

2025 年 04 月 15 日

毛戈平估值探讨

毛戈平 (1318. HK)

前言

在我们第二篇系列深度《从海外高奢美妆品牌的成长之路，看毛戈平的发展潜力》外发后，市场关注度较高，同时毛戈平股票在二级市场上表现也非常抢眼。近期市场较为震荡，有很多投资者关注：在目前时点如何看毛戈平估值与空间？于是本篇报告，我们通过复盘国际美妆巨头以及国货新消费代表的二级市场表现，尝试对毛戈平的估值定价进行探讨。

► 国际美妆巨头：高端与多元品牌矩阵+全球战略+业绩持续增长，带来稳定性的估值溢价

欧莱雅：核心为全面的品牌矩阵与稳健经营，股价与估值在疫情期间仍然显现韧性，持续的稳健业绩与龙头地位带来估值溢价；2023 年来受全球消费者偏好变化与中国市场格局变革，股价与估值有所回落。欧莱雅 2015-2024 年平均 PE 38 倍（收入和净利润 CAGR 6.5%/7.7%，PEG 约 5 倍，目前市值 1793 亿欧元，根据欧睿 2024 年在中国销售额 774 亿元，下同）。

雅诗兰黛：注重年轻化与高端化，行业红利与高端品牌矩阵带来市场极高预期，在 2020-2022 年阶段平均 PE 高达 80 倍（对应收入与净利润 CAGR 12.2%/26.5%，PEG 约 3 倍，目前市值 202 亿美元，2024 年在中国销售额 274 亿元）；然而后续未充分适应亚太尤其中国市场的渠道与消费偏好变化，2021 年后业绩剧烈波动，股价承压。

资生堂：专注中高端与东方审美，通过并购全面打入国际市场，带动公司 2014-2019 年股价提振，同样由高端化+全球化带来估值溢价，PE 最高超过 100 倍，对应收入与净利润 CAGR 8.0%/19.8%，目前市值 9252 亿日元，2024 年在中国销售额 145 亿元；后续因收购品牌协同以及海外本土化不佳，收入与盈利波动巨大，股价受到冲击，估值出现明显回落。

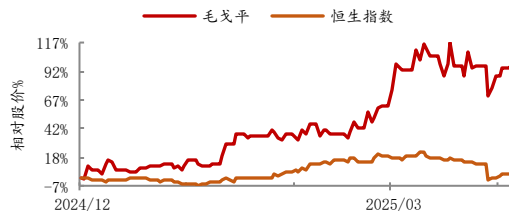
整体来看，国际美妆巨头通过持续孵化和并购高端与多元品牌，叠加重视成分和产品研发，带来较高壁垒和稳定性，市场给予其较高估值溢价。但近年来外资品牌普遍出现业绩与股价承压，主要为全球的经济低迷以及中国市场份额降低。

► 国货新消费：民族文化自信提升，稀缺性与高增长提振股价

国货新消费崛起折射出民族文化自信提升与消费需求代际更迭下的投资新逻辑。毛戈平（美妆）、老铺黄金（黄金）、泡泡玛特（潮玩）等则代表了不同的赛道，但其背后共同点在于：民族文化认可，以及品牌卡位和竞争力的稀缺性。其中，老铺黄金凭借古法工艺+高奢定位的稀缺性，在黄金消费赛道实现差异化突围，其产品兼具文化溢价与保值属性，契合当下消费者对“性价比奢侈品”的需求，实现了业绩的爆发式增长以及二级市场股价的靓眼表现。泡泡玛特则抓住情绪价值消费浪潮，以盲盒模式激活 Z 世代收藏欲，并通过全球化布局打开第二增长

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	107.5
股票代码：	1318
52 周最高价/最低价：	118.0/47.65
总市值(亿)	526.95
自由流通市值(亿)	281.48
自由流通股数(百万)	261.84



分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

- 【华西轻工】毛戈平(1318.HK) 公司点评：24 年高质量收官，高端国货美妆品牌蓄势前行
2025.03.28
- 【华西轻工】毛戈平(1318.HK) 深度之二：从海外高奢美妆品牌的成长之路，看毛戈平的发展潜力
2025.02.06
- 【华西轻工】毛戈平(1318.HK)：国风美学典范，高端国货美妆品牌强势来袭
2024.12.06

曲线，2022-2024 年海外收入翻了 10 倍，国货品牌出海的逻辑得到市场认可，出海带来品牌和 IP 价值提升，进一步拉动国内销售，实现业绩和估值的双升。

► 毛戈平：稀缺的高端国风美妆品牌，国货替代空间大，成长后劲十足，有望享受估值溢价

毛戈平凭借创始人 IP 文化、专业化高端产品矩阵和国风审美定价权，及持续推进的高端渠道布局，在国货美妆市场中形成了独特的品牌文化护城河。在稀缺的竞争优势下，公司有望抢占更多高端市场份额，实现稳定成长。同时，公司持续拓展完善产品矩阵，除传统彩妆和护肤领域继续打造大单品外，亦逐步推出香水系列产品；IPO 后公司进一步入驻顶级百货渠道，如成都、武汉 SKP 及杭州大厦，今年北京 SKP 限时门店也已开业，后续随品牌价值提升有望在高端渠道上进一步突破。中长期来看：香水第三曲线有望放量，根据中国商报，近期公司已备案 13 款香水新品；横向对比高端国际品牌，毛戈平在店效及总销售额上仍有巨大成长空间；同时公司已初步探索出海业务，2024 年依托香港丝芙兰等代理商实现海外收入 185.5 万元，后续值得期待。综述，我们认为公司的竞争优势稀缺性和业绩成长的稳定性，有望持续享受估值溢价。

投资建议

我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 50.54/65.03/82.58 亿元，归母净利润分别为 11.85/15.06/19.18 亿元，2024-2027 年归母净利复合增速 29.6%，2025-2027 年 EPS 分别为 2.42/3.07/3.91 元，对应 2025 年 4 月 14 日收盘价 107.50 港元（港元兑人民币汇率 0.9345:1），PE 分别为 41.53/32.68/25.67 倍。毛戈平作为国货高美妆品牌的典范，护城河深厚，中长期品类与渠道拓展空间大，成长确定性强，维持“买入”评级。结合国际美妆巨头及国货新消费龙头的情况，我们认为毛戈平有望享受估值溢价，按 2024-2027 年净利润 30% 的复合增速，预期目标估值有望提升到 45-50 倍（对应 1.5-1.7 倍 PEG），在竞争优势的稀缺性和业绩成长的稳定性下，估值溢价有望维持，对应当前估值仍然有较大空间。

风险提示

宏观经济波动；过度依赖创始人声誉；行业竞争加剧；渠道扩张不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2885.96	3884.69	5053.97	6503.12	8257.68
YoY (%)	57.78%	34.61%	30.10%	28.67%	26.98%
归母净利润(百万元)	661.93	880.61	1185.03	1505.97	1917.54
YoY (%)	88.00%	33.04%	34.57%	27.08%	27.33%
毛利率 (%)	84.83%	84.37%	84.97%	84.92%	84.88%
每股收益 (元)	3.31	2.18	2.42	3.07	3.91
ROE	0.43	0.25	0.25	0.24	0.24
市盈率	0.18	24.96	41.53	32.68	25.67

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 前言	4
2. 国际美妆巨头篇	5
2.1. 欧莱雅：百年美妆巨头稳健成长	5
2.2. 雅诗兰黛：高端化与新兴市场布局拉升股价	7
2.3. 资生堂：百年东方品牌的全球扩张	8
2.4. 国际美妆巨头篇小结：高端品牌矩阵+全球战略+稳健业绩带来估值溢价	10
3. 国货新消费篇	12
3.1. 老铺黄金：稀缺性与高成长性共振，赢得资本青睐	12
3.2. 泡泡玛特：情绪价值风潮下潮玩第一股价值重估	15
3.3. 国货新消费篇小结：民族自信提升，国货消费崛起	16
4. 毛戈平：稀缺的高端国风美妆品牌，国货替代空间大，成长后劲十足	17
4.1. 护城河深厚，高端国货一枝独秀	17
4.2. 未来空间：高端国货替代持续，东方美学出海可期	18
4.3. 估值探讨：护城河深厚、业绩稳健，看好长期成长	20
5. 风险提示	20

