

化妆品

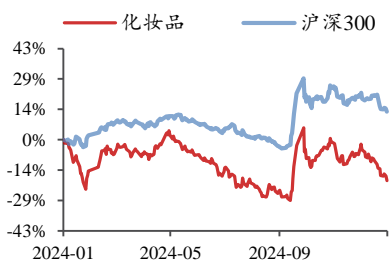
2025年01月11日

国风妆容潮流与专业审美双向奔赴，燃起东方美

——行业深度报告

投资评级：看好

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

初敏 (分析师)

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

黄泽鹏 (分析师)

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

程婧雅 (联系人)

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 全球/中国美妆市场规模持续扩容，国货彩妆品牌势能&潜力强劲

全球：2023年全球美妆护肤市场规模达3326亿美元/yoy+8%，预计到2026年，有超过4000亿美元，2023-2026年复合增速达6.8%。2023年全球彩妆规模达738亿美元，亚太和北美分别占据28.9%和30.5%的市场份额。**中国：**2023年美妆市场规模达5798亿元，其中彩妆市场规模约为1168亿元人民币，占比20%，预计2023-2028年护肤/彩妆市场规模复合增速将分别达到8.7%/8.4%。彩妆主要分为面妆、眼妆、唇妆，2023年分别占国内彩妆市场49%/30%/14%。**国内格局：**国际品牌占据中国彩妆市场主导地位，毛戈平是中国市占率前十五高端品牌中唯一国货品牌，2021-2023年营业收入从15.77增至28.86亿元/净利润3.3亿增至6.64亿元，CAGR达35.3%/41.6%，2024H1营收/净利润为19.72/4.92亿元，yoy+41%/+41%。公司已完成大单品-多产品矩阵转型阶段，形成彩妆和护肤双线产品结构，目前两大品类占比稳定6:4比例，向强品牌阶段迈进。

● 化妆师创始人专业审美+行业地位引领潮流，赛事露出+专业学院强化地位

专业化妆师品牌创始人往往具备较强专业能力和较高行业地位，能提出审美理论体系并进行产品创新，具备行业引领作用。现代彩妆鼻祖Max Factor提出了色彩和谐理论，创造了第一款便携式粉底Pan-Cake。植村秀创始人植村秀先生曾有在好莱坞帮助明星化妆的经历，于1967年首创卸妆和清洁合一的洁颜油，2020年全球每6秒就能卖出一瓶植村秀洁颜油，植村秀还首创砍刀眉笔、粉底刷，至今仍畅销不衰。毛戈平为越剧演员出身，1984年转行戏剧化妆，先后为多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，2000年创立MAOGEPING品牌，独创光影塑颜高光膏、无痕粉膏等高光、阴影类产品，同时还通过提供化妆技能培训业务强化专业形象。

● 线下专柜奠定高端彩妆品牌底色，国风妆容风靡点燃品牌出海“丝路”

渠道：相比护肤彩妆的体验属性与即时消费属性更强，2023年彩妆百货商店渠道占比仍有27.2%，高于整体美护市场的15.8%。毛戈平线下专柜重体验，会员体系建设完善，中高端会员复购率80%+。2024H1线下实现收入9.7亿元/yoy+23%，线下线上渠道收入占比接近1:1，线下自营专柜372个，日均收入达1.3万元/yoy+16%，高于Nars和Bobbi Brown，其中一线城市专柜数量占比仅为11%，仍有较大开拓空间。毛戈平将用25%募集资金扩大销售网络。

出海：伴随20世纪60年代GDP步入快速增长期，以资生堂为代表的日本美妆集团从追求欧美妆容到回归日本美学，为本土品牌崛起带来机遇。中国化妆品出口主打“东方之美”、“中国妆”步入新阶段，目前较多集中于彩妆领域，2021年花西子着手出海，截至2023年，花西子的产品已经销往49个国家和地区，其中日本、美国，澳大利亚，欧洲是其主要市场。据网易数据，花西子海外销售收入一度占据公司整体收入的50%。毛戈平将用15%募集资金拓展海外市场及收购。受益标的：毛戈平、雅诗兰黛、资生堂。

● 风险提示：宏观经济波动、行业竞争激烈、渠道拓展不及预期等。

目 录

1、 行业：全球&中国美妆市场持续扩容，国货品牌势能强劲.....	5
1.1、 市场空间：美妆市场持续增长，把握细分赛道机遇.....	5
1.2、 竞争格局：国际品牌位居主导，国货品牌积极突围.....	7
2、 专业彩妆：IP 塑造专业品牌，引领行业时尚潮流.....	10
2.1、 品牌端：创始人引领专业审美，塑造品牌独特基因.....	10
2.2、 营销端：稀缺 IP 自带流量，赋能品牌高质量成长.....	12
2.3、 人才端：美妆学院输出人才，社媒传播放大声量.....	15
3、 渠道：深耕线下专柜渠道，奠定高端品牌底色.....	18
4、 出海：东方美学铸就传播基础，国潮出海大势所趋.....	23
4.1、 复盘日本：从学习欧美到日本美学，日本品牌迎风出海.....	23
4.2、 市场趋势：国潮热度兴起，催生约妆新业态.....	25
4.3、 国货出海：中国品牌积极出海，打造第二成长曲线.....	27
5、 受益标的：毛戈平、雅诗兰黛、欧莱雅.....	29
5.1、 毛戈平.....	29
5.2、 雅诗兰黛.....	36
5.3、 资生堂.....	37
6、 投资建议与行业估值.....	39
7、 风险提示.....	39

图表目录

图 1： 全球美妆护肤市场规模稳步增长（统计口径包括护肤、彩妆、香水、防晒）.....	5
图 2： 全球彩妆市场近年增速回暖.....	5
图 3： 2023 年北美和亚太为彩妆前两大市场.....	5
图 4： 中国美妆整体行业及分业务、定位、渠道规模（单位：十亿元）.....	6
图 5： 中国彩妆高端市场占比高于护肤（单位：十亿元）.....	6
图 6： 对比发达国家，中国高端彩妆占比仍有较大提升空间.....	7
图 7： 中国面妆市场增速高于唇妆和眼妆（单位：十亿元）.....	7
图 8： 2018 年以来中国护肤市场品牌集中度缓慢提升.....	8
图 9： 中国彩妆市场品牌集中度呈现先提升后下降趋势.....	8
图 10： 对比发达国家，中国彩妆市场本土品牌市占率还有较大提升空间.....	9
图 11： 中国彩妆市场海外高端和国产高端市占率处于提升趋势.....	9
图 12： 按零售额计毛戈平集团在高端美妆市场市占率位列第 7.....	9
图 13： 按零售额计毛戈平品牌在高端美妆市场市占率位列第 12.....	9
图 14： 2023 年中国彩妆市场 YSL 零售额达 40 亿元.....	10
图 15： 2023 年中国护肤市场欧莱雅零售额达 175 亿元.....	10
图 16： Charlotte Tilbury 和 Pat McGrath 在社媒平台发布作品，吸引大量粉丝.....	13
图 17： 毛戈平为“深夜徐老师”改妆后，热度迅速上升.....	14
图 18： 毛戈平为“深夜徐老师”改妆.....	14
图 19： 公司气韵东方系列已升级到第五季.....	14
图 20： 截至 2024 年毛戈平共有 9 所美妆院校.....	15
图 21： 毛戈平艺术学校参与者人数逐年增长.....	16
图 22： 毛戈平化妆系列培训课程丰富.....	16

