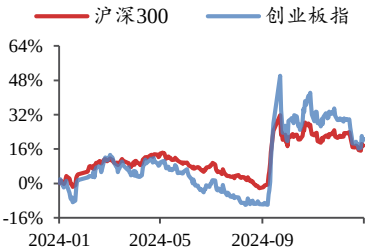


2025 年 01 月 17 日

开源晨会 0117

——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(%)
通信	2.467
综合	1.950
有色金属	1.783
商贸零售	1.648
煤炭	1.470

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	-0.854
电子	-0.813
交通运输	-0.207
国防军工	-0.008
医药生物	0.012

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】核心通胀边际下降，但联储或将暂停降息——美国 12 月 CPI 点评 -20250116

美国 12 月 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上涨 3.2%，环比上升 0.2%。总的看，在经历了 4-9 月份的通胀连续下行后，美国通胀连续 3 个月反弹，但核心通胀终于出现了边际降温。后续随着低基数效应逐渐消失，美国通胀或将重新回到下行通道。但考虑到美联储目前已降息 100bp，且特朗普就职后的政策不确定性较高，后续通胀的不确定性在提升，去通胀的形势并不容乐观。

行业公司

【传媒】海外用户涌入小红书，流量繁荣赋能产业链各方——行业点评报告 -20250116

我们建议持续关注小红书产业链，优选相关营销代理、MCN、品牌商等公司，重点推荐引力传媒、壹网壹创、姚记科技、兆讯传媒，受益标的包括天下秀、蓝色光标、福石控股、省广集团、易点天下、华扬联众、中广天择、利欧股份、思美传媒、宣亚国际、浙文互联、元隆雅图、遥望科技、视觉中国。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】核心通胀边际下降，但联储或将暂停降息——美国 12 月 CPI 点评-20250116

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2024 年 12 月通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%，符合预期；核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.2%，不及市场预期。

通胀水平再度回升，但核心通胀边际走软

1.总体通胀再度反弹，核心通胀略有走软。美国 12 月 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%；核心 CPI 同比上涨 3.2%，环比上升 0.2%。总的看，在经历了 4-9 月份的通胀连续下行后，美国通胀连续 3 个月反弹，但核心通胀终于出现了边际降温。后续随着低基数效应逐渐消失，美国通胀或将重新回到下行通道。但考虑到美联储目前已降息 100bp，且特朗普就职后的政策不确定性较高，后续通胀的不确定性在提升，去通胀的形势并不容乐观。

2.能源通胀降幅收窄，核心商品通胀降幅略有收窄。具体而言，12 月能源项同比下降 0.5%，降幅较 11 月份收窄 2.7 个百分点；12 月份食品项同比上升 2.5%，较 11 月份上升 0.1 个百分点；核心 CPI 方面，12 月核心 CPI 同比上升 3.2%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 11 月下降 0.1 个百分点。核心商品同比增速较 11 月提升约 0.05 个百分点至-0.53%；核心服务同比上升 4.4%，较 11 月份下降约 0.15 个百分点。

3.通胀持续反弹或将告一段落，但核心通胀或仍坚挺。总的看，12 月 CPI 数据显示美国通胀水平再度回升，但总体符合市场预期。而核心通胀边际下降，且略不及市场预期，显示去通胀进程仍在持续。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，12 月份同比、环比增速分别较 11 月份下降 0.2 个百分点、0.13 个百分点。往后看，随着基数逐渐抬升，我们认为总体通胀水平反弹或将告一段落，但核心通胀的表现或相对坚挺。但也不宜高估去通胀的进度。事实上，当前美国通胀仍较顽固，只是大幅反弹风险较小。

美联储或将暂停降息，表态或仍偏谨慎

12 月核心通胀不及市场预期，是否意味着美国通胀将会连续回落，从而打开美联储后续降息空间？

1.12 月通胀数据的波动对美联储当下决策的影响并不大，其在后续 FOMC 会议上或仍选择暂停降息。一则虽然 12 月核心 CPI 数据不及预期，但如果更仔细来看，12 月核心 CPI 同比增速为 3.238%，距离市场预期相差并不是很远，且整体仍然保持坚挺，在劳动力市场表现较好的背景下，核心通胀的快速降温可能性较小；二则总体通胀仍在反弹，其中油价与粮食价格近期均在上升，且后续向上的支撑因素并不少。在已经降息 100bp 的背景下，美联储正在逐渐接近中性利率水平，因此暂停降息以观察经济以及通胀的走势，是一个较好的选择。

