

2026年04月02日

# 华源晨会精粹 20260402

## 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	3,919.29	-0.74%	-2.59%
创业板指	3,172.65	-2.31%	-3.70%
沪深300	4,478.91	-1.04%	-5.06%
中证1000	7,623.42	-1.81%	-1.68%
科创50	1,262.18	-2.77%	-10.06%
北证50	1,281.91	0.30%	-12.58%

资料来源:聚源,华源证券研究所,截至2026年04月02日

➤ **固定收益/银行 英国固收类基金启示录——海外固收类基金专题:**英国债券市场的大头为政府债券,其次为金融债。我们将国债及地方债计入政府债券,截至2025Q2,根据BIS(国际清算银行)、ONS(英国国家统计局)及DMO(英国债务管理办公室)数据,英国债券市场总规模约为5.3万亿英镑,其中政府债券规模2.9万亿英镑,占比55.7%;金融债券规模1.9万亿英镑,占比36.0%;非金融企业债规模0.4万亿英镑,占比8.4%。在英国国债持有者结构中,海外投资者持有规模占比最高。以2008年为分水岭,英国国债持有人结构发生了较大变化。截至2025年11月末,根据英国投资协会数据,英国固收类基金规模约为0.29万亿英镑。英国养老金为英国固收类基金的核心投资人。英国固收类基金市场集中度较高。根据Bloomberg数据,英国固收类基金前十大管理人管理规模合计1491.5亿英镑,占市场总规模的57.76%,市场集中度较高。BlackRock以超过300亿英镑的管理规模居首位。借鉴英国,中国债基发展应着力于丰富产品类别,并大力开发养老金市场。着眼于中国养老金市场,开发创新养老基金产品,丰富个人养老金投资选择;债券基金策略细分化,例如专注新兴国家债券、通胀挂钩债券及高收益债等领域,注重发展特色化投资能力。

风险提示:利率变动风险、信用风险与市场流动性风险、政策不确定性风险

➤ **机械/建材建筑 高股息和“安全类”资产或是当下较优组合——建筑装饰行业周报:**市场波动环境下高股息仍是当前阶段建筑板块配置的重要主线之一。在海外局势不确定性加大、市场风险偏好阶段性回落背景下,我们认为高股息资产仍是当前阶段建筑板块的重要配置方向之一。历史经验看,高股息率、低估值、低波动率组合在震荡市环境中通常具备更强相对收益表现,具备跑赢指数的配置价值;同时,当前建筑板块整体估值仍处低位区间,叠加央企市值管理持续强化背景下分红意愿提升,高股息组合或已再次进入较优配置时间点。我们梳理了兼具股息率、成长性、分红能力和分红意愿的代表性公司,建议关注江河集团(15.8XPE(TTM),股息率5.88%)、安徽建工(6.7XPE(TTM),股息率5.81%)、中国建筑(4.6XPE(TTM),股息率5.51%)、中材国际(9.2XPE(TTM),股息率约4.79%)、四川路桥(11.2XPE(TTM),股息率4.2%)等(以上数据截至2026/3/27)。建议继续关注“国家安全”类标的。我们认为,未来基建投资逻辑或逐步从传统的“稳增长、稳GDP”的总量驱动,转向服务国家战略与安全需求的结构性投资。重点方向包括:1)电力与水利领域,以雅鲁藏布江水电等重大工程为代表的清洁能源建设;2)能源安全领域,煤化工等资源转化项目的重要性提升;3)区域战略与产业腹地建设,如成渝地区双城经济圈及西部基础设施完善等。在全球地缘政治不确定性上升、能源安全问题愈发突出的背景下,“安全型投资”有望成为基建投资的重要增量方向。

风险提示:经济恢复不及预期,基建/地产投资增速不及预期,政策落地不及预期。

- **海外/教育研究 天工国际(00826.HK)点评：盈利能力逆势提升，高端材料布局加速兑现：**公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。2025 年公司实现营业收入 47.19 亿元，同比下降 2.3%；归母净利润 4.00 亿元，同比增长 11.5%，利润端显著优于收入端，体现盈利能力持续改善。毛利率约为 20.2%，基本保持稳定，净利润率同比提升 1pct 至 9.28%。公司营业收入下滑主要是由于消费电子行业对于钛线材的需求短暂下降，终端客户减少新一代手机对钛合金边框的使用，钛合金业务板块营收大幅下降；公司利润增长主要是由于国内需求复苏，模具钢、高速钢等传统业务毛利率回升带动总体利润上升。我们认为随着高端材料国产替代加速，龙头企业凭借技术与规模优势逐步提升市场份额。行业整体呈现“传统需求回暖、高端需求结构性增长”的特征，利好具备技术储备的企业。公司持续推进高端材料战略，包括高氮合金、钛合金粉末、粉末冶金及核聚变相关材料等方向。随着新能源汽车压铸、机器人丝杠材料、航空航天及 3D 打印需求释放，公司产品结构有望进一步优化。同时海外市场及高端工具业务扩张亦有望提升盈利弹性。整体来看，公司正由传统特钢企业向高端材料平台转型，中长期成长逻辑清晰，盈利能力具备持续提升空间。

风险提示：下游需求波动的风险、原材料价格波动的风险、技术迭代与市场竞争加剧的风险

- **电子 传音控股(688036.SH)点评：盈利短期承压，持续推动高端化与 AI 化战略：**公司 2025 全年实现营收 655.91 亿元，同比下滑 4.55%，实现归母净利润 25.81 亿元，同比下滑 53.49%，其主要原因是：（1）受市场竞争及供应链成本影响，存储等元器件价格上涨较多，公司营业收入和毛利率有所下降；（2）公司持续科技创新、加大产品等研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，研发费用较上年同期增加；同时，公司加大市场开拓及品牌宣传推广力度，销售费用较 2024 年同期增加。新品提价落地反馈良好，持续推动高端化与 AI 化战略。2025 年全球手机出货量达 1.69 亿部，继续保持新兴市场领先地位，特别是在非洲、巴基斯坦、孟加拉国等重点区域，其智能手机市场占有率均位居榜首。目前新兴市场国家仍处于“功能机向智能机切换”的市场发展趋势中，整体上，新兴市场国家的智能机渗透率相对于北美、西欧和成熟亚太发达经济体和中国市场较低，功能机换智能机仍然是新兴市场驱动智能机市场增长的一个重要因素。

风险提示：原材料涨价风险，新兴市场需求不及预期风险，AI 发展不及预期风险。

- **新消费 上美股份(02145.HK)点评：25 年业绩亮眼 多品牌协同发展驱动营收增长：**2025 年公司实现营业收入 91.78 亿元，同比增长 35.1%；实现净利润 11.54 亿元，同比增长 43.7%。主品牌持续领跑，细分赛道精准卡位。分品牌来看，1）韩束：25 年贡献营收 73.6 亿元，同比增长 31.6%，其收入占比 80.2%，以「精准布局、全域破圈、价值沉淀」为核心营销战略，以系统化运营和精细化策略，实现营销效能与品牌价值的双重跃升，持续巩固大众护肤主阵地；2）newpage 一页：25 年贡献营收 8.8 亿元，同比增长 134.2%，其收入占比 9.6%，其聚焦婴童功效护肤，构建 0-18 岁全年龄段产品线，25 年获天猫金婴奖、抖音先锋品牌等认证，根据艾瑞咨询，newpage 一页在中国儿童面霜领域位居全网销售额第一；3）红色小象：25 年贡献营收 2.98 亿元，同比下滑 20.8%，其收入占比 3.2%，持续迭代婴童系列护肤、洗护产品，成份、包装升级；青少年线方面，持续丰富产品品类以实现青少年日常护

理需求全覆盖，维持红色小象品牌在中国婴童护理板块的领先地位；4) 安敏优：25年贡献营收 1.98 亿元，同比增长 62.7%，其收入占比 2.2%，线上渠道方面，2025 年安敏优在天猫平台面部精华与液态精华类目、抖音平台美容护肤液态精华榜单中长期稳居前列。

风险提示：化妆品行业竞争加剧风险；渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

- **新消费 小菜园(00999.HK)点评：经营稳健，坚守长期主义：2025 年业绩稳健增长。** 2025 年，小菜园实现收入 53.45 亿元，同比增长 2.6%；实现净利润达 7.15 亿元，同比增长 23.2%；2025 年实现净利率达 13.4%，同比增长 2.2pct。门店经营表现稳健。全国布局门店网络，数字化、供应链持续升级。2025 年，小菜园全年净增门店 146 家，门店总数增至 819 家。其中“小菜园”门店达 807 家，覆盖全国 14 个省份，42.5%的“小菜园”门店位于三线及以下城市。2025 年，小菜园持续提升数字化管理能力；在会员管理层面，推出“88VIP”等更丰富的会员形式，提供差异化会员政策和权益，提升客户消费体验和复购。在供应链端，马鞍山中央工厂公司预计于 2026 年上半年投产使用，预计将有效提升小菜园供应链标准化管理水平，更高效地赋能门店管理，保障品质稳定、口味统一、安全可控，进一步强化成本优势与规模优势。

风险提示：食品安全问题、门店拓展不及预期、宏观经济影响、餐饮行业增速不及预期风险。

## 报告列表

- 【固定收益/银行】英国固收类基金启示录——海外固收类基金专题（2026/04/02）
- 【机械/建材建筑】高股息和“安全类”资产或是当下较优组合——建筑装饰行业周报（20260322-20260329）（2026/04/02）
- 【海外/教育研究】天工国际(00826.HK)——盈利能力逆势提升，高端材料布局加速兑现（2026/04/02）
- 【电子】传音控股(688036.SH)——盈利短期承压，持续推动高端化与AI化战略（2026/04/02）
- 【新消费】上美股份(02145.HK)——25年业绩亮眼 多品牌协同发展驱动营收增长（2026/04/02）
- 【新消费】小菜园(00999.HK)——经营稳健，坚守长期主义（2026/04/02）

## 报告摘要

### 【固定收益/银行】固收深度报告：英国固收类基金启示录——海外固收类基金专题（2026/04/02）

廖志明 证书编号：S1350524100002

英国债券市场的大头为政府债券，其次为金融债。我们将国债及地方债计入政府债券，截至 2025Q2，根据 BIS（国际清算银行）、ONS（英国国家统计局）及 DMO（英国债务管理办公室）数据，英国债券市场总规模约为 5.3 万亿英镑，其中政府债券规模 2.9 万亿英镑，占比 55.7%；金融债券规模 1.9 万亿英镑，占比 36.0%；非金融企业债规模 0.4 万亿英镑，占比 8.4%。自 2018-2025Q2，政府债券规模自 1.8 万亿英镑增长至 2.9 万亿英镑，年复合增长率为约 8.1%，在债券市场总规模中占比自 46.0% 逐步上升至 55.7%。自 2018-2025Q2，金融债在英国债券市场中的规模占比虽由 44.04% 降至 35.97%，但截至 2025Q2，仍为英国债券市场第二大债券类别。

在英国国债持有者结构中，海外投资者持有规模占比最高。截至 2025Q3，英国国债投资者按类别持有规模前五分别为：海外投资者，规模占比 30.8%；险资及养老金基金，占比 19.5%；英格兰银行，占比 17.1%；其他金融机构，占比 15.5%；货币金融机构（除英格兰银行），占比 9.2%。截至 2025Q3，海外投资人为英国国债的最核心投资人。海外债券是英国投资者固收类资产配置中的核心品种。英国投资者持有的海外债券在其固定收益资产总配置中的占比，由 2023 年的 60% 上升至 2024 年的 64%，这一增长主要源于对于海外政府债券投资的增加，该品类规模占比由 2023 年的 24% 升至 2024 年的 28%。

以 2008 年为分水岭，英国国债持有人结构发生了较大变化。受 2008 年全球金融危机影响，英国银行业陷入流动性枯竭，经济陷入严重衰退。2009 年 3 月，英国央行货币政策委员会宣布将基准利率降至 0.5% 的历史低位，并正式启动量化宽松政策，从保险、养老金、基金等机构手中直接买入国债，使英国国债持有人结构发生了较大变化。根据 ONS 数据，从海外持有人来看，在金融危机初期避险资金流入使海外持有人持仓占比有所上升，但后续因英镑贬值与低收益率等因素削弱国债吸引力导致占比回落；后期随着全球经济复苏与英国国债的流动性优势，海外持有人国债持仓规模占比逐步回升并保持稳定。截至 2025Q3，海外持有人为英国国债第一大持有人；作为英国国债历史第一大持有人，保险公司及养老金基金在 QE 期间持续向央行出售国债以换取现金，导致其国债持仓规模占比回落，成为当前（截至 25Q3）国债第二大持有人；除此之外，2009 年后，英格兰银行成为国债最大单一持有人，国债持仓从 2009 年前的 0 英镑波动攀升至 2021 年的 0.9 万亿英镑。

截至 2025 年 11 月末，根据英国投资协会数据，英国固收类基金规模约为 0.29 万亿英镑。截至 2025 年 11 月，英国基金市场总规模约为 1.9 万亿英镑，其中股票类基金规模 1.07 万亿英镑，在总基金规模中占比 56.2%；固收类基金规模 0.29 万亿英镑，占比 15.2%；货币市场基金规模 0.05 万亿英镑，占比 2.6%；混合类基金规模 0.33 万亿英镑，占比 17.3%；商品类基金规模 0.01 万亿英镑，占比 0.7%；其他类基金规模 0.15 万亿英镑，占比 7.9%。

英国养老金为英国固收类基金的核心投资人。截至 2024 年末，英国投资协会（IA）管理的英国养老金资产规模略低于 2.0 万亿英镑，较 2023 年的 2.2 万亿英镑有所回落，且远低于 2021 年 2.9 万亿英镑的历史峰值。尽管英国确定缴费型（DC）养老金市场实现增长，但整体资产规模下滑主要由确定给付型（DB）养老

金板块规模下降所致。截至 2024 年末，英国养老金共持有固收类集合投资工具规模 0.2 万亿英镑（持有基金规模的近似替代，还包含集合信托、集合计划等产品），在总固收类基金规模中占比 70.7%；但受前述原因影响，自 2020-2024 年，这一占比有所下降，自 2020 年末的 81.1% 下降至 24 年末的 70.7%。

英国固收类基金产品丰富，结构较为多元。根据英国投资协会数据，截至 2025 年末，数据公开可统计的英国固收类基金产品（可向英国零售投资者销售）资产规模共计 2329 亿英镑，产品涵盖多个细分板块，其中规模较大的品种为英镑公司债（554 亿英镑）、英镑策略债（407 亿英镑）、非英镑计价的美元混合债（347 亿英镑）及英国国债（244 亿英镑）等。根据基金实际持仓资产到期期限数据，截至 2026 年 2 月 1 日，英国固收类基金普遍更偏好配置长周期债券，剩余期限为中长期（将“中长期/长期”、“长期(>10 年)”及“中长期(3-10 年)”三类基金规模进行加总）的基金规模占比约为 38.2%；从策略分类看，信用策略与综合策略为规模占比前两大基金策略。

英国固收类基金市场集中度较高。根据 Bloomberg 数据，英国固收类基金前十大管理人管理规模合计 1491.5 亿英镑，占市场总规模的 57.76%，市场集中度较高。BlackRock 以超过 300 亿英镑的管理规模居首位，紧随其后的伦敦皇家集团（Royal London）、法通集团（Legal & General）、施罗德集团（Schroder）、M&G 等公司，均为具有悠久历史的英国本土金融机构，为市场的中坚力量。除此之外，排名第六的“BordertoCoast 养老金合伙公司”作为地方养老金合伙平台跻身前十，反映了长期机构资金在英国固收基金市场中的重要影响力。

借鉴英国，中国债基发展应着力于丰富产品类别，并大力开发养老金市场。着眼于中国养老金市场，开发创新养老基金产品，丰富个人养老金投资选择；债券基金策略细分化，例如专注新兴国家债券、通胀挂钩债券及高收益债等领域，注重发展特色化投资能力。

风险提示：利率变动风险、信用风险与市场流动性风险、政策不确定性风险

## 【机械/建材建筑】高股息和“安全类”资产或是当下较优组合——建筑装饰行业周报（2026/04/02）

王彬鹏 证书编号：S1350524090001 戴铭余 证书编号：S1350524060003 郇悦轩 证书编号：S1350524080001

本周观点：

市场波动环境下高股息仍是当前阶段建筑板块配置的重要主线之一。在海外局势不确定性加大、市场风险偏好阶段性回落背景下，我们认为高股息资产仍是当前阶段建筑板块的重要配置方向之一。历史经验看，高股息率、低估值、低波动率组合在震荡市环境中通常具备更强相对收益表现，具备跑赢指数的配置价值；同时，当前建筑板块整体估值仍处低位区间，叠加央企市值管理持续强化背景下分红意愿提升，高股息组合或已再次进入较优配置时间点。我们梳理了兼具股息率、成长性、分红能力和分红意愿的代表性公司，建议关注江河集团（15.8XPE(TTM)，股息率 5.88%）、安徽建工（6.7XPE(TTM)，股息率 5.81%）、中国建筑（4.6XPE(TTM)，股息率 5.51%）、中材国际（9.2XPE(TTM)，股息率约 4.79%）、四川路桥（11.2XPE(TTM)，股息率 4.2%）等（以上数据截至 2026/3/27）。

建议继续关注“国家安全”类标的。我们认为，未来基建投资逻辑或逐步从传统的“稳增长、稳 GDP”的总

量驱动，转向服务国家战略与安全需求的结构性投资。重点方向包括：1) 电力与水利领域，以雅鲁藏布江水电等重大工程为代表的清洁能源建设；2) 能源安全领域，煤化工等资源转化项目的重要性提升；3) 区域战略与产业腹地建设，如成渝地区双城经济圈及西部基础设施完善等。在全球地缘政治不确定性上升、能源安全问题愈发突出的背景下，“安全型投资”有望成为基建投资的重要增量方向。建议关注：四川路桥（有望受益成渝腹地建设）、中国化学（煤化工工程）、东华科技（煤化工工程），以及中国电建（能源建设、水利建设）、中国能建（能源建设）。

基建数据跟踪：

1) 新增专项债：本周新增专项债发行量为 1024.15 亿元，截至 2026 年 3 月 29 日，累计发行量 11,510.75 亿元，同比+39.01%。

2) 城投债：本周城投债发行量为 992.13 亿元，净融资额 41.86 亿元，截至 2026 年 3 月 29 日，累计净融资额-619.55 亿元。

市场回顾：

1) 行业：本周上证指数下滑 1.09%、深证成指下滑 0.76%、创业板指下滑 1.68%；同期申万建筑装饰指数下滑 0.83%，其中国际工程、化学工程及装修装饰板块涨幅居前，分别为+2.58%、+1.78%、+1.38%。

2) 个股：本周申万建筑共有 71 只股票上涨，涨幅前五的分别为：杰恩设计(+37.28%)、ST 瑞和(+27.61%)、\*ST 正平(+14.43%)、\*ST 东易(+10.83%)、科新发展(+10.74%)。

经济恢复不及预期，基建/地产投资增速不及预期，政策落地不及预期。

## 【海外/教育研究】公司点评报告：天工国际(00826.HK)——盈利能力逆势提升，高端材料布局加速兑现(2026/04/02)

郑嘉伟 证书编号：S1350523120001 于炳麟 证书编号：S1350524060002

公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。2025 年公司实现营业收入 47.19 亿元，同比下降 2.3%；归母净利润 4.00 亿元，同比增长 11.5%，利润端显著优于收入端，体现盈利能力持续改善。毛利率约为 20.2%，基本保持稳定，净利润率同比提升 1pct 至 9.28%。公司营业收入下滑主要是由于消费电子行业对于钛线材的需求短暂下降，终端客户减少新一代手机对钛合金边框的使用，钛合金业务板块营收大幅下降；公司利润增长主要是由于国内需求复苏，模具钢、高速钢等传统业务毛利率回升带动总体利润上升。2H25 公司扣除汇兑损益后的归母净利润为 2.34 亿元，较上半年的 0.74 亿元环比提升 217.1%。

公司传统特钢业务回暖，利润率提升，收入结构正逐步向工具及高端材料倾斜。2025 年分业务来看，模具钢仍为公司核心板块，收入 22.92 亿元，同比增长约 0.8%，占比约 49%，毛利率同比提升 2.4pct 至 14.5%；高速钢收入 7.92 亿元，同比下降 3.6%，毛利率同比提升 1.5pct 至 16.7%；切削工具收入 9.24 亿元，同比增长约 5%，毛利率同比下降 2pct 至 28.3%；钛合金板块收入 6.26 亿元，同比下降 17.2%，毛利率同比下降 6.7pct 至 26.8%，主要受阶段性需求波动影响，2026 年有望恢复增长。

2025 年特钢及高端材料行业仍处于制造业复苏初期阶段，新能源汽车一体化压铸、航空航天、机器人等新兴领域需求持续增长。模具钢领域受新能源汽车压铸需求带动，高端大型压铸模具材料需求提升；切削工

具行业受国产替代及高端装备制造拉动，景气度回暖；钛合金方面，消费电子及传统工业需求短期承压，但航空航天及增材制造长期需求保持高增长趋势。我们认为随着高端材料国产替代加速，龙头企业凭借技术与规模优势逐步提升市场份额。行业整体呈现“传统需求回暖、高端需求结构性增长”的特征，利好具备技术储备的企业。

公司持续推进高端材料战略，包括高氮合金、钛合金粉末、粉末冶金及核聚变相关新材料等方向，2023-2025年公司研发费用率维持6%以上，技术投入持续强化。随着新能源汽车压铸、机器人丝杠材料、航空航天及3D打印需求释放，公司产品结构有望进一步优化。同时海外市场及高端工具业务扩张亦有望提升盈利弹性。整体来看，公司正由传统特钢企业向高端材料平台转型，中长期成长逻辑清晰，盈利能力具备持续提升空间。

盈利预测与评级：公司是全球工模具钢领域的领军企业，构筑了持续盈利的稳固基本盘；同时，通过粉末冶金与钛合金两大前沿技术平台的突破，已成功卡位新能源汽车一体化压铸、消费电子及航空航天等高速增长黄金赛道，确立了清晰的第二增长曲线，展现出强大的长期成长潜力。我们上调公司2026/2027年归母净利润至6.87/8.75亿元（前值为6.20/8.50亿元），新增2028年归母净利润预测为10.32亿元，同比增长71.7%/27.4%/17.9%，公司2026年对应PE为11X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动的风险、原材料价格波动的风险、技术迭代与市场竞争加剧的风险

## 【电子】公司点评报告：传音控股(688036.SH)——盈利短期承压，持续推动高端化与AI化战略（2026/04/02）

葛星甫 证书编号：S1350524120001 刘晓宁 证书编号：S1350523120003 王硕 证书编号：S1350524120002

传音控股公布2025年年报：公司2025全年实现营收655.91亿元，同比下滑4.55%，实现归母净利润25.81亿元，同比下滑53.49%，其主要原因是：（1）受市场竞争及供应链成本影响，存储等元器件价格上涨较多，公司营业收入和毛利率有所下降；（2）公司持续科技创新、加大产品等研发投入，提升手机用户的终端体验及产品竞争力，研发费用较上年同期增加；同时，公司加大市场开拓及品牌宣传推广力度，销售费用较2024年同期增加。

新品提价落地反馈良好，持续推动高端化与AI化战略。针对上游成本变化、市场竞争情况等，公司积极采取相应措施应对，在不同市场结合公司的经营策略和市场情况，采取了例如产品调价、优化产品结构等措施，近期发售的新产品已在不同市场采取了不同程度的涨价策略，同时，新品Camon50以及Note60系列在已发布国家区域获得了较好的市场反馈，未来，公司或将持续加大中高端领域研发资源投入，强化中高端产品价值点选择，重视中高端体验，并将AI技术深度转化为差异化产品竞争力，实现高质量可持续增长。

出货量与市占率稳居前列，新兴市场长期增长逻辑不改。2025年全球手机出货量达1.69亿部，继续保持新兴市场领先地位，特别是在非洲、巴基斯坦、孟加拉国等重点区域，其智能手机市场占有率均位居榜首。目前新兴市场国家仍处于“功能机向智能机切换”的市场发展趋势中，整体上，新兴市场国家的智能机渗透率相对于北美、西欧和成熟亚太发达经济体和中国市场较低，功能机换智能机仍然是新兴市场驱动智能机市场增长的一个重要因素。

扩品类与移动互联业务双轮驱动，构建新增长动力。公司持续推动扩品类与移动互联业务，扩品类业务围绕数码配件、家用电器、储能等领域布局，以高性价比围绕本地化痛点打造差异化智能产品，同步推进线上线下渠道融合与数字化运营，向AI智能化、本地场景化方向升级，构建AIoT生态；移动互联业务依托手机硬件流量基础持续深耕移动互联业务布局，构建高粘性的用户价值闭环，借助AI技术，移动互联业务核心产品的迭代速度与运营效率有所提升，有效加速了“软硬协同”商业模式的落地。根据公司2026年3月公告，移动互联业务核心自研产品矩阵的多轮驱动格局已初步成型，有望持续赋能新兴市场数字化生态建设，推动长期价值释放。两大业务共同构成手机主业之外的重要增长极，或将为公司打开长期成长空间。

盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为28.56/42.69/54.23亿元，同比增速分别为10.67%/49.48%/27.03%，当前股价对应的PE分别为21.97/14.70/11.57倍。看好公司在AI浪潮下在新兴市场的核心卡位，维持为“买入”评级。

风险提示：原材料涨价风险，新兴市场需求不及预期风险，AI发展不及预期风险。

## 【新消费】公司点评报告：上美股份(02145.HK)——25年业绩亮眼 多品牌协同发展驱动营收增长 (2026/04/02)

丁一 证书编号：S1350524040003

事件：2025年公司实现营业收入91.78亿元，同比增长35.1%；实现净利润11.54亿元，同比增长43.7%。

主品牌持续领跑，细分赛道精准卡位。分品牌来看，1) 韩束：25年贡献营收73.6亿元，同比增长31.6%，其收入占比80.2%，以「精准布局、全域破圈、价值沉淀」为核心营销战略，以系统化运营和精细化策略，实现营销效能与品牌价值的双重跃升，持续巩固大众护肤主阵地；2) newpage一页：25年贡献营收8.8亿元，同比增长134.2%，其收入占比9.6%，其聚焦婴童功效护肤，构建0-18岁全年龄段产品线，25年获天猫金婴奖、抖音先锋品牌等认证，根据艾瑞咨询，newpage一页在中国儿童面霜领域位居全网销售额第一；3) 红色小象：25年贡献营收2.98亿元，同比下滑20.8%，其收入占比3.2%，持续迭代婴童系列护肤、洗护产品，成份、包装升级；青少年线方面，持续丰富产品品类以实现青少年日常护理需求全覆盖，维持红色小象品牌在中国婴童护理板块的领先地位；4) 安敏优：25年贡献营收1.98亿元，同比增长62.7%，其收入占比2.2%，线上渠道方面，2025年安敏优在天猫平台面部精华与液态精华类目、抖音平台美容护肤液态精华榜单中长期稳居前列。

盈利能力稳步提升，销售费用率小幅增长。25年公司毛利率同比+1.2pct至76.4%，主因线上自营渠道收入占比上升及定位中高端品牌占比提升。期间费用方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.3/-0.1/-0.2pct至58.4%/3.5%/2.4%。净利率方面，25年公司净利率同比+0.7pct至12.6%。

盈利预测与评级：基于公司线上渠道靓丽销售表现，我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为13.7/16.7/19.6亿元，同比增速分别为24.5%/21.8%/17.1%，公司作为多品牌国货优质美妆龙头之一，主品牌韩束势能强劲，在抖音渠道已成功塑造极强品牌势能，其余品牌有望复制其成功模式，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，维持“买入”评级。

风险提示：化妆品行业竞争加剧风险；渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

## 【新消费】公司点评报告：小菜园(00999.HK)——经营稳健，坚守长期主义 (2026/04/02)

### 丁一 证书编号：S1350524040003

2025年业绩稳健增长。2025年，小菜园实现收入53.45亿元，同比增长2.6%；实现净利润达7.15亿元，同比增长23.2%；2025年实现净利率达13.4%，同比增长2.2pct。

门店经营表现稳健。分业务看，2025年小菜园实现堂食业务收入达32.61亿元，同比增长2.2%，外卖业务收入达20.65亿元，同比增长3.0%。2025年“小菜园”门店日均翻台率达3.0次，同店日均销售额达2.15万元，小菜园作为大众便民餐饮的头部品牌，门店经营保持稳健。

全国布局门店网络，数字化、供应链持续升级。2025年，小菜园全年净增门店146家，门店总数增至819家。其中“小菜园”门店达807家，覆盖全国14个省份，42.5%的“小菜园”门店位于三线及以下城市。2025年，小菜园持续提升数字化管理能力；在会员管理层面，推出“88VIP”等更丰富的会员形式，提供差异化会员政策和权益，提升客户消费体验和复购。在供应链端，马鞍山中央工厂公司预计于2026年上半年投产使用，预计将有效提升小菜园供应链标准化管理水平，更高效地赋能门店管理，保障品质稳定、口味统一、安全可控，进一步强化成本优势与规模优势。

盈利预测与评级：小菜园拥有优质供应链、精细化考核体系，门店标准化维度表现优异，且门店利润率较高，支撑门店快速拓张，预计未来随着小菜园门店收入的增长将带动公司收入逐步走高。预计公司26-28年实现归母净利润7.27/9.11/10.93亿元，同比增速分别为1.7%/25.2%/20.1%，当前股价对应PE分别为10/8/7倍。考虑到小菜园作为大众便民中式餐饮的领头羊，预计未来随着公司门店逐步拓张，有望支撑公司中长期业绩，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题、门店拓展不及预期、宏观经济影响、餐饮行业增速不及预期风险。

**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

**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	zhumengtina@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）。