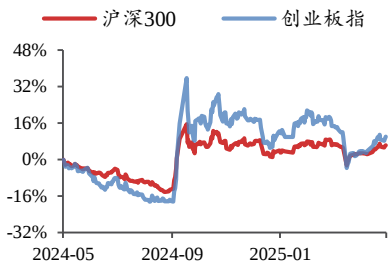


2025 年 05 月 22 日

开源晨会 0522

——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(%)
煤炭	2.549
有色金属	2.052
电力设备	1.115
银行	0.714
医药生物	0.634

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	-1.093
电子	-0.934
传媒	-0.872
社会服务	-0.869
机械设备	-0.832

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

【电力设备与新能源】欧洲电车趋势已起——从欧洲车企 2025Q1 财报看电动化趋势——行业深度报告-20250521

【社服】重新认识透明质酸——抗衰领域的科学革命——行业点评报告-20250521

【传媒：哔哩哔哩-W(09626.HK)】2025Q1 游戏收入大增且连续盈利，流量稳步增长——港股公司信息更新报告-20250521

【医药：一品红(300723.SZ)】AR882 国内权益提升至 100%，看好痛风大品种——公司信息更新报告-20250521

研报摘要

行业公司

【电力设备与新能源】欧洲电车趋势已起——从欧洲车企 2025Q1 财报看电动化趋势——行业深度报告-20250521

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（联系人）证书编号：S0790123070003

2025Q1 雷诺、大众、宝马在欧 BEV 销量大幅增长，特斯拉份额下滑。

2025 年第一季度，包括雷诺、大众、宝马在内的多家车企在欧洲的 BEV 销量大幅增长，欧洲电车已然呈现出强劲的产业化趋势。其中，雷诺品牌：BEV 销量同比+88%，欧洲区订单能见度约 2 个月，订单显示电动化趋势已发生质的转变。大众集团：欧洲 BEV 交付量同比+113%，前三个月西欧 BEV 订单增长 64%。宝马集团：欧洲 BEV 销量同比+64%。Stellantis 和奔驰：受产品换代的影响，Q1 并未呈现出强劲增长，但后续新车型推向市场有望推动销量复苏。特斯拉：受 ModelY 交付延迟以及马斯克等影响，在欧份额下滑。

2025Q1 中国车企持续加大出口力度，比亚迪 SealU3 月销量创新高。

中国车企：从 2025Q1 中企对欧洲 15 国 BEV 出口情况看，比亚迪 1.4 万辆，同比+124%；名爵 0.9 万辆，同比-47%；小鹏 2524 辆，同比+143%。中国车企正加大 PHEV 出口以规避加征关税影响。3 月比亚迪 SealU 在欧洲销量近 7000 台（其中约 6000 台为 PHEV），创下其历史最佳成绩；奇瑞 3 月在欧洲销售 757 辆插混，占电车的 71%。

2025-2026 年欧洲车企新品持续推出，有望巩固并延续电动化趋势。

欧洲各车企均有明确的电车产品发布规划，新品的持续推出有望巩固并延续电动化趋势。Stellantis 和雷诺从 2024 年底开始密集推出售价 3 万欧元以下甚至 2.5 万欧元以下的 B 级电车；大众、奔驰、宝马在 2025 年将展出或开始生产其新一代电车产品，2026-2027 年系列车型或将放量。

碳排放考核现阶段较有压力，新车型不断推出后 2027 年有望超额完成目标。

总体来看，欧洲各车企认为现阶段达成考核目标较有压力，放宽考核期限能够给出一定时间来推出新车型、降低成本（采用磷酸铁锂电池、缩短产品开发周期）。随着新车型尤其是入门级电车的不断推出，2027 年有望超额完成目标。

投资建议：各车企为应对即将收紧的碳排放考核要求，陆续推出新一代纯电平台，新车型有望带动欧洲电车市场放量。（1）锂电池：推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达；受益标的中创新航、国轩高科；（2）锂电材料：推荐湖南裕能；中伟股份、华友钴业；星源材质、恩捷股份；受益标的富临精工、万润新能；容百科技、当升科技、厦钨新能、华友钴业；星源材质、恩捷股份；天赐材料、新宙邦；天奈科技；（3）锂电结构件：受益标的科达利、铭利达、敏实集团、和胜股份；（4）电源/电驱系统：推荐威迈斯、富特科技；受益标的黄山谷捷；（5）汽车安全件：受益标的中熔电气、浙江荣泰。

