

颖通控股 (6883 HK)

奢品香氛管理先驱，首次覆盖给予买入评级

颖通控股成立于1980年代，是第一家系统性、规模化地将国际高端香水引入中国的公司。区别于贸易商，公司通过品牌授权代理模式，为欧洲香水提供从市场准入、渠道铺设到消费者教育的全链条服务。作为中国进口香水先行者，公司为现行行业标准的制定与优化发挥了重要作用。我们认为核心投资逻辑如下：

- **高增赛道的核心受益者。**中国香水市场成为化妆品领域增速最快赛道基本已成共识，多机构预测未来4-5年增速达9-14%，近两年国内外美妆集团及国际时尚集团跨界布局香水领域进一步印证该趋势。规模增长的核心驱动力主要为渗透率提升：1) 宏观层面，中国人均香水消费支出远低于美英日韩，人均GDP增长持续支撑消费潜力；2) 中观层面，低线城市消费意愿增强、男性香水支出激增、香水向线上渗透推动市场扩容；3) 微观层面，消费者对生活品质的需求促使香氛使用场景延伸，逐渐进入日常化场景。颖通作为中国香水领域先驱，以零售额计在华（含港澳）市占率排名第三，81%收入来自香水业务（FY2025），将会是市场规模增长的核心受益者。
- **多品牌运营构筑上下游两端合作主动权。**1) 对下游：公司凭借管理超70个国际品牌、2000余个SKU的矩阵及宽泛的产品价格带（30元至6万元），能为购物中心等核心渠道提供一站式美妆品牌入驻方案，显著降低沟通成本；同时通过灵活替换滞销品牌协助渠道降低经营风险强化合作粘性。2) 对上游：颖通以近40年经验解决海外品牌入华痛点，有效缩短卫检流程，依托200万会员体系数据支撑产品配方、包装及定价等本土化改造。通过覆盖400城、7800个销售终端的全渠道网络为品牌精准匹配销售通路。多年积累已使公司形成上下游双向赋能的运营闭环。
- **投资者当前两大担忧：**1) 核心品牌运营权被收回带来营收缺口；2) 国产品牌崛起冲击其市场份额。经过剖析，我们认为这些担忧或被过度放大。1) 品牌运营权收回风险现实情况较为乐观。公司供应商与多数品牌（贡献70%销售）签有永久合约，如主力品牌Versace去年与供应商续约30年。欧洲品牌因高研发成本，倾向与渠道长期合作，即使收回运营权也附有高额补偿。且销售体量越大的品牌对渠道依赖越强，收回难度越大，体量小的品牌被收回则对整体业绩影响有限。2) 国产品牌竞争当下威胁有限。香水市场处于增量扩张阶段，国产品牌与国际高端品牌价格带、客群差异大，前者更多在为后者培育潜在客群。且国产品牌在调香师培养、研发投入、原料获取、生产工艺等方面与国际品牌差距悬殊，短期难成威胁。
- **首次覆盖评级为“买入”。**目标价3.49港元对应14.2倍的FY26E市盈率，基于1.07倍可比同业前瞻PEG基础上给予30%估值折价。（详见估值部分）

财务资料

(截至03月31日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入(百万人民币)	1,864	2,083	2,425	2,784	3,134
同比增长(%)	9.7	11.8	16.4	14.8	12.6
净利润(百万人民币)	206.5	227.0	299.7	324.1	370.3
同比增长(%)	19.3	10.0	32.0	8.1	14.3
每股收益(人民币)	na	na	0.22	0.24	0.28
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	0.23	0.26	0.32
市盈率(倍)	na	na	8.2	7.6	6.7
股息率(%)	na	na	9.2	6.6	7.5

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(首次覆盖)

目标价	3.49 港元
潜在升幅	72.8%
当前股价	2.02 港元

中国必选消费

张苗
 (852) 3761 8910
 zhangmiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	2,740.1
3月平均流通量(百万港元)	17.0
52周内股价高/低(港元)	NA/NA
总股本(百万)	1356.5

资料来源：FactSet

股东结构

颖通国际	73.8%
林莉	0.5%

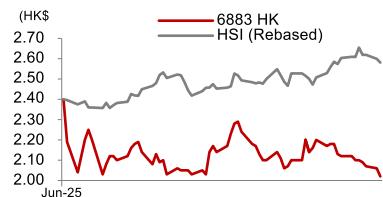
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.8%	-6.8%
3-月	NM	NM
6-月	NM	NM

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

目录

重点图表	3
投资逻辑	4
1. 高增赛道的核心受益者	4
2. 多品牌运营：构筑上下游两端合作主动权	8
3. 投资者是否过度担忧风险？	10
公司概况	13
发展历程：深耕香水 40 载，品牌与品类扩展支撑增长	13
业务模式：香水产业链中下游	14
供应链：头部供应商合作关系稳固	15
渠道：全渠道覆盖+精细化管理	16
行业概况	20
香水市场增长动能强劲，前景明确可见	20
后疫情时代的新“口红效应”：香氛的情绪价值	21
Z 世代与男性为行业注入新增长动能	22
行业进入壁垒	26
财务预测	27
收入：预计 FY25-28E 复合增长率达 15%，依托新店开业与新品牌签约	27
毛利：毛利率随自营渠道收入占比提升而改善	29
净利润及净利率：保持改善态势	33
估值	34
首次覆盖给予买入评级，目标价 3.49 港元	34
投资风险	36
销售不及预期风险	36
战略计划落地不及预期风险	36
品牌终止合作风险	36
自有品牌开发进度不及预期风险	36
潜在管理层人员变动带来的构架变动风险	36
附录	37
公司管理品牌目录	37
公司历史	39
股权构架	40
管理层资料	40

重点图表

图 1: 主要财务预测

人民币 百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	1,675	1,699	1,864	2,083	2,425	2,784	3,134
自营渠道	383	339	447	431	534	659	789
零售商渠道	785	761	845	1,013	1,169	1,318	1,452
分销渠道	470	567	560	634	716	801	887
其他	38	32	11	6	6	6	6
同比增速	1.5%	9.7%	11.8%	16.4%	14.8%	12.6%	
自营渠道	-11.5%	32.1%	-3.6%	23.9%	23.3%	19.8%	
零售商渠道	-3.0%	11.0%	19.9%	15.4%	12.8%	10.1%	
分销渠道	20.7%	-1.2%	13.0%	13.0%	11.9%	10.7%	
其他	-14.3%	-65.2%	-49.9%	0.0%	0.0%	0.0%	
毛利率	51.4%	50.4%	50.3%	50.3%	51.7%	51.6%	51.8%
自营渠道	67.8%	67.5%	69.0%	68.9%	68.3%	66.4%	65.0%
零售商渠道	48.3%	47.7%	46.9%	47.9%	48.0%	48.0%	48.3%
分销渠道	46.0%	48.3%	45.8%	45.6%	45.7%	45.7%	45.9%
其他	18.9%	-29.8%	-207.0%	-421.3%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	171	173	206	227	300	324	370
同比增速	1.3%	19.3%	10.0%	32.0%	8.1%	14.3%	
净利率	10.2%	10.2%	11.1%	10.9%	12.4%	11.6%	11.8%
扣非净利润	171	173	206	227	260	324	370
同比增速	1.3%	19.3%	10.0%	14.4%	24.8%	14.3%	
扣非净利率	10.2%	10.2%	11.1%	10.9%	10.7%	11.6%	11.8%

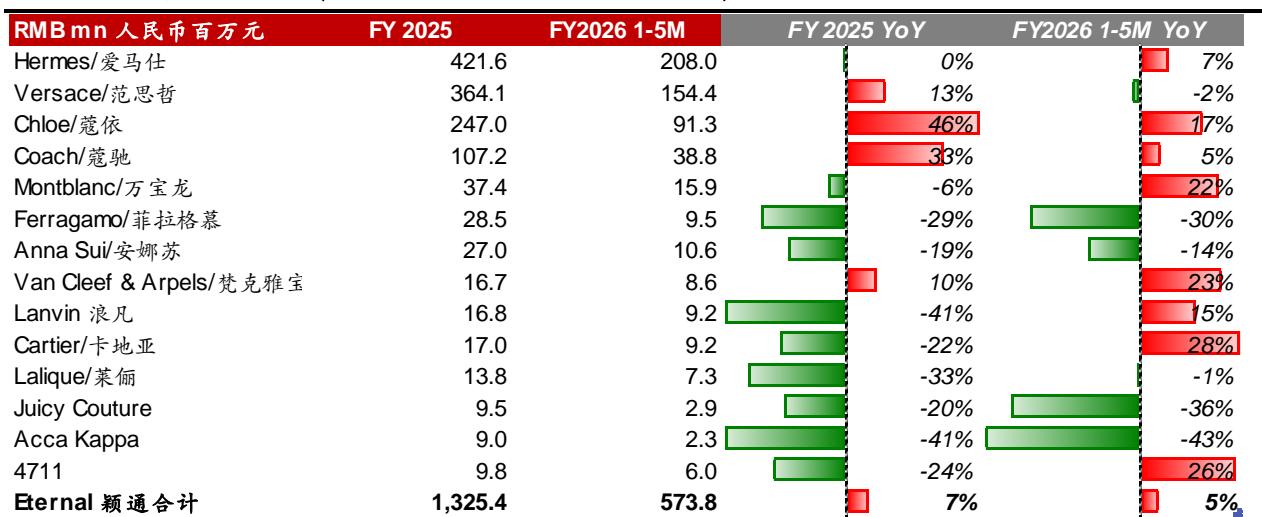
资料来源：公司资料，招银国际环球市场（财务年度截止于3月31日）

图 2: 中国（含香港及澳门）排名前五香水集团，2023年

排名/Ranking	集团	Group	类别	Category	市场份额/Market share
1	香奈儿	Chanel	品牌所有者	Brand-Owner	10.6%
2	路易威登	LVMH	品牌所有者	Brand-Owner	9.4%
3	颖通集团	Eternal	品牌运营者	Brand-Operator	9.3%
4	欧莱雅	L'Oréal	品牌所有者	Brand-Owner	9.1%
5	雅诗兰黛	Estée Lauder	品牌所有者	Brand-Owner	8.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

图 3: 主要品牌线上成交额(含淘宝天猫、抖音、京东三大平台)



资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

注：仅覆盖在三大平台进入前100名的品牌

投资逻辑

1. 高增赛道的核心受益者

■ 1.1 香水将是化妆品领域增长最快的赛道已为共识

颖通集团 81% 的收入与 76% 的毛利润均来自香水销售业务 (FY2025, 截至 2025 年 3 月)，香水为其核心发展赛道。以终端零售额统计，公司市场份额在中国包括港澳地区位列第三 (9.3%)，在大陆位列第四 (8.1%)，稳居行业第一梯队。

据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 数据，2018-2023 年中国大陆香水市场以 15% 的年复合增长率领跑，远超护肤品 (8.4%)、个人护理品 (5.8%) 及彩妆 (4.7%) 等其他美妆品类。该机构预测，2023-2028 年香水仍将是美妆行业增长最快的品类，年复合增长率高达 14%，市场规模将增至 440 亿元人民币，增速依旧领先于护肤品 (8.7%)、个人护理品 (6.0%) 及彩妆 (8.4%)。此外，欧睿、德勤、灼识等多家机构的香水市场规模预测亦显示，未来 4-5 年该赛道年复合增长率可能在 9% 以上。[\(图 6\)](#)

市场热度进一步印证了这一判断：国际美妆集团加速布局香水业务的同时，Max Mara、COS、BV 等非美妆领域时尚品牌，以及毛戈平、珀莱雅等国产美妆品牌也纷纷跨界入局。[\(图 7\)](#)。各方对香水产品的集中投入，印证了市场对该领域的看好，“香水是未来美妆领域增长最快的细分赛道”已基本成为行业共识。

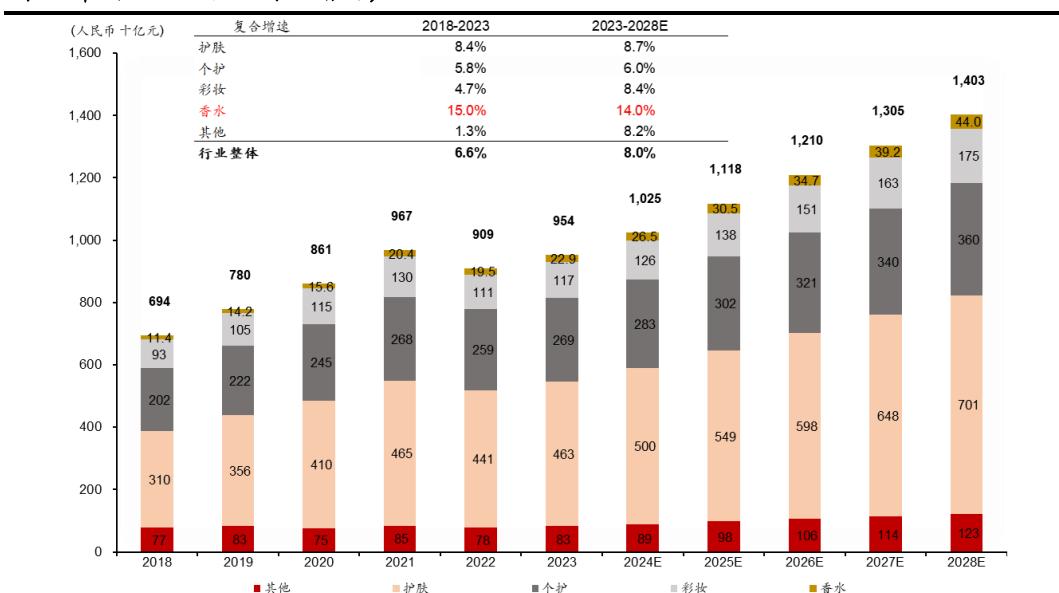
图 4: 2023 年香水市场份额排名 (以零售额计)

中国(含香港及澳门)排名前五香水集团 Top 5 perfume groups in China including HK & Macau, 2023

排名/Ranking	集团	Group	类别	Category	市场份额/Market share
1	香奈儿	Chanel	品牌所有者	Brand-Owner	10.6%
2	路易威登	LVMH	品牌所有者	Brand-Owner	9.4%
3	颖通集团	Eternal	品牌运营者	Brand-Operator	9.3%
4	欧莱雅	L'Oréal	品牌所有者	Brand-Owner	9.1%
5	雅诗兰黛	Estée Lauder	品牌所有者	Brand-Owner	8.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

图 5: 中国大陆化妆品行业增速，2018-2028E



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

图 6: 香水市场规模预测

机构	预测时间范围	预测增速 (CAGR)	未来规模
弗若斯特沙利文	2023-2028E	14%	440 亿元 (2028E)
欧睿国际	2023-2028E	9%-12%	800 亿元 (2028E)
德勤咨询	2023-2028E	8%	339 亿元 (2028E)
灼识咨询	2024-2029E	9%	323 亿元 (2029E)

资料来源：弗若斯特沙利文，欧睿国际，德勤，灼识咨询，招银国际环球市场

图 7: 国内外品牌香水赛道布局动向 (2024-2025)

品牌	针对香水赛道布局及投入 (2024-2025)
国际: 非美妆品牌进军香水领域	
珑骧 / Longchamp	2025 年 7 月 22 日, 与 Interparfums 集团签署香水授权协议, 首批香水产品计划于 2027 年推出
波萨利诺/Borsalino	2025 年 2 月, 与 Perfume Street 达成香水业务授权协议, 推出首款香水黑燕尾
柏黎雅/Balestra	2025 年 3 月, 推出新香水 Balestra1924 以庆祝创始人诞辰一百周年
COS	2025 年 4 月, H&M 集团旗下的 COS 推出首个自有香水系列 COS Perfumery
鬼冢虎 / Onitsuka Tiger	2025 年在法国巴黎开设全球旗舰店时, 发布首个香水系列, 预计于秋季全球同步上市
Max Mara	2024 年, 将香水授权交给资生堂, 资生堂负责其香水产品的开发、生产、推广和分销
葆蝶家 / Bottega Veneta	2024 年 10 月, 开云集团为其推出首个香水系列, 定位奢侈高端
施华洛世奇 / Swarovski	2024 年, 与科蒂达成合作, 预计 2026 年推出第一批香水
国际: 综合集团加大香水领域布局	
欧莱雅 / L'Oréal	2024 年 2 月, 与 Miu Miu 签署美妆产品授权协议, 2025 年推出 “Miutine” 系列新品香水; 2025 年投资韩国新锐奢华香水品牌 Borntostandout, 收购 Amouage 少数股权, 收购法国设计师品牌 Jacquemus 少数股权并计划推出联名香水系列
雅诗兰黛 / Estée Lauder	2024 年 1 月, 与数字嗅觉技术供应商 Exuud 达成独家商业协议, 计划将技术融入香水产品; 2024 年 8 月, 与 Balmain 合作开发的美妆业务线发布首款香水系列
联合利华 / Unilever	2024 年 11 月, 对香水品牌 The 7 Virtues 进行少数股权投资; 2024 年 12 月, 宣布投资 1 亿欧元建立联合利华香水之家
开云集团 / Kering Group	2024 年, 围绕 Creed 的整合开发平台, 为旗下亚历山大·麦昆、葆蝶家和巴黎世家推出香水
科蒂集团 / Coty Group	2024 年, 推出自有高端香水品牌 Infiniment Coty Paris
高丝 / Kose	2024 年 12 月, 收购泰国香氛品牌 PANPURI
国内: 国产美妆品牌布局香水	
毛戈平 / MGP	2024 年 10 月, 推出首款国韵凝香系列香水产品
观夏 / To Summer	2024 年 1 月, 获得欧莱雅少数股权投资
珀莱雅 / Proya	2024 年 8 月, 备案 “珀莱雅启时集致香水”
半亩花田 / Little Dream Garden	2025 年, 宣布全面进军香水领域
稀物集 / Xiwuji	2025 年, 推出首款香氛产品 “稀物集梅里映月香水”

资料来源：公开新闻整理，招银国际环球市场

■ 1.2 香水渗透率提升底层逻辑

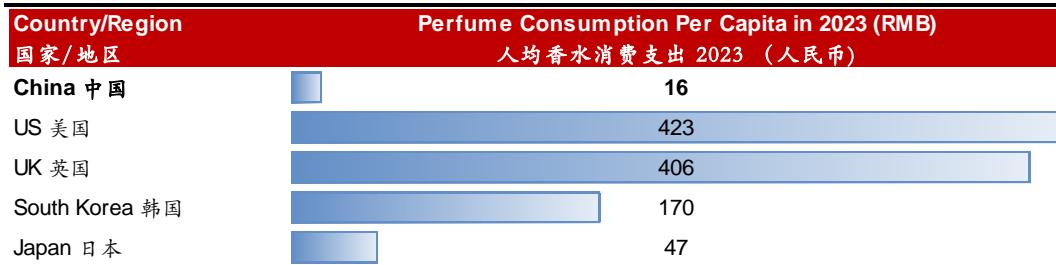
我们认为中国香水市场未来5年9-14%复合增速的核心支撑是香水渗透率提升，其驱动逻辑可从宏观、中观、微观维度洞见：

1) 宏观角度：人均香水消费支出提升

中国大陆人均香水消费支出仍有大幅提升空间。根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国大陆人均香水消费支出为16元人民币，而美国、英国、韩国、日本的人均香水消费支出分别达到423元、406元、170元、47元人民币，均远高于中国大陆水平。

