

太古地产 (01972.HK) 深度研究报告

重奢运营久久为功，26 年租金有望再迎增长

- ❖ 股息稳定增长的高端商业地产开发商，物业投资平均贡献股东应占经常性基本溢利的 117%。1) 公司有稳定增长的分红目标，即派发约 50% 的基本溢利作为普通股息，且每年股息以中单位数的幅度增长，股东应占经常性净利润对分红保障比例长期超 100%。2) 公司营收以及归母净利长期主要来自于物业投资产生的租金收入，2018-2024 年物业投资营收（租金收入）平均占营收 88%、租金贡献的归母净利润平均占股东应占经常性净利润的 117%。3) 2024 年投资物业公允价值波动导致归母净利润亏损，但并不影响公司盈利能力及价值。4) 进一步拆分物业投资结构，2024 年内地购物中心占应占租金比例提升至 35%，与香港写字楼的 36% 基本相当；其余香港购物中心、内地写字楼、其他占比分别为 17%、5%、7%，长期稳定。
- ❖ 内地购物中心逆势增长稳定性强，其应占租金预计有 50% 增长空间。1) 公司凭借香港积累的高端商业地产运营经验和招商能力，在内地抢占重奢市场先发优势，已落地项目具有 α 属性，24 年应占租金 52.25 亿港元，同比逆势增长 2%。2) 24 年广州太古汇、成都太古里、北京三里屯太古里三者贡献近 86% 的内地购物中心应占租金，太古里独栋+地标性区位优势，符合奢侈品牌提供奢华体验及宣传的需求，通过提档升级保障租金稳定性。3) 内地 7 个新购物中心于 26-27 年起集中落地，为存量项目的扩建、续建，以及投资竞争程度较低的城市，据测算内地购物中心远期应占租金较 24 年有 50% 增长空间，将成为应占租金最大来源。4) 新项目落地后，预计内地写字楼远期应占租金较 24 年有 66% 增长空间。
- ❖ 香港写字楼及购物中心位于核心位置，其应占租金逐步见底。1) 香港写字楼主要为核心区中西区金钟的太古广场、港东区的太古坊，自 2020 年以来受需求疲软及供给增多影响，应占租金持续下滑，预计 2027 年供给冲击有所好转，写字楼应占租金逐步见底。2) 香港购物中心均为区域头部项目，租金波动小。
- ❖ 千亿投资推进以及杠杆空间充足，保障应占租金增长。1) 22 年公司宣布千亿港元投资计划，其中 500 亿投资于内地购物中心、住宅、写字楼等，整体来看，内地购物中心、写字楼在新项目落地以及存量项目不断调改后，公司远期应占租金预计较 24 年可增长 24%。2) 25 年起将迎来资本支出高峰，公司可通过出售资产、逐步结算重大货值销售物业回笼资金，且 24 年公司所有者权益为 2784.3 亿港元，有息负债/所有者权益仅为 17%，公司杠杆提升空间充足。
- ❖ 投资建议：太古地产是典型的通过持有具有护城河的底层标的资产，从而获得稳定现金流的公司，且公司承诺分红每年稳定增长。公司的 6 个内地购物中心整体应占租金稳定性较强，未来对优势购物中心继续扩大面积、灵活调改继续保持竞争优势，且三亚、西安、上海、广州 4 个新项目将在 26 年及以后落位，预计将带来租金增长。公司香港写字楼及购物中心租金逐步探底。我们预计公司未来 25-27 年营收分别增长 1%、3%、24%，归母净利润分别增长 440%、58%、38%。预计 25-27 年公司分红仍保持年 5% 的增速，测算 DDM 模型下目前每股净现值为 21.52 港元；对应 2025 年股息率为 7.5%。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：投资项目落地不及预期，居民消费下行超预期，写字楼、购物中心供给增加导致竞争加剧等。

主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万港元)	14,428	14,616	14,995	18,638
同比增速(%)	-2.1%	1.3%	2.6%	24.3%
归母净利润(百万港元)	-766	2,605	4,118	5,679
同比增速(%)	-129.0%	440.1%	58.1%	37.9%
每股盈利(港元)	-0.13	0.45	0.71	0.98
市盈率(倍)	-117.1	33.5	21.8	15.8
市净率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2025 年 4 月 10 日收盘价

推荐 (首次)

目标价：21.52 港元

当前价：15.52 港元

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

联系人：杨航

邮箱：yanghang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(亿股)	57.79
已上市流通股(亿股)	57.79
总市值(亿港元)	897
流通市值(亿港元)	897
资产负债率(%)	21.66%
每股净资产(港元)	47.35
12 个月内最高/最低价	18/12

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

高奢购物中心的运营有较强护城河：1) 先发优势对于地理位置的垄断；2) 对于稀缺的高奢品牌的招商及维护；3) 对于高端客户的理解以及采取措施迎合甚至引导消费趋势的能力，是典型的 know how 的工作。(详细分析参考前期报告《购物中心——被低估的稳定现金流资产》)。从而让头部高奢购物中心长期保持较高的出租率以及较为稳定的租金。2024 年虽然受部分宏观经济因素和日元贬值的影响，国内奢侈品销售额下滑，但是部分运营优异的高奢购物中心仍可保持租金逆势增长，太古地产即为其中代表。

太古地产的应占租金主要来源于内地 6 个购物中心和香港的写字楼，其中：1) 2024 年内地购物中心占应占租金的 35%，其中 86%来自于北京太古里、成都太古里、广州太古汇，两座太古里独栋+地标性区位优势，符合奢侈品牌提供奢华体验及宣传的需求，以及提档升级保障租金稳定性，广州太古汇具有垄断地位，零售额波动对其冲击有限；另外 14%来自于北京颐堤港、上海兴业太古汇及前滩太古里，通过扩建、续建提升规模，不断加深竞争力。新项目落地后，内地购物中心远期应占租金有 50%的增长空间。2) 香港写字楼占应占租金 36%，位于核心位置，2027 年供给冲击好转后，其应占租金预计将逐步见底。3) 香港购物中心占应占租金 17%，且均为区域头部项目，太古广场、太古城中心出租率长期在 99%以上，租金波动较小。4) 内地写字楼占应占租金 5%，租金较稳定，新项目落地后，预计内地写字楼远期应占租金较 24 年有 66%增长空间。

公司以长期自持的角度对购物中心进行开发、运营，目的是赚取长期租金收益，因此能够在关键时点投入成本积极调改、扩建。公司对于高奢商场的运营经验，展现其灵活调改能力，加之与稀缺高奢品牌建立的稳固合作关系，为公司未来租金的稳定增长提供了有力保障。

投资逻辑

太古地产是典型的通过持有具有护城河的底层标的资产，从而获得稳定现金流的公司，且公司承诺分红每年稳定增长。公司的 6 个内地购物中心整体应占租金稳定性较强，未来对优势购物中心继续扩大面积、灵活调改继续保持竞争优势，且三亚、西安、上海、广州 4 个新项目将在 26 年及以后落位，预计将带来租金增长。公司香港写字楼及购物中心租金逐步探底。我们预计公司 2025-2027 年营收分别增长 1%、3%、24%，归母净利润分别增长 440%、58%、38%。预计 2025-2027 年公司分红仍保持年 5%的增速，测算 DDM 模型下 2025 年每股净现值为 21.5 港元；对应 2025 年股息率为 7.5%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目录

一、高端商业地产开发商，物业投资平均贡献约 117% 的股东应占经常性基本溢利	6
(一) 营收、股东应占经常性基本溢利中租金贡献占主导，公允价值波动导致的归母净利亏损不影响公司价值	6
(二) 2024 年内地购物中心占总应占租金 35%，未来有望增长为最大支柱	7
(三) 高端商业地产开发商，依托香港经验在内地占据先发优势	8
(四) 太古股份持股 82%，管理团队稳定	9
二、内地投资物业稳定性强，新项目落地后应占租金预计有超 50% 增长空间	10
(一) 内地购物中心具有 α 属性，其应占租金在新项目落地后预计有 50% 增长空间	10
1、北京太古里	12
2、成都太古里	14
3、广州太古汇	15
4、持有 50% 股权的项目：颐堤港、兴业太古汇、前滩太古里	16
5、新扩展计划	16
(二) 内地写字楼区位优势显著，其应占租金在新增项目落位后预计有 66% 增长空间	17
三、香港写字楼及购物中心位于核心位置，应占租金逐步探底	20
(一) 香港写字楼短期内承压，但预计应占租金降幅有限	20
(二) 香港购物中心为区域头部项目，租金波动小	22
四、物业销售营收与项目交付相关，2025 年起进入收入确认高峰	24
五、2024 年酒店营收占比约 6%，折旧前营业溢利仍为正	26
六、千亿投资推进以及杠杆空间充足，保障分红中单位数增长	28
(一) 分红目标中单位数增长，内地投资物业落地打开租金空间	28
(二) 2026-2027 年新项目密集落地，2025 年开始将面临较高资本支出	28
(三) 有息负债权益比仅 17%，加杠杆空间充足	29
七、盈利预测与估值	30
八、风险提示	32

图表目录

图表 1	2024 年太古地产物业投资占营收 93%	6
图表 2	物业投资贡献的归母净利较稳定	7
图表 3	2024 年香港写字楼、内地购物中心分别占应占租金的 36%、35%	7
图表 4	内地购物中心应占租金持续增长	8
图表 5	23-24 年物业投资净利率基本稳定在 54%	8
图表 6	公司主要购物中心及写字楼分布	8
图表 7	太古股份持有公司 82% 股权	9
图表 8	内地已落成 7 座购物中心 (含裙楼) 具体情况	10
图表 9	内地购物中心零售业态呈上升趋势	11
图表 10	公司高端购物中心奢侈品牌入驻情况	11
图表 11	内地购物中心出租率在 92% 以上	12
图表 12	内地购物中心 2023 年零售额及租金变动	12
图表 13	内地购物中心 2024 年零售额及租金变动	12
图表 14	北京主要含奢侈品牌的购物中心	13
图表 15	2024 年三里屯太古里零售额下降 0.2%，租金增长 12%	13
图表 16	成都重奢购物中心奢侈品牌数	14
图表 17	24 年成都太古里零售额下跌，租金持平	14
图表 18	LV 之家	15
图表 19	TIFFANY 国内首家三层式旗舰店	15
图表 20	广州太古汇奢侈品牌数量为全市最多	15
图表 21	24 年广州太古汇零售额、租金下降 11%/6%	15
图表 22	500 亿港元内地投资计划部分所投项目	16
图表 23	内地购物中心应占租金料将保持上升趋势	17
图表 24	内地写字楼面积占比	18
图表 25	2024 年内地写字楼出租率小幅下降	18
图表 26	内地写字楼应占租金降幅稳定约 1%	18
图表 27	内地写字楼 24 年租金坪效降幅收窄至 0.4%	18
图表 28	内地写字楼租金单价 (元/平方米)	18
图表 29	北京市场仍需一段时间吸纳写字楼新增供给量	19
图表 30	内地发展中写字楼位于北京、上海	19
图表 31	香港写字楼项目具体情况	20
图表 32	2019-2024 年香港写字楼出租率	21
图表 33	2024 年香港写字楼应占租金下跌 6%	21

图表 34	香港写字楼租金单价仍下降	21
图表 35	85.4%出租面积在 2026 年及以后到期	21
图表 36	香港购物中心具体情况	22
图表 37	2019 年以来香港购物中心及商铺出租率在 96%以上	22
图表 38	香港零售物业应占租金	23
图表 39	访港旅客人数尚未达到 2018 年高峰水平	23
图表 40	2024 年物业买卖收入 0.88 亿港元	24
图表 41	公司土地储备主要位于香港、上海以及东南亚	24
图表 42	公司内地住宅项目销售情况	25
图表 43	公司持有及轻资产管理酒店	26
图表 44	2024 年酒店营收营收 8.88 亿港元，同比下降 9%	27
图表 45	2024 年酒店折旧前营业溢利为正	27
图表 46	股东应占经常性基本溢利对分红保障率超 100%	28
图表 47	公司内地发展中项目将于 2026 年和 2027 年集中落地	28
图表 48	2025 年投资物业及酒店资本支出预计超 80 亿港元	29
图表 49	2021-2024 年出售资产回收 127 亿港元	29
图表 50	2024 年有息负债/所有者权益为 17%	29
图表 51	盈利预测（港元）	31
图表 52	DDM 估值	31

