

中国香港房地产行业

行业评级
领先↑

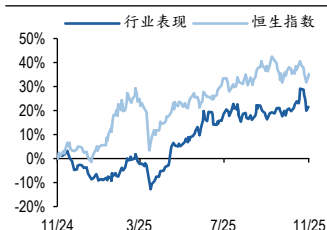
2025 年 11 月 27 日

新周期的曙光——拐点与复苏

把握非对称复苏的机遇。我们认为中国香港房地产市场的复苏将不只是单一事件，而是循序渐进的过程，且涵盖不同资产子板块。我们预计投资者将优先布局住宅板块的复苏；其次是优质零售资产；最后是核心写字楼。我们将行业评级由“同步”上调至“领先”。越来越多的迹象显示实体市场正在回暖，我们预计深层次的内在价值有望释放。新鸿基地产（16 HK）与领展房托（823 HK）分别为我们住宅与商业物业的首选标的，我们预计两者未来1-2年有望受益于行业复苏与多重催化剂。

- ④ **多重因素驱动，预示市场拐点。**经历多年调整后，一系列重要催化剂正在显效，显示市场拐点已至。我们认为以下变化是市场复苏的关键支撑：1）宏观不确定性的改善（尤其是降息）；2）政策环境的重大宽松；3）基础需求驱动因素的回归，包括人口趋势变化。
- ④ **住宅板块有望反弹：**我们预计持续的人口流入将继续推动住房需求，尤其是租赁需求。2025 年租金水平预计上涨约 3-5%，2026 与 2027 年年均增长约 3%。未来价格的关键催化剂包括正向净租金回报率与降息，这将提升用户购买力并刺激投资需求。我们预计住宅价格在 2025/2026/2027 年分别上涨 3-5%/5%/5%。
- ④ **零售先行，其后是核心写字楼：**在本地消费情绪企稳与入境旅客增加的支持下，我们认为零售板块正处于复苏轨道，尽管斜率较住宅温和。预计未来 12 个月核心地段零售租金温和增长，社区商场租金增长约 3-5%。写字楼方面，过去 18 个月空置率已见顶，核心 CBD 连续八个季度录得正净吸纳量，我们预计 2H25 租金企稳，并为 2026 年反弹奠定基础。同时，随着持续降息，我们看到住户端投资需求强劲，或将有助于率先稳定零售与写字楼资产的资本价值。
- ④ **旅游复苏：量先于质。**在政府持续举办活动吸引旅客下，访港旅客逐步回升，2025 年前八个月达 3,280 万人，同比增加 11.1%。月均旅客量达 410 万人，约为 2019 年水平的 88%、2017-2019 年平均水平的 82.2%。预计全年旅客量可达 4,900-5,000 万人。值得注意的是，旅客结构正在发生变化，自由行群体逐渐超过高消费团体。我们认为这将推动住宿与餐饮等基本消费，而奢侈品零售受人均支出水平影响仍待进一步复苏。

行业与大盘一年趋势图



资料来源：FactSet

谢骥聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
新鸿基地产	16 HK	买入	111.70	98.25	7.542	7.890	13.0	12.5	0.46	0.45	3.8
恒基地产	12 HK	买入	32.68	29.88	1.912	2.069	15.6	14.4	0.45	0.45	6.0
领展房托	823 HK	买入	45.70	37.00	2.702	2.529	13.7	14.6	0.58	0.61	7.4
周大福创建	659 HK	买入	8.56	7.52	0.823	0.823	10.3	9.1	0.74	0.72	12.6
新世界发展	17 HK	买入	9.70	7.10	0.198	0.365	35.9	19.4	0.11	0.11	0.0
置富产业信托	778 HK	买入	5.92	5.01	-0.045	-0.044	NA	NA	0.38	0.39	7.2
平均							17.7	14.0	0.45	0.45	6.2

资料来源：FactSet，交银国际预测 截至 2025 年 11 月 26 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

目录

投资要点：新周期的曙光——把握非对称复苏3

多梯度投资视角3

对股市的影响与选股框架——把握非对称复苏.....3

行业整体影响：从估值修复到增长重估.....4

上调行业评级至“领先”；首选新鸿基地产（16 HK）、领展房托（823 HK）5

多重因素驱动，预示市场拐点7

新趋势、新方向：拨云见日8

多重基本面驱动复苏10

子板块深度解析——分化的复苏路径与非对称机遇.....21

住宅物业：复苏的先锋21

零售物业：稳步向上24

写字楼物业：筑底进行时.....29

潜在风险因素.....36

新鸿基地产 (16 HK)：住宅复苏的主要受益者；维持买入并上调目标价.....38

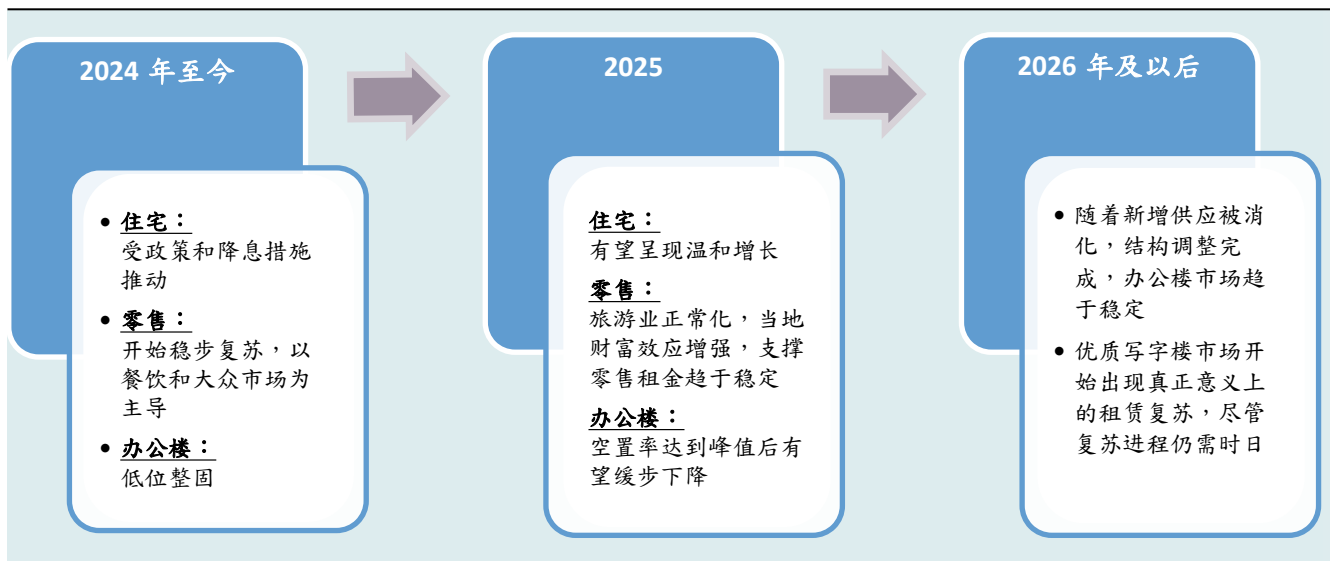
领展房托 (823 HK)：稳健收益之选；中长期有望受益于纳入港股通和潜在的降息.....41

投资要点：新周期的曙光——把握非对称复苏

多梯度投资视角

我们认为中国香港房地产市场正处于拐点：以往投资中国香港地产在于“择时”，未来则在于“选赛道”。我们认为，中国香港房地产的复苏不是单一的事件，而将是分阶段针对不同子板块细分的流程。我们认为，实体市场的投资者将率先布局住宅板块；其次是优质零售资产；并为未来进入核心写字楼做好准备。

图表 1：2026 年至 2029 年供应有限



资料来源：交银国际

对股市的影响与选股框架——把握非对称复苏

同时，我们认为中国香港房地产市场的基本面复苏是行业整体重估的强大催化剂。经历多年“价值陷阱”，持续的资产净值折扣以及盈利预期下调后，中国香港地产股正在转型并迈向复苏。这一新叙事将由盈利预期上调、估值倍数扩张与投资者信心回归主导。

行业整体影响：从估值修复到增长重估

整体而言，本轮周期对地产股影响多重且意义深远，通过三大渠道创造具吸引力的投资机会：

- ④ **资产净值（NAV）扩张：**地产股主要根据价格与资产净值（或资产净值折扣）进行估值。住宅、零售和办公楼的实际租金和资产价格的复苏将直接影响公司资产净值估计。开发商土地储备、投资物业和未售库存或房地产投资信托基金物业组合价值的任何增加，都将直接转化为更高的每股资产净值。这为股价升值提供了更坚实的基础。
- ④ **估值倍数扩张：**这通常是更大的 alpha 所在的位置。随着周期的变化，这些股票的交易折扣将大幅改善。市场定价将不再锚定下跌预期，而是会给予更高的市盈率，以反映可持续的盈利增长和风险的降低。例如，若 NAV 折价由 60% 收窄至 40%，在 NAV 未变的情况下，股价涨幅或有望达 50%。NAV 上升叠加倍数扩张，进而形成对股价表现的良性循环。
- ④ **盈利修正周期是另一个强大的推动力：**多年来，由于房地产开发价格调整以及投资性房地产的续租租金下行，行业盈利预测普遍面临持续下行的情况。现在，随着市场进入正向修正的时期，我们可能会看到趋势出现逆转，这主要受以下两个因素的推动：
 - * **房地产开发：**强劲的去化率使得销售业绩较好的开发商能够提高近期项目的售价，这将使得住宅项目的售价高于预期。
 - * **投资物业：**零售资产的正续租租金调整叠加写字楼租金触底，或有望带来经常性收入上升。

上调行业评级至“领先”；首选新鸿基地产（16 HK）、领展房托（823 HK）

我们将香港房地产板块的评级从“同步”上调至“领先”。多个迹象与证据显示，实体市场正在触底或即将迎来反转。我们预计其深厚的内在价值有望逐步释放。投资者若能在周期早期阶段保持信心并精选布局，将有望捕捉到即将到来的重估行情中的重要收益。对于选股，我们建议双管齐下：新鸿基地产（16 HK/买入）作为住宅复苏的高质量的代表性标的，以及领展房地产投资信托（823 HK/买入）作为防御性、高收益的商业物业投资标的，我们预计将在未来 1-2 年受益于板块复苏及多重催化剂驱动。

新鸿基地产（16 HK）：住宅开发商受益于去化率与均价改善；上调目标价

开发商的盈利最直接且最敏感地受住宅价格与成交量变化影响，尤其是那些在大众至中端住宅市场中占比较高的企业。随着近期销售项目实现了高去化率及平均售价（ASP）的反弹，我们预计未来 2-3 年内的销售入账将推动盈利回升，并带来潜在的利润率改善。

凭借中国香港最大且高质量的即供住宅土地储备（多以低成本获取或转换），我们认为新鸿基地产位于核心大众市场的旗舰项目，包括新界西北的 YOHO 系列以及西贡的大型住宅项目，均完美契合改善型需求。作为优质贝塔标的，凭借强劲的销售执行力，我们预计新鸿基地产在中端大众市场的项目储备及充足的即供资源，将使公司在未来 1-2 年充分受益于市场情绪改善。

另一方面，公司还拥有多元化的投资物业组合，涵盖中高端零售商场、位于核心写字楼区的优质办公楼，以及香港最大的数据中心组合（由新意网持有，1686 HK/中性）。随着即将落成的地标性办公项目—International Gateway Centre（IGC）取得显著租赁进展，我们认为投资物业组合的风险已降低，并可能在未来潜在的降息及租金水平改善下进一步触发重估。

上调目标价，维持买入。我们将 NAV 估值从 192.2 港元小幅上调至 203.12 港元，并将目标折让从 50% 收窄至 45%，以反映：1) 近期住宅销售项目实现的更高去化率与 ASP；2) 投资物业组合的更高估值，因即将落成的地标性办公项目（IGC）租赁进展好于预期；3) 潜在降息带来的融资成本节省及投资组合资本化率压缩的重估效应。因此，我们将目标价从 96.2 港元上调至 111.70 港元，维持**买入**。

领展房托（823 HK）：稳健收益之选；中长期有望受益于港股通和潜在降息

虽然住宅类股票在销售复苏中提供更高的贝塔，但我们认为 REITs 能够为寻求收益的投资者提供更具防御性的投资组合。我们认为投资性物业市场正在触底，或有望很快扭转此前对租金下跌的预期。同时，我们预计潜在的降息、由经常性 FFO 支持的高股息收益率，以及潜在的港股通纳入，将对关注事件驱动和收益率的投资者而言都具有吸引力。

领展房托是中国香港的社区零售投资标的，其约一半资产为本地社区购物设施，服务于本地社区的日常需求，使其对经济周期和旅游波动具有较强韧性。这些资产大多数位于人口稠密的住宅中心区，覆盖人口的薪资增长较为稳定，并受最低工资制度的保障。另有约四分之一的中国香港资产主要由服务这些购物设施的停车位组成，及部分办公资产和物流资产。其余约四分之一的投资组合位于新加坡和澳大利亚，预计未来表现总体稳定，有效分散区域不确定性。

两大重估催化因素或将有助于环节租金回升前景的不确定性。虽然历史租约的高租金基数可能导致轻微的负面回升，但我们认为这将主要被降息带来的节省所抵消。同时，我们预计领展未来股价将更多受到两大关键重估催化因素的影响，即：1）降息；2）纳入港股通。我们维持对领展的买入评级，目标价为 45.70 港元。

⊕ 未来 12 至 18 个月 100 个基点的潜在降息有望带来 30% 总回报

鉴于稳定的收入和监管要求的股息派发，REITs 的股价表现与美国 10 年期国债收益率呈显著负相关。我们预计该公司 2026 财年至 2028 财年的每单位派息约为 2.53 港元至 2.63 港元，股息收益率为 7.0% 至 7.3%。该收益率较 10 年期美国国债收益率（历史平均约为 180 个基点）高出约 300 个基点，我们认为现时估值并不昂贵。假设所需股息收益率压缩至 5.5%（对应股价超过 46 港元），这与股息相结合，意味着未来 12 至 18 个月总回报或超过 30%。

⊕ 互联互通纳入作为潜在催化因素

自我国证监会在 2024 年 4 月首次提出作为加强与香港地区合作的五项措施之一以来，REITs 纳入港股通机制的预期一直存在。尽管时间尚待确定，但我们认为 REITs 潜在纳入港股通将吸引新的资金流入香港 REITs，尤其是在当前中国内地低利率环境下，中国内地投资者对高收益资产的强劲需求将进一步推动这一趋势。

多重因素驱动，预示市场拐点

中国香港房地产市场作为城市经济活力的长期晴雨表，正在跨越数十年来最重要的一次周期。在经历调整后，我们看到一系列重要催化剂正在显效，显示市场拐点已至。鉴于房地产市场与市场情绪及宏观经济紧密相关，我们认为以下变化是支撑复苏论点的核心支撑：

- ④ **宏观不确定性改善：**过去几年最主要的拖累是美联储的激进加息，这引发了市场调整。随着利率周期转向，按揭可负担性与资本化率的压力正在缓解，恢复了房地产作为收益型资产的基本吸引力。
- ④ **重要政策变化：**中国香港特区政府在 2024 年 2 月果断取消所有剩余的楼市调控措施，这是十余年来最强劲的利好政策。这一举措立即激活了本地与投资需求，释放了积压的交易活动并恢复了市场流动性。
- ④ **基础需求驱动因素回归：**在中国内地经济企稳与人口趋势改善的支持下，中国香港住宅、零售与写字楼的基本需求正在恢复。这并非投机性反弹，而是迈向基本面增长的再平衡。

同时，我们认为对股市的影响意义深远。尽管开发商的财务报表仍需要时日才能完全反映复苏，但市场具有前瞻性。我们预计未来盈利预期上调与估值倍数扩张的预期将扩散至整个行业，利好受益于住宅与零售复苏的企业。此外，我们也预计即将到来的 REITs 纳入港股通将进一步利好部分港股 REITs。鉴于其具吸引力的股息率，我们建议投资者应主动为这一新周期提前布局。

新趋势、新方向：拨云见日

在全球利率上升的背景下，香港房地产市场面临挑战，为维持汇率稳定，借贷成本亦需同步调整。这增加了房地产融资成本，影响了购买力和投资决策。此外，经济环境的变化和人口结构的转变也促成了一个调整期。虽然印花税政策旨在促进市场稳定，但同时也影响了交易活动。因此，房地产价格自 2021 年底至 2025 年初出现调整，交易量也低于历史平均。

累计约 30% 的跌幅（3Q21 至 2025 年 3 月）。据差饷物业估价署（RVD）的住宅物业价格指数，私人住宅单位的价格指数从 2021 年 9 月的峰值 398.1 下跌约 28.4%，至 2025 年 3 月的近期低点 284.9。同时，另一主要衡量香港私人住宅发展价格的中原城市领先指数（CCL），也从 2021 年 8 月第一周的 191.34 下跌至 2025 年 3 月第二周的 134.89，跌幅达 29.5%。

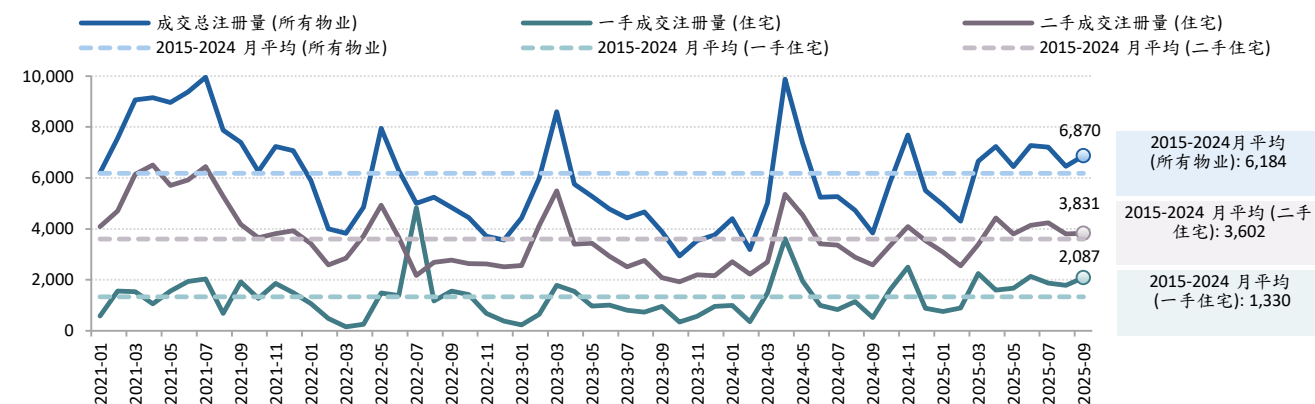
然而，我们看到上述许多因素目前已趋于稳定甚至开始转向，这或为更可持续的复苏创造有利条件。因此，我们认为新趋势已愈发明显，从**交易量的激增和价格的企稳可见一斑**。

⊕ 交易量激增显示信心回归

在 2024 年 2 月政策宣布后，2024 年 3 月和 4 月一手及二手住宅交易均大幅上升。一手市场反应更为强烈，2024 年 3 月一手市场销售超过 4,100 套，创下二十多年来的最高月度成交量。尽管初期激增在 2024 年 4 月后有所回落，但一手市场在土地注册处的交易登记量在 2024 年仍同比增长 58.4%，为自 2021 年以来最高。

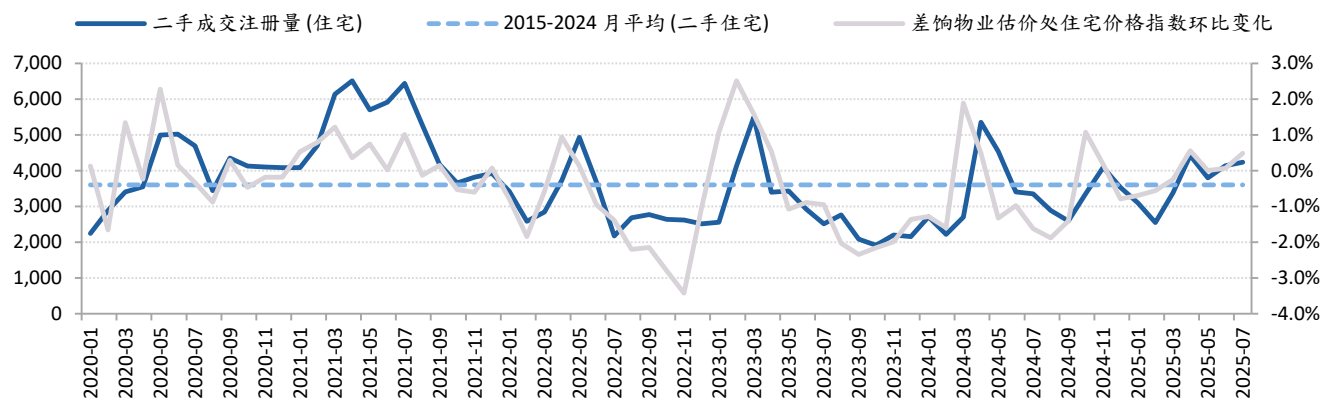
进入 2025 年，我们看到势头依然强劲，一手市场在截至 3Q25 的月均成交量超过 1,600 套。截至 2025 年前 10 个月，总交易量已超过整个 2024 年的水平。我们认为，一手项目的吸纳率改善和更高的交易量部分表明买家信心的回归。同时，我们也注意到这种改善的情绪已延伸至二手市场，2025 年 4 月至 9 月连续六个月的月度成交量超 3,700 宗（相比过去 10 年约 3,600 宗的月均水平）。我们认为这是一个更明确的信号，表明价格复苏更为稳固，因为根据我们的实证研究，价格变化与二手市场交易量之间存在强相关性。

图表 2：月成交量由 2022 年-2023 年低位反弹，2025 年 3 月-9 月已超过过去 10 年月均水平



资料来源：美联，土地注册处，交银国际

图表 3：二手住宅成交量与住宅市场房价月环比变化呈现出高相关性

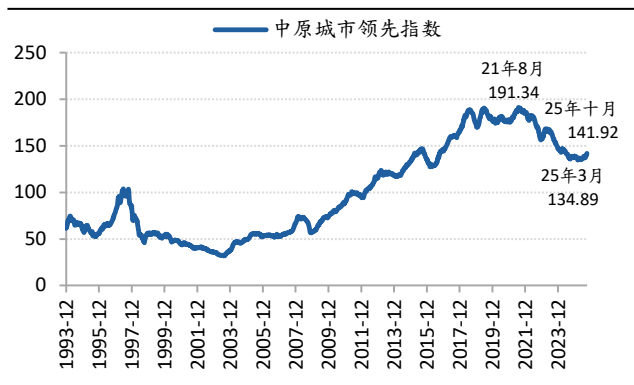


资料来源：美联，土地注册处，差饷物业估价处，交银国际

⊕ 价格企稳的信号

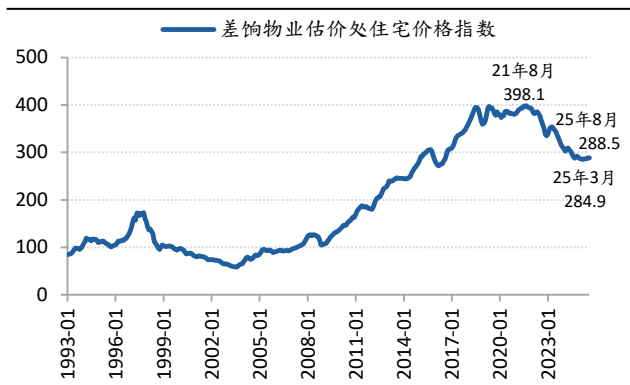
在经历三年多的调整后，中原城市领先指数（CCL）已显示出明确的下跌趋势结束，并自 2025 年 3 月以来连续数月出现温和反弹。在我们看来，这一触底趋势可能表明市场已达到支撑水平，并正在为反弹奠定基础。

图表 4：中原城市领先指数自 2021 年高位至 2025 年 3 月回落约 29.5%，至 2025 年 10 月反弹约 5.2%



资料来源：中原，交银国际

图表 5：差饷物业估价处住宅价格指数自 2025 年 3 月呈现类似反弹

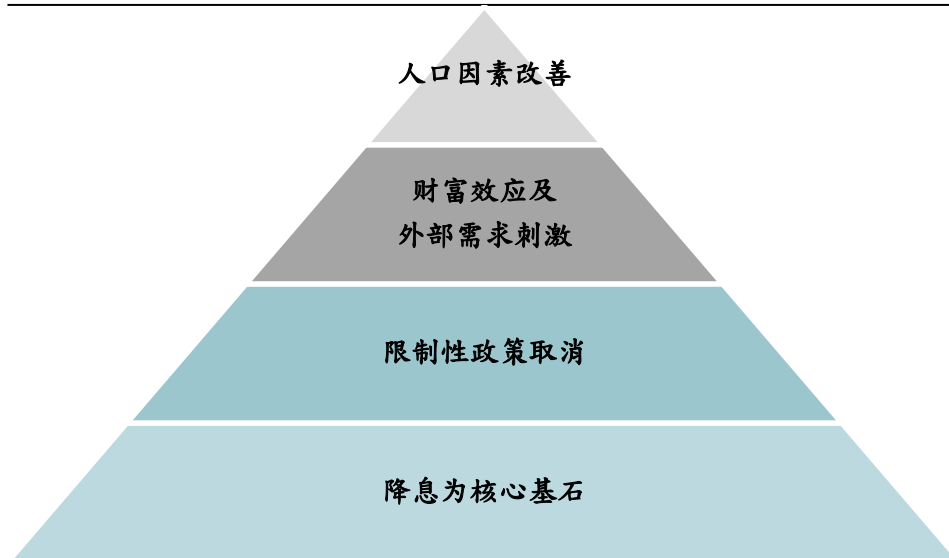


资料来源：差饷物业估价处，交银国际

多重基本面驱动复苏

鉴于房地产市场供给的非弹性特征，供需平衡不太可能在短期内剧烈变化。然而，我们相信中国香港房地产市场的初步复苏并非短暂反弹，而是由多重因素共同支撑，这些因素正在稳定市场信心并为可持续反弹奠定基础。这些因素共同提升了买家的可负担性、刺激了额外住房需求并重建了市场信心，包括：1) 宏观经济环境的变化；2) 强有力且迅速的政策支持；3) 外部需求的助推；以及 4) 人口结构的改善。这些因素共同催化了市场拐点，推动更可持续的复苏并开启新的市场周期。

图表 6：多重核心因素支撑市场信心以及购买力恢复



资料来源：交银国际

④ 宏观经济与政策因素：复苏的核心支撑

我们认为当前市场转折的最主要驱动力，来自于美联储货币政策的关键性转变，这直接应对了此前下行周期的主要痛点。

利率周期已转向

过去几年，中国香港房地产市场面临的制约因素是美联储数十年来最激进的货币紧缩。由于港币与美元挂钩，中国香港金管局被迫跟随加息，推动 HIBOR 升至多年高位。这大幅提高了按揭供款成本，也显著影响了购房可负担性，导致了房地产相较于高收益、无风险资产的投资吸引力下降。

货币环境迎曙光

我们正步入全新的货币政策环境。随着美国通胀逐步接近美联储 2% 的目标，加息周期已明确结束。美联储在 2024 年底开始降息，三次合计降息 100 个基点，利率区间从 5.25%–5.50% 降至 4.25%–4.50%。尽管美联储在 2025 年 1 月至 8 月暂停降息，但在 9 月和 10 月的 FOMC 会议上再次各降 25 个基点，使当前利率区间降至 3.75%–4.00%。

根据美联储 2025 年 9 月 FOMC 最新的点阵图，未来 18 个月预计再降息四次、合计 125 个基点，目标联邦基金利率将在 1Q27 降至 3.00%–3.25%。另一方面，截至 2025 年 10 月 31 日的彭博一致预期显示，市场预计从 4Q25 至 1Q27 将有四次合计 100 个基点的降息，与美联储预测一致。我们认为这一转向将显著利好香港房地产，主要由于：

- 1) **降息可恢复约 30%可负担性**：2022 至 2023 年加息周期后，香港新按揭利率一度升至 4.125%。降息显著降低了月供成本，或在相同供款比率下允许借款人承担更高贷款本金。随着多次降息，新按揭利率已从 4.125%降至约 3.375%（通常为最优惠利率减 2%–2.25%，最优惠利率区间为 5.125%–5.375%）。

我们预计主要银行在最优惠利率降至 5%–5.25%后将停止下调，但会继续扩大新按揭折扣幅度（可能达到 P 减 2.875–3.1%）。假设 30 年期按揭、利率下降 200 个基点，可负担上限提升约 29%（尚未计入供款比率放宽的影响），从而吸引大量潜在买家重返市场。

