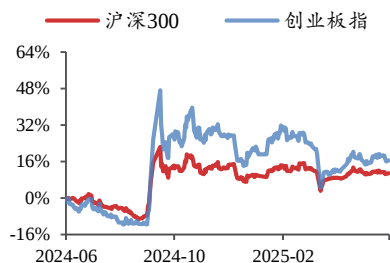


2025 年 06 月 24 日

开源晨会 0624

——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	2.251
国防军工	1.971
煤炭	1.683
银行	1.220
环保	1.203

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	-0.798
家用电器	-0.433
钢铁	-0.106
公用事业	0.105
通信	0.190

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】工业生产仍有韧性——宏观经济专题-20250623

行业公司

【农林牧渔】消费逐步进入淡季，短期鸡价或有压力——行业点评报告-20250623

【电子】半导体材料跟踪点评：盛合晶微进入辅导验收阶段，关注先进封装材料投资机会——行业点评报告-20250623

【化工】固态电池产业化进展加速，高性能材料产业化先行——行业点评报告
-20250623

【社服】即时零售 618 大促表现亮眼，5 月茶咖头部品牌开店+店效双高增——行业周报-20250622

【传媒】AI 模型、端侧齐发力，关注中报及内容新品带来的弹性——行业周报
-20250622

【医药：众生药业(002317.SZ)】夯实中药根基，创新转型乘风破浪未来可期——公司首次覆盖报告-20250622

研报摘要

总量研究

【宏观经济】工业生产仍有韧性——宏观经济专题-20250623

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：工业生产仍强，消费需求分化

1.建筑开工：水泥出库保持历史低位。最近两周（6月8日至6月21日），石油沥青装置开工率、水泥发运率季节性位置处于历史中位，磨机运转率处于历史低位。基建、房建项目水泥出库量保持历史同期低位，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，整体仍有韧性。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链开工率整体处于历史同期中高位，汽车钢胎开工率有所回落但保持历史中高位，焦化企业开工率表现略弱。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车、家电需求波动运行。最近两周，建筑需求弱于历史同期，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。汽车销售同比波动运行，中国轻纺城成交量处于同期历史低位，义乌小商品价格指数有所回升，618影响下，多数家电线上销售额高于2024年同期，多数家电线下销售额低于2024年同期。

商品价格：国际定价产品偏强，国内定价产品偏弱

1.国际大宗商品：地缘冲突影响下整体回升。最近两周，受地缘冲突影响，原油、铜、铝、黄金价格有所回升。

2.国内工业品：除部分化工品及沥青外，多数工业品表现仍弱。最近两周，国内定价工业品震荡偏强运行，南华综合指数明显回升，或主要受能源影响。但细分品种下，除部分化工品以及沥青外，其他多数工业品价格表现仍弱，表明国内需求端略显疲软。

地产与流动性：一线城市新建房成交量转弱，资金利率震荡运行

1.新建房：一线城市成交同比转负。最近两周（6月8日至6月21日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升8%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-30%、-4%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史低位，建议关注后续增量政策可能性。一线城市成交面积成交同比转负，较2023、2024年分别变动-25%、-6%。

2.二手房：成交量分化运行。价格方面，截至6月9日，二手房出售挂牌价指数环比有所回落；成交量方面，最近两周（6月8日至6月21日），北京、上海、深圳二手房成交面积分化运行，较2024年同期分别同比+12%、-19%、+20%。

3.流动性：资金利率震荡运行。最近两周，截至6月20日，R007为1.59%，DR007为1.49%；央行实现货币净回笼10828亿元；质押式回购成交量共为69.7万亿元。

出口：6月第三周出口高频数据反弹

最近两周（6月9日至6月22日），从港口AIS与港口吞吐量数据指标看，6月第三周，港口AIS数据与集装箱吞吐量数据均指向出口边际回暖，但同比较5月仍有所回落，根据6月前22日同比数据拟合，6月出口同比在-3%左右

