

太古地产 (01972.HK)

高端商业地产加速落子，千亿投资计划蓄势腾飞

2026年04月21日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

qidong@kysec.cn

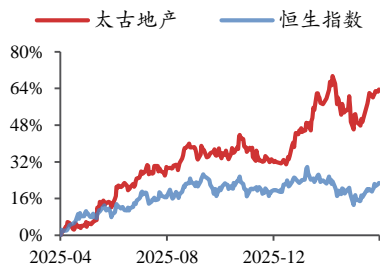
huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

日期	2026/4/21
当前股价(港元)	25.180
一年最高最低(港元)	27.180/16.000
总市值(亿港元)	1,449.73
流通市值(亿港元)	1,449.73
总股本(亿股)	57.57
流通港股(亿股)	57.57
近3个月换手率(%)	4.13

股价走势图



数据来源：聚源

● 聚焦核心城市资产，业绩稳健，首次覆盖，给予“买入”评级

太古地产是中国香港及内地领先的综合项目发展商、业主、运营商，聚焦高能级城市核心地段资产，基本面稳健，派息持续增长，伴随住宅陆续进入结转期、内地多个购物中心陆续开业，公司未来业绩有望充分释放。我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为43.1、54.8、63.5亿港元，EPS分别为0.75、0.95、1.10港元，当前股价对应PE为33.7、26.5、22.8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 租金收入占比超80%，财务指标表现优秀

公司2019年以来物业投资租金收入占比均达到80%及以上，是公司收入及利润的主要来源，其中2025年零售租金收入占总租金收入比例55.3%。2025年公司基本溢利为86.2亿港元，同比增长27.4%，经营利润率同比增长7个百分点至54%。公司2025年经营性现金流同比增长99%，净负债率14.6%（同比下降1.1pct），加权融资成本降至3.5%（同比下降0.5pct）。

● 内地商业版图全面进阶，中国香港零售市场平稳复苏

公司在中国内地购物中心均位于北京、上海、广州、成都等核心城市的最优质地段，2025年租金收入总额同比上升至46.28亿港元，同比增长3.1%，六大购物中心销售额全部实现增长。公司在内地有7个大型在建项目，其中4个计划于2026年起分阶段入市，租金收入增长可期。公司在中国香港投资物业组合约133万方，其中2025年写字楼租金收入48.85亿港元，综合出租率89%；零售租金收入23.55亿港元，出租率维持满租，展现较强复苏弹性。

● 开发项目去化提速，非核心资产剥离助力千亿投资计划

公司住宅待售项目多位于中国香港和海外，2026-2027年公司在上海中国香港多个项目均有望结转，增厚利润表现。公司自2018年开始通过出售非核心资产回收现金，用于千亿投资计划和降低负债，截至2025年末，公司累计处置收益约587亿港元，其中2025年回收资金73亿港元，整体已投放千亿资金比例达67%。后续投入成本上，公司2026-2028年约90%的资金主要投向中国内地综合体建设，2029年及之后主要投向中国香港的扩建计划。

● **风险提示：**写字楼市场持续承压、内地零售复苏不及预期、项目招商不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万港元)	14,428	16,041	20,054	20,058	21,743
YOY(%)	(1.6)	11.2	25.0	0.0	8.4
净利润(百万港元)	(766)	(1,533)	4,305	5,480	6,345
YOY(%)	-	-	-	27.3	15.8
毛利率(%)	70.5	66.4	56.3	58.5	61.3
净利率(%)	(4.2)	(9.7)	22.6	29.4	32.4
ROE(%)	(0.3)	(0.6)	1.6	1.9	2.2
EPS(摊薄/港元)	(0.13)	(0.27)	0.75	0.95	1.10
P/E(倍)	-	-	33.7	26.5	22.8
P/B(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 创立发展五十余年，塑造商业地产标杆.....	5
1.1、 起步于香港，拓展全球，专注发展商业地产.....	5
1.2、 母公司太古股份实力强劲，股权结构集中.....	6
1.3、 物业投资为核心主业，资产经营稳中向好.....	7
1.4、 投资物业体量较大，长期持有运营.....	8
1.5、 非核心资产回收现金，千亿港元投资计划已投放 67%.....	11
2、 内地商业版图全面进阶，有望成为业绩增长主引擎.....	13
2.1、 购物中心租金稳健增长，零售额均同比提升.....	13
2.2、 办公楼市场竞争激烈，出租率整体稳定.....	16
2.3、 在建项目充足，未来两年有望陆续开业.....	17
3、 中国香港办公市场承压，海外非核心资产逐步剥离.....	19
3.1、 办公楼租金收入下降，综合出租率维持平稳.....	19
3.2、 零售物业维持满租，租金收入微降.....	21
3.3、 迈阿密资产出售，文华东方酒店重建.....	24
4、 开发项目去化提速，全球布局有序推进.....	26
5、 核心竞争优势：资本循环强化资产质量，“强招商+重合作”保障运营领先.....	28
5.1、 资本循环战略保障资产质量持续优化.....	28
5.2、 强招商能力与极致的产品力，相辅相成.....	29
5.3、 重视合作，通过与地方合作伙伴绑定.....	32
6、 财务稳健，负债规模健康，穿越周期.....	33
6.1、 投资物业公允价值波动，基本溢利下滑.....	33
6.2、 负债保持低位，派息诚意十足.....	34
7、 盈利预测与投资建议.....	37
8、 风险提示.....	41
附：财务预测摘要.....	42

图表目录

图 1： 太古地产发展 50 余年，专注发展高端商业地产.....	5
图 2： 太古地产子品牌较多且具有特色.....	5
图 3： 太古股份对太古地产有直接控制权.....	6
图 4： 截至 2025 年末，太古集团对公司持表决权达 83.31%.....	7
图 5： 公司 2019 年以来物业投资租金收入占比均超 80%.....	7
图 6： 公司零售物业租金收入占比逐年提升.....	7
图 7： 公司已落成投资物业主要分布在中国香港和内地（配万平方米）.....	8
图 8： 公司发展规划中投资物业主要分布在中国内地（配万平方米）.....	8
图 9： 公司聚焦中国内地高能级城市的核心地段资产.....	9
图 10： 公司聚焦中国香港核心地段资产.....	9
图 11： 公司 2025 年物业投资租金收入同比-3.3%.....	10
图 12： 公司在中国内地租金收入占比呈提升趋势.....	10
图 13： 公司已建成投资物业中，香港写字楼占比最高（万平方米）.....	11
图 14： 公司 2025 年内地零售物业租金收入占比提升（亿港元）.....	11

图 15: 公司 2025 年投资物业出租率整体保持稳定.....	11
图 16: 截至 2025 年末, 公司一千亿港币投资计划已投放资金比例达 67%.....	12
图 17: 公司在中国内地购物中心均位于一二线城市核心地段.....	13
图 18: 公司 2025 年内地零售物业面积同比增长.....	14
图 19: 2022 年以来公司内地购物中心租金收入保持增长.....	14
图 20: 太古地产 2023-2025 年中国内地租金收入均同比增长.....	15
图 21: 太古地产 2023-2025 年出租率可比公司中领先.....	15
图 22: 太古地产 2023-2025 年租金坪效可比公司中领先 (元/平/月).....	16
图 23: 公司在中国内地已建成的写字楼均位于一线城市.....	16
图 24: 公司在中国内地落成写字楼规模维持平稳.....	17
图 25: 公司 2025 年中国内地写字楼租金收入同比下降.....	17
图 26: 公司在内地已落成的服务式公寓主要有三座.....	17
图 27: 公司在内地大型在建项目均位于核心城市优质地段.....	18
图 28: 公司已落成办公楼主要集中在太古广场和太古坊.....	19
图 29: 公司 2025 年办公楼出租率保持相对稳定.....	20
图 30: 公司香港已落成办公楼面积维持平稳.....	21
图 31: 公司 2024-2025 年办公楼估值明显下降 (亿港元).....	21
图 32: 公司香港办公楼租金收入自 2020 年以来均下滑.....	21
图 33: 公司 2025 年写字楼综合出租率保持平稳.....	21
图 34: 公司在中国香港拥有三座大型零售物业.....	22
图 35: 公司在中国香港零售物业出租率维持高位.....	22
图 36: 公司在香港物业 2025 年零售额均同比增长.....	22
图 37: 公司已落成零售物业规模维持平稳.....	23
图 38: 公司 2025 年零售物业估值有所下降.....	23
图 39: 公司香港零售物业 2025 年租金收入同比下降 1%.....	23
图 40: 公司 2025 年已落成零售物业出租率达 100%.....	23
图 41: 公司在中国香港租赁住宅物业主要有三个.....	23
图 42: 2025 年公司中国香港租赁住宅物业出租率同比提升.....	24
图 43: 公司在美国剩余项目为 Brickell Key 文华东方公寓及酒店重开发项目.....	25
图 44: 公司住宅项目布局区域较广泛.....	26
图 45: 公司 2026 年及以后待结转开发项目资源较充足 (万平方呎).....	27
图 46: 截至 2025 年末, 公司累计处置非核心资产收益约 587 亿港元.....	28
图 47: 2026-2028 年约 90% 的资金主要投向中国内地综合体建设 (亿港元).....	29
图 48: 北京三里屯太古里选址处于两条地铁交汇.....	30
图 49: 上海前滩太古里选址处于三条地铁交汇核心区.....	30
图 50: 北京三里屯太古里和成都太古里均为开放式街区商业.....	31
图 51: 待开业的西安太古里和三亚太古里预计为开放式街区商业项目.....	31
图 52: 成都太古里和上海张园项目均为当地文化地标.....	32
图 53: 公司 2024-2025 年股东应占溢利转负.....	33
图 54: 公司 2025 年投资物业公允价值亏损达 80 亿港元.....	33
图 55: 公司 2025 年基本溢利同比增长 27.4%.....	33
图 56: 公司 2025 年经营利润率提升至 54%.....	33
图 57: 公司物业投资板块分部归母净利率保持稳健.....	34
图 58: 太古地产 2025 年经营利润率在港资地产上市公司保持中上水平.....	34
图 59: 公司 2020 年以来有息负债规模攀升.....	34

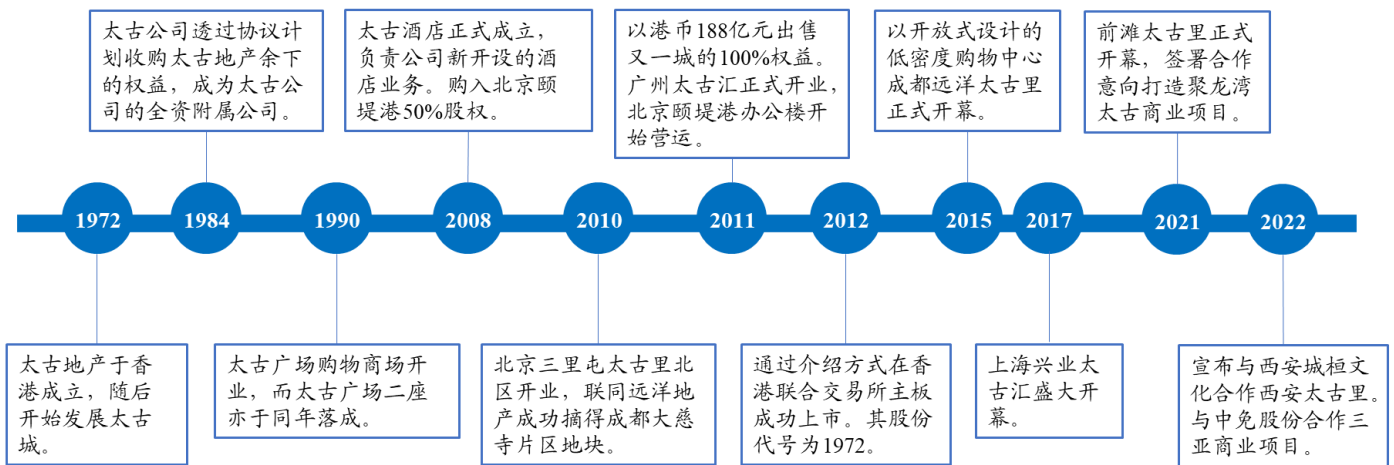
图 60: 公司净负债率保持在 20%以内	34
图 61: 公司净负债率在港资地产上市公司中保持较低水平	35
图 62: 2019 年以来公司经营性现金流持续为正	35
图 63: 公司 2025 年派息比例超 76%	36
图 64: 公司 2025 年股息率在港资地产上市公司中保持较高水平	36
图 65: 我们预计公司 2026-2028 年物业投资收入将整体保持增长	38
图 66: 我们预计公司 2026 年物业买卖收入高增	38
图 67: 我们预计公司 2026-2028 年酒店收入平稳增长	39
表 1: 太古股份核心业务包含五大板块	6
表 2: 物业投资租金收入是公司收入主要来源	8
表 3: 公司应占租金收入主要来自中国香港和内地	8
表 4: 公司在中国内地投资物业主要位于核心一二线城市	13
表 5: 2025 年公司在中国内地购物中心零售额同比均实现增长	14
表 6: 公司内地购物中心 2016 年以来零售额年均复合增速较高	14
表 7: 公司内地购物中心 2022 年以来租金收入增速有所波动	15
表 8: 2025 年公司在内地购物中心出租率整体提升	15
表 9: 公司 2025 年中国内地写字楼出租率保持相对稳定	16
表 10: 公司在内地 7 个大型在建项目将在 2026-2027 年落成	17
表 11: 公司在中国香港投资物业组合约 1430 万平方呎 (约 133 万平方米)	19
表 12: 公司 2022 年以来太古坊二座出租率平稳提升	20
表 13: 公司在中国香港零售物业近两年保持满租	22
表 14: 公司自 2020 年以来逐渐剥离迈阿密资产	24
表 15: 公司 2026 年在中国香港主力在售项目为海德园	26
表 16: 公司在中国内地三个住宅开发项目均已接近尾声	27
表 17: 公司在海外项目位于东南亚和美国迈阿密	27
表 18: 公司自 2019 年开始通过出售非核心资产回收现金	29
表 19: 公司善于同其他企业合作开发	32
表 20: 我们预计公司 2026 年收入同比增长 25%	39
表 21: 公司 2026 年 PE 估值水平高于可比公司均值	40

1、创立发展五十余年，塑造商业地产标杆

1.1、起步于香港，拓展全球，专注发展商业地产

太古地产有限公司是中国香港及内地领先的综合项目发展商、业主、运营商，公司于 1972 年在中国香港成立，2012 年在香港联合交易所主板上市（股票代码 1972.HK）。业务布局涵盖中国香港、中国内地、东南亚及美国，经营业态包括住宅、购物中心、写字楼、酒店及公寓等。公司尤其专注发展高端商业地产开发及运营，善于打造审美前瞻、历久弥新、品质领先的购物广场和写字楼。

