



四川双马 (000935.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

并表驱动营收高增长

业绩简评

2025 年 8 月 29 日，四川双马披露半年报。2025 年上半年公司实现营收 6.29 亿元，同比增长 30.42%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 13.42%；实现扣非归母净利润 1.62 亿元，同比增长 70.14%。营收增长主要是 2024/11 完成收购深圳健元合并报表带来的。单季度来看，2025Q2 实现营收 3.04 亿元，同比增长 12.94%，环比下降 6.39%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比降低 88.49%，环比下降 89.67%。净利润同比下滑预计主要因产能扩张、团队搭建等导致的营业总成本同比上升 62.86%。

经营分析

私募基金板块：2025H1 私募股权基金板块收入为 2.10 亿元（主要是管理费收入），同比下降 5.07%，主要是由于本金退出导致的管理费收入下降。今年以来公司投资项目上市进程显著提速，我们预计随着 IPO 回暖、投资项目退出进程加快，公司管理费收入预计将逐渐下降；但与此同时超额业绩报酬有望加速确认，假设公司两只基金的投资组合全部按照 2025 年 6 月末的公允价值退出，预计还将取得超额业绩报酬 9.97 亿元（截至目前尚未予以确认）；2025H1 公司投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动损益为 0.51 亿元，同比扭亏为盈（24H1 为-0.70 亿元）。

生物医药板块：2025H1 深圳健元贡献营收 1.45 亿元，净利润 0.10 亿元。公司直投的深圳健元在多肽技术、规模化产能及全球化市场布局上具备显著优势，位于湖北的原料药生产基地湖北健翔年产能已突破 4 吨，最大单批次产量可达 100 千克，其中 GLP-1 原料年产能达 2 吨，单批次产量达 20 千克；位于深圳的制剂生产基地深圳健翔产线速率高达 200 瓶/分钟，年产能超过 3,000 万瓶。

建材板块：2025H1 实现建材业务收入 2.74 亿元，同比提升 4.88%。

盈利预测、估值与评级

当前公司私募股权业务修复主要来源于跟投收益，Carry 的获取还需待项目上市且退出后，预计这部分收益将于年底至明年逐步体现，公司投资的群核科技、奕斯伟计算技术、慧算账、沐曦、邦德激光等公司均有望实现上市。我们维持预计公司 2025 年全年净利润预期为 6.5 亿元，同比增长 112%，对应公司 25 年 PE 为 24 倍，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：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：方丽（执业 S1130525080007）

fangli@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）

hongxingning@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：马居东（执业 S1130525070004）

majudong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.13 元

相关报告：

1. 《四川双马公司点评：25Q1 归母净利同比大幅增长超 12 倍，业绩...》，2025.4.29



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	1,533	2,030	2,253
营业收入增长率	0%	-12%	43%	32%	11%
归母净利润(百万元)	985	309	654	1,054	1,218
归母净利润增长率	19.4%	-68.6%	111.5%	61.0%	15.6%
摊薄每股收益(元)	1.29	0.01	0.86	1.38	1.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.2%	4.1%	8.3%	12.2%	12.7%
P/E	18.8	2430.0	23.5	14.6	12.6

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	1,533	2,030	2,253
增长率	-0.3%	0.0%	-11.9%	42.7%	32.4%	11.0%
主营业务成本	707	600	582	716	742	853
%销售收入	58.0%	49.2%	54.1%	46.7%	36.5%	37.9%
毛利	512	619	493	817	1,288	1,400
%销售收入	42.0%	50.8%	45.9%	53.3%	63.5%	62.1%
营业税金及附加	12	12	12	15	20	23
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	16	7	8	23	30	34
%销售收入	1.3%	0.6%	0.8%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	118	121	115	307	507	563
%销售收入	9.7%	9.9%	10.7%	20.0%	25.0%	25.0%
研发费用	46	21	20	8	10	11
%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	487	750	802
%销售收入	27.9%	39.0%	33.2%	31.8%	37.0%	35.6%
财务费用	0	-1	-2	-3	-4	-3
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-299	267	-143	110	110	110
投资收益	895	369	88	216	373	481
%税前利润	96.3%	32.7%	30.9%	26.5%	30.1%	34.5%
营业利润	937	1,136	292	816	1,237	1,397
营业利润率	76.8%	93.2%	27.2%	53.2%	60.9%	62.0%
营业外收支	-8	-7	-7	0	0	0
税前利润	929	1,130	285	816	1,237	1,397
利润率	76.2%	92.6%	26.5%	53.2%	60.9%	62.0%
所得税	106	147	-24	163	186	182
所得税率	11.4%	13.0%	-8.4%	20.0%	15.0%	13.0%
净利润	823	983	309	653	1,052	1,215
少数股东损益	-2	-3	0	-1	-2	-2
归属于母公司的净利润	825	985	309	654	1,054	1,218
净利率	67.5%	80.6%	28.8%	42.6%	51.8%	53.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	825	985	309	654	1,054	1,218
少数股东损益	-2	-3	0	-1	-2	-2
非现金支出	58	62	0	1	1	53
非经营收益	-528	-576	0	-326	-483	-591
营运资金变动	54	-167	0	480	-585	634
经营活动现金净流	414	309	463	809	-14	1,311
资本开支	-67	0	-58	-35	-35	0
投资	-283	-381	-831	-340	-340	-310
其他	9	47	13	326	483	591
投资活动现金净流	-342	-334	-875	-49	108	281
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	501	-165	1,334

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	582	466	330	1,187	933	2,800
应收款项	18	62	83	104	144	132
存货	43	52	185	-26	191	-1
其他流动资产	202	996	233	569	984	1,285
流动资产	845	1,575	831	1,835	2,251	4,216
%总资产	11.7%	19.2%	9.2%	18.9%	21.9%	36.2%
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%	11.4%	10.9%	9.2%
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%	84.8%	80.7%	70.7%
资产总计	7,211	8,195	8,991	9,703	10,272	11,650
短期借款	43	10	1	1	1	1
应付款项	124	112	123	144	136	186
其他流动负债	315	312	422	718	502	874
流动负债	482	434	546	863	640	1,061
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	1,755	1,532	1,953
普通股股东权益	6,496	7,441	7,475	7,871	8,666	9,625
其中：股本	763	763	763	763	763	763
未分配利润	4,389	5,320	5,371	5,669	6,306	7,082
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	9,703	10,272	11,650

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	1.38	1.59
每股净资产	8.51	9.75	9.76	10.31	11.35	12.61
每股经营现金净流	0.54	0.41	0.61	1.06	-0.02	1.72
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%	12.2%	0.0%
总资产收益率	11.4%	12.0%	3.4%	6.7%	10.3%	0.0%
投入资本收益率	4.6%	5.5%	4.7%	4.5%	6.8%	0.0%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.3%	0.0%	-11.9%	42.7%	32.4%	11.0%
EBIT 增长率	-19.5%	39.7%	-24.9%	36.5%	54.0%	6.9%
净利润增长率	-16.5%	19.4%	-68.6%	111.5%	61.0%	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	49	38	45
固定资产周转天数	229	219	372	264	202	173
偿债能力						
净负债/股东权益	10.7%	9.9%	19.0%	22.1%	17.5%	20.1%
EBIT 利息保障倍数	32	45	55	—	—	0
资产负债率	9.6%	9.0%	16.0%	18.1%	14.9%	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	0	2
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	0.00	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	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：北京市东城区建国内大街 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