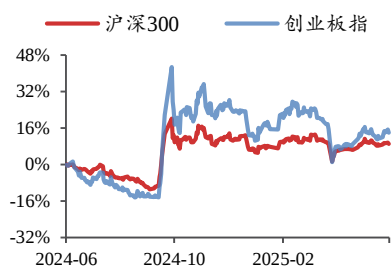


2025 年 06 月 11 日

开源晨会 0611

——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(%)
美容护理	1.100
银行	0.477
医药生物	0.326
交通运输	0.168
传媒	0.152

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-1.967
计算机	-1.866
电子	-1.646
通信	-1.430
非银金融	-1.115

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

【海外：美图公司(01357.HK)】视觉经济领跑者，AIGC 驱动商业化加速——港股公司首次覆盖报告-20250610

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】单月销售金额实现增长，拿地强度保持高位——港股公司信息更新报告-20250610

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】高能级城市重点深耕，行业销售排名保持第一——公司信息更新报告-20250610

【医药：方盛制药(603998.SH)】聚焦头痛用药需求，养血祛风止痛颗粒带来新增量——公司信息更新报告-20250610

【医药：再鼎医药(09688.HK)】“License-in+自主研发”双轮驱动，即将进入发展新阶段——港股公司首次覆盖报告-20250610

研报摘要

行业公司

【海外:美图公司(01357.HK)】视觉经济领跑者,AIGC 驱动商业化加速——港股公司首次覆盖报告-20250610

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

聚焦影像与设计产品，AI 赋能驱动商业化加速，首次覆盖给予“买入”评级

AI 赋能影像生态，全球化与生产力场景打开增长天花板，付费渗透率有望持续提升，我们预计公司 2025-2027 年收入 41.4/49.9/58.2 亿元，对应同比增速 23.8%/20.6%/16.6%，经调整净利润 8.5/11.4/14.6 亿元，对应 EPS0.19/0.25/0.33 元，对应同比增速 44.7%/33.9%/27.9%，当前股价对应 2025-2027 年 PS7.5/6.2/5.3 倍、PE36.5/27.3/21.3 倍。C 端具备庞大用户基础，影像产品丰富度及易用性抢占心智，B 端切入垂直场景布局，AI 深化驱动付费率持续提升，积极布局全球扩张，首次覆盖给予“买入”评级。

AI 打开影像美化增量空间，美图凭借用户+场景+技术优势从工具向生态进化

(1) 行业：国内影像美化市场 C 端用户规模稳定，付费意愿持续提升；B 端 AI 降低创作门槛，降本增效成为首要价值，电商广告、影像制作等场景需求快速增长，商业化提速。目前国内影像美化领域 C 端应用繁荣，B 端仍处于探索期。C 端核心厂商包括工具类应用如美图秀秀、互联网公司如字节跳动的醒图及剪映等，B 端海外 Adobe 及 Canva 等国际产品占据高端生产力市场。(2) 美图依靠用户+场景+技术构建核心优势，通过 C 端庞大用户基础构建精准需求挖掘体系，聚焦垂直场景将 AI 模型能力封装产品化，产品丰富度及易用性抢占用户心智，从工具应用向影像生态进化。2024 年 12 月，美图 MAU 达到 2.66 亿，同比增长 6.7%。

战略聚焦 AI 深化、全球化、生产力，付费渗透率有望持续提升

(1) 国内 C 端生活场景用户规模提升空间有限，B 端生产力场景及全球化成为美图撬动新增量的核心战略。2024 年 12 月，美图中国内地市场 MAU1.71 亿，同比基本持平，中国内地以外市场 MAU 达到 9,451 万，同比增长 21.7%。(2) AI 赋能+全球化+生产力场景有望驱动付费渗透率及 ARPU 提升。2024 年美图生活及生产力场景付费用户渗透率为 4.7%，参考腾讯音乐 2024Q4 付费渗透率为 21.8%、Canva 付费率 10%左右，付费渗透率仍有较大提升空间。

风险提示：技术迭代风险、用户流失风险、监管政策变动

【地产建筑:绿城中国(03900.HK)】单月销售金额实现增长，拿地强度保持高位——港股公司信息更新报告-20250610

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

单月销售金额实现增长，拿地强度保持高位，维持“买入”评级

绿城中国发布 2025 年 5 月公司简讯。公司销售保持稳健，拿地强度维持高位，自投代建业务齐头并进，土储充裕结构优质。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 33.3、45.4、54.3 亿元，对应 EPS 为 1.31、1.79、2.14 元，当前股价对应 PE 为 6.6、4.8、4.0 倍，我们看好公司低毛利项目结转完成后盈利回升，维持“买入”评级。

5 月销售数据增长，销售排名升至前五

2025 年 5 月，公司分期推出 13 个自投项目，总推盘面积约 29 万方，实现自投项目销售面积 42 万方，同比下降 14.3%，销售金额 186 亿元，同比增长 14.8%。1-5 月，公司自投项目累计销售面积 180 万方，同比下降 15.1%，

销售金额 654 亿元，同比下降 3.8%；权益销售金额 444 亿元，销售权益比 68%；累计销售均价 36333 元/平米，同比增长 13.3%。公司代建业务表现稳健，2025 年 1-5 月代建签约销售金额 311 亿元，同比增长 1.0%；签约销售面积 233 万方，同比下降 2.1%。公司 1-5 月累计合同销售面积 413 万方，销售金额 965 亿元，销售金额排名行业第 5。

5 月新增 4 宗土地，拿地强度维持高位

2025 年 5 月，公司在杭州、西安、佛山、舟山新增 4 宗土地储备，新增计容建筑面积 45 万方，权益拿地金额约 39 亿元。1-5 月，公司新增拿地 30 宗，新增计容建面 300 万方，权益拿地金额 373 亿元，权益拿地强度达 84%，拿地强度维持高位。

1-5 月发行三笔中票，融资成本保持低位

公司 1-5 月成功发行了三期共 30 亿元中期票据，票面利率 4.2%-4.37%，融资成本保持低位。公司于 2 月成功发行三年期 5 亿美元优先票据，为 2022 年以来亚洲规模最大的房地产美元债，认购倍数达 4.3 倍，受市场认可度高。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】高能级城市重点深耕，行业销售排名保持第一——公司信息更新报告-20250610

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

高能级城市重点深耕，行业排名保持第一，维持“买入”评级

保利发展发布 2025 年 5 月经营简报，公司 5 月签约销售情况有所收缩，签约销售金额、面积同比同步下滑，公司销售行业排名依然稳居第一，年内一二线城市拿地占比超九成。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 56.8、65.6、75.1 亿元，EPS 分别 0.47、0.55、0.63 元，当前股价对应 PE 估值分别为 17.2、14.9、13.0 倍，维持“买入”评级。

销售金额面积同比均下降，行业销售排名保持第一

2025 年 5 月，公司签约金额 285.12 亿元，同比下降 19.26%；实现签约面积 130.41 万平方米，同比下降 16.93%，单月签约销售金额、面积均同比均大幅收缩。2025 年 1-5 月，公司实现签约金额 1161.61 亿元，同比减少 11.54%；实现签约面积 561.2 万平方米，同比下降 24.96%。2025 年 5 月，公司项目销售均价 21863.35 元/平方米，同比提升 20.29%；1-5 月累计销售单价 20698.68 元/平方米，同比增长 17.87%。据克而瑞数据显示，1-5 月公司全口径销售排名全行业第一。

土拍市场动作积极，高能级城市重点深耕

2025 年 5 月，公司新获取 6 宗地块，拿地总建筑面积 50.09 万平方米，权益总地价 102.65 亿元，用地面积 24.12 万平方米，其中一宗位于北京、一宗位于上海、一宗位于广州、一宗位于西安、一宗位于石家庄、一宗位于温州。公司 1-5 月拿地 21 宗，总建筑面积 195.7 万平方米，对应土地款 419.7 亿元，权益土地款 356.2 亿元，同比分别下降 40.5%、36.8%、39.0%，拿地强度 19.0%（2024 年同期 20.6%），一线城市拿地占比 43.9%，二线城市拿地占比 49.3%。

融资渠道畅通，发行第二期中期票据 30 亿元

2025 年 1-5 月，公司公开市场融资总额 94.57 亿元，一般中期票据发行 50 亿元，一般公司债发行 7 亿元，2025 年 5 月，公司发布 2025 年度第二期中期票据，规模 30 亿元，票面利率 2.15%，期限三年融资渠道畅通。

风险提示：行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

【医药：方盛制药(603998.SH)】聚焦头痛用药需求，养血祛风止痛颗粒带来新增量——公司信息更新报告-20250610

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

养血祛风止痛颗粒获批上市，赋能心脑血管板块增长，维持“买入”评级

2025年6月9日，公司自主研发的1.1类中药创新药-养血祛风止痛颗粒获批上市，其主要成分为黄芪、当归、党参、麸炒白术等。养血祛风止痛颗粒基于中国近代著名中医大家张锡纯先生的代表性方剂“升降汤”加减配方而成，能够补气养血，散风止痛，用于频发性紧张型头痛中医辨证属气血两虚证。我们看好公司创新中药养血祛风止痛颗粒的市场前景和销售潜力，有望赋能心脑血管板块业绩持续增长，维持2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为3.08/3.78/4.57亿元，EPS为0.70/0.86/1.04元，当前股价对应PE为15.6/12.7/10.5倍，维持“买入”评级。

紧张性头痛为原发性头痛中的主要类型之一，患病率较高且临床缺乏新药

临床上，头痛主要分原发性和继发性两大类。据公司公告，一项1990-2016年系统性的回顾性分析结果显示，在原发性头痛中，偏头痛和紧张型头痛（TTH）是主要类型，约占所有原发性头痛病例的90%。根据中华医学会神经病学分会、中华医学会神经病学分会头痛协作组编制发布的《中国紧张型头痛诊断与治疗指南》（2023），紧张型头痛的全球患病率为11%-45%，也是我国最常见（占45.30%）的原发性头痛。紧张型头痛随着发作频率增加，常合并精神心理障碍，其中以焦虑抑郁最为突出，进而进一步加重其疾病负担。目前，部分从事头痛相关诊疗的医师对于紧张型头痛认识不足，诊断和治疗尚不规范；专门针对原发性头痛（尤其紧张型头痛）、具备优质临床疗效且市场表现突出的中药新药一直较为缺乏。

中药相比西药毒副作用较少，且有助于降低长期发作次数和疼痛程度

针对反复发作性紧张型头痛，西医针对急性期的治疗主要依赖非甾体抗炎药（NSAIDs）如对乙酰氨基酚、布洛芬等，但长期使用可能引发胃肠道、肾脏等药物不良反应。相比之下，较长时间服用中药有助于减少头痛发作次数和疼痛程度，且相对少发生毒副反应，患者容易接受。

风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧、产品销售不及预期等。

【医药：再鼎医药(09688.HK)】“License-in+自主研发”双轮驱动，即将进入发展新阶段——港股公司首次覆盖报告-20250610

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

“License-in+自主研发”双轮驱动，即将迎来发展新篇章

再鼎医药以“License-in+自主研发”双轮驱动模式快速构建差异化管线，目前已有尼拉帕利、艾加莫德、肿瘤电场疗法等8款产品在中国获批上市，覆盖肿瘤、自身免疫、感染性疾病及CNS等多个领域。2025年，公司将进入商业化与研发成果密集兑现期，大单品艾加莫德预计持续放量，多款重磅产品预计在国内提交NDA；同时，公司自主研发能力持续增强，积极布局有成长潜力的早研管线，首款自研DLL3ADC预计将进入全球注册性临床。公司预期在2025Q4实现non-GAAP经营利润盈利，节奏持续向好。我们预计2025-2027年公司营业收入为5.67/8.30/12.26亿美元，同比增长42.0%/46.4%/47.8%，当前股价对应PS为6.0/4.1/2.8，首次覆盖，给予“买入”评级。

大单品艾加莫德持续放量，多款重磅单品预期在2025年提交NDA

艾加莫德国内销售额稳健放量，并积极拓展包括CIDP在内的其他自免适应症，2024年国内销售额约9360

万美元，有成为重磅自免单品潜力。除此之外，公司预期多款重磅单品在 2025 年提交 NDA，有望持续贡献业绩增量。针对一线胃癌的贝玛妥珠单抗已进入 III 期临床，重磅数据即将读出，公司预期 2025 年国内申报 NDA；针对精神分裂症适应症的 KarXT 与针对 2L 宫颈癌的 TF 靶向 ADC 已于 2025 年初在国内提交 NDA。下一代 APRIL/BAFF 融合蛋白分子 Povetacicpt 临床稳步推进，具备多适应症拓展潜力。

积极搭建自研平台，首款自研 DLL3ADC 有望打开小肺治疗新格局

公司积极布局有成长潜力的早研管线，预期未来每年至少递交 1-2 个新药的 IND 申请，自研产品的商业化价值逐渐得到认可。具有全球权益的 DLL3ADC 全球进度领先，有望打开小肺治疗新格局。针对 2L+SCLC 单药临床试验已进入剂量优化阶段，并预计于 2025H2 启动关键性临床研究；针对 1LSCLC 联合治疗已进入剂量递增阶段，预计 2025 年内公布数据更新。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失。

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