



# 四川双马 (000935.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 基金进入收获期，多肽 CDMO 促增长

### 投资逻辑

核心观点：公司正向“私募现金牛+医药新增长”双轮驱动转型。当前时点，两大新引擎正处关键兑现期：1) 私募股权业务进入收获期，在管规模支撑业绩弹性与现金流；2) 并购深圳健元进军多肽 CDMO 黄金赛道，充分受益于 GLP-1 全球浪潮。

1、基础盘与安全边际：私募股权业务进入收获期，提供业绩支撑与现金流。公司旗下一期基金已进入退出期，随着 A 股/H 股 IPO 回暖，已投的屹唐股份、沐曦股份等众多项目退出节奏有望加快，潜在业绩报酬规模可观，为新业务拓展提供支撑。

2、核心增长极：医药板块并购深圳健元，切入多肽 CDMO 赛道。

1) 赛道景气度高：GLP-1 类药物（如司美格鲁肽、替尔泊肽）引领全球医药市场，驱动多肽 CDMO 行业向上。沙利文预测，中国多肽 CDMO 市场 2023-2028 年 CAGR 达 30%。

2) 标的质地优良：2024 年 11 月，公司使用自有及自筹资金以总计 15.96 亿元的交易价格购买多肽 CDMO 企业深圳健元 92.1745% 的股权。深圳健元已完成中美欧多国原料药注册，其核心产品（司美格鲁肽、替尔泊肽等）已完成全球主要市场备案，产能（扩产后产能规模超 10 吨）与规模化生产能力突出。

3) 明确增长路径：短期，直接受益于 2026 年司美格鲁肽等原研药专利到期带来的仿制药原料药需求激增；中期，凭借成本和合规优势承接全球订单转移，CDMO 项目管线持续兑现；长期，受益于口服剂型、适应症拓展带来的市场天花板不断上移。

3、第三重动能（估值重塑）：业务范式切换，从周期估值走向成长估值。市场对公司认知仍部分存留在传统建材的周期属性。然而，随着建材营收占比持续下降，私募股权利润的兑现与高成长医药业务的并表，公司估值体系应逐步对标“PE 投资平台+创新药 CDMO”的复合模型。当前市值尚未充分反映医药板块的成长潜力及两大业务的协同价值，存在价值重估空间。

### 盈利预测、估值和评级

公司聚焦创新药 CDMO+私募股权，医药板块产能释放有望推动收入增长；私募业务围绕硬科技布局，随着 IPO 回暖及退出通道顺畅，Carry 有望集中释放，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.41/10.69/13.00 亿元，同比分别+43%/+142%/+22%，维持“买入”评级。

### 风险提示

1、多肽行业竞争加剧及价格下行风险；2、项目退出节奏不及预期与公允价值波动风险；3、大股东质押风险。

非银组

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）

hongxing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.04 元

### 相关报告：

1.《四川双马公司点评：投资收益表现亮眼，前三季度业绩同比双位数增...》，2025.10.31

2.《四川双马公司点评：并表驱动营收高增长》，2025.8.31

3.《四川双马公司点评：25Q1 归母净利润同比大幅增长超 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	1,575	2,151	2,687
营业收入增长率	0.0%	-11.9%	46.6%	36.5%	24.9%
归母净利润(百万元)	985	309	441	1,069	1,300
归母净利润增长率	19.4%	-68.6%	42.6%	142.3%	21.7%
摊薄每股收益(元)	1.29	0.01	0.58	1.40	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.2%	4.1%	5.8%	12.6%	13.7%
P/E	18.8	2430.0	43.3	17.9	14.7

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1 财务表现：创新药 CDMO 为核心业务，双轮驱动的新增长范式确立	4
2 增长引擎一：私募股权业务进入兑现期，构筑业绩压舱石与弹性来源	5
2.1 管理规模近 280 亿元，打造专业市场化投资平台	5
2.2 已上市项目储备丰厚，管线价值持续释放	5
3 增长引擎二：并购整合切入多肽黄金赛道，打造第二成长曲线	7
3.1 行业分析：GLP-1 引领多肽药物黄金时代，CDMO 迎来爆发机遇	7
3.2 核心布局：收购整合深圳健元，打造多肽 CDMO 平台	11
3.3 并购整合：产能扩张与全球拓展并进，充分受益行业红利	12
4 未来展望：延伸布局 CGT 与孵化平台，医药生态版图进一步扩大	13
4.1 行业分析：细胞与基因治疗方兴未艾，为长远发展埋下种子	13
4.2 核心布局：切入 CGT CDMO 领域，控股原药明康德旗下子公司无锡生基医药	14
4.3 并购整合：依托孵化平台前瞻布局，打造医药投资生态链	15
5 投资建议	15
5.1 盈利预测	15
5.2 估值分析	17
风险提示	18

## 图表目录

图表 1：2016-2025Q3 公司营业收入及同比增速	4
图表 2：2016-2025Q3 公司归母净利润及同比增速	4
图表 3：公司营业收入构成（百万元）	4
图表 4：公司营业收入结构	4
图表 5：公司私募股权业务盈利来源（亿元）	5
图表 6：公司私募股权业务盈利结构	5
图表 7：公司目前在管三只私募股权投资基金（亿元）	5
图表 8：公司部分已上市的投资项目	6
图表 9：公司部分未上市的投资项目	6
图表 10：预计未来五年全球药品市场的年增长率为 5%-8%	7
图表 11：预计 2024 年至 2030 年全球处方药销售额 CAGR 为 7.4%（十亿美元）	7
图表 12：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	8
图表 13：预计全球多肽药物规模将以 12.6% 的复合年增长率持续增长（十亿美元）	8
图表 14：分 GLP-1 和非 GLP-1 的全球多肽药物规模（十亿美元）	8



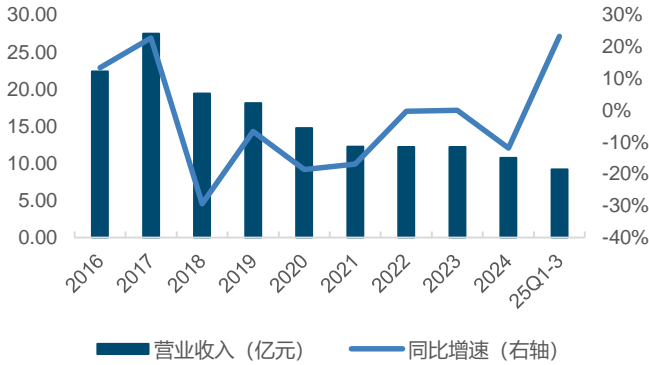
图表 15: CDMO 的主要服务优势及服务案例	9
图表 16: 中国多肽 CDMO 市场规模现状及预测 (2018-2033E)	9
图表 17: 2025 年司美格鲁肽的全球销售额达 2283 亿丹麦克朗 (亿丹麦克朗)	10
图表 18: 司美格鲁肽三类销售品牌的全球销售额 (亿丹麦克朗)	10
图表 19: 司美格鲁肽中国专利将于 2026 年到期	10
图表 20: 司美格鲁肽原料药国内登记情况	10
图表 21: 深圳健元原料药美国注册情况 (截至 2025Q4 末)	11
图表 22: 深圳健元多肽 API 产品目录	11
图表 23: 湖北健翔生产基地核心数据	12
图表 24: 深圳健翔生产基地核心数据	12
图表 25: 全球范围内批准的细胞和基因疗法 (个)	13
图表 26: 全球范围内 CGT 产品的临床在研试验数量 (个)	13
图表 27: 中国 CGT CDMO 市场规模现状及预测 (十亿元)	14
图表 28: 无锡生基医药股权结构图	14
图表 29: 公司私募股权业务盈利预测 (百万元)	15
图表 30: 公司医药板块盈利预测 (百万元)	16
图表 31: 公司费用率预测 (百万元)	16
图表 32: 公司整体盈利预测	16
图表 33: PE 板块可比公司估值	17
图表 34: 医药板块可比公司估值	17
图表 35: 可比公司毛利率水平在 50%-70% 区间	18
图表 36: 可比公司净利率水平在 20% 左右	18
图表 37: 深圳健元被收购前历史业绩表现	18
图表 38: 分部估值情况	18



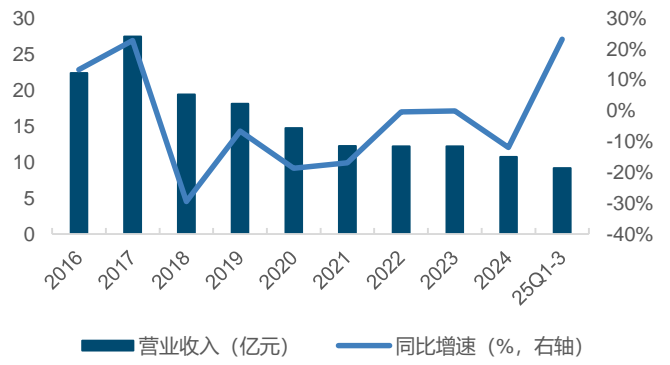
## 1 财务表现：创新药 CDMO 为核心业务，双轮驱动的新增长范式确立

2025Q1-Q3 公司实现营业收入/归母净利润分别为 9.17 / 2.94 亿元，同比分别+23.21% / +20.03%，实现扣非归母净利润 3.26 亿元，同比+46.89%。前三季度 ROE 为 3.85%（未年化），同比+0.54pct。单季度来看，Q3 实现营业收入/归母净利润分别为 2.88 / 1.65 亿元，同比分别+9.91% / +25.74%，环比分别-5.43% / +1269.62%。三季度营业收入（含医药、建材及私募股权板块的管理费收入）同比保持增长，但环比有所下滑。环比下降预计主要源于私募股权管理业务因部分本金退出，导致管理费收入减少。随着公司投资项目上市节奏加快及后续退出推进，预计管理费收入呈下降趋势，而超额业绩报酬则将加速确认。

