

## 园区开发稳健发展，产业投资规模扩大

### 投资要点

- **营收净利双增长，融资成本优势显著。**2023年公司实现营收20.3亿元，同比增长6.2%；实现归母净利润9.5亿元，同比增长15.3%；总资产510.1亿元，同比增长19.4%；加权平均净资产收益率为7.9%，同比增加0.6pp。2023年公司平均融资成本为3.15%，同比减少0.15pp，融资成本优势显著。
- **园区开发业务稳健发展，产业载体建设加速。**2023年园区开发业务总收入20.0亿元，占公司总营收的98.8%；其中，房地产开发和房产租赁分别占总营收的47.2%、51.7%。2023年公司实现销售面积3.1万平方米，销售金额9.6亿元，实现租赁收入10.5亿元。公司持续推进张江城市副中心、特色产业园、金色中环发展带、张江西北区城市更新等产业载体开发建设。2023年主要开发建设项目19个，其中竣工2个，续建16个，新建1个，总建筑面积324万平方米；已完工项目2个，总完工面积约32万平方米。
- **产业直投规模扩大，创业营助推创新孵化。**截至2023年12月末，公司累计直投项目52个，投资金额38.6亿元。年内已完成基金认缴11.3亿元。2023年，公司投资企业发展迅速，蓝箭科技液氧甲烷火箭全球首次试飞成功；智己汽车LS7和LS6分别于2023年2月和10月正式上市；南芯、慧智微、华勤科技、格兰康希年内完成上市。2023年，公司投资企业中新增科创板上市企业3家、新增主板上市企业1家。依托895孵化器，公司打造了“创新基地+创业营+孵化基金”三位一体产业培育模式，全方位地服务科技产业初创企业。截至2023年年末，895创新基地年内新增58家创新企业，新租面积超1.1万平方米。895创业营成功举办第十二、十三季，聚焦航空航天、信息安全，海选108个项目，入营56个项目。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年归母净利润将保持10.5%的复合增长率。考虑到公司园区开发稳健发展，产业投资持续孵化，维持“持有”评级。
- **风险提示：**产业地产竞争加剧风险，资金回款或不及预期，投资收益波动风险等。

| 指标/年度         | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 2025.74 | 2299.86 | 2534.21 | 2743.77 |
| 增长率           | 6.24%   | 13.53%  | 10.19%  | 8.27%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 947.90  | 1046.28 | 1165.05 | 1278.70 |
| 增长率           | 15.29%  | 10.38%  | 11.35%  | 9.75%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.61    | 0.68    | 0.75    | 0.83    |
| 净资产收益率ROE     | 5.87%   | 5.89%   | 6.41%   | 6.71%   |
| PE            | 32.4    | 29.4    | 26.4    | 24.0    |
| PB            | 1.92    | 1.84    | 1.76    | 1.67    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠  
执业证号: S1250522100001  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250523070005  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 15.49       |
| 流通A股(亿股)    | 15.49       |
| 52周内股价区间(元) | 13.26-27.05 |
| 总市值(亿元)     | 307.26      |
| 总资产(亿元)     | 510.05      |
| 每股净资产(元)    | 8.03        |

### 相关研究

1. 张江高科(600895): 园区开发稳健发展, 产业投资未来可期 (2023-04-20)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：受公司业务转型发展影响，公司开发业务波动较大，预计 2024-2026 年房地产开发业务增速分别为 6%/4%/3%。

假设 2：随着公司在建项目的释放，出租面积有望提高，房产出租情况有望好转，预计公司 2024-2026 年投资物业收入增速分别为 20%/15%/12%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：营业收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 房地产开发  | 收入  | 956    | 1013  | 1054  | 1086  |
|        | 增速  | -9.1%  | 6.0%  | 4.0%  | 3.0%  |
|        | 成本  | 347    | 385   | 400   | 412   |
|        | 毛利率 | 63.7%  | 62.0% | 62.0% | 62.0% |
| 房产租赁   | 收入  | 1047   | 1256  | 1445  | 1618  |
|        | 增速  | 25.8%  | 20.0% | 15.0% | 12.0% |
|        | 成本  | 501    | 603   | 694   | 777   |
|        | 毛利率 | 52.17% | 52.0% | 52.0% | 52.0% |
| 服务业务   | 收入  | 13     | 17    | 20    | 23    |
|        | 增速  | 333.3% | 30.0% | 20.0% | 15.0% |
|        | 成本  | 2      | 3     | 4     | 5     |
|        | 毛利率 | 82.4%  | 80.0% | 80.0% | 80.0% |
| 其他     | 收入  | 11     | 13    | 15    | 17    |
|        | 增速  | -45.0% | 20.0% | 15.0% | 10.0% |
|        | 成本  | 0      | 5     | 6     | 7     |
|        | 毛利率 | 100.0% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 合计     | 收入  | 2026   | 2300  | 2534  | 2744  |
|        | 增速  | 6.2%   | 13.5% | 10.2% | 8.3%  |
|        | 成本  | 850    | 997   | 1104  | 1201  |
|        | 毛利率 | 58.0%  | 56.7% | 56.4% | 56.2% |

数据来源：Wind, 西南证券

## 风险提示

产业地产竞争加剧风险、资金回款或不及预期，投资收益波动风险等。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 现金流量表 (百万元)       | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 2025.74         | 2299.86         | 2534.21         | 2743.77         | 净利润               | 940.65          | 982.73          | 1121.58         | 1233.02         |
| 营业成本          | 849.93          | 996.81          | 1104.14         | 1200.59         | 折旧与摊销             | 285.07          | 14.99           | 15.18           | 15.46           |
| 营业税金及附加       | 100.38          | 193.59          | 219.05          | 218.23          | 财务费用              | 456.59          | 467.23          | 452.64          | 426.58          |
| 销售费用          | 23.27           | 27.74           | 29.84           | 32.70           | 资产减值损失            | -3.44           | -2.77           | -3.65           | -3.29           |
| 管理费用          | 115.94          | 125.36          | 141.58          | 151.42          | 经营营运资本变动          | -3074.90        | -2776.62        | -2533.70        | -2364.39        |
| 财务费用          | 456.59          | 467.23          | 452.64          | 426.58          | 其他                | -1389.37        | -1041.33        | -1031.12        | -1058.23        |
| 资产减值损失        | -3.44           | -2.77           | -3.65           | -3.29           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-2785.41</b> | <b>-2355.77</b> | <b>-1979.06</b> | <b>-1750.85</b> |
| 投资收益          | 205.94          | 350.00          | 430.00          | 450.00          | 资本支出              | -9.29           | -10.00          | -10.00          | -10.00          |
| 公允价值变动损益      | 645.24          | 604.28          | 605.81          | 611.87          | 其他                | -2100.21        | -201.40         | -179.21         | -110.02         |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-2109.50</b> | <b>-211.40</b>  | <b>-189.21</b>  | <b>-120.02</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>1347.50</b>  | <b>1440.65</b>  | <b>1619.13</b>  | <b>1772.84</b>  | 短期借款              | -3179.25        | 2157.29         | -802.33         | -324.02         |
| 其他非经营损益       | -35.65          | -75.75          | -61.37          | -60.31          | 长期借款              | 7356.47         | 3000.00         | 3000.00         | 3000.00         |
| <b>利润总额</b>   | <b>1311.86</b>  | <b>1364.90</b>  | <b>1557.76</b>  | <b>1712.53</b>  | 股权融资              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 371.21          | 382.17          | 436.17          | 479.51          | 支付股利              | -247.79         | -291.49         | -318.53         | -356.48         |
| 净利润           | 940.65          | 982.73          | 1121.58         | 1233.02         | 其他                | 367.86          | -2419.99        | 570.36          | -197.16         |
| 少数股东损益        | -7.25           | -63.55          | -43.47          | -45.68          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>4297.29</b>  | <b>2445.80</b>  | <b>2449.50</b>  | <b>2122.34</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 947.90          | 1046.28         | 1165.05         | 1278.70         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-585.36</b>  | <b>-121.36</b>  | <b>281.23</b>   | <b>251.47</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表 (百万元)   | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 财务分析指标            | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
| 货币资金          | 2881.20         | 2759.83         | 3041.06         | 3292.53         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 179.44          | 284.33          | 314.79          | 339.97          | 销售收入增长率           | 6.24%           | 13.53%          | 10.19%          | 8.27%           |
| 存货            | 17165.55        | 20912.12        | 24269.87        | 27592.51        | 营业利润增长率           | 34.68%          | 6.91%           | 12.39%          | 9.49%           |
| 其他流动资产        | 1512.90         | 1004.33         | 1211.25         | 1355.28         | 净利润增长率            | 19.43%          | 4.47%           | 14.13%          | 9.94%           |
| 长期股权投资        | 2808.43         | 2858.43         | 2908.43         | 2958.43         | EBITDA 增长率        | 21.17%          | -7.96%          | 8.53%           | 6.13%           |
| 投资性房地产        | 16474.26        | 17500.00        | 18500.00        | 19500.00        | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 63.62           | 67.82           | 71.84           | 75.58           | 毛利率               | 58.04%          | 56.66%          | 56.43%          | 56.24%          |
| 无形资产和开发支出     | 12.21           | 5.35            | -1.51           | -8.37           | 三费率               | 29.41%          | 26.97%          | 24.63%          | 22.26%          |
| 其他非流动资产       | 9907.03         | 10021.64        | 10171.99        | 10295.65        | 净利率               | 46.43%          | 42.73%          | 44.26%          | 44.94%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>51004.63</b> | <b>55413.85</b> | <b>60487.71</b> | <b>65401.59</b> | ROE               | 5.87%           | 5.89%           | 6.41%           | 6.71%           |
| 短期借款          | 733.00          | 2890.29         | 2087.95         | 1763.94         | ROA               | 1.84%           | 1.77%           | 1.85%           | 1.89%           |
| 应付和预收款项       | 5089.07         | 5988.26         | 6618.43         | 7196.77         | ROIC              | 15.67%          | 12.18%          | 10.54%          | 9.47%           |
| 长期借款          | 12651.28        | 15651.28        | 18651.28        | 21651.28        | EBITDA/销售收入       | 103.13%         | 83.61%          | 82.35%          | 80.72%          |
| 其他负债          | 16516.56        | 14190.72        | 15627.36        | 16413.54        | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>34989.90</b> | <b>38720.54</b> | <b>42985.02</b> | <b>47025.52</b> | 总资产周转率            | 0.04            | 0.04            | 0.04            | 0.04            |
| 股本            | 1548.69         | 1548.69         | 1548.69         | 1548.69         | 固定资产周转率           | 30.30           | 36.96           | 41.97           | 45.66           |
| 资本公积          | 2636.50         | 2636.50         | 2636.50         | 2636.50         | 应收账款周转率           | 17.42           | 12.78           | 13.11           | 13.00           |
| 留存收益          | 8237.19         | 8991.98         | 9838.50         | 10760.71        | 存货周转率             | 0.06            | 0.05            | 0.05            | 0.05            |
| 归属母公司股东权益     | 12442.36        | 13184.48        | 14037.34        | 14956.39        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 92.48%          | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 3572.37         | 3508.82         | 3465.35         | 3419.68         | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>16014.73</b> | <b>16693.30</b> | <b>17502.69</b> | <b>18376.06</b> | 资产负债率             | 68.60%          | 69.88%          | 71.06%          | 71.90%          |
| 负债和股东权益合计     | 51004.63        | 55413.85        | 60487.71        | 65401.59        | 带息债务/总负债          | 51.88%          | 60.20%          | 59.34%          | 59.93%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.38            | 1.53            | 1.65            | 1.77            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.29            | 0.25            | 0.26            | 0.27            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 26.14%          | 27.86%          | 27.34%          | 27.88%          |
| 业绩和估值指标       | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 2089.16         | 1922.87         | 2086.95         | 2214.88         | 每股收益              | 0.61            | 0.68            | 0.75            | 0.83            |
| PE            | 32.41           | 29.37           | 26.37           | 24.03           | 每股净资产             | 10.34           | 10.78           | 11.30           | 11.87           |
| PB            | 1.92            | 1.84            | 1.76            | 1.67            | 每股经营现金            | -1.80           | -1.52           | -1.28           | -1.13           |
| PS            | 15.17           | 13.36           | 12.12           | 11.20           | 每股股利              | 0.16            | 0.19            | 0.21            | 0.23            |
| EV/EBITDA     | -3.88           | -4.19           | -4.04           | -4.07           |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.81%           | 0.95%           | 1.04%           | 1.16%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源: Wind, 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。

本报告及附录版权为西南证券所  
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。

## 西南证券研究发展中心

### 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          | 座机           | 手机                 | 邮箱                   |
|-----|------|-------------|--------------|--------------------|----------------------|
| 上海  | 蒋诗烽  | 总经理助理、销售总监  | 021-68415309 | 18621310081        | jsf@swsc.com.cn      |
|     | 崔露文  | 销售副总监       | 15642960315  | 15642960315        | clw@swsc.com.cn      |
|     | 谭世泽  | 高级销售经理      | 13122900886  | 13122900886        | tsz@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 高级销售经理      | 13127920536  | 13127920536        | wyyf@swsc.com.cn     |
|     | 李煜   | 高级销售经理      | 18801732511  | 18801732511        | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 卞黎旻  | 高级销售经理      | 13262983309  | 13262983309        | bly@swsc.com.cn      |
|     | 田婧雯  | 高级销售经理      | 18817337408  | 18817337408        | tjw@swsc.com.cn      |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330        | zymyf@swsc.com.cn    |
|     | 龙思宇  | 销售经理        | 18062608256  | 18062608256        | lsyu@swsc.com.cn     |
|     | 阚钰   | 销售经理        | 17275202601  | 17275202601        | kyu@swsc.com.cn      |
| 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118  | wxyang@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨   | 销售总监        | 18601139362  | 18601139362        | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚   | 销售副总监       | 18601241803  | 18601241803        | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 杨薇   | 资深销售经理      | 15652285702  | 15652285702        | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 姚航   | 高级销售经理      | 15652026677  | 15652026677        | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 胡青璇  | 高级销售经理      | 18800123955  | 18800123955        | hqx@swsc.com.cn      |
|     | 张鑫   | 高级销售经理      | 15981953220  | 15981953220        | zhxin@swsc.com.cn    |
|     | 王一菲  | 销售经理        | 18040060359  | 18040060359        | wyf@swsc.com.cn      |

---

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王宇飞 | 销售经理      | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理      | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn     |
|    | 马冰竹 | 销售经理      | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人   | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 高级销售经理    | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理      | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理      | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 陈紫琳 | 销售经理      | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |

---