



港铁公司 (00066.HK)

增持 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

路网扩容值得期待，物业受益楼市回暖

投资逻辑：

全球盈利规模领先的地铁公司之一，开创“铁路+物业”模式。港铁公司隶属于香港政府，主要经营中国香港等地的轨道交通运营服务，并依托“铁路+物业”模式开展物业开发、管理及租赁业务。公司盈利规模显著高于同行（2024 年为 158 亿港元），主要源于“铁路+物业”经营模式以及高效运营的铁路客运业务。公司采用渐进式派息政策，2024 年派息率为 52%，股息率为 4.8%，在利率下行的背景下投资性价比凸显。公司于 2025 年 3 月发行 30 亿美元债券，票面利率为 4.375-5.25%，随后以低于 4% 的利率将美元借款换成港元借款；此外公司还于 6 月发行 30 亿美元永续债券，票面利率为 4.875-5.625%，两笔融资均有望支持公司的铁路建设。

铁路业务：客流强劲复苏，路网扩容可期。（1）香港车务业务：自 2007 年与九广公司合并后，公司拥有了贯通新界、九龙与港岛的完整运输体系，2024 年总乘客量已超 2019 年。公司现正全力推进香港下一阶段的铁路发展，东涌线延线、小蚝湾站、东铁线古洞站、屯门南延线及洪水桥站的建造工程正在进行中，北环线（第一部分）项目协议于近日签订，新铁路项目也将带来物业发展的新机会。（2）车站商务业务：零售租金，广告等构成稳定利润来源，2024 年 EBIT 为 38 亿港元，助力铁路业务实现自负盈亏。

香港物业业务：投资物业短期承压，开发物业受益楼市回暖。（1）投资物业：截至 2024 年底，公司在香港的投资物业包括 315242 平方米的零售物业、39451 平方米的写字楼等，为公司带来稳定的物业租赁及管理收入。目前写字楼出租持续承压，商场尽管维持较高出租率，但同样存在一定的租金下行压力，或影响该业务经营。

（2）开发物业：截至 2024 年末公司在建住宅项目达 13 个，拥有 89 万平米可售资源，预计于 2025-2026 年集中落成。此外，公司在 5 个站点拥有大量尚未批出的物业发展项目，总楼面面积 273 万方。当前香港经济金融持续发展、“辣招”基本放开、大量人才引进带来潜在购买力持续流入、按揭利率低于租金收益率、下半年美联储有望开启降息，2025Q2 以来香港楼市正步入筑底企稳状态，将对公司地铁楼盘的销售形成利好。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 171 亿、174 亿、123 亿港元。采用 DCF 及 DDM 估值法，给予 2025 年目标价 30.1 港币，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

资本开支超预期风险，香港零售租金下滑超预期风险，香港住宅销售弱于预期风险，乘客量不及预期风险。

国金证券研究所

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯捷 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

分析师：何裕佳 (执业 S1130525070009)

heyujia@gjzq.com.cn

市价 (港币)：28.200 元

目标价 (港币)：30.10 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56,982	60,011	60,021	56,449	57,371
营业收入增长率	19.18%	5.32%	0.02%	-5.95%	1.63%
归母净利润(百万元)	7,784	15,772	17,063	17,428	12,333
归母净利润增长率	-20.79%	102.62%	8.18%	2.14%	-29.23%
摊薄每股收益(元)	1.25	2.53	2.74	2.80	1.98
每股经营性现金流净额	1.80	2.97	3.59	3.18	3.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.36%	8.50%	8.76%	8.53%	5.91%
P/E	24.20	10.70	10.29	10.07	14.23
P/B	1.06	0.91	0.90	0.86	0.84

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、全球盈利规模领先的地铁公司之一，开创“铁路+物业”模式	5
1.1 开创“铁路+物业”的运营模式，盈利规模行业领先	5
1.2 公司各项业务均围绕“铁路+物业”模式展开	8
1.3 营收规模创新高，渐进式派息政策凸显投资性价比	10
二、铁路业务：客流强劲复苏，路网扩容可期	13
2.1 香港车务业务：经营大幅改善，路网扩容强化竞争力	13
2.2 车站商务业务：铁路客运流量变现，零售租金暂时承压	16
2.3 中国内地及国际地区业务：积极拓展中国香港以外市场，增厚公司利润	17
三、香港物业业务：投资物业短期承压，开发物业受益楼市回暖	19
3.1 香港物业租赁及管理：面临出租不确定性和重估风险	19
3.2 香港物业发展：香港楼市逐渐筑底回稳，公司大量地铁楼盘有望受益	23
四、盈利预测与估值	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值分析与投资建议	29
五、风险提示	30

图表目录

图表 1： 公司成立 50 年，专注于轨道交通及相关业务	5
图表 2： 公司业务辐射中国香港、中国内地、瑞典及澳大利亚等国际市场	5
图表 3： 公司自上市以来保持盈利（除 2020 年）	6
图表 4： 港铁公司盈利规模显著高于其他轨道交通运营公司	6
图表 5： 公司开创“铁路+物业”（R+P）商业模式	7
图表 6： 公司控股股东为香港财政司司长法团	7
图表 7： 物业发展业务利润贡献较大	7
图表 8： 物业发展业务占 EBIT 的比例过半	7
图表 9： 港铁在香港公共交通工具市场的占有率稳居榜首	8
图表 10： 港铁在过海交通工具市场的占有率稳居榜首	8
图表 11： 香港地铁客流密度远高于内地大型城市	8
图表 12： 公司香港车站业务稳定贡献利润	8
图表 13： 公司主要业务围绕“铁路+物业”模式展开，物业开发业务 EBIT 占比过半	8
图表 14： 公司香港客运业务收入自 2023 年起已超过 2019 年，香港车站商务业务则仍有差距	9
图表 15： 香港客运业务与车站商务活动收入增速趋同	9
图表 16： 2024 年中国内地及国际业务收入占比升至最高	9



图表 17: 营业收入创历史新高	10
图表 18: 归母净利润快速恢复	10
图表 19: 公司盈利能力恢复至 2019 年	10
图表 20: 公司坚持渐进式派息政策（不含特别股息）	11
图表 21: 公司派息金额稳中有升	11
图表 22: 公司近两年股息率提升	11
图表 23: 香港 HIBOR 在 5 月快速下降	12
图表 24: 港币兑美元汇率维持在 7.75-7.85	12
图表 25: 2025 年 5 月香港基础货币余额升至 1734 亿港元	12
图表 26: 2025 年公司合计发行 60 亿美元债券	12
图表 27: 公司铁路网络已经覆盖 99 个车站，总长 271 公里	13
图表 28: 港铁客流量已超 2019 年	13
图表 29: 本地铁路服务平均车费波动上升	13
图表 30: 票价动态调整：市场化调节与社会责任并重	14
图表 31: 本地铁路服务为香港客运的核心业务，过境服务和高速铁路收入增速快	14
图表 32: 2024 年盈利修复趋势明确	14
图表 33: 公司有 5 个发展中的铁路项目	15
图表 34: 北环线（第一部分）项目协议	15
图表 35: 车站商务业务中租金为核心收入来源	16
图表 36: 2024 年公司车站商务利润较 2019 年仍有差距	16
图表 37: 车站商店面积持续扩大，单位租金收入有所回升	16
图表 38: 车站商店数量持续提升，单店租金收入有所回升	16
图表 39: 车站零售租金收入尚未恢复至公共卫生事件之前水平	17
图表 40: 单个广告点收入自 2022 年总体呈上升趋势	17
图表 41: 广告收入基本恢复至 2019 年	17
图表 42: 公司于中国内地及国际地区的业务概览	17
图表 43: 2021 年起公司在香港以外地区营运的铁路线总长度超 3000 公里	18
图表 44: 2024 年公司在香港以外地区铁路业务总载客量达 25.2 亿人次	18
图表 45: 中国内地及国际业务收入以国际铁路业务为主	18
图表 46: 2024 年中国内地及国际业务中，来自联营及合营公司的应占利润高于经常性业务	18
图表 47: 中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务 EBITDA 及 EBIT 已超 2019 年	19
图表 48: 截至 2024 年末，公司在香港的投资物业组合主要是：商场、铺位、写字楼、住宅	19
图表 49: 公司物业租赁及物业管理 EBIT 连续两年回升	20
图表 50: 物业租赁收入达到十年内最高值	20
图表 51: 物业管理收入近五年稳定上升	20



图表 52: 公司两到三年内到期租约占比增多	21
图表 53: 餐饮类商场租户组合维持最高占比	21
图表 54: 2020 年以来平均租金承压, 但跌幅逐渐收窄	21
图表 55: 商场出租率平稳, 写字楼出租率承压	21
图表 56: 商场新订租金变化连续五年为负	22
图表 57: 上环/中区的私人甲级写字楼租金指数维持低位	22
图表 58: 中环甲级写字楼空置率维持高位	22
图表 59: 香港入境旅客人次尚未完全恢复	23
图表 60: 香港零售业销货价值尚未完全恢复	23
图表 61: 香港私人零售业楼宇租金指数持续筑底	23
图表 62: 香港优质商场空置率上升	23
图表 63: 截至 2024 年末, 公司拥有已批出土地储备 89 万方, 主要分布在各站点附近	24
图表 64: 截至 2024 年末, 公司拥有 13 个未入账的发展项目, 总楼面面积约 89 万方	24
图表 65: 截至 2024 年末, 公司拥有未批出土地储备 273 万方, 有望在未来十年内持续贡献销售	25
图表 66: 香港撤辣后, 置业的印花税率大幅下降, 显著降低购房成本	25
图表 67: 2024H1 及 2025H1 新房成交量均明显上升	26
图表 68: 2025 年 2 月至今, 私人住宅价格指数稳中略升	26
图表 69: 中原城市领先指数 6 月以来略有回升	26
图表 70: 中原城市经纪人指数重新站上荣枯线	26
图表 71: 私人住宅物业回报率明显提升, 具备性价比	27
图表 72: H 按息率大幅下降, 已低于租金回报率	27
图表 73: 2025-2027 年营业收入预测 (百万港币)	27
图表 74: 2025-2027 年营运开支预测 (百万港币)	27
图表 75: 2025-2027 年 EBITDA、EBIT、归母净利润预测 (百万港币)	28
图表 76: 未来三年公司资本开支多用于铁路维修和建设	29
图表 77: 未来三年公司资本开支约为 908 亿港元	29
图表 78: WACC 计算	29
图表 79: DCF 估值: 自由现金流计算 (百万港币)	29
图表 80: DCF 估值: 输出结果	30
图表 81: DCF 估值: 目标价敏感性测试 (元)	30
图表 82: DDM 估值: 输出结果	30

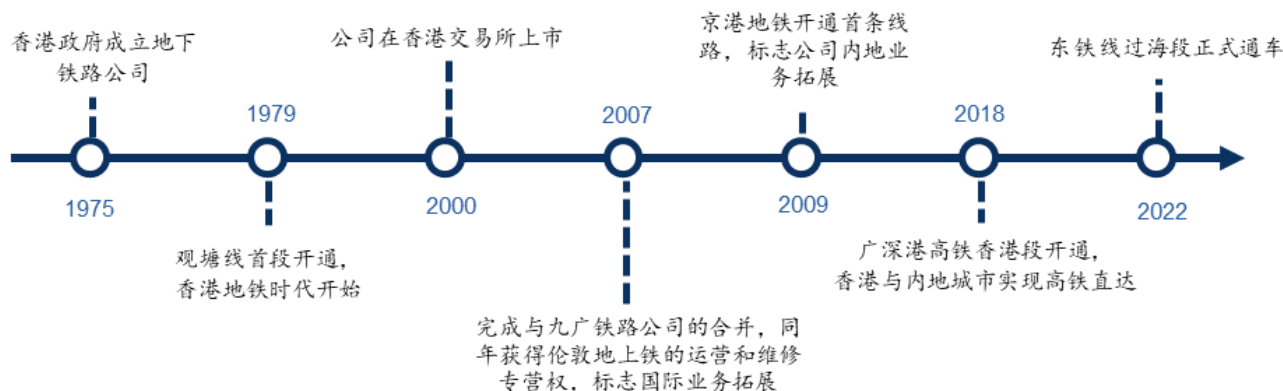


一、全球盈利规模领先的地铁公司之一，开创“铁路+物业”模式

1.1 开创“铁路+物业”的运营模式，盈利规模行业领先

港铁公司专注于轨道交通及相关业务。港铁公司（以下简称“公司”）成立于1975年，主要提供轨道交通服务、物业开发及管理解决方案。公司前身为1975年由香港政府全资成立的地下铁路公司，1979年公司建成首条地铁线路（观塘线），2007年公司前身与九广铁路公司合并，形成贯通新界、九龙与港岛的完整运输体系。公司业务亦辐射中国内地，以及瑞典及澳大利亚等国际市场。

图表1：公司成立50年，专注于轨道交通及相关业务



来源：公司官网等，国金证券研究所

图表2：公司业务辐射中国香港、中国内地、瑞典及澳大利亚等国际市场

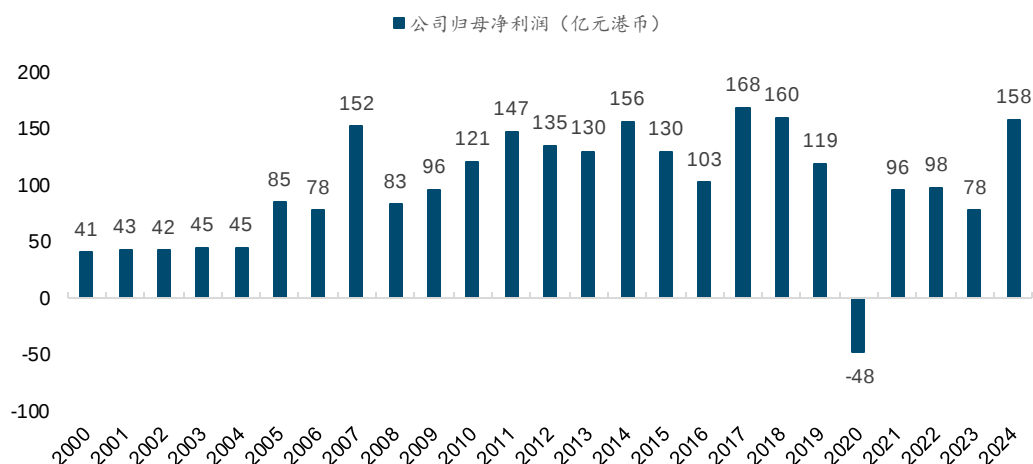
运营区域	铁路网络
中国香港	现有网络：机场快线、高速铁路、轻铁、荃湾线、迪士尼线、港岛线、南港岛线、屯马线、东铁线、观塘线、将军澳线、东涌线 发展中的项目：屯门南延线、古洞站、洪水桥站、东涌线延线（东涌东站及东涌西站）、小蚝湾站、北环线
中国内地	北京：地铁四号线、大兴线、地铁十四号线、地铁十六号线、地铁十七号线 深圳：地铁四号线（包括四号线北延线）、十三号线一期 杭州：地铁一号线（包括下沙延伸段与机场延伸段）、地铁五号线
国际	瑞典：斯德哥尔摩地铁 澳大利亚：墨尔本都市铁路服务、悉尼地铁 M1 地铁西北及班克斯敦线

