

# 全渠道精耕的香水品牌管理商

华泰研究

2025年11月11日 | 中国香港

首次覆盖

化妆品

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

2.86

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

孙丹阳

SAC No. S0570519010001  
SFC No. BQQ696

研究员

sundanyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2038

洪洋\*

SAC No. S0570125070021

联系人

hongyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖颖通控股并给予买入评级,目标价 2.86 港币,对应 14X FY26E PE。颖通控股为中国领先的高端香水品牌管理商,产品矩阵丰富,截至 FY25 末已为 73 个外部品牌提供分销及市场部署服务。我们认为公司有望受益于高端消费复苏及香水香氛渗透率提升带来的需求增长红利;供给端看,公司全渠道多品牌发力实现产品供给广泛覆盖,一线以下城市市场仍有发展潜力。展望未来,公司旗下品牌矩阵持续扩充,龙头地位有望再度夯实;计划发力自营零售店及自有品牌,有望带来收入及利润端新增长点。

## 香水行业:线上线下动态共生,渗透率仍待提高

香水隶属于情绪价值品类,感官体验及场景联想为购买决策重要一环,线上线下渠道动态共生。2024 年中国香水市场规模 265 亿元,19-24 年 CAGR 达 15.1%,高于同期全球预期增速 3.5% (F&S)。当前国内香水品牌仍以海外奢品大牌为主(24 年占比超 50%,欧睿);国内优质供给稀缺且认知壁垒需长时间培育,需求端渗透率较欧洲/美国有较大提升空间。我们认为由香水向香氛的品类延展有望打开嗅觉经济规模天花板,同步加快市场教育;商业香/大众价位国产香/沙龙香在不同群体中或均有渗透率提升空间。

## 颖通控股:领先的中国高端香水品牌管理商

我们认为颖通控股有以下核心优势:1) 建立轻奢至顶奢、经典至新锐的丰富品牌矩阵,并从香水延伸至护肤/家居香氛/个人护理及大健康领域,多场景多层次覆盖;近年来引入 Babor/Swiss Perfection 等功效护肤品牌,持续拓展。2) 公司前两大供应商 Eurolitalia/依特 FY25 合计采购额占比达 59.4%,长期合作关系稳定;截至 FY25 末 64%外部品牌授权及分授权时间均在 1 年以上;3) 全渠道布局,截至 FY25 末公司于中国拥有品牌专柜/连锁化妆品专卖店/旅游零售店等 8,302 个线下销售点,线上渠道亦同步稳健增长。

## 增长看点:孵化自营零售店及自有品牌,有望布局并购

公司正多维拓宽自身能力边界:1) 线下自营零售店陆续落地:多品牌香水香氛集合店“拾氛气盒”通过多价位段产品混合陈列打造线下直营焕新空间,提升单客连带表现。2) 积极培育自有品牌:Santa Monica 正布局眼镜+香水+香氛全品类, FY24-FY25 品牌收入 CAGR 达 41%;未来或孵化香氛/护肤等品类自有品牌。3) 外延并购:颖通有望收购或投资外部品牌以扩充多元化品牌矩阵,收购零售网络深化渠道布局。我们认为,公司已积累丰厚海外优质品牌资源/成熟运营经验,在引进新品牌/孕育自有品牌中优势独特。

## 我们与市场观点不同之处

市场担忧管理商模式可持续性。通过复盘海外香水授权商龙头依特(IPAR US)的成长之路,我们认为:1) 多数奢侈品牌独立构建全球香水生产/分销全链条需投入较高成本,故借助当地经销体系实现快速市场覆盖和规模化运作;国内香水行业外资品牌主导格局下需要优秀品牌管理商引入差异化外资品牌。2) 引入后的市场部署同为重要一环,颖通运营经验及渠道资源的专属性/复用性保障其可持续发展,在国内市场地位领先。

## 盈利预测与估值

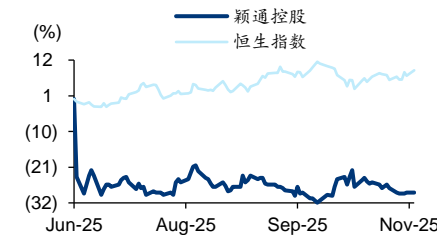
我们预测公司 FY26E-FY28E 归母净利润为 2.61/3.27/4.12 亿元,对应 EPS 0.19/0.24/0.30 元。参考可比公司 iFind 及 Bloomberg 2026E 一致预期 PE 18 倍,考虑商业模式差异及流动性差异,给予公司 FY26E PE 14X,对应目标价 2.86 港币(汇率 0.91),给予“买入”评级。

风险提示:销售表现不及预期,品牌授权终止,相应假设或测算不及预期。

## 基本数据

收盘价(港币 截至 11 月 10 日)	2.05
市值(港币百万)	2,781
6 个月平均日成交额(港币百万)	14.51
52 周价格范围(港币)	1.91-2.79

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	2,083	2,281	2,725	3,283
+/-%	11.78	9.47	19.48	20.47
归属母公司净利润(百万)	227.03	260.95	326.88	411.71
+/-%	9.96	14.94	25.27	25.95
EPS(最新摊薄)	0.17	0.19	0.24	0.30
ROE(%)	39.50	21.79	24.31	37.85
PE(倍)	11.16	9.71	7.75	6.15
PB(倍)	3.67	1.49	2.57	2.13
EV EBITDA(倍)	7.06	4.03	5.14	3.84
股息率(%)	2.98	5.15	6.45	8.12

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,864	2,083	2,281	2,725	3,283
销售成本	(925.57)	(1,035)	(1,121)	(1,328)	(1,583)
<b>毛利润</b>	<b>938.19</b>	<b>1,048</b>	<b>1,160</b>	<b>1,397</b>	<b>1,699</b>
销售及分销成本	(514.57)	(592.94)	(647.70)	(771.13)	(922.45)
管理费用	(202.67)	(207.83)	(221.22)	(261.59)	(311.86)
其他收入/支出	(1.75)	14.01	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	4.03	(4.53)	0.20	0.90	(3.34)
应占联营公司利润及亏损	(2.96)	(2.99)	(2.00)	0.00	2.00
<b>税前利润</b>	<b>232.62</b>	<b>260.70</b>	<b>299.64</b>	<b>375.35</b>	<b>472.77</b>
税费开支	(26.14)	(33.67)	(38.70)	(48.47)	(61.05)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>206.47</b>	<b>227.03</b>	<b>260.95</b>	<b>326.88</b>	<b>411.71</b>
折旧和摊销	(82.29)	(97.25)	(97.14)	(124.79)	(154.31)
EBITDA	310.88	362.48	396.58	499.24	630.42
EPS (人民币, 基本)	0.15	0.17	0.19	0.24	0.30

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	390.31	434.06	458.35	598.79	662.05
应收账款和票据	289.14	334.02	348.14	466.89	515.01
现金及现金等价物	150.93	256.00	1,175	221.38	383.01
其他流动资产	67.42	47.17	75.55	71.07	105.57
<b>总流动资产</b>	<b>897.80</b>	<b>1,071</b>	<b>2,057</b>	<b>1,358</b>	<b>1,666</b>
固定资产	19.56	17.20	37.00	65.38	80.65
无形资产	3.69	8.76	12.45	15.73	18.58
其他长期资产	112.35	113.91	141.19	139.05	122.91
<b>总长期资产</b>	<b>135.60</b>	<b>139.87</b>	<b>190.65</b>	<b>220.16</b>	<b>222.15</b>
<b>总资产</b>	<b>1,033</b>	<b>1,211</b>	<b>2,247</b>	<b>1,578</b>	<b>1,888</b>
应付账款	261.96	238.25	303.24	338.20	426.84
短期借款	52.52	91.69	40.00	45.00	50.00
其他负债	225.64	167.64	167.64	167.64	167.64
<b>总流动负债</b>	<b>540.12</b>	<b>497.58</b>	<b>510.89</b>	<b>550.85</b>	<b>644.49</b>
长期债务	33.07	20.42	30.42	40.42	50.42
其他长期债务	1.66	2.13	2.13	2.13	2.13
<b>总长期负债</b>	<b>34.73</b>	<b>22.54</b>	<b>32.54</b>	<b>42.54</b>	<b>52.54</b>
股本	0.00	0.00	1.33	0.00	0.00
储备/其他项目	458.55	690.99	1,703	984.90	1,191
股东权益	458.55	690.99	1,704	984.90	1,191
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>458.55</b>	<b>690.99</b>	<b>1,704</b>	<b>984.90</b>	<b>1,191</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	12.27	11.16	9.71	7.75	6.15
PB	5.53	3.67	1.49	2.57	2.13
EV EBITDA	8.67	7.06	4.03	5.14	3.84
股息率 (%)	5.72	2.98	5.15	6.45	8.12
自由现金流收益率 (%)	(0.73)	5.76	8.75	3.03	14.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	310.88	362.48	396.58	499.24	630.42
融资成本	(4.03)	4.53	(0.20)	(0.90)	3.34
营运资本变动	(205.07)	(94.57)	(1.81)	(219.75)	(57.24)
税费	(26.14)	(33.67)	(38.70)	(48.47)	(61.05)
其他	85.84	(2.08)	2.20	0.90	(5.34)
<b>经营活动现金流</b>	<b>161.47</b>	<b>236.70</b>	<b>358.08</b>	<b>231.02</b>	<b>510.13</b>
CAPEX	(98.58)	(87.85)	(134.50)	(154.30)	(154.30)
其他投资活动	82.06	79.33	(15.41)	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16.53)</b>	<b>(8.52)</b>	<b>(149.91)</b>	<b>(154.30)</b>	<b>(154.30)</b>
债务增加量	12.59	26.51	(41.69)	15.00	15.00
权益增加量	0.00	0.00	1.33	(1.33)	0.00
派发股息	(144.90)	(75.56)	(130.47)	(163.44)	(205.86)
其他融资活动现金流	(203.05)	(83.74)	881.39	(880.29)	(3.34)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(335.36)</b>	<b>(132.79)</b>	<b>710.56</b>	<b>(1,030)</b>	<b>(194.19)</b>
现金变动	(190.41)	95.40	918.73	(953.34)	161.63
年初现金	320.46	150.93	256.00	1,175	221.38
汇率波动影响	20.88	9.67	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>150.93</b>	<b>256.00</b>	<b>1,175</b>	<b>221.38</b>	<b>383.01</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	9.69	11.78	9.47	19.48	20.47
毛利润	9.60	11.72	10.67	20.46	21.62
营业利润	3.85	19.23	11.35	25.27	27.56
净利润	19.28	9.96	14.94	25.27	25.95
EPS	19.28	9.96	14.94	25.27	25.95
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	50.34	50.31	50.86	51.28	51.77
EBITDA	16.68	17.40	17.39	18.32	19.20
净利率	11.08	10.90	11.44	12.00	12.54
ROE	41.55	39.50	21.79	24.31	37.85
ROA	19.41	20.23	15.09	17.09	23.76
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(14.25)	(20.82)	(64.81)	(13.80)	(23.73)
流动比率	1.66	2.15	4.03	2.47	2.58
速动比率	0.94	1.28	3.13	1.38	1.56
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.75	1.86	1.32	1.42	1.89
应收账款周转天数	48.17	53.84	53.84	53.84	53.84
应付账款周转天数	107.53	86.97	86.97	86.97	86.97
存货周转天数	145.45	143.33	143.33	143.33	143.33
现金转换周期	86.09	110.20	110.20	110.20	110.20
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.15	0.17	0.19	0.24	0.30
每股净资产	0.34	0.51	1.26	0.73	0.88

## 正文目录

投资要点 .....	6
领先的中国高端香水集团 .....	7
股权结构简单，实控人稳定 .....	7
近年来维持快速增长势头 .....	7
香水香氛行业：百亿市场空间，情感赋能的新消费引擎 .....	10
香水百亿级市场，高增速引领美护大盘 .....	10
海外对标：从依特香水看香水品牌管理商价值 .....	17
依特香水多品牌策略/强渠道能力提升营收韧性 .....	17
开始自有品牌建设，强化外延并购，向品牌商靠拢 .....	20
颖通控股：领先的中国高端香水集团 .....	21
多样化品牌组合与品类协同发展 .....	21
香水品类多元化品牌矩阵，美妆/个护品类协同发展 .....	21
核心供应商合作稳定，持续拓展多元供应商，强化收入韧性 .....	23
具备强大的市场部署能力 .....	24
市场部署能力：富有远见的管理团队带领，具备敏锐市场洞察力 .....	24
全渠道网络能力：直销/分销/零售三渠道三轮驱动 .....	25
全面市场渗透：POS 广覆盖，发挥线上线下协同作用 .....	27
广泛消费者覆盖：全周期消费者管理 .....	28
未来看点：自有品牌做强，外延并购拓展品类覆盖 .....	28
战略布局自有品牌及自营新渠道 .....	28
外延并购：计划收并购外部品牌/区域零售网点，加强品类覆盖与区域覆盖 .....	30
盈利预测与估值 .....	32
风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1：2023 年中国（包括港澳）市场各集团市场份额与代表品牌 .....	7
图表 2：颖通控股股东 .....	7
图表 3：公司董事会成员 .....	7
图表 4：FY2022-2025 公司营收与增速 .....	8
图表 5：FY2022-2025 归母净利润与增速 .....	8
图表 6：FY2023-2025 公司各品类业务收入与增速 .....	8
图表 7：FY2023-2025 公司各品类业务收入占比 .....	8
图表 8：FY2022-2025 公司毛利率 .....	8
图表 9：FY2022-2025 公司费用率 .....	8
图表 10：FY2022-2025 公司经营活动现金流与期末现金流情况 .....	9
图表 11：FY2023-2025 公司存货周转率与应收账款周转率 .....	9



图表 12: 不同浓度的香水类型 .....	10
图表 13: 香料的不同来源 .....	10
图表 14: 中国各阶段香水消费者 .....	10
图表 15: 香水产业链 .....	11
图表 16: 代表性香水公司 .....	11
图表 17: 2018-2028E 年中国香水市场规模与增速 .....	12
图表 18: 2015-2024 年全球美护总体与部分板块增速 .....	12
图表 19: 2015-2024 年中国/日本/韩国/英国/美国年人均香水支出 .....	12
图表 20: 各地区香水渗透率表现、国际美护龙头 2Q25 香水业务表现 .....	12
图表 21: 2018-2028E 年中国各线城市香水市场规模与增速 .....	13
图表 22: 2025 年各线城市各年龄段香水消费者占比 .....	13
图表 23: 2015-2024 年中国香水各渠道占比 .....	13
图表 24: 2015-2024 年中国美护/彩妆/护肤/香水线上渗透率 .....	13
图表 25: 2017-2025M7 年香水线上渠道各平台份额 .....	14
图表 26: 2017-2025M7 年香水线上渠道各平台销售均价 .....	14
图表 27: 消费者购买第一支香决策链各环节媒介排序 .....	14
图表 28: 2024 年全球香水市场各品牌份额 .....	14
图表 29: 2024 年中国香水市场各品牌份额 .....	14
图表 30: 四大类香水对比 .....	15
图表 31: 2025 年中国各线城市对大众商业香/小众商业香偏好 .....	16
图表 32: 2025 年中国各线城市对各类香水品牌偏好 .....	16
图表 33: 2023 年香氛概念产品备案 Top10 品类备案数增速 .....	16
图表 34: 各品牌香氛家清/个护产品 .....	16
图表 35: 香氛单品新形态探索 .....	16
图表 36: 依特香水欧洲/美国两大业务主体旗下运营品牌 .....	17
图表 37: 依特香水前七大品牌销售额及占比 .....	18
图表 38: 公司持续拓展国际品牌客户 .....	18
图表 39: 依特香水目前旗下品牌合约到期时间 .....	18
图表 40: 依特香水销售网络 .....	19
图表 41: 2004-2024 年公司营收与增速 .....	19
图表 42: 2002-2024 年公司毛利率与净利率 .....	19
图表 43: 颖通控股香水品牌矩阵全景图 .....	21
图表 44: 颖通控股护肤及彩妆品牌矩阵全景图 .....	22
图表 45: 颖通控股旗下高端小众品牌介绍 .....	22
图表 46: FY2025 颖通控股各合同期长度外部品牌数量 .....	23
图表 47: FY2023-2025 颖通控股品牌授权商数量变动趋势 .....	23
图表 48: FY2023-2025 公司前五大供应商 .....	24
图表 49: 公司管理团队背景与经验 .....	24
图表 50: 颖通主要销售渠道模式介绍 .....	25
图表 51: FY2023-2025 各渠道收入与占比 .....	25



图表 52: FY2024-2025 各渠道收入同比增速.....	25
图表 53: FY2023-2025 线下直销渠道门店/专柜数量变化.....	26
图表 54: FY2023-2025 百货店与商场期末自营门店/专柜数量与收入 .....	26
图表 55: 颖通控股代理品牌门店与快闪装置示例 .....	26
图表 56: 颖通供应链流程一览 .....	26
图表 57: FY2023-2025 线上店铺数量变化 .....	27
图表 58: FY2024-2025 直销与零售渠道 POS 数量同比增速.....	27
图表 59: 线上线下一体化运营 .....	28
图表 60: 颖通消费者管理计划 .....	28
图表 61: 自有品牌 Santa Monica 旗下产品 .....	29
图表 62: FY2023-2025 自有品牌收入 .....	29
图表 63: FY2023-2025 拾氛气盒线上店铺与线下门店收入.....	29
图表 64: FY2023-2025 拾氛气盒线上店铺与线下门店毛利率 .....	29
图表 65: 拾氛气盒现有线下门店与线上店铺一览 .....	30
图表 66: 拾氛气盒 FY2026-2028 各线城市开店计划.....	30
图表 67: 颖通控股: 直营门店开店空间预测.....	30
图表 68: 公司募集资金用途梳理.....	31
图表 69: 颖通控股: 收入拆分 (线下) .....	33
图表 70: 颖通控股: 收入拆分 (线上) .....	34
图表 71: 颖通控股: 成本费率及归母净利润预测 .....	34
图表 72: 颖通控股: 可比公司估值表.....	35
图表 73: 颖通控股 PE-Bands .....	35
图表 74: 颖通控股 PB-Bands .....	35

## 投资要点

我们认为,当前中国香水香氛行业正处快速扩张的早期阶段,兼具成长动能与结构性机会:

**市场潜力大,渗透率有较大提升空间:**据科蒂香水数据,2024年中国香水渗透率仅中个位数,远低于美国市场的20%与欧洲市场的50+,而香水在一线城市年轻群体渗透率已超20%。香水正从功能消费延展为情绪表达与身份认同的重要载体,随市场教育步伐加快,中国香水市场有望持续扩容。

**品类拓展提供新机会:**香氛边界不断扩展至个护、家清等高频场景,进一步放大行业规模,2025年香氛个护市场预计规模达500亿元(青眼数据)。我们认为香氛品类作为传统香水品类的延展,市场教育成本更低,更易作为入门级产品培养初阶用户使用习惯,有望帮助香水香氛行业打开成长天花板。

**市场担忧公司作为经销商的盈利模式稳定性。而我们认为品牌管理商在香水产业链中价值凸显:**香水作为典型的入门级奢侈品,在多数奢侈品品牌中非主力营收贡献品类,相较于其主业成衣/皮具等核心业务规模体量有限;而香水品类专业壁垒相对高,生产销售涉及配方开发、原料采购、香精调配、瓶器设计、渠道铺货等多环节,奢侈品或时尚集团自建供应链/自主开发运营投入成本相对大。香水品牌管理商可提供多渠道分销网络与市场部署能力,全链路负责产品触达终端消费者的“最后一公里”,为品牌方提供了经济效益更优的扩张路径,是各大品牌权衡成本及规模效益后的天然产物,将促进并受益于香水行业需求端渗透率提升。

颖通控股通过多元品牌矩阵与全渠道网络构筑护城河,我们认为公司具备以下核心竞争力:

**多元品牌合作与多元品类覆盖,与上游合作关系稳定:**颖通控股构建了多样化品牌矩阵,代理Versace、Hermes、Ferragamo、Coach等国际知名品牌,为中国香水市场第一非品牌所有者集团(基于2023年零售额),品类覆盖入门、高端至奢侈级别香水,同时积极拓展护肤/香氛等多元品类。公司两大核心供应商EuroItalia/依特香水FY2025占采购额比例59.4%,且FY2023-2025采购额持续提升。颖通与核心供应商合作关系稳定:与EuroItalia合作超15年,已签订无限期合同;与依特香水合作超30年,实行10年一续签。同时,公司供应商集中度持续降低,前五大供应商占比从FY2023的84.0%分散至FY2025的77.8%,近年来引入Parfumes de Marly 玛丽之水(小众沙龙香)/Babor 芭宝(功效护肤品牌)/Swiss Perfection(瑞士高端功效护肤品牌)/TRUDON(法国皇室香氛品牌)等以扩充品牌及品类矩阵。

**具备强大产品分销及市场部署能力:**公司在经验丰富的管理团队带领下,持续强化全渠道销售网络,实现直销/分销/零售三大渠道三轮驱动,线下/线上市场协同发展,搭建全周期消费者管理方案。截至FY2025,公司在中国(含港澳)覆盖超过400个城市,拥有超8000个POS(Point of Sales),消费者会员超过200万,推动市场与人群覆盖的广度与深度。

**展望未来,公司有望通过孕育自有品牌与外延并购拓宽自身能力边界、探索新成长空间:**1)自有直营门店品牌“拾氛气盒”门店初步跑通,多品类全价位混合陈列有望提升产品连带率,构建线下试香购香新体验,预计未来3年门店陆续落地。2)持续探索自有品牌Santa Monica品类布局,SKU矩阵正逐步完善,有望复用品牌落地及运营经验。3)积极布局外延式并购:据公司招股说明书,公司计划通过引入外部品牌与零售网络扩张,进一步拓展品类覆盖;同时将积极并购二线及以下城市零售商,强化低线城市渠道网络渗透。

## 领先的中国高端香水集团

公司是中国除品牌所有者香水集团外最大的香水集团。据弗若斯特沙利文数据，2023 年包括港澳在内的中国香水市场中，颖通以 9.30% 的市场渗透率排名第三，且是前五中唯一非品牌所有者香水集团。且 2023 年颖通香水品牌组合中，有 7 个品牌跻身 2023 年中国内地香水零售额排名前 30 的香水品牌中。

图表1：2023 年中国（包括港澳）市场各集团市场份额与代表品牌

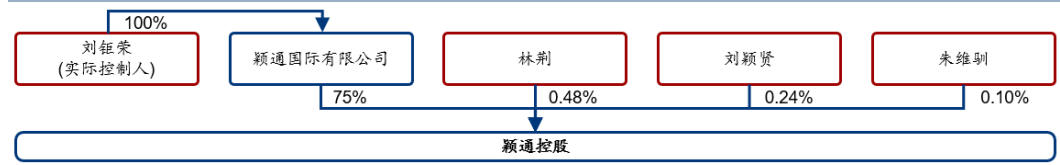
排名	集团名称	旗下主要品牌	市场份额
1	香奈儿集团	Chanel	10.60%
2	LVMH 集团	Christian Dior, KENZO, Guerlain, Acqua di Parma, Givenchy Parfums	9.40%
3	颖通控股	Hermes, Van Cleef & Arpels, Versace, Moschino, Salvatore Ferragamo, Coach	9.30%
4	欧莱雅集团	YSL, Armani, Ralph Lauren, Prada, Valentino, Maison Margiela, Viktor&Rolf, Aesop	9.10%
5	雅诗兰黛集团	Estee Lauder, Jo Malone, Kilian, Le Labo, Tom ford, AERIN Beauty	8.30%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，各公司官网，华泰研究

## 股权结构简单，实控人稳定

颖通控股股权结构简单。截至 2025 年 8 月 26 日，创始人、执行董事与实控人刘钜荣通过颖通国际有限公司持有颖通控股 75% 股份，其余董事会部分成员林荆、刘颖贤、朱维驯共持有约 1% 股权。

图表2：颖通控股股东



注：信息截至 2025 年 8 月 26 日

资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司董事会成员

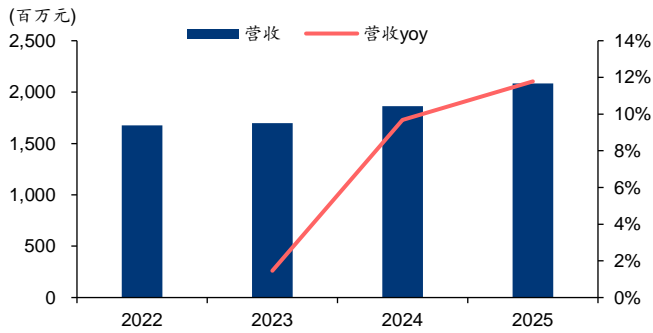
姓名	职位	加入公司日期	获委任为董事日期	角色及职责
<b>执行董事</b>				
刘钜荣先生	执行董事兼董事会主席	1983 年 2 月	2024 年 1 月	本集团的整体战略规划及业务方向
林荆女士	执行董事兼首席执行官	1999 年 12 月	2024 年 7 月	本集团的整体运营管理
刘颖贤女士	执行董事	2004 年 3 月	2024 年 7 月	本集团的整体业务发展
朱维驯先生	执行董事兼首席财务官	2010 年 7 月	2024 年 7 月	本集团的整体财务管理及投资者关系事务
<b>独立非执行董事</b>				
陶志强先生	独立非执行董事	2025 年 6 月	2025 年 6 月	监督董事会并向董事会提供独立判断
Nagy Guillaume Nicolas Sébastien 先生	独立非执行董事	2025 年 6 月	2025 年 6 月	监督董事会并向董事会提供独立判断
Chan Soh Cheng 女士	独立非执行董事	2025 年 6 月	2025 年 6 月	监督董事会并向董事会提供独立判断

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 近年来维持快速增长势头

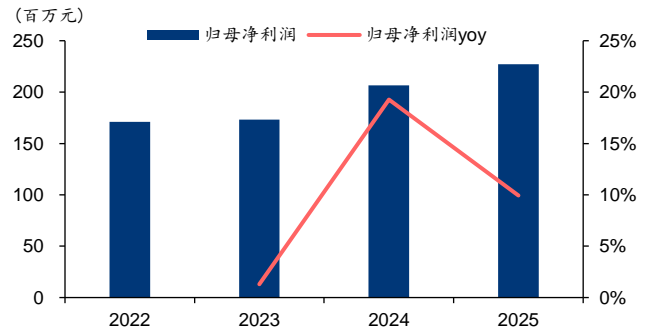
近年来公司营收、利润快速增长。收入端，FY2023-2025 公司分别实现营收 17.0/18.6/20.8 亿元，yoy1.5%/9.7%/11.8%，FY23 起收入增速持续提升，FY2023-2025 营收 CAGR 达 7.6%。净利润端，FY2023-2025 公司分别实现归母净利润 1.7/2.1/2.3 亿元，yoy1.3%/19.3%/10.0%，对应归母净利率 10.2%/11.1%/10.9%。

图表4: FY2022-2025 公司营收与增速



注: 非自然年, 2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

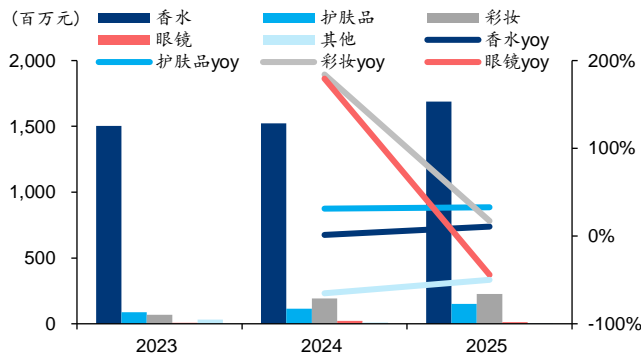
图表5: FY2022-2025 归母净利润与增速



注: 非自然年, 2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

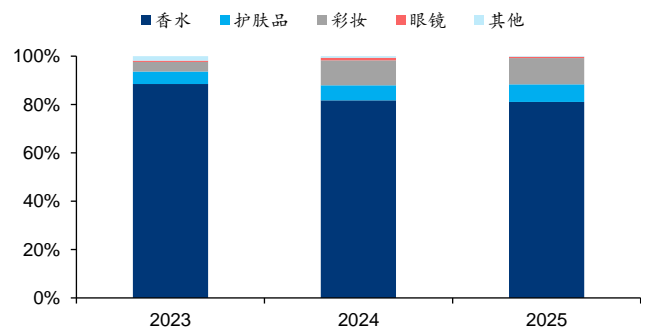
主营品类香水/护肤品/彩妆保持稳健增速, 业务结构正趋于多元化。FY2023-2025 香水品类分别实现收入 15.0/15.2/16.9 亿元, FY2024-2025yoy1.3%/10.8%; 护肤品品类实现收入 0.87/1.14/1.52 亿元, FY2024-2025yoy31.2%/32.8%; 彩妆品类实现收入 0.68/1.93/2.26 亿元, FY2024-2025yoy31.2%/32.8%。香水仍是营收贡献主要品类, FY2025 占总营收比重 80.9%, 护肤品与彩妆占比逐年提升, 护肤品 FY2025 占比 7.3%, 较 FY2023 提升 2.2pct, 彩妆 FY2025 占比 10.9%, 较 FY2023 提升 6.9pct。

图表6: FY2023-2025 公司各品类业务收入与增速



注: 非自然年, 2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

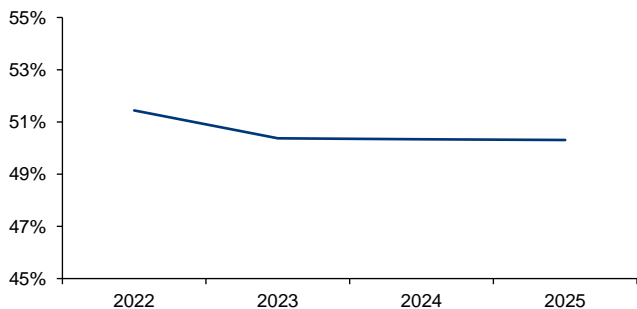
图表7: FY2023-2025 公司各品类业务收入占比



注: 非自然年, 2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

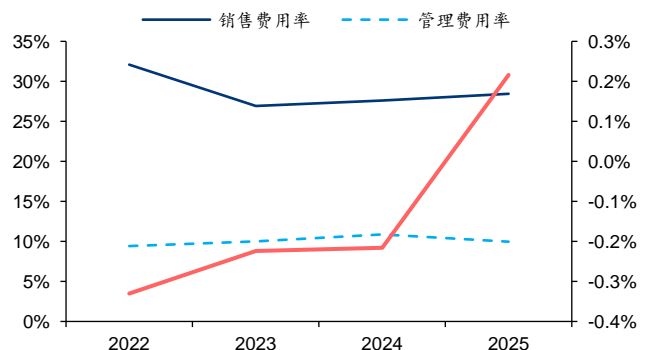
公司费用率控制良好, 毛利率保持稳健水平。FY2023-2025 公司实现毛利 8.6/9.4/10.5 亿元, 毛利率 50.4%/50.3%/50.3%, 自 FY2022 起连续 4 年保持在 50%+。同时, 公司费用率得到有效控制, FY2023-2025 销售费用率 26.9%/27.6%/28.5%, 管理费用率 10.0%/10.9%/10.0%, 财务费用率-0.2%/-0.2%/0.2%。

图表8: FY2022-2025 公司毛利率



注: 非自然年, 2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

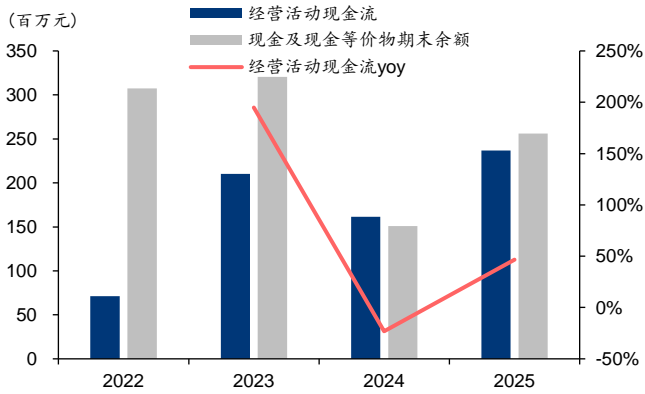
图表9: FY2022-2025 公司费用率



注: 非自然年, 2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

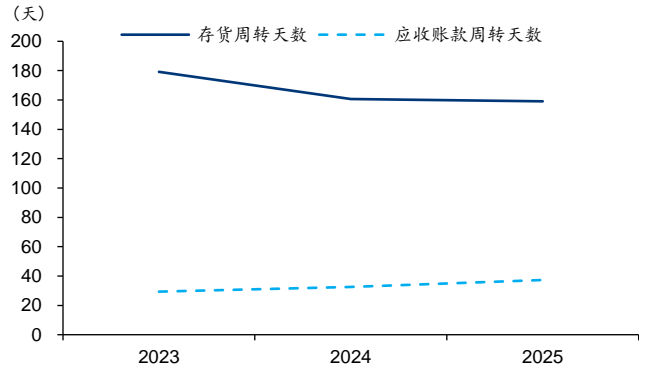
公司经营性现金流稳健，存货与应收账款周转健康。FY2022-2025 颖通控股实现现金与现金等价物期末余额 3.1/3.2/1.5/2.6 亿元，其中经营活动现金流为 0.7/2.1/1.6/2.4 亿元，呈现稳步增长态势。FY2024 下滑主要因营运资金变动影响经营活动现金流，以及偿还一名董事款项 0.8 亿元对融资活动产生短期影响。同时，FY2023-2025 颖通控股存货周转天数为 179.2/160.7/159.1 天，存货周转持续优化，香水品类奢侈品属性导致存货周转较慢。FY2023-2025 应收账款周转天数为 29.4/32.5/37.3 天，保持中高周转率，FY2025 应收账款增长主要因向一名线上零售商销售额增加（账期 30-60 天），以及向若干旅游零售商客户和大客户销售额增加（账期 60 天）。

图表10: FY2022-2025 公司经营活动现金流与期末现金流情况



注：非自然年，2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表11: FY2023-2025 公司存货周转率与应收账款周转率



注：非自然年，2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 香水香氛行业：百亿市场空间，情感赋能的新消费引擎

### 香水百亿级市场，高增速引领美护大盘

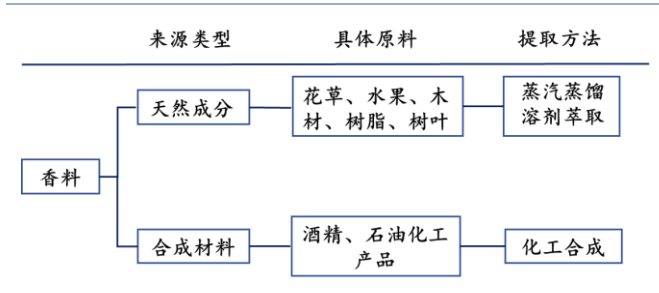
**定义：**香水香氛行业是以调配、生产与销售具象香气产品的细分市场。其核心产品涵盖香水（以酒精为基底，用于人体的高浓度香精）与广义香氛产品（如家居香薰、香氛个护等）。该行业的本质超越了简单的功能型消费，正日益演进为满足消费者情绪调节、自我表达与社会认同的重要载体，是美护市场中兼具高增长与高附加值的“嗅觉经济”板块。

图表12：不同浓度的香水类型



资料来源：D.A Lab 香气研究所，华泰研究

图表13：香料的不同来源



资料来源：国际香料协会（IFRA），华泰研究

**品类属性：从功能价值到情绪调节、自我表达、社会认同。**据颖通集团《繁花有期，香得益彰——2024 中国香水香氛行业白皮书》（下称《2024 颖通香水白皮书》），香水不仅承载着消费者对美好生活的向往，更在情感表达与自我认同中扮演着重要角色。香水已不仅仅是美妆品类中的一员，更是一种情感与文化的载体。在疗愈经济蓬勃兴起的当下，香水以其独特的香气和情绪价值，为消费者提供了深层次的精神满足与情感寄托。同时，中国消费者有更复杂的个性化需求，随着市场的不断渗透，逐渐养成用香水表达自我个性，不仅通过香味抚慰情感，还寻求更深层次的文化，彰显多元的消费观，从而和品牌产生更多的共鸣。且随着香水消费者的需求进阶，其对香水的定位从追求潮流向自我表达转化。

图表14：中国各阶段香水消费者

	基础阶段	进阶阶段	资深阶段
香水的角色定位	追随 <b>潮流趋势</b> ,树立成熟有品味的 <b>形象</b>	代表 <b>个性与品味</b>	<b>更自由随心地表达自我</b>
对香水的诉求	<b>不会出错+易于辨认</b>	<b>小众化+高级感</b>	<b>适合自己+多样化</b>
购买关注因素	更关注外观/包装、广告营销；对于 <b>价格更敏感</b>	注重 <b>口碑和品牌</b> ，会研究 <b>产品特征</b> （例如，香型、留香时间、香料成分/产地）	<b>关注因素多且更专</b> ，（例如，香味层次、香料成分、萃取技术、品牌理念及品质工艺等）
品牌态度与偏好	集中在 <b>大牌国际商业香</b> （知名度高,易于辨认）	开始追求 <b>小众品牌</b> (个性追求、彰显品味)	<b>各类品牌尝试与使用度高</b> (注重产品与自身需求的匹配度)，平均使用 <b>14.6</b> 个品牌
香水使用频率	仅 <b>33%</b> 的人会每天使用	<b>49%</b> 的人会每天使用	<b>63%</b> 的人会每天使用
香水使用场景	更多的人(55%)会一周使用3-6次	约30%的人一周使用5-6次	其中有22%的人一天使用多次
香水使用场景	集中在朋友聚会、周末休闲娱乐	社交类场景为主,通勤使用率高；人均在 <b>4</b> 个场景下使用香水	各类 <b>日常、社交</b> 场景均有使用,在独处居家、健身等场景使用度高,人均在 <b>5</b> 个场景下使用香水
香水香调偏好	人均在 <b>3</b> 个场景下使用香水	平均使用 <b>3.4</b> 个香水香调	平均使用 <b>6.1</b> 个香水香调；基础花香调、柑橘调之上,扩展使用 <b>水生调、甘苔调、美食调</b> 进行表达， <b>叠香</b> 比例高
香水香调偏好	平均使用 <b>2.4</b> 个香水香调	开始尝试 <b>果香调、柑橘调、木质调</b>	
香水香调偏好	<b>花香调</b> 为主，尤其是玫瑰与茉莉香味		

资料来源：益普索、颖通、帝斯曼联合发布《繁花有期，香得益彰——2024 中国香水香氛行业白皮书》，华泰研究

**产业链：上游原料商集中/中游品牌多元/下游品牌管理商价值凸显。**上游原料端因技术壁垒高，市场集中度高，据 QY Research 数据，2024 年 Givaudan/Firmenich/IFF/Symrise 四家国际巨头占据 53% 以上市场份额；中游以品牌商为主，目前以 Dior/Chanel 为代表的国际龙头品牌仍占据市场主导，毛戈平/观夏/气味图书馆等本土香水品牌也在持续发力；下游品牌管理商帮助品牌商实现全渠道分销与全市场部署，在供应链乃至上游产品研发环节经验丰富，最终香水产品通过免税店/线上平台/线下百货及专柜等渠道销往终端客户。

图表15: 香水产业链



注: 如未特殊标注, 则营收、净利润率、规模等数据均为 2024 年数据; iff, Symrise, Givaudan 的 yoy 数据为 LFL yoy; Hermès, 毛戈平净利润率为集团总体表现。资料来源: 各公司公告, 各公司招股书, 欧睿数据, QY Research, 青眼数据, ECDB, Verif, 华泰研究

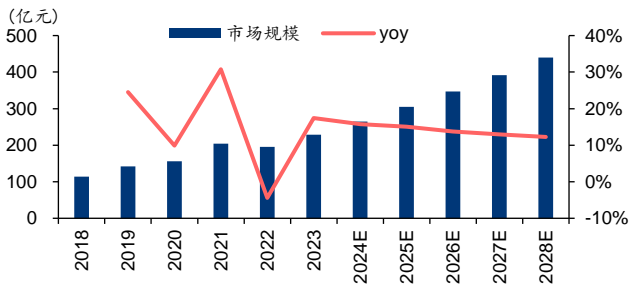
图表16: 代表性香水公司

品牌名称	科蒂集团	PUIG	LVMH	依特香水
整体收入/YoY	61.18亿USD/10%	47.90亿EUR/10%	846.83亿EUR/-2%	88.05亿EUR/10.3%
香水板块收入/YoY	34.27亿USD/13%	35.38亿EUR/13.8%	84.18亿EUR/2%	88.05亿EUR/10.3%
主要香水品牌	GUCCI, MARC JACOBS FRAGRANCES, Chloé, BORBERRY	Jean Paul GAULTIER, Nina, CH, SINIA RICCI	DIOR, GUERLAIN, GIVENCHY, KENZO	MONT BLANC, COACH, GUESS
管理层规划与展望	以细化的区域策略和高端渠道为重点	聚焦社交媒体趋势, 加强电商与精品店网络	继续维持高端精选分销: 精选百货、高端商场、自营旗舰	强化本地品牌授权合作与旅行零售布局
中国市场战略定位	认为中国市场潜力巨大, 规模与渠道尚有待深耕, 中国旅行零售面临挑战	将中国视为亚太增长核心, 看好白领对“限量联名”需求	将中国游客高端消费列为“亚洲其他地区”双位数增长的重要因素	对2025年中国市场持“持续高增长”预期

注: 图中皆为 FY2024 数据。“亚洲其他地区”指亚洲除日本以外地区。资料来源: 各品牌公司公告, 华泰研究

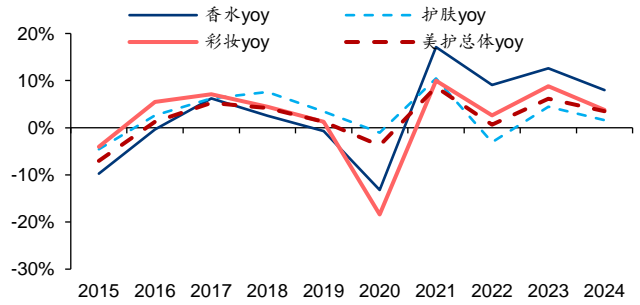
**行业规模: 百亿规模市场, 引领美护整体增长。1) 全球香水品类增速规模领跑美护整体:** 据欧睿数据, 2024 年全球美护市场规模为 5932.9 亿美元, 国际香水市场规模为 726.2 亿美元, 占整个美护市场的 12.2%。2021 年起香水市场持续引领整体美护市场, 2021-2024 年同比增长 17.1%/9.1%/12.6%/8.0%, 高于美护大盘 8.6%/0.7%/6.1%/3.5%的同比增速, 香水品类增长表现超过护肤/彩妆等其他美护子类目。**2) 中国香水市场高增:** 据弗若斯特沙利文数据, 2024E 中国香水市场规模为 265 亿元, 2019-2024E 年 CAGR 达 15.1%。

图表17: 2018-2028E 年中国香水市场规模与增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰研究

图表18: 2015-2024 年全球美护总体与部分板块增速



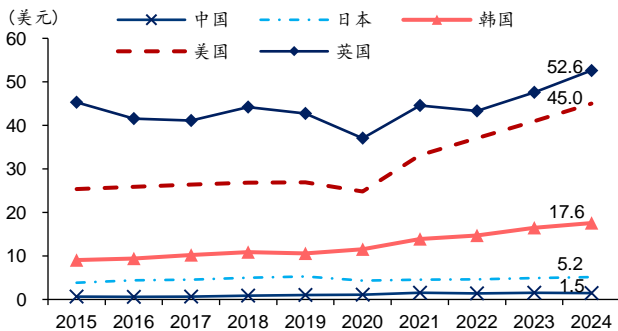
注: 美护为包含香水/彩妆/护肤/除臭剂等的 Beauty and Personal Care 口径。市场规模增速为零售额增速, 以美元计  
资料来源: 欧睿, 华泰研究

**中国香水香氛市场: 渗透率相较成熟市场仍有差距。**据欧睿数据, 2024 年中国香水年人均支出仅 1.5 美元, 低于亚洲市场日本/韩国人均 5.2/17.6 美元的水平, 同时远低于成熟市场英国/美国 52.6/45.0 美元的人均支出。同时, 据科蒂 2024 年投资者报告, 中国高端香水的整体渗透率仍处于中单位数, 而美国和欧洲分别已达到 20% 以上和 50% 以上, 但在中国一线城市的 Z 世代消费者中, 香水渗透率已突破 20%, 年轻群体对香氛产品的接受度与使用频率正在快速上升。中国香水市场仍处于用户培育阶段, 我们预计长期增长空间广阔。

**日韩人均香水消费年支出在金额及增速上均具有较大差异, 我们认为主要与不同地区文化中对香气的接受度不同有关。**在日本, 过于浓烈的香水气味会被视作“气味骚扰”, 公共场合避免浓烈香气, 部分地方政府已在公众层面进行风险提示与使用礼仪倡导(日本群马县官方网站), 故多数日本人习惯使用无香或淡香。相比之下, 韩国香水领域相关禁忌较少, 历史上采用各类香气用于调节身心平衡, 现代韩国社会将香水视为时尚与个人表达的特征, 媒体及偶像文化对于香水香氛的宣传进一步加速提升香水品类在韩渗透率。

**我国具备“香文化”历史基础, 人均香水支出有望进一步提升。**我国“香”文化起源于祭祀习俗及文人雅士社交礼仪(佩香、品香等), 传统文化隐含对居家及公共场合香气的一定接受度。当前国内香化品牌以国风/清雅香型切入香水香氛市场, 渠道端线下零售场景、线上直播及内容电商等不断革新, 国内消费者对于各类香型认知正日渐清晰。我们认为国内“香”文化有望从意境渲染转向涵盖自我表达及生活方式追求的一种嗅觉美学, 人均年香水支出有望随渗透率抬升而进一步提高。

图表19: 2015-2024 年中国/日本/韩国/英国/美国年人均香水支出



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表20: 各地区香水渗透率表现、国际美护龙头 2Q25 香水业务表现

各地区香水渗透率表现与趋势

地区	香水渗透率	说明
欧洲	超过 50%	高端香水使用成为主流
美国	高 20%	相较于 5 年前的低 20% 区间显著增长
中国	MSD%	一线城市 Z 世代渗透率已超过 20%

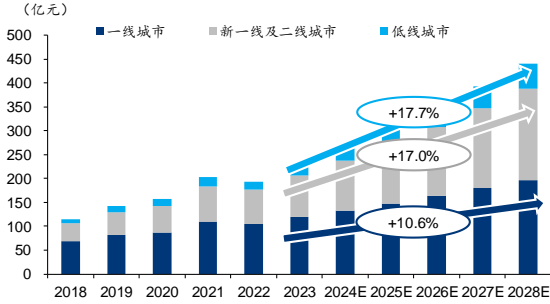
国际美护与奢侈品龙头香水业务表现与说明

公司	25Q2 收入占比	收入表现说明
欧莱雅	奢侈品板块占比 33.2%	25Q1 香水业务两位数同比增长
PUIG	香水&时尚占比 72.1%	Byredo 25Q2 两位数同比增长
LVMH	香水和化妆品占比 9.8%	25H1 香水仍是美妆业务表现最佳品类
雅诗兰黛	香水占比 16.4%	Le Labo FY25 两位数同比增长, KILIAN 小幅增长

注: 上表数据发布于 2024 年 2 月; 下表欧莱雅、PUIG 为 like-for-like 口径, 下表收入表现对应财报季度(非自然季度)。  
资料来源: 《科蒂 February 20, 2024 CAGNY Investor Presentation》, 各公司公告, 各公司业绩会, 华泰研究

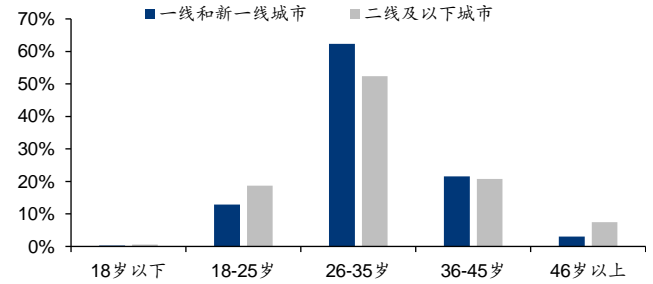
**中国非一线城市香水市场增速更快，有望成增长主力驱动。**据弗若斯特沙利文数据，2024-2028E新一线及二线城市香水市场规模 CAGR 为 17.0%，较一线城市 10.6% 的 CAGR 高出 6.4pct，新一线及二线城市消费者将成为中国香水市场增长的核心驱动力，低线城市同样具备高增属性，2024-2028E CAGR 为 17.7%。另根据青眼数据《2025 香水消费者洞察报告》，二线及以下城市香水消费者中 18-25 岁占比 18.7%，较一线和新一线城市同年龄段消费者占比的 12.9% 更高。

图表21：2018-2028E 年中国各线城市香水市场规模与增速



注：增长数据为 2024-2028E 新一线及二线城市/一线城市规模 CAGR  
资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华泰研究

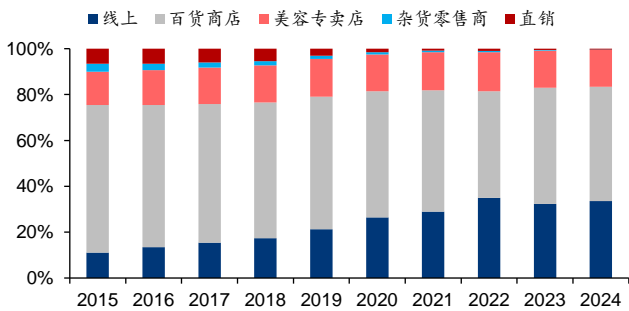
图表22：2025 年各线城市各年龄段香水消费者占比



资料来源：青眼数据《2025 香水消费者洞察报告》，华泰研究

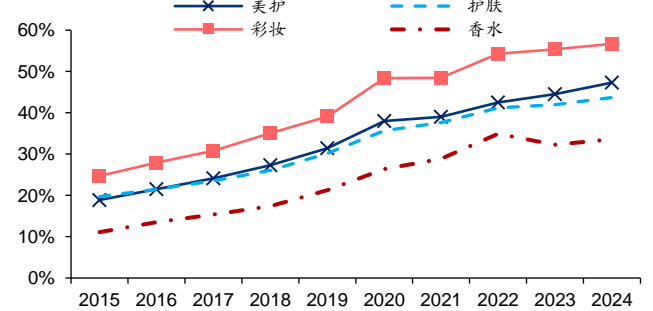
**渠道结构：香水行业线上渗透率较其他品类偏低，线下体验是重要一环。**据欧睿数据，2024 年香水线上渗透率 33.6%，远低于美妆行业总体 47.3% 的渗透，且 23-24 年线上渠道占比同比 -2.6pct/1.3pct，线上渗透节奏放缓。线上渗透率体现消费者对于香水消费成交环节的渠道偏好，香水消费，尤其是高端香水，完整消费链路较长，消费者决策链路包括接触产品、引发兴趣、对比产品、决策、消费等多个环节，消费者决策链路各环节中线上线下触媒均有参与。香水线上渠道渗透低的核心原因在于香气体验的及时性与主观性，香水宣传文字介绍与实际体验可能有差异，使得消费者下单前往往希望通过线下渠道试香，进而使得线下香气体验成为香水消费转化的重要一环。

图表23：2015-2024 年中国香水各渠道占比



资料来源：欧睿，华泰研究

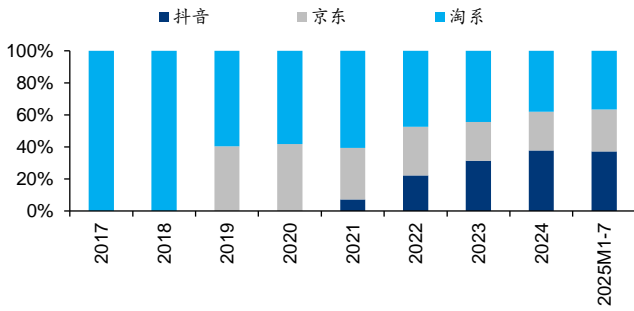
图表24：2015-2024 年中国美妆/彩妆/护肤/香水线上渗透率



资料来源：欧睿，华泰研究

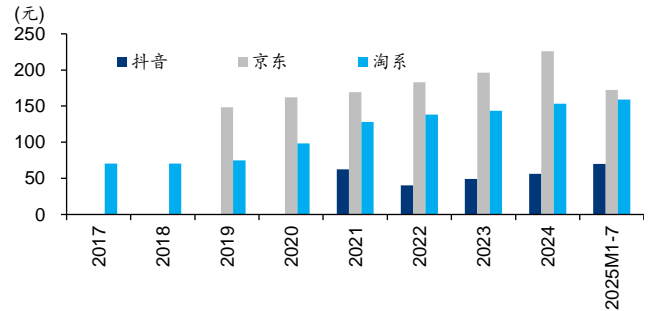
**线上渠道：淘京仍为高端香水主要渠道，抖音以低价白牌为主。**根据久谦中台数据，2025 年 1-7 月香水线上渠道销售中，抖音/淘系/京东占比分别为 37.2%/36.6%/26.2%，抖音已成为香水线上销售最主要的渠道。但由于高端香水品牌如 Chanel, Hermes 均未在抖音渠道开设官方旗舰店销售，品牌销售主要通过各类专卖店，如 Chanel 香水销售的专卖店包括颐仁美妆专营店/锦钰美妆专营店等，抖音当前香水类目的销售均价显著低于淘京两个渠道，抖音仍以各类白牌商家的低价产品为主，淘京仍为高端香水品牌主要线上渠道。

图表25: 2017-2025M7 年香水线上渠道各平台份额



注: 份额以 GMV 计  
资料来源: 久谦中台, 华泰研究

图表26: 2017-2025M7 年香水线上渠道各平台销售均价



注: 单价为件单价  
资料来源: 久谦中台, 华泰研究

**线下渠道:** 因其无法替代的试香体验, 仍是消费者香水接触过程中的首要媒介, 但线上线下场域融合趋势逐渐深化。香水作为典型的“五感”经济, 其核心价值超越品牌本身的功能, 更强调场景化体验与情感共鸣, 而线下渠道因其完整的体验属性, 仍是香水销售渠道的关键环节。根据凯度与小红书联合出品《知人寻香——2024 香水香氛趋势白皮书》, 消费者寻购第一支香链路上第一的媒介均为品牌专柜试香。同时,《2024 颖通香水白皮书》也观察到线上线下场域之间的融合趋势, 品牌专柜的关键销售人物 BA (美学顾问) 开始在线上平台作为 KOL/KOC (关键意见人物), 分享专柜相关品牌、产品与专柜活动, 拉动线上种草消费者前往线下专柜体验并最终促单。

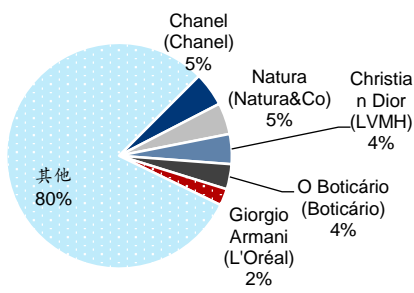
图表27: 消费者购买第一支香决策链各环节媒介排序

排名\环节	接触	引发兴趣	对比产品	决策
1	品牌专柜试香	品牌专柜试香	品牌专柜试香	品牌专柜试香
2	熟人推荐	熟人推荐	小红书香评	熟人推荐
3	小红书香评	小红书香评	熟人推荐	小红书香评
4	购物平台买家秀	搜索引擎	搜索引擎	购物平台买家秀
5	搜索引擎	购物平台买家秀	购物平台买家秀	综合知识分享社区

资料来源: 凯度与小红书联合出品《知人寻香——2024 香水香氛趋势白皮书》, 华泰研究

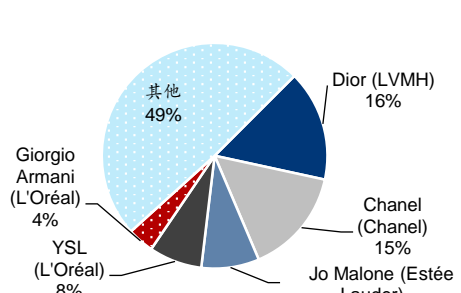
中国香水市场集中度更为集中, 国际商业香品牌仍占主导。据欧睿, 2024 年全球香水品牌终端零售额 TOP5 分别为 Chanel, Natura, Christian Dior, O Boticário, Giorgio Armani。CR 5/CR10 市场份额分别为 19.7%/28.6%; 对比之下, 2024 年中国香水品牌终端 TOP5 也由 Christian Dior, Chanel, Jo Malone, Yves Saint, Giorgio Armani 等国际品牌占据, CR5/CR10 市场份额分别为 50.8%/65.6%。

图表28: 2024 年全球香水市场各品牌分类



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表29: 2024 年中国香水市场各品牌分类



资料来源: 欧睿, 华泰研究

小众沙龙香与国货香声量提升。我们综合品牌定位/产品特点/价格定位/渠道分布等将香水分为国际商业香/国际小众沙龙香/高端国货香/本土大众香四大类（可能不足以代表全部产品，仅作为对比研究之用）。

- 国际商业香：如 Chanel/Dior，作为国际奢侈品品牌产品矩阵中的入门产品，因品牌知名度高、用户粘性强，仍为市场主流选择，尤其成为入门香水消费者首选；
- 国际小众沙龙香：如 Diptyque/Le Labo，以独立香氛品牌模式运营，因独特调香理念、产品稀缺性和艺术价值，逐渐风靡，尤其符合进阶香水消费者对于个性的追求，据《2024 颖通香水白皮书》，2023 年进阶/资深阶段香水消费者购买沙龙香占比为 30%/35%，高于入门消费者 20%；
- 高端国货香：如闻献/Melt Season，分别在 2021/2020 年成立，同样以沙龙香形式，通过东方调香理念打造差异化，并逐渐形成体量，目前分别获得欧莱雅/雅诗兰黛投资；
- 本土大众香：如溪木源/居多，产品快速迭代，以 OEM 代工生产模式为主，占据更广大众的价格带。

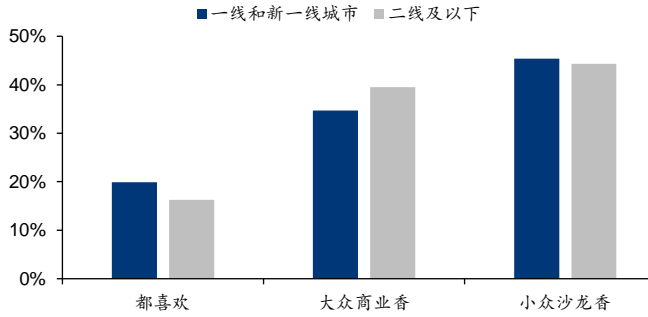
图表30：四大类香水对比

	国际商业香		小众沙龙香	
价格带：	¥350-1500		¥1,200 - ¥2,800	
代表品牌及定位	Chanel 香奈儿 高端奢侈品牌	Dior 迪奥 高端时尚奢侈品牌	Diptyque 蒂普提克 法国高端香氛品牌	Le Labo 纽约手工沙龙香
调香师	Olivier Polge	François Demachy	Fabrice Pellegrin 等	Frank Voelkl
原料配方特点	配方经典，注重结构平衡和留香表现	强调新鲜、冲击力强的前调：如佛手柑	注重自然香料纯度，多为单一香型	用料极简，突出木质、皮革、烟草
生产方式	自有工厂，法国本土制造	法国自有生产基地	法国自产小批量，自研香精提取技术	小批手工灌装
渠道特点	全球专柜、官网、高端电商	专柜、品牌旗舰店、电商平台	香氛集合店、独立门店、官网	自营门店为主，体验型为先
	高端国货香		本土大众香	
价格带：	¥350 - ¥2,650		¥100 - ¥300	
代表品牌及定位	闻献 DOCUMENTS 中国本土高端香氛品牌	浮香堂 Melt Season 小众香氛品牌	溪木源 SEAMOON 日常生活品牌	橘朵 UZC 平价美妆品牌香氛支线
调香师	David Huang (黄俊熙)	品牌内部团队	外包调香团队	外部代工为主
原料配方特点	坚持东方意象，使用檀香、雪松、香柏等元素	原料强调“山水自然”：如沉香、竹叶、苔藓	快速迭代、热门元素堆叠	高频复刻爆款
生产方式	自建实验室，部分小批量定制生产	外包给国内小众香精实验室	外包OEM工厂生产	标准OEM贴牌生产
渠道特点	以品牌旗舰店、独立艺术空间销售为主	自营官网与展会快闪店	电商、屈臣氏、便利店等	与主品牌美妆共享渠道

资料来源：各品牌公司官网，溪木源天猫旗舰店，橘朵天猫旗舰店，华泰研究

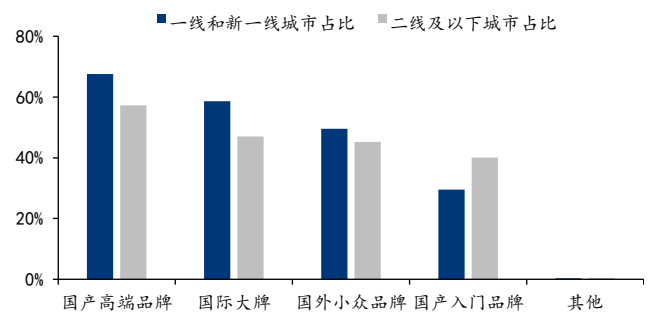
高增二线城市中商业香仍为主导，小众沙龙香高线城市表现更好。据青眼数据，2025 年二线城市消费者选择大众商业香的比例为 39.5%，较一线城市的 34.7%高出 4.8pct，而一线和新一线城市消费者对小众沙龙香的偏好略高于二线及以下城市，我们推测这可能是二线及以下城市消费者更关注品牌知名度，因此在香水选择上更偏好大众商业香。另外，据青眼数据，二线及以下城市消费者选择国产入门香占比 40.1%，较一线和新一线城市高出 10.6pct，我们推测这可能是二线及以下城市消费者更关注实用性与价格优势，因此具有高性价比的国产入门品牌成为优选。综合来看，在有高增潜力的二线城市中，商业香和国产大众香仍有较大发展潜力。

图表31：2025年中国各线城市对大众商业香/小众商业香偏好



资料来源：青眼数据《2025香水消费者洞察报告》，华泰研究

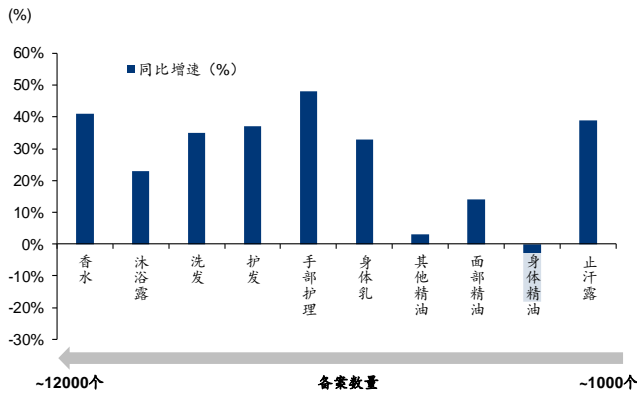
图表32：2025年中国各线城市对各类香水品牌偏好



资料来源：青眼数据《2025香水消费者洞察报告》，华泰研究

**发展趋势：香氛向更高频消费的个护/家清品类延伸。**香氛个护包含了具有留香、沁香等效果的洗发水、护发素、护发精油、洗护沐浴套装等产品。据《2024 颖通香水白皮书》，2023年中国香氛概念产品备案数增加 27%，其中沐浴露是除香水外香氛概念备案最多的产品。另据青眼报告数据，2024年1-4月，中国香氛个护产品市场规模为 110.7 亿元，占个护市场的 34.9%，并预计 2025 年将到达 500 亿元。国际高端香水品牌（如：Maison Margiela、Diptyque、Le Labo）纷纷推出洗护、身体乳等产品；本土国货品牌（如：气味图书馆、观夏、野兽派）也从香水向身体乳、洗手液、洗衣液扩散，形成全场景消费链。

图表33：2023年香氛概念产品备案Top10品类备案数增速



资料来源：益普索、颖通、帝斯曼联合发布《繁花有期，香得益彰——2024 中国香水香氛行业白皮书》，华泰研究

图表34：各品牌香氛家清/个护产品



资料来源：各品牌旗舰店，华泰研究

**香氛细分单品持续创新。**香氛单品本身持续以新形态实现对消费者日常生活的渗透，香氛产品从香氛纹身贴到香氛粉扑，譬如 Diptyque 于 2019 年推出香水纹身贴纸、胸针等单品，叁手推出口罩香氛贴，强调香气的穿戴式体验打破香氛原有液体模式的惯性，提升产品的便捷性或氛围属性，使香气融入消费者生活的各个角落，从而提升香氛类产品的持续渗透。

图表35：香氛单品新形态探索



资料来源：Vogue，叁手官网，华泰研究

### 海外对标：从依特香水看香水品牌管理商价值

**依特香水：全球香水品牌管理商龙头。**依特香水（NASDAQ 上市公司，代码：IPAR）深耕高端香水生产、营销和分销，创立于 1982 年，总部位于美国纽约。公司通过与品牌所有者签订许可协议，生产并分销多种高档香水及相关产品，如 Coach、Jimmy Choo 等品牌，销往全球超过 120 个国家/约 22000 个零售点，构建起广泛的国际分销网络。24 年，公司旗下运营品牌 GMV 约 45 亿美元/yoy10%，24 年公司实现营收 14.52 亿美元/yoy10.17%。

我们认为，依特的成功经验得益于其系统性的品牌管理方法论与高效的全球化渠道运营能力实现协同互促。公司凭借丰富品牌培育及运营经验深度嵌入香水品牌产业链，参与香水产品设计、生产管理及全球分销环节，一体化运营整合度高。香水品牌管理基本功扎实，通过引入品牌合作期限的梯度管理、持续迭代品牌矩阵，降低对单一品牌高依赖的风险，构建盈利模式的强大韧性。渠道端采用“核心区域自行管理、其他区域下放代管理”的模式，管理方式轻重并举、灵活协调。

**运营：欧洲巴黎+美国纽约双总部架构、全球运营。**欧洲总部覆盖欧洲、亚太（除美洲）、中东、非洲拉美部分市场，包括 Jimmy Choo、Montblanc、Coach、Karl Lagerfeld、Van Cleef & Arpels、Moncler、Lacoste、Rochas 等品牌；由持股 72%的法国子公司运营（另外 28%在泛欧交易所 Euronext 交易，代码 ITP），2024 年营收占比 65%。美国总部聚焦北美区域，管理美国与加拿大市场，管理 GUESS、Anna Sui、DKNY、Ferragamo 等品牌；由美国全资子公司运营，2024 年营收占比 35%。

图表36：依特香水欧洲/美国两大业务主体旗下运营品牌

EUROPEAN BASED OPERATIONS			UNITED STATES BASED OPERATIONS	
BOUCHERON PARIS	COACH NEW YORK	GOUTAL PARIS	Abercrombie & Fitch	ANNA SUI
JIMMY CHOO	KARL LAGERFELD	kate spade NEW YORK	DONNA KARAN NEW YORK	DKNY
LACOSTE	LANVIN PARIS	LONGCHAMP PARIS	emanuel ungaro PARIS	FERRAGAMO
MONCLER	MONTBLANC	Off-White™ SOLFÉRINO PARIS	G R A F F	GUESS LOS ANGELES
ROCHAS PARIS	Van Cleef & Arpels		HOLLISTER CALIFORNIA	MCM
			Oscar de la Renta	roberto cavalli

资料来源：公司官网，华泰研究

### 依特香水多品牌策略/强渠道能力提升营收韧性

**品牌：聚焦高端，持续拓展品牌组合，保持长期增长动能。**据公司 2024 年报，2024 年全球香水市场 570 亿美金，其中高端产品 57%；同时公司认为，消费者正逐渐转向更高端品牌；其 45 亿元终端销售额中 100%为高端品类；2024 年，公司前七大核心品牌客户贡献 76%的收入，皆为国际高端，且 Top7 品牌中除 Montblanc 2025 年销售额同比有下滑趋势外，其他品牌均保持稳健增长，Jimmy Choo/Coach/Lacoste 均实现双位数增长。

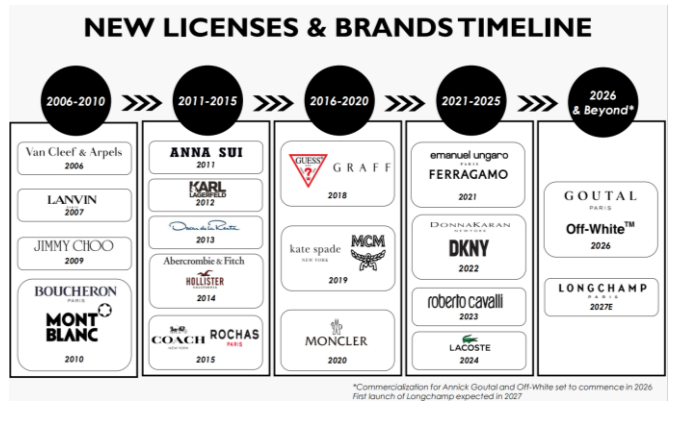
**与头部品牌合作稳定，授权到期年份不一；多品牌布局缓释单一品牌依赖风险。**依特香水与头部客户合作长期稳定，例如 2015 年签约 Coach，最新签约协议至 2026 年，Van Cleef & Arpels 续约至 2033 年等。同时，依特香水持续与新品牌达成合作，2024 年新增与 Lacoste 合作，2027 年预计新增与 Longchamp 合作。目前依特香水最大代理品牌 Jimmy Choo 仅占 2025 年销售额的 19%，且公司已经构建有梯度的品牌授权到期时间，2025 年销售额 Top7 的品牌授权到期日均在 2030 年及以后，且近期到期品牌还有达到特定销售额目标的可选期限合约，依特香水的品牌签约建设有效降低对单一品牌的依赖风险。

图表37: 依特香水前七大品牌销售额及占比

(单位: 百万美元)	2025 年	2024 年	yoy	占比
Jimmy Choo	66	48	+36%	19%
Coach	55	50	+11%	16%
Montblanc	49	58	-16%	14%
GUESS	33	33	不变	10%
Lacoste	26	20	+30%	8%
Donna Karan/DKNY	20	19	+5%	6%
Ferragamo	10	10	不变	3%
<b>Top Seven Brands</b>	<b>259</b>	<b>240</b>	<b>+8%</b>	<b>76%</b>
Other Brands	80	84	-6%	24%
<b>Total</b>	<b>339</b>	<b>324</b>	<b>+5%</b>	<b>100%</b>

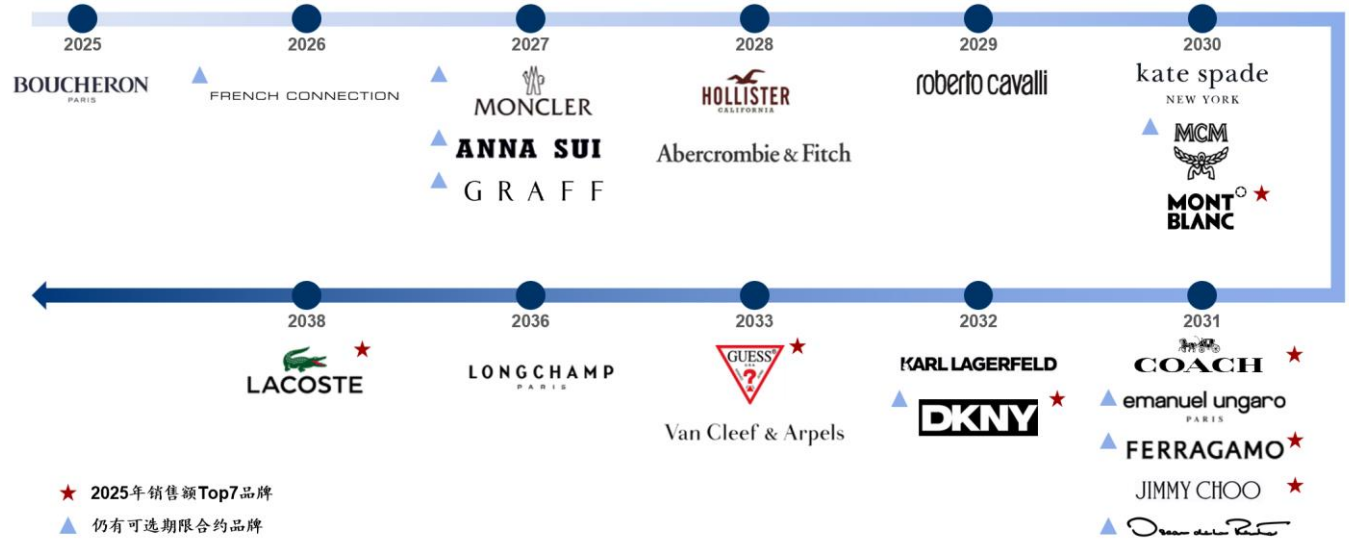
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表38: 公司持续拓展国际品牌客户



资料来源: 公司公告, 华泰研究

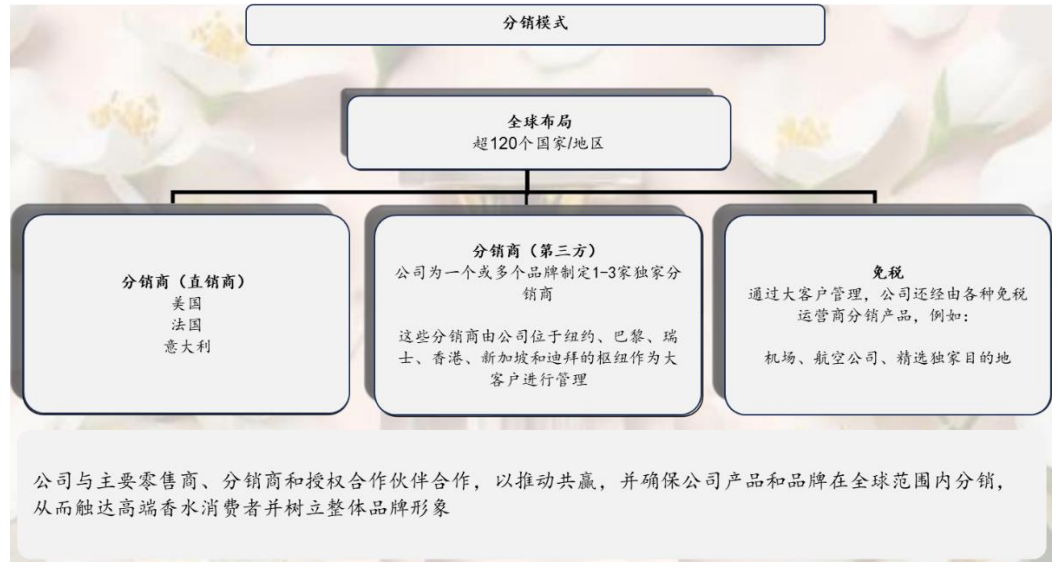
图表39: 依特香水目前旗下品牌合约到期时间



资料来源: 公司公告, 华泰研究

**渠道: 核心区域直营+其他区域代理模式, 全球渠道网络强大。**在欧洲, 公司直营模式聚焦法国、意大利、西欧等核心国家, 2024 年直营业务占欧洲业务比重约 49%, 直营模式可更好控制品牌形象与渠道执行; 分销商则覆盖东欧、中东、非洲、APAC、中南美等地区(2024Q4 Interparfums earnings call); 美国地区直营业务则聚焦美国、加拿大、意大利, 墨西哥、澳洲等国家主要依赖代理商模式推广品牌。得益于授权品牌的市场地位, 公司旗下品牌覆盖全球 120 个国家, 线下零售点超过 2.2 万个, 同时进入机场免税店、航空渠道和旅游区高端场所。

图表40：依特香水销售网络



资料来源：公司公告，华泰研究

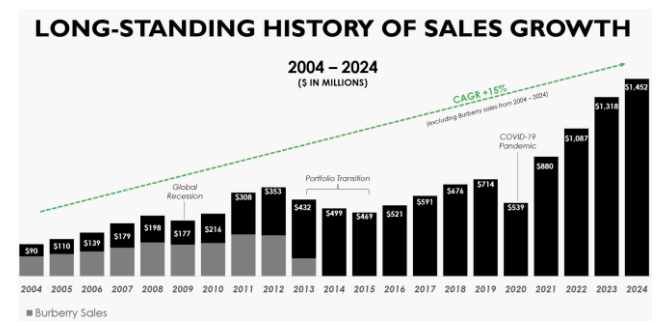
**盈利模式：**依特香水在获取品牌授权后，自主开展香水设计，后交由各大代工生产商灌装，再通过自营或各地分销商进行销售。公司收入来源于三方货款，成本主要为香水生产原材料及相关人力（36.1%，2024年数据），费用主要为广告及营销费用（19.3%）、品牌许可费（Royalties Fee, 8.1%）等。2024年公司毛利率63.9%，经营利润率18.5%。

**业绩表现：**依特香水营收保持高增，05-24年营收CAGR15%。2024年，依特香水实现收入14.52亿美元，2005-2024年CAGR达15%。公司发展历史上经历三次结构性调整，但此后均较快恢复快速增长势头：

- 1) 2009-2010年：全球金融危机阶段性拖累公司增长，2010年公司即恢复增长；
- 2) 2013-2015年：2012年 Burberry 支付约 1.81 亿欧元购回剩余许可期权，2013年公司营收有明显下滑，（Burberry 从 2012 年的 3.01 亿美元跌至 2013 年的 1.30 亿美元，其他品牌从 3.53 亿美元增长至 4.33 亿美元/yoy22.8%）。2015年公司新签 Coach/收购 Rochas 等品牌，积极填补 Burberry 退出缺口，16-19年重回较快增长通道，营收从 5.21 亿美元升至 7.14 亿美元，实现 2017-2019年 CAGR11.1%；
- 3) 2019年至今：疫情冲击公司业务，但 21-24年公司再次恢复快速增长势头，21-24年营收从 8.80 亿美元升至 14.52 亿美元，3年 CAGR 达 18.2%。

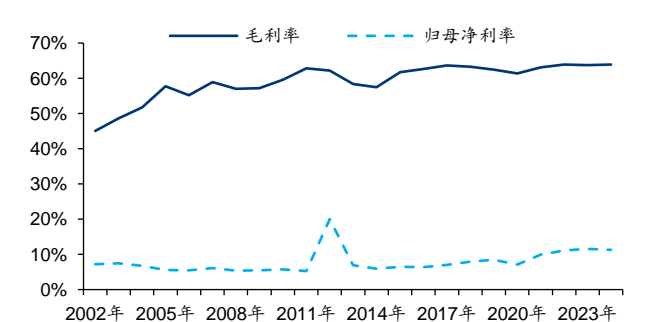
**盈利能力长期稳步抬升。**2024年公司毛利率/净利率63.9%/11.3%，较2002年公司毛利率/净利率的45.1%/7.2%，分别提升18.8/4.1pct。主要因高端产品占比提升/直销渠道结构优化/运营效益提高等。

图表41：2004-2024年公司营收与增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表42：2002-2024年公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华泰研究



### 开始自有品牌建设，强化外延并购，向品牌商靠拢

**通过孵化/收购扩充自有品牌矩阵。**依特香水通过内生品牌孵化与外延成熟品牌并购，充分发挥现有的香水运营业务在渠道覆盖与品牌协同方面的优势，同时向香水行业中游渗透，从而释放长期增长与利润空间。

**内部孵化：**据公司《2025 Outlook》披露信息，依特香水 2025 年推出自有高端香水品牌 Solférino Paris，该品牌专注高级香水定价 160 欧元/75ml，拥有 10 种中性香型，初期选择 100+ 门店，并同步上线电商平台。该品牌在依特香水中的定位为视为“应对极其繁荣的高端香水市场中的中期增长战略”。

**外延收购：**据公司公告，2025 年 3 月，公司收购 Amorepacific Europe 旗下的 Goutal 品牌，该品牌 1981 年创立于巴黎，定位高端精品香水；此次收购彰显扩充高端香水产品阵容的战略，该品牌具有可观潜能；Amorepacific Europe 将继续按许可协议，暂时运营 Goutal，直至 2026 年底或 2027 年初移交 Interparfums SA；同时，品牌创始人之女 Camille Goutal 将继续参与调香与产品方向，以确保品牌价值延续。

## 颖通控股：领先的中国高端香水集团

多品牌合作/强渠道能力稳香水运营业务基础，自有品牌与外延并购驱动长期空间。我们认为颖通控股作为领先的中国高端香水集团，主要看点在于：

- 1) 多样化品牌矩阵，覆盖多品类与价格带。**截至公司最后实际可行日期（2025年6月10日）公司拥有52个香水品牌授权，产品矩阵横跨奢侈、高端及入门高端三大价位，香型覆盖全面，精准匹配Z世代至高端客群需求。同时依托香水渠道优势，拓展护肤、彩妆及家居香氛等高潜力品类，形成协同效应。
- 2) 全渠道运营与供应链能力突出。**截至FY2025，公司构建了直销、零售与分销三轮驱动的全渠道网络，覆盖中国400多个城市、超8,000个线下POS点，线上线下一体化运营实现高效协同与闭环引流。供应链端具备精细化采购、合规管理及第三方物流协同能力，存货周转效率持续优化。
- 3) 自有品牌与外延并购贡献长期增长空间。**FY2025自有品牌Santa Monica毛利率超45%，拾氛气盒集成店已陆续落地；未来将进一步通过外延并购加强护肤品类与低线城市覆盖，打开成长空间。

### 多样化品牌组合与品类协同发展

颖通控股拥有强大且多元化的品牌与产品组合，包括香水、彩妆、护肤品、个人护理产品、眼镜及家居香氛。其销售产品主要来自于欧洲、日本及美国的品牌授权商。颖通控股在世界领先品牌中的声誉，使其成为众多拟进军大中华区或将其品牌影响力拓展至中国的品牌授权商的业务合作伙伴。

### 香水品类多元化品牌矩阵，美妆/个护品类协同发展

核心香水品类多元化价位，迎合消费者差异化需求。颖通控股拥有行业领先的52个香水品牌授权（截至2025年3月31日的FY2025，以下所有年份均为截至当年3月31日数据），以FY2023零售额计的市场份额9.3%。价格带上，产品矩阵覆盖奢侈、高端及入门高端三大价格带，如Versace臻华高定系列（奢侈级）、Chopard爱在萧邦（高端级）及自有品牌Santa Monica（入门高端级）。香型上，覆盖花香调、东方香调、木质香调及清新香调，为消费者提供多元选择，形成对Z世代至高端客群的广覆盖。

图表43：颖通控股香水品牌矩阵全景图



资料来源：公司招股说明书、各品牌旗舰店、拾氛气盒官方旗舰店、华泰研究

护肤/彩妆/家居香氛等协同发力，品类延伸强化生态壁垒。依托香水渠道优势，公司拓展护肤、彩妆等高潜力品类，形成协同增长引擎。FY2025 护肤/彩妆收入占比达 18.2%（护肤 7.3%+彩妆 10.9%），较 FY2023 提升 9.1pct。护肤品类核心品牌包括高端日系护肤品牌 Albion（2014 年港澳独家运营）及彩妆品牌 Laura Mercier（2023 年引入），差异化定位填补中高端市场空白。此外，家居香氛（22 个品牌）及个人护理（10 个品牌）的布局进一步丰富产品矩阵，形成品类间协同与客户群复用，强化生态壁垒。

图表44：颖通控股护肤及彩妆品牌矩阵全景图



注：仅包括部分重点品牌  
资料来源：公司招股说明书、华泰研究

战略布局小众品牌。具体来看，颖通旗下品牌定位上不仅覆盖具有广泛认知度的成熟商业奢侈品牌（如 Hermès/Versace）；更深度整合定位高端、小众、沙龙级别、具有丰富品牌故事与历史的品牌，从而精准触达中国市场中追求差异化、反对标签化、关注品牌调性以及追求表达品味的高净值消费群体。典型品牌 Parfumes de Marly 玛丽之水/Acca Kappa/Dr.Vranjes/Babor 定位奢华香水/香氛/个护/功效护肤，均为有着丰富历史和底蕴的欧美品牌，价格带在各自品类中属高端定位，品牌属性强调优雅/奢华/自然理念。

图表45：颖通控股旗下高端小众品牌介绍

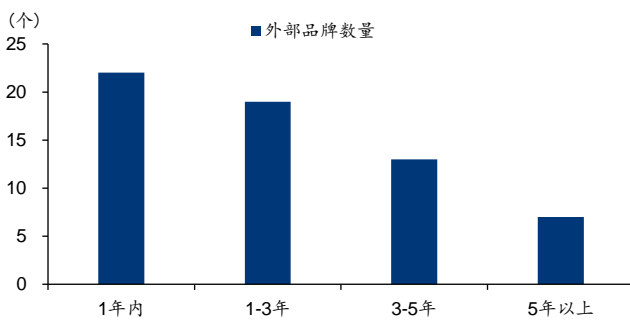
品牌	PARFUMS de MARLY PARIS	DR.VRANJES — FIRENZE —	ACCA KAPPA	BABOR
品牌故事与调性	<ul style="list-style-type: none"> <li>法国高端香氛品牌</li> <li>受马利城堡传统的启发，颂扬法国的生活艺术、自由、“生活乐趣”和优雅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1983年创立的意大利品牌</li> <li>将佛罗伦萨的优雅、工艺传统和香水艺术融入瓶中</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1869年创立的意大利传统工艺品牌</li> <li>强调意式优雅与天然材料，注重细节</li> <li>同时也为高端酒店提供定制洗护用品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1956年创立的德国生物医药化妆品品牌</li> <li>强调可持续发展理念，传递优雅品牌形象</li> </ul>
主要产品与定价一览	 <p>香水系列：2000+元/75ml</p>	 <p>香薰系列：330元/100ml 香薰蜡烛系列：210元/80g</p>	 <p>古龙水系列：680元/100ml 梳子系列：300元/把 个护系列：沐浴露 290元/500ml</p>	 <p>安瓶精华：258元/14ml 小金球眼霜：748元/30ml 博士系列面霜：998元/50ml</p>

注：仅包括部分重点品牌；价格参考各品牌拾氛气盒与天猫旗舰店售价  
资料来源：各品牌官网，各品牌天猫旗舰店，华泰研究

**合作品牌持续拓展。**FY2025 品牌授权商总数达 46 家,其中 FY23-25 分别净新增 4/8/6 家,品牌授权商持续增加。同时,在 61 个授权或授分销权品牌中,22 个剩余合约期为 1 年内,19 个为 1-3 年,13 个为 3-5 年,7 个超 5 年,共 64% 的品牌合同到期时间超 1 年,进入中长期合作阶段。公司积极于全球范围积极拓展合作伙伴、丰盈品牌矩阵,据公司公告,颖通控股已于 3Q25 与瑞士奢侈护肤品牌 Swiss Perfection 建立合作关系,已获得该品牌旗下产品在中国内地、香港及澳门市场的独家经销权,并负责为该品牌实施定制化市场进入与扩张计划。据 Swiss Perfection 官网,该品牌采用高度浓缩植物成分及其提取物,各产品线功效定位清晰(抗衰/紧致提升/修护保湿等),定位高端价格带(面霜产品定价千元以上)。

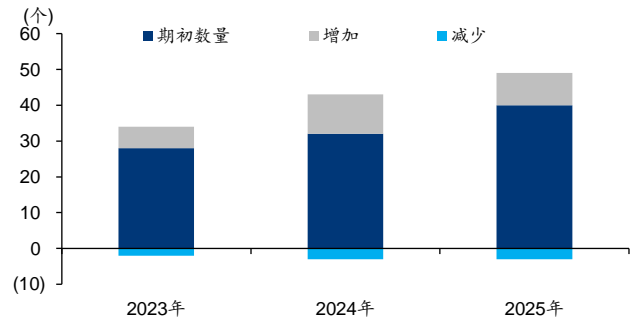
另外,颖通控股 Q3 宣布与皇家香氛品牌 TRUDON 达成合作,该品牌全球旗舰店在上海新天地开业。据 TRUDON 官网介绍,该品牌起源于 1643 年,曾作为皇家蜡烛制造商为法国宫廷供货。该品牌产品矩阵包括香薰蜡烛、香水、室内香氛等各类香水香氛产品。

图表 46: FY2025 颖通控股各合同期长度外部品牌数量



资料来源:公司招股说明书,华泰研究

图表 47: FY2023-2025 颖通控股品牌授权商数量变动趋势



注:非自然年,2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源:公司招股说明书,华泰研究

**核心供应商合作稳定,持续拓展多元供应商,强化收入韧性**

公司所获品牌授权主要来自于世界香水品牌管理商,已建立长期伙伴关系。截至 2025 年 6 月 10 日,公司目前与 72 个国际品牌建立合作,FY2025 其中 61 个品牌授予中国区独家授权/分授权。两大核心供应商 EuroItalia 与依特香水合计占公司 FY2025 采购额 59.4%,具体来看:

- EuroItalia: 自 2007 年引入,已合作超 15 年,公司已与其签订无期限合同,旗下主要品牌包括 Versace, Moschino, Atkinsons 等。EuroItalia 获旗下品牌长期授权,其中 2021 年 9 月宣布与 Capri 就 Versace/Michael Kors 品牌续约 15 年品牌授权合同,2024 年 9 月 EuroItalia 实现对品牌 Moschino 的收购;
- 依特香水: 自 1992 年引入,已合作超 30 年,公司与依特实行每十年确认一次续签,依特旗下主要品牌包括 Coach, GRAFF, Van Cleef & Arpels, Ferragamo 等。正如前文所述,依特香水与头部客户合作长期稳定并已建设有梯度的品牌授权到期时间。

另外,颖通控股也与香水/化妆品公司有直接合作,与 Hermès 合作超 15 年,主要负责旗下自有品牌香水线分销;与 Albion 合作超 15 年,主要负责旗下自有品牌化妆品分销。

**公司持续拓展更多供应商,降低对单一供应商的依赖程度。**公司近三财年向两大供应商依特香水与 EuroItalia 采购金额持续提升。同时,FY2023-2025 颖通控股前五大供应商占比 84.0%/81.6%/77.8%,随着更多供应商引入降低对单一供应商与品牌的依赖,为颖通控股业务合作增加韧性。2022 年 12 月,颖通控股与一个 FY2023 收入占比 25.0% 的奢侈品牌的协议到期,但仍在 FY2024 财年(即 2023 年 3 月 31 日至 2024 年 3 月 31 日)实现收入增长约 9.7%,可见随着品牌的持续拓展,颖通控股对单一品牌与供应商的依赖度有效降低,实现有梯度的品牌授权到期时间建设,从而平滑品牌授权到期对单一年度的影响,保持长期稳健增长。

图表48: FY2023-2025 公司前五大供应商

FY2023			FY2024			FY2025		
供应商	交易额(百万元)	占比	供应商	交易额(百万元)	占比	供应商	交易额(百万元)	占比
EuroItalia	230.4	27.7%	EuroItalia	373.4	39.5%	EuroItalia	399.6	36.5%
InterParfums	210.1	25.3%	InterParfums	225.2	23.8%	InterParfums	251.2	22.9%
供应商 A	164.5	19.8%	Hermes Parfums	81.8	8.6%	供应商 B	75.8	6.9%
Hermes Parfums	61.4	7.4%	Bareminerals	48.8	5.2%	Hermes Parfums	68.6	6.3%
Albion	31.7	3.8%	Fontaine	42.3	4.5%	Bareminerals	56.1	5.2%

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

### 具备强大的市场部署能力

在对中国内地香水市场早期渗透与长期经营过程中, 公司逐渐累积了卓越能力, 通过深入的市场洞察力、庞大的全渠道网络、经验丰富的专业团队及强大供应链管理能力和产品分销及市场部署而实现这些能力。使得公司得以与品牌授权商建立并维持牢固、稳定及双赢的关系, 进一步加强多层次市场准入门槛。

### 市场部署能力: 富有远见的管理团队带领, 具备敏锐市场洞察力

颖通控股的核心竞争力得益于其经验丰富且具备前瞻性的管理团队。创始人刘先生拥有逾40年行业经验, 团队核心成员均拥有深厚的行业运营积淀。营运总监王巍女士在电商领域拥有逾14年经验, 成功将20多个电商及社交媒体平台纳入销售渠道。中国内地地区副总裁薛燕河先生自1998年加入以来深耕线下渠道扩展, 与各类商场及百货渠道有紧密联系, 与现代销售渠道总经理黄慧勇先生(拥有逾20年零售及化妆品行业经验)共同强化了全渠道的渗透与管控能力。这支兼具深厚行业背景与关键环节专长的团队, 为公司战略执行和持续创新提供了坚实基础。

图表49: 公司管理团队背景与经验

管理人姓名	职位	核心经历与贡献
刘钺荣	创始人兼总裁	于行业拥有逾40年经验, 成功带领公司成为中国内地领先的香水集团。
林荆	行政总裁 (CEO)	于公司拥有约25年相关经验, 深度参与并见证了公司的战略发展历程。
刘颖贤	执行董事	自2004年加入集团, 在公共关系、品牌管理及产品采购(香水及彩妆)方面积累丰富经验, 体现了跨领域的管理视野与传承。
朱维驯先生	首席财务官 (CFO)	拥有逾20年会计及财务经验, 曾任职于会计师事务所及联交所上市公司, 负责公司整体财务管理及投资者关系事务, 保障了公司治理的规范与透明。
王巍女士	营运总监	在美容行业及电商方面拥有逾14年经验, 其关键贡献在于利用在中国最大电商平台之一的经验, 领导开发并扩展了销售网络, 将20多个电商及社交媒体平台纳入销售渠道, 展现了卓越的数字化战略远见和执行能力。
薛燕河先生	中国内地地区副总裁	自1998年加入集团, 在扩展销售渠道方面经验丰富, 并与各类商场及百货店建立紧密关系, 为公司的线下渠道深耕奠定了坚实基础。
黄慧勇先生	现代销售渠道总经理	在零售及化妆品行业的销售、营销及整体管理方面拥有逾20年经验, 其经验和业务合作伙伴关系助力公司更深入地渗透至现代销售渠道。

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

在富有经验的管理团队引领下, 颖通控股展现出卓越的行业洞察力。2023年公司占据中国香水市场9.3%的零售份额(含香港及澳门), 稳居行业领先地位。公司凭借对消费者需求的精准洞察, 分别于2021-2022年引入了Santa Maria Novella等契合历史文化审美的高端品牌以及Maison 21G等个性化定制香水, 精准覆盖不同消费群体。同时, 团队通过打造“拾氛气盒”自营零售品牌和创新电商渠道运营, 即使在2021-2023年疫情期间仍实现了香水销售收入的稳健增长, 充分证明了其将行业认知转化为商业成果的强大执行力。

**全渠道网络能力：直销/分销/零售三渠道三轮驱动**

公司拥有广泛的全渠道销售及分销网络，线下及在线渠道均具有高渗透率。通过全渠道网络，在中国（包括香港及澳门）建立了广泛的销售网点（POS）。

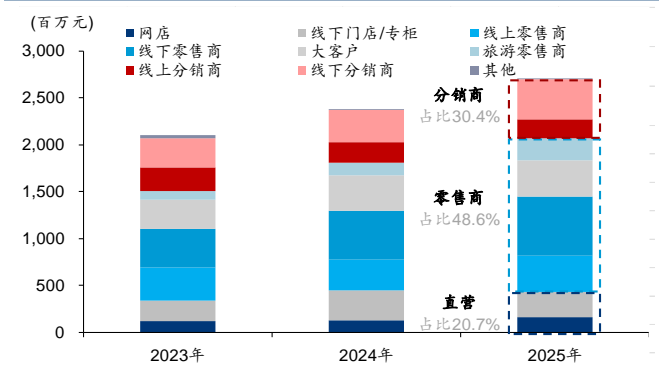
**图表50：颖通主要销售渠道模式介绍**

渠道	模式简介	颖通利润来源	销售方式	下游代表客户	客户数量&POS 数量
<b>直销渠道</b>	全流程自主经营	最终售价与成本、费用差价	自主经营线上	天猫、天猫国际、京东、小红书、抖音等网	49 家店，自有集成店“拾氦气盒”
			自主经营线下	品牌精品店、综合品牌专柜及形象柜，自有117家集成店“拾氦气盒”	
<b>零售商渠道</b>	零售商向颖通购买产品后，购销差价、销售回扣（当购买线上直接转售予消费者	产品数量超过合约规定阈值）	线上	电商平台及代表 KOL 的第三方公司	74 家, 112 个 POS
	线下		大客户：连锁化妆品专卖店/ 个别化妆品店 590 家, 7842 个 POS 店/ 品牌精品店/ 连锁眼镜店运营商、美容院		
<b>分销渠道</b>	分销商向颖通购买产品后，分销购销差价、销售回扣（当购买线上予零售商，或直接向消费者销售产品数量超过合约规定阈值）		线上	线上分销商	99 家
			线下	线下分销商	
				旅游零售商：机场/航空公司/游轮/免税店	14 家, 343 个 POS

注：客户数量与 POS 数量为 FY2025 数据  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

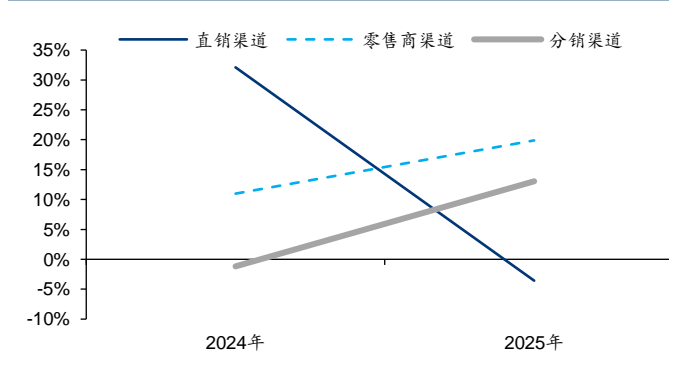
**直销/零售/分销三个主要渠道持续扩张。** FY2025 颖通直销/零售/分销三个渠道分别实现收入 4.3/10.1/6.3 亿元，占总收入比重 20.7%/48.6%/30.4%，FY2024-2025 年零售与分销渠道保持 10+% 的同比增速，直销渠道因战略调整略有下滑。其中，直销渠道由颖通控股自主运营，直接向消费者销售产品；零售商渠道中，线下大客户零售商主要包括连锁化妆品专卖店运营商等，零售商渠道还包括免税店、机场等旅游零售商；分销商渠道则由分销商为颖通转售各零售商渠道，或直接向终端消费者出售。

**图表51：FY2023-2025 各渠道收入与占比**



注：非自然年，2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

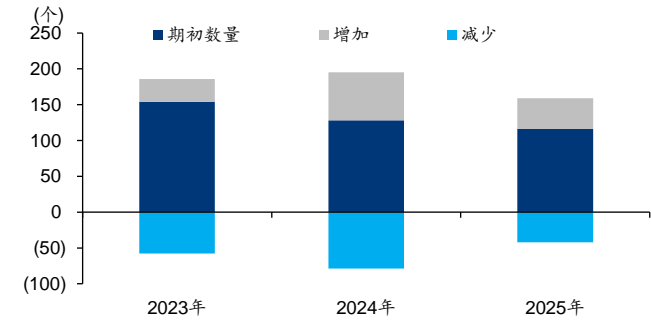
**图表52：FY2024-2025 各渠道收入同比增速**



注：非自然年，2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

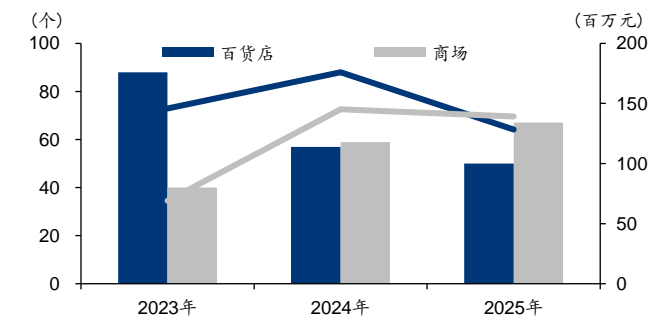
**直销渠道精细化运营，持续优化门店效率。** FY2023-2025 直销渠道线下门店/专柜数量分别为 128/116/117 家，净新增-26/-12/1 家，主要是由于管理团队关闭了表现不佳的门店/专柜。具体来看，FY2024 颖通香港/澳门线下渠道新开与新关门店数量较 FY2023 更多，主要是因为开设更多快闪门店，以应对线下消费人潮复苏缓慢带来的风险。FY2025 线下渠道回暖，且根据弗若斯特沙利文资料，商场渠道未来五年将有比百货店渠道更优的增长，因此颖通关闭位于百货店的自营门店/专柜，将更多资源转移至商场，FY2025 商场门店/专柜数量为 67 个，较 FY2023 净新开 27 个。

图表53: FY2023-2025 线下直销渠道门店/专柜数量变化



注: 非自然年, 2025年即截至2025年3月31日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

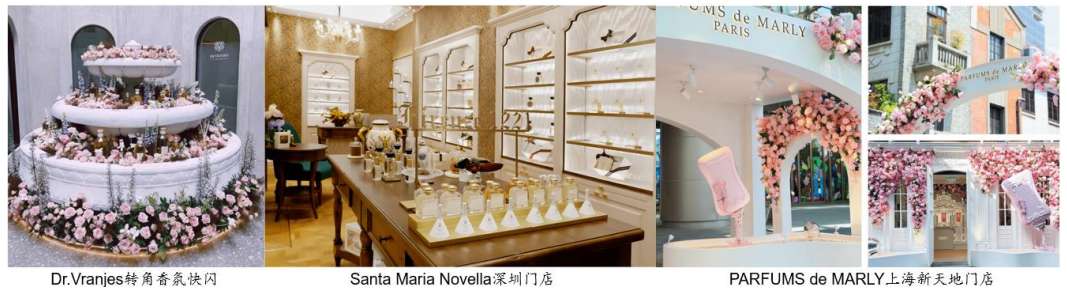
图表54: FY2023-2025 百货店与商场期末自营门店/专柜数量与收入



注: 非自然年, 2025年即截至2025年3月31日  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

线下渠道布局上注重高端商圈的点位集中与品牌协同。颖通控股代理的 ACCA KAPPA、PARFUMS de MARLY(玛丽之水)等小众沙龙香品牌常毗邻开设于上海新天地等核心商圈, 在撬动新天地作为“文旅商展超级流量入口”的同时, 这种密集布店策略有效利用了消费者的比价与试香习惯, 不仅降低了单品牌的获客成本, 更通过营造浓郁的香氛氛围激发连带购买, 提升了整体转化效率与客单价。同时, 公司极度重视线下体验的打造, 深知香氛品类高度依赖感官触达的特性, 因此持续通过主题快闪店、VIP 沙龙以及沉浸式形象专柜等创新形式, 强化消费者的现场互动与情感联结, 将线下门店转化为品牌价值传递和深度体验的核心场域, 最终实现从引流到成单的高效转化。

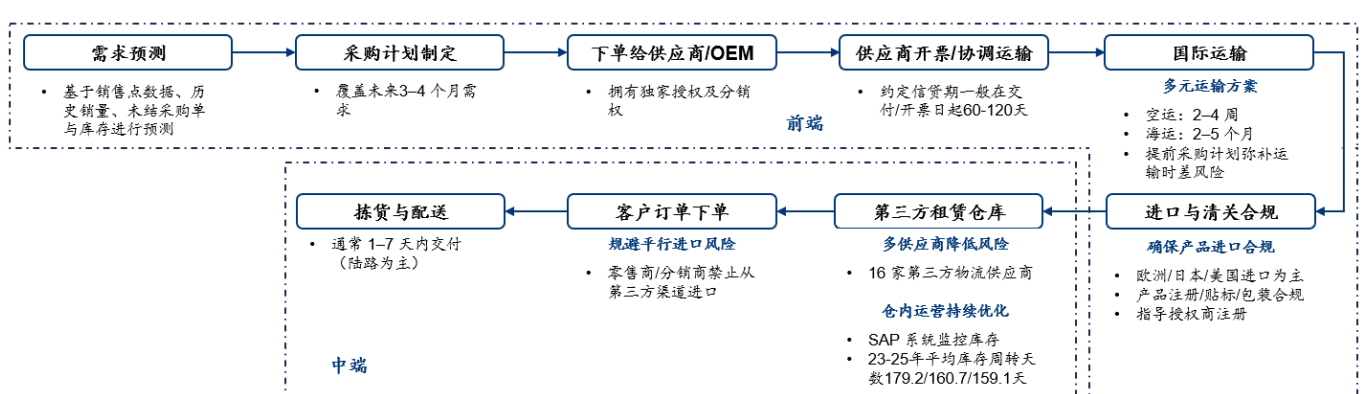
图表55: 颖通控股代理品牌门店与快闪装置示例



资料来源: 颖通控股、德勤联合发布《2025 中国香水香氛白皮书》, 界面新闻, 华泰研究

品牌入库链条管理完善, 全流程管理经验丰富。目前公司建设完善的品牌入库链条, 前端强调进口与清关合规, 中端强调出色的仓内运营, 同时全流程管理经验丰富, 支撑公司前线销售。

图表56: 颖通供应链流程一览



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

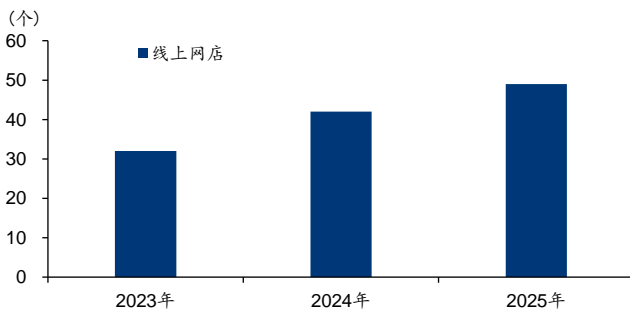
**前端：需求驱动的精细化采购与进口合规体系。**销售规划方面，颖通控股的采购与进口流程以前瞻性需求预测为起点，通过多维度数据实现提前计划，从而制定覆盖未来 3-4 个月需求的采购方案。账期方面，颖通在下单时与供应商约定 60-120 天信贷期，有效优化现金流。进口合规方面，公司致力确保进口产品符合适用的法律法规，在产品注册/标签/包装方面做好合规准备，并指导品牌授权商准备相关文件。另外，通过与零售商和分销商签订一致协议，禁止其自第三方采购相关品牌产品，从而降低平行进口带来的风险。

**中端：合作第三方物流商，持续优化仓内运营效率。**公司采用第三方租赁仓库模式降低固定资产投入，FY2025 合作 16 家物流供应商分散风险，仓储物流开支稳定在总营收 1.3%-1.5%，FY2023-2025 分别为 2690 万/2610 万/2910 万元。同时，公司致力于维持最佳存货水平，仓内运营效率提升显著，通过 SAP 系统实时监控库存，存货周转天数从 FY2023 的 179.2 天降至 FY2025 的 159.1 天。履约方面，颖通进口货物国际运输采用空运(2-4 周)与海运(2-5 个月)组合方案；向分销商履约则使用陆路配送，实现 1-7 日内交付。

**全面市场渗透：POS 广覆盖，发挥线上线下协同作用**

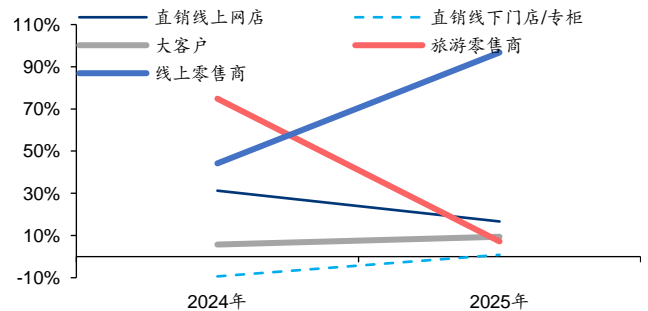
**线上/线下分别覆盖 161/8301 个 POS，覆盖 400 多个城市。**前文介绍的直销/零售/分销渠道均覆盖线上与线下市场，以直销渠道为例，线上渠道为电商及社交媒体平台（如天猫/天猫国际/京东/小红书/抖音等）上经营的网店，线下渠道则为商场及百货店经营的线下门店/专柜。FY2025 线上渠道中，直销/零售商渠道分别覆盖 49/112 个 POS；线下渠道中，直销/大客户/旅游零售商分别覆盖 117/7842/343 个 POS，各渠道的 POS 数量持续提升。FY2025 公司产品于中国（包括香港及澳门）400 多个城市中出售，实现广泛的市场覆盖。

图表 57: FY2023-2025 线上店铺数量变化



注：非自然年，2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

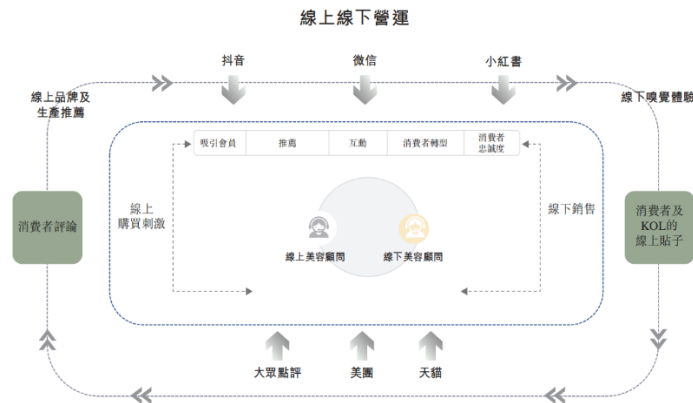
图表 58: FY2024-2025 直销与零售渠道 POS 数量同比增速



注：非自然年，2025 年即截至 2025 年 3 月 31 日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**线上线下实现协同作用。**在线上线下的营销及分销体系的协同模式下，公司通过社交媒体平台（如抖音、微信、小红书）上的名人/KOL 内容触达潜在消费者，激发其对线下 POS 产品的体验兴趣。消费者通过线下嗅觉接触与实物互动后，进一步转化为线下 POS 或关联线上渠道（公司、分销商、零售商运营）的购买行为。此外，已完成购买的消费者若在线分享产品评价，可形成二次传播，持续吸引新客群体验并购买产品，构建市场部署闭环。

图表59：线上线下一体化运营



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**广泛消费者覆盖：全周期消费者管理**

建立全周期消费者管理计划，涵盖消费者整个生命周期。对于潜在消费者、正常消费者及活跃/忠诚消费者、不活跃/流失消费者者，颖通设计完整的消费者管理计划。通过多元化的品牌及产品组合，支持公司启动、维持、重新激活和赢回消费者购买的活动，这些活动迎合消费者的个性化需求及偏好。FY2025 公司消费者管理计划有超过 200 万名消费者会员，并计划将此消费者管理计划数字化，使其对公司业务扩充更加有效率及有用处。

图表60：颖通消费者管理计划

消费者类型	消费者管理目的	消费者管理活动
潜在消费者及热情的潜在消费者	启动首购	推出会员福利、提供迎新礼品或抽样试用、举办联合品牌活动以增加消费者流量、鼓励与美容顾问的互动、提供首张订单奖励
正常消费者及活跃/忠诚消费者	激发重购	生日礼品及优惠券、保留邀请、美容顾问的私人问候、每月品牌活动、新产品推出活动及节日回电
不活跃/流失消费者	重新激活购买/重新吸引流失消费者	品牌活动邀请、新产品推出活动及新产品特别试用优惠

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**未来看点：自有品牌做强，外延并购拓展品类覆盖**

颖通控股通过自有品牌与渠道创新双轨并进，持续提升盈利能力和市场覆盖。自有品牌 Santa Monica 以眼镜与香水双品类布局，主打入门级高端定位，毛利率显著高于原有代理业务。自营零售品牌“拾氛气盒”整合多品牌香氛产品，以一站式体验深化消费者触达，贡献更高利润空间。同时，公司积极规划外延并购，拟投资收购成熟护肤品牌和低线城市零售网点，以强化品类矩阵与区域渗透，增强品牌控制力和利润水平，奠定长期增长基础。

**战略布局自有品牌及自营新渠道**

**战略布局自有品牌 Santa Monica 眼镜与香水双品类。**公司自有品牌 Santa Monica 于 1999 年推出眼镜产品，2022 年推出香水产品，构建双品类矩阵。自有品牌毛利率达 45% 以上。

眼镜品类方面，公司于 2023 年完成 Santa Monica 的产品线升级，形成覆盖全客群的三大系列：S 系列（高端传统设计）、M 系列（简约创新中端定位）、K 系列（儿童青少年耐用款），主打“科技+美学”的高性价比优势，FY2023-2025 实现营收 4.6/16.6/10.1 百万元，持续贡献核心自有品牌收入。

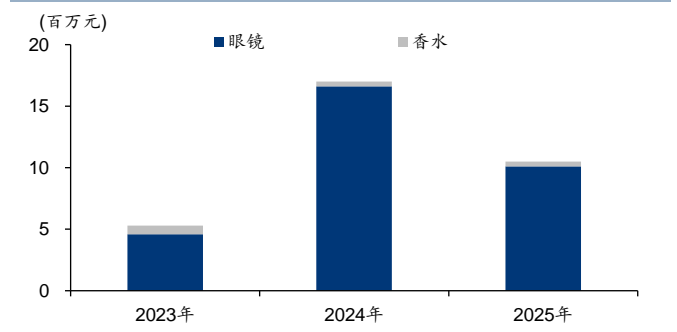
香水品类方面，则以“入门级高端”为定位，2022 年推出五款主线产品及迷你套装吸引年轻客群，2025 年升级两款新香强化设计，FY2023-2025 实现营收 0.7/0.4/0.4 百万元。

图表61：自有品牌 Santa Monica 旗下产品



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表62：FY2023-2025 自有品牌收入

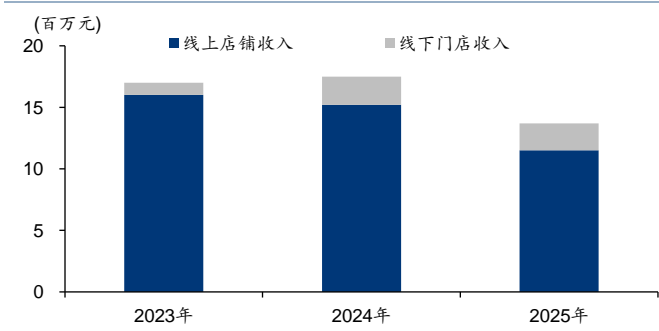


注：非自然年，2025年即截至2025年3月31日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**除 Santa Monica 外将继续发展美护自有品牌，扩展新品类。**据颖通控股招股说明书，公司发现行业以下潜在增长点：帮助解决皮肤问题的功效性护肤品正受消费者欢迎；25-35岁的年轻消费者关注皮肤老化问题，医美在中国内地二线及低线城市的渗透率持续增加；在各个销售护肤品的在线渠道中，护肤品于淘宝、京东及抖音等主要电商平台的销售收入最高。基于此类前瞻性行业判断，公司或将基于自身理解发展护肤品牌、拓宽品类矩阵。

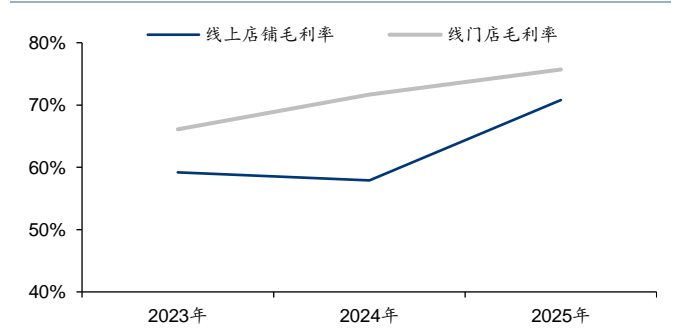
**自营零售集成品牌拾氛气盒提供一站式购物体验。**公司自2016年通过线上销售渠道创立自营零售品牌“拾氛气盒”，并于2018年开设首家旗舰店，定位“一站式购物空间”。该品牌集成颖通旗下香水品牌与产品，至今销售逾55个品牌超过2,000款产品（以SKU计），吸引在所使用的产品中表达个性和美学品味的文艺青年群体，并通过专业指导培育香水新用户成为忠实消费者。FY2023-2025 线上店铺收入 16.0/15.2/11.5 百万元，毛利率 59.2%/57.9%/70.8%；线下门店收入 1.0/2.3/2.2 百万元，毛利率 66.1%/71.7%/75.7%，拾氛气盒持续赋能公司香氛业务。

图表63：FY2023-2025 拾氛气盒线上店铺与线下门店收入



注：非自然年，2025年即截至2025年3月31日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表64：FY2023-2025 拾氛气盒线上店铺与线下门店毛利率



注：非自然年，2025年即截至2025年3月31日  
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**拾氛气盒当前门店覆盖一线/新一线城市，未来计划持续探索低线城市空间。**拾氛气盒目标发展为覆盖中国内地主要城市的“连锁香水专业零售商”，依托多品牌聚合优势，为小众品牌提供高效曝光以及场景化体验壁垒，持续抢占中国香水蓝海市场。

**现有门店入驻一线/新一线城市核心商圈：**截至2025年，公司入驻各一线/新一线城市核心商圈，包括上海（K11 购物艺术中心、大宁久光百货）、昆明（王府井百货）、深圳（COCO Park）及佛山（环宇城）运营五家自营线下门店；

**积极探索门店新经营模式：**公司于2024年12月与第三方零售商订立协议，为拾氛气盒门店探索自营以外的新经营模式，授权合作零售商使用商标、专柜销售指定产品，截至2025年已于宁波经营一家门店，该模式令拾氛气盒以相对较低的成本迅速渗透若干市场；

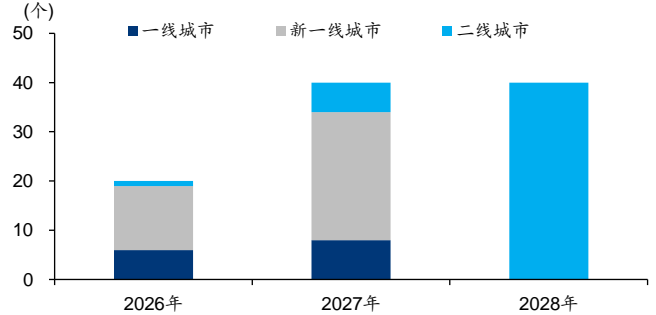
**门店计划持续扩张:**颖通计划持续扩张线下门店,据公司招股说明书,IPO 融资金额的 20.0% 将用于发展拾氛气盒门店,实现对一线、新一线及二线城市的覆盖,计划 FY2026-2028 分别新开 20/40/40 家门店,并预计 FY2026 开设 5 家面积更大的旗舰店。线下门店的收支平衡期约为 9 个月,投资回收期约为 2.5 年。

图表65: 拾氛气盒现有线下门店与线上店铺一览



资料来源:公司招股说明书,华泰研究

图表66: 拾氛气盒 FY2026-2028 各线城市开店计划



注:非自然年,2025年即截至2025年3月31日

资料来源:公司招股说明书,华泰研究

我们估计公司直营门店(含拾氛气盒品牌与单品牌直营店)中长期有望达 370 家。我们采用自上而下的方法,从渗透率提升角度对公司中长期直营店数量进行估计。我们假设中长期国内香水渗透率由中单位数提升至 20% (略低于美国目前水平, 20+%, 科蒂集团数据), 人均香水年支出达 125 元,接近韩国当前水平(2024 年韩国人均消费支出约 126 元,欧睿), 则中长期中国内地香水市场规模有望触达 352 亿元。假设中长期线下渠道占比回落至 60%, 公司中长期于香水市场份额提升 5pct, 直营店收入占线下收入比进一步提升至 35%, 品牌矩阵扩充及产品连带情况增加下中长期单店收入提升 25%, 则公司线下直营店有望达 370 家,较 FY2024 年底线下直营 POS 数量增加 253 家。

图表67: 颖通控股: 直营门店开店空间预测

	中长期 (FY28-FY30)	备注
香水消费人群数 A (亿人) =a*b	2.8	
人口总数 a (亿人)	14.1	假设维持稳定
香水渗透率 b	20%	假设中长期国内香水渗透率由中单位数提升至略低于美国水平 (20+%)
人均年香水支出 B (人民币元)	125	假设中长期接近韩国 2024 年水平
全国香水市场规模 C (人民币亿元) =A*B	352	
线下渠道占比 D	60%	FY24 占比为 66% (久谦), 考虑日化类整体线上化趋势明显, 我们预计未来香水线下渠道市场份额或有小幅下降
颖通市场份额 E	14.3%	假设线下市场份额和香水整体市场相同, 且颖通中长期市占率较 23 年底可提升 5 个百分点
公司可触达的线下市场空间 F (人民币亿元) =D*E	30.2	
直营店占比 %g	35%	FY24 公司直营店渠道占线下收入比重为 20%, 假设中长期提升至 35%
公司直营店可触达的线下市场空间 G=F*g (人民币亿元)	10.6	
单店 GMV (万元) H	286.0	假设品类扩张推动下中长期单店可提升 25%
公司门店数量 (家) =G/H	370	
新开门店空间 (较 FY24 末)	253	

资料来源:国家统计局,欧睿,公司招股说明书,华泰研究预测

**外延并购: 计划收并购外部品牌/区域零售网点, 加强品类覆盖与区域覆盖**

根据公司招股说明书, IPO 募集资金将主要用于发展品牌 (包括自有品牌与外购品牌)、发展扩大直销渠道、加速数字化转型、提升集团知名度与声誉与一般营运资金, 分别占募集资金比例的 15%/55%/10%/10%/10%, 其中外延并购主要涉及到外购品牌与收并购区域零售网点, 从而加强品牌品类覆盖与区域覆盖。

图表68：公司募集资金用途梳理

主要用途	金额比例	细分金额比例	细分用途
发展品牌（自有+外购）	15%	5%	开发新自有品牌（Santa Monica 除外）
		5%	发展现有自有品牌 Santa Monica
		5%	收购或投资外部品牌
发展扩大直销渠道	55%	20%	开设新的拾氦气盒门店
		35%	开设其他线下自营门店/专柜
加速数字化转型	10%	2%	升级数字化 CRM 系统
		3%	升级中台系统，提高运营效率
		5%	升级财务或营运系统
提升集团知名度与声誉	10%	4%	行业研发及发表相关论文
		4%	组建及参与行业香水会议
		2%	为各种活动提供资金
营运资金及一般企业用途	10%	10%	/

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**并购外部品牌，加强护肤品领域广覆盖。**颖通控股计划将全球发售所得款项净额的 5% 专项用于外部品牌并购。在标的选择上关注大中华区品牌所有者、拥有稳定经营业绩及市场声誉、拥有多元化产品、过往成功年零售额超 1000 万美元的成熟标的。据弗若斯特沙利文数据，约 200 家品牌符合上述筛选标准，该类收购可继续加强颖通在高端护肤市场的空白。

**并购二线及以下城市零售商，强化低线城市渗透。**颖通控股计划将全球发售所得款项净额的 35% 用于开设其他线下自营门店/专柜，可能寻求机会收购或投资于若干在中国内地二线及以下城市（尤其是在江苏省、浙江省及广东省等）的庞大本地零售网络。在标的选择上关注网点市场声誉及可靠度、稳健财务表现、庞大且持续扩展的消费群。据弗若斯特沙利文数据，约 1 万家网点符合上述筛选标准，该类收购将继续强化颖通直销线下网络建设。

## 盈利预测与估值

公司作为国内领先的高端香水集团，已构建覆盖全渠道的销售网络，驱动香水多渠道销售稳健增长，正寻求通过孵化自有品牌、拓展自营零售渠道与战略性外延并购三大动能，打造企业成长第二曲线。我们预计公司 FY2026E-FY2028E 收入分别达 22.81/27.25/32.83 亿元，对应 FY26E-FY28E CAGR 达 16.4%；对应 FY2026E-FY2028E 归母净利润 2.61/3.27/4.12 亿元，对应 FY26E-FY28E CAGR 达 21.9%。盈利预测拆分如下：

**线下渠道：**我们预计 FY26E-FY28E 线下渠道收入分别达 14.94/18.50/23.00 亿元，对应 FY26E-FY28E 线下渠道收入 CAGR 达 20.3%。分拆收入来源看：

**1) 线下直销：**主要为公司通过自营线下门店及专柜以及自有集合店“拾氛气盒”直接向消费者销售产品获取收入。据公司招股说明书，公司预计 FY26E-FY28E 期间分别开设 20/40/40 家“拾氛气盒”门店及 30/30/30 家其他自营门店或专柜，故我们预计 FY26E-FY28E 公司线下直销 POS 数量分别净新增 50/70/70 家。考虑到直营新店爬坡或需要时间，我们预测 FY26E-FY28E 公司平均从单个线下门店/专柜获得的收入分别达 224/231/242 万元，同比分别-2%/+3%/+5%。综上，我们预计公司 FY26E-FY28E 从线下直销渠道获得收入 3.74/5.47/7.44 亿元，对应 FY26E-FY28E CAGR 达 40.6%。

**2) 线下零售商：**公司从大客户处获得的收入主要指将产品销售至线下连锁化妆品专卖店获得的销售收入，从旅游零售商处获得的销售收入指公司将产品销售至邮轮/免税店等旅游零售渠道。我们预计公司 FY26-FY28 从线下零售商处获取的收入分别达 6.43/7.04/7.94 亿元，同比分别+2.9%/+9.6%/+12.7%。按不同客户类型拆分：

①大客户：公司 FY2024 起大客户 POS 数量加速增长，FY2025 从单个大客户零售点处获得的收入数量同比略下滑。我们预计后续产品矩阵调整及铺设至各大客户终端门店处需要一定时间，FY26 主要着手于调整，从单个线下大客户处获得的收入降幅逐渐收窄；FY27 起从单个线下大客户处获得的收入同比微增、大客户拓展进程也将随之加快。对应地，我们预计 FY26E-FY28E 公司大客户分别净新增 100/400/500 家，对应从单个大客户 POS 处获得的收入达 4.86/4.96/5.21 万元，同比分别-2%/+2%/+5%，对应 FY26E-FY28E 从大客户处获取的收入分别达 3.86/4.14/4.60 亿元，yoy-1%/+7%/+11%。

②旅游零售商：随销售品牌及品类逐渐丰富，我们预计公司 FY26 起公司从单个旅游零售 POS 处获取的收入分别达 70.71/72.12/73.57 万元，同比分别+3%/+2%/+2%；考虑 FY24 公司已完成旅游零售商 POS 大规模扩展（FY24 净新增 137 个旅游零售商 POS），而 2025 年内离岛免税表现略疲弱（2025 年 1-8 月月均销售额 yoy-8.5%，海口海关）、境内机场跨境航班供给仍处恢复进程中（2025 年 1-8 月客运航班 54.4 万架次/恢复至 2019 年同期 83.8%/同比+16.9%，CADAS 交通大数据），我们预计 FY26 旅游零售商客户数量拓展进程将维持相对稳定（FY25 净新增 23 个），FY27 起或将重点发力机场免税店等渠道，故我们预计 FY26-FY28 旅游零售 POS 分别净新增 20/40/50 个。上述假设对应 FY26E-FY28E 从旅游零售商处获取的收入分别达 2.57/2.91/3.33 亿元，同比分别+9.0%/+13.2%/+14.7%。

**3) 线下分销商：**香水行业市场规模于低线城市仍有较大提升空间（2024-2028 年三线及以下香水市场规模 CAGR 17.7%，高于中国内地香水市场整体 CAGR 10.6%，弗若斯特沙利文），我们认为随公司进一步渗透低线城市，单个线下分销商对接的零售点数量或将进一步增加，我们预计 FY26E-FY28E 公司从单个线下分销商处获得的收入分别达 867/997/1171 万元，同比分别+5%/+15%/+18%。考虑到 FY22-FY25 经销商数量相对较稳定，我们预计公司 FY26E-FY28E 线下分销商分别净新增 3/5/5 家。上述假设对应 FY26-FY28 公司从线下分销商处获得的收入分别达 4.77/5.98/7.61 亿元，同比分别+11%/+25%/+27%。

图表69：颖通控股：收入拆分（线下）

(人民币 百万元)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	1,674.65	1,699.14	1,863.76	2,083.36	2,280.63	2,724.86	3,282.73
YoY(%)		1.5%	9.7%	11.8%	9.5%	19.5%	20.5%
<b>一、线下渠道</b>	<b>842.20</b>	<b>931.89</b>	<b>1,182.47</b>	<b>1,321.55</b>	<b>1,494.06</b>	<b>1,849.86</b>	<b>2,299.54</b>
YoY(%)		10.6%	26.9%	11.8%	13.1%	23.8%	24.3%
<b>1、线下直销</b>	<b>215.45</b>	<b>214.83</b>	<b>321.19</b>	<b>267.68</b>	<b>374.42</b>	<b>547.31</b>	<b>744.41</b>
yoy		-0.3%	49.5%	-16.7%	39.9%	46.2%	36.0%
线下直销 POS 数量	154	128	116	117	167	237	307
年内净新增		(26)	(12)	1	50	70	70
从单个线下门店/专柜获得的收入（万元）	139.90	167.84	276.88	228.78	224.21	230.93	242.48
YoY		20%	65%	-17%	-2%	3%	5%
<b>2、线下零售商</b>	<b>412.99</b>	<b>404.71</b>	<b>517.12</b>	<b>624.52</b>	<b>642.81</b>	<b>704.35</b>	<b>793.67</b>
yoy		-2.0%	27.8%	20.8%	2.9%	9.6%	12.7%
<b>1)大客户</b>	<b>354.65</b>	<b>315.66</b>	<b>380.48</b>	<b>389.05</b>	<b>386.13</b>	<b>413.69</b>	<b>460.41</b>
YoY		-11%	21%	2%	-1%	7%	11%
占线下零售商收入比例%	86%	78%	74%	62%	60%	59%	58%
大客户 POS 数量		6,779	7,167	7,842	7,942	8,342	8,842
年内净新增			388	675	100	400	500
从单个 POS 处获得的收入（万元）		4.66	5.31	4.96	4.86	4.96	5.21
YoY			14%	-7%	-2%	2%	5%
<b>2)旅游零售商</b>	<b>58.35</b>	<b>89.06</b>	<b>136.64</b>	<b>235.47</b>	<b>257</b>	<b>291</b>	<b>333</b>
YoY		53%	53%	72%	9.0%	13.2%	14.7%
占线下零售商收入比例%	14%	22%	26%	38%	40%	41%	42%
旅游零售商 POS 数量	200	183	320	343	363	403	453
年内净新增		(17)	137	23	20	40	50
从单个 POS 处获得的收入（万元）	29.17	48.67	42.70	68.65	70.71	72.12	73.57
YoY		66.8%	-12.3%	60.8%	3%	2%	2%
<b>3、线下分销商</b>	<b>213.76</b>	<b>312.34</b>	<b>344.16</b>	<b>429.35</b>	<b>476.83</b>	<b>598.20</b>	<b>761.46</b>
yoy		46%	10%	25%	11%	25%	27%
线下分销商数量		43	47	52	55	60	65
年内净新增			4	5	3	5	5
从单个线下分销商处获得的收入（万元）		726.38	732.25	825.68	866.96	997.01	1,171.48
yoy			1%	13%	5%	15%	18%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**线上渠道：**我们预计 FY26E-FY28E 公司线上渠道收入分别达 7.81/8.69/9.78 亿元，同比分别+3.3%/+11.3%/+12.4%，对应期间 CAGR 8.9%。拆分来看：

**1) 线上直销：**主要为公司从各主流电商平台及社交媒体平台自主运营的品牌旗舰店处获得的销售收入。随新品牌陆续引入、品牌香型及香氛品类上新，我们预计公司 FY26E-FY28E 线上直销网点数量分别净增加 3/3/3 家，公司从单个线上直营店获得的销售收入分别同比持平/+3%/+3%，对应 FY26E-FY28E 公司从线上直销渠道获得的收入分别达 1.74/1.88/2.04 亿元，同比分别+6.1%/+8.4%/+8.1%。

**2) 线上零售商：**主要为公司向各类第三方零售商（如电商平台自营三方店/KOL 公司等）销售所获得的收入。考虑到公司 FY22-FY25 线上零售商数量稳步提升，但从单个零售商处获取的收入出现同比下滑，我们预计公司 FY26E-FY28E 线上零售商分别净新增 10/20/20 家；从单个线上零售商处获得的收入有望企稳回升，FY26-FY28 分别同比-2%/2%/5%，对应公司 FY26E-FY28E 从线上零售商处获取的收入分别达 4.12/4.84/5.75 亿元，同比分别+6.0%/+17.5%/+18.8%。

**3) 线上分销商：**线上分销为线上销售中“B2B2C”链路的中间环节。考虑公司 FY25 线上分销商数量同比有减少，从单个线上分销商处获得的收入同比表现略有回升，我们预计 FY26E-FY28E 线上分销商分别净增加-2/0/0 家，从单个线上分销商处获得的收入分别同比持平/+1%/+1%，对应 FY26-FY28 公司从线上分销商处获取的收入达 1.96/1.98/2.00 亿元，同比分别-4.3%/+1.0%/+1.0%。

图表70: 颖通控股: 收入拆分 (线上)

(人民币 百万元)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	1,674.65	1,699.14	1,863.76	2,083.36	2,280.63	2,724.86	3,282.73
YoY(%)		1.5%	9.7%	11.8%	9.5%	19.5%	20.5%
二、线上渠道	794.86	735.05	670.09	756.20	780.95	869.38	977.57
YoY(%)		-7.5%	-8.8%	12.9%	3.3%	11.3%	12.4%
1、线上直销 (网店)	167.05	123.79	126.14	163.70	173.72	188.34	203.57
yoy		-25.9%	1.9%	29.8%	6.1%	8.4%	8.1%
线上直销网店数量	30	32	42	49	52	55	58
年内净新增		2	10	7	3	3	3
从单个线上网店获得的销售收入 (万元)	556.84	386.83	300.34	334.08	334.08	342.43	350.99
YoY		-31%	-22%	11%	0%	3%	3%
2、线上零售商	371.82	356.43	327.63	388.24	411.66	483.52	574.50
yoy		-4.1%	-8.1%	18.5%	6.0%	17.5%	18.8%
线上零售商 POS 数量		42	63	122	132	152	172
年内净新增			21	59	10	20	20
从单个线上零售商处获得的收入 (万元)		848.64	520.04	318.23	311.87	318.10	334.01
YoY			-39%	-39%	-2%	2%	5%
3、线上分销商	255.99	254.83	216.32	204.26	195.57	197.52	199.50
yoy		-0.5%	-15.1%	-5.6%	-4.3%	1.0%	1.0%
线上分销商数量		47	51	47	45	45	45
年内净新增			4	(4)	(2)	0	0
从单个线上分销商处获得的收入 (万元)		542.20	424.16	434.60	434.60	438.94	443.33
yoy			-22%	2%	0%	1%	1%
三、其他	37.60	32.21	11.20	5.61	5.61	5.61	5.61
yoy		-14%	-65%	-50%	0%	0%	0%

资料来源: 华泰研究预测

**成本端:** 随公司积极拓展自营品牌门店及集合店 (我们估计毛利在 70+%, 高于线上线下其他各渠道)、产品及品类矩阵不断扩充, 我们预计公司 FY26E-FY28E 整体毛利率稳中有升, 分别达 50.9%/51.3%/51.8%。收入端规模提升或将有效摊薄费率, 我们预计 FY26E-FY28E 销售费用率分别达 28.4%/28.3%/28.1%, 管理费用率分别达 9.7%/9.6%/9.5%, 费率均呈稳中有降趋势。

综上, 我们预计公司 FY26E-FY28E 归母净利润将分别达 2.61/3.27/4.12 亿元, 同比分别 +14.9%/+25.3%/+26.0%; 对应归母净利率 11.4%/12.0%/12.5%, 同比分别 +0.5pct/+0.6pct/+0.5pct。

图表71: 颖通控股: 成本费用率及归母净利润预测

(人民币 百万元)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售成本	813	843	926	1,035	1,121	1,328	1,583
毛利率	51.4%	50.4%	50.3%	50.3%	50.9%	51.3%	51.8%
费用端:							
销售费用	537	458	515	593	648	771	922
销售费用率	32.1%	26.9%	27.6%	28.5%	28.4%	28.3%	28.1%
管理费用	158	170	203	208	221	262	312
管理费用率	9.4%	10.0%	10.9%	10.0%	9.7%	9.6%	9.5%
归母净利润	171	173	206	227	261	327	412
yoy	0.0%	1.3%	19.3%	10.0%	14.9%	25.3%	26.0%
归母净利率	10.2%	10.2%	11.1%	10.9%	11.4%	12.0%	12.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

考虑公司品牌代运营业务模式及所处香化品类，我们选取 Interparfums (IPAR US) 作为香水品牌代运营业务可比公司，选取 PUIG (PUIG US)、珀莱雅 (603605 CH)、丸美生物 (603983 CH) 作为香化品类可比公司，可比公司 2026E iFind 及 Bloomberg 一致预测 PE 18X。

我们给予公司 2026E 目标 PE14X，折价主要考虑以下两大差异点：1) 商业模式差异：颖通控股当前主要业务集中在下游销售环节；可比公司 Interparfums 属香水授权商，拥有较多一手品牌资源，深度参与香水产品设计、生产管理及全球分销环节，一体化运营整合度较高。其他可比公司 (PUIG、珀莱雅、丸美生物) 以自有品牌为主，品牌资产蕴含一定估值溢价。2) 流动性差异：当前颖通控股尚未纳入港股通，流动性或稍低，对应一定流动性折价空间。综上，首次覆盖给予颖通控股目标价 2.86 港币 (汇率 0.91)，对应 14X 2026E PE，予以“买入”评级。

图表72：颖通控股：可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (当地货币)	总市值 (当地货币亿元)	2025E PE	2026E PE	2027E PE
<b>香水品牌代运营</b>						
IPAR US	Interparfums	87.38	28.02	16.81	15.81	14.70
<b>香化品类</b>						
PUIG SM	PUIG	14.16	80.46	13.76	12.93	11.99
603605 CH	珀莱雅	73.32	290.35	17.15	15.12	13.38
603983 CH	丸美生物	34.38	137.86	33.65	26.71	21.52
	<b>化妆品平均</b>			<b>21.52</b>	<b>18.25</b>	<b>15.63</b>
	<b>整体平均</b>			<b>20.34</b>	<b>17.64</b>	<b>15.40</b>

注：珀莱雅、丸美生物数据截至北京时间 2025.11.10 收盘，IPAR、PUIG 数据截至 2025.11.7 收盘；其中 IPAR、PUIG 为彭博一致预测，珀莱雅、丸美生物为 iFind 一致预测。IPAR 收盘价及总市值以美元计，PUIG 收盘价及总市值以欧元计，珀莱雅、丸美生物收盘价及总市值以人民币计。

资料来源：同花顺 iFind, Bloomberg, 华泰研究

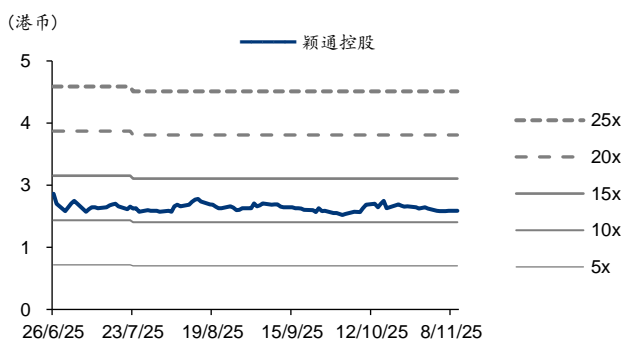
### 风险提示

**销售表现不及预期。**公司旗下运营大量香水/护肤/香薰品牌，若出现消费者偏好发生转变、新品推广响应平淡、营销活动转化率不足、竞争导致销售表现下滑等问题，将影响公司总体营收增速，进而影响公司整体业绩水平。

**品牌授权终止。**公司主营业务香水运营依赖外部品牌授权，若合作品牌调整中国市场策略、收回授权或转向主营，使得合作关系终止，将使得公司业务规模下滑，进而影响公司整体业绩水平。

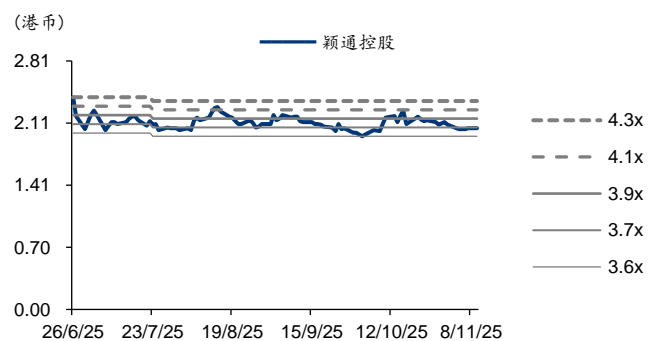
**相应假设或测算不及预期。**我们对公司未来业绩的预测基于多项核心假设，包括但不限于直营门店扩张速度、毛利率等。若公司实际门店拓张情况与招股书中偏离较大、毛利水平出现较大波动，相应假设或测算或有不及我们预期的风险。

图表73：颖通控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表74：颖通控股 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司