图表目录

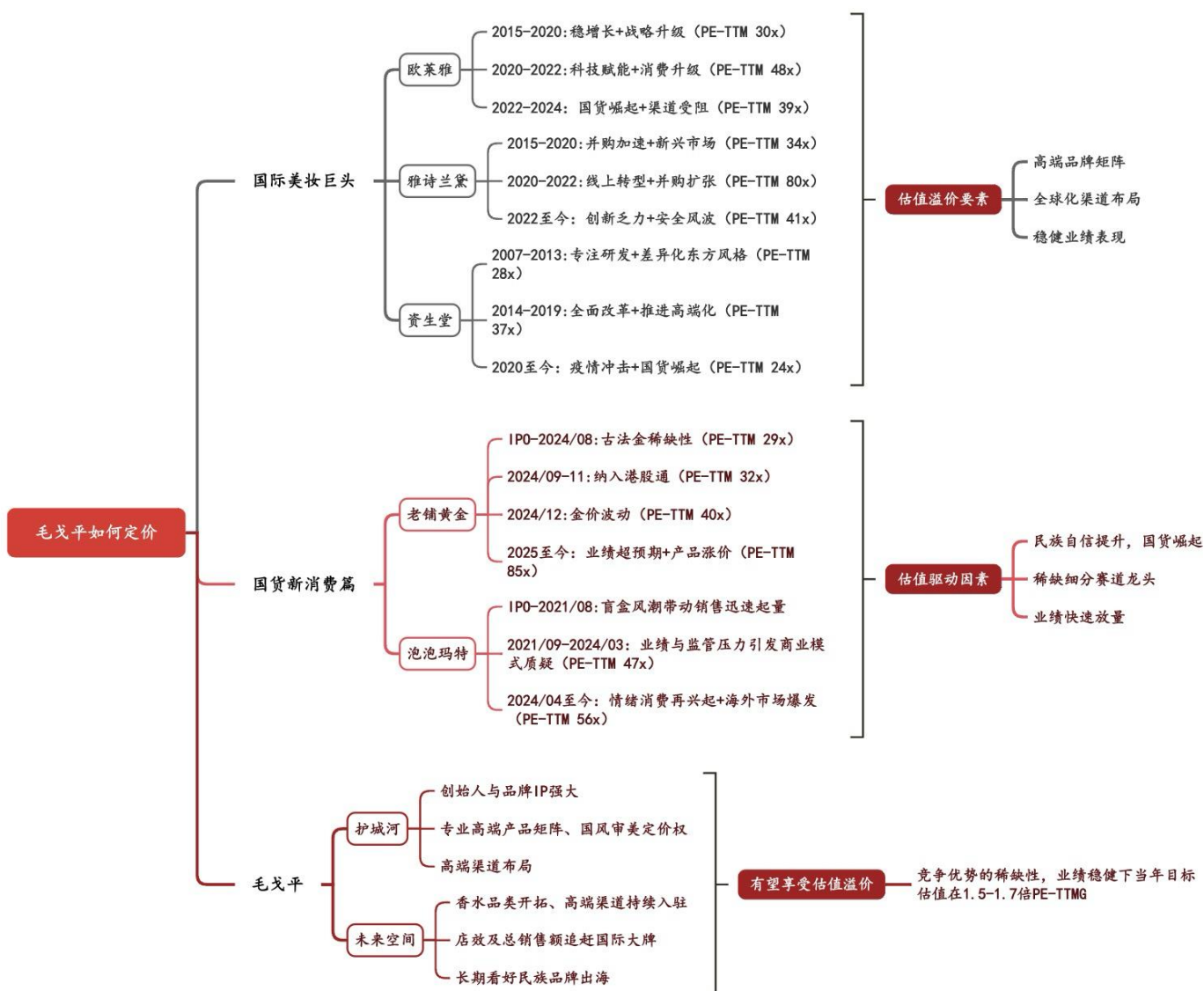
图 1 本文的核心逻辑框架	4
图 2 欧莱雅历史股价、PE 趋势	5
图 3 欧莱雅营收及同比增速	6
图 4 欧莱雅归母净利润及同比增速增长率	6
图 5 雅诗兰黛历史股价、市盈率走势	7
图 6 资生堂历史股价、PE 趋势	9
图 7 资生堂营收及同比增速	10
图 8 资生堂净利润及同比增速	10
图 9 老铺黄金历史股价、PE 趋势	12
图 10 老铺黄金营收及同比增速	14
图 11 老铺黄金净利润及同比增速	14
图 12 中国古法黄金珠宝历年市场规模及预测	14
图 13 泡泡玛特历史股价、市盈率走势	15
图 14 泡泡玛特营收及同比增速	16
图 15 泡泡玛特净利润及同比增速	16
图 16 毛戈平老师为《武则天》化妆	17
图 17 毛戈平故宫联名产品强调国风文化	17
图 18 毛戈平北京 SKP 限时门店	18
图 19 毛戈平线上收入及占总收入比重	18
图 20 毛戈平皮肤衣新品	18
图 21 毛戈平国韵凝香香水系列	18
图 22 中国高端美妆个护头部品牌销售额（亿元）	19
图 23 毛戈平进入中国香港丝芙兰	20

1. 前言

在我们第二篇系列《从海外高奢美妆品牌的成长之路，看毛戈平的发展潜力》外发后，市场关注度较高，现也非常抢眼。近期市场较为震荡，当前则有很多投资者关注：**在现在这个时点如何看毛戈平估值与空间？**于是本篇报告，我们通过复盘国际美妆巨头以及国货新消费代表的表现，尝试对毛戈平的估值定价进行探讨。

我们选取了国际美妆巨头欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂，以及以老铺黄金和泡泡玛特为代表的国货新消费品牌，分析了每家公司各个阶段股价涨跌幅、平均 PE（TTM）、业绩以及基本面的变化，尝试探讨毛戈平的估值与空间。

图 1 本文的核心逻辑框架

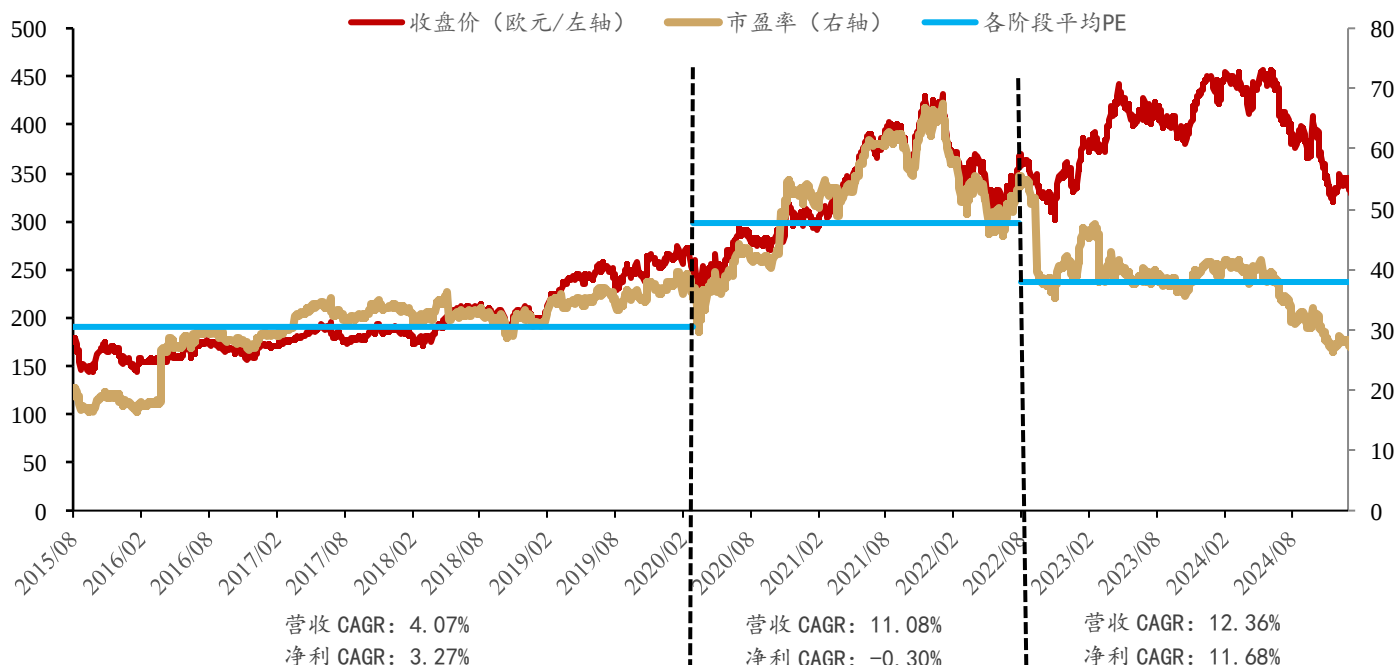


资料来源：华西证券研究所整理

2. 国际美妆巨头篇

2.1. 欧莱雅：百年美妆巨头稳健成长

图 2 欧莱雅历史股价、PE 趋势



收购、数字化转型和剔除无效资产

集团持续强化高端美妆和药妆市场，同时剥离非核心资产如 The Body Shop 股权以优化业务结构。同时，中国市场波动和电商增长成为关键变量，且数字化转型如与谷歌合作 AR 试妆进一步吸引消费者兴趣。这些动作凸显欧莱雅通过并购扩张、资产重组和技术创新应对行业竞争，推动股价阶段性上涨。



