

## 房地产

2025 年 12 月 12 日

## 恒隆地产

(00101)

## ——高端商业典范，主动调改、经营稳步改善

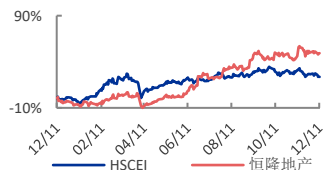
报告原因：首次覆盖

## 买入（首次评级）

市场数据：2025 年 12 月 11 日

收盘价（港币）	8.95
恒生中国企业指数	8934.28
52 周最高/最低（港币）	9.48/5.58
H 股市值（亿港元）	452.57
流通 H 股（百万股）	5,056.65
汇率（港币/人民币）	0.9093

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 相关研究

## 证券分析师

袁豪 A0230520120001  
yuanhao@swsresearch.com  
陈鹏 A0230521110002  
chenpeng@swsresearch.com

## 联系人

陈鹏 A0230521110002  
chenpeng@swsresearch.com

- **恒隆地产：聚焦核心商圈，打造高端商业典范。**公司业务以投资物业租赁为主、物业销售及酒店为辅，业务布局在中国大陆及香港。公司 IP 聚焦在核心城市核心商圈，成为城市重奢典范，上海两大恒隆广场已成为地标建筑，坪效高位、租金稳定。2024 年公司营收 112 亿港元，同比+9%，2011-24 年 CAGR 增速+5%；内地 IP 租金、香港 IP 租金、香港开发、酒店分别占比 58%、27%、13%、2%；过往营收稳步增长源于内地 IP 租金提升，2011-24 年 CAGR 增速+7%。25H1 公司营收 50 亿港元，其中 IP 租金占比 94%。
- **IP 及酒店：积极调改，零售逐季改善，核心商场租金同比转正。**（1）内地 IP：积极调改，零售逐季改善。截至 24 年末，公司内地 8 城有 10 个恒隆广场，总面积 227 万平，其中零售、办公楼分别占比 61%、33%。24 年内地 IP 租金 65 亿港元，同比-5%，2011 年以来 CAGR 增速+7%；25H1 内地 IP 租金同比-2%。公司积极谋变，调改引入新品牌；目前前端指标租户零售额自 24Q3 已逐季度改善，有望推动租金企稳回升，其中内地 10 个商场 25H1 已有 7 个租金同比转正。未来杭州恒隆成为主要增量，总面积 39 万平，预计 25-26 年落地。（2）香港 IP：市场景气度回升，营收降幅收窄。24 年香港 IP 租金 30.5 亿港元，同比-9%；25H1 同比-4%；其中零售、办公楼、住宅公寓占比分别为 59%、34%、8%。随着市场景气度回升，公司零售及住宅公寓租赁已持续转好。（3）酒店：规模较小，保持稳定经营。公司在运营酒店有沈阳、昆明 2 个酒店，25H1 营收 1.29 亿港元，同比+84%。此外，25Q3 开始以爱马仕、Prada、LVMH 为代表的重奢品牌营收强势向上修复，重奢消费复苏态势良好，为公司高端商场后续运营改善奠定基础。
- **财务及分红：财务稳健，分红比例 80%。**截至 25H1，公司有息负债 548 亿港元，同比+3%；净负债率 33.5%，后续随着杭州恒隆逐步开业，资本承担将逐渐减少，净负债率有望边际回落；25H1 融资成本 3.9%，创近年新低。未来行业降息环境下公司持有业务价值有望得到重估。分红方面，2012-23 年年度股息保持在 33-35 亿港元，24 年业绩下滑导致年度股息下滑至 25 亿港元，但分红比例仍 80%，未来分红方式也有望恢复至纯现金分红为主。
- **投资分析意见：目标价 11.7 港元，首次覆盖、并给予“买入”评级。**公司聚焦核心商圈，打造高端商业标杆；商场积极调改、前端零售逐季改善，核心商场租金同比转正；财务稳健，分红比例 80%，未来有望恢复纯现金派息方式。预计公司 25-27 年归母净利润 25.2、25.5、26.4 亿港元，同比分别为+17%、+1%、+4%，归母核心利润 28.9、29.2、30.0 亿港元，同比分别为-7%、+1%、+3%；PE 分别为 18、18、17 倍；目标价 11.7 港元，首次覆盖、并给予“买入”评级。
- **风险提示：房地产调控超预期收紧，零售表现不及预期。**

## 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,316	11,242	9,915	10,066	10,412
同比增长率 (%)	-0.3	9.0	-11.8	1.5	3.4
归属普通股股东净利润	3,970	2,153	2,524	2,547	2,643
同比增长率 (%)	3.5	-45.8	17.2	0.9	3.8
每股收益 (元/股)	0.79	0.43	0.50	0.50	0.52
ROE (%)	3.0	1.6	1.9	1.9	2.0
市盈率	11.4	21.0	17.9	17.8	17.1
市净率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司聚焦核心商圈，打造高端商业标杆；商场积极调改、前端零售逐季改善，核心商场租金同比转正；财务稳健，分红比例 80%，未来有望恢复现金派息方式。预计公司 25-27 年归母净利润 25.2、25.5、26.4 亿港元，同比分别为+17%、+1%、+4%，归母核心利润 28.9、29.2、30.0 亿港元，同比分别为-7%、+1%、+3%；PE 分别为 18、18、17 倍；目标价 11.7 港元，首次覆盖、并给予“买入”评级。

### 关键假设点

- 1) 预计 2025-2027 年 IP 租金收入同比分别为-3%、+2%、+4%，毛利率稳定在 71%、71%、70%。
- 2) 预计 2025-2027 年酒店运营收入同比分别为-2%、-2%、-2%；毛利率与 24 年持平。

### 有别于大众的认识

市场认为恒隆广场定位在高端奢侈领域，短期受行业景气度影响，经营压力大；但我们认为，恒隆地产已经在积极谋变，调改引入新品牌，强化会员制度，目前前端指标租户零售额自 24Q3 已逐季度改善，有望推动租金企稳回升。同时财务稳健，分红比例 80%，未来经营稳步改善。

### 股价表现的催化剂

- 1) 零售持续改善，杭州恒隆开业表现佳，推动租金增长超预期。
- 2) 资金成本持续下降，商业地产价值重估。

### 核心假设风险

房地产调控超预期收紧，零售表现不及预期。

## 1

# 目录

<b>1. 恒隆地产：缔造优享生活空间 .....</b>	<b>7</b>
1.1 发展历程：从香港向内地延展，发展历程悠久 .....	7
1.2 股权架构：大股东持股集中度高、港股通持股近 8% .....	8
1.3 管理层：管理层平稳过渡，核心成员经验丰富 .....	8
1.4 业务结构：物业租赁收入占比超九成 .....	9
<b>2. 投资物业：穿越周期韧性好，贡献稳定现金流 .....</b>	<b>10</b>
2.1 内地 IP：定位高端市场，重奢赛道稳步复苏 .....	12
2.1.1 商场：积极调改、营收及零售边际改善 .....	13
2.1.2 办公楼：营收及出租率仍然承压 .....	18
2.1.3 项目落成时间表：未来杭州恒隆贡献主要增量 .....	18
2.2 香港 IP：市场景气度回升，营收降幅收窄 .....	20
2.3 酒店：规模较小，保持稳定经营 .....	22
<b>3. 物业销售：结算规模小，未来对业绩拖累有限 .....</b>	<b>23</b>
<b>4. 财务及分红：财务稳健，分红比例 80% .....</b>	<b>24</b>
4.1 盈利：物业销售拖累，租赁保持稳定 .....	24
4.2 负债：资本开支逐渐减少、负债率预期改善 .....	25
4.3 分红：分红比例 80%、股息率近 6% .....	27
<b>5. 盈利及估值：目标市值 593 亿港元 .....</b>	<b>28</b>
<b>6. 投资分析意见：首次覆盖、并给予“买入”评级 .....</b>	<b>30</b>
<b>7. 风险提示：调控超预期收紧，零售不及预期 .....</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：恒隆地产发展历程.....	7
图 2：恒隆地产股权结构（截至 2025H1） .....	8
图 3：恒隆地产港股通占比股份数量 .....	8
图 4：各公司港股通持股占比（截至 25M11 末） .....	8
图 5：恒隆地产营业收入及同比 .....	10
图 6：恒隆地产核心归母净利润及同比 .....	10
图 7：恒隆地产营业收入按业务分类 .....	10
图 8：恒隆地产投资物业价值及同比 .....	11
图 9：恒隆地产发展中投资物业价值及同比 .....	11
图 10：恒隆地产投资物业价值按照区域分布 .....	11
图 11：恒隆地产投资物业公允价值变化 .....	11
图 12：恒隆地产投资物业租赁业务毛利率情况 .....	12
图 13：恒隆地产内地投资物业的租金收入及同比 .....	12
图 14：恒隆地产内地投资物业的租金区域分布 .....	12
图 15：恒隆地产内地 IP 商场租金收入 .....	13
图 16：恒隆地产投资物业租金收入区域分布 .....	13
图 17：恒隆地产内地投资物业商场租户出租率 .....	14
图 18：恒隆地产内地商场租户总零售额同比 .....	15
图 19：恒隆地产内地商场 2024 年租金及零售额同比 .....	15
图 20：恒隆地产内地商场 25H1 租金及零售额同比 .....	15
图 21：恒隆地产内地投资物业租户销售额同比 .....	15
图 22：恒隆内地商场会员运营数据同比变化 .....	16
图 23：恒隆内地商场 25H1 零售净租用面积同比 .....	16
图 24：恒隆内地零售续租与新签租约数量同比 .....	16
图 25：恒隆内地零售组合引入的首店品牌数量 .....	16
图 26：恒隆地产内地投资物业积极推出营销活动 .....	17
图 27：海南离岛免税购物金额当月值及同比 .....	17
图 28：海南离岛免税购物人均消费及同比 .....	17
图：恒隆地产内地办公楼租金收入 .....	

图 30: 恒隆地产内地办公楼 2025H1 租金分布 .....	18
图 31: 恒隆地产内地办公楼出租率 .....	18
图 32: 恒隆地产内地办公楼租金收入同比 .....	18
图 33: 杭州恒隆广场规划图 .....	19
图 34: 恒隆地产内地投资物业预计未来楼面面积 .....	19
图 35: 中国香港人数情况 .....	20
图 36: 中国香港零售业销货当月同比 .....	20
图 37: 中国香港私人写字楼每月租金当月值 .....	20
图 38: 恒隆地产香港物业租赁收入及同比 .....	21
图 39: 恒隆地产香港物业租赁毛利率 .....	21
图 40: 恒隆地产香港物业租赁收入业态分布 .....	21
图 41: 恒隆地产香港物业租赁各业态出租率情况 .....	21
图 42: 恒隆香港物业租赁各业态租金收入同比 .....	22
图 43: 恒隆地产内地酒店组合 .....	22
图 44: 恒隆地产物业销售营收及利润情况 .....	23
图 45: 恒隆地产物业销售毛利率 .....	23
图 46: 恒隆地产营业收入及同比 .....	24
图 47: 恒隆地产归母净利润及同比 .....	24
图 48: 恒隆地产核心归母净利润及同比 .....	24
图 49: 恒隆地产毛利率及核心净利率 .....	24
图 50: 恒隆地产物业租赁业务毛利率及核心净利率 .....	25
图 51: 恒隆地产归母核心利润按照业务分类 .....	25
图 52: 恒隆地产现金及银行存款及同比 .....	25
图 53: 恒隆地产有息负债及同比 .....	25
图 54: 恒隆地产有息负债期限分布 .....	26
图 55: 恒隆地产有息负债币种分布 .....	26
图 56: 恒隆地产净负债率 .....	26
图 57: 恒隆地产借贷利率 .....	26
图 58: 恒隆地产投资活动现金流及同比 .....	26
图 59: 恒隆地产资本承担及同比 .....	26
图 60: 恒隆地产年度股息合计及同比 .....	27

图 61：恒隆地产年度每股股息.....	27
图 62：主要港资地产公司股息率一览 .....	27
图 63：主要港资地产公司 2024 年分红比例一览 .....	27
图 64：恒隆地产分红比例.....	28
表 1：公司董事会组成成员 .....	9
表 2：恒隆地产内地 IP 开业情况及面积规模 .....	13
表 3：恒隆地产内地 IP 商场租金情况（亿元人民币） .....	14
表 4：各奢侈品公司季度营收同比增速 .....	17
表 5：恒隆地产内地主要商业地产项目落成时间表.....	19
表 6：公司待售住宅及发展中物业及投资物业处置情况梳理（截至 2025H1） ...	23
表 7：恒隆地产 2025-2027E 盈利预测 .....	29
表 8：可比公司估值对比.....	29

## 1. 恒隆地产：缔造优享生活空间

恒隆地产（00101.HK）是恒隆集团（00010.HK）旗下地产业务机构。恒隆集团由陈曾熙先生于 1960 年创办，陈启宗先生于 1991 年出任董事长，陈文博先生于 2024 年接任董事长一职。公司目前多元化物业组合覆盖中国香港和 9 个内地城市，包括上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉和杭州，内地商场均以恒隆广场“66”品牌命名、定位高端，在内地奠定作为“城市脉动”的领导地位。公司愿景是缔造优享生活空间，持续以“以客为尊”的服务理念提供高质生活场景服务。

### 1.1 发展历程：从香港向内地延展，发展历程悠久

恒隆地产业务从香港向内地延展，发展历程悠久。

#### (1) 1960-1990 年：香港收购物业、奠定基本盘。

1960 年，恒隆有限公司（即恒隆集团前身）由陈曾熙先生在香港注册成立，1972 年在香港交易所上市；1980 年，恒隆有限公司收购香港淘化大同（即恒隆地产前身）的 63% 股权。1987 年，香港淘化大同更名为淘大置业；1989 年收购铜锣湾商业地块、1990 年收购山顶地段（现为山顶广场）。

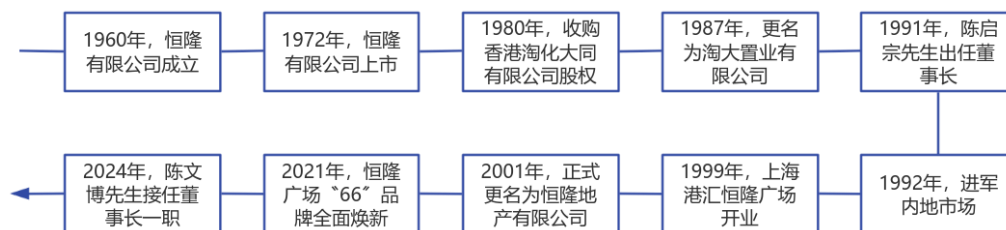
#### (2) 1991-2019 年：进军内地，恒隆广场密集开业

1991 年，陈启宗先生出任集团及公司董事长；1992 年，淘大置业购入渣打银行大厦，同时参与上海一项综合物业发展，进军内地踏出第一步，后续发展为上海港汇恒隆广场并于 1999 年开业。2001 年，淘大置业正式更名为恒隆地产，同年上海恒隆广场开业；2010 年沈阳皇城恒隆广场开业；2011 年济南恒隆广场开业，2012 年沈阳市府恒隆广场开业，2013 年无锡恒隆广场开业；2014 年天津恒隆广场开业，2016 年大连恒隆广场开业，2018 年获取杭州综合体项目，2019 年昆明恒隆广场开业。

#### (3) 2020 年至今：稳健运营，管理层稳定过渡

2020 年陈文博先生获任恒隆集团及恒隆地产副董事长；2021 年武汉恒隆广场开业；2024 年，陈启宗先生卸任恒隆集团及恒隆地产董事长，陈文博先生接任董事长一职。2025 年公司预计落地杭州恒隆广场部分业态。

图 1：恒隆地产发展历程



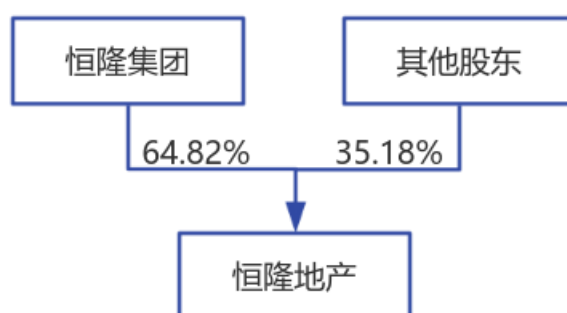
资料来源：公司官网，申万宏源研究



## 1.2 股权架构：大股东持股集中度高、港股通持股近 8%

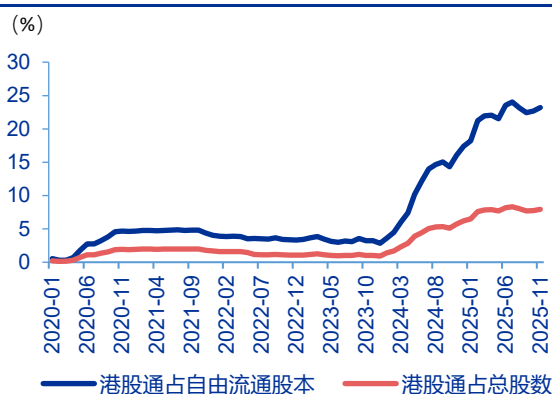
截至 2025 年 6 月末，恒隆集团直接持有其 64.82% 的股份，公司持股结构清晰且集中度较高。截至 25 年 11 月末，恒隆地产港股通占比流通股本 23%，占比总股本高达 7.9%，在主流港资地产公司中位列较高水平。

图 2：恒隆地产股权结构（截至 2025H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：恒隆地产港股通占比股份数量



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：各公司港股通持股占比（截至 25M11 末）



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.3 管理层：管理层平稳过渡，核心成员经验丰富

目前公司董事会共有 9 名成员，包括 3 名执行董事及 6 名非执行董事，其中 5 名为独立非执行董事。公司董事长由陈文博先生担任，陈文博为陈启宗先生之子，于 2010 年加入集团，2016 年 11 月担任公司及集团的执行董事；2020 年 9 月至 24 年 4 月担任公司及集团副董事长；24 年 4 月至今担任集团及公司董事长。公司总裁为卢韦柏先生，2018 年 7 月担任公司行政总裁，拥有 年管理经验，曾经任职于银行业及快速消费品行业。



表 1：公司董事会组成成员

姓名	职位	个人介绍
陈文博	董事长	2010 年加入恒隆。2016 年 11 月获委任为本公司及其上市控股公司恒隆集团董事会之执行董事。2020 年 9 月至 2024 年 4 月，出任本公司及恒隆集团副董事长，2024 年 4 月 26 日获委任为恒隆集团董事长，监督集团整体业务，同时担任集团可持续发展督导委员会主席。
卢韦柏	行政总裁	2018 年 5 月加入公司及其上市控股公司恒隆集团，出任候任行政总裁，2018 年 7 月出任行政总裁。
赵家驹	首席财务总监	2021 年 10 月加入公司及其上市控股公司恒隆集团之董事会，出任执行董事及候任首席财务总监，2022 年 3 月出任首席财务总监。
韦安祖	非执行董事	2025 年 10 月加入董事会非执行董事。
袁伟良	独立非执行董事	1978 年加入恒隆，1986 年出任本公司之执行董事，1992 年获委任为本公司及其控股公司恒隆集团之董事总经理，直至 2010 年 7 月退休。2011 年 3 月出任本公司之非执行董事，2014 年 11 月调任为独立非执行董事。
陈南禄	独立非执行董事	2010 年加入本公司及其上市控股公司恒隆集团，出任行政总裁直至 2018 年 7 月退休。退休后调任为本公司非执行董事，以及获委任为董事长顾问直至 2019 年 7 月。2023 年 1 月调任为本公司独立非执行董事。
陈嘉正	独立非执行董事	2014 年 10 月加入董事会为非执行董事，2015 年 12 月调任为独立非执行董事。
冯婉眉	独立非执行董事	2015 年 5 月加入董事会为独立非执行董事。
李天芳	独立非执行董事	2024 年 3 月加入董事会为独立非执行董事。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.4 业务结构：物业租赁收入占比超九成

公司主营业务包括投资物业租赁、物业销售及酒店，业务主要布局在中国大陆及中国香港，2024 年公司营业收入 112 亿港元，同比+9.0%，公司收入在 2014、2016 年增长明显，主要源于公司在香港地区物业销售当年贡献较大收入体量，此外，公司其他年份营收表现相对稳健，公司在 2011-2024 年 13 年营收 CAGR 增速 5%。公司过往营收能稳步增长源于内地物业租赁收入提升，2011-2024 年 13 年内地物业租赁营收 CAGR 增速高达 7%。

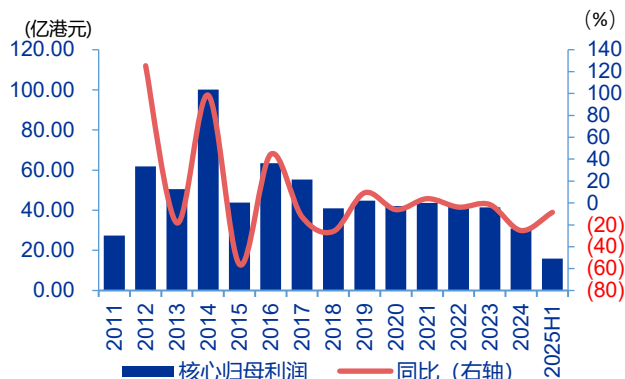
2025H1，公司营收实现 50 亿港元，同比-18.7%，其中内地、香港占比分别为 67%、33%；从公司业务布局看，内地物业租赁、香港物业租赁、香港物业销售、内地酒店分别收入占比 64%、30%、3%、3%。利润端，公司 2024 年核心归母净利润（即股东应占纯利）31 亿港元，同比-25%，连续 3 年回落，25H1 核心归母净利润 15.9 亿港元，同比-9%，源于租赁市场景气度下滑，公司租赁物业也存在租金下滑压力，此外公司物业销售也出现部分亏损。

图 5：恒隆地产营业收入及同比



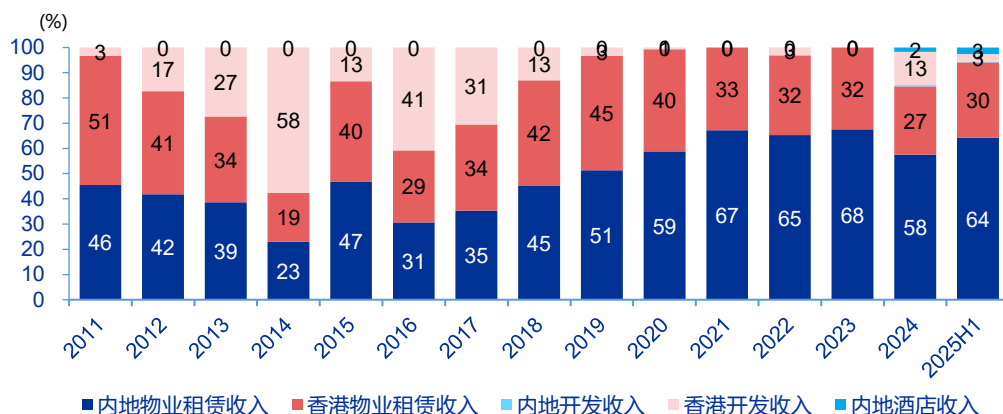
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：恒隆地产核心归母净利润及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：恒隆地产营业收入按业务分类



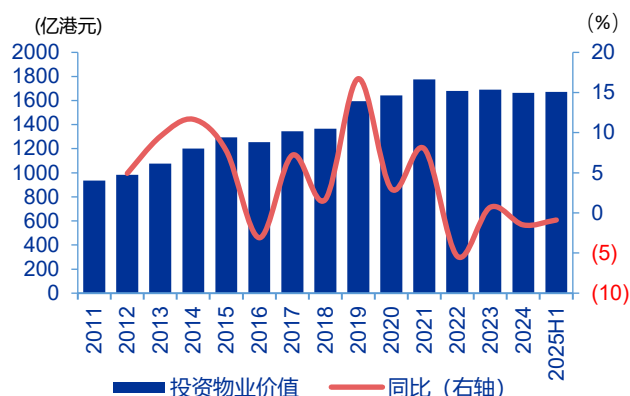
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 投资物业：穿越周期韧性好，贡献稳定现金流

公司 IP 为以零售为主的大型综合体项目，主要定位高端市场。截至 2024 年末，公司在中国内地有 10 个在运营投资物业、中国香港 24 个投资物业。公司在内地 10 个投资物业主要布局在上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉 8 个城市，总楼面面积 227 万平，其中零售、办公楼占比 61%、33%；香港物业主要布局在中环、铜锣湾、旺角、尖沙咀等核心区域，总楼面面积 48.6 万平，其中零售、办公楼占比 51%、35%。

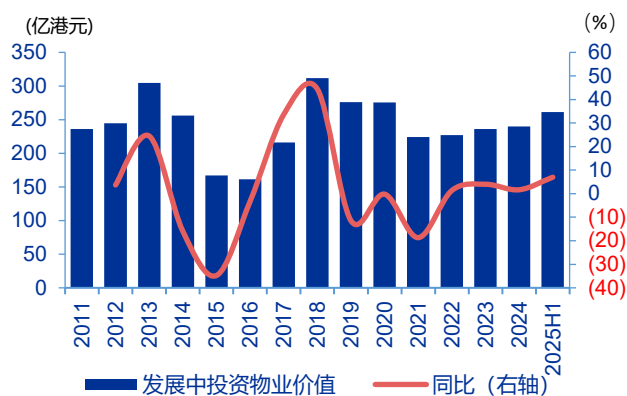
**IP 价值稳定，租金小幅波动、贡献稳定现金流。** 2025H1，公司投资物业账面价值 1671 亿港元，同比-0.9%；其中内地、香港占比 63%、37%。此外公司发展中的投资物业账面价值 261 亿港元，同比+7%，为公司后续租金支撑奠定基础。租金规模方面，2024 年公司物业租赁收入 95 亿港元，同比-6.4%，近年来呈现小幅波动，其中内地、香港贡献占比 68%、32%；2025H1，公司物业租赁收入 46.8 亿港元，同比-2.9%，降幅边际收窄。

图 8：恒隆地产投资物业价值及同比



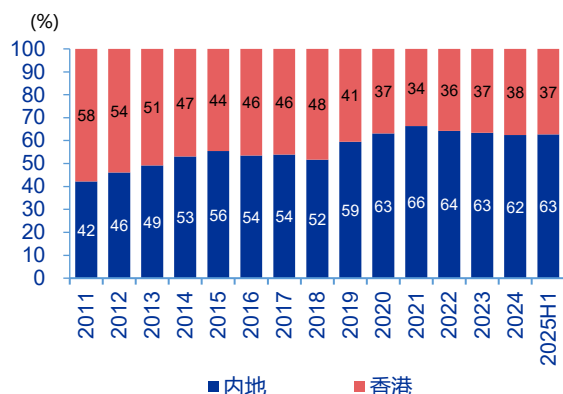
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：恒隆地产发展中投资物业价值及同比



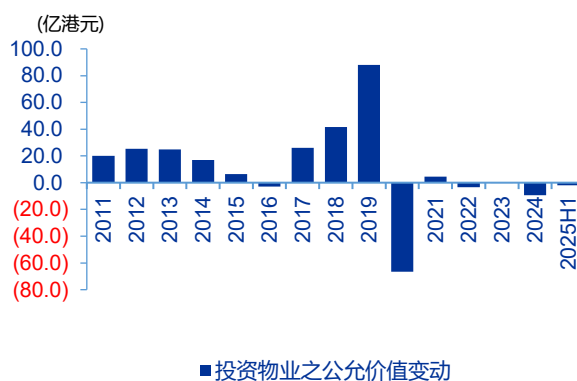
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：恒隆地产投资物业价值按照区域分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

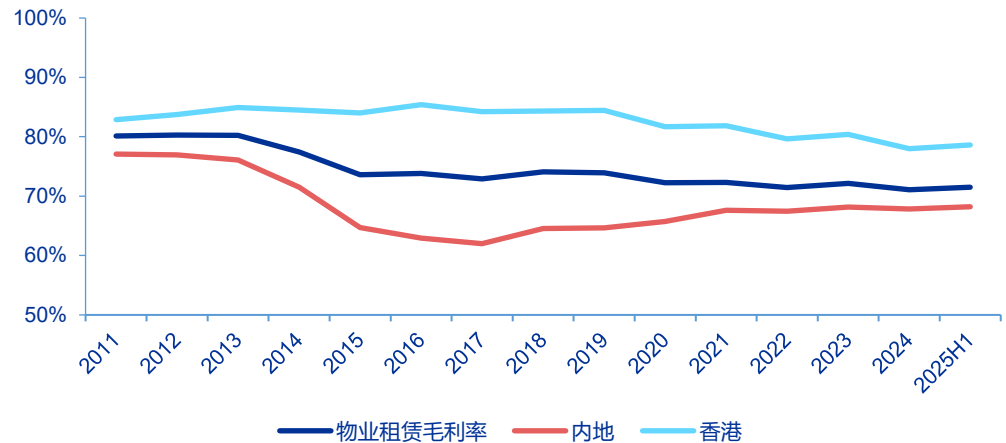
图 11：恒隆地产投资物业公允价值变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

IP 盈利情况稳定，为公司利润贡献主体。2024 年，公司物业租赁、酒店收入占总收入比例为比合计 86%，25H1 为 97%；毛利润方面，2024 年，物业销售及酒店毛利均为亏损状态，物业租赁贡献毛利润 67.6 亿港元；综合毛利率 71%，25H1 提升至 72%，2020 年以来均保持较为稳定态势。

图 12：恒隆地产投资物业租赁业务毛利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.1 内地 IP：定位高端市场，重奢赛道稳步复苏

截至 2024 年末，公司在中国内地有 10 个在运营投资物业，主要布局在上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉 8 个城市，总楼面面积 227 万平，其中零售、办公楼、酒店、服务式寓所分别为 140、75、11、1 万平，分别占比 61%、33%、5%、1%。公司投资物业主要以零售购物中心业态为主。从商场定位看，公司除去济南恒隆广场、沈阳皇城恒隆广场、天津恒隆广场三个商场定位次高端商场，其余 7 个商场均定位高端商场。

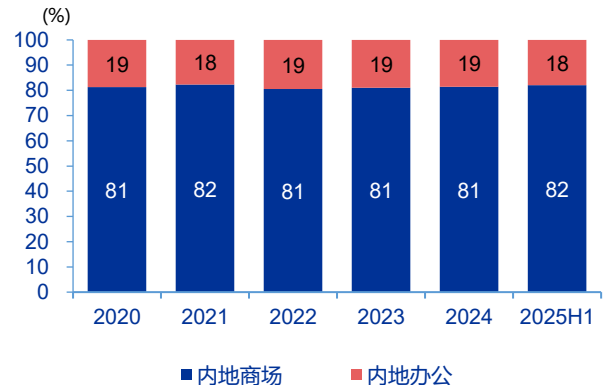
2024 年公司内地物业租赁收入 65 亿港元，同比-5%，2011 年以来营收 CAGR 增速+7%；2025H1，公司内地物业租赁收入 32 亿港元，同比-2%。从业态分布看，商场、办公营收占比分别为 82%、18%。从利润率角度看，2025H1 公司在内地物业租赁毛利率 68%，近年来保持稳定状态。

图 13：恒隆地产内地投资物业的租金收入及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：恒隆地产内地投资物业的租金区域分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：恒隆地产内地 IP 开业情况及面积规模

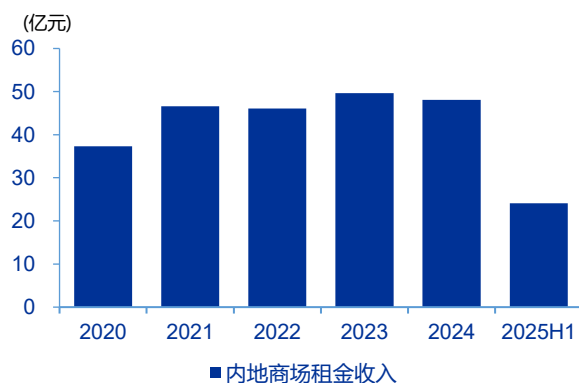
城市	商场	地址	开业时间	地契届满期	总楼面面积 (万平)				停车位数目
					零售	办公楼	酒店	服务式寓所	
上海	港汇恒隆广场	徐汇区虹桥路 1 号	1999	2043	12.2	—	—	—	752
上海	恒隆广场	静安区南京西路 1266 号	2001	2044	5.4	16.0	—	—	804
沈阳	皇城恒隆广场	浑南区中街路 128 号	2010	2057	10.9	—	—	—	844
沈阳	市府恒隆广场	浑南区青年大街 1 号	2012	2058	10.2	13.2	6.0	—	2,001
济南	恒隆广场	历下区泉城路 188 号	2011	2059	17.1	—	—	—	785
无锡	恒隆广场	梁溪区人民中路 139 号	2013	2059	12.2	13.8	—	—	1,292
天津	恒隆广场	和平区兴安路 166 号	2014	2061	15.3	—	—	—	800
大连	恒隆广场	西岗区五四路 66 号	2016	2050	22.2	—	—	—	1,214
昆明	恒隆广场	盘龙区东风东路 21-23 号	2019	2052	16.5	16.8	5.4	—	1,959
武汉	恒隆广场	硚口区京汉大道 688 号	2021	2053	17.7	15.1	—	1.4	2,265
合计					139.8	74.8	11.4	1.4	12,716

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.1.1 商场：积极调改、营收及零售边际改善

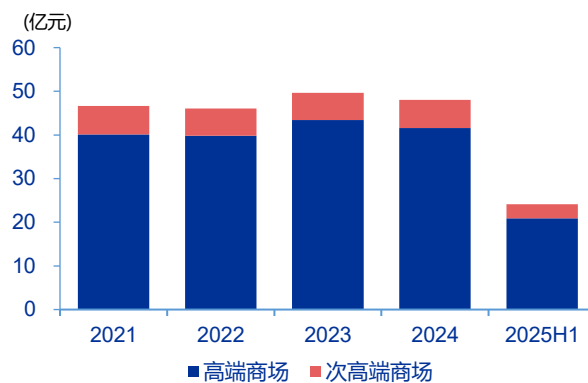
**营收表现边际改善，出租率保持高位。**2024 年公司内地商场租金收入 48 亿元人民币，同比-3%，2021-2024 年均保持在 46-50 亿元之间，较为稳定；2025H1 内地商场租金收入 24.1 亿元人民币，同比持平，降幅收窄、营收端增速持续向好；2025H1 公司高端商场、次高端商场营收占比分别为 87%、13%。出租率方面，除去武汉恒隆广场、沈阳市府恒隆广场以外，其他 8 个商场出租率均在 94%以上，均值 96%；武汉恒隆广场正通过持续高端服务强化客户、积极推动市场营销，沈阳市府恒隆广场目前正处于转型阶段，引入更多时尚品牌、增加餐饮选择，通过主观调控这两个项目出租率也在持续提升，2025H1 武汉恒隆广场、沈阳市府恒隆广场出租率分别达 88%、86%，较 2023 年低位 82%、81%明显提升。

图 15：恒隆地产内地 IP 商场租金收入



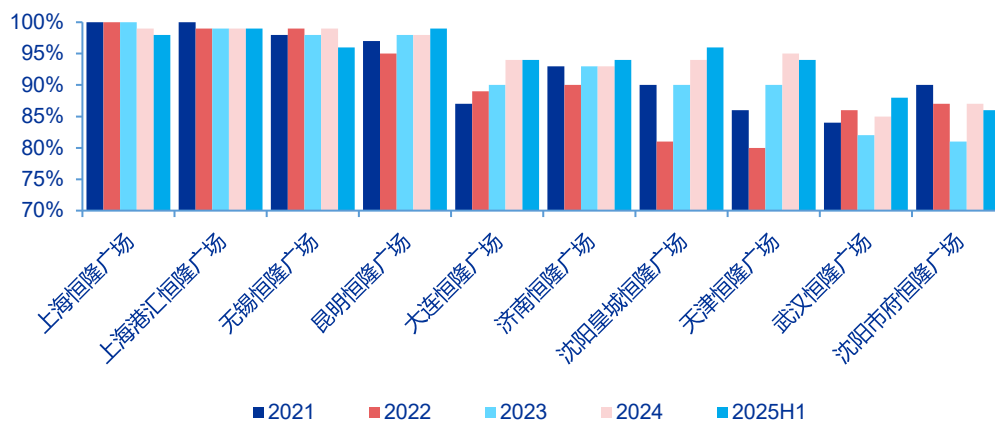
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：恒隆地产投资物业租金收入区域分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：恒隆地产内地投资物业商场租户出租率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

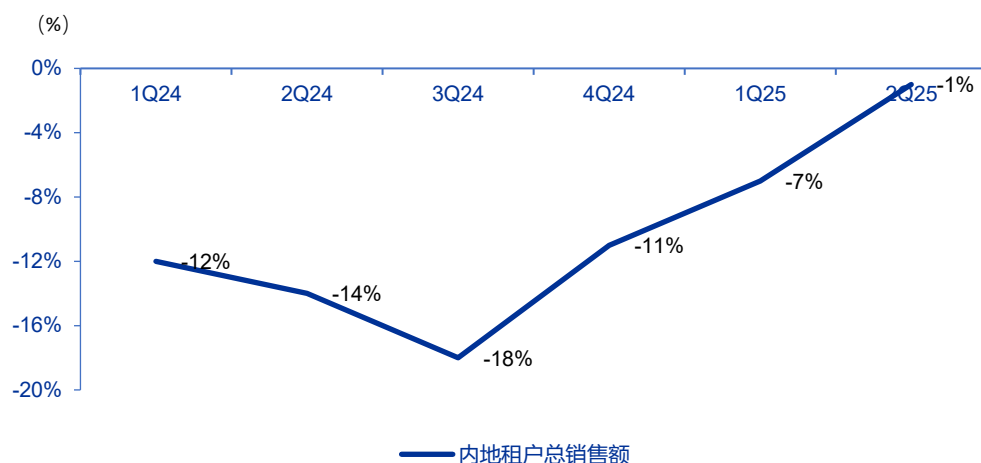
表 3：恒隆地产内地 IP 商场租金情况 (亿元人民币)

	2021	2022	2023	2024	2025H1
上海恒隆广场	17.82	15.95	17.55	16.48	8.22
上海港汇恒隆广场	11.63	11.46	12.13	11.72	5.97
无锡恒隆广场	3.73	3.98	4.46	4.56	2.45
昆明恒隆广场	2.69	2.85	3.05	3	1.62
大连恒隆广场	1.64	2.29	2.72	2.95	1.59
济南恒隆广场	3.05	3.04	3.15	3.17	1.59
沈阳皇城恒隆广场	1.79	1.61	1.58	1.63	0.83
天津恒隆广场	1.68	1.6	1.52	1.7	0.82
武汉恒隆广场	1.53	2.32	2.51	2.03	0.76
沈阳市府恒隆广场	1.06	0.97	0.96	0.81	0.27
内地商场租金收入	46.62	46.07	49.63	48.05	24.12

资料来源：公司公告，申万宏源研究

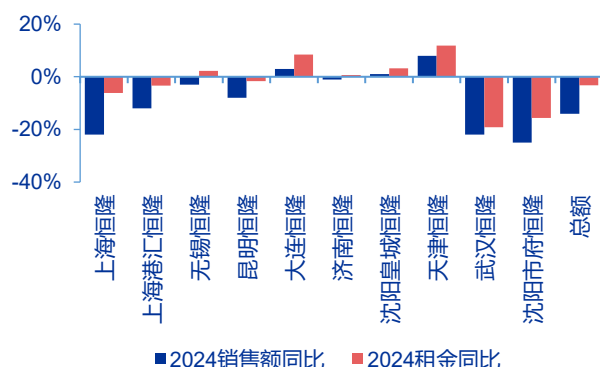
**商场零售逐季度改善，推动后续经营业绩稳步提升。**2025Q1、2025Q2 内地租户零售额同比分别-7%、-1%，2025H1 同比-4%，自 2024Q3 以来持续改善。2024 年以来公司租金端表现持续优于零售端表现，公司商场租金模式由固定租金及浮动租金组成，随着终端零售的逐渐修复，租金端后续韧性佳。

图 18：恒隆地产内地商场租户总零售额同比



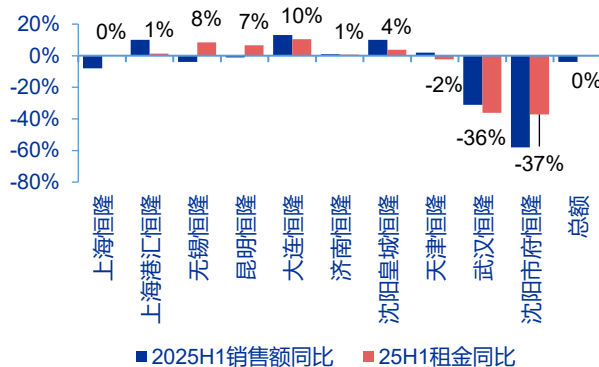
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：恒隆地产内地商场 2024 年租金及零售额同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：恒隆地产内地商场 25H1 租金及零售额同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：恒隆地产内地投资物业租户销售额同比

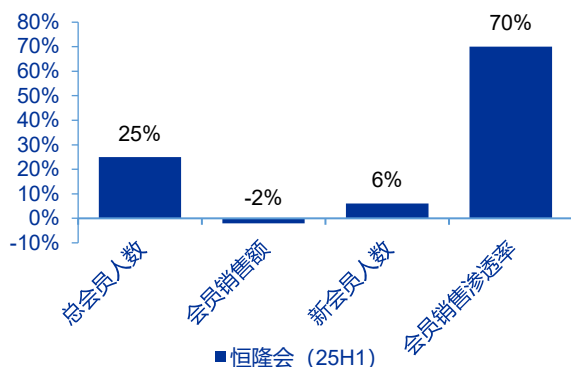
零售额同比	2021	2022	2023	2024	2025H1	趋势图
上海恒隆广场	37%	-24%	24%	-22%	-8%	
上海港汇恒隆广场	56%	-19%	30%	-12%	10%	
无锡恒隆广场	77%	1%	19%	-3%	-4%	
昆明恒隆广场	79%	-4%	8%	-8%	-1%	
大连恒隆广场	89%	67%	29%	3%	13%	
济南恒隆广场	20%	-20%	25%	-1%	1%	
沈阳皇城恒隆广场	11%	-24%	44%	1%	10%	
天津恒隆广场	28%	-29%	41%	8%	2%	
武汉恒隆广场	-	158%	20%	-22%	-31%	
沈阳市府恒隆广场	33%	-18%	9%	-25%	-58%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究



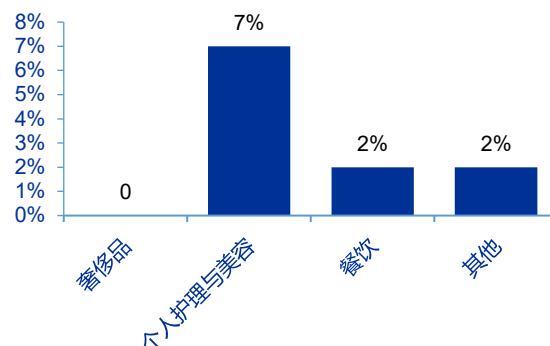
**积极谋变，引入新兴品牌，强化会员制度。**公司持续升级旗下物业组合，2025H1 累计举办活动超 1500 个，提升运营效率、打造更丰富体验。2025H1，公司新签约数量同比+36%；新增 102 个首店品牌，同比+57%；从业态看，奢侈品、个人护理及美容、餐饮业态的净租用面积同比分别持平、+7%、+2%。公司通过积极调改推动出租率表现持续好转。此外，公司自 2024 年 9 月起恒隆会会员计划新增“玛瑙”等级，旨在扩大会员基础，提供更专业会员服务，包括专属停车位、私人订制生日派对、VIP 贵宾厅等等。

图 22：恒隆内地商场会员运营数据同比变化



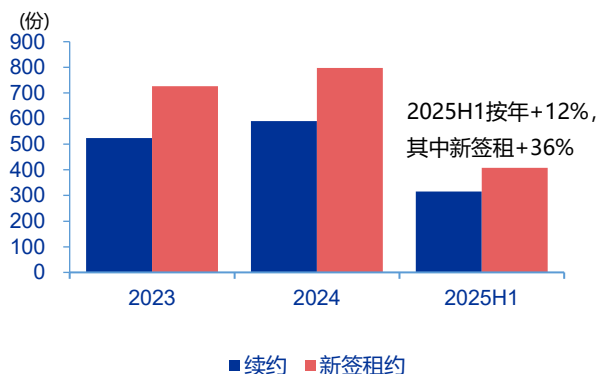
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：恒隆内地商场 25H1 零售净租用面积同比



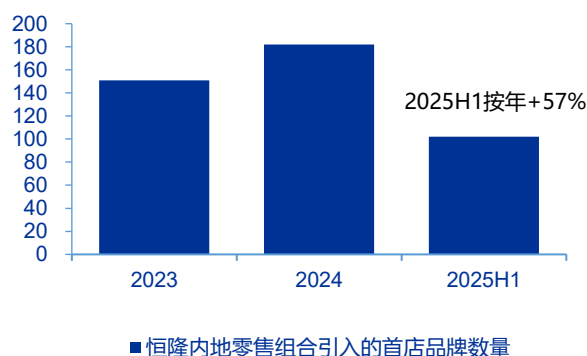
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：恒隆内地零售续租与新签租约数量同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：恒隆内地零售组合引入的首店品牌数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：恒隆地产内地投资物业积极推出营销活动



资料来源：公司公告，申万宏源研究

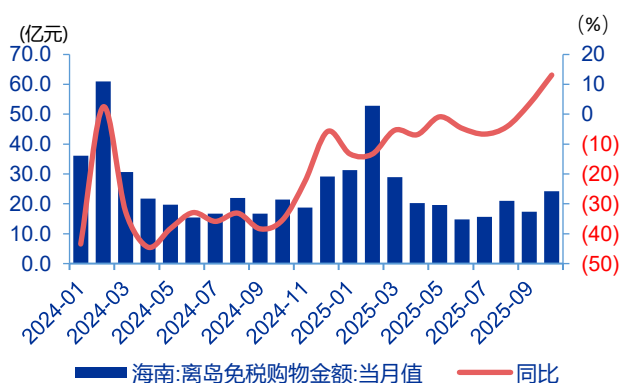
目前国内消费呈现结构性复苏，其中重奢复苏态势良好。重奢方面，2025Q3 全球重点奢侈品集团收入增速均有所回升，其中 LVMH 单季度营收增速 1%，同比由负转正，其中亚洲（除日本）区域达到+2%；Prada 及爱马仕单季度增速达 9~10%；Burberry 同店零售也快速修复至+2%。此外，国内免税数据也同样印证奢侈品消费复苏态势，海南离岛免税购物金额及人均消费均在持续提升，免税购物金额自 2025 年 9 月开始同比转正，此前连续 18 个月为负；而人均消费自 2024 年 12 月开始同比转正。

表 4：各奢侈品公司季度营收同比增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Prada	16%	18%	18%	15%	13%	6%	9%
爱马仕	17%	13%	11%	18%	7%	9%	10%
Burberry	-12%	-21%	-20%	-4%	-6%	-1%	2%
LVMH	3%	1%	-3%	1%	-3%	-4%	1%
开云集团	-10%	-11%	-16%	-12%	-14%	-15%	-5%

资料来源：各公司公告，公司官网，申万宏源研究（备注：Burberry 使用同店零售额同比，使用固定汇率口径）

图 27：海南离岛免税购物金额当月值及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：海南离岛免税购物人均消费及同比

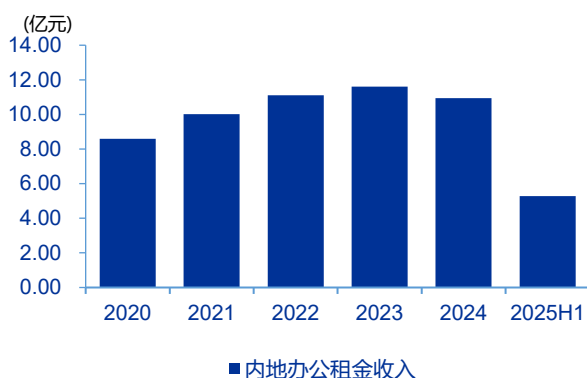


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 2.1.2 办公楼：营收及出租率仍然承压

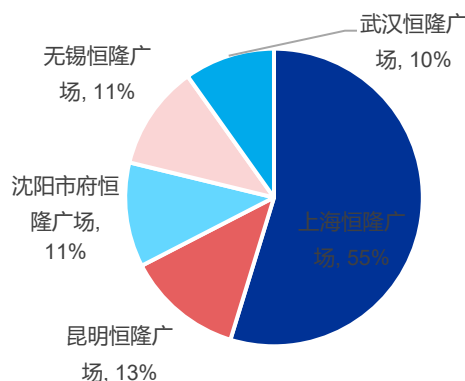
公司办公楼主要由上海、沈阳、无锡、昆明、武汉五个恒隆广场贡献，总楼面面积 75 万平；2024 年公司内地办公楼租金收入 11.0 亿元人民币，同比-6%，2025H1 内地办公楼租金收入 5.3 亿元人民币，同比-5%，降幅有所收窄，整体经营仍然具备一定压力。出租率方面，2025H1 办公楼出租率均值 80%，较 2024 年全年-3pct。

图 29：恒隆地产内地办公楼租金收入



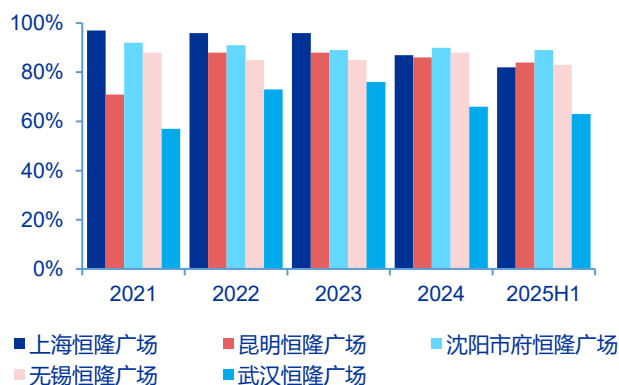
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：恒隆地产内地办公楼 2025H1 租金分布



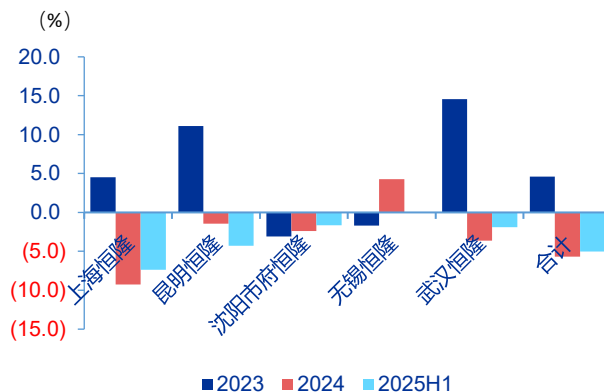
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：恒隆地产内地办公楼出租率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：恒隆地产内地办公楼租金收入同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.1.3 项目落成时间表：未来杭州恒隆贡献主要增量

从未来投资物业落地规划看，杭州恒隆、无锡恒隆二期贡献较大体量。根据公司公告，2025 年公司预计落地杭州恒隆广场、无锡恒隆广场二期两个项目，其中杭州恒隆广场是一个综合性高端商业项目，总楼面面积 39 万平，包括零售平台、五座甲级办公楼、文华东方酒店，其中零售、办公楼、酒店、停车场及其他分别为 10.6、9.6、3.8、15.1 万平。从落成情况看，零售预计开业时间 2026 年上半年；办公楼有 A、B、C、D、E 五座，B、C、D、

E 座预计 2025 年下半年落成、22%已预租，A 座 2026 年上半年落成，已开始洽租；杭州文华东方酒店预计 2026 年下半年开业，提供 194 间高级客房。此外，公司与百大集团签署租约，通过租赁方式获取杭州恒隆广场扩展部分 4.2 万平，主要为零售业态，租赁期限自 2028 年 4 月起 20 年，年租金 1.5 亿元人民币，每三年租金递增 4.5%，合同期限的前 2 年分别减免 3 个月的租金。

无锡恒隆广场二期总楼面面积 15.1 万平，包括无锡恒隆府及无锡锡喆寓、希尔顿格芮精选酒店，前者主要由 2 座住宅高楼组成，合计 573 个单位，后者包括一栋七层高大楼及移动三层高文物建筑，合计 105 间客房；预计均在 2025 年下半年预售或开业。

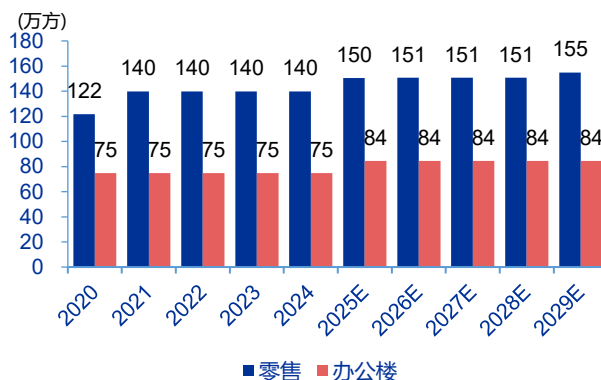
**截至 2025 年末，公司预计落成零售面积累计 150 万平、办公楼 84 万平，未来零售、办公楼规模相对稳定。**

图 33：杭州恒隆广场规划图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：恒隆地产内地投资物业预计未来楼面面积



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：恒隆地产内地主要商业地产项目落成时间表

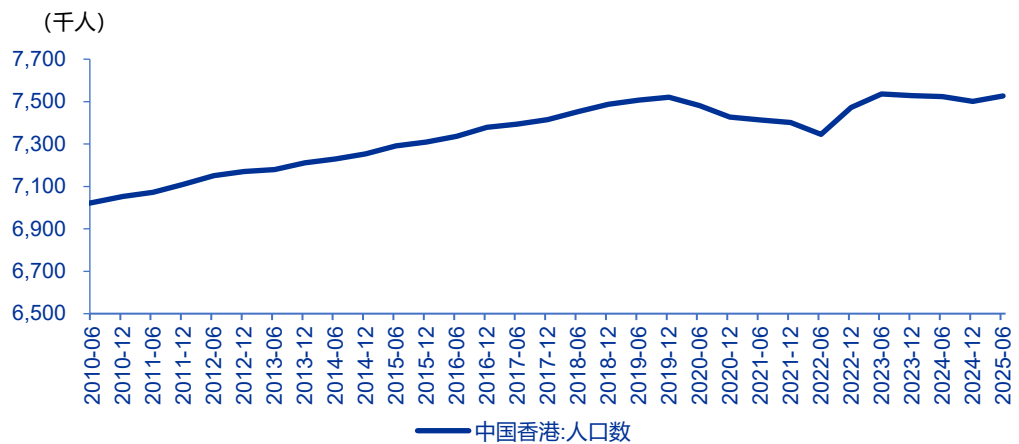
落成时间	项目	零售	办公楼	酒店	停车场及其他	总建面
2025H2-2026 年	杭州恒隆广场	10.59 万方 (2026H1 开业)	9.56 万方 (BCDE 塔 25H2 落成, A 塔 26H1 落成)	194 间房、3.81 万方 (2026H2 开业)	15.06 万方	39.02 万方
2025H2	无锡恒隆广场第二期发展项目			105 间房	2 栋住宅 573 个单位	15.1 万方
2026 年	上海恒隆广场三期扩建项目	0.3 万方				0.3 万方
2027 年	上海金普顿徐家汇酒店(位于港汇恒隆广场)			150 间房		-
2029 年	杭州恒隆广场扩展部分	4.2 万方				4.2 万方
合计		10.59 万方	9.56 万方	-	-	58.62 万方

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.2 香港 IP：市场景气度回升，营收降幅收窄

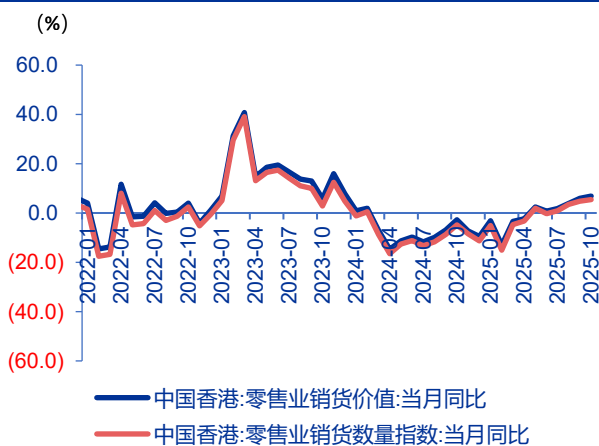
香港市场的经济逐步复苏，人口逐渐回流。自 2022 年以来，香港的整体人口呈现回升趋势，人口数量从 2022 年 6 月低点 735 万已经逐渐回升至 2025 年 6 月的 753 万，接近历史人口峰值。尽管零售行业的租金压力依然存在，但前端指标零售额销货已经开始缓慢恢复，表明消费者信心缓慢修复；2025 年 10 月香港零售业销货价值当月同比 6.9%，创 2024 年以来历史新高。写字楼租金压力仍然较大。

图 35：中国香港人数情况



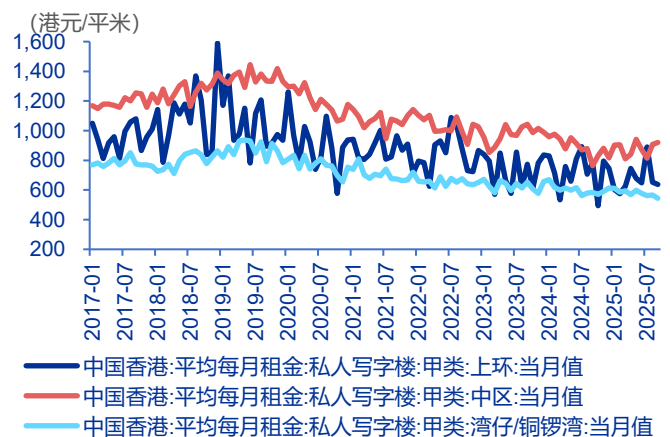
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 36：中国香港零售业销货当月同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：中国香港私人写字楼每月租金当月值



资料来源：Wind，申万宏源研究

**香港物业租赁收入降幅明显收窄。**2024 年公司香港物业租赁收入 30.5 亿港元，同比-9%；25H1 租赁收入 14.9 亿港元，同比-4%；从毛利率看，2025H1 物业租赁毛利率 78.6%，维持高位，较 2024 年全年回升 0.6pct。收入按业态划分，2025H1 零售、办公楼、住宅及服



务式寓所占比分别为 59%、34%、8%；出租率方面，零售、办公楼、住宅及服务式寓所分别为 94%、87%、82%，较 24 年全年分别-1、-1、-6pct。

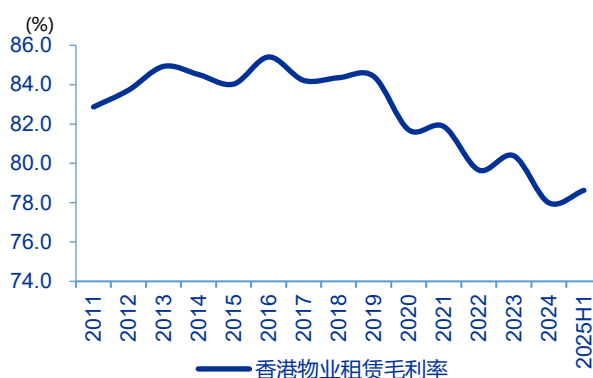
具体业态看，（1）零售：消费需求仍然疲弱，但已经出现边际好转。2025H1 公司在香港零售组合收入 8.7 亿港元，同比-7%，较 2024 年全年+2pct；同期租户销售额同比仅-2%，较 2024 年全年+2pct。（2）办公楼：2025H1 公司在香港办公楼组合收入 5.0 亿港元，同比-1%，较 2024 年全年+7pct。行业仍然供过于求，但公司积极提供精装修或分间办公空间方案，以对冲行业下行压力。（3）住宅及服务式寓所：2025H1 公司在香港办公楼组合收入 1.1 亿港元，同比+11%，香港政府积极推动人才入境计划给公司带来额外客源，同时服务式寓所提供灵活租赁条款，推动收入积极向好。

图 38：恒隆地产香港物业租赁收入及同比



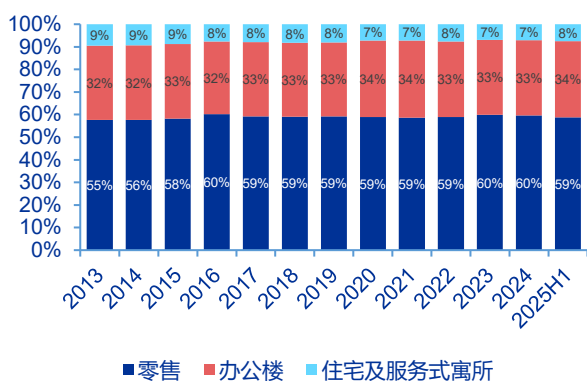
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：恒隆地产香港物业租赁毛利率



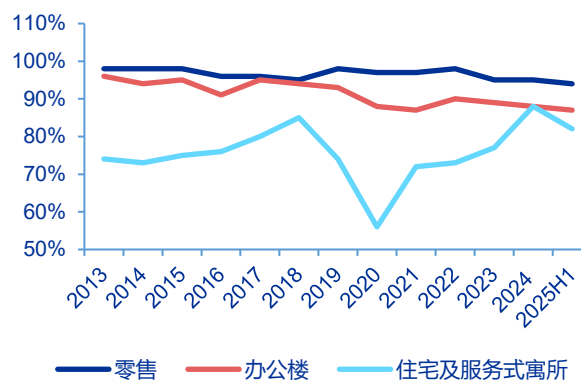
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40：恒隆地产香港物业租赁收入业态分布



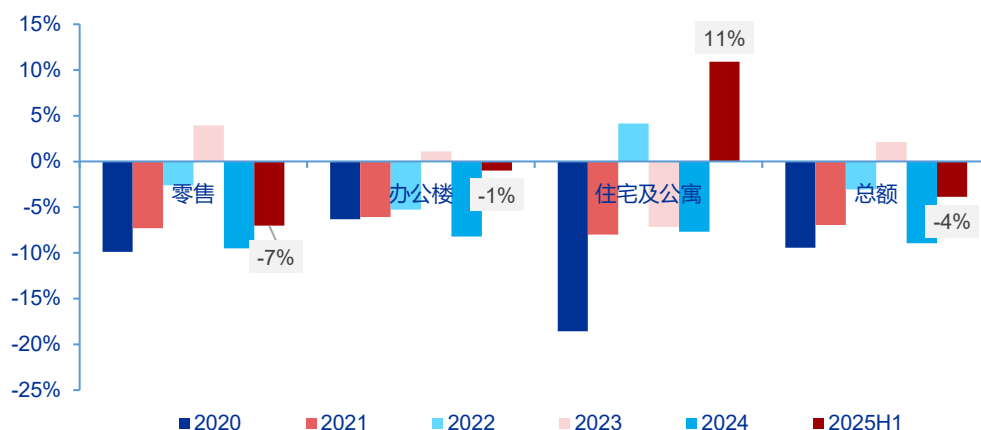
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：恒隆地产香港物业租赁各业态出租率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：恒隆香港物业租赁各业态租金收入同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 酒店：规模较小，保持稳定经营

公司在运营酒店有沈阳康莱德酒店、昆明君悦酒店两个；沈阳康莱德酒店于 2019 年开业，2025H1 实现收入 0.62 亿元人民币，同比-3%，出租率 70%，同比+2pct；昆明君悦酒店于 2024 年 8 月开业、25H1 实现收入 0.57 亿元人民币，出租率 59%。2025H1，公司酒店业务实现收入 1.29 亿港元，同比+84%。未来公司发展酒店仍有无锡锡喆寓、希尔顿格芮精选酒店，预计 2025 年下半年开业，房间数量 105 间；杭州文华东方酒店预计 2026 年下半年开业，房间数量 194 间。

图 43：恒隆地产内地酒店组合

	运营中		发展中	
				
	沈阳康莱德酒店 (位于沈阳市府恒隆广场)	昆明君悦酒店 (位于昆明恒隆广场)	无锡锡喆寓，希尔顿 格芮精选酒店 (位于无锡恒隆广场)	杭州文华东方酒店 (位于杭州恒隆广场)
	沈阳	昆明	无锡	杭州
开幕时间	2019	2024	2025年下半年	2026年下半年
平均出租率	70%	59%	不适用	不适用
房间数目	315	331	105	194

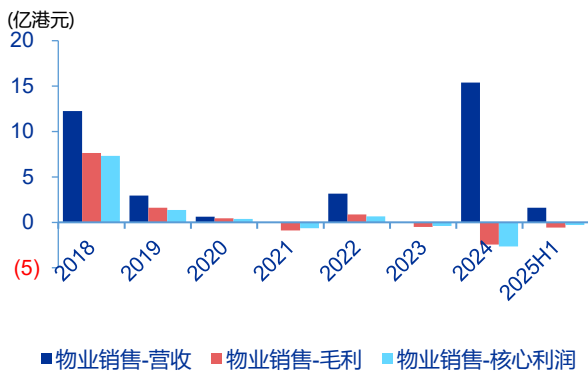
资料来源：公司公告，申万宏源研究



### 3. 物业销售：结算规模小，未来对业绩拖累有限

2019年后公司地产物业销售业务整体规模较小,仅2024年物业销售收入15.4亿港元,公司增长较多源于公司出售香港皓日120个住宅单位、蓝塘道2个大宅、武汉及昆明项目。整体而言,公司销售业务主要布局在中国香港市场,内地规模较小。2025H1,公司销售收入1.6亿港元,结算项目主要为皓日19个住宅单位及武汉项目。从盈利角度,当前公司物业销售利润率较弱,毛利自2023年开始持续为负,但绝对值较小;尽管短期内地产销售业务对公司盈利有一定拖累,但幅度有限。从后续项目储备看,公司在内地主要包括武汉、无锡、昆明三个项目,在香港包括6个项目,其中4个是待售住宅、2个是住宅业态的投资物业。

图 44：恒隆地产物业销售营收及利润情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 45：恒隆地产物业销售毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：公司待售住宅及发展中物业及投资物业处置情况梳理（截至 2025H1）

项目	城市	地点	待售单位数目	进度
武汉恒隆府	武汉	硚口区京汉大道 600 号	492 个单位(包括 60 个单位出租投资物业)	已落成
无锡恒隆府	无锡	梁溪区健康路	573 个单位	预计于 25H2 起落成、Q3 开始预售
昆明君悦居	昆明	盘龙区东风东路/北京路	254 间寓所, 当中包括 3 间顶层别墅	已落成: 2024 年落成
蓝塘道 23-39	香港	香港跑马地	7 间待售大宅	已落成
卫信道 8-12A 号	香港	香港渣甸山	总楼面面积约 26,000 平方呎	规划中
皓日	香港	香港九龙湾	153 个待售单位	已落成
寿山村道重建项目	香港	香港港岛南区	总楼面面积约 47,000 平方呎	发展中: 清拆工作已于 2025 年 6 月完成
御峯 (投资物业处置)	香港	香港山顶司徒拔道	54 个复式单位	已落成: 翻新工程自 23 年 9 月起展开并于 25H1 完成, 25H1 售出 1 个复式单位
滨景园 (投资物业处置)	香港	香港港岛南区	56 个单位	已落成

资料来源：公司公告，申万宏源研究

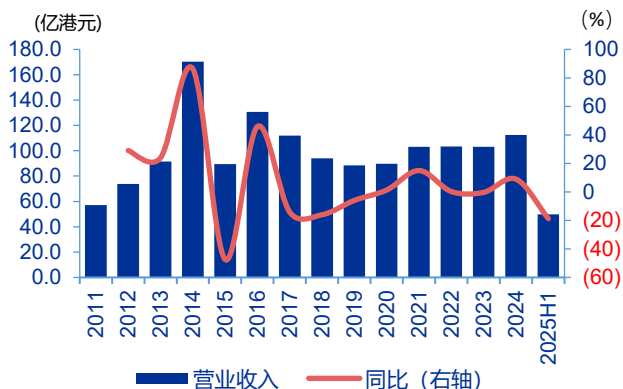
## 4. 财务及分红：财务稳健，分红比例 80%

### 4.1 盈利：物业销售拖累，租赁保持稳定

**收入端稳中有增：**2024 年公司营业收入 112 亿港元，同比+9%，收入增长明显源于公司香港物业销售收入 15 亿港元，23 年同期为 0；而物业租赁收入 95 亿港元，同比-6%。公司收入自 2018 年以来保持稳中有升。

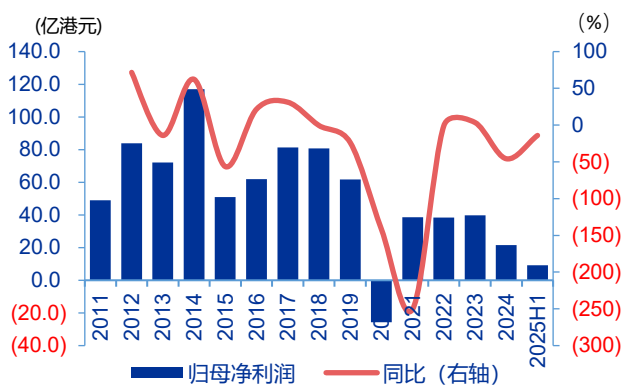
**利润端有所下滑：**公司 2024 年综合毛利率 57.4%，同比-14.2pct，主要源于物业销售拖累，分业务看，物业租赁毛利率 71%，保持相对稳定；物业销售毛利率-16%，出现亏损；2024 年公司核心归母净利润 31 亿港元，同比-25%，2018-2023 年核心业绩保持稳定，2024 年下滑明显源于物业销售及酒店业务亏损幅度加大，同时物业租赁业务由于调改、策略活动等因素导致费用有所增加、影响最终净利率表现；2025H1，公司核心归母净利润 15.9 亿港元，同比-9%，降幅有所收窄。

图 46：恒隆地产营业收入及同比



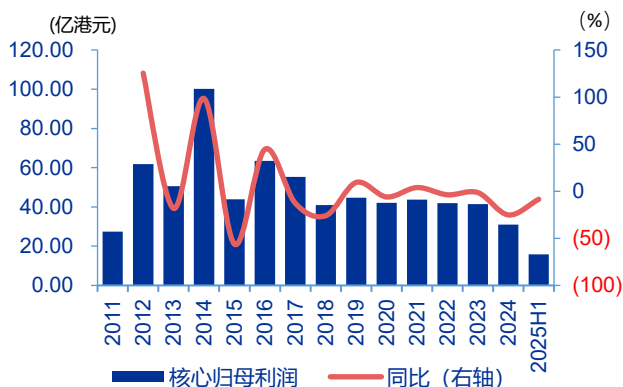
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 47：恒隆地产归母净利润及同比



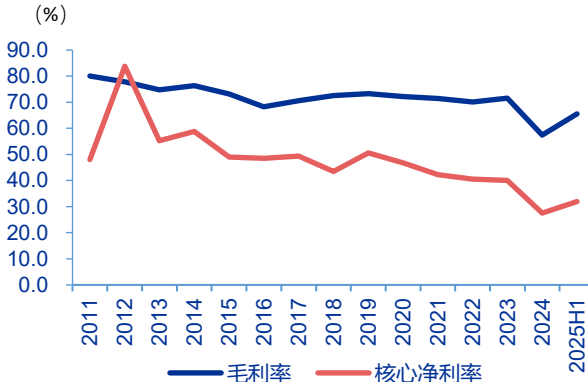
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：恒隆地产核心归母净利润及同比



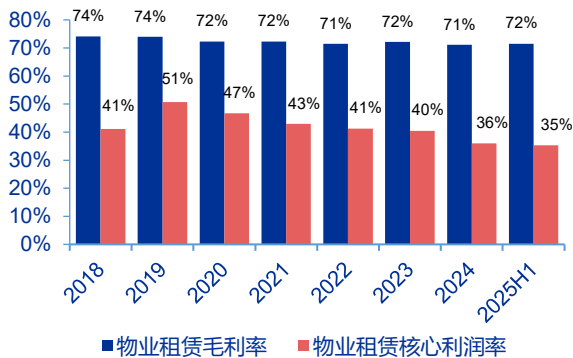
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 49：恒隆地产毛利率及核心净利率



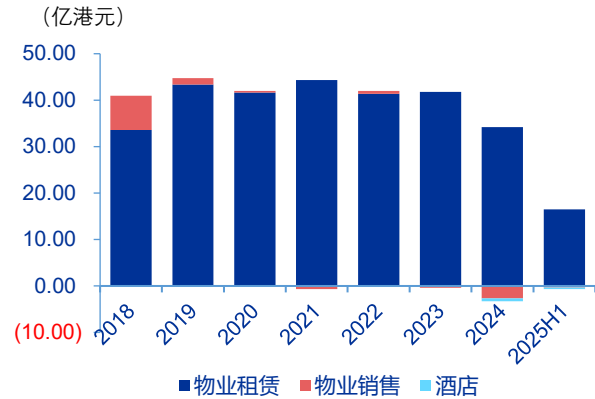
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 50：恒隆地产物业租赁业务毛利率及核心净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 51：恒隆地产归母核心利润按照业务分类



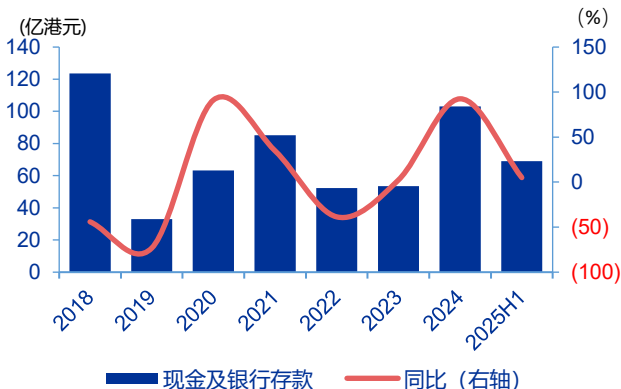
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 负债：资本开支逐渐减少、负债率预期改善

**净负债率可控、未来有望边际回落，融资成本有所下滑。**2025H1，公司现金及银行存款 69 亿港元，同比+5%，有息负债 548 亿港元，同比+3%；公司净负债率 2017 年前保持 5%以下水平，2018 年后净负债率持续提升，2025H1 为 33.5%，负债规模有所提升源于公司此前资本承担规模较大，2018 年公司获取发展中物业杭州恒隆广场，总投资额达 160 亿元人民币（土地+建设），后续随着项目逐步开业，资本承担将逐渐减少，净负债率有望边际回落。

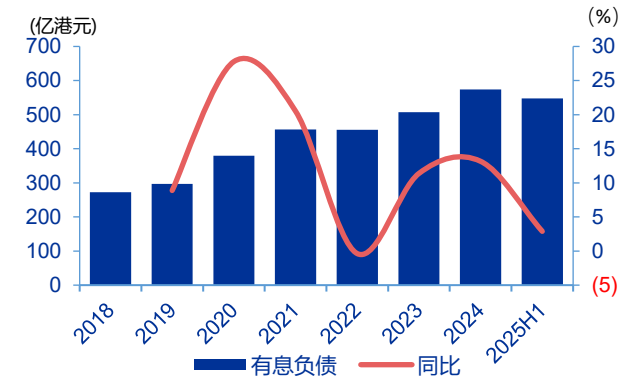
从负债结构看，2025H1，公司有息负债中 1 年内、1-2 年、2-5 年、5 年后负债占比分别 12%、17%、64%、7%；币种分类看，港币浮息、港币定息、人民币浮息、人民币定息占比分别 28%、29%、29%、14%。2025 年 1 月公司签订 100 亿港元五年期银团贷款协议，进一步巩固公司财务状况。融资成本方面，公司 2025H1 平均融资成本 3.9%，创下近年新低。

图 52：恒隆地产现金及银行存款及同比



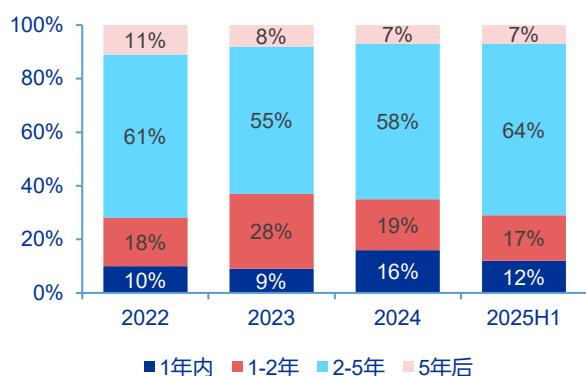
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 53：恒隆地产有息负债及同比



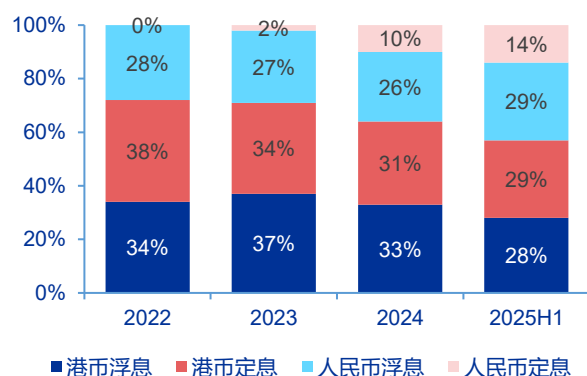
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 54：恒隆地产有息负债期限分布



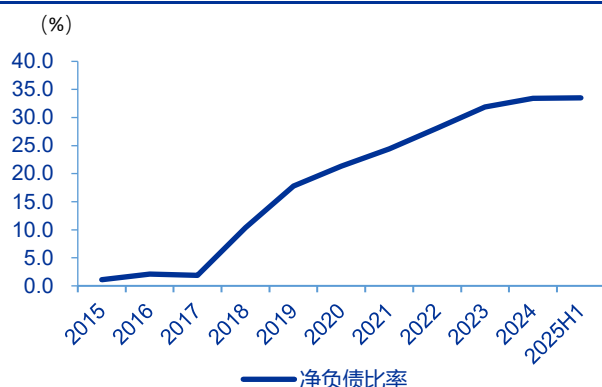
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 55：恒隆地产有息负债币种分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 56：恒隆地产净负债率



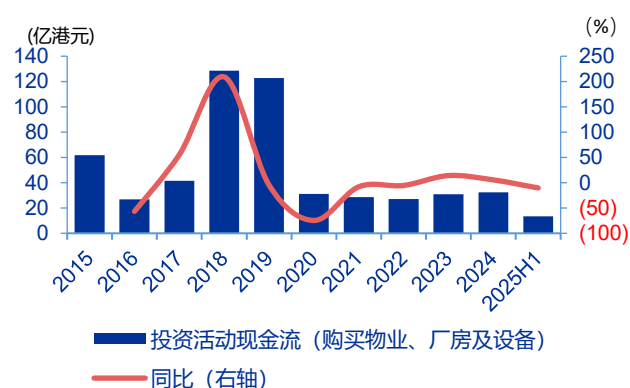
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 57：恒隆地产借贷利率



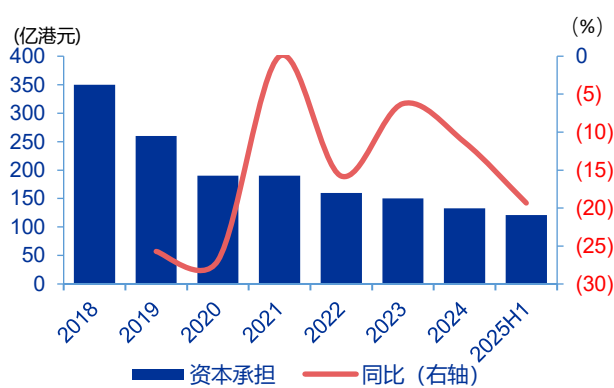
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 58：恒隆地产投资活动现金流及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 59：恒隆地产资本承担及同比

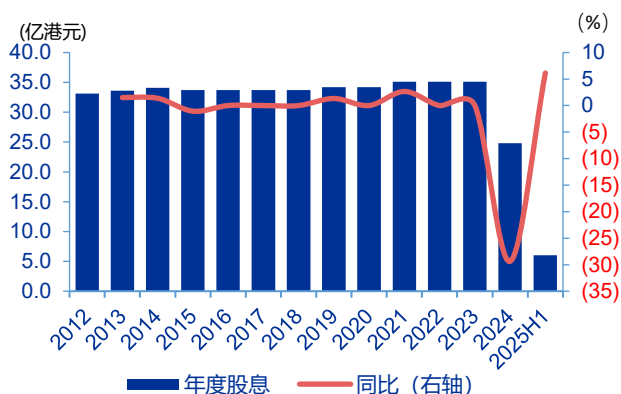


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 4.3 分红：分红比例 80%、股息率近 6%

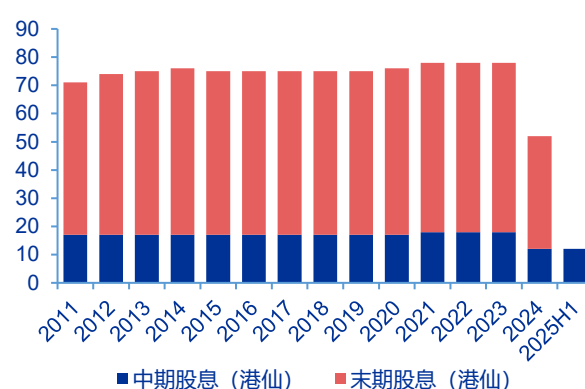
公司年度股息以往年份均保持较为稳定状态，2012-2023 年年度股息均保持在 33-35 亿港元左右，2024 年随着核心利润的下滑，公司股息也有所下滑，2024 年全年公司每股股息 52 港仙，分红比例高达 80%。横向比较，主流港资地产公司中，公司分红比例处于行业内靠前位置，同时股息率也较为可观。为减轻公司资金负担，公司自 2023 年末期派息开始增加以股代息方式，2024 年分红绝对金额也有所下调。目前公司股息率 (ttm) 5.6%；预计随着杭州恒隆广场项目落成并逐渐营业，公司资本开支有望得到较好控制，分红方式也有望恢复至纯现金方式。

图 60：恒隆地产年度股息合计及同比



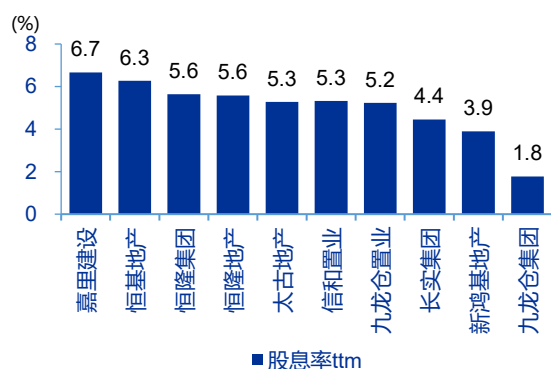
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 61：恒隆地产年度每股股息



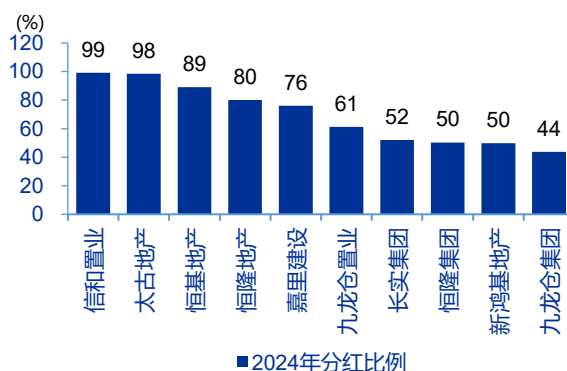
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 62：主要港资地产公司股息率一览



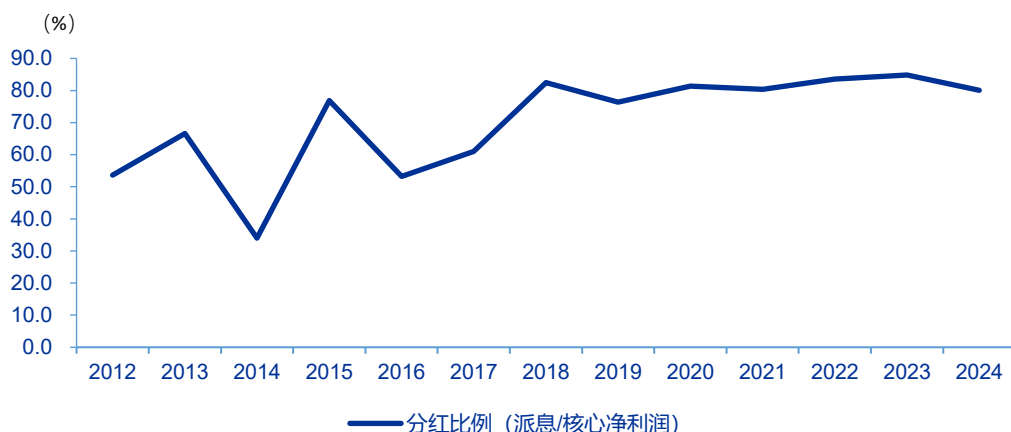
资料来源：公司公告，申万宏源研究（股息率截至 2025 年 12 月 10 日）

图 63：主要港资地产公司 2024 年分红比例一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究（备注新鸿基地产、信和置业为 2025 财年数据，其余为 2024 年数据；分红比例=股息/核心利润）

图 64：恒隆地产分红比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5. 盈利及估值：目标市值 593 亿港元

公司业务主要分为 IP 租金、物业销售及酒店经营业务，具体而言：

(1) IP 租金：根据公司未来 IP 项目开发节奏，主要增量项目布局在内地市场，项目主要包括杭州恒隆广场（2025-2026E）、上海恒隆广场三期扩建项目（2026E）、杭州恒隆广场扩展部分（2029E），IP 面积端扩容主要集中在 2026 年，但考虑到新 IP 项目出租率及租金优惠、老 IP 仍会有租金调整压力，因此预计 2025-2027 年 IP 租金收入同比分别为-3%、+2%、+4%，毛利率稳定在 71%、71%、70%。

(2) 物业销售：公司物业销售整体规模优先，未来可售项目主要包括香港 6 个项目及内地 3 个项目，2024 年结算规模提升，2025-2027 年结算规模将恢复至正常水平，预计年结算规模 5 亿港元左右，毛利率均为-20%，整体由于结算规模回落，物业销售对最终业绩拖累将变少。

(3) 酒店经营：根据公司未来内地酒店项目开发节奏，公司酒店运营业务 2025-2027 年均有项目落地，主要包括无锡恒隆广场第二期发展项目（2025E）、杭州恒隆广场（2026E）、上海金普顿徐家汇酒店（2027E），但考虑到整体酒店行业租金仍有压力，叠加空置率影响，因此保守预计 2025-2027 年酒店运营收入同比分别为-2%、-2%、-2%；毛利率与 24 年持平。

最终我们预测 2025-2027 年公司营业收入分别为 99、101、104 亿港元，同比分别为-12%、+2%、+3%；归母净利润 25.2、25.5、26.4 亿港元，同比分别为+17%、+1%、+4%，归母核心利润 28.9、29.2、30.0 亿港元，同比分别为-7%、+1%、+3%。

表 7：恒隆地产 2025-2027E 盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿港元)	89.7	103.2	103.5	103.2	112.4	99.1	100.7	104.1
同比		15%	0%	0%	9%	-12%	2%	3%
其中：物业销售 (亿港元)	0.6	0.0	3.2	0.0	15.4	5.0	5.0	5.0
同比						-67%	0%	0%
IP 租金收入 (亿港元)	89.1	103.2	100.3	103.2	95.2	92.3	93.8	97.3
同比		16%	-3%	3%	-8%	-3%	2%	4%
酒店营运收入 (亿港元)					1.9	1.9	1.8	1.8
同比						-2%	-2%	-2%
毛利润 (亿港元)	64.8	73.7	72.5	73.9	64.6	65.0	65.7	67.8
同比		14%	-2%	2%	-13%	1%	1%	3%
归母净利润 (亿港元)	(25.7)	38.7	38.4	39.7	21.5	25.2	25.5	26.4
同比		-250%	-1%	3%	-46%	17%	1%	4%
归母核心利润 (亿港元)	42.0	43.7	42.0	41.4	31.0	28.9	29.2	30.0
同比		4%	-4%	-1%	-25%	-7%	1%	3%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们主要选取商业地产公司进行 PB 可比估值，主要由于目前房价下跌的背景下，房企开发业务部分基本都有难以去化的老库存，需考虑减值情况和库存情况进行 PB 折价；并且行业内大部分公司近年有亏损情况或短期业绩大幅下滑、难以用 PE 估值。

我们选取新城控股、龙湖集团、华润置地、太古地产、恒基地产、嘉里建设 6 家公司进行 PB 估值对比，源于这 6 家公司商业地产规模、经营效益均处于行业领先水平，从项目资质、品牌协作、到管理能力上均具备一定可比性。目前太古地产等 6 家公司平均 PB 为 0.45X；我们保守按照 6 家公司平均的 PB0.45X、给予公司 25 年目标 PB0.45X，给予目标总市值 593 亿港元，目标股价 11.7 港元。

表 8：可比公司估值对比

公司代码	公司简称	收盘价 (元 RMB)	市净率 PB (LF)	归母净利润 (亿元 RMB)				归母净利润增速			
		2025/12/10		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601155.SH	新城控股	13.91	0.51	7.5	9.5	11.1	17.1	2%	26%	18%	53%
0960.HK	龙湖集团	8.50	0.36	104.0	40.2	42.1	44.3	-19%	-61%	5%	5%
1109.HK	华润置地	25.60	0.66	255.8	257.9	260.0	266.5	-18%	1%	1%	3%
1972.HK	太古地产	19.17	0.45	-7.1	39.2	56.3	61.5	-130%	653%	44%	9%
0012.HK	恒基地产	26.51	0.43	58.3	78.6	87.5	94.6	-31%	35%	11%	8%
0683.HK	嘉里建设	18.41	0.28	7.3	15.9	14.7	36.6	-75%	116%	-7%	149%
	平均值		0.45					-39%	130%	16%	16%
0101.HK	恒隆地产	8.13	0.34	19.9	22.9	23.1	24.0	-45%	15%	1%	4%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，太古地产、恒基地产盈利预测为 Wind 一致预期，其余为申万宏源房地产团队预测，取 2025/12/11 收盘价，汇率为 0.91）



## 6. 投资分析意见：首次覆盖、并给予“买入”评级

恒隆地产聚焦核心商圈，打造高端商业标杆；商场积极调改、前端零售逐季改善，核心商场租金同比转正；财务稳健，分红比例 80%，未来有望恢复现金派息方式。预计公司 25-27 年归母净利润 25.2、25.5、26.4 亿港元，同比分别为+17%、+1%、+4%，归母核心利润 28.9、29.2、30.0 亿港元，同比分别为-7%、+1%、+3%；PE 分别为 18、18、17 倍；目标价 11.7 港元，首次覆盖、并给予“**买入**”评级。

## 7. 风险提示：调控超预期收紧，零售不及预期

- 1) 核心城市社会零售额超预期下行；
- 2) 行业调控政策超预期收紧，如现房销售制度、房产税制度等政策若超预期出台，则可能导致公司地产销售超预期下行；
- 3) 宏观经济景气度下行，商业地产出租率下降；资本化率持续提升，商业地产估值超预期下滑。

## 合并损益表

利润表					
单位: 百万港元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,316	11,242	9,915	10,066	10,412
营业成本	2,927	4,787	3,417	3,491	3,631
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	651	650	615	624	646
财务费用	621	884	809	838	845
对合联营投资收益	36	26	30	30	31
公允价值变动损益	(9)	(937)	(350)	(350)	(350)
利润总额	6,168	4,045	4,792	4,836	5,018
所得税	1,572	1,388	1,677	1,692	1,756
净利润	4,596	2,657	3,115	3,143	3,262
少数股东损益	626	504	591	596	619
归属母公司净利润	3,970	2,153	2,524	2,547	2,643
NOPLAT	5,190	4,452	4,244	4,301	4,426
EPS(摊薄) (元)	0.88	0.46	0.50	0.50	0.52

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

## 合并资产负债表

资产负债表					
单位: 百万港元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,271	10,198	8,994	9,131	9,445
应收账款	3,487	3,288	2,900	2,944	3,045
存货	14,223	13,489	12,889	13,086	13,536
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>22,981</b>	<b>26,975</b>	<b>24,783</b>	<b>25,161</b>	<b>26,026</b>
长期股权投资	1,116	1,104	1,104	1,104	1,104
固定资产	331	2,833	2,880	2,927	2,974
无形资产	0	0	0	0	0
投资性房地产	192,656	190,520	190,901	191,283	191,665
其他非流动资产	218	216	198	201	208
<b>非流动资产合计</b>	<b>194,321</b>	<b>194,673</b>	<b>195,083</b>	<b>195,515</b>	<b>195,952</b>
<b>资产合计</b>	<b>217,302</b>	<b>221,648</b>	<b>219,866</b>	<b>220,677</b>	<b>221,978</b>
短期借款	4,434	9,340	12,780	12,141	11,548
应付账款	4,342	4,015	2,866	2,928	3,046
预收款项	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,361	5,593	4,360	4,453	4,630
<b>流动负债合计</b>	<b>15,137</b>	<b>18,948</b>	<b>20,006</b>	<b>19,522</b>	<b>19,224</b>
长期借款	46,270	48,036	49,036	50,036	51,036
其他非流动负债	13,772	13,614	9,719	9,929	10,327
<b>非流动负债合计</b>	<b>60,042</b>	<b>61,650</b>	<b>58,755</b>	<b>59,965</b>	<b>61,363</b>
<b>负债合计</b>	<b>,</b>	<b>,</b>	<b>,</b>	<b>,</b>	<b>,</b>

归属母公司所有者权益	132,408	131,587	131,632	131,700	131,864
少数股东权益	9,715	9,463	9,474	9,489	9,528
<b>所有者权益合计</b>	<b>142,123</b>	<b>141,050</b>	<b>141,105</b>	<b>141,189</b>	<b>141,392</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>217,302</b>	<b>221,648</b>	<b>219,866</b>	<b>220,677</b>	<b>221,978</b>

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并现金流量表

现金流量表					
单位：百万港元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,970	2,153	2,524	2,547	2,643
折旧与摊销	88	117	3	3	3
营运资本变动	(1,925)	(9)	7,127	(1,069)	(1,554)
其他经营活动现金流	1,579	2,695	1,159	1,188	1,195
经营活动产生的现金流量净额	3,712	4,956	10,813	2,668	2,287
资本性支出	3,080	170	778	779	780
其他投资活动现金流	121	(2,130)	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(2,940)	(3,173)	(778)	(779)	(780)
债务净增加	5,290	6,935	(654)	660	973
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	3,509	1,164	2,479	2,479	2,479
其他筹资活动现金流	(2,388)	(2,566)	11	16	38
筹资活动产生的现金流量净额	(607)	3,205	(11,157)	(1,659)	(1,055)
现金及现金等价物净增加额	123	4,927	(1,183)	169	391
现金及现金等价物期末余额	5,271	10,198	9,015	9,184	9,575

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	<a href="mailto:maojiong@swwhysc.com">maojiong@swwhysc.com</a>
华北团队	肖霞	15724767486	<a href="mailto:xiaoxia@swwhysc.com">xiaoxia@swwhysc.com</a>
华南团队	王维宇	0755-82990590	<a href="mailto:wangweiyu@swwhysc.com">wangweiyu@swwhysc.com</a>
华北创新团队	潘烨明	15201910123	<a href="mailto:panyeming@swwhysc.com">panyeming@swwhysc.com</a>
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	<a href="mailto:zhuxiaoyi@swwhysc.com">zhuxiaoyi@swwhysc.com</a>
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	<a href="mailto:shaojingli@swwhysc.com">shaojingli@swwhysc.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。