



## 商贸零售

优于大市（维持）

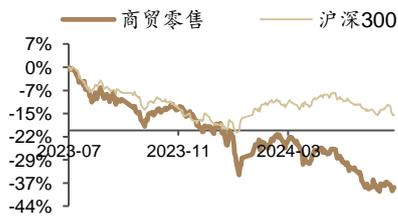
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

- 《——美妆&零售板块周报 0722-Q3 海外零售步入旺季，亚马逊会员日销售同增 11%》，2024.7.22
- 《乖宝宠物 (301498.SZ)：发布 3 年激励计划，看好国货龙头份额持续提升》，2024.7.9
- 《结构性分化，布局中报寻找 α——美妆&零售板块 Q2 总结及 Q3 策略》，2024.7.4
- 《——美妆&零售板块周报 0616-周大福业绩拆解：同店恢复与展店提效，关注单店效能持续爬升》，2024.6.16
- 《——美妆&零售板块周报 0610：如何解读近期海运费涨价，跨境卖家应对几何？》，2024.06.10

# 招股书拆解-颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司

## ——美妆&零售板块周报 0729

投资要点：

- **招股书拆解-颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司，计划冲刺港股 IPO。**
- **颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司。**颖通控股是中国内地、香港及澳门综合市场最大的香水品牌管理公司，拥有 Hermès、Van Cleef & Arpels、Chopard、Albion 及 Laura Mercier 等在内的庞大且多元化的品牌组合，主要经营品类为香水，除此以外还涉及护肤品、彩妆、香薰等。
- **盈利情况：营收及净利润 3 年 CAGR 低个位数增长。**2022-2024 财年，公司营收/净利 CAGR 分别为 5.49%/9.76%，低个位数增长。**(1) 毛利润：公司毛利率于 2022-2024 年略有下滑：**分品类看，主要源于公司终止某品牌分销协议，促销清仓导致占比最高的香水产品毛利下降；分渠道看，分销渠道利润空间低，对汇率变动更敏感，欧元兑港币升值导致分销渠道毛利下降；**(2) 费用端：公司渠道资源利用高效，销售费用率走低：**由于公司对渠道资源利用效率的提高，公司在削减广告和营销支出的同时实现了收入的增长，带动了整体费用率的走低，进而实现了净利润更快的增长。
- **多品类全覆盖，重点投入自有品牌香氛。(1) 公司品牌矩阵持续扩大，驱动营收稳步增长：**公司产品涵盖香水、护肤品、香氛、彩妆等多品类，以香水产品为例，其覆盖全价格带且包含多种香型，适配消费者的差异化需求；**分产品来看，公司以香水类为主，占比稳定在 80% 以上，但香水占比下滑，**系公司产品结构调整所致，我们认为这有助于摆脱单一品类依赖，扩展目标群体。**分渠道来看，公司具备线上线下、直营分销全渠道，渠道结构稳定，**单店营收上，自营店和线下分销表现优秀，主要源于线下的优秀购物体验感和对销售不佳店铺的清退。未来公司计划通过募集资金进一步进行自主品牌建设、收购或投资外部品牌、全渠道扩张、数字化转型、提升知名度等，进一步提高经营能力和盈利能力；
- **香水市场：需求上升+单价提高，中国市场前景广阔。**2018-2024 中国香水行业增长更快，世界/中国 CAGR 为 4%/13%，未来有望延续高增：**(1) 目标人群扩容，认知提升持续，需求稳步提升：**香水的主要需求人群是城镇工薪阶层与高收入群体，未来随着该群体总量的上升和认知的提升，香水需求量仍会继续高增；**(2) 收入上涨空间大，带动单价增长：**当前中/日/韩/英/美香水消费单价分别为 16/47/170/423/406 元，但我国消费升级趋势已经显现，随着收入上升，未来单价仍有上升空间；**(3) 线上快速爬坡，带动行业规模增长：**在行业整体保持较高增长率的基础上，线上的增速高于线下，成为了行业增长的主要驱动，我们认为，线上营销针对性更强、价格力更强、便利性更强，线上渠道有利于进一步扩展市场需求。
- **本周回顾：重点公司公告：**1) 红旗连锁：发布半年报，24 年 H1 收入增长 3.67%，归属于上市公司股东扣非净利润增长 0.21%；2) 周大福：发布 Q1 业绩，零售额同比降低 20%，周大福珠宝品牌零售点相比于 2024 年 3 月净减少 91 家，均位于中国内地；3) 高鑫零售：发布 2023-2024 财年年报，收入同比降低 13%，毛利下降 13%，归属于上市公司股东净利润转亏；4) 华东医药：收购恒霸药业有限责任公司 100% 股权，标的公司核心产品为伤科灵喷雾剂，有利于丰富公司外用制剂产品管线，提升公司竞争力；5) 上美股份：正面盈利预告，营收 34-36 亿，同增 114.3%-126.9%；净利润 3.0-4.1 亿，同增 286.1%-305.9%，主要源于主力品牌韩束收入多渠道快速增长以及第二梯队品牌一页销售业绩同比大幅增长。**行业新闻方面：**1)

董宇辉离开东方甄选，收购与辉同行 100%股权。2) 抖音电商达人总销售额同比增长 43%，带货达人同比增长 74%。3) 永辉超市将关停 3 家北京门店，郑州、上海也有关店现象。4) 抖音电商调整低价规则，价格战导致抖音 GMV 增速超预期下滑，将重点追求 GMV 增长。

- 投资建议：**我们在 2024 年 7 月 4 日外发的行业季度报告《结构性分化，布局中报寻找  $\alpha$ ——美妆&零售板块 Q2 总结及 Q3 策略》中提到，二季度社零低预期+地产恢复弱+茅台批价下跌，消费板块风偏下降，消费板块跑输大盘，但仍存在结构性行情，化妆品超额收益明显、龙头公司 618 延续高增长，出海板块持续回升，自下而上选股龙头超额收益突出。我们预估 Q3 宏观消费仍旧偏弱，且三季度多个板块均为淡季，预估板块  $\beta$  超额收益较弱，且 7-8 月逐步迎来中报兑现期，把握绩优公司的个股性机会。
  - 短期视角：**
    - 时代天使：**儿童型产品及下沉市场渠道覆盖深耕中国市场，海外通过产品性价比+医生服务+及时交付有望抢占市场份额，预估高成长潜力。
    - 润本股份：**中报超预期，逐步迎来婴童护理旺季，新品陆续上新+抖音高增催化。
    - 江苏吴中：**童颜针放量增长，布局胶原蛋白、玻尿酸等多款产品。
  - 长期视角：**
    - 巨子生物：**明星单品增量明显，化妆品平台型逻辑逐步兑现，储备多款胶原注射产品，24 年净利润对应 19.53X PE。
    - 名创优品：**预估国内同店逐步恢复，海外展店顺利推进，wind 一致预期 24-26 年净利润为 26.2 亿/32.5 亿/39.7 亿，估值回落至 14.3X/11.5X/9.44X，建议重点关注。
    - 乖宝宠物：**宠物食品龙头企业，产品研发、渠道运营、多品牌打造领先，激励计划提振信心。
    - 赛维时代：**半年报归母同增 52%-65%、板块景气度高，Q3 开始进入海外零售旺季。
- 风险提示：**终端需求疲软；行业竞争加剧；客流回暖低于预期；经销商管理风险

#### 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资上期	评级本期
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
2367.HK	巨子生物	1.41	1.84	2.36	25.48	19.53	15.22	买入	维持
603605.SH	珀莱雅	3.01	3.81	4.75	29.84	23.57	18.91	买入	维持
301376.SZ	致欧科技	1.03	1.27	1.54	17.78	14.42	11.89	买入	维持
300896.SZ	爱美客	8.59	8.03	10.33	27.02	20.68	16.08	买入	维持
832982.BJ	锦波生物	4.41	5.46	7.63	36.54	29.50	21.11	买入	维持
6699.HK	时代天使	0.32	0.43	1.04	165.31	123.02	50.87	买入	维持
600612.SH	老凤祥	4.23	4.92	5.61	12.44	10.71	9.39	买入	维持
002345.SZ	潮宏基	0.38	0.47	0.56	11.00	8.84	7.43	买入	维持

资料来源：wind，德邦研究所；注：老凤祥、潮宏基采用 wind 一致预期，其余来自于德邦研究所预测；爱美客 23 年送股调整；采用 0.91311 港币兑人民币汇率，采用 2024 年 7 月 26 日收盘价

## 内容目录

1. 投资观点：布局 8 月中报业绩 .....	5
2. 招股书拆解-颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司 .....	7
2.1. 颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司 .....	7
2.2. 盈利情况：营收及净利润 3 年 CAGR 个位数增长 .....	7
2.3. 多品类全覆盖，重点投入自有品牌香水 .....	8
2.4. 香水市场：需求上升+单价提高，中国市场前景广阔 .....	11
3. 公司公告与新闻回顾 .....	13
3.1. 公司公告 .....	13
3.2. 行业新闻 .....	14
4. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 2022-2024 财年公司营收及 YoY .....	7
图 2: 2022-2024 财年公司净利润及 YoY .....	7
图 3: 公司毛利率变化.....	8
图 4: 公司香水品类毛利率情况 .....	8
图 5: 2022-2024 财年公司销售费用（左轴，百万）及销售费用率（右轴） .....	8
图 6: 公司品牌里程碑一览 .....	9
图 7: 公司自有品牌 Santa Monica 产品矩阵.....	9
图 8: 公司分产品收入（百万，左轴）及占比（右轴） .....	10
图 9: 公司线上、线下渠道占比情况.....	10
图 10: 公司直营、分销占比情况 .....	10
图 11: 公司线下自营门店和分销商数量.....	11
图 12: 公司线下自营门店与分销商单店销售收入（亿元） .....	11
图 13: 2018-2028（预计）世界市场规模（十亿元） .....	11
图 14: 2018-2028（预计）中国大陆及港澳市场规模（十亿元） .....	11
图 15: 中国按价格带划分销售额（左轴，十亿元）及同比（右轴） .....	12
图 16: 中国分渠道销售额（左轴，十亿元）及同比（右轴） .....	12
表 1: 核心公司盈利预测及估值 .....	5

## 1. 投资观点：布局 8 月中报业绩

**出海板块——政策加码，高景气度延续：跨境电商方面：**Q3 开始进入海外零售旺季，部分公司已经披露中报预告，财务表现持续验证跨境电商板块景气度，看好跨境电商行业长期发展空间，行业逐渐进入合规化、品牌化的高质量发展阶段，建议关注赛维时代/致欧科技/安克创新等龙头标的。**新零售方面：**名创优品 24Q1 业绩高增长，其中海外市场收入  $yoy+52.6%$ ，海外门店数量  $+19.7%$ 、同店销售  $+21%$ ，侧面验证海外扩张高景气度，泡泡玛特预告中报收入同比增速不低于  $55%$ ，净利润增长不低于  $90%$ ，建议关注名创优品/泡泡玛特海外门店扩张情况、小商品城出口情况。

**医美——关注 24H2 同比改善及新品获批：**Q2 高基数下同增略有压力，且高端可选消费受宏观环境影响，再生、胶原多新品推出，市场加剧竞争。天气炎热 + 出行影响，Q3 虽为淡季、但在同期低基数下增速有望环比改善，24Q4 医美旺季下的边际改善效应或更为明显，且 24H2-25 年龙头公司储备多款新品，龙头公司回调至估值低位，建议长期配置爱美客/锦波生物，短期关注江苏吴中及时代天使中报业绩。

**黄金珠宝——金价重新进入上升通道，迎来动销及开店旺季：**Q2 金价快速上涨，影响加盟商拿货意愿及终端消费，5 月金银珠宝社零消费同比下降  $11%$ ，但 6 月下滑  $3.7%$ 、金价趋稳后环比略有改善。Q3/Q4 为珠宝加盟补货与终端消费旺季，预计下半年金价企稳后黄金消费量有望走向回暖，品牌拓店或于下半年集中推进，经过 Q2 股价回调后，公司已处于低估值阶段，高分红板块在长期具备配置性价比，关注老凤祥/菜百股份/老铺黄金。

**化妆品——618 大促或有虹吸，关注达播合作及上新节奏：**618 大促前置，天猫止跌回升，抖音竞争加剧，在弱需求的情况下格局分化进一步显现，品牌分化明显，珀莱雅多平台表现出高双位数增长，抖音同比翻倍；彩棠天猫 GMV 同增  $80%+$ ；可复美、可丽金、韩束、恋火全平台高增。Q3 化妆品行业进入淡季，我们预估 618 大促的虹吸效应显著，建议关注抖音超品日和新品推介的结构性价行情，长期仍然看好国货龙头抢占市场份额，推荐巨子生物/珀莱雅/上美股份，关注华熙生物/贝泰妮拐点性机会。

**传统零售板块——新模式探索，提质增效：**在外部承压环境下，部分传统零售企业积极求变，开展新模式探索和精细化运营。(1) 重庆百货：积极探索超市新业态“社区折扣店”，目前已经开出 2 家门店，计划年内试点 20 余家。(2) 家家悦：加快培育新型业态，23 年新开悦记零食店 56 家，好惠星折扣店 7 家。(3) 永辉超市、步步高：积极学习胖东来模式，门店调改持续推进。建议关注：1) 传统主业稳健，新模式探索提上日程的区域零售龙头重庆百货、家家悦；2) 持续跟踪永辉超市、步步高调改情况。

**宠物板块——618 大促验证国货替代逻辑持续：**星图数据显示，618 大促期间天猫+京东宠物食品类目 GMV 为 55 亿、同增  $10%$ 、领先其他类目，乖宝宠物在 618 期间两品牌总计全网销售超 4.7 亿/ $+40%$ ，麦富迪继续全平台领跑，弗列加特全网销售额超 1 亿/ $+230%$ ；佩蒂股份业绩预告上半年归母净利润 0.9-1.0 亿，同增  $311%-358%$ ；依依股份预告上半年归母净利润 0.91-0.98 亿，同增  $102%-118%$ 。看好板块持续高增长，且国货产品凭借性价比实现替代，重点推荐乖宝宠物，3 年股权激励计划及超额业绩分成实现核心人员强绑定，关注中宠股份/佩蒂股份等。

表 1：核心公司盈利预测及估值

板块	标的	营收					归母净利润					24 年 PE
		2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	
医美	爱美客	28.69	39.55	52.99	67.30	32.9%	18.58	24.28	31.23	38.54	27.5%	20.68
	锦波生物	7.80	11.78	16.26	20.67	38.4%	3.00	4.83	6.75	8.72	42.7%	29.50
	江苏吴中	22.40	27.54	32.76	39.71	21.0%	-0.72	1.25	2.24	3.66	-	45.52

	昊海生科	26.54	32.41	38.24	43.33	17.7%	4.16	4.98	6.27	7.55	22.0%	27.60
	时代天使	14.76	17.29	20.64	24.62	18.6%	0.53	0.72	1.76	2.78	73.2%	113.52
化妆品	珀莱雅	89.05	110.61	134.63	159.21	21.4%	11.94	15.10	18.83	22.74	24.0%	23.60
	巨子生物	35.26	48.83	62.76	77.67	30.1%	14.52	18.94	24.22	30.10	27.5%	19.50
	上美股份	42.13	66.02	83.53	100.57	33.6%	4.61	7.40	9.81	12.40	39.1%	18.39
	贝泰妮	55.22	70.19	79.90	89.23	17.3%	7.57	11.09	13.68	16.11	28.6%	17.53
	华熙生物	60.76	65.60	77.93	88.04	13.2%	5.93	8.65	11.24	13.23	30.7%	33.16
	润本股份	10.33	13.43	16.65	19.82	24.3%	2.26	2.90	3.64	4.38	24.7%	23.61
	丸美股份*	22.26	29.07	36.44	43.60	25.1%	2.59	3.80	4.80	5.85	31.2%	24.95
	水羊股份	44.93	51.22	58.89	66.55	14.0%	2.94	3.80	4.68	5.48	23.0%	12.59
	福瑞达	45.79	41.84	49.60	56.69	7.4%	3.03	3.73	5.08	6.21	27.0%	17.09
	老凤祥*	714.36	804.76	901.96	997.71	11.8%	22.14	25.72	29.33	32.96	14.2%	10.71
黄金珠宝	菜百股份*	165.52	202.95	233.15	264.15	16.9%	7.07	8.23	9.34	10.43	13.8%	10.73
	中国黄金*	563.64	663.60	755.28	834.32	14.0%	9.73	12.01	14.09	16.18	18.5%	12.31
	潮宏基*	59.00	70.12	82.62	95.44	17.4%	3.33	4.20	5.00	5.81	20.3%	8.83
	周大生	162.90	196.25	228.99	259.52	16.8%	13.16	15.32	17.23	19.30	13.6%	8.53
	周大福*	950.17	1090.00	1035.61	1105.65	5.2%	53.84	64.99	74.62	82.06	15.1%	10.27
零售板块	名创优品*	114.73	173.24	211.48	252.35	30.0%	17.69	33.12	40.59	49.51	40.9%	11.30
	泡泡玛特*	63.45	84.53	109.45	131.43	27.5%	10.82	16.61	21.51	26.30	34.4%	28.43
	赛维时代*	65.18	84.97	102.66	119.18	22.3%	3.32	4.53	5.58	6.53	25.3%	20.07
	致欧科技	60.74	75.95	94.64	117.99	24.8%	4.13	5.09	6.18	7.50	22.0%	14.44
	东方甄选*	45.11	61.00	73.78	77.96	20.0%	9.71	6.50	8.79	10.06	1.2%	13.75
	安克创新*	175.07	209.47	243.72	284.21	17.5%	16.15	19.13	22.69	26.47	17.9%	14.39
	华凯易佰*	65.18	84.97	102.66	119.18	22.3%	3.32	4.53	5.58	6.53	25.3%	9.06
	小商品城*	113.00	141.66	162.91	194.96	19.9%	26.76	28.77	32.63	40.42	14.7%	14.41
	重庆百货*	189.85	196.25	204.62	211.88	3.7%	13.15	14.02	15.29	16.63	8.2%	6.00
	宠物	乖宝宠物	43.27	53.13	64.48	77.44	21.4%	4.29	5.59	7.00	8.75	26.8%
中宠股份*		37.47	44.01	51.09	58.04	15.7%	2.33	2.88	3.52	4.25	22.2%	18.71

资料来源: wind、德邦研究所; 注: 标记“\*”来自于wind一致预测, 其余来自德邦研究所预测, 单位为: 亿人民币, 采用2024年7月26日收盘价

## 2. 招股书拆解-颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司

### 2.1. 颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司

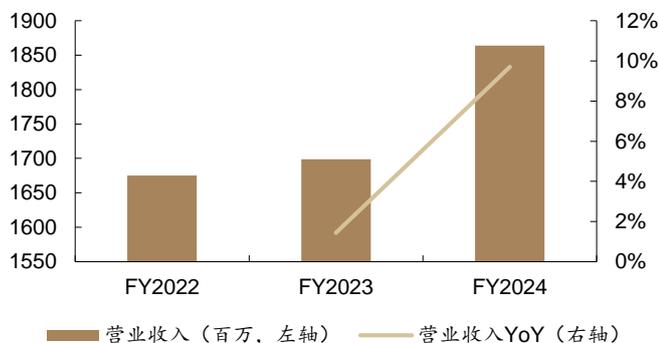
公司是中国内地、香港及澳门综合市场最大的香水品牌管理公司。公司于1987年获得第一个进口香水分销授权，并订立首个独家协议，在港澳分销进口眼镜产品。公司拥有庞大且多元化的品牌组合，如 Hermès、Van Cleef & Arpels、Chopard、Albion 及 Laura Mercier 等。除香水品牌外，公司还兼营彩妆、护肤品、个护产品、眼睛及家居香氛等。

截至公司招股说明书签署日，股权结构集中，为家族企业，控股股东为刘钜荣、其妻子陈慧珍及颖通国际，公司拥有1家子公司，并通过子公司控制了颖通远东、卓俊远东等多家孙公司，并进一步间接控制广州咨询、广州慧昇贸易、颖通成都贸易、颖通广东贸易、颖通北京贸易、上海颖通化妆品等公司，用于开展品牌管理业务。

### 2.2. 盈利情况：营收及净利润3年CAGR个位数增长

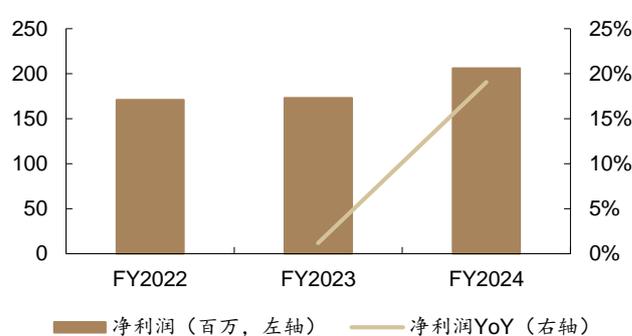
2022财年-2024财年，公司营收与净利润均保持了稳定增长，CAGR分别为5.49%和9.76%，均处于低个位数增长。

图 1：2022-2024 财年公司营收及 YoY



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

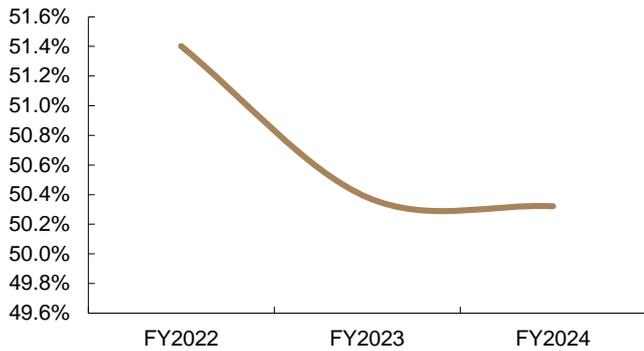
图 2：2022-2024 财年公司净利润及 YoY



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

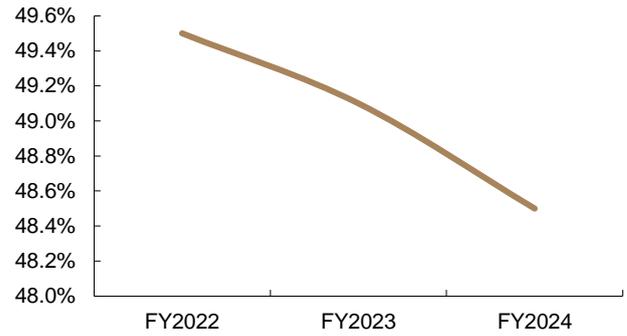
毛利润方面，2022-2024 财年公司毛利率略有下降，我们认为，(1) 香水毛利率的快速下降导致了毛利率的下降：某品牌分销协议于2022年12月到期，公司于2023年6月停止销售其产品，公司以折扣方式快速去库存，导致毛利率下降；(2) 分销渠道毛利率波动进一步推动毛利率下降：2024财年公司分销渠道毛利率由2023财年的48.3%下降至45.8%，原因在于欧元兑港元汇率长期保持较高水平，公司采购成本上升，由于分销渠道利润空间较小，其对汇率波动更加敏感。

图 3：公司毛利率变化



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

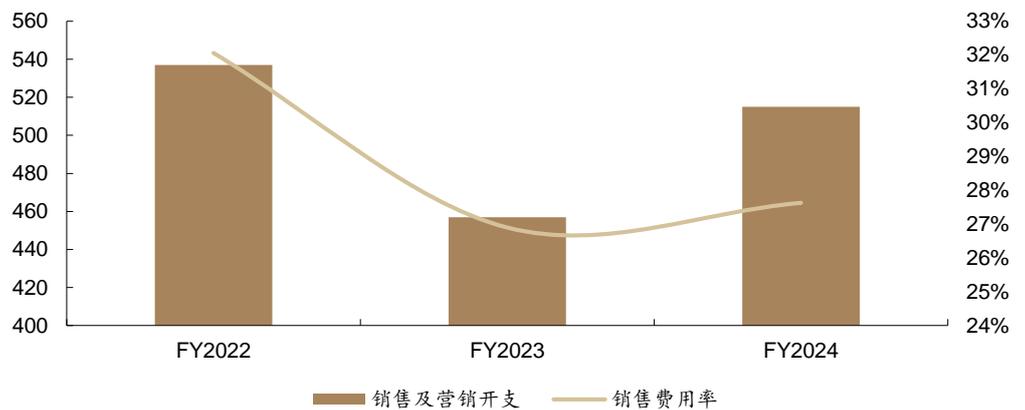
图 4：公司香水品类毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

**费用方面，销售费用率下降驱动公司利润上升：**2022-2024 财年，公司对当前现有的渠道资源的利用效率不断提高，在收入持续上升的同时实现了广告与营销支出的整体下降，从而带动了销售费用率的整体降低，叠加公司营收上涨，推动公司净利润增速向好。

图 5：2022-2024 财年公司销售费用（左轴，百万）及销售费用率（右轴）

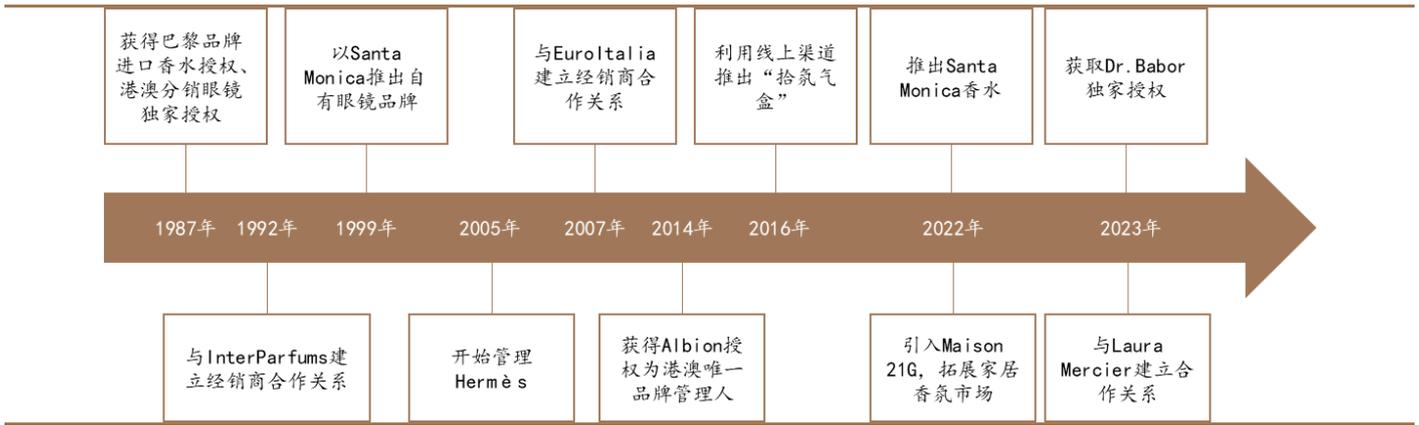


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

### 2.3. 多品类全覆盖，重点投入自有品牌香水

**公司品牌矩阵持续扩大驱动营收稳步增长。**自 1987 年进入市场以来，公司持续扩大合作范围，获取大量品牌的授权，截至最后实际可行日期，公司已经管理 63 个品牌，以香水为例，**(1) 公司产品覆盖全价格带：**公司的香水产品包含入门高端香水、高端香水、奢侈香水全价格带，以满足不同消费水平消费者的差异化需求；**(2) 公司产品包括多种香型：**公司销售各种香型香水，包括花香调、东方香调、木质香调及清新香调，由于消费者对香水香型偏好具有主观性，较多的香型能够保证公司营收的稳定性。

图 6：公司品牌里程碑一览



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司经过上述历史发展，已经取得了丰富的品牌及产品矩阵。

(1) **香水**：目前公司具有 48 个品牌授权，包含商业香水和沙龙香水，商业香水由顶级设计师操刀，通常具备品牌印记；沙龙香水主要由独立工坊生产。

(2) **护肤品**：当前公司管理 16 个护肤品牌，包括洁面乳、保湿霜、精华素、面霜等产品，其中，公司与德国高端品牌 Dr.Babor 成立了合资企业，成为了中国唯一授权持有人。

(3) **彩妆**：截至最后实际可行日期，公司是 Laura Mercier 在中国内地及香港的独家经销商，同时也是 Elegance 在香港的独家分销商。

(4) **个护产品**：公司管理的多个香水品牌同样提供个护产品，2024 年 1 月公司开始管理世界级个护品牌，来自意大利的 Acca Kappa。

(5) **眼镜**：截至最后实际可行日期，公司主要出售来自五个外部品牌采购的眼镜及太阳镜。

(6) **家居香氛**：凭借公司在香水管理业务的经验，公司与 2023 年将 Dr. Vranjes Firenze 引入内地，并在上海开设中国首家旗舰店，并成为独家分销商。

(7) **自有品牌**：公司具有自有品牌 Santa Monica，2022-2024 财年分别占营收的 0.1%、0.3%、0.9%，该品牌主要生产并销售入门级高端香水，并推出香水套装；该品牌眼睛产品同样具备 SIMK 三个系列，以满足不同年龄、性别的消费者需求。

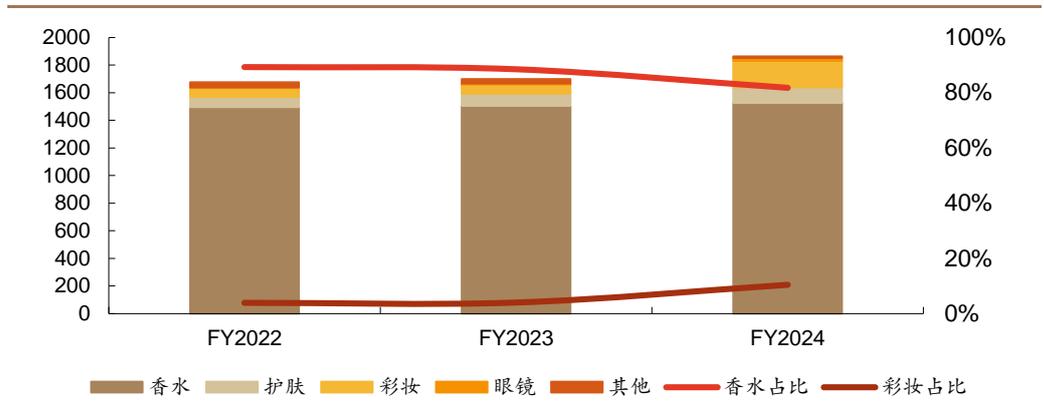
图 7：公司自有品牌 Santa Monica 产品矩阵



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

**香水是主力品类，彩妆业务稳健增长：**香水类产品是公司的主要经营品类，其销售占比稳定于80%以上，但随着公司其他品类品牌矩阵的扩张，公司香水类占比逐渐走低，其余品类中，彩妆增长最快，减少单一品类依赖。

图 8：公司分产品收入（百万，左轴）及占比（右轴）



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

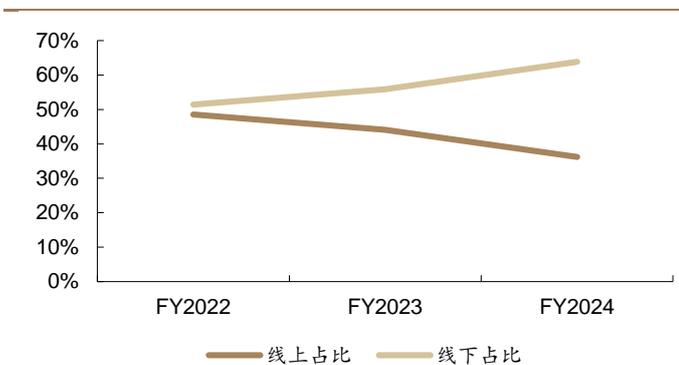
分渠道来看，公司建立了线上线下的、直营（包括零售商渠道和自营渠道）分销全销售渠道，并保持了各渠道的相对平衡：

**(1) 零售商渠道：**直接将产品转售给品牌零售商，截至2024年3月，在线上渠道，公司在3个平台与73名线上零售商展开合作；线下零售商主要为中国内地、香港及澳门的连锁化妆品专卖店和免税店等。

**(2) 自营渠道：**公司通过自营网店、门店或专柜销售，线上方面，2022-2024财年公司经营24、26及33家网店；线下方面，公司主要通过品牌精品店、综合品牌专柜、形象柜等方式进行销售，且不定期通过促销活动推出临时店和快闪店以促进销售。2022-2024财年，公司在中国内地、香港、澳门一共经营102、92和87个门店；此外，公司还通过自营零售商品牌拾氛气盒进行销售，通过其线上及线下门店销售超过50个品牌和2000件产品，其目标为吸引文艺青年等目标群体及指导香水新手用户的标志性零售商品牌，从而培养消费者忠诚度。

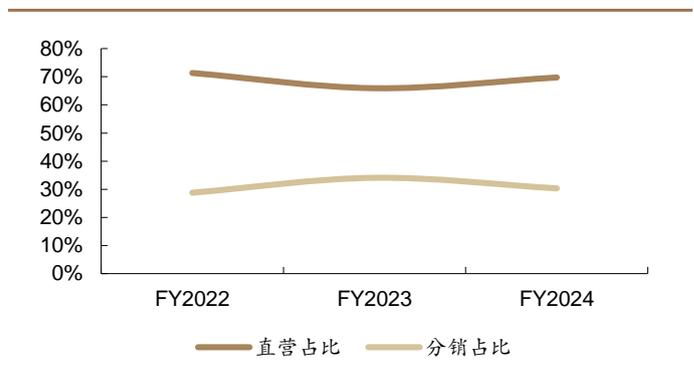
**(3) 分销渠道：**公司利用当地分销商对当地市场的了解，通过分销渠道快速渗透市场，且通过分销商管理开发市场的风险。

图 9：公司线上、线下渠道占比情况



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 10：公司直营、分销占比情况

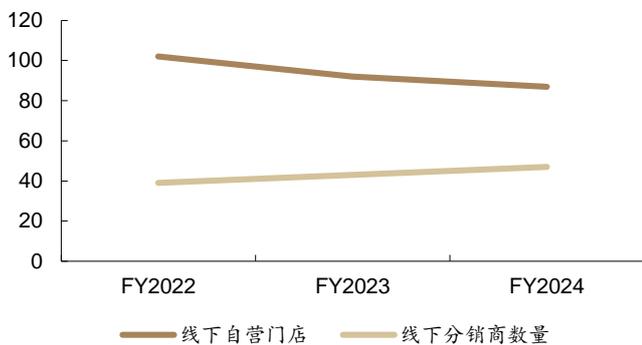


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

从单店收入来看，公司线下自营和线下分销渠道表现出色，单店收入持续增

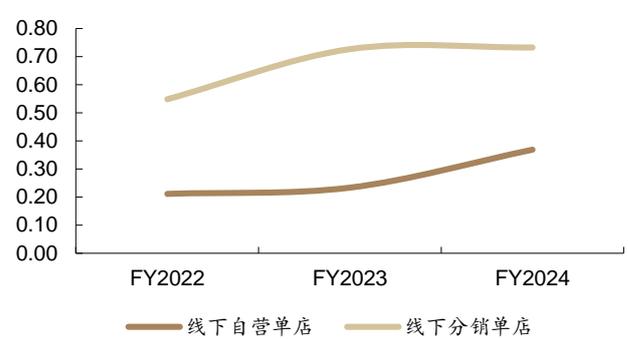
长。以线下自营渠道为例，公司于线下渠道注重顾客体验感，重视商场布局以促进销售，同时展示品牌形象，增加顾客黏性。同时，公司通过减少线下自营经营不佳的门店，进一步降本增效，提高单店效益。

图 11：公司线下自营门店和分销商数量



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 12：公司线下自营门店与分销商单店销售收入（亿元）



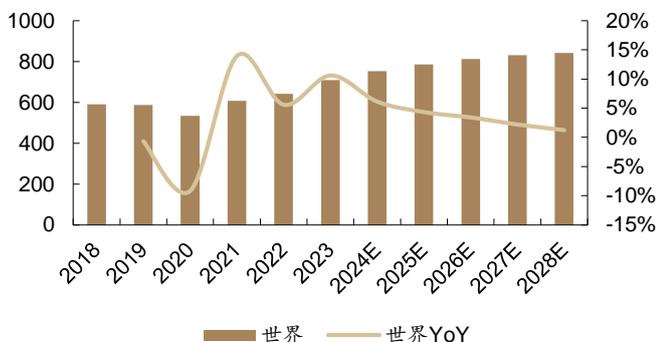
资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

未来，公司拟通过 IPO 融资推动自身进一步发展，主要包括：(1) 进一步发展自有品牌及收购或投资外部品牌，包括自主研发并开发新品牌、在 Santa Monica 品牌下开发新产品、收购或投资相关品牌等；(2) 发展及扩大自营零售商渠道，包括拾氛气盒门店、其他线下自营门店专柜等；(3) 加速数字化转型，包括升级数字 CRM 系统、中台系统、财务运营系统等；(4) 提升集团知名度及声誉，如进行市场研究并发表论文、组织香水会议及其他活动、组织推广活动等。我们认为，公司通过融资有望进一步丰富产品矩阵，提升经营效率和盈利能力，助力业绩增长。

## 2.4. 香水市场：需求上升+单价提高，中国市场前景广阔

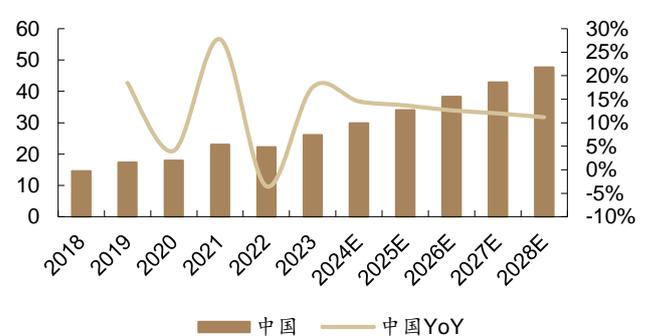
据弗若斯特沙利文数据，当前世界香水总规模缓速增长，2018-2024 年 CAGR 为 4%，中国市场法规逐渐完善，认知度快速提升，处于高质量发展阶段，2018-2024 年 CAGR 为 13%，预计仍然有较大的增长空间。

图 13：2018-2028（预计）世界市场规模（十亿元）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

图 14：2018-2028（预计）中国大陆及港澳市场规模（十亿元）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

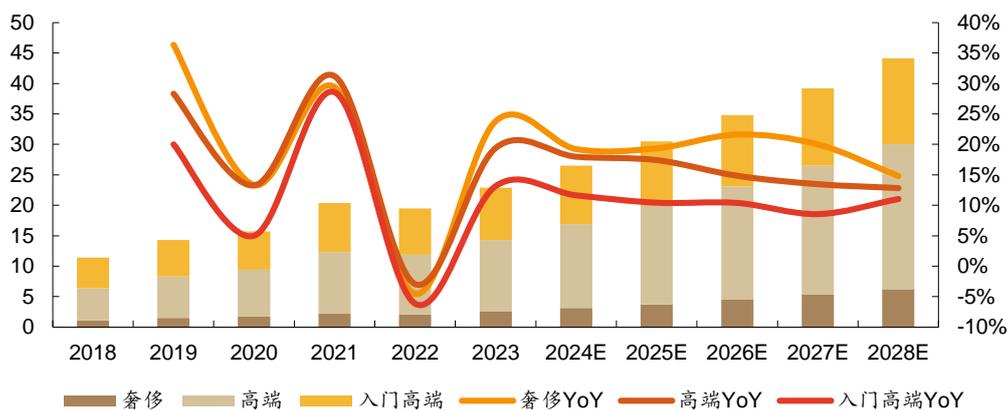
我们认为，市场规模提升有三大驱动因素：

(1) 认知提升持续，需求稳步提升：我们认为，城镇工薪阶层是香水的主要

需求人群，对该群体的消费者教育促进了我国对香水认知的逐步提升，未来该类群体比例有望进一步上升，驱动我国香水行业市场规模的进一步提升；

**(2) 收入上涨空间大，香水单价仍有较大的增长空间：**当前我国香水行业客单价尚与发达国家有较大差距，2023年中国人均香水支出为人民币16元，日本、韩国、美国及英国分别为47元、170、423元和406元。但我国消费升级的趋势已经凸显，在过去6年，分价格带来看，我国奢侈、高端价格带同比增长更快。我们认为，随着我国人均可支配收入的上升，我国客单价有望进一步提升。

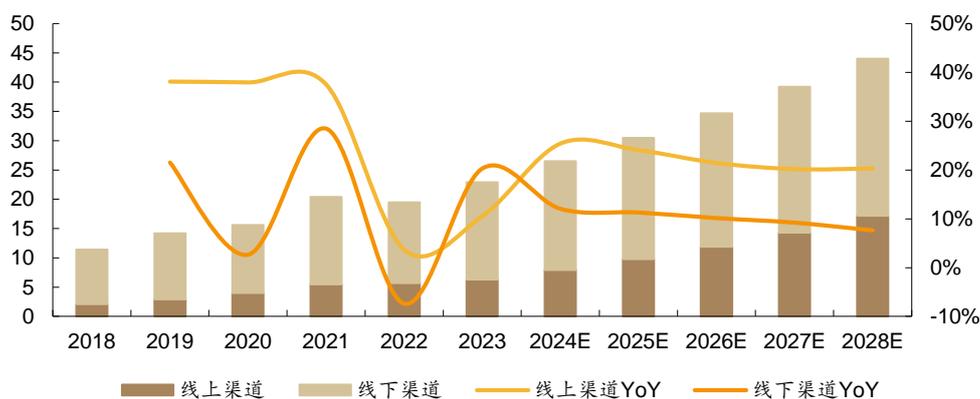
图 15：中国按价格带划分销售额（左轴，十亿元）及同比（右轴）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

**(3) 线上快速爬坡，带动行业规模增长：**当前我国香水行业线上渠道增速快于线下，2018-2023年CAGR分别为24.6%和12.3%，为行业市场规模做出了突出贡献。线上营销传播速度更快，针对性更强：线上营销具备环节简单、传播迅速的特点，且线上营销可以借助“意见领袖”，并利用大数据分析进行精准推送，效率更高；线上渠道价格更有竞争力，便利性更强：各电商平台均会通过618、双十一大促、平台补贴等方式进行促销，线上渠道价格普遍低于线下。

图 16：中国分渠道销售额（左轴，十亿元）及同比（右轴）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

### 3. 公司公告与新闻回顾

#### 3.1. 公司公告

**红旗连锁披露 2024 年半年度报告，同比小幅增长：**2024 年上半年，红旗连锁共实现营收 51.86 亿，同比增长 3.67%；归属于上市公司股东净利润 2.67 亿，同比增长 3.81%；归属于上市公司股东的扣非净利润为 2.41 亿，同比增长 0.21%。

**周大福发布截至 2024 年 6 月 30 日未经审核的主要经营数据，同比大幅度降低：**截至 2024 年 6 月 30 日的三个月，周大福零售额同比降低 20%，其中中国内地降低 18.6%，港澳及其他市场降低 28.8%，原因为：（1）宏观环境影响消费总量；（2）可选消费在当前市场情况下表现不佳，价格上升带来了需求下降。

**高鑫零售发布 2023-2024 财年年报，由盈转亏：**截至 2024 年 3 月 31 日财政年度，公司实现收入 725.67 亿元，同比下降 13.3%，毛利 179.58 亿元，同比下降 12.7%，归属于上市公司股东的净利润-16.05 亿，同比由盈转亏。

**华东医药收购贵州恒霸药业有限责任公司 100% 股权：**2024 年 7 月 19 日，华东医药子公司博华制药收购恒霸药业 100% 股权，不构成关联交易，亦不构成重大资产重组，标的公司核心产品伤科灵喷雾剂为独家品种，涵盖患者数量大，需求明确，该收购将丰富公司外用制剂产品管线，有利于提升公司竞争力。

**上美股份披露正面盈利预告，同比高增：**截至 2024 年 6 月 30 日，公司 6 个月收入在 34 亿-36 亿元之间，同比增长 114.3%-126.9%，净利润 3.0 亿元至 4.1 亿元，同比增长 286.1%-305.9%，主要源于主力品牌韩束收入多渠道快速增长以及第二梯队品牌一页销售业绩同比大幅增长。

### 3.2. 行业新闻

**东方甄选主播董宇辉离职，收购与辉同行 100%股权：**7月25日，东方甄选在港交所公告，董宇辉已决定不再担任公司雇员及公司一个合并联属实体的高级管理层，该离任乃由于董宇辉的职业抱负、对彼其他事业的投入及个人时间安排。董宇辉（买方）、北京新东方迅程网络科技有限公司（卖方）及与辉同行（北京）科技有限公司（目标公司）订立出售协议，据此，卖方同意出售，而买方同意收购目标公司的100%股权，代价为人民币7658.55万元。

**抖音电商达人带货总销售额同比增长43%：**抖音电商公布的数据显示，过去一年，抖音电商达人带货总销售额同比增长43%，总直播时长同比增长40%；新增带货达人528万人，同比增长74%。

**永辉超市将关3家北京门店：**据新消费日报，近日，位于朝阳万科时代、昌平龙旗广场、顺义新世界百货的永辉超市先后进入打折出清和停业状态。北京市场将连续关闭3家门店，郑州、上海等地也出现了关店现象。

**抖音电商调整低价规则，GMV重回首要目标：**据亿邦动力，抖音电商调整经营目标优先级，不再把“价格力”放在首位，下半年将重点追求GMV（总成交额）增长。自今年2月，抖音电商把价格力设定为2024年的经营目标最优先的事项后，相继推出内测“自动改价”，上线比价平台“找好价”等举措，随之而来的是三月以来GMV增速不断下滑，超出抖音的预期。淘宝下半年也将调整其价格战略，不再强调“五星价格力”。自去年起，淘宝的搜索权重分配体系已从“五星价格力”调整为按GMV（商品交易总额）分配。今年上半年，多个类目的“五星价格力”已逐步取消。

## 4. 风险提示

**终端需求疲软：**消费复苏不及预期将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

**行业竞争加剧：**行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或受下行影响。

**客流回暖低于预期：**线下消费场景客流不及预期直接导致医美、酒店、餐饮、旅游等出行链，及珠宝零售消费客群缩减，对企业收入增长产生不利影响。

**经销商管理风险：**珠宝企业加盟体系庞大，渠道管控不及预期或导致盈利能力下行。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。