

社会服务

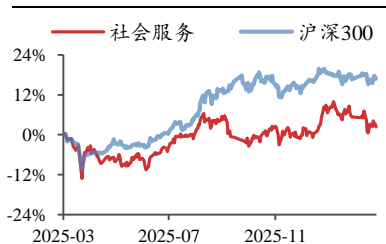
2026年03月15日

中东局势或利好中国香港地产持续复苏，多特倍斯2月仍保持高增

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

《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—行业周报》-2026.3.8

《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，iphone 17 Pro Max、黄金等品类二手交易持续升温—行业周报》-2026.2.22

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

● 潮玩：2025年布鲁可IP/产品矩阵逐步完善，乐高持续强化全球跨媒介生态

布鲁可：2025H2公司实现营收15.75亿元/同比+31.9%，经调整净利润3.55亿元/同比+21.3%，经调整利润率22.5%/同比-2pct，环比-1.4pct，主要系新IP签约和新品研发（模具成本）等前置费用较高拖累毛利。公司持续完善拼搭角色玩具IP和产品矩阵，公截至2025H2实现29个IP的商业化落地，储备授权IP增至73个，2025Q4积木车产品创收4310万元。2025H2公司内地/亚洲/美洲/其他区域收入同比+19.8%/+138.6%/+630%/+272%，海外市场品牌影响力快速提升。**乐高：**2025年乐高收入达835.3亿丹麦克朗/同比+12.4%，创历史新高；规模效应下营业利润达到220亿/同比+18%，2025年乐高产品组合达到868款产品，从IP联名到场景化体验，产品创新覆盖多元人群。

● 商业地产：太古地产2025年业绩亮眼，中东局势或利好中国香港地产持续复苏

太古地产：2025年公司收入达160.41亿港元，同比增长11%；公司股东应占基本溢利同比大增27%至86.2亿港元。中国香港零售2026年初租金反转转正；2026年前两个月，内地零售销售实现两位数同比增长，且势头持续至第二季度，主要受益于消费情绪回暖与业态升级。千亿计划进入回笼期，2026年将有多项新项目落地。**避险需求：**中东地缘冲突加剧全球资本的避险需求，中国香港凭借“远离战区的中立国际金融中心、资本自由流动、挂钩美元的稳定汇率、健全的普通法体系、背靠中国内地的超大市场”五大核心优势，或成为中东主权财富基金、高净值人群的核心避险目的地，其中地产是重点配置赛道

● 美丽：2月抖音彩妆品类增速优于护肤，金达威旗下多特倍斯保持高增长

2月大盘：据化妆品观察引用第三方数据，2月抖音美妆增速下降，而京东、淘系降幅收窄，与春节错期及情人节投放策略有关，但平台差异反映抖音平台增长动能减弱。2月抖音美容护肤/彩妆香水品类GMV yoy-13.52%/+30.9%。彩妆重在“即时满足”，与抖音“瞬间激发”的效率优势相匹配，护肤品需要持续信任，且伴随抖音流量成本攀升与内容同质化，用户对“种草”的免疫力增强。品牌需针对不同平台构建差异化的增长逻辑。**金达威：**全产业链布局的保健品公司，C端品牌多特倍斯以北美销售为主，并通过跨境电商销往国内。2026年1-2月三平台GMV达4398万元/yoy+71.9%，2月品牌GMV达2133万元/yoy+58%，放量未受春节影响。

● 本周行情：港股商贸零售跑赢大盘，消费者服务跑输大盘

本周（2026.3.9-2026.3.13）港股消费者服务/商贸零售指数-3.31%/+0.77%，较恒生指数涨跌幅-2.18/+1.9pct，在30个一级行业中排名第8/25；本周传媒、餐饮类上涨靠前。

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、康冠科技、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、潮玩：2025 年布鲁可 IP/产品矩阵逐步完善，乐高持续强化全球跨媒介生态	4
1.1、布鲁可：2025 年 IP/产品矩阵逐步完善，积极推进海外市场布局	4
1.2、乐高：2025 年业绩持续亮眼，持续强化全球跨媒介生态	6
2、商业地产：太古地产 2025 年业绩亮眼，中东局势或利好中国香港地产持续复苏	8
2.1、太古地产：加快资产出售提振业绩，中国香港&内地零售开年表现亮眼	8
2.2、中东避险资金流入香港，地产或是核心配置方向	9
3、美丽：2 月抖音彩妆品类增速优于护肤，美妆产业链或面临涨价潮	10
3.1、2 月大盘：抖音大盘增速放缓，“即时满足”品类表现更优	10
3.2、美妆产业链或面临涨价潮，行业有望加速“洗牌”	11
3.3、金达威旗下多特倍斯保持高增长，关注全产业链布局保健品牌	11
4、行业行情回顾：港股商贸零售跑赢大盘、消费者服务跑输大盘	13
4.1、港股行业跟踪：本周商贸零售上涨、消费者服务下跌	13
4.2、港股消费标的表现：本周（2026.3.9-2026.3.13）传媒、餐饮类上涨排名靠前	14
5、风险提示	16

图表目录

图 1：2025H2 布鲁可收入同比+31.9%	4
图 2：2025H2 布鲁可经调整净利润同比+21.3%	4
图 3：2025H2 布鲁可变形金刚/奥特曼/假面骑士/英雄无限创收 5.7/4.2/1.7/0.9 亿元，同比约+121%/-15.1%/+0.4%/-35.8%	4
图 4：2025H2 布鲁可研发团队规模扩充至 618 人	5
图 5：2025H2 布鲁可 16 岁以上产品收入比例提升至 18.3%	5
图 6：2025H2 布鲁可线下经销/线上收入同比+27.8%/+62.3%（单位：百万元）	5
图 7：2025H2 中国内地/亚洲/北美/其他区域收入同比增+19.8%/+138.6%/+630%/+272%	5
图 8：2025H2 布鲁可销售/研发费用同比+29%/+37%	5
图 9：2025H2 布鲁可毛利率/经调整净利率同比-6.8/-2pct	5
图 10：2025 年乐高实现营收 835.3 亿丹麦克朗/同比+12.4%	6
图 11：2025 年乐高实现归母净利润 167 亿丹麦克朗/同比+21%	6
图 12：2025 年乐高产品组合数量提升至 868 个	7
图 13：乐高积木赛车参加赛事游行	7
图 14：2024 年乐高美洲/欧中东非洲/亚太区域收入分别同比+9%/+20%/+3%	7
图 15：2024 年乐高美洲区域收入占比提升至 48%	7
图 16：2025 年乐高全球新开门店 83 家	8
图 17：2025 年乐高全球品牌零售店数达 1112 家	8
图 18：太古地产 2025 年收入为 160.4 亿元，同比增长 11.2%	9
图 19：太古地产 2025 年股东应占基本溢利 86.2 亿元，同比增长 27.4%	9
图 20：太古地产 2025 年租金收入中 43%来自中国内地	9
图 21：“1000 亿投资”计划进入回收期，预计 2026-2028 年公司总建筑面积有望实现接近翻倍增长（百万平方米）	9
图 22：2026 年 2 月线上三平台西式保健类目 GMV yoy+13%	12
图 23：多特倍斯线上销售额加速增长	12
图 24：多特倍斯在线上多跨境平台销售	12
图 25：本周（2026.3.9-2026.3.13）港股本周商贸零售跑赢恒生指数、消费者服务跑输恒生指数（%）	13

图 26: 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 27: 本周 (2026.3.9-2026.3.13) 港股煤炭、石油石化、电力设备及新能源板块表现强劲 (%)	13
图 28: 2026 年初至今港股煤炭/石油石化/综合板块涨幅靠前 (%)	14
图 29: 本周 (2026.3.9-2026.3.13) 汇量科技、巨星传奇、普乐师集团控股领涨 (%)	14
图 30: 本周 (2026.3.9-2026.3.13) 中国春来、多想云、呷哺呷哺跌幅较大 (%)	14
表 1: 2025 年乐高花植前五大畅销主题系列	6
表 2: 2026 年 2 月抖音平台美妆品类 GMV 增速下滑 (单位: 亿元)	10
表 3: 2026 年 2 月抖音护肤品类 GMV 增速下降幅度高于美容大盘	10
表 4: 2026 年 2 月抖音彩妆品类保持较高 GMV 增速 (单位: 亿元)	11
表 5: 盈利预测与估值	15

1、潮玩：2025 年布鲁可 IP/产品矩阵逐步完善，乐高持续强化全球跨媒介生态

1.1、布鲁可：2025 年 IP/产品矩阵逐步完善，积极推进海外市场布局

2025H2 布鲁可业绩稳健增长。2025H2 公司实现营收 15.75 亿元/同比+31.9%（2025H1 增速 27.9%），经调整净利润 3.55 亿元/同比+21.3%（2025H1 增速 9.6%），经调整利润率 22.5%/同比-2pct，环比-1.4pct，主要系新 IP 签约和新品研发（模具成本）等前置费用较高拖累毛利，阶段性扰动盈利能力。

图1：2025H2 布鲁可收入同比+31.9%

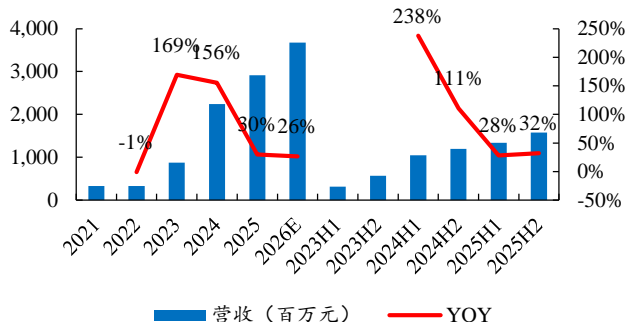
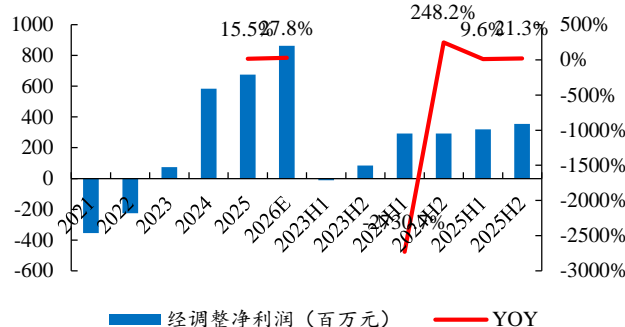


图2：2025H2 布鲁可经调整净利润同比+21.3%

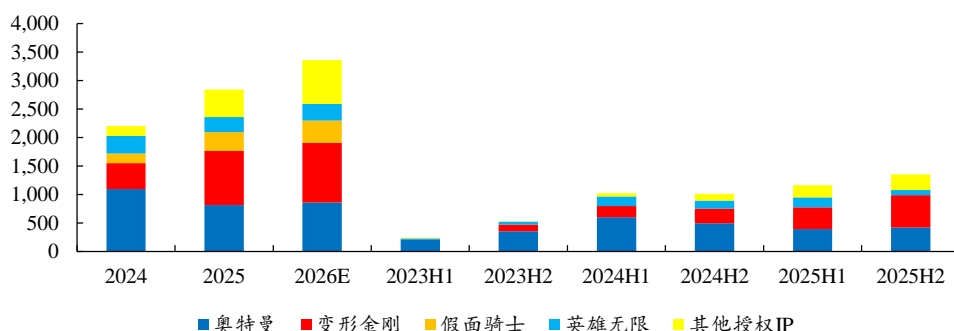


数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

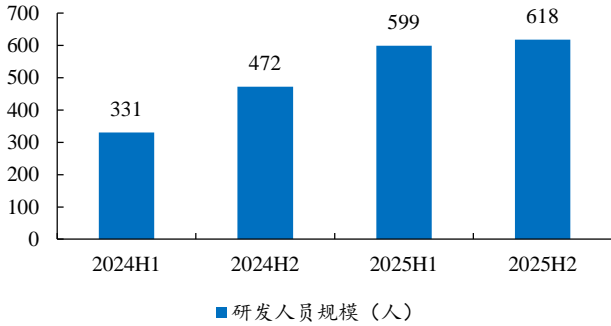
公司持续完善拼搭角色玩具 IP 和产品矩阵。公司稳步推进 IP 商业化，截至 2025H2 实现 29 个 IP 的商业化落地（截至 2025H1 落地 19 个），其中 2025H2 变形金刚/奥特曼/假面骑士/英雄无限创收 5.7/4.2/1.7/0.9 亿元，同比+121%/-15.1%/+0.4%/-35.8%，其他 IP 创收约 2.7 亿元/同比+130%，且至 2025H2 公司储备授权 IP 增至 73 个（2024H2 为 50 个）。公司持续强化多元产品线研发，截至 2025H2 研发团队规模扩充至 618 人/同比增长 31%。2025 全年推新 913 个 SKU，创收 20 亿元/同比+36.3%，其中 9.9 产品搭配 DIY 改造玩法快速渗透，全年创收 5.4 亿元/预计约同比+719%，16 岁以上高价位段产品创收 4.9 亿元/同比+90%，占比约 16.7%/同比+5.3pct；此外 2025Q4 积木车新业务线跑通，新推两弹积木车产品创收 4310 万元。

图3：2025H2 布鲁可变形金刚/奥特曼/假面骑士/英雄无限创收 5.7/4.2/1.7/0.9 亿元，同比约+121%/-15.1%/+0.4%/-35.8%



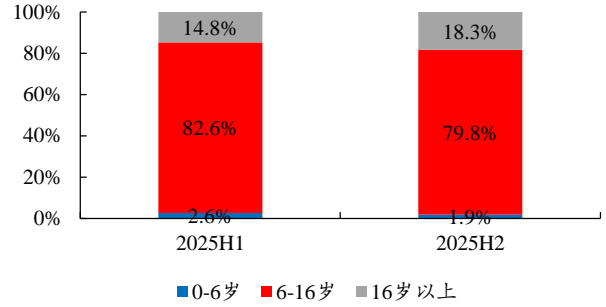
数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

图4: 2025H2 布鲁可研发团队规模扩充至 618 人



数据来源: 布鲁可公司公告、开源证券研究所

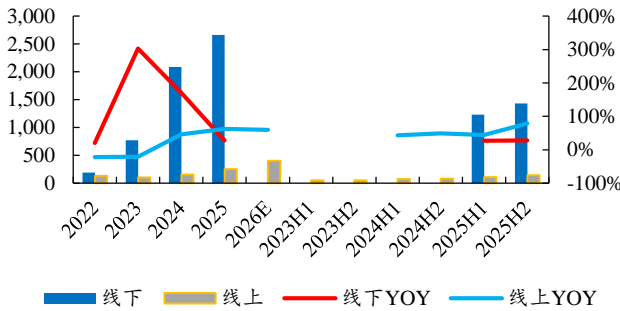
图5: 2025H2 布鲁可 16 岁以上产品收入比例提升至 18.3%



数据来源: 布鲁可公司公告、开源证券研究所

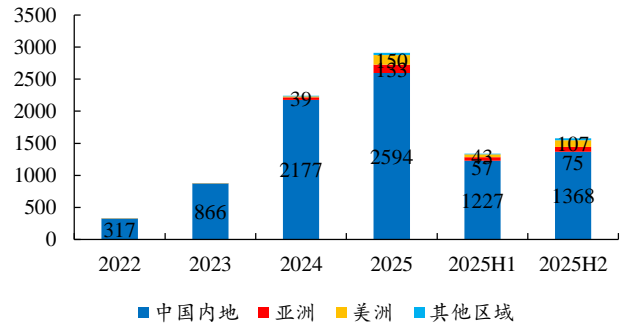
分渠道看, 线下经销/线上电商收入 26.4/2.5 亿元, 同比+27.8%/+62.3%, 全球品牌影响力上升叠加成年人产品贡献提高, 线上销售增速表现亮眼。分区域看, 2025H2 公司内地/亚洲/美洲/其他区域收入 13.7/0.75/1.07/0.25 亿元, 同比+19.8%/+138.6%/+630%/+272%, 2025 年公司加快国际玩具展露和欧美系 IP 产品链接全球粉丝, 海外市场品牌影响力快速提升。

图6: 2025H2 布鲁可线下经销/线上收入同比 +27.8%/+62.3% (单位: 百万元)



数据来源: 布鲁可公司公告、开源证券研究所

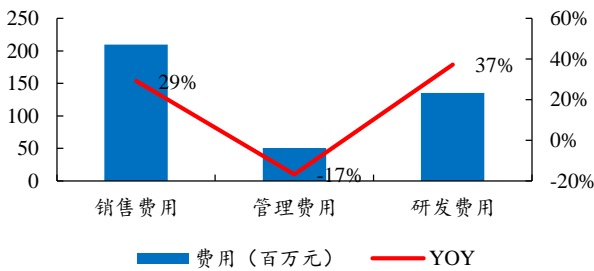
图7: 2025H2 中国内地/亚洲/北美/其他区域收入同比增 +19.8%/+138.6%/+630%/+272%



数据来源: 布鲁可公司公告、开源证券研究所

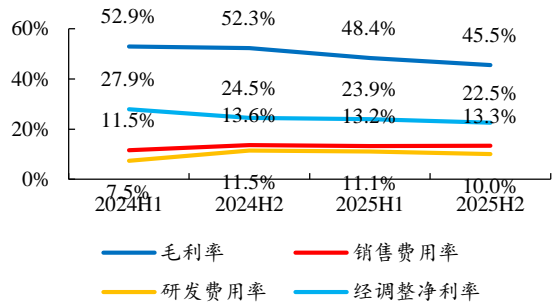
产品矩阵扩张导致盈利能力短期承压。公司为满足新 SKU 对高精度及多腔模具需求新增模具数量, 2025 年模具折旧费用同比增长 120.6%, 2025H2 综合毛利率为 45.5%/同比-6.8pct, 环比-2.9pct; 销售/研发费用分别同比+29%/+37%, 保持合理扩张。

图8: 2025H2 布鲁可销售/研发费用同比+29%/+37%



数据来源: 布鲁可公司公告、开源证券研究所

图9: 2025H2 布鲁可毛利率/经调整净利率同比-6.8/-2pct



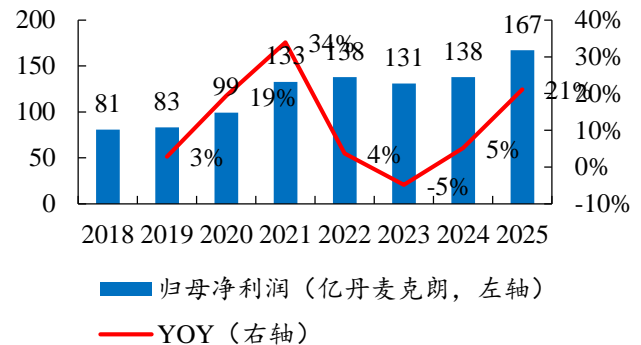
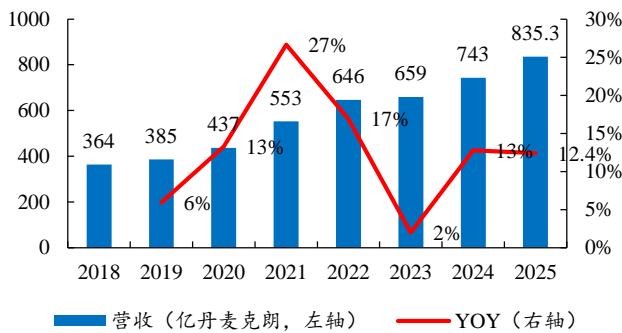
数据来源: 布鲁可公司公告、开源证券研究所

1.2、乐高：2025 年业绩持续亮眼，持续强化全球跨媒介生态

2025 年乐高业绩创历史新高。受广泛创新的产品组合推动，2025 年乐高全球终端 GMV 同比+13%，持续领先积木玩具市场大盘，集团层面收入达 835.3 亿丹麦克朗/同比+12.4%（约合 908 亿人民币），创历史新高；规模效应下营业利润达到 220 亿/同比+18%，归母净利润达 167 亿丹麦克朗/同比+21%，全球化生产网络（丹麦、墨西哥、越南）减轻关税风险，利润端实现同步稳健增长。自由现金流达到 108 亿丹麦克朗，为全球化工厂、配送中心等供应链建设提供资金保障。

图10：2025 年乐高实现营收 835.3 亿丹麦克朗/同比+12.4%

图11：2025 年乐高实现归母净利润 167 亿丹麦克朗/同比+21%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

从 IP 联名到场景化体验，产品创新站上新高度。2025 年为乐高 System in Play 概念提出 70 周年，产品组合达到 868 款产品，涵盖建筑、载具、IP 联名、创意百变、艺术挂画等十余个大类，持续创造历史记录。其中约一半为新品，围绕 IP 联名持续推动产品创新，持续刺激消费者的购买欲望，覆盖多元群体个性化需求：

(1) **核心 IP 生命力长青。**2025 年乐高前五大热销主题为城市组、机械组、星战系列、Icon 系列、花植系列，自有/授权 IP 保持双轮驱动。

(2) **IP 联名强势破圈，UGC 生态持续生长。**为进一步挖掘体育爱好者热情，乐高与 F1 达成战略合作，2025 年推出联名套装，精准瞄准男性市场；2026 年乐高将推进 Bluey、NIKE、奈飞等多元 IP 合作。

(3) **扩人群、扩媒介。**2025 年乐高扩展花植系列销售额跻身前五大畅销主题系列，成为情人节、母亲节等礼品场景的“现象级单品”，成功吸引 25-40 岁女性消费者。2025 年乐高推出新游戏《派对和乐高探险家》，同时宣布 2026 年上线 IP 新游《蝙蝠侠：黑暗骑士的传承》。

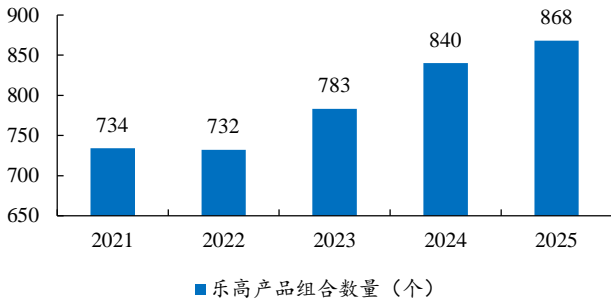
表1：2025 年乐高花植前五大畅销主题系列

年份	畅销系列
2018 年	城市组、机械组、星球大战系列、好朋友系列、忍者系列
2019 年	城市组、星球大战系列、机械组、好朋友系列、icon 系列
2020 年	机械组、星球大战系列、城市组、经典系列、好朋友系列
2021 年	城市组、机械组、Icon 系列、哈利波特系列、星球大战系列
2022 年	城市组、星球大战系列、Icon 系列、机械组、哈利波特系列
2023 年	城市组、机械组、Icon 系列、哈利波特系列、星球大战系列

年份	畅销系列
2024 年	Icon 系列、星战系列、机械组、城市组、哈利波特系列
2025 年	城市组、机械组、星战系列、Icon 系列、花植系列

资料来源：乐高官网、开源证券研究所

图12: 2025 年乐高产品组合数量提升至 868 个



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

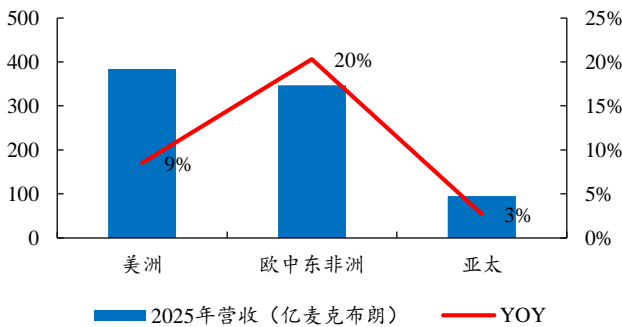
图13: 乐高积木赛车参加赛事游行



资料来源：乐高公司公告

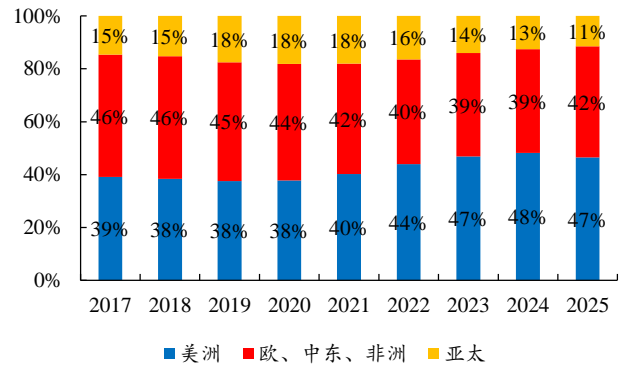
乐高强化全球供应链布局。2025 年乐高第 6 家工厂（越南）投产，全球第 5 家区域配送中心（越南）启用，预计至 2027 年美国弗吉尼亚州全新工厂和区域配送中心投运。全球销售分区域看，美洲/欧中东非洲/亚太区域分别贡献收入 384/347/95 亿丹麦克朗，分别同比增长+9%/+20%/+3%，美洲、欧洲及中东市场仍为核心驱动力。

图14: 2024 年乐高美洲/欧中东非洲/亚太区域收入分别同比+9%/+20%/+3%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

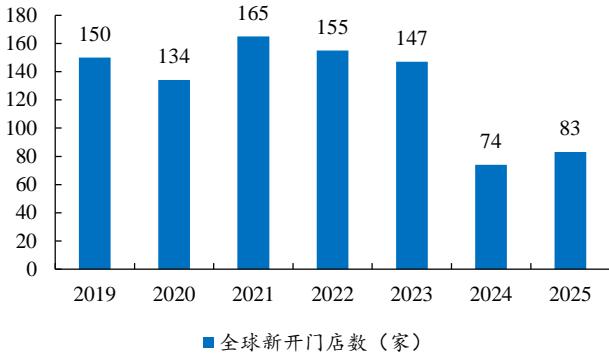
图15: 2024 年乐高美洲区域收入占比提升至 48%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

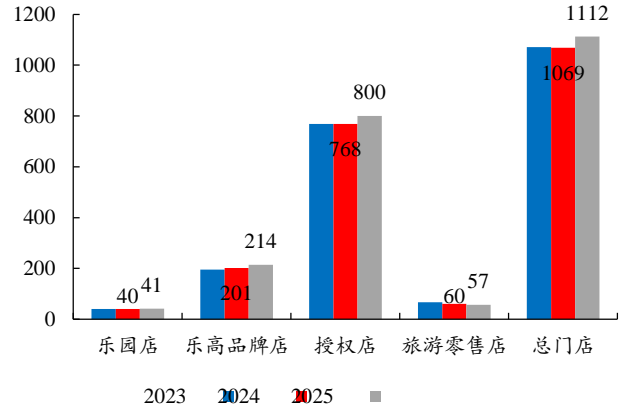
线下加码娱乐式零售，融合实体玩乐体验。2025 年乐高全球总门店数达 1112 家，并调整门店扩张规划决策，新开设 83 家品牌门店，并关闭低效门店 9 家;其中乐园店/品牌店/授权店/旅游零售店各位 41/214/800/57 家，直营比例同比有所提升。乐高宣布将从梅林集团收购 29 个乐高探索中心，为全球玩家提供沉浸式与娱乐化的消费体验，加深品牌情感链接。

图16: 2025 年乐高全球新开门店 83 家



数据来源: 乐高公司公告、开源证券研究所

图17: 2025 年乐高全球品牌零售店数达 1112 家



数据来源: 乐高公司公告、开源证券研究所 (单位: 家)

2、商业地产: 太古地产 2025 年业绩亮眼, 中东局势或利好中国香港地产持续复苏

2.1、太古地产: 加快资产出售提振业绩, 中国香港&内地零售开年表现亮眼

太古地产业绩稳健增长, 零售驱动盈利回升。2025 年, 太古地产核心业绩表现强劲, 得益于公司积极推行资本流转策略, 加上严谨的资本管理、稳健的资产负债表, 2025 年公司收入达 160.41 亿港元, 同比增长 11%; 公司股东应占基本溢利同比大增 27%至 86.2 亿港元。公司经常性基本溢利 62.6 亿港元, 同比微降 3%, 主因资产出售后租金收入减少、香港办公楼租金下跌及住宅项目营销开支增加。

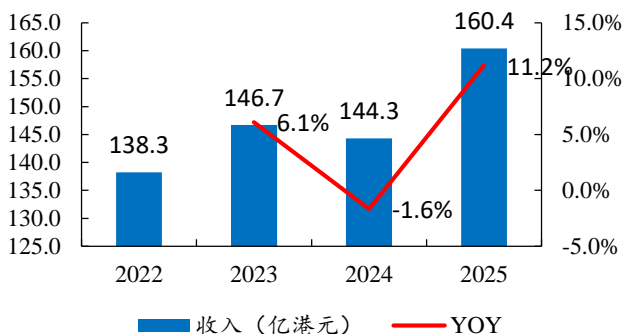
(1) 中国香港零售: 全年保持 100%出租率, 零售销售额实现正增长, 2025 年下半年加速回升, 租金收入持平。2026 年初, 香港零售销售表现良好, 访问量 (尤其是游客) 回升, 带动销售增长。租金反转转正, 太平洋广场 (Pacific Place) 和城门河 Outlet (Citygate Outlets) 均实现正租金反转 (positive rental reversions); 城市广场 (Cityplaza) 虽略滞后, 但**整体零售组合租金反转为正值。**

(2) 中国内地零售: 租金收入增长 2%, 客流量与销售额同步提升, 尤其在三里屯、广州、上海等地, 奢侈品与新兴国货品牌表现突出, 高端门店于 2025 年 12 月开业后已带动有效租金与分租收入显著改善。所有内地商场客流量表现强劲, 尤其在太古里和太古汇等核心项目中表现突出。**2026 年前两个月, 内地零售销售实现两位数同比增长, 且势头持续至第二季度, 主要受益于消费情绪回暖与业态升级。**

(3) 酒店业务: 在港及内地均改善, RevPAR 与入住率上升, 且正式启用 The Upper House 品牌, 计划未来数年在内地与东京新增 5 家酒店。

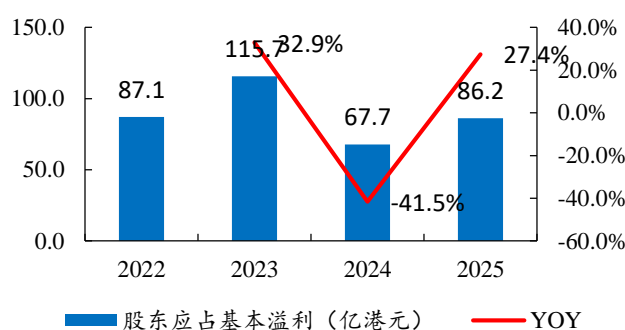
(4) 住宅销售方面: 上海陆家嘴太古源“源邸”预售率超九成, 世纪前滩两大项目预售率达 98%深水湾豪宅成交价达 22 亿港元, 创近年香港高价纪录, 推动交易利润回升。

图18: 太古地产 2025 年收入为 160.4 亿元, 同比增长 11.2%



数据来源: 太古地产公司公告、开源证券研究所

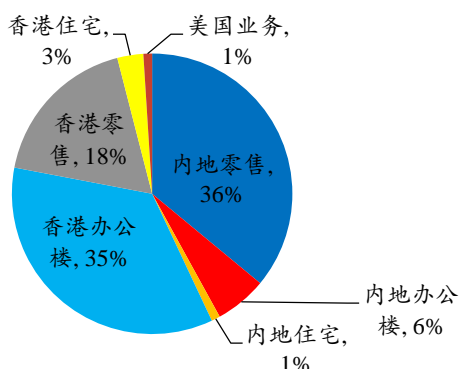
图19: 太古地产 2025 年股东应占基本溢利 86.2 亿元, 同比增长 27.4%



数据来源: 太古地产公司公告、开源证券研究所

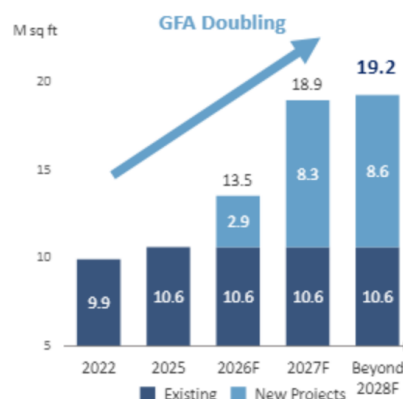
千亿计划进入回笼期, 2026 年将有多个新项目落地。报告期内, 公司推行的一千亿港币投资计划, 目前已投放约 67%。投向中国内地的项目包括西安太古里、广州聚龙湾太古里等。太古地产主席白德利表示, 太古地产多个新项目将在 2026 年陆续开幕。

图20: 太古地产 2025 年租金收入中 43%来自中国内地



数据来源: 太古地产公司公告、开源证券研究所

图21: “1000 亿投资”计划进入回收期, 预计 2026-2028 年公司总建筑面积有望实现接近翻倍增长 (百万平方米)



资料来源: 太古地产公司公告

2.2、中东避险资金流入香港, 地产或是核心配置方向

中东地缘冲突加剧全球资本的避险需求, 中国香港有望受益。中国香港凭借“远离战区的中立国际金融中心、资本自由流动、挂钩美元的稳定汇率、健全的普通法体系、背靠中国内地的超大市场”五大核心优势, 或成为中东主权财富基金、高净值人群的核心避险目的地, 其中地产是重点配置赛道。3 月 13 日, 阿联酋主权财富基金 ADIA (阿布扎比投资局, 通过一家全资子公司) 投资了亚太私募信贷机构 DCP (冰源资本, Dignari Capital Partners) 的亚太发达市场私募信贷策略基金 (APAC Developed Markets Private Credit Strategy), 该策略聚焦在房地产行业。

2024 年起中东房地产市场涌入中国投资客, 中东局势恶化该部分投资有望回流。根据第一财经数据, 2024 年来自中国的投资约占迪拜所有房地产交易的 8%, 在所有国际买家中, 从前一年的第九位, 一举跃升至第四位。阿联酋头部房企 Aldar 集团首席执行官表示, 中国已成为其“潜在大市场”, 2025 年上半年, 该公司约合 33 亿元人民币的销售额来自中国买家, 半年数据已超 2024 年全年总额, 且近三年购买量增

长了三倍。

3、美丽：2月抖音彩妆品类增速优于护肤，美妆产业链或面临涨价潮

3.1、2月大盘：抖音大盘增速放缓，“即时满足”品类表现更优

据化妆品观察引用第三方数据，2026年2月淘系/京东/抖音平台美妆GMV达383.6亿元，yoy-4.8%，其中抖音美妆整体GMV达218.5亿元，yoy-1.13%，我们认为线上整体下滑与春节错期有关。抖音平台在此前2025年2月/2024年2月GMV都呈接近50%的增速，此次首次单月下滑，而淘系/京东美妆2月GMV也呈现一定程度下滑，但相比2024年同期跌幅均已有所收窄。我们认为抖音平台美妆增长动能有所减弱。

抖音大盘增速放缓主要在于品类增长分化，“即时满足”品类表现更好。2月抖音美容护肤GMV达128.05亿元，yoy-13.52%，彩妆/香水/美妆工具GMV达61.36亿元，yoy+30.9%，抖音美妆下滑主要系护肤品类下滑。我们认为护肤品类“信任成本”正在上升。过往抖音平台依靠流量、内容优势缩短消费者决策周期，而伴随抖音流量成本攀升与内容同质化，用户对“种草”的免疫力增强，此外，护肤品本身是需要“效果验证”的品类，需要时间检验、口碑积累、信任传递。而彩妆具备“情绪消费”属性，重在“即时满足”而非“长期效果”，与抖音“瞬间激发”的效率优势相匹配，仍呈现较高增速。

我们认为，品牌需针对不同平台构建差异化的增长逻辑。国际大牌的核心资产是“品牌溢价”，而非“流量效率”，需要时间积累、口碑沉淀、会员体系的支撑。国际大牌正在重新分配预算：抖音继续承担品宣、拉新的角色，而天猫则更侧重复购和利润的承接。关注品牌在抖音积累的人群资转化为长期复购的能力，以及

表2：2026年2月抖音平台美妆品类GMV增速下滑（单位：亿元）

平台	2026年2月		2025年2月		2024年2月	
	GMV	增速	GMV	增速	GMV	增速
淘宝 + 天猫 + 京东 + 抖音	383.60 亿	-4.83%	403.08 亿	19.09%	338.46 亿	-14.77%
抖音	218.52 亿	-1.13%	221.02 亿	46.85%	150.51 亿	45.32%
天猫	95.44 亿	-9.49%	105.45 亿	2.43%	102.95 亿	-30.32%
淘宝	37.97 亿	-12.83%	43.56 亿	-20.97%	55.12 亿	-43.67%
京东	31.67 亿	-4.15%	33.04 亿	10.58%	29.88 亿	-37.72%

数据来源：化妆品观察 品观公众号、开源证券研究所

表3：2026年2月抖音护肤品类GMV增速下降幅度高于美容大盘

平台	2026年2月		2025年2月		2024年2月	
	GMV	增速	GMV	增速	GMV	增速
淘宝 + 天猫 + 京东 + 抖音	222.78 亿	-12.29%	253.99 亿	23.34%	205.92 亿	-12.30%

抖音	128.05 亿	-13.52%	148.06 亿	45.86%	101.51 亿	48.36%
天猫	56.35 亿	-11.22%	63.47 亿	6.96%	59.34 亿	-31.36%
京东	20.29 亿	-3.03%	20.92 亿	20.00%	17.43 亿	-35.33%
淘宝	18.10 亿	-15.99%	21.54 亿	-22.07%	27.64 亿	-47.84%

数据来源：化妆品观察 品观公众号、开源证券研究所

表4：2026年2月抖音彩妆品类保持较高GMV增速（单位：亿元）

平台	2026年2月		2025年2月		2024年2月	
淘宝 + 天猫						
+ 京东 + 抖音	104.61 亿	12.91%	92.65 亿	9.42%	84.68 亿	-10.36%
抖音	61.36 亿	30.90%	46.87 亿	25.42%	37.37 亿	55.84%
天猫	23.77 亿	-1.20%	24.06 亿	1.33%	23.74 亿	-27.26%
京东	14.41 亿	-10.48%	16.10 亿	-13.53%	18.61 亿	-32.46%
淘宝	5.08 亿	-9.66%	5.62 亿	13.70%	4.94 亿	-51.89%

数据来源：化妆品观察 品观公众号、开源证券研究所

3.2、美妆产业链或面临涨价潮，行业有望加速“洗牌”

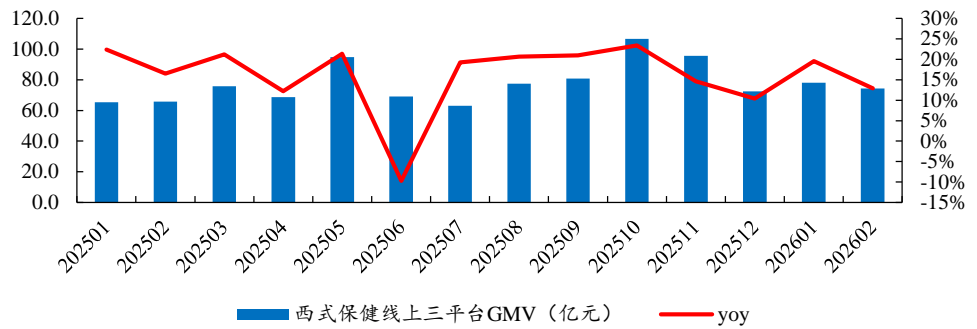
地缘冲突引发原料涨价潮。巴斯夫、万华化学、科思创等全球原料巨头集体涨价。如巴斯夫自3月12日起上调新戊二醇价格至155美元/吨。国内多家龙头企业已密集调价，涉及AES、甘油、丙二醇等多款化妆品大料。如丙二醇3月9日价格6483元/吨，5天上涨6.58%。钛白粉作为化妆品中应用广泛的白色颜料和物理防晒剂，也呈现迅速涨价态势。宁波新福、广西金茂钛业等多家钛白粉企业集中发布调价函，进一步抬高了彩妆与防晒产品的成本基础。部分原料企业虽未公布上调幅度，但采取了“一单一议”模式。此外，PP/PE等塑料包材也加入涨价阵营。

此轮涨价潮或导致化妆品代工厂集体承压，行业有望加速“洗牌”淘汰低价内卷。代工企业：价格传导具有滞后性，部分代工企业通过增加库存来锁定成本，对冲未来风险。若上游原料因价格僵持或供应紧张而断供，下游将丧失议价权，保障生产连续性将成为首要目标，价格传导将不可避免，长期依靠低价竞争、缺乏技术壁垒和利润空间的企业或面临较大压力。**品牌商：**当上游压力持续累积，中游代工厂的消化能力达到极限，品牌方将不得不启动终端调价。我们认为极低价产品利润微薄或面临淘汰，中小品牌或加速出清，头部品牌凭借资金、供应链、定价权优势具备经营韧性，中长期或扩大份额。**关注原料、供应链优势显著，具备优质产品力与配方竞争力的企业。**

3.3、金达威旗下多特倍斯保持高增长，关注全产业布局保健品牌

2月1日起，《直播电商监督管理办法》正式施行，明确禁止第三方KOL（网红、达人）禁止第三方KOL（网红、达人）为保健食品带货直播。行业节日错峰基础上仍保持高增，2月线上天猫+京东+抖音平台西式保健品GMV_{YoY}+13%，未见降速，消费者需求较为景气，强监管下行业集中度有望持续向合规龙头集中。

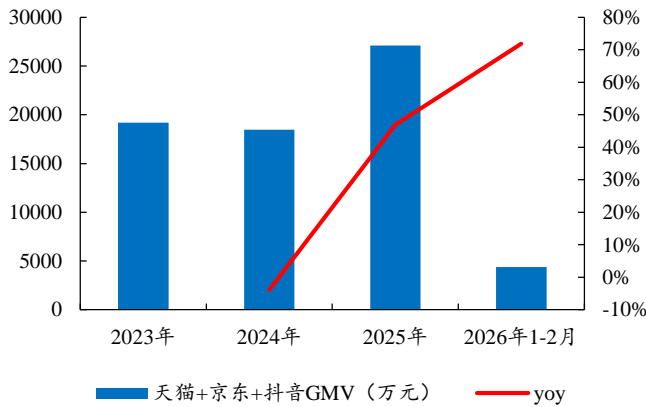
图22：2026年2月线上三平台西式保健类目 GMV yoy+13%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

金达威旗下保健品牌 Doctor's best 持续保持高增。金达威是全产业链布局的保健品公司，业务涉及上游原料供应、中游制剂生产、下游品牌运营及渠道布局等。上游原料业务主要研发生产辅酶 Q10、NMN、维生素 A 及维生素 D 等。其中多特倍斯作为 C 端主要放量品牌，以北美销售为主，并通过跨境电商渠道销往国内，拥有 300 多个 SKU。2025 年 Doctor's best 线上（天猫+京东+抖音）三平台 GMV 达 2.7 亿元/yoy+46.9%，2026 年 1-2 月三平台 GMV 达 4398 万元/yoy+71.9%，2 月品牌 GMV 达 2133 万元/yoy+58%，放量未受春节影响，仍保持较高增速。品牌发力国内跨境电商渠道建设，麦角硫因产品 2025 年 4 月正式推出，2025 年 12 月 Doctor's best 的 NMN 获美国 FDA 合规确认，可正式在美国市场销售，美国市场销售预计保持稳中有增。同时，公司全产业链布局使得相关产品原料成本免受行业价格波动影响，保证产品品质稳定。**受益标的：金达威。**

图23：多特倍斯线上销售额加速增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图24：多特倍斯在线上多跨境平台销售



资料来源：Doctor's Best

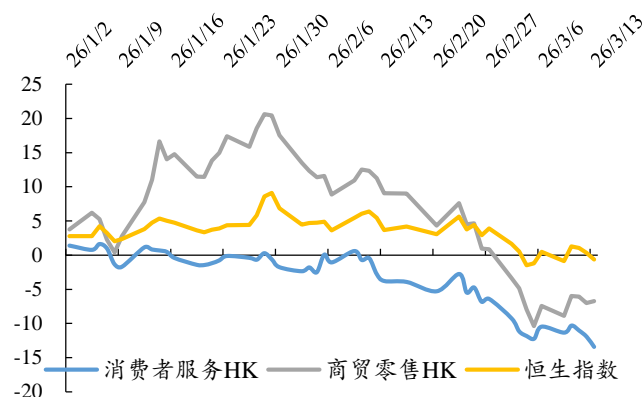
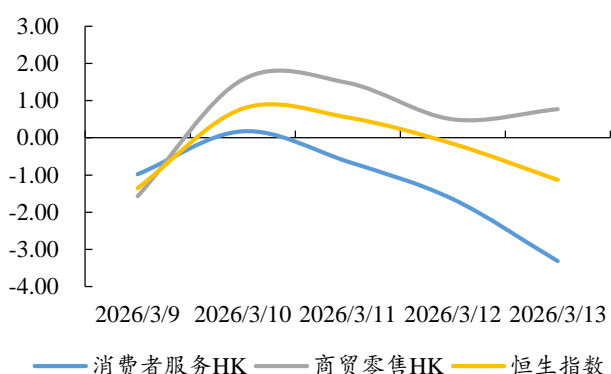
4、行业行情回顾：港股商贸零售跑赢大盘、消费者服务跑输大盘

4.1、港股行业跟踪：本周商贸零售上涨、消费者服务下跌

本周（2026.3.9-2026.3.13）港股消费者服务/商贸零售指数-3.31%/+0.77%，较恒生指数涨跌幅-2.18/+1.9pct，在30个一级行业中排名第8/25；2026年初至今消费者服务/商贸零售行业指数-13.43%/-6.73%，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26/30。

图25：本周（2026.3.9-2026.3.13）港股本周商贸零售跑赢恒生指数、消费者服务跑输恒生指数（%）

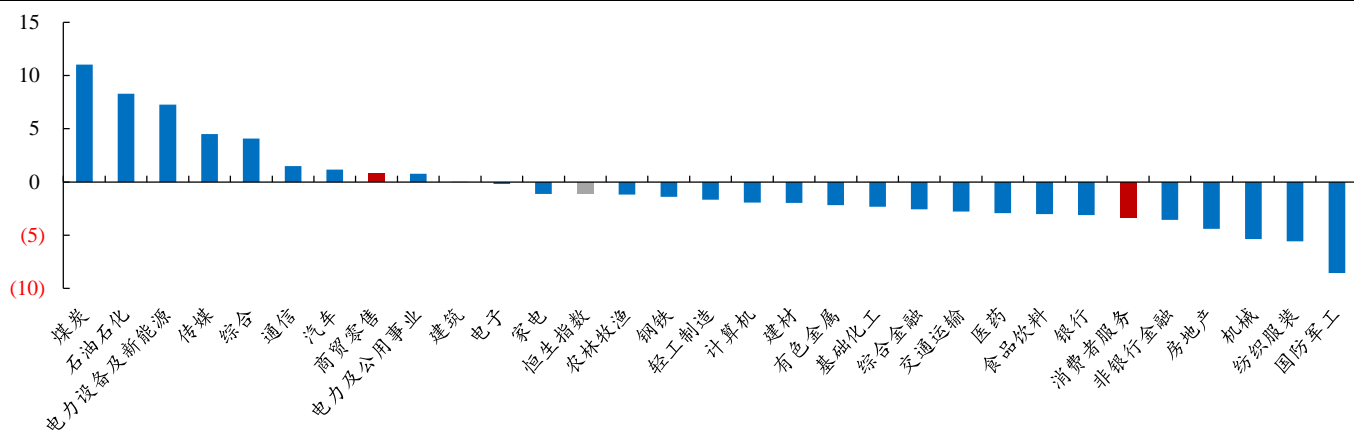
图26：2026年初至今商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

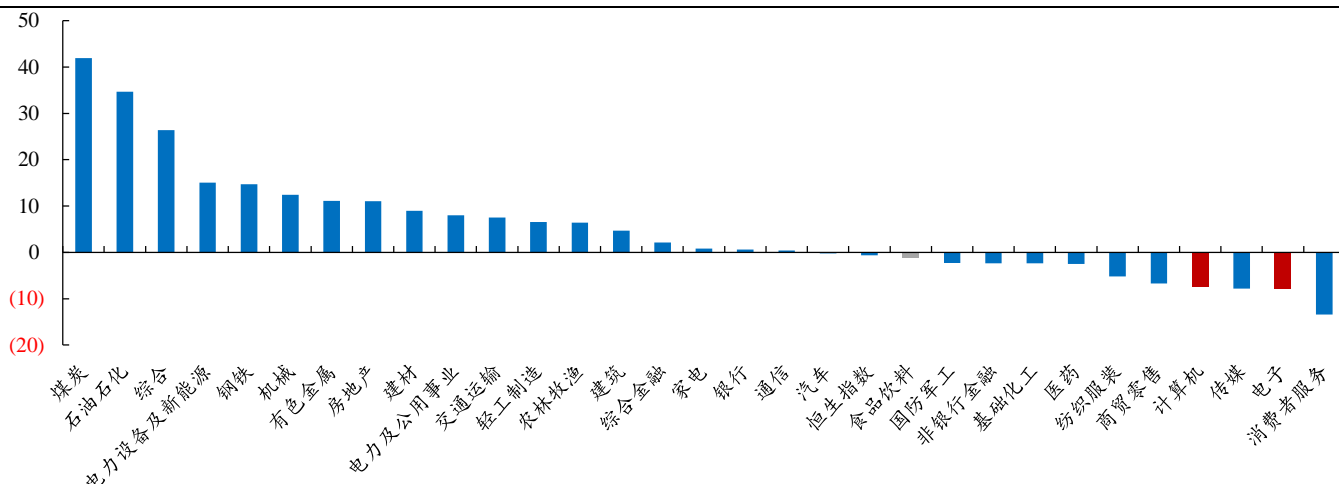
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：本周（2026.3.9-2026.3.13）港股煤炭、石油石化、电力设备及新能源板块表现强劲（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026 初至今港股煤炭/石油石化/综合板块涨幅靠前（%）

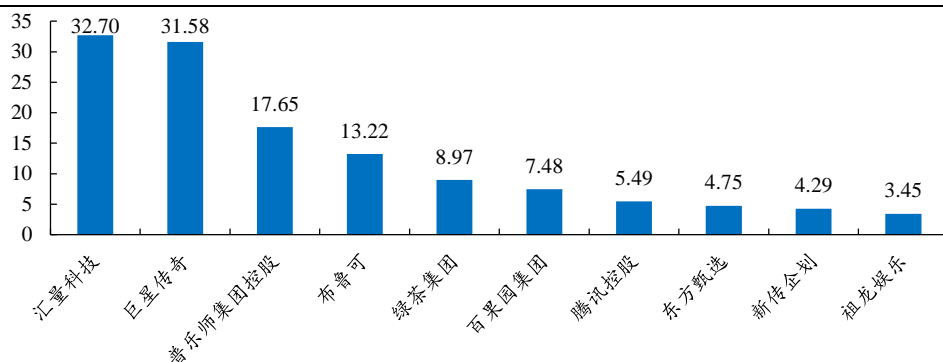


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、港股消费标的表现：本周（2026.3.9-2026.3.13）传媒、餐饮类上涨排名靠前

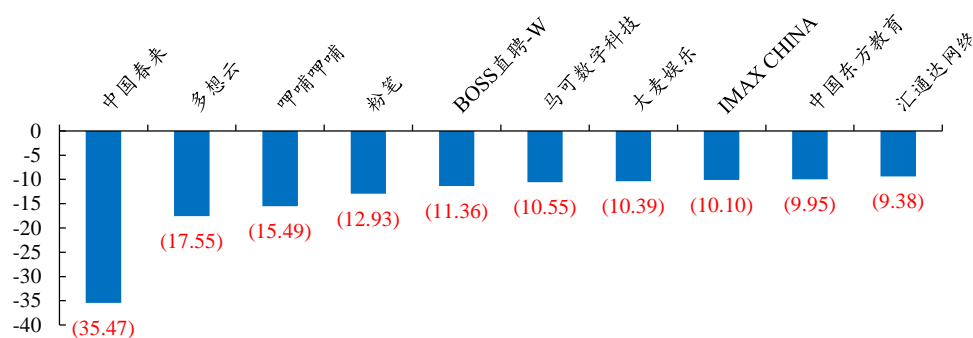
本周（2026.3.9-2026.3.13）港股传媒、餐饮类涨幅靠前，涨幅前三名分别为汇量科技、巨星传奇、普乐师集团，跌幅前三名分别为中国春来、多想云、呷哺呷哺。

图29：本周（2026.3.9-2026.3.13）汇量科技、巨星传奇、普乐师集团控股领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：本周（2026.3.9-2026.3.13）中国春来、多想云、呷哺呷哺跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/3/13	EPS			PE			评级
		收盘价	2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E	
RERE.N	万物新生	38.99		4.17	5.74		12.37	8.98	买入
1318.HK	毛戈平	77.30	2.40	3.10	4.00	28.40	21.98	17.04	买入
2367.HK	巨子生物	29.78	2.5	3.1	3.7	10.47	8.54	7.09	买入
2145.HK	上美股份	56.35	2.53	3.16	3.85	19.66	15.72	12.91	买入
2097.HK	蜜雪集团	333.60	15.57	19.46	23.67	18.89	15.12	12.42	增持
1364.HK	古茗	27.10	1.16	1.22	1.49	20.69	19.64	16.05	未评级
0325.HK	布鲁可	61.25	4.12	6.09	7.99	13.10	8.87	6.76	买入
300896.SZ	爱美客	142.10	4.89	5.93	6.94	29.06	23.95	20.47	买入
920982.BJ	锦波生物	186.31	7.83	10.02	12.58	23.81	18.60	14.81	买入
601888.SH	中国中免	73.29	1.91	2.44	2.84	38.46	30.02	25.78	未评级
0780.HK	同程旅行	19.37	1.22	1.42	1.66	13.98	12.01	10.28	未评级
603099.SH	长白山	38.24	0.66	0.80	0.95	57.77	47.73	40.24	买入
300795.SZ	米奥会展	12.34	1.15	1.44	1.74	10.77	8.58	7.10	买入
001308.SZ	康冠科技	20.70	1.00	1.43	1.74	20.80	14.53	11.87	买入
300856.SZ	科思股份	13.45	0.51	0.75	0.99	26.55	18.05	13.65	买入
603277.SH	银都股份	15.21	1.43	1.59	1.71	10.60	9.58	8.88	买入
688363.SH	华熙生物	45.10	0.77	1.02	1.31	58.30	44.04	34.52	买入
300740.SZ	水羊股份	20.88	0.50	0.72	0.97	41.90	28.87	21.44	买入
300192.SZ	科德教育	19.15	0.50	0.56	0.62	38.07	34.21	30.83	买入
000526.SZ	学大教育	35.05	2.03	2.49	2.98	17.24	14.05	11.77	未评级
603081.SH	大丰实业	12.38	0.36	0.50	0.65	34.48	24.74	19.08	买入
300662.SZ	科锐国际	25.19	1.55	1.76	2.11	16.25	14.31	11.93	未评级
600861.SH	北京人力	16.89	2.01	1.84	2.01	8.39	9.18	8.41	未评级
600662.SH	外服控股	5.49	0.31	0.34	0.35	17.61	16.25	15.48	未评级
603059.SH	倍加洁	32.57	1.47	1.91	1.79	22.09	17.07	18.20	买入
9961.HK	携程集团-S	401.60	47.67	24.80	29.07	7.43	14.27	12.18	未评级
300492.SZ	华图山鼎	65.85	1.66	2.13	2.74	39.73	30.84	24.07	未评级
0667.HK	中国东方教育	5.52	0.35	0.46	0.55	15.57	12.09	10.01	未评级
1773.HK	天立国际控股	2.32		0.34					及
002659.SZ	凯文教育	5.62	0.01	0.08	0.16	515.60	66.20	34.89	未评级
301011.SZ	华立科技	23.78	0.76	1.16	1.51	31.27	20.52	15.74	未评级
300859.SZ	西域旅游	36.88	0.61	0.77	0.92	60.17	47.64	40.26	未评级
9699.HK	顺丰同城	11.95	0.29	0.55	0.86	36.63	19.30	12.28	未评级
3690.HK	美团	75.95	-3.56	0.30	5.02	-18.83	224.77	13.34	未评级
EDU.N	新东方	53.87	0.23	0.31	0.37	33.94	25.08	21.30	未评级
TAL.N	好未来	11.13	0.25	0.40	0.55	45.28	28.16	20.32	买入
0999.HK	小菜园	7.91	0.61	0.73	0.87	11.34	9.57	7.99	未评级
9992.HK	泡泡玛特	204.80	8.04	11.20	15.05	22.46	16.13	12.00	买入
6831.HK	绿茶集团	7.90	0.73	0.92	1.16	9.53	7.55	6.02	未评级

2517.HK	锅圈	3.85	0.17	0.21	0.27	19.97	16.16	12.57	买入
0669.HK	创科实业	112.70	0.78	0.91	1.02	127.73	109.58	97.12	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、爱美客、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 13 日港币兑人民币收盘价 0.88163；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 3 月 13 日美元兑人民币收盘价 6.9007）

5、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