图1：太古地产发展 50 余年，专注发展高端商业地产



资料来源：公司官网、开源证券研究所

太古地产主品牌由一系列各具特色且声誉卓著的子品牌及业务组成。每个子品牌在保持其独特调性的同时，亦秉持太古地产坚持创新、着眼长远及关注细节的核心理念。

图2：太古地产子品牌较多且具有特色



资料来源：公司官网

1.2、母公司太古股份实力强劲，股权结构集中

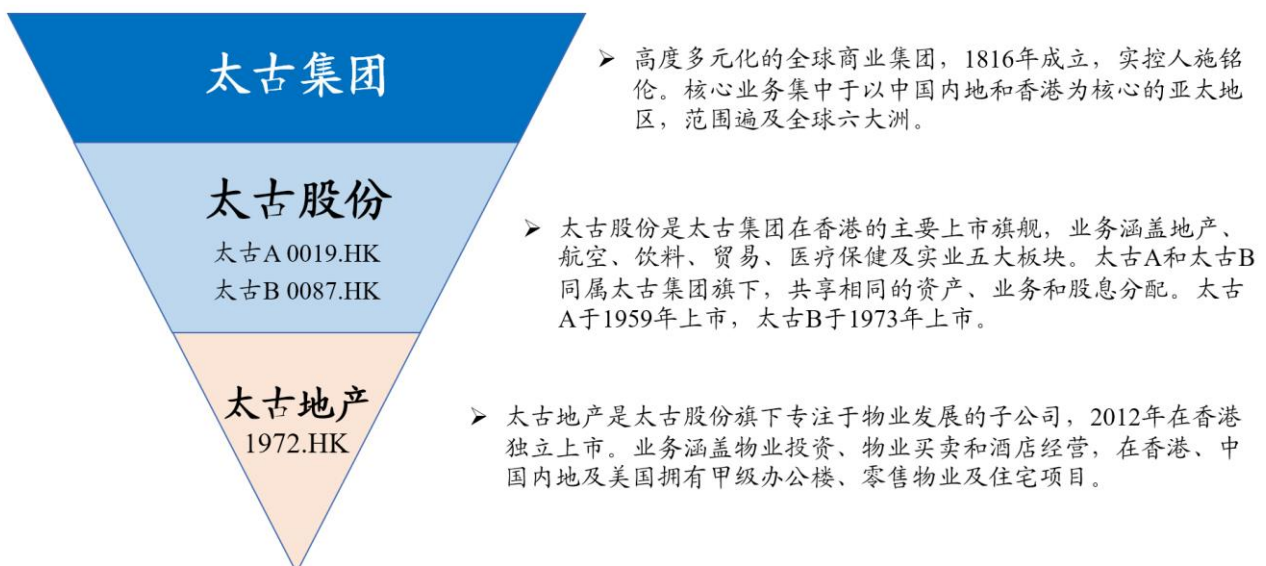
母公司太古股份业务遍布大中华区、东南亚及美国，核心业务包括地产、航空、饮料、零售贸易和医疗保健等，是太古地产的直接控制方，截至 2025 年拥有表决权股份达 83.3%。太古集团通过控股太古股份，成为太古地产的最终实益拥有者和实际控制人。该集团由施氏等家族通过信托架构长期持有，确保了太古系公司治理的稳定性和连续性，有利于集团层面的资源统一调配和战略长期稳定。

表1：太古股份核心业务包含五大板块

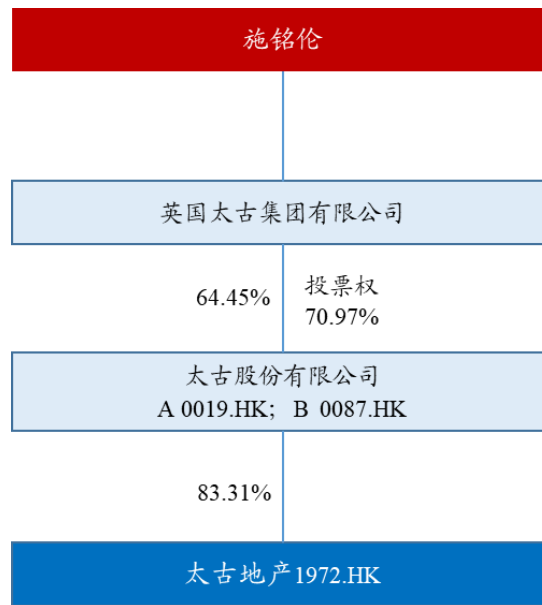
行业	公司	介绍
地产	太古地产 (1972.HK)	太古地产致力于发展及管理商业、零售、酒店和住宅物业，尤其专注于优越地段之综合发展项目。
饮料	太古可口可乐	太古可口可乐在多地拥有生产、推广及经销可口可乐公司产品的专营权。为美国太古可口可乐提供管理及行政支持服务。
航空	国泰航空 (0293.HK)、香港飞机工程公司 (全资附属)	国泰集团包括国泰航空、香港快运及华民航空，以及附属公司国航及国货航。港机集团是一家机身及航空发动机维修、修理及大修服务及产品的全球供货商。
医疗保健	德达医疗等	在中国内地持有德达医疗的控股权，以及于哥伦比亚中国、深圳新风和睦家医院及希愈医疗集团的附属投资。
贸易与实业		包括太古资源、太古汽车、太古食品及太古环保服务。

资料来源：太古股份官网、开源证券研究所

图3：太古股份对太古地产有直接控制权



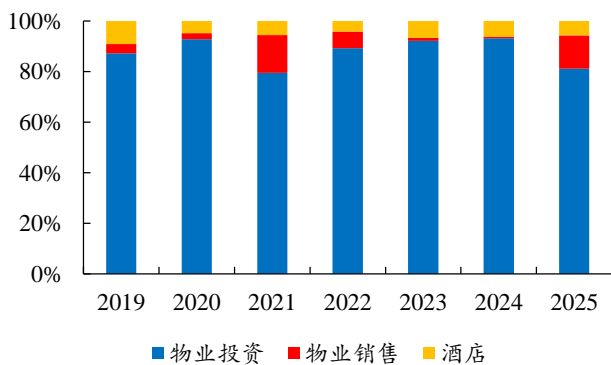
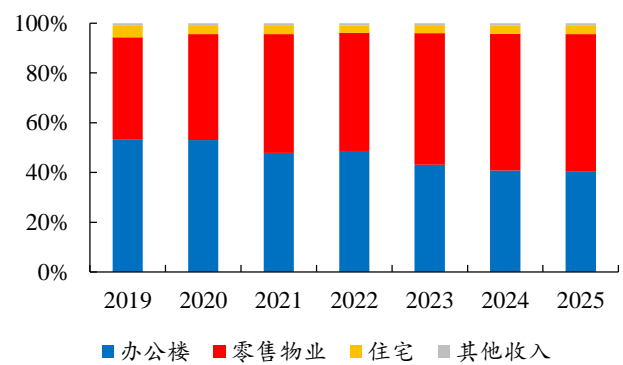
资料来源：公司官网、Wind、开源证券研究所

图4：截至 2025 年末，太古集团对公司持表决权达 83.31%


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 物业投资为核心主业， 资产经营稳中向好

公司 2025 年实现收入 160.4 亿港元，同比增长 11.2%。2019 年以来物业投资租金收入占比均达到 80% 及以上，是公司收入及利润的主要来源，其中 2025 年租金收入占比达 81%。投资物业业态上，公司近年来零售租金收入占比逐年提升，2025 年零售租金收入占总租金收入比例 55.3%。

图5：公司 2019 年以来物业投资租金收入占比均超 80%

图6：公司零售物业租金收入占比逐年提升


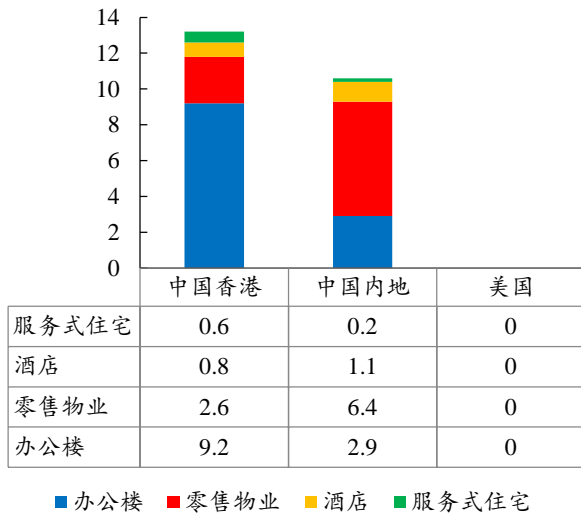
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

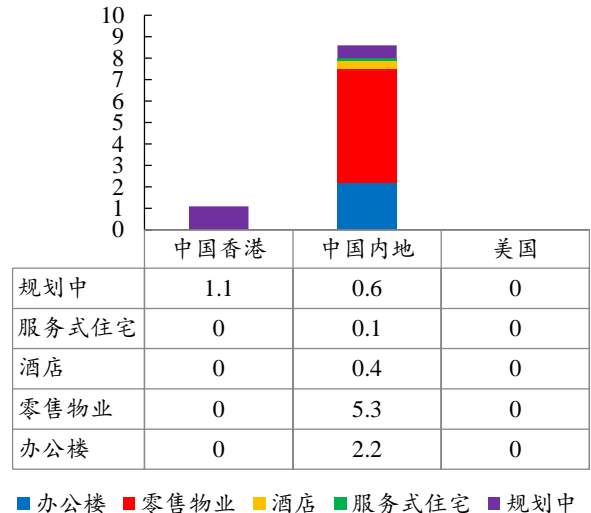
表2：物业投资租金收入是公司收入主要来源

单位：百万港元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
物业投资	12410	12355	12981	12340	13525	13452	13014
——办公楼	6598	6555	6214	6003	5835	5488	5248
——零售物业	5107	5245	6191	5849	7143	7388	7193
——住宅	566	454	474	374	430	440	438
——其他收入	139	101	102	114	117	136	135
物业销售	516	312	2443	921	166	88	2110
酒店	1296	641	894	565	979	888	917
总收入	14222	13308	16318	13826	14670	14428	16041

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司已落成投资物业主要分布在中国香港和内地（百万平方呎）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司发展规划中投资物业主要分布在中国内地（百万平方呎）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司应占租金收入主要来自中国香港和内地

应占租金收入比例	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国香港	67%	60%	61%	58%	56%	56%
中国内地	30%	37%	37%	40%	41%	43%
美国	3%	3%	2%	2%	3%	1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、投资物业体量较大，长期持有运营

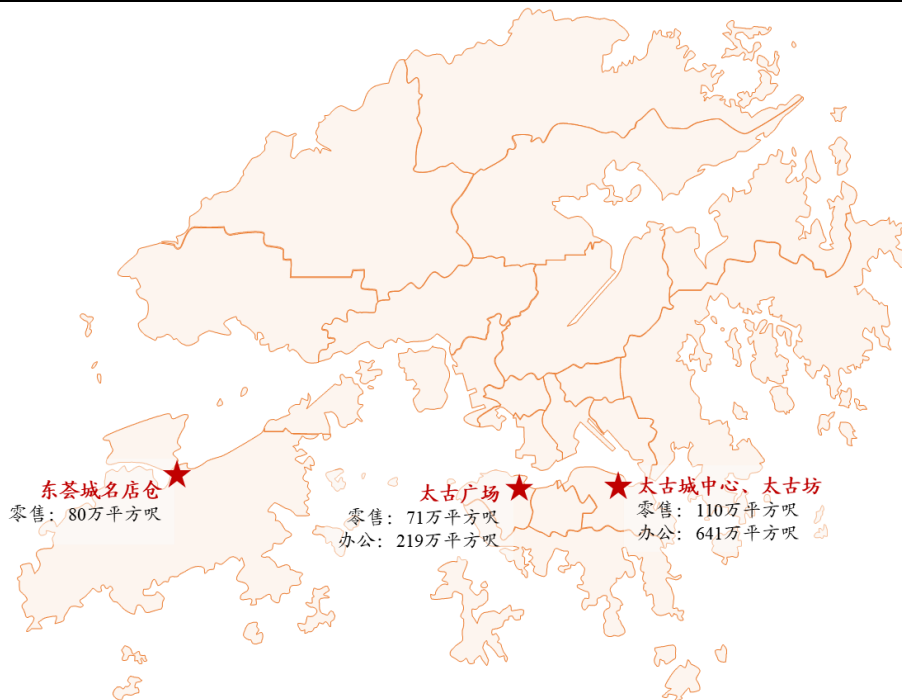
从投资物业布局来看，公司聚焦中国香港和内地高能级城市的核心地段资产，长期持有运营，涵盖办公楼、零售物业及高端住宅。

图9：公司聚焦中国内地高能级城市的核心地段资产



资料来源：公司官网、开源证券研究所

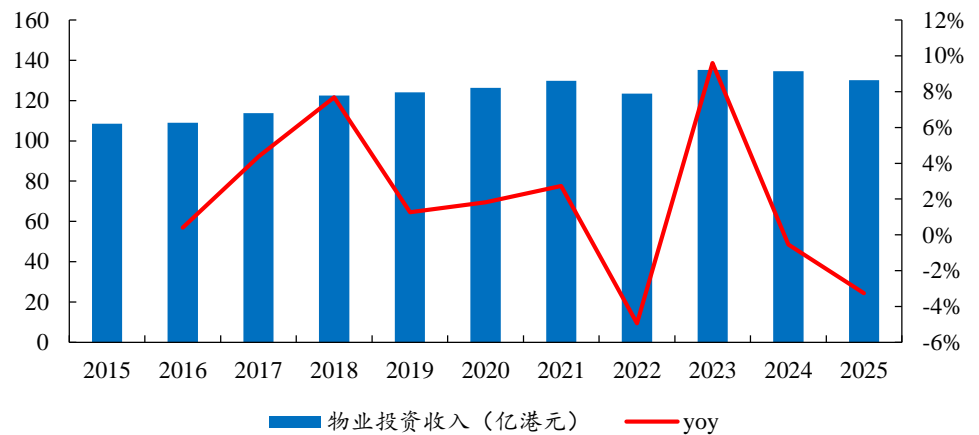
图10：公司聚焦中国香港核心地段资产



资料来源：公司官网、开源证券研究所

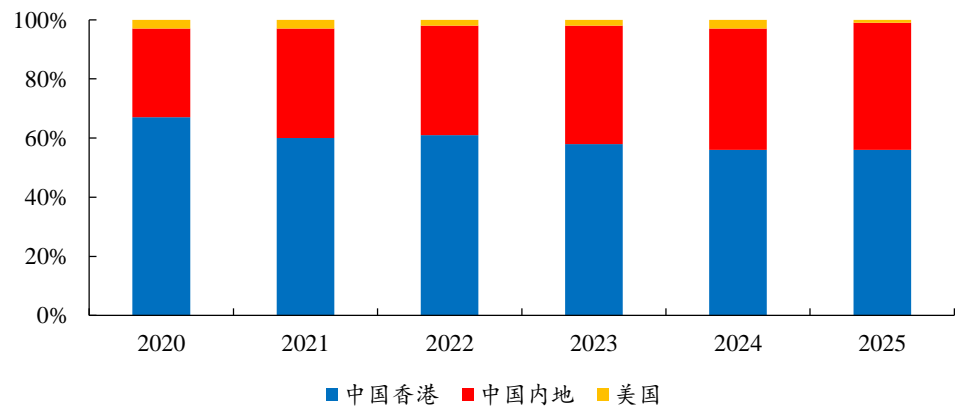
截至 2025 年末，公司零售和写字楼物业已建成总面积达 2559 万平方呎（约 238 万平方米），其中香港写字楼、香港零售、内地写字楼、内地零售物业面积占比分别为 39%、12%、16%、32%。公司物业投资租金收入整体保持增长趋势，2025 年实现收入 130.1 亿港元，同比下降 3.3%，主要受写字楼租金收入下降影响，其中中国香港和内地写字楼收入同比分别下降 4.4%、下降 4.2%，中国香港和内地零售收入分别下降 0.6%、增长 3.1%。收入构成上，中国内地物业投资租金收入占比逐年提升，2025 年达 43%。

图11：公司 2025 年物业投资租金收入同比-3.3%

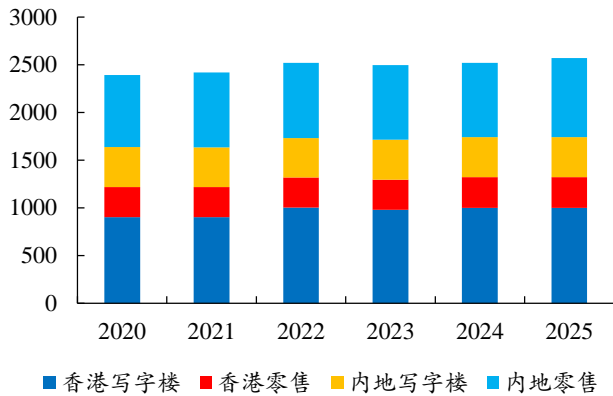


数据来源：公司公告、开源证券研究所

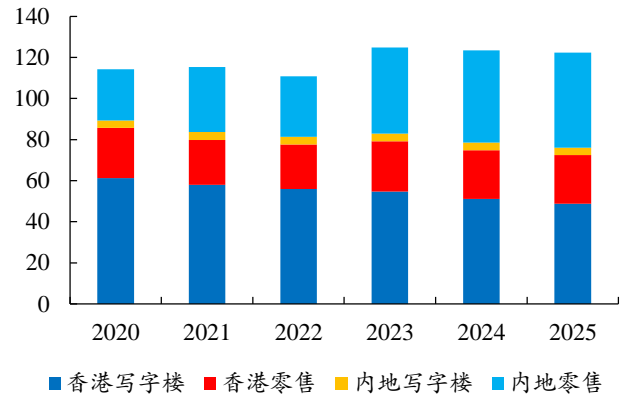
图12：公司在中国内地租金收入占比呈提升趋势



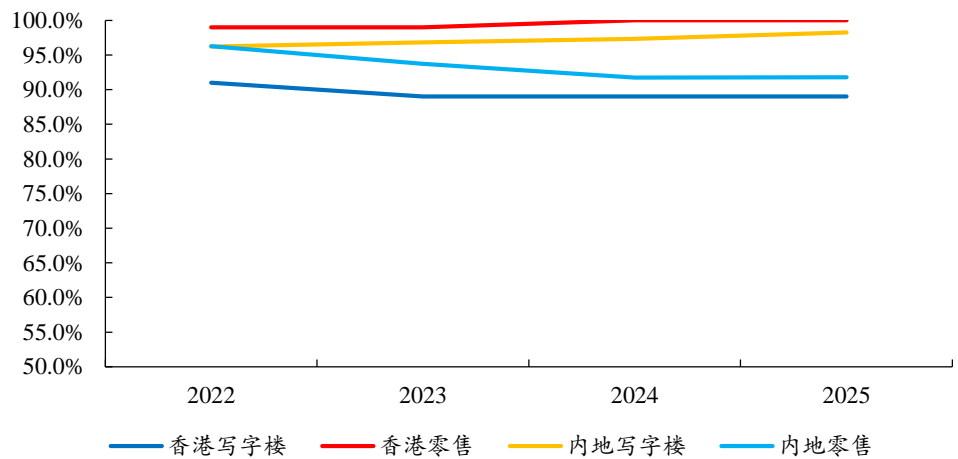
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13: 公司已建成投资物业中, 香港写字楼占比最高(万平方米)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 公司 2025 年内地零售物业租金收入占比提升(亿港元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 公司 2025 年投资物业出租率整体保持稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.5、非核心资产回收现金, 千亿港元投资计划已投放 67%

公司自 2022 年宣布千亿投资计划, 通过创新衍变优化物业组合, 在核心城市扩大业务, 包括中国香港的写字楼和住宅、中国内地三座太古里项目、以及东南亚的住宅项目。其中 50% 投向中国内地核心城市以零售为主导的综合体, 目标到 2032 年将楼面面积翻一番, 截至 2025 年末已投约 460 亿港元; 30% 投向中国香港持有型物业, 主要为太古广场及太古坊的扩建计划, 截至 2025 年末已投约 110 亿港元; 20% 投向住宅开发项目, 包括香港、中国内地及东南亚(越南、印尼、新加坡和泰国)的在建住宅项目, 截至 2025 年末已投约 100 亿港元。截至 2025 年末, 整体已投放资金比例达 67%。

图16: 截至 2025 年末, 公司一千亿港币投资计划已投放资金比例达 67%



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2、内地商业版图全面进阶，有望成为业绩增长主引擎

公司在中国内地主要布局核心一二线城市，已建成投资物业组合约 145 万平方米，在建项目约 151 万平方米，包括甲级办公楼、零售物业、酒店、服务式住宅等，已建成项目分布在北京、上海、广州、成都等地，在建项目分布在北京、上海、西安、三亚等地，其中租金收入主要来源是零售业态。

表4：公司在中国内地投资物业主要位于核心一二线城市

类型	已落成面积 (万方)	2025 年租金收入 (亿港元)	代表项目
办公楼	38.9	3.63	广州太古汇、北京颐堤港、上海兴业太古汇
零售物业	72.8	46.28	北京三里屯太古里、成都太古里、广州太古汇、北京颐堤港、上海兴业太古汇、上海前滩太古里、广州汇坊、广州聚龙湾太古里
酒店	15.2		北京颐堤港东隅、成都居舍、上海居舍
服务式公寓	18.1		广州太古汇文华东方酒店、成都太古里博舍、上海兴业太古汇铺舍
规划中	150.9		北京太古坊、西安太古里、三亚太古里、上海前滩综合发展项目、上海陆家嘴太古源

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、购物中心租金稳健增长，零售额均同比提升

公司在中国内地购物中心均位于北京、上海、广州、成都等核心城市的最优质地段，构建了难以复制的物理壁垒，总建面约 73 万方，截至 2025 年末估值 753 亿港元。

图17：公司在中国内地购物中心均位于一二线城市核心地段



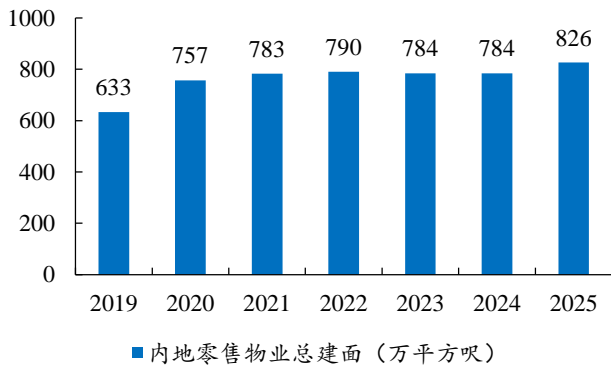
资料来源：公司官网、开源证券研究所

表5：2025年公司在内地购物中心零售额同比均实现增长

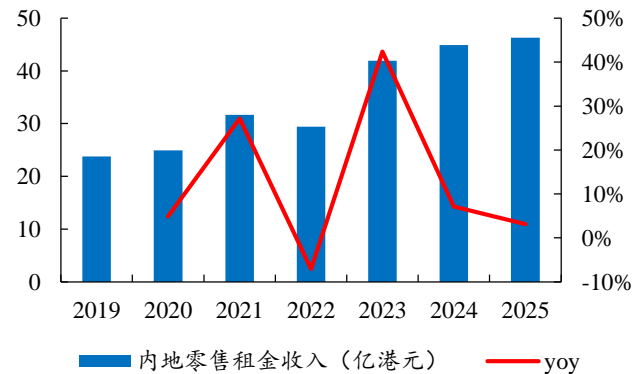
中国内地零售物业	已落成面积 (万方)	应占权益	2025年出租率	2025年零售额 增速
北京三里屯太古里	15.0	100%	99%	11%
成都太古里	12.6	100%	97%	7%
广州太古汇	14.2	97%	100%	2%
北京颐堤港	8.8	50%	99%	3%
上海兴业太古汇	10.3	50%	96%	50%
上海前滩太古里	11.0	50%	98%	7%
广州汇坊	0.8	100%		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2016年以来，太古旗下主力商场的出租率始终维持在94%-100%的极窄区间波动。2025年，中国内地零售物业租金收入总额同比上升至46.28亿港元，同比增长3.1%，在消费市场整体承压的背景下实属不易。尽管部分商场因升级改造短期承压，但公司2025年零售业务整体表现依然稳健，六大购物中心2025年销售全部实现增长，其中充分体现了其作为中国顶级商业地产运营商的深厚功底。

图18：公司2025年内地零售物业面积同比增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：2022年以来公司内地购物中心租金收入保持增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：公司内地购物中心2016年以来零售额年均复合增速较高

零售额增速	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	复合增速
北京三里屯太古里	6%	4%	11%	11%	-18%	27%	-26%	31%	-1%	11%	4.2%
成都太古里	78%	49%	22%	23%	6%	22%	-15%	33%	-14%	7%	18.2%
广州太古汇	10%	27%	11%	20%	36%	33%	-11%	15%	-14%	2%	11.6%
北京颐堤港	20%	60%	0%	26%	-12%	11%	-26%	27%	-4%	3%	8.2%
上海兴业太古汇				73%	15%	29%	-36%	29%	-14%	50%	15.4%
上海前滩太古里								79%	3%	7%	25.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：公司内地购物中心 2022 年以来租金收入增速有所波动

零售额增速	2022	2023	2024	2025
北京三里屯太古里		4%	12%	3%
成都太古里	-9%	12%	0%	5%
广州太古汇	-8%	5%	-6%	2%
北京颐堤港	-26%	13%	-2%	-2%
上海兴业太古汇	-17%	-3%	-17%	1%
上海前滩太古里		22%	7%	-3%

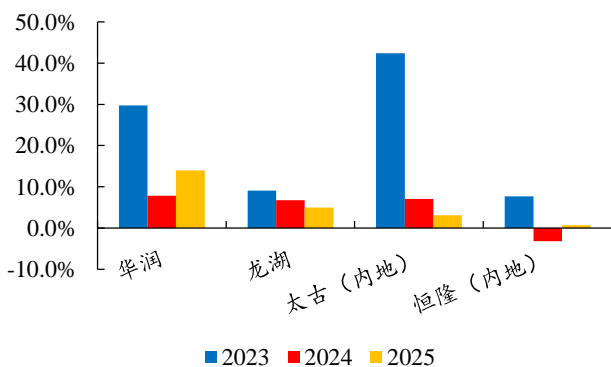
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：2025 年公司在内地购物中心出租率整体提升

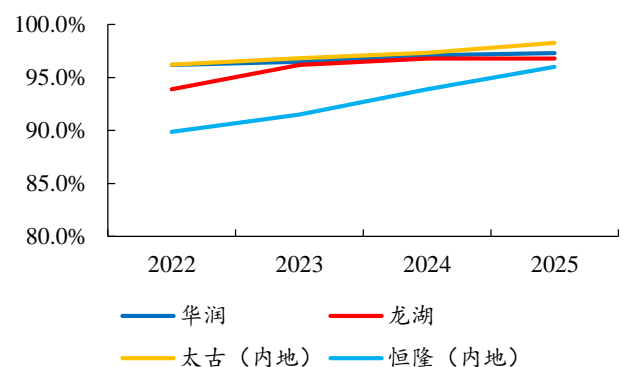
出租率	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
北京三里屯太古里	94%	99%	100%	100%	99%	97%	94%	94%	98%	99%
成都太古里	92%	95%	99%	97%	95%	96%	95%	97%	96%	97%
广州太古汇	99%	99%	100%	99%	100%	99%	99%	100%	100%	100%
北京颐堤港	98%	99%	97%	100%	98%	100%	100%	99%	98%	99%
上海兴业太古汇		96%	97%	98%	95%	97%	97%	93%	93%	96%
上海前滩太古里						90%	93%	98%	98%	98%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

中国内地核心城市购物中心格局来看，华润凭借“万象系”规模效应实现全域布局，龙湖以“天街”TOD 模式深耕高能级城市，太古与恒隆则坚守“长期主义”，分别以开放式低密度街区和高奢地标，在一线核心地段构筑护城河。华润和龙湖扩张规模和在营购物中心数量远超港资开发商，但太古地产商业定位中高奢商场，在经营效率和租金坪效上领先。太古地产在内地购物中心选址基本位于城市核心板块，通过极致的产品力、精准的品牌组合和文化赋能，打造高溢价资产，2022 年以来租金收入平稳增长，平均出租率稳定超过 96%，租金坪效上大幅领先于同业。

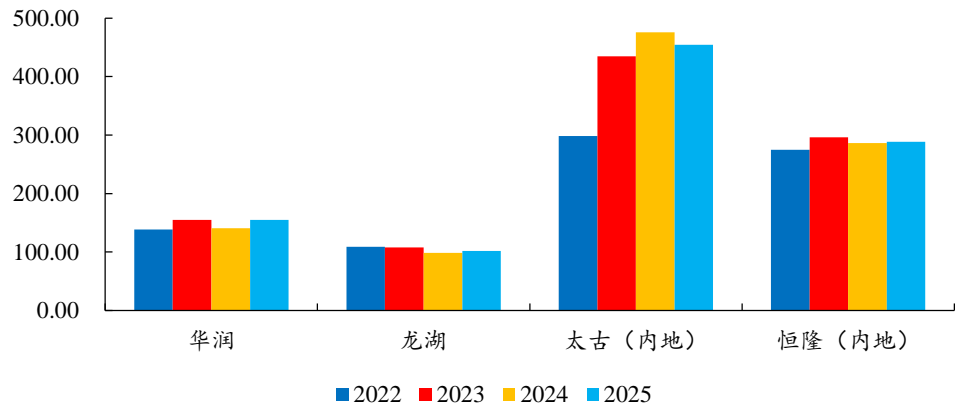
图20：太古地产 2023-2025 年中国内地租金收入均同比增长


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图21：太古地产 2023-2025 年出租率可比公司中领先


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：太古地产 2023-2025 年租金坪效可比公司中领先（元/平/月）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2、办公楼市场竞争激烈，出租率整体稳定

公司在中国内地已建成的写字楼主要为广州太古汇、北京颐堤港、上海兴业太古汇，已落成总建面约 39 万方，2019 年以来整体租金收入较稳定。受写字楼市场竞争加剧影响，北京、上海和广州写字楼需求疲弱，整体空置率较高，2025 年公司在内地写字楼出租率整体保持相对稳定，租金收入下降 4.2%至 3.63 亿港元。

图23：公司在中国内地已建成的写字楼均位于一线城市



北京颐堤港一座
建面：5.4万方



广州太古汇一座、二座
建面：一座9.7万方
二座6.6万方



上海太古汇一座、二座
建面：一座10.5万方
二座6.5万方

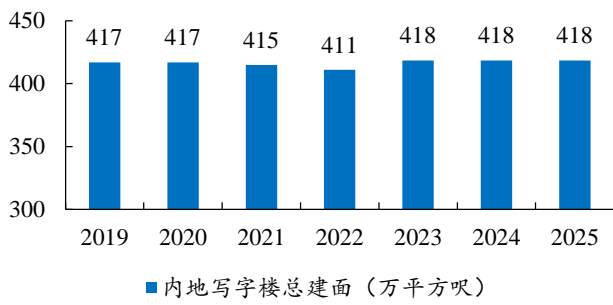
资料来源：公司官网、开源证券研究所

表9：公司 2025 年中国内地写字楼出租率保持相对稳定

商场	已落成面积 (万方)	应占权益	2022 年出租率	2023 年出租率	2024 年出租率	2025 年出租率
广州太古汇	15.7	97%	94%	92%	90%	90%
北京颐堤港	5.5	50%	94%	85%	83%	93%
上海兴业太古汇	17.7	50%	99%	98%	96%	93%

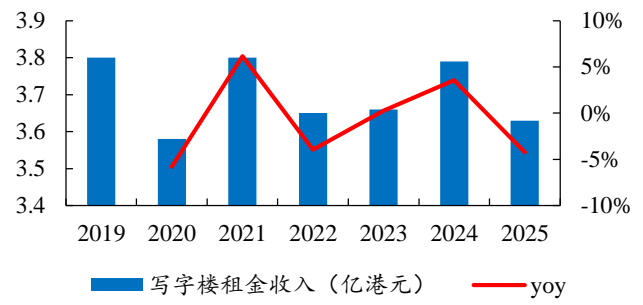
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司在中国内地落成写字楼规模维持平稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

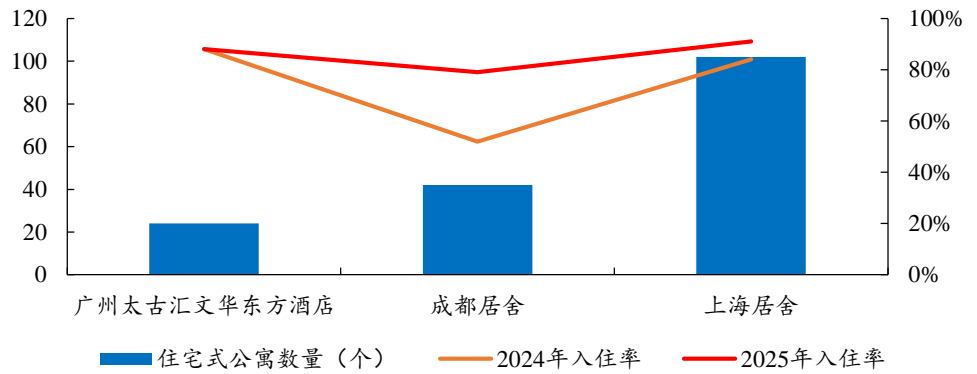
图25：公司 2025 年中国内地写字楼租金收入同比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在中国内地已落成的服务式公寓包括广州太古汇文华东方酒店、成都居舍、上海居舍，共拥有 168 个住宅单位。

图26：公司在内地已落成的服务式公寓主要有三座



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、在建项目充足，未来两年有望陆续开业

公司在内地共有 7 个大型在建项目，均位于北京、上海、广州、成都、西安等核心城市优质地段，其中有四个计划于 2026 年起分阶段入市，租金收入增长可期，广州聚龙湾太古里一期已于 2025 年 12 月开业。

表10：公司在内地 7 个大型在建项目将在 2026-2027 年落成

发展中项目	总建面 (万方)	权益比	竣工时间	建设进度
北京太古坊	37.58	50%	2026 年底起	上盖工程已平顶。幕墙和机电安装工程进行中。
三亚太古里	23.10	50%	2026 年起	地库、上盖、幕墙和机电安装工程进行中。
上海前滩综合发展项目	27.35	40%	2026 年	办公楼和零售部分已平顶。幕墙和内部装修工程进行中。
上海陆家嘴太古源	26.82	40%	2026 年起	办公楼部分已平顶，零售部分上盖工程进行中。幕墙和内部装修工程进行中。
西安太古里	26.91	70%	2027 年起	地库和上盖工程进行中。
广州聚龙湾太古里二期	6.68	50%	2027 年起	地库和上盖工程进行中。
广州太古汇三期	6.08	97%	2027 年起	设计开发进行中。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：公司在内地大型在建项目均位于核心城市优质地段



北京太古坊
建面：37.6万方
竣工：2026年底起



三亚太古里
建面：23.1万方
竣工：2026年起



上海前滩综合发展项目
建面：27.4万方
竣工：2026年



上海陆家嘴太古源
建面：26.8万方
竣工：2026年起



西安太古里
建面：26.9万方
竣工：2027年起



广州聚龙湾太古里
建面：6.68万方
竣工：2027年起

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、中国香港办公市场承压，海外非核心资产逐步剥离

公司在中国香港投资物业组合应占建面约 1430 万平方呎（约 133 万平方米），主要为甲级办公楼、零售物业、酒店、服务式住宅等，包括太古坊、太古广场和太古城中心，其中租金收入主要来源是办公楼业态。

表11：公司在中国香港投资物业组合约 1430 万平方呎（约 133 万平方米）

类型	应占总面积 (百万平方呎)	2025 年租金收入 (亿港元)	代表项目
办公楼	9.2	48.85	太古广场、港岛东中心、太古坊系列办公楼等
零售物业	2.6	23.55	太古广场、太古城中心、东荟城名店仓等
酒店	0.8		奕居、香港东隅、逸泰居等
服务式公寓	0.6		太古广场柏舍、东隅服务式公寓、STAR STUDIOS 等
规划中	1.1		华夏工业大厦、仁孚工业大厦等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、办公楼租金收入下降，综合出租率维持平稳

公司在中国香港已落成的办公楼物业主要集中在两大商业核心区，太古广场位于香港传统核心商业区的延伸地带金钟，是地标性的综合枢纽；太古坊位于港岛东区鲗鱼涌，是太古地产耗时超 50 年精心打造的“城中城”。公司在中国香港已落成的办公楼物业总建面约 998 万平方呎（约 93 万平方米），截至 2025 年末整体估值为 1676 亿港元，同比下降 3.5%。

图28：公司已落成办公楼主要集中在太古广场和太古坊

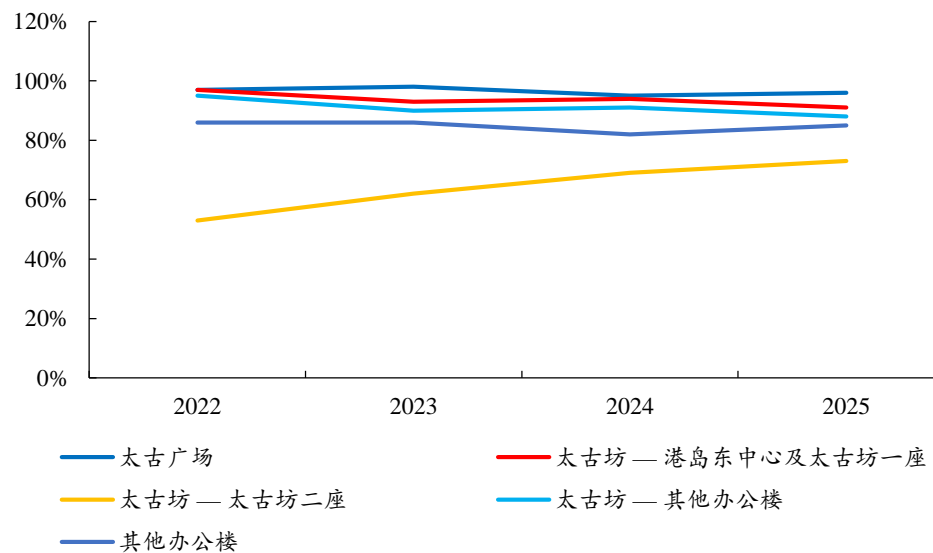


资料来源：公司官网、开源证券研究所

表12: 公司 2022 年以来太古坊二座出租率平稳提升

	已落成总面积 (万平方米)	应占权益	2022 年出租 率	2023 年出租 率	2024 年出租 率	2025 年出租 率
太古广场	219	100%	97%	98%	95%	96%
太古坊 — 港岛东中心及太古坊一座	230	100%	97%	93%	94%	91%
太古坊 — 太古坊二座	99	100%	53%	62%	69%	73%
太古坊 — 其他办公楼	312	50%/100%	95%	90%	91%	88%
其他	138	26.67%/50%/100%	86%	86%	82%	85%

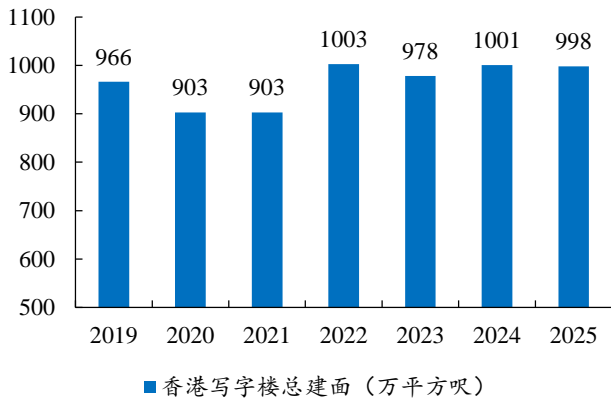
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图29: 公司 2025 年办公楼出租率保持相对稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

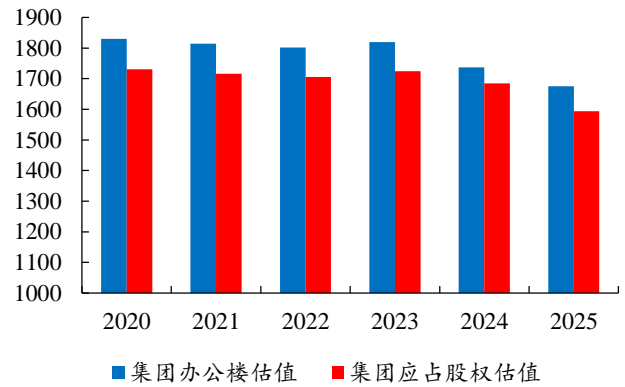
从经营情况来看,近年来受中国香港办公楼市场遇冷影响,公司租金收入与出租率双双承压。公司写字楼租金收入进入深度调整期,自2021年开始连续五年下滑,累计跌幅超过20%,其中2025年实现租金收入48.85亿港元,同比下降4.4%。出租率方面,受整体办公需求放缓及新建成项目爬坡期影响,综合出租率由2019年99%滑落至2025年的89%,剔除新建成项目,2023-2025年余下物业综合出租率维持90%以上,核心成熟物业的抗跌性较强,但新项目仍处于艰难的预租或爬坡期,需持续关注高空置率与新增供应带来的租金压力。

图30：公司香港已落成办公楼面积维持平稳



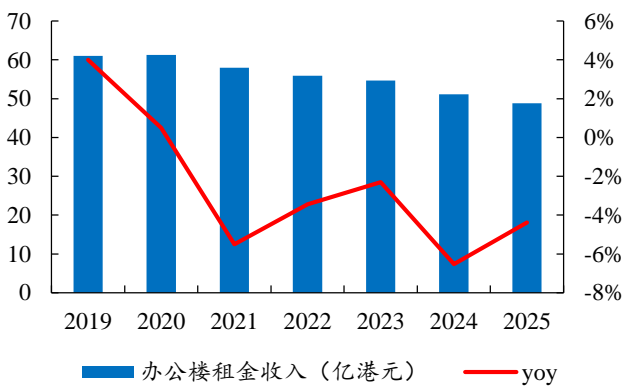
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：公司 2024-2025 年办公楼估值明显下降 (亿港元)



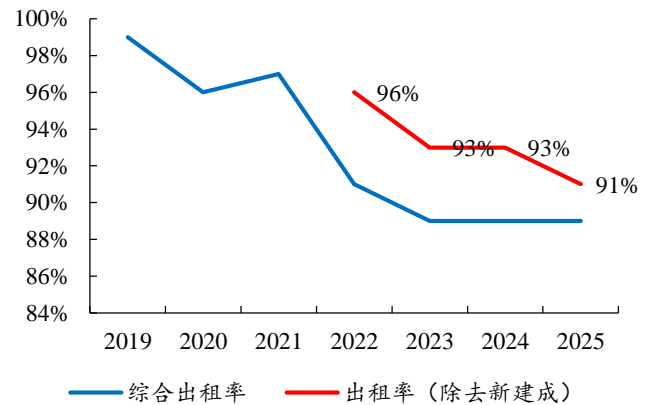
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：公司香港办公楼租金收入自 2020 年以来均下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：公司 2025 年写字楼综合出租率保持平稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、零售物业维持满租，租金收入微降

太古地产在香港的零售物业虽然数量不多，但每一个都占据独特且不可复制的区位，形成了覆盖高端消费、区域生活、旅游购物的完整拼图。太古广场是港铁金钟站上盖，定位为金钟高奢商场；太古城中心坐落于港铁太古站上盖，定位为区域性旗舰商场；东荟城名店仓邻近港铁东涌站和香港国际机场，是香港首个且最成功的名牌折扣商场。公司在中国香港已落成的零售物业总建面约 316.2 万平方米（约 29 万平方米），截至 2025 年末整体估值为 515 亿港元。

图34：公司在中国香港拥有三座大型零售物业



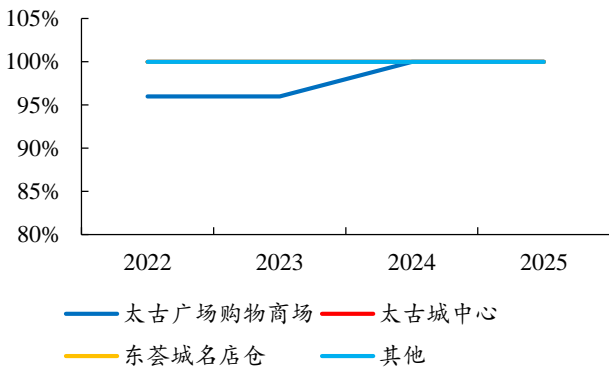
资料来源：公司官网、开源证券研究所

表13：公司在中国香港零售物业近两年保持满租

商场	已落成总面积 (万平方米)	应占权益	2022年出租率	2023年出租率	2024年出租率	2025年出租率
太古广场购物商场	71	100%	96%	96%	100%	100%
太古城中心	110	100%	100%	100%	100%	100%
东荟城名店仓	80	26.67%	100%	100%	100%	100%
其他	55	26.67%/60%/100%	100%	100%	100%	100%

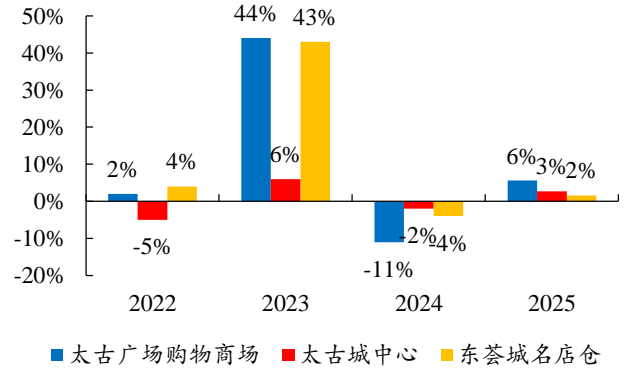
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司在中国香港零售物业出租率维持高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

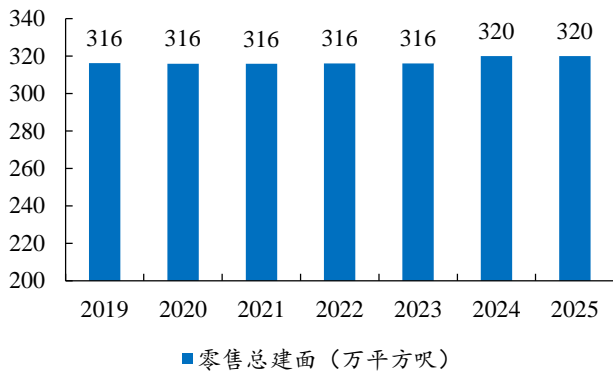
图36：公司在香港物业 2025 年零售额均同比增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

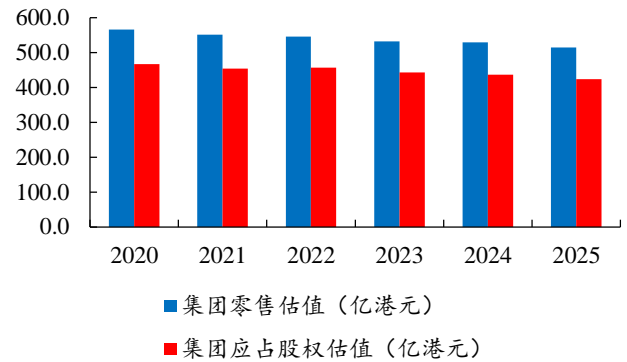
与办公楼业务面临的下行压力不同，公司在香港零售业务展现出了较强的抗周期能力和复苏弹性。公司 2019 年以来持有香港零售物业规模超 310 万平方米，整体估值超 500 亿港元，租金收入超 21 亿港元，综合出租率均接近 100%。2025 年零售额均同比增长充分证明了其物业的稀缺性、运营管理的高效以及对租户的强大吸引力。公司 2025 年香港零售租金收入 23.55 亿港元，同比下降 0.6%，出租率维持满租。

图37：公司已落成零售物业规模维持平稳



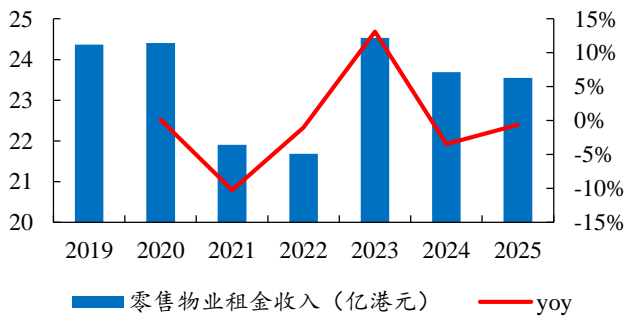
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：公司 2025 年零售物业估值有所下降



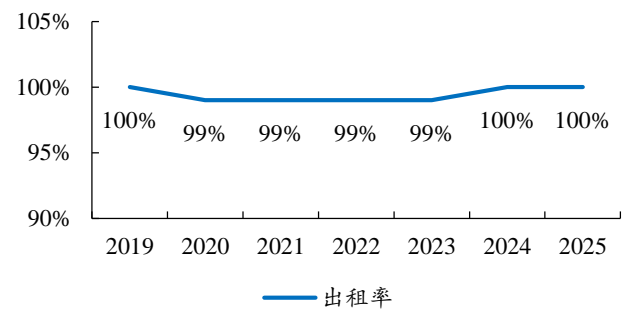
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：公司香港零售物业 2025 年租金收入同比下降 1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

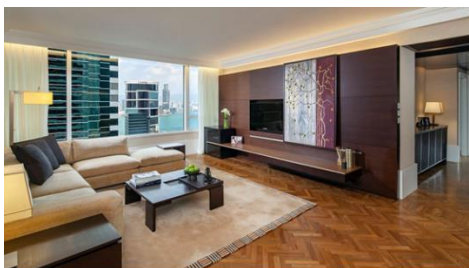
图40：公司 2025 年已落成零售物业出租率达 100%



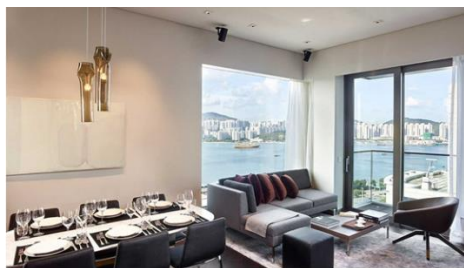
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在中国香港租赁住宅物业包括太古广场柏舍、鲗鱼涌东隅服务式公寓、湾仔 STAR STUDIOS 和位于港岛区和大屿山的数个高尚独立屋，总楼面面积约六十万平方呎。2020-2025 年公司持有的租赁住宅物业总建面保持 60 万平方呎（约 5.6 万平方米），整体出租率平稳提升。

图41：公司在中国香港租赁住宅物业主要有三个



太古广场柏舍
房间数：268个
户型：113-246平

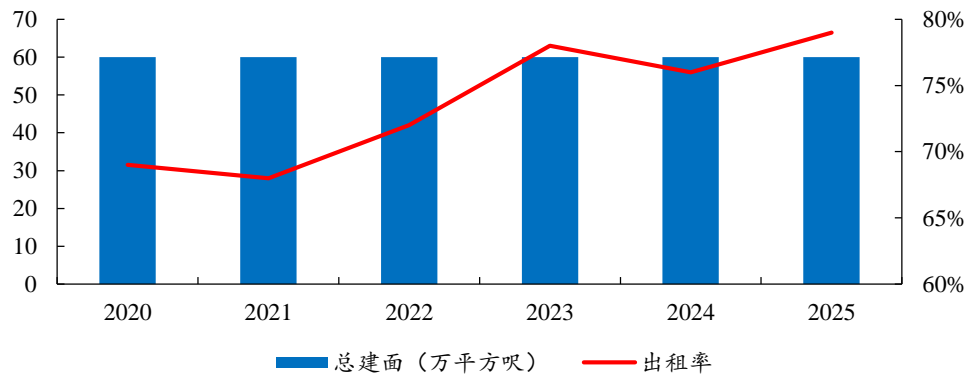


东隅服务式公寓
房间数：106个
户型：32-106平米



STAR STUDIOS
房间数：120个
户型：开放式一房、两房

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图42：2025 年公司中国香港租赁住宅物业出租率同比提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、迈阿密资产出售，文华东方酒店重建

太古地产在 2016 年完成了美国迈阿密 Brickell City Centre 城市发展综合项目的一阶段开发，该项目横跨五个街区，包含约 50 万平方呎购物中心、两栋 43 层住宅楼 Reach 和 Rise、一家 352 间客房的酒店 East Hotel 以及两座办公楼。2020 年来，太古逐步剥离该项目内的多个资产，包括 2020 年将两栋办公楼 Two Brickell City Centre 和 Three Brickell City Centre 以 1.63 亿美元售予 Northwood Investors，以及 2021 年将酒店部分迈阿密东隅以 1.74 亿美元售予 Trinity Fund Advisors 与 Certares Real Estate Management 的合资公司。

表14：公司自 2020 年以来逐渐剥离迈阿密资产

出售标的	建筑面积 (万平方米)	出售时间	交易对价 (亿美元)	
购物中心	Brickell City Centre	49.65	2025 年 6 月	5.12
两座办公楼	Two Brickell City Centre、Three Brickell City Centre	26.0	2020 年 7 月	1.63
迈阿密东隅	East Miami	32.7	2021 年 10 月	1.74
Brickell 土地	One Brickell City Centre	144.4	2025 年 5 月	2.12
北区土地	North Squared site		2025 年 7 月	0.45

数据来源：公司公告、观点网、开源证券研究所

公司在美国剩余项目为购物中心附近的 Brickell Key 文华东方公寓及酒店重开发项目，此前文华东方酒店已于 2025 年 5 月关闭，计划于 2026 年初拆除，为新建项目的施工腾出空间。新项目包含两座塔楼，其中一座塔楼将打造奢华私人住宅，第二座塔楼将包括一家全新的文华东方酒店。

图43: 公司在美国剩余项目为 Brickell Key 文华东方公寓及酒店重开发项目



资料来源: 公司官网

4、开发项目去化提速，全球布局有序推进

公司开发项目以住宅为主，布局区域包括中国香港、内地、东南亚及美国，待售项目多数位于中国香港。

图44：公司住宅项目布局区域较广泛



上海陆家嘴太古源
 剩余可售建面：5.84万方
 竣工：2026年起



香港深水湾6号
 建面：1.5万平方米
 竣工：2025年



曼谷无线电路项目
 建面：163万平方米
 竣工：2029年起

资料来源：公司官网、开源证券研究所

(1) 中国香港

公司 2025 年在香港主力在售项目为柴湾海徳园，截至 2026 年 2 月 3 日，累计售出 112 套。皇后大道东 269 号（上盖工程）、英皇道及滨海街大型旧改项目（地基工程）按计划推进，2027 年后提供持续可售货值。

表15：公司 2026 年在中国香港主力在售项目为海徳园

中国香港	总建面 (万平方米)	剩余可售建面 (万平方米)	销售均价 (港元/平方呎)	权益比	交房时间	进度
EIGHT STAR STREET	3.4	0.10	39995	100%	2022 年	已建成
海盈山第 4A 期	63.8	4.78	26050	25%	2024 年	已建成
海徳园	69.4	30.92	17010	80%	2026 年起	上盖工程
皇后大道东 269 号	11.6	11.6		100%	2027 年	上盖工程
英皇道 983-987A 号及滨海街 16-94 号	45.5	45.5		50%	2029 年	地基工程

数据来源：公司公告、开源证券研究所（数据截至 2026 年 2 月 3 日）

(2) 中国内地

公司在内地开发业务布局较少，目前在售三个项目均位于上海，和陆家嘴集团合作，进度均接近尾声，2026 年起陆续交付。其中 2025 年主力在售陆家嘴太古源源邸项目，截至 2026 年 1 月，项目累计销售额突破 123 亿元人民币，已推售的 250 套单位售出 234 套（去化率 94%），均价约 17.2 万元/平。

表16: 公司在中国内地三个住宅开发项目均已接近尾声

中国内地	总可售面积 (万方)	剩余可售建面 (万方)	销售均价 (元/平)	权益比	交房时间	进度
上海世纪前滩·天御	6.86	0.058	129800	40%	2026年	幕墙和内部装修
上海世纪前滩·天汇	3.94	0.215	132000	40%	2026年	幕墙和内部装修
上海陆家嘴太古源源邸	5.84	0.261	172818	40%	2026年起	幕墙和内部装修

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (数据截至 2025 年末)

(3) 海外

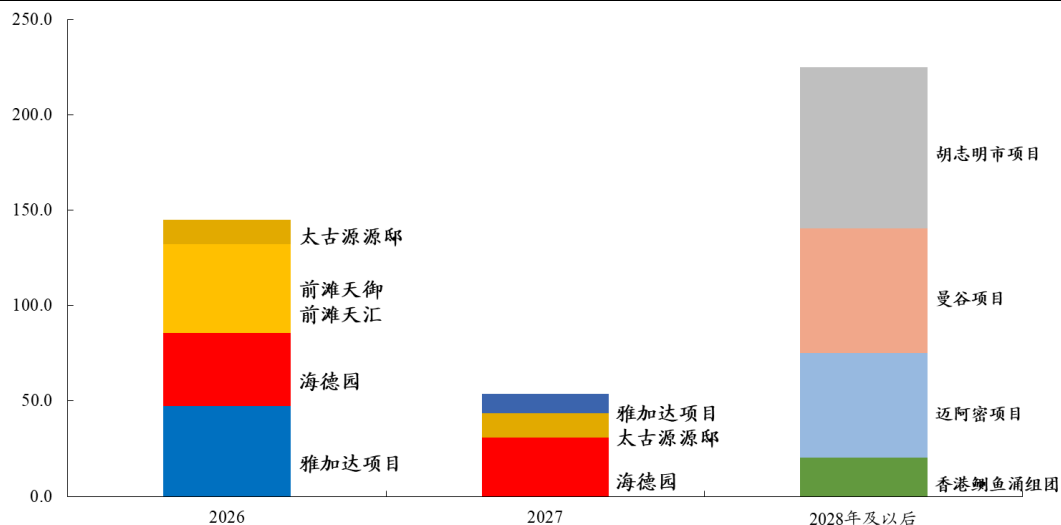
公司在东南亚 (雅加达、曼谷、胡志明市) 和美国均有布局开发项目, 其中东南亚城市化进程提速、中产阶层崛起及有限的供应量支撑高端住宅需求, 虽权益占比低、周期长, 但体现了公司全球化配置风险、输出管理能力的战略意图。

表17: 公司在海外项目位于东南亚和美国迈阿密

城市	项目	总建面 (万平方米)	权益比	交房时间
雅加达	Savyavasa	112.273	50%	2025年
曼谷	无线电路项目	163.21	40%	2029年
胡志明市	EmpireCity 住宅	535.732	15.73%	2031年
迈阿密	South Brickell Key	55	100%	
	Brickell – North Squared	52.3	100%	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

结转层面, 2026年上海三大住宅项目有望集中结转, 三个项目预计总货值超240亿元, 按照40%权益比归属公司部分收入约96亿元, 将增厚公司利润。香港海德国项目和雅加达项目也有望在2026-2027年集中结转。曼谷、胡志明市项目周期长, 权益占比较低, 属远期储备。迈阿密项目由公司100%全资持有, 2025年出售迈阿密资产收益约60亿港元, 为该项目预留了充足的资金储备。

图45: 公司 2026 年及以后待结转开发项目资源较充足 (万平方米)


数据来源: 公司官网、开源证券研究所

5、核心竞争优势：资本循环强化资产质量，“强招商+重合作”

保障运营领先

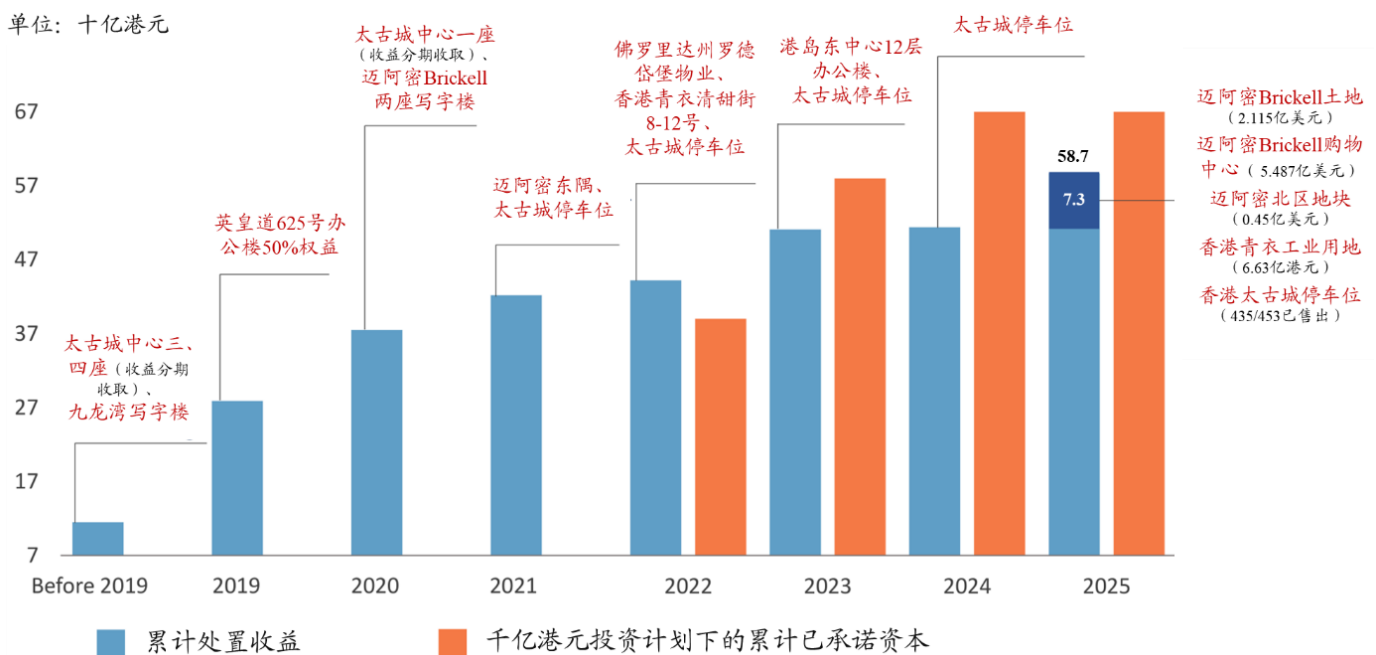
5.1、资本循环战略保障资产质量持续优化

太古地产的“资本循环战略”是其母公司太古集团长期资本经营哲学的具象化体现。这不是一个抽象理论，而是一套接地气“减持低潜力/低效资产——投资高潜资产——培育新增长”的机制，通过体内的“投、管、退”三步走战略，持续提升持有物业的资产质量，同时可以获取不菲的投资收益。

这套战略的核心可以概括为：将资金从成熟、低增长或非战略性的资产中释放出来，再投入到回报更高、符合长期战略的核心项目中，以此优化资产组合、优化现金流量表，并为股东创造可持续的价值。

从近年公司落地的动作看，公司自 2018 年开始通过出售非核心资产回收现金，用于一千亿投资计划和降低负债，截至 2025 年末，公司累计处置收益约 587 亿港元。其中，公司 2025 年通过迈阿密、香港非核心资产处置（包括迈阿密 Brickell 购物中心和土地、迈阿密北区土地、青衣工业用地、太古城停车场剩余车位、港岛东中心 43 楼等），回收资金 73 亿港元。

图46：截至 2025 年末，公司累计处置非核心资产收益约 587 亿港元



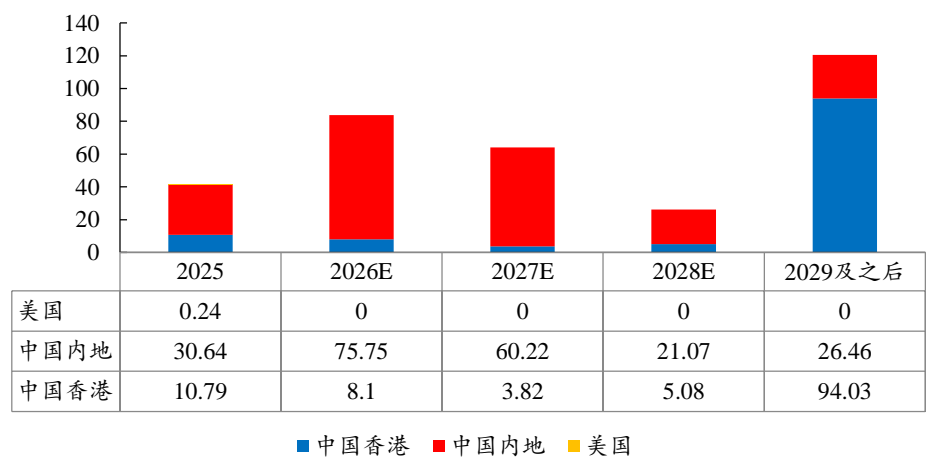
资料来源：公司官网、开源证券研究所

表18：公司自 2019 年开始通过出售非核心资产回收现金

时间	非核心资产处置	交易对价
2019 年之前	太古城中心三、四号楼	150 亿港元
	九龙湾办公楼	
2019	英皇道 625 号办公楼 50%权益	23.75 亿港元
2020	太古城中心一号楼	98.45 亿港元
	迈阿密 Brickell 两座写字楼	1.63 亿美元
2021	太古城停车位（持续五年）	
	迈阿密东隅	1.74 亿美元
2022	佛罗里达州罗德岱堡物业	
	香港青衣清甜街 8-12 号	
2023	港岛东中心 12 层办公楼	54 亿港元
2025	Brickell 购物中心	5.487 亿美元
	Brickell 土地	2.115 亿美元
	迈阿密北区地块	0.45 亿美元
	香港青衣工业用地	6.63 亿港元

数据来源：公司公告、第一财经等、开源证券研究所

从后续投入成本来看，2026-2028 年约 90% 的资金主要投向中国内地综合体建设，2029 年及之后主要投向中国香港扩建计划。

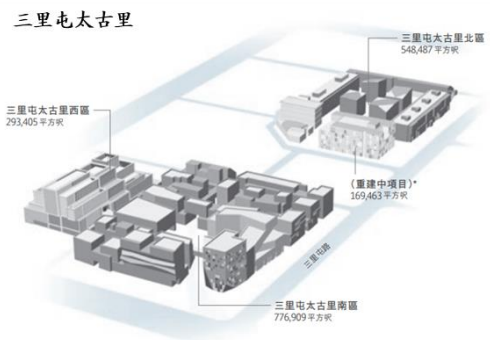
图47：2026-2028 年约 90% 的资金主要投向中国内地综合体建设（亿港元）


数据来源：公司官网、开源证券研究所

5.2、强招商能力与极致的产品力，相辅相成

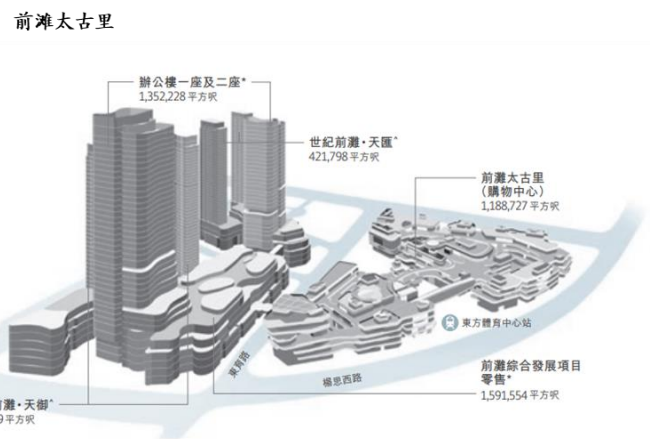
太古地产专注于发展高端商业地产开发及运营，善于打造审美前瞻、历久弥新、品质领先的购物广场和写字楼。在选址上，公司长于“掐尖”式选址：公司的项目大多位于一线及新一线城市最核心的地段（如北京三里屯、上海前滩、广州天河），并且采用“买入-持有-运营”的模式，而非“快周转”后出售。这种长期主义确保了运营策略的连贯性，让品牌方有信心进行大规模、长周期的投入。

图48：北京三里屯太古里选址处于两条地铁交汇



资料来源：公司公告、奥维地图、开源证券研究所

图49：上海前滩太古里选址处于三条地铁交汇核心区



资料来源：公司公告、奥维地图、开源证券研究所

分析招商能力时，有时很难完全通过量化的方式进行分析，因为经常陷入“先有鸡还是先有蛋”的分析误区中。到底是太古的商场吸引了众多高端品牌，还是高端品牌捧场成就了太古？我们倾向于是前者。太古地产本身就是招商时最硬核的筹码，其产品形态赋予了品牌极大的展示和发挥空间。

相对于竞品，我们发现太古在商业运营商有两大特点：开放室街区“独栋体验”和文化地标自成 IP。

(1) 开放式街区的“独栋体验”：以“太古里”系列为代表的开放式街区设计，提供了传统“盒子”商场无法比拟的优势。品牌可以获得独栋建筑，拥有独立的外立面、更大的展示面和更灵活的经营时间。这里最典型的是北京三里屯太古里北区

和成都太古里。街区允许品牌进行更丰富的场景营造。品牌可以设置外摆区、户外花园、艺术装置，甚至举办限时快闪活动。这种室内外联动的空间，让购物变成了更具社交属性的体验。

图50：北京三里屯太古里和成都太古里均为开放式街区商业



资料来源：公司官网

图51：待开业的西安太古里和三亚太古里预计为开放式街区商业项目



资料来源：公司官网

对消费者而言，在“盒子”式的购物中心里，消费者通常被强制沿着扶梯、动线设计单向流动，目的性太强。而在街区中，你可以从任意入口进入，随意穿梭于室内外、广场与巷弄之间，这种“非线性的探索感”更符合人类闲逛的本能。

(2) 打造文化地标，自带流量：太古善于将在地文化与现代商业融合，打造地标，让购物广场成为城市地标，成为本地客群和游客的打卡之地。成都太古里保留了古老街巷与历史建筑，北京三里屯太古里街区的设计灵感就老北京的“胡同与四合院”，上海张园则是在百年石库门建筑群中焕新。这种“历史风貌+现代潮流”的并存组合，为品牌提供了独一无二的叙事场景，超越了单纯的购物功能，成为一种

文化体验。

图52：成都太古里和上海张园项目均为当地文化地标



资料来源：公司官网

5.3、重视合作，通过与地方合作伙伴绑定

太古地产深谙“借力”之道。它通过精准选择合作伙伴、灵活运用合作模式，成功地将自己的品牌和运营优势，与本土资源和政策优势相结合，从而在中国内地最核心的城市扎根。

表19：公司善于同其他企业合作开发

合作项目	合作方	持股比例	合作模式与看点
三亚太古里	中国中免	各 50%	强强联合，依托中免的免税牌照与太古的运营经验，打造高端旅游零售综合体。这是太古在重资产项目上的典型合作。
西安太古里	西安城桓文投	太古 70%：合作方 30%	与地方政府平台合作，深度参与城市更新。利用本地国企的资源优势获取核心地段的历史文化地块。
上海前滩太古里	上海陆家嘴集团	太古 50%：合作方 50%	与本地大型国企的长期、深度合作。这是双方的第三个合作项目，涵盖住宅、商业、文化等多元业态，体量较大。
上海陆家嘴太古源	上海陆家嘴集团	太古 40%：合作方 60%	
广州聚龙湾太古里	广州珠江实业集团	太古 50%：合作方 50%	同样的本地国企合作模式，旨在打造大湾区的首个滨水太古里，双方共同开发城市滨江地带。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

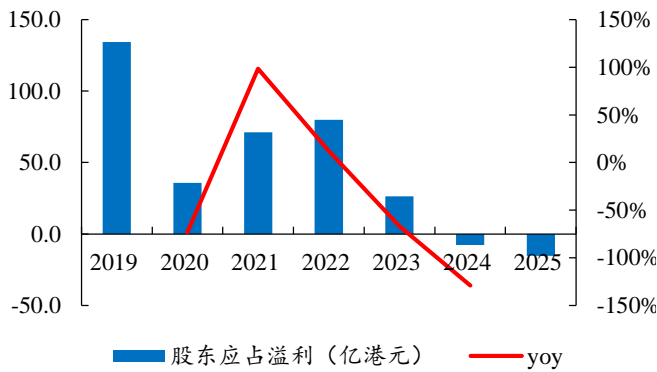
观察太古的合作伙伴——西安曲江文投、上海陆家嘴集团、广州珠江实业——清一色都是拥有深厚本地资源和政府背景的国企。这种“外资操盘手+本地国企”的模式，被证明在地产领域非常成功。太古带来了国际化的设计、招商和运营理念，而本地国企则在获取核心地块、协调政府关系、处理历史文保等问题上，提供了不可替代的助力。

6、财务稳健，负债规模健康，穿越周期

6.1、投资物业公允价值波动，基本溢利下滑

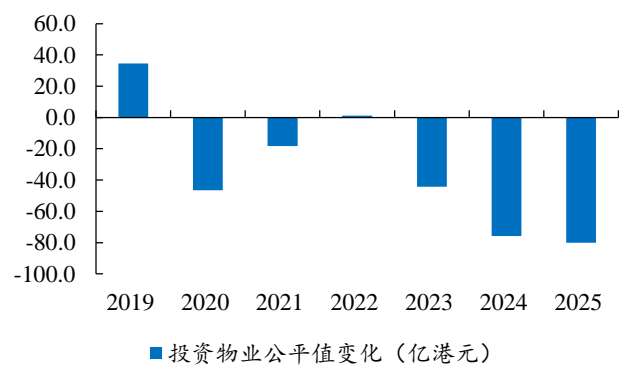
太古地产股东应占溢利主要由物业投资板块贡献，近年来公司股东应占溢利波动较大，主要受投资物业公允价值变化影响。2025年公司股东应占溢利亏损15.3亿港元，主要由于投资物业公允价值亏损达80亿港元，系中国香港办公楼市场持续低迷、租金下跌。2025年公司基本溢利（剔除投资物业公允价值变动后的溢利）为86.2亿港元，同比增长27.4%，经营利润率同比提高7个百分点至54%。

图53：公司 2024-2025 年股东应占溢利转负



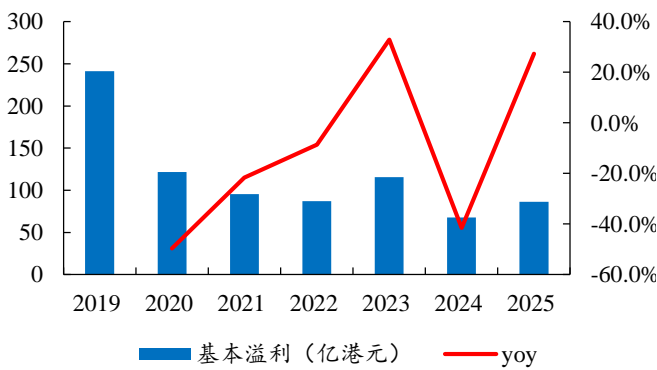
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图54：公司 2025 年投资物业公允价值亏损达 80 亿港元



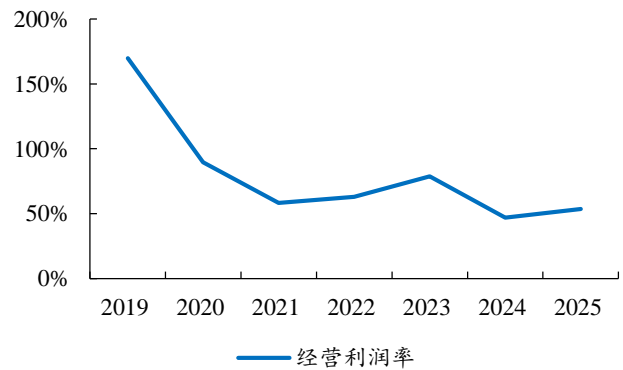
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图55：公司 2025 年基本溢利同比增长 27.4%



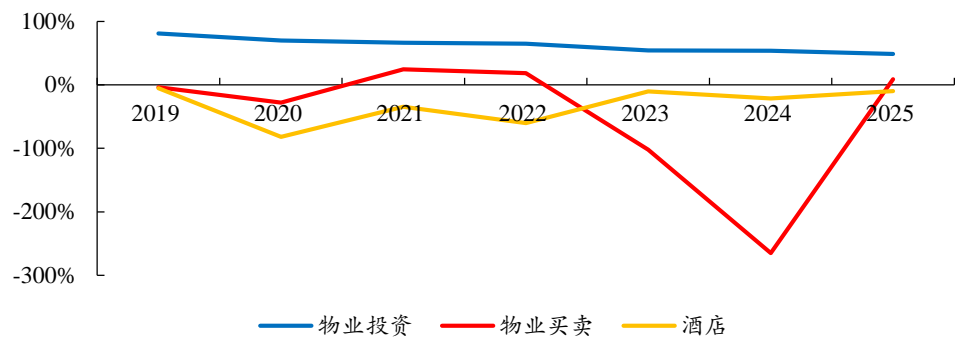
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图56：公司 2025 年经营利润率提升至 54%

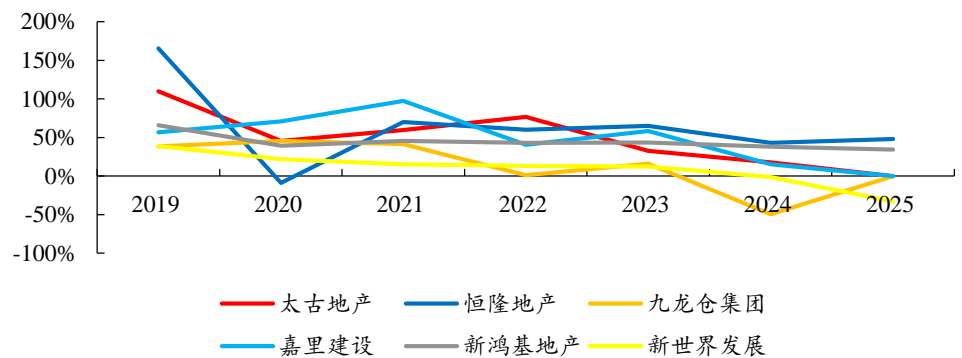


数据来源：公司公告、开源证券研究所

分板块来看，公司物业投资业务盈利能力持续稳健，分部归母净利率均超48%，收入转化为利润的效率较高。但物业买卖和酒店板块连续亏损，其中物业买卖板块主要由于2023年以来，公司项目基本处于开发前期阶段，结转收入较少，伴随2025年项目陆续交付，归母净利率回正。酒店板块的亏损则更多反映了香港旅游零售市场的结构性调整和复苏不及预期，高端酒店市场正经历深刻调整，同时翻新维护成本较高，在入住率和平均房价承压的情况下，高昂成本导致板块持续亏损。

图57：公司物业投资板块分部归母净利率保持稳健


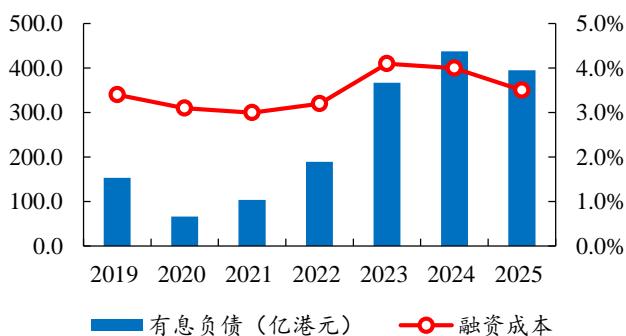
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：太古地产 2025 年经营利润率在港资地产上市公司保持中上水平


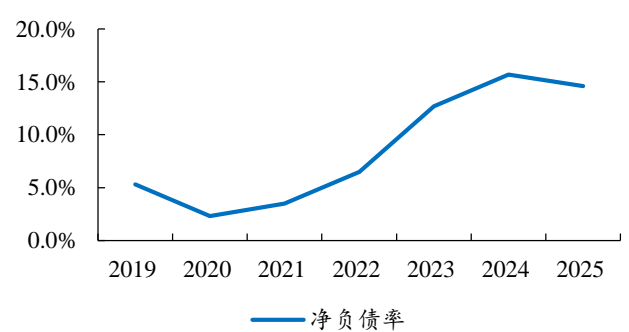
数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、负债保持低位，派息诚意十足

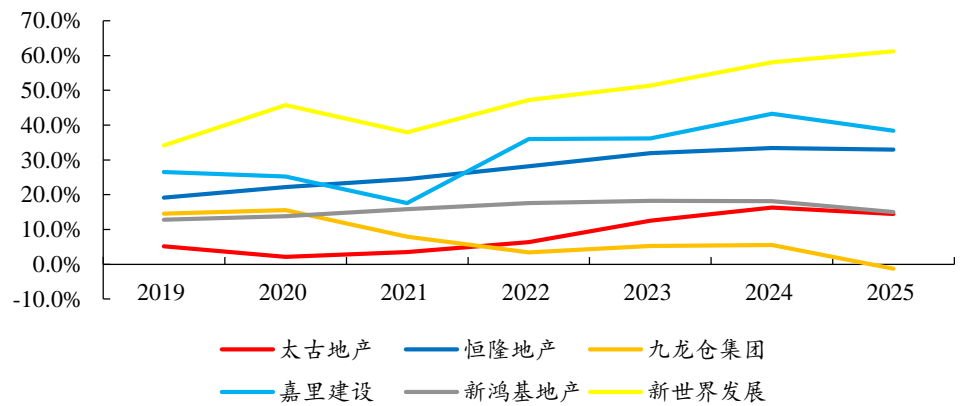
太古地产 2021-2024 年债务净额有所增长，但 2025 年降至 395.4 亿港元，同比 -10%。公司 2025 年净负债率 14.6%（同比下降 1.1 个百分点），保持在 20% 以内，加权融资成本降至 3.5%（同比下降 0.5 个百分点）。较低的杠杆率在行业下行周期中有充足的资本进行逆势投资，抗风险能力较强。

图59：公司 2020 年以来有息负债规模攀升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

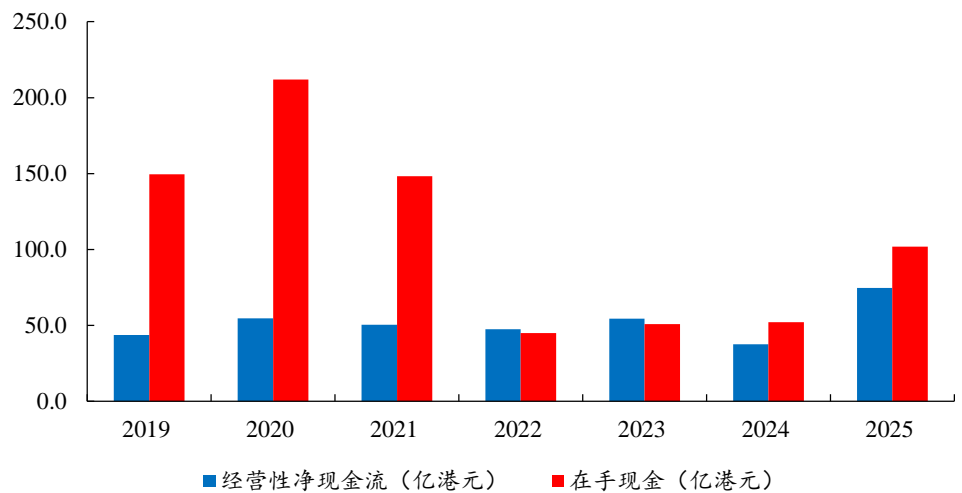
图60：公司净负债率保持在 20% 以内


数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：净负债率在港资地产上市公司中保持较低水平


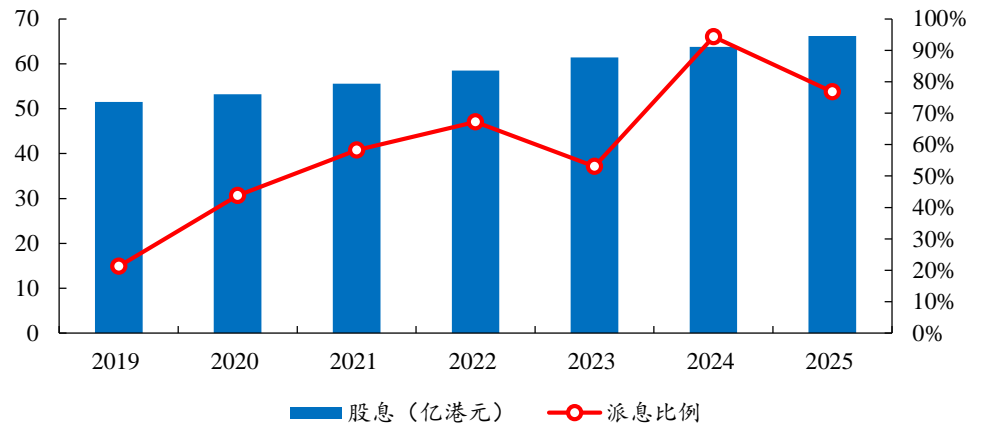
数据来源：Wind、开源证券研究所

太古地产的经营性现金流表现稳健，持续为正，是其财务健康的核心支柱，在2025年市场环境欠佳的背景下，依然产生了74.7亿港元的正向现金流。公司在手现金保持在充裕水平，为其千亿投资计划提供了坚实的资金保障。

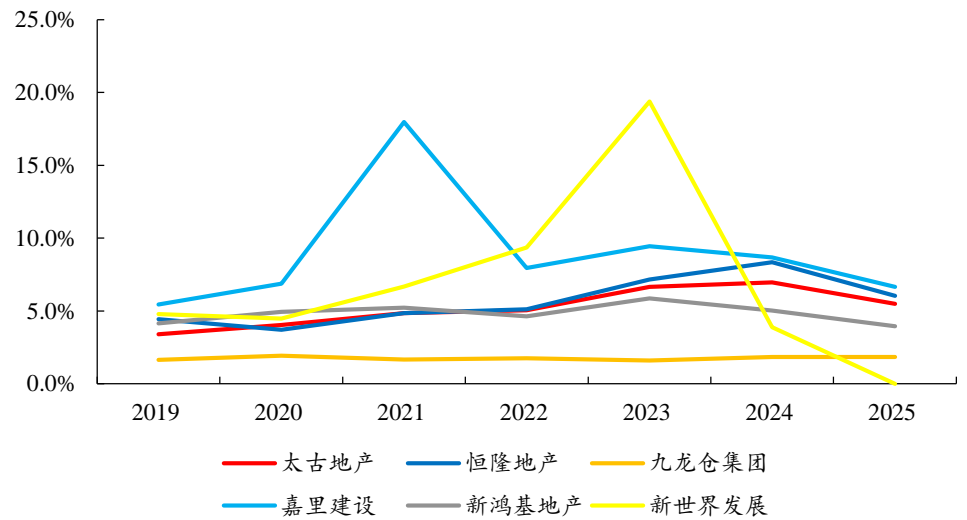
图62：2019年以来公司经营性现金流持续为正


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司派息稳定性较高，2012-2024年每股股息CAGR为5.2%，2025年派息比例76.8%，股息率在同类型公司中也位于中上水平。

图63：公司 2025 年派息比例超 76%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图64：公司 2025 年股息率在港资地产上市公司中保持较高水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

7、盈利预测与投资建议

我们将公司业务分成物业投资、物业买卖和酒店三个板块进行预测：

(1) 物业投资

中国香港写字楼：截至 2025 年末，公司在中国香港并表写字楼包括太古广场、港岛东中心及太古坊系列办公楼，总建面 998 万平方呎（约 93 万平方米），2025 年整体出租率保持稳定。我们认为 2026 年香港写字楼市场将持续承压，且发展中的华夏工业大厦和仁孚工业大厦预计于 2028 年之后投入使用，预计 2026-2028 年中国香港写字楼租金收入增速分别为-4%、-2%、+1%。

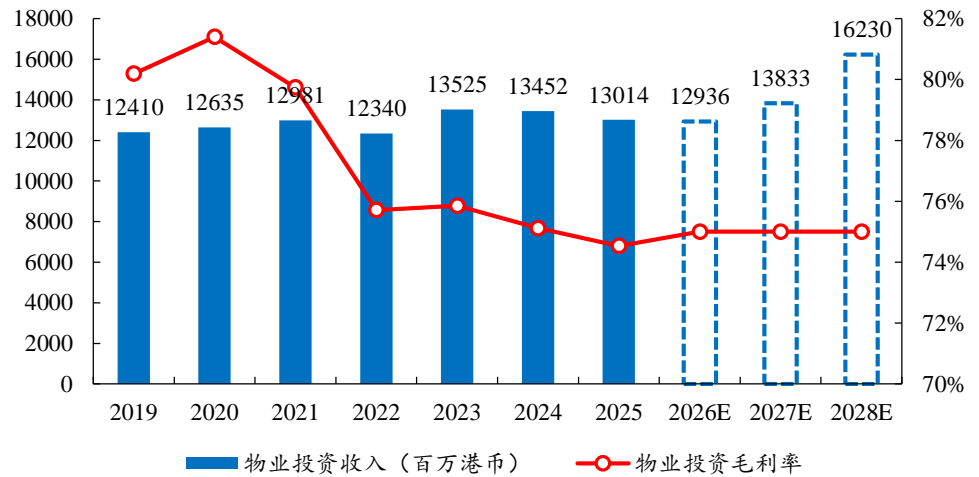
中国香港购物中心：截至 2025 年末，公司在中国香港并表购物中心主要为太古广场购物中心、太古城中心及东荟城名店仓，总建面 316 万平方呎（约 29 万平方米）。2026 年一季度，中国香港零售市场明显回暖，公司 2026 年购物中心收入有望止跌。我们预计未来三年公司在中国香港购物中心面积保持稳定，预计 2026-2028 年中国香港购物中心租金收入增速均为 2%。

中国内地写字楼：截至 2025 年末，公司在中国内地并表写字楼主要为广州太古汇写字楼，出租率维持 90%不变，且预计未来三年并表写字楼规模不会发生变化，预计 2026-2028 年中国内地写字楼租金收入增速分别为-3%、+2%、+2%。

中国内地购物中心：截至 2025 年末，公司在中国内地并表购物中心包括北京三里屯太古里、成都太古里、广州太古汇一期和二期（二期前称广州汇坊，翻修后预计 2026 年底开业），三座购物中心总建面约 459 万平方呎（约 43 万平方米）。我们认为公司购物中心均位于一线和新一线城市核心区位，预计三座已建成购物中心 2026-2028 年租金收入增速均为 5%。公司改造项目广州太古汇二期预计将于 2026 年底开业，发展中项目西安太古里和广州太古汇三期项目预计将于 2027 年分期开业，我们预计两项目收入将由公司并表。综合四座商场汇总收入，我们预计 2026-2028 年中国内地购物中心租金收入增速分别为 2.6%、20.5%、40.7%。

其他收入：包括中国香港和内地的住宅式公寓等，预计 2026-2028 年租金收入增速均为-5%。

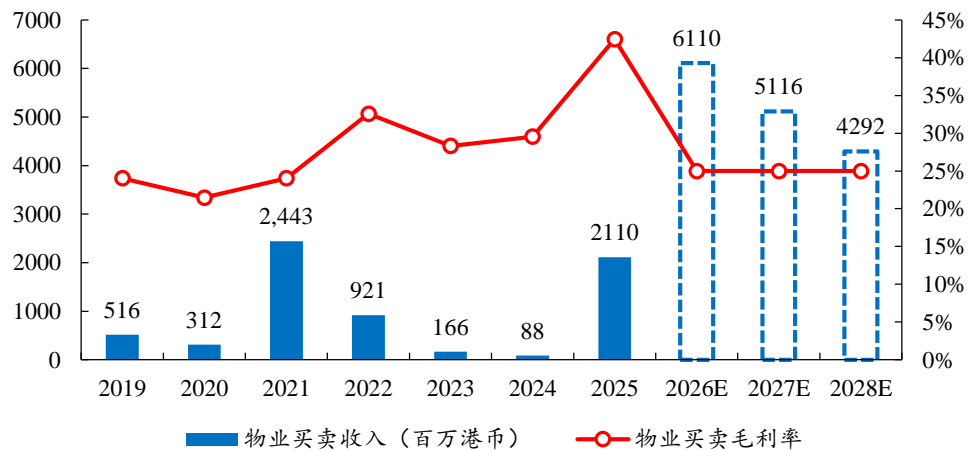
盈利水平：得益于公司较高的经营管理水平，预计 2026-2028 年物业投资业务毛利率维持 75%的高水平。

图65：我们预计公司 2026-2028 年物业投资收入将整体保持增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 物业买卖

截至 2025 年末，公司待结转住宅开发项目充足，其中 2026 年预计结转中国香港深水湾道 6 号（2026 年以来截至 3 月已完成 22 亿港元销售）及海德园项目，2027-2028 年预计结转海德园项目及皇后大道东 269 号项目，2028 年及之后预计结转鲗鱼涌组团项目。非并表项目中，公司上海前滩天汇、陆家嘴太古源、雅加达项目预计将增厚公司合联营投资收益。综合预计 2026-2028 年公司物业买卖收入增速分别为+190%、-16%、-16%，结转毛利率均为 25%。

图66：我们预计公司 2026 年物业买卖收入高增


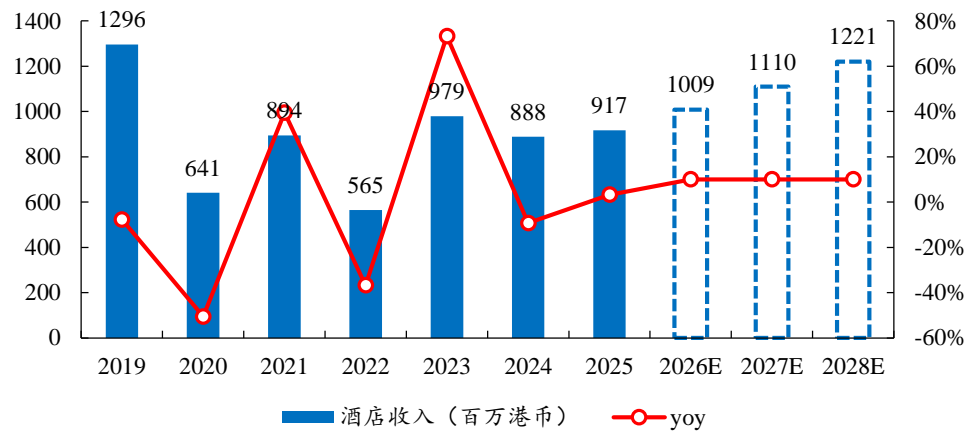
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 酒店

截至 2025 年末，公司在中国香港、中国内地和美国管理 7 个酒店项目，总客房 2021 间，并且落实了“居舍”、“东隅”等品牌定位，后续计划在北京、上海、深圳、

西安和东京开设五家新酒店,我们预计 2026-2028 年公司酒店业务收入增速均为 10%, 毛利率稳定在 7%。

图67: 我们预计公司 2026-2028 年酒店收入平稳增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表20: 我们预计公司 2026 年收入同比增长 25%

单位: 百万港元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
物业投资收入	13525	13452	13014	12936	13833	16230
yoy	10%	-1%	-3%	-1%	7%	17%
—香港写字楼	5466	5109	4885	4690	4596	4642
—香港零售	2453	2369	2355	2402	2450	2499
—内地零售	4191	4489	4628	4748	5721	8052
—内地写字楼	366	379	363	352	359	366
—其他收入	1049	1106	783	744	707	671
物业买卖收入	166	88	2110	6110	5116	4292
yoy	-82%	-47%	2298%	190%	-16%	-16%
酒店收入	979	888	917	1009	1110	1221
yoy	73%	-9%	3%	10%	10%	10%
总收入	14670	14428	16041	20054	20058	21743
yoy	6%	-2%	11%	25%	0%	8%
物业投资毛利率	76%	75%	75%	75%	75%	75%
物业买卖毛利率	28%	30%	42%	25%	25%	25%
酒店毛利率	8%	4%	7%	7%	7%	7%
毛利率	71%	70%	66%	56%	58%	61%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

太古地产是中国香港及内地领先的综合项目发展商、业主、运营商, 聚焦中国香港和内地高能级城市的核心地段资产。我们选取同为港资开发商的新鸿基地产、恒基地产、信和置业、嘉里建设和公司进行对比, 公司受益于核心资产护城河深、高股息、内地零售增长强劲等因素, 2026-2028 年 PE 估值高于可比公司均值, 具备

一定合理性。公司基本面稳健，派息持续增长，伴随住宅项目陆续进入结转期、内地多个购物中心陆续开业，公司未来业绩有望充分释放，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 43.1、54.8、63.5 亿港元，EPS 分别为 0.75、0.95、1.10 港元，当前股价对应 PE 为 33.7、26.5、22.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表21：公司 2026 年 PE 估值水平高于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值 亿港元	归母净利润（亿港元）				PE（倍）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0016.HK	新鸿基地产	未评级	4,010.5	75.2	210.0	233.0	242.5	34.7	19.1	17.2	16.5
0012.HK	恒基地产	未评级	1,486.3	56.5	80.1	94.7	108.8	24.1	18.6	15.7	13.7
0083.HK	信和置业	未评级	1,153.3	40.2	43.4	47.6	50.1	24.1	26.6	24.2	23.0
0683.HK	嘉里建设	未评级	341.6	9.4	18.1	39.0	45.3	31.4	18.8	8.8	7.5
								28.6	20.8	16.5	15.2
1972.HK	太古地产	买入	1,449.7	-15.3	43.1	54.8	63.5	-	33.7	26.5	22.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除太古地产来自开源证券研究所预测外，其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2026 年 4 月 21 日。

8、风险提示

(1) 写字楼市场持续承压：高空置率及新增供应导致租金下行，公司香港写字楼组合租金收入及公平值下降，影响整体盈利表现。

(2) 内地零售复苏不及预期：若消费政策落地不及预期，公司购物中心零售额及租金收入增速放缓，出租率及管理收入承压。

(3) 新项目招商不及预期：公司千亿投资计划中多个内地新项目集中开业，若招商进度或开业后运营表现不及预期，将影响租金收入增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	27,091	29,802	32,253	33,448	35,729
现金	5,121	10,183	11,201	12,321	13,554
应收账款	4,205	4,033	5,186	4,939	5,657
存货	12,751	15,538	15,849	16,166	16,489
其他流动资产	5,014	48	17	22	29
非流动资产	328,335	323,730	324,811	326,577	327,505
固定资产及在建工程	3,623	3,474	3,821	4,204	4,624
无形资产及其他长期资产	324,712	320,256	320,990	322,373	322,881
资产总计	355,426	353,532	357,064	360,025	363,234
流动负债	19,780	25,860	27,049	27,491	28,027
短期借款	8,867	13,781	13,781	13,781	13,781
应付账款	933	831	937	900	889
其他流动负债	9,980	11,248	12,331	12,810	13,357
非流动负债	57,219	56,330	53,513	50,838	48,296
长期借款	41,587	39,894	37,899	36,004	34,204
其他非流动负债	15,632	16,436	15,614	14,833	14,092
负债合计	76,999	82,190	80,562	78,329	76,323
股本	10,449	10,449	10,658	10,871	11,089
储备	270,013	261,331	266,558	271,889	277,327
归母所有者权益	280,462	271,780	277,216	282,760	288,415
少数股东权益	3,101	1,882	2,070	2,277	2,505
负债和股东权益总计	355,426	353,532	357,064	360,025	363,234

现金流量表(百万港元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,671	7,562	8,235	10,583	12,547
税前利润	1,537	(254)	6,474	8,418	10,072
折旧和摊销	515	587	704	845	1,014
营运资本变动	36	36	(135)	(83)	(83)
其他	1,583	7,193	1,191	1,402	1,544
投资活动现金流	(6,277)	3,190	7,766	7,049	7,612
资本开支	329	229	306	288	274
其他	(6,606)	2,961	7,460	6,761	7,337
融资活动现金流	2,757	(5,895)	(14,910)	(16,394)	(18,893)
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	15,312	14,815	8,279	8,979	8,846
其他	(12,555)	(20,710)	(23,188)	(25,373)	(27,740)
汇率变动对现金的影响	(127)	205	(73)	(118)	(33)
现金净增加额	24	5,062	1,018	1,120	1,232
期末现金总额	5,121	10,183	11,201	12,321	13,554

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,428	16,041	20,054	20,058	21,743
营业成本	4,258	5,384	8,754	8,327	8,411
行政及营销费用	2,195	2,273	2,407	2,407	2,609
投资物业之公允价值变动	(5,996)	(6,095)	(3,048)	(1,524)	(1,219)
其他收入	(277)	(331)	(169)	(209)	(206)
营业利润	1,702	1,958	5,677	7,592	9,297
净财务收入/费用	(991)	(954)	(1,003)	(1,003)	(1,087)
其他利润	(1,156)	(3,166)	(206)	(176)	(312)
除税前利润	1,537	(254)	6,474	8,418	10,072
所得税	2,138	1,297	1,942	2,525	3,022
少数股东损益	165	(18)	227	412	705
归母净利润	(766)	(1,533)	4,305	5,480	6,345
EBITDA	2,528	700	7,477	9,421	11,159
扣非后净利润	5,230	4,562	7,353	7,004	7,564
EPS(港元)	(0.13)	(0.27)	0.75	0.95	1.10

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	(1.6)	11.2	25.0	0.0	8.4
营业利润(%)	(67.1)	15.0	190.0	33.7	22.5
归属于母公司净利润(%)				27.3	15.8
获利能力					
毛利率(%)	70.5	66.4	56.3	58.5	61.3
净利率(%)	(4.2)	(9.7)	22.6	29.4	32.4
ROE(%)	(0.3)	(0.6)	1.6	1.9	2.2
ROIC(%)	(2.2)	(4.5)	12.4	15.4	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	21.7	23.2	22.6	21.8	21.0
净负债比率(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
应收账款周转率	30.4	37.1	37.1	37.1	37.1
应付账款周转率	14.6	18.2	22.7	21.8	24.3
存货周转率	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3
每股指标(港元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.13)	(0.27)	0.75	0.95	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	1.31	1.43	1.84	2.18
每股净资产(最新摊薄)	48.71	47.20	48.15	49.11	50.09
估值比率					
P/E			33.7	26.5	22.8
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn