

万联晨会

2025 年 09 月 03 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】
周二，A 股三大指数集体收跌，上证指数收盘跌 0.45%，报 3858.13 点，深证成指跌 2.14%，创业板指跌 2.85%。沪深两市 A 股成交额约 2.87 万亿元人民币，超 3900 股下跌。申万行业方面，银行、公用事业领涨，通信行业领跌；概念板块方面，减速器、PEEK 材料、工业母机涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘跌 0.47%，恒生科技指数跌 1.22%。美国三大股指全线收跌，道指跌 0.55%，标普 500 指数跌 0.69%，纳指跌 0.82%。欧洲股市三大股指收盘全线下跌，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】
【财政部、税务总局发布《关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知》】9 月 2 日，财政部、税务总局发布《关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知》，包括：一、对承接主体在运用划转的国有股权和现金收益投资过程中，贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入和金融商品转让收入，免征增值税。二、将转让划转的国有股权及现金收益投资取得的收入，作为企业所得税不征税收入。三、承接主体转让划转的非上市公司国有股权，免征承接主体应缴纳的印花税。四、对承接主体转让划转的上市公司国有股权，以及运用现金收益买卖证券应缴纳的证券交易印花税，实行先征后返。

研报精选

2025H1：实体药店整体业绩承压，出清和降本增效效果初显
2025H1：产品价格下滑拖累血制品上市公司业绩
储蓄代理费率调整推动业绩回升

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,858.13	-0.45%
深证成指	12,553.84	-2.14%
沪深 300	4,490.45	-0.74%
科创 50	1,328.28	-2.13%
创业板指	2,872.22	-2.85%
上证 50	2,992.88	0.39%
上证 180	9,903.19	-0.33%
上证基金	7,098.36	-0.17%
国债指数	225.07	-0.04%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	45,295.81	-0.55%
S&P500	6,415.54	-0.69%
纳斯达克	21,279.63	-0.82%
日经 225	42,310.49	0.29%
恒生指数	25,496.55	-0.47%
美元指数	98.41	0.01%

主持人： 陈达
Email: chenda@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周二，A股三大指数集体收跌，上证指数收盘跌0.45%，报3858.13点，深证成指跌2.14%，创业板指跌2.85%。沪深两市A股成交额约2.87万亿元人民币，超3900股下跌。申万行业方面，银行、公用事业领涨，通信行业领跌；概念板块方面，减速器、PEEK材料、工业母机涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘跌0.47%，恒生科技指数跌1.22%。美国三大股指全线收跌，道指跌0.55%，标普500指数跌0.69%，纳指跌0.82%。欧洲股市三大股指收盘全线下跌，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】

【财政部、税务总局发布《关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知》】9月2日，财政部、税务总局发布《关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知》，包括：一、对承接主体在运用划转的国有股权和现金收益投资过程中，贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入和金融商品转让收入，免征增值税。二、将转让划转的国有股权及现金收益投资取得的收入，作为企业所得税不征税收入。三、承接主体转让划转的非上市公司国有股权，免征承接主体应缴纳的印花税。四、对承接主体转让划转的上市公司国有股权，以及运用现金收益买卖证券应缴纳的证券交易印花税，实行先征后返。

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

研报精选

2025H1：实体药店整体业绩承压，出清和降本增效效果初显 ——医药商业行业跟踪报告

行业核心观点：

2025年上半年实体药店行业整体业绩承压，原因包括居民购买力下滑、药店行业竞争加剧、医保个人账户管理趋严、药品集采等政策影响。从数据看，行业出清和降本增效效果明显，行业发展质量提升。

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，实体药店指数上涨4.86%，实体药店上市公司股价表现分化较大。业绩表现方面，2025年上半年实体药店板块整体收入同比增长0.10%，归母净利润同比增长0.88%，增速有所放缓，原因包括居民购买力下滑、药店行业竞争加剧、医保个人账户管理趋严、药品集采等政策影响。

