下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 08 月 28 日

海外医药：药明生物 1H26 业绩点评——半年报业绩亮眼，上调全年业绩指引

——海外消费周报（20260821-20260827）

看好

相关研究

-

证券分析师
黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com
周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com
贾梦迪 A0230520010002
jiamd@swsresearch.com
研究支持
胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com
联系人
胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

本期投资提示：

- **海外医药：药明生物 1H26 业绩点评——半年报业绩亮眼，上调全年业绩指引**
  药明生物 2026 年上半年收入同比增长 18.4%，达到 117.9 亿元（按美元计同比增长 23.4%），归属于股东的净利润同比增长 4.3%至 24.4 亿元。经调整净利润同比增长 38.4%至 33.1 亿元，超出我们的预期。受益于规模效应，上半年综合毛利率同比提升 3.5 个百分点至 46.2%。
  上半年各研发阶段收入全面增长。分研发阶段拆分收入，2026 年上半年 IND 前服务收入同比增长 27%（按美元计同比增长 32%），达到 52.8 亿元，主要受过去 12 个月新增 IND 服务项目带动。上半年早期阶段项目（一期和二期）收入同比增长 10%（按美元计同比增长 15%），主要由于项目从临床前推进至临床早期阶段。此外，受客户增长的临床试验需求所推动，临床三期和商业化项目收入同比增长 11%（按美元计同比增长 16%）。分地区拆分收入，受新增 IND 服务项目和"赢得分子"项目共同驱动，北美收入同比增长 14%，占公司总收入的 58%。此外，上半年欧洲收入略有增长，中国收入同比增长 51%，主要得益于融资环境改善，以及东曜药业并购带来的收入贡献。此外，上半年公司未完成订单总额同比增长 23%至 251 亿美元，其中包含未完成服务订单 126 亿美元（同比增长 11%）和未完成潜在里程碑付款订单 124 亿美元（同比增长 38%）。同时，上半年公司三年内未完成订单同比增长 30%至 55 亿美元，主要受后期项目临近商业化带动。
  新增项目增长强劲。2026 年上半年，公司管线新增 169 个项目（其中 123 个为内生增长、46 个来自东曜药业并购），超过 70%的新增项目为双多抗和 ADC。此外，基于"赢得分子"战略，上半年从外部转入 16 个项目，其中包含 4 个临床三期项目和 1 个商业化项目。同时，更多生物类似药订单正在洽谈中。此外，上半年公司综合项目数达到 1,064 个，其中包含 78 个临床三期项目和 28 个商业化项目，增长可见度清晰。
- **海外社服：同程旅行 2Q26 业绩点评——2Q26 业绩符合预期，短期业绩受极端天气影响**
- **海外教育：中国东方教育 1H26 业绩点评——新培训项目人次增长亮眼，经营效益持续提升**
- **风险提示：**创新药研发和商业化进展低于预期；核心产品价格降幅超预期；地缘政治风险；投融资环境波动风险。收入增长不及预期；竞争加剧导致利润率下滑。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。

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 海外医药：药明生物 1H26 业绩点评——半年报业绩亮眼，上调全年业绩指引

1.1 市场回顾

本周恒生医疗保健指数上涨 1.37%，跑赢恒生指数 1.89 个百分点。

1.2 药明生物 1H26 业绩点评——半年报业绩亮眼，上调全年业绩指引

药明生物 2026 年上半年收入同比增长 18.4%，达到 117.9 亿元（按美元计同比增长 23.4%），归属于股东的净利润同比增长 4.3%至 24.4 亿元。经调整净利润同比增长 38.4%至 33.1 亿元，超出我们的预期。受益于规模效应，上半年综合毛利率同比提升 3.5 个百分点至 46.2%。

上半年各研发阶段收入全面增长。分研发阶段拆分收入，2026 年上半年 IND 前服务收入同比增长 27%（按美元计同比增长 32%），达到 52.8 亿元，主要受过去 12 个月新增 IND 服务项目带动。上半年早期阶段项目（一期和二期）收入同比增长 10%（按美元计同比增长 15%），主要由于项目从临床前推进至临床早期阶段。此外，受客户增长的临床试验需求所推动，临床三期和商业化项目收入同比增长 11%（按美元计同比增长 16%）。分地区拆分收入，受新增 IND 服务项目和"赢得分子"项目共同驱动，北美收入同比增长 14%，占公司总收入的 58%。此外，上半年欧洲收入略有增长，中国收入同比增长 51%，主要得益于融资环境改善，以及东曜药业并购带来的收入贡献。此外，上半年公司未完成订单总额同比增长 23%至 251 亿美元，其中包含未完成服务订单 126 亿美元（同比增长 11%）和未完成潜在里程碑付款订单 124 亿美元（同比增长 38%）。同时，上半年公司三年内未完成订单同比增长 30%至 55 亿美元，主要受后期项目临近商业化带动。

新增项目增长强劲。2026 年上半年，公司管线新增 169 个项目（其中 123 个为内生增长、46 个来自东曜药业并购），超过 70%的新增项目为双多抗和 ADC。此外，基于"赢得分子"战略，上半年从外部转入 16 个项目，其中包含 4 个临床三期项目和 1 个商业化项目。同时，更多生物类似药订单正在洽谈中。此外，上半年公司综合项目数达到 1,064 个，其中包含 78 个临床三期项目和 28 个商业化项目，增长可见度清晰。

1.3 科伦博泰生物 1H26 业绩点评——商业化持续放量，Sac-TMT 临床进展积极

科伦博泰生物 2026 年上半年收入同比增长 2.9%，达到 9.78 亿元，净利润为 3.88 亿元（去年同期净亏损为 1.45 亿元）。经调整净利润为 4.79 亿元（去年同期经调整净亏

下载日志已记录，仅供内部参考

损为 0.69 亿元），符合我们的预期。2026 年上半年，公司产品销售收入达到 6.57 亿元（同比增长 112.1%），BD 合作收入达到 3.15 亿元（同比下降 49.9%）。上半年，研发费用同比增长 25.7%至 7.68 亿元，销售费用同比增长 118.3%至 3.91 亿元，对应销售费用率为 39.9%。截至 2026 年 6 月底，公司现金及金融资产约为 47.8 亿元。

随着产品可及性持续提升，核心产品有望实现销售放量。目前，公司已有四款商业化产品（获批 8 项适应症），包括 sac-TMT（SKB264/MK-2870）、博度曲妥珠单抗（A166）、西妥昔单抗 N01（A140）和塔戈利单抗（A167），2026 年上半年产品销售收入达到 6.57 亿元（同比增长 112.1%）。此外，公司预计富马酸伦博替尼（A400，RET 抑制剂）将于 2027 年上半年获得 NMPA 上市批准。2026 年上半年，公司销售网络已覆盖超过 2,000 家医院，拥有超过 800 名销售人员（同比接近翻倍）。此外，Sac-TMT 和西妥昔单抗已获纳入 2025 年版国家医保目录（NRDL）。目前，Sac-TMT 是 NRDL 中唯一的 TROP2 ADC，以及唯一用于治疗 TNBC 和 NSCLC 的国产 ADC。因此，随着产品可及性提升，有望实现进一步销售放量。

Sac-TMT（SKB264/MK-2870，TROP2 ADC）启动多项全球三期临床。就国内市场而言，sac-TMT 已获得 NMPA 批准 4 项适应症，包括 2L/3L EGFR 突变 NSCLC、2L+ TNBC 和 2L+ HR+/HER2- BC。同时，1L TNBC 和 1L PD-L1 阳性 NSCLC 等新适应症的 NDA 已获受理。此外，国内 OptiTROP-Lung06 研究（1L PD-L1 阴性 nsq-NSCLC）已达到主要终点。此外，Sac-TMT 其他在研适应症包括 SKB264 单药或联合治疗晚期实体瘤（GC、EC、CC、OC、TC、UC、CRPC 等）。全球开发方面，默沙东已启动 17 项单药或联合帕博利珠单抗及其他疗法的全球三期临床试验，包括 5 项肺癌研究、4 项乳腺癌研究，以及妇科肿瘤、GI 和 GU。此外，默沙东宣布 sac-TMT 的 TroFuse-005 研究（2L+ EC）已于今年 5 月达到主要终点。

在研管线丰富，涵盖其他 ADC 和非 ADC 产品。公司在适应症、疗效与安全性方面构建了差异化的 ADC 管线，包括 SKB315（CLDN18.2 ADC）、SKB410（Nectin-4 ADC）、SKB571（新型双抗 ADC）、SKB107（RDC）、SKB103（TAA-IO 双抗 ADC）和 SKB565（新型双载荷 ADC）。此外，其他非 ADC 管线包括 SKB118/CR-001（PD-1/VEGF）、SKB575（TSLP/未披露靶点双抗）等。

1.4 中国生物制药 1H26 业绩点评——BD 交易成功落地，创新管线加速兑现

中国生物制药 2026 年上半年收入同比增长 10.6%，达到 194.4 亿元，归属于股东的净利润同比增长 1.4%至 34.4 亿元。剔除科兴分红影响，经调整净利润同比增长 92.3%至 33.4 亿元，符合我们的预期。上半年，研发费用同比下降 3.4%至 30.8 亿元，研发费用率为 15.8%。截至 2026 年 6 月底，公司净现金约 174 亿元。

创新产品及 BD 收入快速增长。随着新产品销售放量，以及 BD 收入贡献，2026 年上半年创新药及 BD 收入同比增长 44.3%至 87.9 亿元，收入贡献由 2025 年上半年的 35%增长至 45%。此外，公司预计 2026 年创新药及 BD 收入占比有望达到约 50%。2026

下载日志已记录，仅供内部参考

年上半年，公司共上市/引进六款创新产品，同时新增四项新适应症。截至 2026 年上半年末，公司已获批 20 款国家 1 类或 2 类创新药，以及 8 款生物类似药，并拥有 100 余条创新管线。

创新管线有望加速业绩增长。2026 年上半年，公司研发费用同比下降 3.4%至 30.8 亿元，研发费用率为 15.8%。随着创新管线进入收获期，公司预计将于 2026 至 2030 年上市超过 30 款创新产品，潜在销售峰值合计超过 500 亿元，覆盖肿瘤、肝病/心血管代谢、呼吸/自免、外科/镇痛等领域，包括 TQB2102（HER2 双抗 ADC）、M701（CD3/EpCAM 双抗）、Bepirovirsen（HBV ASO）等重点品种。

与跨国药企成功达成对外授权，并积极外延并购。2026 年 3 月，公司将罗伐昔替尼的全球权益授权给赛诺菲，涉及首付款 1.35 亿美元、总对价 15.3 亿美元，以及最高双位数百分比的特许权使用费。2026 年 7 月，公司将 TQC3721 的全球（除中国外）权益授权给阿斯利康，涉及首付款 2.00 亿美元、总对价 19 亿美元，以及最高双位数百分比的特许权使用费。此外，2025 年 7 月，公司宣布收购礼新医药（拥有超过 20 条在研创新管线），进一步增强研发能力，并丰富创新管线，覆盖 ADC、双抗等领域。2026 年 1 月，公司以 12 亿人民币收购赫吉亚，该公司是全球领先的 siRNA 递送技术平台，进一步强化在慢性病治疗领域的布局。

1.5 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）、康诺亚（02162.HK）等）；2）Pharma：创新管线逐步收获，持续推进创新转型（三生制药（01530.HK）、翰森制药（03692.HK）、中国生物制药（01177.HK））。

1.6 风险提示

创新药研发和商业化进展低于预期；核心产品价格降幅超预期；地缘政治风险；投融资环境波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 海外社服：同程旅行 2Q26 业绩点评——2Q26 业绩符合预期，短期业绩受极端天气影响

2.1 同程旅行 2Q26 业绩点评——2Q26 业绩符合预期，短期业绩受极端天气影响

同程旅行 2Q26 的收入同比增长 7%至 49.9 亿元，经调整净利润同比增长 10%至 8.5 亿元，符合预期。考虑到极端天气对出行需求的扰动，我们将 26 年每股盈利预测由 1.63 元下调至 1.57 元，27 年预测由 1.79 元下调至 1.74 元，28 年预测由 1.96 元下调至 1.87 元。目标价由 26 港币下调至 24 港币，维持买入评级。

二季度业绩稳健增长，符合预期。住宿预订收入同比增长 8%，受益于平均每日房价（ADR）和间夜量的增长，其中国际酒店间夜量增长 50%以上。交通票务收入同比下降 2.3%，主要受燃油附加费上涨对机票票量的影响。其他业务收入同比增长 36%，主要受益于酒店管理等业务。度假业务收入同比下降 2.9%。年度付费用户 ARPU 同比增长 10%至 80 元，经调整净利润率同比提升 0.5 个百分点至 17.1%。

三季度展望。由于三季度的极端天气对旅行需求造成的扰动，我们预计三季度的收入同比增长 5%，增速相较二季度有所放缓，预计住宿预定收入同比增长 7%，主要受益于酒店 ADR 的增长以及变现率的提升，预计交通收入同比下降 3%，其他收入同比增长 35%，度假收入同比下滑 5%，经调整净利润预计 11 亿元，经调整净利润率预计同比持平。

2.2 风险提示

收入增长不及预期；竞争加剧导致利润率下滑。

3. 海外教育：中国东方教育 1H26 业绩点评——新培训项目人次增长亮眼，经营效益持续提升

3.1 市场回顾

本周（8/21-8/27）教育指数上涨 3%，跑赢恒生国企指数 3.6 个百分点。年初至今，教育指数累计涨幅为 4.9%，跑赢恒生国企指数 9.65 个百分点。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 中国东方教育 1H26 业绩点评——新培训项目人次增长亮眼，经营效益持续提升

中国东方教育发布 2026 半年报，公司 1H26 收入 24.2 亿元，同比增长 10.6%。经调整归母净利润 5 亿元，同比增长 20.5%。经调整净利率 20.7%，同比提升 1.7 个百分点。业绩符合预期，净利润提升幅度超预期。

新培训品类和中长期学制的培训招生增长更为迅猛。1H26 新培训人次 8.92 万人，同比增长 6.8%。分培训板块看，除西点外四大技能培训板块（烹饪、汽修、电脑、美业）新培训人次同比均实现增长。其中美业增速最高为 37.2%，烹饪，汽修，电脑增速分别为 6.1%，7.5%和 5%。西点新培训人次同比下降 3.8%。按学制长短看，1-2 年学制新培训人次增速最快，约为 48.6%，上半年累计新培训人次达到 1.59 万。1 年以下短期新培训人次也实现增长，增速约为 4.9%，扭转了去年同期下降的趋势。2-3 年学制新培训 0.4 万人次，同比下降 13.6%。3 年以上长学制新培训人次收缩至 2.24 万人次，同比下降 4.4%。普通高中扩招吸纳了部分本应初中毕业便进入劳动力市场的初中生，使得以初中毕业生为招生对象的 3 年长学制培训招生承压。

产能利用率提升带动经营利润率扩张。公司稳步扩充培训网点数量，上半年新开 3 个网点使得总培训网点数量达到 233 个，同比增长 1.3%。由于培训人次增长快于网点增长速度，公司培训网点利用率稳步提升。我们预计 1H26 产能利用率为 75.4%，同比提升 0.5 个百分点。由于推出收费更高的 1-2 年学制课程，公司 1H26 平均培训费同比增长 6.9%至 1.53 万元/年。产能利用率提升叠加平均培训费提升，公司 1H26 毛利率同比扩张 0.9 个百分点至 58.3%。在公司不断优化管理效率的背景下，公司 1H26 管理费率为 10.2%，同比下降 0.6 个百分点。公司适度扩大营销投放，1H26 营销费率同比提升 1 个百分点至 23.5%。经调整净利润率同比提升 1.7 个百分点至 20.7%，自 24 年起，同比持续扩张。

职业技能培训赛道景气回升。我们预计受高考落榜生数量持续增加影响，高中毕业生职业技能培训市场景气度将持续提升。受 21 至 25 年高中持续扩招推动，高中阶段毕业生于该阶段增加了 237 万人，总毕业人数从 21 年 1196 万增长至 25 年 1432 万。而同一时期大学招生增长停滞，5 年间仅扩招了 34 万人（从 21 年的 1036 万人增长至 25 年的 1071 万人）。我们预计高考落榜生规模从 21 年 159 万人增长至 25 年的 362 万人。越来越多的高中毕业生进入劳动力市场，将推动职业技能培训赛道景气提升。公司针对高中毕业生群体推出 15 个月左右的长学制课程，推动公司 1-2 年学制新培训人数达到 1.59 万人，同比增长超 48.6%。相比近 400 万高考落榜生，可拓展的生源潜力巨大。

3.3 数据更新

本周（8/20-8/26）东方甄选及其子直播间在抖音平台的 GMV 约 2.1 亿元，日均 GMV3015 万元，同比增长 77.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

场均 SKU（过往 30 天平均）：19 个直播间平均 SKU169 件。其中 SKU 数量超 200 个的直播间分别是：东方甄选 452 件，自营产品 372 件，生鲜 347 件，营养健康 359 件，天下溯源 303 件，男装馆 283 件，官方旗舰店 280 件，零食速食 298 件。

各直播间 GMV 构成情况方面：销售前五直播间 GMV 占比 69.5%，其中东方甄选 0.46 亿元，占比 21.9%；美丽生活 0.36 亿元，占比 17%；自营品 0.27 亿元，占比 13%；生鲜 0.22 亿元，占比 10.4%；家居 0.15 亿元，占比 7.2%。

东方甄选及子直播间粉丝数累计 5531 万人，本周粉丝人数环比增加 42.9 万人，增幅 0.8%。

3.4 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 技术运用于教学、营销以及中后台后提升运营效率，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）我们同时建议关注港股高教公司。各省民办高校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**中教控股（00839.HK），中国科培（01890.HK），东软睿新（09616.HK），中汇集团（00382.HK），宇华教育（06169.HK），新高教（02001.HK），希教国际控股（01765.HK），华夏控股（01981.HK）**。

4）我们建议关注东方甄选（01797.HK）。公司 26 年 GMV 增长稳健。爆款高复购产品开发策略令公司销售放量同时利润率得以提升，盈利能力快速修复。

3.5 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值

表 1：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	3,588	49	36	45,475	52,490	6,204	8,448	19%	15%	325%	36%
	01801.HK	信达生物	1,876	71	45	18,206	22,507	2,302	3,616	40%	26%	183%	57%
	06990.HK	科伦博泰生物	1,254	835	179	2,694	4,561	130	607	23%	74%	-	366%
	09926.HK	康方生物	932	-	83	4,949	7,412	(50)	968	62%	50%	-	-
	09995.HK	荣昌生物	673	10	53	6,963	4,617	4,020	754	128%	-40%	466%	-81%
	02696.HK	复宏汉霖	392	36	39	7,746	7,944	947	868	14%	4%	15%	-8%
	01877.HK	君实生物	366	-	189	3,297	4,052	(278)	91	33%	20%	-	-
	09969.HK	诺诚健华	313	86	86	2,298	2,920	264	264	2%	20%	-59%	0%
	09688.HK	再鼎医药	240	-	-	2,902	3,587	(1,667)	(1,590)	-13%	22%	-	-
	02162.HK	康诺亚-B	235	22	-	2,219	2,055	944	4	149%	16%	-	-100%
	09606.HK	映恩生物-B	178	-	-	1,819	1,842	(436)	(462)	-5%	4%	-	-
	00013.HK	和黄医药	173	48	34	4,116	4,703	315	438	5%	14%	-90%	39%
Pharma	03692.HK	翰森制药	2,233	31	29	16,825	18,474	6,252	6,706	13%	10%	13%	7%
	01093.HK	石药集团	1,115	12	17	36,189	39,264	8,352	5,719	26%	-6%	115%	-32%
	01177.HK	中国生物制药	1,053	20	19	31,633	30,745	4,631	4,812	14%	7%	98%	4%
	01530.HK	三生制药	435	15	14	10,148	10,701	2,562	2,736	-44%	7%	-70%	7%
	02096.HK	先声药业	296	15	12	10,021	11,521	1,730	2,059	30%	15%	29%	19%
	00867.HK	康哲药业	281	12	10	9,877	11,910	1,986	2,348	18%	19%	33%	18%
	03933.HK	联邦制药	171	13	10	12,563	13,484	1,143	1,465	-5%	8%	-45%	28%
CXO	02359.HK	药明康德	5,587	23	20	60,015	72,588	22,569	26,318	32%	21%	18%	17%
	02269.HK	药明生物	2,093	29	24	25,259	29,745	6,343	7,598	17%	20%	29%	20%
	02268.HK	药明合联	956	40	29	8,072	10,710	2,061	2,809	37%	33%	39%	36%
	03759.HK	康龙化成	879	24	19	16,334	18,864	1,998	2,574	18%	18%	20%	29%
	06821.HK	凯莱英	692	29	22	8,073	9,708	1,358	1,837	21%	21%	20%	35%
	03347.HK	泰格医药	483	42	27	7,711	8,762	723	1,144	13%	14%	-19%	58%
医疗服务	02273.HK	固生堂	63	13	11	3,747	4,315	435	506	15%	15%	23%	16%
	01951.HK	锦欣生殖	62	22	17	2,862	3,103	241	322	8%	8%	-	33%
	06078.HK	海吉亚医疗	58	10	9	4,319	4,679	505	581	8%	8%	207%	15%

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 2026/8/27。

表 2：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/美元）	PE		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	2,542	11	10	人民币	624	709	801	333	192	218
	00780.HK	同程旅行	279	6	5	人民币	194	218	241	24	39	44
餐饮	09987.HK	百胜中国	1,227	15	14	人民币	848	865	915	67	70	76
	06862.HK	海底捞	691	13	12	人民币	432	464	497	40	46	51
	01579.HK	颐海国际	162	15	14	人民币	66	71	76	9	9	10
	01405.HK	达势股份	42	16	11	人民币	54	66	80	1	2	3
	02517.HK	锅圈	48	7	6	人民币	78	96	115	4	6	7
	09658.HK	特海国际	67	17	14	人民币	60	63	70	3	3	4
	09922.HK	九毛九	16	7	5	人民币	52	55	59	1	2	3
	02097.HK	蜜雪集团	865	12	10	人民币	336	374	420	59	64	73
	01364.HK	古茗	589	15	13	人民币	129	164	198	31	33	40
	02555.HK	茶百道	66	6	5	人民币	54	60	67	8	9	10
	02589.HK	沪上阿姨	86	13	11	人民币	45	50	58	5	6	7
	02150.HK	奈雪	11	-	16	人民币	43	44	47	-2	0	1
	LKNCY.OO	瑞幸咖啡	100	14	12	人民币	493	594	683	36	47	59
	CHA.O	霸王茶姬	20	7	6	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
	00027.HK	银河娱乐	1,505	8.9	7.9	港币	492	527	502	135	151	166
	01928.HK	金沙中国	1,143	9.6	8.7	美元	74	81	86	20	24	26

下载日志已记录，仅供内部参考

博彩	02282.HK	美高梅中国	384	6.0	5.3	港币	348	361	329	88	89	93
	01128.HK	永利澳门	301	8.0	7.4	港币	290	312	286	70	78	83
	00880.HK	澳博控股	100	9.5	8.0	港币	282	261	242	33	42	47
	MLCO.O	新濠博亚娱乐	20	6.2	5.5	美元	52	53	54	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 2026/8/27。

表 3：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
			26E	27E	25A	26E	27E	（2 年）
EDU.N	新东方	613	16.1	13.4	2,685	3,809	4,588	31%
TAL.N	好未来	441	17.2	9.2	610	2,557	4,772	180%
GOTU.N	高途集团	29	111.6	15.3	(323)	26	190	-
03978.HK	卓越教育集团	23	6.6	5.9	301	353	395	15%
01769.HK	思考乐教育	5	2.5	3.6	(78)	201	135	-
06169.HK	宇华教育	13	-	-	930	-	-	-
01765.HK	希教国际控股	11	-	-	385	-	-	-
02001.HK	新高教集团	10	1.2	1.1	829	787	862	2%
01981.HK	华夏控股	10	3.4	-	301	287	=	-
00382.HK	中汇集团	5	-	-	514	-	-	-
09616.HK	东软睿新集团	12	3.4	2.9	405	348	409	0%
00839.HK	中教控股	45	2.5	2.5	977	1,804	1,803	36%
01890.HK	中国科培	16	-	-	748	-	-	-
00667.HK	中国东方教育	77	7.9	6.7	756	968	1,148	23%
02469.HK	粉笔	7	1.7	1.4	198	390	471	54%
中概平均			***15.8***	***6.2***				***43%***
DUOL.O	多邻国	453	45.3	37.3	2,975	999	1,213	-36%
COUR.N	COURSERA	115	11.0	9.3	(366)	1,041	1,234	-
美股平均			***28.2***	***23.3***				-
01797.HK	东方甄选	224	41.3	30.6	6	543	733	1005%

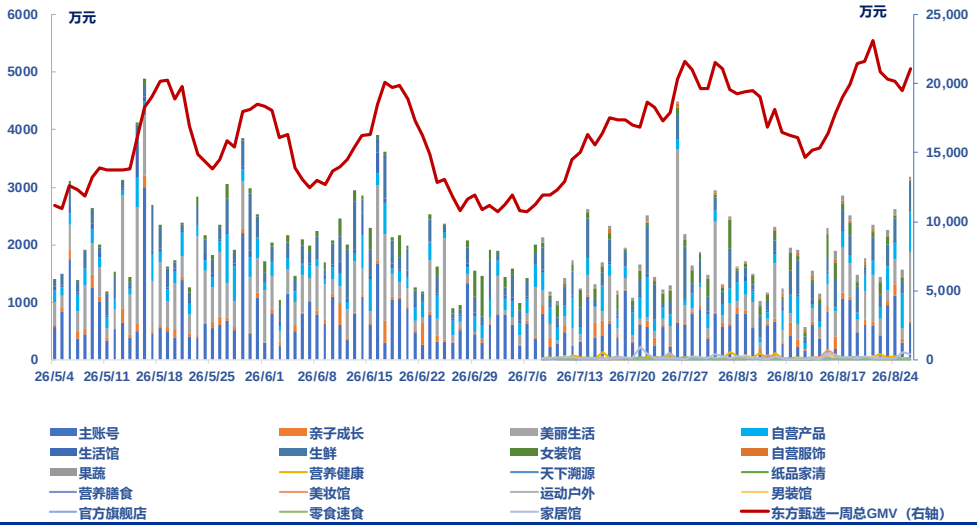
资料来源：彭博、Wind，申万宏源研究（盈利预测使用彭博一致预期）。注：单位为人民币；数据截至 2026/8/27。



下载日志已记录，仅供内部参考

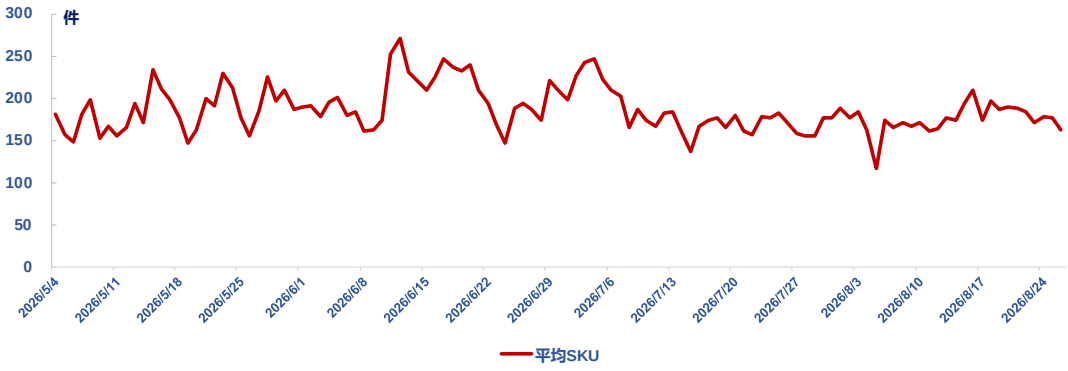
5. 东方甄选数据

图 1：东方甄选 GMV（日）



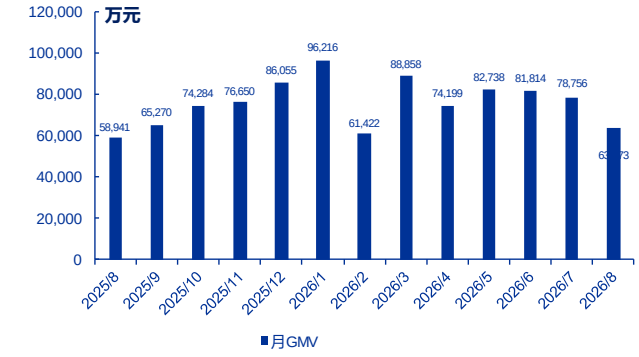
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/8/27

图 2：SKU 波动



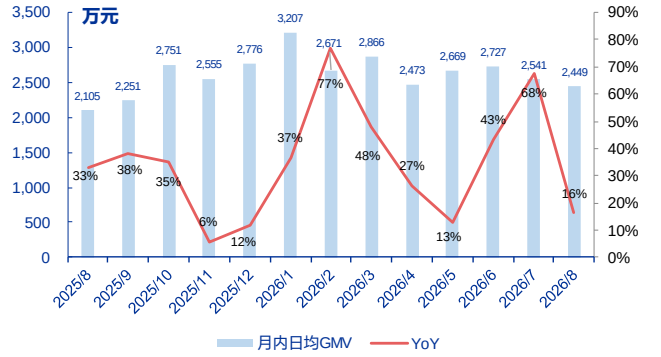
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/8/27

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 2026/8/27

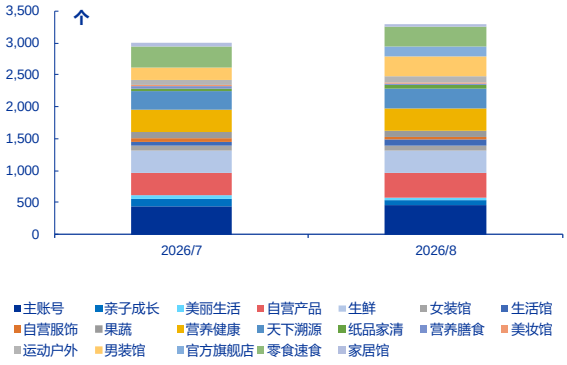
图 4：8 月月内日均 GMV 同比上升



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/8/27

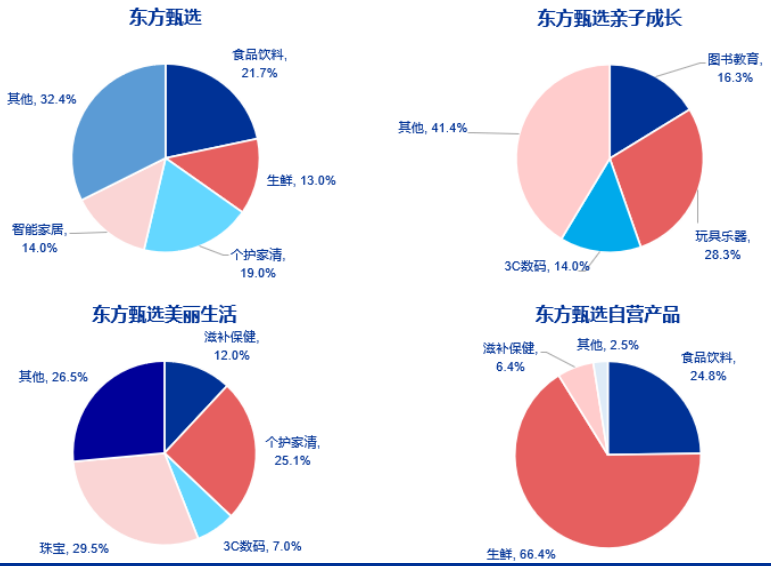
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：8 月 SKU 环比上升



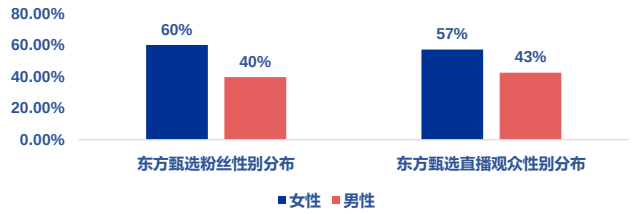
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/8/27

图 6：直播商品情况（过往 30 天）



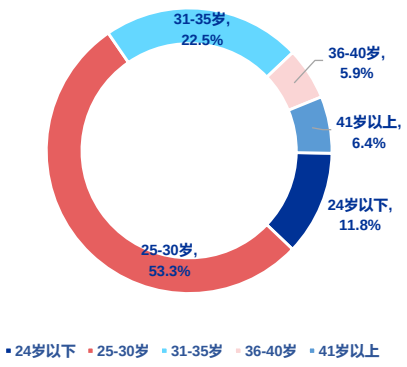
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/8/27

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 2026/8/27

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 2026/8/27

下载日志已记录，仅供内部参考

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。