

外高桥 (600648.SH)

高分红、稳租赁、强协同的自贸区综合运营商

买入 (首次评级)

当前价格: 8.73 元
目标价格: 11.69 元

投资要点:

➤ 30年历史保税区运营主体，分红率提升至50%

公司成立于1990年，是全国第一个保税区、第一个保税物流园区、第一个自由贸易试验区核心区域的开发主体。作为上海国资控股企业，高管均扎根浦东经验丰富。公司三大主营业务为园区物业租赁、贸易及服务、房地产开发销售，营收受地产销售结转节奏影响有所波动，毛利率稳步提升。公司股息率位于可比公司前列，且年初将分红率由30%提升至50%，具备高分红特征。

➤ 物业租赁为压舱石业务，背靠“三基四重”产业营收稳健

租赁资产方面，目前公司持有租赁资产471万方，空置率持续下降，目前已确定未来2年交付40万方产业物业。租赁收入方面，20/22年的疫情租金减免扰动消除，工业租赁占80%以上，毛利率持续提升。依托“三基四重”产业持续布局，未来收入稳健性有保障。

➤ 贸易物流毛利率提升，“全球汇”消费平台助力丝路电商

外高桥保税区进出口金额在中国主要保税区中名列前茅，占浦东新区/上海市进出口额比例稳定在40%/25%左右。由于低毛利细分业务商品销售营收下滑，2019年来公司贸易及服务板块营收水平下滑。受益于毛利水平较高的进出口代理和物流业务的稳健收入，公司2023年贸易及服务板块毛利水平相较2019年提升10.6pct至22.1%。2022年公司推出“全球汇”以承接进博会溢出效应，并在2023年成为“丝路电商”核心载体，进行专业贸易服务，未来贸易及服务板块增长可期。

➤ 地产板块打造森兰品牌，产城融合发挥外高桥产业协同效应

公司房地产销售业务主要为外高桥森兰地区的土地开发销售，受项目结转周期影响，不同年份间营收变化较大，2023年公司该业务共实现收入16.9亿元，同比下降42.2%。截至2023年底公司有60万方住宅项目储备，分别为位于祝桥的海天名筑、位于航头的航荟名庭和位于森兰板块的森兰岛。森兰岛定位高端低密度住宅，计划一期销售3万平方米。按照周围地块10-12万元/平方米售价计算，一期货值约30-36亿元，未来也将为地产销售板块提供收入增量。

➤ 盈利预测与投资建议

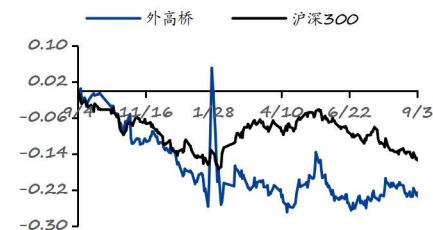
我们预计公司2024-2026年收入增速为6%/0%/19%，归母净利润增速为10%/9%/54%，EPS分别为0.90/0.82/1.26元。采用可比公司估值法，2024年可比公司PE倍数中位数为12.5倍。租赁业务与贸易业务的稳健经营、地产销售板块高端项目储备，给予外高桥2024年13倍PE，目标价11.69元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 物业租赁出租率不及预期；地产开发项目竣工节奏不及预期；居民购房意愿恢复不及预期；国际贸易摩擦加剧

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,135.35/934.79
流通A股市值(百万元)	8,160.73
每股净资产(元)	11.17
资产负债率(%)	70.29
一年内最高/最低价(元)	12.58/8.10

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈立(S0210523080003)
cl30270@hfzq.com.cn
联系人: 于怡然(S0210124060064)
yyr30611@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,058	7,569	7,998	7,980	9,514
增长率	4%	-16%	6%	0%	19%
归母净利润(百万元)	1,241	928	1,021	932	1,432
增长率	32%	-25%	10%	-9%	54%
EPS(元/股)	1.09	0.82	0.90	0.82	1.26
市盈率(P/E)	8.0	10.7	9.7	10.6	6.9
市净率(P/B)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 上海自贸区运营主体，主营物业租赁、房产销售与贸易服务.....	4
1.1 历史沿革：外高桥保税区的综合运营主体.....	4
1.2 股权架构与高管：上海国资控股企业，高管扎根浦东经验丰富.....	5
1.3 经营回顾：业绩较为稳健，毛利率稳步提升.....	6
1.4 主营业务：物业经营、贸易服务与商品房销售.....	8
1.5 分红规划：股息率处于可比公司前列，未来三年分红率提升至 50%.....	10
2 物业租赁业务：外高桥营收压舱石，客户分布于“三基四重”产业集群.....	11
2.1 租赁面积：持有租赁面积 471 万方，24 年将新交付 27 万方.....	11
2.2 租赁收入：疫情扰动消除，毛利率稳定提升.....	12
2.3 产业布局：“三基四重”产业集群布局，托举新质生产力.....	12
3 贸易及服务：国际贸易能级不断增强，“全球汇”助力丝路电商.....	14
4 地产销售：打造森兰品牌，与物业租赁、贸易业务产生协同.....	16
5 盈利预测与投资建议.....	18
5.1 盈利预测：预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.90/0.82/1.26 元.....	18
5.2 投资建议.....	19
6 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	4
图表 2: 外高桥保税区地理位置与产业发展规划.....	4
图表 3: 公司股权架构（截至 2024/3/31）.....	5
图表 4: 公司高管简介（截至 2024/3/31）.....	5
图表 5: 2014-2023 营业收入及增速（亿元，%）.....	6
图表 6: 2014-2023 归母净利润及增速（亿元，%）.....	6
图表 7: 2014-2023 公司毛利率（%）.....	6
图表 8: 2014-2023 公司管理及销售费用率（%）.....	6
图表 9: 2014-2023 期末融资额及平均成本（亿元，%）.....	7
图表 10: 2014-2023 利息资本化金额及财务费用（亿元，%）.....	7
图表 13: 定增募集资金与拟投入项目.....	8
图表 14: 2014-2023 存货结构及占比（亿元，%）.....	8
图表 15: 2014-2023 投资性房地产规模及占比（亿元，%）.....	8
图表 16: 公司主营业务及营收/毛利占比（%）.....	9
图表 17: 2019-2023 分行业营业收入（亿元）.....	9
图表 18: 2019-2023 分行业毛利率（%）.....	9
图表 19: 2014-2023 公司分红情况（亿元，%）.....	10
图表 20: 2014-2023 可比公司股息率（%）.....	10
图表 21: 公司将未来三年分红占可分配利润比例提升至 50%.....	10
图表 22: 2021 年来租赁资产空置率持续下滑（万方，%）.....	11
图表 23: 2019-2023 分类别租赁资产持有面积（万方，%）.....	11
图表 24: 2019-2023 分类别租赁资产空置率（%）.....	11
图表 25: 工业与商业租赁营业收入与增速（亿元，%）.....	12
图表 26: 工业与商业租赁毛利及毛利率（亿元，%）.....	12
图表 27: “三基、四重”产业含义及进驻企业.....	13
图表 28: 2019-2023 中国主要保税区进出口金额（亿美元）.....	14
图表 29: 2014-2023 外高桥进出口金额占浦东新区、上海市比例稳定（亿元，%）.....	14
图表 30: 贸易及服务中商品销售下降（亿元，%）.....	14
图表 31: 贸易及服务分行业毛利率水平（%）.....	14
图表 32: 外高桥保税区“全球汇”.....	15
图表 33: “全球汇”亚美尼亚中心.....	15



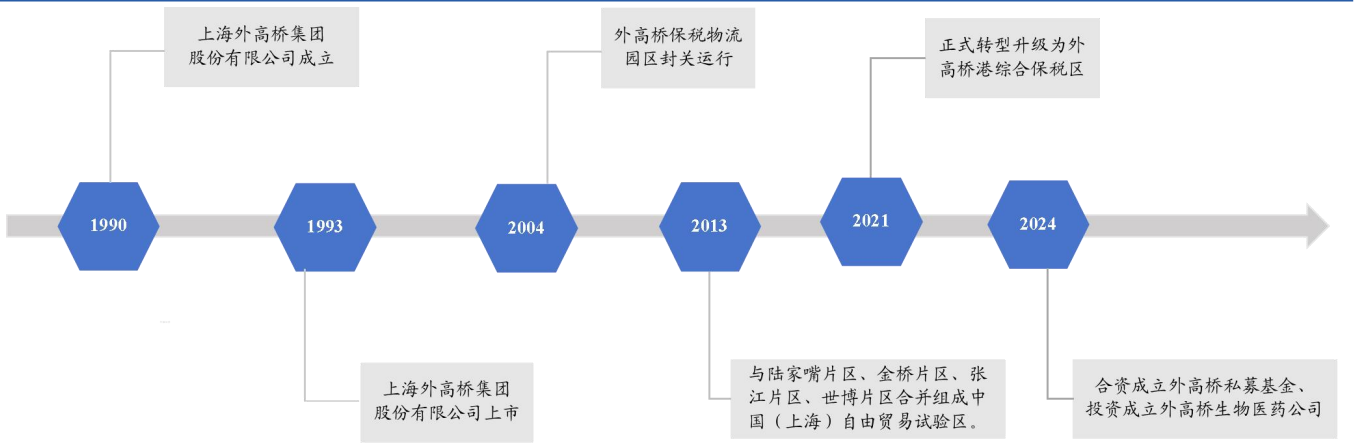
图表 34:	2019-2023 房地产销售业务营收及增速 (亿元, %)	16
图表 35:	2019-2023 房地产销售业务毛利及毛利率 (亿元, %)	16
图表 36:	2020-2023 房地产结转及待结转面积 (万 m ²)	16
图表 37:	公司住宅新建或在建项目储备	17
图表 38:	森兰岛项目区位图	17
图表 39:	森兰岛项目效果图	17
图表 40:	公司业绩拆分预测表 (百万元)	18
图表 41:	可比公司估值表	19
图表 42:	财务预测摘要	21

1 上海自贸区运营主体，主营物业租赁、房产销售与贸易服务

1.1 历史沿革：外高桥保税区的综合运营主体

公司成立于1990年，是全国第一个保税区、第一个保税物流园区、第一个自由贸易试验区核心区域的开发主体。（1）初创期：1990年，国务院批准设立的全中国第一个海关特殊监管区域——外高桥保税区成立，外高桥集团股份有限公司是外高桥区域的综合运营主体。2004年，上海外高桥保税物流园区作为全国第一个保税物流园区封关运行。（2）升级为自贸区：2013年，外高桥保税区片区与陆家嘴片区、金桥片区、张江片区、世博片区合并组成中国（上海）自由贸易试验区。2021年，外高桥保税物流园区正式转型升级为外高桥港综合保税区。（3）2024年，公司投资成立外高桥生物医药发展公司，并与浦东科创投资基金合伙成立外高桥私募基金，推送培育具有技术创新力和产业带动力的本土优秀企业，促进区域经济高质量发展。

图表 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网、上海市人民政府、公司公告、解放日报、Choice、华福证券研究所

图表 2：外高桥保税区地理位置与产业发展规划



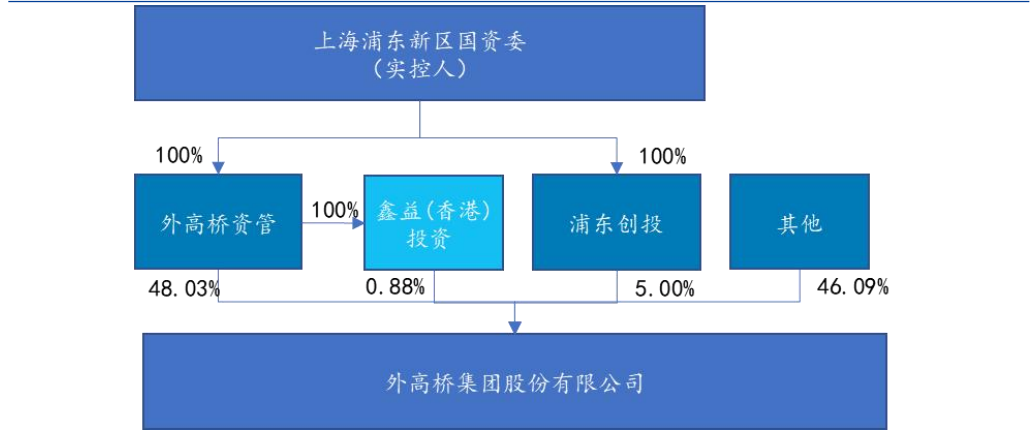
数据来源：上海浦东新区人民政府、华福证券研究所



1.2 股权架构与高管：上海国资控股企业，高管扎根浦东经验丰富

公司为上海国企控股企业，股权架构稳定。公司为上海市国资控股企业，实控人为浦东新区国资委，通过外高桥资管、浦东创投等持有公司 53.9%的股份。

图表 3：公司股权架构（截至 2024/3/31）



数据来源：iFind、华福证券研究所

公司高管扎根浦东政商领域，在进出口贸易、文化服务、商业投资等领域经验丰富。公司高管具备上海政府部门、浦发集团、外高桥集团等工作背景，扎根浦东政治商业领域，政策敏感度高，经验丰富，高管团队稳定。

图表 4：公司高管简介（截至 2024/3/31）

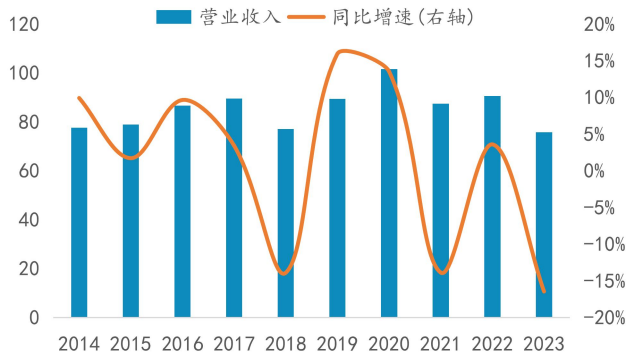
姓名	职务	任职日期	简介
俞勇	董事长	2024/6/12	现任本公司党委书记、第十一届董事会董事，上海外高桥资产管理有限公司执行董事、总经理，上海畅联国际物流股份有限公司副董事长。 曾任上海市外高桥保税区新发展有限公司党委书记、总经理等。
郭焯	总经理	2022/7/15	现任本公司党委副书记、第十一届董事会董事，上海浦东现代产业开发有限公司董事长，上海森兰外高桥商业营运中心有限公司董事长。 曾任上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司董事等。
胡环中	副总经理	2018/1/30	现任本公司党委委员；上海浦东文化传媒有限公司董事长、上海自贸区国际文化投资发展有限公司董事长执行董事；上海东方汇文国际文化服务贸易有限公司副董事长。 曾任上海自贸区国际文化投资发展有限公司总经理等。
吕军	副总经理	2022/11/28	现任浦东新区纪委委员、本公司党委委员、申高贸易有限公司董事；上海外高桥集团财务有限公司董事长；上海人寿保险股份有限公司监事。 曾任上海浦东国有资产投资管理有限公司执行董事、总经理、党委副书记，浦东新区审计局党组成员、副局长等。
李伟	副总经理	2015/8/13	现任本公司党委委员、第十一届董事会董事，上海外高桥保税区联合发展有限公司董事长，上海外高桥保税区投资实业有限公司董事长，上海侨福外高桥置业有限公司副董事长。 曾任上海市外高桥保税区三联发展有限公司执行董事、总经理等。
陈斌	副总经理	2021/10/27	现任本公司党委委员、第十一届董事会董事，上海大宗商品仓单登记有限责任公司董事，上海市外高桥保税区新发展有限公司董事长，上海外高桥企业发展促进中心有限公司董事长，上海外高桥株式会社董事长。 曾任浦东新区区政府办公室行政处处长、机关事务管理局副局长等。
王运江	副总经理	2023/2/20	现任本公司党委委员，上海市外高桥国际贸易营运中心有限公司董事长。 曾任中国电子口岸数据中心上海分中心副主任，上海检验有限公司党支部书记、总经理等。
张毅敏	董事会秘书	2021/11/23	现任本公司证券法务部(董事会办公室、监事会办公室)总经理，上海外高桥集团财务有限公司监事，上海浦东文化传媒有限公司监事。 曾任上海外高桥集团股份有限公司证券法务部副总经理等。
吕军	财务负责人	2024/6/12	现任浦东新区纪委委员、本公司党委委员、申高贸易有限公司董事；上海外高桥集团财务有限公司董事长；上海人寿保险股份有限公司监事。 曾任浦东新区审计局党组成员、副局长，浦东新区纪委委员、审计局党组成员、副局长等。

数据来源：Choice、华福证券研究所

1.3 经营回顾：业绩较为稳健，毛利率稳步提升

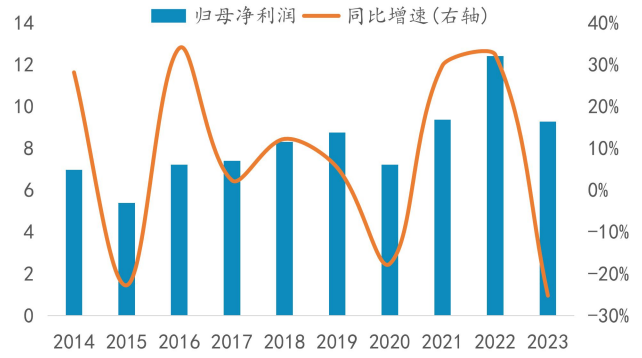
业绩总体稳健，地产板块销售结转节奏造成波动。2023 年公司实现营业收入 75.7 亿元，同比下降 16.4%，业绩承压主要系房地产销售规模下降致销售收入减少所致；实现归母净利润 9.3 亿元，同比下降 25.2%。归母净利润在收入下降的同时与 2021 年基本持平。

图表 5: 2014-2023 营业收入及增速 (亿元, %)



数据来源：公司公告、iFind、华福证券研究所

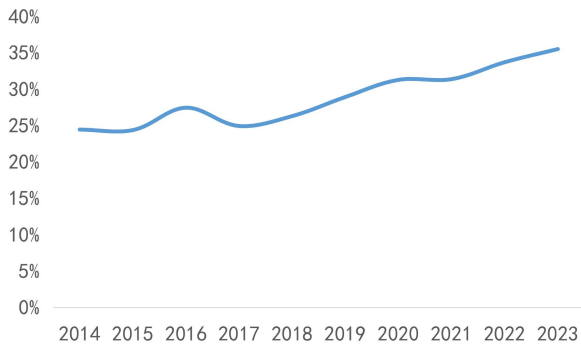
图表 6: 2014-2023 归母净利润及增速 (亿元, %)



数据来源：公司公告、iFind、华福证券研究所

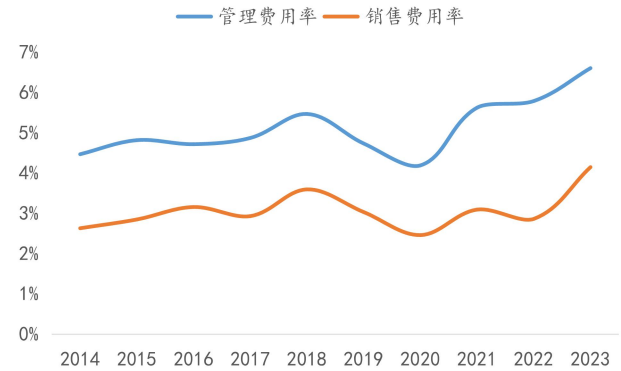
毛利率稳步提升，费用率上行。公司毛利率从 2014 年的 24.5% 快速提升至 2023 年末的 35.5%，盈利能力稳步提升。同时，近两年公司的管理和销售费用率逐渐呈上行趋势，分别来看，管理费用率增加主要系资产摊销及人员成本增加所致；销售费用率增加主要系受房产销售项目推进周期影响，导致营销费用及中介机构费增加。

图表 7: 2014-2023 公司毛利率 (%)



数据来源：公司公告、iFind、华福证券研究所

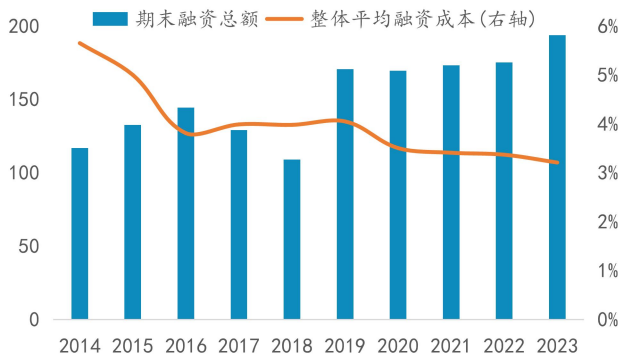
图表 8: 2014-2023 公司管理及销售费用率 (%)



数据来源：公司公告、iFind、华福证券研究所

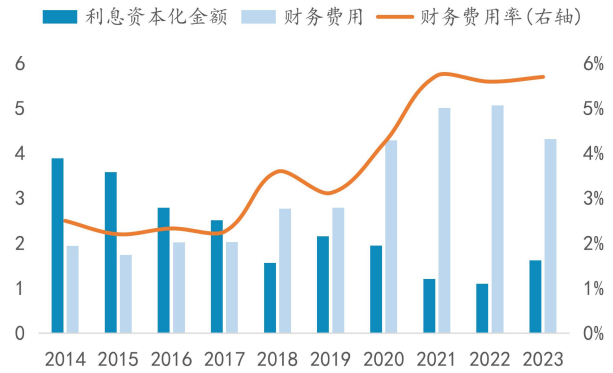
融资成本持续下降，利息资本化金额边际提升。2014 年以来公司平均融资成本呈持续下降的态势，2023 年末平均融资降至 3.2%。2014 年以来公司的期末融资总额和财务费用率均有所上升，2023 年末公司期末融资总额达到 193.7 亿元，财务费用率提升至 5.7%。2020-2022 年，由于公司利息资本化金额减少，财务费用有较大增长。2023 年，由于融资成本下降叠加项目利息资本化增加，公司财务费用同比下降 14.9%，财务费用率保持平稳。

图表 9: 2014-2023 期末融资额及平均成本 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

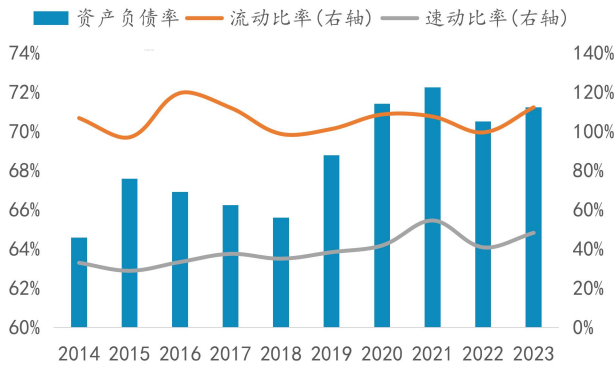
图表 10: 2014-2023 利息资本化金额及财务费用 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、iFind、华福证券研究所

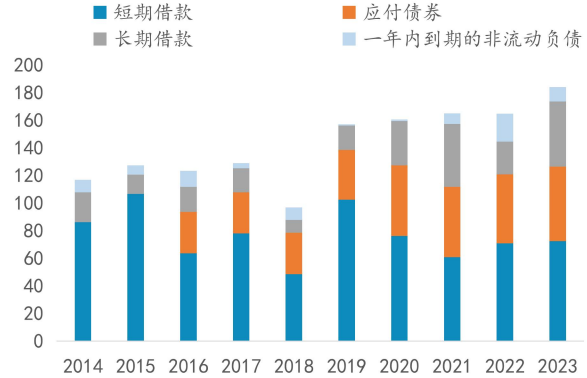
偿债能力边际改善, 负债结构优化。截至 2023 年末, 公司的流动比率、速动比率和资产负债率分别为 1.1、0.5 和 71.2%, 近五年资产负债率基本保持稳定, 流动比率、速动比率边际改善。有息负债结构方面, 公司短期借款占比有所下降, 2023 年末有息负债从高至低为短期借款、应付债券、长期借款、一年内到期的非流动负债, 金额分别为 72.3 亿元、54.0 亿元、47.3 亿元、10.4 亿元。

图表 11: 2014-2023 公司负债比率与偿债能力 (%)



数据来源: 公司公告、iFind、华福证券研究所

图表 12: 2014-2023 公司有息负债结构 (亿元)



数据来源: 公司公告、iFind、华福证券研究所

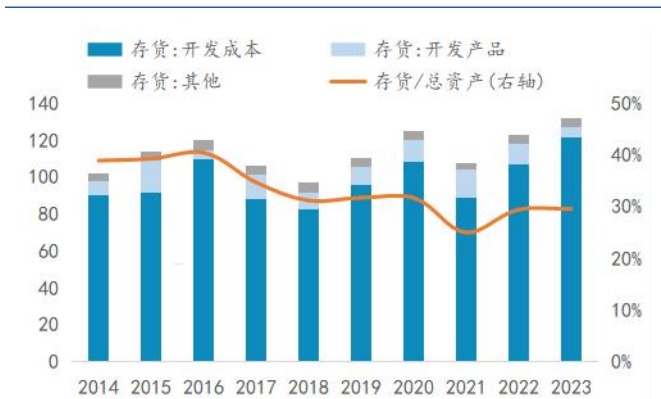
多元拓展融资渠道, 优化公司资本结构。为优化公司的资本结构、降低有息债务规模, 公司于 2022 年 12 月 30 日公告非公开发行 A 股股票预案, 计划通过定向增发 3.4 亿股 A 股股票的形式, 募集约 35 亿元资金, 后于 2023 年 7 月 25 日修订稿中将募集资金金额更新为 25.5 亿元。2023 年 8 月得到上海证券交易所审核通过, 2024 年 6 月获得证监会同意注册批复。公司还计划发行基础设施公募 REITs, 目前已完成 4 个 SPV 公司的设立并向国家发改委报送材料。


图表 13: 定增募集资金与拟投入项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	新发展 H2 地块新建项目	98,000.0	56,485.5
2	D1C-108#~116#通用厂房项目	78,700.0	47,007.9
3	F9C-95#厂房项目	89,453.5	75,335.1
4	补充流动资金	76,640.0	76,640.0
合计		342,793.5	255,468.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

存货及投资性房地产规模持续扩大, 占总资产比例有所下降。(1) 存货: 截至 2023 年末, 公司存货账面价值为 132.1 亿元, 占公司总资产的比例 29.6%, 占比总体有所下降。其中, 开发成本为公司存货的主要组成部分, 2023 年末开发成本达到 121.9 亿元。(2) 投资性房地产: 截至 2023 年末, 公司投资性房地产账面价值 179.3 亿元, 占公司资产总额的比重为 40.2%, 近年来占比基本稳定在 40%左右。

图表 14: 2014-2023 存货结构及占比 (亿元, %)


数据来源: iFind、华福证券研究所

图表 15: 2014-2023 投资性房地产规模及占比 (亿元, %)


数据来源: iFind、华福证券研究所

1.4 主营业务: 物业经营、贸易服务与商品房销售

公司三大主营业务为园区物业租赁、贸易及服务、房地产开发销售。(1) 园区物业经营 (物业租赁): 园区物业经营主要为产业园客户提供工业和办公楼的租赁管理业务, 租赁地位于外高桥保税区和启东产业园区。2023 年, 园区物业经营对公司主营业务营业收入和毛利的贡献分别为 27%、28%, 定位为公司收入及利润的压舱石。(2) 贸易及服务 (含金融服务): 贸易服务业务内容为自营进出口、进出口代理等贸易平台服务和配套物流服务。2023 年, 贸易服务业务对公司主营业务营收和毛利贡献分别为 45%、28%, 其定位为公司收入和利润的增长源。(3) 城市更新 (商品房销售): 城市更新业务主要为森兰楔形绿地的住宅开发、销售、物业管理。2023 年, 城市更新对主营业务业务营收和毛利贡献分别为 22%/41%, 其定位是公司收入和利润的调节器。

图表 16: 公司主营业务及营收/毛利占比 (%)

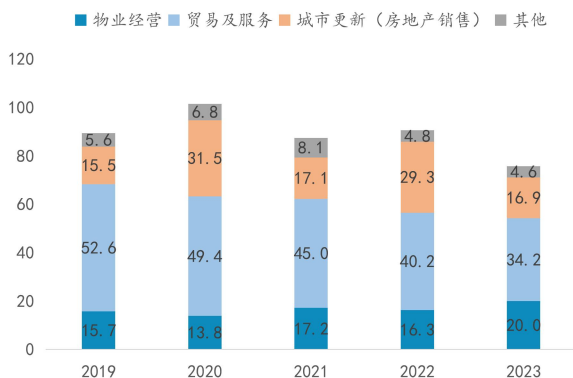
业务定位	2023年营收/毛利占主营业务比重	主营业务内容
收入及利润的压舱石	27%/28%	工业物业租赁: 外高桥保税区、外高桥港综合保税区、外高桥物流园区 (二期)、外高桥集团启东产业园的开发、运营和管理 商业物业租赁: 外高桥森兰地区的土地前期开发、商业、办公、住宅、绿地、市政项目的开发建设、运营和管理
收入及利润的增长源	45%/28%	自营进出口、进出口代理、商品展示、专业贸易服务平台及配套物流
收入及利润的调节器	22%/41%	在森兰楔形绿地范围从事住宅开发建设、销售及物业管理,并择机在浦东新区其他区域内布局

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

主营业务收入方面, 占比由高至低分别为贸易及服务、物业经营、城市更新(商品房销售)。受全球疫情以及贸易格局变化的影响, 以及公司自身贸易服务业务结构的调整, 贸易及服务营收近年有所下滑, 从 2019 年的 52.6 亿元下降至 2023 年的 34.2 亿元。同时, 2021 年来我国地产行业发展受挫, 同时近年公司地产开发项目数量较少, 行业宏观环境与项目结转节奏都带来城市更新(商品房销售)板块收入波动, 2023 年城市更新(商品房销售)板块收入为 16.9 亿元。

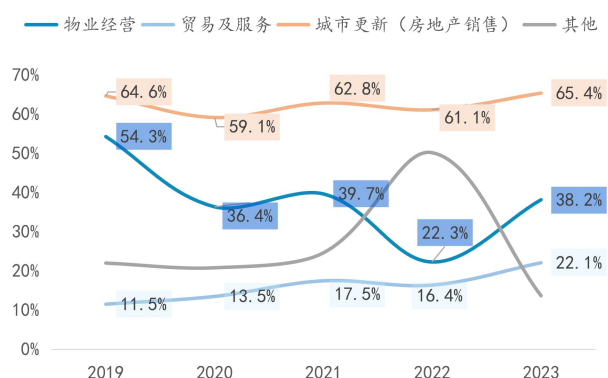
主营业务毛利率均同比 2022 年有所提升。毛利率方面, 水平由高至低分别为城市更新(商品房销售)、物业经营、贸易服务。受益于较低的土地成本优势, 2019-2023 年公司城市更新(商品房销售)毛利率均位于 60%左右, 2023 年毛利率为 65.4%, 同比增加 4.3pct。随着疫情结束, 疫情期间的减租退租影响因素消除, 物业经营板块毛利率回升, 2023 年公司物业经营毛利率为 38.2%, 相比 2022 年增长 15.9pct。2023 年贸易及服务毛利率为 22.1%, 同比增长 5.7pct。

图表 17: 2019-2023 分行业营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 18: 2019-2023 分行业毛利率 (%)

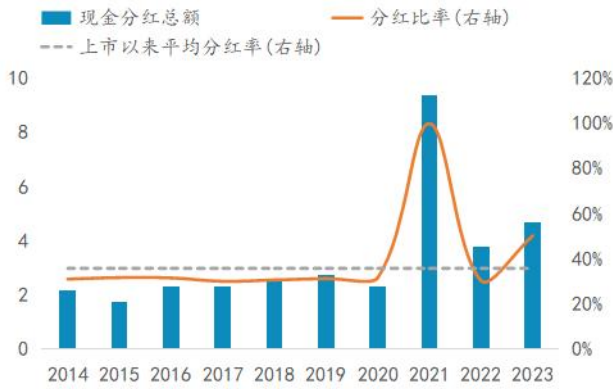


数据来源: 公司公告、华福证券研究所

1.5 分红规划：股息率处于可比公司前列，未来三年分红率提升至 50%

派息率不断提升，股息率处于行业前列。公司自上市以来，累计实现现金分红 17 次，累计分红金额达到 42.2 亿元，上市以来平均分红率达到 35.7%。2024 年 1 月，公司将股东回报规划方案由“连续三年以现金方式累计分配的利润不少于三年内实现的年均可分配利润的 30%”提升为“未来三年每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 50%”，股东回报进一步加强。股息率方面，2023 年底公司股息率达到 4.2%，处于行业前列。

图表 19：2014-2023 公司分红情况（亿元，%）



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 20：2014-2023 可比公司股息率 (%)



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

图表 21：公司将未来三年分红占可分配利润比例提升至 50%

股东回报规划		
发布时间	2022/12/31	2024/2/8
公告名称	未来三年股东回报规划（2023-2025年）	公司三年股东回报规划（2023-2025年）（2024年修订）
分红比例	连续三年以现金方式累计分配的利润不少于三年内实现的年均可分配利润的30%	公司未来三年每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的50%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

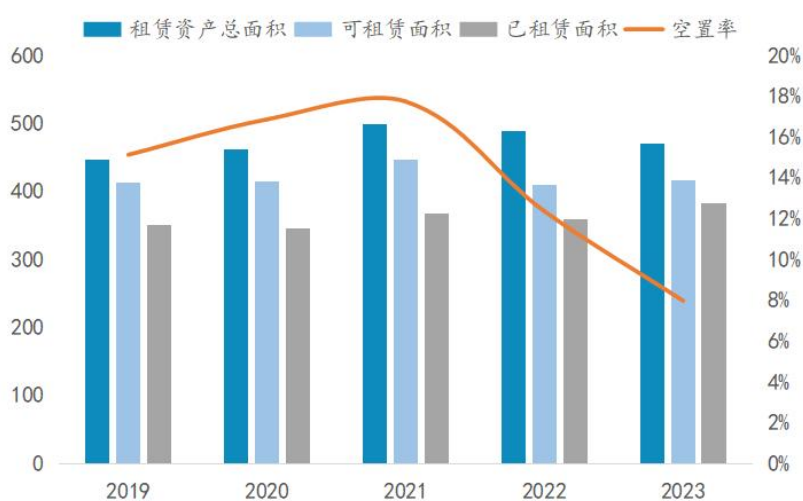


2 物业租赁业务：外高桥营收压舱石，客户分布于“三基四重”产业集群

2.1 租赁面积：持有租赁面积 471 万方，24 年将新交付 27 万方

持有租赁资产 471 万方，空置率持续下降。2023 年末，公司共持有租赁资产 470.5 万方，可租赁面积 416.3 万方，已租赁面积 383.1 万方，空置率 8.0% (YoY-4.4pct)。在 2023 年全国主要城市的产业园区空置率呈上升趋势的情况下，公司已租面积保持增长，空置率持续下降，呈现出较强的稳健性和成长性。

图表 22：2021 年来租赁资产空置率持续下滑（万方，%）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

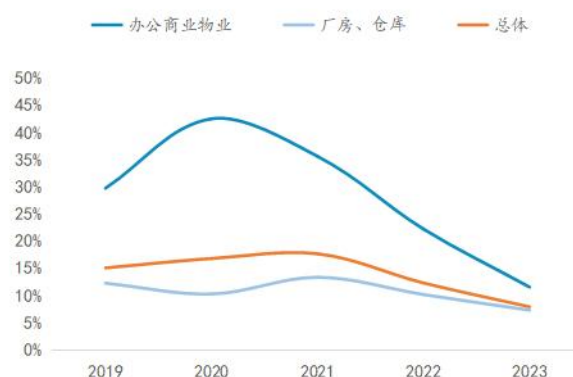
厂房、仓库等工业物业空置率水平最低，已租面积超 80%。分类别看，2023 年厂房、仓库类租赁资产占比 81.1%，可租面积占比 85.1%，已租赁面积占比 85.6%。2019 年以来，公司租赁资产空置率整体呈下降趋势，其中厂房、仓库类资产的 2019-2023 年平均空置率最低，于 2023 年下降至 7.4%，较 2021 年高点下降 6.1pct。

图表 23：2019-2023 分类别租赁资产持有面积（万方，%）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 24：2019-2023 分类别租赁资产空置率（%）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

24 年 27 万方产业园将交付投用，未来两年至少交付 40 万方。据投资者交流披



露，外高桥 24-25 年将改建产业物业 70 万平方米、新建 23 万平方米，其中，12 万平方米的外高桥新展城新园、15 万平方米的创世谷·外高桥生命科学产业园将于 24 年交付投用，13 万平方米的外高桥大健康创新产业园也将在两三年内竣工交付，届时公司经济效益、园区产业空间品质和产业业态将同步实现明显提升。

2.2 租赁收入：疫情扰动消除，毛利率稳定提升

租赁营业收入稳健，疫情减免租金短期扰动消除。公司房地产租赁业务主要可分为工业地产租赁和商业地产租赁，其中工业地产租赁主要集中在外高桥保税区、外高桥港综合保税区、外高桥物流园区、外高桥集团启东产业园；商业地产租赁主要集中在外高桥森兰地区。2023 年公司房地产租赁业务实现收入 17.8 亿元，同比增长 24.5%，2020、2022 年公司租金收入都有波动，主要原因是疫情期间为企业纾困，减免租金所致。

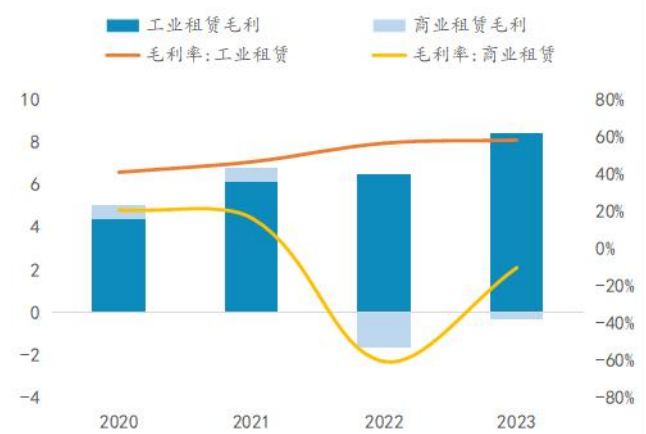
工业地产租赁收入占八成，毛利率稳步提升。分结构看，2023 年工业地产租赁收入 14.4 亿元，商业地产租赁收入 3.4 亿元，2019 年来工业地产租赁收入占总租赁收入比例均超过 75%。从毛利率来看，工业地产租赁的毛利率稳步提升，优于商业地产租赁。

图表 25：工业与商业租赁营业收入与增速（亿元，%）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 26：工业与商业租赁毛利及毛利率（亿元，%）



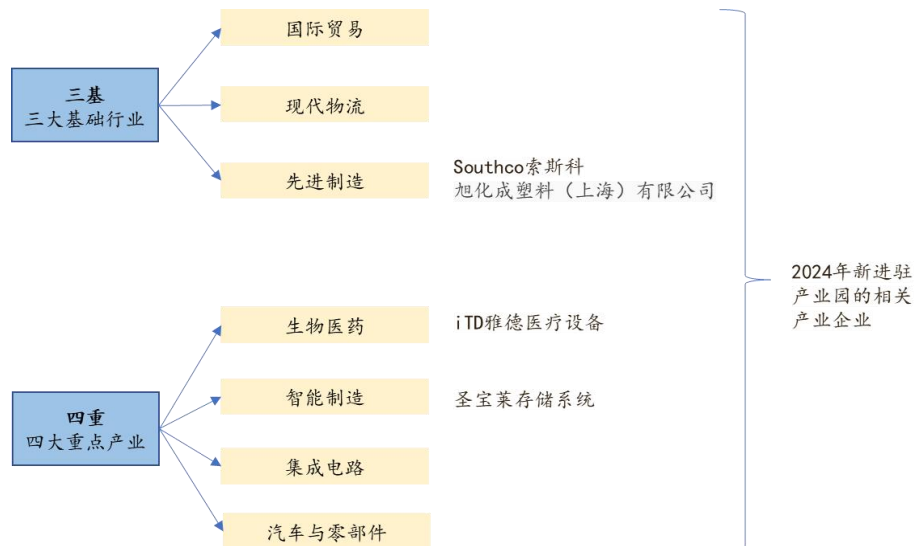
数据来源：公司公告、华福证券研究所

2.3 产业布局：“三基四重”产业集群布局，托举新质生产力

“三基四重”产业集群布局。“三基”指的是国际贸易、现代物流、先进制造等三大基础行业；“四重”指的是生物医药、智能制造、集成电路、汽车与零部件等四大重点产业。其中，服务于“四重”产业客群的物业面积近 140 万平方米，约占外高桥持有产业物业面积的三分之一。作为上海自贸试验区保税区域的开发主力军，外高桥目前服务的客户企业广泛分布于“三基、四重”的产业集群。



图表 27: “三基、四重”产业含义及进驻企业



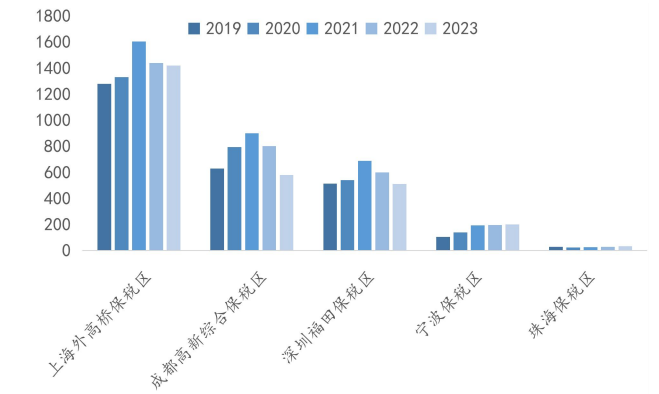
数据来源: 公司公告、浦东发布、华福证券研究所



3 贸易及服务：国际贸易能级不断增强，“全球汇”助力丝路电商

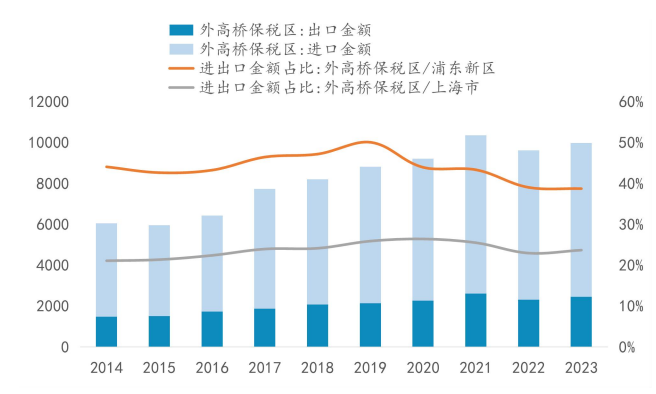
贸易总量稳健提升，贸易能级不断增强。2023 年外高桥保税区完成进出口总额 9980.3 亿元，同比增长 3.8%，其中进口金额达到 7537.9 亿元，同比增长 3.1%；出口金额达到 2442.4 亿元，同比增长 5.9%。2023 年全年进出口总额占浦东的 38.7%，占上海市的 23.7%。同时，截至目前，外高桥保税区域内注册企业近 2.6 万家，其中外资企业近 9000 家，跨国公司地区总部 133 家，占浦东的 1/3，占上海的 1/7。

图表 28：2019-2023 中国主要保税区进出口金额(亿美元)



数据来源：iFind、华福证券研究所

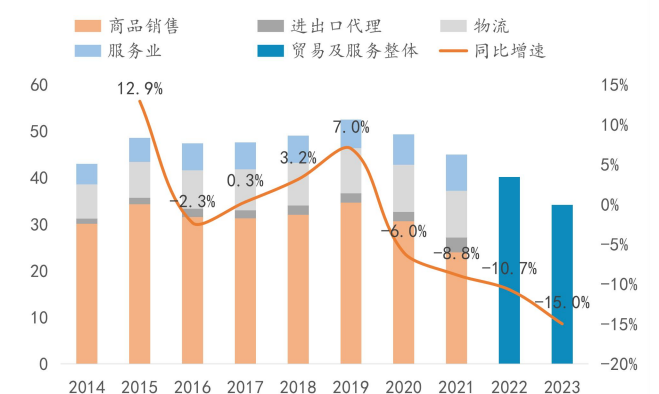
图表 29：2014-2023 外高桥进出口金额占浦东新区、上海市比例稳定(亿元，%)



数据来源：iFind、华福证券研究所

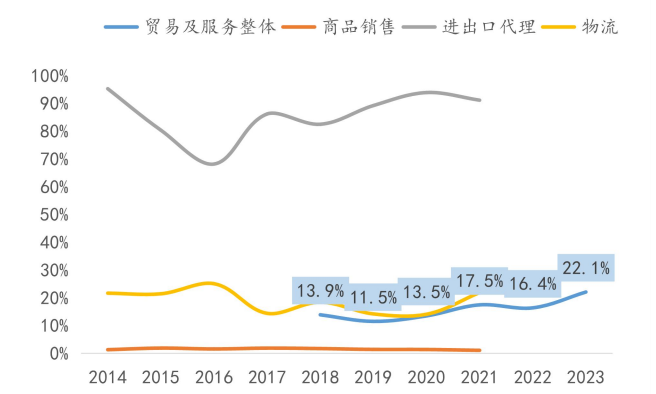
商品销售业务营收下滑，整体毛利率水平提升。2019 年以来公司贸易及服务营收处于下行区间，主要原因是商品销售业务营收下滑。商品销售业务营收从 2019 年的 34.6 亿元，下降至 2021 年 24.0 亿元。全球贸易合作不断深化及信息化程度不断提升，市场信息及资源渠道愈发透明，盈利空间逐步收缩，单纯的以购销差价赚取收入商品贸易毛利率水平较低。由于商品销售毛利水平低，因此其收入减少对贸易板块整体毛利率影响较小，在营收下滑的背景下，公司 2019-2023 年贸易及服务板块毛利率提升 10.6pct 至 22.1%。

图表 30：贸易及服务中商品销售下降(亿元，%)



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 31：贸易及服务分行业毛利率水平(%)



数据来源：公司公告、华福证券研究所

自贸区消费新地标初具雏形，“丝路电商”先行区建设不断深化。依托全国第一个“国家进口贸易促进创新示范区”的开放优势，公司于 2022 年 11 月推出“全



“全球汇”项目，以国别中心为依托主动承接延伸进博会溢出效应，集成酒类、化妆品、钟表珠宝、日用消费品等贸易平台，集中展示高品质、高性价比的货品渠道和具有全球竞争力的商品，着力构建全球汇国际消费中心新平台，培育消费新模式、新业态。2023年10月，国务院批复同意在上海创建“丝路电商”合作先行区，“全球汇”作为其中心功能区的核心载体，依托保税区先行优势和专业贸易服务平台，未来将逐渐打造成为“引进来”和“走出去”的窗口，打通跨境采购和国内市场的流通渠道。目前“全球汇”已汇聚来自西班牙、意大利、法国、日本、韩国等30多个国家（地区）的优质商品种类达万余款，让消费者足不出“沪”买遍全球。

图表 32: 外高桥保税区“全球汇”


数据来源：新民周刊、华福证券研究所

图表 33: “全球汇”亚美尼亚中心

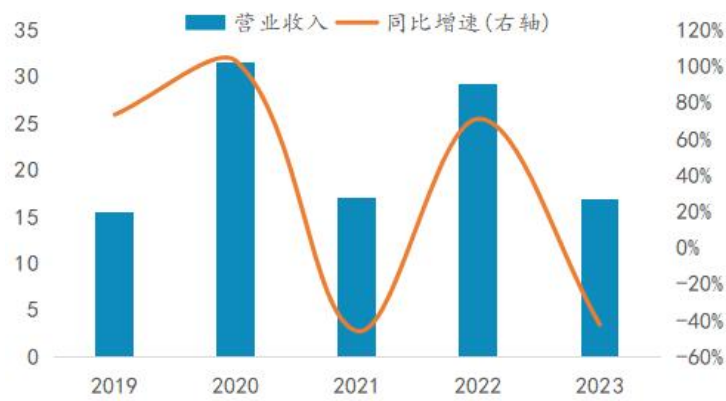

数据来源：上观新闻、华福证券研究所



4 地产销售：打造森兰品牌，与物业租赁、贸易业务产生协同

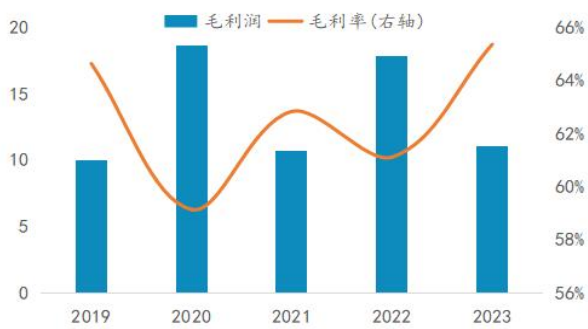
受结转周期影响收入波动较大，毛利率持续提升。公司房地产销售业务主要为外高桥森兰地区的土地前期开发、商业、办公、住宅等业态的开发及销售工作。受项目结转周期和销售产品性质的影响，公司房地产销售业务的营收及毛利率变化较大，2023年公司该业务共实现收入16.9亿元，同比下降42.2%，房地产销售收入的下降是造成公司2023年业绩下滑的主要原因。从毛利来看，得益于前期较低的土地成本，公司房地产开发业务的毛利率自2019年以来持续保持高位运行，2023年该业务的毛利率进一步上升至65.4%，创历史新高，未来随着优质项目的入市结转，有望持续保持较高毛利水平。

图表 34：2019-2023 房地产销售业务营收及增速（亿元，%）



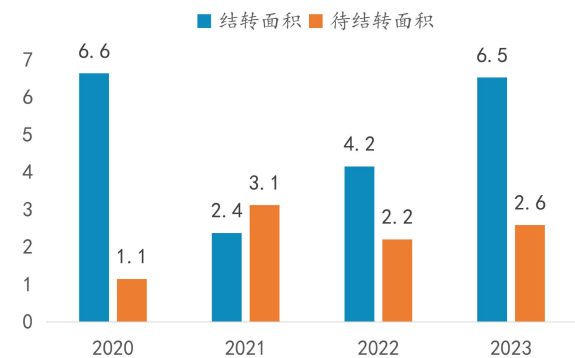
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 35：2019-2023 房地产销售业务毛利及毛利率（亿元，%）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 36：2020-2023 房地产结转及待结转面积（万 m²）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

截至 2023 年底公司有 60 万方住宅项目储备，分别为位于祝桥的海天名筑、位于航头的航荟名庭和位于森兰板块的森兰岛。公司住宅地产项目储备小而精，均位于浦东新区，为森兰品牌旗下产品。



图表 37: 公司住宅新建或在建项目储备

地区	项目	经营业态	项目状态	项目规划计容面积 (万方)	总建筑面积 (万方)	在建建筑面积 (万方)	总投资额 (亿元)
森兰地区	森兰岛住宅及商业	普通住宅及商业	23年新开工项目	11.7	27.3	27.3	43.4
祝桥镇	海天名筑	普通住宅	在建项目	10.7	16.9	16.9	41.3
航头镇	航荟名庭	普通住宅	在建项目	16.0	16.0	16.0	38.0

数据来源: 公司公告、航头新事、华福证券研究所

王牌项目森兰岛进入开工建设, 定位高端低密度住宅, 地产销售板块量利齐升可期。森兰岛项目位于浦东新区外高桥森兰国际社区核心区域, 与森兰绿地融为一体四面被水环绕。项目总建筑面积约 27.3 万方, 地上建筑面积约 11.7 万方, 计划建设容积率约 0.4/0.7 的联排别墅, 未来将打造成为浦东乃至上海低密度住宅标杆项目。该项目于 2023 年 9 月公布项目建设方案, 计划一期销售 3 万平方米, 参考一般住宅项目开工到竣工时长及招标公示的监理服务周期, 预计森兰岛一期 3 万方于 2026 年竣工。按照周围地块 10-12 万元/平方米售价计算, 一期货值约 30-36 亿元。随着森兰岛项目入市结转, 未来或使得公司地产板块量利齐升。

图表 38: 森兰岛项目区位图



数据来源: 今日房产、华福证券研究所

图表 39: 森兰岛项目效果图



数据来源: 上海钢结构、华福证券研究所



5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.90/0.82/1.26 元

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 10.21/9.32/14.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.90/0.82/1.26 元。具体关键指标预测如下：

1) 房地产租赁业务：该业务为公司发展的压舱石，预计未来综合空置率将保持稳中有降的态势，且租赁质量持续提升。假设目前在建与储备租赁用地在 24-26 年逐步释放，我们预测 2024-2026 年公司房地产租赁业务收入增速为 11.8%/8.0%/8.0%，通过对未来新增折旧成本的综合考量，预计 2024-2026 年公司房地产租赁业务的毛利率为 38.8%/38.6%/39.5%。

2) 房地产销售业务：受项目结转周期影响，预计公司房地产销售业务未来增速据项目竣工结转节奏而定，预测该业务 2024-2026 年收入增速为 5.4%/-16.8%/83.7%。依据航荟名庭、海天名筑及森兰岛的成本及收入预测，预测 2024-2026 年毛利率为 58.0%/57.0%/60.0%。

3) 贸易及服务业务方面：随着国际贸易的逐渐复苏，外高桥板块贸易能级持续增强，预计公司贸易物流业务也将呈复苏的态势，预计 2024-2026 年收入增速分别为 3.0%/3.0%/3.0%。由于该业务板块中毛利较低的商品销售业务占比下降，预计带来整体毛利率水平提升，预计 2024-2026 年毛利率为 22.1%/22.5%/22.5%。

图表 40：公司业绩拆分预测表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7569	7998	7980	9514
YoY	-16.4%	5.7%	-0.2%	19.2%
营业成本	4881	5282	5352	5976
YoY	-18.7%	8.2%	1.3%	11.7%
毛利率	35.5%	34.0%	32.9%	37.2%
营业成本/收入	64.5%	66.0%	67.1%	62.8%
房地产租赁				
收入	2000	2236	2414	2607
YoY	22.8%	11.8%	8.0%	8.0%
成本	1236	1369	1482	1576
毛利率	38.2%	38.8%	38.6%	39.5%
业务收入比例	26.4%	28.0%	30.3%	27.4%
房地产销售				
收入	1691	1782	1483	2725
YoY	-42.2%	5.4%	-16.8%	83.7%
成本	585	748	638	1090
毛利率	65.4%	58.0%	57.0%	60.0%
业务收入比例	22.3%	22.3%	18.6%	28.6%
贸易及服务				
收入	3420	3523	3628	3737
YoY	-15.0%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	2664	2743	2812	2896
毛利率	22.1%	22.1%	22.5%	22.5%
业务收入比例	45.2%	44.0%	45.5%	39.3%
其他				
收入	458	458	453	444
YoY	-4.9%	0.0%	-1.0%	-2.0%
成本	395	421	419	413
毛利率	13.7%	8.0%	7.5%	7.0%
业务收入比例	6.1%	5.7%	5.7%	4.7%

数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所



5.2 投资建议

我们认为，经过 30 余年的发展，公司在区域开发运营方面积累了丰富的经验和专业团队，服务和品牌优势显著。同时，公司与周边“三高”地区联动辐射近 100 平方公里，通过产城融合积极打造现代化产业集群，未来发展空间巨大。国际贸易方面，借助上海自贸区建设的契机，政策和营商环境不断优化，未来将依托专业贸易服务平台，成为国内国际双循环枢纽中心的重要节点。

由于张江高科、浦东金桥、上海临港负责浦东新区园区物业租赁运营，兼有地产开发销售业务，中新集团主营苏州工业园区招商运营，与海外市场新加坡联系紧密，因此选取这四家公司为外高桥的可比公司。根据可比公司估值法，2024 年可比公司 PE 倍数中位数为 12.5 倍。考虑到外高桥具备高股息特征，园区物业租赁经营稳健，积极布局“三基四重”产业托举新质生产力；国际贸易能级持续增强，“丝路电商”建设深化；地产开发打造“森兰”品牌，精耕细作储备高端项目。因此我们给予外高桥 2024 年 13 倍 PE，目标价 11.69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600895.SH	张江高科	261.6	16.89	0.61	0.69	0.77	0.84	27.7	24.6	22.0	20.0
600639.SH	浦东金桥	93.6	9.23	1.62	1.03	1.30	1.49	5.7	9.0	7.1	6.2
600848.SH	上海临港	203.6	8.30	0.42	0.52	0.58	0.63	19.8	16.1	14.4	13.3
601512.SH	中新集团	96.5	6.44	0.91	0.86	0.91	0.98	7.1	7.5	7.1	6.6
中位数								13.4	12.5	10.8	9.9
600648.SH	外高桥	91.4	8.73	0.82	0.90	0.82	1.26	10.6	9.7	10.6	6.9

数据来源：iFind、华福证券研究所

注：数据截至 2024 年 9 月 4 日，可比公司估值采用 iFind 一致预期



6 风险提示

物业租赁出租率不及预期。物业租赁为公司营收利润压舱石业务，若公司持有租赁资产出租率不及预期，则会带来空置成本，影响租赁业务表现。

地产开发项目竣工节奏不及预期。地产开发竣工节奏时间快慢会影响预售款确认收入的时点，若楼盘竣工时点不及预期，则会对公司业绩释放节奏有较大影响。

居民购房意愿恢复不及预期。若需求端购房意愿恢复缓慢，则会使得公司现有的商品房楼盘与即将推出的森兰岛楼盘若销售承压，影响地产销售板块收入。

国际贸易摩擦加剧。近年来国际政治经济不确定因素增加，全球价值链开始重构。若国际贸易摩擦加剧，会对公司贸易板块业绩产生较大影响。



图表 42: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,016	6,876	8,644	9,308
应收票据及账款	693	667	608	698
预付账款	777	53	54	60
存货	13,214	14,684	14,315	13,863
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,491	605	605	630
流动资产合计	23,190	22,886	24,226	24,559
长期股权投资	888	888	888	888
固定资产	659	636	638	638
在建工程	5	5	5	5
无形资产	47	46	44	43
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	19,855	20,762	21,559	22,298
非流动资产合计	21,453	22,336	23,133	23,870
资产合计	44,643	45,222	47,359	48,430
短期借款	7,234	6,800	7,038	7,024
应付票据及账款	2,747	2,747	2,770	3,189
预收款项	150	122	124	150
合同负债	928	920	2,240	1,211
其他应付款	1,004	1,004	1,004	1,004
其他流动负债	8,598	9,023	9,094	9,772
流动负债合计	20,661	20,616	22,269	22,349
长期借款	4,729	4,779	4,829	4,879
应付债券	5,397	5,397	5,397	5,397
其他非流动负债	1,009	1,009	1,009	1,009
非流动负债合计	11,136	11,186	11,236	11,286
负债合计	31,797	31,801	33,505	33,635
归属母公司所有者权益	12,544	13,103	13,525	14,446
少数股东权益	303	317	330	349
所有者权益合计	12,847	13,421	13,855	14,795
负债和股东权益	44,643	45,222	47,359	48,430

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	461	2,456	3,625	2,710
现金收益	2,117	2,146	2,031	2,538
存货影响	-925	-1,471	369	452
经营性应收影响	-626	751	59	-94
经营性应付影响	-130	-28	25	444
其他影响	26	1,058	1,140	-630
投资活动现金流	-1,385	-1,378	-1,271	-1,213
资本支出	-529	-720	-723	-726
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-853	-659	-548	-487
融资活动现金流	886	-1,217	-587	-834
借款增加	1,931	-384	288	36
股利及利息支付	-958	-1,123	-1,123	-1,416
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-87	290	248	546

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,569	7,998	7,980	9,514
营业成本	4,881	5,282	5,352	5,976
税金及附加	570	531	570	676
销售费用	314	332	331	362
管理费用	500	528	527	628
研发费用	26	27	27	33
财务费用	351	368	364	359
信用减值损失	28	20	20	20
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	22	11	13	15
投资收益	95	237	237	237
其他收益	98	98	98	98
营业利润	1,172	1,297	1,178	1,852
营业外收入	85	85	85	85
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1,252	1,377	1,258	1,932
所得税	311	342	313	480
净利润	941	1,035	945	1,451
少数股东损益	13	14	13	20
归属母公司净利润	928	1,021	932	1,432
EPS (按最新股本摊薄)	0.82	0.90	0.82	1.26

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-16.4%	5.7%	-0.2%	19.2%
EBIT 增长率	-22.0%	8.8%	-7.0%	41.3%
归母公司净利润增长率	-25.2%	10.0%	-8.7%	53.6%
获利能力				
毛利率	35.5%	34.0%	32.9%	37.2%
净利率	12.4%	12.9%	11.8%	15.3%
ROE	7.2%	7.6%	6.7%	9.7%
ROIC	13.7%	16.0%	14.9%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	71.2%	70.3%	70.7%	69.5%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	35	31	29	25
存货周转天数	941	951	975	849
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.90	0.82	1.26
每股经营现金流	0.41	2.16	3.19	2.39
每股净资产	11.05	11.54	11.91	12.72
估值比率				
P/E	11	10	11	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	48	47	50	39

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn