

海外消费

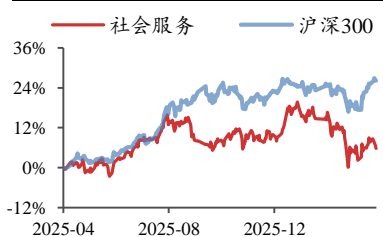
2026年04月26日

受益于 AIDC 建设 2026Q1 海外电力设备龙头强势增长，中国香港地产 Q2 旺季来临

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

《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》-2026.4.19
 《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%，香港商业地产交易额创新高—行业周报》-2026.4.6

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

● 电力设备：AIDC 订单业绩转化，2026Q1 龙头增势强劲

台达：2026Q1 实现收入 1594 亿台元/同比+34%，电源及零组件（占比约 54%）、基础设施（占比约 32%）分别实现收入 855/516 亿台元，同比+43%/+49%，提供 AIDC 全链路供电解决方案，HVDC/SST27 年后商用贡献后续业绩弹性。**Vertiv：**2026Q1 实现营收 26.5 亿美元/同比+30%，有机增长 23%，2026Q1 Vertiv 实现 NON-GAAP 净利润 4.58 亿美元/同比+83%，业绩保持强劲势头，利润率持续走高；基于美洲/亚太市场数据中心订单支撑业绩转化，上调全年业绩预期。**Gev：**2026Q1 公司整体订单额达 183 亿美元，同比增长 71%，订单出货比约为 2；调整后 EBITDA 同比增长 87%至 8.96 亿美元，EBITDA 利润率从 5.7%提升至 9.6%。

● 中国香港地产：二季度传统旺季来临，楼市供应趋紧或延续至 2028 年

中国香港住宅市场进入量缩价升、供需反转阶段，供应收缩将持续至 2028 年，成为楼价复苏核心支撑。2021-2024 年私人住宅售价指数累计下跌约 27%，2025 年 3 月起止跌回升；2025-2026 年度政府卖地仅 1.9 万平方米，较高峰大降 72%，锁定未来 2-3 年新盘供给收紧。根据差饷物业估价署数据，2025-2027 年私楼落成量连续下滑，2027 年预计仅 1.54 万套，较 2024 年峰值降 36.7%；2025 年入住量 1.94 万套，yoy+11.9%，供需缺口持续扩大。截至 2026 年 4 月 19 日，中原城市领先指数报 153.2 点，yoy+12.7%，连续 18 个月上行。叠加楼市撤辣、减息及内地买家回流，市场由买方主导转向卖方主导，二季度旺季有望进一步走强。

● 美丽：牙科集采加速行业重构，数尔佳渠道调整成效显著

牙科集采：我国牙科集采以口腔种植为核心，逐步向正畸、骨材料、基础治疗延伸，核心逻辑是“服务费限价 + 耗材集采 / 挂网 + 医保配套”，目标是降费、规范、提质。具备核心技术、规模化产能与全品类布局的国产耗材龙头有望在集采后实现市场份额与业绩的双重跃升。**数尔佳：**2025 年公司营收 18.93 亿元/yoy-6.14%；归母净利润 4.33 亿元/yoy-34.6%。2026Q1 营收 5.48 亿/yoy+82.1%；归母净利 1.72 亿/yoy+87.7%。2025 年公司优化线下渠道、销售推广投入增加等因素致报表阶段性承压，线下渠道收入占比从 2024 年的 45%下降至 2025 年的 22%。2026Q1 公司营收/利润恢复强劲增长，渠道调整成效显著。

● 本周行情：港股商贸零售、消费者服务跑输大盘

本周（2026.4.20-2026.4.24）港股商贸零售/消费者服务指数-3.49%/-3.88%，较恒生指数涨跌幅-1.57/-1.95pct，在 30 个一级行业中排名第 26/28；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、 电力设备：AIDC 订单业绩转化，2026Q1 龙头增势强势	4
1.1、 台达：2026Q1AI 电源业务维持高增，高压直流方案驱动长期成长	4
1.2、 Vertiv：北美区域 AIDC 订单支撑增长，上调全年业绩预期	5
1.3、 GEV：绑定数据中心订单与盈利双高增，电力和电气化板块领跑	6
2、 中国香港地产：二季度传统旺季来临，楼市供应趋紧或延续至 2028 年	8
3、 美丽：牙科集采加速行业重构，敷尔佳渠道调整成效显著	9
3.1、 牙科集采政策梳理：种植牙强管控强降价、正畸渐进式控费	9
3.2、 敷尔佳：渠道调整成效显著，新品储备丰富	10
4、 行业行情回顾：港股商贸零售、消费者服务跑输大盘	12
4.1、 港股行业跟踪：本周商贸零售、消费者服务走势弱于大盘	12
4.2、 港股消费标的表现：本周（2026.4.20-2026.4.24）娱乐、餐饮类上涨排名靠前	13
5、 风险提示	15

图表目录

图 1： 2026Q1 台达电实现收入 1594 亿台元/同比+34%	4
图 2： 2026Q1 台达电基础设施业务收入约同比+49%	4
图 3： 台达提供全链路数据中心供电解决方案	4
图 4： 台达×泓慧能源发布“SST+飞轮储能”10kV 中压 UPS 系统	5
图 5： 台达、汉腾科技和龙芯中科联合打集装箱式 SST 直流移动智算中心	5
图 6： 2026Q1 Vertiv 实现收入 26.5 亿美元/同比+30%	5
图 7： 2026Q1 Vertiv 实现 NON-GAAP 净利润 4.58 亿美元/同比+83%	6
图 8： 2026Q1 Vertiv 毛利率/NON-GAAP 净利率同比+4pct/5pct	6
图 9： 2026Q1 Vertiv 美洲区域收入持续高增	6
图 10： GEV2026Q1 新订单整体同比增长 71%，未完成订单总额达到 1633 亿美元（单位：百万美元）	7
图 11： 2026Q1 电力、电气化、风电板块的收入增速分别为 10%、29%、-25%	7
图 12： 2026Q1 电力、电气化、风电板块的订单增速分别为 59%、86%、85%	7
图 13： 电力和电气化板块的 EBITDA margin 分别提升至 17.8%和 16.3%	8
图 14： 经历 2021-2024 年三年下跌后，中国香港楼价迎来小幅明显上升	8
图 15： 2025 年 4 月-2026 年 3 月，中国香港政府售卖住宅用地 1.9 万平方米，较 2022-2023 年度减少 72%	8
图 16： 2025-2027 年中国香港私人住宅落成量将连续三年减少	9
图 17： 2025 年中国香港私人住宅入住量 19365 套，同比增长 11.9%	9
图 18： 截止 2026/4/19 中原城市领先指数达到 153.2，房价同比上升 12.7%	9
图 19： 2026Q1 公司收入加速增长	11
图 20： 2026Q1 公司归母净利高增	11
图 21： 公司化妆品收入占比持续提升	11
图 22： 公司 2025 年线下经销商渠道调整致收入占比下滑	11
图 23： 2026Q1 公司净利率有所修复	12
图 24： 2025 年公司线下渠道调整致毛利率下滑	12
图 25： 本周（2026.4.20-2026.4.24）港股本周消费者服务、商贸零售跑输恒生指数（%）	12
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（%）	12
图 27： 本周（2026.4.20-2026.4.24）煤炭、电子、基础化工板块表现强劲（%）	13
图 28： 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（%）	13

