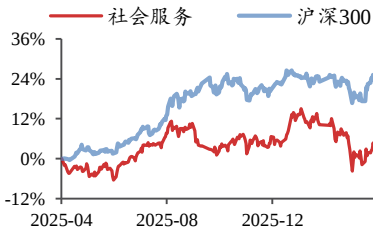


海外制造消费

2026 年 04 月 19 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

《中国香港零售&进出口贸易额双高增，口扫国产替代+出海进行时——行业周报》-2026.4.12

《3 月离岛免税销售同比增长 25%，17.5%。2026 年 Q1 内地对港出口同比增长 40%、进口同比大增 334.6%，AI 电香港商业地产交易额创新高——行业周报》-2026.4.6

《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》-2026.3.29

Bloom Energy 与 Oracle 达成燃料电池协议, AI 需求+人才流入推高中国香港经济

——行业周报

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

叶彬慧（联系人）

yebinhui@kysec.cn

证书编号：S0790124070053

● 潮玩/电网：3 月泡泡玛特店效同比+40%，一季度国南网投资高双位数增长

潮玩：2026 年 3 月国内潮玩门店呈净关态势，根据久谦，截至 2026 年 3 月，国内线下潮玩类目门店数量达到 4777 家/较 2 月净关 116 家，渠道层面优胜劣汰或有所加速。店效方面，3 月潮玩品牌线下平均店效同比-5%；分品牌看，3 月泡泡玛特/TOPTOY 平均店效同比+40%/-6.2%。**电网：**2026Q1 中国电气设备出口规模整体增长稳健，各品类累计同比增速均保持在 20%以上，其中 3 月变压器出口金额 8.27 亿美元/同比+35.7%。据公开数据，国网 2026 年一季度完成固定资产投资 1290 亿元/同比增长 43.3%；一季度南方电网完成固定资产投资 384.5 亿元/同比增长 49.5%。**离网：**美国燃料电池企业 Bloom Energy 宣布与甲骨文扩大合作，甲骨文将采购 2.8GW 燃料电池系统，SOFC 兼具碳捕集能力和更优经济性，有望成为未来煤电、气电机组升级改造的重要路径。

● 香港地产：AI 需求+人才流入推高经济，新鸿基业绩高增储备项目充足

2025 年中国香港跃居全球第五大商品贸易经济体，商品贸易总额同比增长 17.5%。2026 年 Q1 内地对港出口同比增长 40%、进口同比大增 334.6%，AI 电子产业链转口爆发带动经济走强。人口层面，中国香港重回 750 万以上，各项人才计划已吸引约 26 万人才及家属抵港，70% 计划留港超 5 年，每年带来 1.5 万-2 万套房需求，支撑楼市刚需。**新鸿基地产：**FY2026H1 实现收入 527 亿港元（同比 + 32%）、净利润 102.5 亿港元（同比 + 36.2%），物业销售收入占比升至 53.7%，利润占比回升至 29.5%，结构显著优化。公司香港土储达 5730 万平方米，未来 10 个月计划推出 1418 万平方米新盘，叠加西九龙、IGC 等优质项目落地，销售与租赁双轮驱动，业绩确定性突出。

● 美丽：复盘 Align Technology 全球化发展历程，横纵向扩张龙头地位稳固

1998 年隐适美首次在美国推出，随后向北美、欧洲、中东、亚洲等地延展布局。2025 年北美/欧洲/其他地区（包括中国）收入占比分别为 41.2%/22.8%/36%。对比隐适美案例数及活跃医生数增长趋势，我们发现二者强相关。全科牙医/正畸医生有着较强的决定权，隐适美抓住核心驱动点，通过先发优势、产品优势及服务优势，加强合作医生粘性。隐适美 2017 年专利到期后在美国市场遭受新玩家抢占份额，小型品牌市场份额一度达到 40%，但隐适美凭借医疗价值和品牌壁垒核心地位难以被撼动，在美国市场份额得到修复。

● 本周行情：港股商贸零售跑赢大盘

本周（2026.4.13-2026.4.17）港股商贸零售/消费者服务指数+8.15%/+1.11%，较恒生指数涨跌幅+7.03/+0.00pct，在 30 个一级行业中排名第 1/20；本周娱乐、餐饮类上涨靠前。

推荐标的：（1）**餐饮/会展：**锅圈、蜜雪集团、古茗、特海国际、米奥会展；（2）**美护：**科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）**IP：**泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（2）**美护：**毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（3）**零售：**美团-W、顺丰同城、中国中免；（4）**牙科：**时代天使、现代牙科、爱迪特、先临三维；（5）**地产：**华润万象生活、新鸿基地产、太古地产。（6）**电力设备：**威胜控股、东方电气。

● 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：3月潮玩线下净关店，泡泡玛特店效同比+40%.....	4
2、电网：3月电力设备出口紧俏，一季度国网固定资产投资快增.....	5
2.1、3月主配电设备出口高增，海外电网建设需求持续景气.....	5
2.2、“十五五”国内电网投资确定性增长，一季度迎开门红.....	6
2.3、Bloom Energy：宣布与甲骨文扩大战略合作，燃料电池采购规模扩大数倍.....	7
3、香港地产：AI需求+人才流入推高中国香港经济，新鸿基业绩高增储备项目充足.....	8
3.1、香港地产：AI需求推高中国香港转口贸易，人才和学生流入奠定中期牛市.....	8
3.2、新鸿基地产：2025年下半年收入、利润大增，在手项目充沛紧抓地产上行周期.....	9
4、美丽：复盘 Align Technology 全球化发展历程，横纵向扩张龙头地位稳固.....	12
5、行业行情回顾：港股商贸零售跑赢大盘.....	14
5.1、港股行业跟踪：本周商贸零售上涨，消费者服务和大盘走势基本持平.....	14
5.2、港股消费标的表现：本周（2026.4.13-2026.4.17）娱乐、餐饮类上涨排名靠前.....	16
6、风险提示.....	17

图表目录

图 1：2026 年 3 月潮玩线下门店数量 4777 家/较 2 月净关 116 家.....	4
图 2：2026 年 3 月潮玩线下门店平均店效同比-4%.....	4
图 3：3 月泡泡玛特/TOPTOY 平均店效同比+40%/-6.2%.....	5
图 4：1-3 月泡泡玛特/ TOPTOY 平均店效同比+52%/-1.2%.....	5
图 5：2026 年 1-3 月变压器出口金额同比+37.8%.....	5
图 6：2026 年 1-3 月电线电缆出口金额同比+29.6%.....	5
图 7：2026 年 1-3 月低压开关出口金额同比+22.3%.....	6
图 8：2026 年 1-3 月高压开关出口金额同比+20.0%.....	6
图 9：2026 年 1-3 月蓄电池出口金额同比+51.8%.....	6
图 10：2026 年 2 月电能表出口金额同比+54.5%.....	6
图 11：预计“十五五”国内电网投资额高双位数增长.....	7
图 12：2026Q1 国网固定资产投资同比+37%.....	7
图 13：2026Q1 国网固定资产投资同比+49.5%.....	7
图 14：2026 年 1-3 月中国对中国香港的出口额同比增长 40%.....	9
图 15：2026 年 1-3 月中国对中国香港进口额同比增长 334.6%.....	9
图 16：2022 年起中国香港人口持续回流，数量重回 750 万以上.....	9
图 17：FY2026H1 新鸿基收入 527 亿港元，同比增长 32%.....	10
图 18：FY2026H1 新鸿基净利润 102.5 亿港元，同比增长 36.2%.....	10
图 19：FY2026H1 新鸿基的物业销售收入占比提升至 53.7%.....	10
图 20：FY2026H1 新鸿基的物业销售营业利润占比提升至 29.5%，FY2021 为 47.5%.....	10
图 21：FY2026H1 新鸿基中国香港、内地、新加坡的收入占比分别为 84.5%、14.9%、0.6%.....	11
图 22：截至 2025/12/31，新鸿基地产在中国香港土地储备共 5730 万平方米，其中 1910 万为发展中物业.....	11
图 23：2026 财年下半年高铁西九龙总站、IGC 写字楼等租赁项目有望陆续落地.....	12
图 24：多年发展 Align Technology 国际市场占比持续提升.....	12
图 25：隐适美全球销量案例数稳健增长.....	13
图 26：隐适美活跃医生数量持续增长.....	13
图 27：2017 年以来美国市场进入多个玩家.....	14

