



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026 年 03 月 21 日

基础数据

03 月 20 日收盘价（港元）	31.16
总市值（亿港元）	1,508.58
总股本（亿股）	48.41

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：孙钟连

S0190521080001

请注意：孙钟连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的活动。

sunzhonglian@xyzq.com.cn

分析师：宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

恒基地产(00012.HK)

顺周期 β 与优质资产 α , 现金流双引擎护航高息

投资要点：

- **香港楼市 β ：**市场已具备量价齐升的必要条件，上行周期开启。需求端：2025 年 12 月平均租金回报率（3.43%）已高于平均 H 按利率（3.25%），“租不如买”支撑需求释放。价格信号：中原城市领先指数（CCL）在 2026 年第 10 周已创 2024 年以来新高，“买涨不买跌”心理或刺激购买意愿。供给端：刚性库存已下滑，截至 2025 年末，已竣工未售单位数量为 2.3 万个，较 2024 年末下滑 14.8%。财富效应：恒生指数 2025 年涨幅达 27.8%，具有一定财富效应。
- **公司自身 α ：**香港土储规模位居行业 TOP 2，拿地渠道多元且成本优势显著。截至 2025 年上半年，公司持有香港应占土储 1190 万平方英尺，位列港资开发商 TOP 2。公司通过政府招拍挂、市区旧楼重建及新界农地转换等多种方式获取土地，拿地成本低。其中，旧楼重建项目均位于市区、成本低于招拍挂；公司更是香港最大的新界土地持有者，截至 2025H1 持有新界土地达 4190 万平方英尺，其中超 90%位于北部都会区发展规划范围内，未来无论通过政府收地补偿还是自行补地价开发，均能获得丰厚利润。
- **现金流双引擎：**核心商业资产与燃气业务贡献稳健现金流，支撑高额稳定派息。2019-2024 年公司股息总额维持 87.15 亿港元，每股派息维持 1.80 港元。公司持有香港 IFC 等核心资产，2019-2024 年期间物业租赁贡献应占经营利润维持 61~71 亿港元区间。公司持有香港中华煤气 41.53%股权，后者作为香港独家管道燃气运营商，执行稳定的派息政策，2021-2024 年期间公司每年获得来自香港中华煤气的股息收益均为 27.12 港元。我们判断每年公司来自香港中华煤气应占股息收益高度稳定，叠加来自物业租赁应占经营利润具备较强抗周期性，两者预计可以支撑每年股息支出总额保持稳定。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**我们预计随着香港楼市成交量价齐升，公司盈利能力、净资产价值均有望改善，派息也有望维持稳定；预计公司 2025-2027 年核心净利润分别为 80.68/91.14/103.06 亿港元，分别同比-17.5%/13.0%/13.1%；每年每股派息维持 1.80 港元。2026 年 3 月 12 日收盘价对应 TTM 股息率为 5.8%，PB 为 0.47，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**公司派息不及预期；香港新房成交量价复苏不及预期；中环新海滨 3 号项目资本开支超预期。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万港元）	25,256	29,858	30,963	32,143
同比增长	-8.4%	18.2%	3.7%	3.8%
核心净利润（百万港元）	9,774	8,068	9,114	10,306
同比增长	0.7%	-17.5%	13.0%	13.1%
核心净利率	38.7%	27.0%	29.4%	32.1%
ROE	1.9%	2.5%	2.8%	3.2%
每股核心收益（港元）	2.02	1.67	1.88	2.13
每股股息（港元）	1.80	1.80	1.80	1.80

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

Company Rating Overweight(Initiate)

Report Date March 21, 2026

Basic Data

March 20	Closing	31.16
Price(HKD)		
Total market value(Mn)		150858
Total Shares (Mn)		4841

Related Report

Analyst: Jian Song

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

Analyst: Zhonglian Sun

S0190521080001

Notice: Zhonglian Sun is not license holders registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

sunzhonglian@xyzq.com.cn

Henderson Land Development
(00012.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Cyclical Beta & Quality Asset Alpha, Dual Cash Flow Engines Underpin Dividend

Investment Highlights:

- **Hong Kong Property Market β :** The market now meets the necessary conditions for a simultaneous rise in both transaction volume and prices, with an upward cycle underway. 1)Demand side: In December 2025, the average rental yield (3.43%) exceeded the average H Mortgage rate (3.25%), supporting the release of demand. 2)Price signal: The CCL hit a new high since 2024 in 10th Week of 2026, which may stimulate buying sentiment under the “buy on strength, not on weakness”. 3)Supply side: Rigid inventory has declined. As of the end of 2025, the number of completed but unsold units stood at 23,000, down 14.8% from the end of 2024. 4)Wealth effect: The Hang Seng Index rose 27.8% in 2025, generating a notable wealth effect.
- **Top 2 landbank scale in Hong Kong,** with diversified land acquisition channels and significant cost advantages. As of 1H 2025, the company held 11.9 million sq.ft of attributable land bank in Hong Kong, ranking TOP 2 among Hong Kong-listed developers. It secures land through multiple channels including government tenders, urban redevelopment, and New Territories agricultural land conversion, with low land costs. Urban redevelopment projects are located in urban areas with lower costs than tender sites. The company is also the largest landholder in the New Territories, holding 41.9 million square feet as of 1H 2025, over 90% of which is within the Northern Metropolis development area. It will benefit substantially either from government land resumption compensation or premium payment for self-development.
- **Dual Cash Flow Engines:** Core commercial assets and gas business deliver stable cash flow, supporting high and consistent dividends. From 2019 to 2024, total dividends remained at HK\$8.715 billion, with DPS stable at HK\$1.80. The company owns prime assets including Hong Kong IFC. Attributable operating profit from property leasing stayed within HK\$6.1–7.1 billion during 2019–2024. It holds a 41.53% stake in HKCG. From 2021 to 2024, the company received a consistent HK\$2.712 billion in annual dividend income from HKCG. We expect highly stable dividend income from HKCG and resilient operating profit from property leasing, which together can support steady annual total dividend payouts.
- **Initiate Coverage with “Overweight” Rating:** We expect improving profitability, NAV, and stable dividends amid a recovery in Hong Kong’s property market volume and prices. We forecast core net profit for 2025–2027 at HK\$8.068bn / 9.114bn / 10.306bn, representing changes of -17.5% / +13.0% / +13.1% YoY respectively. Annual DPS is expected to remain at HK\$1.80. Based on the closing price on March 12, 2026, the stock trades at a TTM dividend yield of 5.8% and a P/B ratio of 0.47.
- **Potential risks:** Lower-than-expected dividends; Weaker-than-expected recovery of Hong Kong property market; Higher-than-expected capital expenditure for the New Central Harbourfront Site 3 project.

Key Financial Indicators

FY	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (HKD/Mn)	25,256	29,858	30,963	32,143
YoY	-8.4%	18.2%	3.7%	3.8%
Underlying Profit (HKD/Mn)	9,774	8,068	9,114	10,306
YoY	0.7%	-17.5%	13.0%	13.1%
Underlying Profit Margin	38.7%	27.0%	29.4%	32.1%
ROE	1.9%	2.5%	2.8%	3.2%
Core EPS (HKD)	2.02	1.67	1.88	2.13
DPS (HKD)	1.80	1.80	1.80	1.80

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

目录

一、 公司基本情况.....	5
二、 市场的 β ：香港楼市开启量价齐升周期	7
三、 α 能力：香港土储 TOP 2，多元化拿地渠道	10
四、 现金流双引擎：商业地产+香港中华煤气	13
（一） 核心商业资产贡献稳健租金收入.....	13
（二） 香港中华煤气贡献稳定分红收益.....	15
五、 财务分析	16
六、 盈利预测与估值	20

图目录

图 1、 截至 2024 年末恒基地产主要产业布局.....	5
图 2、 截至 2025H1 公司股权结构.....	6
图 3、 港资房企的港股通持股比例	6
图 4、 公司历年营收.....	7
图 5、 公司主营业务营收结构	7
图 6、 公司历年经营利润	7
图 7、 公司主营业务经营利润结构.....	7
图 8、 H 按和租金收益率	8
图 9、 Hibor-1 个月利率	8
图 10、 2000 年以来中原城市领先指数（即 CCL）和恒生指数	8
图 11、 中原城市领先指数和恒生指数同比增幅.....	8
图 12、 香港批出预售楼花同意书住宅单位数量	8
图 13、 中国香港未来三至四年可提供的一手私人住宅单位数目	8
图 14、 香港新房成交量	9
图 15、 香港新房成交量同环比	9
图 16、 香港新房成交金额	9
图 17、 香港新房成交金额同环比	9
图 18、 香港二手房成交量	9
图 19、 香港二手房成交量同环比	9
图 20、 香港二手房成交金额.....	10
图 21、 香港二手房成交金额同环比.....	10
图 22、 公司历年土储.....	10
图 23、 截至 2025H1 港资房企持有的香港应占土储	10
图 24、 截至 2025H1 公司香港土储结构	10
图 25、 公司历年持有香港土储结构.....	10
图 26、 私营开发商自主发起楼宇强制售卖流程	11
图 27、 截至 2025H1 公司持有旧楼重建项目	11
图 28、 截至 2025H1 公司持有旧楼重建项目按板块	11
图 29、 公司持有新界土地面积.....	12
图 30、 截至 2025H1 公司新界项目区域结构	12
图 31、 公司历年合约销售金额	12
图 32、 2025H2 公司计划推售香港项目结构	12

图 33、	公司历年物业租赁应占收入.....	13
图 34、	公司历年物业租赁应占收入结构	13
图 35、	公司历年香港主要物业平均出租率.....	13
图 36、	公司历年持有香港收租物业应占 GFA	13
图 37、	公司持有香港收租物业应占 GFA 业态结构	14
图 38、	公司持有香港收租物业应占 GFA 区域结构	14
图 39、	公司历年香港物业租赁应占收入	14
图 40、	IFC 贡献香港物业租赁约三成应占租金	14
图 41、	公司持有内地收租物业应占 GFA 区域结构	15
图 42、	公司持有内地收租物业应占 GFA 业态结构	15
图 43、	2025H1 公司内地主要收租物业平均出租率	15
图 44、	2025H1 公司内地物业租赁应占收入结构	15
图 45、	公司应占香港中华煤气的经营利润	16
图 46、	公司自香港中华煤气获取的股息总额	16
图 47、	公司有息负债总额自 2023 年起持续下滑	17
图 48、	截至 2025H1 港资房企有息负债利率结构	17
图 49、	公司净负债率	17
图 50、	2025H1 各港资房企净负债率	17
图 51、	截至 2025H1 公司有息负债到期结构	17
图 52、	公司利息偿付比率	17
图 53、	公司加权平均融资成本	18
图 54、	公司历年融资成本总额	18
图 55、	公司历年现金及银行结存	18
图 56、	公司历年经营性现金流净额	18
图 57、	公司历年经常性股息总额	19
图 58、	公司历年每股派息及其派息率	19
图 59、	2022 年以来美国 10 年期国债收益率和恒基地产 TTM 股息率复盘 (截至 2026 年 3 月 12 日)	19
图 60、	公司 PB-BAND (截至 2026/3/11)	22
图 61、	Hibor-1 个月利率 (截至 2026/3/13)	23
图 62、	香港 2000-2025 年新房销售金额	23
图 63、	香港 2000-2025 年二手房销售金额	23