一、高端商业地产开发商，物业投资平均贡献约 117% 的股东应占经常性基本溢利

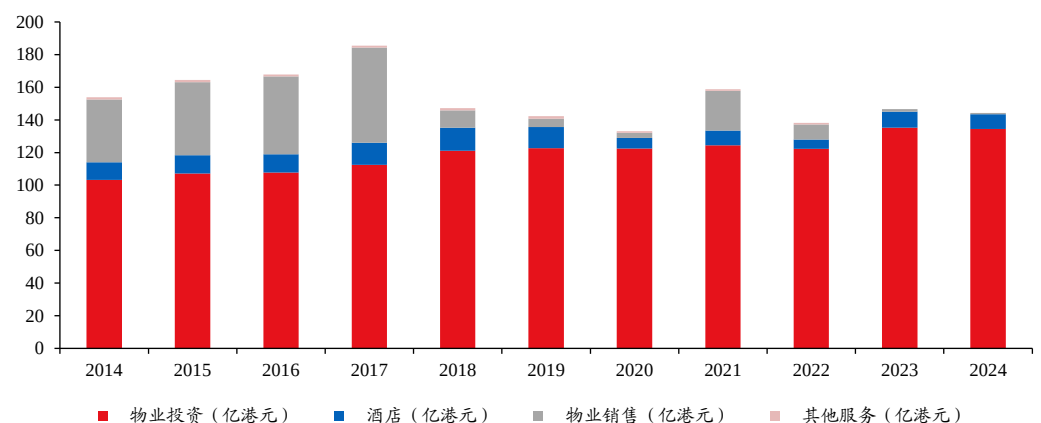
公司是高端商业地产开发商，上世纪 70 年代开始在香港打造了太古广场、太古坊商住综合体项目，写字楼、购物中心均为核心商圈头部项目；凭借在香港积累的高端商业地产开发运营经验，公司率先抢占内地高端购物中心市场，打造了北京三里屯太古里、广州太古汇、成都太古里、上海前滩太古里等国内 6 座地标性高端购物中心。公司营业收入以及股东应占经常性基本溢利长期主要来自于物业投资产生的租金收入，2018-2024 年物业投资营收（租金收入）平均占营收 88%、物业投资的归母净利润平均占股东应占经常性基本溢利的 117%。2024 年投资物业公允价值波动导致归母净利润亏损，但并不影响公司盈利能力及价值。进一步拆分业务结构，2019-2024 年香港写字楼、内地购物中心合计占应占租金 70%，其中内地购物中心因股权增持及调改升级，其占比提升至 35%，未来随着新项目的不断落地，预计内地购物中心将成为公司营收及股东应占经常性基本溢利的最大支柱。

（一）营收、股东应占经常性基本溢利中租金贡献占主导，公允价值波动导致的归母净利润亏损不影响公司价值

租金收入平均占比营收约 88%，股东应占经常性基本溢利也以租金贡献为主，租金收入下跌基本见底；归母净利润亏损主要来源于公允价值亏损，不影响公司盈利能力及价值。

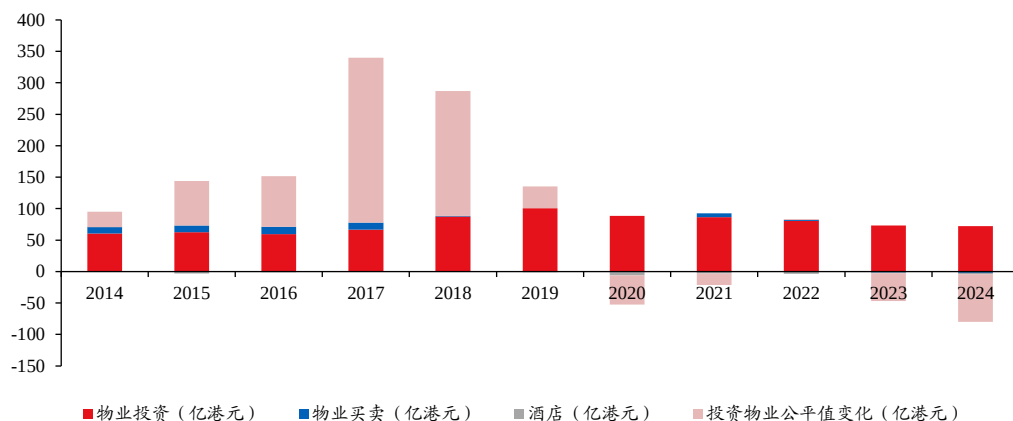
1) 太古地产主营业务为物业投资、酒店、物业销售三大项，2018 年以来物业投资平均贡献约 88% 的营收，2024 年物业投资营收（即租金收入）为 134.5 亿港元，占整体营收的 93%。2) 物业投资长期稳定贡献归母净利润，包括主营物业投资、应占联合营公司溢利中物业投资两部分，近两年物业投资贡献的归母净利润约 72 亿港元。3) 公司购物中心、写字楼等投资物业以公允价值计价，其不同周期波动较大，近年公司归母净利大幅下滑甚至亏损，主因投资物业公允价值亏损，但并不影响公司股东应占经常性基本溢利及公司价值，2024 年归母净利亏损 7.66 亿港元，主因投资物业公允价值亏损 59.96 亿港元。4) 2019 年后公司营收及股东应占经常性基本溢利因宏观经济影响有所下降，2024 年物业投资贡献归母净利润 72.3 亿港元，同比微降 1.2%，已基本见底。公司重点项目三里屯太古里、成都太古里调改基本完成，叠加 2026 年开始新项目落地，租金收入和股东应占经常性基本溢利有望重回上升通道。

图表 1 2024 年太古地产物业投资占营收 93%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 物业投资贡献的归母净利较稳定

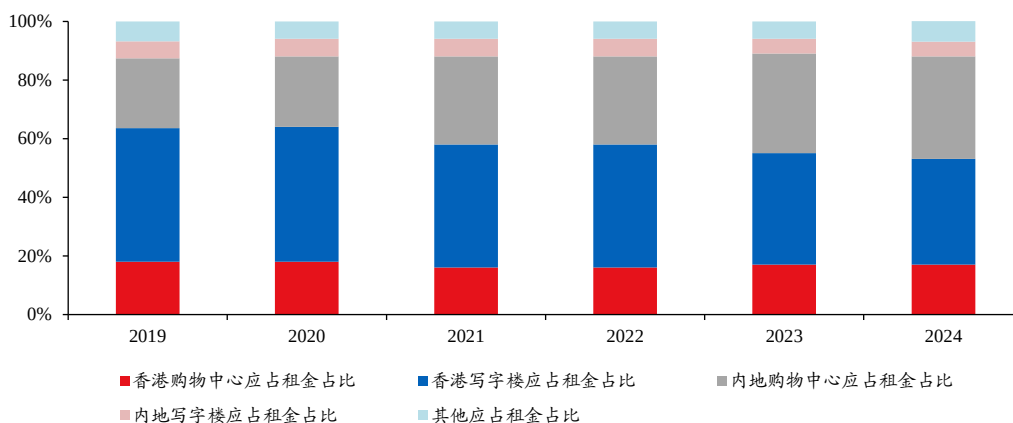


资料来源：公司公告，华创证券

(二) 2024 年内地购物中心占总应占租金 35%，未来有望增长为最大支柱

应占租金是物业投资的最佳指标，香港写字楼及内地购物中心合计占应占租金的 70% 左右。1) 公司多个购物中心、写字楼持股在 50% 及以下，并未并表，因此应占租金（应占租金=并表租金总额-非控股权益应占租金+应占联合营公司的租金+相关租金减免项的调整）更能代表公司所持有投资物业对营收和归母净利润的贡献度以及变化趋势。2) 香港写字楼、内地购物中心一直是物业投资业务的两大核心支柱，2019 年以来二者合计占应占租金的 70% 左右。

图表 3 2024 年香港写字楼、内地购物中心分别占应占租金的 36%、35%

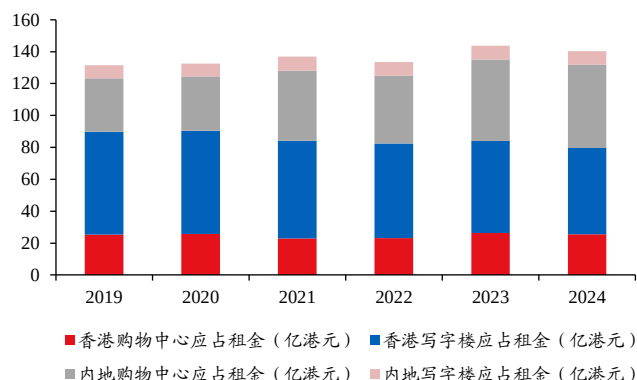


资料来源：公司公告，华创证券

应占租金带来稳定现金流及利润，2024 年内地购物中心占应占租金比例已达 35%，未来有望成为最大支柱。1) 因经济下行、供给增加、以及出售部分项目，香港写字楼应占租金及其占比自 2020 年达到高峰 49% 后有所下滑，2024 年应占租金 54.15 亿港元，占总应占租金 36%。2) 随着内地购物中心进行股权增持以及调改升级，其应占租金不断增长，2024 年内地购物中心应占租金较 2019 年增长 56%，2024 年内地购物中心应占租金为 52.25 亿港元，占总应占租金比例提升至 35%，基本与香港写字楼比例相当，随着新项目逐渐落地，内地购物中心有望成为最大支柱。3) 香港购物中心、内地写字楼以及其他（服务式公寓、美国项目）股权及经营均较稳定，应占租金比例分为在 17%、6%、6% 左右。4) 物业投资净利率自 2019 年后有所下降，主因香港写字楼租金收入下降，以及 2021-

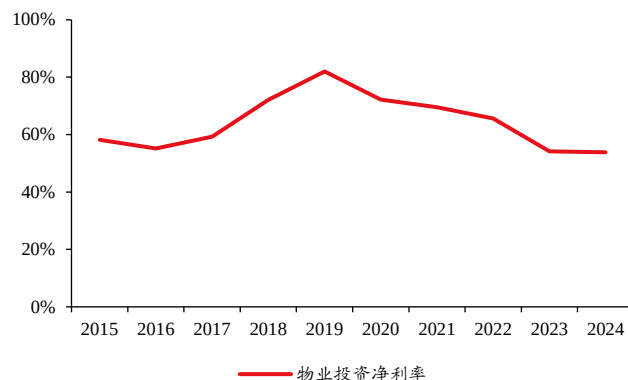
2022 年新项目开业, 2023-2024 年物业投资净利率基本稳定在 54%。

图表 4 内地购物中心应占租金持续增长



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5 23-24 年物业投资净利率基本稳定在 54%

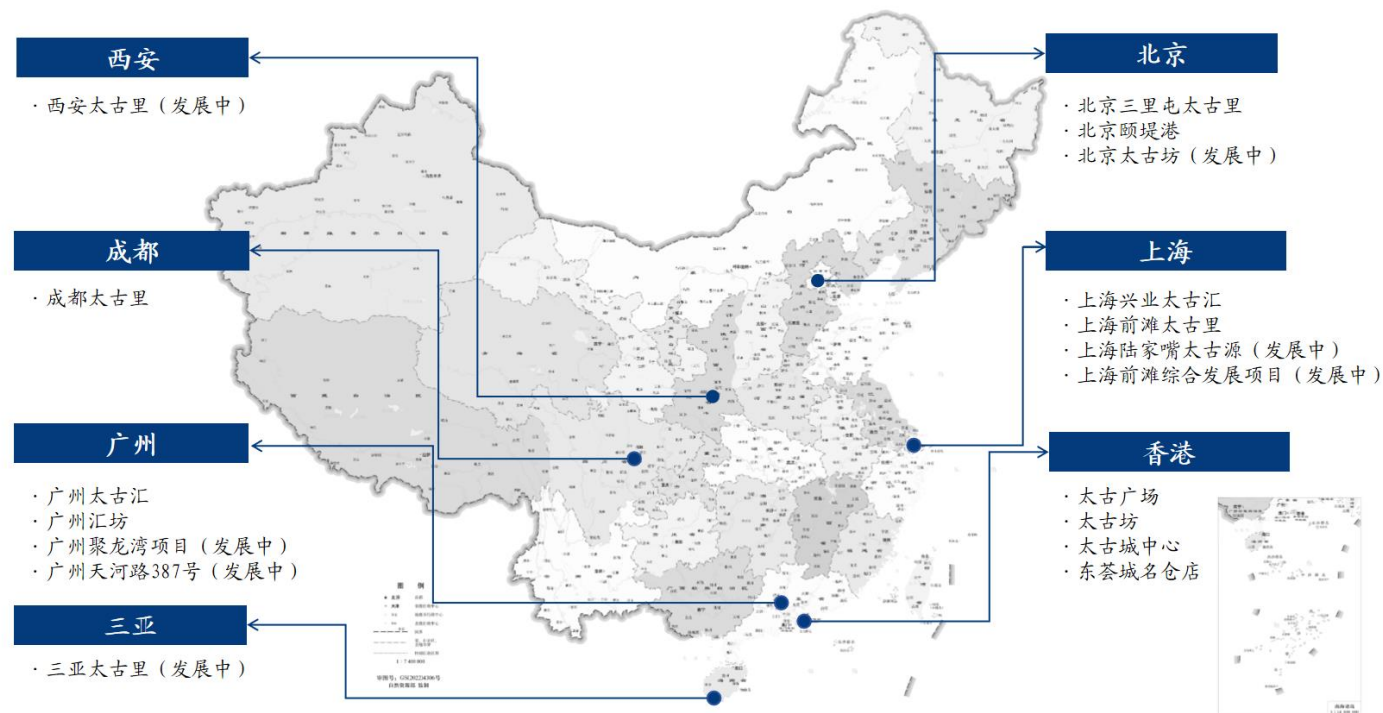


资料来源: 公司公告, 华创证券

(三) 高端商业地产开发商, 依托香港经验在内地占据先发优势

高端商业地产开发商, 1000 亿港元投资计划助力应占租金提升。1) 太古地产于 1972 年成立, 2012 年在香港交易所二次上市。公司以开发、运营核心区高端购物中心、写字楼为主, 擅长打造商业综合体, 业务版图从中国香港拓展至北京、上海、广州、成都、西安、三亚, 迈阿密, 以及东南亚等国高能级城市。2) 2022 年公司宣布十年 1000 亿港元投资计划, 分别将 500 亿港元、300 亿港元、200 亿港元投资于内地、香港、东南亚等地的商业、住宅项目, 除开拓新市场外, 意在提升存量项目在当地的竞争优势。

