



2025年09月04日

晨会纪要20250904

证券分析师：

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师：

王洋 S0630513040002

wangyang@longone.com.cn

联系人：

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

重点推荐

- 1.博雅生物（300294）：采浆量稳健增长，高浓度静丙获批上市——公司简评报告
- 2.再论人民币本轮升值背后的逻辑——人民币专题跟踪研究（一）
- 3.安井食品（603345）：短期盈利承压，静待需求改善——公司简评报告

财经要闻

- 1.美联储沃勒：我们应在下一次会议上降息 预计未来几个月会有多次降息
- 2.财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 博雅生物 (300294): 采浆量稳健增长, 高浓度静丙获批上市——公司简评报告.....	3
1.2. 再论人民币本轮升值背后的逻辑——人民币专题跟踪研究 (一)	3
1.3. 安井食品 (603345): 短期盈利承压, 静待需求改善——公司简评报告	4
2. 财经新闻	6
3. A 股市场评述	7
4. 市场数据	9

1.重点推荐

1.1.博雅生物（300294）：采浆量稳健增长，高浓度静丙获批上市——公司简评报告

证券分析师：杜永宏，执业证书编号：S0630522040001；证券分析师：付婷，执业证书编号：S0630525070003，dyh@longone.com.cn

投资要点

收入端良好增长，利润端短期承压。2025H1，公司实现营业收入 10.08 亿元（同比+12.51%）、归母净利润 2.25 亿元（同比-28.68%）、扣非归母净利润 1.66 亿元（同比-36.05%）；其中，Q2 单季实现营业收入 4.72 亿元（同比+5.50%）、归母净利润 0.86 亿元（同比-47.63%）、扣非归母净利润 0.63 亿元（同比-51.90%）；2025H1，公司销售毛利率为 53.01%（同比-14.02pp），销售净利率 22.37%（同比-12.88pp）。利润端下滑主要受血制品毛利下降和并购绿十字产生的评估增值摊销等影响。

人凝血因子 VIII 快速放量，坚定聚焦主业。公司 2025H1 血制品业务实现营收 8.52 亿元（同比+7.90%），其中母公司博雅生物血制品收入 7.29 亿元（同比-7.73%），净利润 2.64 亿元（同比-17.30%），收入下降主要是白蛋白及静丙市场供需变化销量及价格下降，PCC 受库存影响销量下降。绿十字血制品贡献收入 1.23 亿元，净利润 1933 万元（2024 年 11 月并表）。从具体产品来看，人血白蛋白、人纤维蛋白原、静注人免疫球蛋白、人凝血因子 VIII 分别实现收入 2.49 亿元（同比+6.68%）、2.16 亿元（同比+3.84%）、1.95 亿元（同比-11.42%）、1.25 亿元（同比+189.91%）。其他业务方面，生化药业务（新百药业）实现收入 0.87 亿元（同比-14.36%），化学药业务（欣和药业）实现收入 745 万元（同比+55.91%），药品经销业务（格林克）实现收入 0.62 亿元（2024 年 11 月并表），2025 年 7 月，公司公开挂牌转让所持博雅欣和 80% 股权，坚定聚焦主业。

采浆量稳健增长，研发进展顺利推进。2025 年上半年公司在营 20 个浆站采集量 320.39 吨，同比增长 7.2%，高于行业平均增速；其中母公司博雅生物采浆量 263.41 吨（同比+6.7%），绿十字 56.98 吨（同比+9.5%）。公司研发创新成果丰硕，10% 静丙于 2025 年 5 月获批上市，成为国内第三家拥有该产品的企业；破伤风人免疫球蛋白已递交发补资料进入专业审评阶段；皮下注射人免疫球蛋白获批开展临床试验，跻身国内前三，为后续发展储备强劲动力。公司在国际市场拓展方面成果显著，静丙成功获得多米尼加共和国《药品注册证书》，静丙、纤原顺利取得土耳其 GMP 证书。

投资建议：考虑到血制品市场供需变化，并购摊销影响等，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年的营收分别为 19.29/22.48/26.01 亿元，归母净利润分别为 4.49/5.49/6.65 亿元（2025-2026 年原预测为 7.78/9.08 亿元），对应 EPS 分别为 0.89/1.09/1.32 元，对应 PE 分别为 29.34/24.01/19.82 倍。维持“买入”评级。

风险提示：浆站获批进度不及预期风险；产品研发进展不及预期风险；产品降价风险；商誉减值风险等。

1.2.再论人民币本轮升值背后的逻辑——人民币专题跟踪研究（一）

证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002

联系人：邓尧天，dytian@longone.com.cn

投资要点

人民币近期升值原因。自 2025 年 8 月以来，人民币兑美元开启了新一轮的下行周期，即期汇率盘间最高触及 7.12，而中间价则一度触及 7.10 重要汇率关口。根据人民币中间价构建公式：人民币中间价=“人民币收盘价”+“一揽子货币隔夜变化”+“逆周期因子”，我们将各种驱动因素分别进行贡献度量化，得到本轮升值主要是受到市场自身驱动影响，而非逆周期因子导致的政策驱动。