图表1：2016-2025Q3 公司营业收入及同比增速



图表2：2016-2025Q3 公司归母净利润及同比增速

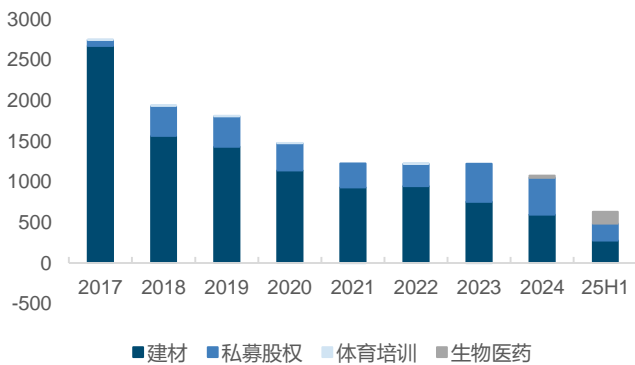


来源：iFinD，国金证券研究所

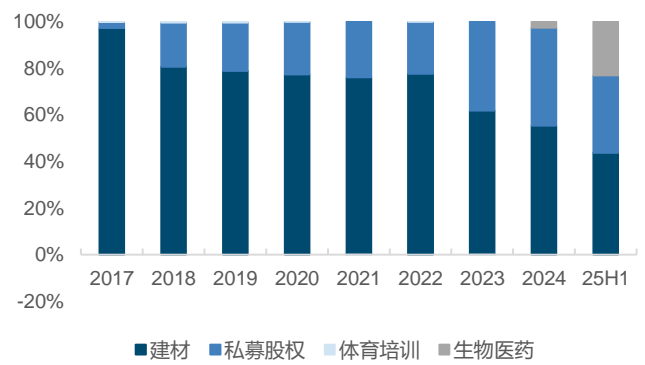
来源：iFinD，国金证券研究所

2025 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。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；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）。其中，2025H1 医药板块贡献营收 1.45 亿元，净利润 0.10 亿元；实现建材业务收入 2.74 亿元，同比提升 4.88%。

图表3：公司营业收入构成（百万元）



图表4：公司营业收入结构

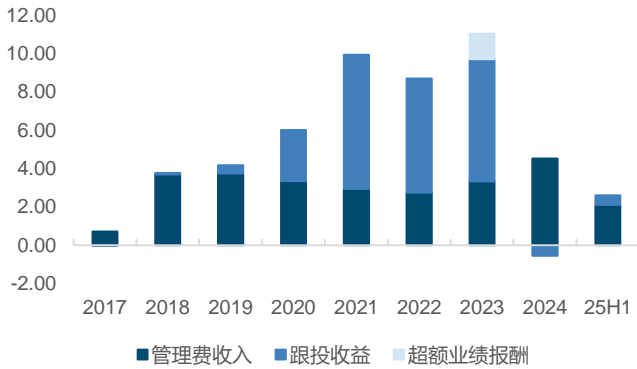


来源：iFinD，国金证券研究所

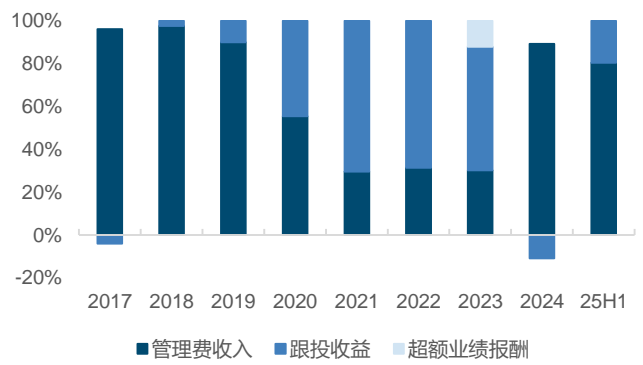
来源：iFinD，国金证券研究所



图表5: 公司私募股权业务盈利来源 (亿元)



图表6: 公司私募股权业务盈利结构



来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

2025Q3 单季投资收益 (含公允价值变动损益) 为 0.64 亿元, 同比+77.78%, 环比扭亏为盈 (25Q2 为-0.31 亿元), 累计投资收益达到 1.16 亿元, 较上年同期的-0.35 亿元显著改善。

## 2 增长引擎一: 私募股权业务进入兑现期, 构筑业绩压舱石与弹性来源

### 2.1 管理规模近 280 亿元, 打造专业市场化投资平台

公司私募股权投资基金管理公司西藏锦合相关基金业务规模近 280 亿元, 主要利用市场化的股权投资管理运营模式, 发现、投资、培育和赋能优质资产。其中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。除上述三支在管基金外, 公司以 LP 身份参投智慧出行、和谐成长三期基金、和谐汇资基金等多个外部基金, 参与投资多个明星硬科技项目。

图表7: 公司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	公司持有份额	存续期限
和谐锦豫	66.74	2017年7月	西藏锦合	14.998%	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	10.01%	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	9.07%	经营期限为八年, 为实现合伙企业投资项目有序退出, 存续期限可延长。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司私募股权投资业务正逐步进入业绩兑现期。2017 年设立的和谐锦豫、和谐锦弘基金存续期均为七年, 目前已逐步进入退出阶段。随着基金逐步迈入退出期, 公司投资收益及超额业绩报酬 (Carry) 有望迎来实质性释放。过往实绩已验证兑现能力, 伴随基金资产逐步退出, 2023 年公司首次实现超额业绩报酬 1.33 亿元, 初步验证了基金投资组合的盈利质量与公司的退出执行能力。同时, 潜在收益规模可观。根据公司 2025 年半年度报告披露, 若以 2025 年 6 月末公允价值为基准对两只基金当前持有的投资组合进行模拟退出测算, 潜在可实现的超额业绩报酬规模约为 9.97 亿元。出于会计稳健性考量, 该部分收益尚未在当期报表中确认。考虑到 PE 基金项目退出通常集中在存续期末, 当前公司投资项目上市进程已经显著提速。此外, 权益市场情绪逐步修复, 有助于已投项目估值回升与未上市项目价值重估, 股权投资板块业绩弹性有望持续释放。

### 2.2 已上市项目储备丰厚, 管线价值持续释放

自 2024 年下半年以来, 公司股权投资组合进入退出加速阶段, 一批核心资产已实现上市或明确上市路径。已上市项目方面, 屹唐股份、奇瑞汽车、西安奕材、沐曦股份等企业已相继完成上市。此外, 国仪量子、奕斯伟计算技术、邦德激光等一批硬科技企业亦在推进 IPO 进程, 上市申报工作有序开展。已进入退出期的项目方面, 此前投资的翱捷科技、华大智造、文远知行、小鹏汽车、小马智行等标的已陆续进入退出兑现阶段。随着上述企业



限售股解禁及减持窗口逐步打开，相关投资收益有望在后续财报中逐步体现。

**图表8：公司部分已上市的投资项目**

公司名称	投资基金	持股比例	上市时间	总市值 (亿元)	2025 年涨跌幅 (%)	2026 年以来涨跌幅 (%)
通润装备	和谐锦豫	0.74%	2007-08-10	118	62.1	62.4
欣旺达动力科技股份有限公司	和谐锦弘	0.60%	2011-04-21	506	17.2	4.8
华大智造	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.10%	2022-09-09	229	29.9	-9.7
致欧科技	和谐锦豫	0.30%	2023-06-21	70	-5.5	-4.4
艾森股份	和谐锦弘	0.42%	2023-12-06	59	77.9	-4.8
小鹏汽车	智慧出行基金	-	2020-08-27	184	71.6	-4.9
小鹏汽车-W	(第三方基金)	-	2021-07-07	1,500	70.1	-1.1
文远知行	智慧出行基金 (第三方基金)	-	2024-10-25	23	-38.8	-21.4
小马智行	智慧出行基金 (第三方基金)	-	2024-11-27	56	1.0	-11.0
翱捷科技	和谐锦弘	0.51%	2022-01-14	339	52.7	-1.9
屹唐股份	和谐锦弘	0.25%	2025-07-08	698	189.7	-3.6
西安奕材	和谐锦弘	0.08%	2025-10-28	947	176.1	-1.4
奇瑞汽车	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.04%	2025-09-25	1,529	0.4	-14.7
沐曦股份	和谐绿色产业基金	0.08%	2025-12-17	2,080	454.3	-10.4

来源：企查查，国金证券研究所 注：2026 年以来涨跌幅截至 2026 年 3 月 12 日

**图表9：公司部分未上市的投资项目**

公司名称	投资基金	持股比例	拟上市进程
国仪量子技术(合肥)股份有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.06%	科创板 IPO 获受理，2025 年 12 月 19 日已问询
北京鞍山生物科技股份有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.15%	科创板 IPO 获受理，2025 年 12 月 31 日状态改为中止(财报更新)
上海森亿医疗科技有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.48%	2025 年 9 月 30 日向港交所递交招股书
北京奕斯伟计算技术股份有限公司	和谐锦弘	0.07%	
	智慧出行基金 (第三方基金)	0.02%	2026 年 1 月 30 日向港交所递交招股书
	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.09%	
	和谐锦弘	0.28%	
立景创新科技股份有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.12%	2025 年 11 月 28 日港交所 IPO 已递表
万帮数字能源股份有限公司	智慧出行基金 (第三方基金)	0.06%	2026 年 1 月 4 日向港交所递交招股书
北京卫蓝新能源科技股份有限公司	和谐锦弘	0.16%	2025 年 12 月 10 日进行上市辅导备案
上海亿钿气体股份有限公司	和谐锦豫	0.68%	2023 年 12 月 12 日启动 IPO 上市辅导
江苏富兴电机技术股份有限公司	和谐绿色产业基金	0.50%	2025 年 12 月 24 日进行上市辅导备案



先临三维科技股份有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.11% 在北交所申请上市, 2026年1月22日已问询
深圳智岩科技股份有限公司	和谐锦豫	0.37% 2025年5月8日进行上市辅导备案
高景太阳能股份有限公司	和谐锦弘	1.66% 2023年12月28日上市辅导备案登记
济南邦德激光股份有限公司	和谐绿色产业基金	0.68% 2024年1月3日进行辅导备案登记
上海汇禾医疗科技股份有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.32% 在2026年2月10日进行上市辅导备案
广州康立明生物科技股份有限公司	和谐成长三期基金 (第三方基金)	0.13% 在2020年12月31日进行上市辅导备案

