



四川双马 (000935.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25Q1 归母净利润同比大幅增长超 12 倍，业绩高弹性修复可期

业绩简评

4 月 28 日，四川双马发布 2024 年报和 2025 年一季报。公司 2024 年营业收入为 10.75 亿元，同比-11.87%；归母净利润为 3.09 亿元，同比-68.61%。单季度来看，Q4 单季实现营业总收入/归母净利润分别为 3.30/0.65 亿元，同比分别-20.16%/-79.56%，环比分别+26.23%/-50.59%。主要原因在于受资本市场波动影响，公司参投基金所投资项目公允价值下跌，以及建材业务销售量及价格较上年同期出现明显下滑。

25Q1 公司实现营业收入 3.25 亿元，yoy+52.53%，qoq-1.63%，同比大幅提升主要是深圳健元并表，以及水泥销售的量价有所恢复所致，环比略有下降预计主要受到项目逐渐退出导致管理费收入下降影响；实现归母净利润 1.17 亿元，yoy+1236.09%，qoq+79.81%，主要是公司所投资的基金项目取得良好的收益以及去年低基数效应所致。

分业务来看，1) 2024 年私募股权业务收入为 4.52 亿元，yoy-2.93%，预计随着项目退出进程加快，公司管理费收入将逐渐下降、超额业绩报酬加速确认，假设公司两只基金的投资组合全部按照 2024 年末的公允价值退出，预计还将取得超额业绩报酬 10.23 亿元（截至目前尚未予以确认）；2024 年投资收益+公允价值变动损益为-0.55 亿元，25Q1 为 0.59 亿元，同比+160%（24Q1 为-0.98 亿元）。2) 2024 年生物医药业务实现收入 0.29 亿元（2024/11/6 将深圳健元纳入合并报表范围）。3) 建材业务 24 年整体市场需求增长乏力，地产、基建等具体应用方向需求不及预期，2024 年实现建材业务收入 5.94 亿元，yoy-21.19%。25Q1 量价恢复下预计板块收入同比有所提升。

盈利预测、估值与评级

科技赛道投资能力卓越+政策支持创投的背景下项目退出有望加速，业绩高弹性修复可期。当前公司私募股权业务修复主要来源于跟投收益，参投已上市标的 Q1 股价上涨。但 Carry 的获取还需待项目上市且退出后，预计最快将于下半年及明年实现。公司投资的群核科技、奕斯伟、慧算账、邦德激光等公司有望实现上市。我们预计公司 2025-2027 年公司归母净利润为 6.5/9.9/13.8 亿元，同比+111%/+52%/+39%，给予 2025 年 28 倍 PE，维持“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。

国金证券研究所

分析师：夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

联系人：方丽

fangli@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.73 元

相关报告：

1.《四川双马公司点评：投资群核科技、傅利叶，投资能力彰显》，2025.2.27

2.《四川双马公司深度研究：医药科技+PE 双核心，驱动业绩高增》，2025.1.16



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	1,219	1,075	918	1,467	1,740
营业收入增长率	0.0	-11.9	-14.6	59.8	18.6
归母净利润(百万元)	985	309	654	992	1,376
归母净利润增长率	19.4	-68.6	111.3	51.8	38.7
摊薄每股收益(元)	1.29	0.01	0.86	1.30	1.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.2	4.1	8.3	11.5	14.2
P/E	18.8	2430.0	28.4	18.7	13.5

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,220	1,219	1,075	918	1,467	1,740
增长率	-0.3%	0.0%	-11.9%	-14.6%	59.8%	18.6%
主营业务成本	707	600	582	455	423	420
%销售收入	58.0%	49.2%	54.1%	49.5%	28.8%	24.2%
毛利	512	619	493	463	1,044	1,320
%销售收入	42.0%	50.8%	45.9%	50.5%	71.2%	75.8%
营业税金及附加	12	12	12	9	15	17
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	16	7	8	14	22	26
%销售收入	1.3%	0.6%	0.8%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	118	121	115	184	367	435
%销售收入	9.7%	9.9%	10.7%	20.0%	25.0%	25.0%
研发费用	46	21	20	5	7	9
%销售收入	3.8%	1.7%	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	340	475	357	266	655	859
%销售收入	27.9%	39.0%	33.2%	29.0%	44.7%	49.3%
财务费用	0	-1	-2	-3	-2	0
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-299	267	-143	85	101	254
投资收益	895	369	88	414	407	504
%税前利润	96.3%	32.7%	30.9%	53.9%	34.9%	31.2%
营业利润	937	1,136	292	768	1,165	1,616
营业利润率	76.8%	93.2%	27.2%	83.6%	79.4%	92.9%
营业外收支	-8	-7	-7	0	0	0
税前利润	929	1,130	285	768	1,165	1,616
利润率	76.2%	92.6%	26.5%	83.6%	79.4%	92.9%
所得税	106	147	-24	115	175	242
所得税率	11.4%	13.0%	-8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	823	983	309	652	990	1,373
少数股东损益	-2	-3	0	-1	-2	-3
归属于母公司的净利润	825	985	309	654	992	1,376
净利率	67.5%	80.6%	28.8%	71.1%	67.5%	78.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	825	985	309	654	992	1,376
少数股东损益	-2	-3	0	-1	-2	-3
非现金支出	58	62	0	1	1	53
非经营收益	-528	-576	0	-499	-508	-757
营运资金变动	54	-167	0	314	-534	388
经营活动现金净流	414	309	463	470	-50	1,057
资本开支	-67	0	-58	-35	-35	0
投资	-283	-381	-831	-615	-631	-754
其他	9	47	13	499	508	757
投资活动现金净流	-342	-334	-875	-151	-158	4
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	19	-33	541	0	0	0
其他	-361	-133	-95	-517	-517	-517
筹资活动现金净流	-171	-83	223	-259	-259	-259
现金净流量	-99	-107	-189	60	-467	802

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	582	466	330	557	-108	1,016
应收款项	18	62	83	29	150	62
存货	43	52	185	-84	178	-84
其他流动资产	202	996	233	732	1,476	2,198
流动资产	845	1,575	831	1,235	1,697	3,192
%总资产	11.7%	19.2%	9.2%	13.3%	16.9%	28.7%
长期投资	3,966	4,224	4,255	4,285	4,315	4,315
固定资产	766	732	1,094	1,108	1,122	1,068
%总资产	10.6%	8.9%	12.2%	11.9%	11.2%	9.6%
无形资产	91	85	165	185	205	205
非流动资产	6,366	6,619	8,160	8,224	8,288	8,234
%总资产	88.3%	80.8%	90.8%	88.5%	82.8%	73.9%
资产总计	7,211	8,195	8,991	9,292	10,015	11,136
短期借款	43	10	1	1	1	1
应付款项	124	112	123	46	113	45
其他流动负债	315	312	422	405	330	404
流动负债	482	434	546	453	444	450
长期贷款	0	0	594	594	594	594
其他长期负债	212	302	892	892	892	892
负债	694	736	1,438	1,345	1,337	1,343
普通股股东权益	6,496	7,441	7,475	7,870	8,604	9,722
其中：股本	763	763	763	763	763	763
未分配利润	4,389	5,320	5,371	5,668	6,253	7,164
少数股东权益	20	17	78	76	74	72
负债股东权益合计	7,211	8,195	8,991	9,292	10,015	11,136

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.08	1.29	0.01	0.86	1.30	1.80
每股净资产	8.51	9.75	9.76	10.31	11.27	12.73
每股经营现金净流	0.54	0.41	0.61	0.62	-0.07	1.38
每股股利	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	12.7%	13.2%	4.1%	8.3%	11.5%	0.0%
总资产收益率	11.4%	12.0%	3.4%	7.0%	9.9%	0.0%
投入资本收益率	4.6%	5.5%	4.7%	2.6%	6.0%	0.0%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.3%	0.0%	-11.9%	-14.6%	59.8%	18.6%
EBIT 增长率	-19.5%	39.7%	-24.9%	-25.6%	146.4%	31.1%
净利润增长率	-16.5%	19.4%	-68.6%	111.3%	51.8%	0.0%
总资产增长率	11.1%	4.0%	23.3%	0.8%	0.8%	-0.6%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8	18	27	22	22	22
存货周转天数	27	32	69	40	40	40
应付账款周转天数	50	53	60	25	49	18
固定资产周转天数	229	219	372	441	279	224
偿债能力						
净负债/股东权益	10.7%	9.9%	19.0%	16.9%	15.4%	13.7%
EBIT 利息保障倍数	32	45	55	-	-	-
资产负债率	9.6%	9.0%	16.0%	14.5%	13.3%	0.0%

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	1	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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