

厚土待春，新鸿基地产的资产重估机遇

华泰研究

2025 年 9 月 22 日 | 中国香港

首次覆盖

房地产开发

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

111.51

陈慎

研究员

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈颖*

研究员

SAC No. S0570524060002

chenying019881@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

林正衡

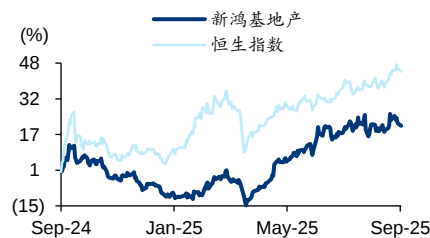
研究员

SAC No. S0570520090003
SFC No. BRC046linzhengheng@htsc.com
+(86) 21 2897 2065

基本数据

收盘价 (港币 截至 9 月 22 日)	93.45
市值 (港币百万)	270,798
6 个月平均日成交额 (港币百万)	363.86
52 周价格范围 (港币)	65.20-97.90

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (港币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	79,721	77,765	83,668	82,598
+/-%	11.49	(2.45)	7.59	(1.28)
归属母公司净利润 (百万)	19,277	20,803	21,868	24,915
+/-%	1.21	7.92	5.12	13.93
EPS (最新摊薄)	6.65	7.18	7.55	8.60
ROE (%)	3.15	3.34	3.45	3.86
PE (倍)	14.05	13.02	12.38	10.87
PB (倍)	0.44	0.43	0.42	0.42
EV EBITDA (倍)	12.39	12.63	11.47	10.25
股息率 (%)	4.01	4.10	4.35	4.94

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

我们首次覆盖新鸿基地产 (0016 HK)，给予“买入”评级，目标价 111.51 港元。公司是香港最大地产开发商之一，起家于住宅开发，已发展为集开发与运营于一体的综合性地产企业。截至 2025 财年末，公司在香港和内地合计拥有约 1140 万平米权益土储，其中多个重点项目将于 2026-2027 财年迎来集中交付。2025 财年，公司投资物业收入占比达 27%，利润贡献达 57%，投资物业资产主要位于核心城市核心地段。在人民币升值、宏观利率下行等多重利好因素推动下，公司香港开发物业资产有望迎来价值重估，叠加未来 2-3 年物业租赁业务将迎来收获期，我们看好公司估值后续迎来修复。

宏观与行业修复共振，公司香港开发业务有望率先迎来价值重估

美联储于 9 月 18 日重启降息 25bp，推动美债收益率下行。历史数据显示，美联储降息与恒生地产类指数呈负相关性（相关系数 -0.61），人民币兑港元汇率与恒生地产类指数正相关（相关系数 0.59），人民币升值通常推动地产板块上涨。此外，1-7 月，香港住宅市场显示供需结构优化和价格企稳的迹象，且租金回报率持续高于按揭利率，进一步支持了需求回暖，行业基本面持续改善。我们认为，公司作为恒生地产类指数的核心权重股，有望直接受益于宏观利率下行与汇率驱动的估值修复。同时，由于公司香港开发业务储备充裕，在本地楼市基本面持续改善的背景下，香港物业价值重估弹性突出，其资产价值重估节奏有望领先同行。

公司投资性物业未来 2-3 年有望迎来收获期，扩大经常性收入

公司投资物业板块未来 2-3 年有望步入收获期，支撑其经常性收入持续增长。香港方面，预计 2026-27 财年将会有 7.8 万平米的零售物业和 16.9 万平米的写字楼物业迎来竣工，将带动公司香港的自持购物中心和写字楼规模分别较 2025 财年末提升 7%/17%。内地方面，预计同期将新增约 37.2 万平米购物中心和 63.2 万平米写字楼，届时内地自持购物中心和写字楼规模将分别较 2025 财年末提升 44%/76%，主要包括上海徐家汇中心、杭州国金中心、广州环贸广场（广州南站 TOD）等。我们认为上述项目的落成将推动公司投资性物业规模迈入新一轮扩张周期，租金收入增长可期。

我们与市场观点不同之处

自 5 月初 HIBOR 回落以来，公司股价累计反弹约 30%，市场普遍认为其已相对充分地反映香港楼市复苏预期，担忧后续上涨空间受限。但我们认为，年初至今公司的股价表现仍属温和，尚未完全反映市场对香港楼市企稳回升的乐观预期。更为重要的是，市场或低估了公司中长期基本面的边际变化，特别是其经营性物业未来 2-3 年即将迎来集中入市，后续公司经常性收入规模有望迎来进一步扩张，或成为支撑其估值持续修复的关键变量。

盈利预测与估值

我们预测公司 2026-2028 财年归母净利润为 208/219/249 亿港元；剔除投资性物业公允价值变动影响后的核心净利润为 223/237/269 亿港元，对应同比增速分别为 +2.1%/+6.2%/+13.5%，核心 EPS 分别为 7.70/8.18/9.28 港元。考虑公司多元化业务经营的情况，我们采用分部估值法对各业务板块进行估值，计算得出公司资产净值为 4617 亿港元。我们在此基础上给予 30% 折让，以反映公司多元化经营的折让，得出目标股权价值为 3232 亿港元，我们给予目标价 111.51 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级，目标价对应 2026E PE (Price to Core EPS) /PB 倍数分别为 14.48/0.51 倍。

风险提示：香港楼市复苏不及预期；香港和内地零售市场放缓；香港和内地写字楼市场需求下行。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	71,506	79,721	77,765	83,668	82,598
销售成本	(39,292)	(45,531)	(46,224)	(47,766)	(43,963)
毛利润	32,214	34,190	31,542	35,902	38,635
销售及分销成本	(3,906)	(5,064)	(4,943)	(4,666)	(5,020)
管理费用	(3,322)	(3,336)	(3,254)	(3,501)	(3,456)
其他收入/支出	1,766	288.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(3,567)	(2,485)	(2,159)	(2,203)	(2,197)
应占联营公司利润及亏损	1,879	3,890	6,171	3,535	5,012
税前利润	25,064	27,483	27,357	29,068	32,973
税费开支	(3,978)	(4,869)	(4,342)	(4,613)	(5,233)
少数股东损益	559.00	607.00	610.13	648.29	735.40
归母净利润	19,046	19,277	20,803	21,868	24,915
折旧和摊销	(2,697)	(2,824)	(2,949)	(3,075)	(3,201)
EBITDA	31,328	32,792	32,465	34,346	38,372
EPS (港币, 基本)	6.57	6.65	7.18	7.55	8.60

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	214,077	197,452	200,584	197,467	193,317
应收账款和票据	17,115	20,060	20,983	20,851	18,153
现金及现金等价物	16,221	16,919	21,320	33,840	35,755
其他流动资产	1,250	1,281	1,343	1,349	1,331
总流动资产	248,663	235,712	244,231	253,507	248,556
固定资产	50,190	50,689	55,340	57,726	60,030
无形资产	4,338	3,839	2,856	2,115	1,374
其他长期资产	514,903	526,653	530,719	531,837	537,005
总长期资产	569,431	581,181	588,915	591,678	598,409
总资产	818,094	816,893	833,146	845,185	846,964
应付账款	43,638	46,712	44,708	49,763	37,186
短期借款	10,498	14,384	11,986	13,478	14,472
其他负债	7,876	8,996	8,996	8,996	8,996
总流动负债	62,012	70,092	65,690	72,237	60,654
长期债务	116,589	95,833	97,753	98,135	95,948
其他长期债务	28,422	28,594	36,782	30,471	32,154
总长期负债	145,011	124,427	134,536	128,606	128,102
股本	70,703	70,703	70,703	70,703	70,703
储备/其他项目	536,014	547,148	557,084	567,857	580,988
股东权益	606,717	617,851	627,787	638,560	651,691
少数股东权益	4,354	4,523	5,133	5,781	6,517
总权益	611,071	622,374	632,920	644,341	658,208

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14.22	14.05	13.02	12.38	10.87
PB	0.45	0.44	0.43	0.42	0.42
EV EBITDA	13.48	12.39	12.63	11.47	10.25
股息率 (%)	4.01	4.01	4.10	4.35	4.94
自由现金流收益率 (%)	8.93	14.86	6.22	12.17	8.24

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	31,328	32,792	32,465	34,346	38,372
融资成本	3,567	2,485	2,159	2,203	2,197
营运资本变动	2,387	16,839	(6,122)	8,298	(5,710)
税费	(3,978)	(4,869)	(4,342)	(4,613)	(5,233)
其他	(8,788)	(8,918)	(6,642)	(7,676)	(9,299)
经营活动现金流	24,516	38,329	17,519	32,558	20,326
CAPEX	(4,978)	(4,635)	(4,807)	(4,721)	(4,764)
其他投资活动	(4,635)	(7,688)	10,294	(3,893)	1,527
投资活动现金流	(9,613)	(12,323)	5,487	(8,614)	(3,237)
债务增加量	2,034	(16,870)	(477.80)	1,874	(1,194)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(14,344)	(10,867)	(10,867)	(11,096)	(11,783)
其他融资活动现金流	(799.00)	(2,485)	(2,159)	(2,203)	(2,197)
融资活动现金流	(13,109)	(30,222)	(13,504)	(11,424)	(15,175)
现金变动	1,794	(4,216)	9,502	12,520	1,915
年初现金	14,277	16,034	11,818	21,320	33,840
汇率波动影响	(37.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	16,034	11,818	21,320	33,840	35,755

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	0.44	11.49	(2.45)	7.59	(1.28)
毛利润	(6.51)	6.13	(7.75)	13.82	7.61
营业利润	(2.88)	(2.52)	(10.48)	18.81	8.74
净利润	(20.33)	1.21	7.92	5.12	13.93
EPS	(20.33)	1.21	7.92	5.12	13.93
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	45.05	42.89	40.56	42.91	46.77
EBITDA	43.81	41.13	41.75	41.05	46.46
净利润率	26.64	24.18	26.75	26.14	30.16
ROE	3.15	3.15	3.34	3.45	3.86
ROA	2.35	2.36	2.52	2.61	2.94
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	18.27	15.10	14.08	12.18	11.46
流动比率	4.01	3.36	3.72	3.51	4.10
速动比率	0.56	0.55	0.66	0.78	0.91

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.09	0.10	0.09	0.10	0.10
应收账款周转天数	80.23	83.94	95.00	90.00	85.00
应付账款周转天数	366.89	357.19	356.00	356.00	356.00
存货周转天数	1,950	1,627	1,550	1,500	1,600
现金转换周期	1,664	1,354	1,289	1,234	1,329

每股指标 (港币)

EPS	6.57	6.65	7.18	7.55	8.60
每股净资产	209.37	213.22	216.64	220.36	224.89

正文目录

投资要点	5
投资要点 1: 美联储降息与人民币升值预期, 港股地产板块具备重估潜力	5
投资要点 2: 香港楼市渐现企稳迹象, 公司香港开发物业有望迎来价值重估	5
投资要点 3: 投资性房地产未来 2-3 年有望迎来收获期, 扩大经常性收入	5
我们与市场观点不同之处	5
新鸿基地产: 郭氏家族控制的香港综合性地产龙头	6
穿越周期的房企典范	8
多元业务平滑开发波动	8
长期恪守财务纪律	9
分红政策保持稳定	10
香港地产业务: 物业开发稳居龙头, 多元投资物业支撑长期发展	11
香港地产开发: 深耕中高端住宅市场, 土储充裕保障长期发展	11
香港物业投资: 布局优势显著, 多元业态强化抗周期能力	13
内地地产业务: 开发利润安全垫厚实, 自持规模步入收获期	16
内地地产开发: 精耕细作求利润, 土储安全垫厚实	16
内地物业投资: 高端综合体专家, 即将迎来交付高峰	18
站在当下, 为何推荐新鸿基地产?	20
投资要点 1: 美联储降息与人民币升值预期下, 港股地产板块具备重估潜力	20
投资要点 2: 香港楼市渐现企稳迹象, 公司香港开发物业有望迎来价值重估	21
投资要点 3: 投资物业未来 2-3 年有望迎来收获期, 扩大经常性收入	22
投资建议	24
股价复盘: 股价表现和香港房地产市场表现同频共振	24
关键假设与盈利预测	25
分部估值	28
风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司核心管理团队 (截至 2025 财年末)	7
图表 3: 公司股权结构 (截至 2024 年末)	7
图表 4: 公司分部业务营业收入	8
图表 5: 公司分部业务营业利润	8
图表 6: 公司综合性业务布局	9
图表 7: 公司净负债率和利息覆盖倍数	9
图表 8: 公司有息负债久期分布 (截至 2025 财年末)	9
图表 9: 公司每股股息和派息率	10

图表 10: 香港本地主流房企股息率	10
图表 11: 香港本地主流房企 FY2025 派息率	10
图表 12: 公司香港权益土地储备楼面面积	11
图表 13: 公司香港物业开发-权益合同销售金额和同比增速	11
图表 14: 公司香港物业开发-销售市占率	11
图表 15: 2024 年香港本地物业销售榜排名 TOP10 的发展商	12
图表 16: 香港本地主流发展商-2025 财年末香港住宅土地储备	12
图表 17: 香港本地主流发展商-香港开发业务营业利润率	12
图表 18: 2024 财年末公司香港主要自持物业权益楼面面积 (单位: 万平方米)	13
图表 19: 公司香港自持物业租金表现	14
图表 20: 公司香港零售物业和写字楼租金坪效	14
图表 21: 公司香港投资物业-平均出租率	15
图表 22: 公司内地权益土地储备计容建面	16
图表 23: 公司内地权益销售金额和同比增速	16
图表 24: 2026 财年公司计划推售的内地项目	16
图表 25: 公司内地开发业务营业利润率和头部内房公司的开发业务营业利润率对比	17
图表 26: 2024 财年末公司内地权益未竣工土地储备计容建面 (单位: 万平方米)	17
图表 27: 公司内地自持物业租金表现	19
图表 28: 公司内地零售和写字楼租金坪效	19
图表 29: 2024 财年末公司内地主要自持物业权益计容建面 (单位: 万平方米)	19
图表 30: 美国 10 年期国债收益率及恒生地产类指数走势	20
图表 31: 人民币兑港元汇率及恒生地产类指数走势	20
图表 32: 中国香港一手私人住宅成交量	21
图表 33: 中国香港二手私人住宅成交量	21
图表 34: 中国香港私人住宅售价指数	21
图表 35: 1 个月期 HIBOR 利率	21
图表 36: 中国香港-私人住宅回报率	22
图表 37: 2025-2027 财年公司预计完工的香港主要自持物业项目	22
图表 38: 2025-2027 财年公司预计完工的内地主要自持物业项目 (单位: 万平方米)	23
图表 39: 公司股价复盘	24
图表 40: 香港住宅市场成交量价复盘	24
图表 41: 公司估值复盘	25
图表 42: 关键假设简表-营收增速 (按业务拆分)	27
图表 43: 关键假设简表-毛利率 (按业务拆分)	27
图表 44: 关键假设简表 (单位: 百万港元)	28
图表 45: 公司香港住宅开发物业估值 (单位: 平方呎, 港元/平方尺, 百万港元)	29
图表 46: 公司内地住宅开发物业估值 (单位: 平方米, 百万元, 百万港元)	30
图表 47: 公司分部估值 (截至 2025 年 9 月 22 日)	31
图表 48: 新鸿基地产 PE-Bands	31
图表 49: 新鸿基地产 PB-Bands	31

投资要点

新鸿基地产是香港本地规模最大的房地产开发商之一，起家于住宅开发，已发展为集开发与运营于一体的综合性地产企业。公司代表项目包括香港及上海的国金中心、上海滨江凯旋门等地标，树立了高端品牌形象。截至 2025 财年末，公司在香港和内地合计拥有约 1140 万平方米权益土储，多个重点项目将于 2026-2027 财年迎来集中交付。投资物业方面，公司自持物业主要分布于核心城市的核心地段，2025 财年投资物业收入占比达 27%（包括合联营公司），利润贡献高达 59%（包括合联营公司）。此外，公司积极拓展电讯、物流、数据中心等稳定收益业务，形成了多元化业务布局，强化抗周期能力。公司长期坚持稳健扩张策略，具备扎实的资产基础与跨周期经营韧性。

投资要点 1：美联储降息与人民币升值预期，港股地产板块具备重估潜力

美联储于 9 月 18 日降息 25 基点，基准利率降至 4.00%-4.25%，点阵图显示年内或将再降息 50bp，推动美国 10 年期国债收益率同步下降。历史数据显示，美国 10 年期国债收益率与恒生地产类指数呈负相关性（相关系数-0.61），美联储降息通常会带动香港地产指数上涨。此外，人民币兑港元汇率与恒生地产类指数呈正相关性（相关系数 0.59），人民币升值通常推动地产板块上涨。根据华泰宏观团队于 8 月 31 日发布的《人民币升值，港股如何布局？》报告，“从历史经验看，人民币升值期间市场普遍上涨，港股弹性更大。一方面因为汇率和股市都是对经济预期改善的共同反应，另一方面市场情绪、外资流向和企业基本面也会被汇率变化影响。”我们认为，在人民币升值的背景下，香港资产（尤其是地产板块）具有显著的价值重估潜力。作为恒生地产类指数的核心权重股，公司有望直接受益于宏观利率下行与汇率驱动的估值修复。

投资要点 2：香港楼市渐现企稳迹象，公司香港开发物业有望迎来价值重估

自 2021 年 9 月以来，香港房价已历经近四年震荡调整，时间与幅度均较为充分，我们认为在人民币升值、港股回暖、按揭利率下行、人口回流及政策宽松等多重利好下，香港楼市有望进入修复周期，主要表现为：1) 成交回暖：1-7 月，香港一手/二手私人住宅同比分别 +8.9%/+12.1%，成交量分别创 2020/2022 年以来同期新高；2) 价格与库存改善：4-6 月，香港私人住宅价格连续三个月环比上涨，截至 6 月末一手私人住宅货尾量降至 2023 年三季度以来新低。3) 供平过租：7 月，A 类单位租金回报率为 3.7%，高于住宅按揭利率 2.3%，“供平过租”现象仍在持续，有利于吸引刚需及投资需求入市。在香港楼市渐现企稳迹象的背景下，公司作为本地房地产龙头企业，凭借充裕优质的土储布局，其资产价值重估节奏有望领先同行。

投资要点 3：投资性房地产未来 2-3 年有望迎来收获期，扩大经常性收入

展望未来 2-3 年，随着多个核心项目陆续竣工，公司投资物业有望步入收获期，进一步夯实经常性收入基础。香港方面，2026-2027 财年，预计将有 7.8 万平方米的零售物业和 16.9 万平方米的写字楼物业迎来竣工（口径均为权益楼面面积），预计将带动公司香港的自持购物中心和写字楼规模分别较 2025 财年末提升 7%、17%。内地方面，预计同期将新增约 37.2 万平方米购物中心和 63.2 万平方米写字楼（权益口径），届时内地自持购物中心和写字楼规模将分别较 2025 财年末提升 44%、76%。

我们与市场观点不同之处

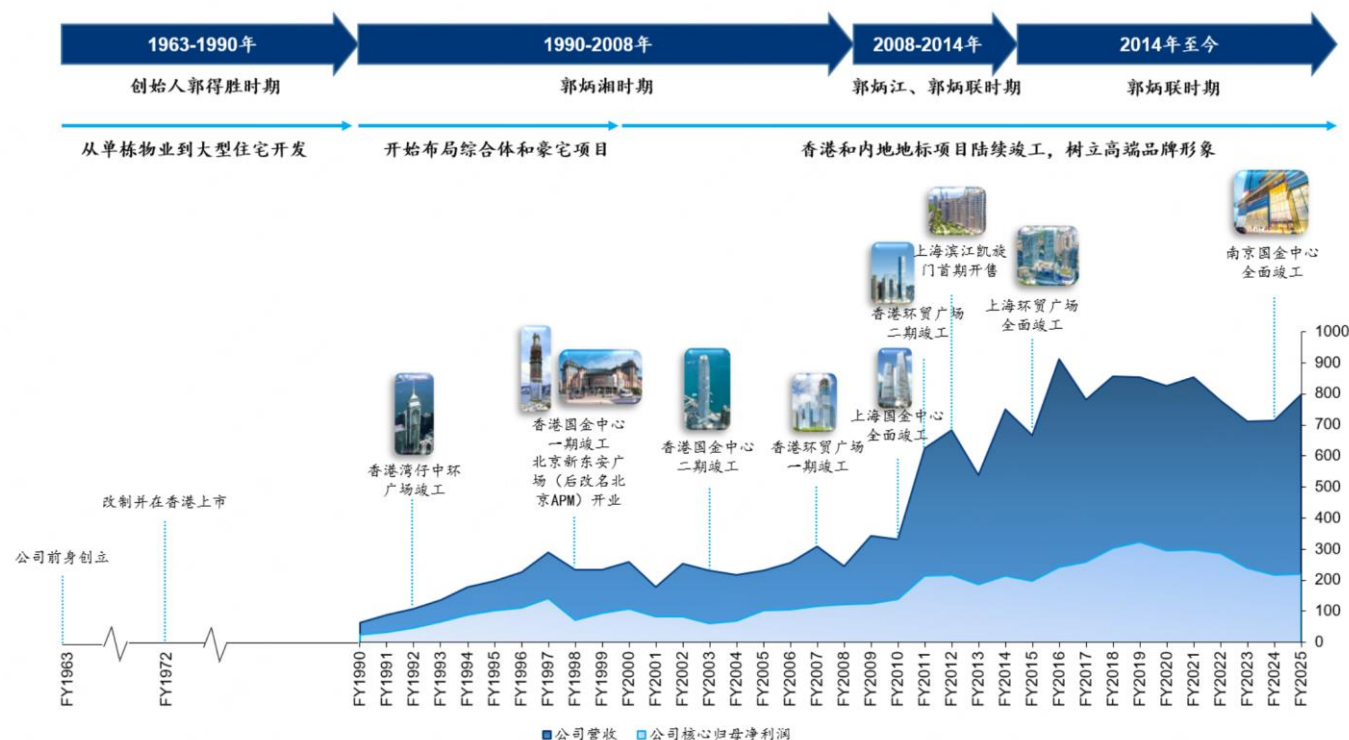
自 5 月初 HIBOR 回落以来，公司股价累计反弹约 30%，市场普遍认为其已较充分地反映香港楼市的复苏预期，担忧后续上涨空间受限。但我们认为，年初至今公司股价表现仍属温和，尚未完全反映市场对香港楼价企稳回升的乐观预期。更为重要的是，市场或低估了公司中长期基本面的边际变化，特别是其经营性物业未来 2-3 年即将迎来集中入市，后续公司经常性收入规模有望迎来进一步扩张，或成为支撑其估值持续修复的关键变量。

新鸿基地产：郭氏家族控制的香港综合性地产龙头

新鸿基地产发展有限公司（0016 HK，简称“新鸿基地产”）前身由郭得胜先生、冯景禧先生、李兆基先生于 1963 年在香港联合创立，1972 年改制并在香港交易所上市。此后，冯景禧、李兆基逐步淡出，公司成为郭氏控制的家族企业。公司成立初期抓住香港政府发展新市镇的契机，重点开发大型住宅项目，80 年代开始涉及综合体开发和运营，90 年代开始在内地落子，在香港经济和楼市的若干调整期坚定加仓，逐步成为香港本地最大的房地产开发和运营商（以 2025 财年营收和财年末市值计算）。公司先后开发了香港国金中心、上海国金中心等地标综合体和上海滨江凯旋门等知名豪宅，树立了高端的品牌形象。

公司主要在香港和内地开展房地产开发和投资业务。截至 2025 财年末，公司香港权益土储为 533 万平米，其中未开工或在建 183 万平米，已竣工 350 万平米；内地权益土储为 607 万平米，其中未开工或在建 411 万平米，已竣工 196 万平米；已竣工物业主要为自持收租项目。此外，公司还拓展了酒店、电讯、运输基建及物流、数据中心、物业管理等收益相对稳定的综合性业务，以平滑房地产开发业务的周期性波动。

图表1：公司发展历程



注：营收和核心归母净利润单位为亿港元；公司财年周期为7月1日至次年6月30日；公司自2002财年开始披露核心归母净利润，在此之前为归母净利润
 资料来源：Bloomberg，公司官网，公司公告，华泰研究

作为家族企业，公司核心管理团队已经历四轮更迭，当前以创始人三子郭炳联先生为核心的团队较为稳固，形成郭氏二代+郭氏三代+职业经理人的管理架构，高管均在公司有着长时间的任职记录。公司核心管理团队经历四轮更迭：1963-1990年为第一轮，以创始人郭得胜先生为核心；1990-2008年为第二轮，以郭得胜的3位儿子为核心，其中长子郭炳湘先生为主席兼行政总裁，次子郭炳江先生、三子郭炳联先生均任副主席兼董事总经理；2008-2014年为第三轮，在邝肖卿女士（创始人郭得胜的妻子）短暂出任公司主席、非执行董事后，郭炳江、郭炳联成为公司联席主席兼董事总经理；2014年至今为第四轮，郭炳联为公司主席兼董事总经理。

当前高管团队中，两位执行董事兼副董事总经理黄植荣先生、雷霆先生分别于 1981、1977 年入司，于 1996、2012 年起任执行董事，均为公司元老。其余执行董事中，郭基辉先生为郭炳江的儿子，郭基泓先生、郭颢澧先生为郭炳联的儿子，三人于 2008-2011 年入司，2012-2016 年起任执行董事，均已积累丰富的管理经验。

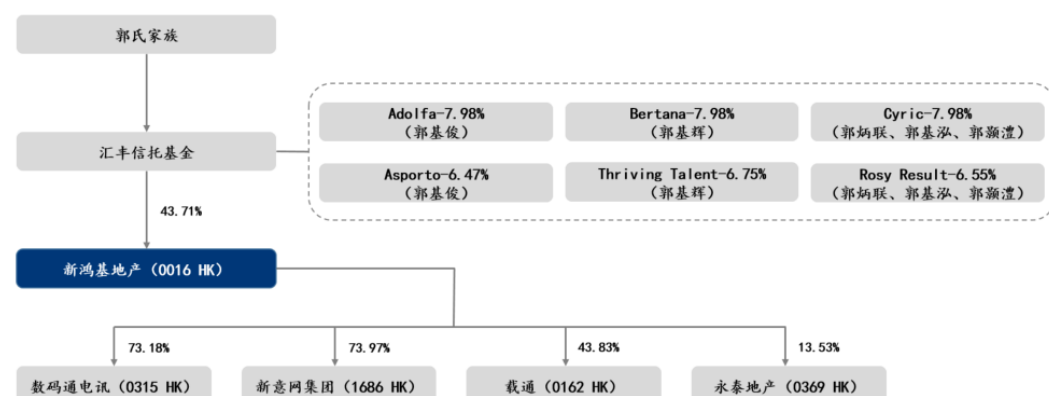
图表2：公司核心管理团队（截至 2025 财年末）



资料来源：公司公告，华泰研究

郭氏家族通过信托掌握公司控制权。截至 2024 年末，郭氏家族通过汇丰信托基金控制公司约 43.7% 股份，这些股份大体上被郭炳湘、郭炳江、郭炳联和（或）其后代均分。此外，由于公司此前曾开展购股权计划，部分高管亦直接持有少量股权。公司持有数码通电讯（0315 HK，并表）、新意网集团（1686 HK，并表）、载通（0162 HK）、永泰地产（0369 HK）四家香港上市公司股权，主要开展综合性业务。

图表3：公司股权结构（截至 2024 年末）



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

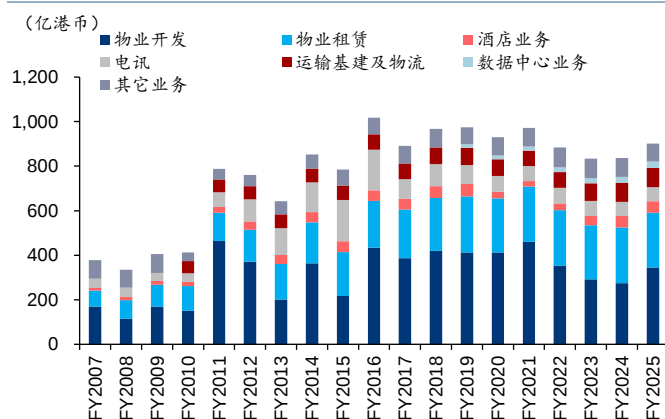
穿越周期的房企典范

多元业务平滑开发波动

房地产投资和综合性业务平滑开发业务利润波动。受房地产市场环境周期波动和项目结转节奏的影响，公司房地产开发业务分部营收和营业利润的波动较大，是公司整体业绩波动的主要来源。但公司利用开发业务赚取的利润，持续加大商业模式更具持续性、利润和现金流更为稳定的房地产投资和综合性业务布局，提升了整体业绩的韧性。

