

房地产

报告日期：2023年11月27日

传统产业园走向产业新城，产业投资带来发展新契机

——产业园专题报告

投资要点

□ 需求发展推动传统产业园走向综合性产业新城

产业园区是众多企业经营和发展的物理空间载体，产业园区模式经过40余年产业园发展历史，园区品质和运营服务面临更高要求，传统产业园面临业务模式升级和转型，我们总结当前产业园的特点如下：

- 1) 产业园区开发往往具有项目体量大、建设业态丰富、开发周期长的特点。
- 2) 受地方产业政策影响较大。产业园区的建造形式和主导产业往往受地方产业特色、产业政策、政府规划等方面的影响。
- 3) 产业集聚效应带动区域经济发展。开发区的主导产业和核心企业落位后，将逐渐产生产业集群效应，形成具有一定地域范围的企业群体。
- 4) 收入来源多元化，产业投资成为新增长极。产业园开发逐步转向园区综合运营，业务由单一的“项目开发及运营”转向“项目开发及运营+增值服务+产业投资”，产业投资为产业园开发公司业绩增长提供了新的业绩增长可能性。
- 5) 收益稳定性决定产业园是良好的REITs标的。产业园区的核心业务之一为园区的开发及运营，往往具有经营波动较小、园区的收入稳定、资产成熟度高的特点，共同决定了产业园区将是REITs市场的重要底层资产，公募基础设置REIT模式为产业园开发商提供了盘活存量资产及快速回笼资金的渠道。

□ 产业园区相关上市企业约35家，上海是产业园房企聚集地

截至2022年底，我国典型的产业园区上市公司的数量约35家，其中，在A股和H股上市的产业园区上市公司共有23家，在新三板挂牌公司12家。产业园企业中央企占比较高，上海是产业园房企深耕城市。从城市分布上来看，A股产业园上市企业均分布在上海、北京等经济较为发达的核心城市。其中，上海市有7家产业园上市公司，是产业园公司所在最多的城市。从企业性质上来看，18家样本企业中，央国企的数量为14家，占比78%。

□ 产业链投资成为推动公司业绩增长的重要因素

产业投资对产业园公司利润贡献重要性增加，园区开发商逐渐转为产业投资商，我们选取5家样本企业分析产业投资特点总结如下：

- 1) 股权投资方向趋同，科创投资成为市场主旋律。从投资领域来看，科创投资已成为市场主旋律，2022年信息技术、半导体、生命医疗、智能制造相关领域投资案例占比已超七成。
- 2) 由传统的“重资产”转为“轻资产”模式，对企业要求更高。产业投资业务具备风险性，对企业投资能力要求较高，要求产业园区开发商对所投资的产业有足够的研究和理解，又要求对投资机制及架构的设计具有严谨的思路和科学论。
- 3) 产业园企业抗周期能力强，产业链投资成为推动公司业绩增长的重要因素。在当前房地产行业基本面向下行区间，产业地产因为主营业务与房地产行业相比受到市场冲击较小，业务收入更加稳健，产业地产抗周期能力较强。产业园企业产业投资业务可能成为未来业绩的主要增长点，也成为公司估值提升的重要驱动因素。

□ 风险提示：产业园同质化竞争现象严重；招商不及预期，园区空置率提升；产业关联度不高，持续发展动力不足；产业投资获取收益波动风险增加。

行业评级：看好(维持)

分析师：杨凡
执业证书号：S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

研究助理：吴贵伦
wuguilun@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《三部门引导信贷均衡投放，一视同仁支持房企融资》
2023.11.21
- 2 《2024年房地产行业风险排雷手册》
2023.11.19
- 3 《拨云见日，革故鼎新》
2023.11.15

正文目录

1 产行园概况：需求发展推动传统产业园走向综合性产业新城	4
1.1 产业园分类及模式：分类方式多样，政府主导模式较为常见.....	4
1.2 产业园发展趋势：功能和结构更为复合，转向综合城区.....	4
1.3 产业园经营模式：开发商进入多元化经营时代.....	6
2 产业园上市公司情况梳理：产业园区相关上市企业约 35 家，上海是产业园房企聚集地	6
3 典型产业园上市公司产业投资板块相关分析	8
3.1 张江高科：转型产业投资近十年，持股光刻机龙头企业.....	8
3.2 中新集团：“基金&科创直投”两翼齐飞，紧扣“专精特新”企业赋能.....	11
3.3 苏州高新：“直投+基金+资管计划”多模式投资驱动.....	14
3.4 南京高科：21 年起投资收益显著提升，四大投资平台在投项目潜力可期.....	17
3.5 东湖高新：“中国光谷”开发主体，产业园投资遍布全国.....	20
4 总结：经营模式多样化，产业投资成为新增长极	22
4.1 产业园现状小结：走向产城一体，经营模式多样化.....	22
4.2 产业园企业产业投资特点小结：产业链投资成为推动公司业绩增长的重要因素.....	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 产业园运营模式之政府主导模式.....	4
图 2: 2019-2022 营业收入构成 (业务分类)	9
图 3: 2018-2023H1 张江高科投资收益及占营业利润比例.....	9
图 4: 2021-2023H1 张江高科产业投资规模	10
图 5: 2018-2023H1 公司直投及参投情况	10
图 6: 2021-2023H1 中新集团营业收入构成 (业务分类)	12
图 7: 2018-2023H1 中新集团投资收益及占营业利润比例.....	12
图 8: 2021-2023H1 中新集团基金投资情况	12
图 9: 2021-2023H1 中新集团科创直投情况	12
图 10: 2019-2022 年苏州高新营业收入构成 (业务分类)	15
图 11: 2018-2023H1 苏州高新投资收益及占营业利润比例.....	15
图 12: 2022-2023H1 苏州高新累计产业投资规模	15
图 13: 2019-2022 年南京高科营业收入构成	18
图 14: 2018-2023H1 南京高科投资收益及占营业利润比例.....	18
图 15: 2021-2023H1 南京高科对外股权投资金额	18
图 16: 2021-2023H1 南京高科主要基金累计对外投资规模.....	18
图 17: 2019-2022 年东湖高新营业收入构成	20
图 18: 2021-2023H1 南京高科主要基金累计对外投资规模.....	20
图 19: 2021-2023H1 东湖高新对外投资金额	21
表 1: 从中国产业园区到产业新城发展的四个阶段.....	5
表 2: 部分产业园相关政策	5
表 3: 产业园运营企业主要收入来源	6
表 4: 部分产业园相关上市公司名单	7
表 5: 样本企业 (A 股产业园上市企业) 城市分布	7
表 6: 样本企业经营与估值情况.....	7
表 7: 样本企业投资收益情况	8
表 8: 张江高科部分参投公司情况	11
表 9: 2022 年及 2023H1 中新集团部分认缴基金情况	13
表 10: 中新集团部分参投公司情况	14
表 11: 苏州高新部分已投企业.....	16
表 12: 2022-2023H1 苏州高新设立基金情况	16
表 13: 苏州高新部分参投公司情况	17
表 14: 南京高科旗下四大投资平台投资项目主要上市进展情况 (截至 2023 年 6 月末)	19
表 15: 东湖高新部分投资项目情况	22
表 16: 部分典型产业园公司估值情况	23

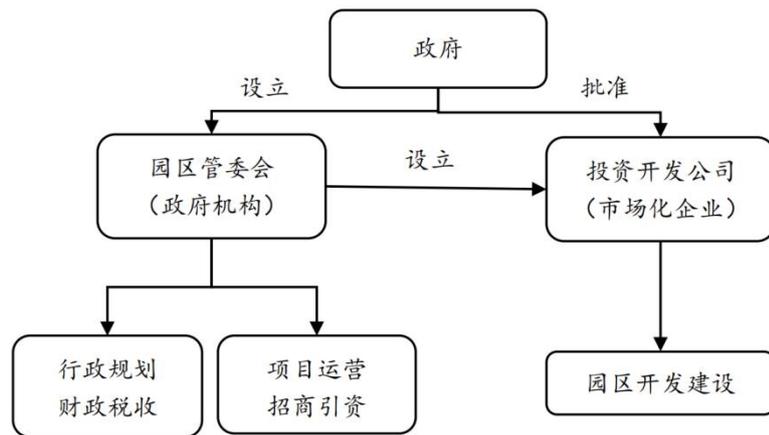
1 产行园概况：需求发展推动传统产业园走向综合性产业新城

1.1 产业园分类及模式：分类方式多样，政府主导模式较为常见

产业地产发展历史悠久。产业园是集新体制、新技术、新经济为一体的创业单元或经济单元。产业园最早以工业集中地的形式出现，以 1979 年设立的深圳蛇口工业区为雏形，旨在为开展加工贸易提供特定的集中空间载体。

园区分类方式多样，政府主导模式较为常见。当前我国产业园数量众多、分布广泛、类别齐全，可根据产业园功能、开发和运营主体、园区登记三个方面进行分类。根据产业园功能的不同，现阶段产业园区大体上分为科技园、一般工业园区、专业园区三大类。根据开发与运营主体的不同，产业园区的开发模式可分为：政府主导模式、企业主导模式、政府与企业联合模式。当前我国较为常见的模式为政府主导模式，即通过地方政府在园区设立产业园区管理委员会，管委会通过下设投资开发公司负责园区基础设施建设，例如苏州中新工业园和上海张江高科技园区。根据园区等级不同，可以分为一级园区及二级园区。其中一级园区主要包括政府各类开发区，包括国家级经济技术开发区、国家级高新区，国家级新区，以及产业新城和产业小镇。二级园区类型较为丰富，包括促进当地产业发展的政府主导型园区、以租/售为收入来源的产业地产商以及完善产业链所需上下游的实体企业主导型。

图1：产业园运营模式之政府主导模式



资料来源：东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金招募说明书，浙商证券研究所

对经济贡献规模占比较大，22 年国家级经开区及高新区贡献 25% 的 GDP。根据商务部公布的 2022 年国家级经济技术开发区主要经济指标情况，2022 年全国 230 个国家级经开区实现地区生产总值 15 万亿元，占国内生产总值比重为 11.4%。根据科技部副部长吴朝晖回答媒体关于国家高新区和自创区建设相关提问，2022 年高新区、自创区贡献了占全国 13.6% 的 GDP。国家级经开区及高新区合计为国家贡献 25% 的 GDP。

1.2 产业园发展趋势：功能和结构更为复合，转向综合城区

产业园发展模式随经济增长逐渐升级，产业园区转向综合城区。根据中指研究院的研究，我国产业园从最初传统的产业园区发展到产业新城，共经历了四段发展历程(请见表 1)。随着经济结构的战略性调整，以及科学技术的不断发展，园区承载的功能日益多元化，越来越多的城市要素和生产活动在园区内并存聚集，逐渐推动产业园区的城市化进程及园区经济与城区经济相融合，产城一体化进程加快。

产业园区的功能和结构更为复合、全面，对产业服务的配套要求也更为精细化、多元化。产城一体化的背景下，产业内容上由传统的纺织、煤炭、钢铁、机械等工业产业逐渐向先进制造业、生物医药制造、高新技术产业等新兴产业转变。建筑模式上，产城园区逐渐成为集住宅、写字楼、商业、休闲、娱乐于一体的城市综合体，聚集了更多的常住人口，将产城关系融合在一起。

表1: 从中国产业园区到产业新城发展的四个阶段

园区阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间范围	1978-1991	1992-2000	2001-2008	2009 至今
主要事件	改革开放，开放经济特区，创建工业开发区	邓小平南巡讲话，高新技术开发区兴起	加入 WTO，世界工厂形成，国际竞争加剧	积极推进城镇化，实施创新驱动发展战略
代表项目	蛇口工业园	深圳科技工业园	大连软件园	固安产业新城
代表案例发展特点	初期依托特殊政策和香港出口加工基地转移的时机发展成以外资(港资)企业为主的低端制造业加工基地	依托中科院系统科研与开发优势，开拓发展高新技术产业，打造成为生产、科研、教育于一体的综合基地	依靠其内生动力和技术创新实现产业升级，打造结构和功能复合化、立体化的产业园区，城市发展更加注重人的感受	复合规划各大功能区域，使得各区域之间混合生长、协同发展，让生产和生活有机结合，形成一个现代化的产业新城

资料来源：中指研究院，浙商证券研究所

政策支持持续增加，十四五规划国家高新区产值占比再度提高。自 2003 年以来，我国接连出台多个监管文件与行业政策推动产业园行业的发展。2014 年 11 月，国务院办公厅颁发《国务院办公厅关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》，以国家级经济技术开发区为试验田、排头兵，对开发区转型升级、创新发展进行探索。2017 年，国家鼓励建设和创办小型微型企业创业基地、孵化基地，为小型微型企业提供生产经营场地和服务。2022 年 11 月，科技部发布《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》，提出到“十四五”末，国家高新区数量达到 220 家左右，国家级高新区园区生产总值占全国的比重由 2020 年的 13.3% 提升至 15%。

表2: 部分产业园相关政策

序号	时间	主要政策	核心内容
1	2003 年 7 月	《国务院办公厅关于暂停审批各类开发区的紧急通知》	暂停审批新设立和扩建各类开发区，包括经济技术开发区、高新技术产业开发区、旅游度假区、商贸开发区、工业园、创业园、软件园、环保产业园和物流产业园等各级各类开发区。国家级开发区确需扩建的，须报国务院审批。
2	2007 年 4 月	国家发展改革委会同国土资源部、建设部上报国务院《全国各类开发区清理整顿工作总结报告》	《报告》指出国家只保留三类开发区，即综合性经济开发区、高新技术产业区和特色产业园区。在每个县、县级市和城市远郊区原则上只保留一家开发区。
3	2012 年 10 月	商务部发布《国家级经济技术开发区和边境经济合作区“十二五”发展规划（2011-2015 年）》	《规划》指出，东部沿海地区的国家级开发区要率先转变经济发展方式，坚持高端发展的战略取向，进一步提高对外开放水平，着力提升科技创新能力，着力发展战略性新兴产业，打造若干规模和水平居世界前列的先进制造业基地，建设一批主体功能突出、辐射带动能力强的现代服务业集聚区。
4	2014 年 11 月	国务院办公厅颁发《国务院办公厅关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》	以国家级经济技术开发区为试验田、排头兵，对开发区转型升级、创新发展进行探索。
5	2016 年 12 月	国务院印发《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	鼓励战略性新兴产业向国家级新区等重点功能平台集聚。推动签署落实政府间新兴产业和创新领域合作协议，建设双边特色产业国际合作园区，引导龙头企业到海外建设境外合作园区。
6	2017 年 2 月	国务院发布《国务院办公厅关于促进开发区改革和创新发展的若干意见》	《意见》指出要强化开发区精简高效的管理特色，创新开发区运营模式，以改革创新激发新时期开发区发展的动力和活力。
7	2017 年 9 月	第十二届全国人民代表大会常务委员会通过《中华人民共和国中小企业促进法》	国家鼓励建设和创办小型微型企业创业基地、孵化基地，为小型微型企业提供生产经营场地和服务。
8	2019 年 5 月	国务院发布《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》	《意见》指出着力推进国家级经开区开放创新、科技创新、制度创新，提升对外合作水平、提升经济发展质量，打造改革开放新高地。
9	2022 年 11 月	科技部发布《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》	到“十四五”末，国家高新区数量达到 220 家左右，实现东部大部分地级市和中西部重要地级市基本覆盖。“十四五”国家高新区发展预期性目标中，到 2025 年，园区生产总值占全国的比重由 2020 年的 13.3% 提升至 15%。

资料来源：国务院、科技部、商务部，浙商证券研究所

1.3 产业园经营模式：开发商进入多元化经营时代

产业园转向多元化经营，增值服务及产业投资业务逐渐增加。在业务方向上，产业园开发企业早期以传统的项目开发和销售和为主，但随着①可供开发的产业园用地逐渐饱和，园区进入存量运营模式及②园区开发的利润率逐渐下降，重资产模式下资金压力和经营风险增加，产业园企业开始逐步转向园区综合运营业务，由单一的“项目开发及运营”转向“项目开发及运营+增值服务+产业投资”，产业园区进入多元化经营时代。在收入结构上，传统模式下开发物业的销售及出租是产业园开发商最主要的收入来源，但由于仅依赖传统重资产项目规模扩张的盈利模式持续受到冲击，增值服务及产业投资业务逐渐增加。

表3：产业园运营企业主要收入来源

业务类型	收益来源	内容
项目开发及运营	物业出售	园区内可售业态（包括商业、办公等业态）的销售收入
	物业出租	工业厂房、办公楼、商业楼等持有业态的租金收入
	物业管理	向租户收取物业管理费、水电费、停车费等基本服务费用
	土地增值	土地增值收益和一级开发土地的转让收益
	公募 REITs	委托证券公司等专业机构，盘活存量资产，以设立专项资产管理计划等形式，通过二级市场以特定价格进行募资，获得股权出让收益
增值服务	融资服务	为企业引入战略投资者，或者提供上市辅导，又或者提供贷款担保等
	技术服务	可以为企业通过技术和管理的平台取得收入，如公共技术平台等
	专业服务	向入园企业提供工商咨询、人力资源、法律等专业服务，获取咨询性、服务性收入
	生活服务	通过餐饮、娱乐、购物、医药等生活配套服务
产业投资	股权投资	园区建立或控股专业型的产业投资机构，开展项目投资；或者利用孵化器对进驻的高成长性企业开展股权投资，促进企业成长并获取长期收益
	投资基金	布局投资基金，通过投资基金专业化投资，获取投资收益

资料来源：浙商证券研究所

2 产业园上市公司情况梳理：产业园区相关上市企业约 35 家，上海是产业园房企聚集地

截至 2022 年底，我国典型的产业园区上市公司的数量约 35 家，其中在 A 股和 H 股上市的产业园区上市公司共有 23 家，在新三板挂牌公司 12 家。在 A 股共有 18 家产业园上市公司，包括：张江高科、东湖高新、南京高科、苏州高新、中新集团等以产业园业务为主的上市公司，以及华夏幸福、招商蛇口等具有产业园区业务的综合性上市房企。

产业园企业中央国企占比较高，上海是产业园房企深耕城市。从城市分布上来看，A 股产业园上市企业均分布在上海、北京等经济较为发达的核心城市。其中，上海市有 7 家产业园上市公司，是产业园公司所在最多的城市。从企业性质上来看，18 家样本企业中，央国企的数量为 14 家，占比 78%。

表4: 部分产业园相关上市公司名单

序号	简称	股票代码	企业类型	地区	上市时间	序号	简称	股票代码	企业类型	地区	上市时间
1	华夏幸福	600340.SH	民企	廊坊	2011年	10	电子城	600658.SH	国企	北京	2009年
2	招商蛇口	001979.SZ	央企	深圳	2015年	11	海泰发展	600082.SH	国企	天津	1997年
3	苏州高新	600736.SH	国企	苏州	1996年	12	空港股份	600463.SH	国企	北京	2004年
4	外高桥	600648.SH	国企	上海	1993年	13	市北高新	600604.SH	国企	上海	2012年
5	东湖高新	600133.SH	国企	武汉	1998年	14	中新集团	601512.SH	中外	苏州	2019年
6	上海临港	600848.SH	国企	上海	2015年	15	锦和商管	603682.SH	民企	上海	2020年
7	浦东金桥	600639.SH	国企	上海	1993年	16	德必集团	300947.SZ	民企	上海	2021年
8	南京高科	600064.SH	国企	南京	1997年	17	荣盛发展	002146.SZ	民企	廊坊	2007年
9	张江高科	600895.SH	国企	上海	1996年	18	力合科创	002243.SZ	国企	深圳	2019年

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表5: 样本企业(A股产业园上市企业)城市分布

城市	上海	北京	深圳	苏州	廊坊	武汉	天津	南京
产业园上市公司数量(个)	7	2	2	2	2	1	1	1

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表6: 样本企业经营与估值情况

序号	简称	2022年				2023H1				估值情况(2023.10.31)		
		营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值 (亿元)	PE (倍)	PB (倍)
1	华夏幸福	319.42	15.83	16.17	3.33	106.2	-12.7	12.9	-11.5	73.58	5.83	0.84
2	招商蛇口	1830.03	42.64	19.25	4.97	514.4	21.5	16.3	7.4	1000.32	19.71	1.04
3	南京高科	44.82	24.0	18.6	55.3	27.7	11.6	11.2	42.1	106.42	4.88	0.61
4	苏州高新	107.24	3.10	15.62	4.75	51.5	2.3	11.1	6.1	55.49	14.3	0.75
5	张江高科	19.07	8.2	62.1	41.3	5.4	3.9	66.6	73.0	370.91	43.7	3.11
6	力合科创	26.18	4.2	29.3	19.9	11.3	2.2	23.5	21.2	93.46	17.92	1.33
7	中新集团	47.42	16.1	57.6	46.0	19.1	7.7	52.5	47.4	122.61	7.64	0.88
8	东湖高新	139.86	5.79	12.61	5.02	63.5	1.0	11.2	2.6	84.75	16.56	1.22
9	上海临港	59.99	10.09	54.74	22.45	20.8	5.5	67.3	36.0	270.66	26.47	1.57
10	浦东金桥	50.53	15.84	68.59	30.72	48.5	15.1	75.8	30.8	126.16	5.89	0.90
11	电子城	51.5	5.9	35.7	11.6	22.4	1.1	29.4	5.9	49.78	8.90	0.66
12	外高桥	90.58	12.41	33.71	13.85	38.5	5.2	38.0	13.7	121.71	11.58	0.99
13	市北高新	12.63	0.8	47.1	7.8	5.3	-0.3	33.8	-3.7	86.17	518.45	1.32
14	空港股份	6.53	-0.3	20.6	-8.2	2.4	-0.5	7.5	-26.0	27.18	-22.89	2.41
15	德必集团	7.79	0.3	41.5	4.1	5.2	0.1	31.1	2.1	23.06	2508.05	1.75
16	海泰发展	4.93	0.1	21.0	2.1	2.4	-0.2	7.7	-7.4	21.45	207.35	1.25
17	锦和商管	8.82	1.0	40.6	9.3	5.0	0.9	30.3	15.7	27.78	26.35	2.49
18	荣盛发展	317.93	-163.1	2.4	-58.0	228.2	1.1	17.8	2.6	85.66	-0.65	0.37

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 典型产业园上市公司产业投资板块相关分析

产业投资对产业园公司利润贡献重要性增加，园区开发商转为产业投资商。产业园区运营行业具有“提供增值服务、长期稳定回报”的特性。随着园区开发中的优惠政策对投资者的吸引力不断减弱、园区开发逐渐趋于成熟增量空间减小，园区的配套环境、配套服务、配套产业等因素重要性逐渐凸显。产业园区是新兴产业的聚集地，汇聚众多优质企业及高潜力企业，产业园区对潜力公司的投资收益越来越成为园区利润的重要来源。

我们综合 2023 年上半年各产业园区开发公司的运营情况，将投资收益占营业利润比例进行分析。因华夏幸福出现债务违约，招商蛇口的投资收益和产业园相关性不高，因此我们最终选择 5 家企业：南京高科、苏州高新、张江高科、中新集团及东湖高新。

表7：样本企业投资收益情况

序号	简称	企业类型	地区	2022 年			2023H1		
				投资收益 (亿元)	营业利润 (亿元)	投资收益/营业 利润 (%)	投资收益 (亿元)	营业利润 (亿元)	投资收益/营业 利润 (%)
1	华夏幸福	民企	北京	262.68	67.19	390.95%	42.7	-24.5	-174.76%
2	招商蛇口	央企	深圳	20.17	153.60	13.13%	14.7	49.0	29.99%
3	南京高科	国企	南京	24.1	26.5	90.75%	11.4	11.6	98.79%
4	苏州高新	国企	苏州	2.73	7.06	38.67%	3.9	3.7	107.10%
5	张江高科	国企	上海	1.2	10.0	11.89%	3.3	5.1	64.50%
6	力合科创	国企	深圳	2.4	6.2	38.36%	2.2	2.7	82.29%
7	中新集团	国企	苏州	3.9	28.5	13.62%	2.1	11.3	18.88%
8	东湖高新	国企	武汉	0.80	9.27	8.63%	0.7	2.1	34.12%
9	上海临港	国企	上海	1.50	18.07	8.30%	0.7	10.0	7.22%
10	浦东金桥	国企	上海	1.24	20.87	5.94%	0.3	20.1	1.69%
11	电子城高科	国企	北京	0.2	7.1	3.09%	0.1	1.8	5.49%
12	外高桥	国企	上海	4.88	16.48	29.61%	0.1	6.6	1.22%
13	市北高新	国企	上海	0.2	1.5	13.64%	0.1	-0.1	-63.64%
14	空港股份	国企	北京	0.0	-0.4	8.57%	0.0	-0.6	-5.00%
15	德必集团	民企	上海	0.1	0.4	14.29%	0.0	0.2	13.33%
16	海泰发展	国企	天津	0.0	0.2	0.00%	0.0	-0.2	-5.88%
17	锦和商管	民企	上海	-0.1	0.6	-21.67%	0.0	0.8	-1.25%
18	荣盛发展	民企	廊坊	-5.1	-176.0	2.89%	-0.8	9.6	-8.35%

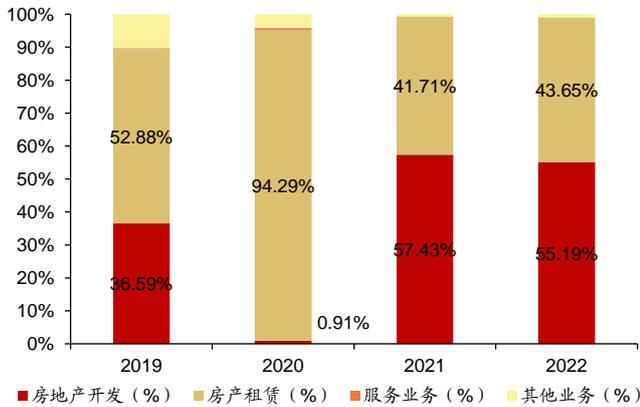
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 张江高科：转型产业投资近十年，持股光刻机龙头企业

上海张江高科技园区开发股份有限公司（下称“张江高科”）是张江科学城重要开发主体，2023H1 投资收益占营业利润比例达 65%。张江高科是一家从事产业地产营运、高科技产业整合、提供科技金融集成服务的创业服务业集成商。张江高科的实际控制人是上海市浦东新区国有资产管理委员会，持股占比为 50.75%（截至 2023 年 6 月 30 日）。张江高科是上海科创中心核心承载区张江科学城的开发主体，业务区域聚焦于上海张江科学城，业务范围以园区开发、园区服务、产业投资为主，2022 年房地产开发和房产租赁分别占总营收的

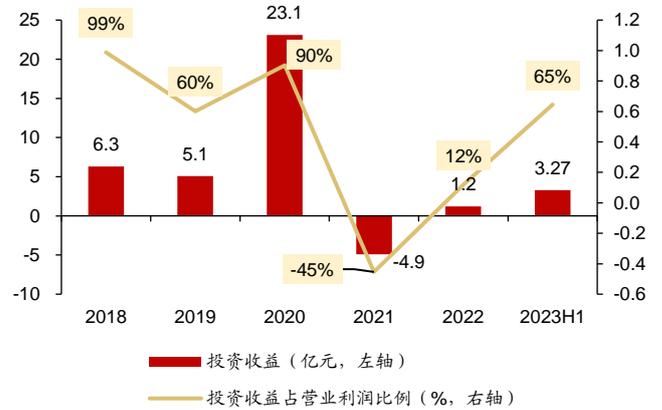
55.2%、43.6%。张江高科的投资为公司带来了丰厚的投资收益，2018-2023H1 公司的投资收益累计约 34.1 亿元，占比张江高科同期营业利润比例为 51.5%，2023H1 张江高科产业投资表现亮眼，净投资收益为 3.27 亿元，投资收益占营业利润比例达到 65%。

图2：2019-2022 营业收入构成（业务分类）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图3：2018-2023H1 张江高科投资收益及占营业利润比例



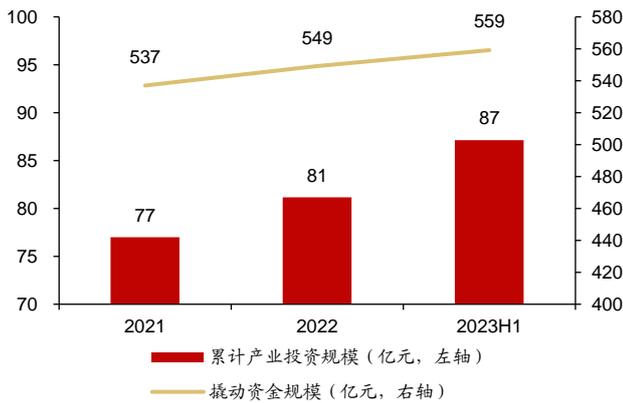
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

转型产业投资近十年，“新三商”战略先发优势明显。张江高科最先于 2006 年提出“一体两翼”模式，开始以地产开发为主体，提供现金流来探索产业服务和产业投资的发展模式。相较于国内其他产业园，张江高科的业务转型起步较早，这也为后期张江高科的投资业务快速发展打下基础。2014 年，张江高科提出“新三商”战略，再次升级产业园区定位向科技投行发展，将浅层次的园区服务推动至更深层次的产业投资。

政府引导投资方向，聚焦于集成电路、生物医药及人工智能等领域。2021 年上海市政府强调深度发展对产业园区未来发展的价值，提出了上海浦东“一核、五中心、多领域”的“1+5+N”的立体化新格局，明确以张江科学城作为浦东人工智能核心区，带动保税区、金桥、临港等区域的人工智能产业发展。同年，浦东新区政府印发《浦东新区推进张江科学城创新发展实施意见》的通知，提出在集成电路、生物医药、人工智能等关键重点领域，按照有关规定落实相关税收优惠政策支持相关领域发展。

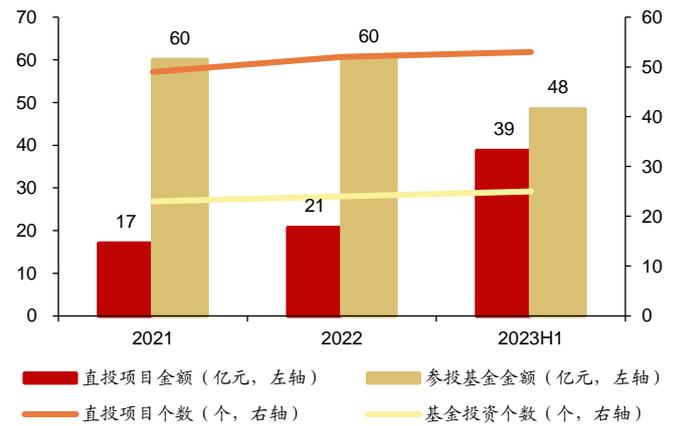
“直投+基金+孵化”综合服务，2023H1 投资规模升至 87 亿元。2021 年以来在政府的引导下，公司的投资策略更加明确。投资方式上，张江高科以“直投+基金+孵化”综合服务为主。投资方向上，张江高科坚持浦东新区“六大硬核产业”的发展部署，打造“2+2+X”产业体系：第一个“2”是指以集成电路、人工智能为 2 大主导产业，第二个“2”是指以创新药械、数字经济为 2 大重点产业，“X”是指以未来车、航空航天、量子信息、类脑智能、基因技术、前沿新材料、能源与环境等为拓展产业，构建集成电路、生物医药、人工智能等具有全球竞争力的硬核主导产业集群。截至 2023 年 6 月末，张江高科累计产业投资规模已达 87.13 亿元。其中，直投项目 53 个，投资金额 38.69 亿元；参与投资的基金 25 个，认缴出资 48.44 亿元，撬动了 559.14 亿元的资金规模。

图4：2021-2023H1 张江高科产业投资规模



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：2018-2023H1 公司直投及参投情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

已投资项目表现优异，未上市项目发展潜力巨大。自2014年提出“新三商”策略以来，经过近十年的发展，张江高科已经积累了一批经验丰富的产业投资团队，部分所投资的项目市场表现优异且具有较高的发展潜力。根据张江高科年报披露，部分已投资项目在市场上表现突出，例如唯捷创芯、英集芯、赛微电子、云从科技、益方生物和联影医疗等均在科创板上市。此外，我们认为值得注意的是，部分已投公司虽然暂未上市，但发展潜力巨大，且估值溢价明显，长期来看有助于推升张江高科的营业利润及公司市值。截止2023年末，张江高科直投资项目达53个，参投基金达25个，由于张江高科投资项目众多，在此，我们选取公司3个典型的已投未上市公司进行案例分析，分别包括智己汽车、微装公司及登临科技：

1) 智己汽车：高端智能纯电动汽车品牌。2020年12月，张江高科、上汽集团和阿里巴巴集团共同打造的全新用户型汽车科创公司智己汽车科技有限公司（智己汽车）成立，其中张江高科认缴出资18亿元，通过持股公司对智己汽车间接持有18%股份。根据上汽集团官网信息，2022年8月1日，智己汽车公布首款旗舰车型智己L7累计向用户交付1,051台，成为国内35万元以上豪华纯电车型中累计交付量最快破千车型。同时，智己汽车宣布完成A轮股权融资协议签署，智己汽车估值约300亿元。根据天眼查信息，截至2023年10月30日，张江高科通过持股公司间接对智己汽车持股16.6%，按照智己汽车A轮估值，张江高科投资股权部分升值到约50亿元。

2) 微装公司：国内唯一光刻机生产公司，成长价值可期。2016年4月，张江高科参与了上海微电子装备有限公司（微装公司）的A轮融资，投资金额为2.23亿元。截至2023年10月31日，张江高科通过全资子公司上海张江浩成创业投资有限公司（张江浩成），间接持股微装公司10.8%的股权。微装公司是国内唯一一家研发、生产以及销售高端光刻机的龙头企业，也是全球第四家生产IC前道光刻机的企业，在先进封装光刻机等领域，在国内的市场份额已经超过80%，全球市场占有率为40%，发展潜力巨大。从可比公司来看，在美股上市的光刻机巨头阿斯麦（ASML）公司市值为2363亿美元（10月31日），约合1.7万亿元（10月平均美元汇率为7.3）。

3) 登临科技：国内首家在自主创新的基础上实现规模化商业落地的通用GPU企业。2020年张江高科完成对上海登临科技有限公司（登临科技）的投资，投资金额4000万元，持股比例为4.1%。2017年登临科技成立，从事高性能通用计算平台的芯片研发、技术创新及平台化基础系统软件设计，是国内首家在自主创新的基础上实现规模化商业落地的通用GPU企业。根据天眼查消息，2023年7月7日，获得中国互联网投资基金独家投资，登临

科技已经先后经历了共 6 轮融资。根据新财富发布的 2022 年半导体独角兽 TOP50 榜单，登临科技估值约 150 亿元。截至 2023 年 10 月 30 日，张江高科通过子公司持股公司 1.3% 的股权比例，按照登临科技最新估值，张江高科持股部分价值约为 2 亿元。

以上三家公司中智己汽车及登临科技预计为张江高科带来的股权价值为 52 亿元，除以上我们认为张江高科比较重要的投资外，张江高科还有许多其他投资，投资金额大约为 67 亿元（截止 2023H1 总投资 87 亿元减去以上三个公司合计 20.7 亿元的总投资），我们认为公司将陆续进入到投资企业的价值兑现期，公司投资收益具备增长空间。

表8：张江高科部分参投公司情况

公司	所属行业	持股比例 (2023.10.30)	公司主营业务	投资金额 (亿元)	最新估值情 况 100%股权 (亿元)	对应张江高科股权比 例的价值 (亿元)	备注
智己汽车	汽车	16.6%	用户型汽车科 创公司	18	300	50	根据 2022 年 A 轮融资协议，估值近 300 亿元
上海微电子装备公司	芯片	14.2%	半导体、光刻机	2.32	-	-	可比公司阿斯麦 (ASML) 10 月 30 日市值约为 1.7 万亿元
登临科技	人工智能	1.3%	提供以芯片为 核心的系统解 决方案	0.4	150	2	根据新财富发布的 2022 年半导体独角兽 TOP50 榜单，登临科技估值约 150 亿元
合计				20.72		-	

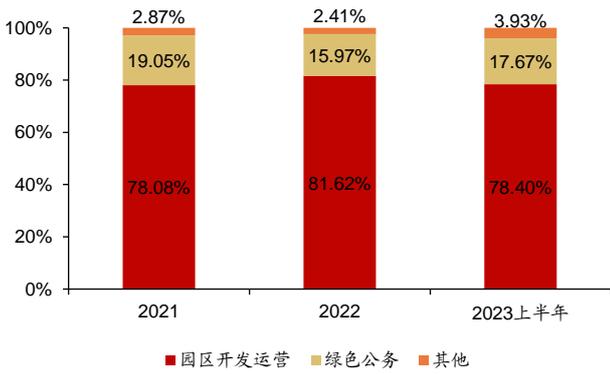
资料来源：公司公告，新财富，天眼查，上汽集团官网，浙商证券研究所；注：不考虑 IPO 对股权摊薄比例。

3.2 中新集团：“基金&科创直投”两翼齐飞，紧扣“专精特新”企业赋能

中新合作苏州工业园开发主体，发挥中新合作品牌优势。中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（下称“中新集团”）是中国和新加坡两国共同成立的苏州工业园开发主体。1994 年 2 月苏州工业园区设立，同年 8 月中新集团成立，作为中新两国合作载体和苏州工业园区开发主体。中新集团的实际控制人是苏州中方财团控股股份有限公司（中方财团）和 SINGAPORE-SUZHOU TOWNSHIP DEVELOPMENT PTE LTD（新方财团），截至 2023 年 6 月 30 日，中方财团和新方财团对中新集团持股比例分别为 46.8% 和 25.2%。中新集团管理团队背景多元，由中国和新加坡两国共同组成，在业务上充分借鉴新加坡园区的开发经验，按照“先规划后建设，先地下后地上”的原则，践行亲商服务理念，形成“产城融合、区域一体”的城市发展架构，发挥独特的中新合作品牌优势。

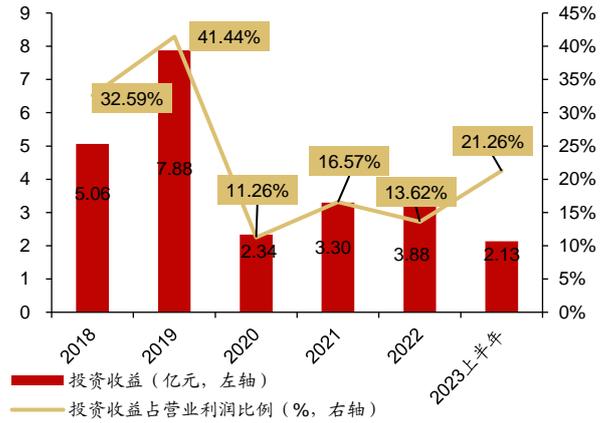
园区开发营收占比近八成，产业投资为中新集团三大业务之一。2021 年中新集团将原两翼板块之一的区中园业务纳入主体板块范畴，将产业投资从此前园区开发的一个业务节点提档升级为两翼支撑板块之一，重新确定了“**以园区开发运营为主题板块，以产业投资和绿色能源为两翼支撑板块**”的“一体两翼”新发展格局。2023 上半年园区开发运营和绿色公务业务分别占中新集团总营收 78.40% 和 17.67%。产业投资板块方面，2018-2023H1 中新集团的投资收益累计约 24.59 亿元，占比公司同期营业利润比例平均为 22.79%。2023H1 中新集团产业投资收益为 2.13 亿元，同比增长 37.29%，投资收益占营业利润比例达到 21.26%。

图6：2021-2023H1 中新集团营业收入构成（业务分类）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图7：2018-2023H1 中新集团投资收益及占营业利润比例

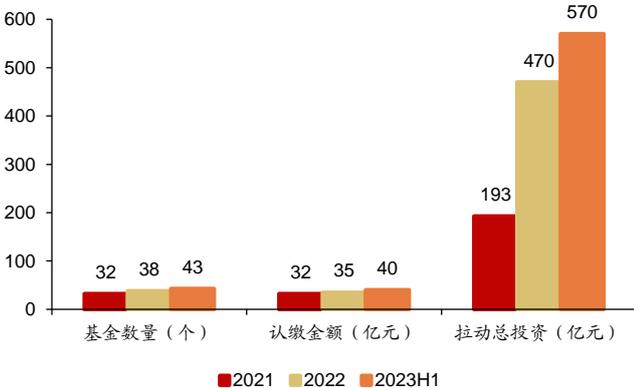


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

“基金&科创直投”两翼齐飞，紧扣专精特新开展特色投资。中新集团自2018年探索开展产业投资业务以来，不断完善产业投资顶层战略架构，持续优化基金投资的赛道分布比例，形成了母基金、子基金、直投基金相结合，适度参与政府引导基金的投资布局。在基金参投方面，公司投资领域侧重于新能源、新材料、半导体、高端装备、数字科技、医疗健康、大消费及现代服务等具备科技攻关、先进制造和发展升级等与公司各产城融合园区及“区中园”产业契合度高的行业，投资阶段侧重于早中期。在科创直投方面，中新集团发起设立了中新园创一期，中新园展一期两支规模合计5亿元的产业投资基金，筹备设立规模3亿元的中新园创二期产业投资基金，围绕园区主导的“专精特新”产业开展投资业务。

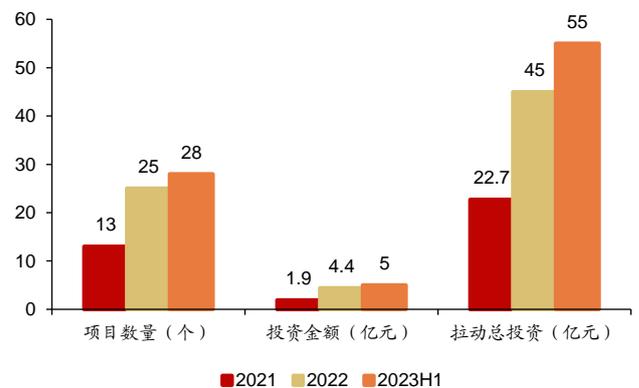
招商和投资相互联动，投资规模稳步增加。截至2023年上半年末，中新集团已累计认缴出资43支基金，认缴总金额近40亿元，所投基金促成50余个招商项目落户苏州工业园区及各产城融合园区，拉动各园区项目投资总规模570亿元，基金整体估值稳步增长。科创直投方面，中新集团累计直接投资科技项目28个，合计投资金额5亿元，拉动总投资55亿元。

图8：2021-2023H1 中新集团基金投资情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9：2021-2023H1 中新集团科创直投情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

多层次多元化布局优势产业，持续参股投资基金。在基金投资方面，2023年上半年中新集团新增认缴出资由丰年资本、杏泽资本、君联资本等在科技创新、高端制造、医疗健康等领域较知名的基金团队发起设立的基金5支，认缴金额4.8亿元，促成15个项目落户苏

州工业园区及各产城融合园区，拉动各园区项目投资总规模近 80 亿元。在科创直投方面，继 2021 年中新集团发起设立两支规模合计 5 亿元的中新园创一期和中新园展一期直投基金后，2023 上半年中新集团筹备设立规模 3 亿元的园创二期基金。上半年新增和追加直接投资慧疗生物、齐禾生科、懋略科技等医疗健康、新能源项目 5 个。

表9：2022 年及 2023H1 中新集团部分认缴基金情况

公告日期	基金名称	投资领域	投资金额 (亿元)
2022-3-3	中科洁净能源和低碳发展科技投资合伙企业 (有限合伙)	多能融合 (新能源、氢能、储能、光伏)、碳源利用 (碳中和、碳捕捉、低碳清洁加工)、绿色材料 (新材料、绿色合成) 等行业	1
2022-3-30	苏州华业致远三号股权投资合伙企业 (有限合伙)	新一代信息技术、新能源、新材料等	1.1
2022-3-30	深圳市正轩前瞻睿远创业投资合伙企业 (有限合伙)	先进制造、基础及工业软件、半导体、合成生物学等	1
2022-4-19	苏州工业园区元生天使二期创业投资合伙企业 (有限合伙)	主要投资于新药创制、医疗器械、体外诊断和医疗服务四大医疗细分领域	0.8
2022-11-1	苏州耀途股权投资合伙企业 (有限合伙)	物联网与大数据应用 (包括底层传感器、芯片、物联网平台、AI 技术, 尤其是 AI 和大数据在金融科技、智能驾驶和机器人等领域) 等行业	0.8
2022-11-1	苏州聚源振芯股权投资合伙企业 (有限合伙)	以集成电路全产业链为投资重点, 关注半导体芯片设计、材料、设备与封装测试等细分应用领域	1
2022-12-22	北京达晨财智中小企业发展基金合伙企业 (有限合伙)	重点投资行业为智能科技、医疗健康等领域的早期和成长期项目	1.1
2023-1-18	苏州工业园区新建元四期股权投资合伙企业 (有限合伙)	医疗健康领域 (包括但不限于生物医药企业、药物研发/生产企业、诊断技术/医疗器械企业、医疗服务企业、其他与医疗健康领域相关企业等)	1.5
2023-2-15	铜陵丰睿年晟创业投资合伙企业 (有限合伙)	电子信息、新能源新材料及智能装备等高端制造领域	0.8
2023-5-17	苏州杏泽兴涌新兴医疗产业投资基金管理合伙企业 (有限合伙)	创新生物医药, 生物治疗和生物工程产品, 包括且不限于大分子生物药、小分子靶向药物、细胞治疗、基因治疗等; 创新医疗器械, 包括且不限于创新类耗材和器械; 以及研发合同外包 (CRO)、循环肿瘤检测等产业链相关领域	1
2023-6-16	上海金浦二期智能科技私募投资基金合伙企业 (有限合伙)	半导体设备与材料、锂电材料、氢能材料部件和设备、光伏设备与材料及高端装备等硬科技领域	1.2
2023-6-30	深圳君联深运私募股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	智能制造与硬科技、企业 IT 服务、TMT 及创新消费领域中的初创期企业与处于成长前期的企业	1

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

紧扣重点投资方向，挖掘未上市项目潜力。中新集团围绕“专精特新”方向，设立的中新园创、中新园展等基金重点关注生物科技、绿色低碳、新能源等领域高新项目，所投资的一系列未上市项目表现亮眼，发展潜力可期。我们选取公司 3 个典型的已投未上市公司进行案例分析，分别包括齐禾生科、慧疗生物及懋略科技。

1) 齐禾生科：基因编辑前沿企业，融资表现亮眼。齐禾生科生物科技有限公司（齐禾生科）成立于 2021 年 9 月，由我国著名基因编辑科学家高彩霞发起设立，致力于开发自主可控的新型基因编辑技术及 CRISPR 专利技术突破。2023 年 4 月，齐禾生科完成超亿元人民币 Pre-A 轮融资，中新资本参与跟投。截至 2023 年 10 月 31 日，根据天眼查信息，中新集团通过投资基金对齐禾生科持股 2.91%。从可比公司来看，与齐禾生物业务类型相近的两家公司诺唯赞及双鹭药业平均市值为 127 亿元（10 月 31 日）。

2) 慧疗生物: mRNA 药物产业化, 未来价值可期。苏州慧疗生物医药科技有限公司(慧疗生物)于2021年5月在苏州工业园区成立, 专注于基于 mRNA 技术的传染病疫苗、肿瘤疫苗、细胞治疗、蛋白替代等的开发, 是一家从事综合提供核酸药物产业化的高科技企业。2023年5月, 苏州慧疗生物上榜2023未来医疗100强, 并完成超亿元 Pre-A 轮融资, 中新资本参与跟投。截至2023年11月1日, 根据天眼查信息, 中新集团通过中新园创一期投资基金, 持股慧疗生物3.42%股份。从可比公司来看, 与慧疗生物业务类型相近的两家公司沃森生物及石药集团平均市值为594亿元(10月31日)。

3) 懋略科技: 专业级储能锂离子电池研发制造企业。江苏懋略科技有限公司(懋略科技)创立于2022年初, 聚焦“低成本、高可靠性、长寿命”专业级储能锂离子电池的研发制造。懋略科技已经完成数亿元 A 轮融资, 中新集团参投。由于懋略科技暂未公布相关营业数据, 故选取业务相近的国轩高科及赢合科技作为可比公司, 截至2023年10月31日, 根据天眼查信息, 中新集团通过中新园展一期投资基金, 间接持股懋略科技0.59%股份。从可比公司来看, 与懋略科技业务类型相近的两家公司国轩高科及赢合科技平均市值267亿元(10月31日)。

综上, 以上三家公司特色鲜明, 成长价值可期, 预期能够为公司带来良好的投资收益。根据2023年半年报披露, 公司的直接投资及基金投资总金额达45亿元, 累计直接投资科技项目28个, 随着投资规模的扩大及投资企业的价值兑现, 公司投资收益具备增长空间。

表10: 中新集团部分参投公司情况

公司	所属行业	持股比例(截至2023.10.31)	公司主营业务	可比估值情况(亿元)	备注
齐禾生科	生物科技	2.91%	基因编辑	127	可比公司选择诺唯赞及双鹭药业, 平均市值为127亿元(10月31日)
慧疗生物	生物科技	3.42%	mRNA 药物	594	可比公司选择沃森生物及石药集团, 平均市值为594亿元(10月31日)
懋略科技	新能源	0.59%	锂电池	268	可比公司选择国轩高科及赢合科技, 平均市值267亿元(10月31日)

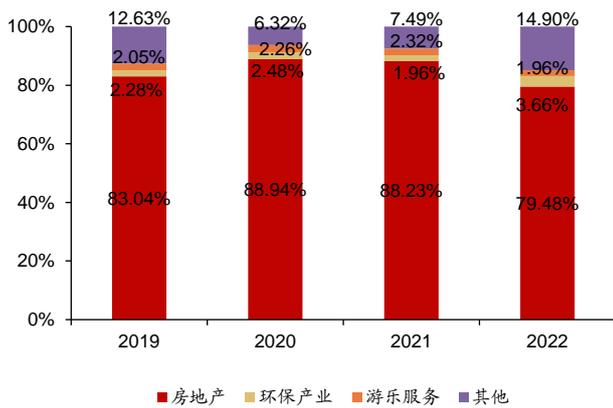
资料来源: Wind, 天眼查, 浙商证券研究所; 注: 不考虑 IPO 对股权摊薄比例。

3.3 苏州高新: “直投+基金+资管计划”多模式投资驱动

苏州高新技术企业孵化基地, 实控人为苏州市虎丘区政府。苏州新区高新技术产业股份有限公司(下称“苏州高新”)是以苏州高新区作为发展平台, 立足于苏州的“新兴产业投资运营和产城综合开发服务商”。由苏州国家高新技术产业开发区管理委员会于1994年起设立, 1996年挂牌上市, 是苏州高新区首家、苏州市首批上市公司。截至2023年6月末, 苏州高新的控股股东是苏州苏高新集团有限公司, 持股占比为43.79%; 苏州苏高新集团则由苏州市虎丘区人民政府控股, 持股比例为90.3%。

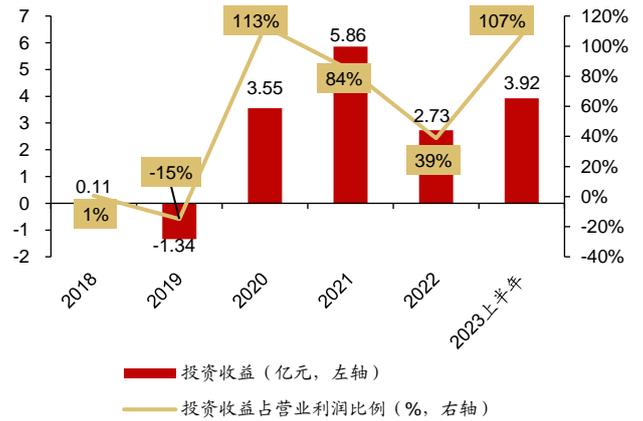
产业投资成为苏州高新主要利润来源。苏州高新自成立以来始终以房地产开发主要业务, 直到2017年公司逐渐进入改革扩张期, 苏州高新成立苏州高新投资管理有限公司, 以期提高公司对外投资能力, 此后, 逐渐形成“园区运营、产业投资、产城综合开发”三大业务板块。苏州高新营收主要来自房地产销售, 2019-2022年期内房地产销售业务平均占比84.92%。2018-2023H1苏州高新的投资收益累计约14.83亿元, 占比公司同期营业利润比例平均为54.80%。2023H1苏州高新投资收益达3.92亿元, 占比营业利润达107%, 是公司利润的主要来源。

图10: 2019-2022年苏州高新营业收入构成(业务分类)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

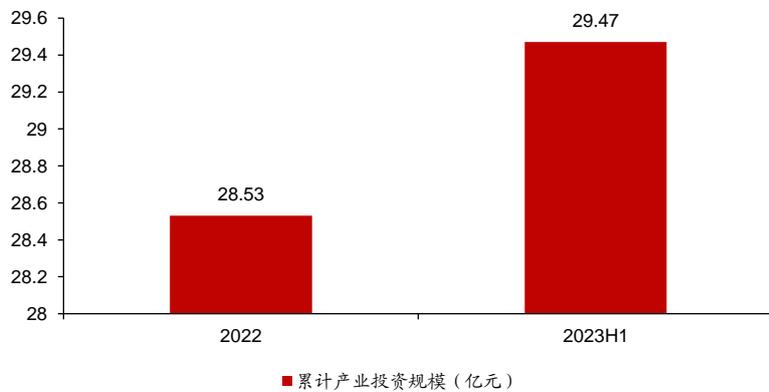
图11: 2018-2023H1苏州高新投资收益及占营业利润比例



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

以“直投+基金+资管计划”为主要投资方式，2023上半年末投资规模近30亿元。苏州高新旗下投资管理公司通过“直投+基金+资管计划”的模式，聚焦战略新兴、绿色低碳、医疗器械等方向开展产业投资工作，形成了战略投资（对被投资企业以权益法核算）、产业投资（通过基金布局高新技术企业）、财务投资（参与上市公司定增）三大模式。截至2023半年报报告期末，苏州高新现有投资项目累计出资金额29.47亿元，产业投资规模持续增长。

图12: 2022-2023H1苏州高新累计产业投资规模



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

产业投资方面，围绕“医疗器械”和“绿色低碳”，持续设立投资基金。2022年苏州高新成立新苏新兴基金、苏新绿碳基金及苏新股权基金，2023年设立美德科二号基金对医疗和绿色低碳相关产业进行投资。此外，苏州高新通过与外部专业机构的合作的方式参与投资朝希优势壹号、明善汇德等基金，重点投向医疗及新能源相关产业。截至2023年6月末，朝希优势壹号基金已投资麦田能源、海鹏科技、联风气体等数个项目，合计投资金额约3亿元。一级股权投资方面，2023年内参与投资诺一迈尔、宸泰医疗、科曜能源、吉诺、润诚达、烽禾升等项目，累计出资金额8900万元。参与投资的精控能源、博思得、贝克微、博海微、盖亚环境入选国家级专精特新“小巨人”；心擎医疗上榜MedTech Outlook亚太医疗科技企业十强、获批创新医疗器械；博思得获全球首张X射线高频高压发生器MDR证书。

表11: 苏州高新部分已投企业

所属行业	企业名称		
医疗器械	博思得	宸泰医疗	心擎医疗
	耀视医疗	精视微达	艾玮得
新能源	麦田能源	海鹏科技	精控能源
	联风气体	科曜能源	赢双电机
清洁技术	申赛新材	盖亚环境	
生物医药	坤力生物	特瑞药业	艾棣维欣
半导体	贝克微电子	联盛德微电子	

资料来源: 公司公告, 同花顺, 浙商证券研究所

表12: 2022-2023H1 苏州高新设立基金情况

基金名称	基金规模
苏州苏新股权基金	2 亿元
美德科一号基金	5000 万元
新苏新兴基金	5 亿元
苏新绿碳基金	2 亿元
美德科二号基金	1 亿元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

融资租赁方面, 通过**高新福瑞**开展融资租赁, 进一步提升风险防控能力, 加快项目投放节奏, 有效提升苏州高新资产质量; **打造了“绿源租”、“医租赁”等面向绿色低碳、医疗器械产业的金融服务产品, 产融深度融合, 释放产业新活力。**2022 年, 高新福瑞全年新增项目投放 18 亿元, 实现营业收入 1.92 亿元, 净利润 4692 万元。**战略投资方面**, **苏州高新参股杭州银行、东方创业、苏高新创投等, 获取长期稳定的投资回报。**其中 2023 上半年分别取得杭州银行、东方创业、苏高新创投投资收益分别为 1.6 亿元、709 万元和 2114 万元。同时, 上半年取得来自杭州银行、中新集团、华泰柏瑞基金等公司分红受益共计 8620 万元, 投资收益逐步增厚。**财务投资方面**, 2022 年苏州高新与东海证券、财通基金分别**设立单一资产管理计划, 在基金投资基础上进一步搭配组合策略, 扩大投资范围, 实现优势互补, 提高投资效率, 分散投资风险;**2023 年出资 2000 万元参与联科科技定增, 完成和林微纳、天通股份、佐力药业等定增项目退出, 退出收益 2286 万元, 收益率 24%。

已投项目陆续上市, 未上市项目价值可期。据苏州高新公告信息, 苏州高新医疗器械及低碳能源领域已投项目表现亮眼。明善基金参股的**荣旗科技**、融联基金参股的**工大科雅**已在创业板上市; 苏高新创投旗下基金投资的**华盛锂电**、**普源精电**、**钺昌科技**等成功上市; 与此同时, 部分已投未上市公司也显示出强劲发展潜力, 苏州高新旗下**医疗器械产业公司**参与**美德科一号**在内的六只基金投资的**艾玮得**、**耀视医疗**、**精视微达**等项目中, **艾玮得**在最近一轮融资完成后, 估值增长近 30 倍。**我们选取公司 3 个典型的已投未上市公司进行案例分析, 包括艾玮得、精控能源及海鹏科技:**

1) 艾玮得: 器官芯片行业先锋品牌, 估值增长亮眼。江苏艾玮得生物科技有限公司(艾玮得)成立于 2021 年, 重点从事人体器官芯片及配套装备的研发和应用, 是目前唯一一家能够提供全套解决方案的类器官与器官芯片公司。苏州高新通过子公司间接持股江苏艾玮得

生物科技有限公司总计 14.51% 的股权。2022 年艾玮得完成近亿元 Pre-A 轮融资，融资完成后估值增长近 30 倍，估值约 4 亿元，苏州高新对应权益市值约为 0.6 亿元。

2) 精控能源：深耕绿色储能，产品服务全球化布局。苏州精控能源科技股份有限公司（精控能源）成立于 2015 年，深耕智慧储能、动力电源和氢能源电池三大板块业务，精控能源拥有华东地区最专业最大的集装箱储能智造基地，智慧储能系统 22 年累计出货 1.8GWh；机场特种车辆电源市场占有率 65%，排名第一。根据储能研究院数据，2023 年 9 月精控能源在完成 D 轮融资后估值已经超过 33 亿元。根据爱企查信息，截至 2023 年 10 月 31 日，苏州高新间接持有精控能源 11.02% 股份，苏州高新对应权益市值为 3.9 亿元。

3) 海鹏科技：新兴太阳能逆变器产商。苏州海鹏科技有限公司（海鹏科技）成立于 2018 年 12 月，是一家太阳能逆变器制造商，海鹏科技光伏逆变器产品规格齐全且已远销全球 6 大洲，50 多个国家。海鹏科技已完成超亿元 B 轮融资。从可比公司来看，与海鹏科技业务类型相近的两家公司阳光电源及特变电工平均市值为 978 亿元（10 月 31 日）。

综上所述，以上三家公司发展迅速、成长价值可期。根据 2023 年半年报披露，苏州高新已投资金额达 29.47 亿元，未来随着已投未上市项目价值陆续兑现，有助于公司市值提升。

表 13：苏州高新部分参投公司情况

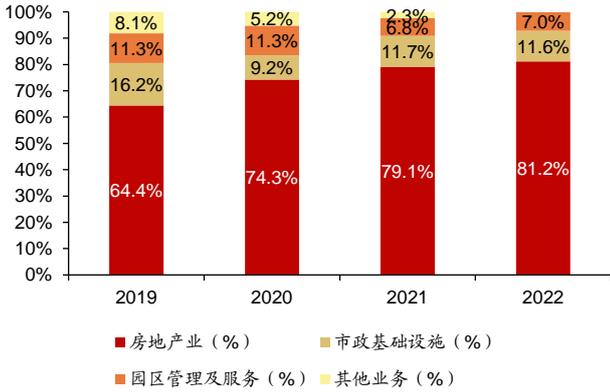
公司	所属行业	持股比例(截至 2023.10.31)	公司主营业务	估值情况(亿元)	权益估值(亿元)	备注
艾玮得	医疗器械	14.51%	人体器官芯片	4	0.6	2022 年 Pre-A 轮融资，融资完成后估值增长近 30 倍，估值约 4 亿元
精控能源	新能源	11.73%	智慧储能、动力电源、氢能源电池	33	3.9	2023 年 9 月 D 轮融资估值 33 亿元
海鹏科技	新能源	1.30%	光伏逆变器	-	-	可比公司阳光电源及特变电工平均市值 978 亿元（10 月 31 日）

资料来源：Wind，公司公告，爱企查，储能研究院，浙商证券研究所；注：不考虑 IPO 对股权摊薄比例。

3.4 南京高科：21 年起投资收益显著提升，四大投资平台在投项目潜力可期

南京国有城市运营商，投资收益占营业利润比例达 98%。南京高科股份有限公司（下称“南京高科”）是一家立足于南京的地方国有城市运营商。南京高科是国家级经开区南京经济技术开发区的运营主体之一，实际控制人是南京市国资委，持股占比为 34.74%（截至 2023 年 6 月 30 日）。南京高科主要业务包括房地产开发、市政基础设施建设及股权投资业务等领域，并在医疗健康、信息技术等硬核科技行业投资了一批盈利能力突出的优质企业。从业务细分来看，2022 年南京高科房地产开发业务、市政基础设施承建、园区管理及服务分别占总营收的 81.4%、11.6% 及 7.0%。南京高科的产业投资收益是营业利润的重要组成部分，2018-2023H1 南京高科的投资收益累计约 99.2 亿元，占比公司同期营业利润比例为 77.7%，2023H1 南京高科产业投资表现亮眼，净投资收益为 16.9 亿元，投资收益占营业利润比例升至 97.7%。

图13: 2019-2022年南京高科营业收入构成



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图14: 2018-2023H1南京高科投资收益及占营业利润比例

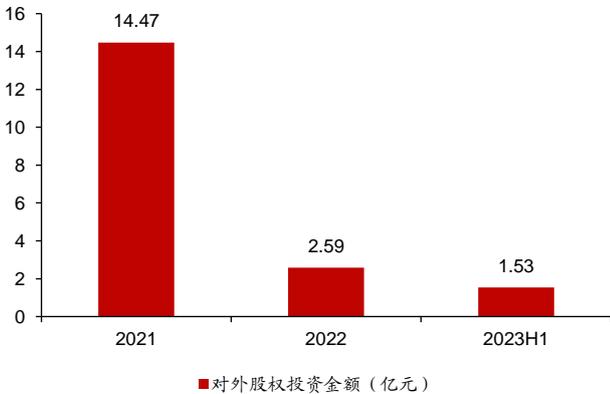


资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

15年四大投资平台搭建完成, 21年起投资收益水平显著提升。南京高科于1992年成立, 此后一直以房地产开发及市政基础设施建设为主要业务, 主要承担南京经济技术开发区早期土地开发和基础设施建设的职责。1997年, 南京高科于上交所上市, 开始利用品牌及资金优势投建各项基础设施并进行股权投资。**2015年公司四大专业股权投资平台搭建完成, 涵盖“南京高科、高科新创、高科科贷、高科新浚”。**2021年, 南京高科投资的百普赛斯、华兰股份、金埔园林、诺唯赞等成功上市, 投资收益显著提升。

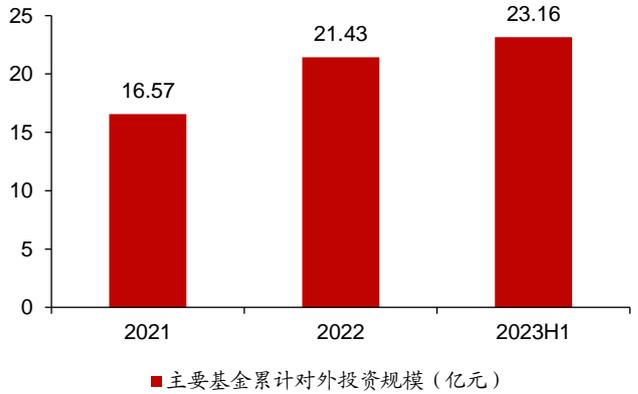
借力合作专业机构, 投资规模逐渐加大。在投资策略上, 南京高科目前主要通过与其地方科创平台、科研院所、银行、券商及专业投资机构的多方位合作, 持续稳定获取新的投资机会; **聚焦医疗健康、信息技术、新材料等科技创新行业, 筛选出符合标准的优质企业进行股权投资。**在投资规模上, 截至2023半年度末, 南京高科发起设立的主要投资基金中, 高科新浚一期基金已累计对外投资9.09亿元; 高科新浚创新基金已累计对外投资8.96亿元; 高科新浚创信基金已累计对外投资0.77亿元。南京高科子公司高科新创发起设立的高科创投基金已累计对外投资4.34亿元。基金投资规模合计23.16亿元。

图15: 2021-2023H1南京高科对外股权投资金额



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图16: 2021-2023H1南京高科主要基金累计对外投资规模



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 主要基金包括高科新浚一期基金、高科新浚创新基金、高科新浚创信基金及高科创投基金。

根据公司 2023 年半年报信息，南京高科四大平台下多个项目在发行上市进程当中。其中健耕医药申请科创板上市已问询，海纳医药创业板上市申请已问询，一脉阳光港交所上市申请已受理。正雅齿科、原力数字上市进程处于准备中。在此，我们拟将重点公司的上市估值信息进行总结来大致判断对公司未来的增值情况。

健耕医药：器官移植领域全球领先的医疗器械产品及服务提供商。2016 年，南京高科通过参股公司高科新浚向上海健耕医药科技股份有限公司（健耕医药）进行投资，并于 2019 年进行追加投资。健耕医药以“推动移植领域创新与发展，助力移植患者的长期存活”为使命，构建多个具有自主知识产权的技术平台，秉承全球化发展战略，建立了覆盖近 40 个国家和地区的销售网络。根据招募说明书，2021 年第二次增资健耕医药投前估值为 24.1 亿元。根据南京高科 2023 年半年度报告，南京高科享有健耕医药权益比例为 6.07%，对应权益市值为 0.97 亿元，权益增值金额 0.93 亿元。

海纳医药：聚焦改良型创新药和高端仿制药的一体化全流程医药研发企业。2017 年，南京高科通过子公司臣功制药向南京海纳医药科技股份有限公司（海纳医药）进行投资，投资金额 2000 万元。海纳医药自持药物品种奥美拉唑碳酸氢钠干混悬剂（I）、奥美拉唑碳酸氢钠干混悬剂（II）已被纳入 2022 年国家医保药品目录“协议期内谈判药品”。根据海纳医药招股说明书，海纳医药估值 25.70 亿元。根据南京高科 2023 年半年度报告，南京高科享有海纳医药权益比例为 2.28%，对应权益市值为 0.49 亿元，权益增值金额约为 0.29 亿元。

一脉阳光：从事医学影像机构建设，医学影像技术开发、运营管理的专业性公司。江西一脉阳光集团股份有限公司（一脉阳光）于 2014 年成立，2020 年，南京高科新浚成长一期股权投资合伙企业（有限合伙）投资 299.02 万元，南京高科持股约 70%，权益投资金额约 209.3 万元，南京高科享有股权 3.13%，对应权益市值为 1.29 亿元，权益增值金额约为 1.27 亿元。

综上所述，南京高科 2023 年半年报公布的四大平台下的重点项目增值潜力凸显，其中上市申请受到已问询及已受理的三家企业包括健耕医药、海纳医药、一脉阳光，增值金额预计约为 2.49 亿元，对应南京高科所投资金额约 0.26 亿元，增长空间约为 10 倍。截至 2023 年末，南京高科持有基金投资规模为 23.16 亿元，产业投资价值可期。

表14：南京高科旗下四大投资平台投资项目主要上市进展情况（截至 2023 年 6 月末）

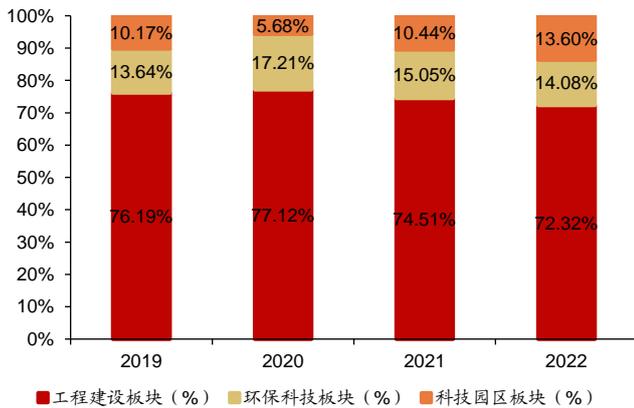
项目	公司享有权益比例 (%)	上市进程	领域	内容	估值情况	增值金额 (亿元)	备注
健耕医药	6.07	科创板上市委已问询	医疗	器官移植领域全球领先的医疗器械产品及服务提供商	24.1	0.93	IPO 中止。2021 年第二次增资投前估值为 24.1 亿元
海纳医药	2.28	创业板上市委已问询	医药	聚焦改良型创新药和高端仿制药的一体化全流程医药研发企业	25.7	0.29	根据 2023 年 9 月招股说明书
一脉阳光	3.13	港交所已受理	医疗	第三方连锁医学影像服务提供商	49.6	1.27	根据公司 D 轮融资估值
正雅齿科	3.88	准备中	医疗	定制式隐形正畸矫治器	-	-	-
原力数字	0.53	准备中	3D 数字内容	专注于计算机三维影像和数字动画内容的制作和服务	-	-	-

资料来源：公司公告，乐居财经，浙商证券研究所；注：不考虑 IPO 对股权摊薄比例。

3.5 东湖高新：“中国光谷”开发主体，产业园投资遍布全国

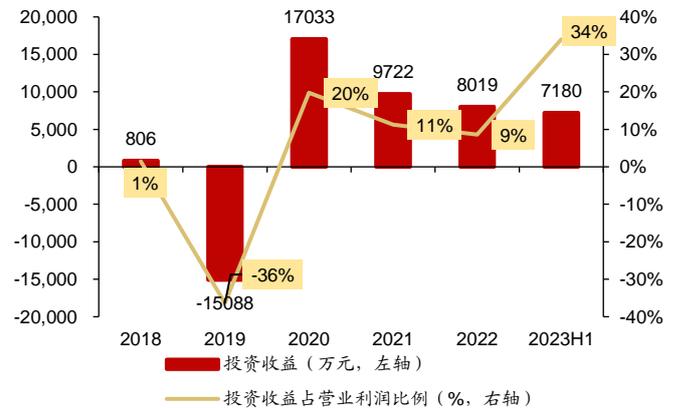
武汉东湖高新科技工业园区重要开发主体，2023H1 投资收益占营业利润比例达 34%。武汉东湖高新集团股份有限公司（下称“东湖高新”）是武汉市“中国光谷”的开发主体，主要从事科技工业园、烟气脱硫和环保电力的建设、开发及运营。东湖高新业务区域聚焦于武汉市东湖高新区，业务主体是工程建设，2022 年工程建设板块占总营收的 72.32%，环保科技板块和科技园区板块分别占 14.08%和 13.60%。东湖高新是武汉市地方国有控股企业，截至 2023 年 6 月，东湖高新的第一大股东为湖北省国资委，持股比例为 18.53%。2023H1 东湖高新投资收益为 0.7 亿元，投资收益占营业利润比例达到 34%。

图17：2019-2022 年东湖高新营业收入构成



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图18：2021-2023H1 南京高科主要基金累计对外投资规模

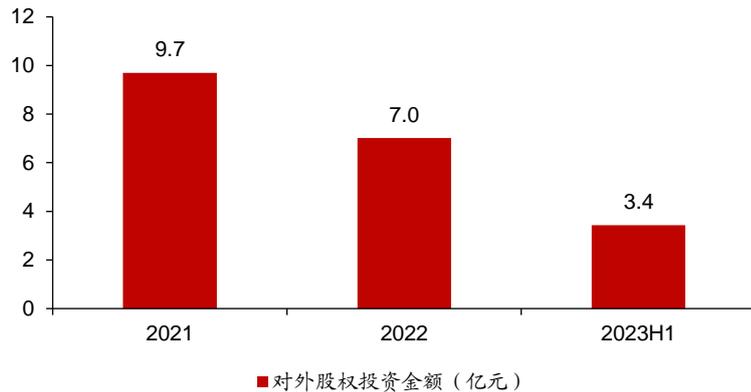


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

产业园投资遍布全国，利用招商优势开展价值投资。2023 年东湖高新区政府工作报告中指出，投资重点在光电子产业、生命健康产业、新能源智能网联终端产业、智能制造产业和数字经济产业。在投资方向上，东湖高新重点聚焦智能科技和生命科技两大产业主题领域，围绕电子信息、软件信息服务、人工智能、集成电路、生物医药、基因诊断、医疗器械、生物农业等细分领域，在全国布局主题产业园区。截至 2023 年 6 月末，已布局武汉、鄂州、黄冈等多个城市，正在开发运营主题型园区 42 个，在园区产业招商过程中，强化发现和挖掘具有高成长性投资价值的企业的力量，按照投早、投小、投硬科技、投新兴产业的原则开展价值投资。在投资模式上，东湖高新建有专业的投资团队，通过“基金+直投”方式，为园区优质的初创期、成长期科技企业提供持续发展资金，逐步打造属于科技园区自身的高科技产业生态。

智能制造和生命科技领域为投资重点，持有国内数据库第一股。截至 2022 年末，东湖高新在管基金数量 4 只，分别投向智能制造和生命科技两大领域，覆盖初创期、发展期、成熟期，重点针对东湖高新管理园区或拟入园区的优质企业进行价值投资，基金累计投资项目 27 个，直投项目 1 个，其中园区项目 13 个。东湖高新的基金投资企业里得电科获得创业板 IPO 注册批文，达梦数据库科创板首发获批，成为国内数据库第一股，禾元生物科创板申报获批受理。依据披露信息，我们拟将重点公司的上市估值信息进行总结来大致判断对公司未来的增值情况。

图19: 2021-2023H1 东湖高新对外投资金额



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1) 达梦数据: 国内领先的数据库产品开发服务商, 国内数据库基础软件产业发展的关键推动者。2000年武汉达梦数据库股份有限公司(达梦数据)成立, 达梦数据实现了共享存储集群等关键核心技术国产化零的突破, 打破国外数据库厂商的技术垄断。2020年东湖高新通过参股公司华工明德投资达梦数据, 投资金额52.5万元, 持股比例0.92%。达梦数据2022年营业收入为6.9亿元, 净利润为2.7亿元。截至2023年10月30日, 可比公司中望软件、星环科技、金山办公的P/E(TTM)中位数为111倍, 达梦数据的参考市值约为293亿元, 东湖高新权益增值金额约2.7亿元(2023年10月31日)。

2) 禾元生物: 从事分子医药农业产品研究与开发的高科技创新公司, 业务分为生物医药板块、健康保健板块以及美容美肤等板块。2006年, 武汉禾元生物科技股份有限公司(禾元生物)成立。2011年, 武汉光谷生物产业创投基金有限公司投资1056万元, 东湖高新占股约24%, 投资金额约254万元。截至2022年2月, 禾元生物Pre-IPO轮估值为51.54亿元, 若按此估值金额计算, 东湖高新权益增值金额约1.9亿元(2023年10月31日)。

3) 里得电科: 专注于电力安全领域的国家级高新技术企业。2007年武汉里得电力科技股份有限公司(里得电科)成立, 主要业务涵盖带电作业自主研发、技术创新等服务。2018年里得电科销售额突破5亿。2019年, 东湖高新投资里得电科, 投资金额52.9万元, 持股比例0.86%。从可比公司来看, 与里得电科业务类型相近的中熔电气市值为81亿元(10月31日)。

综上所述, 达梦数据及和禾元生物为公司平均带来2.3亿元增值金额, 截至2022年末, 公司在管基金数量4只, 累计投资项目27个, 直投项目1个, 其中园区项目13个。我们认为, 东湖高新凭借广泛布局的产业园, 能够率先接触到优质的产业投资标的, 产业投资业务具备竞争优势。

表15: 东湖高新部分投资项目情况

项目	持股比例 (%)	上市进程	领域	内容	估值情况 (亿元)	投资金额 (万元)	增值金额 (亿元)	备注
达梦数据	0.92%	科创板首发获通过	数据库	国内领先的数据库产品开发服务商	293	150	2.7	2022年营收6.9亿元,净利润2.7亿元,可比公司PE为111倍
禾元生物	3.94%	证监会已受理	医药	从事分子医药农业产品研究与开发得高科技创新公司	52	1057	1.9	2022年12月29日,公司科创板IPO获上交所受理
里得电科	0.86%	准备中	电力安全	专注于电力安全领域的国家级高新技术企业	-	53	-	可比公司里得电科估值81亿元(10月31日)
平均增值							2.3	

资料来源: Wind, 公司公告, 新浪财经, 爱企查, 浙商证券研究所; 注: 不考虑IPO对股权摊薄比例。

4 总结: 经营模式多样化, 产业投资成为新增长极

综上所述, 我们分别将我国产业园现状及部分产业园企业产业投资特点进行总结:

4.1 产业园现状小结: 走向产城一体, 经营模式多样化

1) 建设规模大、开发周期长、资金需求量大、现金流回笼周期长。产业园区开发往往具有项目体量大、建设业态丰富、开发周期长的特点, 因此在开发建阶段对资金的需求规模往往较大。在地产开发过程中, 回款较快的业务为物业销售, 而产业园的销售物业主要为商业、办公等业态。因为销售比例往往受限, 因此销售周期较传统的住宅项目滞后。产业园开发特性决定了其资金占用规模大、投资回收期长的特点。

2) 受地方产业政策影响较大。产业园区内的主导产业往往受地方产业特色、产业政策、政府规划等方面的影响。地方产业政策的调整, 会对产业园内的产业招商、产业发展起到推动或限制作用, 从而影响产业园整体的经营情况。此外, 部分产业园招商模式仍需依靠土地、税收、财政补贴等优惠政策, 政策的调整直接影响了部分产业园的招商能力。

3) 产业集聚效应带动区域经济发展。开发区的主导产业和核心企业落位后, 将逐渐产生产业集群效应, 形成具有一定地域范围的企业群体。集聚效应的产生能够促进园区内企业资源的整合和合作, 推动基础设施和公用事业的建设与充分利用, 为跨产业的科技创新与技术融合提供了可能性。此外, 开发区的经济效应会向周边地区辐射, 通过辐射效应带动城市的生产、商业配套产业的发展, 促进城市乃至整个区域的产业发展和经济增长, 推动区域的一体化建设。

4) 收入来源多元化, 产业投资成为新增长极。随着产业园的深入发展和模式创新, 产业园区收入从租赁收入逐步迈向多元化发展。当前产业园开发逐步转向园区综合运营业务由单一的“项目开发及运营”转向“项目开发及运营+增值服务+产业投资”。随着传统租售业务受到行业下行及经济环境变化的影响, 产业投资为产业园开发公司业绩增长提供了新的业绩增长可能性。

5) 收益稳定性决定产业园是良好的REITs标的。产业园区的核心业务之一为园区的开发及运营, 往往具有经营波动较小、园区的收入稳定、资产成熟度高的特点, 共同决定了产业园区将是REITs市场的重要底层资产, 公募基础设置REIT模式为产业园开发商提供了盘活存量资产及快速回笼资金的渠道。截至2023年6月底, 共有28支REITs上市, 其中园区基础设施REITs占9席, 数量占比达32%。

4.2 产业园企业产业投资特点小结：产业链投资成为推动公司业绩增长的重要因素

1) 股权投资方向趋同，科创投资成为市场主旋律。

从投资领域来看，科创投资已成为市场主旋律，投资布局从辐射泛科技与产业升级，逐步发展至专注数字经济、智能制造、绿色科技、生命科技等领域，深入培育企业壮大。2022年信息技术、半导体、生命医疗、智能制造相关领域投资案例占比已超七成。

2) 由传统的“重资产”转为“轻资产”模式，对企业要求更高。

产业投资业务具备风险性，对企业投资能力要求较高，要求产业园区开发商对所投资的产业有足够的研究和理解，又要求对投资机制及架构的设计具有严谨的思路和科学论证，使得金融手段的操作能够贯穿园区规划开发建设运营至资产证券化的全产业链上的各个环节，实现园区开发的资金闭环。

3) 产业园企业抗周期能力强，产业链投资成为推动公司业绩增长的重要因素。

在当前房地产行业基本面下行区间，产业地产因为主营业务与房地产行业相比受到市场冲击较小，业务收入更加稳健，从指数上来看，产业地产抗周期能力较强。产业园企业因为收入结构中产业园相关业态租金收入占比较高，同样具备抗周期性较强的特点。此外，产业园企业所投资的产业链中新兴行业的成长可能成为公司未来业绩的主要增长端，也成为公司估值提升的重要驱动因素。

表16: 部分典型产业园公司估值情况

公司	代码	市值 (亿元)	年初收盘 价 (元)	最新收盘 价 (元)	年内累计涨 幅 (%)	每股收益 (元/股)				PE (倍)				PB	ROIC
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
张江高科	600895.SH	363	11.34	23.41	106.4%	0.53	0.66	0.76	0.88	35.78	28.65	24.94	21.58	2.95	3.48
中新集团	601512.SH	125	7.99	8.36	4.6%	1.07	1.16	1.34	1.51	7.81	7.18	6.24	5.54	0.90	9.42
苏州高新	600736.SH	58	4.68	5.01	7.1%	0.16	0.27	0.29	0.32	31.31	18.43	17.06	15.59	0.78	2.04
南京高科	600064.SH	109	6.61	6.28	-5.0%	1.39	1.23	1.42	1.65	3.66	4.14	3.59	3.08	0.62	11.49
东湖高新	600133.SH	96	5.50	9.17	66.7%	0.69	0.50	0.55	0.62	10.81	14.98	13.49	12.01	1.24	3.72
平均						0.77	0.76	0.87	1.00	17.88	14.67	13.06	11.56	1.30	6.03

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：截至2023年11月24日，均为wind一致预期。

5 风险提示

1) 产业园同质化竞争现象增加。在我国产业园数量快速增加的情况下，同质化竞争加剧，可能致使经营效益承压。

2) 招商不及预期，园区空置率提升。部分产业园盲目扩大建成区域，在规划尚不充足的情况下，招商情况可能不理想，园区空置率可能提升。

3) 产业园持续发展动力不足。部分园区对产业链生态构建的重视度不足，缺少产业培育能力，产业链聚集效应差，园区可持续发展动力不足。

4) 产业投资获取收益波动风险增加。产业投资的标的主要为初创类企业，该类企业存在经营不善出现亏损或倒闭的情况，可能会造成投资资本金损失。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>