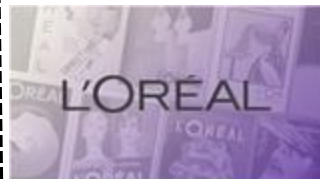
疫情韧性、可持续战略驱动增长与收购和数字创新

欧莱雅在疫情冲击下展现出显著的经营韧性，集团持续收购美日品牌，强化天然护肤和亚洲高端市场布局；新任 CEO 上任平稳过渡。还通过收购海外品牌，持续强化高端美妆和亚洲市场布局。



细分市场疲软和旅游零售业务承压

受到全球经济影响和国货美妆冲击，中国大陆市场已不再是欧莱雅业绩的重要引擎。由于中国生态系统面临的持续挑战，高档化妆品部销售额下降，同时，欧莱雅大众化妆品部门的表现同样平平。



资料来源：Wind，公司公告，华丽志，青眼，C2CC 新传媒，GOGOShanghai，OOXOONET 潮汇，百家号，荣格个人护理，中国化妆品，BeyondPod 宝藏精选，欧莱雅中国资讯中心，广东省化妆品质量管理协会，化妆品财经在线，北京商报，搜狐新闻，新华网财经新媒体，华西证券研究所，PE 采用 TTM

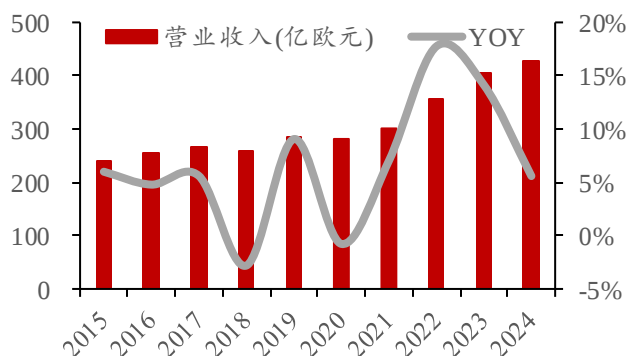
2015 年 8 月-2020 年 2 月，股价涨跌幅+38.0%，平均 PE 30 倍：稳增长与战略升级双轮驱动，高端布局及亚太市场领涨。欧莱雅的行业平稳增长与数字化转型初期投入为后续估值跃升与强业绩表现奠定基础。公司在蓄力周期股价累计涨幅 38%，涨幅温和；PE 值在 25-35 间窄幅波动，反映市场对其稳健战略的认可。公司通过收

购 IT Cosmetics 推出智能美妆设备和剥离非核心资产，强化并优化高端美妆布局，抢占年轻人消费市场，高瞻远瞩地减少疫情影响。此外，欧莱雅还放眼海外市场，亚太市场销售额增长 12.3%，远高于北美和西欧地区，电商渠道收入大增 33.6%，其中中国地区电商收入占比 25%，更好支撑海外市场叙事。

2020 年 2 月-2022 年 7 月，股价涨跌幅+52.6%，平均 PE 48 倍：科技赋能与消费升级共振，AI 并购及药妆赛道爆发。2018 年欧莱雅收购 AI 试妆公司 Modiface，加速数字化转型，致力于将增强现实（AR）及人工智能技术应用于美妆行业，叠加药妆品牌修丽可.活性化妆品事业部尤其发展迅猛，特别是理肤泉营业额超过 10 亿欧元，该部门的所有分销渠道获得增长，且在电子商务渠道也在不断加速增长。欧莱雅还携手阿里巴巴推广无胶带、易撕拉德环保可循环材料，潜心参与环境治理建设，注重获得消费者好感与长期估值利好态势。

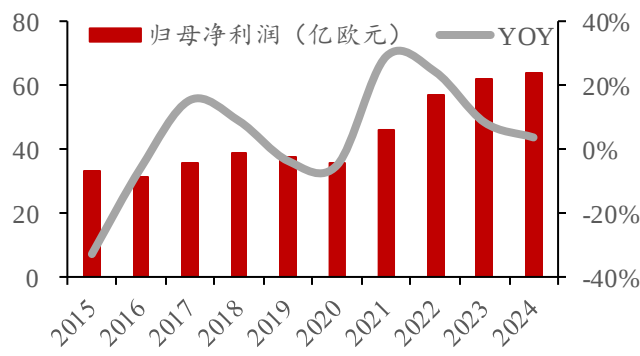
2022 年 8 月-2024 年底，股价涨跌幅-4.9%，平均 PE 39 倍：国货崛起、渠道受阻、高端战略失效和全球市场结构失衡。营收层面，欧莱雅连续两年（2022、2023）完成 14% 以上增长，面对疫情考验未显示出疲软态势，归母净利率迎来新突破。但在 2024 年实现首次负增长，导致中国市场承压。国货品牌如完美日记、彩棠等通过性价比和本土化创新抢占市场，欧莱雅旗下平价品牌 NYX、美即等被迫关闭部分线上渠道或调整战略。海南免税市场萎缩和代购政策调整冲击使得旅游零售业务承压，销售渠道被挤占，2024 年海南离岛免税购物金额同比下降 29.3%，购物人次减少 15.9%，直接影响依赖免税渠道的高端美妆销售。兰蔻、赫莲娜等高端品牌增速放缓甚至下降，因为消费者趋于理性导致溢价空间压缩。**依赖中国市场的风险暴露：**中国作为欧莱雅第二大市场，其疲软表现直接导致集团下调全球增长预期。这些因素都导致市场对欧莱雅增长逻辑产生分歧，PE 回归较低值，股价平均涨幅趋于稳定。

图 3 欧莱雅营收及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 欧莱雅归母净利润及同比增速增长率



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2.雅诗兰黛：高端化与新兴市场布局拉升股价

图 5 雅诗兰黛历史股价、市盈率走势



收购潮、AI 试妆与全球市场调整

2016 年以 14.5 亿美元收购网红彩妆品牌 Too Faced 和法国奢华香水 By Kilian，扩展年轻化与高端市场；2017 年入股加拿大护肤公司 DECIEM (The Ordinary 母公司)，布局高性价比护肤领域。同时，集团加速数字化转型，2018 年联手腾讯深耕中国市场，并推出 Clinique 人工智能试妆工具。此外，通过与 KOL 合作及 CEO Fabrizio Freda 的续任，进一步推动品牌年轻化与战略连贯性。

疫情转型、收购扩张

在新冠疫情冲击下加速战略调整，关闭部分线下门店并裁员 3%，同时推动线上销售增长；收购蒂佳婷母公司美妆业务，拓展护肤与高端美妆市场。公司强化亚洲布局，尤其是中国海南免税店扩张及亚太区销售激增。

通货膨胀压力和 经济衰退的 担忧

雅诗兰黛产品在线上线下以及免税渠道存在较大价格差异，导致其渠道价格体系崩塌，影响了品牌的市场形象和销售。

外忧内患拉低市场预期

网络安全危机：2023 年 7 月披露的网络安全事件，对其第一季度每股收益产生了稀释影响。
产品致癌风险：美国独立实验室瓦利苏尔公布一份产品抽检报告声称雅诗兰黛在产品中添加致癌物，迅速使公司陷入产品安全风险，ESG 舆情导致市场预期暴跌。



资料来源：Wind，公司公告，华丽志，36 氪，网易新闻，化妆品财经在线，百家号，时尚快讯，LADMAX，青眼，TopNewStar，21 世纪经济报道，派代，化妆品观察，新浪网，华西证券研究所，PE 采用 TTM

2015 年初-2020 年 2 月，股价涨跌幅+145.9%，平均 PE 34 倍：并购加速与新兴市场爆发 高度把控主流渠道与轻奢市场布局。公司 25%的销售收入来 Macy's、

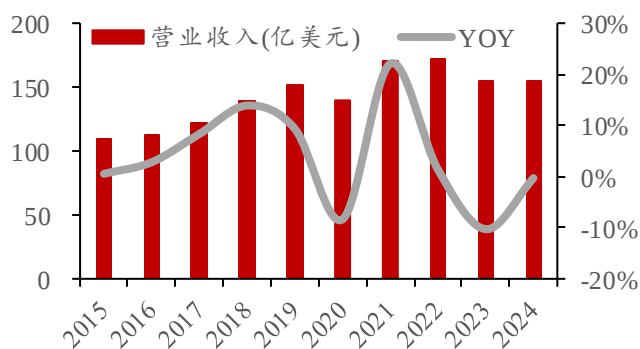
Nordstrom、Sephora 三大渠道商。这三大渠道商是全球领先的化妆品零售商，其中 Macy's 和 Nordstrom 是美国高档连锁百货公司；Sephora 是全球著名化妆品专营店，全新的购物体验为入驻品牌提供增值空间，最终成为雅诗兰黛重要的渠道之一。同期收购高端香水品牌 By Kilian，以拓展香水产品业务，补足奢侈美妆矩阵，布局轻奢消费升级趋势。尽管全球化扩张初显成效，但市场对战略落地节奏持审慎态度，股价维持 74.68 至 90.99 元窄幅波动，市盈率稳定在 25-28 倍，反映资本对长期潜力的审慎乐观

2020 年 3 月-2022 年 1 月，股价涨跌幅+65.5%，平均 PE 80 倍：转型扩张，疫情下渠道大幅变革。疫情期间雅诗兰黛电商收入占比两年内从 15% 跃升至 40%，毛利率提升至 80%，线上化转型成效显著；2021 年斥资 10 亿美元增持股份成为多数股权所有者，最近又行使了优先购买权，收购 DECIEM 剩余权益，将 DECIEM 完全收入囊中 22 亿美元收购，这笔投资，算得上雅诗兰黛近年来最“点石成金”的投资，推动估值冲高至 115 倍。

2022 年 2 月-2023 年 6 月，股价涨跌幅-37.5%，平均 PE 41 倍：免税渠道依赖与创新乏力。长期以来，雅诗兰黛过度依赖免税店这一销售渠道。亚太区旅游零售渠道受挫，消费者对免税渠道的需求下降，以旅游零售为主的免税店业务销售额大幅下滑 34%，此次大幅亏损主要是受中国消费者情绪低迷以及零售环境疲软的双重影响。从内部来看，雅诗兰黛在产品研发设计和价格策略方面存在问题。与欧莱雅、资生堂等竞争对手相比，研发费用率常年在 1.5% 左右，仅为对手的一半，导致了产品创新不足，产品迭代速度跟不上消费者需求的变化。以明星产品小棕瓶为例，在 2020 年第七代推出之前，已有 9 年未更新，多年来产品配方和功效没有突破。

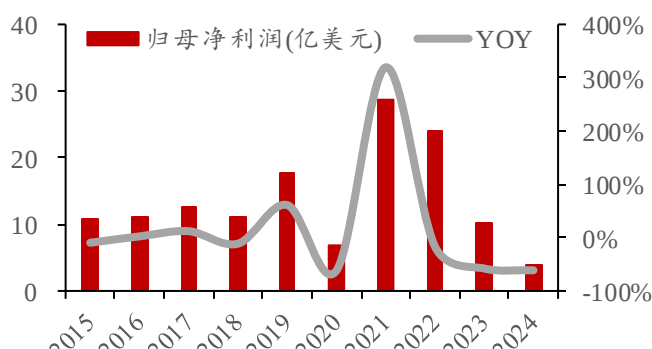
2023 年 7 月-至今，股价涨跌幅：-64.6%，平均 PE 80 倍：高端市场疲软、网络安全事件和产品安全风波。自 2022 财年第四季度起，雅诗兰黛营收连续 7 个季度同比下降。珀莱雅、韩束等国货通过高性价比和本土化营销抢占份额。雅诗兰黛全球 90% 工厂位于欧美，中国仅依靠进口，经销商订货周期长达 6 个月，导致临期产品频现，严重损害投资者信心。对比欧莱雅（1999 年苏州建厂）、资生堂（1993 年北京建厂），其供应链灵活性与稳定性显著不足。经过 2023 年 7 月面临的网络攻击事件和 2024 年 3 月的产品安全事件，雅诗兰黛的股价进一步压制。尽管其尝试通过加码抖音渠道、拓展香氛品类（如 Le Labo 亚太销售翻番）自救，但短期仍难以扭转颓势。

图 6 雅诗兰黛营收及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 雅诗兰黛归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3. 资生堂：百年东方品牌的全球扩张

图 8 资生堂历史股价、PE 趋势



资料来源：Wind，新浪，搜狐，化工平头哥，美妆老友记，华西证券研究所（各阶段平均 PE 计算已剔除极端值，PE 采用 TTM）

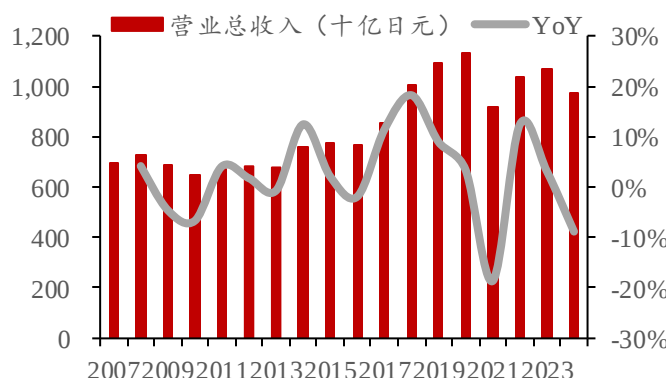
2007 年 4 月-2013 年 12 月，股价涨跌幅-28.65%，平均 PE 28 倍：专注中高端研发，打造差异化。为了实现差异化战略，进入 2000 年后，资生堂大力加强研发投入，并取得成效。2006 年将推出专利成分 4MSK，翌年，进一步升级该成分并扩展至全球产品线，推动 White Lucent 系列成为亚洲市场美白标杆。同年资生堂在俄罗斯成立高端研发子公司，强化创新需求。2009 年推出高端线“SHISEIDO Future Solution LX”，结合抗衰老技术提升品牌溢价，带动毛利率改善。但受金融危机影响，股价一

度下探至1200日元左右（2009年3月），PE回落至15倍左右。金融危机影响过后，随着市场复苏，资生堂盈利得到改善，反映其重研发创新的差异化战略得到市场认可。到2013年底股价回升到1700元左右，估值达到45倍

2014年1月-2019年12月，股价涨跌幅372.78%，平均PE 37倍：全面改革，重塑品牌形象。2014年，鱼谷雅彦出任资生堂CEO，正式启动中长期战略“VISION 2020”，分两阶段推进全面改革。2015-2017年为“重建业务基础”阶段，资生堂优化品牌矩阵，剥离非核心业务，聚焦高端美妆，同时加强数字化营销和研发投入，推动明星产品如“红妍肌活精华”成为全球爆款。2018-2020年进入“加速成长”阶段，着重于加速增长，目标是在2020年销售额达1.2万亿日元，营业利润达1200亿日元。改革期间，公司归母净利润由2014年的16.27亿元增长到2019年的48.02亿元，CAGR达+19.77%。股价自2014年起累计上涨超200%，PE在2018-2019年间始终保持在100倍以上。成功重塑高端化、全球化品牌形象。

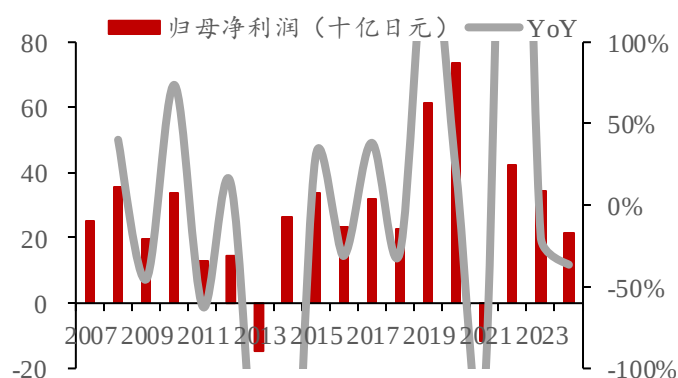
2020年1月-至今，股价涨跌幅-64.73%，平均PE 24倍：疫情冲击，中国本土品牌崛起。新冠疫情的爆发重挫了资生堂在中国市场的表现，这一核心海外收入来源的销售数据一度大幅下滑。尽管疫情后消费市场逐步复苏，但中国消费者的偏好已悄然改变——对国产品牌的认可度持续提升，毛戈平、珀莱雅等本土美妆品牌凭借更符合东方审美需求的产品和较高的性价比抢占份额。在激烈的市场竞争中，资生堂面临增长困境，2020年开始连续四年业绩大幅波动。折射出国际美妆巨头在中国市场面临的新挑战，与中国本土品牌势不可挡的崛起。

图9 资生堂营收及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 资生堂净利润及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.4.国际美妆巨头篇小结：高端品牌矩阵+全球战略+稳健业绩带来估值溢价

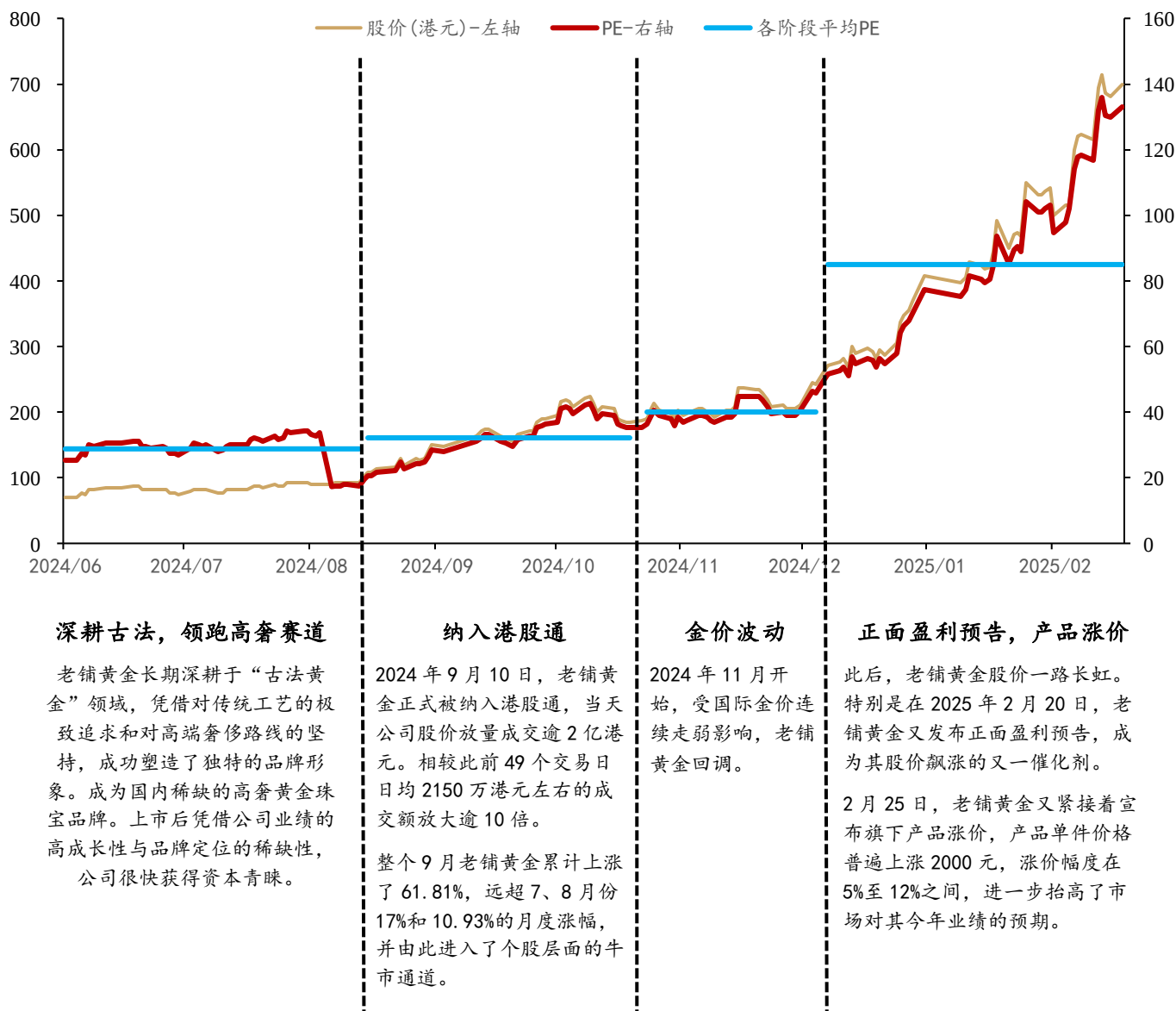
国际美妆巨头长期享受估值溢价的核心在于其共通的强大护城河：高端品牌矩阵、全球化渠道布局和稳健业绩。欧莱雅、雅诗兰黛和资生堂通过持续孵化和并购高端品牌（如修丽可、La Mer、CPB等），叠加重视成分和产品研发，带来品牌和产品的高壁垒；依托免税渠道、百货专柜和电商红利的全球化布局，国际品牌在2010年代充分享受了亚太市场尤其是中国市场的增长红利，使PE中枢长期维持在30-50倍的高位。

近年来外资品牌估值普遍承压，主要为全球的经济下行以及中国市场份额降低，中国市场上主要受到三重冲击：**中国本土美妆品牌崛起抢占市场份额**，根据青眼，2023年化妆品行业外资品牌市占率首次跌破50%；**外资品牌传统强势的免税渠道和百货渠道在疫情后大盘复苏乏力**，同时线上新渠道竞争激烈、玩法复杂，外资品牌难以应对国货竞争；**国货品牌逐步接管审美定价权**，流行风格回归东方美学。我们认为后续随着中国消费者的偏好变化与渠道变迁，国际品牌的巅峰时期已过，国货凭借同等品牌定位下更高的性价比、更多样化的销售渠道、更符合国人审美的产品矩阵，将持续抢占国际品牌份额。

3. 国货新消费篇

3.1. 老铺黄金：稀缺性与高成长性共振，赢得资本青睐

图 11 老铺黄金历史股价、PE 趋势



资料来源：Wind，财联社，华西证券研究所，PE 采用 TTM

深耕古法金，领跑国货高奢赛道（上市-2024 年 8 月，股价涨跌幅 47.14%，平均 PE 29 倍）：老铺黄金自 2024 年 6 月 28 日登陆港股以来，其股价屡创新高。上市初期其股价稳定走高，这得益于其高增长的业绩表现与近年来中式审美潮流回归后其所处赛道的稀缺性优势。一方面，老铺黄金 2023 年年报及 2024 年半年报分别显示其营业总收入增长高达 145.60% 和 148.30%，归母净利润同比上涨 355.66% 和 200.17%。另一方面，老铺黄金所在的古法高奢黄金赛道在国内具有极高的稀缺性。

随着中式审美潮流的兴起，消费者对传统文化和工艺的认同感不断增强，古法黄金成为兼具文化价值和时尚感的高端消费品，产生了对国外高奢珠宝首饰的一定替代。

纳入港股通，开启单股牛市通道（2024年9月-2024年11月，股价涨跌幅73.06%，平均PE 32倍）：2024年9月10日，老铺黄金正式被纳入港股通，这一重大利好消息直接推动了公司股价的显著上涨。当天，老铺黄金股价放量成交逾2亿港元，相较此前49个交易日日均2150万港元左右的成交额，放大了逾10倍，显示出市场对其的高度关注和资金追捧。自被纳入港股通后至今的7个月中，老铺黄金有六个月保持上涨态势，由此进入了个股层面的牛市通道。

国际金价波动（2024年12月，股价涨跌幅41.36%，平均PE 40倍）：2024年11月开始，受国际金价连续走弱影响。老铺黄金累计回调了8.58%。这段时间老铺黄金股价在210元左右震荡。

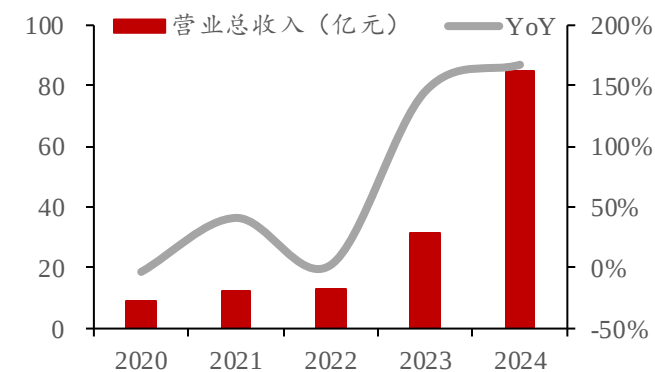
正面盈利预告，产品涨价（2025年1月-至今，股价涨跌幅256.62%，平均PE 85倍）：受国际金价波动的小幅影响后，老铺黄金的股价又再次开启了上升通道。这一期间，两次事件催化了公司股价的飞速增长。一是2025年2月20日，老铺黄金发布正面盈利预告，公司预计2024年全年将实现净利润约14亿元—15亿元人民币，同比增加约236%-260%。二是2月25日，老铺黄金又紧接着宣布旗下产品涨价，产品单件价格普遍上涨2000元，涨价幅度在5%至12%之间，进一步抬高了市场对其今年业绩的预期。以2月20日收盘价468.40港元计，老铺黄金在此之后累计又上涨了超过五成，股价从480港元起步冲破700港元大关。期间更是超越腾讯，成为港股市场上最贵的股票。

