综合

2026 年 11 月 22 日

投资评级：看好（维持）

海外消费：维密与 Crocs 依托时尚与场景拓展突围，太古标杆项目驱动零售额高增

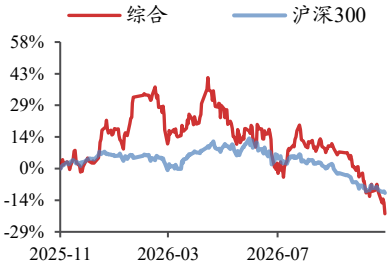
——行业周报

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

程婧雅（分析师）
chengjingya@kysec.cn
证书编号：S0790525070010

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《海外科技：通用算力需求提速，美国 AIDC 规划落地风险升温—行业周报》-2026.11.15

《大模型 10 月行业点评：中低档模型降价与 Agent 能力升级并进，国产模型密集发布—》-2026.11.10

《港股消费&应用：阜博紧抓 AI 短剧红利进入业绩加速期，美护三季报盈利延续分化 —行业周报》-2026.11.8

● **亚朵/时尚：亚朵零售收入+超 60%，维密与 Crocs 靠时尚与多场景突围**

亚朵：2026Q3 实现营收 34.29 亿元（同比+30.5%），其中零售业务收入 13.62 亿元（同比+61.0%）、占总营收比重达 39.7%，第二增长曲线地位持续强化；双十一期间亚朵星球第三方电商平台 GMV 超 2.5 亿元（同比+超 600%），深睡枕 Pro 累计销量突破 1,300 万只、被子品类收入同比增长超 70%，“深睡”生态正由枕头大单品向床品全品类延伸。**时尚消费板块：**维密双十一重回天猫内衣品类累计 GMV 榜首、开门红单日销售额同比+125.4%至 1.1 亿元，其转型路径为产品端从“性感”转向“悦己舒适”、定价端下探价格带、渠道端加码直播电商，并以 Pink 系列切入 18-24 岁年轻客。Crocs 芭蕾系列 2026 年 4 月销量同比+418%验证时尚敏锐度，产品沿通勤日常、冬日场景延伸拉长单品生命周期，2026Q3 营收 10.43 亿美元，同比+4.6%，中国成为重要增长驱动。

● **商业地产：高端商场零售额高增，“销售领先租金”打开续约上行空间**

商业地产板块多组数据交叉确认高端消费修复：太古地产 2026 年前三季度三里屯太古里零售额同比+59.8%、兴业太古汇+52.6%，2026H1 内地商场零售额+23%对应租金收入仅+13%、香港零售额+10%对应租金+2%；恒隆地产 2026H1 内地商场租户销售额+17%对应租金+6%，内地零售额自 2025Q3 起持续正增长、2026Q1 录得+24%峰值；华润置地 2026 年前 10 月租金收入 298.1 亿元（同比+10.0%）、华润万象生活旗下商场 2026H1 零售总额同比+21.7%。“零售额增速大幅领先租金增速”的剪刀差源于固定租金合约与租金分成机制的传导时滞，标杆项目的销售弹性将在 2027-2028 年通过续约 reversion 逐季兑现为租金现金流；出租率维持 97%-100%的满租状态，头部商场运营壁垒坚实。

● **美护：双 11 美妆大促总结：大盘增速放缓，国货细分赛道寻求突围**

双 11 电商大盘个位数增长，即时零售赛道逐渐演进为核心增量赛道。个护美妆增速略弱于大盘，抖音平台增速高于整体个护美妆赛道（抖音日均 GMV 达 13.59 亿元，同比上涨 10.22%）。天猫美妆 TOP20 国货占 5 席，珀莱雅连续四年居首，外资高端优势明显；抖音护肤赫莲娜位列第 1、前五外资占四席，外资加大抖音达播合作、套组化销售；彩妆抖音毛戈平位列第 1；抖音洗发护发赛道 TOP20 国货占 15 席，国货主导赛道格局加速演绎。韩束大促在该赛道排名大幅上升，位列第 3 名。中高端定位的 Off&Relax、康王也表现优异，功效护发趋势显著。

● **本周行情：消费者服务跑赢大盘，商贸零售、电力设备及新能源跑输大盘**

本周（2026.11.16-2026.11.20）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数-7.62%/-2.93%/-9.80%，较恒生指数涨跌幅-2.43/+2.26/-4.61pct，在 30 个一级行业中排名第 23/10/27。

推荐标的：(1)AI 应用：阜博集团、美图公司；**(2)零售：**万物新生、西普尼。

受益标的：(1)IP：泡泡玛特、布鲁可、阅文集团；**(2)美护：**毛戈平、林清轩、若羽臣、巨子生物、雅诗兰黛；**(3)零售：**东方甄选、华润万象生活、太古地产；**(4)牙科：**时代天使、现代牙科、爱迪特、先临三维；**(5)AI 电力：**BloomEnergy、壹连科技、威腾电气；**(6)制造：**津上机床中国；**(7)AI 应用：**赤子城科技、迈富时、salesforce、servicenow。

● **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、 亚朵集团：2026Q3 零售业务同比增长超 60%，深睡生态闭环持续强化 4
2、 时尚消费：维密与 Crocs 靠产品日常化和品类多元化，打开增长空间 6
2.1、 维多利亚的秘密：18 万件睡衣 8 分钟售罄，双十一重回内衣榜第一 6
2.2、 Crocs：正突破传统单品边界，向时尚潮流、通勤日常、冬日场景延伸 8
3、 商业地产：标杆高奢项目驱动零售额高增，“销售领先租金”的剪刀差打开续约上行空间 10
3.1、 太古地产：内地标杆项目零售额高增，中国香港零售自 2026 年初起显著回暖 10
3.2、 华润系：月度租金现金流稳如“类债”，零售额增长领跑商业大盘 11
3.3、 恒隆地产：零售额连续六个季度正增长，租户销售大幅领先租金 12
4、 双 11 美妆大促总结：大盘增速放缓，国货细分赛道寻求突围 13
5、 行业行情回顾：本周消费者服务跑赢大盘，商贸零售、电力设备及新能源跑输大盘 17
5.1、 港股行业跟踪：本周消费者服务指数跑赢大盘，商贸零售、电力设备及新能源指数跑输大盘 17
5.2、 港股制造消费标的表现：本周（2026.11.16-2026.11.20）乐思集团、全达电器集团控股、中国蜀塔领涨 19
6、 风险提示 20

图表目录

图 1： 2026Q3 营收同比+30.48%，连续 6 个季度保持 30%以上增长（单位：亿元） 4
图 2： 2026Q3 净利润同比-5.49%，受股权激励确认扰动（单位：亿元） 4
图 3： 零售业务同比增长超 60%，成为继加盟酒店之外的第二增长曲线（单位：亿元） 5
图 4： 2025 年线上占零售 GMV 比重升至 93.1%，零售以线上为主 6
图 5： 酒店经营成本费用率总体呈下降趋势，2026Q3 管理费用率明显上升 6
图 6： 2026 年 10 月天猫睡衣/家居服品类销售额同比增长 120%，保暖内衣下滑 45% 6
图 7： 维多利亚的秘密新品水光绸睡衣商品图 6
图 8： 2026 年 Crocs 芭蕾舞鞋商品图 9
图 9： 推出冬季系列暖棉厚底洞洞鞋 9
图 10： 2026Q3 Crocs 营收 10.43 亿美元，同比+4.65%，呈现加速（单位：亿美元） 9
图 11： 2026Q3 Crocs 净利润 2.17 亿美元，同比增长 48.65%（单位：亿美元） 9
图 12： 太古地产旗下内地商业零售额仍呈现强劲增长，中国香港零售额自 2026 年初起明显回暖 10
图 13： 2026H1 太古中国内地商场零售额同比增长 23%，租金收入同比+13% 11
图 14： 2026H1 华润万象生活旗下商场零售总额同比增长 21.7% 12
图 15： 2026Q2 恒隆地产旗下中国内地商场零售额同比增长 9% 13
图 16： 2026 年双十一全网电商销售额同比增长 4.8% 13
图 17： 2026 年双 11 综合电商平台销售额同比增长 3.7% 13
图 18： 2026 年双 11 即时零售正从补充渠道演进为核心经营赛道 14
图 19： 2026 年双 11 综合电商平台个护美妆 GMV 同比增长约 3.7% 14
图 20： 2026 年双 11 抖音化妆品日均 GMV 增长 10.2% 14
图 21： 2026 年双 11 主要上市美妆集团发布战报，上美旗下子品牌增长亮眼，毛戈平位次上升 17

表 1： 2026 年 618 与双十一期间维密重回榜一 7
表 2： 2026 年双十一开门红单日，维密销售额大幅增长 125.4%至 1.1 亿元 7
表 3： 截至 2026Q3 末，太古地产旗下商场出租率维持在 97%以上 10
表 4： 2026 年 10 月华润置地租金收入 30.9 亿元，同比增长 5.3% 11
表 5： 2026H1 恒隆地产旗下商场租金收入同比增长 6%，租户销售额同比增长 17% 12