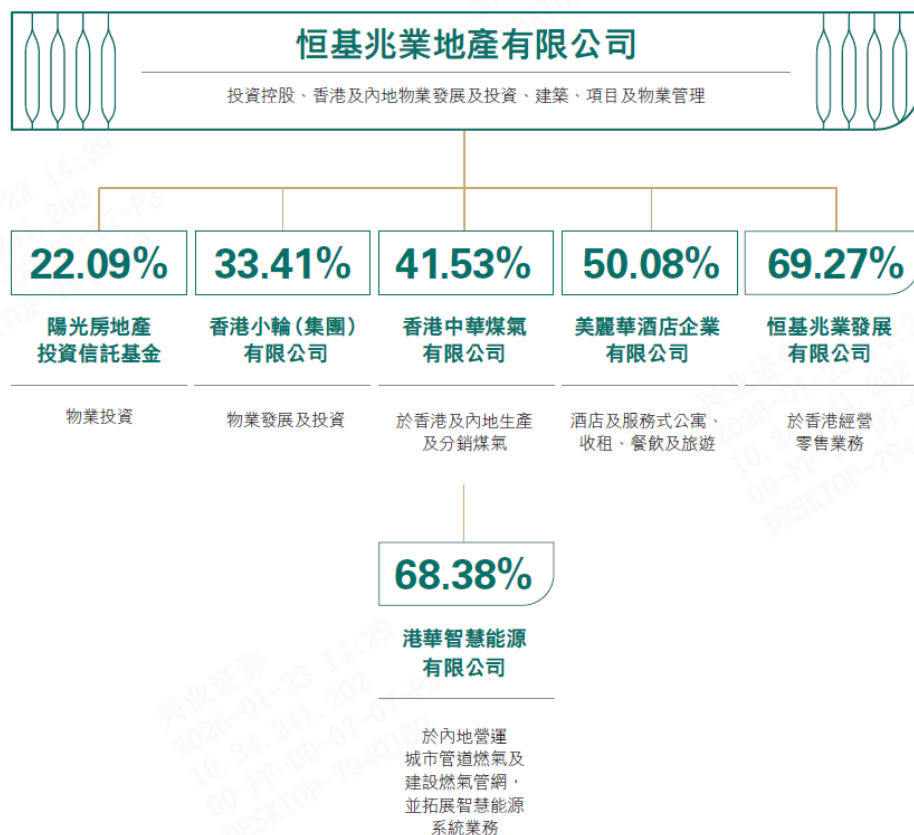
目录

表 1、	公募基金的港资房企重仓股持股数量占流通股的比例 (%)	6
表 2、	公司主要盈利能力指标	16
表 3、	公司营收及经营利润率按业务拆分	20
表 4、	盈利预测	21
表 5、	DDM 模型	23
表 6、	NAV 模型	24
表 7、	港资房企估值表 (截至 2026/3/17)	24
表 8、	港资房企 DPS 表 (截至 2026.3.17)	24

一、公司基本情况

公司于 1976 年由李兆基创立，初期主要从事物业发展和投资业务。1981 年，公司在香港上市。李兆基重视多元化布局，陆续收购了中华燃气、香港小轮、美丽华酒店等业务。截至 2024 年末，恒基地产旗下持股的香港上市公司包括香港中华煤气（00003.HK）、港华智慧能源（01803.HK）、美丽华酒店（00071.HK）、阳光房地产投资信托基金（00435.HK）、香港小轮（00050.HK）、恒基兆业发展（00097.HK）。

图1、截至 2024 年末恒基地产主要产业布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2025H1，公司控股股东为李兆基家族，通过家族信托持股 72.5%，其他公众股东持股 27.5%。截至 2026 年 3 月 16 日，港股通投资者对公司的持股比例仅为 1.7%。

李家杰、李家诚任联席董事，平稳过渡接班：李家杰、李家诚自 2019 年 5 月获委任为公司主席兼董事总经理，此前均长期担任公司执行董事，平稳过渡接班。

图2、截至 2025H1 公司股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

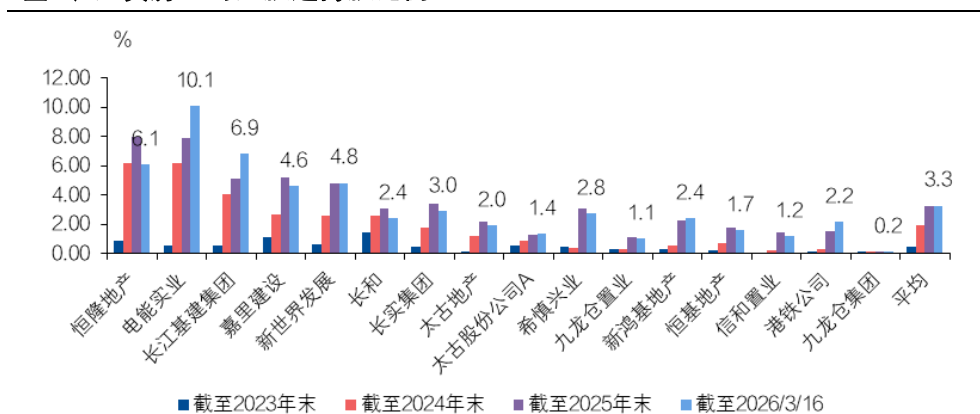
表1、公募基金的港资房企重仓股持股数量占流通股的比例（%）

代码	公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
00683.HK	嘉里建设	0.10	-	0.14	0.08	0.25	0.67	-	0.05
00101.HK	恒隆地产	0.09	-	0.76	1.31	2.06	2.00	1.73	2.14
00012.HK	恒基地产	0.03	-	0.10	0.00	0.14	0.47	0.27	0.002
00016.HK	新鸿基地产	0.01	0.0004	-	0.19	0.24	0.24	0.26	0.003
01972.HK	太古地产	-	0.0046	0.17	0.29	-	-	0.13	-
00017.HK	新世界发展	-	-	0.11	0.02	-	0.13	-	-
00014.HK	希慎兴业	-	-	-	-	0.03	0.02	0.33	0.35
00083.HK	信和置业	-	-	-	-	-	-	0.58	0.70

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“-”表示内地公募基金无相应标的重仓持股

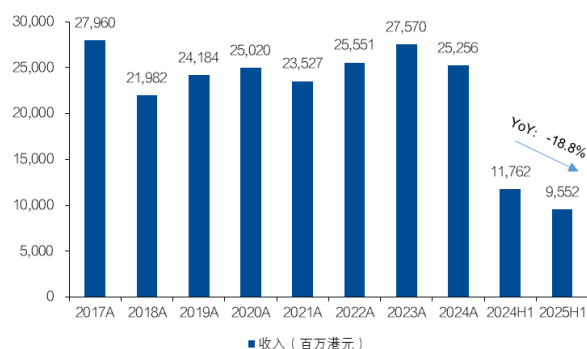
图3、港资房企的港股通持股比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

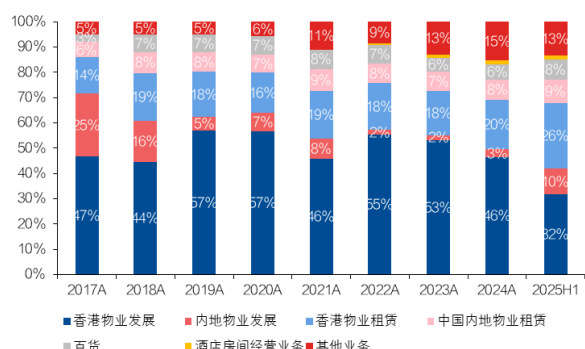
物业租赁业务为公司核心利润来源：2025H1，公司实现总收入 95.52 亿港元，同比下降 18.8%，分业务来看，香港物业发展、内地物业发展、香港物业租赁、内地物业租赁的收入占比分别为 32%、10%、26%和 9%；经营利润占比分别为 13%、-0.5%、63%和 23%，物业租赁业务是公司核心利润来源。

图4、公司历年营收



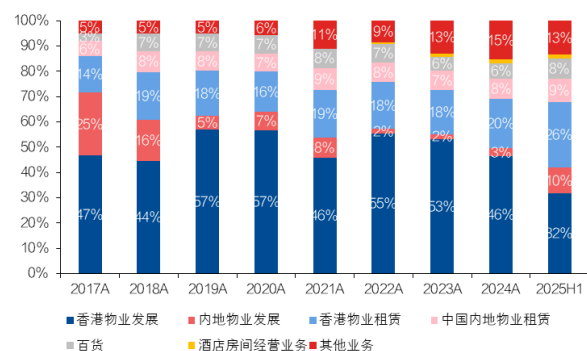
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司主营业务营收结构



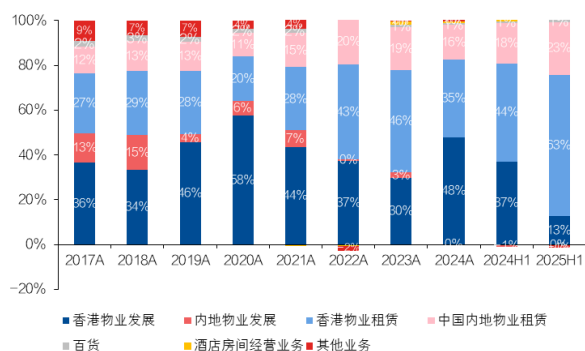
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司历年经营利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司主营业务经营利润结构

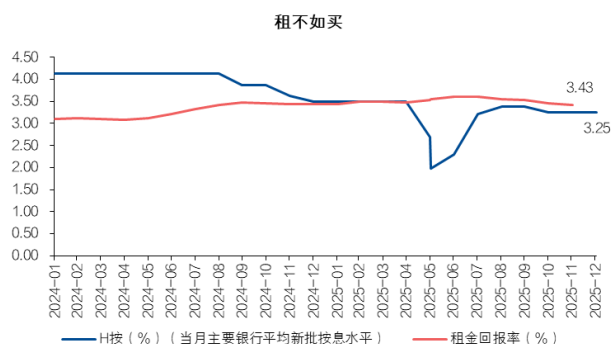


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、市场的β：香港楼市开启量价齐升周期

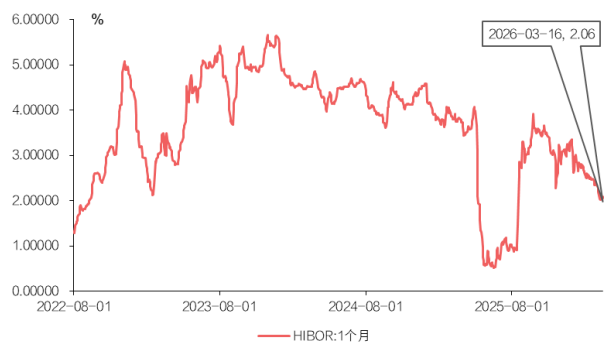
我们认为当下香港楼市具备量价齐升的必要条件：**1）租不如买，释放需求**：2025年12月，香港平均租金回报率为3.43%，高于3.25%的平均H按利率。在2026年降息预期下，H按利率有望进一步下滑。人才净流入对租金仍有较强支撑，我们预计租金回报率和按揭利率之间的利差有望拉大。**2）中原城市领先指数（二手房价格指数）屡创2024年以来新高**，有望引发“买涨不买跌”心理：2026年第10周CCL指数较2025年末增长4.3%，同比增长10.1%，较2021年高点-21%，为2024年以来新高。**3）刚性供给收缩**：2025年，香港批出预售楼花同意书住宅单位为10845个，较2024年下滑8.4%。截至2025年末，已竣工未售单位数量为2.3万个，较2024年末下滑14.8%。**4）恒生指数2025全年涨幅达27.8%**，具有一定财富效应。

图8、H 按和租金收益率



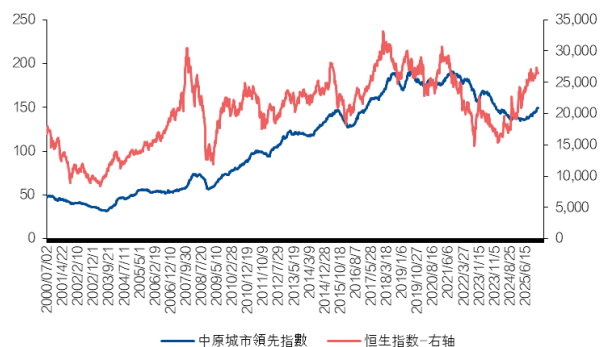
数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、Hibor-1 个月利率



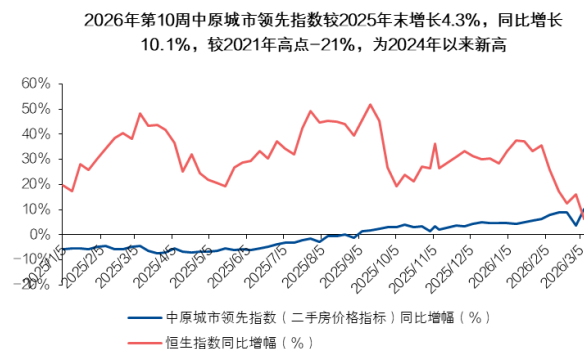
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2000 年以来中原城市领先指数（即 CCL）和恒生指数



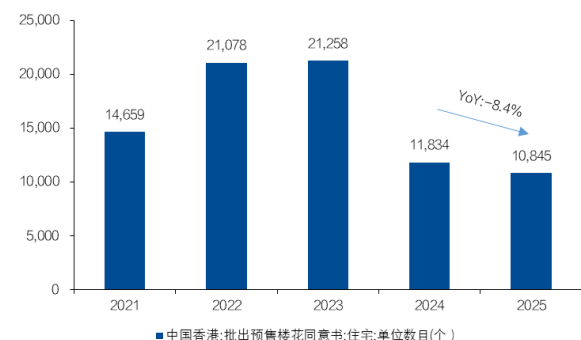
数据来源：中原地产，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、中原城市领先指数和恒生指数同比增幅



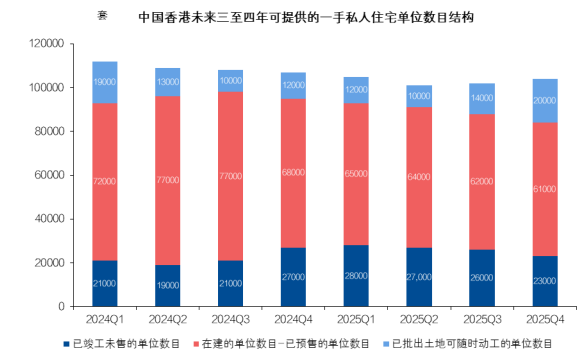
数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、香港批出预售楼花同意书住宅单位数量



数据来源：Wind，香港地政总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、中国香港未来三至四年可提供的一手私人住宅单位数目



数据来源：香港房屋局，兴业证券经济与金融研究院整理

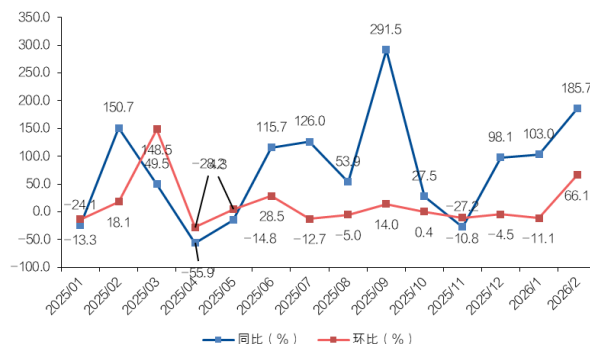
成交量持续攀升：2026 年以来，虽然恒生指数波动较大，但香港楼市成交表现仍然为近一年内高位水平。2026 年 2 月，整体住宅成交为 6699 宗和 575.98 亿港元，分别环比+17.6%和 17.0%，宗数创近 22 个月新高，金额创近 8 个月新高。

图14、香港新房成交量



数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、香港新房成交量同环比



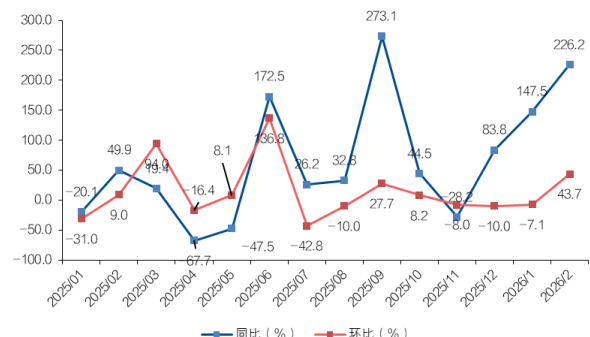
数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、香港新房成交金额



数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、香港新房成交金额同环比



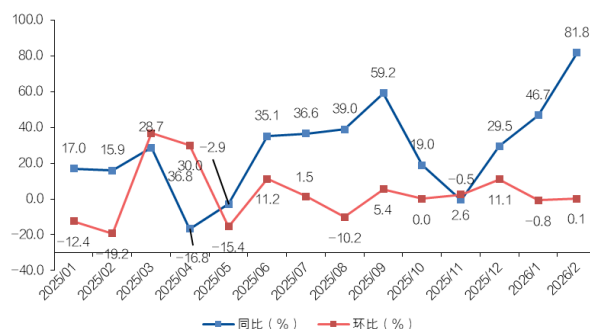
数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、香港二手房成交量



数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、香港二手房成交量同环比



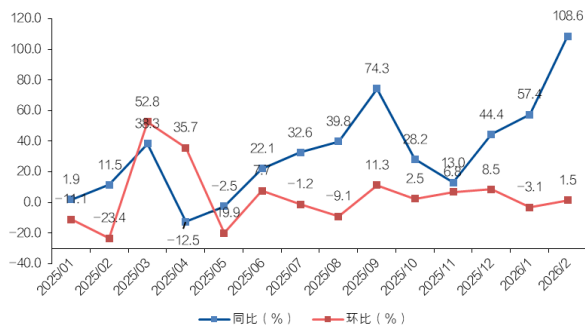
数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、香港二手房成交金额



数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、香港二手房成交金额同环比

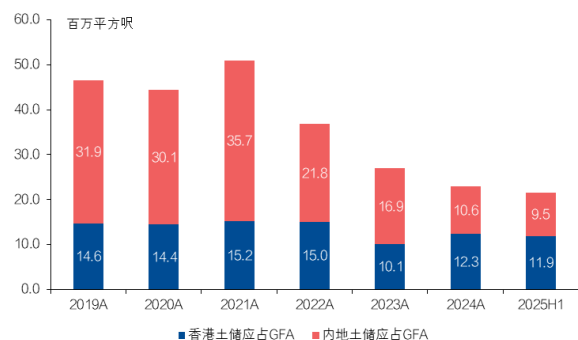


数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

三、α能力：香港土储 TOP 2，多元化拿地渠道

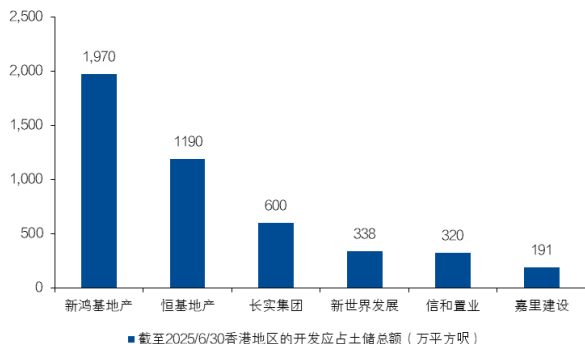
公司拿地方式多元化，包括招拍挂、旧楼重建、新界农地转化等，截至 2025H1，公司持有香港土储为 11.9 百万平方呎，位列港资开发商 TOP 2。

图22、公司历年土储



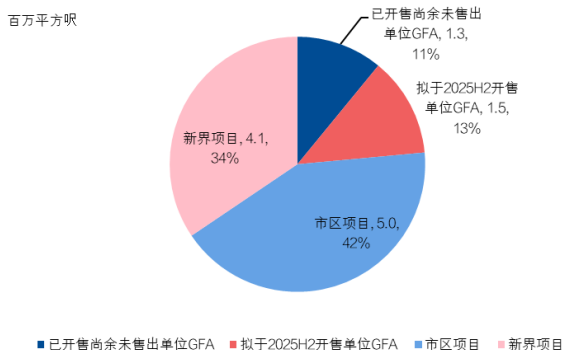
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、截至 2025H1 港资房企持有的香港应占土储



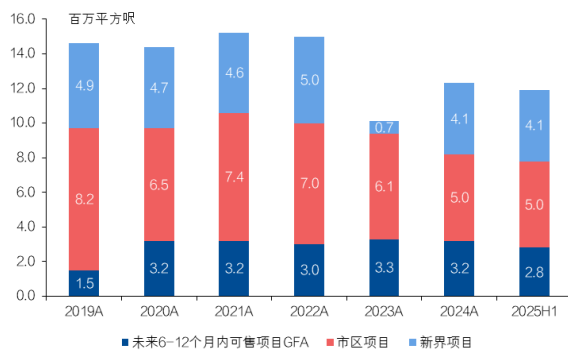
数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、截至 2025H1 公司香港土储结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、公司历年持有香港土储结构

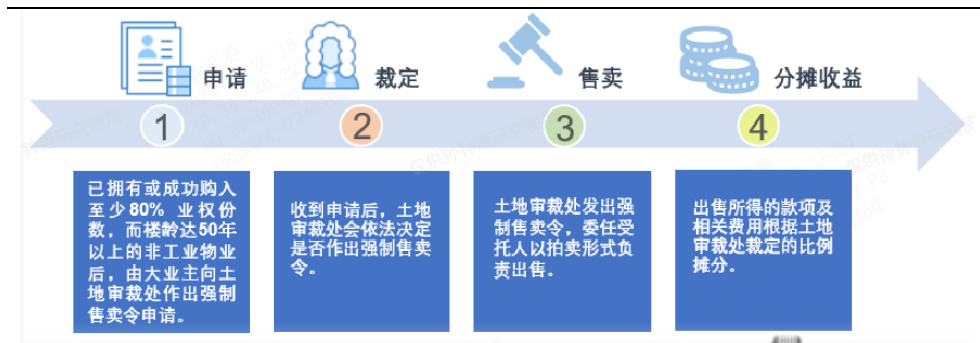


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

市区旧楼重建项目具有时间长，但收购成本低于买地、成本可控、地段优越的特点，由于港府在港岛等核心区的可拍土地稀缺，市区旧楼重建也是开发商获取核

心区土储的重要手段。根据 2010 年香港政府修订的《土地（为重新发展而强制售卖）条例》，针对 50 年以上各种楼宇或 30 年以上工业楼宇，只要拥有 80% 业权份数便可以申请强拍，大业主可以在公开拍卖中收购剩余的旧楼业权，获取物业所有权，从而降低了开发商的收购门槛。

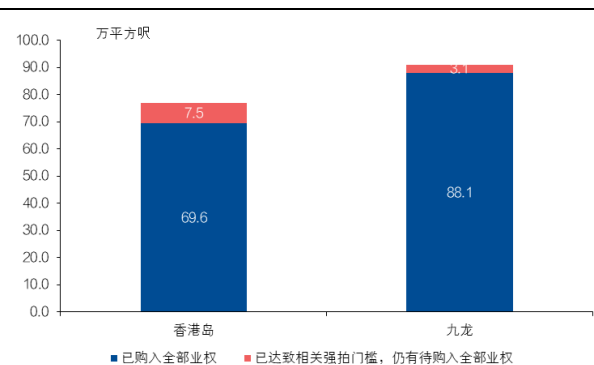
图26、私营开发商自主发起楼宇强制售卖流程



数据来源：戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

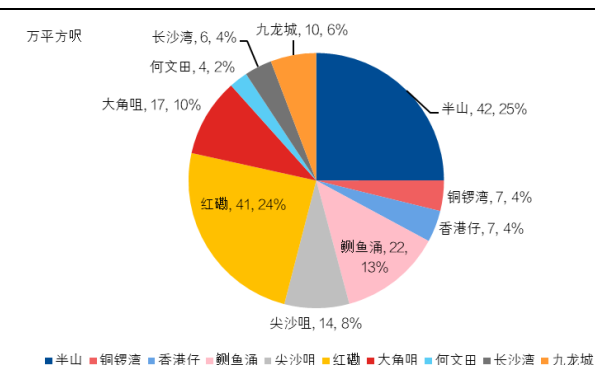
截至 2025H1，公司持有已购入全部业权，或达致相关强拍申请门槛的市区旧楼重建项目，预计可额外提供供应占 GFA 170 万平方呎，于 2026 年或之后开售或出租。此外，公司另有已购两成以上但未达致相关强拍申请门槛的项目应占 GFA 约 64 万平方呎，若按当前政府城市规划计划，若能收购全部业权，预计重建后可提供供应占 GFA 约 177 万平方呎。

图27、截至 2025H1 公司持有旧楼重建项目



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、截至 2025H1 公司持有旧楼重建项目按板块



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

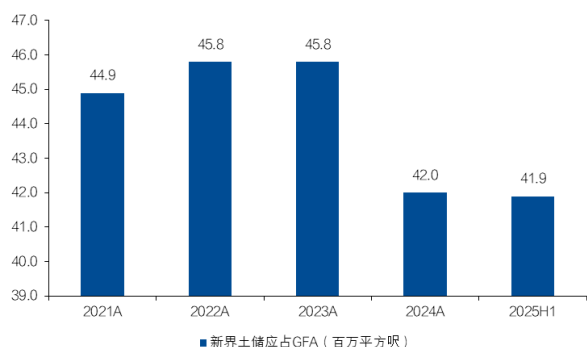
随着北部都会区发展，农地价值有望加速释放：截至 2025H1，公司持有新界土地 41.9 百万平方呎，是香港拥有新界土地最多的开发商，其中元朗区、北区、大埔区、屯门区及其他分别占比 62%、29%、8% 和 1%，和港府计划发展为国际科创中心的北部都会区部分重叠，随着港府加快北部都会区发展，土地价值有望加速释放。

未来农地价值主要通过两种途径释放：

1) 政府按市场价收回农地用于市政建设, 2024 年公司来自政府收回土地的收益达 33.61 亿港元。截至 2025H1 公司农地平均成本仅 227 港元/平方呎, 若按 2025 年政府收回公司土地的补偿报价 1032 港元/平方呎计算, 公司出售土地给政府的毛利率可达 78%。

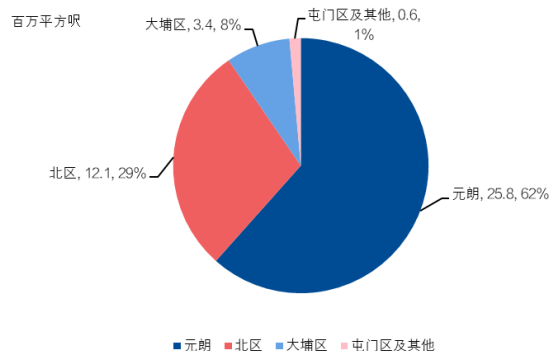
2) 公司申请更换土地性质为住宅用地, 以较低成本补缴地价后, 通过住宅开发释放土地价值。2025 年 4 月, 公司和新鸿基地产共同持有的元朗洪水桥/厦村新发展区内第 34B 区住宅地达成补地价协议, 预计可兴建约 2300 个单位, 补地价金额为 16.68 亿港元, 每平方呎楼面地价约 1435 港元。

图29、公司持有新界土地面积



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

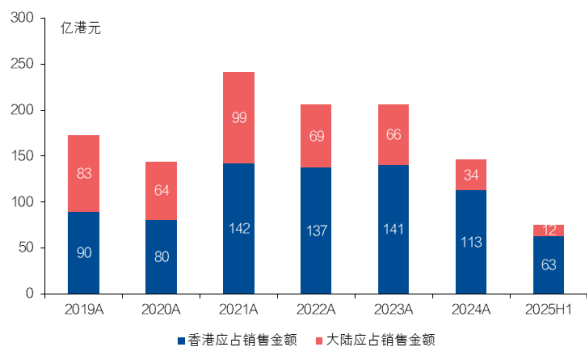
图30、截至 2025H1 公司新界项目区域结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

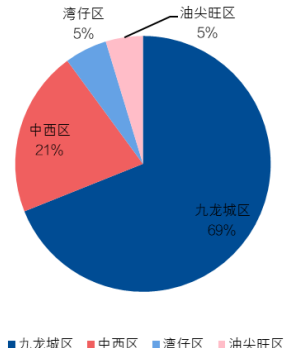
香港可售货源集中在九龙城区和中西区：2025H1，公司于香港和大陆应占合约销售金额分别为 63 和 12 亿港元，自 2021 年起，公司于内地开发业务持续收缩，香港市场是公司开发业务的主阵地。从 2025H2 公司在香港的推售计划来看，可售住宅面积为 152 万平方呎，其中中西区项目占比 21%且均为顶豪定位，有望直接受益于港府降低投资移民门槛政策。

图31、公司历年合约销售金额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、2025H2 公司计划推售香港项目结构



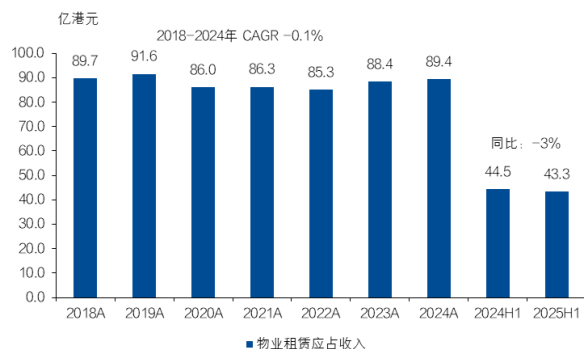
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、现金流双引擎：商业地产+香港中华煤气

（一）核心商业资产贡献稳健租金收入

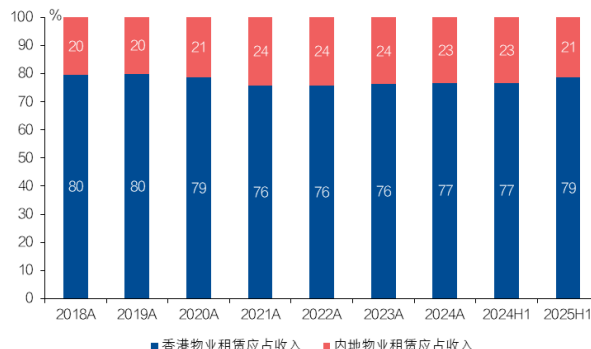
公司持有香港和内地核心商业资产，租金收入在周期波动下表现稳健。2024 年，公司应占租金收入为 89.42 亿港元，2018-2024 年 CAGR 为-0.1%。2025H1，公司应占租金收入为 43.33 亿港元，同比-3%，其中香港和内地分别占比 79%和 21%。

图33、公司历年物业租赁应占收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

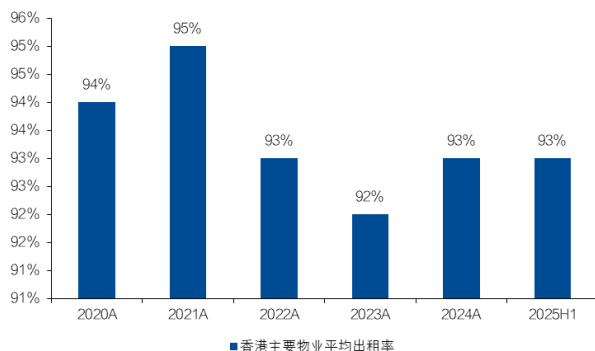
图34、公司历年物业租赁应占收入结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

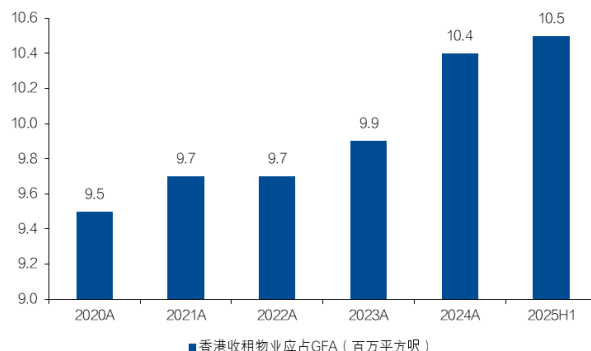
截至 2025H1，公司持有香港收租物业应占 GFA 为 1050 万平方呎，从业态来看，54%为商场或零售铺位，40%为写字楼；从区域结构来看，28%位于香港岛，33%位于九龙，39%位于新界。截至 2025H1，公司持有的主要香港收租物业的平均出租率为 93%，较 2024 年末保持稳定。

图35、公司历年香港主要物业平均出租率



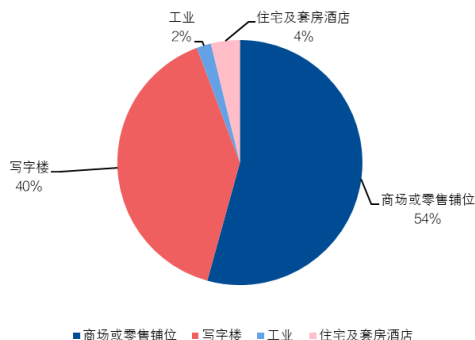
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、公司历年持有香港收租物业应占 GFA



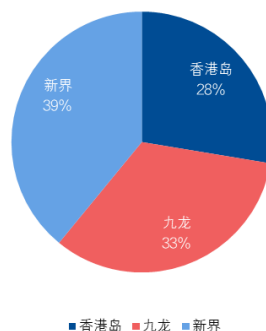
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、公司持有香港收租物业应占 GFA 业态结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、公司持有香港收租物业应占 GFA 区域结构

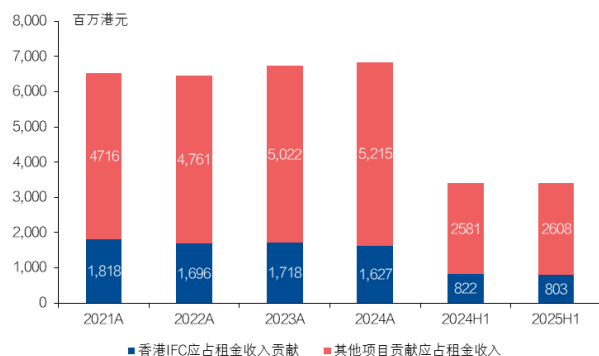


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

核心资产香港 IFC 出租率表现稳定：香港 IFC 位于中环，公司持有其约 40.77% 权益，是公司在香港的核心商业资产。2025H1，香港 IFC 贡献应占租金收入 8.03 亿港元，同比-2%，约占公司香港物业租赁应占租金收入的 31%。

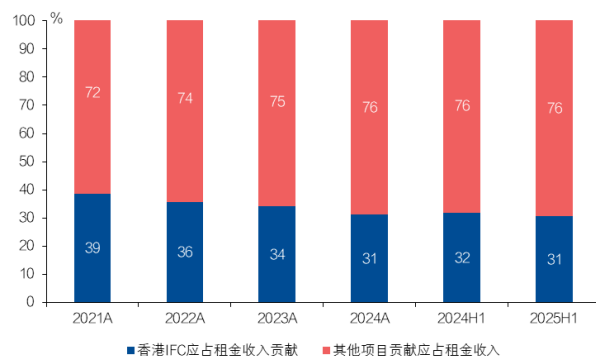
增量项目均在香港中环：根据公司 Pipeline，增量项目中环新海滨 3 号项目收租物业应占 GFA 合计 161 万平方呎，未来计入 IFC 在内，公司于香港中环持有的收租物业应占 GFA 将达到 330 万平方呎。

图39、公司历年香港物业租赁应占收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

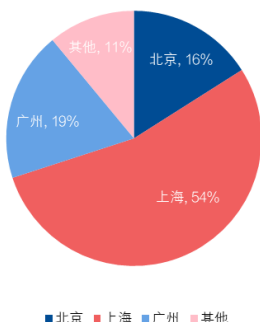
图40、IFC 贡献香港物业租赁约三成应占租金



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

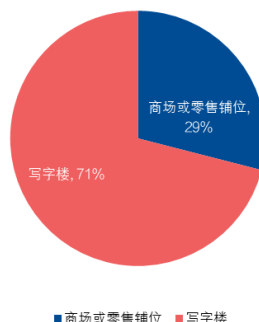
内地收租项目以写字楼为主，大部分位于一线城市：截至 2025H1，公司于内地持有收租物业应占 GFA 1340 万平方呎，从区域结构来看，北京、上海、广州合计占比达 89%；从业态结构来看，写字楼、商场或零售铺位分别占比 71% 和 29%。

图41、公司持有内地收租物业应占 GFA 区域结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、公司持有内地收租物业应占 GFA 业态结构

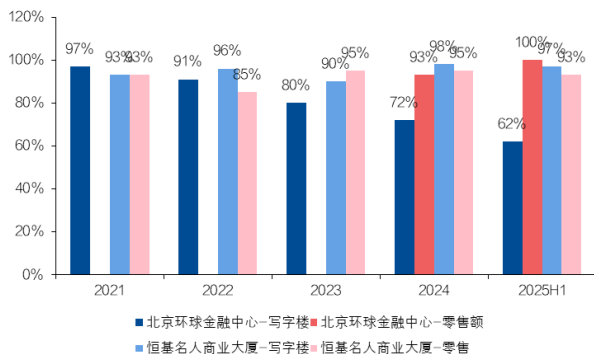


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

内地收租项目租金短期承压：截至 2025H1，公司于内地核心项目北京环球金融中心、恒基名人商业大厦写字楼业态出租率承压，北京环球金融中心、恒基名人商业大厦租金贡献分别同比-31%、-18%至 2.2、1.0 亿港元。

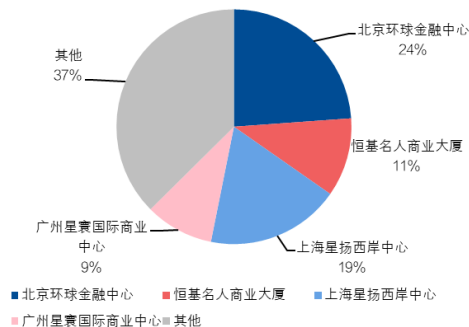
增量项目提供增长动力：2025H2，公司于内地新落成上海新岸商业中心和深圳云荟大厦两个项目，新增应占 GFA 约 63 万平方呎，有望为内地收租物业带来新增长动力。

图43、2025H1 公司内地主要收租物业平均出租率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、2025H1 公司内地物业租赁应占收入结构



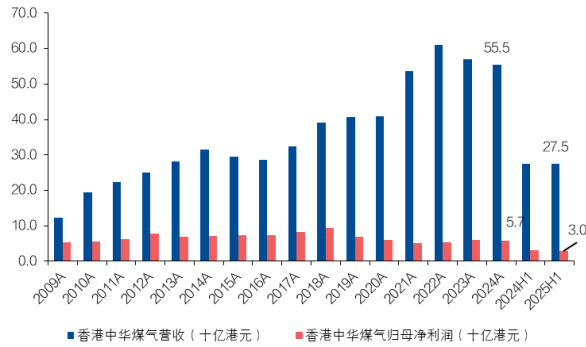
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）香港中华煤气贡献稳定分红收益

公司持有香港中华煤气 41.53%的股权，每年公司自香港中华煤气获取稳定的股息收益。香港中华煤气是香港唯一的管道燃气供应商，截至 2025H1，在香港客户基数达 204 万户。自 2009 年起，香港中华煤气执行固定股息的派息政策，2009-2024 年期间维持经常性 DPS 0.35 港元/股，2009-2018 年采取“十送一”方式派送红股，2019-2020 年为“二十送一”，香港中华煤气派息率自 2009 年的 44%提

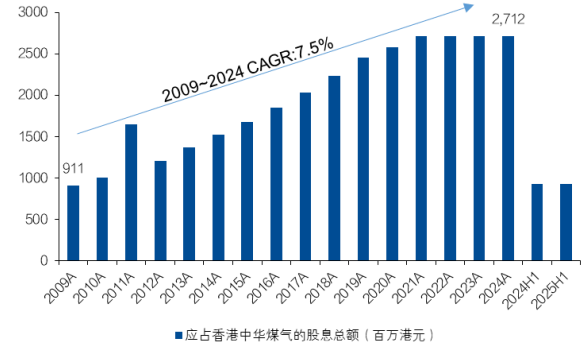
升至 2024 年 114%，公司自香港中华煤气获取的股息总额自 9 亿港元增长至 27 亿港元，CAGR 达 7.5%。

图45、公司应占香港中华煤气的经营利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、公司自香港中华煤气获取的股息总额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

五、财务分析

开发业务盈利能力有望见底回升：2025H1，公司核心净利润同比下滑 44.0%至 30.5 亿港元，主要因来自港府回收土地的补偿收益大幅减少，令公司开发业务经营利润率大幅下滑。我们认为随着新推盘项目提价，公司盈利能力有望自 2027 年起见底回升。

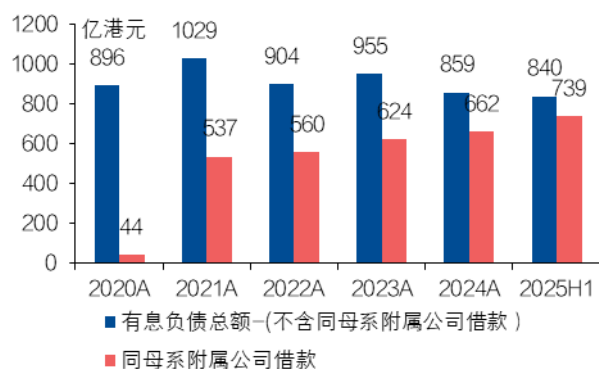
表2、公司主要盈利能力指标

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2024H1	2025H1
营业收入（亿港元）	250.2	235.3	255.5	275.7	252.6	117.6	95.5
YoY（%）	3.5	-6.0	8.6	7.9	-8.4	14.4	-18.8
经营利润（亿港元）	135.2	103.8	77.2	76.2	100.6	41.1	28.1
YoY（%）	23.5	-23.2	-25.6	-1.3	32.1	16.1	-31.7
核心净利润（亿港元）	149.0	136.2	96.3	97.1	97.7	54.4	30.5
YoY（%）	1.8	-8.6	-29.3	0.8	0.7	-10.4	-44.0
经营利润率（%）	54.0	44.1	30.2	27.6	39.8	34.9	29.4
物业发展	54.0	37.0	20.0	16.2	38.3	29.8	8.6
物业租赁	71.6	69.3	71.8	71.6	72.5	73.5	72.2
百货商店业务和超级市场及百货商店综合业务	13.1	11.2	9.5	6.4	4.1	3.1	3.9
酒店房间经营业务	0.0	0.0	-27.5	30.6	27.5	27.3	23.1
其他业务	35.2	38.3	-7.6	1.0	1.1	0.8	-2.3
核心净利率（%）	59.5	57.9	37.7	35.2	38.7	46.3	31.9
ROA(%)	2.2	2.6	1.8	1.8	1.4	--	--
ROE(%)	3.1	4.0	2.8	2.8	1.9	--	--
资产周转率	5.5	4.7	4.7	5.1	4.7	--	--
权益乘数	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	--	--

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

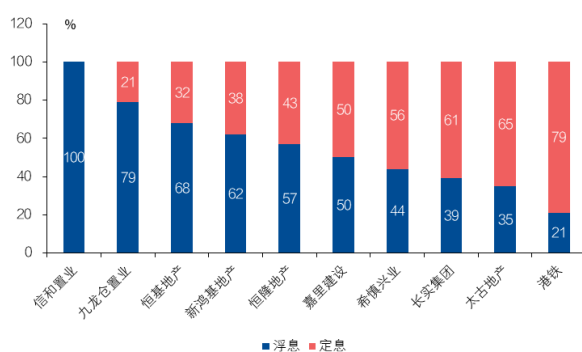
大股东长期以借款形式支持公司流动性：公司有息负债总额自 2023 年起逐年下滑，截至 2025H1，公司有息负债总额为 840 亿港元，净负债率为 21.1%，维持健康水平。大股东以同母系附属公司借款形式支持公司流动性，同母系附属公司借款无抵押、付息及无固定还款期限，有利于公司在加息周期内获取低于市场利率的资金。

图47、公司有息负债总额自 2023 年起持续下滑



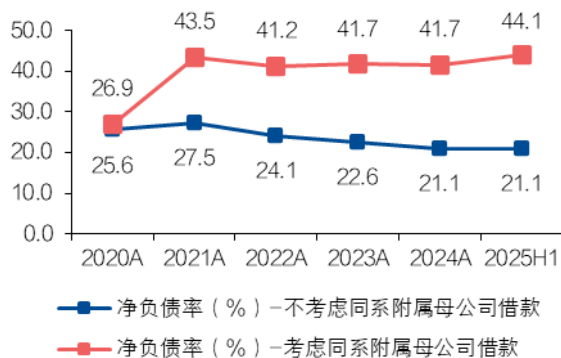
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、截至 2025H1 港资房企有息负债利率结构



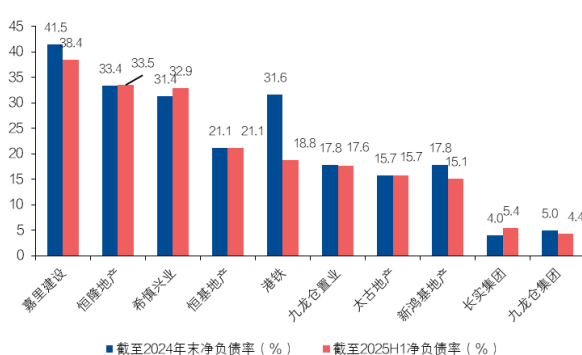
数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、公司净负债率



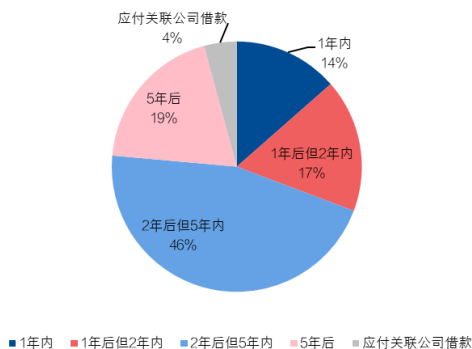
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、2025H1 各港资房企净负债率



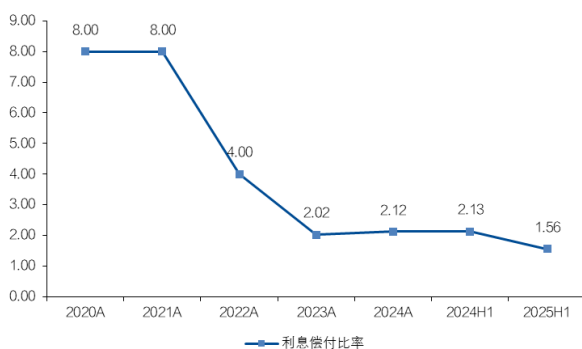
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、截至 2025H1 公司有息负债到期结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

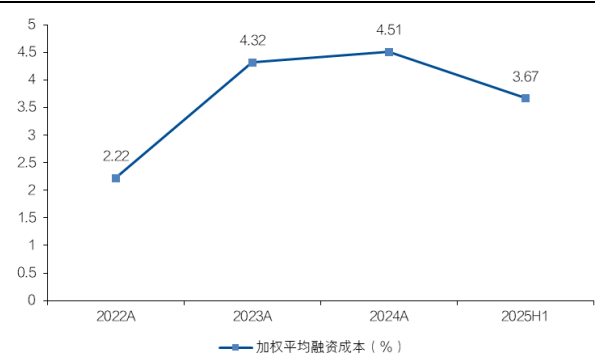
图52、公司利息偿付比率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

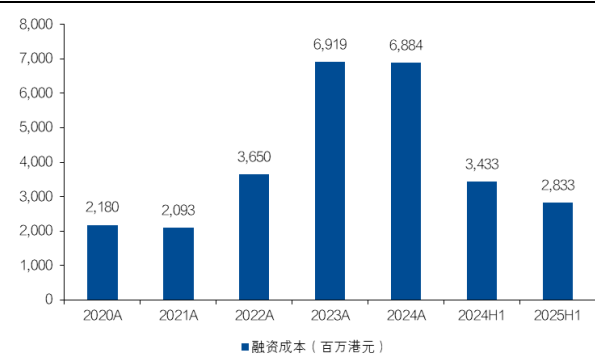
降息周期内融资成本有望进一步下滑：截至 2025H1，公司 68% 的有息负债为浮动利率，显著受益于 2025 年内 Hibor 利率大幅下行的行业性利好，公司加权平均融资成本为 3.67%，较 2024 年末下滑 0.84 个百分点，融资成本总额较 2024H1 同比下滑 17%。我们判断 2026 年美联储降息预期较强，有望联动香港 Hibor 利率进一步下行，公司融资成本有望持续改善。

图53、公司加权平均融资成本



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、公司历年融资成本总额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年已发行可转债，我们判断 2026 年暂无高位配股风险：2025 年 7 月 8 日，恒基地产发公告建议发行 80 亿港元 2030 年到期可换股债券，年利率 0.5%。初始换股价 36 港元，较 2025 年 7 月 8 日收报溢价 26.98%；可兑换新股约 2.22 亿股，相当于扩大后股本 4.39%。所得净额 79.2 亿港元，拟用作一般公司用途及/或再融资。我们认为低利率阶段发行可转债有利于优化公司融资结构，补充公司资金来源，近期 Hibor 利率高于 2025 年 7 月水平且公司开发项目销售情况良好，预计 2026 年暂无发行 CB 或高位配股需求。

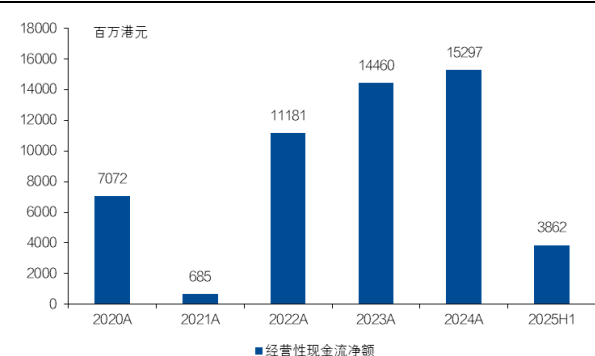
经营性现金流净额连续五年为正：我们认为公司非开发业务具备现金充裕、流动性充足的特点，即使公司开发业务自 2021 年起经历了较长的下行周期，公司经营性现金流净额 2020-2024 年均维持净流入状态。

图55、公司历年现金及银行结存



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

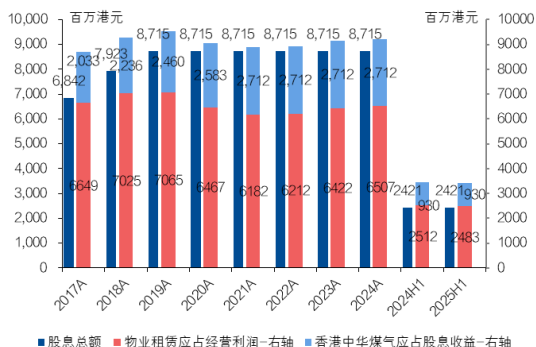
图56、公司历年经营性现金流净额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

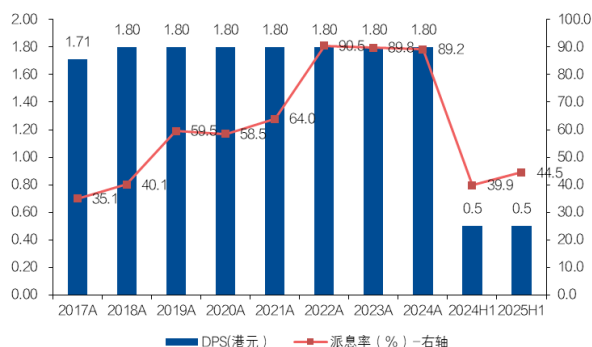
香港中华煤气股息+物业租赁应占经营利润预计可支撑派息稳定性：2018-2024 年，公司每年维持 1.80 港元固定派息，2019-2024 年股息总额维持 87.15 亿港元。我们判断每年公司来自香港中华煤气应占股息收益高度稳定，叠加来自物业租赁应占经营利润具备较强抗周期性，两者预计可以支撑每年股息支出总额保持稳定。

图57、公司历年经常性股息总额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、公司历年每股派息及其派息率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

红利配置价值：公司 TTM 股息率和美国 10 年起国债收益率长期存在息差，截至 2026 年 3 月 12 日，公司 TTM 股息率约 5.8%。

图59、2022 年以来美国 10 年期国债收益率和恒基地产 TTM 股息率复盘（截至 2026 年 3 月 12 日）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

六、盈利预测与估值

香港物业发展业务：我们认为在香港楼市量价齐升的阶段，公司在售项目及未来新推盘项目均价有望提升，带来公司合约销售金额和经营利润率提升。我们预计公司 2025-2027 年香港物业发展业务确认营业收入分别同比+38%/+7%/+5%。

内地物业发展业务：考虑到公司在内地拿地节奏放缓，目前销售以存货去化为主，我们预计在 2025 年一批项目集中交付确认收入后，公司内地物业销售营业收入将逐步缩减，2025-2027 年确认营业收入分别同比+70%/-9%/-4%。

香港物业租赁业务：基于香港 IPO 市场活跃度提升、家族办公室需求扩张及内地企业赴港开拓业务，我们判断公司持有的优质物业租金、出租率均有望维持稳定。此外，中环新海滨 3 号地块一期在 2026 年按计划落成后，有望为公司带来增量租金收入。我们预计 2025-2027 年确认香港物业租赁收入分别同比-5%/0%/+7%。

内地物业租赁业务：考虑到公司成长期项目广州星寰国际商业中心和上海星扬西岸商业中心租金贡献持续增加，且公司增量项目新岸商业中心于 2025 年入市，虽然公司于内地核心项目环球金融中心写字楼出租率和租金单价承压，但我们预计在成长期项目和增量项目拉动下，内地物业租赁收入仍能维持稳定表现，2025-2027 年内地物业租赁收入分别同比-2%/+6%/+2%。

百货业务：百货业务主要通过恒基兆业发展有限公司运营，我们判断由于出境游、港人北上消费、电商等冲击有一定持续性，2025-2027 年百货业务收入分别同比-5%/0%/+2%。

综上，公司香港开发业务受益于香港楼市进入量价齐升阶段，项目结转收入和盈利能力提升；物业租赁业务随着香港核心区优质商业地产修复，以及香港和内地增量项目的成长，租金收入整体维持稳定；百货、酒店及其他业务稳健经营，盈利能力稳定。

表3、公司营收及经营利润率按业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
(亿港元)				
营业收入	252.6	298.6	309.6	321.4
YoY	-8%	18%	4%	4%
1) 物业发展	125.1	175.2	185.2	193.4
YoY	-18%	40%	6%	4%
-香港	116.9	161.3	172.6	181.3
YoY	-20%	38%	7%	5%
-内地	8.1	13.8	12.6	12.1
YoY	52%	70%	-9%	-4%
2) 物业租赁	69.9	66.8	67.9	71.5
YoY	2%	-5%	2%	5%
-香港	49.5	46.9	46.9	50.0

	YoY	2%	-5%	0%	7%
	-内地	20.4	19.9	21.1	21.5
	YoY	0%	-2%	6%	2%
3) 百货业务		15.5	14.7	14.7	15.0
	YoY	-1%	-5%	0%	2%
4) 酒店业务		3.3	3.1	3.0	2.8
	YoY	-1%	-5%	-5%	-5%
5) 其他业务		38.8	38.8	38.8	38.8
	YoY	8%	0%	0%	0%

经营利润率	39.8%	34.2%	37.2%	40.5%
1) 物业发展	38.3%	29.1%	33.8%	38.6%
-香港	41.1%	30.0%	35.0%	40.0%
-内地	-1.6%	18.0%	18.0%	18.0%
2) 物业租赁	72.5%	73.8%	74.6%	75.2%
-香港	70.6%	72.0%	73.0%	74.0%
-内地	77.1%	78.0%	78.0%	78.0%
3) 百货业务	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
4) 酒店业务	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
5) 其他业务	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、盈利预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	25,256	29,858	30,963	32,143
增长率	-8.4%	18.2%	3.7%	3.8%
核心净利润(百万港元)	9,774	8,068	9,114	10,306
同比增长	0.7%	-17.5%	13.0%	13.1%
核心净利率	38.7%	27.0%	29.4%	32.1%
净资产收益率	1.9%	2.5%	2.8%	3.2%
每股收益(港元)	1.30	1.67	1.88	2.13
每股股息(港元)	1.80	1.80	1.80	1.80

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

复盘公司 2012-2025 年期间 PB 表现，在无风险利率下行、香港楼市上行以及自身盈利能力改善阶段，公司估值有望抬升：

1) 2012-2017 年，公司作为港资开发商龙头之一，受益于香港楼市量价高速增长，公司核心净利润 CAGR 达 22.4%，公司 PB 自 2012 年初 0.51 倍提升至 2017 年末 0.75 倍。

2) 2018-2020 年受成交回落影响，公司 PB 进入下行阶段。2018 年，港府 2016-2017 年期间推出的一系列提升购房门槛的政策起效，叠加 2018 年恒生指数跌幅达 13.6%，财富效应减弱，香港楼市成交放缓，公司 PB 自高位逐步回落。2019-2020 年期间，受疫情、宏观经济、人口净流出等多重因素影响，香港楼市新房成交逐步降温，公司盈利能力承压，PB 也持续下行至 2020 年末 0.46 倍。

3) 降息周期内，短暂修复。2021 年起，受益于 Hibor-1 个月利率下行至历史低位水平，香港楼市新房、二手房成交金额修复至近六年高位水平，但公司盈利能力尚未修复，叠加港股恒生指数 2021 年内下行 14%，公司 PB 仅略提升至 0.49 倍，2021 年内股价涨幅达 15%，跑赢大市。

4) 2022-2023 年，美联储加息打断香港楼市修复节奏，公司 PB 承压。受美联储加息周期影响，香港 Hibor-1 个月利率自 2021 年末 0.16% 上行至 2023 年末 5.27%，令香港购房成本大幅提升，2022-2023 年期间，香港楼市量价齐跌，公司 PB 降至 2023 年末 0.36 倍。

5) 2024 年-2025 年，在港府“撤辣”、Hibor-1 个月利率降至历史低位区间、人口净流入等综合因素下，香港楼市逐步走出底部，但公司盈利能力尚未修复，在此背景下，公司 PB 升至 2025 年末 0.43 倍。

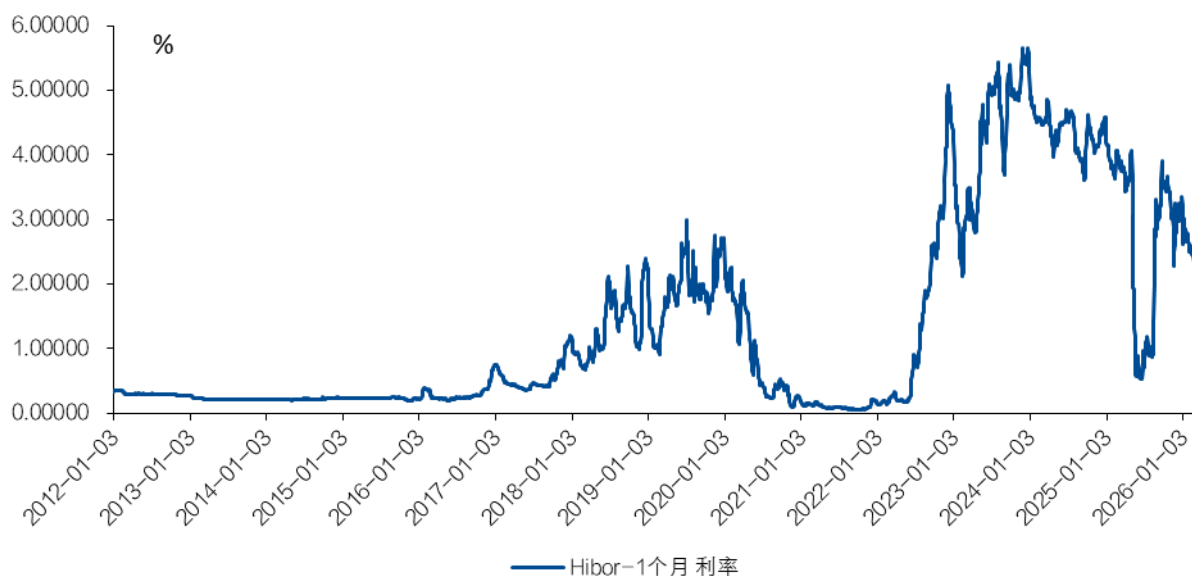
我们认为美国降息周期已经开启，随着年内美联储降息，Hibor-1 个月利率有条件维持在近五年的低位水平，叠加 2025 年港股牛市带来的财富效应，香港楼市量价齐升有一定支撑性，在公司盈利能力有望修复的支撑下，估值水平有望进一步提升。

图60、公司 PB-BAND (截至 2026/3/11)



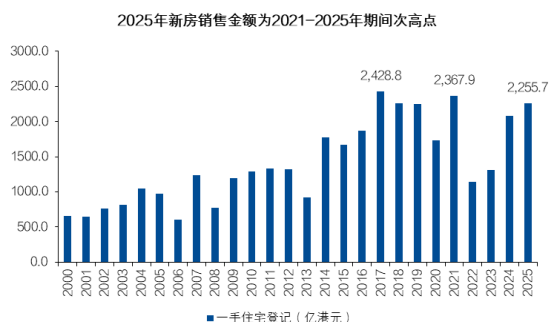
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、Hibor-1 个月利率（截至 2026/3/13）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、香港 2000-2025 年新房销售金额



数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、香港 2000-2025 年二手房销售金额



数据来源：中原地产，兴业证券经济与金融研究院整理

首次覆盖，给予“增持”评级：我们预计随着香港楼市成交量价齐升，公司盈利能力、净资产价值均有望改善，派息也有望维持稳定。2026 年 3 月 12 日收盘价对应 TTM 股息率为 5.8%，PB 为 0.47，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5、DDM 模型

DDM 模型假设

无风险利率	4.23% (2026.3.16 美国 10 年期国债到期收益率)
预期风险溢价假设	3.0%
β	0.733 (Bloomberg)
r:预期股票资本回报率	6.4%
一阶段 DPS 增长率假设:	
DPS 维持 1.80 港元/股	
DPS 折现值 (港元/股)	28.0

数据来源：wind，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、NAV 模型

业务	GAV (百万港元)
香港地产开发	88,279
香港投资物业	184,346
内地地产项目	41,870
香港中华煤气	57,423
香港小轮集团	620
美丽华酒店企业有限公司	3,791
恒基兆业发展有限公司	402
其他金融资产	4,715
合计	381,446
2025E 有息负债	146,123
2025E 现金及现金等价物	9,953
NAV	245,277
总股本 (百万股)	4,841
每股价值 (港元/股)	50.7

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表7、港资房企估值表 (截至 2026/3/17)

代码	公司	股价	市值	EPS (港元)		PE		PB
		(港元)	(亿港元)	FY2026E	2027E	FY2026E	FY2027E	MRQ
00683.HK	嘉里建设	23.08	335	1.47	3.01	15.7	7.7	0.32
00014.HK	希慎兴业	18.34	188	1.90	1.74	9.7	10.5	0.29
01972.HK	太古地产	24.64	1,419	1.27	1.34	19.3	18.4	0.53
00823.HK	领展房产基金	36.72	961	2.59	2.63	14.2	14.0	0.61
00101.HK	恒隆地产	9.15	463	0.64	0.67	14.2	13.7	0.34
00001.HK	长和	59.10	2,264	6.43	6.86	9.2	8.6	0.41
00016.HK	新鸿基地产	132.40	3,837	7.75	8.21	17.1	16.1	0.62
00012.HK	恒基地产	31.10	1,506	1.88	2.13	16.5	14.6	0.47
00083.HK	信和置业	11.43	1,084	0.51	0.50	22.4	22.9	0.64
01997.HK	九龙仓置业	24.84	754	2.13	2.20	11.7	11.3	0.42
01113.HK	长实集团	46.24	1,618	3.81	3.96	12.1	11.7	0.41
00066.HK	港铁公司	32.16	2,002	2.65	1.87	12.1	17.2	1.04
00006.HK	电能实业	61.45	1,310	3.15	3.23	19.5	19.0	1.47
00019.HK	太古股份公司 A	87.70	1,183	8.16	9.29	10.8	9.4	0.45
01038.HK	长江基建集团	64.10	1,615	3.73	3.94	17.2	16.3	1.29
平均						14.8	14.1	0.6

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*黑体为兴业证券预测，其余预测数据为 Bloomberg 一致预期

表8、港资房企 DPS 表 (截至 2026.3.17)

代码	公司	股价	市值	DPS (港元)		股息率 (%)	
		(港元)	(亿港元)	FY2026E	2027E	FY2026E	FY2027E
00683.HK	嘉里建设	23.08	335	1.35	1.35	5.8	5.8
00014.HK	希慎兴业	18.34	188	1.07	1.07	5.8	5.8
01972.HK	太古地产	24.64	1,419	1.20	1.26	4.9	5.1
00823.HK	领展房产基金	36.72	961	2.59	2.62	7.0	7.1
00101.HK	恒隆地产	9.15	463	0.52	0.52	5.7	5.7
00001.HK	长和	59.10	2,264	2.55	2.73	4.3	4.6
00016.HK	新鸿基地产	132.40					

00012.HK	恒基地产	31.10	1,506	1.80	1.80	5.8	5.8
00083.HK	信和置业	11.43	1,084	0.58	0.58	5.1	5.1
01997.HK	九龙仓置业	24.84	754	1.33	1.36	5.4	5.5
01113.HK	长实集团	46.24	1,618	1.80	1.85	3.9	4.0
00066.HK	港铁公司	32.16	2,002	1.31	1.31	4.1	4.1
00006.HK	电能实业	61.45	1,310	2.82	2.82	4.6	4.6
00019.HK	太古股份公司 A	87.70	1,183	3.67	3.84	4.2	4.4
01038.HK	长江基建集团	64.10	1,615	2.63	2.66	4.1	4.1
平均						4.9	5.0

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*黑体为兴业证券预测，其余预测数据为 Bloomberg 一致预期

● 风险提示

- 1) 公司派息不及预期：红利价值是公司的核心投资价值之一，若派息减少可能导致估值下调。
- 2) 香港新房成交量价复苏不及预期：若香港新房成交价格弱于预期、交易量下滑，将直接影响公司现金回流速度，相应开发业务毛利率预期下调，令公司资产的估值承压。
- 3) 中环新海滨 3 号项目资本开支超预期：中环新海滨 3 号项目投资规模较大，且投资周期长，若资本开支超预期，将令公司现金流承压，可能导致公司削减派息。

附表
资产负债表

单位：百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	118,993	104,840	102,213	97,121
现金及银行结存	17,919	9,953	16,035	17,055
应收账款及其他应收款	14,023	15,835	15,128	17,015
存货	85,608	77,608	69,608	61,608
其他流动资产	1,443	1,443	1,443	1,443
非流动资产	412,247	418,295	424,343	430,391
投资物业	271,874	274,874	277,874	280,874
联营公司权益	50,564	52,977	55,390	57,803
合营企业权益	77,876	78,561	79,246	79,931
其他金融资产	4,611	4,611	4,611	4,611
递延税项资产	1,082	1,082	1,082	1,082
其他非流动资产	6,240	6,190	6,140	6,090
资产总计	531,240	523,135	526,556	527,512
流动负债	45,811	43,555	44,676	42,022
银行借款	8,001	8,001	8,001	8,001
担保票据	9,585	9,585	9,585	9,585
应付账款	26,811	24,555	25,676	23,022
其他流动负债	1,414	1,414	1,414	1,414
非流动负债	144,852	138,852	139,852	140,852
银行借款	54,626	50,626	50,626	50,626
担保票据	10,024	4,024	3,024	2,024
其他流动负债	80,202	84,202	86,202	88,202
负债合计	190,663	182,407	184,528	182,874
股本	52,345	52,345	52,345	52,345
储备	269,802	269,155	269,554	271,145
少数股东权益	18,430	19,228	20,129	21,149
股东权益合计	340,577	340,728	342,028	344,638
负债及权益合计	531,240	523,135	526,556	527,512

现金流量表

单位：百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	8,238	9,962	11,253	12,724
营运资金的变动	7,732	3,932	9,829	3,458
经营活动产生现金流量	15,297	9,829	16,876	11,815
投资活动产生现金流量	-1,868	-3,080	-3,080	-3,080
净增银行借款及担保票据	-8924	-10000	-1000	-1000
已付股息	-8,715	-8,715	-8,715	-8,715
融资活动产生现金流量	-21,199	-14,715	-7,715	-7,715
现金净变动	-7,770	-7,966	6,081	1,020

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,256	29,858	30,963	32,143
营业成本	-16,163	-16,694	-16,325	-15,827
毛利润	9,093	13,164	14,638	16,316
行政费用	-2,345	-2,687	-2,787	-2,893
分销及推广费用	-1,406	-1,672	-1,734	-1,800
其他收入净额	3,191	0	0	0
投资物业公允价值变动	-1,514	0	0	0
净财务支出	-1,879	-1,941	-1,962	-1,997
联营及合营收益	3,098	3,098	3,098	3,098
税前利润	8,238	9,962	11,253	12,724
税项	-955	-1,096	-1,238	-1,400
净利润	7,283	8,866	10,016	11,325
少数股东损益	987	798	901	1,019
归属母公司净利润	6,296	8,068	9,114	10,306
核心净利润	9,774	8,068	9,114	10,306

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-8.4%	18.2%	3.7%	3.8%
毛利润增长率	-9.3%	44.8%	11.2%	11.5%
核心净利润增长率	0.7%	-17.5%	13.0%	13.1%
盈利能力				
毛利率	36.0%	44.1%	47.3%	50.8%
核心净利率	38.7%	27.0%	29.4%	32.1%
ROE	1.9%	2.5%	2.8%	3.2%
偿债能力				
资产负债率	35.9%	34.9%	35.0%	34.7%
净负债率	21.1%	20.5%	18.3%	17.6%
流动比率	2.6	2.4	2.3	2.3
营运能力				
资产周转率	4.70	5.66	5.90	6.10
每股资料 (港元)				
每股核心收益	2.02	1.67	1.88	2.13
每股股息	1.80	1.80	1.80	1.80
每股净资产	66.5	66.4	66.5	66.8
估值比率 (倍)				
PE	15.4	18.7	16.6	14.6
PB	0.5	0.5	0.5	0.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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博纳西亚（杭州）医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、青岛平度控股集团有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、中金公司、环太湖国际投资有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、长春市城市发展投资控股(集团)有限公司、长发控股（香港）有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、紫金矿业、厦门睿云联创新科技股份有限公司、内江投资控股集团有限公司、成都银行、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、兴证国际、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、兴业银行、瑛泰医疗、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、江苏银行、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、澄达国际有限公司、盐城市大丰区诺城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、上海银行、四川港荣投资发展集团有限公司、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、金叶国际集团有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、Giantec Semiconductor Corporation、QINGDAO PINGDU HOLDINGS GROUP CO., LTD.、Tongling Zhongxu Industrial Investment Co., Ltd.、CHINA INTERNATIONAL CAPITAL CORPORATION、CICC、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、HUANTAIHU INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、HUZHOU NANTAIHU STATE-OWNED GROUP CO., LTD.、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHANGCHUN URBAN DEVELOPMENT & INVESTMENT HOLDINGS (GROUP) CO., LTD.、JOY DELIGHT INTERNATIONAL LIMITED、YUEXIU PROPERTY、ZIJIN MINING、Akuvox (Xiamen) Networks Co., Ltd.、NEIJIAN INVESTMENT HOLDING GROUP CO.,LTD.、BANK OF CHENGDU、DONGTAI CHENGXING INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、Chongqing Three Gorges Bank Co Ltd、Chongqing Xinshuangquan Urban Construction And Development Co Ltd、CISI FIN、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、TFI Overseas Investment Limited、INDUSTRIAL BANK、INT MEDICAL、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRI CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Chengda International Co., Limited、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、BANK OF SHANGHAI、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY

CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
 邮编：200135
 邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
 邮编：518035
 邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
 邮编：100020
 邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
 邮编：518035
 邮箱：ir@xyzq.com.hk