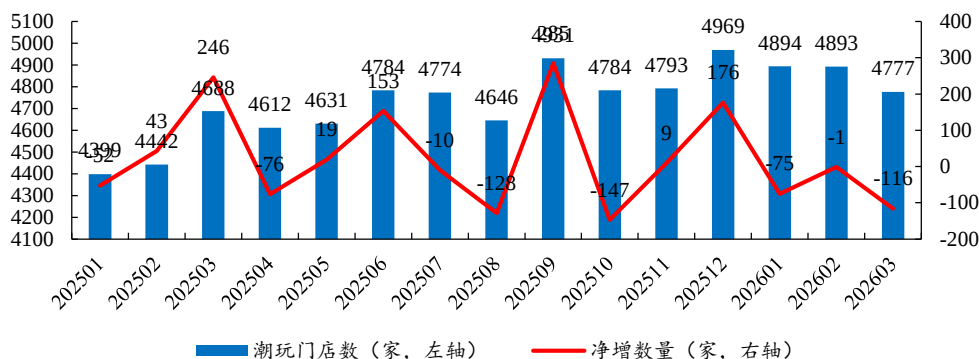
图 28: 隐适美市场份额一度受到冲击但又得到修复.....	14
图 29: 本周 (2026.4.13-2026.4.17) 港股本周消费者服务、商贸零售跑赢恒生指数 (%)	15
图 30: 2026 年初至今商贸零售、消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	15
图 31: 本周 (2026.4.13-2026.4.17) 商贸零售、电子、计算机板块表现强劲 (%)	15
图 32: 2026 年初至今港股煤炭、石油石化、电力设备及新能源板块涨幅靠前 (%)	15
图 33: 本周 (2026.4.13-2026.4.17) 飞天云动、乐享集团、沪上阿姨领涨 (%)	16
图 34: 本周 (2026.4.13-2026.4.17) 天立国际控股、力盟科技、布鲁可跌幅较大 (%)	16

表 1: 2025 年中国香港成为全球第五大商品贸易经济体.....	8
表 2: Align Technology 从美国开始, 逐渐向全球布局.....	12
表 3: 盈利预测与估值	16

1、潮玩：3月潮玩线下净关店，泡泡玛特店效同比+40%

2026年3月国内潮玩门店呈净关态势。根据久谦，截至2026年3月，国内线下潮玩类目门店数量达到4777家/较2月净关116家。上游头部IP热度换挡，潮玩/谷子经济线下供给进入阶段性饱和期，渠道层面优胜劣汰或有所加速。

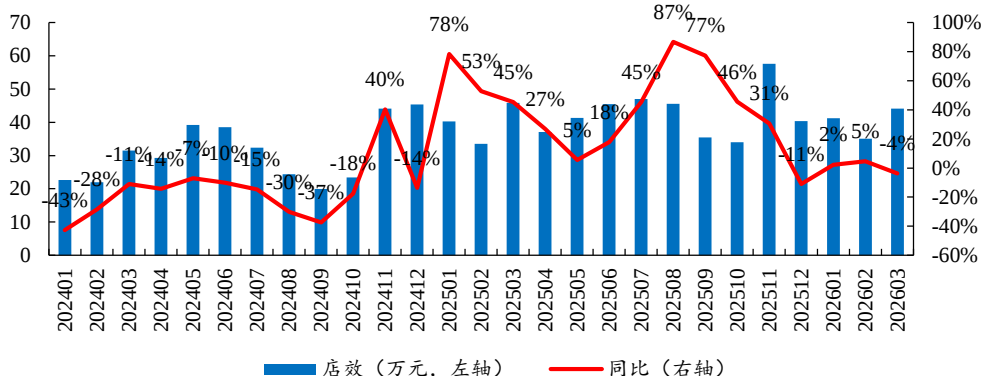
图1：2026年3月潮玩线下门店数量4777家/较2月净关116家



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

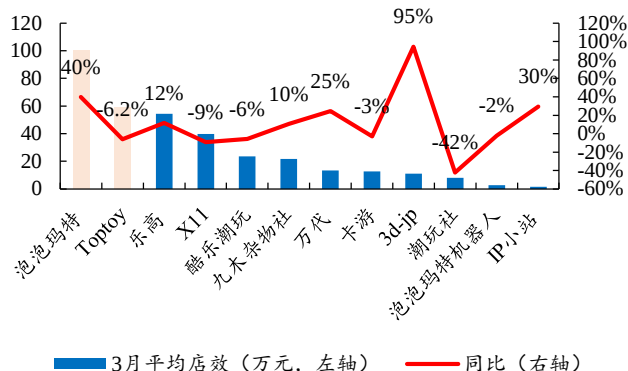
3月潮玩线下店效下滑，品牌延续分化趋势。久谦样本数据显示，2026年3月潮玩品牌线下平均店效同比-5%，主要系2025年谷子消费热潮期基数较高。分品牌看，3月泡泡玛特/TOPTOY平均店效同比+40%/-6.2%，1-3月泡泡玛特/TOPTOY平均店效同比+52%/-1.2%，泡泡玛特持续领跑线下市场。

图2：2026年3月潮玩线下门店平均店效同比-4%



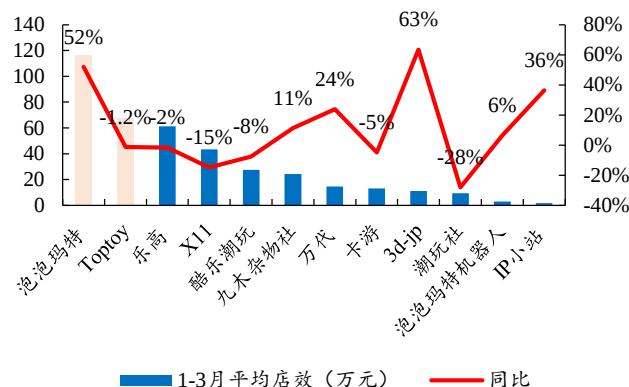
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图3：3月泡泡玛特/TOPTOY平均店效同比+40%/-6.2%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图4：1-3月泡泡玛特/TOPTOY平均店效同比+52%/-1.2%



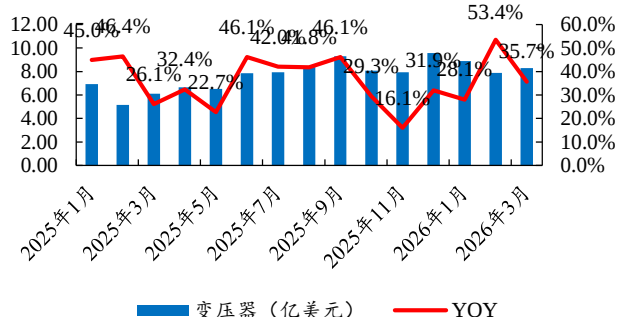
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

2、电网：3月电力设备出口紧俏，一季度国南网固定资产投资快增

2.1、3月主配电设备出口高增，海外电网建设需求持续景气

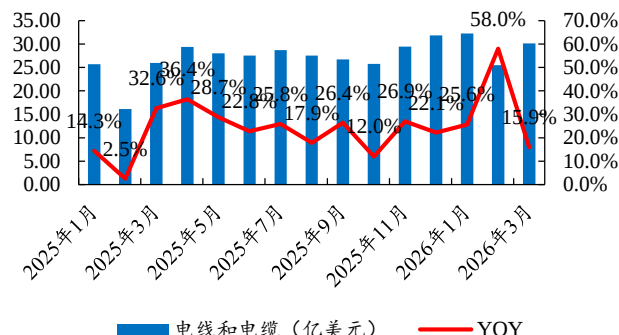
2026年第一季度中国电气设备出口规模整体增长稳健，各品类累计同比增速均保持在20%以上。3月变压器出口金额8.27亿美元，同比增长35.7%；电线电缆出口金额30.12亿美元，同比增长15.9%；低压开关出口金额31.81亿美元，同比增长7.3%；高压开关出口金额4.39亿美元，同比下滑3.7%，蓄电池出口金额99.48亿美元，同比增长64.9%；电能表2月出口金额1.37亿美元，同比增长54.4%。总体来看，尽管3月份出口金额受季节性因素和高基数影响，除高压开关出现小幅下滑外，各细分领域增速普遍出现阶段性放缓，海外基础设施建设需求预计对国内电力设备出口形成持续强力支撑。

