

# 香港开发利润拐点或将至 2025 年度港资房企业绩综述

华泰研究

2026 年 4 月 13 日 | 中国内地

专题研究

2025 年主要港资房企利润表现总体平稳，香港物业开发受结转节奏影响尚未释放利润，物业租赁分部受制于租金调整压力，融资成本下行带来财务费用节省。往前看，我们预计香港物业开发分部或即将迎来利润率拐点，关注香港土地储备充裕、拿地转向积极的企业；物业租赁分部仍将面临相对逆风的市场环境，关注香港高端零售、中环写字楼率先复苏的结构性机遇，以及未来三年自持物业规模扩张较快的企业。重点推荐新鸿基地产、港铁公司。

## 整体表现：业绩平稳，负债改善

2025 年主要港资房企合计实现核心归母净利润 1001 亿港元，同比-3%；剔除受高基数影响的恒基地产后，同比+1%。尽管香港住宅市场已经步入量价齐升的复苏通道，但由于利润结转存在滞后，物业开发分部尚未在利润端形成增量贡献。此外，香港和内地商业地产租金仍在承压，导致物业租赁分部对利润端造成拖累，但部分被融资成本下降带来的财务费用节约所抵消。随着利润端的复苏，更多公司开始上调 DPS。降杠杆、控资本开支、利率下行共同推动平均净负债率同比-1.3pct 至 23.8%，我们预计净负债率较低的公司可能有更充足的杠杆空间进行扩表，补充优质土地储备。

## 开发分部：香港利润拐点或将至，关注香港资源充沛企业

2025 年主要港资房企物业开发业务实现分部利润 363 亿港元，同比持平；其中香港物业开发实现分部利润 199 亿港元，同比-28%，分部利润率同比-14.8pct 至 8.9%。香港权益销售金额涨跌互现，拿地力度触底回升；内地销售则多数下滑，仍在持续去库存。往前看，随着复苏周期预售的项目逐步进入结转，叠加新房定价策略由谨慎逐步转向中性乐观，我们预计 2026 年起主要港资房企香港物业开发分部利润率和利润规模均有望迎来触底反弹，香港土地储备规模大、占比高的公司有望更为受益。而在住宅市场延续复苏、土地供应继续增加和净负债率回落等的共同推动下，主要港资房企有望进一步加强香港拿地力度。

## 租赁分部：市场环境仍偏逆风，关注结构复苏、规模扩张

2025 年主要港资房企物业租赁业务实现分部利润 852 亿港元，同比-3%，分部利润率同比-1.0pct 至 71.6%，主要受香港和内地商业地产租金调整的拖累。坪效同比表现方面，内地零售>香港写字楼>香港零售>内地写字楼；出租率方面，“以价换量”推动各区域/业态平均出租率同比提升；香港结构分化方面，高端零售、中环优质写字楼表现更优。往前看，我们预计主要港资房企物业租赁分部业绩表现有望在 2026 年进一步筑底，其中香港高端零售和中环优质写字楼项目较多、内地写字楼项目较少，以及未来三年新交付物业规模较大的公司，有望迎来更好表现。

## 投资结论

3 月以来，港资地产板块受中东局势升级带来的流动性紧缩预期影响，股价出现回调。短期来看，中东局势初步走向缓和，但仍存在不确定性，我们建议可在谨慎的基调下适度加码进攻仓位。中长期来看，我们认为香港住宅供求关系改善、人民币升值、港股财富效应等趋势有望延续，且中东变局或将强化香港对于全球避险和多元化配置资本的吸引力，这些都有利于香港房地产市场的持续修复，助推港资地产板块的业绩和估值表现。我们重点推荐香港本地土地储备丰厚的头部企业，如新鸿基地产和港铁公司。

风险提示：中东局势升温导致香港流动性收紧，香港住宅市场复苏不及预期，香港商业景气度复苏不及预期。

房地产开发

增持 (维持)

房地产服务

增持 (维持)

林正衡

研究员

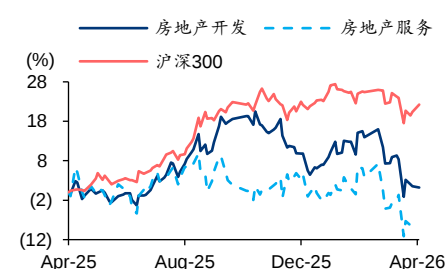
SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com  
SFC No. BRC046 + (86) 21 2897 2065

陈慎

研究员

SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com  
SFC No. BIO834 + (86) 21 2897 2228

## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

## 重点推荐

| 股票名称  | 股票代码  | 目标价<br>(当地币种) | 投资评级 |
|-------|-------|---------------|------|
| 新鸿基地产 | 16 HK | 164.37        | 买入   |
| 港铁公司  | 66 HK | 35.20         | 增持   |

资料来源：华泰研究预测

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 港资房企业绩综述.....                       | 4  |
| 整体表现：业绩平稳，负债改善.....                 | 5  |
| 业绩：核心利润总体平稳.....                    | 5  |
| 分红：利润复苏驱动更多公司上调 DPS .....           | 5  |
| 负债：净负债率改善，低负债公司或将有更从容的扩表空间.....     | 6  |
| 开发分部：香港利润拐点或将至，关注香港资源充沛企业.....      | 8  |
| 业绩：结转滞后导致香港开发利润率创阶段新低.....          | 8  |
| 销售：香港销售金额涨跌互现，内地多数下滑.....           | 9  |
| 拿地：香港拿地力度触底回升.....                  | 9  |
| 土储：关注香港土储规模大/占比高的港资房企.....          | 10 |
| 租赁分部：市场环境仍偏逆风，关注结构复苏、规模扩张.....      | 12 |
| 业绩：受制于香港和内地商业地产的租金调整.....           | 12 |
| 经营表现：内地零售坪效同比>香港写字楼>香港零售>内地写字楼..... | 13 |
| 自持规模：未来三年太古、新鸿基、恒隆内地自持物业规模扩张较快..... | 15 |
| 投资建议.....                           | 16 |
| 风险提示.....                           | 17 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：主要港资房企关键数据一览.....                | 4  |
| 图表 2：主要港资房企营收和同比增速.....               | 5  |
| 图表 3：主要港资房企核心归母净利润和同比增速.....          | 5  |
| 图表 4：主要港资房企合计 DPS 和同比增速.....          | 6  |
| 图表 5：主要港资房企 DPS 和同比增速（明细）.....        | 6  |
| 图表 6：主要港资房企派息政策.....                  | 6  |
| 图表 7：主要港资房企平均净负债率.....                | 7  |
| 图表 8：主要港资房企净负债率（明细）.....              | 7  |
| 图表 9：主要港资房企平均融资成本.....                | 7  |
| 图表 10：主要港资房企物业开发分部营收和同比增速.....        | 8  |
| 图表 11：主要港资房企物业开发分部利润和同比增速.....        | 8  |
| 图表 12：主要港资房企香港物业开发分部营收和同比增速.....      | 8  |
| 图表 13：主要港资房企香港物业开发分部利润和同比增速.....      | 8  |
| 图表 14：主要港资房企物业开发分部利润率.....            | 9  |
| 图表 15：主要港资房企香港权益销售金额和同比增速.....        | 9  |
| 图表 16：主要港资房企内地权益销售金额和同比增速.....        | 9  |
| 图表 17：香港私人住宅土地供应可开发的住宅套数.....         | 10 |
| 图表 18：FY2025 以来香港政府卖地明细（仅统计住宅用地）..... | 10 |



|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 19: 2025 年末主要港资房企土地储备和香港占比.....         | 11 |
| 图表 20: 主要港资房企物业租赁分部营收和同比增速 .....           | 12 |
| 图表 21: 主要港资房企物业租赁分部利润和同比增速 .....           | 12 |
| 图表 22: 主要港资房企香港物业租赁分部营收和同比增速 .....         | 12 |
| 图表 23: 主要港资房企香港物业租赁分部利润和同比增速 .....         | 12 |
| 图表 24: 主要港资房企物业租赁分部利润率 .....               | 13 |
| 图表 25: 2025 年主要港资房企香港物业租赁租金坪效同比增速 .....    | 13 |
| 图表 26: 主要港资房企香港物业租赁出租率 .....               | 14 |
| 图表 27: 2025 年主要港资房企内地物业租赁租金坪效同比增速 .....    | 14 |
| 图表 28: 主要港资房企内地物业租赁出租率 .....               | 14 |
| 图表 29: 2025 年末主要港资房企已竣工自持物业建筑面积和香港占比 ..... | 15 |
| 图表 30: 重点公司推荐一览表 .....                     | 16 |
| 图表 31: 重点推荐公司最新观点 .....                    | 16 |