来源：公司公告，国金证券研究所

公司是全球利润规模最高的轨道交通运营公司之一。公共交通设施的前期投入和维护成本极高，纵观全球的轨道交通运营系统，能实现大幅盈利的屈指可数。根据人民网数据，纽约地铁亏损运营，每搭载一名乘客就亏损1.1美元。而港铁公司自上市起即持续盈利至今（除2020年），且盈利规模显著高于其他大型城市轨道交通运营公司（如东京地铁、上海申通地铁等）。

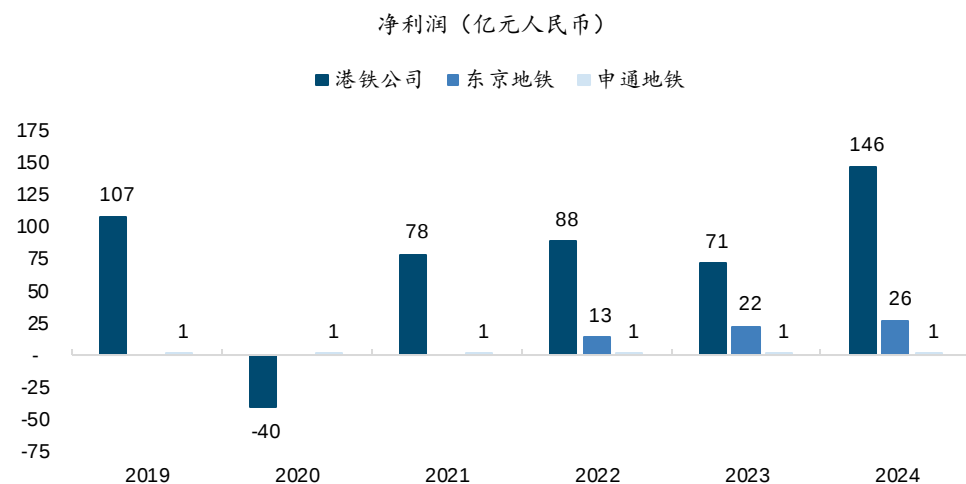


图表3：公司自上市以来保持盈利（除 2020 年）



来源：wind，国金证券研究所

图表4：港铁公司盈利规模显著高于其他轨道交通运营公司



来源：wind，国金证券研究所

公司盈利规模高的原因如下：“铁路+物业”独特经营模式、高效运营的铁路客运业务

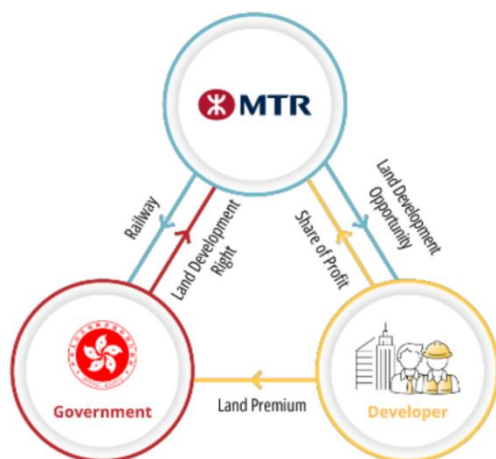
（1）“铁路+物业”（R+P）独特经营模式

20 世纪 70 年代，为解决交通拥堵问题，香港政府决定建设地铁。受限于财政压力，公司创新性地将铁路建设与土地开发结合，通过地铁建设带动沿线土地升值，并将增值收益反哺给铁路建设和运营。

具体来说，香港政府（公司实际控制人）给予公司土地发展权，应缴付的地价总额由政府评定，评定基准为有铁路后的地价减去下调金额。随后公司兴建地铁，与开发商合作地上物业。最后，土地价值因地铁发展而提升，公司再将土地升值所回收的利润“反哺”地铁建设、运营和维护。该模式下，公司盈利空间有所保障。2024 年来自香港物业发展的 EBIT 占整体的 55%。

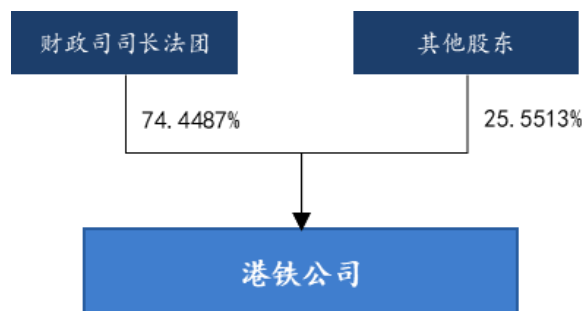


图表5：公司开创“铁路+物业”（R+P）商业模式



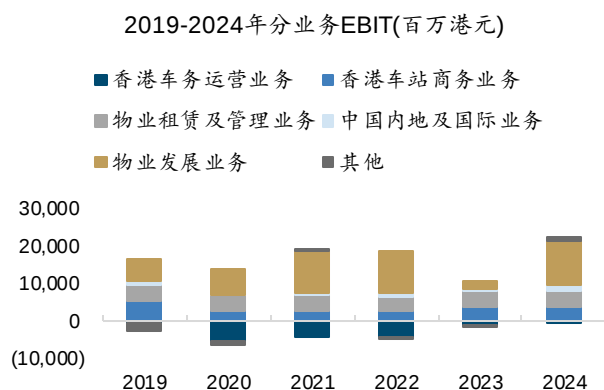
来源：公司官网，国金证券研究所

图表6：公司控股股东为香港财政司司长法团



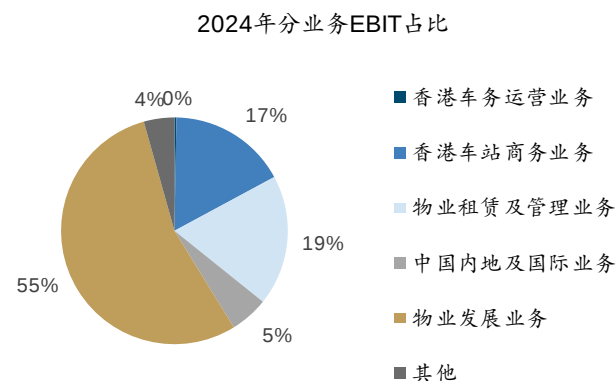
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：物业发展业务利润贡献较大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：物业发展业务占 EBIT 的比例过半



来源：公司公告，国金证券研究所

(2) 高效运营的铁路客运业务

由于港铁“铁路+物业”模式深入人心，人们往往忽略港铁自身的铁路客运业务，误以为“港铁靠房地产盈利来弥补地铁亏损”。事实上，公司的铁路客运业务本就可自负盈亏。从利润角度，除 2020-2022 年等特殊年份，公司铁路客运业务（含车站商业业务）利润持续盈利。

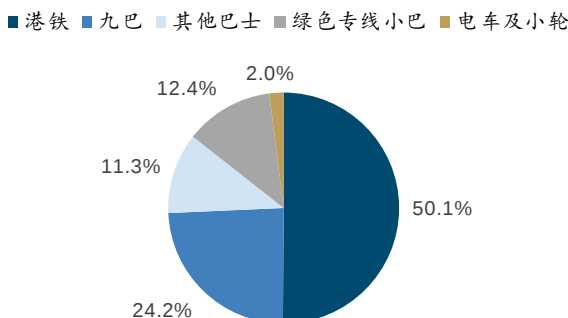
这主要归功于两点原因：（1）在城市规划环节公司即开始密切参与，可自主决定具体线路的建设地点和时间，铁路线路覆盖了香港约 7 成人口的居所，叠加便利的换乘系统，使得港铁成为最受欢迎的交通方式之一。香港地铁日平均客流密度高于其他大型城市，内地城市中最高北上广深地铁客流密度仅为港铁的一半（2）公司积极发展车站商业业务，零售租金、广告等构成稳定利润来源。



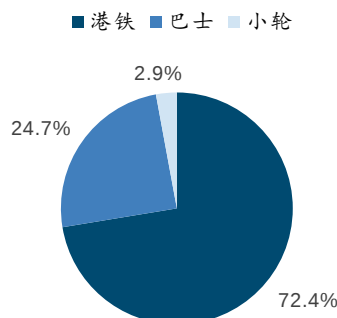
图表9：港铁在香港公共交通工具市场的占有率稳居榜首

图表10：港铁在过海交通工具市场的占有率稳居榜首

香港主要交通工具市占率（2024年）



主要过海交通工具市占率（2024年）



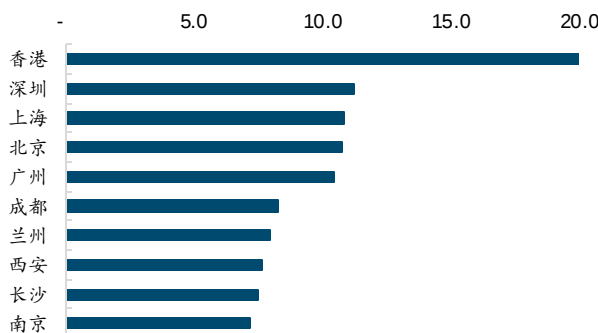
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

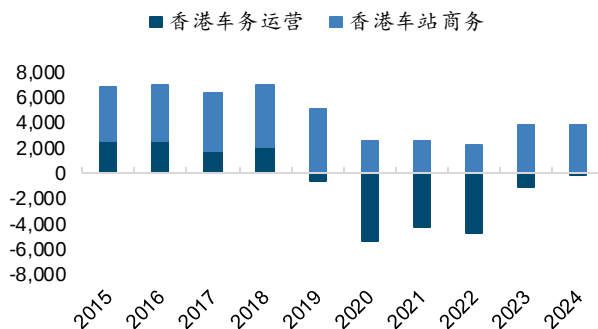
图表11：香港地铁客流密度远高于内地大型城市

图表12：公司香港车站业务稳定贡献利润

2024年地铁线网客流密度



公司香港铁路业务经营利润（百万港币）



来源：公司公告，《2024 年城市轨道交通运营数据速报》，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

备注：地铁线网客流密度=日平均客运周转量/地铁里程。

1.2 公司各项业务均围绕“铁路+物业”模式展开

目前公司核心业务可以总结为四大类：（1）客运业务；（2）车站商务业务；（3）物业租赁及管理业务；（4）物业发展业务，公司亦将“铁路+物业”模式拓展到中国内地等市场。其中，物业发展业务计入公司 EBIT，不计入营业收入。

香港铁路客运相关业务收入超 2019 年。从趋势看，2020-2022 年受公共卫生事件影响，与香港铁路客运有关收入（香港客运业务、香港车站商务业务）大幅减少，其他业务则相对稳定。自 2023 年起随着旅客量恢复，上述两类业务收入同比大幅增长，合计已超过 2019 年。

中国内地及国际业务收入占比升至最高。公司以香港铁路客运业务起家，后拓展至中国内地和国际，2024 年中国内地及国际业务收入为 255 亿港元，已超过香港铁路客运业务，占总收入的 42%，而香港铁路客运业务占总收入的 38%。

图表13：公司主要业务围绕“铁路+物业”模式展开，物业开发业务 EBIT 占比过半

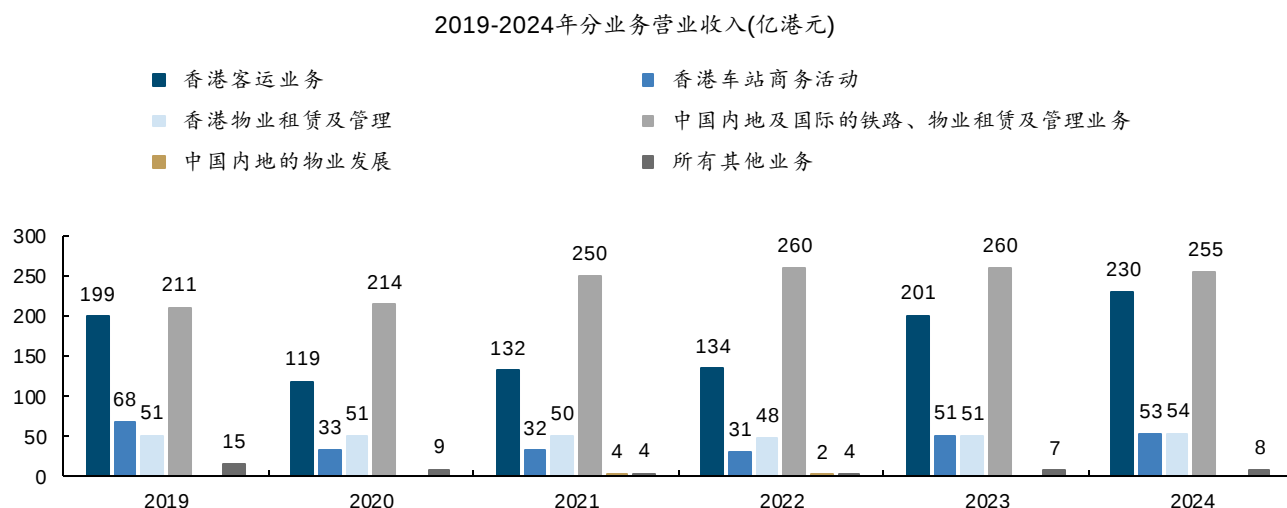
业务类型	业务介绍	收入及占比（2024 年）	EBIT 及占比（2024 年）
香港铁路客运业务	运营香港本地地铁网络，包括港岛线、荃湾线、观塘线等 9 条线路，以及机场快线、高速铁路、轻铁，覆盖香港主要区域	230 亿港元（38%）	-0.6 亿港元（0%）



业务类型	业务介绍	收入及占比（2024 年）	EBIT 及占比（2024 年）
香港车站商务业务	经营车站零售店铺（如便利店、面包店）、自助服务设施（如 ATM 机、充电站）及车站空间租赁等；地铁车厢、车站灯箱、电子屏幕等位置提供广告位租赁服务	53 亿港币（9%）	38 亿港币（17%）
香港物业租赁及管理业务	开发并长期持有地铁站上盖的商业物业（如商场、写字楼），收取租金及管理费，例如九龙站圆方商场等	54 亿港币（9%）	42 亿港币（19%）
物业开发业务	与开发商合作，在地铁沿线进行住宅及商业项目的开发与销售， / 如何文田站上盖住宅项目等		122 亿港币（55%）
中国内地及国际铁路、物业租赁及管理业务	管理跨境铁路服务，为全球多个城市（如北京、深圳、杭州、伦敦、悉尼、墨尔本、斯德哥尔摩）提供铁路运营、项目管理及工程顾问服务，输出港铁管理模式和技术经验等	255 亿港币（42%）	12 亿港币（5%）

来源：公司公告，国金证券研究所

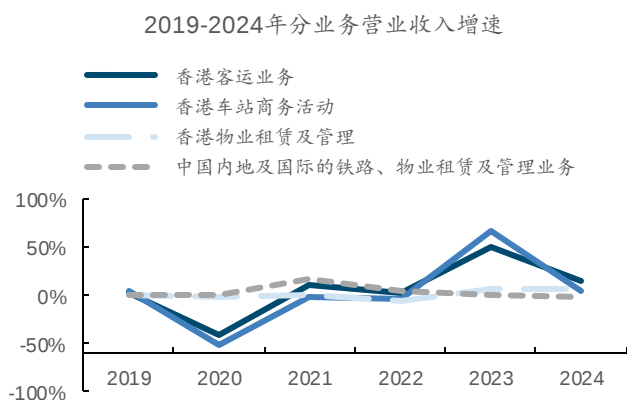
图表14：公司香港客运业务收入自 2023 年起已超过 2019 年，香港车站商务业务则仍有差距



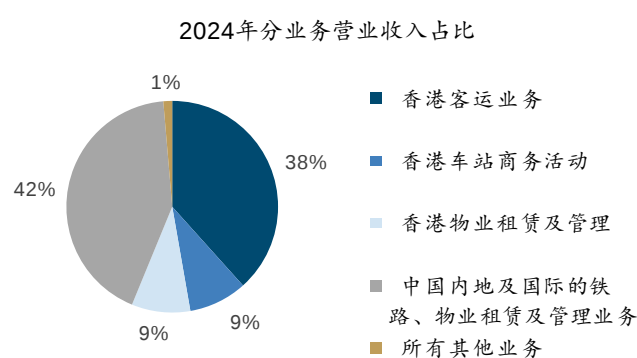
来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：香港客运业务与车站商务活动收入增速趋同

图表16：2024 年中国内地及国际业务收入占比升至最高



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

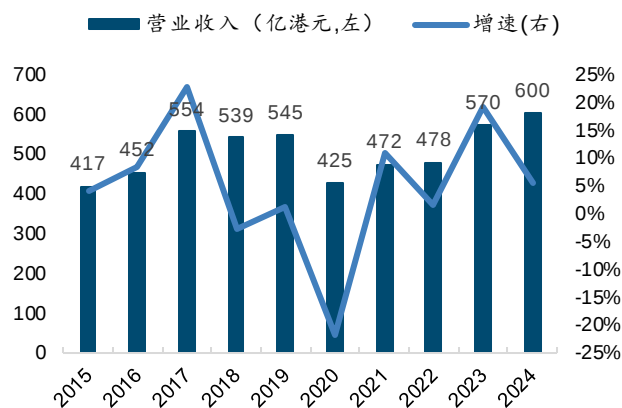


1.3 营收规模创新高，渐进式派息政策凸显投资性价比

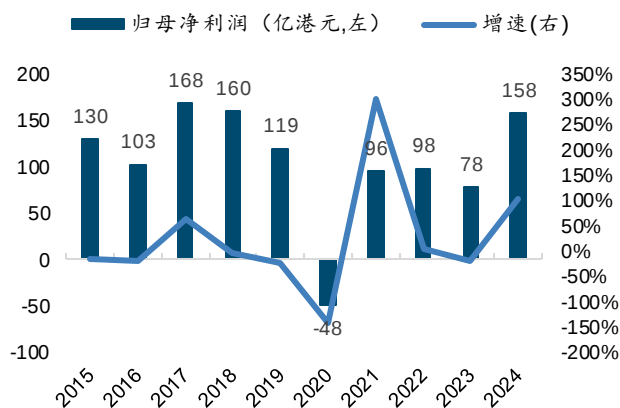
营业收入创历史新高。2020 年受公共卫生事件影响，公司营收下降 22%，后稳步恢复，2023 年已超过 2019 年水平，且 2024 年再创历史新高，达 600 亿港元，同比增长 5%，2015-2024 年公司收入 CAGR 为 4%。

归母净利润快速恢复。2020 年受公共卫生事件影响，公司录得罕见亏损，而后一年即扭亏为盈，2024 年物业发展业务爆发式增长，公司归母净利润增长 103% 至 158 亿港元，已较为接近 2017-2018 年高点，2015-2024 年公司净利润 CAGR 为 2%。2024 年公司归母净利率为 26%，超过 2019 年同期。

图表17：营业收入创历史新高



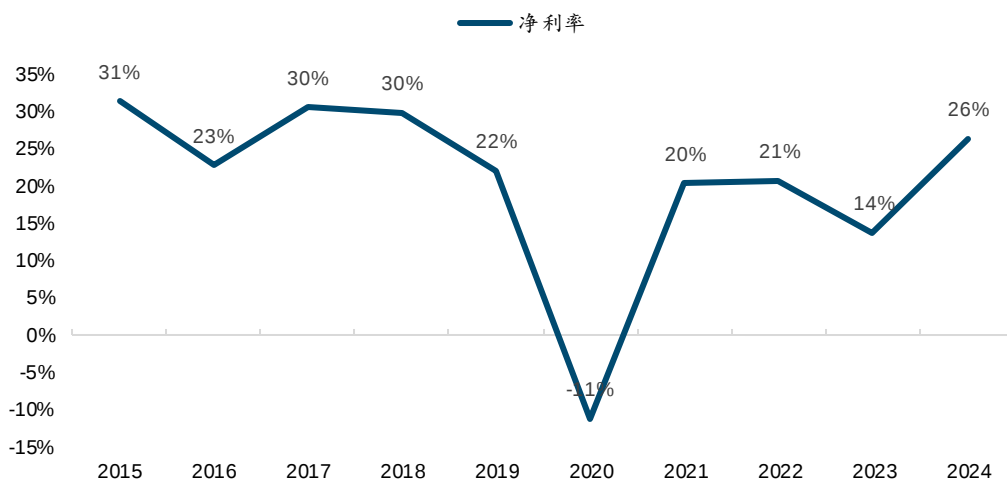
图表18：归母净利润快速恢复



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：公司盈利能力恢复至 2019 年

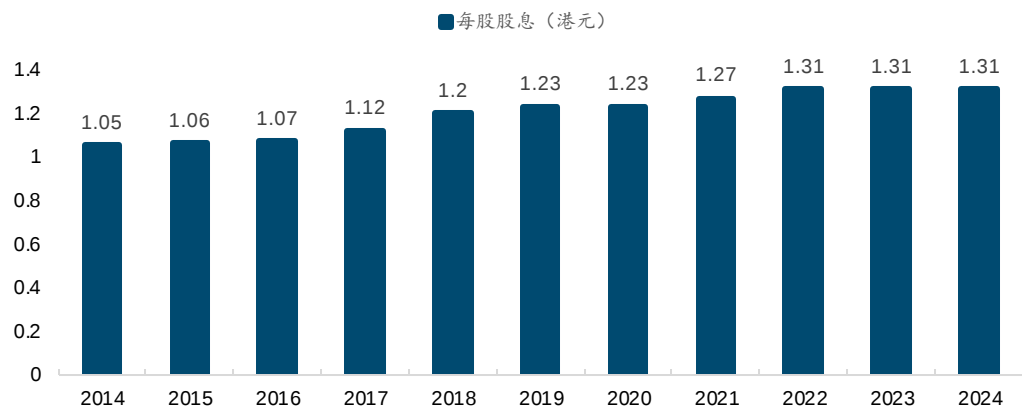


来源：公司公告，国金证券研究所

公司坚持渐进式派息政策，派息金额稳中有升。不考虑特别股息的情况下，公司逐步增加每股股息。2024 年公司每股股息为 1.31 港币，同比持平，派息金额为 82 亿元，派息率为 52%，股息率升至 4.8%。

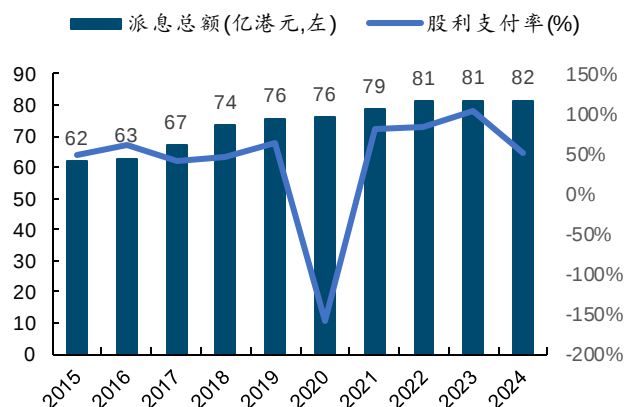


图表20: 公司坚持渐进式派息政策 (不含特别股息)

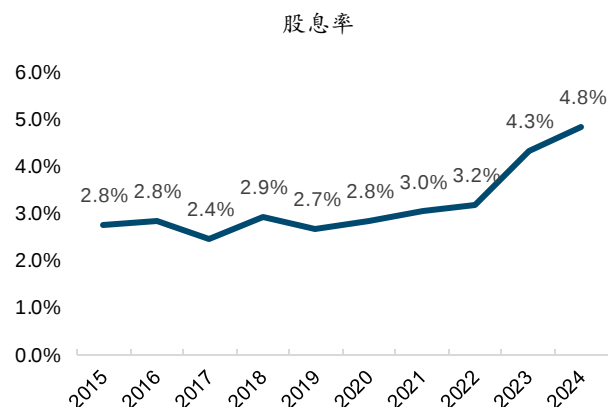


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 公司派息金额稳中有升



图表22: 公司近两年股息率提升



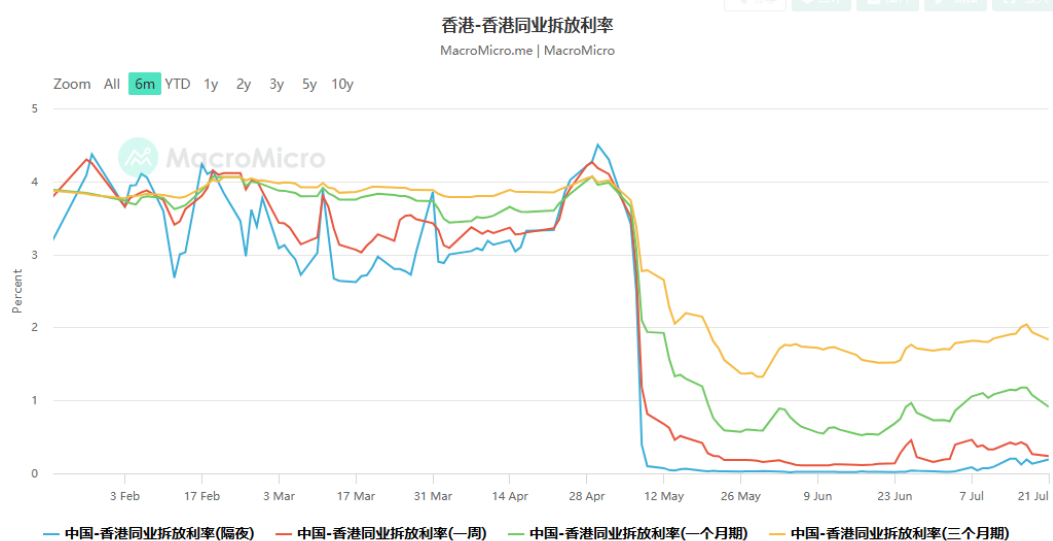
来源: 公司公告, 国金证券研究所 备注: 不含特别股息。

来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

香港利率下行, 公司具备投资性价比。香港 HIBOR 利率在 5 月快速下降, 三个月拆借利率从 4.07% 的高点快速下降至当前的 1.83%。本次香港利率快速下降主要由于内地投资者对港币资产需求增加且美元贬值, 美元/港币现汇触及联系汇率区间的强方 (7.75), 促使香港金管局入市干预, 卖出港币、买入美元。未来考虑到美元趋势性贬值以及年内美联储降息预期, 预期下半年 HIBOR 难以回升至以上半年较高水平, 凸显公司的投资性价比。

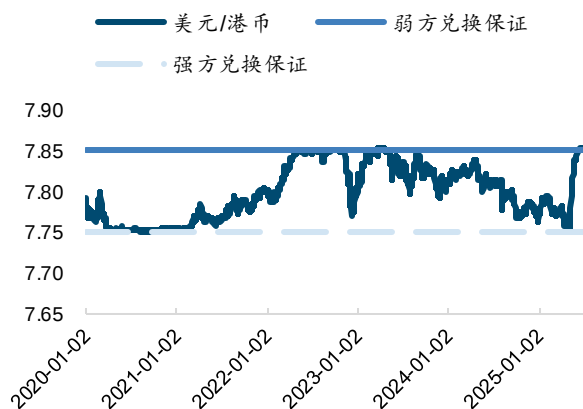


图表23: 香港 HIBOR 在 5 月快速下降



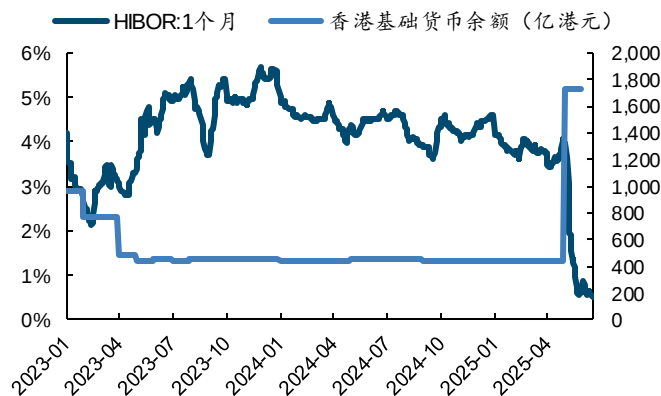
来源: MacroMicro, 国金证券研究所 注: 本图表数据截至 2025 年 7 月 21 日

图表24: 港币兑美元汇率维持在 7.75-7.85



来源: wind, 国金证券研究所

图表25: 2025 年 5 月香港基础货币余额升至 1734 亿港元



来源: wind, 国金证券研究所

公司发行美元债券, 将为铁路建设注入资金。公司于 2025 年 3 月发行 30 亿美元债券, 票面利率为 4.375-5.25%, 最终总订单认购额达 134 亿美元, 相当于总发行额的 4.47 倍。随后公司以低于 4% 的利率将美元借款换成港元借款, 与上年平均借款利率更为接近。公司于 2025 年 6 月发行 30 亿美元永续债券, 票面利率为 4.875-5.625%, 该债券最终总订单认购额达 160 亿美元, 即超购 4.3 倍。两笔融资均有望为公司的铁路建设注入资金。

图表26: 2025 年公司合计发行 60 亿美元债券

证券简称	类别	货币	定价日期	票面利率 (%)	到期日	期限 (年)	当前余额 (百万)
港铁公司 5.625 PERP	次级永续债券	美元	2025/6/17	5.625	/	/	1500
港铁公司 4.875 PERP	次级永续债券	美元	2025/6/17	4.875	/	/	1500
港铁公司 4.375 20300401	公募票据	美元	2025/3/26	4.375	2030/4/1	5	500
港铁公司 4.875 20350401	公募票据	美元	2025/3/26	4.875	2035/4/1	10	1000
港铁公司 5.25 20550401	公募票据	美元	2025/3/26	5.250	2055/4/1	30	1500

来源: wind, 国金证券研究所



二、铁路业务：客流强劲复苏，路网扩容可期

2.1 香港车务业务：经营大幅改善，路网扩容强化竞争力

公司铁路网络覆盖香港全境。港铁（前身地铁公司）自 1979 年起一直致力为乘客提供既安全又快捷可靠的市区列车服务。2007 年 12 月，地铁公司与九广铁路公司的车务运作正式合并，并成立为港铁公司，形成贯通新界、九龙与港岛的完整运输体系。截至 2024 年末，公司在中国香港的铁路网络已经覆盖 99 个车站，总长 271 公里。

图表27：公司铁路网络已经覆盖 99 个车站，总长 271 公里

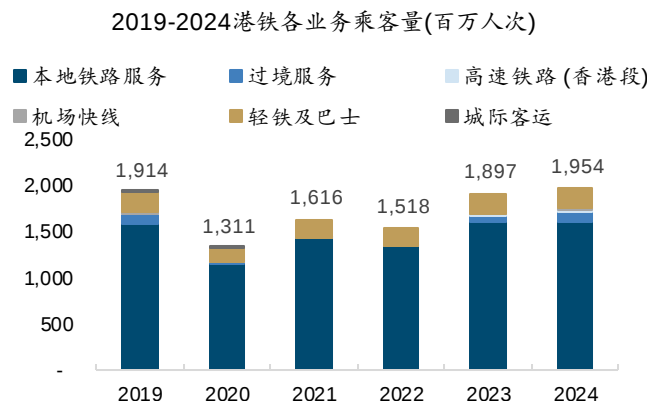


来源：公司官网，国金证券研究所

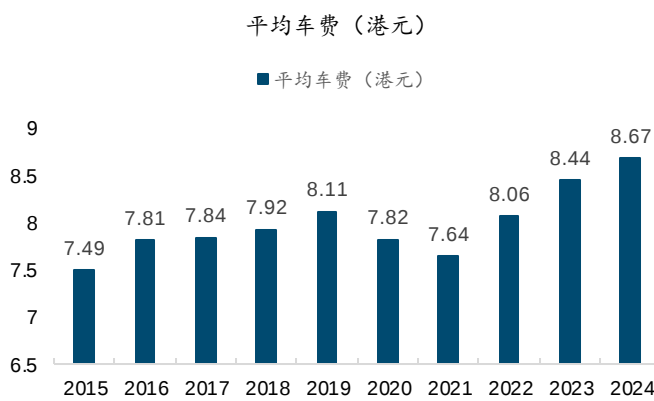
港铁乘客量及票价均增长。受公共卫生事件影响，2020-2022 年，港铁乘客量明显下降。2023 年起乘客量开始稳步增长，2024 全年已超过 2019 年同期水平。2020 年以来公司本地铁路服务的平均车费逐年上涨，2024 年平均车费达到 8.67 港币。

图表28：港铁乘客量已超 2019 年

图表29：本地铁路服务平均车费波动上升



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

公司通过票价调整机制(FAM)厘定整体票价调整幅度，设有“负担能力上限”安排，平衡公司赚取收入来维修及提升铁路网络的同时，使票价维持在公众可负担的水平。票价



调整机制（FAM）与消费物价指数（CPI）的变化、工资指数挂钩，同时考虑生产力因素，公式如下：

票价调整机制 = $0.5 \times \Delta \text{CPI} + 0.5 \times \text{运输业名义工资指数} - \text{生产力因素}$ 。如果计算出的调整百分比在 $\pm 1.5\%$ 范围内，当年将不进行调整，该调整百分比将结转到下一年。生产力因素与香港物业发展利润有关，若利润高于 100 亿港元则为 0.8%；若为 50-100 亿港元则为 0.7%；若小于 50 亿港元以内则为 0.6%。

图表30：票价动态调整：市场化调节与社会责任并重

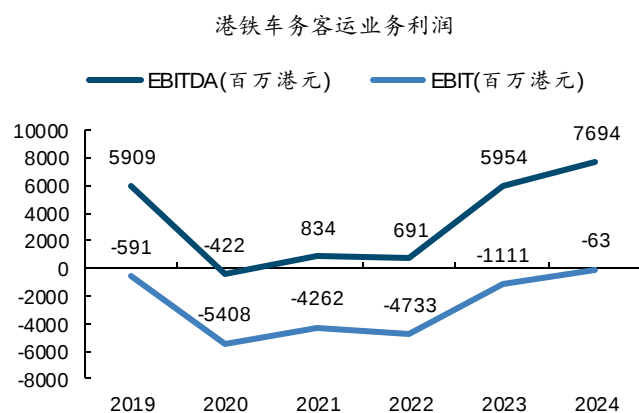
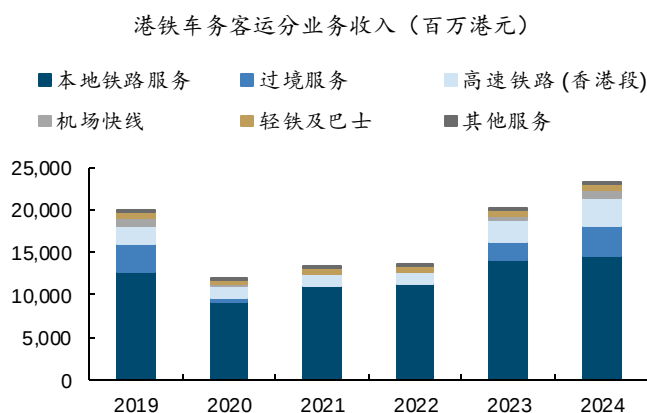


来源：公司官网，国金证券研究所

盈利修复趋势明确，过境与高铁驱动结构优化。本地铁路服务为香港客运的核心业务，对收入贡献占比最大，而 2023 年以来过境服务和高速铁路（香港段）成为新增长引擎。盈利方面，虽 2020-2022 年公司车务客运业务 EBIT 承压，但已于 2023 年迅速恢复，2024 年 EBIT 仅小幅亏损，已好于 2019 年。

图表31：本地铁路服务为香港客运的核心业务，过境服务和高速铁路收入增速快

图表32：2024 年盈利修复趋势明确



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

多个项目正在建设中，路网扩容可期。公司现正全力推进香港下一阶段的铁路发展，包括《铁路发展策略 2014》、《北部都会区发展策略》及《香港主要运输基建发展蓝图》下的多个项目。目前东涌线延线、小蚝湾站、东铁线古洞站、屯门南延线及洪水桥站的建造工程正在进行中，竣工后预计 2030 年将合计增加 7 个车站，车站数量将达到 106 个。2025 年 7 月 8 日，公司发布公告称，已与运输及物流局局长就北环线的第一部分签订项目协



议，且物业发展用地已确定（约 24-26 公顷），预计 2034 年同步开通主线及支线。

新铁路项目将带来物业发展的新机会，深化“铁路+物业”模式。伴随铁路站点及里程的增多，不仅有利于铁路客运和车站商务业务的增长，也将创造物业发展的机会，而物业发展利润将反哺铁路建设，形成正向循环，带动公司规模的不扩大和利润的持续产生。上述 5 个发展中的项目均已有明确土地储备，合计达 237 万平米。

图表33：公司有 5 个发展中的铁路项目

	東涌綫 延綫	屯門南 延綫	東鐵綫 古洞站	洪水橋站	小蠔灣站
車站數目	2 (東涌東站及 東涌西站)	2 (第16區站及 屯門南站)	1	1	1
總長度	約2.5公里	約2.4公里	-	-	-
項目融資	鐵路加物業	鐵路加物業	鐵路加物業	鐵路加物業	鐵路加物業
動工年份	2023	2023	2023	2024	2023
預計 通車年份	2029	2030	2027	2030	2030

来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：北环线（第一部分）项目协议

北環綫 (第一部分)項目協議

車站：北環綫主綫古洞、凹頭及錦上路站
 隧道段：古洞至新田段、凹頭至錦上路段
 相關鐵路設施：通風樓、緊急救援入口、緊急出口及其他鐵路設施
 設計：支綫的詳細規劃及設計



来源：公司官网，国金证券研究所



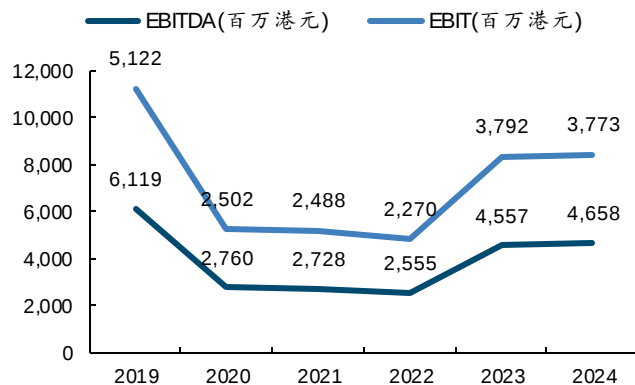
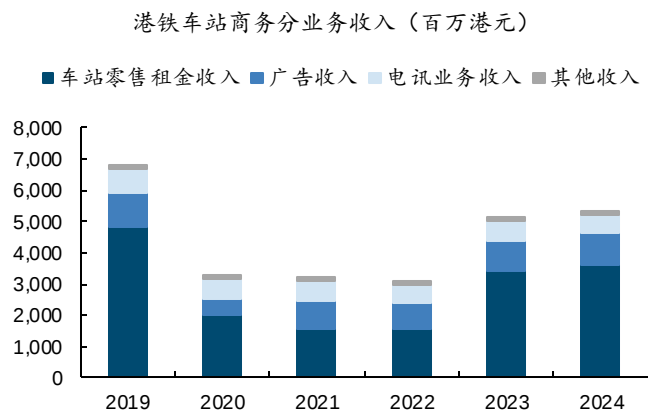
2.2 车站商务业务：铁路客运流量变现，零售租金暂时承压

车站商务业务实现铁路客运流量的变现。公司通过庞大的铁路网络提供优质的零售、广告及电讯服务，大量客流为上述业务带来需求。截至 2024 年末车站商店总面积达 71,236 平方米，商店数量达 1579 间，拥有 42602 个广告点。

车站商务业务中租金为核心收入来源，较 2019 年仍有差距。车站商务业务中收入占比最高的为零售租金，受公共卫生事件影响，公司 2020 年推出租金减免政策，造成收入下滑，2022 年起减免政策逐步推出，租金收入回升，但商户续租意愿及租金水平仍未完全修复，导致截至 2024 年尚未恢复至 2019 年同期水平。

图表35：车站商务业务中租金为核心收入来源

图表36：2024 年公司车站商务利润较 2019 年仍有差距



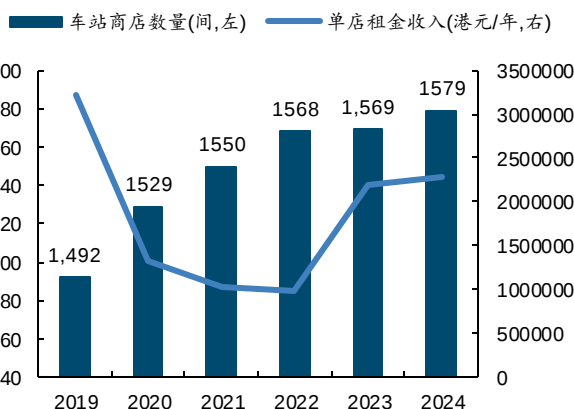
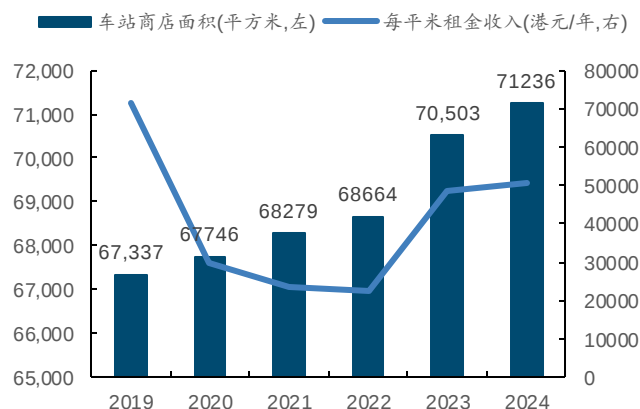
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

零售商店面积稳步扩张，单位租金收入有待回升。2019-2024 年港铁车站商店数量整体呈上升趋势，近三年数量基本稳定，但商店面积持续扩张，增速明显。2022 年以来单店租金收入和每平米租金收入稳步增长，但尚未恢复至公共卫生事件之前水平，主要系港人北上消费形成潮流，内部消费提振未如预期，车站商店新订租金同比回落。

图表37：车站商店面积持续扩大，单位租金收入有所回升

图表38：车站商店数量持续提升，单店租金收入有所回升

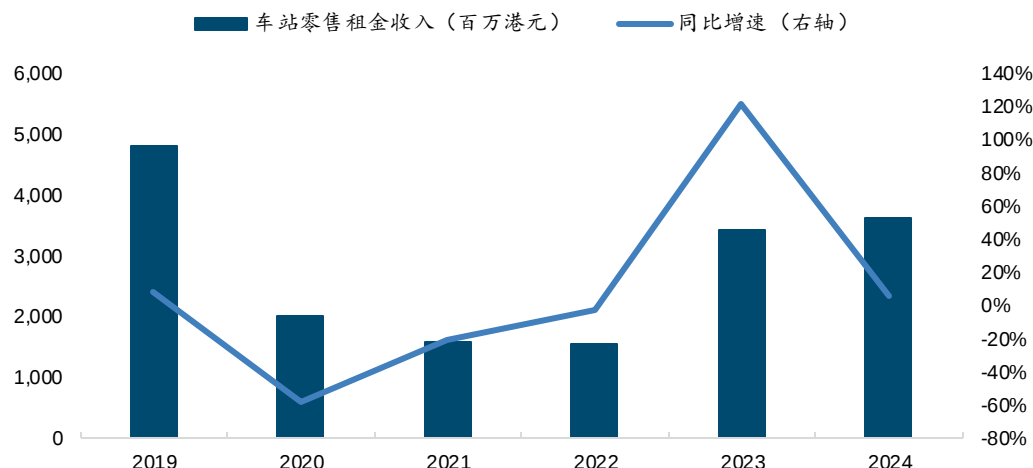


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



图表39：车站零售租金收入尚未恢复至公共卫生事件之前水平

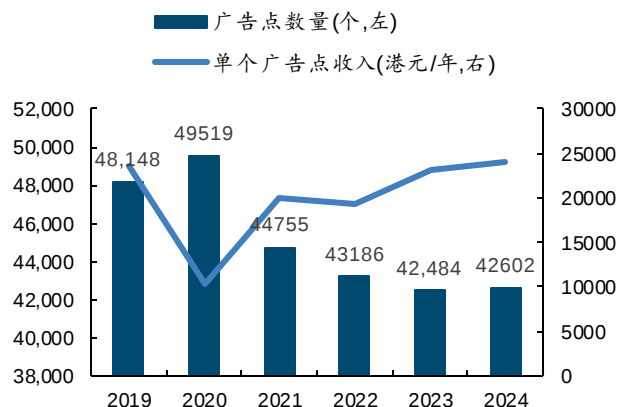


来源：公司公告，国金证券研究所

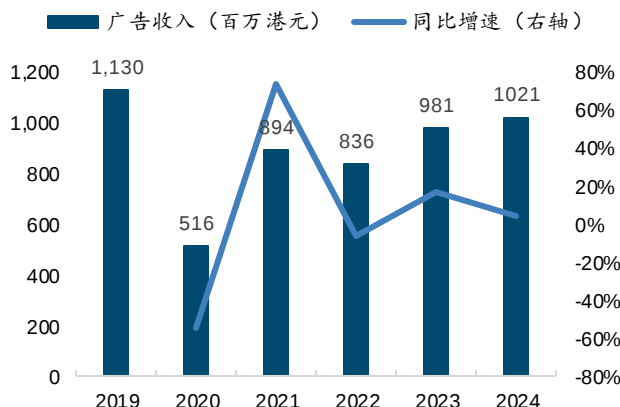
广告收入恢复至 2019 年九成。广告收入为车站商务业务中第二大收入来源。2024 年公司广告点数量相比 2019 年同期减少了 5546 个，但单个广告点收入自 2022 年总体呈上升趋势，受益于政府文旅推广活动和跨境客流回升，2024 年广告收入基本恢复至 2019 年九成。

图表40：单个广告点收入自 2022 年总体呈上升趋势

图表41：广告收入基本恢复至 2019 年



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 中国内地及国际地区业务：积极拓展中国香港以外市场，增厚公司利润

公司积极拓展中国内地及国际地区业务。公司经营在香港取得成功，而考虑香港面积有限，公司将目光投向香港之外。2007 年公司获得伦敦地上铁的运营和维修专营权，正式拓展国际业务；2009 年京港地铁开通首条线路，公司正式拓展中国内地业务。此外，2011 年公司全资子公司竞得深圳龙华车辆段上盖物业开发一期土地使用权，即现在的港铁天颂项目，这是公司在香港之外获得第一宗物业开发用地。2024 年公司及附属公司、联营公司和合营公司在香港以外地区的总载客量已达 25.2 亿人次。

项目方面，在中国内地，公司主导深圳地铁 13 号线等标杆项目，并拓展成都、郑州等城市的车站广告、商业租赁及物业开发（如深圳天颂 TOD 综合体）业务。在国际市场，公司业务覆盖澳大利亚、瑞典等市场，如运营悉尼地铁 M1 西北线等关键线路。

图表42：公司于中国内地及国际地区的业务概览

业务类型	业务介绍
铁路建设与运营	● 中国内地：深圳地铁 4/13 号线、杭州地铁 1/5 号线、北京地铁 4/14/16/17 号线及大兴线等

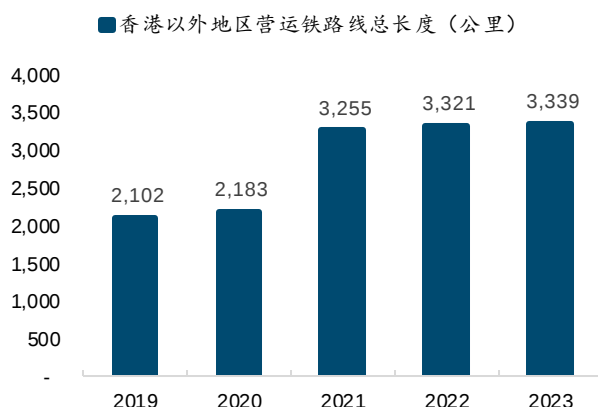


业务类型	业务介绍
国际	● 澳大利亚 悉尼地铁 M1 西北及班克斯敦线、墨尔本都市铁路； 英国 伦敦伊丽莎白线（2025 年 5 月期满）、South Western Railway（2025 年 5 月期满）； 瑞典 斯德哥尔摩地铁（2025 年 11 月期满）
车站商务	● 中国内地 ：与成都轨道交通集团成立的合营公司，继续推进成都的车站商务；于 2024 年 10 月与郑州地铁集团成立合营公司，将车站商务业务拓展至郑州；亦正在西安及广州等其他城市探索此类发展机遇
物业及其他业务	● 中国内地 ：深圳天颂项目、天津北运河站商场；杭州西站 TOD 项目等

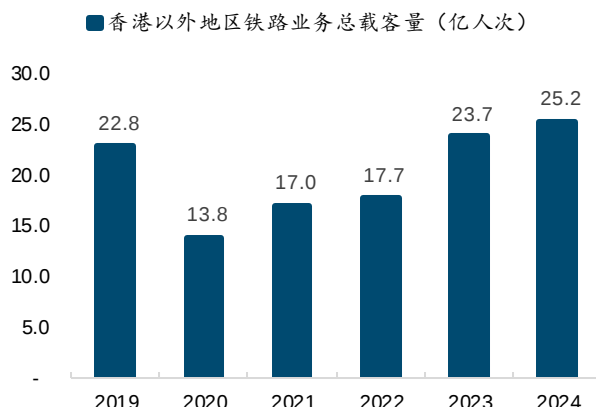
来源：公司公告，国金证券研究所

图表43：2021 年起公司在香港以外地区营运的铁路线总长度超 3000 公里

图表44：2024 年公司在香港以外地区铁路业务总载客量达 25.2 亿人次



来源：公司公告，国金证券研究所

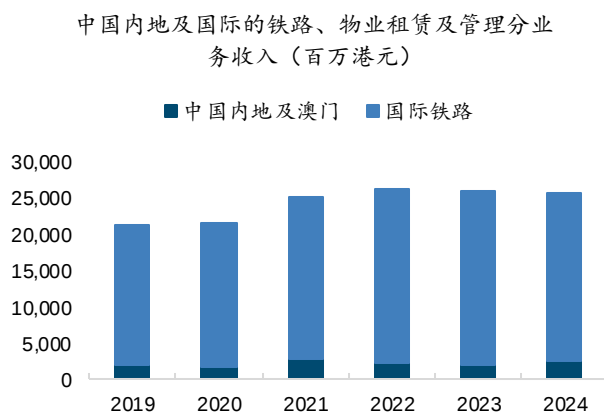


来源：公司公告，国金证券研究所

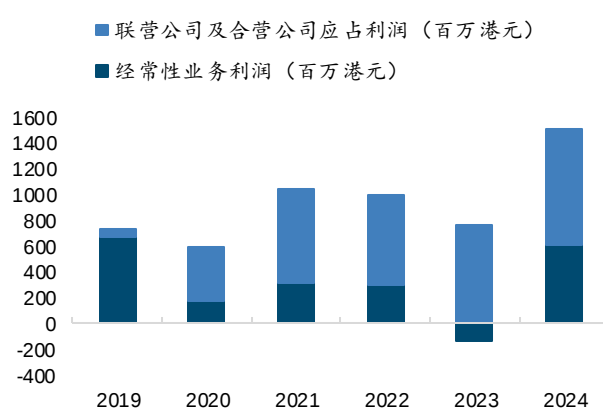
中国内地及国际业务的收入相对稳定，利润规模创近年新高。过去三年（2022-2024 年），公司中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务收入均为 250 多亿港元。按利润贡献占比看，该业务中来自联营及合营公司的应占利润高于经常性业务，主要系公司参股中国内地多家地铁公司，所得收益反映在应占利润中。伴随海外业务的扩张，2024 年中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务 EBITDA 及 EBIT 已超 2019 年。考虑部分项目（英国、瑞典项目）将于 2025 年退出，预计 2025-2026 年来自中国内地及国际业务的收入或降低。

图表45：中国内地及国际业务收入以国际铁路业务为主

图表46：2024 年中国内地及国际业务中，来自联营及合营公司的应占利润高于经常性业务



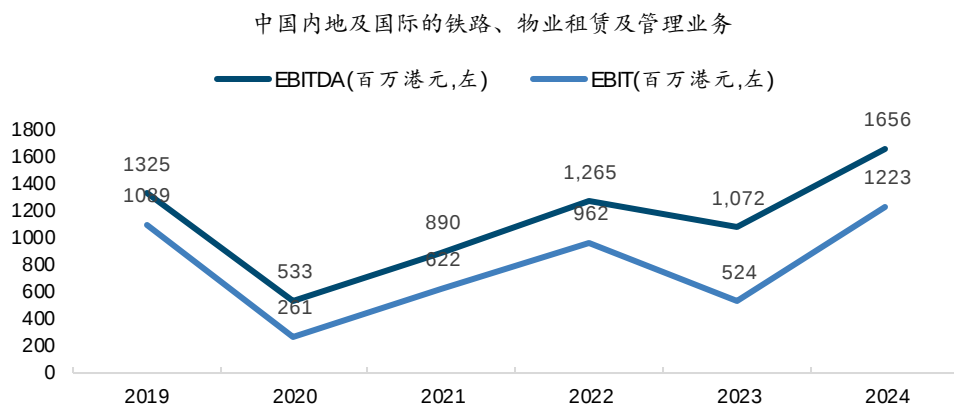
来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所



图表47：中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务 EBITDA 及 EBIT 已超 2019 年



来源：公司公告，国金证券研究所

三、香港物业业务：投资物业短期承压，开发物业受益楼市回暖

3.1 香港物业租赁及管理：面临出租不确定性和重估风险

港铁以轨道交通为支点带动地产价值，依托“铁路+物业”模式形成“开发-自持-运营”的闭环。通过地铁建设获取沿线土地开发权后，其将物业拆解为两类资产：

- 1) 变现型资产（住宅、部分商业），通过快速出售实现现金流回笼；
- 2) 永续型资产（商场、铺位、写字楼、停车场、幼稚园等），长期持有以获取租金收益与资产增值。截至 2024 年底，按可出租面积计算，公司在香港的投资物业应占份额包括：315242 平方米的零售物业、39451 平方米的写字楼、以及 19206 平方米的其他用途物业。

图表48：截至 2024 年末，公司在香港的投资物业组合主要是：商场、铺位、写字楼、住宅

地点	类别	可出租楼面面积（平方米）	公司收益权
九龙九龙湾德福广场一期	商场	39331	100%
九龙九龙湾德福广场二期七至八楼	商场	2059	100%
九龙九龙湾德福广场二期三至六楼	商场	18253	100%
新界荃湾绿杨坊	商场	11143	100%
香港杏花邨杏花新城	商场	15484	100%
青衣青衣城 1 期	商场	28606	100%
青衣青衣城 2 期	商场	6448	100%
坑口连理街	商场	2629	100%
将军澳 PopCorn2	商场	8456	100%
将军澳 PopCorn1	商场	12174	50%
九龙柯士甸道西一号圆方	商场	45090	81%
火炭骏景广场	商场	7720	100%
屯门海趣坊	商场	6192	100%
屯门新屯门商场	商场	9022	100%
屯门恒福商场	商场	1924	100%
沙田连城广场零售楼层及 1 至 6 楼	商场	12127	100%
将军澳 The LOHAS 康城	商场	27804	100%
沙田车公庙路十八号围方	商场	32920	100%
黄竹坑 THE SOUTHSIDE	商场	25944	100%



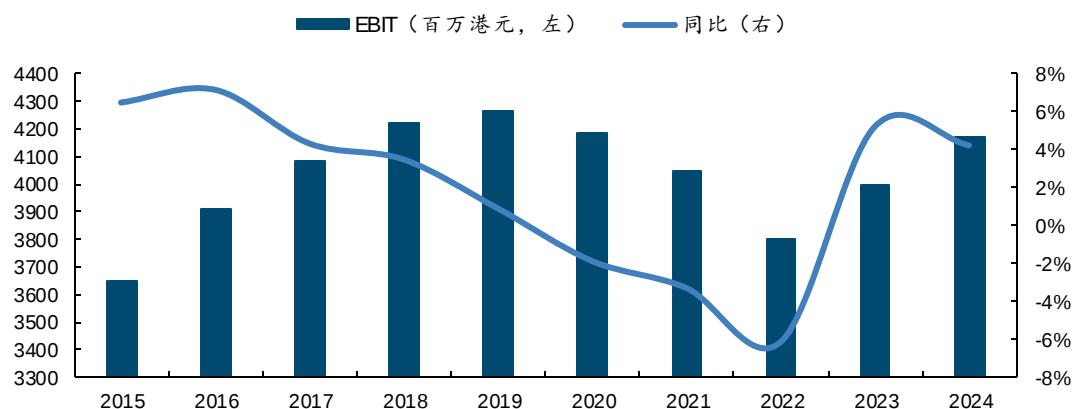
九龙弥敦道三百零八号地下	铺位	70	100%
九龙弥敦道七百八十三号地下	铺位	36	100%
香港夏慤道十八号海富中心一楼商场铺位十个	铺位	286	50%
九龙大角咀奥海城二期	铺位	1096	100%
将军澳日出康城首都	铺位	391	100%
沙田车公庙路八号漆岸8号	铺位	154	100%
国际金融中心二期	写字楼	39451	100%
火炭骏景园	住宅	2356	100%

来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年，港铁物业租赁及物业管理产生的 EBIT 为 41.69 亿港元，同比+4.25%，连续两年实现正增长，主要受益于两个新开业商场的租金增量贡献：2023 年下半年开业的「围方」及「THE SOUTHSIDE」，以及租金豁免的会计摊销减少带来的成本优化。

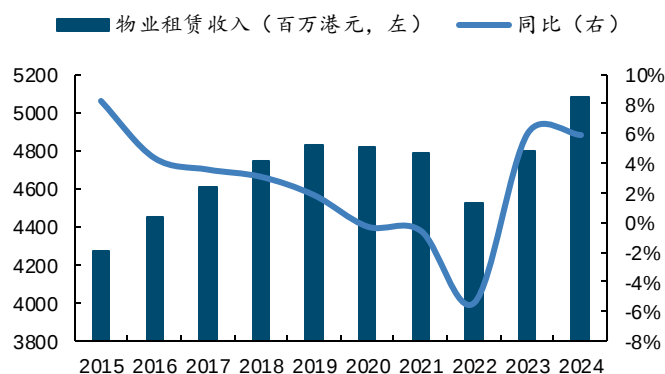
2024 年，港铁公司物业租赁收入为 50.76 亿港元，同比+5.86%；物业管理业务同步扩张，物业管理收入为 3.03 亿港元，同比+6.69%。

图表49：公司物业租赁及物业管理 EBIT 连续两年回升



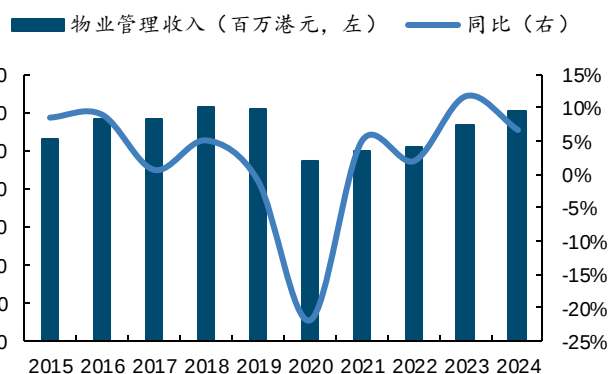
来源：公司官网，国金证券研究所

图表50：物业租赁收入达到十年内最高值



来源：公司官网，国金证券研究所

图表51：物业管理收入近五年稳定上升



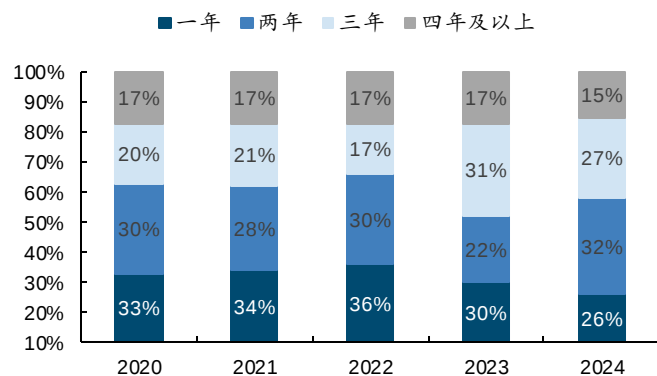
来源：公司官网，国金证券研究所

截至 2024 年底，按出租面积分析，商场的租约到期概况分别为约 26%于 2025 年到期、32%于 2026 年到期、27%于 2027 年到期，以及 15%于 2028 年或之后到期，对比往年，两到三年内到期的租约占比达到 59%，物业租赁期限结构逐渐优化。



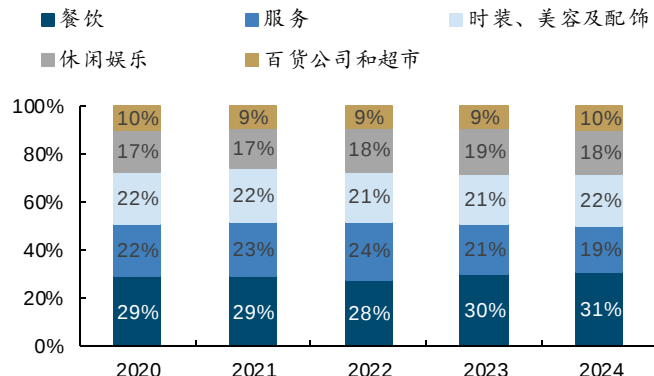
商场租户以民生消费业态为主，截至 2024 年底，按出租面积分析，商场的租户组合为餐饮类约占 31%、时装、美容及配饰类约占 22%、服务类约占 19%、休闲娱乐类约占 18%，以及百货公司和超市类约占 10%。

图表52：公司两到三年内到期租约占比增多



来源：公司官网，国金证券研究所

图表53：餐饮类商场租户组合维持最高占比



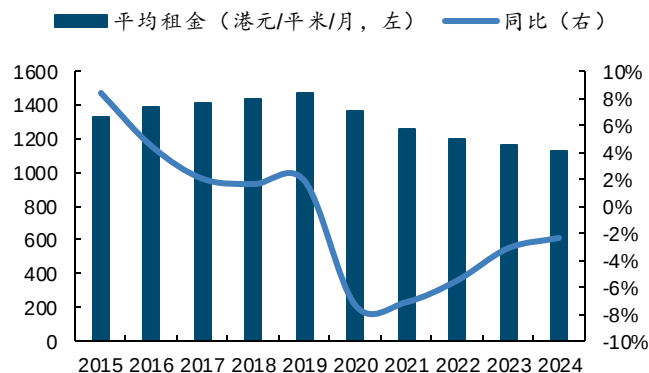
来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年港铁在香港的商场平均出租率为 99%，同比持平；在「国际金融中心二期」的 18 层写字楼的平均出租率为 93%，同比下降 3 个百分点，连续三年下降。

整体物业租赁平均租金单价自 2020 年以来连续四年负增长，2024 年为 1130 港元/平方米/月，同比-2.3%，降幅有所收窄。

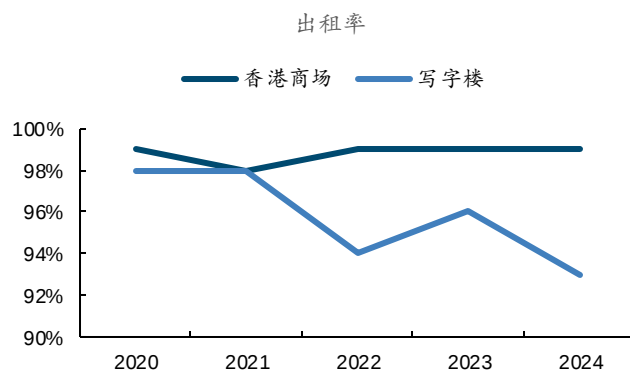
我们认为写字楼出租持续承压，商场尽管维持较高出租率，但同样存在一定的租金下行压力，商场新签租金连续五年负增长，2024 年商场新订租金下降 8.9%。

图表54：2020 年以来平均租金承压，但跌幅逐渐收窄



来源：公司公告，国金证券研究所

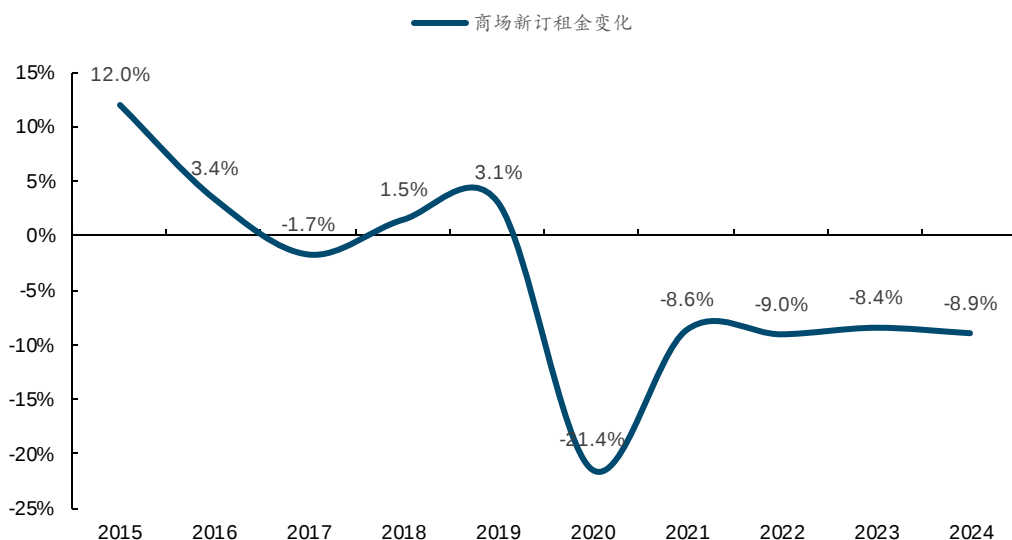
图表55：商场出租率平稳，写字楼出租率承压



来源：公司公告，国金证券研究所



图表56：商场新订租金变化连续五年为负



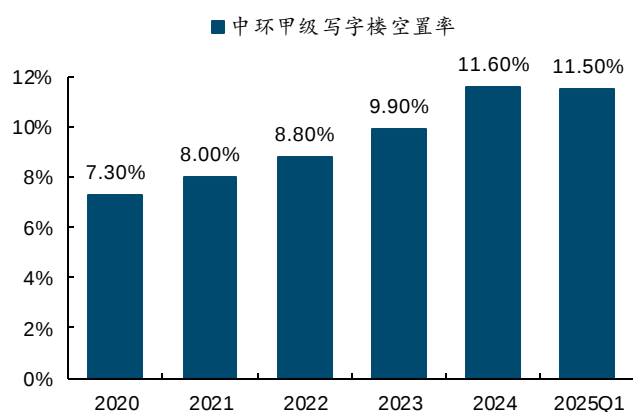
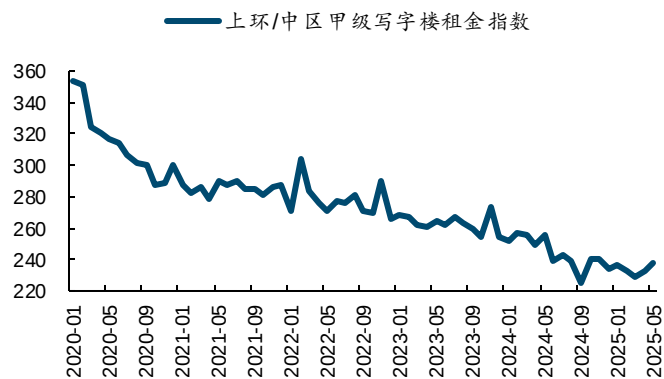
来源：公司公告，国金证券研究所

商写市场的租金及出租率短期承压

对于写字楼而言，我们认为随着写字楼供给的上升、居家办公普及率提升、宏观大环境的变化，即使是高端写字楼，仍面临租金及出租率的压力。上环/中区的私人甲级写字楼租金指数维持近五年的低位；同时根据仲量联行，截至 2025Q1，香港中环的甲级写字楼空置率为 11.5%，仍处于相对高位。

图表57：上环/中区的私人甲级写字楼租金指数维持低位

图表58：中环甲级写字楼空置率维持高位



来源：wind，国金证券研究所 注：1999 年=100

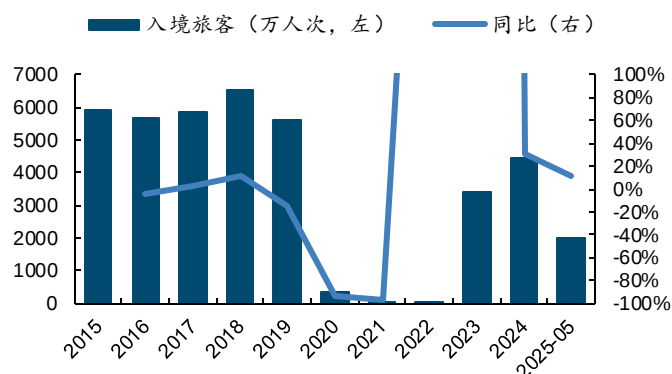
来源：仲量联行，国金证券研究所

对于商场而言，由于入境旅客减少、网购渗透率持续提升、港人北上消费、港币汇率较强势等因素影响，香港零售业表现尚未恢复至 6 年前的水平，商场整体表现承压，租金指数走低，优质商场空置率走高。

短期内商写市场表现承压，除了对公司投资物业业务的经营业绩造成影响，同时还通过公允价值计量模式影响业绩。港铁投资物业全部按第三方机构评估的公允价值计量且其变动计入当期损益，该会计处理虽能在租金上涨周期通过重估收益增厚利润，但在当前租金预期下行的环境中，可能在年末重估过程中，造成公允价值变动损失。

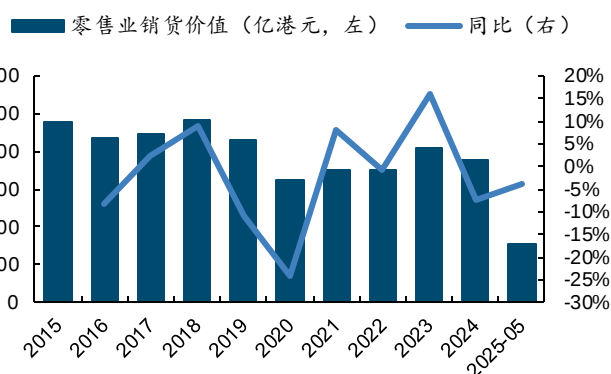


图表59：香港入境旅客人次尚未完全恢复



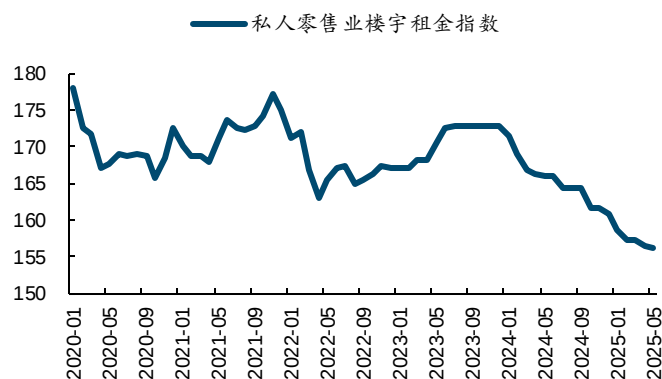
来源：wind，国金证券研究所

图表60：香港零售业销货价值尚未完全恢复



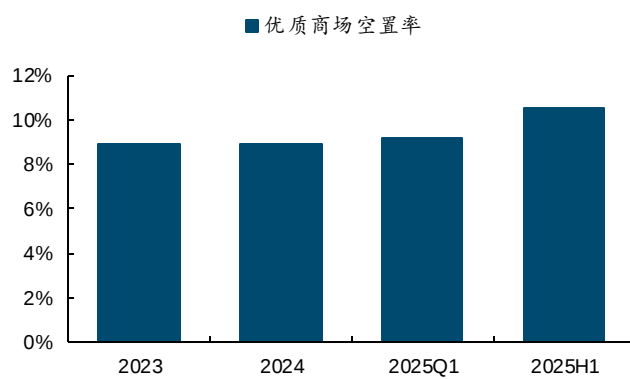
来源：wind，国金证券研究所

图表61：香港私人零售业楼宇租金指数持续筑底



来源：wind，国金证券研究所 注：1999年=100

图表62：香港优质商场空置率上升



来源：仲量联行，国金证券研究所

3.2 香港物业发展：香港楼市逐渐筑底回稳，公司大量地铁楼盘有望受益

港铁的“铁路+物业”（R+P）模式本质是政府规划权与企业开发权的深度绑定。香港政府通过授予铁路沿线土地开发权，换取港铁承担铁路建设成本。港铁以补缴地价联合开发商开发地块，将铁路外部性溢价转化为物业销售利润，形成“零现金投入-土地资本化-收益反哺”的闭环。这一机制下，政府主导宏观规划，港铁执行开发，开发商分担风险，三方权责清晰，资源互补。

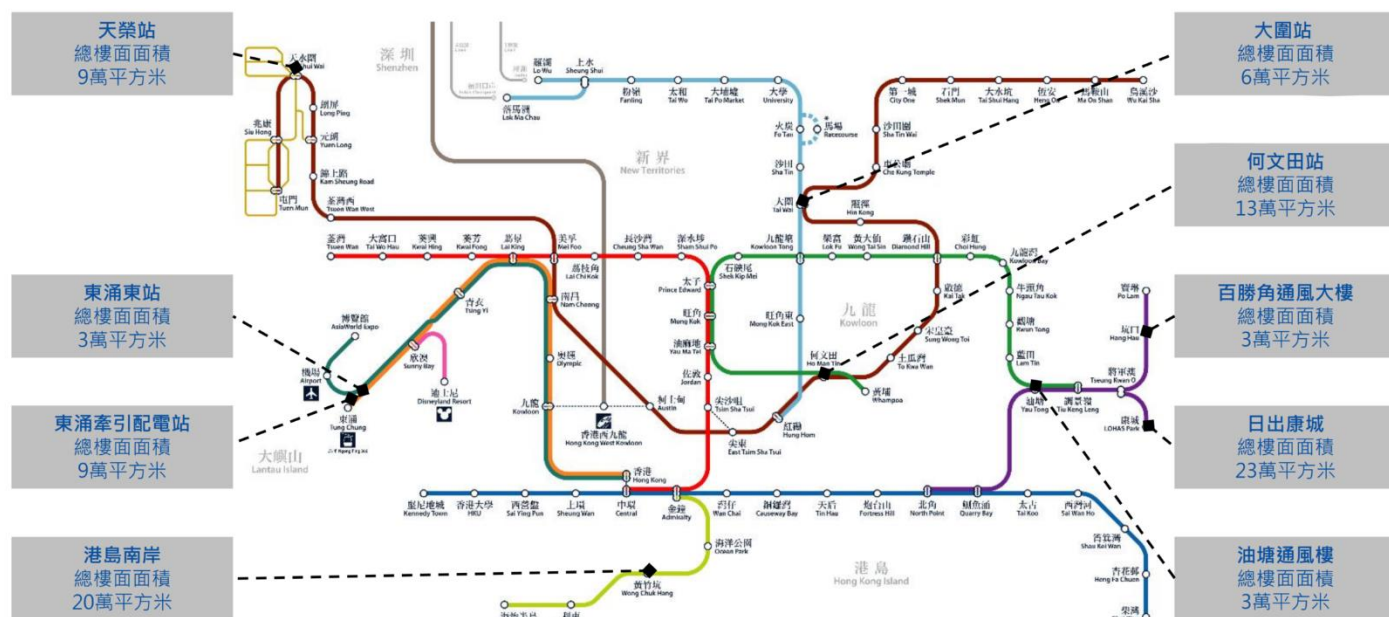
2024年，公司的物业发展利润同比激增392.8%至102.65亿港元，占本公司股东应占净利润的65.1%，物业发展的利润确认受项目建设销售进度影响，2024年主要来自「日出康城」第十一期、何文田站第一期、「港岛南岸」第一期、第二期、第四期和第五期等多个项目。