图表 6 公司主要购物中心及写字楼分布



资料来源: 公司官网, 华创证券

太古地产立足中国香港，打造了港东区太古坊、中西区太古广场核心高端商住综合体，累积了早期商业地产运营经验。1）公司在香港起步早，擅长打造商住综合体。上世纪 70 年代便开始规划港东区鲗鱼涌片区，将其打造为包含太古城（住宅）、太古城中心（购物中心）、太古坊（写字楼）的商住综合体项目；1985 年开始建造香港最核心片区中西区的太古广场综合体，包括写字楼、购物中心、五星级酒店、服务式公寓、住宅。2）公司在香港项目基本位于核心区位，具有明显竞争优势。如太古广场所在金钟商圈写字楼租金水平仅次于中环，太古广场购物中心为香港头部重奢购物中心，太古城中心为港东区最大的购物中心。3）此外公司还打造了傲璇、殷然、瀚然、蔚然、肆然等豪宅项目。

太古地产抢先布局内地重奢市场，在北京、广州、成都、上海打造多个“太古里”、“太古汇”高端商业项目，占据位置及品牌资源先发优势。1）20 世纪 80 年代公司开始在沿海城市进行商业项目考察和洽谈，北京三里屯太古里、广州太古汇、成都太古里分别于 2008 年、2011 年、2014 年正式开业。2）以广州太古汇为例，2002 年公司与广州日报报业集团合作投资建设广州太古汇，2007 年底项目正式动工，2011 年 9 月广州太古汇正式开业。3）公司在内地项目定位以高端为主，广州太古汇开业时间早，为广州具有垄断地位的重奢购物中心，成都太古里、三里屯太古里开业定位轻奢、潮奢，不断向重奢化升级，均为当地零售额排名前列的头部购物中心。

（四）太古股份持股 82%，管理团队稳定

公司股权集中度较高，太古股份长期持有 82% 的股权，且公司高管在集团任职时间较长，团队整体稳定。截至 2024 年上半年，太古股份持有公司 82% 的股份，英国太古集团持有太古股份 50% 以上的股份，大股东持股长期稳定。总部位于中国香港的太古公司及太古地产聘任合适的职业经理人主持大局，高管均在太古集团体系内有任职经历且工作年限长，保障公司战略目标稳步推进，2015-2021 年任太古地产行政总裁的白德利，在之前已服务太古集团 27 年，2021 年正式出任太古地产行政总裁的彭国邦，之前已服务太古集团近 28 年。

图表 7 太古股份持有公司 82% 股权



资料来源：Wind，华创证券

二、内地投资物业稳定性强，新项目落地后应占租金预计有超 50%增长空间

24 年内地购物中心贡献 35% 的应占租金，其中广州太古汇、成都太古里、北京三里屯太古里为主要支柱，24 年合计占内地购物中心应占租金近 86%。其余 14% 为北京颐堤港、上海兴业太古汇、上海前滩太古里贡献，因公司股权占比较低导致应占租金占比低，仅持有各项目 50% 的股权。短期来看北京三里屯太古里调改结束以及头部奢侈品牌落位贡献增量租金、成都太古里调改基本完成以及成长期的前滩太古里等仍将实现租金增长。长期来看，500 亿投资计划下 7 个新项目落地后，内地购物中心应占租金预计可增长约 50%，且有望成为公司应占租金的最大来源。内地写字楼贡献 6% 的应占租金，其区位优势显著，24 年广州太古汇及兴业太古汇出租率分别为 90%、96%，内地写字楼应占租金在新增项目落位后有望增长约 66%。整体来看，内地投资物业在新项目落地以及存量项目不断调改后，其应占租金仍有超 50% 的增长空间。

（一）内地购物中心具有 α 属性，其应占租金在新项目落地后预计有 50% 增长空间

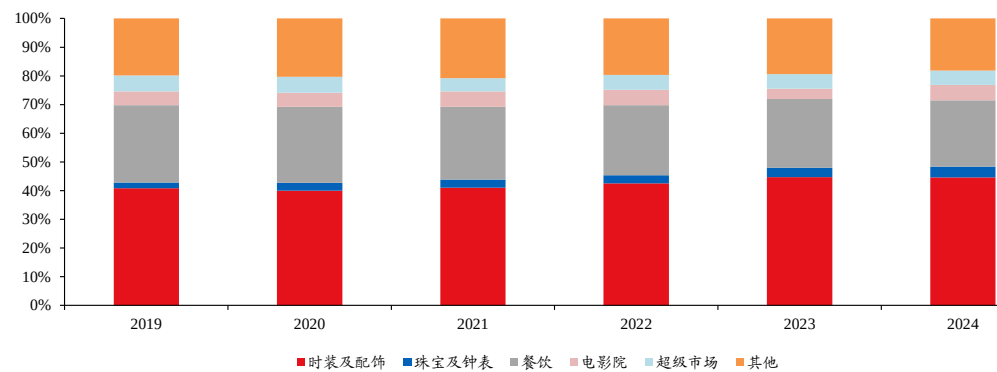
内地购物中心主要为高能级城市头部高端项目，并不断提档升级。1) 太古地产内地已落成购物中心 7 座，位于广州、北京、成都、上海四座高能级城市的核心区域，截至 2024 年末，运营内地购物中心总建筑面积达 784 万平方呎（78.2 万平方米），内地运营品牌主要为“太古汇”和“太古里”，除中高端的北京颐堤港和以餐饮业态为主的广州太古汇裙楼广州汇坊外，其他购物中心定位高，为轻奢、潮奢，以及重奢。2) 内地购物中心业态涵盖时装及配饰、餐饮、电影院、超级市场、珠宝及钟表、其他，零售类业态占比高，时装及配饰占比不断提升，从 2019 年 40.8% 提升至 2024 年的 48.4%，反映出公司购物中心不断提档升级，成都太古里疫情后全面升级为重奢购物中心，北京三里屯太古里北区已调整至高奢化。3) 从品牌来看，尤其广州太古汇、前滩太古里、成都太古里、三里屯太古里入驻奢侈品牌数量较多，均在 30 家以上，包括 Hermès、Chanel、Louis Vuitton、Dior、Gucci、Prada 等头部奢侈品牌。4) 此外太古还将在内地布局 7 个商业项目，位于北京、上海、广州、西安、三亚，仍主要为高端项目。

图表 8 内地已落成 7 座购物中心（含裙楼）具体情况

序号	内地已落成零售物业组合	开业时间	类型	总楼面面积（万平方呎）	应占权益	合作方
1	北京三里屯太古里	2007（南区 & 北区）2021（西区）	潮奢向重奢调整	162	100%	-
2	广州太古汇	2011	重奢	153	97%	广州地铁
3	广州汇坊	2008	广州太古汇裙楼，主要布局餐饮业态	9	100%	-
4	北京颐堤港	2012	中高端	95	50%	远洋集团
5	成都太古里	2014	潮奢升级为重奢	135	100%	（远洋集团 2022 年退出）
6	上海兴业太古汇	2016	轻奢、潮奢	111	50%	香港兴业国际集团
7	上海前滩太古里	2020	重奢	119	50%	陆家嘴集团
合计		-	-	784	-	-

资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 内地购物中心零售业态呈上升趋势



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 公司高端购物中心奢侈品牌入驻情况

奢侈品牌	广州太古汇	前滩太古里	成都太古里	北京三里屯太古里	兴业太古汇
Hermès	1	1	1		
Chanel	1				
Louis Vuitton	1	1	1	1	
Dior	1	1	1	1	
Gucci	1	1	1	1	
Prada	1				
Fendi	1	1		1	
Burberry	1		1	1	
Valentino		1		1	
Balenciaga	1	1	1	1	1
Celine	1	1	1	1	
Bottega Veneta	1	1	1	1	
Zegna		1			1
Giorgio Armani		1			
Dolce&Gabbana	1				
Saint Laurent	1	1			
奢侈品牌总数	48	47	43	34	11

资料来源：高德地图，华创证券（截至 2025 年 3 月 24 日）

内地购物中心具有先发优势，高奢具有护城河，出租率保持高位。1) 公司购物中心落位时间早，占据城市核心位置，具有先发优势，如成都太古里位于成都老城核心春熙路商圈，广州太古汇位于新城中心天河区，三里屯太古里位于朝阳区核心地带且北京四环内（南为三环）禁止新增 1 万方以上商业设施¹。2) 高奢购物中心护城河高，公司高奢购物中心运营稳定，积累头部重奢品牌资源，出租率长期保持高位。上海兴业太古汇因调整

¹ 《北京市新增产业的禁止和限制目录(2022 年版)》中规定，东、西、北四环和南三环路以内，禁止新建建筑面积在 1 万平方米以上的商业设施（符合相关规划的民生保障项目除外）。

大型结构调整和改造工程, 导致出租率 2023-2024 年下降至 93%; 广州汇坊因增设与广州太古汇连廊、对铺位调改, 出租率暂时下滑至 78%; 其余项目出租率长期保持高位。

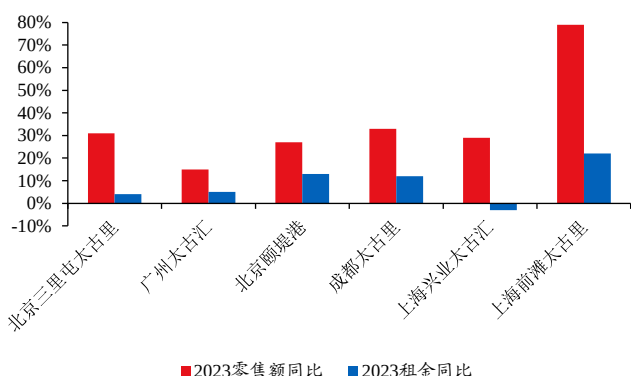
图表 11 内地购物中心出租率在 92% 以上

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
北京三里屯太古里	100%	99%	97%	94%	94%	98%
广州太古汇	99%	100%	99%	99%	100%	100%
广州汇坊	/	/	/	100%	100%	78%
北京颐堤港	100%	98%	100%	100%	99%	98%
成都太古里	97%	95%	96%	95%	97%	96%
上海兴业太古汇	98%	95%	97%	97%	93%	93%
上海前滩太古里	/	/	90%	93%	98%	98%

资料来源: 公司公告, 华创证券

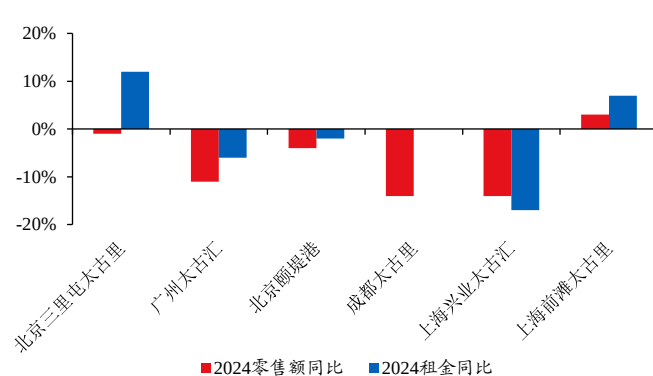
公司内地购物中心应占租金稳定性强, 三大主力项目 24 年约占内地购物中心应占租金的 86%。1) 重奢购物中心为引进奢侈品牌会提供装修补贴、免租期、以及封顶租金等条件, 导致重奢购物中心租金变化与零售额变化基本同向, 购物中心销售情况存在波动, 但租金变化幅度更小。2) 以 2023 年为例, 北京三里屯太古里、广州太古汇、北京颐堤港、成都太古里、上海前滩太古里零售额同比分别上升 31%、15%、27%、33%、79%, 租金收入增速分别为上升 4%、5%、13%、12%、22%。3) 2024 年广州太古汇、北京颐堤港零售额分别下降 11%、4%, 租金收入分别下降 6%、2%。成都太古里因铺位调改零售额下降 14%, 但租金基本维持稳定; 北京三里屯太古里零售额下降 1%, 但租金大幅增长 12%。3) 公司主要应占租金来源为广州太古汇、成都太古里、三里屯太古里, 所持权益分别为 97%、100%、100%, 2024 年三者合计内地占购物中心应占租金近 86%。其余约 14% 为北京颐堤港、上海前滩太古里及兴业太古汇, 主因公司对三者持股比例均为 50%。

图表 12 内地购物中心 2023 年零售额及租金变动



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 13 内地购物中心 2024 年零售额及租金变动



资料来源: 公司公告, 华创证券

1、北京太古里

北京太古里非奢侈品牌销售坚挺, 扩建和品牌升级助力未来租金增长。1) 北京重奢竞争格局长期较稳定, 且未来几乎无新竞争者入局, 基本为存量玩家竞争。北京重奢购物中心开业时间早, 且北京 2022 年正式规定东、西、北四环和南三环路以内, 禁止新建建筑面积在 1 万平方米以上的商业设施。2) 公司擅长区域深耕, 对三里屯太古里的运营延续

该风格，通过不断的调改升级以及扩建，从开业潮奢定位提档至重奢定位，奢侈品牌数已增长至 34 家，为全市购物中心第三，零售额和租金持续增长。如长期租赁南区西侧的雅秀商场，2021 年将其改造为西区，增加可出租面积 1.28 万方，腾挪空间在南区引入高客单价的韩国眼镜潮牌 Gentle Monster 等品牌；2024 年公司关闭瑜舍酒店，计划改造为零售空间，新增地上建面超 1 万方。3) 疫情后公司对北区品牌进行重奢化升级，头部奢侈品牌 LV、DIOR 等独栋门店即将开业贡献零售额和租金，叠加瑜舍酒店改造后新增出租面积，2025-2027 年三里屯太古里租金仍有望持续增长。

