下载日志已记录，仅供内部参考

非银金融 | 多元金融

金融|首次覆盖报告

2026 年 09 月 28 日

四川双马(000935.SZ)

——股权投资与医药主业协同发展，PE 业绩兑现或在即

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

刘闯

SAC：S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 09 月 24 日
收盘价（元）	19.99
一年内最高/最低（元）	34.13/19.09
总市值（百万元）	15,261.17
流通市值（百万元）	15,261.17
总股本（百万股）	763.44
资产负债率（%）	20.86
每股净资产（元/股）	10.15

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **管理层拥有 IDG 工作背景，业务与投资双轮驱动。**公司业务布局生物医药、建材及私募股权投资，实控人与董事长的 IDG 工作背景或赋能投资+主业协同发展。产业端，2025 年医药板块实现营收 2.80 亿元，未来有望受益于多肽药物需求提升带来的原料药市场扩容，实现营收与利润持续提质；投资端，PE 业务凭高毛利率（2023-2025 年均为 99%以上）贡献稳定现金流（2023-2025 年毛利 4.65/4.52/3.79 亿元），若被投项目 IPO 后释放投资回报及 Carry，有望逐步增厚收入及利润。

- **IPO 回暖叠加基金进入退出期，PE 业务预计迎来收获期。**公司在管基金的管理费收入为公司带来稳定现金流（2023-2025 年分别为 4.65/4.52/3.76 亿元），和谐锦弘、和谐锦豫进入退出期，若两只基金存续期届满时的投资组合按照 2025 年 12 月 31 日的公允价值退出，公司预计将获 10.19 亿元的 Carry。此外，公司被投项目或受益于 A 股/港股 IPO 市场回暖实现上市退出，有望带来可观的投资收益及 Carry。

- **多肽原料药及 CDMO 业务蓬勃发展，有望打开第二增长极。**受益于全球多肽药物需求提升及中国企业在产业链布局上的优势，公司通过收购健元医药切入多肽原料药赛道并进入海外 MNC 供应链，2026H2 新产能投产后总产能预计将提升至 10 吨/年，订单承接能力进一步夯实；公司 CDMO 业务已与海外知名药企合作，2026H1 新订单高增，伴随客户产品商业化，相关订单预计将于 2026H2 起持续兑现业绩增量。

- **股权投资入局 CGT CDMO，医药版图持续扩张。**技术发展叠加行业新规落地，CGT 行业发展进入合规化快车道。公司参投的创投基金收购了经过 NMPA、FDA 认证的 CGT CDMO 公司无锡生基，其已累计服务 150+家海内外药企，为 30+项临床项目提供 CDMO 服务。伴随客户管线迈入临床后期，相关临床项目后续可逐步转化为稳定商业化订单，为无锡生基的中长期经营提供稳定支撑。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.61/6.57/8.56 亿元，同比增速分别为+54.72%/+42.33%/+30.34%，当前股价对应的 PE 分别为 33.07/23.24/17.83 倍。我们选取华海药业、花园生物和越秀资本为可比公司，鉴于公司 PE 业务有望进入兑现期，医药业务持续扩张带来第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：行业竞争风险、宏观经济及行业周期波动风险、政策变化的风险、投资项目公允价值变动的风险等。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,075	1,206	1,590	1,894	2,209
同比增长率（%）	-11.87%	12.19%	31.86%	19.14%	16.65%
归母净利润（百万元）	309	298	461	657	856
同比增长率（%）	-68.61%	-3.59%	54.72%	42.33%	30.34%
每股收益（元/股）	0.41	0.39	0.60	0.86	1.12
ROE（%）	4.14%	3.84%	5.63%	7.47%	8.94%
市盈率（P/E）	49.33	51.16	33.07	23.24	17.83

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.61/6.57/8.56 亿元，同比增速分别为+54.72%/+42.33%/+30.34%，当前股价对应的 PE 分别为 33.07/23.24/17.83 倍。我们选取华海药业、花园生物和越秀资本为可比公司，鉴于公司 PE 业务有望进入兑现期，医药业务持续扩张带来第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预期公司整体收入在 2026-2028 年分别为 15.90/18.94/22.09 亿元，同比增速分别为+31.86%/+19.14%/+16.65%；随着收入规模增长，毛利率持续提升，预计公司整体毛利率在 2026-2028 年分别为 51.4%/57.6%/63.0%。其他核心假设如下：

1）股权投资业务：考虑到公司在管基金逐渐进入退出期，有望为公司带来股权投资回报及 Carry，我们预计 2026-2028 年公司股权投资业务收入增速分别为 85.8%/33.3%/24.2%。

2）生物医药业务：考虑到公司多肽原料药产能扩张，订单承接能力进一步提升带动营收利润增长，我们预计 2026-2028 年公司生物医药业务收入增速分别为 40.0%/30.0%/30.0%。

3）建材业务：考虑到建材行业竞争加剧，公司建材业务或将承压，我们预计 2026-2028 年公司建材业务收入增速分别为-10.0%/-10.0%/-15.0%。

投资逻辑要点

公司管理层具备 IDG 工作背景，有望赋能公司业务与股权投资双轮协同。产业端布局生物医药（多肽原料药及 CDMO）、建材，2025 年医药板块营收 2.80 亿元，2026H2 新产能投产后多肽原料药总产能预计将提升至 10 吨/年，公司参投的基金收购 NMPA、FDA 双认证的 CGT CDMO 企业无锡生基（已服务 150+海内外药企、30+项临床项目），医药版图持续扩张；投资端，公司在管基金和谐锦弘、和谐锦豫进入退出期，若两只基金存续期届满时的投资组合按照 2025 年 12 月 31 日的公允价值退出，公司预计将获 10.19 亿元的 Carry；公司被投项目或受益于 A 股/港股 IPO 市场回暖实现上市退出，PE 业务有望迎来收获期。

