

上海实业控股 (00363.HK)

高速水务固废优质资产显著低估，固废&消费出海启新篇

买入 (首次)

2025年12月04日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	33,505	28,918	24,336	22,145	22,843
同比(%)	6.98	(13.69)	(15.84)	(9.00)	3.15
归母净利润 (百万元)	3,424	2,808	2,570	2,803	3,050
同比(%)	47.96	(17.99)	(8.45)	9.04	8.83
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.15	2.58	2.36	2.58	2.81
P/E (现价&最新摊薄)	5.01	6.11	6.67	6.12	5.62

投资要点

- 上实集团旗下综合性投资控股平台，多元化布局跨越周期。业务覆盖基建环保、房地产、消费品、大健康四大业务版图，24年归母净利润28.08亿港元，高速+公用资产硬核贡献主要盈利，烟草出海成长。
- 在手现金充裕&自由现金流支持高分红，真实价值低估。1) 在手现金充裕: 25年出售粤丰现金回笼现金约40亿港元，截至6月底在手现金273亿港元。2) 现金流向好: 经营性现金流持续正流入，22-24年简易自由现金流-1.85/4.78/9.55亿港元。不考虑高速扩建，资本开支将下行。3) 高分红+低估值: 21-24年派息额维持10亿港元，25H1为4.57亿港元，分红比例44%，股息率(ttm)5.96%。当前PB0.35，剔除地产后归母股东权益380亿港元，对应PB0.45，显著低于同业港股PB(光大环境0.59、北控水务0.85、绿色动力环保0.85、中烟香港6.78)，有望重估!
- 基建环保: 优质资产贡献持续利润及现金流。24年基建环保贡献净利润26.29亿港元，净利占比85%。该板块主要包括高速及固废&水务等:
 - 1) 高速公路: 全资控股三条收费公路现金牛。24年贡献净利10.81亿港元，占比35%。沪渝高速有望延期。24年出售杭州湾大桥，并认购其15.83%的REITs份额，将通过分红获得持续现金流。
 - 2) 固废&水务: 水务运营属性加强，康恒设备&出海龙头，资本市场助力估值业绩驱动。24年贡献净利8.46亿港元，占比27%。①上实环境(截至25H1持股49.25%，下同): 24年营收75.96亿元人民币，建设收入占比降至24%(同比-12.12pct)，归母净利6.05亿元人民币，水务运营量价稳增。截至24H1，水处理产能1117万吨，其中待建、在建/待投运产能占比约8%、4%。②中环水务(持股45%): 24年营收19亿港元(同比-6%)，净利润2.8亿港元(+5.3%)，净利率14.4%(+1.6pct)，收入结构改善。③康恒环境(持股14.17%): 截至24年设备应用总规模30+万吨/日登顶全球，垃圾焚烧总产能12万吨/日，控股产能4.2万吨/日，海外中标规模约1.5万吨/日(截至25H1)。24年归母15.05亿元人民币，ROE13%远高于同业。康恒环境以ST中装重整投资人身份参与资本市场，若重整成功，股权价值有望重估。④粤丰环保(已出售): 25年5月出售后回笼现金40亿港元。
- 房地产: 存货去化，风险可控，静待拐点。24年/25H1净利录得亏损2.36/4.65亿港元，拖累整体净利润7.64%/45.81%。21-24年地产板块资产减值达8.79/0.69/12.25/9.07亿港元，25H1上实发展资产减值6.39亿港元。未来展望: 1) 存货去化，减值风险整体可控: ①存货: 上实控股25年6月底存货降至242亿; 其中，上实发展: 25年6月底存货133亿元人民币，累计计提17%较充分; 上实城开: 24年底仅50亿港元存货位于非一线且未签预售协议; ②投资性房地产: 25年6月底354亿港元，关注后续租金价格。2) 行业: 地产价格分化，商铺租金回升，期待企稳; 3) 历史曾实物派发城开股份，近期处置泉州资产战略收缩。
- 大消费: 疫后复苏+烟草出海逻辑验证，增长潜力大。24年贡献净利6.43亿港元，占比21%。疫情前业绩(主要来自烟草)超10亿港元，当前正通过免税市场及出海业务修复业绩。马来西亚工厂24年实现量产，销售额同增345%，25H1南洋烟草净利3.37亿港元，同比+20%。
- 盈利预测与投资评级: 基建环保稳健+消费成长，地产消化中，我们预计25-27年归母净利润为25.70/28.03/30.50亿港元，对应6.67/6.12/5.62倍PE。考虑到在手现金充裕+自由现金流增厚+出售粤丰现金流回笼，高分红可持续且提升潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示: 特许经营权续期不及预期，资本开支上行，地产减值风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	15.77
一年最低/最高价	10.70/16.09
市净率(倍)	0.35
港股流通市值(百万港元)	17,145.33

基础数据

每股净资产(港元)	45.21
资产负债率(%)	51.48
总股本(百万股)	1,087.21
流通股本(百万股)	1,087.21

相关研究

内容目录

1. 上实集团旗下综合性投资控股平台，多元化布局跨越周期	5
1.1. 上实集团旗下综合型投资控股企业，聚焦基建环保等四大核心业务.....	5
1.2. 上实控股基本盘稳固，受房地产业务影响短期承压.....	7
1.3. 自由现金流持续回正，在手现金充裕，高分红高股息有望持续.....	10
2. 基建环保：核心资产优质，贡献持续利润及现金流	12
2.1. 收费公路/大桥：高速公路收益稳健，沪渝高速扩建续期有望.....	13
2.2. 水务/清洁能源：水务运营产能爬坡，重整助力估值业绩驱动.....	15
2.2.1. 上海实业环境：运营类收入占比提升，污水调价通畅，水务量价平稳增长.....	16
2.2.2. 中环水务：收入小幅下降，净利润稳定增长.....	19
2.2.3. 康恒环境：设备&出海龙头，重整助力估值业绩双驱动.....	20
2.2.4. 出售粤丰环保后回笼现金合计约 40 亿港元，期待电网消纳能力改善光伏回暖...22	22
3. 房地产：销售下滑及减值拖累，静待企稳	23
3.1. 收入&净利润：运营类收入稳健，地产销售收入锐减.....	23
3.2. 减值：减值拖累地产板块利润，存货去化加速，风险敞口收窄.....	25
3.2.1. 历史减值：24 年上实控股物业减值及投资物业跌价合计亏损 16.87 亿港元.....	25
3.2.2. 减值风险敞口：25 年 6 月底存货降至 242 亿港元，多位于一线核心城市.....	27
4. 大消费：南洋烟草海外业务扩张，永发印务企稳向好	30
4.1. 南洋烟草：疫情后业绩复苏强劲，免税市场及出海业务空间大.....	31
4.2. 永发印务：营收及净利企稳，业务结构优化推动毛利上升.....	33
5. 盈利预测与投资建议	34
6. 风险提示	36

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2025H1)	7
图 3: 2015-2025H1 公司主营业务收入及增速	8
图 4: 2015-2025H1 公司归母净利润及增速	8
图 5: 2015-2025H1 年公司各分部业务收入构成	9
图 6: 2015-2025H1 年公司各分部业务净利润构成	9
图 7: 2015-2025 H1 公司利润率情况	10
图 8: 2015-2025 H1 公司费用率情况	10
图 9: 2015-2025H1 公司带息债务及融资成本	10
图 10: 2015-2024 年公司现金流状况 (亿港元)	11
图 11: 2015-2024 年公司资本性支出构成 (亿港元)	11
图 12: 2015-2025H1 公司分红情况	12
图 13: 2015-2025H1 基建环保板块营收/净利贡献占比	13
图 14: 2015-2025H1 基建环保板块净利润率	13
图 15: 2015-2025H1 基建环保板块营收构成	13
图 16: 2015-2025H1 基建环保板块净利润	13
图 17: 公司旗下收费公路基本情况介绍 (截至 2025H1)	14
图 18: 2015-2025H1 公司高速路营收 (亿港元) 及增速	14
图 19: 2015-2025H1 高速路净利润 (亿港元) 及增速	14
图 20: 2015-2025H1 公司高速路车流量 (万辆) 及增速	15
图 21: 2015-2025H1 公司高速路净利润率	15
图 22: 2017-2023 年公司所持杭州湾大桥权益贡献净利润情况	15
图 23: 2018-2025H1 水务/清洁能源收入构成 (亿港元)	16
图 24: 2015-2024 水务/清洁能源收入占比 (%)	16
图 25: 上实环境营收构成 (按业务, 亿元人民币)	17
图 26: 上实环境营收构成 (按业务属性, 亿元人民币)	17
图 27: 2015-2025H1 上实环境归母净利润及增速	17
图 28: 2015-2025H1 上实环境利润率情况	17
图 29: 2020-2024 年上实环境水务产能 (含在建)	18
图 30: 2024 年上实环境水务产能分布 (含在建)	18
图 31: 2020-2023 年上实环境水务产能利用率及处理量	19
图 32: 2017-2023 年上实环境水处理/供水价格 (人民币)	19
图 33: 2015-2025H1 中环水务收入及增速	19
图 34: 2015-2025H1 中环水务净利润及净利率	19
图 35: 2020-2024 年中环水务产能变化	20
图 36: 2024 年中环水务产能分布.....	20
图 37: 2022-2024 年康恒环境财务数据 (亿元人民币)	20
图 38: 2022-2024 年康恒环境收入构成及毛利率	20
图 39: 康恒环境海外项目梳理 (不完全统计)	21
图 40: 2022-2024 年康恒环境及同业 ROE	22
图 41: 2022-2025H1 康恒环境产能及垃圾入库量	22
图 42: 2022-2025H1 康恒环境吨上网及产能利用率	22

图 43:	2018-2025H1 房地产板块营收/净利贡献占比	23
图 44:	2018-2025H1 房地产板块净利润率	23
图 45:	2015-2025H1 房地产板块营收构成	24
图 46:	2015-2025H1 房地产板块净利润	24
图 47:	上实发展营业收入构成 (亿元人民币, %)	24
图 48:	上实发展归母净利润情况 (亿元人民币)	24
图 49:	上实城开营业收入构成 (亿港元, %)	25
图 50:	上实城开归母净利润情况.....	25
图 51:	2021 年-2025H1 上实控股投资物业公允价值变动情况	26
图 52:	上实控股房地产板块资产减值侵蚀利润.....	26
图 53:	上实控股房地产板块信用减值侵蚀利润.....	26
图 54:	2020-2025H1 上实发展资产减值/信用减值情况	27
图 55:	上实城开物业减值及投资物业公允价值亏损情况.....	27
图 56:	上实城开剔除减值因素后净利润为正.....	27
图 57:	2021-2025H1 上实控股及其子公司存货情况	28
图 58:	上实城开待售及在建物业账面价值变化.....	28
图 59:	24 年底上实城开待售及在建物业地域分布.....	28
图 60:	公司旗下土地储备约 420 万 m ² (截至 24 年底)	29
图 61:	70 个大中城市新建商品住宅销售价格指数环比.....	29
图 62:	70 个大中城市二手住宅销售价格指数环比.....	29
图 63:	上实控股投资物业资产构成.....	30
图 64:	20 -25 年 9 月百城地产租金价格 (元人民币/m ²)	30
图 65:	2018-2025H1 消费品板块营收/净利贡献占比	31
图 66:	2018-2025H1 消费品板块净利润率	31
图 67:	2018-2025H1 消费品板块营收及增速	31
图 68:	2018-2025H1 消费品板块净利润及增速	31
图 69:	2018-2025H1 南洋烟草营收及增速	32
图 70:	2018-2025H1 南洋烟草净利润及增速	32
图 71:	永发印务产品构成.....	33
图 72:	2018-2025H1 永发印务营收及增速	34
图 73:	2018-2025H1 永发印务净利润及增速	34
图 74:	盈利预测.....	35
图 75:	可比公司估值、股息率、盈利预测情况 (估值日期: 2025/12/3)	36

1. 上实集团旗下综合性投资控股平台，多元化布局跨越周期

1.1. 上实集团旗下综合型投资控股企业，聚焦基建环保等四大核心业务

上实集团旗下综合型投资控股企业，覆盖基建环保、房地产、消费品、大健康四大业务版图：

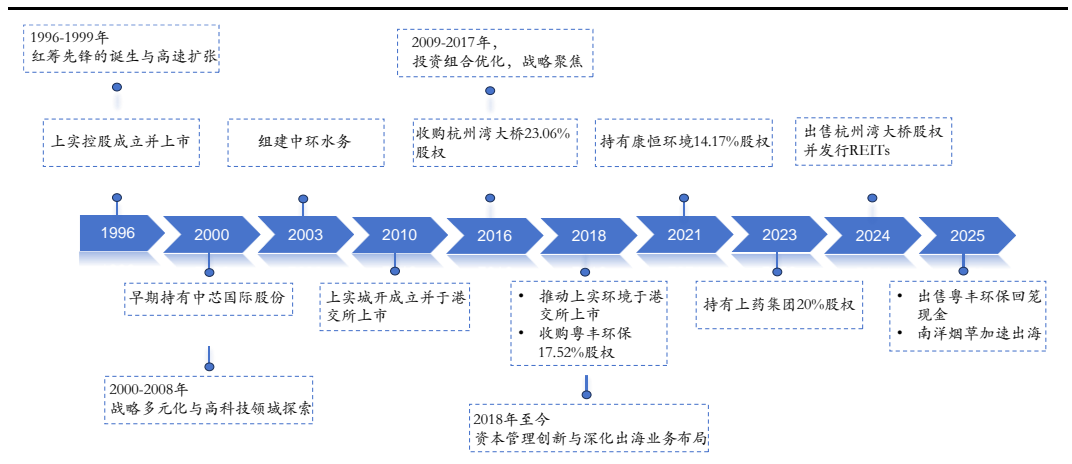
(1) 1996-1999 年，红筹先锋的诞生与高速扩张：1996 年 1 月，上实集团分拆南洋烟草、永发印务、上海家化等核心资产成立上实控股，并于同年 5 月港交所上市。上市后，公司相继收购上海延安路高架道路、上海市内环线及南北高架路等多项资产实现快速扩张。

(2) 2000-2008 年，战略多元化与科技领域探索：科技领域，2000 年中芯国际创立，上实控股作为其最大的创始股东，持有 12% 的股份；消费品领域，上实控股于 2000 年参与设立光明乳业并于 2002 年推动其上市，基建环保领域，2003 年与中节能合作组建中环水务，并于同年收购上海沪宁高速公路（上海段）的 25 年特许经营权，2008 年收购 G60 沪昆高速公路（上海段）特许经营权。上实控股的业务版图逐步扩大，呈现多元化格局。

(3) 2009-2017 年，投资组合优化，战略聚焦：2009 年出售光明乳业，将资源从快消品撤出；**打造统一地产平台：**通过对房地产业务重组整合，2010 年成立上实城开并于港交所上市，提高运营与融资效率；**强化基建环保平台：**2009 年收购 G50 沪渝高速公路（上海段）特许经营权，2011 年收购南方水务约 70% 股权，2016 年收购杭州湾大桥 23.06% 股权，2018 年推动旗下上实环境港交所上市等。

(4) 2018 年至今，资本管理创新与深化出海业务布局：21 年收购康恒环境 14.17% 股权，24 年出售杭州湾大桥股权并发行 Reits，加速基建资产变现并获取投资回报；25 年 5 月出售粤丰环保回笼现金；南洋烟草加速出海等。历经近 30 年发展，上实控股逐渐形成基建环保、房地产、消费品、大健康四大业务版图，是上实集团旗下最大的综合性投资控股企业。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

实控人系上海国资委，通过上实集团合计持有公司 63.16% 股权。截至 2025 年 6 月 30 日，公司实控人为上海国资委，其全资控股的上实集团合计持有上海实业控股的 63.16% 的股份。上实控股旗下业务多元，涵盖四大核心业务，截至 2025H1 末：

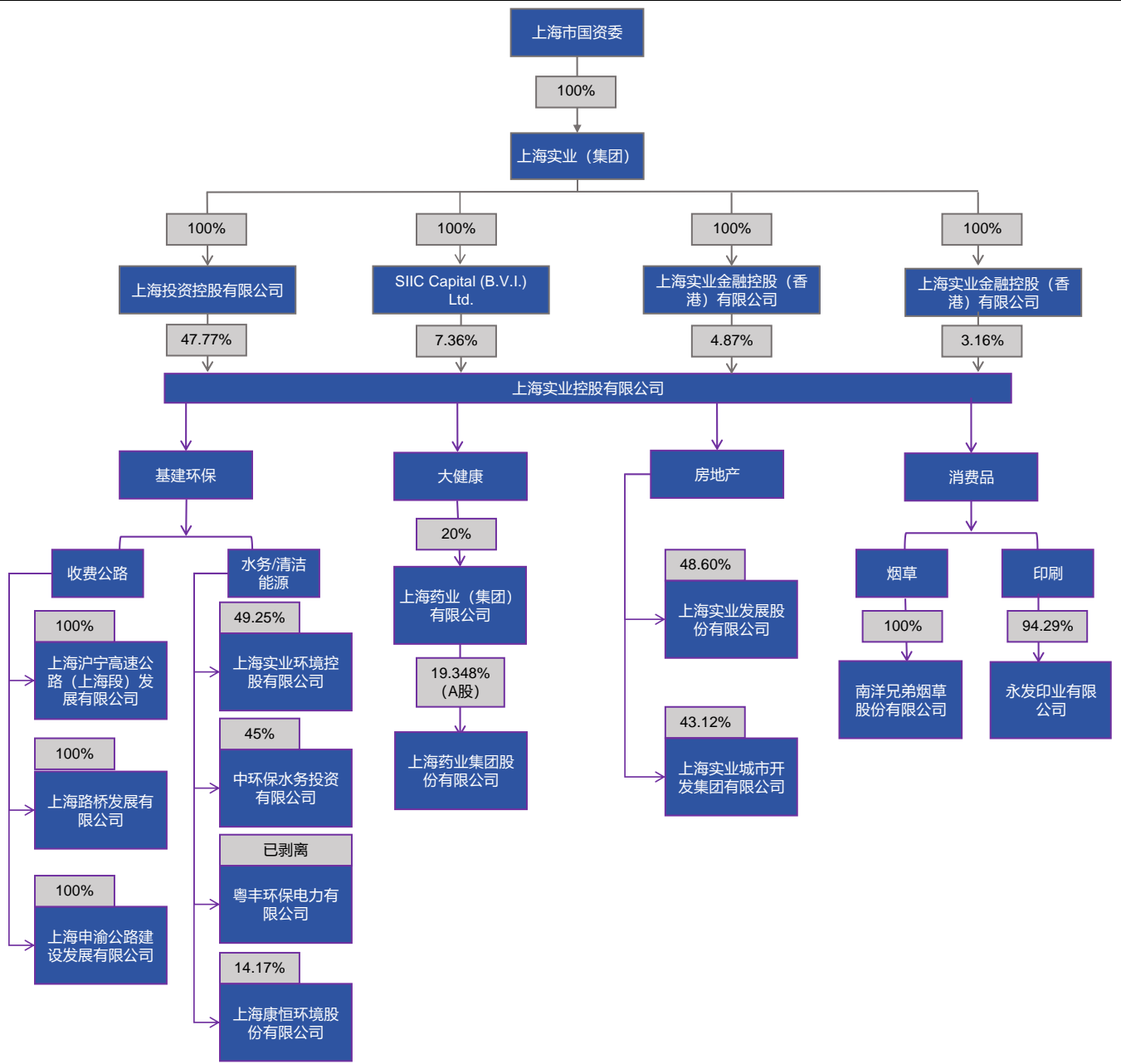
基建环保：（1）收费公路/大桥：持有 G2 京沪高速上海段、G60 沪昆高速上海段、G50 沪渝高速上海段三条高速公路项目公司的 100% 股权；**（2）水务/清洁能源：**水务平台包括新港两地上市的上实环境（BHKJSGX；0807 HKSE，持股 49.25%）、中环水务（持股 45%），垃圾焚烧平台包括康恒环境（持股 14.17%）。此外，公司 2024 年底持有粤丰环保 19.48% 的股权，于 2025 年 5 月出售。

房地产业务：持有 A 股上市公司上实发展（600748.SH）48.60% 的股权和港股上市公司上实城市开发（0563.HK）43.12% 的股权；

消费品业务：全资控股南洋烟草公司，同时持有永发印务公司 94.29% 的股权。

大健康业务：持有上海医药集团 20% 的股份以及上海医药集团旗下上市公司上药股份 19.35% 的 A 股股份。

图2：公司股权结构（截至 2025H1）



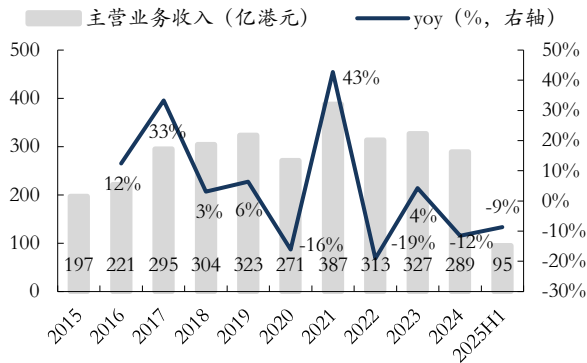
数据来源：公司官网，wind，东吴证券研究所

1.2. 上实控股基本盘稳固，受房地产业务影响短期承压

2024 年及 2025H1 公司受房地产业务影响业绩承压。2020-2024 年公司营业收入先升后降，2024 年实现主营业务收入 289.18 亿港元，同比下降 11.56%，主要系房地产业务销售结转金额较 23 年同期下降。2024 年归母净利润录得 28.08 亿港元，同比下降 17.99%，主要系房地产板块录得亏损-2.36 亿港元，而 2023 年同期该板块贡献了 8.39 亿港元。25H1 营收 94.77 亿港元，同比减少 8.60%，25H1 归母净利润 10.42 亿港元，同比减少

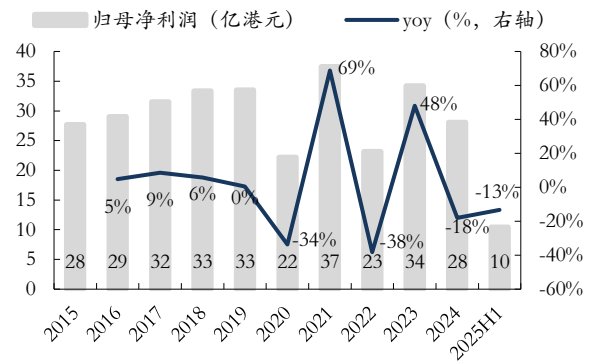
13.24%，主要系房地产板块承压。

图3：2015-2025H1 公司主营业务收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2015-2025H1 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

基建环保收入稳健，盈利结构优化。基建环保业务为公司核心主业，从收入结构来看：

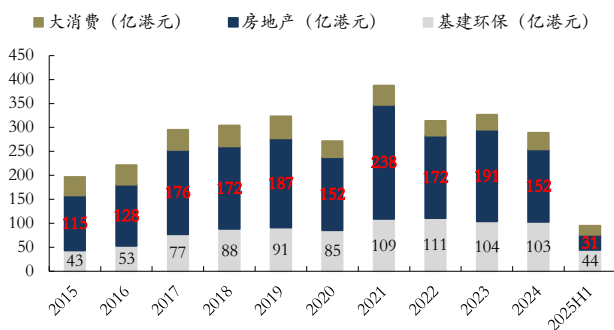
(1) 基建环保板块：2024 年贡献净利润 26.29 亿港元，占比 85.07%（按“主营业务溢利贡献”口径计算占比，下同）。包括：1) 高速公路：24 年贡献净利 10.81 亿港元，占比 34.98%。2) 固废&水务：24 年贡献净利 8.46 亿港元，占比 27.39%（注：固废&水务板块净利仅测算上实环境、中环水务、康恒环境、粤丰环保）。该板块表现稳健，2021 年-2024 年营收维持在 100 亿港元以上，贡献净利润 20 亿以上（2022 年受疫情影响下滑至 19.26 亿港元）。2025H1 该板块贡献净利润 9.33 亿港元，占比达 89.54%。3) 其他：主要包括投资收益、资产处置非经常性损益，24 年贡献净利 7.02 亿港元（其中出售杭州湾大桥股权收益（扣税后）8.63 亿港元），占比 22.70%。

(2) 房地产板块：2024 年贡献净利润-2.36 亿港元，占比-7.64%（拖累项）。2025H1 贡献净利润-4.65 亿港元。受房地产行业下行压力影响，该板块正处于存货去化、战略收缩阶段。

(3) 大消费板块：2024 年贡献净利润 6.43 亿港元，占比 20.81%。2015-2019 年期间年均贡献净利润 10.74 亿港元，占比达 30.76%，2020-2023 年期间受疫情影响叠加港澳地区烟税上调等影响，净利率大幅下滑，行业有所回暖，同比增长 71.67%，25H1 贡献净利润 4.06 亿港元，同比增长 26.88%。公司正聚焦烟草出海、免税店销售等战略，业绩加速回暖。

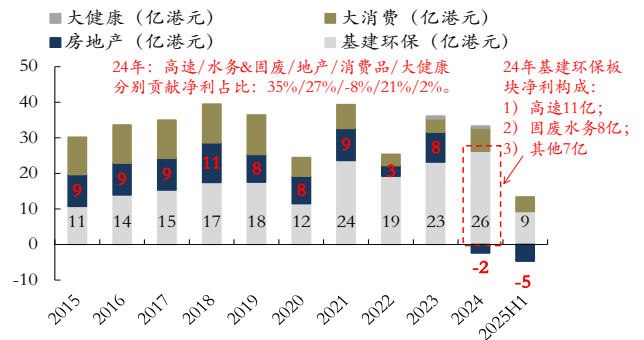
(4) 大健康板块：2024 年贡献净利润 0.54 亿港元，占比 1.75%。该板块仅并表利润，2023/2024/2025H1 贡献净利润 0.80/0.54/1.41 亿港元，2024 年下滑 32.50%主要系上药集团资产处置亏损，25H1 同比增长 118.40%主要系上药股份确认一次性收益。

图5：2015-2025H1 年公司各分部业务收入构成



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图6：2015-2025H1 公司各分部业务净利润构成

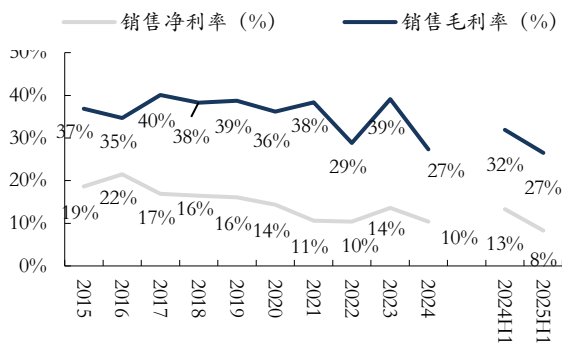


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

有息负债增速趋稳，叠加利率下行，财务费用有望保持下行趋势。2024 年公司毛利率、净利率分别为 27.32%/10.38%，同比下滑 11.79pct/3.26pct，主要受房地产业务波动影响。2024 年公司管理费用（港股列示为行政、管理费用及其他营业费用科目）、财务费用、销售费用分别为 22.30/20.25/8.59 亿港元，较 2023 年同比变动-12.19%/4.55%/-13.18%；公司管理费用率、财务费用率、销售费用率分别为 7.71%/7.00%/2.97%，同比变动 1.19/-0.13/-0.02pct，2025H1 毛利率、净利率下滑至 26.51%、8.32%，但期间费用率较 24 年同期降低 2.06pct 至 23.61%，其中财务费用率下降 1.64pct 至 9.23%。

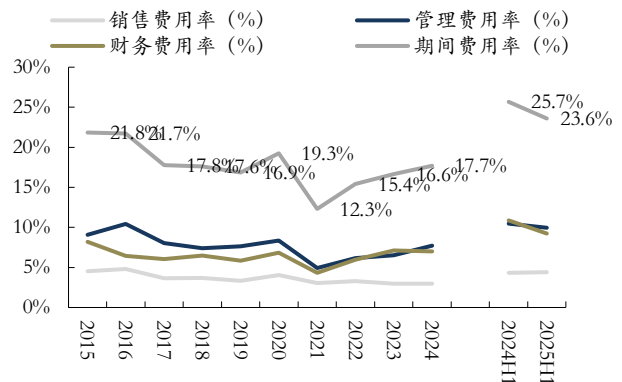
从负债端来看，公司有息债务自 2022 年以来进入平稳期，2024 年末有息债务达 594.79 亿港元，2025 年 6 月底较年初下降 2.76% 至 585.03 亿港元。随着水务新增项目减少、房地产投资节奏放缓，叠加公司账面现金充裕，负债规模有望得以控制；2024 年公司的综合融资成本 3.43%，同比减少 0.55pct，25H1 同比减少 0.50pct 至 2.97%。随着利率进入下行阶段，公司融资成本有望进一步降低，公司财务费用仍有节省空间。

图7：2015-2025 H1 公司利润率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

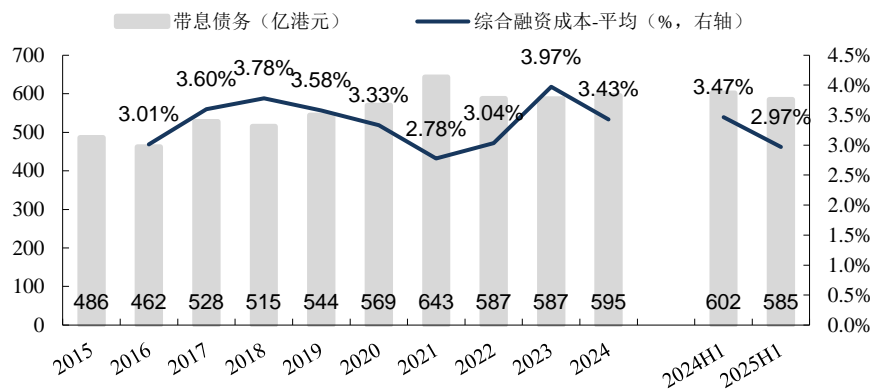
图8：2015-2025 H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

财务费用率=利息支出/营收，未考虑利息收入

图9：2015-2025H1 公司带息债务及融资成本



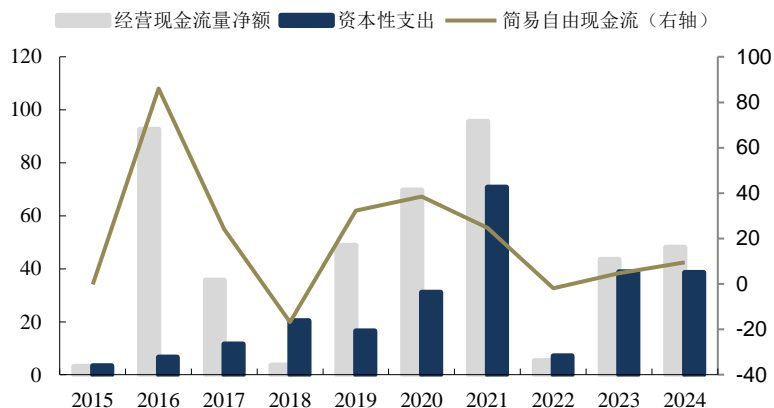
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：综合融资成本=当年财务费用/年初及年末有息负债平均值

1.3. 自由现金流持续回正，在手现金充裕，高分红高股息有望持续

经营性现金流持续正流入，房地产收缩资本开支减少，自由现金流加速回正。经营性现金流持续正流入：2020-2024 年经营性现金流净额分别为 69.68/ 95.59/5.26/ 43.55/48.13 亿港元，其中 2022 年下滑主要系当年受疫情影响业绩下滑且 21 年存在一次性递延收益 41.49 亿港元的现金流入（详见下文 2.1 收费公路/大桥政府补助事项说明）；资本性支出整体呈下降趋势，从地产板块转向水务板块：2020-2024 资本开支分别为 31.13/70.82/7.12/38.77/38.58 亿港元，其中 21-22 年土地收购预付款合计支出 79.20 亿港元，23-24 年转向购入水务板块特许经营权合计支出 55.02 亿港元，高速和大消费板块资本开支相对较少。自由现金流加速回正：2022-2024 年简易自由现金流分别为 -1.85/4.78/9.55 亿港元，持续增厚。

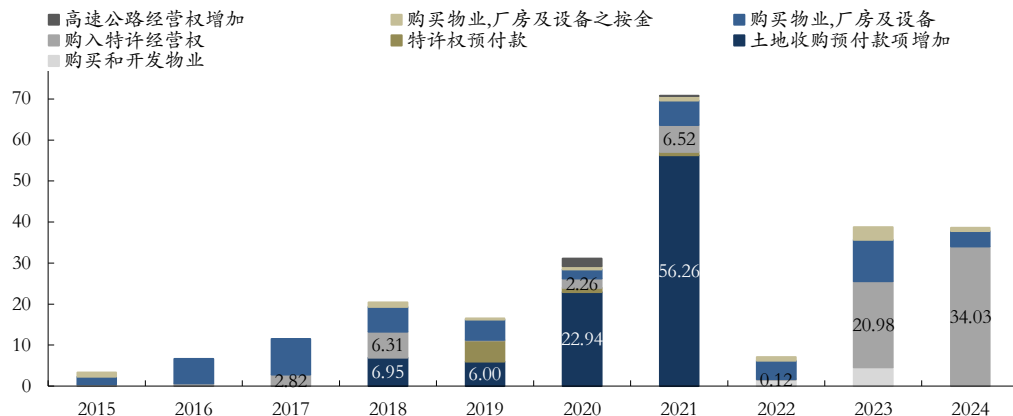
图10：2015-2024 年公司现金流状况（亿港元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：简易自由现金流=经营性现金流净额-资本性支出

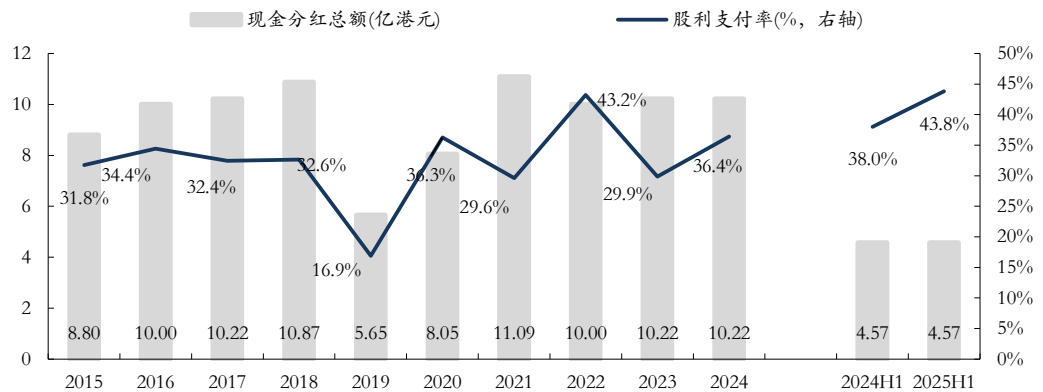
图11：2015-2024 年公司资本性支出构成（亿港元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2021-2024 年分红总额每年超 10 亿港元，高分红有望持续。2021-2024 年公司派息总额整体维持在较高水平，每年均超过 10 亿港元，2024 年分红总额 10.22 亿港元，同比持平；25H1 分红总额 4.57 亿港元，同比持平。分红比例随业绩变化小幅波动，2021-2024 年维持在 29.61%至 43.23%之间。**在手现金充裕：**截至 2025 年 6 月底，公司账面现金及等价物（含定期存款）合计 273.22 亿港元，主要系 2025 年 5 月粤丰私有化将带来近 40 亿港元现金净流入（出售粤丰现金回笼现金 23.29 亿港元、粤丰大股东还款近 17 亿港元，详见下文 2.2.4）。在资本开支下降、在手现金充裕背景下，分红比率仍有上调空间，高分红有望持续。

图12：2015-2025H1 公司分红情况



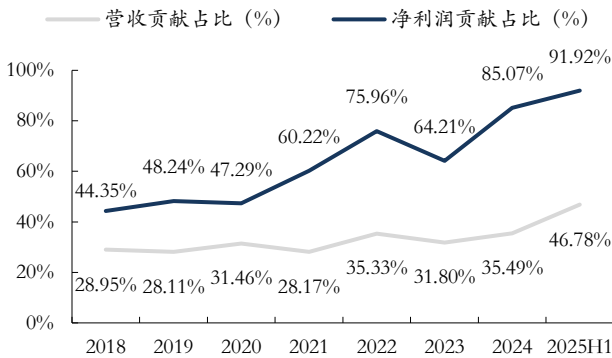
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 基建环保：核心资产优质，贡献持续利润及现金流

优质核心资产成为公司业绩压舱石，24年基建环保业务利润贡献提至85.07%。2018-2024年公司基建环保板块营收贡献占比自28.95%增长至35.49%，提升6.54pct，净利润贡献占比自44.35%增长至85.07%，提升40.72pct；2025H1基建环保板块营收及净利润贡献占比分别为46.78%、91.92%。基建环保属于公用事业领域，高速公路及核心水务项目在一定区域内具有垄断性质，业务需求稳定，逆周期调节属性强，在房地产业务下行压力较大的背景下，为公司带来了稳健的收入、利润及现金流。**基建环保板块净利率高于公司整体净利率**。2018-2024年公司基建环保板块净利率从19.86%波动增长至25.62%，2025H1净利率为21.05%，高于各分部业务的平均净利率，24年净利率上升主要系高速业务恢复、出售杭州湾大桥利得、水务公司收入结构改善等。

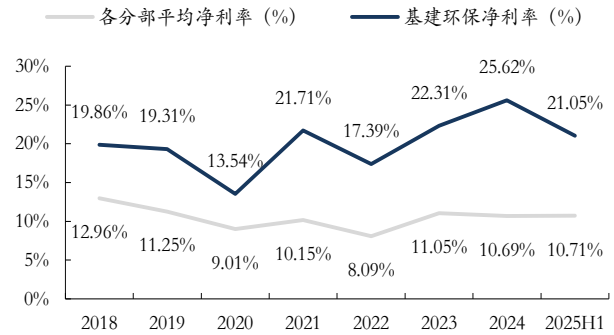
基建环保板块营收稳中有升、净利波动上升。2018-2024年公司基建环保板块营收自88.05亿港元增长至102.63亿港元，涨幅16.56%，净利润自17.49亿港元增长至26.29亿港元，涨幅50.31%。其中营业收入增长主要来自水务/清洁能源板块收入增加，净利润增长则主要来自高速公路业务车流量恢复。2020年及2022年该板块的净利润分别下滑34.16%/18.70%，主要系疫情期间高速公路及水务建设项目受到短期冲击所致，2023-2024年该板块净利润已修复，其中2024年基建环保净利润为26.29亿港元，较2023年增长13.32%，主要系出售杭州湾大桥相关股权所得收益(扣税后)达8.63亿港元。2025H1公司基建环保板块营收及净利润分别为44.33、9.33亿港元，同比变动-3.02%、-11.65%，其中净利润下滑主要系出售粤丰环保后不再按照权益法贡献净利润、同时处置该股权资产时确认部分账面损失。

图13: 2015-2025H1 基建环保板块营收/净利贡献占比



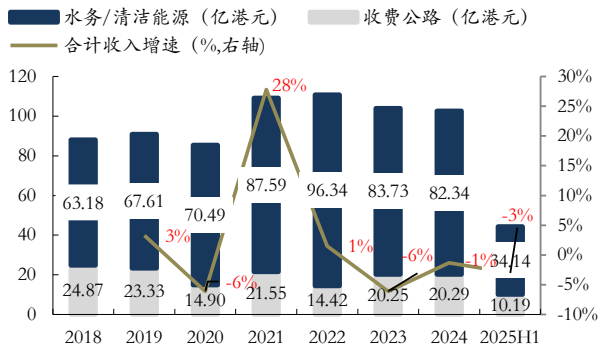
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图14: 2015-2025H1 基建环保板块净利润率



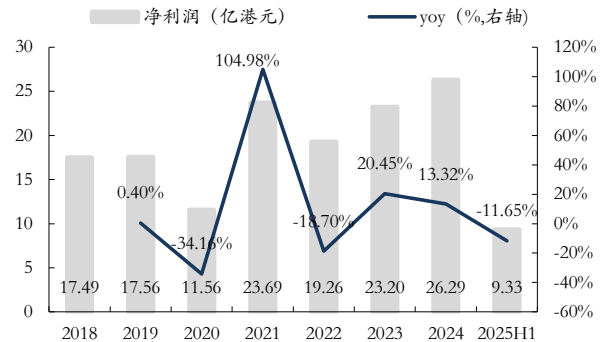
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 2015-2025H1 基建环保板块营收构成



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图16: 2015-2025H1 基建环保板块净利润



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.1. 收费公路/大桥: 高速公路收益稳健, 沪渝高速扩建续期有望

公司拥有三条高速公路, G50 沪渝高速改扩建后期限有望延长。上实控股拥有上海市内三条收费公路, 包括京沪高速公路 (上海段)、沪昆高速公路 (上海段)、沪渝高速公路 (上海段), 分别是上海市往西北、西南、正西方向链接其他核心城市的重要通道。公司沪渝、京沪、沪昆高速公路 (上海段) 的收费经营权到期年限分别为 2027/2028/2030 年, 通过扩建等方式有望续期。根据 2024 年发改委审议通过的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》, 最长特许经营期从 30 年延长至 40 年, 投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长。2025 年 7 月 3 日, G50 沪渝高速拓宽改建工程项目申请报告获市发改委核准。工程东起嘉闵高架路, 西至西岑支路, 全长约 32.6 千米, 由现状双向 4-6 车道拓宽为双向 8 车道。改扩建后公司的 G50 公路特许经营期

限有望延长，且车流量有望进一步提升。

图17：公司旗下收费公路基本情况介绍（截至 2025H1）

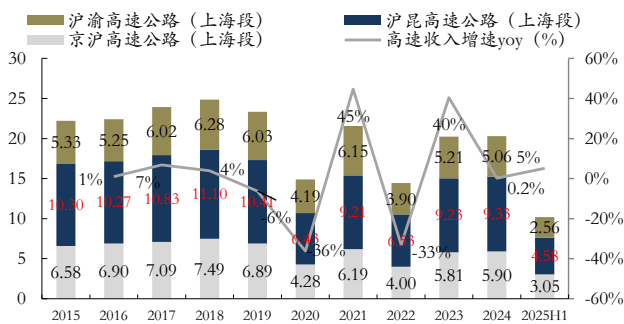
路桥名称	起止点	拥有权益比例	里程	车道数目	收费经营权期限	剩余年限	路产状态
G2京沪高速公路（上海段）	起于嘉定安亭镇，止于万镇路	100%	25km	8	2028	3	运营
G60沪昆高速公路（上海段）	东起上海莘庄立交，西至金山区枫泾镇沪浙省界	100%	上海段全长65km	6-8	2030	5	运营
G50沪渝高速公路（上海段）	闵行区至青浦区	100%	48km	6-8（扩建后）	2008-2027	2	运营

数据来源：公司年报，上海人大官网，维基百科，百度百科，东吴证券研究所

各高速公路为公司提供稳定收益和经营性现金流，2021-2024 年净利率明显提升。

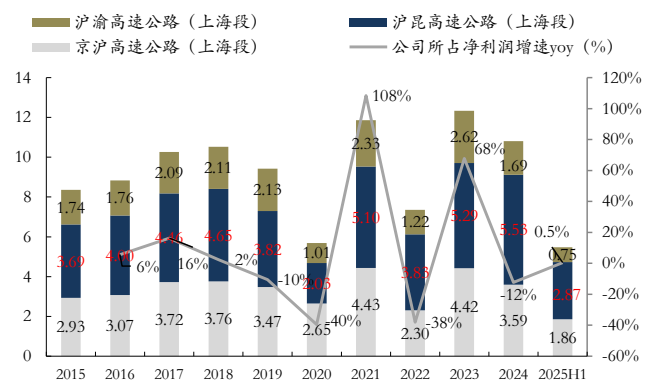
2024 年高速公路通行费收入、净利润、车流量分别为 20.29 亿港元、10.81 亿港元、15469 万架次，较 2023 同期变化 0.20%、-12.33%、1.26%。自 2023 年疫情平稳后，公司高速公路业务表现稳健。整体来看，2020/2022 年业绩波动主要系疫情期间车流量减少及特许经营权减值所致。2025H1 公司高速收入同比增长 5.16%，车流量同比减少 10.05%至 7732 万架次。**递延收益**：据上实控股 2021 年 6 月 22 日自愿披露公告，上实控股旗下若干高速路入城段自 2020 年 5 月 6 日起免收通行费。作为补偿，2021 年 6 月 22 日上海市交通委员会同意支付税前总额 42.72 亿港元（记为递延收益，按车流量法摊销）的政府补助，上实控股旗下的高速公路公司继续承担养护经营责任。自此，2021-2025H1 年高速公路净利率较 2015-2019 年明显提升。2021-2024 年所确认的政府补助金额分别为 4.09/2.09/4.06/4.38 亿港元，截至 2024 年剩余 22.24 亿港元未摊销，其中 4.67 亿港元将于一年内摊销确认为利润。

图18：2015-2025H1 公司高速路营收（亿港元）及增速



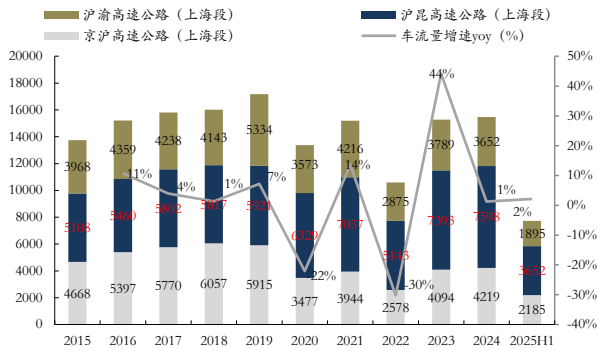
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图19：2015-2025H1 高速路净利润（亿港元）及增速



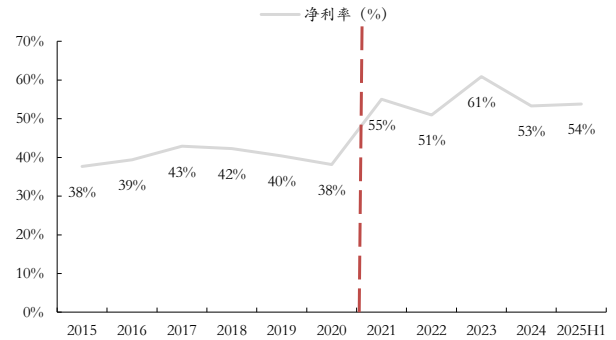
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图20: 2015-2025H1 公司高速公路车流量 (万辆) 及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

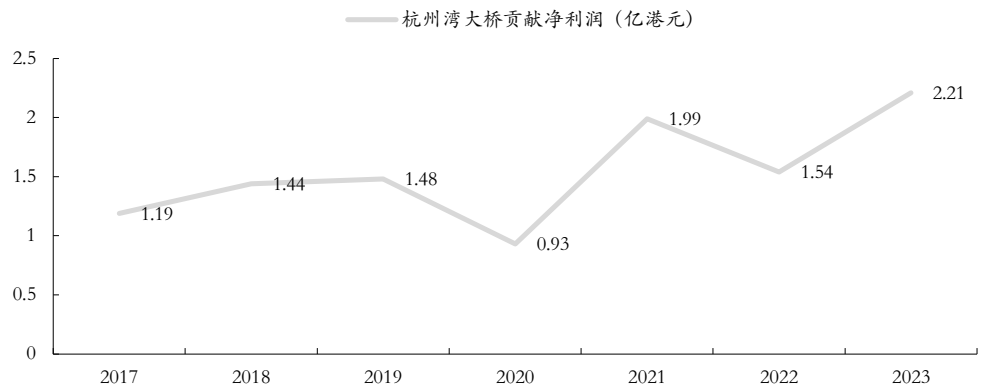
图21: 2015-2025H1 公司高速公路净利润率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

杭州湾大桥历年净利润回报颇丰, 24 年发行 REITs 后为公司带来现金流收益且变现能力增强。公司于 2016 年作价 18.03 亿港元收购杭州湾大桥 (特许经营权 25 年, 2033 年到期) 23.06% 权益, 2017-2023 年该部分权益累计贡献净利润 10.78 亿港元, 平均每年 1.54 亿港元, 收益率达 8.54%。2024 年杭州湾大桥向公众发行 REITs, 公司以 18.64 亿港元对价出售其所有的股权, 并以 13.88 亿港元认购 1.58 亿份 REITs 份额, 占总份额 15.83%。此举影响有二: (1) 实现了净现金流入: 通过“高卖低买”的份额差, 公司在未完全退出该优质资产的情况下, 成功将多年的投资增值部分变现, 显著增强了集团的资金流动性; (2) 收入性质发生转变, 变现能力增强: 公司对杭州湾大桥的回报从按照股权比例权益法入账利润转化为来自 REITs 的、具有强制高比例分红属性的稳定现金流。

图22: 2017-2023 年公司所持杭州湾大桥权益贡献净利润情况

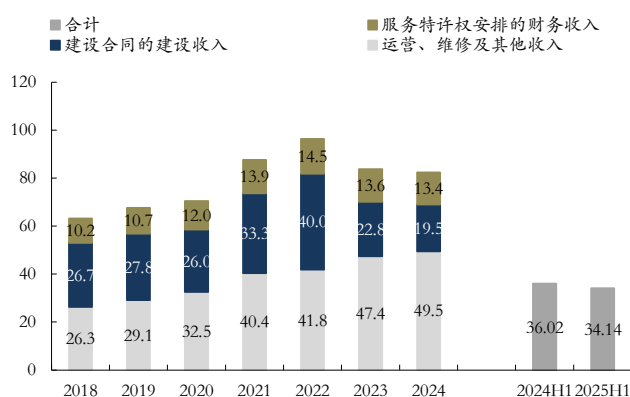


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.2. 水务/清洁能源: 水务运营产能爬坡, 重整助力估值业绩驱动

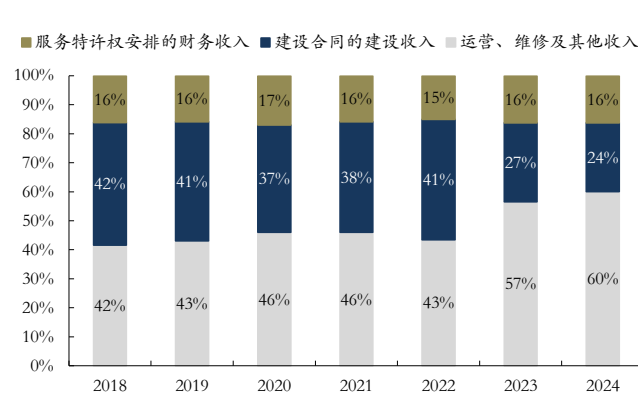
水务/清洁能源板块营收企稳，建设收入占比下降，盈利结构改善。2018-2024年，公司水务/清洁能源板块营收先增后降，2024年合计营收为82.34亿港元，同比减少1.67%，主要系建设合同收入较2023年减少3.30亿港元；2025H1营收34.14亿港元，同比减少5.22%，主要系水务工程建设类收入减少。从营收结构来看，建设收入占比近年来呈下降趋势，2024年占水务/清洁能源板块收入的23.64%，较2022年高点41.50%减少17.86pct；运营类收入占比连续上升，2024年占总收入的60.09%，较2022年低点41.50%增加16.67pct。截至2024年，该板块主要的并表公司为上海实业环境（持股49.29%），同时还持有中环水务45.00%、康恒环境14.17%、粤丰环保19.48%（于2025年6月剥离）。

图23：2018-2025H1 水务/清洁能源收入构成（亿港元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：2015-2024 水务/清洁能源收入占比（%）

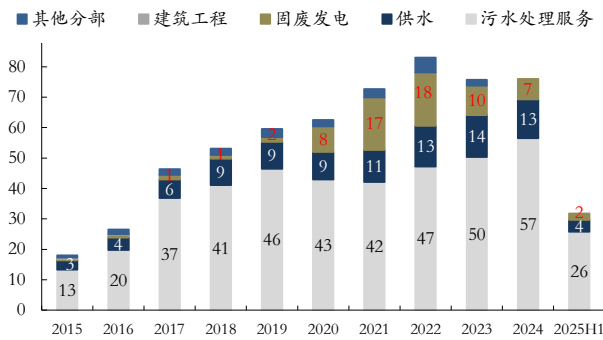


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.1. 上海实业环境：运营类收入占比提升，污水调价通畅，水务量价平稳增长

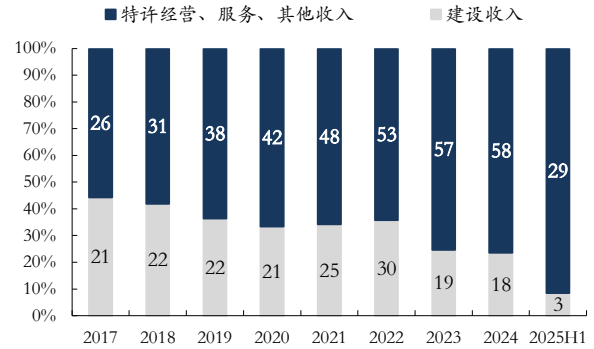
上实环境营业结构优化。2015-2024年，上实环境营业收入从18.04亿元人民币增长至75.96亿元人民币，年复合增长率为17.36%；在此期间，上实环境通过高质量的增长战略实现了业务规模的扩大。2025H1上实环境营收31.77亿元人民币，同比减少4.39%。**分业务来看，污水处理服务贡献了主要的营收增长，**从2015年的13.29亿元人民币增长至2024年的56.52亿元人民币，年复合增长率17.45%；2023年固废发电业务营收为9.76亿元人民币，较2022年回落44.34%，主要系上海宝山新能源利用主要部分工程于2022年完工（于2023年试运营），2023年固废的建设收入仅5.04亿元人民币，同比减少65.83%。**分收入属性来看，**2022-2024年建设收入从29.69亿元人民币下降至17.96亿元人民币，整体占比从35.76%下降至23.64%。2025H1上实环境建设收入2.72亿元人民币，同比下降51.69%，占比较上年同期下降8.37pct至8.55%。随着宝山等新增项目及提标改造项目陆续项目转投运，未来建设收入占比将维持低位，同时新增项目带来产能爬坡将带动运营收入进一步增长，公司营收结构改善，业绩稳健性提升。

图25: 上实环境营收构成 (按业务, 亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

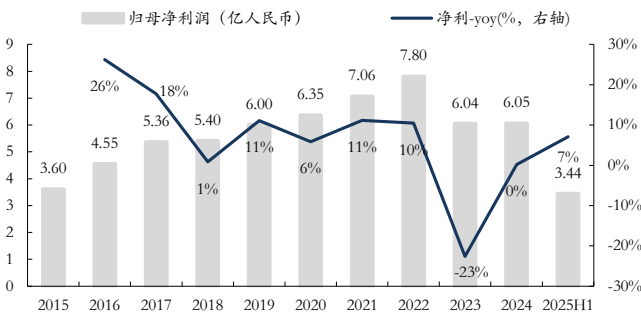
图26: 上实环境营收构成 (按业务属性, 亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

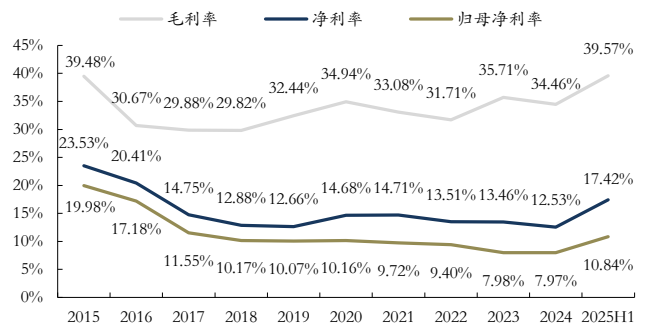
2025H1 提质增效显著, 归母净利及利润率边际回升。2015-2022 年, 上实环境归母净利润从 3.60 增长至 7.80 亿元人民币, 年复合增长率为 6.05%, 2023 年归母净利润为 6.04 亿元人民币, 同比减少 22.58%, 一方面系建设收入降低致使公司净利润减少, 另一方面系少数股东损益所占的净利润增加, 2025H1 归母净利润 3.44 亿元人民币, 同比增长 7.10%, 主要系融资结构优化, 财务费用同比下降 12.5%。2020-2024 年, 上实环境毛利率整体稳定在 31.71%-35.71%之间, 受收入结构改变等因素, 净利率、归母净利率从 2020 年的 14.68%/10.16% 下滑至 2024 年的 12.53%/7.97%, 2024 年同比变动-0.94/-0.01pct。2025H1 利润率边际回升, 在建造收入下滑的背景下, 展现出较强的经营韧性。随着上实环境步入稳定运营阶段, 整体利润率更加稳健, 提质增效仍具空间, 归母净利润亦有望同步增长。

图27: 2015-2025H1 上实环境归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

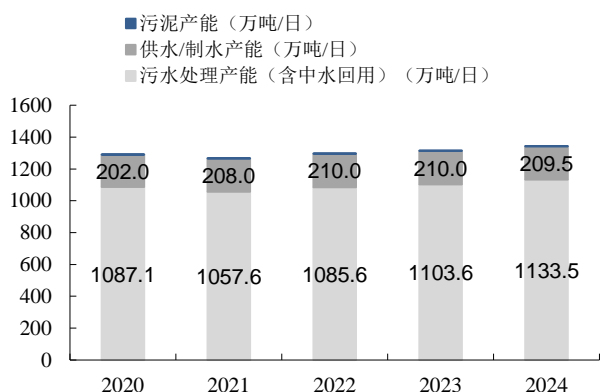
图28: 2015-2025H1 上实环境利润率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

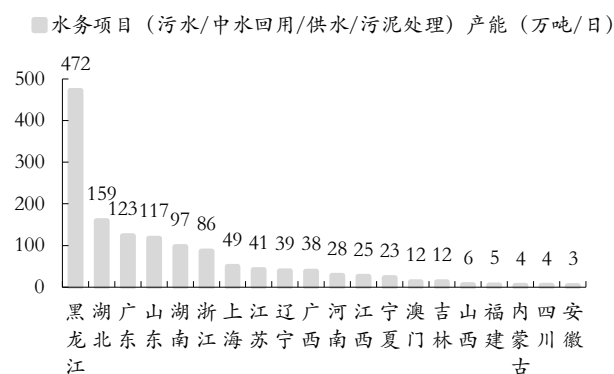
2020-2024 年污水处理和供水产能稳中有升。2020-2024 年，上实环境污水处理产能从 1087.08 万吨/日增长至 1133.46 万吨/日，CAGR=1.05%，污水处理产能缓慢增长；供水、污泥处理产能整体稳定，2024 年分别为 209.5 万吨/日、0.24 万吨/日。从产能分布来看，上实环境水务产能分布在全国各地，其中产能前三的地区分别为黑龙江、湖北、广东，2024 年分别拥有 472.07/159.00/123.00 万吨/日，分别占比为 35.15%/11.84%/9.16%。截至 2024H1，公司污水处理总产能 1116.96 万吨/日，其中待建、在建/待投运产能分别为 90.58 万吨/日、41.92 万吨/日，占总产能的 8.13%、3.75%。

图29：2020-2024 年上实环境水务产能（含在建）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

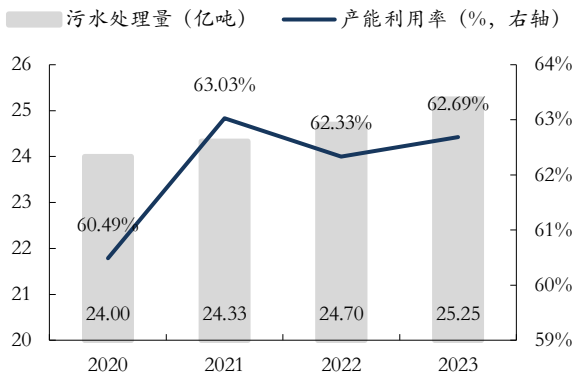
图30：2024 年上实环境水务产能分布（含在建）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新投运项目爬坡产能利用率提升，污水/供水调价机制通畅，水务板块量价齐升。2020-2023 年，上实环境污水产能利用率从 60.49%提升至 62.69%，增长 2.20pct，新增项目产能爬坡带动污水年处理量稳步提升，从 24.00 亿吨增长至 25.25 亿吨，年复合增长率达 1.71%，2017-2023 年，上实环境平均污水处理价格从 1.11 元人民币/吨增长至 1.87 元人民币/吨，年复合增长率达 9.08%；2020-2022 年供水价格从 2.52 元人民币/吨增长至 2.57 元人民币/吨。整体来看，上实环境水务处理量平稳增长，调价机制通畅，量价齐升保障盈利的稳健增长。

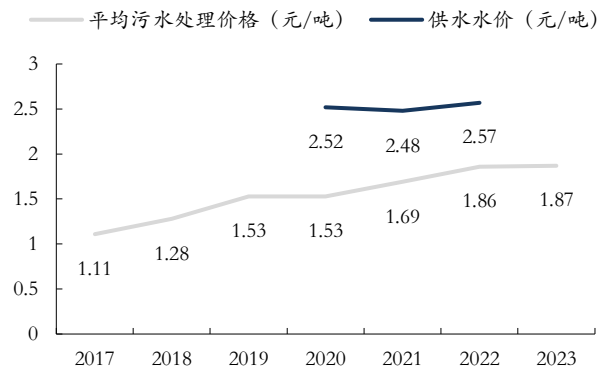
图31：2020-2023 年上实环境水务产能利用率及处理量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2024 年未披露污水处理量

图32：2017-2023 年上实环境水处理/供水价格(人民币)



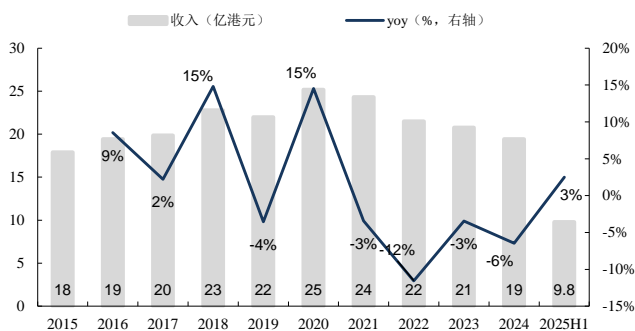
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2024 年未披露污水处理价格，供水价格仅 2020-2022 年披露

2.2.2. 中环水务：收入小幅下降，净利润稳定增长

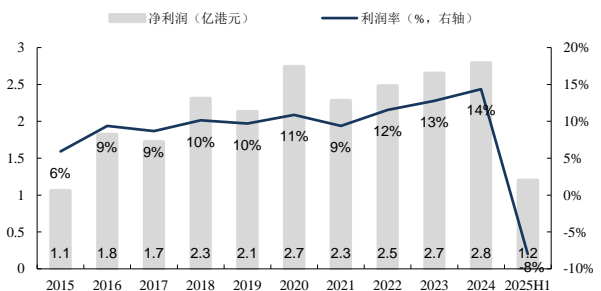
收入下滑但净利润增长。2015-2024 年，中环水务营收先升后降，2020-2024 年公司营收自 25.17 港元降至 19.42 港元，降幅达 22.85%。2015-2024 年，中环水务净利润及净利率整体呈上升趋势，2024 年净利润及净利率分别为 2.79 亿港元、14.37%，同比变化 5.28%、1.60pct。2025H1 中环水务收入及净利润分别为 9.80 亿港元、1.20 亿港元。同比变动 2.5%、-8.0%。

图33：2015-2025H1 中环水务收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：2015-2025H1 中环水务净利润及净利率

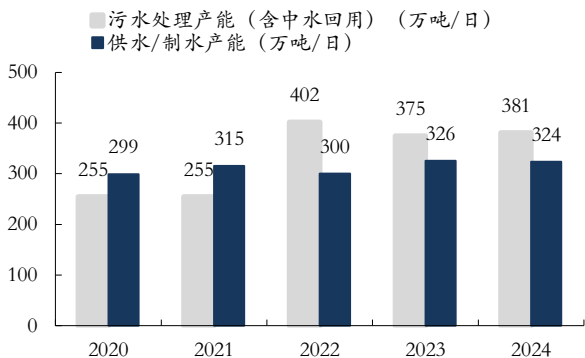


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

据公司年报数据统计，中环水务污水、供水产能分别从 2020 年的 254.55 万吨/日、299.25 万吨/日增长至 2024 年 380.73 万吨/日、323.73 万吨/日。2024 年中环水务新增 7

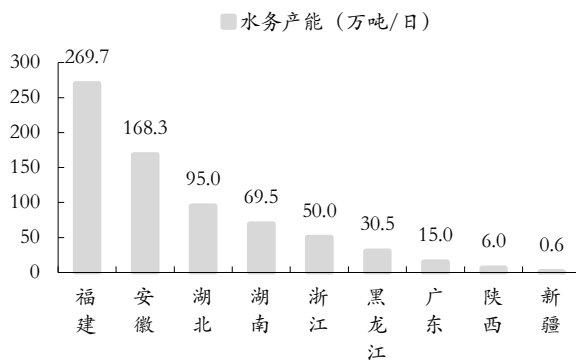
个项目，涉及投资额 9.57 亿元人民币，水处理规模 52.1 万吨/日。从地域分布来看，中环水务产能主要分布在福建、安徽、湖北三地，三者产能分别为 269.62/168.28/95 万吨/日，占总产能的 38.28%/23.89%/13.49%。

图35：2020-2024 年中环水务产能变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：根据上实控股年报水务开发项目分布图统计

图36：2024 年中环水务产能分布

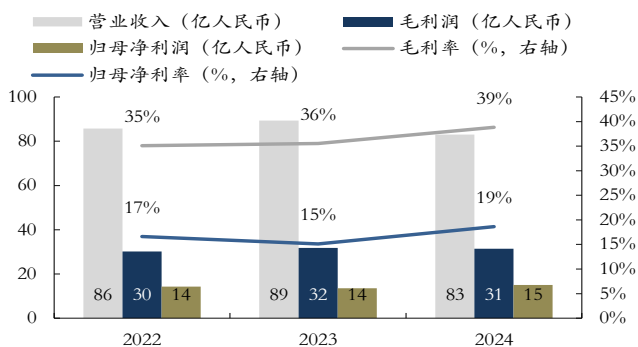


数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：根据上实控股年报水务开发项目分布图统计

2.2.3. 康恒环境：设备&出海龙头，重整助力估值业绩双驱动

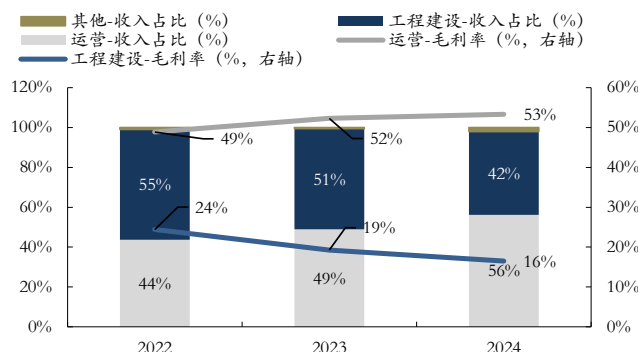
运营类收入占比提升，盈利能力改善。康恒环境 2022-2024 年营业收入分别为 85.81/89.36/83.00 亿元人民币，归母净利润分别为 14.24/13.51/15.05 亿元人民币。2024 年毛利率及归母净利率分别为 38.85%、18.65%，同比增长 3.32pct、3.53pct。**2022-2024 年，运营类项目收入占比持续上升，且运营毛利率不断提升，2024 年运营类项目收入占比达 56.20%，同比增加 7.29pct，运营毛利率为 53.31%，同比增加 1.03pct；2024 年建设收入占比 41.73%，同比减少 8.81pct，建设毛利率下滑至 16.49%。**

图37：2022-2024 年康恒环境财务数据（亿元人民币）



数据来源：25 康恒环境募集书，东吴证券研究所

图38：2022-2024 年康恒环境收入构成及毛利率



数据来源：25 康恒环境募集书，东吴证券研究所

康恒环境垃圾焚烧设备与运营规模领先，积极开拓国际新版图。①**设备：**作为全球 TOP1 的垃圾焚烧设备与技术提供者，截至 2025 年 6 月底，服务 300+ 座焚烧厂，应用总规模超 30 万吨/日，国内市占率超 40%；②**运营：**作为全球 TOP3 的低碳静脉产业园投资者，全球参控股的 12 万吨/日，服务超 1 亿人口。据康恒环境债券募集说明书，其垃圾焚烧运营产能呈上升趋势，2024 年底控股运营产能 4.22 万吨/日，垃圾入库量 1623.45 万吨，上网电量 56.38 亿度，提供蒸汽 41.00 万吨。公司运营效率优异，2024 年产能利用率 105.34%，吨上网发电量达 347.26 度，超过行业平均水平。康恒环境率先进行海外布局，2024 年底已在海外设立 6 个代表处，并在越南、泰国、印度尼西亚、马来西亚、乌兹别克斯坦等国家投资建设静脉产业园项目。**中企海外投资总规模第一，海外再造一个康恒“十年三倍”：**2025 年康恒提出“十年三倍”的全新目标，希望通过垃圾焚烧出海实现“海外再造一个康恒”。截至 2025 年 6 月底，康恒环境已累计在海外中标垃圾焚烧发电项目 12 座，总规模约 1.5 万吨/日（在建/筹建居多，未来产能有望实现快速爬坡）。**ROE 行业领先：**2022-2024 年，公司 ROE 分别为 15.47%/12.98%/12.93%，分别高出同业平均水平 5.53%/3.22%/4.30%（同业选取瀚蓝、军信、绿动、光大 4 家）。

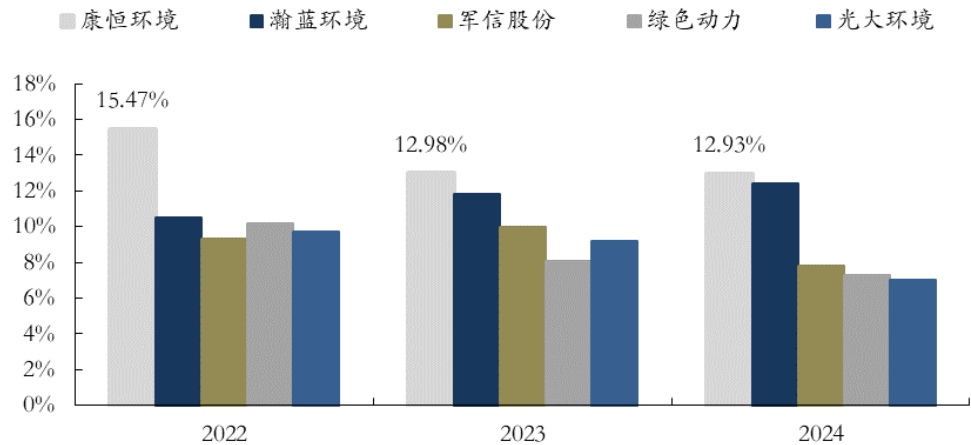
图39：康恒环境海外项目梳理（不完全统计）

项目名称	国家	规模（吨/日）	披露规模合计（吨/日）	25H1国内控股投运（吨/日）	海外控股/国内控股投运
暖武里一期垃圾焚烧发电项目	泰国	1000	11400（不完全统计），25H1总计约15000（12个项目）	42225（24年底）	36%
胡志明心生义生活垃圾焚烧发电项目	越南	2600			
宁平生活垃圾焚烧发电项目	越南	500			
望加锡生活垃圾焚烧发电项目	印尼	1300			
撒马尔罕垃圾焚烧发电项目	乌兹别克斯坦	1500			
卡什卡达里亚垃圾焚烧发电项目	乌兹别克斯坦	1500			
巴格达垃圾焚烧发电项目	伊拉克	3000			

数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

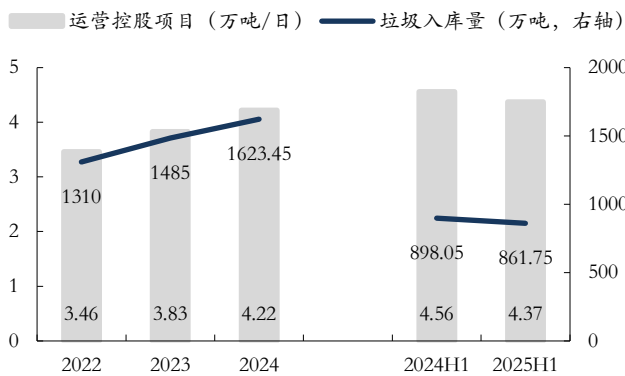
康恒环境以 ST 中装重整投资人的身份参与资本市场，助力估值业绩双驱动。2025 年 2 月，康恒环境与上海恒涪企业管理咨询有限公司组成的联合体成为 ST 中装预重整/重整投资人正选单位；2025 年 3 月，ST 中装与上海恒涪（唯一股东系康恒环境实控人龙吉生）、康恒环境签署《重整投资协议》；2025 年 8 月，深圳市中级人民法院正式裁定受理对 ST 中装的重整申请。康恒环境与上海恒涪组成的联合体，以 ST 中装重整投资人的身份参与资本市场。**若重整成功，有望助力估值业绩双驱动：**一方面，借助资本市场打通直接融资渠道，为垃圾焚烧项目扩张提供强劲动力，业绩加速实现“海外再造一个康恒”；另一方面，作为垃圾发电行业隐形冠军，掌握优质出海项目+设备龙头，**重整后公司股权价值有望重估。**

图40：2022-2024 年康恒环境及同业 ROE



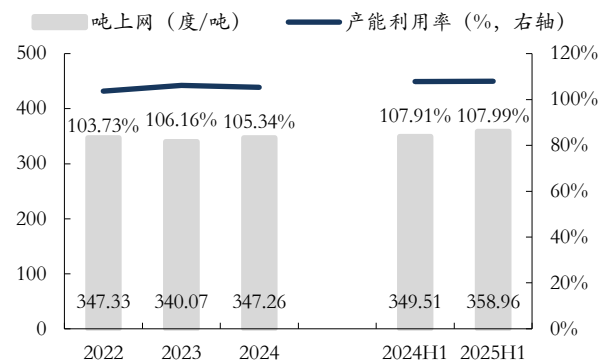
数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图41：2022-2025H1 康恒环境产能及垃圾入库量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：2022-2025H1 康恒环境吨上网及产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.4. 出售粤丰环保后回笼现金合计约 40 亿港元，期待电网消纳能力改善光伏回暖

出售粤丰股权：据上实控股 2025 年 5 月 22 日公告，上实控股应瀚蓝环境私有化粤丰环保计划，将以每股 4.90 港元价格注销其持有的粤丰环保全部股份（4.75 亿股，占总股本 19.47%），该注销价较 2025 年 5 月 20 日的收市价 4.88 港元溢价约 0.4%，交易总代价为 23.29 亿港元。从财务影响来看，（1）**账面亏损 0.57 亿港元：**公司预计出售粤丰环保将带来约 5,684 万港元的未经审计估算亏损（粤丰股权交易对价-2025 年 3 月 31 日账面价值）；（2）**补充现金流：**上述交易对价为现金，出售所得款项净额计划用于任何潜在投资、一般营运资金或偿还银行贷款，将为集团补充大额现金流，有助于将资源重新分配至其他潜在的投资机会。

此外，粤丰私有化退市后，上实控股将收到粤丰原控股股东约 17 亿港元可交换债券还款。2023 年 10 月 5 日，上实控股认购了粤丰环保控股股东臻达发展有限公司的发

行可交换债券，本金 16.37 亿港元。粤丰环保退市后，臻达发展提前赎回上述债券，本金、利息及提前赎回费用合计约 17 亿港元。

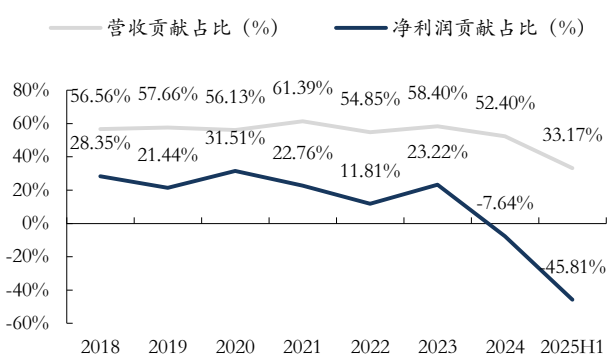
光伏业务：星河数据于国内经营光伏相关业务及提供资产管理服务，截至 2024 年底，上实控股持有其 45% 股权，权益账面价值 12.19 亿港元。2024 年星河数据亏损 2.31 亿港元，光伏电站规模达 740MW，全年上网电量约 9.62 亿千瓦时，受较严重的沙尘天气影响，辐射量下降，较 2023 年减少 11.0%。同时 2024 年光伏风电装机量骤增，电网限电措施加剧，期待后续电网消纳能力改善，星河数据盈利能力改善。

3. 房地产：销售下滑及减值拖累，静待企稳

3.1. 收入&净利润：运营类收入稳健，地产销售收入锐减

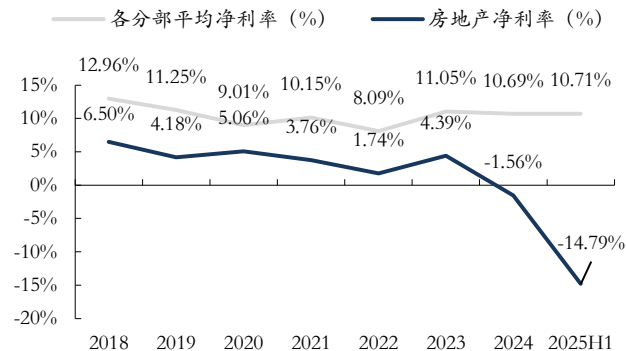
净利润亏损主要系减值影响，地产板块运营类收入相对稳健。受不同年份项目交付节奏影响，房地产业绩整体呈波动走势。2024 年营收 151.52 亿港元，同比减少 20.65%，贡献占比 52.40%，净利润录得亏损-2.36 亿港元，拖累整体净利润 7.64%，主要系房产销售业绩下滑、房产的租金及市场价值下滑计提减值，若剔除 9.07 亿港元的资产减值净利润为 6.71 亿港元；2025H1 公司房地产板块营收为 31.43 亿港元，同比减少 23.19%，净利润录得亏损-4.65 亿港元，拖累整体净利润 45.81%，主要系减值及地产销售依然低迷。具体来看，受房地产下行压力影响，2018-2024 年公司房地产板块净利率从 5.60% 波动下滑至-1.56%，25H1 净利率降至-14.79%，主要系存货大额减值，拉低了各分部业务的平均净利率。**物业销售下滑但运营类收入稳健。**物业销售收入占比呈下滑趋势，2024 年物业销售收入达 119.66 亿港元，占比 78.97%；酒店经营、租金收入、物业服务管理等运营类收入绝对额较稳定，近年来收入占比提升，2024 年三者收入合计为 31.86 亿港元，同比增长 5.58%，占房地产收入的 21.03%。

图43：2018-2025H1 房地产板块营收/净利贡献占比



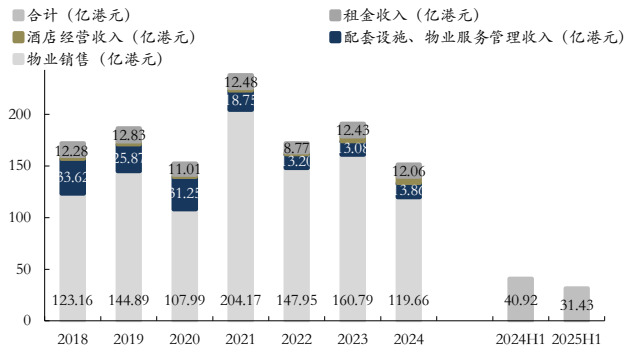
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图44：2018-2025H1 房地产板块净利率



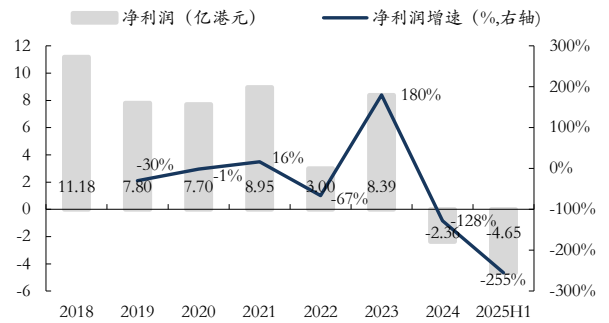
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图45：2015-2025H1 房地产板块营收构成



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

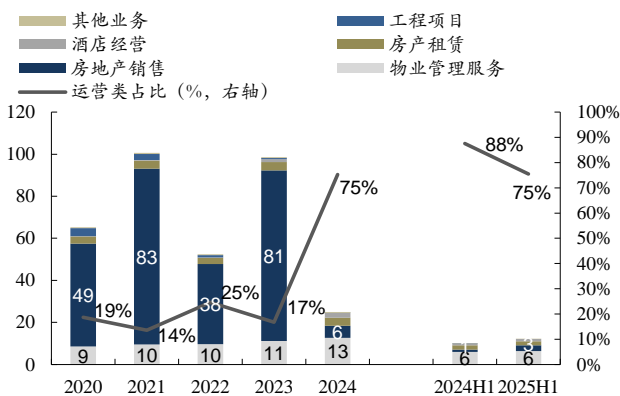
图46：2015-2025H1 房地产板块净利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

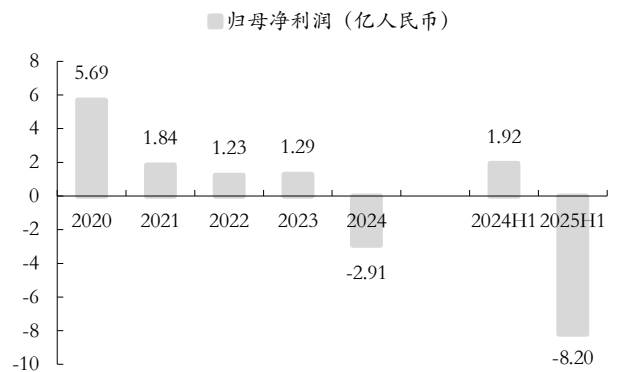
24年房地产销售下滑业绩承压，运营类收入占比升至75%。2020-2024年，上实发展业绩受房地产销售影响呈现较大波动，其中2020年及2022年收入下滑主要系疫情冲击及交房节奏具有周期性。2024年，上实发展实现营业收入约24.94亿元人民币，同比下降74.7%，归母净利亏损2.91亿元人民币，同比下降325.58%，主要系年内交房结转收入大幅减少。2025H1上实发展营业收入12.32亿元人民币，同比增长20.07%，归母净利润亏损8.20亿元人民币，主要系存货跌价计提减值6.39亿元人民币影响。**从营收构成来看，运营类收入（酒店经营、房产租赁、物业管理）增长稳健，对整体收入支撑作用凸显。**2020-2024年，运营类收入从12.24亿元人民币增长至18.77亿元人民币，年复合增长率11.28%，2025H1公司运营类收入为9.30亿元人民币，营收占比达74.49%。

图47：上实发展营业收入构成（亿元人民币，%）



数据来源：上实发展年报，东吴证券研究所

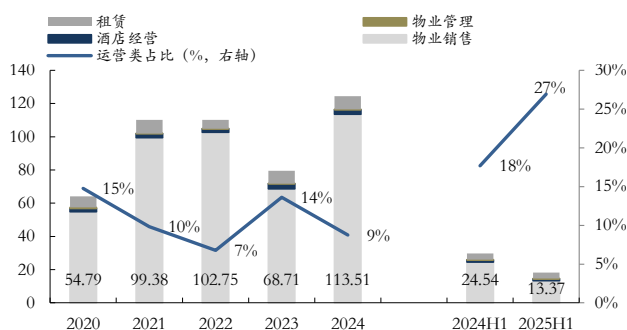
图48：上实发展归母净利润情况（亿元人民币）



数据来源：上实发展年报，东吴证券研究所

上实城开 2024 年营收显著增长但归母净利亏损。2024 年，上实城市开发实现营收 124.40 亿港元，同比上升 56.4%，实现归母净利润-3.31 亿港元，主要系年内交付项目中高毛利率项目占比下降、受市场情况影响销售单价下调，以及部分物业项目确认减值亏损所致。2025H1 上实城开收入 18.28 亿港元，归母净利润亏损 4.92 亿港元，主要系物业销售同比下滑，毛利同比减少 56.51%至 2.70 亿港元。**分业务来看，物业销售仍是上实城开主要收入来源，运营类收入相对稳定但占比较小。**2024 年公司交付建筑面积约 38.1 万平方米；在建项目 9 个，在建面积约 193.3 万平方米。2025H1 物业销售营收同比下滑 45.53%至 13.37 亿港元，运行类收入整体稳健，占比提升至 26.91%。

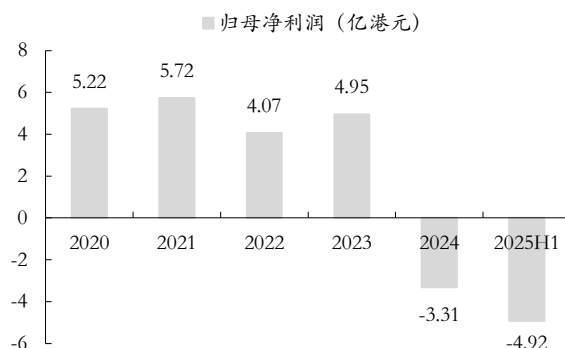
图49：上实城开营业收入构成（亿港元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

运营类占比=（物业管理+酒店经营+租赁）/营收

图50：上实城开归母净利润情况



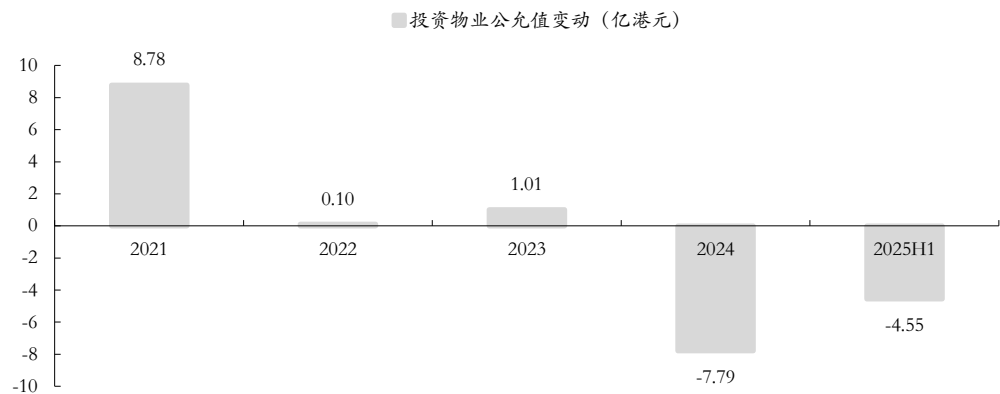
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 减值：减值拖累地产板块利润，存货去化加速，风险敞口收窄

3.2.1. 历史减值：24 年上实控股物业减值及投资物业跌价合计亏损 16.87 亿港元

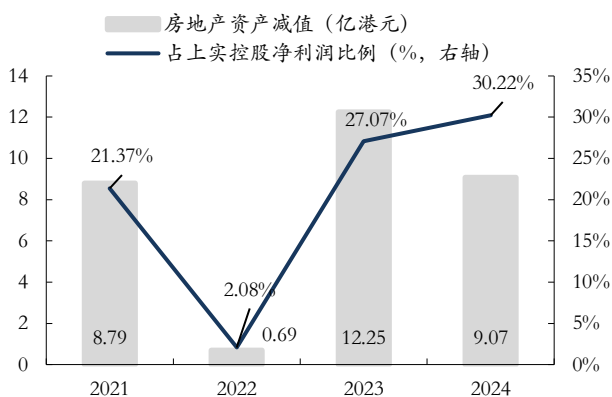
房地产业务对上实控股拖累主要源于减值：受租金及物业交易价格下跌影响，2024 年/2025H1 上实控股投资物业公允价值变动分别为-7.79/-4.55 亿港元。2021-2024 年地产板块资产减值（主要系用作出售之物业）达 8.79/0.69/12.25/9.07 亿港元，占当年上实控股净利润比例 21.37%/2.08%/27.07%/30.22%；2021-2024 年地产板块信用减值达 24.49/0.22/-0.42/2.83 亿港元，占当年上实控股净利润比例 59.55%/0.65%/-0.94%/9.42%。

图51：2021年-2025H1 上实控股投资物业公允价值变动情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

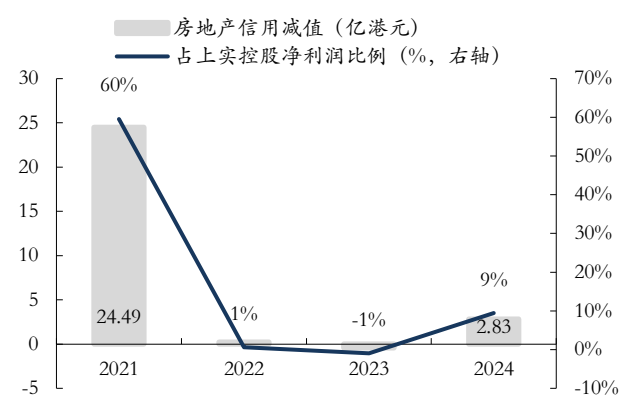
图52：上实控股房地产板块资产减值侵蚀利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：资产减值=持有作出售之物业、持有作出售之发展中物业减值之和

图53：上实控股房地产板块信用减值侵蚀利润



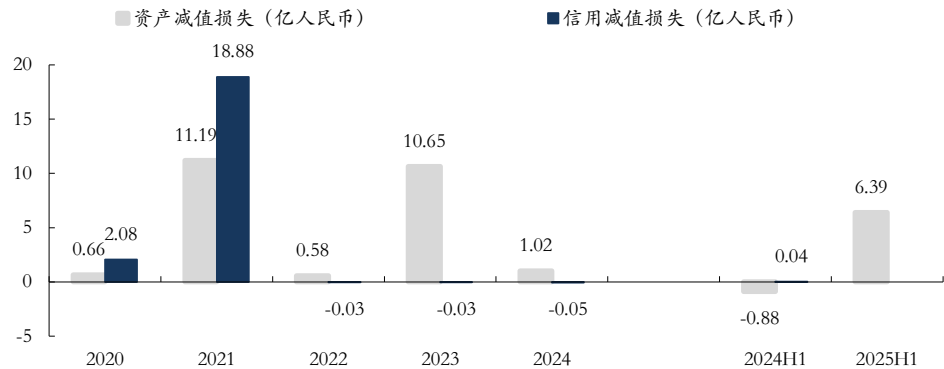
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：信用减值=贸易应收款项、其他应收款项减值之和
注：负值为减值冲回**具体来看：**

(1) **上实发展**：2020-2025H1 资产减值分别为 0.66/11.19/0.58/10.65/1.02/6.39 亿元人民币、信用减值损失达 2.08/18.88/-0.03/-0.03/-0.05/0 亿元人民币，其中 21 年大额计提主要系子公司上实龙创应收账款出现不可收回风险，其他业务无类似内控风险，25H1 的资产减值主要系存货成本高于可变现净值，期待地产价格企稳；

(2) **上实城开**：于 2023 年、2024 年投资物业公允价值亏损 0.40 亿港元、7.03 亿港元，其中 24 年主要系上海世贸商城等投资物业因新租约的租金下调，导致按投资法折现的物业公允价值降低；2023 年、2024 年待售及开发中物业计提减值损失 2.09 亿港元、7.45 亿港元。将上述减值简单加回后，上实城开 2024 年净利润达 10.75 亿港元，同比增长 45.40%。

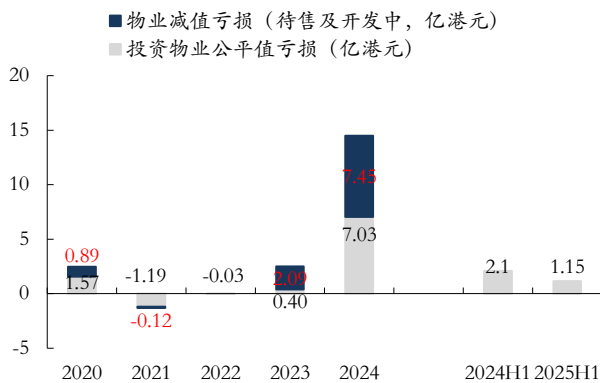
图54：2020-2025H1 上实发展资产减值/信用减值情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

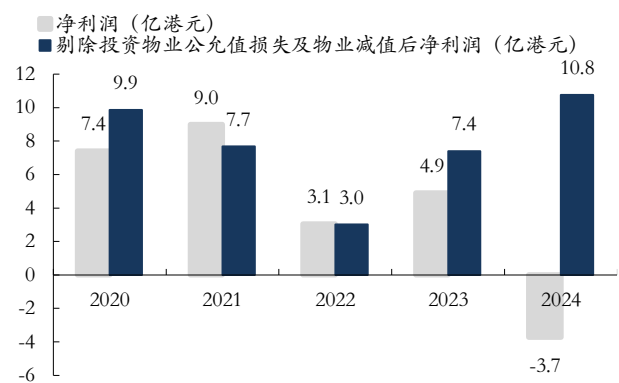
注：负值为资产/信用减值冲回

图55：上实城开物业减值及投资物业公允价值亏损情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图56：上实城开剔除减值因素后净利润为正



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

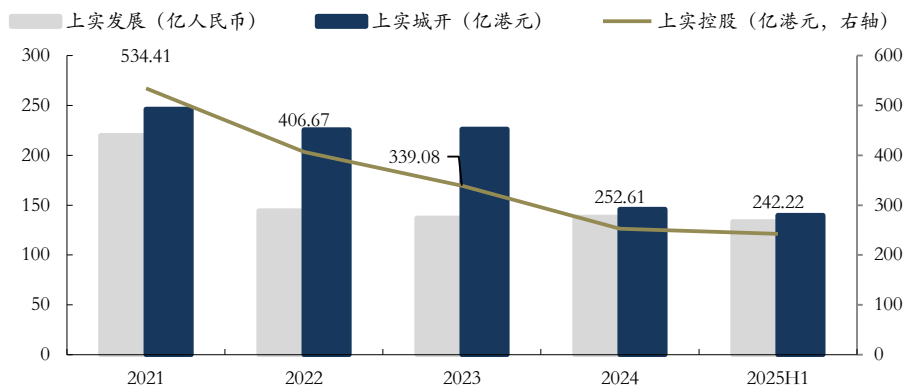
3.2.2. 减值风险敞口：25年6月底存货降至242亿港元，多位于一线核心城市

存货：2021年以来上实控股存货持续去化，25年6月底降至242亿港元。其中，

1) 上实发展：截至25年6月底，存货账面价值降至133.48亿元人民币；2) 上实城开：存货质量优质，24年底仅50.70亿港元存货位于非一线城市且未预售。2020-2024年以来，上实城开物业存货从292.39亿港元降至145.78亿港元，其中2024年在建物业仅75.95亿港元，较2023年下降56.75%，体现上实城开在物业建设与销售业务的战略收缩；2024年待售物业达69.83亿港元，较2023年增长38.17%，销售端仍承压。从存货质量来看，截至2024年底，61.74%的待售及在建物业位于北京及上海等一线城市，结

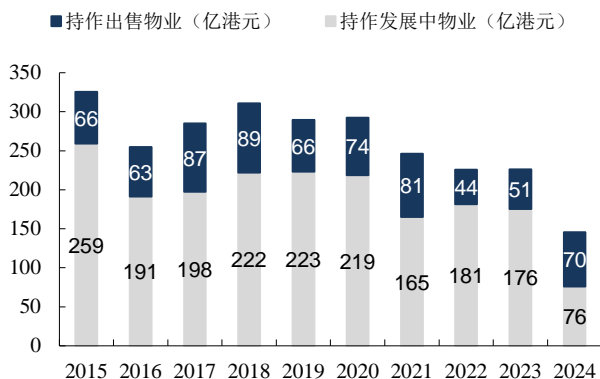
合一线房地产销售价格数据，该部分资产价格有望企稳；仅 50.70 亿港元（34.78%）的待售及在建物业位于非一线城市且未签订预售协议，整体资产减值风险可控。

图57：2021-2025H1 上实控股及其子公司存货情况



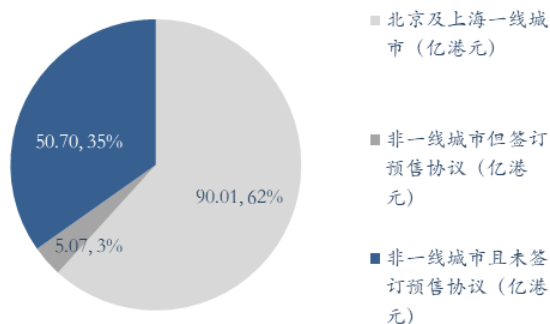
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图58：上实城开待售及在建物业账面价值变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

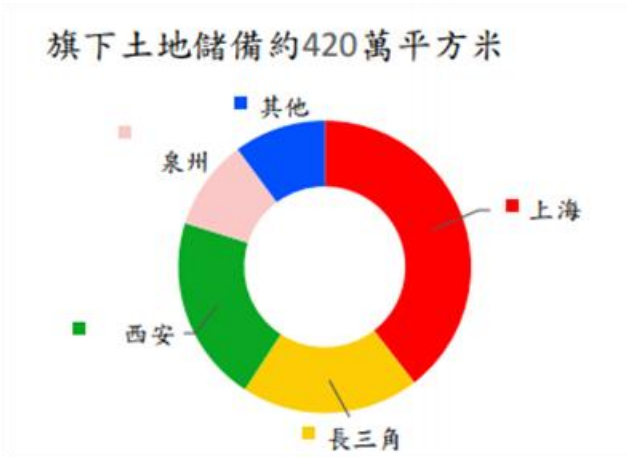
图59：24 年底上实城开待售及在建物业地域分布



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

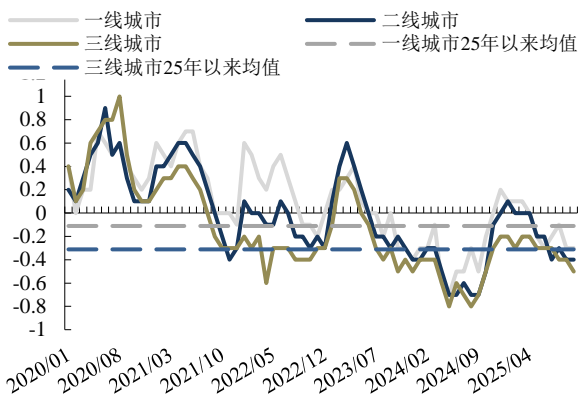
价格展望：土地储备集中于上海、长三角等一二线核心城市，减值风险整体可控。截至 2024 年底，上实控股及其并表房地产公司的土地储备合计约 420 万 m²，主要位于上海、长三角、西安、泉州等东部一线城市及中西部核心优质城市，其中上海占比约 40%。从房屋销售价格指数来看，25 年以来我国地产销售价格出现分化，一线城市新房价格有望率先企稳。2025 年 1-10 月，我国 70 个中大型城市新房价格指数月环比均值分别为：-0.11%（一线城市）/-0.18%（二线城市）/-0.31%（三线城市）；二手住宅数据为：-0.54%（一线城市）/-0.48%（二线城市）/-0.49%（三线城市）。上实控股旗下地产聚焦核心一线城市，资产价格有望企稳，减值风险整体可控，期待行业回暖带来业绩修复。

图60：公司旗下土地储备约 420 万㎡（截至 24 年底）



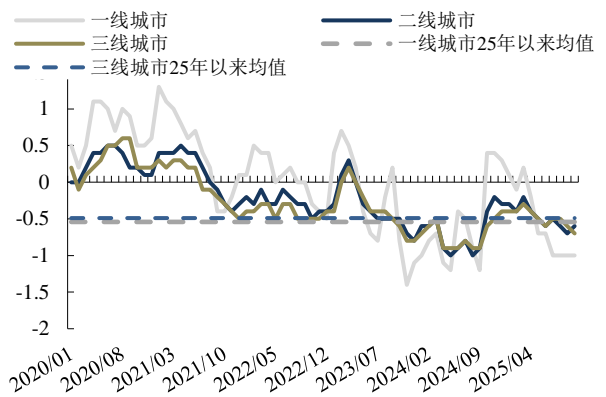
数据来源：上实控股 24 年业绩 PPT，东吴证券研究所

图61：70 个大中城市新建商品住宅销售价格指数环比



数据来源：wind，东吴证券研究所

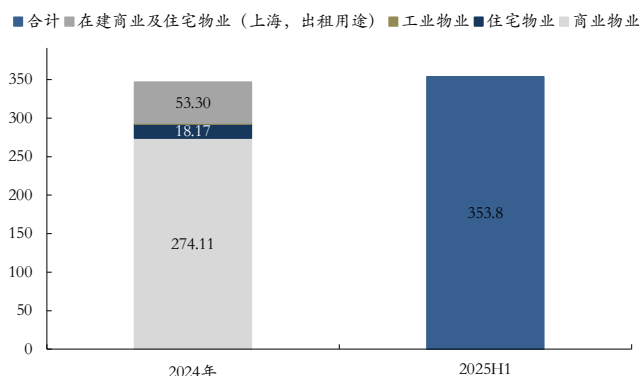
图62：70 个大中城市二手住宅销售价格指数环比



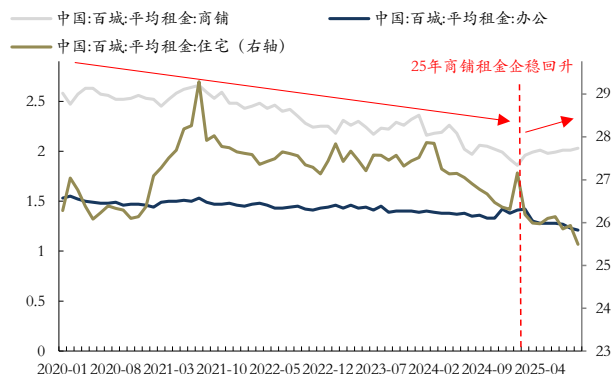
数据来源：wind，东吴证券研究所

投资物业：2024 年/2025 年 6 月底上实控股持有投资物业（以出租和增值为目的）分别为 346.82/353.80 亿港元，其中主要以商业物业为主，另有少量住宅物业。该部分资产以公允价值计量，其价格受同类资产的租金收益率以及交易价格影响。25 年商品租金价格企稳回升，9 月平均租金较 1 月回升 9.14%；住宅及办公用途地产租金延续下行，关注地产租金价格企稳。

图63：上实控股投资物业资产构成



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图64：20-25年9月百城地产租金价格（元人民币/m²）

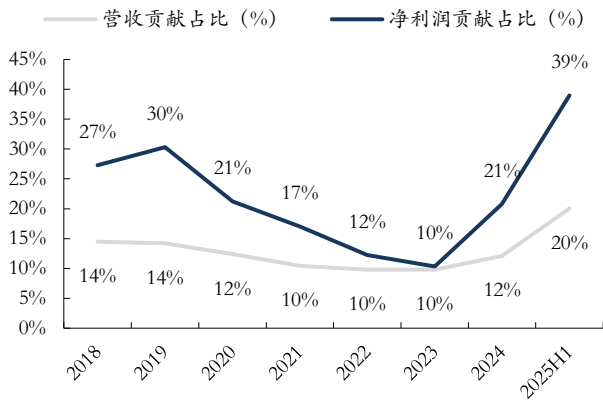
数据来源：wind，东吴证券研究所

上实控股历史上曾实物派发旗下房地产股份，近期处置泉州资产体现房地产业务战略收缩，集团估值抑制因素有望解除。1) 上实控股曾以实物派息的方式两次派发旗下上实城市开发股票：2019年6月30日、2020年8月28日，上实控股于中期决议中两度以每持有1股上实控股股份派发1股上实城开股份、每持有5股上实控股股份派发1股上实城开股份的形式进行实物派息。两次派发后，上实控股对上实城开的持股从2019年初的69.96%下降至2020年底的42.89%。2) 出售泉州资产对价20.53亿元人民币（现金），加快库存去化，聚焦上海等核心区域发展。据公司2025年7月18日公告，子公司泉州上实投资向泉州甄源出售其位于福建省泉州市住宅单位和车位以及仍在建设中、规划为商业、办公及酒店用途的地块，合计总代价为20.53亿元人民币（含税），公司预计录得0.79亿元人民币税后收益。此举旨在“加快库存去化、优化资源配置”，并且符合上实发展逐步聚焦上海及长三角地区的整体发展策略。

4. 大消费：南洋烟草海外业务扩张，永发印务企稳向好

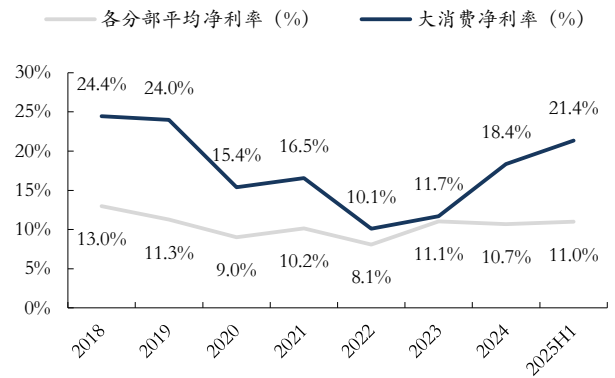
大消费板块24年贡献净利润20.81%，净利率高于整体7.67pct。公司消费品板块主要涉及烟草及印刷业务，2018-2024年，受疫情影响，消费板块营收贡献占比一度跌至2023年的9.80%，2024年恢复至12.11%，同比上升2.31pct。净利润贡献占比于2019年达高位30.32%，疫情期间逐步降至10.37%，2024年回升至20.81%，较2023年提升10.44pct。在疫情冲击后展现较强韧性与回弹能力。消费板块近年来净利率显著高于各分部的平均净利率，2024年大消费板块净利率18.36%，高出各分部平均净利率7.67pct。2025H1大消费板块加速回暖，营收及净利润贡献占比提升，净利润率亦有所改善。

图65：2018-2025H1 消费品板块营收/净利贡献占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

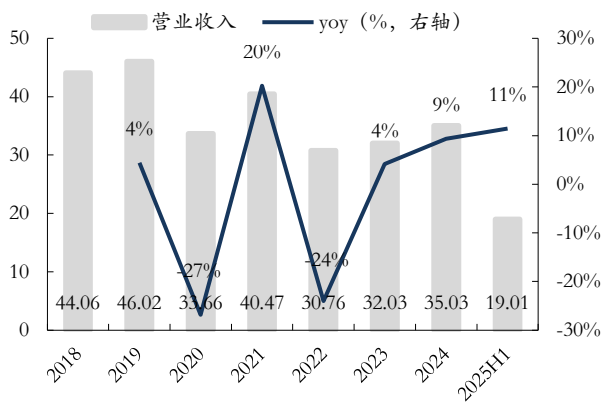
图66：2018-2025H1 消费品板块净利润率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

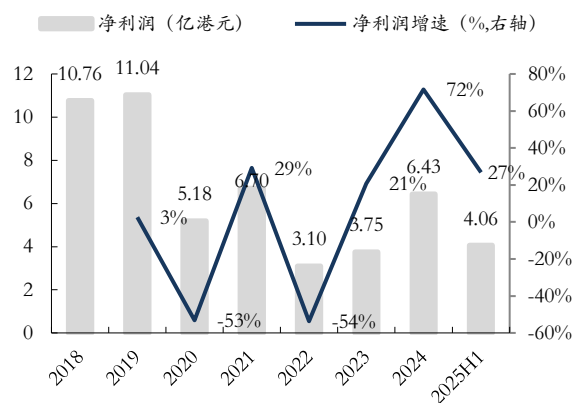
消费板块疫情期间营收与净利润波动，24 年加速恢复。2020、2022 年受疫情冲击，公司消费板块业绩承压，营业额降至 33.66/30.76 亿港元，同比下跌 26.86%/23.99%，净利润降至 5.18/3.10 亿港元，同比下跌 53.03%/53.67%。疫情后市场开放，库存压力减轻，公司业务逐渐回暖。2022 到 2024 年公司消费板块营收由 30.76 亿港元增长至 35.03 亿港元，增长 13.88%，净利润由 3.10 亿港元增至 6.43 亿港元，增幅 107.42%，但仍未完全回暖至疫情前高位。2025H1 大消费板块营收及净利润持续回暖。

图67：2018-2025H1 消费品板块营收及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图68：2018-2025H1 消费品板块净利润及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

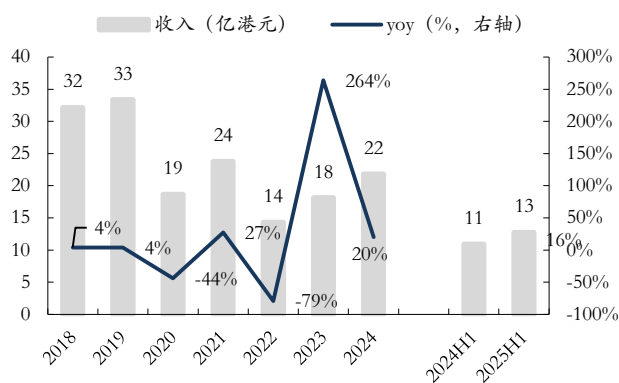
4.1. 南洋烟草：疫情后业绩复苏强劲，免税市场及出海业务空间大

南洋烟草是中国香港最大的烟草制造商，拥有多元化的产品线，包括其旗舰产品“双喜”牌香烟。南洋烟草拥有百年历史，“双喜”香烟在中国及亚洲多地销售，并被誉

草行业最有价值的品牌之一。

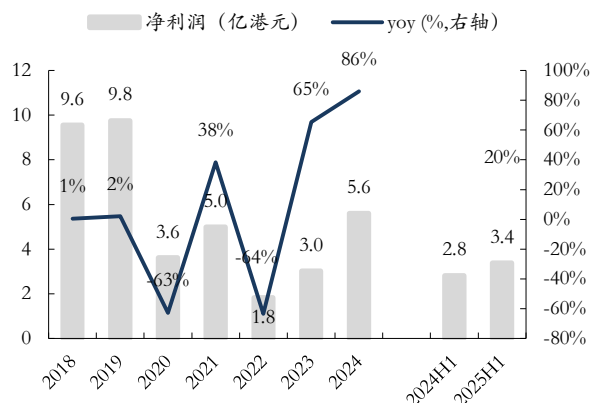
疫情后南洋烟草业务收入及利润在波动中逐步修复。(1) 2015-2019年，收入维持在30.92-33.36亿港元之间，净利润从9.30亿港元增长至9.75亿港元。(2) 2020-2022年，疫情冲击导致免税及出口市场需求承压，收入及利润均显著下滑。疫情期间由于高度依赖内地消费群体及供应链，公司在消费、物流和生产等环节受挑战，海外市场需求持续低迷，渠道库存高企，带来产品过期及价格下跌风险。(3) 2023年至今：疫情后行业逐渐回暖，公司通过拓展海外市场、强化产品创新研发推动复苏，2024年营收及净利润分别回升至21.82亿港元、5.60亿港元，同比增长20.22%、86.05%。25H1营收及净利润分别为12.73/3.37亿港元，同比增长16.47%、19.93%。

图69：2018-2025H1 南洋烟草营收及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图70：2018-2025H1 南洋烟草净利润及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

未来战略展望：尽管港澳有税市场受税率上调后承压，免税市场及出海业务增长空间大。南洋烟草的产品按地域可分为中国大陆、港澳、海外市场（新加坡、泰国、韩国、马来西亚等），此外还可以按照征税方式分为有税、免税市场。

(1) **税率上调港澳有税业务承压：**2024年港澳有税市场销售额同比下降23.7%，主要系2023年起中国香港特区政府连续两年分别每支上调烟草税0.6港元和0.8港元，使港澳有税市场销量承压。

(2) **通过产品创新及渠道调整提升免税市场竞争力：**2024年中港澳及海外免税市场营业额同比下降20.5%，面对国内出境游客低于预期、海关政策收紧以及核心渠道中免缩减店铺，南洋烟草与多家免税企业协商，调整销售策略，聚焦中高端产品销售，有序淘汰低端产品，以巩固并提升免税市场竞争力。南洋烟草持续推进产品的创新升级，自2019年以来完成多批次细长枝、短枝、中枝等异型烟的调试、转装与生产，首次实现多种口味中空爆珠烟的批量制造。

(3) 深化渠道拓展与海外合作，海外业务销量高增：在 2020-2021 年相继拓展印尼及阿联酋免税市场，计划逐步拓展亚洲地区免税市场；2022 年以来重点布局马来西亚市场，马来西亚生产项目于 2023 年投产，到 2024 年实现量产，该项目全年销售额同比增加 344.9%。南洋烟草依托与内地卷烟大型企业的战略合作框架，同步推进海外制丝落地合作项目，为深化国际市场布局奠定基础。

4.2. 永发印务：营收及净利企稳，业务结构优化推动毛利上升

永发印务成立于 1913 年，是印刷行业的百年老字号。其以其多样化的高品质产品系列建立了良好声誉，包括模塑纤维产品、彩盒、传单和全面的包装解决方案。永发印务在中国大陆、中国香港、中国澳门、越南和美国建立了强大的商业网络，在中国各地及海外设有配备先进设施的工厂。烟酒包装是永发印务的传统业务之一，在业务上与南洋烟草具备一定的协同效益。

图71：永发印务产品构成

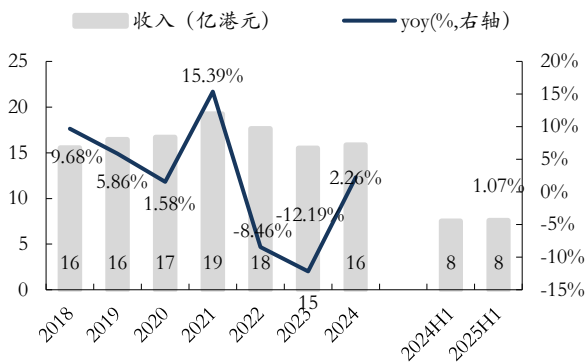


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

永发印务营收稳步增长、盈利能力持续提升。2014 年以来，永发印务通过投资模塑纤维技术扩大了业务范围，并积极推动智能医药包装。2015-2021 年营收从 15.53 亿港元增长至 19.27 亿港元，疫情期间下滑至 2023 年的 15.49 亿港元。2024 年实现营收 15.84 亿港元，同比增长 2.3%，主要受益于烟包业务的稳健增长，全年净利润 8974.52 万港元，同比提升 12.10%，得益于业务结构优化推动综合毛利率上升、核心工厂降本增效成效显著，以及资产运营效率的提升。2025H1 永发印务营收及净利润分别为 7.59/0.70 亿港元、

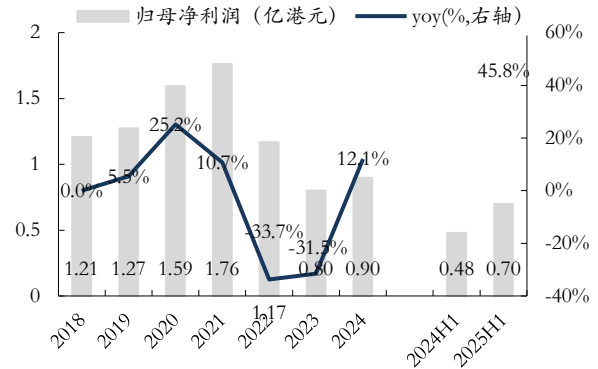
同比增长 1.07%、45.8%。

图72：2018-2025H1 永发印务营收及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图73：2018-2025H1 永发印务净利润及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

各分部假设及预测如下：

基建环保板块：24年基建环保溢利贡献较高主要系出售杭州湾大桥股权带来的8.63亿港元一次性投资收益，考虑到25年后出售粤丰环保相关股权的投资收益减少，我们预计25-27年高速公路贡献溢利10.96/11.22/11.40亿港元，同比增长1.38%/2.37%/1.65%；25-27年水务板块的主要公司（上实环境、中环水务、康恒环境）贡献溢利6.61/6.84/7.10亿港元，同比增长-21.90%/3.51%/3.71%；考虑到杭州湾大桥的Reits的分红及其他投资收益，我们预计25-27年基建环保板块贡献溢利20.57/21.06/21.50亿港元，同比变动-21.76%/2.39%/2.09%。

房地产板块：短期处于调整和收缩阶段，企稳迹象尚未完全显现；考虑到资产相对优质，中长期有望企稳回升。拖累项包括：减值（存货/投资性房地产总量较大）；地产销售毛利减少，但期间费用相对“刚性”。综合上述因素及25H1减值计提情况，我们预计25-27年房地产板块贡献溢利-2.51/-0.73/0.51亿港元，同比变动-6.25%（亏幅扩大）/减亏70.89%/+169.24%（扭亏为盈）。

大消费板块：出海逻辑验证，增长潜力大。疫情前常年溢利贡献超10亿港元，疫情后24年仅6.43亿港元。公司在免税市场及出海业务增长空间大，22年以来布局马来西亚工厂，海外业务销量高增，我们预计25-27年将保持高速增长。我们预计25-27年大消费板块贡献溢利8.01/9.05/9.84亿港元，同比变动24.64%/12.89%/8.79%。

大健康板块：我们预计25-27年贡献溢利1.63/0.65/0.65亿港元，其中25年受益较高主要系上药股份25H1确认一次性收益。

分部抵消，总部经营溢利、财务费用及税项：我们预计 25-27 年-2.00/-2.00/-2.00 亿港元。

综上所述，我们预计 25-27 年归母净利润为 25.70/28.03/30.50 亿港元，对应 PE 为 6.67/6.12/5.62 倍，公司基建环保业务稳健，消费出海贡献增量，房地产风险收窄，现金流充裕可保障持续高分红，当前股息率 ttm 达 5.96%。（估值日期：2025/12/3）

图74：盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1.基建环保								
主营业务收入 (亿港元)	85.38	109.14	110.77	103.99	102.63	99.70	103.54	106.59
主营业务溢利贡献 (亿港元)	11.56	23.69	19.26	23.20	26.29	20.57	21.06	21.50
1.1.收费公路 (三条高速路)								
并表公司营收 (亿港元)	14.90	21.55	14.43	20.25	20.29	20.95	21.66	22.12
并表公司+主要联合合营公司归母净利 (亿港元)	5.69	11.86	7.35	12.33	10.81	10.96	11.22	11.40
1.2.水务&固废								
并表公司营收 (亿港元)	74.29	88.88	92.96	83.57	82.03	78.75	81.88	84.47
并表公司+主要联合合营公司归母净利 (亿港元)	6.97	7.85	10.27	8.54	8.46	6.61	6.84	7.10
2.房地产								
主营业务收入 (亿港元)	152.33	237.87	171.96	190.96	151.52	103.48	73.64	74.40
主营业务溢利贡献 (亿港元)	7.70	8.95	3.00	8.39	-2.36	-2.51	-0.73	0.51
3.消费品								
主营业务收入 (亿港元)	33.66	40.47	30.76	32.03	35.03	40.18	44.27	47.44
主营业务溢利贡献 (亿港元)	5.18	6.70	3.10	3.75	6.43	8.01	9.05	9.84
4.大健康-上海医药集团 (20%) -上海医药 (A股19.348%)								
主营业务溢利贡献 (亿港元)				0.80	0.54	1.63	0.65	0.65
合计								
主营业务收入合计 (亿港元)	271.37	387.48	313.49	326.98	289.18	243.36	221.45	228.43
主营业务溢利贡献合计 (亿港元)	24.44	39.34	25.36	36.13	30.90	27.70	30.03	32.50
摊销及未分摊调整后								
营业收入 (亿港元)	271.38	387.48	313.49	326.98	289.18	243.36	221.45	228.43
归母净利润 (亿港元)	22.19	37.46	23.14	34.24	28.08	25.70	28.03	30.50

数据来源：公司报告，东吴证券研究所

根据上实控股各版块业务属性，我们选取水务、高速、房地产、烟草行业上市公司北控水务集团、粤高速 A、万科 (H 股)、中烟香港作为可比公司，可比公司对应 2025 年 PE 均值为 18.4 倍，PB (MRQ) 均值为 2.57 倍，公司对应 2025 年 PE 为 6.67 倍，PB (MRQ) 为 0.35，低于可比公司估值。从股息率视角来看，公司股息率 (ttm) 达 5.96%，在同业中处于较高水平，且公司 24 年分红比例仅为 36.40% (北控水务同期为 96.42%)，分红仍具提升潜力 (估值日期：2025/12/3)。

剔除地产后 PB 仍远低于同业港股，真实价值存在低估。从 PB 视角看，公司当前 PB0.35，主要系控股型企业折价及地产亏损所致。经测算，剔除地产后归母股东权益 380 亿港元，对应 PB0.45，仍显著低于同业港股 PB (光大环境 0.59、北控水务 0.85、绿色动力环保 0.85、中烟香港 6.78)，价值有望重估! (估值日期：2025/12/3)。

综上，公司基建环保业务稳健，消费出海贡献增量，房地产风险收窄，现金流充裕可保障持续高分红，即使考虑控股型企业折价，结合当前低估值、高股息状况，公司估值存较大提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。(估值日期：2025/12/3)。

图75：可比公司估值、股息率、盈利预测情况（估值日期：2025/12/3）

代码	公司	所属行业	总市值 (A-亿元, H-亿港元)	分红情况		成长性								估值				
				2024年 分红比例	股息率 (tmm)	归母净利润 (亿元/亿港元)				归母净利润yoy				PE				PB (MRQ)
						2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	24-27 复增	2024A	2025E	2026E	2027E	
0371.HK	北控水务集团	水务	260.21	96.42%	6.35%	16.78	15.77	16.52	17.16	-6%	5%	4%	1%	15.5	16.5	15.8	15.2	0.85
000429.SZ	粤高速A	高速公路	248.44	70.00%	4.12%	15.62	17.97	15.84	15.40	15%	-12%	-3%	0%	15.9	13.8	15.7	16.1	2.44
2202.HK	万科企业	房地产	614.30	0.00%	0.00%	-494.78	-356.34	-72.09	0.70	27年扭亏为盈				亏损, PE估值法不适用				0.22
6055.HK	中烟香港	烟草贸易	237.38	37.27%	1.46%	8.54	9.56	10.73	12.04	12%	12%	12%	12%	27.8	24.8	22.1	19.7	6.78
可比公司均值				35.76%	1.86%									19.7	18.4	17.9	17.0	2.57
0363.HK	上海实业控股		171.45	36.40%	5.96%	28.08	25.70	28.03	30.50	-8%	9%	9%	3%	6.11	6.67	6.12	5.62	0.35

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：可比公司归母预测值系wind一致预期

6. 风险提示

- 1) 特许经营权续期不及预期风险：**若高速公路特许经营权续期不及预期，则收入及现金流可能下滑。
- 2) 高速公路改扩建资本开支上行风险：**若高速公路资本开支上行超预期，则可能增加高速业务折旧压力，进而影响利润；同时大额资本开支影响企业现金流。
- 3) 房地产减值风险：**公司投资性房地产、地产存货存量较大，若地产/租金价格企稳不及预期，投资性房地产公允价值下滑、存货跌价计提增加，或将影响企业利润。

上海实业控股三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	65,990.07	64,118.85	64,505.41	65,932.04	营业总收入	28,917.70	24,336.09	22,145.29	22,843.34
现金及现金等价物	20,841.49	18,198.10	16,785.42	16,055.47	营业成本	21,016.60	16,768.00	14,731.16	15,012.48
应收账款及票据	6,762.74	6,827.63	6,951.16	7,297.18	销售费用	858.84	705.75	642.21	662.46
存货	25,260.92	23,288.89	22,505.94	21,684.69	管理费用	2,130.79	2,117.24	2,015.22	2,010.21
其他流动资产	13,124.91	15,804.23	18,262.89	20,894.70	研发费用	98.76	97.34	88.58	91.37
非流动资产	102,522.63	104,321.51	106,226.00	107,810.43	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,244.78	6,986.30	7,475.86	7,733.87	经营利润	4,812.71	4,647.76	4,668.11	5,066.82
商誉及无形资产	16,655.01	16,771.33	16,686.27	16,512.69	利息收入	694.70	604.40	527.74	486.78
长期投资	16,621.11	17,121.11	17,621.11	18,121.11	利息支出	2,025.00	2,062.97	2,071.77	2,072.57
其他长期投资	39,736.51	40,736.51	41,736.51	42,736.51	其他收益	1,419.96	1,173.68	1,414.36	1,458.79
其他非流动资产	23,265.22	22,706.26	22,706.26	22,706.26	利润总额	4,902.37	4,362.87	4,538.44	4,939.82
资产总计	168,512.69	168,440.36	170,731.42	173,742.47	所得税	1,900.05	1,614.26	1,541.25	1,678.06
流动负债	40,168.74	37,010.61	34,976.28	33,697.38	净利润	3,002.32	2,748.61	2,997.19	3,261.76
短期借款	19,205.07	18,705.07	18,205.07	17,705.07	少数股东损益	194.67	178.22	194.34	211.49
应付账款及票据	5,742.77	5,496.18	5,114.99	5,004.16	归属母公司净利润	2,807.65	2,570.39	2,802.85	3,050.27
其他	15,220.90	12,809.36	11,656.22	10,988.15	EBIT	6,232.67	5,821.44	6,082.47	6,525.61
非流动负债	50,050.62	50,881.60	51,681.60	52,181.60	EBITDA	8,248.79	7,863.59	8,177.97	8,641.19
长期借款	40,274.02	41,274.02	42,074.02	42,574.02					
其他	9,776.60	9,607.58	9,607.58	9,607.58					
负债合计	90,219.36	87,892.21	86,657.88	85,878.98					
股本	13,649.84	13,649.84	13,649.84	13,649.84	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	30,722.83	30,901.04	31,095.38	31,306.88	每股收益(港元)	2.58	2.36	2.58	2.81
归属母公司股东权益	47,570.51	49,647.11	52,978.15	56,556.61	每股净资产(港元)	43.75	45.66	48.73	52.02
负债和股东权益	168,512.69	168,440.36	170,731.42	173,742.47	发行在外股份(百万股)	1,087.21	1,087.21	1,087.21	1,087.21
					ROIC(%)	2.79	2.64	2.82	2.95
					ROE(%)	5.90	5.18	5.29	5.39
					毛利率(%)	27.32	31.10	33.48	34.28
					销售净利率(%)	9.71	10.56	12.66	13.35
					资产负债率(%)	53.54	52.18	50.76	49.43
					收入增长率(%)	(13.69)	(15.84)	(9.00)	3.15
					净利润增长率(%)	(17.99)	(8.45)	9.04	8.83
					P/E	6.11	6.67	6.12	5.62
					P/B	0.36	0.35	0.32	0.30
					EV/EBITDA	6.24	7.49	7.41	7.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港元,

港元汇率为2025年12月2日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>