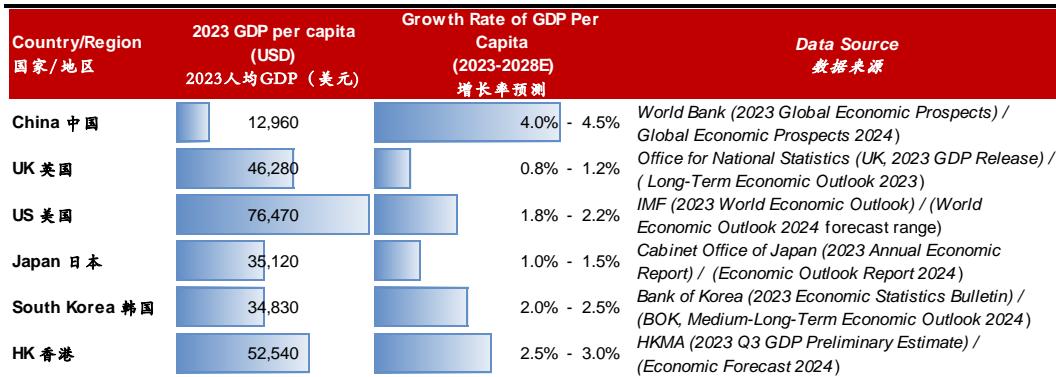
与此同时，考虑到中国大陆人均GDP水平不久前才突破1万美元关口——根据世界银行数据，2023年中国大陆人均GDP为1.296万美元，仍与发达经济体存在较大差距。根据国际货币基金组织（IMF）、香港金融管理局（HKMA）、英国国家统计局（ONS）、日本内阁府（COJ）及韩国银行（BOK）数据，2023年中国香港、英国、日本、韩国的人均GDP分别达到7.647万美元、5.254万美元、4.628万美元、3.512万美元、3.483万美元。此外，据上述机构预测，未来五年（2023-2028E），在各国人均GDP增速对比中，中国大陆增速将远超发达经济体。在此基础上，中国大陆人均香水消费支出具备较大提升空间。

图8：人均香水支出，2023年



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

图9：人均GDP增速预测



资料来源：世界银行，英国国家统计局，国际货币基金组织，日本内阁府，韩国央行，香港金管局，招银国际环球市场

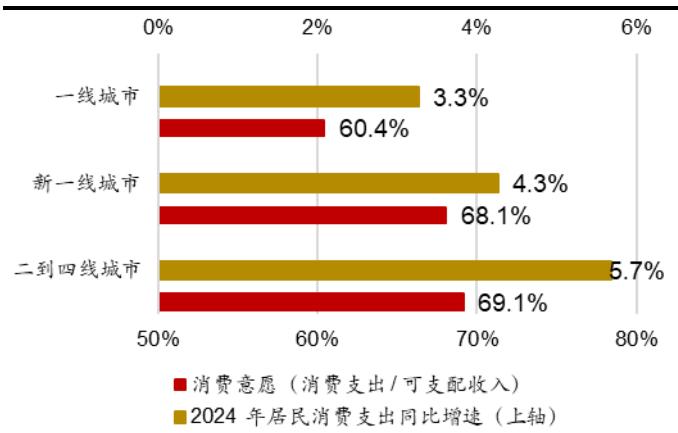
2) 中观角度：低线城市消费升级+男性香水消费支出显著增长

低线城市消费升级：低线城市消费升级持续释放增量，随着居民消费能力提升与审美意识觉醒，低线市场对香水的接受度与购买意愿逐步增强。根据德勤不完全统计，2024年，二三四线城市居民消费意愿显著高于一线，且消费支出增速也快于一线。同时根据青眼情报的报告，18-25岁的Z世代年轻消费者正在崛起为新的香水消费主力，该群体在二线及以下城市的占比达18.7%，显著高于一线及新一线城市的12.9%。

男性香水消费支出的显著增长，将为中国整体香水渗透率提升提供重要支撑，2023年中国男性对香水香氛关注度较2022年提升10%（凯度与小红书《2024香水香氛趋势白皮书》），2023年男士香水及发蜡销售额突破6000万元且同比增长1151%（蝉魔方数据），2024年上半年抖音电商男士香水类产品销售额增速高达1717%。

线上渠道的渗透：香水销售目前仍以线下渠道为主，未来线上渠道渗透有望持续加深，依托内容电商的场景化营销进一步触达广泛消费群体。

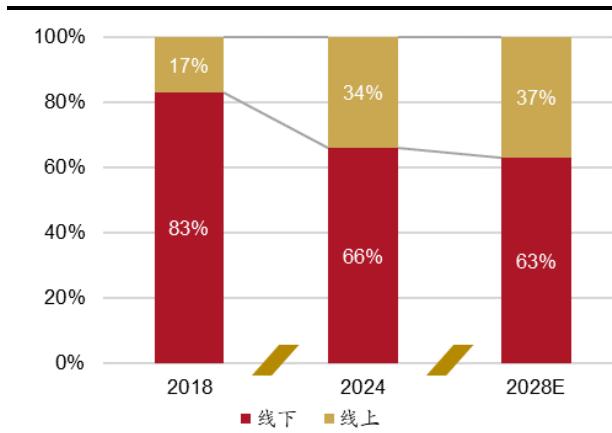
图 10：城市居民消费意愿



资料来源: 国家统计局, 德勤分析, 招银国际环球市场

注: 数据为不安全统计

图 11：中国香水市场线上、线下渠道占比及预测



资料来源: 欧睿数据, 德勤分析, 招银国际环球市场

注: 预测数据基于德勤分析

3) 微观角度: 使用场景扩容+个性化需求

使用场景扩容：品牌香水使用场景持续扩容，新兴场景包含车载、家居、户外运动、疗愈等领域，同时消费者对生活品质的高端化追求，推动个护、家清产品融入更高端香氛材料，促使专业香氛用品从“特定场合”延伸至日常时刻。

年轻群体个性化需求凸显：该群体对差异化香调与品牌调性的追求，为小众香水品牌的增长提供了基础。

2. 多品牌运营：构筑上下游两端合作主动权

■ 2.1 对下游渠道：产品矩阵支撑渠道掌控力

截至2025年5月，公司旗下产品涵盖超2000个SKU（最小库存单位），为全球70多个品牌提供产品分销及市场布局服务，产品单价区间为30元至6万元人民币。相较于单一品牌方及其他同行，公司可为分销商/渠道商提供远超同业的SKU数量与更宽泛的价格带。

因此，公司在与渠道方合作中具备两大优势：

1) 公司可通过灵活组合提供更适配的产品方案，大幅降低渠道方的沟通成本。

以线下核心合作渠道（如华润万象生活、新天地等购物中心）为例：针对开业或租户焕新需求，与颖通合作可一次性满足多个美护领域品牌引入需求，甚至能通过单次谈判解决50%以上的美妆招商需求，这一优势显著提升了公司在与渠道合作中的谈判主动权。

2) 当渠道面临个别品牌销售不佳等情况时，颖通凭借丰富的品牌组合，可快速协助渠道调整选品减少渠道损失。对渠道方而言，与颖通合作一定程度上能够降低经营风险，这也进一步强化了渠道方与颖通的合作粘性。

图 12: 产品价格带

Product category	产品分类	Recommended Retail Price Range (RMB) 零售价范围(人民币)
Perfumes	香水	30 to 60,000
Skincare products	护肤	30 to 15,000
Color cosmetics	彩妆	15 to 6,600
Eyewear	眼镜	190 to 2,600

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 2.2 对上游品牌方：以痛点解决能力构建合作主导权

作为中国香水进口领域的拓荒者，公司是最早将海外香水引入中国的企业之一，在解决海外香水进入大中华区的运营痛点上，已形成成熟方案，如：

1) 破解“入华门槛高、流程复杂”痛点：国际香水品牌入华需通过备案注册、检验检疫等较复杂流程。颖通具有成熟的团队应对备案注册、关税处理的流程；除此之外，为使产品符合中国法规，公司也需协助品牌完成成分调整如禁用物质替换、标签设计（中文标签合规）等工作。公司经过多年积累已经将流程高度标准化，能够大幅缩短流程耗时。通常能将6-18个月的流程缩减至3-6个月，显著提升海外产品入华效率，成为公司核心竞争力之一。

2) 破解“本土化改造痛点”：公司具备卓越的品牌本土化能力，通过深耕大中华区近40年，构建了香水行业规模领先的200万会员体系（会员归属集团层面，不绑定单一品牌）；依托海量用户数据，在产品配方、包装设计、定价策略及营销方案等维度提供精准专业的本土化解决方案，显著提升品牌入华成功率。典型案例包括：本土化打造的“红粉恋歌”成为大中华区知名爆款；德国DR.Barbor安瓶精华通过优化包装尺寸（调整为更适合亚洲用户的小规格），有效解决了开封后保存不当导致的过敏问题，获得市场积极反馈。

3) 破解“渠道精准布局痛点”：公司构建了广覆盖、多层次的销售网络，采用全渠道销售模式，线下覆盖400余城市的7800个销售终端，线上布局10余个电商平台的200多家店铺。线下渠道涵盖连锁美妆专营店、免税店等零售商、分销商及自营门店；线上渠道包括零售商店铺、分销商店铺及自营品牌店铺等。凭借完善的渠道体系，公司能精准把握各渠道销售动态，为品牌匹配最优销售通路以实现业绩目标。

通过多年多品牌运营，公司在上下游两端的主动权已形成相互赋能的闭环，成为自身显著的竞争护城河。

图 13: 中国大陆头部香水集团品牌矩阵

Eternal 颖通		L'Oréal 欧莱雅		Estée Lauder 雅诗兰黛		LVMH 路易威登							
1 爱马仕	Hermès	1 梅森玛吉拉	Maison Margiela	1 雅诗兰黛	Estée Lauder	1 迪奥香水	Parfums Christian Dior						
2 范思哲	Versace	2 圣罗兰美妆	YSL	2 祖玛珑	Jo Malone	2 宝格丽	Bulgari						
3 梵克雅宝	Van Cleef & Arpels	3 乔治阿玛尼	Giorgio Armani Beauty	3 汤姆·福特	TOM FORD	3 罗意威香水	Loewe Perfumes						
4 萧邦	Chopard	4 普拉达	Prada	4 勒莱柏	Le Labo	4 帕尔马之水	Acqua di Parma						
5 安娜苏	Anna Sui	5 兰蔻	Lancôme	5 倩碧	Clinique	5 娇兰	Guerlain						
6 浪凡	Lanvin	6 法国欧珑	Atelier Cologne	6 克利安	by Kilian	6 梵诗柯香	Maison Francis Kurkdjian						
7 蔻驰	Coach	7 缪缪	Miu Miu	7 蓓马尔	Frédéric Malle	7 纪梵希香水	Parfums Givenchy						
8 万宝龙	Montblanc	8 华伦天奴	Valentino	8 雅芮	AERIN	8 路易威登	LV						
9 凯蒂诗贝	Kate Spade	9 伊索	Aesop	9 雅男士	Aramis	9 葆蝶家	Bottega Veneta						
10 D二次方	Dsquared2	10 维果罗夫	Viktor & Rolf		10 斯特拉·麦卡特尼	Stella McCartney						
11 默斯奇诺	Moschino	11 阿莎罗	Azzaro	Around 10 brands								
12 克霖	Clean	12 迪塞尔	Diesel			Around 10 brands							
13 4711	4711	13 卡夏尔	Cacharel										
14 吉米周	Jimmy Choo	14 赫莲娜	HR										
15 卡尔·拉格斐	Karl Lagerfeld											
16 登喜路	Dunhill	Around 15 brands											
17 莱俪	Lalique												
18 宝诗龙	Boucheron												
19 玛丽之香	Parfums De Marly												
20 菲拉格慕	Ferragamo												
21 希尔乔夫	Xerjoff												
22 21G香氛屋	Maison 21G												
23 布鲁内洛·库奇内利	Brunello cucinelli												
24 芙拉	Furla												
25 格拉夫	Graff												
26 MCM	MCM												
27 盟可睐	Moncler												
28 拉科斯特	Lacoste												
29 楚萨迪	Trussardi												
30 迈克尔·科尔斯	Michael Kors												
31 艾莉·萨博	Elie Saab												
32 蕾娜海	Les Nereides												
33 卡鲁	Kaloo												
34 克莱夫·克里斯蒂	Clive Christian												
35 Memo	Memo												
36 宾利	Bentley												
37 佩里斯·蒙特卡洛	Perris Monte Carlo												
38 霍比格恩特	Houbigant Paris												
39 黑之屋	Maison Noir												
40 特鲁东	Trudon												
41 罗伯特·卡沃利	Roberto Cavalli												
42 罗嘉德芬	ROJA												
43 桃丝熊	TOUS												
44 梅赛德斯-奔驰	Mercedes-Benz												
45 卡郎	CARON												
46 福尔纳塞蒂	Fornasetti												
47 布里奥尼	Brioni												
48 圣玛利亚修道院	Santa Maria Novella												
.....													
Around 50 brands													

资料来源：公司资料，公开数据整理，招银国际环球市场

注：不完全统计（截至2025年5月31日）

3. 投资者是否过度担忧风险？

当前投资者对公司的担忧主要集中在两大核心领域：一是国产品牌崛起可能冲击高端香水市场，挤压公司代理品牌的份额；二是核心品牌运营权被收回，导致公司营收支柱受损。但从实际经营数据、行业逻辑与合作本质来看，这两类担忧显然存在过度倾向——国产品牌短期内难成高端品牌威胁，反而在为高端市场培育潜在客群；核心品牌运营权收回风险中期较低，合作稳定性远超预期。

■ 3.1 核心品牌运营权被收回的风险？事实远好于预期

这是一个从理论角度永远存在的风险，但在实际中，我们看到的事实却要积极的多：

事实 1：公司与绝大部分供应商们（贡献 70% 销售）所签约的合同为无限期的永久合约，尤其值得注意的是销售贡献主力品牌 Versace 去年与供应商续签了 30 年的全球合作合约，对于欧洲香水品牌方来说，全面代理运营合约通常为 30-50 年，因为产品研发成本极高，在没有销售通路保障的情况下很难去投入成本新开一个品类，在研发稳定投入背景下，与销售渠道保持长期稳定的合作关系是品牌方期待的。除此之外，即使品牌方想要收回运营权，通常会有相应的约束如较大金额的补偿等。

事实 2：销售体量越大的品牌对颖通这类企业的依赖性越强，品牌收回代理运营权改为自主运营的难度也越大。销售体量大意味着覆盖的渠道更深、更密，品牌方独立触达的难度更大；国内营销体系复杂，品牌方复制更难。反而是体量较小的如年销 1 亿以下的品牌理论上更容易被品牌方收回运营权，但这对颖通整体业绩影响有限。

综上所述，我们认为投资者对两大风险点存在过度担忧的情况，这种担忧在估值层面也出现了过度反应。

■ 3.2 国产品牌竞争？当前威胁有限

我们认为国产品牌或许在未来会与颖通所运营的高端品牌构成竞争，但从当前实际情况评估，投资人存在过度担忧，具体可从以下维度分析：

1) 当前格局：国产品牌与国际高端品牌暂非竞争关系，而处在共同拓市阶段。

市场发展阶段还未到份额争夺期：当前香水市场整体增速较快，仍处于“增量扩张”阶段，尚未进入品牌间互相抢占份额的“存量博弈”阶段。

价格带与客群差异显著：国产品牌与国际高端品牌价格带差距大，对应消费群体不同（如图 14 所示，颖通管理品牌单价为国产香水的数倍）。

因此，国产品牌当前更像是高端品牌的“下沉市场探路者”与“用户培育者”——部分消费者会先从平价香水入门，再逐步升级为高端香水用户，甚至进阶为收藏级香水用户，本质上平价市场的扩大是在为高端市场储备客群。

2) 国产香水面临的结构性壁垒

国产品牌要成为国际高端香水品牌的对手，仍需长期积累，核心差距体现在四大维度：

尖端人才（调香师）培养：国内外体系差距悬殊

国际端：欧洲有十余所开设香水学位的高等院校，培养标准严苛。以法国 ISIPA 香水学院为例，调香师课程长达 3 年，要求申请者具备本科学位，且偏好生物化学等专业背景，确保专业基础扎实。

国内端：仅上海应用技术大学一所高校开设调香课程，多数调香师依赖行业协会短期培训，培养体系不完善、周期短，难以输出高端人才。

高薪挖人难破局：国际厂商竞争力根植于结构性优势

国内厂商虽尝试以高薪聘请海外调香师，但国际厂商的吸引力远超薪资，核心源于两点结构性差异：

研发投入差距：国内美妆企业（含香水业务）研发费用率普遍偏低（如珀莱雅约 1.95%、林清轩 2.51%、毛戈平 0.95%）；而国际香料香精龙头（奇华顿、德之馨、IFF）研发投入常维持在 5% 以上，能提供先进设备、丰富原料库与创新环境，支撑调香师将创意转化为成熟产品。

知识产权保护严重不足：国内未将香水气味纳入著作权保护，配方难构成“作品”，且调香师个人贡献易被企业资产掩盖，难以建立个人职业品牌；国际市场则有完善保护体系——调香师可凭署名权积累声誉（如 Alberto Morillas 因 Kenzo Flower 调香成行业标杆，个人工作室作品溢价超部分品牌），荷兰法院更曾将香水气味认定为“独创作品”纳入保护，让调香师敢于投入核心创意，实现长期价值变现。

原材料获取：国际厂商依然掌控优势

国际品牌依托长期供应链积累，能稳定获取稀缺、高品质原料（如特定产区的天然精油），且与原料商建立深度合作，可优先锁定优质资源。以法国格拉斯为例，部分国际香水巨头通过长达数十年的产区布局，与当地花农签订独家协议，垄断了五月玫瑰、苦橙花等珍稀香料的供应，确保每年新品原料的稳定输送；同时，其原料筛选标准严苛，通过光谱分析、气相色谱等精密仪器进行质量检测，保障每批次原料的香气浓度、纯度达到顶级调香要求。

反观国内厂商，由于起步较晚，供应链体系尚不完善，多依赖常规原料采购。在原料采购环节，国内企业多通过中间商间接采购，缺乏对原料产地的直接把控，导致在檀香木、龙涎香等稀缺原料的获取上缺乏竞争力；同时，部分企业为控制成本，采用人工合成香料替代天然原料，难以满足高端香水消费者对天然、纯净香气的需求。在品质管理方面，国内多数厂商仍采用传统感官评价法，缺乏先进的检测设备与质量追溯体系，在原料品质把控上与国际品牌存在显著差距，难以支撑高端香水对原料稳定性、独特性的严苛要求。

生产工艺：国际端更成熟稳定

国际香水品牌凭借长达数十年的技术沉淀，在香水制造的核心工艺环节构筑起深厚壁垒。以原料萃取为例，法国格拉斯地区的顶级品牌普遍采用超临界二氧化碳萃取技术，能完整保留茉莉、玫瑰等珍稀花卉的挥发性芳香物质，萃取纯度高达 98% 以上；而在配方融合阶段，其研发团队运用气相色谱 - 质谱联用（GC-MS）技术进行香气成分分析，通过计算机模拟系统对数百种香料进行分子级配比调试，确保每款香水都能呈现出层次分明的前调、中调和尾调。在稳定性控制方面，国际品牌建立了严苛的品控体系，通过恒温恒湿实验室对产品进行长达 18 个月的加速老化测试，有效规避香气衰减和变质风险。

反观国内厂商，虽然近年来在生产设备和技术引进上投入巨大，但在精细化控制层面仍存在显著差距。由在香气层次感调配环节于缺乏对香料挥发特性的深入研究，往往难以精准把握不同香料的挥发节奏，导致部分产品香气过渡生硬，难以营造出高端香水应有的嗅觉韵律。国内品牌生产线在罐装数量误差率、罐装容量精度、自动化集成、缺陷识别系统

等方面均较大幅度的落后于国际品牌，使得产品质量、批次稳定性等受到较大影响，不同批次产品在香气浓度、留香时长等关键指标上存在更大的波动，这种品质差异在高端市场尤为致命，直接影响消费者对国产品牌的信赖度和复购意愿。

图 14: 香水品牌线上销售均价对比

Brand/ 品牌	ASP (RMB/pct) 均价(人民币/每件)	Brand/ 品牌	ASP (RMB/pct) 均价(人民币/每件)
Eternal 永恒平均	233.5	Local brands 国产品牌	62.7
Hermes/爱马仕	271.4	Imsole/不定所	140.0
Versace/范思哲	211.1	草本海洋	60.2
Chloe/蔻依	278.2	Ttouchme	173.5
Coach/蔻驰	254.5	春风十里	180.2
Montblanc/万宝龙	194.2	Jean Miss	54.9
Ferragamo/菲拉格慕	177.0	C2U	14.9
Anna Sui/安娜苏	185.4	To Summer/观夏	190.0
Van Cleef & Arpels/梵克雅宝	205.9	Miniso/名创优品	18.2
Lanvin	143.5	Homefacialpro	160.6
Cartier/卡地亚	471.5	和风雨	103.8
Lalique/莱俪	129.6	Avon/雅芳	34.5
Juicy Couture	162.6	古势	93.2
Acca Kappa	145.0	小城伊香	33.9
4711	87.7	Scent Library/气味图书馆	104.5
		Big Eve/张大奕	178.7
		Re Classified	169.7
		Black Paw/黑爪	95.8
		自分	40.7
		Mystery Aroma/未知气味	156.7
		水木花草	83.5
		Jiangnan Moonlight/江南月色	64.6
		花知晓	130.8
		沁森	37.1
		柏迪芬	32.0
		cia	140.3
		闻献	352.3

资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

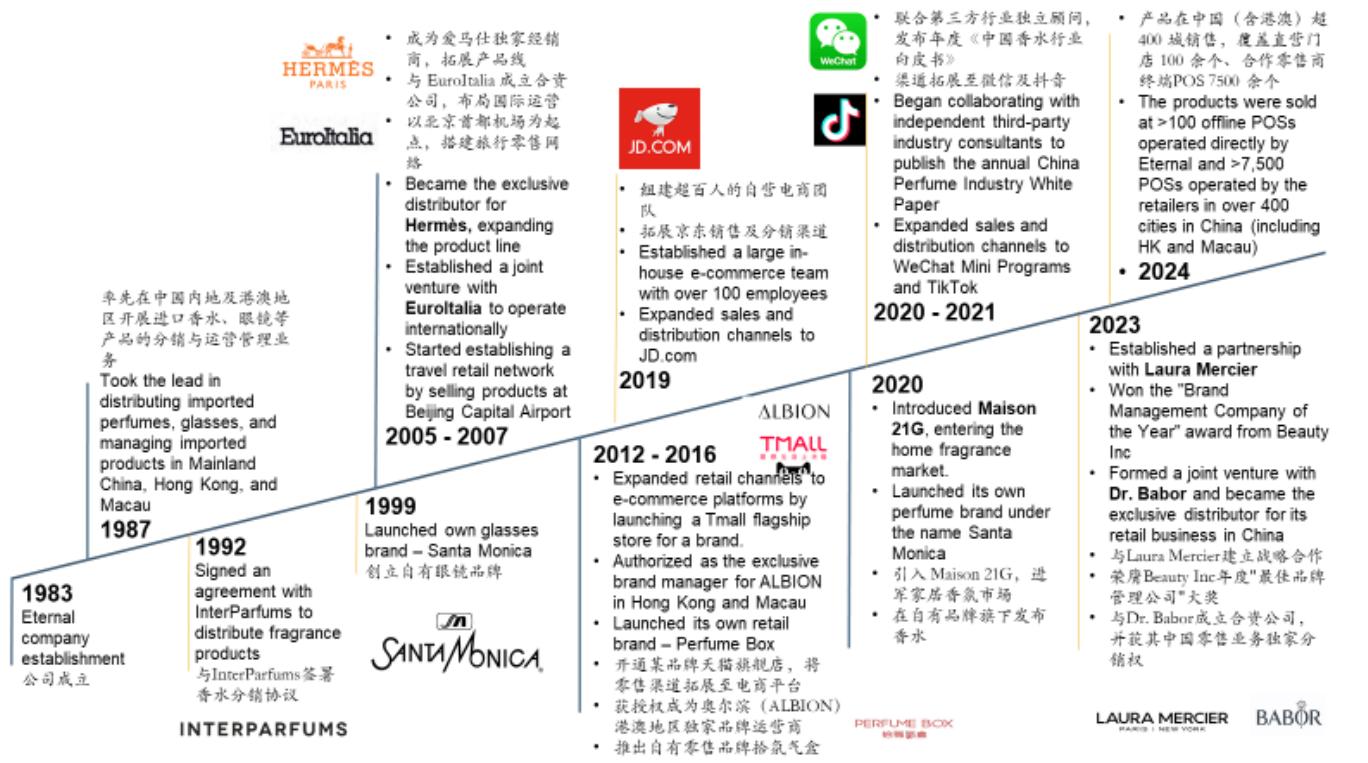
注：统计覆盖淘宝、抖音、京东三大平台 2024 年 GMV 排名前 100 的品牌。需说明的是，因统计销量可能包含赠品，计算得出的单价显著低于线下实体店售价。

公司概况

发展历程：深耕香水 40 载，品牌与品类扩展支撑增长

公司是中国领先的全渠道美妆品牌运营商，在大中华区（包括中国大陆、香港及澳门）代理 70 余个国际品牌。其产品组合涵盖香水、彩妆、护肤、家居香氛及眼镜等多个品类。公司成立于 1980 年代，最初通过旗下子公司颖通远东在中国大陆分销和运营欧洲香水业务，并在港澳地区进口及销售眼镜产品。基于当时中国市场国际美妆品牌的空白，公司作为高端时尚与美妆产品进口先驱的入局可谓顺势而为。凭借与国际美妆集团的长期合作关系，公司在国际品牌初入中国市场的快速扩张期便确立了稳固的市场地位。

图 15: 公司里程碑



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在近 40 年的发展历程中，公司通过创新战略，既见证也推动了中国香水行业的发展。1992 年，公司首次与拥有蔻驰 (Coach)、万宝龙 (Montblanc)、周仰杰 (Jimmy Choo) 等品牌运营权的依特香水集团 (InterParfums) 建立经销商合作关系。21 世纪初，公司借助国际高端品牌的流行趋势，与爱马仕 (Hermès) 达成合作。为紧跟消费者偏好变化，公司于 2007 年与拥有莫斯奇诺 (Moschino)、D 二次方 (Dsquared2)、范思哲 (Versace) 等品牌运营权的 EuroItalia 集团合作，进一步扩大市场覆盖范围并巩固行业地位；同年，公司进军旅行零售领域，并于 2012 年布局电商渠道，以提升产品触达率。21 世纪 10 年代，公司从传统零售拓展至电商领域，进一步扩大客群覆盖并增强客户互动。近年来，公司引入 Acca Kappa、Maison 21G、希爵夫 (Xerjoff) 等小众品牌，强化了在小众香氛市场的布局。2016 年，公司推出零售品牌 “Perfume Box” (拾氧气盒)，打造一站式购物平台，为不同客群精选香氛及美妆产品。此外，公司在消费者教育方面发挥了关键作用，这也反映出中国消费升级的整体趋势。

除在香水领域持续深耕外，公司同时率先布局并拓展眼镜业务。1987年，公司获得眼镜产品独家分销权，精准捕捉细分市场需求，在眼镜行业站稳脚跟。1999年，公司推出自有眼镜品牌“Santa Monica”（圣莫尼卡），进一步丰富产品矩阵。

除此之外，公司凭借对时尚美妆行业的深刻理解，与罗拉玛斯亚（Laura Mercier）、雅莉格丝（Elegance）等小众美妆品牌建立独家直接合作关系，并于2014年成为澳尔滨（Albion）品牌的独家运营商，这些合作进一步巩固了公司的行业领先地位。凭借与海外时尚美妆集团的长期合作，以及广泛且多层次的累计客群基础，2023年，公司在中国大陆、中国香港及中国澳门联合市场的非品牌方香水企业中，零售销售额位列第一。展望未来，公司计划进一步扩大业务范围，打造综合型品牌，持续引领生活方式相关产品市场，并优化品牌组合布局。截至2025年3月31日，公司营收构成如下：香水占比75.9%，彩妆占比10.8%，护肤占比7.5%，家居香氛占比1.2%，眼镜占比0.6%。

业务模式：香水产业链中下游

公司业务主要涉及香水行业产业链的中下游，业务内容覆盖品牌战略、市场进入与拓展规划、产品采购、库存管理、物流仓储、市场营销、销售分销及客户关系管理（CRM）全流程，服务全球品牌。这一布局使公司成为中国香水、护肤、彩妆、个人护理、眼镜及家居香氛价值链中的关键参与者。公司业务聚焦两大核心领域：1) 品牌建设与强化：制定并执行定制化的市场进入及拓展策略；2) 采购与分销：通过覆盖中国大陆、中国香港及中国澳门的广泛全渠道网络，将品牌产品分销至广大消费群体。

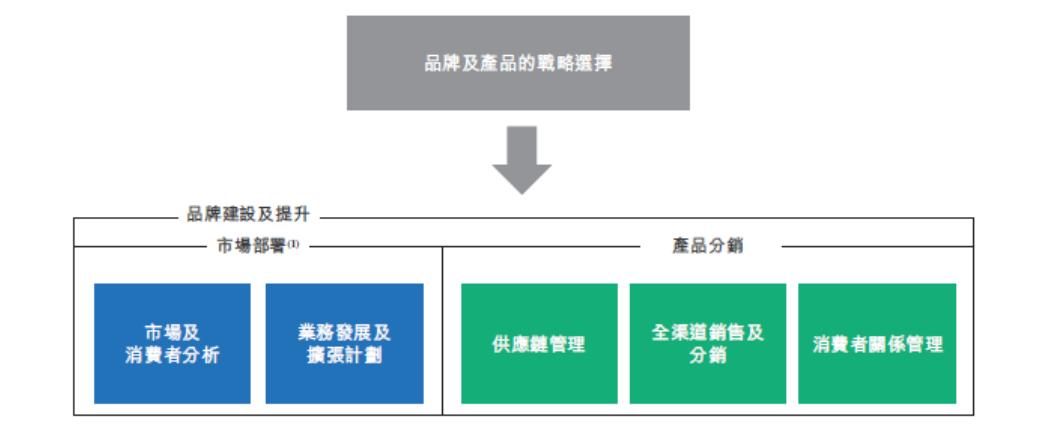
图 16: 香水产业链



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

注：红色方框内为该公司业务涉及部分

图 17: 业务内容



注(1)：公司不针对市场部署独立收费

供应链：头部供应商合作关系稳固

在合作品牌矩阵中，公司与依特香水集团（InterParfums）的合作已超 30 年，与 Euroitalia 集团的合作亦超 15 年。截至 2025 年 5 月 31 日，公司旗下品牌组合共涵盖 70 多个品牌，包括爱马仕（Hermès）、梵克雅宝（Van Cleef & Arpels）、萧邦（Chopard）、澳尔滨（Albion）、罗拉玛斯亚（Laura Mercier）等知名品牌。这些品牌覆盖多个价格层级与产品特性，可满足中国消费群体多样化、差异化的需求。

采购端方面，公司从外部品牌授权方采购品牌产品。在 2023 财年至 2025 财年期间，Euroitalia 集团与依特香水集团（InterParfums）始终稳居公司前五大供应商中的前两位。截至 2025 年 3 月 31 日，公司对上述两家供应商的采购金额分别为 4 亿元人民币与 2.51 亿元人民币，占总采购额的比例分别为 36.5% 与 22.9%；爱马仕（Hermès）位列第四大供应商，采购占比为 6.3%。销售端方面，公司会综合多项因素制定建议零售价，其中包括与品牌授权方协商确定的指导价。

图 18: 品牌组合 (截至 2025 年 5 月)



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 19: 前五大供应商 - 采购额占比 (2025 财年)

Euroitalia	36.5%
InterParfums	22.9%
Supplier B	6.9%
Hermes Parfums	6.3%
Bareminerals Ar Wires & Ac	5.2%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

国际品牌普遍面临本土销售及分销网络资源有限的挑战。公司的产品分销与市场布局能力，依托于深厚的市场洞察、广泛的全渠道网络、经验丰富的专业团队及强大的供应链管理能力——这些优势源于公司早年切入中国香水市场的先发布局、扎实的本土运营基础，以及持续的资金投入与业务关系维护拓展。凭借全面的产品分销与市场布局能力，公司得以与品牌授权方建立并维持稳固、稳定且互利共赢的合作关系，进一步强化了多层次的市场准入壁垒。

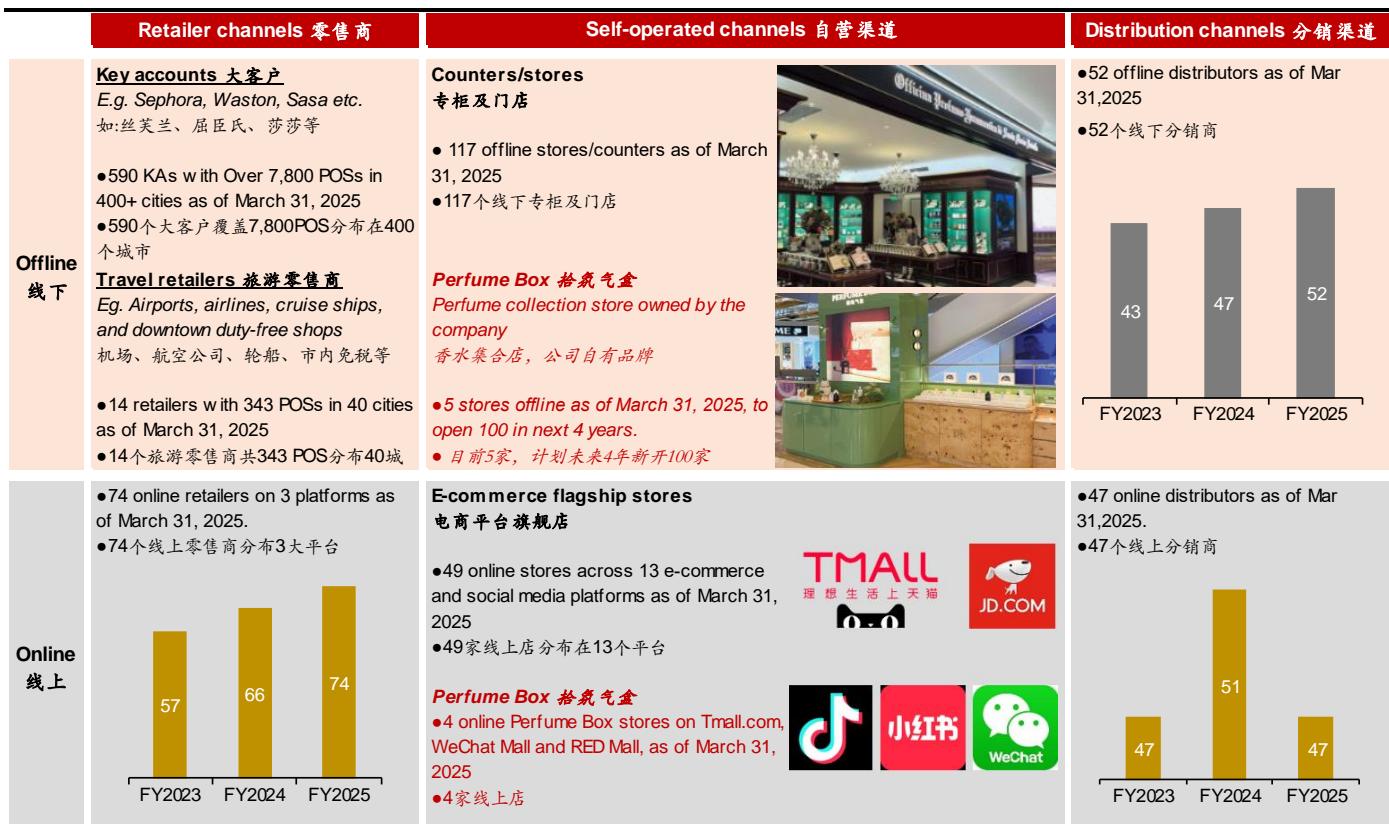
渠道：全渠道覆盖+精细化管理

公司凭借长期本土运营经验及深厚行业认知构建全渠道网络，助力其应对市场挑战并适应中国复杂的监管环境。公司已建立完善的销售分销网络，主要包含三类渠道：(i) 直销渠道（即自营门店/专柜）、(ii) 零售商渠道（向公司采购产品后直接销售给消费者）、(iii) 分销商渠道（向公司采购产品后主要转售给零售商）。

公司通常以低于建议零售价的折扣价，向线上及线下分销商与零售商销售产品；折扣力度会参考同类产品的历史折扣水平及市场情况，通过与分销商或零售商协商确定。此外，对于采购量超指定标准的零售商与分销商，公司会提供销售返利，以保障市场库存健康。

截至2025年3月31日，公司在中国大陆、中国香港及中国澳门超400个城市布局两类线下销售点(POS)：自营线下销售点超100个，通过零售商运营的线下销售点超8000个；同日，公司还在13个知名社交媒体及电商平台直接运营相关业务。这一管理完善且覆盖广泛的销售分销网络，使公司能在动态变化的市场环境中维持并扩大客群规模，同时快速为其负责分销及市场布局的新品牌制定并落地市场推广策略。

图 20: 公司渠道网络



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 自营渠道

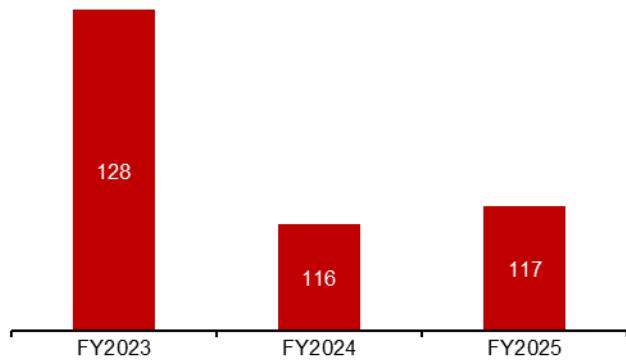
截至2025年3月31日，直销渠道贡献了公司约21%的总营收。公司的直销渠道为自营销销售渠道，涵盖电商及社交媒体平台上的线上店铺，以及购物中心、百货商场内的线下门店与专柜。

在自营店铺方面，公司主要以品牌方名义运营线上及线下店铺，同时运营自有品牌“Perfume Box（拾氛气盒）”，覆盖线上线下双渠道。2023财年至2025财年期间，“Perfume Box”线上线下店铺共销售超55个品牌的2000余个SKU产品。值得注意的是，公司合作的多数品牌采用“全托管模式”——其在国内的所有线上线下独家门店均由颖通自营；即便在品牌非香氛品类（如鞋履、箱包、服饰）的门店中，所售香氛产品仍由颖通自营。

例如，萨尔瓦托勒·菲拉格慕（Salvatore Ferragamo）鞋履箱包独家门店内的香氛产品，均为颖通自营。

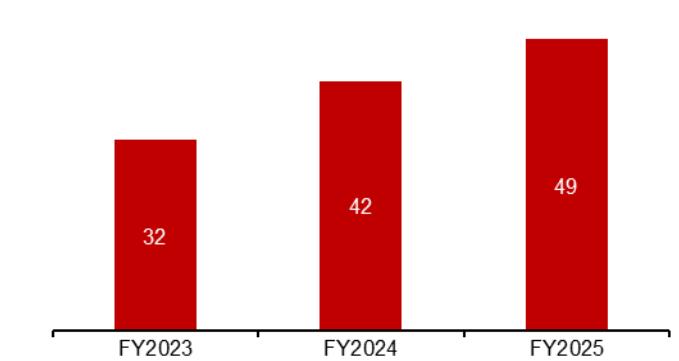
公司通常通过与购物中心、百货商场签订专柜协议或租赁协议，开设并运营自营线下门店及专柜。截至2025年3月31日，公司在13个电商平台及社交媒体平台运营49家线上店铺，在超20个城市运营117家线下门店及专柜（其中中国大陆75家、中国香港34家、中国澳门8家）。单店表现来看，截至2025财年末，公司自营渠道线上单店营收约330万元人民币，线下单店营收约230万元人民币。

图 21：自营门店数量 - 线下



资料来源：公司资料，招银国际环球市场（财年截止于3月31日）

图 22：自营门店数量 - 线上



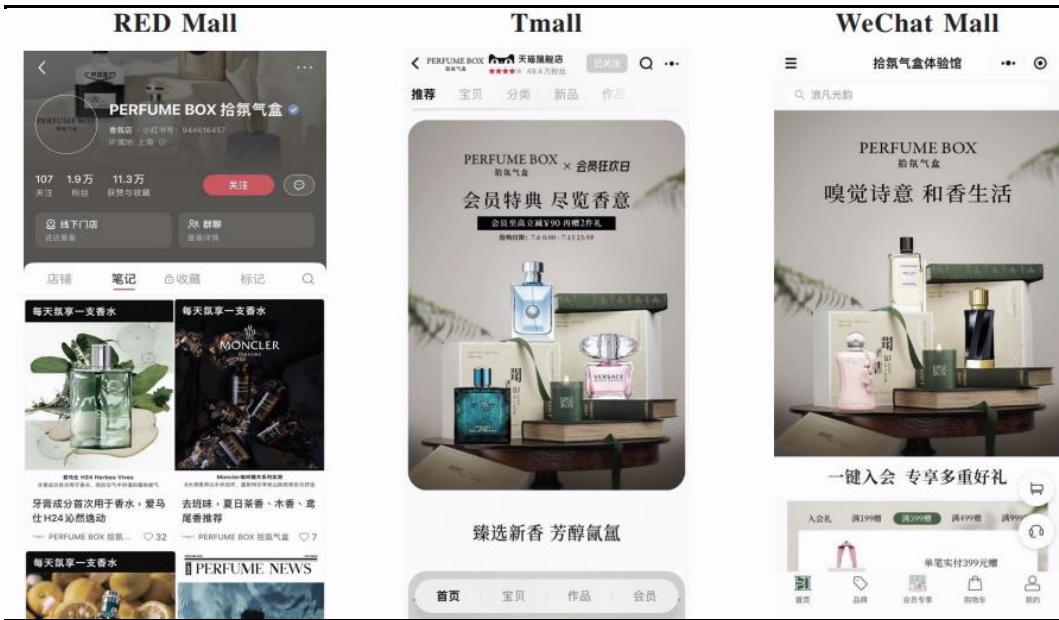
资料来源：公司资料，招银国际环球市场（财年截止于3月31日）

图 23：自营线下“Perfume Box”门店 —— 上海 K11 购物中心



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 24: 自营线上“Perfume Box”店铺



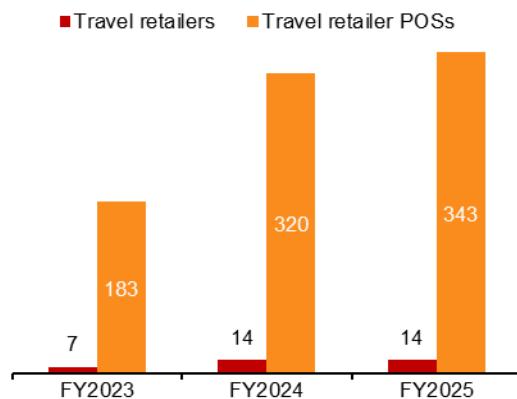
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 零售商渠道

零售商渠道涵盖线上及线下零售商，具体包括重点客户（KA）与旅行零售商，此类渠道向公司采购产品后直接销售给消费者。截至 2025 财年 3 月末，该渠道贡献了公司 48.6% 的总营收。

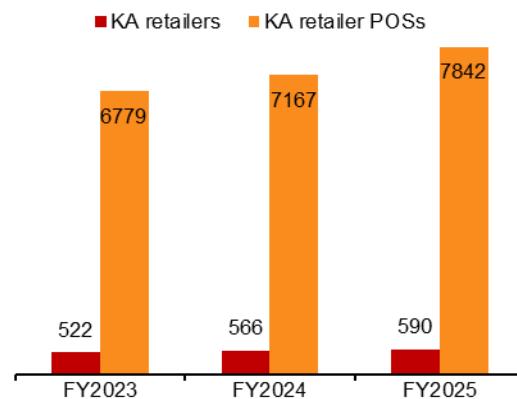
在零售商合作方面，公司合作对象广泛。除传统线上线下零售商外，公司还与第三方关键意见领袖（KOL）合作提供营销服务。截至 2025 年 3 月，公司通过多个电商平台服务 74 家线上零售商（覆盖 122 个销售点）；在超 300 个城市合作 590 家重点客户（KA）（覆盖 7842 个销售点），在 40 个城市合作 14 家旅行零售商（覆盖 343 个销售点）。

图 25：零售商数量 - 线下：旅游零售



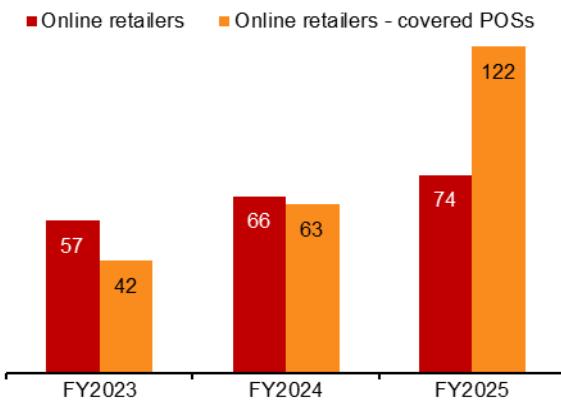
资料来源：公司资料，招银国际环球市场（财年截止于 3 月 31 日）

图 26：零售商数量 - 线下：连锁大客户（KA）



资料来源：公司资料，招银国际环球市场（财年截止于 3 月 31 日）

图 27: 零售商数量 - 线上



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场(财年截止于3月31日)

■ 分销渠道

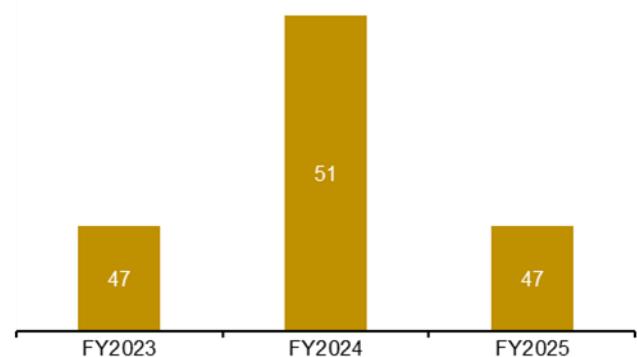
截至2025年3月31日, 分销渠道贡献了公司约30%的总营收。公司的分销商包括线上及线下两类主体: 线上分销商从公司采购产品后, 主要转售给线上零售商; 线下分销商则聚焦于向实体店铺及零售网点销售产品。此外, 部分分销商还直接向消费者销售产品, 进一步扩大公司产品的触达范围与可及性。这种“线上+线下”双分销商模式, 保障了分销网络的广度与多样性, 助力公司提升市场渗透率及客户互动效率。

图 28: 分销商数量 - 线下



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场(财年截止于3月31日)

图 29: 分销商数量 - 线上



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场(财年截止于3月31日)

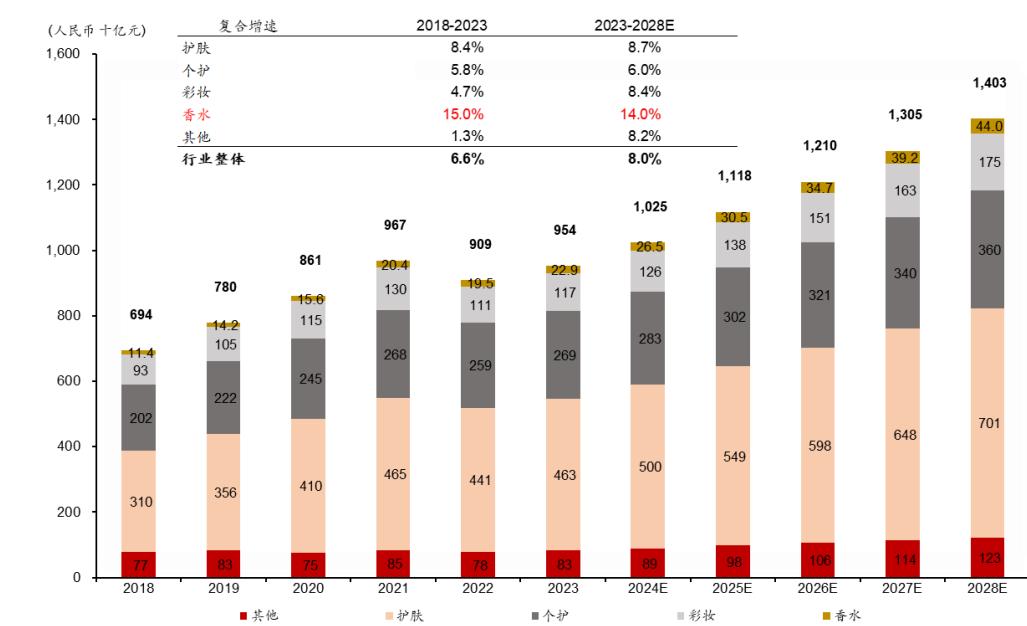
行业概况

香水市场增长动能强劲，前景明确可见

我们认为，政策推动下的结构调整与创新驱动发展正重塑中国消费趋势。当前消费者更注重性价比与高品质体验，倾向于选择兼具实用性、功能性且价格适中的享受型产品，单价(ASP)较低的创新可选消费品正获得广泛消费群体青睐。

根据弗若斯特沙利文数据，2018年至2023年，中国大陆香水市场零售销售额年复合增长率(CAGR)达15%；2023年至2028年(2023-2028E)期间，仍将维持14%的年复合增长率，增速远超护肤、个人护理、彩妆等其他品类。

图30：中国大陆化妆品零售额增长，2018-2028E

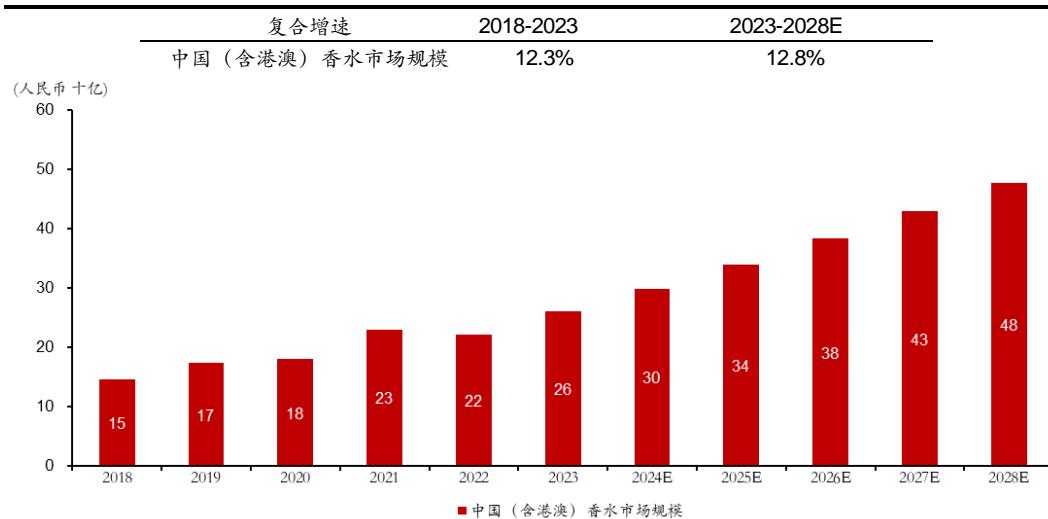


资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

目前，中国大陆香水渗透率及人均消费额仍显著低于发达国家水平。2023年，中国大陆人均香水消费支出为16元人民币，而日本、韩国、美国、英国的人均消费支出分别为47元、170元、423元、406元人民币。弗若斯特沙利文报告显示，在香水普及度提升的推动下，2023年至2028年期间，预计中国大陆人均香水消费支出年复合增长率达14.0%，将超过日本、韩国、美国、英国等国的增速。此外，弗若斯特沙利文数据显示，2018-2023年，受消费需求增长驱动，中国大陆香水市场增速远超全球平均水平(年复合增长率15% vs 全球3.7%)，其中高品质香水表现突出——入门高端(Entry prestige)、高端(Prestige)、奢华(Luxury)香品种类年复合增长率分别达11.5%、17.2%、18.8%。

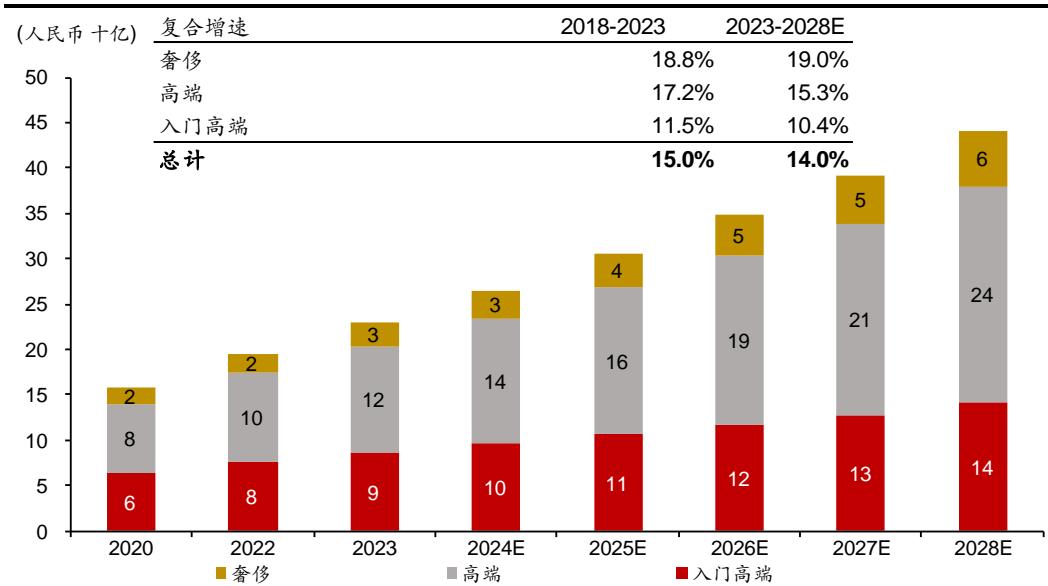
我们认为，上述数据表明，高端香水将持续受到中国消费者青睐：中国消费者重视社交属性与个人身份认同，愿意为独特香型及动人品牌故事支付更高溢价。同时，Z世代成为消费主力、男性消费者个人护理支出增加等人口结构变化，进一步推动了这一趋势。

图 31：中国大陆、中国香港及中国澳门香水市场规模，2018-2028E



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

图 32：中国大陆香水零售额：分档次，2018-2028E



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

后疫情时代的新“口红效应”：香氛的情绪价值

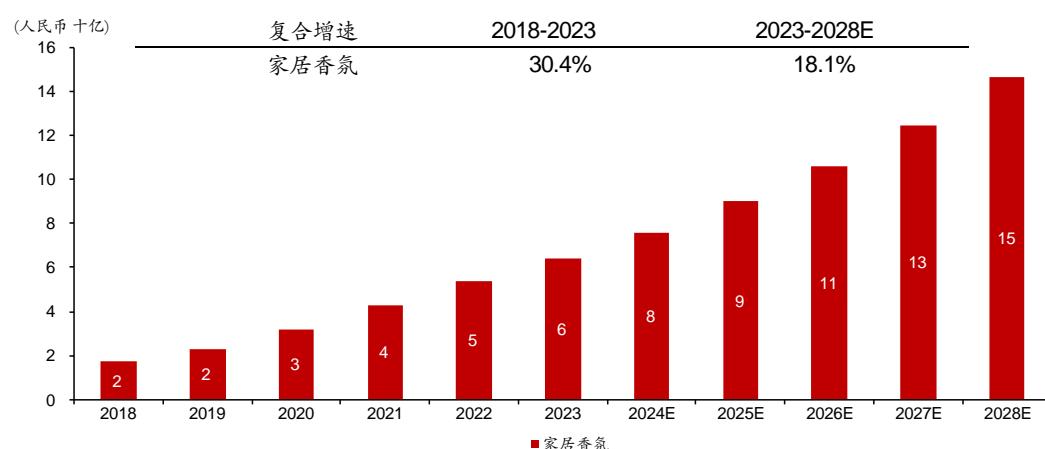
三年疫情及全球不确定性对人们的心态与行为产生了深远且持久的影响。我们认为，在口罩成为日常必需品的背景下，面部彩妆效果被掩盖，香水成为新的个人表达载体；而在长期居家环境中，人们更注重生活品质，追求清新愉悦的居住氛围，香薰类产品作为高性价比的情绪调节工具，恰好满足了大众这一需求。

我们认为，在后疫情时代，传统“口红经济”效应或被重新定义为“香水经济”。与“口红经济”类似，香水作为相对平价的消费品，能够为消费者提供额外的心理慰藉与情感价值。在消费者面临经济不确定性的时期，这类特性使其在新兴主流消费群体及小众偏好群体中获得了广泛认可。

根据全球健康研究所 (GWI) 数据，中国疗愈经济 (wellness economy) 保持强劲发展态势：2023 年，中国是全球第二大疗愈市场，市场规模达 7900 亿美元，占全球市场份额的 16.6%。

近年来，香氛需求向香薰蜡烛、汽车香氛、香氛个人护理品等多品类延伸，已无缝融入各类日常生活场景。弗若斯特沙利文数据显示，2018-2023 年，中国家居香氛零售销售额从 17 亿元人民币增长至 64 亿元人民币，年复合增长率达 30.4%；预计到 2028 年，市场规模将达 147 亿元人民币，年复合增长率约为 18.1%。随着消费习惯升级及家居生活品质需求提升，家居香氛市场有望持续增长。