截至2024年末，公司拥有土地储备（未入账口径）：13个已批出及兴建中的物业发展项目，对应89万方楼面面积，提供约1.5万个住宅单位。

此外，公司在5个站点拥有大量尚未批出的物业发展项目，总楼面面积273万方，有望在未来十年内招标并开发。



图表63：截至 2024 年末，公司拥有已批出土地储备 89 万方，主要分布在各站点附近



来源：公司官网，国金证券研究所

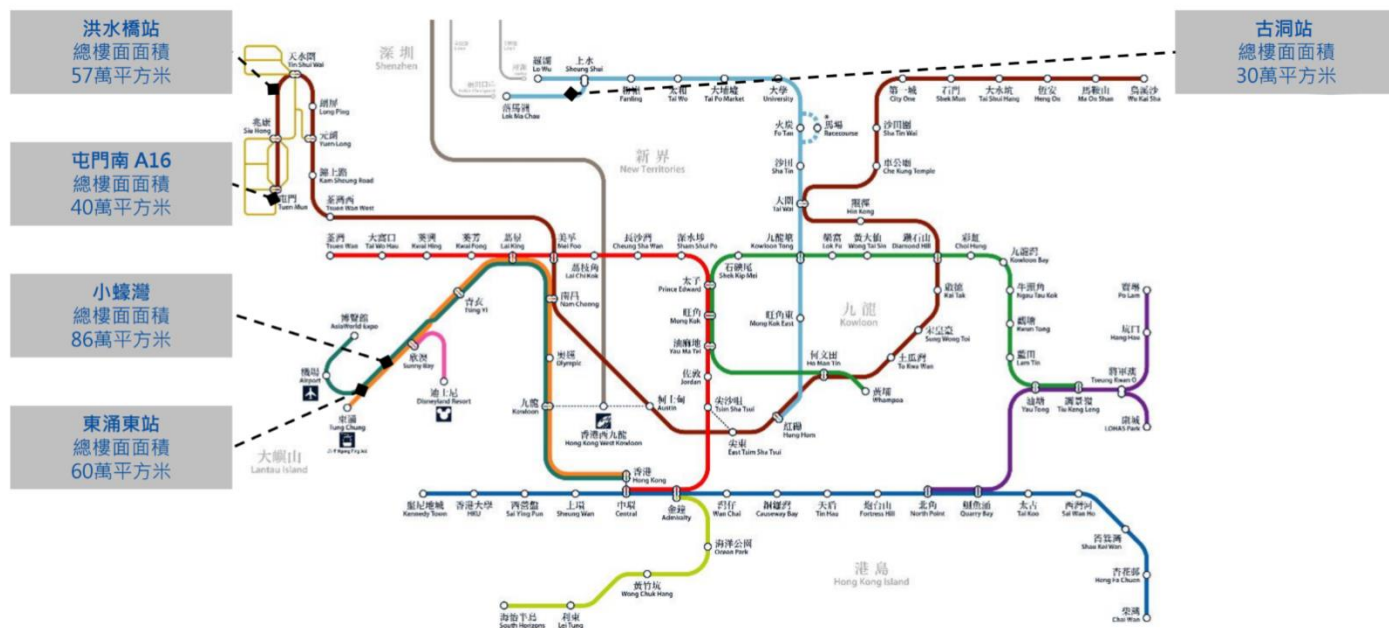
图表64：截至 2024 年末，公司拥有 13 个未入账的发展项目，总楼面面积约 89 万方

序号	物业项目招标	批出日期	发展商	住宅总楼面 面积（平方 米）	单位数目	利润模式			预计落成日期
						整笔过款项前 期和/或后期	分占盈余	物业摊分	
1	大園站第三期	2014年10月	新世界	63845	892		√		TBC
2	天榮站	2015年2月	新鸿基	91051	1918		√		Phase 1: 2024 Phase 2: 2025
3	何文田站第一期	2016年12月	鷹君	69000	990	√	√		2025
4	油塘通风楼	2018年5月	信和置业及资本策略 地产	30225	748	√	√		2026
5	「港島南岸」第三期	2018年8月	长江	92900	1200	√	√	√	2025
6	何文田站第二期	2018年10月	华懋	59400	844	√	√		2025
7	「日出康城」第十二期	2020年2月	会德丰	89290	1985	√	√		2025
8	「日出康城」第十三期	2020年10月	信和置业、嘉里建设、 嘉华及招商局置地	143694	2550	√	√		2026
9	「港島南岸」第五期	2021年1月	新世界、帝国发展、资 本策略地产及丽新发展	59100	825	√	√		2026
10	「港島南岸」第六期	2021年4月	会德丰	46800	617	√	√		2028
11	百胜角通风楼	2022年4月	新世界及招商局置地	27006	613	√	√		2031
12	东涌牵引配电站	2022年7月	华懋	87288	1970	√	√		2031
13	东涌东站第一期	2024年12月	南丰集团	30000	600	√	√		2031

来源：公司官网，国金证券研究所



图表65：截至2024年末，公司拥有未批出土地储备273万方，有望在未来十年内持续贡献销售



来源：公司官网，国金证券研究所

香港政策端持续发力，促进楼市止跌回稳

香港自2022年底推出多项输入人才计划，截至2025年4月底，香港的各项输入人才计划共收到超过47万份申请，其中超过31万份已经获批，已有近21万名人才抵达香港。高精尖人才通常具备较高的资产或收入，能够创造大量租房及购房需求，促进香港租金、房价的企稳回升。

2024年2月28日，香港政府撤销所有住宅物业需求管理措施（“辣招”），即日起所有住宅物业交易无须再缴付额外印花税、买家印花税、新住宅印花税（“撤辣”）。本次“撤辣”后，香港当地人在港买房的印花税税率将从7.5%减少至1.5%，内地人在香港买房的印花税税率将从15%减至100元~成交价的4.25%，相比撤辣之前，有10.5%左右的税费优惠，相当于直接打了9折。

图表66：香港撤辣后，置业的印花税率大幅下降，显著降低购房成本

印花税	适用范围	印花税率	撤辣后的印花税率
新住宅印花税	持有住宅物业的港人购买第二套房、非香港永久性居民及公司名义买家	7.50%	100元至4.25%不等
买家印花税	非香港永久性居民及公司名义买家	7.50%	0%
额外印花税	在购入物业2年内转售	10%-20%	0%

来源：证券时报，国金证券研究所

2024年10月16日，香港金管局向银行发出指引：所有住宅物业和非住宅物业的按揭成数上限划一为七成，“供款与入息比率”上限划一为五成。此举将最高按揭成数和“供款与入息比率”上限恢复至2009年以前的水平，即加大了购房的杠杆，促进信贷扩张。

香港楼市基本面出现筑底企稳迹象

从量上看，2024年撤辣后，香港楼市交易量快速提升，2024年全年新房住宅成交额1931亿元，同比+51.3%；成交合约数量16912份，同比+57.3%。在去年政策高基数下，2025年上半年成交略有下滑，但整体中枢高于撤辣前，2025H1新房住宅成交额951亿元，同比-12.3%；成交合约数量9334份，同比-0.9%。

从价上看，香港差饷物业估价署数据显示，2025年2-5月私人住宅价格指数稳中略升，

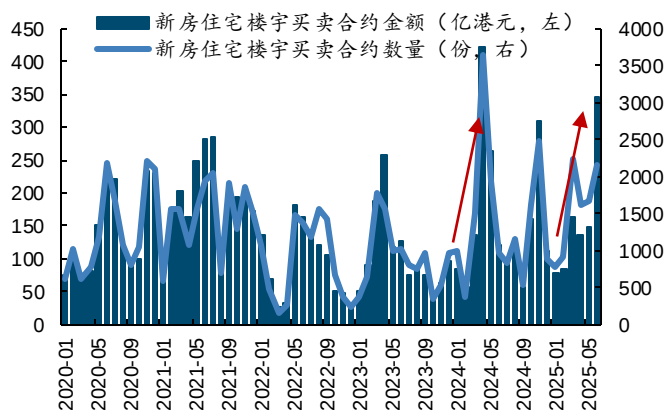


中原地产的周度高频数据显示：中原城市领先指数自5月底以来持续上升，中原经纪人指数自6月底以来站上荣枯线。多方数据验证，香港房价出现筑底信号。

此外，租金回报率>按揭利率，对房价构成支撑。①按揭利率：当前香港按揭模式基本采取H按（1个月HIBOR+1.3%），由于5月以来港府多次向市场注资，流动性充裕，6月末1个月HIBOR降至0.7%，7月中旬1个月HIBOR约1.2%，当前H按息率约2%-2.5%，除非后续港府大量回收流动性，料1个月HIBOR不会大幅上升。②租金回报率：截至2025年5月，ABCDE类住宅（住宅分类A类：39.9平以下，B类：40-69.9平，C类：70-99.9平，D类：100-159.9平，E类：160平以上）的租金回报率分别为3.7%、3.2%、2.8%、2.6%、2.4%，均高于十年前。因此出现月供低于租金的“供平过租”现象，推动转租为买、买楼收租的需求。

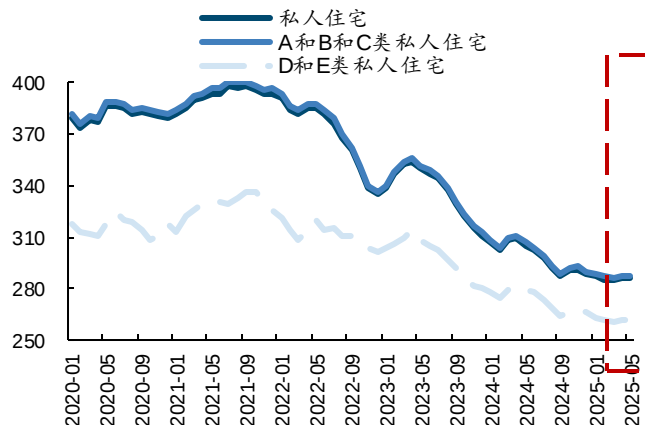
综上，我们认为香港楼市基本面尚具韧性，当前香港经济金融持续发展、“辣招”基本放开、大量人才引进带来潜在购买力持续流入、按揭利率低于租金收益率（月供低于房租）、下半年美联储有望开启降息，今年以来香港楼市正步入筑底企稳的状态。港铁的项目大部分为铁路沿线或地铁上盖项目，天然具备交通便捷的优势，若香港楼市成功筑底企稳，将对公司地铁楼盘的销售形成利好。

图表67：2024H1及2025H1新房成交量均明显上升



来源：wind，国金证券研究所

图表68：2025年2月至今，私人住宅价格指数稳中略升



来源：wind，国金证券研究所 注：1999年=100；A和B和C类为中小型屋苑，D和E类为大型屋苑

图表69：中原城市领先指数6月以来略有回升



来源：wind，国金证券研究所 注：1997年7月第1周=100；该指数是一个按周发布的楼价指数

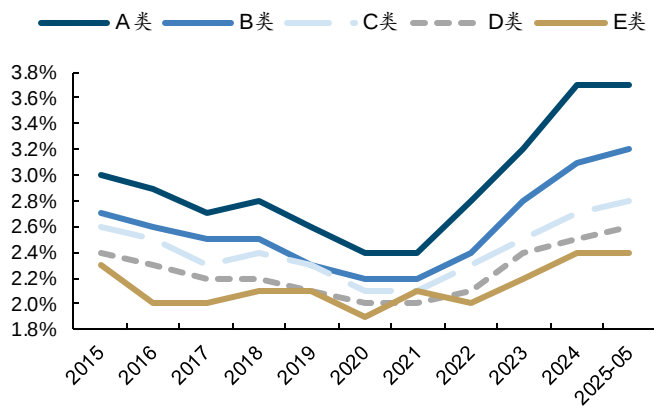
图表70：中原城市经纪人指数重新站上荣枯线



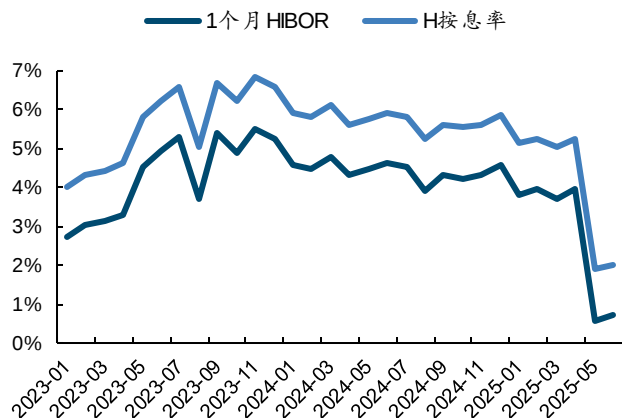
来源：wind，国金证券研究所 注：该指数是一个按周发布的指数，是衡量未来楼价/租金变动方向的参考指标，介于0-100之间，当>50时，表示未来楼价/租金趋升，反之趋跌。



图表71：私人住宅物业回报率明显提升，具备性价比



图表72：H按息率大幅下降，已低于租金回报率



来源：wind，国金证券研究所 注：住宅分类 A 类：39.9 平以下，B 类：40-69.9 平，C 类：70-99.9 平，D 类：100-159.9 平，E 类：160 平以上

来源：wind，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

总收入预测：预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 600 亿港元、564 亿港元、574 亿港元，同比分别+0%、-6%、+2%，变动幅度较大的业务包括：（1）**中国香港车务运作：**预计 2025-2027 年收入同比分别+7%、+2%、+1%，主要系量增（过境服务、高速铁路乘客量）以及香港高速铁路涨价推动；（2）**中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务：**预计 2025-2027 年收入同比分别-7%、-18%、+3%，主要系公司逐步退出英国、瑞典等业务。

图表73：2025-2027 年营业收入预测（百万港币）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港币）	47,812	56,982	60,011	60,021	56,449	57,371
YoY	1%	19%	5%	0%	-6%	2%
中国香港车务运作	13,404	20,131	23,013	24,637	25,230	25,481
YoY	2%	50%	14%	7%	2%	1%
中国香港车站商务活动	3,077	5,117	5,343	5,395	5,448	5,540
YoY	-4%	66%	4%	1%	1%	2%
中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务	26,016	25,955	25,467	23,801	19,583	20,162
YoY	4%	0%	-2%	-7%	-18%	3%
中国香港物业租赁及管理	4,779	5,079	5,379	5,379	5,379	5,379
YoY	-5%	6%	6%	0%	0%	0%
中国内地物业发展	173					
YoY	-51%					
其他业务	363	700	809	809	809	809
YoY	-5%	93%	16%	0%	0%	0%

来源：wind，国金证券研究所

营业开支（不含折旧）预测：预计 2025-2027 年公司营运开支分别为 412 亿港元、375 亿港元、383 亿港元，同比分别-2%、-9%、+2%，变动幅度较大的业务为中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务，主要系公司逐步退出英国、瑞典等业务。

图表74：2025-2027 年营运开支预测（百万港币）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营运开支（百万港币）	39,901	41,672	42,107	41,175	37,504	38,390