图 29: 本周 (2026.4.13-2026.4.17) 沪上阿姨、飞天云动、光正教育领涨 (%)	13
图 30: 本周 (2026.4.20-2026.4.24) 普乐师集团控股、国美零售、天立国际控股跌幅较大 (%)	14
表 1: 国家集采政策以口腔种植为核心, 逐步向正畸 d 等赛道延伸	10
表 2: 盈利预测与估值	14

1、电力设备：AIDC 订单业绩转化，2026Q1 龙头增势强势

1.1、台达：2026Q1 AI 电源业务维持高增，高压直流方案驱动长期成长

2026Q1 台达电 AI 业务拉动快增。受益于下游 AI 客户订单持续放量，2026Q1 台达电实现收入 1594 亿台元/同比+34%，拆分月度看，1 月营收 496.75 亿元/同比+32.9%，2 月 498.97 亿元/同比+31.0%，3 月 597.80 亿元/同比+37.6%。拆分业务看，电源及零组件（占比约 54%）、基础设施（占比约 32%）分别实现收入 855/516 亿台元，同比+43%/+49%，AI 服务器电源解决方案、液冷散热系统订单集中交付，为核心增长引擎；自动化（占比约 9%）、交通（占比约 5%）业务稳健增长，智能制造与新能源汽车电源需求保持平稳。

图1：2026Q1 台达电实现收入 1594 亿台元/同比+34%

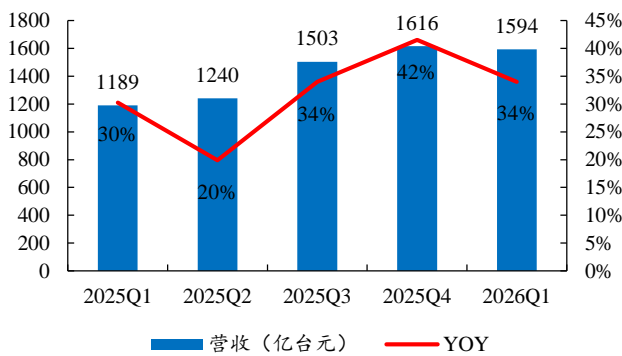
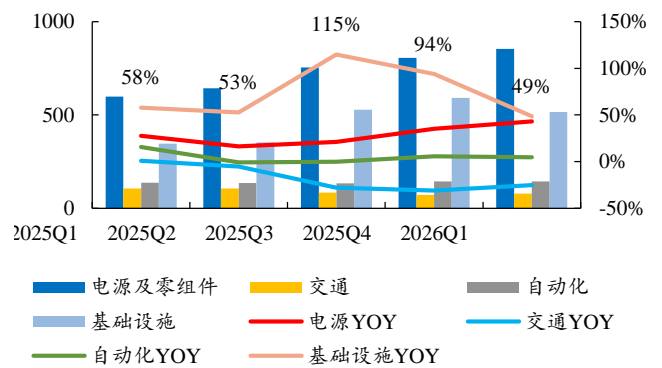


图2：2026Q1 台达电基础设施业务收入约同比+49%



数据来源：台达电公司公告、开源证券研究所

数据来源：台达电公司公告、开源证券研究所

台达电提供 AIDC 全链路供电解决方案，HVDC/SST 商用贡献后续业绩弹性。台达电“从电网到芯片”的全链路方案，包括提供 SST 高压直流+PowerRack 电源机柜一体化硬件，同时整合氢能储能、光伏微电网，打造低能耗绿电数据中心。根据公司业绩会披露，公司持续推动高压直流输电产品和燃料电池发电方案研发，预计至 2027 年逐步批量出货；SST 产品上，台达已完成所有产品设计，目前已进入 CSP 客户下游样机密集测试阶段，近期已联合泓慧能源、龙芯中科等多家国内厂商推出基于 SST 方案的 UPS 系统、移动智算中心等新品。

图3：台达提供全链路数据中心供电解决方案



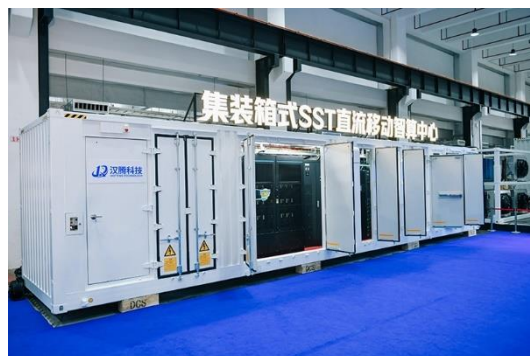
资料来源：台达电公司官网

图4: 台达X泓慧能源发布“SST+飞轮储能”10kV中压UPS系统



资料来源: 美通社

图5: 台达、汉腾科技和龙芯中科联合打集装箱式SST直流移动智算中心



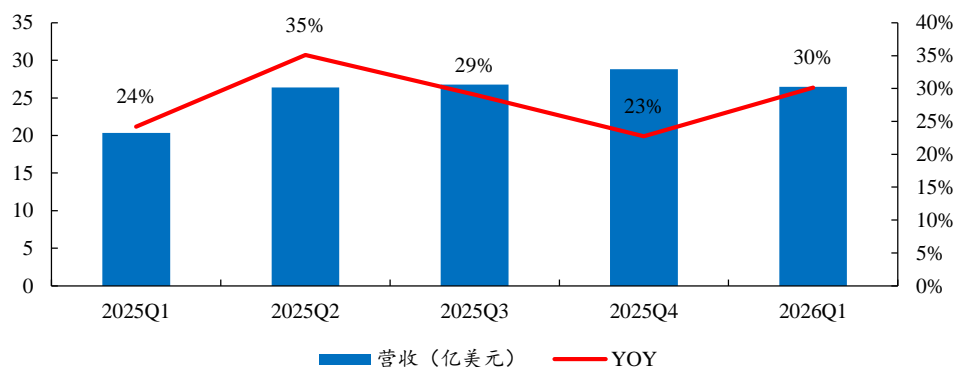
资料来源: 台达电公司官网

1.2、Vertiv: 北美区域AIDC订单支撑增长, 上调全年业绩预期

2026Q1Vertiv 业绩保持强劲势头, 利润率持续走高。2026Q1Vertiv 实现营收 26.5 亿美元/同比+30%, 有机增长 23%; 其中产品收入 20.91 亿美元/同比+30%, 有机增长 25%; 服务和备件收入为 5.58 亿美元/同比+31%, 有机增长 14%。2026Q1Vertiv 实现 NON-GAAP 净利润 4.58 亿美元/同比+83%, 毛利率/NON-GAAP 净利率同比 +4pct/5pct, 利润率同比提升主要得益于运营杠杆效应和生产效率提高。

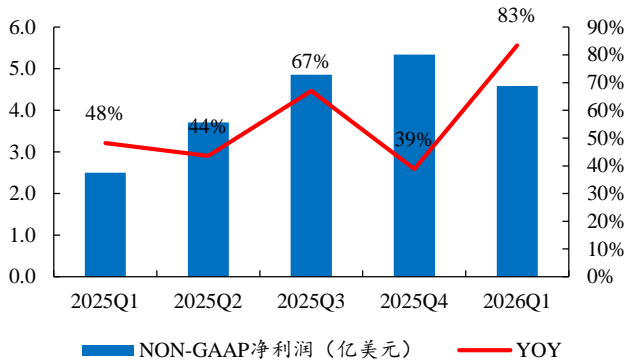
拆分区域看, 2026Q1Vertiv 美洲市场实现收入 18.1 亿美元/同比+53%, 有机增长 44%; 亚太市场实现收入 5.1 亿美元/同比+15%, 有机增长 15%; 欧洲/中东/非洲实现收入 3.2 亿美元/同比-20%, 有机下降 29%, 北美/亚太依托 AIDC 基建订单支撑转化, 目前仍是核心增长引擎。

图6: 2026Q1Vertiv 实现收入 26.5 亿美元/同比+30%



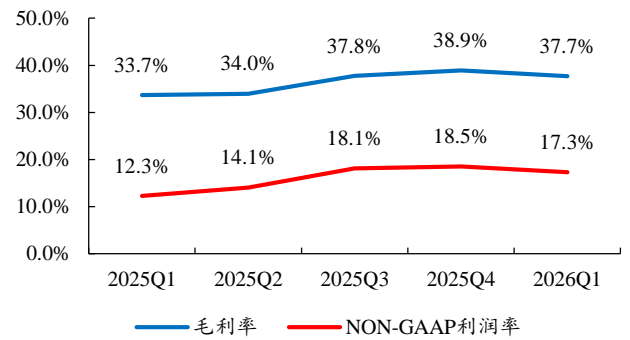
数据来源: Vertiv 公司公告、开源证券研究所

图7：2026Q1 Vertiv 实现NON-GAAP 净利润4.58 亿美元/同比+83%



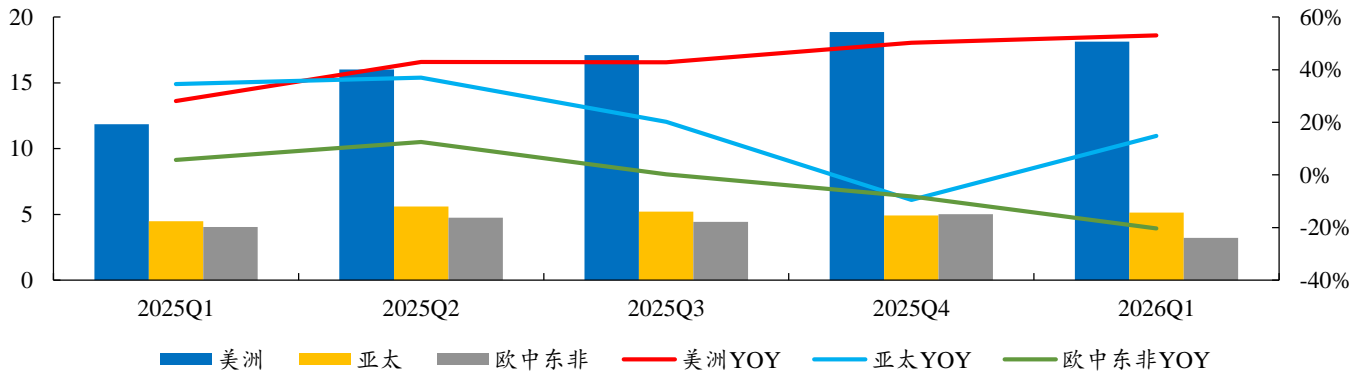
数据来源：Vertiv 公司公告、开源证券研究所

图8：2026Q1 Vertiv 毛利率/NON-GAAP 净利率同比+4pct/5pct



数据来源：Vertiv 公司公告、开源证券研究所

图9：2026Q1 Vertiv 美洲区域收入持续高增



数据来源：Vertiv 公司公告、开源证券研究所

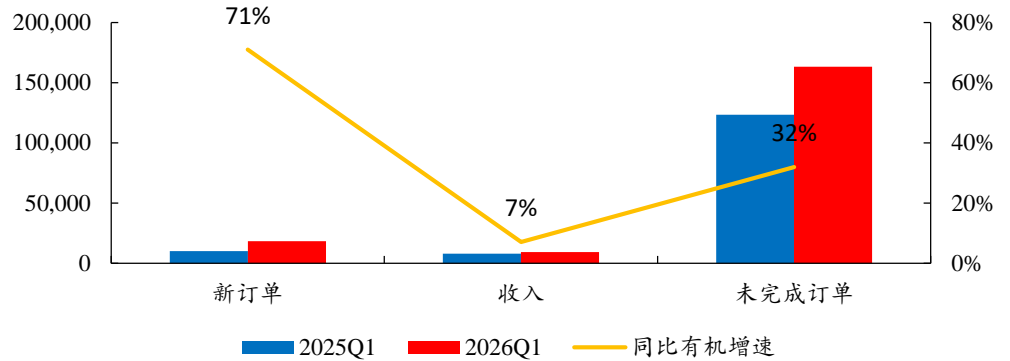
Vertiv 业务涵盖散热、电力和服务等领域的广泛产品组合，公司计划于 2026 年下半年发布 800 VDC 电力产品组合，配合英伟达 2027 年上市的 Rubin Ultra 平台。全球 AI 数据中心资本支出不断增长，具备长期增长的良好基础。根据业绩会，Vertiv 上调全年业绩指引，将营收预期上修至 135 亿至 140 亿美元，同比增长 29%至 31%（此前预期为 132.5 亿美元至 137.5 亿美元，同比增长 27%至 29%，其中美洲/亚洲区域收入增速在 30%/20%以上；调整后每股收益指引上调至 6.3 至 6.4 美元（此前预期为 5.97 美元至 6.07 美元）。

1.3、GEV：绑定数据中心订单与盈利双高增，电力和电气化板块领跑

GE Vernova 2026 年第一季度业绩超预期，订单、收入与盈利指标全面大幅增长，核心板块电力（Power）与电气化（Electrification）表现亮眼，仅风电（Wind）受行业周期拖累承压，整体验证了公司在全球能源转型中的核心竞争力。2026Q1 公司整体订单额达 183 亿美元，同比增长 71%，订单出货比约为 2；设备订单同比翻倍，服务订单增长 25%。2026Q1 公司收入 93.4 亿美元，同比增长 7%，其中设备收入增长 10%（电气化业务增长 39%、电力业务增长 25%），服务收入增长 4%。调整后 EBITDA 同比增长 87%至 8.96 亿美元，EBITDA 利润率从 5.7%提升至 9.6%，扩张

390个基点。

图10: GEV2026Q1 新订单整体同比增长 71%, 未完成订单总额达到 1633 亿美元(单位: 百万美元)



