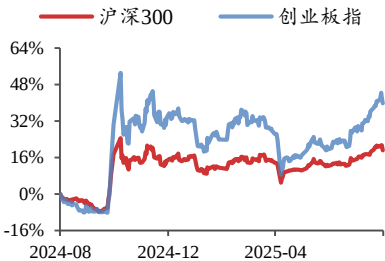


2025 年 08 月 01 日

开源晨会 0801

——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(%) |
|------|--------|
| 计算机  | 0.388  |
| 通信   | 0.064  |
| 综合   | -0.290 |
| 国防军工 | -0.395 |
| 银行   | -0.504 |

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 钢铁   | -4.079 |
| 有色金属 | -3.187 |
| 房地产  | -3.143 |
| 煤炭   | -2.721 |
| 非银金融 | -2.566 |

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】美联储内部分歧加大，降息或尚需时日——7 月 FOMC 会议点评-20250731

【宏观经济】充分释放，有效释放——7 月政治局会议学习——宏观经济点评-20250730

【金融工程】资产配置月报（2025 年 8 月）——金融工程定期-20250731

行业公司

【通信】Meta 再次上调资本支出指引，微软云业务表现亮眼，海外 AI 正循环效果显著——行业点评报告-20250731

【通信】Vertiv 和 Celestica 上调指引，液冷按下提速键——行业点评报告-20250731

【银行】险资增配动因与 PB-ROE 估值曲线演变“新范式”——行业深度报告-20250731

【医药：国邦医药(605507.SH)】2025Q2 业绩超预期，动保板块迎来大幅增长——公司信息更新报告-20250731

【医药：药明康德(603259.SH)】2025H1 业绩超预期，TIDES 业务强劲增长——公司信息更新报告-20250731

【医药：恩华药业(002262.SZ)】神经类业务快速增长，创新管线逐步兑现——公司信息更新报告-20250731

## 研报摘要

## 总量研究

## 【宏观经济】美联储内部分歧加大，降息或尚需时日——7月FOMC会议点评-20250731

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7月31日凌晨2点发布7月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

## 声明及发布会要点

1.美联储在此次会议上宣布维持利率水平在4.25%-4.5%区间。缩表方面，将继续按照3月FOMC会议上的原定计划执行。

2.再次维持利率水平不变，认为经济不确定性仍高，出现2张反对票。在声明中，美联储的措辞同6月份相比略有变化，认为虽然净出口的波动影响了经济数据，但上半年美国经济活动增长有所放缓。就业与通胀方面，与6月表述基本相同。但美联储认为美国经济前景的不确定性依旧高涨。此外，本次会议中出现两票反对，鲍曼以及沃勒认为本次会议中应该降息25bp，与其前期表态一致，但凸显出美联储内部的分歧进一步显性化。

3.发布会上，鲍威尔表态中性略偏鹰，对通胀较为警惕。在发言稿以及问答中，鲍威尔整体表态中性略偏鹰，称当前利率水平具有适度限制性，对通胀较为警惕。其表示当前的利率水平具有适度限制性，让美联储可以及时应对潜在的经济变化及平衡风险，且适合防范通胀风险。美联储需要高效的防止通胀持续上行，因此不能行动过早，目前尚未对9月会议做出任何决定。但将通过工具确保关税导致的一次性价格上升不会演变成严重的通货膨胀。

## 美国经济数据尚可，降息时点仍受通胀制约

1.美国2季度GDP数据尚可，美联储降息紧迫性并不高。美国2季度实际GDP环比初值录得3.0%，前值为-0.5%。同比增速则录得2%，与1季度持平。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动2季度GDP环比增长0.98、-3.09、4.99、0.08个百分点。从国内最终私人购买来看，2季度环比增长1.2%，较1季度下降0.7个百分点，整体维持了一定程度的韧性，美国经济确有走软，但短期尚无快速下行风险，美联储降息的紧迫性并不高。

2.美联储降息时点或仍受通胀制约。虽然7月美国密歇根大学的通胀预期较6月下跌0.7个百分点至4.4%，且长期通胀预期亦显示出相同的趋势，似乎在美国居民的通胀预期中，关税影响已经基本忽略。但在6月的CPI数据中，CPI中值、截尾平均CPI这两项能代表通胀趋势的值均出现了不同程度的反弹，考虑到7、8月份暑期的出行与消费有一定的季节性上升因素，美联储或仍在观望通胀上升的斜率与持久性。此外，随着近期一些贸易协定的达成，美国整体的关税税率或将迎来更进一步上行。美联储很可能需要更多时间重新评估关税造成的通胀上升影响。基准情形下，我们仍维持11月首次降息，全年降息1-2次的判断。