图 33：中国大陆家居香氛市场规模，2018-2028E



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

Z 世代与男性为行业注入新增长动能

■ Z 世代已成为香水消费核心客群

中国香水市场的增长，既源于消费群体规模扩大，也得益于人均消费额提升。需求端来看，香水消费具有“兴趣培养、层级进阶”的属性：随着消费者对品牌与产品的认知、喜爱程度加深，忠诚客群会不断升级消费并扩充藏品；而供给端丰富的香氛产品矩阵——从基础商业香到高端手工小众香，从国际大牌到精品品牌，每个细分领域均有明确市场定位——恰好满足了这种多样化需求。

根据数颖智库 (Shuying Intelligence) 数据，截至 2023 年 6 月，中国香水消费者大致可分为三类：

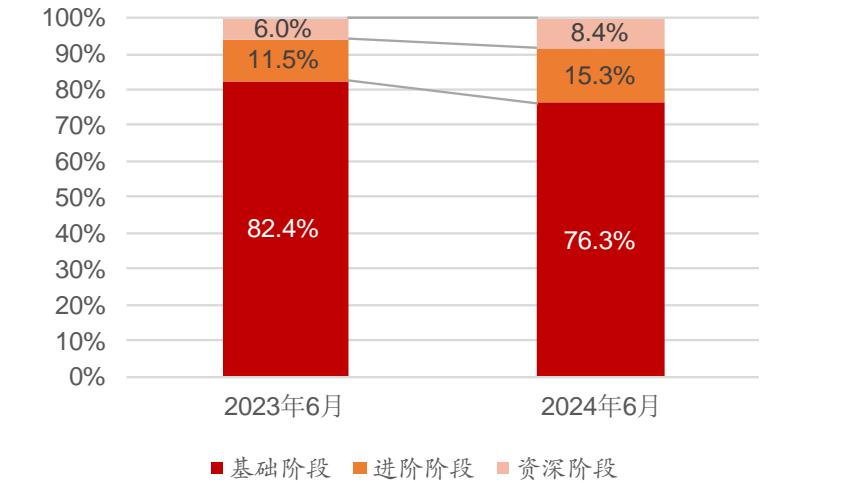
1. 基础级（占总消费群体 76%）：以主流品牌忠实用户为主，注重产品稳定性与可靠性，将香水视为提升自信的配饰，倾向于复购熟悉产品。
2. 进阶级（占总消费群体 15%）：消费能力较强，将香水视为表达独特个性的方式，偏好高端香水，活跃于线上分享平台，具备社交影响力并形成圈层。
3. 资深级（占总消费群体 9%）：高净值消费者，追求创新，愿意为手工香、天然香氛支付溢价。

图 34：香水消费者分类

	基础阶段	进阶阶段	资深阶段
香水的角色定位	“追随潮流趋势，树立成熟有品味的形象”	“代表个性与品味”	“更自由随心地表达自我”
对香水的诉求	不会出错 + 易于辨认	小众化 + 高级感	适合自己 + 多样化
购买关注因素	更关注外观 / 包装、广告营销 对于价格更敏感	注重口碑和品牌 会研究产品特征(例如,香型香调、留香时间、香料成分 / 产地)	关注因素多且更专业 (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	集中在大牌国际商业香(知名度高,易于辨认) 平均使用 2.7 个品牌	开始追求小众品牌(个性追求、彰显品味) 平均使用 6.2 个品牌	各类品牌尝试与使用度高(注重产品与自身需求的匹配度,而非品牌类型) 平均使用 14.6 个品牌
香水使用频率	仅 33% 的人会每天使用 更多的人(55%)会一周使用 3-6 次	49% 的人会每天使用 约 30% 的人会一周使用 5-6 次	63% 的人会每天使用 其中有 22% 的人会一天使用多次
香水使用场景	集中在朋友聚会、周末休闲娱乐 人均在 3 个场景下使用香水	社交类场景为主,通勤使用率高 人均在 4 个场景下使用香水	各类日常、社交场景均有使用,在独处、居家、健身等场景使用度高 人均在 5 个场景下使用香水
香水香调偏好	平均使用 2.4 个香水香调 花香调为主,尤其是玫瑰与茉莉香味	平均使用 3.4 个香水香调 开始尝试果香调、柑橘调、木质调	平均使用 6.1 个香水香调 基础花香调、柑橘调之上,扩展使用水生调、甘苔调、美食调进行表达,叠香比例高

资料来源：数颖智库，《2024 中国香水香氛行业白皮书》，招银国际环球市场

图 35：2023-2024 年年中香水消费者结构变化



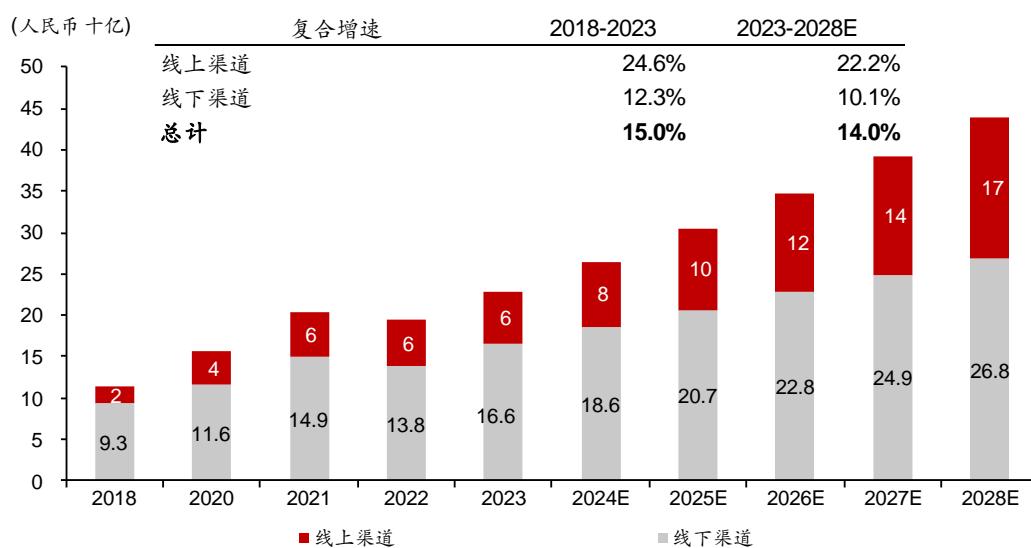
资料来源：数颖智库，《2024 中国香水香氛行业白皮书》，招银国际环球市场

在高数字媒体曝光度与活跃社交生活的推动下，Z 世代已成为当前香水消费热潮的核心客群。他们对社交属性与自我认同的追求，推动了香水使用率提升。数颖智库数据显示，在 19-28 岁年龄段消费者中，47% 为基础级用户，48% 为进阶级用户，49% 为资深级用户。截至 2024 年 6 月，淘宝、抖音、京东三大平台的香水线上客群规模分别达 3000 万、3600 万、500 万，其中 18-29 岁消费者占比分别为 44%、42%、36%；而在所有用户层级中，25-34 岁年龄段占比最高，在三大平台分别达 32.3%、32.0%、30.5%。2023 年，小红书平台香水相关搜索量同比增长 23%，且这一兴趣还延伸至非香水类香氛产品。

随着Z世代客群扩大，高端香氛消费趋势正加速显现。弗若斯特沙利文报告显示，2023-2028年期间，中国市场奢华香品种类年复合增长率预计维持19%。这一趋势与消费者香水消费层级进阶、购买频次增加及客群年轻化特征高度契合。

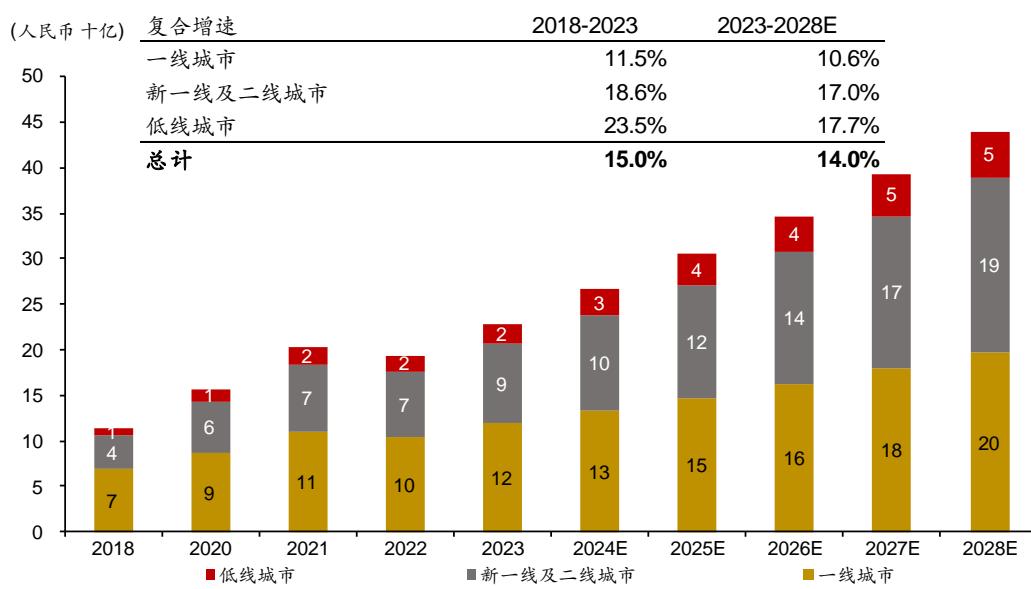
此外，线上渠道及低线城市销售增长显著，增速超过其他渠道与区域，部分原因在于这些领域基数较低，且Z世代消费者集中度较高。

图36：中国大陆香水行业零售额：线上线下，2018-2028E



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

图37：中国大陆香水行业零售额：分城市能级，2018-2028E



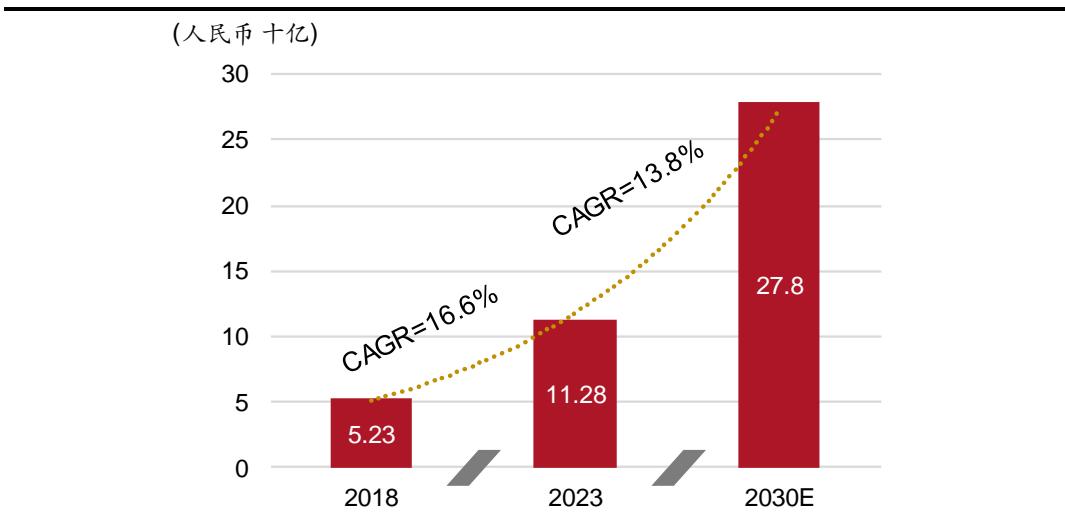
资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，招银国际环球市场

■ 男性消费力为个人护理行业增长注入新动能

随着社会对清洁卫生、得体着装、良好形象的重视度提升，叠加男性消费能力增强与自我护理意识觉醒，男性美妆市场实现快速增长。当前男性对美妆知识的认知不断深化，对高品质、专业化产品的需求日益增加，且消费偏好呈现多元化、个性化特征，适配不同生活场景与个人身份的男士香水愈发受欢迎。各大品牌正聚焦男士专用香氛与护肤系列研发，其中亚太地区是全球男士个人护理市场增长最快的区域。值得关注的是，路易威登（Louis Vuitton）、爱马仕（Hermès）等奢华品牌已推出男士产品线，这表明男性对美学与高端体验的追求已与女性相当。根据艾媒咨询（iMedia）数据，中国嗅觉经济市场中，男性消费者占比超30%。

此外，男性消费者正积极融入户外、街头文化、电竞、说唱等小众圈层——这些圈层以男性为主导，且具有较强社交属性，为男性通过香氛表达品味与社会地位提供了平台，显著提升了其在香氛行业的参与度。根据中研普华产业研究院数据，2018-2023年中国男士香水市场复合增速达16.6%，预计2023-2030E的复合增速达13.8%，显著高于整体化妆品行业增速。

图38：中国男士香氛市场增长趋势，2018-2030E



资料来源：中研普华产业研究院，招银国际环球市场

行业进入壁垒

综合能力与资源壁垒

香水业务需具备强大的产品开发、市场营销、销售覆盖及风险管理能力。领先品牌往往凭借其资金实力与品牌声誉，与顶尖香水生产商展开合作。这些品牌通常隶属于大型美妆集团，不仅拥有雄厚的营销预算，还能以其他产品线的利润弥补香水业务的亏损，且旗下多具备多条成功的产品线。

雄厚资金壁垒

与其他消费品不同，香水生产具有高度定制化属性，因此前期投入成本极高。每款香型的主观性极强，且各香型的投资回报率均难以预测。拥有雄厚资金实力的品牌，更有可能推出成功的香型，并凭借其市场洞察力开发出更多受欢迎的香氛产品。

本土市场适配能力壁垒

文化差异、本土竞争、监管限制，以及构建完善销售网络和品牌认知度的需求，均为主要障碍。因此，与本土非品牌方香水企业合作至关重要。这类企业在监管细则、品牌营销战略、品牌文化传播及知名度提升等方面具备专业能力。要在中国市场取得成功，需具备深厚的本土市场认知、经验丰富且专业能力过硬的团队，以及大量的时间与资金投入。

运营能力壁垒

搭建销售网络需在基础设施、物流及分销渠道方面进行大量投资；而维护该网络还需遵守监管要求，并与分销商、零售商及电商平台建立合作关系。因此，拥有完善销售分销网络的成熟非品牌方香水企业具备竞争优势，新进入者难以与之展开有效竞争。

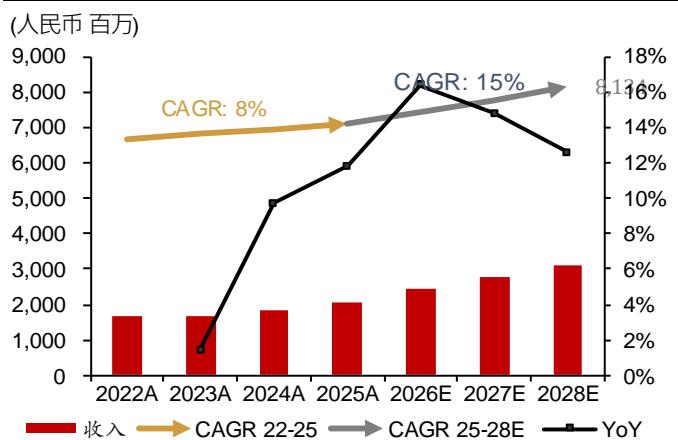
财务预测

收入：预计 FY25-28E 复合增长率达 15%，依托新店开业与新品牌签约

公司总收入增长主要受以下因素驱动：1) 中国香水行业渗透率提升；2) 新签约品牌产品销售；3) 线下渠道扩张（未来 4 年计划新增超 100 家直营店）；4) 加大护肤、彩妆等非香品种类布局力度；5) 潜在品牌收购。据此估算，公司总营收有望从 FY2025 的 20.8 亿元人民币增长至 FY2028E 的 31.3 亿元人民币，年复合增长率 (CAGR) 达 14.6%。

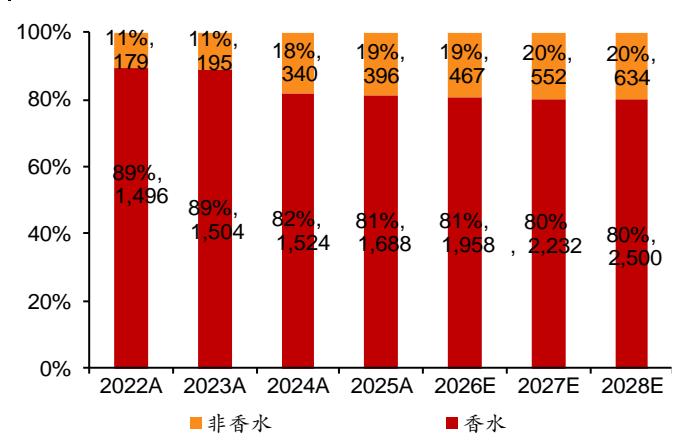
FY2022-FY2025（财年末为 3 月）期间，公司总营收年复合增长率为 7.6%。其中，两大核心业务板块——香水与非香水业务的营收年复合增长率分别为 4.1% 与 30.2%。我们预计，FY2025-FY2028E 期间，两大板块营收年复合增长率将分别达到 14.0% 与 17.0%。按销售渠道划分，FY2022-FY2025 期间，直销渠道、零售商渠道、分销渠道的营收年复合增长率分别为 4.1%、8.9% 与 10.5%。我们预计，FY2025-FY2028E 期间，各渠道营收年复合增长率将分别达到 22.3%、12.8% 与 11.9%。按销售媒介划分，FY2022-FY2025 期间，线上 / 线下销售收入年复合增长率分别为 -1.6%/+16.2%；我们预计，FY2025-FY2028E 期间，线上 / 线下销售收入年复合增长率分别为 12.8%/15.6%。

图 39：收入增长



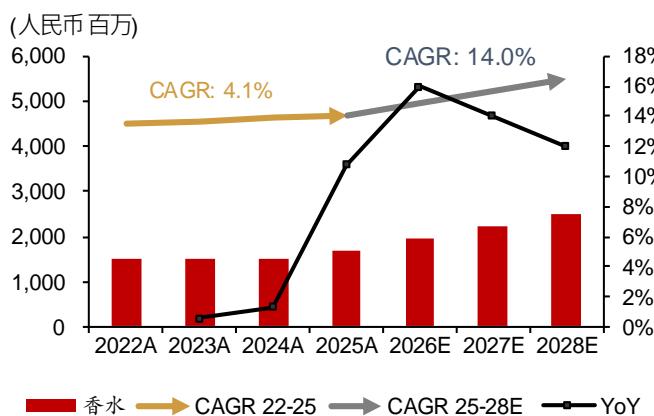
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测（财年末为 3 月 31 日）

图 40：收入结构 - 分产品



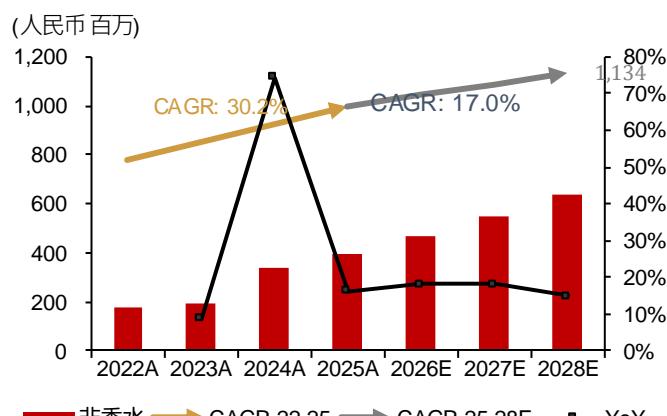
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测（财年末为 3 月 31 日）

图 41: 香水收入增长



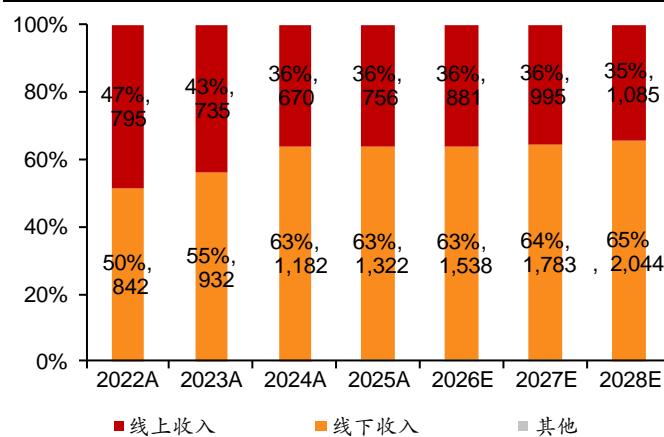
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 42: 非香水收入增长



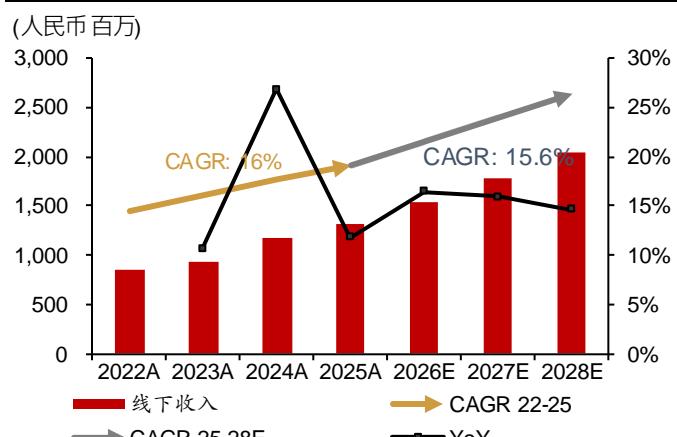
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 43: 收入结构 - 分媒介



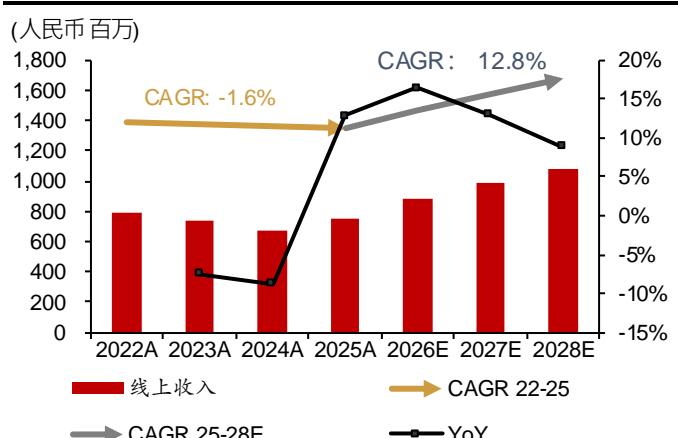
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 44: 线下收入增长



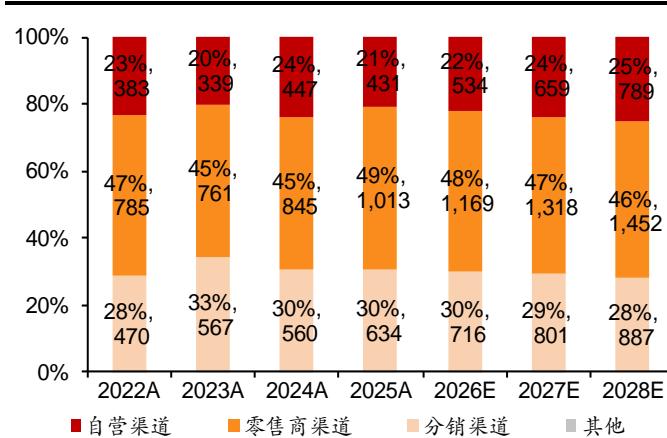
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 45: 线上收入增长



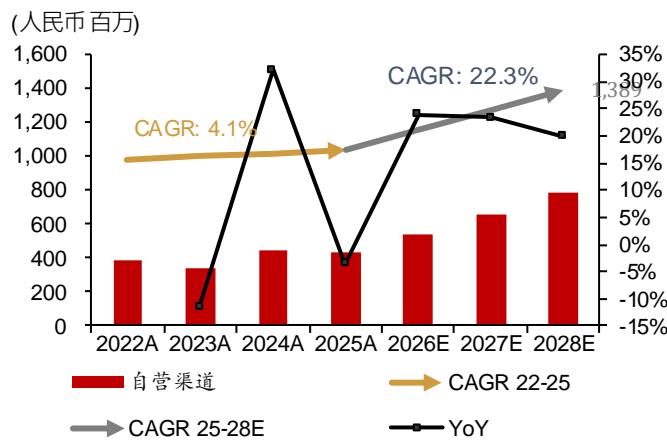
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 46: 收入结构 - 分渠道



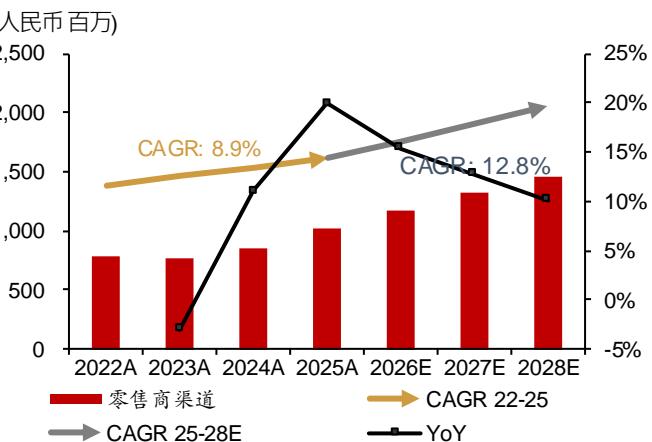
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 47: 自营渠道收入增长



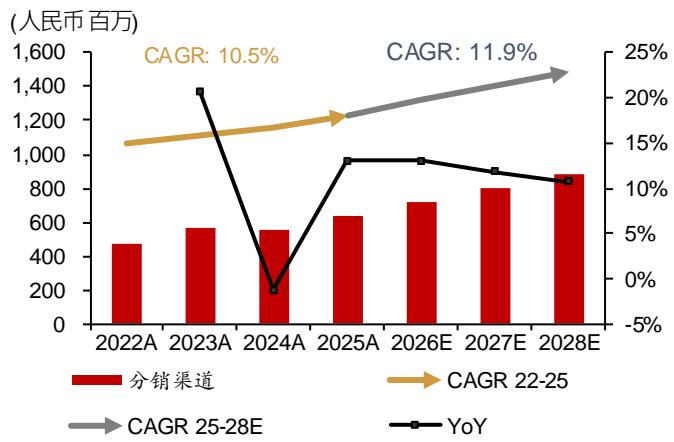
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 48: 零售商渠道收入增长



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 49: 分销渠道收入增长



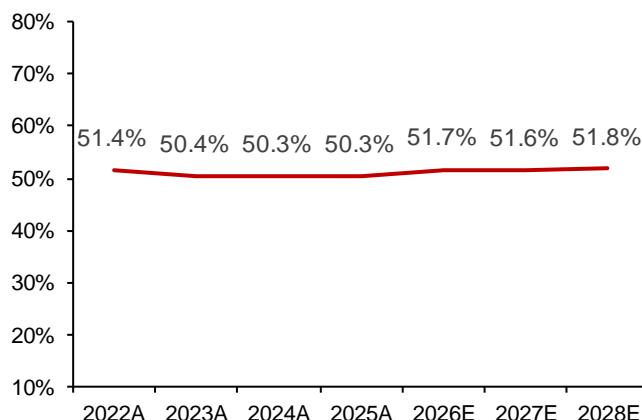
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

毛利: 毛利率随自营渠道收入占比提升而改善

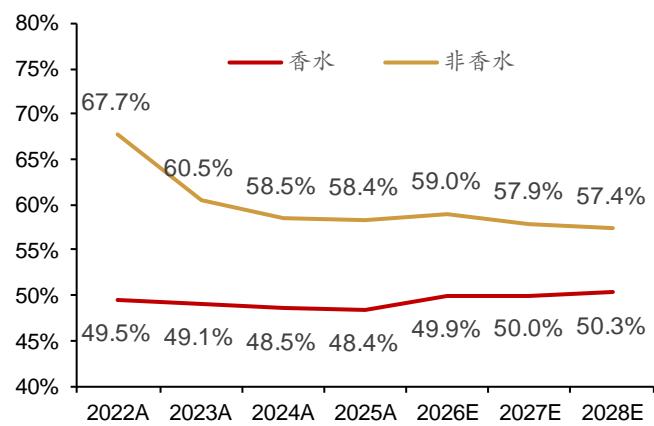
公司整体毛利率从 FY2022 的 51.4% 下降 1.1 个百分点至 FY2025 的 50.3%，毛利录得 6.8% 的复合年增长率，主要受疫情影响销售放缓以及某主要品牌终止分销合作所致。

我们预计整体毛利率将在 FY2026/FY2027/FY2028 分别达到 51.7%/51.6%/51.8%，毛利润将于 FY2025-FY2028 实现 15.7% 的复合年增长率，主要得益于高毛利率的自营渠道占比大幅提升——该渠道营收复合年增长率预计达 22.3%，对总营收的贡献率将从 FY2025 的 20.7% 增至 FY2028 的 25.2%。

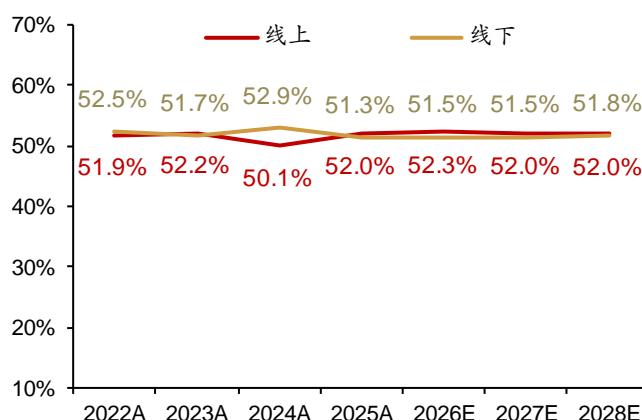
同期香水业务毛利率预计分别达到 49.9%/50.0%/50.3%，非香水业务毛利率预计为 59.0%/57.9%/57.4%。

图 50: 毛利率走势

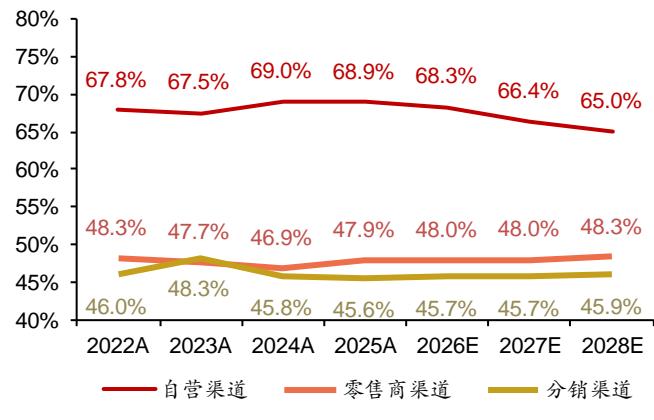
资料来源:公司资料,招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 51: 毛利率 - 分产品

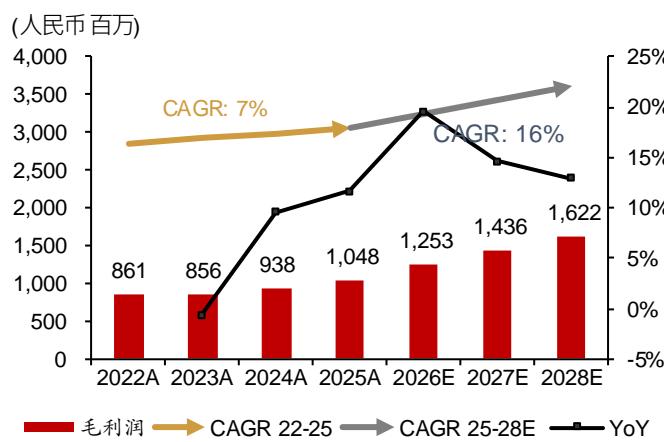
资料来源:公司资料,招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 52: 毛利率 - 分媒介

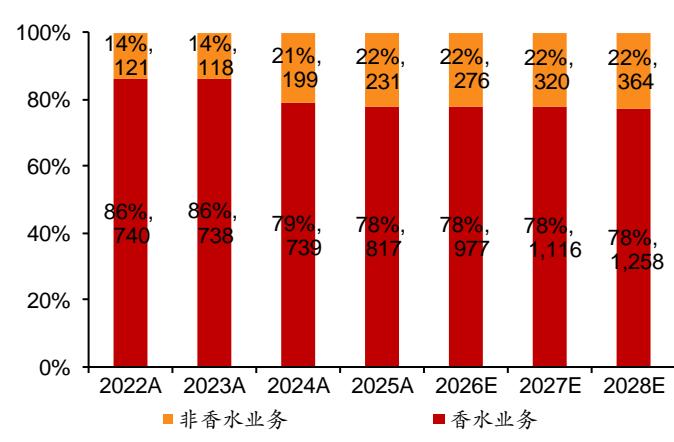
资料来源:公司资料,招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 53: 毛利率 - 分渠道

资料来源:公司资料,招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

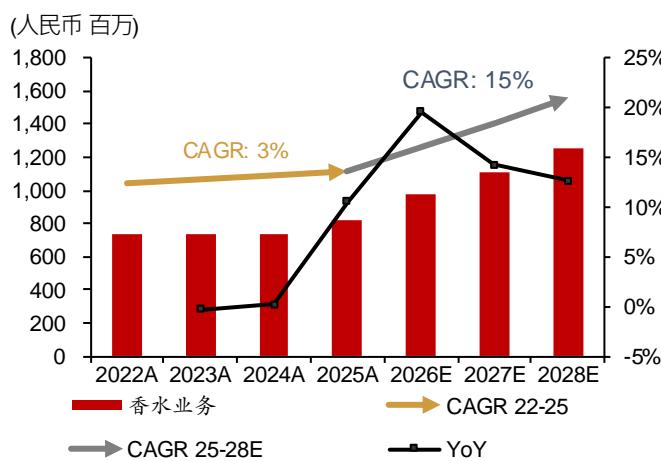
图 54: 综合毛利润增长

资料来源:公司资料,招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 55: 毛利拆分 - 分产品

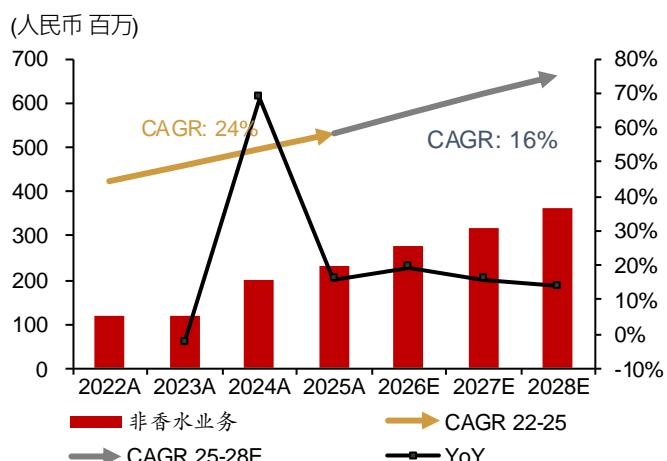
资料来源:公司资料,招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 56: 毛利润增长 - 香水业务



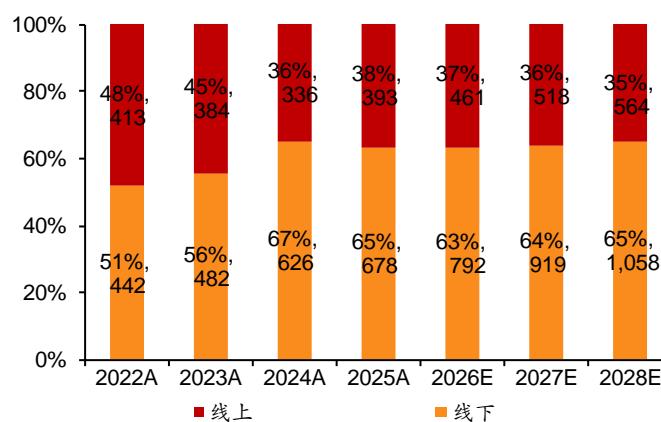
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 57: 毛利润增长 - 非香水业务



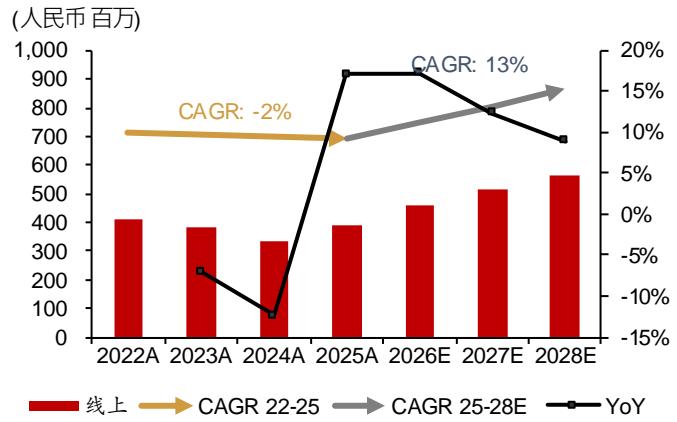
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 58: 毛利润结构 - 分媒介



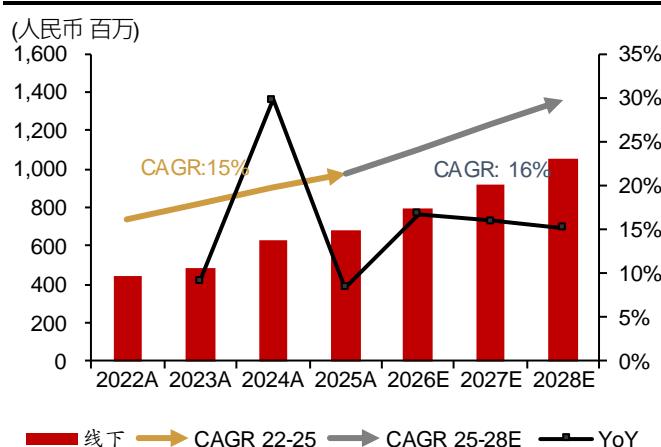
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 59: 毛利润增长 - 线上



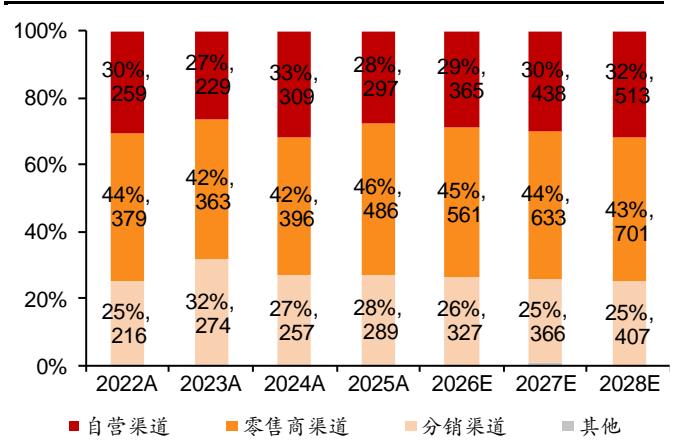
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 60: 毛利润增长 - 线下

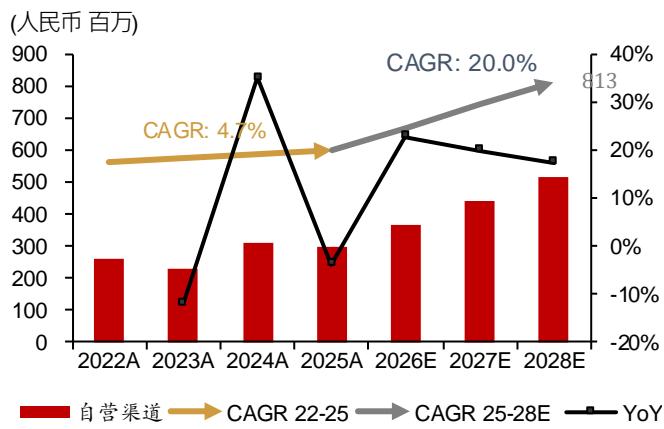


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

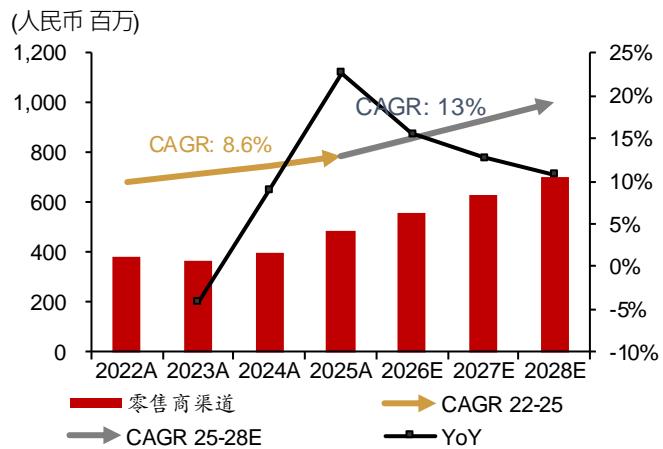
图 61: 毛利润结构 - 分渠道



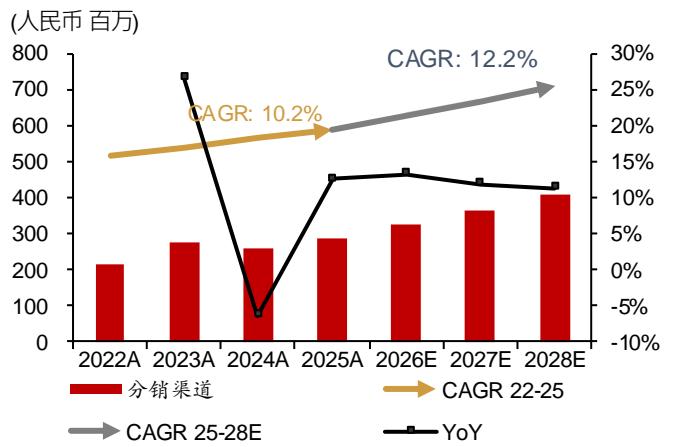
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测 (财年末为 3 月 31 日)

图 62: 毛利润增长 - 自营渠道

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为 3 月 31 日)

图 63: 毛利润增长 - 零售商渠道

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为 3 月 31 日)

图 64: 毛利润增长 - 分销渠道

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为 3 月 31 日)

净利润及净利率：保持改善态势

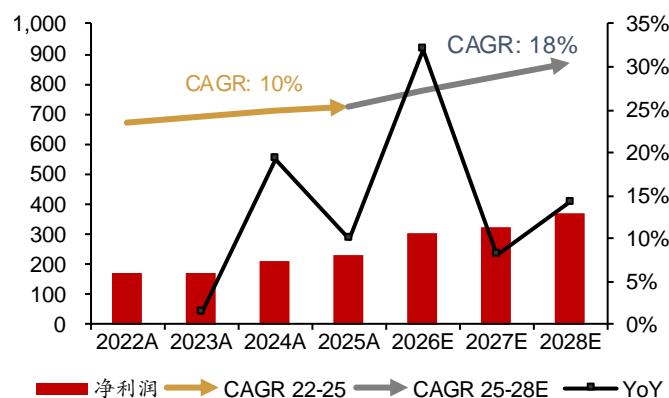
公司销售及管理费用率从FY2022的41.5%下降3.0个百分点至FY2025的38.4%，部分源于广告宣传费用大幅削减。预计该比率将从FY2025的38.4%微降至FY2028E的37.5%，主要依托规模效应——公司已建立成熟营销团队，新增外部品牌带来的边际成本增幅有限。

净利润在FY2022-FY2025实现9.9%的复合年增长率，达2.27亿元人民币，净利率从10.2%升至10.9%。预计FY2025-FY2028E净利润将以17.7%的复合年增长率增至3.7亿元人民币，净利率达11.8%。

FY2026E净利润预计大幅增长32%，主要源于6000万元处置收益及约2000万元上市费用等非经常性项目。

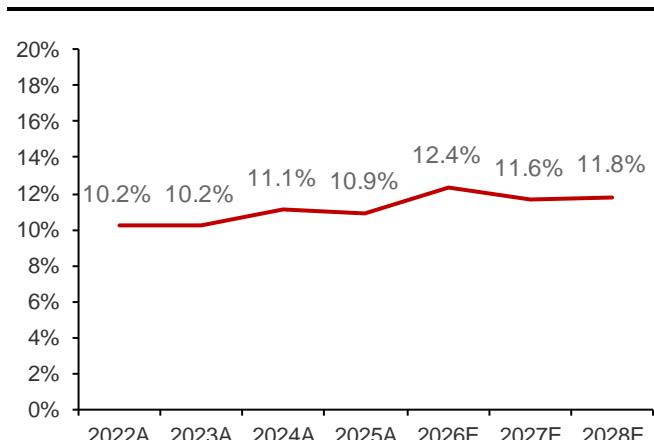
图 65: 净利润增长

(人民币百万)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

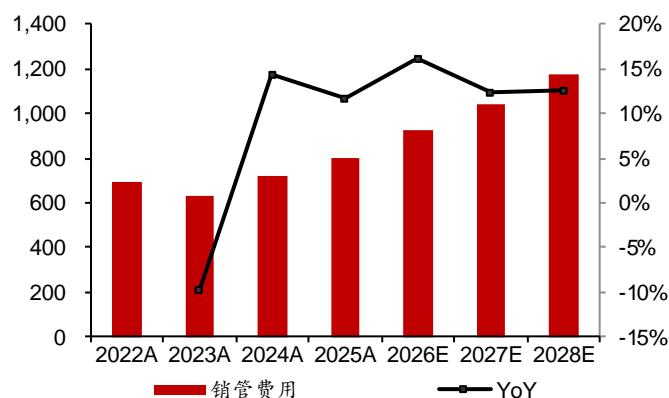
图 66: 净利率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

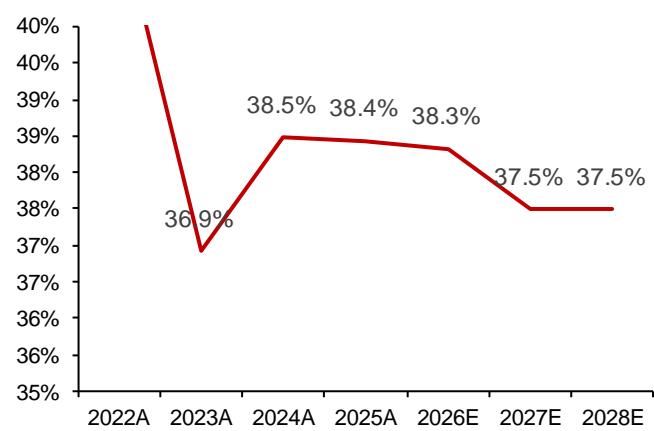
图 67: 销管费用

(人民币百万)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

图 68: 销管费率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测(财年末为3月31日)

估值

首次覆盖给予买入评级，目标价 3.49 港元

我们对颖通（6883 HK）的估值基于 14.2 倍 FY26E 市盈率，主要依据如下：

- 可比同业估值基准。如图 69 所示，可比同业未来三年净利润复合增长率加权均值为 23.1%，对应未来一年前瞻 PEG 约为 1.07 倍。
- 我们认为公司长期估值应该逐步向行业 1.07 倍 PEG 均值靠近，据此测算颖通对应水平为 20.3 倍 FY26E (自然年 2025E)、18.7 倍 FY27E (自然年 2026E)。
- 估值折价调整。我们认为基于上述理论估值，需针对以下两类风险进行折价调整：

- 10% 折价来自非自有品牌依赖风险。公司绝大部分利润来源于非自有品牌，存在品牌运营权被收回的潜在风险。尽管我们在投资逻辑部分已说明过——基于当前行业现状及实际情况来看，短期内该风险发生概率较低，但长期维度下该风险客观存在。
- 20% 折价来自流动性风险。公司股票在换手率、买卖价差、机构持仓等流动性指标上均显著低于同业，流动性风险客观存在。（图 70）

综上，我们得出 14.2 倍的 FY26E 目标市盈率。根据我们对公司 FY26E 0.22 元人民币的每股净利润的预测，及 0.92 的港币兑人民币汇率计算，最终目标价为每股 3.49 港元(图 71)

图 69：可比同业 PEG 基准

公司	证券代码	收盘价 (交易 币种)	总市值 (美元,百 万元)	市盈率(x)			收入增速(%)			净利润增速(%)			毛利率 (%)	净利率 (%)	派息 比例	股息率	未来三年 净利润复 合增速(%)		未来一年前 瞻 PEG
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E					25-27E	3M25+9M26	
巨子生物	2367.HK	61.45	8,464	23.7 x	19.2 x	15.9 x	26.8	25.0	22.2	16.3	22.9	20.5	82.1	38.8	37%	1.3%	2.2%	19.9	1.2 x
毛戈平	1318.HK	106.60	6,721	39.7 x	30.7 x	24.3 x	33.0	29.2	25.8	36.1	29.2	26.3	84.4	22.7	113%	2.2%	0.9%	30.5	1.3 x
上美股份	2145.HK	101.40	5,307	33.8 x	26.9 x	22.0 x	26.2	23.4	20.6	39.1	25.7	22.3	75.2	11.5	65%	1.5%	2.1%	28.8	1.1 x
美丽田园医疗健康	2373.HK	36.82	1,116	25.5 x	22.1 x	19.0 x	18.9	10.9	9.8	37.7	15.6	14.7	46.3	8.9	20%	0.6%	1.8%	22.2	1.1 x
颖通控股	6883.HK	2.02	352	8.2 x	7.6 x	6.7 x	16.4	14.8	12.6	32.0	8.1	14.3	58.2	10.9	33%	3.1%	9.2%	17.7	0.4 x
科蒂	COTY.US	4.03	3,515	11.4 x	9.3 x	8.0 x	-4.4	0.0	2.6	-25.0	53.2	13.0	64.4	5.3	0%	0.0%	0.0%	9.1	1.3 x
均价				28.2 x	22.5 x	18.3 x	23.5	21.6	19.4	21.7	28.8	21.0	76.9	22.6	57%	1.4%	1.6%	23.1	1.07 x

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

注：数据截至 2025 年 9 月 23 日；颖通控股财务数据为招银国际环球市场预测，其余公司财务数据基于彭博一致预期

图 70：流动性指标对比

公司	证券代码	日均换手率	日均成交金额 (港元百万元)	平均盘口差价 占股价比例	机构投资者持仓 占总股本比例	机构投资者持仓 占公众流通股比例
巨子生物	2367.HK	1.12%	690.2	12.1%	20.4%	45.4%
毛戈平	1318.HK	0.88%	232.4	14.1%	5.5%	28.4%
上美股份	2145.HK	0.56%	97.1	28.6%	1.4%	7.5%
美丽田园医疗健康	2373.HK	0.22%	15.4	57.1%	9.6%	24.9%
科蒂	COTY.N	1.10%	341.1	21.5%	31.5%	75.1%
可比同业均值		0.78%	275.2	26.7%	13.6%	36.2%
颖通控股	6883.HK	0.39%	11.2	61.1%	0.14%	0.5%

资料来源：彭博，富途，公司资料，招银国际环球市场 (交易数据计算区间为 2025 年 6 月 27 日至 9 月 10 日)

图 71: 估值与评级

(年结于 3/31)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股净利润 (人民币)	0.13	0.13	0.15	0.17	0.22	0.24	0.28
同比		1.3%	19.3%	10.0%	32.0%	8.1%	14.3%
每股核心净利润 (人民币)	0.13	0.13	0.15	0.17	0.19	0.24	0.28
同比	1.3%	19.3%	10.0%	14.4%	24.8%	14.3%	
汇率 (货币 / 人民币)					0.92	0.92	0.92
目标市盈率 (倍)					14.2 x		
当前市盈率 (倍)					8.2 x	7.6 x	6.7 x
目标价 (港元)					3.49		
现价 (港元)					2.07		
潜在升幅 (%)					72.8%		
评级 (买入 / 持有 / 卖出)					买入		

资料来源: 彭博, 公司资料, 招银国际环球市场预测 (截止 9 月 19 日)

图 72: 估值逻辑

序号	估值步骤	数值	核心逻辑与依据
1	可比同业 PEG 基准	1.07x PEG	参考可比同业未来三年复合增长率加权平均为 23.0%, 其对应的未来一年前瞻 PEG 约为 1.07 倍 (权重计算: 2025 年 3 个月 + 2026 年 9 个月)。
2	长期估值锚点	1.07x PEG	我们认为公司长期估值应向行业的 1.07 倍 PEG 靠拢。按此计算, 预通对应的预期市盈率应为 2026 财年 (日历 2025E) 20.3 倍及 2027 财年 (日历 2026E) 18.7 倍。
3	品牌授权依赖折价	-10%	公司绝大部分利润来源于非自有品牌, 存在品牌运营权被收回风险。尽管基于当前事实和行业现状考虑此类风险近期发生概率不高, 但长期维度下该风险客观存在。
4	流动性折价	-20%	公司的换手率、买卖价差、机构持仓比例等流动性指标均显著低于同业平均水平, 故给予相应流动性折价。
5	最终目标 P/E 倍数	14.2x (FY26E)	上述理论估值经过 30% 折价后得出

资料来源: 彭博, 公司资料, 招银国际环球市场预测 (截至 9 月 19 日)

投资风险

销售不及预期风险

市场需求复杂多变，消费者偏好、购买力及宏观经济形势等因素均可能导致公司产品销售不及预期。若市场竞争加剧，竞品推出更具吸引力产品，或公司新品推广效果不佳、销售渠道拓展受阻，都会影响产品销量与营收。如某品牌在新品发布时，因市场定位偏差，未契合消费者喜好，销量远低于预期，致市场份额下滑、利润受损。公司销售高度依赖特定产品或客户群体，一旦产品过时、客户流失，销售业绩将受重创。销售不及预期会使公司库存积压、资金周转困难，影响正常运营与后续发展计划实施。

战略计划落地不及预期风险

公司战略计划包含扩张、转型等重大举措，若新开 100 家门店计划，在实施中会面临诸多挑战。从选址、装修到人员招聘培训，任一环节出问题都可能延误进度。如某连锁企业计划拓展新区域，因选址难、审批流程长，开店进度滞后，错过最佳市场时机。市场环境变化快，若制定战略时未充分考虑，实施时就会陷入被动。比如行业政策调整、市场需求突变，都会影响战略落地效果。内部协调管理也是关键，部门间沟通不畅、执行不力，会使战略计划推进受阻，无法达成预期目标，削弱公司市场竞争力与发展潜力。

品牌终止合作风险

公司与品牌合作是业务核心，若合作品牌因各种原因终止合作，对公司影响巨大。品牌战略调整，削减产品线或改变合作模式，可能不再续约。若公司产品质量、销售业绩未达品牌要求，或合作过程中出现纠纷，也会导致合作破裂。某公司因产品质量问题遭品牌方解约，不仅失去重要业务，声誉也受损。品牌终止合作，公司将失去产品供应，销售渠道受冲击，营收锐减。同时，重新寻找合作品牌需投入大量时间、资金与精力，还存在合作不确定性，影响公司业务稳定性与可持续发展。

自有品牌开发进度不及预期风险

自有品牌开发对公司意义重大，若 Santa Monica 产品线开发进度滞后，会产生一系列问题。开发过程中，从产品设计、研发到生产工艺优化，都可能遇到技术难题、供应链问题，导致进度延误。市场竞争激烈，若开发速度跟不上竞品，产品上市时市场已饱和，错过最佳时机。Santa Monica 产品线价格亲民，虽易与国产品牌竞争，但也对成本控制、产品质量提出高要求。开发进度慢，公司投入成本增加，还可能因错过市场窗口，难以在竞争中立足，影响公司品牌布局与盈利增长。

潜在管理层人员变动带来的构架变动风险

公司创始人现年 79 岁，深耕行业多年，为企业发展奠定了坚实基础。考虑到其年龄因素，未来不排除因退休等原因逐步退居二线，这一情况可能为公司决策层带来潜在的不确定性。若核心管理层出现人员调整，随之可能引发组织架构的优化变动，对公司发展方向、业务布局、人员分工等均可能带来影响。未能实现平稳过渡，将对公司正常运营造成冲击，削弱市场竞争力。

附录

公司管理品牌目录

图 73: 公司主要品牌价值梯度及简介

Eternal 领航 - 主要品牌价值梯度及简介		
顶级奢侈品牌		金字塔尖品牌，以百年传承、皇室御用、高定/珍稀珠宝/顶级香氛为核心，客单价极高且稀缺性强
1 爱马仕	Hermès	顶奢标杆，全品类（皮具、香水、丝巾等）均为行业顶级，坚持手工定制，品牌溢价与稀缺性无出其右
2 梵克雅宝	Van Cleef & Arpels	百年顶级珠宝品牌，以“隐秘式镶嵌”工艺闻名，服务欧洲皇室，珠宝与香氛均属殿堂级定位
3 宝诗龙	Boucheron	法国顶级珠宝世家（1858年创立），首个入驻旺多姆广场的珠宝品牌，香氛延续珠宝奢华基因
4 萧邦	Chopard	以顶级腕表与珠宝为核心，家族经营，绑定戛纳电影节，香氛承载“快乐奢华”顶级定位
5 格拉夫	Graff	英国顶级珠宝品牌（“钻石之王”），以珍稀彩钻与高级定制珠宝闻名，香氛延续其“钻石级”奢华定位
6 圣玛利亚修道院	Santa Maria Novella	欧洲最古老药妆香氛品牌（1221年创立），原料珍稀、工艺传承800年，香氛属“博物馆级”藏品
7 克莱夫·克里斯蒂安	Clive Christian	“香水界的劳斯莱斯”，全球最贵香水纪录保持者，采用顶级天然香精，限量发售
8 罗嘉德芬	ROJA	传奇调香师 Roja Dove 创立，主打“皇室香水复刻”，用料奢华，单瓶均价超万元
9 特鲁东	Trudon	法国百年香薰品牌（1643年创立，法国皇室御用蜡烛供应商），香薰蜡烛与家居香氛为顶奢家居标杆
一线奢侈品牌		主流高端市场核心玩家，多品类覆盖，兼具历史底蕴与全球影响力，客单价高且认知度广
1 范思哲	Versace	意大利奢侈品代表，以大胆设计与“美杜莎”标识闻名，时装、皮具、香水均定位一线，覆盖全场景高端消费
2 菲拉格慕	Ferragamo	百年意式奢品，以“手工制鞋”奠定地位，香水延续“优雅奢华”定位，属一线香氛核心品牌
3 盟可睐	Moncler	高端羽绒服“羽皇”，兼具功能性与奢侈设计，香氛延续“高山奢华”定位，客单价对标一线
4 登喜路	Dunhill	英国男士奢品典范，核心品类（皮具、腕表、香氛）聚焦高端商务男士，曾服务丘吉尔等名人
5 万宝龙	Montblanc	以“大班笔”奠定顶级书写工具地位，延伸至皮具、香氛等，定位“低调奢华”商务一线奢品
6 布鲁内洛·库奇内利	Brunello Cucinelli	“羊绒界的爱马仕”，核心羊绒服饰属一线奢品，香氛延续“低调矜贵”定位
7 布里奥尼	Brioni	意大利顶级男装定制品牌（007西装定制方），香氛承载“绅士奢华”基因，为男装奢香细分标杆
8 莱俪	Lalique	法国顶级水晶品牌（1888年创立），香氛以水晶瓶身与艺术设计为核心，兼具收藏与奢华属性
9 霍比格恩特	Houbigant Paris	全球最古老香水品牌之一（1775年创立，首创“现代香水调香法”），属经典一线奢香
10 卡郎	CARON	法国百年香氛品牌（1904年创立，“香氛界的印象派”），以复杂香调与艺术感闻名，为一线经典奢香
11 福尔纳塞蒂	Fornasetti	意大利艺术奢品品牌，以“人脸图案”复古设计为核心，家居香氛属艺术奢品细分领域顶级
12 玛丽之香	Parfums De Marly	灵感源于法国波旁王朝皇室，香氛以“皇室仪式感”为核心，定位高端小众奢香
13 希尔乔夫	Xerjoff	意大利小众顶级香氛品牌，主打“高浓度天然香精”与“定制化调香”，客单价对标一线奢香
14 Memo	Memo	法国香氛品牌，以“旅行灵感”为核心，用料奢华（马达加斯加香草、喜马拉雅雪松等），属一线小众奢香
15 佩里斯·蒙特卡洛	Perris Monte Carlo	摩纳哥高端香氛品牌，承载“王室度假胜地”奢华基因，香氛定位一线小众奢香
轻奢及设计师品牌		设计导向型品牌，价格低于一线奢侈，聚焦时尚感与年轻化，覆盖轻奢消费群体
1 吉米周	Jimmy Choo	以“红毯女鞋”闻名，核心品类（女鞋、香水）定位“轻奢到准一线”，设计感强且偏向年轻化
2 罗伯特·卡沃利	Roberto Cavalli	意大利设计师品牌，以“动物纹”与性感设计为核心，香水属轻奢时尚香氛
3 卡尔·拉格斐	Karl Lagerfeld	以香奈儿前艺术总监命名，延续“老佛爷”时尚基因，香水定位轻奢时尚领域
4 艾莉·萨博	Elie Saab	黎巴嫩高定设计师品牌（红毯礼服闻名），香水延续“仙女裙”浪漫设计，属轻奢高定延伸香氛
5 蔻驰	Coach	美国轻奢皮具代表，香水定位“轻奢入门级”，性价比高，覆盖大众高端消费群体
6 迈克尔·科尔斯	Michael Kors	美国轻奢时尚品牌，香水以“美式休闲奢华”为核心，属轻奢香氛主流品牌
7 MCM	MCM	德国轻奢皮具品牌（“铆钉包”闻名），香水延续“街头奢华”定位，聚焦年轻轻奢消费群体
8 芙拉	Furla	意大利轻奢皮具品牌，香水以“甜美优雅”为核心，属轻奢女香主流选择
9 拉科斯特	Lacoste	以“鳄鱼标”与运动休闲风闻名，香水定位“轻奢运动香氛”，覆盖年轻商务与休闲场景
10 楚萨迪	Trussardi	意大利时尚品牌，核心品类（皮具、香水）属“轻奢到准一线”，设计偏向经典休闲
11 浪凡	Lanvin	法国老牌时装屋（曾为一线奢品，现侧重轻奢），香水定位“轻奢经典香氛”，性价比突出

12	默斯奇诺	Moschino	意大利搞怪设计师品牌，以“幽默时尚”为核心，香水属轻奢潮流香氛，受年轻群体喜爱
13	安娜苏	Anna Sui	美国设计师品牌，以“少女感”与“复古童话风”为核心，香水定位轻奢少女香氛
14	D 二次方	Dsquared2	加拿大设计师兄弟品牌，以“街头潮流+奢华元素”为核心，香水属轻奢潮流香氛
15	凯蒂诗贝	Kate Spade	美国轻奢时尚品牌，以“亮色设计”与“少女感”为核心，香水属轻奢入门级女香
16	桃丝熊	TOUS	西班牙轻奢珠宝品牌（“小熊标识”闻名），香水延续“可爱奢华”定位，属轻奢珠宝延伸香氛
17	蕾娜海	Les Nereides	法国轻奢珠宝品牌（“童话风珠宝”闻名），香水定位“轻奢小众女香”，设计精致小巧
18	21G 香氛屋	Maison 21G	主打“定制化香氛”的轻奢香氛品牌，以“个性化调香”为核心，客单价低于一线奢香
19	克霖	Clean	美国小众轻奢香氛品牌，以“清新洁净感”为核心（如“冷棉”“肌肤之亲”），属轻奢清新香氛代表
20	卡鲁	Kaloo	法国高端婴童香氛品牌，以“安全温和”与“童趣设计”为核心，属轻奢婴童细分领域标杆
21	黑之屋	Maison Noir	小众轻奢香氛品牌，以“暗黑系设计”与“小众香调”为核心，定位年轻潮流轻奢香氛
22	宾利	Bentley	英国豪华汽车品牌延伸香氛，以“汽车奢华感”为核心，属轻奢跨界香氛
23	梅赛德斯 - 奔驰	Mercedes-Benz	德国豪华汽车品牌延伸香氛，定位“商务轻奢香氛”，覆盖汽车爱好者群体
24	4711	4711	德国经典古龙水品牌（1792年创立），以“清爽柑橘调”闻名，单价较低，属“轻奢入门级古龙水”

资料来源：公司资料，公开新闻整理，招银国际环球市场

公司历史

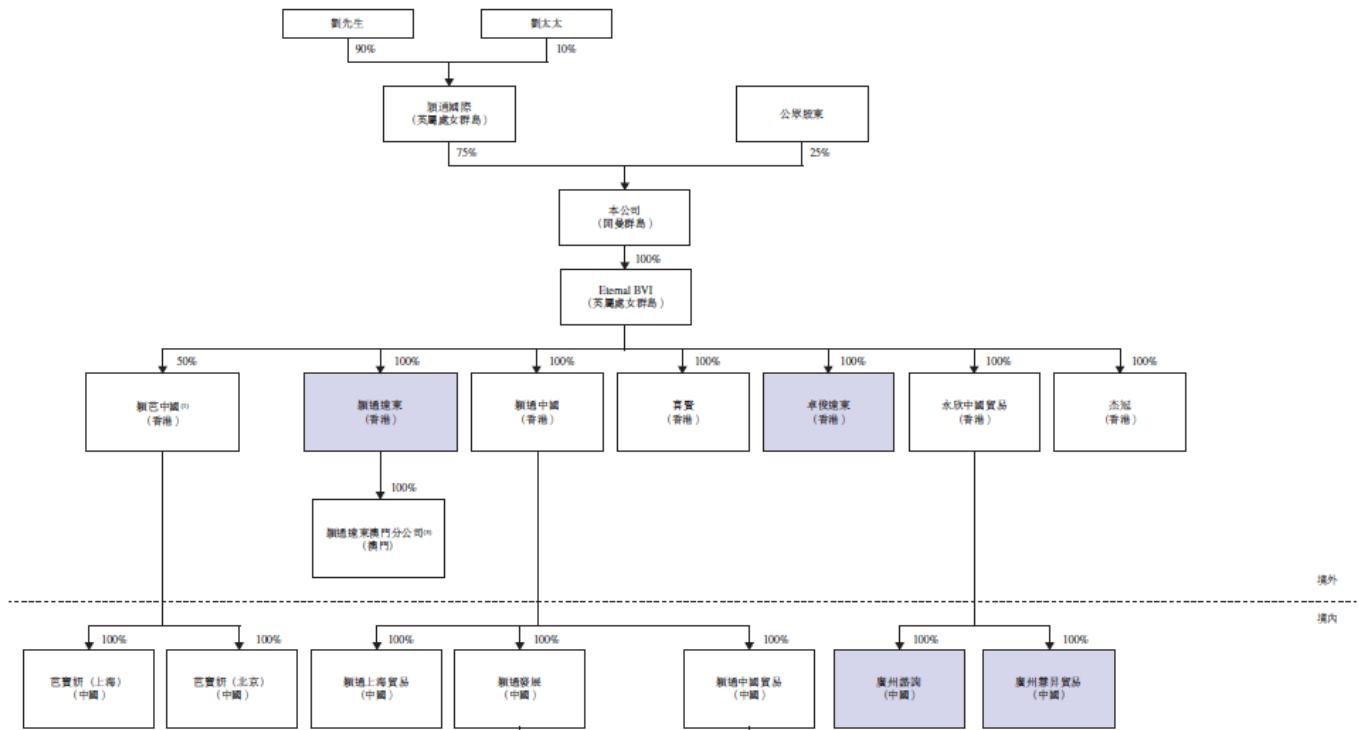
图 74: 公司重要历程

年份	里程碑
1987	公司签订首份独家分销协议，在香港和澳门分销进口眼部护理产品。 公司率先在内地分销和运营进口护肤品。
1992	公司与 InterParfums 建立经销商合作关系，InterParfums 是一家全球知名的 Prestige 香水和化妆品研发、生产与分销公司，作为公司的重要业务合作伙伴，双方已持续合作逾 30 年。
1999	公司推出自有眼部护理品牌，品牌名为“Santa Monica”。
2005	公司开始在内地分销和运营法国时尚领军企业 Hermès 的香水产品，该产品在市场上属于高端产品。
2007	公司与全球香水和化妆品行业的领军企业 Euroitalia 建立经销商合作关系，Euroitalia 生产和分销各类香水和化妆品，作为公司的重要业务合作伙伴，双方已持续合作逾 15 年。 公司开始通过在北京首都机场销售产品来建立旅游零售网络。
2012	此后，公司将销售渠道拓展至电子商务平台，首次为一个国际彩妆品牌开设天猫旗舰店。
2014	公司获得高端日本护肤品牌 Albion 的授权，作为其品牌经理，在香港和澳门的百货商店管理和分销其产品。
2016	公司推出零售品牌“Perfume Box”并开设线上销售渠道，后于 2018 年开设旗舰店。 公司组建了一支超 100 人的大规模内部电子商务团队。
2019	公司助力 Albion 在内地开设并运营天猫旗舰店。 公司将销售和分销渠道拓展至包括京东在内的平台。
2020	公司与独立第三方行业咨询公司每年联合发布《中国香水行业白皮书》，该白皮书已成为内地香水行业广受好评的研究报告。 2 月，公司分两批推出企业微信小程序，并正式建立全渠道销售和分销平台 公司将直播销售和分销渠道拓展至抖音，包括组建内部直播团队并建立专属直播基地。
2021	公司引入 Sanctum，这是一个拥有 800 多年历史的老牌意大利品牌，主要提供香水和家居香氛产品。 公司在内地、香港和澳门建立了超过 6000 个线下销售点，覆盖 300 多个城市。
2022	公司通过引入 Maison 21G 进军自有香氛市场。 公司推出自有香水品牌，品牌名为“Santa Monica”。 公司与德国高端护肤品牌 Dr. Babor 成立合资企业，负责其运营，并成为 Dr. Babor 在指定产品和渠道方面内地零售业务的独家被许可方。
2023	公司与全球领先的彩妆品牌 Laura Mercier 建立合作关系，并开始分销其产品。 公司率先在香港为 Albion 推出首个设有机舱面部护理的快闪店。
2024	公司运营 100 多家线下门店，并通过零售商运营 7500 多个销售点，在中国（包括香港和澳门）400 多个城市为客户提供产品。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

股权构架

图 75: 股权构架 (IPO 后)



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

管理层资料

图 76: 管理层资料

	姓名	年龄	职位	首次加入公司日期	获任董事时间	职责与权限
执行董事	刘鉅荣先生	78	执行董事兼董事会主席	1983年2月	2024年1月9日	整体战略规划及业务方向把控
	林荆女士	49	执行董事兼首席执行官	1999年12月	2024年7月10日	整体运营管理
	刘颖贤女士	49	执行董事	2004年3月	2024年7月10日	整体业务发展
	朱维骏先生	50	执行董事兼首席财务官	2010年7月	2024年7月10日	整体财务管理及投资者关系事务
独立非执行董事	陶志强先生	54	独立非执行董事	2025年6月	2025年6月6日	监督董事会并向董事会提供独立判断
	Nagy Guillaume Nicolas Sébastien 先生	49	独立非执行董事	2025年6月	2025年6月6日	监督董事会并向董事会提供独立判断
	Chan Soh Cheng 女士	57	独立非执行董事	2025年6月	2025年6月6日	监督董事会并向董事会提供独立判断

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,699	1,864	2,083	2,425	2,784	3,134
销售成本	(843)	(926)	(1,035)	(1,172)	(1,348)	(1,512)
毛利润	856	938	1,048	1,253	1,436	1,622
运营费用	(627)	(717)	(801)	(929)	(1,044)	(1,175)
销售费用	(458)	(515)	(593)	(690)	(793)	(892)
行政费用	(170)	(203)	(208)	(239)	(251)	(283)
运营利润	229	221	247	324	392	447
其他收入	12	12	7	5	5	5
投资盈亏	(1)	(0)	1	0	0	0
其他盈亏	(17)	(1)	13	40	0	0
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	0	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
EBITDA	291	314	367	469	494	549
折旧	16	23	25	25	20	20
使用权资产折旧	51	58	71	72	72	72
其他摊销	1	2	2	3	4	5
EBIT	223	232	268	369	398	452
利息收入	6	8	2	1	3	5
利息支出	(3)	(4)	(6)	(6)	(6)	(7)
税前利润	227	233	261	361	391	446
所得税	(54)	(26)	(34)	(61)	(66)	(76)
税后利润	173	206	227	300	324	370
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	173	206	227	300	324	370
核心净利润	173	206	227	260	324	370

资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	903	898	1,071	1,889	2,053	2,235
现金与现金等价物	320	151	256	975	1,022	1,094
应收账款	157	175	250	291	335	377
存货	358	390	434	491	565	634
短期银行存款	13	0	0	0	0	0
其他流动资产	54	181	131	131	131	131
非流动资产	192	136	140	132	164	203
物业及厂房及设备 (净额)	16	20	17	12	27	42
使用权资产	66	82	72	64	77	96
合资及联营公司投资	0	3	7	7	7	7
无形资产	4	4	9	14	19	24
其他非流动资产	106	28	35	35	35	35
总资产	1,095	1,033	1,211	2,021	2,217	2,438
流动负债	534	540	498	513	536	559
与关联方往来款项余额	139	194	116	116	116	116
短期债务	0	0	33	33	33	33
应付款项	177	169	119	119	119	119
应付账款	113	93	120	135	156	175
应付税款	24	6	27	27	27	27
其他流动负债	9	10	11	11	11	11
租赁负债	48	53	59	59	61	65
合同负债	23	16	13	13	13	13
非流动负债	26	35	23	23	23	25
长期债务	0	0	0	0	0	0
融资租赁承担	25	33	20	20	21	23
其他非流动负债	1	2	2	2	2	2
总负债	559	575	520	536	559	584
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	0	72	234	419
其他储备	535	459	691	1,442	1,442	1,442
股东权益总额	535	459	691	1,485	1,658	1,854
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	1,095	1,033	1,211	2,021	2,217	2,438

现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	227	233	261	361	391	446
折旧摊销	68	82	99	100	96	97
税款	(34)	(50)	(20)	(61)	(66)	(76)
营运资金变化	(72)	(137)	(107)	(83)	(97)	(92)
其他	21	33	4	(32)	7	6
净经营现金流	210	161	237	285	331	381
投资现金流						
资本开支	(13)	(28)	(26)	(35)	(35)	(35)
收购与投资	0	(6)	(7)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(13)	13	0	0	0	0
其他	1	3	25	25	(5)	(5)
净投资现金流	(25)	(17)	(9)	(10)	(40)	(40)
融资现金流						
已支付股息	(146)	(195)	(76)	(228)	(162)	(185)
净借貸	0	0	33	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	751	0	0
其他	(70)	(141)	(90)	(79)	(82)	(85)
净融资现金流	(216)	(335)	(133)	444	(244)	(270)
净现金流变动						
年初现金	307	320	151	256	975	1,022
汇率变动	44	21	10	0	0	0
年末现金	320	151	256	975	1,022	1,094
增长率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日						
销售收入	1.5%	9.7%	11.8%	16.4%	14.8%	12.6%
毛利润	(0.6%)	9.6%	11.7%	19.6%	14.6%	12.9%
经营利润	37.4%	(3.3%)	11.9%	30.9%	21.1%	13.9%
EBITDA	9.1%	7.8%	16.9%	27.9%	5.2%	11.2%
EBIT	5.2%	3.8%	15.8%	37.6%	7.7%	13.7%
净利润	1.3%	19.3%	10.0%	32.0%	8.1%	14.3%
盈利能力比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日						
毛利率	50.4%	50.3%	50.3%	51.7%	51.6%	51.8%
营业利益率	13.4%	11.9%	11.9%	13.3%	14.1%	14.3%
税息折旧及摊销前利润	17.1%	16.8%	17.6%	19.3%	17.7%	17.5%
股本回报率	33.0%	41.5%	39.5%	27.6%	20.6%	21.1%
资产负债比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
流动比率 (倍)	1.7	1.7	2.2	3.7	3.8	4.0
应收账款周转天数	33.7	34.3	43.9	43.9	43.9	43.9
存货周转天数	154.8	153.9	153.0	153.0	153.0	153.0
应付帐款周转天数	49.1	36.8	42.1	42.1	42.1	42.1
估值指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 03 月 31 日						
市盈率	na	na	na	8.2	7.6	6.7
市盈率 (摊薄)	na	na	na	8.2	7.6	6.7
市帐率	na	na	na	na	na	na
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	9.2	6.6	7.5
企业价值	2,903.8	2,734.2	2,806.1	3,525.6	3,572.5	3,644.0
企业价值 / 销售额	1.7	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2
企业价值 / EBIT	13.0	11.8	10.5	9.6	9.0	8.1
企业价值 / EBITDA	10.0	8.7	7.6	7.5	7.2	6.6

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	股价于未来 12 个月的潜在变幅在 -10% 至 +15% 之间
卖出	股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发行时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及 (II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局 ("FINRA") 注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。