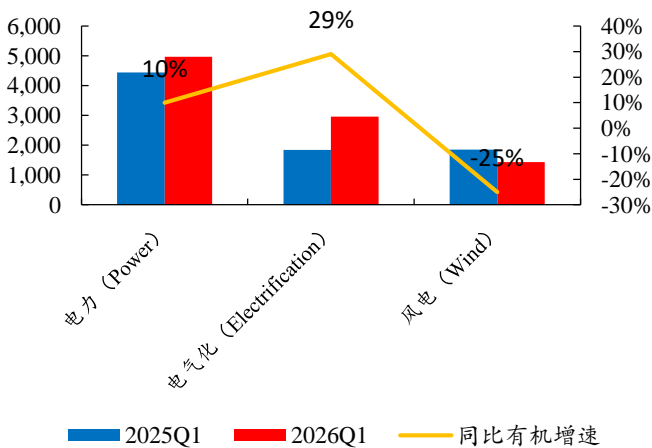
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(1) 电力业务 (Power): 2026Q1 订单同比 +59%，设备订单翻倍，服务订单 +29%，主因燃气发电 HA 机组需求旺盛、核电升级与服务续约驱动。收入同比 +10%，设备受益燃机发货量增长，服务由核电业务拉动。EBITDA 利润率 16.3%，同比 +500bps，源于定价提升、销量增长与生产效率改善。公司燃气轮机全球市场份额达 28%。

(2) 电气化业务 (Electrification): 2026Q1 订单同比 +86%，订单出货比约 2.5，北美 / 亚洲设备订单同比约 +200%，数据中心、电网设备需求爆发。收入有机增长 29%，Prolec 并表显著贡献。EBITDA 利润率 17.8%，同比 +590bps，由销量、定价、产能利用率及 Prolec 高盈利驱动。全球 Top10 互联网巨头的超大规模数据中心中，有 7 家采用了 GE Vernova 的电力解决方案，其变压器全球市场份额达 19%。

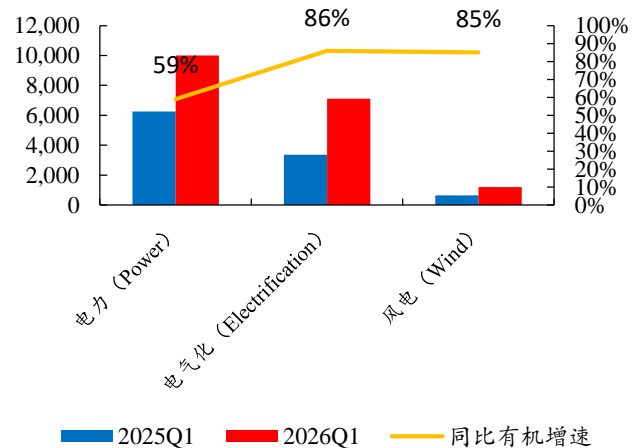
(3) 风电业务 (Wind): 订单同比 +85%，主要因北美陆风低基数反弹。收入同比 -25%，受前期订单疲软、陆风设备交付减少拖累。

图11: 2026Q1 电力、电气化、风电板块的收入增速分别为 10%、29%、-25%



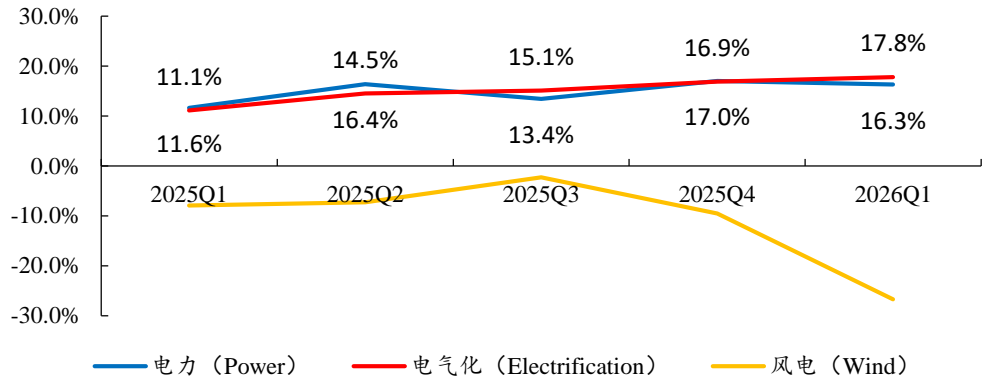
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2026Q1 电力、电气化、风电板块的订单增速分别为 59%、86%、85%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 电力和电气化板块的 EBITDA margin 分别提升至 17.8%和 16.3%

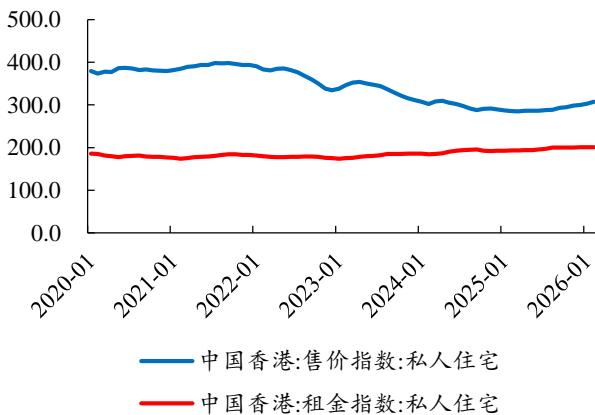


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、中国香港地产：二季度传统旺季来临，楼市供应趋紧或延续至 2028 年

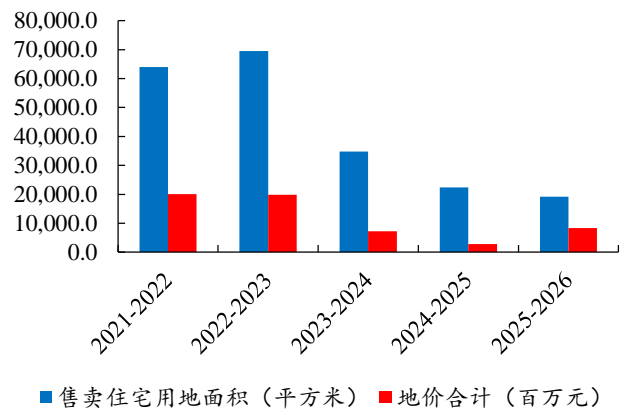
中国香港住宅市场正经历“量缩价升”的供需反转，供应端持续收缩将成为支撑楼价复苏的核心逻辑。中国香港住宅连续三年下跌后复苏，未来供应量将连降三年，供需趋紧支撑楼价。从数据看，2021-2024 年中国香港私人住宅售价指数累计下跌约 27%，但 2025 年 3 月起已止跌回升。供应端收缩更为剧烈，2025-2026 年度（2025 年 4 月-2026 年 3 月）政府售卖住宅用地仅 1.9 万平方米，较 2022-2023 年高峰下降 72%，直接锁定未来 2-3 年的新盘供应。背后原因是土地出让、新盘落成连续下滑，叠加撤辣、减息及内地买家回流，需求回暖与供应断崖形成鲜明反差，推动市场由“买方主导”转向“卖方主导”，为后续楼价修复提供了坚实支撑。

图14: 经历 2021-2024 年三年下跌后，中国香港楼价迎来小幅明显上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2025 年 4 月-2026 年 3 月，中国香港政府售卖住宅用地 1.9 万平方米，较 2022-2023 年度减少 72%

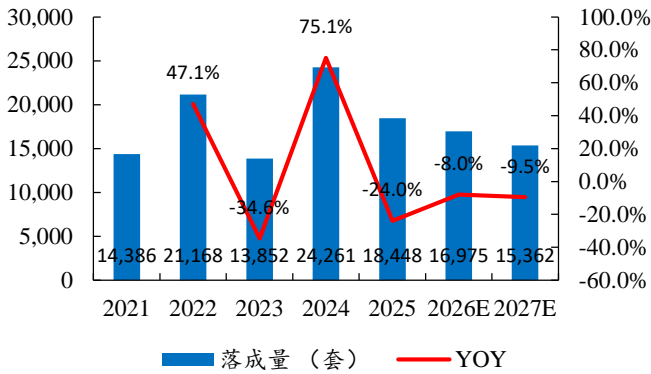


数据来源: 中国香港地政总署、开源证券研究所

2025-2027 年中国香港私人住宅落成量将连续三年下滑，但入住量仍在稳步增加。

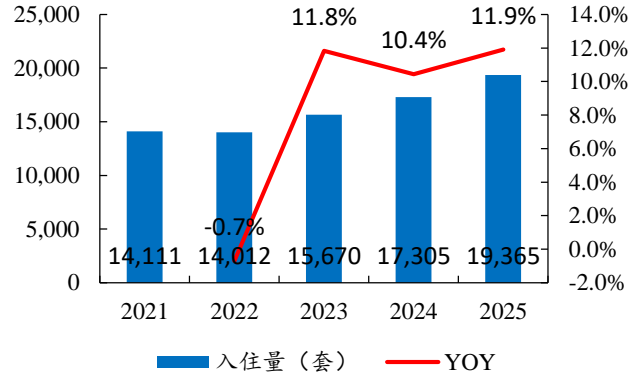
根据中国香港差饷物业估价署发布的《中国香港物业报告 2026》，2027 年预计仅 1.54 万套私人住宅落成，较 2024 年峰值降 36.7%；而 2025 年入住量达 1.94 万套，同比增 11.9%，供需缺口或将持续扩大至 2028 年。利嘉阁地产研究部主管陈海潮表示，预计 2026 年楼价全年录得 15% 的升幅。

图16: 2025-2027 年中国香港私人住宅落成量将连续三年减少



数据来源：中国香港差饷物业估价署《中国香港物业报告 2026》、开源证券研究所

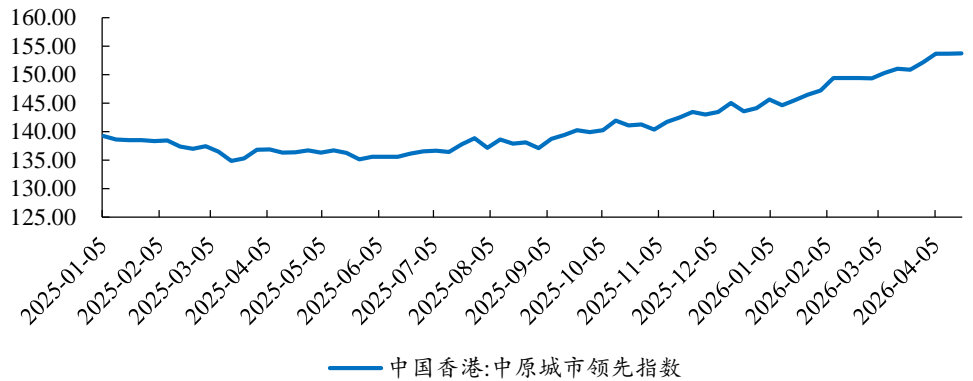
图17: 2025 年中国香港私人住宅入住量 19365 套，同比增长 11.9%



数据来源：中国香港差饷物业估价署《中国香港物业报告 2026》、开源证券研究所

中国香港楼价指数已连续 18 个月走出明确上升通道，迎接二季度旺季。截至 2026 年 4 月 19 日，中原城市领先指数报 153.2 点，同比上涨 12.7%。2025 年一季度的小阳春有望延续至第二季。第二季向来是楼市传统旺季，在目前良好的财富效应及资金流入推动下，次季表现有望更上一层楼。

图18: 截止 2026/4/19 中原城市领先指数达到 153.2，房价同比上升 12.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、美丽：牙科集采加速行业重构，敷尔佳渠道调整成效显著

3.1、牙科集采政策梳理：种植牙强管控强降价、正畸渐进式控费

我国牙科集采以口腔种植为核心，逐步向正畸、骨材料、基础治疗延伸，核心逻辑是“服务费限价 + 耗材集采 / 挂网 + 医保配套”，目标是降费、规范、提质。

牙科集采以种植牙为先行抓手，2022 年国家出台专项治理政策，推行种植服务

费限价、种植体全国集采、牙冠统一挂网组合措施，种植体首轮集采降幅超 55%，续采价格进一步下探，显著压低单颗种牙整体费用，同时推动种植耗材国产替代。正畸以省级联盟集采为主，覆盖金属、陶瓷托槽及矫治耗材，耗材价格大幅下降；隐形矫治多地实施限价管控。整体来看，种植牙强管控、强降价，正畸渐进式控费，二者均通过耗材降价 + 服务价格规范，压缩行业溢价，行业逐步向普惠化、规范化发展。

集采推动行业从“渠道驱动、耗材差价盈利”向“技术驱动、服务价值优先”转型，行业格局加速重构。集采使得行业盈利核心从“耗材差价”转向“医疗服务价值”与“运营效率”，推动行业回归医疗本质。**上游耗材端：**集采加速国产替代进程 2025 年国产种植体市占率已提升至 35%。具备核心技术、规模化产能与全品类布局的国产耗材龙头有望在集采后实现市场份额与业绩的双重跃升。**下游服务端：**行业加速洗牌，集中度持续提升。依赖种植牙暴利的中小型单体诊所盈利承压落后产能加速出清。而头部连锁机构凭借规模化采购的成本优势、全项目结构布局、数字化运营效率，快速实现“以量补价”。

表1：国家集采政策以口腔种植为核心，逐步向正畸 d 等赛道延伸

时间	关键事件	核心内容/效果
2022 年 1-5 月	国务院常务会议部署、九部委发文	明确将种植牙纳入集采范围
2022 年 9 月	《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》	明确“服务费包干 + 种植体集采 + 牙冠竞价挂网”，要求三级公立医院单颗常规种植服务费≤4500 元
2022 年 10 月	正畸托槽类耗材省际联盟集采首次启动	包含传统正畸与隐形正畸，正畸材料最高降幅达 88%，平均降幅 43.23%
2023 年 1 月	种植体系统全国性集中带量采购	40 种中选产品价格区间为 548 元—1855 元，均价 900 余元，降幅 55%，2023 年 4 月起全国落地。
2023 年 3 月	牙冠耗材竞价挂网（国家医保局指导）	牙冠价格区间 100-656 元，均价 300 余元
2023 年 9 月	四部门联合印发服务保障通知	全国统一规范口腔医疗服务价格项目，技耗分离
2024 年 4-5 月	全国各地陆续全面实施种植牙集采新政	主流种植体价格同比再降约 22%
2025 年 1 月	口腔价格新规全面落地，民营强制参与集采	种植牙整体费用进一步限制
2025 年 3 月	口腔类价格立项指南发布	将现行口腔类价格项目映射整合为 114 项，包括口腔综合、正畸、修复、牙体牙髓、口腔外科、口腔黏膜六类价格项目。正畸分阶段/分难度设置价格项目，推广个性化耗材“一口价”模式
2025 年 8 月	口腔正畸托槽省际联盟集中带量采购协议期满接续采购工作将启动	集中带量采购品种范围为已获得 27 位国家医保信息业务编码的口腔正畸托槽产品

资料来源：国家医疗保障局、新华财经网等、开源证券研究所

3.2、敷尔佳：渠道调整成效显著，新品储备丰富

公司公告 2025 年公司实现营收 18.93 亿元/yoy-6.14%；归母净利润 4.33 亿元/yoy-34.6%。2026Q1 实现营收 5.48 亿/yoy+82.1%；归母净利 1.72 亿/yoy+87.7%。2025 年公司线下渠道优化调整、销售推广投入增加等因素致报表阶段性承压。2026Q1 公司营收/利润恢复强劲增长，渠道调整成效显著。

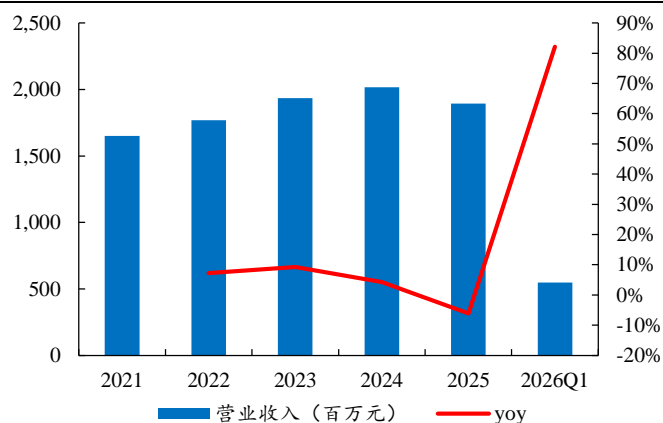
2025 年线上渠道快速增长，线下渠道优化。(1) 线上：2025 年线上营收 14.8 亿 /yoy+33.5%。线上直销 / 代销 / 经销收入 11.7/2.6/0.48 亿元，yoy+16.7%/+311.9%/+12.4%。线上渠道收入占比由 2024 年 55%提升至 2025 年的 78%。**(2) 线下渠道调整优化：**2025 年线下营收 4.1 亿元/yoy-54.5%，收入占比由 2024 年的 45%降至 2025 年 22%。毛利率下降 4.4pct 至 76.6%。2024 年 12 月-2025Q1 公

司暂停线下发货，打击窜货乱价；优化经销商，保留规模大、有长期合作意愿的，推动经销商从传统分销型向价值动销型转型。

新品储备丰富，妆品增速稳健。(1)化妆品：2025 年营收 13.5 亿元/yoy+16.3%。2025 年推出清痘 2.0 系列、方胖子湿敷膜系列、乳糖酸系列及凤凰油等新品，2026 年以来推出人参水油次抛精华/胶原乳霜面膜/乳糖酸控油次抛精华/积雪草面膜 2.0 等多款新品，产品矩阵持续丰富。**(2) 医用械品：**2025 年营收 5.39 亿元/yoy+36.8%。2025 年平均单价 50.56 元/yoy+27.4%。医用海藻糖修复贴已获得注册批准，重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维完成第三方盲评，进入临床试验总结报告撰写阶段，重组 III 型人源化胶原蛋白贴敷料完成用于敏感性皮肤患者皮肤屏障功能损伤修复临床试验全部受试者出组，用于激光、光子术后创面修复辅助治疗临床试验组长单位启动。

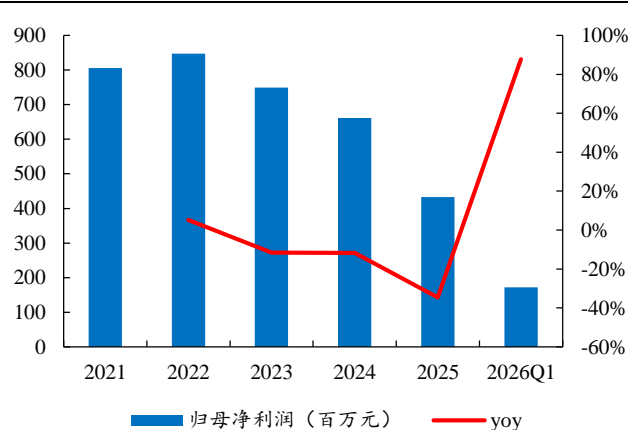
新品投放加大 2025 年销售费用率上升。(1) 毛利率：2025 年毛利率 80.1%/yoy-1.7pct，毛利率整体保持平稳态势。**(2) 费用率：**2025 /2026Q1 销售费用率 48.3%/45.6%，yoy+11.2pct/-7.3pct，2025 年线上营销投入增加与新品投放加大，2026Q1 费用率保持合理，小幅下行；管理费用率 4.9%/3.7%，yoy+0.7pct-3.7pct；研发费用率 2.7%/2.4%，yoy+1.0pct-0.8pct。**(3) 净利率：**2025 年净利率 22.9%/yoy-9.9%。2026Q1 净利率 31.3%/yoy+0.94pct。

图19：2026Q1 公司收入加速增长



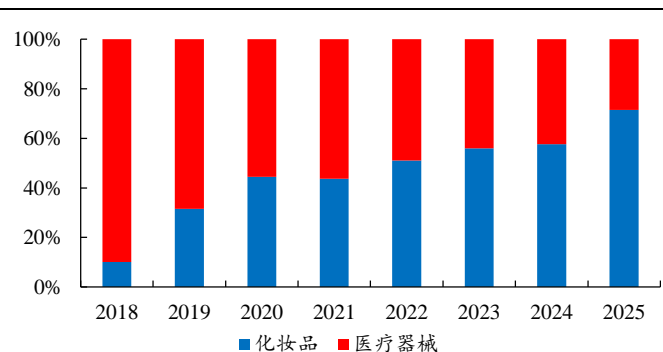
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2026Q1 公司归母净利润高增



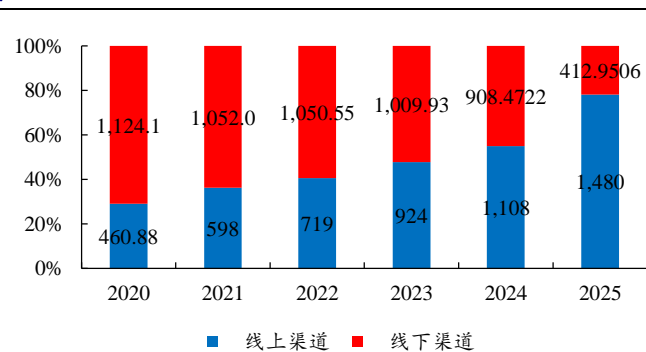
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司化妆品收入占比持续提升

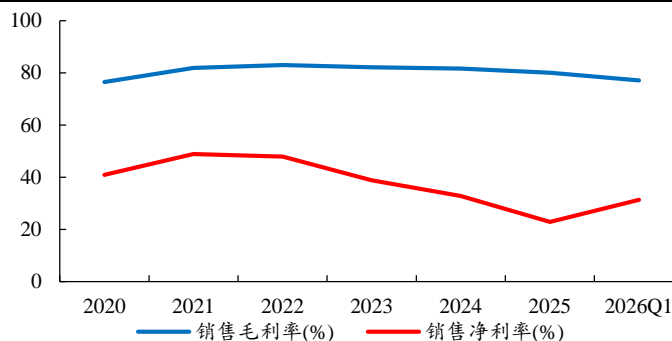


数据来源：敷尔佳公司公告、开源证券研究所

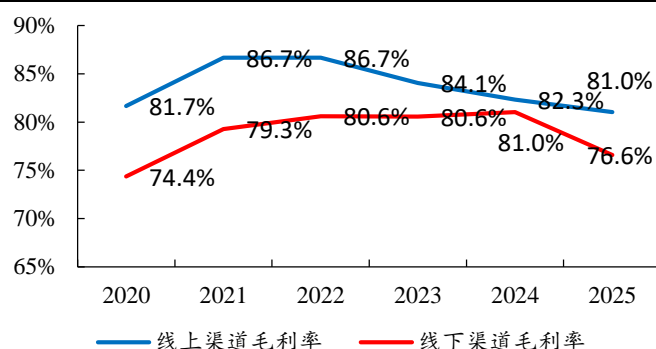
图22：公司 2025 年线下经销商渠道调整致收入占比下滑



数据来源：敷尔佳公司公告、开源证券研究所

图23：2026Q1 公司净利率有所修复


数据来源：Wind、开源证券研究所

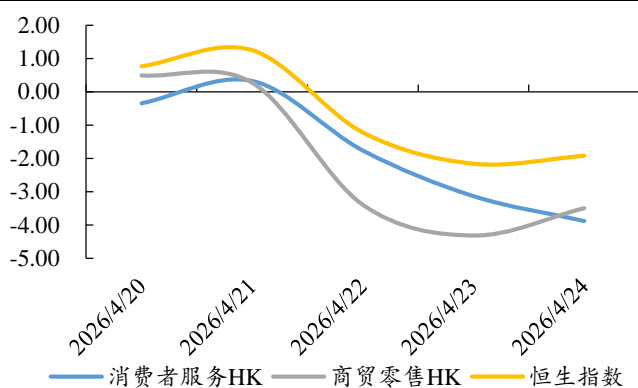
图24：2025 年公司线下渠道调整致毛利率下滑


数据来源：数尔佳公司公告、开源证券研究所

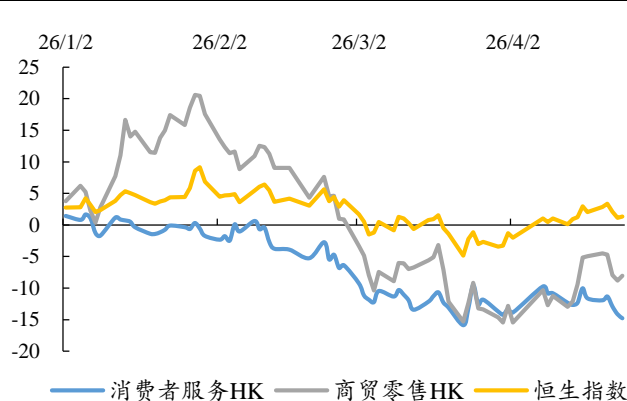
4、行业行情回顾：港股商贸零售、消费者服务跑输大盘

4.1、港股行业跟踪：本周商贸零售、消费者服务走势弱于大盘

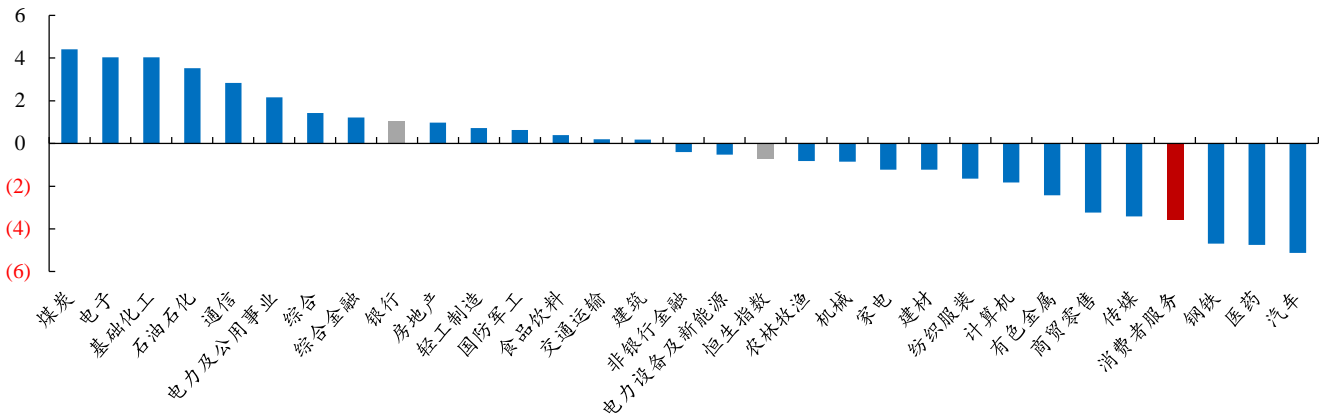
本周（2026.4.20-2026.4.24）港股商贸零售/消费者服务指-3.49%/-3.88%，较恒生指数涨跌幅-1.57/-1.95pct，在30个一级行业中排名第26/28；2026年初至今商贸零售/消费者服务行业指数-8.03%/-14.78%，商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数，商贸零售/消费者服务板块在30个一级行业中排名第28/30。

图25：本周（2026.4.20-2026.4.24）港股本周消费者服务、商贸零售跑输恒生指数（%）


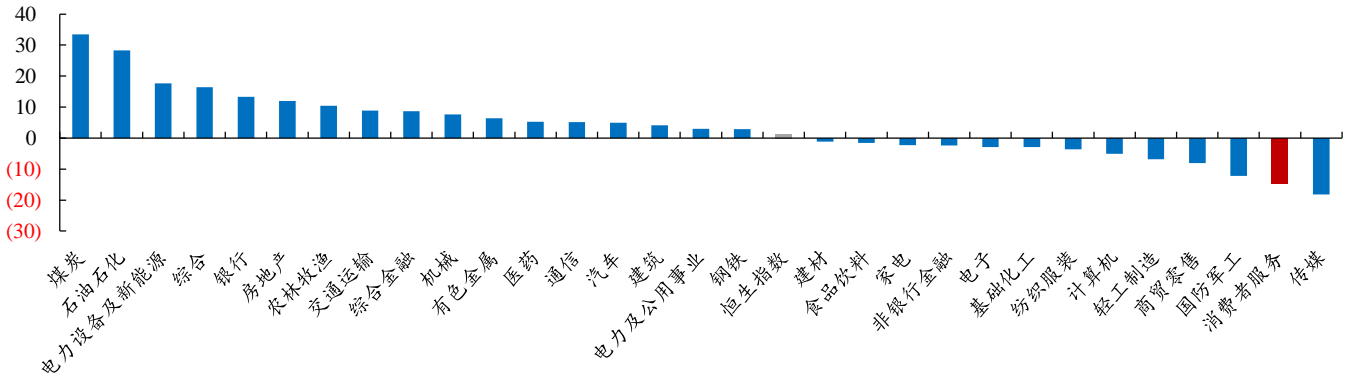
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

图27：本周（2026.4.20-2026.4.24）煤炭、电子、基础化工板块表现强劲（%）


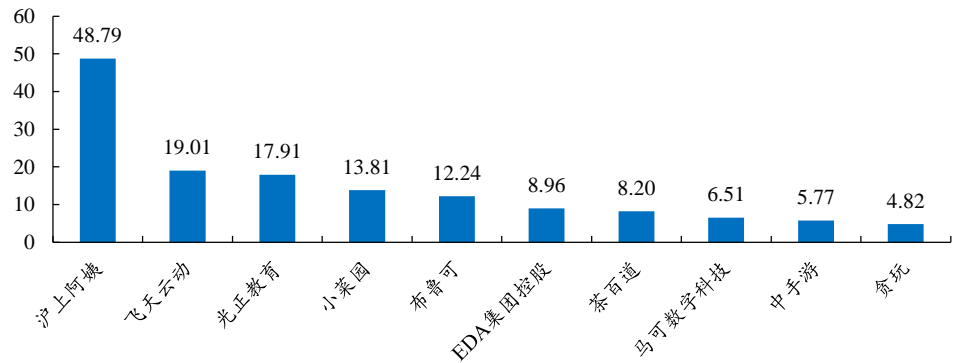
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026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（%）


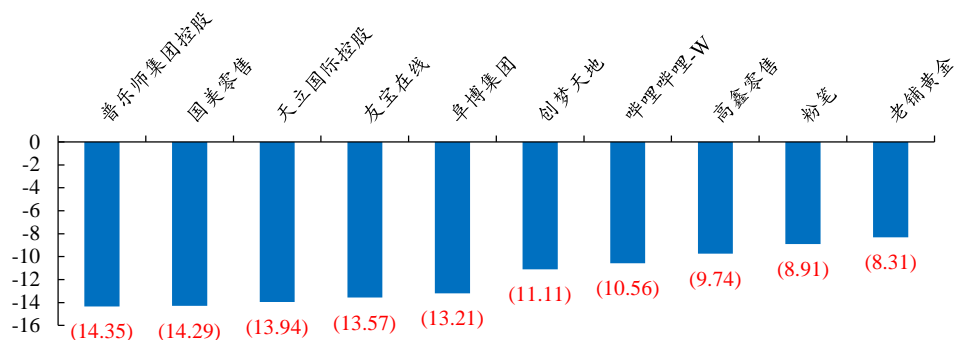
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、港股消费标的表现：本周（2026.4.20-2026.4.24）娱乐、餐饮类上涨排名靠前

本周（2026.4.20-2026.4.24）港股娱乐类涨幅靠前，涨幅前三名分别为沪上阿姨、飞天云动、光正教育，跌幅前三名分别为普乐师集团控股、国美零售、天立国际控股。

图29：本周（2026.4.13-2026.4.17）沪上阿姨、飞天云动、光正教育领涨（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：本周（2026.4.20-2026.4.24）普乐师集团控股、国美零售、天立国际控股跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/4/24	EPS			PE			评级
		收盘价	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
1318.HK	毛戈平	74.60	3.24	4.04	5.01	20.2	16.2	13.0	买入
2367.HK	巨子生物	32.30	1.8	2.0	2.3	15.5	13.9	12.4	买入
2145.HK	上美股份	49.50	3.44	4.08	4.80	12.6	10.6	9.0	买入
2097.HK	蜜雪集团	298.20	17.17	20.01	22.49	15.2	13.1	11.6	增持
1364.HK	古茗	25.84	1.36	1.66	1.96	16.7	13.6	11.6	未评级
0325.HK	布鲁可	65.10	6.09	7.99	—	9.4	7.1	—	买入
300896.SZ	爱美客	118.90	5.01	5.64	6.17	23.7	21.1	19.3	买入
920982.BJ	锦波生物	193.89	10.02	12.58	—	19.4	15.4	—	买入
601888.SH	中国中免	65.42	2.47	2.91	3.39	26.4	22.5	19.3	未评级
0780.HK	同程旅行	18.25	1.39	1.64	1.88	11.5	9.8	8.5	未评级
603099.SH	长白山	33.64	0.59	0.72	0.79	56.6	46.6	42.6	买入
001308.SZ	康冠科技	19.99	1.06	1.34	1.61	18.8	14.9	12.5	买入
300856.SZ	科思股份	14.11	0.34	0.46	0.61	41.9	30.6	23.1	买入
603277.SH	银都股份	13.14	1.59	1.71	—	8.3	7.7	—	买入
688363.SH	华熙生物	42.75	0.81	1.04	1.26	52.7	40.9	33.9	买入
300740.SZ	水羊股份	24.44	0.72	0.97	—	33.8	25.1	—	买入
300192.SZ	科德教育	19.37	0.56	0.62	—	34.6	31.2	—	买入
000526.SZ	学大教育	34.85	2.03	2.49	2.99	17.2	14.0	11.6	未评级
603081.SH	大丰实业	11.68	0.50	0.65	—	23.3	18.0	—	买入
603059.SH	倍加洁	33.35	1.47	1.86	2.46	22.7	18.0	13.6	未评级
9961.HK	携程集团-S	414.80	24.72	28.95	31.96	14.7	12.6	11.4	未评级
300492.SZ	华图山鼎	52.11	2.13	2.74	—	24.4	19.0	—	未评级
0667.HK	中国东方教育	5.24	0.45	0.54	0.65	11.7	9.7	8.1	未评级
301011.SZ	华立科技	21.38	0.64	0.82	0.94	33.2	26.1	22.8	未评级
300859.SZ	西域旅游	32.08	0.66	0.77	0.89	48.7	41.4	36.2	未评级
9699.HK	顺丰同城	10.75	0.49	0.80	1.03	19.2	11.7	9.1	未评级

3690.HK	美团	82.45	-1.62	3.78	6.10	-44.5	19.1	11.9	未评级
EDU.N	新东方	51.70	0.31	0.37	0.43	24.3	20.3	17.6	未评级
TAL.N	好未来	11.24	0.25	0.40	0.55	45.7	28.4	20.5	买入
0999.HK	小菜园	7.12	0.58	0.68	0.77	10.8	9.1	8.1	未评级
9992.HK	泡泡玛特	156.50	11.20	12.99	14.55	12.2	10.6	9.4	买入
6831.HK	绿茶集团	8.28	0.96	1.22	1.53	7.6	5.9	4.7	未评级
2517.HK	锅圈	3.14	0.23	0.30	0.38	12.1	9.2	7.3	买入
0669.HK	创科实业	113.30	0.78	0.91	1.02	127.7	109.5	97.1	买入
1209.HK	华润万象生活	46.76	1.91	2.08	2.26	21.4	19.7	18.1	买入
1972.HK	太古地产	24.90	0.75	0.95	1.10	29.2	22.9	19.8	买入
0016.HK	新鸿基地产	136.90	7.25	8.04	8.37	16.6	14.9	14.3	未评级
RERE.N	万物新生	32.83	4.2	5.8	7.5	11.8	8.5	6.6	买入

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除长白山、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、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、创科实业、华润万象生活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 24 日港币兑人民币收盘价 0.87666；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 4 月 24 日美元兑人民币收盘价 6.8674）

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