## 港资房企业绩综述

截至目前，我们跟踪的 13 家样本港资房企（下称“主要港资房企”）已全部披露 2025 年度或 FY2026 半年度业绩。我们围绕整体财务表现（业绩、分红和负债），以及物业开发和租赁两大板块的分部表现，首次对这些公司的财报进行综述，同时寻找对于香港房地产市场基本面的启示。需要注意的是，4 家公司（新鸿基地产、信和置业、领展房产基金、新世界发展）财年为非自然年，我们将它们的财务数据进行自然年调整，使得公司之间的数据更为可比。

图表1：主要港资房企关键数据一览

| 代码      | 公司     | 业务性质       | 市值<br>(亿港元) | 近一个月<br>日均交易额<br>(亿港元) | PB<br>(MRQ) | PE<br>(TTM) | 26E<br>股息率 | 十年<br>PB 分位数 | 2025 年末<br>净负债率 |
|---------|--------|------------|-------------|------------------------|-------------|-------------|------------|--------------|-----------------|
| 0016.HK | 新鸿基地产  | 开发+自持+综合业务 | 4,019       | 8.30                   | 0.65        | 17.03       | 2.82%      | 75%          | 14%             |
| 0066.HK | 港铁公司   | 开发+自持+综合业务 | 2,068       | 2.40                   | 1.08        | 12.36       | 3.94%      | 23%          | 23%             |
| 1113.HK | 长实集团   | 开发+自持+综合业务 | 1,681       | 3.36                   | 0.42        | 14.06       | 4.18%      | 30%          | 2%              |
| 0012.HK | 恒基地产   | 开发+自持+综合业务 | 1,488       | 3.70                   | 0.46        | 24.55       | 4.26%      | 41%          | 41%             |
| 1972.HK | 太古地产   | 自持为主       | 1,436       | 0.92                   | 0.53        | 22.94       | 4.82%      | 63%          | 15%             |
| 0083.HK | 信和置业   | 开发+自持      | 1,132       | 1.10                   | 0.66        | 22.20       | 4.86%      | 85%          | -6%             |
| 0823.HK | 领展房产基金 | REITs      | 1,009       | 4.13                   | 0.64        | 14.77       | 6.58%      | 23%          | 32%             |
| 1997.HK | 九龙仓置业  | 自持为主       | 714         | 1.37                   | 0.39        | 11.05       | 5.70%      | 19%          | 17%             |
| 0004.HK | 九龙仓集团  | 开发+自持+综合业务 | 666         | 0.52                   | 0.45        | 16.22       | 1.93%      | 44%          | -1%             |
| 0101.HK | 恒隆地产   | 自持为主       | 470         | 0.78                   | 0.35        | 14.69       | 5.59%      | 21%          | 33%             |
| 0683.HK | 嘉里建设   | 开发+自持      | 336         | 0.41                   | 0.32        | 16.71       | 5.84%      | 53%          | 33%             |
| 0017.HK | 新世界发展  | 开发+自持+综合业务 | 225         | 0.66                   | 0.13        | 4.30        | 0.00%      | 20%          | 60%             |
| 0014.HK | 希慎兴业   | 自持为主       | 203         | 0.54                   | 0.31        | 8.10        | 5.45%      | 30%          | 32%             |
| 平均      |        |            | -           | 2.17                   | 0.49        | 15.31       | 4.31%      | 41%          | 23%             |

注：市值、交易额、估值等数据截至 2026 年 4 月 10 日；26E 股息率基于 Bloomberg 一致预期

资料来源：Wind, Bloomberg, 各公司公告，华泰研究



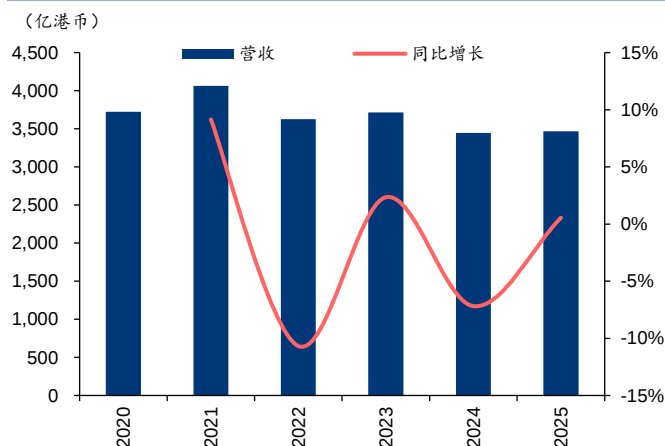
## 整体表现：业绩平稳，负债改善

### 业绩：核心利润总体平稳

2025 年主要港资房企合计实现营收 3466 亿港元，同比+1%；核心归母净利润 1001 亿港元，同比-3%。

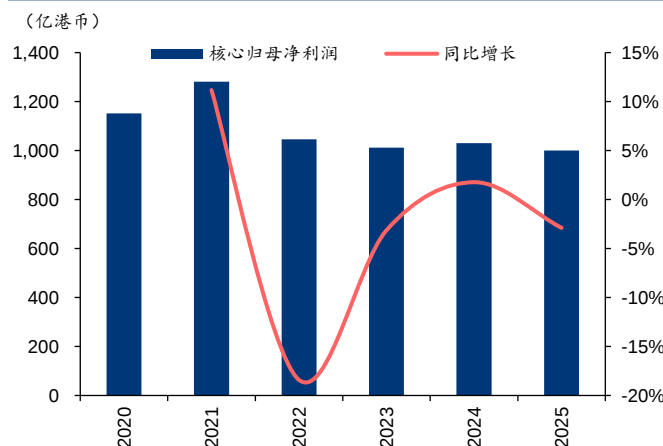
2025 年主要港资房企业绩表现总体平稳，核心利润同比微降 3%；但若剔除恒基地产（受 2024 年农地回收和投资物业出售带来的高基数影响，2025 年核心归母净利润同比-38%），总体核心利润同比微升 1%。尽管香港住宅市场已经步入量价齐升的复苏通道，但由于利润结转存在滞后，物业开发分部尚未在利润端形成增量贡献。此外，香港和内地商业地产租金仍在承压，导致物业租赁分部对利润端造成拖累，但部分被融资成本下降带来的财务费用节约所抵消。

图表2：主要港资房企营收和同比增速



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表3：主要港资房企核心归母净利润和同比增速



注：核心归母净利润与归母净利润的差别，通常在于：1、剔除当期投资性房地产的公允价值变动损益，2、加回当期出售的投资性房地产的历史累计公允价值变动损益

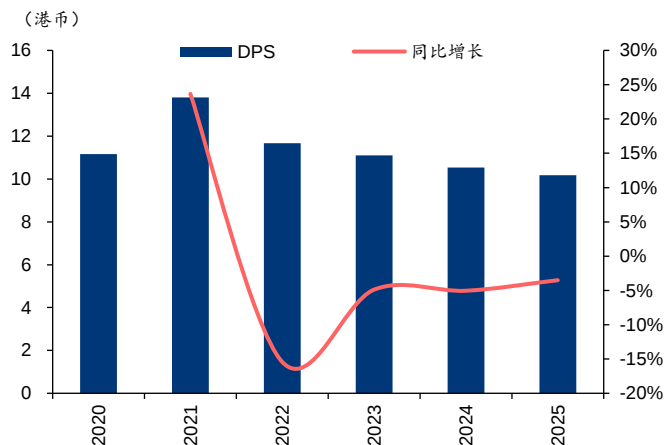
资料来源：各公司公告，华泰研究

### 分红：利润复苏驱动更多公司上调 DPS

2025 年主要港资房企合计 DPS 为 10.17 港币，同比-4%。13 家公司中有 4 家上调派息，2024 年则只有 1 家。

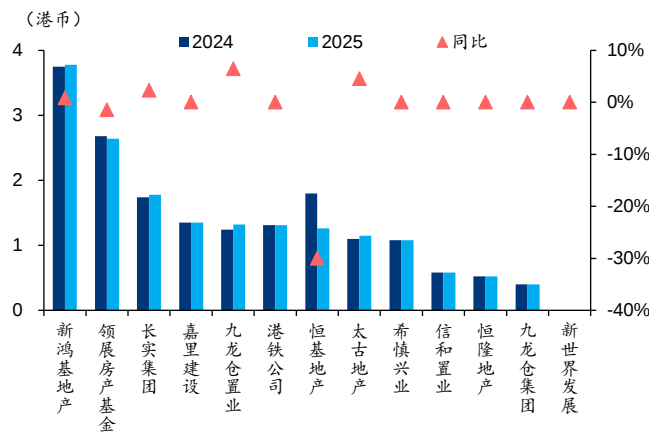
2025 年主要港资房企总体 DPS 同比微降 4%，与核心利润趋势基本匹配。类似的，若剔除恒基地产（2025 年 DPS 同比-30%），则总体 DPS 转为同比微升 1%。随着利润端的复苏，以核心利润的固定比例进行派息的九龙仓置业、长实集团、新鸿基地产开始上调 DPS，此外长期指引 DPS 中个位数增长的太古地产继续保持了稳健的 DPS 上调节奏。

图表4：主要港资房企合计 DPS 和同比增速



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表5：主要港资房企 DPS 和同比增速（明细）



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表6：主要港资房企派息政策

| 公司     | 派息政策                              |
|--------|-----------------------------------|
| 新鸿基地产  | 1H FY24 调降，之后采用核心净利润 40%-50%的派息政策 |
| 港铁公司   | 固定 DPS                            |
| 长实集团   | 核心净利润的 50%                        |
| 恒基地产   | 2H25 调降，但仍采用固定 DPS 的派息政策          |
| 太古地产   | DPS 中个位数增长                        |
| 信和置业   | DPS 稳健增长                          |
| 领展房产基金 | 可分派金额的 100%                       |
| 九龙仓置业  | 香港物业租赁和酒店经营基础利润的 65%              |
| 九龙仓集团  | 固定 DPS                            |
| 恒隆地产   | 1H24 调降，但仍采用固定 DPS 的派息政策          |
| 嘉里建设   | 固定 DPS                            |
| 新世界发展  | 2H FY24 起暂停派息                     |
| 希慎兴业   | 2H23 调降，但仍采用固定 DPS 的派息政策          |

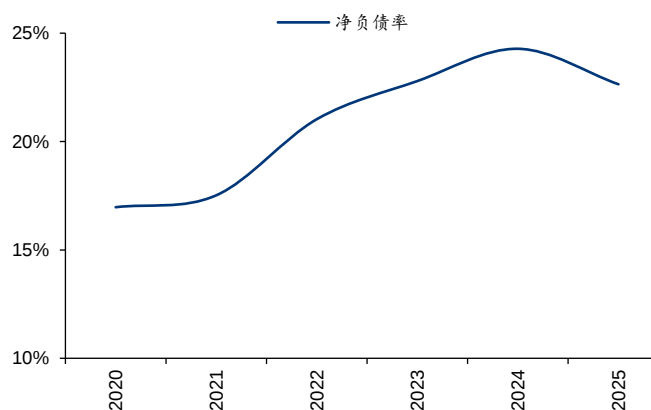
资料来源：各公司公告，华泰研究

## 负债：净负债率改善，低负债公司或将有更从容的扩表空间

2025 年末主要港资房企平均净负债率同比-1.3pct 至 23.8%。披露了融资成本数据的 11 家公司均实现融资成本的下降，平均融资成本同比-0.8pct 至 3.5%。

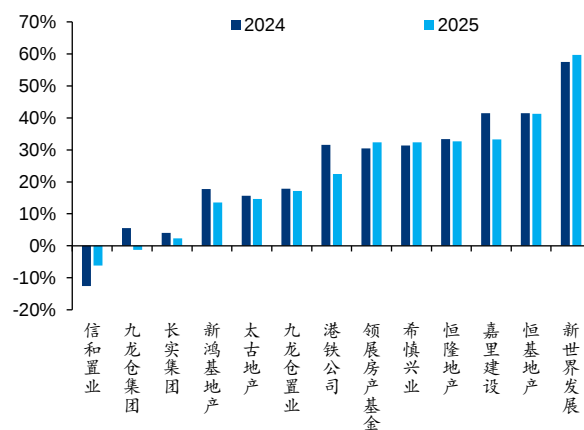
2022-2024 年，由于核心利润的收缩、前期拿地项目带来的较高资本开支压力和融资成本上行导致的利息支出扩张，主要港资房企的净负债率有所攀升，利息覆盖倍数等流动性指标相应转弱。2024 年以来，多家公司开始压降有息负债、控制资本开支节奏，叠加 2H24 以来的利率下行，共同推动了 2025 年末净负债率的同比改善，其中信和置业、九龙仓集团更是处于净现金的状态。往前看，随着香港住宅市场确认开启复苏、住宅土地供应开始增加，我们预计净负债率较低的公司可能有更充足的杠杆空间进行扩表，补充优质土地储备。

图表7：主要港资房企平均净负债率



资料来源：各公司公告，华泰研究

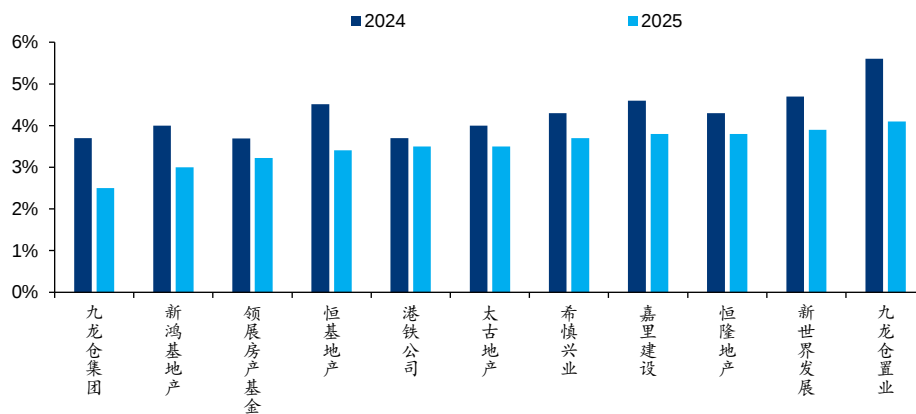
图表8：主要港资房企净负债率（明细）



注：恒基地产净负债率包括了母公司贷款，若剔除，2024/2025 年分别为 21.1%/18.7%

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表9：主要港资房企平均融资成本



资料来源：各公司公告，华泰研究

## 开发分部：香港利润拐点或将至，关注香港资源充沛企业

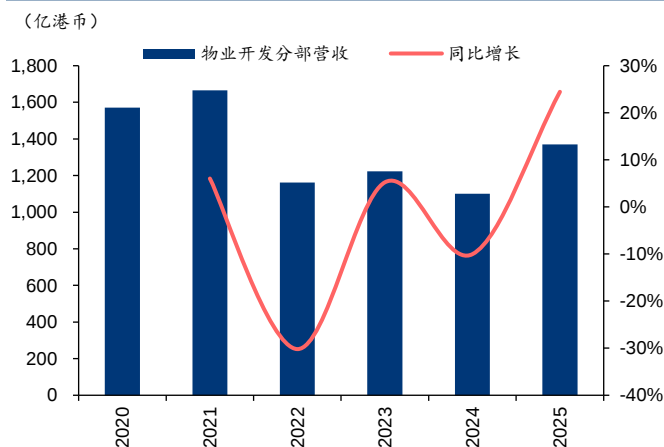
### 业绩：结转滞后导致香港开发利润率创阶段新低

2025 年主要港资房企物业开发分部实现营收 1370 亿港元，同比+24%；分部利润 363 亿港元，同比持平。其中，香港物业开发分部实现营收 759 亿港元，同比+15%；分部利润 199 亿港元，同比-28%。物业开发分部整体和香港分部利润率分别为 16.9%/8.9%，同比下降 5.1/14.8pct。