图 23: 毛戈平学员部分已成为百万粉丝美妆达人.....	16
图 24: 毛戈平的培训业务将品牌理念与品牌价值传播进一步放大.....	17
图 25: 欧莱雅专业美发部门收入持续增长.....	17
图 26: 2023 年美护市场中线上电商/百货商店渠道销售占比 43.6%/15.8%.....	19
图 27: 2023 年彩妆市场中线上电商/百货商店渠道销售占比 43.6%/27.2%.....	19
图 28: 2023 年中国头部高端美妆品牌线下渠道占比 45%左右.....	19
图 29: 2023 年中国头部高端美妆品牌百货商店渠道占比 40%左右.....	19
图 30: 近年来公司加速发展线上渠道 (单位: 亿元).....	20
图 31: 2024H1 毛戈平线下直销收入占比 46.1%.....	20
图 32: 公司单个专柜日均收入逐年增长.....	20
图 33: 截至 2024H1, 公司线下专自营柜数量共计 372 个.....	20
图 34: 毛戈平通过妆容教学服务提高用户粘性.....	21
图 35: 毛戈平线下复购率略高于线上.....	21
图 36: 毛戈平年同店店效和 Bobbi Brown 相近, 低于 Nars (单位: 万元).....	22
图 37: Nars 和 Bobbi Brown 品牌一线城市专柜占比均高于 20%.....	22
图 38: 线上平台高消费群体占比提升.....	23
图 39: 2016 年起日本化妆品出口额大于进口额.....	23
图 40: 亚洲地区为日本化妆品出口的主要地区.....	23
图 41: 日本 GDP 在 1960 年代中期开始步入快速增长时期, 资生堂花椿杂志早期以宣传欧美形象为主, 1960 年代后以山口小夜子为代言人主打日本美学 (十亿日元).....	24
图 42: 2023 年资生堂收入结构中亚洲市场占比超过 50%.....	25
图 43: 国潮文化兼具传统与时尚元素.....	26
图 44: 90 后为“国潮”相关热度主要贡献人群.....	26
图 45: 中国国潮经济市场规模快速增长.....	26
图 46: 较多消费者选择国潮产品是因为其更具时尚感、有独特文化内涵.....	26
图 47: 艾媒数据统计超过 50% 消费者因为喜欢汉服文化、弘扬中国传统文化而购买汉服.....	26
图 48: 小红书含“约妆”关键词笔记数整体呈上升趋势.....	26
图 49: 中国化妆品及洗护用品进口金额和出口金额差距逐渐收窄 (单位: 万美元).....	27
图 50: 中国美容化妆品及洗护用品出口增速逐渐超过进口 (%).....	27
图 51: 中国美妆护肤品牌出海尚集中于彩妆类目, 东南亚位主要目的地, 美日次之.....	27
图 52: 花西子同心锁口红具中国特色.....	28
图 53: 花西子根据日本樱花季、枫叶季推出应季产品.....	28
图 54: 公司彩妆和护肤业务均快速增长 (单位: 百万元).....	29
图 55: 公司 MAOGEPING 品牌贡献主要收入 (单位: 百万元).....	29
图 56: 2023/2024H1 公司护肤品类占比 40.2%/41.3%.....	30
图 57: MAOGEPING 品牌毛利率 80%+.....	30
图 58: 公司整体毛利率接近 85%.....	30
图 59: 公司毛利率位列中国美妆上市企业第一.....	30
图 60: 毛戈平归母净利润持续高增.....	30
图 61: 毛戈平净利率在国货品牌中排名前列.....	30
图 62: 2024H1 毛戈平销售费用率在国产美护上市公司中排名靠前.....	31
图 63: 2024H1 销售费用率中营销及推广开支占比 46.5%.....	31
图 64: 毛戈平营销推广支出占收入比例上升但相比其他国货美妆企业还处于较低水平.....	31
图 65: 2024H1 公司研发费用率 0.8%.....	31
图 66: 2024H1 毛戈平护肤和彩妆销量均高增.....	32

图 67: 2024H1 毛戈平彩妆和护肤类别单价均同比上涨.....	32
图 68: 公司彩妆系列大单品矩阵建成并不断升级迭代.....	32
图 69: 毛戈平其他底妆类和眼妆产品销售额呈向好态势.....	34
图 70: 奢华鱼子面膜三平台销售额高速增长.....	35
图 71: 黑霜三平台销售额高速增长.....	35
图 72: 毛戈平护肤品类产品布局已较为完善.....	35
图 73: FY2025Q1 雅诗兰黛收入下滑.....	36
图 74: 雅诗兰黛美洲/欧洲、中东和非洲/亚太地区收入占比 31%/39%/29%.....	36
图 75: 雅诗兰黛护肤品类占比进一步下滑.....	37
图 76: 2024 财年雅诗兰黛彩妆类营业利润率有所上涨.....	37
图 77: 2025 财年雅诗兰黛香水和彩妆部门增速快于其他部门.....	37
图 78: 雅诗兰黛销售净利率持续下滑.....	37
图 79: 资生堂 2024 年以来收入、营业利润率整体承压.....	38
图 80: 资生堂 2024Q3 整体净收入持续下滑.....	38
图 81: 资生堂日本地区线上业务稳步发展.....	38
图 82: 资生堂未来将聚焦核心品牌加码营销助力向上突破.....	39
表 1: 2014-2023 年中国彩妆市场份额 TOP1 品牌变化 3 次以上.....	8
表 2: 专业彩妆品牌创始人具备专业背景, 历史悠久.....	10
表 3: 专业彩妆品牌创始人往往具备化妆理论创新贡献和产品创新贡献.....	11
表 4: 毛戈平个人微博粉丝数高于毛戈平品牌.....	13
表 5: 毛戈平积极进行内容驱动为主的品牌建设与市场营销活动.....	14
表 6: 2014-2023 年中国彩妆市场专业彩妆品牌市占率整体上行 (%).....	17
表 7: 2014-2023 年全球彩妆市场专业彩妆品牌市占率整体上行 (%).....	18
表 8: 毛戈平百货专柜渠道中白金风尚和至尊风尚会员消费人数和消费金额占比逐年提升.....	21
表 9: 2020-2022 年毛戈平百货直营专柜营业利润率高于经销专柜和自营专柜.....	21
表 10: 毛戈平在一线城市仍有较大渗透空间 (截至 2024 年 12 月 19 日).....	22
表 11: 资生堂国际业务从亚洲逐渐扩展到欧美.....	24
表 12: 资生堂业务由本土扩展到全球, 实现收入和净利润持续稳健增长.....	25
表 13: 花西子海外布局从日本开始, 逐步向东南亚、美国、欧洲开拓.....	28
表 14: 公司大单品不断升级迭代, 无痕粉膏、鱼子气垫、鱼子面膜占比较高.....	32
表 15: 对比雅诗兰黛、兰蔻、Nars, 毛戈平大单品体量增长仍有较大空间.....	33
表 16: 对标 YSL、欧莱雅等毛戈平气垫单品增长仍有较大空间.....	33
表 17: 毛戈平募资主要用于扩大销售网络、品牌建设和海外收购.....	35
表 18: 雅诗兰黛集团细分品牌部分在新兴市场增速较快.....	37
表 19: 盈利预测与估值.....	39

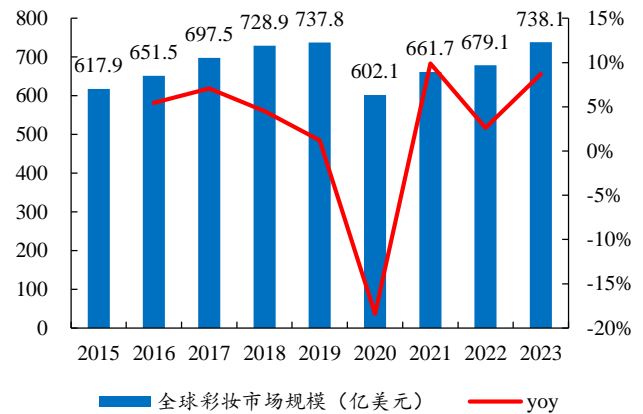
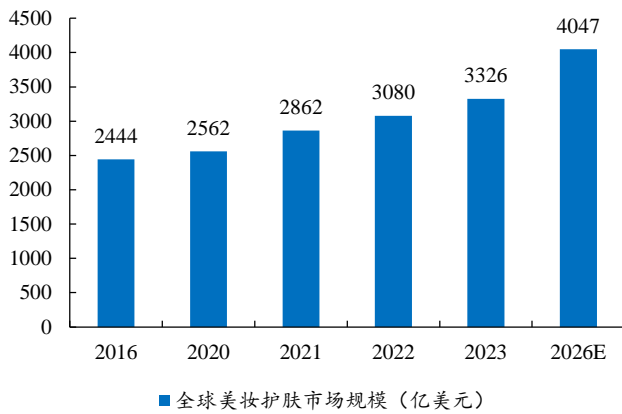
1、行业：全球&中国美妆市场持续扩容，国货品牌势能强劲

1.1、市场空间：美妆市场持续增长，把握细分赛道机遇

全球美妆护肤市场规模持续增长，彩妆市场不断扩容。2023 年全球美妆护肤市场规模达 3326 亿美元/yoy+8%，预计到 2026 年，整体市场规模有望超过 4000 亿美元，2023-2026 年复合增速达 6.8%。彩妆品类经历 2020 年下滑后，2021-2023 年整体市场复合增速达 7%，2023 年全球彩妆市场规模达 738 亿美元。从地区分布上看，2023 年亚太和北美分别占据 28.9%和 30.5%的市场份额，为前二大市场，预计未来亚太地区彩妆市场份额占比将继续提升，2028 年有望达到 31.2%，为彩妆销售最大市场。

图1：全球美妆护肤市场规模稳步增长（统计口径包括护肤、彩妆、香水、防晒）

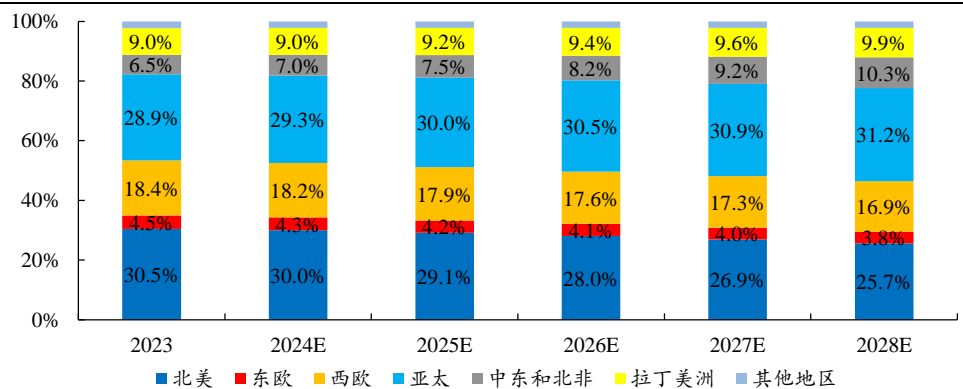
图2：全球彩妆市场近年增速回暖



数据来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》、开源证券研究所

数据来源：欧睿、开源证券研究所

图3：2023 年北美和亚太为彩妆前两大市场



数据来源：欧睿、开源证券研究所

中国美妆市场规模快速增长，护肤、彩妆市场规模占比 8: 2 左右。据弗若斯特沙利文数据，中国美妆市场规模整体呈现快速增长态势，2023 年市场规模达 5798 亿元，预计 2028 年将达到 8763 亿元，2023-2028 年 CAGR 达 8.6%，其中护肤市场占比 80%左右。2018-2023 年护肤增速快于彩妆市场，预计 2023-2028 年护肤/彩妆市场规模复合增速将分别达到 8.7%/8.4%。

中国高端美妆市场增速高于大盘，彩妆高端化进程更快。据弗若斯特沙利文数据，2018-2023 年中国高端美妆/高端彩妆行业复合增速 7.8%/6.4%，高于大众市场 7.5%/3.6%，2023 年市场规模分别为 1942/471 亿元，预计未来 5 年分别以 9.9%/10.8% 的复合增速增长。从占比看，2023 年彩妆品类中高端占比 40%，高于护肤市场中高端占比 32%，预计 2028 年彩妆/护肤市场中高端占比分别为 45%/33%。据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国彩妆高端市场占比 40%，据欧睿数据，2023 年美国/日本/韩国彩妆高端市场占比 59%/53%/49%，中国彩妆高端市场占比仍有一定提升空间。我们认为彩妆高端化进程更快与彩妆整体价格带偏窄有关。

图4：中国美妆整体行业及分业务、定位、渠道规模（单位：十亿元）

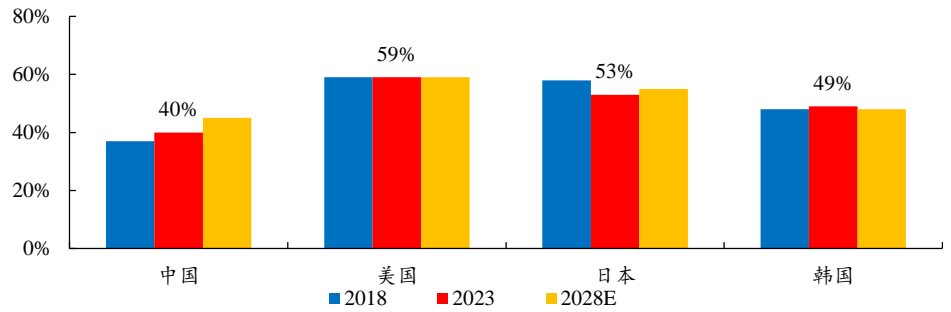
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2018-2023年 CAGR	2023-2028E CAGR
中国美妆行业规模	402.7	460.4	525.1	594.4	552.2	579.8	626.2	687	748.7	811.1	876.3	7.60%	8.60%
美妆行业yoy		14%	14%	13%	-7%	5%	8%	10%	9%	8%	8%		
分产品类别													
护肤品	309.7	355.9	410.1	464.9	441	463	500.1	548.6	597.9	648.3	701.1	8.40%	8.70%
护肤品yoy		15%	15%	13%	-5%	5%	8%	10%	9%	8%	8%		
彩妆	93	104.5	115	129.5	111.2	116.8	126.1	138.4	150.8	162.8	175.2	4.70%	8.40%
彩妆yoy		12%	10%	13%	-14%	5%	8%	10%	9%	8%	8%		
护肤品占比	77%	77%	78%	78%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%		
彩妆占比	23%	23%	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%		
分品牌定位													
高端市场	133.4	155.1	177.2	199.3	182	194.2	214.2	238.4	262.4	285.9	311	7.8%	9.9%
高端市场yoy		16%	14%	12%	-9%	7%	10%	11%	10%	9%	9%		
大众市场	269.2	305.2	347.8	395	370.2	385.6	412	448.5	486.3	525.2	565.2	7.5%	7.9%
大众市场yoy		13%	14%	14%	-6%	4%	7%	9%	8%	8%	8%		
高端市场占比	33%	34%	34%	34%	33%	33%	34%	35%	35%	35%	35%		
大众市场占比	67%	66%	66%	66%	67%	67%	66%	65%	65%	65%	64%		

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图5：中国彩妆高端市场占比高于护肤（单位：十亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2018-2023年 CAGR	2023-2028E CAGR
彩妆分品牌定位													
大众市场	58.3	62.3	69.9	77.9	68.3	69.7	73.6	79.2	85.2	90.8	96.5	3.6%	6.7%
大众市场yoy		7%	12%	11%	-12%	2%	6%	8%	8%	7%	6%		
高端市场	34.6	42.1	45	51.6	43	47.1	52.6	59.2	65.6	72	78.7	6.4%	10.8%
高端市场yoy		22%	7%	15%	-17%	10%	12%	13%	11%	10%	9%		
大众市场占比	63%	60%	61%	60%	61%	60%	58%	57%	56%	56%	55%		
高端市场占比	37%	40%	39%	40%	39%	40%	42%	43%	44%	44%	45%		
护肤分品牌定位													
大众市场	210.9	242.8	277.9	317.1	301.9	315.9	338.4	369.3	401.1	434.4	468.7	8.4%	8.2%
大众市场yoy		15%	14%	14%	-5%	5%	7%	9%	9%	8%	8%		
高端市场	98.8	113	132.2	147.7	139	147.1	161.7	179.3	196.8	213.9	232.4	8.3%	9.6%
高端市场yoy		14%	17%	12%	-6%	6%	10%	11%	10%	9%	9%		
大众市场占比	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	67%	67%	67%	67%		
高端市场占比	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	33%	33%	33%	33%		

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图6：对比发达国家，中国高端彩妆占比仍有较大提升空间


数据来源：欧睿、开源证券研究所

彩妆领域面妆市场占比最大、稳定性更高易于形成复购。彩妆主要分为面妆、眼妆、唇妆，面妆产品具有修饰肌肤、调整肤色的功能，按用途可分为妆前乳/隔离、粉底、腮红、遮瑕、修容和定妆 7 个品类。眼妆按用途可分为眼影、眼线、睫毛膏、眉笔等。唇妆主要有唇釉、唇膏、唇泥、唇笔等。皮肤的湿润度、敏感性、肤色、瑕疵程度适用的面妆类产品均有所不同。消费者对面妆产品质地要求更高，对面妆类产品配方、生产工艺要求更严格，往往选择到适合的产品就不会轻易更换。同时，相比于色彩类的眼影、口红等，面妆类产品受市场潮流影响较小，产品生命周期更长，更容易形成长周期、高复购率的大单品。据弗若斯特沙利文数据，2018-2023 年面妆市场规模由 435 亿元增长至 574 亿元，CAGR 达 5.7%，高于唇妆和眼妆 5%和 3%的复合增速，面妆占比由 2018 年 47%增长至 2023 年 49%，预计 2028 年在整体彩妆品类中占比将达到 52%。

图7：中国面妆市场增速高于唇妆和眼妆（单位：十亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2018-2023年 CAGR	2023-2028E CAGR
中国彩妆行业规模	93	104.5	115	129.5	111.2	116.8	126.1	138.4	150.8	162.8	175.2	4.70%	8.40%
彩妆yoy		12.4%	10.0%	12.6%	-14.1%	5.0%	8.0%	9.8%	9.0%	8.0%	7.6%		
分产品类别													
面妆	43.5	49.1	54.6	61.9	54.1	57.4	62.9	69.6	76.5	83.4	90.4	5.7%	9.5%
面妆yoy		13%	11%	13%	-13%	6%	10%	11%	10%	9%	8%		
唇妆	27.2	30.6	33.9	38.6	33	34.7	37.5	41.3	45.2	49.1	53.1	5.0%	8.9%
唇妆yoy		13%	11%	14%	-15%	5%	8%	10%	9%	9%	8%		
眼妆	14.4	16.1	17.5	19.6	16.2	16.7	17.7	19.1	20.3	21.4	22.5	3.0%	6.1%
眼妆yoy		12%	9%	12%	-17%	3%	6%	8%	6%	5%	5%		
其他	7.9	8.7	9	9.5	7.9	8	8.1	8.5	8.8	9	9.2	0.3%	2.8%
其他yoy		10%	3%	6%	-17%	1%	1%	5%	4%	2%	2%		
面妆占比	47%	47%	47%	48%	49%	49%	50%	50%	51%	51%	52%		
唇妆占比	29%	29%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%		
眼妆占比	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	13%	13%	13%		
其他占比	8%	8%	8%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%		

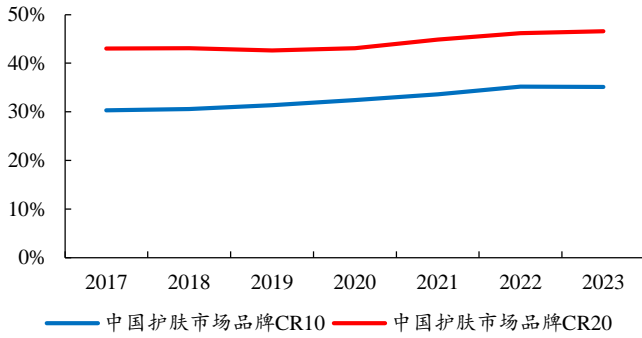
数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

1.2、竞争格局：国际品牌位居主导，国货品牌积极突围

彩妆 VS 护肤：对比护肤市场集中度缓慢提升，中国彩妆市场集中度呈现先提升后下降趋势。护肤产品功能属性突出，伴随护肤市场供需格局优化和功效型护肤品崛起，2018 年以来市场集中度不断提升，而彩妆市场品类潮流时尚属性突出，2018-2021 年以花西子、完美日记为代表的国风品牌把握流行色彩风格，乘直播红利跻身头部带动整体集中度提升，但色彩类流行变化快，消费者品牌忠诚度相对不高，品牌持续把握潮流趋势的难度较大，2022 年后市场份额结构性下滑。2018 年以前美宝莲持续为中国彩妆市场市占率第一，2019 年为迪奥，2021/2022/2023 年为花西子

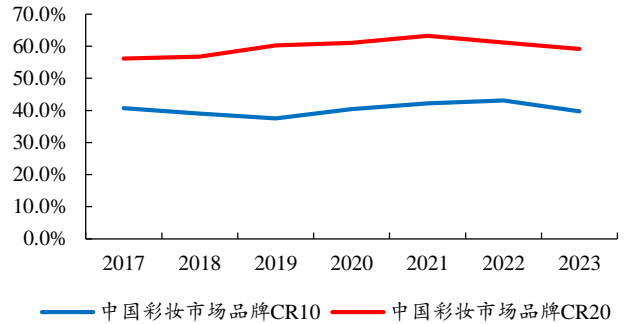
/YSL/YSL。

图8：2018年以来中国护肤市场品牌集中度缓慢提升



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图9：中国彩妆市场品牌集中度呈现先提升后下降趋势



数据来源：欧睿、开源证券研究所

表1：2014-2023年中国彩妆市场份额TOP1品牌变化3次以上

排名	2014	2015	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	迪奥	完美日记	花西子	圣罗兰	圣罗兰
2	梦妆	卡姿兰	卡姿兰	迪奥	迪奥	美宝莲	迪奥	完美日记	迪奥	迪奥
3	卡姿兰	梦妆	梦妆	卡姿兰	兰蔻	完美日记	花西子	迪奥	花西子	兰蔻
4	欧莱雅	密丝佛陀	兰蔻	兰蔻	卡姿兰	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	花西子
5	玫琳凯	欧莱雅	欧莱雅	梦妆	圣罗兰	魅可	美宝莲	圣罗兰	阿玛尼	香奈儿
6	迪奥	兰蔻	迪奥	欧莱雅	魅可	圣罗兰	圣罗兰	阿玛尼	完美日记	阿玛尼
7	康士	迪奥	密丝佛陀	密丝佛陀	香奈儿	卡姿兰	魅可	美宝莲	3CE	3CE
8	兰蔻	玫琳凯	悦诗风吟	悦诗风吟	欧莱雅	阿玛尼	阿玛尼	魅可	香奈儿	卡姿兰
9	香奈儿	香奈儿	玫琳凯	玛丽黛佳	梦妆	花西子	雅诗兰黛	香奈儿	卡姿兰	魅可
10	密丝佛陀	玛丽黛佳	玛丽黛佳	香奈儿	悦诗风吟	香奈儿	卡姿兰	雅诗兰黛	魅可	纳斯

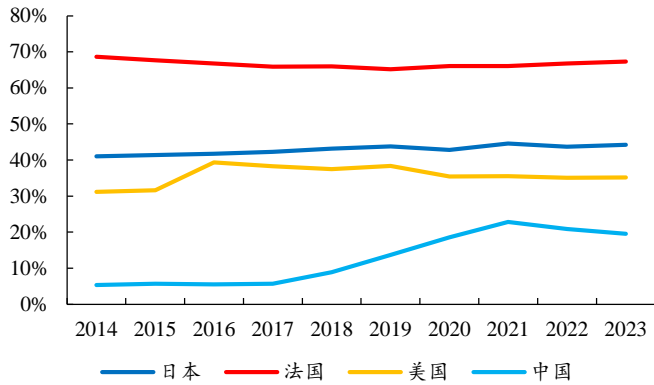
资料来源：欧睿、开源证券研究所

国货 VS 进口：对比发达国家，中国彩妆市场国货品牌市占率仍有较大提升空间。2017-2022年受益于供应链和直播电商等渠道优势，以花西子、完美日记为代表的国货新锐品牌线上渠道运营和内容营销优势突出，市场份额持续提升，但受制于品牌底蕴、持续大单品打造能力不足等，2022年开始增长逐步进入瓶颈期，而彩棠、毛戈平等专业化妆师品牌在创始人IP赋能及国潮文化加持下快速成长，市占率不断提升。

高端 VS 大众：彩妆高端化为大趋势，国际品牌占据主要地位。据欧睿数据，彩妆品类Top30品牌中，外资高端品牌（YSL、迪奥、兰蔻等）和国货高端品牌（毛戈平）市占率处于提升趋势，毛戈平是中国高端彩妆市场唯一的国货企业。国货大众品牌2017-2021年市占率上升后，近两年市占率有所下滑，海外大众品牌市占率整体呈下降趋势。

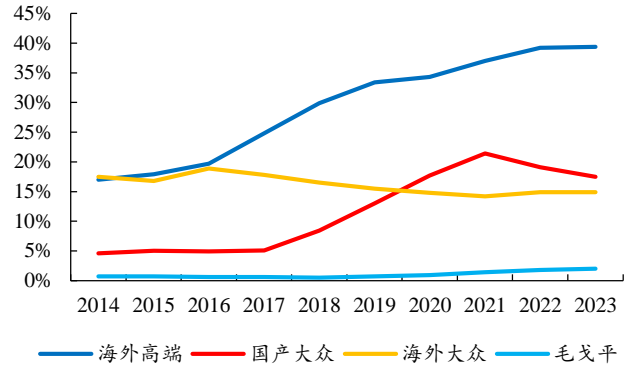
高端市场：高端彩妆行业集中度较高，国际品牌占据主要地位。据弗若斯特沙利文数据，从企业口径看，2023年前五大彩妆集团占据中国彩妆市场55.4%的份额，前十大彩妆集团占据62.5%份额；前十大集团中，国际品牌占九席，毛戈平集团为唯一的中国企业（位列第7）。从品牌口径看，2023年前五大彩妆品牌占据32%的份额，前十大彩妆集团占据44.2%的份额；毛戈平品牌2023年市占率为1.8%，排名第12，为市占率前十五的高端品牌中唯一的国货品牌。

图10: 对比发达国家, 中国彩妆市场本土品牌市占率还有较大提升空间



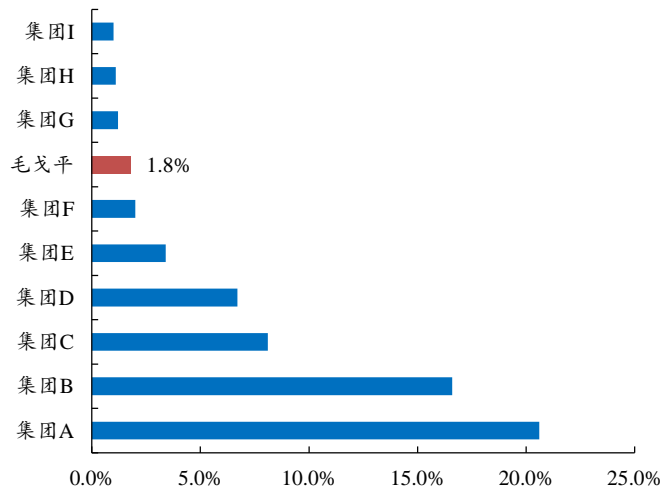
数据来源: 欧睿、开源证券研究所 (选取各国彩妆类目 TOP30 品牌中本土品牌市占率趋势)

图11: 中国彩妆市场海外高端和国产高端市占率处于提升趋势



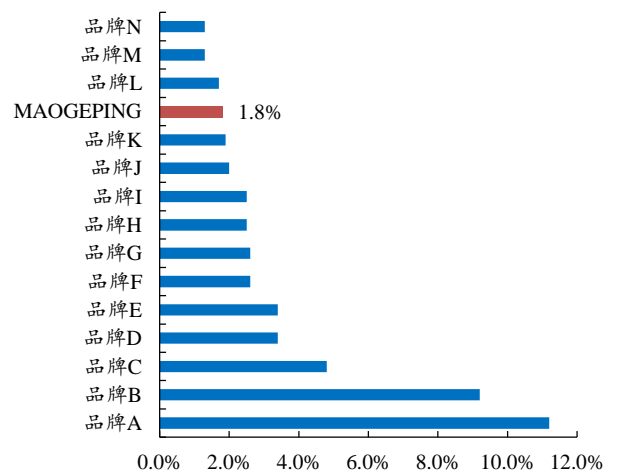
数据来源: 欧睿、开源证券研究所 (选取彩妆类目 TOP30 品牌)

图12: 按零售额计毛戈平集团在高端美妆市场市占率位列第 7



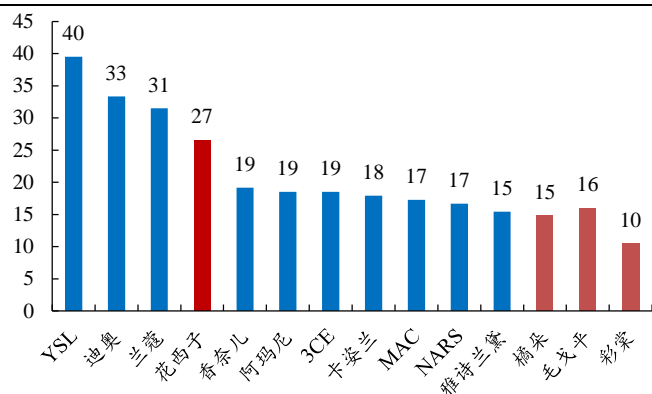
数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

图13: 按零售额计毛戈平品牌在高端美妆市场市占率位列第 12

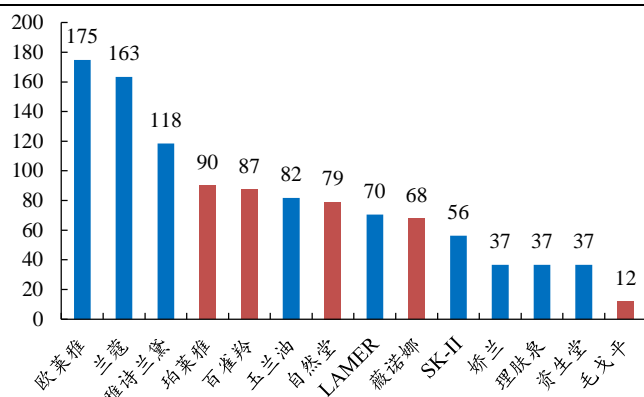


数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

当前国内彩妆单品牌规模天花板低于护肤, 外资品牌位居龙头。根据欧睿数据, 2023 年中国护肤最大品牌欧莱雅零售额达 174 亿, 而彩妆最大品牌 YSL 零售额 40 亿。我们认为护肤和彩妆体量差异主要来源于国人对化妆的认知不高、使用频率较低、人群渗透有待提升等, 预计未来中国彩妆市场将循护肤市场集中度提升+国货份额提升逻辑持续演进。

图14：2023年中国彩妆市场YSL零售额达40亿元


数据来源：欧睿、开源证券研究所

图15：2023年中国护肤市场欧莱雅零售额达175亿元


数据来源：欧睿、开源证券研究所

2、专业彩妆：IP 塑造专业品牌，引领行业时尚潮流

2.1、品牌端：创始人引领专业审美，塑造品牌独特基因

根据品牌创立的背景不同，彩妆品牌可划分为四类：专业化妆师品牌、网红明星品牌、奢侈品牌、其他品牌。(1) **专业化妆师品牌**：创始人有化妆师背景的品牌，多为化妆师同名品牌，以产品的高品质和实用性为主要卖点，往往具备较长生命周期，如 MAC 以其丰富的色彩和专业形象立足市场，Bobbi Brown 强调自然妆感等。

(2) **网红明星品牌**：创始人本身为网红或者明星，在社交媒体上拥有较多粉丝，伴随互联网社媒平台发展而崛起，如 Fenty、Kylie 等。(3) **奢侈品牌**：指奢侈品牌自有或者授权给相关化妆品集团而开发的彩妆线，此类彩妆保留原有高奢品牌调性，如香奈儿、阿玛尼、纪梵希等。(4) **其他品牌**：包含护肤品牌延伸的彩妆、创始人非化妆师背景的品牌等，如雅诗兰黛、倩碧等。

表2：专业彩妆品牌创始人具备专业背景，历史悠久

	品牌	创立时间	国家	所属公司	创始人	创始人背景
专业彩妆品牌	M·A·C 魅可	1984年	加拿大	雅诗兰黛集团	Frank Toskan	化妆师兼摄影师
	Bobbi Brown	1991年	美国	雅诗兰黛集团	Bobbi Brown	彩妆大师
	NARS	1994年	法国	资生堂	Nars	化妆师兼摄影师
	Urban Decay	1996年	美国	欧莱雅集团	Wende Zomnir	彩妆专家
	Pat McGrath Labs	2016年	美国	—	Pat McGrath Labs	彩妆大师
	Charlotte Tilbury	2013年	英国	Puig	Charlotte Tilbury	知名明星化妆师
明星网红品牌	Fenty	2017年	美国	LVMH 集团	蕾哈娜	歌手
	Kylie	2015年	美国	COTY	Kylie	真人秀
	KKW Beauty	2017年	美国	COTY 占 20%	金卡戴珊	明星
奢侈品牌自有彩妆线或授权给化妆品集团的彩妆线	纪梵希			LVMH	纪梵希	
	迪奥			LVMH	迪奥	
	阿玛尼			欧莱雅集团	阿玛尼	
	YSL			欧莱雅集团	YSL	
	香奈儿	1910年	法国	香奈儿集团		

资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

专业彩妆品牌创始人专业素养高且在美妆界享有崇高美誉度，凭借积累的化妆

理论创造出独到的品牌/产品。部分专业彩妆品牌创始人提出开创性的化妆理论，进一步推动了产品层面不断创新。

现代彩妆鼻祖 Max Factor 提出了色彩和谐理论，并且创造了第一款便携式粉底 Pan-Cake。Bobbi Brown 首创自然妆的概念，而后推出了自然棕色系的唇膏。植村秀创始人植村秀先生曾有在好莱坞帮助明星化妆的经历，并因此受到启发，从而于 1967 年首创卸妆和清洁合一的洁颜油。洁颜油为植村秀经典大单品，2020 年全球每 6 秒就能卖出一瓶植村秀洁颜油。此外，植村秀还首创砍刀眉笔、粉底刷，至今仍畅销不衰。我们认为具备较强专业能力并兼具商业化思维，有志于打造自有品牌的专业彩妆师具备稀缺性。

国产品牌以毛戈平为例，其独创的光影美学艺术和较高行业地位奠定品牌高端基因。毛戈平 1984 年转行戏剧化妆，在《武则天》、《火烧阿房宫》、《杨乃武与小白菜》等经典影视剧中贡献经典妆容作品，影视动态妆容具技术难度获业内广泛认可，先后四次荣获中国电影电视技术学会颁发的“化妆金像奖”，被誉为“魔术化妆师”。毛戈平戏剧化妆手法+油画艺术手法+时尚因素独创东方光影美学体系，即主张面部轮廓立体饱满，皮相高级自然，由此打造高光修容和底妆类产品。

表3：专业彩妆品牌创始人往往具备化妆理论创新贡献和产品创新贡献

品牌	创立时间	创始人	产品创新	化妆理论贡献	创始人荣誉&工作经历
Max Factor	1909	Max Factor	1928 年发明 Lip Pomade，后称唇彩；1935 年发明世界第一款首款便携式粉底 Pan-Cake；1932 年发明美丽测量仪	1914 年“清爽彩妆”；1918 年提出色彩和谐理论	为奥黛丽赫本、玛丽莲梦露、伊丽莎白泰勒、卓别林等化妆
Bobbi Brown	1991	Bobbi Brown	1991 年推出自然棕色系唇膏	提出“自然妆感”理念，强调通过彩妆展现女性自然美，改变了人们对传统美妆的认知	被誉为“裸妆皇后”，专业化妆师
NARS	1994	Francois Nars	以大胆创新的色彩表现力而闻名，腮红、眼影等产品色彩浓郁且独特，注重自然光线与产品纹理质地的结合；雾面黑色外观引起化妆品界极简设计的时尚跟风	极简风格，轻薄妆容，核心理念：简单、现代、时尚，通过彩妆展现个性和创造力，同时鼓励消费者勇于表达自我，拥抱自己的独特之美	法国著名摄影师兼高级化妆师
植村秀	1967	植村秀	1967 年首度推出卸妆、清洁合一的洁颜油；推出第一代泡沫隔离液；1984 年推出经典砍刀眉笔；1998 年推出全球首个利用深层海水生产的美容护肤品——海洋深层水；	1982 年提出“宣泄美容理论”；	日本第一位男性化妆师；在好莱坞担任彩妆师；为雪莉·麦克莱恩、弗兰克·西纳特拉化妆；洁颜油之父
Make up for ever	1984	Dany Sanz	专业彩妆师需要的产品，如星光亮粉、纯色、闪光、唇膏彩盒和标志性的 100 眼影精品；完全防水的 Aqua 系列；响应高清电影技术而创造的清晰无痕系列	2002 年创立 MAKE UP FOR EVER 彩妆学院，被誉为“彩妆界的哈佛学院”，很多学员都成为化妆品牌的知名化妆师和艺术总监	包括伊芙·圣·罗兰(Yves Saint Laurent)及兰蔻(Lancôme)邀请她来培养彩妆师
毛戈平	2000	毛戈平	独创光影塑颜高光膏、无痕粉膏等高光、阴影类产品。	以东方女性美学需求为基础，独创光影美学艺术。策略性地使用高光和轮廓技术使面部轮廓更	出名于《武则天》《火烧阿房宫》《杨乃武与小白菜》等经典影视剧妆容，先后为 40 多部电影、

