

2026 年 04 月 24 日

海外教育：教育与电商业务增长强劲，成本控制及高复购产品开发共促利润率扩张

——海外消费周报（20260417-20260423）

看好

相关研究

本期投资提示：

- **海外教育：教育与电商业务增长强劲，成本控制及高复购产品开发共促利润率扩张**

新东方 3QFY26 收入 14.17 亿美元，同比增长 19.8%。其中教育业务实现收入 11.5 亿美元，同比增长 15.2%。其他业务（主要为东方甄选）收入 2.73 亿美元，同比增长 44.1%。归属母公司的 Non-GAAP 净利润为 1.52 亿美元，同比增长 34.3%。Non-GAAP 净利率为 10.7%，同比扩张 1.2 个百分点。

教育业务增速全面提速。新东方 3QFY26 的 K12 业务保持强劲增长，留学业务增速触底回升。3QFY26 K9 业务即新业务（K9 素养教培+学习机业务等）收入同比增长 23.3%至 4 亿美元，非学科素养业务的高增得以持续。高中教培业务收入同比增长 19%至 4 亿美元。3Q 教学网点增至 1423 个，同比增长 19.7%，增速较 2QFY26 放缓 1.2 个百分点。公司将通过挖掘现有教学网点产能利用率，提升运营效率，带动利润率进一步扩张。3QFY26 留学考试培训及咨询业务收入 3 亿美元，同比增长 2%，增速同比放缓 9.4 个百分点，环比提升 1 个百分点。公司通过整合留学考培和咨询业务，并通过增加青少年留学考培业务，扩展服务对象，以便提升留学业务增长韧性。留学考培及咨询业务增速已经连续 3 个季度不再下降。

经营利润率改善。公司自 25 财年开启的一系列成本管控措施持续发力，包括合并留学考培和咨询两个部门。3QFY26 Non-GAAP 经营利润率同比扩张 2.3 个百分点至 14.3%。Non-GAAP 经营利润率保持扩张的趋势（2Q 同比扩张 4.7 个百分点）。其中教育业务 Non-GAAP 经营利润率 14.4%，同比扩张 1.1 个百分点。其他业务（主要为东方甄选）Non-GAAP 经营利润率 13.7%，同比扩张 11 个百分点。我们判断教育业务利润率扩张受产能利用率提升，以及续班率提高所致。而东方甄选大单品多复购策略的推进，也使其利润率有较大幅度的改善。

- **海外医药：多款国产创新药入选 2026 ASCO，恒瑞医药公布 1Q26 业绩**
- **海外社服：2025 年业绩集中发布**
- **风险提示：**K12 教育培训政策收紧，影响学生报班、上课或课程提价；非学历职业培训业务发展不及预期。核心产品商业化进度低于预期；核心管线产品研发失败；核心管线产品竞争加剧。加盟模式管理风险；海外业务不确定性风险；同店收入不及预期风险；高产品集中度风险；消费大环境波动风险；海外直营门店管理风险。

证券分析师

黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com
周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com
贾梦迪 A0230520010002
jjamd@swsresearch.com

研究支持

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

联系人

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

1. 海外教育：教育与电商业务增长强劲，成本控制及高复购产品开发共促利润率扩张

1.1 市场回顾

本周（4/17-4/23）教育指数下跌 9.84%，跑输恒生国企指数 7.9 个百分点。年初至今，教育指数累计涨幅为-6.16%，跑输恒生国企指数 4.13 个百分点。

1.2 公司更新

新东方 3QFY26 收入 14.17 亿美元，同比增长 19.8%。其中教育业务实现收入 11.5 亿美元，同比增长 15.2%。其他业务（主要为东方甄选）收入 2.73 亿美元，同比增长 44.1%。归属母公司的 Non-GAAP 净利润为 1.52 亿美元，同比增长 34.3%。Non-GAAP 净利率为 10.7%，同比扩张 1.2 个百分点。