	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY	2%	4%	1%	-2%	-9%	2%
中国香港车务运作	12,713	14,177	15,319	15,940	16,263	16,594
YoY	3%	12%	8%	4%	2%	2%
中国香港车站商务活动	522	560	685	692	699	706
YoY	9%	7%	22%	1%	1%	1%
中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务	24,751	24,883	23,811	22,241	18,229	18,765
YoY	2%	1%	-4%	-7%	-18%	3%
中国香港物业租赁及管理	964	1,063	1,184	1,184	1,184	1,184
YoY	-1%	10%	11%	0%	0%	0%
中国内地物业发展	114	13	3	3	3	3
YoY	-49%	-89%	-77%	1%	1%	1%
其他业务开支	511	579	702	709	716	723
YoY	-10%	13%	21%	1%	1%	1%
项目研究及业务发展开支	326	397	403	407	411	415
YoY	4%	22%	2%	1%	1%	1%

来源: wind, 国金证券研究所

利润预测: 预计 2025-2027 年公司 EBIT 分别为 227 亿港币、236 亿港币、178 亿港币, 同比分别+10% +4%、-24%, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 171 亿港币、174 亿港币、123 亿港币, 同比分别+8%、+2%、-29%。其中:

(1) **香港物业发展利润预测:** 预计 2025-2027 年香港物业利润分别为 122 亿元、134 亿元、80 亿元。预测基于以下原因: ①截至 2024 年末公司在建 13 个住宅项目持有 89 万平方米可售资源, 其中约 40%、26%的面积将于 2025-2026 年落成, 如「何文田站」第一期、「港岛南岸」第三期、「何文田站」第二期等, 其余则主要在 2028 年、2031 年落成; ②2025 年以来香港楼市正步入筑底企稳状态, 将对公司地铁楼盘的销售形成利好。参考项目的补地价等数据及考虑项目投放节奏, 我们预计 2025-2026 年香港物业发展将录得明显利润, 2027 年将回落。

(2) **折旧及摊销预测:** 预计 2025-2027 年逐年增长, 主要系公司加大资本开支, 预计 2025-2027 年公司资本性开支分别为 338 亿元、298 亿元、272 亿元, 导致折旧摊销增长。

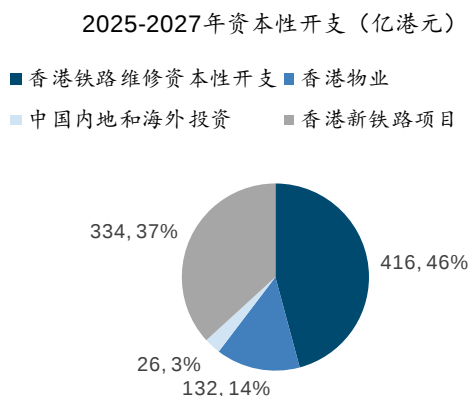
图表 75: 2025-2027 年 EBITDA、EBIT、归母净利润预测 (百万港币)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA (不含香港物业发展利润)	7,911	15,310	17,904	18,846	18,945	18,981
中国香港车务运作	691	5,954	7,694	8,697	8,967	8,887
中国香港车站商务活动	2,555	4,557	4,658	4,703	4,749	4,834
中国内地及国际的铁路、物业租赁及管理业务	1,265	1,072	1,656	1,560	1,355	1,397
中国香港物业租赁及管理	3,815	4,016	4,195	4,195	4,195	4,195
中国内地物业发展	59	-13	-3	-3	-3	-3
其他业务、项目研究及业务发展	-474	-276	-296	-307	-318	-329
减: 折旧及摊销	5,769	6,105	6,144	6,489	6,842	7,277
减: 非定额付款	323	2,355	3,025	3,238	3,316	3,349
加: 香港物业发展利润	11,589	2,329	12,185	12,185	13,408	8,030
加: 其他	-677	1,623	-363	1,380	1,422	1,464
EBIT	12,731	10,802	20,557	22,683	23,616	17,849
YoY	-1%	-15%	90%	10%	4%	-24%
归母净利润	9,827	7,784	15,772	17,063	17,428	12,333
YoY	3%	-21%	103%	8%	2%	-29%

来源: wind, 国金证券研究所

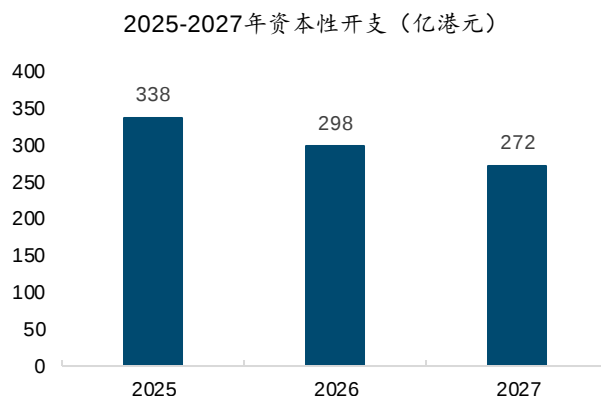


图表76：未来三年公司资本开支多用于铁路维修和建设



来源：公司公告，国金证券研究所

图表77：未来三年公司资本开支约为 908 亿港元



来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 估值分析与投资建议

估值分析：公司长期经营相对稳定，且派息稳中有增，采用 DCF 及 DDM 估值法进行估值。根据 DCF 模型，得出目标价为 29.7 港币。根据 DDM 模型，得出目标价为 30.5 港币。

DCF 估值：假设 WACC=5.3%，永续增长率为 1.00%。其中无风险利率为 3.04%（香港 10 年期政府债券）， β 取 0.47。根据 DCF 模型，得出目标价为 29.7 港币。

图表78：WACC 计算

估值假设	参数设置
永续增长率 g	1.00%
贝塔值 (β)	0.47
无风险利率 Rf (%)	3.04%
市场的预期收益率 Rm (%)	10.00%
有效税率 T (%)	17.7%
资本成本	参数设置
债务资本成本 Kd	3.7%
债务资本比重 Wd	30.0%
股权资本成本 Ke	6.3%
加权平均资本成本 WACC	5.3%

来源：wind，国金证券研究所

图表79：DCF 估值：自由现金流计算（百万港币）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	22,683	23,616	17,849	17,463	17,057	16,402	15,898	15,775	15,660	15,211
所得税税率	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
息前税后利润 (NOPAT)	18,666	19,433	14,688	14,370	14,036	13,497	13,082	12,981	12,887	12,517
加：折旧摊销	6,489	6,842	7,277	7,667	8,148	8,948	9,449	9,567	9,672	10,110
减：营运资金的增加	1,553	4,813	-1,139	-1,187	-1,194	-1,203	-1,292	-1,329	-1,368	-1,407
减：资本性投资	33,800	29,800	27,200	21,760	17,408	13,926	11,141	10,027	9,024	8,122
公司自由现金流量 FCFF	-10,198	-8,337	-4,096	1,464	5,970	9,721	12,682	13,850	14,902	15,912

来源：wind，国金证券研究所


图表80：DCF 估值：输出结果

项目	输出结果
企业价值（百万港币）	263,019
净债务（百万港币）	77,947
股权价值（百万港币）	185,072
总股数（百万股）	6,225
每股价值（港币）	29.7

来源：wind，国金证券研究所

图表81：DCF 估值：目标价敏感性测试（元）

WACC \ g	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%
4.6%	32.31	34.84	37.70	40.95	44.69	49.05	54.16
4.8%	29.23	31.43	33.91	36.72	39.91	43.58	47.85
5.1%	26.47	28.41	30.57	33.01	35.76	38.89	42.49
5.3%	23.98	25.70	27.61	29.73	32.12	34.81	37.89
5.6%	21.74	23.26	24.95	26.82	28.91	31.25	33.89
5.8%	19.70	21.06	22.56	24.22	26.05	28.10	30.40
6.1%	17.84	19.06	20.40	21.87	23.50	25.30	27.31

来源：wind，国金证券研究所

DDM 估值：假设 WACC=5.3%，永续增长率为 1.00%。假设 D0 期每股股利为 1.31 港元。根据 DDM 模型，得出目标价为 30.5 港币。

图表82：DDM 估值：输出结果

项目	输出结果
D0 每股股利（港币）	1.31
g	1.00%
r=WACC	5.3%
每股价值（港币）	30.5

来源：wind，国金证券研究所 备注：每股价值计算公式=D0*(1+g)/(r-g)

投资建议：公司经营优秀，“铁路+物业”验证成功。新建铁路计划已确定，物业开发将继续贡献利润，分红有望持续，具备长期投资价值。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 171 亿、174 亿、123 亿港元。综合 DCF 及 DDM 估值法，给予 2025 年目标价 30.1 港币，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

客流量不及预期风险。若香港经济环境较弱，可能导致本地客运量增长不及预期，这将直接影响香港车务运营收入与车站商务租金收入，导致公司相关业务的业绩低于预期，对公司整体营收和利润产生压力。

资本开支超预期风险。公司多项铁路设施已服役超 40 年，需有序更新。公司计划 2025-2027 年投入约 750 亿港元维修、提升及更新铁路资产，同时签订多个新建项目协议，总投资金额大。近日公司新签订北环线（第一部分）项目，预计资本开支 314 亿港元。

香港零售租金下滑超预期风险。若香港居民出境旅游比例大幅提高，以及访港旅客消费能力不及预期，香港零售租金的下滑程度可能超出预期。租金下滑不仅会直接影响公司车站商务业务的租金收入，还可能拖累投资物业的公允价值，对公司的资产估值和收益产生不利影响。

香港住宅销售弱于预期风险。香港住宅市场面临供给过剩和需求不明朗的调整局面，美联储基准利率的变化将影响香港住宅的吸引力。在复杂的外部因素影响下，香港住宅销售可能弱于预期，公司推出新项目的时间也可能晚于预期，进而影响公司物业发展业务的利润实现和资金回笼速度。



附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	47,812	56,982	60,011	60,021	56,449	57,371
增长率		19.2%	5.3%	0.0%	-6.0%	1.6%
经营开支	39,728	41,672	42,107	41,175	37,504	38,390
%销售收入	83.1%	73.1%	70.2%	68.6%	66.4%	66.9%
毛利	8,084	15,310	17,904	18,846	18,945	18,981
%销售收入	16.9%	26.9%	29.8%	31.4%	33.6%	33.1%
息税前利润 (EBIT)	12,731	10,802	20,557	22,683	23,616	17,849
%销售收入	26.6%	19.0%	34.3%	37.8%	41.8%	31.1%
财务费用	982	1,139	1,032	1,560	2,041	2,581
%销售收入	2.1%	2.0%	1.7%	2.6%	3.6%	4.5%
投资收益	1,095	1,259	1,340	1,380	1,422	1,464
%税前利润	9.3%	13.0%	6.9%	6.5%	6.6%	9.6%
营业利润						
营业利润率						
营业外收支						
税前利润	11,749	9,663	19,525	21,123	21,575	15,268
利润率	24.6%	17.0%	32.5%	35.2%	38.2%	26.6%
所得税	1,608	1,575	3,458	3,741	3,821	2,704
所得税率	13.7%	16.3%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
净利润	10,141	8,088	16,067	17,382	17,754	12,564
少数股东损益	314	304	295	319	326	231
归属于母公司的净利润	9,827	7,784	15,772	17,063	17,428	12,333
净利率	20.6%	13.7%	26.3%	28.4%	30.9%	21.5%

现金流量表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,827	7,784	15,772	17,063	17,428	12,333
少数股东损益	314	304	295	319	326	231
非现金支出	6,034	6,104	6,143	6,489	6,842	7,277
非经营收益						
营运资金变动	-29,459	-8,476	8,956	1,553	4,813	-1,139
经营活动现金净流	6,757	11,197	18,491	22,318	19,784	20,980
资本开支	-10,808	-12,576	-19,416	-33,800	-29,800	-27,200
投资	480	203	-1,154	0	0	0
其他	8,341	4,649	303	0	0	0
投资活动现金净流	-1,987	-7,724	-20,267	-33,800	-29,800	-27,200
股权募资	-109	-93	-207	0	0	0
债权募资	4,917	11,878	18,437	43,200	0	0
其他	-9,379	-9,912	-9,727	-8,195	-8,236	-8,277
筹资活动现金净流	-4,571	1,873	8,503	35,005	-8,236	-8,277
现金净流量	199	5,346	6,727	23,523	-18,253	-14,497

资产负债表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,134	22,375	27,886	51,409	33,157	18,659
应收款项	13,889	13,756	15,780	15,783	14,843	15,086
存货	2,261	2,557	2,421	2,368	2,157	2,207
其他流动资产	9,098	9,945	11,435	11,436	11,067	11,162
流动资产	41,382	48,633	57,522	80,995	61,224	47,115
%总资产	12.7%	14.0%	15.7%	19.4%	14.5%	11.0%
长期投资	12,338	12,785	13,039	13,039	13,039	13,039
固定资产	229,491	238,636	243,190	258,068	270,064	290,782
%总资产	70.2%	68.9%	66.2%	61.7%	64.1%	68.1%
无形资产	61	10	9	9	9	9
非流动资产	285,699	297,793	309,977	337,288	360,246	380,169
%总资产	87.3%	86.0%	84.3%	80.6%	85.5%	89.0%
资产总计	327,081	346,426	367,499	418,283	421,469	427,284
短期借款	1,592	1,379	847	847	847	847
应付款项	69,692	76,682	69,417	67,885	61,833	63,294
其他流动负债	3,545	4,237	6,116	6,045	5,766	5,833
流动负债	74,829	82,298	76,380	74,778	68,446	69,974
长期贷款	46,254	58,112	76,721	119,921	119,921	119,921
其他长期负债	26,086	27,160	28,265	28,265	28,265	28,265
负债	147,169	167,570	181,366	222,964	216,632	218,160
普通股股东权益	179,286	178,344	185,625	194,812	204,330	208,616
其中：股本	60,285	60,814	60,988	60,988	60,988	60,988
未分配利润	119,001	117,530	124,637	133,824	143,342	147,628
少数股东权益	626	512	508	508	508	508
负债股东权益合计	327,081	346,426	367,499	418,283	421,469	427,284

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.58	1.25	2.53	2.74	2.80	1.98
每股净资产	28.91	28.69	29.82	31.30	32.82	33.51
每股经营现金净流	1.09	1.80	2.97	3.59	3.18	3.37
每股股利	1.31	1.31	1.31	1.32	1.32	1.33
回报率						
净资产收益率	5.48%	4.36%	8.50%	8.76%	8.53%	5.91%
总资产收益率	3.00%	2.25%	4.29%	4.08%	4.14%	2.89%
投入资本收益率	4.84%	3.80%	6.43%	5.91%	5.98%	4.46%
增长率						
主营业务收入增长率		19.18%	5.32%	0.02%	-5.95%	1.63%
EBIT 增长率		-15.15%	90.31%	10.34%	4.11%	-24.42%
净利润增长率		-20.79%	102.62%	8.18%	2.14%	-29.23%
总资产增长率		5.91%	6.08%	13.82%	0.76%	1.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	106.0	88.1	96.0	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	20.7	22.4	21.0	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	639.3	671.9	601.8	601.8	601.8	601.8
固定资产周转天数	1,751.9	1,528.6	1,479.1	1,569.4	1,746.2	1,850.0
偿债能力						
净负债/股东权益	32.24%	36.04%	41.99%	50.11%	56.71%	62.49%
EBIT 利息保障倍数	7.1	4.2	6.2	5.6	4.9	3.7
资产负债率	44.99%	48.37%	49.35%	53.30%	51.40%	51.06%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究