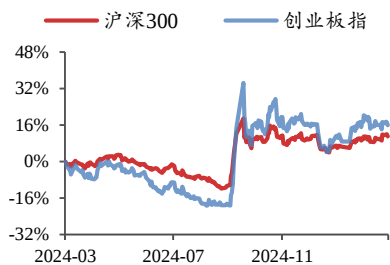


2025 年 03 月 21 日

开源晨会 0321

——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(%)
石油石化	0.938
汽车	0.830
国防军工	0.807
钢铁	0.648
煤炭	0.429

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-1.569
非银金融	-1.482
家用电器	-1.400
传媒	-1.268
计算机	-1.086

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】美联储强调不确定性，降息或将更加灵活——3月FOMC会议点评
-20250320

【中小盘】半导体并购潮来袭，三条线索挖掘投资机会——中小盘并购重组双周报-20250320

行业公司

【非银金融：中国平安(601318.SH)】下调EV假设提高可信度，资负两端表现符合预期——中国平安 2024 年报点评-20250320

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】估值滞涨于成交量，IPO 回暖利好中长期 ADT 提升——公司深度报告-20250320

【医药：药明康德(603259.SH)】在手订单稳健增长，赛道龙头复苏趋势已现——
公司信息更新报告-20250320

【医药：江中药业(600750.SH)】2024 年营收利润稳健提升，品牌优势赋能未来成长——公司信息更新报告-20250320

【海外：小鹏汽车-W(09868.HK)】2025Q2 G7 有望领衔上行，2025H2 有赖品牌上探——港股公司信息更新报告-20250320

【传媒：腾讯控股(00700.HK)】业绩延续高增速，AI 赋能全线业务，驱动长期成长——港股公司信息更新报告-20250320

【海外：贝壳-W(02423.HK)】主业份额有望持续提升，积极投入利润增长或承压——港股公司信息更新报告-20250320

【医药：博雅生物(300294.SZ)】采浆量较快增长，高浓度静丙及破免有望获批上市——公司信息更新报告-20250319

【医药：东阿阿胶(000423.SZ)】经营业绩增速亮眼，2025 年深化产业布局突破发展——公司信息更新报告-20250319

【海外：小米集团-W(01810.HK)】2025H1 产业趋势催化持续，往后 AI 能力仍需强化——港股公司信息更新报告-20250319

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美联储强调不确定性，降息或将更加灵活——3月FOMC会议点评-20250320

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3月20日凌晨2点发布3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. 美联储宣布维持利率水平在4.25%-4.5%区间。缩表方面，将每月国债赎回上限从250亿美元降至50亿美元，MBS则仍然保持每月350亿美金的缩减幅度。

2. 再次维持利率水平不变，但强调不确定性。在声明中，美联储的措辞同1月份相比变化不多，即认为美国经济继续稳步扩张，但认为经济前景的不确定性有所增加。在本次会议反对票再次出现，说明美联储内部对目前美国经济形势、金融市场状态的分歧可能比较大，可能会对后续货币政策带来不利影响。

3. 下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示2025可能有50bp降息。美联储下调2025-2027年GDP增速预测，上调2025年PCE、核心PCE、失业率预测，显示美联储认为特朗普政策对通胀的冲击可能是一次性的。点阵图显示2025年可能有50bp降息，与2024年12月相同，但支持更少降息的官员人数有所增加。

4. 发布会上，鲍威尔表态较为中性，强调面临的不确定性。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔整体表态较为中性，并未过度强调关税对通胀的上行压力，更多关注面临的不确定性。其表示不急于调整货币政策立场，当前美联储处于有利的位置，以等待更明确的前景。基准情形下，关税引起的通胀将是暂时的。

美联储降息的灵活性或将提升

我们认为，美联储降息的灵活性正在提升，不应线性外推降息/不降息。结合当前美国经济的波动，基准情形下，美联储最快在6月或可降息，全年共降息2-3次。一则特朗普的经济政策对美国经济需求端产生了一定程度的负面冲击，美联储面临的通胀约束短期或将减轻。2月美国CPI中值、截尾平均CPI两项指标分别录得3.53%、3.08%，较1月份均有不同程度下降，且下行趋势相对稳定；二则虽然关税可能导致通胀压力上升，但影响或较晚显现。短期内若美国经济超预期走弱，美联储或并不会担忧通胀，大概率仍会选择降息。届时若特朗普政府能够及时推出进一步减税，居民企业对未来经济增长的预期或将改善，从而实现“政府降杠杆、居民企业加杠杆”，美国经济或可顺畅达成“软着陆”。

短期内市场风险偏好或回暖，但仍需面对关税压力

决议及发布会后，市场风险偏好回暖明显。美股方面，在声明及发布会后，美股上涨较多。最终道琼斯指数收涨0.92%，纳斯达克指数收涨1.41%；美债方面，10年期美债收益率下行较多，目前下跌至4.3%以下；美元方面，发布会后略有回升，但总体录得下跌，目前已低于103.5；黄金则录得上涨，目前已超过3050美元/盎司。我们认为由于美联储表态较温和，市场风险偏好或回暖，但仍要面对4月2号后的关税压力，可能难有持续性反弹。CME期货定价美联储将在2025年降息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。

【中小盘】半导体并购潮来袭，三条线索挖掘投资机会——中小盘并购重组双周报-20250320

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 周佳（分析师）证书编号：S0790523070004

本期并购市场观察：科创并购新政密集落地，半导体行业并购驶入快车道

本期披露动态：本期（指3月3日-3月14日，下同）厦门港务、中科通达、有研硅、英集芯、新相微、天元宠物、焦作万方等7家公司首披重大资产重组，高于上期的6家，另有10家公司涉及实控人变更，高于上期的6家。

本期审核动态：本期双成药业收购奥拉股份、永安行收购上海联适两宗重大重组事项终止，国泰君安宣布重大重组事项已完成。

本期市场表现：本期重组指数上涨3.69%，表现优于上证指数(2.97%)、沪深300(3.0%)，不及中证1000(4.8%)。此外，本期首披重大重组公司平均涨幅5.6%。

本期市场要闻：科技创新、绿色产业等领域并购重组政策供给明显增加；半导体行业并购整合提速，新一轮跨境并购热潮掀起；8家公司发布估值提升计划。

本期重点并购案例分析及点评

北方华创收购芯源微控制权：半导体设备国产化的平台化整合样本。公司拟以31.82亿元分步收购芯源微17.9%股权，首期以88.48元/股协议受让9.49%股份，后续竞拍8.41%股权以取得控制权。芯源微是国内前道涂胶显影设备龙头。此次并购形成刻蚀、薄膜沉积与涂胶显影设备互补，加速国产替代进程，提升产业链协同能力，为半导体设备行业整合提供标杆案例。

有研硅收购高频科技：半导体产业链垂直整合的里程碑。公司以现金收购高频科技60%股权，交易包含业绩承诺条款并构成重大资产重组。高频科技作为国家级专精特新“小巨人”企业，拥有覆盖超纯水全流程的技术体系，客户涵盖中芯国际、SK海力士等头部芯片厂商。此次并购公司将实现从半导体材料到芯片制造配套服务的纵向整合，显著提升产业链话语权，并为有研硅开拓高毛利率的第二增长曲线，为公司长期发展构建新优势。

焦作万方并购三门峡铝业叠加控制权变更：年后首起重组上市案例。公司拟收购三门峡铝业100%股权，且实控人将变更为钟正刚，交易构成重组上市。三门峡铝业是国内三大氧化铝供应商之一，权益产能超900万吨，具备显著行业领先优势。此次并购通过整合上游资源强化成本控制能力，实现铝产业链纵向协同，提升上市公司资产规模及盈利能力，加速打造全球铝基材料龙头企业。

本期并购重组投资线索及相关标的梳理

在并购重组政策支持与半导体景气复苏的共同驱动下，2025年以来半导体行业迎来新一轮并购浪潮。本期我们给出寻找潜在半导体并购标的的三条线索：（1）已实现平台化布局，具备较强整合能力的半导体企业：万业企业、富创精密、雅克科技、鼎龙股份、卓胜微；（2）公开披露过并购意向、现金充裕的半导体细分赛道龙头：精测电子、华峰测控、江化微、中巨芯-U、杰华特；（3）实控人/大股东旗下有优质半导体资产可以注入的上市公司：乾照光电、四创电子、凤凰光学、新宏泰、太极实业。

风险提示：并购重组监管政策调整、并购重组市场剧烈波动。

行业公司

【非银金融：中国平安(601318.SH)】下调EV假设提高可信度，资负两端表现符合预期——中国平安 2024 年报点评-20250320

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

资产端驱动业绩高增，NBV增长好于预期，维持“买入”评级

公司披露2024年报告，2024年新/旧假设下NBV分别400/285亿元，采用2023/2024年假设同比分别+28.8%/+25.6%。全年归母净利润实现1266.1亿元，同比+47.8%。集团归母营运利润1218.6亿元、同比+9.1%，营运ROE为12.7%，同比+0.2pct，其中寿险-1.9%、财险+67.7%、银行-4.2%、资管亏损减少42.6%、金融赋能转

亏 0.03 亿元。我们预测 2025-2026 年 NBV 同比增速分别为+5.0%/+8.6%，新增 2027 年 NBV 同比为+10.2%，对应集团 EV 同比+8.1%/+4.8%/+8.3%；考虑投资端受股市影响波动较大，我们下调集团 2025-2026 年归母净利润预测至 1354/1485 亿元（调整前为 1515/1643 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1721 亿元，分别同比+7.0%/+9.6%/+15.9%，对应 EPS 分别为 7.4/8.2/9.5 元。全年 DPS2.55 元，同比+5%，分红率（营运利润）为 37.9%，对应股息率为 4.7%，当前股价对应 2025-2027 年 PEV 分别为 0.6/0.6/0.5 倍，公司负债端表现稳健，综合金融战略持续显效，维持“买入”评级。

同步下调回报率与贴现率，个险渠道深化转型，银保聚焦价值经营

（1）基于宏观环境和长期利率趋势考量，2024 年公司下调 EV 长期回报率假设 50bp 至 4.0%，下调传统险/分红与万能险等非传统险风险贴现率假设 100bp/200bp 至 8.5%/7.5%，2023 年假设下，2024 年末集团/寿险 EV 同比+11.4%/+15.6%，新口径下集团/寿险 EV 为 14226/8351 亿元，相较旧口径折扣-8.1%/-13.1%。（2）报行合一影响下 2024 年首年保费同比-7.1%，新口径 margin 达到 22.7%，同比+3.5pct，三大因素驱动全年价值率提升。（2）个险渠道：2024 年末代理人规模 36.3 万人，较年初+4.6%，可比口径下代理人渠道 NBV 同比+26.5%，人均 NBV 同比+43.3%，代理人队伍企稳回升，人均产能持续增长；（3）银保渠道：聚焦价值经营，2024 年 NBV 同比+62.7%，深化“5+5+N”策略。（4）社区网格及其他：13 个月保单继续率+5.7pct，NBV 同比近+300%，年末已在 93 个城市铺设 131 个网点，组建近 2.4 万人“三高”精英队伍。深耕保障、养老、财富三大市场，推出多款分红型产品，深化保险+服务产品生态圈。

COR 改善+投资端驱动财险利润同比高增，高股息资产占比持续提升

（1）2024 年财险保险服务收入 3281 亿元、同比+4.67%，综合成本率同比-2.3pct 至 98.3%，赔付率/费用率分别-0.5pct/-1.9pct，主要由于保证保险业务承保亏损下降影响。车险 COR 同比+0.3pct 至 98.1%，主要受新准则下贴现率下降后负债成本上升和暴雨等自然灾害同比多发影响。财险营运利润同比高增主要受益 COR 改善下承保利润为 54.6 亿（2023 年为-20.8 亿），同时投资收益同比+30.9%。（2）2024 年保险资金组合规模较年初+21.4%至 5.73 万亿元，净/综合投资收益率 3.8%/5.8%，分别同比-0.4pct/+2.2pct，总投资收益同比+66.6%，对应测算总投资收益率为 3.9%，同比+1.2pct，年末公司权益类资产占比 16.4%，同比-0.9pct，其中 FVOCI 同比+0.9pct 至 4.6%，持续提升高股息资产占比。

风险提示：长端利率超预期下降；公司改革进展慢于预期。

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】估值滞涨于成交量，IPO 回暖利好中长期 ADT 提升——公司深度报告-20250320

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

估值水平滞涨于成交量，IPO 回暖利好中长期 ADT 抬升

2025 年以来港股市场活跃度持续提升，2 月现货 ADT 达到历史峰值 2973 亿港元，年初以来 IPO 融资规模同比+258%，香港交易所收入的 50%以上来自与市场成交量直接挂钩的交易结算业务，港股市场活跃度改善直接带动公司业绩改善，IPO 回暖对上市费收入影响不大，但新经济企业上市有利于改善港股资本市场结构，中长期利好 ADT 中枢上行，香港交易所估值有望受益 IPO 回暖修复。我们上调 2025-2027 年 ADT 预测为 2200/2000/2000 亿港元（前值为 2000/1900/1900 亿港元），分别同比+66.9%/-9.1%/持平。上调 2025-2027 年归母净利润预测至 168/169/172 亿港元（前值为 158/156/161 亿港元），分别同比+29.0%/+0.2%/+2.2%，对应 EPS 分别为 13.3/13.3/13.6 港元，当前股价对应 PE 分别为 27.8/27.8/27.2 倍。香港交易所基本遵循 PB-ROE 框架，近 10 年 PE（TTM）均值约 37 倍，若按 6 轮牛市市值峰值/归母净利润测算 PE 均值为 44.7 倍，2025E 归母净利润对应的 PE 为 27.8 倍。科技股催化活跃度提升+IPO 回暖支撑成长性+港股周期性复苏，香港交易所有望迎来业绩和估值的戴维斯双击，维持“买入”评级。

2 月成交量达到历史峰值，与 ADT 挂钩的交易结算业务驱动业绩高增

(1) 2025Q1 业绩预测：截至 2025 年 3 月 14 日，2025 年 ADT(交易量)达 2388 亿港元，同比+136%，近 1 个月超 3000 亿；一季度 2500 亿假设对应利润同比+46%；(2) 2025 全年敏感性分析：1700/2200/3000 亿港元对应归母净利润分别+8%/+29%/+62%；(3) 香港交易所与 ADT 强相关的业务交易结算业务收入 2024 年贡献 53%，ADT 每+10%对应公司 2025Q1 归母净利润+5%。

监管鼓励 A 股企业赴港上市，利于市值扩容和活跃度改善

(1) 5 项对港合作支持 A 股龙头公司赴港上市，港股 IPO 审批流程和 H 股发行要求优化，2024 年至今 26 家 A 股公司宣布赴港上市，合计市值近 2.7 万亿，考虑仍有 90+家企业待上市，测算合计市值贡献超 8000 亿，1.5% 换手率对应 ADT 贡献约 120 亿港元，占 2024 年 ADT 的 9%。(2) 2025 年 1-2 月港股 IPO10 家，同比翻倍，融资规模 78 亿港元，同比+258%。

风险提示：ADT 改善不及预期；IPO 复苏不及预期；全球货币政策不确定性。

【医药：药明康德(603259.SH)】在手订单稳健增长，赛道龙头复苏趋势已现——公司信息更新报告-20250320

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

业绩环比持续改善，在手订单稳健增长

2024 年公司实现营收 392.41 亿元，同比下滑 2.73%，剔除新冠商业化项目同比增长 5.2%；归母净利润 94.50 亿元，同比下滑 1.63%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 105.8 亿元，同比下滑 2.5%。全年净利率达 27.0%，创历史新高。单看 24Q4 公司实现营业收入 115.39 亿元，同比增长 6.85%，环比增长 10.31%；归母净利润 29.17 亿元，同比增长 90.64%，环比增长 27.22%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 32.4 亿元，同比增长 20.31%，环比增长 9.1%。截至 2024 年底，公司在手订单 493.1 亿，同比增长 47.0%。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 112.97/128.58/154.93 亿元，EPS 为 3.91/4.45/5.36 元，当前股价对应 PE 为 17.9/15.7/13.0 倍，维持“买入”评级。

小分子 D&M 管线持续扩张，TIDES 业务增长强劲

2024 年公司化学业务实现营收 290.5 亿元，同比下滑 0.4%，剔除新冠商业化项目同比增长 11.2%；24Q4 实现营收 89.6 亿元，同比增长 13.0%。小分子 D&M 管线持续扩张，2024 年新增分子 1187 个，目前管线分子总计 3377 个。公司积极拓展寡核苷酸及多肽等新兴业务，截至 2024 年底，多肽固相合成反应釜总体积增加至 41000L，并预计于 2025 年底达到 100000L。2024 年 TIDES 业务实现营收 58.0 亿元，同比增长 70.1%；截至 2024 年底，TIDES 在手订单同比增长 103.9%。

临床业务稳健增长，着力搭建新分子种类相关生物学平台

2024 年公司测试业务共实现营收 56.7 亿元，同比下滑 4.8%；24Q4 实现营收 14.3 亿元，同比下滑 7.9%。公司药物安全性评价及 SMO 业务保持行业领先地位，2024 年临床业务共实现营收 18.1 亿元，同比增长 2.8%；其中，SMO 收入同比增长 15.4%。2024 年生物学业务实现营收 25.4 亿元，同比下滑 0.3%；24Q4 实现营收 7.2 亿元，同比增长 9.2%。2024 年公司着力建设新分子种类相关生物学能力，相关业务收入同比增长 18.7%；新分子收入占比超 28%。

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：江中药业(600750.SH)】2024 年营收利润稳健提升，品牌优势赋能未来成长——公司信息更新报告-20250320

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

营收利润稳健提升，品牌优势赋能企业成长

公司 2024 年实现营收 44.35 亿元（调整后同比-2.59%，下文皆为同比口径）；归母净利润 7.88 亿元（+9.67%）；扣非归母净利润 7.49 亿元（+6.43%）。从盈利能力来看，2024 年毛利率为 63.52%（-1.79pct），净利率为 19.40%（+1.94pct）。从费用端来看，2024 年销售费用率为 33.70%（-3.38pct），管理费用率 5.16%（+0.37pct），研发费用率 2.94%（-0.10pct），财务费用率-1.70%（-0.34pct）。我们看好公司深耕脾胃、肠道等领域用药及产业链布局带来的长期发展潜力，维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.91/10.08/11.31 亿元（原预计 8.91/10.08 亿元），EPS 为 1.42/1.60/1.80 元，当前股价对应 PE 为 15.5/13.7/12.2 倍，维持“买入”评级。

非处方药业务营收及毛利稳健增长，处方药板块相对承压

2024 年公司非处方药业务营收 32.66 亿元（+7.07%），毛利率 72.74%（+1.04pct），主要核心单品稳健发展，持续发挥业绩成长压舱石作用；处方药业务方面，得益于并表中药饮片业务，实现营收 7.93 亿元（-3.50%），毛利率 39.30%（-17.54pct），并购江中饮片有助于持续强化业务专业属性和服务属性，凭借高质量的中药饮片产品，巩固江西区域市场重点客户，挖掘省外市场发展潜力，进而提高业务抗风险能力；健康消费品及其他营收 3.45 亿元（-47.30%），毛利率 37.72%（+0.62pct）。

持续深化 OTC 品牌优势，健康消费品迎来新变革

非处方药方面，公司持续巩固胃肠品类优势，开拓咽喉咳嗽及补益品类，以大单品引领强品类发展，有序丰富产品梯队。其中，10 亿级核心大单品健胃消食片实现双位数增长；复方鲜竹沥液和复方草珊瑚含片牵引品类规模实现双位数增长，均助力业绩稳增。健康消费品方面，公司优化品牌定位，重塑业务架构，聚焦自产自研产品，赋能未来增长。处方药方面，围绕“一老一妇一儿”用药人群，以及心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等领域，持续挖掘潜力和特色品种。

风险提示：政策变化风险，产品销售不及预期，原材料价格变动等。

【海外：小鹏汽车-W(09868.HK)】2025Q2 G7 有望领衔上行，2025H2 有赖品牌上探——港股公司信息更新报告-20250320

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025Q2G7 有望领衔丰富矩阵驱动销量上行，2025H2 斜率有赖品牌上探

基于 2025 年市场竞争激烈、2026 年车型丰富，我们将 2025 年营业收入由 955.6 亿元下调至 820.1 亿元、2026 年收入由 1220.6 亿元上调至 1272.4 亿元，并新增 2027 年收入预测 1418.5 亿元。基于平台化及供应链降本驱动汽车毛利提升，我们将 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润从-28.1/2.1 亿元上调至-19.4/5.3 亿元，并新增 2027 年预测 22.3 亿元，对应调整后 EPS 为-1.0/0.3/1.1 元，当前股价对应 2025-2027 年 2.0/1.3/1.2 倍 PS。2025Q2 新车改款事件催化丰富，G7 领衔驱动季度交付上行，2025H2 销量曲线斜率或放缓，考虑到品牌力上行具备难度、新车产品优势 gap 有待考察；中长期 L3 路径仍有较大分歧，核心看算法迭代速度保证智驾领先、驱动商业模式变革，维持“买入”评级。

2024Q4 净亏损基本符合预期，源自 SG&A 抵消汽车毛利提升、非主业收益

2024Q4 收入 161.1 亿元（接近指引区间上限 162 亿元），同比增长 23%；季度交付 9.15 万辆（略超指引上限 9.1 万），分析主要由于 P7+订单表现超预期；对应季度 ASP16.0 万元、环比大幅下滑 2.9 万元主要为 M03 放量贡献。2024Q4Non-GAAP 净利润-13.9 亿元（vs 彭博一致预期-13.0 亿元），源自 SG&A 环比高增长 39%至 22.8 亿元、抵消汽车毛利提升 1.6pct 至 10%、多项非主业收益贡献（其他收入受益政府补助环比增加 1.6 亿元、滴滴合作相关衍生负债冲回形成 2.1 亿元收益、长期投资公允价值收益环比增加 2.1 亿元）。

2025Q2G7 领衔销量上行，2025H2 品牌上探、2026 年往后 L3 优势仍待考察

公司指引 2025Q1 收入 150-157 亿元、交付 9.1-9.3 万辆、汽车毛利维持双位数, 隐含 3 月交付 3.1-3.3 万辆(G6、G9 改款需产能爬坡、同时老款交付放缓)、ASP 约为 14.8 万元(M03 占比持续提升、春节权益加码)。2025Q2 重磅新车 G7 具备爆款潜力, 新车改款密集催化驱动销量曲线继续向上; 2025H2G7、G6、P7+均步入新稳态, 重点新车改款品牌力上探具备难度、产品配置对比竞对优势 gap 或有所收敛。2026 往后 L3 方案路径仍有较大分歧, 公司造车主业有望维持趋势向上、大众合作车型放量更好实现数据积累、反哺研发及算力投入, 算法方面仍要考察核心人物 know-how 及组织架构灵活性, 确保 L3 智驾进度和效果。

风险提示: 产品推出不如预期、产能及供应链风险、行业竞争加剧。

【传媒: 腾讯控股(00700.HK)】业绩延续高增速, AI 赋能全线业务, 驱动长期成长——港股公司信息更新报告-20250320

方光照(分析师)证书编号: S0790520030004 | 田鹏(分析师)证书编号: S0790523090001

核心业务持续增长, 利润端表现亮眼, 维持“买入”评级

公司 2024 年实现营业收入 6603 亿元(同比+8%), 归母净利润 1941 亿元(同比+68%), Non-IFRS 归母净利润 2227 亿元(同比+41%)。2024Q4 实现营业收入 1724 亿元(同比+10%), 归母净利润 513 亿元(同比+90%), Non-IFRS 归母净利润 553 亿元(同比+30%)。2024Q4 增值服务收入 790 亿元(同比+14%), 其中国内游戏收入 332 亿元(同比+23%), 海外游戏收入 160 亿元(同比+15%), 社交网络收入 298 亿元(同比+6%), 主要系《王者荣耀》《和平精英》《DNF 手游》等游戏表现强劲所致。营销服务收入 350 亿元(同比+17%), 主要系视频号、小程序及微信搜一搜广告需求强劲所致。金科企服收入 561 亿元(同比+3%), 主要系理财及消费贷款服务收入、商家技术服务费增长所致。我们维持 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2169/2363/2555 亿元, 对应 EPS 分别为 23.6/25.7/27.8 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.3/19.5/18.0 倍, 我们看好游戏及微信加速商业化驱动公司业绩增长, 维持“买入”评级。

AI 驱动元宝快速增长, 继续加大 AI 相关资本开支, 或驱动长期成长

腾讯元宝 2025 年 2 月以来接入 DeepSeek 满血版和全新混元模型, 35 天版本更新 30 次, 驱动腾讯元宝 2-3 月日活增长超 20 倍。同时, AI 正在全面赋能公司业务, 微信搜一搜整合 AI 之后, 检索量快速增长; 营销服务业务通过优化广告排序系统并进一步应用大语言模型能力, 升级广告技术平台, 提升了点击率及广告主投放; 在企业服务方面, 公司 2024 年 AI 云收入同比增长约一倍。此外, 公司 2024Q4 资本开支达 366 亿(同比+386%, 环比+114%), 并将继续加大对 AI 的资本开支, AI 有望持续焕新公司核心业务, 驱动长期成长。

长青游戏数量进一步提升, 微信生态商业化加速

公司长青游戏数量自 2023 年的 12 款增长至 2024 年的 14 款, 且游戏储备丰富, 包括《王者荣耀: 世界》等。2024Q4 视频号广告收入同比增长 60%, 搜索广告收入同比翻倍。游戏业务及微信生态商业化加速有望持续驱动公司业绩增长。

风险提示: 新游戏上线时间或表现不及预期, 视频号商业化进程不及预期等。

【海外: 贝壳-W(02423.HK)】主业份额有望持续提升, 积极投入利润增长或承压——港股公司信息更新报告-20250320

吴柳燕(分析师)证书编号: S0790521110001 | 齐东(分析师)证书编号: S0790522010002 | 荀月(分析师)证书编号: S0790524110001

主业份额持续提升, 家装业务聚焦品质交付, 租赁业务高速增长

考虑到房产交易市场不确定性、公司积极投入生态改善及家装业务战略调整, 我们下调公司 2025-2026 年 non-GAAP 净利润预测至 73.3/83.3 亿元(前值 89.8/103.7 亿元), 新增 2027 年净利润预测 91.4 亿, 对应同比增速

为+1.5%/+13.6%/+9.7%，对应摊薄后 EPS2.1/2.4/2.6 元。尽管地产交易市场承压但存量占比持续提升、前期积压需求以及房价预期企稳有望驱动存量房市场企稳，公司平台化优势及门店扩张驱动份额提升，家装家居及租赁业务驱动二次增长，当前股价 60.0HKD 对应 2025-2027 年 26.7/23.5/21.5 倍 PE，维持“增持”评级。

2024Q4 收入好于预期，利润低于预期

2024Q4 贝壳收入 311 亿元，同比增长 54.1%，小幅高于彭博一致预期（288 亿），源于房产交易规模及新房费率好于预期，non-GAAP 净利润 13.4 亿元，低于彭博一致预期（17.7 亿），源于毛利率低于预期、费用投入高于预期。（1）存量房：2024Q4 贝壳存量房 GTV 同比增长 59.1%，收入同比增长 47.5%，变现率同比下滑源于战略性收缩增值服务产品。（2）新房：渠道优势凸显，费率及份额持续提升。2024Q4 新房交易 GTV 同比增长 49.3%，收入同比增长 72.7%。（3）新业务：家装家居收入同比增长 12.8%，房屋租赁业务收入同比增长 109%。

主业积极扩张驱动份额提升，家装业务战略调整，股东回报稳定

公司积极扩张门店网络及加盟品牌驱动份额提升，家装家居业务持续优化迭代优先提升产品及交付品质，租赁业务高速扩张。（1）房产交易：短期房产交易市场仍存在波动，存量趋势下追份额增长及中长期生态系统发展；（2）新业务：家装家居业务随基础能力完善不断提升服务质量，持续迭代优化亏损率有望收窄；长租业务运营规模有望高速扩张。2024 年以来回购及分红约 11.2 亿美元（约为当前市值的 4%）。

风险提示：房地产及经济复苏不及预期、新业务拓展不及预期、监管政策变动。

【医药：博雅生物(300294.SZ)】采浆量较快增长，高浓度静丙及破免有望获批上市——公司信息更新报告-20250319

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

2024 年业绩有所波动，盈利能力有所提升

2024 年公司实现营收 17.35 亿元（同比-34.58%，下文都是同比口径），归母净利润 3.97 亿元（+67.18%），扣非归母净利润 3.02 亿元（+110.77%），扣非净利率 17.38%（+11.98pct）。单看 2024Q4，公司实现营收 4.9 亿元（+6.11%），归母净利润-0.16 亿元（+93.07%），扣非归母净利润-0.35 亿元（+84.16%）。我们维持 2025-2026 年的盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.51/6.53/7.55 亿元，当前股价对应 PE 为 26.4/22.3/19.2 倍，维持“买入”评级。

华润博雅母公司收入略有增长，各产品收入有所下滑

2024 年母公司华润博雅实现收入 14.74 亿元（+0.86%），净利润 4.07 亿元（-24.87%），绿十字从 2024 年 11 月开始并表，实现收入 0.4 亿元，净利润 6.11 万元。生化药等其他业务有所下滑。分产品看，2024 年静丙贡献收入 3.91 亿元（-12%），毛利率 64.27%（-2.34pct），人血白蛋白收入 4.03 亿元（-7.94%），毛利率 59.88%（-5.51pct），人纤维蛋白原收入 4.08 亿元（-2.65%），毛利率 69.52%（-6.42pct），其他血液制品收入 3.12 亿元（+108.2%）。2024 年血液制品销量增长 9.14%，库存量下滑 24.21%。

公司采浆量实现较快增长，高浓度静丙及破免有望获批上市

我国血液制品企业持续推进新浆站拓展与已获批浆站建设，2024 年，我国新获批浆站 3 个，新增在营浆站 17 个，持续推动浆量稳步增长。根据统计，2024 年行业采浆量 13,400 吨，同比增长 10.9%。公司持续聚焦血液制品主业，在营浆站 20 个，在建浆站 1 个，合计 21 个。公司 2024 年采浆量 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。2024 年公司研发投入 0.97 亿元，占营收比例 5.59%。高浓度静注人免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白已完成上市申请，在研项目 C1 酯酶、vWF 因子以及微量蛋白类产品进展顺利。

风险提示：采浆量增长不及预期、新产品上市不及预期、产品销售不及预期等。

【医药：东阿阿胶(000423.SZ)】经营业绩增速亮眼，2025 年深化产业布局突破发展——公司信息更新报告-20250319

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

经营业绩增速亮眼，产业链全面布局助力长期向好发展

公司 2024 年实现营收 59.21 亿元（同比+25.57%，下文皆为同比口径）；归母净利润 15.57 亿元（+35.29%）；扣非归母净利润 14.42 亿元（+33.17%）。从盈利能力来看，2024 年毛利率为 72.42%（+2.18pct），净利率为 26.30%（+1.87pct）。从费用端来看，2024 年销售费用率为 33.33%（+1.81pct），管理费用率 7.53%（-0.47pct），研发费用率 2.93%（-0.74pct），财务费用率-1.99%（-0.02pct）。我们看好公司深耕阿胶品类、男科产品及产业链布局带来的长期发展潜力，上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 18.74/22.48/26.79 亿元（原预计 17.19/20.87 亿元），EPS 为 2.91/3.49/4.16 元，当前股价对应 PE 为 20.0/16.7/14.0 倍，维持“买入”评级。

阿胶及其系列产品销售增长，毛驴养殖及销售板块承压

2024 年公司阿胶及系列产品营收 55.44 亿元（+27.04%），毛利率为 73.61%（+1.23pct）；其他药品及保健品营收 2.36 亿元（+26.19%）；毛驴养殖及销售营收 0.69 亿元（-28.92%）；其他行业营收 0.72 亿元（+7.01%）。我们认为阿胶品类的快速增长受益于公司纵深推进“研产销”协同发展模式，夯实药品、健康消费品“双轮驱动”，通过大品种打造、大单品升级等推动阿胶及系列产品销售增长。

坚持“1238”战略，2025 年推进产业链布局实现“增长·突破”发展

公司以“1238”发展战略为核心，系统化重构品牌战略，推动公司良性健康发展。同时，公司提出 2025 年将积极围绕产业链布局：上游，持续推进驴种质资源保护、规模化高效养殖等研究，做好国内毛驴涵养布局，掌控全球原料资源。中游：重点围绕胶类中药和滋补大健康产品进行研发和品牌打造；加速健康消费品事业部研发与业绩增长；推广皇家围场 1619、壮本、燕真卿等新产品；做大海外业务；实现投资并购的重大突破等。下游，打造集中医药文化传播、消费者体验等于一体的中医药康养特色体验新模式，积极争创国家唯一中医特色 5A 级景区。

风险提示：政策变化风险，产品销售不及预期，原材料价格变动等。

【海外：小米集团-W(01810.HK)】2025H1 产业趋势催化持续，往后 AI 能力仍需强化——港股公司信息更新报告-20250319

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 张可（分析师）证书编号：S0790523070001

2025H1 产业趋势催化持续，往后 AI/DAS 能力仍需打磨

2025 年各项业务向好驱动核心业务净利润增长、汽车等新业务亏损收敛驱动整体净利润如期释放。我们将 2025-2026 年经调整净利润由 282/333 亿元调整至 389/552 亿元，新增 2027 年预测 642 亿元，对应同比增长 43%/42%/16%。当前股价 58.2 港币对应 2025-2027 年 35.2/24.8/21.3 倍 PE，一定程度反应了市场对其品牌产品势能向上周期、以及端侧 AI 全域卡位的认可，维持“买入”评级。

2024Q4 经营侧表现符合预期，经调整净利润超预期源自税费及金融收益

2024Q4 经调整净利润 83 亿，同比增长 69%，经营侧表现符合我们预期，超预期部分主要源自税收冲减以及金融工具公允价值变动收益。其中核心业务利润 90 亿元，汽车及新业务亏损收窄至 7 亿。（1）手机出货量 4270 万，同比增长 5%。ASP 同比增长 10%主要受益于产品结构改善。毛利率同比下滑 4.4pct 至 12%，主要由于零部件涨价。（2）IoT 收入 309 亿元，同比增长 52%，主要受益于国补。毛利率同比增长 6.6pct 至 20.5%，主要由于大家电等高毛利率产品占比提升。（3）互联网收入 93 亿，同比增长 19%超出我们预期，主要来自广告业务收入增加。

毛利率 76.5%。(4) 汽车销量 7 万辆, ASP23.4 万元, 环比略有下滑主要由于产品结构变化, 而毛利率环比提升 3.3pct 至 20.4% (受益供应链成本下降、规模效应、享受首销期权益的车辆交付减少)。

2025 年各项业务向好驱动核心业务净利润增长, 汽车及新业务亏损有望收窄

(1) 公司预期 2025 年手机大盘增幅不超过 3%, 指引出货量 1.8 亿部对应同比增长 7%。考虑到目前供应链成本相对稳定, 我们预期手机毛利率有望提升至 12% 以上。(2) 我们预期 2025 年 IoT 收入增速有望超 20%, 公司指引大家电增速超 50% (受益国补+国内渠道扩张+出海启动)。受益于产品结构改善, 我们预计公司 IoT 业务毛利率同比继续提升。(3) 我们预计互联网业务收入增速 11%。(4) 公司指引 2025 年汽车出货量 35 万、汽车毛利率相比 2024Q4 进一步改善。

风险提示: 上游供应链涨价超预期、IoT 出海不及预期、汽车出货不及预期。

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。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

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。

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