如前所述，2025 年香港住宅量价已开启复苏周期，但由于实际结转的大部分是此前高价拿地、且在 2023-2024 年房价下跌阶段预售的项目，因此尽管香港物业开发分部结转营收出现反弹，但结转利润率创下 2020 年以来的新低，导致香港分部利润出现同比收缩。而与市场环境相左的是，部分公司内地物业开发分部在高利润项目结转推动下，贡献了可观的分部利润，从而对冲了香港物业开发的收缩，例如新鸿基地产（上海滨江凯旋门、苏州湖滨四季/环贸汇、杭州国金汇邸）、长实集团（上海御沁园、北京御翠园）、嘉里建设（武汉江城府、上海荟萃庭、沈阳雅颂阁）等。

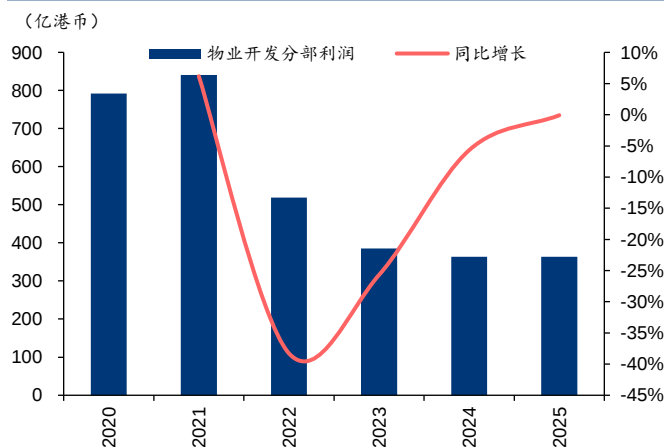
往前看，随着复苏周期预售的项目逐步进入结转，叠加新房定价策略由谨慎逐步转向中性偏乐观，我们预计 2026 年起主要港资房企香港物业开发分部利润率和利润规模均有望迎来触底反弹。但与此同时，由于多数公司内地销售金额的逐年下滑，未来内地物业开发分部利润可能面临收缩压力，或将影响整体物业开发分部的利润弹性。

图表10：主要港资房企物业开发分部营收和同比增速



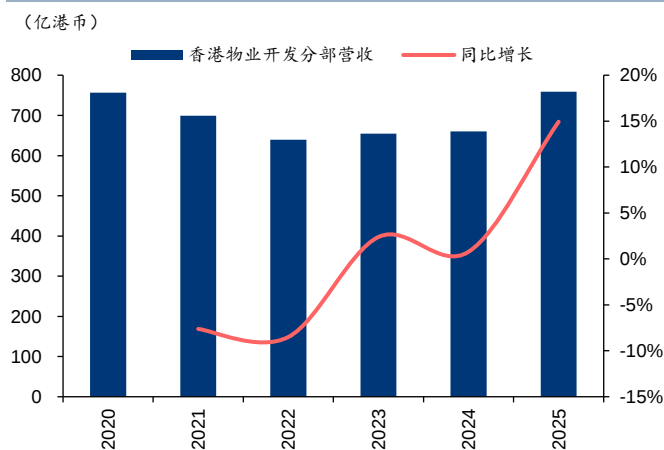
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表11：主要港资房企物业开发分部利润和同比增速



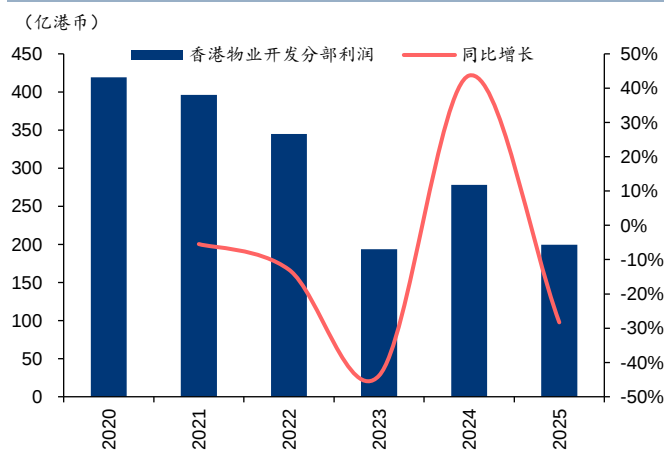
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表12：主要港资房企香港物业开发分部营收和同比增速



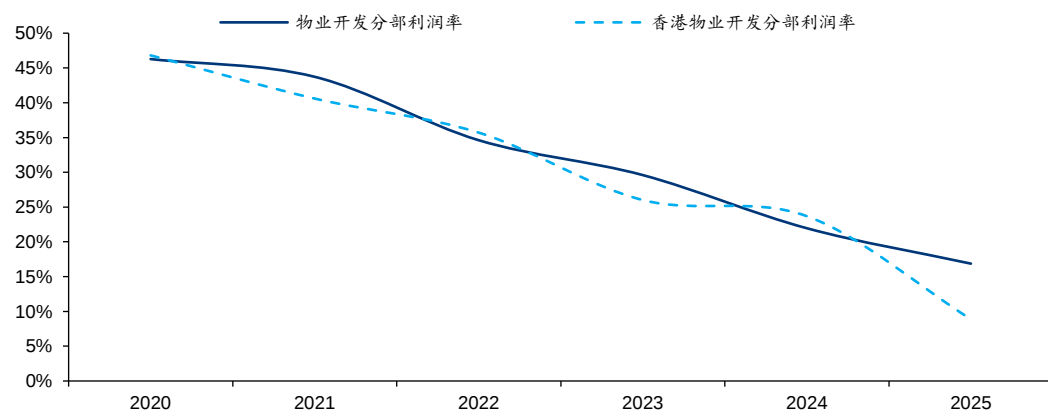
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表13：主要港资房企香港物业开发分部利润和同比增速



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表14：主要港资房企物业开发分部利润率



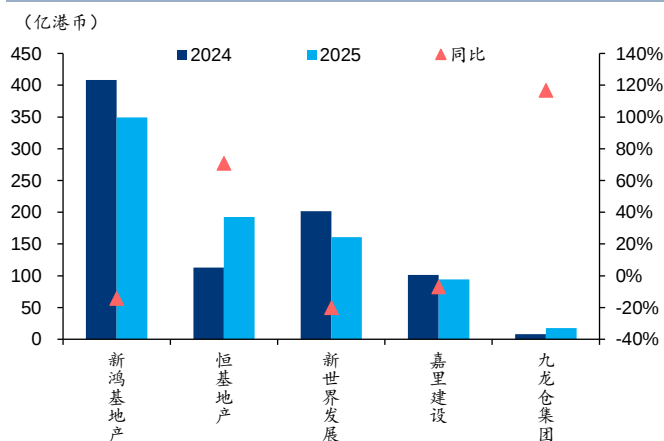
资料来源：各公司公告，华泰研究

### 销售：香港销售金额涨跌互现，内地多数下滑

当期物业销售方面，2025 年主要港资房企香港权益销售金额涨跌互现，内地销售则多数下滑。尽管 2025 年香港一手私人住宅销售金额同比+14%（根据香港土地注册处的数据），但新鸿基地产、新世界发展、嘉里建设香港权益销售金额出现同比下滑，我们认为主要因为：1、港资房企香港销售规模受供给节奏影响较大，前期拿地规模减少导致新房供给受限；2、2024 年在降杠杆战略驱动下促销力度普遍较为积极，销售金额创出高基数（例如新鸿基地产常规年度香港权益销售金额基本位于 300 亿港元上下，2024 年达到 408 亿港元）。

