



万联晨会

2025 年 09 月 05 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四，A 股三大指数集体收跌，上证指数收盘跌 1.25%，报 3765.88 点，深证成指跌 2.83%，创业板指跌 4.25%。沪深两市 A 股成交额约 2.54 万亿元人民币，超 2900 股下跌。申万行业方面，商贸零售、美容护理领涨，通信行业领跌；概念板块方面，乳业、免税店涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘跌 1.12%，恒生科技指数跌 1.85%。美国三大股指全线收涨，道指涨 0.77%，标普 500 指数涨 0.83%，纳指涨 0.98%。欧洲股市三大股指收盘涨跌不一，亚太股市多数收涨。

【重要新闻】
【国务院办公厅印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》】国务院办公厅印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，提出 6 项 20 条重点举措，目标是到 2030 年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过 7 万亿元，涉及方面包括扩大体育产品供给、激发体育消费需求、壮大体育经营主体、培育体育产业增长点、强化产业要素支撑和提升服务保障水平。

【工业和信息化部、市场监督管理总局印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》】工业和信息化部、市场监督管理总局印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》，提出鼓励各地推动人工智能终端创新应用，推动 5G/6G 关键器件、芯片、模块等技术攻关。关于光伏、锂电池等新能源产业，《行动方案》明确，在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争。引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况。《行动方案》还指出，提升协同攻关效率，支持人工智能、先进存储、三维异构集成芯片、全固态电池等前沿技术方向基础研究。

研报精选

- 2025H1：受政策和渠道影响中药板块业绩承压
- 2025H1：外包服务行业利润增速亮眼，板块迎估值修复
- 2025H1 营收稳步增长，持续深耕内容版权业务
- 资产增速保持高位 中收增速回暖
- 扩表提速 中收改善

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,765.88	-1.25%
深证成指	12,118.70	-2.83%
沪深 300	4,365.21	-2.12%
科创 50	1,226.98	-6.08%
创业板指	2,776.25	-4.25%
上证 50	2,910.47	-1.71%
上证 180	9,597.93	-2.28%
上证基金	7,056.33	-0.40%
国债指数	225.38	0.09%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	45,621.29	0.77%
S&P500	6,502.08	0.83%
纳斯达克	21,707.69	0.98%
日经 225	42,580.27	1.53%
恒生指数	25,058.51	-1.12%
美元指数	98.23	-0.12%

主持人： 陈达
Email: chenda@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四，A股三大指数集体收跌，上证指数收盘跌1.25%，报3765.88点，深证成指跌2.83%，创业板指跌4.25%。沪深两市A股成交额约2.54万亿元人民币，超2900股下跌。申万行业方面，商贸零售、美容护理领涨，通信行业领跌；概念板块方面，乳业、免税店涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘跌1.12%，恒生科技指数跌1.85%。美国三大股指全线收涨，道指涨0.77%，标普500指数涨0.83%，纳指涨0.98%。欧洲股市三大股指收盘涨跌不一，亚太股市多数收涨。

【重要新闻】

【国务院办公厅印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》】国务院办公厅印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，提出6项20条重点举措，目标是到2030年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过7万亿元，涉及方面包括扩大体育产品供给、激发体育消费需求、壮大体育经营主体、培育体育产业增长点、强化产业要素支撑和提升服务保障水平。

【工业和信息化部、市场监督管理总局印发《电子信息制造业2025—2026年稳增长行动方案》】工业和信息化部、市场监督管理总局印发《电子信息制造业2025—2026年稳增长行动方案》，提出鼓励各地推动人工智能终端创新应用，推动5G/6G关键器件、芯片、模块等技术攻关。关于光伏、锂电池等新能源产业，《行动方案》明确，在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争。引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况。《行动方案》还指出，提升协同攻关效率，支持人工智能、先进存储、三维异构集成芯片、全固态电池等前沿技术方向基础研究。

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

研报精选

2025H1：受政策和渠道影响中药板块业绩承压

——中药Ⅱ行业跟踪报告

行业核心观点：

2025年上半年，中药板块受药店和院内渠道影响业绩承压。

投资要点：

股价表现方面，年初至2025年8月31日，医药生物（申万）实现25.50%涨幅，跑赢沪深300指数11.22个百分点，在31个行业中排名第9。医药板块申万三级子行业中多数实现正增长，中药板块指数上涨3.14%。业绩表现方面，2025年上半年中药板块整体收入同比减少5.45%，归母净利润同比增长0.13%。板块业绩承压主要受到政策、市场和成本的影响。政策端，各省份联盟集采品种扩容导致中药品种价格下降，影响收入和毛利率水平，药店渠道因为消费低迷等因素销售下滑，院内市场因医保支付改革高毛利产品需求减弱，两类渠道销售减少拖累中药板块收入水平。归母净利润和净利率水平环比提升，主要因为公司提质增效。