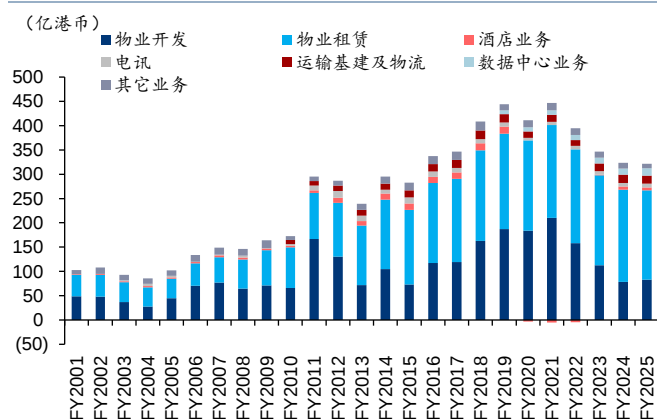
就分部营业利润而言，21 世纪以来公司经历三轮回撤，2002-2004 财年（本轮回撤实际从 1997 财年开始，但我们暂无 2000 财年之前的分部数据）、2011-2013 财年、2019-2024 财年分别回撤 21%、19%、27%，而期间开发业务分部营业利润回撤达到 43%、57%、56%。过去十年，房地产开发、房地产投资和综合性业务分部营收 CAGR 分别为 4.8%、2.2%、-1.7%，营业利润 CAGR 分别为 1.2%、1.8%、-0.1%。2025 财年房地产投资和综合性业务分部营收占比达到 27%、35%，营业利润占比达到 57%、17%，均处于 21 世纪以来的较高水平。

图表4：公司分部业务营业收入



注：包括合联营公司的权益部分；公司财年周期为 7 月 1 日至次年 6 月 30 日
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：公司分部业务营业利润



注：包括合联营公司的权益部分；公司财年周期为 7 月 1 日至次年 6 月 30 日
资料来源：公司公告，华泰研究

近五年综合性业务稳中有进，酒店业绩逐步扭亏但尚未恢复至疫情前水平，数据中心业绩增长相对较快。公司综合性业务主要包括酒店、电讯、运输基建及物流、数据中心和其它业务（物业管理、百货、保险）五大类。过去五年（2020-2025 财年）来看，综合性业务总体营收和营业利润稳中有进，其中酒店业务波动相对较大，虽然逐步走出疫情影响、实现扭亏，但受经济环境和新开业项目爬坡期等因素影响，营业利润仍未恢复至疫情前水平；数据中心业务增长较快，主要由于新意网集团新 IDC 投入使用以及 AI 相关算力需求的提升。

图表6：公司综合性业务布局

业务分类	细分领域	主要服务内容	FY25 营收	5 年 CAGR	FY25 营业利润	5 年 CAGR
酒店业务	-	全资营运或与国际酒店品牌合营，24 财年香港、内地自持酒店建面达到 43.2、17.9 万平米	52.50	11.3%	6.15	-
电讯	-	通过并表子公司数码通电讯 (0315 HK) 提供覆盖香港的 5G 服务，为企业客户提供物联网解决方案	62.53	-2.2%	7.52	7.7%
运输基建及物流	建筑	通过新祥等公司为集团及第三方提供建筑相关及其它多种服务，包括园艺绿化、安装机电设施、木门制造及安装、出租建筑机械装置、混凝土及预制组件等业务	86.22	2.7%	16.66	4.1%
	建筑	通过合营公司翠谷工程，负责新界东南堆填区的设计、建造、经营、长期后续保养及扩展，正在兴建一座发电量达一兆瓦的太阳能发电场				
	运输基建	通过威信集团提供停车场、收费道路、科技、智慧出行及多元业务，管理 260 多个停车场、超过 63 公里的策略性交通运输网络，以及多个公司营运设施				
	运输基建	通过香港商用航空中心拥有私人飞机及商务机营运基地，提供航机技术支持、地勤、面向旅客及机组人员的专业服务				
	运输基建	通过联营公司载通 (0062 HK)，控股多家非专营巴士运输服务供应商，并在香港的物业及地产发展业务中拥有权益				
	物流	通过机场空运中心在香港国际机场经营国际空运货物处理中心，拥有 14 万平空运物流仓库及写字楼空间				
	物流	通过合营企业管理位于屯门的香港内河码头，占地 65 公顷，提供货柜处理和集装箱服务，以及散装货物和冻柜处理及储存服务				
数据中心业务	-	并表子公司新意网集团 (1686 HK) 拥有多个数据中心，提供电讯商和云服务商中立的数据中心服务	29.38	11.4%	14.89	11.7%
其它业务	物业管理	通过全资子公司康业和启胜提供物业管理服务，24 财年末在管面积达到 2722 万平米，其中 64% 为住宅、36% 为非住宅	80.39	-0.5%	9.84	-7.2%
	百货公司	通过一田公司开展百货业务，主营特色日本商品及优质生活良品				
	保险	通过新鸿基地产保险提供多元化保险服务，包括住户综合保险、火险、雇员补偿保险、旅游保险等				
综合性业务合计			311.02	2.5%	55.06	7.5%

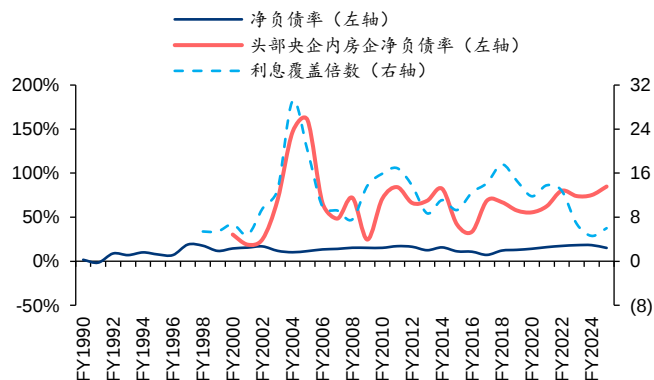
注：营收和营业利润单位为亿港元，包括合联营公司的权益部分

资料来源：公司公告，华泰研究

长期恪守财务纪律

长期恪守财务纪律，获标普、穆迪授予的中资房企最高评级。公司净负债率长期处在 10%-20% 区间，而头部央企内房公司（中国海外发展、华润置地）平均净负债率则长期处在 30-40% 区间。2023 财年以来公司利息覆盖倍数有所降低，主要受营业利润收缩影响，但仍在 4 倍以上，偿债资源充裕。此外，公司持续优化有息负债结构，抓住内地人民币借款成本下降的机遇，提升定息人民币借款比例。截至 2025 财年末，公司综合融资成本降至 3.7%，有息负债中到期时间在 2 年以上的占比达 70%；标普、穆迪分别给予公司 A+、A1 的主体评级，为中资房企最高评级。

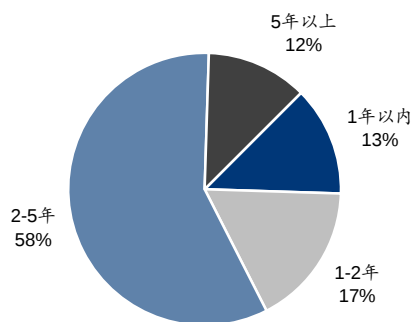
图表7：公司净负债率和利息覆盖倍数



注：头部央企内房公司包括中国海外发展、华润置地；利息覆盖倍数=营业利润/净利息费用，包括资本化利息

资料来源：Bloomberg，公司公告，华泰研究

图表8：公司有息负债久期分布（截至 2025 财年末）



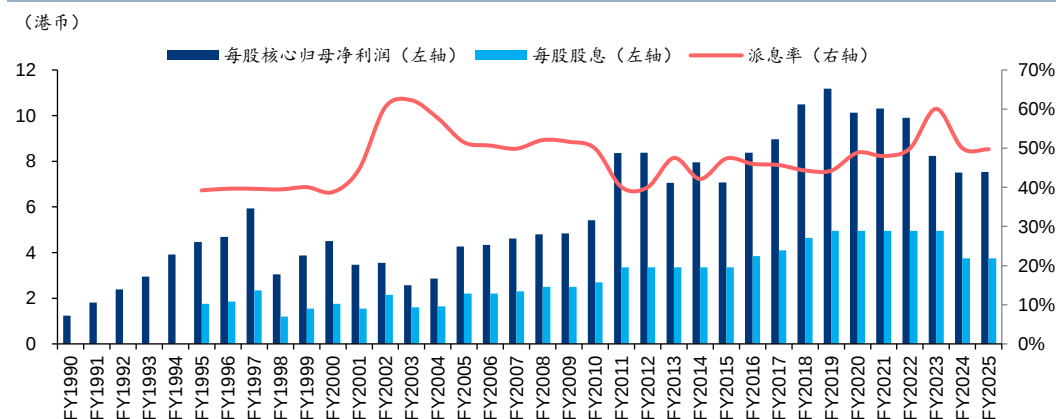
资料来源：公司公告，华泰研究

分红政策保持稳定

我们预计公司或将继续保持稳定的分红政策。21 世纪以来，公司保持稳定的分红政策，全年目标派息率 40%-50%，同时尽可能维持每股派息不下滑，即便核心归母净利润出现下滑，也通常维持每股派息不变。然而在 2024、2025 财年，由于核心归母净利润的持续回撤，公司下调每股股息至 3.75 港元，对应派息率为 50%，仍处在目标派息率区间上限，在保障公司的可持续发展和维护股东利益之间取得平衡。我们预计公司未来仍将维持 40%-50% 的目标派息率，每股派息较 2025 财年进一步下调的概率较低。

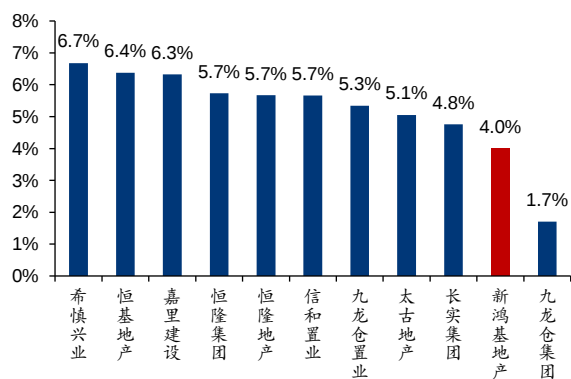
此外，从横向比较来看，公司 2025 财年派息率为 50%，以 2025 年 9 月 19 日的收盘价计算，公司的股息率为 4.0%，在香港本地主流房企中属于下游水平，这主要由于公司两年香港物业开发利润波动显著加大，直接拉低了股息率表现。

图表9：公司每股股息和派息率



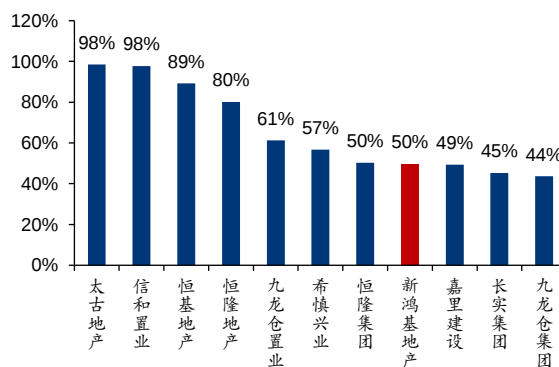
注：公司自 2002 财年开始披露每股核心归母净利润，在此之前为每股归母净利润；2002 财年包括 0.6 港元特别股息
 资料来源：Bloomberg，公司公告，华泰研究

图表10：香港本地主流房企股息率



注：以上股息率均按截至 2025 年 9 月 19 日的收盘价计算。
 资料来源：Wind，华泰研究

图表11：香港本地主流房企 FY2025 派息率



注：1) 以上各房企派息比例=最新一个完整财年股息/最新一个完整财经常性利润；2) 新鸿基地产、信和置业的财务数据取自 2025 财年，其余房企财务数据均取自 2024 财年。
 资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

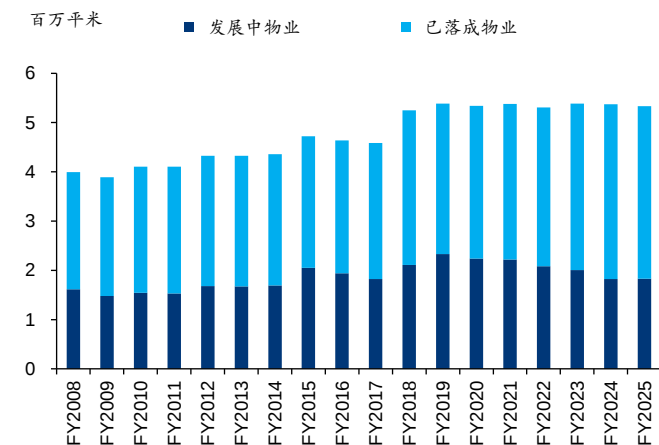
香港地产业务：物业开发稳居龙头，多元投资物业支撑长期发展

香港地产开发：深耕中高端住宅市场，土储充裕保障长期发展

新鸿基地产在香港的住宅开发业务长期锚定高品质战略，始终将建筑质量、空间设计与居住体验的优化置于核心。在此基础上，公司构建了覆盖土地收购、项目规划、工程管理、物料采购、施工建设、市场营销至物业管理的垂直整合业务架构，实现了从源头到终端的全链条高标准管控。一体化运营模式不仅提升了开发效率与质量控制水平，更能精准打造兼具居住舒适性与市场适配性的住宅产品，为公司筑牢房地产开发领域的竞争壁垒。在售售后保障层面，公司率先于业内推出“三年维修保养期”，为住宅产品的售后服务树立了行业标杆。凭借卓越的产品设计、稳定的品质交付能力与持续积淀的品牌溢价，新鸿基地产在香港住宅市场始终稳居领先地位。

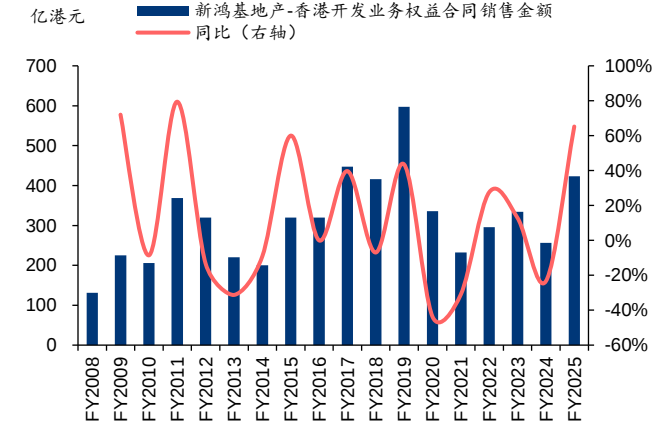
公司在香港的开发业务堪称本地楼市的“晴雨表”，其销售表现与香港房地产市场整体周期深度绑定。2025 财年，香港住宅市场逐渐呈现企稳态势，其中一手私人住宅市场交易活跃度显著提升，在此带动下，公司香港物业合同销售额达 423 亿港元，同比大幅增长 65%。回溯 2008 至 2025 财年，公司香港开发业务展现出极强的稳定性：年均销售金额达 314 亿港元，平均市占率始终稳定在 15% 以上，充分彰显了其在行业中的核心竞争力与稳健地位。与此同时，公司在香港的权益口径发展中物业土地储备规模长期保持在 150 万平方米以上，为持续开发提供了坚实保障。

图表12：公司香港权益土地储备楼面面积



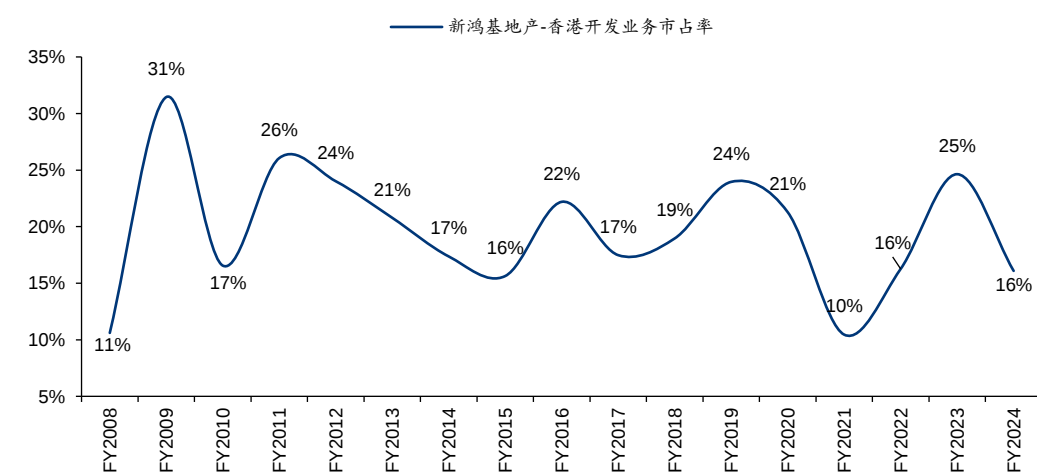
资料来源：公司公告，华泰研究

图表13：公司香港物业开发-权益合同销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，中原地产，华泰研究

图表14：公司香港物业开发-销售市占率

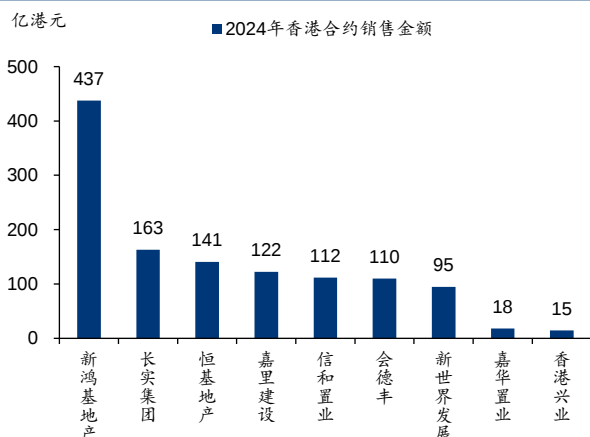


注：新鸿基地产香港开发业务市占率=T财年的新鸿基地产香港开发业务权益合同销售金额/T财年香港一手私人住宅总成交额
 资料来源：公司公告，中原地产，华泰研究

多元产品矩阵彰显市场统治力。根据中原地产的统计，2024 自然年，新鸿基地产以 437 亿港元的成交额位居香港本土房企销售榜首。按项目划分，公司有三个项目跻身年度销售榜 TOP5，分别为：定位中高端的启德「天玺·天」第一期（109 亿港元）、主打刚需市场的元朗「The YOHO Hub」第二期（68 亿港元），以及聚焦高端客群的中半山「帝景园」（43 亿港元）。上述项目覆盖刚需、中高端与豪宅三大细分市场，充分体现公司在各类客群中均具备强大产品吸引力与市场号召力。

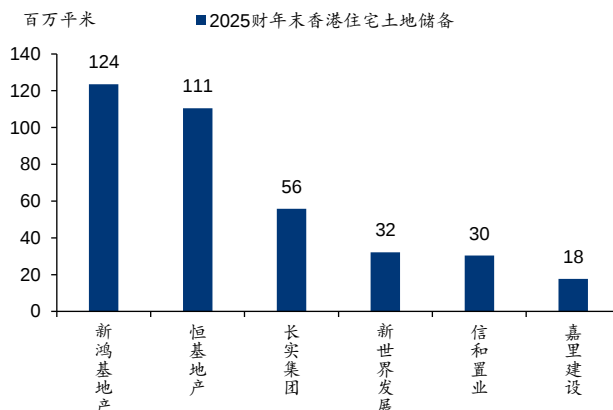
香港土储规模优势明显。截至 2025 财年末，公司在香港拥有约 533 万平方米的权益土地储备，其中 350 万平方米为已落成物业，主要用于长期出租，持续为集团贡献稳定现金流；183 万平方米为在建物业，为未来中期开发提供坚实支撑。截至 2025 财年末，公司在建的可售住宅土储规模为 124 万平方米，在香港本地主要发展商中位居首位，储备优势显著。

图表15：2024 年香港本地物业销售榜排名 TOP10 的发展商



资料来源：中原地产，华泰研究

图表16：香港本地主流发展商-2025 财年末香港住宅土地储备

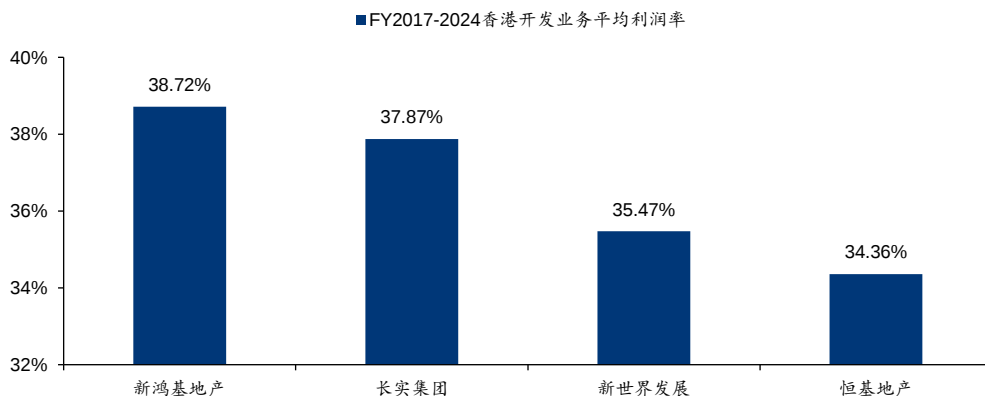


注：由于以上各开发商的财报对应财年及披露时间存在差异，上述土储数据均分别取自各房企最新发布的财报。

资料来源：公司公告，华泰研究

兼顾品质与收益，公司香港开发业务利润率行业领先。我们对比了新鸿基地产、恒基地产、长实集团及新世界发展四家香港本地主流发展商于 2017-2024 财年间的香港开发业务营业利润率，其中新鸿基地产的区间均值高达 38.72%，显著领先于同行。公司开发业务维持高利润率的核心原因在于其项目具备较强的溢价销售能力。一方面，新鸿基在香港获取的土地资源多位于交通枢纽周边，区域配套完善，地段优势显著，为项目自身提供了坚实的价值支撑；另一方面，公司产品定位精准、品质管理严格，长期积累的品牌信誉赋予其稳定的品牌溢价能力。上述两方面因素共同叠加，使公司在销售端能够实现相对较高的溢价率，从而有效保障其在香港市场的开发业务维持相对较高的利润率。

图表17：香港本地主流发展商-香港开发业务营业利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

香港物业投资：布局优势显著，多元业态强化抗周期能力

公司在香港多个核心区域布局自持商业物业，涵盖高品质写字楼、商场、酒店、服务式公寓及高端住宅等传统业态。此外，公司投资物业还延伸至工业大厦、仓储设施、数据中心及停车场等非传统领域，提升了经常性收入的稳定性与抗风险能力。

截至 2025 年末，公司在香港持有约 115 万平米的零售物业，广泛布局于主要铁路沿线，依托成熟的交通网络有效提升人流吸引力与商场运营效率。同时，公司积极推动数字化转型与会员体系建设，旗下“The Point”为香港规模最大的商场综合会员计划，覆盖公司旗下 25 个主要商场，联动超过 2600 家商户，增强了客户黏性与零售平台的协同效应。另外，公司在香港持有约 101 万平米的写字楼物业，其中多数位于核心商业地段，标志性资产包括西九龙的环球贸易广场（ICC）、中环的国际金融中心一期及二期（IFC One & Two）及湾仔的中环广场。

展望未来，公司在香港的投资物业储备丰富，多个项目将陆续投入使用。其中，位于港铁启德站的天玺·天 Mall 预计于 2025 年下半年分阶段试营业；高铁西九龙总站上盖的 International Gateway Centre（IGC）写字楼将于 2026 年起交付租户；位于西九文化区的艺汇广场项目及旺角商业综合体项目则计划于 2027 至 2028 年期间相继落成。随着上述项目的逐步启用，预计公司在香港的投资物业经常性收入基础将在未来 2-3 年内实现进一步扩张，持续增强现金流稳定性与资产组合的抗周期能力。

图表18：2024 财年末公司香港主要自持物业权益楼面面积（单位：万平方米）

香港主要自持物业项目	住宅	商场/商铺	写字楼	酒店	工业
國際金融中心一期/國際金融中心二期/國際金融中心商場/香港四季酒店/四季匯	-	2.97	8.90	5.11	-
新鴻基中心	-	0.49	7.91	-	-
中環廣場	-	-	6.55	-	-
北角匯/香港維港凱悅尚萃酒店	-	1.35	-	3.60	-
世貿中心/wwwtcmall	-	2.48	2.26	-	-
浪琴園（第 2 及 3 座）	2.30	-	-	-	-
帝景園（第 2 及 3 座）	2.20	-	-	-	-
環球貿易廣場/天際 100 香港觀景台/香港麗思卡爾頓酒店/香港 W 酒店/港景匯	-	0.27	23.18	9.50	-
創紀之城 1 期	-	0.25	8.32	-	-
創紀之城 2 期	-	-	1.24	-	-
創紀之城 5 期/APM	-	5.56	2.86	-	-
創紀之城 6 期	-	0.30	3.44	-	-
The Millennium	-	-	4.34	-	-
新世紀廣場/MOKO/帝京酒店	-	6.74	4.41	3.72	-
TOWN PLACE WEST KOWLOON	-	-	-	3.47	-
V Walk	-	2.77	-	-	-
帝苑酒店	-	-	-	2.74	-
嘉里鴻基貨倉	-	-	-	-	2.65
創貿廣場	-	-	-	-	2.23
Mikiki	-	1.90	-	-	-
新太陽廣場	-	1.90	-	-	-
新城市廣場/新城市商業大廈/帝都酒店	-	12.54	1.03	2.26	-
新城市中央廣場/HomeSquare	-	3.24	3.84	-	-
新都會廣場	-	5.57	5.29	-	-
形點 I	-	6.46	-	-	-
形點 II	-	2.28	-	-	-
元點	-	0.99	-	-	-
加點	-	0.41	-	-	-
香港九龍東皇冠假日酒店/星峰薈	-	-	-	5.82	-
PopCorn	-	1.00	-	-	-
大埔超級城	-	5.56	-	-	-
荃灣廣場	-	5.42	-	-	-

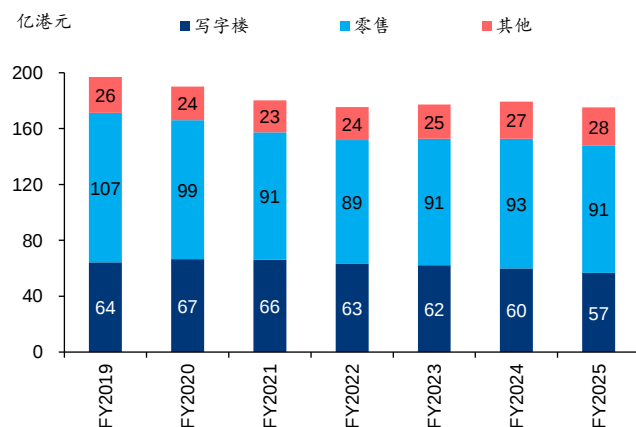
香港主要自持物业项目	住宅	商场/商铺	写字楼	酒店	工业
九龍貿易中心	-	0.73	3.73	-	-
活@KCC	-	0.93	-	-	-
上水廣場	-	1.69	3.48	-	-
東港城	-	3.86	-	-	-
東薈城/香港諾富特東薈城酒店/香港銀禧	-	2.06	0.40	0.91	-
美憬閣精選酒店	-	-	-	-	-
帝逸酒店	-	-	-	3.20	-
帝景酒店	-	-	-	2.88	-
V City	-	2.50	-	-	-
天晉匯（第1,2及3期）/海天晉匯	-	2.25	-	-	-
合计	4.51	84.46	91.16	43.21	4.88

注：公司通常在完整版年报中披露项目明细，由于2025财年完整版年报尚未披露，本表格只更新到2024财年末
 资料来源：公司公告，华泰研究

香港零售物业及写字楼租金坪效均较高位有所回落。2025财年，公司香港投资物业（含合联营公司）租金收入175.3亿港元，同比-2.3%。分业态来看，写字楼/零售/其他（住宅、工业及停车场）物业的租金收入分别为56.8/90.9/27.7亿港元，同比分别-5.4%/-2.1%/+4.1%，其中写字楼物业租金收入降幅较为明显。

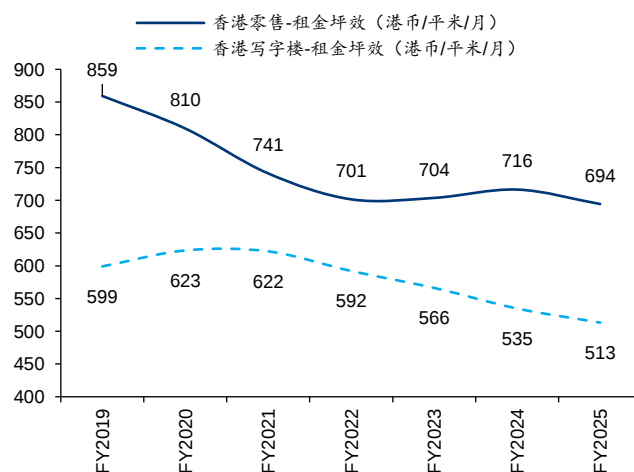
自2019财年以来，受香港宏观经济放缓、公共卫生事件冲击，以及疫情后通关带来的港人北上消费趋势与港元兑人民币升值等因素影响，香港本地零售市场表现承压，公司旗下零售物业销售额出现下滑，进而导致出租率同步走低。写字楼方面，近年来香港新增供应持续释放，叠加整体经济增长放缓，写字楼租赁市场呈现供过于求的局面，出租率及租金坪效均有所下降。零售物业的租金坪效自2019财年起开始下行，写字楼部分则自2021财年起持续承压。短期来看，我们预计公司香港的零售物业及写字楼物业续租租金调整率仍将面临一定压力。

图表19：公司香港自持物业租金表现



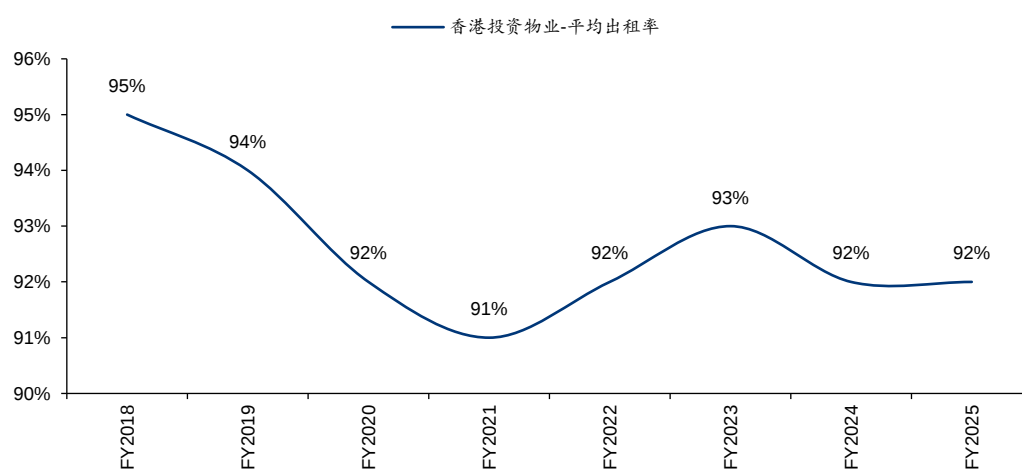
注：包括合联营公司的权益收入，其它业态包括工业楼宇和停车场等
 资料来源：公司公告，华泰研究

图表20：公司香港零售物业和写字楼租金坪效



注：租金坪效=T年租金收入/T年和T-1年自持物业权益计容建面的平均值/12
 资料来源：公司公告，华泰研究

图表21：公司香港投资物业-平均出租率



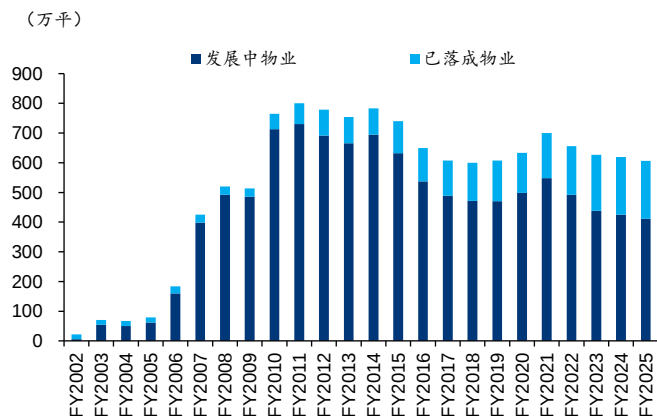
资料来源：公司公告，华泰研究

内地地产业务：开发利润安全垫厚实，自持规模步入收获期

内地地产开发：精耕细作求利润，土储安全垫厚实

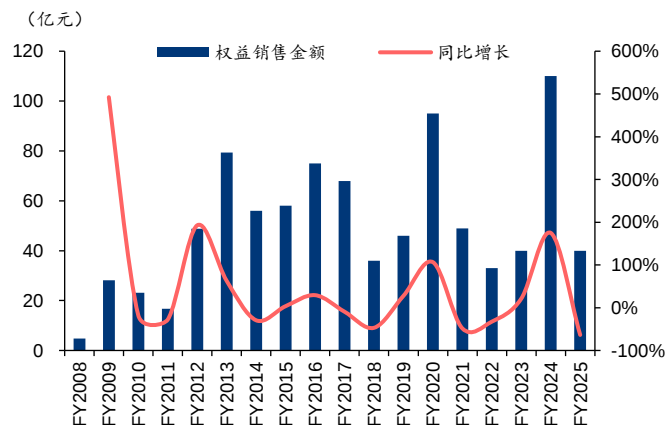
公司在内地的地产开发模式与内房企具有显著差异，具备港资房企精耕细作、利润为先的特征。在整体布局方面，公司并不注重规模，城市布局少而精，土储和销售规模相对有限。根据公司年报，公司在内地仅布局 11 个城市，拿地数量少，权益未竣工土地储备在 2011 财年的高峰期也仅有 730 万平米、此后趋势性下降，权益销售金额也基本未超过 100 亿元人民币（2024 财年达到 110 亿元，但主要受上海豪宅销售带动，不具备持续性）。

图表22：公司内地权益土地储备计容建面



资料来源：公司公告，华泰研究

图表23：公司内地权益销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

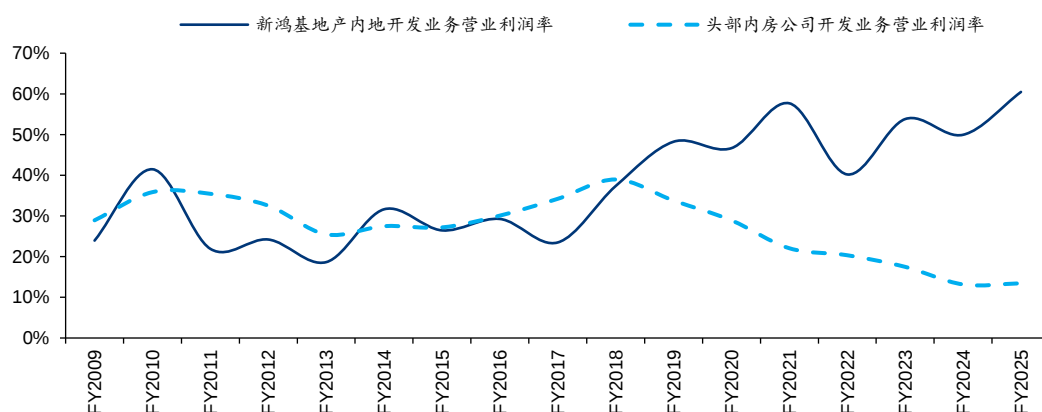
在单个项目方面，公司并不追求高周转、高杠杆，而是擅于精耕细作大盘和高端项目，赚取土地增值和品质溢价，开发利润率较高。典型项目为上海浦东新区的滨江凯旋门，公司于 2005 年以 31.85 亿元获取这宗紧邻黄浦江的豪宅地块，楼面价为 2.0 万元/平米，此后相继于 2012、2020、2024 年分三期开盘，均价分别为 9.8、13.8、17.3 万元/平米，2026 财年或仍有别墅产品推出，整体开发周期已超过 20 年。此外，公司计划在 2026 财年推售的 4 个项目中，上海、苏州、佛山项目拿地时间均可追溯至 2010 年之前，已经历多批次的持续推售。

相较于内房企，近年来公司精耕细作模式的盈利能力优势得到进一步凸显。2019 财年以来，公司内地开发业务营业利润率相对于中国海外发展和华润置地等头部内房企的优势显著扩大，主要因为拿地时间早、利润空间充裕，且由于杠杆低，销售节奏较为从容（无需降价甩卖），而内房企盈利能力普遍受到土地市场激烈竞争、房价调整、负债压力等因素侵蚀。

图表24：2026 财年公司计划推售的内地项目

项目	城市	拿地时间	权益比例	本批次权益计容建面 (万平)
滨江凯旋门 (别墅)	上海	2005 年	100%	1.06
湖滨四季 (3 期)	苏州	2007 年	90%	0.74
杭州 IFC (服务式公寓)	杭州	2019 年	50%	1.07
浣景 (新批次)	佛山	2009-2010 年	50%	1.42

资料来源：公司公告，中指院，华泰研究

图表25： 公司内地开发业务营业利润率和头部内房公司的开发业务营业利润率对比

注：头部内房公司开发业务营业利润率为中国海外发展和华润置地的开发业务营业利润率的平均值

资料来源：公司公告，华泰研究

未竣工土储充足，利润安全垫扎实。2021 年下半年以来，公司虽然在内地没有新拿地，但由于开发节奏慢，土储仍然较为充裕。截至 2025 财年末，公司内地权益未竣工土地储备为 411 万平方米，其中住宅 164 万平方米，主要分布在广州、佛山、成都、东莞等城市，除广州南站 ICC 峻珹和杭州 IFC 汇西项目拿地时间为 2019-2021 年之外，其余拿地时间均在 2010 年及之前，利润安全垫相对充裕。除住宅之外，商场/商铺、写字楼、酒店主要为自持物业，竣工后或将进一步扩充公司在内地的投资物业组合。

图表26： 2024 财年末公司内地权益未竣工土地储备计容建面（单位：万平方米）

城市	住宅	商场/商铺	写字楼	酒店	合计
广州	68.46	21.05	65.64	3.00	158.15
佛山	55.10	12.85	8.59	1.01	77.55
上海	5.76	29.19	25.65	4.18	64.78
杭州	6.83	10.11	22.95	1.87	41.75
成都	23.88	1.33	10.35	1.37	36.92
苏州	6.28	2.87	8.60	1.78	19.54
东莞	14.00	0.00	0.00	0.00	14.00
其它	0.00	6.99	3.58	0.00	10.56
无锡	0.00	0.00	0.00	1.33	1.33
中山	0.22	0.00	0.00	0.00	0.22
合计	180.52	84.38	145.36	14.54	424.80

注：公司通常在完整版年报中披露项目明细，由于 2025 财年完整版年报尚未披露，本表格只更新到 2024 财年末

资料来源：公司公告，华泰研究

内地物业投资：高端综合体专家，即将迎来交付高峰

公司在内地重点城市持续复制大型高端综合体项目，稳步扩大持有物业组合和租金收入，具备差异化拿地优势。公司擅长开发、持有和运营包含购物中心、写字楼和酒店的大型高端综合体业态，标杆项目包括早年在香港开发的国金中心、环贸广场等。进入内地后，公司将这套方法论在上海、南京、杭州等重点城市进行复制，连续打造了上海国金中心、上海环贸广场、南京国金中心等标杆项目。这些标杆项目有望成为名片，助力公司未来持续在重点城市核心地段获取综合体项目，不断扩大持有物业组合，亦有望反哺住宅开发业务。

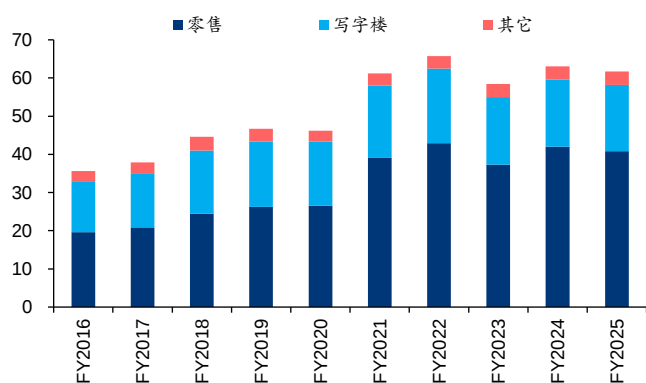
其中，上海国金中心是公司在内地打造的首个大型综合体标杆项目，位于陆家嘴核心地段，总计容建面达到 34.7 万平米，包括 11.3 万平米重奢购物中心、14.6 万平米甲级写字楼和 8.7 万平米丽思卡尔顿酒店；公司于 2003 年获取地块，购物中心、酒店和一期写字楼于 2009 年竣工，二期写字楼于 2010 年竣工，由旗下启胜管理服务有限公司提供物管服务，现已成为上海地标综合体，其中购物中心网罗大量国际奢侈品牌、零售额在 2024 年位居全国第三（根据脉脉的数据）。此后，公司陆续建成上海环贸广场（2006 年拿地，2010-2015 年分批次竣工）、南京国金中心（2007 年拿地，2019-2024 年分批次竣工）等标杆项目，正在开发上海徐家汇中心（2013 年拿地，2017-2025 年分批次竣工）、杭州国金中心（2019 年拿地，公司预计 2026 年起分批次竣工）等大型综合体项目。

受经济环境、新项目爬坡和市场供求等因素影响，近年来公司租金收入和坪效表现有所回调。公司零售物业、写字楼租金收入以及零售租金坪效均自 2023 财年起出现调整，写字楼租金坪效则从 2019 财年开始持续下滑。零售角度，一方面公司购物中心定位偏高端，尤其上海 IFC 的购物中心为重奢场，先在 2021-2022 财年受益于奢侈品消费回流的红利，再于 2023-2025 财年受制于奢侈品消费外流和消费需求疲软；另一方面南京 IFC 的购物中心于 2023 财年竣工、2024 财年试运营，拖累了这两年的坪效表现。写字楼角度，重点城市持续面临写字楼供大于求的情况，2023 财年之前公司尚能通过新项目抵消坪效下降对租金收入的拖累，2023 财年以来经济环境调整使得坪效加速下降，导致写字楼租金收入出现调整。

展望未来，随着促消费政策的持续发力和新项目交付高峰的到来，我们预计公司内地租金收入有望重启增长。存量项目方面，随着促消费政策的持续发力，我们预计公司购物中心经营情况有望逐步改善，写字楼则仍有待经济环境的进一步企稳；此外，公司重点项目南京国金中心的购物中心（2024 年 1 月试运营、7 月正式开业）在经历爬坡期后，也有望带来更多贡献。增量项目方面，根据公告，2026-2027 财年公司预计将有 27.4/9.8 万平米购物中心，以及 34.3/22.3 万平米写字楼竣工，预计将使得内地自持购物中心和写字楼规模分别较 2025 财年末提升 46%、76%（口径均为权益计容建面），主要包括上海徐家汇中心、杭州国金中心、苏州环贸广场（工业园区金鸡湖边）、广州环贸广场（广州南站 TOD）等。尤其是将于 2025 下半年竣工的上海徐家汇中心三期，包括 24.5 万平米旗舰购物中心 ITC Maison、23.9 万平米摩天写字楼和 3.5 万平米安达仕酒店，结合前期已竣工的 3.5 万平米商铺和 15.0 万平米写字楼，有望进一步提升上海徐家汇中心的整体表现。

图表27: 公司内地自持物业租金表现

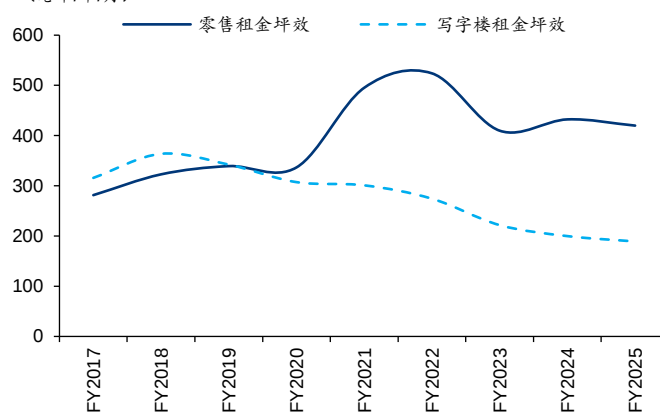
(亿港元)



注: 包括合联营公司的权益收入, 其它业态包括租赁住宅和停车场等
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表28: 公司内地零售和写字楼租金坪效