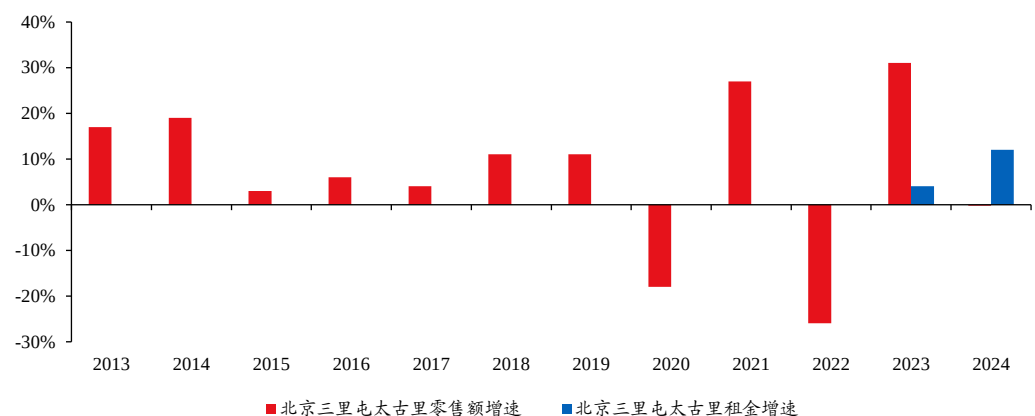
图表 14 北京主要含奢侈品牌的购物中心

购物中心	奢侈品牌数量 (家)	开业时间	建筑面积 (万方)	商圈
北京 SKP	86	2007 年 4 月	18	朝阳区 CBD 商圈
北京国贸	54	1990 年	23	朝阳区 CBD 商圈
三里屯太古里	34	2008 年 (南区) 2010 年 (北区) 2021 年 (西区)	15	朝阳区三里屯商圈
王府中环	33	2018 年 5 月	4.3	东城区王府井商圈
金融街购物中心	17	2007 年 9 月	13	西城金融街商圈
王府半岛	9	1989 年	7.8(酒店整体)	东城区王府井商圈
北京老佛爷百货	9	2013 年	4.7	西城西单商圈
华贸中心	2	2008 年	6	朝阳区 CBD 商圈

资料来源：相关公司官网，高德地图，华创证券（品牌数量截至 2025 年 3 月 24 日）

24 年向高单价品牌调改，零售额微降，租金收入增长 12%并创历史新高。北京三里屯太古里零售额基本长期保持增长，除 2020 年、2022 年因疫情影响导致零售额下降，2024 年因调改导致零售额下降 0.2%，但租金总额逆势增长 12%并创历史新高，体现成功向高单价品牌调改，非重奢区南区及西区品牌定位成功升级，租户偏好地标性旗舰店，包括迪桑特 DKL 动力实验室全球体验中心、耐克北京品牌体验店及优衣库北京三里屯全球旗舰店。

图表 15 2024 年三里屯太古里零售额下降 0.2%，租金增长 12%



资料来源：公司公告，华创证券

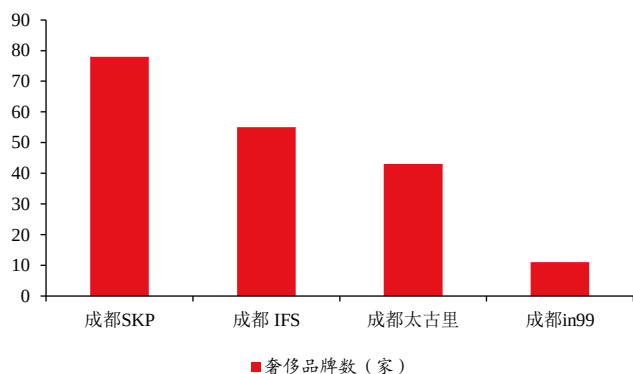
2、成都太古里

独栋+区位优势符合奢侈品牌提供奢华体验及宣传的需求，保障成都太古里租金稳定性。

1) 成都太古里位于成都核心春熙路商圈，是成都最繁华最具标志性的商业中心，成都太古里将传统建筑、文化与商业相结合，使项目有天然引流优势。2) 当前消费下行，部分奢侈品牌一边关闭在非头部购物中心或街边的门店，一边对位于头部购物中心的门店扩建和升级，以满足核心客户对奢华体验和个性化服务的需求。成都太古里为街区式购物中心，其独栋的大体量优势更符合当下头部奢侈品牌的需求，且在核心商圈打造店王、地标性店铺具有显著的展示、宣传效果。3) 成都重奢购物中心有成都 SKP、成都 IFS、成都太古里以及成都 in99，除太古里外，其余均为盒子式购物中心，太古里具有不可取代的优势，多个头部奢侈品牌及热门潮流运动品牌在太古里开设地标性门店，保障租金的稳定性。LOUIS VUITTON 在成都太古里开设 LV 之家，建筑面积超 200 平，后续又出中国首家餐厅“THE HALL 会馆”；24 年全球首家 FILA ATELIER 最高级别店铺、Goldwin 西南首店暨中国区最高级别旗舰店开业；25 年 3 月 TIFFANY 国内首家三层式旗舰店开业等。4) 成都太古里 24 年因品牌调改零售额同比下降 14%，但租金基本持平，反映了成都太古里租金的稳定性，此次大规模调改(2024 年 4 月完成 165 家店铺的升级或开业)提供了更多驻客的餐饮及体验业态、还引入了众多热门户外运动品牌的首店/旗舰店，预计未来租金仍有增长空间。

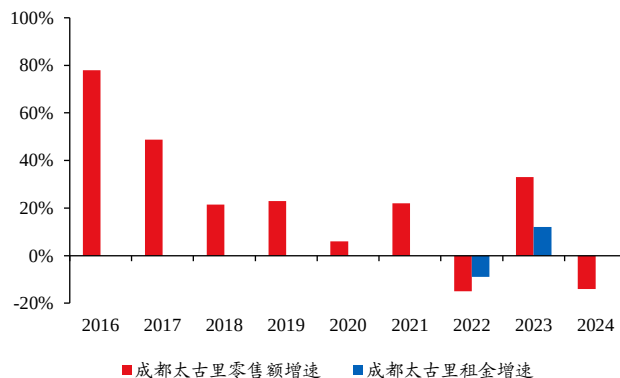
成都太古里租金波动相对零售额波动更稳定，2022 年零售额因疫情下滑 15%，租金下滑 9%，2024 年因大规模主动调改零售额下降 14%，租金基本与上年持平。且 2020 年疫情期间零售额并未下降，同比仍增长 6%，均体现其在成都独栋+区位的独特优势。

图表 16 成都重奢购物中心奢侈品牌数



资料来源：高德地图，华创证券（截至 2025 年 3 月 24 日）

图表 17 24 年成都太古里零售额下跌，租金持平



资料来源：公司公告，华创证券（23 年租金增速剔除增持影响）

图表 18 LV 之家



资料来源：成都太古里公众号，华创证券

图表 19 TIFFANY 国内首家三层式旗舰店



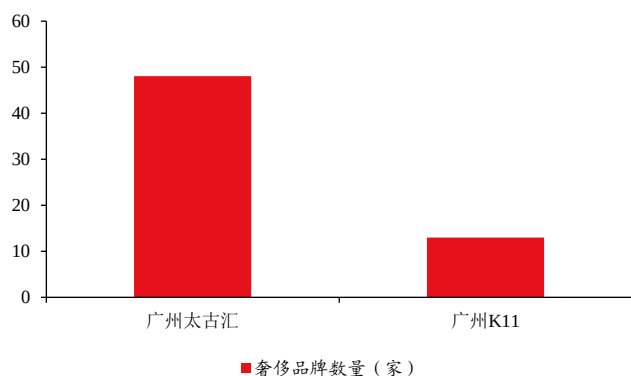
资料来源：成都发布，华创证券

3、广州太古汇

垄断地位下零售额波动冲击有限，广州太古汇扩建后预计远期租金较 24 年有约 30% 的增长空间。1) 广州太古汇为广州具有垄断地位的重奢购物中心，24 年广州 K11 启动品牌升级，25 年 3 月其奢侈品牌数量提升 13 家，远低于广州太古汇的 48 家。2) 广州太古汇与其他城市头部重奢购物中心相比奢侈品牌较少，主因广州太古汇体量偏小，建面仅 13.8 万方，但是全国为数不多引入六大头部奢侈品牌的重奢购物中心，常年属于“一铺难求”的状态，出租率常年保持在 99% 及以上，部分品牌只能以柜台形式入驻，这也导致了缺乏广州太古汇调改空间。3) 2024 年受日元贬值及经济下行影响，广州太古汇零售额、租金分别下降 11%、6%。考虑到广州太古汇的竞争地位，短期内零售额波动对租金冲击有限，且 2024 年公司拿下太古汇北面的广州文化中心大楼计划改造与太古汇连通，将新增商业面积 4.58 万平，极大提升品牌容量及丰富度，项目预计 2027 年起落地，广州太古汇远期租金较 24 年预计有约 30% 的增长空间。

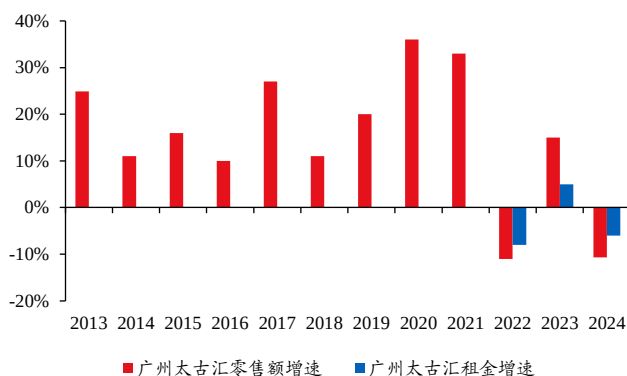
广州太古汇因其在当地重奢垄断地位，2021 年及以前零售额保持高增长，2020-2021 年零售额增速均在 30% 以上，2022 年受疫情影响零售额、租金分别下降 11%、8%、2024 年受消费外流等冲击零售额、租金分别下降 11%、6%。

图表 20 广州太古汇奢侈品牌数量为全市最多



资料来源：高德地图，华创证券（截至 2025 年 3 月 24 日）

图表 21 24 年广州太古汇零售额、租金下降 11%/6%



资料来源：公司公告，华创证券

4、持有 50%股权的项目：颐堤港、兴业太古汇、前滩太古里

公司持有 50%权益的三个购物中心合计应占租金有望持续增长。公司持有北京颐堤港、上海兴业太古汇、上海前滩太古里 50%权益，其均位于京沪核心区域。其中：1) 上海兴业太古汇位于南京西路商圈，直面上海恒隆广场的竞争，24 年因工程改造零售额、租金分别下降 17%、14%，未来即使消费继续下滑，项目权益占比较低对内地购物中心应占租金影响不大。2) 前滩太古里位于浦东前滩，虽然 2021 年才开业，凭借公司招商及运营能力，已为上海奢侈品牌数量前三的重奢购物中心，2026 年前滩综合发展项目（前滩太古里二期）落地后将新增 15 万方建面，项目体量扩大后有望培育为上海重奢购物中心第三极。3) 北京颐堤港位于朝阳区望京商圈，定位中端，随着酒仙桥板块开始供地，高端住宅入市后区域界面将得到改善，叠加北京太古坊（颐堤港二期）2026 年中起落地后将扩大项目体量，加深在望京区域的护城河，租金仍有望进一步增长。

5、新扩展计划

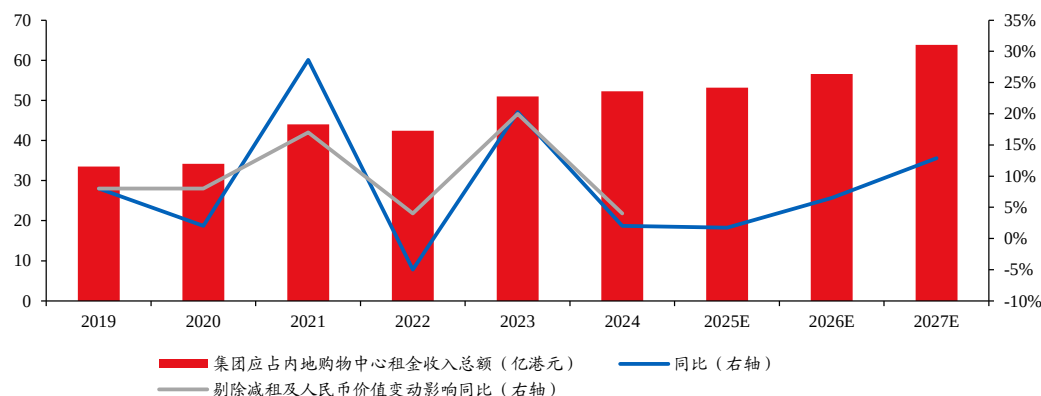
内地 500 亿港元投资计划为优势项目的扩建、续建，以及投资竞争程度相对较低的城市，项目全部落地后预计内地购物中心应占租金较 24 年提升约 50%。1) 对优势项目进行扩建、续建，不仅可以提高开业成功的概率、缩短所需培育期，还能拓宽优势项目体量，提升业态和品牌数量，加深优势项目在当地的护城河，包括北京太古坊、上海前滩综合发展项目以及广州天河路 387 号。我们在《购物中心——被低估的稳定现金流资产》中提到，高能级城市购物中心竞争激烈，只有足够大体量的购物中心可以通过丰富的业态以及足够数量的品牌持续吸引客流，网络效应下保持竞争优势。2) 西安太古里、三亚太古里定位重奢，广州聚龙湾定位中高端，陆家嘴太古源为高端社区商业。3) 存量扩建及增量新建项目集中于 2026-2027 年起落地，据测算内地购物中心远期应占租金较 24 年约有 50% 的增长空间。4) 考虑到消费下行趋势尚未看到明显好转，部分购物中心零售额 25 年或仍承压，三里屯太古里调改结束以及头部奢侈品牌落位贡献租金等，26-27 年新项目如期落位后贡献租金，据测算 25-27 年内地购物中心应占租金预计分别增长 2%、6%、13%。

