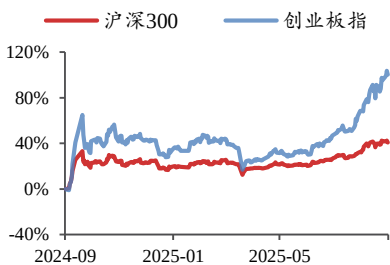


2025 年 09 月 19 日

开源晨会 0919

——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(%)
电子	0.931
通信	0.192
社会服务	0.033
家用电器	-0.331
汽车	-0.391

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-3.561
综合	-2.854
非银金融	-2.812
传媒	-2.253
美容护理	-2.227

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】美联储在分歧中寻找合适的降息路径——9 月 FOMC 会议点评
-20250918

【宏观经济】 广义财政力度或将温和下降——宏观经济点评-20250917

【策略】机构关注度环比回升：计算机、传媒、有色金属——机构调研周跟踪
-20250918

行业公司

【医药：康龙化成(300759.SZ)】康龙绍兴通过 FDA 现场检查，质量体系接轨国际——公司信息更新报告-20250918

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美联储在分歧中寻找合适的降息路径——9月FOMC会议点评-20250918

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美联储于北京时间9月18日凌晨2点发布9月FOMC会议声明，宣布降息25bp。

声明及发布会要点

1. 美联储在此次会议上宣布降息25bp，降息后利率水平在4.0%-4.25%区间。缩表方面，将继续按照6月FOMC会议上的原定计划执行。

2. 2025年首次降息，强调就业市场走弱风险上升。在声明中，美联储的措辞同7月份相比变化不多，即认为美国经济在上半年增长放缓。就业方面，美联储认为就业增长放缓，失业率略有上升但仍处于低位，这一点与7月份的判断有异，彼时仍判断劳动力市场状况稳健；通胀方面，仍维持通胀率略高的判断。此外，美联储在9月声明中还判断就业形势的下行风险已经上升，这一点与7月份的态度有一定的变化，也是本次FOMC会议降息的关键原因。

3. 上调经济与通胀预测，点阵图显示2025可能有75bp降息。美联储在此次会议上调2025-2027年GDP增速预测，上调2026年PCE、核心PCE预测，2025年、2027年预测维持不变；2025年失业率预测与6月保持相同，但下调2026、2027年失业率预测。预测数据显示美联储认为特朗普政策对通胀的冲击可能是暂时的，但会在2026年继续显现。点阵图显示2025年可能有75bp降息，与6月相比变化较大，此外对2025年降息幅度预测的分歧有所提升。

4. 发布会上，鲍威尔表态维持相对中性，强调风险平衡的变化。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔整体表态相对中性，强调风险平衡已经发生变化，对就业市场下行风险的关注提升。因此在本次会议上降息的恰当的，可以视为一种风险管理式的降息。50bp的降息并没有得到广泛支持，美联储等待并观察的策略是正确的，目前利率政策正在朝着更中性的方向移动。

美联储在分歧中寻找合适的降息路径

我们认为，当前的美联储内部分歧相对明显，美联储主席鲍威尔目前正努力从分歧中寻找合适的降息路径。一则美国劳动力市场降温，但通胀仍处在较高位，美联储在后续的降息方面面临一定的分歧和挑战；二则除去经济数据导致的分歧之外，随着特朗普对美联储的施压及干预加深，美联储内部的分歧进一步显性化，对美联储的集体决策带来扰动。基准情形下，我们认为美联储或在10月及12月份的FOMC会议上各降息一次，但2026年后由于经济形势更加复杂，且随着新美联储主席的人选逐渐确定，届时美联储决策面临的环境或将更加复杂。

短期内市场风险偏好或略有提升

决议及发布会后，决议及发布会后，市场风险偏好略有提升。美股方面，在声明及发布会后，美股先下后上，总体稳定。最终道琼斯指数收涨0.57%，纳斯达克指数收跌0.33%；美债方面，10年期美债收益率先下后上，目前略低于4.1%；美元方面，发布会后略有回升，但总体上行幅度较小，目前仍低于97.5；黄金则录得一定幅度下跌，目前已跌破3700美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，且基本符合市场预期，市场风险偏好或略有提升，我们需持续关注美国经济基本面变化。CME期货定价美联储将在2025年共降息75bp。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【宏观经济】广义财政力度或将温和下降——宏观经济点评-20250917

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：8月，全国一般公共预算收入12359亿元，全国一般公共预算支出18587亿元。政府性基金收入3325亿元，政府性基金支出8315亿元。

狭义财政收入增幅平稳，支出力度小幅减缓

1、8月税收微幅提速，企业所得税显著改善。8月狭义财政收入12359亿元，同比增长2%，增速小幅收窄。1-8月公共财政收入累计同比小幅升至0.3%。多数税种增收，财政收入结构改善。8月税收收入同比增长3.4%，企业所得税为最大亮点。8月企业所得税收入同比增长33%，企业所得税大增，意味着企业利润或有所改善。8月，反映企业营收状况的增值税仅增长4.4%，企业营收和利润缴税增速的背离可能与不断加深的反内卷行动有关，规范化竞争下企业盈利得以改善。同时，由于8月为税收小月，总体体量偏低，数据波动会放大同比增速。个人所得税同比增长9.7%，较前值小幅放缓但仍维持较高增速。消费税增速显著下滑，同比增长0.9%（前值5.4%），8月社零数据同样有所回落。增值税收入增速小幅改善0.1个百分点至4.4%，经济运行总体平稳。其他税种方面，车辆购置税收入延续下滑；关税同比下滑7%，出口退税同比增速有所回升。房产税、城镇土地使用税、耕地占用税保持高增，分别同比增长19%、24%、14%。8月非税收入延续偏弱，但降幅有所收窄，同比下滑4%（前值为-13%），2025年以来非税收入对于财政收入的贡献总体偏弱，四季度由于较高基数存在，非税收入的增速可能继续下滑。

2、公共财政支出增速小幅回落。8月公共财政支出18587亿元，同比增长0.8%（前值3%）。前8月累计支出增速回落0.3个百分点至3.1%，仍处在全年目标增速之下（4%）。从全年进度看，截至8月，狭义支出完成全年的60%，落后于2024年同期进度。支出结构上，基建支出增速放缓，科技支出加快。8月社会保障、教育、卫生支出同比增长11%、4%、2.5%，均较7月增速放缓；科技支出增速回升32个百分点至1.7%。除交运外的基建类支出增速大幅走弱。城乡社区事务、农林水利支出分别同比下降17%、23%，交运支出加速，同比回升24个百分点至18%。

政府性基金收入改善未能持续，支出保持一定强度

1、卖地收入增速由正转负。8月全国政府性基金收入3325亿元，同比增速下滑15个百分点至5.7%。地方国有土地出让金收入同比下滑5.8%，8月卖地收入增速拐头向下，房地产市场延续低迷对土地市场形成拖累。截至8月政府性基金收入累计下滑1.4%，降幅有所扩大。

2、政府性基金支出增速回落但仍偏强。8月政府性基金支出8315亿元，同比增长20%（7月增长42%），增速回落但支出力度仍有支撑。8月专项债发行规模边际下降，超长期特别国债发行环比小幅增长，总体下降幅度不大。8月新增专项债发行4865亿元，低于2024年8月；8月超长期特别国债发行2350亿元，同比弱于2024年同期。截至8月政府性基金支出进度达到50%，高于2024年和2023年同期进度；政府性基金收入进度的完成程度也强于2024年同期。前8月累计支出同比增长30%，超过全年预算目标安排的支出增速，截至目前广义财政支出完成力度较高。

广义财政支出强度或面临下滑，节奏或相对温和，四季度观察政策加码。前8月广义财政收支差（支出-收入）继续扩大，已超过6.7万亿。实际广义财政收入维持在零增速，略低于目标的0.2%；而实际财政支出增速接近9%，远高于预算目标的-8%。尽管8月支出增速和广义赤字同比均有边际下滑，但下降幅度仍较为温和，我们预计9月广义财政力度回落的节奏或偏缓慢。四季度政府债券力度将逐渐减弱，若收入仍无显著改善，维持政府支出的动能或下台阶，观察增量政策加码，以及5000亿政策性金融工具落地的效果。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【策略】机构关注度环比回升：计算机、传媒、有色金属——机构调研周跟踪-20250918

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:计算机、传媒、有色金属等关注度环比增加

周度：上周，全 A 的被调研总次数小幅下跌，低于 2024 年同期，调研热度环比小幅降温。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，机械设备、电子、计算机、基础化工和电力设备的关注度较高。

边际变化上，计算机、传媒、有色金属、通信、轻工制造、国防军工等行业的关注度环比上周有所增加。

月度：8 月，全 A 的被调研总次数环比小幅回暖，但仍低于 2024 年同期。最新一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，医药生物、电子、机械设备、电力设备和基础化工的关注度较高。

边际变化上，无一级行业的关注度同比增加。

个股视角看机构调研情况：博实结、周大生、岭南控股等受市场关注较多

周度：上周，博实结、周大生、岭南控股、亚光科技、章源钨业、广发证券、晶盛机电、南都电源等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

月度：最近一个月，云南铜业、冰轮环境、联得装备、中集车辆、大豪科技、美盈森、燕麦科技、博实结、大族数控、安培龙、皖能电力等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

以下是重点公司调研细节梳理：

晶盛机电：公司半导体衬底材料取得积极进展，获得部分国际客户订单。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 2 次，受到市场相对较多的关注。

南都能源：公司电池应用场景以新型电力储能和数据中心为主，部分产品面向北美数据中心。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 2 次，受到市场相对较多的关注。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险。

行业公司

【医药：康龙化成(300759.SZ)】康龙绍兴通过 FDA 现场检查，质量体系接轨国际——公司信息更新报告-20250918

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

康龙绍兴顺利通过美国 FDA 现场检查，商业化生产质量体系与国际接轨

继 2025 年 4 月宁波原料药生产车间通过美国 FDA 现场检查后，近日子公司康龙绍兴原料药商业化生产基地首次通过美国 FDA 新药批准前检查，标志着公司质量体系已与国际接轨，具备持续为美国乃至全球市场提供商业化创新药原料药资质，助力板块由研发向商业化生产推进。2025H1 公司实现营业收入 64.41 亿元，同比增长 14.9%；随着全球生物医药行业投融资的逐步复苏，2025H1 公司新签订单同比增长超 10%。鉴于公司新签订单稳健增长，

生产质量体系持续获得国际认可，我们维持原盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 17.71/22.74/27.82 亿元，EPS 为 1.00/1.28/1.56 元，当前股价对应 PE 为 30.1/23.5/19.2 倍，维持“买入”评级。

公司产能布局全球，4 大 API 生产基地均通过 FDA 检查，支撑未来业绩增长

公司在中国、英国和美国共有 21 个研发中心和生产基地（其中海外 11 个）。目前，公司位于中、英、美三地的 4 个原料药商业化生产基地均已通过美国 FDA 检查，分别是公司于 2022 年 1 月收购的位于英国 Cramlington 的 Aesica、2022 年 5 月收购的位于美国 Coventry 的原料药生产基地，以及 2025 年通过 FDA 现场检查的宁波和绍兴生产基地。未来，公司还将继续建设绍兴二期产能，其产能中反应釜体积绝对值较一期将有所增加，并预计在 2025 年底部分投产。截至 2025H1，公司在建工程为 26.10 亿元，2025 年全年预计 CAPEX 为 20 亿元左右，持续推进的产能扩建将有力支撑公司未来业绩增长。

实验室与 CMC 业务新签订单同比增长稳健，盈利能力持续提速

2025 年上半年，实验室服务实现营收 38.92 亿元，同比增长 15.5%，新签订单同比增长超 10%，整体增速稳健。2025 年上半年 CMC 业务实现营收 13.90 亿元，同比增长 18.2%，CMC 板块新签订单同比增长约 20%，预计更多的项目将于 2025 年下半年交付。

风险提示：订单交付不及预期；核心技术人员流失；环保和安全生产风险。

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。

¹ 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