图5：2026年1-3月变压器出口金额同比+37.8%



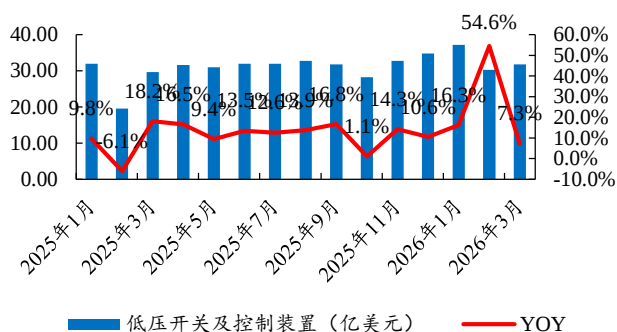
数据来源：海关总署数据平台、开源证券研究所

图6：2026年1-3月电线电缆出口金额同比+29.6%



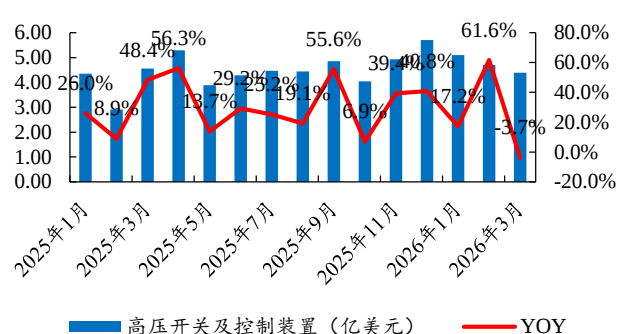
数据来源：海关总署数据平台、开源证券研究所

图7：2026 年 1-3 月低压开关出口金额同比+22.3%



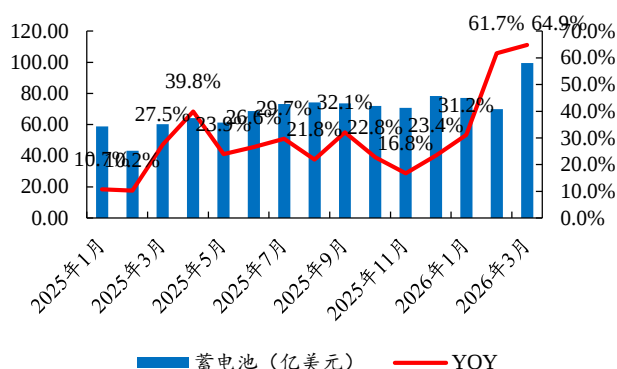
资料来源：海关总署数据平台、开源证券研究所

图8：2026 年 1-3 月高压开关出口金额同比+20.0%



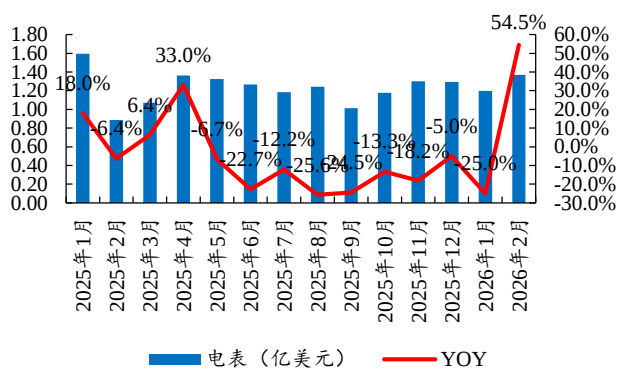
资料来源：海关总署数据平台、开源证券研究所

图9：2026 年 1-3 月蓄电池出口金额同比+51.8%



数据来源：海关总署数据平台、开源证券研究所

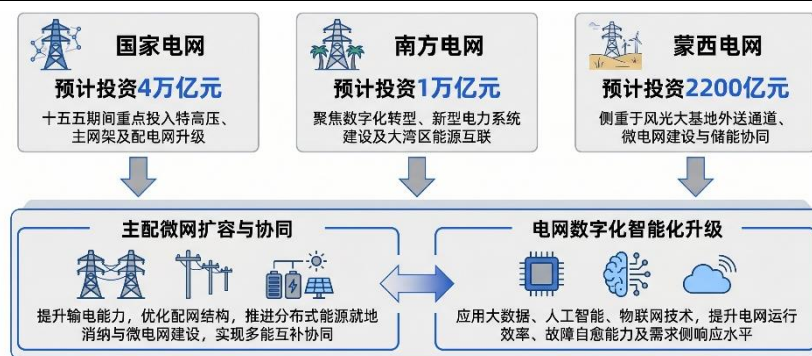
图10：2026 年 2 月电表出口金额同比+54.5%



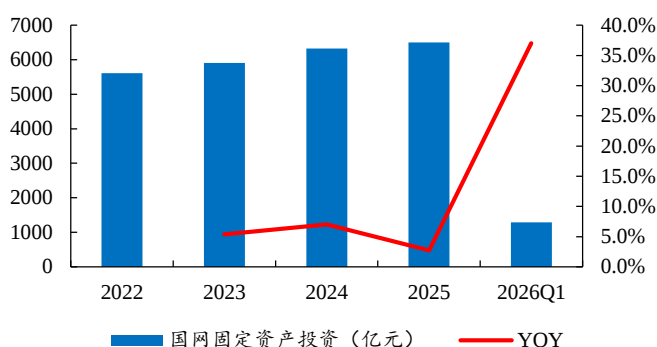
数据来源：海关总署数据平台、开源证券研究所

2.2、“十五五”国内电网投资确定性增长，一季度迎开门红

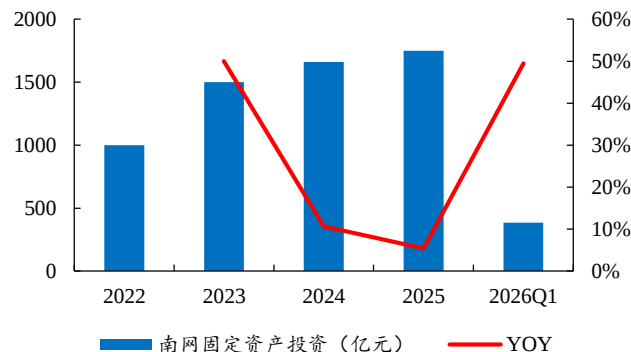
2026 年三大电网相继公布“十五五”投资规划，“算电协同”趋势下重点投向主配微网扩容，其中国网预计投资 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%；南网预计投资 1 万亿元，较“十四五”投资增长 50%；蒙西电网预计投资 2200 亿元，较“十四五”投资增长 60%。“十四五”初期，国家电网规划投资金额约为 2.2 万亿，实际投资完成约为 2.9 万元，超出目标 30%以上，我们预计“十五五”期间国家电网实际投资规模有望超过初定目标。据公开数据，国网 2026 年一季度完成固定资产投资 1290 亿元/同比增长 43.3%；一季度南方电网完成固定资产投资 384.5 亿元/同比增长 49.5%。

图11：预计“十五五”国内电网投资额高双位数增长


资料来源：国家电网、南方电网、蒙西电网、中国电力报、开源证券研究所

图12：2026Q1 国网固定资产投资同比+37%


数据来源：国家电网、界面新闻、开源证券研究所

图13：2026Q1 国网固定资产投资同比+49.5%


数据来源：南方电网、界面新闻、开源证券研究所

2.3、Bloom Energy：宣布与甲骨文扩大战略合作，燃料电池采购规模扩大数倍

Bloom Energy 与 Oracle 4 月 13 日发布联合公告：Oracle 将通过一份主服务协议向 Bloom 采购最多 2.8 GW 的固体氧化物燃料电池系统，目前双方已首批 1.2GW 电力签订合同，该批设备将于今年和 2027 年分别投入使用。

2025 年 Bloom 已实现订单快速交付。Bloom 的核心技术是模块化固体氧化物燃料电池 (SOFC)，它并非储能电池，而是全固态能量转换装置。在 600 - 1000 摄氏度高温下，氧分子在阴极得电子成氧离子，与持续供给的天然气或氢气等燃料发生电化学反应，直接输出电流，无需燃烧和机械做功。2025 年 Bloom 为 Oracle 部署的一套燃料电池系统仅用 55 天（原计划 90 天）就完成甲骨文兆瓦级电力系统安装，对比电网扩容（5-7 年）和燃气轮机建设（2-3 年）周期，其刷新了数据中心能源设施建设逻辑，能满足 AI 数据中心建设对电力部署的紧迫需求。

SOFC 有望成为 AIDC 离网发电新可选方案。由于美国弗吉尼亚州数据中心电力接入排队期突破 6 年，得州 ERCOT 夏季峰值负荷频现预警，传统电网审批 + 建设周期 5-7 年，远无法匹配 AI 算力 12-18 个月的迭代速度。相较燃气轮机和内燃机，SOFC 交付周期最短，且天然输出直流电，可直接适配英伟达新一代数据中心直流架构，在碳排放约束下，SOFC 兼具碳捕集能力和更优经济性，有望成为未来煤电、

气发电机组升级改造的重要路径。

3、香港地产：AI 需求+人才流入推高中国香港经济，新鸿基业绩高增储备项目充足

3.1、香港地产：AI 需求推高中国香港转口贸易，人才和学生流入奠定中期牛市

中国香港成为全球第五大商品贸易经济体。根据世界贸易组织（世贸组织）最新发表的《全球贸易展望与统计》报告，2025 年，中国香港成为全球第五大商品贸易经济体，较前一年跃升两位。商品贸易总额按年上升 17.5%至 15,850 亿美元，占全球总额 3%。香港对外贸易展现强劲韧力，紧随中国内地、美国、德国与荷兰，位列全球第五大商品贸易经济体，成绩令人鼓舞。若将欧盟视作单一贸易经济体，香港位列全球第四。

表1：2025 年中国香港成为全球第五大商品贸易经济体

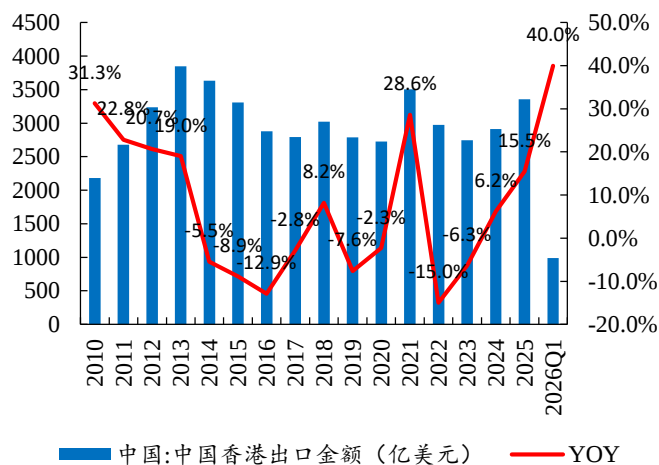
2025 年全球商品贸易主要出口国与进口国（单位：十亿美元，百分比）									
出口国/地区					进口国/地区				
排名	出口国 / 地区	金额（十亿美元）	占比（%）	同比变化（%）	排名	进口国 / 地区	金额（十亿美元）	占比（%）	同比变化（%）
1	中国	3772	14.4	5	1	美国	3507	13.2	4
2	美国	2185	8.3	6	2	中国	2583	9.7	0
3	德国	1764	6.7	5	3	德国	1543	5.8	9
4	荷兰	989	3.8	7	4	英国	949	3.6	16
5	中国香港	754	2.9	17	5	荷兰	870	3.3	7
6	日本	738	2.8	4	6	中国香港	832	3.1	18
7	意大利	726	2.8	8	7	法国	786	3	5
8	韩国	709	2.7	4	8	日本	756	2.8	2
9	阿联酋 ¹	707	2.7	17	9	印度	753	2.8	5
10	法国	683	2.6	7	10	墨西哥	683	2.6	4

数据来源：世贸组织《全球贸易展望与统计》、开源证券研究所

凭借税收优势和独特的自由港地位，中国香港的转口贸易优势正不断凸显。在全球贸易格局深度调整的背景下，中国外贸企业正面临关税成本攀升、反倾销调查频发、资金流转受限等多重挑战。而香港作为国际自由港和独立关税区，凭借其独特的税收政策、金融自由度和贸易便利化优势，正成为中国卖家突破贸易壁垒、优化税务结构、拓展全球市场的关键跳板。

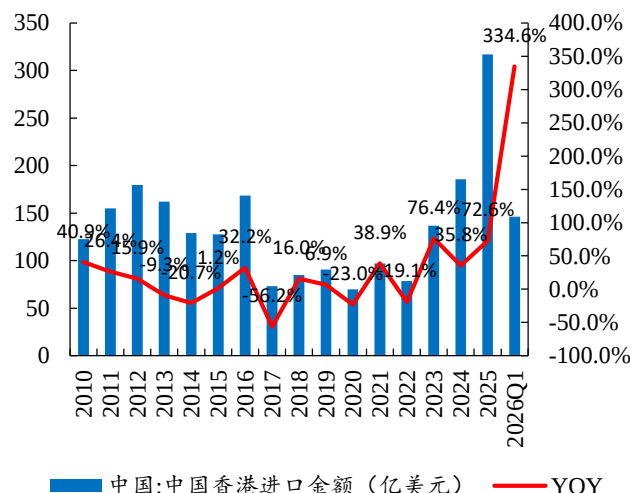
大陆 AI 先进制造与跃进式 AI 需求推高中国香港转口贸易。电子业是香港最大的产品出口创汇行业，占香港 2024 年总出口 72.8%。业内出口以转口为主，多属高科技产品，尤以电讯设备、半导体及电脑相关产品为然。2024 年以价值计算，香港是全球最大的集成电路出口地；全球第二大的智能手机和电脑零配件出口地；以及全球第五大的电脑(包括平板电脑)出口地。根据海关总署，2026 年 1-3 月中国对中国香港的出口额同比增长 40%，中国对中国香港进口额同比增长 334.6%。

图14：2026 年 1-3 月中国对中国香港的出口额同比增长 40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2026 年 1-3 月中国对中国香港进口额同比增长 334.6%

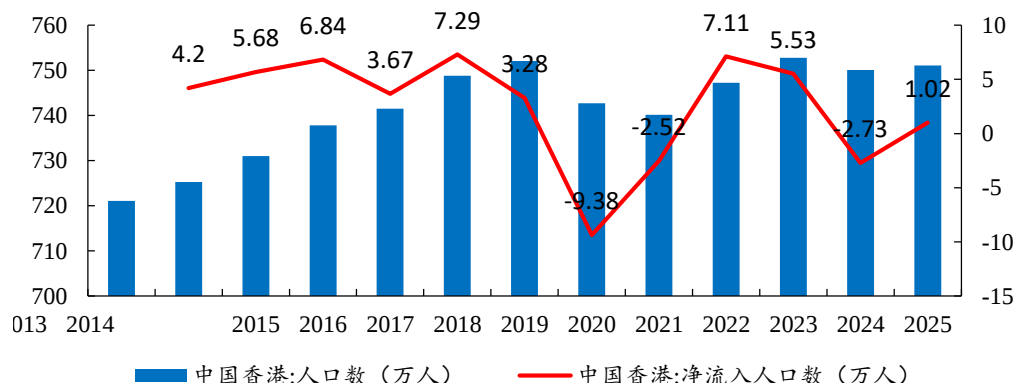


数据来源：Wind、开源证券研究所

中国香港人口重回 750 万以上，人才计划已吸引约 26 万人才及家属抵港。2025 年 12 月 31 日，劳工及福利局公布了一组数据：香港各项人才入境计划累计收到超过 57 万宗申请，批出近 40 万宗，已有约 26 万人才及其家属抵港。新居民中 70% 计划留港超 5 年，年均衍生 1.5 万-2 万套住房需求，占市场总量 20%-25%。人才政策每年为香港 GDP 贡献 340 亿港元（占比 1.2%），形成经济与楼市正循环。

新兴板块价值重塑，开发商精准适配供给。北部都会区（规划容纳 250 万人）和启德新城因“职住平衡”成为人才聚居地，元朗 YOHO TOWN 80 平米户型年涨 8%，业主主动标注“适合工作签证人士”。启德配套国际学校及跨境医疗中心，房价涨幅较同区高 2 个百分点。新鸿基等房企将 40% 新盘调整为 50-70 平米户型，强化智能家居与储物空间；启德项目签约优先入学协议，新房租金溢价达 15%。

图16：2022 年起中国香港人口持续回流，数量重回 750 万以上



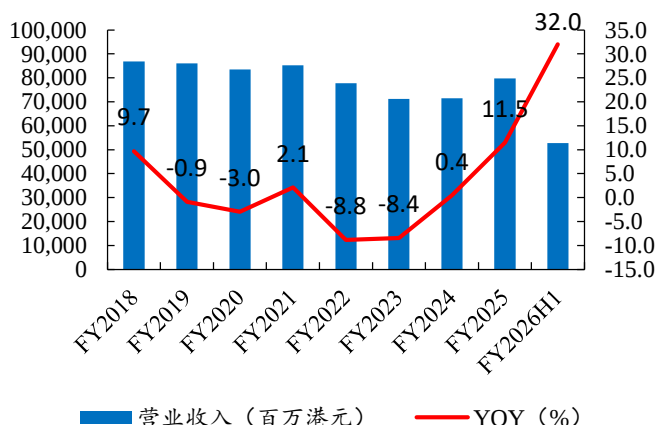
数据来源：香港政府统计处、开源证券研究所

3.2、新鸿基地产：2025 年下半年收入、利润大增，在手项目充沛紧抓地产上行周期

新鸿基 FY2026H1（截至 2025/12/31）业绩显著回暖，期内公司实现收入 527

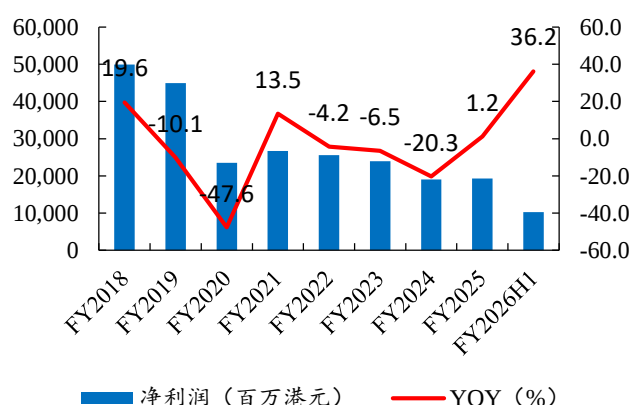
亿港元，同比+32%；净利润 102.5 亿港元，同比+36.2%，盈利修复斜率高于收入增速，盈利能力显著改善。这一增长主要受益于香港楼市复苏带动的物业销售交付、租金收入企稳，以及成本管控与资产处置带来的利润弹性释放。随着中国香港楼市量价齐升，新鸿基优质土储与核心收租物业的价值重估空间打开，业绩有望持续兑现。

图17: FY2026H1 新鸿基收入 527 亿港元, 同比增长 32%



数据来源: Wind、开源证券研究所 (新鸿基地产财年以 6/30 为结尾)

图18: FY2026H1 新鸿基净利润 102.5 亿港元, 同比增长 36.2%

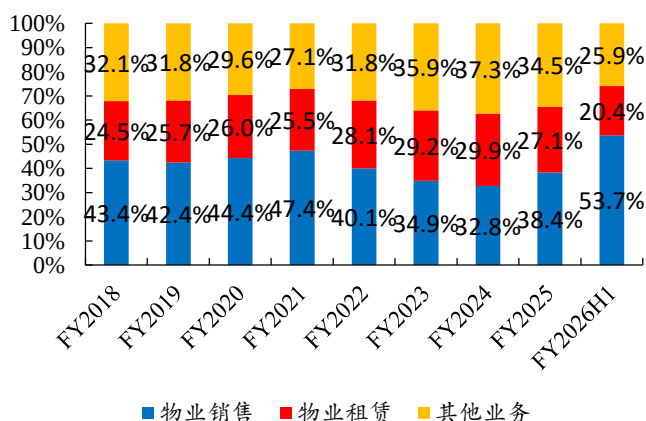


数据来源: Wind、开源证券研究所 (新鸿基地产财年以 6/30 为结尾)

业绩结构显著优化，物业销售业务成为核心增长引擎。FY2026H1 销售收

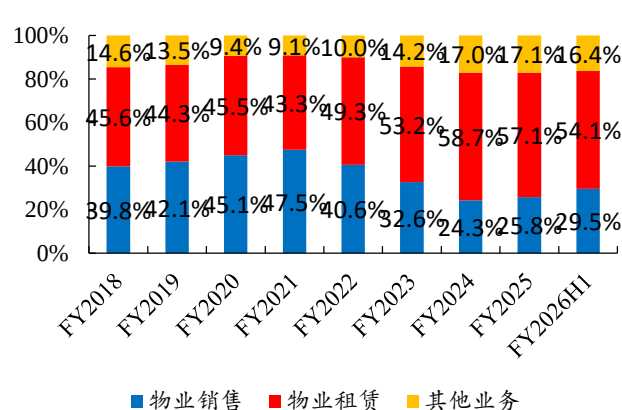
入占比提升至 53.7%，为近年新高；物业销售营业利润占比回升至 29.5%。这一变化主要受益于香港楼市复苏带动新盘交付提速，同时公司在启德、元朗等项目的推售节奏与去化表现超预期，带动销售业务贡献度提升。随着后续新盘供应释放，销售业务有望持续驱动业绩弹性释放，平衡租赁业务的稳健现金流。

图19: FY2026H1 新鸿基的物业销售收入占比提升至 53.7%



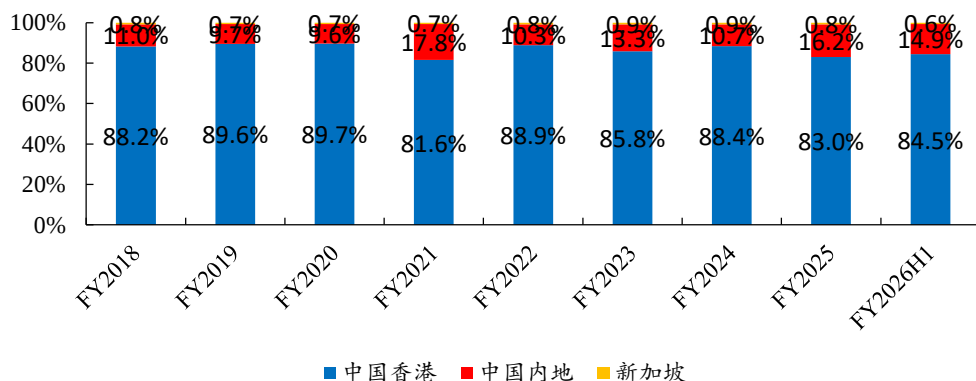
数据来源: 新鸿基公司公告、开源证券研究所

图20: FY2026H1 新鸿基的物业销售营业利润占比提升至 29.5%，FY2021 为 47.5%



数据来源: 新鸿基公司公告、开源证券研究所

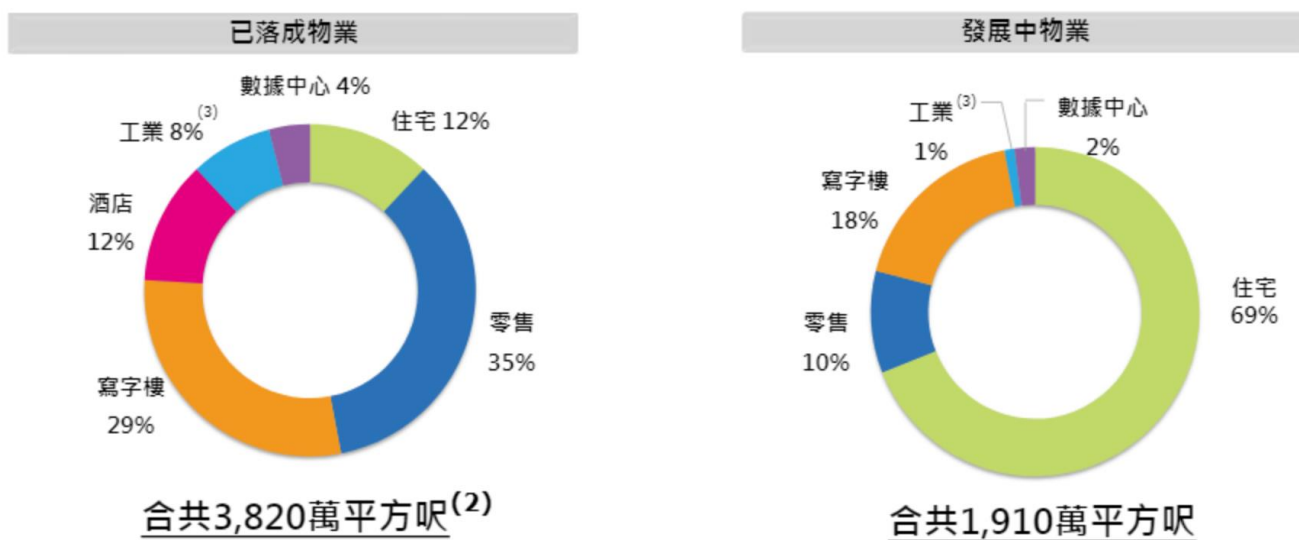
图21：FY2026H1 新鸿基中国香港、内地、新加坡的收入占比分别为 84.5%、14.9%、0.6%



数据来源：新鸿基公司公告、开源证券研究所

新鸿基凭借香港结构优化的土地储备，将持续受益于楼市复苏带来的销售弹性释放。截至 2025 年底，公司香港土储达 5730 万平方尺，其中 1910 万平方尺为发展中物业，住宅占比高达 69%，未来 10 个月更将推出合计 142.8 万平方尺的新盘供应。2026 财年下半年起高铁西九龙总站、IGC 写字楼等租赁项目有望陆续落地。

图22：截至 2025/12/31，新鸿基地产在中国香港土地储备共 5730 万平方尺，其中 1910 万为发展中物业



资料来源：新鸿基公司公告

图23：2026 财年下半年高铁西九龙总站、IGC 写字楼等租赁项目有望陆续落地

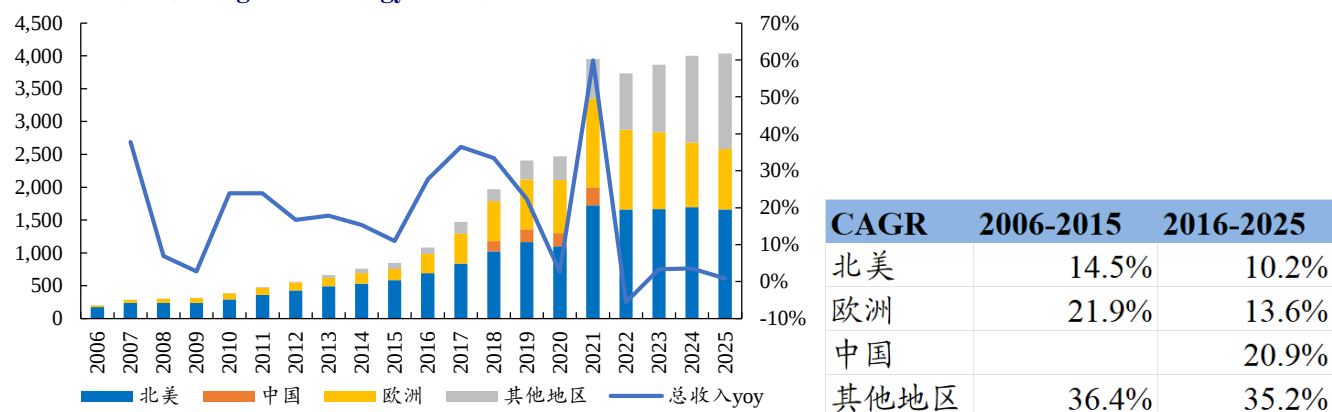


资料来源：新鸿基公司公告

4、美丽：复盘 Align Technology 全球化发展历程，横纵向扩张龙头地位稳固

Align Technology 全球化扩张引领持续增长。1998 年隐适美首次在美国推出，随后向北美、欧洲、中东、亚洲等地延展布局。2006-2015 年，欧洲市场收入由 0.28 亿美元增长至 1.7 亿美元，CAGR 达 21.9%，欧洲市场初步奠定基础，2016-2021 年为欧洲市场快速扩张期，收入由 2.9 亿美元增长至 13.5 亿美元，CAGR 达 36%，同时，中国、亚洲其他市场、中东等地收入贡献占比也逐渐提升，北美/欧洲/其他地区（包括中国）收入占比分别为 41.2%/22.8%/36%。

图24：多年发展 Align Technology 国际市场占比持续提升



数据来源：Align Technology 公司公告、开源证券研究所（注：中国市场仅披露 2018-2021 年三年数据，2016-2025 年 CAGR 实际为 2018-2021 年复合增速）

表2：Align Technology 从美国开始，逐渐向全球布局

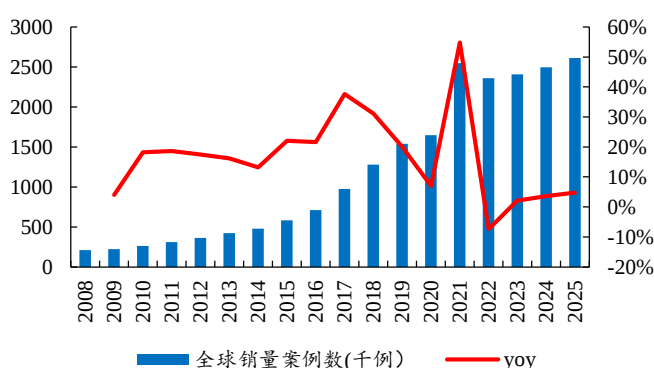
阶段/地区	时间节点	关键举措与事件
北美市场(根基期)	1997-2001 年	公司在美国加州成立。

EMEA 地区(欧洲、中东、非洲)	2001 年至今	1998 年获得 FDA 市场准入, 1999 年在美国正式推出隐适美系统。
		2001 年于纳斯达克上市。
		2001 年: 进入欧洲市场, 开启国际化。
		2003 年: 进入德国市场, 并逐步进入意大利、西班牙、英国、法国等西欧国家。
		2010 年: 为 EMEA 地区引入国际分销商。
		2017 年: 收购 EMEA 地区分销商, 加强对市场的直接控制。
		2018 年: 在中东迪拜开设首个区域办公室。
亚太地区 (APAC)	2011 年至今	2020 年: 将 EMEA 总部从阿姆斯特丹迁至瑞士, 靠近核心客户群。
		2021 年: 宣布在波兰弗罗茨瓦夫建设首家 EMEA 工厂。
		2007 年: 成立亚太地区经销商
		2011 年: 正式进入中国市场, 在上海成立独资公司。
		2011 年: 收购以色列口内扫描设备厂商
		2013 年: 设立亚太区副总裁职位, 加强对地区的管理。
		2017 年: 在成都设立方案设计中心, 在四川资阳投资建厂。
拉丁美洲 (LATAM)	2017 年至今	2010 年代: 业务扩展至日本、韩国、澳大利亚等市场。
		2020 年代中期: 积极拓展印度、泰国、菲律宾等新兴市场。
		2017 年: 通过在巴西设立首个办公室, 直接进入拉美市场。

资料来源: Align Technology 公司公告、DT News 等、开源证券研究所

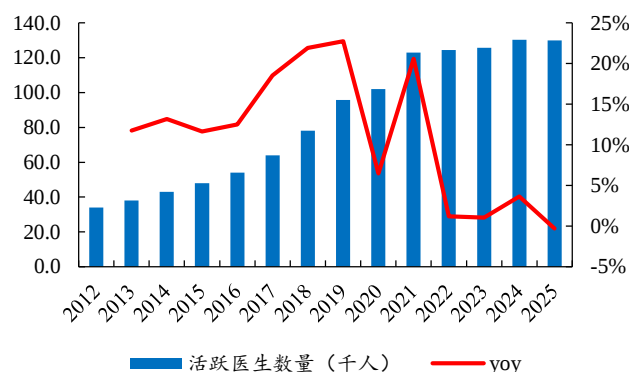
对比隐适美案例数及活跃医生数增长趋势, 我们发现二者强相关。在正畸过程中, 全科牙医/正畸医生有着较强的决定权, 隐适美抓住核心驱动点, 通过先发优势、产品优势及服务优势, 加强合作医生粘性。2012-2019 年隐适美全球案例数 CAGR 达 22.9%, 活跃医生数量 CAGR 达 15.9%, 2020-2025 年隐适美全球案例数 CAGR 达 9.7%, 活跃医生数量 CAGR 达 5%。截至 2025 年, 隐适美合作的活跃医生数量为 13 万人次。

图25: 隐适美全球销量案例数稳健增长



数据来源: Align Technology 公司公告、开源证券研究所

图26: 隐适美活跃医生数量持续增长



数据来源: Align Technology 公司公告、开源证券研究所

隐适美专利到期后在美国市场遭受新玩家抢占份额但核心地位难以被撼动。2017 年隐适美早期专利到期, 随后大量品牌进入隐形矫治行业, 如托槽正畸龙头奥美科将其 2017 年开始的隐形正畸品牌 Spark 从澳大利亚引入美国, Clarity、Suresmile 等品牌的隐形矫治器也相继上市, 小型品牌市场份额一度达到 40%。以 SmileDirectClub 为代表, 其商业模式因缺乏专业监督, 导致效果不佳, 并陷入债务和法律纠纷, 最终于 2023 年宣告破产。大量低技术门槛的品牌因同质化严重、缺乏

核心竞争力而退出市场。行业洗牌后，资源重新向真正具备医疗价值和品牌壁垒的龙头集中，隐适美在美国市场份额得到一定修复。

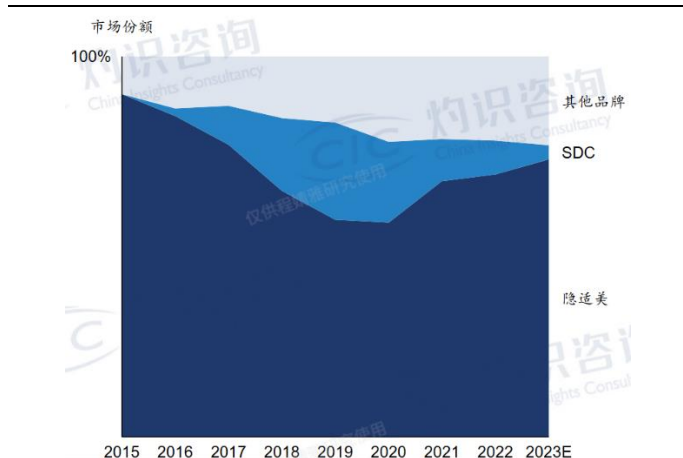
我们认为隐适美在专利到期后仍然能够保持竞争优势主要是：（1）与医生的深度绑定：隐适美通过培训、考核和分级认证打造了高度专业的医生网络。隐适美的系统意味着专业认可和更高的诊疗效率。医生长期使用隐适美方案设计系统积累了大量经验并熟悉其工作流程，更换其他品牌的学习成本很高。（2）专业的服务网络：隐适美拥有庞大的销售和支持团队，为医生提供全面服务是新品牌难以短期建立的。（3）技术和数字化生态系统：庞大临床数据库积累丰富经验，专利材料和技术形成难以模仿的产品体系，构建了从数字化诊断（扫描）到云端方案设计，再到个性化生产（3D 打印）的一体化闭环平台。

图27：2017 年以来美国市场进入多个玩家



资料来源：《中国隐形正畸行业年度洞见报告》

图28：隐适美市场份额一度受到冲击但又得到修复



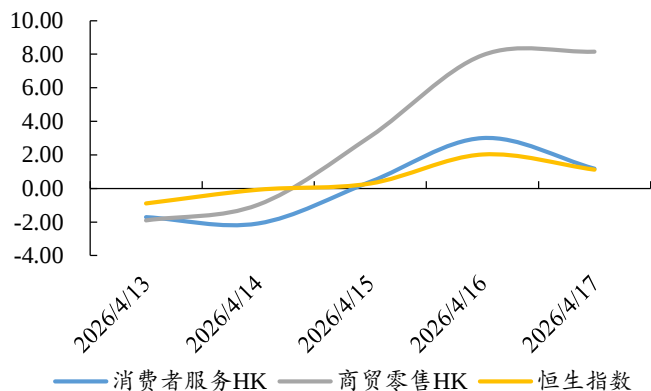
资料来源：《中国隐形正畸行业年度洞见报告》

5、行业行情回顾：港股商贸零售跑赢大盘

5.1、港股行业跟踪：本周商贸零售上涨，消费者服务和大盘走势基本持平

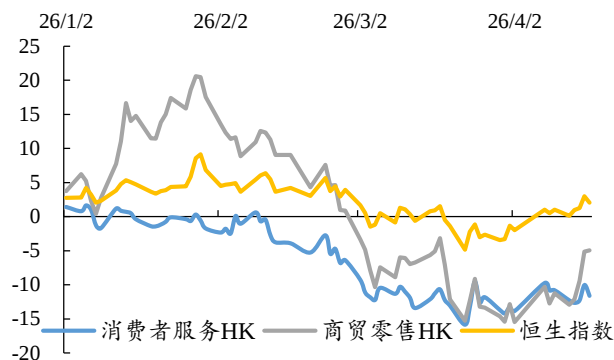
本周（2026.4.13-2026.4.17）港股商贸零售/消费者服务指数+8.15%/+1.11%，较恒生指数涨跌幅+7.03/+0.00pct，在30个一级行业中排名第1/20；2026年初至今商贸零售/消费者服务行业指数-4.96%/-11.63%，商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数，商贸零售/消费者服务板块在30个一级行业中排名第24/28。

图29：本周（2026.4.13-2026.4.17）港股本周消费者服务、商贸零售跑赢恒生指数（%）



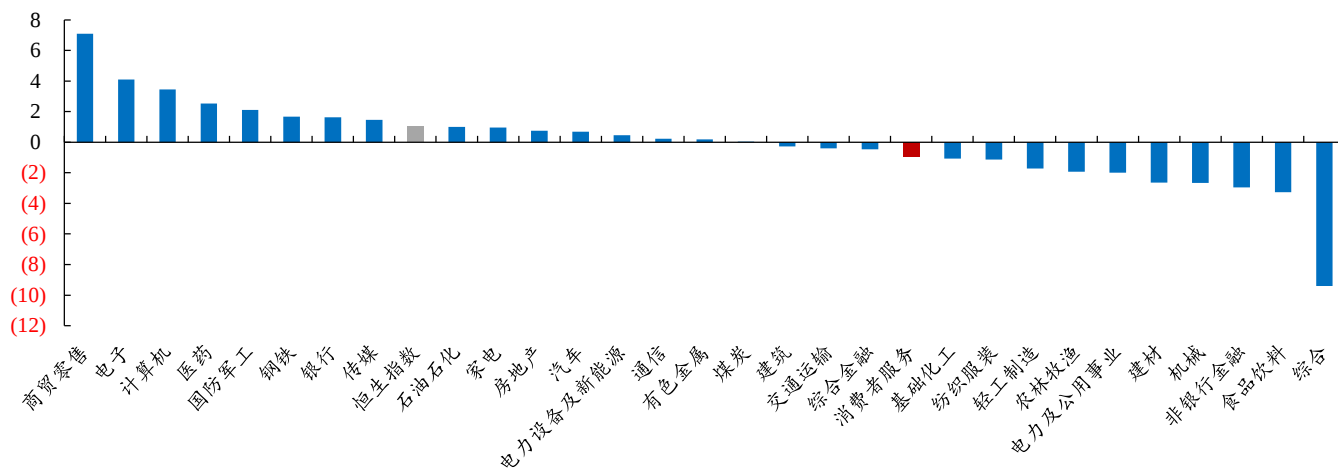
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2026年初至今商贸零售、消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



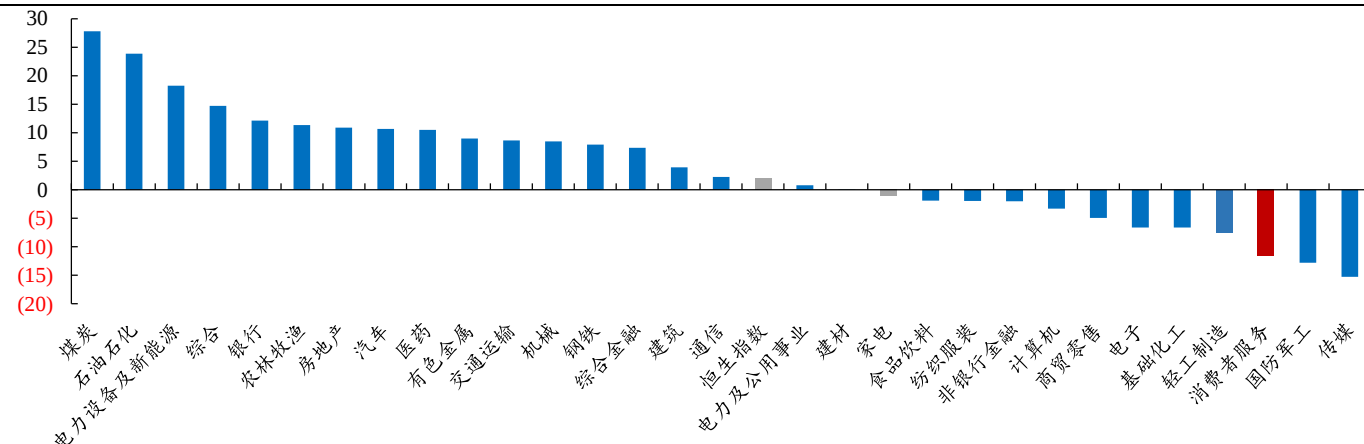
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：本周（2026.4.13-2026.4.17）商贸零售、电子、计算机板块表现强劲（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2026年初至今港股煤炭、石油石化、电力设备及新能源板块涨幅靠前（%）

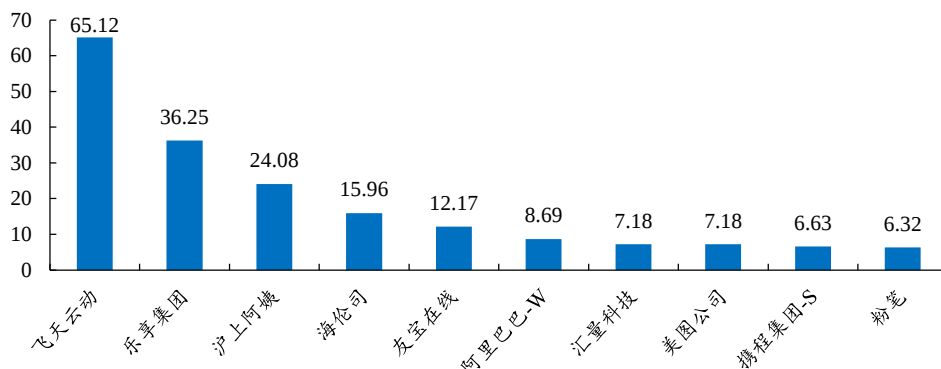


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、港股消费标的表现：本周（2026.4.13-2026.4.17）娱乐、餐饮类上涨排名靠前

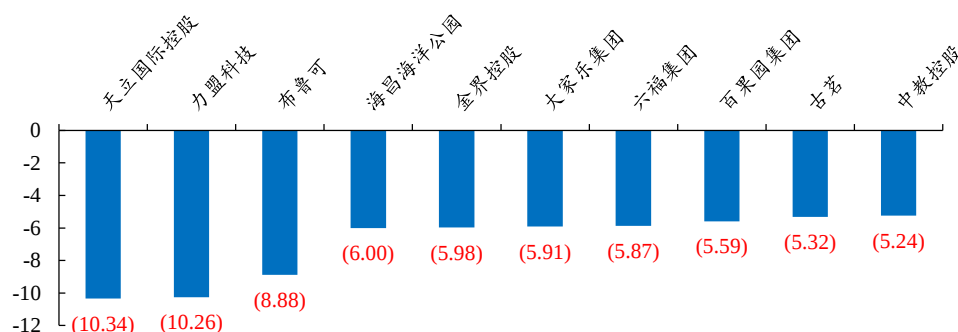
本周（2026.4.13-2026.4.17）港股娱乐类涨幅靠前，涨幅前三名分别为飞天云动、乐享集团、沪上阿姨，跌幅前三名分别为天立国际控股、力盟科技、布鲁可。

图33：本周（2026.4.13-2026.4.17）飞天云动、乐享集团、沪上阿姨领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：本周（2026.4.13-2026.4.17）天立国际控股、力盟科技、布鲁可跌幅较大（%）



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	2026/4/17	EPS			PE			评级
		收盘价	2025A/E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1318.HK	毛戈平	73.05	2.46	3.24	4.04	26.0	19.8	15.9	买入
2367.HK	巨子生物	28.76	1.8	1.8		13.8	13.8	12.4	买入
2145.HK	上美股份	46.24	2.77	3.44	4.08	14.6	11.8	9.9	买入
2097.HK	蜜雪集团	286.60	15.65	17.17	20.01	16.1	14.6	12.6	增持
1364.HK	古茗	25.64	1.34	1.35	1.62	16.8	16.6	13.8	未评级
0325.HK	布鲁可	58.00	2.58	6.09	7.99	19.7	8.4	6.4	买入
300896.SZ	爱美客	114.55	4.28	5.01	5.64	26.8	22.9	20.3	买入
920982.BJ	锦波生物	184.45	7.83	10.02	12.58	23.6	18.4	14.7	买入
601888.SH	中国中免	66.79	1.73	2.47	2.91	38.6	27.0	23.0	未评级
0780.HK	同程旅行	18.88	1.01	1.38	1.63	16.4	12.0	10.2	未评级
603099.SH	长白山	36.04	0.47	0.59	0.72	76.7	60.7	50.0	买入

300795.SZ	米奥会展	11.74	1.15	1.44	1.74	10.2	8.2	6.8	买入
001308.SZ	康冠科技	20.78	1.00	1.43	1.74	20.9	14.6	11.9	买入
300856.SZ	科思股份	12.53	0.51	0.75	0.99	24.7	16.8	12.7	买入
603277.SH	银都股份	14.43	1.43	1.59	1.71	10.1	9.1	8.4	买入
688363.SH	华熙生物	43.20	0.77	1.02	1.31	55.8	42.2	33.1	买入
300740.SZ	水羊股份	22.77	0.50	0.72	0.97	45.7	31.5	23.4	买入
300192.SZ	科德教育	20.49	0.50	0.56	0.62	40.7	36.6	33.0	买入
000526.SZ	学大教育	31.81	2.03	2.49	2.99	15.7	12.8	10.6	未评级
603081.SH	大丰实业	12.40	0.36	0.50	0.65	34.5	24.8	19.1	买入
603059.SH	倍加洁	34.60	1.47	1.91	1.79	23.5	18.1	19.3	买入
9961.HK	携程集团-S	427.60	47.67	24.72	28.95	7.9	15.2	13.0	未评级
300492.SZ	华图山鼎	53.02	1.66	2.13	2.74	32.0	24.8	19.4	未评级
0667.HK	中国东方教育	5.18	0.34	0.45	0.54	15.2	11.5	9.6	未评级
301011.SZ	华立科技	22.13	0.76	1.16	1.51	29.1	19.1	14.6	未评级
300859.SZ	西域旅游	33.88	0.48	0.66	0.77	70.6	51.5	43.8	未评级
9699.HK	顺丰同城	11.28	0.30	0.51	0.83	33.0	19.3	11.9	未评级
3690.HK	美团	86.50	-3.92	-1.59	3.81	-19.4	-47.8	19.9	未评级
EDU.N	新东方	59.23	0.23	0.31	0.37	37.5	27.7	23.6	未评级
TAL.N	好未来	12.64	0.25	0.40	0.55	51.4	32.0	23.1	买入
0999.HK	小菜园	6.48	0.61	0.58	0.68	9.3	9.9	8.3	未评级
9992.HK	泡泡玛特	159.10	8.04	11.20	15.05	17.4	12.5	9.3	买入
6831.HK	绿茶集团	8.33	0.80	0.96	1.23	9.1	7.6	6.0	未评级
2517.HK	锅圈	3.10	0.17	0.21	0.27	16.0	12.9	10.1	买入
0669.HK	创科实业	109.20	0.78	0.91	1.02	123.1	105.6	93.6	买入
1209.HK	华润万象生活	48.08	1.74	1.95	2.18	24.2	21.6	19.4	买入
1972.HK	太古地产	25.06	-0.27	0.90	1.02	-81.4	24.3	21.5	未评级
0016.HK	新鸿基地产	133.00	6.65	7.25	8.04	17.5	16.1	14.5	未评级
RERE.N	万物新生	34.72	2.9	4.2	5.8	17.7	12.3	9.0	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 4 月 17 日港币兑人民币收盘价 0.87697；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 4 月 17 日美元兑人民币收盘价 6.8622）

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

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

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

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

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