

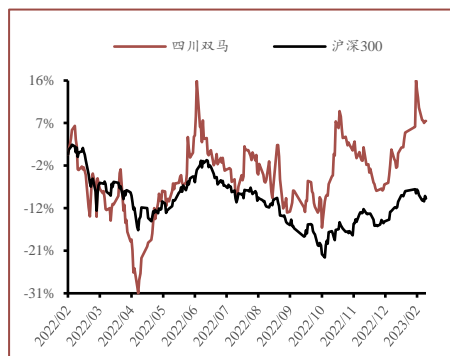
全面注册制下创投行业核心受益标的

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-02-10
收盘价(元)	24.18
流通股本(亿股)	7.63
每股净资产(元)	8.43
总股本(亿股)	7.63

最近 12 月市场表现


分析师 夏昌盛

 SAC 证书编号: S0160522100002
 xiacs@ctsec.com

分析师 许盈盈

 SAC 证书编号: S0160522060002
 xuyy02@ctsec.com

联系人 汪成鹏

wangcp@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **私募股权基金业务已成为公司主业:** 2016 年 IDG 资本合伙人林栋梁先生成为公司最终控制人后,四川双马逐渐剥离原水泥业务,布局私募股权基金业务,当前公司净利润近八成由私募股权基金业务贡献。公司向私募股权管理机构转型后,净利润和 ROE 大幅提升,扣非后净利润由 2016 年的 0.33 亿元提升至 2021 年的 9.89 亿元,ROE 由 2016 年的 1.25% 提升至 2021 年的 17.76%。
- ❖ **“科技-产业-金融”循环下创投行业加速发展,全面注册制加速创投机构优胜劣汰:** 科技创新需要长期资本投入,私募股权投资是与科技创新较为匹配的投资形式,2020 年以来,退出端科创板、创业板注册制、全面注册制陆续落地,募资端长期资金不断开放,创投行业目前处于高速发展阶段。全面注册制推动下,“扎根产业+赋能企业”的投资方式将取代过往“快速投资+资本市场套利”的方式,创投机构优胜劣汰将进一步提升,具有完善“募投管退”管理体系的头部机构更为受益。
- ❖ **四川双马是全面注册制下创投行业核心受益标的:** 公司目前管理规模 250 亿元,主要布局先进制造、新能源等硬科技领域。公司的实控人及核心管理层均来自 IDG,投资团队能力出众且稳定,并根据多年投资经验建立了完善的“募投管退”管理体系。公司 2017 年成立的 2 只基金(AUM175 亿元)已进入退出期,投资项目中微公司、翱捷科技已上市,今年屹唐半导体、致欧科技、捷氢科技、古瑞瓦特等 8 家公司有望集中上市,投资收益和业绩报酬有望释放高额业绩弹性。同时,二期基金第一只已于 2022 年 11 月落地,认缴规模 75 亿元,第二只基金也有望近期落地,管理规模有序扩张。
- ❖ **投资建议:全面注册制催化+业绩高增速逐步兑现+新基金逐步落地,估值存在较大提升空间。** 我们预计 2023 年四川双马收入结构中,投资收益和业绩报酬占比较高,我们选取海外头部私募股权管理机构收入结构与四川双马类似的阶段进行比较,可比时期海外私募股权管理机构 PE 估值中枢在 25× 左右。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 13.54/19.83/30.12 亿元,同比分别增长 37%/46%/52%,当前股价对应 2023 年 9×PE。首次覆盖给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 私募股权基金投资收益不及预期;新基金募资规模不及预期;跨市场选取相对估值参照公司可能带来估值风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1473	1224	1119	2065	2760
收入增长率 (%)	-18.65	-16.90	-8.56	84.53	33.64
归母净利润(百万元)	889	989	1354	1983	3012
净利润增长率 (%)	21.97	11.25	36.99	46.42	51.86
EPS (元/股)	1.16	1.30	1.77	2.60	3.94
PE	11.07	18.69	13.58	9.27	6.11
ROE (%)	17.56	16.71	19.11	21.86	24.93
PB	1.94	3.14	2.59	2.03	1.52

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：IDG 助力公司私募股权基金业务大放异彩	5
1.1	历史沿革：私募股权基金业务已成为公司主业	5
1.2	股权结构：IDG 资本合伙人为公司实控人和最终受益人	5
1.3	财务表现：私募股权基金业务贡献八成净利润	7
2	行业发展：“科技-产业-金融”循环下创投行业加速发展	9
2.1	“科技-产业-金融”循环下，创投行业处于高速成长期	9
2.2	全面注册制落地，推动创投行业再上一个台阶	11
2.3	全面注册制进一步加速创投机构优胜劣汰，头部机构更为受益	13
3	核心优势：专注硬科技投资，专业能力构建护城河	14
3.1	私募股权：业绩持续兑现，管理规模有序扩张	14
3.1.1	管理并投资基金，同时获取 GP 与 LP 收益	14
3.1.2	IDG 助力公司成为硬科技一级投资龙头	16
3.1.3	一期基金业绩持续兑现彰显投资管理能力，业绩报酬即将释放业绩弹性	20
3.1.4	二期基金管理规模有序扩张，硬科技投资布局更进一步	22
3.2	建材业务：维持稳定现金流，预计净利润贡献将越来越小	22
4	盈利预测与估值	23
4.1	盈利预测	23
4.2	估值讨论	26
5	风险提示	28

图表目录

图 1.	四川双马发展历程	5
图 2.	四川双马股权结构（截至 2023 年 2 月 9 日）	6
图 3.	转型私募股权管理机构后，公司净利润和 ROE 大幅提升	7
图 4.	四川双马营业收入（公司财务报告披露）	8
图 5.	四川双马营业收入结构（公司财务报告披露）	8
图 6.	四川双马调整后营业收入	8
图 7.	四川双马调整后营业收入结构	8
图 8.	四川双马扣非后净利润	8

图 9. 四川双马扣非后净利润结构.....	8
图 10. 私募股权及创业基金投资高新技术企业情况.....	9
图 11. 私募股权及创业基金投资初创型企业情况.....	9
图 12. 2022 年中国股权投资市场投资规模行业分布.....	10
图 13. 2022 年中国股权投资市场退出案例数行业分布.....	10
图 14. 中国私募股权、创业基金存量规模稳步增长.....	11
图 15. 2021/2022 年私募股权市场募资规模超 2 万亿元.....	11
图 16. IPO 仍然是私募股权基金退出最重要的退出方式.....	12
图 17. 注册制板块 IPO 受理至上市平均时长明显加快.....	12
图 18. 2019 年起中国企业境内上市数量大幅增加.....	12
图 19. 2019 年起中国企业境内上市融资额大幅增长.....	12
图 20. 2022 年 VC/PE 支持中企境内外上市账面回报倍数反超境外.....	12
图 21. 2019 年起私募股权基金行业集中度提升速度加快.....	13
图 22. 注册制下 A 股 IPO 破发率走高.....	14
图 23. 四川双马构建了完善的“募投管退”体系.....	18
图 24. 四川双马私募股权基金业务投资收益（单位：百万元）.....	22
图 25. 四川双马建材业务营业收入（百万元）.....	23
图 26. 四川双马建材业务毛利润（百万元）.....	23
图 27. 四川双马建材业务板块毛利率.....	23
图 28. 私募股权业务板块细分收入（单位：百万元）.....	25
图 29. 私募股权业务板块细分收入结构.....	25
图 30. 黑石集团的收入结构.....	26
图 31. 凯雷集团收入结构.....	26
表 1. 四川双马五位实际受益人均均为 IDG 资本合伙人.....	6
表 2. 2022 年 PE/VC 支持上市中企账面回报倍数.....	10
表 3. 2022 年 VC/PE 支持中企在不同市场上市平均账面回报倍数.....	13
表 4. 四川双马在管的三只基金.....	15
表 5. 四川双马管理基金管理费收取及收益分配方式.....	15
表 6. 四川双马自有资金投资的 3 只第三方基金.....	16
表 7. 公司董事会人员组成.....	17
表 8. 公司高管组成.....	18
表 9. IDG 在“先进制造”领域全产业链投资（代表投资项目）.....	19

表 10. 四川双马管理基金投资项目已上市公司.....	20
表 11. 四川双马管理基金投资项目中 8 家拟上市公司.....	20
表 12. 私募股权基金业务核心假设.....	24
表 13. 四川双马盈利预测.....	25
表 14. 四川双马相对估值可比公司.....	27

1 公司简介:IDG 助力公司私募股权基金业务大放异彩

1.1 历史沿革：私募股权基金业务已成为公司主业

公司已成为一家从事私募股权投资基金管理业务的上市公司。四川和谐双马股份有限公司（原称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与销售，1999 年 8 月在深圳证券交易所主板挂牌上市。2016 年 8 月，北京和谐恒源科技有限公司和天津塞克环企业管理中心（有限合伙）作为一致行动人，总计收购四川双马 50.93% 股份，林栋梁先生成为四川双马的实际控制人及最终控制人。2017 年起，公司逐渐剥离水泥业务，布局私募股权基金管理业务，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。