顺势而为的逆周期调节。我们认为本轮中间价走强并非政策引导型升值信号，相反地，近期央行所运用的逆周期因子操作相当有限。我们测算结果显示逆周期因子在 8 月以来对人民币中间价值贡献度并不算高，仅占比 26%。进入 2025 年下半年，逆周期因子一直被控制在 500 pips 内小幅波动，可见当前汇率政策更加偏向于“稳预期”而不是“释放主动升值信号”。

市场驱动型的人民币升值。我们认为本轮人民币升值更多是受市场力量驱动。第一个原因是“弱美元”背景下的被动升值。自 2025 年 3 月起，我们拟合的美元情绪指数显示，投资者对美元的持有情绪一路下跌至历史相对低位 35 处徘徊，美元持有情绪的回落使得大部分新兴市场货币得以被动升值。后续随着美元降息窗口的打开，我们认为人民币或有进一步升值空间。第二个原因则是由于人民币及其资产吸引力不断提高导致的主动升值。进入 2025 年下半年以来，中国股市估值不断修复，风险资产吸引力的不断提升，“FPI 资本流入带动人民币升值”的叙事逻辑也在不断强化。与此同时，受人民币资产大涨和地缘政治的缓和，贸易结汇和套保意愿均有所回暖，进一步拉动人民币市值上行。短期来看，受公司纳税和中报分红购汇需求影响，年内后续人民币结汇盘或依然较为明朗，现货和远期结汇需求和意愿或均持续向好。

为何人民币对近期债市流出没有反应？外资在 6-7 月抛售了大约 4200 亿元人民币债券，其中同业存单类资金净流出达到 2400 亿元。有趣的是，这次外资对中国固收资产的抛售并没有引起人民币的贬值，反而人民币在 6-7 月呈现出缓慢升值的行情。结合平仓净额和远期售汇存续额度，我们认为本次外资减持人民币债券后并没有选择立即进行汇兑获利，主要原因或是由于下半年国内“股债跷跷板效应”明显，外资策略性地减持债市资产后继续留在中国市场并择机增持股市风险资产，如此也能避免频繁跨境支付引起不必要的额外交易费用。同时，我们认为后续债市资金流出将会逐步放慢。过去十二个月中，同业存单作为外资投向境内债市的主要资产，在经历 5、6、7 月的大幅减持后，基本将过去十二个月的净流入消耗殆尽，换句话说，本轮外资减持人民币债券的浪潮已经到达尾声。后续，我们认为随着远期外汇贴水深度收窄，人民币债券收益下降，外资对人民币债券或倾向于战略性质的风险平衡配置。

风险提示：地缘政治风险恶化，使得外资加速流出中国市场；美国经济上行超预期使得企业继续超配美元资产，导致企业结汇意愿减弱；美国通胀上行超预期使得美国降息预期减弱，外汇市场贴水程度加深。

1.3.安井食品（603345）：短期盈利承压，静待需求改善——公司简评报告

证券分析师：吴康辉，执业证书编号：S0630525060001；证券分析师：姚星辰，执业证书编号：S0630523010001，wkh@longone.com.cn

投资要点

事件:公司发布 2025 年中报业绩,2025H1 公司实现营业收入 76.04 亿元(同比+0.80%,下同),归母净利润 6.76 亿元(-15.79%)。其中,Q2 营业收入 40.05 亿元(+5.69%),归母净利润 2.81 亿元(-22.74%)。

1)分产品:核心大单品表现稳健,期待新品表现。2025H1 调制食品实现营收 37.59 亿元(-1.94%),占总收入比重 49.4%(-1.8pct),其中 Q2 调制食品营收 17.50 亿元(-1.41%),主要系餐饮疲软及竞争加剧。2025H1 菜肴制品营收 24.16 亿元(+9.40%),其中 Q2 菜肴制品营收 15.80 亿元(+26.10%),受益于小龙虾销量及平均售价增加。2025H1 面米制品实现营收 12.41 亿元(-3.89%),其中 Q2 面米制品营收 5.83 亿元(-10.72%),主要系行业竞争加剧,公司加大促销力度,价格略有下降所致。整体来看,公司火锅料韧性较强,锁鲜装增长态势良好,在餐饮较疲软的背景下,重点发力 C 端,锁鲜装系列上继续打造迷你化、条状化,嫩鱼丸、“肉多多烤肠系列”等产品值得期待。

2)分渠道:拥抱新渠道,特通、新零售表现较好。顺应渠道变革趋势,公司全面拥抱特通和新零售客户,深挖渠道潜力。2025H1 特通直营实现营收 5.55 亿元(+7.22%),销售占比为 7.30%,其中 Q2 实现收入 3.28 亿元(+19.37%),得益于公司积极开拓连锁餐饮客户。公司积极拥抱新零售渠道,2025H1 新零售及电商实现营收 5.83 亿元(+20.92%),Q2 营收 3.92 亿元(+35.37%),受益于与盒马、小象超市、朴朴等达成合作,销售额快速增长。2025H1 经销商实现营业收入 60.43 亿元(-1.15%),其中 Q2 营收为 31.34 亿元(+1.61%)。

竞争加剧及原材料价格上涨,致使盈利能力承压。2025H1 毛利率为 20.52%(-3.39pct),其中 Q2 毛利率为 18.00%(-3.29pct),毛利率下降幅度较大,主要由于小龙虾、鱼糜等原材料采购价格上涨,叠加行业竞争加剧,促销力度增加所致。费用端,2025H1 销售费率为 5.80%(-0.34pct),Q2 销售费率为 4.96%(+0.11pct),主要系广告宣传费用减少;2025H1 管理费率为 2.72%(-0.48pct),Q2 管理费率为 2.66%(-0.61pct),主要系股权支付费用减少。综上,2025H1 销售净利率为 8.88%(-1.94pct),其中 Q2 净利率为 7.03%(-2.87pct)。

投资建议:考虑行业需求平淡,竞争加剧及原材料价格上涨,下调公司盈利预测。预计 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 14.34/15.93/17.91 亿元(原值为 15.94/17.59/19.73 亿元),增速分别为-3.40%/11.09%/12.42%,对应 EPS 为 4.30/4.78/5.38 元(原值为 5.44/6.00/6.73 元),对应当前股价 PE 分别为 17.29/15.56/13.84。维持“买入”评级。

风险提示:行业竞争加剧、新品拓展不及预期、原材料波动风险、食品安全风险。

2.财经新闻

1.美联储沃勒：我们应在下一次会议上降息 预计未来几个月会有多次降息

9月3日，多位美联储货币政策委员会官员就通胀和利率变动前景发表讲话。数据显示，美联储9月降息25个基点的概率为89.6%。美联储沃勒对媒体表示，我们应在下一次会议上降息。他还指出，可能实施多次降息，具体是否每次会议或间隔次会议行动需依据数据表现而定。我们可以随时调整降息的步伐。

（信息来源：同花顺）

2.财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议

9月3日，为推动实施更加积极有为的宏观政策，加强财政政策与货币政策协调配合，近日，财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议。双方一致认为财政政策与货币政策的协同发力，为应对当前复杂多变的市场环境、推动经济持续回升向好提供了有力保障。下一步，要继续积极发挥部、行联合工作组机制作用，深化合作，加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效。

（信息来源：央行）

3.A 股市场评述

上交易日上证指数延续回落，短线技术条件尚未明显修复

证券分析师：王洋，执业证书编号：S0630513040002，wangyang@longone.com.cn

上交易日上证指数延续回落，收盘下跌 44 点，跌幅 1.16%，收于 3813 点。深成指、创业板双双回落，主要指数跌多涨少。

上交易日上证指数延续向下，再度跌破 5 日、10 日均线，10 日均线破位。量能明显缩小，大单资金净流出超 325 亿元，金额可观。指数日线指标明显走弱，目前尚无明显的拉升结束迹象。下方较近支撑位分别是 20 日、30 日均线，前期高点 3731 点一线与 3674 点一线，目前已转化为支撑。若指数运行到各支撑位附近，可密切观察量价指标配合，关注指数能否展开反弹。但即便指数反弹，若日线技术条件未能明显修复，仍需提防反弹之后再次回落。

上证指数周线呈阴 K 线，在 2007 年 10 月与 2015 年 6 月两个前期高点连成的下降趋势线压力位之下回落调整。周指标尚未明显走弱。若周指标在震荡中走弱，震荡整理或需要更长时间。但指数周线趋势向上尚未改变，下方支撑位较多，指数回落空间并不大。趋势向上的情况下，指数整理充分后或仍有上行动能。

深成指、创业板涨跌不一，深成指收盘回落 0.65%，创业板收盘上涨 0.95%。深成指暂时处于其 10 日均线支撑位上，创业板依托 5 日均线震荡收红，表现强于其他指数。但两指数日线 MACD 虽尚未死叉，但日线 KDJ 死叉尚未修复，120 分钟线 KDJ、MACD 死叉共振成立，短线技术条件走弱尚未修复，目前震荡调整尚无明确结束迹象。但两指数下方支撑位较多，有已经上破的前期高点转化为支撑，有短期均线支撑，还有 60 日均线支撑等。若指数运行到支撑位附近，可加强观察多空在支撑位附近的力量对比。

上交易日同花顺行业板块中，只有 4 个板块逆市收红，收红板块占比仅 4%，收红个股占比 15%，涨超 9% 的个股 52 只，跌超 9% 的个股 51 只，跌超 3% 的个股超 1400 只。上交易日市场情绪延续低落。

上交易日同花顺行业板块中，光伏设备板块逆市收涨居首，收盘上涨 1.21%，明显有大单资金大幅介入。贵金属、游戏、电池、也逆市收红。而军工装备、军工电子、小金属、证券、多元金融、软件开发等板块大幅回落，跌幅均超 3%。光伏设备、电池、IT 服务、化学制药等板块大单资金逆市净流入，而证券、军工装备、软件开发、半导体、汽车零部件、通用设备等板块，大单资金大幅净流出。

光伏设备板块，昨日收盘逆市上涨 1.21%，在同花顺行业板块中涨幅居首。量能呈放大态势，大单资金净流入超 26 亿元，金额可观。指数日线 KDJ 尚未金叉，但日线 MACD 金叉延续，尚未走弱。指数日线均线多头排列，趋势向上尚未改变。指数目前仍处日线均线体系之上，即便回落整理，下方均线体系或提供较强支撑，回落空间并不大。从周线看，指数自 2022 年 8 月震荡向下，最大跌幅超过 74%，在 2024 年 9 月波段底之后，指数震荡盘升，目前仍处相对低位。目前周短期均线多头排列，最近三周，指数上破 120 周均线压力位，取得技术上的进步。目前指数回落空间小，上涨空间大，震荡中仍可逢低观察。

科创 50 指数，昨日收盘下跌 1.64%，收阴 K 线带上下影线。量能明显缩小，盘中或有惜售，大单资金净流出约 24 亿元，金额可观。指数跌破 5 日均线，目前临近 10 日均线支撑位。日线 MACD 尚未死叉，但日线 KDJ 死叉成立，且 120 分钟线 KDJ、MACD 死叉共振尚未修复。目前指数短线技术条件尚未明显修复，震荡整理尚不充分。目前指数 15 分钟指标略有向好，并临近 10 日均线支撑，在此附近或有反弹举动。但指数日线指标修复需要时间，短线反弹后若日线、120 分钟线指标不能明显修复，仍需提防再次震荡回落。但指数

日线、周线趋势向上尚未改变。短线回落空间并不大，本年 8 月 25 日跳空向上留下的缺口、已经上破的黄金分割 50%附近、60 日均线附近，以及 2022 年 3 月以来震荡形成的历时三年多的头肩底颈线位，均构成重要支撑，这些支撑位也相距不远，在支撑位附近可密切关注量价指标配比。

表1 行业涨跌幅情况

行业涨跌幅前五			
行业	涨幅前五（%）	行业	跌幅前五（%）
光伏设备	4.24	地面兵装 II	-10.01
通信设备	2.66	航天装备 II	-6.81
游戏 II	2.02	航空装备 II	-6.08
电池	1.65	军工电子 II	-5.42
综合 II	1.64	家电零部件 II	-4.05

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.市场数据

表2 市场表现

2025/09/03	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	22739	15.47
	逆回购到期量	亿元	3799	/
	逆回购操作量	亿元	2291	/
	7 天逆回购	%,BP	1.4	0.00
国内利率	1 年期 LPR	%	3	/
	5 年期以上 LPR	%	3.5	/
	DR001	%,BP	1.3140	-0.01
	DR007	%,BP	1.4415	0.40
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.7984	-1.83
	10 年期美债到期收益率	%,BP	4.2200	-6.0000
	2 年期美债到期收益率	%,BP	3.6100	-5.0000
股市	上证指数	点,%	3813.56	-1.16
	创业板指数	点,%	2899.37	0.95
	恒生指数	点,%	25343.43	-0.60
	道琼斯工业指数	点,%	45271.23	-0.05
	标普 500 指数	点,%	6448.26	0.51
	纳斯达克指数	点,%	21497.73	1.02
	法国 CAC 指数	点,%	7719.71	0.86
	德国 DAX 指数	点,%	23594.80	0.46
	英国富时 100 指数	点,%	9177.99	0.67
	美元指数	/,%	98.1601	-0.16
外汇	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.1395	11.00
	欧元/美元	/,%	1.1661	0.16
	美元/日元	/,%	148.11	-0.16
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3106.00	-0.32
	铁矿石	元/吨,%	777.00	0.71
国际商品	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3619.70	0.56
	WTI 原油	美元/桶,%	63.97	-0.94
	LME 铜	美元/吨,%	9974.00	-0.39

资料来源：同花顺，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089