出目标价 6.98 港元，维持买入评级。

胡钰

+ 852-25321539

Katherine.hu@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	地产
股价	5.36 港元
目标价	6.98 港元 (+30%)
股票代码	17
已发行股本	25.17 亿股
总市值	134.9 亿港元
52 周高/低	10.86 港元/4.01 港元
每股净资产	71.5 港元
主要股东	周大福企业 45.2%

表 1：盈利摘要

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入(百万港元)	54,566	35,782	35,931	36,782	38,801
变动(%)	-20.0%	-34.4%	0.4%	2.4%	5.5%
归母净利润(百万港元)	564	-19,683	-4,156	-1,286	-54
变动(%)	-54.9%	NA	NA	NA	NA
每股盈利(港元)	0.22	-7.82	-1.65	-0.51	-0.02
变动(%)	-56.7%	NA	NA	NA	NA
市盈率@5.36港元	24.6	-0.7	-3.2	-10.5	-249.0
DPS(港元)	0.76	0.20	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	14.2%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表					
〈港币〉 〈百万元〉， 财务年度截至6月30日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	54,566.2	35,782.2	35,930.7	36,781.7	38,801.3
毛利	16,445.2	12,849.2	11,762.1	12,027.8	12,831.4
其他收入净额	1,964.5	(4,934.7)	(1,954.0)	(1,551.7)	(1,549.3)
销售及分销费用	(1,788.1)	(1,285.7)	(1,257.6)	(1,287.4)	(1,358.0)
行政开支	(5,068.1)	(4,195.7)	(3,593.1)	(3,678.2)	(3,880.1)
其他	(514.6)	(3,145.6)	(2,000.0)	(1,200.0)	(1,200.0)
营业利润	10,008.6	488.6	2,128.6	3,481.6	4,015.1
财务开支	(3,229.9)	(4,274.8)	(4,311.7)	(4,046.0)	(3,880.1)
联营与合营公司	(248.5)	(962.2)	(150.0)	(157.5)	(165.4)
税前盈利	6,530.2	(4,748.4)	(2,333.1)	(721.8)	(30.4)
所得税	(5,258.1)	(5,062.4)	(1,283.2)	(397.0)	(16.7)
少数股东应占利润	413.0	381.5	80.6	24.9	1.1
永续资本证券持有人应占利润	2,540.1	2,175.5	459.4	142.1	6.0
净利润	3,501.1	(17,125.9)	(3,616.3)	(1,118.9)	(47.1)
归母净利润	548.0	(19,682.9)	(4,156.3)	(1,285.9)	(54.2)
每股盈利	0.22	-4.85	-0.24	0.34	0.83
每股派息（元）	0.76	0.20	0.00	0.00	0.00
资产负债表					
〈港币〉 〈百万元〉， 财务年度截至6月30日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及银行存款	55,101.1	29,236.8	29,686.1	36,158.8	43,529.2
发展中物业	72,539.7	58,770.2	55,186.2	52,075.3	49,395.8
待售物业	21,536.4	28,346.1	29,763.4	31,251.6	32,814.2
无形资产	21,611.7	1,174.6	1,174.6	1,174.6	1,174.6
固定资产	15,566.3	13,207.4	14,528.1	15,981.0	17,579.0
投资性房地产	209,478.8	207,711.8	205,711.8	204,511.8	203,311.8
合营及联营公司	68,384.7	46,082.0	46,082.0	48,386.1	50,805.4
其他资产	144,795.3	60,628.7	59,992.4	61,000.6	62,218.8
总资产	609,014.0	445,157.6	442,124.6	450,539.7	460,828.9
长期银行贷款	138,222.9	114,437.8	116,726.6	119,061.1	121,442.3
短期银行贷款	52,178.8	42,112.1	39,460.8	40,443.0	41,523.5
合同负债	57,357.7	39,658.9	37,676.0	39,559.8	41,537.7
应付税项	11,104.5	10,787.7	10,787.7	10,787.7	10,787.7
递延所得税	9,270.7	7,762.2	8,150.3	8,557.8	8,985.7
其他负债	66,786.6	5,510.1	4,882.1	4,959.2	5,044.1
总负债	334,921.2	220,268.8	217,683.4	223,368.6	229,321.0
股东权益	199,462.0	179,831.9	175,675.6	174,389.7	174,335.6
少数股东权益	27,191.5	8,776.4	8,857.0	8,881.9	8,882.9
永续资本证券	47,439.3	36,280.5	39,908.6	43,899.4	48,289.3
合计	274,092.8	224,888.8	224,441.1	227,171.0	231,507.8
每股净资产	79.3	71.5	69.8	69.3	69.3

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析					
〈港币〉 〈百万元〉， 财务年度截至6月30日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
增长率					
收入	-20.0%	-34.4%	0.4%	2.4%	5.5%
营业利润	23.1%	-95.1%	335.6%	63.6%	15.3%
净利润	-18.6%	-589.2%	-78.9%	-69.1%	-95.8%
每股盈利	-55.4%	-2266.7%	-95.1%	-243.5%	144.6%
盈利分析					
综合毛利率	30.1%	35.9%	32.7%	32.7%	33.1%
税前净利率	12.0%	-13.3%	-6.5%	-2.0%	-0.1%
净利率	6.4%	-47.9%	-10.1%	-3.0%	-0.1%
基本净利率	1.0%	-55.0%	-11.6%	-3.5%	-0.1%
回报率					
派息比率	339%	-4%	0%	0%	0%
ROA	0.6%	-3.2%	-0.8%	-0.3%	0.0%
ROE	1.7%	-9.0%	-2.0%	-0.6%	0.0%
偿付能力					
流动比率（倍）	0.97	1.26	1.30	1.32	1.35
净负债率	68.8%	71.8%	72.0%	70.7%	68.5%
现金流量表					
〈港币〉 〈百万元〉， 财务年度截至6月30日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业利润	10,496.7	(7,876.0)	(2,333.1)	(721.8)	(30.4)
调整项目	3,515.3	17,384.1	15,870.0	15,365.7	15,690.9
营运资金变化	17,408.0	2,575.6	934.2	4,294.5	3,922.2
所得税	(5,927.5)	(4,146.4)	(1,283.2)	(397.0)	(16.7)
营运活动现金流	25,492.5	7,937.3	13,187.9	18,541.3	19,566.0
投资与并购	1,313.3	6,806.4	(3,742.7)	(5,412.9)	(5,710.3)
其他	375.9	(318.6)	3,343.7	(1,108.3)	(2,171.8)
投资活动现金流	1,689.2	6,487.8	(399.0)	(6,521.2)	(7,882.1)
借贷变化	(1,301.2)	(14,279.7)	(362.5)	3,316.8	3,461.7
其他	(13,482.3)	(17,528.2)	(8,691.9)	(8,864.2)	(7,775.1)
融资活动现金流	(14,783.5)	(31,807.9)	(9,054.5)	(5,547.4)	(4,313.4)
期初持有现金	57,715.6	53,263.9	27,399.6	29,686.1	36,158.8
现金变动	12,398.2	(17,382.8)	3,734.5	6,472.8	7,370.4
汇兑损失	(2,604.9)	(1,605.1)	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	52,539.3	25,951.6	29,686.1	36,158.8	43,529.2

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。