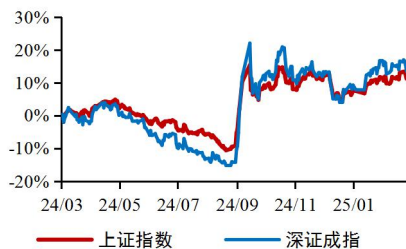


信义山证 汇通天下

研究早观点

2025年3月24日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

| 指数 | 收盘 | 涨跌幅% |
|-------|-----------|-------|
| 上证指数 | 3,364.83 | -1.29 |
| 深证成指 | 10,687.55 | -1.76 |
| 沪深300 | 3,914.70 | -1.52 |
| 中小板指 | 6,638.96 | -1.95 |
| 创业板指 | 2,152.28 | -2.17 |
| 科创50 | 1,042.89 | -2.06 |

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评：静待需求恢复

【公司评论】爱美客(300896.SZ)：爱美客(300896.SZ) 2024 年报点评
-在研产品储备丰富，外延收购加速国际化布局

【行业评论】【山证医药】双抗药物观点更新：PD-1/L1、CD3 双抗探
索靶点组合，EGFR×HER3 等双抗 ADC 拓展瘤种联用

【行业评论】【山西证券|纺织服装】耐克 FY25Q3 季报速递



【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评：静待需求恢复

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 月度供需数据：
 - 供给：1-2月原煤供给较24年同期大幅提升。2025年1-2月，原煤累计产量实现7.65亿吨，考虑口径差异，同比增8.50%，同比较2024年同期明显提升，我们关注到2024年同期数据基数较低。
 - 需求：固定资产投资增速较去年微降，地产边际改善，电力需求明显下滑。24年1-2月固定资产投资同比增4.1%，较24年同期下降0.1个百分点，其中制造业投资增9.0%（较去年同期减少0.4个百分点）、基建投资增5.6%（较去年同期减少0.7个百分点）、房地产投资降9.8%（降幅较去年同期减少0.8个百分点）。地产方面，新开工、施工面积、竣工面积增速仍处于负增长区间，但边际均有改善。25年1-2月火电累计增速实现-5.8%，较去年同期降15.5个百分点；焦炭累计增速实现1.60%，较去年同期减降0.5个百分点；生铁累计增速实现-0.50%，较去年同期减0.10个百分点；水泥累计增速实现-5.70%，较去年同期减4.10个百分点。
 - 进口：1-2月进口量增速放缓。2025年1-2月进口量累计实现7612万吨，同比增2.10%。增速较24年同期大幅下降。
 - 价格与利润：动力煤及焦煤价格整体呈相对弱势。25年以来山西优混5500动力煤价格中枢有所下降。25年以来京唐港主焦煤均价有所降低。25年以来天津港二级冶金焦均价调整，但降幅小于炼焦煤。
 - 点评与投资建议：
 - 煤价经过前期调整，供给端基本维持稳定；两会后宏观经济利好有望持续落地，下游需求存改善预期；冶金煤库存处于历年低位，双焦价格后期弹性仍存；进口方面，内外贸价差缩小，动力煤进口或存变数，预计价格进一步下降空间不大。资金面来看，临近年报季，保险等长期资金入市大势所趋，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。
 - 投资建议：回购增持再贷款和SFISF等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。