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

行业公司

【农林牧渔】消费逐步进入淡季，短期鸡价或有压力——行业点评报告-20250623

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

消费逐步进入淡季，短期鸡价或有压力

白羽鸡：5月白鸡价格维持稳定，巴西高致病性禽流感结束。（1）价格：2025年5月全国白羽肉鸡销售均价7.41元/公斤，环比-0.01元/公斤，亏损0.07元/羽，环比由盈转亏。据钢联数据，5月白羽肉鸡样本屠宰企业平均库容率88.98%，环比+6.81pct，屠宰企业面临库存和亏损压力，有意控制屠宰节奏及产品价格，支撑5月白鸡供需平衡，价格维持稳定。（2）种鸡存栏：5月末行业白羽祖代种鸡总存栏量201.19万套，环比-2.2%，其中在产环比-3.0%，后备环比-1.0%。父母代种鸡总存栏3759.38万套，环比+0.2%，其中在产环比-2.3%，后备环比+4.3%。祖代种鸡存栏、父母代种鸡存栏处于近5年来相对高位，种源供应充足。（3）海外禽流感进展：巴西高致病性禽流感结束，美国禽流感仍处于弥漫状态。

黄羽鸡：节日刺激减弱，5月黄鸡价格走弱。5月黄羽鸡父母代鸡苗销量656.96万套，环比+10.98%，商品代鸡苗销量1.51亿羽，环比+4.86%。5月末黄羽祖代种鸡存栏量280.39万套，环比+0.73%，处于2020年以来高位，父母代种鸡总存栏2268.62万套，环比+1.19%。考虑6月为消费淡季，预计黄鸡价格或偏弱运行。

蛋鸡：终端消费疲软叠加供给压力较大，6月蛋价或进一步下探。5月末蛋鸡苗价格4.10元/只，环比-3.53%，鸡蛋棚前批发价5.94元/公斤，环比-15.14%，蛋鸡养殖利润-24.29元/羽，环比-6.63元/羽。需求方面，五一、端午节日刺激效应不及预期，梅雨季气温升高削弱终端消费意愿，整体需求疲弱。供给方面，5月蛋鸡养殖持续亏损，刺激部分养户淘汰老鸡，但在产蛋鸡存栏量仍处高位，新开产蛋鸡数量大于淘汰老鸡数量，供给压力仍处高位。考虑供给压力偏大，6月处于鸡蛋消费淡季，供强需弱背景下6月蛋价或进一步下探。

5月白羽肉鸡苗收入、销量、均价环比变化不一

（1）益生股份：5月鸡苗销量5660.97万只，环比+15.69%；销售均价3.07元/羽，环比+0.18元/羽。（2）民和股份：5月鸡苗销量2533.31万只，环比+5.85%；销售均价2.81元/羽，环比-0.05元/羽。（3）晓鸣股份：5月鸡产品销量2324.75万只，环比-6.56%；销售均价4.34元/羽，环比-0.09元/羽。

5月鸡肉均价环比下降

（1）仙坛股份：5月鸡肉销量4.94万吨，环比+4.14%；销售收入4.23亿元，环比+2.35%；销售均价8555.54元/吨，环比-1.80%。（2）圣农发展：5月鸡肉销量11.92万吨，环比+0.70%；鸡肉销售收入11.52亿元，环比-0.99%；销售均价9664.43元/吨，环比-1.61%。

5月黄羽鸡收入、均价环比下降

（1）温氏股份：5月肉鸡销量1.08亿只，环比+4.02%；销售均价10.75元/公斤，环比-4.36%。（2）立华股份：5月肉鸡销量4771.05万只，环比+4.98%；销售均价10.67元/公斤，环比-4.73%。（3）湘佳股份：4月活禽销售413.53万只，环比-6.79%；销售均价9.06元/公斤，环比-2.15%。

风险提示：禽业疫病不确定性；消费复苏不及预期等。

【电子】半导体材料跟踪点评：盛合晶微进入辅导验收阶段，关注先进封装材料投资机会——行业点评报告-20250623

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

国产高端半导体封测龙头盛合晶微 IPO 进入辅导验收阶段

据证监会披露平台显示，盛合晶微 IPO 辅导状态变更为辅导验收。盛合晶微是国内高端半导体封测龙头，核心业务聚焦中段硅片制造和三维集成先进封装环节。据芯智讯，盛合晶微的 12 英寸高密度凸块（Bumping）加工、12 英寸硅片级尺寸封装（WLCSP）和测试（Testing）已经达到世界一流水平，目前还在进一步发展先进的三维系统集成芯片业务。2024 年 4 月，据 SEMI 引用“江阴高新区发布”公众号消息，盛合晶微三维多芯片集成封装项目、超高密度互联三维多芯片集成封装项目均为江阴市重大产业项目，项目建成后达产年将形成金属 Bump(凸块工艺)产品 8 万片/月（96 万片/年）、3DPKG（三维多芯片集成封装）产品 1.6 万片/月（19.2 万片/年）的生产能力。

解决先进封装关键材料卡脖子问题，关注本土材料国产化节奏

据 SEMI，2023 年全球半导体封测材料市场规模约 219.8 亿美元，其中包括压封装基板 55%，密封填充材料 8%，固晶材料 4%，底填材料 1%，晶圆级封装介质材料 1%等。据中国化信咨询 2023 年 5 月的研究报告，中国半导体材料整体国产化率约 15%，封装材料国产化率小于 30%。关注高端封装基板、密封填充封料、环氧塑封料原材料球形硅微粉等材料的国产化进程。

先进封装材料及相关标的梳理

电镀液：用于 RDL 工艺的表面金属化、TSV 芯片内部互联、Bumping 载板与转接板之间的互联。受益标的艾森股份、上海新阳、飞凯材料、安集科技、天承科技等。

PSPI：用于晶圆级封装中缓冲层材料及 RDL 层材料。受益标的阳谷华泰（波米科技）、艾森股份、强力新材等、

光刻胶：用于 Bumping 电镀、TSV 制造等环节。受益标的彤程新材、南大光电、晶瑞电材、上海新阳、容大感光等。

抛光材料：化学机械抛光为 TSV 工艺关键流程。受益标的安集科技（抛光液）、鼎龙股份（抛光垫）等。

掩模版：Bumping 电镀、RDL 重布线、TSV 制造、IC 封装基板/复杂中介层制造的过程中都依赖光刻技术和掩模版实现精细结构的形成。受益标的龙图光罩、清溢光电、路维光电等。

靶材：用于凸块的 UBM 和 TSV 通孔侧壁的溅射。受益标的江丰电子等。

其他：环氧塑封料受益标的华海诚科等；硅微粉受益标的联瑞新材、雅克科技等；底部填料：受益标的德邦科技等。

风险提示：需求不及预期、研发不及预期、产品导入/市场开拓不及预期等。

【化工】固态电池产业化进展加速，高性能材料产业化先行——行业点评报告-20250623

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

固态电池行业事件催化不断，产业化进展加速

2025 年以来，行业政策持续支持固态电池行业发展，行业相关标准不断完善、相关企业产品研发进展加快。2025 年 3 月，强制性国家标准《电动汽车用动力蓄电池安全要求》（GB38031—2025）发布，将于 2026 年 7 月 1 日起开始实施，新规将动力电池“不起火、不爆炸”改为强制性要求，固态电池安全性能突出，有望迎来快速发展机遇。2025 年 5 月，国轩高科首条全固态电池实验线已正式贯通，核心设备实现了 100%国产化，设计产能达到 0.2GWh。6 月 19-20 日，第五届中国国际固态电池科技大会在安徽合肥召开，进一步推进固态电池产业化进展。之后，7 月 3 日固态电池大会暨硅基负极产创大会、7 月 9 日 2025 电解液创新发展论坛暨固态电池研讨会等会议有望进一步加速固态电池行业产业化落地。我们预计 2025-2026 年进入固态电池中试线落地关键期；2027 年半固

