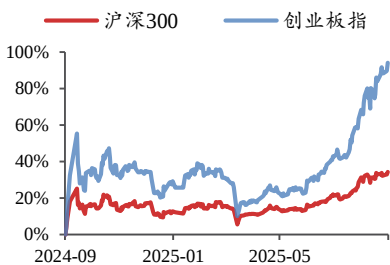


2025 年 09 月 25 日

# 开源晨会 0925

## ——晨会纪要

### 沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅前五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 电力设备 | 2.884  |
| 电子   | 2.763  |
| 传媒   | 2.585  |
| 计算机  | 2.521  |
| 房地产  | 2.251  |

数据来源：聚源

## 昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 银行   | -0.356 |
| 煤炭   | -0.294 |
| 通信   | -0.013 |
| 食品饮料 | 0.078  |
| 综合   | 0.274  |

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

## 观点精粹

## 行业公司

【医药】原料药公司加速创新药布局，AI+医疗布局逐步深化——行业深度报告  
-20250924

原料药行业历经近 4 年周期下行，各类产品价格跌至部分龙头企业处于亏损的阶段，行业整体处于底部区域，其中沙坦类、肝素类、动保类等价格跌到历史最低水平。受抗感染类产品价格大幅下跌及部分公司加大研发投入影响，2025 上半年原料药板块收入及净利润呈现下降趋势。

【地产建筑】房价止跌回稳系列三：鉴往知来，人口不是影响房价唯一因素——行业深度报告-20250924

通过对多个国家/地区的房价及影响因素的研究,我们认为房价的止跌回稳从来不是人口单一因素的作用,而是货币政策、供需关系、经济预期、人口多因素共振的结果。我们认为,适龄购房人口在长周期会影响房价,但中短期看货币政策、供需关系、经济预期三方面影响或更为显著。

【计算机：中国软件国际(00354.HK)】国内 IT 服务领军者，有望受益于 AI 及鸿蒙生态——港股公司深度报告-20250924

公司是国内 IT 服务领军者，是华为深度合作伙伴，华为贡献公司 40% 以上收入。公司云智能业务增长显著，鸿蒙生态闭环初步完成，随着与华为云合作深入，公司有望持续受益。考虑鸿蒙生态、AI 业务发展均在初期阶段，我们下调 2025 年并新增 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.64、6.28、7.08 亿元（2025 原值为 13.42 亿元），对应 EPS 分别为 0.21、0.23、0.26 元/股，对应当前股价 PE 分别为 26.9、24.1、21.4 倍。维持“买入”评级。

【海外：阿里巴巴-W(09988.HK)】积极推进 AI 基础设施建设，计划追加更多投入——港股公司信息更新报告-20250924

9月24日阿里巴巴2025云栖大会于杭州开幕，阿里巴巴CEO吴泳铭发表主旨演讲提到阿里云运营的中国第一、全球领先的AI基础设施和云计算网络是全球少数能够做到软硬件垂直整合的AI云计算平台，行业对AI基础设施的需求远超预期，积极推进3,800亿AI基础设施的建设，并计划将会追加更大的投入，对比2022年远期规划2032年阿里云全球数据中心的能耗规模将提升10倍。

## 研报摘要

### 行业公司

#### 【医药】原料药公司加速创新药布局，AI+医疗布局逐步深化——行业深度报告-20250924

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

##### 原料药板块：创新转型正当时

原料药行业经历近4年周期下行，各类产品价格跌至部分龙头企业处于亏损的阶段，行业整体处于底部区域，其中沙坦类、肝素类、动保类等价格跌到历史最低水平。受抗感染类产品价格大幅下跌及部分公司加大研发投入影响，2025上半年原料药板块收入及净利润呈现下降趋势。

国内原料药公司积极转型创新药，华海药业聚焦肿瘤及自免领域、自免领域，HB0034申报上市阶段，HB0017处于III期临床阶段，HB0025的子宫内膜癌、非小细胞肺癌等适应症处于II期及III期阶段。博瑞医药的BGM0504处于临床III期阶段。昂利康的ALK-N001处于I期临床阶段，ALK-N002处于临床前阶段。联邦制药的UBT251注射液处于临床II期，UBT37034注射液美国获得IND批件，UBT48128口服制剂处于临床前阶段。

##### 疫苗及血制品板块：新技术、新产品加速布局中

疫苗：受新生儿数下降及竞争格局变化，疫苗行业业绩呈现持续下行趋势。部分公司逐步布局新技术、新产品，欧林生物的金葡菌疫苗预计2026年初临床揭盲，有望成为全球第一家也是唯一一家提交上市申请的公司。康希诺的肺炎系列产品有望加速布局中，此外，公司逐步布局新型肿瘤疫苗等。近期康泰生物宣布布局针对耐药菌的创新疫苗。

血制品：受血制品库存水平及院内需求受医保抑制等影响，2025年血制品板块营收及净利润规模有所下降，血制品行业处于周期底部阶段。随着行业头部公司加快并购重组，未来行业集中度有望进一步提升，行业价格体系有望逐步回归稳定水平。

##### 医疗服务：AI+医疗，有望加快医疗服务行业提质增效

受DRGs及消费环境影响，医疗服务板块业绩有所下降。医疗服务行业核心竞争力为优质医生的获得及培养、医院运营管理等，优质医生供给有限，行业逐步转向运用AI技术复制优质医生的丰富经验，有望显著提升优质医生的患者覆盖面，快速提升逐步初级医生的诊疗能力，进而带来行业盈利能力的提升。

##### 投资建议

国内原料药行业处于周期底部，部分公司积极布局创新药赛道，持续拓展公司天花板，有望进入收获期。国内血制品行业处于周期底部，行业并购整合加速进行中，2025年天坛生物控股股东并购派林生物，拉开中大型血制品企业并购重组的序幕，我们预计血制品行业并购整合进入加速阶段。受行业政策影响，国内医疗服务行业受影响较大，行业处于出清阶段，我们认为部分品牌强、运营能力强、AI布局领先的公司有望率先走出困境。

推荐标的：联邦制药、普洛药业、国邦医药、健友股份、华海药业、博瑞医药、奥锐特、固生堂、海吉亚医疗、爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗等；受益标的：天宇股份、美诺华、同和药业、派林生物、华厦眼科、司太立、仙琚制药等。

风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧的风险、药物临床研发失败等。

#### 【地产建筑】房价止跌回稳系列三：鉴往知来，人口不是影响房价唯一因素——行业深度报告-20250924

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）

证书编号：S0790124070064

发达国家/地区中期人口变化对房价影响有限

从 70 城房价数据看，新房和二手房价格走势趋于一致，从 2022 年开始进入下跌通道。2024 年三季度跌幅有扩大趋势，四季度以来在一揽子政策支撑下，房价同比跌幅收窄。本轮楼市调整，70 城新房和二手房价格指数下跌周期均超过 40 个月。我们选取了 8 个发达国家/地区研究人口与房价的关系，发现房屋价格指数在中期与人口增长率、人口数量无明显正相关关系，整体对房价的影响有限。我们认为，人口增长需转化为有效购房需求，才能对房价产生影响，而这一转化过程依赖经济发展与居民收入的增长，因此各国房价与人口增长率常呈脱节状态。

海外经验：房价止跌需宽财政和货币政策协同发力

对比中国大陆和 7 个国家/地区房价指数，可以发现上世纪 80 年代以来，发达国家/地区房价也存在波动，且价格回撤幅度高于国内本轮房价降幅，但最后均能修复企稳。自 2008 年金融危机后，2011 年以来发达国家房价指数平稳上涨；自 2022 年 3 月美联储首次加息以来，房价指数均有下跌趋势。我们总结发达国家/地区房价企稳修复主要包括（1）政策：大规模量化宽松与财政刺激，包括降息、QE、财政补贴等；（2）金融：大幅压降抵押贷款利率，降低购房门槛；（3）供应：减少卖地和开工，主动降低库存；（4）需求：构建依赖真实居住需求、减少投机属性、并通过产业与人才提升城市内在价值的长效机制，而非短期刺激。我们总结得出，稳定的政策预期、较低的利率环境和改善供需结构是支撑房地产市场止跌回稳的关键力量。

投资建议

通过对多个国家/地区的房价及影响因素的研究，我们认为房价的止跌回稳从来不是人口单一因素的作用，而是货币政策、供需关系、经济预期、人口多因素共振的结果。我们认为，适龄购房人口在长周期会影响房价，但中短期看货币政策、供需关系、经济预期三方面影响或更为显著。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际集团、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、保利发展；（2）住宅与商业地产双轮驱动：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；（4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

风险提示：宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

**【计算机：中国软件国际(00354.HK)】国内 IT 服务领军者，有望受益于 AI 及鸿蒙生态——港股公司深度报告-20250924**

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

国内 IT 服务领军者，维持“买入”评级

公司是国内 IT 服务领军者，是华为深度合作伙伴，华为贡献公司 40% 以上收入。公司云智能业务增长显著，鸿蒙生态闭环初步完成，随着与华为云合作深入，公司有望持续受益。考虑鸿蒙生态、AI 业务发展均在初期阶段，我们下调 2025 年并新增 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.64、6.28、7.08 亿元（2025 原值为 13.42 亿元），对应 EPS 分别为 0.21、0.23、0.26 元/股，对应当前股价 PE 分别为 26.9、24.1、21.4 倍。维持“买入”评级。

云智能业务增长显著，全栈 AI 产品落地凸显增长潜力

（1）基石业务：ICT 服务是公司的基石业务，贡献主要收入和利润，2024 年下半年基石业务营收修复，公司员工总人数回暖，大客户数达到 2020 年来第二高，大客户拓展效果显著。（2）云智能业务：疫情引发的市场波动已回归常态，随着云计算与原生人工智能、大模型以及算力资源的深度整合，下游需求将快速增长。公司在行业场景化领域占据优势，深度合作华为云能力，拓展全栈 AI 产品落地可能性，2024 年公司全栈 AI 产品收入达 9.57

亿元，增长曲线初步显现，未来将加速云智能业务增长。

华为最高级别合作伙伴，有望受益于鸿蒙生态发展

(1) 公司是华为云“同舟共济”合作伙伴：公司与华为于 2009 年开始合作，深入参与华为各领域布局，是华为在国内最核心的 IT 服务外包商之一。(2) 深度绑定鸿蒙物联生态建设：2024 年华为终端业务业绩修复，原生鸿蒙发布、鸿蒙 PC 发布后“1+8+N”物联生态实现闭环，软件生态重构需求快速增长。原生鸿蒙软件重构、智能物联网设备持续发展，推动鸿蒙生态需求激增。公司是开源鸿蒙生态的核心服务商，推出了适合开源鸿蒙开发者的工具，联合深圳市天使母基金等机构助力创业鸿蒙开发者。公司占据鸿蒙生态先发优势，有望持续受益。

风险提示：云智能业务发展不及预期；AI 业务发展不及预期；鸿蒙生态发展不及预期；公司研发及下游拓展不及预期。

**【海外：阿里巴巴-W(09988.HK)】积极推进 AI 基础设施建设，计划追加更多投入——港股公司信息更新报告-20250924**

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

积极推进 AI 基础设施建设，计划追加更多投入，维持“买入”评级

积极投入 AI 基础设施建设并计划追加更多投入有望驱动云业务增长提速，淘天短期加大闪购投入，但用户流量增长显著及电商技术服务费贡献收入增量，我们维持 FY2026-2028 年调整后净利润预测 1405/1629/1898 亿元，对应同比增速-11.2%/+16.0%/+16.5%，对应摊薄后 EPS 为 7.6/9.1/10.9 元，当前股价对应 19.1/16.1/13.4 倍 PE，积极投入闪购抢占即时零售份额，全面布局 AI 驱动价值重估，维持“买入”评级。

AI 基础设施需求超预期，饱和式投入推动行业发展

9 月 24 日阿里巴巴 2025 云栖大会于杭州开幕，阿里巴巴 CEO 吴泳铭发表主旨演讲提到，(1) 在 AGI 到 ASI 的巨大变革中，大模型将是下一代的操作系统，未来几乎所有链接真实世界的工具接口都将与大模型进行链接，LLM 将会是承载用户、软件、agent 与计算资源交互调度的最核心的中间层。(2) 超级 AI 云会是下一代计算机，从 CPU 为核心的计算正在加速转备转变为以 GPU 为核心、以大模型驱动的 AI 计算。新的 AI 计算范式需要更稠密的算力、更高效的网络、更大的集群规模，未来全世界也许只有 5~6 个超级云计算平台。(3) 阿里云运营的中国第一、全球领先的 AI 基础设施和云计算网络是全球少数能够做到软硬件垂直整合的 AI 云计算平台，行业对 AI 基础设施的需求远超预期，积极推进 3,800 亿 AI 基础设施的建设，并计划将会追加更大的投入，对比 2022 年远期规划 2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。

全面布局 AI 驱动价值重估，淘天货币化率持续改善，关注闪购协同效率

围绕 AI 战略核心加大投入 AI 和云计算的基础设施建设，云业务增速有望持续加快；短期淘天闪购加大投入单量有望持续增长并带动主站流量增长，淘宝高线用户、商户、履约体系优势有望复用至即时零售及到店业务；

风险提示：行业竞争加剧、宏观经济不及预期、组织调整不及预期、监管变动。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 评级               | 说明                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------|
| 证券评级                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。 |                  |                       |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

<sup>1</sup> 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn