

华源晨会精粹 20260125

投资要点:

市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	4,136.16	0.33%	2.80%
创业板指	3,349.50	0.63%	1.67%
沪深300	4,702.50	-0.45%	-0.32%
中证1000	8,470.74	1.94%	9.25%
科创50	1,553.71	0.78%	10.71%
北证50	1,588.66	3.82%	8.34%

资料来源:聚源,华源证券研究所,截至2026年01月23日

➤ **固定收益 25Q4 理财资产配置有何变化——中国银行业理财市场年度报告 (2025年) 点评:** 截至25年末, 银行理财市场存续规模 33.29 万亿元, 较 25Q3+1.2 万亿元, 较 24 年末+3.3 万亿元。由于债券收益率处于历史低位, 我们预计 26 年混合类产品存续规模会持续回升。2026 年理财规模仍有望增长 3 万亿以上。截至 25 年末, 全市场一共有 191 家理财机构, 其中有 159 家银行机构, 32 家理财公司, 较 25Q3 分别-22 家/持平。我们预计至 26 年底, 理财市场或将向理财公司持续转移。25Q4 理财大幅增配公募基金, 减配权益类资产和同业存单, 债券投资占比处于近年低位。低利率时代, 25Q4 理财产品平均收益率走弱。2026 年债市行情可能好于预期。建议关注超长债波段操作机会, 建议重点配置 3-5Y 资本债以获取票息, 超长债搓波段, 关注多资产投资机会。

风险提示: 财政政策超预期发力, 导致债市调整; 理财及债基等监管政策可能超预期, 带来债市扰动; 股市可能大幅走强, 对债市情绪有冲击等。

➤ **北交所 全球跨境电商前景可观, 北交所拟上市公司千岸科技、尚睿科技发展自主品牌——北交所消费服务产业跟踪第四十九期:** 2025 年全球跨境电商市场规模为 5512.3 亿美元, 预计从 2026 年的 6363.4 亿美元增至 2034 年的约 2 万亿美元, 复合年增长率高达 15.44%。随着我国跨境电商市场规模的快速发展, 跨境电商新业态对传统外贸高质量发展的促进作用越发明, 根据网经社电子商务研究中心的数据, 2024 年中国跨境电商市场规模为 17.66 万亿元, 2013-2024 年复合增速约为 17%, 其中跨境出口电商占据了我国跨境电商市场的大部分市场份额。北交所所有两家从事跨境电商业务的拟上市公司, 均成立了多个自主品牌覆盖不同细分赛道, 千岸科技聚焦艺术创作、数码电子、运动户外、家居庭院四大领域。尚睿科技聚焦功能性服饰、数码科技、家居生活和创客硬件四大品类。本周北交所消费服务股股价涨跌幅中值+1.15%。

风险提示: 宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险。

➤ **金属新材料 库存累积, 铜铝价格高位震荡——有色金属 大宗金属周报:** 铜: 本周铜价高位震荡调整, 在金价持续创新高背景下, 铜金融属性有望支撑铜价, 预计铜价短期回调空间或有限。铝: 库存累积, 铝价高位震荡。在金价持续创新高背景下, 铜铝等有色商品价格向下调整空间或不大, 预计铝价短期或维持高位震荡。锂: 锂电需求“淡季不淡”, 碳酸锂供需反转, 锂价进入上行周期。锂电正极材料需求维持高增, 叠加出口退税取消有望拉动“抢出口”需求, 锂电需求有望维持“淡季不淡”。钴: 钴原料偏紧格局仍未改变, 钴价有望延续上行。

风险提示: 下游复产不及预期风险; 国内房地产需求不振风险; 新能源汽车增速不及预期风险。

- **金属新材料 供需紧张格局持续，钨 & 锡价格突破历史新高——小金属双周报：**稀土：供给格局紧张下游补库，氧化镨钕持续走强。钼：成本支撑及供需矛盾转好，钼价有望止跌企稳。钨：供给收缩叠加长单价格上调，钨价持续创历史新高。近期，矿山保守生产，市场增量预期弱，部分企业一月长单价进一步上调。锡：宏观叠加供给持续扰动，锡价偏强运行。供给端，刚果（金）主要锡矿产区安全形势恶化，印尼政府持续打击非法采矿并收紧出口监管，缅甸佤邦矿区复产进度持续缓慢，锡原料供应面临系统性压力。需求端，传统消费电子刚需采购，AI 等新兴领域表现优异。全球货币政策预期、地缘政治风险引发的供应担忧，以及低库存背景下的供需结构性转变推动锡价走强。锑：锑价震荡调整，等待出口拐点信号。25 年 11 月氧化锑出口明显好转，产业链出口意愿变强，等待 26 年出口增长数据支撑，锑价有望迎来新一轮上涨。

风险提示：宏观经济波动风险、下游需求不及预期风险、进出口政策变动风险等。

- **新消费 泡泡玛特 2.5 亿港元回购；美丽田园 25 年业绩预告表现亮眼——新消费行业周报：**公司近期公告回购 140w 股，合计耗资 2.5 亿+港元。公司低位回购彰显公司经营信心。近期发布马年新品一马力全开搪胶毛绒，发布当日一分钟内多个平台均显示“已售罄”。1 月官宣星星人新品系列怦然星动。泡泡玛特新品表现及品牌势能持续强劲。老 IP 持续运营，新 IP 逐步发力，产品形态从盲盒、毛绒拓展至可动玩偶、饰品等，带动品牌影响力持续破圈。美丽田园业绩盈喜，公司预计 25 年营收净利再创新高。公司业绩表现较为亮眼，主要原因包括：1) 外延扩张加速。2) 内生增长势能强劲。2025 年安排 1000 亿元对 3 周岁以下婴幼儿发放育儿补贴，重视母婴产业链机遇。我们认为，持续的政策刺激或将直接利好乳制品、教培行业、婴童洗护等母婴产业链，相关细分母婴赛道龙头有望进一步受益，重点推荐婴童洗护优质标的润本股份，建议关注母婴连锁龙头孩子王，高端家庭护理品牌圣贝拉。

风险提示：零售环境修复不及预期风险；国际局势变动风险；市场竞争加剧风险。

- **北交所 2025Q4 公募基金调仓明显，结构分化中聚焦先进制造与新材料——北交所周观察第六十二期：**2025Q4 公募基金对北交所市场的配置呈现“总量短期调整、结构持续优化”的特征。2025Q4，北交所共有 86 家公司进入各类基金前十大重仓名单。从基金数量来看，重仓基金总数环比减少至 124 只。行业配置结构：主动权益基金配置中高端制造与新兴产业仍是焦点，但资金偏好发生结构性变化。北交所主题产品：主动主题基金规模有所回落，持仓结构积极调整，被动产品贡献稳定增量。本周北证 50 指数受商业航天板块提振走强，下周建议关注公募基金增持与业绩超预期公司。我们认为，当前全市场流动性保持充裕格局，叠加科技板块（商业航天、半导体、机器人等）依托产业催化景气度持续上行，北交所作为专精特新企业的核心承载阵地，板块内结构性投资机会有望持续演绎，但考虑到当前北交所市场整体仍缺乏增量资金承接，机会或更多聚焦于短线主题交易及个股边际变化的挖掘，需警惕高位题材标的获利了结引发的阶段性波动风险，建议聚焦稀缺性优质标的，锚定具备真实成长逻辑的主线布局，尤其是 2025 年业绩预增/业绩改善、行业壁垒较高、基本面稳健且估值具备性价比的优质标的。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险

报告列表

【固定收益】25Q4 理财资产配置有何变化？——中国银行业理财市场年度报告（2025 年）点评（2026/01/24）

【北交所】全球跨境电商前景可观，北交所拟上市公司千岸科技、尚睿科技发展自主品牌——北交所消费服务产业跟踪第四十九期（2026/01/25）

【金属新材料】库存累积，铜铝价格高位震荡——有色金属 大宗金属周报（2026/01/25）

【金属新材料】供需紧张格局持续，钨&锡价格突破历史新高——小金属双周报（2026/01/25）

【新消费】泡泡玛特 2.5 亿港元回购；美丽田园 25 年业绩预告表现亮眼——新消费行业周报（2026/01/24）

【北交所】2025Q4 公募基金调仓明显，结构分化中聚焦先进制造与新材料——北交所周观察第六十二期（2026/01/24）

报告摘要

【固定收益】固收点评报告：25Q4 理财资产配置有何变化？——中国银行业理财市场年度报告（2025 年）点评（2026/01/24）

廖志明 证书编号：S1350524100002

理财产品存续规模创新高至 33.29 万亿元。截至 25 年末，银行理财市场存续规模 33.29 万亿元，较 25Q3+1.2 万亿元，较 24 年末+3.3 万亿元。其中，现金管理类产品规模为 7.0 万亿元，较 24 年末-0.3 万亿元，占比从 24.4%下降至 21.2%，固定收益类（不含现金类）/混合类/权益类理财产品规模分别为 25.3/0.9/0.1 万亿元，占比分别为 75.9%/2.6%/0.2%，分别较 24 年底+2.99pct/+0.17pct/+0.04pct。由于债券收益率处于历史低位，我们预计 26 年混合类产品存续规模会持续回升。2026 年理财规模仍有望增长 3 万亿以上。

2025 年末银行机构理财产品存续数量和规模大幅下降，市场整体朝理财公司集中。监管在 24 年要求部分省份未设立理财子公司的中小银行需在 26 年底清理存量理财业务，我们预计至 26 年底，理财市场或将向理财公司持续转移。截至 25 年末，全市场一共有 191 家理财机构，其中有 159 家银行机构，32 家理财公司，较 25Q3 分别-22 家/持平。产品存续规模来看，25 年末银行机构和理财公司分别为 2.58 万亿/30.71 万亿，同比-29.1%/+16.7%。

25Q4 理财大幅增配公募基金，减配权益类资产和同业存单，债券投资占比处于近年低位。从 25Q3 至 25Q4，理财权益类资产和同业存单规模分别从 0.67/4.21 万亿元下降至 0.63/4.06 万亿元。债券投资规模从 25Q3 的 12.98 万亿元上升至 25Q4 的 13.22 万亿元，对应占比从 40.4%下降至 39.7%，处于近年低位。理财对利率债（25 年末配置规模为 0.9 万亿元）的配置比例从 25H1 的 3.01%下降至 25 年末的 2.52%，同期理财对信用债（25 年末配置规模为 13.27 万亿元）的配置比例从 38.79%下降至 37.21%。25Q4 理财较 Q3 大幅增配公募基金 0.44 万亿元（25 年末占比 5.1%，较 25Q3+1.2pct）至 1.7 万亿元，26 年公募基金占比有望维持高位。25 年末现金及银行存款和非标债权类资产占比分别为 28.2%/5.1%，较 25Q3 分别+0.7pct/-0.1pct。

低利率时代，25Q4 理财产品平均收益率走弱。理财产品平均收益率自 23 年下半年持续走低，25 年理财产品平均收益率为 1.98%，较 24 年全年平均收益率-0.67pct。2025 年 12 月理财公司新发人民币固收类理财的平均业绩比较基准上限为 2.75%，平均业绩比较基准下限为 2.25%，我们预计平均业绩比较基准下限可能走向 2.0%。

2026 年债市行情可能好于预期。25 年下半年以来，债市走势经常与基本面脱钩，或受机构行为主导。业绩比较基准达标压力之下，未来理财或需适度提升债券持仓比例、适度拉长债券持仓久期等，26 年理财规模仍有望增长 3 万亿以上。我们预计一季度 30Y 国债活跃券收益率重回 2.2%左右。超长债大机会仍需等待机构股市预期显著回落及政策利率下调。我们建议关注超长债波段操作机会，建议重点配置 3-5Y 资本债以获取票息，超长债搓波段，关注多资产投资机会。

风险提示。财政政策超预期发力，导致债市调整；理财及债基等监管政策可能超预期，带来债市扰动；股市可能大幅走强，对债市情绪有冲击等。

【北交所】全球跨境电商前景可观，北交所拟上市公司千岸科技、尚睿科技发展自

主品牌——北交所消费服务产业跟踪第四十九期（2026/01/25）

赵昊 证书编号：S1350524110004 王宇璇 证书编号：S1350525050003

2013-2024 年中国跨境电商市场规模 CAGR 约为 17%，跨境出口电商具备优势。根据 PrecedenceRESEARCH 数据，2025 年全球跨境电商市场规模为 5512.3 亿美元，预计从 2026 年的 6363.4 亿美元增至 2034 年的约 2 万亿美元，复合年增长率高达 15.44%。随着我国跨境电商市场规模的快速发展，跨境电商新业态对传统外贸高质量发展的促进作用越发明显，根据网经社电子商务研究中心的数据，2024 年中国跨境电商市场规模为 17.66 万亿元，2013-2024 年复合增速约为 17%，其中跨境出口电商占据了我国跨境电商市场的大部分市场份额。根据 CognitiveMarketResearch 数据，北美跨境电商市场在全球跨境电商市场占据主导地位，2025 年市场销售收入达 1.63 万亿美元，预计 2025-2033 年的复合年增长率为 17.92%，智能手机、笔记本电脑和消费电子产品等电子产品为市场主导品类；欧洲跨境电商市场 2025 年销售收入达 1.08 万亿美元，预计 2025 年至 2033 年间的复合年增长率为 18%，时尚、电子产品和美妆产品等品类最受消费者欢迎；中东跨境电商市场 2025 年销售收入达 2090.94 亿美元，预计 2025-2033 年间的复合年增长率为 18.72%，电子产品、时尚服饰以及健康美容产品等在购物者中颇受欢迎。北交所所有两家从事跨境电商业务的拟上市公司，均成立了多个自主品牌覆盖不同细分赛道，千岸科技聚焦艺术创作、数码电子、运动户外、家居庭院四大领域。2025Q1-Q3 千岸科技营收 13.70 亿元 (yoy+22.54%)、归母净利润 1.58 亿元 (yoy+76.83%)。尚睿科技聚焦功能性服饰、数码科技、家居生活和创客硬件四大品类。2025Q1-Q3 尚睿科技营收 9.20 亿元 (yoy+13.66%)、归母净利润 3,708.02 万元 (yoy+19.42%)。

总量：北交所消费服务股股价涨跌幅中值+1.15%。本周（2026 年 1 月 19 日至 1 月 23 日），北交所消费服务产业企业 78% 上涨，市值涨跌幅中值为+1.15%，瑞华技术 (+7.06%)、广咨国际 (+6.32%)、驱动力 (+5.33%)、泰鹏智能 (+4.55%)、润普食品 (+4.49%) 位列涨跌幅前五。北证 50、沪深 300、科创 50、创业板指周度涨跌幅分别为+2.60%、-0.62%、+2.62%、-0.34%。本周 41 家企业市盈率中值由 47.6X 升至 48.2X，总市值由 1140.26 亿元升至 1146.84 亿元，市值中值由 20.11 亿元升至 20.38 亿元。

行业：泛消费产业市盈率 TTM 中值+0.95%至 54.5X。泛消费 PETTM 中值由 54.0X 升至 54.5X，泰鹏智能 (+4.55%)、格利尔 (+3.37%)、柏星龙 (+2.44%) 市值涨跌幅居前。食品饮料和农业 PETTM 中值由 52.4X 升至 54.1X，驱动力 (+5.33%)、润普食品 (+4.49%)、康农种业 (+4.11%) 市值涨跌幅居前。专业技术服务 PETTM 中值由 29.3X 升至 31.2X，瑞华技术 (+7.06%)、广咨国际 (+6.32%)、国义招标 (+2.76%)，市值涨跌幅居前。本周泛消费产业市盈率 TTM 中值+0.95%至 54.5X。

公告：龙竹科技发布 2025 年业绩预告。龙竹科技预计 2025 年实现归母净利润 2450~2600 万元，同比大幅增长 49.97%~59.15%。增长动能主要是公司加大市场拓展，跨境电商业务增长较快，传统 B 端业务稳步增长，实现销售收入约 3.75 亿元，同比增长 17%；同时公司加强精益管理，不断提升管理运营效率，整体毛利率提升。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险。

【金属新材料】库存累积，铜铝价格高位震荡——有色金属 大宗金属周报（2026/01/25）

田源 证书编号：S1350524030001 张明磊 证书编号：S1350525010001 田庆争 证书编号：

S1350524050001 陈婉妤 证书编号: S1350524110006 陈轩 证书编号: S1350525120001

铜: 库存累积, 铜价高位震荡。本周伦铜/沪铜/美铜涨跌幅分别为+0.43%/+0.57%/+1.51%。本周铜价高位震荡调整, 在金价持续创新高背景下, 铜金融属性有望支撑铜价, 预计铜价短期回调空间或有限。库存端, 本周铜库存累积。伦铜/纽铜/沪铜库存分别为 17.2 万吨/56.3 万短吨/22.6 万吨, 环比变化 +19.59%/+3.63%/+5.82%; 国内电解铜社会库存 33.0 万吨, 环比+2.90%。需求方面, 铜价调整拉动订单需求, 电解铜杆周度开工率 67.98%, 环比增加 10.51pct。中长期看, 铜矿资本开支不足, 供给端扰动频发, 铜矿供需格局或将由紧平衡转向短缺, 同时铜冶炼在“反内卷”背景下利润周期有望见底, 叠加美联储进入降息周期, 铜价有望突破上行。建议关注: 紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、中国有色矿业、五矿资源、铜陵有色、金诚信、西部矿业。

铝: 库存累积, 铝价高位震荡。1) 氧化铝: 产能和库存高位运行, 氧化铝现货价格延续弱势。本周氧化铝价格下跌 0.19% 至 2650 元/吨, 截至本周四, 冶金级氧化铝运行产能达 8712 万吨/年, 周度开工率降低 1.85pct 为 79.97%。短期内, 氧化铝供需基本面仍维持过剩格局, 预计氧化铝库存后续或持续累积, 现货价格延续弱势。后续需持续关注氧化铝成本利润与运行产能情况。2) 电解铝: 库存累积, 铝价高位震荡。本周沪铝跌 0.21% 至 2.41 万元/吨, 伦铝价格上涨 1.21% 至 3176 美元/吨, 电解铝毛利 8601 元/吨, 环比增加 1.65%。在金价持续创新高背景下, 铜铝等有色商品价格向下调整空间或不大, 预计铝价短期或维持高位震荡。需求方面, 在铜价创历史新高背景下, 空调等家电领域“铝代铜”进程或加速推进, 另一方面消费品以旧换新政策有望在 2026 年延续, 电解铝需求有望上调。库存方面, 国内库存累积, 伦铝库存 50.73 万吨, 环比增加 3.95%, 沪铝库存 19.71 万吨, 环比增加 6.01%, 国内现货库存为 74.3 万吨, 环比增加 0.95%。供给端, 国内电解铝运行产能接近天花板, 海外在建项目进度缓慢, 而需求端维持稳定增长甚至存超预期可能, 电解铝今年或出现短缺格局, 铝价有望迎来上行周期。建议关注: 中孚实业、宏创控股、云铝股份、电投能源、天山铝业、神火股份、中国铝业、焦作万方。

锂: 锂电需求“淡季不淡”, 碳酸锂供需反转, 锂价进入上行周期。本周碳酸锂价格上涨 8.23% 至 17.1 万元/吨, 锂辉石精矿上涨 11.82% 至 2214 美元/吨。本周碳酸锂期货主力合约 2605 上涨 24.16% 至 18.15 万元/吨。供给端, 本周碳酸锂产量 2.22 万吨, 环比减少 388 吨 (-1.7%), SMM 周度库存 10.89 万吨, 环比减少 783 吨 (-0.7%), 延续去库。需求方面, 磷酸铁锂 12 月产量 40.4 万吨, 同比增长 46%, 环比减少 2%, 锂电正极材料需求维持高增, 叠加出口退税取消有望拉动“抢出口”需求, 锂电需求有望维持“淡季不淡”。展望全年看, 在锂电需求增长超预期背景下, 锂盐进入去库周期, 碳酸锂供需迎来反转, 锂价有望进入由需求驱动的上行周期, 锂板块公司有望迎来利润拐点。我们建议关注锂资源自给率较高且具备第二增长曲线的标的: 雅化集团(锂+民爆)、中矿资源(锂+小金属+铜)、大中矿业(铁矿+锂)、赣锋锂业(锂+储能+固态电池)、永兴材料、盛新锂能、天华新能、天齐锂业。

钴: 钴原料偏紧格局仍未改变, 钴价有望延续上行。本周 MB 钴上涨 0.39% 至 25.78 美元/磅, 国内电钴价格下跌 5.31% 为 42.8 万元/吨。刚果(金)自 2025 年 10 月 16 日起解除钴出口禁令, 改为实施钴出口配额制。供给端, 刚果(金)决定将允许 2025 年第四季度的钴出口配额延续至 2026 年 3 月底, 考虑到运输周期, 预计国内原料或将在今年 3 月后才能陆续到港, 钴原料结构性偏紧逻辑不变, 钴价有望延续上涨, 短期关注春节后下游补库驱动。建议关注: 华友钴业、洛阳钼业、腾远钴业、力勤资源、寒锐钴业。

风险提示: 下游复产不及预期风险; 国内房地产需求不振风险; 新能源汽车增速不及预期风险。

【金属新材料】供需紧张格局持续，钨&锡价格突破历史新高——小金属双周报 (2026/01/25)

田源 证书编号：S1350524030001 张明磊 证书编号：S1350525010001 田庆争 证书编号：
S1350524050001 陈婉舒 证书编号：S1350524110006 项祈瑞 证书编号：S1350524040002

稀土：供给格局紧张下游补库，氧化镨钕持续走强。近两周，氧化镨钕上涨 7.69%至 67.25 万元/吨，氧化镝下跌 1.39%至 142 万元/吨，氧化铽上涨 1.61%至 632.5 万元/吨。供给端，政策面以及供应面偏紧支撑，氧化物供应紧张。需求端，下游磁材企业由刚需采购转为备货采购。包钢股份和北方稀土一季度稀土精矿交易价格环比上涨 2.4%，支撑稀土价格中枢上移。建议关注：广晟有色、中国稀土、北方稀土、金力永磁、宁波韵升、正海磁材等。

钼：成本支撑及供需矛盾转好，钼价有望止跌企稳。近两周，钼精矿价格下跌 1.94%至 4035 元/吨度，钼铁 (Mo60) 价格下跌 1.90%至 25.85 万元/吨。供给端，国际氧化钼止跌企稳提振国内钼原料市场情绪，叠加矿山出货减少，钼原料市场流通性下降。需求端，下游钼铁行业利润倒挂严重，钼铁行业开工率下降，而下游钢厂采购需求放量，市场上下游博弈激烈。成本支撑及供需矛盾阶段性转好，钼价有望止跌企稳。建议关注：金钼股份。

钨：供给收缩叠加长单价格上调，钨价持续创历史新高。近两周，黑钨精矿价格上涨 11.43%至 53.60 万元/吨，仲钨酸铵价格上涨 12.06%至 79.00 万元/吨。供给端，钨精矿开采指标缩减，矿山普遍放缓生产节奏，行业流通继续收紧为主。需求端，国内需求基本保持稳定，刚需采购为主，PCB 刀具需求景气。近期，矿山保守生产，市场增量预期弱，部分企业一月长单价进一步上调。建议关注：中钨高新、厦门钨业、翔鹭钨业、章源钨业。

锡：宏观叠加供给持续扰动，锡价偏强运行。近两周，SHFE 锡上涨 21.85%至 42.96 万元/吨，LME 锡上涨 21.73%至 5.42 万美元/吨。供给端，刚果（金）主要锡矿产区安全形势恶化，印尼政府持续打击非法采矿并收紧出口监管，缅甸佤邦矿区复产进度持续缓慢，锡原料供应面临系统性压力。需求端，传统消费电子刚需采购，AI 等新兴领域表现优异。全球货币政策预期、地缘政治风险引发的供应担忧，以及低库存背景下的供需结构性转变推动锡价走强。建议关注：锡业股份、华锡有色、兴业银锡。

锑：锑价震荡调整，等待出口拐点信号。近两周，锑锭价格上涨 1.26%至 16.05 万元/吨，锑精矿价格上涨 1.42%至 14.25 万元/金属吨。供给端，锑锭产量有所反弹，但由于原料紧缺整体开工率仍相对低位，国内锑矿供应长期紧张局面并未改变。需求端，临近春节终端需求进入淡季，终端企业采购需求明显下降。25 年 11 月氧化锑出口明显好转，产业链出口意愿变强，等待 26 年出口增长数据支撑，锑价有望迎来新一轮上涨。建议关注：华锡有色、湖南黄金、华钰矿业。

风险提示：宏观经济波动风险、下游需求不及预期风险、进出口政策变动风险等。

【新消费】泡泡玛特 2.5 亿港元回购；美丽田园 25 年业绩预告表现亮眼——新消费行业周报 (2026/01/24)

丁一 证书编号：S1350524040003

泡泡玛特 2.5 亿港元回购，彰显公司信心。公司近期公告回购 140w 股，合计耗资 2.5 亿+港元。公司低位

回购彰显公司经营信心。近期发布马年新品—马力全开搪胶毛绒，发布当日一分钟内多个平台均显示“已售罄”。1月官宣星星人新品系列怦然星动。泡泡玛特新品表现及品牌势能持续强劲。老IP持续运营，新IP逐步发力，产品形态从盲盒、毛绒拓展至可动玩偶、饰品等，带动品牌影响力持续破圈。公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备IP玩具全产业链运营能力，公司通过出众的IP创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。持续看好公司在潮玩赛道的品牌形象、IP研发运营能力及营销能力。

美丽田园业绩盈喜，公司预计25年营收净利再创新高。公司近期发布25年正面盈利预告，预计2025年收入不少于30亿元，较2024年同期增长不少于16%；经调净利润不少于3.8亿元，同比增长不少于40%；净利润不少于3.4亿元，同比增长不少于34%。公司业绩表现较为亮眼，主要原因包括：1) 外延扩张加速。公司坚定践行“内生增长+外延收购”双轮驱动增长战略，24年成功并购奈瑞儿。随着奈瑞儿全面融入美丽田园品牌矩阵，集团业务版图快速渗透大湾区核心城市及周边重点区域，市场占有率实现显著提升。此次收购推动集团商业模式战略升级为“双美+双保健”的立体化生态布局。收购后的整合协同效应持续释放，25H1奈瑞儿经调整净利率大幅跃升至10.4%，以亮眼业绩充分印证了集团强大的资源整合与运营赋能能力。25年完成收购思妍丽。2) 内生增长势能强劲。公司精准洞察高线城市女性“悦己消费”升级趋势，持续推动同店收入逆势增长。25年高毛利医疗业务收入占比稳步提升；叠加精细化运营体系的持续提升，集团净利率水平稳步攀升。公司或将持续践行“内生增长+外延收购”双轮驱动策略，深化“双美+双保健”的商业模式，展现较大韧性及发展潜力。

2025年安排1000亿元对3周岁以下婴幼儿发放育儿补贴，重视母婴产业链机遇。国新办举行新闻发布会介绍发挥积极财政政策作用，推动经济社会高质量发展有关情况。其中，2025年财政政策持续加强民生保障，逐步推行免费学前教育，从幼儿园大班开始免保育教育费，惠及人数约1400万人。另外还提高国家奖学金、助学金标准，扩大覆盖面。建立育儿补贴制度，全国财政安排1000亿元，对3周岁以下婴幼儿发放育儿补贴，并对补贴免征个人所得税。生育补贴政策有助于为家庭实现减负。基于我国人口老龄化背景下，鼓励生育政策或为大势所趋，相关精细化鼓励政策有望缓解居民生育成本的实质性压力。我们认为，持续的政策刺激或将直接利好乳制品、教培行业、婴童洗护等母婴产业链，相关细分母婴赛道龙头有望进一步受益，重点推荐婴童洗护优质标的润本股份，建议关注母婴连锁龙头孩子王，高端家庭护理品牌圣贝拉。

投资分析意见：新兴消费品的蓬勃发展折射出新世代年轻人在当前社会环境下所孕育出的新兴消费观念，正确的解读此类全新的消费叙事是抓住新消费公司成长的关键因素。因此，在美护方面，我们建议关注基于较高专业性与创新性的优质国货品牌，如毛戈平，上美股份等；黄金珠宝方面，建议关注更受年轻消费者欢迎的古法黄金赛道头部品牌，如老铺黄金，潮宏基等；潮玩方面，建议关注具备IP创造及对IP运营有丰富的成功经验的公司，如泡泡玛特；现制茶饮方面，建议关注品牌力较强且业务覆盖区域较广的头部茶饮品牌，如蜜雪集团、古茗。

风险提示：零售环境修复不及预期风险；国际局势变动风险；市场竞争加剧风险。

【北交所】2025Q4公募基金调仓明显，结构分化中聚焦先进制造与新材料——北交所周观察第六十二期（2026/01/24）

赵昊 证书编号：S1350524110004 万泉 证书编号：S1350524100001

基金财报总览：2025Q4 公募基金对北交所市场的配置呈现“总量短期调整、结构持续优化”的特征。2025Q4，北交所共有 86 家公司进入各类基金前十大重仓名单，有 30 只及以上基金重仓纳科诺尔、同力股份、锦波生物、贝特瑞、诺思兰德、并行科技、曙光数创、艾融软件、吉林碳谷、星图测控 10 家公司，其中重仓纳科诺尔的基金数量第一，为 64 只。在 86 家公司中，各类基金增持了 55 家公司，减持了 54 家公司，其中有 23 家公司 2025Q3 位于重仓名单而现已退出。从基金数量来看，重仓基金总数环比减少至 124 只。其中，非北交所主题基金为 83 只（占比 67%），全市场主动资金参与度依旧较高。从市值来看，公募重仓北交所总市值约为 90.5 亿元（qoq-12%）；占全市场重仓总市值的比重微降至 0.23%。结构的调整主要受部分北交所两年定开产品赎回、北交所市场整体震荡等因素影响。在资金结构上，指数基金（被动及增强型）继续作为重要配置力量，重仓市值规模达 49 亿元。整体来看，北交所市场在经历阶段性的资金与情绪波动后，机构积极参与的长期趋势和结构性特征依然清晰。

行业配置结构：主动权益基金配置中高端制造与新兴产业仍是焦点，但资金偏好发生结构性变化。2025 年第 4 季度，主动权益基金对北交所的配置风格继续调整，资金在向高端制造及新兴产业赛道聚焦的同时，配置集中度（CR5）由第三季度的 54% 微增至 55%，但头部标的构成变化明显：纳科诺尔以 17.1% 的配置比例新晋成为第一大重仓股，而锦波生物的配置比例环比大幅下降约 10 个百分点至 14.4%；利通科技作为新进头部标的，配置比例升至第四。从持股占流通盘比例看，利通科技以 12.6% 的比例位居榜首，开特股份（10.0%）与纳科诺尔（8.9%）紧随其后。增持方面，资金加码利通科技、同力股份、灵鸽科技、锦华新材、青矩技术和林泰新材等；而康农种业、建邦科技、锦波生物等则遭遇减持。行业配置上，电力设备（比例 25.9%）仍是第一大重仓行业，但环比略有下降；机械设备（比例环比+4.4pcts 至 13.6%）与基础化工（比例环比+9.2pcts 至 9.7%）成为增配幅度较大的领域，资金正从美容护理等板块向更广泛的制造与材料领域扩散，体现出对周期+制造成长属性的关注。此外，从非北交所主题基金的配置持仓情况来看，四季度出现新特点，广发趋势动力 A、同泰开泰 A、永赢新兴产业智选 A、东财景气成长 A 等 8 只非北证主题的主动权益基金的前十大重仓股中，北交所公司超过 5 家，其中 6 只基金的 10 大重仓股全部为北交所公司。

北交所主题产品：主动主题基金规模有所回落，持仓结构积极调整，被动产品贡献稳定增量。从北交所主动基金产品来看，截至 2025 年第四季度末，11 只北交所主动主题基金总规模为 30.21 亿元，其中 5 只北交所主动主题产品基金净值达到 2 元以上。季度内基金净值平均下跌约 4.6%，整体表现优于北证 50 指数（-5.8%）。从持仓结构看，调仓换股更为积极：重仓市值榜首由同力股份占据，开特股份保持第二，而纳科诺尔排名降至第三；广信科技、林泰新材新晋进入重仓市值前十名名单。此外，青矩技术、锦华新材、星图测控等多只个股新进入部分基金的前十大持仓，显示出基金管理人积极在高端制造、商业航天、新材料等核心赛道内挖掘新的结构性机会，并且反映出策略从估值较高的标的流向业绩优秀且估值相对低的成长股，以优化组合并寻找新的增长点。从北交所被动基金产品来看，截至 2025 年 12 月 31 日，北交所市场已经有 36 只北证 50 指数基金（包含指数增强），规模继续保持稳健增长，2025Q4 达 139 亿元，环比增加 18.5 亿元（+15%），为市场提供了重要的流动性支持。

本周北证 50 指数受商业航天板块提振走强，下周建议关注公募基金增持与业绩超预期公司。本周公募基金四季报披露完毕，主动权益类基金重点增持的北交所标的，或具备资金面与机构认可度的双重支撑，值得后续重点跟踪关注。对于下周北交所市场的观点，我们认为，当前全市场流动性保持充裕格局，叠加科技板块（商业航天、半导体、机器人等）依托产业催化景气度持续上行，北交所作为专精特新企业的核心承载阵地，板块内结构性投资机会有望持续演绎，但考虑到当前北交所市场整体仍缺乏增量资金承接，机会或更多聚焦于短线主题交易及个股边际变化的挖掘，需警惕高位题材标的获利了结引发的阶段性波动风险，

建议聚焦稀缺性优质标的，锚定具备真实成长逻辑的主线布局，尤其是 2025 年业绩预增/业绩改善、行业壁垒较高、基本面稳健且估值具备性价比的优质标的。展望 2026 年中期视角，继续关注几大主线：①持续推进北交所指数体系建设，加快推出北证 50ETF，我们认为增量资金可期，可关注指数中权重占比较大且基本面扎实、估值具备性价比的标的，如同力股份、开发科技等；②推动设立更多主要投资中小市值股票的公募基金产品等，我们认为可关注长周期业绩稳定持续增长且具备全市场稀缺性的新质生产力标的，如广信科技、民士达、锦华新材、衢东光、纳科诺尔、林泰新材等；③商业航天、机器人、AI 等具备政策支持和成长确定性较高的赛道，关注技术壁垒高和成长弹性大的标的，如海达尔、苏轴股份、并行科技、华原股份、骏创科技等；④注重促内需扩消费，服务消费相关标的，如欧福蛋业、康农种业、太湖雪、无锡晶海等。

北证 A 股 PE 回升到 50X，日均成交额回落到 268 亿元。本周，科创板、创业板和北证 A 股整体 PE 都有所回升，科创板 PE 由 84.81X 回升到 86.32X，创业板 PE 由 46.67X 回升到 47.09X，北证 A 股 PE 由 49.46X 回升到 50.31X。流动性来看，北证 A 股日均换手率 5.44%，科创板 3.67%，创业板 5.78%。指数来看，沪深 300 和创业板指数周度下跌、科创 50 上涨。

本周 2 家公司注册、3 家公司过会。按最新审核状态分类：悦龙科技和新恒泰 2 家公司更新状态至注册；拓普泰克、弥富科技和百瑞吉 3 家公司更新状态至上市委会议通过；北方实验、先临三维、嘉晨智能、尚研科技、乔路铭、培源股份、昌德科技、国贵科技、宏景电子、富士智能、济人药业和中健康桥等 17 家公司更新审核状态至已问询。此外，下周北交所将会审议 3 家公司 IPO 申请（海昌智能、恒道科技和鸿仕达），北交所新股发行处于常态化进程中。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险

华东机构销售

姓名	联系方式	邮箱
李瑞雪	18202157216	lirui xue@huayuanstock.com
韦灵慧	15900818623	weilinghui@huayuanstock.com
吴卓雅	13130676476	wuzhuoya@huayuanstock.com
白鹭	17717065513	bailu@huayuanstock.com
袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@huayuanstock.com
杨舒怡	18857090315	yangshuyi@huayuanstock.com
朱芷漫	15623249787	zhuzhiman@huayuanstock.com
金璐敏	18701859882	jinklumin@huayuanstock.com
吴琼	13524729225	wuqiong@huayuanstock.com
陈博雅	18868102690	chenboya@huayuanstock.com
师静秋	18508243060	shijingqiu@huayuanstock.com
万蕾	13564961723	wanlei02@huayuanstock.com
刘怡岑	15000796699	liuyicen@huayuanstock.com
田丽媛	13182929179	tianliyuan@huayuanstock.com
侯世杰	19521452277	houshijie@huayuanstock.com
刘静娴	15695213059	liujingxian@huayuanstock.com
李依桐	13502177189	liyitong@huayuanstock.com
陈飞帆	17712236207	chenfeifan@huayuanstock.com
黄梓洋	13564449978	huangziyang@huayuanstock.com
柳柏	13045152592	liubai02@huayuanstock.com

华北机构销售

姓名	联系方式	邮箱
王梓乔	13488656012	wangziquiao@huayuanstock.com
胡佳媛	13263496173	hujiaoyuan@huayuanstock.com
马昊	13581897385	mahao@huayuanstock.com
恩卡尔	15010935260	enkaer@huayuanstock.com
胡青璇	18800123955	huqingxuan@huayuanstock.com
赵帆	18634226618	zhaofan@huayuanstock.com
王慧文	15545222323	wanghuiwen@huayuanstock.com
陈敏	18810312076	chenmin01@huayuanstock.com
汪嘉玮	17710037863	wangjiawei@huayuanstock.com
刘安然	18810655643	liuanran@huayuanstock.com

华南机构销售

姓名	联系方式	邮箱
杨洋	18603006849	yangyang03@huayuanstock.com
彭婧	18507310636	pengjing@huayuanstock.com
胡美娜	19129938895	humeina@huayuanstock.com
韦洪涛	13269328776	weihongtao@huayuanstock.com
蒋书琪	13755026751	jiangshuqi@huayuanstock.com
王安妮	13850778699	wanganni@huayuanstock.com
韩欣言	18898748915	hanxinyan@huayuanstock.com
马思雨	13614697068	masiyu@huayuanstock.com
曹可	13670244320	caoke@huayuanstock.com
夏维	15200869983	xiawei03@huayuanstock.com
祝梦婷	17727576696	zhumengting@huayuanstock.com

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。