

社会服务

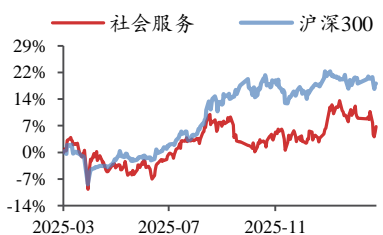
2026年03月08日

中国香港房价及租金回暖，市场维持美国年内两次降息预期

投资评级：看好（维持）

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《体验与首店经济驱动高端商业体，三丽鸥上修全年预期—行业周报》-2026.3.1
- 《春节海南高端消费保持快增，iPhone17ProMax、黄金等品类二手交易持续升温—行业周报》-2026.2.22
- 《Spotify2026Q1指引乐观，海南高端酒旅消费势头强劲—行业周报》-2026.2.15

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（分析师）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790525070010

● 政策/工具：提振消费置于扩内需核心位置，美国年内维持两次降息预期

政府工作报告：2026年政府工作报告延续深入实施提振消费专项行动，激发居民消费内生动力和促消费政策并举的总体方针，强调通过城乡居民增收、财政金融协同、支持线下服务消费、扩大下沉市场等战略举措解决供需弱结构性问题，政策内容呈现强连贯性和丰富新亮点。**电动工具：**美国2月新增非农就业人数降至-9.2万人，大幅低于彭博一致预期的5.5万人，2月非农明显转弱；2月美国季调失业率回升至4.4%，就业下行风险整体有所抬升。考虑到当前美伊冲突局势未明朗，油价前景不确定性较高，或对降息带来的宽松预期有所抵消，预计美联储将视美国经济与景气数据和地缘冲突走向择机选择降息，截至3月8日，市场预期2026年降息次数2次及以上概率为98%，降息时间预计在9月和12月（2月预期微6月和9月）。

● 商业地产：中国香港房价及租金回暖，房市政策与优才计划持续助推

香港经济稳步复苏为商业地产回暖筑牢基础，2025年GDP同比升3.5%、Q4增速达3.8%，2026年1月零售业销货价值同比增5.45%，内需复苏持续兑现。楼市价格量齐升，截至2026/2/22，中原城市领先指数报149.41点、同比涨8%；2026年1月私人住宅售价指数同比增4.9%、连续8个月上涨，零售、写字楼租金降幅收窄至2.9%、3.1%。政策端全面“撒辣”叠加优才引才，根据美联物业，2025年内地买家购港宅金额1380亿港元创历史新高，内地购房宗数占全港私宅买卖宗数约25%，新盘金额占比接近60%。核心资产需求持续释放，行业景气度上行。

● 美丽：四环医药医美产品矩阵日趋完善，步入长期成长快车道

2025年四环医药医美业务实现收入逾14亿元及分部利润逾7亿元，同比增速均超过90%，成为公司第一大收入与利润支柱。医美分部利润率随规模效应与自研产品占比提升有望持续优化。公司已有产品乐提葆肉毒素、铂安润玻尿酸、黑曜双波射频仪持续贡献业绩，2025年童颜针、少女针、冻妍水光针获批也贡献显著增量。其中肉毒素销量持续增长，2025年预计销售120万支，新产品商业化进展顺利，未来三年内将有多款水光、胶原蛋白、丝素蛋白、羟基磷灰石、PDRN等重磅产品有望获批。随着产品矩阵的完善叠加成熟的渠道，推出更多联合应用方案，可预期3~5年内医美业务呈现高速增长。

● 本周行情：港股商贸零售/消费者服务跑输大盘

本周（2026.3.2-2026.3.6）港股消费者服务/商贸零售指数-4.34%/-8.24%，较恒生指数涨跌幅-1.06/-4.96pct，在30个一级行业中排名第17/29；本周广告类上涨靠前。**推荐标的：**（1）**旅游：**长白山；（2）**教育：**好未来、科德教育；（3）**餐饮/会展：**锅圈、蜜雪集团、古茗、特海国际、米奥会展；（4）**美护：**科思股份、水羊股份、支、倍加洁。

受益标的：（1）**餐饮：**小菜园；（2）**IP：**泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）**美护：**毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）**新消费：**美图、赤子城科技；（5）**即时零售：**美团-W、顺丰同城；（6）**旅游：**长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（7）**教育：**中国东方教育。

● **风险提示：**项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

目录

1、政府工作报告：提振消费置于扩内需核心位置.....	4
2、工具：2月美国非农低于预期，年内维持两次降息预期.....	4
3、商业地产：中国香港房价及租金回暖，房市政策与优才计划持续助推.....	5
3.1、中国香港经济稳步复苏，消费与出口引领增长.....	5
3.2、中国香港房价及租金全面回暖，“小阳春”提前到来.....	6
3.3、政策利好叠加优才流入，进一步助推房价回暖.....	8
4、美丽：四环医药医美产品矩阵日趋完善，步入长期成长快车道.....	9
5、行业行情回顾：港股商贸零售/消费者服务跑输大盘.....	13
5.1、港股行业跟踪：本周商贸零售/消费者服务均下跌.....	13
5.2、港股消费标的表现：本周（2026.3.2-2026.3.6）广告营销类上涨排名靠前.....	14
6、风险提示.....	16

图表目录

图 1：2026 年 2 月新增非农就业人数低于预期.....	5
图 2：2026 年 2 月私人部门时薪环比+0.4%.....	5
图 3：市场对美联储 2026-2027 年的降息预测一览.....	5
图 4：2025Q4 中国香港 GDP 同比增长 3.8%，连续第 12 个季度正增长.....	6
图 5：2026 年 1 月，中国香港零售额同比增长 5.45%.....	6
图 6：截至 2026/2/22，中国香港中原城市领先指数最新报 149.41 点，同比上涨 8%.....	7
图 7：2026 年 1 月中国香港私人住宅售价指数同比增长 4.9%，连续 8 个月上涨.....	7
图 8：2026 年 1 月中国香港零售业租金指数同比下降 2.9%，降幅收窄.....	7
图 9：2026 年 1 月中国香港写字楼租金指数同比下降 3.1%，降幅收窄.....	7
图 10：伴随美国降息周期，部分中国香港物业回报率已超过美国联邦利率.....	8
图 11：2026 年 1 月中国香港入境旅客 481 万人次，同比+1.5%，大陆客占比 75.8%.....	9
图 12：2025 年公司医美业务加速增长.....	9
图 13：公司医美分部利润率持续增长.....	9
图 14：漾颜空间通过分层、分时、分部位抗衰打造科学抗衰体系.....	12
图 15：公司多款产品处于注册申报阶段，并有多款产品进入临床.....	13
图 16：本周（2026.3.2-2026.3.6）港股本周商贸零售、消费者服务、传媒跑输恒生指数（%）.....	13
图 17：2026 年初至今商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）.....	13
图 18：本周（2026.3.2-2026.3.6）港股石油石化、煤炭、电力及公共事业板块表现强劲（%）.....	14
图 19：2026 年初至今港股煤炭/石油石化/综合板块涨幅靠前（%）.....	14
图 20：本周（2026.3.2-2026.3.6）子不语、多想云、汇量科技领涨（%）.....	14
图 21：本周（2026.3.2-2026.3.6）宜搜科技、冠城钟表珠宝、茶百道跌幅较大（%）.....	15
表 1：近年政府工作报告消费提振政策对比.....	4
表 2：四环医药自研+代理多产品驱动放量.....	10
表 3：乐提葆相对于竞品弥散度较低、价格优势明显.....	10
表 4：黑曜双波射频微针在治疗体验、效果、恢复时间等层面均具备优势.....	11
表 5：公司童颜针产品微球粒径更均匀.....	11

表 6: 盈利预测与估值 15

1、政府工作报告：提振消费置于扩内需核心位置

2026 年政府工作报告延续深入实施提振消费专项行动，激发居民消费内生动力和促消费政策并举的总体方针，强调通过城乡居民增收、财政金融协同、支持线下服务消费、扩大下沉市场等战略举措解决供强需弱的结构性问题，政策内容呈现强连贯性和丰富新亮点：

(1) **政策工具创新，夯实消费能力基础。**报告首次提出“制定实施城乡居民增收计划”，措施聚焦低收入群体增收、增加居民财产性收入、完善薪酬和社保制度维度，提升基础消费能力。配套资金除延续 2025 年以旧换新超长期特别国债外，新设 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，通过贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式持扩大内需。

(2) **打造服务消费新场景。**报告提出实施服务消费提质惠民行动，清理消费领域不合理限制措施（简化促销活动审批流程、放宽车辆购买限制、支持临街商铺外摆经营等），同时支持有条件的地方推广中小学春秋假（首次写入报告），落实职工带薪错峰休假等制度，释放家庭式文旅、赛事、康养等线下消费领域潜力。

(3) **政策下沉县域，丰富市场层次。**报告强调针对不同规模的县城分类施策，完善以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系，支持品牌连锁、便民服务、新型消费业态等优质供给加速向下沉市场覆盖延伸。

外循环不确定性增加情况下，消费战略地位有望进一步提升，围绕政府工作报告导向，我们持续看好传统服务消费复苏、商品 CPI 温和回升和新型消费赛道成长。

表1：近年政府工作报告消费提振政策对比

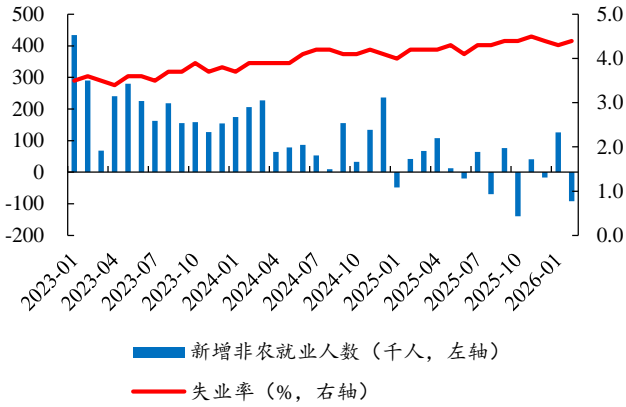
政策工具	2026 年	2025 年	2024 年
财政工具	2500 亿元超长期特别国债支持以旧换新，1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，扩大消费贷款贴息范围、提高上限、延长期限	3000 亿元超长期特别国债支持以旧换新，消费贷款和服务业经营主体贷款贴息	鼓励和推动消费品以旧换新，未提及专项财政资金
收入政策	首次提出“城乡居民增收计划”，明确增加居民财产性收入	多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负	多渠道增加城乡居民收入
市场层次	聚焦下沉市场，分类施策支持县城商业发展	未明确提及下沉市场	未明确提及下沉市场
制度优化	支持推广中小学春秋假	落实和优化休假制度	减少消费限制性措施

资料来源：国务院官网、开源证券研究所

2、工具：2 月美国非农低于预期，年内维持两次降息预期

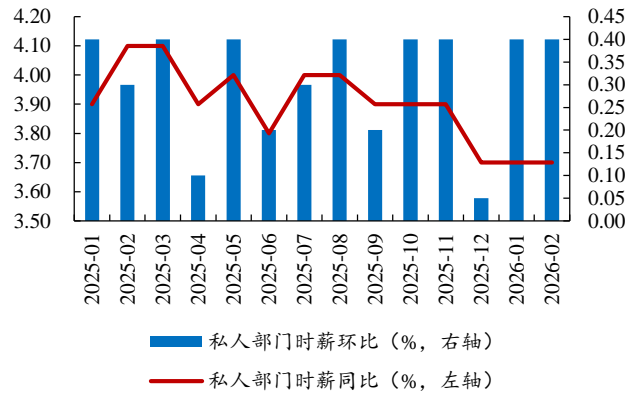
就业冷、通胀热，滞涨担忧升温。企业调查数据显示，美国 2 月新增非农就业人数降至-9.2 万人，大幅低于彭博一致预期的 5.5 万人，此外 1 月前值下修至 12.6 万人（原 13 万人），12 月前值下修至-1.7 万人（原 5 万人），相较于 1 月的超预期走强，2 月非农明显转弱。家庭调查数据显示，2 月美国季调失业率回升至 4.4%，就业下行风险整体有所抬升。2 月非农私人部门时薪环比增速录得 0.4%，仍处于较高水平，持平前值，核心服务通胀压力有所升温。

图1：2026年2月新增非农就业人数低于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026年2月私人部门时薪环比+0.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

考虑到当前美伊冲突局势未明朗，油价前景不确定性较高，或对降息带来的宽松预期有所抵消，预计美联储将视美国经济与景气数据和地缘冲突走向择机选择降息，截至3月8日，市场预期2026年降息次数2次及以上概率为98%，降息时间预计在9月和12月（2月预期为6月和9月）。

图3：市场对美联储2026-2027年的降息预测一览

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026/3/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	96.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.4%	88.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.0%	30.2%	66.7%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	9.4%	38.8%	51.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.9%	19.9%	43.2%	32.7%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	7.4%	25.1%	40.9%	25.5%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	13.3%	30.4%	35.7%	17.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.5%	3.7%	14.1%	30.6%	34.9%	16.2%
2027/3/17	0.0%	0.1%	1.0%	5.3%	16.7%	31.3%	31.9%	13.6%
2027/4/28	0.0%	0.1%	1.1%	5.6%	17.0%	31.3%	31.5%	13.3%
2027/6/9	0.0%	0.3%	1.6%	6.9%	18.7%	31.3%	29.4%	11.8%
2027/7/28	0.0%	0.3%	1.8%	7.2%	19.0%	31.3%	29.0%	11.5%
2027/9/15	0.1%	0.4%	2.3%	8.4%	20.2%	31.0%	27.2%	10.3%
2027/10/27	0.1%	0.4%	2.3%	8.4%	20.2%	31.0%	27.2%	10.3%
2027/12/8	0.1%	0.8%	3.6%	10.9%	22.6%	30.2%	23.6%	8.1%

资料来源：CME（数据截至2026年3月8日）

3、商业地产：中国香港房价及租金回暖，房市政策与优才计划持续助推

2025年以来中国香港经济复苏势头明确，GDP稳步增长、零售业持续回暖，带动住宅价格、零售租金走出调整周期，写字楼租金呈现结构性分化，核心区域优质资产率先企稳。

3.1、中国香港经济稳步复苏，消费与出口引领增长

2025年中国香港GDP同比升3.5%连续第三年录得扩张。其中第四季度实质上升3.8%，增速较前三季度进一步加快，增长动力持续增强。货品出口总额在2025年第四季按年录得15.5%的实质升幅，升幅较第三季的12.0%进一步加快。得益于外部需求改善及内部消费复苏的双重支撑，预计2026年香港经济将保持良好势头，环

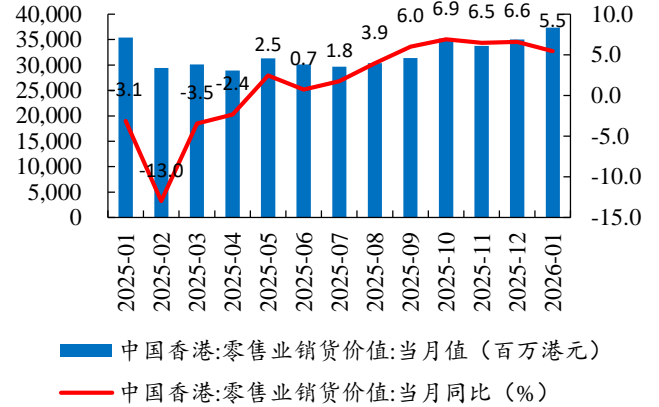
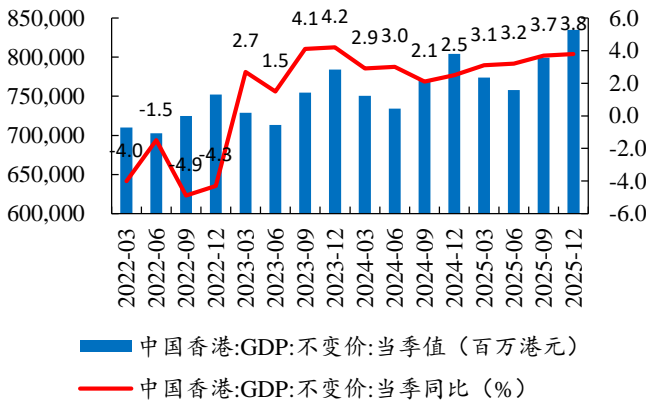
球经济温和扩张及人工智能相关电子产品需求旺盛将进一步拉动出口增长，本地消费及投资活动也将受益于消费信心改善及美国减息预期。

香港零售业复苏势头更为突出，成为内需复苏的核心抓手。香港特区政府统计处数据显示,2026年1月零售业总销货价值临时估计为373亿港元,同比上升5.5%，2025年12月同比上升6.6%，连续多月实现同比正增长，复苏势头持续巩固。

德勤中国预测 2026 年中国香港零售销售将同比上升近 8%，达到约 4100 亿港元，创近年新高。其中珠宝首饰、钟表及名贵礼物有望升 19%、服装鞋履增长 16%、药物及化妆品上升 11%、百货公司增长 10%。虽然地缘政治风险仍存在，但房地产市场趋向稳定、股市保持畅旺带来的财富效应，加上人民币走强带动访港旅客增加，令市场前景更趋乐观。

图4：2025Q4 中国香港 GDP 同比增长 3.8%，连续第 12 个季度正增长

图5：2026 年 1 月，中国香港零售额同比增长 5.45%



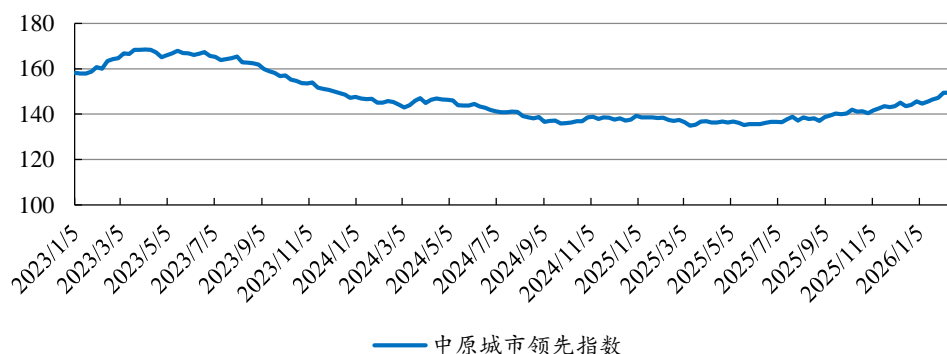
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、中国香港房价及租金全面回暖，“小阳春”提前到来

随着中国香港经济复苏、楼市“撤辣”政策落地、人民币升值及低息环境等多重利好叠加，香港住宅价格、零售租金已明确进入回暖通道，写字楼租金则呈现“核心企稳、非核心承压”的结构性分化格局，商业地产市场整体复苏态势明确。2月22日，反映中国香港主要大型屋苑二手住宅楼市走势的中原城市领先指数(CCL)最新报149.41点，同比2025年同期上涨8.0%，CCL成功升穿149点，创2024年1月初后108周(逾2年)新高。

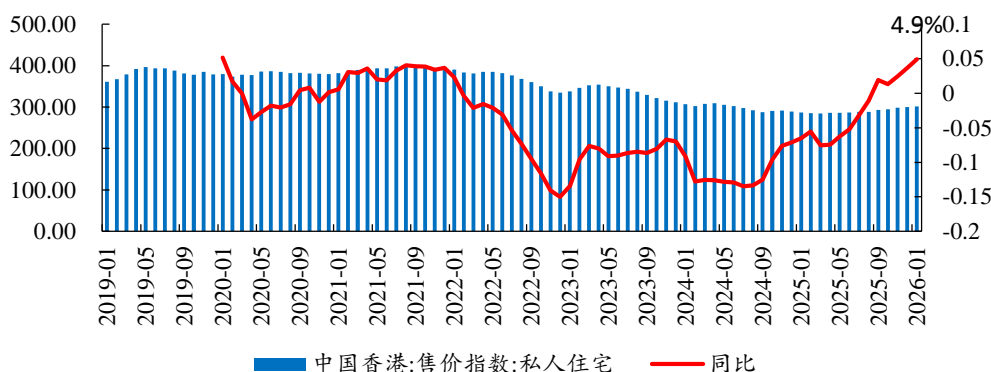
图6: 截至 2026/2/22, 中国香港中原城市领先指数最新报 149.41 点, 同比上涨 8%



数据来源: 中原地产、开源证券研究所

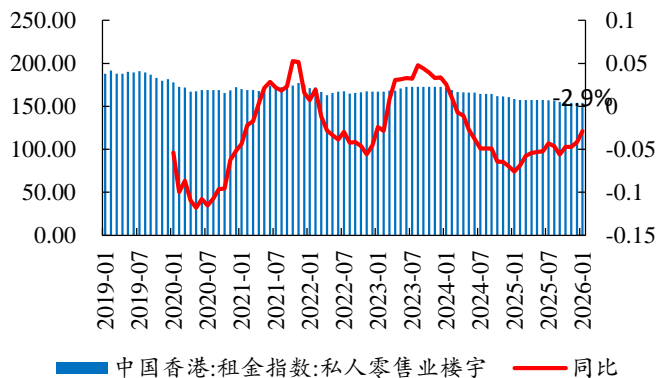
中国香港私人住宅售价指数连续 8 个月上涨, 零售和写字楼租金降幅收窄。中国香港特区政府差餉物业估价署 25 日表示, 1 月中国香港私人住宅售价指数报 301.4, 创 2024 年 6 月以来新高, 按月升 0.53%, 实现连续 8 个月上涨。租金指数方面, 1 月私人住宅租金指数升至 201.1, 按月升 0.3%, 再创新高。2026 年 1 月中国香港零售业租金指数同比下降 2.9%, 写字楼租金指数同比下降 3.1%, 降幅收窄。

图7: 2026 年 1 月中国香港私人住宅售价指数同比增长 4.9%, 连续 8 个月上涨



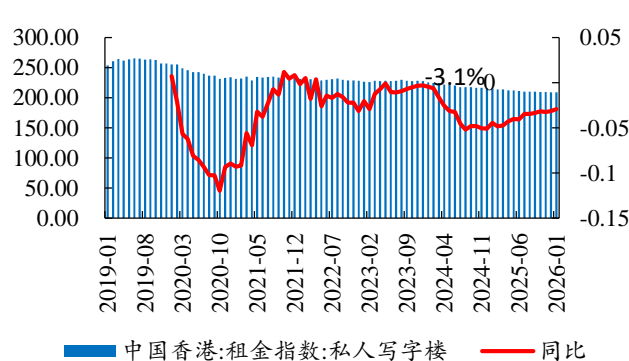
数据来源: Wind、开源证券研究所 (指数 1999 年=100)

图8: 2026 年 1 月中国香港零售业租金指数同比下降 2.9%, 降幅收窄

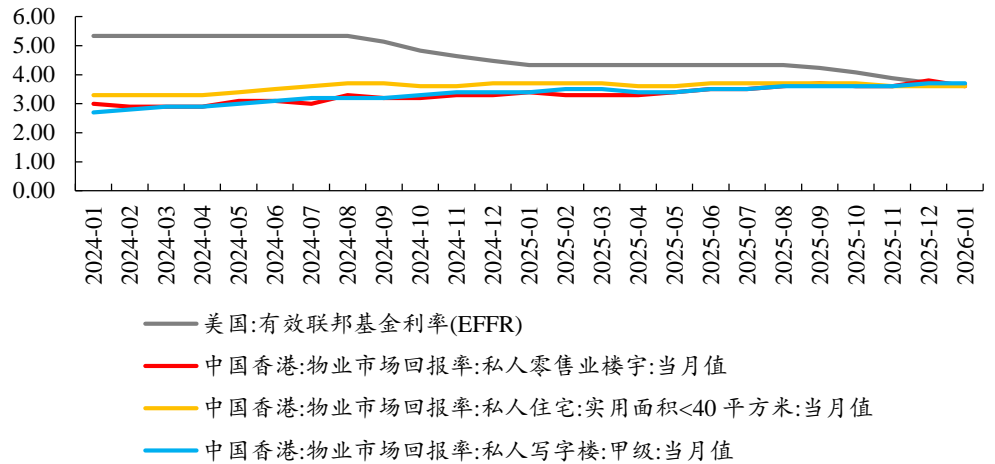


数据来源: Wind、开源证券研究所 (指数 1999 年=100)

图9: 2026 年 1 月中国香港写字楼租金指数同比下降 3.1%, 降幅收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所 (指数 1999 年=100)

图10：伴随美国降息周期，部分中国香港物业回报率已超过美国联邦利率


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、政策利好叠加优才流入，进一步助推房价回暖

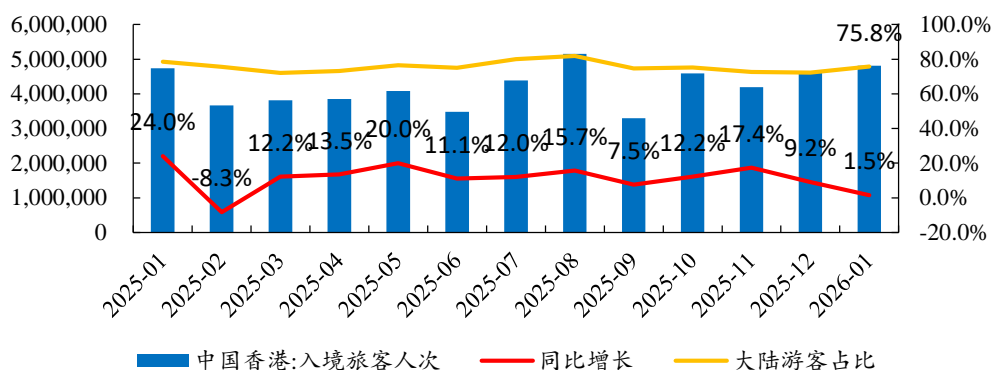
中国香港楼市“撤辣”政策是此次地产市场回暖的核心政策支持，历经前期调整铺垫，最终全面落地，核心目标是降低交易成本、激活市场流动性，为住宅及商业地产市场复苏注入直接动力。

2023年10月25日，行政长官李家超发表任内第二份施政报告，宣布楼市「减辣」措施：一是将额外印花税（SSD）适用年期由三年缩短至两年。业主在持有物业两年后出售物业，无须再缴付楼价10%的额外印花税。二是买家印花税（BSD）和新住宅印花税（NRSD）的税率减半，由15%减至7.5%。三是为外来人才的置业印花税实施「先免后征」。

2024年2月28日，中国香港特区政府财政司司长在2024/2025财政年度财政预算案中，正式宣布全面“撤辣”，撤销所有住宅物业需求管理措施，即日起所有住宅物业交易无须再缴付额外印花税、买家印花税和新住宅印花税，彻底结束了实施近14年的楼市“辣招”。非香港居民无须再支付30%印花税，内地买家组团赴港“抢房”，直接推动内地买家入市。

内地优才计划引入增量人才入市，拉动中高端地产需求。2024年11月，中国香港特区政府取消原综合计分制，采用12项评核准则，重点吸纳50岁以下、具备高学历、高收入、国际背景及企业管理经验的优质人才，其中STEM领域人才更受青睐，同时扩大合资格大学名单至205所，为内地高学历人才赴港提供更多便利。尽管政策调整后优才计划申请数量有所下降，但获批率显著提升，人才质量进一步优化。

图11: 2026年1月中国香港入境旅客481万人次, 同比+1.5%, 大陆客占比75.8%



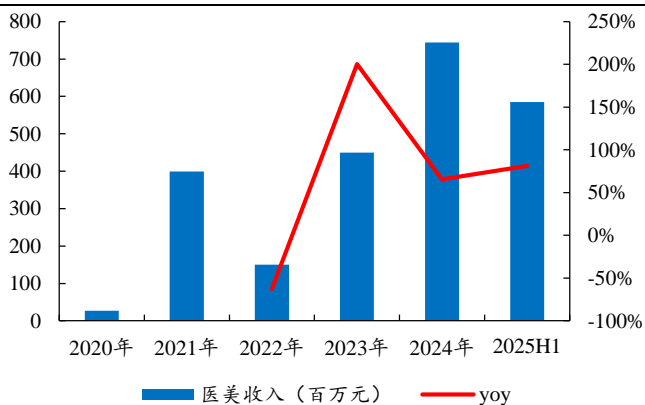
数据来源: Wind、开源证券研究所

内地买家占比提升至约25%，新盘市场成交额占比接近60%。据美联物业数据显示，2025年内地买家购入香港住宅总金额达1380亿港元，创历史新高。撤辣政策及人才引进计划推动新香港人置业需求，带动成交量同比增14.1%至1.39万宗。中原地产数据显示，2025年全港录得逾5.66万宗私人住宅买卖，当中1.39万宗属普通话拼音买家，占比约25%，按年上升约两成，涉及成交金额高达1,410亿元，并已连续两年突破千亿元大关，宗数与金额同创新高，且连续三年出现「价量齐升」。尤其在新盘市场，普通话拼音买家成交金额比重接近六成，显示内地买家对新盘去货速度及定价策略的影响日益加深。

4、美丽：四环医药医美产品矩阵日趋完善，步入长期成长快车道

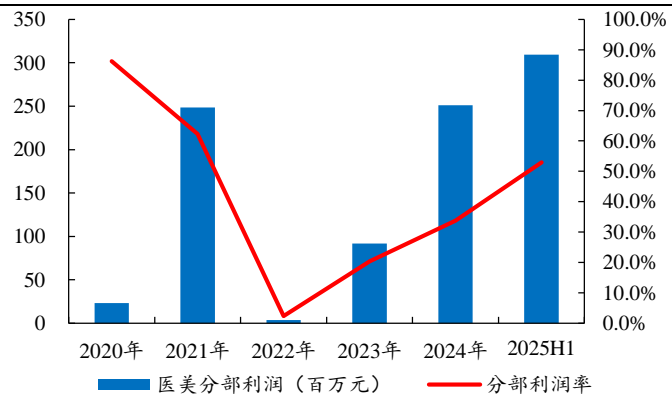
2月10日，四环医药发布2025年业绩预告，预计全年收入不低于25亿元，同比增长超过30%，净利润不低于1.5亿元。其中，医美业务实现收入逾14亿元及分部利润逾7亿元，同比增速均超过90%，成为公司第一大收入与利润支柱。医美分部利润率随规模效应与自研产品占比提升有望持续优化。

图12: 2025年公司医美业务加速增长



数据来源: 四环医药公司公告、开源证券研究所

图13: 公司医美分部利润率持续增长



数据来源: 四环医药公司公告、开源证券研究所

成熟产品筑基，再生品类获批扩容核心矩阵。公司已有产品乐提葆肉毒素、铂
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

安润玻尿酸、黑曜双波射频仪持续贡献业绩，2025 年有三款产品获批，分别是童颜针斯弗妍&回颜臻、少女针倾妍、水光针冻妍，也贡献显著增量。

表2：四环医药自研+代理多产品驱动放量

	产品	核心优势	市场表现
成熟产品	乐提葆肉毒毒素	高纯度、高效果、高品质、高性价比	市占率近 20%维持高速增长
	铂安润玻尿酸	强支撑、高弹性、不易位移、维持久	头部集团医美机构战略合作
	SylfirmX 双波射频微针	首创双波模式，修复+抗衰一体化治疗	上半年销量 100+台
2025 年新品	斯弗妍&回颜臻童颜针 (PLLA)	微球粒径更均一；优选原料，精致自主制备；1min 快速复溶，操作更便捷；无菌保障	
	倾妍少女针	微球粒径更均一；微球分散更均匀；专利原料制备技术；更贴合人体渗透压；产品支撑力更优、推注顺畅	
	冻妍水光针	国内首款含 L-肌肽面部功能素；有 14 种复合成分，三重功能、靶向激活；改善皮肤干燥及肤色暗沉	

资料来源：四环医药投资者推介材料、开源证券研究所

(1) 乐提葆：乐提葆产品对标保妥适，弥散度和保妥适一致，品质优于衡力，不含医学明胶，处于国内获批肉毒素产品中弥散度最低水平，可面向各部位，见效时间短，相较于保妥适有显著价格优势。乐提葆市占率从 2023 年 15%提升至接近 20%，目前还在持续提升，预计 2025 销量 120 万支，2027 年达到峰值 200 万支。

表3：乐提葆相对于竞品弥散度较低、价格优势明显

产品名称	乐提葆	保妥适	衡力
产品产地	韩国	美国	中国
菌株	CBFC26 (专利)	Hall (Alergan 专利)	Hall
赋形剂	人血白蛋白(HSA)	人血红蛋白(HSA)	猪明胶
主要用途	可同时适用大小肌群，用作面部精准除皱以及瘦肩、瘦腿等	主要针对面部精准除皱（眉间纹、鱼尾纹等）、瘦脸	更加适用大肌群（瘦肩、瘦腿等）
产品规格	50U、100U	50U、100U	50U、100U
起效时间	24-48h	38h	72h
维持时间	3-4 个月	3-4 个月	3-4 个月
分子量	900kDa	900kDa	1,300kDa
均一性	均质	均质	未知
产品特点	纯度高达 99.5%的 900kDa 有效蛋白质，远超行业标准，pH 值接近中性，注射体验较舒适，不易产生耐药性，产品指标及临床效果全方位对标保妥适	采用健康人血白蛋白，极少发生排斥反应，浓度高、弥散范围小，稳定性好、耐药性强	纯国产、高弥散、价格低、含异体猪明胶，排异几率高
终端参考价	1,500-2,000 元	3,000 元左右	1,000-1,500 元

资料来源：四环医药投资者推介材料、开源证券研究所

(2) 黑曜双波射频微针：是国内首个获得 FDA&NMPA 械三双认证产品，畅销

全球 20 多个国家和地区。2025 预计销售超 200 万台，年销售量可稳定在 200-300 万台，随着设备的铺开，高利润率耗材也将成为显著盈利增长点。

表4: 黑曜双波射频微针在治疗体验、效果、恢复时间等层面均具备优势

产品名称	黑曜双波 SYLFIRMX 射频微针	半岛黄金微针
产地	韩国	中国
核心技术	双波射频（连续波 CW+脉冲波 PW）： · CW 波：深层加热，紧肤抗皱； · PW 波：低温精准作用，修复基底膜、改善敏感、黄褐斑	单波射频点阵技术，第五代引入 MFR 无序扫描等技术
核心特点	“修复+抗衰”一体化，独创 0.3mm 针长靶向修复皮肤基底膜，能处理敏感肌、黄褐斑等复杂问题肌，治疗体验较舒适，不出血、痛感低、恢复快，旨在一次治疗覆盖更多皮肤层次的问题。八大模式可有效改善和减轻皮肤皱纹、治疗萎缩性痤疮疤痕等多重适应症，4 种规格治疗头分别适用于：面部、身体、头皮；眼周；痤疮、痤疮疤痕；皱纹、妊娠纹、疤痕。	技术成熟，应用广泛。微针针体绝缘，确保能量仅作用于针尖，保护表皮，治疗精准，但治疗领域偏单一。
治疗体验	痛感较低、不出血、红肿轻微、恢复期短，24 小时可上妆	有一定痛感，术后可能出现红肿、炎症反应（如水疱、结痂）
恢复时间	24 小时内	1-3 天消退红肿
联合方案	依托四环医药专业医学团队和产品矩阵，可与旗下其他产品联合应用	产品较孤立

资料来源：四环医药投资者推介材料、开源证券研究所

(3) 童颜针（回颜臻、斯弗妍）：公司产品生产全程按照制药级标准，严格无菌控制，可确保产品高品质与安全性。产品采用独特膜乳化和精制筛分工艺，使微球粒径控制更均一，粒径分布集中且均匀，可实现 10 μm 级的粒径控制，以满足不同人群、不同治疗层次和不同注射方式的需求。75mg 回颜臻可用于水光，适合浅层焕肤，目前行业内唯一专门针对水光的 PLLA 产品，未来还将推出 45mg 剂型。

表5: 公司童颜针产品微球粒径更均匀

产品名称	回颜臻、斯弗妍	艾维岚	艾塑菲
主要成分	聚左旋乳酸(PLLA)	聚左旋乳酸(PLLA)	聚双旋乳酸(PDLLA)
微球形态	光滑实心	光滑实心	多孔空心
产品规格	回颜臻：45、60、75、80、100、110、120、130、150mg 共 9 款 斯弗妍：150mg	150mg	150mg
微球粒径	回颜臻：25-32μm 斯弗妍：40-50μm	20-50μm	25-45μm
维持时间	12-24 个月	18-24 个月	6-24 个月
产品特点	采用独特膜乳化和精制筛分工艺，微球粒径更均匀，有效避免出现大颗粒聚集，降低肉芽肿风险。1 分钟复溶，低催化、低残留、不团聚、无结块、不粘连、更加安全稳定，推	抗衰收紧，侧重于肤质和浅层纹路的改善，刺激皮肤产生胶原蛋白，但支撑性不足，单次效果不明显，有回落期	支撑效果强，适合增容，单次效果明显，但成本较高

出小粒径小剂量专用于水光

针对不同衰老层次（如深层支撑、浅层肤质）进行精准治疗的人群，对产品安全性要求较高的人群

初次尝试童颜针、敏感肌肤、追求自然渐进式效果、有耐心等待效果显现的人群

追求即刻填充效果、希望见效较快、有深层凹陷和塑形需求的人群

终端参考价	回颜臻 75mg: 5,980 元	16,800 元	16,000-20,000 元
	回颜臻 150mg: 10,800 元		
	斯弗妍: 12,800 元		

资料来源：四环医药投资者推介材料、开源证券研究所

汉颜空间科学抗衰体系带动新品销售，合作机构持续拓展。以产品组合最大化

临床疗效与求美体验。公司汉颜空间拥有多款获批产品，通过产品组合应用可实现分层、分时、分部位抗衰，目前已推出“伯乐秘钥（肉毒毒素+交联玻尿酸）”、“斯焕新研，乳此酯漾（PLLA+PCL）”、“斯妍焕颜（回颜臻+斯弗妍）”、“斯耀双颜（射频微针+PLLA）”等，多种方案带动新品销售。2025H1 实现医美机构覆盖 6800 家，预计 2025 年底实现医美机构覆盖 8000 家左右。

图14：汉颜空间通过分层、分时、分部位抗衰打造科学抗衰体系



资料来源：四环医药投资者推介材料

在研管线丰富，全球化布局持续推进。当前共有 7 款产品处于注册申报阶段，预计公司未来 3-5 年每年都有 3-5 款重磅产品获批，包括胶原蛋白、三文鱼针、羟基磷灰石、ECM 等。海外布局方面，2025 年 9 月公司对瑞士医美公司 Suisselle SA 投资入股，后续全球化布局方面也将继续深化。

图15: 公司多款产品处于注册申报阶段, 并有多款产品进入临床

类别	细分类别	产品业务	临床前	临床	注册	上市
注射类	新型再生材料类 (羟基磷灰石, PHA, 液态再生材料等)	5个自研	██████████			
		1个合资合作	██████████			
	胶原/丝素蛋白类 (动物、重组人源化、重组人源胶原蛋白)	5个自研	██████████			
		2个独家代理	██████████			
	HA超级水光类 (PDRN三文鱼针等成分复合优化)	2个自研	██████████			
2个独家代理		██████████				
光电设备塑形类	HA复合产品, HA填充类 (效果优化)	6个自研	██████████			
	面部身体超声	2个独家代理	██████████			
	冷冻减脂仪	1个独家代理	██████████			
	热玛吉	1个独家代理	██████████			
减重药品类	脂肪采集系统	1个兼并收购	██████████			
		GLP-1受体激动剂 (司美格鲁肽注射液)	1个自研	██████████		

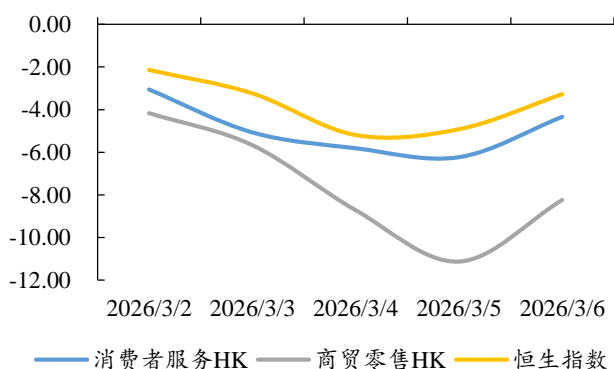
资料来源: 四环医药投资者推介材料

5、行业行情回顾: 港股商贸零售/消费者服务跑输大盘

5.1、港股行业跟踪: 本周商贸零售/消费者服务均下跌

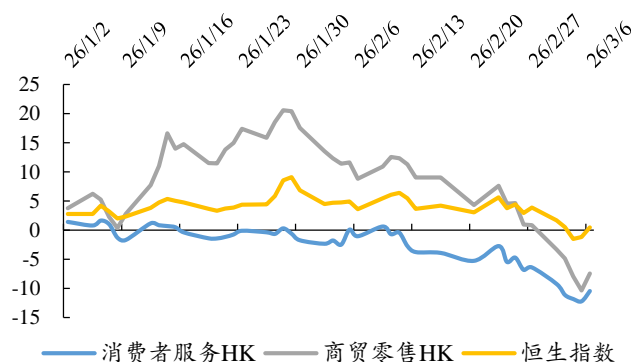
本周 (2026.3.2-2026.3.6) 港股消费者服务/商贸零售指数-4.34%/-8.24%, 较恒生指数涨跌幅-1.06/-4.96pct, 在 30 个一级行业中排名第 17/29; 2026 年初至今消费者服务/商贸零售行业指数-10.47%/+7.44%, 消费者服务、商贸零售板块走势弱于恒生指数, 消费者服务商贸零售在 30 个一级行业中排名第 27/29。

图16: 本周 (2026.3.2-2026.3.6) 港股本周商贸零售、消费者服务、传媒跑输恒生指数 (%)



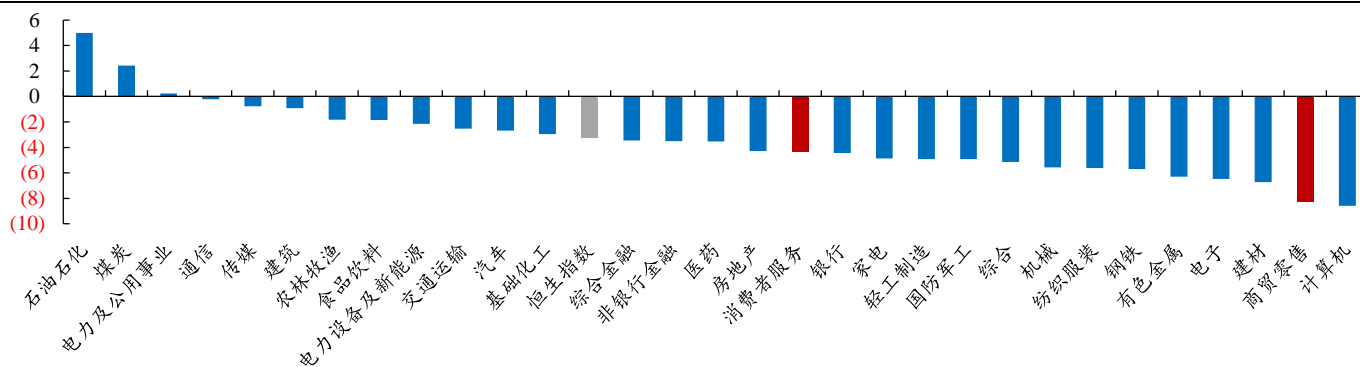
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2026 年初至今商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)



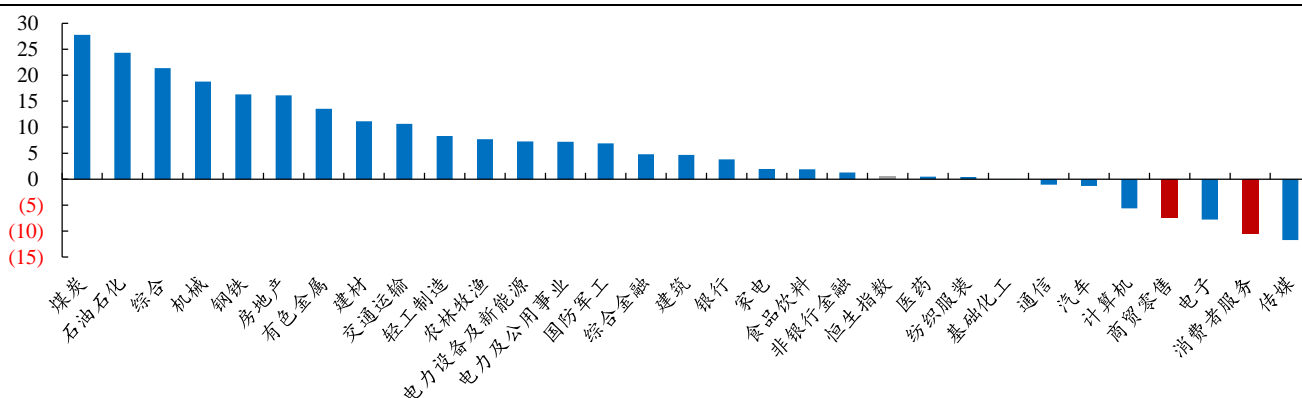
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 本周 (2026.3.2-2026.3.6) 港股石油石化、煤炭、电力及公共事业板块表现强劲 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2026 年初至今港股煤炭/石油石化/综合板块涨幅靠前 (%)

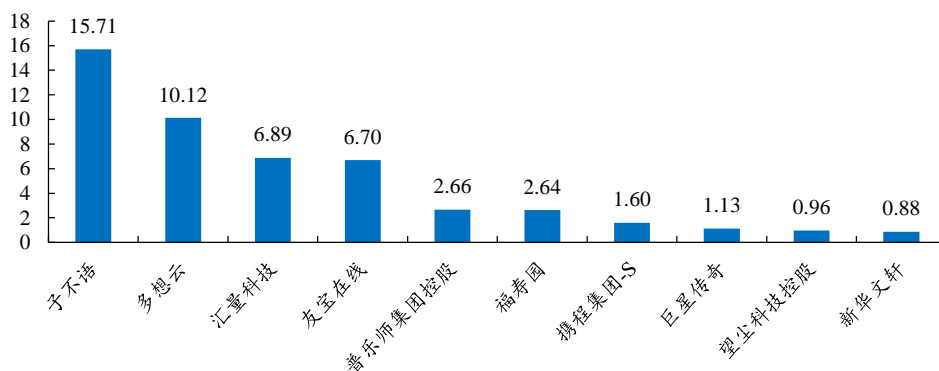


数据来源: Wind、开源证券研究所

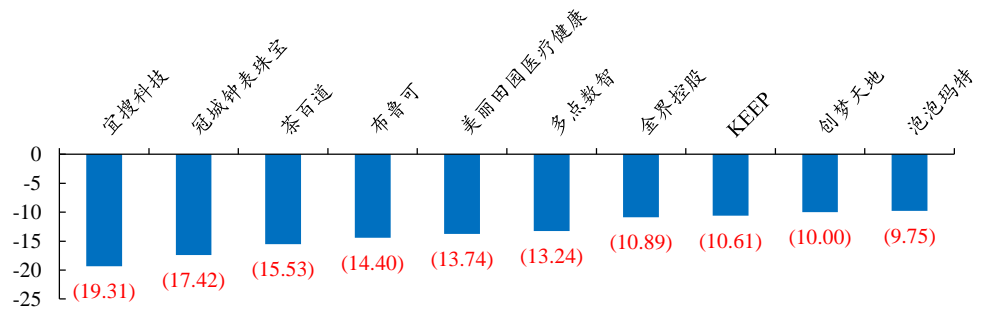
5.2、港股消费标的表现: 本周 (2026.3.2-2026.3.6) 广告营销类上涨排名靠前

本周 (2026.3.2-2026.3.6) 港股教育类涨幅靠前, 涨幅前三名分别为子不语、多想云、汇量科技, 跌幅前三名分别为宜搜科技、冠城钟表珠宝、茶百道。

图20: 本周 (2026.3.2-2026.3.6) 子不语、多想云、汇量科技领涨 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21：本周（2026.3.2-2026.3.6）宜搜科技、冠城钟表珠宝、茶百道跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/3/6	EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1318.HK	毛戈平	76.50	2.40	3.10	4.00	28.13	21.78	16.88	买入
2367.HK	巨子生物	30.50	2.5	3.1	3.7	10.74	8.75	7.27	买入
2145.HK	上美股份	60.40	2.53	3.16	3.85	21.09	16.87	13.85	买入
2097.HK	蜜雪集团	326.80	15.57	19.46	23.67	18.53	14.82	12.18	增持
1364.HK	古茗	28.02	1.16	1.22	1.49	21.41	20.33	16.61	未评级
0325.HK	布鲁可	54.10	4.12	6.09	7.99	11.58	7.84	5.98	买入
300896.SZ	爱美客	140.66	4.89	5.93	6.94	28.76	23.71	20.26	买入
920982.BJ	锦波生物	185.55	7.83	10.02	12.58	23.71	18.53	14.75	买入
601888.SH	中国中免	76.62	1.91	2.44	2.84	40.21	31.39	26.95	未评级
0780.HK	同程旅行	19.70	1.22	1.42	1.66	14.23	12.23	10.47	未评级
603099.SH	长白山	37.85	0.66	0.80	0.95	57.18	47.24	39.83	买入
300795.SZ	米奥会展	12.85	1.15	1.44	1.74	11.22	8.93	7.39	买入
001308.SZ	康冠科技	20.64	1.00	1.43	1.74	20.74	14.48	11.83	买入
300856.SZ	科思股份	13.44	0.51	0.75	0.99	26.53	18.04	13.63	买入
603277.SH	银都股份	15.57	1.43	1.59	1.71	10.85	9.81	9.10	买入
688363.SH	华熙生物	45.15	0.77	1.02	1.31	58.36	44.09	34.56	买入
300740.SZ	水羊股份	22.74	0.50	0.72	0.97	45.64	31.44	23.35	买入
300192.SZ	科德教育	19.77	0.50	0.56	0.62	39.30	35.32	31.83	买入
000526.SZ	学大教育	35.18	2.03	2.49	2.98	17.30	14.10	11.81	未评级
603081.SH	大丰实业	12.46	0.36	0.50	0.65	34.71	24.90	19.20	买入
300662.SZ	科锐国际	25.65	1.55	1.76	2.11	16.55	14.57	12.15	未评级
600861.SH	北京人力	17.21	2.01	1.84	2.01	8.55	9.36	8.57	未评级
600662.SH	外服控股	5.62	0.31	0.34	0.35	18.02	16.63	15.84	未评级
603059.SH	倍加洁	33.03	1.47	1.91	1.79	22.40	17.31	18.46	买入
9961.HK	携程集团-S	418.00	47.67	24.80	29.07	7.74	14.87	12.69	未评级
300492.SZ	华图山鼎	69.56	1.66	2.13	2.74	41.97	32.58	25.42	未评级
0667.HK	中国东方	6.13	0.35	0.46	0.55	17.29	13.43	11.12	未评级

教育									
1773.HK	天立国际 控股	2.42		0.34	0.38		7.12	6.29	未评级
002659.SZ	凯文教育	5.85	0.01	0.08	0.16	536.70	68.90	36.31	未评级
301011.SZ	华立科技	23.75	0.76	1.16	1.51	31.23	20.49	15.72	未评级
300859.SZ	西域旅游	38.33	0.61	0.77	0.92	62.54	49.51	41.84	未评级
9699.HK	顺丰同城	12.68	0.30	0.56	0.87	37.40	19.89	12.90	未评级
3690.HK	美团	76.85	-3.54	0.31	4.99	-19.14	215.72	13.60	未评级
EDU.N	新东方	52.67	0.23	0.31	0.36	33.18	24.58	20.91	未评级
TAL.N	好未来	10.64	0.25	0.40	0.55	43.29	26.92	19.42	买入
0999.HK	小菜园	7.98	0.62	0.73	0.88	11.41	9.59	7.98	未评级
9992.HK	泡泡玛特	207.40	8.04	11.20	15.05	22.77	16.35	12.16	买入
6831.HK	绿茶集团	7.25	0.73	0.93	1.16	8.76	6.92	5.52	未评级
2517.HK	锅圈	3.82	0.17	0.21	0.27	19.83	16.05	12.49	买入
0669.HK	创科实业	119.10	0.78	0.91	1.02	135.12	115.93	102.74	买入

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除福瑞达、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来、爱美容、锦波生物、美团、泡泡玛特、布鲁可、蜜雪集团、锅圈为开源证券研究所预测，新东方为 Bloomberg 一致预期，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS 为人民币，2026 年 3 月 6 日港币兑人民币收盘价 0.88253；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 3 月 6 日美元兑人民币收盘价 6.9228）

6、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

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8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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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