图1.四川双马发展历程

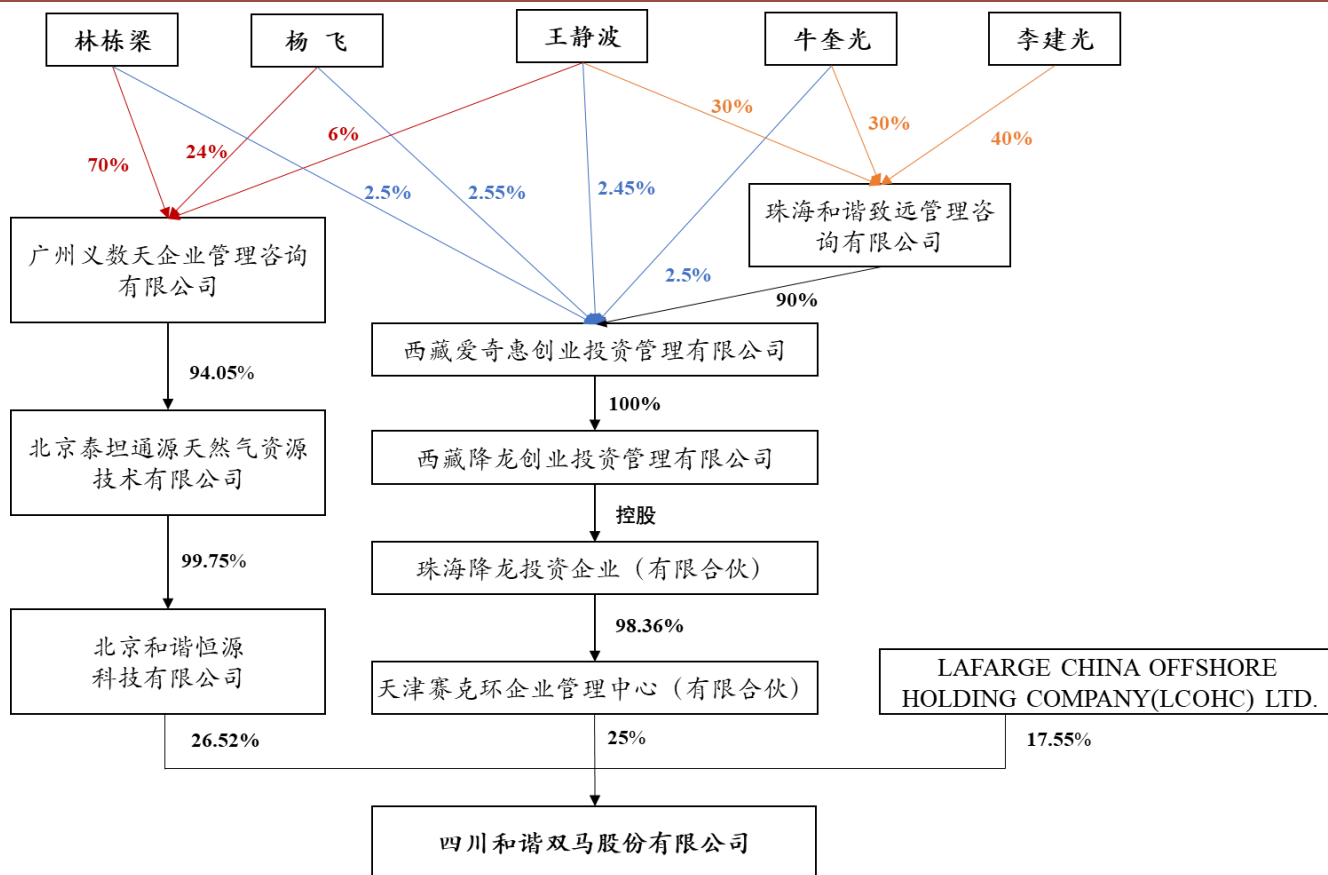


数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

1.2 股权结构：IDG 资本合伙人为公司实控人和最终受益人

公司股权结构集中，IDG 资本合伙人林栋梁先生为公司实控人。当前公司的前三大股东分别为北京和谐恒源科技有限公司（持股 26.52%）、天津赛克环企业管理中心（有限合伙）（持股 25%）和法拉基集团（持股 17.55%），和谐恒源的实际控制人以及天津塞克环的共同实际控制人之一均为林栋梁先生。前两大股东受林栋梁、王静波、李建光、牛奎光、杨飞间接持股，五位实际受益人均为 IDG 资本合伙人。

图2.四川双马股权结构（截至 2023 年 2 月 9 日）



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

表1.四川双马五位实际受益人均为 IDG 资本合伙人

姓名	IDG 资本职务	工作经历和介绍
林栋梁	IDG 资本合伙人	负责 IT 领域内多种投资项目、业绩显著，曾任国务院发展研究中心高级研究员，从事经济政策研究。1992-1993 就职于纽约花旗银行。现作为一名投资人，投资领域主要有 B2C、新能源、网络游戏、无线互联网服务、互联网、资讯门户等。1984 年毕业于清华大学计算机系，1986 年获清华大学 MBA。
王静波	IDG 资本合伙人	专注于成长期和并购阶段的投资。在加入 IDG 资本之前，供职于 D. E. Shaw and Co. 的北美成长投资与杠杆收购部门。还曾在埃克森美孚的战略研究中心担任高级研究员。毕业于清华大学和康奈尔大学，分别取得工学学士和博士学位。
杨飞	IDG 资本合伙人	此前曾担任过广东省证券监督管理委员会上市发行部部长、广东联合期货交易所负责人、广东外经贸发展研究所咨询部主任。是国家重点课题“中国地区发展战略研究”的主要研究人员之一，在区域经济发展的研究方面有一定造诣。长期从事证券业的管理，对国内证券市场演进过程熟悉。在资本经营、企业购并重组、上市融资方面有丰富的经验。
李建光	IDG 资本合伙人	在金融业工作多年并积累了丰富的投资经验。1999 年，作为 Tinhtic Trust & Investment 的助理总经理，他主管投资银行部并负责公司的直接投资业务。1994 至 1999 年，任 Crosby 集团北京代表处经理，负责监管已投资项目、实现新的投资项目，并为 China Investment 有限公司找到一笔在伦敦股票交易所上市的 3700 万美元的直接投资基金。同时还负责公司在中国与西方国家在纸浆、纸张和包装业方面的收购及合并业务。

牛奎光 IDG 资本合伙人

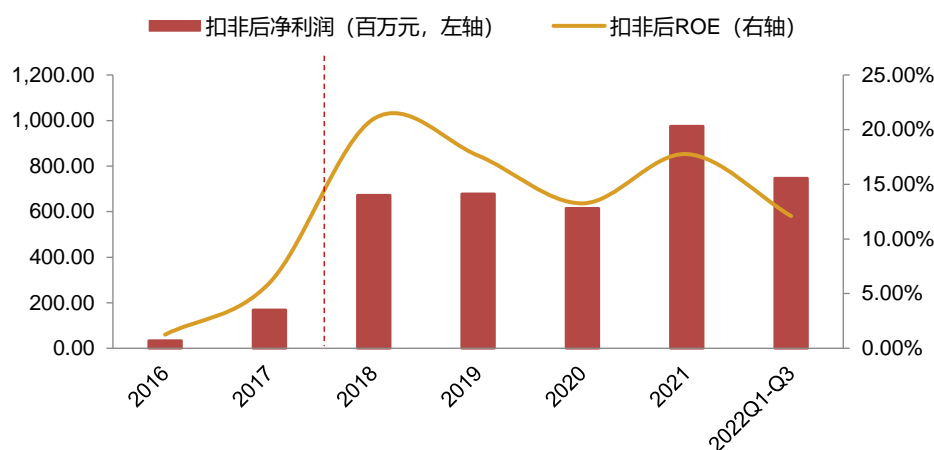
他曾对各种行业的成百个投资项目进行过评估，与众多国营、集体、私营、外国企业开展合作，拥有在中国独特的投资环境中进行投资评估、组织及管理的丰富经验。2004 年 8 月至 2007 年 5 月，任麦肯锡中国高级分析师；2007 年 8 月至今任 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司投资部合伙人。2016 年 3 月起任力美科技董事，任期三年。作为投资人，侧重大数据，云计算，企业服务和新兴技术等领域的投资。牛奎光在战略规划、运营管理提升和协助公司成长上积累了丰富的经验。

数据来源：IDG 资本官网，投资界，wind，财通证券研究所

1.3 财务表现：私募股权基金业务贡献八成净利润

公司向私募股权管理机构转型后，净利润和 ROE 大幅提升。2016 年公司扣非后归母净利润/ROE 仅分别为 0.33 亿元/1.25%，自 2017 年公司开展私募股权基金业务以来，公司净利润大幅提升，2021/22Q1-Q3 公司扣非后归母净利润分别达 9.75/7.47 亿元，同比+11.25%/17.79%，ROE 分别为 17.76%/12.09%。

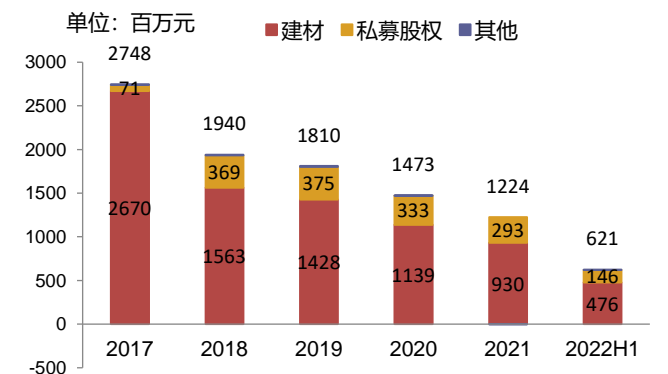
图3.转型私募股权管理机构后，公司净利润和 ROE 大幅提升



数据来源：wind，财通证券研究所

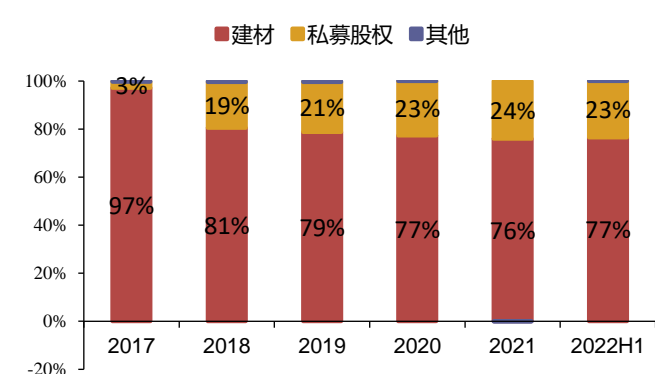
公司业务逐渐向私募股权基金业务聚焦，私募股权基金业务营收占调整后营收的比例达 50% 以上。公司财务报告显示，截至 2022H1 末，公司营收仍以建材板块为主导，原因在于私募股权基金业务在营业收入里仅体现为管理费收入，另外两大收入来源“投资基金所获得的投资收益、公允价值变动收益”未在营业收入中体现。我们把投资基金所获得的投资收益、公允价值变动收益纳入到营业收入中，私募股权基金业务营业收入由 2017 年的 0.69 亿元提升至 2021/2022H1 的 9.84/6.16 亿元，占公司调整后总营收的比例由 2% 提升至 51%/56%。

图4.四川双马营业收入（公司财务报告披露）



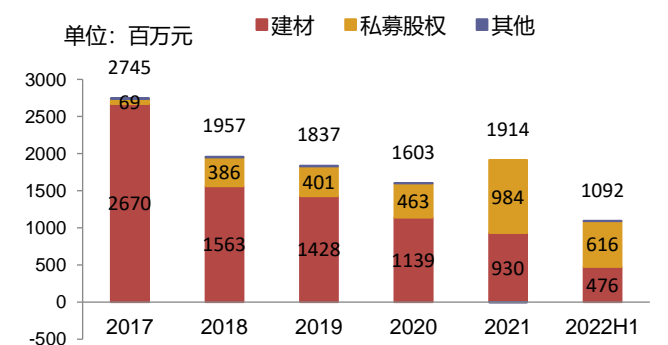
数据来源：wind，财通证券研究所

图5.四川双马营业收入结构（公司财务报告披露）



数据来源：wind，财通证券研究所

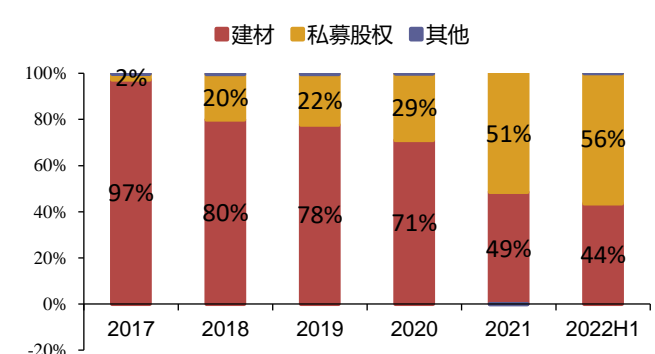
图6.四川双马调整后营业收入



数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

注：将公司投资基金所产生的投资收益、公允价值变动收益纳入营业收入，不包括教育等其他子公司、处置水泥子公司所产生的投资收益，不包括公司投资结构性存款和理财产品所产生的投资收益、公允价值变动收益

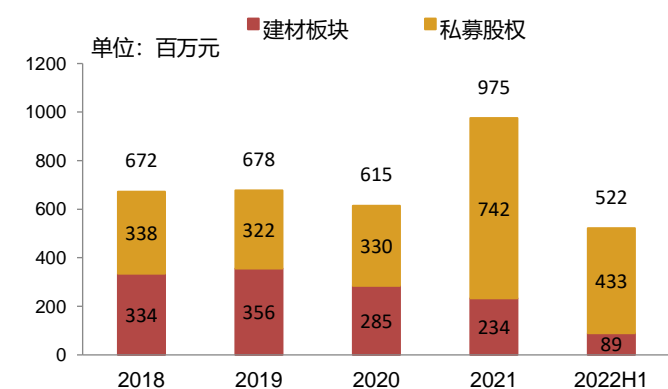
图7.四川双马调整后营业收入结构



数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

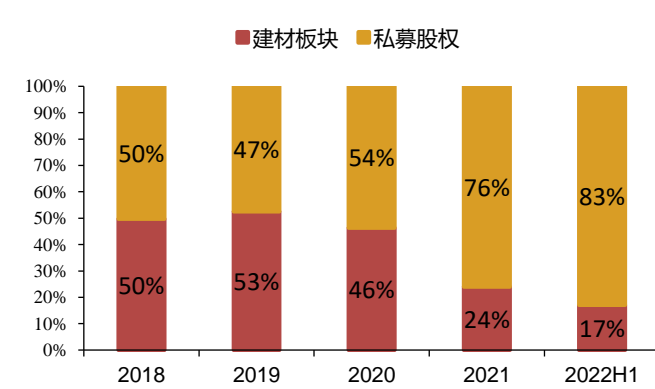
私募股权基金业务对公司利润贡献度更加明显，占扣非后归母净利润的比例达 80% 左右。由于私募股权基金业务毛利润远高于建材业务，且公司销售费用、研发费用主要归属于建材业务，私募股权基金业务以管理费用为主，我们测算 2021/2022H1 私募股权基金业务净利润为 7.42/4.33 亿元，占公司扣非后归母净利润的 76%/83%。

图8.四川双马扣非后净利润



数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

图9.四川双马扣非后净利润结构



数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

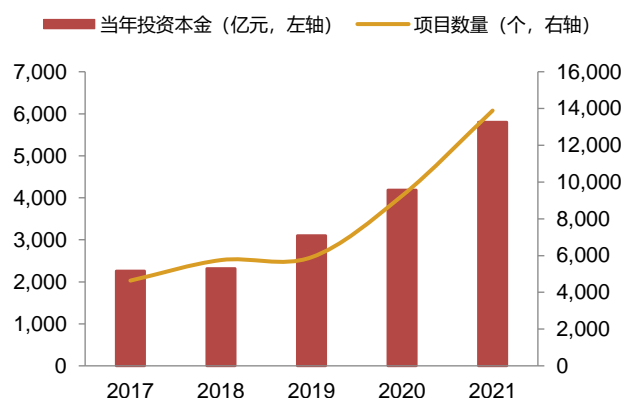
2 行业发展：“科技-产业-金融”循环下创投行业加速发展

2.1 “科技-产业-金融”循环下，创投行业处于高速成长期

私募股权投资是创新资本形成的主要力量，将在“科技-产业-金融”的新循环中起到至关重要的作用。2022 年中央经济工作会议强调推动“科技-产业-金融”良性循环，将金融与科技、产业并列放在同一重要水平。我们认为，科技创新由于需要长期投入与沉淀，因此需要长期且“耐心”的资本支持，私募股权投资是与科技创新较为匹配的投资形式。

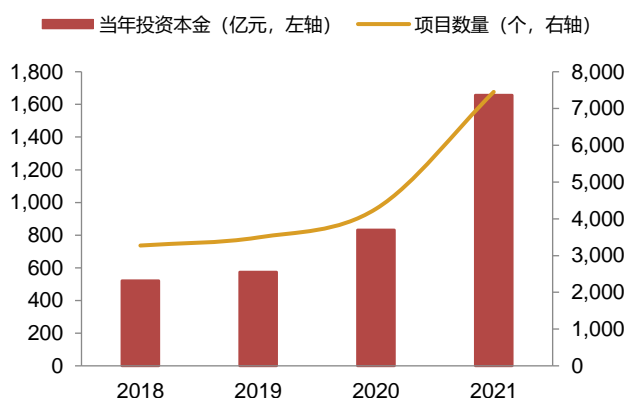
私募股权基金扶持科技创新企业，科技创新企业为私募股权基金带来高额回报，二者正在形成良性循环。中基协数据显示，2021 年私募股权及创业投资基金新增投资高新技术企业投资本金达 5800 亿元，占有新增投资的 36.6%，同比增长 38.6%；新增投资初创科技型企业投资本金达 1657 亿元，占有新增投资的 10.5%，同比增长 99.2%。清科数据显示，2022 年投资及退出亦集中在半导体、IT、生物技术/医疗健康等科创行业。同时，科创企业也为私募股权基金带来了丰厚的回报，2022 年 PE/VC 支持的上市中企中，半导体及电子设备、IT、清洁技术等行业带给投资人的账面回报显著高于平均值。

图10.私募股权及创业基金投资高新技术企业情况



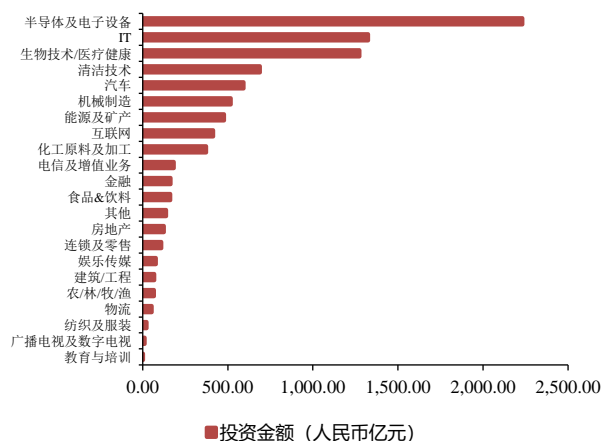
数据来源：中国证券投资基金业协会，财通证券研究所

图11.私募股权及创业基金投资初创型企业情况



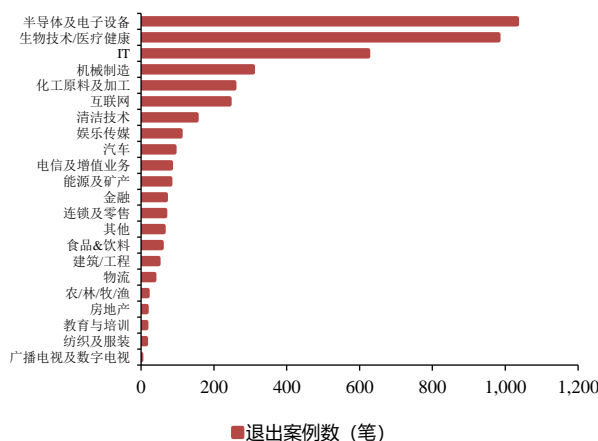
数据来源：中国证券投资基金业协会，财通证券研究所

图12. 2022 年中国股权投资市场投资规模行业分布



数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

图13. 2022 年中国股权投资市场退出案例数行业分布



数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

表2.2022 年 PE/VC 支持上市中企账面回报倍数

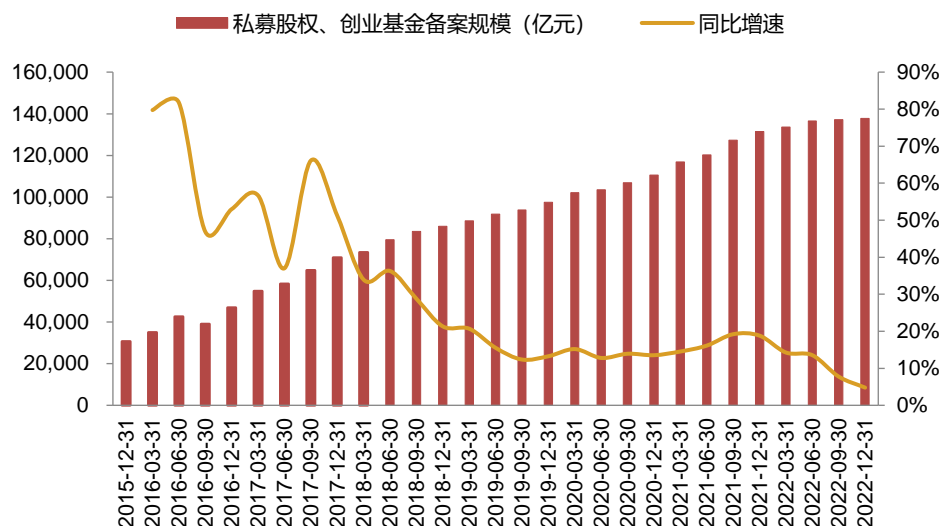
一级行业	VC/PE 支持上市中企 (家)	平均账面回报倍数 (发行日)	平均账面回报倍数 (上市首日)	平均账面回报倍数 (20 交易日)	平均账面回报倍数 (12 月 31 日)
半导体及电子设备	84	6.05	6.96	6.78	6.86
生物技术/医疗健康	62	4.33	5.06	4.49	4.24
机械制造	42	3.09	3.90	3.99	4.33
IT	39	4.67	6.16	5.26	5.02
化工原料及加工	32	3.78	4.75	4.43	3.86
清洁技术	11	7.00	8.91	7.28	5.97
汽车	10	4.72	3.70	2.50	3.47
食品&饮料	10	6.72	8.47	8.28	4.82
互联网	8	2.16	2.54	2.28	2.00
能源及矿产	8	4.66	5.53	5.01	3.84
建筑/工程	6	3.71	7.24	4.45	3.70
娱乐传媒	6	1.46	1.84	1.78	1.72
物流	5	2.77	3.32	2.72	2.54
连锁及零售	5	4.63	4.74	4.47	9.46
电信及增值业务	5	1.98	1.97	1.71	1.47
纺织及服装	3	3.52	3.43	3.01	2.68
农/林/牧/渔	2	2.07	2.38	3.35	2.57
金融	2	1.41	2.03	2.33	1.49
房地产	1	4.86	4.53	3.64	4.76
其他	11	3.51	4.66	4.16	3.47
总计	352	4.75	5.66	5.19	5.05

数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

在经济转型的大背景下，行业利好政策不断发布，当前私募股权投资行业处于高速增长期。2020 年以来，退出端科创板、创业板注册制、全面注册制陆续落地，募资端长期资金不断开放，创投行业目前处于高速发展阶段。截至 2022 年末，我国私募股权、创业投资基金存量规模达 13.77 亿元，2015-2022 年复合增速达 24%。

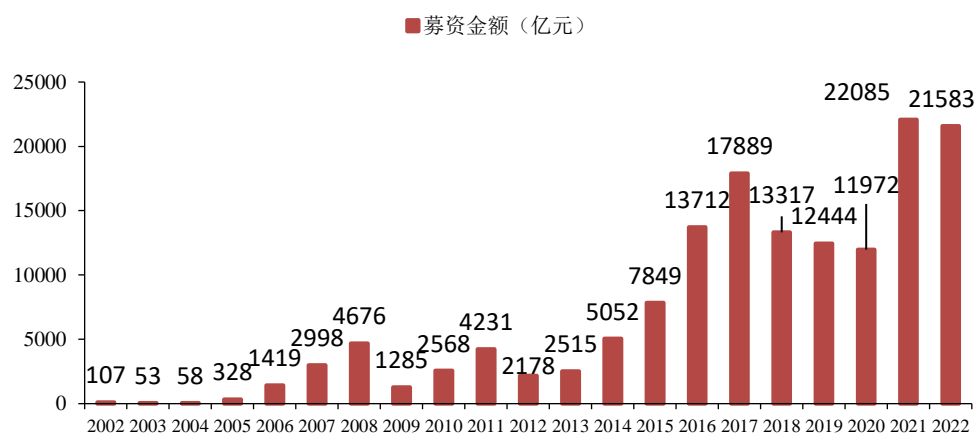
2021 年中国股权投资基金募集规模达 2.21 万亿元，同比+84%；2022 年在各种不确定因素冲击下，募资规模维持稳定，仍达 2.16 万亿元。

图14.中国私募股权、创业基金存量规模稳步增长



数据来源：中国证券投资基金业协会，财通证券研究所

图15.2021/2022 年私募股权市场募资规模超 2 万亿元

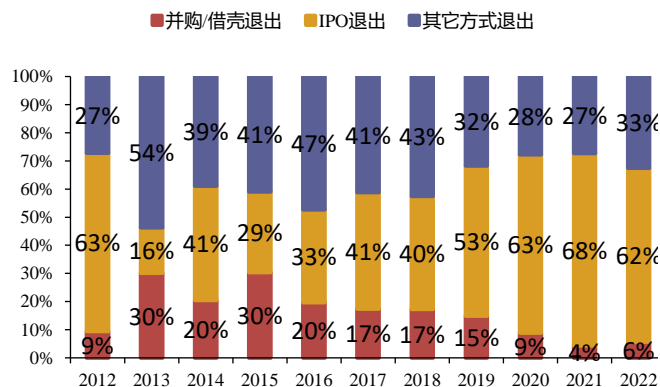


数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

2.2 全面注册制落地，推动创投行业再上一个台阶

全面注册制将进一步提高 IPO 效率，进而提高私募股权基金退出效率，提高资金周转率进而增加募资规模，创投行业有望更上一个台阶。

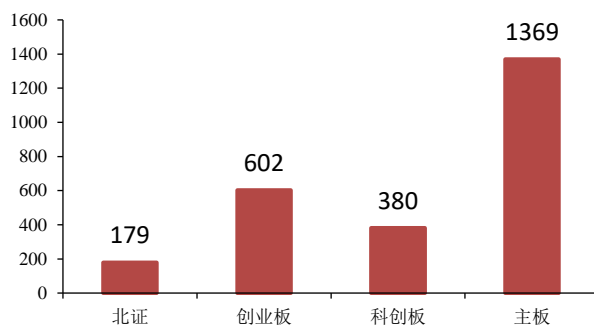
图16.IPO 仍然是私募股权基金退出最重要的退出方式



数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

图17.注册制板块 IPO 受理至上市平均时长明显加快

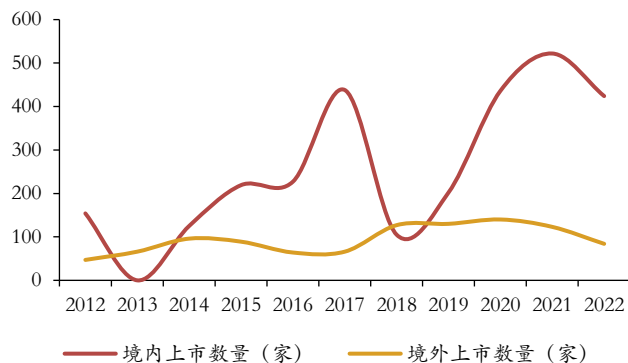
2019年以来A股不同板块IPO受理至上市平均时长（天）



数据来源：wind，财通证券研究所

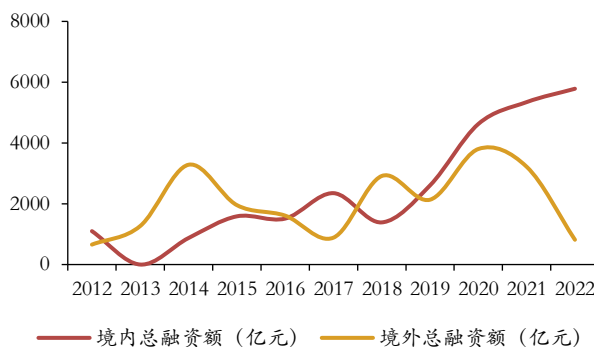
科创板、创业板注册制改革后退出环境明显改善，境内上市方式退出项目数量、规模、账面回报大幅增长。2019年科创板注册制落地后，中国企业境内上市数量及融资额大幅增加，并远超境外上市数量及融资规模。2022年科创板和创业板上市中企账面回报倍数远高于主板，在科创板和创业板的带动下，A股账面回报反超境外。

图18.2019年起中国企业境内上市数量大幅增加



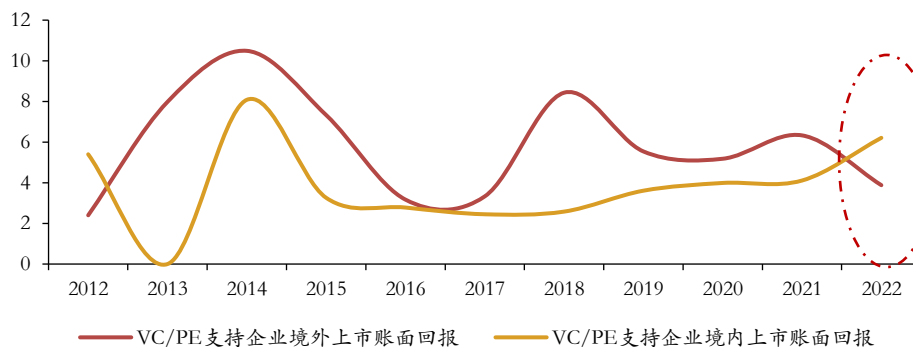
数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

图19.2019年起中国企业境内上市融资额大幅增长



数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

图20.2022年VC/PE支持中企境内外上市账面回报倍数反超境外



数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

表3.2022年VC/PE支持中企在不同市场上市平均账面回报倍数

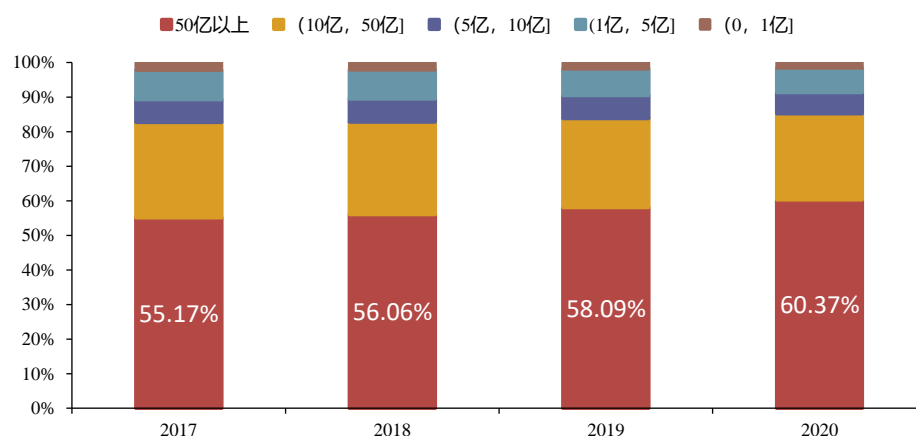
上市市场	上市交易所	平均账面回报倍数 (发行日)	平均账面回报倍数 (上市首日)	平均账面回报倍数 (20 交易日)	平均账面回报倍数 (12.31)
境内市场	上海证券交易所科创板	5.50	6.24	6.02	6.03
	深圳证券交易所创业板	4.91	7.33	5.76	4.88
	上海证券交易所主板	2.29	3.30	3.53	3.77
	深圳证券交易所主板	1.84	2.61	3.64	3.08
	北京证券交易所	2.07	2.13	2.01	1.86
	平均	4.95	6.10	5.62	5.38
境外市场	纳斯达克证券交易所	7.90	10.12	10.58	3.77
	香港证券交易主板	3.86	3.6	3.16	3.54
	平均	3.88	3.65	3.21	3.54
平均		4.75	5.66	5.19	5.05

数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

2.3 全面注册制进一步加速创投机构优胜劣汰，头部机构更为受益

私募股权基金行业集中度持续提升，2019 年起提升速度加快。中基协报告显示，50 亿元以上规模的私募股权基金管理人合计管理规模从 2017 年的 55.17% 提升至 2020 年的 60.37%，2018-2020 年分别提升 0.89/2.03/2.28 个百分点，2019 年起科创板注册制以来提升速度明显加快。

图21.2019年起私募股权基金行业集中度提升速度加快

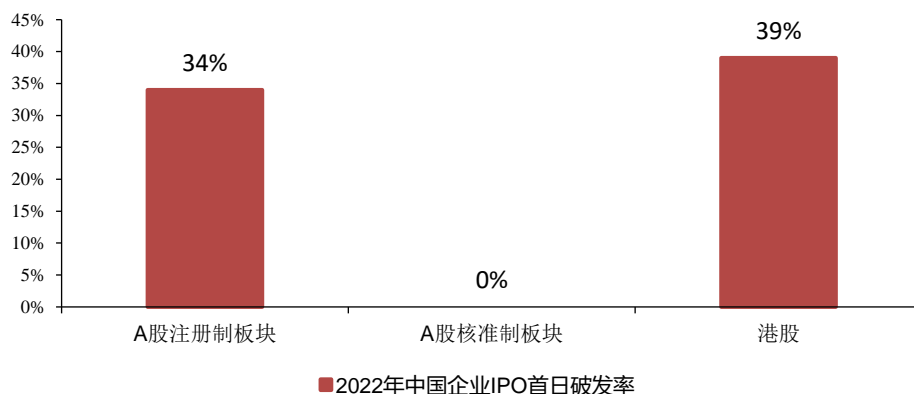


数据来源：中国证券投资基金业协会，财通证券研究所

全面注册制推动下，“扎根产业+赋能企业”的投资方式将取代过往“快速投资+资本市场套利”的方式，创投机构优胜劣汰将进一步提升。全面注册制之后，IPO 定价更加市场化，对创投机构的投资、管理、退出能力提出了更高的要求。1) 投资能力：全面注册制之后，IPO 破发成为常态，创投机构很难再靠 Pre-IPO 投资模式获利，推动投资阶段前移，回归“投小、投早”的创业投资本质，这需要创投机构在产业链深度研究的基础上真正挖掘到有成长、有创新、有科技含量的优

质项目。2) 管理能力：初创企业往往面临上游缺乏议价权，下游销售渠道有限等问题，创投机构需要打造全生命周期、全链条的企业服务生态。创投机构需要充分利用行业资源、已投项目资源、政府资源等，为创业企业提供资本运作、管理提升、产业对接、上市服务等全面服务。3) 退出能力：对把握二级市场退出时机提出了更高要求。因此，全面注册制下创投机构优胜劣汰、行业集中度将进一步提升，头部机构更加受益于全面注册制改革。

图22.注册制下 A 股 IPO 破发率走高



数据来源：清科研究中心，财通证券研究所

3 核心优势：专注硬科技投资，专业能力构建护城河

3.1 私募股权：业绩持续兑现，管理规模有序扩张

3.1.1 管理并投资基金，同时获取 GP 与 LP 收益

管理基金规模 250 亿元，布局先进制造、新能源、大消费领域。当前四川双马共管理 3 只基金和谐锦弘/和谐锦豫/和谐绿色产业基金，基金认缴规模分别为 108/67/75 亿元，合计管理规模约 250 亿元。四川双马二级子公司西藏锦合作为 3 只基金的管理人；子公司西藏锦凌、西藏锦仁、和谐双马分别作为和谐锦弘/和谐锦豫/和谐绿色产业基金的 GP 持有 0.01%/0.01%/1.5% 的份额；子公司西藏锦旭、西藏锦兴、西藏锦旭分别作为和谐锦弘/和谐锦豫/和谐绿色产业基金的 LP 持有 10%/14.98%/10% 的份额。投资方向主要集中在先进制造、新能源、大消费等领域。

表4.四川双马在管的三只基金

基金名称	AUM (亿元)	成立日期	基金管理人	四川双马自有资金投资	投资方向
和谐锦弘	108	2017年8月	四川双马二级子公司西藏锦合	西藏锦凌作为 GP 持有 0.01% 份额, 西藏锦旭作为 LP 持有 10% 份额, 四川双马合计持有 10.01% 份额。	重点关注先进制造与新能源行业, 包括 LED 太阳能、芯片设计制造、消费电子、智能装备、工业自动化、新能源汽车、无人驾驶、半导体设备等。
和谐锦豫	67	2017年7月	四川双马二级子公司西藏锦合	西藏锦仁作为 GP 持有 0.01% 份额, 西藏锦兴作为 LP 持有 14.98% 份额, 四川双马合计持有 14.99% 份额。	互联网、大健康、先进制造、跨境电商、消费和服务等。
和谐绿色产业基金	75	2022年10月	四川双马二级子公司西藏锦合	西藏锦坤作为 GP 持有 3% 份额 (四川双马子公司和谐双马持有西藏锦体、清洁能源及基数、消费 50% 股份), 西藏锦旭和服务业等行业中增长确作为 LP 持有 10% 份额, 定性高、市场空间大, 且具四川双马合计持有备产业资源的核心领域。11.5% 份额。	重点关注智能制造、半导体和谐双马持有西藏锦体、清洁能源及基数、消费 50% 股份), 西藏锦旭和服务业等行业中增长确作为 LP 持有 10% 份额, 定性高、市场空间大, 且具四川双马合计持有备产业资源的核心领域。

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

四川双马的私募股权基金管理业务的盈利来源有三: 1) 管理费: 四川双马子公司作为管理人按照合伙人认缴规模的 2%/年收取管理费; 2) 业绩报酬: 四川双马子公司作为 GP 收取附带收益追补和超额收益分配两部分; 3) 自有资金投资收益: 四川双马子公司作为 GP 和 LP 持有基金份额, 按收益分配协议按持有份额获得投资收益。

表5.四川双马管理基金管理费收取及收益分配方式

管理基金名称	管理费收取模式	收益分配
和谐锦弘	投资期内, 认缴出资额的 2%/年; 管理期和延长期内, 按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% 返还截止分配时点合伙人的累计实缴资本, 直至合伙人收回其实缴资本; 2) 支付 LP 优先回报: 100% 向有限合伙人进行分配, 直至有限合伙人之实缴资本实现 8% 的年化单利; 3) 弥补 GP 回报: 100% 向 GP 支付, 直至 GP 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 (按实缴资本比例分配), 20% 归于普通合伙人。
和谐锦豫	投资期内, 认缴出资额的 2%/年; 管理期和延长期内, 按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之总额 2%/年支付管理费。	1) 实缴出资额返还, 100% 向有限合伙人进行分配, 直至 LP 获得的收益分配总额和获得退还的未使用出资额等于其投资期内, 认缴出资额的 2% 一年; 实缴出资额; 2) 优先回报分配, 100% 向 LP 分配, 直至此后, 实缴出资额所分摊的尚未退计获得的分配额获得按照单利 8%/年的回报率计算所得的企业的投资项目的投资成本和合伙企业预留的投资款的 2%/年。3) 附带收益追补, 100% 向 GP 进行分配, 直至向 GP 累计分配的金额等于 LP 累计获得的优先回报及 GP 累计分配额之和的 20%。4) 超额收益分配, 80% 分配给 LP, 20% 分配给 GP。
和谐绿色产业基金	投资期内, 认缴出资额的 2%/年; 管理期和延长期内, 按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之总额 2%/年支付管理费。	1) 实缴出资额返还, 100% 向有限合伙人进行分配, 直至 LP 获得的收益分配总额和获得退还的未使用出资额等于其投资期内, 认缴出资额的 2% 一年; 实缴出资额; 2) 优先回报分配, 100% 向 LP 分配, 直至此后, 实缴出资额所分摊的尚未退计获得的分配额获得按照单利 8%/年的回报率计算所得的企业的投资项目的投资成本和合伙企业预留的投资款的 2%/年。3) 附带收益追补, 100% 向 GP 进行分配, 直至向 GP 累计分配的金额等于 LP 累计获得的优先回报及 GP 累计分配额之和的 20%。4) 超额收益分配, 80% 分配给 LP, 20% 分配给 GP。

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

利用自有资金投资优质第三方基金，股东资源助力私募股权业务稳健成长。公司在管理基金的同时，亦在股东资源的支持下投资优质第三方基金。目前公司共投资了 3 只第三方基金，分别为智慧出行基金、和谐成长三期、和谐汇一，其中前两只均为股东转让，借助股东资源优势提升上市公司盈利能力。

表6.四川双马自有资金投资的 3 只第三方基金

基金名称	投资日期	受让方/子公司	份额转让方	认缴出资额	持有比例	投资方向
天津爱奇鸿海河智慧出行股权投资基金	2019 年 11 月	西藏锦兴	宁波梅山保税港区睿腾股权投资合伙企业，其最终受益人为牛奎光、林栋梁、杨飞、王静波	初始认缴出资额 1.2 亿元；2021 年增资 2 亿元，认缴出资额共 3.2 亿元。	初始持股比例 1.2%，2021 年增资后持股比例 4.92%。	主要投资于智能交通工具/汽车、物联网、新能源车、无人驾驶车相关领域的私募股权项目
深圳和谐成长三期	2021 年 10 月	西藏锦川	公司控股股东北京和谐恒源科技有限公司	8.7 亿元	4.40%	重点关注包括智能制造、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在内的成长期科技企业
和谐汇一	2020 年 8 月	和谐双马	/	1 亿元	39%	二级私募基金

数据来源：公司 2022 年半年报，公司公告，财通证券研究所

利用自有资金直投优质项目，项目逐步退出，投资收益亮眼。2020 年 1 月，公司通过子公司和谐锦峰投资了 SaaS 软件企业 Huisuanzhang Cayman(下称“慧算账”)，持有其 14.15%股权并可以对其实施重大影响，公司对其股权投资按长期股权投资列报，按权益法进行核算。2022 年 3 月，公司拟减持慧算账股份且不再实施重大影响，因此由长期股权投资调整为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，公允价值和账面价值之差额计入当期损益，增加公司当期投资收益约 2.5 亿元。

3.1.2 IDG 助力公司成为硬科技一级投资龙头

四川双马实控人及核心管理层来自 IDG，投资团队能力出众且较为稳定。公司实控人林栋梁、董事长谢建平均为 IDG 资本合伙人，组建了高素质专业化的资深且稳定的投资管理团队，投资业务的人员大部分来自于专业投资机构，历经数年耕耘，积累了深厚的业内资源和丰富的投资经验，对公司管理基金目前的主要投资方向先进制造、新能源、芯片、半导体、大消费等非常熟悉。同时，公司对投资团队提供了具有市场竞争力的薪酬体系，团队稳定。

表7.公司董事会人员组成

姓名	职务	工作经历
谢建平	董事长	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。加入 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司之前,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。
黄灿文	董事	国际注册高级会计师。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,曾担任北京国奥越野足球俱乐部有限公司等公司的董事、监事或高级管理人员。现任政协珙县第十届委员会常务委员、四川双马水泥股份有限公司董事及总经理。
杨士佳	董事	曾在上海瑞识教育科技有限公司担任公司法人及总经理职务,在清控紫荆(北京)教育科技股份有限公司担任董事。曾在中银国际证券有限责任公司及中国国际金融股份有限公司投资银行部、和谐卓睿(珠海)投资管理有限公司任职。
张陶伟	董事	1987 年 8 月至今,在清华大学经济管理学院金融系,担任副教授。目前担任清华大学-香港中文大学 FMBA 项目学术主任;中国国际金融学会理事及第四届理事会副秘书长;北京维冠机电股份有限公司,湖南科力远新能源股份有限公司独立董事,曾经担任广东世荣兆业股份有限公司等公司的董事。
吴永婕	董事	2013 年 1 月至今就职于乾能投资管理有限公司,担任职工监事,运营总监兼合规风控负责人职务,负责公司行政综合运营及法务合规风控事务。此前曾在广州珠江实业集团有限公司,北京浩天信和律师事务所和北京李晓斌律师事务所任职。
林栋梁	董事	于 1995 年加入 ID G 技术创业投资基金管理团队,在爱奇艺高科技北京有限公司(IDG HighTech(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 ID G 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,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。
冯渊	独立董事	1993 年 8 月至今,四川华信(集团)会计师事务所工作,历任审计员,项目经理,部门经理,现任副总经理。证券期货相关业务注册会计师。工作领域主要集中在企业股份制改制、上市公司财务审、财务咨询、税收筹划等。曾任上市公司独立董事。
胡必亮	独立董事	任中国社科院研究员兼中国社会科学院研究生院经济学教授、博士生导师。现任北京师范大学一带一路学院执行院长、经济学教授、博士生导师,同时兼任中交地产股份有限公司独立董事。
张一弛	独立董事	历任北京大学光华管理学院助教、讲师、副教授、教授和博士生导师,现兼任北京大学光华管理学院创新创业中心主任。目前在多家上市公司担任独立董事。

数据来源:公司 2022 半年报,财通证券研究所

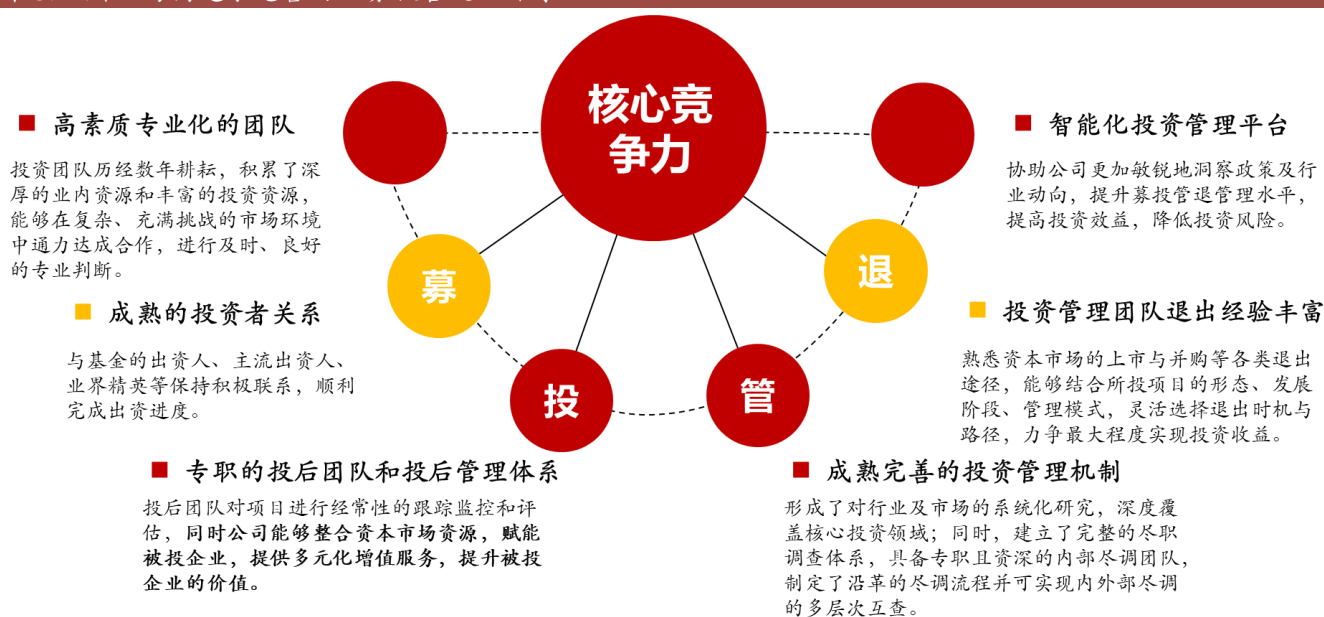
表8.公司高管组成

姓名	职务	工作经历
黄灿文	高管	国际注册高级会计师。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，曾担任北京国奥越野足球俱乐部有限公司等公司的董事、监事或高级管理人员。现任政协珙县第十届委员会常务委员、四川双马水泥股份有限公司董事及总经理。
杨士佳	高管	曾在上海瑞识教育科技有限公司担任公司法人及总经理职务，在清控紫荆(北京)教育科技股份有限公司担任董事。曾在中银国际证券有限责任公司及中国国际金融股份有限公司投资银行部、和谐卓睿(珠海)投资管理有限公司任职。
陈长春	高管	曾在上海瑞识教育科技有限公司担任公司法人及总经理职务，在清控紫荆(北京)教育科技股份有限公司担任董事。曾在中银国际证券有限责任公司及中国国际金融股份有限公司投资银行部、和谐卓睿(珠海)投资管理有限公司任职。
周凤	高管	曾在上海瑞识教育科技有限公司担任公司法人及总经理职务，在清控紫荆(北京)教育科技股份有限公司担任董事。曾在中银国际证券有限责任公司及中国国际金融股份有限公司投资银行部、和谐卓睿(珠海)投资管理有限公司任职。

数据来源：公司 2022 半年报，财通证券研究所

公司已建立完善的“募投管退”体系，给予投资团队强有力的支持。依靠投资团队深厚经验，公司建立了成熟完善的“募投管退”管理体系，从立项、尽职调查、投资、投后管理的每个环节均制定了成熟的体系，公司的研究能力、决策能力较强，能够给投资团队强有力的支持。

图23.四川双马构建了完善的“募投管退”体系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

IDG 是全球领先的私募股权投资机构，深耕“先进制造”领域，助力四川双马成为“中国先进制造”一级市场投资龙头。IDG 资本是中国最早的私募股权投资机构之一，1993 年 IDG 进入中国，是中国私募股权基金时代开启的重要标志。近三十年来，IDG 凭借其超强的投资能力和投后管理能力，经历周期考验，保持稳健投资收益率，在历年各大评选机构的私募股权管理机构榜单上常年位居前列。IDG

多年来深耕“先进制造”赛道，投资领域覆盖高端制造全产业链，深厚的投资经验和积累的行业资源可以为四川双马所管理的基金有效赋能。

表9.IDG 在“先进制造”领域全产业链投资（代表投资项目）

相关领域	代表投资项目	项目简介
半导体及关键元器件	Amlogic	业界领先的半导体公司
	美新半导体	微电子机械集成电路（MEMS，IC）的研发、制造与销售（已于纳斯达克上市）
信息通信设备	ASR	致力于移动智能通讯终端、物联网、导航及其他消费类电子芯片的平台研发、方案提供、技术支持和服务等，产品线覆盖包括 2G、3G、4G 在内的多制式通讯标准
操作系统及工业软件	云景智维	室内定位技术研发公司
新型显示	易美芯光	集 LED 芯片、封装和应用于一体的外资高新技术企业
智能设备制造	富士康工业互联网	鸿海精密旗下公司，为客户提供以工业互联网平台为核心的新形态电子设备产品智能制造服务（已于 A 股上市）
新能源	欣旺达	专注于锂电池模组整体研发、制造及销售（已于 A 股上市）
	茂硕电源	国内知名专业电源制造和节能减碳新能源企业（已于深交所上市）
	蔚来汽车 Nio	通过提供高性能的智能电动汽车与极致用户体验，蔚来致力于为用户创造愉悦的生活方式（已于纽交所上市）

数据来源：IDG 资本官网，财通证券研究所

3.1.3 一期基金业绩持续兑现彰显投资管理能力，业绩报酬即将释放业绩弹性

一期基金投资项目已逐步进入集中退出期。公司在管基金投资项目中微公司、翱捷科技，已分别于2019年7月、2022年1月于科创板上市，当前市值分别达645亿元/252亿元。根据我们对投资项目的梳理，我们预计，8家公司有望于今年上市。

表10.四川双马管理基金投资项目已上市公司

在管基金	项目名称	股票代码	上市日期	公司简介	基金持股比例	当前市值(亿元)
和谐锦弘	中微公司	688012.SH	2019年7月22日	公司是一家以中国为基地、面向全球的高端半导体微加工加工设备公司，深耕芯片制造刻蚀领域，研制出了国内第一台电介质刻蚀机，是我国集成电路设备行业的领先企业。	2.50%	645
和谐锦弘	翱捷科技	688220.SH	2022年1月14日	公司是一家提供无线通信、超大规模芯片的平台型芯片的企业。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，是国内极少数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研发设计实力，且具备提供超大规模高速 SoC 芯片定制及半导体 IP 授权服务能力的平台型芯片设计企业。	5.05%	252

数据来源：wind，财通证券研究所

表11.四川双马管理基金投资项目中8家拟上市公司

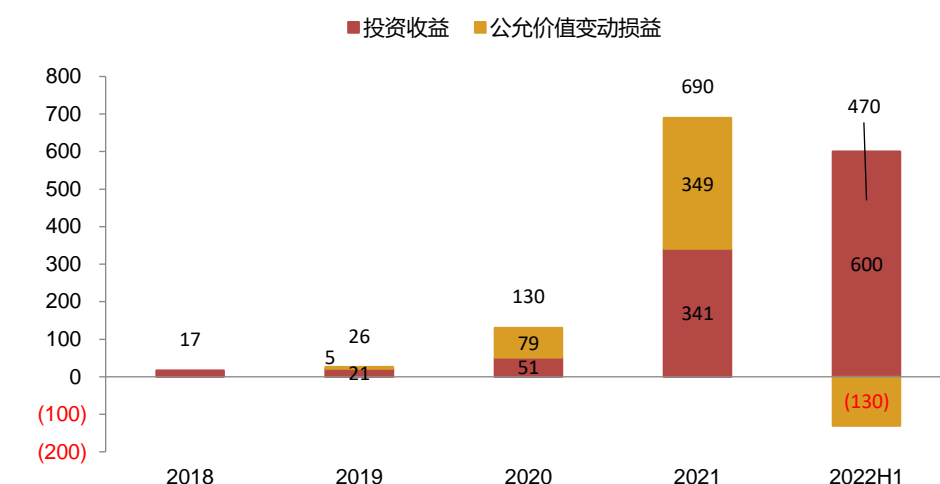
管理基金	项目名称	基金持股比例	项目介绍	项目所处阶段及估值情况
和谐锦弘	屹唐半导体	2.50%	公司是一家总部位于中国，以中国、美国、德国三地研发、制造基地，面向全球经营的半导体设备公司，主要从事集成电路制造过程中所需晶圆加工设备的研发、生产和销售，面向全球集成电路制造厂商提供包括干法去胶设备、快速热处理设备、干法刻蚀设备在内的集成电路制造设备及配套工艺解决方案。	2021年8月30日科创板IPO过会，拟发行股份15%，拟募资30亿元，按此计算估值约200亿元；2022年1月26日公司聘请的相关证券服务机构倍证监立案调查，上交所中止公司发行注册程序；2022年2月15日恢复科创板上市审核。
和谐锦豫	致欧科技	2.49%	致欧主要从事自有品牌家居、家具等产品的研发、设计和销售，致力于打造“全球互联网家居品牌”，公司旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 等品牌，主要通过亚马逊、eBay 等第三方电商平台和自营线上平台进行销售。	2022年7月20号创业板IPO过会，拟发行10%股份，拟募资14.86亿元，按此计算估值约150亿元。
和谐锦弘	捷氢科技	0.73%	公司成立于2018年，此前为上汽集团(600104.SH)全资子公司，现已分拆进行上市辅导。公司主要从事氢燃料电池电堆、系统及核心零部件的研发、设计、制造、销售及工程技术服务，目前已掌握从电堆核心零部件开发(双极板、膜电极)、电堆集成、燃料电池系统集成到动力系统集成、整车集成的	2022年6月28日，公司提交科创板IPO申请材料，拟发行不低于10%的股份，拟募资10.6亿元，按此计算估值约106亿元；2022年9月30日，因公司申请材料的财务资料已过有效期，上交所中止其IPO审核；

		完全正向开发能力，并具备完整的自主知识产权。	2022 年 12 月 30 日，上交所恢复公司科创板 IPO 发行上市审核。
和谐锦弘 重塑股份	0.58%	公司作为燃料电池技术提供商，主营业务包括燃料电池系统相关产品的研发、生产、销售及燃料电池工程应用开发服务。公司在燃料电池系统设计、控制、仿真、集成和安全等环节拥有核心技术优势，在电堆、DC/DC、空压机、控制器等核心零部件环节取得突破并逐步实现国产化、产业化。	2021 年 3 月 2 日提交科创板 IPO 申请材料，拟发行不低于 25% 的股份，拟募集资金总额 20.17 亿元，按此计算，估值约 80 亿元。2021 年 8 月 18 日，公司和保荐人撤回申请材料，上交所终止对其科创板 IPO 的审核。
和谐锦弘 卫蓝新能源	1.77%	公司是一家专注于混合固液电解质锂离子电池与全固态锂电池研发与生产、拥有系列核心专利与技术的国家高新技术企业，是中国至 2022 年 11 月卫蓝新能源已经完	科学院物理研究所清洁能源实验室固态电池成近 15 亿元 D 轮融资，估值达到技术的唯一产业化平台。公司成立于 2016 年，150 亿元。
		总部位于北京，在北京房山、江苏溧阳和浙江湖州拥有 3 大生产基地。	
和谐锦弘 蜂巢能源	1.65%	公司起源于长城汽车，是一家专业研发制造汽车动力电池、储能系统的新能源高科技公司。作为一家动力电池研发生产商，公司专注于锂离子动力电池及其正极材料、储能电池等方面的开发和销售，为用户提供新能源汽车充电桩、电池利用回收等产品解决方案。	2022 年 11 月 18 日，公司拟在科创板 IPO 获受理，拟发行 25% 股份，募资 150 亿元，按此计算估值达 600 亿元。
和谐锦弘 高景太阳能	17.40%	公司聚焦高效大尺寸光伏硅片的研发制造，掌握大尺寸、薄片化等方面多项核心技术，从事光伏核心元器件及其组建的研发、生产及销售，为客户提供高效、优质的产品。领跑产品有 182/210 等大尺寸单晶硅片等。	2022 年 9 月完成超 25 亿 B 轮融资，本轮融资后估值达 200 亿；2022 年 11 月 29 日，公司同中金公司签署上市辅导协议，正式启动 IPO 进程。
和谐锦弘 古瑞瓦特	1.74%	公司是一家专注于研发和制造太阳能并网、离网、储能逆变器及用户侧智慧能源管理解决方案的新能源企业。产品适用于户用、商用、光伏扶贫、大型地面电站及各类储能电站场景，并已在全球广泛应用。古瑞瓦特拥有先进尖端的全自动化、智能化生产线，结合珠三角地区独特的供应链优势，面对光伏行业的持续高速增长，能够确保充足的产能以及产品的交期。	2022 年 6 月，公司向港交所提交上市申请；2022 年 11 月 21 日，古瑞瓦特港交所 IPO 通过聆讯，上市在即，拟募资 10 亿美元（折合约 78 亿港元）。

