



四川双马 (000935.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

医药科技+PE 双核心，驱动业绩高增

投资逻辑

公司由单一水泥业务转为以私募股权业务为主业，归母净利润和 ROE 实现跨越式提升，产业+产业资本模式下未来有望打造生物科技+基金管理双核心业务。四川双马成立之初主营水泥产品，而后公司将战略重心转向私募股权业务后归母净利润大幅增长，由 16 年的 0.85 亿元增至 23 年的 9.85 亿元，2024H1 实现归母净利润 1.13 亿元，同比-75.06%，主要系市场行情下行拖累投资收入。公司 ROE 由 2016 年的 3.16% 提升至 2023 年的 14.10%。细分来看，私募股权投资业务利润占比逐年升高，由 2018 年的 3.61 亿元增长至 2023 年的 8.52 亿元，占比由 2018 年的 52% 上升至 2023 年的 86%。

募、管、投体系化业务能力突出，构建核心竞争力。1) 经营模式：公司私募股权业务盈利构成包括管理报酬+业绩分成+投资收入。2) 收入结构：管理费收入近三年占比基本维持 30%，2024H1 为 2.21 亿元，同比+81%；24H1 公司披露未确认超额报酬 11.6 亿元；24H1 跟投收益-0.79 亿元，同比由正转负，主要系市场下行导致公司投资项目出现亏损。3) 投资方向：公司重点关注新型工业化、人工智能、生物制造等战略性新兴产业，相关领域投资经验丰富。4) 募资规模：公司募集能力突出，主要得益于较高水平的投资管理和风险控制能力。截至目前，在管基金规模达到近 280 亿元。公司于 24 年 10 月公告计划收购深圳健元，深圳健元在多肽领域深耕多年，多肽原料年产能已达数吨级规模，GLP-1 类产品最大单批产量国内领先。未来随着 GLP-1 类药物渗透率进一步提升、内资厂商在研 GLP-1 类药物陆续获批上市，对于司美格鲁肽等 GLP-1 类药物原料药需求预计将持续提升。截至 24/6/30，深圳健元营收为 2.16 亿元，净利润 0.62 亿元。

盈利预测、估值和评级

公司股东背景强大，高新技术领域投资经验丰富，虽短期业绩受投资拖累，但后续 IPO 有望反弹及并购新政利好公司私募股权业务，同时考虑到深圳健元并表后有望增厚利润，我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 3.52/6.51/9.54 亿元，同比分别-64%/+85%/+47%。整体来看，给予公司 2025 年 170 亿元估值，对应目标价为 22.27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、投资项目公允价值波动风险；2、投资项目退出进展不及预期；3、建材市场需求疲软风险；4、私募股权业务业绩预测方法可能存在局限性。

国金证券研究所

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：杨佳妮 (执业 S1130524040002)

yangjiani@gjzq.com.cn

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

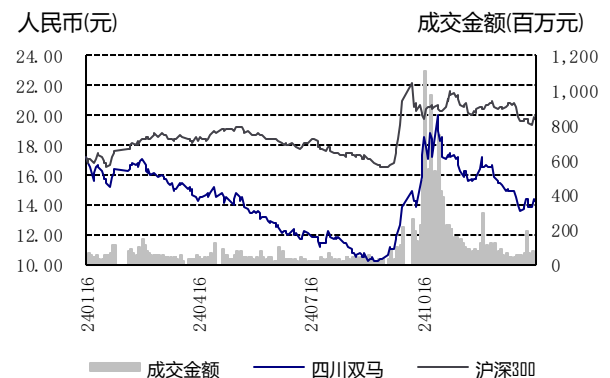
liyong10@gjzq.com.cn

联系人：方丽

fangli@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.30 元

目标价 (人民币)：22.27 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	1,220	1,219	1,006	1,456	1,775
营业收入增长率	-0.3	0.0	-17.5	44.8	21.9
归母净利润(百万元)	825	985	352	651	954
归母净利润增长率	-16.5	19.4	-64.3	84.8	46.6
每股收益(元)	1.08	1.29	0.46	0.85	1.25
ROE(归属母公司)	12.7	13.2	4.9	8.6	11.5
P/E	11.9	18.8	52.2	28.3	19.3
P/B	1.5	2.5	2.6	2.4	2.2

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 公司概况：由单一建材业务逐步转向私募股权投资业务为主.....	4
1.1 历史沿革：传统建材业务逐步去产能，战略重心转向产业+产业资本模式.....	4
1.2 股权结构：股权结构集中，IDG 资本合伙人为实控人.....	5
1.3 公司治理：核心管理层投资相关从业经验丰富.....	5
1.4 财务表现：私募股权投资占比提升，有效提升公司利润率.....	6
2. 私募股权：优质股东+投资团队，项目退出后有望带来业绩大幅增长.....	8
2.1 经营模式：利润来源于管理费收入+超额业绩报酬+跟投收益.....	8
2.2 投资方向：专注科技领域，投资经验丰富.....	11
2.3 募集资金：过往业绩打造卓越品牌力，募资能力突出.....	11
3. 医药科技：收购深圳建元，业务布局进一步拓展至生物医药领域.....	12
4. 建材业务：水泥骨料产品受下游需求影响有所承压.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	15
5.1 盈利预测.....	15
5.2 投资建议.....	16
6. 附录.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：四川双马发展历程.....	4
图表 2：四川双马前十大股东（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	5
图表 3：四川双马核心管理层履历.....	5
图表 4：2016-2024Q3 四川双马营业收入及同比增速.....	6
图表 5：2016-2024Q3 四川双马归母净利润及同比增速.....	6
图表 6：四川双马年化加权 ROE 变化情况.....	7
图表 7：四川双马营业收入构成（百万元）.....	7
图表 8：四川双马营业收入结构.....	7
图表 9：四川双马归母净利润构成（百万元）.....	7
图表 10：四川双马归母净利润结构.....	7
图表 11：四川双马目前在管三只私募股权投资基金（亿元）.....	8
图表 12：四川双马私募股权业务盈利来源.....	9
图表 13：四川双马通过旗下子公司开展私募股权投资业务.....	9
图表 14：四川双马在管私募基金管理费用及收益分配方式.....	10



图表 15: 四川双马私募股权业务盈利来源 (亿元)	10
图表 16: 四川双马私募股权业务盈利结构	10
图表 17: 四川双马在管基金投资项目中部分已上市公司	11
图表 18: 四川双马在管基金投资部分标的	11
图表 19: 交易完成后目标公司的股权架构图	12
图表 20: GLP-1 类药物已经成为糖尿病领域市场规模最大的药物品类	13
图表 21: 司美格鲁肽各剂型全球销售额 (亿丹麦克朗) 近年来维持高速增长	13
图表 22: 国内企业密集布局司美格鲁肽类似药研发	14
图表 23: 深圳健元业绩表现 (亿元)	14
图表 24: 四川双马建材板块分产品营业收入情况	15
图表 25: 四川双马建材板块毛利率情况	15
图表 26: 四川双马私募股权业务盈利预测	16
图表 27: 四川双马盈利预测	16
图表 28: 私募股权板块可比公司估值表	16
图表 29: 医药科技业务板块可比公司估值表	17
图表 30: 和谐锦弘合伙人出资情况	17
图表 31: 和谐锦豫合伙人出资情况	17
图表 32: 和谐绿色产业基金合伙人出资情况	18



1. 公司概况：由单一建材业务逐步转向私募股权投资业务为主

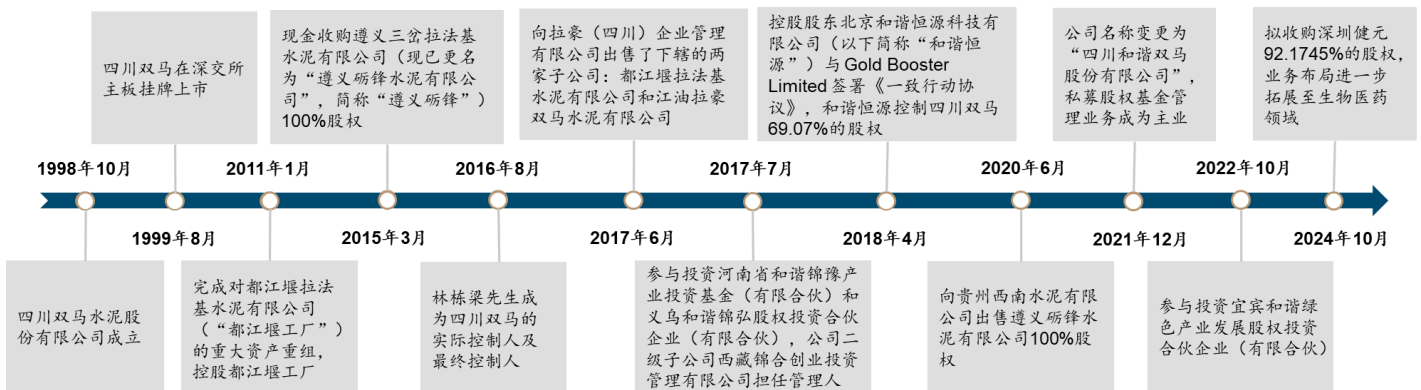
1.1 历史沿革：传统建材业务逐步去产能，战略重心转向产业+产业资本模式

四川双马目前经营业务包括私募股权投资基金管理及建材生产制造，于24年10月公告计划收购国内具有多肽原料药规模优势的企业深圳健元，未来有望打造生物科技+基金管理的双核心业务。其中，股权投资基金管理公司目前在管基金规模近280亿元；建材生产制造企业业务包括水泥产品以及建筑骨料的生产与销售，水泥年产能200余万吨，骨料生产线年产能500余万吨。

公司成立之初，主要从事水泥产品的生产和销售，上市后通过外延式收购实现业务发展与扩大。四川和谐双马股份有限公司(原四川双马水泥股份有限公司,以下简称“四川双马”)成立于1998年,从事水泥产品的生产和销售,1999年8月在深圳证券交易所主板挂牌上市。2011年,四川双马完成对都江堰拉法基水泥有限公司(以下简称“都江堰工厂”)的重大资产重组,控股都江堰工厂。2015年,四川双马现金收购遵义三岔拉法基水泥有限公司(现已更名为“遵义砺锋水泥有限公司”,简称“遵义砺锋”)100%股权,遵义砺锋成为四川双马全资子公司。2016年8月,四川双马原控股股东拉法基中国海外控股公司(LCOHC)分别与天津赛克环企业管理中心(有限合伙)(简称“天津赛克环”)和北京和谐恒源科技有限公司(简称“和谐恒源”)正式签署股份转让协议,股份转让完成后,和谐恒源持有四川双马25.92%的股份,天津赛克环持有四川双马25.01%的股份,林栋梁成为四川双马的实际控制人。2018年4月19日,和谐恒源与Gold Booster Limited签署《一致行动协议》,协议签署后,和谐恒源控制四川双马69.07%的股权。2024年2月,天津赛克环向中信金融资产和融人寿分别转让7.93%和6.80%的股份,和谐恒源及其一致行动人天津赛克环、拉法基中国合计控制四川双马54.33%的股权。

自2017年,公司战略重心转向私募股权投资业务,建材业务逐步去产能。2017年6月,在水泥行业激烈竞争态势下,结合公司自身发展战略的变化,四川双马实施了重大资产重组,向拉豪(四川)企业管理有限公司出售了下辖的两家子公司,即都江堰拉法基水泥有限公司和江油拉豪双马水泥有限公司。2017年,四川双马参与投资了河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)(以下简称“和谐锦豫”)和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“和谐锦弘”),公司二级子公司西藏锦合创业投资管理有限公司同时担任了和谐锦豫和和谐锦弘的管理人。自此,公司业务由单一的水泥产品销售转向PE+建材双轮驱动。2020年,结合公司自身发展战略的变化,四川双马向贵州西南水泥有限公司出售遵义砺锋水泥有限公司100%股权。2021年12月,公司名称变更为“四川和谐双马股份有限公司”,私募股权基金管理业务成为公司主业。在老基金逐步进入项目后期,四川双马于2022年参与投资了新基金,即宜宾和谐绿色产业发展股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“和谐绿色产业基金”),管理规模进一步扩大。

图表1: 四川双马发展历程



来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所



公司战略为打造产业+产业资本模式，未来有望形成生物科技+基金管理的双核心业务。2024年10月21日，四川双马公告称拟使用自有及自筹资金以总计15.96亿元的交易价格向深圳市星银医药有限公司（简称“星银医药”）及深圳市星银投资集团有限公司（简称“星银集团”）购买其所持有的深圳市健元医药科技有限公司（简称“深圳健元”）92.1745%的股权。本次交易实施完毕后，深圳健元成为公司合并报表范围内的控股子公司，在公司合并资产负债表中预计将形成一定金额的商誉。

1.2 股权结构：股权结构集中，IDG 资本合伙人为实控人

公司股权结构集中，IDG 资本合伙人林栋梁先生为公司实际控制人。截至2024年三季度，公司的前四大股东分别为北京和谐恒源科技有限公司（持股比例为26.52%）、拉法基中国海外控股公司（持股比例为17.55%）、天津赛克环企业管理中心（有限合伙）（持股比例为10.27%）和中国中信金融资产股份有限公司（持股比例为7.93%），控股股东和谐恒源及其一致行动人天津赛克环、拉法基中国持股比例合计达到54.34%，股权结构较为集中。IDG 资本合伙人林栋梁先生为公司实控人，持股比例合计为17.46%。

图表2：四川双马前十大股东（截至2024年9月30日）

排名	股东名称	股东性质	持股数量 (亿股)	占股本总比例 (%)
1	北京和谐恒源科技有限公司	境内非国有法人	2.02	26.52%
2	LAFARGE CHINA OFFSHORE HOLDING COMPANY (LCOHC) LTD.	境外法人	1.34	17.55%
3	天津赛克环企业管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	0.78	10.27%
4	中国中信金融资产股份有限公司	国有法人	0.61	7.93%
5	中融人寿保险股份有限公司-传统产品	境内非国有法人	0.52	6.80%
6	基本养老保险基金一零零三组合	其他	0.11	1.44%
7	中英人寿保险有限公司-传统保险产品	其他	0.09	1.19%
8	香港中央结算有限公司	境外法人	0.05	0.69%
9	华夏基金管理有限公司-社保基金16021组合	其他	0.04	0.48%
10	招商银行股份有限公司-南方中证1000交易型开放式指数证券投资基金	其他	0.03	0.45%
	合计		5.60	73.05%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 公司治理：核心管理层投资相关从业经验丰富

核心管理层围绕公司主营业务相关从业经验丰富，具备证券、财务、建材等多元化背景，包括投资机构、证券公司、政府机构以及建材企业。

图表3：四川双马核心管理层履历

姓名	职务	任职日期	学历	个人简历
谢建平	董事长	2016-11-30	本科	2004年加入IDG资本投资顾问（北京）有限公司，担任董事总经理职务。2013年加入北京泰坦通源天然气资源技术有限公司，担任副总经理职务。加入IDG资本投资顾问（北京）有限公司之前，其先后在北京珠穆朗玛电子商务有限公司和青海庆泰信托北京分部工作。现任北京和谐恒源科技有限公司、北京泰坦通源天然气资源技术有限公司法定代表人、执行董事。
林栋梁	董事	2016-11-28	硕士	于1995年加入IDG技术创业投资基金管理团队，在爱奇高科技北京有限公司（IDG Hight Tech (Beijing) Co., Ltd.）任副总裁。2009年1月至2012年12月，林栋梁先生在国际数据中国投资有限公司任副总裁；2013年1月至2016年5月在IDG资本投资顾问（北京）有限公司任合伙人；2016年6月至2019年2月在和谐天明投资管理（北京）有限公司，



姓名	职务	任职日期	学历	个人简历
黄灿文	董事, 总经理	2016-04-01	硕士	担任总经理职务。2019年3月至今在和谐爱奇投资管理(北京)有限公司,担任合伙人职务。加入IDG中国基金管理团队之前,林栋梁先生曾在国务院发展研究中心任职。先后担任四川化工机械厂会计,成都宝洁公司会计,都江堰拉法基水泥有限公司财务主管,重庆拉法基水泥有限公司财务经理,拉法基瑞安水泥有限公司重庆分公司财务副总监,四川和谐双马股份有限公司财务总监。现任四川和谐双马股份有限公司董事及总经理。
陈长春	董事, 副总经理, 董事会秘书	2021-03-17	硕士	曾在中国证监会担任干部、新时代证券股份有限公司担任场外市场部总经理、开源证券股份有限公司担任总经理助理、中原证券股份有限公司担任总裁助理。现任四川和谐双马股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书。
周凤	财务总监	2016-04-01	本科	2001年加入拉法基集团。其后,先后担任都江堰拉法基水泥有限公司成本主管,四川和谐双马股份有限公司审计部负责人、四川和谐双马股份有限公司财务控制经理,拉法基瑞安水泥有限公司贵州运营单位财务总监,拉法基瑞安水泥有限公司公司部财务总监。现任四川和谐双马股份有限公司财务总监。

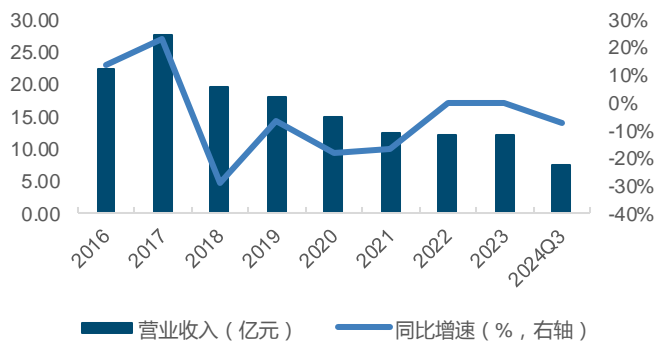
来源: 公司官网, iFinD, 国金证券研究所

1.4 财务表现: 私募股权投资占比提升, 有效提升公司利润率

2017年以来公司逐步去水泥产能,营业收入有所下降。受建材行业景气度下行影响,叠加2017年开始公司建材业务逐渐出清,2017-2021年公司整体营业收入有所下降,2022-2023年同比均基本持平,2023年公司营业收入为12.19亿元。2024年前三季度实现营业收入7.44亿元,同比-7.61%,收入下降主要是投资收益(包含公允价值损益)同比由正转负拖累,市场下行背景下预计公司部分投资项目出现亏损。随着年内第三只基金完成筹资促进管理费收入增长,以及投资项目退出预期下超额业绩报酬有望逐步兑现,公司营业收入有望实现正向增长。

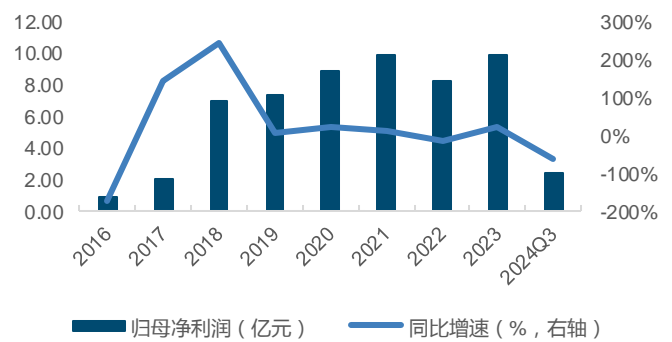
公司由单一水泥业务转为以私募股权业务为主业,归母净利润和ROE实现跨越式提升。2016年公司归母净利润仅为0.85亿元,2017年公司战略重心转向私募股权投资业务后,归母净利润实现大幅增长,2023年公司归母净利润为9.85亿元,较上年同期+19.38%。2024年前三季度实现归母净利润2.45亿元,同比-63.41%,主要系市场行情下行所致。2016年公司ROE为3.16%,2017年以来公司ROE整体维持在较高水平,2023年公司ROE达到14.10%。

图表4: 2016-2024Q3 四川双马营业收入及同比增速



来源: iFinD, 国金证券研究所

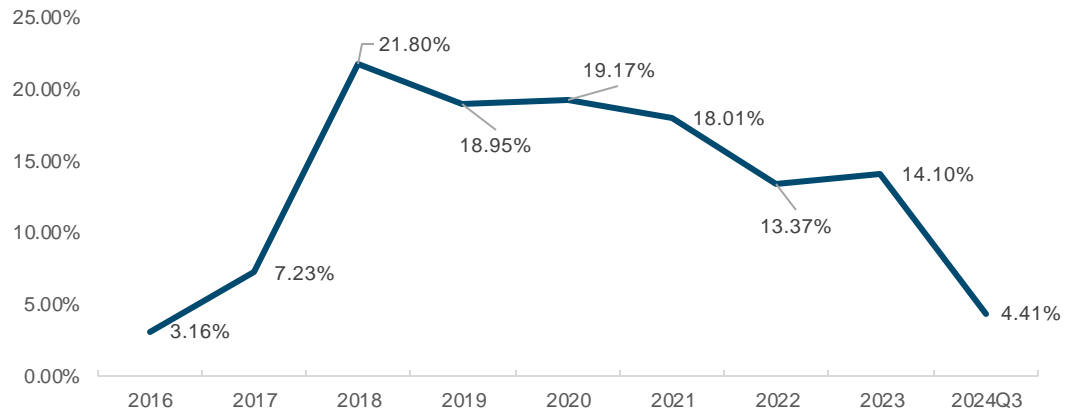
图表5: 2016-2024Q3 四川双马归母净利润及同比增速



来源: iFinD, 国金证券研究所



图表6: 四川双马年化加权 ROE 变化情况

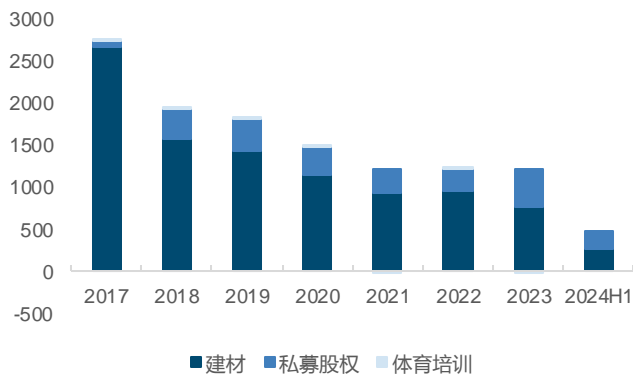


来源: iFinD, 国金证券研究所

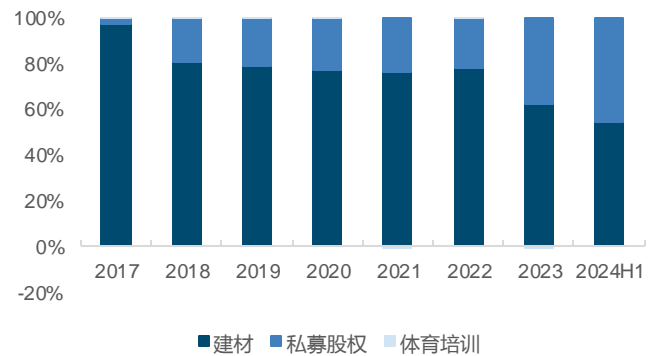
细分来看,公司私募股权投资业务收入占比逐年提升,收入结构优化。公司私募股权投资业务收入及其占比整体呈现上升态势,收入由 2017 年的 0.71 亿元增长至 2023/2024H1 的 4.66 亿元/2.21 亿元,占比由 2017 年的 3% 上升至 2023/2024H1 的 38%/46%。

私募股权投资业务利润占比逐年升高,且提升幅度较营业收入更高。公司私募股权投资业务利润及占比整体呈现上升态势,归母净利润由 2018 年的 3.61 亿元增长至 2023 年的 8.52 亿元,占比由 2018 年的 52% 上升至 2023 年的 86%。

图表7: 四川双马营业收入构成 (百万元)



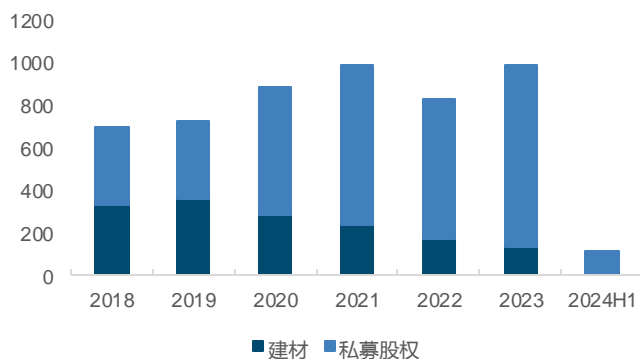
图表8: 四川双马营业收入结构



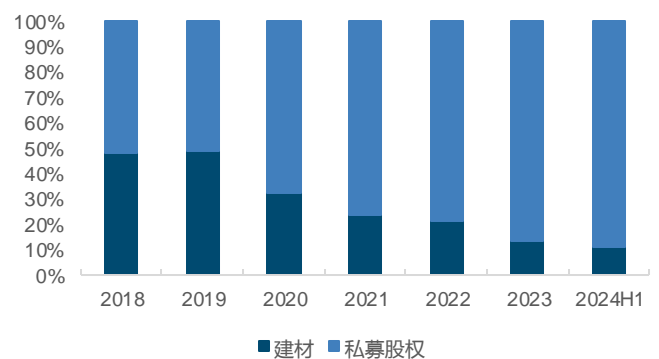
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表9: 四川双马归母净利润构成 (百万元)



图表10: 四川双马归母净利润结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所



2. 私募股权：优质股东+投资团队，项目退出后有望带来业绩大幅增长

2.1 经营模式：利润来源于管理费收入+超额业绩报酬+跟投收益

公司主营管理及投资基金，目前在管和和谐锦豫、和谐锦弘及和谐绿色产业基金共三只私募股权投资基金，合计管理规模接近 280 亿元。从管理架构来看，公司通过旗下二级子公司西藏锦合管理上述三只基金，同时，通过旗下四家子公司（西藏锦旭、西藏锦凌、西藏锦兴、西藏锦仁）分别充当上述三只基金的普通合伙人（GP）和有限合伙人（LP）。具体来说：

(1) 作为管理人，西藏锦合主要负责向投资基金提供管理服务，包括投资标的寻找和筛选、执行尽职调查、提出投资分析及建议、风险管控、项目管理等。

(2) 公司二级子公司西藏锦凌、西藏锦仁作为上述三只基金的普通合伙人（GP）承担相应责任并享有基金的超额业绩报酬。

(3) 公司二级子公司西藏锦旭、西藏锦兴作为上述三只基金的有限合伙人（LP）获取跟投收益。

截至目前，和谐锦豫、和谐锦弘及和谐绿色产业基金认缴规模分别为 66.74 亿元、108.02 亿元、105.00 亿元，合计认缴规模为 279.76 亿元。

图表11：四川双马目前在管三只私募股权投资基金（亿元）

基金名称	AUM	成立时间	管理人	持有份额	存续期限
和谐锦豫	66.74	2017年7月	西藏锦合	西藏锦仁持有0.015%的份额，西藏锦兴持有14.983%的份额，四川双马集团合计持有14.998%的份额。	存续期为七年，为确保对投资项目的有序清算，该存续期限可延长。
和谐锦弘	108.02	2017年8月	西藏锦合	西藏锦旭持有10.00%的份额，西藏锦凌持有0.01%的份额，四川双马集团合计持有10.01%的份额。	存续期为七年，为确保对投资项目的有序清算，该存续期限可延长。
和谐绿色产业基金	105.00	2022年10月	西藏锦合	西藏锦旭持有份额7.99%，西藏锦凌持有份额1.08%，四川双马集团合计持有9.07%的份额。	经营期限为八年，为实现合伙企业投资项目的有序退出，该存续期限可延长。

来源：公司公告，国金证券研究所，截至 2025 年 1 月 14 日

公司私募股权业务盈利构成包括三个部分，即管理费收入+超额业绩报酬+跟投收益。公司从事私募股权投资基金的经营模式为管理及投资基金业务，盈利来源主要包括三个部分：

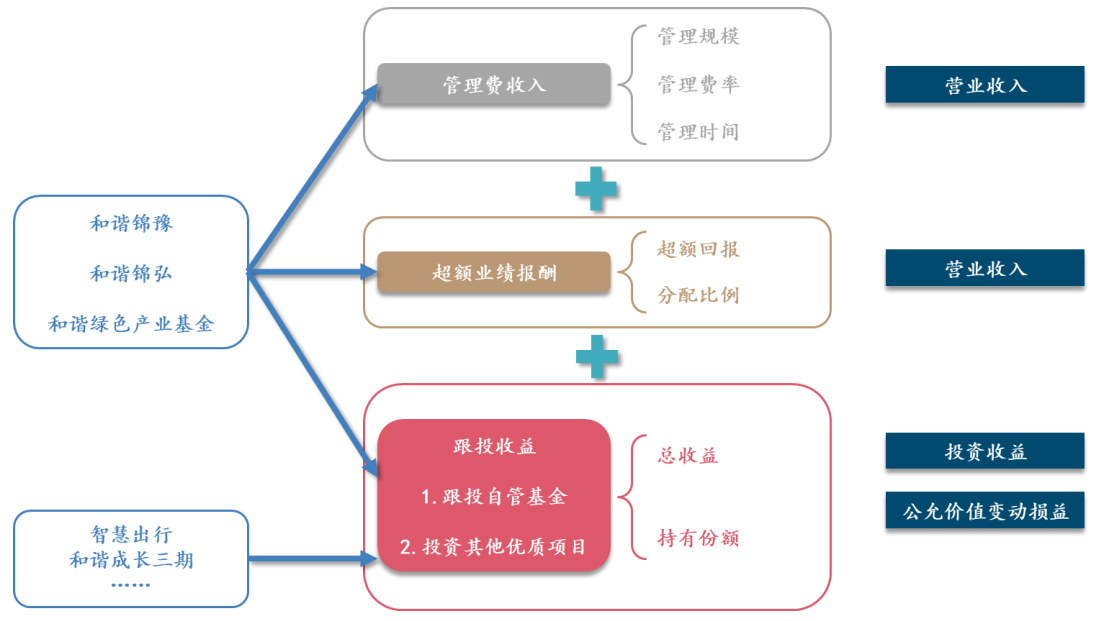
(1) 管理费收入：作为基金管理人，公司向所管理的基金提供管理服务并收取管理费收入（管理费率为 2%），基本管理费在私募股权投资管理相关的服务提供期间内确认收入；

(2) 超额业绩报酬：公司担任私募股权投资基金的普通合伙人（GP），承担普通合伙人责任。根据合伙协议约定，公司有权在整只基金存续期的收益超过门槛收益时收取超额业绩报酬，收取一定比例超额收益的业绩分成，也即“Carry”，该类型收入仅在相关不确定性消除且累计已确认收入极可能不会发生重大转回时确认；

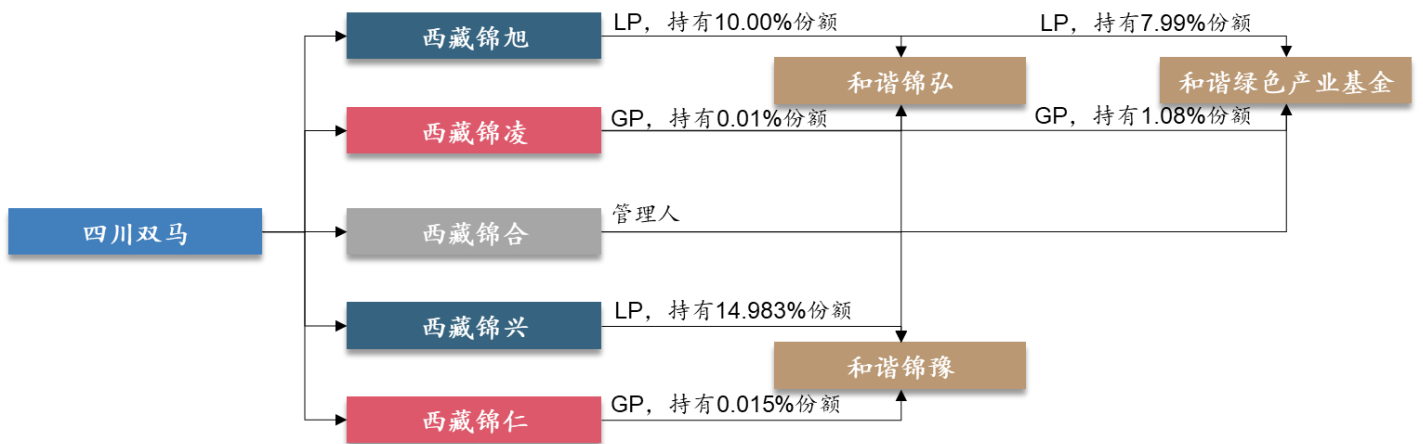
(3) 跟投收益：公司利用自身资本优势，以出资人的身份参与投资私募股权投资基金及其他预期发展良好的项目，获取跟投收益，持有的资产将计入长期股权投资。除跟投目前在管的三只基金外，公司还参与投资智慧出行、和谐成长三期等优质项目。



图表12: 四川双马私募股权业务盈利来源



图表13: 四川双马通过旗下子公司开展私募股权投资业务





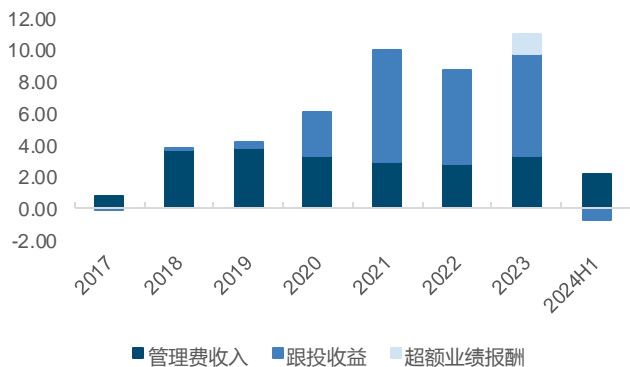
图表14：四川双马在管私募基金管理费用及收益分配方式

基金名称	管理费用支付方式	收益分配主要方式
和谐锦豫	(1) 投资期内，合伙企业按照合伙企业认缴出资总额的2%/年向管理人支付管理费； (2) 在管理期和延长期内，合伙企业按其尚未退出的项目投资成本和合伙企业对已投资项目预留的后续投资成本（如有）之总额2%/年支付管理费。	(1) 返还合伙人之累计实缴资本：100%返还截止到分配时点合伙人的累计实缴资本，直至各合伙人收回其实缴资本； (2) 支付有限合伙人优先回报：在返还截止到分配时点所有合伙人的累计实缴资本之后，100%向有限合伙人进行分配，直至各有限合伙人之实缴资本实现8%的年化单利； (3) 弥补普通合伙人回报：如在向有限合伙人支付优先回报后仍有余额，则应向普通合伙人支付，直至普通合伙人本轮分配取得的金额合计达到优先回报/80%×20%的金额； (4) 80/20分配：以上分配之后的余额的80%归于所有合伙人，在所有合伙人之间按照其实缴资本比例进行分配，20%归于普通合伙人。
和谐锦弘	(1) 投资期内，年度管理费为该合伙人认缴出资额的2%； (2) 此后，年度管理费为该合伙人的实缴出资额所分摊的尚未退出的投资项目的投资成本和合伙企业预留的投资款的2%。	(1) 实缴出资额返还：100%向该有限合伙人进行分配，直至该有限合伙人累计获得的收益分配总额和获得退还的未使用出资额等于其届时缴付至合伙企业的实缴出资总额。 (2) 优先回报分配：如有余额，100%向该有限合伙人进行分配，直至其就累计获得的分配额获得按照单利8%/年的回报率计算所得的优先回报。优先回报的计算期间为该有限合伙人每一期实缴出资额的付款到期日或实际到账日孰晚之日起至该有限合伙人收回该部分实缴出资额之日止。 (3) 附带收益追补：如有余额，100%向普通合伙人进行分配，直至向普通合伙人累计分配的金额等于该有限合伙人累计获得的优先回报及普通合伙人累计分配额之和的20%。 (4) 超额收益分配：如有余额，(i) 80%分配给该有限合伙人，(ii) 20%分配给普通合伙人。
和谐绿色产业基金	(1) 投资期内，年度管理费为该合伙人认缴出资额的2%； (2) 此后，年度管理费为该合伙人的实缴出资额所分摊的尚未退出的投资项目的投资成本和合伙企业预留的投资款的2%。	(1) 实缴出资额返还：100%向该有限合伙人进行分配，直至该有限合伙人累计获得的收益分配总额和获得退还的未使用出资额等于其届时缴付至合伙企业的实缴出资总额。 (2) 优先回报分配：如有余额，100%向该有限合伙人进行分配，直至其就累计获得的分配额获得按照单利8%/年的回报率计算所得的优先回报。优先回报的计算期间为该有限合伙人每一期实缴出资额的付款到期日或实际到账日孰晚之日起至该有限合伙人收回该部分实缴出资额之日止。 (3) 附带收益追补：如有余额，100%向普通合伙人进行分配，直至向普通合伙人累计分配的金额等于该有限合伙人累计获得的优先回报及普通合伙人累计分配额之和的20%。 (4) 超额收益分配：如有余额，(i) 80%分配给该有限合伙人，(ii) 20%分配给普通合伙人。

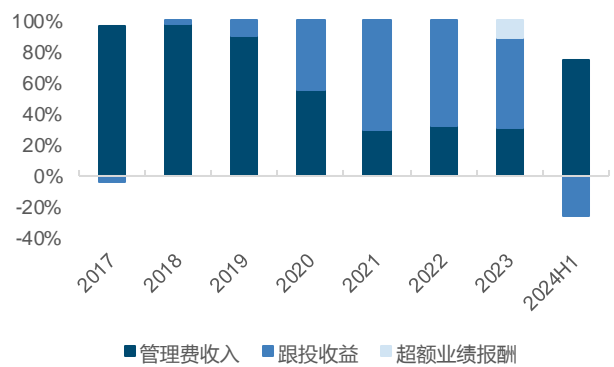
来源：公司公告，国金证券研究所

从数据来看，公司管理费收入整体表现稳健，预计随着已投项目逐步退出公司获得的超额业绩报酬有望实现大幅提升。(1) 管理费收入：公司管理费收入表现稳健，2021-2023年收入占比基本保持在30%左右，2024H1公司实现管理费收入2.21亿元，同比+81%，预计年内和谐绿色产业基金募资完结将为2024年全年带来管理费收入规模及占比提升；(2) 超额业绩报酬：2023年公司首次确认超额业绩报酬1.33亿元，据公司2024年半年报披露数据，假设和谐锦豫及和谐锦弘两只基金在基金存续期届满时的投资组合全部按照2024年6月30日的公允价值退出，公司预计还将取得超额业绩报酬11.6亿元（出于稳健性考虑，截至目前该部分超额业绩报酬尚未确认）；(3) 跟投收益：2024年上半年公司跟投收益（投资收益+包含公允价值损益）为-0.79亿元，同比由正转负（2023年同期为3.56亿元），主要系市场下行导致公司投资项目出现亏损。

图表15：四川双马私募股权业务盈利来源（亿元）



图表16：四川双马私募股权业务盈利结构



来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所



2.2 投资方向：专注科技领域，投资经验丰富

公司重点关注新型工业化、人工智能、生物制造等战略性新兴产业，截至目前公司有部分项目已处于上市申报阶段以及上市申报筹备阶段。具体投资方向上，和谐锦豫的投资方向包括但不限于互联网、大健康、先进制造、跨境电商、新能源、消费和服务等；和谐锦弘的投资方向为先进制造与新能源行业，包括光伏、芯片设计制造、消费电子、智能装备、工业自动化、新能源、无人驾驶、半导体设备等；和谐绿色产业基金的投资方向重点关注智能制造、半导体、清洁能源及技术、消费和服务等上下游领域。

图表17：四川双马在管基金投资项目中部分已上市公司

股票代码	项目名称	上市日期	管理基金	总市值	项目简介
688012.SH	中微公司	2019/7/22	和谐锦弘	1,160.02 亿元	中微公司是一家以中国为基地、面向全球的微观加工高端设备公司，为集成电路和泛半导体行业提供极具竞争力的高端设备和高质量的服务。
688220.SH	翱捷科技	2022/1/14	和谐锦弘	218.56 亿元	翱捷科技是一家提供无线通信、超大规模芯片的平台型芯片企业。公司自设立以来一直专注于无线通信芯片的研发和技术创新，同时拥有全制式蜂窝基带芯片及多协议非蜂窝物联网芯片设计与供货能力，且具备提供超大规模高速 SoC 芯片定制及半导体 IP 授权服务能力。
2570.HK	重塑能源	2024/12/5	和谐锦弘	173.19 亿港元	重塑科技是一家氢燃料电池系统提供商，公司主要向车企提供氢燃料电池系统产品及整车工程服务，包括燃料电池整车动力系统集成设计，燃料电池整车集成、试制和调试，燃料电池汽车生产资质申请、整车公告咨询等服务，公司研发了 CAVEN 3 和 CAVEN 4 燃料电池系统，同时还为用户提供配套燃料电池客车、物流车动力系统设计等服务。

来源：iFinD，国金证券研究所，总市值数据截至 2025 年 1 月 15 日

图表18：四川双马在管基金投资部分标的

项目名称	管理基金	基金持股比例	认缴出资额/持股数	所处行业	项目所处阶段	项目简介
捷氢科技	和谐锦弘	0.73%	535.7143 万元	科学研究和技术服务业	科创板申报终止	捷氢科技是一家氢燃料电池研发生产商，集研发、生产、销售燃料电池系统以及提供整车工程服务为一体，可应用于客车、中重型货车以及卡车领域。
锋物科技	和谐锦豫	12.71%	880.9355 万元	科学研究和技术服务业	完成数千万元 A+轮融资	锋物科技是创新的 AIoT 楼宇智能和智慧社区解决方案提供商，为客户提供创新、高附加值的智慧物管及智能全屋产品技术解决方案。
邦德激光	和谐绿色产业基金	5.24%	1885.3722 万元	制造业	上市辅导备案	邦德激光聚焦激光加工设备的研发、生产、销售、服务，具备核心部件、工业软件及智能化系统、整机设备的全套自研能力，是全球知名激光加工智能解决方案提供商。

来源：企查查，国金证券研究所，截至 2025 年 1 月 15 日

2.3 募集资金：过往业绩打造卓越品牌力，募资能力突出

公司募集能力突出，主要得益于公司基金管理业务的品牌知名度、过往业绩及较高水平的投资管理和风险控制能力。公司在管和和谐锦弘、和谐锦豫和和谐绿色产业基金三支基金

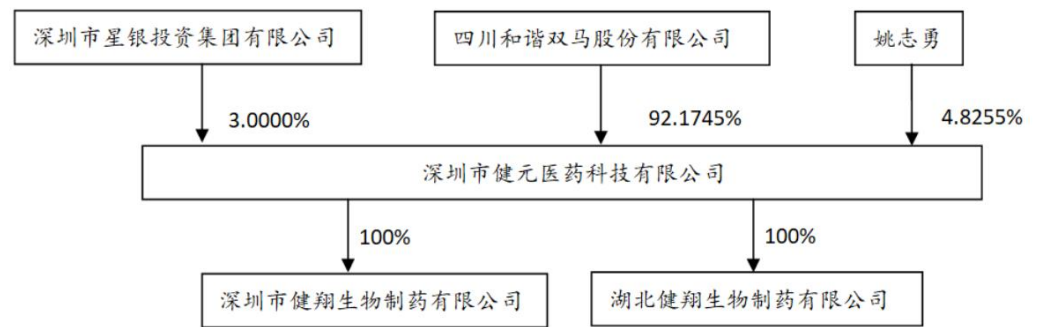


的投资人是多样化的，投资人基于对公司过往投资项目、业绩的认可及对公司在科技领域建立的能力和获取的资源认可参与投资三支基金。截至目前，西藏锦合目前在管基金规模达到 279.76 亿元，其中和谐锦弘、和谐锦豫和谐绿色产业基金的规模分别达到 108.02 亿元、66.74 亿元和 105 亿元。

3. 医药科技：收购深圳健元，业务布局进一步拓展至生物医药领域

10 月 21 日，四川双马公告称拟使用自有及自筹资金以总计 15.96 亿元的交易价格向星银医药及星银集团购买其所持有的深圳健元 92.1745% 的股权。本次交易实施完毕后，深圳健元成为公司合并报表范围内的控股子公司，在公司合并资产负债表中预计将形成一定金额的商誉。其中，公司拟以 13.60 亿元购买星银医药所持有的深圳健元 78.5458% 的股权；以 2.36 亿元购买星银集团所持有的深圳健元 13.6287% 的股权。交易完成后，公司持有深圳健元 92.1745% 的股权，星银集团持有深圳健元 3.0000% 的股权，自然人姚志勇持有深圳健元 4.8255% 的股权。11 月 5 日，公司公告本次股权转让的工商变更登记进展情况，深圳健元取得深圳市市场监督管理局出具的《登记通知书》，本次股权转让的工商变更登记手续已办理完毕，收购进展超预期。

图表 19：交易完成后目标公司的股权架构图



来源：公司公告，国金证券研究所

收购符合公司长期发展战略规划，对公司的经营发展具有积极影响。四川双马的战略定位主要围绕国家科技创新引领的现代化产业体系，对推动国家产业发展的科技创新企业展开布局，选择具有较强持续盈利能力，现金流良好、具备颠覆性技术和前沿技术的企业进行投资和管理。为落实整体战略规划，公司将通过本次收购实现对现有业务的突破，扩展在生物医药行业的布局，形成新的业务模式和盈利模式，实现更广泛的市场影响力和更显著的经济效益。本次交易完成后，公司将把握生物医药行业的增长机遇，优化资产配置，增强资产的盈利能力和市场竞争力，综合提升公司的可持续发展能力。

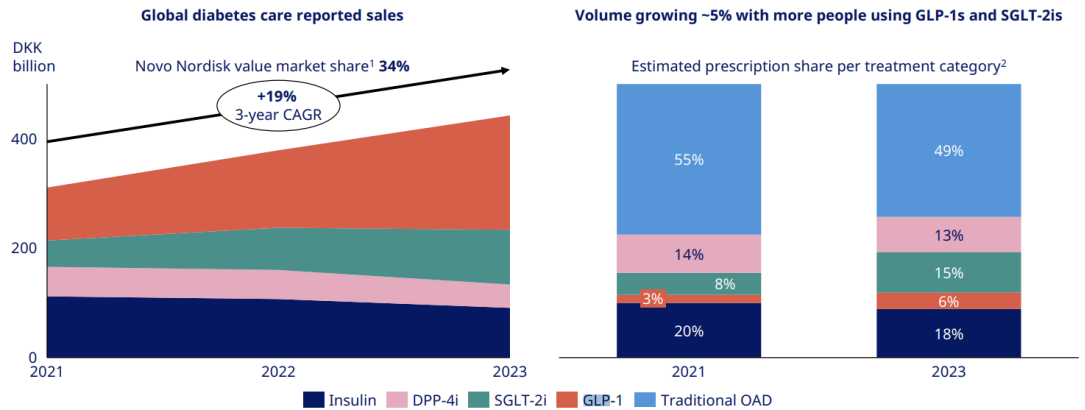
深圳健元成立于 2009 年，是一家多肽产品的自主研发、生产、销售与定制研发生产相结合的生物医药企业，建有一个研发中心和两大生产基地，化学合成多肽总产能现已达数吨级规模，位居行业前列。深圳健元具备完整高效的多肽研发、生产及销售体系，提供全方位的多肽产业化服务，包括多肽类原料药研发生产业务、多肽定制研发生产（CDMO）业务、以及美容肽研发生产业务，其中公司收入以多肽类原料药业务为主。

多肽类原料药产品主要包括司美格鲁肽、替尔泊肽、利拉鲁肽等 GLP-1 类药物原料药，以及地加瑞克和缩宫素等 20 多个品种，其中司美格鲁肽、替尔泊肽等 5 个品种已完成美国 FDA DMF 备案。

胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 为一种肠促胰岛素，透过刺激胰岛释放葡萄糖依赖性胰岛素，在调节血糖方面发挥重要作用。GLP-1 亦能减缓胃排空，控制餐后胰高血糖素水平，减少食物摄入量。国内外指南均推荐将 GLP-1RA 类药物用于治疗 2 型糖尿病。



图表20: GLP-1 类药物已经成为糖尿病领域市场规模最大的药物品类

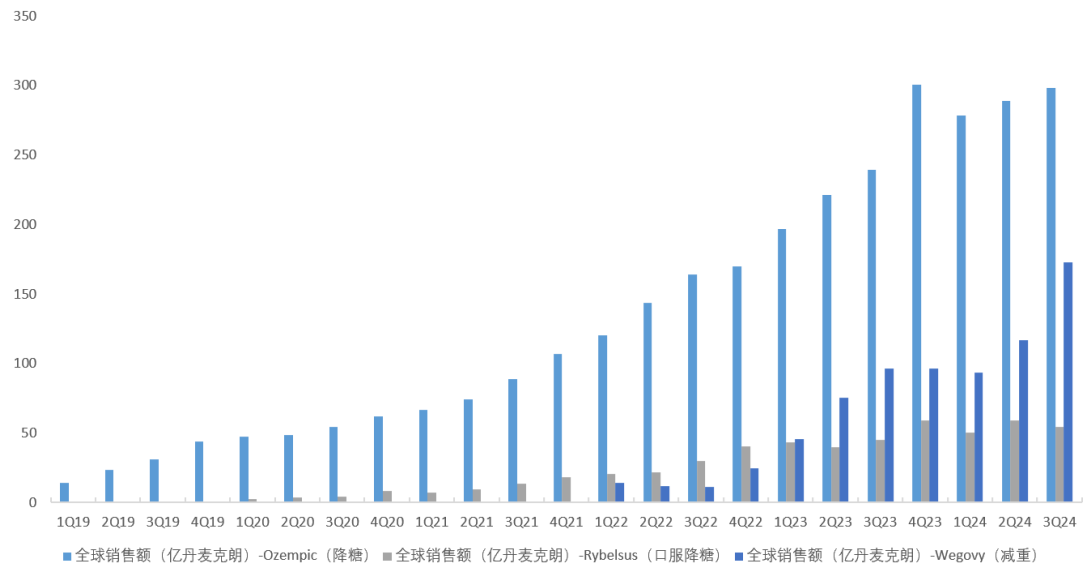


来源：诺和诺德公告，国金证券研究所

根据诺和诺德，全球 GLP-1 类药物处方量在糖尿病治疗药物中占比从 2021 年的 3% 提升至 6%，市场规模方面，已经超过胰岛素成为最大的治疗糖尿病药物品类。

GLP-1RA 类药物凭借通过延迟胃排空来增加饱腹感以及降低对高能量食物的偏好、改变大脑对于食物的奖励途径、减少对食物渴望和改善饮食控制等机理，可以应用于超重/肥胖人群的体重管理。目前，已有利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽等多款 GLP-1RA 类药物获批用于减重。根据我国卫健委于 2024 年 10 月发布的《肥胖症诊疗指南（2024 年版）》，肥胖症通过生活方式干预无法达到减重目标时，可在生活方式干预的基础上联合应用减重药物治疗。

图表21: 司美格鲁肽各剂型全球销售额（亿丹麦克朗）近年来维持高速增长



来源：诺和诺德公告，国金证券研究所

司美格鲁肽为诺和诺德原研的长效 GLP-1RA，在全球的销售品牌名称包括治疗 2 型糖尿病的 Ozempic® 及 Rybelsus®，以及治疗肥胖症的 Wegovy®。凭借在 2 型糖尿病及减重领域的卓越疗效，上市后商业化进展迅速；2023 年司美格鲁肽的全球销售额达 1458 亿丹麦克朗（约合 201 亿美元），跻身全球三大畅销药物（以通用名记）之列。

为了应对旺盛的市场需求，诺和诺德近年来持续加大对司美格鲁肽的产能建设：2023 年 11 月诺和诺德宣布，计划从 2023 年起投资超过 420 亿丹麦克朗扩建位于丹麦卡伦堡的现有制造工厂，用于生产当前和未来的严重慢性疾病产品组合；2024 年 6 月诺和诺德宣布计划投资 41 亿美元在北卡罗来纳州克莱顿建造第二家灌装和精加工制造工厂，并提高其生产当前和未来针对肥胖症和其他严重慢性病患者的注射剂的能力。但司美格鲁肽在全球



部分国家仍处于短缺的状态，根据澳大利亚药物管理局（TGA），Ozempic 在整个 2025 年供应仍将保持有限。

图表22：国内企业密集布局司美格鲁肽类似药研发

药物名称	作用机制	公司	生产技术	适应症	阶段	首次发布日期	给药	估计获批年份
司美格鲁肽	GLP-1R	诺和诺德	发酵	2型糖尿病	已上市	2021/04/27	口服/皮下注射	/
司美格鲁肽	GLP-1R	本公司	发酵	2型糖尿病	III期*	2022/06/06	皮下注射	2025
司美格鲁肽	GLP-1R	麗珠醫藥集團	发酵	2型糖尿病	III期	2022/11/18	皮下注射	2025
司美格鲁肽	GLP-1R	珠海德邦制藥	发酵	2型糖尿病	III期	2023/02/15	皮下注射	2026
司美格鲁肽	GLP-1R	重慶宸安生物製藥/ 上海博唯生物科技	发酵	2型糖尿病	III期	2023/06/19	皮下注射	2026
司美格鲁肽	GLP-1R	齊魯製藥	化學合成	2型糖尿病	III期	2023/07/13	皮下注射	2026
司美格鲁肽	GLP-1R	重慶派金生物/ 杭州中美華東製藥	发酵	2型糖尿病	III期	2023/08/02	皮下注射	2026
司美格鲁肽	GLP-1R	慧生生物醫藥	发酵	2型糖尿病	III期	2023/08/30	皮下注射	2026
司美格鲁肽	GLP-1R	石藥集團	化學合成	2型糖尿病	III期	2023/12/04	皮下注射	2027
司美格鲁肽	GLP-1R	正大天晴藥業集團	发酵	2型糖尿病	III期	2024/01/12	皮下注射	2027
司美格鲁肽	GLP-1R	北京質肽生物醫藥科技	发酵	2型糖尿病	III期	2024/03/05	皮下注射	2027
司美格鲁肽	GLP-1R	倍特藥業	发酵	2型糖尿病	III期	2024/03/11	皮下注射	2027
司美格鲁肽	GLP-1R	華潤雙鶴	发酵	2型糖尿病	III期	2024/07/18	皮下注射	2028
司美格鲁肽	GLP-1R	翰宇藥業	发酵	2型糖尿病	III期	2024/09/05	皮下注射	2028
司美格鲁肽	GLP-1R	萬邦醫藥	发酵	2型糖尿病	III期	2024/09/12	皮下注射	2028

■ 進口產品 □ 國產產品

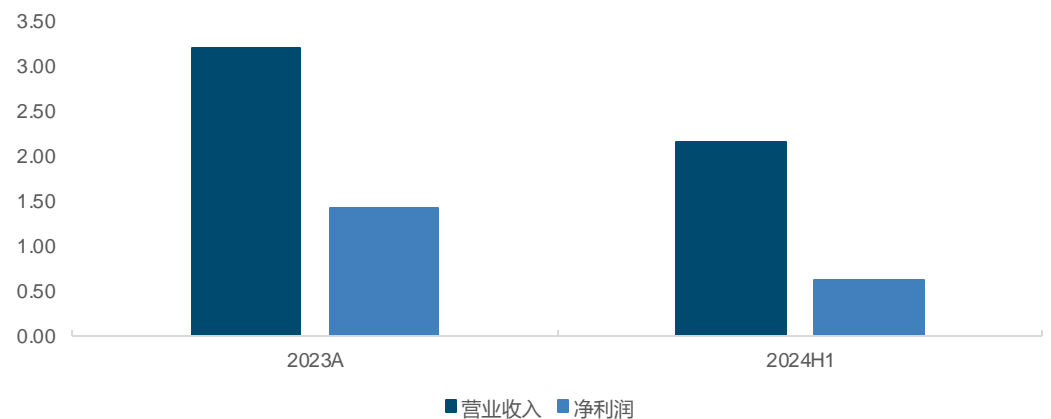
来源：九源基因港股招股书，国金证券研究所

国内方面，司美格鲁肽专利（Ozempic®/Rybelsus®）将于 2026 年在国内到期，目前已有多个国内厂商布局司美格鲁肽类似药研发，若在研类似药顺利获批，未来对于司美格鲁肽原料药需求预计将进一步上升。

深圳健元在多肽领域深耕多年，受益于 GLP-1 靶点多肽类药物在全球市场的快速增长，整体营业收入近年大幅增长，主要收入分布于美国、欧洲及中国等地区。未来随着 GLP-1 类药物渗透率进一步提升、内资厂商在研 GLP-1 类药物陆续获批上市，对于司美格鲁肽等 GLP-1 类药物原料药需求预计将持续提升。深圳健元的主要生产基地湖北健翔多肽原料年产能已达数吨级规模，其中 GLP-1 类产品最大单批产量国内领先，为国内外具有竞争力的化学合成多肽原料药生产企业，未来有望持续受益于下游需求的快速增长。

收购完成后深圳健元并表有望提升公司整体业绩表现。截至 2024 年 6 月末，深圳健元总资产达到 7.51 亿元，净资产达到 6.09 亿元，2023 年及 2024H1 的营业收入为 3.20 亿元、2.16 亿元，营业利润为 0.90 亿元、0.83 亿元，净利润为 1.41 亿元、0.62 亿元。

图表23：深圳健元业绩表现（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

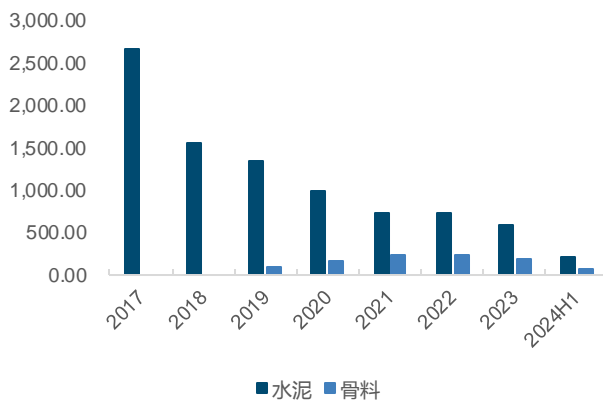


4. 建材业务：水泥骨料产品受下游需求影响有所承压

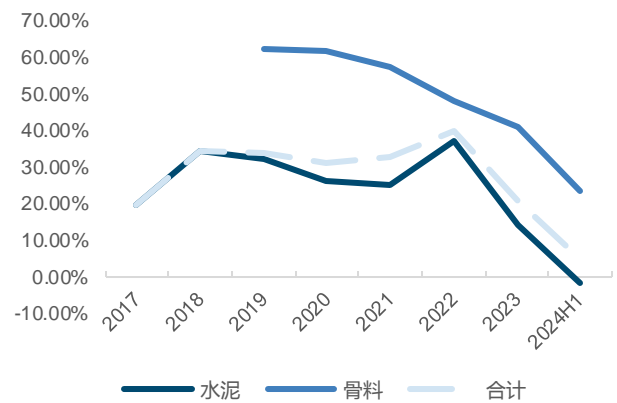
公司建材业务主要产品为水泥和骨料，产业较为成熟。公司建材生产制造企业业务的产品包括水泥、商品熟料、骨料等，产品主要应用于大型基础设施、市政民生工程、乡村振兴（主要包括高标准农田建设、乡村道路升级改造等）和商品房开发等领域。公司建材生产基地集中在宜宾市，宜宾市区位优势明显，围绕特色优势产业建设大学城、科创城，以人才、科技、金融、服务为支撑，发展智能制造等产业链群，为公司建材生产业务发展提供了保障。公司的建材产品依托一以贯之的高水平质量管控、物流调配及售后服务能力，具有较高的性价比优势，在核心业务区域内具有领先的市场口碑和客户美誉度。公司建材生产制造业务整体产能充沛，根据公司 2024 年半年报披露，水泥年产能 200 余万吨，骨料年产能 500 余万吨。

受下游需求疲软影响，建材业务收入显著下滑。展望未来，公司经营重心逐渐偏向私募股权业务，随着投资项目逐步退出以及新基金募资完毕，预计未来建材板块营收贡献将逐年收缩。(1) 水泥产品营业收入逐年下降，毛利率较低。2023 年水泥营业收入为 5.76 亿元，同比-20.98%，毛利率仅为 14.10%。(2) 骨料产品营业收入受市场影响承压，毛利率水平整体较水泥产品更高。2023 年骨料营业收入为 1.78 亿元，同比-18.37%，主要受下游需求不振，产品销售整体承压；毛利率为 40.72%，一定程度上提升公司建材业务整体毛利率。

图表24：四川双马建材板块分产品营业收入情况



图表25：四川双马建材板块毛利率情况



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

私募股权业务：私募股权业务营业收入来源主要包括管理费收入以及超额业绩报酬，除此之外，公司投资优质项目所获得的跟投收益（包括投资收益、公允价值变动损益）也是私募股权业务的重要盈利来源，未包含在营业收入中。目前公司在管的其中两只基金（和谐锦豫、和谐锦弘）预计将进入项目退出期，在 IPO 有望反弹及并购预期增强背景下，预计未来超额业绩报酬逐步兑现后有望贡献超额业绩。我们假设 1) 以存续的认缴规模为基数，管理费维持 2% 的水平；2) 基金投资收益率参考历史水平以及各基金投资项目情况，假定和谐锦弘收益率为 5% 左右，和谐锦豫收益率为 2% 左右。在此核心假设下，我们预计 2024/2025/2026 年四川双马私募股权业务各项收入合计（管理费收入+超额业绩报酬+投资收益+公允价值变动损益）分别为 4.97/7.45/10.82 亿元，同比分别-49%/+50%/+45%。

建材业务：预计建材业务板块收入贡献逐年降低。1) 考虑到截至目前公司水泥、骨料年产能水平分别为 200、500 余万吨，参考历史销售量数据，我们假设水泥、骨料销量分别为 190 万吨、540 万吨左右；2) 假设建材业务水泥产品毛利率在 5% 左右，骨料产品毛利率在 25% 左右。我们预计 2024/2025/2026 年建材业务营收分别为 5.85/6.14/6.04 亿元，同比分别-22%/+5%/-2%。

医药科技：深圳健元在多肽领域深耕多年，多肽原料年产能已达数吨级规模，GLP-1 类产品最大单批产量国内领先。未来随着 GLP-1 类药物渗透率进一步提升、内资厂商在研 GLP-1



类药物陆续获批上市，对于司美格鲁肽等 GLP-1 类药物原料药需求预计将持续提升。我们预计 2025-2026 年深圳健元净利润能够实现快速增长，彼时公司将剥离水泥产业，实现一次性卖出收益。我们预计 2024/2025/2026 年深圳健元营收分别为 4.32/5.83/7.87 亿元。

综上所述，公司股东背景强大，高新技术领域投资经验丰富，虽短期业绩受投资拖累，但后续 IPO 有望反弹及并购新政利好公司私募股权业务，同时考虑到深圳健元并表后有望增厚利润，我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 3.52/6.51/9.54 亿元，同比分别-64%/+85%/+47%。

图表26：四川双马私募股权业务盈利预测

私募股权	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
存续认缴规模	17,476	26,126	27,801	27,282	26,443
私募股权营业收入	273	466	420	550	700
其中：管理费收入	273	333	420	417	411
超额业绩报酬	0	133	0	133	288
投资收益	751	407	126	181	353
公允价值变动损益	24	105	(50)	14	30
私募股权营业收入+投资收益+价值变动损益合计	1,048	978	497	745	1,082

来源：iFinD，国金证券研究所

图表27：四川双马盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1,220	1,219	1,006	1,456	1,775
收入增长率（%）	-0.3	0.0	-17.5	44.8	21.9
归母净利润（百万元）	825	985	352	651	954
净利润增长率（%）	-16.5	19.4	-64.3	84.8	46.6
EPS（元/股）	1.08	1.29	0.46	0.85	1.25
ROE（%）	12.7	13.2	4.9	8.6	11.5

来源：iFinD，国金证券研究所

5.2 投资建议

公司整体业务由私募股权驱动，同时考虑到深圳健元并表后公司有望打造医药科技+基金管理双核心业务，业务板块所处行业差异较大，我们采用分部估值法进行估值（结合 iFinD 一致性预测）。1）私募股权基金业务方面，我们选取越秀资本、力合科创、华金资本作为可比公司，预计 2025 年私募股权投资板块净利润为 4.4 亿元，给予 2025 年 30xPE；2）深圳健元是一家多肽产品的自主研发、生产、销售与定制研发生产相结合的生物医药企业。我们选取业务范围比较接近的诺泰生物、奥翔药业、花园生物以及原料药产业龙头企业华海药业作为可比公司，考虑到公司多肽原料年产能已达数吨级规模，GLP-1 类产品最大单批产量国内领先，预计 2025 年深圳健元净利润为 1.9 亿元，给予 2025 年 20xPE。整体来看，给予公司 2025 年 170 亿元估值，对应目标价为 22.27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表28：私募股权板块可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）	PE（TTM）	PE（25E）
000987.SZ	越秀资本	6.55	328.62	0.48	15.9	16.1
002243.SZ	力合科创	7.98	96.61	0.27	55.4	30.4
000532.SZ	华金资本	12.72	43.85	0.21	67.2	55.0
	平均				46.18	33.84

来源：iFinD，国金证券研究所，截至 2025 年 1 月 15 日


图表29：医药科技业务板块可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）	PE（TTM）	PE（25E）
688076.SH	诺泰生物	50.02	109.93	0.76	26.1	25.4
600521.SH	华海药业	15.65	229.55	0.57	20.1	17.8
603229.SH	奥翔药业	8.83	73.32	0.43	28.5	22.7
300401.SZ	花园生物	14.09	76.57	0.35	26.9	21.8
平均					25.39	21.92

来源：iFinD，国金证券研究所，截至 2025 年 1 月 15 日

6. 附录

图表30：和谐锦弘合伙人出资情况

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资额（万元）	比例
西藏锦凌创业投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%
义乌睿腾投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%
西藏锦旭创业投资管理有限公司	有限合伙人	108,000	10.00%
义乌市金融控股有限公司	有限合伙人	320,000	29.62%
张家港市悦丰金创投资有限公司	有限合伙人	80,000	7.41%
天津市海河产业基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	280,000	25.92%
上海临港智兆股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10,000	0.93%
珠海华金阿尔法四号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	40,000	3.70%
珠海华金同达股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	30,000	2.78%
珠海华金丰盈十号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	9,300	0.86%
珠海华实创业实体产业发展投资基金（有限合伙）	有限合伙人	20,700	1.92%
北海航锦睿盈投资发展有限公司	有限合伙人	20,000	1.85%
宁波梅山保税港区亿盈投资中心（有限合伙）	有限合伙人	12,000	1.11%
无锡一胜管理咨询合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	20,000	1.85%
招银理财有限责任公司	有限合伙人	3,5000	3.24%
天津海创新益企业管理合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	20,000	1.85%
珠海华实智远投资有限公司（原“珠海华实智远资产管理有限公司”）	有限合伙人	30,000	2.78%
宁波梅山保税港区培元投资管理有限公司	有限合伙人	45,000	4.17%
合计		1,080,200	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：和谐锦豫合伙人出资情况

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资额（万元）	比例
西藏锦仁创业投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%
西藏昱驰创业投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%
河南省现代服务业产业投资基金有限公司	有限合伙人	165,000	24.72%
中原豫资投资控股集团有限公司	有限合伙人	50,000	7.49%
西藏锦兴创业投资管理有限公司	有限合伙人	100,000	14.98%
北京和谐腾飞投资中心（有限合伙）	有限合伙人	100,000	14.98%
苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）	有限合伙人	20,000	3.00%
珠海歌斐玉尧股权投资基金（有限合伙）	有限合伙人	71,000	10.64%
招商财富资产管理有限公司	有限合伙人	2,425	0.36%



合伙人名称	合伙人方式	认缴出资额 (万元)	比例
昆仑智云 (天津) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	100,000	14.98%
焦作市投资集团有限公司	有限合伙人	10,000	1.50%
广州越秀金信二期投资合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	28,000	4.20%
广州金蝉智选投资合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	5,300	0.79%
普洛斯建发 (厦门) 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	10,000	1.50%
诚泰财产保险股份有限公司	有限合伙人	5,500	0.82%
合计		667,425	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表32: 和谐绿色产业基金合伙人出资情况

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资额 (万元)	比例
西藏锦坤企业管理有限公司	普通合伙人	12,000	1.14%
西藏锦凌企业管理有限公司	普通合伙人	10,500	1.00%
宜宾发展创投有限公司	有限合伙人	225,000	21.43%
广州产投新能源专项母基金合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	200,000	19.05%
西藏锦旭企业管理有限公司	有限合伙人	77,500	7.38%
台州广易股权投资合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	70,000	6.67%
湖南湘潭财信产兴股权投资合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	55,000	5.24%
富泰华工业 (深圳) 有限公司	有限合伙人	50,000	4.76%
浦江县股权投资管理有限公司	有限合伙人	50,000	4.76%
江西省国有资本运营控股集团有限公司	有限合伙人	50,000	4.76%
浙江正泰新能源开发有限公司	有限合伙人	40,000	3.81%
临海市靖越金融投资集团有限公司	有限合伙人	40,000	3.81%
宜兴辰逸管理咨询合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	35,000	3.33%
湖南财信金融控股集团有限公司	有限合伙人	30,000	2.86%
深圳市世纪凯华投资基金有限公司	有限合伙人	30,000	2.86%
天津天保滨海投资服务有限公司	有限合伙人	20,000	1.90%
杭州和达产业基金投资有限公司	有限合伙人	20,000	1.90%
财信吉祥人寿保险股份有限公司	有限合伙人	15,000	1.43%
中宏人寿保险有限公司	有限合伙人	15,000	1.43%
交银人寿保险有限公司	有限合伙人	5,000	0.48%
合计		1,050,000	100%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

- 1、投资项目公允价值波动风险: 公司投资基金所投项目业绩受多种因素影响, 投资项目的公允价值存在变动的风险, 可能影响公司投资收益及超额业绩报酬的确认。
- 2、投资项目退出进展不及预期: IPO 退出具有不确定性, 并购活动尚未形成足够的规模和活跃度, 投资项目退出面临压力, 带来资本回报的不确定性。
- 3、建材市场需求疲软风险: 建材业务受到上游需求影响, 如果建材市场整体下行, 则可能影响公司水泥、骨料产品销量不及预期, 导致整体业绩表现不佳。
- 4、私募股权业务业绩预测方法可能存在局限性, 仅供参考。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,224	1,220	1,219	1,006	1,456	1,775
增长率	-16.9%	-0.3%	0.0%	-17.5%	44.8%	21.9%
主营业务成本	630	707	600	547	579	570
%销售收入	51.5%	58.0%	49.2%	54.4%	39.8%	32.1%
毛利	594	512	619	458	877	1,206
%销售收入	48.5%	42.0%	50.8%	45.6%	60.2%	67.9%
营业税金及附加	11	12	12	10	15	18
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	19	16	7	15	22	27
%销售收入	1.5%	1.3%	0.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	123	118	121	101	291	444
%销售收入	10.1%	9.7%	9.9%	10.0%	20.0%	25.0%
研发费用	34	46	21	20	7	9
%销售收入	2.8%	3.8%	1.7%	2.0%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	423	340	475	328	564	735
%销售收入	34.6%	27.9%	39.0%	32.6%	38.7%	41.4%
财务费用	-28	0	-1	-4	-5	-3
%销售收入	-2.2%	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	351	-299	267	-50	14	30
投资收益	349	895	369	126	181	353
%税前利润	30.6%	96.3%	32.7%	30.9%	23.7%	31.5%
营业利润	1,149	937	1,136	409	764	1,121
营业利润率	93.9%	76.8%	93.2%	40.6%	52.5%	63.1%
营业外收支	-9	-8	-7	0	0	0
税前利润	1,140	929	1,130	409	764	1,121
利润率	93.2%	76.2%	92.6%	40.6%	52.5%	63.1%
所得税	155	106	147	57	115	168
所得税率	13.6%	11.4%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	985	823	983	351	650	952
少数股东损益	-3	-2	-3	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	989	825	985	352	651	954
净利率	80.5%	67.5%	80.6%	34.9%	44.6%	53.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	989	825	985	352	651	954
少数股东损益	-3	-2	-3	-1	-1	-2
非现金支出	52	58	62	1	1	1
非经营收益	-582	-528	-576	-76	-195	-382
营运资金变动	-15	54	-167	103	-63	-42
经营活动现金净流	441	414	309	380	394	530
资本开支	-101	-67	0	-35	-35	-35
投资	-915	-283	-381	100	-244	-360
其他	29	9	47	-126	195	383
投资活动现金净流	-988	-342	-334	-61	-84	-12
股权募资	4	1	0	0	0	0
债权募资	-1	19	-33	0	0	0
其他	-336	-361	-133	-437	-518	-518
筹资活动现金净流	-167	-171	-83	-219	-259	-259
现金净流量	-713	-99	-107	100	51	258

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	690	582	466	858	880	1,224
应收款项	3	18	62	61	117	100
存货	64	43	52	61	68	59
其他流动资产	566	202	996	325	612	966
流动资产	1,324	845	1,575	1,305	1,677	2,349
%总资产	20.4%	11.7%	19.2%	16.2%	19.7%	25.6%
长期投资	3,274	3,966	4,224	4,124	4,154	4,184
固定资产	755	766	732	746	759	773
%总资产	11.6%	10.6%	8.9%	9.3%	8.9%	8.4%
无形资产	94	91	85	105	125	145
非流动资产	5,166	6,366	6,619	6,756	6,819	6,883
%总资产	79.6%	88.3%	80.8%	83.9%	80.1%	75.1%
资产总计	6,490	7,211	8,195	8,049	8,514	9,163
短期借款	24	43	10	10	10	10
应付款项	55	124	112	101	115	100
其他流动负债	320	315	312	429	489	459
流动负债	400	482	434	539	614	569
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	153	212	302	302	302	302
负债	553	694	736	842	916	871
普通股股东权益	5,917	6,496	7,441	7,188	7,580	8,276
其中：股本	763	763	763	763	763	763
未分配利润	3,792	4,389	5,320	5,072	5,366	5,919
少数股东权益	20	20	17	20	18	16
负债股东权益合计	6,490	7,211	8,195	8,049	8,514	9,163

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.30	1.08	1.29	0.46	0.85	1.25
每股净资产	7.75	8.51	9.75	9.42	9.93	10.84
每股经营现金净流	0.58	0.54	0.41	0.50	0.52	0.69
每股股利	0.24	0.00	0.34	0.34	0.34	0.34
回报率						
净资产收益率	16.7%	12.7%	13.2%	4.9%	8.6%	11.5%
总资产收益率	15.2%	11.4%	12.0%	4.4%	7.6%	10.4%
投入资本收益率	6.1%	4.6%	5.5%	3.9%	6.3%	7.5%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.9%	-0.3%	0.0%	-17.5%	44.8%	21.9%
EBIT增长率	-26.1%	-19.5%	39.7%	-31.1%	72.1%	30.4%
净利润增长率	11.2%	-16.5%	19.4%	-64.3%	84.8%	46.6%
总资产增长率	17.6%	11.1%	4.0%	2.1%	0.9%	0.9%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1	8	18	22	22	22
存货周转天数	27	27	32	37	40	40
应付账款周转天数	25	50	53	53	46	34
固定资产周转天数	225	229	219	271	190	159
偿债能力						
净负债/股东权益	9.3%	10.7%	9.9%	11.7%	12.1%	10.5%
EBIT利息保障倍数	45	32	45	656	1,129	1,472
资产负债率	8.5%	9.6%	9.0%	10.5%	10.8%	9.5%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究