风险提示：欧洲宏观经济增速不及预期、竞争加剧导致盈利能力下降风险。

【社服】重新认识透明质酸——抗衰领域的科学革命——行业点评报告-20250521

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

人类抗衰策略进入“系统干预”，透明质酸是开启 ECM 衰老干预研究的关键

2025 年 4 月 17 日，《Cell》最新研究将 ECM 衰退列为第 13 大衰老标志物，明确指出透明质酸（HA）是 ECM 动态平衡的核心枢纽。HA 不仅通过力学支撑维持皮肤弹性，更通过 CD44 受体等信号通路调控成纤维细胞活性，驱动胶原再生。研究发现，高分子量 HA 能延长小鼠健康寿命，降低癌症风险并改善炎症反应，其作用远超传统“保湿”认知。通过补充高分子量 HA，可同步恢复 ECM 粘弹性，激活胶原再生信号，从根源重建“力学-生化-

信号”三位一体年轻态 ECM 网络，突出了透明质酸-ECM 的作用使得抗衰从局部干预走向系统干预，标志着抗衰研究进入组学调控阶段。科学界对 HA 的重新定位，为其在抗衰市场开辟新增量空间。

华熙生物技术卡位 ECM 研究前沿，连续两款三类械抗衰产品近日获批

(1) 2025 年 4 月 25 日，华熙生物自主研发的含利多卡因注射用透明质酸钠溶液获批三类医疗器械证，是国内首个获批“面部肤质改善适应症”的水光产品。“润百颜·玻玻”采用非交联透明质酸与 0.3%利多卡因配方，通过精准调控 HA 分子量同步修复 ECM 粘弹性与信号网络。临床数据显示治疗有效率为 94%，效果可持续 3 个月以上，推动抗衰策略从“局部修补”转向“系统干预”，华熙生物以技术卡位占据转化先机。(2) 4 月 30 日华熙生物自主研发的“润致·缇透”获批三类医疗器械证，成为国内首款明确“面部肤质改善”为适应症的合规动能素产品，作用底层机理是通过动能素来干预细胞外基质的衰老进程。引领医美行业从表层修饰迈向细胞级抗衰新纪元。

糖与细胞生物学交叉驱动 HA 精准抗衰，借中国产业转化促全球生科发展

华熙生物通过多次产业革命重塑 HA 产业：从微生物发酵法量产到分子量精准控制，再到探索合成生物技术精准调控 HA 实现多细胞微环境调控。华熙生物基于糖生物学进入细胞生物学，探索衰老干预和再生医学的广阔空间。其提出“细胞衰老本质论”，发现不同分子量 HA 可调控干细胞分化、线粒体活力及 DNA 稳定性，并开发无动物源培养基、细胞上清液等再生医学产品。产业转换能力领先：华熙生物拥有全球最大的合成生物中试平台、超纯 HA 原料制备能力及全链路转化生态（研发-原料-品牌），全产业链模式快速打通实验室到市场，HA 市占率与医美三类械证数量均居行业第一。目前华熙的医美注射三类医疗器械注册证达到 11 项，爱美客（8 项）、昊海生科（4 项）、艾尔建（9 项）、锦波生物（3 项），产品覆盖面部填充、唇部塑形、皮肤改善等多个场景。HA 之外，华熙生物深入探索其他多糖，如肌肉骨骼中的硫酸软骨素，血液里的肝素等对于细胞的重要作用，有望通过合成生物技术，利用生物酶，微生物发酵技术，通过细胞工厂进行规模化的生产。受益标的：华熙生物、爱美客。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格变动、新产品研发风险等。

【传媒：哔哩哔哩-W(09626.HK)】2025Q1 游戏收入大增且连续盈利，流量稳步增长——港股公司信息更新报告-20250521

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

2025Q1 收入增长亮眼，看好游戏及广告业务，维持“买入”评级

公司 2025Q1 年实现营业收入 70.03 元（同比+23.6%，环比-9.5%），经调整归母净利润 3.62 亿元（同比扭亏为盈）。2025Q1 增值服务收入 28.07 亿元（同比+11%），主要系直播及其他增值服务收入增加所致；广告收入 19.98 亿元（同比+20%），主要系效果类广告收入强劲增长所致；移动游戏收入 17.31 亿元（同比+76%），主要系《三国：谋定天下》表现强劲所致；IP 衍生品及其他收入 4.67 亿元（同比-4%）。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.13/19.19/27.29 亿元，对应 EPS 分别为 1.2/4.5/6.4 元，当前股价对应 PE 分别为 107.8/28.8/20.3 倍，我们看好游戏、会员、广告、IP 变现全面发力，持续驱动增长，维持“买入”评级。

毛利率持续提升，公司成功实现连续稳定盈利

2025Q1 公司毛利率为 36.3%（同比+7.9pct，环比+0.2pct），毛利率连续 11 个季度环比提升，主要系收入分成成本降低、平台运营成本减少所致。在收入增长、毛利率提升、降本增效措施等因素驱动下，公司实现连续稳定盈利，2024Q3、2024Q4、2025Q1 调整后净利润分别为 2.36、4.52、3.62 亿元。

平台用户及时长稳定增长，用户成长及内容拓展或助力商业化变现

2025Q1B 站 DAU 达 1.07 亿（同比+4.5%），MAU 创历史新高，达 3.68 亿（同比+7.9%），DAU/MAU 比例为 29%，用户规模持续增长。同时平台用户时长也有所增长，2025Q1 用户日均使用时长为 108 分钟（同比+3 分钟）。2025Q1 平台活跃用户平均年龄达 26 岁，而 2018 年为 21 岁，伴随着用户的成长，平台内容品类也不断拓宽，从

最初的二次元内容拓展到泛娱乐、泛知识到“生活+消费”，2025Q1 人工智能（+130%）、旅游出行（+30%）、音乐（+25%）等新兴内容播放时长也得到快速增长。我们认为，伴随着平台用户成长带来的消费需求及消费能力提升，及平台内容的不断拓展，平台广告、增值服务、游戏等业务有望迎来商业化变现黄金期，同时不断提升的用户规模及时长或进一步打开成长空间。

风险提示：游戏生命周期或流水不及预期，广告收入增速不及预期等。

【医药：一品红(300723.SZ)】AR882 国内权益提升至 100%，看好痛风大品种——公司信息更新报告-20250521

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

AR882 国内权益提升至 100%，看好痛风新药放量潜力，维持“买入”评级

2025 年 5 月 20 日，公司发布公告，瑞奥生物拟以自有资金 680 万美元（折合人民币约 4,900.96 万元）受让控股子公司广州瑞安博少数股东 Arthrosi15.25%的股权，以提高公司持有创新药 AR882 的中国区市场权益及推动其高效研发和快速上市。本次交易完成后，公司全资子公司瑞奥生物持有广州瑞安博的股权比例将从 84.75%上升至 100.00%，广州瑞安博变为公司全资子公司。我们看好具有 BIC 潜力的 AR882 的长期价值，维持 2025-2027 年归母净利润为 1.91、2.16、2.73 亿元，EPS 为 0.42、0.48、0.61 元/股，当前股价对应 PE 为 89.5、79.4、62.6 倍，维持“买入”评级。

痛风新药 AR882 快速推进，国内外市场潜力较大

公司 AR882（靶点 URAT1）具备降低血尿酸治疗痛风、溶解痛风石及治疗慢性肾病三大适应症，目前已完成的全球多中心 II 期临床试验数据显示 AR882 治疗痛风患者的疗效更显著，安全性更高，有望成为具有 Best-in-class 的优势产品。2025 年 3 月 4 日 AR882 国内 III 期临床试验完成首例患者入组；3 月 6 日 AR882 全球关键性 III 期 REDUCE2 试验完成全部患者入组；3 月 17 日 AR882 全球关键性 III 期 REDUCE1 试验完成首例患者入组。AR882 在国内外市场潜力较大。

持续加大研发投入，早研管线亮点频现

公司持续加大研发投入，研发管线共有 15 个创新药，包括在降糖/减重领域布局 APH03920 片（GLP-1RA）、免疫炎症领域布局 APH03571（靶点 IRAK4）、子宫内膜异位症等内分泌领域布局 APH02744（靶点 GnRH），临床前数据均表现亮眼。此外，公司参股的分迪药业自主研发突破性口服分子胶药物 FD-001，是国内首个针对 GSPT1 靶点的降解分子胶。公司强劲的创新实力有待发掘，亮眼的早研管线具备 BD 潜力，公司估值有望迎来新一轮提升。

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