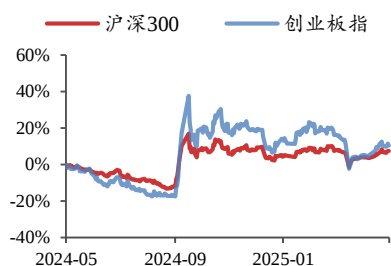


2025 年 05 月 23 日

开源晨会 0523

——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(%)
银行	1.000
传媒	0.119
家用电器	0.043
交通运输	-0.064
石油石化	-0.229

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	-2.026
社会服务	-1.799
基础化工	-1.702
环保	-1.478
房地产	-1.390

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

【固定收益】财政数据，验证经济状态、政策取向——固收专题-20250521

行业公司

【医药：迈瑞医疗(300760.SZ)】国内市场蓄势待发，海外业务高歌猛进——公司信息更新报告-20250522

【医药：力生制药(002393.SZ)】全资子公司获分红超3亿，夯实科改示范企业地位——公司信息更新报告-20250522

【医药：三生制药(01530.HK)】与辉瑞就 SSGJ-707 达成授权，创新价值弹性兑现——港股公司信息更新报告-20250522

研报摘要

总量研究

【固定收益】财政数据，验证经济状态、政策取向——固收专题-20250521

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025 年 5 月 20 日，财政部公布，4 月全国税收收入同比增长 1.9%，为今年以来月度增幅首次由负转正。

收入端：非税大幅回落，税收转正，土地出让四年新高

（1）非税收入方面，2025 年 4 月非税收入增速 1.66%，为近一年最低增速，反映出地方政府的财政紧张局面得到明显缓解，企业的营商环境开始改善。

（2）税收收入方面，2025 年 4 月税收收入增速 1.91%，重新回到正增长，要显著好于 2024 年二、三季度的负增速，反映出经济回升对于税收的带动。

（3）卖地收入方面，2025 年 4 月土地出让收入增速 4.27%，增速重新转正，为 2021 年以来最高增速，反映土地出让已经开始正常化。

支出端：一般支出偏强，政府性基金支出极强

（1）一般财政支出方面，2025 年 4 月增速为 5.8%，要显著高于 2024 年二、三季度，且高于 2025 年全年财政支出计划目标 4.4%，反映出财政支出强度明显偏强。

（2）政府性基金支出方面，2025 年 4 月增速达到 45%，为 2022 年以来最高增速，反观 2024 年二、三季度政府性基金支出处于明显的负增长之中，反映出政府性支出已经逐渐正常化。

财政支出意愿明显，持续推动经济回升

从财政数据上看，宽财政政策持续发力，推动经济正常化和持续回升，企业营商环境正在改善。

一方面，收入端，税收收入转正和土地出入增速创 4 年新高，反映经济正在正常化，此外，非税收入增速大幅回落，反映地方财政紧张局面缓解，企业营商环境好转；另一方面，政府性基金支出增速显著高位，反映宽财政正在发力，这是拉动经济的重要动力。

我们认为，“宽财政”并不取决于是否增发特别国债，而是取决于“财政支出增速”。2024 年 9 月之前，经济偏弱，或很大程度与广义财政支出增速明显偏低有关。2024 年 9 月之后，尽管 2024 年没有特别国债增发，但随着宽财政和财政支出增速发力，有效推动经济明显回升。

值得注意的是，目前财政部公布为 4 月财政数据，随着 4 月 25 日政治局会议要求“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，或意味着财政支出力度进一步加速。

债市将迎来 2025 年第二次“自我校正”

对于债市，我们认为，当前债市仍然隐含着 20-50bp 的降息预期。随着后续宽财政和财政支出力度进一步加速，后续 4-5 月经济有望继续改善，债券市场在经济信心提升的带动下自我校正，债市或出现止盈引发的收益率上行。

一方面，央行“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况”的核心是形成“正常向上倾斜的收益率曲线”，当前债券收益率曲线平坦、甚至倒挂。央行或采取宏观审慎的监管措施，推动长端收益率上行。

另一方面，随着对等关税冲击逐渐放缓，以及宽财政、宽信用政策下，当前或是全年经济低点，后续随着 4-5

月经济边际改善，央行再次降息的概率较低。随着经济预期改善和经济信心提升，债市有望重回“自我校正”，至少回归政策利率对应的合理水平，即 10 年国债收益率 1.8%-2.1% 左右。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【医药：迈瑞医疗(300760.SZ)】国内市场蓄势待发，海外业务高歌猛进——公司信息更新报告-20250522

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

2025 年招采逐步恢复，国内经营拐点将至，维持“买入”评级

2025 年 5 月 21 日，2024 年及 2025 年第一次中期权益分派方案公布，2024 和 2025 中期分别分红 6.79 亿和 17.10 亿，股利支付率分别为 6%和 65%，公司实施积极的分红政策，高分红回报投资者。2024 年公司实现营收 367.26 亿元 (+5.14%)，归母净利润 116.68 亿元 (+0.74%)；扣非归母净利润为 114.42 亿元(+0.07%)。2025Q1 实现营收 82.37 亿 (-12.12%)，归母净利润 26.29 亿 (-16.81%)，环比改善显著。2024 年销售费用率 14.38% (-1.95pct)，管理费用率 4.36% (持平)，研发费用率 9.98% (+0.05pct)。考虑到招采交付周期延长以及 DRG、检验结果互认等导致 IVD 检验量价下行，我们下调 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 129.1/148.7/171.4 亿元(原值 167.3/199.9 亿元)，EPS 分别为 10.7/12.3/14.1 元，当前股价对应 P/E 分别为 20.6/17.9/15.5 倍，但地方医疗卫生专项债发行规模快速增长，院端招采稳步恢复，国内业务复苏在望；海外高端市场持续拓围，海外收入比重有望持续提升，因此维持“买入”评级。

海外市场各业务表现优异，体外诊断成为最大业务板块

公司生命信息与支持业务实现营业收入 135.57 亿元 (-11.11%)，其中微创外科业务同比增长超过 30%，国际生命信息与支持业务实现了同比双位数增长。体外诊断业务实现营业收入 137.65 亿元 (+10.82%)，其中国际体外诊断业务同比增长超过 30%。国内业务短期承压，但市场占有率不断提升，化学发光业务市占率首次实现国内第三，生化业务市占率超过 15%。IVD 仪器装机节奏较快，MT8000 全实验室智能化流水线全年装机近 190 套，化学发光仪器装机达 1800 台，其中近六成成为高速机，为后续试剂放量奠定了基础。医学影像业务实现营业收入 74.98 亿元 (+6.60%)，其中国际医学影像业务同比增长超过 15%，超高端超声系统 ResonaA20 上市首年实现超 4 亿元收入，随着该型号在海外陆续上市，有望成为公司海外高端市场标杆项目，推动海外市占率逐步提升。

公司完成“设备+IT+AI”系统搭建，将继续向数智化生态方案商转型升级

通过“三瑞”生态与设备融合创新，结合大数据、人工智能为医疗机构提供数智化整体解决方案，真正做到用技术的手段解决临床痛点。公司的数智化整体解决方案已经在国内外高端客户群中积累大量的成熟案例，助力公司不断开拓高端市场，2024 年公司高端战略客户贡献收入占国际收入的比例提升至 14%。通过持续深耕客群需求并优化服务，公司加速向数智化生态解决方案服务商转型升级。

风险提示：产品推广不及预期、政策变化风险、设备集采影响毛利率。

【医药：力生制药(002393.SZ)】全资子公司获分红超 3 亿，夯实科改示范企业地位——公司信息更新报告-20250522

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

全资子公司获现金分红超 3 亿，进一步夯实公司科改示范企业地位

公司发布公告，全资子公司中央药业的参股公司天士力生物将以现金方式向全体股东进行权益分派，其中中央药业按持股 12.15%比例可获现金分红款 30,375 万元，中央药业收到的权益将计入公司 2025 年度投资收益，对公司 2025 年经营业绩产生积极影响。此次获得分红使公司现金流进一步增厚，叠加各剂型产品集群贡献稳定收入，

公司科改示范企业地位有望得到进一步夯实。我们看好公司在多个治疗领域的市场优势，上调 2025-2026 并新增 2027 年归母净利润为 4.66、2.91、3.31 元（原预测 2025-2026 年净利润为 2.01、2.16 亿元），EPS 分别为 1.81、1.13、1.28 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9.6、15.4、13.5 倍，维持“买入”评级。

公司持续优化布局，产品集群贡献稳定收入

力生制药 2022 年入选国务院国资委“科改示范企业”名单；2024 年 2 月，力生制药“三鱼”商标成功入选了第三批中华老字号名单。回顾业绩，公司 2024 年合并口径实现营业收入 13.36 亿元，同比+15.88%；公司调整营销模式，理顺产品价值链，收回核心产品总经销权，导致公司扣非净利润 1.03 亿元，同比-31.16%。2025Q1 公司收入 3.70 亿元，同比+1.37%；扣非净利润 0.53 亿元，同比-9.45%。截至 2024 年，中华老字号共计 1455 个。公司主要产品寿比山？吲达帕胺片、三鱼？氨酚咖匹林片、希福尼？头孢地尼分散片、友好？麻仁软胶囊、生化？氢化可的松琥珀酸钠冻干粉针和碳酸氢钠片、盖胃平片、麻仁润肠丸、虎力散片等，获得市场广泛认可。公司聚焦“产业经营+资本运作”双轮驱动战略，构建了研产销一体化、原料制剂一体化的产业格局，积极开展“一站式”CMO/CDMO 服务，为天津市医药创新生态提供产业支撑。公司坚持以科技创新赋能产业高质量发展，产品包括心脑血管、消化、抗感染、呼吸、跌打等 15 大类 292 个药品，获得专利授权 108 项，拥有注册商标 184 个。公司充分抓住科改示范机遇，持续践行研产销联动，投资并购的积极举措，产品集群贡献公司稳定收入，叠加此次获得现金分红，公司估值有望回升，是值得关注的稳健资产。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

【医药：三生制药(01530.HK)】与辉瑞就 SSGJ-707 达成授权，创新价值弹性兑现——港股公司信息更新报告-20250522

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

与辉瑞就 SSGJ-707 达成协议，看好其全球研发及商业化进展

2025 年 5 月 20 日，公司及附属子公司与辉瑞签署协议，独家授予公司自主研发的突破性 PD-1/VEGF 双特异性抗体 SSGJ-707 在全球（不包括中国内地）的开发、生产、商业化权利。根据协议，公司将获得 12.5 亿美元不可退还且不可抵扣的首付款，以及最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款。公司还将根据授权地区的产品销售额收取两位数百分比的梯度销售分成。此外，辉瑞将于协议生效日认购三生制药价值 1 亿美元的普通股股份。此次合作彰显公司创新能力，创新价值弹性兑现。不考虑交易付款，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 23.28、26.12、29.38 亿元，EPS 为 0.97、1.09、1.23 元/股，当前股价对应 PE 为 9.3、8.3、7.4 倍，维持“买入”评级。

公司核心品种稳健增长，在研管线多点开花，打造高价值品种

公司 SSGJ-707 的 II 期临床阶段性分析数据显示，SSGJ-707 在 NSCLC 患者的治疗上获得了优异的 ORR 和 DCR，具有 best-in-class 的潜力。2025 年 4 月 SSGJ-707 获国家药监局突破性治疗药物认定，适应症为一线治疗 PD-L1 表达阳性的局部晚期或转移性 NSCLC，目前 SSGJ-707 已针对该适应症开展 III 期临床研究；同时 SSGJ-707 也已获得 FDA 的 IND 批准；此外用于治疗结直肠癌、妇科肿瘤等领域的临床研究也在推进中。此外公司 SSS06 用于慢性肾衰竭（CRF）贫血，其 NDA 已于 2024 年 7 月获受理；608（IL-17 单抗）针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理。存量品种方面，特比澳作为公司第一大单品，2024 年医保谈判成功零降价续约并新增儿童 ITP 适应症给产品带来新的增量空间，此外促红素双品牌、益赛普、赛普汀及蔓迪等产品的稳步增长也进一步贡献公司现金流；合作项目上，公司 2024 年与众多药企达成创新合作，例如 HER2ADC、克立福替尼、口服紫杉醇等，有望抬升公司业绩天花板。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、价格波动风险等。

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 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