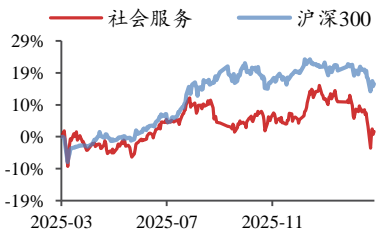


海外消费

2026年03月29日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《中国香港2月一手房成交增速亮眼，世界牙科耗材看中国——行业周报》-2026.3.22

《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——行业周报》-2026.3.15

《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

电力 AI 新基建迎重大新机，三维数字化技术促进牙科升级

——行业周报

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruijian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（分析师）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790525070010

● 出行旅游：各地春秋假政策加速落地，2025Q4 同程旅行业绩稳健增长

春秋假政策：春假窗口期衔接清明和五一淡旺季，目前全面落地7省，其中以清明衔接型为主流形成6天假期，匹配春季踏青、中短途亲子游的核心需求。春假有效分流传统假期的客流高峰，撬动核心家庭亲子客群增量，从清明假期国内民航预订数据看，多数春假试点城市清明假期计划航班量/预订票价同比实现稳步增长。**同程旅行：**2025Q4 实现收入48.4亿元/同比+14.2%，实现经调整净利7.80亿元/同比+18.1%，对应经调整净利率16.1%/同比+0.5pct，主要系核心OTA业务变现效率提升。受益于高星级酒店订单占比提升，2025Q4 住宿业务延续量价齐升态势；国际业务收入比例逐步提升，公司预计未来将推动贡献占比提升5%。

● 算电协同：从政策顶层设计到中国 Token 出海，AI 新基建迎重大新机

中国 AI 产业已进入数据要素供给扩容 + 应用场景激增的正向循环阶段，国家能源局提出“积极推动风电、光伏、核能、生物质能等多元清洁能源发展，形成多能互补、抗风险能力强的新型能源体系，算电协同进入规模化落地元年。Token 成为 AI 时代“新石油”，中国 Token 出海具备较强电力成本优势，相较于欧美，中国具备低廉的电力成本和稳定的电网支撑。海关总署数据显示，2026年2月我国电力设备核心品类出口全线高增；高压开关出口额10.6亿元，同比增长59.5%，增速领跑全品类。增长核心源于全球 AI 算力基建提速、海外电网升级与新能源装机扩容带来的旺盛需求，同时我国电力设备具备全产业链产能、成本与技术优势，叠加全球能源转型与算电协同的长期趋势，行业出口景气度具备强持续性。

● 美丽：时代天使海外业务快速发展，3D 技术重塑隐形正畸未来

时代天使：2025年公司海外案例数同增82.1%，收入同增102.5%，整体亏损水平大幅收窄。国内案例数增长驱动国内业务保持稳健，国内经营利润率维持高位。全年收入3.7亿美元，yoy+37.8%，经调净利润4380万美元/yoy+62.8%。**技术：**口腔3D打印颠覆了临床制取印模、翻制石膏模型等传统操作流程，既可以通过3D打印设备与CBCT等影像设备、扫描设备、设计软件之间无缝集成，也可以在矫正器、种植牙、可摘义齿和牙科模型上定制化地介入制作。我们认为3D技术有望带动隐形正畸行业技术变革，提高用户体验。时代天使在数字化升级上积极布局，并通过对外投资与合作，快速切入“直接3D打印”赛道。**受益标的：**时代天使。

● 本周行情：港股商贸零售跑输大盘，消费者服务跑赢大盘

本周（2026.3.23-2026.3.27）港股消费者服务/商贸零售指数+1.41%/-1.38%，较恒生指数涨跌幅+2.7/-0.1pct，在30个一级行业中排名第5/13；本周传媒上涨靠前。

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、现代牙科；（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、 出行旅游：各地春秋假政策加速落地，2025Q4 同程旅行业绩稳健增长	4
1.1、 春秋假：各地政策加速落地，错峰休假重构淡旺季分布	4
1.2、 同程：精细化运营持续跑赢大盘，核心 OTA 业务利润率稳步上行	5
2、 算电协同：从政策顶层设计到中国 Token 出海，AI 新基建迎重大新机遇	7
2.1、 政策：“以电定算、以算促电”，政策 + 产业双轮驱动	7
2.2、 出海：Token 出海历史性突破，电力成本构筑核心壁垒	9
3、 美丽：时代天使海外业务快速发展，3D 技术重塑隐形正畸未来	10
3.1、 时代天使：国内龙头地位稳固，海外业务快速发展	10
3.2、 牙科发展趋势：光学三维数字化技术走向成熟，促进牙科产业升级	12
4、 行业行情回顾：港股商贸零售跑输大盘、消费者服务跑赢大盘	14
4.1、 港股行业跟踪：本周商贸零售下跌、消费者服务上涨	14
4.2、 港股消费标的表现：本周（2026.3.23-2026.3.27）传媒类上涨排名靠前	15
5、 风险提示	17

图表目录

图 1： 各地春假形成清明衔接型、五一连休型、分段放假型三类放假模式	4
图 2： 春假试点城市清明假期计划航班量同比平稳增长	5
图 3： 春假试点城市清明假期航班票价同比平稳增长	5
图 4： 2025Q4 同程旅行营收同比+14.2%	5
图 5： 2025Q4 同程旅行经调整净利润同比+18.1%	5
图 6： 2025Q4 同程旅行核心 OTA 业务同比+17.5%	6
图 7： 2025Q4 同程旅行度假业务同比-0.3%	6
图 8： 2025Q4 同程旅行交通票务/住宿预订/其他业务分别同比+7.9%/+15.2%/+27.5%	6
图 9： 2025Q4 同程旅行 MPU 达 4140 万人/同比+1%	7
图 10： 2025Q4 同程旅行服务开发/销售/行政费用率同比-1.3 pct /+2.2pct/持平	7
图 11： 2025Q4 同程旅行毛利率/经调整净利率同比+2.4/+0.5pct	7
图 12： 2026 年 3 月我国日均 Token 调用量突破 140 万亿，较 2025 年底增长 40%	8
图 13： 中国大模型 Token 调用量超过美国（单位：万亿 Token）	9
图 14： 我国电价仅为欧美的 1/5-1/3	9
图 15： 2026 年 2 月我国变压器出口额 305.7 亿元，同比+44.8%	10
图 16： 2026 年 2 月我国低压开关出口额 139.7 亿元，同比+47.7%	10
图 17： 2026 年 2 月我国高压开关出口额 10.6 亿元，同比+59.5%	10
图 18： 2026 年 2 月我国绝缘电线、电缆及其他电导体出口额 208 亿元，同比+47.3%	10
图 19： 时代天使 2025 年营收稳步增长	11
图 20： 时代天使 2025 年净利润高速增长	11
图 21： 时代天使海外市场收入高增	11
图 22： 时代天使海外案例数高增	11
图 23： 时代天使海外业务亏损逐年降低	12
图 24： 时代天使净利率近年修复明显	12
图 25： 2025 年公司销售费用率下降明显	12
图 26： 直接 3D 打印技术使得生产流程更加简洁高效	13
图 27： 本周（2026.3.23-2026.3.27）港股本周商贸零售跑输恒生指数、消费者服务跑赢恒生指数（%）	14

图 28: 2026 年初至今商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	14
图 29: 本周 (2026.3.23-2026.3.27) 港股农林牧渔、医药、综合板块表现强劲 (%)	15
图 30: 2026 年初至今港股煤炭、石油石化、综合板块涨幅靠前 (%)	15
图 31: 本周 (2026.3.23-2026.3.27) 汇通达网络、IGG、多想云领涨 (%)	15
图 32: 本周 (2026.3.23-2026.3.27) 飞天云动、EDA 集团控股、泡泡玛特跌幅较大 (%)	16
表 1: 全国 7 个省份全面落地春假政策	4
表 2: 2026 年 3 月国家首次将“算电协同”纳入国家新型基础设施建设工程	8
表 3: 盈利预测与估值	16

1、出行旅游：各地春秋假政策加速落地，2025Q4 同程旅行业绩稳健增长

1.1、春秋假：各地政策加速落地，错峰休假重构淡旺季分布

春秋假政策全面落地 7 省，春假窗口期衔接清明和五一淡旺季。2026 年“支持有条件的地方推广中小学春秋假，落实职工带薪错峰休假制度”首次写入政府工作报告，是教育改革、民生保障与内需提振的复合型政策。截至目前，全国浙江、江苏、安徽等多省市密集落地义务教育阶段的春假政策，其中 4-5 月春假政策进入执行窗口期。各地因地制宜形成了清明衔接型、五一连休型、分段放假型三大差异化放假模式，其中清明衔接型为主流，通过连休形成 6 天假期，匹配春季踏青、中短途亲子游的核心需求。

图1：各地春假形成清明衔接型、五一连休型、分段放假型三类放假模式



资料来源：航班管家数据服务公众号

表1：全国 7 个省份全面落地春假政策

省份	城市 / 覆盖范围	政策内容	春假窗口期	秋假窗口期
浙江	全省 11 市	全国首个全省域推行；春秋各 3 天；不缩短寒暑假，从机动课时调整；禁书面作业，鼓励研学	4-5 月（区县自主）	11 月中旬（区县自主）
江苏	全省 13 市	义务教育阶段；春秋各 3 天；初三毕业年级第二学期不放春假；提供免费校内托管	4.1-4.3（连清明 6 天）	11 月中下旬，3 天
安徽	全省 16 市	义务教育 1-8 年级；春秋各 3 天；不补课、倡导自然研学	4.1-4.3（连清明 6 天）	11 月（统一安排）
四川	全省	义务教育阶段；春秋各 3 天；学校提供免费托管	4.1-4.3（连清明 6 天）	11 月（区县自主）
贵州	全省	幼儿园、小学、初高中非毕业年级；春秋各 3 天	4.1-4.3（连清明 6 天）	11 月
重庆	全市	小学、初中为主，鼓励高中 / 幼儿园参照；春秋各 2-3 天；四严禁（作业、考试、补课、培训）	（区县自主）	11 月（区县自主）
湖南	全省	义务教育阶段；春秋各 2-3 天；鼓励幼儿园、高中试行	4 月中下旬（各地错峰）	10-11 月

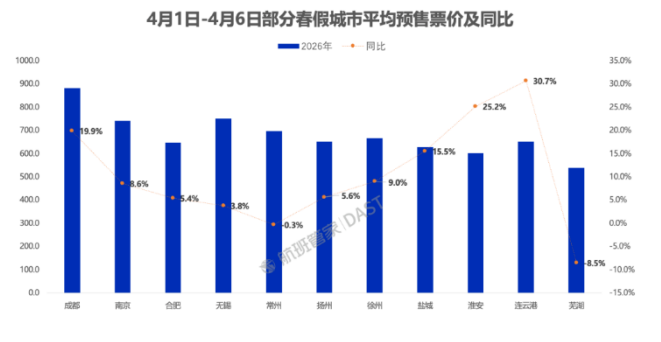
资料来源：各地教育厅官网、开源证券研究所

春假政策撬动亲子出行，平滑淡季旺季分布。春假有效分流传统假期的客流高

峰，避免了酒旅资源的阶段性紧张与服务质量的波动，同时政策核心面向义务教育阶段学生的特征，撬动核心家庭亲子客群增量，这类客群具有消费能力强、出行意愿稳定、服务品质要求高的特征。从清明假期国内民航预订数据看，多数春假试点城市计划航班量同比实现稳步增长，其中常州(+31.8%)、成都(+18.2%)、南京(+17.8%)的航班量增幅位居前列；从票价端看，试点城市民航票价呈现普涨态势，根据航班管家，截至3月22日，2026年清明假期民航裸票均价达656元，较2025年同期上涨10.1%，含税票价718元，同比上涨5.8%。

图2：春假试点城市清明假期计划航班量同比平稳增长

图3：春假试点城市清明假期航班票价同比平稳增长



资料来源：航班管家数据服务公众号

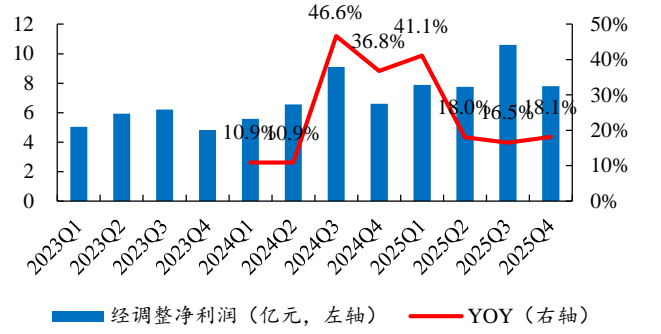
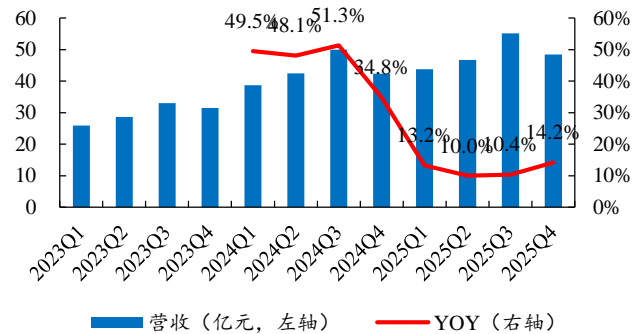
资料来源：航班管家数据服务公众号

1.2、同程：精细化运营持续跑赢大盘，核心 OTA 业务利润率稳步上行

2025Q4 同程业绩稳健增长。2025Q4 同程旅行集团实现收入 48.4 亿元/同比+14.2%，实现经调整净利 7.80 亿元/同比+18.1%，对应经调整净利率 16.1%/同比+0.5pct，主要系核心 OTA 业务变现效率提升。

图4：2025Q4 同程旅行营收同比+14.2%

图5：2025Q4 同程旅行经调整净利润同比+18.1%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

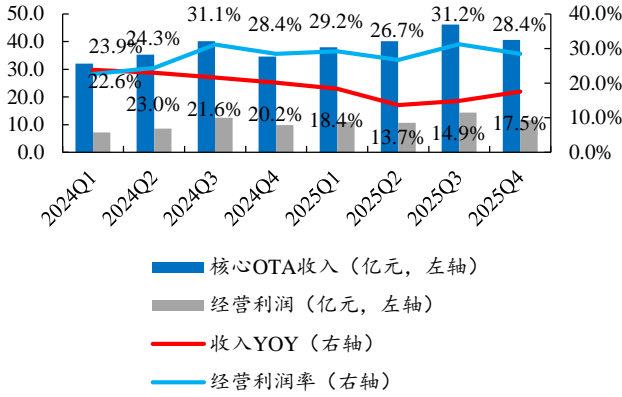
数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

分业务看核心 OTA 板块：2025Q4 收入 40.6 亿元/同比+17.5%，其中交通票务/住宿预订/其他业务收入 18.8/11.9/2.0 亿元，同比+6.5%/+15.4%/+53%。住宿业务保持量价齐升态势，受益于高星级酒店订单占比提升（业绩会透露 2025 全年高品质酒店销售占比同比提升约 5 个百分点），平台酒店 ADR 保持正向增长；其他业务高增主要系酒管业务扩张及收购万达酒店收购并表，截至 2025Q4 平台在运营酒店达 2800 家。利润方面，2025Q4 核心 OTA 业务经营利润 11.5 亿元/同比+17.5%，对应经营利润率 28.4.7%/同比持平。

(2) **度假板块：**2025Q4 实现收入 7.78 亿元/同比-0.3%，主要系东南亚及日本

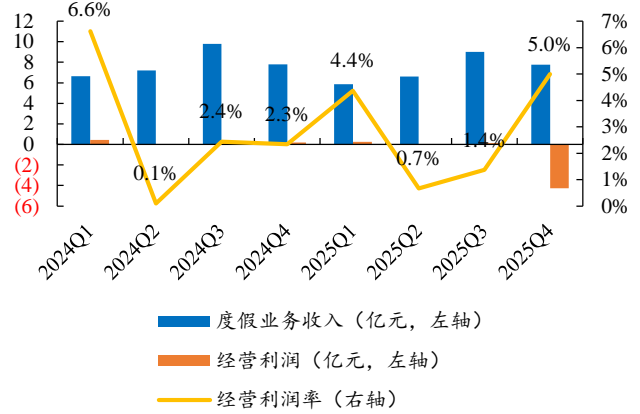
出境游板块需求相对承压及公司战略性收缩买断规模。

图6: 2025Q4 同程旅行核心 OTA 业务同比+17.5%



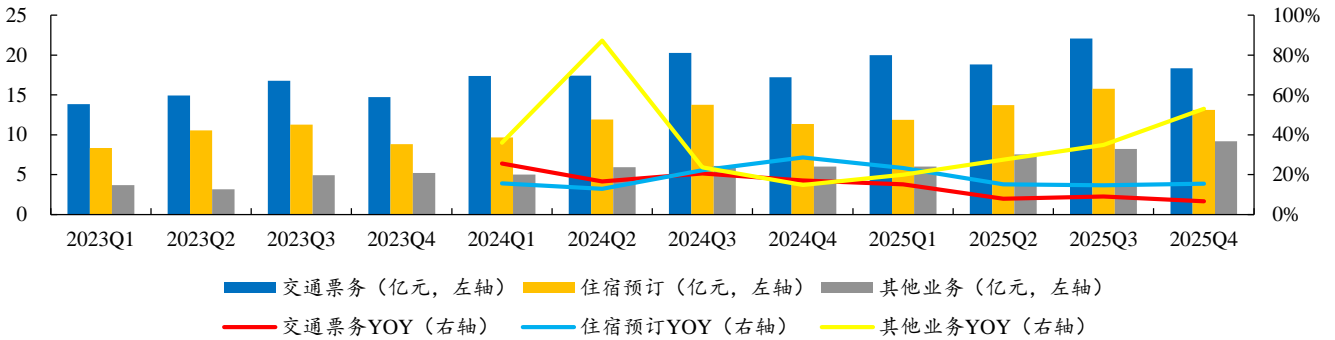
数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

图7: 2025Q4 同程旅行度假业务同比-0.3%



数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

图8: 2025Q4 同程旅行交通票务/住宿预订/其他业务分别同比+7.9%/+15.2%/+27.5%

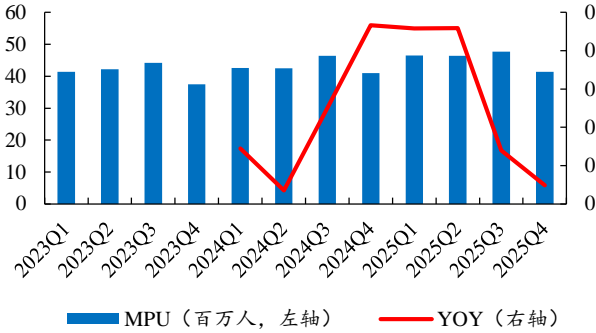


数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

付费用户规模平稳增长, APP 用户贡献提升。平台运营策略专注于提升用户粘性, 流量端公司重点培育用户消费更高频、高客单的 APP 渠道, 根据公司公开业绩会披露, 2025 年日均 DAU 同比增长超 30%。单 Q4 MPU 4140 万人/同比+1%; 年度付费用户 2.53 亿人, 同比+6.1%; 根据公司业绩会, 全年 ARPU 约 76.8 元/同比+5.5%。

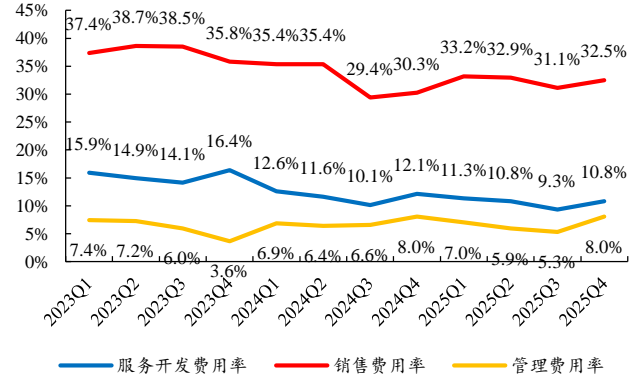
经营效率持续改善, 中长期价码国际业务。2025Q4 综合毛利率 65.9%/同比+2.4pct, 服务开发/销售/行政费用率 10.8%/32.5%/8%, 同比-1.3 pct/+2.2pct/持平。公司 AI 大模型全面接入平台运营, 聚焦 AI 优化, 2025 年 3 月推出 AI 旅行规划工具 DeepTrip, 至年末累计用户约 680 万, 持续优化用户使用体验和订单转化效率。根据公司公开业绩会, 2025 年国际机票收入已占公司交通的 7% 以上, 国际客房夜销量同比增长近 30%, 预计未来将逐步提升国际收入贡献占比至 10-15%。

图9：2025Q4 同程旅行 MPU 达 4140 万人/同比+1%



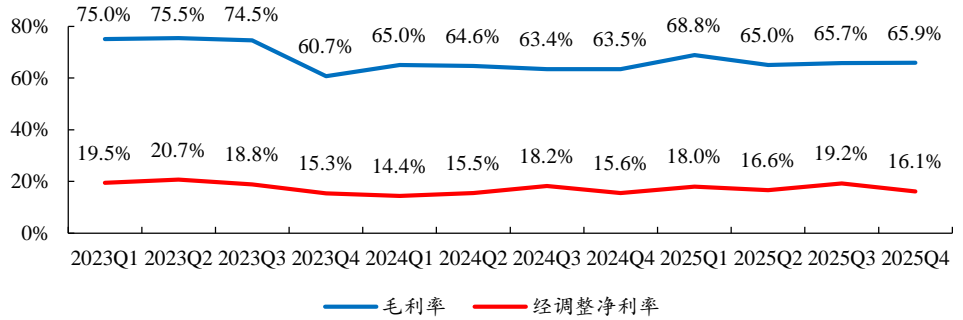
数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

图10：2025Q4 同程旅行服务开发/销售/行政费用率同比 -1.3 pct /+2.2pct/持平



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

图11：2025Q4 同程旅行毛利率/经调整净利率同比+2.4/+0.5pct

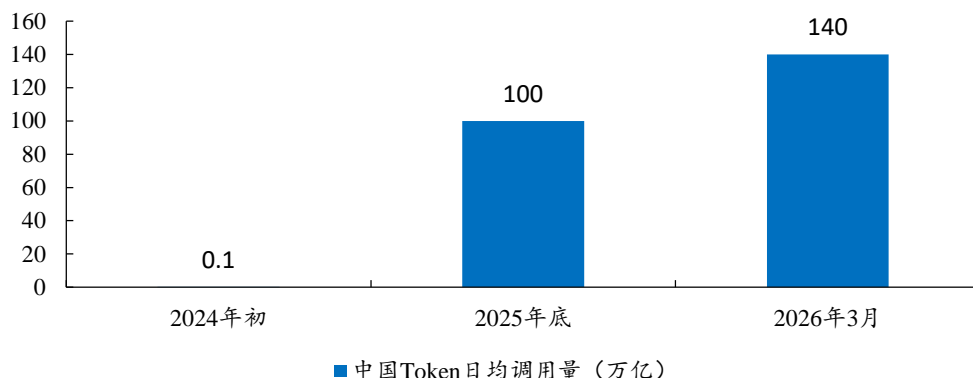


数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

2、算电协同：从政策顶层设计到中国 Token 出海，AI 新基建迎重大新机遇

2.1、政策：“以电定算、以算促电”，政策 + 产业双轮驱动

中国 AI 产业已进入数据要素供给扩容 + 应用场景激增的正向循环阶段。国家数据局于 3 月 24 日披露，截至 2025 年底全国已建成高质量数据集超 10 万个、总量达 890PB，相当于中国国家图书馆数字资源总量的 310 倍左右。截至 2026 年 3 月我国日均 Token 调用量突破 140 万亿，较 2024 年初增长超 1000 倍、较 2025 年底三个月内再增 40%。日均 Token 调用量的指数级增长，直接反映出 AI 应用在政务、金融、工业、消费等场景的深度渗透，算力需求与电力负荷同步进入高速增长通道，数据要素与 Token 调用实现共振。

图12：2026年3月我国日均Token调用量突破140万亿，较2025年底增长40%


数据来源：国家数据局、开源证券研究所

算电协同已从概念落地为国家级新基建，进入规模化落地元年。2026年《政府工作报告》在部署全年工作任务时提出：“实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，支持公共云发展，首次将“算电协同”纳入国家新型基础设施建设工程。国家数据局提出“大力推进算电协同工程，确保枢纽节点新建算力设施绿电应用占比达到80%以上”；国家能源局提出“积极推动风电、光伏、核能、生物质能等多元清洁能源发展，形成多能互补、抗风险能力强的新型能源体系。”

表2：2026年3月国家首次将“算电协同”纳入国家新型基础设施建设工程

政策层级	政策名称 / 文号	发布单位	发布时间	算电协同核心政策要点
	2026年《政府工作报告》	第十四届全国人大第四次会议	2026年3月5日	首次将「算电协同」纳入国家新型基础设施建设重点工程，明确提出实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，标志着算电协同正式上升为国家核心战略。 国家数据局提出“大力推进算电协同工程，确保枢纽节点新建算力设施绿电应用占比达到80%以上。”
国家级顶层纲领 (定战略、划底线)	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	国家发改委、国家数据局、网信办、工信部、国家能源局	2023年12月25日	国家级政策首次明确算力电力协同核心任务，提出创新算力电力协同机制；支持国家枢纽节点采用「源网荷储」模式，开展算电协同试点；明确2025年底算力电力双向协同机制初步形成， 国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超80%。
	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027年）》	国家发改委、国家能源局、国家数据局	2024年7月25日	明确要求加快推动算力电力协同项目实施，整合调节资源，提升算力与电力协同运行水平；将算力设施纳入新型电力系统柔性负荷管理范畴，统筹算力规划与电力规划衔接。
部委专项配套政策 (定细则、强落地)	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	国家发改委、工信部、国家能源局、国家数据局	2024年7月3日	强化东数西算布局刚性约束，引导数据中心与可再生能源发电协同布局；鼓励算力设施开展绿电直供、参与电力需求侧管理； 明确可再生能源利用率年均增长10%的目标，为算电协同提供绿电消纳硬性支撑。
	《电力需求侧管理办法（2023年版）》	国家发改委、工信部等六部门	2023年9月15日	明确可调节负荷、虚拟电厂的定义与管理规则，将数据中心/智算中心纳入需求侧可调节资源范畴，为算力负荷参与电网调度、需求响应提供了核心制度基础中国政府网

《电力负荷管理办法（2023年版）》	国家发改委、国家能源局	2023年9月7日	完善电力负荷管理体系，明确算力设施作为高载能可调节负荷的管理要求，支持算力负荷参与有序用电、调峰调频，为算电协同的负荷调度提供执行规范
《关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见》	国家发改委、国家能源局	2025年3月25日	明确虚拟电厂可聚合算力设施可调节负荷参与电力市场，鼓励算力中心通过虚拟电厂参与调峰、调频、备用等辅助服务，打通算电协同的市场化收益通道

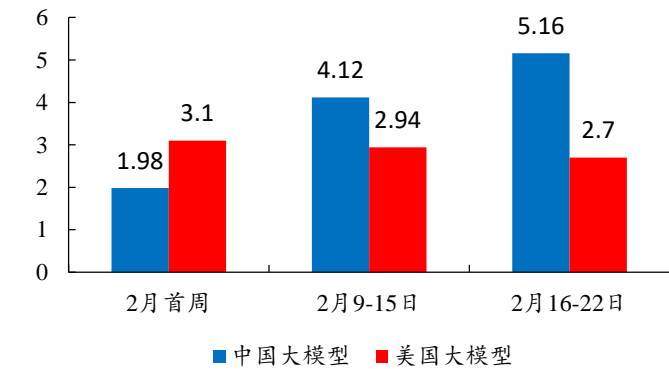
资料来源：中国政府网、国家发改委官网等、开源证券研究所

2.2、出海：Token 出海历史性突破，电力成本构筑核心壁垒

OpenRouter 数据显示，中美 AI 大模型在 2026 年 2 月迎来了历史性的交叉点。2026 年 2 月 9 日至 15 日当周，中国大模型的调用量激增至 4.12 万亿 Token，首次超越同期美国模型的 2.94 万亿 Token。在随后的 2 月 16 日至 22 日当周，中国模型的周调用量进一步冲高至 5.16 万亿 Token（三周累计上涨 127%），而美国模型调用量则回落至 2.7 万亿 Token。在全球调用量排名前五的模型中，中国本土模型强力占据四席，整体占比高达 85.9%。超越中国模型在性能接近甚至部分超越海外主流产品的同时，定价具备压倒性优势：MiniMax M2.5 与智谱 GLM-5 的输入价格仅为 0.3 美元/百万 Token，而海外对标产品 Claude Opus4.6 的价格高达 5 美元/百万 Token，是中国模型的约 16.7 倍。

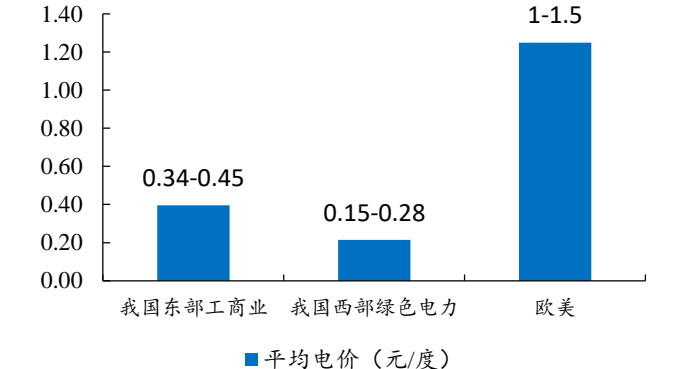
Token 成为 AI 时代“新石油”，中国 Token 出海具备较强电力成本优势。在 AI 大模型运营成本中，电力成本占比可达 60%左右，远超硬件折旧和网络成本。相较于欧美，中国具备低廉的电力成本和稳定的电网支撑。我国东部的工商业平均电价为 0.34~0.45 元/度，西部绿色电力平均电价为 0.15~0.28 元/度，而欧美平均电价为 1~1.5 元/度，我国电价仅为欧美的 1/5~1/3。

图13：中国大模型 Token 调用量超过美国（单位：万亿 Token）



数据来源：OpenRouter、开源证券研究所

图14：我国电价仅为欧美的 1/5-1/3

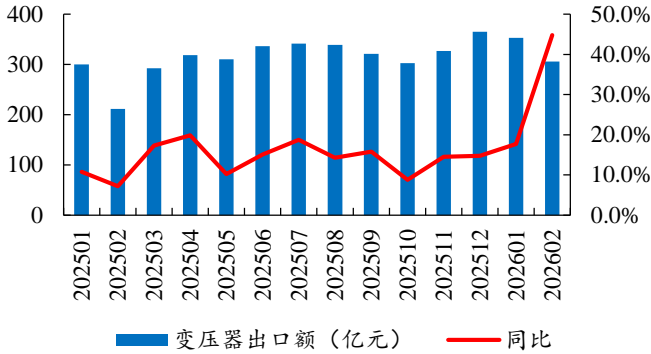


数据来源：时代周报、开源证券研究所

海关总署数据显示，2026 年 2 月我国电力设备核心品类出口全线高增。其中变压器出口额 305.7 亿元，同比增长 44.8%；低压开关出口额 139.7 亿元，同比增长 47.7%；高压开关出口额 10.6 亿元，同比增长 59.5%，增速领跑全品类；绝缘电线电缆出口额 208 亿元，同比增长 47.3%。本轮出口高增，核心源于全球 AI 算力基建提速、海外电网升级与新能源装机扩容带来的旺盛需求。同时我国电力设备

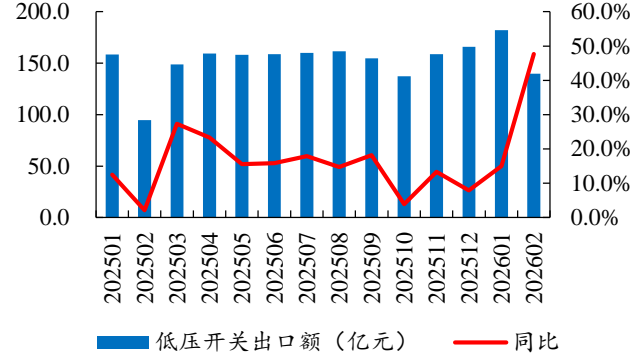
具备全产业链产能、成本与技术优势，叠加全球能源转型与算电协同的长期趋势，行业出口景气度具备强持续性。

图15：2026年2月我国变压器出口额305.7亿元，同比+44.8%



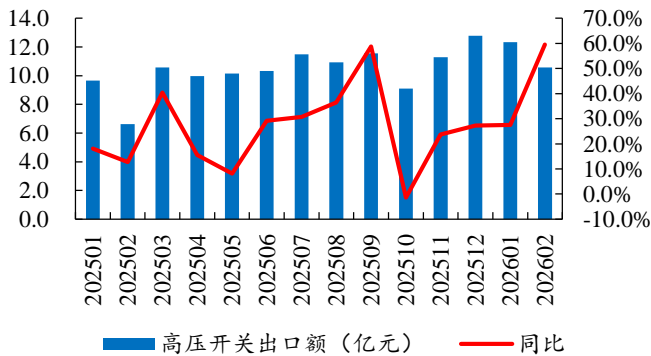
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图16：2026年2月我国低压开关出口额139.7亿元，同比+47.7%



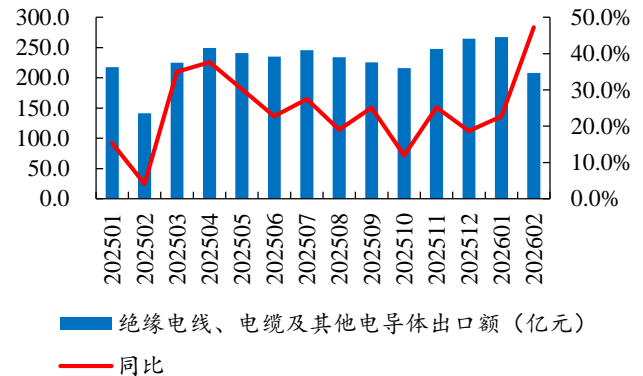
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图17：2026年2月我国高压开关出口额10.6亿元，同比+59.5%



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图18：2026年2月我国绝缘电线、电缆及其他电导体出口额208亿元，同比+47.3%



数据来源：海关总署、开源证券研究所

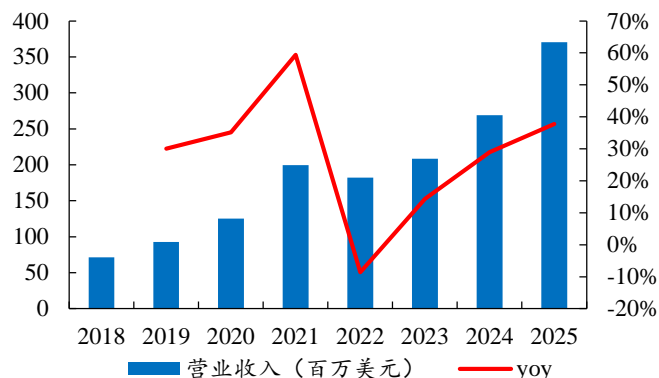
3、美丽：时代天使海外业务快速发展 技术重塑隐形正畸未来

3.1、时代天使：国内龙头地位稳固，海外业务快速发展

近年海外业务高速发展驱动收入快速增长，利润端呈加速修复。2018-2021年中国隐形正畸市场需求增长迅速，公司作为国内隐形正畸龙头，收入利润快速增长。2022年受宏观环境影响以及区域性正畸集中带量采购制度的出台，收入承压。2023年开始国际业务投资逐渐加大，全球市场起步阶段扩张成本较高，净利润增速存在阶段性波动。2024-2025年伴随海外市场业务进展迅速，国内业务企稳，整体业绩复苏明显。2024/2025年公司收入分别为2.7/3.7亿美元，yoy+29%/+37.8%，净利润分别为1002/2633万美元，yoy+45.8%/+162.8%，经调净利润分别为2690/4380万美元，

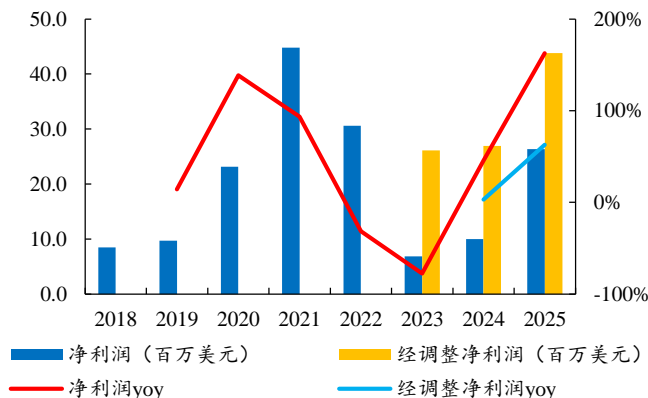
yoy+3.1%/+62.8%。

图19：时代天使 2025 年营收稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：时代天使 2025 年净利润高速增长

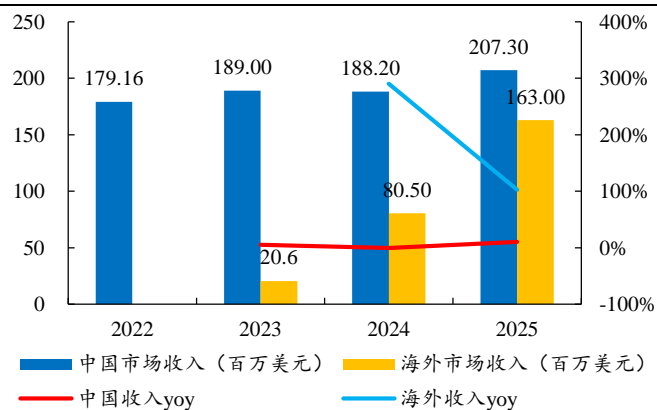


数据来源：Wind、开源证券研究所

海外业务大幅增长，整体减亏显著。2024/2025 年海外案例数 14.07/25.62 万例，yoy+326.4%/+82.1%，海外收入 0.8/1.6 亿美元，yoy+290.4%/+102.5%，经调分部亏损分别为 2970/1050 万元，经调分部利润率为-40.1%/-6.8%，整体亏损水平大幅收窄。预计海外业务的盈利时点将近，后续有望带动利润端快速增长。

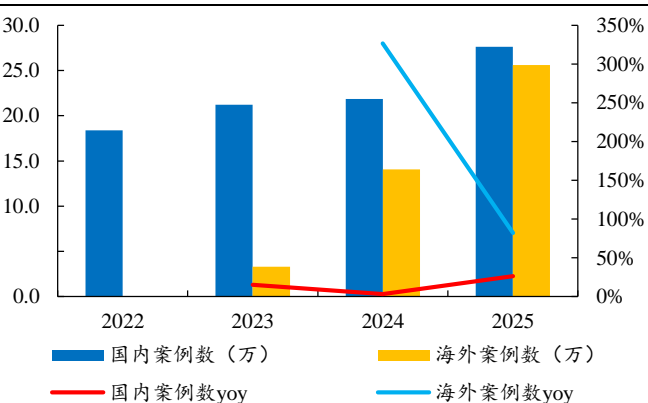
国内案例数增长驱动国内业务保持稳健，国内经营利润率维持高位。受宏观环境影响国内市场平均单价水平呈下降趋势，但公司案例数仍保持稳健增长使得收入水平保持稳定。2024/2025 年公司案例数为 21.87/27.62 万例，yoy+3.3%/+26.3%，收入分别为 1.9/2.1 亿美元，yoy-0.4%/+10.1%。同时受益于集团规模效应，行政及研发投入在集团全球业务运营中有效共享，国内经调分部利润率保持稳定，2025 年经调分部利润率增长 5.25pct 至 24.7%。

图21：时代天使海外市场收入高增

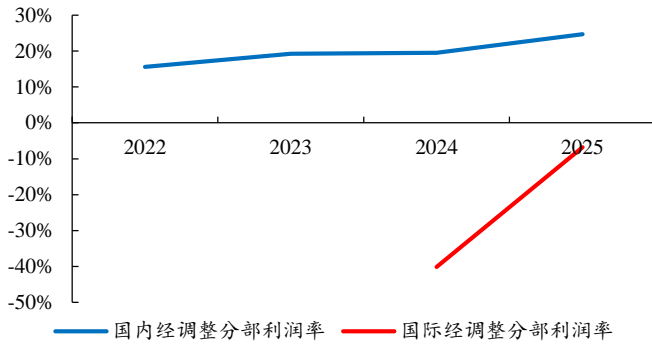


数据来源：时代天使公司公告、开源证券研究所

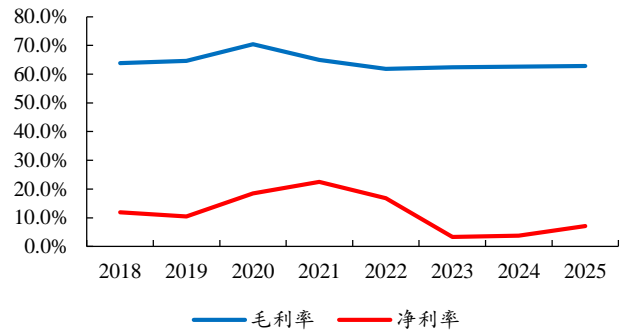
图22：时代天使海外案例数高增



数据来源：时代天使公司公告、开源证券研究所

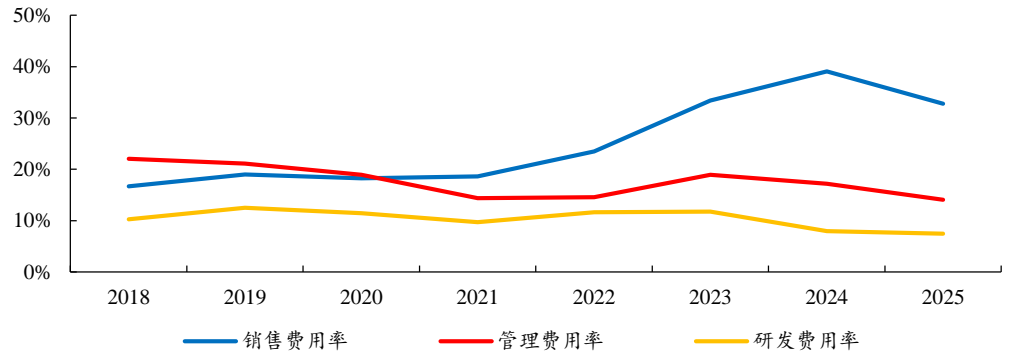
图23：时代天使海外业务亏损逐年降低


资料来源：时代天使公司公告、开源证券研究所

图24：时代天使净利率近年修复明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率稳定，费用率随海外体量快速增长呈下降趋势。2022年以来公司毛利率稳定在62%左右，海外处于投入高峰期，销售费用率由2022年的23.5%快速提升至2024年39.1%，导致净利率承压。随着海外收入规模效应体现，2025年公司销售费用率32.8%/yoy-6.26pct，已呈现下降趋势，管理费用率、研发费用率整体呈下降趋势。

图25：2025年公司销售费用率下降明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、牙科发展趋势：光学三维数字化技术走向成熟，促进牙科产业升级

三维数字化在牙科中的应用已从单一环节的数字化演进为“三维数据采集 → AI 驱动设计 → 高性能 3D 打印”的全链条闭环。口腔 3D 打印颠覆了临床制取印模、翻制石膏模型等传统操作流程，既可以通过 3D 打印设备与 CBCT 等影像设备、扫描设备、设计软件之间无缝集成，也可以在矫正器、种植牙、可摘义齿和牙科模型上定制化地介入制作。

1、三维数据采集：构建“虚拟患者”，实现精准诊断。三维数字化采集是基础，主要包括三种核心设备：(1) **口内扫描仪 (IOS)**：能在几分钟内完成全牙弓高精度扫描，数据可直接用于修复体设计。应用范围覆盖固定修复、种植导板、正畸及长期追踪监测。(2) **锥形束 CT (CBCT)**：已成为诊所常规设备，能实现即时三维体积诊断，其与口内扫描仪的数据结合，构成了引导种植手术工作流程的基础。(3) **面部扫描仪**：可替代传统机械面弓，数字化记录颅面关系。三者数据合并，能生成整合功能、美学和解剖结构的数字孪生（虚拟患者）模型，用于高度个性化的治疗规

划。

2、三维设计：AI+CAD，自动化、标准化方案输出。 AI 模块能自动化完成修复体设计、形态分割、咬合厚度优化等复杂任务，减少人为差异，加速设计进程，提高可预测性。

3、三维制造：3D 打印颠覆生产，DPS 突破永久修复。

(1) 技术演进：3D 打印从最初打印模型，扩展到种植导板、临时修复体、咬合夹板，乃至全口义齿。主流技术包括立体光刻 (SLA)、数字光处理 (DLP) 和液晶显示 (LCD)。

(2) 材料突破：高性能生物相容性树脂及陶瓷填充复合材料的出现，使 3D 打印从临时应用迈向了确定性修复体的制作。

(3) 临床优势：可实现种植术后立即打印并戴入全牙弓临时修复体，无需调整，极大缩短了治疗时间，提升了即刻负重的可预测性。

(4) 颠覆性技术——数字加压立体光刻 (DPS)：通过加压聚合解决了传统 3D 打印密度低、孔隙率高的问题，能使用高达 70%陶瓷填料的树脂，打印出弯曲强度、弹性模量接近氧化锆的修复体。这使得单冠、贴面等最终修复体可在诊室内快速制作，兼具 3D 打印的效率与切削材料的性能。

图26：直接 3D 打印技术使得生产流程更加简洁高效



资料来源：3D 打印技术参考公众号

据 GLOBE NEWSWIRE 数据，全球牙科 3D 打印设备市场预计将从 2024 年的 105 亿美元增长至 2033 年的 501 亿美元，预计 2025-2033 复合年增长率为 19.0%。

时代天使：(1) 数字化升级打造隐形正畸诊疗新体验。公司将智能初诊沟通、实时方案设计、治疗监控工具整合到隐形矫治解决方案中，为临床医生及其团队和患者带来诸多改善。例如公司推出的新一代智能正畸平台 iOrtho 2025 为医生提供一站式智能决策支持；首款口腔扫描仪 AngelScanner A8 全面提升了设备的扫描速度、扫描精度、扫描稳定性，达到 1 分钟内高质量全口扫描；MOOELI 口腔观察仪可监测正畸进展。从 AngelScanner A8 采集数据，到 iOrtho 平台进行 AI 分析与方案设计，再到智能制造工厂生产矫治器，最后通过 MOOELI 系统进行复诊监控，公司形成了完整的数字化隐形正畸链路。

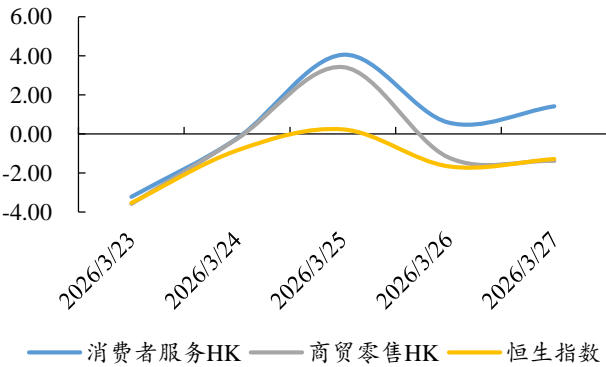
(2) 通过对外投资与合作，快速切入“直接 3D 打印”赛道。2025 年 10 月，时代天使宣布战略投资聚合物 3D 打印解决方案提供商清锋科技，并建立全球战略合作。清锋科技自主研发的“ActiveMemory™”形状记忆材料具备热激发形状记忆功能——患者使用时用热水浸泡，矫治器即可恢复初始设计的矫治力，相当于“每天佩戴的都是新的”，提供持续、稳定的力量。清锋科技直接 3D 打印技术可将矫治器制造精度提升至 96.25%，远超传统工艺。其直接 3D 打印产品“4D Aligner™”已获得美国 FDA、中国 NMPA、欧洲 MDR 等全球主要市场的权威认证，为商业化奠定良好基础。受益标的：时代天使、现代牙科、爱迪特、先临三维。

4、行业行情回顾：港股商贸零售跑输大盘、消费者服务跑赢大盘

4.1、港股行业跟踪：本周商贸零售下跌、消费者服务上涨

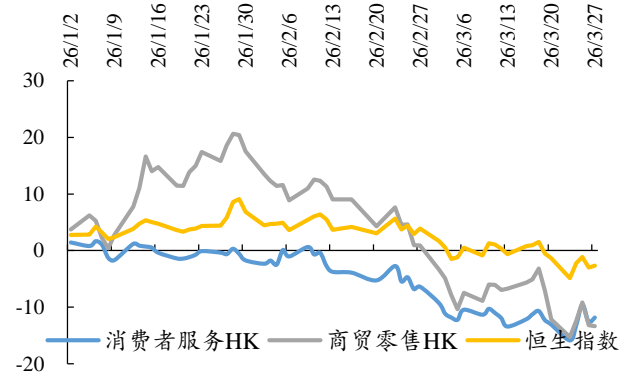
本周（2026.3.23-2026.3.27）港股消费者服务/商贸零售指数+1.41%/-1.38%，较恒生指数涨跌幅+2.7/-0.1pct，在 30 个一级行业中排名第 5/13；2026 年初至今消费者服务/商贸零售行业指数-11.84%/-13.36%，消费者服务、商贸零售板块走势弱于恒生指数，消费者服务/商贸零售在 30 个一级行业中排名第 26/28。

图27：本周（2026.3.23-2026.3.27）港股本周商贸零售跑输恒生指数、消费者服务跑赢恒生指数（%）



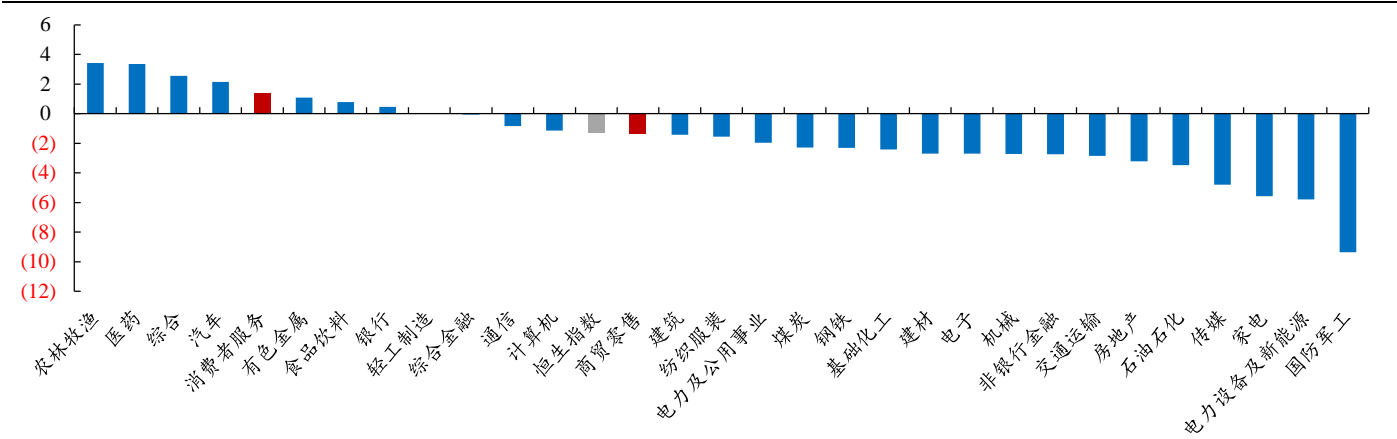
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026年初至今商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



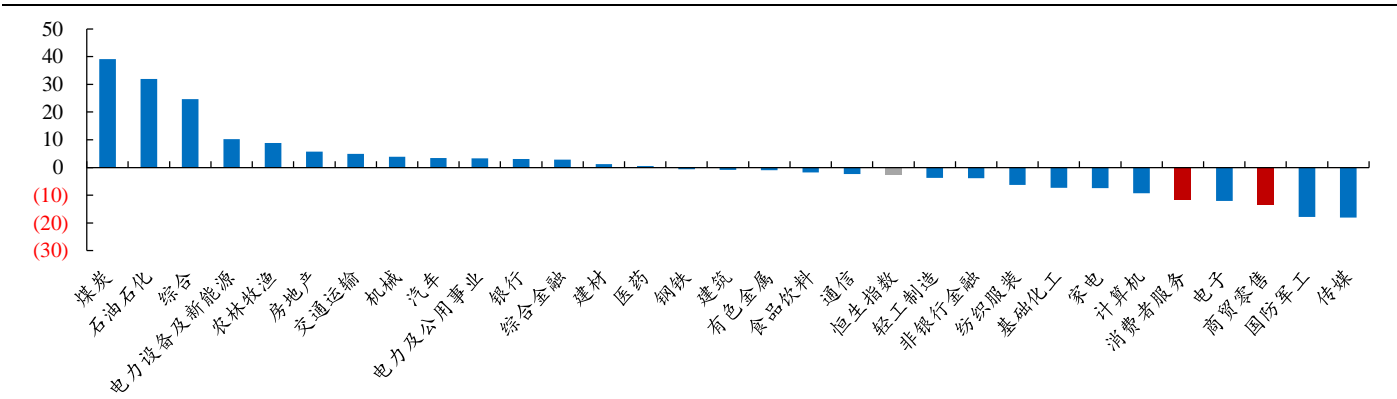
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：本周（2026.3.23-2026.3.27）港股农林牧渔、医药、综合板块表现强劲（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2026 年初至今港股煤炭、石油石化、综合板块涨幅靠前（%）

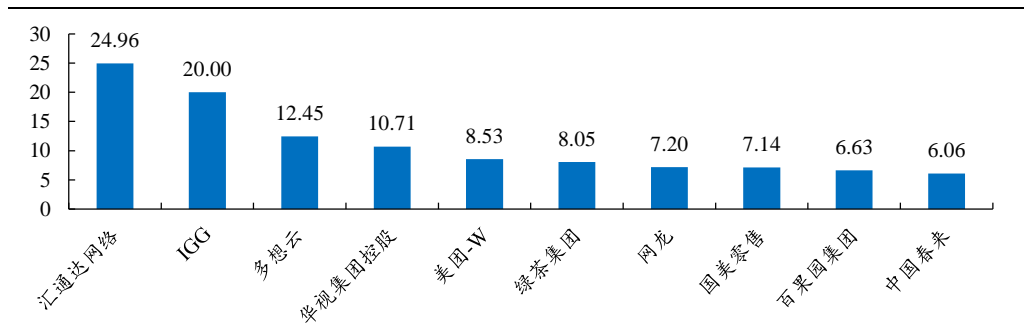


数据来源：Wind、开源证券研究所

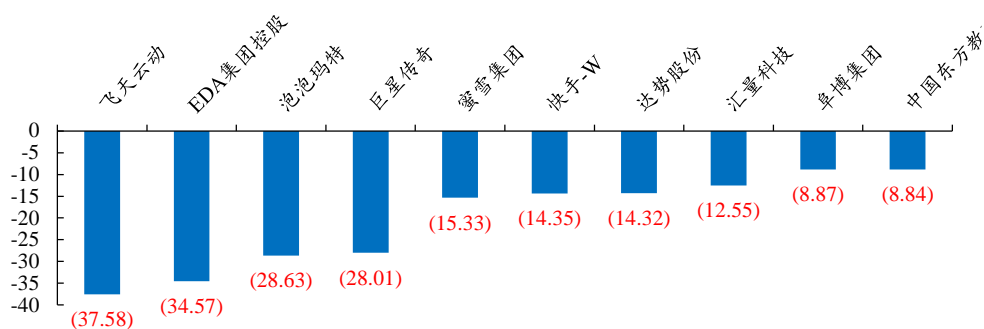
4.2、港股消费标的表现：本周（2026.3.23-2026.3.27）传媒类上涨排名靠前

本周（2026.3.23-2026.3.27）港股传媒类涨幅靠前，涨幅前三名分别为汇通达网络、IGG、多想云，跌幅前三名分别为中国春来、中手游、多想云。

图31：本周（2026.3.23-2026.3.27）汇通达网络、IGG、多想云领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周(2026.3.23-2026.3.27)飞天云动、EDA集团控股、泡泡玛特跌幅较大(%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/3/27	EPS			PE			评级
		收盘价	2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E	
RERE.N	万物新生	33.26	2.07	3.71	5.45	14.20	7.91	5.39	未评级
1318.HK	毛戈平	74.35	2.40	3.10	4.00	27.37	21.19	16.42	买入
2367.HK	巨子生物	29.02	2.5	3.1	3.7	10.23	8.34	6.93	买入
2145.HK	上美股份	56.50	2.53	3.16	3.85	19.76	15.80	12.97	买入
2097.HK	蜜雪集团	286.00	15.65	19.46	23.67	16.15	12.99	10.68	增持
1364.HK	古茗	26.48	1.08	1.27	1.55	21.66	18.44	15.14	未评级
0325.HK	布鲁可	61.60	4.12	6.09	7.99	13.20	8.94	6.82	买入
300896.SZ	爱美客	120.08	4.89	5.93	6.94	24.56	20.24	17.30	买入
920982.BJ	锦波生物	156.88	7.83	10.02	12.58	20.05	15.66	12.47	买入
601888.SH	中国中免	71.65	1.73	2.43	2.84	41.42	29.51	25.26	未评级
0780.HK	同程旅行	18.63	1.01	1.38	1.62	16.30	11.90	10.17	未评级
603099.SH	长白山	36.16	0.47	0.80	0.95	76.94	45.13	38.05	买入
300795.SZ	米奥会展	12.74	1.15	1.44	1.74	11.12	8.85	7.33	买入
001308.SZ	康冠科技	19.58	1.00	1.43	1.74	19.67	13.74	11.22	买入
300856.SZ	科思股份	12.45	0.51	0.75	0.99	24.58	16.71	12.63	买入
603277.SH	银都股份	14.44	1.43	1.59	1.71	10.06	9.10	8.44	买入
688363.SH	华熙生物	41.71	0.77	1.02	1.31	53.92	40.73	31.93	买入
300740.SZ	水羊股份	20.86	0.50	0.72	0.97	41.86	28.84	21.42	买入
300192.SZ	科德教育	18.66	0.50	0.56	0.62	37.10	33.34	30.04	买入
000526.SZ	学大教育	31.57	2.03	2.50	2.99	15.55	12.64	10.55	未评级
603081.SH	大丰实业	11.77	0.36	0.50	0.65	32.79	23.52	18.14	买入
300662.SZ	科锐国际	23.41	1.55	1.76	2.11	15.10	13.30	11.09	未评级
600861.SH	北京人力	16.22	2.02	1.84	2.01	8.03	8.80	8.07	未评级
600662.SH	外服控股	5.03	0.31	0.34	0.35	16.13	14.89	14.18	未评级
603059.SH	倍加洁	34.48	1.47	1.91	1.79	23.38	18.07	19.27	买入
9961.HK	携程集团-S	391.00	47.67	24.68	28.92	7.25	14.00	11.95	未评级
300492.SZ	华图山鼎	58.20	1.66	2.13	2.74	35.12	27.26	21.27	未评级
0667.HK	中国东方教育	5.36	0.34	0.45	0.54	15.76	11.82	9.84	未评级

301011.SZ	华立科技	23.92	0.76	1.16	1.51	31.45	20.64	15.83	未评级
300859.SZ	西域旅游	33.86	0.48	0.66	0.77	70.54	51.45	43.74	未评级
9699.HK	顺丰同城	11.60	0.28	0.53	0.84	36.33	19.28	12.26	未评级
3690.HK	美团	85.90	-3.92	-0.11	4.73	-19.36	-700.20	16.06	未评级
EDU.N	新东方	54.48	0.23	0.31	0.37	34.26	25.31	21.50	未评级
TAL.N	好未来	10.82	0.25	0.40	0.55	44.02	27.38	19.75	买入
0999.HK	小菜园	7.21	0.61	0.70	0.84	10.44	9.04	7.57	未评级
9992.HK	泡泡玛特	149.60	8.04	11.20	15.05	16.45	11.81	8.78	买入
6831.HK	绿茶集团	8.32	0.80	0.96	1.22	9.19	7.67	6.00	未评级
2517.HK	锅圈	4.15	0.17	0.21	0.27	21.57	17.46	13.58	买入
0669.HK	创科实业	105.50	0.78	0.91	1.02	119.84	102.81	91.12	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 27 日港币兑人民币收盘价 0.88361；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 3 月 27 日美元兑人民币收盘价 6.91410）

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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的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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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