核心风险提示

行业竞争风险、宏观经济及行业周期波动风险、政策变化的风险、投资项目公允价值变动的风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. PE 投资进入收获期，医药版图持续延伸 5
1.1. 深耕股权投资，建材+医药与投资协同并举 5
1.2. 管理层拥有 IDG 工作背景，有望赋能投资业务发展 5
1.3. 投资回报或将带动业绩高增，建材与医药夯实利润基本盘 6
2. IPO 市场回暖，潜在投资回报及 Carry 可期 7
3. 并购布局多肽原料药，产能与质量认证国内领跑 10
4. CGT 研发热度高增，参投基金并购入局 CDMO 业务 13
5. 盈利预测与评级 15
5.1. 盈利预测 15
5.2. 估值 15
6. 风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司发展历程 5
图表 2： 公司业务布局情况 5
图表 3： 公司股权架构 6
图表 4： 2021-2026Q1 公司营收情况（亿元） 7
图表 5： 2021-2026Q1 公司扣非归母净利润情况（亿元） 7
图表 6： 2021-2025 年公司营收构成情况（亿元） 7
图表 7： 2021-2025 年公司营收构成占比（%） 7
图表 8： 公司累计管理并参投的私募股权基金情况 7
图表 9： 公司参投的部分基金情况（仅为有限合伙人） 8
图表 10： 公司基金管理人运作情况 9
图表 11： 2021-2025 年基金管理费情况（百万元） 9
图表 12： 公司参投基金的投资项目及 IPO 状态（部分） 10
图表 13： 2020-2035 年全球及中国多肽类药物市场规模（十亿美元） 11
图表 14： 2016-2030 年中国多肽原料药市场规模及预测（亿元） 11
图表 15： 公司多肽原料药产品及备案情况 12
图表 16： 2016-2030 年全球药企研发外包市场规模（十亿美元） 13
图表 17： 2016-2030 年中国药企研发外包市场规模（十亿人民币） 14
图表 18： 《生物医学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》核心内容 14
图表 19： 无锡生基 CGT CDMO 业务布局 15
图表 20： 无锡生基客户管线情况 15
图表 21： 可比公司估值表 15

下载日志已记录，仅供内部参考

1. PE 投资进入收获期，医药版图持续延伸

1.1. 深耕股权投资，建材+医药与投资协同并举

公司成立于 1998 年，从事产业投资及管理和私募股权投资基金管理业务，目前主要管理的资产包括生物医药研发生产企业、建材生产制造企业和私募股权投资基金管理公司。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司的业务主要包含生物医药研发生产业务、建材生产制造业务和私募股权投资基金管理业务。

图表 2：公司业务布局情况

板块	业务	具体内容
生物医药研发生产业务	多肽原料药	深圳健元围绕以慢性疾病为主的内分泌与代谢性疾病、肿瘤、妇产科和心血管等治疗领域，布局了涵盖司美格鲁肽、替尔泊肽、利拉鲁肽、地加瑞克和缩宫素等多个多肽原料药品种。
	多肽合同定制研发生产（CDMO）业务	公司聚焦多肽领域，依托覆盖“研发-原料药-制剂”的全产业链布局，为全球创新药企、仿制药企及科研机构提供从早期研发、工艺开发、分析方法开发、稳定性研究、注册申报到商业化生产的一站式、全生命周期服务。
	美容肽产品	公司依托领先的多肽合成、修饰及分析技术平台，积极拓展美容肽原料与中间体的研发、定制及生产业务，致力于为全球高端化妆品品牌提供安全、高效、创新的活性成分解决方案。
建材生产制造业务	/	建材生产制造业务的主要产品包括水泥、商品熟料、骨料等，相关产品广泛应用于基础设施建设（如铁路、公路、水利工程）、市政民生工程（如城市道路、公共设施）、商品房开发、产业园区建设、城市更新升级及乡村振兴相关领域。
私募股权投资基金管理业务	/	公司从事私募股权投资基金的管理及投资业务，公司作为私募股权投资基金的管理人，向所管理的基金提供管理服务并收取管理报酬，同时担任私募股权投资基金的普通合伙人，承担普通合伙人责任并享有基金的业绩分成。

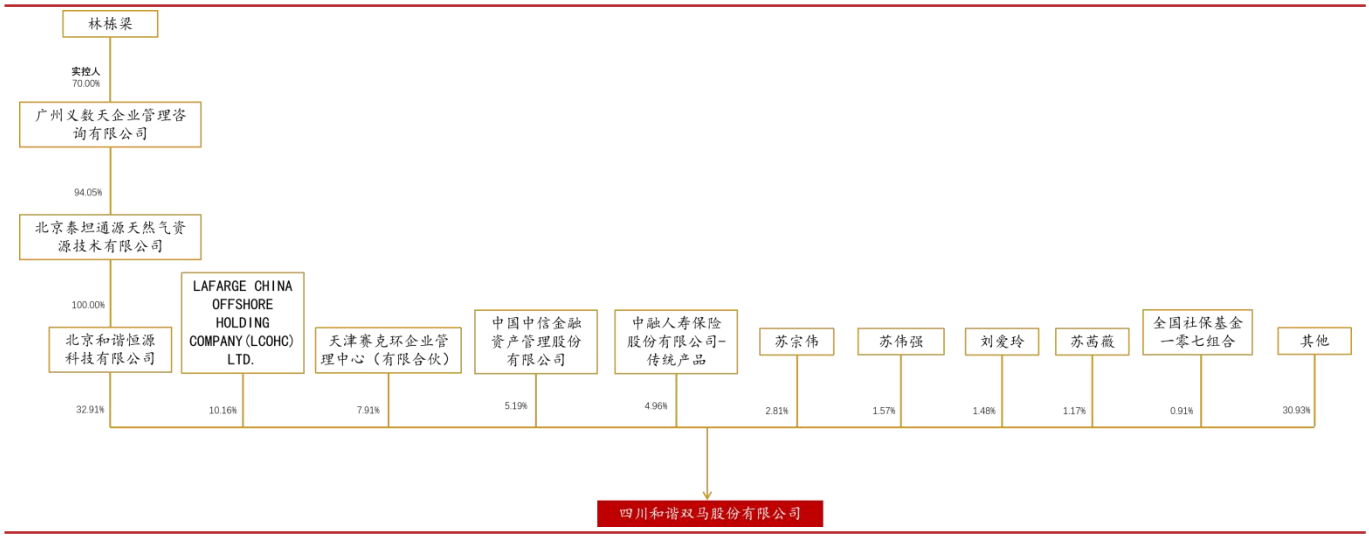
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 管理层拥有 IDG 工作背景，有望赋能投资业务发展