(港币/平/月)



注: 租金坪效=T年租金收入/T年和T-1年自持物业权益计容建面的平均值/12
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表29: 2024 财年末公司内地主要自持物业权益计容建面 (单位: 万平方米)

城市	住宅	商场/商铺	写字楼	酒店	合计
上海	2.82	28.25	45.08	8.73	84.88
南京	0.00	10.08	18.57	3.34	31.99
北京	0.00	11.71	4.25	0.00	15.97
杭州	0.00	6.91	1.90	1.64	10.45
成都	0.00	5.10	3.68	0.00	8.78
广州	0.00	7.09	0.00	1.38	8.47
佛山	0.00	5.95	0.00	0.00	5.95
无锡	0.00	5.86	0.00	0.00	5.86
苏州	0.00	0.00	0.00	2.76	2.76
合计	2.82	80.95	73.48	17.86	175.12

注: 公司通常在完整版年报中披露项目明细, 由于 2025 财年完整版年报尚未披露, 本表格只更新到 2024 财年末
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

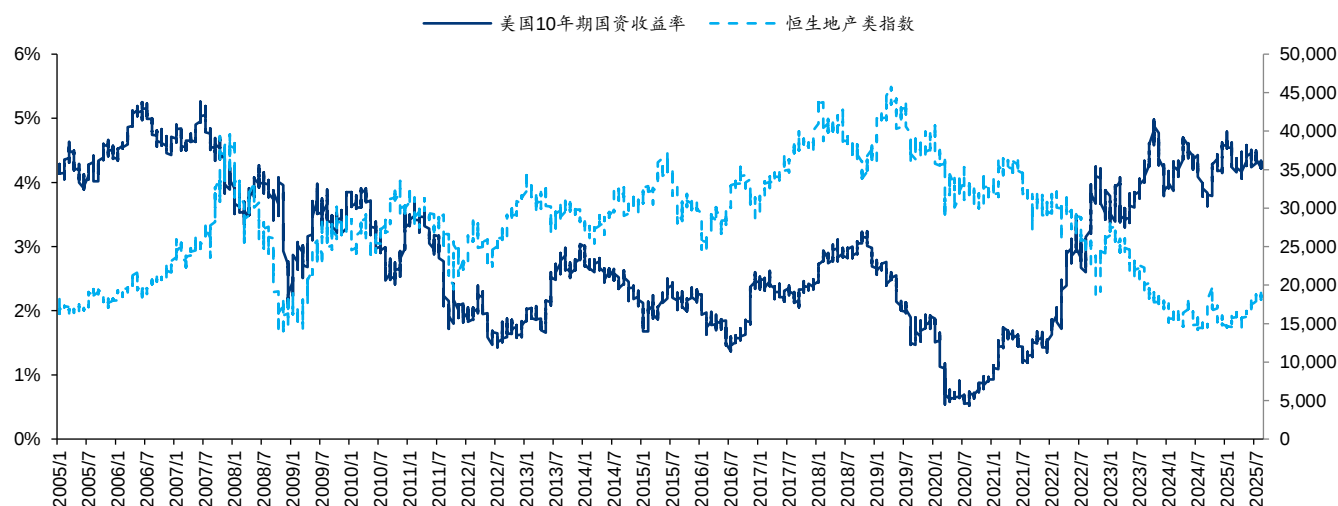
站在当下，为何推荐新鸿基地产？

投资要点 1：美联储降息与人民币升值预期下，港股地产板块具备重估潜力

9月18日，美联储如期降息25基点，基准利率降至4.00%-4.25%，点阵图显示年内或再降息50基点，推动美国10年期国债收益率同步下降。我们回顾了2005年1月以来美国10年期国债收益率与恒生地产类指数的走势，发现两者存在负相关性（相关系数为-0.61），美联储降息通常会带动香港地产指数上涨。

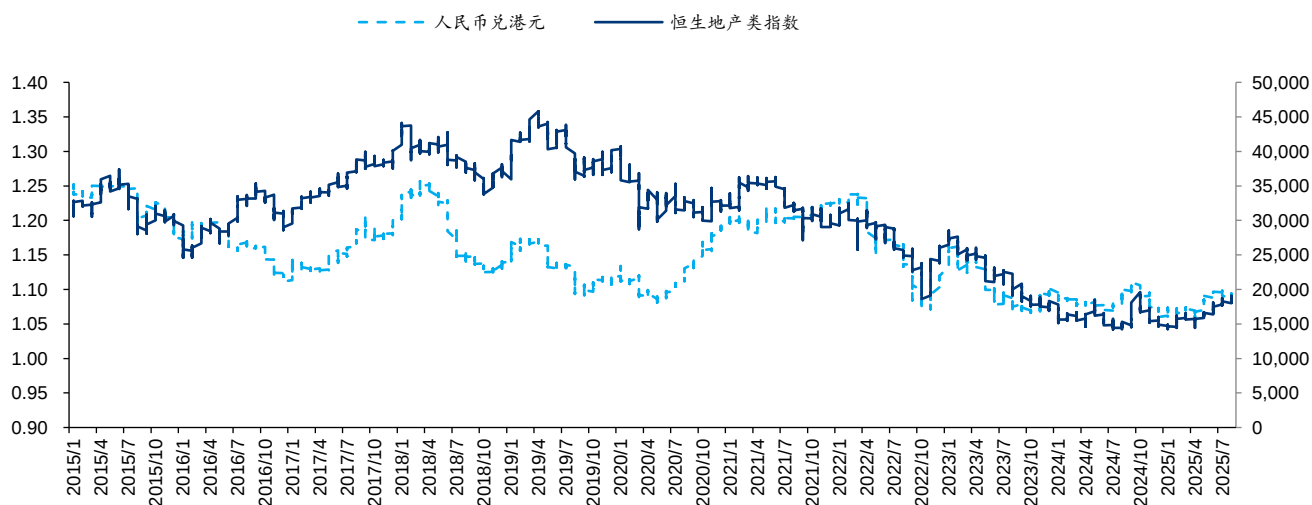
此外，我们回顾了2015年1月以来人民币兑港元汇率与恒生地产类指数的走势，发现两者之间存在正相关性（相关系数为0.59），人民币兑港元升值通常伴随恒生地产类指数的上涨。华泰策略团队于2025年8月31日的报告《人民币升值，港股如何布局？》提出，“从历史经验看，人民币升值期间市场普遍上涨，港股弹性更大。一方面因为汇率和股市都是对经济预期改善的共同反应，另一方面市场情绪、外资流向和企业基本面也会被汇率变化影响。”我们认为，在人民币升值的背景下，香港资产（尤其是地产板块）具有显著的价值重估潜力。作为恒生地产类指数的核心权重股，公司有望直接受益于宏观利率下行与汇率驱动的估值修复。

图表30：美国10年期国债收益率及恒生地产类指数走势



资料来源：Wind，华泰研究

图表31：人民币兑港元汇率及恒生地产类指数走势

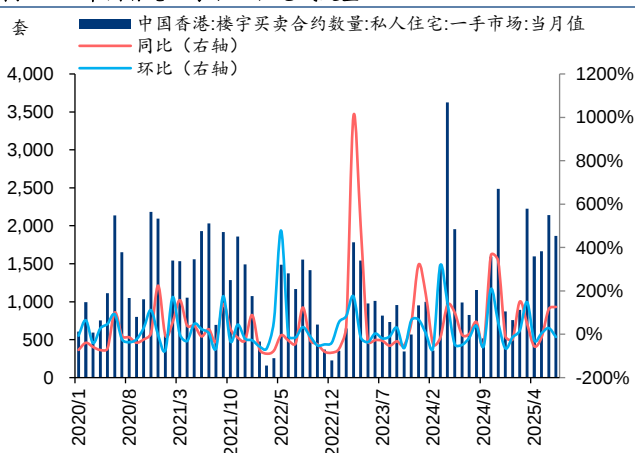


资料来源：Wind，华泰研究

投资要点 2：香港楼市渐现企稳迹象，公司香港开发物业有望迎来价值重估

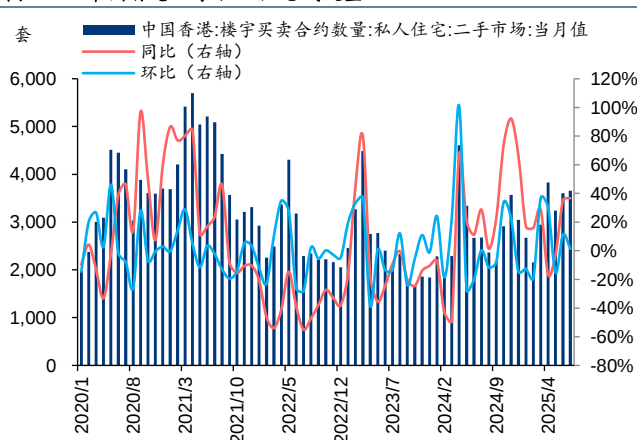
自 2021 年 9 月以来，香港房价经历近四年的震荡调整，调整时间和幅度均已相对充分。我们认为，在人民币升值、港股回暖、按揭利率下行、人口回流及政策全面宽松等多重因素的共同推动下，香港房地产市场有望进入修复周期，主要体现在三方面：**1) 成交回暖**：1-7 月，香港一手/二手私人住宅分别成交 11149/22110 套，同比分别+8.9%/+12.1%，成交规模分别创 2020/2022 年以来同期新高。7 月，一手私人住宅成交 1869 套，同比+126.0%，环比-12.7%，环比随有所回落，但仍为 2022 年以来的同期最高成交规模；二手成交 3685 套，同比+36.6%，环比+1.5%。**2) 价格与库存改善**：4-6 月，香港私人住宅价格联系三个月迎来环比上涨；根据中原地产的统计，截至 6 月末，香港一手私人住宅货尾量降至 21232 个，创 2023 年三季度以来新低。**3) 供平过租**：7 月，香港 A 类单位租金的回报率为 3.7%，高于住宅按揭利率 2.3%（计算方式为：1 个月期 HIBOR 利率月均值+1.3%），有利于吸引刚需及投资需求入市。在香港楼市量价逐步企稳的背景下，公司作为本地房地产龙头企业，拥有充裕土地储备与优质资产布局，其资产价值重估节奏有望领先同行。

图表 32：中国香港一手私人住宅成交量



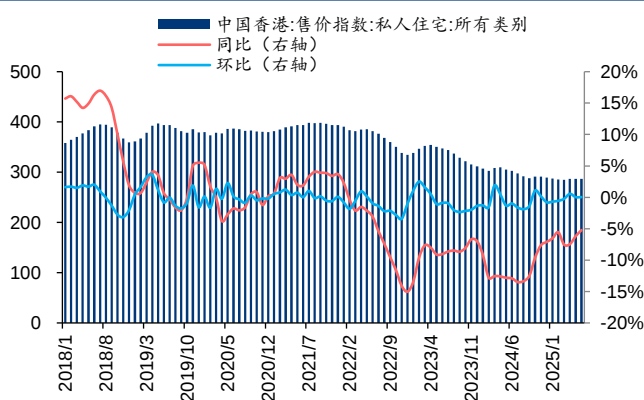
资料来源：中原地产，华泰研究

图表 33：中国香港二手私人住宅成交量



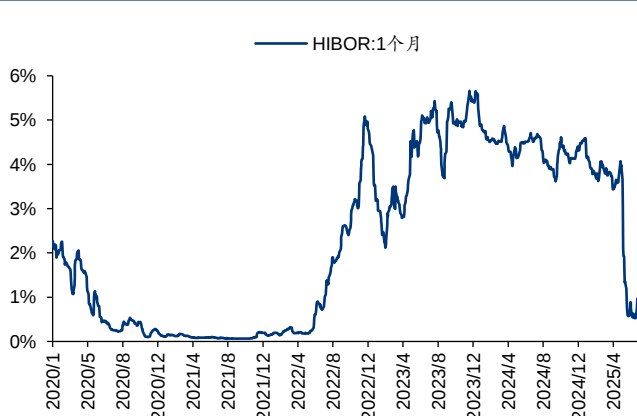
资料来源：中原地产，华泰研究

图表 34：中国香港私人住宅售价指数



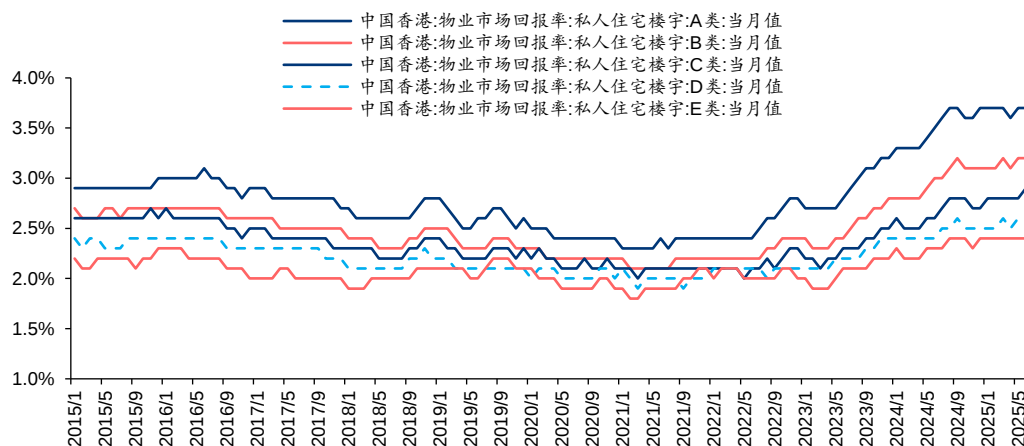
资料来源：香港差饷物业估价署，华泰研究

图表 35：1 个月期 HIBOR 利率



资料来源：香港同业拆借市场，华泰研究

图表36：中国香港-私人住宅回报率



资料来源：香港差餉物业估价署，华泰研究

投资要点 3：投资物业未来 2-3 年有望迎来收获期，扩大经常性收入

2025 财年，公司房地产投资分部收入占比达 27%，营业利润占比达 57%，均处于 21 世纪以来较高水平。展望未来 2-3 年，我们认为公司的投资物业或将迎来收获期，有望带动公司的经常性业务收入基本盘进一步扩大。

香港投资物业方面，根据公司公告，2026-2027 财年，公司预计将有 7.8 万平方米的零售物业和 16.9 万平方米的写字楼物业迎来竣工（口径均为权益楼面面积），预计将带动公司香港的自持购物中心和写字楼规模分别较 2025 财年末提升 7%、17%，其中包括位于港铁启德站的天玺·天 Mall、高铁西九龙总站上盖的 IGC 写字楼，以及位于西九文化区的艺汇广场。

内地投资物业方面，根据公司公告，2026-2027 财年公司预计将有 27.4/9.8 万平方米购物中心，以及 34.3/22.3 万平方米写字楼竣工，届时内地自持购物中心和写字楼规模将分别较 2025 财年末提升 44%、76%（口径均为权益计容建面），主要包括上海徐家汇中心、杭州国金中心、苏州环贸广场、广州环贸广场（广州南站 TOD 项目）等。

图表37：2025-2027 财年公司预计完工的香港主要自持物业项目



资料来源：公司公告，华泰研究

**图表38：2025-2027 财年公司预计完工的内地主要自持物业项目（单位：万平方米）**

项目	城市	预计完工阶段	商场/商铺	写字楼
浦明路项目第3期	上海	FY2025H2	-	-
闵行项目第3期	上海	FY2025H2	-	1.75
广州南站项目第1A期及第1B期	广州	FY2025H2	-	-
禅城项目第6B期(ii)	佛山	FY2025H2	-	-
东大街项目第4B期	成都	FY2025H2	-	4.88
徐家匯中心项目第3B期、第3C期及第3D期	上海	FY2026	24.53	23.90
江河匯项目(匯東)第1期	杭州	FY2026	-	-
江河匯项目(匯西)第1期	杭州	FY2026	-	1.78
蘇州项目第4期、第5期及第6期	苏州	FY2026	2.87	8.60
禅城项目第6C期	上海	FY2027	2.16	-
江河匯项目(匯東)第2期(2)	杭州	FY2027	5.10	11.97
江河匯项目(匯西)第2期	杭州	FY2027	0.51	-
廣州南站项目第2期	广州	FY2027	2.00	10.32
合计			37.16	63.21

注：公司通常在完整版年报中披露项目明细，由于2025财年完整版年报尚未披露，本表格只更新到2024财年末

资料来源：公司公告，华泰研究

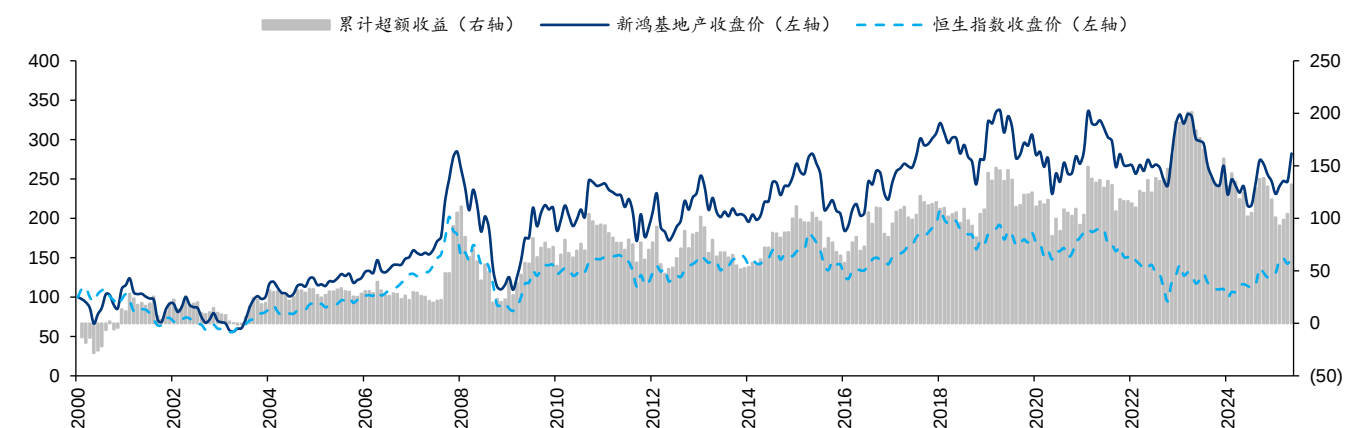
投资建议

股价复盘：股价表现和香港房地产市场表现同频共振

我们复盘了 2000 年以来公司股价和估值表现，得出以下结论：

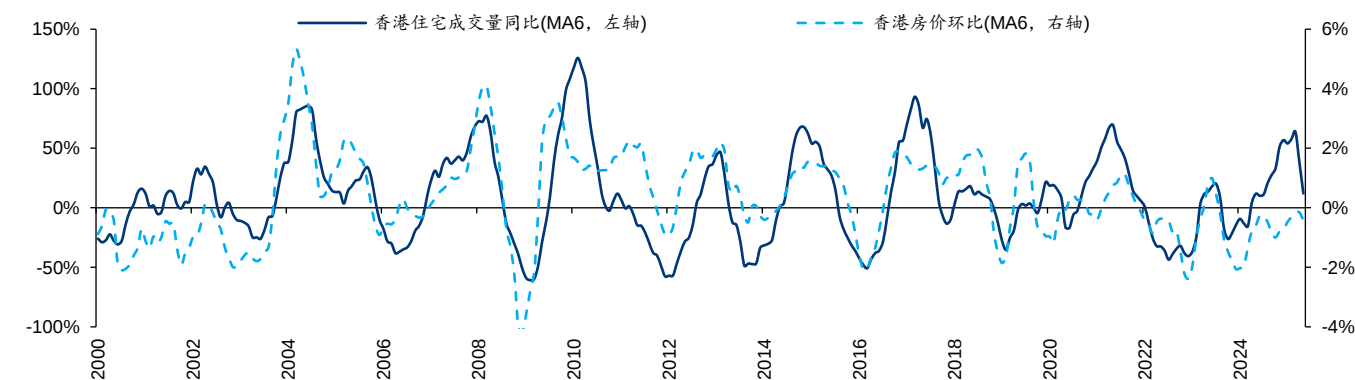
- 1) 公司股价在 2019 年 4 月创出历史新高后，已横盘震荡超 6 年，与公司核心归母净利润的表现一致；公司和恒生指数股价表现高度相关（相关系数达到 0.88），长期来看持续具备超额收益。
- 2) 公司股价和香港房地产市场表现同频共振，尤其在房价调整阶段（环比下跌），公司股价表现大概率承压，而在房价环比跌幅持续性收窄直至转正阶段往往会出现股价拐点。

图表39：公司股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：香港住宅市场成交量价复盘



注：香港住宅成交量同比以香港土地注册处披露的住宅楼宇买卖合同数量为计算依据；香港房价环比以中原地产披露的中原城市指数为计算依据

资料来源：Wind，香港土地注册处，中原地产，华泰研究

- 3) 公司 PB(MRQ)估值在 2011 年之后持续走低，或因为自持物业规模持续扩张拖累资产周转率，进而导致 ROE 趋势性下降；而 PE(TTM)估值在 2011 年后横盘震荡，2021 年以来震荡中枢有所抬升。

图表41： 公司估值复盘



资料来源：Wind，华泰研究

关键假设与盈利预测

我们对各业务的关键假设/收入和利润预测如下：

1. 物业开发：

收入：2024-2025 财年，公司物业开发业务营收增速同比分别-4.1%/+34.9%，收入波动相对较大，主要由于内地开发的全资子公司项目如上海的滨江凯旋门、广州峻攀第1A及1B期于2025财年迎来集中交付，带动公司物业开发业务收入整体增速由负转正。2026 财年，我们预计公司物业开发业务并表收入同比-12.0%，主要由于内地交付的项目大部分为合联营公司项目，对并表收入的贡献有限。

展望 2027-2028 财年，香港与内地交付节奏将呈现显著分化，进而影响整体收入增速：

1) 香港市场：2027 财年，香港住宅物业交付量预计保持稳定增长，天玺海第 2B 期、Sierra Sea 等大型项目将陆续迎来竣工交付，为收入增长提供支持；2028 财年，考虑公司当前销售仍以去库存为主，未来一年新开工存在一定的不确定性，我们预计 2028 财年公司香港住宅业务的结转收入体量将在高位有所回落。

2) 内地市场：根据公司公告，2027 财年内地住宅物业交付量较 2025-26 财年显著下滑，且核心项目杭州江河汇第 2 期为非并表公司项目，对并表收入的贡献有限。2028 财年，公司内地住宅物业交付量预计将迎来大幅增长，且多为全资控股公司项目，收入全额计入并表范围，因此我们预计 2028 财年的内地住宅物业结转收入将同比迎来大幅增长。

综合两地物业的交付节奏与结构情况，我们预计公司 2027-2028 财年物业开发业务贡献的并表收入同比增速分别为+23.2%/-13.8%。

毛利率：回顾 2024-2025 财年，公司物业开发业务毛利率分别为 26.1%/23.6%，呈逐年下降态势，这一变化主要源于香港房地产市场过去三年处于调整周期，而公司这两个财年在香港交付的项目普遍利润率偏低，直接拉低了整体毛利率水平。我们预计公司 2026-2028 财年物业开发业务毛利率分别为 14.0%/17.4%/23.8%，其中 2026 财年毛利率较低，主要受香港低毛利率项目天玺天第 1 期集中交付的影响，将阶段性拉低整体结转毛利率。后续随着高毛利率项目如香港的天玺海第 2B 期、Yoho Hub 等高毛利项目于 2027-2028 财年迎来交付，预计将带动整体毛利率逐步回升。

2. 物业租赁：

收入：2025 财年，物业租赁业务并表收入同比-2.5%，主要受香港和内地写字楼物业租金坪效下降的影响。展望 2026-2028 财年，随着香港和内地市场投资性物业的逐步落成，收入增长潜力将提升。然而，香港写字楼租金仍在筑底阶段，新开商场和写字楼普遍面临短期运营挑战，出租率和租金提升压力较大。同时，内地写字楼租金持续承压，公司可能采用“以价换量”策略稳定出租率。在假设租金小幅下滑的基础上，得益于投资性物业落成量的增加，我们预计 2026-2028 财年物业租赁业务收入同比增速将分别为+3.0%、+9.6%和+3.6%。

毛利率：2025 财年，公司物业租赁业务的综合毛利率为 75.0%，其中香港和内地物业租赁业务的毛利率分别为 73.2%/80.3%，我们预计公司 2026-2028 财年的香港和内地物业租赁业务的毛利率将保持稳定，与 2025 财年保持一致。随着 2026-2028 财年内内地投资性物业落成量增加，内地物业租赁业务的收入占比将显著提升。由于内地业务毛利率高于香港业务，其收入贡献占比的上升将对物业租赁板块整体毛利率形成向上拉动。对应地，我们预测公司物业租赁业务整体毛利率将呈现小幅提升态势，2026-2028 财年分别为 75.2%/75.4%/75.4%。

3. 其他业务：

收入：

- 1) **酒店运营业务：**2025 财年，公司酒店运营业务坪效同比-0.1%。假设 2026-2028 财年坪效增速保持不变，考虑 2026-2028 财年公司将继续落成新酒店，预计酒店运营并表收入同比增速分别为+3.4%/+1.6%/+0.0%。
- 2) **通讯业务：**2025 财年，公司通讯业务营收同比+0.5%，我们假设 2026-2028 财年营收增速和 2025 财年保持一致，为+0.5%。
- 3) **数据中心业务：**考虑公司数据中心业务主体为港股上市公司新意网集团(1686HK)，参考 Wind 一致预期的预测，我们预计 2026-2028 财年公司数据中心业务收入同比增速分别为+24.7%/+22.2%/-6.9%。
- 4) **运输基建及物流业务：**2025 财年，公司运输基建及物流业务收入同比-2.8%，短期面临一定压力。考虑运输基建及物流业务已发展相对成熟，我们预计该板块收入将逐步企稳并进入低速增长通道。2026-2028 财年，我们预计运输基建及物流业务并表收入同比增速为+0.1%/+0.1%/+0.1%，整体趋于平稳。
- 5) **其他业务(物业管理/百货/保险等业务)：**2025 财年，公司其他业务收入同比-2.6%，2026-2028 财年，随着公司交付物业量的显著增加，我们预计将带动物业管理收入上升，预计其他业务收入同比增速将保持在+1%，呈平稳增长态势。

综上，我们预计 2026-2028 财年其他业务收入同比增速分别为+3.8%/+3.7%/-0.7%，收入变化主要受数据中心业务影响。

毛利率：我们假设酒店运营/电讯/运输基建与物流/数据中心/其他业务的毛利率在 2026-2028 财年与 2025 财年保持一致，综合考虑，预计公司 2026-2028 财年其他业务的整体毛利率分别为 19.5%/20.4%/20.0%，主要受毛利率较高的数据中心业务收入占比逐年上升影响。

图表42: 关键假设简表-营收增速(按业务拆分)

假设简表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入-同比增速	0.4%	11.5%	-2.5%	7.6%	-1.3%
物业开发-营收同比增速	-4.1%	34.9%	-12.0%	9.7%	-5.2%
香港	3.7%	5.6%	1.1%	23.2%	-13.8%
内地	-84.5%	2044.3%	-56.4%	-96.3%	2233.6%
物业租赁-营收同比增速	3.1%	-2.5%	5.6%	9.6%	3.6%
香港	1.4%	-2.2%	1.6%	5.4%	2.7%
内地	8.5%	-3.5%	17.7%	20.5%	5.7%
其他业务-营收同比增速	3.0%	-0.2%	3.8%	3.7%	-0.7%
酒店运营	26.2%	-0.1%	3.4%	1.6%	0.0%
通信	-8.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
交通建设及物流	6.9%	-2.8%	0.1%	0.1%	0.1%
数据中心运营	14.0%	9.9%	24.7%	22.2%	-6.9%
其他业务	-2.7%	-2.6%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源:公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表43: 关键假设简表-毛利率(按业务拆分)

假设简表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	45.1%	42.9%	40.6%	42.9%	46.8%
物业开发-毛利率	26.1%	23.6%	14.0%	17.4%	23.8%
香港	26.3%	12.2%	12.8%	17.4%	24.2%
内地	13.9%	62.1%	24.1%	19.4%	20.0%
物业租赁-毛利率	76.1%	75.0%	75.2%	75.4%	75.4%
香港	74.2%	73.2%	73.2%	73.2%	73.2%
内地	81.7%	80.3%	80.3%	80.3%	80.3%
其他业务-毛利率	18.8%	18.8%	19.5%	20.4%	20.0%
酒店运营	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
通信	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
交通建设及物流	28.3%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%
数据中心运营	47.3%	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%
其他业务	13.8%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%

资料来源:公司公告, Wind, 华泰研究预测

综上, 我们预计公司 2026-2028 财年营收分别为 778/837/826 亿港元, 同比分别 -2.5%/+7.6%/-1.3%; 归母净利润分别为 208/219/249 亿港元, 同比分别 +7.9%/+5.1%/13.9%。剔除投资性物业公允价值变动影响后的核心净利润为 223/237/269 亿港元, 对应同比增速分别为+2.1%/+6.2%/+13.5%, 核心 EPS 为 7.70/8.18/9.28 港元。

图表44：关键假设简表（单位：百万港元）

假设简表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总收入	71506	79721	77765	83668	82598
YoY	0.4%	11.5%	-2.5%	7.6%	-1.3%
总成本	39292	45531	46224	47766	43963
YoY	7.0%	15.9%	1.5%	3.3%	-8.0%
总毛利	32214	34190	31542	35902	38635
YoY	-6.5%	6.1%	-7.7%	13.8%	7.6%
总毛利率	45.1%	42.9%	40.6%	42.9%	46.8%
营业收入					
物业开发	25106	33880	29814	32696	30985
物业租赁	20366	19855	20973	22991	23820
其他业务	26034	25986	26978	27981	27793
毛利					
物业开发	6563	8007	4188	5678	7370
物业租赁	15504	14892	15773	17335	17970
其他业务	4907	4874	4974	5350	5717
净利润	19046	19277	20803	21868	24915
YoY	-20.3%	1.2%	7.9%	5.1%	13.9%
净利润率	26.6%	24.2%	26.8%	26.1%	30.2%
核心净利润	21739	21855	22315	23698	26888
YoY	-9.0%	0.5%	2.1%	6.2%	13.5%
核心净利润率	30.4%	27.4%	28.7%	28.3%	32.6%
Core EPS	7.50	7.54	7.70	8.18	9.28

资料来源：Wind，彭博，华泰研究预测

分部估值

我们采用分部估值法对新鸿基地产进行估值，各分部估值如下：

1. **香港住宅开发物业：**DCF 估值。截至 2025 财年末，公司在香港拥有 1724 万平方尺的可售权益住宅开发面积。我们对每个项目的交付节奏及利润情况进行测算，按 WACC 6.93%的折现率计算得出该业务的估值为 405 亿港元。

图表45：公司香港住宅开发物业估值（单位：平方呎，港元/平方尺，百万港元）

住宅项目	状态	权益可售面积	税后利润率	总可售资源	项目税后利润	项目 GAV
天玺·天第 1 期	在建	571,000	-16.20%	11,722	-1,898	-1,814
YOHO WEST 第 1 期	在建	746,000	32.88%	8,122	2,671	2,602
NOVO LAND 第 3A 期及第 3B 期	在建	694,000	27.66%	7,910	2,188	0
飞扬第 2 期	在建	104,000	43.39%	1,196	519	0
Sierra Sea 第 1A 及 1B 期	在建	862,000	26.04%	9,911	2,581	774
天玺·天第 2 期	在建	495,000	-16.20%	10,162	-1,646	-1,592
天玺·海第 1 及第 2A 期	在建	439,000	32.99%	18,658	6,156	5,956
Sierra Sea 第 2A 及 2B 期	在建	846,000	19.96%	8,797	1,756	1,569
粉岭上水市地段第 279 号第 1 期	在建	317,000	10.23%	4,445	455	406
YOHO WEST 第 2 期	在建	234,000	32.88%	2,548	838	749
荃湾永泰路 13-23 号	在建	201,000	28.65%	2,833	812	725
天玺·海第 2B 期	在建	186,000	32.99%	7,905	2,608	2,330
Sierra Sea	在建	3,950,000	23.44%	43,450	10,184	8,235
The Yoho Hub	在建	757,000	45.93%	11,675	5,362	4,336
粉岭上水市地段第 279 号尚余发展项目	在建	682,000	10.23%	9,564	979	715
沙田市地段第 537 号	在建	521,000	41.86%	5,316	2,225	1,626
屯门市地段第 496 号	在建	465,000	19.30%	5,571	1,075	786
粉岭上水市地段第 307 号	在建	259,000	13.79%	2,218	306	224
The Yoho Hub	在建	265,000	7.12%	2,650	189	138
The Yoho Hub	在建	251,000	35.61%	3,151	1,122	820
古洞丈量约份第 92 约地段第 2579 号	在建	162,000	50.75%	2,272	1,153	842
沙田市地段第 623 号	在建	157,000	30.37%	2,159	656	479
The Yoho Hub	在建	139,000	33.37%	1,509	504	368
Other projects	在建	452,000	28.39%	6,780	1,925	1,407
洪水桥市地段第 5 号	未开发	262,000	39.85%	2,882	1,148	839
东涌市地段第 55 号	未开发	401,000	37.57%	4,411	1,657	1,211
粉岭北粉岭上水市地段第 307 号	未开发	308,000	36.74%	3,388	1,245	910
大围沙田市地段第 651 号	未开发	194,000	30.64%	2,134	654	478
沙田小沥源沙田市地段第 623 号	未开发	157,000	17.10%	1,727	295	216
海璇 II 第 2B 期	已完工	320,000	47.59%	12,160	5,787	2,364
Central Peak	已完工	181,000	30.23%	10,860	3,283	1,780
琥珀山	已完工	390,600	29.54%	6,250	1,846	185
KENNEDY 38	已完工	56,700	34.85%	1,304	454	0
University Hill	已完工	613,000	15.45%	9,379	1,449	0
Wetland Seasons Bay3 期	已完工	192,600	47.85%	2,889	1,382	0
Regency Bay	已完工	257,400	44.11%	4,633	2,044	0
Regency Bay	已完工	40,500	53.70%	1,013	544	291
Prince Central	已完工	109,200	52.18%	8,736	4,559	572
合计		17,238,000	-	262,289	69,064	40,527

注：权益可售面积的单位为平方尺，预计总可售资源、税后利润、项目 GAV 为百万港元；公司通常在完整版年报中披露项目明细，由于 2025 财年完整版年报尚未披露，本表格只更新到 2024 财年末。

资料来源：公司公告，香港土地注册处，中原地产，Wind，华泰研究预测

2. 内地住宅开发物业：DCF 估值。截至 2025 财年末，公司在内地拥有 181 万平方米的权益住宅可售面积。我们对每个项目的交付节奏及利润情况进行测算，按 WACC 6.93% 的折现率以及按照 1RMB=1.09HKD 的汇率计算得出该业务的估值为 89 亿港元。

图表46：公司内地住宅开发物业估值（单位：平方米，百万元，百万港元）

内地住宅项目	城市	完工年度	权益 可售面积	预计 可售货值	预计 总成本	预计 税前利润	项目 GAV (百万元)	项目 GAV (百万港元)
狮岭项目第 3A 期	广州	FY2025H1	44,314	620	460	160	59	64
禅城项目第 6B 期	佛山	FY2025H1	5,853	88	65	23	8	9
浦明路项目第 3 期	上海	FY2025H2	43,200	7,465	4,100	3,364	0	0
广州南站项目第 1A 期及第 1B 期	广州	FY2025H2	32,237	1,289	890	400	180	196
禅城项目第 6B 期	佛山	FY2025H2	16,908	254	188	65	25	27
江河汇项目(汇东)第 1 期	杭州	FY2026	57,599	4,020	2,744	1,277	958	1,044
苏州项目第 4-6 期	苏州	FY2026	49,331	2,417	1,618	799	599	653
禅城项目第 6C 期	佛山	FY2026	39,298	589	437	152	112	122
江河汇项目(汇西)第 2 期	杭州	FY2027	10,684	746	509	237	166	181
闵行项目余下之期数	上海	FY2028 及以后	14,400	818	524	294	187	203
苏州项目余下之期数	苏州	FY2028 及以后	13,471	660	442	218	138	151
狮岭项目余下之期数	广州	FY2028 及以后	366,499	5,131	3,806	1,325	830	905
广州南站项目余下之期数	广州	FY2028 及以后	241,546	9,662	6,665	2,997	1,802	1,964
禅城项目余下之期数	佛山	FY2028 及以后	488,945	7,334	5,441	1,893	1,139	1,241
石龙项目余下之期数	东莞	FY2028 及以后	140,004	2,940	1,921	1,019	613	668
中山五路项目第 6 期	中山	FY2028 及以后	2,230	56	37	19	11	12
双流区项目余下之期数	成都	FY2028 及以后	74,508	1,511	1,004	507	305	332
东大街项目余下之期数	成都	FY2028 及以后	164,251	4,928	3,199	1,729	1,040	1,133
合计			1,805,277	50,528	34,050	16,478	8,172	8,907

注：1）权益可售面积的单位为平方米，预计可售货值、预计总成本、预计税前利润、项目 GAV（百万元）的单位为百万元人民币。2）项目 GAV（百万港元）均按照 1RMB=1.09HKD 的汇率进行换算。3）注：公司通常在完整版年报中披露项目明细，由于 2025 财年完整版年报尚未披露，本表格只更新到 2024 财年末。

资料来源：公司公告，香港土地注册处，中原地产，Wind，华泰研究预测

- 香港物业租赁：**基于 FY2026E 租金以及资本化率（零售物业 5.0%、写字楼 4.1%、其他投资物业 4.1%），计算得出其已落成的香港零售物业、写字楼、其他投资物业的业务价值分别为 1392/1066/495 亿港元，合计 2953 亿港元。此外，截至 2025 财年末，公司在香港拥有在建的投资物业（按公允价值入账）297 亿港元。
- 内地物业租赁：**基于 FY2026E 租金以及资本化率（零售物业 6.7%、写字楼 4.5%、其他投资物业 6.0%），计算得出其已落成的内地零售物业、写字楼、其他投资物业的业务价值分别为 549/392/46 亿港元，合计 988 亿港元。此外，截至 2025 财年末，公司在内地拥有在建的投资物业（按公允价值入账）360 亿港元。
- 新加坡物业租赁：**基于 FY2026E 租金以及资本化率 4.5%，计算得出其新加坡物业租赁业务的价值为 129 亿港元。
- 酒店运营业务：**基于 FY2026E 酒店运营净收入以及资本化率 8.0%，计算得出其酒店物业的业务价值为 79 亿港元。
- 其他业务及投资：**1) 公司持有的上市公司股权如数码通电讯 (0315.HK)、新意网集团 (1686.HK)、载通 (0062.HK) 分别以持股比例乘以最新的公司市值（截至 2025 年 9 月 22 日），计算得出业务价值为 179 亿港元；2) 其他业务（包括物业管理、一田百货、保险等）基于 2026E 业务利润以及 5 倍 PE 估值计算得出该业务价值为 50 亿港元；3) 金融投资：截至 2025 财年末，公司拥有金融投资账面价值约 21 亿港元。

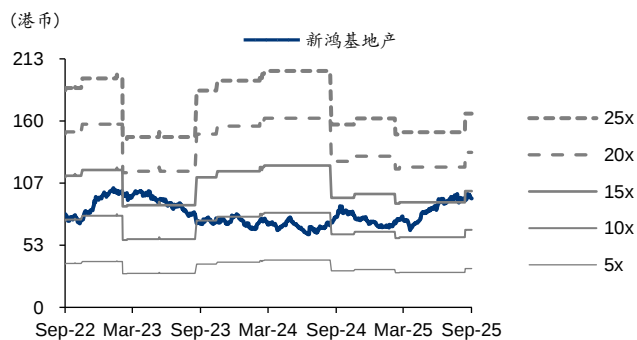
综上，我们测算新鸿基地产的企业价值为 5549 亿港元，剔除净负债后，我们测算得出新鸿基地产的资产净值 (NAV) 为 4617 亿港元。我们在此基础上给予 30% 折让，以反映公司多元化经营折让，对应得出目标股权价值为 3232 亿港元，我们给予目标价 111.51 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级，截至 9 月 22 日收盘，公司股价为 93.45 港元/股，对应潜在上涨空间为 19%，目标价对应 2026E PE (Price to Core EPS) /PB 倍数为 14.48/0.51 倍。

图表47：公司分部估值（截至 2025 年 9 月 22 日）

分部估值	估值方法	NAV (百万港元)	估值占比
住宅开发业务	DCF		
香港住宅开发业务	WACC: 6.93%	40,527	7.30%
内地住宅开发业务	WACC: 6.93%	8,907	1.61%
小计		49,434	8.91%
投资性房地产业务	Cap rate		
香港-已落成零售物业	cap rate: 5.00%	139,205	25.08%
香港-已落成写字楼	cap rate: 4.10%	106,552	19.20%
香港-已落成其他投资物业	cap rate: 4.10%	49,537	8.93%
香港-在建投资物业	FY2025 财报公允价值	29,662	5.35%
内地-已落成零售物业	cap rate: 6.70%	54,940	9.90%
内地-已落成写字楼	cap rate: 4.50%	39,226	7.07%
内地-已落成其他投资物业	cap rate: 6.00%	4,620	0.83%
内地-在建投资物业	FY2025 财报公允价值	35,989	6.49%
新加坡-零售物业	cap rate: 4.50%	12,933	2.33%
小计		472,665	85.17%
酒店运营业务	cap rate: 8.00%	7,895	1.42%
地产相关业务估值		529,993	95.50%
电讯（数码通电讯）	当前股价*权益比例	3,804	0.70%
数据中心业务（新意网集团）	当前股价*权益比例	11,945	2.60%
运输基建及物流（载通）	当前股价*权益比例	2,174	0.40%
其他业务	P/E: 5x	4,969	1.10%
金融投资		2,061	0.50%
非地产业务估值		24,953	5.30%
总估值		554,946	101%
净负债		93,298	
净资产 (NAV)		461,648	
股票数量 (百万股)		2,898	
每股净资产 (NAV)		159.30	3231.54
NAV 折价率		30%	
目标价格 (港元/股)		111.51	
当前股价 (港元/股)		93.45	
潜在股价上行空间		19%	

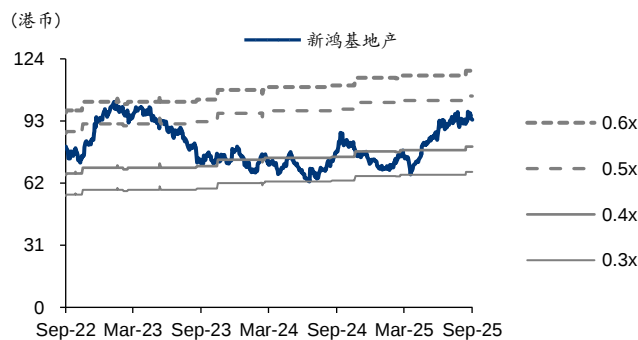
资料来源：公司公告，仲量联行，中原地产，Wind，彭博，华泰研究预测

图表48：新鸿基地产 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表49：新鸿基地产 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究



风险提示

香港楼市复苏不及预期：目前香港楼市仍处弱复苏阶段，虽成交量边际回暖，但房价尚未出现明显反弹。若中美关系走向及香港宏观经济复苏不及预期，可能延缓楼市修复进程，进而对公司香港住宅开发项目的销售节奏和利润释放造成压力。

香港和内地零售市场放缓：若香港及内地零售销售增速持续承压，或居民消费信心恢复不及预期，可能削弱商户承租意愿与支付能力，导致公司在两地自持购物中心的出租率、续租租金调整率及新签租金水平承压，从而拖累零售物业租金收入增长及投资回报表现。

香港和内地写字楼市场需求下行：若香港及内地核心城市写字楼供需失衡或需求复苏乏力，可能引发租金水平下降与空置率上升，压制公司在港及内地自持办公楼的出租率和租金收入，进而削弱投资物业租赁板块的盈利能力。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、陈颖、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 新鸿基地产（16 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、陈颖、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 新鸿基地产（16 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国国价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司