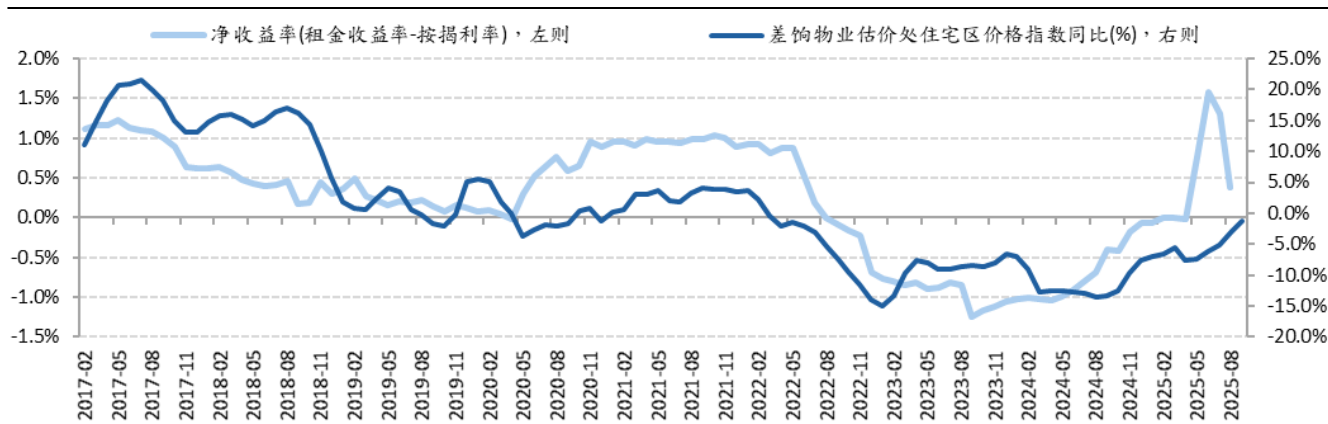
图表 7：假设房贷利率下降 200 基点，以 30 年供款年期，可提升负担能力约 28.9%

房贷利率	每月供款 (HK\$)	负担能力上升 (%)
每港元 100 万本金，30 年供款期		
4.125% (降息前)	HK\$4,846.50	
3.875%	HK\$4,702.37	3.1%
3.625%	HK\$4,560.51	6.3%
3.375%	HK\$4,420.96	9.6%
3.125%	HK\$4,283.75	13.1%
2.875%	HK\$4,148.92	16.8%
2.625%	HK\$4,016.51	20.7%
2.375%	HK\$3,886.53	24.7%
2.125%	HK\$3,759.02	28.9%

资料来源：交银国际预测

- 2) **较高净租金收益率与投资需求回升**：随着利率下降，租金收益率与无风险利率的利差更具吸引力。这将重新点燃机构及私人投资者的需求，压缩资本化率并支撑各类资产估值，尤其是零售与工业物业。

图表 8：较高净租金收益率吸引更多收益型投资需求



资料来源：中原，差餉物业估价处，交银国际；租金回报率：中原追踪 143 个主要住宅屋苑

另一方面，加息周期中，定期存款利率一度高达 4.5%–5%，使其相较住宅物业成为更优投资选择，不仅收益率更高且风险更低（本金无风险且无持

有成本)。虽然难以量化定期存款利率快速下降(约 1-2%)的规模与影响,但我们认为,租金收益率相对存款利率的显著优势,可能促使部分投资者重新审视其资产配置,并有望重新投资于房地产市场,尤其是在当前许多税务壁垒已被取消的情况下。

(1). 正向情绪循环:降息的心理影响虽难以量化,但意义重大。买家心态已从担心在加息环境中'买贵了',转向担心在降息环境中错失低融资成本的良机(FOMO 效应)。这一转变已部分体现在近期看楼及成交量的激增。

⊕ 政策变化：从降温到催化

政策重要变化。我们认为,2024 年 2 月,中国香港特区政府在财政司司长 2024-2025 年财政预算案中宣布迅速取消几乎所有余下楼市降温措施,是十余年来最重大的利好政策转向。额外印花税(SSD)、买家印花税(BSD)取消,及针对非首次置业本地买家和非本地买家的新住宅印花税(NRSD,即 2016 年 11 月前的双倍印花税)的撤销,显著降低交易摩擦,加快市场价格发现过程。

图表 9：自 2010 年香港印花税需求管理措施之变化

日期	政策	政策内容
收紧期		
2010 年 11 月	特别印花税 (SSD)	购买后一定时间内转售将收取交易价格的 5% 至 15%： 0-6 个月：15% 6-12 个月：10% 12-24 个月：5%
2012 年 10 月	特别印花税 (SSD)	限制转售期限由 2 年延长至 3 年，税率调整为 10%-20% 0-6 个月：20% 6-12 个月：15% 12-36 个月：10%
2012 年 10 月	买家印花税 (BSD)	非本地居民买家或公司买家需支付房产交易价格的 15%作为买家印花税
2013 年 2 月	双倍印花税 (DSD)	对本地买家或非本地买家，凡其名下登记任何住宅物业，从价印花税均大幅提高： <200 万港元：从 100 港元上到 1.5% >200 万港元：税率翻倍由 1.5%至最高 8.5%
2016 年 11 月	新住宅印花税 (NRSD)	此前称为 DSD 的 NRSD 税率为 15%，适用于所有非本地购房者和非首次购房的本地购房者，涵盖所有价位的住宅物业
2017 年 4 月	新住宅印花税 (NRSD)	如果首次购房者在“首次购房合同”中登记了多套住房，则所有首次购房者均需缴纳 15% 的 NRSD
放松期		
2023 年 10 月	特别印花税 (SSD)	限制转售期限由 3 年缩短至 2 年，税率调整后仍为 10%-20% 0-6 个月：20% 6-12 个月：15% 12-24 个月：10%
2023 年 10 月	买家印花税 (BSD)	从 15%减半至 7.5%
2023 年 10 月	新住宅印花税 (NRSD)	从 15%减半至 7.5%
2024 年 2 月	买家印花税 (BSD),新住宅印花税 (NRSD),特别印花税 (SSD)	取消所有买家印花税 (BSD),新住宅印花税 (NRSD),特别印花税 (SSD)，仅需缴纳从价印花税，税率为 100 港元至 4.25%，具体金额视房产成交价格而定

资料来源：中国香港政府网站，交银国际

影响：短期供应有所增加，但长期改善流动性与价格发现

- * **取消额外印花稅 SSD（炒賣稅）：**立即恢复二手市场流动性，允许此前被"锁定"三年的业主无需缴纳税款即可出售物业。尽管短期内这一解禁导致了供应的释放，但长期来看，这将重新激活换楼升级周期并促进市场流动性，我们认为这对市场的健康运作至关重要。
- * **取消买家印花稅 BSD（非本地買家稅）：**我们认为这是直接向中国内地及国际资本发出的回流香港楼市的邀请。预计将有助于稳定市场，并吸纳因取消额外印花稅而释放的供应。豪宅及高端住宅板块对这类买家群体的依赖度较高，或将成为主要受益者。
- * **取消新住宅印花稅 NRSD：**直接刺激至关重要的改善型住房需求，即寻求升级至更大单位的家庭。这一群体拥有大量潜在需求和强劲购买力，而交易成本的降低能显著释放需求。

此外，中国香港金管局亦降低了不同类型物业的首付比例，并允许更高的供款比率，进一步提升了购房可负担性。

政策强心剂：超越直接经济效应

这一系列全面的政策调整向市场释放了强有力的信号，改善了市场情绪并增强了买家信心，使市场相信政府当前正全力聚焦于支持楼市的稳定与增长，标志着监管收紧时代的结束。

图表 10：中国香港近几十年的供款收入比率和首付要求历史

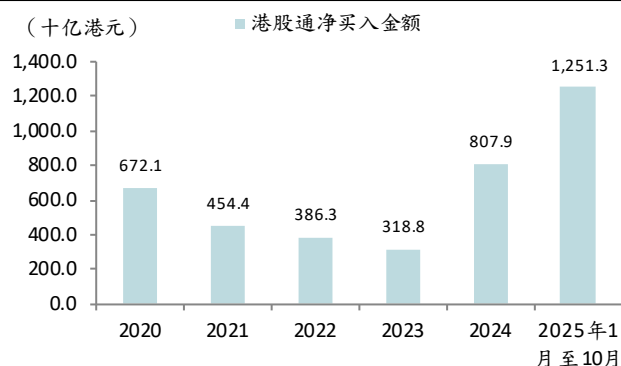
日期	首付要求	基于按揭保險政策下的最低首付低于	供款收入比
1991 年之前	一般情况下为 10%		
1991 年	30%		
放鬆期			
1999 年 3 月	30%	15%	
2000 年 8 月	30%	10%	
2004 年 7 月	30%	5%	
收緊期			
2009 年 10 月	30%;或 售价超过 2,000 万港元的物业为 40%		
2010 年 8 月	30%;或 售价超过 1,200 万港元的物业为 40%		- 50% (按揭贷款月供款/申请人收入) - 压力测试: 按揭贷款利率+2%后供款收入比<60%
2010 年 11 月	30%; 或 非住宅物业、控股公司持有住宅物业或 价值超过 1,200 万港元的住宅物业为 50%		
2011 年 6 月	30%; or 非住宅物业、控股公司持有住宅物业或 价值超过 1,000 万港元的住宅物业为 *若申请人主要收入来源在香港以外, 则 需额外增加 10%首付		
2012 年 9 月	*若申请人主要收入来源在香港以外, 则 需额外增加 20%首付		- 40% (按揭贷款月供款/申请人收入) - 压力测试: 按揭贷款利率+2%后供款收入比<50%
2013 年 2 月		住宅物业价格低于 400 万港元为 10%	- 压力测试: 按揭贷款利率+3%后供款收入比<50%
2015 年 2 月	住宅物业价格低于 700 万港元为 40%	20%所有房产适用; 10%首次购房者 (需有稳定收入证明)	
2017 年 5 月			- 申请人主要收入在香港以外地区供款收入比上 限降低 10%
2019 年 10 月		住宅物业价格低于 800 万港元: 10% 住宅物业价格 800 万-900 万港元: 10-20% 住宅物业价格高于 900 万港元: 20%	
放鬆期			
2022 年 2 月		住宅物业价格低于 1,000 万港元: 10% 住宅物业价格在 1,000 万至 1,200 万港元 之间: 10-20% 住宅物业价格在 1,200 万至 1,920 万港元 之间: 20-50%	- 压力测试: 按揭贷款利率+2%后供款收入比<50%
2023 年 6 月	售价低于 1,500 万港元的住宅物业: 30% 售价 1,500 万-3,000 万港元的住宅物业: 30-40% 售价高 3,000 万港元的住宅物业: 50% for 非住宅物业:	住宅物业价格低于 1,000 万港元: 10% 住宅物业价格在 1,000 万至 1,500 万港元 之间: 10-20%(按揭贷款上限为 900 万港 元) 住宅物业价格在 1,200 万至 1,920 万港元 之间: 20-30%(按揭贷款上限为 2,100 万港 元)	- 移除申请人主要收入在香港以外地区供款收入 比上限降低 10%限制
2023 年 9 月		允许预售住宅申请按揭保險貸款	
2024 年 2 月	售价低于 3,000 万港元的住宅物业: 30% 售价 3,000 万-3,500 万港元的住宅物业: 30-40% 售价高 3,500 万港元的住宅物业: 40% for 非住宅物业: 30%		- 移除所有压力测试
2024 年 10 月	所有住宅物业: 30%		所有物业 (包括住宅和非住宅物业) 供款收入 比: 50%
2024 年 12 月	合资格预售项目: 20%		合资格预售项目: 60%

资料来源: 中国香港政府网站, 交银国际

④ 整体流动性显著增强

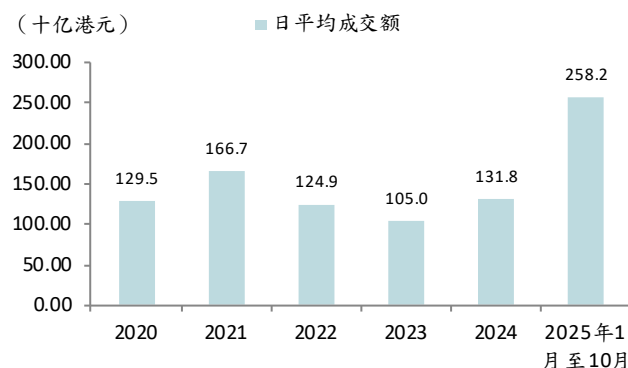
股市溢出带来的间接财富效应。2025 年以来中国香港股市表现强劲，或对中国香港房地产市场产生积极的溢出效应。截至 3Q25，恒生指数在 9 个月内上涨 33.9%，从 20,060 点升至 26,856 点，成为全球表现最好的股市之一。我们认为这很大程度归因于南向资金的大幅净流入，截至 2025 年 10 月累计达 12,510 亿港元，较 2023/2024 年分别高出 292%/55%。

图表 11：2025 年前十个月港股通南向资金净流入分别较 2023/24 全年高 292%及 55%



资料来源：万得，港交所，交银国际

图表 12：2025 年前 10 月日均成交额分别较 2023/2024 年全年高 146%及 96%



资料来源：万得，港交所，交银国际

财富效应显现。从 2024 年 9 月至 2025 年 9 月，香港股市总市值增加逾 14 万亿港元，显著提升了本地及机构投资者的账面财富。我们认为这将增强金融信心，并促使部分投资者将收益多元化配置至包括房地产在内的有形资产。此外，香港 IPO 市场在 2025 年前九个月通过港交所融资 1,829 亿港元，为企业家、持股员工及上市相关的高收入本地雇员创造了新财富。

资本流入与市场整合。我们认为，通过沪深港通实现的创纪录南向资金流入，不仅代表着一个股市层面的现象，更代表了资本向香港资产市场的广泛再配置。这为香港金融体系注入了充裕流动性，并增强了银行体系的整体流动性，市场普遍认为这是带动港元需求上升、推动 HIBOR 在 2Q25/3Q25 降至多年来低位的重要原因之一。

④ 新资本投资者入境计划 (CIES)：重启资金闸门

在暂停九年后，中国香港特区政府于 2024 年施政报告中，重新推出新资本投资者入境计划。该计划允许高净值人士通过投资不少于 3,000 万港元的合资格资产申请居留权，其中最多 1,000 万港元可投资于价值 5,000 万港元以上的住宅物业。在 2025 年最新施政报告中，住宅物业的最低价值门槛降至 3,000 万港元以上，但 1,000 万港元的投资额度保持不变。

根据政府首年回顾统计，截至 2025 年 4 月底，共收到 1,257 宗申请，其中 911 宗获批。政府估算，这些申请可为香港带来逾 370 亿港元资金，其中部分通常会投向住宅市场，为租赁及投资需求提供支撑。

图表 13:新资本投资者入境计划将为中国香港带来超过 370 亿港元的投资

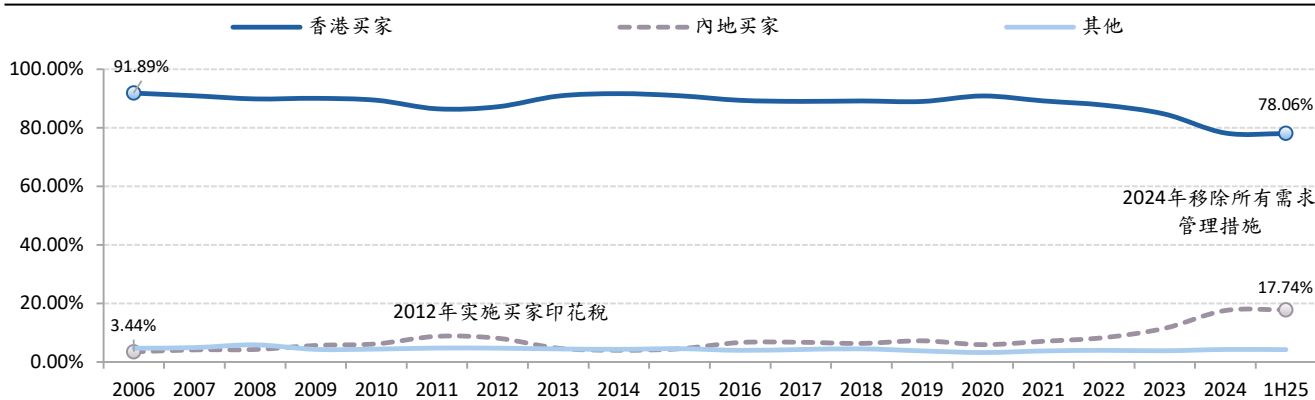
(数据截至 2025 年 4 月底)	
查询量	>8,900
收到的申请	1,257
经核实，申请已满足净资产要求	1,153
原则上已批准	911
正式批准	512
经核实，申请已满足投资要求（在香港投资 3000 万港元）	543
政府对投资额的估算	HK\$37bn

资料来源：中国香港特别行政区政府入境事务处，交银国际估算

中国内地买家：中高端需求的重要支撑

据本地中介的渠道调研，中国内地买家约占 2,000 万港元以上住宅交易的 40%。我们认为中国香港房地产对内地投资者具有吸引力主要基于以下因素：1) 港元与美元挂钩的属性；2) 中国香港物业的租金回报可观且稳定。随着两地资本市场互联互通不断深化，内地投资者在香港资本市场的参与度持续提升，我们预计这一趋势将延续至房地产等其他资产类别的多元化配置，为本港楼市提供稳定的需求支撑。

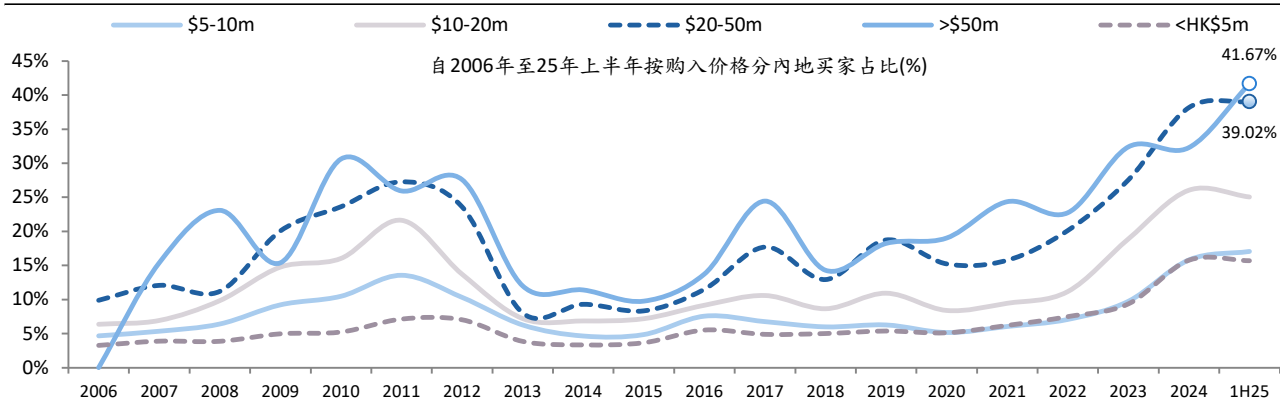
图表 14：1H25，中国内地买家占香港住宅交易总量的 17.7%，且过去二十年来占比持续增长



资料来源：中原统计，交银国际

* 不包括控股公司名下的交易物业，香港和中国内地买家按买家名称拼音分类

图表 15：2H25，中国内地买家约占香港所有超过 2000 万港元住宅交易的 40%



资料来源：中原统计，交银国际

* 不包括控股公司名下的交易物业，香港和中国内地买家按买家名称拼音分类

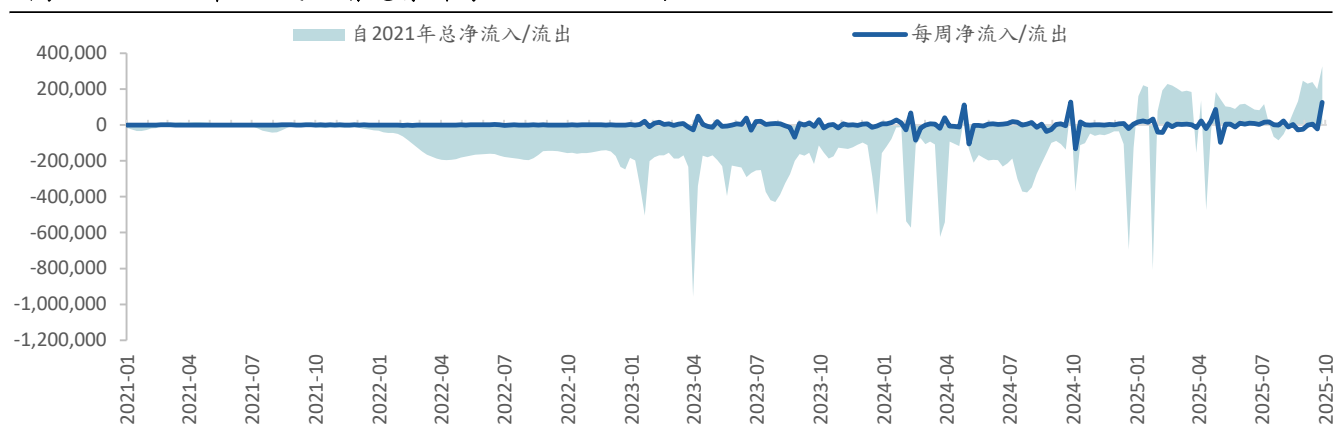
⊕ 人口与社会因素：夯实基础

人才吸引计划：促进人口流入

我们认为，政府积极推行的人才吸引计划，尤其是“高才通计划”（TTPS）收效显著。截至 1H25，该计划共收到约 13.5 万宗申请，其中约 10.9 万宗获批。此外，据入境事务处边境管制每日统计数据，2024 年净流入约 8.9 万人，而 1-3Q25 净流入达 38.1 万人。

这些新来港人士通常包括顶尖大学毕业生、高收入专业人士或高净值人士。我们预计，新的人口流入趋势将带来直接的经济贡献，短期内创造优质的租赁住房需求，长期则转化为购房需求，尤其在中高端住宅市场。这一人口趋势意味着根本性和结构性的支持因素，通过直接增加住房、办公空间及零售服务（包括日常消费与餐饮需求）的需求，为房地产市场提供长期支撑。

图表 16：2021 年至 3Q25 香港累计净人口流入 22 万人

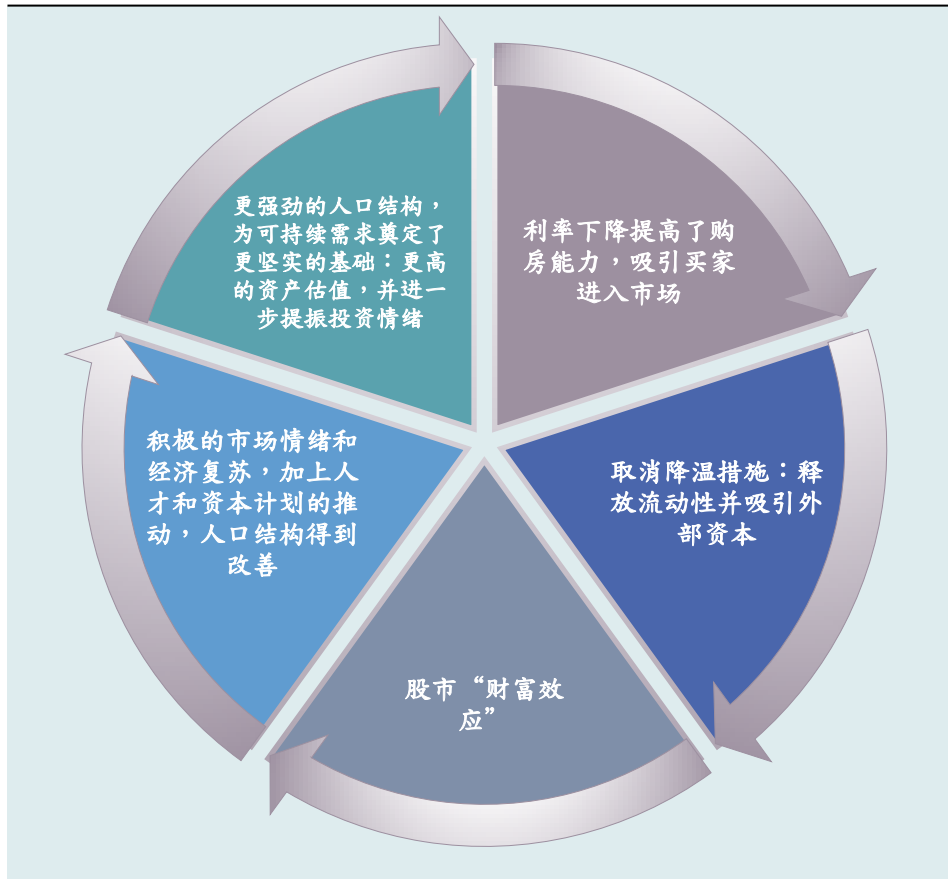


资料来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、交银国际

多重因素驱动

我们认为，当前复苏逻辑的力量并不在于单一因素的强度，而在于多重因素的汇合与相互强化。正是这种多因素共振形成的正向反馈循环，使本轮复苏有别于短暂的反弹。

图表 17：多种因素恢复市场信心和负担性是复苏的支柱



资料来源：交银国际

同时，我们意识到这一周期仍处于早期阶段，其持续动能取决于若干因素：1) 美联储降息节奏，这很大程度上取决于美国劳动力市场与通胀前景；2) 中国内地经济复苏情况；3) 中国香港股市的活力；以及4) 高收入人才与高净值人士的人口趋势。同时，我们预计这些因素将以不同的影响力度和反应速度显现于中国香港房地产各细分市场，从而导致住宅、写字楼及零售物业呈现差异化的复苏节奏，带来非对称的投资机会。

子板块深度解析——分化的复苏路径与非对称机遇

尽管宏观经济与政策整体趋势正在推动香港房地产市场的全面复苏，但不同资产类别的复苏幅度与节奏差异显著。因此，我们认为“一刀切”的投资策略并不理想。我们分别评估住宅、零售与写字楼三大核心板块，因其供需动态、关键指标与驱动因素各不相同，未来复苏路径也将有所差异。

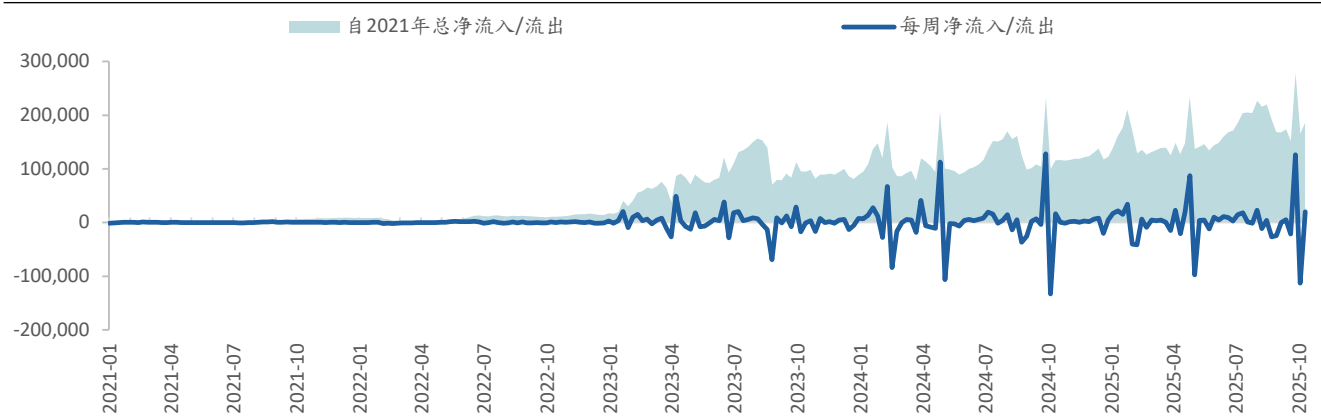
住宅物业：复苏的先锋

租赁市场表现优异，反映真实住房需求；预计 2026–27 年复合增长约 3%

我们认为人口流入将推动住房需求与短期租金上涨。根据入境事务处每日出入境统计，2024 年/1-3Q25 净流入约 8.9 万/38.1 万人，其中包括约 9.4 万/33.5 万香港居民，以及-1.6 万/9.4 万中国内地人士。

我们预计持续的人口流入将继续推动住房需求，尤其是租赁市场。2025 年租金水平预计整体上涨 3–5%。受新来港人士对居住环境的偏好推动，靠近主要商业区与重点大学的区域表现应更佳。由于租赁市场已连续两年跑赢销售市场，我们预计 2026–27 年租金增速将放缓至年均约 3%。

图表 18：自 2021 年以来，来自中国内地的人口净流入量约为 18.5 万人



资料来源：中国香港特别行政区政府入境事务处，交银国际

分化趋势逆转：新的宏观与政策环境下前景更佳

2023-1H25，住宅价格与租赁市场出现分化。根据差饷物业估价署初步统计，整体住宅价格指数在 2025 年 3 月降至 284.9，半年跌幅 0.9%，同比下降 5.2%（历史高点为 2021 年 9 月的 398.1，累计跌幅 28.4%）。另一方面，整体住宅租金指数升至 200.0，1-3Q25 上涨 2.4%，同比增长 2.4%，几乎回到 2019 年 8 月的历史高点 200.1。

图表 19：过去 30 年的关键事件以及价格和租金的变化

年份	价格同比(%)	租金同比(%)	价格	租金	重大事件
1994	9.23%	19.25%	+	+	
1995	-5.63%	-6.62%	-	-	
1996	29.45%	6.05%	+	+	
1997	15.24%	10.27%	+	+	“八万五”政策，亚洲金融危机
1998	-32.52%	-25.35%	-	-	
1999	-8.51%	-3.86%	-	-	
2000	-14.52%	0.93%	-	+	科技泡沫破裂
2001	-9.78%	-8.67%	-	-	
2002	-12.20%	-13.07%	-	-	减少土地销售
2003	0.93%	-6.68%	+	-	SARS
2004	27.37%	11.02%	+	+	
2005	8.16%	11.29%	+	+	
2006	4.11%	5.57%	+	+	
2007	25.69%	16.16%	+	+	
2008	-11.11%	-10.73%	-	-	全球金融危机
2009	28.53%	12.12%	+	+	降息、量化宽松
2010	21.01%	15.71%	+	+	
2011	11.10%	6.59%	+	+	
2012	25.68%	11.27%	+	+	需求管理政策开始实施
2013	7.69%	3.44%	+	+	
2014	13.55%	6.33%	+	+	
2015	2.41%	3.01%	+	+	
2016	7.86%	1.40%	+	+	
2017	14.74%	8.01%	+	+	
2018	1.90%	3.09%	+	+	
2019	5.51%	-1.86%	+	-	社会事件
2020	0.18%	-6.91%	+	-	公共卫生事件爆发初期，利率大幅下调
2021	3.69%	3.45%	+	+	
2022	-15.03%	-3.94%	-	-	美联储大幅加息
2023	-6.99%	5.98%	-	+	疫情隔离措施结束
2024	-7.10%	3.49%	-	+	取消需求管理政策和加大人才计划
8M25	-0.24%	3.69%	-	+	

资料来源：中国香港差饷物业估价处，交银国际

过去三十年，我们看到住宅价格和租金水平的变化基本同步，主要反映了宏观环境和供需动态。然而，也出现过一些特殊时期，例如 2003 年、2019 年和 2020 年，尽管住房需求疲软，租金水平受到抑制，但房价却持续上涨——我们认为这主要是由于流动性充裕。另一方面，自 2023 年以来，我们看到人口涌入更多地与租金水平的上涨相关，而房价的下跌则主要受到借贷成本上升的影响。随着直接利好因素逐步显现，我们预计这种分化将逐步逆转。

成交量回升显示市场信心恢复

市场复苏最直接的证据是成交量反弹。自 2024 年 2 月取消需求管理政策后，2Q25 二手市场成交量达 13,295 宗，环比大增 74%。一手市场亦表现亮眼，主要发展商推出的项目如新鸿基 YOHO Hub 二期（2024 年 5 月）及长实 Blue Coast（2025 年 4 月），均在单个周末售出数百单位。同时，投资者的大宗交易重新出现，显示终端用户与投资者需求强劲，帮助稳定房价并消化部分库存。

未来关键催化剂：未来 12–18 个月租金回报率回升

随着成交价走软而租金保持韧性，大部分大众市场的租金回报率已扩展至约 3.0–3.5%，部分核心屋苑甚至达到 4–5% 以上。随着利率转向，租金回报与按揭成本的正向差额正在恢复。预计未来 12–18 个月美联储持续降息，定期存款利率将进一步下降，推动部分“买入出租”投资者重返市场，为自住与换楼需求之外再添新需求。

2025–27 年价格温和且可持续反弹

我们认为住宅板块处于市场复苏的核心位置，对环境变化反应最为直接。预计住宅价格在 2025/26/27 年分别上涨 3–5%/5%/5%，其中中小型单位表现更佳。同时，若股市保持活跃并受益于逐步降息，财富效应亦可能带动超豪宅市场复苏，恢复其溢价。

零售物业：稳步向上

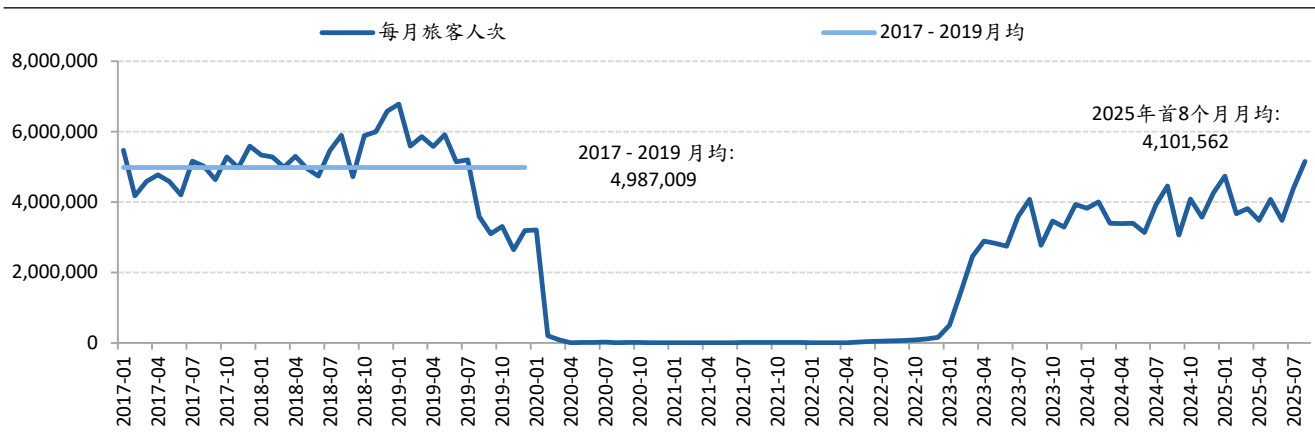
消费驱动的稳健复苏

尽管跨境电商与出境旅游已成为长期趋势，但本地消费情绪近月保持稳定。我们认为零售物业板块正处于复苏轨道，但幅度或较住宅板块温和。零售物业表现更多依赖消费情绪、稳定的本地消费与入境旅游增长，而非金融杠杆与货币因素。尽管市场表现或呈分化，基准情景下，我们预计未来 12 个月核心地段零售租金温和增长，社区商场租金增长约 3-5%。

旅游复苏：量先于质

在中国香港政府持续举办活动吸引游客下，访港旅客人数逐步回升，2025 年前八个月达 3,280 万人，同比增 11.1%。月均旅客量达 410 万人，约为 2019 年水平的 88%、2017-19 年水平的 82.2%。预计全年旅客量可达 4,900-5,000 万人。值得注意的是，旅客结构已转向更多自由行、较少高消费团体。我们认为这将使人均消费维持低位，并推动住宿与餐饮等基本消费增长，而奢侈品零售尚待进一步复苏。

图表 20：月度游客到访量达到 2017-19 年月平均水平的 82% 以上



资料来源：中国香港旅游发展局，交银国际

图表 21：4Q25 和 1H26 将在香港举办的部分重大活动列表

Event	Date	Venue
15th National Games of the People's Republic of China 中华人民共和国第十五届运动会	9 – 21 Nov 2025	Hong Kong, Macau and Guangdong
Clockenflap 2025	5 – 7 Dec 2025	Central Harbourfront
WTT Finals Hong Kong 2025 WTT 2025 年总决赛	10 – 14 Dec 2025	Hong Kong Coliseum
Hong Kong Stick Tennis Super Six Tournament 2025 香港棍网球超级六人赛 2025	27 to 29 Dec 2025	Hong Kong Football Club
Hong Kong Tennis Open 2026 (WTA 250) 香港网球公开赛 2026 (WTA 250)	4 Jan – 11 Jan 2026	Victoria Park
Fencing Women's Épée World Cup 2025 国际剑击联合会女子花剑世界杯	9 – 11 Jan 2026	The Asia World-Expo
2026 Hong Kong Standard Chartered Marathon 2026 香港渣打马拉松	18 Jan 2026	Kowloon and Hong Kong
Hong Kong Glow-in-the-Dark Dragon and Lion Dance Championship 2026 世界香港夜光龙醒狮锦标赛 2026	17 – 18 Jan 2026	Hong Kong Coliseum
BLACKPINK 2025 World Tour Hong Kong BLACKPINK 2025 世界巡回演唱会香港站	24 – 26 Jan 2026	Kai Tak Main Stadium
Hong Kong Sailing Week 2026 香港帆船赛周 2026	27 Jan – 1 Feb 2026	Hong Kong Yacht Club
Aespa LIVE Tour Hong Kong 2025 - 2026 Aespa 世界巡回演唱会香港站 2025-2026	7 – 8 Feb 2026	The Asia World-Expo
Hong Kong Sevens 2026 2026 香港国际七人榄球赛	17 – 19 Apr 2026	Kai Tak Main Stadium

资料来源：中国香港旅游发展局，trip.com，交银国际

本地消费企稳，出境趋势稳定

在全球经济不确定性与消费外流担忧下，本地消费情绪整体稳定。零售销售额在 1Q25 触底，自 5 月起同比转正。我们认为改善源于港股表现提升、HIBOR 大幅下降带来的按揭负担减轻，以及出境旅游稳定。

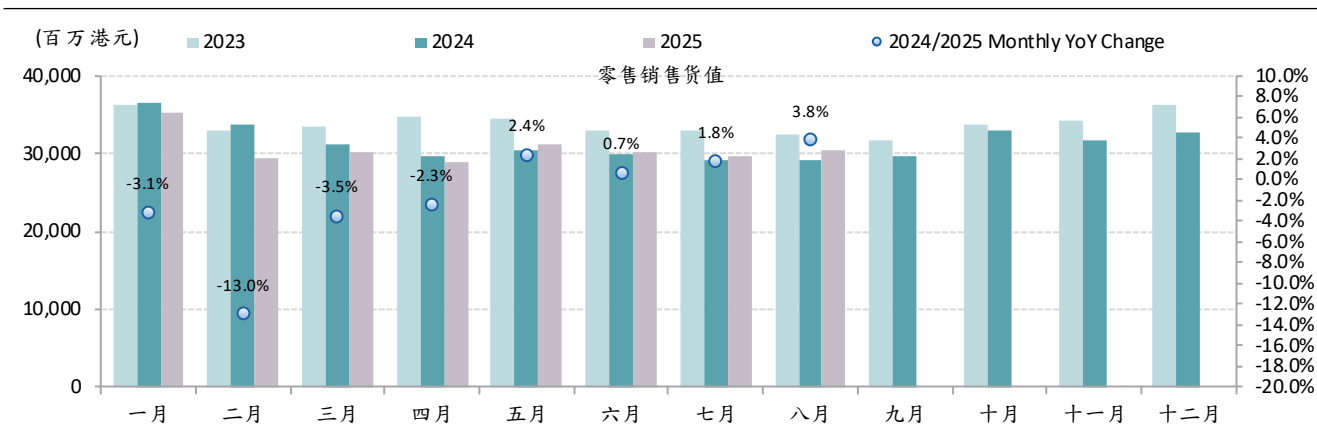
出入境统计显示，自 2H24 起，周四至周六的净出境人数稳定在约 19–19.5 万人，显示北上消费趋势已趋稳定。我们预计旅客增加与北上消费正常化将利好餐饮与杂货等依赖人流的行业。因此，我们预计 2025 年零售租金将基本保持稳定，旅游业的进一步改善和居民周末消费的增加将带来上涨潜力。

图表 22：零售货值趋于稳定，一般商品销售呈改善趋势，整体有所改善

零售店类型	—— 2025 年 8 月 ——		—— 8M 2025 ——	
	零售货值 (港元百万)	同比 (%)	零售货值 (港元百万)	同比 (%)
合计	30,326	+3.8	245,140	-1.9
食品、酒精饮料和烟草（超市除外）	2,903	-3.6	24,108	+0.8
-鱼、牲畜和家禽，新鲜或冷冻	636	-0.6	6,214	+0.1
-新鲜的水果和蔬菜	367	+2.3	2,510	+5.3
-面包、糕点、糖果和饼干	503	-24.1	4,416	-15.2
-其他未在别处分类的食品	910	-2.6	7,182	+0.5
-酒精饮料和烟草	486	+17.5	3,786	+27.1
超市	4,350	-0.8	33,432	-0.7
燃料	727	-11.4	5,691	-8.8
服装、鞋类及相关产品	3,219	+2.8	28,829	-4.0
-穿着服饰	2,678	+3.1	24,907	-3.5
-鞋类、相关产品及其他服装配件	541	+0.8	3,922	-6.7
耐用消费品	3,807	-2.5	30,723	-13.6
-车辆及其零部件	908	-8.9	7,640	-32.6
-家具和固定装置	431	-3.9	3,322	-16.1
-其他未分类的电气产品和其他耐用消费品	2,467	+0.4	19,761	-2.5
百货商店	2,453	+1.9	19,485	-1.0
珠宝首饰、钟表和贵重礼品	4,553	+16.4	33,473	-2.0
其他消费品	8,315	+8.7	69,399	+4.2
-书籍、报纸、文具及礼品	610	-1.3	4,141	+1.2
-中药和草药	388	+0.5	3,197	-0.6
-眼镜店	211	+5.7	1,704	-1.5
-药品和化妆品	2,882	+5.0	23,890	+3.8
-其他未在别处分类的消费品	4,224	+14.2	36,467	+5.6

资料来源：中国香港政府统计署，交银国际

图表 23：零售销售额自 2Q25 以来趋于稳定并触底反弹



资料来源：中国香港政府统计署，交银国际

零售复苏：路径或分化

零售板块复苏表现不均，受消费行为与人口结构变化影响。部分低价标准化商品需求被跨境电商替代，而实体零售更多转向体验、餐饮与社区功能。我们预计成功调整租户组合的业主（如增加餐饮、健康服务与体验式旗舰店）将更具增长潜力。

- ④ **奢侈品（珠宝、钟表、奢侈时装）**：中环与铜锣湾高端商场仍面临租户谈判与组合调整，租金回报压力较大，特别是钟表和珠宝等品类。虽然近期金价走强可能会给黄金和珠宝的销售，尤其是与婚礼相关的珠宝销售带来压力，但投机和投资推动的金条需求可能会在一定程度上缓解压力。街铺租金已从高峰下跌 70-80%，预计将趋稳，但全面复苏仍需高净值人士回流与宏观环境催化。
- ④ **餐饮与体验式零售**：表现较为亮眼，餐饮收入已超越 2017-19 年水平，受益于本地消费与旅客回流。租户积极扩张，支撑核心区与旅游区租金。
- ④ **日用品与社区零售**：表现韧性强，已恢复稳定。部分低价日用品受跨境电商冲击较大，但生鲜、服装等影响较小。新人才流入亦将稳定奥运站、将军澳、荃湾西等住宅区附近的社区商场租金。

租金回升趋势分化——我们预计市场租金复苏将呈现分化趋势。专注于大众市场和餐饮零售的业主，由于已成功调整租户和业态组合以满足新居民的需求，预计将展现出更强的韧性。这些社区购物中心预计在 2026 年将实现个位数低至中等水平的租金回升。

相比之下，我们预计核心豪华地段的租金表现大多持平，并或将继续提供优惠以留住主力租户。虽然该地段街边商铺的空置率有所改善，但仍高于 2020 年前水平。

预计 2026 年资本价值将逐步恢复。零售业的复苏主要取决于质量和细分市场的选择。在利率可能进一步下调和租金趋于稳定的背景下，我们认为零售物业投资和租赁市场将更加活跃。我们预计一些真正的用户和投资者将开始有选择

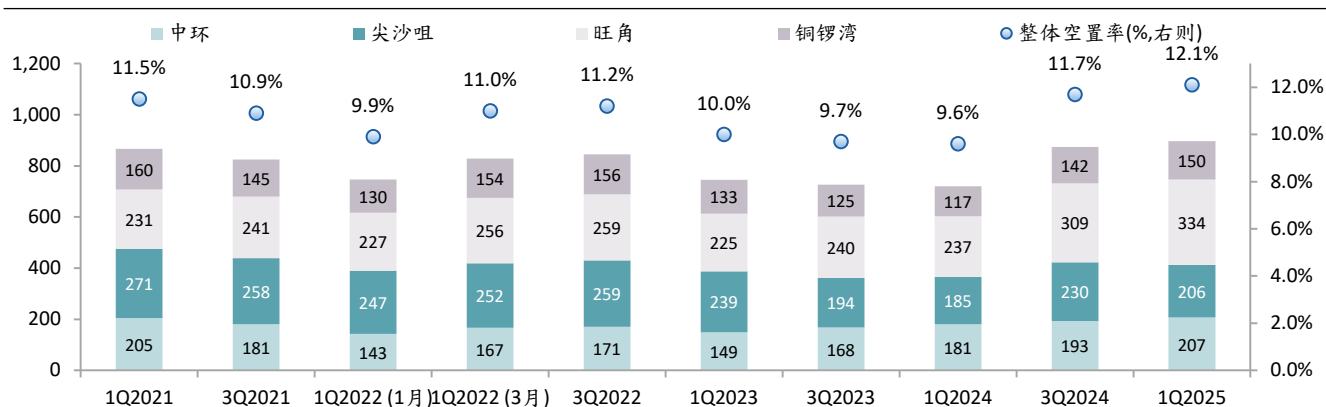
地从困境投资者资产组合中收购资产。因此，在流动性增加和预期进一步降息后资本化率下降的推动下，资本价值预计将逐步回升。

图表 24：1H25 零售物业市场一些引人注目的交易

物业	地区	交易金额 (港元)	單價 (港元/平方尺)	买家
销售成交				
庄士敦道 22 号 York Place 地下两个铺位	湾仔	1.28 亿	16,398	晨光控股
骆克道 491-499 号京都广场地下多个铺位	铜锣湾	1.25 亿	32,552	未公开的外国投资者
筲箕湾东大街 98-112 号景辉大厦地下及 1 楼铺位	筲箕湾	1.19 亿	7,438	百好饮食集团
仁政街 6-24 号慎成大厦地下至 3 楼铺位	屯门	1.18 亿	4,777	未公开的本地投资者
摩利臣山道 74 号凯利商业大厦地下至 2 楼铺位	湾仔	1.10 亿	5,069	香港静观林有限公司
物业	地区	每月租金 (港元)	租單價 (港元/平方尺)	租戶
租賃成交				
时代广场商场 7 楼及 13 楼楼面	铜锣湾	227 万	84	足球球星 C 罗相关的足球旗舰店及训练中心
轩尼诗道 482 号地下及 1-3 楼楼面	铜锣湾	50 万	42	淘宝旗下的 PapaHome
康怡广场 4 楼	铜锣湾	50 万	25	Kiztopia
罗素街 38 号金朝阳中心地下及 1 楼铺位	铜锣湾	140 万	197	富途证券
弼街 49 号地下	旺角	17 万	480	冰雪时光

资料来源：美联工商舖，交银国际

图表 25：2021-1Q25 香港主要购物区的空置率和空置店铺数量



资料来源：美联工商舖，交银国际

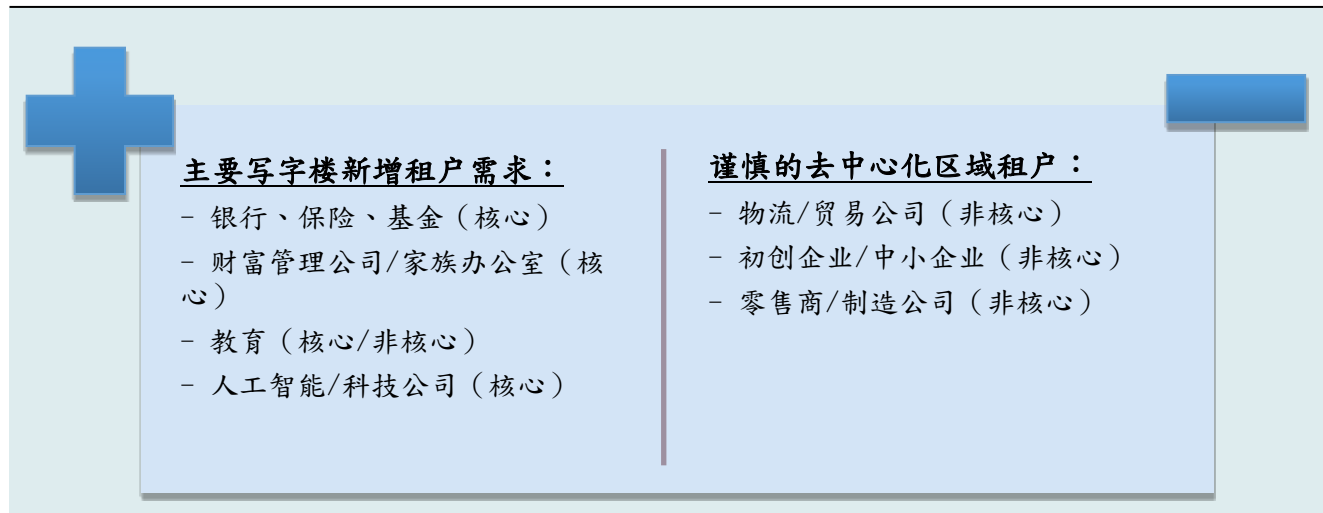
写字楼物业：筑底进行时

周期性底部临近，核心区预计 4Q25 企稳

受灵活办公与混合模式普及影响，近年写字楼板块受周期性疲软与工作文化结构性变化冲击最深。我们认为 V 型反弹不太可能，更可能是较长期“L 型”筑底。预计 2025 全年核心区租金下降 3-5%，并在 4Q25 企稳，2026 年有望温和反弹。我们预计 4Q25 租金将趋于稳定，核心写字楼区域（包括黄金地段/大中环、湾仔/铜锣湾以及尖沙咀/九龙西）全年租金将下降 3-5%。预计在 2H25 和 1H26 供应高峰过后，2026 年租金将出现温和反弹。

优质租户需求回升，分化加剧。随着股市复苏、IPO 市场强劲增长、高净值个人/家庭涌入以及科技/人工智能的蓬勃发展，注重性价比和优质写字楼的租户和用户正日益受益。这些租户更倾向于选择核心且交通便利、拥有高品质写字楼的区域。相比之下，传统贸易、制造业以及部分本地企业仍对贸易不确定性及宏观因素对其营商环境的影响持观望态度，导致分散区域写字楼的需求复苏较慢。因此，我们预计租户“追求品质”的偏好将导致优质、现代化的优质写字楼与分散办公区的较老写字楼之间出现明显的分化，后者在未来 12 个月内仍将面临较高的空置率带来的租金压力。

图表 26：核心办公区和分散办公区租户需求的差异，受不同因素驱动



资料来源：交银国际

*核心区域：包括大中环地区、湾仔/铜锣湾、尖沙咀和九龙西等核心办公区。

*非核心办公区：包括港岛东/港岛南/九龙东和新界

中环核心区多宗瞩目租赁交易

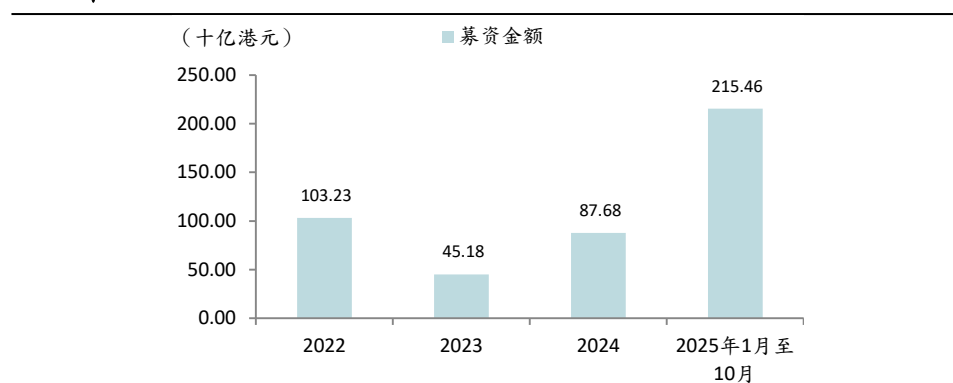
我们注意到中环核心区新项目的租赁/预租进展显著，主要租户已承诺大面积租赁。例如，美国知名金融机构 Jane Street 在中环海滨三号地项目一期预租 22.3 万平方英尺，横跨六层，占项目可租面积的 70% 以上。此外，美国对冲基金 Point72 与美国私募股权公司 General Atlantic 分别租下了 The Henderson 的 27-30 层及部分 19 层单位。这两宗交易几乎填满了该大厦剩余的空置面积。我们认为这些交易反映了香港金融市场的复苏，吸引了多元化的金融与专业服务公司作为主要租赁需求来源，并展示了中环核心区高质量物业的持续吸引力。

投资市场活跃，用户入市抄底

写字楼投资市场在 1H25 亦更为活跃。根据美联工商铺数据，写字楼成交宗数由 1H24 的 344 宗增至 1H25 的 551 宗，同比增加 60.2%。其中最引人注目的是香港交易所以 63 亿港元收购中环交易广场一期及其多层裙楼，总建筑面积 14.7 万平方英尺。此外，还出现多宗“用户型交易”，例如上市公司力图控股以 3.88 亿港元收购湾仔金钟大厦 80% 股权；蓝思科技以 1.63 亿港元购入观塘 One Harbour Square 整层（28 楼）；香港英语学校基金会以 4.4 亿港元购入北角 Island Place Tower 的 12 及 13 层。

我们认为中国香港经济复苏为市场注入了动能，恒生指数在 1H25 上涨 20%。IPO 市场亦表现强劲，截至 2025 年 10 月，香港 IPO 融资额达 2,155 亿港元，较 2023 年与 2024 年分别增长 377% 与 146%，居全球首位。

图表 27：2025 年前十个月 IPO 融资额分别比 2023 全年和 2024 全年增长 377% 和 146%



资料来源：万得，香港交易所，交银国际

随着过去几年资产价格下跌，以及未来降息可能进一步降低持有成本，我们认为部分具备较高支付能力与扩张需求的租户正考虑购入自用总部。同时，投资者在考虑成本、回报与风险（尤其是租金回报率相对于利息、管理费、政府税费及潜在空置成本）后，预计会等待 HIBOR 降至 2% 或以下才重新入市，以获得更高安全边际。

图表 28：1H25 写字楼物业市场部分重点交易

物业	地区	交易金额 (港元)	單價 (港元/平方尺)	买家
销售成交				
永伦 800 酒店	青衣	7.65 亿	95,613	香港机管局
交易广场一期及平台物业	中环	63 亿	42,850	港交所
港运大厦	北角	4.4 亿	10,896	英基学校协会
One Harbour Square	观塘	1.63 亿	9,503	蓝思科技
金钟大厦	湾仔	3.88 亿	7,734	力圖控股
物业	地区	每月租金 (港元)	租單價 (港元/平方尺)	租戶
租賃成交				
中环新海滨三号项目一期 6 楼层	中环	3060 万	137	Jane Street
18/F, The Henderson	中环	119 万	120	Akin Gump
27 – 30/F, The Henderson	中环	660 万	120	Point 72
19/F, The Henderson	中环	72 万	120	General Atlantic

资料来源：美联工商舖，交銀国际

整体空置率见顶，预计支持核心区租金在 2026 年触底回稳

根据仲量联行数据，自 2024 年以来中环 CBD 整体写字楼空置率维持在 10–12% 高位。但据高纬环球统计，自 4Q23 起已连续八个季度录得正净吸纳量。2024 年主要甲级写字楼区净吸纳量达 109.8 万平方英尺，1-3Q25 达 61.6 万平方英尺。随着正净吸纳量增加，中环/尖沙咀空置率已从 2024 年的峰值 12.2%/13.8% 降至 2025 年 8 月的 11.2%/7.6%。

图表 29：自 4Q23 以来，甲级写字楼市场已连续 8 个季度实现净吸纳

子市场(平方尺)	2021 年	2022 年	2023 年	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
中环	10,400	(224,400)	(330,500)	(49,700)	130,800	28,000	29,300	103,700	84,200	83,400
湾仔/铜锣湾	(261,700)	181,300	(59,800)	47,000	94,100	26,200	28,900	32,500	(14,900)	99,200
香港东	(241,500)	105,400	(118,400)	(20,500)	18,400	(19,000)	(58,200)	(6,400)	81,400	128,400
香港南	(20,800)	46,900	(17,300)	13,400	(61,400)	15,700	36,300	(11,200)	5,400	25,900
尖沙咀	(152,500)	37,400	(259,400)	41,800	24,300	86,300	39,800	61,100	23,100	90,300
九龙东	(59,300)	1,500	216,800	289,700	173,600	136,300	42,700	(120,000)	(77,400)	(154,800)
九龙西	146,800	102,400	309,800	(57,400)	9,300	50,600	1,420	83,700	(30,500)	128,700
合计	(578,600)	250,500	(258,800)	264,200	389,100	324,100	120,200	143,700	71,400	401,000

资料来源：Cushman and Wakefield 2025 年第三季度市场报告，交銀国际

根据差估署估算，2025/26 年总落成供应（总楼面面积）分别为 30.85 万/11.62 万平方米（过去十年平均为 17.57 万平方米）。另一方面，高纬环球预测 2026/27 年总可用供应（净楼面面积）分别为 140 万/90 万平方英尺。我们认为差异主要源于柯士甸站上盖国际门户中心的竣工时间估算。除去这一差异，未来供应远低于过去十年平均水平。结合租赁需求回升，我们预计 2026 年甲级写字楼租金将趋稳。

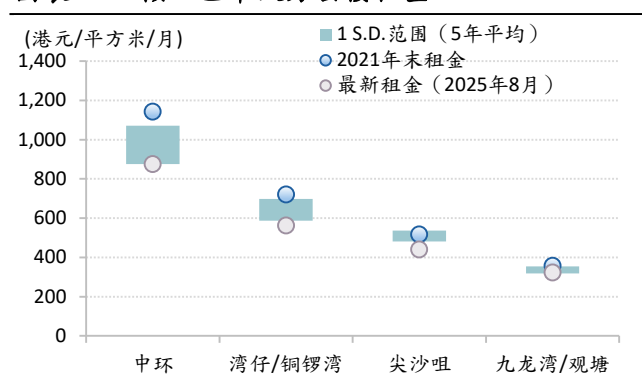
在分板块表现方面，我们预计中环核心甲级写字楼租金将反弹 3-5%，其他传统核心区反弹 2-3%。另一方面，受贸易不确定性影响，贸易、航运与物流行业仍谨慎扩张与招聘，限制了写字楼需求。因此，我们预计非核心区在高空置率下租金走势温和下跌或持平。

图表 30：核心中环租金在 3Q25 开始趋于稳定

子市场 (净有效租金, 港元/平方尺/月)	2019 年 1 月 (高峰期)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	环比 (%)	同比 (%)
核心中环*	166.1	93.5	91.7	89.8	89.3	89.8	0.6	-2.1
大中环	139.0	81.0	79.8	77.2	76.5	76.4	-0.1	-4.2
湾仔/铜锣湾	79.2	47.8	47.0	46.0	45.3	45.2	-0.2	-3.9
香港东	55.3	36.1	34.4	33.3	32.6	31.5	-3.4	-8.5
香港南	36.1	25.0	24.3	22.6	22.5	21.7	-3.6	-10.6
尖沙咀	68.0	42.8	42.6	42.3	42.2	42.1	-0.4	-1.3
九龙东	36.8	25.4	24.6	24.0	23.6	23.0	-2.2	-6.5
九龙西	44.0	29.1	29.0	28.7	28.6	28.4	-0.6	-1.8
合计	76.0	45.9	45.0	43.9	43.5	43.1	-0.8	-4.2

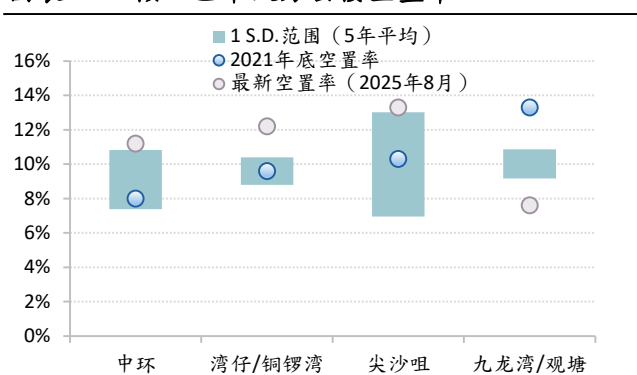
资料来源：Cushman and Wakefield 2025 年第三季度市场报告，交银国际 *包括大中环地区（金钟、中环和上环）14 栋优质写字楼

图表 31：核心区甲级办公楼租金



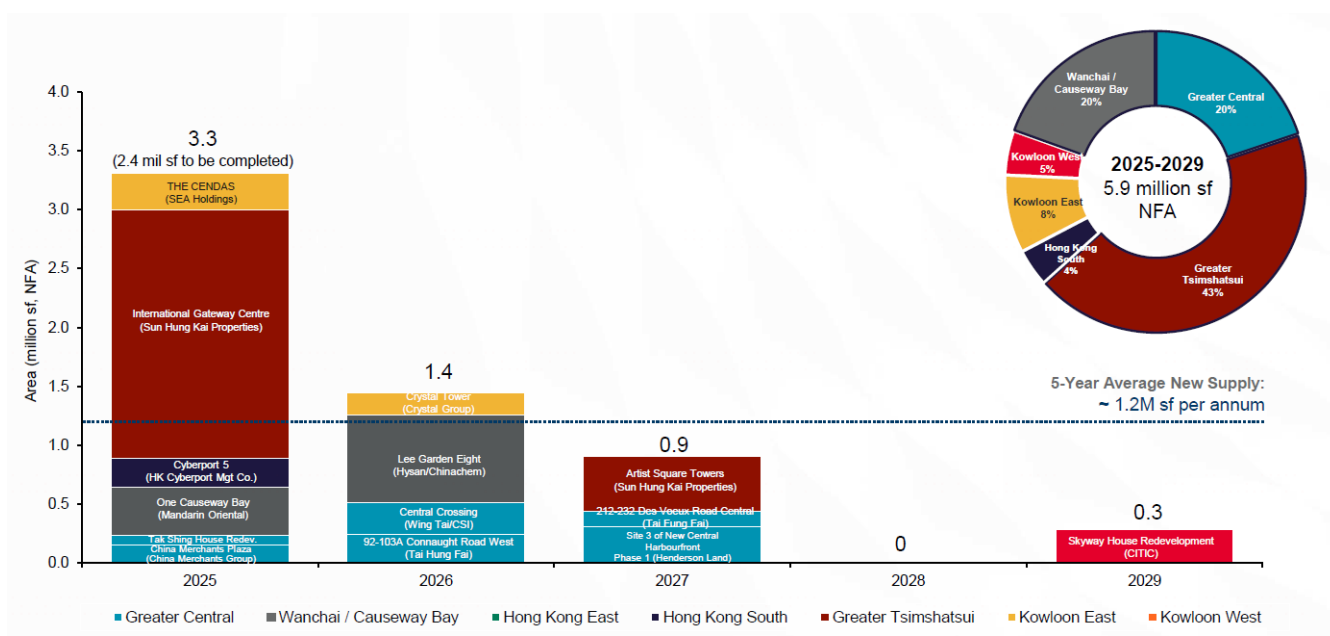
资料来源：差估署物业估价署，交银国际

图表 32：核心区甲级办公楼空置率



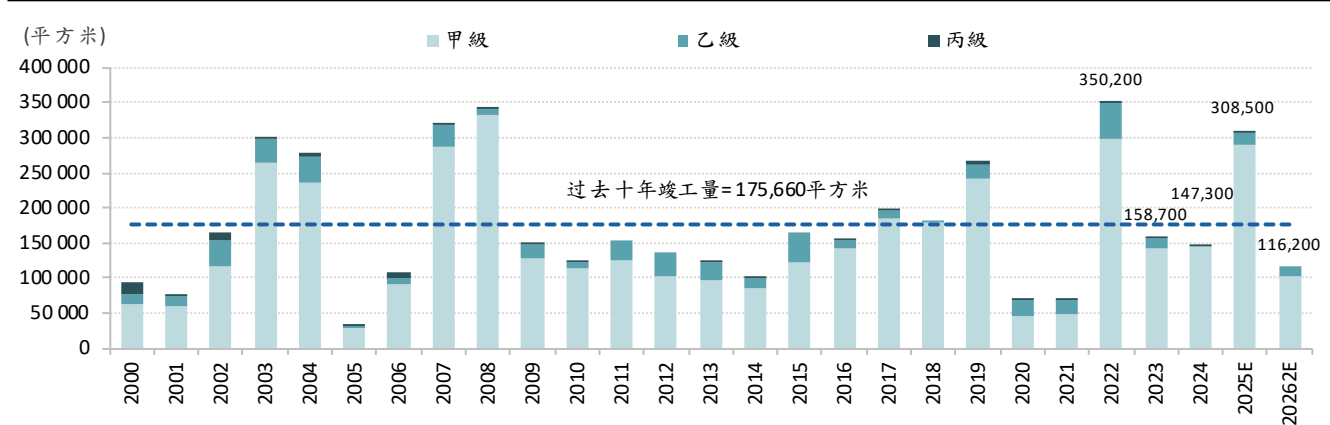
资料来源：仲量联行，交银国际

图表 33：IGC 项目完成后，2026-29 年供应有限



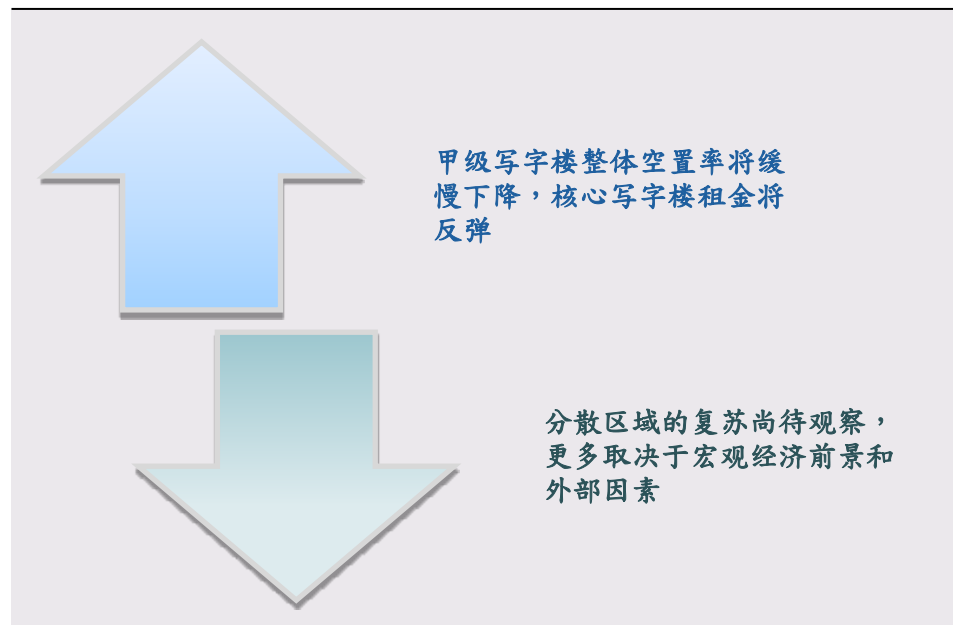
资料来源：Cushman and Wakefield，交银国际

图表 34：未来供应量将远低于过去十年的平均水平



资料来源：差餉物业估价处，交银国际

图表 35：核心区或首先反弹



资料来源：交银国际

潜在风险因素

1) 利率高位维持更久

若美国通胀因大宗商品价格持续上涨或关税影响而再度上升，美联储可能延迟或暂停降息。更高的联邦基金利率将推高 HIBOR，增加按揭利率与投资收益压力，从而中断复苏。

同时，持续高利率将压低资本化率，降低商业资产估值并抑制资本流入。开发商与业主也将面临利润压力，因为更高的融资成本直接影响开发商的建设债务盈利，以及 REITs 与业主的浮动利率债务与短期再融资需求。

2) 经济复苏缓于预期

中国香港房地产市场与中国内地经济紧密相关。若复苏动能不及预期，财富效应可能逆转，资本外溢减少，区域企业扩张情绪减弱。

3) 地缘不确定性

若中美局势升级，可能触发资本调整与中国香港区域增长前景的重新评估，从而降低本地基本面的积极。全球关税前景的不确定性亦可能令中国香港部分关键行业（如贸易与航运）的扩张情绪更为保守。

4) 政策不确定性

当前政策环境结合积压需求、低利率环境与吸引力的收益回报，为投资活动回归市场中的提供了莫大诱因。尽管我们认为短期内政策逆转可能性极低，但若未来房价过快上涨，政府可能重新引入调控措施，形成潜在的监管不确定性。

图表 36：交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9698 HK	万国数据	买入	33.08	47.64	44.0%	2025 年 11 月 07 日	数据中心
1686 HK	新意网集团	中性	5.15	8.58	66.6%	2025 年 02 月 26 日	数据中心
VNET US	世纪互联	未评级	8.91	1.95	-78.2%	2024 年 05 月 07 日	数据中心
823 HK	领展房托	买入	37.00	45.70	23.5%	2025 年 11 月 21 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	98.25	111.70	13.7%	2025 年 11 月 27 日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	7.10	9.70	36.6%	2025 年 10 月 06 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	买入	29.88	32.68	9.4%	2025 年 09 月 19 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	5.01	5.92	18.2%	2025 年 09 月 01 日	香港房地产
659 HK	周大福创建	买入	7.52	8.56	13.9%	2025 年 09 月 05 日	基建与物流
2191 HK	顺丰房托	买入	2.81	3.84	36.6%	2025 年 03 月 25 日	物流房地产
PLD US	安博	买入	128.16	134.94	5.3%	2024 年 11 月 15 日	物流房地产
1109 HK	华润置地	买入	30.60	35.30	15.4%	2025 年 08 月 27 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.63	6.79	46.7%	2025 年 08 月 26 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.40	1.16	193.7%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.50	9.54	46.8%	2025 年 09 月 01 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	2.53	4.20	66.0%	2025 年 08 月 22 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	4.98	6.30	26.5%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	中性	2.53	3.20	26.5%	2025 年 08 月 29 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.63	0.60	-4.8%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 11 月 27 日

中国香港房地产

收盘价
港元 96.95

目标价
港元 111.70个

潜在涨幅
+15.2%

2025 年 11 月 27 日

新鸿基地产 (16 HK)

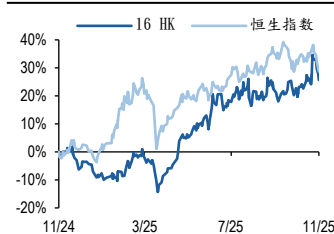
住宅复苏的主要受益者；维持买入并上调目标价

- ④ **平均售价与去化率改善推动盈利。**新鸿基地产的住宅经营利润在 2025 财年同比下降 50.9%，主要受平均售价（ASP）下调影响。我们认为，近期销售项目实现的高去化率以及平均售价的反弹，将在未来 2-3 年销售入账时推动盈利回升，并带来利润率改善。
- ④ **优质且即供的土地储备受益于市场复苏。**截至 2025 财年末，新鸿基地产拥有总计 5,740 万平方英尺的土地储备，我们认为公司拥有中国香港最大且优质的直接住宅土地储备，无论是以低成本收购还是转换。我们注意到，新鸿基地产的大众市场旗舰项目，包括天玺、YOHO 系列以及西贡的大型住宅项目，均处于完美位置，可受惠于升级者的需求，并已取得强劲销售。展望未来，凭借充足的中端大众市场项目储备及可售资源，我们预计公司将在未来 1-2 年受益于市场情绪改善。
- ④ **International Gateway Centre (IGC) 取得重大进展。**随着即将落成的地标性办公项目——IGC 取得显著租赁进展，我们认为投资物业组合的风险已降低，并可能在未来潜在的降息及租金水平改善下进一步触发重估。
- ④ **上调目标价，维持买入。**我们将 NAV 估值从 192.2 港元小幅上调至 203.12 港元，并将目标折让从 50% 收窄至 45%，以反映：1) 近期住宅销售项目实现的更高去化率与 ASP；2) 投资物业组合的更高估值，因租赁进展好于预期；3) 潜在降息带来的融资成本节省及投资组合资本化率压缩的重估效应。因此，我们将目标价从 96.2 港元上调至 111.7 港元，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	103.80
52周低位 (港元)	66.15
市值 (百万港元)	280,939.77
日均成交量 (百万)	3.11
年初至今变化 (%)	29.87
200天平均价 (港元)	91.27

资料来源：FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

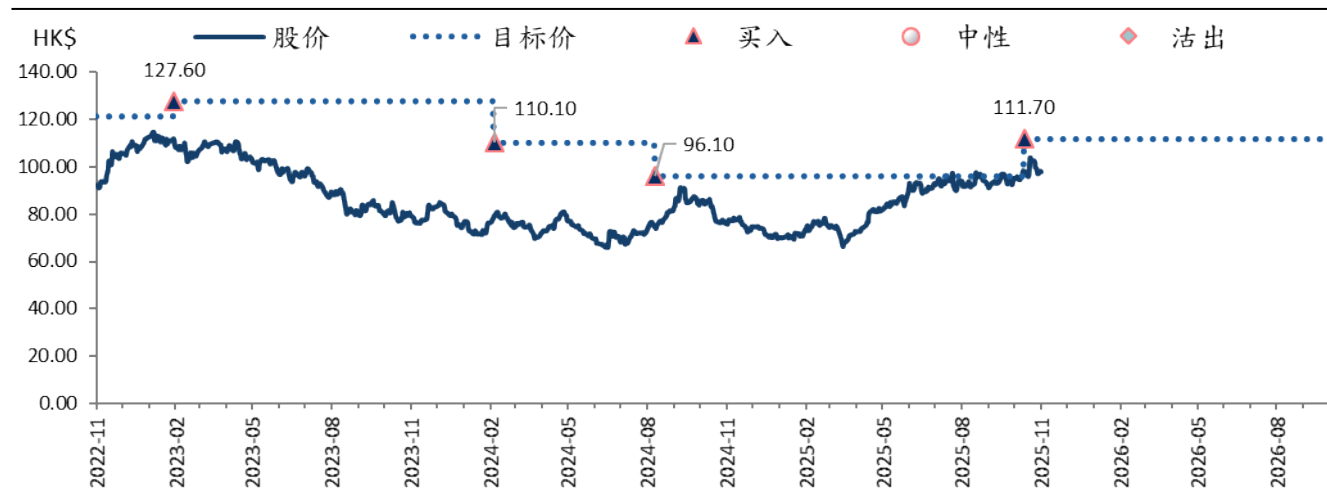
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万港元)	71,506	79,721	82,677	87,452	91,074
同比增长 (%)	0.4	11.5	3.7	5.8	4.1
核心利润 (百万港元)	21,739	21,855	22,864	23,647	24,902
核心每股盈利 (港元)	7.50	7.54	7.89	8.16	8.59
同比增长 (%)	-9.0	0.5	4.6	3.4	5.3
前EPS预测值 (港元)			9.06		
调整幅度 (%)			-12.9		
市盈率 (倍)	12.9	12.9	12.3	11.9	11.3
每股账面净值 (港元)	209.36	213.20	218.42	223.18	228.04
市账率 (倍)	0.46	0.45	0.44	0.43	0.43
股息率 (%)	3.9	3.9	4.1	4.2	4.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 37：新鸿基地产（16 HK）评级及目标价



资料来源：FactSet、交银国际预测

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	71,506	79,721	82,677	87,452	91,074
主营业务成本	(39,292)	(45,531)	(49,594)	(52,568)	(53,182)
毛利	32,214	34,190	33,083	34,884	37,892
销售及管理费用	(7,228)	(8,400)	(8,350)	(8,833)	(9,199)
其他经营净收入/费用	1,766	288	299	316	329
经营利润	26,752	26,078	25,032	26,367	29,023
财务成本净额	(3,567)	(2,485)	(1,807)	(2,032)	(2,362)
应占联营公司利润及亏损	1,879	3,890	3,982	4,639	4,160
其他非经营净收入/费用	(1,481)	(2,730)	7,825	3,619	2,789
税前利润	23,583	24,753	35,032	32,593	33,609
税费	(3,978)	(4,869)	(4,146)	(4,344)	(4,759)
非控股权益	(559)	(607)	(630)	(666)	(693)
净利润	19,046	19,277	30,256	27,583	28,157
作每股收益计算的净利润	21,739	21,855	22,864	23,647	24,902

资产负债表 (百万港元)					
截至6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	16,221	16,919	17,175	17,876	16,245
应收账款及票据	17,115	20,060	20,081	20,103	20,126
存货	214,579	197,869	201,818	205,846	209,955
其他流动资产	748	864	864	864	864
总流动资产	248,663	235,712	239,938	244,689	247,190
投资物业	408,424	417,045	441,450	453,752	478,967
物业、厂房及设备	50,190	50,689	54,864	60,117	66,773
无形资产	4,338	3,839	3,104	2,369	1,634
合资企业/联营公司投资	101,055	104,687	108,669	113,308	117,467
其他长期资产	5,424	4,921	4,921	4,921	4,921
总长期资产	569,431	581,181	613,007	634,466	669,762
总资产	818,094	816,893	852,945	879,155	916,952
短期贷款	10,498	14,384	7,628	12,782	8,962
应付账款	43,638	46,712	49,567	52,834	57,279
其他短期负债	7,876	8,996	8,273	8,471	8,886
总流动负债	62,012	70,092	65,468	74,087	75,127
长期贷款	116,589	95,833	120,751	123,885	145,870
其他长期负债	28,422	28,594	28,594	28,594	28,594
总长期负债	145,011	124,427	149,345	152,479	174,464
总负债	207,023	194,519	214,813	226,566	249,591
股本	70,703	70,703	70,703	70,703	70,703
储备及其他资本项目	536,014	547,148	562,276	576,068	590,146
股东权益	606,717	617,851	632,979	646,771	660,849
非控股权益	4,354	4,523	5,153	5,818	6,512
总权益	611,071	622,374	638,132	652,589	667,361

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	28,631	29,968	29,013	31,007	33,182
合资企业/联营公司收入调整	(1,879)	(3,890)	(3,982)	(4,639)	(4,160)
折旧及摊销	4,805	5,057	3,443	3,550	3,558
营运资本变动	2,259	13,610	(1,115)	(782)	313
利息调整	(5,665)	(4,143)	(1,807)	(2,032)	(2,362)
税费	(5,467)	(4,730)	(4,869)	(4,146)	(4,344)
其他经营活动现金流	0	0	0	0	0
经营活动现金流	22,684	35,872	20,684	22,957	26,187
资本开支	(5,053)	(5,889)	(6,883)	(8,067)	(9,479)
投资活动	1,145	(16,348)	(16,579)	(8,684)	(22,427)
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(3,908)	(22,236)	(23,462)	(16,751)	(31,905)
负债净变动	2,034	(16,870)	18,162	8,287	18,165
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	10,867	(9,585)	(15,128)	(13,792)	(14,078)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	12,901	(26,455)	3,034	(5,505)	4,087
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	15,280	16,221	16,919	17,175	17,876
年末现金	16,221	16,919	17,175	17,876	16,245

财务比率					
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(港元)					
核心每股收益	7.502	7.542	7.890	8.160	8.594
全面摊薄每股收益	7.502	7.542	7.890	8.160	8.594
每股股息	3.750	3.750	3.945	4.080	4.297
每股账面值	209.357	213.199	218.419	223.178	228.036
利润率分析(%)					
毛利率	45.1	42.9	40.0	39.9	41.6
EBITDA利润率	44.1	39.1	34.4	34.2	35.8
EBIT利润率	37.4	32.7	30.3	30.2	31.9
净利率	26.6	24.2	36.6	31.5	30.9
盈利能力(%)					
ROA	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
ROE	3.6	3.5	3.6	3.7	3.8
ROIC	3.4	3.2	3.0	3.1	3.3
其他					
净负债权益比(%)	18.1	15.0	17.4	18.2	20.8
利息覆盖率	5.1	6.6	6.8	6.6	6.6
流动比率	4.0	3.4	3.7	3.3	3.3
存货周转天数	1,092.7	904.0	889.1	857.4	839.8
应收账款周转天数	87.4	91.8	88.7	83.9	80.7
应付账款周转天数	165.4	148.4	150.2	149.1	150.4
派息比率(%)	50.0	49.7	50.0	50.0	50.0

中国香港房地产

收盘价
港元 36.78

目标价
港元 45.70

潜在涨幅
+24.3%

2025 年 11 月 27 日

领展房托 (823 HK)

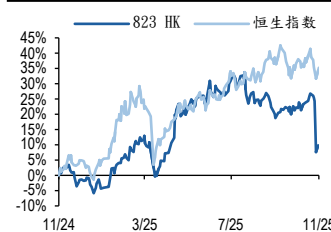
稳健收益之选；中长期有望受益于纳入港股通和潜在的降息

- 中国香港零售物业组合展初显韧性。领展房托的中国香港零售物业在 1HFY26 录得中个位数的续租租金调整率，租户销售额同比下降 2.1%，我们认为这主要是由于电商平台免运费服务对非必需消费品交易的影响。然而，我们认为领展房托成功维持了其香港零售及办公物业的高出租率（截至 1HFY26 分别为 97.6% 和 99.2%）。我们预计，由于 2022 年租金基数较高，公司租金可能会出现小幅下滑，导致 2026 财年收入略有下降，但随着 2027 财年起每年 2 亿港元成本节约的影响显现，每单位分派（DPU）将有所回升。与此同时，我们预计中国香港以外的物业组合将保持基本稳定，澳大利亚和新加坡零售物业的强劲表现将缓解对其他物业的影响。
- 财务成本和纳入港股通将是推动公司估值重估的关键催化剂。公司财务成本上半财年下降 40 个基点，主要得益于近期 HIBOR/SORA/BBSY 利率的下降。鉴于美联储预计将在 2026 年进一步降息，我们认为全球利率的下降可以部分缓解租金下降的影响。同时，我们认为未来 12 个月内，公司有望纳入港股通将可能成为另一个关键股价催化剂，其影响预计将超过租金调整预期带来的影响。
- 维持买入及目标价。我们预计该公司 2026 财年至 2028 财年的每单位派息约为 2.53 港元至 2.63 港元，股息收益率为 7.0% 至 7.3%。该收益率较 10 年期美国国债收益率（历史平均约为 180 个基点）高出超过 240 个基点，我们认为现时估值并不昂贵。鉴于我们预期未来将进一步降息以及沪深港通入通的可能会带来的流动性以及资本流入，我们预计领展房托同时具备较高的股息收益率和股价重估潜力，将带来可观的总回报。我们维持买入评级，目标价维持 45.70 港元。

个股评级

买入

1 年单位价格表现



资料来源：FactSet

基金单位资料

52周高位 (港元)	44.60
52周低位 (港元)	31.30
市值 (百万港元)	95,162.73
日均成交量 (百万)	17.22
年初至今变化 (%)	11.96
200天平均价 (港元)	41.58

资料来源：FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万港元)	13,578	14,223	14,012	13,976	14,032
同比增长 (%)	11.0	4.8	-1.5	-0.3	0.4
物业收益净额 (百万港元)	10,070	10,619	10,408	10,394	10,449
同比增长 (%)	9.5	5.5	-2.0	-0.1	0.5
可分派收入 (百万港元)	6,718	7,025	6,524	6,628	6,761
每单位分派 (港元)	2.627	2.723	2.529	2.576	2.632
同比增长 (%)	-4.3	3.7	-7.1	1.8	2.2
每单位账面净值 (港元)	70.02	63.30	60.77	61.30	61.83
分派息率 (%)	7.1	7.4	6.9	7.0	7.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 38：领展房托 (823 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	13,578	14,223	14,012	13,976	14,032
主营业务成本	(3,508)	(3,604)	(3,604)	(3,582)	(3,583)
毛利	10,070	10,619	10,408	10,394	10,449
销售及管理费用	(766)	(915)	(925)	(839)	(814)
经营利润	9,304	9,704	9,483	9,555	9,635
财务成本净额	(1,768)	(1,872)	(1,605)	(1,530)	(1,450)
其他非经营净收入/费用	(7,819)	(16,280)	(6,748)	1,131	1,137
税前利润	(283)	(8,448)	1,130	9,156	9,322
税费	(1,548)	(564)	(1,144)	(1,166)	(1,190)
非控股权益	480	568	448	447	448
净利润	(1,351)	(8,444)	434	8,436	8,581
作每股收益计算的净利润	6,718	7,025	6,524	6,628	6,761

资产负债表 (百万港元)					
截至3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,184	3,343	1,563	1,239	1,013
应收账款及票据	1,104	1,131	1,114	1,111	1,116
其他流动资产	2,975	441	441	441	441
总流动资产	11,263	4,915	3,118	2,791	2,570
投资物业	235,979	220,413	214,610	216,733	218,912
物业、厂房及设备	1,383	1,367	1,277	1,182	1,082
无形资产	0	0	0	0	0
合资企业/联营公司投资	2,151	2,005	1,582	1,154	723
其他长期资产	1,538	477	477	477	477
总长期资产	241,051	224,262	217,946	219,546	221,194
总资产	252,314	229,177	221,064	222,337	223,763
短期贷款	7,947	8,052	8,179	7,639	6,538
应付账款	2,970	2,557	2,519	2,513	2,523
其他短期负债	2,798	2,804	3,384	3,406	3,430
总流动负债	13,715	13,413	14,082	13,558	12,490
长期贷款	51,312	44,856	43,418	44,660	46,481
其他长期负债	8,845	7,510	7,510	7,510	7,510
总长期负债	60,157	52,366	50,928	52,170	53,991
总负债	73,872	65,779	65,010	65,728	66,481
股本	178,823	163,470	156,573	157,576	158,697
股东权益	178,823	163,470	156,573	157,576	158,697
非控股权益	(381)	(72)	(520)	(966)	(1,414)
总权益	178,442	163,398	156,054	156,609	157,282

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(915)	(8,867)	(475)	7,625	7,872
折旧及摊销	94	86	90	95	100
营运资本变动	(29)	(29)	(21)	(4)	6
利息调整	1,768	1,872	1,605	1,530	1,450
税费	(958)	(879)	(564)	(1,144)	(1,166)
其他经营活动现金流	8,051	16,828	6,748	(1,131)	(1,137)
经营活动现金流	8,011	9,011	7,383	6,972	7,125
资本开支	(1,062)	(1,202)	(945)	(992)	(1,042)
投资活动	(2,667)	(730)	0	0	0
其他投资活动现金流	3,220	3,449	0	0	0
投资活动现金流	(509)	1,517	(945)	(992)	(1,042)
负债净变动	(5,762)	(6,300)	(1,311)	703	719
权益净变动	(935)	(574)	(383)	(378)	(267)
股息	(5,401)	(5,348)	(6,524)	(6,628)	(6,761)
其他融资活动现金流	(2,819)	(2,422)	0	0	0
融资活动现金流	(14,917)	(14,644)	(8,218)	(6,304)	(6,309)
汇率收益/损失	(65)	(14)	0	0	0
年初现金	13,987	7,184	3,343	1,563	1,239
年末现金	7,184	3,343	1,563	1,239	1,013

财务比率					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(港元)					
核心每股收益	2.631	2.702	2.529	2.576	2.632
每股股息	2.627	2.723	2.529	2.576	2.632
每股账面值	70.021	63.302	60.770	61.297	61.832
利润率分析(%)					
毛利率	74.2	74.7	74.3	74.4	74.5
净利率	(9.9)	(59.4)	3.1	60.4	61.2
其他					
净负债权益比(%)	29.2	30.3	32.1	32.6	33.1
流动比率	0.8	0.4	0.2	0.2	0.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 11 月 27 日

权益披露及免责声明

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。