下载日志已记录，仅供内部参考

股权结构清晰，管理层拥有 IDG 工作背景，有望赋能投资业务发展。截至 2026 年 8 月 7 日，公司实控人林栋梁先生曾在 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司任合伙人，持股比例为 21.67%；董事长谢建平先生曾担任 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司的董事总经理。

图表 3：公司股权架构



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所（注：截至 2026.8.7）

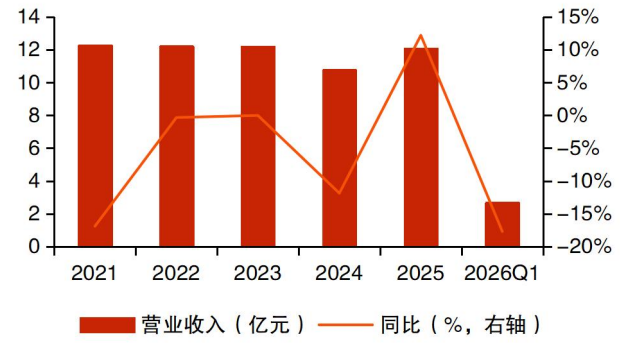
1.3. 投资回报或将带动业绩高增，建材与医药夯实利润基本盘

2023-2025 年，公司实现营收 12.19/10.75/12.06 亿元(同比-0.02%/-11.87%/+12.19%)；分别实现扣非归母净利润 9.39/0.61/3.42 亿元（ 同比+53.65%/-93.55%/+464.24% ）。

分板块看：2025 年，公司医药生物板块实现营收 2.80 亿元，毛利率为 28.57%，占总营收比重从 2024 年的 2.65%提升至 23.24%。未来，伴随多肽药物需求大幅提升带动多肽原料药市场持续扩容，公司利润结构有望进一步优化。私募股权投资基金管理板块持续为公司带来稳定现金流，2023-2025 年，该板块分别实现收入 4.66/4.52/3.80 亿元，毛利率维持高位，分别为 99.94%/100.00%/99.58%。2025 年，和谐锦豫基金存续期限届满，终止收取管理费，后续如公司已投项目上市退出带来可观的投资回报及超额业绩报酬（即 Carry），有望带动板块收入及利润高增。2025 年，建材板块营收及净利润同比降低，主要由于宜宾市自然资源和规划局及珙县自然资源和规划局要求公司缴纳矿权出让金，公司 2025 年度承担了 2017 年 7 月 1 日-2024 年 12 月 31 日期间采矿权价款 4,589.56 万；同时，整体市场需求增长乏力，全年水泥销售量及均价较上年同期出现一定程度的下滑，伴随后续矿权出让金支出恢复平均水平，该板块利润情况有望回归均值。

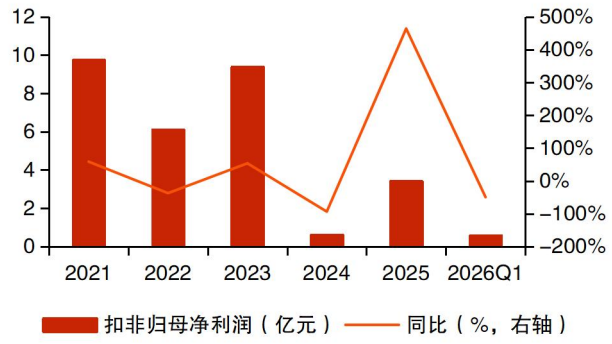
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：2021-2026Q1 公司营收情况（亿元）



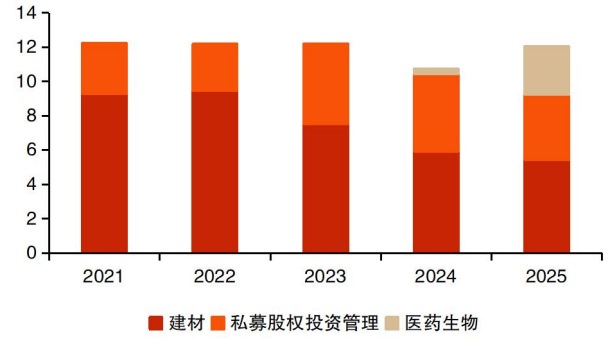
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：2021-2026Q1 公司扣非归母净利润情况（亿元）



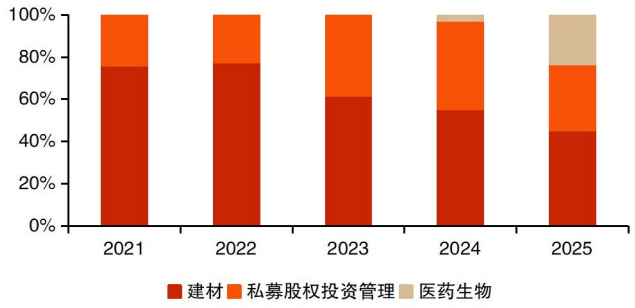
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：2021-2025 年公司营收构成情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所（注：生物医药业务相关的 2024 年营业收入仅包含 2024 年 11 月、12 月的经营数据。）

图表 7：2021-2025 年公司营收构成占比（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所（注：生物医药业务相关的 2024 年营业收入仅包含 2024 年 11 月、12 月的经营数据。）

2. IPO 市场回暖，潜在投资回报及 Carry 可期

公司私募股权基金投资深度布局前沿科技及生物医药领域。公司从事私募股权投资基金的管理及投资业务，公司作为私募股权投资基金的管理人，向所管理的基金提供管理服务并收取管理报酬，同时担任私募股权投资基金的普通合伙人，承担普通合伙人责任并享有基金的业绩分成。

图表 8：公司累计管理并参投的私募股权基金情况

基金	成立时间	存续期限	投资方向
和谐锦豫	2017.5	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。	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	2017.6	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。	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	2022.10	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。	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等。

资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：截至公司 2025 年年报披露日）

下载日志已记录，仅供内部参考

此外，公司参投和谐成长三期基金、和谐绿色产业基金、智慧出行、无锡佰奥基、和谐汇资基金。

图表 9：公司参投的部分基金情况（仅为有限合伙人）

基金	成立时间	存续期限	投资方向
和谐成长三期基金	2019.3	经营期限为八年；经执行事务合伙人提出并经顾问委员会同意可延长投资期一年，投资期延长后，合伙企业的经营期限不自动顺延。	智能制造、人工智能、自动驾驶、精准医疗、金融科技、和 5G 环境下企业服务及云计算等领域。
智慧出行	2017.8	经营期限为七年，为实现合伙企业投资项目的有序清算，经营期限可延长。	智能交通工具/汽车（包括整车、关键硬件及软件、汽车服务（汽车营运商、电池冲换电、维修服务商等）、物联网（包含大数据的其他加值型收入营运商、金融支付、租赁营运商）、新能源车、无人驾驶车的制造等）相关领域。
无锡佰奥基	2021.11	经营期限为五年，为实现合伙企业投资项目的有序退出，经营期限可延长。	医药、电动汽车电池、企业软件等领域。
和谐汇资基金	2024.11	经营期限为十四年，通过合伙协议约定的适当决策程序可以延长合伙企业的经营期限。	生物科技、人工智能等科技创新领域。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

私募股权投资管理收入包括基本管理费与超额业绩报酬两类。

基本管理费：在投资期按所管理基金资本认缴额的固定百分比收取的、在管理期和延长期按所管理基金尚未退出项目的投资成本与对已投资项目预留的后续投资成本之和的固定百分比收取的与管理服务有关的管理费收入。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。

超额业绩报酬：集团有权在整个所管理基金存续期的收益超过门槛收益时、基于管理基金表现而赚取的管理服务收入。超额业绩报酬属于提供私募股权投资管理服务对价中的可变对价，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：公司基金管理人运作情况

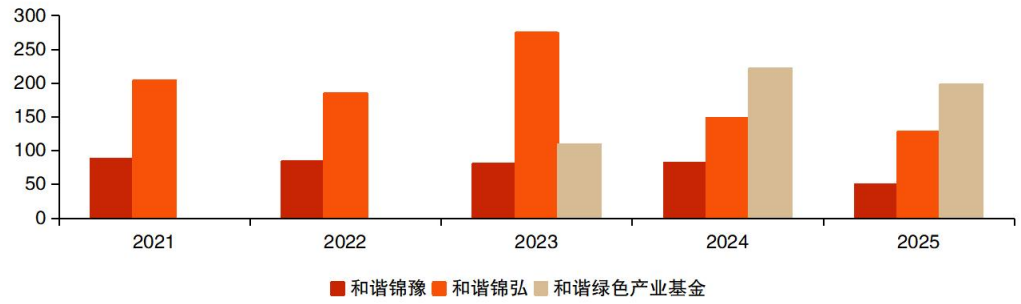
基金管理人	管理费用收取方式	收益分配方式
和谐锦弘	（1）投资期内，合伙企业按照合伙企业认缴出资总额的 2%/年向管理人支付管理费； （2）在管理期和延长期内，合伙企业按其尚未退出的项目投资成本和合伙企业对已投资项目预留的后续投资成本（如有）之总额 2%/年支付管理费。	（1）返还合伙人之累计实缴资本：100%返还截止到分配时点合伙人的累计实缴资本，直至各合伙人收回其实缴资本； （2）支付有限合伙人优先回报：在返还截止到分配时点所有合伙人的累计实缴资本之后，100%向有限合伙人进行分配，直至各有限合伙人之实缴资本实现 8%的年化单利； （3）弥补普通合伙人回报：如在向有限合伙人支付优先回报后仍有余额，则应 100%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。
和谐锦豫		
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。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

管理费贡献稳定现金流，项目公允价值大幅增长或将于项目退出后带来 Carry。

管理费用：2021-2025 年，公司在管基金每年收取稳定管理费用。2025 年，和谐锦弘/和谐锦豫/和谐绿色产业基金分别带来管理费用 128.13/49.95/198.11 百万元，为公司贡献稳定现金流收入。2025 年，和谐锦豫基金存续期限届满，终止收取管理费。公司未来有望募集新基金，管理费收入稳定态势有望延续。

图表 11：2021-2025 年基金管理费情况（百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

潜在投资回报及 Carry：截至 2025 年年底，公司从和谐锦弘、和谐锦豫两只基金共产生投资收益 15.14 亿元，确认超额业绩报酬 1.33 亿元。如若假设两只基金在基金存续期届满时

下载日志已记录，仅供内部参考

的投资组合全部按照 2025 年 12 月 31 日的公允价值退出，公司预计还将取得超额业绩报酬 10.19 亿元（该金额尚未确认，且受项目公允价值波动、退出时点、退出价格及基金分配条件等因素影响）。

图表 12：公司参投基金的投资项目及 IPO 状态（部分）

投资日期	轮次	融资总额	项目	行业	简介	IPO 状态
2026-06-15	A 轮	510 亿元	DeepSeek	人工智能	开源代码大模型开发商	/
2026-05-05	基石投资轮	1.48 亿美元	剂泰科技	医疗健康	人工智能驱动药物递送和药物发现公司	已上市
2026-03-31	B 轮	未披露	脑虎科技	医疗健康	脑机接口公司	/
2026-02-11	A+轮	3 亿元	智冉医疗	医疗健康	新一代高通量柔性脑机接口平台	/
2026-01-07	C 轮	约 20 亿元	强脑科技	医疗健康	脑机接口公司	2026.1 港交所递表
2025-12-31 2026-06-30	C/E 轮	超 5 亿美元	月之暗面	人工智能	语言大模型研发商	/
2025-02-01	战略融资	未披露	沐曦集成电路	先进制造	全栈 GPU 芯片及解决方案提供商	已上市
2024-11-18	A 轮	5 亿元	银河通用机器人	人工智能	具身智能和机器人产品研发商	IPO 筹备中
2023-12-28	B 轮	10 亿元	鞍石生物科技	医疗健康	抗肿瘤创新药物研发商	科创板 IPO 已问询
2023-05-10	天使轮	未披露	阶跃星辰	人工智能	AI 大模型公司	/
2019-11-25 2020-06-08 2021-01-15 2021-12-01	A/B/B+/C 轮	超 45 亿元	奕斯伟计算	物联网	RISC-V 芯片研发商	2026.9 已通过港交所上市聆讯
2013-05-01 2014-05-01 2016-11-01 2018-03-09	A/B/C/D 轮	超 1.12 亿美元	群核科技	企业服务	云设计软件平台和 SaaS 服务提供商	已上市

资料来源：天眼查，同写意公众号，动脉网公众号，第一财经公众号等，华源证券研究所（注：截至 2026.9.23）

IPO 市场持续回暖，为私募股权投资基金打开退出通道。

A 股市场：2026 年上半年 A 股 IPO 市场主要由科技产业公司推动。2026 年上半年募资总额为 1005 亿元（同比+87%），IPO 数量为 79 家（同比+30%），前十大 IPO 募资额占募资总额的 46%（2025 年上半年占 42%）。创业板增设第四套上市标准为市场发展的重要里程碑，有助优质未盈利创新企业在创业板上市。

港股市场：2026 年上半年，香港 IPO 持续活跃。2026 年上半年募资总额为 2099 亿港元（同比+92%），IPO 数量为 85 家（同比+102%），前十大 IPO 募资额占募资总额的 44%（2025 年上半年占 54%）。第 18C 章上市宗数显著增长；叠加中国证监会支持已在香港上市并符合条件的内地企业进行两地上市（即 H+A 股上市），截至 2026 年 6 月 26 日，A+H 股上市申请数量达到 116 家，未来 H 股 IPO 数目有望持续增长。

3. 并购布局多肽原料药，产能与质量认证国内领跑

下载日志已记录，仅供内部参考

全球多肽药物市场规模持续增长，从 2020 年的 628 亿美元增至 2024 年的 1,096 亿美元，预计 2030–2035 年间 CAGR 为 5.8%，并于 2035 年增至 2,885 亿美元。中国多肽药物市场规模由 2020 年的 85 亿美元增长至 2035 年的 407 亿美元，预计 2030–2035 年间 CAGR 为 13.7%。

图表 13：2020–2035 年全球及中国多肽类药物市场规模（十亿美元）

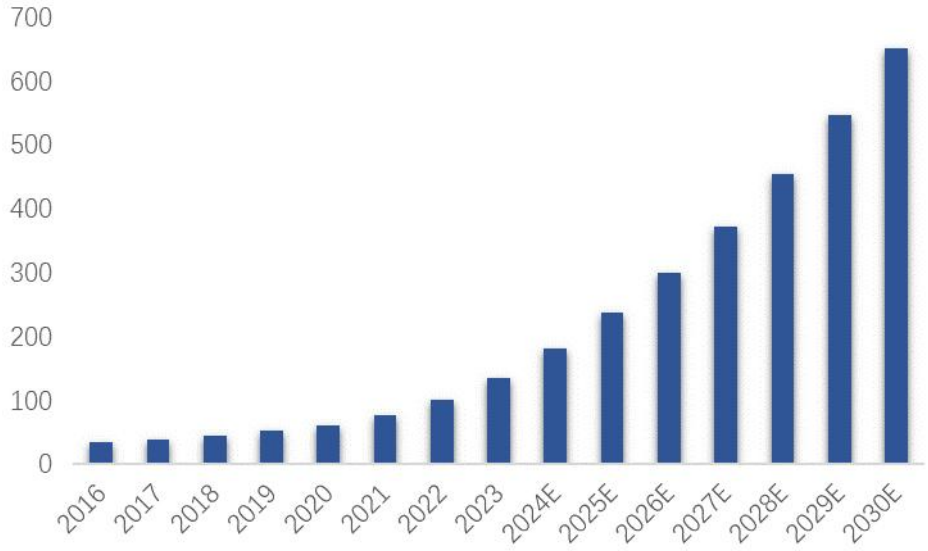
期間	複合年增長率	
	全球	中國
2020年至2024年	14.9%	-0.6%
2024年至2030年預測	12.1%	17.1%
2030年預測至2035年預測	5.8%	13.7%



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

中国企业在全球多肽原料药产业链布局上具备明显优势，有望逐步承接海外需求。根据弗若斯特沙利文，随着相关药物的快速放量，中国多肽原料药市场规模由 2016 年 34 亿元增长至 2021 年 76 亿元，CAGR 为 17.45%；预计到 2030 年将增长至 653 亿元，9 年 CAGR 为 26.95%。

图表 14：2016–2030 年中国多肽原料药市场规模及预测（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

收购健元医药入局多肽原料药，有望打开第二增长极。2024 年 10 月 21 日，公司公告，使用自有及自筹资金以总计 15.96 亿元收购多肽类原料药公司深圳市健元医药科技有限公司

下载日志已记录，仅供内部参考

92.1745%的股权。深圳健元布局涵盖司美格鲁肽、替尔泊肽、利拉鲁肽、地加瑞克和缩宫素等多个多肽原料药品种。在国内，公司已完成 5 个品种的原料药登记备案，其中缩宫素、门冬氨酸帕瑞肽、醋酸亮丙瑞林原料药已获批 NMPA。在美国，公司已完成缩宫素 VMF 备案及 10 个品种的 DMF 备案，其中，醋酸地加瑞克原料药已取得 FDA First Adequate Letter，被美国知名药企引用。在欧洲地区，公司已取得缩宫素原料药 CEP 证书。

图表 15：公司多肽原料药产品及备案情况

序号	产品	适应症	备案/登记号	日期	地区	状态
1	司美格鲁肽 Semaglutide	2 型糖尿病、肥胖	Y20230000037	2023/2/9	中国	已提交
			Y20250000636	2025/7/7	中国	通过注册生产现场核查
			DMF 036009	2022/5/4	美国	已提交
			20250311-210-J-1811	2025/3/12	韩国	已提交
			MF 2025-217	2025/11/27	加拿大	已提交
2	司美格鲁肽片剂原料药 Semaglutide (Process II)	2 型糖尿病、肥胖	DMF 041090	2025/1/17	美国	已提交
			SND/CT18/BD/2025/48507	2025/6	印度	已提交
3	司美格鲁肽四肽片段 Boc-His(Trt)-Aib-Glu(OtBu)-Gly-OH	2 型糖尿病、肥胖	DMF 041168	2025/1/16	美国	已提交
4	司美格鲁肽侧链 Fmoc-Lys[tBuO-Ste-Glu(AEEA-AEEA)-OtBu]-OH	2 型糖尿病、肥胖	DMF 041171	2025/1/19	美国	已提交
5	司美格鲁肽半合成原料药 Semaglutide(Process III)	2 型糖尿病、肥胖	DMF 041170	2025/1/8	美国	已提交
6	替尔泊肽 Tirzepatide	2 型糖尿病、肥胖	DMF 040115	2024/7/18	美国	已提交
			주 434-73-ND	2025/3/6	韩国	已提交
			No170583	2025/4/21	俄罗斯	已提交
7	利拉鲁肽 Liraglutide	2 型糖尿病、肥胖	DMF 034171	2019/9/27	美国	已提交
			ASMF 5243	2025/3/17	德国	已提交
			ASMF AA/0048/25	2025/3/18	西班牙	已提交
			ASMF 4175	2025/3/18	希腊	已提交
			20251029-210-J-2052	2025/10/29	韩国	已提交
8	缩宫素 Oxytocin	催产、产后出血	Y20220001017	2025/2/17	中国	A：已批准在上市制剂使用
			DMF 035432	2020/12/29	美国	已提交
			VMF 6124	2015/11/3	美国	已提交，通过现场审计
			CEP 2015-376	2020/5/28	欧盟	有效
9	醋酸地加瑞克 Degarelix Acetate	前列腺癌	DMF 033550	2019/2/21	美国	获得 FDA First Adequate Letter
			MF e227309	2019/6/10	加拿大	已提交
10	特立帕肽 Teriparatide	妇女绝经后骨质疏松	DMF 041169	2025/1/6	美国	已提交
11	醋酸亮丙瑞林 Leuprorelin Acetate	子宫内膜异位症、前列腺癌	Y20240000206	2025/10/14	中国	A：已批准在上市制剂使用
12	门冬氨酸帕瑞肽 Pasireotide Diaspartate	肢端肥大症	Y20230001043	2025/5/27	中国	A：已批准在上市制剂使用
13	醋酸艾替班特 Icatibant Acetate	遗传性血管水肿(HAE)	Y20240000910	2024/9/25	中国	已提交

资料来源：公司公告，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

质量体系建设方面：2026 年，公司通过一家全球头部跨国药企的质量审计，成为其多肽原料药供应商。公司的质量体系、生产管理及合规能力已达到国际主流药企的准入标准，未来有望承接海外新订单，打开长期增长空间。公司 CDMO 和仿制原料药业务齐头并进，已同美国、欧洲的知名生物科技公司达成合作，并在南亚、中东、巴西、俄罗斯等地区与多家头部制药企业达成业务合作。2026 年上半年新增订单同比实现较大幅度增长，随着核心客户终端产品商业化注册进程推进，预计自 2026 年下半年起，相关订单将逐步交付，带来业绩增量。

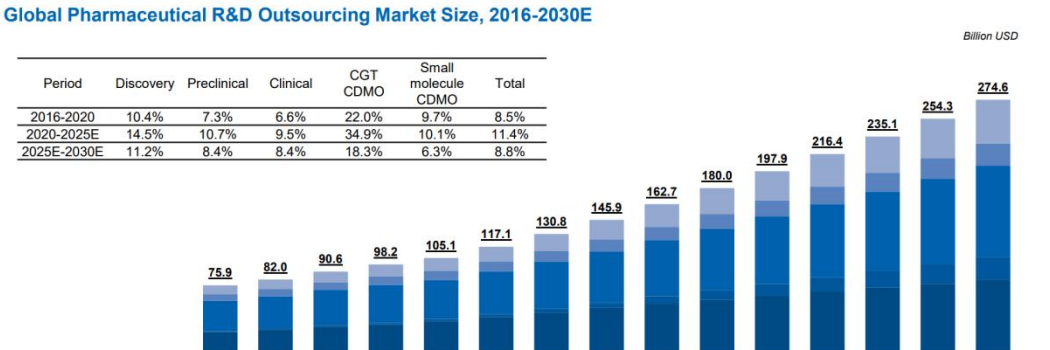
产能方面：公司多肽原料药年产能已突破 4 吨；其中 GLP-1 原料药年产能达 2 吨，单批次产量达 20 千克。目前，健元医药的 A16 车间已完成土建工程，预计于 2026H2 正式投产，建成后总产能预计将达到年产 10 吨多肽原料药，总体反应釜体积将提升至 85,000 升，订单承接能力有望进一步提升。

4. CGT 研发热度高增，参投基金并购入局 CDMO 业务

CGT 技术发展蓬勃向上带动全球及中国 CGT CDMO 市场持续扩容。

全球市场：根据弗若斯特沙利文，全球 CGT CMO/CDMO 市场规模预计由 2020 年的 23 亿美元增长至 2025 年的 101 亿美元，2030 年或将达到 234 亿美元（2025-2030 年 CAGR 预计为 18.3%）。

图表 16：2016-2030 年全球药企研发外包市场规模（十亿美元）



Period	Discovery	Preclinical	Clinical	CGT CDMO	Small molecule CDMO	Total
2016-2020	10.4%	7.3%	6.6%	22.0%	9.7%	8.5%
2020-2025E	14.5%	10.7%	9.5%	34.9%	10.1%	11.4%
2025E-2030E	11.2%	8.4%	8.4%	18.3%	6.3%	8.8%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Total	75.9	82.0	90.6	98.2	105.1	117.1	130.8	145.9	162.7	180.0	197.9	216.4	235.1	254.3	274.6
Discovery outsourcing services	9.4	10.2	11.5	12.9	14.1	15.8	18.0	20.7	24.2	27.7	31.2	34.9	38.8	42.7	46.9
Preclinical outsourcing services	7.1	7.7	8.4	9.1	9.5	10.7	11.9	13.1	14.4	15.8	17.2	18.7	20.3	21.9	23.6
Clinical outsourcing services	32.4	34.6	37.9	40.6	41.8	45.7	50.1	54.9	60.2	65.9	72.0	78.5	85.0	91.6	98.4
CGT CMO/CDMO outsourcing services	1.0	1.2	1.5	1.9	2.3	2.9	3.9	5.6	7.7	10.1	12.6	15.2	17.8	20.5	23.4
Small molecule CMO/CDMO outsourcing services	25.9	28.2	31.3	33.8	37.5	42.0	46.9	51.6	56.3	60.6	64.8	69.0	73.2	77.6	82.2

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

中国市场：中国 CGT CMO/CDMO 市场规模预计由 2020 年的 15 亿元增长至 2025 年的 117 亿元，2030 年有望快速增长至 410 亿元（2025-2030 年 CAGR 预计为 28.6%）。

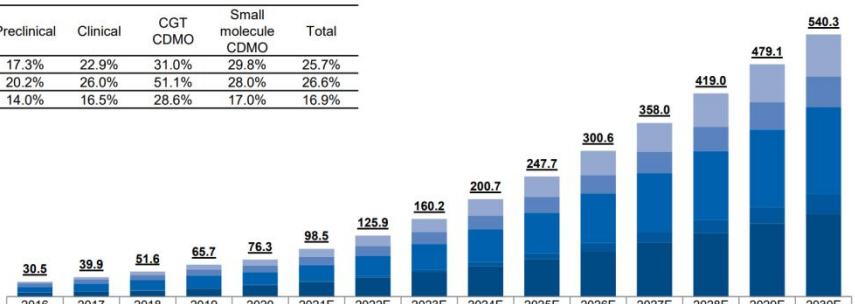
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17：2016-2030 年中国药企研发外包市场规模（十亿人民币）

China Pharmaceutical R&D Outsourcing Market Size, 2016-2030E

Billion CNY

Period	Discovery	Preclinical	Clinical	CGT CDMO	Small molecule CDMO	Total
2016-2020	37.6%	17.3%	22.9%	31.0%	29.8%	25.7%
2020-2025E	26.9%	20.2%	26.0%	51.1%	28.0%	26.6%
2025E-2030E	15.7%	14.0%	16.5%	28.6%	17.0%	16.9%



	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Total	30.5	39.9	51.6	65.7	76.3	98.5	125.9	160.2	200.7	247.7	300.6	358.0	419.0	479.1	540.3
Discovery outsourcing services	3.5	4.7	7.5	9.8	12.7	16.9	21.9	27.5	34.1	41.8	50.1	59.2	69.0	77.9	86.5
Preclinical outsourcing services	7.0	8.6	10.2	12.4	13.2	16.5	20.1	24.1	28.4	33.0	38.3	44.3	50.4	56.8	63.6
Clinical outsourcing services	11.5	15.7	21.1	25.5	26.3	32.7	41.3	53.2	67.2	83.5	101.8	121.1	141.2	159.9	179.1
CGT CMO/CDMO outsourcing services	0.5	0.7	1.0	1.4	1.5	2.3	3.6	5.4	8.1	11.7	16.2	21.5	27.6	34.2	41.0
Small molecule CMO/CDMO outsourcing services	8.0	10.3	11.8	16.6	22.6	30.1	39.0	50.0	62.9	77.7	94.1	112.0	130.8	150.2	170.0

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

CGT 新规正式落地，行业发展进入合规化快车道。2026 年 5 月 1 日，《生物医学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》（国务院令第 818 号）正式施行，该函件随附两份配套文件：《生物医学新技术与药品、医疗器械界定指导原则（暂行）》及《生物医学新技术临床研究备案指导清单（第 1 版）》，这是我国首部专门规范干细胞、免疫细胞等生物医学新技术临床研究与转化应用的行政法规，标志着细胞与基因治疗（CGT）等前沿领域正式迈入法治化监管新纪元。

图表 18：《生物医学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》核心内容

方向	具体要求
技术路径	主要有两类技术可走“机构备案→转化审批”的技术路径： （1）个性化程度高，难以产业化生产的新技术； （2）用于罕见病治疗、因市场回报有限而难以获得商业化投入的新技术。
界定方式	（1）临床研究期间：为鼓励创新，卫健委组织制定、调整《生物医学新技术临床研究备案指导清单》，供临床研究发起机构参考，对“新技术”属性进行自主界定。 （2）临床转化应用时：审批准入范围明显“收紧”，须严格符合《生物医学新技术临床转化应用审批工作规范（试行）》第三条的两个条件之一。
机构资质	临床研究仅能在三级甲等医疗机构开展。

资料来源：泰格医药公众号，华源证券研究所

公司参投的创投基金收购了无锡生基医药科技有限公司。无锡生基为经过 NMPA、FDA 双重审评认证的 CGT CDMO 服务商。无锡生基已累计服务 150 余家海内外药企，为 30 余项临床项目提供 CDMO 服务，包括 1 款 2023 年实现商业化的产品和数款处于临床三期/BLA 阶段的产品。伴随客户管线迈入临床后期，并与全球主流药企持续进行合作开发或项目并购，相关临床项目后续可逐步转化为稳定商业化订单，为无锡生基的中长期经营提供稳定支撑。

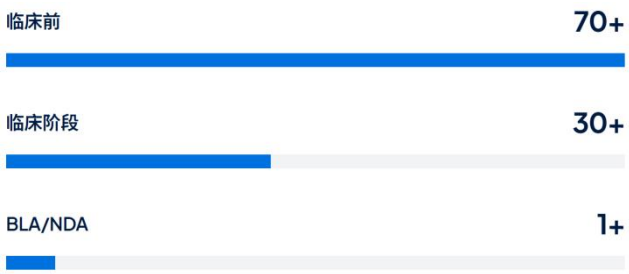
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：无锡生基 CGT CDMO 业务布局



资料来源：无锡生基官网，华源证券研究所

图表 20：无锡生基客户管线情况



资料来源：无锡生基官网，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

我们预期公司整体收入在 2026-2028 年分别为 15.90/18.94/22.09 亿元，同比增速分别为+31.86%/+19.14%/+16.65%；随着收入规模增长，毛利率持续提升，预计公司整体毛利率在 2026-2028 年分别为 51.4%/57.6%/63.0%。其他核心假设如下：

1）股权投资业务：考虑到公司在管基金逐渐进入退出期，有望为公司带来股权投资回报及 Carry，我们预计 2026-2028 年公司股权投资业务收入增速分别为 85.8%/33.3%/24.2%。

2）生物医药业务：考虑到公司多肽原料药产能扩张，订单承接能力进一步提升带动营收利润增长，我们预计 2026-2028 年公司生物医药业务收入增速分别为 40.0%/30.0%/30.0%。

3）建材业务：考虑到建材行业竞争加剧，公司建材业务或将承压，我们预计 2026-2028 年公司建材业务收入增速分别为-10.0%/-10.0%/-15.0%。

5.2. 估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.61/6.57/8.56 亿元，同比增速分别为+54.72%/+42.33%/+30.34%，当前股价对应的 PE 分别为 33.07/23.24/17.83 倍。我们选取华海药业、花园生物和越秀资本为可比公司，鉴于公司 PE 业务有望进入兑现期，医药业务持续扩张带来第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元/股）	归母净利润（亿元）			PE		
		2026-09-24	26E	27E	28E	26E	27E	28E
600521.SH	华海药业	15.88	9.18	8.44	10.85	25.89	28.16	21.91
300401.SZ	花园生物	15.96	3.98	5.51	7.36	21.85	15.78	11.81
000987.SZ	越秀资本	7.26	42.02	47.55	53.44	8.67	7.66	6.82

资料来源：iFinD，华源证券研究所
注：华海药业、花园生物、越秀资本盈利预测来自 iFinD 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

行业竞争风险：国内 GLP-1 赛道入局企业持续增加，行业产品结构趋同特征凸显，产品降价幅度显著，市场竞争加剧成为行业核心挑战。随着存量及新增产能逐步释放，司美格鲁肽等品种的核心专利保护期陆续届满，行业低价竞争态势或将进一步延续。

宏观经济及行业周期波动风险：建材行业受宏观经济周期性波动、房地产及基建行业政策调整影响显著。若未来宏观经济增速放缓、房地产市场调整持续加剧或基建投资力度不及预期，可能导致建材市场需求进一步萎缩，行业竞争加剧，对公司经营业绩产生不利影响。

政策变化的风险：伴随着国内外政治、经济形势转变，以及国内外资本市场监管政策和监管方向的调整，未来行业监管愈发健全，行业合规水平的要求预计将进一步提高，对企业在境内、境外上市及交易存在影响及挑战，整体私募股权投资行业存在政策风险。

投资项目公允价值变动的风险：公司参与投资的基金所投项目的发展受复杂的宏观经济形势、产业政策、经营环境及市场竞争等多方面因素影响，前述影响会引起投资项目业绩的变化，有可能导致投资项目的公允价值存在变动的风险，进而后续可能影响公司投资收益及超额业绩报酬的收入。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	482	656	903	1,242
应收票据及账款	304	363	432	504
预付账款	9	11	13	15
其他应收款	12	15	17	20
存货	204	175	182	185
其他流动资产	105	101	106	110
流动资产总计	**1,116**	**1,320**	**1,653**	**2,076**
长期股权投资	4,282	4,391	4,521	4,651
固定资产	1,071	995	950	964
在建工程	20	46	90	167
无形资产	143	123	111	106
长期待摊费用	4	3	2	0
其他非流动资产	3,100	3,105	3,110	3,115
非流动资产合计	**8,619**	**8,663**	**8,782**	**9,003**
资产总计	**9,735**	**9,982**	**10,435**	**11,078**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	324	321	334	340
其他流动负债	291	329	361	390
流动负债合计	**615**	**650**	**695**	**730**
长期借款	963	755	563	391
其他非流动负债	305	305	305	305
非流动负债合计	**1,269**	**1,060**	**868**	**696**
负债合计	**1,883**	**1,710**	**1,564**	**1,426**
股本	763	763	763	763
资本公积	1,003	1,003	1,003	1,003
留存收益	6,006	6,427	7,026	7,808
归属母公司权益	7,773	8,194	8,793	9,574
少数股东权益	79	79	78	78
股东权益合计	**7,851**	**8,272**	**8,871**	**9,652**
负债和股东权益合计	**9,735**	**9,982**	**10,435**	**11,078**

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	299	373	552	751
折旧与摊销	128	126	130	140
财务费用	20	40	29	19
投资损失	-11	-110	-131	-131
营运资金变动	25	5	-40	-50
其他经营现金流	-140	111	131	131
经营性现金净流量	**322**	**544**	**671**	**860**
投资性现金净流量	**-449**	**-81**	**-145**	**-255**
筹资性现金净流量	**324**	**-288**	**-279**	**-266**
现金流量净额	**196**	**174**	**247**	**339**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,206**	**1,590**	**1,894**	**2,209**
营业成本	**745**	**772**	**804**	**818**
税金及附加	15	18	21	25
销售费用	29	48	57	66
管理费用	152	159	189	221
研发费用	65	79	95	110
财务费用	20	40	29	19
资产减值损失	-1	-7	-8	-10
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	11	110	131	131
公允价值变动损益	167	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	13	10	10	10
营业利润	**367**	**587**	**831**	**1,080**
营业外收入	3	1	1	1
营业外支出	19	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**351**	**577**	**821**	**1,070**
所得税	52	115	164	214
净利润	**299**	**461**	**657**	**856**
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司股东净利润	**298**	**461**	**657**	**856**
EPS(元)	0.39	0.60	0.86	1.12

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	12.19%	31.86%	19.14%	16.65%
营业利润增长率	25.76%	59.81%	41.62%	29.98%
归母净利润增长率	-3.59%	54.72%	42.33%	30.34%
经营现金流增长率	-30.55%	69.14%	23.44%	28.14%
盈利能力				
毛利率	38.22%	51.42%	57.55%	62.97%
净利率	24.82%	29.02%	34.67%	38.74%
ROE	3.84%	5.63%	7.47%	8.94%
ROA	3.06%	4.62%	6.29%	7.73%
估值倍数				
P/E	51.16	33.07	23.24	17.83
P/S	12.66	9.60	8.06	6.91
P/B	1.96	1.86	1.74	1.59
股息率	0.00%	0.26%	0.38%	0.49%
EV/EBITDA	36	19	14	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。