图表 22 500 亿港元内地投资计划部分所投项目

发展中投资物业及酒店	总楼面面积（平）	预期落成时间	发展进度	定位
北京太古坊	375,837	2026 年中起	上盖和机电安装工程正在进行中	中高端二期
西安太古里	269,056	2027 年起		重奢
三亚太古里	213,162	2026 年起	地库和上盖工程进行中	重奢
上海前滩综合发展项目（上海前滩 21 号综合发展项目）	273,484（含住宅、写字楼等）	2026 年	办公楼部分已平顶和幕墙工程进行中；地库和零售部分建造工程进行中	重奢配套
上海陆家嘴太古源	268,158（含住宅、写字楼等）	2026 年起	地库建造和上盖工程进行中	社区商业
广州聚龙湾项目	32,678	2027 年上半年起	地库工程进行中	轻奢、潮奢
广州天河路 387 号	60,831	2027 年起	发展计划规划中	重奢扩建

资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 内地购物中心应占租金料将保持上升趋势



资料来源：公司公告，华创证券测算

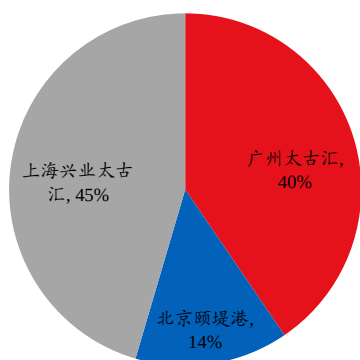
对购物中心的运营体现了公司坚持区域深耕的风格，以及调改积极、与品牌强绑定的能力。1) 太古地产坚持区域深耕，通过调改、扩建等方式一直不断加深核心项目优势，从打造太古坊和太古城中心，到增持及不断扩建内地购物中心。公司以长期自持的角度对购物中心进行开发、运营，能够在关键时点投入成本积极调改，获取更高的租金收益。2) 公司广州太古汇及前滩太古里奢侈品牌资源多，且实现三里屯太古里和成都太古里提档升级，一方面证明了公司运营能力强，另一方面也印证了公司具有较强奢侈品牌招商能力。

(二) 内地写字楼区位优势显著，其应占租金在新增项目落位后预计有 66% 增长空间

公司内地写字楼均位于一线城市核心位置，存量项目租金短期或承压，但影响幅度有限。

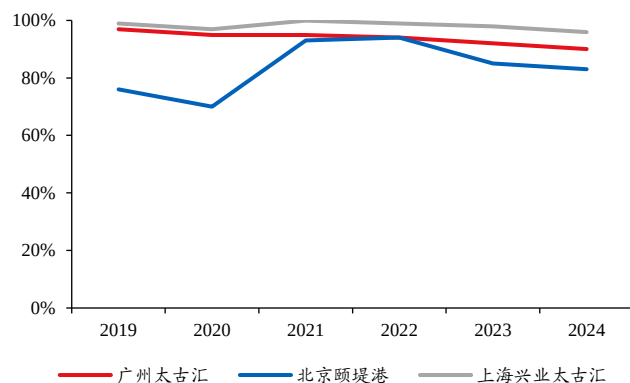
1) 公司长期持有 3 个内地写字楼项目，包括广州太古汇、北京颐堤港、上海兴业太古汇，合计总楼面面积 418 万平方呎 (38.8 万平方米)，三个项目权益占比分别为 97%、50%、50%。2) 租金稳定性较强，2019-2023 年内地写字楼应占租金收入基本在 7.9-8.8 亿港元，除 2020 年因疫情影响租金同比下降 4%，以及 2011 年同比上升 11%，其余年份波动比较小。2024 年应占租金 8.46 亿港元，同比微降 1%，但剔除汇率波动影响来看，同比上升 1%。在市场供给增加及需求较疲软的情况下，存量项目租金仍较稳定，主因项目区位好，广州太古汇、北京颐堤港、上海兴业太古汇分别位于天河路中央商务区核心地段、酒仙桥商圈、静安南京西路商圈核心地段。3) 2024 年第四季度北京颐堤港及上海兴业太古汇租金单价同比出现了一定下滑，从 2023 年 Q4 的 200 中位至 300 中位、300 中位至 400 中位元/平方米，下降至 2024 年 Q4 的 200 低位至 200 中位、300 低位至 400 低位元/平方米，但 2024 年广州太古汇租金逆势上涨 4%，综合来看未来内地写字楼应占租金收入降幅稳定。

图表 24 内地写字楼面积占比



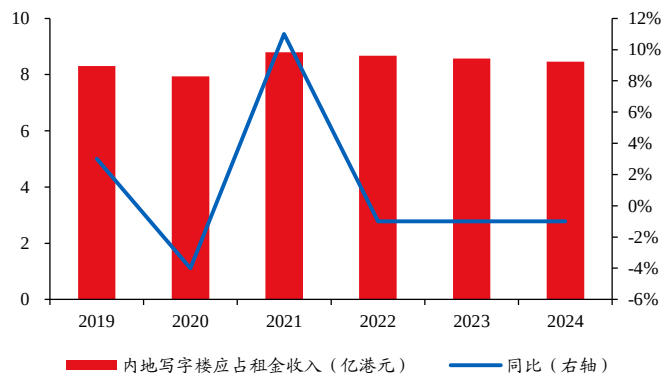
资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 2024 年内地写字楼出租率小幅下降



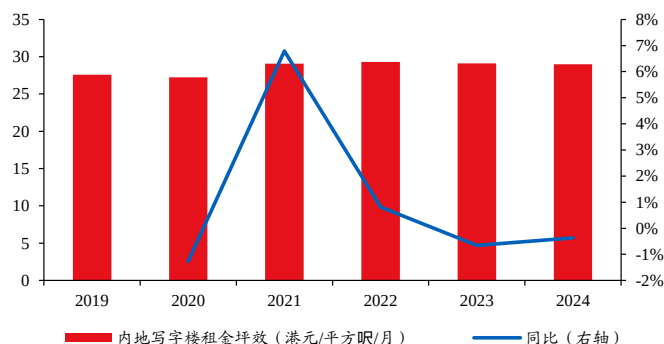
资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 内地写字楼应占租金降幅稳定约 1%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 内地写字楼 24 年租金坪效降幅收窄至 0.4%



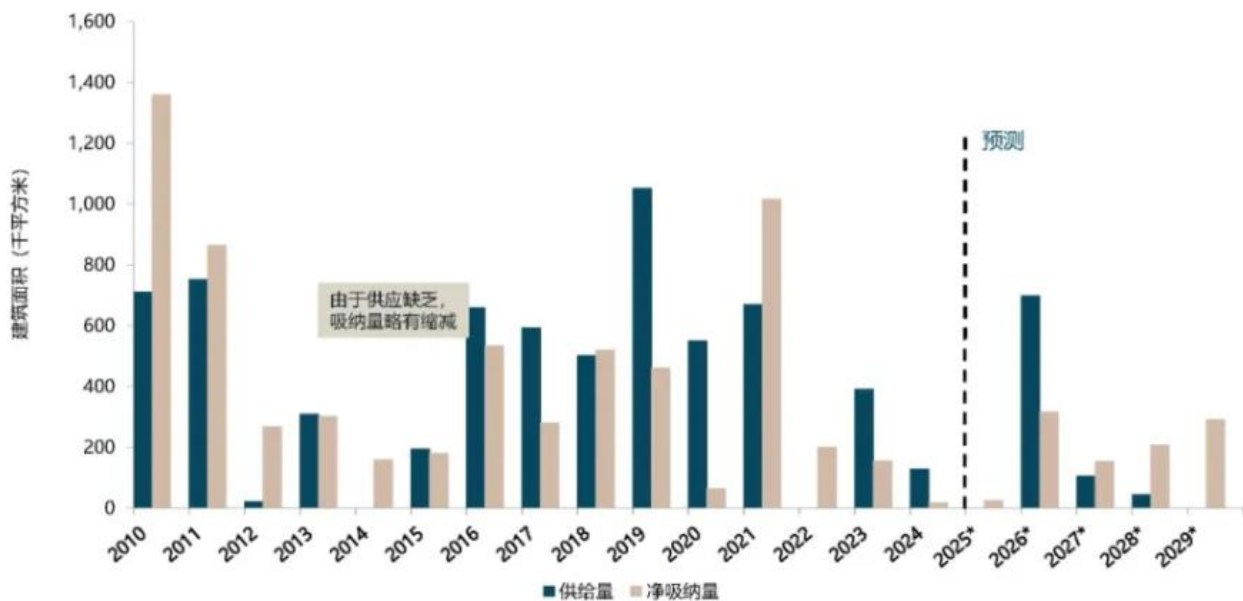
资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 28 内地写字楼租金单价 (元/平方米)

内地写字楼	2019Q4	2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q4	2024Q4
广州太古汇	100 中位至 200 低位	100 中位至 200 低位	100 中位至 200 低位	100 中位至 200 低位	100 中位至 200 低位	100 中位至 200 低位
北京颐堤港	200 高位至 300 低位	200 低位至 200 高位	200 低位至 300 中位	200 中位至 300 中位	200 中位至 300 中位	200 低位至 200 中位
上海兴业太古汇	300 中位至 400 中位	300 中位至 400 中位	300 中位至 400 中位	300 中位至 400 中位	300 中位至 400 中位	300 低位至 400 低位

资料来源：公司公告，华创证券

图表 29 北京市场仍需一段时间吸纳写字楼新增供给量



资料来源: 仲量联行

发展中项目最早于 2026 年落地贡献租金, 仍位于一线城市较核心区位, 远期应占租金较 24 年有约 66% 的增长空间。公司在内地有 3 个发展中写字楼项目, 合计面积约 515 万平方米, 发展中项目基本于 2026 年落地, 落地后内地写字楼项目体量将超 930 万平方米。发展中项目均位于北京、上海, 分别为北京太古坊 (颐堤港项目二期)、上海前滩综合发展项目 (上海前滩太古里二期)、上海陆家嘴太古源, 均位于城市较核心位置, 入市后将贡献租金收入, 据我们测算远期内地写字楼应占租金较 24 年有约 66% 的增长空间。

图表 30 内地发展中写字楼位于北京、上海

内地发展中写字楼项目	写字楼面积 (万平方米)	权益占比	预期落成时间	发展进度
北京太古坊	281	50%	2026 年中起	上盖和机电安装工程正在进行中
上海前滩综合发展项目 (上海前滩 21 号综合发展项目)	135	40%	2026 年	办公楼部分已平顶和幕墙工程进行中; 地库和零售部分建造工程进行中
上海陆家嘴太古源	99	40%	2026 年起	地库建造和上盖工程进行中

资料来源: 公司公告, 华创证券

三、香港写字楼及购物中心位于核心位置，应占租金逐步探底

（一）香港写字楼短期内承压，但预计应占租金降幅有限

香港写字楼同样具有区位优势，租金单价高。1) 公司香港写字楼主要位于核心地段，截至 2024 年合计在管面积 1001 万平方呎（93 万平米），包括位于香港岛中西区核心地段的太古广场、东区的太古坊等。2) 太古广场及太古坊合计面积占公司香港写字楼面积 86%，主要为银行/金融/证券/投资、贸易、会计/法律、保险、科技等大型企业，如太古广场的租户包括德勤、中信里昂、贝恩、大和资本、法国银行、腾讯控股、红杉资本、法国兴业银行等。3) 并且香港写字楼租金单价高，2024 年末太古广场一座/二座租金单价为 85-95 港元/平方呎，相当于 915-1023 港元/平方米。