教育业务增速全面提速。新东方 3QFY26 的 K12 业务保持强劲增长，留学业务增速触底回升。3QFY26 K9 业务即新业务（K9 素养教培+学习机业务等）收入同比增长 23.3% 至 4 亿美元，非学科素养业务的高增得以持续。高中教培业务收入同比增长 19% 至 4 亿美元。3Q 教学网点增至 1423 个，同比增长 19.7%，增速较 2QFY26 放缓 1.2 个百分点。公司将通过挖掘现有教学网点产能利用率，提升运营效率，带动利润率进一步扩张。3QFY26 留学考试培训及咨询业务收入 3 亿美元，同比增长 2%，增速同比放缓 9.4 个百分点，环比提升 1 个百分点。公司通过整合留学考培和咨询业务，并通过增加青少年留学考培业务，扩展服务对象，以便提升留学业务增长韧性。留学考培及咨询业务增速已经连续 3 个季度不再下降。

经营利润率改善。公司自 25 财年开启的一系列成本管控措施持续发力，包括合并留学考培和咨询两个部门。3QFY26 Non-GAAP 经营利润率同比扩张 2.3 个百分点至 14.3%。Non-GAAP 经营利润率保持扩张的趋势（2Q 同比扩张 4.7 个百分点）。其中教育业务 Non-GAAP 经营利润率 14.4%，同比扩张 1.1 个百分点。其他业务（主要为东方甄选）Non-GAAP 经营利润率 13.7%，同比扩张 11 个百分点。我们判断教育业务利润率扩张受产能利用率提升，以及续班率提高所致。而东方甄选大单品多复购策略的推进，也使其利润率有较大幅度的改善。

1.3 数据更新

4 月 16 日至 4 月 22 日，东方甄选及其子直播间在抖音平台的 GMV 约 1.95 亿元，日均 GMV2786 万元，环比上周下降 9.2%，同比上升 21.2%。

场均 SKU（过往 30 天平均）：东方甄选 457 件，东方甄选亲子成长 86 件，东方甄选美丽生活 83 件，东方甄选自营产品 227 件，东方甄选生鲜 205 件，东方甄选服饰 81 件，东方甄选生活馆 75 件。

各直播间 GMV 构成情况方面：东方甄选 0.65 亿元，占比 33%；东方甄选亲子成长 0.06 亿元，占比 3%；东方甄选美丽生活 0.62 亿元，占比 32%；东方甄选自营品 0.24 亿元，占比 12%；东方甄选生鲜 0.28 亿元，占比 14%；东方甄选服饰 0.06 亿元，占比 3%；东方甄选生活馆 0.04 亿元，占比 2%。

东方甄选及子直播间粉丝数累计 4455 万人，本周粉丝人数环比增加 8.7 万人，增幅 0.2%。

1.4 投资分析意见

1) 我们建议关注中概教培公司，重点公司市占率持续提升，对冲中小学人口下降冲击，业务增长维持中高速。受益 AI 技术于教学，营销以及中后台运营提质增效，利润率扩张值得期待。关注好未来 (TAL.N)，新东方 (09901.HK)，卓越教育 (03978.HK)，高途 (GOTU.N)，思考乐教育 (01769.HK)。

2) 我们同时建议关注港股职教公司，首推**中国东方教育 (00667.HK)**。针对高考落榜生的培训课程持续放量，预计 26 年上半年招生增速较去年同期进一步提速。同时公司推进精细化管理，严控成本额及费用，利润率有望持续扩张。

3) 我们同时建议关注东方甄选 (01797.HK)。公司 26 年 GMV 增长强劲。爆款高复购产品开发策略令公司销售放量同时利润率提升。

4) 我们建议关注港股高教公司。营利性选择有望重启，民办高校办学收益分配确定性提升，扩张动力恢复可期。关注**宇华教育 (06169.HK)**，**中教控股 (00839.HK)**，**中国科培 (01890.HK)**，**东软睿新 (09616.HK)**，**中汇集团 (00382.HK)**，**新高教 (02001.HK)**，**希教国际控股 (01765.HK)**，**华夏控股 (01981.HK)**。

1.5 风险提示

K12 教育培训政策收紧，影响学生报班、上课或课程提价；非学历职业培训业务发展不及预期。

2. 海外医药：多款国产创新药入选 2026 ASCO，恒瑞医药公布 1Q26 业绩

2.1 市场回顾

本周恒生医疗保健指数下跌 7.04%，跑输恒生指数 5.23 个百分点。

2.2 重点事件

2.2.1 港股医药 1Q26 业绩

恒瑞医药：1Q26，公司实现营业收入 81.41 亿元，同比增长 12.98%；归母净利润 22.82 亿元，同比增长 21.78%；扣非归母净利润 21.72 亿元，同比增长 16.59%。**诺诚健华**：1Q26，公司实现营业收入 5.29 亿元，同比增长 38.65%；归母净利润 1.06 亿元，同比增长 488.93%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 5927.02%。**固生堂**：1Q26 公司客户就诊人次总数约为 1,392,000，较 2025 年同期（约 1,210,000 客户就诊人次）增长约 15.0%。

2.2.2 多款国产创新药入选 2026 ASCO

2026 年 ASCO 年会于 5 月 29 日至 6 月 2 日在美国芝加哥举行，国内多家创新药公司将展示最新研究成果，例如，**恒瑞医药**：HRS-5041 (AR PROTAC)、瑞拉芙普- α (SHR-1701, PD-L1/TGF- β 双抗融合蛋白)、HRS-1167 (PARP1 抑制剂)、SHR-A2102 (Nectin-4 ADC)、瑞康曲妥珠单抗 (HER2 ADC)；**百济神州**：泽尼达妥单抗 (HER2 双抗)、泽布替尼 (BTK 抑制剂)、索托克拉 (BCL-2 抑制剂)、BG-C9074 (B7-H4 ADC)、BGB-B2033 (GPC3/4-1BB 双抗)；**信达生物**：IBI363 (PD-1/IL-2 α -biased)；**康方生物**：依沃西 (PD-1/VEGF 双抗)、卡度尼利 (PD-1/CTLA-4 双抗)、AK130 (TIGIT/TGF- β 双抗)；**科伦博泰生物**：芦康沙妥珠单抗 (sac-TMT, TROP2 ADC)、SKB500 (B7-H3 ADC)；**荣昌生物**：维迪西妥单抗 (HER2 ADC)；**复宏汉霖**：HLX43 (PD-L1 ADC)、HLX6018 (GARP/TGF- β 1)；**维立志博**：奥帕替苏米单抗 (LBL-024, PD-L1/4-1BB 双抗)。

2.2.3 海外医药公司更新进展

礼来 70 亿美元收购 Kelonia Therapeutics：礼来宣布与 Kelonia Therapeutics 达成收购协议，根据协议，收购总对价为 70 亿美元，包括 32.5 亿美元首付款及后续里程碑付款。Kelonia 开发了一种专有的体内基因定位系统 (iGPS)，核心项目 KLN-1010 (BCMA CAR-T) 主要用于治疗多发性骨髓瘤 (MM)。**罗氏 CD20 单抗 SLE 适应症递交 sBLA**：罗氏宣布美国 FDA 已受理奥妥珠单抗 (CD20 单抗) 的补充生物制品许可申请 (sBLA)，用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE)。若成功获批，奥妥珠单抗将成为首款获得 FDA 批准用于治疗 SLE 的 CD20 疗法。**默沙东口服艾滋病双药疗法美国 FDA 获批**：默沙东宣布美国 FDA 已批准 Idvynso (由 100mg 毫克多拉韦林和 0.25mg 艾斯拉韦林组成的新型双药单片复方制剂)，用于治疗成人 HIV-1 感染，以替代当前的抗逆转录病毒治疗方案。

2.3 建议关注

1) 创新药：商业化持续放量，出海交易活跃，持续关注 BD 机会，以及重点管线临床

进展（百济神州（06160.HK）、信达生物（01801.HK）、科伦博泰生物（06990.HK）、康方生物（09926.HK）、荣昌生物（09995.HK）、复宏汉霖（02696.HK）等）；2）Pharma：创新管线逐步收获，持续推进创新转型（翰森制药（03692.HK）、中国生物制药（01177.HK））。

2.4 风险提示

核心产品商业化进度低于预期；核心管线产品研发失败；核心管线产品竞争加剧。

3. 海外社服：2025 年业绩集中发布

3.1 蜜雪集团：门店运营进入提质增效阶段

蜜雪集团 2025 年实现收入 336 亿元（同比增长 35%），归母净利润 59 亿元（同比增长 33%），超出我们的预期，主要由于开店数量超预期。

全球门店数量接近 6 万家。2025 年公司的门店数量净新增 13,344 家，其中中国内地净新增 13,772 家，海外减少 428 家。门店数量同比增长 29%至 59,823 家，中国内地和海外分别达到 55,356 和 4,467 家。中国内地门店中，一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数量占比分别为 5%/18%/19%/58%。

海外市场稳步推进。公司在印度尼西亚和越南市场的门店数量有所减少，重点对存量门店实施运营调改及优化举措。蜜雪冰城品牌进入了哈萨克斯坦和美国市场，幸运咖品牌新进入马来西亚和泰国市场。

未来展望。根据业绩会，2026 年将秉持质量优先的发展策略，主动放缓新店开拓节奏，聚焦存量门店的盈利提升。中国下沉市场 3 万个乡镇中，公司目前进入不超过 6000 个，拓展空间广阔。预计 2026 年的毛利率同比下降，由于原料升级、咖类产品让利加盟商、提升供应链员工福利待遇；预计净利润率同比下降，由于加大品牌营销和数字化建设等。

3.2 古茗：业绩超预期，同店收入具备韧性

古茗 2025 年收入同比增长 47%至 129 亿元，经调整净利润同比增长 67%至 25.7 亿元，经调整净利润率提升 2.4ppts 至 20%，超出我们的预期，主要由于门店数量和单店收入超预期。

开店超预期，规模优势增强。公司 2025 净新增门店 3,640 家，门店数量同比增长 37%至 13,554 家。二线及以下城市的门店数量占比同比提升 1 个百分点至 82%，乡镇门店的占比同比提升 3 个百分点至 44%。

单店业绩明显改善，同店收入具备韧性。2025 年的单店日均 GMV 同比增长 20%至 7,800 元，单店日均杯量同比增长 19%至 456 杯。根据业绩会，1Q26 的同店收入（不

计算配送费) 同比增长双位数, 全年的同店收入驱动因素来自咖啡、早餐、六代店和新品牌形象等。

赛道由奶茶拓展至“茶咖”。截至 2025 年末, 超过 12,000 家门店已配备咖啡机, 2025 年上新 27 款新咖啡饮品。根据业绩会, 2025 年的咖啡销量以基础款为主, 2026 年的策略升级为“打造差异化产品”如苦尽柑来拿铁等果咖, 同时深耕基础款。

3.3 霸王茶姬：关注内部调整成效和同店收入趋势

霸王茶姬 2025 年收入同比增长 4%至 129 亿元, 归母净利润同比下滑 52%至 11.4 亿元, 低于我们的预期, 主要由于同店收入低于预期以及相应带来的负面经营杠杆。

门店数量持续增长。2025 年公司的门店数量净新增 1,013 家, 其中中国 824 家, 海外 189 家。门店总数同比增长 16%达到 7,453 家, 其中中国 7,108 家, 海外市场 345 家。海外市场分布方面, 马来西亚 217 家, 新加坡 33 家, 印度尼西亚 36 家, 泰国 27 家, 越南 20 家, 菲律宾 9 家, 美国 3 家。

同店收入承压。4Q25 的同店收入同比下滑 25.5%, 主要由于 2025 年下半年的内部调整导致响应速度放缓, 战略性放缓了新品的推出节奏, 以及低估了外卖平台补贴对线下业态的冲击。

关注调整的成效。根据业绩会, 公司将同店销售恢复作为 2026 年的首要 KPI, 将聚焦门店运营、用户体验、产品创新和组织效率。2026 年预计国内新增约 300 家门店, 海外市场新增约 200 家门店。公司在商业模式上转型为品牌抽成合作模式, 与加盟商深度绑定。同时将聚焦产品创新和全时段场景的扩展。

3.4 风险提示

加盟模式管理风险; 海外业务不确定性风险; 同店收入不及预期风险; 高产品集中度风险; 消费大环境波动风险; 海外直营门店管理风险。

4. 盈利预测与估值

表 1: 海外教育重点公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	PE		利润预测 (百万元)			利润复合增速 (2年)
			26E	27E	25A	26E	27E	
EDU.N	新东方	581	15.1	12.6	2,685	3,860	4,612	31%
TAL.N	好未来	456	17.8	15.1	610	2,557	3,024	123%
GOTU.N	高途集团	31	113.2	15.8	(323)	28	197	-
03978.HK	卓越教育集团	24	6.8	6.0	301	358	408	16%
01769.HK	思考乐教育	10	5.0	7.5	(78)	201	135	-
06169.HK	宇华教育	17	-	-	930	-	-	-
01765.HK	希教国际控股	12	1.6	1.5	385	764	812	45%
02001.HK	新高教集团	13	1.5	1.4	829	835	894	4%
01981.HK	华夏控股	12	3.0	2.4	301	406	513	30%
00382.HK	中汇集团	10	1.6	1.5	514	625	678	15%
09616.HK	东软睿新集团	13	3.6	3.1	405	374	435	4%
00839.HK	中教控股	59	2.9	2.7	977	2,076	2,176	49%
01890.HK	中国科培	22	2.8	2.5	748	790	868	8%
00667.HK	中国东方教育	100	10.2	8.5	756	986	1,174	25%
02469.HK	粉笔	18	5.1	4.4	198	348	402	42%
中概平均			13.6	6.1				33%
DUOLO	多邻国	322	31.8	27.5	2,975	1,013	1,170	-37%
COUR.N	COURSERA	69	13.3	11.9	(366)	518	579	-
美股平均			22.5	19.7				-
01797.HK	东方甄选	258	48.9	41.4	6	528	623	942%

资料来源: 彭博、Wind, 申万宏源研究 (盈利预测使用彭博一致预期)。注: 单位为人民币; 数据截至 2026/4/23。

表 2: 海外医药重点公司盈利预测与估值

子行业	公司代码	公司名称	市值 (亿港元)	PE		收入 (百万元)		归母净利润 (百万元)		收入 YoY (%)		归母净利润 YoY (%)	
				26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
创新药	06160.HK	百济神州	2,907	57	34	43,466	50,095	4,326	7,206	14%	15%	196%	67%
	01801.HK	信达生物	1,440	48	36	17,966	21,495	2,622	3,474	38%	20%	222%	32%
	09926.HK	康方生物	1,201	495	82	5,107	7,639	213	1,286	67%	50%	-	504%
	06990.HK	科伦博泰生物	1,083	-	162	2,696	4,479	(201)	586	31%	66%	-	-
	09995.HK	荣昌生物	766	15	65	6,158	4,693	3,425	796	89%	-24%	383%	-77%
	02696.HK	复宏汉霖	431	33	42	7,862	7,993	1,155	892	18%	2%	40%	-23%
	01877.HK	君实生物	423	-	-	3,281	4,104	(512)	(77)	31%	25%	-	-
	09969.HK	诺诚健华	298	185	128	2,237	2,907	118	170	206%	30%	-	44%
	09606.HK	映恩生物-B	263	-	-	1,798	1,653	(352)	(416)	-3%	-8%	-	-
	09688.HK	再鼎医药	195	-	-	3,336	4,130	(1,417)	(960)	1%	24%	-	-
00013.HK	和黄医药	191	50	31	4,420	5,098	336	544	12%	15%	-90%	62%	
Pharma	03692.HK	翰森制药	2,349	35	32	16,833	18,517	5,833	6,508	12%	10%	5%	12%
	01177.HK	中国生物制药	1,048	21	19	36,516	40,006	4,434	4,811	15%	10%	89%	8%
	01093.HK	石药集团	1,028	12	17	31,392	30,461	7,395	5,454	21%	-3%	90%	-26%
	00867.HK	康哲药业	335	15	12	9,920	11,958	2,023	2,393	21%	21%	36%	18%
	02096.HK	先声药业	327	18	14	9,621	11,248	1,602	1,984	24%	17%	19%	24%
	03933.HK	联邦制药	192	13	11	12,740	13,675	1,260	1,571	-4%	7%	-40%	25%
CXO	02359.HK	药明康德	3,454	19	16	52,038	60,123	17,223	19,848	14%	16%	-10%	15%
	02269.HK	药明生物	1,404	20	17	25,263	29,534	6,016	7,085	16%	17%	23%	18%
	02268.HK	药明合联	736	31	23	8,143	10,796	2,105	2,832	37%	33%	42%	35%
	03759.HK	康龙化成	573	16	13	16,266	18,762	2,109	2,610	15%	15%	27%	24%
	03347.HK	泰格医药	523	29	25	7,685	8,765	1,087	1,241	12%	14%	22%	14%
	06821.HK	凯莱英	451	21	17	8,043	9,637	1,413	1,683	21%	20%	25%	19%
医疗服务	06078.HK	海吉亚医疗	74	12	11	4,410	4,766	524	603	10%	8%	219%	15%
	02273.HK	固生堂	68	13	11	3,849	4,487	465	547	18%	17%	32%	18%
	01951.HK	锦欣生殖	68	22	18	2,931	3,146	269	336	11%	7%	-	25%

资料来源: 彭博、Wind, 申万宏源研究 (盈利预测使用彭博一致预期)。注: 收入和归母净利润为人民币单位; 汇率使用当日汇率; 数据截至 2026/4/23。

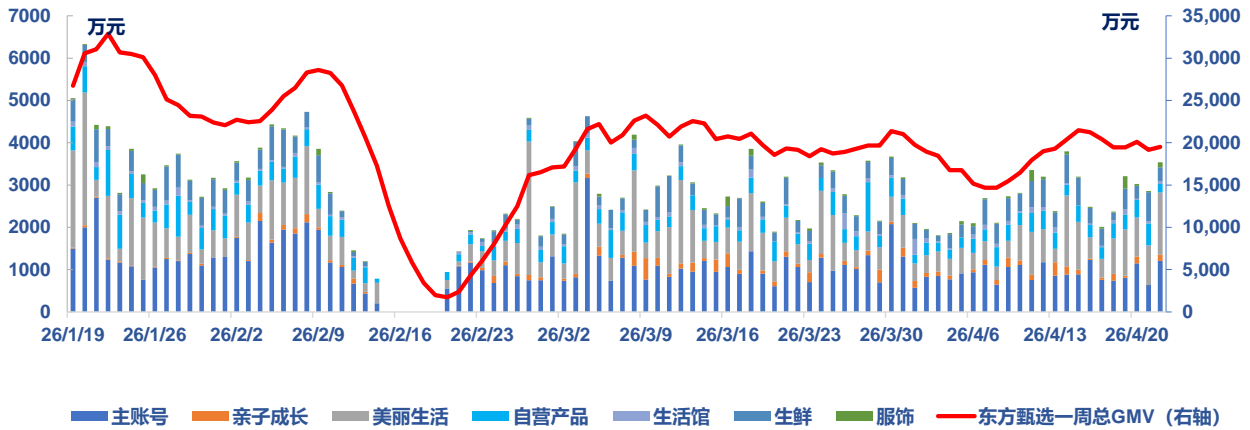
表 3: 海外社服重点公司盈利预测与估值

子板块	公司代码	公司名称	市值 (亿港元)	P/E (X)		财报单位	收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
				26E	27E		25A	26E	27E	25A	26E	27E
在线旅游	09961.HK	携程集团	2,967	14	12	人民币	624	709	801	333	192	218
	00780.HK	同程旅行	433	10	9	人民币	194	218	241	24	39	44
餐饮	09987.HK	百胜中国	1,319	16	15	人民币	848	865	915	67	70	76
	06862.HK	海底捞	819	16	14	人民币	432	464	497	40	46	51
	01579.HK	颐海国际	163	15	14	人民币	66	71	76	9	9	10
	01405.HK	达势股份	65	24	17	人民币	54	66	80	1	2	3
	02517.HK	锅圈	88	13	11	人民币	78	96	115	4	6	7
	09658.HK	特海国际	72	18	16	人民币	60	63	70	3	3	4
	09922.HK	九毛九	26	11	8	人民币	52	55	59	1	2	3
	02097.HK	蜜雪集团	1,152	16	14	人民币	336	374	420	59	64	73
	01364.HK	古茗	608	16	13	人民币	129	164	198	31	33	40
	02555.HK	茶百道	94	9	8	人民币	54	60	67	8	9	10
	02589.HK	沪上阿姨	156	23	20	人民币	45	50	58	5	6	7
	02150.HK	奈雪	14	-	19	人民币	43	44	47	-2	0	1
	LKNCY.OO	瑞幸咖啡	91	13	11	人民币	493	594	683	36	47	59
	CHA.O	霸王茶姬	20	7	7	人民币	124	146	167	24	19	21
子板块	公司代码	公司名称	市值 (亿港元/美元)	EV/EBITDA		财报单位	收入 (亿元)			EBITDA (亿元)		
				26E	27E		25A	26E	27E	25A	26E	27E
博彩	00027.HK	银河娱乐	1,479	8.9	7.9	港币	492	527	502	135	151	166
	01928.HK	金沙中国	1,362	9.6	8.7	美元	74	81	586	20	24	26
	02282.HK	美高梅中国	431	6.0	5.3	港币	348	361	329	88	89	93
	01128.HK	永利澳门	298	8.0	7.4	港币	290	312	286	70	78	83
	00880.HK	澳博控股	148	9.5	8.0	港币	282	261	242	33	42	47
	MLCO.O	新濠博亚娱乐	22	6.2	5.5	美元	52	53	383	12	13	14

资料来源: 彭博, 申万宏源研究 (盈利预测使用公司业绩预告/公告及彭博一致预期)。注: 餐饮和在线旅游的收入和净利润为人民币单位; 博彩的收入和 EBITDA 单位为财报单位; 汇率使用当日汇率; 数据截至 2026/4/23。

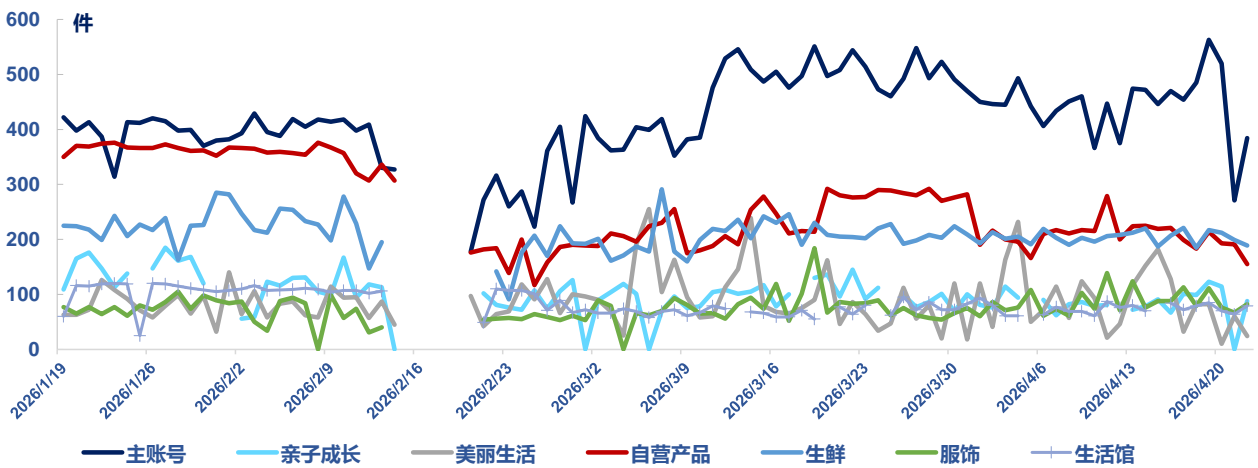
5. 东方甄选数据

图 1: 东方甄选 GMV (日)



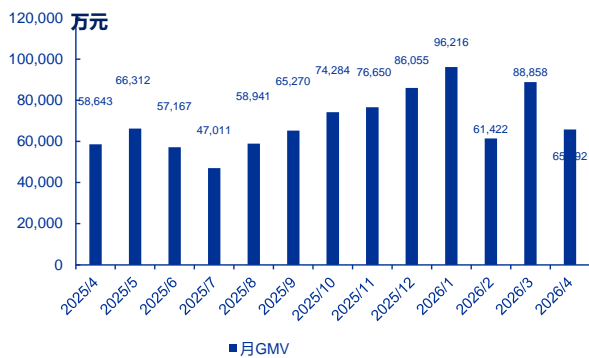
资料来源: 灰豚数据, 申万宏源研究

图 2: SKU 波动



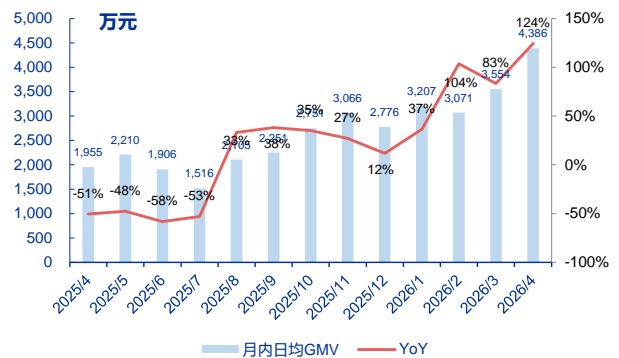
资料来源: 灰豚数据, 申万宏源研究

图 3: 月度总 GMV 有所波动



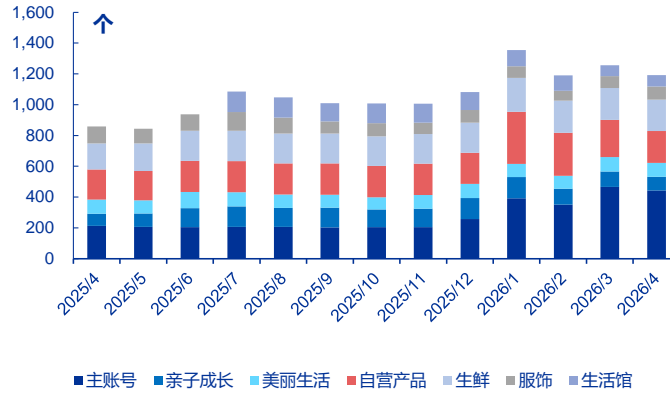
资料来源: 灰豚数据, 申万宏源研究。注: 数据截至 2026/4/23

图 4: 4 月月内日均 GMV 同比上升



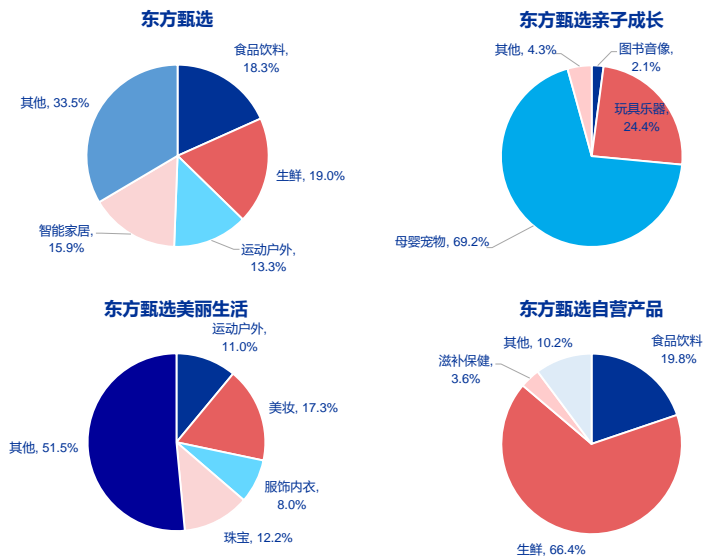
资料来源: 灰豚数据, 申万宏源研究。注: 数据截至 2026/4/23

图 5：4 月 SKU 环比下降



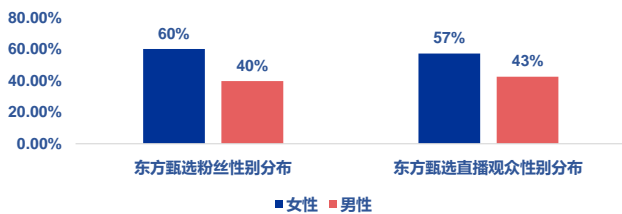
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/4/23

图 6：直播商品情况 (过往 30 天)



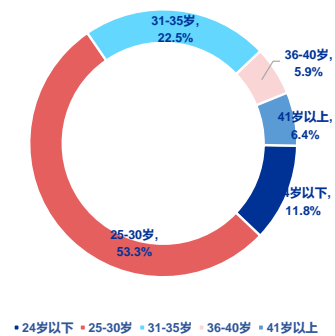
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究

图 7：东方甄选及子直播间累计粉丝数以女性居多 (过往 30 天)



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/4/23

图 8：东方甄选粉丝年龄分布 (过往 30 天)



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/4/23

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

版权均属本公司。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。