

2026年04月16日

证券研究报告·2025年年报点评

上海实业控股 (0363.HK) 房地产

当前价: 14.14 港元

目标价: —— 港元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 核心业务经营稳健，现金流健康保持高分红

### 投资要点

- **事件：上海实业控股公布 2025 年财报。**公司全年营业收入 208.32 亿港元，同比下跌 28.0%，实现净利润 20.2 亿港元，拟派发末期股息每股 50 港仙以及派发特别股息每股 20 港仙。加上本年度内已派发的中期股息每股 42 港仙，全年股息为每股 112 港仙（2024 年：每股 94 港仙）。
- **基建环保业务是公司主要利润来源，收费公路稳健，环保规模持续扩大。**公司三条收费公路，2025 年车流量及通行费收入合计均保持增长，股东净利润合计 10.53 亿港元。京沪高速公路（上海段）和沪昆高速公路（上海段）的改扩建规划，目前正与相关政府部门积极沟通协调中。公司水务及固废业务稳步增长，运营规模持续扩大。上实环境 2025 年实现股东应占净利润为人民币 6.10 亿元，同比上升 0.9%；中环水务实现净利润为 2.95 亿港元，同比增加 5.5%。基建环保业务合计盈利为 18.01 亿港元，占公司净利润约 93.4%，较去年年度下跌 31.5%，除去 2024 年出售所持有的杭州湾大桥股权利润，整体业务经营保持稳健。
- **消费品业务稳步向好发展。**消费品业务本年度盈利贡献为 7.56 亿港元，较去年年度上升 17.5%，占公司净利润约 39.2%。在 2025 年宏观经济持续承压、消费品市场竞争加剧以及成本不确定性增加的背景下，南洋烟草全面推进新品开发与现有产品改良，积极应对市场变化，实现全年整体销售额稳中有进。
- **现金流健康，分红比例维持较高水平。**2025 年因粤丰环保成功私有化，连同提前赎回的可交换债券，本公司合共收回现金约 40.29 亿港元。此外，2025 年公司持有 50% 股权的上实长三角生态发展有限公司将其所持有的上药集团和上海康恒环境股份悉数出售，作价分别为约人民币 67.20 亿元和人民币 65.87 亿元，净套现合共约人民币 52 亿元。通过该等出售，公司现金流回收。凭借着业务强大的现金流能力，公司每年派息金额基本保持稳定。2025 年全年股息每股 1.12 港元，分红比例 60.28%，以 2026 年 4 月 16 日收盘价计算，股息率达到 7.9%。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2026-2028 年营收为 214.8、221.7、228.9 亿港元，归母净利润为 21.3、22.1、22.6 亿港元，EPS 为 1.96、2.03、2.08 港元。我们认为公司业绩中长期稳健，同时保持较好的分红，建议投资者持续关注。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、消费复苏放缓风险、地产改善或不及预期风险、公路收费政策风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万港元)	20831.51	21482.55	22167.44	22888.07
增长率	-27.96%	3.13%	3.19%	3.25%
归属母公司净利润(百万港元)	2019.87	2129.27	2208.83	2258.69
增长率	-28.06%	5.42%	3.74%	2.26%
每股收益 EPS(港元)	1.86	1.96	2.03	2.08
每股净资产 BPS(港元)	46.13	47.02	47.94	48.88
净资产收益率	4.03%	4.17%	4.24%	4.25%
PE	7.61	7.22	6.96	6.81

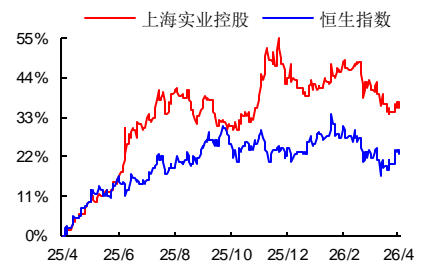
数据来源：公司公告，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：胡光怿  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58352190  
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊  
执业证号：S1250525070007  
电话：021-58351985  
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	11.2-16.06
3 个月平均成交量(百万)	0.95
流通股数(亿)	10.87
市值(亿)	153.73

### 相关研究

1. 上海实业控股 (0363.HK)：公路业务稳步增长，地产回稳静待复苏 (2025-04-28)

### 关键假设:

1) 我们预计随着宏观经济逐步修复, 路桥基建业务将继续展现现金牛属性, 同时, 随着环保政策陆续推出, 公司有望抓住机遇稳步拓展市场份额, 我们预计 2026-2028 年公司基建环保业务量同比增长 4%、4%、4%, 由于两项业务均具有公用事业属性, 预计单价维持稳定, 综合影响下 2026-2028 年公司基建环保业务营收同比增长 4%、4%、4%;

2) 政策加码推动房地产市场止跌回稳, 预计 2026-2028 年房地产营收保持稳健; 消费品业务通过技术革新和市场拓展稳步增长, 预计 2026-2028 年消费品营收同比增长 7%、7%、7%;

3) 公司成本随着业务量增长有增加, 但我们预计公司整体毛利率随着产能利用率的提升, 能够有进一步下降的空间, 预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 29.8%、29.85%、29.85%。

表 1: 公司收入预测

业务情况 (百万港元)		2025A	2026E	2027E	2028E
基建环保	收入	9,773.06	10163.98	10570.54	10993.37
	增速	-4.77%	4.00%	4.00%	4.00%
房地产	收入	7,342.49	7342.49	7342.49	7342.49
	增速	-51.54%	0.00%	0.00%	0.00%
消费品	收入	3,715.96	3976.08	4254.41	4552.22
	增速	6.08%	7.00%	7.00%	7.00%
总计	收入	<b>20,831.51</b>	<b>21,482.55</b>	<b>22,167.44</b>	<b>22,888.07</b>
	增速	<b>-27.96%</b>	<b>3.13%</b>	<b>3.19%</b>	<b>3.25%</b>
	毛利率	<b>29.77%</b>	<b>29.80%</b>	<b>29.85%</b>	<b>29.85%</b>

数据来源: ifnd, 西南证券

我们预计公司 2026-2028 年营收为 214.8、221.7、228.9 亿港元, 归母净利润为 21.3、22.1、22.6 亿港元, EPS 为 1.96、2.03、2.08 港元。

**附：财务报表**

资产负债表 (百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	28470.27	24704.94	25492.55	26321.28	营业额	20831.51	21482.55	22167.44	22888.07
应收账款	8073.22	5602.61	5781.23	5969.17	销售成本	14629.65	15080.75	15550.46	16055.98
预付款项、按金及其他应收款项	3374.06	3980.48	4107.38	4240.91	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	969.70	1000.01	1031.89	1065.44
存货	28932.28	29824.41	30753.32	31753.06	管理费用	2295.86	2341.60	2416.25	2471.91
其他流动资产	2841.37	3672.36	3789.44	3912.62	财务费用	1617.42	1442.01	1428.57	1477.97
<b>流动资产总计</b>	<b>71691.20</b>	<b>67784.79</b>	<b>69923.92</b>	<b>72197.04</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	14815.82	15064.02	15312.22	15560.42	投资收益	248.20	248.20	248.20	248.20
固定资产	5732.71	5463.27	5193.83	4924.39	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	18052.57	16849.07	15645.56	14442.06	<b>营业利润</b>	<b>1567.08</b>	<b>1866.38</b>	<b>1988.47</b>	<b>2064.97</b>
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	1253.92	1253.92	1253.92	1253.92
其他非流动资产	54673.41	56244.76	59269.60	61754.59	税前利润	2820.99	3120.30	3242.39	3318.88
<b>非流动资产合计</b>	<b>93274.52</b>	<b>95621.12</b>	<b>96921.22</b>	<b>98181.46</b>	所得税	1049.08	1068.09	1113.49	1141.94
<b>资产总计</b>	<b>164965.71</b>	<b>163405.91</b>	<b>166845.14</b>	<b>170378.50</b>	税后利润	1771.91	2052.21	2128.89	2176.95
短期借款	17207.12	13421.46	15318.64	17253.75	归属于非控制股东利润	-247.96	-77.06	-79.94	-81.74
应付账款	4719.08	4511.14	4651.64	4802.86	归属于母公司股东利润	2019.87	2129.27	2208.83	2258.69
其他流动负债	13670.00	15215.87	15696.31	16201.44	EBITDA	4438.42	6463.91	6619.05	6784.81
<b>流动负债合计</b>	<b>35596.20</b>	<b>33148.47</b>	<b>35666.59</b>	<b>38258.06</b>	NOPLAT	2000.24	2170.35	2238.60	2317.68
长期借款	38413.99	38413.99	38413.99	38413.99	EPS(港元)	1.86	1.96	2.03	2.08
其他非流动负债	9225.86	9225.86	9225.86	9225.86					
<b>非流动负债合计</b>	<b>47639.84</b>	<b>47639.84</b>	<b>47639.84</b>	<b>47639.84</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>83236.05</b>	<b>80788.31</b>	<b>83306.43</b>	<b>85897.90</b>	<b>成长能力</b>				
股本	13649.84	13649.84	13649.84	13649.84	营收额增长率	-27.96%	3.13%	3.19%	3.25%
归属于母公司股东权益	50155.54	51120.53	52121.58	53145.22	EBIT 增长率	-35.93%	2.79%	2.38%	2.70%
归属于非控制股东权益	31574.12	31497.06	31417.13	31335.38	EBITDA 增长率	-50.37%	45.64%	2.40%	2.50%
<b>权益合计</b>	<b>81729.67</b>	<b>82617.60</b>	<b>83538.70</b>	<b>84480.60</b>	税后利润增长率	-40.98%	15.82%	3.74%	2.26%
<b>负债和权益合计</b>	<b>164965.71</b>	<b>163405.91</b>	<b>166845.14</b>	<b>170378.50</b>	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	29.77%	29.80%	29.85%	29.85%
					净利率	8.51%	9.55%	9.60%	9.51%
					ROE	4.03%	4.17%	4.24%	4.25%
					ROA	1.22%	1.30%	1.32%	1.33%
					ROIC	1.45%	1.63%	1.66%	1.69%
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	7.61	7.22	6.96	6.81
					P/S	0.74	0.72	0.69	0.67
					P/B	0.31	0.30	0.29	0.29
					股息率	7.92%	7.57%	7.86%	8.03%
					EV/EBIT	62.11	60.57	59.55	58.37
					EV/EBITDA	62.11	42.75	42.02	41.27
					EV/NOPLAT	137.83	127.33	124.26	120.82
<b>现金流量表 (百万港元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>					
税后经营利润	828.41	1016.41	1093.09	1141.14					
折旧与摊销	-	1901.60	1948.10	1987.96					
财务费用	1617.42	1442.01	1428.57	1477.97					
其他经营资金	-2445.83	1479.00	-730.57	-788.05					
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-</b>	<b>5839.01</b>	<b>3739.19</b>	<b>3819.02</b>					
投资性现金净流量	-	-3212.40	-2212.40	-2212.40					
筹资性现金净流量	-	-6391.95	-739.18	-777.90					
<b>现金流量净额</b>	<b>-</b>	<b>-3765.33</b>	<b>787.62</b>	<b>828.72</b>					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---