- 风险提示：供给超预期释放，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，相关公司业绩不及预期

【公司评论】爱美客(300896.SZ)：爱美客（300896.SZ）2024 年报点评-在研产品储备丰富，外延收购加速国际化布局

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2024 年财务报告，期内实现营收 30.26 亿元/+5.45%，归母净利润 19.58 亿元/+5.33%，扣非归母净利润 18.92 亿元/+2.2%，EPS6.5 元。其中 2024Q4 实现营收 6.5 亿元/-7%，归母净利润 3.72 亿元/-15.47%，扣非归母净利润 3.41 亿元/-21.67%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 38 元（含税），现金分红占归母净利润 58.51%。
- 事件点评
- 凝胶类产品维持高毛利率，华北、华中地区销售额同比增长明显。溶液类产品营收 17.44 亿元/+4.4%，毛利率 93.76%/-0.72pct；凝胶类产品营收 12.16 亿元/+5.01%，毛利率 97.98%/+0.49pct。嗨体系列高基数继续保持增长，凝胶类产品盈利水平持续提升。面部埋植线营收 680 万元/+14.95%，其他产品主要为化妆品增长显著，营收 0.59 亿元/+68.47%。华东/华北/华南/华中/西南分别实现营收 11.81 亿元/4.76 亿元/3.83 亿元/4.02 亿元/4.03 亿元，同比-4.08%/+33.21%/+7.26%/+19.84%/+9.4%。直销/经销占比分别为 66.37%/33.63%。
- 在研项目储备丰富增厚公司产品管线。目前公司有 3 款产品进入注册申报阶段，注射用 A 型肉毒毒素、米诺地尔搽剂获得上市申请受理，正在审评中；利多卡因丁卡因乳膏获得上市申请受理。有 3 款产品处于临床试验阶段，分别为去氧胆酸注射液、透明质酸酶、司美格鲁肽注射液。
- 期内公司实现毛利率 94.64%/-0.46pct，净利率 64.66%/+0.01pct。整体费用率 22.21%/+1.28pct，其中销售费用率 9.15%/+0.07pct，管理费用率 4.06%/-0.97pct，研发费用率 10.04%/+1.32pct，财务费用率 -1.03%/+0.85pct，财务费用同比增长 42.28%，系购买理财产品增加、收益计入投资收益和公允价值变动损益所致。经营活动现金流净额 19.27 亿元/-1.38%。
- 投资建议
- 公司日前发布公告，拟通过新设子公司爱美客国际以 1.9 亿美元收购韩国医美公司 Regen Biotech 85% 股权，其中爱美客香港持股 70%、首瑞香港持股 30%。标的公司 2024 年 1-9 月实现营收 0.72 亿人民币，净利润 0.3 亿人民币；目前拥有 2 款获批上市医美产品 AestheFill、Power Fill，分别应用在面部、身体。本次收购完成后，公司最终持有标的公司 59.5% 股权，通过内生增长和外延收购拓展再生产品管线，海外收购路线加速国家化布局。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 7.06\7.93\8.66 元，对应公

司 3 月 21 日收盘价 190.1 元，2025-2027 年 PE 分别为 26.9\24\22 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 行业政策变化风险；产品研发和注册风险；市场竞争加剧风险。

【行业评论】【山证医药】双抗药物观点更新：PD-1/L1、CD3 双抗探索靶点组合，EGFR×HER3 等双抗 ADC 拓展瘤种联用

魏贇 weiyun@sxzq.com

➤ **【山证医药】双抗药物观点更新：PD-1/L1、CD3 双抗探索靶点组合，EGFR×HER3 等双抗 ADC 拓展瘤种联用**

➤

➤ **全球双抗市场高速增长，国内双抗新药陆续上市。**双抗可特异性结合两种抗原或同一抗原的两个不同表位，靶向肿瘤细胞并降低脱靶毒性，有效防止耐药。预计 2030 年全球双抗市场达 807 亿美元，CAGR 39.6%。国内双抗市场规模到 2030 年有望达 108 亿美元，CAGR 81.7%。PD-1/CTLA4 双抗卡度尼利宫颈癌、G/GEJ 腺癌上市。治疗 EGFR 突变晚期 nsq-NSCLC 的 PD-1/VEGF 依沃西上市。CD3/BCMA 双抗特立妥单抗后线多发性骨髓瘤上市。

➤

➤ **PD-1/L1 双抗在宫颈癌、肺癌呈现优效，肿瘤免疫靶点组合持续探索。**2024 年 PD-1 帕博利珠单抗销售 295 亿美元，部分瘤种中 PD-1/L1 的组合药物可提升响应率，已展现出比 PD-1 更好的生存获益。NSCLC 中依沃西单抗（PD-1/VEGF 双抗）PFS 比 PD-1 更优，OS 数据尚未成熟。宫颈癌中卡度尼利单抗 PD-1/CTLA-4 双抗比单抗联用安全性和疗效更好。PD-1/IL-2、PD-L1/TGF-β、PD-1/TIGIT 双抗能否优于 PD-1 单抗仍待临床探索。

➤

➤ **CD3 双抗在血液瘤、实体瘤疗效突出，TCE 拓展自免疾病。**肿瘤领域，CD3 双抗通过结合 CD3 和肿瘤相关抗原，引导并激活 T 细胞接近并杀伤肿瘤细胞。CD3/CD19、CD3/CD20 和 CD3/BCMA、CD3/GPRC5D 双抗上市，治疗多发性骨髓瘤、DLBCL 等血液肿瘤。CD3/DLL3 双抗获批用于治疗 ES-SCLC，CD3/EGFR、CD3/CLDN18.2、CD3/PSMA 正在探索。自免领域，B 细胞驱动的免疫异常是多种自免疾病的核心发病机制，早研双抗靶点组合集中在 CD3/CD19、CD3/CD20、CD3/BCMA。

➤

➤ **EGFR×HER3 双抗 ADC 与一线 TKI、免疫疗法探索联用，双表位双抗 ADC 正验证疗效优势。**HER2/HER3、EGFR/c-MET 等双抗已展现出良好的疗效。双抗 ADC 通过连接毒素及双抗扩大治疗瘤种，理论上增强肿瘤细胞杀伤克服耐药性。EGFR×HER3 双抗 ADC BL-B01D1 临床覆盖肺癌、乳腺癌、头

颈鳞癌等十种肿瘤，显示积极疗效和安全，正在尝试与 PD-1 单抗或奥希替尼联用。B7-H3×EGFR、HER3×cMET 等双抗 ADC 已经进入临床。乳腺癌中 HER2 双表位双抗 ADC 能否优于 HER2 ADC 仍待探索。



➤ **重点公司：**双抗凭借双靶点靶向在肿瘤免疫、自身免疫等领域潜力巨大，双抗 ADC 对肿瘤杀伤优势突出。双抗在给药周期、安全性、疗效能否优于单抗是双抗产品性能的重要指标，有望持续诞生重磅新药。我们看好双抗及双抗 ADC 技术储备雄厚，具出海潜力的创新药企，相关公司：恒瑞医药、百济神州、百利天恒、中国生物制药、信达生物、君实生物等



➤ **风险提示：**产品研发不及预期风险，医保政策变化的风险，复杂药物成分带来的超预期专利风险，市场竞争加剧风险，新药授权合作破裂风险等

【行业评论】【山西证券|纺织服装】耐克 FY25Q3 季报速递

王冯 wangfeng@sxzq.com

➤ **【山西证券|纺织服装】耐克 FY25Q3 季报速递**



➤ **FY25Q3，营收 113 亿美元，同比下降 9%，剔除汇率影响，同比下降 7%。FY25Q1-Q3，营收 352 亿美元，同比下降 9%，剔除汇率影响，同比下降 8%。**



➤ **分品牌看，FY25Q3，Nike 品牌收入 109 亿美元，同比下降 9%；Converse 品牌收入 4.05 亿美元，同比下降 18%。FY25Q1-Q3，Nike 品牌收入 340 亿美元，同比下降 9%；Converse 品牌收入 13 亿美元，同比下降 17%。**



➤ **Nike 品牌分区域看，FY25Q3，北美、EMEA、大中华区、亚太&拉美收入同比下降 4%、10%、17%、11%。FY25Q1-Q3，北美、EMEA、大中华区、亚太&拉美收入同比下降 8%、10%、10%、7%。**



➤ **Nike 品牌分品类看，FY25Q3，鞋履、服饰、装备收入同比下降 12%、3%、2%。FY25Q1-Q3，鞋履、服饰、装备收入同比下降 11%、5%、增长 8%。**



➤ **盈利能力，FY25Q3，毛利率同比下滑 3.3pct 至 41.5%，SG&A 占收入比重同比提升 0.5pct 至 34.5%，**



净利润同比下降 32%至 7.94 亿美元。FY25Q1-Q3，毛利率同比下滑 1.0pct 至 43.5%，SG&A 占收入比重同比提升 0.7pct 至 33.9%，净利润同比下降 28%至 30.08 亿美元。存货方面，截至 FY25Q3 末，存货为 75.39 亿美元，同比下降 2%。



➤ 公司预计 FY25Q4 营收同比下降中双位数，毛利率下滑 4-5pct，公司将继续专注于清理库存，并在 2026 财年通过全价销售提升业绩。



➤ 风险提示：存货清理进度不及预期；关税影响；汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

