

产投为矛地产为盾，科技园区新篇章

——商业地产系列报告一

核心观点：

- 立足科技产业：**公司成立于1996年，同年挂牌上市，是主营房地产园区开发、运营和产业投资的公司，实控人为上海浦东新区国资委。经过30余年的发展，公司立足科技产业的发展，围绕科技地产打造全生命周期发展模式，为科技企业提供从孵化加速到研发办公的全产业发展载体，为科创公司提供物理空间、产业投资等各方面资源。2023年，公司实现营业收入20.26亿元，归母净利润9.48亿元，其中房地产业务实现收入20.02亿元、投资相关业务实现收益8.51亿元。
- 汇集高科技产业的国家级园区：**公司主要资产为位于上海浦东新区的张江科学城的高科技园区。张江科学城规划面积220平方公里，具有“一心两核、多圈多廊”的空间布局。目前汇聚24000多家企业，含国家、市级研发机构、跨国公司地区总部、高校和科研院所等。截至2023年末，贡献租金收入的主要出租房地产建面规模133.12万方，均位于张江区域，其中研发楼、厂房、办公楼业态建面占58.81%。
- 园区招商与产业投资相辅相成：**公司运营主要包括产业园区招商服务、产业投资两方面。1) **园区：**通过全周期持有物业，形成“招商+服务”的业务链条，并可在项目成熟期通过REITs等通道退出并运营管理项目，实现成熟阶段的轻资产经营；2023年，张江科学城引入重点企业63家。2) **投资：**形成“直投+基金+孵化”的全周期投资方式入股投资高科技企业并获得投资收益；截至2023年末公司累计直投项目52个，投资总额38.6亿元。资产通过REITs上市后公司可投资于上市REIT，获得投资收益；所投企业也可在张江科学城内办公发展；因此园区业务和投资业务相辅相成，形成全生命周期的运营模式。
- 加大专业科技投资力度：**公司建有专业的投资团队，加大科技投资力度。公司通过直投、创投、设立基金等方式参投生物医药、电子科技等行业的企业。截至2023年末，公司主要参股16家公司，2020-2023年，公司每年新增投资的企业数量分别为12家、13家、5家、5家。2021-2023年，公司投资企业中每年分别有2家、6家、3家企业于科创板上市，彰显公司专业的投资能力。
- 投资建议：**公司立足科技产业，是围绕科技地产发展的全生命周期运营公司。房地产业务以园区运营和开发为主，通过招商和服务的业务链条全周期持有运营物业，是公司稳定发展的基石；投资业务实现收益占利润总额的比例基本维持在50%以上，为公司业绩增长带来弹性。我们预计2024年-2026年归母净利润分别为11.08亿元、12.07亿元、12.65亿元，对应PE为25.57X、23.46X、22.40X。我们看好公司在全生命周期模式下稳中有升发展前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**政策实施不及预期的风险，园区运营不及预期的风险，宏观经济不及预期的风险，芯片制造行业发展不及预期的风险，生物医药发展不及预期的风险，投资业务收益不及预期的风险，房地产销售不及预期的风险。

张江高科(600895.SH)

推荐 (首次)

分析师

胡孝宇

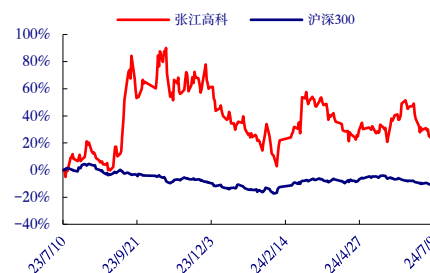
✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130523070001

市场数据

2024-07-10

股票代码	600895
A股收盘价(元)	18.15
上证指数	2939.36
总股本(万股)	154869
实际流通A股(万股)	154869
流通A股市值(亿元)	281

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产】房地产行业_2024年中期策略报告_静待地产新黎明

【银河地产】2024年度策略报告_增量的下半程，存量的新征程

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2025.74	2308.54	2569.01	2800.46
收入增长率%	6.24	13.96	11.28	9.01
归母净利润(百万元)	947.90	1107.74	1207.43	1264.80
利润增速%	15.29	16.86	9.00	4.75
毛利率%	58.04	57.98	57.37	55.93
摊薄 EPS(元)	0.61	0.72	0.78	0.82
PE	29.88	25.57	23.46	22.40
PB	2.28	2.09	1.92	1.77
PS	13.98	12.27	11.03	10.11

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目 录

一、概览：立足科技产业的园区开发和产业投资公司.....	4
（一）30 余年发展，转型科技地产公司.....	4
（二）股权结构和管理层.....	5
（三）业绩稳中有增，投资贡献占比过半	6
二、资产：汇集高科技产业的国家级园区.....	9
（一）承载科技创新的核心资产.....	9
（二）规模可观布局完备.....	11
（三）研发办公业态集中.....	13
三、运营：围绕科技产业的全生命周期运营模式.....	14
（一）园区服务与产业投资相辅相成.....	14
（二）招商服务与产业孵化并行.....	16
（三）重资产投资的退出机制.....	20
四、财务：严格控制杠杆率，维持高盈利能力.....	22
（一）保持财务健康.....	22
（二）分红比例稳定.....	23
（三）净利率维持高位.....	23
五、投资建议：盈利预测及估值.....	24
（一）盈利预测：稳健与弹性.....	24
（二）估值：全生命周期运营的稀缺标的	26
六、风险提示.....	27
附录：.....	30
（一）公司财务预测表.....	30

一、概览：立足科技产业的园区开发和产业投资公司

张江高科，全称为上海张江高科技园区开发股份有限公司，是主营房地产园区开发和运营及产业投资的公司，1996年上市。经过30余年的发展，依托上海浦东张江高科技园区，公司已发展形成生物医药、房产物业、通讯信息和海外投资四个投资集群。截至2023年末，公司总资产510.05亿元。2023年，公司实现营业收入20.26亿元，归母净利润9.48亿元。每10股派息1.9元。

（一）30余年发展，转型科技地产公司

1992年，经上海市人民政府批准，张江高科成为上海市浦东第四个重点开发公司，统一负责张江高科技园区的土地成片开发、市政基础设施建设、高新技术转让及综合运营。1996年公司于上交所上市。伴随着1999年上海实施“聚焦张江”的战略，公司陆续成立上海张江集成电路公司、中芯国际集成电路制造公司，参与组建泰隆半导体公司，吸引国内微电子企业入驻张江。依托园区优势，公司积极投资和参与国内微电子产业基地的建设，在土地开发的基础上，公司逐渐向高科技投资公司转型。

2006年，公司提出“一体两翼产业互动”的新战略，包括以张江高科技园区特色房产运营为主导，以高科技产业投资 and 专业化创新服务提供为两翼的产业互动阶越式发展战略。国务院批准上海各高科技园整体更名为“上海张江高新区”。2006年公司已经形成集成电路、软件、生物医药三大主导产业的规模集聚，持续吸引众多国内外产业高端客户入驻园区。2008年，公司完成配股。2009年，公司收购上海欣凯元投资公司股份，欣凯元旗下有川沙工业区项目，助力公司进一步增加优质土储规模。2010年收购上海杰昌实业，助力公司拓展东区建设；同年，公司投资参股的微创医疗于香港上市。

2011年，国务院批准建设张江国家自主创新示范区。2015年公司通过划转10%股份的方式引入当时处于筹建中的科创集团作为战略投资者。随着上海自贸区扩围，张江高科技片区37.2平方公里纳入上海自贸区内。2016年，国务院批复建设张江综合性国家科学中心。2017年，上海市规划和自然资源局（原上海市规划和国土资源管理局）、浦东新区人民政府等联合编制的《张江科学城建设规划》正式获批发布。

公司于2016年首次提出推进资产经营的资本化运作，提升资产证券化水平，并于2017年提出定位于高科技产业投资商和科技园区集成服务商。2018年，上海集成电路设计产业园成立，张江科学城建立起以信息技术、生物医药、文化创意为主导产业，以人工智能、航空航天、低碳环保为新兴产业的“三大、三新”产业格局。2019年提出以上海集成电路设计产业园为平台，以设计为引领，全力打造综合性集成电路产业集群。2021年，张江REIT在上交所发行上市，成为全国首批上海首单公募REIT。截至2021年末、2023年末，公司累计直投项目分别达到49个、52个。2023年引进集成电路和人工智能产业等重点企业47家。2023年张江REIT完成扩募。

图1：张江高科成长阶段

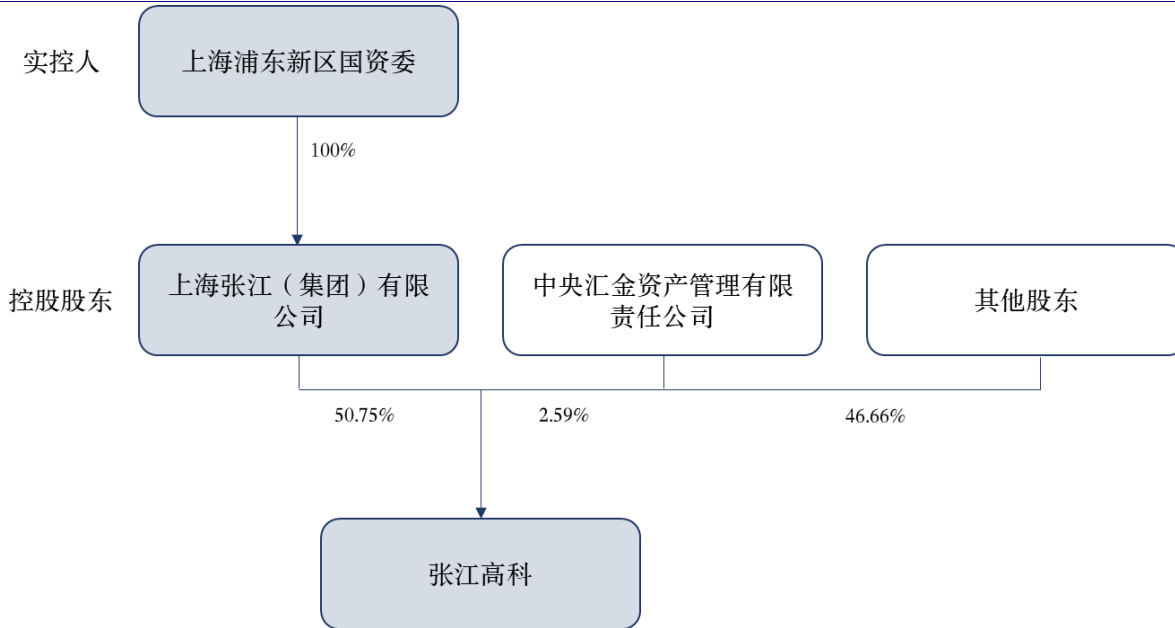


资料来源：张江高科官网，公司公告，中国银河证券研究院

（二）股权结构和管理层

公司控股股东为张江集团，实控人为上海浦东新区国资委。母公司张江集团前身为上海张江高科技园区开发公司，是张江科学城建设主力军。公司股权结构稳定，自 2015 年以来，张江集团对于张江高科的持股比例稳定在 50.75%。公司股权结构稳定。

图2: 张江高科股东结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司党委书记兼董事长刘樱女士 2021 年开始出任董事长, 曾任苏州新建元控股的总裁, 上海外高桥党委副书记兼总经理。公司总经理何大军先生曾任上海张江集团副总工程师。公司管理层稳定, 董事长和总经理均在任 3 年以上, 公司的管理专业。

表1: 公司部分管理层

姓名	职务	经历
刘樱	党委书记、董事长	高级经济师, 金融学硕士研究生, 北京大学光华管理学院 EMBA。曾任苏州圆融发展集团公司总裁, 苏州新建元控股集团有限公司总裁, 苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司党委书记、董事长、总裁, 上海外高桥集团股份有限公司党委副书记、董事、总经理兼 任上海外高桥集团股份有限公司森兰置地分公司党委书记、总经理, 上海张江高科技园区开发股份有限公司第七届董事会董事长。现任本公司党委书记、第八届董事会董事长。
何大军	副董事长、总经理	曾任上海交通大学电子工程系助教, 新加坡爱华有限公司高级工程师、新加坡资讯研究院科学家, 上海张江（集团）有限公司副总工程师, 上海张江（集团）有限公司副总工程师兼上海张江临港投资开发有限公司执行董事、总经理, 本公司第七届董事会副董事长、总经理。现任九三学社第十五届中央委员、九三学社上海市委常委、九三学社浦东新区主委、上海市人大常委会委员、浦东新区人大常委会委员, 本公司第八届董事会副董事长、总经理。
俞家祥	董事	曾任上海科技管理干部学院科技政策研究所研究人员, 浦东新区农村发展局主任科员, 浦东新区区委组织部机构编制处处长助理、干部处副处长、处长, 浦东土地控股集团有限公司党委委员、副总经理兼南汇地产集团有限公司董事长和世纪公园管 理有限公司董事长, 浦东科创集团有限公司党委委员、副总经理。现任浦东新区直属企业专职外部董事人选, 张江高科第八届董事会董事。
陶明昌	监事会主席	注册规划师, 工程师。曾任浦东新区综合规划土地监督检查大队办公室主任、副大队长, 浦东新区发展计划局建设项目管理处副处长, 浦东新区陆家嘴功能区域党工委、管委会规划建设和环境管理处处长、党工委委员、管委会主任助理, 上海市浦东临港新城管委会（筹）党组成员、主任助理、副主任, 上海市南汇新城管委会党组成员、副主任, 上海市张江高科技园区管委会党组成员、副主任, 中国（上海）自由贸易试验区管理委员会张江管理局副局长, 上海港城开发（集团）有限公司党委书记、执行董事、总经理, 上海 临港地区开发建设管理委员会党组成员, 本公司第七届监事会主席。现任本公司第八届监事会主席。

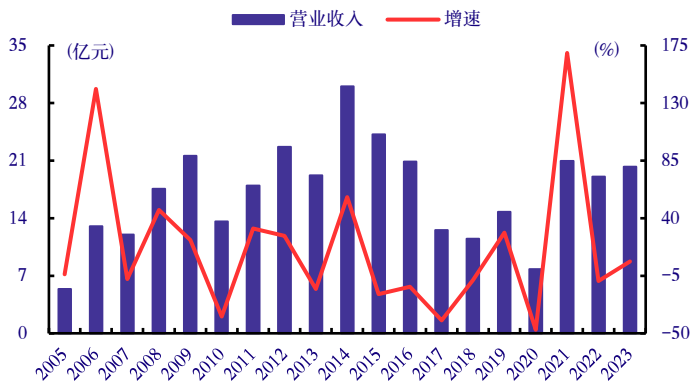
资料来源: 公司官网, 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）业绩稳中有增，投资贡献占比过半

1. 收入层面

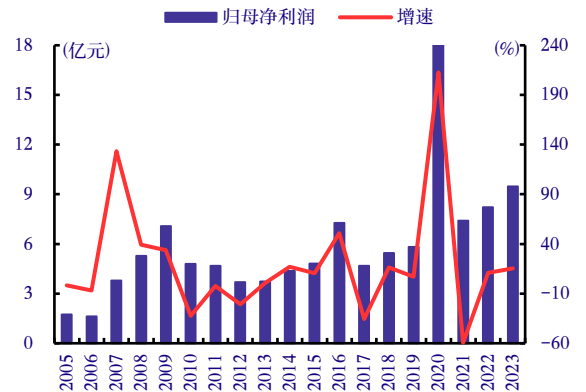
2023 年, 公司实现营业总收入 20.3 亿元, 归母净利润 9.5 亿元, 同比分别增长 6.24%、15.29%, 总毛利率为 58.04%。公司主营业务为房地产业务, 2020 年以来, 房地产业务收入持续占总收入的 90% 以上。

图3：张江高科主营收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：张江高科归母净利润及同比增速



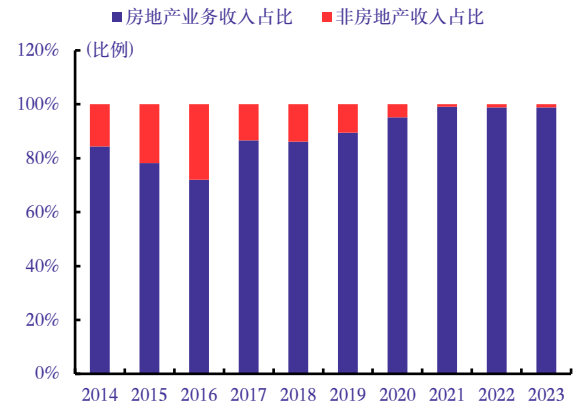
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：张江高科毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：张江高科各业务收入占比

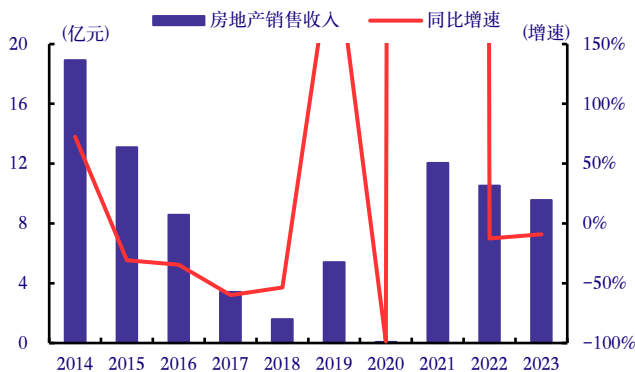


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

房地产业务主要分为房地产销售和房地产租赁业务：

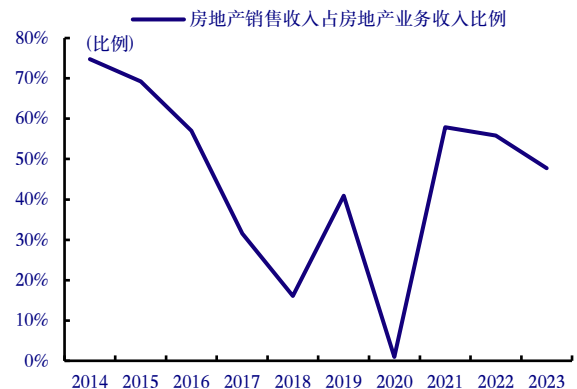
1) 销售业务于 2023 年实现收入 9.56 亿元。2021-2023 年销售业务收入的 CAGR 为 -10.92%，2023 年房地产销售业务的收入占房地产业务收入的比例为 47.72%，2021 年该值为 57.93%。销售业务的毛利率为 63.68%，较上年下降 1.02pct。公司在房地产开发销售业务领域的占比逐渐降低，收入规模和毛利率均下降。

图7：张江高科房地产销售收入及同比增速



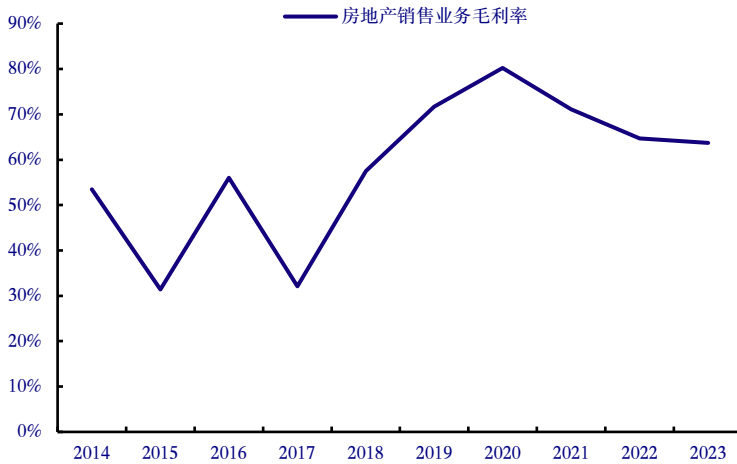
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：张江高科房地产销售收入占房地产业务收入比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

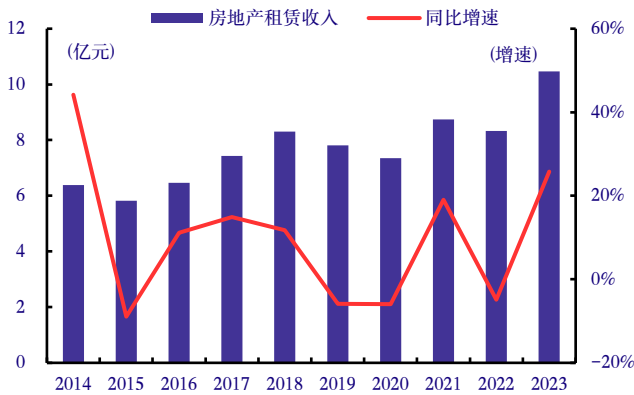
图9：张江高科房地产销售业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

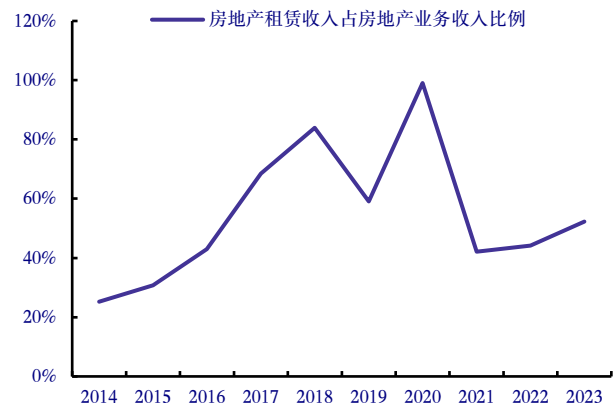
2) 租赁业务于 2023 年实现收入 10.47 亿元，占房地产业务收入的 52.28%。2020-2023 年，租赁业务收入的 CAGR 为 12.52%，收入规模稳定扩大；2021 年-2023 年租赁收入占房地产收入的比例在持续提升。2023 年，租赁业务的毛利率为 52.17%，保持较好的盈利能力。

图10：张江高科房地产租赁业务收入及同比增速



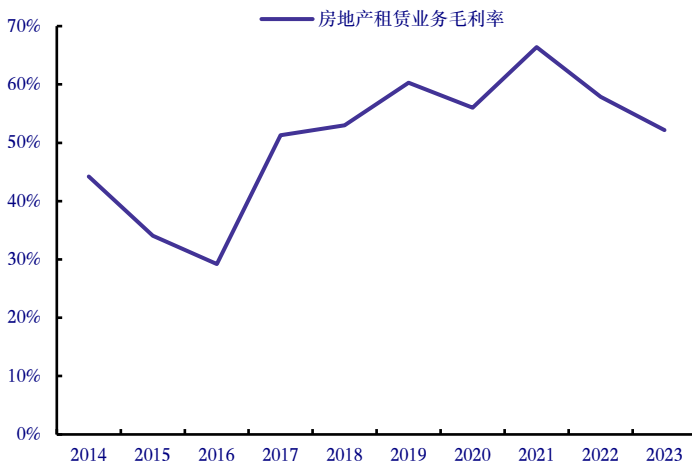
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：张江高科房地产租赁收入占房地产业务收入比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12: 张江高科房地产租赁业务毛利率

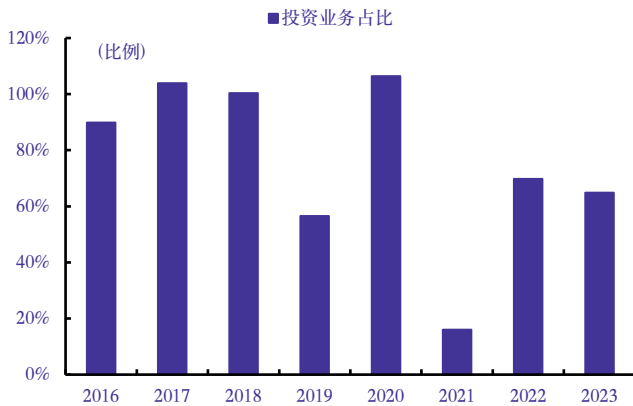


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 利润层面

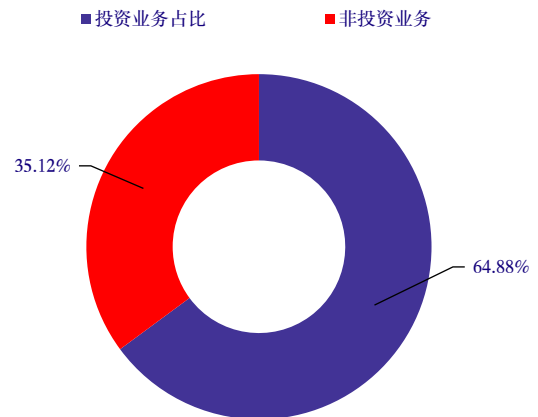
公司业务的房地产业务和投资业务均贡献利润, 从报表计入的角度看, 投资业务主要体现在投资净收益和公允价值变动上。2023年, 公司的投资净收益和公允价值变动收益分别达到 2.06 亿元、6.45 亿元, 合计 8.51 亿元, 占公司利润总额的 64.88%。除 2021 年, 公司的投资贡献的利润占利润总额的比例均在 50% 以上。

图13: 张江高科投资业务占利润总额的比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 张江高科 2023 年投资业务和非投资业务占利润总额的比例



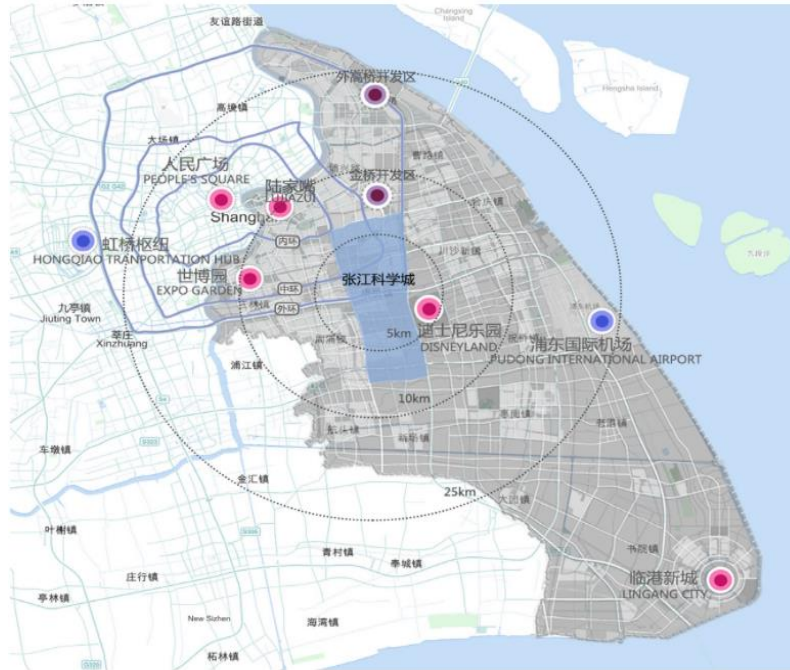
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、资产：汇集高科技产业的国家级园区

(一) 承载科技创新的核心资产

公司主要资产为位于上海浦东新区的张江科学城的高科技园区, 位于上海浦东新区的张江高科技园区, 是第一批国家级新区, 在上海浦东新区中部, 具体位于内环线与外环线之间, 中环线贯穿其中, 是浦东新区中部南北创新走廊与上海东西城市发展主轴的交汇节点。从交通区位看, 张江科学城距浦东国际机场 21 公里、距虹桥机场 25 公里、距上海集装箱码头 30 公里、距外滩 9 公里、距人民广场 13 公里, 毗邻各大交通枢纽和城市核心区域, 交通便利。

图15: 张江科学城所在区位



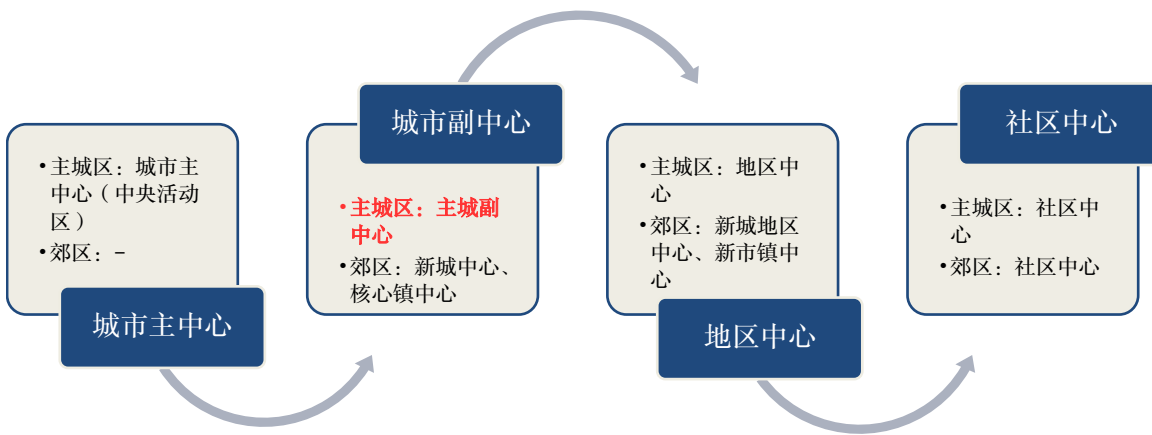
资料来源: 上海规划和自然资源局, 中国银河证券研究院

根据上海市规划和自然资源局(原上海市规划和国土资源管理局)、浦东新区人民政府等联合编制的《张江科学城建设规划》(征求意见稿), 张江有如下定位目标:

- 1) 围绕“上海具有全球影响力科技创新中心的核心承载区”和“上海张江综合性国家科学中心”目标战略, 在张江高科技园区的基础上, 充分依托国家实验室建设和高校、科研机构等, 突出科技商务文化等创新要素复合(TBC), 集聚全球顶尖创新人才、集聚国家大科学设施、集聚高水平创新型大学、集聚科研机构和跨国企业研发中心, 转型发展成为中国乃至全球新知识、新技术的创造之地、新产业的培育之地;
- 2) 成为以国内外高层次人才和青年创新人才为主, 以科创为特色, 集创业工作、生活学习和休闲娱乐为一体的现代新型宜居城区和市级公共中心;
- 3) 成为“科研要素更集聚、创新创业更活跃、生活服务更完善、交通出行更便捷、生态环境更优美、文化氛围更浓厚”的世界一流科学城。

根据上海市整体规划, 上海构建“城市主中心(中央活动区)-城市副中心-地区中心-社区中心”的公共活动体系, 其中规划 9 个主城副中心、5 个新城中心和 2 个核心镇中心作为面向市域的综合服务中心, 兼有全球城市的专业中心职能。按照城市规划的中心区位能级, 城市主中心(中央活动区)作为全球城市核心功能的重要承载区, 包括金融、商务、商业、文化、休闲、旅游等功能的高度融合, 既链接全球网络又服务整个市域; 城市副中心的主要职能面向所在区域的公共活动中心, 同时承担面向市域或国际的特定职能。张江被新增为主城副中心之一, 其综合性国家科学中心的建设有望得到推进。

图16: 上海市域公共活动中心体系表



资料来源: 上海市政府, 中国银河证券研究院

张江科学城已吸引众多优势产业, 成为多个专业领域的发展标杆, 如生物医药、5G 和集成电路、化工与生物技术、金融 (后端办公室)、数据中心、航空产业等; 重点园区包括张江药谷、浦东软件园、张江集电港、张江文创园、张江医谷等。

图17: 张江科学城发展历程

时间历程	1992-1999年	1999-2007年	2007-2016年	2017-2027年
物业形态	<ul style="list-style-type: none"> 自用为主的园区 研发/制造 	<ul style="list-style-type: none"> 低密度产业园区 实验室和研发园区 	<ul style="list-style-type: none"> 甲级写字楼标准物业 低密度高品质产业园区 	<ul style="list-style-type: none"> 张江科学城 现代科学都市城市
产业定位	<ul style="list-style-type: none"> 生物医药 信息技术 	<ul style="list-style-type: none"> 生物医药 集成电路 软件 	<ul style="list-style-type: none"> 国家大科学设施 企业研发中心和总部 	<ul style="list-style-type: none"> 文化创业 科技创新产业 高端服务业
代表性企业	<ul style="list-style-type: none"> 联想 罗氏 	<ul style="list-style-type: none"> 思爱普 惠普 	<ul style="list-style-type: none"> 富美实 壳牌 	<ul style="list-style-type: none"> 诺华集团

资料来源: 华安张江产业园 REIT 招募说明书, 中国银河证券研究院

(二) 规模可观布局完备

根据对张江科学城的规划, 张江科学城总体规划面积由 95 平方公里扩大至 220 平方公里。为加强与上海龙阳路枢纽、国际旅游度假区等周边区域的协调和联动发展, 张江科学城在原基础上外扩形成衔接区域。

图18: 张江科学城规划图



资料来源: 上海规划和自然资源局, 中国银河证券研究院

根据规划图, 空间布局具有复合功能, 包含“一心两核、多圈多廊”:

- i. 一心——张江城市副中心, 强化科技创新特色, 布局高等级公共服务设施, 打造国际化、高品质、活力开放的科创行城市副中心。
- ii. 两核——张江科学城南北“一主一副”科技创新核。北部科技创新核聚焦国家实验室、未来科学中心等建设, 南部科技创新核聚焦国际医学园区发展, 共同提升张江科学城创新策源能力。
- iii. 多圈——结合地铁站、产业街店等布局产业组团与生活组团, 建设一批高端产业基地核产业社区, 推动 15 分钟社区生活圈全覆盖, 构建集约紧凑、功能混合的多组合团式空间。
- iv. 多廊——依托浦东运河等城市生态廊道, 纳入北蔡楔形绿地、黄楼生态湿地, 形成“三横三纵、蓝绿交织”的生态空间格局。

图19: 张江科学城空间布局图

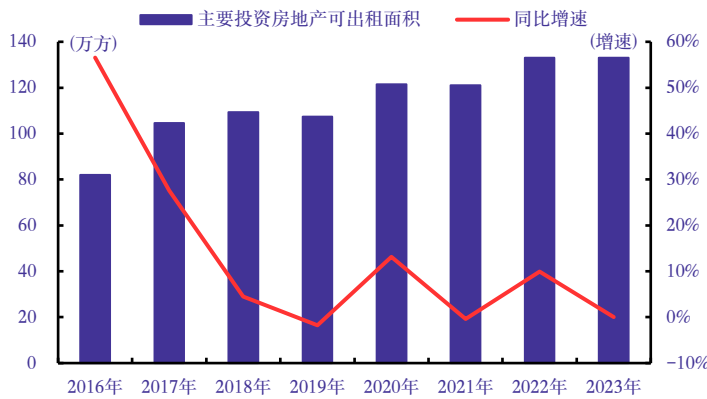


资料来源: 上海市政府, 中国银河证券研究院

(三) 研发办公业态集中

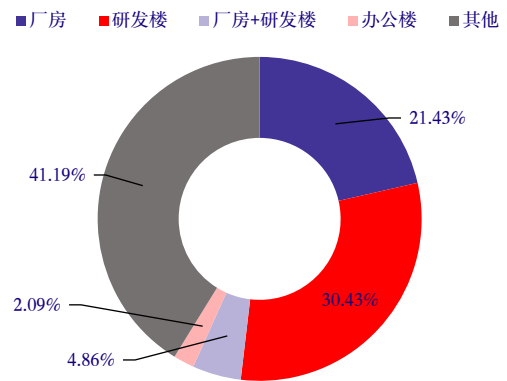
公司旗下可出租资产主要位于张江科学城,可作为投资性房地产出租,公司可因此获取租金收入。截至 2023 年末,公司主要的出租房数量达到 34 个、建面规模达到 133.12 万方,均与 2022 年持平,较 2021 年提升 9.92%。34 个项目均位于张江区域,从经营业态看,22 个项目用途为研发楼、厂房、办公楼,相应建面达到 78.29 万方,占总规模的 58.81% (总规模统计口径为 34 个主要项目的建面相加),其他经营业态包括公寓、商业、体育、工业用地、商办工地等。

图20: 张江高科 2016-2023 年主要投资房地产可出租面积及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: 张江高科截至 2023 年末主要出租房地产各经营业态建面占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

从产业空间看, 张江园区内主要包含上海集成电路设计产业园、张江西北区等区域:

- 1) 上海集成电路设计产业园于 2018 年 11 月正式设立, 是上海首批特色园区之一, 占地面积 4 平方公里, 围绕人工智能、5G 通信、智能驾驶、物联网等重点应用领域, 在国产处理器、光通信、FPGA、EDA、RISC-V 等“卡脖子”核心技术领域实施重点布局, 已经成为国内集成电路产业链最完善的区域。
- 2) 张江西北区规划 4.5 平方公里, 包括早期张江规划的创新区、产业西区和技创南区及生活区, 是张江发展最早、最成熟的区域, 是张江科学城科技创新的源点。
- 3) 集成电路材料创新园, 有望成为未来发挥张江科学城产业优势的区域, 承接上海集成电路设计产业园的产业外溢, 提升高、精、尖产业聚集度, 激活张江科学城集成电路产业布局。

图22: 张江科学城主要园区



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

三、运营: 围绕科技产业的全生命周期运营模式

(一) 园区服务与产业投资相辅相成

根据业务领域不同, 公司运营模式分为两部分。

- 1) 在房地产园区领域，通过全周期管理持有物业，形成“招商+服务”的业务链条，包括前期建造产业园以及后期运营阶段的招商、管理、并在成熟期通过 REITs 通道退出并持续运营管理项目，实现成熟阶段的轻资产经营。

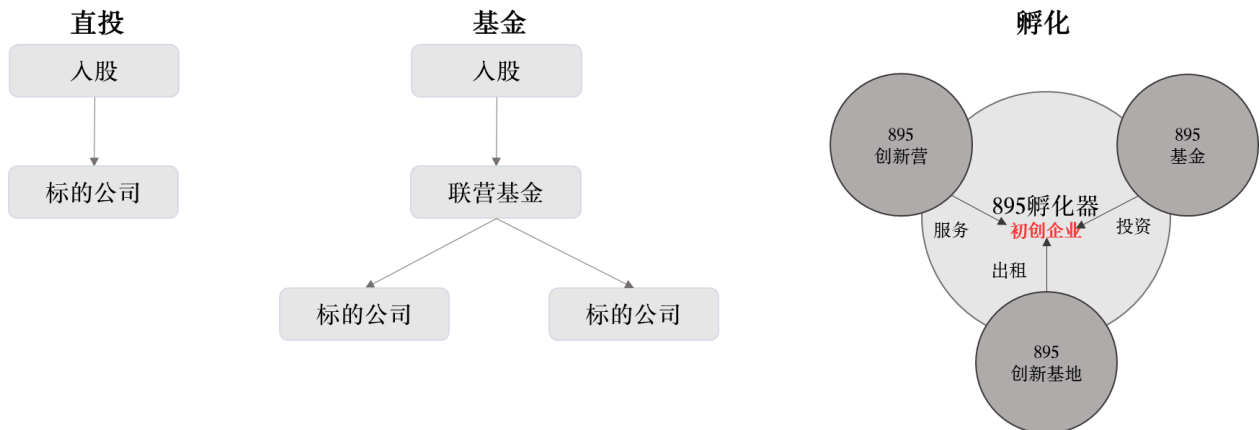
图23：张江高科房地产园区业务运营模式



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- 2) 在投资领域，形成“直投+基金+孵化”的全过程投资方式入股投资高科技企业获得投资收益。

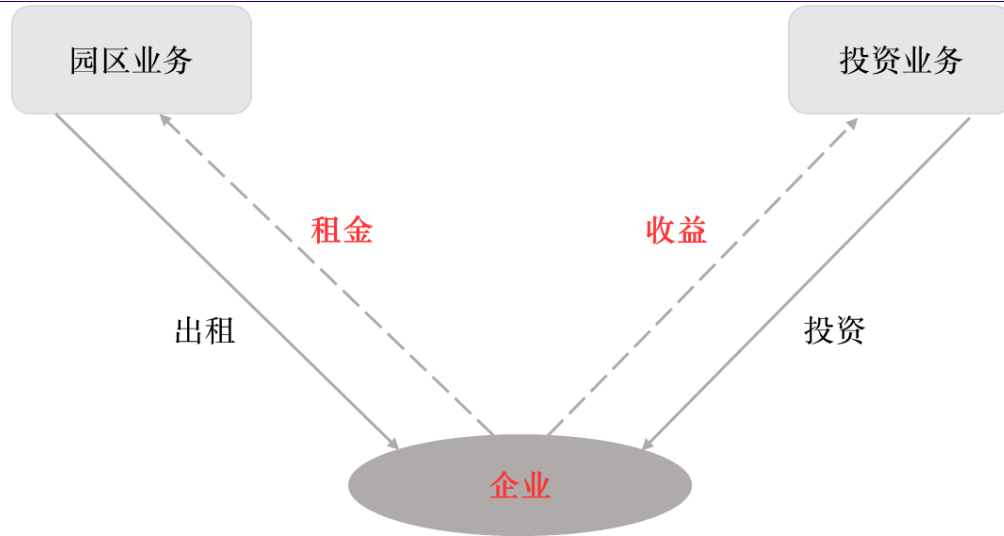
图24：张江高科投资业务运营模式



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司分别在产业园区服务和投资两方面实现收入。由于资产通过 REITs 上市后，公司实现重资产退出；作为资产的原始权益人，公司投资于上市 REIT 中，通过投资的方式收获投资收益；因此公司的重资产全周期管理和投资业务得以相辅相成，逐渐形成以高科技园区为基础、充分利用物理空间、产业集群、产业投资、金融资源、资本市场和公共资源的平台优势。

图25: 张江高科园区&投资运营模式



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

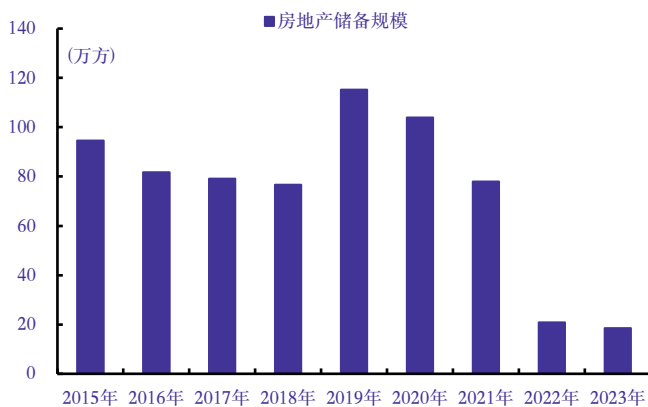
(二) 招商服务与产业孵化并行

1. 园区: 招商与储备

公司持续吸引重点企业入驻, 如集成电路领域、人工智能领域。2022年、2023年分别吸引集成电路和人工智能等重点企业 63 家、47 家。截至 2023 年末, 内资注册资本完成 123 亿元, 新增内资企业 285 个, 新增外资研发机构 2 家, 新引进央企、民营 500 强、地方国企项目及龙头企业 14 个。

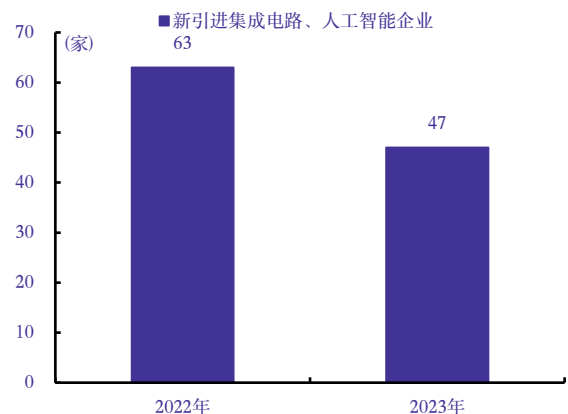
公司持续扩大园区租赁区域。2023 年, 公司在手储备 2 个待开发土地的区域, 公司持有的待开发土地面积 9.84 万方, 计容建面 18.54 万方, 分别位于康桥和欣凯元区域。公司在手储备的待开发土地规模维持在较高水平, 其中 2019 年储备的待开发土地高达 115.23 万方为近年来的峰值。

图26: 张江高科历年房地产储备情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图27: 张江高科 2022 年-2023 年新引进重点行业的企业数量

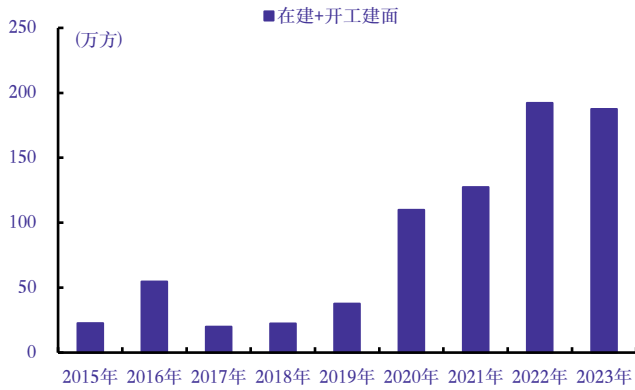


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司在建项目数量可观, 2023 年在建和开工项目共有 17 个 (剔除竣工项目), 对应建面 187.63 万方; 2020 年至 2023 年, 公司的开工和在建项目规模维持在 100 万方以上, 为公司后续的商办产业园区出租规模打下坚实基础。

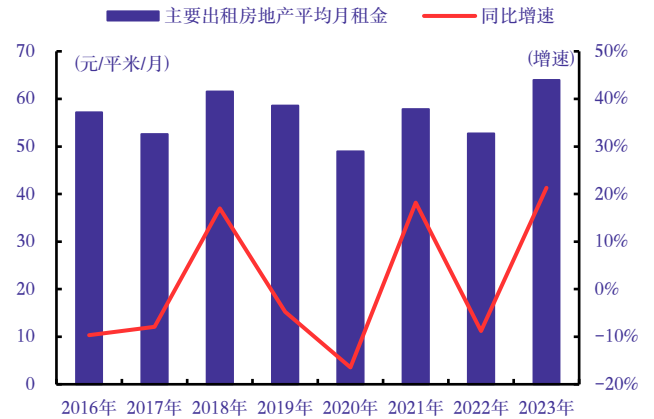
公司旗下租金稳中有升。2015年-2023年期间，除2020年外，公司的出租物业的月租金维持在50元/平米/月；从租金的变化趋势看，2023年公司的出租物业月租金为64元/平米/月，较2022年提升较多。

图28：张江高科 2015 年-2023 年在建开工建面



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图29：张江高科 2016 年-2023 年主要出租房地产平均月租金



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：张江高科部分入驻企业

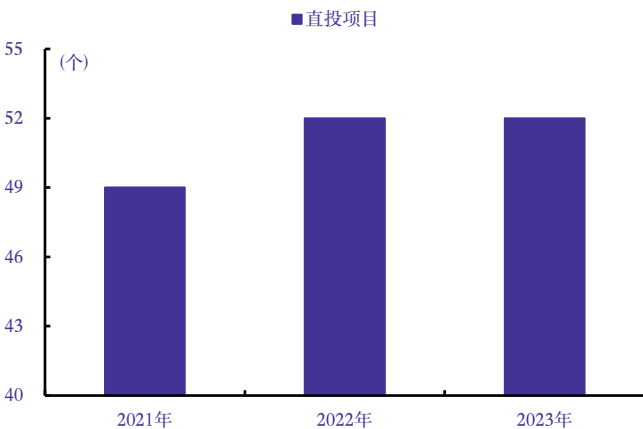
时间	引入企业
2020年前	中芯国际、上海微电子装备、长电科技、紫光展锐、高通、AMD、英伟达、寒武纪、燧原、汇顶科技等
2021年	VIVO、合见、创芯慧联、拜安、屹世半导体等
2022年	格科、博禄、微创医疗全球等
2023年	苏州纳芯微、广东赛微微、天津唯捷创芯等

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 投资：企业数量和规模

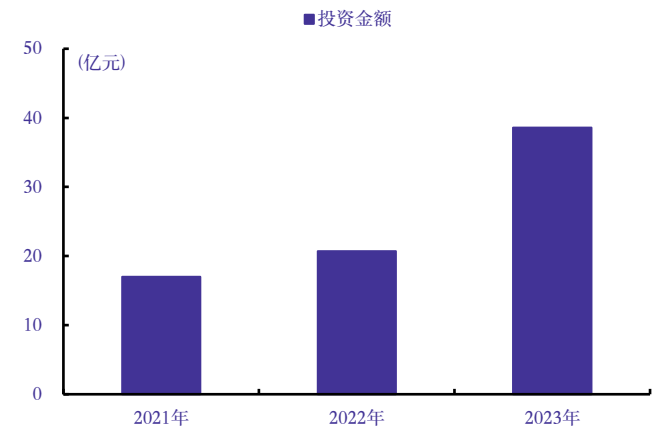
公司聚焦集成电路、生物医药、人工智能等产业领域实施精准投资，通过天使投资、VC、PE、战略配售或并购等方式构建覆盖企业全生命周期的资本生态圈。截至2023年末，公司累计直投项目52个，投资总额38.60亿元；截至2022年末公司参加投资的子基金24个，撬动549.14亿元的资金规模。

图30：张江高科 2021 年-2023 年直投项目数量



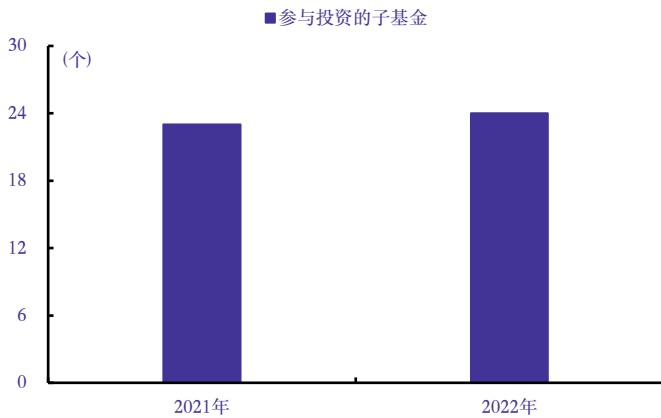
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图31：张江高科 2021 年-2023 年投资金额规模



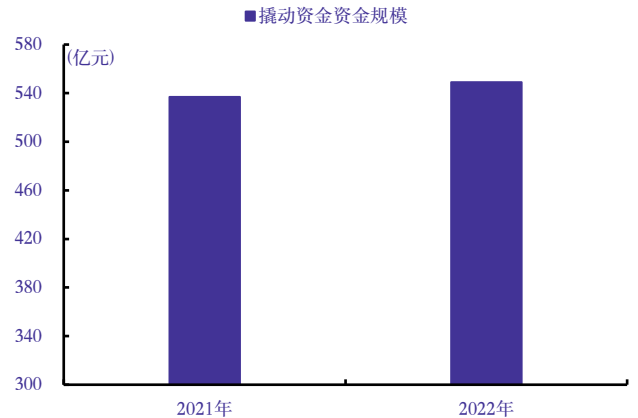
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图32: 张江高科 2021 年-2022 年参与投资的子基金数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

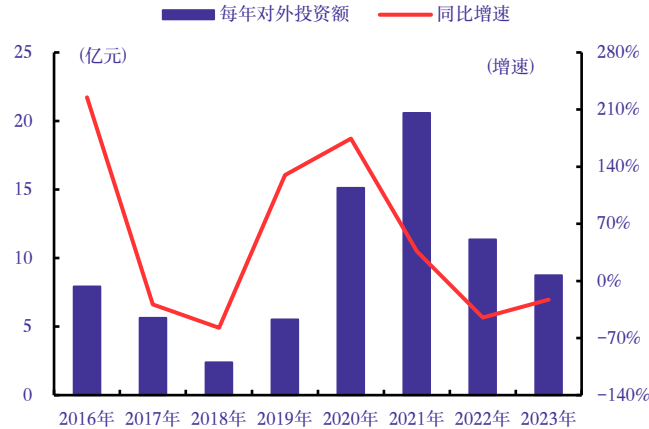
图33: 张江高科 2021 年-2022 年撬动资金规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

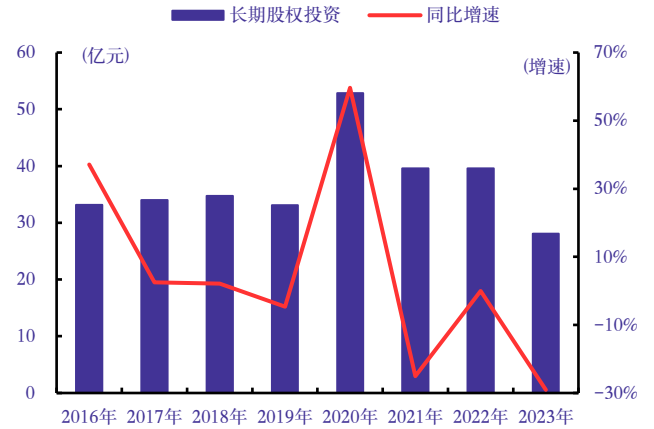
2015 年开始, 公司逐渐以科技投行作为战略发展方向, 加大科技投资力度, 实施多渠道投资布局。2018-2021 年, 公司的每年对外股权投资额由 2.4 亿元增长至 20.59 亿元, 四年间 CAGR 达到 71.15%。2022 年受到疫情影响, 公司整体的对外股权投资额下降至 11.37 亿元。2023 年, 公司的对外股权投资为 8.75 亿元, 2024 年, 公司积极探索产业并购, 重点储备和参与专业并购类子基金, 遵循“先孵后投、孵投联动”理念, 逐渐打造高质量孵化器全链条服务。

图34: 张江高科 2016 年-2023 年每年对外投资额及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

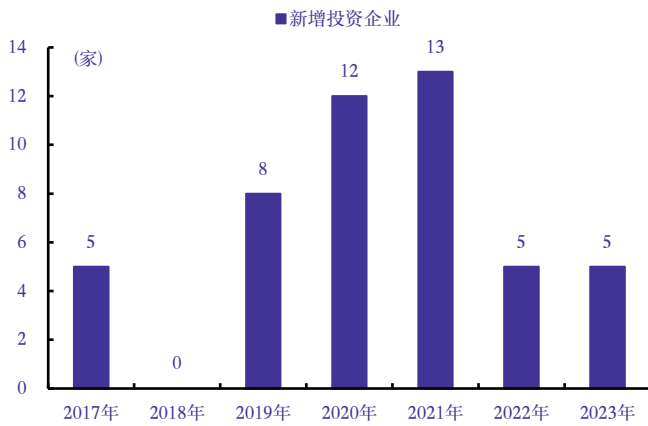
图35: 张江高科 2016 年-2023 年长期股权投资及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

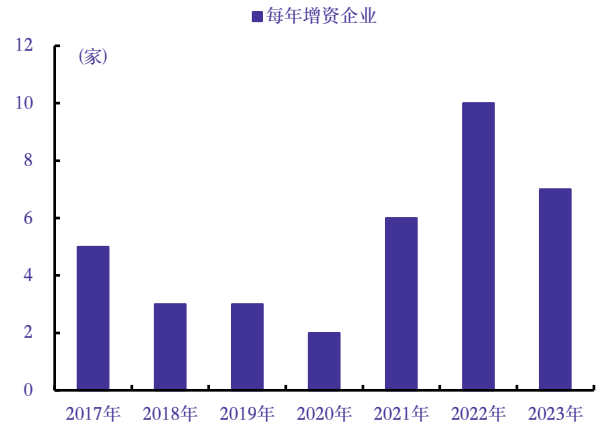
公司建有专业的投资团队, 通过直投、创投、设立基金等方式参投诸多项目, 以及通过科技金融机构的牵引作用整合科技金融服务资源。2019 年开始, 公司每年新增对外投资投资公司数目可观。2019-2023 年, 公司每年新增投资的企业数量分别为 8 家、12 家、13 家、5 家、5 家; 2019-2023 年, 公司每年增资的企业数量分别为 3 家、2 家、6 家、10 家、7 家。

图36: 张江高科 2017 年-2023 年每年对新增投资企业



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

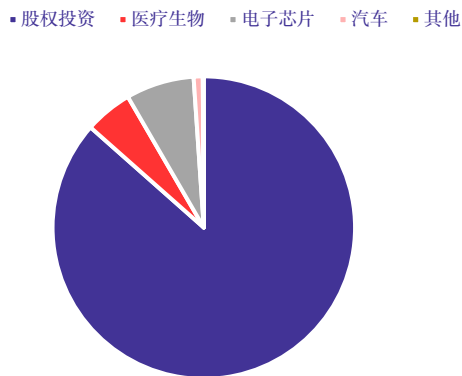
图37: 张江高科 2017 年-2023 年每年增资企业



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

从参投公司主营业务所在行业看, 股权投资、生物医药、电子科技等行业是公司主要投资方向。以 2021 年为例 (2021 年投资规模较大), 公司 2021 年共对外投资 20.59 亿元, 其中 13.36% 直接投资于医疗生物、电子芯片和智能驾驶企业, 86.53% 投资于股权投资基金 (可通过股权投资基金间接投资于科技创新行业, 如上海浦东科技创新基金上海科创中心二期私募投资基金等合伙企业)。公司参股的张江燧锋基金 2020 年开始正式运作, 基金总规模 20.1 亿元, 主要投资方向为集成电路、新一代信息技术、生物医药、医疗器械、智能制造等领域。同年, 张江燧锋基金投资上海驻云信息科技有限公司、上海欣吉特生物科技有限公司、上海登临科技等优质项目; 2021 年完成南芯半导体的投资, 2023 年募集设立张江燧锋二期基金。

图38: 张江高科 2021 年参投公司行业占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

截至 2023 年末, 公司主要参股 16 家公司, 其中 6 家公司为集成电路、高新技术研发等领域。2023 年, 公司表内长期股权投资规模 28.08 亿元。公司投资的企业发展迅速, 2023 年, 公司参投的智己汽车 LS7 和 LS6 均在年内正式上市。2021 年-2023 年, 公司投资企业中, 每年分别有 2 家、6 家、3 家企业于科创板上市, 表现公司聚合市场资源助推产业发展, 培育助力科技企业创新发展。

表3: 张江高科 2021 年-2023 年部分投资并上市企业

时间	上市企业	科创板上市企业数量
2021 年	芯导科技、格科微	2
2022 年	唯捷创芯、英集芯、赛微微电子、云从科技、益方生物、联影医疗	6
2023 年	南芯、慧智微、华勤科技*、格兰康希	3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 包含 IPO 战略配售投资的企业, 华勤科技为主板上市公司

公司采用孵化的方式，利用“895”创新基地打造创新基地+创新应+孵化基金三位一体产业培育模式——通过创业营吸纳潜力项目，并通过参与设立孵化基金参投潜力项目，全方位服务科技产业初创企业。截至 2023 年末，公司创新基地新增 58 家创新企业，助力培育具有全球影响力的本土引擎企业。

图39：张江高科部分 895 孵化企业



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

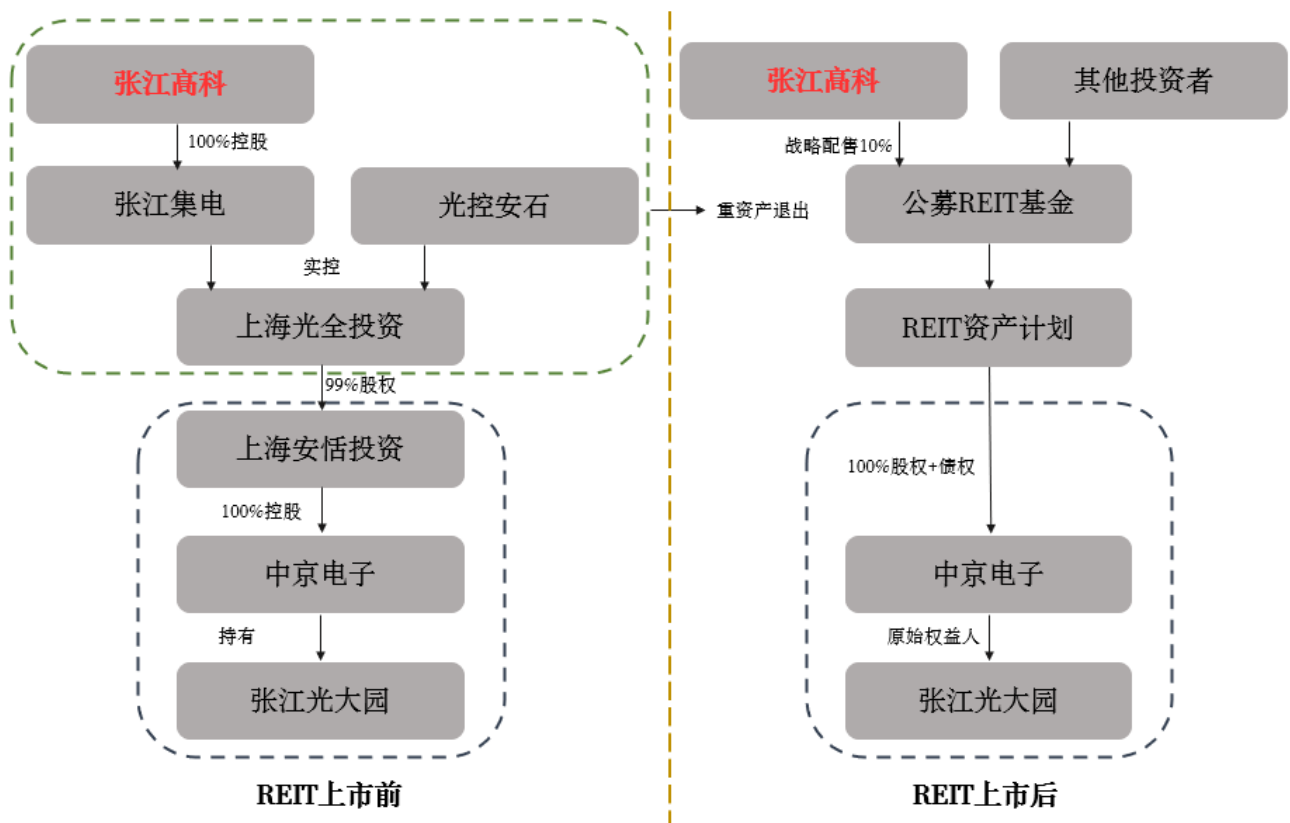
（三）重资产投资的退出机制

公司通过重资产（表内资产）的模式投资表内产业园区项目，将园区出租收获租金；或通过直投和基金参投等轻资产模式标的投入标的公司。随着项目或标的逐渐成熟，公司可分别通过 REITs 通道退出重资产模式、投资份额交易等方式退出投资。

1 .REITs 退出

公司表内资产丰富，公司通过直投或基金的参投的方式入股参投的项目，并可通过 REITs 适当退出。以华安张江光大园 REIT 为例，2021 年成立之处，华安张江光大园 REIT 底层资产为位于张江高科技园区的张江光大园。2016 年，张江高科出资 1.336 亿元投资于上海光全投资中心（简称上海光全投资），并于 2017 年增资 1 亿元。在华安张江 REIT 上市前，从股权穿透关系看，光全投资为底层资产张江光大园的原始权益人，由于光全投资为合伙企业，因此张江集电（张江高科 100%控股）与光控安石共同为光全投资的实控人。在华安张江 REIT 上市后，光全投资及相关控制方张江高科退出。在 REIT 上市前，张江高科作为原始权益人的一致关联方，认购华安张江 REIT10%的战略配售份额，从而通过 REIT 通道实现退出重资产投资并完成轻资产金融投资。

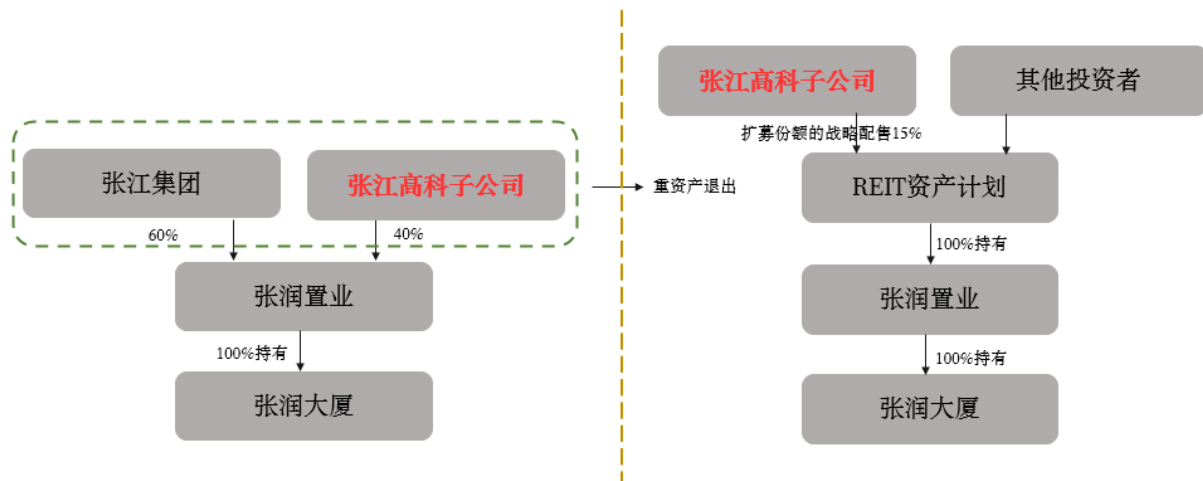
图40: 张江高科通过 REIT 实现华安张江产业园初始资产投资的重资产退出



资料来源: 华安张江产业园 REIT 招募说明书, 公司公告, 中国银河证券研究院

华安张江 REIT 的扩募流程类似。华安张江 REIT 扩募新购入资产张润大厦, 张润大厦分别由张江集团和张江高科子公司出资 60%、40%。因此在 REIT 扩募完成后, 张江高科子公司通过 REIT 通道实现重资产投资的退出, 并通过战略配售认购扩募份额 15% 的基金份额 (华安张江光大 REIT 扩募上市交易公告), 实现重资产投资向轻资产投资的转化。

图41: 张江高科通过 REIT 实现华安张江产业园扩募资产投资



资料来源: 华安张江产业园 REIT 招募说明书, 华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金扩募份额上市交易公告书, 中国银河证券研究院
2. 股权交易退出

公司通过直投入股企业后, 通过股权交易如股权转让、二级市场卖出等方式退出投资实现投资收益。以嘉事堂为例, 在嘉事堂 2010 年上市前, 张江高科持有嘉事堂股份, 2015 年公司减持二级市场嘉事堂 529.47 万股, 实现收益 1.94 亿元。类似的案例还有中芯国际、微创医疗 (间接持股) 等标的。

表4：张江高科 2014 年-2022 年部分减少投资企业

时间	部分退出企业（或卖出部分股份）
2014 年	嘉事堂、中芯国际集成电路等
2015 年	格科微电子等
2016 年	嘉事堂药业、上海数讯信息技术等
2017 年	张江汉世纪创业投资等
2018 年	上海康德莱企业发展股份、嘉事堂药业等
2019 年	张江汉世纪创业投资有限公司等
2020 年	-
2021 年	深圳市张江星河投资企业、上海光全投资中心等
2022 年	深圳市张江星河投资企业等

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

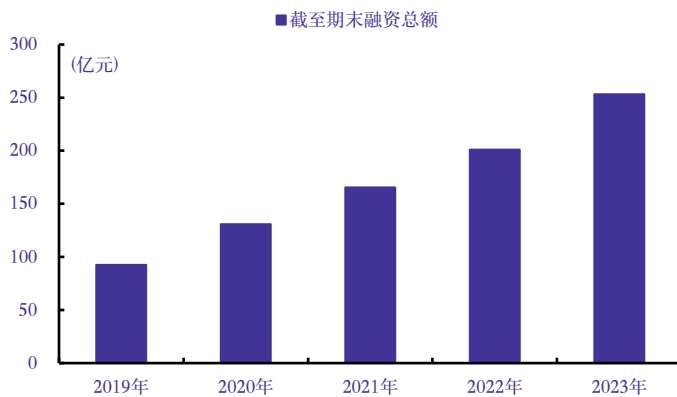
注：包括与其他股东同比例减资、二级市场交易卖出股份、股权转让等

四、财务：严格控制杠杆率，维持高盈利能力

（一）保持财务健康

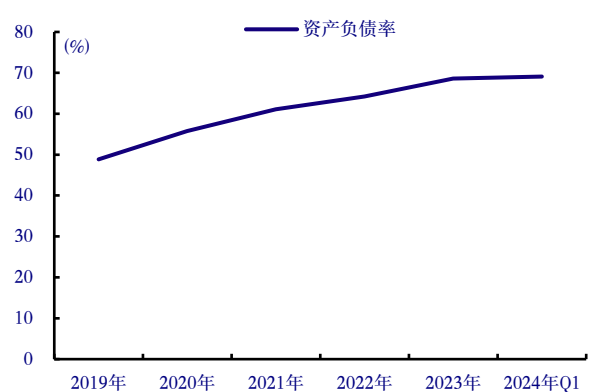
公司保持稳健经营，截至 2023 年末，公司的资产负债率为 68.60%，截至 2024 年一季度末该值为 69.09%。公司资产负债率维持在 70% 以内的水平，保持较低的杠杆率。2024 年 7 月 4 日，公司公告新增借款 34.21 亿元，其中银行贷款 34.08 亿元，借款余额较 2023 年末增加 13.42%。

图42：张江高科 2019 年-2023 年融资余额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图43：张江高科 2019 年-2024 年 Q1 资产负债率

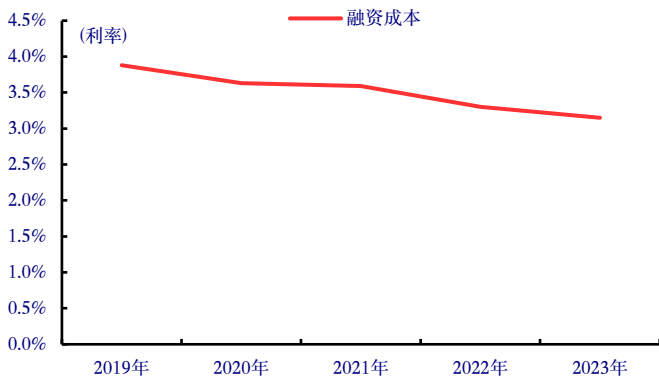


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

从融资成本看，2023 年整体平均融资成本为 3.15%，近年来融资成本持续下降，具有融资优势。

由于公司需要融资配合项目开工施工，在利率下行的背景下，公司的融资成本或将持续维持低位。

图44: 张江高科 2019 年-2023 年整体平均融资成本

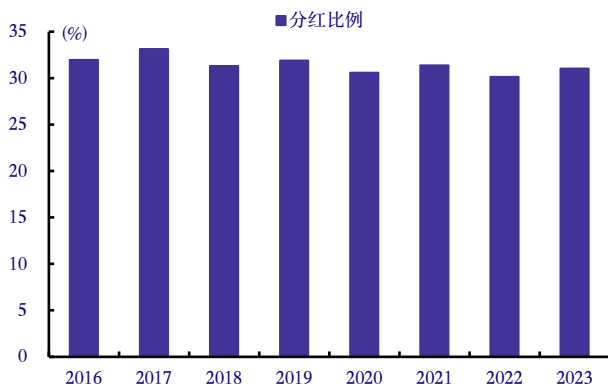


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 分红比例稳定

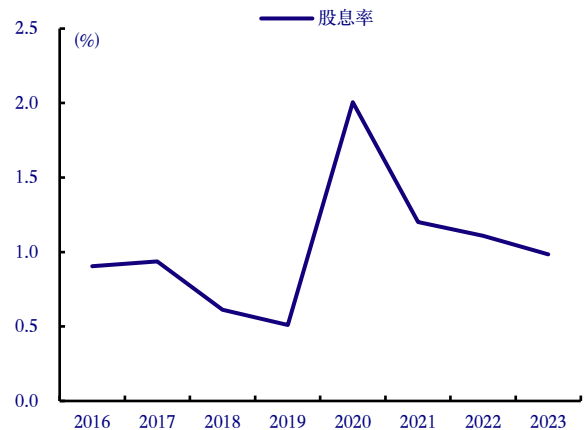
公司维持高分红比例, 并且分红比例稳定。截至 2022 年, 公司的分红比例保持在 30% 以上, 其中 2017 年-2022 年维持在 (30%, 35%) 内。2023 年公司现金分红 2.94 亿元, 占归母净利润的 31.04%。公司 2016 年-2023 年分红率维持在 1% 左右, 2023 年股息率为 0.98%。

图45: 张江高科 2016 年-2023 年分红比例



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图46: 张江高科 2016 年-2023 年股息率



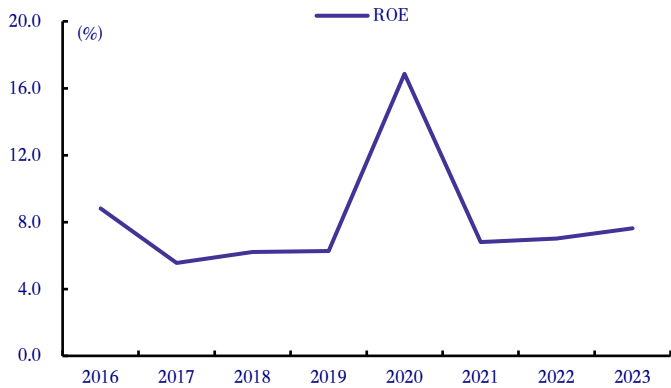
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 2016-2022 年股息率按当年分红实施日期计算; 2023 年股息率取 wind 数据

(三) 净利率维持高位

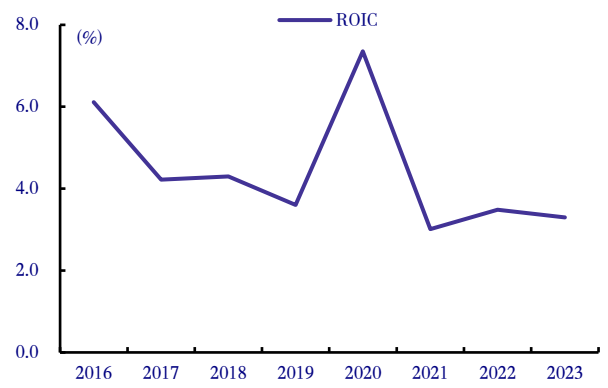
从 ROE 来看, 除 2020 年外, 2016-2023 年的 ROE 整体维持在 7% 左右的水平。2020 年由于归母净利润有较大的提升(同比增长 212% 至 18 亿元), 当年 ROE 水平出现较大波动。2016-2023 年的 ROIC 与同期的 ROE 趋势基本一致, 剔除波动较大的 2020 年, 2016-2023 年区间内的 ROIC 维持在 4% 左右的水平, 投资回报相对稳定。

图47: 张江高科 2016 年-2023 年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

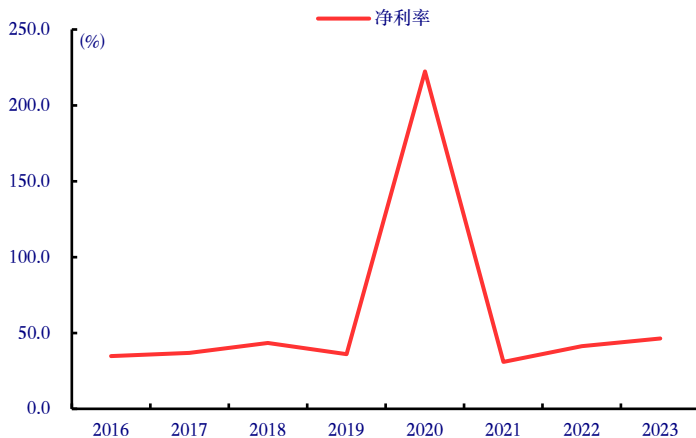
图48: 张江高科 2016 年-2023 年 ROIC



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司的净利率持续维持高位。由于投资收益占比较高,我们剔除波动较大的 2020 年后,得到公司 2016 年-2023 年的净利率水平整体维持在 40%左右的水平,2021-2023 年整体呈现向上的趋势。

图49: 张江高科 2016 年-2023 年净利率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议：盈利预测及估值

(一) 盈利预测：稳健与弹性

我们根据业务分别进行盈利预测。

1. 收入层面

公司的房地产租赁业务在 2021-2023 年维持正增长,由于公司陆续竣工诸多研发、科研办公等业态的项目,因此我们预计出租面积 2024 年、2025 年、2026 年分别增长 10%、7%、6%;2023 年公司主要出租项目的平均出租单价恢复至 64 元/平米/月,由此我们预计平均出租单价在 2024 年、2025 年、2026 年分别增长 8%、5%、3%。我们预计 2024 年、2025 年、2026 年,房地产租赁收入分别为 12.15 亿元、13.65 亿元、14.90 亿元,同比分别增长 16.02%、12.35%、9.18%,对应的毛利率分别为 52.10%、52.10%、52.10%。

表5: 2023A-2026E 房地产租赁收入

	2023A	2024E	2025E	2026E
房地产租赁收入 (百万元)	1046.80	1214.54	1364.54	1489.80
YOY	25.78%	16.02%	12.35%	9.18%
毛利率	52.17%	52.10%	52.10%	52.10%
毛利润 (百万元)	546.11	632.78	710.92	776.19

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司的房地产销售业务主要根据竣工交付变动。由于 2021-2023 年的结算均价持续增长, 因此我们预计 2024 年、2025 年、2026 年结算均价分别增长 1.5%、1%、0.8%; 我们假设 2024 年、2025 年、2026 年公司销售面积同比分别增长 10%、9%、8%, 在以上假设下, 我们预计 2024 年、2025 年、2026 年的房地产销售收入分别为 10.67 亿元、11.74 亿元、12.79 亿元, 同比分别增长 11.65%、10.09%、8.86%; 对应的毛利率分别为 64%、63%、60%。

表6: 2023A-2026E 房地产销售收入

	2023A	2024E	2025E	2026E
房地产销售收入 (百万元)	955.50	1066.82	1174.46	1278.56
YOY	-9.20%	11.65%	10.09%	8.86%
毛利率	63.68%	64%	63%	60%
毛利润 (百万元)	608.46	682.76	739.91	767.14

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司的服务业收入占比较低, 我们预计 2024 年、2025 年、2026 年服务业收入分别为 0.15 亿元、0.17 亿元、0.19 亿元, 同比增长 20%、15%、10%; 对应的毛利率分别为 80%、75%、73%。

表7: 2023A-2026E 服务业收入

	2023A	2024E	2025E	2026E
服务业收入 (百万元)	12.56	15.072	17.33	19.07
YOY	384.94%	20%	15%	10%
毛利率	82.44%	80%	75%	73%
毛利润 (百万元)	10.35	12.06	13.00	13.92

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

因此, 我们预计 2024 年、2025 年、2026 年公司收入分别为 23.08 亿元、25.69 亿元、28.00 亿元, 同比分别增长 13.95%、11.28%、9.01%, 对应毛利率 57.98%、57.37%、55.93%。

表8: 2023A-2026E 公司收入

	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	2025.74	2308.40	2568.89	2800.37
YOY	6.24%	13.95%	11.28%	9.01%
毛利率	58.04%	57.98%	57.37%	55.93%
毛利润 (百万元)	1175.81	1338.37	1473.89	1566.30

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 利润层面

由于投资业务并不计入收入, 我们假设公司的投资净收益在 2024 年、2025 年、2026 年分别为 2.32 亿元、2.31 亿元、2.45 亿元, 同比分别增长 12.51%、-0.33%、6.15%; 对于公允价值变动收益, 我们预计 2024 年、2025 年、2026 年的同比增速分别为 10%、6%、5%, 对应公允价值变动收益分别为 7.10 亿元、7.52 亿元、7.90 亿元。

表9: 2023A-2026E 投资预计

	2023A	2024E	2025E	2026E
投资净收益 (百万元)	205.94	231.70	230.92	245.13
YOY	72.52%	12.51%	-0.33%	6.15%
公允价值变动收益 (百万元)	645.24	709.76	752.35	789.97
YOY	21.38%	10%	6%	5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 估值：全生命周期运营的稀缺标的

1. 相对估值法

我们选取具有类似园区开发和持有运营或投资业务的公司如苏州高新作为可比公司，得到 2023 年 PE 均值为 34.76X。根据我们的预测，公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 11.08 亿元、12.07 亿元、12.65 亿元。按照 2024 年 7 月 9 日的收盘价计算，对应 PE 分别为 25.57X、23.46X、22.40X，均低于可比公司 2024 年-2026 年 PE 均值。

表10：张江高科相对估值法估值

	2023A	2024E	2025E	2026E	
可比公司	香港交易所	28.64	24.26	22.6	20.94
	苏州高新	27.12	22.77	21.43	19.91
	东湖高新	10.64	36.42	35.72	32.52
	PE 均值	22.13	27.82	26.58	24.46
张江高科	公司净利润（百万元）	947.90	1107.74	1207.43	1264.80
	PE	29.88	25.57	23.46	22.40

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：可比公司 2024-2026 年 PE 为 Wind 一致预期；张江高科 PE 根据 2024 年 7 月 9 日收盘数据和盈利预测计算得来

2. 绝对估值法

我们按照两段法进行 FCFF 的分段估值，我们假设公司第一成长阶段为 3 年，增速为 3%、第二成长阶段为 7 年，增速为 1.5%；取 beta 值 1.6、对应的 WACC 为 5.78%；得到合理的每股价值约为 23.01 元/股。

表11：张江高科绝对估值法估值

第一阶段成长期（年）	3	增长率	3%
第二阶段成行期（年）	7	永续增长率 g	1.50%
beta	1.6	WACC	5.78%
股权价值（百万元）	35639.15	每股价值（元/股）	23.01

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在 WACC 变化值为 0.3%、永续增长率 g 变化值为 0.3% 的敏感性分析下，公司股价在 (17.62, 34.30) 元/股区间内，中值为 23.01 元/股，对应的市值区间为 (272.95, 531.18) 亿元，市值的中值为 356.39 亿元。

图50：FCFF 绝对估值法敏感性分析

WACC \ g	5.03%	5.28%	5.53%	5.78%	6.03%	6.28%	6.53%
0.75%	24.28	22.86	21.59	20.45	19.42	18.48	17.62
1.00%	25.41	23.85	22.46	21.22	20.10	19.09	18.17
1.25%	26.69	24.96	23.43	22.07	20.85	19.75	18.76
1.50%	28.15	26.21	24.51	23.01	21.68	20.48	19.41
1.75%	29.84	27.65	25.74	24.08	22.61	21.30	20.13
2.00%	31.80	29.30	27.15	25.28	23.65	22.21	20.93
2.25%	34.30	31.40	28.95	26.84	25.01	23.41	22.00

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

综合以上两种估值方法，在相对估值法下，截至 2024 年 7 月 9 日收盘，公司的市值为 283.26 亿元，对应的 2024 年、2025 年、2026 年 PE 分别为 25.57X、23.46X、22.40X 低于可比公司 PE 均值；在绝对估值法下的合理市值区间为 (272.95, 531.18) 亿元。我们认为公司房地产业务主要通过基于核心资产张江科学城招商企业，全周期持有运营物业，是公司稳定发展的基石；投资业务投资于高科技产业请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

业项目，实现投资收益为公司，业绩增长带来弹性。公司目前估值处于相对低位，公司的全生命周期的运营模式具有稀缺性，因此首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

政策实施不及预期的风险

园区运营不及预期的风险

宏观经济不及预期的风险

芯片制造行业发展不及预期的风险

生物医药发展不及预期的风险

投资业务收益不及预期的风险

房地产销售不及预期的风险

图表目录

图 1: 张江高科成长阶段.....	5
图 2: 张江高科股东结构.....	6
图 3: 张江高科主营收入及同比增速.....	7
图 4: 张江高科归母净利润及同比增速.....	7
图 5: 张江高科毛利率.....	7
图 6: 张江高科各业务收入占比.....	7
图 7: 张江高科房地产销售收入及同比增速.....	7
图 8: 张江高科房地产销售收入占房地产业务收入比例.....	7
图 9: 张江高科房地产销售业务毛利率.....	8
图 10: 张江高科房地产租赁业务收入及同比增速.....	8
图 11: 张江高科房地产租赁收入占房地产业务收入比例.....	8
图 12: 张江高科房地产租赁业务毛利率.....	9
图 13: 张江高科投资业务占利润总额的比例.....	9
图 14: 张江高科 2023 年投资业务和非投资业务占利润总额的比例.....	9
图 15: 张江科学城所在区位.....	10
图 16: 上海市域公共活动中心体系表.....	11
图 17: 张江科学城发展历程.....	11
图 18: 张江科学城规划图.....	12
图 19: 张江科学城空间布局图.....	13
图 20: 张江高科 2016-2023 年主要投资房地产可出租面积及同比增速.....	14
图 21: 张江高科截至 2023 年末主要出租房地产各经营业态建面占比.....	14
图 22: 张江科学城主要园区.....	14
图 23: 张江高科房地产园区业务运营模式.....	15
图 24: 张江高科投资业务运营模式.....	15
图 25: 张江高科园区&投资运营模式.....	16
图 26: 张江高科历年房地产储备情况.....	16
图 27: 张江高科 2022 年-2023 年新引进重点行业的企业数量.....	16
图 28: 张江高科 2015 年-2023 年在建开工建面.....	17
图 29: 张江高科 2016 年-2023 年主要出租房地产平均月租金.....	17
图 30: 张江高科 2021 年-2023 年直投资项目数量.....	17
图 31: 张江高科 2021 年-2023 年投资金额规模.....	17
图 32: 张江高科 2021 年-2022 年参与投资的子基金数量.....	18
图 33: 张江高科 2021 年-2022 年撬动资金规模.....	18
图 34: 张江高科 2016 年-2023 年每年对外投资额及同比增速.....	18
图 35: 张江高科 2016 年-2023 年长期股权投资及同比增速.....	18
图 36: 张江高科 2017 年-2023 年每年对新增投资企业.....	19
图 37: 张江高科 2017 年-2023 年每年增资企业.....	19
图 38: 张江高科 2021 年参投公司行业占比.....	19
图 39: 张江高科部分 895 孵化企业.....	20
图 40: 张江高科通过 REIT 实现华安张江产业园初始资产投资的重资产退出.....	21
图 41: 张江高科通过 REIT 实现华安张江产业园扩募资产投资.....	21
图 42: 张江高科 2019 年-2023 年融资余额.....	22
图 43: 张江高科 2019 年-2024 年 Q1 资产负债率.....	22
图 44: 张江高科 2019 年-2023 年整体平均融资成本.....	23
图 45: 张江高科 2016 年-2023 年分红比例.....	23

图 46: 张江高科 2016 年-2023 年股息率.....	23
图 47: 张江高科 2016 年-2023 年 ROE	24
图 48: 张江高科 2016 年-2023 年 ROIC.....	24
图 49: 张江高科 2016 年-2023 年净利率水平	24
图 50: FCFE 绝对估值法敏感性分析.....	26

表格目录

表 1: 公司部分管理层	6
表 2: 张江高科部分入驻企业	17
表 3: 张江高科 2021 年-2023 年部分投资并上市企业.....	19
表 4: 张江高科 2014 年-2022 年部分减少投资企业.....	22
表 5: 2023A-2026E 房地产租赁收入.....	25
表 6: 2023A-2026E 房地产销售收入.....	25
表 7: 2023A-2026E 服务业收入	25
表 8: 2023A-2026E 公司收入	25
表 9: 2023A-2026E 投资预计	25
表 10: 张江高科相对估值法估值	26
表 11: 张江高科绝对估值法估值	26

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
流动资产	21739.08	23875.59	24867.26	25220.93	营业收入	2025.74	2308.54	2569.01	2800.46
现金	2881.20	2763.14	2158.05	2235.53	营业成本	849.93	970.03	1095.01	1234.07
应收账款	88.73	73.04	81.06	88.36	营业税金及附加	100.38	115.42	128.44	140.02
其它应收款	88.21	100.02	98.60	99.32	营业费用	23.27	25.89	30.26	32.19
预付账款	2.51	9.00	10.16	11.45	管理费用	115.94	115.30	136.12	149.51
存货	17165.55	18322.79	19010.57	18408.22	财务费用	456.59	469.24	491.03	507.44
其他	1512.90	2607.59	3508.82	4378.05	资产减值损失	-3.44	0.00	0.00	0.00
非流动资产	29265.55	30786.46	32450.82	33828.28	公允价值变动收益	645.24	709.76	752.35	789.97
长期投资	2808.43	2508.43	2408.43	2208.43	投资净收益	205.94	231.70	230.92	245.13
固定资产	63.62	69.36	75.64	85.63	营业利润	1347.50	1581.59	1704.76	1805.59
无形资产	12.21	14.73	18.24	19.00	营业外收入	0.69	0.76	0.85	0.91
其他	26381.30	28193.94	29948.51	31515.22	营业外支出	36.34	43.61	52.33	60.18
资产总计	51004.63	54662.05	57318.08	59049.21	利润总额	1311.86	1538.74	1653.27	1746.33
流动负债	15760.61	17366.75	17987.33	18066.28	所得税	371.21	435.41	467.82	494.15
短期借款	733.00	1233.00	1833.00	1933.00	净利润	940.65	1103.33	1185.45	1252.18
应付账款	4841.31	4580.70	4562.54	4456.37	少数股东损益	-7.25	-4.41	-21.97	-12.62
其他	10186.30	11553.05	11591.79	11676.91	归属母公司净利润	947.90	1107.74	1207.43	1264.80
非流动负债	19229.29	20173.02	21023.02	21423.02	EBITDA	1237.99	2263.65	2402.91	2503.00
长期借款	12651.28	13651.28	14451.28	14951.28	EPS (元)	0.61	0.72	0.78	0.82
其他	6578.01	6521.75	6571.75	6471.75					
负债合计	34989.90	37539.77	39010.36	39489.30	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3572.37	3567.96	3545.98	3533.36	营业收入	6.24%	13.96%	11.28%	9.01%
归属母公司股东权益	12442.36	13554.32	14761.74	16026.55	营业利润	34.68%	17.37%	7.79%	5.91%
负债和股东权益	51004.63	54662.05	57318.08	59049.21	归属母公司净利润	15.29%	16.86%	9.00%	4.75%
					毛利率	58.04%	57.98%	57.37%	55.93%
					净利率	46.79%	47.99%	47.00%	45.17%
					ROE	7.62%	8.17%	8.18%	7.89%
					ROIC	1.73%	3.35%	3.37%	3.41%
					资产负债率	68.60%	68.68%	68.06%	66.88%
					净负债比率	128.56%	134.62%	137.13%	130.51%
					流动比率	1.38	1.37	1.38	1.40
					速动比率	0.20	0.22	0.22	0.27
					总资产周转率	0.04	0.04	0.05	0.05
					应收帐款周转率	27.87	28.54	33.34	33.06
					应付帐款周转率	0.24	0.21	0.24	0.27
					每股收益	0.61	0.72	0.78	0.82
					每股经营现金	-1.80	-0.18	0.18	1.03
					每股净资产	8.03	8.75	9.53	10.35
					P/E	29.88	25.57	23.46	22.40
					P/B	2.28	2.09	1.92	1.77
					EV/EBITDA	40.77	22.70	22.24	21.52
					PS	13.98	12.27	11.03	10.11

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院
 以上数据均为人民币

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，4年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn