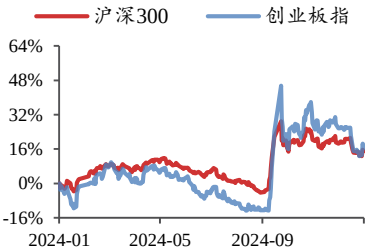


2025 年 01 月 16 日

开源晨会 0116

——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(%)
传媒	1.293
银行	0.808
社会服务	0.513
商贸零售	0.257
纺织服饰	0.224

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	-3.113
国防军工	-1.800
有色金属	-1.304
医药生物	-1.059
通信	-1.056

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】不平淡的金融数据收官——12月金融数据点评-20250115

【固定收益】社融存量增速或现拐点——2024年12月金融数据点评-20250114

【金融工程】1月转债配置：看好偏股低估风格——转债配置月报-20250115

行业公司

【化工】供给端扰动不断，看好碳酸锑价格持续上涨——碳酸锑行业点评报告-20250115

【银行】社融增速翘尾收官，居民按揭量稳价升——行业点评报告-20250115

【食品饮料】12月电商数据分析：线上增长良好，看好零食板块成长性——行业点评报告-20250114

【医药：艾力斯(688578.SH)】伏美替尼稳定公司基本盘，内生外延丰富产品线——公司首次覆盖报告-20250115

【纺织服装：361度(01361.HK)】Q4电商及儿童改善趋势明显，2025年订货趋势良好——港股公司信息更新报告-20250115

【中小盘：瑞鹄模具(002997.SZ)】设立机器人全资子公司，打造业绩新增长极——公司信息更新报告-20250115

【机械：英搏尔(300681.SZ)】第二家低空客户落地，横向纵向拓展两开花——公司信息更新报告-20250114

研报摘要

总量研究

【宏观经济】不平淡的金融数据收官——12月金融数据点评-20250115

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：12月社会融资规模增长28507亿元，前值23288亿元；新增人民币贷款9900亿元，前值增加5800亿元。

信贷：居民中长贷连续3个月改善，企业信贷受化债制约

12月信贷总量增加9900亿元，同比少增1800亿元。

1、居民端，居民贷款新增3500亿元，同比多增1279亿元，同比增幅有所改善，结构上中长贷改善更为显著。12月居民中长贷新增3000亿元，同比多增1538亿元，自10月起，新增中长贷已连续一个季度同比多增，且增量逐步提升。2024收官月，居民中长贷同比多增量创下年内除1月外最高值；季节性看，12月居民中长贷已超越2022-2023年同期水平。12月商品房成交量同比持续正增，一线城市二手房成交面积处于历史高位，地产销售平稳回升，带动按揭贷款需求持续改善。居民短贷增加588亿，同比少增171亿元（前值少增964亿元），居民短贷环比小幅修复。

2、企业端，年末化债对中长贷形成扰动。企业贷款新增4900亿元，同比少增4016亿元。结构上企业短贷边际回暖，票据融资显著多增，中长贷受债务置换影响同比少增。企业中长贷新增400亿元，处于历史同期低点，同比少增8212亿元。12月企业中长贷的异常或与大规模化债集中落地有关，11-12月各地下达共2万亿置换债限额，存量表内贷款置换迅速推进，对企业贷款读数形成扰动。此外，银行为“开门红”储备贷款和实体有效需求未显著回暖也造成企业中长贷读数偏低。企业短贷同比多增435亿元，比过去5年均值多增833亿，短贷改善明显。表内票据新增4500亿元，同比多增3003亿元，12月票据融资大幅多增，年末一般性贷款增长乏力下金融机构使用票据冲量增加。非银机构贷款投放回升，同比多增475亿元。

社融：年末政府债券融资完成高基数下的高增长

12月社融增加28507亿元，同比多增9181亿元，社融规模显著扩张。新增社融口径人民币贷款8402亿元，同比少增2690亿元。人民币信贷受企业贷款走弱、化债等影响读数偏低，但边际已有改善。政府债券新增17566亿元，同比多增8242亿元，为2024年最高同比增幅。化债政策落地推动11-12月政府债券融资的显著走强，促成年末高基数下的高读数。12月特殊再融资债净融资额约为9840亿元，同比增加约9900亿元。其他分项方面，企业债券融资延续走强，12月同比少减2582亿元。非标融资总体多增，表外票据和委托贷款分别同比多增533、23亿元，新增信托贷款151亿元，同比少增196亿元。2024年全年，社会融资规模增长30万亿，同比增长8%，剔除政府债的社融增速录得6.15%，四季度止跌企稳。