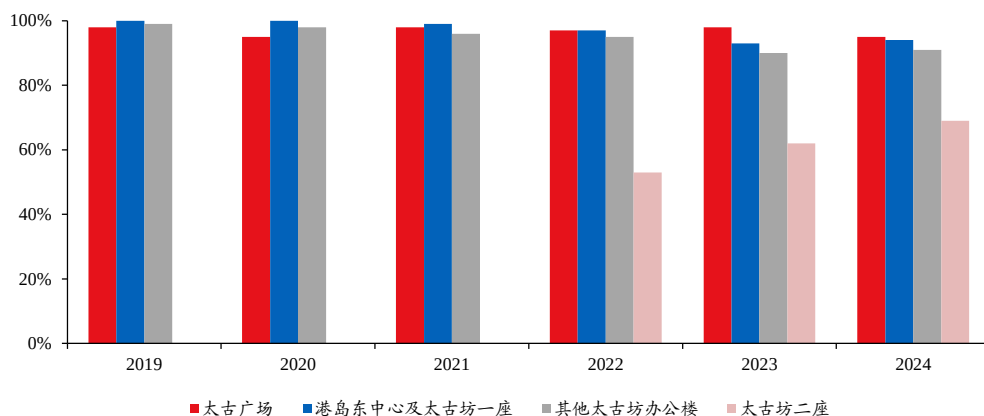
图表 31 香港写字楼项目具体情况

香港写字楼	总楼面面积 (万平方呎)	出租率 (2024. 12. 31)	权益占比	2024年租金 变动	最新租金 (港元/平方呎)
太古广场	219	95%	100%	-16%	太古广场一座/二座：85-95；太古广场三座：80-90
太古坊整体	643	93%	-	-10%	-
太古坊-港岛东中心及太古坊一座	232	94%	100%	-10%	50低位至60中位
太古坊-太古坊二座	99	69%	100%	-	50低位至50高位
太古坊-其他办公楼	312	91%	50%/100%	-13%	40低位至40高位
其它	138	80%	26.67%/50%/100%	-	-
总计	1001	93%	-	-	-

资料来源：公司公告，华创证券

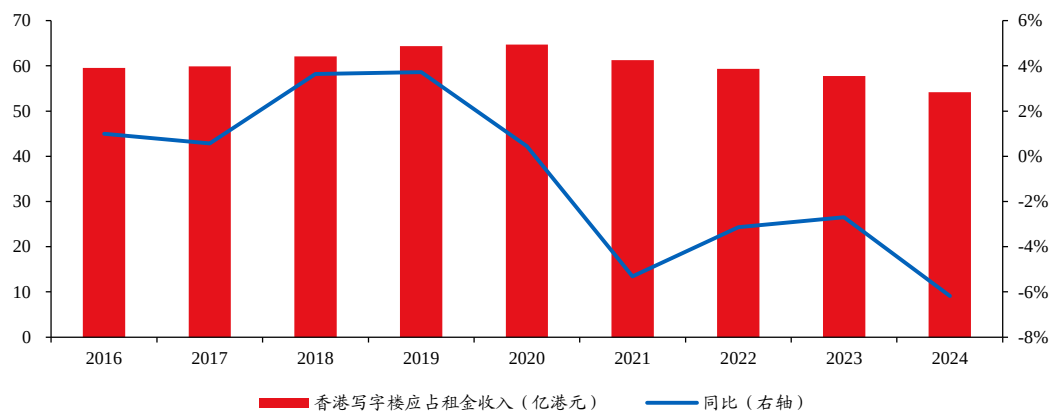
以价换量保障出租率，核心资产表现好于香港整体。1) 由于经济疲软及供给增加，香港写字楼整体出租率持续下滑，2024 年末为 93%，太古广场及太古坊出租率仍在 93%及以上，但明显好于香港整体甲级写字楼出租率 87%。太古坊二座于 2022 年下半年落成，仍处于出租率爬升阶段。2) 2021 年以来公司应占租金收入呈下降趋势，因为市场供大于求，公司降低租金保持出租率。2024 年公司香港写字楼应占租金 54.15 亿港元，同比下降 6%，剔除出售资产影响同比下降 4%。3) 截至 2024 年末，香港写字楼 85.4%出租面积在 2026 年及以后到期，叠加处于核心区位，预计短期出租率有保障且应占租金下降幅度有限。

图表 32 2019-2024 年香港写字楼出租率



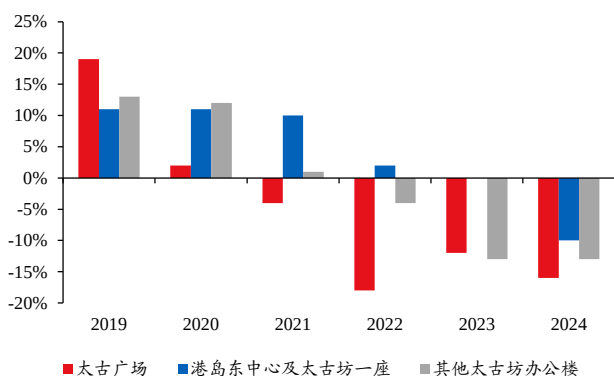
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 33 2024 年香港写字楼应占租金下跌 6%



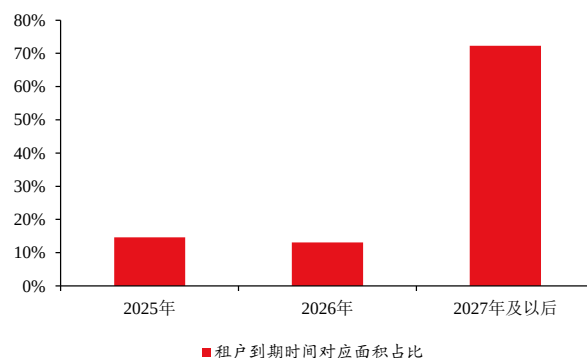
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34 香港写字楼租金单价仍下降



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35 85.4%出租面积在 2026 年及以后到期



资料来源: 公司公告, 华创证券 (截至 2024 年 12 月 31 日)

(二) 香港购物中心为区域头部项目，租金波动小

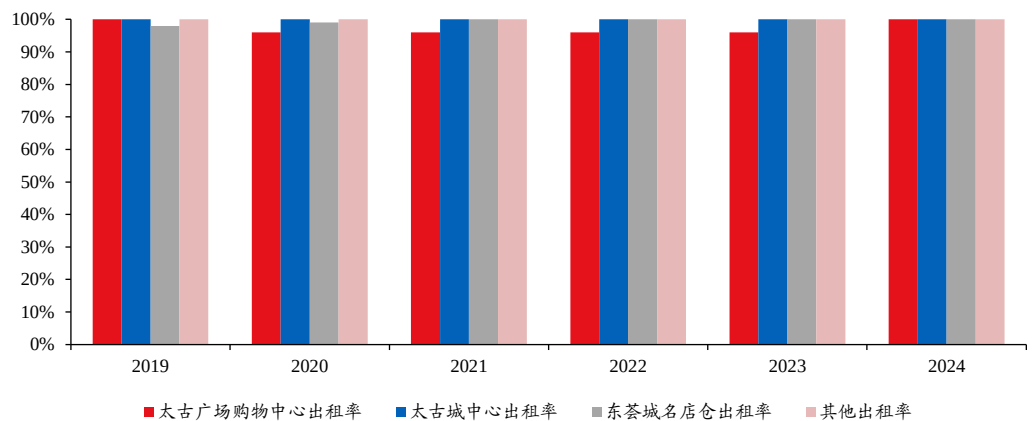
香港购物中心地理位置优越且为区域头部项目，常年保持高出租率。公司香港在管购物中心仅 3 座，基本与写字楼分布一致，包括中西区金钟的重奢购物中心太古广场、东区太古坊附近的综合型中高端购物中心太古城中心、以及持股 26.67% 的香港最大的奥特莱斯东荟城名店仓，其余为零散商铺。在管购物中心及商铺合计面积 316 万平方呎，出租率常年保持高位，2024 年底三座购物中心均实现满租。

图表 36 香港购物中心具体情况

项目名称	开业时间	区位	定位	总楼面面积 (万平方呎)	权益占比	出租率 (2024. 12. 31)	2024年零售额 变化
太古广场购物商场	1988年	中西区金钟	重奢	71	100%	100%	-10.70%
太古城中心	1982年	东区	中高端	110	100%	100%	-2.30%
东荟城名店仓	2000年	离岛区	香港最大奥特莱斯	80	26.67%	100%	-3.90%
其他	-	-	商铺	55	26.67%/60%/100%	-	-
总计	-	-	-	316	-	-	-

资料来源：公司公告，高德地图，华创证券

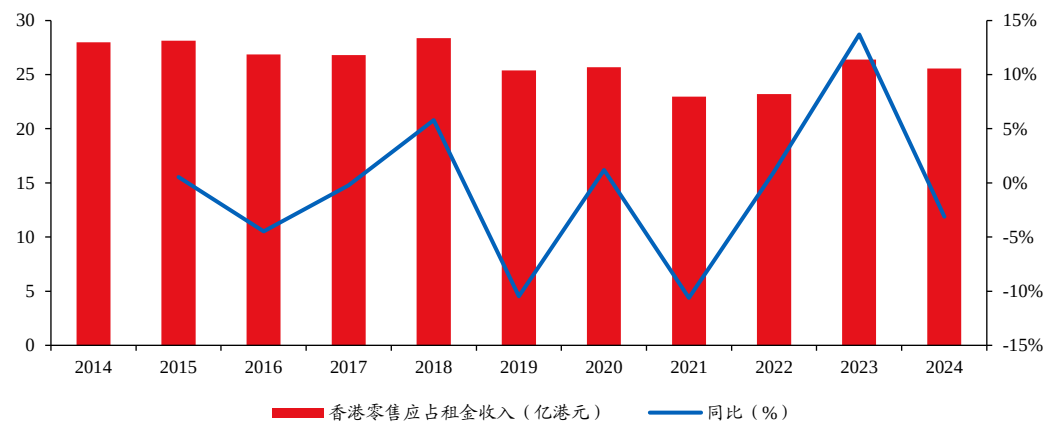
图表 37 2019 年以来香港购物中心及商铺出租率在 96% 以上



资料来源：公司公告，华创证券

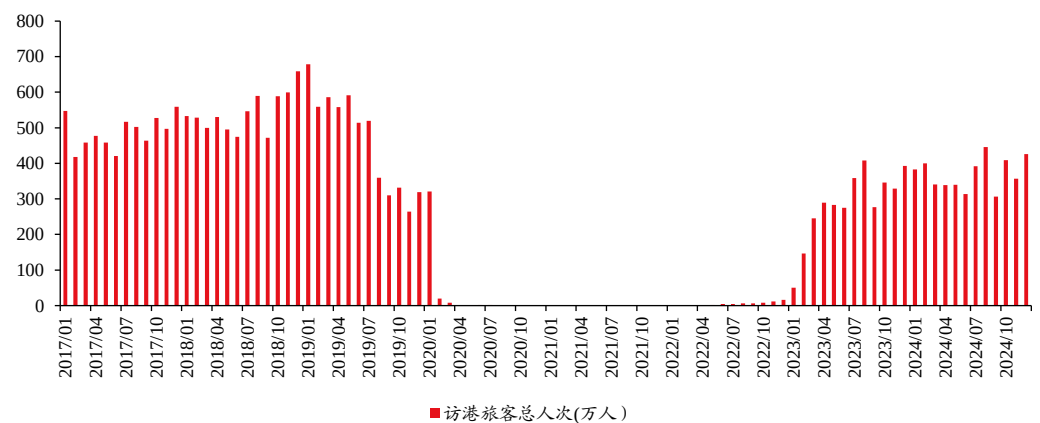
过去 10 年香港购物中心应占租金中枢约 26 亿港元，租金波动小于零售额波动。1) 香港购物中心开业时间早，整体应占租金波动较小，仅 2019 及 2021 年因社会事件、疫情及减租等因素导致租金降幅达 10%，2014-2024 年应占租金中枢约 26 亿港元，2024 年应占租金收入为 25.56 亿港元，同比小幅下滑 3%，应占租金相较于零售额变动更小。2) 2024 年上半年因外游趋势持续、高息环境及游客消费模式改变等因素对香港零售市场产生影响，公司太古广场购物商场、太古城中心和东荟城名店仓的零售销售额分别下跌 13%、4% 以及 3%；但从全年零售额明显好于上半年，2024 年太古广场购物商场、太古城中心和东荟城名店仓的零售销售额分别下跌 10.7%、2.3% 以及 3.9%。2) 根据香港旅业网数据，访港旅客总人次逐步增长，2025 年 1 月达 474 万人，恢复至 2019 年上半年客流的 82%。随着未来访港旅客人数持续增加，公司购物中心的核心区位以及强劲的营销活动、会员奖赏计划等保障下，租金收入具备一定稳定性。

图表 38 香港零售物业应占租金



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 访港旅客人数尚未达到 2018 年高峰水平



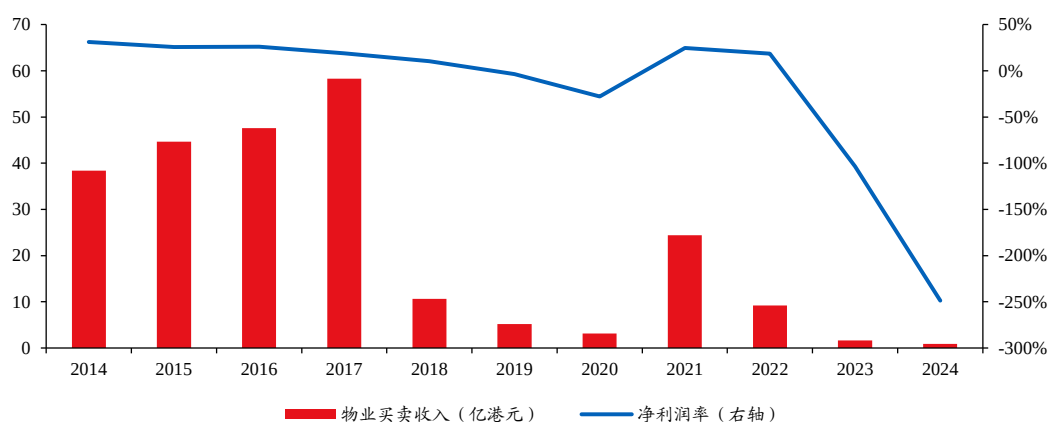
资料来源：香港旅业网，华创证券

四、物业销售营收与项目交付相关，2025 年起进入收入确认高峰

物业销售营收的确认与项目竣工后住宅交付时间相关，2025 年起进入收入确认高峰期。

1) 2017 年后物业买卖收入大幅降低主因无大规模项目交付。2023 及 2024 年基本为项目尾盘续销，物业买卖收入较低，且产生了较高的市场推广费，导致该业务分别小幅亏损 1.72、2.19 亿港元。2) 公司住宅项目土储位于香港、上海、迈阿密、印度尼西亚的雅加达、泰国曼谷、越南胡志明，均为一线城市，且以豪宅、高端住宅为主，项目单价高，整体去化率或开盘去化率较高。如上海陆家嘴太古源第一批次销售均价达 16.98 万元/平。3) 公司住宅项目从 2025 年起迎来收入确认高峰期，资金回流反哺千亿港元投资计划。香港海盈山项目 131 个单位、印度尼西亚 Savyavasa 项目 123 个项目均于 2025 年确认销售收入。2026 年起上海、香港等多个大体量、高货值项目也将迎来结算。

图表 40 2024 年物业买卖收入 0.88 亿港元



资料来源：公司公告，华创证券

图表 41 公司土地储备主要位于香港、上海以及东南亚

项目建设进度	地区	住宅项目	总楼面面积 (万平方米, 以 100% 为基准)	实际/预计竣工日期	权益占比
已落成	中国香港	湾仔 EIGHT STAR STREET	0.2	2022	100%
		黄竹坑海盈山	51.9	2024	25%
发展中	中国香港	柴湾内地段第 178 号	69.2	2025 起	80%
		湾仔皇后大道东 269 号	10.3	2026	100%
		鲗鱼涌英皇道 983-987A 号及滨海街 16-94 号	44.0	2028	50%
	中国内地	上海前滩综合发展项目	115.9	2025 起	40%
		上海陆家嘴太古源	122.3	2026 起	40%
	印度尼西亚	雅加达南部 Savyavasa	112.3	2024	50%
	越南	胡志明市 Empire City	535.7	2029	15.73%
	泰国	曼谷无线电路	163.2	2029	40%
持作发展或供出售	美国	佛罗里达州迈阿密 South Brickell Key	55.0	规划中	100%
		佛罗里达州迈阿密 Brickell City Centre	52.3	不适用	100%
		North Squared 用地			

资料来源：公司公告，华创证券（截至 2024 年 12 月 31 日）

图表 42 公司内地住宅项目销售情况

物业销售 (截至2024年12月31日)	开盘时间	总可售面积 (平)	剩余可售面 积 (平)	签约面积 (平)	平均售价 (元/平)	去化率
上海世纪前滩·天御	2023.5	68,564	1,331	67,233	129,800	98%
上海世纪前滩·天汇	2023.11	39,404	5,021	34,383	132,000	87%
上海陆家嘴太古源邸一批次	2024.12	17,088	1,303	15,785	169,800	92%

资料来源：公司公告，华创证券

五、2024 年酒店营收占比约 6%，折旧前营业溢利仍为正

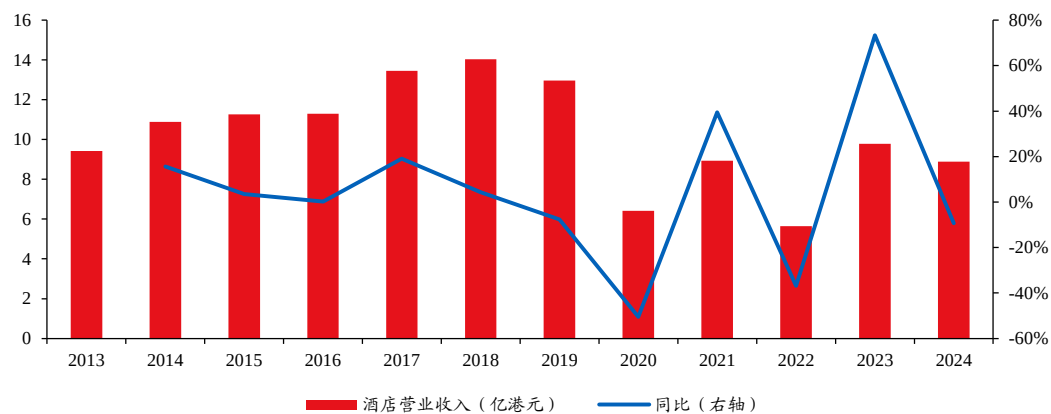
酒店营收因旅客出行有一定波动，折旧前营业溢利仍为正。1) 自上市以来，酒店业务营收占比在 10%以内，疫情后因出行恢复较缓慢，2024 年占比为 6%。2) 公司旗下酒店主要位于香港、北京、上海、广州、成都、迈阿密的商业综合体项目处，酒店定位包括高端、中高端，自有品牌包括“居舍”（奕居、瑜舍、镛舍、博舍）和“东隅”两个系列。截至 2024 年末，公司在中国香港、内地，以及美国迈阿密控股或持股运营 13 家酒店，其中 3 家为全资持股，另外 2 家公司轻资产运营的酒店。3) 酒店营收与游客、商务旅客出行相关，2024 年香港旅游业复苏较慢以及迈阿密文华东方收入下跌，内地酒店平均客房收入稳步提升，公司酒店实现营收 8.88 亿港元，同比下降 9%。与现金净流入最相关的折旧前营业溢利较低，2024 年为 0.17 亿港元。

图表 43 公司持有及轻资产管理酒店

地区	酒店	位置	持有益	客房数量 (间)	是否由太古 酒店管理
中国香港	奕居	太古广场	100%	117	是
	香港东隅	太古城	100%	331	是
	逸泰居	-	0%	501	是
	香港 JW 万豪酒店	太古广场	20%	-	否
	香港港丽酒店	太古广场	20%	-	否
	香港香格里拉大酒店	太古广场	20%	-	否
	香港诺富特东荟城酒店	东涌	26.67%	-	否
	香港银樾美憬阁精选酒店	东涌	26.67%	-	否
中国内地	瑜舍	2024 年计划转做零售			
	北京东隅	颐堤港	50%	365	是
	博舍	成都太古里	100%	142	是
	镛舍	上海兴业太古汇	50%	213	是
	文华东方酒店	广州太古汇	97%	263	否
	素凯泰酒店	上海兴业太古汇	50%	201	否
美国	迈阿密东隅	Brickell City Centre	0%	352	是
	迈阿密文华东方酒店	Brickell City Centre	75%	326	否

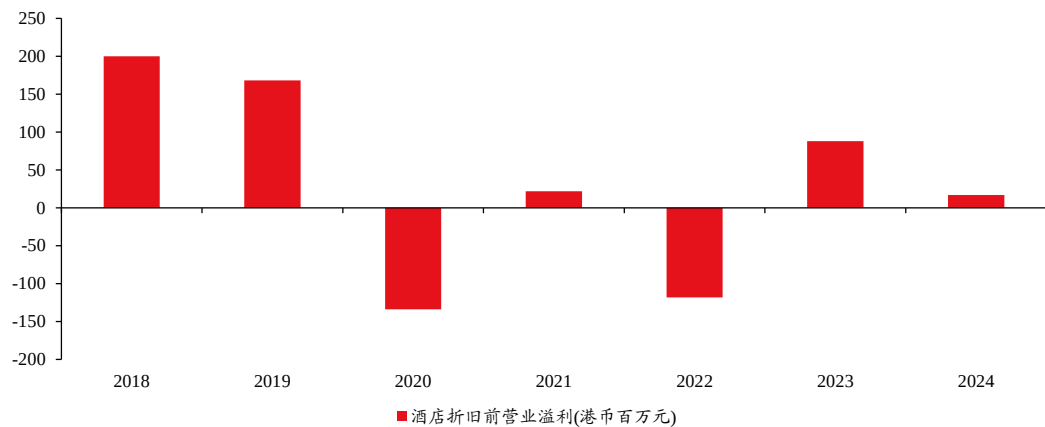
资料来源：公司公告，华创证券（截至 2024 年 12 月 31 日）

图表 44 2024 年酒店营收营收 8.88 亿港元，同比下降 9%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 2024 年酒店折旧前营业溢利为正



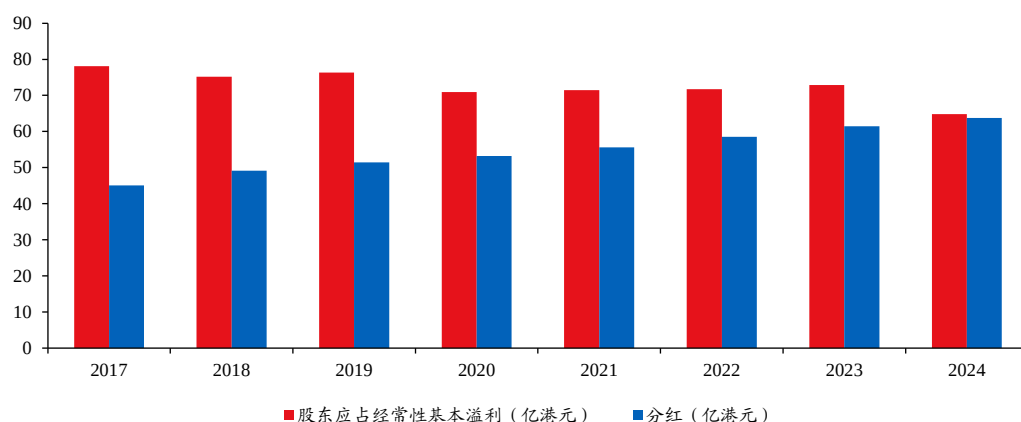
资料来源：公司公告，华创证券

六、千亿投资推进以及杠杆空间充足，保障分红中单位数增长

(一) 分红目标中单位数增长，内地投资物业落地打开租金空间

股息目标中单位数增长，内地投资物业落地保障兑现度。1) 公司分红目标是实现股息的持续增长，具体包括派发约 50% 的基本溢利作为普通股息，且每年股息以中单位数的幅度增长。2) 2017-2024 年分红持续增长，2024 年每股派息 1.1 港元，实现同比增长 5%。股东应占经常性基本溢利对分红保障比例仍超 100%。因投资计划加杠杆，2024 年利息支出明显增加，财务费用净增加 4.71 亿港元，侵蚀部分股东应占经常性基本溢利，导致其对分红保障比例有所下降。3) 2026 年开始内地将迎来新一轮购物中心及写字楼开业高峰，提升股东应占经常性基本溢利，持续增长的分红目标有保障。

图表 46 股东应占经常性基本溢利对分红保障率超 100%



资料来源：公司公告，华创证券

(二) 2026-2027 年新项目密集落地，2025 年开始将面临较高资本支出

2027 年后内地应占物业面积仍有 82% 增长空间，2025 年开始将面临较高的资本支出。

1) 2022 年 3 月公司宣布未来 10 年投资 1000 亿港元的发展计划，将在内地、香港、及住宅项目（包含东南亚等地区）投资 500 亿港元、300 亿港元、200 亿港元，截至 2025 年 3 月 7 日，已承诺的投资额为 670 亿港元。2) 其中内地已承诺投资额为 460 亿港元，占计划投资额的 92%，项目将于 2026 年和 2027 年集中落地，2024 年末内地已落成应占物业面积 1044 万平方米，2027 年以后预计已落成应占物业面积将达 1895 万平方米，内地租金收入还将持续增长。3) 对应千亿投资项目落地，2025 年开始公司投资物业及酒店将迎来较高资本支出，2025 年-2028 年及以后分别为 83.77、70.14、41.28、121.38 亿港元。

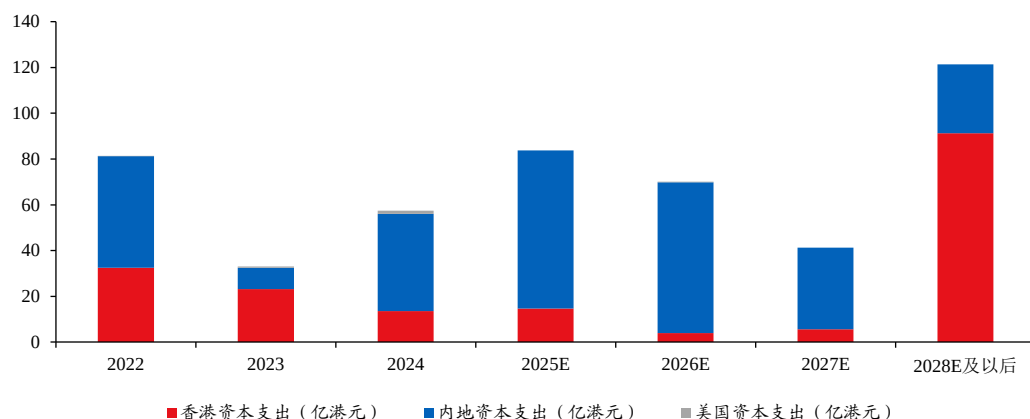
图表 47 公司内地发展中项目将于 2026 年和 2027 年集中落地

项目	总楼面面积（以 100% 计，万平方米）	持有权益	预期落成	发展进度
北京太古坊	37.6	49.90%	2026 年中起	上盖和机电安装工程正在进行中
三亚太古里	21.3	50%	2026 年起	
上海前滩综合发展项目（上海前滩 21 号综合发展项目）	27.3	40%	2026 年	地库和上盖工程进行中
上海陆家嘴太古源	26.8（含住宅）	40%	2026 年起	办公楼部分已平顶和幕墙工程进行中；地库和零售部分建造工程进行中

西安太古里	26.9 (含住宅)	70%	2027 年起	地库建造和上盖工程进行中
广州聚龙湾项目	3.3 (可能增至 15)	50%	2027 年上半年起	地库工程进行中
广州天河路 387 号	6.1	97%	2027 年起	发展计划规划中

资料来源：公司公告，华创证券

图表 48 2025 年投资物业及酒店资本支出预计超 80 亿港元

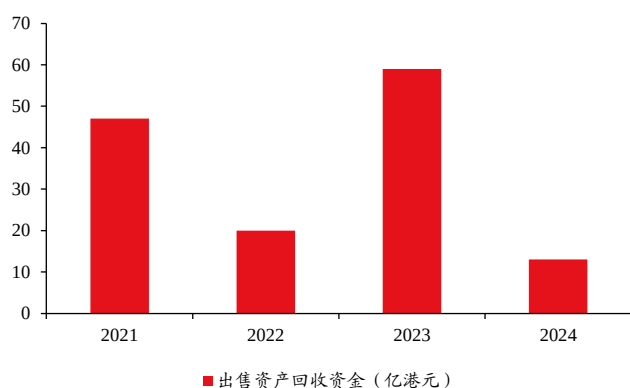


资料来源：公司公告，华创证券

(三) 有息负债权益比仅 17%，加杠杆空间充足

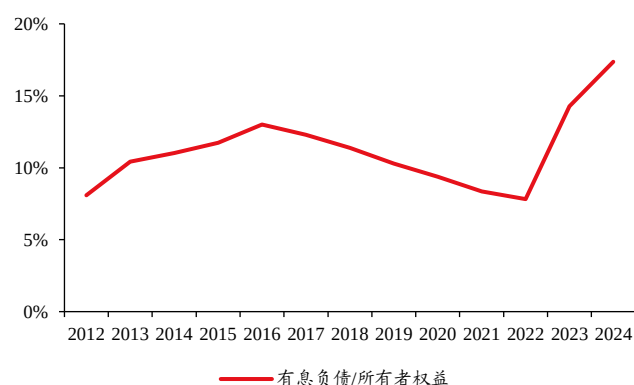
公司出售非核心资产回收资金，且杠杆空间充足。1) 公司通过出售资产回收资金，2021-2024 年通过出售香港和迈阿密的投资物业回笼现金 127.3 亿港元，公司还将继续出售非核心资产回笼资金，投入到“千亿港元投资计划中”，如公司计划出售 Brickell City Centre 待开发地块。2) 2024 年公司所有者权益为 2784.3 亿港元，有息负债/所有者权益仅为 17%，公司杠杆提升空间充足。

图表 49 2021-2024 年出售资产回收 127 亿港元



资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 2024 年有息负债/所有者权益为 17%



资料来源：公司公告，华创证券

七、盈利预测与估值

公司香港和内地的购物中心、写字楼贡献稳定的经营利润，2026-2027 年新项目落地后租金有望进一步增长。1) 公司所持投资物业位于核心高能级城市核心区位，区位+强运营优势下，租金抗风险能力更强，2024 年物业投资同比仅下滑 1%。2) 内地购物中心应占租金逆势增长，其中北京三里屯太古里调改升级后租金同比增长 12%，体现出公司购物中心的 α 属性。3) 千亿投资计划下 7 座内地购物中心将于 2026-2027 年集中开业，其中 3 个项目为存量优势项目扩建或续建，落成后增大体量、提升业态和品牌数量，能够增强在当地的护城河。4) 新项目落地、以及存量项目完成向高客单价调改升级后，内地购物中心租金还有较大成长空间，将成为租金贡献主力。

物业投资业务办公楼具有区位优势，租金已过快速下跌期，下跌空间有限，2026-2027 年内地购物中心将有望贡献增量租金，预计物业投资营收 2025-2027 年分别为 133.2/133.6/137.4 亿港元，同比分别-1%/+0%/+3%。1) 香港办公楼租金短期内仍承压：香港办公楼主要为太古广场、太古坊，均位于核心区域，因供给持续增加、需求疲软，短期内租金仍承压，预计 2025-2027 年同比下降 4%/3%/0%。2) 香港零售物业租金下滑空间有限：香港零售物业主要包括太古广场、太古城中心及东荟城（奥特莱斯），均为区域头部购物中心，零售额波动对租金波动冲击小，预计 2025-2027 年租金同比分别-1%/+1%/+2%。3) 内地购物中心租金有望持续增长：2025 年内地购物中心基本完成调改，部分项目顶尖奢侈品牌落位后贡献租金，2027 年新项目西安太古里、广州天河路 387 号开业，预计 2025-2027 年租金同比分别增长 1%/3%/6%。4) 内地写字楼仍有增长空间：并表项目租金较为坚挺，2024 年仍实现 4%的同比增长，预计 2025-2027 年租金同比分别 2%/2%/1%。

物业销售业务：2025 年起随着住宅项目连续交付，物业销售将进入结算高峰期，预计 2025-2027 年物业销售营收分别为 3.87/7/39.2 亿港元，同比分别增长 339%/81%/460%。

酒店业务：随着访港客流人数的不断增加，酒店营收将迎来好转，预计 2025-2027 年营收分别增长 2%/3%/5%。

整体来看，预计公司 2025-2027 年营收分别为 146/150/186 亿港元，同比增长 1%/3%/24%；毛利率因新开业购物中心增加以及物业销售业务占比提升影响有所下滑，分别为 69.0%/67.8%/60.5%；预计归母净利润分别为 26/41/57 亿港元，同比分别增长 440.1%、58.1%/37.9%。公司租金（物业投资营收）增长以及物业销售回流大量现金，保障分红中单位数增长的目标，预计 2025-2027 年每股股息分别为 1.16/1.22/1.28 港元，同比分别增长 5%/5%/5%。

图表 51 盈利预测 (港元)

(百万)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14428	14616	14995	18638
YoY	-2%	1%	3%	24%
毛利润	10170	10078	10167	11274
YoY	-2%	-1%	1%	11%
毛利率	70.49%	69.0%	67.80%	60.49%
物业投资	13452	13323	13362	13739
YoY	-1%	-1%	0%	3%
物业投资毛利	10105	9926	9955	10235
物业投资毛利率	75.1%	75%	75%	75%
—办公楼	5,488	5291	5152	5156
YoY	-6%	-4%	-3%	0%
—香港办公楼租金	5109	4905	4758	4758
YoY	-7%	-4%	-3%	0%
—内地办公楼租金	379	387	394	398
YoY	4%	2%	2%	1%
—零售物业	7,388	7439	7596	7938
YoY	3%	1%	2%	5%
—香港零售物业租金	2369	2345	2369	2416
YoY	-3%	-1%	1%	2%
—内地零售租金	4489	4537	4654	4932
YoY	7%	1%	3%	6%
—其他	530	557	573	590
YoY	6%	5%	3%	3%
—住宅	440	453	467	490
YoY	2%	3%	3%	5%
—其他收入 (物业管理)	136	140	147	154
YoY	16%	3%	5%	5%
物业销售	88	387	700	3920
YoY	-47%	339%	81%	460%
物业销售毛利	26	116	175	980
物业销售毛利率	30%	30%	25%	25%
酒店	888	906	933	980
YoY	-9%	2%	3%	5%
酒店毛利	39	36	37	59
酒店毛利率	4%	4%	4%	6%

资料来源: Wind, 华创证券测算

公司具有稳定增长的分红目标, 且千亿投资计划下租金仍有增长空间, 保障分红目标的实现。公司股息稳定增长可较清晰预测, 适用 DDM 模型估值。1) 参考 10 年期美债收益率, 假设无风险收益率约 4%, 风险溢价率为 6.5%, 计算股权投资成本 r 为 7.9%; 2) 考虑到新项目落地以及存量项目调改升级均贡献增量租金收入, 假设 2026-2029 年年股息增长率为 5%, 2030-2033 年年股息增长率为 3%, 永续增长率为 1.5%。3) 经测算, 2025 年每股净现值为 21.5 港元。

图表 52 DDM 估值

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
DPS (港元)	1.16	1.22	1.28	1.34	1.41	1.45	1.50	1.54	1.59
增长率		5%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%
永续增长率									2%
终值									25
收益	1.16	1.22	1.28	1.34	1.41	1.45	1.50	1.54	26.58
每股净现值 (港元)	21.50								

资料来源: Wind, 华创证券测算

八、风险提示

投资项目落地不及预期：公司内地投资物业计划于 2026-2027 年集中开业，若开业进度不及预期，将影响公司租金收入。

居民消费下行超预期：公司零售物业收入受香港、内地居民及旅客消费影响，若超预期下行将影响公司旗下购物中心的租金收入。

写字楼、购物中心供给增加导致竞争加剧：写字楼及购物中心供给的增加，会加剧竞争，导致空置率走高，租金单价下降，将影响公司投资物业的盈利能力。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万港元	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,121	5,459	6,349	6,442
应收款项合计	4,205	4,253	4,366	5,440
存货	12,751	13,951	13,951	12,451
其他流动资产	5,014	2,593	2,810	4,425
流动资产合计	27,091	26,256	27,476	28,758
固定资产净额	3,623	3,610	3,636	3,667
权益性投资	31,463	36,218	39,450	41,250
其他长期投资	287,863	291,163	293,663	294,663
商誉及无形资产	1,559	1,414	2,056	2,653
土地使用权	3,653	3,521	3,562	3,619
其他非流动资产	174	500	1,000	1,999
非流动资产合计	328,335	336,426	343,367	347,851
资产总计	355,426	362,682	370,843	376,609
应付账款及票据	933	1,361	966	1,473
短期借贷及长期借	8,867	8,867	8,867	8,867
贷当期到期部分				
其他流动负债	9,980	5,017	4,829	4,696
流动负债合计	19,780	15,245	14,662	15,036
长期借贷	41,587	50,087	54,087	50,087
其他非流动负债	15,632	13,515	13,969	13,969
非流动负债合计	57,219	63,602	68,056	64,056
负债总计	76,999	78,847	82,718	79,092
归属母公司所有者	275,326	280,567	284,685	293,864
权益				
少数股东权益	3,101	3,268	3,440	3,653
股东权益总计	278,427	283,835	288,125	297,517
负债及股东权益总	355,426	362,682	370,843	376,609
计				

现金流量表

单位：百万港元	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3762	3445	2144	7056
净利润	-766	2605	4118	5679
折旧和摊销	0	446	446	506
营运资本变动	-1893	-3043	-4232	-193
其他非现金调整	6421	3437	1811	1063
投资活动现金流	-6277	-8703	-7514	-5134
资本支出	-329	-322	-1282	-1334
长期投资减少	-3984	-8055	-5732	-2800
少数股东权益增加	-131	0	0	0
其他长期资产的减	-1833	-326	-500	-1000
少/(增加)				
融资活动现金流	2757	5596	6260	-1829
借款增加	9205	8500	4000	-4000
股利分配	-6381	-6701	-7034	-7388
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生	-67	3797	9294	9559
的现金流量净额				

利润表

单位：百万港元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,428	14,616	14,995	18,638
主营业务收入	14,428	14,616	14,995	18,638
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	6,635	6,946	7,227	10,234
营业成本	4,258	4,538	4,828	7,364
营业开支	2,377	2,408	2,399	2,870
营业利润	7,793	7,670	7,768	8,404
净利息支出	991	1,256	1,407	1,882
权益性投资损益	826	986	1,767	2,032
其他非经营性损益	-6,091	-3,000	-2,000	-1,000
非经常项目前利润	1,537	4,401	6,128	7,554
非经常项目损益	0	0	0	0
除税前利润	1,537	4,401	6,128	7,554
所得税	2,138	1,628	1,838	1,662
少数股东损益	165	167	171	213
持续经营净利润	-766	2,606	4,118	5,679
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	-766	2,605	4,118	5,679
优先股利及其他调	0	0	0	0
整项				
归属普通股股东净利润	-766	2,605	4,118	5,679
EPS (摊薄)	-0.13	0.45	0.71	0.98

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-2.1%	1.3%	2.6%	24.3%
归属普通股股东净利	-129.0%	449.3%	53.7%	37.9%
润增长率				
获利能力				
毛利率	70.5%	69.0%	67.8%	60.5%
净利率	-5.3%	18.3%	27.4%	30.4%
ROE	-0.3%	1.0%	1.5%	2.0%
ROA	-0.2%	0.7%	1.1%	1.5%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	21.7%	22.3%	21.0%
流动比率	1.4	2.5	2.7	2.7
速动比率	0.7	1.6	1.7	1.9
每股指标 (港元)				
每股收益	-0.13	0.46	0.71	0.98
每股经营现金流	0.65	0.61	0.37	1.22
每股净资产	47.64	48.56	49.27	50.86
估值比率				
P/E	-117.1	33.5	21.8	15.8
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

房地产及建筑建材组团队介绍

房地产及建筑建材组组长、首席研究员：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4 年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2 年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨航

上海财经大学学士，浙江大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珣	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522