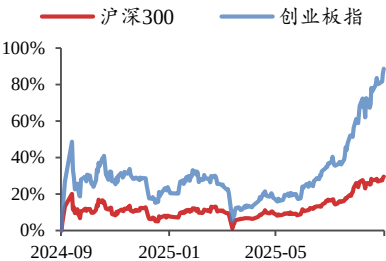


2025 年 09 月 26 日

开源晨会 0926

——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	2.231
通信	1.99
有色金属	1.869
电力设备	1.597
计算机	1.55

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	-1.446
综合	-1.296
农林牧渔	-1.223
家用电器	-1.068
交通运输	-0.965

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

行业公司

【医药】减重赛道全球前沿进展跟踪（三）：新风口之小核酸药物有望破局千亿美金市场——行业点评报告-20250925

小核酸药物布局减重适应症主要围绕 INHBE（Inhibin subunit betaE）和 ALK7（Activin receptor-like kinase 7）两个靶点。INHBE 主要在肝脏细胞中表达，作为一种抑制性因子，负责编码并分泌 ActivinE。这一分子与其他配体（如 GDF3、GDF11、ActB、ActE、ActAB、ActC、Nodal）共同作用，通过结合 ALK7 来调控脂肪代谢。ALK7 主要在脂肪组织中表达，是 INHBE 发挥作用的受体。当 ActivinE 与 ALK7 结合后，抑制脂解作用，导致非酯化脂肪酸（NEFA）水平下降。此外，脂肪细胞的肥大和功能紊乱进一步加剧，导致内脏脂肪堆积和胰岛素抵抗。

【化工】UCO-SAF 供需持续偏紧，欧盟对美 SAF 征收反倾销税或凸显中国 SAF 竞争力——行业点评报告-20250925

SAF 海外供应减少叠加全球需求旺盛，UCO-SAF 产业链价格持续上涨。据百川盈孚数据，截至 9 月 24 日，欧盟、中国 SAFFOB 价格分别为 2,705、2,400 美元/吨，分别较 2025 年年初+46%、+33%；馏水油不含税价格 7,400 元/吨，较 2025 年初+15%。据我们计算，9 月 24 日中国 SAF 单吨利润超 3,000 元/吨，2025 年以来单吨利润最高超 3,500 元/吨。

【计算机：道通科技(688208.SH)】斩获北美双冠，出海前景可期——公司信息更新报告-20250925

公司为数字维修领域全球领导者，数智能源业务已成为高速增长的第二发展曲线，AI+机器人空地一体集群智慧解决方案业务有望打造成为公司第三发展曲线，我们维持原有 2025-2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 8.04、10.13、12.46 亿元，EPS 为 1.20、1.51、1.86 元/股，当前股价对应 PE 为 31.3、24.8、20.2 倍，维持“买入”评级。

【医药：前沿生物(688221.SH)】前瞻布局小核酸打开成长空间，HIV 用药稳增长——公司首次覆盖报告-20250925

前沿生物 2013 年成立，2020 年成功于上交所上市。其核心自主研发的国家 1.1 类抗艾滋病（HIV）新药艾可宁（艾博韦泰）于 2018 年获批上市，成为公司发展的重要里程碑。此外，公司持续深化创新布局，构建“创新药+高端仿制药”协同发展的创仿结合在研管线，涵盖长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物、高端仿制药及器械等多个领域，核心竞争力不断提升。

研报摘要

行业公司

【医药】减重赛道全球前沿进展跟踪（三）：新风口之小核酸药物有望破局千亿美金市场——行业点评报告-20250925

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

减重赛道新风口：小核酸药物有望破局千亿美金市场

小核酸药物布局减重适应症主要围绕 INHBE（Inhibin subunit betaE）和 ALK7（Activin receptor-like kinase 7）两个靶点。INHBE 主要在肝脏细胞中表达，作为一种抑制性因子，负责编码并分泌 ActivinE。这一分子与其他配体（如 GDF3, GDF11, ActB, ActE, ActAB, ActC, Nodal）共同作用，通过结合 ALK7 来调控脂肪代谢。ALK7 主要在脂肪组织中表达，是 INHBE 发挥作用的受体。当 ActivinE 与 ALK7 结合后，抑制脂解作用，导致非酯化脂肪酸（NEFA）水平下降。此外，脂肪细胞的肥大和功能紊乱进一步加剧，导致内脏脂肪堆积和胰岛素抵抗增加，这些都为肥胖的发生提供了生物学基础。

Arrowhead、Wave 与 Alnylam 正加速布局减重赛道小核酸药物

从企业布局角度来看，目前进度最快的是 Arrowhead 和 Wave，INHBE siRNA 分子都将在未来 6 个月内读出 1 期试验数据。Alnylam 虽然进度略慢，但布局最全面，IND-enabling 阶段的分子覆盖了 INHBE（肝脏靶向）、ALK7（脂肪靶向）、GeneD（肌肉靶向）。

小核酸药物联用 GLP-1，有望解决多重未满足临床需求

临床前大鼠数据显示，Arrowhead 的 ALK7 siRNA 分子联用 Tirzepatide 可以进一步提升减重效果的同时，还有望带来更持久的疗效，从而实现更长间隔的给药（如月度、季度等）。同时，联用还有望实现高质量减重，即减脂不减肌。

此外，人类遗传学研究表明，INHBE 或其受体 ALK7 的功能缺失（loss of function, LoF）携带者在一般人群中往往表现出更健康的代谢状态，具体特征包括更低的腰臀比、更少的内脏/腹部脂肪积累等，而整体 BMI 可能并无显著降低。这提示 INHBE/ALK7 通路在脂肪分布而非单纯体重调控中起着关键作用。因此，抑制 INHBE/ALK7 信号通路有望减少高危的腹部/内脏脂肪，而非单纯的减重。

投资建议

短期，我们建议关注 Arrowhead 和 Wave 的数据读出。不论是 Arrowhead 还是 Wave 的 1 期临床试验都包括了 SAD、MAD 和联合 GLP-1 的队列，我们建议重点关注安全性、药代和给药间隔、biomarker 敲降水平、早期疗效和其他代谢指标变化等。

推荐标的：悦康药业、阳光诺和、热景生物、石药集团等；受益标的：前沿生物-U、恒瑞医药等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【化工】UCO-SAF 供需持续偏紧，欧盟对美 SAF 征收反倾销税或凸显中国 SAF 竞争力——行业点评报告-20250925

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

SAF 海外供应减少叠加全球需求旺盛，UCO-SAF 产业链价格持续上涨

据百川盈孚数据，截至 9 月 24 日，欧盟、中国 SAFFOB 价格分别为 2,705、2,400 美元/吨，分别较 2025 年年初+46%、+33%；馏水油不含税价格 7,400 元/吨，较 2025 年初+15%。据我们计算，9 月 24 日中国 SAF 单吨利润超 3,000 元/吨，2025 年以来单吨利润最高超 3,500 元/吨。近期 SAF 需求向好而海外供应减少，国内 SAF 景气增加带动原料 UCO 供需偏紧，UCO-SAF 产业链价格同步上涨。供应方面，9 月 3 日，壳牌荷兰石油公司不再重启建设大型生物燃料厂的计划；此前壳牌公司已叫停在佩尔尼斯的生物燃料工厂建设；芬兰芬欧汇川集团在 5 月宣布退出鹿特丹项目。据 NESTE2025 年中报，NESTE 预计在 2025 年 4 季度对鹿特丹工厂、12 月对新加坡工厂均进行为期 6 周的检修。4 月 9 日 NESTE 鹿特丹工厂 50 万吨 SAF 投产后，其 SAF 总产能达到 150 万吨，未来短期 NESTE 工厂陆续检修将使得国外 SAF 供给减少。国内镇海炼化 SAF 装置复工时间延长至 11-12 月，9 月中旬张家港 HVO/SAF 工厂（35 万吨）停机检修，国内外 SAF 装置检修频发，SAF 供应持续短缺。需求方面，9 月 12 日，欧盟拨 1.18 亿美元 ETS 配额支持航空采购 SAF；9 月 22 日，新加坡宣布将在 2026 年推出 SAF 税以支持新加坡 2026 年实现 1%SAF 添加目标；国内方面，预计 2025 年下半年将推出 SAF 第三阶段试点，将试点范围拓展至全国省会机场。短期 SAF 全球需求稳步增长，远期进入 2027 年，CORSIA 要求成员国强制推出 SAF 掺混比例，2050 年实现航空业净零排放，SAF 需求蓬勃发展。综上，SAF 未来需求或快速增长，但海外新增产能较少，国内 SAF 工厂有望凭借较为充足的 UCO 资源持续获取全球 SAF 市场份额，UCO-SAF 产业链景气有望持续增长。

欧盟对美国 SAF 产品征收反倾销税，中国 SAF 产品竞争力或进一步凸显

9 月 12 日，欧盟对 2021 年出台的针对美国生物柴油反倾销措施进行修正，新增对美 SAF 产品征收反倾销税，目前反倾销税约为 172.2 欧元/吨。2009 年开始欧盟对美国生物柴油征收反倾销和反补贴税，由于美国国内生产的生物柴油享用了美国政府 1 美元/加仑的税收抵扣政策。目前美国为生物柴油、SAF 分别提供 1、1.75 美元/加仑补贴，这也是欧盟将美国 SAF 纳入征收反倾销税范围的最主要原因。我国 SAF 行业目前尚未出台明确的补贴政策，同时目前我国仅有嘉澳环保一家 SAF 企业获得出口白名单。未来我国进入 SAF 出口白名单的企业或增多，但我国 SAF 行业基本以自驱动发展为主，被欧盟征税概率较小。同时未来随着越来越多的国家推出 SAF 掺混政策，中国 SAF 工厂凭借 UCO 带来的低碳属性，叠加海外 SAF 供应短缺带来的发展机遇，中国 SAF 产品具有较强市场竞争力。

受益标的：嘉澳环保、山高环能、卓越新能、海新能科、鹏鹞环保等。

风险提示：政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、技术进步不及预期等。

【计算机：道通科技(688208.SH)】斩获北美双冠，出海前景可期——公司信息更新报告-20250925

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

数字维修全球领导者，维持“买入”评级

公司为数字维修领域全球领导者，数智能源业务已成为高速增长的第二发展曲线，AI+机器人空地一体集群智慧解决方案业务有望打造成为公司第三发展曲线，我们维持原有 2025-2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 8.04、10.13、12.46 亿元，EPS 为 1.20、1.51、1.86 元/股，当前股价对应 PE 为 31.3、24.8、20.2 倍，维持“买入”评级。

事件：斩获北美双冠，助力开普敦打造公交电动化标杆

9 月 24 日，公司公众号报道公司在北美权威轮胎行业媒体《现代轮胎经销商》近日发布的《2025 年 TPMS 品牌洞察研究报告》胎压监测传感器（TPMS Sensors）及轮胎压力监测系统诊断工具（TPMS Diagnostic Tools）两大核心赛道均位列北美第一，以产品性能、价格竞争力、品牌认可度 3 项第一的指标领跑行业，成为唯一实现双冠王的科技企业。

9 月 25 日，公司公众号报道公司助力开普敦打南非最大电动公交充电枢纽标杆项目。

TPMS 市场需求持续释放，公司有望加速放量

公司公众号数据显示全球汽车保有量超 14 亿辆，欧美地区车龄超 7 年的车辆占比达 60%，且随着美国、欧盟等国家及区域强制安装 TPMS 法规落地，TPMS 替换需求持续释放，预计 2025 年全球市场规模超 50 亿美元。2025 年上半年公司 TPMS 系列产品实现销售收入 5.16 亿元，同比大幅增长 56.83%，销售收入实现强劲增长，展现出该业务的持续扩张动能。此次双料夺魁，进一步巩固其在数字维修的全球领导者地位，有望助力公司加速成长。

助力打造南非最大电动公交充电枢纽，新兴市场前景可期

南非开普敦近日启动其规模最大、最具雄心的电动公交充电枢纽项目，这标志着非洲在公共交通电动化领域迈出关键一步。公司凭借领先的充电技术、智能的能源管理方案为该枢纽提供核心充电基础设施支持，助力当地在 2025 年 12 月前完成 120 辆电动公交车的规模化部署，新兴市场市场潜力值得期待。

风险提示：海外拓展不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期风险。

【医药：前沿生物(688221.SH)】前瞻布局小核酸打开成长空间，HIV 用药稳增长——公司首次覆盖报告-20250925

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

前瞻布局小核酸技术，深化创新引领长期发展

前沿生物 2013 年成立，2020 年成功于上交所上市。其核心自主研发的国家 1.1 类抗艾滋病（HIV）新药艾可宁（艾博韦泰）于 2018 年获批上市，成为公司发展的重要里程碑。此外，公司持续深化创新布局，构建“创新药+高端仿制药”协同发展的创仿结合在研管线，涵盖长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物、高端仿制药及器械等多个领域，核心竞争力不断提升。我们看好公司未来小核酸创新管线大力推进带来的潜在成长性，同时 HIV 用药等品种销售稳健增长，预计 2025-2027 年归母净利润分别为-1.76/-1.71/-1.64 亿元，EPS 为-0.47/-0.46/-0.44 元，当前股价对应 PE 为-31.6/-32.6/-33.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

小核酸领域前瞻布局多适应症，自研 ACORDE 递送载体

小核酸药物方面，公司聚焦慢性病治疗，在研 siRNA 药物已覆盖 IgA 肾病、血脂异常、内分泌相关等疾病领域，所选靶点具备 FIC 或 BIC 的潜力。IgA 肾病领域，公司布局了三款靶向补体机制的 siRNA 药物，其中 FB7013（MASP-2 单靶点）具备 FIC 潜力，计划于 2025 年底递交 IND 申请；FB7011（MASP-2 和 CFB 双靶点）可同时沉默两个目标蛋白的表达，临床前研究显示其沉默效率不劣于混合给药组，显示出具有更高疗效、更好安全性的潜在优势。此外，公司已自主研发国际创新型 siRNA 递送载体-ACORDE，并逐步探索肾脏递送、中枢神经系统递送等方向，有望进一步打开成长空间。

紧抓 HIV 临床痛点组配完整长效治疗方案，拓展仿制药及器械贡献业绩增量

艾可宁（注射用艾博韦泰）是公司布局长效抗 HIV 病毒药物的核心产品，2018 年其经治治疗适应症获批上市，也是全球首个获批的长效抗 HIV 病毒融合抑制剂，在医保身份的加持下，未来有望完善渠道覆盖，加速拓展下沉市场。同时，公司正全力推进新型抗 HIV 病毒长效制剂的研发，并组成配方完整的长效治疗方案。此外，公司战略性布局高端仿制药及器械，有望为公司持续贡献收入增量。

风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧、研发进展不及预期等。

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。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，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 4.78% 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。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