下载日志已记录，仅供内部参考

金科股份(000656)

报告日期：2026 年 07 月 06 日

辞旧迎新，轻装转型

——金科股份深度报告

投资要点

- **股东结构重塑，告别家族治理**

2025 年 9 月，金科股份历时多年的司法重整取得决定性进展。通过资本公积转增股本方案，公司向全体重整投资人共计转增 52.94 亿股股份。此举使得公司控制权发生转移：作为产业投资人的“上海品器联合体”通过指定主体受让约 9.93 亿股股份，以占总股本 9.34%的持股比例，正式成为公司新的第一大股东。原实际控制人黄红云及其一致行动人则退出控股地位，标志着金科股份彻底告别了家族治理模式，股东结构完成了“去家族化”的根本性重塑。

- **治理结构全面换血，新管理层凸显专业与战略导向**

随着控制权变更，公司治理结构也随之迎来全面革新。2025 年 9 月末，金科股份公布了新一届董事会候选人名单，原有董事会成员中仅一人留任，实现了“大换血”。新当选的董事长郭伟先生具备丰富的房地产纾困与资本运作经验，其他非独立董事成员则分别来自新股东体系或具备资产管理、金融服务等深厚背景。我们认为，这一全新的管理层构成，清晰地传递出公司未来将专注于资产盘活、资本运作和轻资产运营的战略意图，为业务转型提供了坚实的组织保障。

- **资产债务分类处置，新金科轻装上阵**

在重整计划中，金科股份对现有资产与债务进行了系统性的梳理和切割。资产方面，公司将资产明确划分为“保留”与“非保留”两部分。仅将位于重庆、上海、苏州等地的 17 家一级子公司股权作为保留资产，继续置于上市公司体内运营；而其余一级子公司及其下属共数百家项目公司则被划为非保留资产，全部剥离至与中信信托设立的破产服务信托中，用于清偿普通债权。债务方面，根据公司公告的重整计划，通过引入重整投资款、以股抵债以及信托份额抵债等多种组合方式，公司总计约 1000 余亿元的负债得到大幅削减。

- **战略定位彻底转向，目标打造科技赋能的不动产运营商**

根据公司公告，重整完成后，金科股份的战略定位发生了根本性转变。公司明确宣布将不再依赖传统房地产开发模式，而是转型为以科技创新和运营管理为核心的“不动产综合运营商”。新金科的业务将围绕“投资管理、开发服务、运营管理、特殊资产”四大板块展开。根据中国房地产报的报道，新金科未来 3 至 5 年，公司收入和利润结构中，运营管理和服务类业务占比有望达到 60%~70%。我们认为这意味着新金科的盈利模式将从开发销售转向长期可持续的管理收入。

- **投资建议：中性**

我们认为，新金科此次重整是公司开启新征程、实现轻装转型的历史性拐点；新股东和管理层为新金科带来的产业资源与专业能力，为公司中长期价值提升开辟了空间。我们认为公司具备困境反转的特质，但由于新业务盈利情况还有较大不确定性，在 2026-2028 年三年盈利预测中我们仅基于公司留存的地产项目续销和纾困业务代销代建做预测，任何潜在新业务在收入利润上不予以考虑。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 64.5 亿元、44.0 亿元、39.0 亿元，对应同比增速-6.3%、-31.8%、-11.4%；归母净利润分别为 0.77 亿元、-0.67 亿元、0.73 亿元。我们认为公司虽然存在困境反转的潜力，但是由于新业务盈利兑现节奏、股东资源整合效果存在较大不确定性，因此首次覆盖给予“中性”评级。

- **风险提示：**退市风险仍在；盈利模式转型不确定性风险；存量销售去化不确定性风险；新股东协同整合风险；案例分析不可简单映射或线性外推。

投资评级：中性(首次)

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

基本数据

收盘价	￥1.30
总市值(百万元)	13,765.35
总股本(百万股)	10,588.73

股票走势图



相关报告

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6884.14	6450.00	4400.00	3900.00
(+/-) (%)	-75.02%	-6.31%	-31.78%	-11.36%
归母净利润	29324.81	77.25	-67.22	72.67
(+/-) (%)	191.73%	-99.74%	—	—
每股收益(元)	2.76	0.01	-0.01	0.01
P/E	0.51	194.09	—	—

资料来源：浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 重整再生，轻装出发 5
1.1 股东结构重塑，告别家族治理 5
1.2 治理结构全面换血，新管理层凸显专业与战略导向 7
1.3 资产债务分类处置，新金科轻装上阵 8
1.3.1 金科股份重整计划 8
1.3.2 重庆金科重整计划 9
2 新战略：科技重塑空间，资本赋能未来 11
2.1 战略蓝图：双轮驱动与四阶转型 11
2.2 业务体系：四大支柱构筑价值闭环 11
1）城市更新：战略转型的核心入口 11
2）资产管理：关键资源的整合枢纽 11
3）运营管理：稳定现金流的坚实基石 12
4）数字科技：驱动增长的战略飞轮 12
2.3 小结 12
3 如何看待新金科战略？ 13
3.1 精准定位房地产下半场竞争真空地带 13
3.2 科技改变生活 15
4 股权投资公司分析：四川双马与丹纳赫 18
4.1 四川双马（000935.SZ） 18
1）蜕变前夜：行业背景与增长瓶颈 18
2）关键蝶变：IDG 入主与战略重塑 18
3）焕然一新：财务质变与股价表现 19
4.2 美国丹纳赫 Danaher （DHR.N） 21
1）认识丹纳赫：深度产业融合与价值重塑 21
2）内核重塑：DBS 系统驱动下的戴维斯双击 23
3）价值跃迁：利润持续增厚，估值水涨船高 24
4.3 小结 25
5 盈利预测和投资建议 26
5.1 盈利预测 26
5.2 投资建议 27
6 风险提示 27

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 金科股份股权变更后的股权架构 6
图 2: 金科股份股权剥离与信托架构 8
图 3: 重庆金科股权剥离与信托架构 10
图 4: 土地成交均价（元每平） 13
图 5: 头部房企 2019-2025（前十月）年拿地均价 13
图 6: 三井不动产境内外房地产开发营业利润率变化 13
图 7: 传统房企商业模式利润承压（四家头部房企为例） 13
图 8: 2025 年 11 月北京好房子科技展部分材料展示 17
图 9: 四川双马公司股东结构图 19
图 10: 四川双马公司收入结构变化 20
图 11: 四川双马公司净利润情况 20
图 12: 四川双马 2015-2016 年中 PE 估值 20
图 13: 四川双马 2019-2025 年 PE 估值 20
图 14: 丹纳赫收入结构变化 21
图 6: 美国丹纳赫发展历程 22
图 15: 丹纳赫主要财务指标变化 22
图 16: 丹纳赫的 DBS 系统 23
图 17: 丹纳赫关键财务指标和估值 24

表 1: 新金科董事会主要成员 7
表 2: 金科股份债务重整 9
表 3: 重庆金科债务重整 10
表 4: 好房子材料试点案例 16
表 5: 建材升级维度和案例 17
表 6: 盈利预测 26
表附录: 三大报表预测值 28

下载日志已记录，仅供内部参考

1 重整再生，轻装出发

2025 年 9 月，金科股份及重庆金科完成司法重整关键落地，通过股东结构 去家族化重塑、治理层全面革新，叠加资产分类剥离与多元债务化解，系统性出清历史风险。

依托信托机制盘活非核心资产、以结构化手段减负，让企业卸下千亿债务包袱，在新股东与专业管理团队引领下聚焦主业，以轻装姿态开启新征程。

1.1 股东结构重塑，告别家族治理

金科股份完成 去家族化股权重塑，引入转型资金与资源。2025 年 9 月，金科股份历时多年的司法重整取得决定性进展。根据重整计划，公司以扣除 4.54 亿股已回购股份后的 52.94 亿股为基数，按每 10 股转增 10 股实施资本公积转增，合计新增 52.94 亿股，转增股票全部用于引入重整投资人和清偿债务，其中 30 亿股对应 26.28 亿元重整投资款，由产业与财务投资人共同受让，22.94 亿股用于抵偿普通债权。转增完成后，公司总股本增至 105.89 亿股。

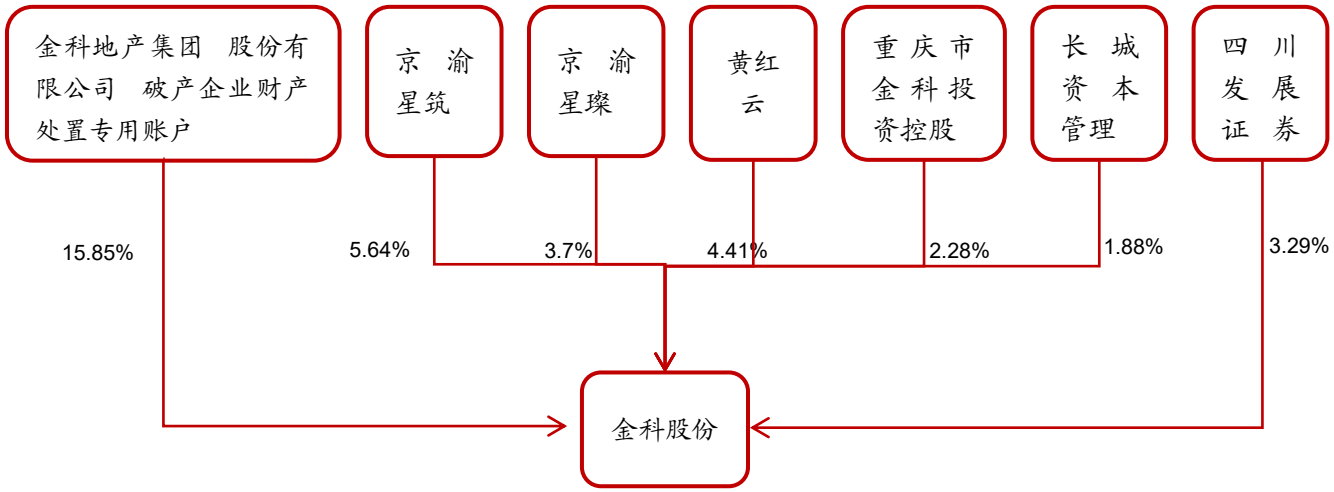
通过资本公积转增股本方案，公司向全体重整投资人共计转增 52.94 亿股股份。此举使得公司控制权发生转移：作为产业投资人的“上海品器联合体”通过指定主体受让约 9.93 亿股股份，以占总股本 9.34%的持股比例，正式成为公司新的第一大股东。原实际控制人黄红云及其一致行动人合计 13.33%的持股比例被大幅稀释，退出控股地位，标志着金科股份彻底告别了家族治理模式，股东结构完成了“去家族化”的股权重塑。

新股东体系形成“产业投资人+财务投资人”的多元化格局，兼具产业赋能与资金支持双重价值。产业投资人方面，品器联合体（不动产资产管理专业机构）、四川发展证券基金（地方国资背景）及中国长城资产（国有金融资产管理公司）合计投资 7.56 亿元受让 12 亿股（解禁期 3 年）。产业投资人依托自身资源禀赋，将导入特殊资产处置、不动产运营、科技赋能等核心资源。上海品器还以 0.63 元 / 股受让股份并承诺提供超 33 亿元资金推动金科转型“不动产综合运营商”。财务投资人涵盖重庆国际信托、海南陆和私募等 24 家机构及自然人，投资 18.72 亿元受让 18 亿股（解禁期 1 年），主要用于补充流动资金与保交楼专项支持。**两类投资人合计持股比例超 28%，我们认为新股东不仅会通过专业化背景优化决策机制，也会为后续战略转型提供支持。**

根据重整计划，金科股份及重庆金科旗下多家一级子公司股权将作为非保留资产，通过设立企业破产服务信托剥离并用于清偿普通债权，股权移交后相关子公司不再纳入合并报表。我们认为，子公司股权剥离实现债务清偿与风险出清，这是金科轻装转型的关键，对新金科的估值体系会产生深远影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1： 金科股份股权变更后的股权架构



资料来源：《金科股份重整计划公告》，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 治理结构全面换血，新管理层凸显专业与战略导向

随着股东结构去家族化落地，**金科股份同步完成董事会与核心管理层的全面换届，**构建起**专业背景互补、战略导向清晰**的全新治理框架，为转型不动产综合运营商注入关键治理动能。2025 年 9 月末，金科股份正式披露新一届董事会 9 名候选人名单，其中非独立董事候选人包括郭伟、王晓晴、李根、李亮、施浩、张勇，独立董事候选人为封和平、张毅、孙霞，原有董事会成员中仅张勇一人留任，实现了治理团队的“大换血”。新当选的董事长郭伟先生具备丰富的房地产纾困与资本运作经验，其他非独立董事成员则分别来自新股东体系或具备资产管理、金融服务等深厚背景，新团队深度契合公司转型战略需求。根据重整计划，管理层核心职责主要聚焦三大方向：一是推动保交楼与存量资产盘活，保障基本盘稳定；二是落实向不动产综合运营商转型的战略布局，联动股东资源拓展轻资产运营、特殊资产处置等新业务；三是优化内部管控体系，建立市场化激励机制与风险防控流程，摒弃原家族治理下的管理弊端。此外，公司还引入行业重量级人物强化战略支撑，委任招商银行前行长马蔚华为荣誉董事长、万通系元老冯仑为专家顾问委员会主任委员，为转型提供资源支持。

我们认为，此次治理结构换血的价值在于实现治理机制与转型战略的协同。相较于原家族治理，新治理团队以市场化选聘为基础，成员履历覆盖特殊资产处置、不动产资管、金融信用修复等公司转型关键领域，可凭借专业化管理能力优化内部管控。我们认为，这种专业能力适配战略需求的治理架构，能够进行高效的资源整合与战略执行，从而推动公司快速落地“投资管理、开发服务、运营管理、特殊资产”四大业务板块，加速向不动产综合运营商转型，为市场信心修复与估值体系切换提供治理层面的支撑。

表1： 新金科董事会主要成员

姓名	现任职务	个人履历
郭伟	董事长	曾任职于万科集团、新城控股。曾任信达地产党委副书记、执行董事、总经理，擅长房地产纾困与资本运作。
王晓晴	副董事长	曾任海南椰岛集团董事长。拥有实业运营与资本运作经验，其关联企业是金科重要股东之一，兼具企业家与四川省人大常委会委员身份。
李根	董事兼常务副总裁	北京品器管理咨询有限公司首席执行官。本届金科董事会最年轻成员，深耕股权投资及地产基金领域。
李亮	董事	中国长城资产管理股份有限公司资产经营五部副总经理。长期在金融资产管理公司从事经营管理工作。
施浩	董事	浙商银行独立非执行董事。曾在民生银行总行、巴克莱资本（香港）、农业银行总行及穆迪投资者服务公司（中国）工作，精通商业银行、国际投行与信用评级。
张勇	董事	历任金科体系内多家公司重要职务，如金科物业服务集团董事长、金科股份湖南公司总经理，熟悉公司内部运营。

资料来源：中国房地产报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

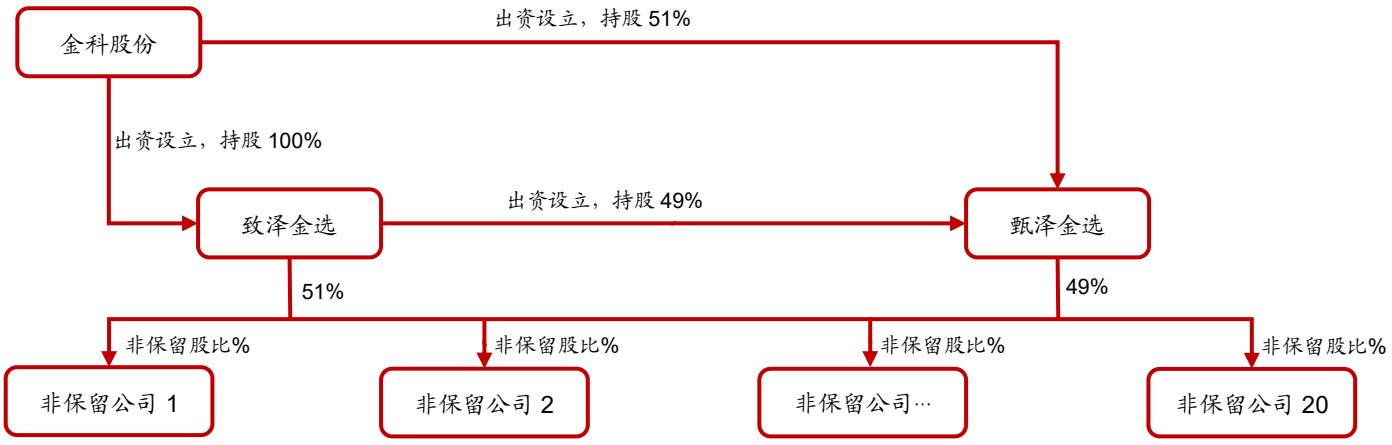
1.3 资产债务分类处置，新金科轻装上阵

1.3.1 金科股份重整计划

在重整计划中，金科股份对现有资产与债务进行了系统性的梳理和切割，实现风险出清与轻装转型。资产方面，公司以核心优质、聚焦战略为标准，将整体资产明确划分为“保留资产”与“非保留资产”两部分。保留资产聚焦核心区域与优质业态，具体包括位于重庆、上海、苏州等地的 17 家一级子公司股权，涵盖金科智慧服务集团股份有限公司、和谐健康保险股份有限公司、重庆银海融资租赁有限公司等优质主体，以及这些一级子公司穿透持有的下属各级子公司股权，该部分资产将继续留在上市公司体系内，作为未来业务发展的核心载体。非保留资产则涵盖其余 20 家一级子公司股权，包括贵阳熙元和企业管理有限公司、湖南金科房地产开发有限公司等，以及这些一级子公司逐层穿透的下属各级子公司股东权益，总计涉及数百家项目公司。公司通过新设致泽金选、甄泽金选两家信托持股平台公司，按 51%、49%的比例承接非保留资产股权，再由金科股份将持股平台公司股权及对应债权转让给受托人，最终以设立企业破产服务信托的方式，将非保留资产全部剥离至信托体系，信托底层资产评估价值达 17 亿元，专门用于清偿普通债权。

债务方面，公司针对不同类型债权制定差异化清偿方案，通过多元组合方式大幅削减负债。具体来看，偿债资源主要通过三方面筹集：一是重整投资人受让转增股票支付的现金投资款；二是资本公积转增的股票；三是前述非保留资产对应的信托受益权份额。各类债权的清偿方式各有侧重：职工债权将以现金一次性全额清偿；税款债权“首期现金+剩余 3 年分期”的现金清偿方式；有财产担保债权根据担保财产所属资产类型，通过公开处置变现、以物抵债或优先信托受益权份额受偿；普通债权采取“现金+股票+信托受益权”组合模式，5 万元以下部分全额现金清偿，超过 5 万元部分每 100 元债权可分得 2.53 股转增股票及 100 份信托受益权份额；劣后债权不予清偿，不占用偿债资源。通过上述组合方案，公司有效化解了大规模债务压力，实现债务结构的大幅改善。

图2： 金科股份股权剥离与信托架构



资料来源：《金科股份重整计划公告》，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表2： 金科股份债务重整

债务类型	金额	清偿方式
职工债权（299 人）	4000 万	一次性清偿
税款债权	5.74 亿元	一次性清偿 3 亿，其余 3 年内每月偿还
有财产担保债权（969 家债权人）	103 亿元	有财产担保 31 亿元，公开处置或物抵偿还；无财产担保 71 亿元划拨为普通债权；建设工程款优先偿还
普通债权（6019 家债权人）	755 亿元	首次分配清偿率约为 22%。 每家普通债权人低于 5 万债权一次性清偿； 1）保留资产部分：超过 5 万债权部分用转增的 23 亿股偿还，按 6.46 元 / 股实施以股抵债，清偿率 16.35%，每三个月解锁，分 20%、20%、30%、30% 四期； 2）非保留资产：超过 5 万债权部分用服务信托份额偿还，清偿率 1.9%
劣后债权（482 家债权人）	3 亿元	不清偿

资料来源：《金科股份重整计划公告》，浙商证券研究所

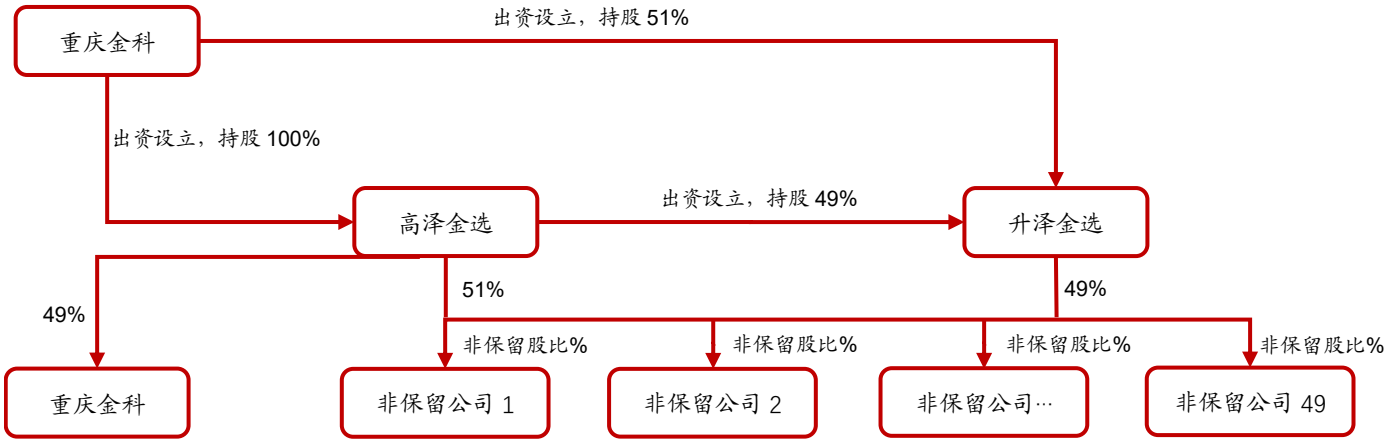
1.3.2 重庆金科重整计划

在重庆金科的重整计划中，其对资产与债务实施了清晰的分类处置与结构化优化。资产方面，形成“保留资产+非保留资产”的二元架构。保留资产聚焦高价值、高潜力项目，具体涵盖 32 家子公司，其中项目公司 26 家，涉及项目 27 个。保留项目将分类施策：16 个已开发完毕项目通过嫁接贝壳、阿里等头部平台加速剩余资源销售变现；6 个在建在售项目依托销售回款实现滚动开发，持续贡献净现金流；5 个待开发项目将结合市场情况适时启动，具备调规条件的将对接主管部门提升项目价值，部分需引入增量资金推动落地。非保留资产则通过破产服务信托实现风险隔离与价值最大化，涉及 526 家非保留公司，其中项目公司 343 家，所辖项目 361 个。针对非保留资产，将严格按照“四个一批”（正常经营一批、协议重组一批、司法重整一批和清算退出一批）处置方向分类管理。信托底层资产还包含重庆金科 49%股权及非保留一级子公司股权，同时注入重庆金科作为担保人或连带债务人清偿债权后形成的追偿权（如有），进一步增厚信托财产价值。

债务方面，针对不同类型债权制定差异化清偿方案，以“现金清偿+信托受益权分配+资产处置抵债”的多元手段，实现负债的分层化解与高效处置。具体清偿安排如下：职工债权以现金一次性全额清偿；税款债权采取将以现金方式分期清偿，期间不计付滞纳金；有财产担保债权根据担保财产属性处置，非保留资产对应的债权通过优先信托受益权份额受偿，保留资产对应的债权通过公开拍卖或以物抵债受偿，未获优先受偿部分转入普通债权；普通债权按“现金+信托受益权”组合受偿，5 万元以下部分全额现金清偿，超过 5 万元部分每 100 元债权可分得 100 份普通信托受益权份额；劣后债权不予清偿，不占用偿债资源。此外，为保障债权人权益，重整计划为暂缓确认债权、未申报债权足额预留偿债资源，预留期限为重整计划批准之日起 3 年，确保潜在债权得到公平受偿。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3： 重庆金科股权剥离与信托架构



资料来源：《重庆金科重整计划公告》，浙商证券研究所

表3： 重庆金科债务重整

债务类型	金额	清偿方式
职工债权（1040 人）	1 亿元	一次性清偿
税款债权	1 亿元	以现金方式分期清偿
有财产担保债权（8 家债权人）	21.5 亿元	1）担保财产属于非保留资产通过向其分配优先受偿金额等额的优先信托受益权份额受偿，未能优先受偿的部分列入普通债权组，按照普通债权受偿方案受偿。 担保财产属于保留资产：公开处置变现或以物抵债清偿。
普通债权（908 家债权人）	498 亿元	首次分配综合清偿率约 11.64%。 每家普通债权人低于 5 万元债权一次性清偿； 每家普通债权人超过 5 万元债权部分：通过普通信托受益权份额抵偿。首次分配信托收益权清偿率约 6.99%。
劣后债权（53 家债权人）	3 亿元	不清偿

资料来源：《重庆金科重整计划公告》，浙商证券研究所

小结：我们认为，金科此次“资产分类剥离 + 多元化债”的组合策略，将大部分重资产剥离体外，极大的减轻了自身的债务压力，为后续业务转型和回归良性经营轨道奠定了基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

2 新战略：科技重塑空间，资本赋能未来

重整后的金科股份将从传统的高负债、高杠杆房地产开发模式，转变为以科技创新和运营管理为核心能力的不动产综合运营商。根据公司公布的《发展战略规划纲要（2026-2030 年）》，公司将秉持“创造更具价值的人造空间”的使命，目标成为“具有强盈利能力、高资产价值和强流动性的不动产综合运营商”，旨在通过科技赋能与资本运作，重塑资产价值与商业模式。

2.1 战略蓝图：双轮驱动与四阶转型

公司的核心战略是构建“双轮驱动、深度协同”的业务发展新格局。具体而言，即以不动产综合运营为稳固的价值底座，以数字科技为强劲的增长引擎**“双轮驱动、深度协同”**业务组合，形成**“底座托底、引擎加速，1+1>2”**的发展新格局。

为实现这一蓝图，公司规划了清晰的**四阶段转型路径：**

重整 (2024-2025): 此阶段已于 2025 年完成，核心是保障存量项目交付并顺利执行司法重整计划。

重构 (2026-2027): 当前所处阶段，重点在于筑牢稳健经营理念，提升在管项目经营质效，并完成管理体系的深度重构，全面构建“大资管”模式与能力。

重启 (2028-2030): 目标是实现业务版图重启，形成双轮驱动、协同发展的生态体系；同时重构以科技创新和运营管理为核心的关键能力。

重塑 (2030 年后): 推动两大业务板块深度融合与双向赋能，完成企业整体价值与核心竞争力的系统性跃升，最终实现向科技型企业的战略转型。

2.2 业务体系：四大支柱构筑价值闭环

转型后的新金科，其业务将围绕四大核心支柱展开，共同构成完整的价值创造闭环。

1）城市更新：战略转型的核心入口

公司将城市更新业务定位为向不动产综合运营商转型的核心战略入口。该业务聚焦一线及强二线核心城市，致力于打造**“投融改建管退”全周期的大资管模式**。具体通过三条路径实施：**一是大力发展存量资产改造运营**，以文化赋能和业态焕新激活流量，打造可复制的标杆运营体系；**二是机会发展精品开发业务**，以“好房子”为引领，塑造中高端产品形象；**三是大力发展轻资产代建业务**，坚持“出资型代建为主线”，力争在未来 5 年成为行业标杆企业。

2）资产管理：关键资源的整合枢纽

资产管理业务是公司关键资源的整合与输出中心，承担着为各业务板块提供资金支持的核心职能，定位为价值枢纽。该板块主要从三个维度发力：**一是大力发展基金业务**，联合各方设立覆盖多领域的基金矩阵，为业务提供资金支持；**二是大力发展特殊资产服务业**

下载日志已记录，仅供内部参考

务，利用互联网技术构建全生态服务体系，打造行业一流的处置能力；**三是大力发展资产证券化业务**，以商业 REITs 为核心构建多元化退出通道，盘活存量商业资产。

3）运营管理：稳定现金流的坚实基石

运营管理业务是公司打造大资管模式的核心承载与发展基石，旨在为企业提供稳定的现金流来源。该业务聚焦商业综合体、产业园区、酒店等核心不动产，通过专业化团队和数智化工具提供闭环服务。**一是深度挖掘产商融合赛道新蓝海机会**，借助股东方优势获取政府平台公司、金融机构等优质客户的低成本项目储备，实现细分赛道拓展；**二是建立商业、街区、场馆、园区等分业态的标准化运营体系**，深度融合数智化手段，打造**“金科运营”专属品牌**；**三是构建 IP 资源与商家资源协同的服务生态**，通过建立“产业+商业+文化”三圈联动机制、打造特色 IP 内容体系等方式，以体验式经济提升运营价值。

4）数字科技：驱动增长的战略飞轮

公司将以“科技驱动”为引领，全面推进数智化转型，并将数字科技业务定位为重要的战略增长极，旨在培育和强化公司的第二增长曲线。该板块包含两大方向：**一是科技投资**，包括聚焦“好房子”、智慧运营的不动产科技投资，以及围绕新兴产业与不动产场景融合的前沿科技投资；**二是数字经济业务**，重点发展“电竞+不动产”融合业务以及文化科技业务，以内容驱动提升资产价值。

2.3 小结

金科股份的全新战略是以“不动产综合运营”为压舱石，以“数字科技”为推进器，通过城市更新切入市场，依托资产管理整合资源，凭借运营管理实现价值，最终借力数字科技突破增长边界。这一战略体系旨在彻底告别高杠杆开发模式，通过专业的资本运作与持续的科技创新，塑造**“现金流稳、利润率高、流动性好、负债率低”**的优质企业形象，最终实现**“存量筑基、效益为先、结构优良、价值重塑”**的总体发展目标。根据公司公开媒体交流，未来 3 至 5 年公司收入和利润结构中，**运营管理和服务类业务占比目标达到 60%-70%**，逐步降低对传统开发销售的依赖。

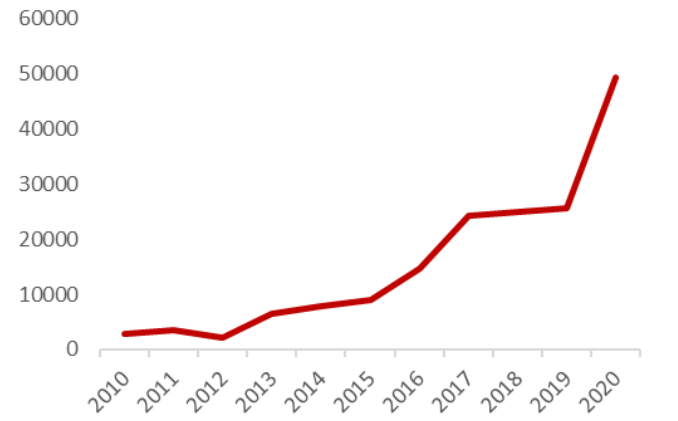
下载日志已记录，仅供内部参考

3 如何看待新金科战略？

3.1 精准定位房地产下半场竞争真空地带

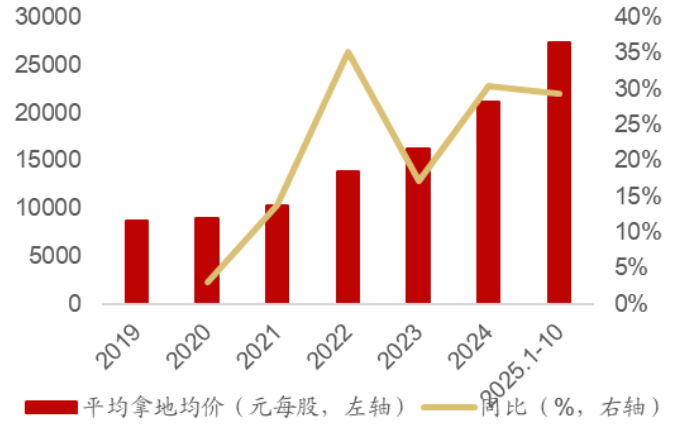
告别传统模式，摆脱盈利拖累。房地产行业在本轮周期发生了重大变化，人口、供需等底层逻辑已经发生转向。根据我们先前的研究测算，我们认为参考人口增速、人均居住面积、城镇化进程等主要因素，2030 年房地产新房销售面积会稳定在 6 亿平左右[1]。在总量增长有限的情形下，传统开发商依然面临地价上涨、房价承压、利润压缩的问题。尽管 2025 年“好房子”政策导向，使得头部品牌房企的销售价格以及利润率在 2025 有所回升，但我们认为土地储备结构问题以及旧产品价格压力问题依然会拖累好房子产品带来的盈利边际改善。具体案例，我们认为可参考日本头部房企三井不动产：在泡沫破裂后，其通过业务转型实现了公司整体利润率的系统性修复，但传统的本土住宅开发业务利润率却长期维持稳定，未能同步增长。新金科通过本次重整，率先实现了轻装上阵的转型，摆脱了以往高杠杆、高周转的模式。我们认为，这有效消除了重资产对盈利修复的拖累，使公司站在了全新的起点上。

图4： 土地成交均价（元每平）



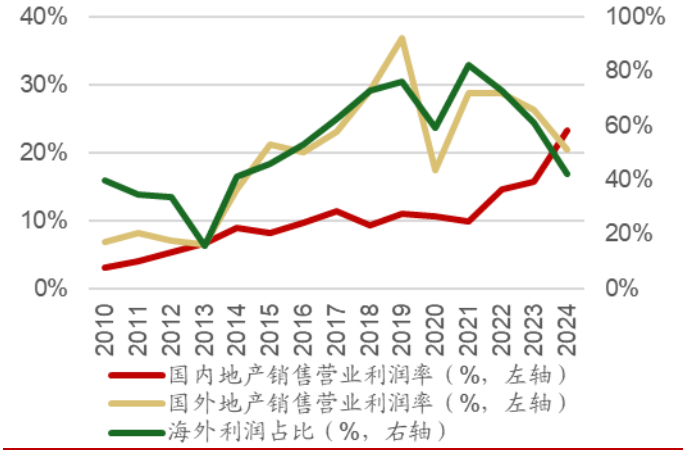
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 头部房企 2019-2025（前十月）年拿地均价



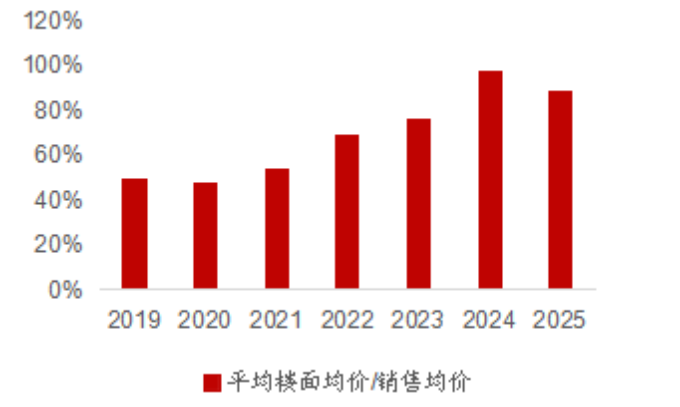
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 三井不动产境内外房地产开发营业利润率变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 传统房企商业模式利润承压（四家头部房企为例）



资料来源：Wind、克尔瑞，浙商证券研究所

[1] 2025 年 1 月《地产新势力，崛起正当时》

下载日志已记录，仅供内部参考

“好房子”带来的新发展机遇，科技奠定核心竞争壁垒。1997-2021 年地产上行周期，房企的核心竞争力在于资金周转、土地储备和营销。2016 年中国房地产业协会会长刘志峰即指出，部分房地产企业仍停留在户型、面积、地段的传统比拼上，没有在规划设计、工艺标准、建筑技术等方面展开竞争；开发商“重销售、轻技术”“重资金、轻管理”等现象仍较普遍。我们认为，2025 年即便在“好房子”政策指引下，开发商惯性思维仍然存在，产品打磨还需提升。部分房企脱离客户需求简单将好房子理解为大房子，但结合当前需求端购买力情况，我们认为追求大改善可能会导致结构性供给过剩。根据证券时报，上市头部房企对于研发投入谨慎，大多数房企在研发支出方面仍然占比较小。

与此同时，2025 年 10 月“十五五”规划建议对房地产行业的表述在第十一小节“加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕”中第 41 条：“*推动房地产高质量发展。加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。建立房屋全生命周期安全管理制度。*”我们认为，十五五建议就如何构建高质量的房地产行业，勾勒了几条重要方向：

1）**完善基础制度，守住民生底线：**开发、融资和销售是房企重要业务环节，和房企资金链密切相关，也和购房者权益息息相关。回顾 2022 年以来重要会议多次提及保交楼，我们认为本轮房地产周期所暴露出的资金链管理问题，在后续房地产政策中会得到逐步改善，以确保购房者的基本权益。

2）**保障型住房和改善型住房，双轨并行：**2023 年 8 月《关于规划建设保障性住房的指导意见》由国务院常务会议审议通过，目标是“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋”。**在规范配售和管理方面，意见明确“实施封闭管理……禁止以任何方式违法违规将保障性住房变更为商品住房流入市场”。我们认为这条政策至关重要，这意味着保障型住房市场和商品房市场定价体系的完全切割。**十五五规划建议，将保障型住房放在了好房子之前，体现了保障房的战略重要性。我们认为，保障型住房和改善型住房双轨制供给政策导向已确立。

3）**改善性住房承接美好生活远景：**一方面保障房稳定基本的住房需求，而另一方面政策支持商品房持续优化。十五五建议明确提出“好房子”要安全、舒适、绿色、智慧，房屋品质要提升，物业服务质量要提升。我们认为这意味着未来居住不仅在设计方面，在用材和施工工艺方面，新房的产品力会不断地迭代升级（详细我们在 3.2 章节中分析）。**我们认为由“好房子”政策推动的、科技发展助力的建筑材料升级会在十五五期间超预期发展。**

与此同时，十五五意见提出要建立房屋全生命周期安全管理制度。相关政策可追溯到 2002 年我国试点推行 IDI 保险（工程质量潜在缺陷保险）。IDI 保的是因工程质量潜在缺陷导致的建筑物损坏。2023 年 9 月住建部在宁波召开城镇房屋安全管理三项制度框架培训暨试点工作现场会召开，确定房屋安全保险制度试点为北京、上海、深圳等 14 个城市。IDI 保险通过为建筑工程的潜在缺陷提供风险保障，提升工程质量，快速维修物业并减少社会矛盾纠纷。 实施 IDI 保险可以减轻建设单位资金压力与政府纠纷处理压力，实现多方共赢。

房地产价值从资产向空间运营过度。当前房地产的资产价格受多重因素影响，底层核心逻辑可能正在逐步发生转变：

下载日志已记录，仅供内部参考

1）**增量市场转存量市场：** 截止 2024 年底，中国城镇化率已超过 65%，主要城市的人均住房面积突破 40 平方米，我们认为这标志着大规模住房建设时期已经过去。2023-2025 年，全国新房销售面积同比持续负增长，一线城市基本进入二手房交易金额 70-80%的存量市场。在增量难破历史新高的情况下，卖方市场变为买方市场，房企更需要关注客户需求生产适销对路的产品。先前好地段=不愁卖的固化认知，我们认为在地产新周期下未必成立，好地段+差产品也有可能去化困难。在存量时代，无法再通过土地红利轻松盈利。价值创造的来源，从“把房子建起来”转变为 **“为特定的客户群体提供他们愿意为之付费的空间解决方案和生活方式”** 。

2）**科技发展和产业结构的变化带来价值区位的迁移：** 科技发展推动产业结构升级，新兴产业例如半导体、生物医药等高端制造业，需要带有高承重、防微震、特殊层高、无尘车间、恒温恒湿 等条件的工业厂房和研发楼。这不再是传统的工业地产，而是高度定制化的“产业基础设施”。与此同时，全球性的远程办公模式，导致企业对传统大面积办公楼的需求下降。世邦魏理仕报告显示，部分城市甲级写字楼空置率承压。办公空间的价值不再是单纯的地段和面积，而是**灵活性、协作性与员工体验**。提供精装修、共享会议室、健身房、咖啡社交区等服务的**灵活办公空间**和**总部型园区可能会更受青睐。**产业结构的变化我们认为会导致产业人口的重新聚集，对居住需求可能会存在潜移默化的影响。

3）**人口年龄结构和消费行为变化重塑好房子的价值：** 我们认为，老龄化的发展趋势以及中国人以“家”为核心的传统思想，可能会催生社区嵌入型服务需求的快速增长。与此同时，电商对消费习惯的改变促使购物中心的定位向“线下体验中心”和“社交生活中心”转变。一站式体验型购物中心或许不需要太多，但是邻里消费和社交需求的提升会促使未来好房子产品不能局限于房子本身，而在于打造生活场景。

综合来看，我们认为未来房地产价值会从“造房子”向“经营生活”发生转变。传统开发商擅长“造房子”，但是不是擅长“经营生活”呢？是不是只有房企才能做？参考海外房地产基金成功案例（例如美国西蒙地产、加拿大博枫资产管理），我们认为地产基金模式代表着房地产行业向轻资产、专业化、资本化转型的重要发展方向。

3.2 科技改变生活

如何理解安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。

“好房子”政策在全国多地已催生出一批建筑新材料应用的优秀案例，从保障房到老旧小区改造，新型建筑材料正在全面提升住宅的安全、舒适和绿色性能。我们总结了一些案例如下表，这些案例主要从三方面实现更高品质的居住环境。

1）**结构安全与耐久性**：材料科技显著提升了建筑的本质安全。例如，河南济源示范区采用的**自密实混凝土**能有效避免墙体浇筑时的空洞和露筋问题；北京旧改项目使用的**高延性纤维复合材料**，像给老楼墙体“打绷带”，增强了承重和抗震能力。

2）**绿色节能与环保**：“好房子”政策强力推动了绿色建材的应用。内蒙古在试点项目中明确要求绿色建材使用比例**不低于 35%**。云南的保障房项目使用**低 VOC 涂料**和**预制装配式隔墙**，从源头减少污染和建筑垃圾。而河北石家庄的改造案例通过高性能保温系统，甚至实现了**停止集中供暖**，大幅降低了居民的能源开支。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）居住舒适与健康：新材料的应用直接提升了居住体验。**高性能系统窗**和**消音管**共同为室内营造了静谧环境。在河北的案例中，**全热回收新风系统**能持续为室内提供新鲜空气，同时锁住温度，让房间告别“冬冷夏热”，实现恒温恒湿恒氧。

表4：好房子材料试点案例

案例地点	项目类型	核心升级材料	材料特性与作用
河南济源示范区	新建住宅	1. 自密实混凝土 2. 轻质抹灰石膏 3. 高性能系统窗 4. PVC 中空螺旋消音管	1. 高流动性，免振捣，提升结构安全 2. 抗开裂、空鼓，绿色环保 3. 卓越的隔音、气密、保温性能 4. 从源头降低排水噪音
北京朝阳区管庄东里与东坝红松园片区	老旧小区改造	1. 轻钢结构 2. 气凝胶无机复合保温板 3. 发泡陶瓷 4. 高延性纤维增强水泥基复合材料	1. 替代腐朽木结构，解决消防隐患 2. 超薄、高效保温，防火 A 级 3. 轻质、高强，兼具保温与防火功能 4. 用于墙体加固，提升结构承载力
河北石家庄石家庄槐中路 244 号槐建里小区	老旧小区改造	1. 石墨聚苯板外墙保温系统 2. 三玻两中空玻璃节能窗 3. 全热回收新风系统	1. 超厚保温，显著降低建筑能耗 2. 极致密封，提升隔音保温效果 3. 24 小时置换空气，保持室内恒温恒湿恒氧
云南昆明盘龙区北部山水新城片区	保障性住房	1. 低挥发性有机化合物(VOC)涂料 2. 预制装配式隔墙 3. 空气能热水系统	1. 环保健康，改善室内空气质量 2. 减少现场建筑垃圾，施工高效 3. 利用可再生能源，降低运行碳排放

资料来源：云上河南、京报网、长城网、新华网，浙商证券研究所

“好房子”政策对建筑材料意味着前所未有的升级换代机遇。

政策强力引导与赋能。《住宅项目规范》已于 2025 年 5 月正式实施，以全文强制标准的形式对层高、隔音等 14 项指标划定了硬底线。同时，政府采购政策明确要求医院、学校、保障性住房等工程项目必须采购使用绿色建材。地方层面也积极出台激励措施，例如福建漳州的“新三条”政策，对使用绿色建材的楼盘给予公积金贷款额度最高上浮 20%、降低预售资金监管额度等政策支持。

材料科学本身的发展为升级提供了可能。气凝胶、自愈合混凝土等黑科技正从实验室走向应用场景。同时，行业生态也在变化，央国企正推动供应链从“成本中心”向“价值引擎”转型，通过数智化集采、共研共创等方式，加速好材料的落地应用。

建材升级市场前景广阔。2025 年 1 月财政部、住房城乡建设部、工业和信息化部联合发布《进一步扩大政府采购支持绿色建材 促进建筑品质提升政策实施范围》，将政府采购支持绿色建材的政策实施范围扩大至全国 **101 个市（市辖区）**。我们认为这意味着绿色建材的应用将从试点示范进入规模化推广阶段，催生一个持续壮大的市场。尽管升级之路也面临挑战，例如住宅品质提升带来的成本压力，尤其是在老城区存量房改造中，会面临产权复杂、居民意见难统一、改造资金分摊等难题。但是长期来看，我们认为未来个性化需求和生活品质追求会不断催生建筑材料的换代升级，未来的建筑材料发展或将更注重**“精准适配”**，针对不同地区、不同人群的需求提供定制化解决方案。

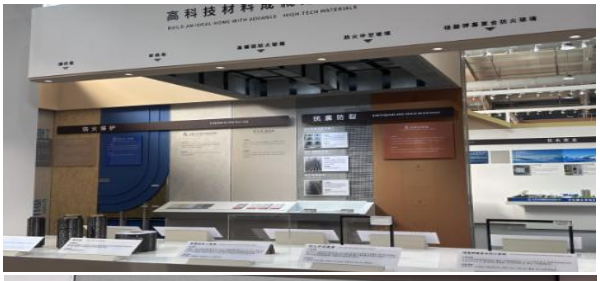
下载日志已记录，仅供内部参考

表5： 建材升级维度和案例

升级维度	传统材料/做法	换代新材料/技术	换代带来的核心价值
安全与耐久	普通混凝土、传统加固方式	自密实混凝土、高延性纤维增强水泥基复合材料、碳纤维网栅布	提升结构密实度与强度，增强建筑抗震抗裂能力，延长使用寿命
舒适与健康	普通窗户、水泥砂浆抹灰、传统排水管	高性能系统窗、PVC 中空螺旋消音管、轻质抹灰石膏、高隔声隔墙系统	极致隔音降噪，抗开裂空鼓，提升室内空气质量与物理环境舒适度
绿色与节能	传统外墙保温、普通玻璃	气凝胶、石墨聚苯板、发电玻璃幕墙、三玻两中空玻璃	大幅降低建筑能耗，从源头减少碳排放，甚至实现"产能"
智慧与功能	普通玻璃、传统防水	智能调光玻璃、自愈合防水材料	让建筑具备动态响应能力（调光、隔热、自我修复），提升使用便捷性与耐久性

资料来源：济源住建部官网、，浙商证券研究所

图8： 2025 年 11 月北京好房子科技展部分材料展示



硅酸钾基复合防火玻璃

耐火隔热性能涵盖所有防火等级，耐寒性能低至-30℃，外观无变化，耐紫外线辐射性能达到 2000h 以上，透光度高、耐热稳定性好、满足十年质保要求。防火玻璃可应用于高端住宅、公共建筑等的防火隔断、防火门窗、防火幕墙、防火地板等场景。



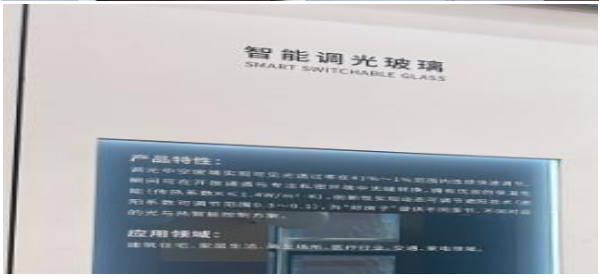
发泡陶瓷墙板

聚焦“轻质+装配式”核心需求，最大尺寸达 1800mmX3000mm，厚度 80-130mm 可选。其密度仅 380kg/m³，导热系数≤0.14W/(㎡·K），兼具轻质高强、保温、防水与隔断功能，支持表面贴砖、涂料灯光装饰，满足装配式施工需求；适用于新建、改建、扩建的一般工业与民用建筑用非承重隔墙。



气凝胶玻璃

传热系数 U 值≤0.9W/(㎡·K）、可见光透光度≥70%、红外阻隔率≥95%，具有低密度、高透光、低传热系数及光线漫反射效果等特点，既能保证建筑光照又能降低建筑能耗，避免光线眩光的同时，提高室内光线舒适度。



智能调光玻璃

实现可见光透过率在 41%～1%范围内连续快速调节，瞬间可在开放通透与专注私密环境中无缝转换，拥有优良的保温性能，创新性地实现动态可调节遮阳技术。可应用于于建筑住宅、家居生活、商业场所、医疗行业等领域。

资料来源：中国房地产业协会官网，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 股权投资公司分析：四川双马与丹纳赫

我们认为，转型后的金科股份的新战略与四川双马和美国丹纳赫类似，均有 GP 业务。GP 业务的模式我们分别通过两个案例来解析。

4.1 四川双马（000935.SZ）

1）蜕变前夜：行业背景与增长瓶颈

四川双马 2016 年及以前是一家主要从事硅酸盐水泥系列产品生产与销售的传统制造业企业。根据 2016 年年报，其核心产品为 P.O42.5、P.O52.5 等高端水泥以及 P.C32.5R 等低端水泥，广泛应用于重大工程、民用建筑等领域。公司业务集中于西南地区，旗下拥有都江堰拉法基、双马宜宾、遵义三岔等多家水泥生产基地，是有一定品牌溢价能力的区域型龙头企业。

作为一家深耕西南市场的水泥企业，四川双马的发展与区域行业景气度深度绑定。根据四川双马 2016 年报，公司在转型前身处行业发展问题和自身区域发展局限的困局：一方面，水泥行业产能过剩引发区域内无序竞争，进而导致价格剧烈波动；另一方面，受制于水泥固有的销售半径，公司业务依赖单一市场，难以实现进一步规模增长。与此同时，环保政策增加了公司投入的压力[2]，使公司直面重污染天气下减产限产或停产的运营风险。这些相互交织的因素，共同构成了其作为传统水泥企业所面临的周期性波动压力与发展瓶颈，公司在当时需要寻求战略性突破。

2）关键蝶变：IDG 入主与战略重塑

2016 年，四川双马完成了控制权转移与战略转型。

控制权层面，公司完成了从产业资本到金融资本的跨越。原控股股东拉法基中国海外控股公司及其关联方通过签署并执行一系列《股份转让协议》，将其持有的公司合计 55.93%的股份进行转让。此次重大的股权变动于 2016 年 11 月 7 日完成过户，标志着公司控股股东正式变更为北京和谐恒源科技有限公司（持股 25.92%）与天津赛克环企业管理中心有限合伙（持股 25.00%），而上述两家机构的共同实际控制人为 IDG 资本合伙人**林栋梁**先生。截至 2024 年 12 月 31 日，四川双马的股权结构仍清晰体现着 2016 年的控制权变革。这一变更不仅带来了控股主体的变化，更重要的是，IDG 资本作为全球顶尖风险投资机构所具备的品牌信誉、资本实力与资产资源，为公司注入了强大的“光环效应”，为市场提供了巨大的想象空间。

林栋梁先生是全球顶尖风险投资机构 IDG 资本资深合伙人。公开资料显示，林栋梁先生自 1995 年加入 IDG 资本，是其核心决策团队成员之一，拥有超过 20 年的风险投资经验。他拥有清华大学计算机学士和 MBA 学位，曾任职于国务院发展研究中心和纽约花旗银行，兼具技术背景、政策研究经验和国际金融视野。他加入 IDG 资本后，不仅参与投资了百度、腾讯、携程等知名企业，更在 1999 年参与创立搜房网并在 11 年后推动其上市，获得超过 100 倍的投资回报；2003 年投资网龙并于 2007 年实现香港上市，随后继续支持其孵化的 91 无线，最终在 2013 年以 19 亿美元被百度收购，创下当时中国互联网史上最

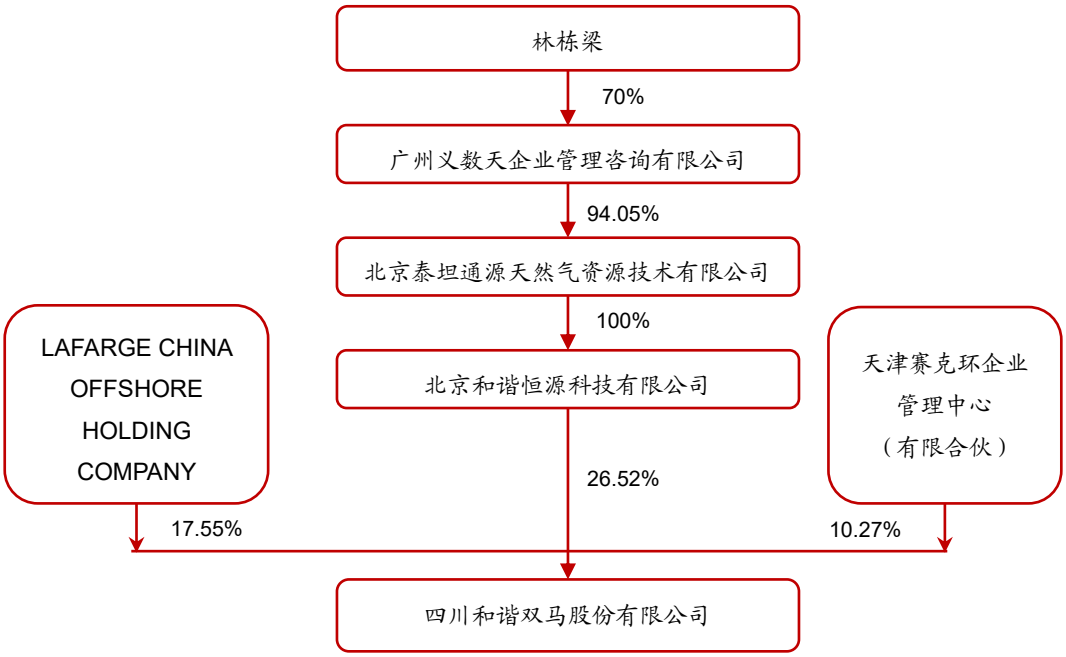
[2] 2016 年 10 月 25 日，工业和信息化部 环境保护部联合发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》。《通知》要求理缩短水泥熟料装置运转时间，有效压减过剩熟料产能，同时避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染，在 2015 年北方地区全面试行错峰生产的基础上，进一步做好 2016—2020 年期间水泥错峰生产。错峰生产，不但对治理雾霾大有好处，而且对化解部分过剩产能，节能减排，减少污染，降本增效，改善职工劳动条件大有帮助。

下载日志已记录，仅供内部参考

大并购案纪录。IDG 资本作为最早进入中国的国际风险投资机构之一，在中国管理资金规模超过 8 亿美元，已投资超过 100 家企业，并连续 5 年被评为“年度最佳投资创业机构”。

战略层面，新控股股东入主后，迅速展现出清晰且果断的破旧立新的决心。这一战略重塑在公司 2016 年报中有两处明确表述：其一，公司当时正在筹划出售公司持有的全部水泥业务资产，这彰显了其意图彻底剥离传统重资产主业、回笼资金的坚定意志；其二，公司不排除未来根据公司战略需求和实际经营情况择机注入符合国家产业发展方向的优质资产，并明确指出公司主业存在变更的可能性。公司新战略清晰描绘了从传统水泥生产商向新兴产业投资平台转型的蓝图。

图9： 四川双马公司股东结构图



资料来源：四川双马 2024 年报，浙商证券研究所

3）焕然一新：财务质变与股价表现

2017 年以后，四川双马收入结构发生了显著变化。如下图所示，公司从单一的水泥业务发展为多元化的业务组合。2016 年，公司营业收入全部来源于水泥业务。2017 年公司首次在报告中列示了“私募股权投资管理业务分部”收入占比 2.60%，以及“体育培训业务分部”收入占比 0.24%。这一结构性转变源于上述公司战略的主动调整，报告明确指出公司在报告期内投资并控制了北京国奥越野足球俱乐部有限公司，同时参与投资了河南省和谐锦豫产业投资基金和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业，其二级子公司西藏锦合创业投资管理有限公司担任了这两支基金的管理人，管理费的收入促进了公司的业绩增长。这体现出在控股股东变更后，四川双马正逐步实践其战略转型，着力发展新的盈利增长点。

与此同时，公司的净利润实现了极为显著的增长，如图 3 所示，2017 年较 2016 年净利润同比增长高达 128.70%。这一业绩的飞跃主要得益于两大驱动因素，首先，传统水泥主业盈利能力在供给侧结构性改革的背景下显著改善，同时公司通过加强内部管控，努力降低运营成本，提升盈利空间；其次，公司在新控股股东推动下进行的战略转型初见成效，新兴业务成为重要利润贡献点。其中，私募股权投资管理业务通过子公司西藏锦合创业投资管理有限公司开展，该公司在报告期内实现净利润约 6422 万元（2017 年公司净利润 2.47 亿元）。可以看出，在 IDG 入主后，四川双马通过提升主业经营效率与成功培育

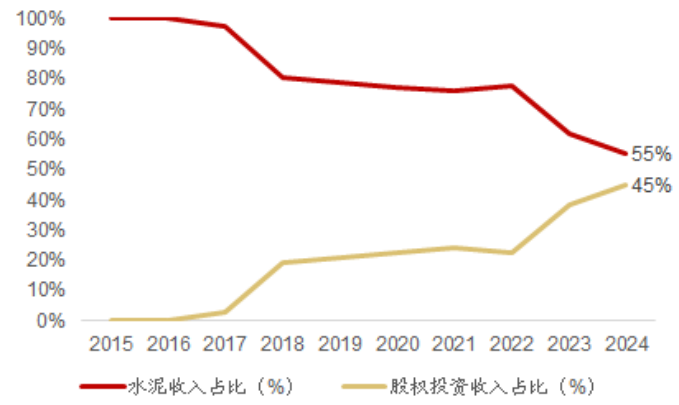
下载日志已记录，仅供内部参考

新的利润增长点，不仅摆脱了 2015 年净利润的亏损困境，更在 2017 年实现了净利润规模与质量的跨越式增长，标志着公司战略转型取得了坚实的阶段性成果。

IDG 资本成为控股股东后，四川双马的股价便进入了由预期驱动的上升通道。我们认为市场预期的核心并非其当期水泥业绩，而是其宣布“公司将充分运用公司部分水泥资产置出后在资金方面获得的有利条件，继续围绕实体经济方向，着力发展新的盈利增长点”所展现的战略转型决心，以及 IDG 这一股东背景所蕴含的卓越资本运作能力。2016 年四川双马股价从 7 元每股左右上涨至最高 42 元每股。

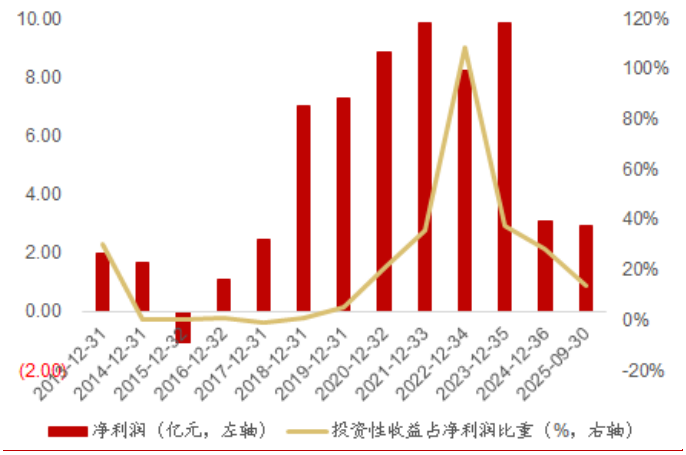
2017 年以来四川双马的收入结构持续发生改变，传统水泥收入从 100%下降至 2024 年的 55%，股权投资相关收入占比提升到 45%。净利润结构也发生了较大改变，2015 年股权结构发生变化前四川双马的净利润为负，2016 年完成股权变更和主业变更，随后 2016-2023 年公司投资收益占净利润比重持续提升。PE 估值方面，在股权变更前四川双马估值不超过 13x，主要在 6-7x 左右震荡；股权变更前后，由于巨大预期差和公司 2015 年亏损的缘故，PE 估值波动较大（>100x），但是 2018 年估值逐渐回归理性后我们可以看到 2019-2025 年期间四川双马的 PE 估值在 15-20x 震荡。四川双马 PE 估值变动和公司净利润增速有较高相关性，2017-2018 年净利润增速分别为 128%和 158%时，PE 估值>100x，2019-2023 年净利润增速在 3-22%震荡时，PE 估值在 15-20x 区间震荡。**总体来看，四川双马的股权变更实现了利润和估值的双重修复。**

图10： 四川双马公司收入结构变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11： 四川双马公司净利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12： 四川双马 2015-2016 年中 PE 估值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13： 四川双马 2019-2025 年 PE 估值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 美国丹纳赫 Danaher（DHR.N）

1）认识丹纳赫：深度产业融合与价值重塑

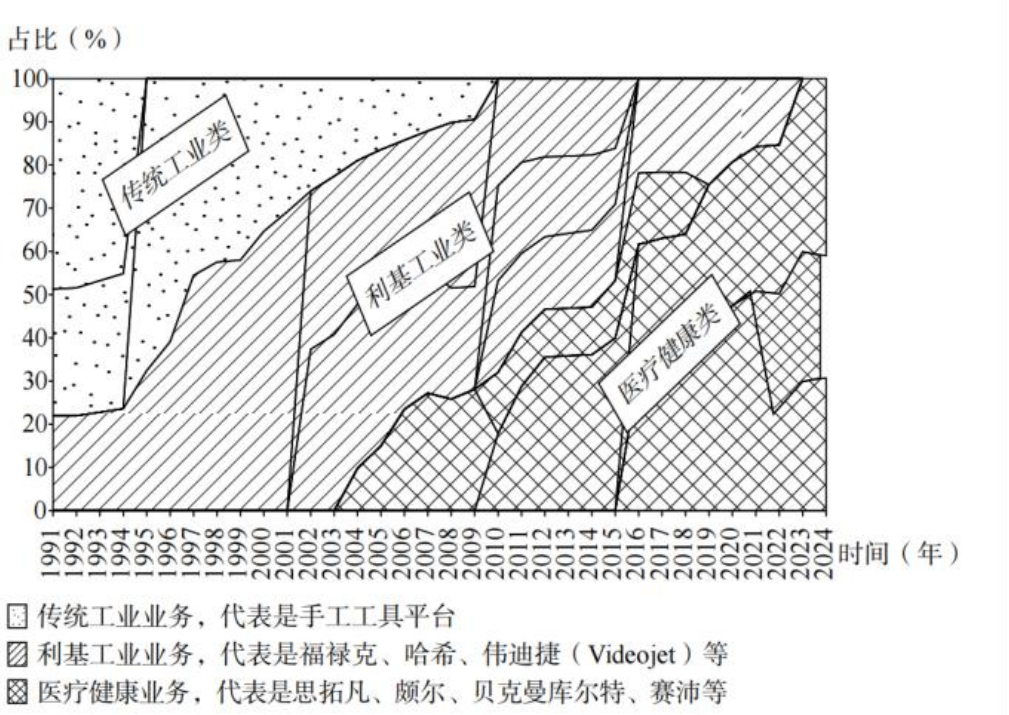
丹纳赫集团是一家有着 40 多年历史的全球化公司，总部位于美国首都华盛顿特区。其犹太裔创始人拉尔斯兄弟当年在蒙大拿州一条名为丹纳赫的溪流钓鱼，收获颇丰，由此便决定将他们并购的房地产信托公司 DMG 变更为丹纳赫这个名字。2025 年，丹纳赫在《财富》美国 500 强中排名第 180 位。

丹纳赫集团是一家不断进化的企业。它从房地产信托业务脱胎而来，而后通过轮胎、橡胶、塑料制品等产品进入实业领域，先后涉足加油站设备、工业控制和自动化、电子测量仪器、水质分析和水处理、齿科、生物技术、医学诊断和生命科学等十几个领域，在每一个细分领域都取得了巨大的成功。它的业务组合每 10 年就会大变样，不停地拆分和并购，直到 2024 年，丹纳赫集团已成为一家专注于医疗健康的商业巨头。

1991 年，丹纳赫以生产低端制造产品为主，如扳手、螺丝刀等手工工具，毛利率为 24%，息税前利润率为 4.9%；到了 2001 年，企业通过并购福禄克（Fluke）和哈希，进入高端制造领域，毛利率攀升到 38.3%，息税前利润率为 15.2%；到了 2011 年，企业转型为多元化的科学和技术集团，产品横跨生命科学与医学诊断、环境、分析和测量、工业技术以及齿科五大平台，毛利率达到了 51.5%，息税前利润率为 16.6%；到了 2021 年底，企业彻底转型为一个以生命科学与医学诊断为主的医疗健康集团，毛利率和息税前利润率均创下历史最高纪录，分别达到了 61.3%和 27.7%。

——《丹纳赫模式》

图14：丹纳赫收入结构变化

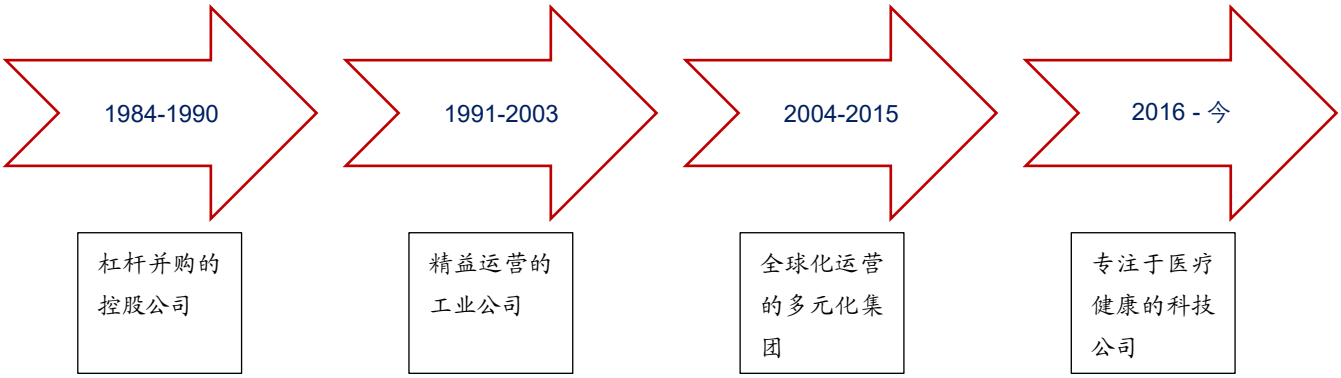


资料来源：《丹纳赫模式》，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

从业务组合来看丹纳赫集团的发展历程，大概可以总结为以下几个阶段（如下图）。

图 6：美国丹纳赫发展历程

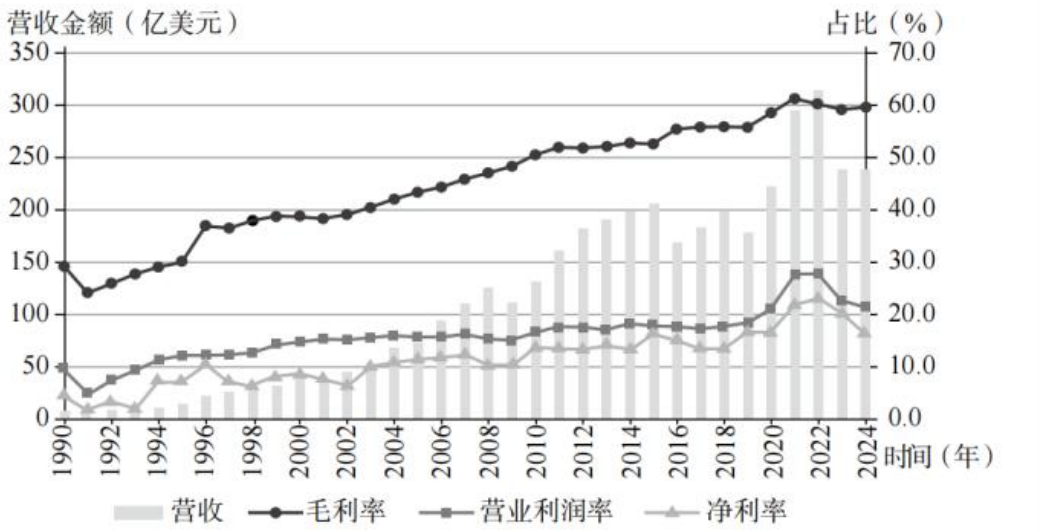


资料来源：《丹纳赫模式》，浙商证券研究所

丹纳赫集团从 1990 年起一直有计划性地改善各项运营财务指标，营收从 1990 年不到 10 亿美元，一直增长到了 2022 年的约 315 亿美元，营收年均复合增长率约为 12%，毛利率水平在 32 年间提升了约 30%，营业利润率则提升了约 20%，净利润率提升了约 20%。 这部分的提升来自两个部分。第一是业务组合改变带来的提升。传统工业类产品，如手工工具等，因为行业壁垒较低、竞争激烈，整体毛利率在 20%～30% 区间跳动。后来进入的利基工业市场，因其有更高的壁垒和更宽松的竞争格局，毛利率提升至 40%～50%。最近 15 年，丹纳赫集团主要投资的医疗健康领域，因为有更高的技术要求、法规壁垒和客户黏性，平均可以达到 60% 甚至更高的毛利率。第二自然是 DBS 带来的魔力。几乎所有被并购的业务，经过丹纳赫集团 3～5 年的 DBS 整合，通常都可以挖掘出 3～5 个百分点的毛利率增长，同时还伴随着管理和行政费用率的下降，最终体现为更高的营业利润率。

——《丹纳赫模式》

图15：丹纳赫主要财务指标变化



资料来源：《丹纳赫模式》，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2）内核重塑：DBS 系统驱动下的戴维斯双击

丹纳赫集团在 2019 年的年报中曾写道：“自从丹纳赫集团在 35 年前诞生，我们已经交付了将近 100000%的总股东回报，同时期标普 500 指数的回报仅略超 4000%。在过去 5 年里，我们的总股东回报达到了 144%，是标普 500 指数回报的 2 倍。”……如果我们把丹纳赫集团看作一家并购私募基金，那么它从成立到 2023 年底的成绩单大约如下：年均出手约 10 次，将历年的自由现金流合计，再加上股权融资额，其资产管理规模超 800 亿美元，根据丹纳赫集团的股东回报来计算，其净内部回报率约为 21%。

——《丹纳赫模式》

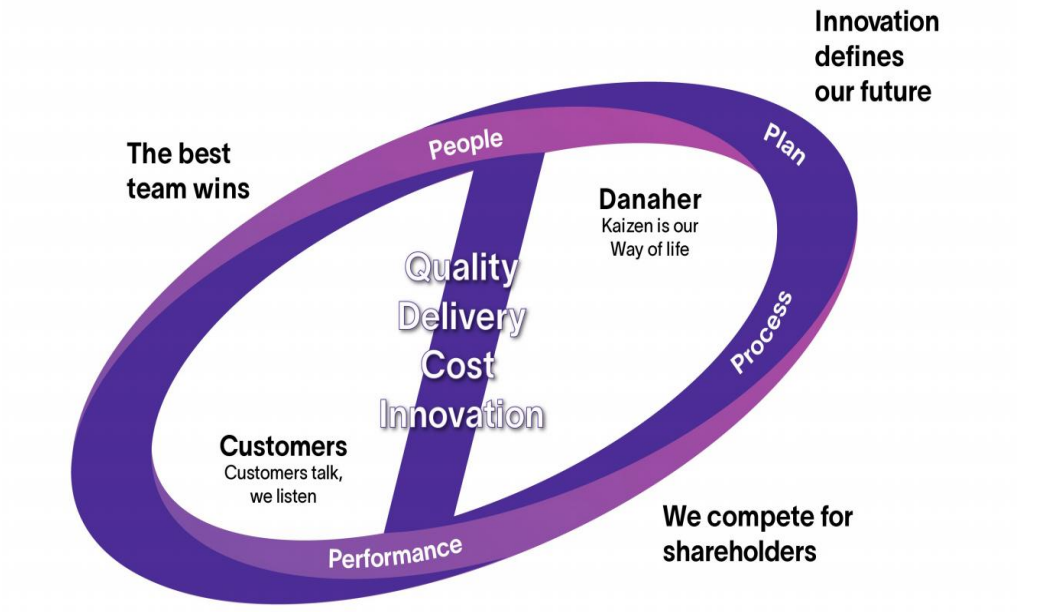
丹纳赫实现卓越绩效的核心引擎在于其独创的丹纳赫商业系统（Danaher Business System, DBS）。通过这套体系的成功应用，丹纳赫在 40 年的企业历史上完成了超 400 次并购，实现了年均近 22%的投资回报率。丹纳赫的商业模式类似于“并购基金+咨询管理”的双轮驱动。和股神巴菲特的“轻投后管理”的价值投资理念不同，丹纳赫集团会通过 DBS 深度介入被并购企业的运营改进，直接参与价值创造的过程。

DBS 的商业模式起源于 1986 年丹纳赫开始学习丰田模式，并逐渐发展成为自己独特的业务管理系统。DBS 目前已经进化为包含四大模块（DBS 基础、精益、增长和领导力）、涵盖几十个具体工具和流程的一套完整、科学的管理体系。DBS 不仅是丹纳赫日常追求持续改进所使用的一套业务流程和工具，也代表了丹纳赫的文化，该文化由五大核心价值观引导：最好的团队致胜、客户倾诉我们倾听、改善是我们的生活方式、创新定义我们的未来、我们为股东而竞争。

卡尔普曾经用一句金句来形容 DBS，即“常识为纲，贯彻有方”。一个人一天在一件事上践行常识是一种平常的现象，可当一个在全球有 7 万名员工、几十家运营子公司的大型集团，能够上至董事长、CEO，下到一线的销售代表、工厂的操作工，都能学习、理解并且亲身实践这些常识的时候，DBS 就能迸发出惊人的力量。

——《丹纳赫模式》

图16： 丹纳赫的 DBS 系统



资料来源：丹纳赫 2024 年报，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

丹纳赫集团本身并不直接运营任何业务，它位于华盛顿特区的集团总部，主要人员构成就是企业最高管理层、DBS 办公室、法务、财务、税务、人力和并购团队。我们可以把丹纳赫集团看作一个具有极强赋能管理能力的、长青型的并购基金。战略和投资并购团队是这只并购基金的投资团队，DBS 办公室就是丹纳赫集团的投后赋能咨询机构，而集团的财务、人力和法务等部门是中后台，CEO、CFO 和董事会则是投资决策委员会。

丹纳赫如何创造价值？——通过并购进入强 β 行业，管理赋能创造 α

丹纳赫集团通过并购进入更好的市场，进而优化集团整体的 β 系数。在丹纳赫集团的历史上，持续进入更高成长、更低周期的新市场，就是丹纳赫集团不停优化自己 β 系数的过程。需要指出的是，这里的 β 优化，并非简单追求更高的 β 绝对值，而是在自己核心能力范围内平衡风险和回报。除此之外，丹纳赫集团还凭借自己优秀的投资能力和 DBS 管理能力，提升了自己的 α 系数。通过极度有纪律性的投资策略，丹纳赫集团能够在市场达成共识之前逢低买入标的，再通过 DBS 来提升业务的成长性和营利性，等到市场对这个板块和标的达成理解和共识、估值倍数提升之后，便实现了业绩增长和估值提升的戴维斯双击。

3）价值跃迁：利润持续增厚，估值水涨船高

丹纳赫的战略转型不仅重塑了其业务内核，更在资本市场上完成了一次深刻的价值重估。这一过程体现在其估值逻辑从传统工业股向科技成长股的系统性切换、以及随之而来的卓越股价表现上。随着丹纳赫在 2015 年拆分工业技术业务、2019 年拆分齿科业务及 2023 年拆分环境与应用解决方案业务，资本市场对其认知发生了大幅转变。如图 9 所示，公司的营业收入结构已从多元化的工业组合，转向了以生命科学与诊断业务为主导的高科技板块。这一业务质变为估值逻辑的切换奠定了坚实基础，市场在原有工业股估值框架的基础上，日益叠加并强化了针对生命科技股的估值逻辑，而后者则更看重研发壁垒和长期增长潜力。

PE 乘数的系统性上移为此提供了的证据，如下图所示，丹纳赫的 PE 估值常年稳定在 20x 以上。毛利率和息税前利润在 1991-2024 年不断提升，体现出公司强大的利润提升能力。丹纳赫的企业价值倍数、企业价值与营业收入比值长期呈现持续提升的态势。

图17： 丹纳赫关键财务指标和估值

关键财务指标	1991—2000	2001—2010	2011—2020	2021—2024
企业价值与营业收入比	1.8	2.4	3.3	7.5
企业价值倍数	11.5	13.0	14.3	22.4
市盈率(倍)	26.5	23.5	23.6	36.8
毛利率(%)	32.0	43.0	54.0	60.0
息税前利润率(%)	11.0	15.0	17.0	25.0

资料来源：《丹纳赫模式》，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 小结

我们认为，金科股份在重整之后，账面现金截止 2026Q1 偏低，未来作为 GP 身份开展新业务需要 LP 以基金的方式出资支持。从业务模式上来看，金科股份 GP 的运作模式会类似四川双马，成熟且成功的 GP 运营模式可参考美国丹纳赫。需注意的是，本文案例分析旨在说清 GP 运营模式，不可简单映射。金科股份的 GP 运营模式还需进一步跟踪。

下载日志已记录，仅供内部参考

5 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

根据公司公告，金科重组后保留在上市公司体内不超过 20 个项目，在剥离前公司大概有 600 个项目。重整后金科股份将设置“投资管理、开发服务、运营管理、特殊资产”四大业务板块，通过投资经营特殊资产、运营开发改善型住宅、做精做强收费服务、创新发展产业机会，实施“汰旧、取新、强链”转型路径，分阶段实现短中长期经营目标。

我们认为，虽然运营管理和投资管理需要新进项目，短期具有较大不确定性，但是由于公司有大量置出体外的房地产项目在保交楼政策下依然需要推进，所以开发服务和特殊资产管理短期 1-2 年相对确定性较高，可以用于盈利预测。

截至 2025 年三季报，公司账面上有 840 亿存货，根据我们行业经验通常地价和房价比值在 40-50%左右，对应公司可销售货值可推算为 1600-2000 亿元。当前房地产市场去化率水平不高，保守估算每年去化率在 15%左右去化率，我们以此推算每年销售额大约为 300 亿元左右。关于特殊资产管理（包括代建+代销），根据我们行业经验估算费率可取到销售额的 10%，对应每年大概 30 亿元收入。代建类毛利率在 15%上下，预计 26 年和 27 年毛利率在 15%左右。

我们预计公司 2025 年公司受资产置出体外而收入出现较大波动，但与此同时亏损项目的置出会导致公司盈利有所改善。我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 65、44、39 亿元，净利润分别为 0.77、-0.67、0.73 亿元。

需要特别提示的是，参考先前我们梳理的公司 2026-2030 年战略规划，公司未来营业收入和利润来源可能不只有剩余房地产开发和房地产项目开发服务，需要持续跟踪公司新业务情况。

表6： 盈利预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,884	6,450	4,400	3,900
同比增速（%）	-75.02%	-6.31%	-31.78%	-11.36%
- 房地产开发收入	6,588.25	6,000.00	3,500.00	3,000.00
- 开发服务	295.88	450.00	900.00	900.00
毛利率（%）	14.22%	13.26%	15.68%	16.15%
- 房地产开发毛利率	14.63%	12.00%	12.00%	12.00%
- 开发服务	4.92%	30.00%	30.00%	30.00%
归母净利润（百万元）	29,325	77	-67	73
净利润率（%）	-	1.20%	-1.53%	1.86%

资料来源：浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 投资建议

我们认为，新金科此次重整是公司开启新征程、实现轻装转型的历史性拐点；新股东和管理层为新金科带来的产业资源与专业能力，为公司中长期价值提升开辟了空间。我们认为公司具备困境反转的特质，但由于新业务盈利情况还有较大不确定性，因此我们首次覆盖给予“中性”评级。

6 风险提示

1. **退市风险。** 公司重整虽已落地并于 7 月 2 日摘除 ST 标识，暂时解除了交易类及财务类强制退市的直接威胁，但鉴于公司历史遗留问题的复杂性、新业务拓展的不确定性、基本面修复尚需时日，未来不排除仍面临再度触及退市指标的可能性。

2. **盈利模式转型不确定性风险。** 公司战略定位从传统开发商彻底转向"不动产综合运营商"，业务重心从开发销售转向投资管理、开发服务、运营管理和特殊资产四大板块。这一转变意味着公司收入结构、现金流特征、资产周转模式将发生根本性重塑。运营管理和服务类业务虽具备现金流稳定、利润率较高的特征，但培育周期较长、前期投入较大，且对专业化团队和品牌溢价能力要求较高。公司提出未来 3-5 年运营服务收入占比目标达到 60%-70%，但新业务从 0 到 1 的拓展速度、客户获取能力、以及轻资产模式的规模化复制效果均存在较大不确定性。

3. **存量房产销售去化不确定性风险。** 重整后保留在上市公司体内的项目主要位于重庆、上海、苏州等地，虽然聚焦核心区域，但当前房地产市场仍处于深度调整期，购房者预期偏弱，市场去化率整体承压。

4. **新股东协同与资源整合风险。** 新股东体系涵盖产业投资人（上海品器联合体、四川发展证券基金、中国长城资产）和财务投资人（24 家机构及自然人），未来风险不排除因各方利益诉求、投资期限、资源禀赋存在差异，导致公司战略方向、业务优先级、利益分配等方面可能出现的分歧。

5. **案例分析不可简单映射或线性外推。**从业务模式上来看，金科股份 GP 的运作模式会类似四川双马，成熟且成功的 GP 运营模式可参考美国丹纳赫。需注意的是，本文案例分析旨在说清 GP 运营模式，不可简单映射。金科股份的 GP 运营模式还需进一步跟踪。

下载日志已记录，仅供内部参考

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**9,620**	**8,983**	**7,946**	**7,409**
现金	1,407	905	1,023	1,241
交易性金融资产	57	57	57	57
应收账项	72	66	45	40
其它应收款	5,338	5,196	4,889	4,333
预付账款	8	6	4	3
存货	2,445	2,331	1,546	1,363
其他	294	423	382	372
非流动资产	**5,271**	**5,265**	**5,263**	**5,261**
金融资产类	2	2	2	2
长期投资	346	346	346	346
固定资产	5	4	2	0
无形资产	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0
其他	4,918	4,913	4,913	4,913
资产总计	**14,891**	**14,249**	**13,208**	**12,670**
流动负债	**4,972**	**4,596**	**3,634**	**3,011**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,235	1,166	1,031	727
预收账款	0	13	9	8
其他	3,736	3,417	2,595	2,276
非流动负债	**5,148**	**5,103**	**5,103**	**5,103**
长期借款	60	60	60	60
其他	5,088	5,043	5,043	5,043
负债合计	**10,120**	**9,698**	**8,737**	**8,113**
少数股东权益	615	629	617	630
归属母公司股东权益	4,156	3,922	3,854	3,927
负债和股东权益	**14,891**	**14,249**	**13,208**	**12,670**

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**(1721)**	**40**	**122**	**222**
净利润	24773	91	(79)	86
折旧摊销	134	1	3	2
财务费用	5538	4	4	4
投资损失	(65896)	0	0	0
营运资金变动	(156)	(55)	195	131
其它	33886	0	0	0
投资活动现金流	**(573)**	**0**	**0**	**0**
资本支出	(13)	0	0	0
长期投资	(37)	0	0	0
其他	(524)	0	0	0
筹资活动现金流	**2177**	**(230)**	**(4)**	**(4)**
短期借款	(5299)	0	0	0
长期借款	(11060)	0	0	0
其他	18536	(230)	(4)	(4)
现金净增加额	**(117)**	**(191)**	**118**	**218**

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**6884**	**6450**	**4400**	**3900**
营业成本	5905	5595	3710	3270
营业税金及附加	893	0	0	0
营业费用	134	123	110	78
管理费用	739	645	660	468
研发费用	0	0	0	0
财务费用	5236	(3)	(1)	(2)
资产减值损失	(23134)	0	0	0
公允价值变动损益	(2432)	0	0	0
投资净收益	65896	0	0	0
其他经营收益	183	0	0	0
营业利润	**28863**	**91**	**(79)**	**86**
营业外收支	(1216)	0	0	0
利润总额	**27646**	**91**	**(79)**	**86**
所得税	2873	0	0	0
净利润	**24773**	**91**	**(79)**	**86**
少数股东损益	(4552)	14	(12)	13
归属母公司净利润	**29325**	**77**	**(67)**	**73**
EBITDA	(28999)	88	(77)	86
EPS（最新摊薄）	2.77	0.01	(0.01)	0.01

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-75.02%	-6.31%	-31.78%	-11.36%
营业利润	190.38%	—	—	—
归属母公司净利润	191.73%	—	—	—
获利能力				
毛利率	14.22%	13.26%	15.68%	16.15%
净利率	425.98%	1.20%	-1.53%	1.86%
ROE	705.54%	1.97%	-1.74%	1.85%
ROIC	-473.15%	1.71%	-1.59%	1.64%
偿债能力				
资产负债率	67.96%	68.06%	66.15%	64.03%
净负债比率	-13.86%	-7.58%	-10.36%	-14.95%
流动比率	1.94	1.95	2.19	2.46
速动比率	1.38	1.35	1.65	1.88
营运能力				
总资产周转率	0.07	0.44	0.32	0.30
应收账款周转率	12.84	93.26	78.91	91.44
应付账款周转率	0.37	4.66	3.38	3.72
每股指标(元)				
每股收益	2.77	0.01	-0.01	0.01
每股经营现金	-0.16	0.00	0.01	0.02
每股净资产	0.39	0.37	0.36	0.37
估值比率				
P/E	0.47	178.18	—	189.37
P/B	3.31	3.51	3.57	3.51
EV/EBITDA	—	152.30	—	152.83

资料来源：浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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