态电池实现商业化应用、全固态电池进入上车验证；2030 年全固态电池迎来产业化拐点。

固态电池需求持续增加，高性能材料产业化先行

目前固态电池最大的短板在于生产成本较高，我们认为固态电池产业化进程中，高性能材料降本为先行步骤。因此，我们认为在固态电池材料端布局较为完善、验证进展较快的企业有望受益：

1、光华科技：公司硫化锂相关固态电池材料产品目前产能为 300 吨/年，后续可以根据市场需求扩产至 3000 吨，公司的固态电池材料产品与下游客户仍处于产品送样检测及优化阶段。

2、长阳科技：固态电池中需要使用隔膜，只是固态电池对技术要求较高对隔膜有新的功能要求，如高孔隙率，大孔径，高回弹性能。公司固态电池用电解质复合膜已取得该行业头部客户小批量订单以及腰部客户的企业订单。

3、道氏技术：固态电池多领极布局，负极布局单壁碳纳米管、硅基负极、多孔碳；正极布局高镍三元正极。公司固态电池研究院已成功自主研发出电导率高达 1mS/cm 的硫化物固态电解质，目前已经达到公斤级量产水平，并送样头部客户。

4、上海洗霸：公司应用于 eVTOL 的第一代高比能软包固态电池已完成短期测试，能量密度为 340Wh/kg，超预期完成设定目标，5C 大倍率放电，-20℃环境下容量衰减<15%。此外公司在固态电解质、硅基负极、多孔碳等领域持续布局。

5、黑猫股份：公司现有多种锂电级导电炭黑型号：3910、4010、5010、6010，其中 3910 对标进口益瑞石导电炭黑，4010 对标快充炭黑，6010 对标日本狮王科琴黑，未来导电炭黑仍有望应用于固态电池干法电极上。公司拥有导电炭黑产能 3 万吨，可柔性生产各种型号的导电炭黑。

6、硅基负极：多孔碳方面元力股份、圣泉集团等企业的产业化进展较快，硅基负极方面石大胜华、硅宝科技等企业的产业化进展较快。

风险提示：技术推进不及预期、原材料价格大幅下跌、终端需求跟进不及预期。

【社服】即时零售 618 大促表现亮眼，5 月茶咖头部品牌开店+店效双高增——行业周报-20250622

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/潮玩：京东官宣加码 OTA 布局，泡泡玛特登顶淘系 618 潮玩榜首

旅游：6 月 18 日京东宣布“酒店 PLUS 会员计划”进一步拓展本地生活板块。酒旅服务“低频高消”属性决定履约环节差异化要求，淡旺季分布及库存供给弱弹性导致高频流量转化不易，叠加酒店直连、库存分发和客服团队等较高供应链重置成本，后者较难启动“用户体量扩张-供给规模效应-体验和粘性增强”商业飞轮。参考抖音战略收缩酒旅业务投入/提高佣金率以平衡 ROI 动作，酒旅赛道格局易守难攻。我们认为京东较难撼动行业差异化竞争格局，但需关注平台价格战边际恶化下对 OTA 平台利润兑现的短期影响。潮玩：据淘天数据，2025 年 618 期间平台上万个玩具潮玩商家成交额超三位数增长，以国产 IP 为代表的游戏电竞周边继续保持三位数增长。毛绒、盲盒品类保持两位数增长，泡泡玛特登顶销售 GMV 榜首。

茶咖：头部品牌开店+店效双高增，蜜雪冰城加码 IP 线上商城

行业：2025 年 5 月茶饮、咖啡行业数据全面向好，店数和店效重回增长快车道。

根据久谦数据，5 月茶饮门店净增 2.93 万家，平均店效同比增长 7.6%。5 月咖啡门店净增 0.9 万家，平均店效同比增长 7.6%。品牌：2025 年 1-5 月蜜雪冰城净增门店 5203 家，古茗净增 752 家，瑞幸净增 2648 家，幸运咖净增 854 家。2025 年 5 月蜜雪冰城店效同比增长 13.7%，古茗同比增长 32.9%，瑞幸同比增长 13.4%。蜜雪冰城：【雪王魔法铺】在 618 淘宝潮玩榜单排名第五，线上销售额多个月连续高增，加码 IP 产品线上延伸。

618 大促：化妆品大促电商平稳增长，电商巨头发力即时零售

美妆：2025 年 618 期间，四大电商（淘系、京东、抖音、快手）平台 618 全周期美妆 GMV 为 659.09 亿元，同增超 10%。韩束在抖音平台靠自播实现断层领先。即时零售：据星图数据，2025 年 618 大促即时零售销售额达 296 亿元，yoy+18.7%。美团闪购：5.28 首日闪购成交额同比增长 2 倍，闪电仓业务增长近 3 倍，全周期 60 余类商品成交额增长超 1 倍，近 850 个零售品牌成交额翻倍增长。淘宝闪购：日订单量超 4000 万，其中非茶饮订单占比 75%。京东：4 月外卖带动新注册 PLUS 会员超 40 万，PLUS 会员的外卖复购率较非会员高出 2 倍。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（6.16-6.20）社会服务指数-3.29%，跑输沪深 300 指数 2.83pct，在 31 个一级行业中排名第 27，检测、旅游类领涨；本周（6.16-6.20）港股消费者服务指数-5.15%，跑输恒生指数 3.13pct，在 30 个一级行业中排名第 26，旅游、餐饮类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美妆：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：百胜中国、蜜雪集团、古茗；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美妆：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技；（4）新消费：赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：凯文教育、有道；

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【传媒】AI 模型、端侧齐发力，关注中报及内容新品带来的弹性——行业周报-20250622

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

Minimax、Rokid 发布多项 AI 成果，模型及端侧齐发力，继续布局 AI 应用

6 月 17-20 日，国内 AI 独角兽企业 MiniMax 连续发布重大 AI 成果，其中在 6 月 17 日宣布推出全球首个开源大规模混合架构的推理模型 MinaMax-M1，其在面向生产力的复杂场景中具备开源模型第一档能力，基于闪电注意力机制为主的混合架构，支持目前业内最高的 100 万上下文输入及最长的 8 万 Token 推理输出，此后 Minimax 还发布了新视频生成模型 Hailuo02、能完成长程复杂任务的通用智能体 MiniMaxAgent，以及能自动分析、构思并生成具有专业水准完整视频的创作 Agent “HailuoVideoAgent”。6 月 17 日，Rokid 宣布联合支付宝，以其全天候佩戴、全功能智能眼镜 RokidGlasses 为载体，推出智能眼镜支付方案“看一下支付”，成为全球首款实现支付功能的智能眼镜，用户通过看及语音，仅 3 步可完成支付；6 月 20 日，华为 HDC 大会上宣布推出全场景智能操作系统 HarmonyOS6，其中小艺助手将具备视频通话能力，AI 将更深入渗透系统，首批 50+鸿蒙 Agent 将上线。我们认为，近期 Minimax、豆包大模型多模态、推理能力及 Agent 的继续升级，加上 Rokid、华为鸿蒙在端侧 AI 的持续发力，或推动内容创作、泛娱乐、教育、电商等领域 AI 应用加速渗透及商业化提速，拉动推理算力需求，建议坚定布局 AI。（1）大模型/Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维、商汤-W、三六零；（2）AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；（3）AI 动漫/影视：重点推荐上海电影，受益标的包括华策影视；（4）AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括美图公司、蓝色光标、易点天下；（5）AI 教育/出版：受益标的包括果麦文化、世纪天鸿、盛通股份、南方传媒；（6）算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

聚焦中报及内容新品，继续布局游戏、短剧、电影、潮玩等 IP 新消费板块

（1）游戏：根据伽马数据，2025 年 5 月中国游戏市场规模/移动游戏规模/自研游戏海外收入分别同比 +9.9%/12.0%/6.9%，环比 +2.6%/3.7%/1.5%，移动游戏规模环比增速较 4 月提升，游戏行业延续复苏态势，5 月以来《超自然行动组》《杖剑传说》《暴吵萌厨》《伊瑟》等新游良好的表现以及暑期新品继续上线拉动下，游戏行业

或步入景气上行周期，板块 Q2/Q3 业绩或持续向好。(2) 短剧：腾讯近期推出小程序“短剧”，借助腾讯社交流量优势，或推动短剧市场继续扩容；(3) 电影：《长安的荔枝》《731》《罗小黑战记 2》《浪浪山小妖怪》等备受期待的电影后续上映或给 2025 年暑期档票房带来弹性；(4) 潮玩：Bilibili 漫展、IP 授权展及 ChinaJoy 或于暑期开展，拉动潮玩销售进入旺季。我们建议聚焦中报业绩线，结合内容新品带来的弹性，继续布局 IP 新消费，游戏板块继续推荐心动公司、完美世界、恺英网络、吉比特、网易-S、神州泰岳，受益标的为友谊时光、巨人网络；短剧/互动影游受益标的包括中文在线、掌阅科技、百纳千成；电影板块继续推荐上海电影，受益标的包括猫眼娱乐、万达电影；潮玩继续推荐布鲁可、奥飞娱乐，受益标的包括泡泡玛特、量子之歌、广博股份等。

风险提示：AI 应用商业化进展、游戏流水、电影票房、潮玩销量等低于预期。

【医药：众生药业(002317.SZ)】夯实中药根基，创新转型乘风破浪未来可期——公司首次覆盖报告-20250622

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

夯实中药根基，创新引领发展

众生药业从 1979 年的石龙制药厂起步，于 2001 年正式改制，2009 年在深交所成功上市，是一家集药品研发、生产和销售为一体的中国医药工业百强企业，立足于心脑血管、呼吸、眼科、消化等治疗领域，主要产品有复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸等。同时，公司已建立起“中药为基，创新引领，聚焦特色”的发展战略，子公司众生睿创布局多领域创新管线，伴随产品陆续成功上市步入收获期，公司整体产品集群梯队日益丰富，核心竞争力不断提升。我们看好公司未来中药板块稳健增长，创新药管线大力推进带来的潜在成长性，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.08/3.45/3.92 亿元，EPS 为 0.36/0.41/0.46 元，当前股价对应 PE 为 43.9/39.2/34.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

“中药+化药”产品管线丰富，多元协同赋能业绩提升

在国家政策鼓励医药产业全链条发展、中医药创新传承发展也备受重视的大背景下，公司提出并逐渐形成以“创新药为发展龙头、中成药为业务基石、化学仿制药为有益支撑”的可持续发展业务体系的核心产业结构。中药是公司业务的基本盘，核心产品复方血栓通制剂集采风险基本出清，受益于临床实证丰富，再配合专业化学术推广，有望以“价降量增”赋能销售提升。化学仿制药多元布局，尤其是眼科，公司的盐酸氮？斯汀滴眼液、普拉洛芬滴眼液、地夸磷索钠滴眼液等产品有望与中药产品形成有效协同，进一步增厚公司在眼科领域的竞争壁垒。

聚力创新转型，前瞻布局热门管线，打开成长天花板

公司创新药管线聚焦大适应症，重点布局新冠、甲型流感、减重/降糖及 MASH 等治疗领域。截至 2025 年 5 月，来瑞特韦片作为全球首个拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒一类新药，已于 2023 年 3 月附条件批准上市；治疗成人单纯型甲型流感的昂拉地韦片已于 2025 年 5 月获批上市；RAY1225 注射液的“减重+降糖”双适应症临床 III 期，治疗 MASH 的 ZSP1601 口服小分子临床 IIb 期试验稳步推进。

风险提示：市场竞争加剧，产品销售不及预期，新品研发速度不及预期。

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。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