

万联晨会

2025 年 05 月 08 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】
周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.8%，深成指收涨 0.22%，创业板指收涨 0.51%。沪深两市成交额 14680.98 亿元。申万行业方面，国防军工、银行、基础化工领涨，传媒、计算机、电子领跌；概念板块方面，兵装重组概念、成飞概念、转基因涨幅居前，中国 AI 50、华为盘古、Sora 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.13%，恒生科技指数收跌 0.75%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.7%，标普 500 收涨 0.43%，纳指收涨 0.27%。

【重要新闻】
【三部门发布一揽子金融政策稳市场稳预期】央行宣布推出十项政策措施，其中包括全面降准 0.5 个百分点，下调政策利率 0.1 个百分点，降低结构性货币政策工具利率和公积金贷款利率 0.25 个百分点，设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”等。金融监管总局将推出八项增量政策，包括加快出台适配房地产发展新模式的融资制度、再批复 600 亿元保险资金长期投资试点等。证监会将全力支持中央汇金发挥好类“平准基金”作用，出台深化科创板、创业板改革政策措施等。
【美联储如期按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变】FOMC 声明称，经济前景的不确定性进一步增加，失业率上升、通胀上升的风险都已经增加。重申最近指标显示经济活动仍稳健扩张，但指出净出口波动已影响数据。美联储宣布，将继续以 3 月会议宣布的更慢速度缩减资产负债表。美联储利率决议后，美股、美元、美债收益率走低，黄金小幅走高。美联储利率决议公布后，交易员继续认为美联储将在七月之前降息，仍然预期今年将有三次降息。

研报精选

五一档市场热度有所降温，观影恢复节奏仍待观察
稳预期 预计后续存款利率或调降
金融政策持续加码，消费市场预期向好
货币政策持续支持购房需求释放
业绩稳健增长，盈利水平提升
2025Q1 利润稳健，门店优化推动长期发展
采浆量稳健增长，在研管线不断丰富

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,342.67	0.80%
深证成指	10,104.13	0.22%
沪深 300	3,831.63	0.61%
科创 50	1,030.19	0.36%
创业板指	1,996.51	0.51%
上证 50	2,670.70	0.87%
上证 180	8,534.64	0.75%
上证基金	6,878.77	0.33%
国债指数	224.65	-0.06%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,113.97	0.70%
S&P500	5,631.28	0.43%
纳斯达克	17,738.16	0.27%
日经 225	36,779.66	-0.14%
恒生指数	22,691.88	0.13%
美元指数	99.61	0.38%

主持人： 蔡梓林
Email: caizl@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.8%，深成指收涨 0.22%，创业板指收涨 0.51%。沪深两市成交额 14680.98 亿元。申万行业方面，国防军工、银行、基础化工领涨，传媒、计算机、电子领跌；概念板块方面，兵装重组概念、成飞概念、转基因涨幅居前，中国 AI 50、华为盘古、Sora 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.13%，恒生科技指数收跌 0.75%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.7%，标普 500 收涨 0.43%，纳指收涨 0.27%。

【重要新闻】

【三部门发布一揽子金融政策稳市场稳预期】央行宣布推出十项政策措施，其中包括全面降准 0.5 个百分点，下调政策利率 0.1 个百分点，降低结构性货币政策工具利率和公积金贷款利率 0.25 个百分点，设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”等。金融监管总局将推出八项增量政策，包括加快出台适配房地产发展新模式的融资制度、再批复 600 亿元保险资金长期投资试点等。证监会将全力支持中央汇金发挥好类“平准基金”作用，出台深化科创板、创业板改革政策措施等。

【美联储如期按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变】FOMC 声明称，经济前景的不确定性进一步增加，失业率上升、通胀上升的风险都已经增加。重申最近指标显示经济活动仍稳健扩张，但指出净出口波动已影响数据。美联储宣布，将继续以 3 月会议宣布的更慢速度缩减资产负债表。美联储利率决议后，美股、美元、美债收益率走低，黄金小幅走高。美联储利率决议公布后，交易员继续认为美联储将在七月之前降息，仍然预期今年将有三次降息。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

