

## 综合

2026年05月24日

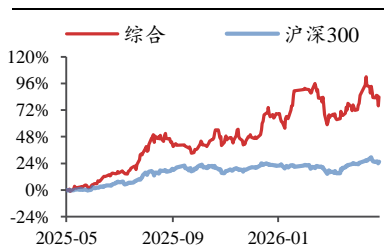
# SOFC 从小众“备用电源”到 大众“主力供电”，618 大促高

## 端美妆品牌表现亮眼

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

- 《碳化硅迎量价齐升新空间，燃机供需缺口扩大—行业周报》-2026.5.17
- 《Anthropic 进入战略加速期，三条主线同步推进—行业周报》-2026.5.17
- 《壹连科技深化与 bloom energy 合作，高端机床受益 AI 设备需求井喷—行业周报》-2026.5.10

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

● **AI 电力：SOFC 从“备用电源”到“主力供电”，SiC 成 800V HVDC 核心刚需**  
**SOFC**：高度适配 AI 数据中心，根据 Fortune Business，到 2034 年全球 SOFC 市场规模将达到 346.5 亿美元，复合年增长率为 32.44%。BNFE 预测，2030 年全球 SOFC 装机量将达到 22GW，数据中心占比预计为 49%。北美龙头 BloomEnergy 已拿下 Oracle、AEP 等 GW 级订单，最新与 AI 新云公司 Nebius 签订 26 亿美元订单。Ceres 通过授权模式加速在亚太落地，核心合作方包括维持动力、斗山能源、台达电等。**碳化硅**：天岳先进 2026Q1 毛利率 19.12%，大幅转正，Wolfspeed 完成债务重组，FY2026Q2 净亏损 1.2 亿美金，大幅收窄，行业龙头触底回升。海外大厂（英飞凌、意美半导体、安森美等）和国内公司（三安光电、晶盛机电等）加大 SiC 布局，英飞凌 4 月 1 日针对 SiC 等产品涨价超 15%，三星宣布重启 SiC 代工业务，抢占第三代半导体材料市场份额。

● **美丽：618 大促高端美妆品牌表现亮眼，珀莱雅收购花知晓股权实现 51% 控股**  
**大促**：2026 年 618 大促首日李佳琦直播间 SK-II 和修丽可位列 TOP2。娇韵诗、馥蕾诗等国际品牌排名同样明显上涨，高端美妆品牌在天猫优势凸显。从单品表现看，SK-II 神仙水精华液以超亿元的 GMV 位列李佳琦直播间单品第一。国货上榜品牌个数从 2024 年 4 个到 2026 年 7 个，国货美妆集团第二增长曲线提速。**珀莱雅**：5 月 21 日珀莱雅宣布以 3.51 亿元收购花知晓 12.55% 股权，持股比例升至 51% 并实现控股并表。花知晓深刻把握 Z 世代对“高颜值+情感价值”的双重需求实现快速成长。出海布局亮点较多。2025 年花知晓实现收入 17.26 亿元、净利润 2.8 亿元，净利率 16.2%；2026Q1 收入 6.75 亿元、净利润 1.55 亿元，净利率 22.9%。此次收购，珀莱雅将进一步加强在彩妆品类的布局，补充 18-25 岁的年轻消费人群矩阵，同时，为公司旗下品牌出海探索提供了经验，更有助于公司国际化战略的落地。

● **本周行情：港股制造电力设备跑赢、消费者服务/商贸零售跑输大盘**  
 本周（2026.5.18-2026.5.22）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数 -3.92%/-3.71%/-1.14%，较恒生指数涨跌幅-2.55/-2.34/+0.23pct，在 30 个一级行业中排名第 25/24/9；本周电力设备涨幅排名靠前。  
**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、 AI 电力：SOFC 从小众“备用电源”到大众“主力供电”，SiC 成 800V HVDC 核心刚需.....	3
1.1、 SOFC：原生适配数据中心，SOFC 方案从小众“备用电源”→大众“主力供电”.....	3
1.2、 SiC：天岳先进 2026Q1 毛利率转正，英飞凌、三星等国际巨头加码.....	6
2、 美丽：618 大促高端美妆品牌表现亮眼，珀莱雅收购花知晓 12.5479%股权实现控股.....	7
2.1、 618 大促：高端美妆品牌表现较优，国货积蓄增长势能.....	7
2.2、 珀莱雅：收购花知晓 12.5479%股权实现控股，多品牌集团布局持续完善.....	9
3、 行业行情回顾：本周电力设备及新能源跑赢、消费者服务/商贸零售跑输大盘.....	11
3.1、 港股行业跟踪：本周商贸零售/消费者服务/电力设备板块下跌.....	11
3.2、 港股制造消费标的表现：本周（2026.5.18-2026.5.22）电力设备类上涨排名靠前.....	12
4、 风险提示.....	14

## 图表目录

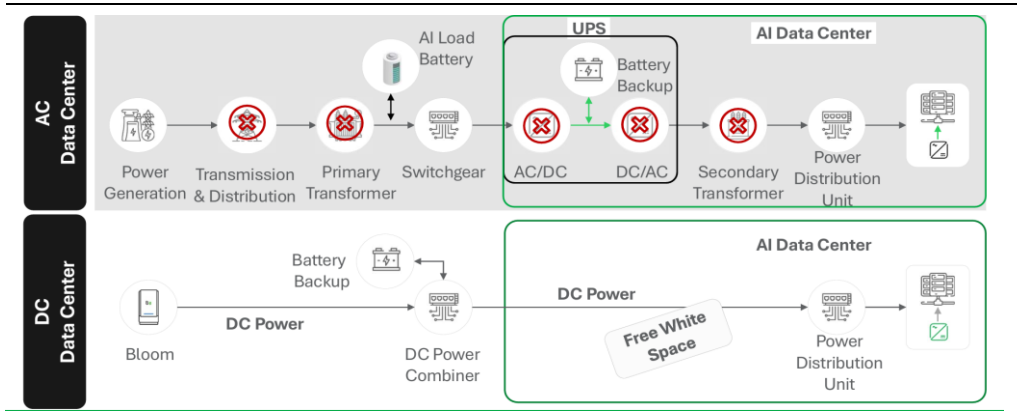
图 1： SOFC 方案原生直流电输出，省去多个变压环节.....	3
图 2： 预计 2034 年全球 SOFC 市场规模将达到 346.5 亿美元，年复合增速为 32.44%.....	3
图 3： 预计 2030 年全球 SOFC 装机量将达到 22GW，数据中心占比预计为 49%.....	3
图 4： 问卷显示 47%的电力开发者正在评估燃料电池解决方案.....	4
图 5： 燃料电池发电效率比大多数燃气轮机、往复式发动机高出 15-20%.....	4
图 6： 天岳先进 2026Q1 收入 3.66 亿元，同比-10.41%，环比转正.....	6
图 7： 天岳先进 2026Q1 毛利率 19.12%，大幅转正.....	6
图 8： Wolfspeed FY2026Q2 收入 1.5 亿美金.....	6
图 9： WolfspeedFY2026Q2 净亏损 1.2 亿美金，大幅收窄.....	6
图 10： 2026 年 618 期间李佳琦直播间新品占比达 17.4%.....	9
图 11： 花知晓近年国内电商平台快速推进.....	10
图 12： 花知晓国内抖音平台占比持续提升.....	10
图 13： 本周（2026.5.18-2026.5.22）港股本周电力设备及新能源跑赢恒生指数（%）.....	11
图 14： 2026 年初至今电力设备及新能源走势强于恒生指数（%）.....	11
图 15： 本周（2026.5.18-2026.5.22）电子、石油石化、基础化工板块表现强劲（%）.....	12
图 16： 2026 年初至今港股石油石化、煤炭、房地产板块涨幅靠前（%）.....	12
图 17： 本周（2026.5.18-2026.5.22）纳泉能源科技、海伦司、中发展控股领涨（%）.....	13
图 18： 本周（2026.5.18-2026.5.22）伟能集团、中国蜀塔、致丰工业电子跌幅较大（%）.....	13
表 1： BloomEnergy 与 AI 数据中心 Nebius、Oracle、Coreweave 等达成合作协议.....	4
表 2： Ceres 与潍柴动力、韩国斗山能源、台达电等达成合作，授权其 SOFC 技术.....	5
表 3： 海外大厂和国内公司加大 SiC 布局，英飞凌 4 月 1 日针对 SiC 等产品涨价超 15%.....	7
表 4： 2026 年 618 李佳琦直播间首日国货上榜品牌数增加.....	8
表 5： 神仙水精华液以超亿元的 GMV 领跑李佳琦直播间.....	8
表 6： 国货美妆集团子品牌首日李佳琦直播间表现亮眼.....	8
表 7： 花知晓 2016 年成立，2019 年就开始出海布局.....	10
表 8： 盈利预测与估值.....	13

## 1、AI 电力：SOFC 从小众“备用电源”到大众“主力供电”，SiC 成 800V HVDC 核心刚需

### 1.1、SOFC：原生适配数据中心，SOFC 方案从小众“备用电源”→大众“主力供电”

SOFC（固体氧化物燃料电池）是在 600–1000°C 高温下通过固体氧化物电解质发生电化学反应，直接将天然气 / 氢气等燃料的化学能转化为电能。核心优点为：发电效率高、燃料灵活（天然气 / 沼气 / 绿氢）、全负载效率稳定、毫秒级响应、零 NOx/SOx、低噪音、模块化快速部署（90 天）、原生直流输出。

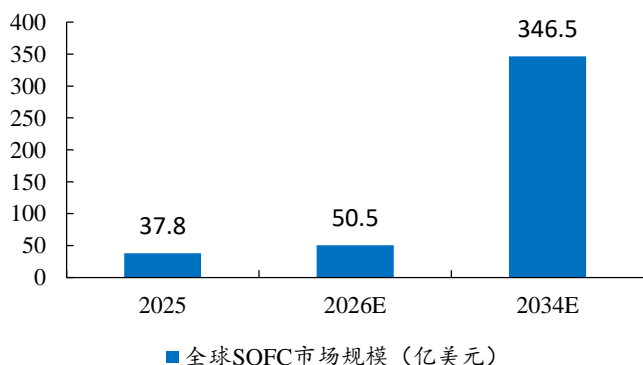
图1：SOFC 方案原生直流电输出，省去多个变压环节



资料来源：BloomEnergy 公司公告

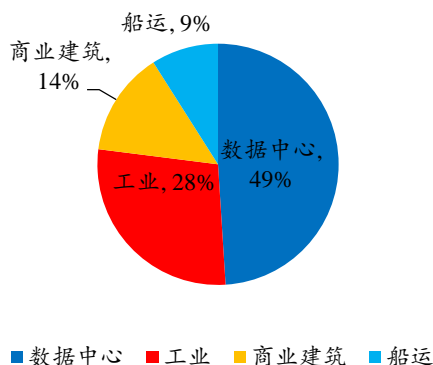
**全球 SOFC 行业正处于高速增长通道。**根据 Fortune Business，2025 年全球固体氧化物燃料电池（SOFC）市场价值为 37.8 亿美元，预计 2026 年将达到 50.5 亿美元，到 2034 年将达到 346.5 亿美元，预测期内复合年增长率为 32.44%。BNFE 预测，2030 年全球 SOFC 装机量将达到 22GW，数据中心占比预计为 49%。这一增长主要由 AI 数据中心等分布式供电场景的刚需快速增长、技术路线成熟与成本快速下降、全球双碳政策推动共同驱动，行业已进入商业化落地的关键拐点，成为解决电网瓶颈的关键方案。

图2：预计 2034 年全球 SOFC 市场规模将达到 346.5 亿美元，年复合增速为 32.44%



数据来源：Fortune Business、开源证券研究所

图3：预计 2030 年全球 SOFC 装机量将达到 22GW，数据中心占比预计为 49%

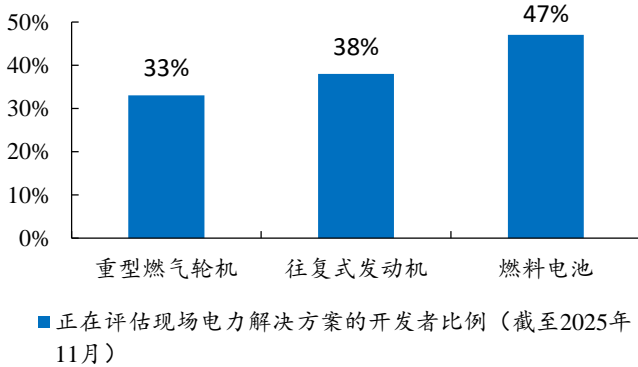


数据来源：Ceres 公司公告、BNEF、开源证券研究所

电力开发者对燃料电池的接受度快速提升，其在发电效率和燃料成本方面具备优势。根据 BloomEnergy 的问卷调查，截至 2025 年 11 月，47% 的电力开发者正在评估燃料电池方案，比例显著高于重型燃气轮机 (33%) 与往复式发动机 (38%)；同时，燃料电池发电净效率达 54%，较开放式燃气轮机 (35-38%)、往复式发动机 (38-40%) 高出 15-20 个百分点。

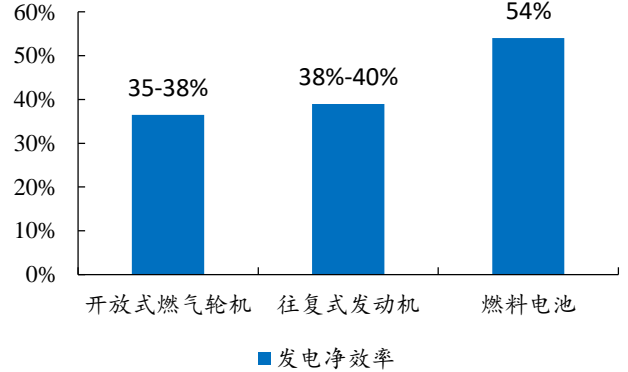
BloomEnergy 的方案在燃料成本项更具优势，对于一座中等规模的数据中心 (175 兆瓦) 而言，可在五年期间节省 7000 万至 1 亿美元的燃料成本。尽管从额定功率容量的角度来看，BloomEnergy 燃料电池的资本支出比小型燃气涡轮机和发动机高出约 10% 至 15%，但当考虑到为实现孤岛微电网中电网同等可用性 (即 99.9% 的正常运行时间) 而需进行的额外建设时，这一成本差异便会有所缩小。为确保向数据中心提供 100 兆瓦电力并达到三度可用性：燃气轮机将超建至 130-150 兆瓦；往复式发动机将超配至 120-130M；Bloom 的燃料电池仅需超建至 109 兆瓦。

图4：问卷显示 47%的电力开发者正在评估燃料电池解决方案



数据来源：BloomEnergy 《2026 年数据中心电力白皮书》、开源证券研究所

图5：燃料电池发电效率比大多数燃气轮机、往复式发动机高出 15-20%



数据来源：BloomEnergy 《2026 年数据中心电力白皮书》、开源证券研究所 (开放式燃气轮机假设热耗率为 8,500-8,800 Btu/kW·h; 往复式发动机假设热耗率为 7,600-8,400 Btu/kW·h)

在数据中心领域，SOFC 正成为电网受限、AI 算力高增下的核心 onsite 电源。北美龙头 BloomEnergy 已拿下 Oracle、AEP 等 GW 级订单，最新与 AI 新云公司 Nebius 签订 26 亿美元订单。Ceres 通过授权模式加速在亚太落地，核心合作方包括维持动力、斗山能源、台达电等。

表1：BloomEnergy 与 AI 数据中心 Nebius、Oracle、Coreweave 等达成合作协议

时间	合作方	合作内容	项目规模
2026/5/20	Nebius Group	签署 10 年期合作协议，为 Nebius 的 AI 数据中心部署、运营并维护 SOFC 系统，首期计划 2026 年投运 328MW	\$2.6B (总合同额)，N (首期)
2026/4/13	Oracle	扩大战略合作，Oracle 计划采购最多 2.8GW 的 SOFC 系统，其中 1.2GW 已签约并启动部署，用于美国 AI 数据中心供电，包含新墨西哥州 Jupiter 项目	2.8GW (总框架)，1.2GW (已签约)
2025/10/13	Brookfield	Brookfield 将投资至多 50 亿美元用于部署 Bloom 的燃料电池技术，双方合作参	\$5B

时间	合作方	合作内容	项目规模
与全球 AI 工厂设计与建设, 含欧洲工厂项目			
2025/7/24	Oracle	Bloom 将在 Oracle Cloud Infrastructure 的部分数据中心部署燃料电池技术, 解决电网并网周期长问题	(框架协议, 后续扩至 2.8GW)
2025/4/1	Conagra Brands	为 Conagra Brands 部署 6MW 项目, 签署 15 年 PPA, 满足工厂 70%-75% 电力需求	6MW
2025/2/20	Equinix	扩大长期合作, 累计合作容量超 100MW, 为美国 6 个州的 19 个数据中心提供离网电力	105MW
2025/2/13	Chart Industries	建立碳捕集合作伙伴关系, 利用天然气和 SOFC 提供近零碳电力供应	(技术合作, 无公开规模)
2024/12/11	HPS/IDF 基金	合作方以 1.25 亿美元购买 19MW Energy Server 能源服务器及微电网解决方案	19MW
2024/11/14	American Electric Power	签署 1GW 长期供货协议, 其中 2025 年订单规模 100MW	1GW (总框架), 100MW (2025 年订单)
2024/11/7	Quanta Computer	扩大合作, 为其 AI 硬件生产提供电力支持, SOFC 装机容量超 500MW	
2024/11/7	SK Eternix	合作开发 80MW 项目, 为韩国两个生态园区供电, 2025 年开始商业运营	80MW
2024/11/7	FPM Development	签署 20MW 供应协议, 2024 年底交付	20MW
2024/7/16	CoreWeave	建立战略合作, 为其数据中心部署 SOFC, 2025Q3 投运	
2024/6/6	Sembcorp	达成合作, 满足新加坡能源需求	
2024/5/9	Intel	达成电力容量协议, 为其加州圣克拉拉数据中心安装 SOFC, 打造硅谷最大燃料电池供电数据中心	
2023/12/26	SK ecoplant	SK ecoplant 承诺 2027 年前购买 500MW Energy Server, 预计 20 年内带来 15 亿美元产品收入 + 30 亿美元服务收入	500MW

数据来源: BloomEnergy 公司公告、BloomEnergy 官网新闻等、开源证券研究所

**表2: Ceres 与潍柴动力、韩国斗山能源、台达电等达成合作, 授权其 SOFC 技术**

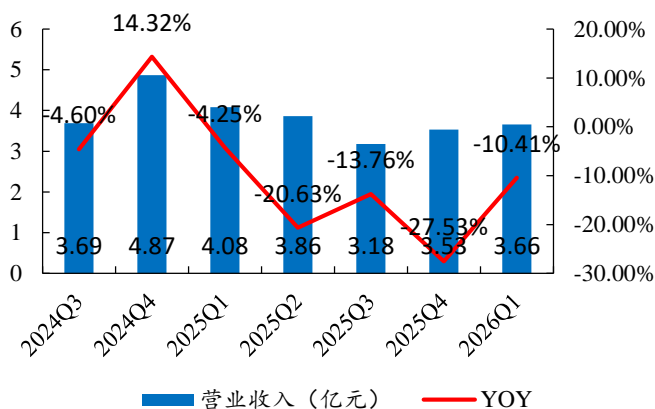
时间	合作方	合作类型	合作内容 / 规模
2025/11	潍柴动力 Weichai	SOFC 制造授权 (含里程碑 + 版税)	中国建厂生产电堆 / 系统; 聚焦 AIDC、工商业; 潍柴持股约 20%; 2026 起确认收入
2025/7	斗山 Doosan (韩国)	SOFC 制造授权 (含里程碑 + 版税)	50MW / 年工厂量产; 2025 年起产生首笔版税; 面向数据中心 / 商用
2024/1	台达电子 Delta	SOFC+SOEC 双授权 (约 £4300 万)	签订 4300 万英镑授权合约, 台湾建厂, 2026 年底试产
2024	电装 Denso (日本)	SOEC 制造授权	与 JERA 合作日本首个 SOEC 制氢示范; 获政府补贴约 £1.65 亿
2023	Centrica (英国)	SOFC 系统合作	与台达联合开拓英国 / 欧洲数据中心、工业分布式发电
2022	Shell (壳牌)	SOEC 示范合作	印度 1MW 电解示范; 用于绿氢 / 工业原料气
2022	Thermax (印度)	SOEC 系统授权	建设加压 SOEC 试点; 面向工业制氢 / 氨等
2018	潍柴动力 Weichai	战略投资 + 技术合作	潍柴总投资 £4800 万, 持股 20%; 联合开发燃料电池业务

数据来源: Ceres 公司公告、美国商业资讯等、开源证券研究所

## 1.2、SiC：天岳先进 2026Q1 毛利率转正，英飞凌、三星等国际巨头加码

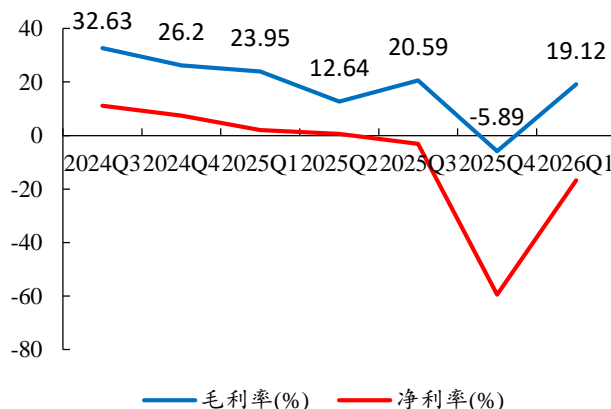
天岳先进 2026Q1 业绩触底回升，行业周期底部已迎来明确拐点。2026Q1 公司单季收入 3.66 亿元，同比降幅收窄至 -10.41%，环比转正；毛利率则大幅回升至 19.12%，较 2025Q4 的 -5.89% 实现由负转正，净利率同步显著改善。随着行业供需格局反转，碳化硅衬底价格止跌企稳，叠加公司 8 英寸产能释放、产品结构优化及规模效应显现，单位成本持续下行，盈利能力显著修复。公司作为国内碳化硅衬底龙头，将充分受益于下游车规与 AI 电源的需求复苏，业绩弹性有望持续释放。

图6：天岳先进 2026Q1 收入 3.66 亿元，同比-10.41%，环比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

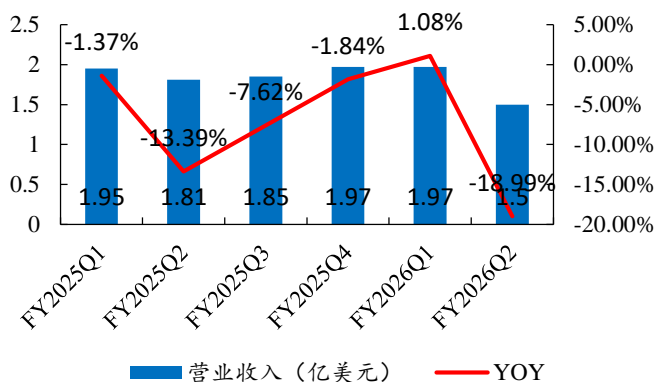
图7：天岳先进 2026Q1 毛利率 19.12%，大幅转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

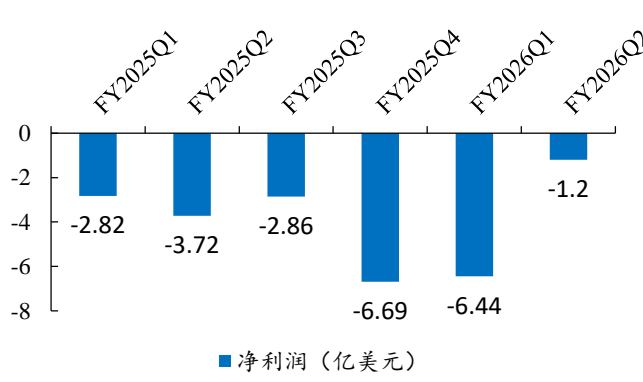
Wolfspeed FY2026Q2 业绩仍承压，但亏损已大幅收窄。FY2026Q2（截至 2026/3/29）公司当期收入 1.5 亿美元，同比下滑 18.99%；净亏损 1.2 亿美元，较上季度 6.44 亿美元大幅收窄，但经营压力仍存。作为全球碳化硅技术标杆，Wolfspeed 2026 年 5 月完成债务重组，聚焦 800V/HVDC，推出全球首款 10kV SiC MOSFET、300mm（12 英寸）单晶晶圆研制成功，8 英寸产线规模化落地。

图8：Wolfspeed FY2026Q2 收入 1.5 亿美金



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2026/3/29）

图9：Wolfspeed FY2026Q2 净亏损 1.2 亿美金，大幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2026/3/29）

**表3：海外大厂和国内公司加大 SiC 布局，英飞凌 4 月 1 日针对 SiC 等产品涨价超 15%**

公司	时间	核心新闻
Wolfspeed	2026/5	完成债务重组，瑞萨成第一大股东；关闭 6 英寸产线，推出 3.3kV SiC 模块，专攻 AI 数据中心。
英飞凌	2026/4	4 月 1 日起对主流产品提价，涨幅达 5-15%，SiC 等高端品类涨幅超过 15%
意法半导体	2026/2	与三安光电在重庆合资建立的 8 英寸 SiC 器件工厂也预计将在近年内实现量产，公司维持中长期 SiC 年营收超过 50 亿美元的战略目标。
天岳先进	2026/3	2025 年全球导电型 SiC 衬底市占 27.6%，首次登顶。
三安光电	2025/7	湖南三安的碳化硅产品已实现向通合、科士达、致瞻等充电桩客户批量供货，以及台达、光宝、长城、维谛技术等数据中心及 AI 服务器电源客户供货。
晶盛机电	2026/5	子公司浙江晶瑞年产 60 万片 8 英寸 SiC 衬底项目加速投产。
三星	2026/5	重启 SiC 代工业务，旨在抢占下一代功率半导体市场份额，2028 年量产 8 英寸晶圆。

资料来源：第三代半导体产业、集邦半导体、开源证券研究所

## 2、美丽：618 大促高端美妆品牌表现亮眼，珀莱雅收购花知晓

### 12.5479%股权实现控股

#### 2.1、618 大促：高端美妆品牌表现较优，国货积蓄增长势能

**618 高端美妆品牌表现较优。**2026 年天猫 618 大促首日，李佳琦直播间带货 378 款美妆商品，涵盖 126 个美妆品牌矩阵。国际美妆品牌表现回暖，SK-II 和修丽可位列李佳琦直播间 TOP2。娇韵诗、馥蕾诗等国际品牌排名同样明显上涨，高端美妆品牌在天猫优势凸显。从单品表现看，李佳琦直播间共 54 款美妆单品 GMV 突破千万元，其中 30 款产品链接的单价在 500 元以上。SK-II 表现强劲，其神仙水精华液以超亿元的 GMV 领跑。薇诺娜新品“311 屏障速修水霜”为 TOP10 唯一国货品牌，凸显强大增长潜力。

**国货上榜品牌数增多，持续积蓄势能，国货美妆集团第二增长曲线提速。**从李佳琦直播间 TOP20 席位看，国货上榜品牌个数从 2024 年 4 个到 2026 年 7 个，占比持续提升。此外，国货美妆集团正在逐步通过子品牌打造第二增长曲线，珀莱雅集团旗下彩棠在李佳琦直播间上架了粉底液、妆前乳等 4 款彩妆单品，GMV 同比增长 33%，位居国货美妆第 11 名；逸仙电商、贝泰妮、巨子生物等集团旗下的子品牌达尔肤、瑗科缙、可丽金同样表现亮眼，位列李佳琦直播间国货美妆 TOP15-17。这些子品牌承接了集团的第二增长曲线，其中达尔肤在李佳琦直播间 GMV 较 2025 年同期增长超 58%。

**新品成为本次 618 美妆增长的核心亮点，集中上新策略成效显著。**青眼情报数据显示，预售首日，李佳琦直播间共上架 66 款美妆新品（直播间商品列表标注“新品”），占全场商品 17.41%。

**表4：2026年618李佳琦直播间首日国货上榜品牌数增加**

排序	2024年	2025年	2026年
1	珀莱雅	珀莱雅	SK-II
2	可复美	SK-II	修丽可
3	兰蔻	欧莱雅	珀莱雅
4	欧莱雅	兰蔻	娇韵诗
5	修丽可	可复美	欧莱雅
6	雅诗兰黛	海蓝之谜	雅诗兰黛
7	娇韵诗	娇韵诗	兰蔻
8	娇兰	修丽可	FAN BEAUTY
9	OLAY	薇诺娜	馥蕾诗
10	卡诗	蜜丝婷	薇诺娜
11	海蓝之谜	毛戈平	海蓝之谜
12	理肤泉	同频	可复美
13	资生堂	雅诗兰黛	毛戈平
14	薇诺娜	肌肤之钥	OLAY
15	赫莲娜	资生堂	理肤泉
16	肌肤之钥	OLAY	肌肤之钥
17	蜜丝婷	娇兰	同频
18	优时颜	卡诗	娇兰
19	科颜氏	理肤泉	蜜丝婷
20	丝塔芙	FAN BEAUTY	优时颜

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

**表5：神仙水精华液以超亿元的GMV领跑李佳琦直播间**

排序	商品名	品牌名
1	SK-II 神仙水精华液	SK-II
2	修丽可 AGE 面霜	修丽可
3	Fresh 馥蕾诗红茶酵母萃精华水	馥蕾诗
4	SEAYEO 大排灯 Pro/Max/S	SEAYEO
5	雅诗兰黛面霜智妍胶原霜	雅诗兰黛
6	理肤泉 B5 面膜 PRO	理肤泉
7	海蓝之谜精萃水精华	海蓝之谜
8	娇韵诗油皮双萃精华液	娇韵诗
9	娇韵诗双萃精华液	娇韵诗
10	薇诺娜 311 屏障速修水霜	薇诺娜

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

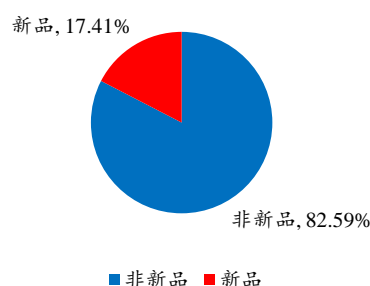
**表6：国货美妆集团子品牌首日李佳琦直播间表现亮眼**

2026年	所属集团	接数
1	珀莱雅	珀莱雅 19
2	FAN BEAUTY	范美丽 7
3	薇诺娜	贝泰妮 10
4	可复美	巨子生物 9
5	毛戈平	毛戈平 7

排序	2026 年	所属集团	链接数
6	同频	上海重境	3
7	优时颜	懿奈生物	5
8	SEAYEO	翌光科技	1
9	HBN	护家科技	5
10	百雀羚	百雀羚	4
11	彩棠	珀莱雅	4
12	自然堂	自然堂	6
13	阿芙	茂思商贸	1
14	花知晓	花知晓	1
15	达尔肤	逸仙电商	4
16	瑗科缦	贝泰妮	4
17	可丽金	巨子生物	3
18	且初	缙嘉科技	2
19	完美日记	逸仙电商	4
20	敷尔佳	敷尔佳	2

数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

**图10：2026 年 618 期间李佳琦直播间新品占比达 17.4%**



数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

## 2.2、珀莱雅：收购花知晓 12.5479%股权实现控股，多品牌集团布局持续完善

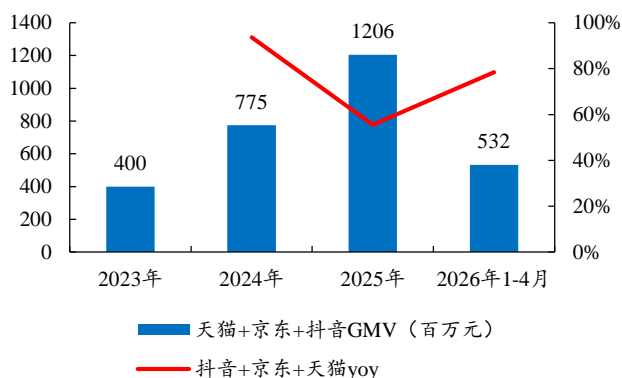
5月21日珀莱雅宣布以3.51亿元收购花知晓12.55%股权，持股比例升至51%并实现控股并表。2025年9月珀莱雅以38.45%股权成为第二大股东，本次增持后实现控股，创始人团队保留核心股权，兼顾战略协同与创业活力。花知晓的整体值约28.27亿元，结合2025年2.8亿元的净利润，PE倍数大约是10倍。本次收购是珀莱雅多品牌布局重要落子。

花知晓深刻把握 Z 世代对“高颜值+情感价值”的双重需求实现快速成长。2016年花知晓品牌成立，品牌用少女心设计作为语言，面向全球消费者讲述幻想故事。2018年，花知晓尝试与“洛丽塔风”的服饰品牌 Pretty Rock Baby 合作，推出巴洛克风的独角兽系列，随后又推出泰迪熊、小天使等系列，进一步强化品牌调性。花知晓目前已推出超过25个原创主题彩妆系列。

据公司公告，花知晓2025年实现收入17.26亿元、净利润2.8亿元，净利率16.2%；

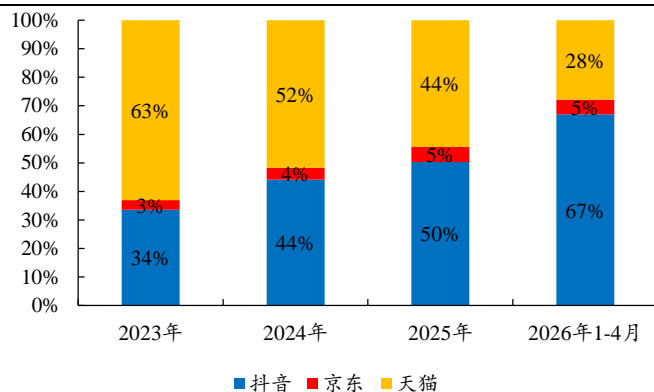
2026Q1 收入 6.75 亿元、净利润 1.55 亿元，净利率 22.9%，盈利能力持续提升。据久谦中台数据，花知晓天猫+京东+抖音平台 GMV 由 4 亿元增长至 12.1 亿元，2 年 CAGR 达 73.6%，2026 年 1-4 月 GMV 达 5.3 亿元/yoy+78.5%。

图11：花知晓近年国内电商平台快速推进



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图12：花知晓国内抖音平台占比持续提升



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

### 花知晓出海进程：从日本到欧美循序渐进布局，出海发展渐入佳境。

**(1) 首站日本 (2019)：文化契合，低成本打开市场。**日本消费者对少女风、精致感的接受度极高，与花知晓的品牌调性天然契合。通过入驻 Loft、Cosme 等 300+ 美妆杂货店，覆盖率超 90%，再签约宫脇咲良担任亚洲大使，配合东京户外广告和杂志小样投放，快速打响知名度。2020 年圣诞期间，泰迪熊系列单季出货超 2000 万，成功跻身日本国民级少女彩妆行列。

**(2) 渗透东南亚 (2021)：电商放量，快速收割年轻用户。**依托 Shopee、Lazada 等主流电商平台，借助大促节点实现快速突破。2022 年 6.6 大促期间，业绩较前期大促首日呈明显上涨，随后入驻屈臣氏，迅速成为东南亚少女彩妆新锐。

**(3) 强攻欧美 (2022)：审美破圈，抢占高溢价赛道。**花知晓避开欧美美妆巨头的主战场，主打“小众奢侈少女品牌”定位，全球 slogan 定为“Live Your Fairytales (活出你的童话)”，精准命中 Z 世代“Coquette (甜美复古)”亚文化。2024 年进驻 Urban Outfitters，2025 年登陆 ULTA Beauty (美国最大美妆连锁)，2026 年入驻英国 Boots，成为首个进入欧美主流零售渠道的国货彩妆。据 Beauty Independent 报道，美国贡献花知晓海外业务的 60% 至 70%。

表7：花知晓 2016 年成立，2019 年就开始出海布局

时间	主要事件
2016 年	以 100 万元资金在杭州成立
2019 年	花知晓创始人包子和 Hana 将出海首战定在日本
2020 年 5 月	花知晓上线天猫，在当年实现全渠道销售额破亿
2020 年 7 月	获得天图投资数千万元 Pre-A 融资
2021 年	入驻抖音平台，并开设品牌店铺；进入东南亚市场（新加坡、马来西亚、越南、泰国、菲律宾、印尼等），扩大海外市场规模
2021 年 3 月	获得坤言资本约亿元 A 轮融资

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

时间	主要事件
2022 年	花知晓开始进军欧美，第一年就实现 1000 万元人民币 GMV
2023 年	花知晓与美国潮牌 Urban、Outfitters 合作，将 15 款热销品摆进线下门店，目标覆盖 200 家门店
2024 年	美国丧曲天后打雷姐在 ins 上推广了花知晓
2025 年 12 月	登陆美国美妆零售商 Ulta Beauty，首批上线 62 个 SKU，覆盖眼影、腮红、唇部产品、镜子及配饰等品类，价格带约为 8 美元至 45 美元。
2026 年	入驻英国 Boots，成为首个进入欧美主流零售渠道的国货彩妆

资料来源：聚美丽公众号、36 氪未来消费公众号、开源证券研究所

**我们认为此次收购对珀莱雅来说：(1) 补充 18-25 岁的年轻消费人群矩阵。**花知晓聚焦 Z 世代、二次元文化和“少女审美”细分市场，与珀莱雅传统品牌用户侧重的中端护肤消费群有明显差异。这种人群互补可帮助珀莱雅完善其消费者谱系。

**(2) 加速全球化布局。**花知晓从日本到欧美市场的渠道和营销体系是珀莱雅迈向国际的重要资产。收购让珀莱雅获得现成的海外拓展板块。

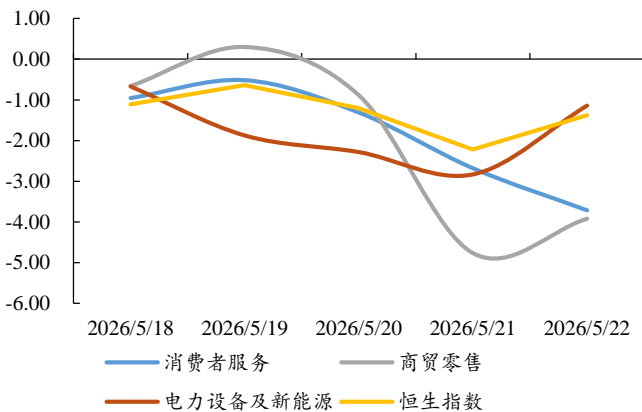
**(3) 稳固产业链与供应链能力，拓展运营思路。**美妆行业竞争核心之一是供应链和产品研发节奏。花知晓年轻团队在产品迭代、社媒营销、内容运营上的敏捷，能够与珀莱雅成熟供应链结合，可以提升双方的整体运营效率。

### 3、行业行情回顾：本周电力设备及新能源跑赢、消费者服务/商贸零售跑输大盘

#### 3.1、港股行业跟踪：本周商贸零售/消费者服务/电力设备板块下跌

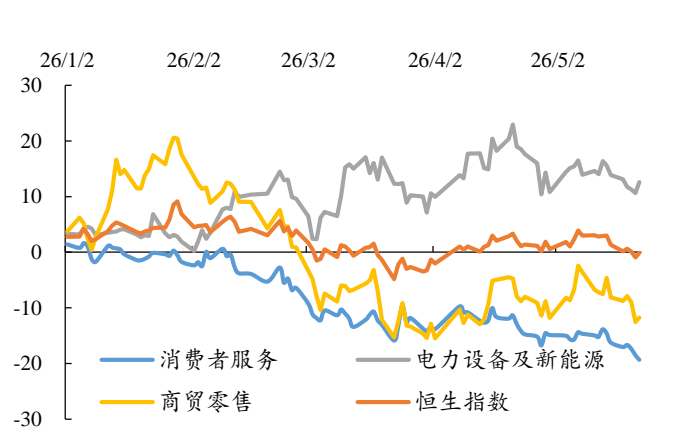
本周（2026.5.18-2026.5.22）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数-3.92%/-3.71%/-1.14%，较恒生指数涨跌幅-2.55/-2.34/+0.23pct，在 30 个一级行业中排名第 25/24/9；2026 年初至今商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源行业指数-11.75%/-19.35%/+12.58%，商贸零售/消费者服务板块走势弱于恒生指数，电力设备及新能源板块走势强于恒生指数，在 30 个一级行业中排名第 27/29/5。

图13：本周（2026.5.18-2026.5.22）港股本周电力设备及新能源跑赢恒生指数（%）

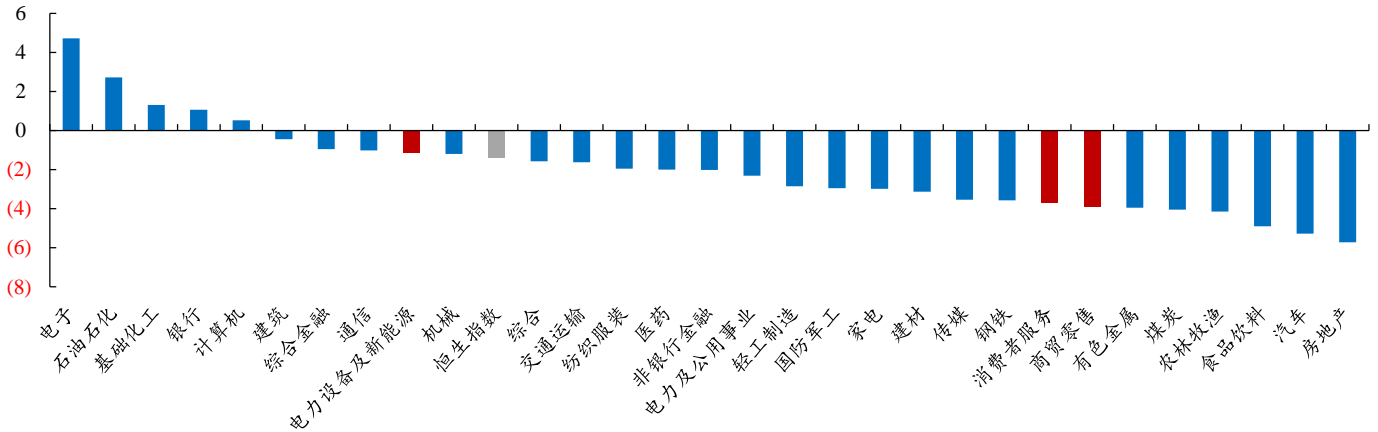


数据来源：Wind、开源证券研究所

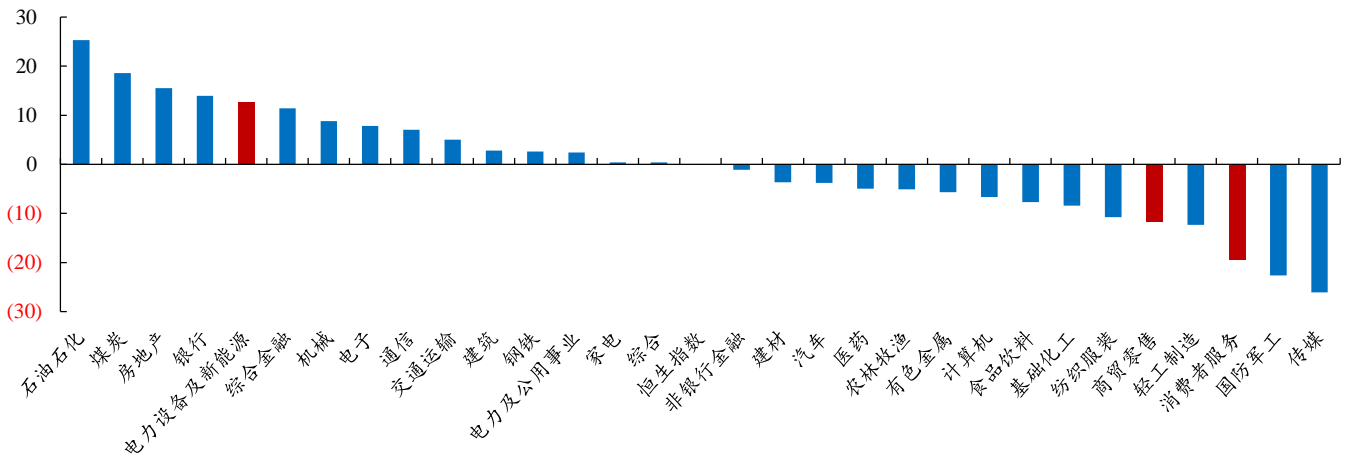
图14：2026年初至今电力设备及新能源走势强于恒生指数（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：本周（2026.5.18-2026.5.22）电子、石油石化、基础化工板块表现强劲（%）**


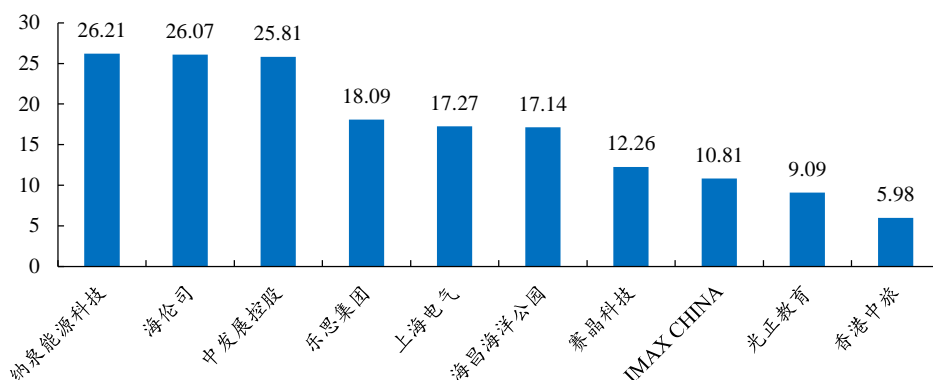
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：2026 年初至今港股石油石化、煤炭、房地产板块涨幅靠前（%）**


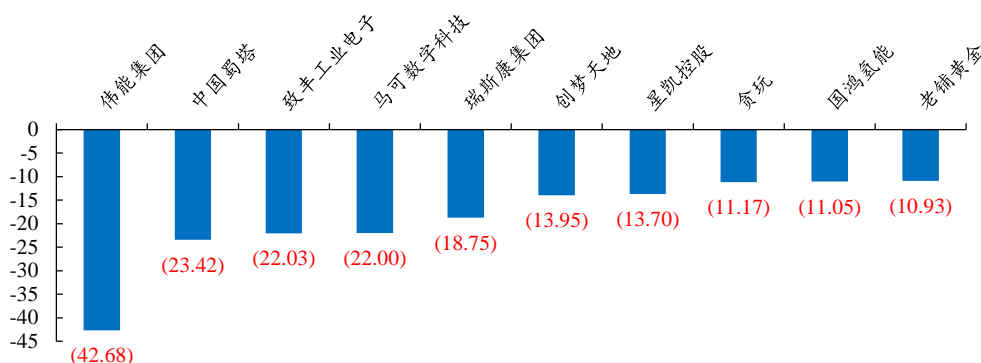
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、港股制造消费标的表现：本周（2026.5.18-2026.5.22）电力设备类上涨排名靠前

本周（2026.5.18-2026.5.22）港股制造消费板块电力设备类涨幅靠前，涨幅前三名分别为纳泉能源科技、海伦司、中发展控股，跌幅前三名分别为伟能集团、中国蜀塔、致丰工业电子。

**图17: 本周(2026.5.18-2026.5.22) 纳泉能源科技、海伦司、中发展控股领涨(%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图18: 本周(2026.5.18-2026.5.22) 伟能集团、中国蜀塔、致丰工业电子跌幅较大(%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**表8: 盈利预测与估值**

代码	公司名称	2026/5/22	EPS			PE			评级
		收盘价	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
1318.HK	毛戈平	61.10	3.24	4.04	5.01	16.5	13.2	10.6	买入
2367.HK	巨子生物	27.44	1.8	2.0	2.3	13.1	11.7	10.5	买入
2145.HK	上美股份	41.20	3.44	4.08	4.80	10.5	8.8	7.5	买入
2097.HK	蜜雪集团	262.40	17.17	20.01	22.49	13.3	11.4	10.2	增持
1364.HK	古茗	22.38	1.36	1.66	1.95	14.4	11.8	10.0	未评级
0325.HK	布鲁可	57.45	6.09	7.99	—	8.2	6.3	—	买入
300896.SZ	爱美客	103.15	5.01	5.64	6.17	20.6	18.3	16.7	买入
920982.BJ	锦波生物	158.37	10.02	12.58	—	15.8	12.6	—	买入
601888.SH	中国中免	56.65	2.47	2.91	3.36	22.9	19.5	16.8	未评级
0780.HK	同程旅行	14.89	1.38	1.63	1.86	9.4	8.0	7.0	未评级
603099.SH	长白山	37.00	0.59	0.72	0.79	62.3	51.3	46.9	买入
001308.SZ	康冠科技	21.28	1.06	1.34	1.61	20.0	15.9	13.3	买入
300856.SZ	科思股份	13.71	0.34	0.46	0.61	40.8	29.7	22.4	买入
603277.SH	银都股份	12.65	1.59	1.71	—	8.0	7.4	—	买入

688363.SH	华熙生物	39.00	0.81	1.04	1.26	48.1	37.3	30.9	买入
300740.SZ	水羊股份	25.53	0.72	0.97	—	35.3	26.2	—	买入
603081.SH	大丰实业	11.14	0.50	0.65	—	22.3	17.2	—	买入
603059.SH	倍加洁	29.78	1.47	1.87	2.43	20.2	16.0	12.2	未评级
9961.HK	携程集团	367.40	24.37	28.54	31.85	13.2	11.2	10.1	未评级
	-S								
0667.HK	中国东方 教育	4.97	0.45	0.54	0.65	11.1	9.2	7.7	未评级
301011.SZ	华立科技	18.25	0.60	0.76	0.91	30.5	24.0	20.0	未评级
300859.SZ	西域旅游	28.09	0.66	0.77	0.89	42.7	36.3	31.7	未评级
9699.HK	顺丰同城	8.24	0.50	0.80	1.02	14.4	9.0	7.0	未评级
3690.HK	美团	81.35	-1.92	3.66	6.13	-37.0	19.4	11.6	未评级
EDU.N	新东方	46.43	0.31	0.39	0.44	21.6	17.5	15.3	未评级
TAL.N	好未来	9.77	0.25	0.40	0.55	39.7	24.7	17.8	买入
0999.HK	小菜园	6.30	0.58	0.68	0.77	9.5	8.0	7.1	未评级
9992.HK	泡泡玛特	150.50	11.20	12.99	14.55	11.7	10.1	9.0	买入
6831.HK	绿茶集团	7.45	0.96	1.22	1.53	6.8	5.3	4.2	未评级
2517.HK	锅圈	2.50	0.23	0.30	0.38	9.6	7.3	5.8	买入
0669.HK	创科实业	118.80	0.78	0.91	1.02	133.3	114.3	101.3	买入
1209.HK	华润万象 生活	43.96	1.91	2.08	2.26	20.1	18.4	17.0	买入
1972.HK	太古地产	23.74	0.75	0.95	1.10	27.7	21.8	18.8	买入
0016.HK	新鸿基地 产	138.60	8.03	8.38	8.69	15.1	14.4	13.9	未评级
RERE.N	万物新生	32.00	4.2	5.8					
3393.HK	威胜控股	23.72	1.36	1.69	2.11	15.2	12.2	9.8	未评级
1651.HK	津上机床 中国	60.45	2.81	3.28	3.87	18.8	16.1	13.6	未评级

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 5 月 15 日港币兑人民币收盘价 0.87343；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 5 月 28 日美元兑人民币收盘价 6.8415）

#### 4、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