

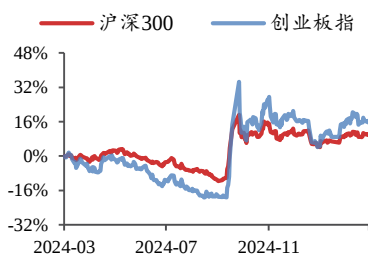
2025 年 03 月 13 日

开源晨会 0313

市场快报

——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(%)
传媒	1.912
通信	1.014
计算机	0.797
建筑装饰	0.675
环保	0.545

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-1.009
煤炭	-0.796
食品饮料	-0.793
建筑材料	-0.775
农林牧渔	-0.75

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

【策略】从AH溢价视角看当前港股修复——投资策略专题-20250312

行业公司

【农林牧渔】3月 USDA 农产品报告上调全球玉米、小麦产量，下调全球水稻产量——行业点评报告-20250312

【煤炭建材：中国巨石(600176.SH)】周期底部叠加新兴需求，玻纤龙头具备先发优势——公司首次覆盖报告-20250312

【医药：联影医疗(688271.SH)】打破医学影像垄断格局，国内市占持续提升+海外装机快速放量驱动业绩强势增长——公司首次覆盖报告-20250312

【医药：昆药集团(600422.SH)】三七产业布局逐步优化，“创新+出海”赋能未来成长——公司信息更新报告-20250312

【海外市场：零跑汽车(09863.HK)】加速智驾确保领先优势，零部件合作提振长期前景——港股公司信息更新报告-20250312

【煤炭建材：宝丰能源(600989.SH)】业绩增长叠加提高分红，关注内蒙及新疆烯烃成长——公司 2024 年报点评报告-20250312

【医药：普洛药业(000739.SZ)】2024 年业绩稳健增长，CDMO 项目数快速增长——公司信息更新报告-20250312

研报摘要

总量研究

【策略】从 AH 溢价视角看当前港股修复——投资策略专题-20250312

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

历史上 AH 溢价的三个阶段

2010 年以来，AH 溢价率经历过 3 个显著不同的阶段：一为 2010 年 1 月至 2014 年 11 月，二为 2014 年 12 月至 2020 年初，三为 2020 年至今。

2014 年 11 月作为显著的分界点，主要是发生了 2 件影响重大的事件：其一是沪港通和港股通的开通，使得 A 股和港股的投资者可以相互融通；其二是 2014 年 11 月是 2014-2015 年大牛市的起点，A 股市场自 2014 年 11 月后快速上涨，AH 溢价中枢伴随着这波上涨，由第一阶段的 103 大幅上升至 128 附近。

2020 年作为第二个显著的分界点，则是由于互联网平台的反垄断监管强化。2020 年 1 月《反垄断法》修订草案公布，首次增设对互联网经营者市场支配地位的认定依据，释放了强化平台监管的信号，随后 2020 年 11 月明确将“二选一”“大数据杀熟”等行为列为垄断，且随后暂缓蚂蚁集团上市，成为标志性事件。AH 溢价中枢受到此影响开始进一步上行，来到 135 附近。

AH 溢价产生的 4 个原因

从 DDM 三要素来看，A/H 股共享类似的分子端（主要区别在于港股具有更多中国互联网平台龙头），而主要的不同则集中于影响估值的分母端的两大要素：流动性和股权风险溢价。由此观之，AH 折溢价的根本原因在于估值的不同。到底是何种原因导致的 A 对 H 的相对溢价？

2015 年以来，A/H 持续溢价的主要原因有四：

（1）在岸市场（A 股）相对离岸市场（港股）具有一定估值溢价；（2）分母端流动性的锚的不同；（3）流动性折价/溢价；（4）打新“看涨期权”溢价。

从 AH 溢价看当前港股修复空间

截止 2025 年 3 月 11 日收盘，AH 溢价率为 132.79，处于 2015 年以来的 45.5%分位数上，相较于 2024 年 9 月 10 日（即本轮行情开启前的高点）的 151.61 显著回落，这意味着港股的估值相对 A 股有显著的修复，但港股相对 A 股也并未处在一个相对高估的环境。

这轮 AH 溢价率向下修复的核心驱动力是什么？是“AI+”逻辑叠加互联网平台反垄断监管取得阶段性成效的双击结果。港股与 A 股分子端最大的区别来自于“互联网平台巨头”和“硬科技巨头”的占比。腾讯、阿里、美团等互联网巨头以及小米、理想、小鹏等硬科技巨头均在港股上市。在本轮“AI+”逻辑演绎下港股本身的弹性更强，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成效（尤其是民营企业座谈会透露出的支持）进一步解锁了港股估值端的压制，因此港股的估值修复力度在进入 2025 年后进一步加速。

展望未来，AH 溢价率依然不是港股的掣肘，仍有进一步下行的空间。在“AI+”赋能下互联网巨头和科技巨头叙事逻辑进一步强化，且互联网平台反垄断监管取得阶段性成效下，AH 溢价率有望回到 2016-2019 年的相对低位。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；历史数据不能代表未来。

行业公司

【农林牧渔】3月 USDA 农产品报告上调全球玉米、小麦产量，下调全球水稻产量——行业点评报告-20250312

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

玉米：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比上调

(1) USDA 上调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 3 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，与 2 月（2024/2025 年）预测报告相比，3 月报告上调玉米产量，主要系印度玉米价格强劲及灌溉条件充足驱动产量环比大增，乌克兰、土耳其、俄罗斯等国家单产提升。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调增 170 万吨至 12.14 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调减 287 万吨至 1.86 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调增 192 万吨至 7.79 亿吨，国内消费环比调增 123 万吨至 12.39 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 137 万吨至 2.89 亿吨。

大豆：2024/2025 年全球产量环比持平，消费量环比上调

(1) USDA 保持全球大豆产量与 2 月预测值一致。与 2 月报告相比，3 月报告维持大豆产量预期不变，主要系乌克兰及墨西哥大豆增产，南非大豆减产。(2) 供需情况：产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量环比持平为 4.21 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球大豆出口量环比下调 3 万吨至 1.82 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 295 万吨至 3.53 亿吨，国内消费环比上调 298 万吨至 4.09 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调减 293 万吨至 1.21 亿吨。

小麦：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比上调

(1) USDA 上调全球小麦产量。与 2 月报告相比，3 月报告上调小麦产量，主要系澳大利亚降水量改善驱动小麦单产提升，预计产量创历史第三高，乌克兰小麦单产提升，阿根廷单产提升及收获面积扩大。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球小麦产量环比调增 344 万吨至 7.97 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球小麦饲用消费环比调增 135 万吨至 1.55 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球小麦进口量环比调减 211 万吨，出口量环比调减 92 万吨。库存方面，2024/2025 年全球小麦期末库存环比调减 252 万吨至 2.60 亿吨。

水稻：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

(1) USDA 下调全球水稻产量。与 2 月报告相比，3 月报告小幅下调水稻产量，其中主产国产量环比持平，仅部分非主产国合计环比减产 1 万吨。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球水稻产量环比调减 1 万吨至 5.33 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球水稻消费环比调增 19 万吨至 5.31 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球水稻进口量环比调增 28 万吨，出口量环比调增 7 万吨。库存方面，2024/2025 年全球水稻期末库存环比调减 12 万吨至 1.82 亿吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【煤炭建材：中国巨石(600176.SH)】周期底部叠加新兴需求，玻纤龙头具备先发优势——公司首次覆盖报告-20250312

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 刘天文（分析师）证书编号：S0790523110001

中国巨石：深耕玻纤行业，打造玻纤全球龙头

中国巨石是全球最大的玻璃纤维生产商之一，公司产品涵盖玻璃纤维制品、热塑性塑料用玻纤产品、高性能复合纤维等 11 种品类，实现了从低端到高端的全品类覆盖。目前玻纤行业处于历史底部，但是公司营业收入 2024 年已呈现触底企稳趋势，随着玻纤价格企稳回升，公司有望迎来新一轮增长期。预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 21.7 亿元、28.9 亿元、34.0 亿元，当前股价对应 PE 为 22.0、16.5、14.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

传统行业拖累需求，关注新兴需求增长及供给边际改善

玻纤作为一种性能优异的无机非金属材料，广泛应用于建筑建材、交通运输、电子电器等领域。建筑建材方面，受到地产市场低迷的影响，国内建材需求整体偏弱。交通运输领域，轨道交通和新能源汽车的发展为玻纤在交通运输领域的应用提供了新增量。电子电器领域，消费电子国补政策叠加 AI 端侧发力，带动了电子级玻纤需求的持续向好。此外，风电和光伏行业的快速发展也为玻纤在能源环保领域的应用提供了广阔空间。总体来看，尽管传统需求有所减弱，但新兴需求的增长以及供给端的边际改善，为玻纤行业的未来发展提供了有力支撑。

成本为王时代，四大优势铸就中国巨石综合竞争力

在成本为王的时代背景下，中国巨石凭借产能、成本、产品结构和全球化布局四大优势，巩固了其在玻纤行业的综合竞争力。公司产能优势显著，产销量在国内处于领先地位，同时通过优化原材料采购和生产工艺，显著降低了综合成本。在产品结构方面，公司持续推进高端化转型，提升高附加值产品的占比。此外，公司全球化业务布局完善，海外产能充足，拥有多个海外生产基地和完善的销售网络，国外业务收入占比高且盈利能力强。这些优势不仅提升了公司的市场竞争力，还为其在全球市场的持续扩张奠定了坚实基础。

风险提示：下游需求不及预期；价格上行不及预期；供给增加的风险；公司产能爬坡不及预期的风险。

【医药：联影医疗(688271.SH)】打破医学影像垄断格局，国内市占持续提升+海外装机快速放量驱动业绩强势增长——公司首次覆盖报告-20250312

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

医学影像龙头，创新自研助力国产替代，首次覆盖，给予“买入”评级

联影医疗是中国医疗影像龙头企业，凭借卓越的技术创新和市场拓展能力，迅速成长为全球医疗影像行业的重要参与者。公司在产品研发、市场推广和国际化方面均获显著成绩，未来有望在全球医疗影像市场中披荆斩棘开疆扩土。考虑公司受到国内设备采购政策扰动、及研发投入和海外投入与回报节奏，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.62/19.45/25.53 亿元，EPS 分别为 1.53/2.36/3.10 元，当前股价对应 P/E 分别为 86.6/56.2/42.8 倍，与可比公司比利润增速较快且有望延续，国内外成长性皆强，首次覆盖，给予“买入”评级。

打破国际巨头稳固地位，多元产品矩阵突破垄断格局，构建全球创新生态

巨头 GPS 在医学影像领域常年在国际市场占据稳固地位，但国产之光联影医疗通过短短十几年展现了其在影像领域内的创新和技术实力，通过精勤奋进不断突破技术垄断，推出具有强竞争力创新性差异化的产品，从而打破巨头垄断格局，成功构建了联影全球创新生态系统。截至 2024H1 公司累计推出 120 多款产品，包括 PET/CT、PET/MR、MR、CT、DR、RT 以及数字解决方案等多产品线，推动了医学影像领域的多样化和技术进步。同时公司不断优化供应链管理，通过参股投资上游等方式持续提升自研自产比例，并通过降低原材料采购成本，提高员工效率，进一步控制成本，提升公司盈利能力。且维保业务需求有望随装机量整体提升快速释放，及联影智能 AI 赋能+超声新业务拓展有望将公司在全球范围推升到新的竞争高度。

国内市场强势提升渗透率，海外市场高举高打业绩快速提升

国内市场：市占率持续提升，影像需求长期释放。按 2024H1 国内新增市场金额口径统计，CT：市场占有率综合排名第一；MR：市场占有率排名第三，在 3.0T 以上超高场 MR 设备市场中，市场占有率排名第一；MI：PET/CT 市场占有率排名第一，PET/MR 中国市场占有率排名暂列第二；XR：市场占有率排名第一，其中介入 XR 占有率排名第四，其中 uAngio960、uAngioAVIVA 等 DSA 产品表现亮眼；RT：市场占有率排名第三。中国老龄化的加剧和慢性病患病率的上升激发多层次医院的影像检测需求，及政策支持亦将极大改善人均影像资源。海外市场：高举高打市场推广策略与本土化运营强化出海决心。与多家顶级国际医疗机构达成合作意向，随着合作的深入推进，海外知名度和品牌认可度有望共振，海外收入有望持续高增。

风险提示：公司新产品推广不及预期，贸易摩擦及汇率波动，核心技术泄露

【医药：昆药集团(600422.SH)】三七产业布局逐步优化，“创新+出海”赋能未来成长——公司信息更新报告-20250312

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

2024 年收购华润圣火 51%股权事项落地，血塞通软胶囊品牌优势进一步加强

2025 年 3 月 12 日，公司公告 2024 年度报告，2024 年实现营收 84.01 亿元（重述调整前同比+9.07%，重述调整后同比-0.34%，下文皆为同比口径）；归母净利润 6.48 亿元（重述调整前+45.74%，重述调整后+19.86%）；扣非归母净利润 4.19 亿元（+25.09%）。2024 年公司收购华润圣火 51%股权并纳入合并范围（属同一控制下企业合并），这不仅是公司解决与华润三九同业竞争问题的关键举措，更是通过对三七业务产业链的整合与布局优化进而实现战略布局。我们看好银发健康产业发展，上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为分别为 7.45/9.09/11.12 亿元（原预计 7.25/8.73 亿元），EPS 分别为 0.98/1.20/1.47 元/股，当前股价对应 PE 为 18.1/14.8/12.1 倍，维持“买入”评级。

口服剂营收小幅增长，针剂业务承压

分行业来看，2024 年公司口服剂营收 36.93 亿元（+1.18%），针剂营收 5.39 亿元（-49.09%），其他业务 0.73 亿元（-34.93%），药品、器械批发与零售 36.55 亿元（+6.07%）。分产品来看，心脑血管营收 21.95 亿元（-17.45%），骨科系列 1.03 亿元（-52.80%），抗疟类营收 1.33 亿元（+45.89%），妇科营收 4.01 亿元（+15.67%），消化系统营收 5.49 亿元（+2.46%），其他产品营收 9.23 亿元（-4.76%）。

积极推进创新管线研发，国际化布局绽风华

创新管线方面，2024 年公司研发投入共 1.43 亿元，建立覆盖心脑血管、骨骼肌肉等核心老龄健康-慢病领域的创新研发管线，其中自主研发的氯硝西洋注射液成为同品种中首家申报并通过仿制药质量和疗效一致性评价的产品；版纳药业秋水仙碱片也首家通过一致性评价，且增加儿童家族性地中海热新适应症；用于非酒精性脂肪肝的 1 类创新药 KPC000154 和 2.2 类改良型新药 KYAH02-2020-149 获批 IND。海外发展方面，海外事业部有力推动公司国际化进程，其中自主研发产品双氢青蒿素磷酸哌喹片通过国际组织公立采购认证，获全球基金订单。

风险提示：政策变化风险、产品销售不及预期、新产品研发不及预期。

【海外市场：零跑汽车(09863.HK)】加速智驾确保领先优势，零部件合作提振长期前景——港股公司信息更新报告-20250312

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

加大智驾投入确保领先优势，拓展零部件及出口业务提振长期盈利前景

考虑到国内新能源市场竞争白热化，我们将 2025-2026 年收入预测由 558.4/777.2 亿元下调至 556.7/681.4 亿元，并新增 2027 年预测 813.2 亿元，同比增速分别为 73.1%/22.4%/19.3%。考虑到公司毛利有所提升、加大研发销售费用投入，我们将 2025 年 Non-GAAP 净利润预测由 -6.9 上调至 -4.2 亿元、2026 年预测由 18.73 亿元下调至 3.9 亿元，并新增 2027 年预测 19.2 亿元，EPS 分别为 -0.3/0.3/1.4 元，当前股价分别对应 2025-2027 年 1.0/0.9/0.8 倍 PS、2026-2027 年 149.3/32.1 倍 PE。智驾投入加码延续智能化产品及技术优势，国内汽车业务规模效应、一汽集团零部件及供应链合作落地、海外本地化部署持续推进有望提振长期盈利前景，维持“买入”评级。

2024Q4 首次实现单季盈利，受益于毛利大幅增长、费用率持续优化

公司 2024Q4 收入 134.6 亿元，同比增长 155%，测算季度 ASP 环比下滑约 0.7 万元至 10.7 万，我们分析部分因选装补贴权益加码所致。2024Q4GAAP 净利润 0.8 亿元、Non-GAAP 净利润 2.0 亿元首次实现季度盈利，主要由

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

于 2024Q4 毛利率环比提升 5.2pct 至 13.3%，受益高毛利车型占比提升、规模效应释放、成本管理进展明显；经营费用率环比下降 3pct 至 14%，分析受益于规模效应驱动。

整车步入 ADAS 决胜阶段，B10 在同价位智能化优势继续领先

公司 2025 年交付目标 50-60 万辆（其中出口 5-6 万辆）、整体毛利率目标 10-11%、全年力争盈亏平衡。2025 年 3 月 10 日发布 B 平台全新车型 B10 定价 10.98 万元起，12.98 万元版本行业同级唯一配置高通 8650 芯片及激光雷达，全系标配自动泊车，激光雷达版支持高速 NAP、通勤 CNAP、记忆泊车 HPA；考虑到算力及智驾研发投入加码、智驾能力全平台快速复用、LEAP3.5 架构成本技术领先，伴随 B 平台新车、C 平台改款 2025 年内陆续上市，有望驱动交付曲线持续向上、支撑全年盈亏平衡目标兑现度。出口方面，零跑和 Stellantis 双方给予零跑国际公司 2025 年盈亏平衡目标，销量爬坡及利润释放有待本地化生产进程推进。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、新能源汽车增长不如预期。

【煤炭建材：宝丰能源(600989.SH)】业绩增长叠加提高分红，关注内蒙及新疆烯烃成长——公司 2024 年报点评报告-20250312

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

业绩增长叠加提高分红，关注内蒙及新疆烯烃成长，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 329.8 亿元，同比+13.2%；实现归母净利润 63.4 亿元，同比+12.2%；实现扣非后归母净利润 67.8 亿元，同比+14%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 87.1 亿元，环比+18%；实现归母净利润 18 亿元，环比+46.2%，实现扣非后归母净利润 18.7 亿元，环比+34.8%。公司产能稳定释放，我们维持 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 127.4/136.4/139 亿元，同比+101%/+7.1%/+1.9%；EPS 为 1.74/1.86/1.90 元，对应当前股价 PE 为 10/9.4/9.2 倍。公司成本端受益于煤价中枢回落，叠加内蒙烯烃项目有望贡献产量增量，未来新疆项目及宁东四期项目进一步打开成长空间，公司高成长可期，维持“买入”评级。

2024 年聚烯烃量增&成本下降致盈利改善，焦炭成本下行对冲价格下跌影响

（1）聚烯烃业务：产销量方面，2024 年聚乙烯产/销量 113.3/113.5 万吨，同比+35%/+36.4%，聚丙烯产/销量 117.3/116.5 万吨，同比+56.7%/+54.7%；单季度来看，Q4 聚乙烯产/销量 31.6/31.0 万吨，环比+27%/+23.6%，聚丙烯产/销量 34.2/34.1 万吨，环比+32.9%/+35.1%。价格方面，2024 年聚乙烯/聚丙烯平均售价为 7088.6/6696.5 元/吨，同比+0.07%/-0.9%；单季度来看，Q4 聚乙烯/聚丙烯平均售价为 7106.4/6663.7 元/吨，环比+1.2%/-2.1%。利润方面，2024 年气化原料煤平均采购单价为 562.6 元/吨，同比-8.8%，在聚烯烃售价相对稳定且成本端下滑明显的情况下，叠加量端高增，烯烃业务盈利稳定释放。（2）焦炭业务：产销量方面，2024 年焦炭产/销量为 704/708.6 万吨，同比+0.9%/+1.6%；单季度来看，Q4 焦炭产/销量为 176.4/177.3 万吨，环比-0.9%/+0.1%。价格方面，2024 年焦炭平均价格为 1387.8 元/吨，同比-10.5%；单季度来看，Q4 焦炭平均价格为 1326.5 元/吨，环比+1.4%。利润端方面，原材料炼焦精煤 2024 年平均采购单价为 1072.8 元/吨，同比-13.5%，焦炭成本下行对冲焦炭价格下跌影响。

内蒙&新疆项目打开成长空间，提高分红比例加大投资者回报

（1）内蒙&新疆项目打开成长空间：内蒙古 300 万吨烯烃项目第一条产线已于 2024 年 11 月投产，第二条产线于 2025 年 1 月中旬投产，预计第三条产线于 2025 年 3 月底投产；同时，新疆 400 万吨/年烯烃项目审批工作正有序推进，宁东四期 50 万吨/年烯烃项目亦将适时开工建设，未来公司烯烃产能成长依旧可期。（2）内蒙&新疆项目成本更具优势：宁夏项目用煤从内蒙+新疆采购，而内蒙项目用煤从内蒙采购，考虑到内蒙煤运至内蒙项目的运输成本较内蒙煤运至宁夏项目运费更低，且内蒙项目单吨投资额较宁夏项目低约 4000 元/吨，综合计算内蒙项目相较于宁夏项目盈利优势至少 522 元/吨；新疆项目用煤成本更低，且新疆项目单吨投资额虽或略高于内蒙项目，但仍明显低于宁夏项目，此外新疆电价低于宁夏与内蒙地区，综合来看，新疆项目相较于宁夏项目盈利优势约 1000 元/吨左右。（3）分红比例提升加大投资者回报：公司加大投资者回报，2024 年公司分红比例为 47.44%，较 2023

年提高 11.1pct。

风险提示：产品价格下跌；原材料价格上涨；新建项目不及预期等风险。

【医药：普洛药业(000739.SZ)】2024 年业绩稳健增长，CDMO 项目数快速增长——公司信息更新报告-20250312

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

2024 年业绩稳健增长，CDMO 项目数较快增长

2024 年公司实现收入 120.22 亿元（同比+4.77%，下文都是同比口径），归母净利润 10.31 亿元（-2.29%），扣非归母净利润 9.84 亿元（-4.09%），毛利率 23.85%（-1.81pct），净利率 8.57%（-0.63pct）。2024Q4 公司收入 27.32 亿元（-8.15%），归母净利润 1.61 亿元（-20.85%），扣非归母净利润 1.53 亿元（-22.81%），毛利率 22.54%（+0.07pct），净利率 5.91%（-0.95pct）。2024Q4 公司 CDMO 业务恢复较快增长，制剂及原料药业务阶段性承压。考虑原料药板块抗生素业务需求疲软，新增 2027 年盈利预测，下调 2025-2026 年盈利预测（原预测分别为 14.62/17.00 亿元），预计 2025-2027 年归母净利润为 11.77/13.74/16.52 亿元，当前股价对应 PE 为 15.4/13.2/11.0 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

CDMO 项目数快速增长，美国研发中心投入运营

2024 年公司 CDMO 业务收入 18.84 亿元（-6.05%），毛利率 41.06%（-1.2pct）。公司的美国波士顿研发中心已建设完成，全面投入运营。公司报价项目 1601 个，同比增长 77%；进行中项目 996 个，同比增长 35%，其中，商业化阶段项目 355 个，同比增长 25%，研发阶段项目 641 个，同比增长 42%。API 项目总共 116 个，同比增长 40%。

原料药业绩维持增长，司美格鲁肽注射液进入临床阶段

2024 年原料药中间体业务收入 86.51 亿元（+8.3%），毛利率 14.8%（-2.8pct）。多肽生产线正在设计阶段，12 个 API 品种国内外注册获批。2024 年公司制剂业务收入 12.56 亿元（+0.5%），毛利率 60.81%（+7.67pct）。2 个制剂产品获美国 FDA 注册批准（琥珀酸美托洛尔缓释片、金刚烷胺片）。减重降糖项目（司美格鲁肽注射液）已进入临床阶段。

风险提示：CDMO 行业竞争加剧，化工原料价格走高，制剂放量不及预期等。

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。

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