公司高成长性为高估值带来信心。2022年老铺黄金的营业总收入为12.95亿元，2023年大幅增长至31.8亿元，增速高达145.6%。2024年上半年，营业总收入进一步增长至35.21亿元，增速达148.3%。2022年归母净利润为0.91亿元，2023年飙升至4.15亿元，增速高达355.66%。2024年上半年，归母净利润进一步扩大达到5.89亿元，增速为200.17%。营业总收入和归母净利润的爆发式增长验证了公司盈利模式的可行性，也增强了市场对其未来盈利潜力的信心，给足了市场底气，这也是市场敢于给公司超过100倍估值的原因。

稀缺赛道叠加时代潮流，点燃估值想象。自2009年起，老铺黄金就在推广古法黄金的概念，是国内最早运用这一概念进行营销的企业。根据公司招股书说明，古法黄金珠宝是一种融合现代设计与中国古典文化的纯金饰品，其特征包括色彩温润、外观精美，并借鉴了古代宫廷金饰的特点。古法黄金强调手工工艺和宫廷“身份”，两者结合无疑是打造高端产品的重要元素，而这样的高奢珠宝赛道标的在国内一直是十分稀缺的。

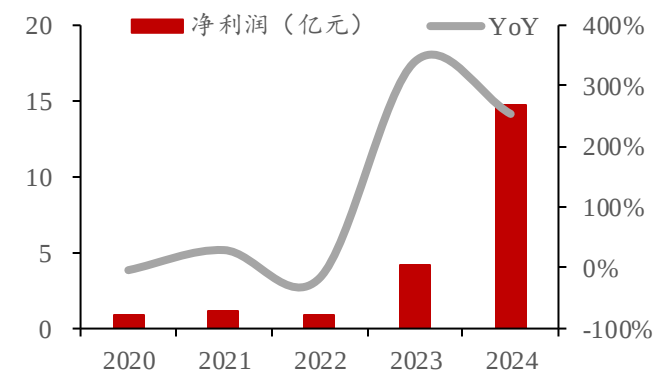
近年来，中式审美潮流强势回归，消费者对传统文化和工艺的认同感显著增强。老铺黄金凭借其深厚的文化底蕴和独特的设计风格，成功抓住了这一时代风口。此外，在消费降级的大背景下，消费者更加注重性价比和保值属性。老铺黄金的产品既具备奢侈品的高端形象，又具有黄金的天然保值属性，完美契合了当前消费者的需求。因此老铺黄金凭借稀缺赛道和时代风口的双重优势，成功打开了估值空间，让未来的故事充满想象。

图 12 老铺黄金营收及同比增速



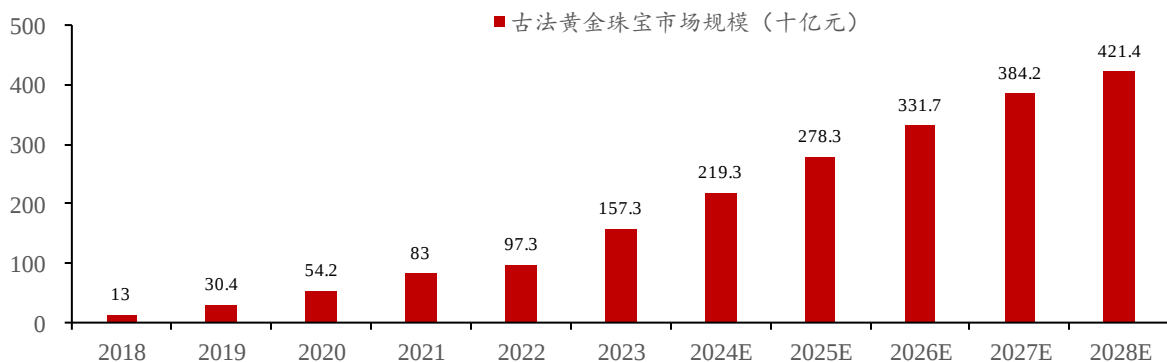
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 老铺黄金净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 中国古法黄金珠宝历年市场规模及预测



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 华西证券研究所

3.2.泡泡玛特：情绪价值风潮下潮玩第一股价值重估

图 15 泡泡玛特历史股价、市盈率走势



营收CAGR: 78.83%
净利CAGR: 63.20%

营收CAGR: 18.34%
净利CAGR: 12.56%

营收CAGR: 105.48%
净利CAGR: 188.77%

盲盒风潮带动IPO后 股价与估值高位

潮玩第一股上市，以Molly等无内容IP为核心，站稳盲盒玩具赛道，IPO后引爆资本市场热情，股价最高点PE近300倍。



MOLLY

IP可持续性质疑+业绩波动，压制估值

Molly收入占比下降至15%左右，虽其他IP补位带动收入持续提升，但市场担心泡泡玛特难以持续打造超级IP；另一方面受疫情与IP吸引力下降等多重因素影响，各渠道表现不一，2022-2023年线上收入甚至出现下滑；2023年6月市场监管总局印发《盲盒经营行为规范指引（试行）》，规定盲盒需公开抽取概率，并严格限制了未成年人购买盲盒，进一步压制估值。



海内外全面开花，海外再造一个泡泡玛特

2024年泡泡玛特海外收入已超过集团2019年收入，在海外再造一个泡泡玛特。Labubu等IP在海外爆火反哺国内市场，叠加国内情绪价值消费兴起，业绩迎来爆发式增长，同时估值提振，迎来戴维斯双击。



资料来源：Wind，公司公告，市场监管总局，新浪财经，百家号，华西证券研究所，PE采用TTM

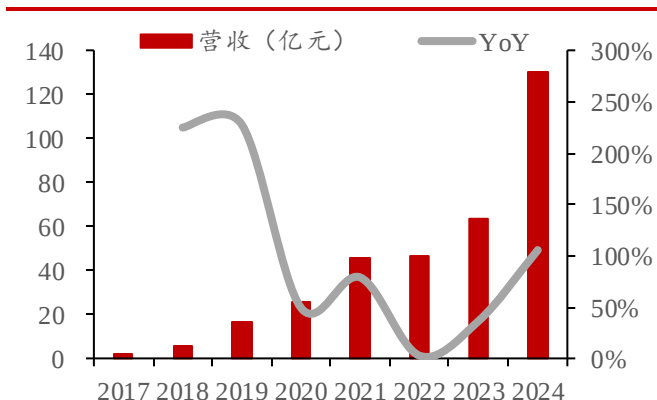
盲盒风潮带动IPO后股价与估值高位（上市-2021年8月，股价涨跌幅-18.55%，平均PE 171倍）：作为“潮玩第一股”，泡泡玛特凭借Molly等无内容IP的独特商业

模式，成功撬动千亿级盲盒市场，并在 2020 年港股上市后引发资本市场狂热追捧。其在巅峰时期市盈率逼近 300 倍，市值一度突破 1500 亿港元，成为新消费赛道现象级企业。这一估值水平不仅远超传统玩具企业，甚至比肩互联网科技公司，反映出市场对"IP+盲盒"商业模式的极高预期，Z世代情感消费的崛起和潮玩行业的爆发式增长，为泡泡玛特提供了持续的估值溢价基础。

商业模式可持续性存疑、业绩波动、政策规范，股价与估值双重压制（2021 年 9 月-2024 年 3 月，股价涨跌幅-52.64%，平均 PE 47 倍）：过度依赖单一 IP 的风险逐渐显现。招股书显示，Molly 系列收入占比曾高达 40%以上，但到 2023 年已下滑至 15%左右。尽管 Dimoo、Skullpanda 等新 IP 快速补位，但市场开始质疑公司持续打造爆款 IP 的能力——新的主推 IP 远没有达到 Molly 的影响力，反映出 IP 孵化存在不确定性。业绩层面，2022-2023 年受疫情反复、消费疲软及 IP 吸引力下降影响，公司渠道表现分化明显，2022- 2023 年线上收入出现下滑。此外，2023 年 6 月市场监管总局出台《盲盒经营行为规范指引（试行）》，明确要求盲盒公示抽取概率，并禁止向 8 岁以下未成年人销售。这些监管重拳直接冲击盲盒的"赌博式营销"本质，导致公司估值中枢从 80 倍 PE 回落至 30 倍以下，市值蒸发超千亿。

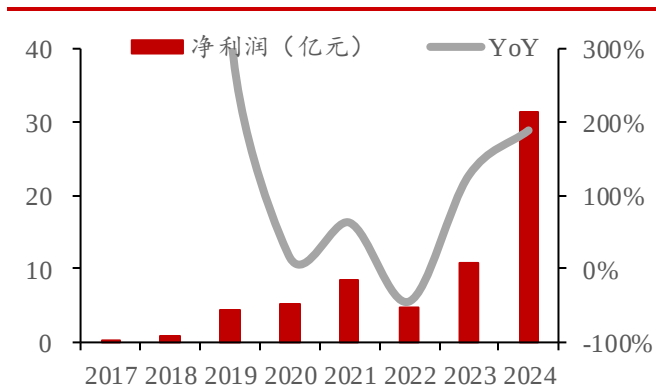
高调进军海外市场，国内情绪价值消费再迎红利（2024 年 4 月至今，股价涨跌幅+469.63%，平均 PE 56 倍）：2024 年泡泡玛特通过全球化战略实现华丽转身。其海外业务呈现指数级增长，仅用三年时间便使海外收入（50.7 亿元）超越 2022 年及以前的集团总收入，相当于在海外"再造了一个泡泡玛特"。其中 The Monsters 系列在东南亚爆火，同时也反哺国内市场，带动 2024 年 The Monsters 系列收入同比增长 727%。与此同时，国内情绪价值消费浪潮兴起，消费者更愿为情感认同买单，使得公司 2024 年净利润同比增长 189%。资本市场上，随着业绩超预期和海外故事被重新定价，泡泡玛特迎来"业绩增长+估值修复"的戴维斯双击，PE 回归 50 倍以上，商业模式的价值再次得到市场认可。

图 16 泡泡玛特营收及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 泡泡玛特净利润及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.国货新消费篇小结：民族自信提升，国货消费崛起

国货新消费崛起折射出民族文化自信提升与消费需求代际更迭下的投资新逻辑。毛戈平（美妆）、老铺黄金（黄金）、泡泡玛特（潮玩）等则代表了不同的赛道，但其背后共同点在于：民族文化认可，以及品牌卡位和竞争力的稀缺性。老铺黄金凭借古法工艺+高奢定位的稀缺性，在黄金消费赛道实现差异化突

围，其产品兼具文化溢价与保值属性，完美契合当下消费者对“性价比奢侈品”的需求；泡泡玛特则抓住情绪价值消费浪潮，以盲盒模式激活 Z 世代收藏欲，并通过全球化布局打开第二增长曲线，2022-2024 年海外收入翻了 10 倍，国货品牌出海的逻辑得到市场认可，出海带来品牌和 IP 价值提升，进一步拉动国内销售，实现股价和 PE 重估。

4.毛戈平：稀缺的高端国风美妆品牌，国货替代空间大，成长后劲十足

4.1.护城河深厚，高端国货一枝独秀

品牌文化上，毛戈平具备高端品牌独特的文化与精神内核，具备国风审美定价权。毛戈平先生的个人 IP 可类比香奈儿女士，其从越剧演员出身，转行成为化妆师后，为刘晓庆的武则天形象化妆而走红，随后创建个人美妆学院和同名美妆品牌，毛先生和品牌共同成长，其励志底色和对东方光影美学的极致追求，成为毛戈平品牌的内核，使其在一众年轻国货品牌中脱颖而出，具备独特的品牌故事和文化积淀。此外，毛戈平先生长期参与化妆艺术的教学，并亲自推广美妆文化，使品牌在专业彩妆市场中积累了深厚的口碑。这种由创始人个人影响力带动品牌成长的模式，使毛戈平品牌具备更强的消费者黏性和行业内的权威性，为其未来继续成长奠定了坚实基础。

图 18 毛戈平老师为《武则天》化妆



资料来源：联商网，华西证券研究所

图 19 毛戈平故宫联名产品强调国风文化



资料来源：天猫，华西证券研究所

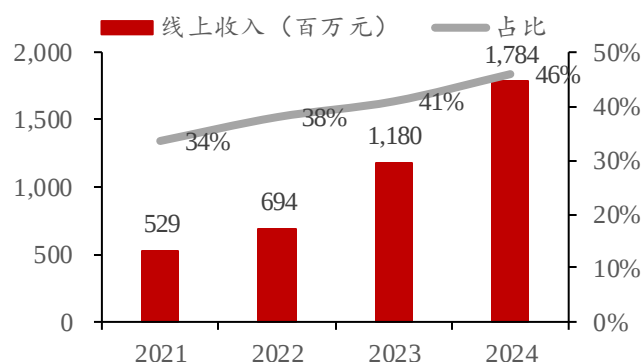
渠道上，线下高端百货持续加码，线上提速。毛戈平品牌持续进驻顶尖商场，2024 年进入了成都、武汉 SKP 及杭州大厦，今年北京 SKP 的限时门店也已开业。线上方面，公司充分抓住抖音流量红利，据蝉妈妈数据，1 月 1 日至 3 月 30 日毛戈平抖音销售额同比增长 50.41%，预计抖音将强势支撑品牌线上收入增长。我们判断借由 IPO 后品牌美誉度进一步提升，高端渠道入驻更加顺利，进一步提振品牌形象，形成正反馈，品牌天花板持续打开。

图 20 毛戈平北京 SKP 限时门店



资料来源：小红书，华西证券研究所

图 21 毛戈平线上收入及占总收入比重



资料来源：公司公告，华西证券研究所

产品上，持续打造大单品，香水新品类放量可期。毛戈平传统大单品持续放量，2024 年光感无痕粉膏和奢华鱼子面膜零售额分别超过 4 亿元和 8 亿元，约占总收入 10%和 20%左右；新爆品孵化顺利，根据蝉妈妈数据，皮肤衣妆前乳 1 月 1 日至 3 月 31 日在抖音单平台销售额已达 2500 万-5000 万，看好后续大单品持续放量。公司香水新品类稳步推进，毛戈平去年与抖音联手打造了纪实类节目《香迹》，由品牌创始人毛戈平先生发起，以中法建交 60 周年为背景，品牌香水为线索，围绕「奥运、美学、香水」进行了中法文化交流，用香气连接人与文化，展示中国品牌和设计的独特魅力，塑造用户对源于东方的高端品牌形象的立体认知。随后公司已于 2025 年 1 月正式推出“国韵凝香”香水系列，公司持续拓展完善产品矩阵，有望进一步提升品牌影响力。

图 22 毛戈平皮肤衣新品



资料来源：天猫，华西证券研究所

图 23 毛戈平国韵凝香香水系列



资料来源：天猫，华西证券研究所

4.2.未来空间：高端国货替代持续，东方美学出海可期

销售额及店效仍有巨大空间，国货替代空间巨大。据 TMI 与 BCG 统计，2022 年中国高端美妆市场规模为 1250 亿元，而其中市场规模前十仍然被国际品牌垄断。2023 年毛戈平品牌位列中国高端美妆品牌第 12 名，排名相较 2022 年上升 3 位，也是前 15 名中唯一的中国本土品牌，然而相较于头部的兰蔻及雅诗兰黛等品牌，销售

额与店效仍有巨大成长空间。在民族文化自信提升，以及毛戈平稀缺的竞争优势下，其后续在高端市场的份额有望持续提升。

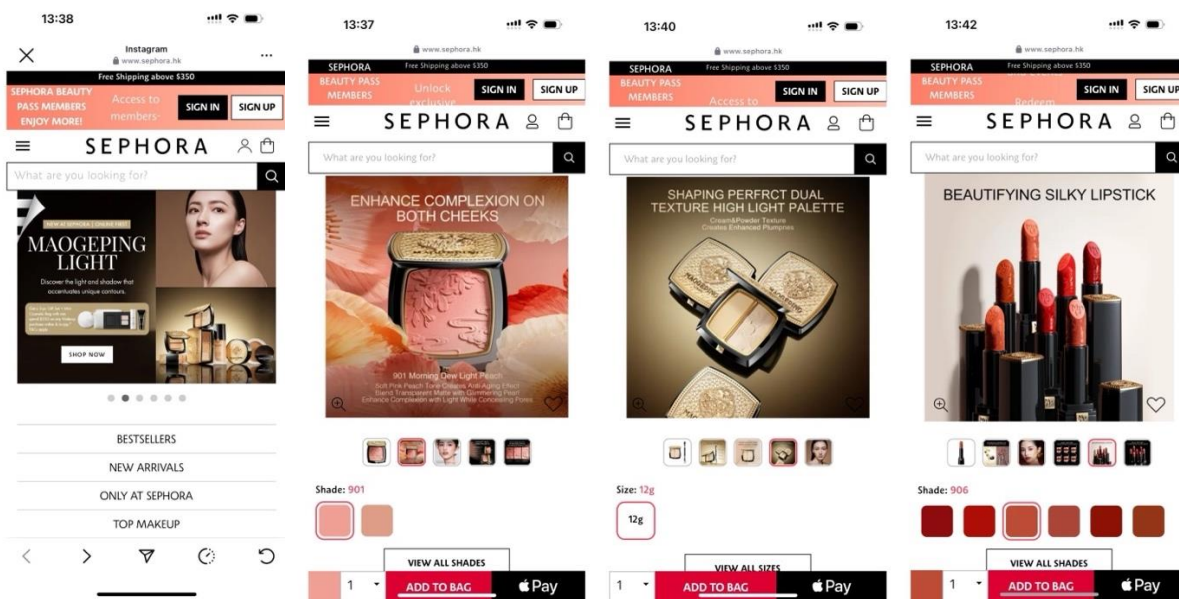
图 24 中国高端美妆个护头部品牌销售额（亿元）

品牌	2019	2020	2021	2022	2023	门店数
兰蔻	129.31	168.89	199.10	201.15	204.07	347
雅诗兰黛	103.45	136.55	158.86	141.40	124.04	256
迪奥	73.02	77.26	91.08	75.68	78.03	
La Mer	31.95	50.31	67.78	63.73	76.03	91
香奈儿	44.12	44.92	57.19	53.77	76.03	
YSL	27.38	28.75	40.24	45.81	54.02	
SK-II	47.16	61.09	69.90	61.74	42.01	150
娇兰	28.90	39.53	46.60	43.82	42.01	160
资生堂	31.95	43.12	52.95	51.78	38.01	229
CPB	22.82	26.95	36.01	33.86	36.01	95
毛戈平		8.82	15.77	18.29	28.86	409

资料来源：欧睿，36 氪，21 财经，公司公告，华西证券研究所，毛戈平门店数截至 2024 年年报，SK-II 截至 2024 年 4 月，其他品牌来自 36 氪统计于 2022 年 4 月 6 日

长期看好民族品牌出海，东方美学走向世界。公司招股书中已经规划将 2.77 亿元用于海外扩张及收购，2024 年公司已有 185.5 万元的海外收入，主要为销售给香港丝芙兰等海外经销商。参考资生堂的出海历程，东方美学始终在世界上占有一席之地，毛戈平凭借东方品牌基因以及相对国际大牌偏低的价格，有望通过差异化定位切入海外市场，依托丝芙兰的渠道辐射力实现“文化破圈”，以新中式美学的基因培育出具有文化认同感的海外用户基本盘，最终形成从文化输出到商业变现的闭环生态。

图 25 毛戈平进入中国香港丝芙兰



资料来源：小红书，华西证券研究所

4.3.估值探讨：护城河深厚、业绩稳健，看好长期成长

毛戈平公司在普遍布局中低端市场的国货美妆中成功突围，建立起高端、专业的品牌形象，同时相比欧美品牌又更具性价比，在欧美品牌霸占的线下美妆专柜中立稳根基，看好其在国风文化流行及国货消费升级的趋势下继续实现业绩突破，作为高护城河的稀缺高端国货白马、叠加稳健业绩，同时中长期有香水品类开拓与出海的逻辑，公司有望持续享受估值溢价。

我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 50.54/65.03/82.58 亿元，归母净利润分别为 11.85/15.06/19.18 亿元，2024-2027 年归母净利润复合增速 29.6%，2025-2027 年 EPS 分别为 2.42/3.07/3.91 元，对应 2025 年 4 月 14 日收盘价 107.50 港元（港元兑人民币汇率 0.9345:1），PE 分别为 41.53/32.68/25.67 倍。毛戈平作为国货高妆美妆品牌的典范，护城河深厚，中长期品类与渠道拓展空间大，成长确定性强，维持“买入”评级。结合国货新消费龙头及国际美妆巨头的情况，我们认为毛戈平有望享受估值溢价，按 2025-2027 年净利润 30%的复合增速，预期目标估值有望提升到 45-50 倍（对应 1.5-1.7 倍 PEG），在竞争优势的稀缺性和业绩成长的稳定性下，估值溢价有望维持，对应当前估值仍然有较大空间。

5.风险提示

宏观经济波动；过度依赖创始人声誉；行业竞争加剧；渠道扩张不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3884.69	5053.97	6503.12	8257.68	净利润	880.61	1185.03	1505.97	1917.54
YoY (%)	34.61%	30.10%	28.67%	26.98%	折旧和摊销	78.50	18.74	19.37	18.68
营业成本	607.18	759.49	980.57	1248.51	营运资金变动	-6.59	-116.40	-29.12	-67.08
营业税金及附加					经营活动现金流	968.60	995.55	1393.08	1736.47
销售费用	1904.06	2476.44	3186.53	4046.26	资本开支	-615.91	-25.00	-25.00	0.00
管理费用	267.77	328.51	429.21	536.75	投资	-287.24	-4.33	-5.71	-4.25
财务费用	5.29	2.00	2.00	0.00	投资活动现金流	-627.95	65.71	76.48	130.41
资产减值损失					股权募资	2071.07	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.02	4.07	2.31	2.52	债务募资	278.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	1105.23	1488.62	1905.50	2424.71	筹资活动现金流	1311.02	-2.00	-2.00	0.00
营业外收支					现金净流量	1653.83	1061.41	1469.71	1869.04
利润总额	1176.75	1581.66	2010.68	2559.36	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	295.42	395.41	502.67	639.84	成长能力				
净利润	881.33	1186.24	1508.01	1919.52	营业收入增长率	34.61%	30.10%	28.67%	26.98%
归属于母公司净利润	880.61	1185.03	1505.97	1917.54	净利润增长率	33.04%	34.57%	27.08%	27.33%
YoY (%)	33.04%	34.57%	27.08%	27.33%	盈利能力				
每股收益	2.18	2.42	3.07	3.91	毛利率	84.37%	84.97%	84.92%	84.88%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	22.67%	23.45%	23.16%	23.22%
货币资金	2791.72	3853.13	5322.85	7191.88	总资产收益率 ROA	19.69%	19.72%	19.38%	19.09%
预付款项					净资产收益率 ROE	25.15%	25.28%	24.30%	23.63%
存货	323.77	673.33	828.22	1080.68	偿债能力				
其他流动资产	50.17	50.54	65.03	82.58	流动比率	3.62	3.83	4.33	4.74
流动资产合计	3447.21	4973.67	6723.99	9010.30	速动比率	3.23	3.27	3.76	4.13
长期股权投资	36.55	40.69	46.20	50.44	现金比率	2.93	2.96	3.43	3.78
固定资产	278.89	285.15	290.78	272.10	资产负债率	21.68%	21.94%	20.20%	19.12%
无形资产	50.59	50.59	50.59	50.59	经营效率				
非流动资产合计	1026.26	1036.85	1048.19	1033.76	总资产周转率	1.18	0.96	0.94	0.93
资产合计	4473.47	6010.53	7772.19	10044.06	每股指标 (元)				
短期借款	320.00	320.00	320.00	320.00	每股收益	2.18	2.42	3.07	3.91
应付账款及票据	92.07	222.68	258.55	340.44	每股净资产	7.32	9.56	12.64	16.56
其他流动负债	363.70	522.17	665.98	848.99	每股经营现金流	2.02	2.03	2.84	3.54
流动负债合计	951.38	1300.04	1551.53	1901.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	18.56	18.56	18.56	18.56	PE	24.96	41.53	32.68	25.67
非流动负债合计	18.56	18.56	18.56	18.56	PB	7.43	10.50	7.94	6.06
负债合计	969.95	1318.60	1570.09	1920.29					
股本	239.21	239.21	239.21	239.21					
少数股东权益	2.22	3.43	5.47	7.45					
股东权益合计	3503.52	4691.93	6202.10	8123.77					
负债和股东权益合计	4473.47	6010.53	7772.19	10044.06					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。