2.1 月 20 日特朗普就职后，其政策顺序及力度如何，是后续影响美国经济以及通胀走势的关键要素。如我们在前期报告中所指出，若特朗普驱逐移民、关税等政策超预期，且对调停俄乌冲突、增加石油供给等政策不及预期，则美国通胀在 2025 年上半年上行压力不小，各项不确定因素正在积累，届时美联储或将面临较大挑战。事实上，我们观察到近期密歇根大学 1 年期与 5 年期的通胀预期均有一定幅度上行，若居民通胀预期发生失锚，美联储届时要讨论的可能是加息。

基准情形下，我们认为美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，且很可能不及预期，后续需关注特朗普各项政策的实施顺序、力度与影响。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

行业公司

【传媒】海外用户涌入小红书，流量繁荣赋能产业链各方——行业点评报告-20250116

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

海外用户涌入小红书，形成社交热潮，小红书登顶 43 国免费榜总榜

2025 年 1 月 13 日以来，或由于担忧 TikTok 持续运营风险，大量海外用户涌入小红书平台，注册新账户并与国内用户就生活方式、美食、时尚等方面展开高频互动交流。据七麦数据，截至 2025 年 1 月 16 日 10:00，小红书迅速攀升至美国、澳大利亚、英国等 81 个地区的免费榜总榜首位，在法国、波兰、西班牙等 50 个地区的免费榜总榜排名前 10，海外流量快速增长，部分美区用户一日内收获五六万点赞，粉丝量破万，用户生态空前活跃。小红书用户流量自身也呈快速增长，根据极光数据，截至 2024 年 11 月，小红书月活用户达 3.3 亿，2024 年 10、11 月分别增长 5600 万和 6300 万，相较正常月份 3000 万的平均月活增长有所加速。

具有注册便利、内容基建成熟等优点，小红书商业化生态运转有望加快

我们认为，海外用户涌入小红书，主要由于小红书平台在注册、版本互动、推荐机制、内容生态等方面较为成熟。（1）注册便利：小红书支持各国手机号码注册登录，海外用户注册便利。（2）版本互通：小红书实现国内与海外版本互通互访，便于国内海外用户频繁互动。（3）推荐机制：小红书有效的推新引流算法助力海外用户相关内容快速破圈，帮助新用户快速融入社区，用户生态愈发活跃。（4）内容生态：小红书社区内容形式多样，涵盖了生活方式、时尚、美食等多个领域，吸引中外用户讨论各种文化差异。商业模式方面，小红书主要在广告侧收取广告位费用/合作推广费用，广告服务商收取服务费、广告代理费、销售提成等，电商侧小红书收取技术服务费。根据 YOUTOOAD，小红书 2024Q1 销售额超 10 亿美元，同比增长 67%，净利润达 2 亿美元，同比增长 400% 以上。小红书指出 2025 年的三大商业化战略方向为行业扩展、产品基建与生态开放，持续性的用户生态开放有望激发国内、海外用户流量增长，拓展广告、电商的商业化空间。

积极布局小红书产业链相关公司，优选相关营销代理、MCN、品牌商等公司

（1）引力传媒：小红书广告代理商，2021 年全面布局小红书，客户服务数量达 100+，双投客户数占比 70% 以上，已成为小红书深度合作伙伴，截至 2024Q2 在小红书累计消耗破亿。（2）姚记科技：持股小红书“种草”头部 MCN 机构侵尘文化 11.47% 股权，侵尘文化为小红书认证的官方 S 级 MCN 机构，签约 KOL 数量排名第一。（3）壹网壹创：公司具备独立的小红书事业部。（4）天下秀：小红书蒲公英代理商、整合营销代理商，配合小红书积极开拓 KFS 内容营销组合策略，种草策略曾获科睿创新金奖。（5）蓝色光标：小红书蒲公英代理商、广告代理商，获小红书“2024 年度服务力合作伙伴”、“首期人才共建代理商”等称号。我们建议持续关注小红书产业链，优选相关营销代理、MCN、品牌商等公司，重点推荐引力传媒、壹网壹创、姚记科技、兆讯传媒，受益标的包括天下秀、蓝色光标、福石控股、省广集团、易点天下、华扬联众、中广天择、利欧股份、思美传媒、宣亚国际、浙文互联、元隆雅图、遥望科技、视觉中国。

风险提示：小红书新用户留存不及预期；小红书商业化效果不及预期。

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。

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