

上海实业控股 (00363. HK)

房地产板块拖累业绩，中期派息率提升 5.8pct

优于大市

核心观点

房地产板块拖累收入利润双降。2025H1 公司实现收入 94.76 亿港元，同比下滑 8.6%；归母净利润 10.42 亿港元，同比下滑 13.2%。公司收入利润双降主要由于房地产业务交楼结转销售较去年同期减少以及房地产存货跌价计提大额拨备和投资物业公允价值减少。报告期内公司毛利率为 26.51%，同比下滑 5.39pct；净利率为 8.32%，同比下滑 5.04pct；销售/管理/财务费用率分别为 4.41%/9.96%/9.23pct，同比变化+0.45/+0.40/-0.70pct。

基建环保：公司该板块实现收入 44.33 亿港元，同比-3%，净利润 9.33 亿港元，同比-11.6%，主要系杭州湾大桥出表和出售粤丰亏损 5683 万港元影响所致，核心业务板块经营均保持稳定。其中高速公路板块实现收入 10.19 亿港元，同比+5.1%，归母净利 5.48 亿港元，同比+0.5%，车流量 7732 万架次，同比+2.1%；上实环境实现收入人民币 31.77 亿元，同比-4.8%，归母净利人民币 3.44 亿元，同比+7.1%。

房地产：公司该板块实现收入 31.43 亿港元，同比-23.2，净利润-4.65 亿港元，亏损扩大 3.31 亿港元，主要系减值计提所致。其中上实发展亏损人民币 7.54 亿元，上实城开亏损 4.92 亿港元。

消费&大健康：公司消费板块实现收入 19 亿港元，同比+11%，净利润 4.33 亿港元，同比+26%。其中南洋烟草实现收入 12.73 亿元，同比+16.4%，净利润 3.37 亿元，同比+20%，销量 74.6 万箱，同比+31%，海外市场开拓顺利。大健康板块实现净利润 1.41 亿港元，同比+118.4%，主要系上药股份确认了一次性收益所致。

资产负债率/财务费用显著下降。25H1 公司出售粤丰回笼港币现金后部分用于偿还银行贷款，有息负债由年初的 594.92 亿港元下降至 585.13 亿港元，资产负债率由 53.5%下降至 51.5%。25H1 公司财务费用为 8.75 亿港元，同比-15%。

分红：绝对值维持派息率提升。2025H1 公司每股派息 0.42 港元，合计 4.57 亿港元，与去年同期持平，股利支付率由 38%提升至 43.8%。

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。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到近期上海外环已放开限购，公司房地产板块有企稳向好趋势，我们维持原有盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润 29.34/30.84/31.97 亿港元，同比增速 4.8%/4.8%/3.7%，当前股价对应 PE=5.4/5.2/5.0x，维持“优于大市”评级。

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)	4.6	5.7	5.4	5.2	5.0
EV/EBITDA	9.8	12.9	14.7	14.2	13.8
市净率 (PB)	0.32	0.31	0.30	0.29	0.28

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·财报点评

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：郑汉林
0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

证券分析师：刘汉轩
010-88005198
liuhaxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

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(维持)
合理估值	
收盘价	14.64 港元
总市值/流通市值	15917/15917 百万港元
52 周最高价/最低价	15.32/9.59 港元
近 3 个月日均成交额	17.10 百万港元

市场走势



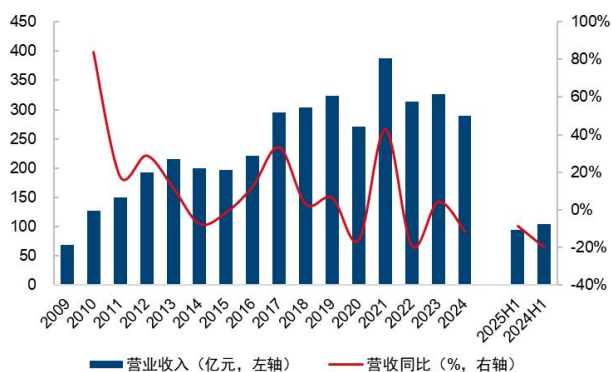
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2025-08-06

房地产板块拖累收入利润双降。2025H1 公司实现收入 94.76 亿港元，同比下滑 8.6%；归母净利润 10.42 亿港元，同比下滑 13.2%。公司收入利润双降主要由于房地产业务交楼结转销售较去年同期减少以及房地产存货跌价计提大额拨备和投资物业公允价值减少。报告期内公司毛利率为 26.51%，同比下滑 5.39pct；净利率为 8.32%，同比下滑 5.04pct；销售/管理/财务费用率分别为 4.41%/9.96%/9.23pct，同比变化 +0.45%/+0.40%/-0.70pct。

图1：上海实业控股营业收入及增速（单位：亿港元、%）



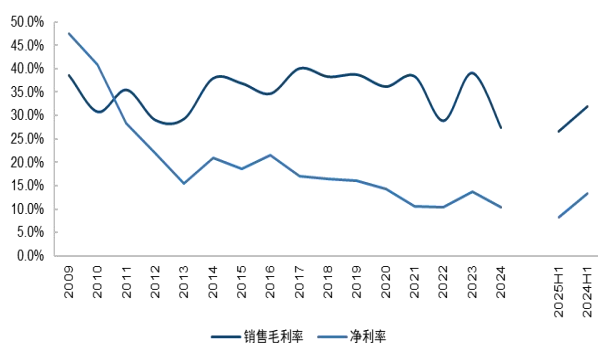
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海实业控股归母净利润情况（单位：亿港元、%）



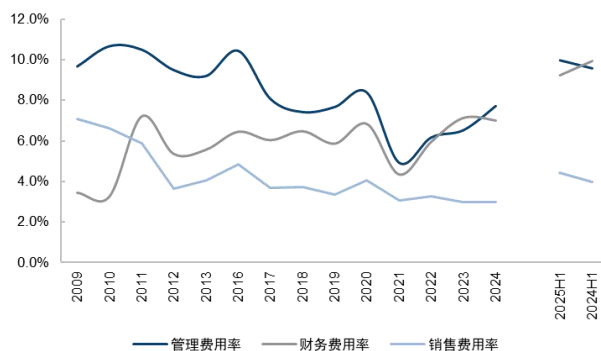
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：上海实业控股销售毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：上海实业控股期间费用率情况



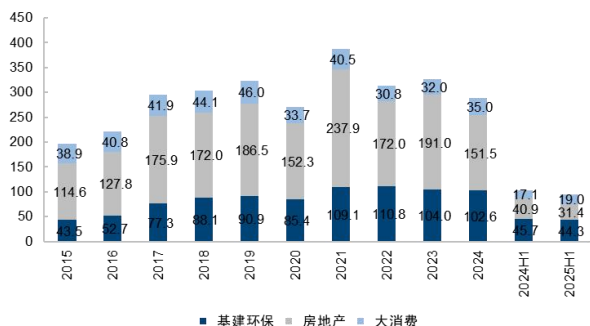
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

基建环保：公司该板块实现收入 44.33 亿港元，同比-3%，净利润 9.33 亿港元，同比-11.6%，主要系杭州湾大桥出表和出售粤丰亏损 5683 万港元影响所致，核心业务板块经营均保持稳定。其中高速公路板块实现收入 10.19 亿港元，同比+5.1%，归母净利 5.48 亿港元，同比+0.5%，车流量 7732 万架次，同比+2.1%；上实环境实现收入人民币 31.77 亿元，同比-4.8%，归母净利人民币 3.44 亿元，同比+7.1%。

房地产：公司该板块实现收入 31.43 亿港元，同比-23.2，净利润-4.65 亿港元，亏损扩大 3.31 亿港元，主要系减值计提所致。其中上实发展亏损人民币 7.54 亿元，上实城开亏损 4.92 亿港元。

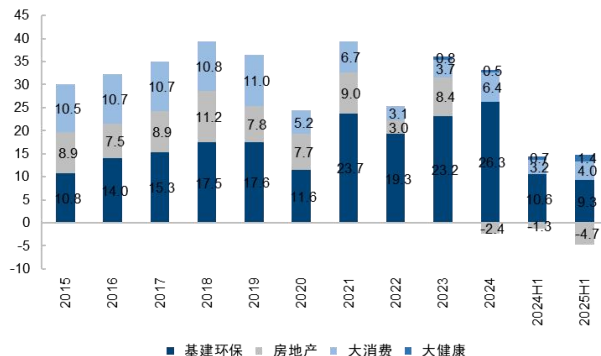
消费&大健康：公司消费板块实现收入 19 亿港元，同比+11%，净利润 4.33 亿港元，同比+26%。其中南洋烟草实现收入 12.73 亿元，同比+16.4%，净利润 3.37 亿元，同比+20%，销量 74.6 万箱，同比+31%，海外市场开拓顺利。大健康板块实现净利润 1.41 亿港元，同比+118.4%，主要系上药股份确认了一次性收益所致。

图5：2015–2025H1 公司收入结构拆分（单位：亿港元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2015–2025H1 公司利润结构拆分（单位：亿港元）

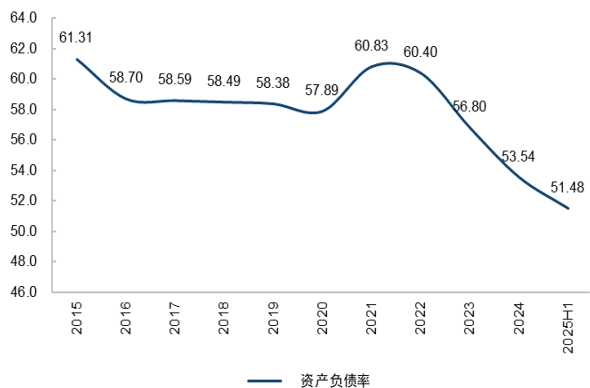


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率/财务费用显著下降。25H1 公司出售粤丰回笼亿港币现金后部分用于偿还银行贷款，有息负债由年初的 594.92 亿港元下降至 585.13 亿港元，资产负债率由 53.5% 下降至 51.5%。25H1 公司财务费用为 8.75 亿港元，同比-15%。

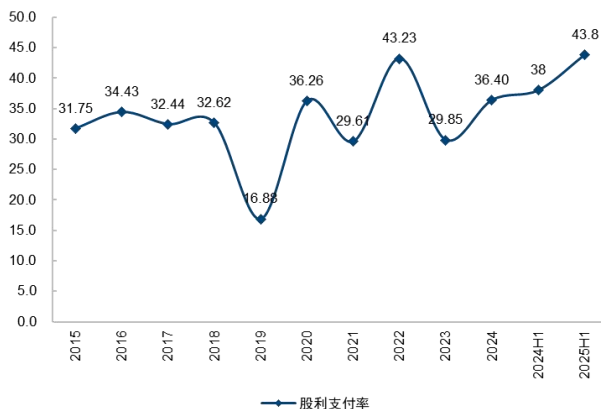
分红：绝对值维持派息率提升。2025H1 公司每股派息 0.42 港元，合计 4.57 亿港元，与去年同期持平，股利支付率由 38% 提升至 43.8%。

图7：2015–2025H1 公司资产负债率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：2015–2025H1 公司现金股利支付率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到近期上海外环已放开限购，公司房地产板块有企稳向好趋势，我们维持原有盈利预测不变，预计 2025–2027 年归母净利润 29.34/30.84/31.97 亿港元，同比增速 4.8%/4.8%/3.7%，当前股价对应 PE=5.4/5.2/5.0x，维持“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。

表1: 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	14.64	159	2.58	2.71	2.84	2.94	5.6	5.4	5.2	5.0	5.9%	1.13			优于 大市
可比公司																
0392. HK	北京控股	32.94	414	4.07	4.31	4.47	4.70	6.1	6.9	6.7	6.4	6.04%	1.17			无
0152. HK	深圳国际	7.79	190	1.19	1.44	1.45	1.31	6.1	5.4	5.4	6.0	8.84%	0.25			无
均值										6.2	6.1	6.2				

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 2025.8.28)

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	6.3%	6.4%	7.4%	7.7%	8.0%	货币资金的期初余额	28870	25225	20841	28752	28752
P/E	4.6	5.7	5.4	5.2	5.0	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所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