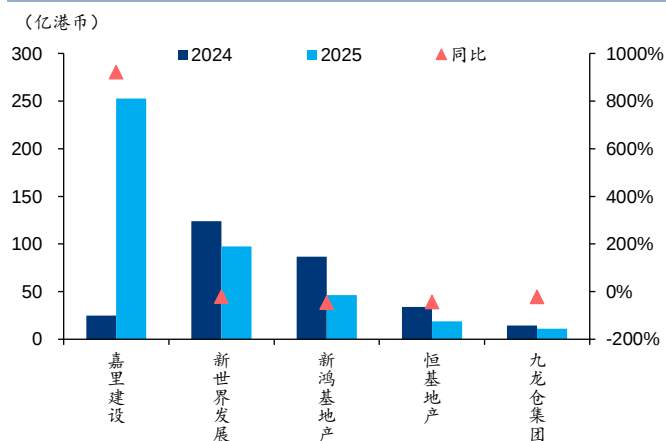
往前看，尽管我们看好香港住宅市场的持续复苏，但我们并不认为港资房企的香港权益销售规模会立刻出现大幅扩张。一方面，考虑到供地节奏，我们预计未来三年新房供给规模难以放量；另一方面，港资房企相对于内地房企，重利润而轻规模，因此在房价上行且净负债率回落至合理位置后，或将更倾向于少量多次推盘，从而赚取更多利润（但与此同时销售金额会较为克制）。

图表15：主要港资房企香港权益销售金额和同比增速



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表16：主要港资房企内地权益销售金额和同比增速



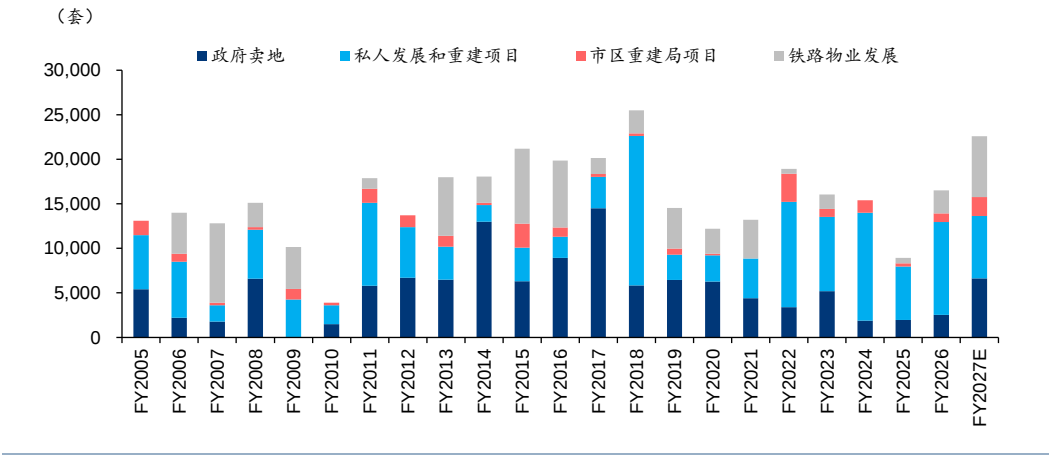
资料来源：各公司公告，华泰研究

### 拿地：香港拿地力度触底回升

拿地方面，2025 年主要港资房企拿地力度触底回升。一方面，随着香港住宅市场的复苏，香港政府加快了土地供应速度。根据香港发展局的数据，FY2026（2025 年 4 月-2026 年 3 月）香港私人住宅土地供应可开发的住宅套数同比+85%至 1.65 万套。另一方面，2025 年下半年以来香港政府卖地的竞争烈度开始回升，每宗住宅地块均有接近 10 家房企参与竞争；新鸿基地产、恒基地产等公司在政府卖地之外，亦在通过农地转换、地契修订等多元方式，补充土地储备。

往前看，我们预计在住宅市场延续复苏、土地供应继续增加（FY2027 香港私人住宅土地供应计划进一步+37%至 2.26 万套）和净负债率回落等的共同推动下，2026 年主要港资房企有望进一步加强香港拿地力度。

图表17： 香港私人住宅土地供应可开发的住宅套数



注：香港政府财年为 4 月至次年 3 月  
资料来源：香港发展局，华泰研究

图表18： FY2025 以来香港政府卖地明细（仅统计住宅用地）

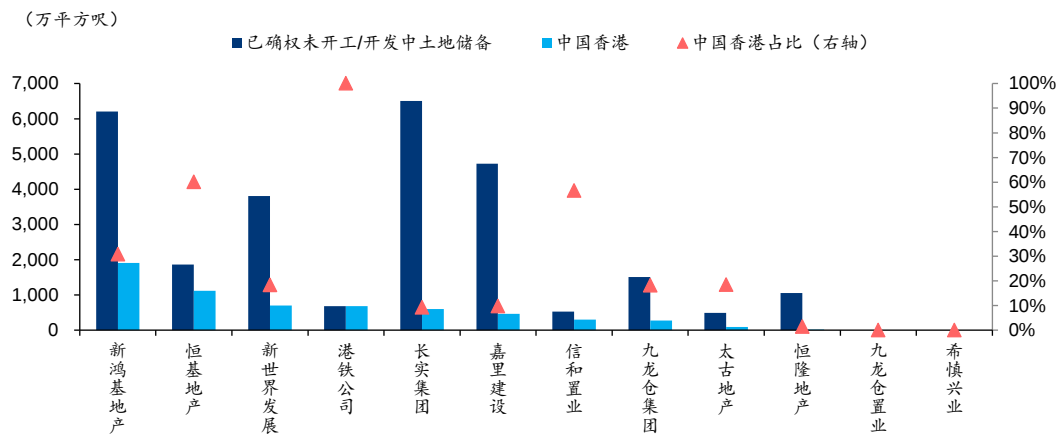
| 成交日期       | 地块位置               | 拿地总价<br>(亿港元) | 楼面面积<br>(万平方米) | 楼面地价<br>(港币/平方呎) | 拿地企业      | 陪跑企业数量 |
|------------|--------------------|---------------|----------------|------------------|-----------|--------|
| 2024/7/17  | 新界沙田小沥源源顺围         | 6.19          | 15.66          | 3952             | 新鸿基地产     | 10     |
| 2024/10/29 | 新界沙田小沥源沙田围路与小沥源路交界 | 10.21         | 30.42          | 3357             | 华懋集团      | 5      |
| 2025/1/27  | 新界沙田大围美田路          | 6.06          | 19.37          | 3128             | 新鸿基地产     | 5      |
| 2025/2/19  | 新界东涌第 106B 区       | 6.02          | 40.13          | 1500             | 新鸿基地产     | 3      |
| 2025/8/13  | 新界屯门海珠路            | 10.89         | 28.29          | 3850             | 信和置业      | 7      |
| 2025/11/18 | 新界荃湾永顺街与德士古道交界     | 24.75         | 43.48          | 5692             | 华懋集团      | 8      |
| 2026/1/7   | 九龙佐敦谷采兴路           | 16.10         | 37.11          | 4339             | 信和置业&鹰君集团 | 7      |
| 2026/2/10  | 九龙牛头角彩霞道           | 18.07         | 28.45          | 6352             | 中海地产      | 8      |
| 2026/2/16  | 香港筲箕湾东大街           | 13.84         | 14.81          | 9343             | 嘉里建设      | 7      |

资料来源：香港地政总署，华泰研究

土储：关注香港土储规模大/占比高的港资房企

土地储备方面，截至 2025 年末，新鸿基地产、恒基地产香港土地储备规模依然大幅领先于其它公司。从香港土储占比来看，港铁公司、恒基地产、信和置业相对更高（大于 50%），意味着香港住宅市场先于内地复苏的背景下，这些公司物业开发分部的利润弹性可能更大。此外，我们亦关注拥有较多新界农地储备的恒基地产（4050 万平方呎）、新鸿基地产、新世界发展（1412 万平方呎）等，农地在未来被政府收购或通过补地价转换为可开发土地储备的节奏。

图表19： 2025 年末主要港资房企土地储备和香港占比



注：除港铁公司为全口径面积之外，其余均为权益口径面积

资料来源：各公司公告，华泰研究

## 租赁分部：市场环境仍偏逆风，关注结构复苏、规模扩张

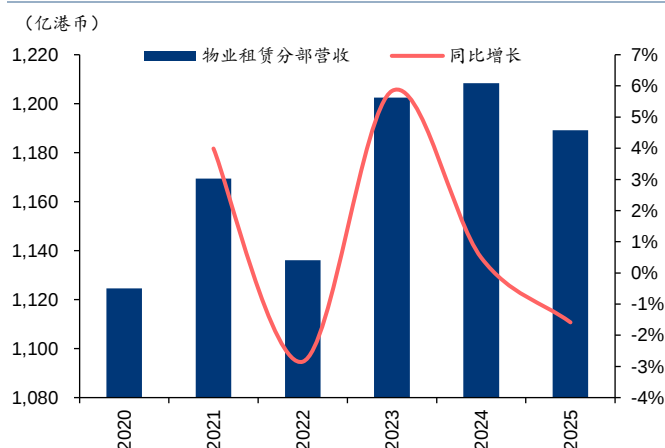
### 业绩：受制于香港和内地商业地产的租金调整

2025 年主要港资房企物业租赁分部实现营收 1189 亿港元，同比-2%；分部利润 852 亿港元，同比-3%。其中，香港物业租赁分部实现营收 641 亿港元，同比-2%；分部利润 401 亿港元，同比-3%。物业租赁分部整体和香港分部利润率分别为 71.6%/69.3%，同比下降 1.0/0.9pct。

2025 年香港和内地商业地产租金继续承压，进而对港资房企物业租赁分部营收和利润率造成拖累。香港方面，根据差饷物业估价署的数据，2025 年末香港零售物业和写字楼租金分别同比下跌 4.0%/2.9%；内地方面，根据世邦魏理仕的数据，2025 年末内地零售物业和写字楼租金分别同比下跌 1.9%/10.4%。

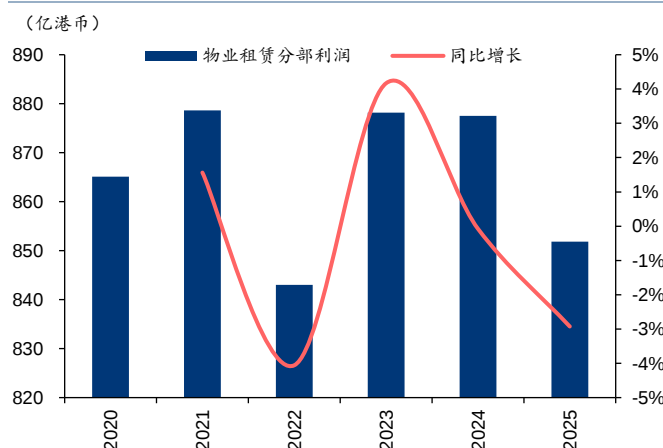
往前看，香港方面，如我们在《香港住宅淡季不淡，商业延续结构复苏》（2026.3.9）中提到的，香港零售额、写字楼净吸纳量等商业地产租金的领先指标已出现改善，但仍需时间消化供需失衡的压力，2026 年商业地产租金同比降幅有望继续收窄，其中高端零售、中环优质写字楼有望率先复苏。内地方面，促消费政策和内需的温和复苏有望推动社零和零售物业租金保持一定韧性，但写字楼租金仍面临较大的供需失衡挑战。总体来看，我们预计主要港资房企物业租赁分部业绩表现有望在 2026 年进一步筑底，其中香港高端零售和中环优质写字楼项目较多、内地写字楼项目较少，以及未来三年新交付物业规模较大的公司，有望迎来更好表现。

图表20：主要港资房企物业租赁分部营收和同比增速



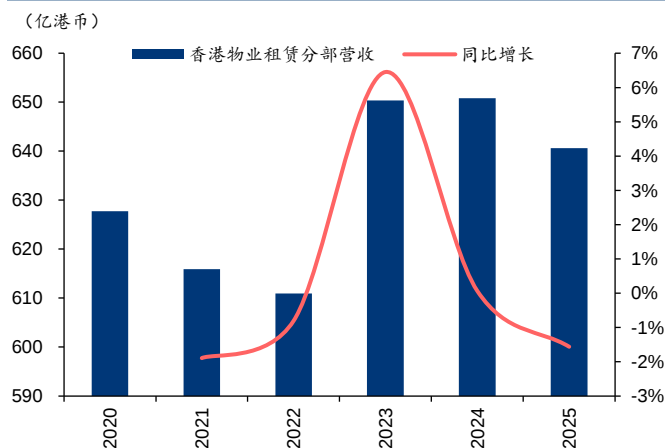
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表21：主要港资房企物业租赁分部利润和同比增速



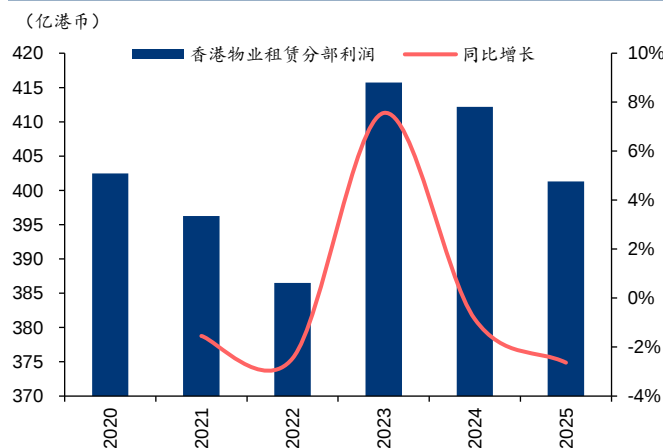
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表22：主要港资房企香港物业租赁分部营收和同比增速



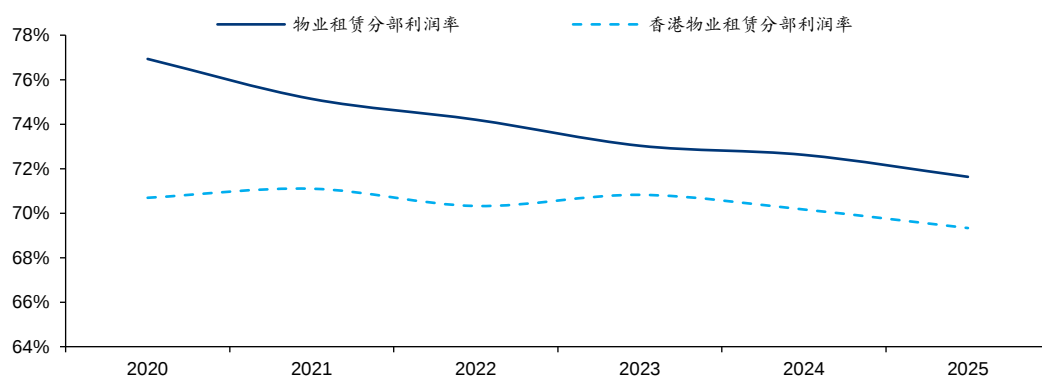
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表23：主要港资房企香港物业租赁分部利润和同比增速



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表24：主要港资房企物业租赁分部利润率

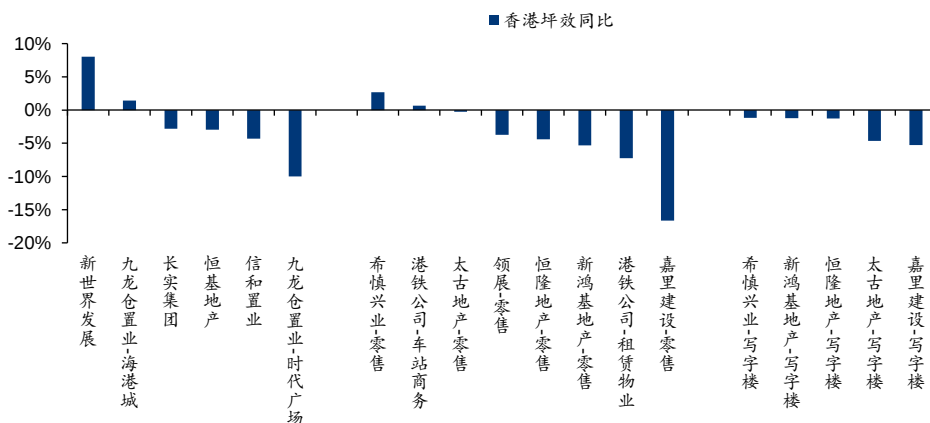


资料来源：各公司公告，华泰研究

### 经营表现：内地零售坪效同比>香港写字楼>香港零售>内地写字楼

具体经营表现来看，我们梳理了主要港资房企香港和内地自持物业的租金坪效和出租率数据。坪效方面，总体呈现出内地零售(同比-0.8%)>香港写字楼(-2.7%)>香港零售(-4.3%)>内地写字楼(-8.4%)的特点，与市场租金数据的表现一致。出租率方面，不管是香港还是内地，零售还是写字楼，2025年平均出租率均同比提升，这意味着主流港资房企普遍采取“以价换量”的经营策略。聚焦香港，高端零售项目（太古地产的太古广场、九龙仓置业的海港城、希慎兴业的利园等）和中环优质写字楼项目（新鸿基地产&恒基地产&港铁公司的国金中心等）表现相对更优。

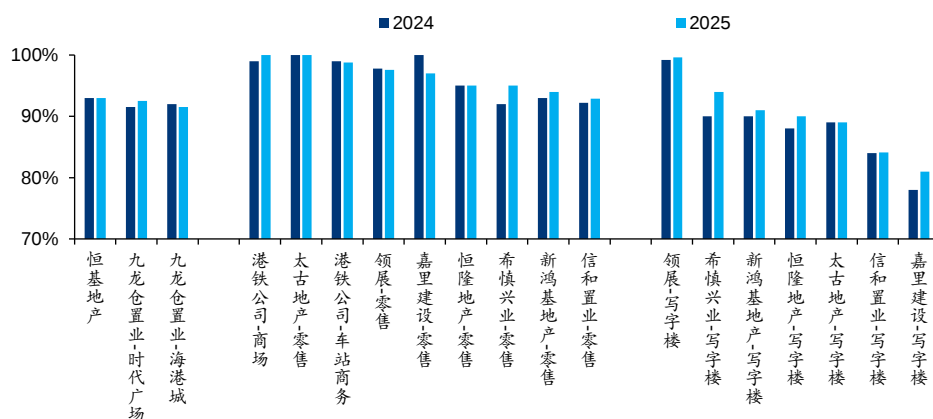
图表25：2025年主要港资房企香港物业租赁租金坪效同比增速



注：坪效=租金收入/报告期初和期末自持物业面积的平均值，该指标既受到存量项目经营表现的影响，也受到新项目开业节奏的影响，例如新项目开业通常会有 2-3 年的爬坡期，这会导致开业规模较大的年份坪效可能被稀释，而此后又会快速上升。因此，在具体审视某个公司的坪效变化时，应结合存量项目经营表现和新项目开业节奏进行考量。

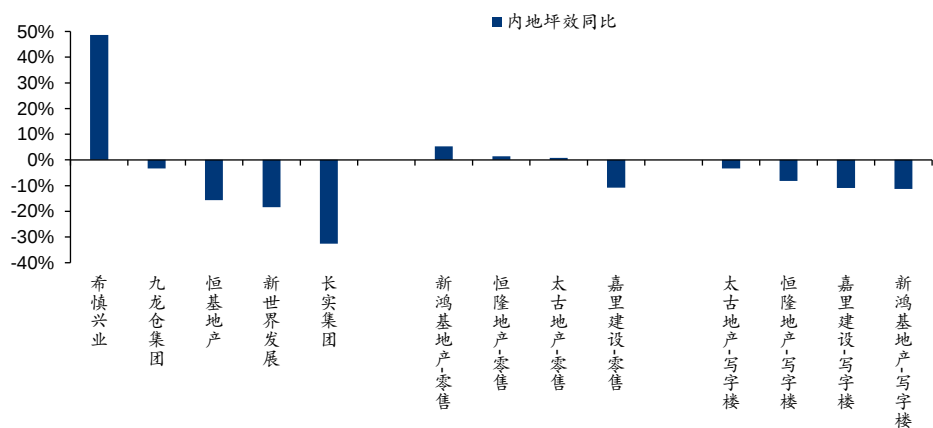
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表26：主要港资房企香港物业租赁出租率



资料来源：各公司公告，华泰研究

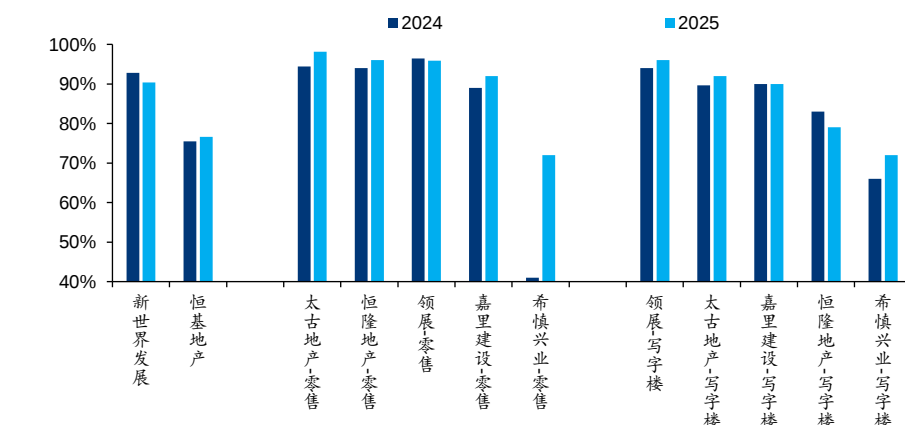
图表27：2025 年主要港资房企内地物业租赁租金坪效同比增速



注：坪效=租金收入/报告期初和期末自持物业面积的平均值，该指标既受到存量项目经营表现的影响，也受到新项目开业节奏的影响，例如新项目开业通常会有 2-3 年的爬坡期，这会导致开业规模较大的年份坪效可能被稀释，而此后又会快速上升。因此，在具体审视某个公司的坪效变化时，应结合存量项目经营表现和新项目开业节奏进行考量。

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表28：主要港资房企内地物业租赁出租率

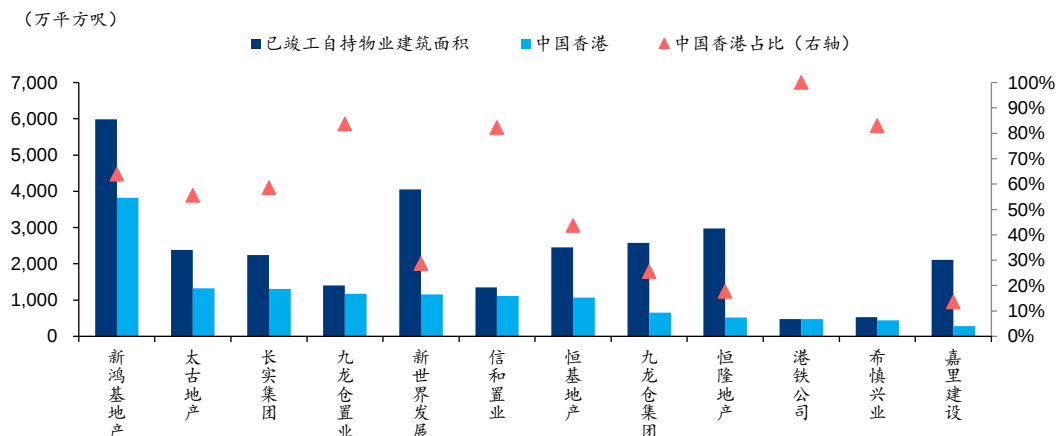


资料来源：各公司公告，华泰研究

## 自持规模：未来三年太古、新鸿基、恒隆内地自持物业规模扩张较快

自持物业规模方面，截至 2025 年末，新鸿基地产香港自持物业规模大幅领先于其它公司，太古地产、长实集团、九龙仓置业、新世界发展、信和置业、恒基地产同处于第二梯队，互相之间规模差距较小。从香港自持物业规模占比来看，港铁公司、九龙仓置业、希慎兴业、信和置业占比相对较高（大于 80%）。此外，太古地产、新鸿基地产、恒隆地产未来三年自持物业规模扩张速度有望较快，更多是来自内地综合体项目的交付。

图表29：2025 年末主要港资房企已竣工自持物业建筑面积和香港占比



注：新世界发展自持物业面积截至 1H25，其余截至 2025 年末；除九龙仓置业、九龙仓集团、恒隆地产、希慎兴业为全口径面积之外，其余均为权益口径面积

资料来源：各公司公告，华泰研究

投资建议

2025 年主要港资房企利润表现总体平稳，香港物业开发受结转节奏影响尚未释放利润，物业租赁分部受制于租金调整压力，融资成本下行带来财务费用节省。往前看，我们预计香港物业开发分部或即将迎来利润率拐点，关注香港土地储备充裕、拿地转向积极的企业；物业租赁分部仍将面临相对逆风的市场环境，关注香港高端零售、中环写字楼率先复苏的结构性机遇，以及未来三年自持物业规模扩张较快的企业。

3 月以来，港资地产板块受中东局势升级带来的流动性紧缩预期影响，股价出现回调。短期来看，中东局势初步走向缓和，但仍存在不确定性，我们建议可在谨慎的基调下适度加码进攻仓位。中长期来看，我们认为香港住宅供求关系改善、人民币升值、港股财富效应等趋势有望延续，且中东变局或将强化香港对于全球避险和多元化配置资本的吸引力，这些都有利于香港房地产市场的持续修复，助推港资地产板块的业绩和估值表现。我们重点推荐香港本地土地储备丰厚的头部企业，如新鸿基地产。

图表30：重点公司推荐一览表

| 股票名称  | 股票代码  | 投资评级 | 最新收盘价  | 目标价    | 市值 (百万) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍) |       |       |       |
|-------|-------|------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|       |       |      | (当地币种) | (当地币种) | (当地币种)  | 2024    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
| 新鸿基地产 | 16 HK | 买入   | 138.70 | 164.37 | 401,922 | 7.50    | 7.54  | 8.04  | 8.45  | 18.49  | 18.39 | 17.25 | 16.42 |
| 港铁公司  | 66 HK | 增持   | 33.22  | 35.20  | 206,789 | 2.54    | 2.26  | 2.96  | 1.74  | 13.10  | 14.72 | 11.22 | 19.09 |

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表31：重点推荐公司最新观点

| 股票名称             | 最新观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新鸿基地产<br>(16 HK) | <p>公司发布 FY26 上半财年业绩，FY1H26 实现营收 527 亿港元，同比+32%；核心归母净利润 122 亿港元，同比+17%，而彭博一致预期 FY26 全年增速为 5%；中期 DPS 为 0.98 港币，同比+3%。在内地开发结转放量等因素的推动下，公司核心净利润同比增速亮眼，同时租金表现具备韧性，压降负债后开始积极拓展香港土储。我们预计公司将持续受益于香港房地产市场复苏，并在投资物业和租金规模上具备成长性。维持“买入”评级。</p> <p>我们预计 FY26-28 年公司核心归母净利润为 233/245/254 亿港元（前值 223/237/269 亿港元），较前值+4%/+3%/-6%，主要因为我们上调了部分项目的房价假设、调整了结转节奏，但下调了投资物业坪效假设，以反映香港住宅量价复苏、同时香港和内地商业地产租金尚未企稳的市场环境。我们继续沿用分部估值法，计算得出公司 NAV 为 6351 亿港元，在此基础上给予 25%折让（前值 30%，收窄折让主要考虑到香港房地产市场复苏趋势更为明确，且我们未在模型中计入未来房价上涨预期），上调目标价至 164.37 港币（前值 111.51 港币）。</p> <p>风险提示：香港住宅市场复苏不及预期，商业地产经营表现不及预期，香港政府收地和投资物业出售带来业绩波动。</p> <p>报告发布日期：2026 年 02 月 27 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：新鸿基地产(16 HK,买入)：业绩增速亮眼，租金彰显韧性</a></p>                                                                        |
| 港铁公司<br>(66 HK)  | <p>港铁公司公布 2025 年度业绩：收入 555 亿港元，同比-7.6%；归母净利润 147 亿港元，同比-6.9%，低于彭博一致预期（159 亿港元）；其中经常性业务利润 56.5 亿港元（同比-21.6%），物业发展利润 111 亿港元（同比+8.0%），投资物业公允价值计量亏损 20.6 亿港元（2024 年：亏损 17 亿港元）。25 年经常性利润较我们预期的 62.4 亿港元低约 10%，主因对杭州地铁一号线计提 3.8 亿港元减值以及对电影院历史租金宽减计提减值等一次性因素。公司拟派发末期股息 0.89 港元，全年合计 1.31 港元（同比持平），对应股息率 3.8%。考虑香港住宅复苏且公司处于交楼高峰期，维持“增持”。</p> <p>考虑物业发展项目的结转进度慢于我们预期，我们调整公司 26-27 年归母净利润(-6%,+9%)至 197 亿港元、121 亿港元，并预计 28 年归母净利润为 120 亿港元。我们沿用分部估值法，调整目标价至 35.2 港元（前值 29.9 港元）。其中，香港铁路基于 DCF 估值，WACC 维持 7.0%、永续增长率维持 3%，投资物业基于资本化率估值（商铺维持 4.1%），物业发展基于 NAV 测算；上述分部加总折让 10%（前次 20%，收窄折让主要考虑到香港住宅复苏趋势更为明确，且我们未在模型中计入未来房价上涨与租金上涨预期）。</p> <p>风险提示：资本开支超预期、租金下滑超预期、楼市弱于预期、税务风险。</p> <p>报告发布日期：2026 年 03 月 13 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：港铁公司(66 HK,增持)：内地铁路减值使利润低于预期</a></p> |

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测



## 风险提示

**中东局势升温导致香港流动性收紧。**若中东战事持续时间和烈度超出市场预期，可能通过能源价格上升引发滞涨风险，继而导致美联储放缓降息步伐甚至重启加息，这会导致香港流动性跟随收紧，从而对房地产市场造成不利影响。

**香港住宅市场复苏不及预期。**若人民币升值、美联储降息、港股市场表现、香港人口回流、香港房地产政策等市场复苏的驱动因素出现反复，可能影响香港住宅市场复苏的节奏和程度，进而导致港资房企业绩和估值修复的节奏和程度不及预期。

**香港商业景气度复苏不及预期。**香港商业景气度复苏仍停留在初步阶段，尚未传导至不动产租金端（写字楼、零售业），后续复苏的情况仍待观察。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林正衡、陈慎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 中国香港

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

## 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 新鸿基地产（16 HK）、港铁公司（66 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

## 美国

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

## 美国-重要监管披露

- 分析师林正衡、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 新鸿基地产（16 HK）、港铁公司（66 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 新加坡

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

## 评级说明

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

## 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



## 法律实体披露

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

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

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

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

## 华泰证券股份有限公司

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司