

2025年9月16日

HK
659

周大福创建

增长动能多元且可持续 收益率吸引

分析师 | 谢骐聪

周大福创建是一家综合性企业，拥有多元化的业务组合，主要分布在中国香港和中国内地。

我们认为，周大福创建具备多重利好因素，包括稳定的现金流及持续增长的保险业务推动盈利前景，股息收益率吸引及潜在降息有助提升估值。

中国香港房地产

收盘价
港元 7.77

目标价
港元 9.42

潜在涨幅
+21.2%

2025年9月16日

周大福创建 (659 HK)

增长动能多元且可持续，收益率吸引；首予买入

周大福创建（前称新创建集团有限公司）是一家综合性企业，拥有多元化的业务组合，主要分布在中国香港和中国内地。我们认为，周大福创建具备多重利好因素，包括稳定的现金流及持续增长的保险业务推动盈利前景，股息收益率吸引及潜在降息有助提升估值。我们首予买入评级，基于分部加总模型得出的公允价值加上30%的流动性折让，我们首予目标价9.42港元。

- 未来五年，保险业务应占营业利润（AOP）贡献将超越其他业务。周大福创建近年来财务表现稳定，主要得益于稳定的收费公路和物流业务组合，产生强韧性且高可见度的现金流。我们认为保险业务（周大福人寿）将成为未来盈利的主要驱动力，其AOP占比将从2024财年的23%提升至2028/29财年的34%/36%，超过其他主要盈利贡献业务—收费公路。
- 渐进式高股息政策将提供具备吸引力的回报。公司核心每股股息（DPS）已从2020财年的0.58港元稳步增长至2024财年的0.65港元。与此同时，周大福创建过去几年的调整后EBITDA达50-70亿港元，对应股息比率约为35-40%。我们认为，公司可产生充足现金流以支持未来每年约25至30亿港元的股息派发，预计2025/26/27财年的核心每股股息将达到0.65/0.68/0.71港元（不包括特别股息），按9月2日收盘价计算，核心股息收益率为8.4%/8.8%/9.2%。
- 2025-29财年，收入和AOP有望实现中个位数增长。我们认为保险业务（周大福人寿）将成为主要盈利驱动因素，未来两年AOP预计增长约10%。我们估计公司收入在2025-29财年将实现5.6%的5年复合增长率。而AOP在2025财年及2026财年将同比增长4.7%，达到43.6亿港元及45.7亿港元，并在2027-29财年加速至同比增长约8%。
- 主要风险：1）业务组合高度依赖中国香港及中国内地经济；2）利率维持高位时间可能延长；3）中国香港保险市场增长不及预期；4）收费公路政策调整风险。

财务数据一览

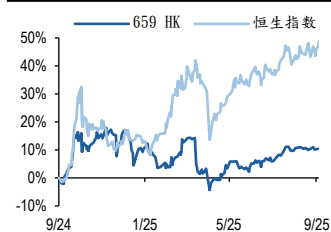
年结6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万港元)	27,121	26,422	24,651	27,706	29,219
同比增长(%)	-12.9	-2.6	-6.7	12.4	5.5
核心利润(百万港元)	2,200	2,818	2,086	2,335	2,441
核心每股盈利(港元)	0.86	1.10	0.80	0.91	0.95
同比增长(%)	-41.9	28.1	-27.3	12.8	4.8
市盈率(倍)	9.0	7.0	9.7	8.6	8.2
每股账面净值(港元)	11.03	10.94	11.17	11.42	11.67
市账率(倍)	0.70	0.71	0.70	0.68	0.67
股息率(%)	7.9	31.4	12.2	8.8	9.1

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	8.27
52周低位(港元)	6.72
市值(百万港元)	31,280.62
日均成交量(百万)	0.43
年初至今变化(%)	0.39
200天平均价(港元)	7.50

资料来源：FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

本文翻译自“CTF Services (659 HK) - Diversified long-lasting momentum with attractive yield; Initiate with Buy”，原报告发布于2025年9月5日。

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。

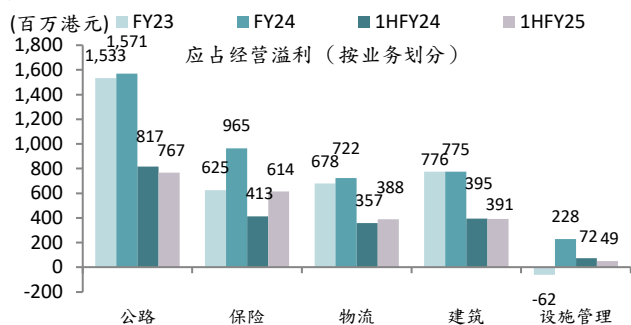
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

六大图表	4
投资论点 — 多元稳定收入来源，保险业务驱动增长	5
三大投资亮点	5
2025-29财年，收入和AOP有望实现中个位数增长	5
保守的股息支付率约为调整后EBITDA约35-40%	6
首予买入评级，目标价港元9.42元，估值合理，股息收益率具吸引力	6
投资亮点一：收费公路与物流业务布局带来韧性强且高可见度的现金流	7
1. 收费公路：稳定的现金流来源	8
2. 物流：多元化物流投资分布于大中华区并稳步增长，有效缓解挑战	11
3. 设施管理 — 在挑战之后恢复盈利	14
投资亮点二：保险将成为未来盈利的主要驱动力	16
投资亮点三：稳定现金流支持渐进式高股息政策	21
财务预测：EBITDA稳步增长，杠杆水平稳定	22
首予买入评级，目标价为每股9.42港元	26
主要风险因素	30
附录	31
主要管理层简介	32

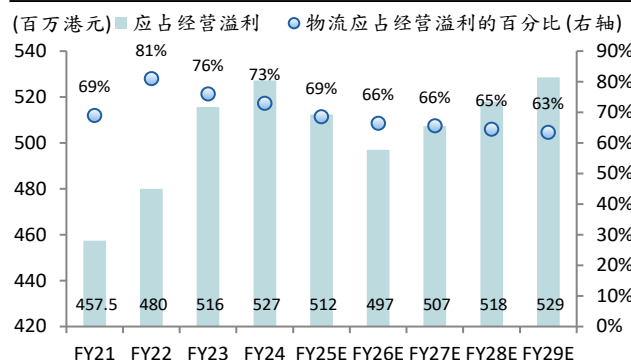
六大图表

图表 1：收费公路、物流及设施管理贡献集团约 61% AOP



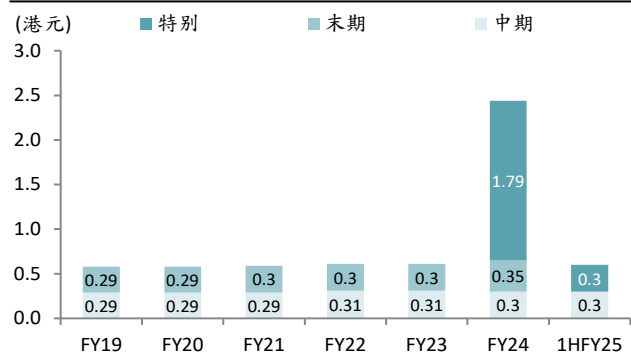
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：我们预计从2026财年起，ATL将为物流业务的AOP贡献稳定增长



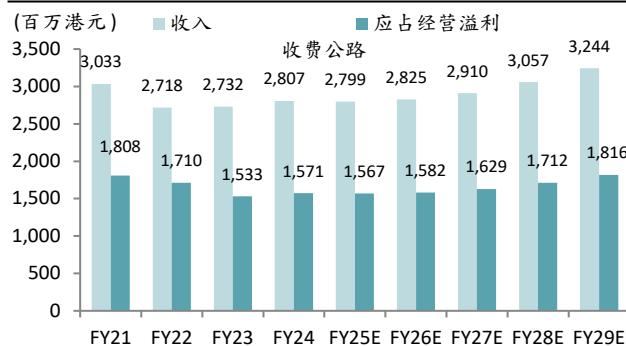
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5：公司实行渐进式股息政策，并提供股息收益率



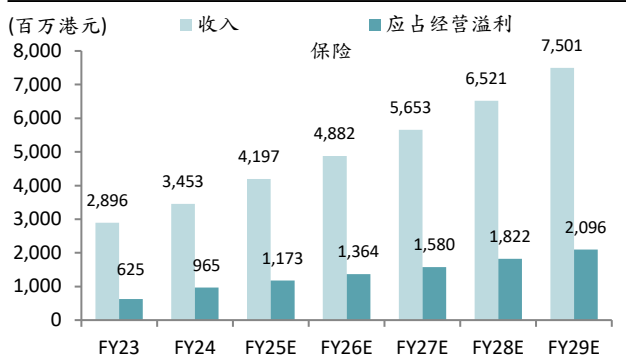
资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：我们预计2025财年收费公路业务的收入与AOP将触底，并在未来实现稳定增长。



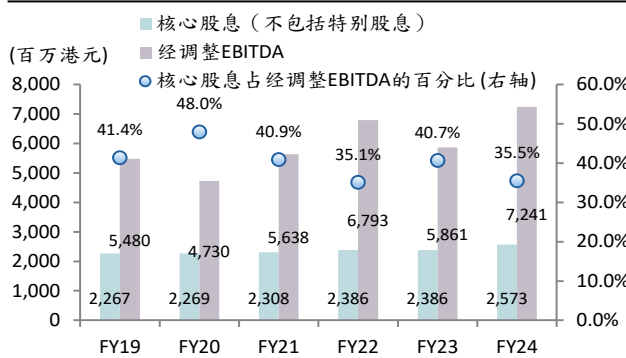
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：保险业务将成为公司在2025-29财年的主要AOP驱动力



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6：鉴于过去几年强劲的现金流，核心股息支付仅占调整后EBITDA的约35-40%



资料来源：公司资料，交银国际

投资论点 — 多元稳定收入来源，保险业务驱动增长

三大投资亮点

周大福创建（659 HK），前称新创建集团有限公司，是一家综合性企业，拥有多元化的业务组合，主要分布在中国香港和中国内地。公司于2002年通过新世界集团重组成立，目前拥有五大核心业务：收费公路、保险、物流、建筑及设施管理。根据港交所记录，通过周大福企业有限公司，郑氏家族目前持有公司75.63%的股份。此股权结构为周大福创建提供了强大的母公司支持及各业务之间的协同效应。我们认为公司具备强大的防御属性，能抵御宏观不确定性，几乎不受中美关税紧张局势影响。我们预计公司在未来12个月将提供具吸引力的总回报，原因包括：

- (1) 收费公路与物流业务提供强韧性且高可见度的现金流；
- (2) 保险业务（周大福人寿）将成为未来盈利的关键驱动因素；
- (3) 渐进式高股息政策将提供具吸引力且可持续的回报。

2025-29财年，收入和AOP有望实现中个位数增长

随着收费公路、建筑及物流等核心业务保持韧性，我们预计这些主要AOP贡献者将继续为公司提供稳定现金流。与此同时，我们认为保险业务（周大福人寿）将在未来五年成为主要盈利驱动因素。我们预计保险业务的AOP增长将保持约10%，其AOP贡献占比将分别在2028及2029财年达到34%及36%，对比2024财年的23%，并超过收费公路业务约32%的贡献。

我们预计公司2025财年收入将降至247亿港元，但随后将反弹，并在2025-29财年实现5.6%的年复合增长率（CAGR）。同时，我们预计毛利将从2024财年的64.4亿港元增长至2026及2027财年的65.3亿及67.3亿港元，并在2029财年达到76.4亿港元，五年CAGR为4.4%。

关于周大福创建的核心盈利指标，我们预计总AOP将在2025及2026财年同比增长4.7%，分别达到43.6亿及45.7亿港元，并在2027-29财年加速至约8%的同比增长。

保守的股息支付率约为调整后EBITDA约35-40%

在2020-24财年期间，公司核心每股股息（DPS）已稳步增长，从0.58港元增至0.65港元。即使不计特别股息，2024财年的核心DPS 0.65港元仍对应8.3%-9%的股息收益率（以2025年6月及7月的收盘价约7.2-7.8港元计算）。过去五年，公司的调整后EBITDA为50-70亿港元，对应核心股息支付率仅占调整后EBITDA的约35%-40%。展望未来，我们预计大多数业务将保持稳定，保险业务的增长将带来更多资本，我们相信公司将持续产生远超足够的现金流，以支持未来每年约25-30亿港元的股息派发。

首予买入评级，目标价港元9.42元，估值合理，股息收益率具吸引力

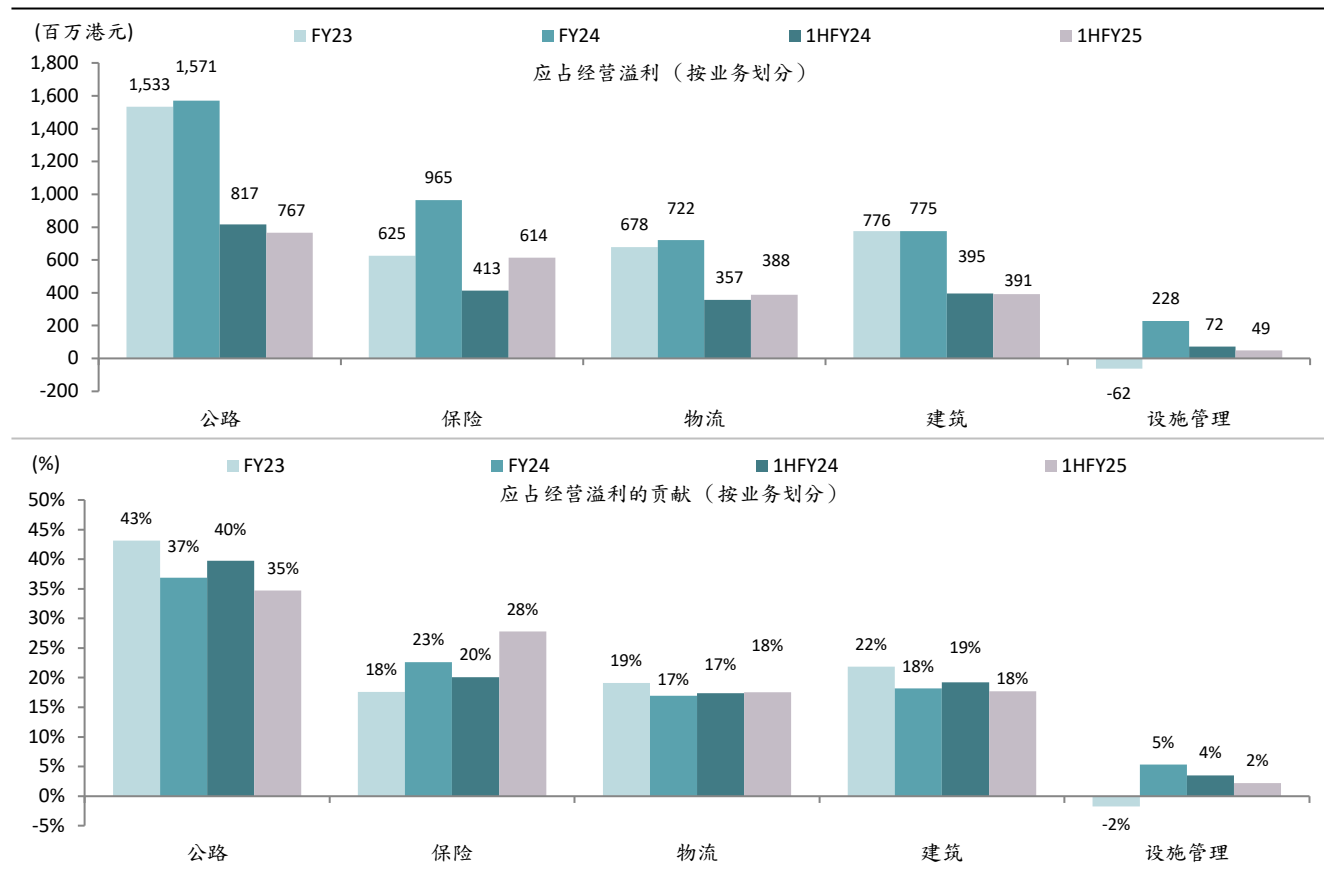
周大福创建近年来实现了稳定的财务业绩，主要得益于其多元化且定位良好的业务，即使在快速变化的商业环境下也展现出运营韧性。我们预计保险平台的的增长将继续推动未来EBITDA和盈利增长，从而带来更高的现金流，支持未来几年持续的渐进式高股息政策。此外，我们也认为美联储潜在的降息将推动高股息股票在未来几个月的估值重估。

目前周大福创建的2025财年EV/EBITDA为8.7倍，显著低于主要综合企业、地产商及保险公司平均的12.9/19.3/13.2倍。同时，以2025年8月13日收盘价7.77港元计算，2025财年的股息收益率约为8.4%，远高于同业提供的3%-6%。我们认为公司将继续录得强劲现金流，主要业务具备韧性，而保险业务将提供盈利增长动力。我们采用SOTP估值模型评估公司公允价值，设定目标价为9.42港元，相当于公允价值13.46港元的30%折让，对应2025财年EV/EBITDA为9.9倍及2026财年股息收益率为7.2%。我们的目标价较2025年9月2日收盘价7.77港元有21%的上行空间。

投资亮点一：收费公路与物流业务布局带来韧性强且高可见度的现金流

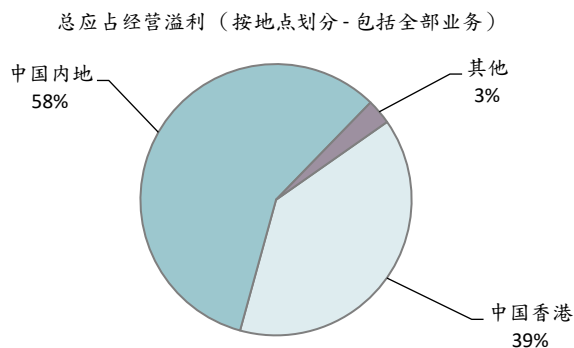
与中国香港、中国内地的许多其他综合企业类似，周大福创建拥有多元化的业务组合，其中大多数业务具有稳定且可预测的现金流和盈利能力。公司目前运营五大主要业务，其中收费公路、物流和设施管理是更具韧性的业务。这三个业务在2023财年和2024财年分别贡献了约61%和59%的集团AOP。

图表 7：1H25 收费公路、物流及设施管理贡献集团约61%的AOP。



资料来源：公司资料，交银国际

图表 8：中国内地及中国香港业务仍是公司大部分AOP的主要贡献来源



资料来源：公司资料，交银国际

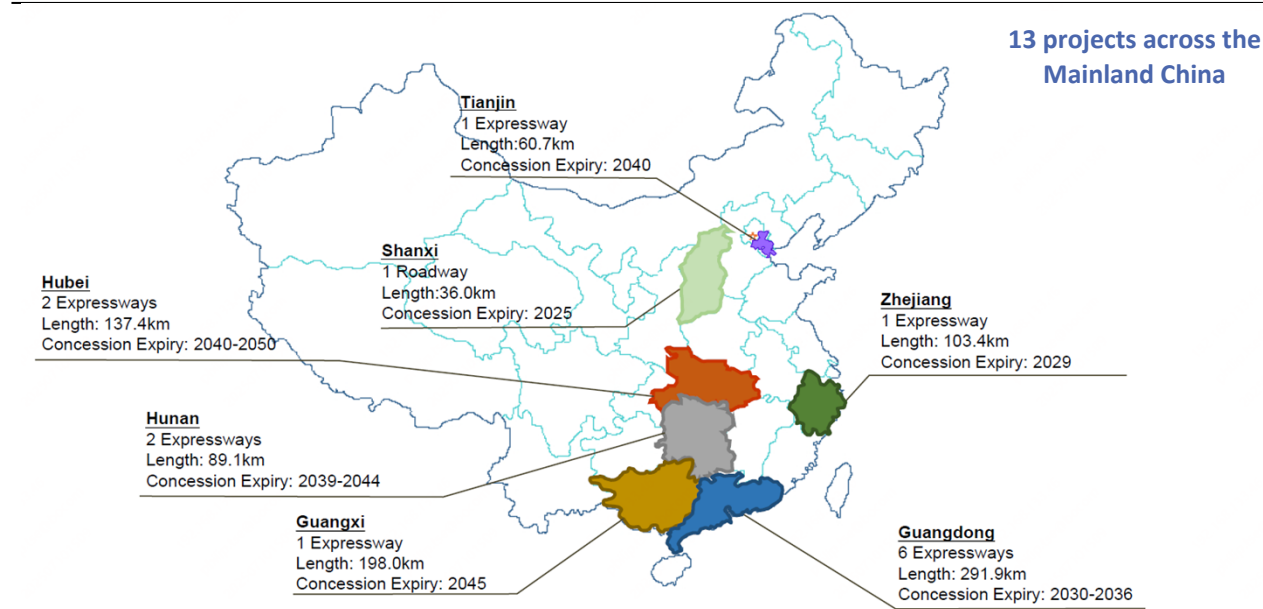
1. 收费公路：稳定的现金流来源

收费公路业务是周大福创建的核心业务之一，涵盖高速公路项目的开发、投资和运营。我们认为这些项目是稳定且可预测的现金流来源，约占集团AOP的40%。截至2025上半财年末，公司在中国内地拥有或持有13条高速公路的权益，分布在六个省份，总长度超过880公里，整体平均剩余特许经营期约为11.5年。这些高速公路的最早和最晚特许期到期时间分别为2029年和2050年。

过去几年，高速公路的交通模式受到影响，导致收入和AOP下降。收入和AOP分别从2021财年的30.33亿和18.08亿港元下降至2023财年的27.32亿和15.33亿港元。然而，我们观察到这一趋势在2024财年已基本稳定，并预计未来将恢复增长。2024财年收费公路业务的AOP录得15.71亿元，同比增长3%（若不计人民币贬值影响则为7%）。与此同时，该业务的AOP在2025上半年录得7.671亿港元，同比下降6%，主要由于广州城市北环路特许经营期到期。

此外，山西路段也在2025上半年特许期到期后交还政府。我们认为影响有限，因为该项目的日均车流量在过去几年仅占整体组合的0.5%以下。

图表 9：截至2025年6月，公司在中國大陸拥有13个高速公路项目



资料来源：公司资料；山西路段已于2025上半年移交政府

对于剩余的13个项目，短途出行车流量的增加在2025上半财年基本抵消了长途出行车流量的下降。六个主要项目，包括杭州环城高速、唐津高速（天津北段）、京珠高速（广州至珠海段）以及三条中部高速（随岳南高速、随岳高速和长流高速），合计贡献了该业务的AOP超过80%，在2025上半财年实现了整体同比日均车流量增长3%、日均通行费收入下降4%的表现。

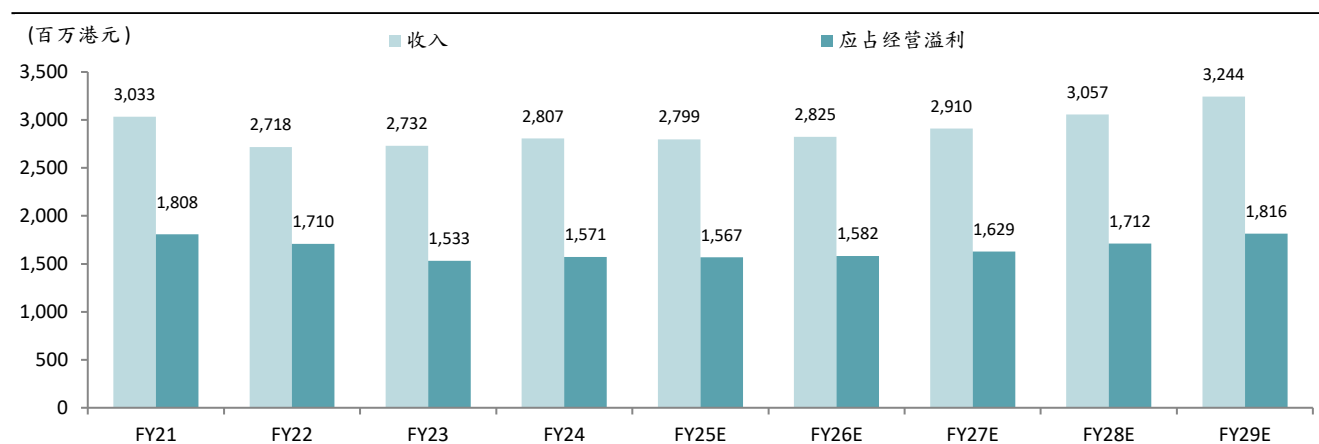
展望未来，我们预计公司将持续推进扩建项目，例如京珠高速（广州至珠海段）和广肇高速的扩建工程，分别于2022年11月和2023年底启动。我们相信这些扩建项目将延长特许经营期并提升通行能力，从而推动收费公路业务的未来收入增长。

图表 10：截至2025上半财年，公司收费公路项目详情如下：

项目名称	省份	权益比例	路段长度	合约到期时间	2025上半财年 平均每日车流量
京珠高速公路（广州至珠海段）	广东	25%	Section 1：8.6 km Section 2：49.59 km	2030	205,600
京珠高速公路（广州至珠海北段）	广东	15%	27 km	2032	124,438
广州至肇庆高速公路	广东	25%	Phase 1：48 km Phase 2：5.39 km	2031	110,056
深惠高速公路（惠州段）	广东	38.5%	34.7 km	2036	116,951
广州东新高速公路	广东	45.9%	46.22 km	2035	220,613
广州市南沙港快速公路	广东	22.5%	72.4 km	2030	220,492
广西贵梧高速公路	广西壮族自治区	40%	198 km	2045	37,667
杭州绕城高速公路	浙江	100%	103.4 km	2029	343,603
唐津高速公路（天津北段）	天津市	60%	Section 1：43.45 km Section 2：17.22 km	2040	80,079
湖北随岳南高速公路	湖北	30%	98.06km	2040	31,269
湖北老谷高速公路	湖北	1%	39.31 km	2050	6,531
湖南随岳高速公路	湖南	100%	24.08 km	2039	38,380
湖南长浏高速公路	湖南	100%	65 km	2044	39,052

资料来源：公司资料，交银国际

图表 11：我们预计收费公路业务的收入与AOP将在2025财年触底，并在未来实现稳定增长。



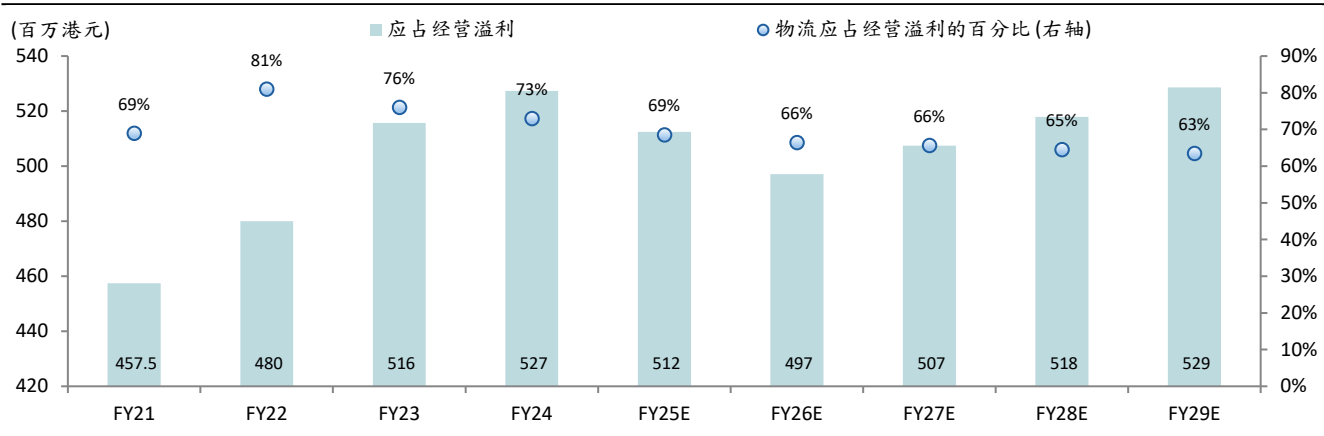
资料来源：公司资料，交银国际预测

2. 物流：多元化物流投资分布于大中华区并稳步增长，有效缓解挑战

周大福创建拥有多元化的物流投资组合，主要持有亚洲货柜中心（ATL）56%的股份（ATL是目前全球最大的多层工业建筑的拥有者和运营方）、位于成都、武汉和苏州的7个物流物业，以及持有中铁联集（CUIRC）30%的股份（该公司在中国内地拥有13个大型铁路集装箱码头）。其中，ATL在过去五年中贡献了物流业务的AOP约70-80%。

ATL租金表现强劲（贡献物流业务AOP超过70%）。尽管中国内地物流市场近年波动较大，周大福创建的物流业务仍录得稳定的运营表现。2025上半财年，物流业务录得港元3.878亿元的AOP，同比增长9%，主要受ATL持续增长及CUIRC强劲表现带动，足以抵消中国内地物流物业盈利下滑的影响。虽然整体出租率由2024财年的96.3%下降至2025上半财年末的93.6%，ATL仍录得平均租金变动同比增长10%。尽管宏观不确定性可能导致出租率略有下降，我们认为ATL的地理优势、规模及建筑规格使其能够抵御中国香港物流市场当前的不确定性。

图表 12：我们预计ATL在未来几年表现将基本保持稳定



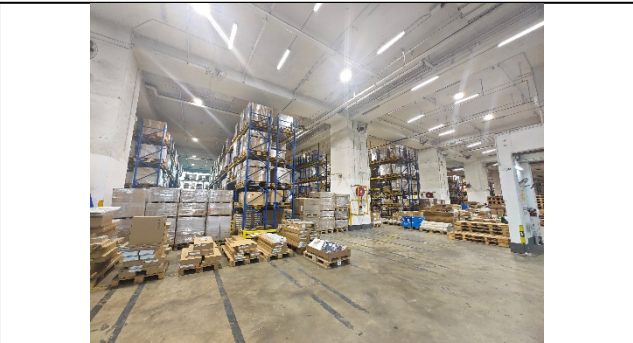
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 13：ATL物流中心目前是全球最大的多层物流中心



资料来源：公司资料，交银国际

图表 14：ATL物流中心提供高仓储空间



资料来源：公司资料，交银国际

图表 15：亚洲货柜中心的主要概览

概览		
总建筑面积	~9百万平方英尺	
可租赁楼面面积	~6百万平方英尺	
楼层分布	A座 1-6楼为仓库 7楼为附属办公区	B座 1-11楼为仓库 12楼为停车场 13楼为附属办公区
仓库净空高度	5 米或 7 米（地面至梁底）	
仓库承重能力	每平方英尺 350 磅或 450 磅	
车辆通道	三车道坡道（2上行，1下行）	
车辆排队区	B座的 12 楼	
每层装卸区数量	平均每层 94 至 120 个	

资料来源：公司资料，交银国际

另一方面，周大福创建在成都与武汉拥有6个物流物业项目，于2014-22年间投入运营，并与Goodman成立合资企业共同运营。此外，公司在苏州拥有一个持股90%的物流物业。我们估算中国内地物流物业组合在2024财年贡献了物流业务AOP约15%。尽管中国内地组合在2025上半财年租金同比下降9%，成都/武汉组合的出租率仍稳定维持在约85%，苏州物业则维持100%出租率。我们预计该组合未来仍面临一定租金回落压力，而出租率改善将是缓解租金压力的关键。

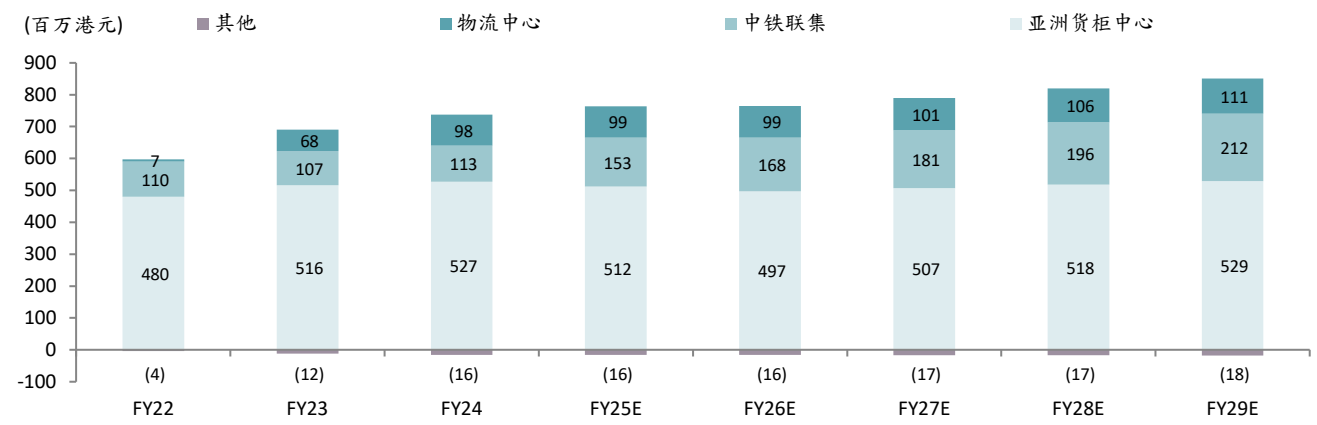
图表 16：截至2024财年公司物流资产组合一览

项目	地点	权益比例 (%)	可出租面积 (平方米)	投入运营时间	合同到期时间	2024财年出租率 (%)
ATL Logistics Centre Hong Kong Limited	Hong Kong	56	551,846	第1期: 1987年2月 第2期: 1988年3月 第3期: 1992年2月 第4期: 1994年1月 第5期: 1994年11月 2019年6月	2047	96.3
Chengdu Dasheng Logistics Co. Ltd.	Chengdu	100	53,042	第1期: 2014年9月 第2期: 2018年4月	2063	96.9
Jialong (Chengdu) Warehouse Co. Ltd.	Chengdu	100	77,783	2018年2月 TBC 第1期: 2015年9月	2062	97.8
Jiaxin (Chengdu) Warehouse Co. Ltd.	Chengdu	100	27,599 39,711 (subject to final design)	第2期: 2015年12月 第3期: 2016年11月 2022年8月	2064 2065	95.6 N/A
Chengdu Jiachao Warehouse Co. Ltd.	Chengdu	100	71,413	第1期: 2015年12月 第2期: 2016年5月 第3期: 2021年6月 2021年6月	2064	92.1
Jiayao (Chengdu) Warehouse Co. Ltd.	Chengdu	100	92,602	第1期: 1987年2月 第2期: 1988年3月	2069	73.0
Wuhan Jiamai Warehouse Co. Ltd.	Wuhan	100	169,091	第3期: 1992年2月 第4期: 1994年1月 第5期: 1994年11月 2019年6月	2064	78.5
Suzhou Greenland Platinum Election e-commerce Co. Ltd.	Suzhou	90	75,164	第1期: 2014年9月	2068	100

资料来源：公司资料，交银国际

至于CUIRC组合，需求主要来自中国内地物流需求，综合交通体系改革旨在降低物流成本，从而保障物流需求增长。与此同时，西安码头的扩建工程也已于2024财年完成，提升整体处理能力。因此，2025上半财年AOP同比增长25%，吞吐量也同比增长6%，达到349万标准箱（TEUs）（2023/2024财年分别为637万/550万标准箱）。随着促进消费的政策持续出台，我们预计物流需求与增长将保持韧性，长期前景则更依赖中国内地电子商务与进出口的基本需求。

图表 17：我们预计从2026财年起，ATL将为AOP贡献稳定增长



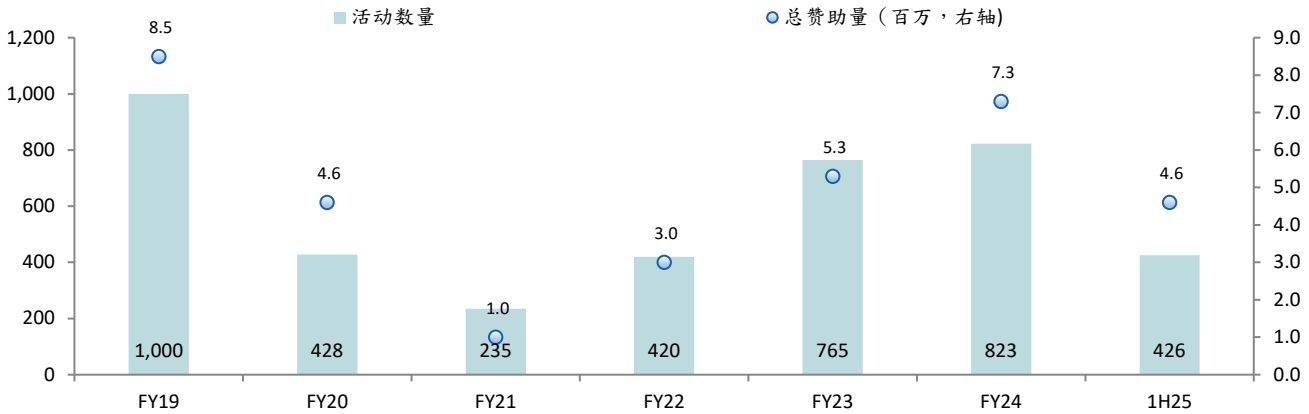
资料来源：公司资料，交银国际预测

3. 设施管理 — 在挑战之后恢复盈利

虽然该业务在周大福创建整体业务中占比较小，但其从亏损转为盈利的转变是一个重要亮点。设施管理业务涵盖多种设施，包括香港会议展览中心（HKCEC）、港怡医院（Gleneagles Hospital HK）和启德体育园（Kai Tak Sports Park）及其相关服务。该业务在2020至2023年期间出现亏损，主要由于游客减少和活动数量下降，以及港怡医院使用率逐步提升所致。随着挑战逐渐消退，加上政府支持吸引更多国际大型活动落户中国香港，该业务2024年表现稳定，并录得2.28亿港元的分部AOP，相较2023财年的6200万港元亏损有显著改善。整体而言，若不计免税业务出售所带来的一次性AOP下滑，我们预计该业务AOP将实现同比“十几个百分点”的增长。

- ⊕ **HKCEC（100%持股）**：在2024财年及2025上半财年，HKCEC共举办823场及426场活动，分别同比增长8%和9%，总访客人数达到约730万和460万人次，分别同比增长33%和9%。这表明设施管理服务的需求稳定。公司广泛的客户基础和高质量的服务有助于维持该业务的稳定收入。
- ⊕ **启德体育园（持股25%）**：该项目由中国香港政府资助和支持，主要由政府持有，管理权原由新创建/新世界发展持有（25%/75%），现已由周大福企业（CTFE）接手新世界发展部分。启德体育园于2025年初开始运营，已在主场馆举办多项大型体育赛事和演唱会，包括著名的七人橄榄球赛、Coldplay演唱会和周杰伦演唱会。此外，2025年全国运动会部分赛事也将在该体育园举行。我们认为，配套设施及零售综合体所带来的协同效应将为周大福创建带来额外收入。
- ⊕ **港怡医院（持股40%）**：位于香港岛南部的黄竹坑，港怡医院于2017年开业，目前设有约500张病床，2024财年使用率为65%（2024财年及2025上半财年分别为65%和64%）。2024年9月，港怡医院与香港大学医学院合作，设立了中国香港首个私人医院临床试验中心。随着使用率保持稳定、利润率持续改善，医院在2024财年已实现EBITDA盈亏平衡，我们预计将在2026财年实现净利润盈亏平衡。

图表 18：香港会议展览中心（HKCEC）活动数量及访客量



资料来源：公司资料，交银国际

图表 19：启德体育园目前是中国香港最大的体育及娱乐活动场地



资料来源：公司资料，交银国际

图表 20：港怡医院在2021财年实现EBITDA盈亏平衡



资料来源：公司资料，交银国际

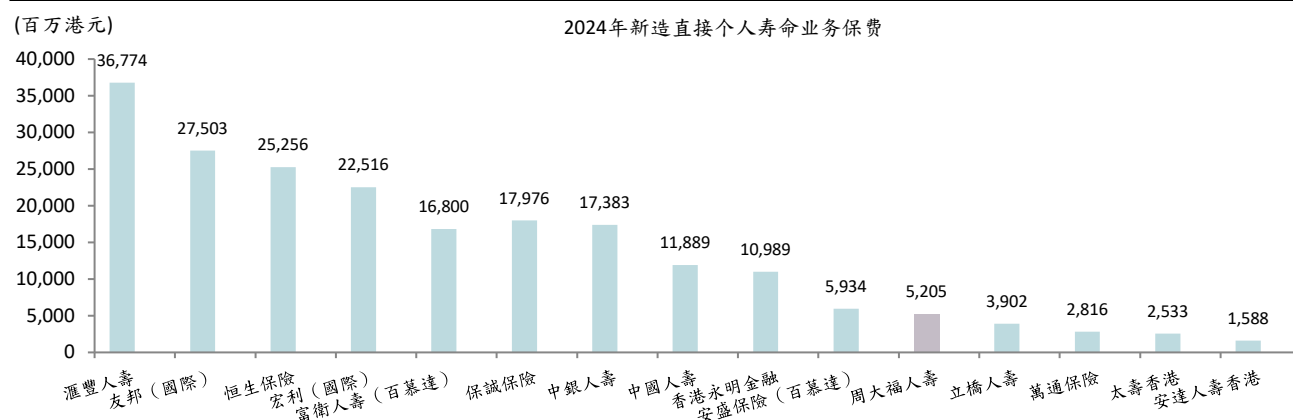
投资亮点二：保险将成为未来盈利的主要驱动力

保险业务原名富通人寿保险（FT Life Insurance），于2018年由周大福创建从一家私募基金手中收购，交易总金额为215亿港元，对应市净率约1.4倍。在完成与新世界发展业务分拆及公司更名后，保险业务亦重新命名为周大福人寿。周大福人寿提供多种产品，包括寿险、医疗保险及重大疾病保险。

根据香港保险业监管局的数据，截至2024年前九个月，周大福人寿在中国香港寿险公司中按年化保费（APE）排名第11位。借助周大福集团的品牌影响力，周大福人寿能够与集团其他业务形成交叉销售机会。例如，它向其他周大福业务的客户提供保险产品，从而扩大客户基础并提升保费收入。

在2025上半财年，周大福人寿贡献的AOP达6.143亿港元，占集团总AOP的28%（2023/2024财年分别为17.6%和22.6%）。

图表 21：周大福人寿在2024年于中国香港主要寿险公司中排名第11



资料来源：香港保险业监管局，交银国际；保费包括一次性保费与年化保单

⊕ 强劲APE 和 AOP增长

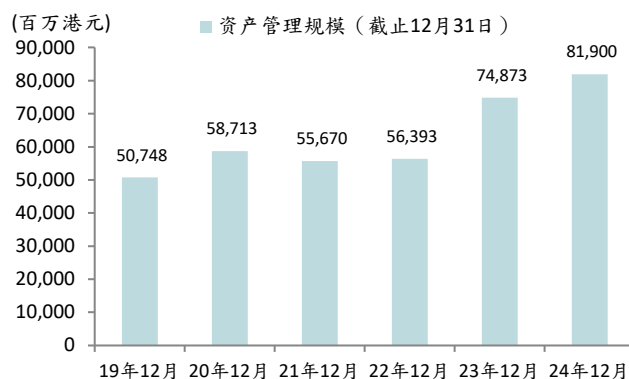
周大福人寿在过去几年展现出强劲的盈利和资产管理规模（AUM）增长。2024 财年，AOP同比增长54%至9.649亿港元，APE同比增长77%至45.49亿港元，主要受益于产品吸引力强、内地访客在通关后需求旺盛、市场规模扩大以及公司营销努力。新业务价值（VONB）同比增长37%至12.295亿港元。由于2024年上半年释放了大量积压需求，导致基数较高，APE和VONB在2025上半财年分别同比下降26%和22%，至15.47亿港元和5.259亿港元。然而，VONB利润率提升至34%，AOP仍同比增长49%，达6.143亿港元。

⊕ 稳健的财务比率与低风险资产组合有望受益于潜在降息

随着业务规模扩大，该业务的资产组合也快速增长，AUM从2022年12月的564亿港元增至2024年12月的819亿港元，两年复合增长率达21%。其中72%的资产投资于债券或债券基金，截至2024年底，93%的债券为投资级。我们认为该资产组合风险较低，对利率更敏感，若美联储在2025下半年及2026年降息，将有望带来正面影响。

另一方面，周大福人寿展现出稳健的风险管理能力和高偿付能力。截至2025上半财年末，其香港风险资本制度（HKRBC）下的偿付率为266%，远高于监管最低要求的100%。强劲的偿付能力为公司稳定发展提供坚实基础，并提升其在保险市场的竞争力与信誉。

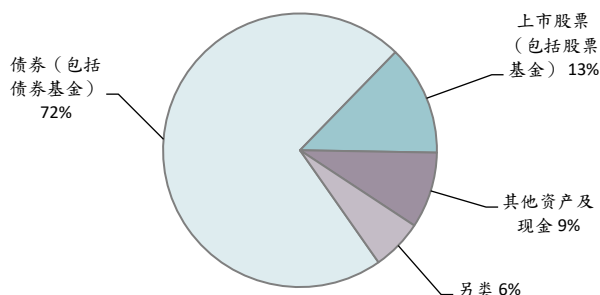
图表 22：快速增长的资产管理规模在过去两年推动了投资收益及账面价值提升



资料来源：香港保险业监督局，交银国际；保费包括一次性保费与年化保单

图表 23：截至2024年12月31日，周大福人寿约72%的资产投资于高质量、稳定的债券组合

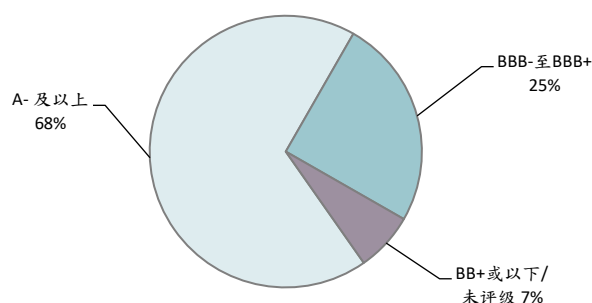
资产配置（截止2024年12月31日）



资料来源：公司资料，交银国际

图表 24：截至2024年12月31日，周大福人寿的债券组合大部分为投资级别

债券组合的信用评级（截止2024年12月31日）



资料来源：公司资料，交银国际

④ 降低对经纪渠道的依赖，提升代理人生产力

与同行相比，公司对经纪渠道的依赖度较高，约70%的APE来自经纪渠道（AIA香港约25%、保诚香港低于20%、富卫香港约40%）。我们认为这反映了公司的产品与增长策略。扩展经纪渠道相对容易，能更好触达内地客户及高净值客户，同时与周大福集团旗下其他业务如瑰丽酒店、周大福珠宝及港怡医院形成协同效应。

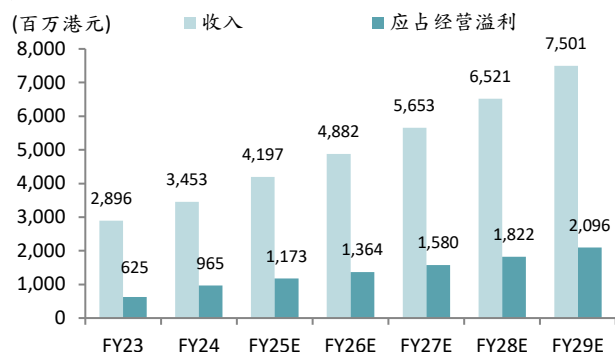
尽管近期部分经纪渠道面临监管关注，带来增长不确定性，公司仍计划加强并优化代理人渠道。目前周大福人寿拥有约2000名代理人，较高峰期的约3000人有所下降。公司计划以高生产力代理人替代低效人员，并在未来几年将代理人团队扩展至约2500人，我们认为这将有助于支持APE与VONB的增长。

我们预计周大福人寿的AOP将在2025-29财年实现低双位数的复合增长率，并在2028财年起超越收费公路业务的贡献

随着通关带来的一次性需求高峰逐渐消退，以及经纪渠道监管影响逐步减弱，我们预计周大福人寿的APE在2025财年将出现一次性下滑，并于2026财年恢复增长轨道。我们也预计中国香港保险市场的增长将趋于稳定，取决于本地需求及来自中国内地游客数量的持续增长。我们预计APE自2026财年起将实现约10%的增长，从而带动VONB增长，并转化为合同服务利润（CSM）和AOP的增长。

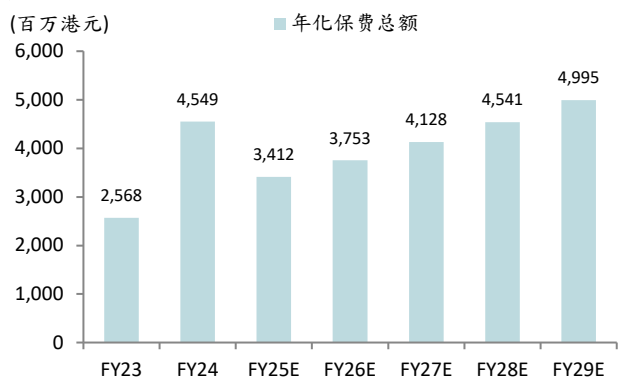
截至2024财年，保险业务占集团AOP的约23%（2023财年为18%），我们预计该业务将继续提升其AOP贡献份额，至2028及2029财年分别达到34%和36%，超越收费公路业务约32%的贡献。

图表 25：我们预计2025-29财年收入和AOP将实现稳定增长



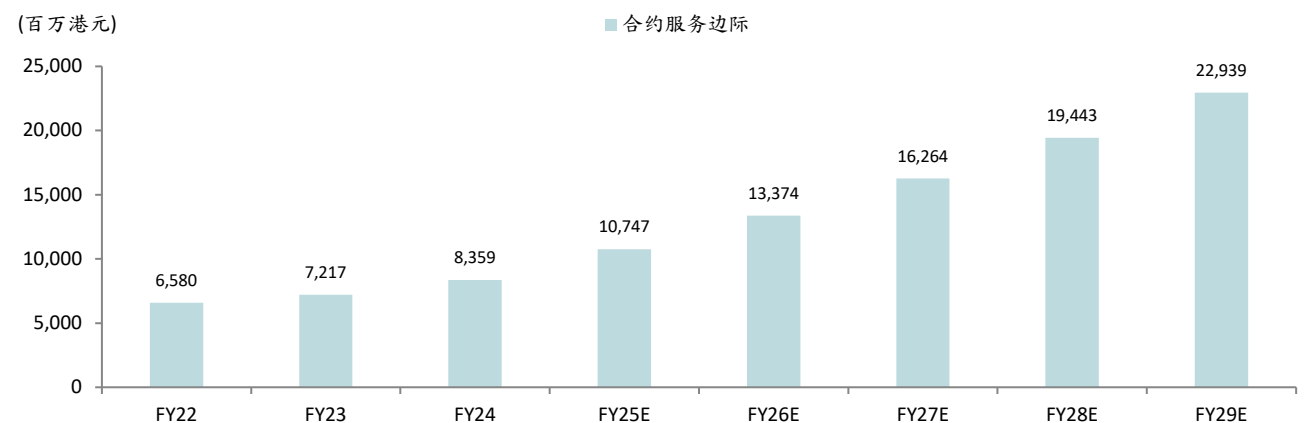
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 26：我们预计2025财年APE将下降。但在2026财年反弹



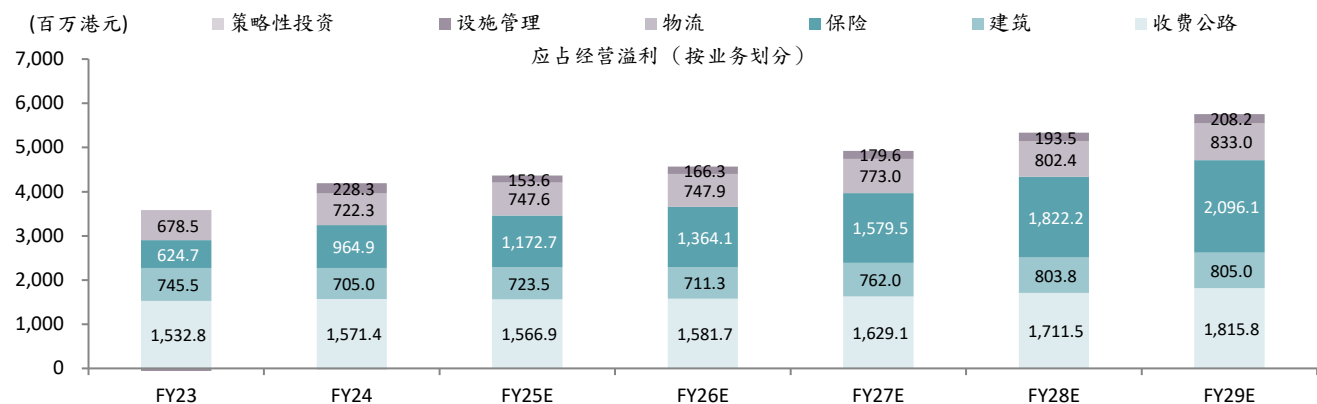
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 27：周大福人寿的合同服务边际将稳定增长，推动2025-29财年AOP与收入增长



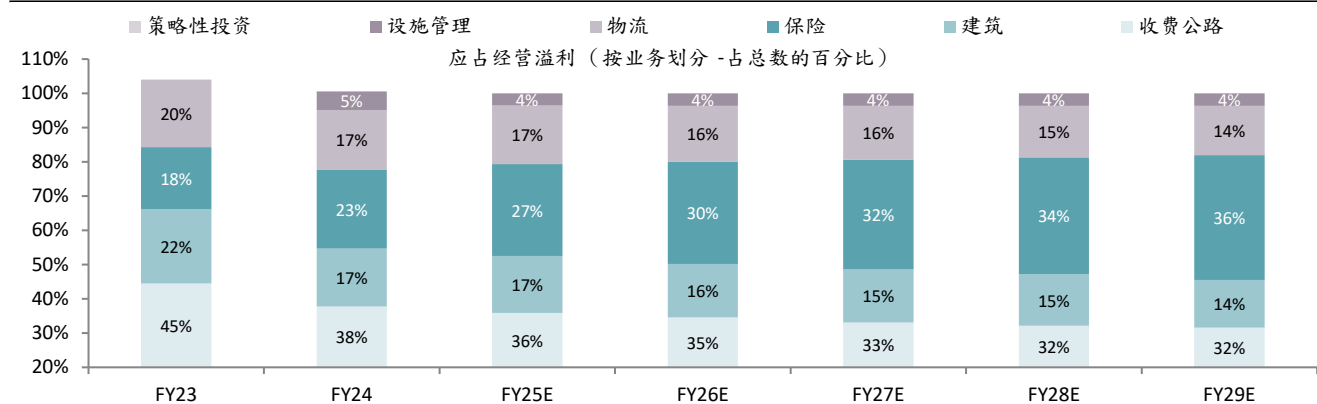
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 28：来自周大福人寿的快速增长AOP将推动集团AOP在2025-29财年稳定增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 29：预计到2028财年，周大福人寿的AOP贡献将超过其他业务。



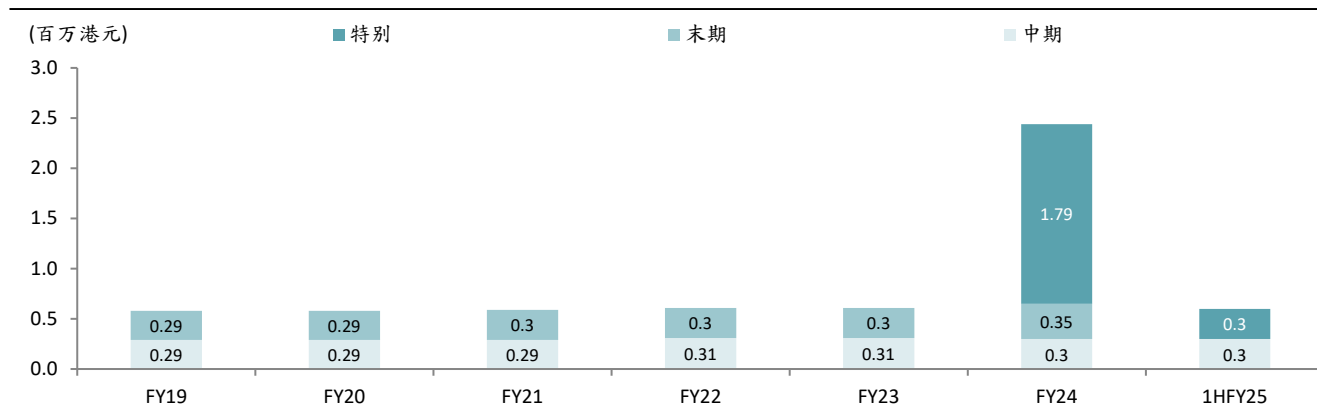
资料来源：公司资料，交银国际预测

投资亮点三：稳定现金流支持渐进式高股息政策

公司实行稳定且渐进式的股息派发政策。核心每股股息（DPS）已从2020财年的0.58港元稳步增长至2024年的0.65港元，展现出在挑战环境下的韧性。即使不计及特别股息1.79港元/股，2024财年的核心DPS仍对应8.3%-9.0%的股息收益率（以2025年6月及7月的收盘价7.2-7.8港元计算）。

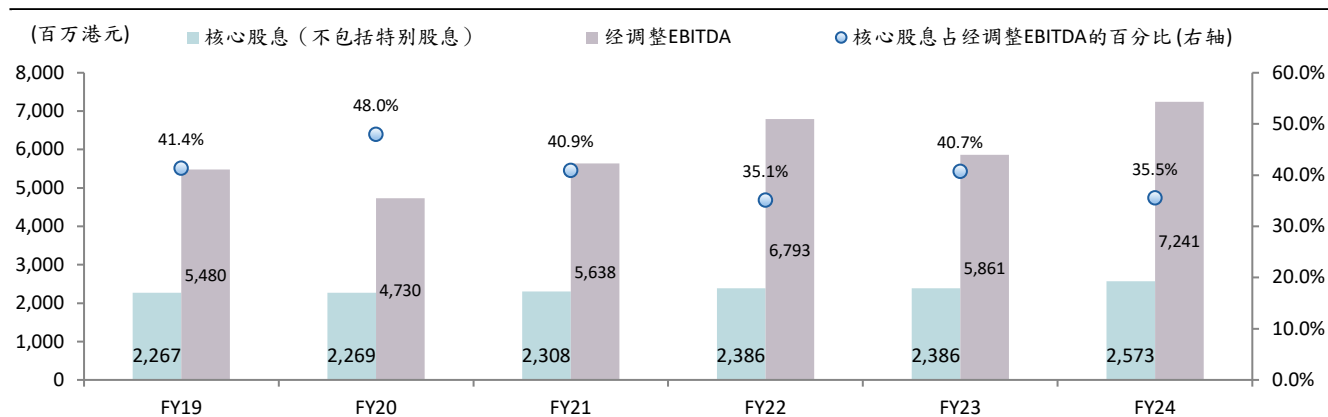
我们认为股息的可持续性主要取决于公司的财务实力以及其从运营中产生现金流的能力。过去五年，周大福创建分别产生了40-50亿港元的EBITDA及50-70亿港元的调整后EBITDA。与核心股息派发（不含特别股息）相比，这仅占调整后EBITDA的约35%-40%。展望未来，我们预计大多数业务将保持稳定，保险业务的增长将带来更多资本，我们相信公司将持续产生远超足够的现金流，以支持未来每年约25-30亿港元的股息派发。

图表 30：公司核心股息在过去几年逐步且稳定增长



资料来源：公司资料，交银国际

图表 31：过去几年，核心股息占调整后EBITDA约35-40%



资料来源：公司资料，交银国际

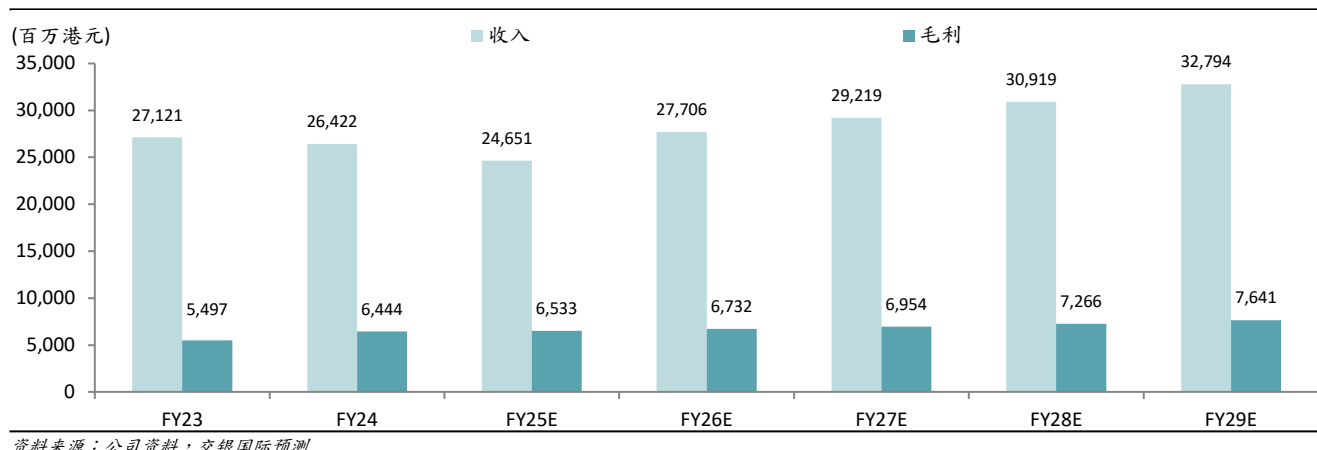
财务预测：EBITDA稳步增长，杠杆水平稳定

周大福创建近年来实现了稳定的财务业绩，主要得益于其多元化且定位良好的业务，即使在快速变化的商业环境下也展现出运营韧性。我们预计保险平台的持续增长将继续推动未来EBITDA和盈利增长，从而带来更高的现金流，支持未来几年持续的渐进式高股息政策。此外，我们也认为美联储潜在的降息将推动高股息股票在未来几个月的估值重估。

⊕ 2025-29财年实现中单位数收入与AOP增长

我们预计由于建筑业务收入基数较高，公司2025财年收入将降至247亿港元。但由于建筑业务利润率较低，我们认为对整体盈利影响有限。我们预计公司收入将在2028财年超过300亿港元，并在2025-29财年实现5.6%的CAGR，主要受建筑合同回升以及保险与设施管理业务稳定增长的驱动。同时，我们预计毛利将从2024财年的64.4亿港元增长至2025及2026财年的65.3亿及67.3亿港元，并在2029财年达到76.4亿港元，五年CAGR为3.5%。

图表 32：我们预计公司在2025-29财年间实现5.6%的收入CAGR

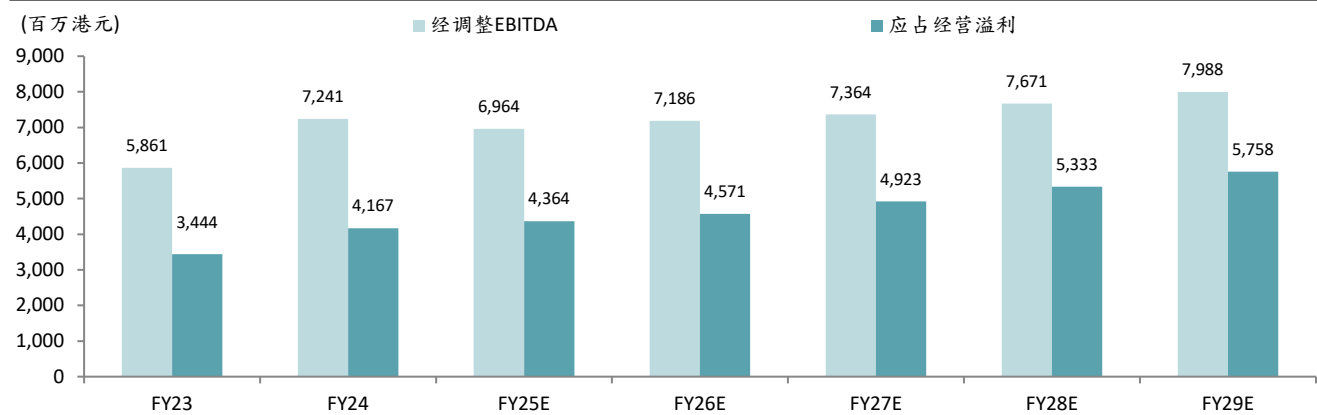


⊕ **AOP作为核心盈利指标，五年CAGR约为7%**

我们认为投资者将更关注AOP作为周大福创建的核心盈利指标，因为它不仅包括合并子公司的利润，还涵盖了联营公司与合资企业的利润贡献。我们预计建筑业务与收费公路业务的AOP在2025-26财年将实现低单位数增长，而设施管理与物流业务则保持稳定。我们预计各业务的一次性影响将在2026财年消退，使公司在2027财年重新获得增长动能。

与此同时，我们预计保险业务将成为主要的AOP驱动因素，未来几年AOP增长预计为15%-20%，并伴随合同服务利润规模的扩大。整体而言，我们预计总AOP将在2025及2026财年同比增长4.7%，分别达到43.6亿及45.7亿港元，并在2027-29财年加速至约8%的同比增长。

图表 33：我们估计2025-29财年间AOP将实现约7%的CAGR

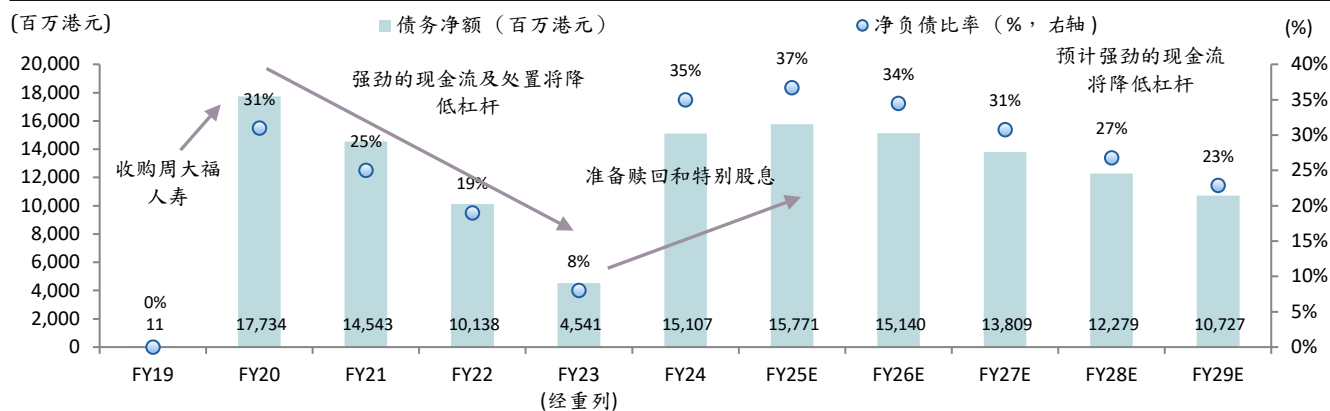


资料来源：公司资料，交银国际预测

⊕ 融资杠杆低，债务期限长

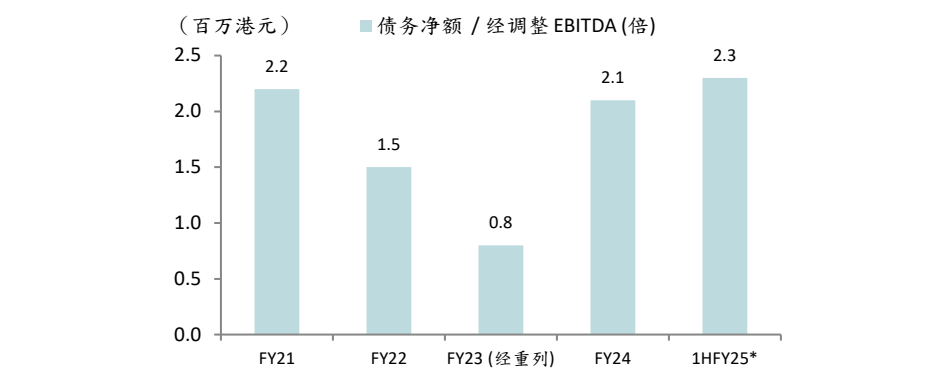
过去几年，公司强劲的现金流持续降低净债务水平，在未进行重大收购或偿还永续证券的年份，净负债率在0%-35%之间波动。截至2024财年末及2025上半年财年（2024年6月30日及12月31日），周大福创建的净债务分别为151亿元及161亿港元，对应净负债与总权益比率约为37%及39%，净债务与调整后EBITDA的比率分别为2.1倍及2.3倍。我们认为公司未来仍可维持健康的融资杠杆水平，得益于各业务稳定的现金流。展望未来，公司将继续寻求在中国香港及中国内地以较低融资成本进行收购的机会。若不考虑扩张所需的额外资本或永续证券的偿还（或以债务替代），我们预计净负债率将在2028财年后降至30%以下。

图表 34：我们预计未来强劲现金流将推动净债务下降



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 35：净债务与调整后EBITDA的比率维持在约2倍

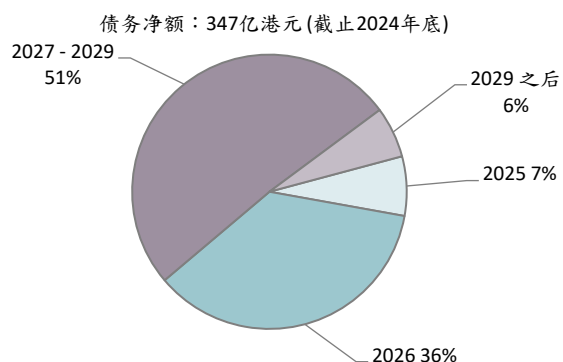


资料来源：公司资料，交银国际；*基于年化调整后EBITDA计算

周大福创建还受益于债务期限较长及融资成本较低。截至2025上半财年末，公司总债务为347亿港元，其中57%的债务期限超过三年。同时，公司在2025上半财年将平均借贷成本降至4.2%，较2024年同期下降60个基点。我们预计随着HIBOR近期下行及部分低成本再融资活动的推进，综合融资成本将在2026财年进一步下降。

2025年7月，公司完成新一轮可转换债券（CB）发行，本金为8.5亿港元，利率为2.8%，到期时间为2027年；同时回购了利率为4.0%、本金为7.8亿港元、到期时间为2025年的旧可转债。由于HIBOR自2025年5月起下跌，对公司2025财年的财务影响仅限于两个月，我们预计2026财年将体现更显著的利息成本下降，进一步提升净利润，并增强公司通过收购实现扩张的财务实力。

图表 36：约57%的债务将在2027年或之后到期



资料来源：公司资料，交银国际

首予买入评级，目标价为每股9.42港元

首予买入评级：经过多年的转型与优化，公司现已形成多元化业务组合，具备稳定的现金流和强劲的财务能力，为未来具吸引力的股息收益率提供有力支撑。保险业务的AOP及规模增长将成为额外催化剂，预计至2030年代末可占集团整体AOP的30%以上，并为公司在其他业务的再投资提供空间。

SOTP目标价为9.42港元：我们采用分部估值法（SOTP）评估公司资产价值，以各业务的总价值为基础，扣除公司净企业负债后，并扣除公司层面的净负债。在综合上述因素后，我们得出未来12个月的目标价为9.42港元，较2025年9月2日收盘价港元7.77元有21%的上行空间。

我们对周大福创建总资产价值的估算主要基于以下假设：

- ⊕ 收费公路与高速公路业务采用8.0倍EV/EBITDA估值，与同行约9倍EV/EBITDA基本一致；
- ⊕ 保险业务（周大福人寿）按2025财年预估账面价值的1.2倍市净率估值，考虑其业务规模较小，但增长前景和潜力高于同业；
- ⊕ 物流业务按2025财年预估账面价值的0.9倍市净率估值，与其他上市同行的交易市净率一致；
- ⊕ 设施管理业务按2025财年账面价值的1.0倍市净率估值；
- ⊕ 建筑业务按6.0倍AOP估值；
- ⊕ 策略性投资业务按2025财年账面价值的0.8倍市净率估值。

我们也参考了公司调整后EBITDA的估值水平，SOTP估值对应约10倍EV/EBITDA，略低于其他中国香港上市综合企业2025及2026财年约12倍的平均水平。同时，我们的目标价对应2026财年股息收益率为7.2%，远高于同行综合企业、地产商及保险公司平均的3%-5%，以及业主与收费公路公司约6%的水平。

图表 37：SOTP 估值模型

SoTP (HK\$m)	FY25E Equity value	FY25E AOP / EBITDA	Applied valuation	FY25E Fair value
		*EBITDA		
Roads	17,173	2,436	8XEV/EBITDA	19,488
Insurance	23,632		1.2x PB	28,359
Logistics	12,618		0.9x PB	11,356
Facilities Management	2,694		1x PB	2,694
		*AOP		
Construction & Transport	1,149	724	6XAOP	4,341
Strategic investments	9,527		0.8x PB	7,622
Net, corporate liabilities				-20,966
Net asset value (NAV)				52,894
No. of outstanding ordinary shares (m)				3,929
NAV per share (HK\$/sh)				13.46
Target discount (%)				30%
Target price (HK\$/sh)				9.42
Current market price (HK\$/sh)				7.77
Upside/ downside				21%
Target FY26E dividend yield (%)				7.22%

资料来源：交银国际预测，截至2025年9月2日收盘价

图表 38：周大福创建同行估值比较表

股票编号	公司	收盘价 (港元)	市值 (港元百万)	市盈率(x)				市净率(x)				EV/EBITDA (x)			
				FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
659 HK	周大福创建 (659 HK)	7.77	31,281	10.94	12.14	11.38	10.54	0.90	0.80	0.78	0.74	2.49	5.33	5.47	6.94
综合企业															
66 HK	港铁	26.28	163,588	11.41	9.97	9.85	13.76	0.89	0.82	0.79	0.78	9.60	10.80	11.23	13.52
1 HK	长和	51.75	198,205	8.80	10.13	8.47	7.91	0.35	0.36	0.36	0.35	8.06	5.61	5.04	4.69
144 HK	招商局港口	14.32	60,115	8.30	8.80	8.63	8.06	0.56	0.56	0.54	0.52	13.32	13.51	12.50	11.37
656 HK	复星国际	5.21	42,548	20.13	14.46	11.09	9.48	0.31	0.32	0.31	0.32	19.49	14.80	15.40	N/A
平均				12.16	10.84	9.51	9.80	0.53	0.52	0.50	0.49	12.62	11.18	11.04	9.86
保险															
2318 HK	平安保险	56.45	1,109,968	7.05	7.36	6.73	6.18	0.97	0.94	0.87	0.82	N/A	N/A	N/A	N/A
2628 HK	中国人寿	23.34	1,104,574	5.47	6.69	6.49	5.55	1.08	1.05	0.97	0.87	7.32	14.63	13.06	N/A
2601 HK	中国太保	34.56	393,692	6.82	7.20	7.04	6.89	1.07	0.99	0.90	0.84	N/A	N/A	N/A	N/A
1336 HK	新华保险	47.22	197,157	5.80	5.38	5.66	5.00	1.24	1.34	1.20	1.06	8.87	N/A	N/A	N/A
966 HK	中国太平	16.44	59,086	7.06	6.34	5.82	5.21	0.59	0.68	0.62	0.57	N/A	N/A	N/A	N/A
1299 HK	友邦保险	72.7	763,672	15.65	14.13	12.79	11.41	2.44	2.30	2.11	2.00	N/A	N/A	N/A	N/A
2378 HK	保诚保险	102.5	263,562	13.93	12.70	10.74	9.85	1.86	1.93	1.73	1.54	12.34	12.36	10.42	9.01
平均				8.83	8.54	7.89	7.15	1.32	1.32	1.20	1.10	9.51	13.50	11.74	9.01
房地产开发商															
16 HK	新鸿基地产	93.65	271,377	12.19	12.19	11.72	10.90	0.44	0.44	0.43	0.42	12.31	11.79	11.62	10.48
17 HK	新世界发展	6.87	17,289	16.96	N/A	N/A	N/A	0.09	0.10	0.10	0.10	18.17	32.83	27.52	21.74
12 HK	恒基地产	27.16	131,492	12.51	16.25	13.96	12.42	0.40	0.41	0.40	0.39	22.94	30.95	25.71	21.31
1113 HK	长实集团	36.94	129,282	9.27	9.57	9.35	8.99	0.32	0.32	0.32	0.31	9.26	8.98	9.23	9.12
83 HK	信和置业	9.66	88,390	14.79	16.83	17.60	18.30	0.48	0.50	0.51	0.51	12.54	12.54	10.73	9.77
平均				13.14	13.71	13.16	12.65	0.35	0.35	0.35	0.35	15.04	19.42	16.96	14.48
出租物业															
823 HK	领展	41.28	106,601	16.10	15.61	16.49	14.64	0.57	0.59	0.65	0.62	16.14	16.03	16.05	15.87
1997 HK	九龙仓置业	22.58	68,558	11.17	11.08	10.64	10.37	0.36	0.36	0.36	0.35	10.78	10.99	10.67	10.26
1972 HK	太古地产	21.08	121,368	16.86	18.86	16.12	14.01	0.43	0.44	0.44	0.43	19.98	19.76	18.81	16.47
14 HK	希慎兴业	15.12	15,528	9.15	8.65	8.66	8.62	0.23	0.23	0.23	0.23	20.10	21.22	20.86	19.16
平均				13.32	13.55	12.98	11.91	0.40	0.41	0.42	0.41	16.75	17.00	16.60	15.44
收费公路															
152 HK	深圳国际	7.97	19,477	6.67	5.75	5.81	6.42	0.57	0.56	0.54	0.52	N/A	8.41	8.48	9.47
576 HK	浙江沪杭甬	6.76	40,818	7.16	6.61	6.46	6.18	0.85	0.75	0.70	0.65	7.34	6.83	6.37	6.05
177 HK	江苏宁沪高速	9.16	67,206	8.87	8.30	8.02	7.77	1.17	1.03	0.97	0.91	13.14	12.32	12.12	11.78
995 HK	安徽皖通高速	11.33	25,244	10.84	9.39	9.22	9.40	1.30	1.21	1.15	1.10	9.15	7.94	7.73	7.87
1052 HK	越秀交通基建	4.24	7,094	9.54	8.78	8.55	8.30	0.54	0.53	0.51	0.49	7.73	7.37	7.87	7.98
平均				8.61	7.77	7.61	7.61	0.89	0.82	0.77	0.74	9.34	8.57	8.51	8.63

资料来源：彭博一致预期，交银国际，截至2025年9月2日收盘

图表 39：周大福创建同行的ROE与股息率比较表

股票编号	公司	ROE (%)				股息率 (%)			
		FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
659 HK	周大福创建 (659 HK)	7.15	6.35	6.40	6.56	19.37	11.11	8.79	8.97
综合企业									
66 HK	港铁	8.02	8.43	7.98	5.52	5.00	4.98	4.98	5.00
1 HK	长和	3.85	4.00	4.37	4.56	4.66	4.63	4.94	5.31
144 HK	招商局港口	6.93	6.60	6.73	7.41	6.03	5.64	5.82	6.26
656 HK	复星国际	1.55	1.63	2.09	2.52	1.13	1.74	2.24	2.73
平均		5.09	5.16	5.29	5.00	4.21	4.25	4.50	4.82
保险									
2318 HK	平安保险	14.33	12.92	12.96	12.99	4.82	5.12	5.36	5.55
2628 HK	中国人寿	21.60	16.38	15.45	15.34	3.31	3.30	3.53	3.79
2601 HK	中国太保	16.89	13.58	12.57	12.74	3.50	3.59	3.80	3.85
1336 HK	新华保险	20.22	26.18	20.60	22.00	3.59	4.45	4.26	4.35
966 HK	中国太平	8.58	11.45	11.49	11.92	2.30	2.33	2.70	3.03
1299 HK	友邦保险	14.56	16.24	16.91	17.30	2.38	2.62	2.88	3.26
2378 HK	保诚保险	9.66	14.67	14.98	15.23	1.74	1.99	2.36	2.82
平均		15.12	15.92	14.99	15.36	3.09	3.34	3.56	3.81
房地产开发商									
16 HK	新鸿基地产	3.79	3.73	4.01	3.90	4.14	4.01	4.08	4.36
17 HK	新世界发展	0.46	(1.95)	(0.49)	0.16	6.30	0	0	0.15
12 HK	恒基地产	3.10	2.54	3.00	3.55	6.58	6.54	6.55	6.55
1113 HK	长实集团	3.56	3.43	3.45	3.51	5.08	4.83	4.91	5.07
83 HK	信和置业	3.35	3.07	3.01	2.94	6.06	6.01	6.01	6.01
平均		2.85	2.16	2.60	2.81	5.63	4.28	4.31	4.43
出租物业									
823 HK	领展	3.51	3.83	3.86	4.32	6.24	6.44	6.50	6.57
1997 HK	九龙仓置业	3.18	3.03	3.41	3.46	5.65	5.73	5.90	6.03
1972 HK	太古地产	2.25	2.21	2.55	2.92	5.20	5.32	5.54	5.78
14 HK	希慎兴业	2.22	2.40	2.41	2.29	7.10	7.14	7.09	7.10
平均		2.79	2.87	3.06	3.25	6.05	6.16	6.26	6.37
收费公路									
152 HK	深圳国际	8.15	9.47	8.92	7.48	7.15	9.28	8.24	7.65
576 HK	浙江沪杭甬	10.89	10.60	10.02	9.71	5.17	6.19	6.14	6.14
177 HK	江苏宁沪高速	12.91	12.41	11.99	11.66	5.60	5.87	5.89	5.91
995 HK	安徽皖通高速	12.15	13.33	12.83	11.85	5.78	6.46	6.65	6.31
1052 HK	越秀交通基建	5.64	5.97	5.96	5.98	6.34	6.70	6.88	7.08
Average		9.95	9.80	9.47	8.93	6.01	6.90	6.76	6.62

资料来源：彭博一致预期，交银国际，截至2025年9月2日收盘

主要风险因素

行业特定风险

- ④ **收费公路行业：**收费公路行业的收入与宏观经济状况密切相关。在经济低迷时期，货运量减少及车辆使用率下降可能导致通行费收入减少。此外，政策变动（如调整收费标准或在特定期间实施免费通行政策）亦可能影响公司通行费收入。来自其他交通方式（如高速铁路和水路运输）的竞争加剧，亦可能分流交通流量，影响公司收费公路业务。
- ④ **保险行业：**中国香港保险业竞争激烈，市场上有众多保险公司营运。周大福创建在扩大市场份额及客户获取方面可能面临挑战。资本市场波动可能影响保险资金的投资回报，从而影响公司盈利能力。保险业的监管政策严格，若未能遵守相关法规，可能导致罚款及声誉受损。此外，代理失误、保险欺诈及理赔纠纷等风险亦可能影响公司营运。

财务风险

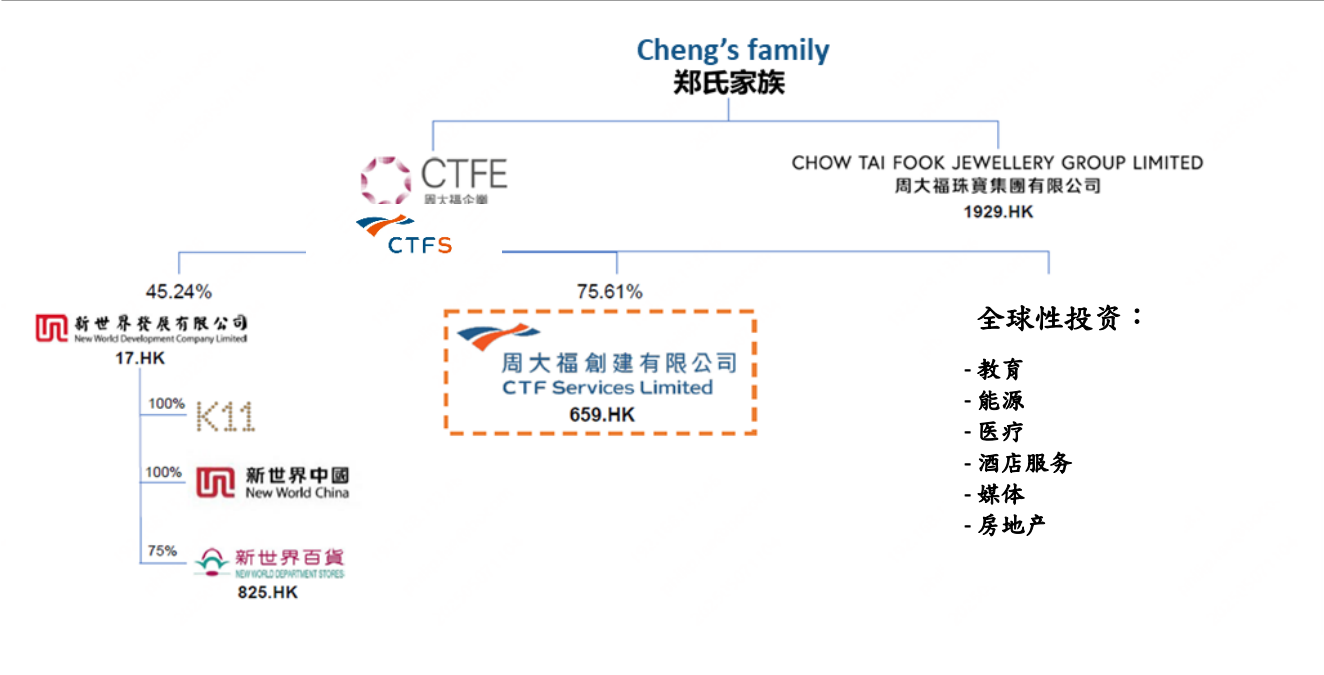
- ④ **利率风险：**利率变动会影响公司的融资成本及投资回报。利率上升将增加借贷成本，负面影响公司的财务表现及现金流。
- ④ **汇率风险：**由于公司在中国香港及中国内地均有业务，涉及跨境交易并持有外币资产与负债。汇率波动可能导致汇兑收益或损失，影响公司盈利能力及财务状况。
- ④ **流动性风险：**尽管公司目前的净债务与调整后 EBITDA 比率仅约为 2.3 倍，显示财务杠杆相对较低，但若现金流管理不善或融资渠道受限，公司可能难以偿还短期债务，从而面临流动性风险。

营运风险

- ④ **项目执行风险：**公司承接大型建设项目，如基础设施开发及物流设施建设。这些项目涉及复杂的规划、设计及施工流程。若项目执行过程中出现延误、成本超支或质量问题，可能导致财务损失及声誉受损。

附录

图表 40：周大福创建组织架构图



资料来源：公司資料；*香港交易所已豁免公司严格遵守公众持股量要求

主要管理层简介

主席：郑家纯博士，GBM，GBS，78岁，2000年3月获委任为执行董事，并于2001年3月起出任主席。他亦为公司执行委员会主席及集团附属公司董事。郑博士同时担任新世界发展有限公司及周大福珠宝集团有限公司的主席及执行董事，亦为丰盛生活服务有限公司及有线宽频通讯有限公司的主席及非执行董事，以上均为中国香港上市公司。

执行董事兼集团联席行政总裁：郑志明先生 Brian Cheng Chi Ming，42岁，于2008年1月加入公司，2009年7月获委任为执行董事，并于2024年1月出任联席行政总裁。他亦为公司执行委员会、提名委员会、薪酬委员会及环境、社会及管治（ESG）委员会成员，并担任集团若干附属公司的董事。郑先生亦为新世界发展有限公司的非执行董事，以及综合环保集团控股有限公司的主席及非执行董事，以上均为中国香港上市公司。

执行董事兼集团联席行政总裁：何志恒先生 Gilbert Ho Chi Hang，48岁，于2018年1月以高级董事身份加入公司，自2018年7月起担任执行董事，并于2022年2月获委任为首席营运官，2024年1月起出任联席行政总裁。他是公司执行委员会、提名委员会、薪酬委员会及ESG委员会成员，并担任集团若干附属公司的董事。何先生亦为周大福企业的联席行政总裁，该企业为本公司的控股公司及主要股东。

执行董事兼集团首席营运官及首席财务官：林战先生 Jim Lam，54岁，于2024年1月获委任为执行董事，并为公司执行委员会及ESG委员会成员。林先生于2021年1月加入公司，担任首席财务官，负责集团整体财务、会计及投资者关系事务。自2024年10月1日起，林先生获委任为公司首席营运官及首席财务官。

执行董事：郑志亮先生 Christopher Cheng Chi Leong，35岁，于2020年12月1日获委任为执行董事，并为公司执行委员会成员。他自2019年1月起加入公司，主要负责集团业务发展及策略性投资事务。郑先生亦为周大福企业的董事及联席行政总裁，该企业为本公司的控股公司及主要股东。2024年1月重新委任为非执行董事，并于2024年9月26日辞任。他亦为新世界发展有限公司的非执行董事及非执行副主席，以及裕承科金有限公司的主席及非执行董事，以上均为中国香港上市公司。他同时担任CTFH及周大福企业的董事，两者均为本公司的控股公司及主要股东。

图表 41：公司董事名单

Name	Age	Present position	History in the company
Dr Cheng Kar Shun, Henry	78	Chairman	Mar 2001
Cheng Chi Ming	42	Executive Director, Group Co-CEO	Jan 2008
Ho Gilbert Chi Hang	48	Executive Director, Group Co-CEO	Jan 2018
Lam Jim	54	Executive Director, Group COO & CFO	Jan 2021
Cheng Chi Leong, Christopher	35	Executive Director	Jan 2019
William Junior Guilherme Doo	51	Non-Executive Director	Jul 2014
Lam Wai Hon, Patrick	62	Non-Executive Director	Jan 2003
Tsang On Yip, Patrick	53	Non-Executive Director	Jan 2024
Shek Lai Him	80	Independent Non-Executive Director	Sep 2024
Lee Yiu Kwong, Alan	81	Independent Non-Executive Director	Oct 2012
Oei Wai Chi Grace Fung	72	Independent Non-Executive Director	Jan 2016
Wong Kwai Huen, Albert	73	Independent Non-Executive Director	Jul 2018
Chan Ka Keung, Ceajer	68	Independent Non-Executive Director	Jan 2022
Ng Yuen Ting, Yolanda	50	Independent Non-Executive Director	Dec 2022

资料来源：公司资料，交银国际

图表 42：周大福创建 (659 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 43：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
659 HK	周大福创建	买入	7.76	9.42	21.4%	2025年09月05日	物流房地产
9698 HK	万国数据	买入	32.70	28.89	-11.7%	2025年01月21日	数据中心
1686 HK	新意网集团	中性	6.99	8.58	22.7%	2025年02月26日	数据中心
VNET US	世纪互联	未评级	8.00	1.95	-75.7%	2024年05月07日	数据中心
778 HK	置富产业信托	买入	4.87	5.92	21.6%	2025年09月01日	中国香港房地产
823 HK	领展房托	买入	41.10	49.80	21.2%	2025年08月25日	中国香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	6.86	6.94	1.1%	2025年03月03日	中国香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	92.10	96.10	4.3%	2024年09月03日	中国香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	26.30	25.90	-1.5%	2025年08月22日	中国香港房地产
2191 HK	顺丰房托	买入	2.82	3.84	36.1%	2025年03月25日	物流房地产
PLD US	安博	买入	110.95	134.94	21.6%	2024年11月15日	物流房地产
1109 HK	华润置地	买入	30.80	35.30	14.6%	2025年08月27日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.76	6.79	42.6%	2025年08月26日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.44	1.16	166.7%	2023年12月01日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.42	9.54	48.6%	2025年09月01日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	2.69	4.20	56.1%	2025年08月22日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.20	6.30	21.2%	2024年09月05日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	中性	2.96	3.20	8.1%	2025年08月29日	物业服务

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2025年9月4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	27,121	26,422	24,651	27,706	29,219
主营业务成本	(21,625)	(19,978)	(18,119)	(20,973)	(22,265)
毛利	5,497	6,444	6,533	6,732	6,954
销售及管理费用	(1,232)	(1,140)	(1,092)	(1,211)	(1,286)
其他经营净收入/费用	383	2,218	(1,888)	(1,777)	(1,844)
经营利润	4,647	7,522	3,553	3,744	3,824
财务成本净额	(938)	(1,199)	(1,327)	(1,291)	(1,282)
应占联营公司利润及亏损	931	857	797	896	945
税前利润	4,640	7,180	3,023	3,349	3,487
税费	(764)	(701)	(638)	(707)	(736)
非控股权益	(636)	(536)	(300)	(308)	(311)
净利润	3,240	5,943	2,086	2,335	2,441
作每股收益计算的净利润	2,200	2,818	2,086	2,335	2,441

资产负债表 (百万港元)					
截至6月30日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19,256	14,788	16,259	17,130	20,767
应收账款及票据	9,376	9,159	8,545	9,604	10,128
其他流动资产	74,594	81,171	81,171	81,171	81,171
总流动资产	103,226	105,118	105,975	107,905	112,067
投资物业	5,875	5,479	5,753	6,041	6,343
物业、厂房及设备	1,317	1,252	1,248	1,242	1,236
无形资产	19,170	18,155	17,875	18,220	17,652
合资企业/联营公司投资	22,482	21,944	21,944	21,944	21,944
其他长期资产	2,436	3,135	3,135	3,135	3,135
总长期资产	51,279	49,966	49,955	50,582	50,310
总资产	154,505	155,084	155,930	158,487	162,376
短期贷款	1,749	4,566	6,399	5,759	6,183
应付账款	10,820	9,699	8,797	10,183	10,809
其他短期负债	61,541	69,692	69,692	69,692	69,692
总流动负债	74,110	83,957	84,887	85,633	86,684
长期贷款	22,048	25,329	25,631	26,512	28,393
长期应付账款	1,413	1,267	1,267	1,267	1,267
其他长期负债	1,192	1,179	1,179	1,179	1,179
总长期负债	24,653	27,775	28,077	28,957	30,839
总负债	98,763	111,732	112,964	114,590	117,523
股本	55,692	43,333	42,947	43,878	44,834
股东权益	55,692	43,333	42,947	43,878	44,834
非控股权益	51	19	19	19	19
总权益	55,743	43,352	42,966	43,897	44,854

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	2,847	3,321	3,023	3,349	3,487
合资企业/联营公司收入调整	(931)	(857)	(797)	(896)	(945)
折旧及摊销	1,677	1,759	1,772	1,796	1,839
营运资本变动	4,053	4,698	2,052	2,656	2,662
利息调整	938	1,199	1,327	1,291	1,282
税费	(841)	(905)	(638)	(707)	(736)
其他经营活动现金流	(2,458)	(6,766)	(2,870)	(2,724)	(2,897)
经营活动现金流	5,285	2,449	3,869	4,765	4,693
资本开支	(306)	(257)	(282)	(299)	(317)
投资活动	(1,706)	(490)	(1,762)	(2,422)	(1,566)
其他投资活动现金流	6,453	3,264	1,543	1,566	1,625
投资活动现金流	4,441	2,517	(500)	(1,155)	(258)
负债净变动	(238)	6,202	2,134	241	2,306
权益净变动	1	11	0	0	0
股息	(2,426)	(8,882)	(3,803)	(2,750)	(2,874)
其他融资活动现金流	(1,016)	(6,596)	(229)	(229)	(229)
融资活动现金流	(3,680)	(9,265)	(1,898)	(2,738)	(798)
汇率收益/损失	(255)	(7)	0	0	0
年初现金	13,453	19,256	14,788	16,259	17,130
年末现金	19,256	14,788	16,259	17,130	20,767

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	0.862	1.103	0.802	0.905	0.948
每股股息	0.610	2.437	0.950	0.680	0.711
每股账面值	11.035	10.937	11.174	11.417	11.669
利润率分析(%)					
毛利率	20.3	24.4	26.5	24.3	23.8
EBITDA利润率	16.7	20.5	21.6	20.0	19.4
净利率	11.9	22.5	8.5	8.4	8.4
其他					
净负债权益比(%)	8.1	34.8	36.7	34.5	30.8
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3

交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈9樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

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**。

分析员行业评级定义：

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**。

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**。

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**。

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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司及劲方医药科技（上海）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、其附属公司、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、其附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，或可能以受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，而非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。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
张靖	(852) 3710 3330	jing.zhang
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang