

投资运营驱动转型发展，低空经济拓展成长空间

核心观点

公司作为深耕苏州高新区的国企开发商，当前积极向新质生产力领域产业投资运营方向转型，打造“园区运营+产业投资”双轮驱动模式。公司投资运营聚焦医疗器械、绿色低碳、低空经济等领域，并适度拓展半导体、AI 等前沿产业。借着苏州率先布局低空经济产业发展的机遇，公司设立低空经济产业发展子公司协同并表子公司东菱振动开拓飞行器测试业务，并规划打造低空经济产业园开展运营与产业投资业务。

摘要

深耕苏州高新区，园区运营+产业投资双驱模式优势明显。公司深耕苏州高新区三十载，围绕“新兴产业投资运营和产城综合开发服务商”的战略定位向园区运营与产业投资方向转型。公司当前产业园运营面积合计 164 万平，产业投资方面截至 2024 年 6 月底，公司参股股权投资企业共 82 家，存量投资项目累计出资金额 49.73 亿元。2021-2023 年公司分别实现投资收益 6.7/3.6/6.1 亿元，投资收益率分别为 15.2%/7.4%/10.5%。当前公司产业投资与园区运营聚焦医疗器械、绿色低碳、低空经济等领域，并适度拓展半导体、AI 等前沿产业，积极打造“园区运营+产业投资”双轮驱动模式。

业务向低空领域延伸，拥抱苏州低空经济发展机遇。苏州是首批出台关于发展低空经济政策的城市之一，低空经济产业基金规模在全国领先，同时是 6 个 eVTOL 试点城市之一。公司设立低空经济产业发展有限公司，开展相关测试服务业务并规划打造低空经济产业园。此外，子公司东菱振动作为振动试验龙头拟开拓低空飞行器测试业务，与低空经济产业发展公司协同探索低空经济领域发展机遇。

止跌回稳基调下楼市热度回升，助力公司业绩回升与转型发展。2024 年 9 月底政治局提出要促进房地产市场止跌回稳以来，政策频出，全国楼市成交热度回升。10 月以来苏州新房与二手房成交面积连续三月上升，12 月苏州新房成交面积 86 万平，同比增长 88%，二手房成交面积为 87 万平，同比增长 69%。包含苏州在内的主要城市楼市成交量上升对于公司加快库存去化产生积极作用，从而推动公司加快业务向新质生产力产业投资与运营布局。

苏州高新 (600736.SH)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期: 2025 年 01 月 21 日

当前股价: 5.32 元

目标价格 7.94 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-16.88/-13.15	13.68/14.20	18.49/3.94
12 月最高/最低价 (元)		7.24/3.89
总股本 (万股)		115,129.29
流通 A 股 (万股)		115,129.29
总市值 (亿元)		61.25
流通市值 (亿元)		61.25
近 3 月日均成交量 (万)		6200.21
主要股东		
苏州苏高新集团有限公司		43.79%

股价表现



相关研究报告

首次覆盖给予买入评级。我们看好公司向围绕医疗器械、绿色低碳、低空经济等新质生产力领域的产业投资方向转型。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.21/3.40/3.88 亿元，同比增速分别为 9.3%/53.7%/14.3%。可比公司 2025 年 PB 一致预期为 1.46 倍，考虑到公司仍有一定存量土储，我们给予公司 20%折扣，即 1.17xPB，对应目标价为 7.94 元。首次覆盖给予买入评级。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,724.17	7,814.38	8,514.25	9,424.82	9,737.60
YoY(%)	-9.84	-27.13	8.96	10.69	3.32
净利润(百万元)	309.74	202.07	220.94	339.61	388.12
YoY(%)	-23.61	-34.76	9.34	53.71	14.29
毛利率(%)	15.62	13.11	14.10	14.61	15.09
净利率(%)	2.89	2.59	2.59	3.60	3.99
ROE(%)	3.22	1.99	2.14	3.20	3.55
EPS(摊薄/元)	0.27	0.18	0.19	0.29	0.34
P/E(倍)	19.77	30.31	27.72	18.04	15.78
P/B(倍)	0.85	0.83	0.81	0.78	0.75

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

一、深耕苏州高新园区，园区运营与产业投资双驱模式优势明显.....	1
1.1 推动高新区新质生产力发展的综合服务商.....	1
1.2 打造园区运营与产业投资双轮驱动模式.....	3
1.3 战略投资江苏国信夯实利润.....	5
二、设立低空经济产业发展公司，拥抱苏州低空经济发展机遇.....	7
2.1 苏州紧抓低空经济机遇，产业发展大有可为.....	7
2.2 设立低空经济产业发展公司，协同东菱振动探索低空经济.....	8
三、政策力促房地产市场止跌回稳，推动公司消化存量.....	9
四、盈利预测与投资建议.....	12
4.1 盈利预测：预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.21/3.40/3.88 亿元.....	12
4.2 投资建议：给予买入评级，目标价 7.94 元.....	13
风险分析.....	14
报表预测.....	15

图目录

图 1:公司业务布局.....	1
图 2:公司实控人为苏州高新区管委会.....	1
图 3:2024 年公司前三季度收入同比上升 9%.....	2
图 4:2024 年前三季度公司归母净利润同比降低 13%.....	2
图 5:公司收入结构变化.....	2
图 6:公司毛利润结构变化.....	2
图 7:2023 年公司收入占比.....	2
图 8:公司各业务毛利率变化.....	2
图 9:医疗器械科技产业园五期（上市总部基地）.....	3
图 10:GLC PARK 二期示意图.....	3
图 11:公司投资收益*及投资收益率**变化.....	5
图 12:公司业绩主要由投资收益贡献.....	5
图 13:江苏国信 2024 年前三季度收入同比增长 12%.....	5
图 14:江苏国信 2024 年前三季度归母同比增长 48%.....	5
图 15:江苏国信持有的江苏银行股权贡献主要投资收益.....	6
图 16:东菱振动电动振动试验系统部分产品.....	8
图 17:东菱振动冲击-碰撞试验系统部分产品.....	8
图 18:东菱振动营业收入变化.....	8
图 19:东菱振动净利润变化.....	8
图 20:40 城新房月度销售面积.....	10
图 21:13 城二手房月度销售面积.....	10
图 22:苏州新房月度销售面积（万平）.....	10
图 23: 苏州二手房月度销售面积（万平）.....	10
图 24:公司商品房销售额变化.....	11
图 25:公司 2024 年无新增土地储备.....	11

表目录

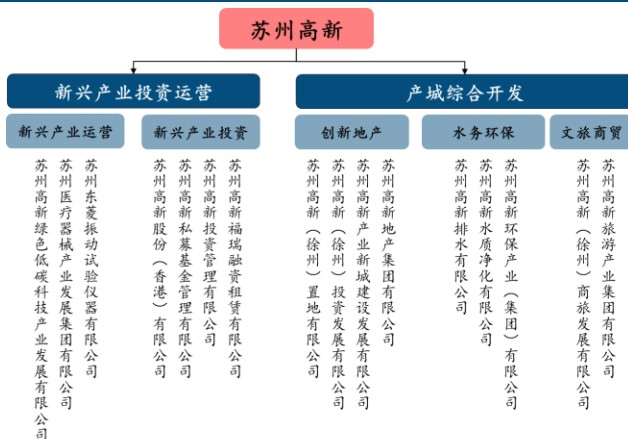
表 1:公司运营产业园一览.....	3
表 2:公司三大投资模式.....	4
表 3:公司主要持有上市公司股权一览.....	4
表 4:苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024~2026 年）主要目标.....	7
表 5:各地低空经济产业基金一览.....	7
表 6:2024 年 9 月以来房地产行业相关政策一览.....	9
表 7:公司开发项目明细.....	11
表 8:公司分部收入预测.....	12
表 9:可比公司估值表（截至 2025/1/20）.....	13

一、深耕苏州高新园区，园区运营与产业投资双驱模式优势明显

1.1 推动高新区新质生产力发展的综合服务商

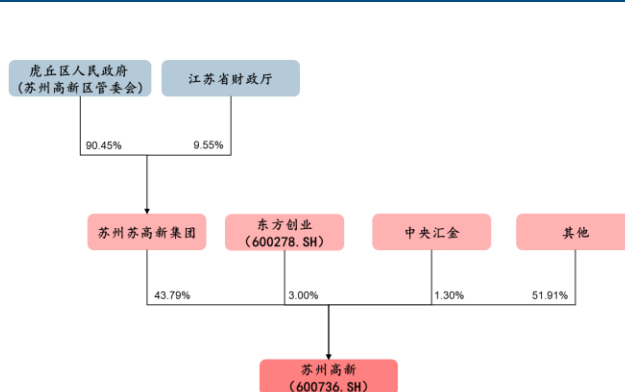
深耕苏州高新区三十载，推动高新区新质生产力发展。1992 年国务院批准苏州高新区为国家高新技术产业开发区，随后 1994 年苏州高新区管委会发起成立苏州高新。工信部公布的 2024 年高新区排名中，苏州高新区在 178 家国家高新区位列第 18 位，相较 2023 年上升 2 位，近三年实现三连升。苏州高新区排名在苏州位列第二、在江苏位列第四、在长三角地区位列第八。截至目前，苏州高新区集聚专精特新“小巨人”企业 78 家、独角兽及培育企业 68 家、瞪羚企业 400 余家、国家高企近 1900 家。自 1994 年成立以来公司深耕苏州高新区，并深度融入长三角一体化发展和区域产业创新集群发展，当前形成了园区运营、产业投资、产城综合开发三大业务板块。园区运营与产业投资聚焦绿色低碳、医疗器械产业园，并规划打造低空经济产业园；产城综合开发涵盖房地产开发、水务环保、文旅商贸领域。从定位来看，园区运营业务构建区域产业集群高地、产业投资驱动新兴产业创新升级、产城综合开发紧密服务主业发展。

图 1:公司业务布局



数据来源：公司官网，中信建投证券

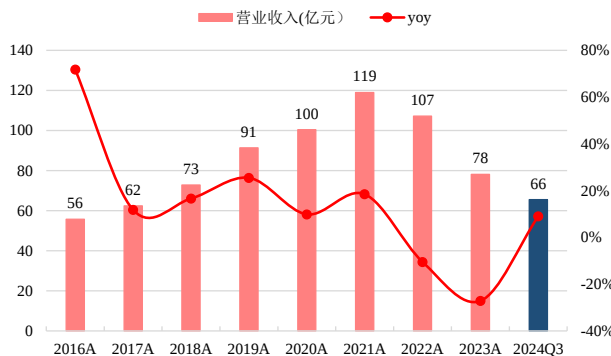
图 2:公司实控人为苏州高新区管委会



数据来源：公司公告，中信建投证券

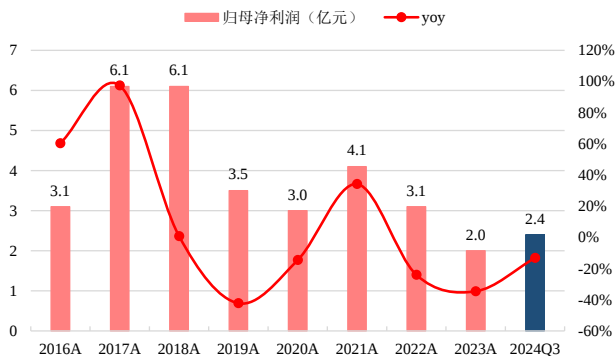
开发业务占比降低，运营投资业务毛利率提升。公司三大业务板块中产城综合开发收入占比最高，2021-2023 年收入占比分别为 95%/93%/90%。其中房地产开发业务是主要收入来源，2023 年房地产开发收入为 58 亿元，占总收入 75%，产城综合开发中其他业务收入占比为 15%。但 2021 年后随着房地产行业进入调整阶段，公司开发业务收入占比和毛利率均下降。产业投资与园区运营业务收入占比和毛利率同步提升，2021-2023 年园区运营业务收入占比分别为 3.7%/5.4%/7.7%，贡献毛利占比分别为 8.4%/14.1%/26.3%。

图 3:2024 年公司前三季度收入同比上升 9%



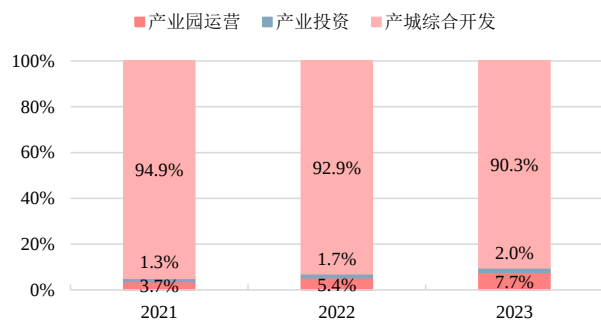
数据来源：中信建投证券

图 4:2024 年前三季度公司归母净利润同比降低 13%



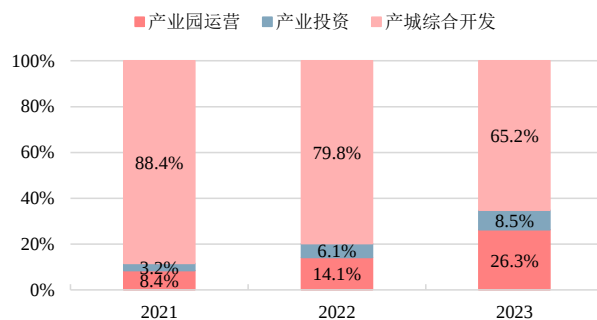
数据来源：中信建投证券

图 5:公司收入结构变化



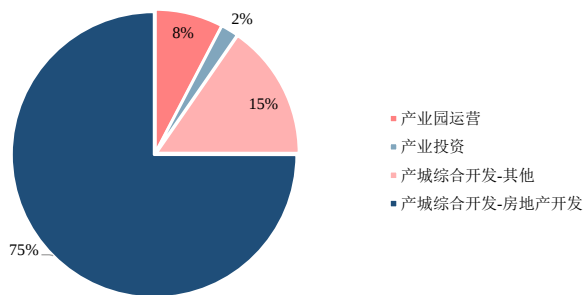
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6:公司毛利润结构变化



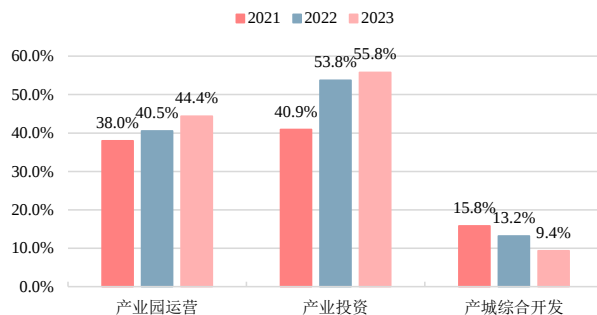
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 7:2023 年公司收入占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 8:公司各业务毛利率变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 打造园区运营与产业投资双轮驱动模式

园区运营业务：产业园运营聚焦医疗器械、绿色低碳领域，并规划打造低空经济产业园。公司产业投资与园区运营聚焦医疗器械、绿色低碳，同时规划打造低空经济产业园，并适度拓展半导体、AI 等前沿产业，打造“园区运营+产业投资”双轮驱动模式。当前公司园区运营主要包括绿色低碳产业园和江苏医疗器械科技产业园，同时与中检集团、中软国际打造运河数据港 ESG 创新中心。目前公司运营面积达到 164 万平，预计全部竣工后每年为公司贡献营收约 3.2 亿元，贡献毛利约 1.8 亿元。其中绿色低碳产业园 GLC PARK 一二期合计载体面积为 12 万平方米，重点吸引绿色低碳建筑、新能源高端装备制造细分领域龙头企业入驻；江苏医疗器械科技产业园共六期，目前除五期之外均已竣工，合计载体面积为 152 万平方米，园区以医疗器械和生物医药产业投资运营为主。医疗器械产业园当前已入驻超 1400 家企业，总产值规模超 500 亿元。

图 9:医疗器械科技产业园五期（上市总部基地）



数据来源：江苏医疗器械科技产业园，中信建投证券

图 10:GLC PARK 二期示意图



数据来源：公司官网，中信建投证券

表 1:公司运营产业园一览

园区载体	载体面积（万平）	位置	出租率	类型	状态	主要租户
江苏医疗器械科技产业园一期 （龙山科创园）	18	苏州市高新区	95%	产业园	在营	宸泰医疗、威高、昂凯、康多机器人、科塞尔医疗、心擎、科美诊断、通桥医疗、诺一迈尔、无双医疗等
江苏医疗器械科技产业园二期 （生命健康小镇）	14	苏州市高新区		产业园	在营	
江苏医疗器械科技产业园三期 （太湖医疗器械加速器）	28	苏州市高新区		产业园	在营	
江苏医疗器械科技产业园四期 （AI 科技产业园）	38	苏州市高新区		产业园	在营	
江苏医疗器械科技产业园五期 （龙山上市总部园）	40	苏州市高新区	-	产业园	在建	筱豪新能源、泓曜能源、文德数慧等
江苏医疗器械科技产业园六期 （狮山生命健康产业基地）	14	苏州市高新区	-	产业园	在营	
绿色低碳产业示范基地 （GLC PARK 一期）	1	苏州市高新区	100%	产业园	在营	
绿色低碳产业示范基地 （GLC PARK 二期）	11	苏州市高新区	-	产业园	在建	

资料来源：公司公告，江苏医疗器械科技产业园官网，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

投资业务：公司形成战略投资、产业投资、定增投资三大投资模式。公司投资业务主要通过三种模式开展，其中战略投资贡献稳定利润、产业投资布局高新技术企业、定增投资获取投资收益。战略投资企业为公司贡献稳定的投资收益，截至 2024 年 6 月底，公司参股股权投资企业共 82 家，主要包含杭州银行、东方创业、中新集团、苏高新创投等，存量投资项目累计出资金额 49.73 亿元。产业投资方面公司以投促招、招投联动，通过公司设立或参与基金投资医疗器械、绿色低碳、高端装备等新质生产力领域的高新技术企业。其中文德数慧、心擎医疗、英赛飞影、科塞尔等为公司旗下产业园入驻企业，投资与招商的联动效果显著。

表 2:公司三大投资模式

模式	概况
产业投资	产业投资主要通过基金投资布局高新技术企业，当前公司自营基金 5 只，总规模 10.98 亿元，由苏州高新私募基金管理有限公司运营管理；参股基金 11 只，认缴出资 5.43 亿元，共计撬动基金总规模 56.52 亿元。
定增投资	公司定增投资主要参与上市公司定向增发，2023 年公司参与联科科技、心脉医疗等公司的定向增发，合计出资 9490 万元，2024 年上半年参与万孚生物及川能动力定向增发，合计 7000 万元。
战略投资	公司战略投资企业按照权益法核算，为公司贡献稳定利润。截至目前，公司主要战投企业包含持有杭州银行 1.99% 股权、持有东方创业 4.66% 股权。同时近期公司拟受让江苏国信 7.36% 股权。

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券

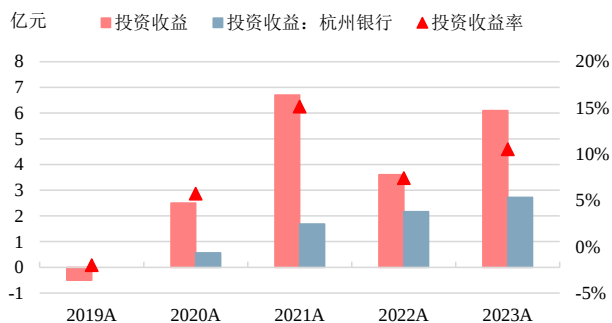
表 3:公司主要持有上市公司股权一览

公司代码	公司简称	持股比例	2024 年末参考市值（亿元）
600926.SH	杭州银行	1.99%	17.24
601512.SH	中新集团	3.60%	4.14
301098.SZ	金埔园林	4.10%	0.54
600278.SH	东方创业	4.66%	2.87
002608.SZ	江苏国信	7.36%	21.33

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券

投资业务贡献稳定利润。受到地产行业影响，公司当前的业绩主要由投资收益贡献。公司参股的杭州银行、东方创业、苏高新创投为公司带来长期、持续的利润贡献，稳固高质量发展基本盘。2021-2023 年公司分别实现投资收益 6.7/3.6/6.1 亿元，投资收益率分别为 15.2%/7.4%/10.5%。其中 2020 年公司参与杭州银行定向增发持有杭州银行 1.99% 股权，杭州银行贡献公司主要的投资收益。2021-2023 年杭州银行贡献投资收益分别为 1.7/2.2/2.7 亿元，分别占同期合计投资收益 25%/60%/45%。2024 年前三季度杭州银行归母净利润同比增长 18.6%，预计 2024 年贡献投资收益再创新高。

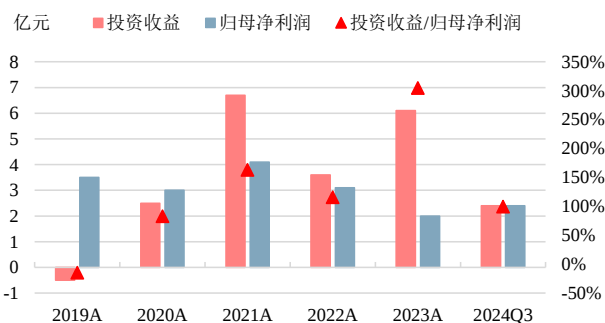
图 11:公司投资收益*及投资收益率**变化



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: *投资收益=投资净收益+公允价值变动净收益; **投资收益率=投资收益/(长期股权投资+交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资)

图 12:公司业绩主要由投资收益贡献

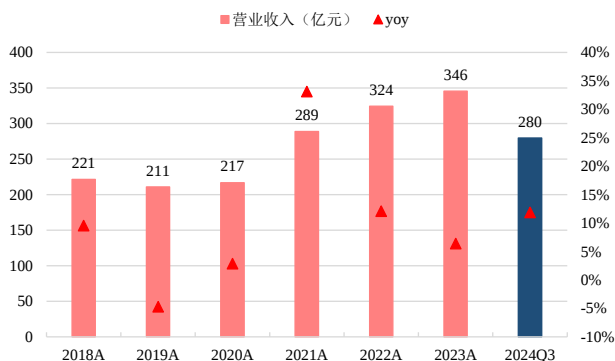


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

1.3 战略投资江苏国信夯实利润

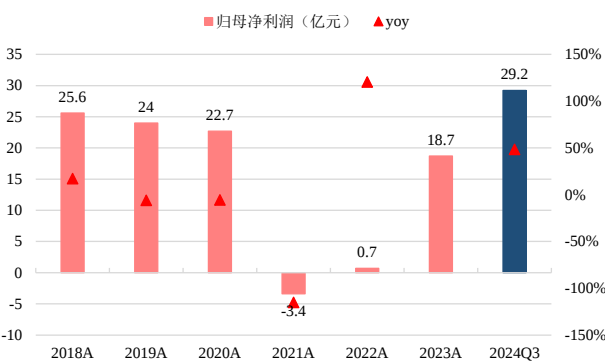
投资江苏国信夯实利润，探索产业与资本良性互动。2024 年 12 月公司公告控股孙公司苏新聚力拟受让江苏国信 7.36% 股份，交易对价为 21.2 亿元，交易价格为 7.63 元/股。江苏国信是江苏国资委控股的主营能源与金融省属上市企业。其能源业务以火力发电为主，截至 2024 年上半年江苏国信现役控股火电装机容量 1545.4 万千瓦。金融业务主要依托控股子公司江苏省国际信托开展，江苏省国际信托持有江苏银行 6.98% 股权，为江苏国信贡献稳定投资收益。2023 年江苏国信投资收益 21 亿元，其中 20.2 亿元来自江苏银行。2024 年前三季度江苏国信实现归母净利润 29.2 亿元，同比增长 48%。公司收购江苏国信 7.36% 股权后预计每年可增加公司投资收益 2 亿元左右。此外基于公司绿色低碳产业投资运营业务，江苏国信有望在能源领域与公司积极探索资本与产业的良性互动。

图 13:江苏国信 2024 年前三季度收入同比增长 12%



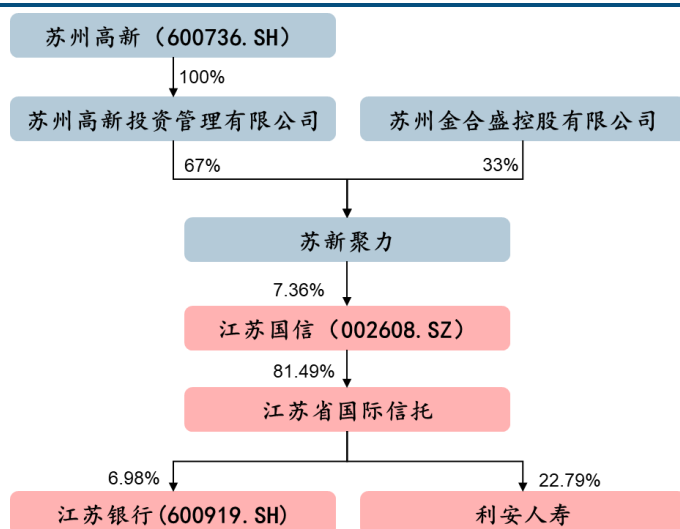
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 14:江苏国信 2024 年前三季度归母同比增长 48%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 15:江苏国信持有的江苏银行股权贡献主要投资收益



数据来源: wind, 中信建投证券

二、设立低空经济产业发展公司，拥抱苏州低空经济发展机遇

2.1 苏州紧抓低空经济机遇，产业发展大有可为

苏州在全国低空经济发展中具备领先优势。自 2023 年中央经济工作会议提出将打造低空经济等战略新兴产业以来，各地关于支持低空经济发展的政策规划陆续出台。苏州抢抓新兴产业发展机遇，是首批出台关于发展低空经济政策的城市之一。2024 年 2 月，苏州出台《苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024~2026 年）》，在低空经济产业链、产业规模、低空基础设施建设、应用场景、配套监管服务等方面都提出了具体的发展目标。同时在 2024 年 4 月发布《苏州市支持低空经济高质量发展的若干措施（试行）》，对低空经济领域重大项目、重点企业、成果转化、创新研究等方面给予资金奖励。2024 年以来，苏州已签约低空经济项目超 300 个，计划总投资超 900 亿元；签约低空经济产业基金 19 个，总规模超 200 亿元。苏州低空经济产业基金规模在全国领先，同时是 6 个 eVTOL 试点城市之一，苏州低空经济发展前景大有可为。

表 4:苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024~2026 年）主要目标

目标	概况
产业能级大幅提升	力争聚集产业链相关企业 500 家，产业规模达 600 亿元。
基础设施基本完善	建成 1~2 个通用机场和 200 个以上垂直起降点，统筹引导企业开展垂直起降点建设。建成低空飞行试验基地，完善试验、试飞、检测、验证、适航、评定等功能。
低空场景丰富多元	开通至周边机场 3~5 条通用航空短途运输航线、100 条以上无人机航线，无人机商业飞行取得突破性进展。
监管服务安全有效	建立健全服务无人机、直升机等各类低空飞行器的安全监管服务平台，有效衔接基础设施使用、飞行申请响应、通讯气象监测。

资料来源：苏州市人民政府办公室，中信建投证券

表 5:各地低空经济产业基金一览

基金名称	基金规模（亿元）	地区
苏州市低空经济产业基金（基金集群）	200	苏州市
无锡低空经济产业基金（基金集群）	153	无锡市
北京市商业航天和低空经济产业投资基金	100	北京市
广州市开发区、黄埔区低空经济产业创投基金	100	广州市
武汉市低空经济发展基金（基金集群）	100	武汉市
珠海低空经济基金群（基金集群）	100	珠海市
湖北长江低空经济产业投资基金（基金集群）	80	湖北省
共青城低空经济产业发展专项基金	50	共青城市
山西省低空经济和通用航空发展基金（基金集群）	50	山西省
贵阳归家高新区低空经济产业基金体系（基金集群）	45	贵阳市

资料来源：华夏时报，中信建投证券

2.2 设立低空经济产业发展公司，协同东菱振动探索低空经济

公司重视低空经济发展机遇，多维度加码低空产业。2024年8月，基于“新兴产业投资运营和产城综合开发服务商”的战略定位，公司出资1亿元设立全资子公司苏州高新低空经济产业发展有限公司，开展相关测试服务业务并规划打造低空经济产业园。设立低空经济公司将从两个方面为公司发展低空经济产业赋能，1)以“园区运营+产业投资”模式推动低空经济相关资源招商及投资，加快公司在低空产业的投资布局。2)依托子公司东菱振动在振动领域的技术及客户资源，开展飞行器测试业务，增厚公司业绩。

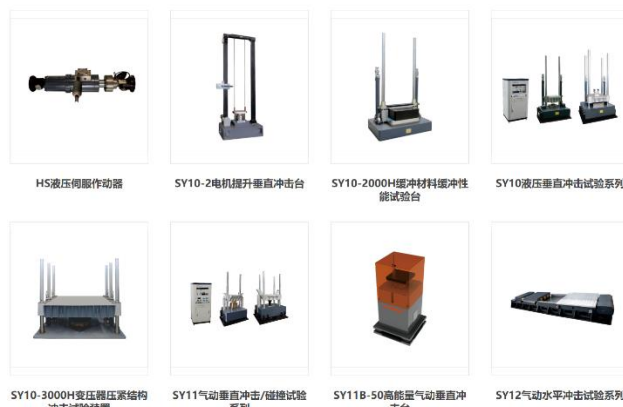
振动试验龙头企业，拟开拓低空飞行器测试业务。苏州高新全资子公司东菱振动是全球知名的环境与可靠性试验系统服务商，主要产品包括电动振动试验台系列、冲击碰撞试验台系列等，客户广泛分布于航天航空、大型船舶、轨道交通、汽车电子等领域。公司先后参与了神舟系列、天宫系列、探月工程、风云系列等国家重大项目的研制建设试验相关配套工作。公司产品优势显著，自主研发的“1000kN 电动振动试验台”可满足我国航空航天、船舶、轨道交通等重大部件乃至整机的可行性试验需求，并在2024年获中国重型机械工业协会认定的重型机械世界之最科技成果。随着我国加快打造低空经济等未来产业，东菱振动将抢抓机遇积极拓展面向低空飞行器的振动测试业务。

图 16:东菱振动电动振动试验系统部分产品



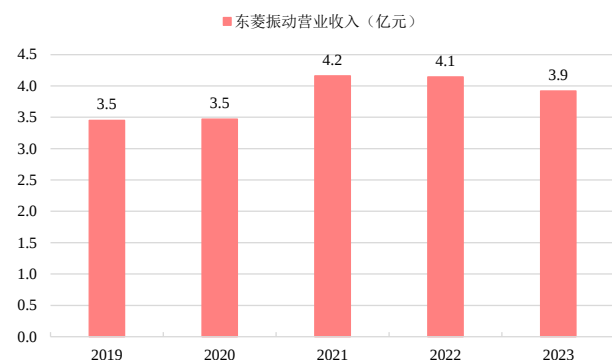
数据来源：东菱振动官网，中信建投证券

图 17:东菱振动冲击-碰撞试验系统部分产品



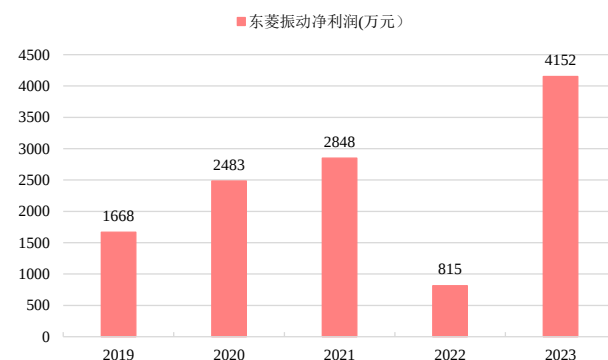
数据来源：东菱振动官网，中信建投证券

图 18:东菱振动营业收入变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 19:东菱振动净利润变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

三、政策力促房地产市场止跌回稳，推动公司消化存量

政策持续用力推动房地产市场止跌回稳。自 2023 年 7 月政治局会议提出我国房地产市场供求关系发生重大变化以来，房地产支持政策不断出台。在 2024 年 9 月底政治局提出要促进房地产市场止跌回稳以来，房地产支持性政策继续加码。在需求端，降低存量房贷利率、统一首付比例、一线城市限购政策优化、降低交易契税等政策陆续出台。在供给端，财政部提出支持专项债回收闲置土地及存量商品房，后者用作各地的保障性住房。住建部提出通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造，且年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。有效响应政治局提出的商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，促进房地产市场止跌回稳。除当前已落地政策外，12 月全国住房城乡建设工作会议提出 2025 年要持续用力推动房地产市场止跌回稳。

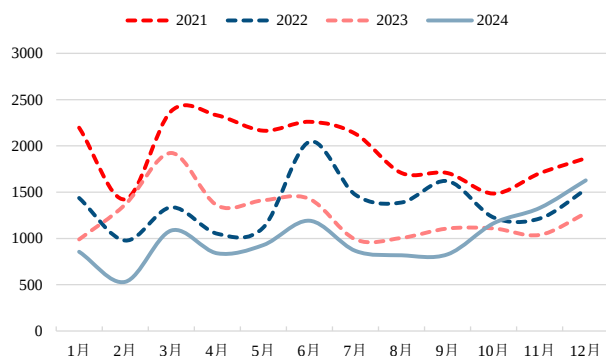
表 6:2024 年 9 月以来房地产行业相关政策一览

时间	单位	主要内容
2024 年 9 月 24 日	中国人民银行	引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。
2024 年 9 月 26 日	政治局	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。调整住房限购政策，降低存量房贷利率。
2024 年 9 月 29/30 日	四大一线城市	北京、上海、深圳限购政策放松，同时优化增值税、房贷政策；广州全面取消限购。
2024 年 10 月 12 日	财政部	支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目；用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。
2024 年 10 月 17 日	住建部	通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造；年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。
2024 年 11 月 13 日	财政部	降低住房交易契税，有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后相关土地增值税做出调整。

资料来源：中国政府网，中信建投证券

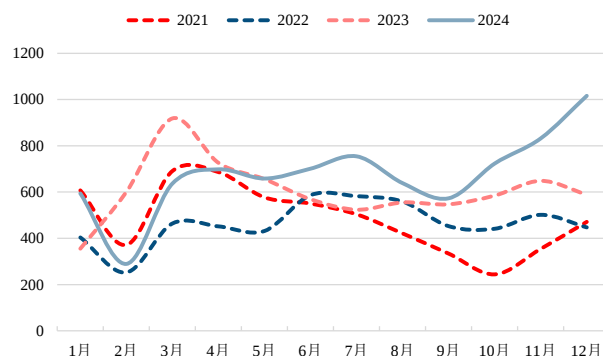
政策刺激效果显著，楼市景气度回升。2024 年 9 月底以来一系列地产政策组合拳有效刺激购房需求，并且本轮楼市热度延续性较此前几轮刺激政策更为持久。据我们统计，2024 年 10 月、11 月、12 月 40 城市新房销售面积分别为 1164/1330/1628 万平，同比增速分别为 5%/28%/28%，较 2022 年同期增速分别为 -5%/9%/7%。二手房方面，2024 年 10 月、11 月、12 月 13 城二手房成交面积分别为 724/832/1016 万平，同比增速分别为 24%/28%/73%，较 2022 年同期增速分别为 64%/66%/127%。12 月当月来看，13 城二手房成交面积创新高，40 城新房成交面积创 2023 年 3 月以来新高，楼市综合景气度较 9 月之前明显回升。

图 20:40 城新房月度销售面积（万平）



数据来源: wind, 中信建投证券

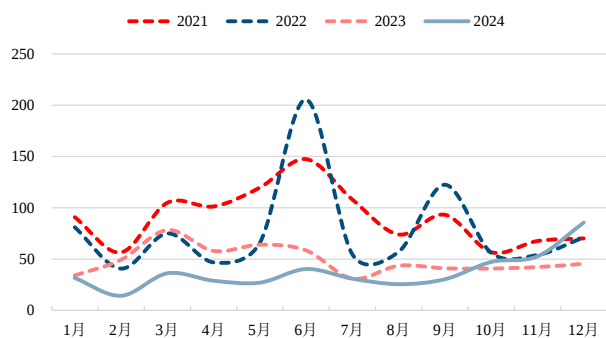
图 21:13 城二手房月度销售面积（万平）



数据来源: wind, 中信建投证券

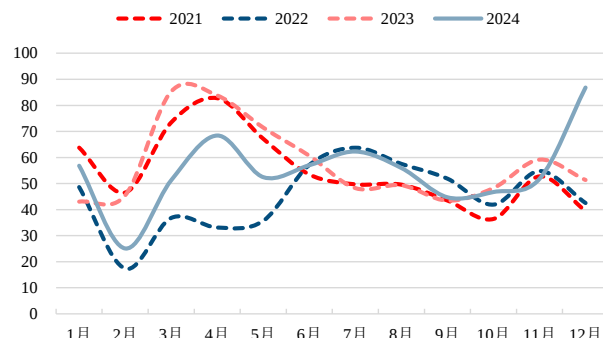
苏州楼市热度渐趋活跃，新房与二手房成交均创阶段性新高。在全国楼市成交热度回暖后，2024 年 10 月以来苏州新房与二手房月度成交量持续上升。10 月以来苏州新房与二手房成交面积连续三月上升。其中 12 月苏州新房成交面积 86 万平，同比增长 88%，二手房成交面积为 87 万平，同比增长 69%。新房单月成交面积为 2023 年 3 月以来新高，二手房成交面积为 2019 年 5 月以来新高。

图 22:苏州新房月度销售面积（万平）



数据来源: 苏州房管局, 中信建投证券

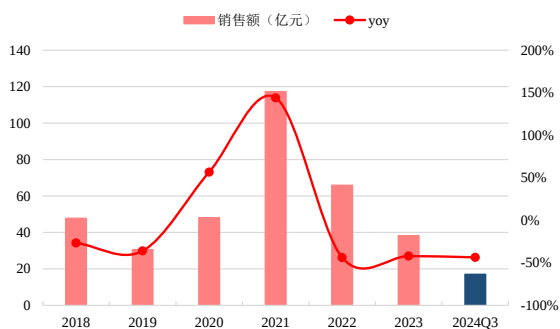
图 23: 苏州二手房月度销售面积（万平）



数据来源: 苏州房管局, 中信建投证券

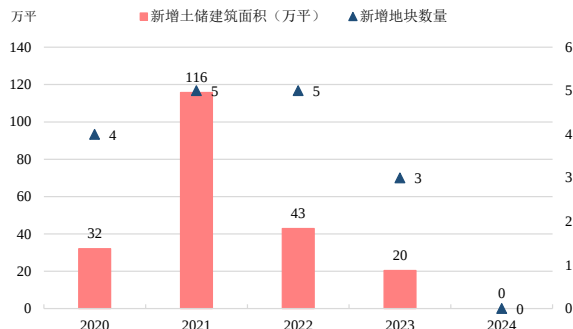
楼市热度回暖加快公司库存去化，推动公司业绩回稳以及向新质生产力投资运营转型。受房地产行业整体影响，公司 2022 年以来商品房销售额下降较多。基于当前行业趋势，公司投资谨慎，拿地节奏放缓，2024 年前三季度公司无新增土地储备。据我们计算，截至 2024 年 6 月底公司可售货值约为 444 亿元，其中权益可售货值约为 362 亿元。在 9 月底以来楼市热度回暖后，包含苏州在内的主要城市楼市成交量上升对于公司加快库存销售产生积极作用。公司去年 11 月开盘的上润璟庭一期项目首日销售 3.9 亿元，首日去化率约 80%，较此前大幅改善。同时商品房成交量回升带动价格降幅边际改善有助于公司计提资产减值降低，对公司业绩产生正面影响。从而推动公司加快布局新质生产力产业投资运营。

图 24:公司商品房销售额变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 25:公司 2024 年无新增土地储备



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：2024 年数据为截至前三季度

表 7:公司开发项目明细

项目	城市	区位	建筑面积 (万平)	业态	平均单价 (元/平)	可售货值 (亿元)	已售货值 (亿元)	预计毛利率
高贤云庭	苏州	常熟市	8.5	住宅	10,400	5.2	3.7	8.5%
澄阳四季云庭	苏州	相城区	11.8	住宅	30,000	35.4		11.7%
尚云庭	苏州	昆山市	14.4	住宅	17,500	19.6	5.7	12.2%
上华璟庭	苏州	高新区	5.6	住宅	36,000	16.0	4.1	16.6%
拾月璟庭	苏州	高新区	12.3	住宅	32,000	37.2	2.2	18.2%
山岚璟庭	苏州	高新区	5.3	住宅	23,000	11.0	1.1	13.0%
铂樾云庭	常州	钟楼区	17.5	住宅	18,500	24.5	7.9	8.1%
雅乐云庭	苏州	高新区	27.1	住宅、商业	27,000	68.7	4.5	13.2%
春熙云庭	苏州	高新区	23.4	住宅、商业	27,000	63.1		13.2%
留云轩	苏州	姑苏区	2.2	住宅	37,500	4.3	4.1	10.3%
东方玖著	滁州	南谯区	29.3	住宅	6,900	12.5	7.7	5.1%
御璟天玺	无锡	滨湖区	9.1	住宅	37,000	0.4	33.2	9.2%
熙境云庭	苏州	高新区	18.4	住宅	28,000	5.9	45.5	11.7%
滨河四季云庭	苏州	高新区	19.1	住宅	38,500	0.2	73.3	7.7%
山樾云庭	苏州	高新区	12.0	住宅	25,000	8.2	21.9	17.7%
山云庭	苏州	高新区	16.4	住宅	25,000	24.1	17.0	19.0%
山云轩	苏州	高新区	8.0	住宅	26,500	4.9	16.4	14.7%
碧水栖庭	徐州	泉山区	6.2	住宅	11,000	5.4	1.4	14.3%
苏地 2022-WG-63 号	苏州	高新区	6.5	住宅	25,000	16.3		13.6%
苏地 2023-WG-62 号	苏州	高新区	6.6	住宅	25,000	16.5		16.0%
苏地 2023-WG-78 号	苏州	高新区	9.4	住宅	31,000	29.1		12.8%
苏地 2023-WG-91 号	苏州	高新区	4.4	商业	15,000	6.6		18.9%

资料来源：公司公告，房天下，中信建投证券

注：剩余可售面积截至2024 年6 月底，东方玖著、御璟天玺、熙境云庭项目为截至2023 年底，平均单价为估算

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.21/3.40/3.88 亿元

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 85.1/94.2/97.4 亿元，同比增速分别为 9.0%/10.7%/3.3%，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.21/3.40/3.88 亿元，同比增速分别为 9.3%/53.7%/14.3%，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.19/0.29/0.34 元。核心假设如下：

1) 公司收入部分主要来源于产城综合开发业务板块中的房地产开发，我们假设公司 2023 年末待结转面积 75%在 2024 年结转，25%在 2025 年结转；未销售部分假设每年去化 20%。

2) 产城综合开发其余业务板块中，环保业务收入假设年增速为 5%，文旅板块收入保持平稳。

3) 公司产业投资聚焦绿色低碳、医疗器械、低空经济等领域，并适度拓展半导体、AI 等前沿产业，我们预计公司 2024-2026 年产业投资业务收入增速为 20%。

4) 产业园运营业务中，随着公司 GLC PARK 二期和医疗器械科技产业园五期后续投入使用，以及招租进一步推进，我们预计 2024-2026 年公司产业园运营业务收入增速为 5%。子公司东菱振动订单平稳增长，预计 2024-2026 年收入同比增长 7%。

表 8:公司分部收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
产城综合开发					
收入（亿元）	99.0	69.7	77.0	85.4	87.6
yoy	-11.8%	-29.6%	10.5%	10.8%	2.7%
毛利率	13.2%	9.4%	10.6%	11.2%	11.5%
产业投资					
收入（亿元）	1.9	1.5	1.8	2.2	2.6
yoy	18.2%	-17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	53.8%	55.8%	55.0%	55.0%	55.0%
产业园运营					
收入（亿元）	5.7	5.9	6.3	6.7	7.1
yoy	29.1%	3.6%	6.3%	6.3%	6.3%
毛利率	40.5%	44.4%	45.0%	45.0%	45.0%
合计					
收入（亿元）	107.2	78.1	85.1	94.2	97.4
yoy	-10.5%	-27.1%	9.0%	10.7%	3.3%
毛利率	15.6%	13.1%	14.1%	14.6%	15.1%

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券

4.2 投资建议：给予买入评级，目标价 7.94 元

首次覆盖给予买入评级。随着 2024 年 9 月底以来一系列地产支持性政策出台，去年 10 月至今楼市整体成交热度回暖，提升公司库存商品房去化节奏，加快公司迈向“新兴产业投资运营和产城综合开发服务商”的战略发展方向。我们看好公司向聚焦医疗器械、绿色低碳、低空经济等新质生产力领域的产业投资转型。我们选取张江高科、东湖高新、南京高科为可比公司，张江高科与东湖高新同样以园区运营与产业投资为主业，南京高科同样处在由开发商向产业投资转型阶段。可比公司 2025 年 PB 一致预期为 1.46 倍，考虑到公司仍有一定存量土储，我们给予公司 20%折扣，即 1.17xPB，对应目标价为 7.94 元。首次覆盖给予买入评级。

表 9:可比公司估值表（截至 2025/1/20）

代码	公司	股价	市值 (亿元)	BPS			PB		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600895.SH	张江高科	25.34	392	8.7	9.4	10.3	2.91	2.68	2.47
600133.SH	东湖高新	9.15	98	8.2	8.5	8.8	1.11	1.08	1.04
600064.SH	南京高科	7.39	128	11.0	11.9	12.8	0.67	0.62	0.58
平均							1.56	1.46	1.36
600736.SH	苏州高新	5.32	61	6.5	6.8	7.1	0.81	0.78	0.75

资料来源: wind, 中信建投证券

注: 可比公司 BPS 为wind 一致预期

风险分析

1、房地产行业复苏不及预期。9月底以来在一系列地产支持性政策刺激下，一二手房楼市景气度高涨。并且本轮政策效果延续性较5月份更好，但是后续楼市热度能否延续至明年存在不确定性。楼市成交热度影响公司商品房销售节奏，若后续新房成交数量下降可能会影响公司销售额从而影响公司业绩。假设2025年苏州商品房销售额同比下降10%/20%/30%，且公司销售额降幅与苏州楼市基本一致，预计公司2025年收入较预测再下降3.9%/7.8%/11.7%。

2、收购江苏国信获取投资收益不及预期。公司本次交易尚需提交公司股东大会审议，江苏国信未来业绩可能受江苏电价波动、煤价波动影响，同时自身经营管理亦有影响，公司业绩存在不确定性，公司投资存在投资收益不及预期的风险。

3、资产减值较多导致业绩亏损的风险。2024年前三季度公司计提资产减值3.7亿元，收购高新万阳增利5.1亿元使公司2024年前三季度保持盈利，但2024年前三季度扣非净利润亏损3.2亿元。苏州房地产市场若继续下行导致房价下跌，公司计提资产减值损失较多会影响公司业绩或导致公司亏损。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	47,134.99	49,184.68	48,265.91	51,259.68	51,641.05
现金	4,171.95	6,126.24	3,831.41	4,241.17	4,381.92
应收票据及应收账款合	703.12	957.96	1,043.76	1,155.38	1,193.73
其他应收款	7,660.97	7,701.51	8,391.27	9,288.70	9,596.96
预付账款	1,885.92	1,714.08	1,867.60	2,067.33	2,135.94
存货	29,540.98	30,377.10	30,838.08	31,972.10	31,714.66
其他流动资产	3,172.06	2,307.79	2,293.79	2,535.00	2,617.85
非流动资产	17,774.11	22,432.75	25,608.66	27,559.68	29,568.23
长期投资	3,526.16	4,213.40	7,117.75	8,417.75	9,857.75
固定资产	4,796.16	5,389.95	5,834.07	6,252.93	6,646.51
无形资产	1,553.34	1,689.87	1,605.38	1,520.88	1,436.39
其他非流动资产	7,898.44	11,139.54	11,051.46	11,368.12	11,627.58
资产总计	64,909.10	71,617.44	73,874.57	78,819.36	81,209.28
流动负债	20,078.09	19,965.97	22,894.16	30,225.30	34,975.47
短期借款	0.00	176.06	4,360.00	9,863.44	14,041.65
应付票据及应付账款合	4,479.51	4,860.23	4,004.93	4,407.07	4,527.71
其他流动负债	15,598.58	14,929.67	14,529.22	15,954.79	16,406.10
非流动负债	28,134.64	33,850.59	32,962.29	30,242.00	27,500.12
长期借款	27,682.30	33,303.25	32,414.95	29,694.66	26,952.78
其他非流动负债	452.34	547.34	547.34	547.34	547.34
负债合计	48,212.73	53,816.56	55,856.45	60,467.30	62,475.59
少数股东权益	7,076.81	7,665.05	7,700.19	7,754.21	7,815.94
股本	1,151.29	1,151.29	1,151.29	1,151.29	1,151.29
资本公积	1,589.68	1,650.58	1,650.58	1,650.58	1,650.58
留存收益	6,878.59	7,333.95	7,516.06	7,795.97	8,115.88
归属母公司股东权益	9,619.56	10,135.83	10,317.93	10,597.85	10,917.75
负债和股东权益	64,909.10	71,617.44	73,874.57	78,819.36	81,209.28

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-4,679.57	-1,516.17	-1,051.75	378.04	1,674.47
净利润	508.96	178.25	256.08	393.62	449.86
折旧摊销	465.01	462.29	496.52	578.98	661.45
财务费用	554.97	492.87	738.42	916.33	1,071.32
投资损失	-272.70	-491.30	-599.93	-895.58	-1,035.58
营运资金变动	-6,032.07	-2,246.76	-2,631.80	-756.31	331.33
其他经营现金流	96.25	88.47	688.97	140.98	196.10
投资活动现金流	-955.92	-2,584.70	-3,761.46	-1,775.41	-1,830.52
资本支出	1,515.83	2,913.83	1,230.00	1,230.00	1,230.00
长期投资	-466.36	-349.62	-2,500.00	-600.00	-600.00
其他投资现金流	-2,005.39	-5,148.91	-2,491.46	-2,405.41	-2,460.52
筹资活动现金流	2,250.30	6,418.56	2,518.39	1,807.13	296.80
短期借款	-39.06	176.06	4,183.94	5,503.44	4,178.22
长期借款	6,906.08	5,620.96	-888.30	-2,720.29	-2,741.88
其他筹资现金流	-4,616.72	621.54	-777.25	-976.02	-1,139.54
现金净增加额	-3,384.81	2,313.58	-2,294.83	409.76	140.75

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,724.17	7,814.38	8,514.25	9,424.82	9,737.60
营业成本	9,049.00	6,790.21	7,313.77	8,048.15	8,268.46
营业税金及附加	47.48	90.39	98.48	109.02	112.64
销售费用	354.16	383.46	340.57	282.74	228.83
管理费用	420.83	386.29	340.57	282.74	292.13
研发费用	26.58	33.13	36.09	39.96	41.28
财务费用	554.97	492.87	738.42	916.33	1,071.32
资产减值损失	-45.94	-82.09	-383.14	-141.37	-146.06
信用减值损失	-59.32	-25.48	-27.77	-30.74	-31.76
其他收益	47.43	65.44	45.84	45.84	45.84
公允价值变动收益	94.08	116.48	150.00	150.00	150.00
投资净收益	272.70	491.30	599.93	895.58	1,035.58
资产处置收益	125.69	49.22	60.38	60.38	60.38
营业利润	705.78	252.90	91.58	725.57	836.92
营业外收入	66.14	27.50	610.00	27.50	27.50
营业外支出	7.88	8.73	8.08	8.08	8.08
利润总额	764.04	271.67	693.50	744.99	856.34
所得税	255.07	93.42	437.42	351.37	406.48
净利润	508.96	178.25	256.08	393.62	449.86
少数股东损益	199.23	-23.82	35.14	54.02	61.73
归属母公司净利润	309.74	202.07	220.94	339.61	388.12
EBITDA	1,784.02	1,226.83	1,928.43	2,240.30	2,589.10
EPS (元)	0.27	0.18	0.19	0.29	0.34

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-9.84	-27.13	8.96	10.69	3.32
营业利润(%)	3.04	-64.17	-63.79	692.26	15.35
归属于母公司净利润	-23.61	-34.76	9.34	53.71	14.29
获利能力					
毛利率(%)	15.62	13.11	14.10	14.61	15.09
净利率(%)	2.89	2.59	2.59	3.60	3.99
ROE(%)	3.22	1.99	2.14	3.20	3.55
ROIC(%)	2.05	0.88	0.43	1.64	1.83
偿债能力					
资产负债率(%)	74.28	75.14	75.61	76.72	76.93
净负债比率(%)	140.81	153.66	182.84	192.44	195.44
流动比率	2.35	2.46	2.11	1.70	1.48
速动比率	0.63	0.74	0.58	0.49	0.43
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.11	0.12	0.12	0.12
应收账款周转率	15.56	8.26	8.26	8.26	8.26
应付账款周转率	2.05	1.42	1.85	1.85	1.85
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.18	0.19	0.29	0.34
每股经营现金流	-4.06	-1.32	-0.91	0.33	1.45
每股净资产	6.27	6.38	6.54	6.78	7.06
估值比率					
P/E	19.77	30.31	27.72	18.04	15.78
P/B	0.85	0.83	0.81	0.78	0.75
EV/EBITDA	21.76	34.59	25.42	23.15	20.61

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

研究助理

王文涛

wangwentao1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk