

上海实业控股 (00363. HK)

高速&水务基本盘稳固，静待地产&烟草边际改善

优于大市

核心观点

公司为上海实业集团核心上市平台。1996年，上实集团分拆核心资产在香港联交所上市，上海实业控股 (0363. HK) 成立，公司是首批在港上市的红筹公司之一。经过逾三十年的发展，上实控股已成为一家以基建环保（包括收费公路、污水处理及固废处理等）、大健康、房地产和消费品（包括南洋烟草及永发印务）四大核心业务为主的综合性企业。

基建环保：高速&水务基本盘稳固。1) **高速：**公司拥有京沪、沪昆、沪渝三条高速公路上海段的特许经营权，它们分别连接上海市往西北、西南、正西方向，以及连接上海和浙江省沿海城市的重要通道，车流量及通行费平稳增长，为公司提供稳定收益和经常性现金流。2) **水务：**公司目前有两个水务业务平台，分别是在新加坡和香港上市的上实环境和未上市的中环水务，合计日处理产能超过 2000 万吨/日，居于全国前列。

房地产：计提减值导致亏损。公司目前旗下资产包括上实城开 (0563. HK) 和上实发展 (600748. SH)，分别在上海与长三角等区域拥有优质的土地资源。截至 2024 年末，总土地储备共 420 万平方米。2024 年公司房地产业务亏损 2.36 亿港元，主要系物业项目确认若干减值亏损所致。

大消费：销售结构优化。该板块包括两家企业——南洋烟草和永发印务——均属行业龙头，业务范围包括烟草，印刷及纸品。受疫情和香港两次增加烟税影响，烟草业务 2019 年后陷入困境。但随着马来西亚工厂投产，海外收入占比提升，2024 年南洋烟草净利润同比增长 86% 至 5.6 亿港元。

为什么当前时点我们继续看好上实控股？1) **出售粤丰环保股权回笼大量现金：**近年来公司分红维持在 0.9-1 港币/股，自由现金流已转正，再叠加 2025 年 5 月公司出售粤丰环保 19.5% 的股权回笼现金 23.3 亿港元，分红有望提升。2) **低估值高股息性价比凸显：**对比港股同行业的上市公司，公司从分红率、股息率、估值角度均具备性价比。

盈利预测与估值：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.43/30.84/31.97 亿港元，同比 +4.8%/4.8%/3.7%，对应 PE=5.0/4.7/4.6x。通过多角度估值，我们认为上实控股股票价值在 17.62-18.35 港元/股之间，较当前股价有 22.5%-27.6% 的溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：分红提升不及预期；高速公路特许经营权无法续期；地产板块业绩持续下滑；应收账款回收不及预期；烟草业务海外拓展不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,698	28,918	29,711	30,386	30,786
(+/-%)	4.3%	-11.6%	2.7%	2.3%	1.3%
归母净利润(百万元)	3424	2808	2943	3084	3197
(+/-%)	48.0%	-18.0%	4.8%	4.8%	3.7%
每股收益(元)	3.15	2.58	2.71	2.84	2.94
EBIT Margin	31.7%	21.6%	21.6%	21.9%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	7.3%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
市盈率 (PE)	4.3	5.2	5.0	4.7	4.6
EV/EBITDA	9.7	12.8	14.6	14.2	13.8
市净率 (PB)	0.31	0.31	0.30	0.28	0.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

环保 · 环境治理

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001
证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003	证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	17.62 - 18.35 港元
收盘价	14.67 港元
总市值/流通市值	15949/15949 百万港元
52 周最高价/最低价	15.28/9.59 港元
近 3 个月日均成交额	17.23 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

上海实业控股：上实集团旗下核心投资平台	5
历史沿革	5
股权结构	8
财务分析：基建环保占比持续提升，地产近年来有所拖累	9
基建环保：高速/水务基本盘稳固	11
高速：除疫情期间外运营状况稳定	11
水务：项目遍布全国，产能居于行业前列	12
杭州湾大桥：已完成资产证券化	13
房地产：减值影响业绩表现	14
土储集中于长三角发达地区，减值影响业绩表现	14
公司曾以实物派息方式分派上实城开股权	15
大消费：销售结构优化，逐渐走出困境	16
为什么我们在当前时点看好上实控股？	18
自由现金流已转正	18
分红：长期稳健派息，股息率居于行业前列	19
估值：5xPE、0.3xPB 显著低于可比公司	20
盈利预测	20
假设前提	20
未来 3 年业绩预测	22
估值与投资建议	22
绝对估值：18.35 港元/股	22
绝对估值的敏感性分析	23
相对法估值：17.62 港元/股	23
投资建议	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	26

图表目录

图 1: 上海实业控股股权结构 (截至 20241231)	9
图 2: 2009-2024 公司营收情况 (单位: 亿港币)	10
图 3: 2015-2024 公司收入拆分情况 (单位: 亿港币)	10
图 4: 2009-2024 公司归母净利情况 (单位: 亿港币)	10
图 5: 2015-2024 公司利润拆分情况 (单位: 亿港币)	10
图 6: 2009-2024 公司利润率情况 (单位: %)	10
图 7: 2020-2024 公司费用率情况 (单位: %)	10
图 8: 2020-2024 公司资产负债率情况 (单位: %)	11
图 9: 2020-2024 公司长/短期借款情况 (单位: 亿港币)	11
图 10: 2015-2024 高速车流量情况 (单位: 万架次)	11
图 11: 2015-2024 高速车流量情况 (单位: 万架次)	11
图 12: 2015-2024 高速板块营收情况 (单位: 亿港币)	12
图 13: 2015-2024 高速板块净利情况 (单位: 亿港币)	12
图 14: 2015-2024 水务板块营收情况 (单位: 亿港币)	13
图 15: 2015-2024 水务板块净利润情况 (单位: 亿港币)	13
图 16: 公司旗下土地储备约 420 万平米	14
图 17: 公司土地储备分布情况	14
图 18: 2015-2024 地产板块营收情况 (单位: 亿港币)	15
图 19: 2015-2024 地产板块净利情况 (单位: 亿港币)	15
图 20: 2024 年至今粤海投资股价走势 (单位: 港币/股)	16
图 21: 2015-2024 消费板块营收情况 (单位: 亿港币)	17
图 22: 2015-2024 消费板块净利情况 (单位: 亿港币)	17
图 23: 2017-2024 香港酒类饮品及烟草零售额情况 (单位: 百万港元)	17
图 24: 2020-2024 公司经营性现金流拆分 (单位: 亿港币)	18
图 25: 2020-2024 公司资本开支拆分 (单位: 亿港币)	18
图 26: 2020-2024 公司自由现金流情况 (单位: 亿港币)	19
图 27: 2020-2024 公司现金及现金等价物情况 (单位: 亿港币)	19
图 28: 2015-2024 公司现金分红情况 (单位: 万港元)	19
图 29: 2015-2024 公司现金分红率情况 (单位: %)	19
图 30: 主流 H 股环保水务、高速与烟草上市公司股息率 TTM (X 轴, 单位: %) 和 2024 年分红率 (Y 轴, 单位: %) 情况	20
图 31: 主流 H 股环保水务、高速上市公司 PE TTM (Y 轴, 截至 20250804) 和 PB MRQ (X 轴, 截至 20250804) 情况	20

表1：上海实业控股历史资本运作情况（截至 2024 年 12 月 31 日）	5
表2：截至 2024 年末公司水务项目产能及分布情况（单位：万吨/日）	13
表3：上海实业控股业务拆分	21
表4：未来 3 年盈利预测表（百万元）	22
表5：公司盈利预测假设条件（%）	22
表6：资本成本假设	22
表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	23
表8：上海实业控股可比公司主营业务概览	23

上海实业控股：上实集团旗下核心投资平台

历史沿革

公司 1996 年 1 月成立, 同年 5 月上市。上海实业控股(简称“上实控股”)于 1996 年 1 月在香港注册成立, 初始成员企业包括南洋烟草、永发印务、上海家化及上海三维制药, 同年 5 月在香港联合交易所上市, 集资本额达 10.8 亿港元, 公开招股超额认购 158 倍, 奠定了其在资本市场的初步基础。上市后, 上实控股通过一系列资本运作快速扩张。1996-1997 年, 公司多次配股集资, 陆续收购上海延安路高架道路、汇众汽车、光明乳业、上海市内环线及南北高架路等资产, 同时获选为恒生指数成分股, 业务版图向基建、实业等领域拓展。

2000 年起, 公司加速多元化布局。2001 年投资中芯国际集成电路, 成为其单一最大股东; 2002 年推动光明乳业在上海 A 股上市, 同年收购厦门中药厂、微创医疗器械等, 涉足医药健康领域; 2003 年, 通过受让上海沪宁高速公路(上海段) 100% 权益、成立中环水务投资公司等动作, 强化基建与水务环保业务, 同时调整业务结构, 退出部分非核心资产。

2005-2010 年, 上实控股扩大在地产、水务领域的布局。在医药板块, 完成对上实医药(前称“上实联合”)控股性收购; 在水务环保领域, 收购亚洲水务并逐步增持股权, 拓展多地水务项目; 在房地产领域, 通过收购上实发展、上实城开等企业股权, 确立房地产核心业务地位, 期间还涉及多项资产出售与置换, 优化资产配置(2009 年先后出售光明乳业、中芯国际、华联超市和上实医药股权)。

2011 年及之后, 公司进一步聚焦基建环保板块并深化国际化布局。2015 年收购三家光伏电力公司, 拓展新能源业务; 2016 年完成杭州湾大桥收购、扩大龙江环保持股, 强化基建与环保产业份额; 2017 年推动上实环境在香港交易所双重主板上市, 2018 年实现上实环境新加坡及香港两地双重第一上市。

历经近三十年发展, 上实控股已形成以基建环保、消费品、房地产等为核心的多元业务格局, 通过不断的战略投资与资产优化, 成为跨地域、多领域经营的综合性企业集团。

表1: 上海实业控股历史资本运作情况(截至 2024 年 12 月 31 日)

年份	事件
	在港注册成立, 成员企业为南洋烟草、永发印务、上海家化及上海三维制药
1996	在香港联合交易所上市, 集资 10.8 亿港元, 公开招股超额认购 158 倍
	配股集资 31.6 亿港元, 用于收购上海延安路高架道路、汇众汽车、上海实业交通电器、光明乳业、东方商厦五家企业
1997	配股集资 47.7 亿港元, 收购上海市内环线及南北高架路
1998	配股集资 7.7 亿港元, 加大在上海汇众及光明乳业的投资, 并收购杭州青春宝、上海三维生物技术以及上海光通信、上海通信技术中心

表1: 上海实业控股历史资本运作情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

年份	事件
1999	分拆杭州青春宝及上海家化，组成上海实业医药科技（集团）有限公司（下称“上实医药科技”），在香港创业板上市，集资 4.04 亿港元，公开招股超额认购 495 倍
2000	出资 9.4 亿港元入股上海信投，参与建设上海信息港 入股广东宝莱特 上海家化在上海 A 股市场上市，集资约人民币 7.3 亿元 投资中芯国际集成电路，投资额约 1.1 亿美元
2001	扩大中芯国际的投资至 1.8 亿美元，占股权比例增至 17%，成为中芯国际单一最大股东 收购杭州胡庆余堂国药号 24% 股权 出资 1.9 亿港元，入股外高桥集装箱码头第一期
2002	收购厦门中药厂、微创医疗器械 光明乳业在上海 A 股市场上市，集资人民币 9.5 亿元 收购杭州胡庆余堂 30% 股权
2003	出资 13.35 亿港元收购在上海 A 股市场上市的上实联合 56.63% 股权，并私有化在香港创业板上市的上实医药科技；出售东方商厦全部 51% 权益，套现人民币 1.27 亿元 出资人民币 2.5 亿元与中国节能旗下公司成立中环水务投资公司，在内地合资开发、经营水务设施；出资人民币 20 亿元受让上海沪宁高速公路（上海段）100% 权益，获 25 年特许经营权；因应国家政策调整，出售上海延安高架路、内环线及南北高架路项目，全数取回项目投资账面值 7.02 亿美元以及人民币 3 亿元税后补偿款项 调整基建业务结构组合，退出物流相关业务，套现人民币 2.05 亿元
2004	落实福建厦门、湖南湘潭、安徽蚌埠、重庆及浙江湖州五个城市内六个水务项目，投资额达 14.35 亿元人民币；收购上实医药（前称“上实联合”）控股性股权获中国证监会、国资委及商务部最终审批完成；出资人民币 2.83 亿元购入甬金高速公路（金华段）30% 权益
2005	上实医药增持收购上海医疗器械 40% 权益，作价人民币 7580 万元；斥资人民币 1.45 亿元增持厦门中药厂及胡庆余堂药业股权，先后出售非控股股权的医药项目，包括科华生物、三维制药和贺利氏齿科等，套现人民币 3.52 亿元 出售上海家化 28.15% 权益，套现人民币 3.37 亿元
2006	出售外高桥一期码头 10% 股权，套现人民币 4.65 亿元
2007	向旗下上实医药转让中药资产，作价人民币 15.15 亿元（其后因未获审批部门批准而中止）

表1: 上海实业控股历史资本运作情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

年份	事件
	入股上海城开 40% 股权，作价人民币 21.31 亿元，奠定房地产作为核心业务的地位；出售汽车及零部件业务，作价 16.05 亿港元
	增持光明乳业股份有限公司股权至 35.18%，为日后的战略行动增添灵活性；增持上海城开 19% 股权，上海城开成为上实控股非全资附属公司
	出售上海信投项目，套现 7.75 亿港元
	以 55.46 亿港元收购母公司上实集团旗下的上海四季酒店约 87% 权益和沪杭高速公路（上海段）100% 权益
2008	收购母公司旗下上海四季酒店和沪杭高速公路（上海段）权益之动议在特别股东大会上获通过
	出售浙江金华甬金高速公路 30% 股权，作价人民币 3.6 亿元
	以约人民币 10.56 亿元出售联华超市 21.17% 股权，上实控股获税后出售利润约 1.25 亿港元
	收购尚海湾四幢住宅物业，作价 22.72 亿港元，上实控股三年获保证利润回报约 10.22 亿港元；以约 5.16 亿港元出售微创医疗器械约 18.89% 股权，上实控股获出售利润约 3.83 亿港元
	先后出售光明乳业 35.176% 全部股权，套现 21.52 亿港元，获税后出售利润 10.78 亿港元
2009	出售中芯国际 8.2% 全部股权，套现 11 亿港元，录得出售亏损 7.15 亿港元
	出售上实医药 43.62% 股权及其他医药资产，套现 57.50 亿港元，获出售利润 30 亿港元
	以约 13.88 亿港元向母公司收购上海沪渝高速公路（上海段）
	以约 27.46 亿港元附条件收购及认购香港上市公司上实城开约 11.84 亿股，共占其经扩大股本后约 45.02% 股权，成为上实城开单一最大股东
	以约 2.15 亿港元收购新加坡上市的亚洲水务新股及可换股债券，上实控股占亚洲水务扩大后股本约 77%
2010	收购上实城市开发合共 45.02% 权益之交易完成
	向母公司上实集团收购上海 A 股上市的上实发展（上证编号 600748）约 63.65% 股权，每股作价人民币 7.44 元（约 8.45 港元），总代价约人民币 51.3 亿元（约 58.3 亿港元）。收购完成后，上实发展将成为上实控股之附属公司
2011	出售持有河北永新纸业 78.13% 权益悉数，代价人民币 5.64 亿元，永发印务录得 1.62 亿港元之出售利润
	亚洲水务公告收购内地污水处理企业南方水务 69.378% 权益，总代价人民币 4.093 亿元。交易完成后，亚洲水务成为南方水务的大股东
2012	上海实业环境控股有限公司（前称“亚洲水务有限公司”）新加坡转主板上市

表1: 上海实业控股历史资本运作情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

年份	事件
	附属 A 股上实发展配股，收购母公司房地产资产
2015	上实控股旗下企业成功收购三家光伏电力公司，发电规模达 510 兆瓦 上实环境正式在香港交易所挂牌，实现新加坡及香港两地双重第一上市 与母公司旗下上海医药分别以约 2.57 亿港元及 1.73 亿港元认购中国同辐 H 股股份，作为中国同辐基石投资人，探索在放射性药业的投资
2018	旗下全资附属公司上海跻沅，与母公司旗下上海上投及星河数码在中国上海设立合营公司，收购上海绿能公司 30% 权益，投资风电新能源项目 再以每股 3.92 港元购入粤丰环保 7366 万股股份，投资约 2.89 亿港元，交易已於年底完成。本集团现占粤丰环保约 17.52% 股权，以增强本集团固废业务板块的整体发展
2019	上实控股获大股东上实集团在场内以每股平均价 18.9867 港元增持 15 万股，涉资约 284.8 万港元。增持后，上实集团最新持股数目为 6.52327748 亿股，持股比例由 59.99% 上升至 60.00%
2020	上实控股宣布，间接全资附属公司沪宁高速与星河数码订立股份转让协议，同意出售粽子产销商五芳斋约 1811.25 万股予星河数码，占五芳斋注册资本约 23.97%，总代价约人民币 4.2 亿元 上实控股收购上海康恒环境 30.22% 股权，加速拓展固废业务版图 收购上实清洁能源 40% 股权，现金代价为人民币 2.25 亿元
2022	本公司间接持有 50% 股权之上海上实长三角生态发展有限公司成功竞价收购华源集团所持上海医药（集团）有限公司 40% 股权，中标价格为人民币 62.4 亿元
2023	认购本金约 16.37 亿港元粤丰环保可交换债券，期限为 7 年，可交换不超过 2.44 亿股粤丰环保股份，占於发行日期粤丰环保约 10% 股权

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构

上实集团旗下核心投资平台，下辖四大核心业务板块。截至 2024 年末，公司的实际控制人为上海市国资委，持有公司第一大股东上实集团 100% 的股份。上实集团持有上实控股 63.16% 股份。公司旗下拥有众多控股、参股子公司，按业务性质可分为基建环保、消费品、房地产和健康四大板块。

基建环保：高速业务方面，公司持有沪宁发展有限公司（G2 京沪高速上海段）、路桥发展有限公司（G60 沪昆高速上海段）和申渝发展有限公司（G50 沪渝高速上海段）100% 股权。水务业务方面，公司目前有两个水务业务平台，分别是在新加坡和香港上市的上实环境（BHKJ SGX；0807 HKSE）和内地水务公司中环水务，持股比例分别为 49.25% 和 45%。环保业务方面，公司目前间接持有康恒环境 14.17% 的

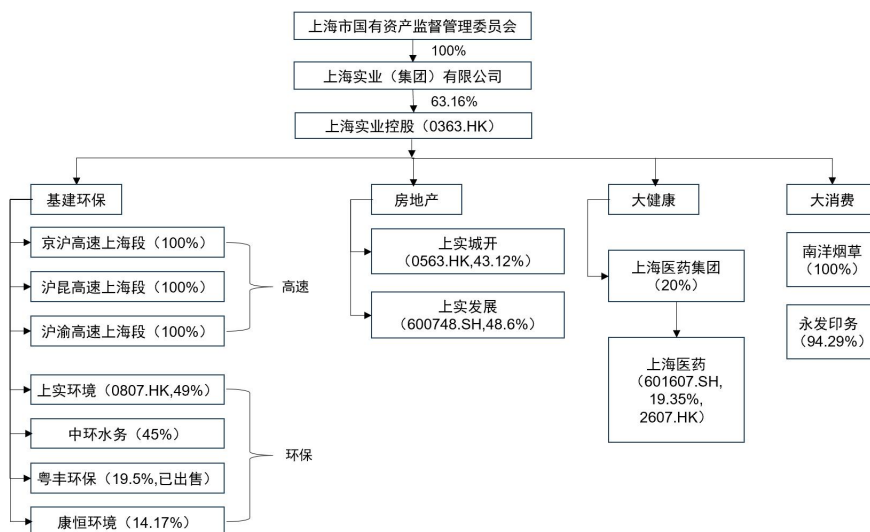
股权。

房地产：公司目前持有 A 股上市公司上实发展（600748.SH）48.6%的股权和港股上市公司上实城市开发（0563.HK）43.12%的股权。

大消费：公司目前持有南洋烟草公司 100%股权和永发印务公司 94%的股权。

大健康：公司目前持有上海医药集团 20%的股权，上海医药集团上市公司上药股份 19.348%的 A 股股份，为其单一第一大 A 股股东。

图1：上海实业控股股权结构（截至 20241231）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

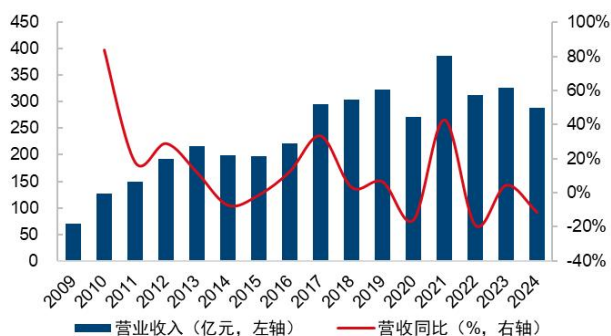
财务分析：基建环保占比持续提升，地产近年来有所拖累

收入层面，由于地产销售的萎缩公司近年来的营业收入总体呈现下降趋势，但房地产业务仍贡献了超过一半的营业收入。2024 年公司实现营业收入 289.2 亿港币，同比下降 12%，其中地产板块实现收入 151.5 亿港币，同比下降 20.65%，营收占比 52.4%；基建环保板块实现收入 102.6 亿港币，同比下降 1.31%，营收占比 35.5%；消费板块实现收入 35 亿港币，同比增长 9.37%，营收占比 12.1%。

利润层面，除受疫情影响的 2020 和 2022 年两年外，公司利润较为稳定，保持在 20-30 亿港币区间。2024 年公司实现归母净利润 28.08 亿港元，同比下降 18%。基建环保板块一直是公司利润的主要来源，2024 年实现净利润 26.3 亿港币，同比增长 13.28%，利润占比 85%。地产板块实现净利润-2.4 亿元，近 10 年来首次亏损。消费板块实现净利润 6.4 亿港币，同比大幅增长 71.77%，利润占比 21%。由于上药集团没有纳入公司合并报表，故未贡献收入仅有利润贡献，2024 年公司大健康板块盈利 5423 万港币，利润占比 1.8%。剔除非经常性损益影响，2024 年公司核心业务利润约为 24-25 亿港币（高速公路 11 亿港币+环保水务 7 亿港币+大消费 7 亿港币）。

费用层面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主。从绝对值来看，2024 年公司的行政费用及其他营业费用为 22.3 亿港币，同比增长 4.55%；财务费用为 20.25 亿港币，同比下降 13.16%；销售费用为 8.59 亿，同比下降 12.17%。

图2：2009–2024 公司营收情况（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2015–2024 公司收入拆分情况（单位：亿港元）



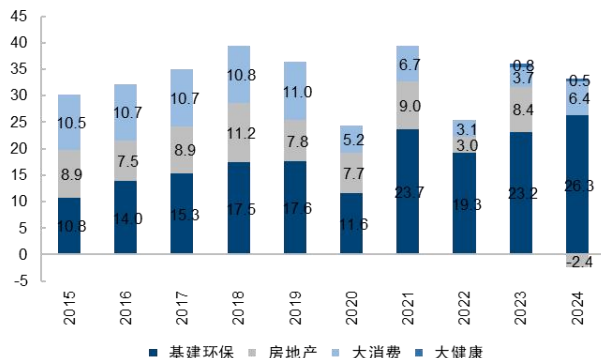
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2009–2024 公司归母净利润情况（单位：亿港元）



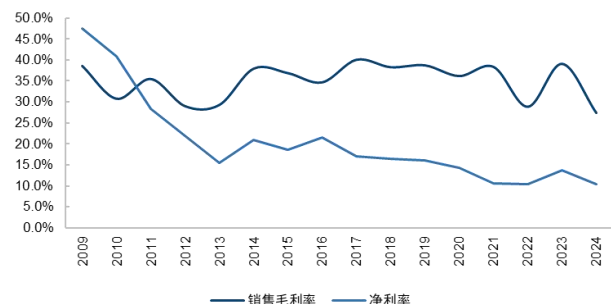
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2015–2024 公司利润拆分情况（单位：亿港元）



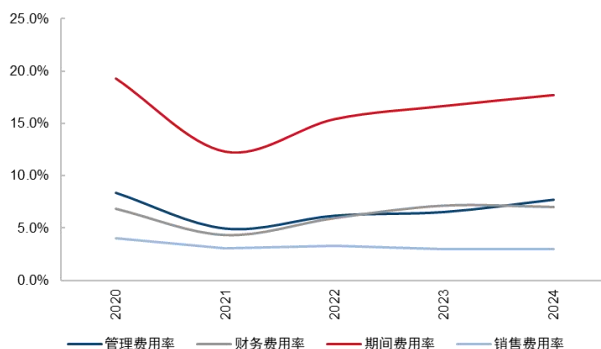
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2009–2024 公司利润率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

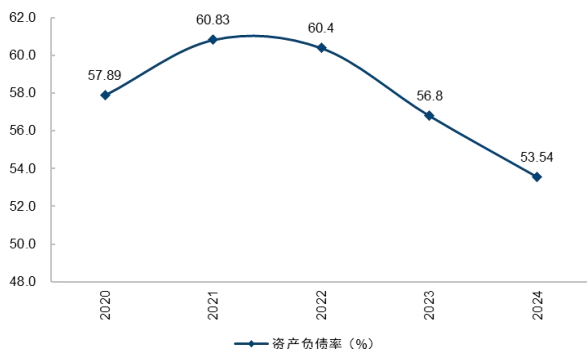
图7：2020–2024 公司费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

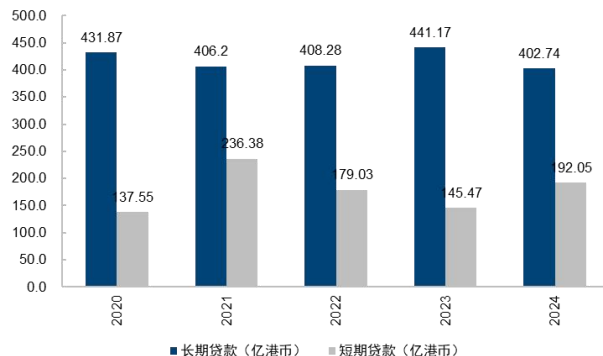
资产负债结构相对健康。截至2024年12月31日，公司的资产负债率为53.54%，较2023年下降3.26pct。账面上的长期借款余额为402.74亿港元，绝对值较2023年下降38.43亿港元；短期借款余额为192.05亿港元，绝对值较2023年增加46.58亿港元。

图8: 2020–2024 公司资产负债率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 2020–2024 公司长/短期借款情况 (单位: 亿港币)



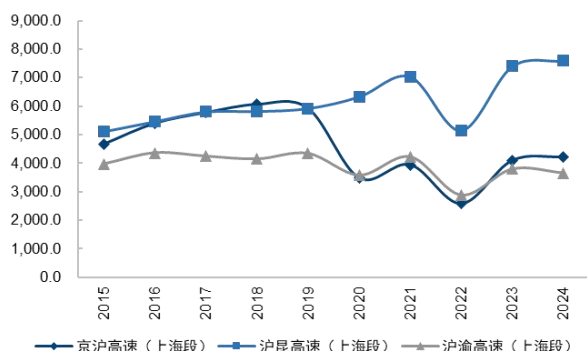
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建环保：高速/水务基本盘稳固

高速：除疫情期间外运营状况稳定

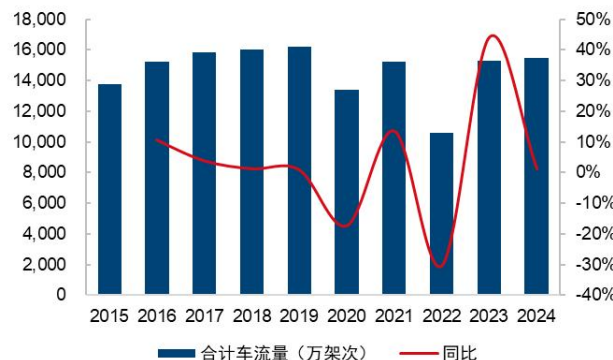
公司旗下三条高速公路车流量开始恢复。公司持有沪宁发展有限公司（G2 京沪高速上海段）、路桥发展有限公司（G60 沪昆高速上海段）和申渝发展有限公司（G50 沪渝高速上海段）100%股权，它们分别连接上海市往西北、西南、正西方向，以及连接上海和浙江省沿海城市的重要通道。2015–2019 年公司旗下三条高速公路的车流量呈现稳健增加趋势，2019 年沪昆高速的车流量为 5921 万架次，京沪高速的车流量为 5915 万架次，沪渝高速的车流量为 4334 万架次，合计 16170 万架次。2020 年和 2022 年受疫情影响，公司的车流量有所下降，2022 年低点时三条高速公路的合计车流量仅有 10596 万架次，较高点下滑 34.5%。2023 年疫情防控平稳转段后公司高速公路的车流量开始恢复，2024 年三条高速公路的合计车流量为 15469 万架次，改善明显，但仍未回到 2019 年高点时水平。

图10: 2015–2024 高速车流量情况 (单位: 万架次)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 2015–2024 高速车流量情况 (单位: 万架次)

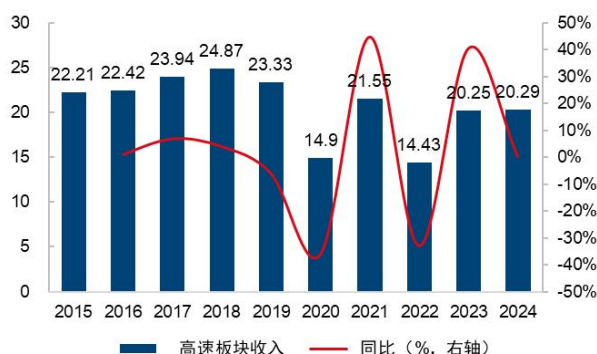


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高速公路贡献稳定盈利与现金流。过去 10 年，除 2020 和 2022 年两年外，公司高速公路板块的收入基本保持在 20–25 亿港币区间，利润基本保持在 10–12 亿港币区间，经营状况稳定。2024 年公司高速公路板块实现收入 20.29 亿港币，同比增

长 0.2%；净利润 10.81 亿港币，同比下滑 12.3%

图12: 2015-2024 高速板块营收情况（单位：亿港币）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 2015-2024 高速板块净利情况（单位：亿港币）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新版《基础设施和公用事业特许经营管理办法》明确允许改扩建项目重新核定收费期。2024 年新修订的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》明确了以下两点：1) 期限弹性化，将最长经营期限从 30 年延长至 40 年，允许根据项目回报周期动态调整，缓解集中到期压力；2) 续期机制化，明确改扩建项目可重新核定经营期。依据公司财务报表附注的披露，公司京沪高速上海段的特许经营权将于 2028 年到期，沪昆高速的特许经营权将于 2030 年到期，沪渝高速的特许经营权将于 2027 年到期。到期后公司可依据最新版本《管理办法》向上海市政府申请通过改扩建续签三条高速公路的特许经营权。2024 年 10 月 14 日，上实控股的子公司发布公告，宣布其全资附属公司上实城开上海建设与上海申渝签订 G50 高速拓宽改造咨询协议。

水务：项目遍布全国，产能居于行业前列

上实控股的水务业务目前有两个平台，分别为上实环境(BHK SGX; 807 HKSE)和中环水务。公司旗下上实环境 2024 年实现收入人民币 75.96 亿元，同比增加 0.3%；股东应占净利润为人民币 6.05 亿元，同比上升 0.2%。收入及净利润小幅增长，主要得益于营运收入（包含服务特许安排财务收入）的稳步提升以及财务费用较去年大幅减少。尽管受建设规模缩减影响，建设收入（包含建设期服务特许经营安排财务收入）有所下降，但整体经营效益仍保持良好增长态势。上实环境在报告年度内持续推进融资结构优化，同时积极采取汇率风险管理措施，有效规避了人民币汇率波动带来的潜在财务风险。

截至 2024 年末，中环水务拥有 19 家自来水厂、18 家污水处理厂，产能规模 434.81 万吨/日，其中，制水能力为 323.73 万吨/日，污水处理能力为 111.08 万吨/日；2 座水库，总库容 1.82 亿吨；管网长度总计 8,713.57 公里。本年度实现营业收入 19.42 亿港元，同比减少 6.5%；净利润为 2.79 亿港元，同比增加 5.2%。此外，年内，新增/新签项目共 7 个，涉及总投资额约为人民币 9.57 亿元，水处理规模约 521,000 吨/日。

公司项目遍布全国，产能居于行业前列。公司的自来水/污水/中水回用项目遍布全国 22 个省、直辖市和自治区，合计 2012.77 万吨（上实环境+中环水务），在上市公司中仅次于北控水务和首创环保，产能居于全国前列。

图14: 2015-2024 水务板块营收情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 2015-2024 水务板块净利润情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 截至 2024 年末公司水务项目产能及分布情况 (单位: 万吨/日)

主体	上实环境			中环水务		
	污水	供水	中水回用	污水	供水	中水回用
安徽	3.00			40.00	128.28	
湖南	45.00	52.00		20.00	49.50	
陕西				6.00		
福建	5.00			269.65		
内蒙	4.00					
山东	71.50	42.00	3.85			
广东	118.00		5.00	15.00		
江苏	39.00	2.00	0.30			
上海	49.00					
广西	38.00					
江西	25.15					
山西		5.50				
黑龙江	398.95	61.00	12.00	2.00	28.50	
吉林	12.25					
四川	3.75					
河南	24.00	4.00				
辽宁	3.85					
新疆				0.58		
湖北	116.00	43.00			95.00	
澳门	8.97		3.45			
浙江	83.30		3.00	27.50	22.45	
宁夏	22.50					
合计			2012.77			

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

杭州湾大桥: 已完成资产证券化

2024 年杭州湾大桥成功发行 REITs。公司曾持有杭州湾大桥 23.0584% 的权益, 但 2024 年杭州湾大桥大股东经国家发展改革委员会的审批向公众发行 REIT, 各股东积极配合。上海跻沅以最终成交价 (扣除必要费用后) 人民币 1,863,859,064.12 元出售其所持有的杭州湾大桥 23.0584% 股权, 并将收到的部分款项用于认购和缴纳获配的 158,284,000 份 REIT 份额, 约占基金总份额的 15.8284%; 由此产生的

净现金流入以现金形式收回。此举有助于公司变现其投资回报；而通过认购 REIT 份额，由于 REIT 项下的该等相关资产的流动性及市场化有所提升，将有助公司通过证券市场出售基金份额获得资本收益。REIT 已于二零二四年底取得中国证监会批复并成功发售，现在 REIT 已募结完成并于 2024 年 12 月 26 日成功上市，基金代码为 508036，创近两年以来高速公路公募基金最高网下认购倍数、最高网下认购规模及最高溢价率。REIT 成功发行后，上海济远已不再持有杭州湾大桥的股权，转为持有 REIT 基金份额，杭州湾大桥的全部股权已转让至平安证券所有。本集团已将持有份额以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。

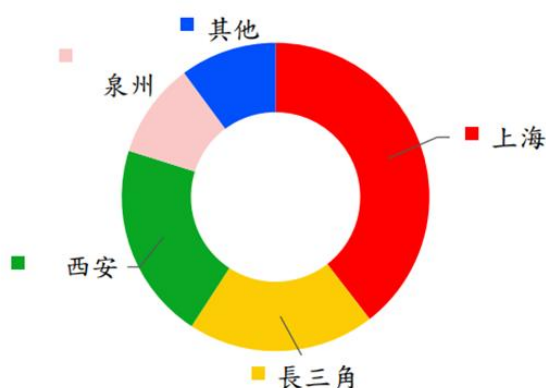
房地产：减值影响业绩表现

土储集中于长三角发达地区，减值影响业绩表现

公司房地产业务涵盖物业开发和物业投资，兼具住宅及商用物业的特色。目前旗下资产包括香港上市的上海实业城市开发集团有限公司（「上实城开」，563 HKSE）及在上海上市的上海实业发展股份有限公司（「上实发展」，600748 SSE），分别在上海、东部沿海、长江沿岸、长三角、环渤海等地区，以及中西部二、三线城市拥有优质的土地资源。截至 2024 年年底，总土地储备共 420 万平方米。凭着较低的土地成本和优秀运营团队的优势，上实控股的房地产业务显示出优厚的增值和盈利潜力。公司将密切把握政策和市场动向，盘活存量资产，进一步加强整体风险管控，推动健康稳定和高质量的发展。

出售泉州资产 加速长三角聚焦。公司于 2025 年 7 月 18 日发布公告称，公司的间接附属公司泉州上实投资（i）与泉州甄源订立买卖协议一据此，泉州上实投资同意出售而泉州甄源同意购买资产一，代价为人民币 9624.73 万元（含税）；（ii）与泉州歆源订立买卖协议二，据此，泉州上实投资同意出售而泉州歆源同意购买资产二，代价为人民币 11.5 亿元（含税）；及（iii）与泉州歆源订立买卖协议三，据此，泉州上实投资同意出售而泉州歆源同意购买资产三，代价为人民币 8.07 亿元（含税）。该等出售事项涉及泉州上实投资的若干资产，包括位于中国福建省泉州市的住宅单位、车位及地块。该等出售事项的总代价为人民币 20.53 亿元（含税）。

图16: 公司旗下土地储备约 420 万平方米



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 公司土地储备分布情况



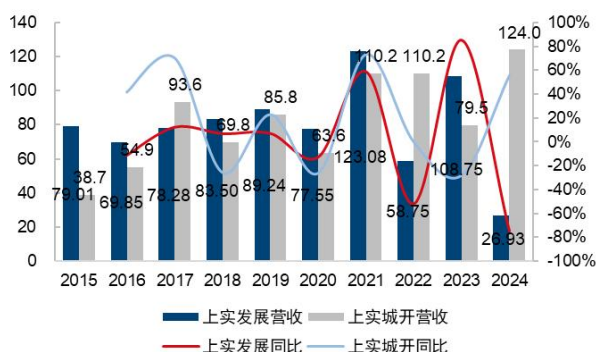
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上实控股持有上海 A 股上市公司上实发展的 48.60% 股权。上实发展 2024 年实现营业收入人民币 24.94 亿元，同比下跌 74.7%，主要为年内交房结转收入大幅减

少，以及去年度录得一笔比较大的一次性收益；净亏损为人民币 2.91 亿元，同比由盈转亏。年内，公司继续加强内控管理，应对行业挑战。房地产项目全年签约金额超逾人民币 7.16 亿元，签约面积约 41,000 平方米，签约项目主要包括上海青浦「上实·海上湾」（四期、五期）车位、上海青浦「海源别墅」、泉州「海上上海」及上海静安「泰府名邸」商业及会所等。本年度交房金额约人民币 5.32 亿元，交房项目主要包括上海青浦「海源别墅」及上海静安「泰府名邸」。全年租金收入约 3.66 亿港元。年内在建项目 6 个，在建面积约 91,800 平方米，竣工项目 1 个，竣工面积约 19,500 平方米。

上实控股目前持有上实城开 43.12% 股权。旗下上实城开 2024 年全年营业额为 124.40 亿港元，较上年度上升 56.4%。本年度股东应占亏损为 3.31 亿港元，主要由于年内交付项目中毛利率较高的项目较去年有所减少、销售单价因市场情况下调及就物业项目确认若干减值亏损所致。上年度股东应占溢利为 4.95 亿港元。年内交房建筑面积约 381,000 平方米，项目主要包括西安「自然界」、天津「上实仰山」、上海「上实望海」、上海「上实云端」及烟台「上实云麓」等。年内租金收入约为 7.94 亿港元。合约销售金额达人民币 39.33 亿元，占建筑面积约 184,000 平方米，项目主要包括天津「上实仰山」、西安「自然界」、上海「上实望海」、西安「上实启元」及烟台「上实云麓」等。本年度在建项目 9 个，在建面积 1,933,000 平方米。

图18: 2015–2024 地产板块营收情况（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 2015–2024 地产板块净利情况（单位：亿港元）



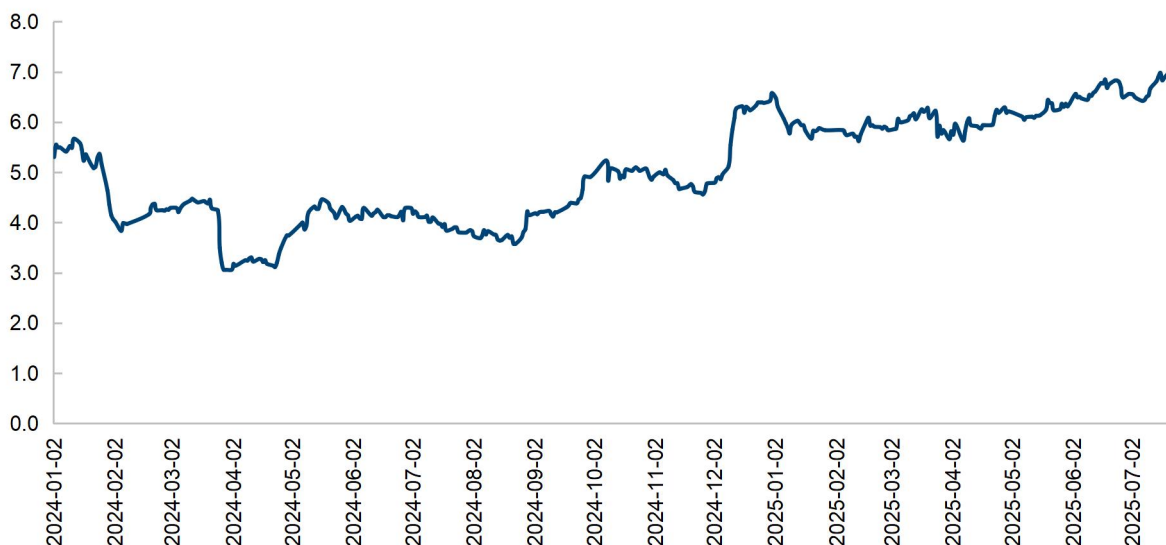
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司曾以实物派息方式分派上实城开股权

粤海投资实物分派粤海置地股权，股价表现良好。2024 年 12 月 9 日，粤海投资有限公司（0270.HK）宣布，拟通过实物分派粤海置地控股有限公司（0124.HK）股份方式支付特别股息。公告指出，粤海投资股东每持有 1 股，将获得 0.193 股粤海置地股份，总计约 12.62 亿股粤海置地股份，占粤海置地已发行股本的 73.72%。本次特别派息实施后，粤海投资的股价涨幅明显。截至 2025 年 7 月 22 日收盘，公司股价为 7.1 元/股，较公告当日的 5.12 元/股上涨 38.7%。

上实控股历史上曾两次进行实物分派。2019–2020 年公司曾连续两年以实物派息的形式分派持有的上实城开股份，2019 年的方案为每持有 1 股股份派发 1 股上实城开股份，2020 年的方案为每持有 5 股股份派发 1 股上实城开股份，公司持有上实城开的股份由 70% 下降至 43%。

图20: 2024 年至今粤海投资股价走势（单位：港币/股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大消费：销售结构优化，逐渐走出困境

印刷业务历史业绩较为稳定。上实控股持有永发印务 94.29% 股权，近年来营收稳定在 10-15 亿港币，净利润稳定在 1-2 亿港币。永发印务 2024 年录得营业额 15.84 亿港币，较去年增长 2.3%，主要来自烟包业务较好的增长贡献；全年实现净利润 9,518 万港币，同比增加 12.1%，主要受益于业务结构优化提升综合毛利，核心工厂降本提效成果显著和较好的资产运营效益，此外，年内美元汇率持续走强也助力了综合毛利水平的提升。

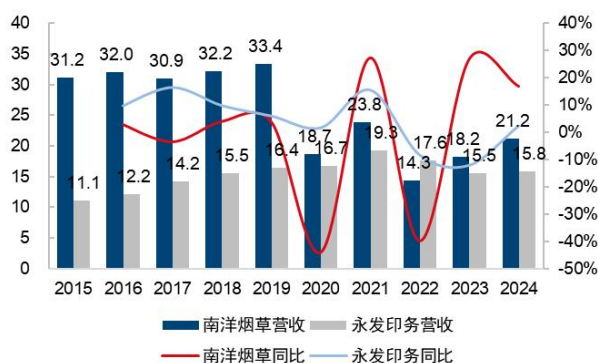
疫情对南洋烟草经营情况造成负面影响。2019 年及以前公司的烟草业务收入常年维持在 30 亿港币左右，利润 9-10 亿港币左右。但由于高度依赖内地消费群体及内地供应链，疫情后南洋烟草在消费端、物流端、生产端三方面遭受了巨大的压力和冲击，同时海外市场全年需求低迷，各渠道库存居高不下，带来产品过期风险、价格下跌等问题，严重危及品牌状态。2022 年业绩低点时南洋烟草的净利润下滑至 1.8 亿港元。

疫情结束后南洋烟草免税市场及出口市场回暖。2023 年疫情结束后，南洋烟草业绩出现反弹，净利润由 1.82 亿港币增长至 3.01 亿港币，尚待销售状态全面恢复。南洋烟草积极开展不同营销措施，包括 (1) 创新产品赢市场，适时推出创新产品成功赢得市场关注；(2) 拓宽销售渠道，开辟市场广度，布局海外免税市场，业务版图有序扩张；(3) 营销推广稳固市场地位，针对不同市场的消费者需求和购买习惯，设计有针对性的营销活动；(4) 关注客户互惠共赢，积极与客户保持良好的沟通和合作关系。

2024 年南洋烟草业绩大幅增长但销售结构出现分化。2024 年南洋烟草全年录得营业额 21.82 亿港元，同比增长 20.2%；净利润 5.60 亿港元，同比增长 86.0%。其中，港澳有税市场销售额同比下降 23.7%，主要受到香港市场连续两年大幅增加烟税的影响。中专市场年内销售额同比微跌 2.5%，国家相关部门对中专市场的合规性提出更高的要求，市场推广宣传进入新模式，宣传的难度相应提升。港澳

及海外免税市场，年内销售额同比下降 20.5%。面对国内出境游客比预期少、海关政策收紧以及核心渠道“中免”正面临缩减店铺，南洋烟草与各免税公司商讨后逐步改变营销策略，以中、高端产品为主销对象，逐步淘汰低端产品，以应对免税市场的大变化。出口及船烟市场，年内销售额同比上升 89.7%。由疫情所带来的库存压力逐步得以释放，销售额录得较大幅度的回升。

图21: 2015-2024 消费板块营收情况（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 2015-2024 消费板块净利情况（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

香港烟草市场近年有所回暖，2025H1 同比增长 31.2%。2017-2019 年，香港酒类饮品及烟草零售额保持在 50 亿港元以上，受受疫情和高税率政策影响，香港烟草市场整体规模在 2020-2022 年收缩明显，2021 年低点时仅为 12.94 亿港元。2023 年起，香港酒类及烟草市场的零售额开始快速回复，2024 年同比增长 29.2%至 47.93 亿港元，仍未回到疫情前水平。2025H1 香港酒类及烟草市场的零售额同比增长 31.2%至 28.89 亿港元。

图23: 2017-2024 香港酒类饮品及烟草零售额情况（单位：百万港元）



资料来源：香港特别行政区政府统计处，国信证券经济研究所整理

南洋烟草致力发展马来西亚生产项目，积极拓展国际市场业务，落实海外生产基地运营事宜，以扩大公司在境外市场业务。马来西亚项目由去年投产到 2024 年实现量产，全年销售额同比增加 344.9%。年内，南洋烟草配合国家相关部门的要求，

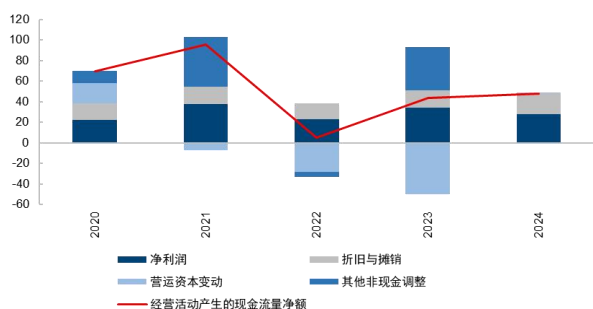
跟进卷烟二维码统一应用项目，除可达到产品追溯防伪外，还可完善公司仓储智能控制与即时监控，提高从原料采购、生产计划、仓储管理到物流运输精准化管理，实现高效产的一体化流水线管理。年内南洋烟草更新增唇膏烟包生产线项目，通过技术产品创新和产能配套升级，维护公司生产质量、效率成本不断进步。

为什么我们在当前时点看好上实控股？

自由现金流已转正

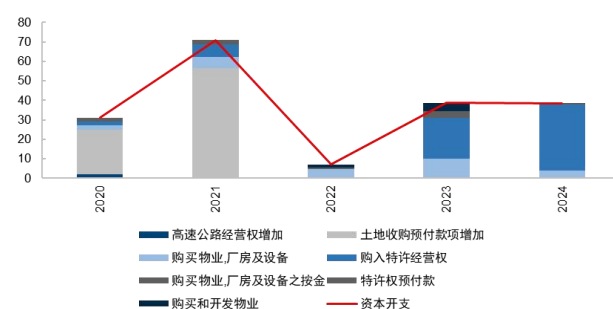
公司经营性现金流健康，资本开支主要集中在地产和水务板块。公司的经营活动现金流相对健康，近年来维持在 40 亿-50 亿港币区间（2023 年为 43.55 亿港币，2024 年为 48.13 亿港币）。2020-2021 年公司的资本开支主要集中在地产板块，需支付土地收购预付款。近两年则集中于水务板块用于购置特许经营权，高速和烟草板块资本开支相对较少。

图24：2020-2024 公司经营性现金流拆分（单位：亿港币）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：2020-2024 公司资本开支拆分（单位：亿港币）

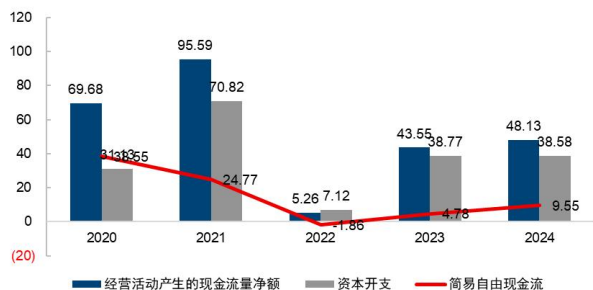


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司自由现金流已转正，在手现金充沛。我们采用公式经营活动产生的现金流量净额-资本开支计算公司的简易自由现金流，不难发现 2023 和 2024 年公司的自由现金流均为正数（2023 年 4.78 亿港币，2024 年 9.55 亿港币），具备自我造血能力。此外截至 2024 年末公司账面上仍有现金及现金等价物 208.41 亿港币，在手现金储备充沛。

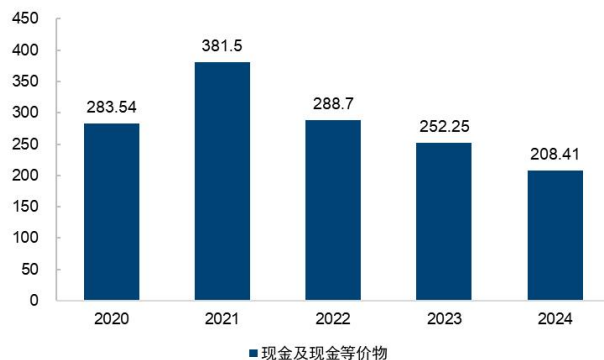
出售粤丰环保回笼 23.3 亿港币现金。2025 年 5 月 22 日，公司公告已出售其持有的粤丰环保电力有限公司股份。此次出售的股份数量为 47525.1 万股，占粤丰全部已发行股本的 19.47%，总代价为 23.28 亿港元，每股注销价格为 4.90 港元，较 2025 年 5 月 20 日收市价每股 4.88 港元溢价约 0.4%。此次出售对上海实业控股的财务状况产生显著影响，根据公告，出售股份的账面净值约为 23.86 亿港元（截至 2025 年 3 月 31 日），未经审计估算的出售亏损为 5683.51 万港元。所得款项总额为 23.28 亿港元，所得款项净额将用于潜在投资、一般营运资金或偿还银行贷款。

图26: 2020-2024 公司自由现金流情况（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 2020-2024 公司现金及现金等价物情况（单位：亿港元）

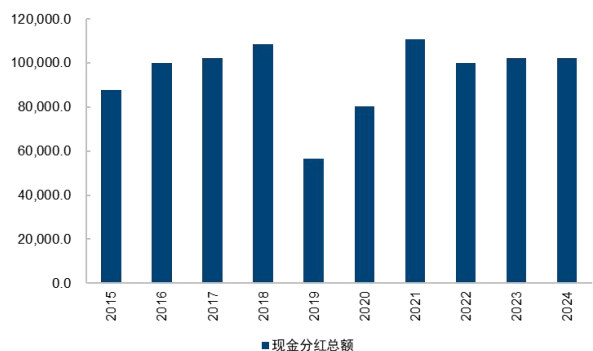


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分红：长期稳健派息，股息率居于行业前列

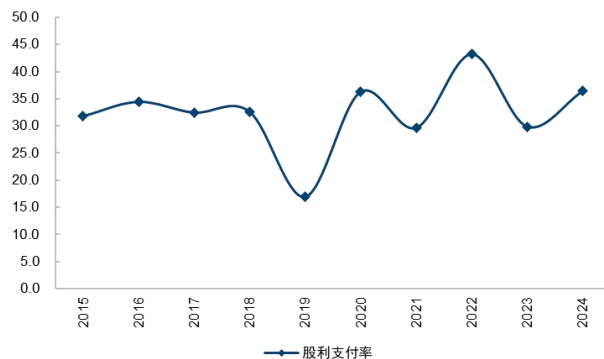
多年连续稳定派息。过去时间十年间公司分红的绝对值基本在 9-11 亿港元之间（0.9-1 港币/股），2019/2020 年相对较低主要系进行了中期实物派息所致（我们在报告房地产部分已对此进行分析）。股利支付率多数维持在 30%-40% 区间，派息稳定。

图28: 2015-2024 公司现金分红情况（单位：万港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

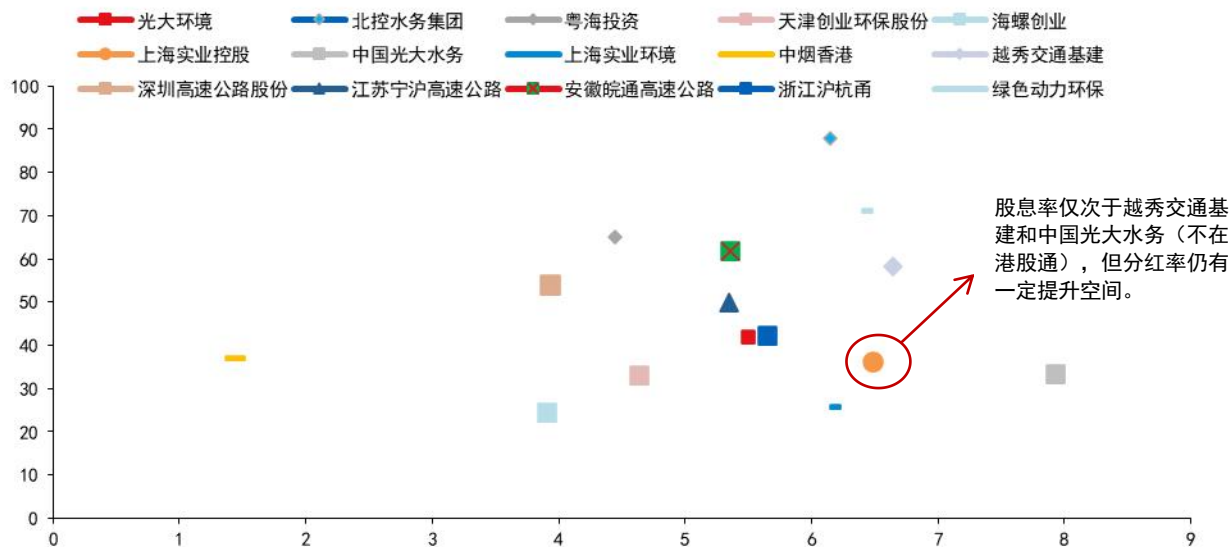
图29: 2015-2024 公司现金分红率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股息率居于行业前列。我们选取了主流 H 股环保水务、高速与烟草上市公司的股息率和 2024 年分红率与公司进行对比，不难发现公司 6.56%（20250804 收盘）的股息率仅次于高速公路板块的越秀基建交通和水务板块的中国光大水务，位列可比公司的第三位。但公司 2024 年 36.4% 的分红率仅是行业的中等偏下水平，仍具有分红率提升的潜力。

图30: 主流 H 股环保水务、高速与烟草上市公司股息率 TTM (X 轴, 单位: %) 和 2024 年分红率 (Y 轴, 单位: %) 情况

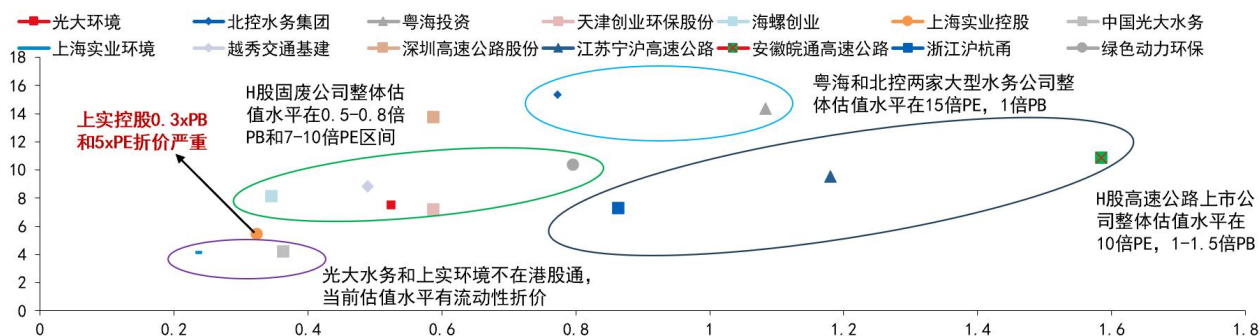


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 20250804)

估值: 5xPE、0.3xPB 显著低于可比公司

估值安全边际充足。除股息率较高这一优点之外, 公司的估值整体也具备一定的性价比。截至 2025 年 8 月 4 日, 公司的 PE TTM 为 5.6x, PB MRQ 为 0.3x, 在可比公司中仅高于控股子公司上实环境和中国光大水务 (不在港股通, 有一定的流动性折价), 远低于板块内其余可比上市公司, 提供相对充足的安全边际。

图31: 主流 H 股环保水务、高速上市公司 PE TTM (Y 轴, 截至 20250804) 和 PB MRQ (X 轴, 截至 20250804) 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

基建环保业务：1) **高速。**考虑到公司旗下三条高速公路的车流量已企稳回升，假设 2025–2027 年公司高速公路板块的收入为 20.9/21.3/21.7 亿港币，同比增长 3%/2%/2%，毛利率 65%/65%/65%。2) **水务。**考虑到上实环境大部分水务项目已经投产，假设 2025–2027 年公司水务板块的收入为 87.3/90.8/93.5 亿港币，同比增长 6%/4%/3%，毛利率 36%/36%/37%。我们预计基建环保板块 2025–2027 年收入为 108.2/112.1/115.2 亿港币，同比增长 5%/4%/3%，毛利率 40%/40%/40%。

房地产业务：尽管国内房地产行业基本面仍承压，但考虑到公司土地储备大部分位于经济发达的长三角地区，我们假设 2025–2027 年公司房地产板块的收入为 147.2/145.4/141.4 亿港币，同比下滑 3%/1%/3%，毛利率 21%/23%/23%。

大消费业务：1) **烟草。**考虑到南洋烟草公司马来西亚工厂 2024 年已投产且销售收入同比增长 344.9%，假设 2025–2027 年公司烟草板块的收入为 25.5/29.8/34.2 亿港币，同比增长 20%/17%/15%。2) **印刷。**假设 2025–2027 年公司印刷板块的收入为 16.3/16.6/17.0 亿港币，同比增长 3%/2%/2%。我们预计大消费板块 2025–2027 年收入为 41.8/46.4/51.2 亿港币，同比增长 19%/11%/10%，毛利率 20%/22%/22%。

费用：1) **销售费用。**公司基建环保板块采用特许经营权模式，故产生的销售费用相对较少。公司的销售费用主要集中在地产与消费板块，由于涉及销售渠道维护，该部分支出较为刚性，我们假设 2025–2027 年公司的销售费用率分别为 3%/3%/3%。2) **管理费用。**考虑到未来高速公路改扩建增加人员等事项，我们假设 2025–2027 年公司的管理费用率分别为 7.7%/8.5%/8.7%。3) **财务费用。**考虑到目前的低利率环境，我们假设公司的循环贷款利率为 2.5%，长期贷款利率为 3.0%，预计 2025–2027 年公司的财务费用分别为 12.75/12.76/12.71 亿港币。

投资收益：2025 年公司出售了所持有的 19.5% 的粤丰环保股权，该事项将对公司的投资收益产生一定负面影响。2024 年粤丰环保的归母净利为 8.66 亿港币，上实控股所持有股权对应的投资收益约为 1.7 亿港币，故我们假设 2025–2027 年公司的投资收益为 3.4/3.4/3.4 亿港币（在 2024 年基础上调减 1.7 亿港币）。

表3：上海实业控股业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
基建环保业务						
收入（亿港币）	110.8	104.0	102.6	108.2	112.1	115.2
增速	1%	-6%	-1%	5%	4%	3%
毛利（亿港币）	38.3	42.8	41.9	43.3	44.6	45.9
毛利率	35%	41%	41%	40%	40%	40%
房地产业务						
收入（亿港币）	172.0	191.0	151.5	147.2	145.4	141.4
增速	-28%	11%	-21%	-3%	-1%	-3%
毛利（亿港币）	42.0	75.9	28.6	31.2	33.3	32.5
毛利率	24%	40%	19%	21%	23%	23%
大消费业务						
收入（亿港币）	30.8	32.0	35.0	41.8	46.4	51.2
增速	-24%	4%	9%	19%	11%	10%
毛利（亿港币）	10.0	9.2	8.5	11.7	13.9	16.4
毛利率	33%	29%	24%	28%	30%	32%
合计						
总营收（亿港币）	313.5	327.0	289.2	297.1	303.9	307.9
增速	-19%	4%	-12%	3%	2%	1%
毛利（亿港币）	90.3	127.9	79.0	86.2	91.8	94.8
毛利率	29%	39%	27%	29%	30%	31%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表4: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28918	29711	30386	30786
营业成本	21017	21090	21210	21310
销售费用	859	891	908	919
管理费用	3602	2957	3249	3345
财务费用	1330	1275	1276	1271
营业利润	3562	4504	4750	4947
利润总额	4902	5138	5385	5582
归属于母公司净利润	2808	2943	3084	3197
EPS	2.58	2.71	2.84	2.94
ROE	6%	6%	6%	6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 预计未来 3 年营收 297.11/303.86/307.86 亿港元, 同比 +2.7%/2.3%/1.3%, 毛利率 29%/30%/31%, 毛利 86.2/91.8/94.8 亿元; 归母净利润 29.43/30.84/31.97 亿港元, 同比+4.8%/4.8%/3.7%。

估值与投资建议

绝对估值: 18.35 港元/股

输入条件: 基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况, 我们假定目标权益资本比为 45%, 2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.78, 无风险利率 2.5%, 风险溢价为 7.5%, 债务资本成本为 3.5%, 计算得出 WACC 值为 11.81%。

FCFF 估值结果: 在永续增长率为 1% 的假设条件下, 测算出上海实业控股对应每股权益价值为 18.35 元/股, 高于目前股价 27.6%。

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-11.6%	2.7%	2.3%	1.3%
毛利率	72.7%	71.0%	69.8%	69.2%
管理费用/营业收入	7.7%	7.7%	8.5%	8.7%
销售费用/营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业税及附加/营业收入	/	/	/	/
所得税税率	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%
股利分配比率	36.4%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.78	T	38.76%
无风险利率	2.50%	Ka	8.50%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	2.82
公司股价 (元)	14.38	Ke	23.63%
发行在外股数 (百万)	1087	E/(D+E)	45%
股票市值 (E, 百万元)	15634	D/(D+E)	55%
债务总额 (D, 百万元)	66695	WACC	11.81%
Kd	3.5%	永续增长率 (10 年后)	1%

资料来源: 国信证券经济研究所假设 (股价数据更新至 2025.8.4)

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 7 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.8%	11.3%	11.81%	12.3%	12.8%
永续增长率变化	2.5%	22.53	21.09	19.80	18.65	17.61
	2.0%	21.80	20.47	19.27	18.19	17.21
	1.5%	21.16	19.91	18.79	17.77	16.84
	1.0%	20.58	19.41	18.35	17.39	16.50
	0.5%	20.06	18.96	17.95	17.04	16.19
	0.0%	19.59	18.54	17.59	16.71	15.91
	-0.5%	19.15	18.16	17.25	16.42	15.65

资料来源：国信证券经济研究所测算

相对法估值：17.62 港元/股

我们选取与公司业务结构相似且同为多板块综合型公司的北京控股与深圳国际作为可比公司。2025-2027 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 6.2/6.0/6.1X，参考可比公司平均估值水平，我们给予公司 2025 年 6.5 倍 PE，对应股价 17.62 港元/股，高于目前股价 22.5%。

表8：上海实业控股可比公司主营业务概览

公司	2024 年主营业务收入占比
北京控股	燃气销售：73.7576%；啤酒：15.1786%；环境相关业务：10.969%；企业与其他：0.0948%
深圳国际	收费公路业务：64.4111%；港口及相关服务：23.0292%；物流园：9.662%；物流服务：2.136%；产品和升级：0.7616%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表9：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	24A	25E	
0363. HK	上实控股	14.38	156	2.58	2.71	2.84	2.94	5.2	5.0	4.7	4.6	5.9%		1.04		优于大市
可比公司																
0392. HK	北京控股	32.08	404	4.07	4.31	4.47	4.70	6.1	6.8	6.5	6.2	6.04%		1.17		无
0152. HK	深圳国际	7.87	192	1.19	1.43	1.45	1.31	6.1	5.5	5.4	6.0	8.84%		0.25		无
均值									6.2	6.0	6.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理注：可比公司取自 Wind 一致预期（股价数据更新至 2025.8.4）

投资建议

综合上述估值，我们认为上海实业控股股票价值在 17.62-18.35 港元/股之间，较当前股价有 22.5%-27.6%的溢价。我们认为上海实业控股烟草板块逐渐走出低谷，水务板块未来潜在受益于化债+自来水提价，地产板块企稳，高速公路贡献稳定利润与现金流，再叠加出售粤丰股权回笼大量现金分红有望提升，整体基本面向好，看好公司未来的投资价值。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 17.62-18.35 港元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的综合型公司如北京控股和深圳国际的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年 PE 的 wind 一致性预期做为相对估值的参考，在行业平均水平的基础上，最终给予公司 2025 年 6.5 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 29%/30%/31%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 在对公司的未来盈利预测中，我们设定了如高速公路车流量、污水处理单价等很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断，若这些参数的假设与实际情况偏离，可能导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

分红提升不及预期：尽管公司通过出售粤丰环保股权和福建泉州项目收回大量现金，但分红提升事项并未公告，尚存在一定不确定性，如若公司对回收之现金另作安排，则有分红不及市场预期风险。

高速公路特许经营权续期不及预期：公司旗下三条高速公路的特许经营权将于 2027-2030 年间陆续到期，公司目前并未正式公告特许经营权续期事项。如若高速公路的特许经营权未能续期，或对公司业绩产生不利影响。

地产板块业绩持续下滑：据公司控股子公司上实发展（600748.SH）2025 年 7 月 14 日发布的 2025 年中报业绩预告，上实发展 2025H1 预计实现归属于母公司所有者的净利润约为人民币-65,000.00 万元，与上年同期相比，将继续出现亏损，主要系房地产行业尚处止跌回稳阶段，公司部分项目存货存在大额减值迹象。此外，公司本期房地产销售结转的收入、利润金额也相对较低所致。

水务板块应收账款回收不及预期：公司控股子公司上海实业环境（0807.HK）的

应收账款由 2020 年的 18.87 亿元增至 2024 年的 55.19 亿元，如若后续应收账款回收周期拉长，或将对公司现金流产生不利影响。

烟草业务海外拓展不及预期：公司控股子公司南洋烟草拓展海外业务时可能会面临文化、消费习惯、其他品牌竞争和物流与分销网络重构等问题，如果海外市场拓展不及预期，或对公司业绩产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25225	20841	28752	28752	28752	营业收入	32698	28918	29711	30386	30786
应收款项	10321	11594	11912	12183	12343	营业成本	19908	21017	21090	21210	21310
存货净额	33908	25261	25268	25360	25406	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	507	383	0	291	234	销售费用	978	859	891	908	919
流动资产合计	75167	65990	73842	74496	74645	管理费用	3269	3602	2957	3249	3345
固定资产	6967	6245	9033	11776	14455	财务费用	1637	1330	1275	1276	1271
无形资产及其他	14947	16655	15989	15323	14656	投资收益	611	510	340	340	340
投资性房地产	25923	23265	23265	23265	23265	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	56307	56358	56358	56358	56358	其他收入	590	942	666	666	666
资产总计	179312	168513	178487	181217	183380	营业利润	8107	3562	4504	4750	4947
短期借款及交易性金融负债	14547	19205	29421	32767	35681	营业外净收支	633	1340	635	635	635
应付款项	10833	9242	10062	10277	9903	利润总额	8741	4902	5138	5385	5582
其他流动负债	22045	11721	11771	11962	12034	所得税费用	4215	1900	1992	2087	2163
流动负债合计	47425	40169	51255	55007	57618	少数股东损益	1102	195	204	214	222
长期借款及应付债券	44117	40274	37274	34274	31774	归属于母公司净利润	3424	2808	2943	3084	3197
其他长期负债	10310	9777	9777	9777	9777						
长期负债合计	54427	50051	47051	44051	41551	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	101852	90219	98305	99057	99169	净利润	3424	2808	2943	3084	3197
少数股东权益	30857	30723	30845	30974	31107	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	46603	47571	49336	51187	53105	折旧摊销	1692	2016	1378	1423	1487
负债和股东权益总计	179312	168513	178487	181217	183380	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1637	1330	1275	1276	1271
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	5672	(2292)	928	(248)	(452)
每股收益	3.15	2.58	2.71	2.84	2.94	其它	(6433)	2281	122	128	133
每股红利	0.92	0.94	1.08	1.13	1.18	经营活动现金流	4355	4813	5371	4388	4365
每股净资产	42.86	43.75	45.38	47.08	48.84	资本开支	(3866)	(3851)	(3500)	(3500)	(3500)
ROIC	6%	4%	4%	4%	4%	其它投资现金流	10	2288	0	0	0
ROE	7%	6%	6%	6%	6%	投资活动现金流	(4037)	(6917)	(3500)	(3500)	(3500)
毛利率	39%	27%	29%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	22%	22%	22%	22%	负债净变化	3289	(3843)	(3000)	(3000)	(2500)
EBITDA Margin	37%	29%	26%	27%	27%	支付股利、利息	(1000)	(1022)	(1177)	(1234)	(1279)
收入增长	4%	-12%	3%	2%	1%	其它融资现金流	(7920)	8349	10216	3346	2914
净利润增长率	48%	-18%	5%	5%	4%	融资活动现金流	(3343)	(1380)	6039	(888)	(865)
资产负债率	57%	54%	55%	55%	54%	现金净变动	(3645)	(4384)	7910	0	0
股息率	6.4%	6.5%	7.5%	7.9%	8.2%	货币资金的期初余额	28870	25225	20841	28752	28752
P/E	4.3	5.2	5.0	4.7	4.6	货币资金的期末余额	25225	20841	28752	28752	28752
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	0	(310)	2733	1754	1732
EV/EBITDA	10	13	15	14	14	权益自由现金流	0	3382	9169	1319	1367

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032