广义货币：财政存款超季节性多减

12月M2增速回升0.2个百分点至7.3%。12月存款结构看，居民和企业存款同比多增，非银和财政存款同比少增。居民存款同比多增2120亿元，企业存款同比多增14892亿元。12月非银存款减少31700亿元，同比多减26374亿元，非银存款大幅流出，或与流向股市的存款继续降温、同业活期存款利率监管有关。但多重因素仍拉动M2回升。一方面，季末理财回表，推动居民和企业存款回流。另一方面，年末财政支出“上强度”，叠加债务置换迅速落地，财政存款流出幅度超出季节性，财政存款减少16725亿元，同比多减7504亿元。M1增速延续走强，回升2.3个百分点至-1.4%。12月地产销售回升有助于房企现金流改善，同时也间接带动相关企业账面活期存款景气度回升。总体来看，化债成为影响12月金融数据的重要因素。一方面，信贷端大规模债务置换贷款导致企业贷款异常波动，另一方面政府债券集中发行对社融带来正向拉动。向后看，2025年宽松的货币政策基调或将予

育低利率环境，财政扩张也有望助力宽信用、提振有效需求。随着政策逐步落地或可期待金融指标的持续好转。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【固定收益】社融存量增速或现拐点——2024 年 12 月金融数据点评-20250114

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（分析师）证书编号：S0790523110002

央行公布 2024 年 12 月金融数据，社融存量同比增长 8.0%，与前值相比上升 0.2ppt，自 10 月触底以来反弹；M1 同比大幅多增 15,416 亿元，同比-1.4%，连续三个月改善；新增居民中长期贷款 3,000 亿元，同比多增 1538 亿元，连续三个月改善。

社融存量增速或出现趋势性上行

12 月社融存量同比增长 8.0%，与前值相比上升 0.2ppt，2024 年以来社融存量增速整体呈下行趋势，由年初的 9.5%下行至 10 月份 7.8%，而后开始企稳回升。

前期社融增速下降主要是由于金融行业的规范、对地方政府隐性债务的治理等收缩性政策导致的，与 2018 年实行紧货币、紧财政的收缩性政策导致社融增速下降是同样的逻辑。2024 年“9.26”后，由收缩性政策转为扩张性政策，社融增速开始企稳回升，随着政策加码，预期后续社融增速会出现趋势性上行。

政府债券是社融主要拉动项，主要是地方政府置换债的大规模发行；置换债的发行一定程度上会使置换隐债的企业中长期贷款的减少，以及政府债券增加，综合来看对社融的影响是中性的。所以我们认为社融存量增速是一个用来判断整体政策走向以及实体经济发展方向的核心指标。

市场认为地方政府债放量带来的社融增速回升，并不能反映实体经济回升，不具有持续性；我们认为社融的回升是方向性的，在扩张性政策下会实现趋势性上行。2024 年 10 月之前，政府债券也是大规模发行，是社融主要支撑，但实体经济收缩的更多，政策对冲力度不够，表现出来是社融增速的不断下降；四季度政策加码发力，央行例会强调“加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”，货币政策和财政政策力度加大，对冲实体经济的收缩，预计 2025 年信贷、社融会有一个趋势性上行。

M1 延续高增表明现金流量表持续改善

12 月 M1 新增 20,055 亿元，同比大幅多增 15,416 亿元，创 2023 年 6 月以来最大增幅；M1 同比-1.40%，降幅继续收窄，连续三个月反弹。

年初以来 M1 绝对值出现大幅下降，主要是受到手工补息和企业应收账款增加的影响。在地方政府土地出让收入减少的背景下，财政支出和投资保持一定强度，非税收入大幅上升，企业应收账款大幅上升，可以看到应收账款平均回收期在增加，企业现金流较差。企业缺乏现金流，导致企业资本开支和居民消费较为低迷。

从 2024 年 10 月份开始，M1 开始改善，后续持续高增，主要原因是债务置换改善了企业和居民的现金流量表。化债能够改善企业和居民现金流量表，企业应收账款可以转化为现金流，政府对非税收入依赖度下降，企事业单位工资收入有了保障也会增加消费。

债务置换不改变负债总量，对资产负债表的影响是中性的，但是可以改善企业和居民的现金流量表。M1 延续高增表明企业和居民现金流量表持续改善，对经济和收入预期向好，是 PMI 连续回升，消费增速回升的重要原因之一。

居民中长期贷款持续改善

居民中长期贷款需求继续改善。12 月居民贷款新增 3,500 亿元，同比多增 1,279 亿元；其中短期贷款、中长期贷款分别少增 171 亿元和多增 1,538 亿元。居民中长期贷款的修复一方面是存贷房贷利率下调之后，提前还贷减少；另一方面是商品房销售持续回暖，据中指数据，12 月 30 城新房成交面积环比增长 22.9%，同比增长 21.1%；

20 城二手房成交套数环比增长 16.0%，同比增长 67.0%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】1 月转债配置：看好偏股低估风格——转债配置月报-20250115

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 陈威（联系人）证书编号：S0790123070027

截至 2025 年 1 月 10 日，近 1 月可转债等权指数（889033.WI）下跌 1.91%，可转债高价指数（889041.WI）下跌 1.22%，中价指数（889042.WI）下跌 0.95%，低价指数（889043.WI）下跌 0.65%，可转债正股等权指数（889035.WI）下跌 13.31%。

转债和正股估值比较：转债相对正股估值较低

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 1 月 10 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 18.1%，滚动五年分位数处于 32.2%，相对于正股整体配置价值较高。

偏债转债和信用债估值比较：偏债转债配置性价比高于信用债

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 1 月 10 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为 0.29%，偏债转债配置性价比高于信用债。

近 1 月估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为 1.34%、-0.58%、0.59%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 1 月 10 日，近 4 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为 1.34%、-0.58%、0.59%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 1 月 10 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配置偏股转债低估指数。近 4 周转债风格轮动收益为 0.13%；2024 年以来转债风格轮动收益为 22.65%，最大回撤为 15.54%。

偏股转债低估指数成分债：震裕转债、升 24 转债、英搏转债等；

平衡转债低估指数成分债：和邦转债、金铜转债、宏柏转债等；

偏债转债低估指数成分债：晶能转债、顺博转债、东南转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

行业公司

【化工】供给端扰动不断，看好碳酸锑价格持续上涨——碳酸锑行业点评报告-20250115

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

碳酸锑价格持续上涨，相关企业有望充分受益

2024 年 Q3 至今，受安全环保政策趋严及龙头企业进入破产重整程序等因素影响，国内碳酸锑价格由约 8000 元/吨持续上行至约 15000 元/吨。供给端扰动持续背景下，我们看好碳酸锑价格进一步上行，相关企业有望充分受益。

供给端：安全环保政策趋严叠加龙头企业进入破产重整程序，供给扰动不断

据百川盈孚数据，截至 2024 年底，国内碳酸锑行业总产能合计 20.5 万吨，其中行业产能 CR1、CR3、CR6 分别为 29%、59%、100%。产量方面，据百川盈孚及智论产业研究院数据，2017 年至 2024 年国内碳酸锑行业产量维持在 7.5-9 万吨区间范围内，其中 2024 年行业总产量为 8.72 万吨，同比增长 9.69%。供给端扰动不断，碳酸锑供给格局改善：（1）2024 年 3 月 8 日，应急管理部办公厅关于印发《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录（第二批）》的通知。其中，在碳酸钡与碳酸锑方面，由于间歇碳化法碳酸锑、碳酸钡生产工艺采用湿式气柜储存硫化氢，易造成气柜腐蚀、卡顿，因密封失效引发硫化氢泄漏中毒事故，其要求新（扩）建项目禁用，现有碳酸锑间歇碳化法生产工艺一年内（即 2025 年 3 月之前）改造完毕，现有碳酸钡间歇碳化法生产工艺二年内（即 2026 年 3 月之前）改造完毕。随着 2025 年 3 月时间节点临近，部分企业已进入停产/减产技改阶段，据百川盈孚数据，截至 2025 年第 2 周，河北辛集化工集团有限责任公司、宁夏丹斯克化工有限公司、洛阳力达化工有限公司与贵州宏凯化工有限公司的装置已处于停产/减产状态，这或将对供给端形成较大影响。（2）根据采招网数据，2024 年 10 月 21 日，辛集市人民法院裁定受理河北辛集化工集团有限责任公司提出的破产预重整一案。同日，辛集市人民法院指定河北辛集化工集团有限责任公司清算组担任河北辛集化工集团有限责任公司临时管理人。伴随行业龙头企业（产能占比 29%）进入破产程序，碳酸锑行业供给端或出现较大扰动。

需求端：应用领域广泛，国内进出口量整体维持稳定

碳酸锑产品主要用于磁性材料、液晶玻璃基板、金属冶炼、烟花焰火以及其它锑盐的深加工等行业，2023 年国内表观消费量约 9.78 万吨。此外，从进出口来看，2017 年至今，国内锑的碳酸盐进出口量整体维持稳定，其中 2024 年 1-11 月国内锑的碳酸盐进口量、出口量分别合计 2.28 万吨、0.57 万吨。

受益标的：

（1）红星发展：公司主要业务是钨盐、锑盐和锰系产品的研发、生产和销售。截至 2023 年底公司碳酸锑产能 3 万吨/年（权益比例 66%），另外 6 万吨扩产项目预计 2025 年年中投产。此外，公司另有碳酸钡产能 29 万吨/年。（2）金瑞矿业：截至 2023 年底，公司拥有 2 万吨/年碳酸锑、2000 吨/年金属锑、5000 吨/年铝锑合金产能。

风险提示：下游需求不及预期；原料价格大幅波动；行业扩产进程超出预期。

【银行】社融增速翘尾收官，居民按揭量稳价升——行业点评报告-20250115

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

M2-M1 剪刀差走阔，非银存款大幅回落

12 月 M1、M2 同比增速分别为-1.4%（环比+2.3pct）、7.30%（环比+0.2pct），M2-M1 剪刀差延续走阔。12 月人民币存款同比少增 1.49 万亿元，非银存款为主要拖累项，当月减少 3.17 万亿元，同比多减 2.64 万亿元，一方面季末月理财等资管产品有季节性回表，另一方面则是同业活期存款利率纳入自律管理、同业定期存款提前支取受限等监管政策落地影响较大；此外，财政存款同比少增 7504 亿元，企业存款同比多增 1.49 万亿元，或源于前期已发行政府债资金落地，推动财政存款转换为企业存款。

社融：存量增速环比回升，政府债券为主要支撑

12月社融新增2.86万亿元，同比多增9249亿元，存量增速为8.0%（环比+0.2pct），政府债仍为主要支撑。（1）贷款：人民币贷款（社融口径）当月新增8407亿元，同比少增2685亿元；（2）表外三项：信托贷款同比少增196亿元；12月中下旬1M国股银票转贴现利率持续运行在0.00%左右，反映银行收票力度较大，未贴现银行承兑汇票当月减少1331亿元。（3）直接融资：11月全国人大常委会会议明确年内新增2万亿元再融资专项债额度后，政府债发行提速，12月新增规模1.76万亿元，同比多增8288亿元；企业债同比少减2588亿元。

人民币贷款：政府债置拖累企业中长贷，居民按揭需求释放积极信号

12月人民币贷款（金融数据口径）新增9900亿元，同比少增1800亿元，对公贷款为主要拖累项，同比少增4016亿元，个人贷款同比多增1279亿元。

1、企业：总量走弱，结构欠佳。（1）中长贷受到政府债置换影响，12月新增规模仅400亿元，环比下降1700亿元，同比少增8212亿元，存量增速环比回落0.92pct至10.16%。（2）短贷层面，12月制造业PMI边际回落，但仍运行在荣枯线50%以上，对公短期贷款虽延续负增，但同比多增435亿元；（3）一般性贷款增长承压，银行加大收票力度，票据融资同比多增3003亿元，支撑企业贷款增量。2、居民：短贷平稳，中长贷量稳价升。12月居民贷款同比多增1279亿元。10月存量房贷利率下调后早偿现象缓解，叠加房地产销售景气回升，中长贷当月新增3000亿元，环比持平，同比多增1538亿元，同时新发放个人住房贷款利率环比11月提升3BP至3.11%，或反映按揭贷款实际需求回暖。居民短贷当月新增588亿元，同比少增171亿元。

投资建议

2024年社融增速翘尾收官，居民按揭贷款量稳价升，释放信贷需求积极信号。伴随政治局会议对逆周期调节力度“超常规”的定调，红利高股息策略仍具投资价值，受益标的农业银行、中信银行、北京银行。此外经济复苏的投资逻辑逐步显现，客群基础好，零售业务具有优势的银行，在经济修复中获益更明显，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行。

风险提示：宏观经济增速不及预期；银行转型不及预期。

【食品饮料】12月电商数据分析：线上增长良好，看好零食板块成长性——行业点评报告-20250114

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

酒类：线上销售额增长，白酒集中度环比下降

2024年12月阿里系酒类行业线上销售额达18.4亿元，同比增113.2%。拆分量价来看，销售量同比增2.8%，销售均价同比增107.3%。12月子行业国产白酒销售额表现相对较好，同比增166.5%。白酒行业头部品牌集中度环比-15.0pct至53.5%。啤酒行业头部品牌集中度环比+0.7pct至26.1%。

食品：休闲食品、粮油速食线上销售额增长，行业集中度环比提升

（1）休闲食品：2024年12月阿里系休闲食品行业线上销售额达33.6亿元，同比增4.3%，销售量同比降13.2%，销售均价同比增20.2%。子行业中奶酪零食表现较好，同比增38.6%。休闲食品行业头部品牌集中度环比+2.9pct至12.6%。

（2）粮油速食：2024年12月阿里系粮油速食行业线上销售额达27.7亿元，同比增8.8%。拆分量价来看，销售量同比降1.8%，销售均价同比增10.8%。分子行业来看，2024年12月米面杂粮表现较好，同比增40.2%。方便速食类线上销售额占比较高，达29.1%。粮油速食行业头部品牌集中度环比-0.4pct至15.7%。

饮料冲调：乳制品、包装饮料线上销售额均有增长，冲饮麦片下降

乳制品：2024年12月阿里系乳制品行业线上销售额达10.8亿元，同比增18.7%。拆分量价来看，销售量同

比增 11.1%，销售均价同比增 6.9%，销售额增长由量价共同贡献。分子行业来看，2024 年 12 月低温酸奶类表现较好，同比增 55.2%。乳制品行业头部品牌集中度环比+1.1pct 至 38.9%。

冲饮麦片：2024 年 12 月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达 0.9 亿元，同比降 44.9%。拆分量价来看，销售量同比降 23.8%，销售均价同比降 27.8%。冲饮麦片行业头部品牌集中度环比+0.4pct 至 38.2%。

(3) 包装饮料：2024 年 12 月阿里系包装饮料行业线上销售额达 4.7 亿元，同比增 32.1%。拆分量价来看，销售量同比增 21.2%，销售均价同比增 9.1%。12 月碳酸饮料类表现较好，同比增 62.8%；果蔬汁类线上销售额占比较高，达 17.4%。

投资建议：线上增长良好，看好零食板块成长性

12 月酒类及多数大众品类线上销售额增长良好。酒类方面，预计白酒有望在经济回暖消费复苏阶段实现报表业绩持续修复，同时看好啤酒行业 2025 年的复苏表现。大众品方面，乳制品、休闲食品等品类受益于春节消费旺季，销售表现较好。持续看好休闲零食板块成长性，主要来自于：(1) 跟随零食量贩渠道的扩张而成长；(2) 新型社交电商（抖音、微信小店等）的红利；(3) 会员店渠道的新品拓展；(4) 海外市场增量。其中零食品牌企业更可能受益，推荐甘源食品、盐津铺子等。此外我们建议更多关注西麦食品的渠道与成本红利。

风险提示：宏观经济表现低于预期、食品安全风险、行业竞争力加剧。

【医药：艾力斯(688578.SH)】伏美替尼稳定公司基本盘，内生外延丰富产品线——公司首次覆盖报告-20250115

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

经商业化验证的稀缺创新药企，内生外延双轮驱动，逐步扩充产品布局

公司是一家集研发、生产和营销三位一体的创新型制药企业，在肿瘤领域不断深耕，已拥有一支聚焦肺癌领域，有专业学术推广能力的，覆盖面广的商业化团队。目前公司核心产品伏美替尼自获批上市以来，伏美替尼在中国实现销售收入高速增长，为公司带来持续现金流。为不断完善公司在肺癌领域的产品矩阵，公司先后引进了两款针对 NSCLC 患者的基因突变靶向药物，分别是 KRASG12C 抑制剂戈来雷塞和 RET 抑制剂普拉替尼。随着公司核心产品在中国持续快速放量，以及公司通过内生外延双轮驱动，逐步扩充产品矩阵，我们看好公司的长期发展。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 14.06/17.02/20.35 亿元，EPS 分别为 3.12/3.78/4.52 元，PE 分别为 20.5/16.9/14.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

伏美替尼已验证公司盈利能力，海外已进入注册临床

伏美替尼自 2022 年一线治疗 NSCLC 纳入医保后，销售收入持续高增长。根据公司 2023 年年报及 2024 年半年报，伏美替尼 2023 年全年实现产品销售收入 19.78 亿元，2024H1 实现销售收入 15.55 亿元。随着伏美替尼后续不断拓展新适应症，国内销售收入有望达到 80 亿元。除已获批的 1/2L 适应症，伏美替尼还有 5 项注册临床正在进行中。其中，公司与 ArriVent 共同合作开展的一线治疗 EGFRex20ins 突变 NSCLC 全球 III 期确证性临床研究进展顺利。

不断完善肺癌领域产品线，充分发挥公司营销优势

公司于 2024 年 8 月获得 KRASG12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 在大中华区的独家开发和商业化权，戈来雷塞有望于 2025H1 获批上市。公司于 2023 年 11 月自基石药业获得 RET 抑制剂普吉华在中国大陆独家商业化推广权。截至 2024 年 11 月，普吉华已在肺癌和甲状腺癌领域获批。多款引进产品高度契合公司发展战略和资源，将进一步扩展公司在肺癌领域的覆盖，充分发挥营销优势。公司后续也将通过海外授权、联合开发、产品引进等多种方式扩充研发管线。

风险提示：药物研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、竞争格局恶化等。

【纺织服装：361 度(01361.HK)】Q4 电商及儿童改善趋势明显，2025 年订货趋势良好——港股公司信息更新报告-20250115

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

Q4 电商及儿童改善趋势明显，2025 年订货趋势良好，维持“买入”评级

2024Q4 361° 成人线下流水录得约 10% 增长、361° 童装线下流水约 10-15% 增长、电商流水录得 30-35% 以上增长。元旦期间线下流水延续低双增长，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 11.4/13.5/15.8 亿元，当前股价对应 PE 为 6.7/5.6/4.8 倍，公司产品端构建跑步、篮球等专业产品矩阵并不断创新，渠道端改扩大店、新店型、新业态贡献同店增长，营销端品牌资源不断丰富提升品牌认知及影响力，2025 年订货趋势良好，继续维持“买入”评级。

Q4 线下积极探索新店型、线上环比提速明显，经营指标平稳

2024Q4 经营指标表现较为平稳：库销比 4.5-5 保持良性，折扣大约 70-73 折，当季新品售罄率 80% 左右，售罄率环比 Q3 提升。分渠道：线下流水受益于门店形象迭代，以及奥莱、超品店等新业态、新形态推出，成人十代店落地，童装五代店持续迭代，并探索新店型超品店，目前仅有 3 家，预计 2025 年仍以门店形象升级/新店型/新业态贡献的同店增长为主。线上流水在电商旺季下受益于专供款新品推出及运营经验，Q4 流水较 Q3 环比提速明显。

约基奇首代签名鞋发布催化篮球品类表现，跑步质价比心智延续

产品端：2024Q4 篮球领域推出约基奇 1 代签名鞋 Joker，跑步领域推出跑圈达人共创系列，继续迭代飞燃系列，飞燃 4 吊牌价 799 元，产品升级的同时定价低于飞燃 3 及 3.5 的 899 元，Q4 飞燃 3.5 销量突破 30 万双，质价比心智延续下飞燃 4 推出后畅销。营销端：作为 2024 年福州、莆田、北京、西安、南京马拉松的战略合作伙伴，进一步提升品牌全球认知度及影响力。此外，公司作为 2025 年第九届亚冬会的官方运动服饰合作伙伴，预计将进一步体现专业产品实力。

风险提示：消费者信心恢复不及预期、产品升级和渠道优化不达预期。

【中小盘：瑞鹄模具(002997.SZ)】设立机器人全资子公司，打造业绩新增长极——公司信息更新报告-20250115

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003

公司设立机器人全资子公司，持续开拓新兴业务

公司发布关于设立全资子公司的公告，设立芜湖瑞祥智能机器人有限公司，注册资本 2000 万元。通过设立机器人全资子公司，瑞鹄模具从汽车零部件板块向机器人领域进一步拓展，有利于新兴产业的持续开拓，注入长期增长动力。公司在模具装备和自动化产线方面具备领先的竞争力，下游客户涵盖国内外大部分知名整车厂。公司自 2023 年以来依托大客户奇瑞的优势，持续发力汽车轻量化零部件板块，在一体化压铸、铝合金冲压等领域积累了成熟的技术工艺，跟人形机器人关键部件具备技术同源性。我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.48/4.70/6.10 亿元，对应 EPS 分别为 1.66/2.25/2.91 元/股，当前股价对应 2024-2026 年的 PE 分别为 22.9/16.9/13.1 倍，公司客户结构优质，零部件轻量化业务迎来发展拐点，发力机器人打造新增长极，维持“买入”评级。

奇瑞于近期设立机器人科技公司发力 AI，公司绑定大客户奇瑞有望借势腾飞

安徽墨甲智创机器人科技 1 月 7 日成立，注册资本 1 亿元，由奇瑞汽车全资持股。主营业务包括智能机器人研发销售，以及 AI 应用软件开发等。瑞鹄模具为奇瑞多款車型生产冲压件和铸造件，未来有望切入奇瑞机器人供

应链。

智界 R7 销量高企有望成为爆款车型，公司作为一体化压铸供应商充分受益

智界 R7 作为鸿蒙智行首款轿跑 SUV，上市百天累计大定突破 5.8 万台，有望成为 2025 年爆款车型。该车型配备目前最高级的 192 线激光雷达，配备华为 ADS3.0 高阶智驾。最大纯电续航 802km，采用 800V 高压超充，增程版 CLTC 续航里程高达 1570km。同时全系还标配连续可变阻尼减振器+空气悬架，成为 ModelY 和问界 M7 的重要竞争者。瑞鹄模具作为智界 R7 一体化压铸供应商，有望充分受益其销量的爬升。

风险提示：重点客户销量不及预期、上游原材料涨价、宏观经济波动的风险。

【机械：英搏尔(300681.SZ)】第二家低空客户落地，横向纵向拓展两开花——公司信息更新报告-20250114

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

第二家低空客户落地，夯实核心 Tier1 地位

1 月 13 日，公司公告与亿维特航空达成合作，计划联合客户开发适用于其 ET9eVTOL（首飞完成，计划 2027 年完成取证，最大起飞重量 2.2 吨，最大航程 240 公里）的高性能一体化电机电控，并收取技术服务报酬。我们认为继亿航智能后第二家低空客户的落地凸显公司的竞争优势及市场认可度，公司有望凭借产品及先发优势拓展更多客户；长期合作的吉利、小鹏、长安等客户均积极布局低空领域，公司在 eVTOL 领域核心 Tier1 的地位不断夯实。行业认证与历史业绩构筑高进入壁垒，优异竞争格局或长期维持。我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计归母净利润分别为 0.71/1.42/2.81 亿元，EPS 分别为 0.28/0.55/1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 87/43/22 倍，eVTOL 业务成长空间广阔，维持“买入”评级。

绑定龙头，引领 eVTOL 整机代工

亿航智能是 eVTOL 龙头，拥有全球首款、目前国内唯一取得 TC、AC、PC 三证的 eVTOL（EH216-S），申请的全球首个 OC 证或于近期获批。“三证”齐全开启批量制造，OC 获批启动商业运营，供需两端打通加速产业发展。亿航智能已积累超千架 eVTOL 订单，正通过自建、合资等方式积极扩产，2024Q3 单季度调整净利扭亏，2025 年或迎产能放量及盈利拐点。公司参股亿航智能并达成电机电控定点合作；通过与其合资，从电驱纵向拓展至整机制造，单机价值量有望大幅提升。公司有望成为 eVTOL 产业链中率先释放低空业绩的 A 股公司，开启“从 0 到 1”的高速增长。

强研发驱动，产品天然适配 eVTOL

公司研发实力强，管理层多为电气专家。其中董事长是西安交大电力工程博士，师从国家级电力电子技术泰斗王兆安教授，是广东省杰出发明人、科技部创新创业领军人才。依托核心专利，公司的“集成芯”产品具备小型化、轻量化、高功率密度等优势，同重量下功率较竞争产品提升超 30%，堪称 eVTOL 的“绝配”。以研发实力为基，公司有望成为 eVTOL 产业链最大赢家。

风险提示：行业竞争加剧风险、客户拓展不及预期、政策推进不及预期。

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