投资建议：2025年上半年，中药板块在药店和院内渠道销售疲软影响下业绩承压，上市公司业绩分化，整体看，OTC领域龙头企业业绩韧性较强。在医保改革背景下，中药

行业正经历发展模式转型的阵痛期，未来多元化渠道、高品牌力和高临床价值是关键。长期看，政策引导行业走向高质量和规范化发展。建议关注拥有强大品牌护城河的 OTC 龙头企业，品牌力可以对冲政策压力、成本控制能力强，产业链一体化的企业、以及在创新中药上取得突破的企业。预计下半年在渠道库存逐步出清、中成药成本下行趋势延续、叠加低基数效应下收入和利润有望温和向好。

风险因素：终端需求不振风险、政策波动的风险、去库存周期延长风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

2025H1：外包服务行业利润增速亮眼，板块迎估值修复 ——医疗服务行业跟踪报告

行业核心观点：

2025 年上半年，医药研发外包行业收入稳健增长，利润大幅提升，展现出强劲的反弹趋势。

投资要点：

1 股价表现方面，年初至 2025 年 8 月 31 日，医药生物（申万）实现 25.50% 涨幅，跑赢沪深 300 指数 11.22 个百分点，在 31 个行业中排名第 9。医药板块申万三级子行业中多数实现正增长，医疗研发外包指数上涨 62.37%，排名第一。业绩表现方面，2025 年上半年医疗研发外包板块整体收入同比增长 13.77%，归母净利润同比增长 63.82%。2025 年上半年全球投融资复苏推动前端药物发现需求回暖，CRO（合同研究组织）业务订单转化周期缩短，驱动业绩兑现。创新药进入临床后期及商业化阶段提高生产外包需求，推动 CDMO（合同研发生产组织）业务增长。另外，高附加值业务如多肽等带来新增收入。

投资建议：2025 年上半年全球投融资复苏推动前端药物发现需求回暖，CRO（合同研究组织）业务订单转化周期缩短，驱动业绩兑现。创新药进入临床后期及商业化阶段驱动生产外包需求，推动 CDMO（合同研发生产组织）业务增长。美联储降息预期推动创新药和医疗研发外包行业估值修复；中国创新药交易出海也拉动相关外包出口需求。医疗研发外包行业 2025 年上半年迎来业绩拐点，建议关注行业集中度提升趋势下受益的头部企业、聚焦 cdmO 和多肽等高附加值业务的企业，重点关注下半年订单确认等。

风险因素：全球融资复苏不及预期导致新订单增速放缓风险、地缘政治风险影响海外收入风险、国内竞争加剧影响利润率的风险等。

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

2025H1 营收稳步增长，持续深耕内容版权业务 ——新媒股份（300770）点评报告

投资要点：

营收稳步增长，税收优惠政策延续，利好归母净利润表现。2025 年上半年，公司共实现营收 8.17 亿元（YoY+5.94%），归母净利润 3.46 亿元（YoY+24.43%），扣非归母净利润 3.48 亿元（YoY+25.18%）。利润增长显著的原因在于公司可继续享受免征企业所得税的优惠政策，所得税费用较去年同期大幅减少，剔除去年所得税费用影响后，公司归母净利润同比增长 7.46%，扣非归母净利润同比增长 8.88%。

IPTV 业务：IPTV 有效用户持续增长，多种线上活动带动增值业务规模显著提升。1) **IPTV 基础业务：**公司继续保持与广东移动、广东电信、广东联通三大运营商的稳定良好合作，积极开展线上线下联动，持续强化“喜粤 TV”内容和产品运营，策划并落地《南方小记者之喜粤 TV 研学游》《α 粤新声·喜粤 TV 少儿脱口秀》两大主题活动，有效提升品牌声量；响应广电号召治理电视“套娃”收费，优化产品操作，提升用户体验，截至 2025 年上半年，IPTV 基础业务收入 41,408.07 万元 (YoY-1.08%)，有效用户达 2,080 万户 (YoY+2.51%)；2) **IPTV 增值业务：**公司加强内容精细化运营，平台集成了华视网聚、华数、百视通、咪咕、优酷、腾讯、爱奇艺等内容提供商的优质内容，同时保证头部内容和精品内容引入的时效性，深化各类视听增值产品的运营，围绕寒假、春节、五一等关键节点，策划推出《优知冬令营》《金蛇迎春启新程》等活动，带动平台点击量与增值业务订购规模实现稳步提升，整体收入 23,672.54 万元 (YoY+23.68%)。

内容版权业务：致力于多元化布局，媒资库持续建设。公司持续建设喜粤 TV”媒资库，内容版权业务实现收入 4,800.15 万元 (YoY+24.10%)。精品影视方面，联合出品的网络剧《盲点》于 2025 年 4 月在爱奇艺首播，播出期间位居平台电视剧飙升榜及热搜榜前列；动画片方面，公司参投的《呼噜噜幻影队》及《曲小奇爆笑语文课》(第一季)已全网上线，覆盖 IPTV、OTT 及主流视频平台；微短剧方面，第三季《欢喜一家人·爱在一起》、第四季《欢喜一家人·人生小事》亦已上线。

互联网电视业务：持续强化云视听产品功能，快速推进智能终端业务。公司不断提升会员权益和观看体验，强化 IP 内容宣推，优化少儿模式、长辈模式功能体验，强化付费变现能力加强云视听系列 APP 产品运营，持续布局电竞、K 歌、短视频等垂类产品，丰富内容产品形态，打造视、听、唱、玩多元互联网电视产品矩阵，同时稳步推进与行业主流终端厂商的智能终端业务合作，逐步构建“内容+平台+终端”的运营闭环。截至 2025 年 6 月末，云视听系列 APP 全国有效用户为 2.25 亿户，公司服务的有效智能终端数量达到 2,771 万台 (YoY+14.74%)。

1 盈利预测与投资建议：根据公司 2025 年上半年业绩情况及所得税政策调整情况，我们调整营收及利润端预测，预计 2025-2027 年实现营业收入为 16.76/17.66/18.46 亿元 (调整前 2025-2026 年为 16.99/17.91 亿元)，归母净利润分别为 7.06/7.42/7.77 亿元 (调整前 2025-2026 年为 6.76/7.12 亿元)，EPS 分别为 3.10/3.26/3.41 元，对应 9 月 3 日收盘价，PE 分别为 14.32X/13.63X/13.01X，维持“买入”评级。

风险因素：增值业务发展不及预期、内容布局不及预期、会员人数拓展不及预期、广告业务拓展风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

资产增速保持高位 中收增速回暖 ——农业银行 (601288) 点评报告

报告关键要素：

农业银行发布 2025 年中期业绩报告。

投资要点：

1 手续费及佣金净收入同比改善：农业银行 2025 单季营收同比增速 1.4%，归母净利润同比增速 3.2%，同比增速均回升营收同比增速为 0.8%，归母净利润同比增速为 2.7%。业绩改善主要受益于手续费净收入增速回正，其中财富管理相关业务如理财和代销基金收入增长较为明显；其次是其他非息收入的稳定增长。

1 资产增速保持高位，县域贷款占比升至 40.9%：截至 1H25 末，农业银行总资产同比增速 11.6%，其中，贷款同比增速 9.9%，金融投资同比增速 12.3%。县域贷款占境内贷款比重升至 40.9%。风险加权资产同比增速 8.7%。核心一级资本充足率 11.11%，较年初下降 31BP。

1 资产质量相关指标基本保持稳定：截至 1H25 末，不良率 1.28%，环比持平于 1Q25。其中，对公不良率 1.45%，低于上年末；经营贷不良率 1.7%，较上年末上升 31BP；信用卡不良率 1.51%，较上年末上升 5BP；消费贷不良率 1.55%，持平于上年末。关注率 1.39%，较上年末下降 1BP。拨备覆盖率 295%，环比下降 2.8 个百分点。

1 盈利预测与投资建议：1H25，农业银行资产增速保持高位，财富管理相关业务如理财和代销基金收入增长较为明显，资产质量相关指标基本保持稳健。公司拟中期分红每股 0.1195 元，分红比例为 30%。根据最新财报数据，调整了盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 7146 亿元、7462 亿元和 7752 亿元；归母净利润分别为 2892 亿元、3035 亿元和 3180 亿元。按照农业银行 A 股 9 月 3 日收盘价 7.15 元，对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.92 倍、0.85 倍、0.79 倍，维持增持评级。

风险因素：银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

扩表提速 中收改善

——北京银行（601169）点评报告

报告关键要素：

北京银行发布 2025 年中期业绩报告。

投资要点：

1 单季业绩增速均回正：北京银行 1H25 营收同比增速为 1.02%，归母净利润同比增速为 1.12%。业绩改善主要受到规模高增和手续费净收入改善的推动。

资产规模加速增长：截至 1H25 末，北京银行总资产同比增速 20.3%，其中，贷款同比增速 10.5%，金融投资同比增速 30.8%。存款同比增速 13.3%。核心一级资本充足率 8.59%，较年初下降 36BP。

1H25 中收同比增速 20.4%：2Q25 和 1H25 手续费净收入同比增长 15.4%和 20.4%，主要来自结算清算业务和代理委托业务收入增长，同比增速分别为 31%和 10%。公司加快金融综合服务模式转型，通过深度嵌入企业财资管理与产业链生态，实现对公结算与数字化支付业务的跨越式发展。另外，公司零售资金量规模突破 1.30 万亿元，较年初增长 885 亿元，增速达 7.28%，持续做大代销产品规模，非存 AUM 占比同比提升 9 个百分点。

资产质量相关指标基本保持稳健：截至 1H25 末，不良率 1.30%，环比持平于 1Q25。关注率 1.5%，较年初下降 29BP。逾期率 1.53%，较年初下降 9BP。1H25 核销力度继续提升，公司积极出清问题资产。截至 1H25 末，拨备覆盖率 195.7%，环比 1Q25 下降 2.34 个百分点。

1 盈利预测与投资建议：1H25 北京银行规模增长加速，手续费净收入改善，资产质量保持稳健。维持盈利预测不变，2025-2027 年营收增速分别为 2.78%、2.31%和 4.7%，归母净利润同比增速分别为 2.14%、2.08%和 2.86%。按照 9 月 3 日收盘价 6.09 元，对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.46 倍、0.43 倍和 0.41 倍，维持增持评级。

风险因素：银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。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。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场