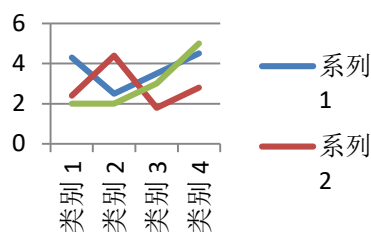


2025 年 01 月 10 日

开源晨会 0110

——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(%)
国防军工	1.625
家用电器	1.107
计算机	0.853
电子	0.758
有色金属	0.657

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	-1.670
煤炭	-1.536
纺织服饰	-1.297
交通运输	-1.291
公用事业	-1.243

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 CPI 超季节性回升，实物价格表现好于服务——宏观经济点评
-20250109

一、核心 CPI 超季节性回升

1、供给收缩，蔬果价格环比降幅收窄；2、核心 CPI 环比 10 个月以来首次超季节性回升。

二、PPI 同比降幅收窄，大宗品价格涨跌互现

能源方面，增产预期延后，石油链产品价格环比由负转正；供给稳中有升，PPI煤炭开采和洗选业环比回落。金属方面，需求平淡，黑色、有色金属冶炼压延环比前值下降；需求季节性回落，非金属矿物制品业环比涨幅收窄。

三、预计 1 月 CPI 同比回落，PPI 同比回升

【固定收益】2008年“四万亿”之后的市场启示——事件点评-20250109

2024 年政策刺激之后的市场节奏与 2008 年基本一致。(1) 政策落地前：博弈政策预期，市场明显上涨，由于重要会议并未落地，市场可以充分博弈政策预期，且并不会被证伪，预期推动下市场明显上涨。(2) 政策落地后：政策预期兑现，市场整体回调，一是前期博弈政策的资金，政策落地之后面临兑现，二是政策博弈时期市场上涨明显，资金存在止盈需求。我们认为，当前“第一阶段：政策博弈阶段”已经结束，包括政策落地前博弈政策、政策落地资金兑现两个时期。后续市场有望进入“第二阶段：基本面验证阶段”，后续需要重点关注 PMI、M1、社融、消费等基本面指标走势。转债市场：关注红利和小盘转债。债券市场：防范债市的潜在波动。

行业公司

【商贸零售：老铺黄金(06181.HK)】高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”——港股公司首次覆盖报告-20250109

老铺黄金是我国古法金高端品牌，产品兼具文化底蕴与审美价值，渠道全自营模式树立稀缺调性，有望充分受益于国内高端饰品消费的黄金替代和国潮趋势，叠加品牌破圈、客群扩张，门店数量和经营业绩有望持续高增长。我们预计公司2024-2026 年归母净利润为 12.81/17.99/23.05 亿元，对应 EPS 为 7.61/10.69/13.69 元，当前股价对应 PE 为 33.4/23.7/18.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

【家电：石头科技(688169.SH)】CES 展发布 Saros 系列新品，开启扫地机创新纪元——公司信息更新报告-20250109

我们认为公司创新实力强劲，有望在更积极的产品和销售策略下持续拉动份额提升，不断扩大品牌声量。考虑收入确认节奏，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 21.5/25.0/33.3 亿元（原值为 21.8/24.9/30.6 亿），对应 EPS11.65/13.57/18.03 元，当前股价对应 PE19.1/16.4/12.3 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】核心 CPI 超季节性回升，实物价格表现好于服务——宏观经济点评-20250109

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：12 月 CPI 同比+0.1%，预期+0.1%，前值+0.2%；PPI 同比-2.3%，预期-2.3%，前值-2.5%。

核心 CPI 超季节性回升

12 月 CPI 同比较前值下降 0.1 个百分点至+0.1%，环比较前值上升 0.6 个百分点至 0.0%。

1、供给收缩，蔬果价格环比降幅收窄

12 月 CPI 食品项环比降幅收窄，环比较前值上升 2.1 个百分点至-0.6%。蔬菜方面，气温下降供给收缩，鲜菜 CPI 环比降幅收窄，往后看，供给或将延续收缩，蔬菜价格或将继续回升。猪肉方面，供给相对充足，猪肉价格仍呈下降趋势，往后看，预计供给将逐渐增加，猪肉价格或将延续回落趋势。

