

IP 价值稀缺的高端国货美妆龙头

华泰研究

2025 年 1 月 17 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):

74.64

研究员	樊俊豪
SAC No. S0570524050001	fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986	+(852) 3658 6000
研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+(86) 21 2897 2038

集团核心品牌毛戈平作为国内首个高端美妆品牌，IP 价值难以复制。其彩妆品类以高壁垒、高粘性的底妆为基石，护肤业务协同增效、向上突破更高价格带、打开成长天花板；其线下专柜渠道巩固品牌形象、培养高粘性消费者；线上实现人群破圈、成长迅速。公司处品牌势能向上的快速增长阶段，我们看好公司的稀缺品牌价值、品类结构、渠道禀赋及后续成长潜能，首次覆盖给予买入评级。

彩妆：千亿市场空间、底妆格局更优、高端易守难攻

彩妆（23 年中国市场规模 1701 亿元/yoy14%）是时尚、色彩、文化、个性的综合彰显，相较于护肤，消费者购买门槛低、决策周期短、产品迭代快。底妆品类高壁垒、高粘性、高天花板。外资主导高端彩妆市场，大师级品牌更易塑造高端形象。妆容精细化、底妆功效化、品类融合化有望带来新机遇；国货乘国潮崛起、文化认同之风，在高端市场有望崭露头角。

毛戈平：中国首个高端美妆品牌，演绎光影与东方美学

1) IP 价值稀缺，同名形象艺术设计学校传播品牌理念、赋能产品优化创新；2) 秉持“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”理念，贯彻“彩妆+护肤”战略，打开营收天花板（24H1 彩妆/护肤收入占比 55%/41%，yoy44%/35%）；3) 线下百货专柜强化品牌定位，专柜试妆强化体验感，会员体系增加客户粘性、整体复购率高于行业平均；线上亦快速放量；4) 代工为主，高毛利率、低费用率，自有供应链实力有望再提升。

我们与市场观点不同之处

市场担忧彩妆行业天花板相对低、行业竞争激烈；担忧公司后续增长持续性。我们认为：1) 彩妆是龙头集团布局多品牌矩阵重要一环、天花板不低；2) 底妆高壁垒、高粘性、高天花板；高端市场格局更集中；3) 公司定位国货高端，品类、渠道结构较健康、品牌势能向上。相较其他头部国货，公司收入体量发力空间较大，大单品放量、线上人群破圈等有望驱动公司快速增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年归母净利润 8.67/11.47/15.09 亿元，国内/国际可比公司 25 年 Wind/ Bloomberg 一致盈利预测 PE21/35 倍，我们预计公司 24-26 年营收/EPS CAGR 35%/32%，高于可比公司（其中国内 24-26E 营收/EPS CAGR 均值 26%/28%，国际营收/EPS CAGR 均值 11%/17%），给予 25 年 30 倍 PE，目标价 HKD74.64（汇率 0.9409），首次覆盖给予买入评级。

风险提示：品牌形象受损、线下渠道利润率下滑、线上费用率快速提升。

经营预测指标与估值

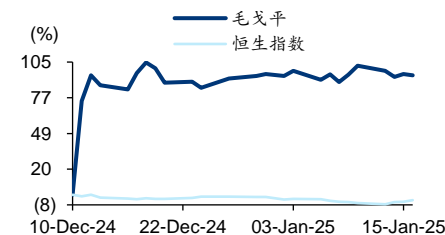
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	1,829	2,886	4,015	5,444	7,147
+/-%	15.96	57.78	39.11	35.61	31.27
归属母公司净利润 (人民币百万)	352.08	661.93	867.26	1,147	1,509
+/-%	6.36	88.00	31.02	32.31	31.53
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.72	1.35	1.77	2.34	3.08
ROE (%)	36.76	49.41	33.49	27.57	28.20
PE (倍)	74.29	39.52	30.16	22.80	17.33
PB (倍)	23.07	16.92	7.20	5.58	4.35
EV EBITDA (倍)	48.71	26.85	19.35	14.28	10.28

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	74.64
收盘价 (港币 截至 1 月 16 日)	58.00
市值 (港币百万)	28,431
6 个月平均日成交额 (港币百万)	285.03
52 周价格范围 (港币)	47.65-62.55
BVPS (人民币)	NA

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,829	2,886	4,015	5,444	7,147
销售成本	(295.83)	(437.72)	(591.58)	(797.49)	(1,043)
毛利润	1,533	2,448	3,423	4,647	6,104
销售及分销成本	(962.44)	(1,412)	(2,007)	(2,777)	(3,645)
管理费用	(133.04)	(192.09)	(291.89)	(395.84)	(519.64)
其他收入/支出	18.63	27.03	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	10.56	17.75	38.58	63.40	82.67
应占联营公司利润及亏损	0.00	(0.70)	(0.70)	(0.70)	(0.70)
税前利润	466.99	887.86	1,162	1,537	2,022
税费开支	(114.89)	(224.39)	(293.60)	(388.46)	(510.95)
少数股东损益	0.01	1.54	0.83	1.10	1.45
归母净利润	352.08	661.93	867.26	1,147	1,509
折旧和摊销	(66.53)	(70.39)	(80.14)	(108.01)	(135.88)
EBITDA	522.96	940.51	1,203	1,582	2,075
EPS (人民币, 基本)	0.72	1.35	1.77	2.34	3.08

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	299.47	342.21	512.29	639.63	866.32
应收账款和票据	145.69	214.67	253.70	381.46	452.34
现金及现金等价物	887.90	1,138	3,162	3,858	5,115
其他流动资产	1.35	3.25	0.00	0.00	0.00
总流动资产	1,334	1,698	3,928	4,879	6,434
固定资产	120.67	171.14	256.85	325.50	377.07
无形资产	1.01	2.56	3.52	4.19	4.55
其他长期资产	99.82	222.86	183.41	343.95	297.09
总长期资产	221.50	396.55	443.79	673.63	678.71
总资产	1,556	2,095	4,372	5,553	7,113
应付账款	306.92	402.96	533.71	662.52	901.35
短期借款	23.13	21.68	121.00	121.00	121.00
其他负债	60.01	104.67	70.00	70.00	70.00
总流动负债	390.06	529.31	724.71	853.52	1,092
长期债务	31.33	17.28	10.00	5.00	0.00
其他长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总长期负债	31.33	17.28	10.00	5.00	0.00
股本	60.00	60.00	478.42	478.42	478.42
储备/其他项目	1,074	1,486	3,156	4,211	5,536
股东权益	1,134	1,546	3,634	4,690	6,015
少数股东权益	0.77	2.32	3.15	4.25	5.70
总权益	1,135	1,548	3,637	4,694	6,020

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	74.29	39.52	30.16	22.80	17.33
PB	23.07	16.92	7.20	5.58	4.35
EV EBITDA	48.71	26.85	19.35	14.28	10.28
股息率 (%)	0.00	0.95	3.91	1.31	1.15
自由现金流收益率 (%)	1.41	2.18	3.11	4.28	5.45

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	522.96	940.51	1,203	1,582	2,075
融资成本	(10.56)	(17.75)	(38.58)	(63.40)	(82.67)
营运资本变动	(5.60)	(27.08)	109.78	126.28	58.74
税费	(114.89)	(224.39)	(293.60)	(388.46)	(510.95)
其他	(3.78)	28.42	7.87	64.10	83.37
经营活动现金流	388.12	699.71	988.70	1,320	1,623
CAPEX	(36.12)	(120.35)	(212.00)	(212.00)	(212.00)
其他投资活动	67.02	(74.36)	83.93	(126.56)	70.34
投资活动现金流	30.90	(194.71)	(128.07)	(338.56)	(141.66)
债务增加量	(25.77)	(15.50)	92.04	(5.00)	(5.00)
权益增加量	0.00	0.00	2,058	0.00	0.00
派发股息	0.00	(250.00)	(1,025)	(344.24)	(301.86)
其他融资活动现金流	3.08	10.50	38.58	63.40	82.67
融资活动现金流	(22.69)	(255.01)	1,164	(285.84)	(224.19)
现金变动	396.32	250.00	2,024	695.76	1,258
年初现金	491.58	887.90	1,138	3,162	3,858
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	887.90	1,138	3,162	3,858	5,115

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	15.96	57.78	39.11	35.61	31.27
毛利润	16.51	59.67	39.81	35.75	31.37
营业利润	3.76	90.79	29.05	31.19	31.57
净利润	6.36	88.00	31.02	32.31	31.53
EPS	6.36	88.00	31.02	32.31	31.53
盈利能力比率 (%)					
毛利率	83.83	84.83	85.26	85.35	85.41
EBITDA	28.59	32.59	29.97	29.05	29.03
净利率	19.25	22.94	21.60	21.08	21.12
ROE	36.76	49.41	33.49	27.57	28.20
ROA	26.21	36.27	26.82	23.12	23.83
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(73.51)	(71.10)	(83.41)	(79.57)	(83.04)
流动比率	3.42	3.21	5.42	5.72	5.89
速动比率	2.65	2.56	4.71	4.97	5.10
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.36	1.58	1.24	1.10	1.13
应收账款周转天数	28.35	22.48	21.00	21.00	21.00
应付账款周转天数	308.24	291.92	285.00	270.00	270.00
存货周转天数	309.83	263.87	260.00	260.00	260.00
现金转换周期	29.94	(5.57)	(4.00)	11.00	11.00
每股指标 (人民币)					
EPS	0.72	1.35	1.77	2.34	3.08
每股净资产	2.31	3.15	7.41	9.57	12.27

正文目录

投资要点	6
领先的中国高端美妆集团	7
创始人为美妆届标志性人物，IP 价值难以复制	7
股权结构集中，IPO 募资超 20 亿港元	8
近年来维持快速增长势头	9
彩妆：千亿市场空间、底妆格局更优、高端易守难攻	12
彩妆关键词：社交属性、情绪价值、功能价值	12
彩妆市场盘持续复苏、结构分化	14
底妆高壁垒、高粘性、高天花板	16
品牌定位抉择：高端化 VS 快时尚	17
品类延展方向：护肤/香水拓空间	20
毛戈平：中国高端美妆，演绎光影与东方美学	22
大师级美妆品牌，IP 价值稀缺	22
彩妆+护肤协同发展，打开天花板	22
彩妆：覆盖化妆全流程，满足用户多样化需求	23
护肤：打造良好肌肤状态，协同增强彩妆功效	25
线下+线上相互赋能，跨渠道协同	28
线下：百货专柜强化品牌定位，基本盘稳固	28
线上：淘系/抖音均强劲增长，有望继续破圈	31
代工为主，自有供应链布局中	32
盈利预测与估值	33
盈利预测	33
估值	35
风险提示	35

图表目录

图表 1：报告核心逻辑	6
图表 2：集团是中国 TOP10 高端美妆集团中唯一中国企业	7
图表 3：毛戈平品牌是 TOP15 高端美妆品牌中唯一国货品牌	7
图表 4：公司发展历程	7
图表 5：集团旗下拥有毛戈平、至爱终生两大品牌；毛戈平品牌定位高端国货	8
图表 6：毛戈平化妆品股份有限公司股权结构图（截止至 24 年 12 月）	9
图表 7：21-23 年及 24H1 营业收入	10
图表 8：21-23 年及 24H1 净利润	10
图表 9：21-23 年及 24H1 各业务营业收入占比情况	10
图表 10：21-23 年及 24H1 各业务营收及增速	10

图表 11: 21-23 年及 24H1 各渠道营业收入占比情况.....	11
图表 12: 2021-24H1 各渠道营收及增速.....	11
图表 13: 直销专柜网络.....	11
图表 14: 21-23 年及 24H1 主要费用率.....	11
图表 15: 21-23 年及 24H1 毛/净利润率.....	11
图表 16: Z 时代的彩妆品类标签词云: 侧重修饰和情绪价值.....	12
图表 17: Z 时代的护肤品类标签词云: 侧重具体的功效.....	12
图表 18: LVMH 的香水和化妆品、精品零售业务增速显著更快.....	13
图表 19: 雅诗兰黛集团的彩妆业务较护肤有相对韧性, 香水表现亮眼.....	13
图表 20: 国际美妆龙头集团布局多品牌矩阵.....	13
图表 21: 彩妆亦是各奢侈品集团发力的重要品类.....	14
图表 22: 2023 年中国化妆品市场不同品类大盘销售额及增速.....	14
图表 23: 2023 年国内彩妆市场各渠道份额及增速.....	14
图表 24: 2024 年 1-11 月淘系彩妆品类规模及增速.....	14
图表 25: 2024 年 1-11 月抖音彩妆品类规模及增速.....	14
图表 26: 面部彩妆品类细分多元.....	15
图表 27: 24H1 中国彩妆市场大盘品类热度格局.....	15
图表 28: 2023.12-2024.11 淘系面部彩妆细分品类 GMV.....	15
图表 29: 2013-2023 年面部彩妆行业细分市场增速对比.....	15
图表 30: 粉底液/膏类产品的配方体系.....	16
图表 31: 粉底液/膏类产品生产研发门槛高、产品开发周期时间长.....	16
图表 32: 淘系近 12 个月 (23 年 12 月-24 年 11 月) 护肤头部商品.....	17
图表 33: 淘系近 12 个月 (23 年 12 月-24 年 11 月) 彩妆头部商品.....	17
图表 34: 近 12 个月淘系高端彩妆市场份额及集中度.....	17
图表 35: 近 12 个月淘系大众彩妆市场份额及集中度.....	17
图表 36: 全球知名的彩妆大师级品牌.....	18
图表 37: 美国 ELF 公司的营收 yoy 与 PE 变化同频.....	19
图表 38: 美国 ELF 公司的毛利率和净利率趋势.....	19
图表 39: 淘系 2023 年各个价格段底妆市场规模.....	19
图表 40: 近年来珀莱雅旗下彩棠、丸美旗下恋火营收快速增长.....	19
图表 41: 头部外资彩妆品牌价位更高、底妆品类占比较高.....	19
图表 42: 头部国货彩妆品牌整体价位偏低.....	20
图表 43: 雅诗兰黛集团分业务规模及增速.....	20
图表 44: 科蒂集团分业务规模及增速.....	20
图表 45: LVMH 集团分业务规模及增速.....	21
图表 46: PUIG 集团分业务规模及增速.....	21
图表 47: 高端彩妆品牌业务概况.....	21
图表 48: 化妆艺术培训课程概况.....	22
图表 49: 21-23 年及 24H1 护肤/彩妆业务量价拆分.....	22
图表 50: 毛戈平代表性彩妆产品.....	23

图表 51: 24 年毛戈平品牌彩妆类结构	23
图表 52: 毛戈平粉膏:“固态浓缩粉底液”, 彰显品牌专业度.....	24
图表 53: 不同品牌的抖音达人结构对比(24 年 1-12 月)	24
图表 54: 毛戈平的粉底液及气垫类底妆产品.....	25
图表 55: 毛戈平代表性护肤类产品	25
图表 56: 24 年毛戈平品牌护肤类结构	25
图表 57: 毛戈平鱼子酱面膜产品特点.....	26
图表 58: 毛戈平养肤黑霜产品特点	27
图表 59: 黑金系列等高端产品线助力毛戈平进军更高价格带	27
图表 60: 毛戈平黑金系列.....	28
图表 61: 毛戈平奢华至臻系列	28
图表 62: 截至 24H1 公司拥有自营专柜合计 372 个.....	28
图表 63: 不同开业时间的单店日均收入.....	28
图表 64: 2022 年百货专柜渠道中高等级会员复购率高.....	29
图表 65: 毛戈平线上及线下渠道注册会员复购率	29
图表 66: 公司 20-22 年直营专柜经营指标	29
图表 67: 同柜单产仍在较快提升	30
图表 68: 24H1 同柜收入 yoy18%	30
图表 69: 相较国际高端品牌, 毛戈平单店坪效还有提升空间	30
图表 70: 相较国际高端品牌, 毛戈平线下专柜均价还有提升空间	30
图表 71: 相较国际高端品牌, 毛戈平专柜数量还有拓展空间	31
图表 72: T2 城市为毛戈平专柜主力区域	31
图表 73: 21-23 年及 24H1 线上渠道营业收入及 yoy	31
图表 74: 24 年 1-12 月毛戈平淘系+抖音累计 GMV	31
图表 75: 淘系毛戈平品牌 24 年 1-12 月销售额及 yoy.....	31
图表 76: 抖音毛戈平品牌 24 年 1-12 月销售额及 yoy.....	31
图表 77: 毛戈平在小红书粉丝量断层领先	32
图表 78: 毛戈平主要供应商	32
图表 81: 可比公司估值表.....	35
图表 82: 毛戈平 PE-Bands	36
图表 83: 毛戈平 PB-Bands	36

投资要点

市场担忧彩妆行业天花板相对低，缺乏β。我们认为：

彩妆是国际美妆集团/奢侈品集团布局多品牌矩阵重要一环，其关键作用在于：1) 丰富品牌矩阵、扩大人群覆盖；2) 促进引流效应、挖潜用户价值；3) 顺应潮流趋势、提升品牌曝光。彩妆在中国市场是仅次于护肤的第二大品类（2023年市场规模1701亿元/yoy14%VS化妆品行业整体规模7972亿元/yoy5%），需求多元、品类创新有望继续引领行业发展，带来细分市场结构性机会。