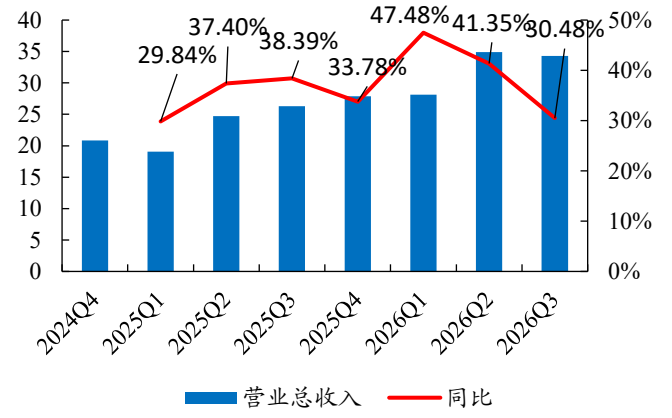
表 6: 天猫平台格局相对稳健 14
表 7: 2026 年双 11 抖音平台国际美妆品牌排名上升 15

1、 亚朵集团：2026Q3 零售业务同比增长超 60%，深睡生态闭环持续强化

2026 年双十一期间，亚朵星球全渠道销售呈现强劲势能。活动周期内，亚朵第三方电商平台整体 GMV 超 2.5 亿元，同比增长超 600%，其中床品系列贡献核心增量。分渠道来看：天猫端，据亿邦动力双 11 家居品牌销售榜，亚朵星球跃居榜首，超越水星、罗莱等传统家纺龙头；抖音端，据蝉妈妈平台监测，其官方旗舰店近 30 天直播销售额达千万级以上，客单价稳居 500-600 元区间，位居家纺带货榜前列。

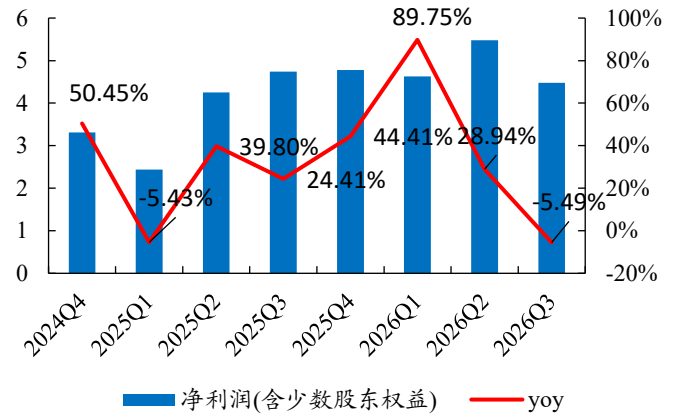
2026Q3 业绩：营收维持高增，全年指引上调彰显信心。2026Q3 公司实现营业收入 34.29 亿元（同比+30.48%）。受股权激励确认错期扰动，表观净利润同比下滑 5.5%至 4.48 亿元；剔除该影响后，调整后净利润达 6.15 亿元（同比+26.2%），调整后 EBITDA 达 8.83 亿元（同比+28.8%），核心盈利能力稳健。基于 Q3 的强劲表现，公司将全年收入增速指引上调至 33%-35%，反映管理层对后续经营及扩张节奏的充足信心。

图1：2026Q3 营收同比+30.48%，连续 6 个季度保持 30%以上增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026Q3 净利润同比-5.49%，受股权激励确认扰动（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

酒店业务：轻资产模式持续深化，价格韧性支撑 RevPAR 稳健增长。2026Q3 特许管理酒店收入同比增长 20.4%至 18.78 亿元;租赁酒店收入同比下滑 18.6%至 1.34 亿元，公司产品组合优化效果显现。经营指标方面，2026Q3 行业需求承压背景下，公司 ADR 达 453 元（同比+1.3%），OCC 为 79.7%（同比-0.5pct），价格端提升有效对冲了入住率微降，带动 RevPAR 超 373 元（同比+0.5%）。拓店方面，面对加盟商投资趋紧的行业环境，公司维持全年新开约 480 家、关店 80 家的目标不变，优质物业与成熟加盟商加速向头部集中。

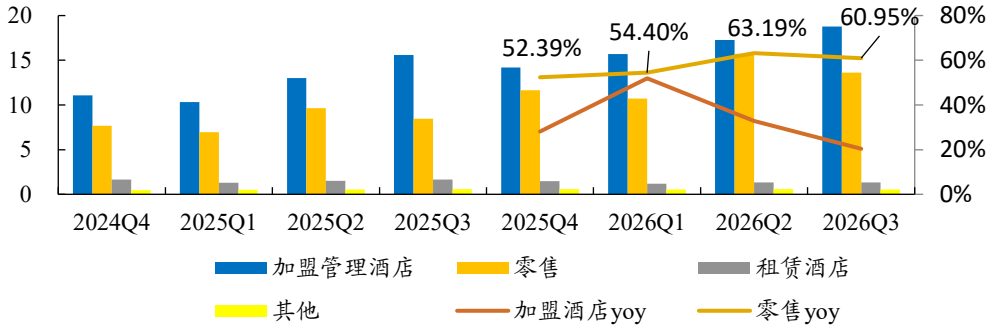
零售业务：亚朵星球收入维持高增，产品矩阵持续拓宽，全渠道生态壁垒逐步显现。

业绩端维持高增，品类矩阵多点开花。公司 2026Q3 零售业务实现收入 13.62 亿元（同比+60.95%），占总营收比重达 39.7%，第二增长曲线地位持续强化。**分品类**

看：

（1）核心大单品壁垒深厚：枕头品类保持断层领先，深睡枕 Pro 系列累计销量突破 1,300 万只高潜品类放量：被子品类 2026Q3 收入同比高增超 70%，深睡控温被 Pro 3.0 系列以矩阵化布局持续验证品类延展势能；（3）生态圈拓宽：睡衣 2.0 与床笠 2.0 等战略品类销售突破，睡眠生态闭环进一步丰富。2026 年三季报财报电话会议上，亚朵集团首席财务官吴建峰更新了零售业务的指引，将 2026 年零售业务收入同比增长指引上调至 50%-55%。

图3：零售业务同比增长超 60%，成为继加盟酒店之外的第二增长曲线（单位：亿元）



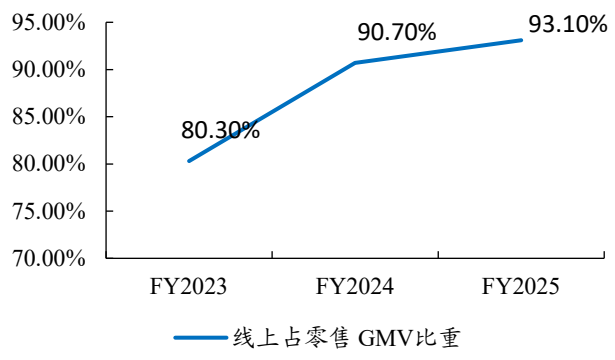
数据来源：Wind、开源证券研究所

线下场景端：依托酒店网络构建体验触点，形成低成本获客与转化链路。公司利用酒店作为长时、真实的住宿场景，在部分房型中接入深睡产品，并通过 APLUS 服务体系将产品体验自然融入住宿流程。同时，酒店大堂设置产品展示区，客房内提供二维码引导至亚朵星球小程序完成下单。该模式的核心商业逻辑在于降低消费者的体验门槛与决策成本，将低频的客房住宿转化为高频的零售产品触点。在流量成本日益高企的电商环境下，这种基于真实体验的获客方式边际成本较低，构成了零售业务初期规模化发展的重要基础。

线上渠道端：电商与会员体系承接交易，线上 GMV 呈稳步上涨态势。公司通过天猫、京东、抖音等主流电商平台以及自有 App 与小程序构建了完善的全渠道销售网络。线上 GMV 占比由 2023 年的 80.3%提升至 2024 年的 90.7%，2025 年进一步攀升至 93.1%，线上渠道已成为主导的交易承接阵地。

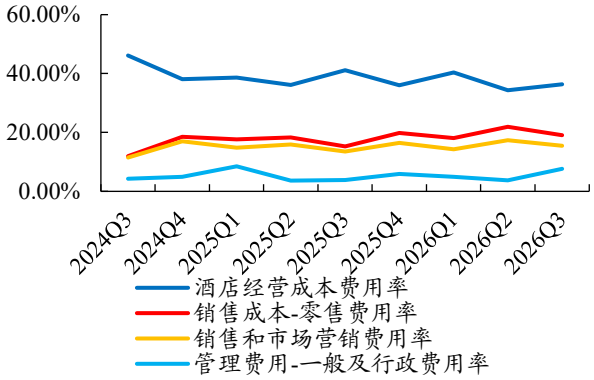
费用与战略端：营销投放匹配渠道扩张，维持价格体系与品牌定位稳定。伴随线上业务的快速扩张，公司主动加大了营销投入。2026Q3 集团销售及营销费用达 5.29 亿元（同比+49%），主要投向品牌认知建设及线上渠道发展。在抖音等内容电商平台的运营上，公司通过高频次内容种草、常态化自播承接以及销量转化口碑等组合策略，实现用户覆盖的快速扩大。在行业普遍面临价格竞争压力的背景下，管理层明确表示将维持现有价格体系，不依赖折扣促销，转而通过内容引导建立以睡眠体验为核心的选品心智。这一战略选择短期内可能推高费用率，但中长期来看，有助于规避低效价格战对品牌溢价的侵蚀，巩固其在睡眠品质细分赛道的定位。

图4：2025 年线上占零售 GMV 比重升至 93.1%，零售以线上为主



数据来源：蓝鲸财经、开源证券研究所

图5：酒店经营成本费用率总体呈下降趋势，但 2026Q3 管理费用率明显上升



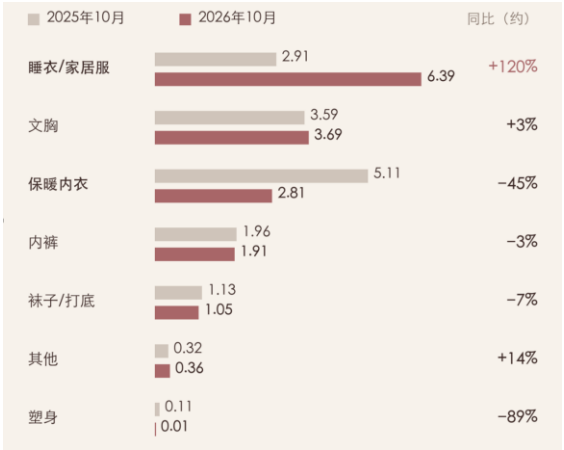
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 时尚消费：维密与 Crocs 靠产品日常化和品类多元化，打开增长空间

2.1、 维多利亚的秘密：18 万件睡衣 8 分钟售罄，双十一重回内衣榜第一

睡衣品类近期受客单价提升影响，展现出较强的增长弹性。今年天猫双 11 睡衣成交额同比大增 120%，而传统秋衣秋裤下滑 45%。该增长额大增主要系客单价提升，近一年线上销量仅微增 1.3%，但件均价上涨 8.84%。50 元以下的低端产品逐渐出清，50-500 元价格带成为增量主力。莱赛尔等舒适面料的普及以及可外穿设计的增加，进一步拓宽了产品使用场景。

图6：2026 年 10 月天猫睡衣/家居服品类销售额同比增长 120%，保暖内衣下滑 45%



资料来源：知衣天猫商品榜

图7：维多利亚的秘密新品水光绸睡衣商品图



资料来源：淘宝

今年双十一，维密睡衣实现亮眼销售。双十一期间重回天猫内衣品类累计 GMV

榜首，开门红单日，维密销售额同比大幅增长 125.4%至 1.1 亿元。核心品类表现亮眼，其中，10 月 15 日，天丝云柔家居服在开售 8 分钟内即售出 18 万件并迅速售罄，紧急补货的 5000 件库存呈秒级去化，再度售罄；此外，10 月 19 日上线的慕斯绒家居服备货 2.8 万件，开售 2 分钟去化率即达 95%。这一表现印证了其产品日常化转型策略的有效性。维珍妮披露其合资公司维密中国在 2026 财年（截至 2026/3/31）实现收入 27.99 亿港元，同比增 42.4%，净利润 5.25 亿港元，同比增长超 5 倍，展现了其在中国本土化改造的成果。

表1：2026 年 618 与双十一期间维密重回榜一

排序	2024 年 618	2024 年双 11	2025 年 618	2025 年双 11	2026 年 618	2026 年双十一
1	Ubras	Ubras	Ubras	蕉内	维密	维密
2	蕉内	蕉内	蕉内	Ubras	Ubras	Ubras
3	维密	维密	维密	维密	蕉内	蕉内

数据来源：剁椒公众号、亿邦动力、开源证券研究所

表2：2026 年双十一开门红单日，维密销售额大幅增长 125.4%至 1.1 亿元

排名	店铺	销售额(万元)	同比	2025 位次
1	维密官方旗舰店	11,000.00	125.40%	3
2	ubras 官方旗舰店	11,000.00	−15.4%	2
3	蕉内旗舰店	6,980.80	−53.5%	1
4	tbh 野兽派家居旗舰店	4,240.80	40.10%	6
5	有棵树官方旗舰店	3,727.30	−23.2%	4
6	优衣库官方旗舰店	2,332.30	−50.0%	5
7	小野和子官方旗舰店	2,162.30	−4.5%	8
8	无印良品 MUJI 官方旗舰店	2,020.40	70.90%	16
9	曼妮芬官方旗舰店	2,001.70	−14.0%	7
10	静韵旗舰店	1,980.60	159.20%	25

数据来源：增长坐标公众号、开源证券研究所

维密中国区从产品、定价与渠道端优化，战略重心由性感、高价向日常化、舒适化转型。具体体现在以下三个维度：

（1）产品端开发逻辑转向“悦己”，拓宽日常场景。 公司摒弃了过去迎合传统审美的思路，转向强调穿着体验与自我舒适度。产品矩阵上，以软胶替代传统钢圈的无钢圈内衣为核心，并针对不同生活场景拓宽品类线，有效扩大了目标客群的覆盖面。

（2）定价端主动下探价格带，推行普惠化定位。 品牌战略从强调“奢华”转向高性价比的日常消费。据天猫 VICTORIA’S SECRET 官方旗舰店数据显示，按销量排序，目前文胸前十名商品的单价均已控制在 200 元以内。这一价格策略显著降低了消费门槛，契合当前理性消费趋势下的市场环境。

（3）渠道端加速布局直播电商，强化流量承接与转化。 公司对直播渠道的运用已形成常态化且具备爆发力。自 2021 年起，维密便与头部主播合作；2023 年双十一期间，新品“反重力”文胸在直播间首发，单场销售额即突破千万元；2025 年睡衣品类接棒成为爆款。至 2026 年双十一时尚节，慕斯绒睡衣新品上线仅 2 分钟即售出

2.8 万件，基本售罄。

（4）客群端依托 Pink 系列切入年轻赛道，获取增量。 Pink 系列聚焦 18—24 岁年轻客群，以平价路线与清新风格与主品牌形成区隔。该系列在重新聚焦核心客群后已连续多个季度实现增长，2026 财年 Q1 录得低双位数增长，Q2 延续高个位数增长，其中 18—24 岁新客户增长势头尤为强劲。Pink 的客群拉新效应，为中国区业绩修复提供了增量客源支撑，也为主品牌的日常化转型提供了年轻化的流量入口。

2.2、 Crocs：正突破传统单品边界，向时尚潮流、通勤日常、冬日场景延伸

新品芭蕾系列放量验证时尚敏锐度，核心单品呈现强爆发力。据时尚数据平台 Lyst 统计，2026 年 4 月 Crocs 芭蕾舞鞋（Ballet Core）系列销量同比录得 418%的爆发式增长。从国内核心渠道看，天猫官方旗舰店芭蕾相关 SKU 已达 8 款，累计售出超 5.5 万双。其中，经典芭蕾平底鞋单链接销量突破 3 万双，占据该系列整体销量的 50%以上。终端旺盛的需求导致热门黑色款一度需预售 30 天，售价 439 元的金属色款因全尺码缺货下架。公司在 2026Q2 财报电话会中亦确认，芭蕾平底鞋在全球范围内出现显著售罄现象，尤其在亚洲表现突出，是公司产品进一步多元化的机会。

Crocs 芭蕾鞋走红，是趋势、产品、价格与流量四方面同时发力的结果。需求侧，Balletcore 在 2026 年已从舞台美学转为日常穿搭，全球相关搜索量同比显著增长，消费者对精致感的需求持续上升。产品侧，Crocs 收窄鞋型、削薄鞋底，加入珍珠、绑带、蝴蝶结等芭蕾元素，并采用更贴脚的鞋楦，同时保留 Croslite 泡沫的缓震优势，能兼顾精致感与日常松弛感，让穿着场景从居家延伸到通勤和轻出行。价格侧，399—499 元的定位填补了基础款与联名款之间的空档，在 Crocs500 元以上价格带遇冷的背景下，成为兼顾品牌调性与销量的"甜点区间"。流量侧，TikTok Shop 直播带货叠加明星与 KOL 穿搭演绎，短期内集中曝光并快速转化；小红书话题浏览量超 2700 万，宋祖儿等明星的穿搭带动黑色款预售排队。

Crocs 正有效突破传统单品边界，拉长产品生命周期。在场景端，产品打破了传统洞洞鞋的涉水与居家标签，依托 Croslite 材质的便捷舒适，成功向通勤日常与轻出行场景渗透；**在季节端**，公司通过暖棉系列及加绒厚底款的持续迭代，将原本受限于夏季的品类成功向冬季延伸，有效平滑了季节性收入波动；**在潮流端**，从厚底鞋到芭蕾鞋的连续成功，验证了公司已具备高频捕捉并放大全球时尚趋势的能力。这三重维度的扩张，共同驱动 Crocs 从单一功能型品牌向全年段、全场景的生活方式品牌跃迁。

图8：2026 年 Crocs 芭蕾舞鞋商品图



资料来源：淘宝 Crocs 官方旗舰店

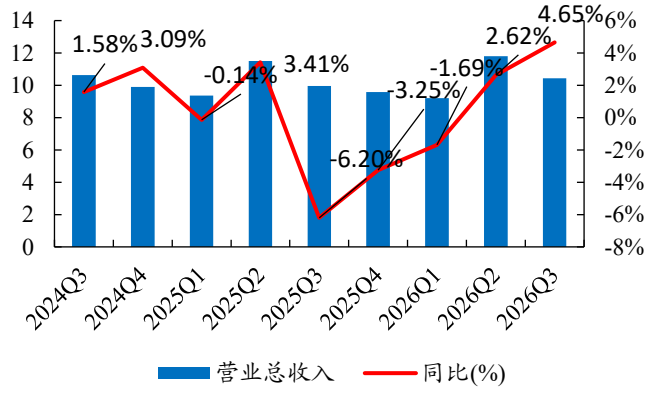
图9：推出冬季系列暖棉厚底洞洞鞋



资料来源：淘宝 Crocs 官方旗舰店

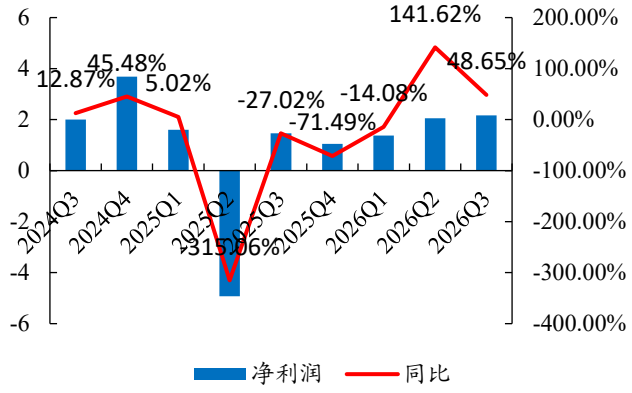
2026 三季度 Crocs 财报表现超预期，部分受中国业务增长驱动。10 月 29 日，Crocs 公布 2026 年第三季度财报：总营收 10.43 亿美元，同比增长 4.6%；Crocs 主品牌营收约 8.73 亿美元，增长 4.4%，创第三季度历史新高；HEYDUDE 增长 6.1%，结束了此前的疲弱。区域上，国际业务是主要增长点，2026 年 Q2 财报电话会上，CEO 点名中国已成为除北美外第二大市场、Crocs 品牌国际 DTC 渠道增长 24%，对冲了北美主动调整渠道结构带来的压力。

图10：2026Q3 Crocs 营收 10.43 亿美元，同比+4.65%，呈现加速（单位：亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2026Q3 Crocs 净利润 2.17 亿美元，同比增长 48.65%（单位：亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

剔除一次性退税影响后毛利率同比提升 1.8pct，持续回购。2026 年第三季度 GAAP 毛利率 66.2%，同比+7.7pct ，但是剔除一次性项目后，调整毛利率是 60.3%，提高了 1.8pct。2026Q3 公司收到约 6700 万美元退款（含利息），其中约 6400 万美元冲减了销售成本，关税退款属于一次性项目，推高了毛利率；2026Q3 公司以均价 123.3 美元回购约 200 万股。公司将全年营收增速预期上调至约 3%，说明收入端确有改善，但增长幅度仍然温和。

3、 商业地产：标杆高奢项目驱动零售额高增，“销售领先租金”的剪刀差打开续约上行空间

3.1、 太古地产：内地标杆项目零售额高增，中国香港零售自 2026 年初起显著回暖

太古地产旗下内地商场零售额 2026 年以来呈现强劲增长，关注重奢标杆项目落地。2026 年前三季度，三里屯太古里零售额同比+59.8%、兴业太古汇+52.6%，前滩太古里+10.2%、成都太古里+11.3%、广州太古汇+3.8%。组合内部增速落差鲜明，标志项目（三里屯、兴业）弹性远超其余项目，印证高端消费修复的 K 型特征，重奢标杆项目率先受益，且增幅与同期全国社零（1-10 月+1.0%）形成数量级差异。

中国香港方面，零售额自 2026 年初起明显回暖。太古广场 2026 年前三季度同比+14.8%（Q1 +13.9%、H1 +14.9%，逐季稳态），东荟城名店仓+14.0%，太古城中心+2.3%。中国香港站上正增长轨道与访港客流恢复、零售销货额扩张相互印证，中国香港零售租金 reversion 转正的可见度有望提升。

图12：太古地产旗下内地商业零售额仍呈现强劲增长，中国香港零售额自 2026 年初起明显回暖

报告期(累计)	中国内地（零售额同比 %）						中国香港（零售额同比 %）		
	三里屯太古里	兴业太古汇	成都太古里	广州太古汇	前滩太古里	北京太古坊西区	太古广场	太古城中心	东荟城名店仓
2024H1 (1-6月)	-3.5%	-19.6%	-17.2%	-9.4%	+0.2%	-3.8%	-13.1%	-4.3%	-2.6%
2024Q3 (1-9月)	-2.1%	-20.7%	-16.9%	-11.7%	-0.1%	-6.2%	-13.7%	-3.9%	-4.8%
2024FY (全年)	-0.2%	-13.9%	-14.0%	-10.7%	+3.4%	-3.8%	-10.7%	-2.3%	-3.9%
2025Q1 (1-3月)	+6.0%	+10.1%	-2.9%	-2.5%	+1.5%	-0.4%	-5.0%	+2.9%	-5.8%
2025H1 (1-6月)	+6.8%	+13.5%	+0.2%	-2.1%	+4.0%	+0.0%	-1.4%	+2.0%	-3.3%
2025Q3 (1-9月)	+7.8%	+41.9%	+2.4%	+0.3%	+5.6%	+2.9%	+3.6%	+3.0%	+0.2%
2025FY (全年)	+11.2%	+49.6%	+6.5%	+1.6%	+6.9%	+2.7%	+5.6%	+2.7%	+1.6%
2026Q1 (1-3月)	+56.2%	+81.5%	+18.4%	+17.6%	+14.7%	+2.7%	+13.9%	+3.4%	+21.8%
2026H1 (1-6月)	+63.2%	+82.2%	+13.8%	+9.3%	+13.9%	+3.2%	+14.9%	+3.3%	+16.3%
2026Q3 (1-9月)	+59.8%	+52.6%	+11.3%	+3.8%	+10.2%	+1.1%	+14.8%	+2.3%	+14.0%

数据来源：太古地产公司公告、开源证券研究所

运营质量维度，截至 2026Q3 末，太古地产在营商场出租率维持 97%-100%。广州太古汇、三里屯太古里及香港三座商场（太古广场、太古城中心、东荟城名店仓）满租 100%，成都太古里、前滩太古里、兴业太古汇、北京太古坊西区（原颐堤港）均为 97%-98%，且较 2025 年末普遍稳中有升。

表3：截至 2026Q3 末，太古地产旗下商场出租率维持在 97%以上

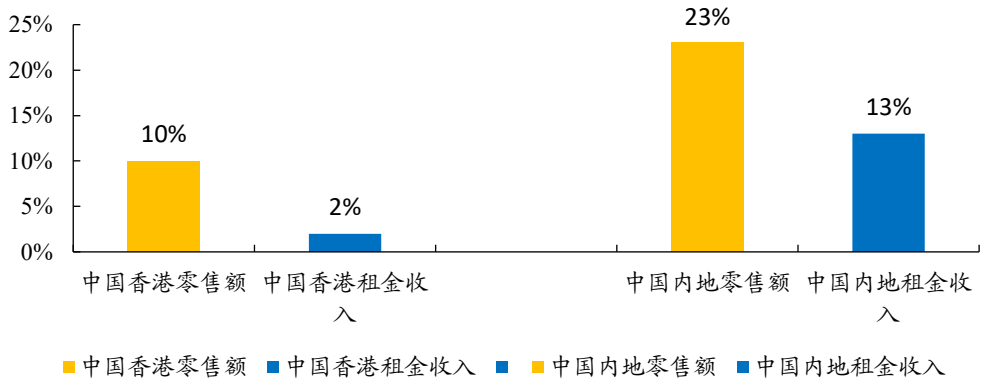
商场	区域	2025 年末	2026Q1 末	2026Q2 末	2026Q3 末
北京三里屯太古里	内地	99%	99%	100%	100%
上海兴业太古汇	内地	96%	97%	98%	97%
成都太古里	内地	97%	98%	98%	98%
上海前滩太古里	内地	98%	98%	98%	98%
广州太古汇	内地	100%	100%	100%	100%
北京太古坊西区(原颐堤港)	内地	99%	97%	98%	97%

商场	区域	2025 年末	2026Q1 末	2026Q2 末	2026Q3 末
太古广场购物商场	中国香港	100%	100%	100%	100%
太古城中心	中国香港	100%	100%	100%	100%
东荟城名店仓	中国香港	100%	100%	100%	100%

数据来源：太古地产公司公告、开源证券研究所

从收入端看，零售额的高景气正在向租金收入传导，但存在明显时滞。2026H1，太古地产中国内地商场零售额同比+23%，租金收入同比+13%；中国香港零售额同比+10%，租金收入同比仅+2%。零售额增速系统性快于租金收入增速，源于固定租金合约与销售额分成占比结构，销售改善需 1-2 年方能通过续租兑现为租金现金流。

图13：2026H1 太古中国内地商场零售额同比增长 23%，租金收入同比+13%



数据来源：太古地产公司公告、开源证券研究所

3.2、 华润系：月度租金现金流稳如“类债”，零售额增长领跑商业大盘

华润置地 2026 年前 10 月实现租金收入 298.1 亿元，同比+10.0%。月度节奏上呈现两大特征：**其一，现金流稳定性极高**，单月租金收入全年稳定在 28.5-31.9 亿元区间，波动较小，春节数字（2 月 31.9 亿）与含国庆的 10 月（30.9 亿）小幅偏高，收租型业务的“类债”属性在月度数据中直观可见。**其二，增速趋缓**，单月同比自 2 月峰值+17.1%回落至 10 月+5.3%，累计同比由+15.4%收敛至+10.0%，减速主要发生在 7 月。

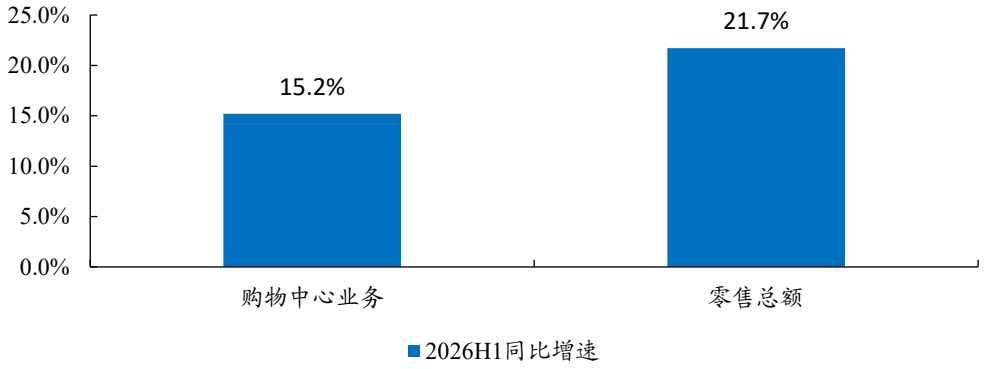
表4：2026 年 10 月华润置地租金收入 30.9 亿元，同比增长 5.3%

2026 年月份	单月租金收入（亿元）	单月同比	累计租金收入（亿元）	累计同比
1 月	31.1	13.7%	31.1	13.7%
2 月	31.9	+17.1% ⬆峰值	63	15.4%
3 月	28.5	11.0%	91.6	14.0%
4 月	28.5	11.3%	120	13.3%
5 月	30	11.4%	150	12.9%
6 月	28.7	10.7%	178.7	12.6%
7 月	28.6	6.6%	207.3	11.7%
8 月	30.2	6.1%	237.5	11.0%
9 月	29.7	7.9%	267.2	10.6%
10 月	30.9	+5.3% ⬇年内最低	298.1	10.0%

数据来源：华润置地公司公告、开源证券研究所

2026H1 公司零售总额增速跑赢报表端购物中心收入增速约 6.5pct。运营端，华润万象生活 2026H1 旗下商场零售总额同比+21.7%，购物中心业务同比+15.2%。

图14：2026H1 华润万象生活旗下商场零售总额同比增长 21.7%



数据来源：华润万象生活公司公告、开源证券研究所

3.3、 恒隆地产：零售额连续六个季度正增长，租户销售大幅领先租金

2026H1，恒隆地产内地商场组合租金收入 25.67 亿元人民币，同比+6%，租户销售额同比+17%，期末出租率 96%（较 2025H1 提升 2pct）。上海恒隆广场（租户销售+24%/租金+8%）、港汇恒隆广场（+24%/+1%）、沈阳皇城（+23%/+10%）、济南恒隆广场（+13%/+4%）均为销售增速大幅领先租金，源于固定租金合约的滞后重定价与 turnover rent 占比有限。弱势项目集中于武汉恒隆广场（销售-13%/租金-18%，促销竞争激烈）、沈阳市府恒隆广场（-5%/-15%，战略重定位中）与天津恒隆广场（+1%/-2%，销售已率先转正）。

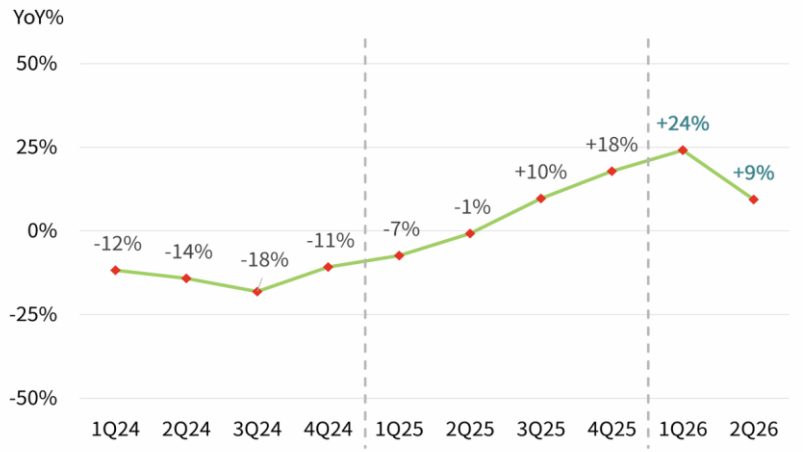
表5：2026H1 恒隆地产旗下商场租金收入同比增长 6%，租户销售额同比增长 17%

商场（中文）	城市	2026H1 租金收入 (RMB mn)	2026H1 租金同比	2026H1 租户销售同比	出租率 2026H1	出租率 2025H2	出租率 2025H1
上海恒隆广场	上海	887	8%	24%	98%	98%	98%
上海港汇恒隆广场	上海	604	1%	24%	98%	100%	99%
无锡恒隆广场	无锡	269	10%	7%	100%	100%	96%
大连恒隆广场	大连	177	11%	11%	97%	95%	94%
昆明恒隆广场	昆明	172	6%	12%	99%	99%	99%
济南恒隆广场	济南	165	4%	13%	96%	97%	94%
沈阳皇城恒隆广场	沈阳	91	10%	23%	98%	98%	96%
天津恒隆广场	天津	80	-2%	1%	96%	94%	94%
武汉恒隆广场	武汉	62	-18%	-13%	92%	90%	88%
杭州恒隆广场	杭州	37	新开业	—	89%		
沈阳市府恒隆广场	沈阳	23	-15%	-5%	88%	89%	86%
合计		**2,567**	**6%**	**17%**	**96%**	—	**94%**

数据来源：恒隆地产公司公告、开源证券研究所

恒隆内地零售已完成从深跌到反转的完整周期，连续四个季度正增长且中枢抬升。单季度维度，恒隆内地商场租户零售额2024Q3的-18%持续修复，2025Q3首次转正（+10%）后加速上行，2026Q1 录得+24%的峰值，2026Q2 回落至+9%。

图15：2026Q2 恒隆地产旗下中国内地商场零售额同比增长 9%

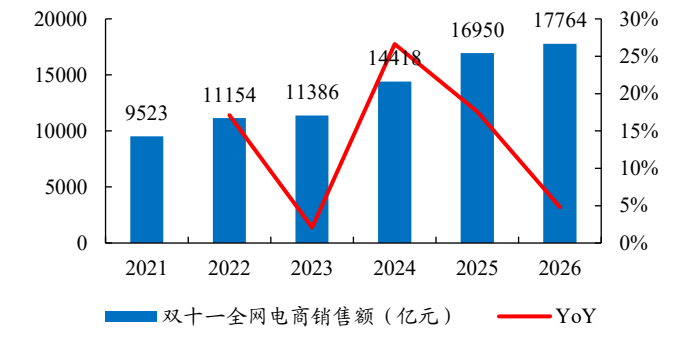


资料来源：恒隆地产公司公告

4、 双 11 美妆大促总结：大盘增速放缓，国货细分赛道寻求突围

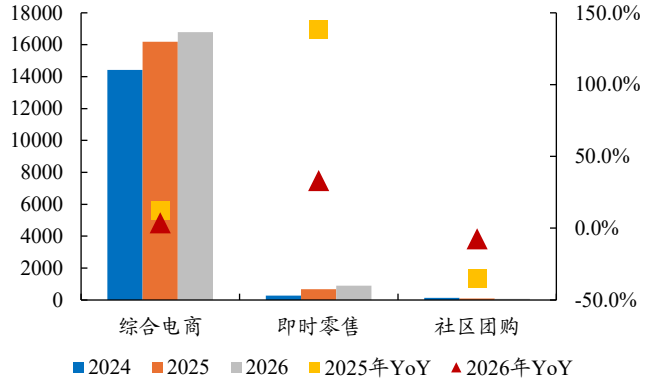
双 11 电商大盘个位数增长，即时零售赛道逐渐演进为核心增量赛道。据星图数据，2026 年双 11 全网电商销售额达 1.78 万亿元，同比增长 4.8%，较前几年降速明显。其中综合电商平台 GMV 达 1.7 万亿元，yoy+3.7%，即时零售 GMV 达 891 亿元，yoy+33%，社区团购 GMV93 亿元，yoy-7.4%。其中即时零售同步加码履约时效，联动线下渠道和品牌丰富近场供给，正从补充渠道演进为核心经营赛道。

图16：2026 年双十一全网电商销售额同比增长 4.8%



数据来源：星图数据、开源证券研究所

图17：2026 年双 11 综合电商平台销售额同比增长 3.7%



数据来源：星图数据、开源证券研究所

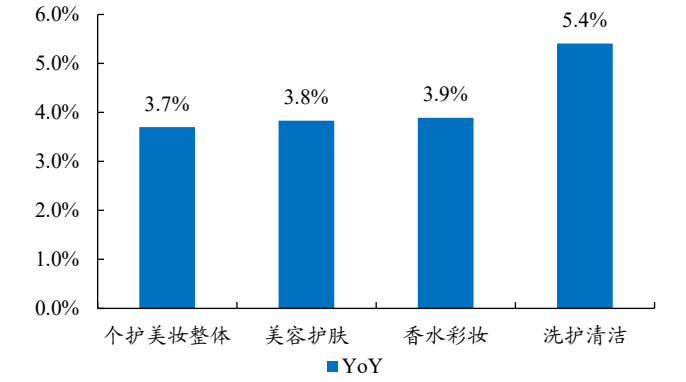
图18：2026 年双 11 即时零售正从补充渠道演进为核心经营赛道



资料来源：星图数据公众号

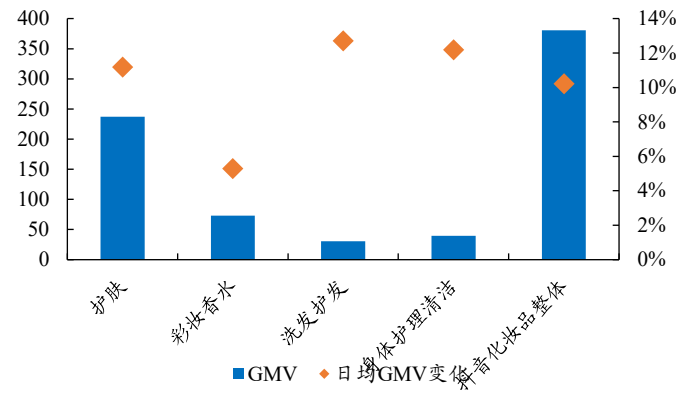
个护美妆增速略弱于大盘，抖音平台增速高于整体个护美妆赛道。2026 年双 11 期间个护美妆在综合电商平台销售占比约 8.2%，与 2025 年双 11 占比基本持平。按照比例测算得 2026 年双 11 个护美妆 GMV 约 1377 亿元，yoy+3.7%。据星图数据披露，美容护肤/香水彩妆/洗护清洁 GMV 分别增长 3.8%/3.9%/5.4%。据青眼情报数据，双 11 抖音化妆品（含护肤、彩妆香水、洗发护发、身体护理清洁）GMV 达 380.54 亿元。在大促周期由去年的 34 天缩减至 28 天的背景下，化妆品日均 GMV 达 13.59 亿元，同比上涨 10.22%，四大品类板块全部为正增长。

图19：2026 年双 11 综合电商平台个护美妆 GMV 同比增长约 3.7%



数据来源：星图数据、开源证券研究所

图20：2026 年双 11 抖音化妆品日均 GMV 增长 10.2%



数据来源：青眼情报、开源证券研究所

天猫美妆仍由高端外资主导、国货龙头守住榜首。大促期间天猫美妆 TOP20 中国货占据 5 席，其余均为外资品牌。其中珀莱雅连续四年位居天猫美妆双 11 第一，高端外资仍延续强势表现，个护赛道 TOP20 也以外资品牌为主。

表6：天猫平台格局相对稳健

排名	美妆 2026	美妆 2025	个护 2026	个护 2025
1	珀莱雅	珀莱雅	卡诗	卡诗
2	兰蔻	雅诗兰黛	欧莱雅	潘婷
3	修丽可	兰蔻	护舒宝	护舒宝

排名	美妆 2026	美妆 2025	个护 2026	个护 2025
4	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅	潘婷	欧莱雅
5	SK-II	修丽可	Off&Relax	海飞丝
6	巴黎欧莱雅	海蓝之谜	欧舒丹	欧舒丹
7	海蓝之谜	SK-II	海飞丝	舒肤佳
8	肌肤之钥	薇诺娜	舒肤佳	笑容加
9	圣罗兰	玉兰油	笑容加	Off&Relax
10	赫莲娜	肌肤之钥	欧莱雅专业美发	飞利浦
11	娇韵诗	圣罗兰	云南白药	馥绿德雅
12	薇诺娜	赫莲娜	高洁丝	云南白药
13	资生堂	娇韵诗	自由点	欧莱雅专业美发
14	玉兰油	娇兰	薇姿	苏菲
15	理肤泉	资生堂	欧乐 B	高洁丝
16	娇兰	科颜氏	苏菲	自由点
17	科颜氏	理肤泉	飞利浦	施华蔻
18	毛戈平	可复美	诗裴丝	欧乐 B
19	自然堂	自然堂	馥绿德雅	舒客
20	可复美	毛戈平	她研社	薇姿

资料来源：天猫大美妆公众号、开源证券研究所

抖音高端美妆表现强势，高端加大达播合作。双 11 期间，抖音个护类目榜单中欧莱雅品牌占据四席，且均实现双位数增长。大促期间国际品牌加大与贾乃亮、与辉同行等头部达人的合作力度，赫莲娜、海蓝之谜、兰蔻等达人推广占品牌 GMV 的比例从非大促月的 20%-30%提高至“双 11 期间”的 50%及以上。此外，外资高端护肤品牌通过套组形式售卖拉高客单价，如雅诗兰黛的小棕瓶复活水乳套装、兰蔻菁纯套组等通过组合销售承接流量，部分品牌还针对套装链接加大了分佣激励。如兰蔻、娇韵诗等外资品牌将个别套装链接的佣金率提升至 8%，甚至达到 20%。从需求端，侧面体现消费者的购买倾向正从单纯追逐低价转向借大促折扣入手更高价值的产品。

从彩妆类目看，毛戈平登顶抖音渠道第一名，国货在细分赛道仍有亮眼表现。彩妆抖音大促毛戈平排名提升 1 位至第 1 名。彩妆香水类目套组化趋势主要是加量逻辑，通过买一赠一，多个大单品组合销售拉低单克均价，契合双 11 囤货消费逻辑。除毛戈平外，柏瑞美、小树美等国货品牌表现也较为亮眼，仍有新锐品牌在大促实现突围。

洗发护发赛道功效护发趋势显著，国货主导赛道格局加速演绎。抖音双 11 洗发护发 TOP20 中，破亿的品牌从 2025 年的 1 个增长至 3 个，国货品牌占据前 20 名中的 15 名。韩束拓品类表现优异，大促在该赛道排名大幅上升，位列第 3 名。中高端定位的 Off&Relax、康王也表现优异，新锐品牌及老品牌拓展洗护线的增长较为明显，赛道仍在加速演绎，预计头部集中化将称为下一阶段主线。

表7：2026 年双 11 抖音平台国际美妆品牌排名上升

排名	个人护理品牌	GMV（亿元）	彩妆香水品牌	GMV（亿元）	排名变化	洗发护发品牌	GMV（万元）	排名变化
1	赫莲娜	10.34	**毛戈平**	**2.72**	**1**	卡诗	13239.2	-

排名	个人护理品牌	GMV（亿元）	彩妆香水品牌	GMV（亿元）	排名变化	洗发护发品牌	GMV（万元）	排名变化
2	珀莱雅	8.3	圣罗兰	2.47	-1	诗裴丝	11023.3	7
3	雅诗兰黛	7.97	蒂洛薇	1.72	-1	韩束	10550.6	13
4	海蓝之谜	6.32	娜斯	1.49	8	康王	8616.8	7
5	兰蔻	6.07	卡姿兰	1.45	-1	Off&Relax	8252.1	3
6	自然堂	5.93	魅可	1.31	3	欧莱雅	6547.2	-2
7	欧莱雅	5.89	柏瑞美	1.28	10	赫系	6458.2	-
8	韩束	5.85	修可芙	1.28	3	半亩花田	5534.6	2
9	百雀羚	4.38	DPDP	1.21	11	馥绿德雅	5503.9	-7
10	SK-II	4.27	小树美	1.15	20	固然堂	5027.1	4
11	肌肤之钥	3.5	花知晓	1.03	-1	白云山	4262.3	8
12	修丽可	3.48	花间颂	1	-4	阿道夫	3720.5	6
13	达尔肤	3.41	肌肤之钥	0.98	-7	EHD	3689.8	-1
14	娇韵诗	3.2	BABI	0.97	2	潘婷	3566.8	-1
15	HBN	3.1	纪梵希	0.94	7	海飞丝	3536	-9
16	丸美	3.09	雅诗兰黛	0.93	3	袋鼠妈妈	3259.3	8
17	谷雨	3.05	三资堂	0.92	-4	墨见	3148.6	-12
18	玉兰油	2.98	蜜丝婷	0.91	-4	长发小寨	3136.3	-15
19	薇诺娜	2.78	橘朵	0.9	-1	养元青	3130.2	8
20	后	2.77	花西子	0.84	-15	淄博市中医医院	3074.8	/

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

上市公司层面披露双 11 战报，呈现“龙头守位次、子品牌贡献增量”的特征。珀莱雅主品牌连续四年居天猫美妆第一，抖音护肤以 8.3 亿元列第二，彩棠进天猫彩妆第 8、Off&Relax 居抖音洗护第 5；上美股份七个品牌齐增，韩束多渠道销售环比+42.4%，居抖音国货护肤自播榜首位，安敏优销售额 1.2 亿元、同比+92%；贝泰妮旗下薇诺娜稳居天猫、京东美妆国货第二，美团闪购护肤第二，瑷科缦、初普、姬芮在抗衰、美容仪、底妆细分榜单占位；毛戈平抖音彩妆登顶、天猫彩妆升至第三，坚守价格纪律与投放克制下位次与 GMV 同步提升；巨子生物、若羽臣分别以可丽金眼霜、绽家洗衣液等单品榜卡位。

图21：2026 年双 11 主要上市美妆集团发布战报，上美旗下子品牌增长亮眼，毛戈平位次上升

公司	双 11 大促情况
珀莱雅	主品牌珀莱雅**连续四年位居天猫美妆双11第一**（四冠王），2026 天猫美妆 TOP5 为珀莱雅、兰蔻、修丽可、雅诗兰黛、SK-II；抖音护肤（原榜标"个人护理"）**8.30 亿元、排名第 2**，仅次于赫莲娜（10.34 亿元）。子品牌在多个细分赛道上进入榜单：**彩棠进天猫彩妆第 8**，**Off&Relax 抖音洗发护发第 5（8252 万元，升 3 位）**。大促前期的关键指标中，李佳琦预售首日珀莱雅**品牌销售额第一，实现三连冠**（修丽可升至第二）。**整体打法是：主品牌在天猫保持领先，子品牌在抖音侧抢占增量。**
上美股份	**韩束**：多渠道销售总额**环比 +42.4%**；抖音国货护肤品牌自播榜 TOP1、美发护发品牌榜 TOP2、国货护肤品牌榜 TOP3、个人护理品牌榜 TOP3；天猫抗衰老保湿套装回购榜 TOP1、京东头皮护理精华 TOP1、拼多多三件套面部护理套装 TOP1、唯品会滋养护肤套装 TOP1。**爆品**：红蛮腰 255 万+件、玻色因紫金 3000 万+、377 白蛮腰 3000 万+、男士 1.2 亿+、洗护 1.4 亿+、个护 6000 万+、彩妆 5600 万+。**其他品牌**：**一页**全渠道 +31%；**安敏优 1.2 亿元**、全渠道 +92%；**极方** 3100 万+，抖音 +28.5%、京东 +120%、拼多多 +132%，固发头皮精华 +7100%；**红色小象**全渠道 +13.2%（抖音 +105%，京东婴童儿童化妆品 TOP1）；**崔玉涛**首年参战 3221 万，青少年系列 1037 万；**科邦达**全渠道环比 +116.3%。
贝泰妮集团	**薇诺娜**：**天猫国货美妆全周期品牌成交榜 TOP2、京东美妆国货 TOP2、美团闪购美容护肤行业 TOP2**。**薇诺娜宝贝**：天猫婴童洗护店铺成交榜 TOP7、抖音商城婴童洗护榜 TOP6。**瑷科缦（AOXMED）**：天猫美妆国货新品牌成交榜 TOP3，5D 眼霜拿下天猫去眼袋紧致眼霜热卖榜 TOP2。**初普（Tripollar）**：天猫美容仪品牌成交榜 TOP5，美眼仪居天猫美眼仪热销榜 TOP1。**姬芮（ZA）**：同时位居天猫提亮肤色妆前乳、素颜霜热卖榜榜首。整体打法是：以薇诺娜占据护肤基本盘，用婴童（宝贝）、抗衰（瑷科缦）、美容仪（初普）、底妆（姬芮）做出多个细分品类。
巨子生物	可复美进入**天猫美妆双11全周期 TOP20（第 20 位）**；可丽金表现更亮眼：**胶卷眼霜位居天猫胶原蛋白眼霜热卖榜 TOP1、京东眼部精华热卖榜国货 TOP4**，**嘭嘭次抛位居天猫胶原蛋白 88VIP 甄选榜 TOP2**。
毛戈平	唯一明确强调"**坚守价格纪律、保持投放克制**"的公司，**五个榜单的排名全面上升：抖音彩妆行业 TOP1（+1 名登顶）**、抖音美妆行业 TOP12（+8 名）、**天猫彩妆 TOP3（+2 名，且是天猫彩妆前 5 中唯一国货）**、天猫美妆 TOP18（+2 名）、**京东彩妆香水 TOP5（+1 名，京东彩妆榜唯一国货）**。抖音彩妆 GMV 2.72 亿元居首（圣罗兰 2.47 亿元）。打法以核心大单品"双倍打包"套组（如无痕粉膏 12.5g+7.5g）驱动，不靠大幅降价和流量投放。
若羽臣	以**代言人势能和爆品榜单**为核心：绽家与代言人成毅合作直播，**进播当天最高在线人数超 7 万**，**代言人限定礼盒上线当日售罄**；爆品方面，**四季繁花洗衣液拿下天猫护色洗衣液热卖榜、抖音留香洗衣液爆款榜双 TOP1**，**四腔洗衣凝珠天猫 TOP1、京东 TOP2**。呈现家清赛道"单品打爆、多平台占据有利位置"的路径，未披露销售额数字。

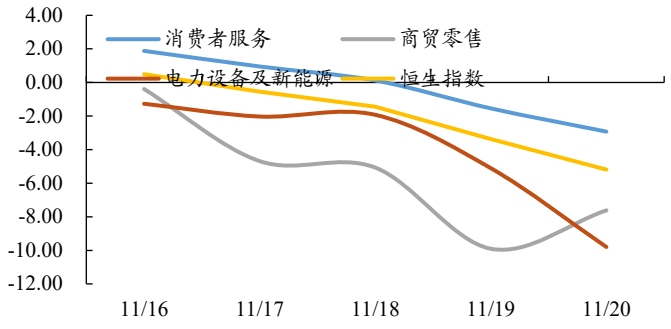
资料来源：毛戈平 IR 公众号、上美股份公众号等、开源证券研究所

5、 行业行情回顾：本周消费者服务跑赢大盘，商贸零售、电力设备及新能源跑输大盘

5.1、 港股行业跟踪：本周消费者服务指数跑赢大盘，商贸零售、电力设备及新能源指数跑输大盘

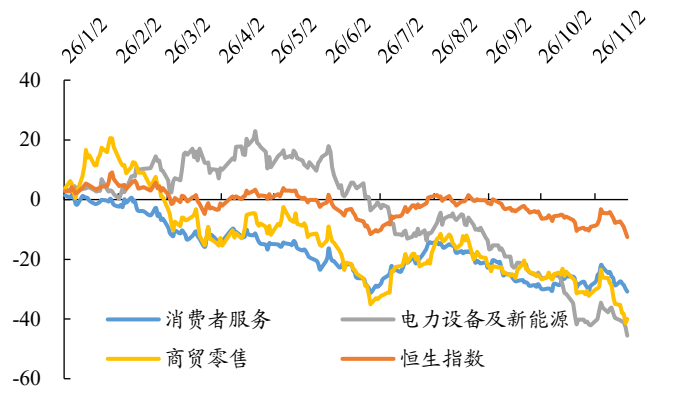
本周（2026.11.16-2026.11.20）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数-7.62%/-2.93%/-9.80%，较恒生指数涨跌幅-2.43/+2.26/-4.61pct，在 30 个一级行业中排名第 23/10/27；2026 年初至今（截至 11 月 20 日）商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源行业指数-30.83%/-45.57%，均弱于恒生指数（-12.56%），在 30 个一级行业中排名第 26/22/30。

图22：本周（2026.11.16-2026.11.20）港股消费者服务跑赢恒生指数，商贸零售、电力设备及新能源跑输恒生指数（%）



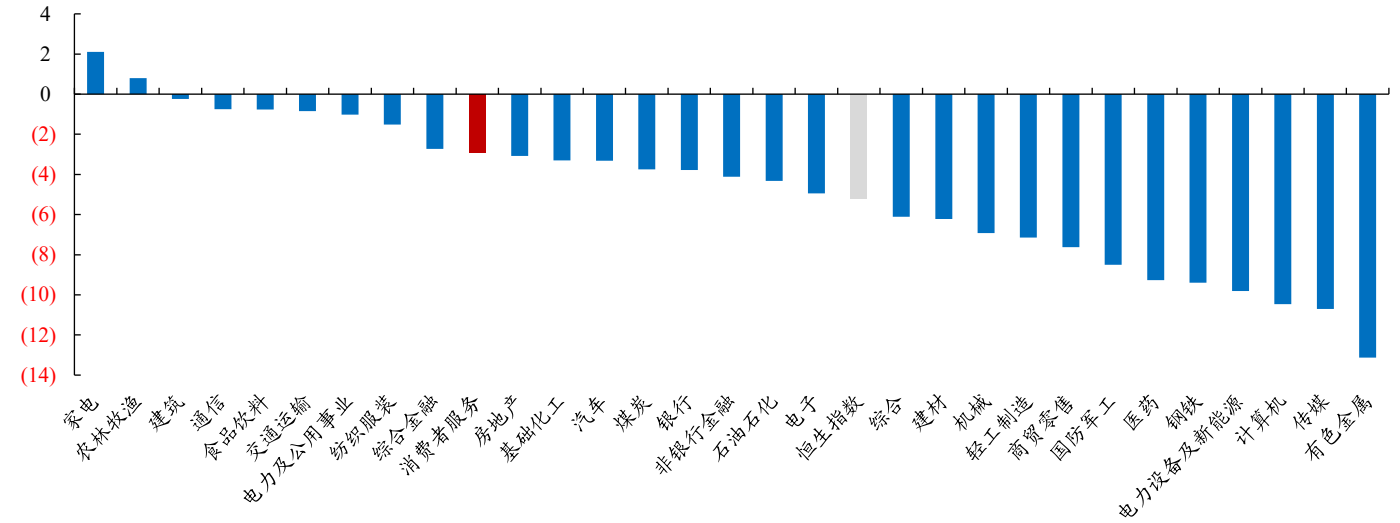
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2026 年初至今三大板块走势均弱于恒生指数（截至 11 月 20 日，%）



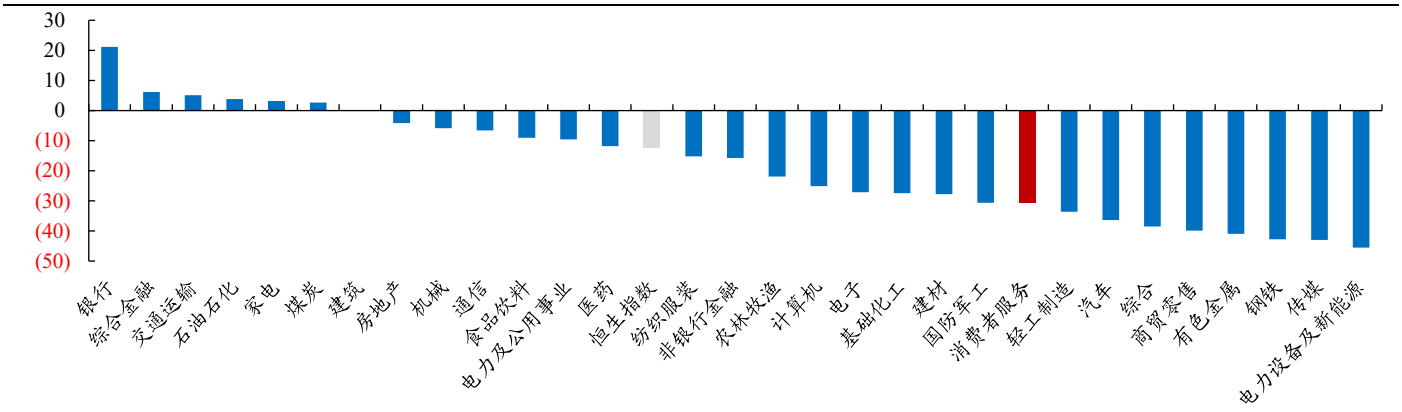
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：本周（2026.11.16-2026.11.20）家电、农林牧渔、建筑表现较强（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2026 年初至今港股银行、综合金融、交通运输板块涨幅靠前（截至 11 月 20 日，%）

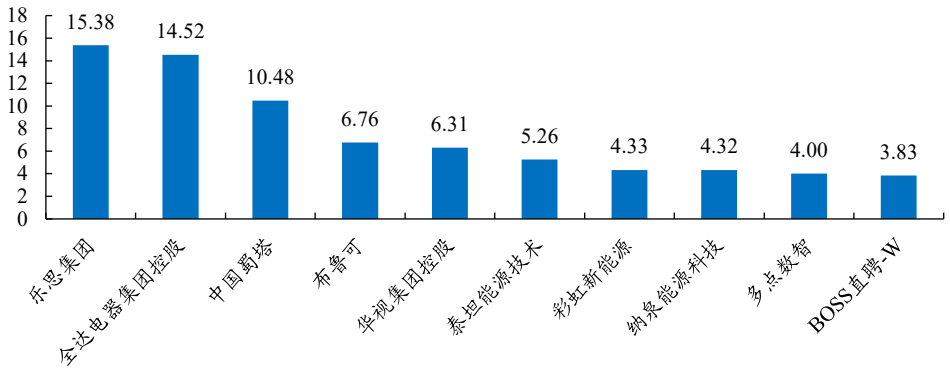


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 港股制造消费标的表现：本周（2026.11.16-2026.11.20）乐思集团、全达电器集团控股、中国蜀塔领涨

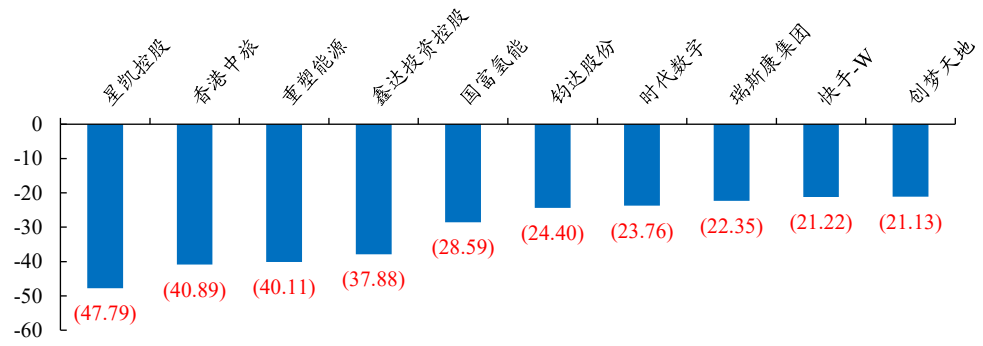
本周（2026.11.16-2026.11.20）港股制造消费标的中，涨幅前三名分别为乐思集团、全达电器集团控股、中国蜀塔，分别上涨 15.38%、14.52%、10.48%；跌幅前三名分别为星凯控股、香港中旅、重塑能源，分别下跌 47.79%、40.89%、40.11%。

图26：本周（2026.11.16-2026.11.20）乐思集团、全达电器集团控股、中国蜀塔领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：本周（2026.11.16-2026.11.20）星凯控股、香港中旅、重塑能源跌幅较大（%）



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	2026/11/20	EPS			PE			评级
		收盘价	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
1318.HK	毛戈平	51.70	3.24	4.04	5.01	13.7	11.0	8.8	买入
2367.HK	巨子生物	17.72	1.83	2.04	2.28	8.3	7.4	6.6	买入
2145.HK	上美股份	23.18	3.44	4.08	4.80	5.8	4.9	4.1	买入
2097.HK	蜜雪集团	165.30	17.17	20.01	22.49	8.2	7.1	6.3	增持
1364.HK	古茗	23.48	1.37	1.64	1.91	14.6	12.2	10.5	未评级
0325.HK	布鲁可	58.45	6.09	7.99	——	8.2	6.3	——	买入

300896.SZ	爱美客	81.09	5.01	5.64	6.17	16.2	14.4	13.2	买入
920982.BJ	锦波生物	113.18	10.02	12.58	——	11.3	9.0	——	买入
601888.SH	中国中免	50.00	2.24	2.61	3.00	22.3	19.2	16.7	未评级
0780.HK	同程旅行	9.99	1.29	1.48	1.67	6.7	5.8	5.1	未评级
603099.SH	长白山	27.33	0.59	0.72	0.79	46.0	37.9	34.6	买入
001308.SZ	康冠科技	18.57	1.06	1.34	1.61	17.5	13.9	11.6	买入
300856.SZ	科思股份	9.90	0.34	0.46	0.61	29.4	21.5	16.2	买入
300740.SZ	水羊股份	12.46	0.72	0.97	——	17.2	12.8	——	买入
603081.SH	大丰实业	9.79	0.50	0.65	——	19.6	15.1	——	买入
603059.SH	倍加洁	19.03	1.37	1.75	2.20	13.9	10.9	8.6	未评级
9961.HK	携程集团-S	325.40	12.06	22.01	25.03	23.1	12.7	11.1	未评级
0667.HK	中国东方教育	3.91	0.42	0.50	0.58	9.3	7.8	6.8	未评级
9699.HK	顺丰同城	7.32	0.58	0.75	0.99	10.9	8.4	6.3	未评级
3690.HK	美团	66.50	-0.95	3.37	5.78	-60.2	16.9	9.8	未评级
EDU.N	新东方	51.03	0.00	0.39	0.47	——	19.6	16.2	未评级
TAL.N	好未来	9.60	0.25	0.40	0.55	39.1	24.3	17.5	买入
0999.HK	小菜园	7.79	0.51	0.60	0.70	13.2	11.1	9.6	未评级
9992.HK	泡泡玛特	140.40	11.20	12.98	14.55	10.7	9.3	8.3	买入
6831.HK	绿茶集团	3.46	0.90	1.13	1.38	3.3	2.6	2.1	未评级
2517.HK	锅圈	0.99	0.23	0.30	0.38	3.8	2.8	2.3	买入
0669.HK	创科实业	131.10	0.78	0.91	1.02	144.3	123.8	109.7	买入
1209.HK	华润万象生活	37.50	1.91	2.08	2.26	16.8	15.4	14.2	买入
1972.HK	太古地产	25.40	0.75	0.95	1.10	29.1	22.8	19.7	买入
0016.HK	新鸿基地产	107.00	0.00	7.94	8.36	——	11.5	11.0	未评级
RERE.N	万物新生	26.32	4.17	5.76	7.51	9.5	6.9	5.3	买入
3393.HK	威胜控股	9.30	1.24	1.55	1.84	6.4	5.2	4.3	未评级
1651.HK	津上机床中国	30.86	2.97	3.69	4.28	8.9	7.2	6.2	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、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，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 11 月 20 日港币兑人民币收盘价 0.85618；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 11 月 20 日美元兑人民币收盘价 6.71310）本表按所提供 Excel 的盈利预测页同步，PE 沿用原表口径；原表除零错误以“——”列示。

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。

分析师声明

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（北交所基准指数为北证 50 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。		

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