1 投资建议：2025年上半年实体药店板块业绩整体承压，上市公司业绩分化明显，从分化情况可以看出，未来门店优化和降本增效是提升药店市场竞争力的关键要素。目前国内处方药院外市场占比较低，相比日美仍旧有较大增长空间。叠加老龄化趋势下，院外市场有望持续扩容。大型连锁药店布局双通道药房、门诊统筹资质落地，积极承接处方外流，有望进一步提升客流。在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，合规运营、精细管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势。目前行业正处于供给侧出清阶段，低效门店关闭，龙头药店市占率提升，行业集中度提高是大趋势，同时在数字化

和智能化助力下，实体药店的经营效率有望进一步提升。建议关注门店优化、降本增效、供应链优化、产品结构优化等方面表现领先的龙头企业。

风险因素：医保控费与集采降价风险、处方外流不及预期风险、经济疲软与需求减弱风险、门店扩张不及预期风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

2025H1：产品价格下滑拖累血制品上市公司业绩 ——生物制品行业跟踪报告

行业核心观点：

2025 年上半年行业受产品价格压制影响，整体收入和利润承压，长期看，行业景气度依旧。

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，血制品指数下跌 2.59%，血制品上市公司股价表现分化较大。业绩表现方面，2025 年上半年血制品板块整体收入同比下降 0.76%，归母净利润同比下降 17.96%，主要因为产品销售价格较去年同期下降，部分因子类产品集采降价。除华兰生物因费用管控略好外，多数企业利润显著下滑，核心问题集中在产品价格下降。

1 投资建议：2025 年上半年血制品行业收入和利润承压主要受到产品价格下滑影响，但血制品作为刚需产业和资源型产业，行业景气度依旧。人口老龄化、医疗水平提升背景下，血制品需求端稳定；各家血浆量采集增长稳定，新增浆站支撑扩张；高毛利产品比例提升。预计下半年在价格企稳，新产品上市等因素推动下，以及重组人血白蛋白短期冲击有限，集采续约降价可控，行业整体有望保持稳健增长。在行业整合加速，集中度持续提升下，头部企业具备资源优势，有望实现内生和外延双份增长。建议关注采浆能力强、产品管线丰富、有整合能力的龙头。

1

风险因素：产品价格下滑风险、采浆进度不达预期风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

储蓄代理费率调整推动业绩回升 ——邮储银行（601658）点评报告

报告关键要素：

邮储银行发布 2025 年中期业绩报告。

投资要点：

1 业绩增速回升：邮储银行 1H25 营业收入、拨备前利润以及归母净利润增速分别为 1.5%、14.9%和 0.8%，较 1Q25 分别提升 1.6、8.3 和 3.5 个百分点。净利息收入同比下降 2.7%，降幅较 1Q25 收窄。手续费净收入同比增长 11.6%，其中投资银行和理财业务快速增长是主要影响因素。其他非息收入同比增速 25.2%，主要来自于投资净收益的贡献。成本端，由于储蓄代理费率的调整，使得业务管理费率先同比下降 5.2 个百分点；拨备计提力度加大，信用成本率上升。

1 信贷增长维持高位：1H25 贷款同比增长 10.5%，总资产同比增速达到 10.8%。财政注资落地后，1H25 公司核心一级资本充足率 10.52%，环比提升 1.31 个百分点。净资本的提升，有助于公司后续资产投放，实现长期稳定经营。

1 拨备覆盖率环比下降：截至 1H25 末，不良率为 0.92%，关注率 1.21%，环比分别上升 1BP 和 14BP。不良生成率为 0.93%，较 2024 年小幅上升 9bp，其中公司贷款和小企业贷款的不良生成率分别为 0.12%和 1.60%，零售贷款不良生成率 1.53%。拨备覆盖率 260%，环比下降 5.8 个百分点。

1 盈利预测与投资建议：根据公司最新财报数据、市场利率变化以及拨备计提力度变动，我们调整了 2025 年-2026 年的盈利预测，并引入 2027 年盈利预测，2025 年-2027 年归母净利润分别为 882.47 亿元、905.1 亿元和 933 亿元，归母净利润同比增速分别为 2.04%、2.56%和 3.08%。当前股价对应的 2025-2027 年的 PB 估值分别为 0.71 倍、0.66 倍和 0.62 倍，维持公司增持评级。

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