

染发经济：焕然一新，从“头”开始

华泰研究

2023 年 12 月 21 日 | 中国内地

专题研究

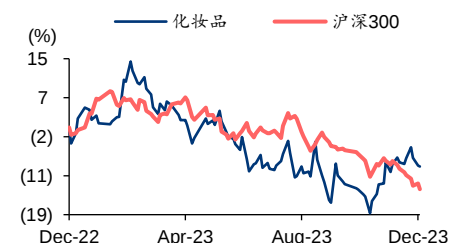
化妆品

增持（维持）

研究员 孙丹阳
SAC No. S0570519010001 sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696 +(86) 21 2897 2038

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796 +(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：华泰研究

银发族年轻化+Z 时代个性化，全球染发市场需求有望不断释放

银发族染发需求有望不断释放，年轻消费群体追求个性、对多彩发色需求旺盛，DIY/居家染发成潮流，染发日趋日常化。我们预计全球染发剂市场规模有望稳步扩展。头部品牌商多为洗护发/染发产品综合布局，提供综合头部护理解决方案。鉴于染发剂的作用机制、潜在质量安全问题、染色效果，染发剂原料环节至关重要，市场准入门槛较高。伴随健康意识提升，天然、绿色、有机有望成为新原料方向。考虑到下游客户产品矩阵布局的需要，染发剂原料商或存在向洗护发原料延伸的协同性。

染发剂：市场需求有望稳步扩张

22 年全球染发剂市场规模约 126 亿美元（欧睿），欧睿预计 23-27 年全球染发剂市场规模将以 5.3% 的复合增长率增长。与全球类似，我们预计我国染发剂市场后续有望维持稳步增长，主要基于：1) 银发族染发需求有望不断释放。据国家统计局，21 年我国 40-59 岁群体数量占比最高，达 31%；而 40-60 岁人群是染发市场主力（金额占比 80%，艾媒咨询）。2) 年轻消费群体追求个性，对多彩发色需求旺盛。3) DIY/居家染发成为潮流，染发日常化。据欧莱雅，19 年中国家用染发产品销售额占比 57%。

染发剂品牌商：龙头洗护发、染发综合布局

全球美妆龙头欧莱雅集团以染发剂业务起家，22 年集团全球营收 383 亿欧元/yoy19%，其中洗护发/漂染发收入占比分别为 15%/8.8%，旗下巴黎欧莱雅沙龙专属品牌营收规模超 10 亿欧元，全球合作 250 万名美发师。日本资生堂（SHISEIDO）创立于 1960 年，专注美发产品，22 年营收 452 亿日元，其中洗护发/染发业务营收占比 58%/37%。朋友（Hoyu）创立于 1905 年，已发展成为以染发剂为中心的专业头发化妆品企业，向全世界消费者传达“让您的内心充满色彩（Color Your Heart）”的理念。

染发剂原料：扮演重要角色

染发剂可分为暂时性/半永久/永久性，永久性占主导（22 年全球染发剂消耗量约 5800 吨，永久性占 66%），其作用原理：碱化剂打开头发表皮层，氧化剂进行漂白；着色剂/中间体（如 P-苯二胺）和耦合剂（如间苯二酚）渗入发丝，经过系列反应形成大分子结合体后达到染色效果。半永久性/永久性染发剂原料多为芳香胺类化合物，部分具有致敏性、刺激性等不良反应。在我国染发类化妆品属于特殊用途化妆品。染发剂质量安全问题攸关，中间体、耦合剂选择亦直接关乎染色效果。染发剂原料作为其中重要环节，具有较高市场准入及供应商认证门槛。

代表性染发剂原料商：鼎龙科技/辽宁新宇等重要玩家引领国内行业发展

在海外，美国劳恩斯坦公司 1897 年起即提供染发原料业务。在国内，鼎龙科技作为全球主要染发剂原料生产商，22 年染发剂原料/植保材料/特种工程材料营收 5.8/1.1/0.8 亿元。染发剂原料领域已与欧莱雅/汉高等建立持久稳固合作关系，份额占比 30-50%；植保材料领域，与组合化学、ARYSTA 等建立了稳定的合作关系；特种工程材料领域，已开发多种用于合成聚酰亚胺与高性能纤维等的特种工程材料单体/亦具备 PBO 单体生产能力。公司拟 IPO 募资 9.9 亿元用于年产 1320 吨特种材料单体及美发助剂项目等。此外，辽宁新宇亦有多年的染发剂原料生产供应基础。

风险提示：染发剂市场规模萎缩；产品质量安全风险；市场竞争加剧。未覆盖公司为客观信息展示，并不代表推荐。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

染发：行业尚存增长空间，需求端带动产品更新升级	3
染发市场规模仍在扩大	3
染发剂原料扮演重要角色	4
染发需求持续升温，催生多样品类	6
终端产品：成分类似，国产新锐品牌快速崛起	7
鼎龙科技：全球主要染发剂原料供应商	9
成熟产品+稳定客户，护航业绩持续增长	9
盈利受产品结构影响较大	12
辽宁新宇：与欧美龙头品牌长期合作	13
玫丽盼（MILBON）：品牌+渠道+研发全能的美发化妆品龙头	14
朋友（Hoyu）：日本百年老牌染发剂生产销售商	17
风险提示	18

染发：行业尚存增长空间，需求端带动产品更新升级

染发市场规模仍在扩大

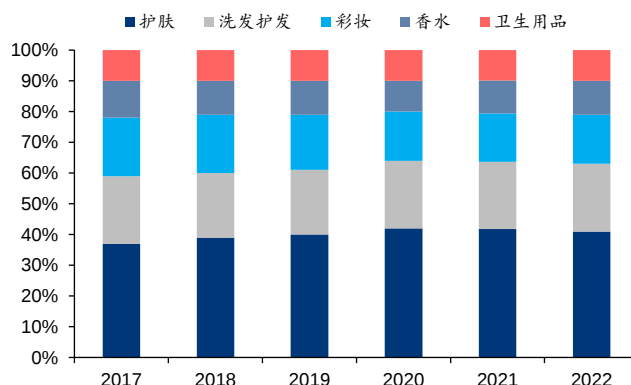
化妆品市场扩大带动头发护理产品增长。前瞻产业研究院数据显示，全球化妆品市场规模由 17 年的 5011 亿美元上升至 22 年的 5652 亿美元，除 2020 年受宏观经济波动影响有所下滑，化妆品市场总体上仍在稳步扩大。按产品结构划分，17-22 年全球化妆品市场构成中护肤品占比最高，洗发护发产品占比稳定保持第二。结合化妆品市场规模的增长趋势及头发护理产品的市场份额，全球头发护理产品市场规模呈稳步增长的态势。

图表1：全球化妆品市场规模总体呈增长态势



资料来源：鼎龙科技招股说明书，前瞻产业研究院，华泰研究

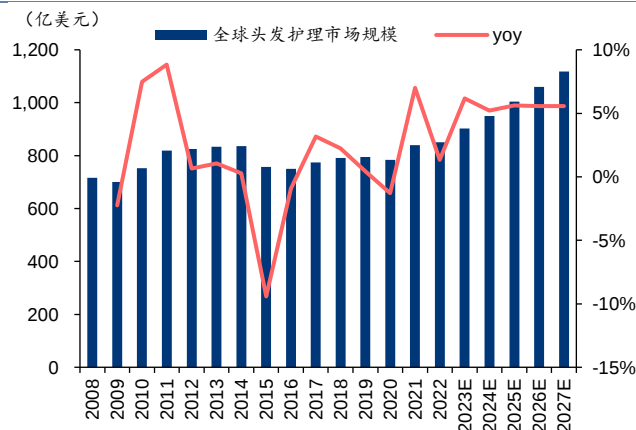
图表2：洗发护发类在全球化妆品市场中占比稳定保持第二



资料来源：鼎龙科技招股说明书，欧莱雅 2017-2022 年年报，华泰研究

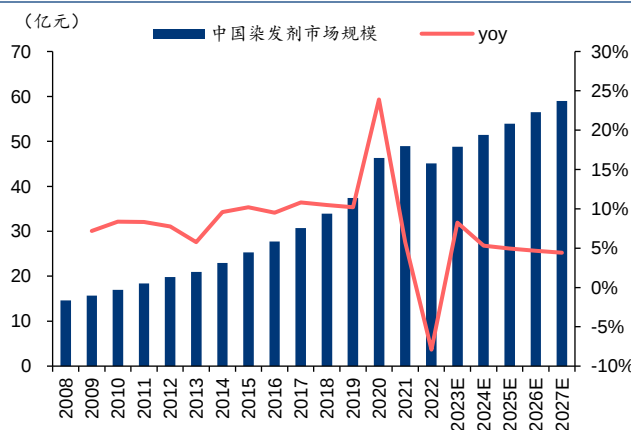
全球染发市场规模仍在增长，国内染发市场规模 22 年出现首次同比下跌。得益于全球经济发展与人们对美的向往，化妆品市场整体进入了高速发展阶段，染发剂销售额也处于快速增长之中。根据欧睿咨询数据，22 年全球染发剂市场规模达到 126.1 亿美元，预计 23-27 年全球染发剂市场规模将以 5.3% 的复合增长率增长。中国染发剂市场规模出现首次下跌，22 年市场规模降至 45.1 亿元，yoy-7.90%，主要原因为疫情期间线下零售及物流受到影响，同时外出场景减少导致大众对个人形象管理的需求下降，后疫情时代消费复苏有望带动染发剂市场恢复增长。

图表3：全球染发剂市场规模稳定增长



资料来源：Euromonitor，华泰研究

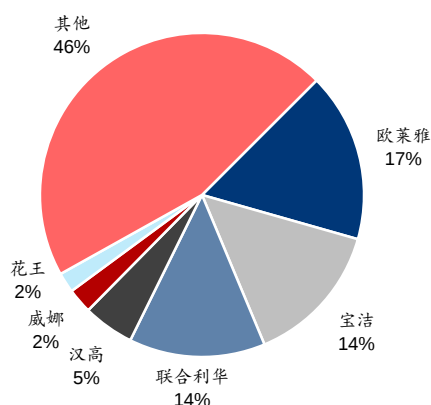
图表4：国内染发剂市场 22 年出现首次下跌



资料来源：Euromonitor，华泰研究

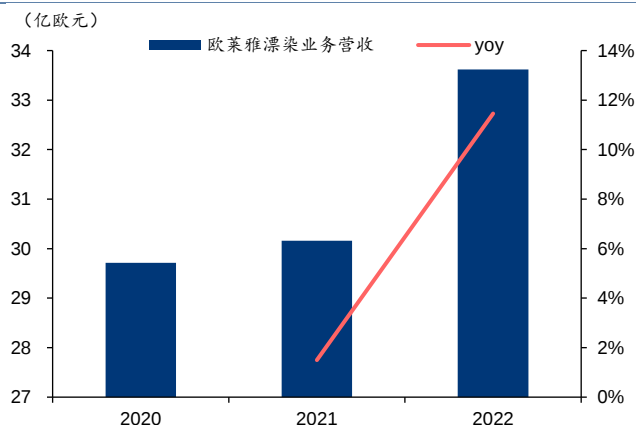
龙头品牌商持续深耕。老牌染护品牌欧莱雅 20-22 年漂染业务持续增长，22 年营收达 33.6 亿欧元，yoy11.46%；22 年推出 Colorsonic “手持居家染发神器”，振荡刷头能将染发剂均匀地涂抹在头发上，可避免染膏到处蹭碰，满足消费者居家染发需求。施华蔻母公司汉高集团 22 年收购资生堂专业美发旗下的芯护理道 (Sublimic) 与普盈丝 (Primience)，合作建立的日系美学创新中心于 23 年 3 月在日本东京启幕，聚焦日本和亚洲市场，有望开发更多个性化美发、染发产品。

图表5：2022年全球头发护理行业公司/集团市场份额



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表6：20-22年欧莱雅漂染业务营收增长



资料来源：欧莱雅公司公告，华泰研究

染发剂原料扮演重要角色

染发剂分为三大类：1) 无机染发剂；2) 植物染发剂；3) 合成染发剂。无机染发剂的显色成分为金属离子，对人体健康有危害且染发过程中产生废水，目前已经退出市场。植物染发剂分为吸附型和金属络合型，前者纯天然但持续时间较短，后者尚处于研究初期阶段，未有产品推向市场。

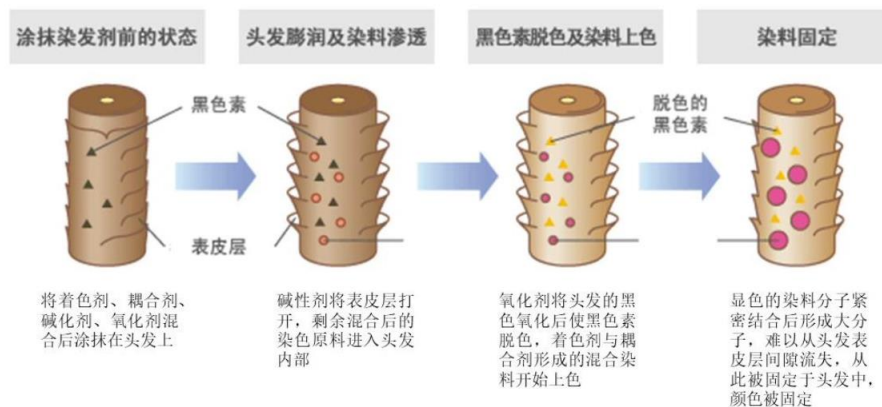
合成染发剂根据持续时间可分为暂时性染发剂、半永久性染发剂和永久性染发剂。暂时性染发剂和半永久性染发剂不含氧化剂，容易被洗去；永久性染发剂包含染料前体（着色剂/中间体+耦合剂）、氧化剂和碱化剂，也是市面上使用最多的染发剂。作用原理为：碱化剂把头发表皮层打开，氧化剂对头发进行漂白；着色剂/中间体和耦合剂渗入发丝，在碱化剂和氧化剂的帮助下发生氧化、耦合和缩合，并在其中形成大分子结合体后达到染色效果。

图表7：永久性合成染发剂组成部分

染发剂组成部分	成分构成	作用
碱化剂	氨水、乙醇胺、氨基异丙醇	提供中间体氧化反应的较强碱性环境；打开头发表皮层，使中间体、耦合剂更好地扩散渗透到毛皮质中
氧化剂	双氧水、过氧化尿素、过氧化碳酸钠、硼酸钠	将头发中的黑色素氧化分解；促进中间体、耦合剂发生氧化形成染料分子
耦合剂	间位取代的芳胺及其衍生物，如：间氨基苯酚、间苯二胺、间苯二酚	可与染料中间体的氧化产物耦合或缩合，生成各种色调的染料
着色剂/中间体	芳胺类：对苯二胺、2, 5-二氨基甲苯、以及含取代基被氧化后直接显色	
	代基的对苯二胺、邻氨基苯酚、对氨基苯酚	

资料来源：《染发剂研发进展综述》，由李学敏等于2016年4月发布在期刊《染料与染色》，华泰研究

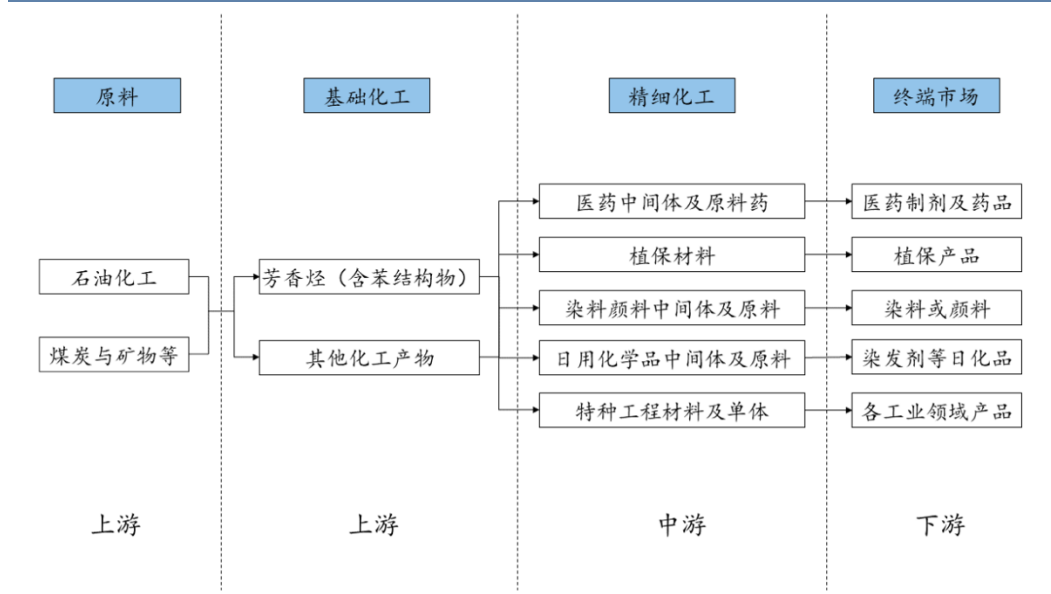
图表8：永久性合成染发剂工作原理



资料来源：鼎龙科技招股说明书，华泰研究

染发剂原料属于精细化工行业，该行业处于产业链中游，上游为石油、煤炭与矿物等原材料开采和基础化工加工行业，下游为医药、植保产品、染料、日用化学品、助剂、特种工程材料等终端应用行业。精细化工行业作为基础化工行业和终端市场的中间链条，承担着将基础化工品生产转化成更具功能化、差异化、专业化精细产品的职能，具有技术密度高、附加值高等特点。根据欧睿咨询数据，2009-2022 年全球染发剂原料消耗量总体呈上升趋势，22 年达到 5795.7 吨；其中，永久性/氧化性染发剂原料消耗量占比保持最高。

图表9：染发剂原料处于产业链中游



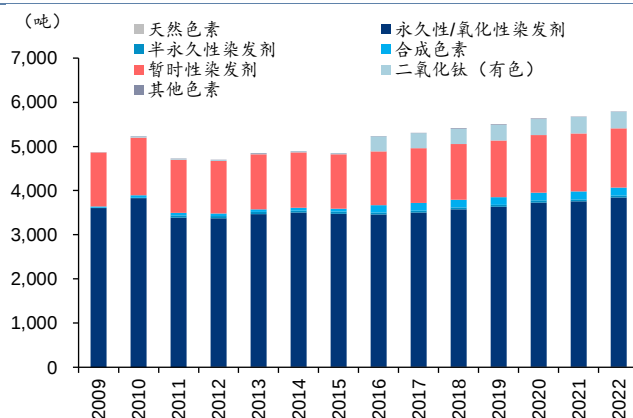
资料来源：鼎龙科技招股说明书，华泰研究

图表10：全球染发剂原料消耗量总体呈上升趋势



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表11：永久性/氧化性染发剂原料消耗量占比最高



资料来源：Euromonitor，华泰研究

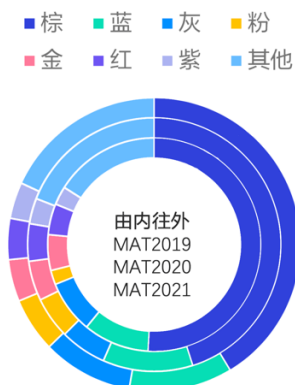
染发剂原料市场呈现小而散竞争格局。全球市场内，美国劳恩斯坦公司（Joseph H Lowenstein & Son Inc）自 1897 年起提供染发原料，美发产品覆盖漂白产品、稳定剂/螯合剂、低烯醇表面活性剂等。国内精细化工行业的发展与化妆品及其上游市场入局较晚，部分染发剂原料制造企业已占据较可观的市场份额，逐步被纳入国际化妆品原料供应体系。其中，据鼎龙科技招股书，鼎龙科技向主要客户欧莱雅、汉高、科蒂/威娜系企业供应染发剂原料产品占其需求量约 30%-50%；辽宁新宇在染发剂原料行业有将近 30 年的生产和供应基础，拥有成熟的染发剂原料生产能力及染发剂配方研发能力。但多数企业仅供应一种或少数几种产品且体量较小。

染发需求持续升温，催生多样品类

DIY/居家染发成为潮流，染发逐渐日常化。CBNData 联合淘宝直播 ON MAP 于 2021 年发布的《Z 世代美颜消费趋势报告》显示，越来越多的年轻人开始在家 DIY 染发，19-21 年 Z 世代线上彩色染发剂消费额逐年增长，其中，蓝色、灰色、粉色、紫色等多元色系消费增速快，“甜酷风”发色成为 Z 世代追求个性化的新选择，据欧莱雅数据，2019 年家用染发产品占据了中国染发市场 57% 的销售额，居家染发逐渐成为消费者的习惯。此外，益普索发布的《2022 中国女性消费者头发护理调研》报告显示，以中国消费者为例，超过一半的女性每年都会进行两次以上的染烫行为，染发趋向大众化、日常化。

银发一族成为不容小觑的新兴势力。从 2016 年开始，我国 40-59 岁人群超过 20-39 岁人群成为我国人口占比最高的人群，同时 60 岁以上人群呈现不断增长趋势。到 2021 年，我国 40 到 59 岁的人群在全国人口占比最高，达到了 31.05%。根据艾媒咨询报告，我国 40-60 岁年龄群的染发人数占总染发人数比例较大，在染发上的消费金额达到了整个染发市场近 80% 的份额。飞瓜数据显示，23 年抖音 618 好物节期间，定位中老年人群的染发剂品牌植华士单场直播销售额超 1500 万，位居染发赛道销量第一。随着染发需求最为旺盛的人群占人口比例的上升，我们预计市场对于染发剂的需求将进一步释放。

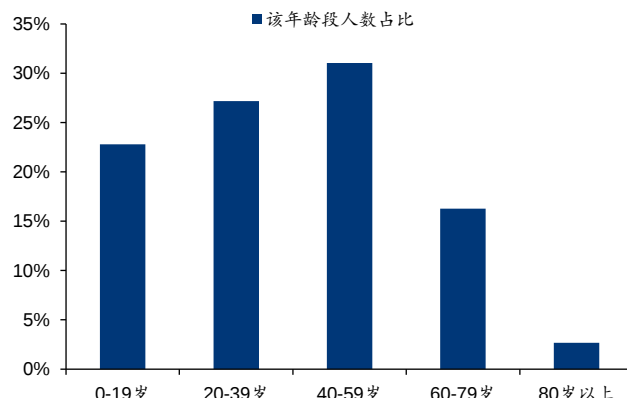
图表12：MAT19-21 线上美颜市场 Z 世代不同彩色染发剂消费额占比



注：MAT 指 Moving Annual Total;

资料来源：CBNData 消费大数据，华泰研究

图表13：2021 年我国 40-59 岁年龄段人口占比最高



资料来源：国家统计局，Choice，华泰研究

高龄染发市场演化出丰富产品品类。不同于年轻人，高龄者在选择染发剂时需要考虑更多因素，如由于免疫力下降而对不同成分的敏感度增高，因为行动不便需要简单易操作的产品，同时对染发的效果及持久度也有更高的要求，这推动着染发产品不断升级精进。根据 AgeClub，日本市场针对老年人染发的细分场景已演化出染发剂/染发膏/发色护理产品/头发用睫毛膏类产品等丰富品类。

1) 染发剂：通过混合药剂引起化学反应，染后颜色持续时间较长。化学药物的反应可以使黑色素（黑发中的色素）掉色，因此即使是黑色头发也可以进行染色；但同时意味着对头发有一定的损害，大多数染发剂类产品含有的化学物质对苯二胺会引起头皮瘙痒和刺激等过敏反应，不一定适合中老年人体质。

2) 染发膏：通过让颜料附着于头发表面实现染色，效果不持久，大约 2-4 周后会恢复到原来的颜色，适合想要避免损伤头发和头皮的老年人使用。由于染发膏不具有使黑色素掉色的能力，因此可能无法让头发整体颜色达到一致；如果染发膏沾到皮肤上会比较难去除，须借助专门去除剂去除，使用过程需格外小心，操作相对麻烦。

3) 发色护理产品：通过替换普通护发精油，不改变原本发色将色素固定在头发表面，从而实现保护头发，最大特点是易于操作。这类产品大多数含有头发护理成分，能够在染色的同时保护老化的头发。不同于染发剂/染发膏有直接的染色效果，发色护理产品往往是一点点将颜色涂在白发上，效果随着时间而逐渐显著，适合想悄悄改变发色、不被他人察觉的老年人。由于不需要额外准备工作，滴在皮肤或衣服上时也能快速洗去，对老年人群十分友好。

4) 头发用睫毛膏类产品：将颜色直接涂在白发上实现染发，洗发后可直接去除，对头发或头皮的损害很小。严格意义上，头发睫毛膏属于化妆品，适合当日有活动或想要遮盖小部分白发的人群使用，简单方便。

图表14：日本四类高龄染发产品

类别	优点	缺点	代表产品	产品特征
染发剂	1. 颜色染得好，效果立竿见影 2. 色泽保持良好 3. 黑发的颜色也能改变	1. 容易对头发和头皮造成损害 2. 部分人可能会有过敏反应 3. 有气味	施华蔻：Colour Specialist	上色后颜色均匀，持久度强，容易梳理，头发触摸起来柔软舒适；梳子和刷子一体，不需要换手，操作便捷。
			资生堂：Prior 系列 Color Conditioner	静置时间短，能逐渐上色，颜色自然不突兀；含有护发成分，染色完成后头发具有光滑和蓬松的效果。
染发膏	1. 可以在不损害头发的情况下染黑 2. 保护头发，同时使其有弹性和光泽 3. 对染发剂过敏的人可以使用	1. 颜色持续度低 2. 如果沾到皮肤上就很难去除 3. 不能把黑头发染得更亮	花王：ブローネ Blaune 染发膏	常年位于染发膏销量排行第一，瓶身和梳子合为一体，只需要轻轻一按就能释放液体；着色度较高，上色后多次清洗颜色持久度仍然不变。
			Hoyu：CIELO 染发膏	2021 年染发膏销量排行第二；内涵配件丰富，包括防止染发膏沾到皮肤上的保护乳霜。
发色护理产品	1. 在正常洗头后使用，操作方便 2. 可以自然地、一点一点地染发 3. 含有丰富的护理成分	1. 不能直接变色 2. 颜色不持久 3. 不能把黑头发染得更亮	LpLp 如珀：Hair Color Treatment	2021 年日本网购平台同类产品销售量第一；能在海藻精华的帮助下护理白发，减轻头皮压力；强调循序渐进，让老年人在社交场合不会因为发色变化过大感到尴尬，在连续使用五次后，头发颜色逐渐变得与黑发相似。
			DHC：Q10 Revitalizing Hair Care	含有保湿成分辅酶 Q10 及五种植物油和六种植物精华，可提供水分和光泽。使用后头发触感光滑，没有拉扯感，可修复因染发而受损的头发。
头发用睫毛膏类产品	1. 对头发和头皮几乎没有损害 2. 当某几根白发比较突出的时候，可以轻松遮盖住 3. 用于局部染色	1. 效果只能持续一天 2. 下雨天可能会掉色 3. 不适合染整个头发	花王：ブローネ Blaune 快速染发膏	2021 年日本网购平台同类产品销售量排行榜第一；带海绵的长刷子可以一次性大面积涂抹；速干，防水，不易褪色，可以用洗发水轻松去除。
			Hoyu：染发睫毛膏	2021 年日本网购平台同类产品销售量排行榜第二；海绵状梳子能快速而均匀地覆盖白发，可与同品牌染发产品配合使用。

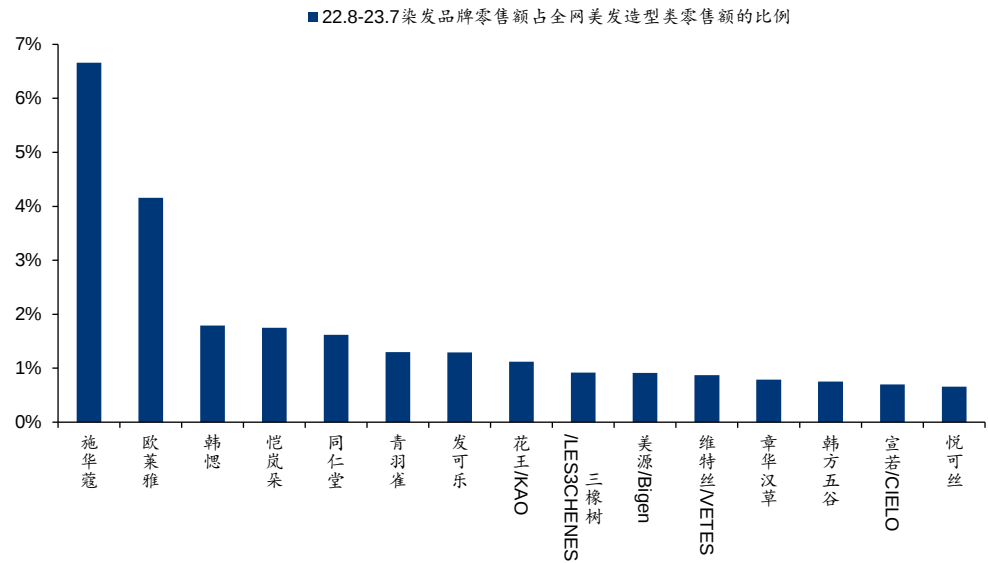
资料来源：AgeClub，华泰研究

终端产品：成分类似，国产新锐品牌快速崛起

施华蔻、欧莱雅稳固占据头部地位，国产染发品牌快速崛起。根据欧特欧咨询数据，22.8-23.7 期间我国全网染发品牌零售额 TOP1/2 分别为施华蔻和欧莱雅，且与第三名韩愷拉开了较大的差距；其中，施华蔻以 8.68 亿元的零售额、1443 万件的销量稳居第一。此外，染发品牌零售额 TOP15 中共有 9 个国产品牌，其产品大多定位于中老年人群并以抖音渠道为主（韩愷、恺岚朵、青羽雀、发可乐、悦可丝）。

产品核心成分类似，均为芳胺类及其衍生物。根据各品牌天猫/抖音旗舰店及老爸评测数据，海外/国产品牌的永久性染发剂产品除加入的植物成分、配液不同外，1 剂（染色剂）核心成分均含有芳胺类及其衍生物（染发剂中的耦合剂和着色剂部分），2 剂（显色剂）均含有过氧化氢（氧化剂）。

图表15： 22.8-23.7 国内染发品牌零售额 TOP15 共有 9 个国产品牌



资料来源：化妆品报，欧特欧咨询，华泰研究

图表16： 染发剂产品核心成分

产品	品牌	公司	1 剂（染色剂）核心成分	2 剂（显色剂）核心成分	价格
怡然染发膏	施华蔻	汉高	乙醇胺、甲苯-2,5-二胺硫酸盐、2-甲基间苯二酚、间苯二酚、m-氨基苯酚	过氧化氢	59 元
卓韵霜染发剂	欧莱雅	欧莱雅	氢氧化铵、乙醇胺、p-苯二胺、间苯二酚、m-氨基苯酚、p-氨基苯酚、4-氨基-2-羟基甲苯、2-甲基-5 羟乙氨基苯酚	过氧化氢	79 元
发采染发剂	美源/Bigen	朋友/Hoyu	p-苯二胺、间苯二酚、氢氧化铵、2,4-二氨基苯氧基乙醇 HCL、m-氨基苯酚	过氧化氢	88 元
泡沫染发膏	Liese	花王/KAO	对氨基苯酚、甲苯-2,5-二胺、间苯二酚、2,4-二氨基苯氧基乙醇盐酸盐、对硝基-邻苯二胺、乙二胺	过氧化氢	70 元
章华生态染发霜	章华	章华	羟乙基-P-苯二胺硫酸盐、氢氧化铵、m-氨基苯酚、1,5-萘二酚、4-氯间苯二酚、2,4-二氨基苯氧基乙醇硫酸盐	过氧化氢	99 元
果色果香护染膏	韩愠	尚彩国际	乙醇胺、异丙醇胺、甲苯-2,5-二胺硫酸盐、对苯二胺、间苯二酚、2-甲基间苯二酚、间氨基苯酚	过氧化氢	79 元

资料来源：各品牌天猫/抖音旗舰店，老爸评测，华泰研究

鼎龙科技：全球主要染发剂原料供应商

浙江鼎龙科技股份有限公司是一家专业从事精细化工产品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品均为化工产品中间体，产品种类丰富，按下游应用领域可分为染发剂原料、植保材料、特种工程材料单体等，在化妆品、植保、汽车、航空航天、军工等行业应用广泛。

在染发剂原料领域，公司是全球最主要的染发剂原料生产商之一，与全球排名前三的染发剂品牌商（欧莱雅、汉高、科蒂/威娜）建立了深度合作关系，公司产品的市场占有率稳居行业前列。在植保材料领域，公司与组合化学、ARYSTA 等知名企业建立了稳定的合作关系。此外，公司已成功切入特种工程材料领域，开发了多种用于合成聚酰亚胺与高性能纤维等的特种工程材料单体，并与三井化学等客户建立了良好的合作关系；同时公司是目前国内少数具备自主生产 PBO 单体能力的厂家。

图表17：鼎龙科技主要销售产品

产品种类	代表产品	具体终端应用领域	终端产品实例
染发剂原料	DAHE（棕红着色剂）	主要应用于染发剂生产中，可用于生产不同颜色的染发剂，主要为染发剂提供着色功能。	
	EPDA（蓝色着色剂）		
	BHT（红色着色剂）		
	MAHB（红褐色着色剂）		
	BDAMS（黑色着色剂）		
	MDAB（黑色着色剂）		
植保材料	CMQC（除草剂原料）	主要用于除草剂、杀菌剂等植保产品的合成	
	ITH（杀菌剂原料）		
特种工程材料单体	DHAB（PBO 单体）	主要用于特种工程材料的合成，主要合成方向为 PBO 与聚酰亚胺	 高端电子基材
	MBP（聚酰亚胺单体）		 航天航空材料  消防防护装备
			 防弹材料

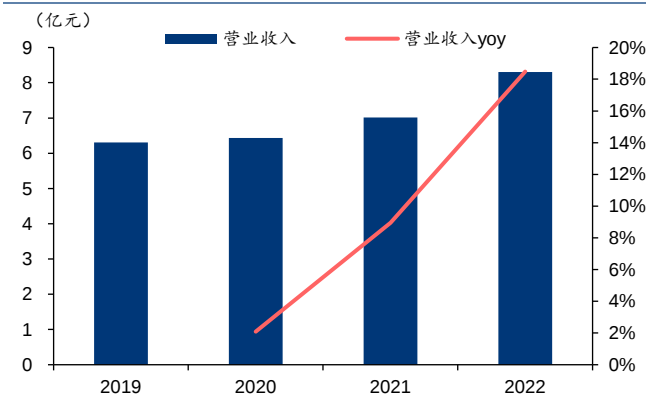
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

成熟产品+稳定客户，护航业绩持续增长

保持全球行业龙头地位，经营业绩稳定增长。公司作为全球染发剂原料市场的重要供应商，与欧莱雅、汉高、科蒂/威娜等染发剂制造商建立了深度且稳定的合作关系，为其提供多种染发剂原料产品。19-22 年公司营业收入由 6.3 亿元增长至 8.3 亿元，CAGR9.63%；归母净利润由 0.9 亿元增长至 1.5 亿元，CAGR17.30%。

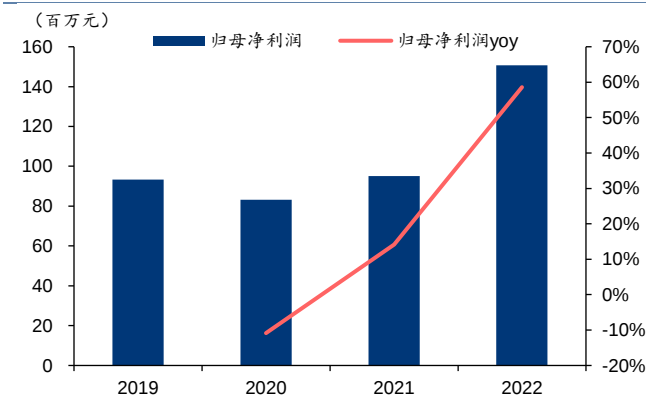
染发剂原料产品贡献主要营收。公司以染发剂原料、植保材料和特种工程材料单体为主要产品，19-22 年营收合计占比分别为 91.06%/93.53%/93.27%/93.75%。其中，染发剂原料产品收入持续增长且贡献主要营收，19-22 年营业收入分别为 3.9/4.3/4.8/5.8 亿元，占主营收入比例由 19 年的 62.83%增长至 70.76%。特种工程材料单体产品基数小、增速较快，营收由 19 年 0.5 亿元增长至 22 年 0.8 亿元，CAGR18.88%。

图表18: 19-22 年公司营收稳定增长



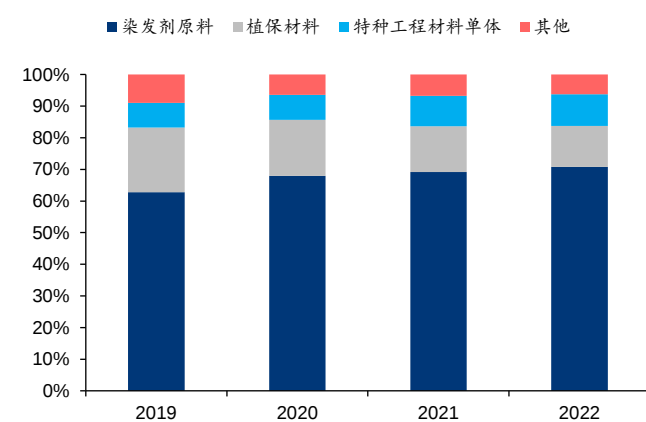
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表19: 19-22 年公司归母净利润总体呈增长趋势



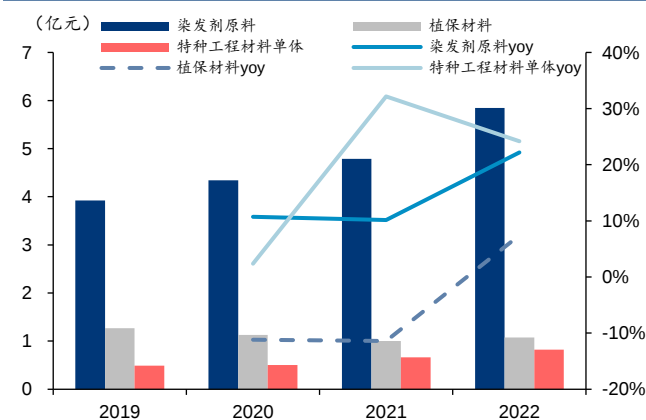
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表20: 染发剂原料产品贡献公司主要营收



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

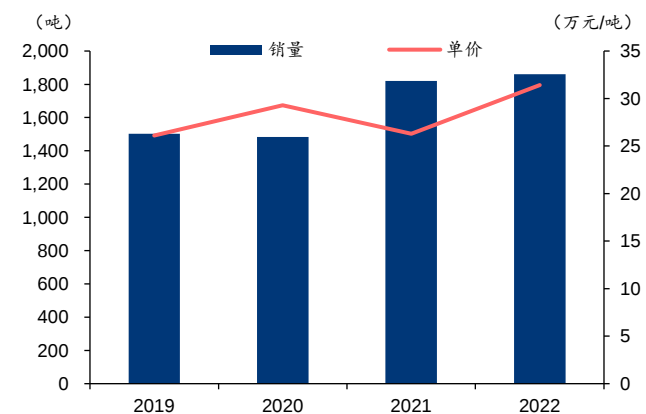
图表21: 特种工程材料单体产品营收增速较快



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

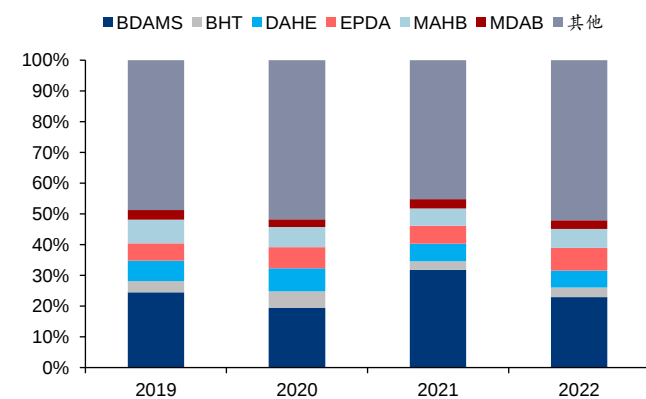
染发剂原料销量及销售单价呈波动态势。21 年公司染发剂原料销量上升较快，主要是由于公司 BDAMS 产品获得的订单增加较多所致。20 年受宏观环境因素影响，染发剂原料行业产能受限，导致染发剂原料售价较高；21 年行业生产企业产能恢复后价格有所回落，且售价较低的 BDAMS 产品销量占比上升拉低整体销售单价。22 年公司售价较高的产品（DAHE、EPDA 及 MAHB）销量占比稳中有升，同时由于美元对人民币升值幅度较大，而公司以美元结算的染发剂原料收入较多，进而拉高染发剂原料主要产品销售单价。

图表22: 染发剂原料销量、单价呈波动态势



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表23: 染发剂原料分产品销量构成

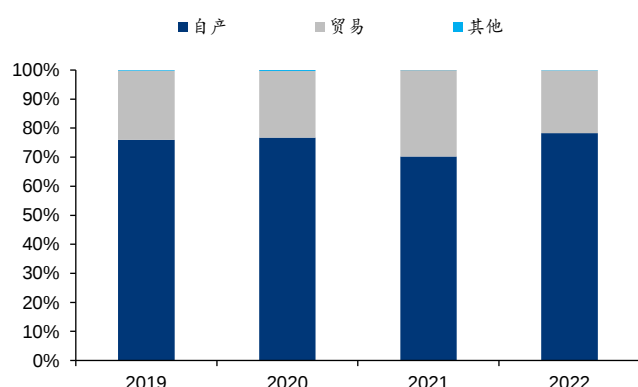


资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

以销定产，业务模式以自产为主。公司采用“以销定产+适当备货”生产模式，根据客户订单制定生产计划，19-22 年自产类型业务占主营业务收入比例分别为 75.93%/76.74%/70.28%/78.29%。由于染发剂原料客户需要的产品种类繁多，公司除供应自产产品外，同时以贸易模式供应其他产品来更好服务客户，导致染发剂原料贸易产品占比较高，20-22 年染发剂原料贸易收入占比分别为 15.62%/19.90%/15.28%。

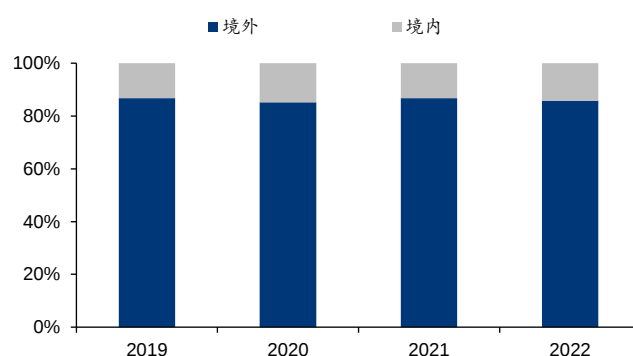
主要销售地区为境外，欧、亚、北美为三大市场。公司以境外销售为主，19-22 年境外销售收入占主营业务收入的比例分别为 86.81%/85.20%/86.70%/85.79%。其中，欧、亚、北美为三大主要销售市场，22 年占境外收入比例分别为 40.26%/31.68%/22.16%；欧洲、北美洲客户以染发剂原料客户为主，亚洲地区以组合化学、三井化学、ARYSTA 等日本客户为主。22 年欧洲、北美洲收入增加主要系欧莱雅进行产品配方升级，对公司 DHBO 等产品的需求量增加较多。

图表24：公司业务模式以自产为主



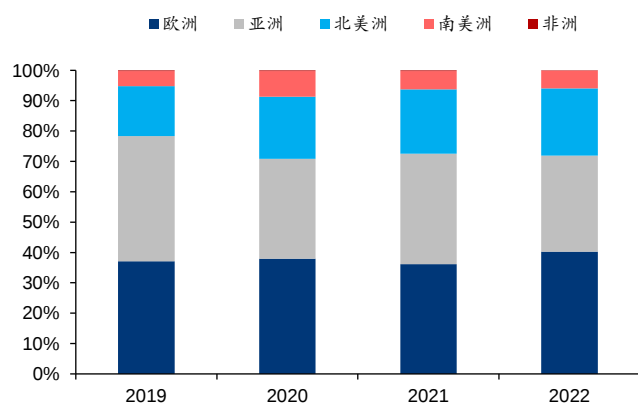
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表25：公司主要销售地区为境外



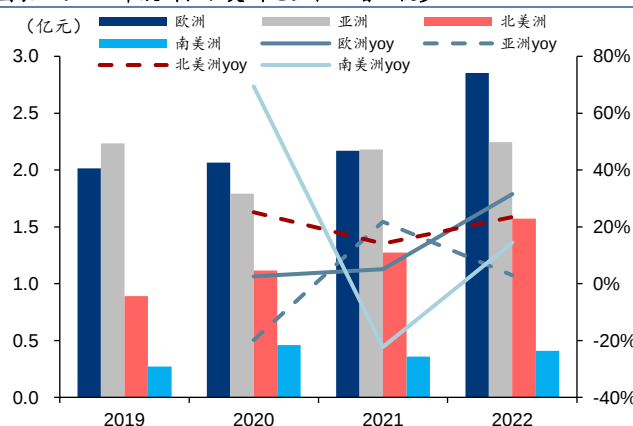
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表26：欧洲、亚洲、北美洲为公司三大境外销售地区



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表27：22 年欧洲、北美洲地区收入增加较多



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

客户结构稳定，以生产商为主。经过多年发展，公司建立了较为完善的销售网络和服务体系，形成了以生产商为主、贸易商为辅的客户结构，为公司提供稳定的利润来源。公司主要客户包括欧莱雅、汉高、科蒂/威娜、组合化学、三井化学等知名企业，该部分客户销售金额占公司营业收入比例较高，19-22 年前五大客户销售收入占比分别为 51.51%/52.67%/53.89%/51.51%。

图表28：19-20年公司前五大客户营收情况

2019					2020				
客户名称	客户类型	主要销售产品	销售额（万元）	占营收比例	客户名称	客户类型	主要销售产品	销售额（万元）	占营收比例
组合化学	生产商	植保材料	8,751.08	13.88%	欧莱雅	生产商	染发剂原料	11,242.24	17.47%
欧莱雅	生产商	染发剂原料	8,563.22	13.58%	科蒂/威娜	生产商	染发剂原料	7,209.93	11.20%
科蒂	生产商	染发剂原料	7,327.40	11.62%	组合化学	生产商	植保材料	7,121.71	11.07%
汉高	生产商	染发剂原料	5,412.66	8.59%	汉高	生产商	染发剂原料	5,957.40	9.26%
ARYSTA	贸易商	植保材料	2,417.77	3.84%	ARYSTA	贸易商	植保材料	2,368.36	3.68%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表29：21-22年公司前五大客户营收情况

2021					2022				
客户名称	客户类型	主要销售产品	销售额（万元）	占营收比例	客户名称	客户类型	主要销售产品	销售额（万元）	占营收比例
欧莱雅	生产商	染发剂原料	12,018.09	17.14%	欧莱雅	生产商	染发剂原料	16,072.63	19.35%
科蒂/威娜	生产商	染发剂原料	9,056.37	12.92%	汉高	生产商	染发剂原料	8,766.73	10.55%
汉高	生产商	染发剂原料	7,500.54	10.70%	科蒂/威娜	生产商	染发剂原料	8,419.48	10.13%
组合化学	生产商	植保材料	7,194.18	10.26%	组合化学	生产商	植保材料	6,058.83	7.29%
ARYSTA	贸易商	植保材料	2,018.00	2.88%	三井化学	生产商	特种工程材料单体	3,476.35	4.18%

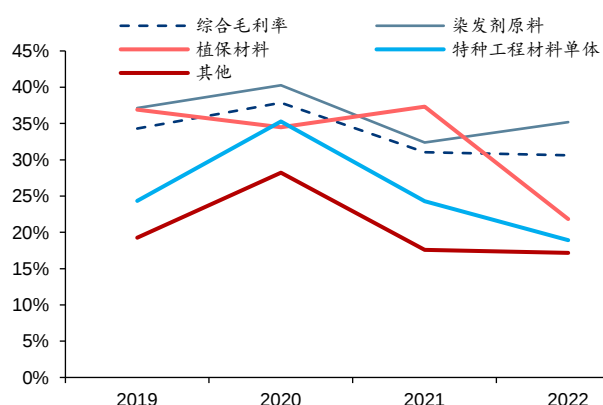
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

盈利受产品结构影响较大

公司毛利率总体呈波动态势，受各业务产品结构影响较大。19-22年，公司综合毛利率分别为34.30%/37.86%/31.04%/30.62%。22年染发剂原料毛利率有所上升，主要系毛利率水平较高的DHPB产品销量占比提升、美元升值幅度较大导致美元结算货款增加；植保材料、特种工程材料单体毛利率有所下滑，主要是由于植保材料中CMQC产品的客户选择部分自产该原料，同时特种工程材料产品细分结构发生变化，导致高毛利率的产品销售占比下降，进而影响整体毛利率水平。

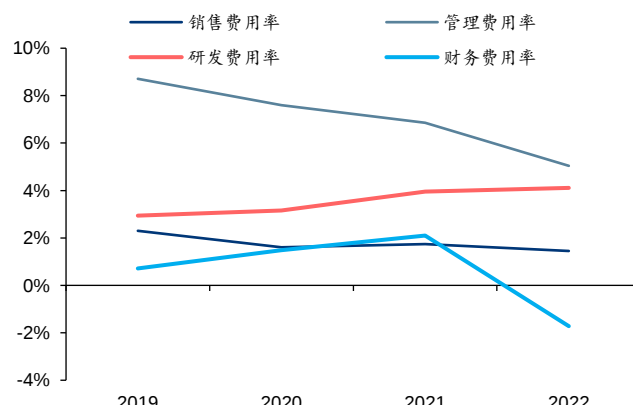
期间费用率整体呈下降趋势。其中，公司管理费用率呈下降趋势，主要是由于公司战略调整，子公司江苏鼎龙停产损失逐年下降；财务费用率呈波动趋势，主要是由于人民币对美元、欧元的汇率波动，导致公司财务费用有较大波动。19-22年研发费用率分别为2.94%/3.16%/3.95%/4.11%，逐年上升，主要系公司重视研发工作，新增研发项目较多。

图表30：19-22年公司毛利率总体有所下滑



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表31：19-22年公司期间费用率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

辽宁新宇：与欧美龙头品牌长期合作

据公司官网，辽宁新宇生物科技有限公司由江苏新宇生物科技有限公司投资建设，2020年在抚顺高新区开工，是集科研、生产、贸易于一体的毛皮、毛发染料中间体，化妆品原料，医药中间体等高新技术产品的专业生产厂，与巴黎欧莱雅、德国汉高、美国宝洁长期合作。据辽宁日报 23 年 12 月 12 日报道，辽宁新宇主打产品 25 二氨基甲苯硫酸盐，95% 以上出口欧美、日韩、东南亚等国家和地区的国际知名化妆品公司，主要用于毛皮、毛发染料中间体、医药中间体及各类化妆品原料等。

研发团队强大。企业在江苏建有“千人专家工作站”、“江苏省研究生工作站”、“无锡市生态染发材料工程技术中心”、“江南大学、常州大学产学研实践基地”等研发平台。近年来开发出新产品 20 余项，实现产业化 10 余项，获得发明专利 5 项，实用新型专利 2 项，申请专利 3 项，历年来多次承担国家科技型中小企业技术创新基金项目，国家火炬计划项目、江苏省前瞻性研究产学研项目。

图表32：辽宁新宇毛发染料类主要品种

	产品名称	CAS NO.
●	2,5-二氨基甲苯硫酸盐	615-50-9
●	N,N-双(2-羟乙基)-对苯二胺硫酸盐	54381-16-7
●	2,4-二氨基苯磺基乙醇硫酸盐	66422-95-5
●	2-氨基-4-N-(β-羟乙基)氨基苯	83763-48-8
●	4,5-二氨基-1-(2-羟乙基)吡啶硫酸盐	155601-30-2
●	5-氨基邻甲酚	2835-95-2
●	2,5-二氨基苯乙醇硫酸盐	93841-25-9
●	1,3-二(2,4-二氨基苯氧基)丙烷四	74918-21-1
●	对苯二胺	106-50-3
●	2-硝基对苯二胺	5307-14-2
●	6-氨基间甲酚	2835-98-5
●	对氨基间甲酚	2835-99-6
●	2,6-二羟基甲苯	608-25-3
●	6-氨基-5-氨基邻甲酚	84540-50-1
●	2,4-二氨基苯甲醚硫酸盐	39156-41-7

资料来源：公司官网，华泰研究

图表33：辽宁新宇化妆品原料类主要品种

	产品名称	CAS NO.
●	PVP K30 / K90	9003-39-8
●	PVP/VA 共聚物	25086-89-9
●	EDTA 系列	
●	聚季铵盐系列	
●	十六烷基三甲基氯化铵	112-02-7
●	丙二醇 医药级	57-55-6
●	乙醇胺	298-12-4
●	乙醇柠檬酸三正丁酯	77-90-7
●	异抗坏血酸	89-65-6
●	鲸蜡硬脂醇聚醚-12	68439-49-6
●	紫外线吸收剂	
●	防腐剂	
●	护肤品	

资料来源：公司官网，华泰研究

玫丽盼（MILBON）：品牌+渠道+研发全能的美发化妆品龙头

玫丽盼（MILBON）创立于 1960 年，创始人鸿池一郎以帮助发型师为初心建立公司。经过 70 余年发展，玫丽盼已成为美发及化妆品的专业制造商，专门生产和销售业务用美发产品（面向美容场所的美发产品），主要用于头发护理和染发，分地区来看，主要业务面向日本国内，并在日本美发产品市场占较大份额。

打造多品牌矩阵，产品线持续扩充。玫丽盼旗下包括头发护理、染发、烫发、定型及化妆品等业务的多个品牌，头发护理系列分高端线 MILBON、Aujua、Villa Lodola 和专业线 GRAND LINKAGE、jemile fram 等，23 年发布与松下合作共研品牌 ELMISTA，推出带有护发喷雾功能的吹风机；染发系列包括 Villa Lodola、ORDEVE 和 22 年 6 月新推出的 ENOG 品牌。

图表34：玫丽盼多品牌矩阵

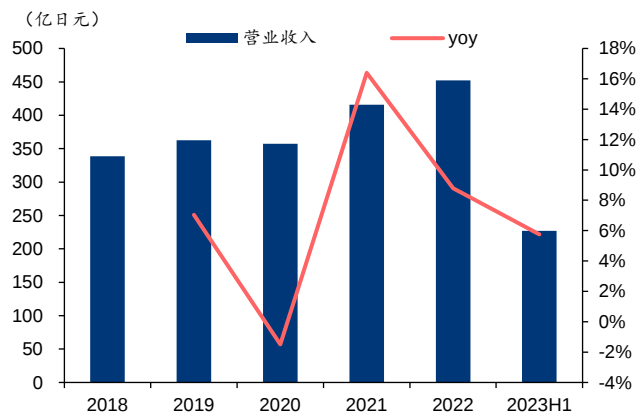


资料来源：公司官网，华泰研究

总营收/染发业务营收呈增长趋势。18-22 年公司总营收/染发业务营收总体表现为稳定增长，其中 20 年因疫情影响有小幅下滑，22 年/23H1 总营收达 452.4/227.1 亿日元，yoy8.79%/5.76%；22 年染发业务营收 166.3 亿日元，yoy12.27%。22 年按产品类别营收构成：护发、染发类别产品占比最高，分别为 58.2%/36.7%；烫发、化妆品业务份额较小，分别仅占总营收的 3.2%/1.3%。

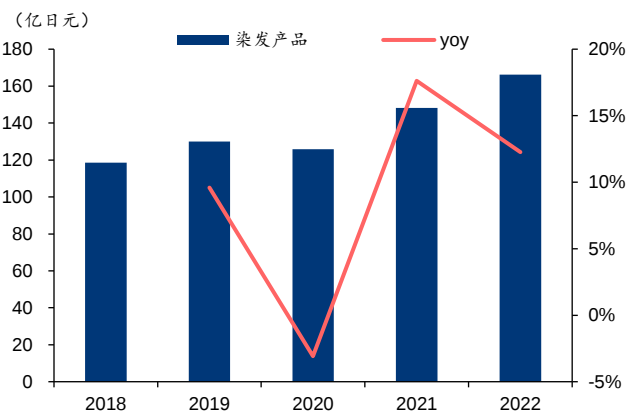
积极拓展海外市场。公司较早布局海外市场，据公司官网，自 2004 年起玫丽盼先后在美国、中国、韩国设立分公司；2013 年在泰国设立第一家海外生产工厂，并通过在马来西亚、越南、新加坡等地设立分公司进一步开拓东南亚市场；2022 年德国分公司的成立标志着公司正式进军欧洲市场。18-22 年公司海外营收占比不断上升，由 18 年的 15.7%提升至 21.9%。公司以 Yumegaoka 为中心共建有 3 家工厂，中国工厂从 22 年 8 月开始生产护发类产品，并于 23 年 7 月开启染发类产品制造。

图表35：18-23H1 公司营收总体呈增长趋势



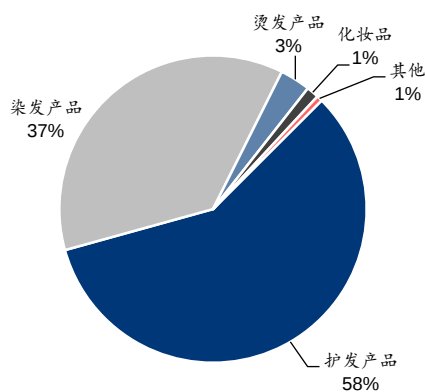
资料来源：公司公告，华泰研究

图表36：18-22 年公司染发业务营收总体呈增长趋势



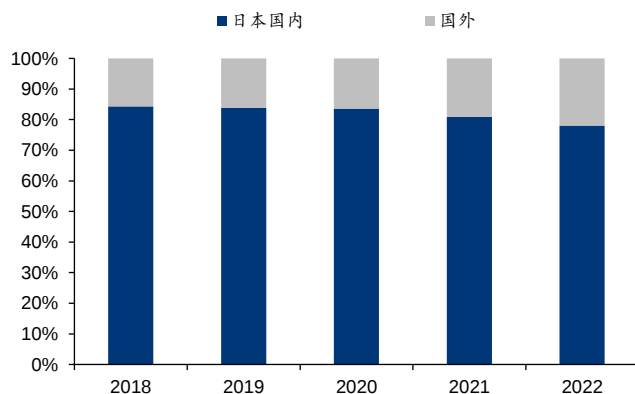
资料来源：公司公告，华泰研究

图表37：22 年公司各业务营收占比



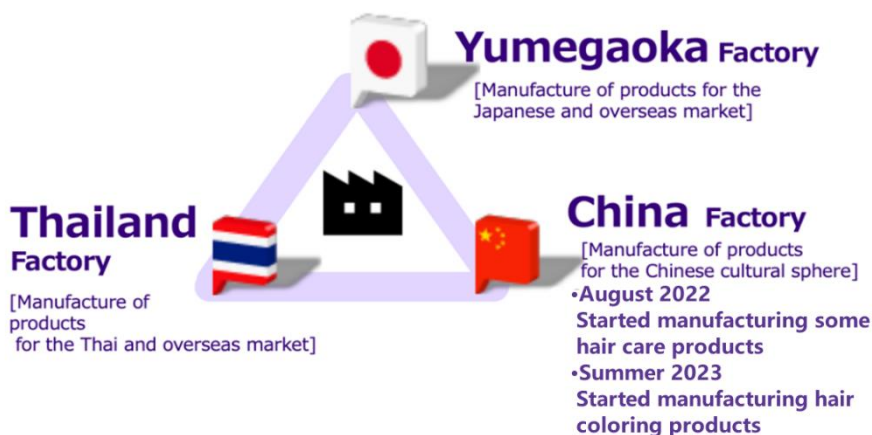
资料来源：公司公告，华泰研究

图表38：公司海外营收占比逐渐上升



资料来源：公司公告，华泰研究

图表39：玫丽盼全球制造战略布局



资料来源：公司公告，华泰研究

线上商城 milbon:iD 发展迅猛。玫丽盼于 2020 年推出线上商城 milbon:iD，提供专业的美发护理及化妆品信息和购买服务。自成立以来平台快速发展，据公司公告，22 年线上销售额达 11.5 亿日元，共有超过 500 多家美发沙龙，每个沙龙均拥有超 200 名平台注册会员；截至 23Q1，注册用户数由 20 年的 3 万增长至 49 万，注册美发沙龙数由 20 年的 1300 家增长至 5100 家。

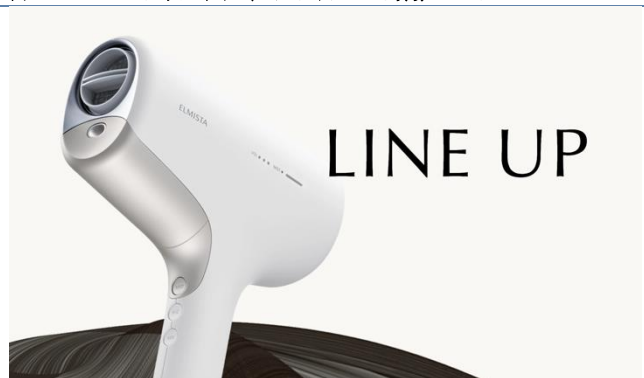
未来发展：提出“美丽平台方案”，基于沙龙与消费者、潜在用户建立更深联系。“美丽平台方案”包括两大战略：1) 智能美发沙龙，融合现实、数字世界和专家建议，致力于为客户带来全新购物体验，23年1月开始在日本国内推广。在智能美发沙龙内，不仅可实现对用户的气味喜好进行AI诊断，而且能在平板电脑上模拟染发过程、显示使用产品详细信息，并根据需求将推荐产品、造型技巧等推送至用户端。2) 终身美护，从头发护理、皮肤护理、美容保健、美容设备四个方面发力，拓展业务范围并接触更多年轻一代。皮肤护理领域，推出以年轻人为目标群体的化妆品新品牌IM；美容保健领域，与花王合作研发有助容光焕发的美容保健品ALANOUS；美容设备领域，与松下合作研发吹风机。

图表40： 玫丽盼智能沙龙



资料来源：公司公告，华泰研究

图表41： 玫丽盼与松下合作研发新款护发喷雾吹风机



资料来源：公司官网，华泰研究

朋友 (Hoyu): 日本百年老牌染发剂生产销售商

朋友 (Hoyu) 创立于 1905 年, 1909 年推出第一款染发剂, 1962 年进军美容美发行业, 现已发展成为以染发剂为中心的专业头发化妆品企业, 以提供染发产品实现发色自由, 向全世界消费者传达“让您的内心充满色彩 (Color Your Heart)”的理念。据公司官网, 21 年 11 月至 22 年 10 月朋友商业染发剂累积销售额居日本市场份额第一, 每年生产染发产品数量超过 1.2 亿个。

围绕染发及染后护理布局产品。朋友旗下品牌分为面向一般消费者和面向专业美发店两类, 并根据用户的性别、年龄 (白发人群/年轻一代) 和使用场景 (家用/美发沙龙业务用) 推出细分产品, 满足染发、护发、定型等美发全方位的个性化和定制化需求。

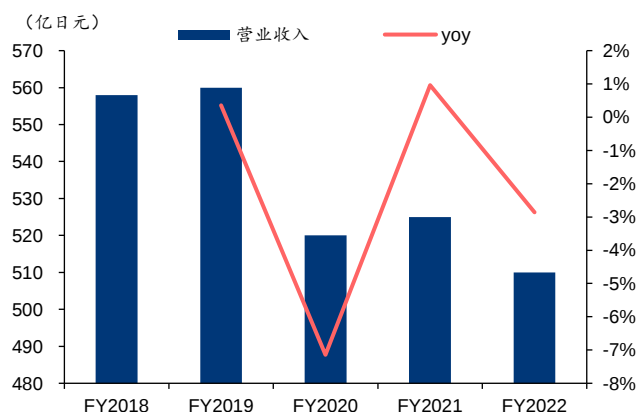
图表42: 朋友旗下品牌分布

面向客户	品牌	定位	主要功能	销售区域
一般消费者	Bigen (美源)	帮助白发人群干净染发的长期畅销品牌	染发	亚洲/北美洲/拉丁美洲/欧洲/中东
	Men's Bigen	男性白发护理品牌	染发	亚洲
	CIELO (宣若)	白发用多风格染发品牌	染发	亚洲/北美
	Beautylabo	年轻女性黑发用染发&护发品牌	染发	亚洲
	Beauteen	个性派染发品牌	染发	亚洲 (主要为日本)
专业美发店	PROMASTER	为专业人士打造、提升美发沙龙价值的品牌	染发	亚洲/北美
	PROSTEP	以高品质为目标的高端染发专业沙龙品牌	染发、护发	亚洲
	H.E.	将白发染成深灰色的白发染色入门级男性染发品牌	染发	亚洲 (主要为日本)
	GLAMAGE	给头发增添光泽和蓬松感的染发品牌	染发	亚洲/北美
	Currensia Color	自然“晕染”白发的男士染发品牌	染发	亚洲
	LESSE	为美发沙龙提供染发帮助的品牌	染发	亚洲
	BYKARTE	修复受损头发家用+业务用品牌	头发护理	亚洲 (主要为日本)
	PROMASETER COLOR CARE	染后护理专业品牌	头发护理	亚洲/北美
	SOMARCA	染后护色护发家用品牌	头发护理	亚洲
	XXIMO	追求香味和清洁的男性护发品牌	头发护理	亚洲 (主要为日本)
	Medilook	解决脱发、细发、头皮发红的头皮护理品牌	头发护理	亚洲/北美
	NiNE	提供可重复使用的便捷造型品牌	定型	亚洲
	3210/3210 ouioui	打造理想发型、具有强定型力的造型品牌	定型	亚洲/北美

资料来源: 公司官网, 华泰研究

疫情后公司业绩承压, 恢复能力较弱。受新冠疫情和日本人口减少的双重影响, 自 19 年以来公司营收呈波动趋势。据公司官网, 20 财年公司营收为 520 亿日元, 同比下降 7.14%; 21 财年略有恢复提升至 525 亿日元, 22 财年下跌至 510 亿日元。经营利润方面, 由 19 年的 60 亿日元持续下跌至 22 年的 22 亿日元, 盈利能力有待改善。

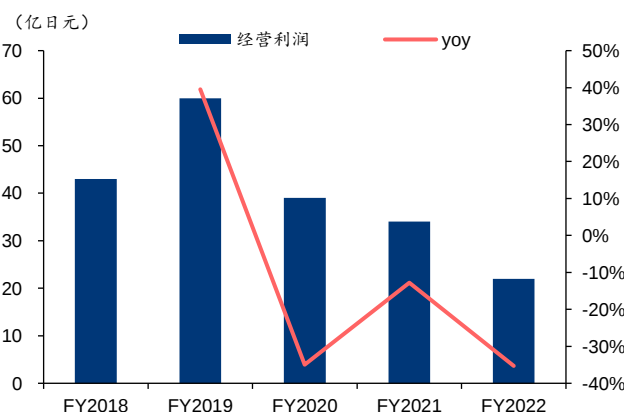
图表43: 18-22 年公司营业收入呈波动趋势



注: 财年结束日期为每年 10 月 31 日

资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表44: 18-22 年公司营业利润有所下滑



注: 财年结束日期为每年 10 月 31 日

资料来源: 公司官网, 华泰研究

出海较早，海外销售额有望进一步提升。早在 2001 年，朋友于苏州建立第一个海外制造基地，为东亚地区生产产品；泰国工厂设立于 2010 年，向非洲、欧洲、东南亚、北美和南美提供染发产品；2017 年于印度尼西亚成立新工厂，主要生产经过清真认证的产品，销往以中东为主的伊斯兰国家。22 年 3 月，公司 CEO 表示未来五年内海外销售额占比将提升至 30%-40%；截至 22 财年，公司产品销售覆盖全球约 70 个国家和地区。

积极开展尖端安全领域研究，研发实力雄厚。根据公司官网，公司以染发中染料的显色机理、对毛发的渗透性和相互作用为目标积累大量基础研究，减少染发过程给头发带来的负担，并开发出霜类、乳状、液态、泡沫及粉末多种类型的染发产品。同时，为提供安全性更高的产品，公司于 2016 年设立了推进过敏领域研究的创新中心基地。通过产学研合作，进一步推动染发剂安全性和皮肤过敏诊断技术的研究。

风险提示

染发剂市场规模萎缩。终端市场萎缩会影响上游染发剂原料需求。

产品质量安全风险。部分染发剂产品的过量使用可能会影响人体健康。

市场竞争加剧。可能会影响企业的订单价格、毛利率和净利率水平。

未覆盖公司为客观信息展示，并不代表推荐。

免责声明

分析师声明

本人，孙丹阳、林寰宇，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。

一般声明及披露

本报告由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，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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 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

- 分析师孙丹阳、林震宇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。

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），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务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

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 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

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

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司