来源: 企查查, 国金证券研究所

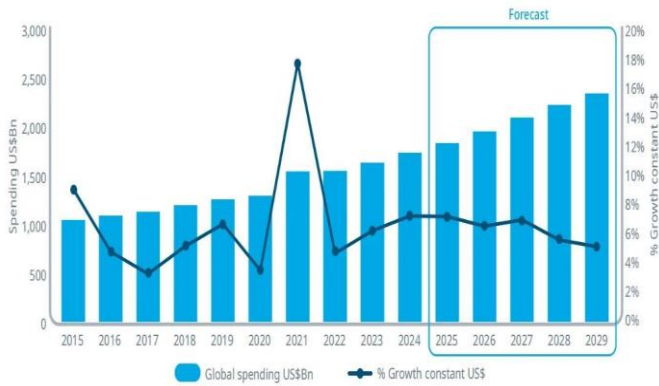
### 3 增长引擎二: 并购整合切入多肽黄金赛道, 打造第二成长曲线

#### 3.1 行业分析: GLP-1 引领多肽药物黄金时代, CDMO 迎来爆发机遇

##### 3.1.1 全球医药市场稳健增长, 代谢类疾病凸显结构性机遇

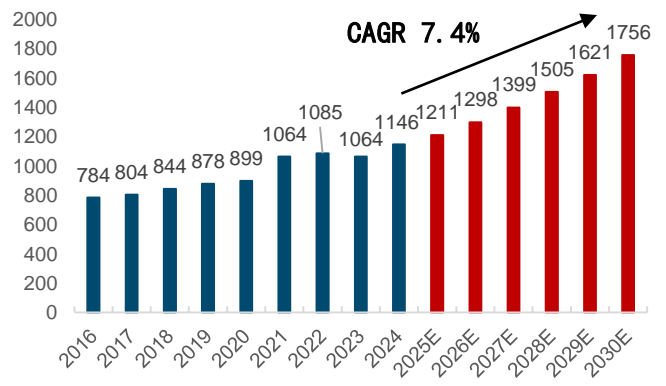
考虑到全球人口老龄化加剧、创新疗法持续推出以及医疗健康需求不断升级等多重因素, 全球医药市场的长期增长逻辑依然稳固。尽管短期内面临全球贸易政策波动、国际监管政策动态调整以及药品价格溢价模式可能终结等多重挑战, 但根据 IQVIA 及 Evaluate Pharma 的近期预测数据, 全球药品支出及处方药销售额均有望在未来数年内保持稳健增长态势, 预计到 2029 年全球药品支出将达 2.4 万亿美元, 至 2030 年全球处方药销售额有望超 1.75 万亿美元, 复合年增长率维持在 5%-8% 的高位区间。

图表10: 预计未来五年全球药品市场的年增长率为 5%-8%



来源: IQVIA, 国金证券研究所

图表11: 预计 2024 年至 2030 年全球处方药销售额 CAGR 为 7.4% (十亿美元)



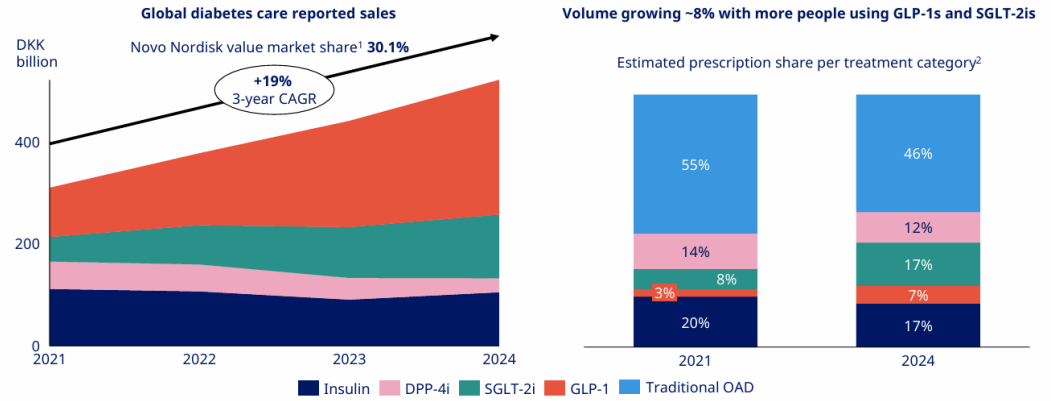
来源: Evaluate Pharma, 国金证券研究所

在众多治疗领域中, 代谢疾病领域表现尤为亮眼, 成为驱动整体医药行业增长的关键变量。根据 IQVIA 《2025 年全球研发趋势》报告, 肥胖症相关临床试验数量快速增长 (2024 年较 2019 年增长近 5 倍), 在全球临床试验中的占比从 2019 年的 0.4% 上升至 2024 年的 1.9%, 成为增速最快的治疗领域之一。

其中, GLP-1 受体激动剂 (GLP-1RA) 疗法在肥胖症管线中占主导地位, 研发方向正从单纯减重向减脂增肌及长期体重管理深化。其市场规模已超越胰岛素, 成为治疗糖尿病领域权重最大的药物品类。根据诺和诺德官网披露的数据, 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 2024 年的 7%。Evaluate Pharma 则预测, 2024 至 2030 年间 GLP-1 类药物市场的年复合增长率将达 20%, 预计到 2030 年其销售额将占全球处方药总额的近 9%, 展现出在糖尿病及更广泛代谢领域中不可逆的扩张趋势。



图表12: 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

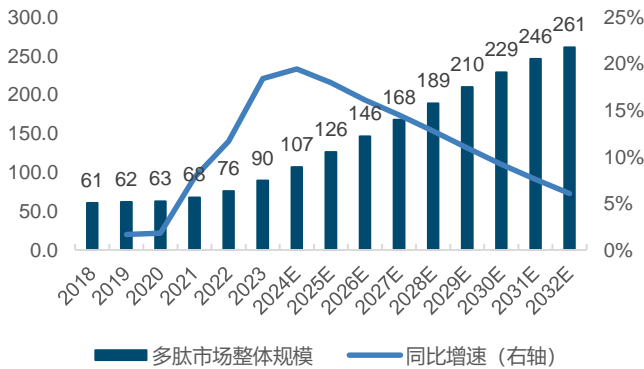


来源: 诺和诺德官网, 国金证券研究所

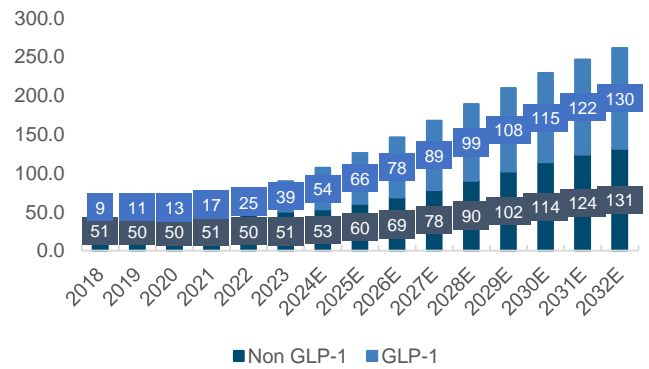
### 3.1.2 受益于技术进步、市场需求增加等, 多肽 CDMO 市场快速增长

多肽药物在临床应用方面具有毒副作用低、用量少、生物活性强、疗效好、特异性强等优势, 其靶向适应症主要聚焦于代谢性疾病和肿瘤领域。以 GLP-1RA 为代表的品种持续放量, 成为推动全球多肽市场规模扩容的重要动力。GLP-1 类药物凭借其在降糖及减重方面的疗效, 临床渗透率迅速提升, 吸引众多药企加速布局相关管线。根据 Frost & Sullivan 数据, 全球 GLP-1 药物市场规模自 2018 年的 93 亿美元增至 2023 年的 389 亿美元, 年复合增长率达 33.1%。随着给药方式优化、适应症拓展及临床数据不断积累, 预计至 2029 年该市场规模有望突破千亿美元。GLP-1 的快速增长亦拉动整体多肽药物市场持续扩张, 全球多肽药物市场规模从 2018 年的 607 亿美元增至 2023 年的 895 亿美元, 年复合增长率为 8.1%; 预计到 2032 年将达到 2,612 亿美元, 期间年复合增长率提升至 12.6%, 整体呈现稳步增长态势。

图表13: 预计全球多肽药物规模将以 12.6% 的复合年增长率持续增长 (十亿美元)



图表14: 分 GLP-1 和非 GLP-1 的全球多肽药物规模 (十亿美元)



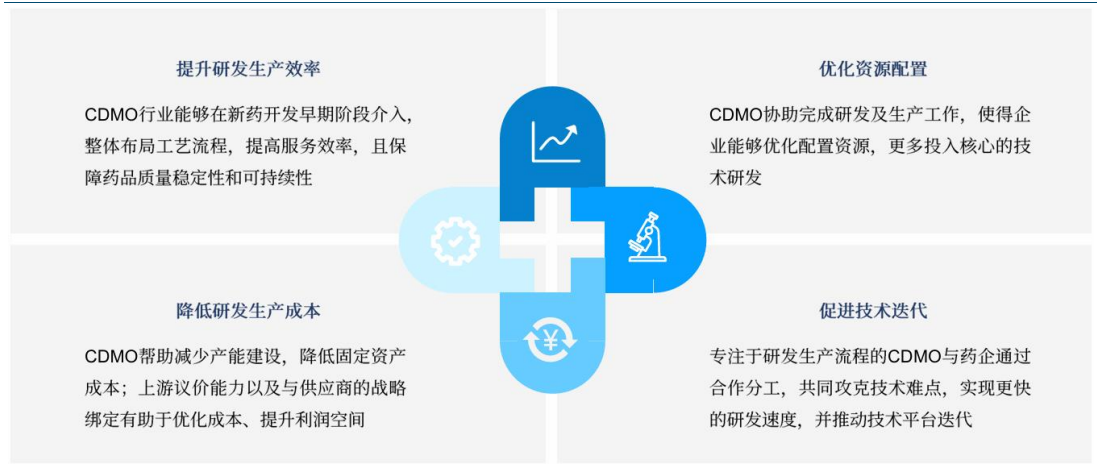
来源: 沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》, 国金证券研究所

来源: 沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》, 国金证券研究所

多肽药物市场的持续扩张也带动了多肽合同定制研发生产 (CDMO) 领域的发展。在创新药研发投入加大、研发难度提升以及生产成本控制的驱动下, 制药企业对外包服务的需求不断上升, 越来越多的制药企业选择将研发和生产环节外包给专业的 CDMO 企业。CDMO 企业通过深度融入药企的研发生产流程, 能够在外包合作中满足其在提升研发效率、优化成本结构、合理配置资源以及引入新技术等方面的核心诉求。同时, CDMO 企业在药物合成路线开发、纯化工艺优化及质量控制体系等方面持续推进技术创新, 为药物的规模化生产及质量稳定性提供了支撑。



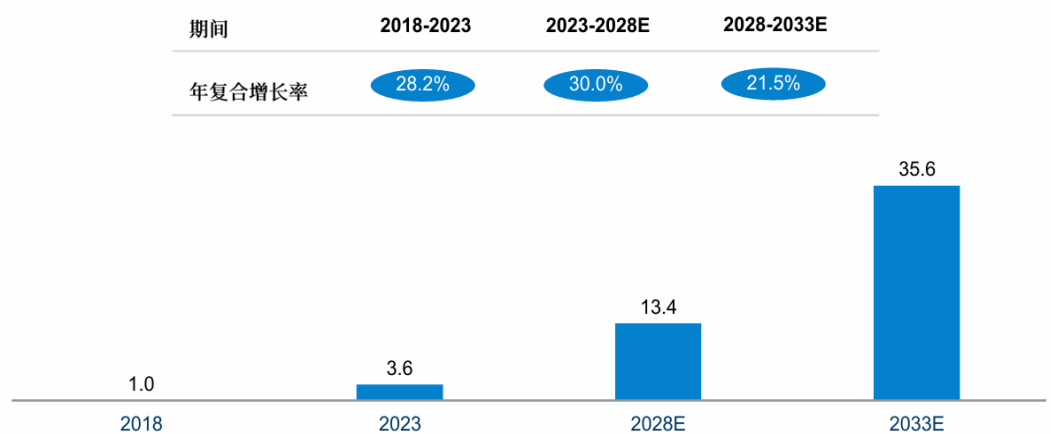
图表15: CDMO的主要服务优势及服务案例



来源: 沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》, 国金证券研究所

根据 Frost & Sullivan 数据, 中国多肽 CDMO 市场规模从 2018 年的 10 亿元增至 2023 年的 36 亿元, 年复合增长率为 28.2%。预计 2023 年至 2028 年间, 市场规模将以 30.0% 的年复合增长率进一步扩大, 至 2028 年达到 134 亿元; 2028 年至 2033 年期间, 预计年复合增长率为 21.5%, 到 2033 年市场规模有望增至 356 亿元。

图表16: 中国多肽 CDMO 市场规模现状及预测 (2018-2033E)



来源: 沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》, 国金证券研究所

展望未来, 适应症拓展与口服剂型有望进一步打开多肽药物的市场空间。在全球范围内, 以 GLP-1 为代表的多肽药物应用场景正从糖尿病、肥胖症等核心适应症向阻塞性睡眠呼吸暂停、心血管疾病、慢性肾病等领域延伸, 临床价值持续积累, 带动相关市场需求稳步上升。与此同时, 人口老龄化进程加快及慢性病发病率上升, 推动糖尿病、肥胖症等患者群体持续扩大。对于需长期用药的慢性病患者而言, 口服制剂在用药依从性方面具备优势, 成为市场扩张的重要方向。同时, 口服 GLP-1 制剂生物利用度相对较低, 单位制剂所需原料药用量可达注射剂的数十倍, 从而显著放大上游原料药的市场容量。市场需求的快速上升吸引更多制药企业加速布局 GLP-1 药物的研发与生产, 直接拉动原料药采购需求, 同时带动对 CDMO 服务的旺盛需求。从早期工艺开发、中试生产到商业化放大, 各环节服务需求均呈现上升态势, 为具备技术和产能优势的企业提供了较为广阔的发展空间。

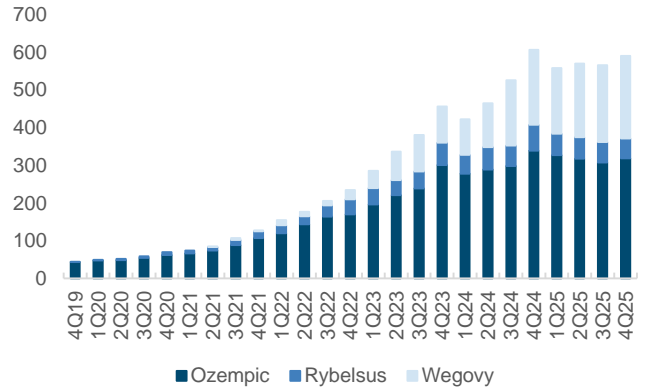
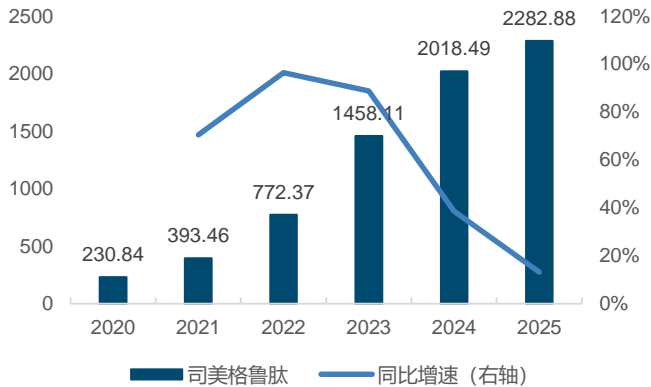
### 3.1.3 国内专利到期有望带动原料药需求提升, 较早布局有望具备更强的竞争优势

代表性品种的专利到期将成为释放上游需求的关键催化剂。司美格鲁肽为诺和诺德原研的长效 GLP-1RA, 最早于 2017 年在美国获批上市, 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/超重的 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。根据彭博社数据, 2025 年司美格鲁肽的全球销售额达 2283 亿丹麦克朗 (约合 354 亿美元), 同比增长 13%。



图表17: 2025年司美格鲁肽的全球销售额达2283亿丹麦克朗(亿丹麦克朗)

图表18: 司美格鲁肽三类销售品牌的全球销售额(亿丹麦克朗)



来源: 彭博社, 国金证券研究所

来源: 彭博社, 国金证券研究所

司美格鲁肽作为GLP-1领域的代表性产品,在中国市场面临专利到期关键节点,核心化合物专利将于2026年3月下旬到期。参考医药行业的规律,届时本土生物类似药及仿制品种有望进入加速获批与上市阶段。截至目前,国内共有8家企业进行司美格鲁肽的原料药注册,分别为翰宇药业、基诺厚普生物、同达药业、湖北健翔、齐鲁制药、中和药业、诺泰澳赛诺生物与苏州天马,产品均为境内生产。若在研类似药临床及审批进展顺利,未来数年对上游原料药的需求将迎来规模性释放。

从产业链价值分布看,专利到期不仅意味着市场参与者的增加,更将改变行业的成本结构。随着多款仿制产品上市,原研药的终端价格体系将面临下行压力,制剂环节的利润率趋于收窄。在此背景下,原料药成本在制剂总成本中的占比将显著提升,成为决定仿制药厂能否实现商业化兑现、原研药厂能否维持利润空间的核心变量。行业竞争的主战场将从单纯的制剂销售,向上游的工艺水平与成本控制能力转移。

基于此,我们认为,具备前瞻性产能布局、规模化生产能力以及成熟成本控制体系的多肽原料药及CDMO企业,有望在仿制药集中上市引发的供应链重构过程中,占据更有利的议价地位,获取超越行业平均的增长红利。

图表19: 司美格鲁肽中国专利将于2026年到期

商品名	给药形式	适应症	FDA 批准	核心专利中国到期时间
Ozempic	注射	2型糖尿病	2017年	2026/3/20
Rybelsus	口服	2型糖尿病	2019年	2026/3/20
Wegovy	注射	肥胖/超重	2021年	2026/3/20

来源: 国家知识产权局, 沙利文《2025中国医药CDMO行业发展洞察蓝皮书》, 国金证券研究所

图表20: 司美格鲁肽原料药国内登记情况

登记号	企业名称	产品来源	包装规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
Y20250001408	翰宇药业(武汉)有限公司	境内生产	1g/袋、5g/袋、10g/袋、20g/袋、50g/袋、100g/袋	2026/1/16	尚未通过
Y20250001109	福建基诺厚普生物科技有限公司	境内生产	30g/袋, 50g/袋, 100g/袋, 200g/袋, 500g/袋, 1kg/袋	2025/11/6	尚未通过
Y20250000541	山西同达药业有限公司	境内生产	200g/袋。500g/袋。1kg/袋	2025/7/11	尚未通过
Y20250000636	湖北健翔生物制药有限公司	境内生产	200g/听	2025/7/8	尚未通过
Y20250000482	福建基诺厚普生物科技有限公司	境内生产	30g/袋, 50g/袋, 100g/袋, 200g/袋, 500g/袋, 1kg/袋	2025/5/30	尚未通过
Y20240000820	齐鲁制药有限公司	境内生产	50g/袋	2024/9/2	尚未通过
Y20240000122	海南中和药业股份有限公司	境内生产	50g/瓶, 100g/瓶, 200g/瓶, 300g/瓶, 500g/瓶	2024/2/22	尚未通过



登记号	企业名称	产品来源	包装规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
Y20230000037	湖北健翔生物制药有限公司	境内生产	瓶 200g/听	2023/2/16	尚未通过
Y20220001086	江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司	境内生产	1kg/袋	2023/1/10	尚未通过
Y20220001169	苏州天马医药集团天吉生物制药有限公司	境内生产	30g/瓶, 50g/瓶, 100g/瓶, 200g/瓶, 300g/瓶	2023/1/9	尚未通过

来源: CDE, 国金证券研究所

### 3.2 核心布局: 收购整合深圳健元, 打造多肽 CDMO 平台

2024 年 11 月, 公司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多肽 CDMO 企业深圳健元 92.1745% 的股权。深圳健元专注于多肽产品的研发与生产, 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品产业化服务, 主营业务包括多肽原料药研发生产业务、多肽 CDMO 业务以及美容肽研发生产业务。

1) 在多肽原料药方面, 深圳健元围绕重大慢性疾病领域, 布局了包括司美格鲁肽、利拉鲁肽、替尔泊肽在内的多个品种, 技术储备深厚; 核心原料药品种已成功通过中国、美国、欧洲、韩国等多国注册备案, 具备强大的全球化供应能力, 是国内少数拥有大规模、高合规标准生产能力的领先供应商之一, 产品远销美国、欧洲、印度、韩国等国际市场。

图表21: 深圳健元原料药美国注册情况 (截至 2025Q4 末)

状态	类型	提交日期	类型
A	II	2019/2/21	醋酸地加瑞克(一种注射用促性腺激素释放激素拮抗剂)
A	II	2019/9/27	利拉鲁肽(一种 GLP-1 受体激动剂, 用于治疗糖尿病和肥胖)
A	II	2020/12/29	缩宫素(一种垂体激素, 常用于引产和产后止血)
A	II	2022/5/4	司美格鲁肽
A	II	2024/7/18	替尔泊肽(一种 GIP/GLP-1 双重受体激动剂)
A	II	2025/1/17	司美格鲁肽(工艺路线 II)
A	II	2025/1/16	BOC-HIS (TRT)-AIB-GLU (OTBU)-GLY-OH(司美格鲁肽合成中间体)
A	II	2025/1/6	特立帕肽(一种甲状旁腺激素类似物, 用于治疗骨质疏松)
A	II	2025/1/8	司美格鲁肽(工艺路线 III)
A	II	2025/1/19	FMOC-LYS [TBUO-STE-GLU (AEEA-AEEA)-OTBU]-OH(司美格鲁肽侧链中间体)

来源: FDA DMF, 国金证券研究所 注: 1) 状态 A 代表 “Active”, 意味着该 DMF 文件已被激活, 可供 FDA 在评审相关制剂申请时引用; 2) 类型 II 用于记载原料药、中间体及其材料的详细信息。

图表22: 深圳健元多肽 API 产品目录

产品名称	注册登记的国家	登记号	状态
缩宫素	中国	Y20220001017	A
	欧盟	CEP 2015-376	已获得证书
	美国	VMF 6124	通过现场核查
	美国	US DMF 035432	已提交
	中国	Y20190000975	I
利拉鲁肽	美国	US DMF 34171	已提交
	德国	ASMF 5243	已提交
	西班牙	ASMF AA/0048/25	已提交
	希腊	ASMF 4175	已提交
醋酸地加瑞克	美国	US DMF 33550	获得 FDA First Adequate Letter
	加拿大	DMF e227309	已提交



特立帕肽	中国	Y20190000957	I
	美国	US DMF 041169	已提交
醋酸亮丙瑞林	中国	Y20240000206	A
醋酸艾替班特	中国	Y20240000910	I

来源：深圳健元官网，国金证券研究所 注：国内药用辅料获得 A 状态后，表明该药用辅料已经通过了审评并获得了批准，可以用于制剂的生产，并且可以在相关的药品注册和审评流程中使用；I 状态表示药用辅料的登记资料已经提交给 CDE 进行审核，但尚未完成与制剂关联的技术审评。

2) 在多肽 CDMO 服务方面，深圳健元为全球客户提供从早期研发到商业化生产的一站式解决方案，建立了覆盖海内外的完善市场网络，客户群体涵盖国内外大中型药物研发与生产企业。深圳健元已经具备丰富的成功经验，已顺利完成 3000+CR0 项目 (Contract Research Organization 的缩写，中文为合同研究组织)，已顺利完成 50+CDMO 项目，顺利在全球市场完成 20+IND (Investigational New Drug 的缩写，中文为新药临床试验申请)，并成功助力一款创新药上市。

3) 在美容肽业务方面，深圳健元拥有百余种美容肽原料及高附加值的复配液体美容肽产品，通过与全球头部化妆品企业的长期深度合作，持续赋能客户产品创新与市场竞争力提升。

深圳健元深耕多肽领域十余年，配备两大规模化生产基地及一个 7,000 平方米的研发中心，配备自动合成仪、高效液相色谱系统、高分辨质谱及先进纯化平台，强大的技术设施确保健元能够按商业批量稳定供应高品质多肽，并始终保持对国际标准的高度合规。其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。从人员配备上来看，深圳健元拥有 600 余位专业人士，其中资深研发工程师超过 130 名，核心研发团队拥有近 30 年的多肽药物开发经验。总体而言，凭借在多肽技术、规模化产能及全球化市场布局上的显著优势，深圳健元已成为行业内的领先企业。

图表23: 湖北健翔生产基地核心数据

图表24: 深圳健翔生产基地核心数据



来源：深圳健元官网，国金证券研究所

来源：深圳健元官网，国金证券研究所

### 3.3 并购整合：产能扩张与全球拓展并进，充分受益行业红利

公司在完成对深圳健元的收购后，迅速制定了全面的整合计划，涵盖组织架构与人员配置、财务管理、信息披露、销售与采购体系、法务管理、内部控制等多个方面。公司有序推进深度整合工作，确保双方在业务、管理和运营层面的高效协同与融合。

一方面，公司助力深圳健元夯实全球供应能力，强化合规保障。产能建设方面，湖北健翔正在新建 A16 车间，计划于 2026 年二季度建成，届时公司原料药总产能将突破 10 吨。深圳健翔于 2025 年 1 月启动液体美容肽车间筹建，总建筑面积约 1,100 平方米，设计年产能达 1,000 吨，4 月底完成建设及设备确认并顺利投产，当月通过国内知名化妆品公司审计，其生产及质量管理体系符合化妆品 GMP 要求，为美容肽业务提供坚实保障。

另一方面，全球化布局初见成效，原料药与 CDMO 双轮驱动。公司通过扩张国际化销售团队、拓展新兴市场、深化国际战略合作三重举措推进全球化布局，旨在突破对单一市场及客户的依赖，目前海外直销业务覆盖已持续扩大。受益于全球 GLP-1 类药物需求扩张及创新药市场快速扩容，报告期内，公司在原料药业务板块成功引入多家重量级客户，客户群



体广泛覆盖国内与国际市场，不仅包含国内行业内的领军企业，更涵盖了全球范围内的行业龙头及享誉国际的知名生物技术公司，现有客户的合作品类亦持续拓宽，彰显出在国内外市场的广泛认可度与影响力。CDMO 业务方面，与美国知名客户正式启动战略级品种合作。分区域来看，中国、印/巴、拉丁美洲、韩国、俄罗斯等市场的客户渗透率显著提升，新增合作客户数量同比增幅亮眼。

深圳健元 2023 年实现营业收入 3.20 亿元，净利润 1.41 亿元；2024 年上半年实现营业收入 2.16 亿元，净利润 0.62 亿元。并表后，2025 年上半年公司生物医药板块合计实现收入 1.45 亿元，主要系并购完成后公司正处于业务整合的投入阶段，重点围绕商业化团队搭建、新产能建设等工作展开布局。考虑到订单确认周期较长、产能爬坡需要时间等特点，短期内收入尚未充分释放符合行业规律。展望后续，随着下游仿制药企为应对专利到期而加大备货力度，上游原料药及 CDMO 服务需求有望持续走强，深圳健元有望凭借其产能基础与客户积累，逐步进入业绩释放通道。

## 4 未来展望：延伸布局 CGT 与孵化平台，医药生态版图进一步扩大

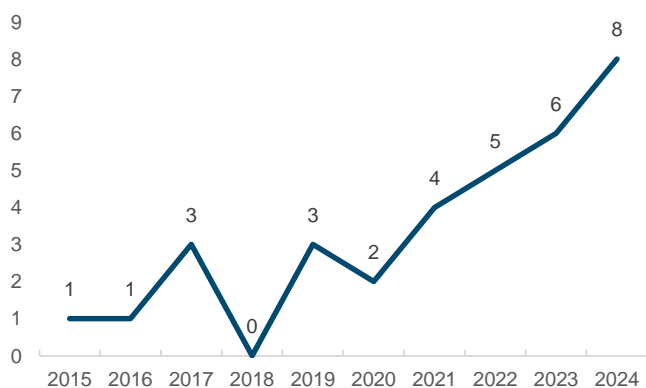
### 4.1 行业分析：细胞与基因治疗方兴未艾，为长远发展埋下种子

CGT 疗法是继小分子、大分子靶向疗法之后的新一代精准疗法。传统疗法的局限性和基因技术的进步共同推动了细胞与基因疗法 (Cell and Gene Therapy, CGT) 的发展，使 CGT 从传统细胞治疗转向与基因修饰相结合的发展方向。CGT 通过直接针对疾病的根源，如基因缺陷或异常细胞，实现根本性治疗。基于基因或细胞的特异性设计实现了高度精准和良好疗效，许多 CGT 方案表现出单次干预产生长期缓解甚至根治。依托于从“对症治疗”向“对因治疗”的跨越，CGT 现已成为继小分子靶向药物、抗体药物后备受瞩目的生物科技领域之一。

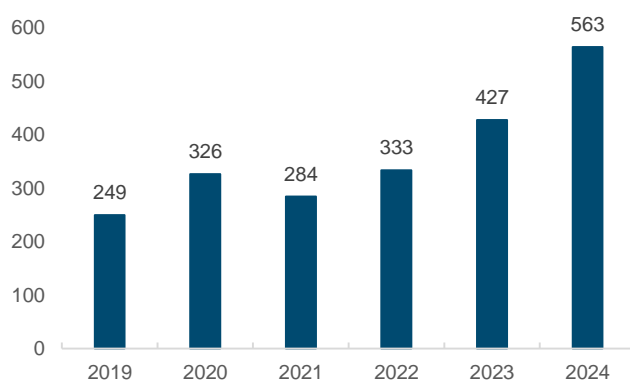
近年来 CGT 获批数量保持积极趋势，2024 全球共 8 款 CGT 产品首次获批上市。自 2017 年起，CGT 产品批准数量逐年递增，在 2024 年进一步跃升至 8 个，反映出该领域研发和商业化进程的加速。这一增长趋势表明 CGT 领域正逐步迈入成熟阶段。未来可能通过创新疗法为罕见病、肿瘤等疾病提供更多突破性解决方案，同时吸引更多资本和研发投入。

CGT 领域的在研临床试验数量上升，六年间实现了翻倍。全球每年启动的 CGT 临床试验数量持续攀升，从 2019 年的 249 个增长至 2024 年的 563 个，反映产业界对 CGT 领域未来发展的乐观预期和不断加大的研发投入。由此，也将有更多 CGT 研发企业选择与 CDMO 企业达成合作，以集中精力进行核心的药物研发工作。

图表25：全球范围内批准的细胞和基因疗法（个）



图表26：全球范围内 CGT 产品的临床在研试验数量（个）



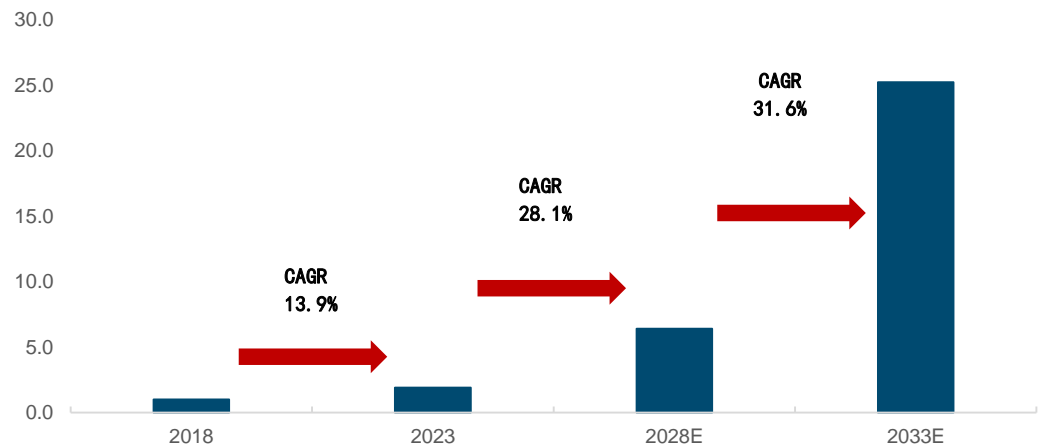
来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，国金证券研究所

来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，国金证券研究所

因技术壁垒较高且监管要求严格，细胞与基因治疗领域在研发阶段对 CDMO 的依赖度相对较高。与传统生物制品相比，CGT 产品在工艺开发及质量控制方面面临更多技术挑战，叠加产业化经验尚不成熟，使得研发企业更倾向于借助 CDMO 的专业能力推进管线。此外，布局 CGT 赛道的初创企业数量较多，研发投入能力有限，外包意愿较强。从市场需求看，随着临床管线数量增加及获批产品陆续上市，CGT 适应症范围逐步扩展，覆盖患者群体持续扩大，推动 CGT 市场规模增长，CGT CDMO 有望承接更多订单。由于临床后期工艺验证完成后更换生产平台的成本较高，客户粘性较强，早期介入有望为企业锁定后续商业化订单。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年至 2023 年，中国 CGT CDMO 市场规模从 10 亿元增长至 19 亿元，复合年增长率为 13.9%；预计 2028 年将达到 64 亿元，2033 年将进一步增至 252 亿元。



图表27: 中国 CGT CDMO 市场规模现状及预测 (十亿元)

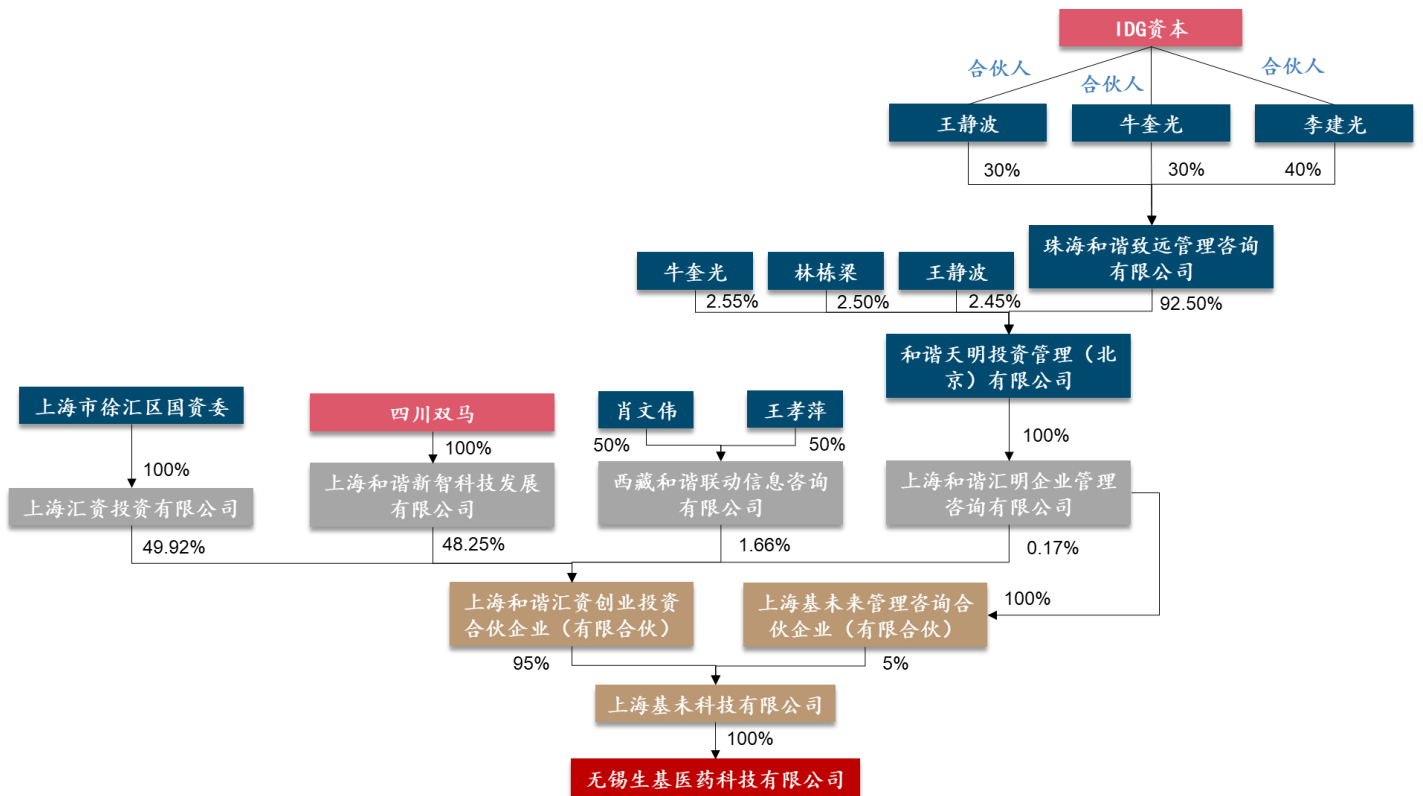


来源: 沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》, 国金证券研究所

4.2 核心布局: 切入 CGT CDMO 领域, 控股原药明康德旗下子公司无锡生基医药

继 2024 年底收购深圳健元、切入多肽药物 CDMO 领域后, 公司在生物医药产业链层面持续深化布局。2025 年 7 月, 无锡生基医药科技有限公司 (简称“生基医药”) 完成股权变更, 控股股东正式变更为上海基未科技有限公司 (简称“基未科技”), 基未科技由和谐汇资基金全资持有。股权进一步穿透显示, 无锡生基当前约 47% 的权益由上海市徐汇区国资委持有, 约 50% 的权益由四川双马与 IDG 资本共同持有, 标志着公司通过参投基金间接切入细胞与基因治疗这一前沿赛道。

图表28: 无锡生基医药股权结构图



来源: iFinD, 国金证券研究所

生基医药原为药明康德于 2017 年设立的全资子公司, 专注于细胞与基因治疗领域的 CDMO 业务, 提供从早期研发至商业化生产的一站式解决方案。



在生产能力方面，生基医药在无锡设有研发及生产基地。其中，质粒生产线1条，发酵规模覆盖5L至500L，年产能超过60批次；病毒载体生产线共4条生产单元，规模范围为50L至500L；细胞治疗产品生产线共2条生产单元，采用全封闭一次性系统，年产能超过100批次。目前，团队规模超过180人，其中具备国际产业或监管经验的人员占比超10%。

在项目进展方面，截至2025年11月底，生基医药已累计获得23项临床试验批件及2项临床期间变更批件，涉及中国大陆、美国、新加坡、韩国、澳大利亚、德国等多个国家及地区。其中，共有6个客户项目进入后期临床阶段，正在推进或准备工艺性能确认（PPQ）验证；1个项目已递交上市许可申请并处于审评阶段；另有1个项目已在中国大陆、中国澳门及沙特阿拉伯获得上市许可，中国香港与新加坡的上市申请正在推进中。

从财务表现来看，2020年至2023年及2024年前三季度，生基医药收入分别为10.56亿元、10.26亿元、13.08亿元、13.10亿元和8.5亿元。虽短期受生物法案影响订单暂缓，但我们预计后续客户合作有望逐步恢复，未来在创新药CDMO领域具备订单潜力。

#### 4.3 并购整合：依托孵化平台前瞻布局，打造医药投资生态链

公司通过参投的和谐汇资基金孵化器平台，在生物医药及人工智能领域持续布局。该平台采用体系化、专业化的孵化模式，重点聚焦细胞与基因治疗等未来健康技术，围绕肿瘤、免疫、代谢等重大疾病领域，优选具备差异化创新性的新药研发项目进行落地孵化。

在运营层面，孵化器平台已组建涵盖分子设计与评价、临床前评价、运营注册等环节的专业团队，并与投后赋能团队建立协同工作机制。依托国际成熟的生物医药孵化经验，平台采取全链条深度培育模式，针对被投企业在种子期、成长期、成熟期等不同阶段的需求，提供从技术孵化、资源整合到产业落地的分阶段支持。同时，通过组建跨领域产业协作联盟，联合科研机构及行业领军企业，推动技术协同与资源互通。

在投资策略上，基金优先聚焦孵化器内部培育的企业，并拓展至外部具备成长潜力的生物科技项目，通过直接投资与创业投资相结合的方式，持续丰富赛道布局、强化企业间协同。截至报告期末，相关被投项目中已有部分进入后期临床或注册阶段。

展望未来，和谐汇资基金将在持续深化产融协同的基础上，围绕战略性新兴产业的突破方向，进一步发挥资本引导与产业服务功能，推动创新成果转化与企业高质量发展。

## 5 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。目前公司在管的一期基金（和谐锦豫、和谐锦弘）正处于项目退出期，在IPO回暖及并购预期增强背景下，预计2026年起超额业绩报酬有望逐步兑现。我们假设1)以存续的认缴规模为基数，管理费率维持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，假定收益率为5%左右；3)2026-2027年一期基金退出比例分别为5%、17%。在此核心假设下，我们预计2025-2026年公司私募股权业务营业收入分别为4.63/6.14/9.15亿元，同比分别+2%/+33%/+49%。

图表29：公司私募股权业务盈利预测（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
存续认缴规模	25,716	22,220	24,070	23,196	20,226
私募股权营业收入	466	452	463	614	915
其中：管理费收入	333	452	463	469	423
超额业绩报酬	133	0	0	145	492
投资收益	407	-99	68	373	545
公允价值变动损益	105	105	112	112	112
私募股权各项收入合计	978	458	642	1,099	1,571

来源：iFind，国金证券研究所

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。我们假设1)新增产能于2026年建成并投产，产能利用率分别为10%、15%、20%，多肽药物产



量分别为 0.7 吨、1.5 吨、2.0 吨；2) 2026 年专利到期后，规模化效应下 2025-2027 年司美格鲁肽单价分别为 905 元/g、800 元/g、750 元/g。我们预计 2025-2026 年公司医药板块营收分别为 6.65/12.00/15.00 亿元，同比分别+54%/+80%/+25%。

图 30: 公司医药板块盈利预测 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
深圳健元营业收入	320	432	665	1,200	1,500
产能 (吨)	4	4	7	10	10
产能利用率	8%	11%	10%	15%	20%
产量 (吨)	0.3	0.4	0.7	1.5	2.0
单价 (元/g)	1,000	1,000	950	800	750

来源: iFinD, 国金证券研究所

建材业务: 预计建材业务板块收入贡献逐年降低。我们预计 2025-2026 年建材业务营收分别为 5.00/4.31/3.90 亿元，同比分别-16%/-14%/-10%。

费用率: 公司 2024Q4 收购深圳健元，新业务的并入直接推高了管理费用，但预计随着业务整合完成及管理效率提升，后续管理费率有望温和回落。此外，深圳健元所处的多肽原料药和 CDMO 行业是典型的技术密集型、创新驱动型行业，持续的工艺改进、新药研发投入是保持核心竞争力的关键，且其业务模式需要直接面向国内外制药企业进行商务拓展，预计公司研发费率、销售费率将趋势上升。我们预计 2025-2027 年公司销售费率分别为 1.4%/1.6%/1.7%，管理费率为 17.0%/18.0%/15.0%，研发费率分别为 3.5%/5.0%/6.5%。

图 31: 公司费用率预测 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用	7	8	22	34	46
销售费率	0.6%	0.8%	1.4%	1.6%	1.7%
管理费用	121	115	268	387	403
管理费率	9.9%	10.7%	17.0%	18.0%	15.0%
研发费用	21	20	55	108	175
研发费率	1.7%	1.9%	3.5%	5.0%	6.5%

来源: iFinD, 国金证券研究所

整体而言，公司聚焦创新药 CDMO 与私募股权投资核心业务。创新药孵化业务方面，目前已布局了不少规模较大的项目，顺利推进后有望贡献显著回报；随着美国市场复苏，无锡生基医药有望恢复增长。多肽市场方面，深圳健元新产能释放后，有望推动收入提升，依托全球客户网络进一步巩固市场份额，形成增长支撑。股权投资板块方面，公司围绕硬科技与高端制造长期布局，随着 IPO 市场逐步回暖，股权投资公允价值企稳回升与退出通道顺畅的双重推动，有望带动管理人业绩报酬和投资收益在未来数年集中释放，为公司持续提供充裕现金流与利润弹性，与聚焦创新药 CDMO 的主业协同，推动公司从传统建材企业加速演进为“创新药 CDMO+硬科技股权投资”的复合型平台公司。公司业务重点明确，各业务板块逐步推进，具备持续成长潜力。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.41/10.69/13.00 亿元，同比分别+43%/+142%/+22%。

图 32: 公司整体盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,219	1,075	1,575	2,151	2,687
收入增长率	0.0%	-11.9%	46.6%	36.5%	24.9%
归母净利润 (百万元)	985	309	441	1,069	1,300
净利润增长率	19.4%	-68.6%	42.6%	142.3%	21.7%
EPS (元/股)	1.29	0.01	0.58	1.40	1.70
ROE	13.2%	4.1%	5.8%	12.6%	13.7%

来源: iFinD, 国金证券研究所



## 5.2 估值分析

公司的主营业务板块可以分为私募股权基金板块和医药板块，不同业务模式之间差异较大，我们采用分部估值法进行估值分析。

### (1) 私募股权基金板块

海外成熟平台的管理业务一般在 22x PE 左右（参考黑石集团、KKR、凯雷、惠理等公司历年数据），A 股部分成长型产业投资平台则享受 20 - 40x PE 甚至更高估值。综合项目质量（中微公司、奇瑞、小鹏、沐曦、邦德激光等硬科技项目储备丰富）、行业景气回暖（2025 年以来中资 IPO 逐步回暖）、以及股权投资高波动特征，我们认为对公司私募板块，采用 22 - 30x 2026E PE 是相对合理的区间，其中 22 - 25x PE 为“稳健中枢”，30x PE 对应“高景气+顺利退出”的乐观情景。

图表33: PE 板块可比公司估值

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)	PE (TTM)
000987.SZ	越秀资本	8.54	428.46	0.60	12.0
002243.SZ	力合科创	9.18	111.13	0.10	48.8
000532.SZ	华金资本	13.73	47.33	0.30	21.1
	平均	10.48	195.64	0.33	27.3

来源: iFind, 国金证券研究所 注: 时间截至 2026 年 3 月 25 日

### (2) 医药板块

深圳健元: 预计深圳健元 2026 年将成为公司重要利润来源之一。考虑以下因素: 一是 GLP-1 类多肽药物在代谢病和减重领域需求高速增长，全球市场快速扩容; 二是多肽类药物整体市场规模预计从 2018 年的 607 亿美元增至 2028 年的 1890 亿美元，中国多肽药物市场 2023-2028 年 CAGR 同样可观; 三是健元规划的新增产能叠加多国 DMF 备案与海外客户基础，使其具备“量+价”双重弹性。在此基础上，参考 A 股已上市多肽 CDMO 类公司（诺泰生物、华海药业、奥翔药业、花园生物）整体估值水平，我们认为对医药板块的合理估值区间可以总结为: 保守中枢下，20x2026E PE; 中性偏积极为 25x2026E PE; 乐观情景下，估值给到 30x2026E PE 以上，对 GLP-1 放量与 CDMO 订单落地具有较高信心。

图表34: 医药板块可比公司估值

股票代码	公司简称	归母净利润同比增速 (2026E)	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)	PE (TTM)
688076.SH	ST 诺泰	30.30%	29.18	92.22	1.42	18.5
600521.SH	华海药业	69.64%	15.13	226.53	0.26	48.4
603229.SH	奥翔药业	23.77%	9.20	76.39	0.25	41.3
300401.SZ	花园生物	31.48%	14.12	76.74	0.43	25.4
	平均	38.80%	16.91	117.97	0.59	33.4

来源: iFind, 国金证券研究所 注: 1) 时间截至 2026 年 3 月 25 日; 2) 其中花园生物、ST 诺泰、奥翔药业 26E 归母净利润增速数据来源于国金证券研究所研究报告，华海药业为 iFind 一致预测

无锡生基医药: 细胞治疗作为下一代精准医疗核心方向，在肿瘤、罕见病等领域具备巨大潜力，无锡生基医药将成为公司生物医药产业链向 CGT 高端 CDMO 延伸的重要支点。目前无锡生基医药仍处于订单与客户恢复阶段，短期对报表贡献有限，估值更多体现在中长期战略期权上，本报告在定量估值中不单列其数值，而将其视为医药板块的上行弹性来源。

### (3) 建材板块

建材行业仍在底部周期，需求不足、供需矛盾突出，2025 年虽有基建托底，但整体仍将处于压力期。同时，公司未来战略重点是聚焦私募股权投资与生物医药研发生产。因此，在估值分析中，将建材板块视作零估值，更符合公司中长期战略与盈利结构。

在前述对三大板块的盈利能力与估值倍数分析基础上，我们构建了保守-中性-乐观三档分部估值情景，对公司 2026E 的整体合理市值进行区间测算。

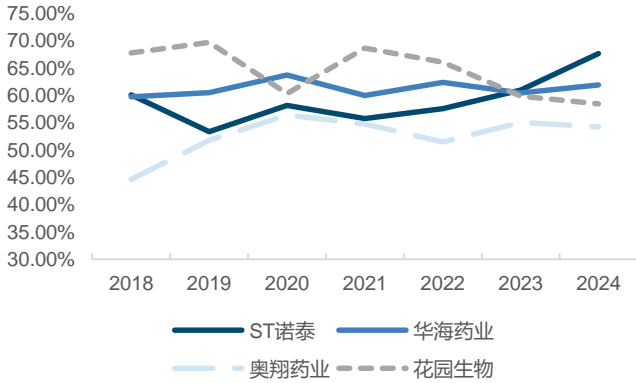
1) 私募股权板块: 预计 2026E 分部净利 6.14 亿元（其中管理费贡献净利约 4.7 亿元，保守估计项目退出收益约 1.5 亿元），对应应在 22 - 30x PE 的估值区间内，板块价值约 135-184 亿元；



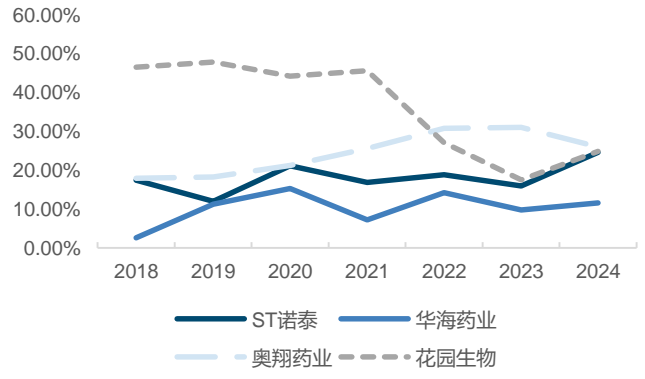
2) 生物医药板块 (深圳健元等): 2025 年上半年毛利率 23.6% 属于产能爬坡初期的低点。随着规模效应释放, 毛利率有望向行业中枢修复。参考深圳健元历史业绩表现以及同业业绩走势, 我们预计 2026E 净利 2.4 亿元。参考多肽 CDMO 头部公司估值水平, 以 25-30xPE (60-72 亿元) 作为中枢更为稳健, 而 30x 以上可视为对 GLP-1 赛道高景气与健元执行力的乐观押注。

3) 建材板块: 在当前公司整体战略与盈利结构下, 在估值模型中不单独计入, 不作为目标市值的核心组成部分。

图表35: 可比公司毛利率水平在 50%-70% 区间



图表36: 可比公司净利率水平在 20% 左右



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 深圳健元被收购前历史业绩表现

	2023	2024H1
营业收入	3.20	2.16
营业利润	0.90	0.83
毛利率	28%	38%
净利润	1.41	0.62
净利率	44%	29%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 分部估值情况

情景假设	私募板块净利 (2026E, 亿元)	私募估值倍数 (2026E PE)	私募板块估值	医药板块净利 (2026E, 亿元)	医药估值倍数 (2026E PE)	医药板块估值	建材板块估值假设	合计估值
保守情景	6.1	22x (接近海外 PE 均值)	135	2.4	25x (低配多肽 CDMO)	60	0	195
中性情景	6.1	25x (介于海外与 A 股 PE 平台之间)	154	2.4	30x (反映 GLP-1 高景气)	72	0	226
乐观情景	6.1	30x (接近 A 股 PE 平台均值)	184	2.4	40x (给予成长性溢价)	96	0	280

来源: 国金证券研究所

## 风险提示

1、多肽行业竞争加剧及价格下行风险: 国内 GLP-1 多肽产业链扩产节奏较快, 随着司美格鲁肽等重磅品种专利到期, 仿制药企集中申报带来的原料药需求虽在增长, 但供给端产能释放速度若快于需求爬坡速度, 可能导致原料药价格降幅超预期。若出现“以价换量”难以对冲单价下跌的情况, 公司生物医药板块的盈利能力将面临阶段性压力。

2、项目退出节奏不及预期与公允价值波动风险: 公司私募投资管理业务的业绩释放高度依赖底层资产的退出通道与二级市场估值。一方面, IPO 作为股权投资退出的核心渠道, 其审核节奏存在不确定性, 若已投项目上市进程受阻, 或将延缓超额业绩报酬的兑现周期;



另一方面,公司持有的已上市公司股权及未退出项目的公允价值受资本市场风格与宏观环境影响较大,可能引致投资收益在报表端的波动。

3、大股东质押风险:若股价大幅下跌可能引发平仓风险或导致控制权不稳定。



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
<b>主营业务收入</b>	1,220	1,219	1,075	1,575	2,151	2,687
增长率	-0.3%	0.0%	-11.9%	46.6%	36.5%	24.9%
<b>主营业务成本</b>	707	600	582	832	932	1,275
%销售收入	58.0%	49.2%	54.1%	52.8%	43.4%	47.4%
<b>毛利</b>	512	619	493	743	1,218	1,412
%销售收入	42.0%	50.8%	45.9%	47.2%	56.6%	52.6%
<b>营业税金及附加</b>	12	12	12	16	22	27
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	16	7	8	22	34	46
%销售收入	1.3%	0.6%	0.8%	1.4%	1.6%	1.7%
<b>管理费用</b>	118	121	115	268	387	403
%销售收入	9.7%	9.9%	10.7%	17.0%	18.0%	15.0%
<b>研发费用</b>	46	21	20	55	108	175
%销售收入	3.8%	1.7%	1.9%	3.5%	5.0%	6.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	340	475	357	406	700	802
%销售收入	27.9%	39.0%	33.2%	25.8%	32.5%	29.9%
<b>财务费用</b>	0	-1	-2	-3	-4	-3
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
<b>资产减值损失</b>	0	0	0	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	-299	267	-143	110	110	110
<b>投资收益</b>	895	369	88	68	373	545
%税前利润	96.3%	32.7%	30.9%	11.5%	31.4%	37.3%
<b>营业利润</b>	937	1,136	292	587	1,186	1,459
营业利润率	76.8%	93.2%	27.2%	37.3%	55.2%	54.3%
<b>营业外收支</b>	-8	-7	-7	0	0	0
<b>税前利润</b>	929	1,130	285	587	1,186	1,459
利润率	76.2%	92.6%	26.5%	37.3%	55.2%	54.3%
<b>所得税</b>	106	147	-24	147	120	162
所得税率	11.4%	13.0%	-8.4%	25.0%	10.1%	11.1%
<b>净利润</b>	823	983	309	440	1,067	1,297
<b>少数股东损益</b>	-2	-3	0	-1	-2	-3
<b>归属于母公司的净利润</b>	825	985	309	441	1,069	1,300

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	825	985	309	441	1,069	1,300
<b>少数股东损益</b>	-2	-3	0	-1	-2	-3
<b>非现金支出</b>	58	62	0	1	1	53
<b>非经营收益</b>	-528	-576	0	-177	-483	-654
<b>营运资金变动</b>	54	-167	0	618	-609	892
<b>经营活动现金净流</b>	414	309	463	883	-24	1,589
<b>资本开支</b>	-67	0	-58	-35	-35	0
<b>投资</b>	-283	-381	-831	-340	-340	-310
<b>其他</b>	9	47	13	177	483	654
<b>投资活动现金净流</b>	-342	-334	-875	-197	108	345
<b>股权募资</b>	1	0	0	0	0	0
<b>债权募资</b>	19	-33	541	0	0	0
<b>其他</b>	-361	-133	-95	-517	-517	-517
<b>筹资活动现金净流</b>	-171	-83	223	-259	-259	-259
<b>现金净流量</b>	-99	-107	-189	427	-175	1,675

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	582	466	330	1,081	815	3,159
<b>应收款项</b>	18	62	83	109	153	175
<b>存货</b>	43	52	185	0	207	76
<b>其他流动资产</b>	202	996	233	579	1,006	1,363
<b>流动资产</b>	845	1,575	831	1,769	2,182	4,774
%总资产	11.7%	19.2%	9.2%	18.3%	21.3%	39.4%
<b>长期投资</b>	3,966	4,224	4,255	4,285	4,315	4,315
<b>固定资产</b>	766	732	1,094	1,108	1,122	1,068
%总资产	10.6%	8.9%	12.2%	11.5%	11.0%	8.8%
<b>无形资产</b>	91	85	165	185	205	205
<b>非流动资产</b>	6,366	6,619	8,160	8,224	8,288	8,234
%总资产	88.3%	80.8%	90.8%	85.1%	81.0%	68.0%
<b>资产总计</b>	7,211	8,195	8,991	9,669	10,236	12,105
<b>短期借款</b>	43	10	1	1	1	1
<b>应付款项</b>	124	112	123	187	165	316
<b>其他流动负债</b>	315	312	422	854	636	1,315
<b>流动负债</b>	482	434	546	1,042	802	1,632
<b>长期贷款</b>	0	0	594	594	594	594
<b>其他长期负债</b>	212	302	892	892	892	892
<b>负债</b>	694	736	1,438	1,934	1,694	2,524
<b>普通股股东权益</b>	6,496	7,441	7,475	7,658	8,468	9,509
其中：股本	763	763	763	763	763	763
<b>未分配利润</b>	4,389	5,320	5,371	5,487	6,137	6,983
<b>少数股东权益</b>	20	17	78	77	75	72
<b>负债股东权益合计</b>	7,211	8,195	8,991	9,669	10,236	12,105

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	1.08	1.29	0.01	0.58	1.40	1.70
<b>每股净资产</b>	8.51	9.75	9.76	10.03	11.09	12.46
<b>每股经营现金净流</b>	0.54	0.41	0.61	1.16	-0.03	2.08
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	12.7%	13.2%	4.1%	5.8%	12.6%	13.7%
<b>总资产收益率</b>	11.4%	12.0%	3.4%	4.6%	10.4%	10.7%
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	-0.3%	0.0%	-11.9%	46.6%	36.5%	24.9%
<b>EBIT 增长率</b>	-19.5%	39.7%	-24.9%	13.8%	72.3%	14.6%
<b>净利润增长率</b>	-16.5%	19.4%	-68.6%	42.6%	142.3%	21.7%
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	8	18	27	22	22	22
<b>存货周转天数</b>	27	32	69	40	40	40
<b>应付账款周转天数</b>	50	53	60	57	40	59
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	10.7%	9.9%	19.0%	25.0%	19.8%	26.3%
<b>资产负债率</b>	9.6%	9.0%	16.0%	20.0%	16.5%	20.9%

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	1	1	2	3
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	1.00	1.00	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**  
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**