市场质疑公司面临彩妆行业激烈的市场竞争。我们认为：

1) **彩妆行业品类特征：**彩妆行业SKU较多，不同品类发展空间及壁垒有差异。我们认为底妆具高壁垒、高粘性、高天花板，主要基于：

- 产品开发涉及色彩科学、配方技术、皮肤科学等，考验研发基础、需要资源投入、开发周期偏长；
- 底妆是“承上启下”环节，更容易产生高粘性、高复购、高连带、高品牌认知；
- 粉底液/膏、妆前/隔离等底妆产品更易诞生大单品。

2) **彩妆行业格局特征：**高端品牌胜于品牌定位和用户粘性，格局更集中、外资主导；参考海外，知名彩妆大师创立的品牌因创始人专业背景和声誉、高品质产品、独特内涵价值，更易塑造高端形象；乘国潮崛起、文化认同之风，国货彩妆品牌有望在高端市场崭露头角。

3) **公司品牌定位稀缺：**毛戈平本人被誉为“魔术化妆师，化妆巨匠”，其独创“光影美学”美颜法，创始人同名的美妆品牌定位高端、IP价值稀缺、难以复制，同名形象艺术设计学校传播品牌理念、提高品牌声誉、赋能产品优化创新；创始人每年发布彩妆妆容趋势，为时尚界领军人物；品牌基于光影美学体系，以高壁垒、高粘性的底妆为业务基石，护肤业务协同增效、奢华鱼子面膜大单品突出；线下渠道拥有372家（截至24H1）专柜巩固国货高端品牌形象，其市场地位易守难攻。

市场担忧毛戈平后续增长持续性。我们认为：

1) **规模角度：**我们预计24年公司收入体量约40亿，较头部国货龙头还有差距，仍处于品牌势能向上的快增阶段。

2) **品类角度：**毛戈平为国货中少有的护肤+彩妆品类协同发展、相互赋能的品牌（24H1彩妆/护肤品类营收占比55%/41%，营收yoy44%/35%），伴随大单品继续放量、SKU拓展，公司彩妆、护肤两大品类营收还有较大释放潜力。

3) **渠道角度：**毛戈平为国货中少有的线下+线上渠道结构健康、比例均衡的品牌（24H1线上/线下渠道营收占比66%/34%，营收yoy40%/23%），线上渠道有望继续人群破圈、线下渠道专柜数量、专柜坪效较国际品牌仍有提升空间。

图表1：报告核心逻辑



注：高端/大众市场份额统计时间区间为2023.12-2024.11，我们将均价150元以上的品牌划分为高端品牌，均价150元以下的品牌划分为大众品牌。各品牌香水及护肤品收入、同比变动及收入占比已包含汇率变动影响。

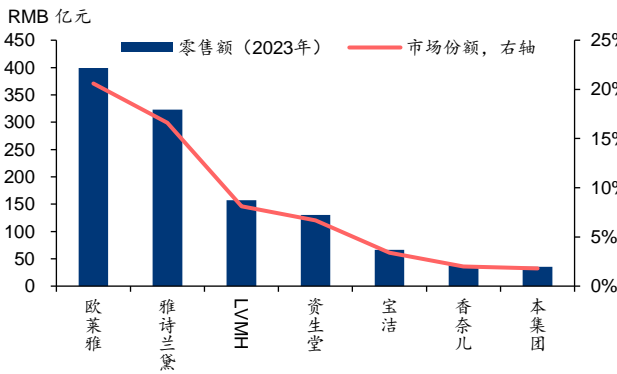
数据来源：青眼，炼丹炉，飞瓜，尼尔森数据，欧睿国际，毛戈平招股说明书，毛戈平官方网站，各品牌公司公告，华泰研究

领先的中国高端美妆集团

创始人为美妆届标志性人物，IP 价值难以复制

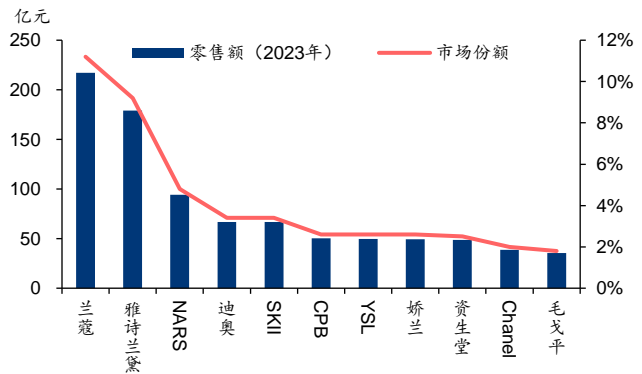
创始人毛戈平为国家著名化妆师，同名品牌为高端美妆品牌中国货第一。自 1984 年从事化妆工作以来，其先后为 40 多部电影、电视和 20 多名舞台剧进行化妆造型设计。1998 年开始他先后创办了化妆艺术有限公司、化妆品有限公司、形象设计艺术学校，陆续推出《毛戈平化妆艺术》等化妆专业著作，2000 年创立了以自己名字命名的“毛戈平(MAOGEPING)”化妆品牌（集团前身），并创建首家化妆艺术机构浙江毛戈平形象设计艺术机构。毛戈平集团现已成为中国高端美妆集团（2023 年终端零售额 36 亿元，弗若斯特沙利文），为中国十大高端美妆集团唯一的中国公司；核心品牌毛戈平则是中国十五大高端美妆品牌中唯一国货。

图表2：集团是中国 TOP10 高端美妆集团中唯一中国企业



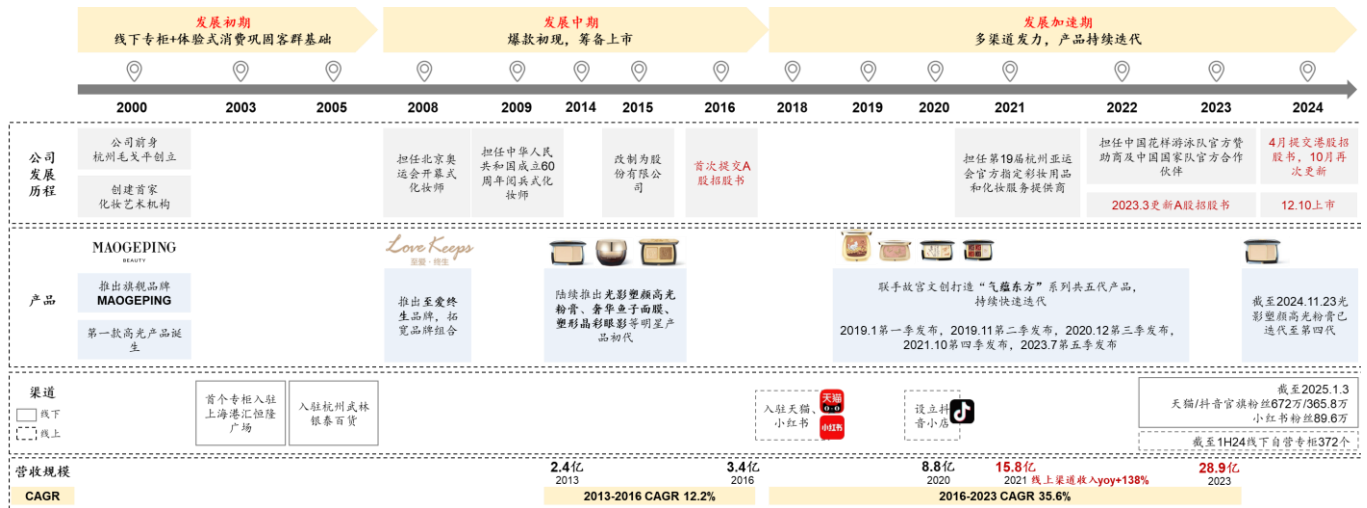
资料来源：公司招股书，华泰研究

图表3：毛戈平品牌是 TOP15 高端美妆品牌中唯一国货品牌



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表4：公司发展历程



注：公司 2013 年营收采用 2016.12 报送的 A 股招股书披露值，2014-2016 年营收采用 2017.9 更新的 A 股招股书披露值，2020 年营收采用 2023.3 更新的 A 股招股书披露值，2021-2023 年营收采用 2024.10 更新的港股招股书披露值

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

创始人同名品牌毛戈平 (MAOGEPING) 贡献主力营收，至爱终生尚待培育。公司旗下品牌分为创始人同名主品牌 MAOGEPING 与至爱终生两个品牌。截至 24H1，公司产品组合拥有两品牌的 387 个单品 (337 个彩妆及 50 个护肤单品)，彩妆/护肤营收占比分别为 57%/43%。21-23 年及 24H1，毛戈平品牌营收占比保持在 95% 以上。

MAOGEPING: 2000年推出, 创始人同名品牌, 打造源自中国的高端美妆品牌形象。据弗若斯特沙利文, MAOGEPING 是中国市场十五大高端美妆品牌中的唯一国货品牌, 按 2023 年零售额计算, 排名第十二。24H1 品牌总收入达 18.87 亿元/yoy40.1%, 占总收入比重高达 99.3%, 其中光感无痕粉膏系列和奢华鱼子面膜是品牌的两款畅销大单品, 23 年零售额分别超 3/6 亿元; 24H1 实现零售额 2/4.5 亿元。

至爱终生: 2008年推出, 品牌定位高性价比, 主打时尚快速化妆。品牌的推出是为顺应市场简约快速的美妆需求, 同时也是拓展公司品牌的组合, 拓宽公司产品的价格带。至爱终生追求产品成本与功效的平衡, 以适应更多不同价格需求的消费者。24H1, 至爱终生品牌 2024H1 收入为 1332 万元/yoy2.1%, 占比仅为 0.7%。

至爱终生品牌特点:

定位方面: 定位于二、三线城市的女性, 主打时尚快速化妆, 市场竞争相对激烈;

渠道方面: 以经销模式为主, 疫情对其终端的化妆品店、日化店、精品店系统造成一定冲击;

毛戈平定位为高端品牌, 至爱终生则主要用于提升公司产品的覆盖群体及销售区域; 毛戈平主品牌当前处于快速发展阶段, 战略目标和长期规划更为清晰、资源侧重也更为集中, 至爱终生品牌体量尚小、与毛戈平协同及联动相对有限、现阶段非核心重点品牌。

图表5: 集团旗下拥有毛戈平、至爱终生两大品牌; 毛戈平品牌定位高端国货

毛戈平 MAOGEPING BEAUTY		至爱终生 Love Keeps 至爱·终生	
2000年	创立时间	2008年	
轻奢、高端	品牌定位	大众、流行	
均价300-1000元	价格定位	均价150-260元	
百货专柜直营、电商销售	渠道类型	经销	
25-40岁; 注重品质、奢华与独特性的消费者	目标客群	18-35岁; 追求性价比的消费者	
99.3%	销售额占比 (1H24)	0.7%	

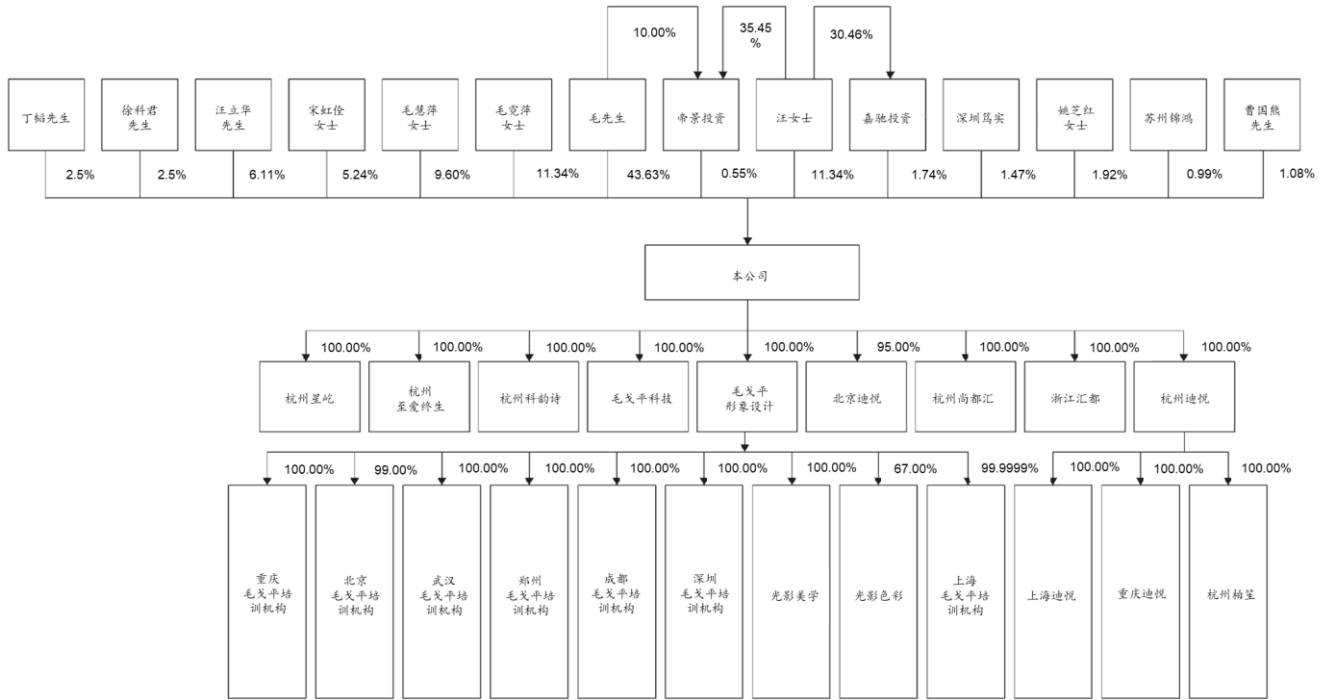
	MAOGEPING BEAUTY	国货大众	国际高端
品牌	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 创始人同名的大师级品牌 ✓ 多为科技护肤/功效护肤/大众彩妆 ✓ 专业彩妆大师品牌 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 科技护肤/功效护肤 ✓ 创始人同名的大师级品牌 	
品类	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 护肤+彩妆协同发展 ✓ 单一护肤或彩妆品类为主 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 护肤+彩妆协同发展 ✓ 护肤为主、彩妆为辅 ✓ 彩妆为主、护肤为辅 	
渠道	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 线下以百货专柜为主 ✓ 线上淘系/抖音为主 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 线下以日化专营店、美妆集合店为主 ✓ 线上淘系/抖音为主 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 线下以百货专柜、免税店、高端美妆集合店为主 ✓ 线上淘系/抖音为主

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

股权结构集中, IPO 募资超 20 亿港元

创始人团队持股集中。截至 24 年 12 月 10 日公司正式登陆港交所, 毛先生及汪女士合共持有公司已发行股本总额的约 57.26% 权益, 包括毛先生直接持有公司已发行股本总额的 43.63% 与汪女士直接持有的 11.34%。此外二人通过帝景投资 (由汪女士及毛先生分别控制 35.45% 及 10% 权益, 毛先生为普通合伙人) 间接控制公司 0.55% 权益; 汪女士通过嘉驰投资 (汪女士为其普通合伙人, 对嘉驰投资拥有决定性一票及决策权) 间接控制公司已发行股本总额的 1.74%。

图表6：毛戈平化妆品股份有限公司股权结构图（截止至 24 年 12 月）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

IPO 募资超 20 亿港元，引入全球知名基石投资者。公司于 2024 年 12 月 10 日在港交所上市，全球发售 7842.34 万股，发行价格每股 29.8 元，募资总额约 23.37 亿元。此次 IPO 公司引入 6 名基石投资者，分别为 CPE、正心谷资本 (LVC)、Seraphim Advantage、常春藤、Brilliant Partners Fund、Megaprime，共认购 1 亿美元，占此次 IPO 发行比例约 39%，占全球发售后已发行股份总数的 5.46%。其中，CPE 认购 3500 万美元，正心谷资本认购 2000 万美元，ACCF Capital 认购 1500 万美元，常春藤基金、Brilliant Partners Fund LP 以及大湾区共同家园投资基金分别认购 1000 万美元。

募集资金用于业务拓展。据其招股书，公司募集所得资金的约 25%将用于扩大销售网络，约 20%用于品牌建设活动，约 15%用于海外扩张及收购，约 10%用于加强生产及供应链的能力，约 9%用于产品设计及开发，约 6%用于化妆艺术培训机构，约 5%用于运营与信息基础设施数字化，剩下约 10%用于营运资金及一般公司用途。

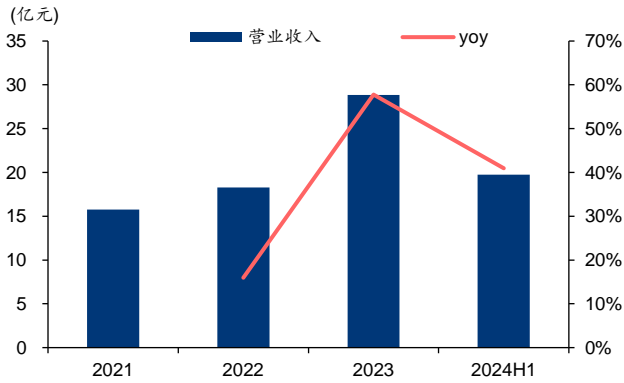
近年来维持快速增长势头

近年来公司营收、利润快速增长。

收入端：21-23 年公司营收 CAGR 为 35.26%，分年份来看，22 年受疫情等因素影响，营收与净利润 yoy 分别为 15.96%/6.39%，23 年营收为 28.86 亿元/yoy57.78%，伴随线上渠道放量、线下渠道门店扩张及同店双位数增长，增长显著提速；24H1 营收 19.73 亿/yoy40.97%，维持快增。

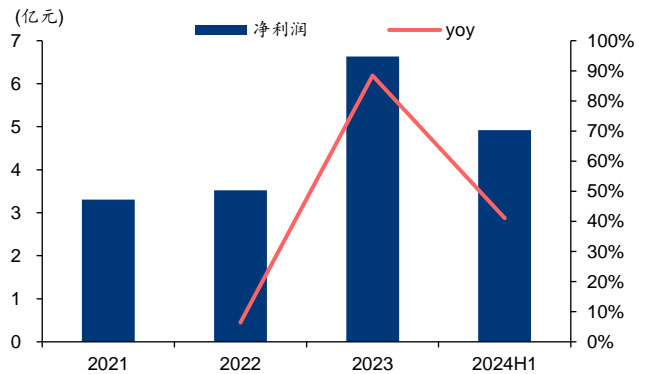
利润端：21-23 年公司净利润 CAGR 为 41.6%，22 年疫情亦影响利润增速；23 年净利润为 6.63 亿元/yoy88.43%，伴随营收增长提速、规模效应释放，利润增长更快；24H1 净利润 4.92 亿元/yoy41.02%，净利润增长亦快于营收增长。

图表7：21-23 年及 24H1 营业收入



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表8：21-23 年及 24H1 净利润



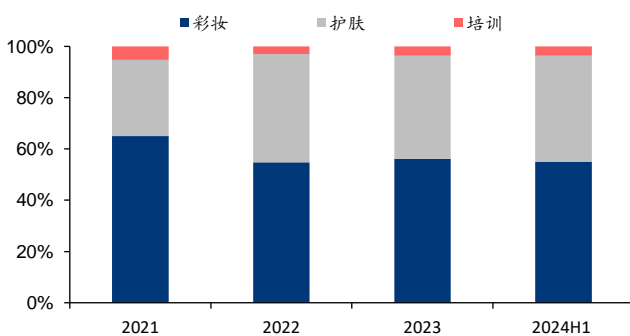
资料来源：公司招股书，华泰研究

公司秉持“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”，护肤、彩妆均较快增长。彩妆：业务占比过半，仍为主力增长引擎。彩妆产品的收入是公司业务稳健增长的基本盘，21-23 年及 24H1 营收占比 65.1%/54.8%/56.2%/55%。21-23 年营收 CAGR 为 25.72%，按年份来看，22 年因疫情增长承压，23/24H1 营收 yoy62%/44%。

护肤：22 年起增长提速。公司奢华鱼子面膜、奢华养肤黑霜等护肤产品持续畅销，秉承“彩妆+护肤”战略，不断增强护肤品类与彩妆品类的协同效应。21-23 年及 24H1 营收占比 29.7%/42.2%/40.2%/41.3%，21-23 年营收 CAGR 57.30%，按年份来看，22/23/24H1 营收 yoy+65/50/35%。

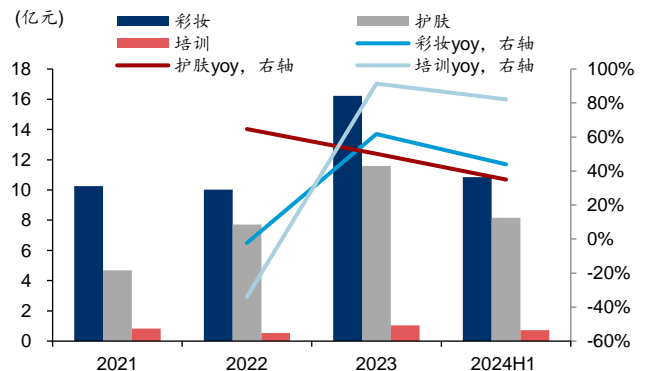
艺术培训：提供全面服务体验，占比尚低。化妆艺术培训业务是公司传播美学理念、提升品牌声誉的重要渠道。公司化妆艺术培训及相关销售业务 21-23 年及 24H1 占比 5.2%/3.0%/3.6%/3.6%。21-23 年营收 CAGR 12.47%，按年份来看，22 年受疫情影响，线下课程开展受阻 (yoy-33.92%)，23 年快速回暖 (yoy91.41%)，24H1 保持增长趋势，营收 yoy82.14%。

图表9：21-23 年及 24H1 各业务营业收入占比情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表10：21-23 年及 24H1 各业务营收及增速



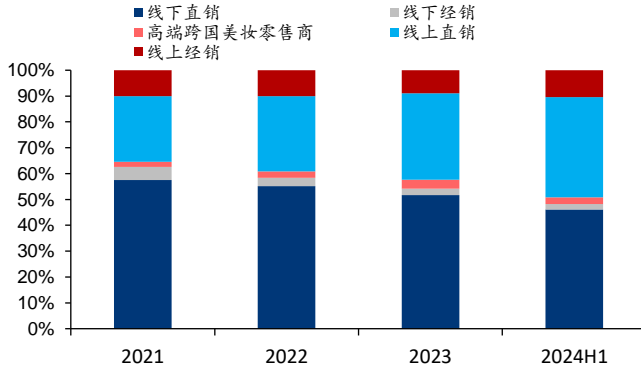
资料来源：公司招股书，华泰研究

线下直销巩固品牌定位、线上直销亦迅速放量。

线上：线上渠道包含线上直销与线上经销，涵盖天猫、小红书、抖音等。21-23 年及 24H1 占比 35.4%/39.1%/42.4%/66.27%，21-23 年营收 CAGR49.33%，24H1yoy39.81%。24 年 9 月天猫彩妆类目品牌榜中毛戈平位列 TOP3，GMV4541.3 万元/yoy82.9%。截至 2024 年 11 月 11 日，毛戈平在抖音渠道 GMV 已经达到 11.49 亿元/yoy76.50%。

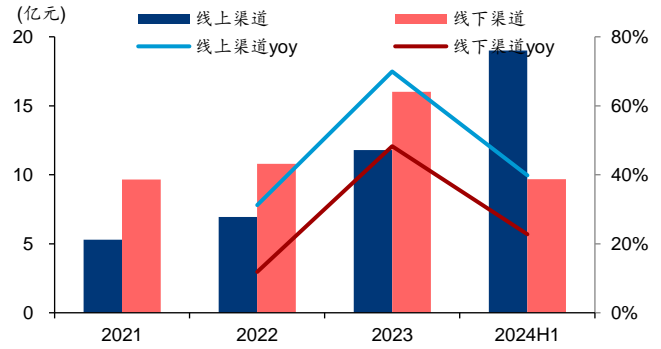
线下：包含线下直销、线下经销、高端跨国美妆零售商合作，21-23 年及 24H1 线下渠道营收占比 64.6%/60.9%/57.6%/33.73%，21-23 年营收 CAGR28.78%，24H1yoy22.72%。其中线下直销 23 年营收 14.38 亿元/yoy46.94%。

图表11: 21-23年及24H1各渠道营业收入占比情况



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表12: 2021-24H1各渠道营收及增速



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

进一步拆分线下渠道, 直销为主、辅以经销拓展市场。

直销: 线下直销是毛戈平最主要的销售渠道 (21-23年营收占比超50%; 24H1营收占比达46.1%), 直销专柜网络包括自营和经销。截至24H1, 自营专柜已达372个覆盖超120个城市 (租赁59个/联营313个)。自营专柜的平均收入持续上升, 从21年320万元/个上升至23年430万元/个, CAGR116%。经销专柜业绩亦逐步上升, 21-23及24H1经销商专柜数量分别为23/27/27/30个, 经销专柜收入分别为26.8/29.5/43.1/26.8百万元, 占比1.8%/1.7%/1.5%/1.4%。线下直销毛利率稳定在90%左右, 为线下渠道中毛利率最高。

其他线下渠道: 通过高端跨国美妆零售商/线下经销商销售商品, 23年及24H1两种渠道占比分别为3.4%/2.5%, 2.7%/2.1%。线下经销商一般为化妆品销售或经销的区域经销商, 拥有本地经销资源直销下的经销; 上文直销下的经销为: 经营MAOGEPING专柜, 公司与经销商签订买卖协议, 经销商与商场签订合同设立专柜。公司提供专门团队及美妆顾问, 支持专柜运作。

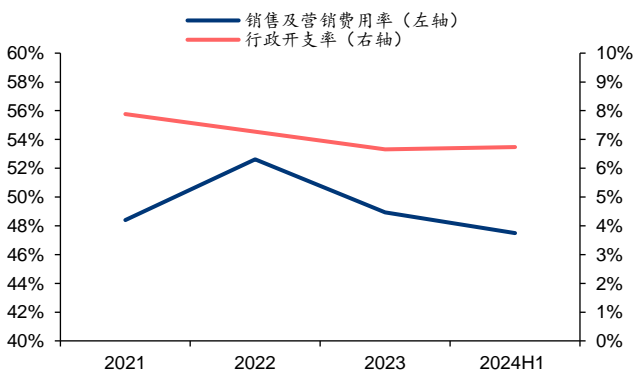
图表13: 直销专柜网络

单位: 百万元	自营			经销		
	专柜数量	总收入	营收占比	专柜数量	总收入	营收占比
2021	308	832.5	52.87%	13	26.8	1.80%
2022	340	949.3	51.90%	15	29.5	1.70%
2023	357	1395.1	48.34%	17	43.1	1.50%
2024H1	372	848.5	43.01%	19	26.8	1.40%

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

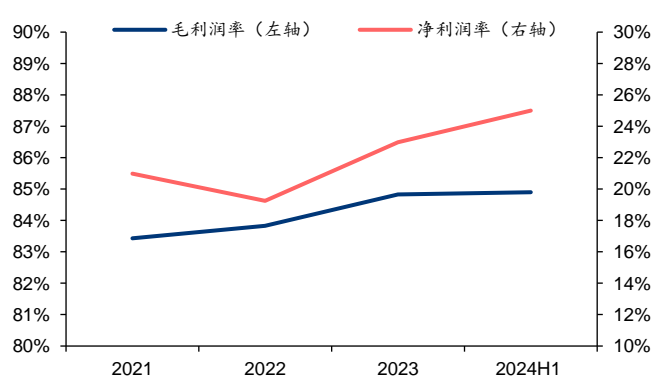
毛利率、净利率维持较高水平。 21-23年及24H1, 公司毛利率整体呈提升趋势, 主要因毛利率更高的护肤业务占比提升。22年公司德寿宫博物馆推出线下艺术展并在电商平台开展品牌日与会员日活动, 带动销售费用率明显提升, 23年以来销售费用率显著优化带动净利率亦有明显提升。

图表14: 21-23年及24H1主要费用率



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表15: 21-23年及24H1毛/净利率



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表21: 彩妆亦是各奢侈品集团发力的重要品类

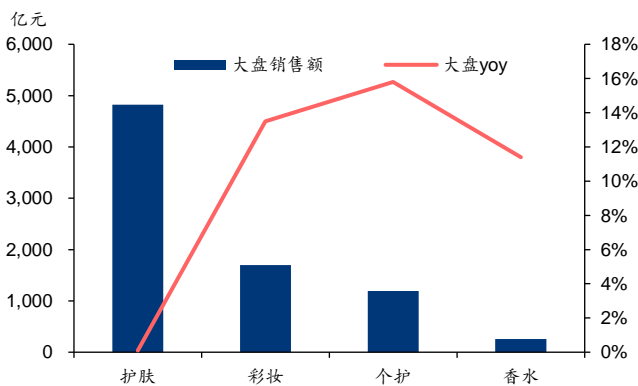
集团名称	年收入规模	分业务构成	彩妆业务发展规划
LVMH	862 亿欧元 (2023 年)	时尚和皮具: 421.69 亿欧元, 钟表和珠宝: 109.02 亿欧元, 葡萄酒及烈酒: 66.02 亿欧元, 精品零售: 179 亿欧元	通过收购和投资加强高端化妆品领域布局, 持续投资研发和营销推广, 优化供应链及电商平台提升销售额。
开云集团	195.66 亿欧元 (2023 年)	时尚和皮具: 172 亿欧元, 珠宝: 18 亿欧元, 其他业务: 6 亿欧元	2023 年新设美妆部门并任命首席执行官, 计划推出 Bottega Veneta 美妆线, 扩展 Balenciaga、Alexander McQueen 等品牌的香氛及彩妆业务。
爱马仕	134.27 亿欧元 (2023 年)	皮具和马具: 91 亿欧元, 成衣和配饰: 21 亿欧元, 丝绸和纺织品: 6 亿欧元, 香水和化妆品: 4 亿欧元	持续扩展香氛和化妆品业务, 注重高端化妆品细分市场, 计划扩大国际市场覆盖, 尤其是亚洲市场, 加强品牌故事与奢华体验结合。
历峰集团	56 亿欧元(2023 年 9-12 月)	珠宝: 39.52 亿欧元, 专业制表: 9.39 亿欧元, 其他业务: 7.02 亿欧元	2023 年新设香水与美妆部门并任命高管, 计划推出更多自有品牌的香氛和彩妆系列, 专注高端市场, 借助旗下奢侈品牌的影响力扩大美妆业务覆盖范围。
香奈儿	197 亿美元 (2023 年)	时装: 122 亿美元, 香水与美妆: 58 亿美元, 腕表与珠宝: 17 亿美元	持续巩固在香水和彩妆领域的市场地位
Prada 集团	25.5 亿欧元 (2024 年 H1)	成衣和皮具: 21 亿欧元, 鞋履: 4 亿欧元, 其他: 0.5 亿欧元	与欧莱雅签订全球独家授权协议, 计划 2025 年推出 Miu Miu 品牌的香氛和化妆品, 探索通过高端定位和数字化营销扩大市场份额。
Armani 集团	24.5 亿欧元 (2023 年)	成衣和配饰: 18 亿欧元, 香水和化妆品: 5 亿欧元, 家居和其他: 1.5 亿欧元	探索高端化妆品与护肤市场, 继续与欧莱雅合作

资料来源: 各集团官网, 华泰研究

彩妆市场盘持续复苏、结构分化

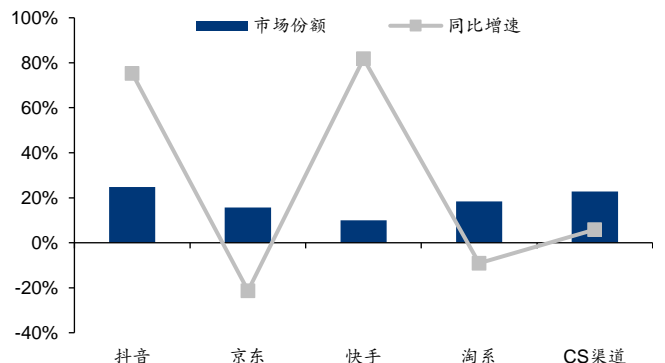
中国彩妆市场疫后复苏, 内容电商领衔增长。据青眼, 2023 年中国化妆品行业整体规模为 7972 亿元/yoy5.2%, 彩妆是仅次于护肤的第二大品类, 销售额为 1700.9 亿元/yoy13.5%, 在 22 年遭受疫情冲击后有所修复。24 年以来, 彩妆市场亦呈现出增长态势, 24 年 1-11 月, 淘系/抖音彩妆品类 GMV 及增速分别为 541 亿元/yoy-4%, 537 亿元/yoy31%, 受益于内容电商红利, 抖音维持较快增长。

图表22: 2023 年中国化妆品市场不同品类大盘销售额及增速



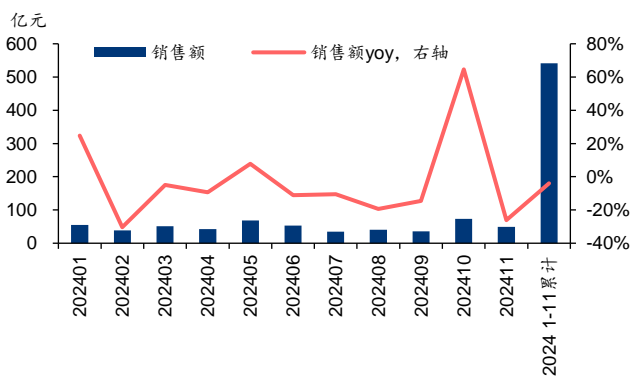
资料来源: 青眼, 华泰研究

图表23: 2023 年国内彩妆市场各渠道份额及增速



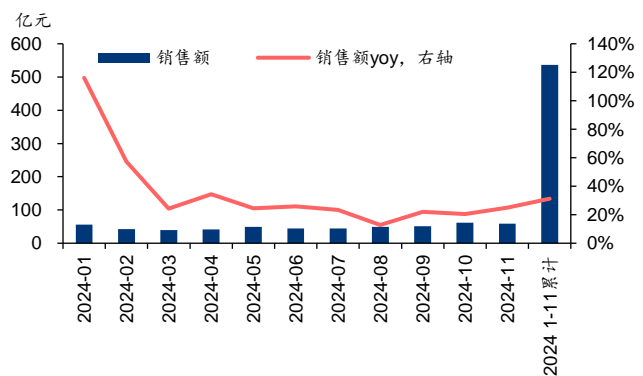
资料来源: 青眼, 华泰研究

图表24: 2024 年 1-11 月淘系彩妆品类规模及增速



资料来源: 炼丹炉, 华泰研究

图表25: 2024 年 1-11 月抖音彩妆品类规模及增速



资料来源: 飞瓜, 华泰研究

底妆高壁垒、高粘性、高天花板

面部彩妆品类中，**粉底液/膏等底妆产品具有更高壁垒**。其产品开发涉及色彩科学、配方技术、皮肤科学等多重要求，是彩妆中配方结构和配方复杂度相对最高的品类，同款产品难以具备绝对通用适配性，**考验研发基础、需要资源投入、开发周期偏长**。主要体现在：

- 1) 功效需求高。**均需全脸大面积涂抹、长驻留时间，消费者需要尽可能减少对皮肤的负担，同时提供一定的护肤功效，有修饰、服帖、持妆、控油、提亮、美白、滋润等多重功效需求。
- 2) 肤质差异大。**需要精准调配出适合不同肤色的色号，不同人的肤色具有多样性，包括冷色调、暖色调、中性色调等，而且肤色的深浅程度也各不相同。研发人员要通过复杂的色彩混合和调整，确保粉底产品能够提供广泛的色号选择。
- 3) 配方难度高。**粉底液的配方体系包括增稠剂、乳化剂成分、成膜剂、着色剂等多元体系，对应了粉底液的持久度、延展度、顺滑度、控油力、保湿度等特性，需要结合不同的产品定位做出不同的配方调整。

图表30：粉底液/膏类产品的配方体系

功能	代表性成分	
乳化剂	将水相与油相混合，形成水包油型 W/O 或油包水型 O/W	非离子型乳化剂、阴离子型乳化剂、两性离子型乳化剂、复配乳化剂
增稠剂	调节粘度、分散粉体、稳定乳化体系	卡波姆、黄原胶
成膜剂	增加持久性和抗水性	硅氧烷类、丙烯酸酯类、卵磷脂等天然类
润肤剂	分散各种粉类原料、增强铺展性、贴肤性	二氧化钛、氧化铁红、氧化铁黑、群青、氧化铬绿、云母等
着色剂	遮瑕和调整肤色	苯氧乙醇、羟苯基甲酸酯、辛甘醇
保护剂	防止微生物污染	维生素E、BHT
抗氧化剂	防止成分氧化	烟酰胺，神经酰胺，玻尿酸
活性成分	保湿护肤	

资料来源：日化圈、开发美学，华泰研究

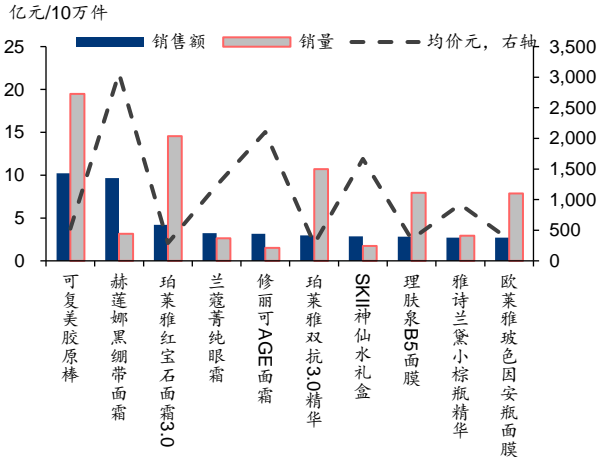
图表31：粉底液/膏类产品生产研发门槛高、产品开发周期时间长



资料来源：雅诗兰黛天猫旗舰店、卡姿兰天猫旗舰店、芭比布朗天猫旗舰店，华泰研究

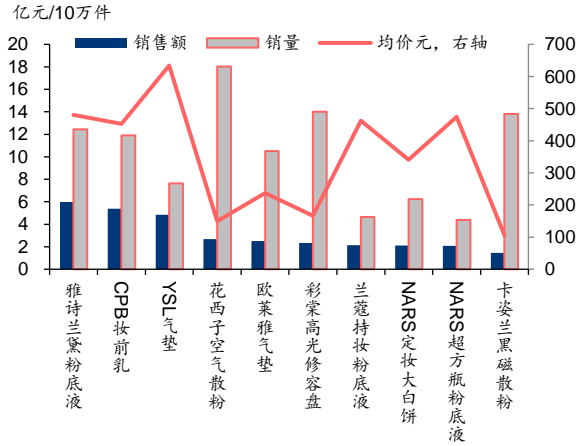
底妆“承上启下”，更容易产生高粘性、高复购、高连带、高品牌认知。作为护肤的终点、化妆的起点，底妆环节起到“承上启下作用”，因此，若消费者对于粉底类产品产生认可，也可以向妆前乳、定妆粉、遮瑕等底妆品类以及价格带更高的护肤品类延伸。

图表32: 淘系近12个月(23年12月-24年11月)护肤头部商品



注：基于同类商品ID手工统计，可能因为单个链接商品名的复杂性，存在遗漏或重复，与实际销售情况存在偏差，仅供参考，右同。
资料来源：炼丹炉，华泰研究

图表33: 淘系近12个月(23年12月-24年11月)彩妆头部商品

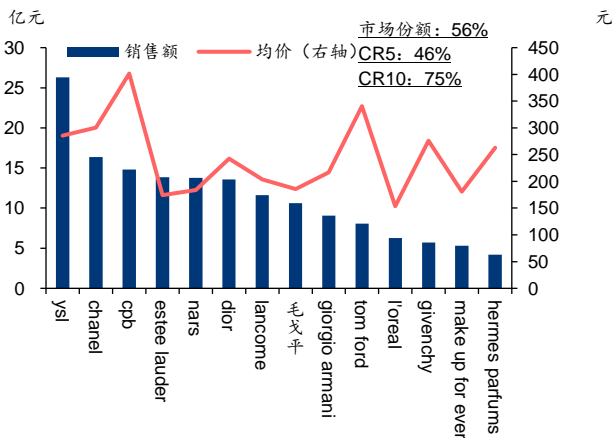


资料来源：炼丹炉，华泰研究

品牌定位抉择：高端化 VS 快时尚

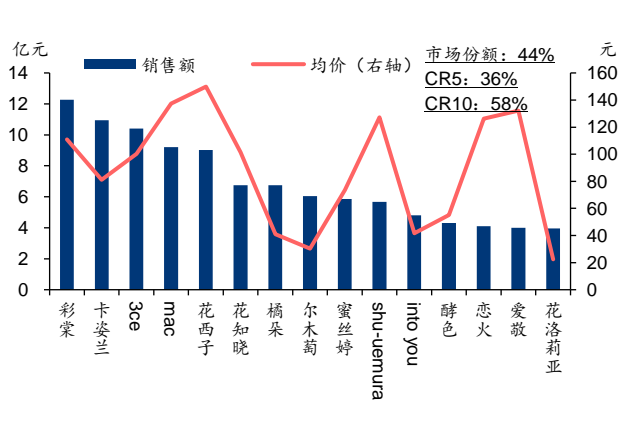
高端市场格局更集中、外资为主导；大众市场相对分散，国货为主力。据炼丹炉数据，从23年12月-24年11月彩妆销售额来看，均价在150元以上的品牌整体销售额占比56%，其中ysl (26亿)、chanel (16亿)、cpb (15亿) 位列top3，top15品牌中仅有一家国货品牌；均价在150元以下的品牌整体销售额占比44%，国货品牌彩棠 (12亿)、卡姿兰 (11亿)、花西子 (9亿) 拔得头筹。

图表34: 近12个月淘系高端彩妆市场份额及集中度



注：我们将均价150元以上的品牌划分为高端品牌，均价150元以下的品牌划分为大众品牌，近12个月为23年12月-24年11月；右同。
资料来源：炼丹炉，华泰研究

图表35: 近12个月淘系大众彩妆市场份额及集中度



资料来源：炼丹炉，华泰研究

高端化需要品牌力、营销力、产品力、渠道力的合力塑造，易形成强粘性、高连带，但需要时间沉淀、非能一蹴而就。

- 1) 品牌力：有特定的品牌故事及市场定位，通常有历史发展底蕴。
- 2) 营销力：通常需要与消费者建立情感连接，强交互、重体验。
- 3) 产品力：产品定位、生产研发、功效属性、包装设计的综合体现。
- 3) 渠道力：高端彩妆品牌通常选择入驻百货及购物中心凸显品牌定位；线下店铺注重环境设计和消费者体验，提供专业化服务（如私人试妆和定制化化妆课程），提升客户忠诚度。

知名化妆品大师创立的彩妆品牌因创始人专业背景和声誉、高品质产品打磨、品牌独特内涵价值，也更易塑造高端品牌形象。全球来看，早期的 Shu Uemura(1967)，Bobbi Brown(1991)、NARS (1994)，2000 年后的 Tom Ford (2005)、Charlotte Tilbury (2013) 等均为知名的同名化妆师所创品牌，多数定位高端，目前多为龙头集团收购整合。

图表36：全球知名的彩妆大师级品牌

品牌名称	成立时间	创始人	创始人背景	代表单品	现所属	收购时间	备注
Shu Uemura	1967	Shu Uemura	世界著名化妆大师，被誉为“将化妆油、洁颜油、无色限欧莱雅妆升华为艺术的第一人”	唇膏		2004 年	
Tom Ford	2005	Tom Ford	曾任 Gucci 与 Saint Laurent 的创意唇膏、眼影盘、香水总监，取得巨大商业成功，并涉足电影领域获认可	唇膏、眼影盘、香水	雅诗兰黛	2022 年	2022 年，其美妆业务销售额同比增长近 25%
Charlotte Tilbury	2013	Charlotte Tilbury	英国著名化妆师，曾获英国女王颁发的 MBE 勋章	Magic Cream 面霜、Pillow Talk 唇膏	Puig	2020 年	2020 年，Puig 集团收购多数股权，估值超过 12 亿英镑。2022 年销售额超 3.1 亿英镑
Laura Mercier	1996	Laura Mercier	法国化妆师，以“无妆感”妆容闻名	柔光透明蜜粉、妆前乳	Orveon	2021 年	2021 年，资生堂以约 7 亿美元将 Laura Mercier 出售给 Orveon
NARS	1994	François Nars	法国化妆师和摄影师，以大胆色彩和创新理念著称	腮红、Sheer Glow 粉底液	资生堂	2000 年	
彩棠	2019	唐毅	中国明星彩妆大师，曾为上百位明星打造妆容	眉笔、口红、眼影盘	珀莱雅	2019 年	2023 年营收 10.01 亿元/yoy75.06%
Pat McGrath Labs	2015	Pat McGrath	被誉为“美国时尚界皇后”，全球哑光口红、眼影盘、光彩独立运营最具影响力的化妆师之一	高光膏		2018 年	2018 年估值超过 10 亿美元，部分股权被 Eurazeo Brands 收购
Bobbi Brown	1991	Bobbi Brown	美国著名化妆师，倡导自然美妆	唇膏、遮瑕膏、粉底液	雅诗兰黛	1995 年	
MAKE UP FOR EVER	1984	Dany Sanz	法国化妆师，专业彩妆教育家	高清粉底液、浮生若梦粉饼	LVMH	1999 年	

资料来源：各集团官网，华泰研究

定位大众的快时尚美妆品牌亦有发展空间，但面临更激烈的市场竞争，更考验综合供应链能力。美国大众彩妆集团 ELF 提供高性价比产品(单价大多集中在 6 美元至 14 美元之间)，产品开发速度快，并充分利用 TikTok 等社交媒体进行营销，实现 Target、Walmart、Ulta Beauty、品牌官网等线上线下全渠道覆盖，疫情后快速增长；其在中国等地区设有生产基地，利用全球供应链优势控制生产成本；通过精细化管理维持高毛利率，利润率在疫情后伴随规模效应释放也有优化。

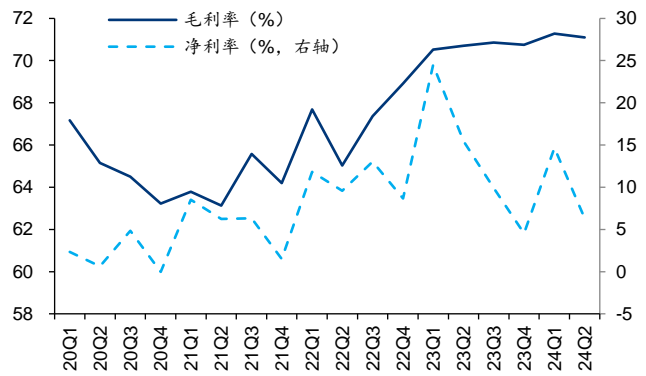
大众快时尚品牌在快速增长期同样可以存在估值溢价，而增长降速时也面临估值消化。24 年以来，ELF 公司内生增长边际降速；同时，为支持业务扩张和市场推广，24 年以来 ELF 在营销、广告和行政管理方面的支出有所增加，导致运营费用上升，进而压缩利润率。其 24 年以来 PE 亦有所回落。

图表37: 美国 ELF 公司的营收 yoy 与 PE 变化同频



注: ELF 公司 24Q2 为截至 2024/09/30 的 3 个月;
资料来源: Wind, 华泰研究

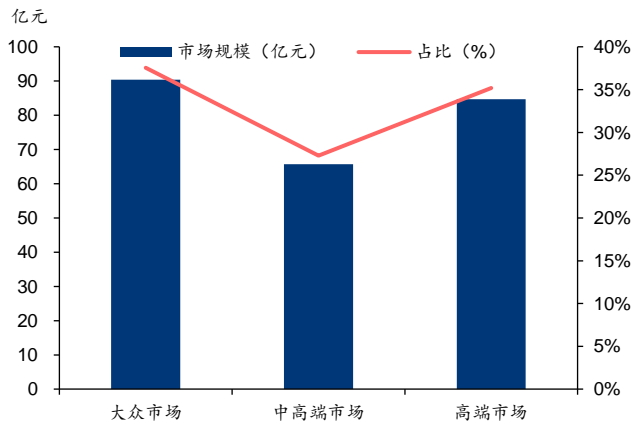
图表38: 美国 ELF 公司的毛利率和净利率趋势



资料来源: Wind, 华泰研究

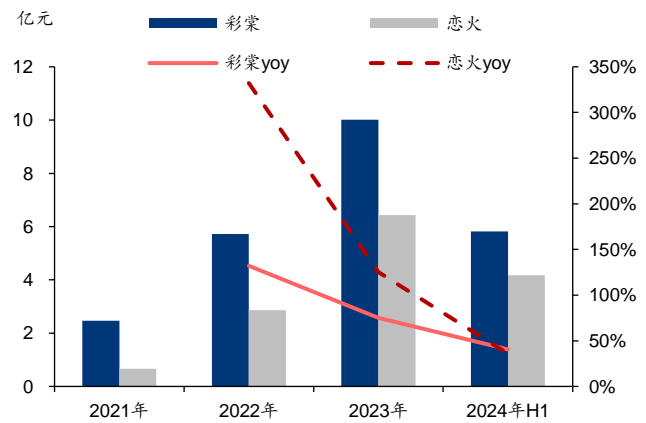
部分国货品牌以质价比优势切入底妆赛道抢占外资份额。据魔镜, 从 2023 年 1-12 月淘宝+天猫底妆 TOP10 品牌的销售情况来看, 280 元以上的高端市场, 仍以外资品牌为主, 在前十中的市场份额占比达到 84%。国货品牌恋火(粉底液)、彩棠(妆前、遮瑕)、花西子(散粉)、卡姿兰(散粉、气垫)、方里(粉饼)等依托差异化质价比产品也开始异军突起。

图表39: 淘系 2023 年各个价格段底妆市场规模



资料来源: 魔镜, 华泰研究

图表40: 近年来珀莱雅旗下彩棠、丸美旗下恋火营收快速增长



资料来源: 各公司公告, 华泰研究

图表41: 头部外资彩妆品牌价位更高、底妆品类占比较高

外资品牌	圣罗兰	3CE	雅诗兰黛	肌肤之钥	NARS	香奈儿	兰蔻
总GMV	8.15亿元	2.25亿元	5.07亿元	4.82亿元	2.69亿元	2.25亿元	3.56亿元
淘系	气垫 37.12% 617.00元	眼影 55.35% 182.63元	粉底液/膏 93.39% 548.19元	隔离/妆前 95.64% 523.57元	粉饼 48.35% 206.69元	香水 62.29% 998.20元	粉底液/膏 71.31% 627.28元
	粉底液/膏 15.27% 687.11元	唇彩 18.52% 86.48元	气垫 6.61% 450.00元	套装 4.36% 1078.21元	粉底液/膏 15.05% 249.20元	唇膏/口红 19.00% 408.75元	唇膏/口红 15.33% 350.05元
	唇彩/膏 14.65% 373.27元	腮红/胭脂 10.81% 130.63元			套装 11.38% 439.77元	唇彩/蜜 9.42% 400.00元	套装 8.87% 413.5元
总GMV	11.24亿元	4.57亿元	3.29亿元	5.33亿元	4.29亿元	1.14亿元	4.34亿元
抖音	套装 30.25% 1152.95元	套装 56.16% 280.57元	粉底液/膏 89.99% 1078.21元	隔离/妆前 87.10% 273.01元	腮红/胭脂 10.81% 130.63元	香水 86.81% 456.42元	唇膏/口红 58.06% 193.54元
	唇膏/口红 29.80% 253.47元	唇膏/口红 11.98% 124.41元	气垫 3.99% 461.10元	套装 5.11% 1026.88元	蜜粉/散粉 42.46% 322.30元	化妆工具 5.76% 408.75元	粉底液/膏 26.90% 297.37元
	气垫 26.34% 539.37元	眼影 11.57% 160.29元	唇膏/口红 2.74% 212.24元	粉底液/膏 3.85% 544.82元	气垫 4.38% 363.04元	蜜粉/散粉 2.31% 336.49元	唇彩/唇釉 7.14% 305.75元

注: 抖音/淘系数据源为各品牌排名前 1500/100 的 SKU; 统计周期为 24 年 1-10 月; 占比指的是该品类占同时段同数据源品牌总 GMV 比例; 统计可能存在遗漏, 仅供参考
资料来源: 飞瓜数据, 炼丹炉数据, 华泰研究

图表42：头部国货彩妆品牌整体价位偏低

内资品牌	彩棠	卡姿兰	恋火	毛戈平	方里	花西子	blankme
总GMV	6.09亿元	2.70亿元	1.45亿元	2.25亿元	1.29亿元	4.23亿元	0.07亿元
淘系	隔离/妆前 28.65% 182.31元	蜜粉/散粉 38.58% 103.68元	粉底液/膏 78.19% 138.10元	气垫 40.99% 401.95元		散粉/蜜粉 41.76% 148.17元	
	高光 18.56% 163.88元	粉底液/膏 27.40% 103.19元	气垫 21.81% 227.85元	散粉/蜜粉 34.94% 287.31元	粉饼 100.00% 80.79元	粉饼 20.68% 167.84元	粉饼 100.00% 225.17元
	粉底液/膏 15.91% 201.84元	唇膏/口红 10.06% 98.09元		粉底液/膏 16.14% 333.81元		BB霜 11.54% 201.37元	
总GMV	5.76亿元	8.03亿元	10.10亿元	8.77亿元	8.24亿元	11.59亿元	0.98亿元
抖音	修容/阴影 31.40% 202.61元	粉底液/膏 26.21% 120.51元	气垫 46.90% 169.84元	粉底液/膏 59.42% 247.88元	粉饼 69.10% 70.71元	气垫 33.70% 161.55元	气垫 68.52% 220.43元
	隔离/妆前 19.61% 179.85元	蜜粉/散粉 23.15% 96.39元	粉底液/膏 43.30% 116.98元	气垫 17.79% 355.16元	粉底液/膏 25.56% 82.30元	粉饼 25.06% 157.37元	粉底液/膏 21.33% 200.34元
	粉底液/膏 17.84% 172.88元	唇膏/口红 17.94% 93.57元	粉饼 8.35% 125.07元	腮红/胭脂 5.40% 252.95元	气垫 2.76% 103.91元	蜜粉/散粉 19.87% 116.08元	隔离/妆前 5.21% 127.50元

注：抖音/淘系数据源为各品牌排名前1500/100的SKU；统计周期为24年1-10月；占比指的是该品类占同时段同数据源品牌总GMV比例；统计可能存在遗漏，仅供参考
资料来源：飞瓜数据，炼丹炉数据，华泰研究

乘国潮崛起、文化认同之风，国货彩妆品牌有望在高端市场崭露头角。

品牌端：国货品牌有望通过强调中国传统文化元素与现代时尚的结合（如花西子等），抓住高端市场对文化身份的需求；

产品端：可通过限量版、奢华包装和高端技术，提升产品溢价能力；

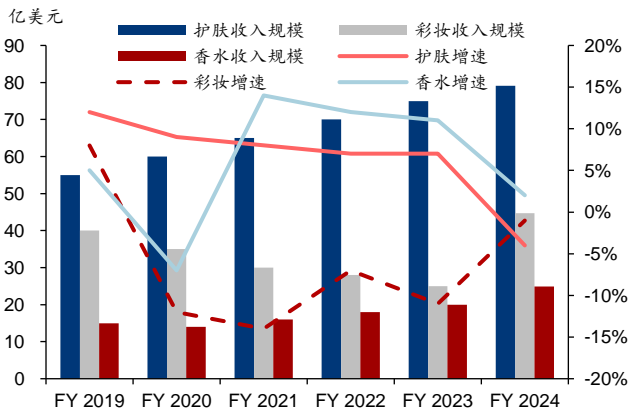
营销端：高品质广告片、时尚大片和品牌艺术展等高端场景有助增强品牌曝光；与奢侈品牌、文化机构或博物馆合作推出联名产品有助强化品牌形象；

渠道端：利用线上线下结合的策略，国产品牌在吸引高端消费群体方面表现出色，如提供线下“高端体验”，私人试妆会、化妆课程等。

品类延展方向：护肤/香水拓空间

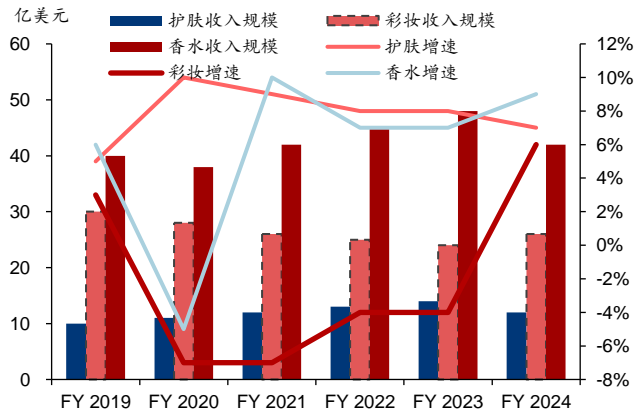
彩妆、护肤、香水等品类存在天然连带协同效应，有助进一步延伸天花板上限。彩妆有助于引流，护肤、香水等品类通常具有更高价格带、更高利润率和更高发展上限。奢侈品牌集团、美妆集团通常均有多个品类布局。我们同时观察到，奢侈品牌集团旗下的美妆品牌通常彩妆业务占比更高，如YSL、迪奥等；美妆集团旗下的品牌则护肤、彩妆业务发展相对均衡。

图表43：雅诗兰黛集团分业务规模及增速



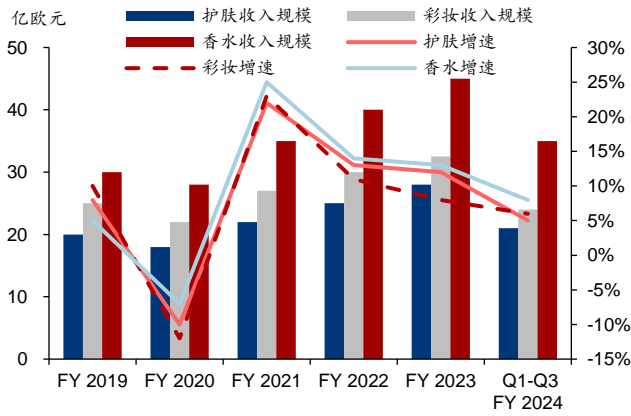
注：雅诗兰黛2024财年为2023.7-2024.6，以此类推
资料来源：Wind，华泰研究

图表44：科蒂集团分业务规模及增速



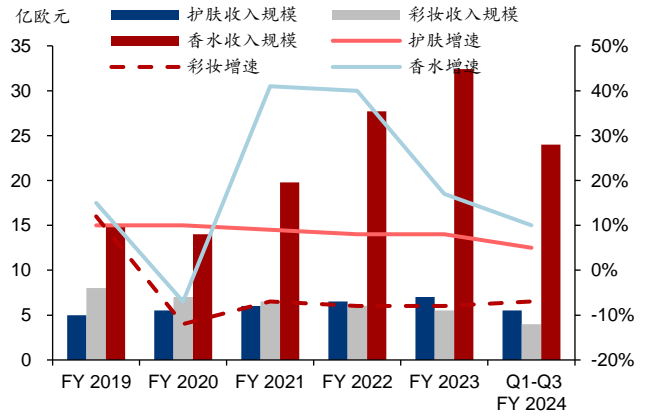
注：科蒂集团2024财年为2023.7-2024.6，以此类推
资料来源：Wind，华泰研究

图表45: LVMH集团分业务规模及增速



注: LVMH 2024 财年为 2024.1-2024.12, 以此类推
资料来源: Wind, 华泰研究

图表46: PUIG集团分业务规模及增速



注: PUIG 2024 财年为 2024.1-2024.12, 以此类推
资料来源: Wind, 华泰研究

图表47: 高端彩妆品牌业务概况

品牌	市占率	市占率	23年彩妆 (元/只)	23年护肤彩妆品价格带 (元/只)	代表性护肤品/价格 (元)	代表性彩妆品/价格 (元)
YSL	6.40%	0.30%	300-1000	395-3850	第2代 YSL 夜皇后精华/950; 全新 YSL「夜圣罗兰细管口红/400; 全新 YSL 黑管唇釉/400 等皇后」洁面/460 等	
迪奥	5.40%	0.90%	260-730	480-5380	迪奥花秘玫瑰小粉钻精华/2400; 迪奥老花霜 迪奥烈焰蓝金唇膏/440; 迪奥烈焰蓝金锁色唇釉/410 /540 等	
兰蔻	5.10%	5.80%	350-1200	260-4650	菁纯眼霜/1200; 发光眼霜/570 等	持妆粉底液/470; 全新菁纯唇膏/360
香奈儿	3.10%	0.70%	270-1690	355-4890	奢华精粹眼部精华乳/2300; 奢华精粹赋活眼 香奈儿钻石星辰高光盘/880; 珍藏三十一号唇膏霜/1950 等	/1380 等
雅诗兰黛	2.50%	4.20%	280-1150	450-4690	全新白金黑钻面霜/1950; 小棕瓶眼霜/565	绝色云裳唇釉/350; 持妆粉底液/470
纪梵希	1.90%	0.20%	380-1180	350-2690	黑能臻萃精华粉底液/1200; 光彩水漾保湿丰 四宫格柔雾散粉 1号/590; 高定小羊皮/400 润面霜/690	
毛戈平	2.00%	0.10%	300-1000	300-1880	奢华鱼子面膜/780; 奢华养肤黑霜/680	光影塑颜高光粉膏/720; 奢华鱼子无瑕气垫粉底液 /380

注: 彩妆/护肤市占率指该品牌在中国彩妆市场/护肤市场的市场份额; 23年彩妆/护肤市场规模为 617.56/2817.95 亿元
资料来源: 欧睿数据, 各品牌官网, 华泰研究

毛戈平：中国高端美妆，演绎光影与东方美学

大师级美妆品牌，IP 价值稀缺

以中国化妆界传奇人物毛戈平先生为核心，打造独特美学理念的美妆产品。创始人毛戈平先生从事化妆艺术近四十年，开创了将“光影美学”的精髓与“东方美学”的内核精神深度融合的理念，并以此为基础，进行公司美妆产品的开发。公司产品蕴含了毛戈平先生的独特艺术造诣，并结合对化妆品功能需求的深刻洞察，将美学理念及实用性与美妆产品完美融合，最终形成毛戈平公司的多元化、创新性的美妆产品矩阵。

“光影美学”：源于经典视觉艺术的运用，在化妆中运用高光、轮廓技巧，使得面部轮廓更加有型。

“东方美学”：源自中国传统文化的美学理念和原则，加入独特的中国元素，从中国人肤质特点与化妆需求出发，引起消费者共鸣。

化妆品培训传播品牌理念、提高品牌声誉、赋能产品优化创新。截至招股书披露，目前全国共创办有九所化妆培训机构（即杭州、北京、上海、深圳、成都、重庆、武汉、青岛、郑州），23 及 24H1，化妆品培训业务收入占比 3.6%/3.6%。据弗若斯特沙利文资料，按 2022 年课程参与者人数统计，毛戈平公司的化妆培训机构是中国最大的化妆培训机构之一，积极培养行业内的人才，并传播其品牌理念。课程中使用的化妆品及美妆工具部分来自 MAOGEPING 品牌，完成美学理念传承与创新的同时，也提高了品牌的声誉。此外，培训过程中对于产品的反馈也有助于公司完善、优化产品，推动业务的创新性良好发展。

图表48：化妆艺术培训课程概况

课程名称	学时
形象设计与艺术特色课程	1.5 年
形象设计与艺术创意课程	1 年
化妆造型全科课程	6 个月、5 个月
时尚生活课程/美妆课程	3.5 个月、3 个月
创造型课程/时尚美妆课程	2.5 个月、2 个月
其他短期课程	2.5 个月以内

资料来源：公司招股书，华泰研究

彩妆+护肤协同发展，打开天花板

秉持“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”理念，贯彻“彩妆+护肤”战略。基于光影美学体系，彩妆以高壁垒、高粘性的底妆为基石，覆盖化妆全流程；护肤业务协同增效，SKU 集中/大单品突出，向上突破更高价格带、打开成长天花板。

彩妆：产品价格带 200-500 元，包含了粉底、高光和阴影、眼妆及唇妆等各类产品，代表性单品有光影塑颜高光粉膏等底妆产品。

护肤：产品价格带 400-800 元，包含了面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等各类产品，代表性单品有奢华鱼子面膜等。

图表49：21-23 年及 24H1 护肤/彩妆业务量价拆分

	2021		2022		2023		2023H1		2024H1	
	销量 (千件)	平均售价 (元/件)	销量 (千件)	平均售价 (元/件)	销量 (千件)	平均售价 (元/件)	销量 (千件)	平均售价 (元/件)	销量 (千件)	平均售价 (元/件)
彩妆	6895.4	148.8	6346.1	158.0	9718.8	166.9	4710.5	160.4	6622.7	163.8
护肤	1398.7	335.1	2244.6	343.9	3598.1	322.3	1879.3	321.4	2351.0	346.6
总计	8294.1	180.3	8590.7	206.6	13316.9	208.9	6589.8	206.3	8973.7	211.7

资料来源：公司招股书，华泰研究

彩妆：覆盖化妆全流程，满足用户多样化需求

产品多样，覆盖化妆全流程，致力于适应消费者的多样化需求。以满足中国消费者独特的肤质、面部结构、审美偏好为出发，结合毛戈平先生“光影美学”与“东方美学”的理念，其彩妆侧重从脸部、眼部、唇部三种类别打造完整妆容，覆盖妆前、遮瑕、粉底、定妆、腮红等全妆流程需求。此外，不仅推出化妆单品，还配合推出化妆工具辅助化妆。截至 2023 年 12 月 31 日，共有 334 款彩妆单品，占总美妆产品数量的 88.4%。

图表50：毛戈平代表性彩妆产品

粉底液/膏	气垫	蜜粉/散粉	腮红	高光
				
水奶油粉底液 350元/30ml 淘系 GMV: 0.44亿	鱼子酱气垫 330元/14g 淘系 GMV: 0.60亿	小金扇粉饼 230元/7g 淘系 GMV: 0.97亿	柔纱幻颜腮红 280元/3.5g 淘系 GMV: 0.28亿	光影素颜高光粉膏 270元/5g 淘系 GMV: 0.22亿
				
光感无痕美肌粉膏 230元/7.5g 抖音 GMV: 4.55亿	黑羽翼气垫 330元/14g 淘系 GMV: 0.54亿	光感焕亮颜粉 360元/6.5g 淘系 GMV: 553万元	黑曜羽翼气垫14g+替换装14g 淘系 GMV: 0.45亿元	妆前皮肤衣 330/30ml 淘系 GMV: 0.25亿元

注：GMV 数据为淘系炼丹炉 2024 年 1-12 月累计，手工筛选关键词统计，可能与实际销售情况存在差距；
资料来源：炼丹炉，飞瓜，华泰研究

图表51：24 年毛戈平品牌彩妆类结构

抖音	GMV (亿元)	销量 (万件)	均价 (元)	销售额占比	淘系	GMV (亿元)	销量 (万件)	均价 (元)	销售额占比	合计	GMV (亿元)	销量 (万)	均价 (元)	销售额占比
粉底液/膏	5.27	235	224	59%	粉底液/膏	2.06	76	273	23%	粉底液/膏	7.33	311	236	44%
气垫	1.57	38	417	18%	气垫	1.52	40	377	17%	气垫	3.09	78	396	18%
腮红/胭脂	0.48	19	252	5%	蜜粉/散粉	1.15	42	274	13%	腮红/胭脂	0.90	37	244	5%
彩妆套装	0.46	10	485	5%	遮瑕	0.52	34	155	6%	彩妆套装	0.91	20	461	5%
粉饼	0.31	12	258	4%	彩妆套装	0.45	10	439	5%	粉饼	0.59	24	242	3%
高光	0.20	8	255	2%	高光	0.44	27	159	5%	高光	0.63	35	180	4%
体验装	0.19	76	25	2%	腮红/胭脂	0.43	18	235	5%	体验装	0.19	76	25	1%
遮瑕	0.11	4	270	1%	隔离/妆前	0.34	8	425	4%	遮瑕	0.63	38	167	4%
蜜粉/散粉	0.08	3	260	1%	粉饼	0.27	12	225	3%	蜜粉/散粉	1.24	45	273	7%
修容/阴影	0.05	3	194	1%	BB霜	0.17	5	324	2%	隔离/妆前	0.39	17	224	2%

资料来源：炼丹炉，飞瓜，华泰研究

毛戈平粉膏：彰显品牌专业度、对上妆手法有一定要求的代表性特色底妆产品。在毛戈平本人理念中，底妆尤为重要，“底妆画好、五官才能有更大的施展空间”。毛戈平粉膏是采用接近肌肤水油配比的纯油膏体，即“固态浓缩粉底液”，结合毛戈平品牌特有的光影塑颜理念，具有高遮瑕力、自然妆感、强持久力等特点，是品牌代表性明星产品。该产品对于不同肤质有不同上妆要求。

图表52：毛戈平粉膏：“固态浓缩粉底液”，彰显品牌专业度



资料来源：毛戈平天猫旗舰店，华泰研究

专业底妆产品如何持续拓展人群，线上快速放量？

- 1) 不同规格适用不同场景。美肌粉膏、蚕丝粉膏、清透粉膏分别适用不同场景和不同妆效。
- 2) 小克重产品降低购买门槛。有 4/7.5/12.5g 精巧款、常规款、经典款不同克重。
- 3) 垂类美妆博主“手把手”妆教带货。在抖音，24 年 1-12 月毛戈平粉膏产品商品卡、达人带货、品牌自营销额占比分别为 12%/61%/26%。其 37% 的销售额来自于品牌自营，肩部(162 个达人)、腰部(665 个达人)、潜力达人(5158 个达人)销售额占比 16%/21%/10%，头部达人占比仅有 16%。综合来看，美妆行业的类目达人销售额占比达到 71%。

图表53：不同品牌的抖音达人结构对比（24 年 1-12 月）

品牌	达人层级	达人数量	GMV	GMV 占比	销量	销量占比	品牌	达人层级	达人数量	GMV	GMV 占比	销量	销量占比
毛戈平 MAOGEPING BEAUTY	品牌自营	8	3.6亿	36.93%	85.4w	24.32%	彩棠 TIMAGE	品牌自营	3	1.78亿	36.86%	87.1w	33.55%
	头部	74	1.6亿	16.41%	49.7w	14.16%		头部	64	4680.8w	9.68%	31.8w	12.27%
	肩部	162	1.59亿	16.33%	69.2w	19.72%		肩部	200	1.01亿	20.89%	52.3w	20.16%
	腰部	665	2.01亿	20.65%	93.2w	26.53%		腰部	336	4146.1w	8.57%	22.8w	8.77%
	潜力	5158	9433.7w	9.68%	53.6w	15.27%		潜力	1028	1.16亿	23.99%	65.6w	25.26%
	美妆行业	645		70.56%				美妆行业	335		76.53%		
韩束 KANS 韩束	品牌自营	14	14.5亿	46.76%	364.2w	36.18%	恋火 PASSIONAL LOVER	品牌自营	6	2.96亿	57.41%	158.8w	50.43%
	头部	97	12.57亿	40.55%	405.0w	40.23%		头部	55	2458.3w	4.77%	16.8w	5.32%
	肩部	148	2.72亿	8.77%	101.3w	10.07%		肩部	198	1.05亿	20.30%	70.8w	22.47%
	腰部	421	6219.6w	2.01%	47.4w	4.71%		腰部	479	5013.4w	9.72%	37.0w	11.74%
	潜力	8969	5913.3w	1.91%	88.7w	8.81%		潜力	2197	4019.5w	7.80%	31.6w	10.03%
	美妆行业	876		62.39%				美妆行业	434		75.11%		
珀莱雅 PROYA	品牌自营	47	28.13亿	46.79%	1568.5w	43.73%	花西子 Florasis	品牌自营	7	3136.1w	63.32%	15.1w	59.54%
	头部	131	22.32亿	37.13%	1412.6w	39.38%		头部	11	573.7w	11.58%	3.0w	12.02%
	肩部	261	2.29亿	3.81%	225.0w	6.27%		肩部	13	9.0w	0.18%	977	0.39%
	腰部	816	1.95亿	3.25%	126.0w	3.51%		腰部	54	45.8w	0.92%	2549	1.01%
	潜力	15000	5.43亿	9.02%	254.7w	7.10%		潜力	357	1188.0w	23.99%	6.8w	27.05%
	美妆行业	823		51.16%				美妆行业	264		61.87%		
雅诗兰黛 ESTÉE LAUDER	品牌自营	3	11.44亿	49.64%	88.5w	18.77%	赫莲娜 HR	品牌自营	2	9.77亿	50.29%	27.2w	11.58%
	头部	118	6.65亿	28.86%	141.1w	29.92%		头部	109	6.13亿	31.58%	40.5w	17.25%
	肩部	224	2.28亿	9.90%	84.0w	17.80%		肩部	289	2亿	10.29%	23.1w	9.82%
	腰部	601	1.57亿	6.83%	83.7w	17.57%		腰部	1067	9697.0w	4.99%	67.5w	28.73%
	潜力	4051	1.1亿	4.78%	74.3w	15.75%		潜力	7326	5529.6w	2.85%	76.6w	32.61%
	美妆行业	550		51.16%				美妆行业	524		7.90%		

资料来源：飞瓜，华泰研究

粉底液、气垫：适用门槛相对低、适用人群更广泛的“新手友好型”底妆品类，多 SKU 涵盖多元场景。粉底液（毛戈平水奶油粉底液、大理石粉底液、火花粉底液）和气垫（鱼子酱气垫、黑羽翼气垫）适用更为便捷，品牌也推出有不同妆面效果、适用不同肤质的产品，满足多元人群的底妆需求。

妆前打底、高光塑形、腮红散粉、眼妆唇妆等品类覆盖化妆全流程。毛戈平皮肤衣、腮红、眼影盘等品类亦覆盖全面，提供全流程妆容解决方案。

图表54：毛戈平的粉底液及气垫类底妆产品

鱼子酱遮瑕气垫	大油皮粉底气垫	水奶油粉底液	大理石粉底液	火花粉底液		
推荐理由	防晒补妆二合一	控油遮瑕油皮挚爱	产品特点	润无瑕 润持妆	紧致光泽 妆养合一	防水持妆 柔焦无瑕
适合肤质	多肤质适用	大油皮至混油皮	适用肤质	干皮至混合皮	混合皮	油皮至混合皮
适用人群	早八特种兵、高效懒人 防护底妆二合一	健身女孩、户外玩家 暴汗底妆完美如初	使用推荐	暗沉干燥易卡粉 秋冬换季皮肤不稳定	毛孔粗大/瑕疵肌	易油易汗易脱妆 运动场景防水需求
妆效	奢润缎光肌	水感雾面肌	妆效	微光奶油肌	紧致抛光肌	雾面柔焦肌

资料来源：毛戈平天猫旗舰店，华泰研究

护肤：打造良好肌肤状态，协同增强彩妆功效

秉持“保持良好的肌肤状态是实现最佳化妆效果的基础”这一理念，护肤为基，协同增强彩妆产品功效。凭借产品设计、开发、经销和品牌建设方面的成功经验，以及彩妆领域积累的消费者群体，将产品矩阵拓宽至护肤类产品。公司理念认为，良好的肌肤状态能够帮助彩妆实现更好的化妆效果。为满足消费者的多种肤质以及多样化需求，护肤类产品涵盖面霜、面膜、精华液、眼部护理、洁面乳等多种剂型。截至 2023 年 12 月 31 日，护肤类单品共有 44 款，占总美妆产品数量的 11.6%。

图表55：毛戈平代表性护肤类产品

涂抹式面膜	乳液/面霜	眼膜	安瓶/精华	化妆水
鱼子酱面膜 690元/65g 淘+抖GMV: 3亿	奢华养肤黑霜 680元/50g 淘+抖GMV: 1.36亿	鱼子酱眼膜 230元/7g 淘+抖GMV: 0.33亿	鱼子多效安瓶精华 720元/50ml 淘+抖GMV: 685万元	奢华鱼子菁华水 288元/180ml 淘+抖GMV: 84万元

注：GMV 数据为淘系炼丹炉 2024 年 1-12 月累计，手工筛选关键词统计，可能与实际销售情况存在差距；

资料来源：炼丹炉，飞瓜，华泰研究

图表56：24 年毛戈平品牌护肤类结构

抖音	GMV (亿元)	销量 (万件)	均价 (元)	销售额占比	淘系	GMV (亿元)	销量 (万件)	均价 (元)	销售额占比	合计	GMV (亿元)	销量 (万)	均价 (元)	销售额占比
涂抹面膜	2.10	33	631	68%	涂抹面膜	1.82	36	510	63%	涂抹面膜	3.92	69	568	66%
乳液/面霜	0.70	25	284	23%	乳液/面霜	0.56	18	304	19%	乳液/面霜	1.26	43	293	21%
眼膜	0.15	5	281	5%	贴片面膜	0.17	5	336	6%	眼膜	0.24	8	300	4%
防晒霜	0.07	2	294	2%	套装	0.10	3	356	4%	贴片面膜	0.17	5	336	3%
体验装	0.03	10	27	1%	眼膜	0.09	3	335	3%	套装	0.11	3	332	2%
洁面	0.01	4	22	0.30%	体验装	0.05	24	23	1.84%	体验装	0.08	34.12	24	1.37%
液态精华	0.01	1	135	0.25%	安瓶/原液	0.04	1.35	287	1.34%	安瓶/原液	0.04	1.51	294	0.74%
套装	0.01	0.39	163	0.21%	液态精华	0.02	1.38	147	0.70%	液态精华	0.03	1.94	144	0.47%
安瓶/原液	0.01	0.17	352	0.19%	卸妆	0.01	0.81	132	0.37%	卸妆	0.01	0.81	132	0.18%
眼霜	0.002	0.01	2429	0.08%	化妆水	0.01	0.25	320	0.28%	化妆水	0.01	0.25	320	0.14%

资料来源：炼丹炉，飞瓜，华泰研究

SKU 显著更集中、大单品奢华鱼子面膜产品力充分彰显。品牌的护肤产品 SKU 较为精简，奢华鱼子面膜是品牌的畅销大单品之一。根据炼丹炉、飞瓜数据统计，24 年 1-12 月，鱼子涂抹面膜淘系/抖音 GMV 分别为 1.82/2.10 亿元，占品牌护肤业务 GMV 的 60% 以上。

奢华鱼子面膜：甄选珍稀成分、显著修护功效、高端 SPA 级体验。该产品由品牌携手瑞士前沿研发中心 CRB、集结全球资深配方师打造，21 年即获得《时尚 cosmo》“年度面膜产品”，24 年（截至 24 年 12 月 13 日）为天猫涂抹面膜热销榜 TOP1。产品定位高端，价格 780 元/65g（活动价 690/65g），2023 年零售额超过人民币 6 亿元。

甄选珍稀成分：选用西伯利亚鱼子和珍稀人参精华、活性植物提取物等高端功效原料作为核心成分，夯实高端专业产品形象。

显著修护功效：基于第三方机构，基于 30+ 名受试者使用特定时间后测试结果，有显著肌肤紧致/泛红改善等效果，增强消费者对于产品功效性的认知。

“仪式感”体验：产品搭配专用软毛刷，质地轻盈柔润，呈递较好肤感，面部敷用 15-20min 后会呈现透明状态，再以清水洗净，打造 SPA 级“贵妇”体验感。

第一大单品奢华鱼子面膜还有份额提升空间。据炼丹炉，近 12 个月（23 年 12 月-24 年 11 月）淘系涂抹式面膜市场总销售额 36 亿，同期毛戈平鱼子面膜累计销售额约 1.8 亿（按商品 ID 合并统计，可能与实际情况存在偏差），据此估算其市场份额仅 5%。

由点及面、打造全品类奢华鱼子家族，覆盖护肤全流程、提供全面解决方案。品牌还推出鱼子面膜、鱼子菁华水、鱼子安瓶精华等系列产品，扩充产品线、持续强化消费者对于“奢华鱼子”系列产品认知。

图表 57：毛戈平鱼子面膜产品特点



资料来源：毛戈平天猫旗舰店，华泰研究

奢华养肤黑霜：养肤霜+妆前霜+修护霜的多面合一霜，理论天花板较高，体量尚待进一步突破。产品含特研类皮脂膜成分（水溶性烟酰胺+高含量脂质）及山茶花精粹/大豆发酵蛋白/白茅根提取物等活性成分，有修护皮脂膜、强韧皮肤屏障、改善干燥/失弹/暗沉等功能，主打“比霜更滋润”、“比油更轻盈”。据炼丹炉、飞瓜数据，奢华养肤黑霜 24 年 1-11 月淘系+抖音合计 GMV 约 1.4 亿元，考虑到产品本身兼具面霜、妆前、修护的“多面合一”特点，对比赫莲娜黑绷带（23 年 12 月-24 年 11 月淘系累计 GMV 超 9 亿）、CPB 妆前（23 年 12 月-24 年 11 月淘系累计 GMV 超 5 亿）等大单品，我们认为还有较大发力空间。

图表58：毛戈平养肤黑霜产品特点



资料来源：毛戈平天猫旗舰店，华泰研究

黑金系列、奢华至臻系列等有望继续向上突破更高价格带，进一步巩固品牌高端定位。

黑金系列：定位高端抗衰老护肤，主打“赋光焕颜，重启御龄协奏”。采用多肽（欧洲 Lipotec）、合欢花精粹（法国 SEDERMA）、3%烟酰胺 PC（荷兰帝斯曼）等高端功效原料成分，旨在通过国际科研力量，从多维度改善肌肤老化问题，为消费者提供奢华的护肤体验。该系列产品包括黑金焕颜轻润面霜（会员到手价 1440 元/50g）、黑金焕颜精华液（会员到手价 1610 元/35ml）、黑金焕颜御龄眼霜、黑金焕颜菁华水等。

奢华至臻：定位全方位的肌肤修护与抗初老。采用瑞香花精粹、山茶花精粹、白茅根提取物、西伯利亚鱼子、人参活性精粹等成分，能够有效舒缓肌肤，强韧肌肤屏障，并针对肌肤初期衰老迹象，如细纹、松弛、暗沉等，通过多种核心功效成分的协同作用。该系列产品包括奢华至臻面霜（1158 元/50g）、奢华至臻菁华水（980 元/150ml）、奢华至臻润养紧颜眼部精华（1180 元/20g）、奢华至臻晚霜（1680 元/50g）、奢华至臻紧致颈霜（1280 元/50g）、奢华至臻精华（1280 元/35ml）等。

图表59：黑金系列等高端产品线助力毛戈平进军更高价格带

分类	品牌	产品	价格 (元)	合计规格 (ml/g)	正装规格 (ml/g)	小样规格 (ml/g)	正装单价 元/ml (g)	含小样单价 元/ml (g)
眼霜类	娇兰	帝皇蜂姿修护眼霜	890	22	15	7	59	40
	雅诗兰黛	白金6D黑钻眼霜	1300	22	15	7	87	59
	莱珀妮	鱼子精华琼贵眼霜	3450	211	200	11	17	16
精华类	SK-II	灯泡淡斑美白面部精华	940	60	30	30	31	16
	La Mer	精华面霜	1810	45	30	15	60	40
	兰蔻	小黑瓶精华肌底液	790	60	30	30	26	13
	香奈儿	智慧紧肤精华	1430	60	50	10	29	24
	YSL	圣罗兰夜皇后精华	950	60	30	30	32	16
	娇兰	帝皇蜂姿双效修护精华露	1430	60	30	30	48	24
	娇兰	帝皇蜂姿蜜护复原日霜	1450	78	50	28	29	19
面霜类	YSL	夜皇后水盾面霜	950	57	50	7	19	17
	香奈儿	山茶花润泽微精华面霜	840	60	50	10	17	14
	兰蔻	菁纯臻颜面霜	1650	60	30	30	55	28
	毛戈平	奢华养肤黑霜	590	56	50	6	12	11
面霜类	毛戈平	奢华鱼子面膜	690	73	65	8	11	9
眼霜类	毛戈平	奢华鱼子面膜	520	34	30	4	17	15

注：价格信息截至 25 年 1 月 4 日；

资料来源：各品牌天猫旗舰店，华泰研究

图表60: 毛戈平黑金系列



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表61: 毛戈平奢华至臻系列



资料来源: 公司官网, 华泰研究

线下+线上相互赋能，跨渠道协同

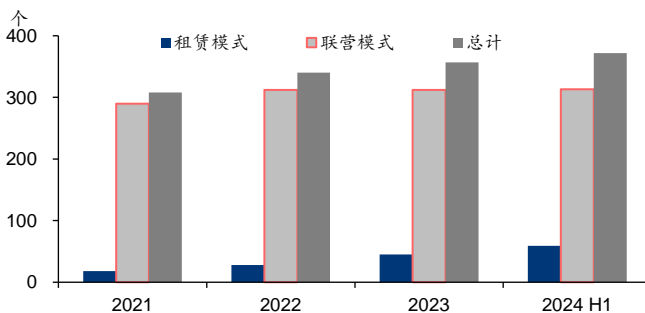
线下+线上相互赋能，推动跨渠道产品销售。24H1 线上/线下渠道营收占比 66%/34%，营收 yoy40%/23%。线下百货专柜强化品牌定位，专柜试妆强化体验感，会员体系增加客户粘性、整体复购率高于行业平均；线上亦快速放量，24 年淘系/抖音 GMV yoy70%/44%。参与线下渠道的消费者经常成为品牌在线渠道的追随者及回头客；通过引导在线消费者前往线下专柜、提供一对一的试妆及定制产品咨询，丰富消费体验并培养品牌忠诚度。跨渠道协同不仅提高消费者的满意度，也巩固品牌整体市场地位。

线下：百货专柜强化品牌定位，基本盘稳固

首个进驻高端百货商店专柜的高端国货化妆品集团。集团为第一家在高端百货商店设立专柜的高端国货美妆集团（弗若斯特沙利文）。百货专柜主要优势：优越的地理位置及时尚、奢华的空间展示，为消费者提供整体卓越的视觉及触觉等多个感官体验。沉浸式环境增强品牌与消费者的互动及提升了百货商店渠道的声誉。截至 24H1，集团在全国自营专柜数量 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二（弗若斯特沙利文）。一般而言，MAOGEPING 进驻的商场多为大型连锁百货商场、当地城市标杆性以及能够彰显 MAOGEPING 品牌形象的百货商场，如银泰、百盛、金鹰、王府井、伊藤洋华堂等。

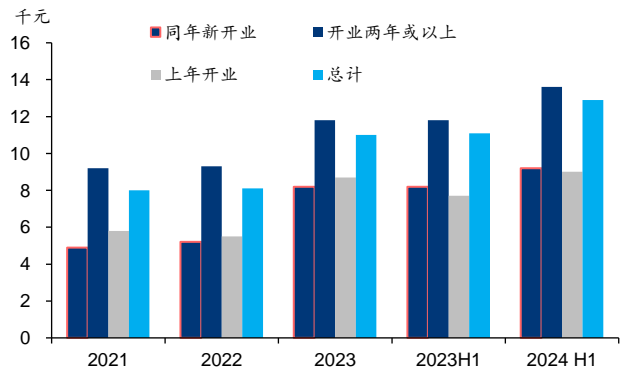
自营专柜为主、经销商专柜为辅。24H1 自营、经销门店数量分别为 372/30 个，营收分别为 893.3/26.8 百万元。21-23 年及 24H1，分别新开设 66/46/36/24 个自营专柜，公司预计 24 全年新开 30-40 家。21-23 年及 24H1，分别撤掉 14/14/19/9 个自营专柜，主因销售业绩不佳/店面搬迁/所处百货商店调整等，整体撤柜比例较低。截至 2025.1.9 公司于国内专柜数量共 425 家（公司官网）。

图表62: 截至 24H1 公司拥有自营专柜合计 372 个



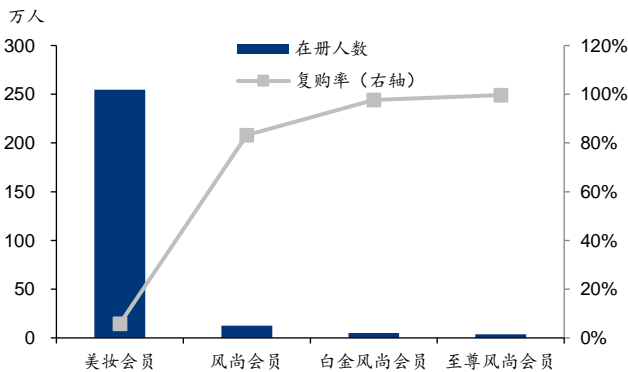
资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表63: 不同开业时间的单店日均收入

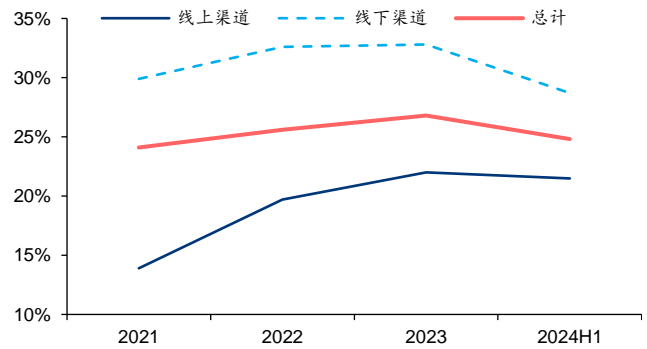


资料来源: 公司招股书, 华泰研究

线下及线上会员体系增加客户粘性、整体复购率高于行业平均水平。截至 2023 年末，毛戈平线下渠道注册会员数量超过 300 万名、线下整体复购率超过 30%，且会员等级越高，其粘性与消费能力越强。同时毛戈平也同步建立线上/下会员体系，在抖音/天猫自营网店的线上会员体系包含不同的 VIP 等级，不同平台共享积分和等级。21-23 年及 24H1 注册会员总数 400/630/1030/1240 万人。会员制度提供的个性化服务/生日礼物等机制也提升客户粘性，据弗若斯特沙利文，行业平均线上复购率约为 10%，毛戈平整体复购率高于行业平均水平。

图表64：2022年百货专柜渠道中高等级会员复购率高


资料来源：公司招股书，华泰研究

图表65：毛戈平线上及线下渠道注册会员复购率


资料来源：公司招股书，华泰研究

专柜试妆和半脸对比演示强化体验感、巩固品牌专业形象、提高消费者忠诚度。彩妆情感消费与潮流属性较强。毛戈平的专业化妆顾问在线下专柜给消费者提供个性化试妆服务和半脸对比演示，同时线下举行各种化妆秀和活动，巩固品牌形象，提高消费者忠诚度。截至 24H1，公司在全国各地的专柜配备超过 2,500 名美妆顾问，建立了中国所有国内及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。

人员成本为线下专柜核心成本项。从直营专柜经营情况来看，专柜平均配备 5-6 名工作人员，人工薪酬占专柜收入比重达到 30%以上，我们预计良好的激励有助提升专柜人员工作积极性、提高单柜产出。

图表66：公司 20-22 年直营专柜经营指标

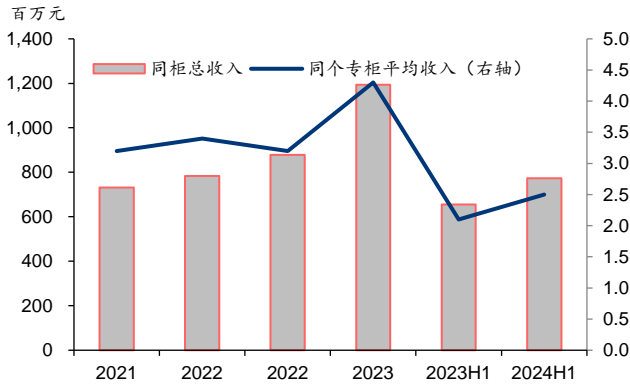
项目 (单位: 除特殊说明外均为万元)	2020 年度	2021 年度	2022 年度
直营专柜数量 (个)	251	303	322
专柜平均营业面积 (m ²)	27.68	29.07	31.12
专柜平均装修支出	23.35	24.26	25.92
平均员工人数 (人)	5.51	5.54	6.06
专柜平均收入	190.45	220.94	237.31
专柜平均费用	86.17	101.45	112.46
专柜折旧摊销	6.63	6.68	8.31
专柜平均人工薪酬	60	71.29	79.65
专柜平均营业利润	75.97	84.36	86.17
综合毛利率	86.56%	85.53%	85.22%
专柜平均费用率	45.25%	45.92%	47.39%
其中: 人工薪酬	31.50%	32.27%	33.56%
其中: 折旧摊销	3.48%	3.02%	3.50%
营业利润率	39.89%	38.18%	36.31%

资料来源：公司招股书，华泰研究

24H1 同柜单产 yoy 仍有双位数提升。22/23 年连续经营专柜数量 230/277 个，截至 24H1，连续经营专柜数量已达 312 个。22/23 年，同个专柜平均收入分别为 3.4/4.3 百万元，yoy7.0%/35.9%。24H1，同个专柜平均收入 2.5 百万元/yoy18.1%。

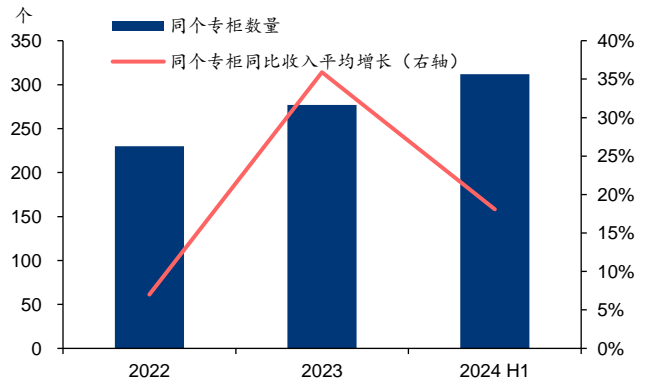
线下均价、单柜坪效相较国际高端品牌还有差距，我们预计客单提升、连带增加等仍有望支撑单柜坪效继续增加。据久谦线下数据，24YTD（截至11月），毛戈平线下专柜平均消费价格为685元，相较兰蔻、娇兰、圣罗兰、雅诗兰黛、迪奥等品牌还有一定差距；我们认为后续高端护肤品类或有助于其均价继续上行；彩妆护肤品类协同也有助于提升连带及客单。

图表67：同柜单产仍在较快提升



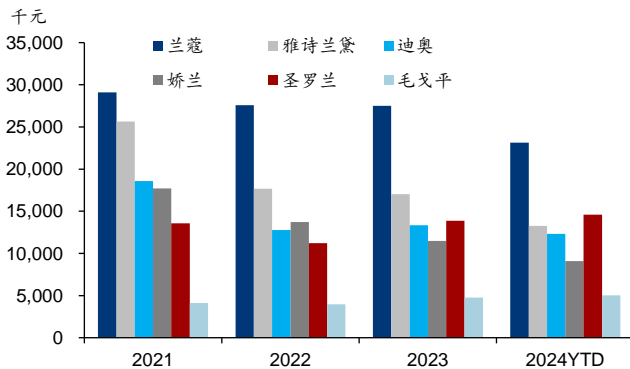
资料来源：公司招股书，华泰研究

图表68：24H1 同柜收入 yoy18%



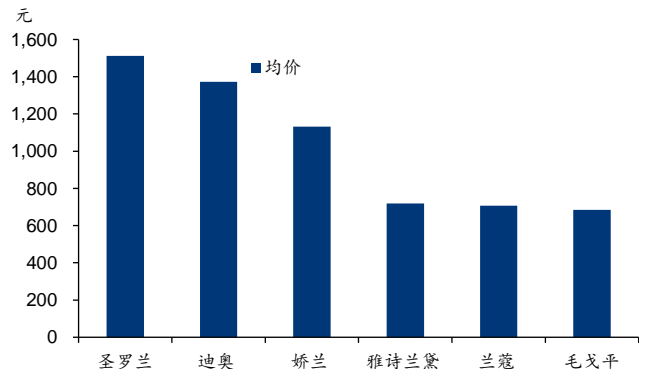
资料来源：公司招股书，华泰研究

图表69：相较国际高端品牌，毛戈平单店坪效还有提升空间



注：24年YTD为截至11月数据；坪效统计口径为简单算术平均；
资料来源：久谦，华泰研究

图表70：相较国际高端品牌，毛戈平线下专柜均价还有提升空间

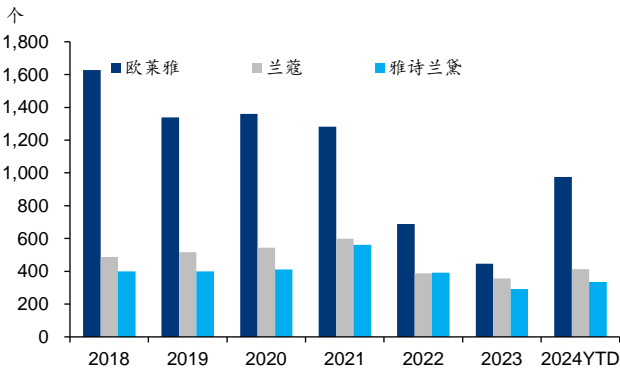


注：专柜均价数据为24年11月数据；
资料来源：久谦，华泰研究

专柜数量较一线品牌仍有扩展潜力，我们预计二线及以下、华中/华南/华北等区域还有较大开拓空间。据久谦，截至24年11月毛戈平专柜数量（384）在高端品牌阵列中仅次于欧莱雅（975）、兰蔻（413），考虑到国潮崛起趋势中，部分国际高端品牌在中国市场经营或持续承压、线下专柜市场份额仍有继续丢失压力；以及线下百货、购物中心有望持续优化品类结构、提升美妆珠宝等高价值品类占比，我们预计毛戈平品牌专柜数量仍有拓展潜力。按层级，24YTD T2/T3+级别城市专柜数量235/90家，yoy64%/131%；按区域，24YTD华东区域门店数量173家，西南地区75家，华中/华南/华北均30+专柜数量，尚有较大提升空间。

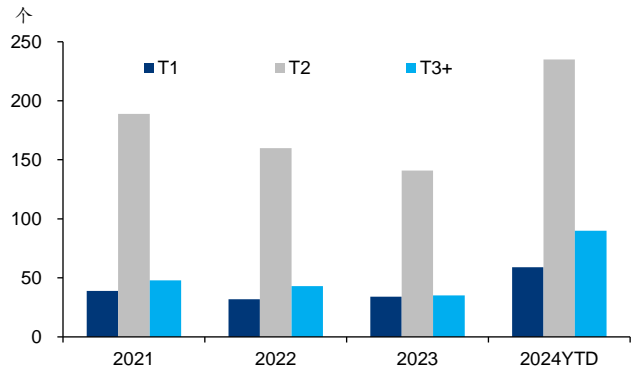
据久谦数据，截至2024年11月高端美妆品牌（均价高于500元）中，兰蔻专柜数量最高（413），2021年其专柜峰值数量为598家；其次为毛戈平（384家）；雅诗兰黛位列第三，截至2024年11月为335家，2021年其专柜峰值数量为561家。综合考虑品牌定位、品类结构，我们认为高端美妆品牌近年来开店峰值水平可作为毛戈平品牌后续开店空间参考；伴随国货品牌整体份额提升、以及毛戈平品牌势能向上、专柜试妆等特色，有取代部分国际品牌专柜份额的空间。

图表71: 相较国际高端品牌, 毛戈平专柜数量还有拓展空间



资料来源: 久谦, 华泰研究

图表72: T2城市为毛戈平专柜主力区域



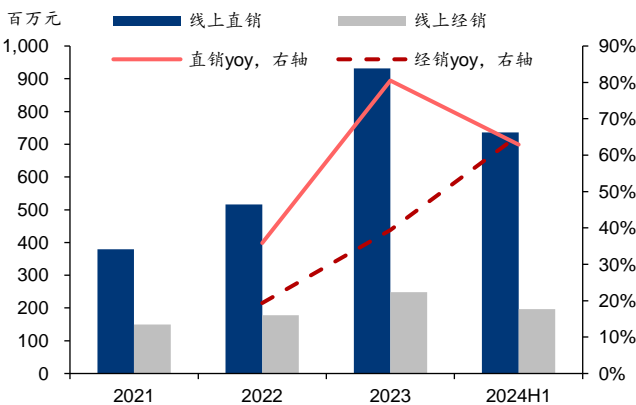
注: 数据截至24年11月
资料来源: 久谦, 华泰研究

线上: 淘系/抖音均强劲增长, 有望继续破圈

线上直销扩大品牌知名度、增加流量, 线上经销进一步增强线上影响力, 24H1 均强劲增长。线上直销: 抖音/淘系为主力。主要通过第三方电商平台如天猫、抖音、小红书等的自营店销售产品。24 年至今, 毛戈平淘系/抖音 GMV 均维持快速增长: 24 年 1-12 月抖音 GMV12 亿元/yoy70%; 24 年 1-12 月淘系 GMV14 亿元/yoy44%。

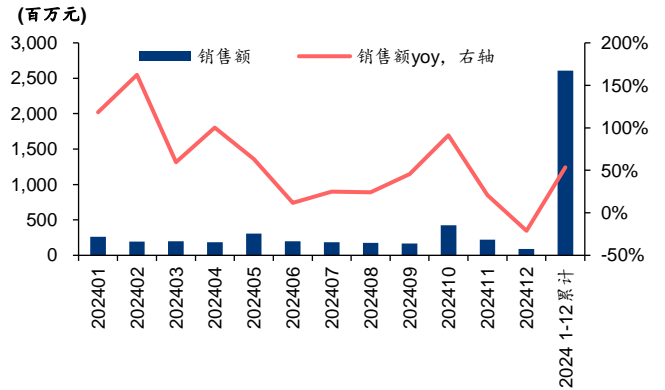
线上经销: 亦有较快增长。毛戈平聘请于电商平台经营自有店铺的经销商, 将产品出售给终端消费者/其他商家。21-23 年及 24H1 经销商 5/12/10/10 家, 21-23 年及 24H1 线上经销营收 149.4/178.4/248.7/196.6 百万元, 营收占比 10%/10.1%/8.9%/10.3%。

图表73: 21-23 年及 24H1 线上渠道营业收入及 yoy



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表74: 24 年 1-12 月毛戈平淘系+抖音累计 GMV



资料来源: 炼丹炉数据, 飞瓜数据, 华泰研究

图表75: 淘系毛戈平品牌 24 年 1-12 月销售额及 yoy



资料来源: 炼丹炉, 华泰研究

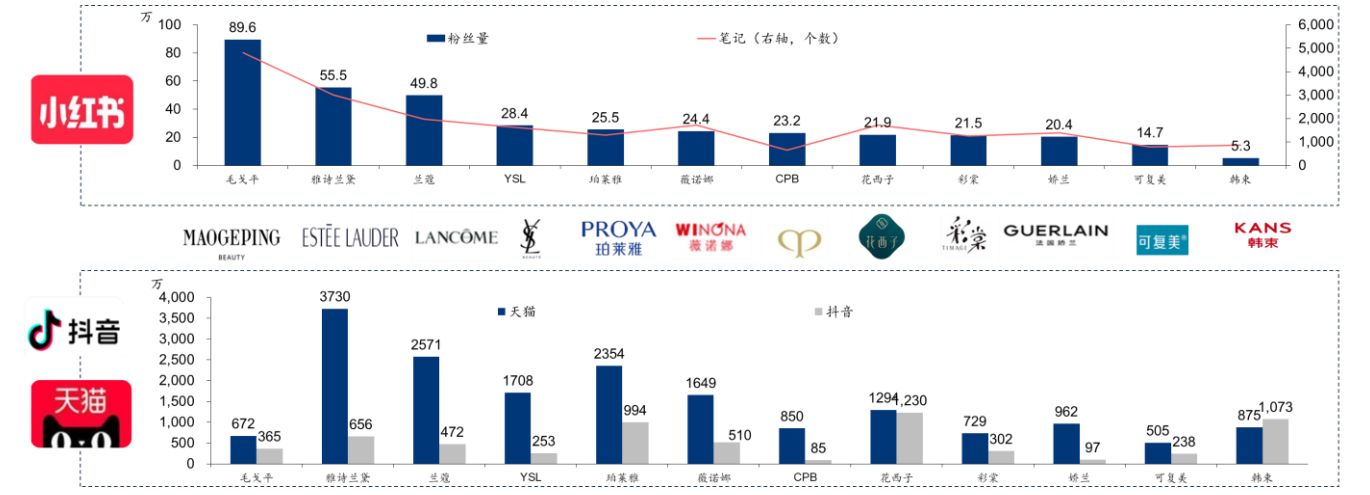
图表76: 抖音毛戈平品牌 24 年 1-12 月销售额及 yoy



资料来源: 飞瓜, 华泰研究

线上多平台已吸引广泛社交媒体粉丝，扩大品牌影响力。截至25年1月3日，品牌在小红书上吸引了超过89.6名粉丝，点赞与收藏超过220万，远高于头部国际品牌，彰显较强的内容种草影响力；但在抖音和天猫官方旗舰店，我们认为品牌粉丝量相较其他头部还有很大提升空间。

图表77：毛戈平在小红书粉丝量断层领先



注：统计数据基于2025年1月3日各个品牌在抖音官方旗舰店、小红书、天猫旗舰店的粉丝量等情况
资料来源：天猫旗舰店，小红书，抖音，华泰研究

代工为主，自有供应链布局中

代加工运营模式为主，研发费用率较同业偏低。据招股书，公司过往记录中主要依靠ODM/OEM 供应商生产产品，而公司方则主要负责对产品属性、功效和美学表现的确定，即完善基本化妆品参数，如色调、水油平衡、柔韧性、黏度和表面活性剂水平等。毛戈平 ODM/OEM 代工厂集中度较高，据招股书，21-23 年及 24H1Top5 供应商采购额分别为 1.76/1.94/2.62/1.53 亿元，占比为 52.8%/50.5%/53.6%/52.3%。代工为主的模式也使得公司研发费用率处较低水平，2021 年-2023 年，公司的研发成本分别为 1370.3 万元、1454.8 万元、2397.5 万元，研发费用占总营收比例分别为 0.87%、0.8%、0.83%；2024H1，毛戈平的研发成本为 1526.7 万元，研发费用率约为 0.77%。

自有工厂正在布局，研发实力有望再提升。据招股书披露，公司为增强产品差异化优势，加强研发，投资 1 个亿于杭州建立工厂，产品类别涵盖彩妆及护肤品，设计年产能为 15.4 百万件，预计 2026 年完工。

图表78：毛戈平主要供应商

供应商	业务	向毛戈平提供的产品/服务	采购成本 (百万)	采购成本占比	起始年份
萤特丽科技(苏州工业园区)有限公司	护肤品、彩妆、清洁产品的研发、美妆材料、制成品及生产与销售	研发、美妆材料、制成品及生产服务	53.04	18.1%	2008
杭州菜鸟供应链管理有限公司	配送及仓储服务	物流及运输服务	37.26	12.7%	2021
丰瑞实业(淮安)有限公司	包装装潢印刷品的印刷及包装、包装及制成品	印刷及包装、包装及制成品	26.40	9.0%	2001
上海新洲包装印刷有限公司	包装装潢印刷品的印刷及包装包装及制成品	印刷及包装包装及制成品	19.01	6.5%	2006
科丝美诗(中国)化妆品有限公司	化妆品生产	生产服务	17.49	6.0%	2006
其中代工总计			153.19	52.3%	

资料来源：公司招股书，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

公司主要从事产品销售、化妆艺术培训两大业务，其中产品销售分为彩妆和护肤类两大产品线，涵盖 MAOGEPING 与至爱终生两大品牌。我们预计公司 24-26 年营收分别达 40.15/54.44/71.47 亿，分别同比增长 39.1%/35.6%/31.3%，具体拆分如下：

产品销售：我们预计 24-26 年公司产品销售收入分别达 38.69/52.77/69.54 亿元，同比分别 +39.1%/+36.4%/+31.8%，其中：

按品类划分：

1) 彩妆：预计 24-26 年收入达 23.19/31.37/41.55 亿元，同比分别增 42.9%/35.3%/32.5%。

据公司招股说明书，光感无痕粉膏系列产品 1H24 GMV 达 2 亿元，受双十一、双十二大促等购物节影响，2H24 零售额或有季节性增长（假设环比+50%），假设公司约以 GMV 销售额的 80% 确认收入（参考 23 年公司零售额 36 亿及报表收入 29 亿的比例），我们预计 24 年全年可为公司贡献收入约 4 亿元/yoy+70%；25-26 年粉膏系列收入预计保持较高增速，同比分别增 60%/50%，实现收入 6.53/9.79 亿元。气垫、粉底液系列放量起速，预计 24-26 年贡献收入合计 5.17/8.11/11.69 亿元，yoy+66.8%/+56.9%/+44.1%。

2) 护肤：预计 24-26 年收入达 15.50/21.40/27.99 亿元，同比分别增 33.7%/38.1%/30.8%。

奢华鱼子面膜：据公司招股说明书，奢华鱼子面膜 1H24 GMV 达 4.5 亿，延续前序季节性增长及收入确认比例假设，我们预计 24 年奢华鱼子面膜大单品将为公司贡献约 9 亿收入；25-26 年延续增势，我们估计收入同比增速达 40%/30%。

养肤黑霜系列：参考奢华鱼子面膜收入及两系列炼丹炉淘宝+抖音 24 年 GMV 之比，我们预计养肤黑霜系列 24 年可为公司贡献约 5 亿收入；预计 25-26 年收入同比增速达 40%/35%。

按品牌划分：1) MAOGEPING：我们预计 MAOGEPING 品牌仍将维持高营收占比，占产品销售收入比例维持在 99.3%，24-26 年品牌收入达 38.42/52.40/69.05 亿元，同比分别增 39.4%/36.4%/31.8%。**2) 至爱终生品牌：**参考 2023 年品牌收入同比增速-7.1%、1H24 收入约 0.13 亿元，该品牌体量增幅较小、品牌声量仍待提升，因此我们预计至爱终生品牌收入将继续维持较小体量，预计 24-26 年品牌收入达 0.27/0.37/0.49 亿元，同比分别增 0.6%/36.4%/31.8%

化妆艺术培训：22 年线下消费低迷而导致收入基数较低，23 年伴随线下修复，业务收入同比+91%。随 23 年基数恢复正常，我们预计公司化妆艺术培训增速放缓、占总营收比稳中微降，24-26 年收入达 1.46/1.68/1.93 亿元，yoy+40%/15%/15%，占总营收比例 3.6%/3.1%/2.7%。

图表79：收入端预测

单位：亿元（除特别指明外）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入拆分					
总收入	18.29	28.86	40.15	54.44	71.47
产品销售业务	17.75	27.82	38.69	52.77	69.54
按品类					
彩妆类	10.03	16.22	23.19	31.37	41.55
护肤类	7.72	11.60	15.50	21.40	27.99
按品牌					
毛戈平品牌	17.46	27.55	38.42	52.40	69.05
至爱终生品牌	0.29	0.27	0.27	0.37	0.49
化妆课程培训业务	0.54	1.04	1.46	1.68	1.93
同比增速					
总收入	16.0%	57.8%	39.1%	35.6%	31.3%
产品销售业务	18.7%	56.7%	39.1%	36.4%	31.8%
按品类					
彩妆类	-2.3%	61.8%	42.9%	35.3%	32.5%
护肤类	64.7%	50.2%	33.7%	38.1%	30.8%
按品牌					
毛戈平品牌	20.8%	57.8%	39.4%	36.4%	31.8%
至爱终生品牌	-42.5%	-7.1%	0.6%	36.4%	31.8%
化妆课程培训业务	-33.9%	91.4%	40.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

毛利率方面，1) 产品销售：我们预计 24-26 年公司产品销售毛利分别达 33.21/45.29/59.69 亿元，对应 24E-26E 毛利率 85.8%。考虑到线上直销比例正逐渐提升（1H24 线上直销占比 38.8%/yoy+5.5pct），我们认为产品价格将有望维持稳定；且随销售网络进一步扩张、拳头产品持续放量，公司将进一步巩固向代工厂商议价权、有利于降低成本。分品牌看，我们预计 24-26 年 MAOGEPING 品牌毛利率伴随产品结构优化将有望达 86%，略高于 23 年的 85.8%；至爱终生品牌则受制于较小体量，参考其 1H24 毛利率 61%/yoy-3.5pct，我们预计 24-26 年至爱众生毛利率为 63%，略低于 2023 年 64% 的毛利水平。2) 化妆课程培训业务：参考 1H24 毛利率 72.4%，考虑课程报名人数增长、机构运营成本相对稳定，我们预计 24-26 年化妆课程培训业务毛利率维持在 70%。

费用方面，1) 销售费用：考虑到公司线下正持续拓展销售网络、线下积极覆盖各类达人实现各类潜力产品的推流，我们预计 24-26 年公司销售费用率将略有增长，分别达 50%/51%/51%。2) 管理费用：公司 1H24 管理费用率达 6.7%，据招股说明书，年内将有额外的 0.22 亿元上市费用于年内确认为行政开支，故我们估计 24 年管理费用率达 7.3%。25-26 年或将延续 1H24 已有股份激励，预计 25-26 年管理费用率维持在 7.3%。3) 研发费用：考虑到公司后续有望逐渐加大研发投入，预计公司 24-26 年研发费用率 0.83%/1.00%/1.50%。

图表80：毛戈平：成本费用端预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率预测					
总毛利率	83.8%	84.8%	85.3%	85.4%	85.4%
产品销售业务	85.3%	85.6%	85.8%	85.8%	85.8%
MAOGEPING	85.6%	85.8%	86.0%	86.0%	86.0%
至爱终生	67.5%	64.0%	63.0%	63.0%	63.0%
化妆课程培训业务	35.1%	64.0%	70.0%	70.0%	70.0%
费用率预测					
销售费用率	52.6%	48.9%	50.0%	51.0%	51.0%
管理费用率	7.3%	6.7%	7.3%	7.3%	7.3%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
研发费用率	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.5%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

估值

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别达 8.67/11.47/15.09 亿元,国内可比公司 25 年 Wind 一致盈利预测 PE 21 倍,海外可比公司 25 年彭博一致预期 PE 35 倍。考虑到公司品牌定位稀缺、发展势能强劲(我们预计公司 24-26 年营收/EPS CAGR 分别为 35%/32%,高于国内可比公司均值),给予 25 年 30 倍 PE,对应目标价 HKD74.64(汇率 0.9409),首次覆盖给予买入评级。

图表81: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 市值(亿元)		PE(倍)				EPS(当地币种)			营收	EPS
		(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E	CAGR(%)	CAGR(%)
国内												
603605 CH	珀莱雅	83.58	331.18	27.8	21.2	17.4	13.9	3.94	4.79	6.02	23.17	25.99
2367 HK	巨子生物	53.3	548.04	36.5	27.5	21.8	17.8	1.94	2.44	2.99	33.50	26.99
603983 CH	丸美生物	33.33	133.65	51.3	36.2	26.2	20.0	0.92	1.27	1.67	26.15	36.96
300957 CH	贝泰妮	41.32	175.03	23.1	23.1	16.4	13.2	1.79	2.52	3.14	18.45	20.60
603193 CH	润本股份	25.02	101.23	44.7	31.7	25.0	20.0	0.79	1	1.25	29.76	30.69
国内平均		47.31	257.83	36.7	27.9	21.4	17.0	1.88	2.40	3.01	26.21	28.25
国际												
OR FP	欧莱雅	326.65	1745.3	27.04	26.75	24.69	22.51	12.21	13.23	14.51	5.58	6.30
EL US	雅诗兰黛	73.87	265.2	21.35	28.52	47.35	27.98	2.59	1.56	2.64	-1.16	-8.62
4911 JT	资生堂	2,517	10068.0	46.24	129.42	32.76	20.27	19.4	76.8	124.2	1.25	31.65
ELF US	ELF	131.48	74.1	41.3	41.35	36.60	30.46	3.18	3.59	4.32	39.23	37.51
国际平均		762.25	3038.1	33.99	56.51	35.35	25.31	9.36	23.80	36.41	11.22	16.71

注: 国际可比公司盈利预测均采用 Bloomberg 一致预期,国内可比公司均为已覆盖公司,采用华泰研究预期;雅诗兰黛、ELF EPS 为 FY2024 实际数据;数据截至 2025.01.16

可比公司选取: 以上公司均以护肤/彩妆业务为主,为国内外代表性化妆品龙头,故选取为可比公司。

资料来源: Wind、Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

风险提示

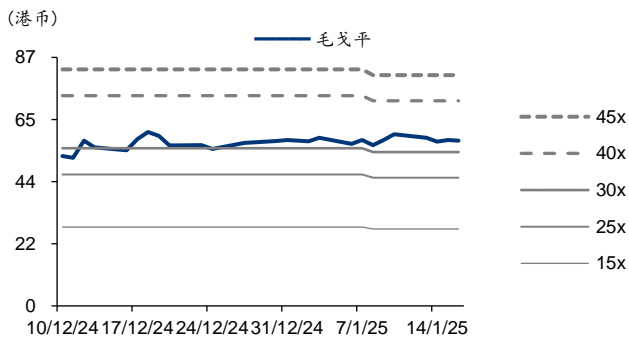
品牌形象受损。公司的核心产品品牌 MAOGEPING 以知名化妆师毛戈平先生的名字命名,品牌形象对公司而言至关重要。公司产品在市场上存在被仿制甚至恶意攻击的风险;此外,公司核心产品品牌以毛戈平先生的名字命名,若毛戈平先生个人存在不当行为,可能也将侵害公司品牌形象,从而对公司的正常经营产生不利影响。

新品孵化较慢。美妆市场潮流趋势变化迅速,消费者需求也不断更迭。若新品孵化慢,品牌易与市场脱节,就会错失市场机会,被竞争对手抢占份额。

线下渠道利润率下滑。线下门店需承担多项费用,如租金、装修、员工工资等。近年来,商业地产租金不断上涨,人力成本也持续攀升,可能影响线下渠道利润率。

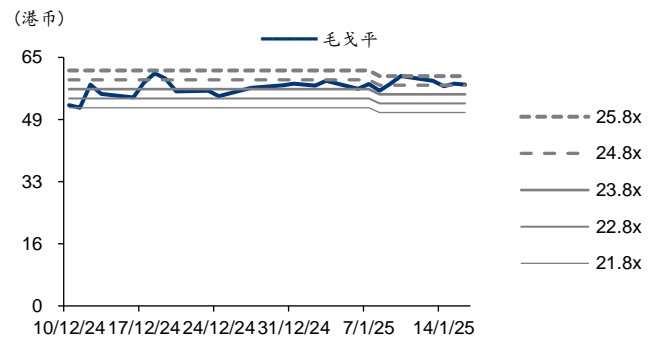
线上费用率快速提升。线上平台竞争激烈,美妆品牌为提高曝光度和销量,需投入大量资金用于营销推广。如在电商平台投放广告、与网红合作推广等费用高昂。随着线上营销竞争加剧,推广成本不断攀升,可能压缩利润空间。

图表82: 毛戈平 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表83: 毛戈平 PB-Bands



资料来源: Wind、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。

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。本报告仅供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。
- 毛戈平 (1318 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 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。
- 贝泰妮 (300957 CH)、巨子生物 (2367 HK)、毛戈平 (1318 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 贝泰妮 (300957 CH)、巨子生物 (2367 HK)、毛戈平 (1318 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 贝泰妮 (300957 CH)、巨子生物 (2367 HK)、毛戈平 (1318 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 毛戈平 (1318 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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), 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。公司注册号: 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

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司