五一档市场热度有所降温，观影恢复节奏仍待观察

——传媒行业快评报告

投资要点：

五一档票房表现承压，市场热度有所降温，观影恢复节奏仍待观察。从整体票房来看，根据灯塔专业版数据，2025 年五一档（05.01-05.05）累计实现票房 7.47 亿元，同比下降 51.08%。《水饺皇后》以 1.92 亿元票房摘得五一档票房冠军；从分日票房来看，各日票房分别为 1.75/1.85/1.56/0.90/1.42 亿元，《水饺皇后》稳居日冠军榜首。整体来看，本档期票房表现较为低迷，市场热度较去年同期明显降温，观影恢复节奏仍待观察。

观影人次下滑是档期票房回落的主要因素。从票价及观影人次来看，2025 年五一档平均票价较去年同期小幅下调 0.8 元至 39.6 元，同比下降 1.98%，但观影人次出现明显下滑，总出票为 1889.91 万张，同比降幅达 50.02%，成为本档期票房回落的核心原因，观众观影模式已经由激情消费转移至理性消费，趋向于有选择性地观看电影，偏向于为高口碑、高质量的电影买单，“内容为王”是市场亘古不变的衡量标准。

内容供给数量充足但缺乏爆款，头部影片缺乏限制票房表现。从整体来看，五一档新片数量保持在合理水平，类型涵盖剧情、动画、喜剧、犯罪等多个品类，内容供给相对丰富，但从电影表现来看，无一影片突破 2 亿，缺乏现象级爆款拉动，较往年缺少

头部影片。从单片表现来看,《水饺皇后》以 1.92 亿元位列档期票房首位,占比约 25.7%,《猎金·游戏》《幽灵公主》分别实现 1.35 亿元与 0.70 亿元票房,位列档期票房榜第二和第三。其中,《水饺皇后》作为半传记类商业片,市场吸引力相对有限,主要演员口碑撑起市场预期,整体表现中规中矩;《幽灵公主》以 9.7 的淘票票评分成为观众口碑最高影片,但在市场体量及受众覆盖层面相对有限,未能形成放大效应。整体来看,头部影片吸引力不足、票房拉动能力弱,是五一档表现低迷的重要原因。

投资建议:五一档票房表现低迷,短期市场情绪略显承压。展望后续,暑期档作为全年最核心档期之一,内容供给预计将显著增强,叠加内容质量改善、头部项目储备丰富,全年行业复苏节奏仍具可持续性。建议关注内容储备扎实、具备院线修复弹性的相关头部公司。

风险因素:电影口碑、质量不及预期;影片延期风险;电影声誉相关风险。

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

稳预期 预计后续存款利率或调降

——银行业快评报告

事件:

2025 年 5 月 7 日上午,国新办举行新闻发布会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

投资要点:

降准释放流动性,缓解资金压力:1Q25 存量社融增速上升 0.4%,至 8.4%,其中,政府债发行节奏较快,同比多增 2.51 万亿元,贷款投放也相对较快,资金市场相对紧张。5 月 15 日起,下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含已执行 5%存款准备金率的金融机构),这次将下调预计向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元。

本次降息是利率中枢的普降,将带动社会综合融资成本稳中有降,预计后续存款利率的调降或跟进:公开市场 7 天期逆回购操作利率下调 10bp 到 1.4%,预计将带动贷款市场报价利率(LPR)同步下行约 0.1 个百分点;下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点;以及降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。随着政策利率中枢的普遍调整,我们预计后续存款利率的调降或跟进。

本次推出一揽子货币政策措施有利于稳定信心:当前,全球经济充满不确定性,经济碎片化和贸易紧张局势加剧。面对不确定性,央行加大宏观调控强度,推出一揽子货币政策措施,稳市场稳预期。

投资建议:会议提及 1-4 月,银行资本充足率保持稳中向好态势,不良贷款率同比下降约 0.1 个百分点,拨备覆盖率同比上升约 10 个百分点,行业安全垫持续增厚。本轮降准降息后,我们预计后续存款利率也可能同步调降,以缓解银行息差压力。一季度,由于重定价因素集中体现,拉低了银行净息差,叠加债券市场波动对非息收入的影响,银行板块业绩增速下滑。考虑到存款重定价对息差的正向贡献以及债市波动的下降,我们预计营收和利润增速有望逐步修复。另外,当前银行板块股息率仍具有吸引力,短期板块防御属性仍然较为明显。

风险因素:宏观经济下行,企业偿债能力超预期下降,对银行的资产质量造成较大影响;宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响;监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

金融政策持续加码，消费市场预期向好

——消费行业政策快评报告

事件：

2025年5月7日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍“一揽子金融政策支持稳市场预期”有关情况，并答记者问，会上公布了一系列重磅政策。

投资要点：

此次公布的系列政策主要涉及股市、楼市、实体经济。其中，人民银行的具体政策包括：①降低存款准备金率0.5个百分点。②完善存款准备金制度，阶段性地将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的5%调降为0%。③下调政策利率0.1个百分点。④下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点。⑤降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。⑥增加3000亿元的科技创新和技术改造再贷款额度，从目前的5000亿元增加至8000亿，持续支持“两新”政策的实施，也就是大规模设备更新和消费品以旧换新。⑦设立5000亿元服务消费与养老再贷款，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。⑧增加支农支小再贷款额度3000亿元。⑨优化两项支持资本市场的货币政策工具。⑩创设科技创新债券风险分担工具。

预计政策将对消费行业带来如下影响：①降准降息释放流动性，有利于实体经济修复和提振股市，利好顺周期的消费行业。其中，降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元；下调政策利率0.1个百分点，预计将带动贷款市场的报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点，能降低实体经济综合融资成本；下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，有利于激励商业银行加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的信贷投放；优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券投资基金保险公司互换便利（原额度为5000亿元），和股票回购增持再贷款（原额度为3000亿元）的额度合并，这两个工具总额度为8000亿元，有利于提升工具使用的便利性、灵活性，更好的发挥对股票市场的托底作用。在美国激进加征关税背景下，降息降准政策的发布充分体现了适度宽松的货币政策立场，是稳就业、稳企业、稳市场、稳预期的有力举措，利好顺周期的消费行业。②降低房贷利率提振楼市，有利于居民资产端修复和负债端压力缓解，从而提升消费能力。降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，其中，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整，预计每年将节省居民公积金贷款利息超过200亿元，有利于支持居民家庭的刚性住房需求，有助于房地产市场止跌企稳。楼市是居民资产配置的重要组成部分，楼市的企稳回升，有利于居民资产端修复，从而增强消费能力。③支持服务和养老行业再贷款，有利于服务和养老消费市场的繁荣。我国消费市场结构处于从商品消费向服务消费转型过程中，加上人口老龄化的到来，服务和养老消费发展前景广阔，人民银行计划设立5000亿元服务消费与养老再贷款，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，利好服务和养老行业的供给端提质扩容，促进服务和养老消费市场的繁荣。

投资建议：此次会议公布的一系列政策，有利于提振股市、楼市以及实体经济，有利于居民资产端修复和负债端压力缓解，从而增强居民的消费能力，有利于服务和养老消费市场的发展。随着政策持续落地和显效，预计消费行业还会进一步回暖。（1）社会服务：作为提振消费的核心抓手之一，社服多个赛道今年迎来业绩增长良机，休假制度的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续，推动扩大入境消费为免税行业带来新的增长点，健全县域商业体系利好下沉化市场加速扩张的酒店与连锁餐饮行业，教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景，建议关注受益于政策重点利好的旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头。（2）商贸零售：①黄金珠宝：在全球贸易环境多变、美元信用体系受冲击的背景下，黄金作为避险资产的吸引力进一步提升，金价有望持续上涨。同时，国潮文化影响

下，消费者更愿意为产品工艺支付溢价，建议关注注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。②化妆品：近年来国货美妆企业愈发重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度逐渐提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。（3）轻工制造：随着2025年各地加力促进房地产市场的止跌回稳，以及“以旧换新”政策补贴的进行，家居、家电需求端有望得到提振，建议关注产品力强、渠道多样化、具备规模优势的家居和家电企业。（4）食品饮料：①白酒行业：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在2024年“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。从细分赛道来看，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计2025年复苏弹性更大，建议重点关注。②大众食品：需求回暖和成本下降是主旋律，2025年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动餐饮产业链需求的回暖，此外，一些细分行业的原料成本处于下降通道或者底部区域，从而有利于利润释放和业绩向好，建议关注乳制品、啤酒、零食、调味品等行业。

风险因素：政策实施效果不及预期风险，宏观经济复苏不及预期风险，消费复苏不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

货币政策持续支持购房需求释放

——房地产行业快评报告

行业核心观点：

我国房地产市场仍有较大发展空间，自去年9月政治局会议以来商品房销售端呈现止跌回稳态势，此次公积金贷款利率下调将进一步打开个人住房商业贷款利率的调整空间，降低购房成本，同时，此次一揽子货币政策将进一步提振市场信心，改善居民收入预期，我们预计后续政策端仍将保持持续宽松，并不断出台相关优化政策，巩固房地产市场稳定态势。当前海外市场需求不确定性较大，在更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环的背景下，促进住房消费将是重要着力点，预计收储、城市更新等政策将不断优化并加快落地，更多增量政策仍值得期待，房地产行业有望在政策的持续支持下保持稳定态势。二级市场投资方面，建议关注①受益于供给侧出清的优质央企国企背景房企；②受益于收储政策的相关个股；③行业止跌回稳预期下具有困境反转预期的个股的交易性机会。

事件：5月7日，国新办举行新闻发布会，请中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

点评：

个人住房公积金贷款利率下调进一步打开商贷利率下调空间。央行行长潘功胜在会上宣布，将下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。此轮房地产行业调整以来，房地产行业支持性政策持续推出，但是住房公积金贷款利率自2021年9月至2025年4月累计下调了仅40BP，个人住房贷款利率从2021年9月至2024年底累计下调了2.45pct，导致公积金贷款利率与个人住房贷款利率差距持续收窄，限制了房贷利率下调空间，此次公积金贷款利率下调将进一步打开个人住房商业贷款利率的调整空间，有助于进一步降低购房成本、提升购房吸引力，助力行业需求释放，推动行业止跌回稳。

货币政策从“量”“价”“结构”三大维度支持实体经济发展，提振市场信心。发布会上，中国人民银行行长潘功胜宣布，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，预计向市场提供长期流动性约 1 万亿元。下调政策利率 0.1 个百分点，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点，下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。降准降息等一揽子货币政策有助于提振市场信心，推动经济修复，将有助于购房者收入预期改善，进一步助力房地产市场稳定发展。

金融持续发力支持房地产行业止跌回稳。金融监管总局局长李云泽表示，今年一季度房地产贷款余额增加 7500 多亿元，其中新增个人住房贷款创 2022 年以来单季最大增幅，住房租赁贷款同比增长 28%，截至目前，房地产“白名单”贷款审批通过金额增至 6.7 万亿元。预计未来在支持房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法将加快出台。

风险因素：政策支持力度及政策效果不及预期、房地产行业修复不及预期、需求端信心修复不及预期、城中村改造进展不及预期、存量商品房及存量土地收购进展不及预期、房价持续下行等

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

业绩稳健增长，盈利水平提升

——益丰药房（603939）点评报告

事件：

4 月 29 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现总营业收入 240.62 亿元（+6.53%）；归母净利润 15.29 亿元（+8.26%）。2025Q1，公司实现总营业收入 60.09 亿元（+0.64%）；归母净利润 4.49 亿元（+10.51%）。

投资要点：

自建和加盟双轮驱动，各类产品收入稳健增长

截至 2025Q1，公司门店总数 14,694 家（含加盟店 3,880 家），新增门店 94 家（自建门店 26 家，新增加盟店 68 家，关闭 84 家）。截至 2024 年，公司门店总数 14,684 家（含加盟店 3,812 家），较上期末净增门店 1,434 家。

2025Q1，零售/加盟及分销业务收入分别为 52.63 亿元（-0.09%）/5.73 亿元（+12.94%）。2024 年，零售/加盟及分销业务收入分别为 211.88 亿元（+4.97%）/21.07 亿元（+11.34%）。2025Q1，中西成药/中药/非药类收入分别为 45.32 亿元（+0.77%）/6.11 亿元（+0.11%）/6.94 亿元（+3.83%）；2024 年，中西成药/中药/非药类收入分别为 180.45 亿元（+5.56%）/23.13 亿元（+6.09%）/29.37 亿元（+6.80%）。

医药新零售体系高效运行，线上线下承接医院处方外流

截至 2024 年，公司 020 直营门店超 10,000 家，24 小时配送营业门店超 600 家，新零售业务拣货时效、配送效率、订单满足率以及人效、品效、坪效等经营指标均持续提升。线上业务全年实现销售收入 21.27 亿元（含税），其中 020 贡献 17.21 亿元，B2C 贡献 4.06 亿元。截至 2024 年，公司拥有院边店 688 家，DTP 专业药房 318 家，其中开通双通道医保门店 259 家，开通门诊统筹医保药房 4,600 多家，与近 200 家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

盈利水平提升，费用优化

2025Q1，公司销售毛利率为 39.64%（同比增长 0.39 个百分点）。拆分看，零售/加盟及分销毛利率分别为 41.20%（比上年同期增 0.13%）/加盟及分销 8.03%（比上年同期增 0.13%）。中西成药/中药/非药类毛利率分别为 35.11%（比上年同期增 0.54%）/47.76%（比上年同期增 0.97%）/47.80%（比上年同期增 0.92%）。

2025Q1。公司销售/管理/财务费用占营业总收入比例分别为 23.53%(同比减少 0.87 个百分点)/4.65%(同比增长 0.47 个百分点)/0.69%(同比增长 0.22 个百分点)，三费合计 28.86%(同比减少 0.18 个百分点)。

盈利预测与投资建议：处方外流趋势下，门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头，有望通过内生提效和外延扩张实现做大做强。根据公司最新报告披露，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 17.45 亿元/20.54 亿元/23.65 亿元（调整前为 17.45 亿元/20.01 亿元/-），对应 EPS1.44 元/股、1.69 元/股、1.95 元/股，对应 PE 为 19.58/16.64/14.45（对应 2025 年 5 月 6 日收盘价 28.18 元），维持“买入”评级。

风险因素：行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期的风险

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

2025Q1 利润稳健，门店优化推动长期发展 ——大参林（603233）点评报告

事件：

4 月 26 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现总营业收入 264.97 亿元（+8.01%）；实现归母净利润 9.15 亿元（-21.58%）。2025Q1，公司实现总营业收入 69.56 亿元（+3.02%）；实现归母净利润 4.60 亿元（+15.45%）。

投资要点：

深耕华南，积极实施省外扩张战略

公司持续新开门店、并购和新拓展加盟等方式，继续下沉已布局区域的二、三级市场，同步开拓重要区域的新市场，保持零售业务规模优势。

截至 2025Q1，公司拥有门店 16,622 家（含加盟店 6,239 家），净增门店 69 家。2025Q1，公司华南/华中/华东/东北华北西南和西北地区收入分别为 43.03/6.76/5.47/12.20 亿元，同比增速分别为

-0.94%/8.31%/5.16%/10.70%，可以看出公司华南以外市场增长较强势。公司持续推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，并不断拓展空白区域，积极实施省外扩张战略，东北、华北、西北及西南地区主要是通过门店并购带来的销售增长贡献。

零售业务发展稳定，中西成药需求稳定

2025Q1，公司零售业务收入 56.18 亿元（-1.27%），加盟和分销业务收入 11.30 亿元（+25.34%）。一季度零售收入出现了负增长，主要原因是本期公司优化门店布局关闭了 174 家门店，同时 2024 年一季度爆发流感导致零售收入较高，剔除以上因素，整个零售板块发展健康、稳定、向好。分品类看，中西成药收入 53.24 亿元（+5.80%），中参药材 7.14 亿元（-9.38%），非药类 7.09 亿元（-8.04%）。2025 年第一季度增长最快的是中西成药类，增速达 5.80%，主要原因是中西成药属于必选消费以及药店的引流品，需求较为稳定，持续保持较快的增长趋势。

费用优化

公司 2025 年一季度销售毛利率为 34.98%（同比减少 0.48 个百分点），其中，零售/加盟及分销业务毛利率分别为 37.72%/39.80%，分别增加 0.21 个和减少 1.75 个百分点，中西成药/中参药材/非药类毛利率分别为 30.59%/42.34%/41.51%，分别同比减少 0.69/增加 0.07/减少 0.97 个百分点。公司销售/管理/财务占总营收比例分别为 20.88%

(同比减少 0.86 个百分点) / 3.95% (同比减少 0.22 个百分点) / 0.62% (同比减少 0.13 个百分点), 三费合计 25.46% (同比减少 1.22 个百分点)。

盈利预测与投资建议: 处方外流趋势下, 门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头, 有望在稳固华南地区优势地位的同时, 提高省外门店业绩和经营效率, 提升公司整体盈利水平和管理效率。根据公司最新发布的公告, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 10.85 亿元/12.23 亿元/14.26 亿元 (调整前为 11.44 亿元/13.07 亿元/-), 对应 EPS0.95 元/股、1.07 元/股、1.25 元/股, 对应 PE 为 19.16/17.00/14.57 (对应 2025 年 5 月 6 日收盘价 18.25 元), 维持“买入”评级。

风险因素: 行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期的风险

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

采浆量稳健增长, 在研管线不断丰富

——博雅生物 (300294) 点评报告

事件:

3 月 19 日, 公司发布 2024 年年报。2024 年, 公司实现营业总收入 17.35 亿元 (-34.58%), 归母净利润 3.97 亿元 (+67.18%)。

4 月 25 日, 公司发布 2025 年一季报。2025Q1, 公司实现总营业收入 5.36 亿元 (+19.49%); 归母净利润 1.39 亿元 (-8.25%)。

投资要点:

采浆量稳健增长。截至 2024 年年报, 公司 (含绿十字 (中国)) 现有 11 个品种 31 个规格 (含进口重组 VIII 因子) 产品, 涵盖白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子三大类; 在营浆站 20 个, 在建浆站 1 个, 合计 21 个。公司 2024 年采浆量为 630.6 吨, 同比增长 10.4%, 其中华润博雅生物采浆量为 522.04 吨, 同比增长 11.7%, 高于行业平均增速。公司通过研发优化产品结构, 提升生产工艺水平,

PCC 和 VIII 因子推动血制品收入稳健增长: 公司血制品业务 2024 年营业收入 15.14 亿元 (+0.86%)。其中, 静丙、人血白蛋白、人纤维蛋白原、其他血制品收入分别为 3.91、4.03、4.07、3.11 亿元, 同比增速分别为 -12.13%、-7.99%、-2.86%、107.33%, 毛利率分别为 64.27% (同比减少 2.34%)、59.88% (同比减少 5.51%)、69.52% (同比减少 6.42%), 产品毛利率下降主要是因为吨浆成本上升, 同时 2024 年血制品行业竞争加剧, 血液制品整体价格呈下滑趋势。

不断丰富在研管线同时开展国际贸易注册。研发方面, 公司结合“长线”与“短线”策略, 其中, 静丙 (10%) 和破免下一步规划申请获批《药品注册证书》2025 年完成上市。2024 年公司静丙获巴基斯坦药品注册批件, 扩大海外收入。

毛利率承压。公司 2024 年和 2025Q1 毛利率分别为 64.65%（同比增加 11.90 个百分点）和 53.80%（同比减少 13.99 个百分点）。分产品看，静丙、人血白蛋白、人纤维蛋白原 2024 年毛利率分别为 64.27%（比上年同期增减-2.34%）、59.88%（比上年同期增减-5.51%）和 69.52%（比上年同期增减-6.42%）。可以看出，血制品行业竞争加剧，血制品毛利率承压。费用率方面，公司 2024 年和 2025Q1 销售/管理/财务费用率合计分别为 33.47% 和 27.33%，分别同比增加 5.30 个百分点和减少 2.50 个百分点。

盈利预测与投资建议：暂不考虑并购绿十字（香港）对业绩的影响，结合公司年报和季报，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 5.20 亿元/5.98 亿元/6.54 亿元（调整前为 5.76 亿元/6.30 亿元/-），对应 EPS1.03 元/股、1.18 元/股、1.30 元/股，对应 PE 为 26.05/22.65/20.71（对应 2025 年 5 月 6 日收盘价 26.84 元），维持“买入”评级。

风险因素：原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

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