2、核心 CPI 环比 10 个月以来首次超季节性回升

12 月 CPI 非食品环比较前值上升 0.2 个百分点至 0.1%。我们将主要非食品细分项环比与季节性对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。发现中长期看，价格仍存下行压力：在已公布的 16 个细分项目中，除交通工具、通信工具、租赁房租项外，其他 13 个项目近 6 月中环比不弱于季节性的次数占比较近 12 个月均边际降低或持平；短期看，12 月核心 CPI 环比较前值上升 0.3 个百分点至 0.2%，系自 2024 年 3 月以来首次超季节性（2016-2019，2021 环比平均值）回升，在已公布的细分项目中，卷烟、衣着、家用器具、交通工具、通信工具、租赁房租、通信服务、旅游等环比均超季节性。

实物消费价格表现好于服务。12 月服务 CPI 环比较前值回升 0.4 个百分点至 0.1%，自 2024 年 5 月以来首次超季节性，但从幅度看，实物消费端价格表现好于服务，实物消费中共有 5 项超季节性，且超出幅度均高于 0.1%，服务消费中仅 3 项超季节性，且超出幅度均低于 0.1%，推测原因可能为近期消费支持政策侧重于实物消费。

PPI 同比降幅收窄，大宗商品价格涨跌互现

12 月 PPI 同比降幅收窄，同比较前值上升 0.2 个百分点至-2.3%，环比由正转负，环比较前值下降 0.2 个百分点至-0.1%。

能源方面，增产预期延后，石油链产品价格环比由负转正；供给稳中有升，PPI 煤炭开采和洗选业环比回落。金属方面，需求平淡，黑色、有色金属冶炼压延环比较前值下降；需求季节性回落，非金属矿物制品业环比涨幅收窄。

能源方面，增产预期延后，石油链产品价格环比由负转正；供给稳中有升，PPI 煤炭开采和洗选业环比回落。金属方面，需求平淡，黑色、有色金属冶炼压延环比较前值下降；需求季节性回落，非金属矿物制品业环比涨幅收窄。

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 1 月 CPI 环比在 0.1%左右，同比或在-0.1%左右，再往后，猪价或将弱势运行，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡运行，下修 2025 年全年平均同比至-1%-0%区间。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 1 月 PPI 环比与前值持平，同比降幅收窄，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，国内需求刺激政策或将逐步见效，预计 2025 年全年平均同比在-1%-0%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

【固定收益】2008年“四万亿”之后的市场启示——事件点评-20250109

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

2024年12月13日-2025年1月8日，中证转债持续下跌，累计跌幅-2.42%。

复盘2008年和2024年政策落地前后的市场走势

1、政策落地前：博弈政策预期，市场明显上涨。

2008年11月9日，国务院常务会议提出“会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，到2010年底约需投资4万亿元”。2008年11月10日-12月9日，上证指数和中证转债分别累计上涨16.59%、6.47%。

2024年9月24日，央行行长潘功胜表示“公开市场七天期逆回购利率从1.7%下降到1.5%”，2024年9月26日召开中共中央政治局会议表示，“要加大财政货币政策逆周期调节力度，要促进房地产市场止跌回稳”。2024年9月24日至12月12日，上证指数和中证转债分别累计上涨25.92%、15.98%。

2、政策落地后：政策预期兑现，市场整体回调。

2008年12月8日-10日，中央经济工作会议召开，“加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。重要会议召开之后市场回落，2008年12月10日-31日，上证指数和中证转债分别累计下跌为-10.65%、-1.51%。

2024年12月11日-12日，中央经济工作会议召开“提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力，要实施适度宽松的货币政策”。重要会议召开之后市场回落，2024年12月13日-2025年1月8日，上证指数和中证转债分别累计下跌为-6.68%、-2.42%。

不难发现，2024年政策刺激之后的市场节奏与2008年基本一致。

成交量上，2024年和2008年同样一致，政策之前、政策博弈阶段、政策落地之后，2008年上证指数日均成交额分别为349亿元、762亿元、581亿元，2024年对应分别为2408亿元、7554亿元、5660亿元，均呈现为“政策前成交低迷、政策博弈中成交上升、政策落地后成交回落”的节奏。

政策落地前后的市场走势，或由资金博弈政策导致、而非基本面因素

2008年12月10日或2024年12月12日之前，由于重要会议并未落地，市场可以充分博弈政策预期，且不会被证伪，预期推动下市场明显上涨；

2008年12月10日或2024年12月12日之后，一是前期博弈政策的资金，政策落地之后面临兑现，二是政策博弈时期市场上涨明显，资金存在止盈需求。

同时，我们认为，2024年12月12日之后的市场调整或与央行降准降息落空关系不大，比如，2008年11月26日和12月22日均实现降准降息，但次日市场均明显下跌，即按照历史经验，降准降息并不会改变市场回调的走势，本质仍是资金行为导致。

转债有望由“政策博弈阶段”转向“基本面阶段”，关注红利和小盘转债

我们认为，当前“第一阶段：政策博弈阶段”已经基本完成，包括政策落地前博弈政策、政策落地资金兑现两个时期。

后续市场有望进入“第二阶段：基本面验证阶段”。后续需要重点关注PMI、M1、社融、消费等基本面指标走势。

考虑到政策已经确定性转向扩张性政策，中期转债市场仍存在良好的投资机会，建议关注红利和小盘转债。“核心资产”具备超额收益往往发生在经济确定性复苏阶段，当前市场投资者对中长期预期仍然存在不确定性，建议关注小盘转债和红利转债的超额收益机会。

债券市场：需要防范债市的潜在波动

2025年1月7日，10年国债收益率仅1.61%，历史看，10年国债收益率高于7天OMO利率40BP到70BP，当前7天OMO利率为1.5%，意味着只有当未来央行下调7天OMO利率超过30BP至低于1.2%，以及下调DR007利率中枢低于1.2%，否则当前债市定价已经明显偏离。

我们认为，当前降息预期和资产荒配置需求主导债市，债市对资金利率明显偏高的重视程度不够。考虑到政策转向扩张性政策，或许投资者更应重视央行调控，防范债市的潜在波动。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【商贸零售：老铺黄金(06181.HK)】高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”——港股公司首次覆盖报告-20250109

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆崢（分析师）证书编号：S0790524040008 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

古法手工金器专业第一品牌，锚定高端定位，首次覆盖给予“买入”评级

老铺黄金是我国古法金高端品牌，产品兼具文化底蕴与审美价值，渠道全自营模式树立稀缺调性，有望充分受益于国内高端饰品消费的黄金替代和国潮趋势，叠加品牌破圈、客群扩张，门店数量和经营业绩有望持续高增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润为12.81/17.99/23.05亿元，对应EPS为7.61/10.69/13.69元，当前股价对应PE为33.4/23.7/18.5倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关于老铺黄金，最值得关注的六个问题，以及我们的差异化思考

(1) 高增长密码？行业有 β ：经济大环境下、老钱风起，高端黄金产品成为“中式老钱”的最佳载体，有望持续受益高端饰品消费领域的黄金替代和国潮趋势；老铺有 α ：在品牌力、产品力、渠道力均满足高阶消费群体要求的稀缺供给方。(2) 何为“体验型”生意？传统品牌“效率型生意”核心是标准化、规模和高周转，老铺黄金“体验型生意”核心是优质产品、高端渠道和深度服务情感链接。生意逻辑上的本质区别，将显著制约前者的模仿动力和威胁，因为客群不匹配。(3) “高筑墙、广积粮、缓称王”？体验型生意本质决定了老铺黄金的发展策略：深耕高端产品、注重长期客户服务“种草积粮”、坚持自营不放开加盟扩张；进一步从门店微观视角验证：老铺的店员不是销售，更像“品牌宣传员+服务员”。(4) 行业同质化，老铺如何保持差异化？工艺不是壁垒，但老铺胜在舍得投入；创始人的超前理念、文化底蕴，以及对高端客群的深度理解，持续赋能产品研发。(5) 海外开店，更深远的意义在哪？除新市场拓展和销售增加外，更重要的是老铺品牌调性和国际化属性提升后，对国内高端商圈区位升级博弈的战略意义。(6) 渗透+复购，还有多少增长空间？我国高奢珠宝市场规模超过600亿元，份额多被外资镶嵌品牌占据，但随着金价上涨叠加中国人“黄金血脉”觉醒，参考大众珠宝市场经验（黄金规模远超镶嵌），高端黄金存在广阔市场空间。优质供给方如老铺黄金等，依托“社交属性”（提升品牌扩圈和客群渗透）与“集邮属性”（提升复购），有望持续提升高端客群渗透率、替代非黄金竞品市场份额。

风险提示：消费疲软、市场竞争加剧、渠道扩张不及预期、金价大跌等。

【家电：石头科技(688169.SH)】CES展发布Saros系列新品，开启扫地机创新纪元——公司信息更新报告-20250109

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陈怡仲（联系人）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证书编号：S0790123070024

CES 展发布 Saros 系列新品，开启扫地机创新纪元，维持“买入”评级

2025 年 1 月 7 日，公司在北美 CES 展发布 Saros 系列 Z70、10、10R 三款新品，在公司成立十周年之际使用了新的系列名，其中 SarosZ70 搭载可折叠进机身的机械手臂，能够实现物体抓取和归位，开启了扫地机器人迈向家庭服务机器人的新纪元。我们认为公司创新实力强劲，有望在更积极的产品和销售策略下持续拉动份额提升，不断扩大品牌声量。考虑收入确认节奏，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 21.5/25.0/33.3 亿元（原值为 21.8/24.9/30.6 亿），对应 EPS11.65/13.57/18.03 元，当前股价对应 PE19.1/16.4/12.3 倍，维持“买入”评级。

SarosZ70 新品搭载机械手臂，能够创新性的实现障碍物的移除和归位功能

SarosZ70 对应国内的 G30Space，Saros10 对应国内 G30，Saros10R 对应国内 2024 年发布的 G20SUltra。从新品的区别上看，Saros10 与国内已发布的 Saros10R 相比：（1）双圆盘拖布更换为了平板震动拖布，因此拖布外扩方案改为常态外延圆盘小拖布；（2）嵌入式激光雷达方案更换为可升降激光雷达方案；（3）吸力提升至 22000Pa。除此之外，其余参数与 Saros10 保持一致，例如底盘升降、防缠绕系统及主刷、边刷和拖布三升降系统等。SarosZ70 与 Saros10 相比：（1）在维持产品平面平整、厚度仍为 7.98cm 的同时，新增折叠到机器人主机中的五轴机械臂 OmniGrip？，可在精密传感器、摄像头和 LED 灯辅助下识别和举起 300 克的物体，并移动到预编程区域（例如，将袜子带到洗衣篮，将垃圾带到垃圾桶，将拖鞋带到指定区域等）；（2）吸力提升至 22000Pa，其余参数一致。

扫地机器人仍有望持续实现能力边界外扩，逐渐进化为家庭服务机器人阶段

我们认为当前扫地机器人携带的机械手臂只是发展的第一阶段，期间扫地机可以实现袜子、大纸团和拖鞋等简单障碍物的拾起和移除功能，解决了以前在清扫过程中遇到障碍物时需要绕开、从而形成清洁盲区的痛点，也进一步拓宽了产品能力边界。与此同时，我们判断机械手臂可以伴随硬件优化、AI 技术发展和算法持续积累下持续进化，慢慢实现诸如辅助越障、上下楼等功能，且归位物品的种类也会进一步提升至重量和体积更大的物体，最终可能进化为家庭服务机器人形态。机械手臂技术需要较深的软硬件技术积累，从头部厂商的机械臂专利布局看，2022 年底石头即申请了机械手臂相关专利族合计 16 个，在头部厂商中居于引领地位。我们认为当前头部厂商已进行过较为长久的扫地机技术积累，长尾厂商预计难以跟进，有利于头部厂商持续保持竞争优势，持续拉动行业集中度提升。

风险提示：新品销售不及预期、地缘政治波动、海外宏观经济景气度下行等。

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。

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