数据来源：公司官网，公司公告，choice，东方财富网，同花顺财经等，财通证券研究所

投资收益持续兑现，彰显公司优秀的基金管理能力。2022 年前三季度公司累计实现投资收益 9.36 亿元，同比+305%，主要来源于公司跟投在管基金和谐锦弘、和谐锦豫所取得的收益。在 2022 年前三季度权益市场大幅下行的背景下，公司以优质底层资产抵御市场下行，彰显出公司在一级市场中优秀的投资能力和管理能力。

图24.四川双马私募股权基金业务投资收益（单位：百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

业绩报酬有望贡献大幅业绩弹性。截至 2022 年三季度末，公司尚未提取业绩报酬。由于业绩报酬需要在返还投资人本金及 8%年化单利的优先回报后提取，考虑到和谐锦弘、和谐锦豫已逐步进入项目集中退出期，我们预计今年起，公司有望开始提取业绩报酬。

3.1.4 二期基金管理规模有序扩张，硬科技投资布局更进一步

基金管理规模有序扩张，后续新老基金将逐步实现迭代。2022 年 10 月，公司新设立和谐绿色产业基金，管理规模 75 亿元。新基金的成立可延续公司的管理费收入；同时，待一期基金退出完成后，二期基金投资项目亦有望进入成熟期，继续为公司贡献投资收益和业绩报酬，新老基金逐步实现迭代，提升公司业绩的稳定性。

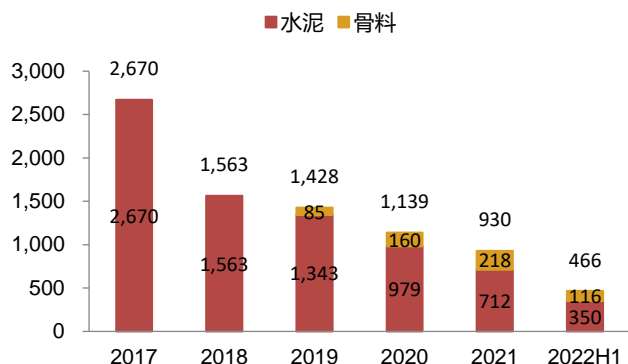
助力“中国智造”，硬科技投资布局更进一步。和谐绿色产业基金专注于以产业为依托整合全球产业链、供应链，并通过集群效应汇集资金、技术、人才、资讯等优势，创新助力“中国智造”。基金重点关注智能制造、半导体、清洁能源及技术、消费和服务等行业中增长确定性高、市场空间大，且具备产业资源的核心领域。

3.2 建材业务：维持稳定现金流，预计净利润贡献将越来越小

建材业务结构改善，水泥+骨料业务维持稳定现金流。当前，公司建材业务集中在子公司四川双马宜宾水泥制造有限公司，市场以宜宾市为中心的四川省南部并辐射周边。产品主要包括水泥和骨料，水泥年产能 200 余万吨，骨料年产能 500 余万吨。**水泥营收逐年下降且毛利率低：**2021/2022H1 水泥营收分别为 7.12/3.50 亿

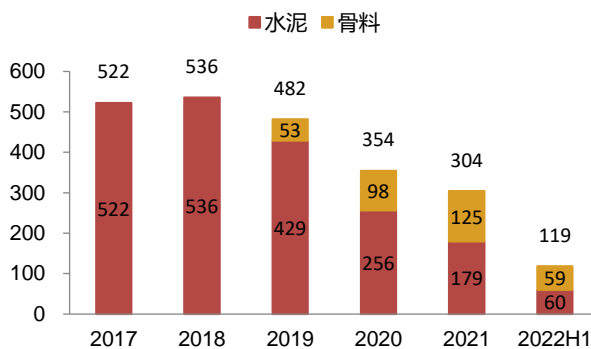
元，同比-27.2%/-15.0%；毛利分别为 1.79/0.6 亿元，毛利率仅 25.2%/17.1%。骨料营收稳步增长且毛利率较高：2021/2022H1 骨料营收分别为 2.18/1.16 亿元，同比分别+36.7%/+33.6%；毛利为 1.25/0.59 亿元，毛利率为 57.4%/50.7%。骨料业务增长抬升建材业务整体毛利率，建材业务整体毛利率维持在 30%左右。

图25.四川双马建材业务营业收入（百万元）



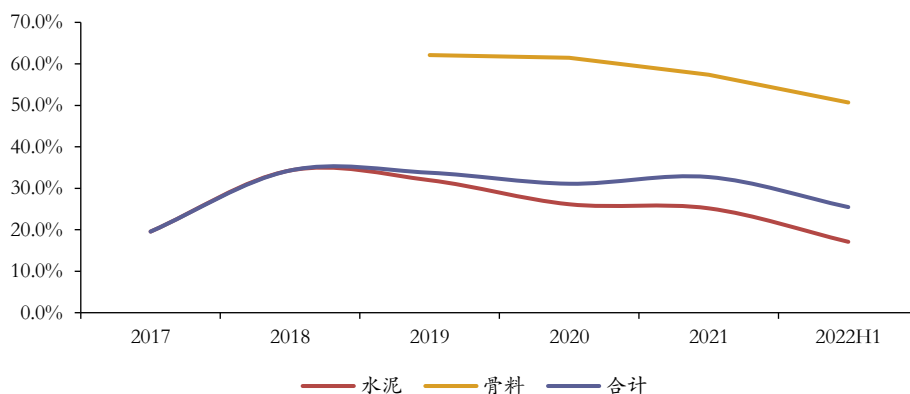
数据来源：wind，财通证券研究所

图26.四川双马建材业务毛利润（百万元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图27.四川双马建材业务板块毛利率



数据来源：wind，财通证券研究所

建材业务已非公司主营业务，预计未来净利润贡献将越来越小。四川双马宜宾水泥制造有限公司 2021/2022H1 归母净利润分别为 2.34/0.89 亿元，占上市公司扣非后归母净利润的比例仅为 24%/17%。我们预计未来随着私募股权基金业务的快速发展，投资收益和业绩报酬的持续释放，建材业务对未来净利润贡献将越来越小。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

私募股权基金业务：业绩报酬+投资收益有望释放高额业绩弹性。我们假设：1) 和谐锦弘和和谐锦豫两只基金自 2023 年起逐步退出，2023/2024 分别退出 20%/40%，2) 2023 年新设立二期第二只基金，假设认缴规模 100 亿元，管理费率

依然为 2%/年，下半年开始收费，公司自有资金投资 10%。在此核心假设下，我们预计：2022-2024 年四川双马私募股权基金业务收入（含投资收益+公允价值变动损益）分别为 13.95/24.67/39.52 亿元，同比分别+42%/+77%/+60%。

表12.私募股权基金业务核心假设

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
和谐锦弘+和谐锦豫					
初始认缴规模	17,476	17,476	17,476	17,476	17,476
退出比例	0%	0%	0%	20%	40%
退出本金	0	0	0	3,495	6,991
未退出本金	17,476	17,476	17,476	13,981	6,991
管理费率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费收入	333	293	306	301	183
基金资产	8,877	16,588	27,549	32,792	44,358
基金资产/认缴规模	51%	95%	158%	188%	254%
基金利润	999	3,072	9,595	7,403	12,668
自有资金投资比例	12%	12%	12%	12%	12%
归属于公司的投资收益	51	396	1,149	899	1,515
退出资产	0	0	0	10,486	20,972
返还合伙人本金	0	0	0	3,495	6,991
支付 LP 优先回报	0	0	0	1,818	4,194
弥补 GP 回报	0	0	0	227	524
80/20 分配	0	0	0	472	874
新基金					
初始认缴规模	0	0	75	175	175
管理费率	0	0	2%	2%	2%
管理费收入	0	0	250	350	350
基金利润	0	0	0	1,009	2,613
自有资金投资比例	0	0	11.5%	10.8%	10.8%
归属于公司的投资收益	0	0	0	109	283

数据来源：公司公告，财通证券研究所

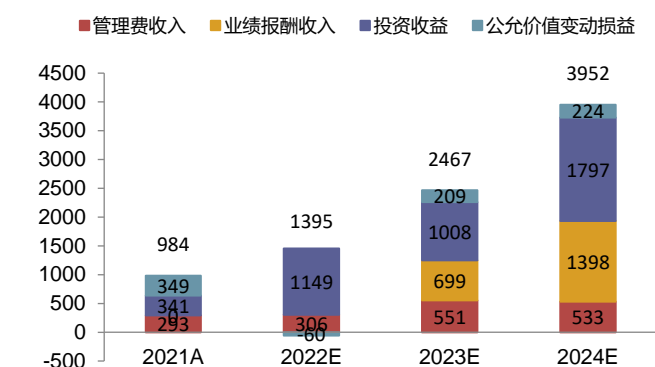
1) 管理费收入：2022-2024 年管理费收入预计 3.06/5.51/5.33 亿元。当前四川双马管理基金共 250 亿元。其中一期基金于认缴规模 175 亿元，预计 2022 年管理费收入为 3.06 亿元，与 2021 年持平，2023/2024 年由于部分项目退出，预计管理费收入分别为 3.01/1.83 亿元。二期基金第一只基金认缴规模 75 亿，于 2022 年 10 月落地，预计今年开始收取管理费，第二只基金有望近期落地，预计认缴规模百亿，我们假设今年下半年开始收费，2023/2024 年新基金管理费收入分别为 2.50/3.50 亿元。

2) 业绩报酬：公司返还 LP 实缴资本本金和年化单利 8%的收益后，可提取业绩报酬（弥补 GP 回报+20%超额收益分配），公司为双 GP 管理模式。我们测算 2023/2024 年公司有望提取业绩报酬 6.99/13.98 亿元。

3) 投资收益：主要为公司跟投在管基金所产生的收益，22Q1-Q3 公司累计实现投资收益 9.36 亿元，预计 2022-2024 年投资收益分别为 11.49/10.08/17.97 亿元。

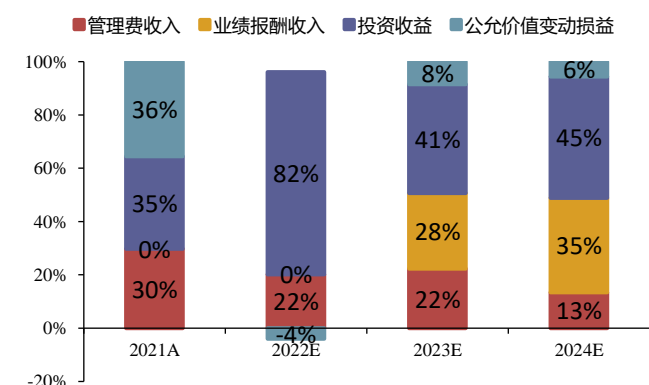
4) 公允价值变动损益：主要为公司投资第三方基金所产生的收益。22Q1-Q3 公允价值累计亏损 3.14 亿元，主要为智慧出行基金所投项目估值下跌所致（如小鹏汽车下跌近 80%），预计随着 4 季度市场修复基金公允价值将有所回升，预计 2022-2024 年公允价值变动损益分别为 -0.60/2.09/2.24 亿元。

图28.私募股权业务板块细分收入（单位：百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图29.私募股权业务板块细分收入结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

建材板块：维持稳定经营。我们在 2022-2024 年水泥/骨料年销售量分别维持在 200/550 万吨的假设下，预计 2022-2024 年建材分部营收分别为 8.13/8.15/8.29 亿元；2021 年建材板块净利率为 25%，假设 2022-2024 年净利率维持在 25%，预计建材分部净利润分别为 2.03/2.04/2.07 亿元，占公司净利润的比例分别为 15%/10%/7%。

综上所述,我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 13.54/19.83/30.12 亿元, 同比分别增长 37%/46%/52%，当前股价对应 2023 年 9×PE。

表13.四川双马盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,473	1,224	1,119	2,065	2,760
收入增长率（%）	-18.7	-16.9	-8.6	84.5	33.6
归母净利润（百万元）	889	989	1,354	1,983	3,012
净利润增长率（%）	22.0	11.2	37.0	46.4	51.9
EPS（元/股）	1.16	1.30	1.77	2.60	3.94
PE	11.1	18.7	13.6	9.3	6.1
ROE（%）	17.6	16.7	19.1	21.9	24.9
PB	1.9	3.1	2.6	2.0	1.5

数据来源：wind，财通证券研究所

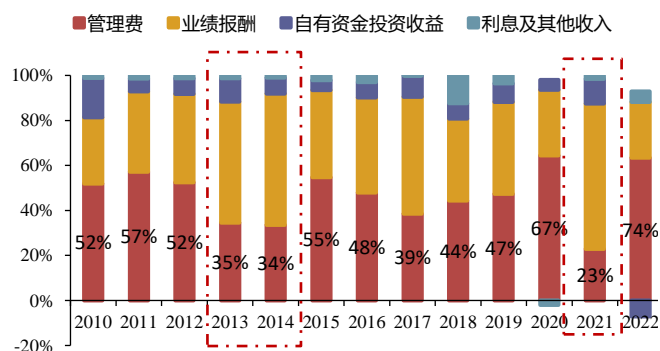
4.2 估值讨论

海外头部私募股权管理机构当前估值与四川双马不具可比性。黑石集团、凯雷集团等海外私募股权管理机构已进入成熟期，管理规模大且稳步增长，大部分时期管理费在营业收入中的占比在 50%以上；另外，历史 PE 估值受业绩报酬和自有资金投资收益影响波动极大。四川双马当前正处于高速增长初期，当前收入结构与海外头部机构差异较大。因此，海外头部机构当前的估值水平与四川双马不具可比性。

以海外头部机构收入结构与四川双马相同阶段作为估值可比时期。由于海外头部机构上市时已经进入成熟阶段，黑石/凯雷分别于 1985/1976 年成立，2007/2012 年上市，所以我们无法判断私募股权管理机构发展初期的估值水平。因此，我们以海外头部机构收入结构与四川双马类似阶段作为估值可比时期。当前，四川双马一期基金已经进入集中退出期，2023/2024 年投资收益和业绩报酬将进入高速释放期，为此，我们选取海外头部机构投资项目集中进入退出期，自有资金投资收益和业绩报酬收入占比高，管理费收入占比较低阶段的估值水平，来确定当前四川双马应当给予的估值水平。

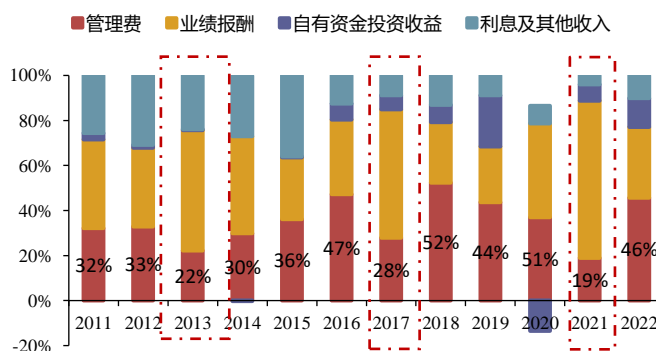
海外头部私募股权管理机构可比时期 PE 估值在 25×左右。根据黑石集团和凯雷集团的历年收入结构，我们选取黑石集团的 2013-2014/2021 年，在此两个阶段黑石集团管理费收入占比较低，分别仅为 35%/34%/23%，收入以业绩报酬和自有资金投资收益为主；选取凯雷集团 2013/2017/2021 年，在此三个阶段凯雷集团管理费收入占比较低，分别仅为 22%/28%/19%，业绩报酬和自有资金投资收益占比高。黑石集团在 2013-2014 年/2021 年的 PE 估值中枢分别为 24×/27×；凯雷集团在 2013/2017/2021 年的 PE 估值中枢分别为 63×/16×/15×。

图30.黑石集团的收入结构



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图31.凯雷集团收入结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

建材业务板块净利润占比小，可比公司当前 PE 估值在 7X 左右。我们选取华新水泥、海螺水泥作为可比公司，当前 PE-TTM 分别 8.34X/6.53X。

表14.四川双马相对估值可比公司

私募股权基金分部可比公司		
公司名称	公司代码	PE-TTM
鲁信创投	600783.SH	29.6
力合科创	002243.SZ	23.7
黑石集团可比时期均值	BX.N	25.3
凯雷集团可比时期均值	CG.O	31.3
建材分部可比公司		
公司名称	公司代码	PE-TTM
海螺水泥	600585.SH	6.53
华新水泥	600801.SH	8.34

数据来源：wind，财通证券研究所

注：时间截至 2023 年 2 月 9 日

5 风险提示

- 1、私募股权基金投资收益不及预期：**私募股权投资受国内外宏观经济金融形势、经济运行周期、国内外资本市场环境变化、政策变化等多种因素综合影响，投资收益不及预期。
- 2、新基金募资规模不及预期：**公司募集资金受国内外宏观经济金融形势、经济运行周期、国内外资本市场环境变化、政策变化等多种因素综合影响，可能不及预期。
- 3、跨市场选取相对估值参照公司可能带来估值风险。**国内可对标私募股权机构不足，选取海外头部私募股权管理机构作为可比公司可能带来估值风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1472.72	1223.80	1119.04	2065.03	2759.74	成长性					
减:营业成本	785.28	630.03	510.45	529.17	545.66	营业收入增长率	-18.7%	-16.9%	-8.6%	84.5%	33.6%
营业税费	15.65	11.40	11.19	20.65	27.60	营业利润增长率	5.4%	32.1%	36.8%	48.1%	51.9%
销售费用	16.39	18.87	16.79	30.98	41.40	净利润增长率	22.0%	11.2%	37.0%	46.4%	51.9%
管理费用	102.84	123.28	111.90	413.01	689.94	EBITDA 增长率	-24.6%	-25.3%	5.4%	125.5%	34.6%
研发费用	9.23	33.76	22.38	10.33	13.80	EBIT 增长率	-25.3%	-26.1%	9.5%	135.8%	35.8%
财务费用	-29.73	-27.51	-19.49	-19.89	-32.45	NOPLAT 增长率	-23.5%	-29.4%	9.0%	133.0%	35.8%
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	21.6%	16.8%	19.5%	27.7%	32.9%
加:公允价值变动收益	79.50	350.54	-59.50	208.50	223.50	净资产增长率	20.6%	16.8%	19.7%	27.9%	33.1%
投资和汇兑收益	188.44	348.57	1148.71	1008.22	1797.45	利润率					
营业利润	869.57	1149.00	1571.82	2328.49	3536.15	毛利率	46.7%	48.5%	54.4%	74.4%	80.2%
加:营业外净收支	112.10	-8.60	0.00	0.00	0.00	营业利润率	59.0%	93.9%	140.5%	112.8%	128.1%
利润总额	981.68	1140.40	1571.82	2328.49	3536.15	净利率	60.3%	80.5%	120.8%	95.8%	108.9%
减:所得税	93.35	154.99	220.06	349.27	530.42	EBITDA/营业收入	43.2%	38.8%	44.8%	54.7%	55.1%
净利润	888.75	988.73	1354.47	1983.17	3011.74	EBIT/营业收入	38.9%	34.6%	41.4%	52.9%	53.7%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	1391.76	690.35	703.69	1122.39	2563.64	固定资产周转天数	169	225	234	120	85
交易性金融资产	70.16	451.45	591.95	1100.45	1723.95	流动营业资本周转天数	-18	77	141	178	210
应收账款	2.63	3.39	2.83	8.64	6.69	流动资产周转天数	418	395	453	440	590
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	4	1	1	1	1
预付账款	9.90	12.58	10.21	7.94	8.18	存货周转天数	25	27	25	25	25
存货	30.75	64.25	6.65	66.85	8.94	总资产周转天数	1267	1766	2256	1495	1447
其他流动资产	0.06	0.66	0.66	0.66	0.66	投资资本周转天数	1269	1783	2331	1613	1605
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	17.6%	16.7%	19.1%	21.9%	24.9%
长期股权投资	2176.63	3274.12	4274.12	5274.12	6274.12	ROA	16.1%	15.2%	18.0%	20.6%	24.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.1%	6.1%	5.6%	10.2%	10.4%
固定资产	681.52	754.93	717.23	679.53	641.83	费用率					
在建工程	45.42	0.13	0.13	0.13	0.13	销售费用率	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
无形资产	46.84	94.22	114.22	134.22	154.22	管理费用率	7.0%	10.1%	10.0%	20.0%	25.0%
其他非流动资产	671.09	1.15	1.15	1.15	1.15	财务费用率	-2.0%	-2.2%	-1.7%	-1.0%	-1.2%
资产总额	5517.06	6490.39	7537.25	9617.74	12571.84	三费/营业收入	6.1%	9.4%	9.8%	20.5%	25.3%
短期债务	39.39	24.40	24.40	24.40	24.40	偿债能力					
应付账款	45.23	55.22	29.86	58.34	32.60	资产负债率	7.9%	8.5%	5.7%	5.5%	3.8%
应付票据	81.76	92.71	49.09	97.91	53.67	资产负债比	8.6%	9.3%	6.1%	5.9%	4.0%
其他流动负债	8.97	9.00	9.00	9.00	9.00	流动比率	4.17	3.31	4.99	6.55	13.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.07	3.12	4.93	6.35	13.54
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	119.10	45.44	379.61	894.98	1215.37
负债总额	435.77	553.39	431.71	532.98	481.35	分红指标					
少数股东权益	19.21	20.37	17.67	13.71	7.70	DPS(元)	0.21	0.24	0.00	0.00	0.00
股本	763.44	763.44	763.44	763.44	763.44	分红比率					
留存收益	3270.15	4098.57	5269.81	7252.98	10264.72	股息收益率	1.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5081.29	5937.00	7105.55	9084.76	12090.49	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.16	1.30	1.77	2.60	3.94
净利润	888.75	988.73	1354.47	1983.17	3011.74	BVPS(元)	6.63	7.75	9.28	11.88	15.83
加:折旧和摊销	64.27	52.33	37.70	37.70	37.70	PE(X)	11.1	18.7	13.6	9.3	6.1
资产减值准备	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.9	3.1	2.6	2.0	1.5
公允价值变动损失	-79.50	-350.54	59.50	-208.50	-223.50	P/FCF					
财务费用	5.04	9.29	1.22	1.22	1.22	P/S	6.7	15.2	16.4	8.9	6.7
投资收益	-188.44	-348.57	-1148.71	-1008.22	-1797.45	EV/EBITDA	13.3	37.7	35.4	15.3	10.4
少数股东损益	-0.43	-3.32	-2.70	-3.96	-6.01	CAGR(%)					
营运资金的变动	-110.76	-14.79	-32.40	-69.71	41.31	PEG	0.5	1.7	0.4	0.2	0.1
经营活动产生现金流量	601.02	441.22	269.07	731.70	1065.01	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	179.25	-987.88	-71.29	-311.78	377.45	REP					
融资活动产生现金流量	-15.23	-166.68	-184.45	-1.22	-1.22						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。