## 短期内市场风险偏好面临一定程度的压制

决议及发布会后，市场风险偏好受到一定压制。美股方面，在声明及发布会后，美股下跌。最终道琼斯指数收跌0.38%，纳斯达克指数收涨0.15%；美债方面，10年期美债收益率总体上行，目前上升至4.35%以上；美元方面，发布会后持续上行，已经逼近100关口；黄金则录得下跌，目前低于3350美元/盎司。我们认为由于美联储表态较鹰派，市场风险偏好短期内面临一定抑制，后续或主要关注公司财报及关税政策。CME期货定价美联储将在2025年降息不超过50bp。

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】充分释放，有效释放——7月政治局会议学习——宏观经济点评-20250730**

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

事件：中共中央政治局7月30日召开会议，分析研究当前经济形势和工作。

1.形势判断：上半年经济展现强大活力和韧性，下半年要增强忧患意识。“十五五”要积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，指向有望继续扩大内需。

会议明确将于10月召开中共二十届四中全会，研究“十五五”规划。会议指出，“‘十五五’时期要保持战略定力，积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，在激烈国际竞争中赢得战略主动”，指向“十五五”期间的宏观主线有望聚焦于积极扩大内需，应对外部变化，可密切关注新质生产力相关的制造业投资（国产替代）、更新投资（城市更新、新基建）、服务消费等方面。

回归短期，会议肯定上半年我国经济工作，指出“我国经济展现强大活力和韧性”；也指出当前“经济运行依然面临不少风险挑战”，“要正确把握形势，增强忧患意识，坚持底线思维”，“努力完成全年经济社会发展目标任务”，意味着在完成经济目标的要求下，政策会继续做好逆周期支持。

2.政策基调：持续发力、适时加力、关键在于释放政策效应。

会议指出“宏观政策要持续发力、适时加力”（4月为“加紧实施”），更关键的是强调“充分释放政策效应，有效释放内需潜力”，指向下半年宏观政策将在稳定中保持灵活性，并且更加强调提升政策效应和效果。

（1）财政重在存量政策落实落细，更重“质”，重点是提高政策效果。会议指出“落实落细更加积极的财政政策”，“落实落细”对应4月份的“用好用足”，指向财政政策已充分出台，接下来更注重抓落实。同时会议指出“充分释放政策效应”，我们理解在这个阶段财政可能更加重视“质”而非“量”，比如通过提振社会信心增加财政乘数效应，以及在可能出现透支效应的领域进行灵活调整等。从这个角度来讲，鉴于商品以旧换新在部分领域已经出现透支效应，因此后续需要培育透支效应偏弱的服务消费，以及通过“一老一小”等民生保障政策促进消费提升，可以更具持续性（社保民生类政策的乘数效应具有“短期低长期高”的特点），这一点也对应了会议原文指出的“在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求”。具体举措与4月区别不大，强调政府债券的尽快发行和优化资金使用效率。我们测算，专项债和超长期特别国债在三季度还将保持一定发行强度，广义财政发力下消费以旧换新、“两重”投资将稳步推进。若临近年底财政收入缺口扩大，再观察加码的可能性。

（2）货币仍保留降准降息的可能，四季度概率大于三季度。会议用“促进社会综合融资成本下行”替换了“适时降准降息”，或指向短期降准降息的概率下降，但鉴于四季度经济增速仍存下行压力以及美联储可能落地降息，我们认为国内降准降息的时间点方面，四季度比三季度概率更高。结构性货币工具由“创设”变为“用好”，支持领域在科技、消费、外贸外新增了小微企业。

（3）扩内需方面同样侧重“有效”，会议指出“有效释放内需潜力”，消费端关注服务消费增长点和民生保障，投资端关注“两重”、雅下工程、新型政策性工具以及城市更新。尽管本次未提及新型政策性金融工具，但7月多地已在对新型政策性金融工具实施方案征求意见并开始项目储备，预计三季度或将落地，叠加雅下水电正式开工，有望对基建形成拉动。此外，会议延续了中央城市工作会议精神的“高质量开展城市更新”。鉴于城市发展正从增量扩张阶段转向存量提质增效阶段，本轮城市更新应以存量改造升级为主，除了涵盖城中村和危旧房改造、好房子建设、城乡融合发展等地产投资，还会带动老旧管线改造、基础设施投资的绿色和智能化改造升级、生活性服务业投资等基建领域，形成长期拉动。

（4）全国统一大市场建设和“反内卷”叠加，是一项系统性工程。会议强调“纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为”，结合7月23日党外人士座谈会提到“破除‘内卷’，畅通国内大循环”，指向“全国统一大市场建设”应是下一阶段改革的重点任务。我们认为，这是一项复杂的系统性工程，不仅依靠行政力量和市场兼并重组破除内卷，更需要结合

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

产业政策调整、财税体制改革、地方考核优化、扩内需政策加码等统筹推进，需持续观察。

(5) 稳外贸和民生保障是兜底措施。会议提出“稳住外贸外资基本盘”，鉴于后续抢出口动能存在不确定性，稳外贸政策需要发挥兜底作用。民生方面突出就业优先和惠民政策。近期育儿补贴落地，也是扩大消费的一环。

(6) 仍重视“稳股市”。会议提出“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”指向或将持续吸引长期资金入市，稳住资本市场。

风险提示：经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

### 【金融工程】资产配置月报（2025 年 8 月）——金融工程定期-20250731

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

多资产配置观点：看多短债、偏股低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值上行，市场交易经济回暖预期；高频消费通胀同比较前值下行，市场交易消费通胀下行预期；高频生产通胀同比较前值上行，市场交易生产通胀上行预期。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 1 年期短久期债券。

转债配置：截至 2025 年 7 月 25 日，“百元转股溢价率”为 33.71%，转债相对正股配置价值偏低；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为-2.06%，偏债转债相对信用债配置性价比偏低；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 22.4%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算下调，股票仓位大幅下降

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 7 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 18.72%，债券仓位为 81.28%，7 月组合收益 0.84%。展望 8 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号为中性，历史估值分位数信号看空，股票仓位为 7.44%，债券仓位为 92.56%。

行业轮动观点：看多钢铁、非银、有色、通信等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：成长组得分高于价值组，推荐配置成长风格；板块上看多大周期、大科技、大金融板块。

行业配置推荐：钢铁、非银金融、有色金属、通信、医药生物、电子。

ETF 轮动组合：矿业 ETF、钢铁 ETF、证券 ETF、创新药 ETF 沪港深。

“配置+选基” FOF 组合：7 月组合收益 5.45%，相对偏股基金超额-1.81%

2025 年 7 月，开源“配置+选基” FOF 组合收益率为 5.45%，偏股型基金指数收益率为 7.26%，组合超额收益为-1.81%。

2025 年 8 月，我们看多高质量因子、看空高成长、低估值因子，相应高配高质量大盘风格基金，低配高成长、

低估值、小盘黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

## 行业公司

**【通信】Meta 再次上调资本支出指引，微软云业务表现亮眼，海外 AI 正循环效果显著——行业点评报告-20250731**

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

MetaQ2 业绩超预期，上调全年资本支出下限

2025 年 7 月 31 日，Meta 公布第二季度财报，公司 2025Q2 实现营收 475.2 亿美元，高于预期的 448.3 亿美元，公司预计第三季度营收区间为 475 亿美元至 505 亿美元，预计 2025 年全年支出将在 660 亿美元至 720 亿美元之间，此前预计下限为 640 亿美元，更高于年初 600-650 亿美元资本开支指引。公司继续在人才、基础设施、数据中心和能源方面进行大量投资，以应对快速演进的 AI 竞赛，并积极进军智能眼镜领域，寻求拓展 AI 变现渠道。

微软云业务增速亮眼，重视“Scale-up”打开光通信成长空间

近期多家海外企业公布新一季度财报，Celestica 公告 2025Q2 实现营收 28.9 亿美元，同比增长 21%；康宁 2025Q2 实现营收 40.5 亿美元，同比增长 12%；微软 FY2025Q4 实现营收 764.4 亿美元，同比增长 18%，智能云部门(含 Azure)FY2025Q4 收入同比增长 26%至 299 亿美元(预期 289 亿美元)，AzureFY2025 全年收入超 750 亿美元，同比增长 34%。

据康宁公告，2025Q2 企业网络销售额同比增长 81%，主要受“Scale-up”的推动，超大规模客户正在打造更强的 AI 节点，新“Scale-up”机会（提升节点能力和 GPU 密度）预计是现有 20 亿美元业务的 2-3 倍规模；此外，在数据中心互联业务方面，高带宽、低延迟连接需求上升，三家行业客户已采用新技术。

看好海外 AI 算力产业链或步入估值提升阶段

我们认为 AI 巨头或进入 AI 算力和 AI 应用大规模投入期，海外巨头资本开支加速释放，AI Agent 逐步完善，需高度重视 AIDC 算力产业链核心投资方向，重视各大细分板块投资机会：

【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：东山精密、长芯博创等；

【液冷】推荐标的：英维克；

【光芯片】受益标的：源杰科技、长光华芯、华工科技、光迅科技等；

【MPO&FAU&插芯等】推荐标的：天孚通信，受益标的：仕佳光子、太辰光、致尚科技等；

【光纤】推荐标的：中天科技、亨通光电；受益标的：长飞光纤、光库科技等；

【AIDC】推荐标的：新意网集团；受益标的：万国数据等；

【DCI】受益标的：德科立等；

【电源】受益标的：麦格米特等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

**【通信】Vertiv 和 Celestica 上调指引，液冷按下提速键——行业点评报告-20250731**

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

液冷企业 Vertiv 上调业绩指引，订单规模持续提升

2025 年 7 月 30 日，维谛公布第二季度财报，公司 2025Q2 实现营收 26.38 亿美元，超出此前 23.5 亿美元指引，同比增长 35%，环比增长 30%，公司上调 2025 财年业绩指引，从 93.25-95.75 亿美元提升至 99.25-100.75 亿美元。订单方面，过去 12 个月订单同比增长 11%。我们认为维谛业绩上调和订单的持续增长，或反应了 AI 发展浪潮下液冷温控需求的不断提升。

Celestica 上调业绩指引，液冷需求或再提升

2025 年 7 月 28 日，据天弘科技 Celestica 公告，2025Q2，公司实现营收 28.9 亿美元，同比增长 21%，超公司指引预期，实现调整营业利润率 7.4%，同比提升 1.1 个百分点。由于上半年强劲的表现，以及 CCS 客户不断加强的需求指引，公司上调 2025 年全年业绩指引，预计实现营收 115.5 亿美元（原 108.5 亿，上调 7 亿美元），预计实现调整营业利润率 7.4%（原 7.2%，上调 0.2 个百分点）。Celestica 业绩亮眼验证海外 AI 高景气度，海外 AI 发展或驱动液冷渗透率提升。

看好 AI 时代液冷从可选项走向必选项

AI 时代液冷从可选项走向必选项：（1）主流计算芯片功耗不断增加；（2）AI 集群功率密度提升；（3）单机柜功率持续增长；（4）双碳时代严控 PUE。我们认为在数据中心高密度化时代，液冷优势日益凸显。推荐标的：英维克（液冷全链条自研龙头）；受益标的：申菱环境、银轮股份、同飞股份、高澜股份、思泉新材、科华数据、科创新源、飞龙股份、曙光数创、强瑞技术、佳力图、川润股份、精研科技、海鸥股份、飞荣达、依米康、恒为科技、东阳光等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

### 【银行】险资增配动因与 PB-ROE 估值曲线演变“新范式”——行业深度报告-20250731

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

增量险资持续配置银行股，FVOCI 股票投资及长股试点均有增配空间

本轮银行股持续上涨行情源于资金面驱动，市场关注险资增配银行股的原因及空间。当前保险资金配置银行股主要有两种形式：第一、险资于二级市场逐步增持，部分增持至触发举牌，且主要集中在 H 股，或源于港股市场高股息、低成本及税收三方面优势；第二、纳入长期股权投资管理并以权益法核算，此时账面价值不因股价波动直接变化，伴随政策支持长期股票投资试点扩容，未来试点基金长期增配银行股仍具可行性。

五因素驱动险资增配红利资产，银行板块高股息特征受益

第一、资产收益率下行期间预定利率同步调降，但保险业负债成本仍呈刚性，故有增配高股息提升收益诉求；第二、偿二代规则优化及延期缓解资本压力，提升险企增配权益空间；第三、保险资金运用量、效同步提升，权益投资比例上调打开配置空间；第四、新金融工具准则实施加剧险企利润波动，推动险企增配高股息标的至 FVOCI 账户稳定利润；第五、考核方案优化后险企更注重长期收益率，与长期持有高股息投资策略更加适配。

负债、产品、资产端边际变化或导致险资减配银行股

负债端：由于预定利率下调有效降低新单负债成本，若债券收益率持续回调固收资产将更具配置价值，或分流高股息配置资金；产品端：传统险主要配置固收类资产，而分红险产品配置高股息标的倾向更高，2024 年以来分红险产品销售持续修复，若未来保费回落，或代表配置高股息增量资金延续性欠佳；资产端：投资者对银行板块股价表现或有较强预期，但银行业绩兑现压力较大，若 2025Q2 业绩进一步下行或引起股价回调，险企偿付能力阶段性承压。

投资策略：把握板块轮动效应，关注 PB-ROE 曲线演变

当前 PB-ROE 曲线斜率较前期平坦化，曲线拟合优度偏弱，背后逻辑在于估值驱动由前期基本面因子向股息逻辑切换。曲线的演变代表当前银行股估值仍以红利为基础，同时机构资金偏好、配置时点的差异性，亦推动行情在银行板块间轮动。此外建议从两个角度关注市场风险：一是基于 DDM 模型，我们测算当前隐含必要收益率约为 5.2%，与无风险利率的利差约为 3.5%，未来若利差水平缩窄，无风险利率降幅打开将推动银行 PB 估值进一步提升，反之则需关注风险；二是基于 PB-ROE 曲线平坦化的特征，关注高、低估值银行间 PB 差，即股息逻辑下，板块带动个股估值提升存在边界，高、低估值银行间需保持合理的 PB 差，未来若 PB 差于低水平持续较长时间或意味板块轮动失效，当高估值银行“涨不动”时或代表银行板块行情结束。

基于组合配置的策略，我们推荐标的仍延续前期红利逻辑：1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济下行、房价下降超预期、海外经济不确定性外溢。

### 【医药：国邦医药(605507.SH)】2025Q2 业绩超预期，动保板块迎来大幅增长——公司信息更新报告-20250731

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

2025Q2 业绩超预期，动保板块迎来大幅增长

2025 上半年公司实现收入 30.26 亿元（同比+4.63%，下文都是同比口径），归母净利润 4.56 亿元（+12.6%），扣非归母净利润 4.36 亿元（+10.33%），毛利率 26.85%（+0.25pct），净利率 15.00%（+1.02pct）。2025Q2 公司实现收入 15.86 亿元（+2.1%），归母净利润 2.41 亿元（+16.87%），扣非归母净利润 2.32 亿元（+14.83%），毛利率 27.23%（+1.36pct），净利率 15.11%（+1.86pct）。考虑公司动保原料药拐点向上，维持公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 9.95/12.35/13.91 亿元，当前股价对应 PE 为 13.3/10.7/9.5 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

动保板块大幅增长，氟苯尼考出货量突破 2000 吨

2025 上半年公司医药板块收入 17.35 亿元（-9.87%）。2025 上半年公司动保板块收入 12.59 亿元（+70.37%）；动保业务规模优势带来的边际成本下降明显体现，2025 上半年氟苯尼考出货量突破 2000 吨，市占率持续提升；盐酸多西环素获批 CEP 证书，销售国家突破 50 个，客户超 200 家。2025 上半年公司境外收入 12.91 亿元（+0.23%）。

研发投入持续增长，拓展新药研发领域

截至 2025 年上半年末公司拥有研发人员 500 余人，2025 年上半年公司研发费用 0.97 亿元（+4.80%），研发费用率 3.22%（+0.01pct）。2025Q2 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.35%、3.66%、3.7%、0.27%，同比+0.38pct、-1.16pct、+0.14pct、+1.05pct。公司与兰州大学天然产物全国重点实验室合作成立健康活性物质研发与应用中心，对标国际水平开展小分子新药物研发；与浙江大学创新创业研究院达成战略合作，并成立股权投资基金，重点投资前沿生物医药、新兴科技产业等领域。

风险提示：产品质量控制风险、行业政策变化风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

### 【医药：药明康德(603259.SH)】2025H1 业绩超预期，TIDES 业务强劲增长——公司信息更新报告-20250731

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

2025H1 业绩超预期，TIDES 业务增速强劲打开成长空间

2025H1 公司实现营收 207.99 亿元，同比增长 20.64%，持续经营业务收入同比增长 24.2%；归母净利润 85.61 亿元，同比增长 101.92%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 63.1 亿元，同比增长 44.4%，经调整 Non-IFRS 净利率达

30.4%。单看 2025Q2 公司实现营收 111.45 亿元，同比增长 20.37%，环比增长 15.43%；归母净利润 48.89 亿元，同比增长 112.78%，环比增长 33.14%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 36.4 亿元，同比增长 47.9%，环比增长 35.8%。截至 2025 年 6 月底，公司持续经营业务在手订单 566.9 亿元，同比增长 37.2%；公司预计 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长，整体收入指引从 415-430 亿元上调至 425-435 亿元。考虑下游需求持续回暖以及 TIDES 业务快速发展，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 134.07/151.27/179.39 亿元（原预计 112.97/128.58/154.93 亿元），EPS 为 4.67/5.27/6.25 元，当前股价对应 PE 为 21.2/18.8/15.8 倍，维持“买入”评级。

小分子 D&M 管线持续扩张，TIDES 业务强劲增长

2025H1 公司化学业务实现营收 163.0 亿元，同比增长 33.5%。小分子 D&M 管线持续扩张，2025H1 新增分子 412 个，目前管线分子总计 3409 个。公司持续拓展多肽、寡核苷酸等新兴业务，TIDES 业务增长强劲，2025H1 收入约 50.3 亿元，同比增长 141.6%；截至 6 月底，TIDES 在手订单同比增长 48.8%；预计 2025 年底多肽固相合成反应釜总体积将提升至超过 100000L。

临床业务稳健发展，着力搭建新分子种类相关生物学平台

2025H1 公司测试业务实现营收 26.9 亿元，同比下滑 1.2%；2025Q2 实现营收 14.0 亿元，同比增长 1.6%。公司药物安全性评价及 SMO 业务保持亚太行业领先地位，2025H1 实验室分析与测试业务共实现营收 18.9 亿元，同比增长 0.4%。临床业务中，SMO 收入同比增长 1.5%。2025H1 生物学业务实现营收 12.5 亿元，同比增长 7.1%；新分子类型药物发现服务延续良好表现，收入贡献占比超 30%。

风险提示：中美贸易摩擦，市场竞争加剧，环保和安全生产风险。

**【医药：恩华药业(002262.SZ)】神经类业务快速增长，创新管线逐步兑现——公司信息更新报告-20250731**

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

神经类业务快速增长，业绩驱动因素明确，维持“买入”评级

公司 2025H1 公司实现收入 30.1 亿元(+8.93%，以下均为同比口径，环比+2.59%)；归母净利润 7 亿元(+11.38%，环比+36.11%)；扣非归母净利润 6.99 亿元(+10.33%，环比+37.27%)。2025H1 公司毛利率 75.24% (+2.74pct)；净利率 23.26% (+0.59pct)。2025H1 公司销售费用率 32.25% (+2.22pct)；管理费用率 4.97% (+0.81pct)；研发费用率 11.15% (+0.24pct)。单二季度看，2025Q2 公司实现收入 14.99 亿元(+6.64%，环比-0.77%)；归母净利润 4.00 亿元(+9.94%，环比+32.95%)；扣非归母净利润 4.00 亿元(+8.99%，环比+33.29%)。

分业务来看，公司 2025H1 麻醉类 16.34 亿元(+7.32%)；精神类 6.21 亿元(+4.29%)；神经类 1.66 亿元(+107.33%)；原料药 0.90 亿元(-6.17%)；商业医药 3.94 亿元(+9.80%)。我们看好公司在麻醉领域的发展，维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.94、14.95、17.46 亿元，EPS 为 1.27、1.47、1.72 元/股，当前股价对应 PE 为 17.5、15.2、13.0 倍，维持“买入”评级。

公司业绩增长点多样，创新管线逐步兑现

公司深化挖掘产品差异化优势，实现成熟产品力月西、福尔利、瑞芬太尼等稳定成长，加快创新产品 TRV130、羟考酮注射液、舒芬太尼、阿芬太尼及 BD 合作新产品安泰坦®的市场开拓。

公司不断加大研发投入，目前共有 17 项在研创新药项目，其中完成 III 期临床研究项目 1 项（NH600001 乳状注射液）；完成 II 期临床研究项目 2 项（NHL35700 片、YH1910-Z02 注射液）；开展 II 期临床研究项目 2 项（NH102 片、YH1910-Z01 鼻喷剂）；开展 I 期临床研究项目 6 项（NH130 片、NH104 片、Protollin 鼻喷剂、NH160030 片、NH140068 片、NH280105 胶囊）；获得临床试验通知书项目 1 项（枸橼酸舒芬太尼注射液(新增适应症)）；其余项目均处于临床前研究阶段，市场潜力较大。公司业绩驱动因素明确，创新研发稳步推进。

风险提示：集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

## 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。

## 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