品牌	创立时间	创始人	产品创新	化妆理论贡献	创始人荣誉&工作经历
Pat McGrath Labs	2016	Pat McGrath	眼影修容口红等包装中有金色亮片	加立体和饱满。	电视和 20 多部舞台剧进行化妆造型设计，四次获得中国影视化妆金像奖，精通于中国妆容造型。
彩棠	2014	唐毅	根据亚洲人肤色，首创三色修容	“留白式”中国妆	曾担任巴黎欧莱雅的彩妆总监，数次参加国际时装周、电影节以及电影的时装造型工作，与多位国内一线女星，包括章子怡、李冰冰、赵薇、巩俐等合作彩妆造型。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

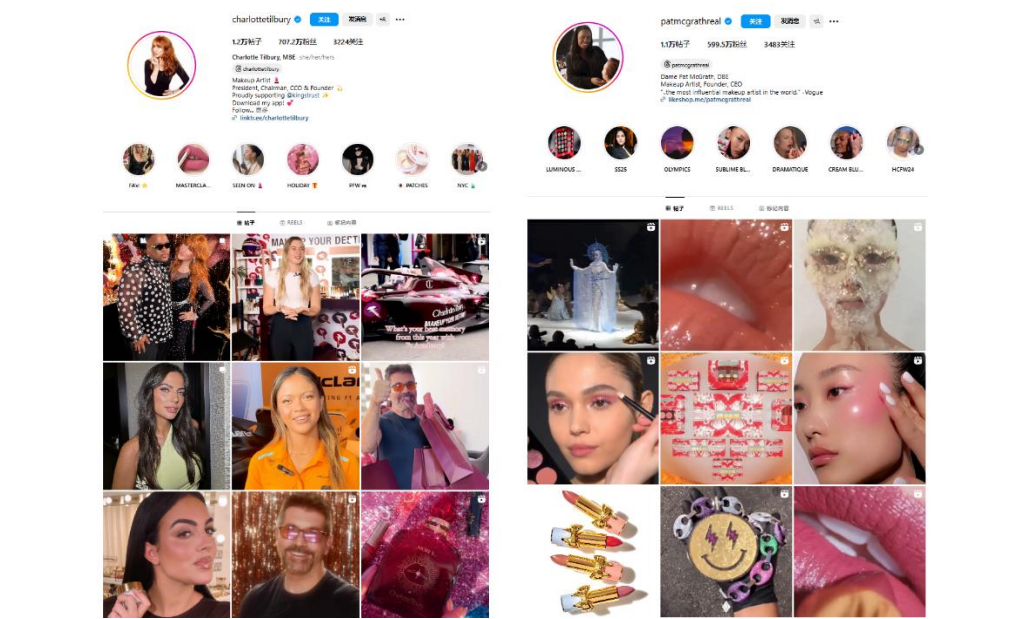
2.2、营销端：稀缺 IP 自带流量，赋能品牌高质量成长

营销端：化妆师创始人稀缺 IP 自带流量利于降本增效，专业力叠加社媒力量构建信任纽带。当消费者喜欢并认同某个化妆师时，他们更有可能信任并购买其推荐的产品。化妆师的专业素养通过社交媒体渠道得到充分发挥，利用过硬的美妆知识和技能，通过社交媒体发布高质量内容，例如化妆教程、产品评测、名人联动等，有助于消费者做出更为明智的决策，进而加深他们对品牌的信任。

海外：以 Charlotte Tilbury 和 Pat McGrath Labs 为例，**(1) Charlotte Tilbury：**Charlotte Tilbury 本人曾担任 Tom Ford、赫莲娜和 Chanel 美妆创意总监，积累丰富彩妆经验后，2013 年创立 CT 品牌，通过高端市场定位和奢华、复古的产品风格打造独特品牌认知和强大的品牌资产。Charlotte Tilbury 本人在 Youtube 和 Instagram 等平台发布的作品通常具有高度的审美价值和品牌一致性，以“好莱坞式玫瑰金”为主色调，展现产品的优雅与奢华，有 700 多万粉丝。通过大量名人推荐，公司业务迅速扩展到全球 76 个国家和地区。2023 年 CT 品牌营业额 41.52 亿元/yoy+44.5%。2020 年 Puig 收购 CT 多数股权，预计将在 2031 年初以前取得全部所有权。

(2) Pat McGrath Labs：创始人 Pat McGrath 有近 30 年的化妆师经历，为顶级奢侈品牌制作时装周秀场妆容，曾经被《Vogue》评为全球最具影响力的彩妆大师。2015 年 Pat McGrath Labs 本人创立同名品牌，品牌注重妆面设计感与视觉冲击，将自身对美的理念追求注入品牌。从设立之初就重视线上社群运营，其首发的金属光感眼影盘“Gold 001”不到 6 分钟售罄。Pat McGrath 在 Instagram 上拥有 470 万粉丝，除分享妆容外，还发布灵感风格图像展示个人风格，#PatMcGrathLabs# 的相关帖子高达 27.6 万篇。

图16: Charlotte Tilbury 和 Pat McGrath 在社媒平台发布作品，吸引大量粉丝



资料来源：Instagram

国内：以毛戈平和彩棠为例，创始人个人初期对品牌声量放大作用不可忽视，根据品牌调性呈现不同的风格打法。截至 2024 年 12 月，毛戈平在 B 站上发布了 16 条视频，主要是分享化妆技巧、妆容解读。彩棠消费群体偏年轻化，产出内容与流行更契合。截至 2024 年 12 月，毛戈平在微博/Bilibili 分别积累了 102.6 万/90.8 万粉丝，高于 MGP 品牌粉丝数。唐毅在微博/抖音粉丝数也远高于彩棠品牌。

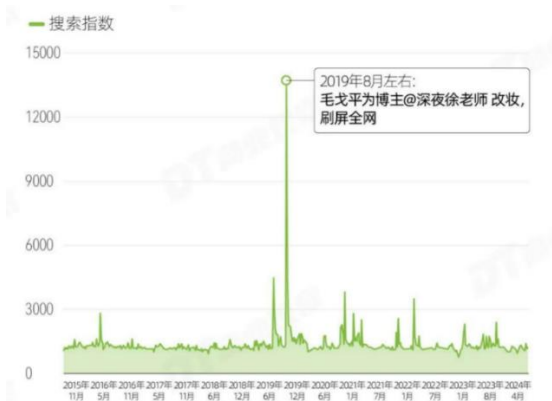
表4: 毛戈平个人微博粉丝数高于毛戈平品牌

来源	粉丝数
毛戈平个人微博	102.6 万
MGP 品牌微博	13.1 万
毛戈平个人 B 站	90.8 万
MGP 品牌抖音	362.9 万
唐毅微博	245.8 万
彩棠微博	12.8 万
唐毅抖音	508.5 万
彩棠抖音	68.4 万

资料来源：微博、Bilibili、抖音、开源证券研究所

毛戈平创始人借助社媒平台以妆带品实现个人 IP 和品牌的双重破圈。2016 年，毛戈平 20 年前的化妆视频就在 B 站火爆。2019 年，毛戈平为网红博主“深夜徐老师”进行“换头”式改妆，百度搜索指数“毛戈平”急速攀升。2020 年毛戈平入驻 B 站等平台，陆续在平台上传化妆教程视频，“换头术”、“整容级化妆术”一度成为毛戈平的社交媒体关键词，品牌通过创始人以妆带品实现了影响力的二次破圈。截至 2024H1，微博及抖音平台关于毛先生及 MAOGEPING 话题的互动分别超过 60 亿次和 48 亿次。

图17: 毛戈平为“深夜徐老师”美妆后, 热度迅速上升



资料来源: 百度指数

图18: 毛戈平为“深夜徐老师”“改妆”



资料来源: 谷仓新国货研究院

毛戈平通过“内容”强化品牌定位, 是其实现由强 IP 到强品牌建设的重要因素。

(1) 通过合作更强大的 IP 强化公司东方美学的品牌定位。2019 年开始与故宫文创合作推出“气蕴东方”系列, 将故宫博物馆遗产与经典东方美学的精髓融入产品之中。目前, 气韵东方系列已迭代至第五季, 逐渐发展为现象级文创 IP。(2) 参与高端时尚活动, 强调高端品牌调性。如毛戈平定期参加中国国际时装周, 通过顶级模特和明星走秀, 展示最新产品系列。(3) 参与国家官方赛事, 传播健康与积极的生活方式。2022 年成为中国花样游泳队官方赞助商之一, 2023 年成为中国国家队官方赞助商之一, 2024 年举办“国之光, 耀巴黎”中国国家队 X 毛戈平美妆 2024 新品发布会。

图19: 公司气韵东方系列已升级到第五季



资料来源: 毛戈平公司官网

表5: 毛戈平积极进行内容驱动为主要的品牌建设与市场营销活动

品牌建设与市场营销活动	活动内容
传播东方美学	与故宫文创合作推出「气蕴东方」系列, 将故宫博物馆遗产与经典东方美学的精髓融入产品之中
夯实高端品牌定位	于宋韵文化节上在德寿宫博物馆举办了艺术展, 致敬南宋精湛工艺和美学 定期参加中国国际时装周, 通过顶级模特和明星走秀, 展示最新产品系列 2020 年与全球高端美妆集团丝芙兰零售商丝芙兰合作, 推出毛戈平·光韵系列产品
展示大师级化妆艺术	与 KOL 合作在社交媒体平台上制作一系列高人气化妆教程视频, 被观众称为“换头术”

KOL 推广	KOL 通过流行的社交媒体平台上的短视频、帖子或直播 活动来试用及推荐产品
提倡积极的生活方式	成为 2022 年杭州亚运会官方指定美妆产品及服务供应商 2022 年成为中国花样游泳队官方赞助商之一 2023 年成为中国国家队官方赞助商之一 2024 年举办“国之光，耀巴黎”中国国家队 X 毛戈平美妆 2024 新品发布会
体验式营销	专柜试妆和半脸对比演示 专业美妆顾问提供个性化服务和建议 化妆秀与促销以及消费者奖励
与线上及线下销售渠道合作开展各种营销活动	天猫光影 20 周年合作 抖音东方甄选活动 专柜的品牌日和会员日活动
会员体系	会员享有专属优惠，如折扣、积分奖励和产品试用

资料来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

2.3、人才端：美妆学院输出人才，社媒传播放大声量

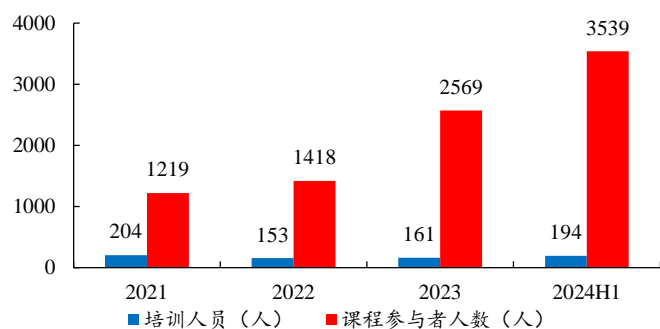
毛戈平独创化妆艺术培训业务，毛戈平美妆学校已成为中国最大的化妆艺术培训机构之一。毛戈平成立之初（2000 年）就在杭州成立美妆教育学校，此后相继在上海、北京、成都、深圳、重庆、武汉、青岛和郑州等地开设。截至 2024 年 6 月，毛戈平美妆教育学校在全国 9 大主要城市开设，拥有 194 名培训人员及超过 3539 名学员，按 2022 年课程参与者人数计，已成为中国最大的化妆艺术培训机构之一。

图20：截至 2024 年毛戈平共有 9 所美妆院校



资料来源：毛戈平官网

图21: 毛戈平艺术学校参与者人数逐年增长



数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

图22: 毛戈平化妆系列培训课程丰富

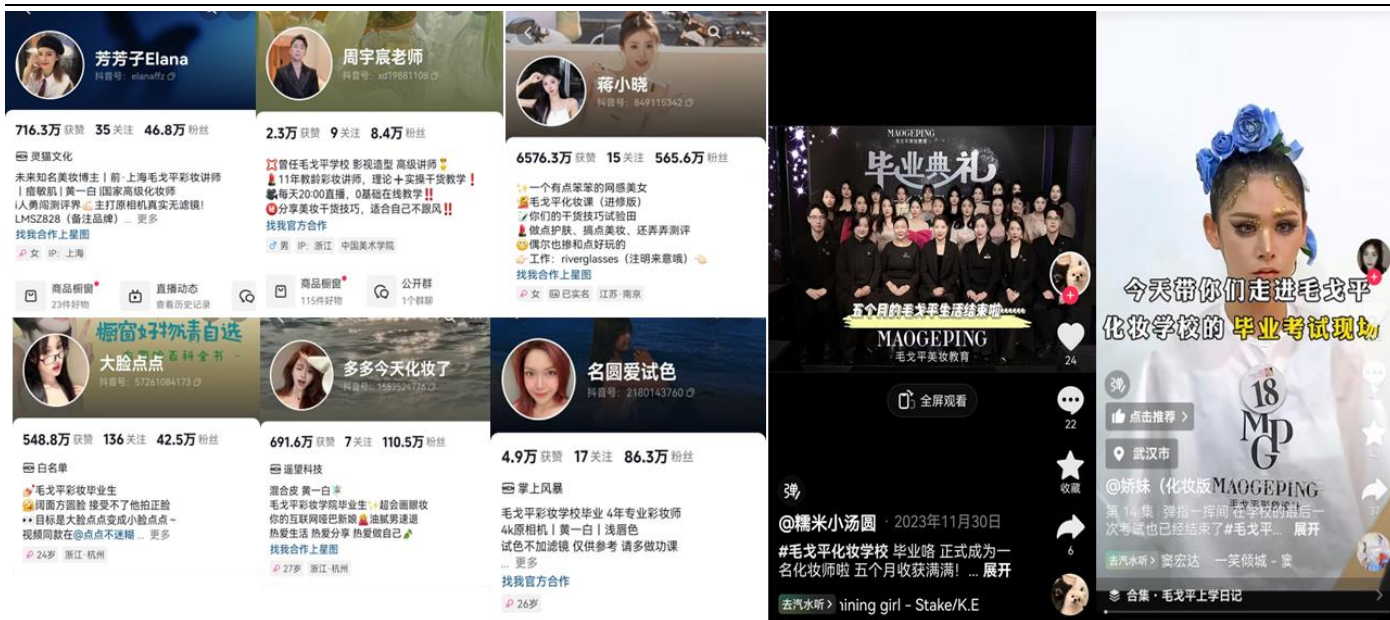
课程名称	课程类型	学时	学费	
特色课程	影视人物艺术创意课程/时尚平面创意设计课程/现代任务形象设计课程/经典艺术风格设计课程/高级定制	1学年	35800元	
	核心课程	化妆造型全科课程	5个月	22800元
		时尚美妆课程	2个月	10800元
阶段课程	光影彩妆艺术课程	3个月	17800元	
	基础化妆课程/时尚美妆课程	1个月	7500元	
	立体化妆课程/时尚新娘课程	1个月	9500元	

资料来源: 毛戈平形象设计官网、开源证券研究所

(1) **输出专业人才并促进品牌传播:** 学校教学过程中使用公司自有品牌产品作为教学用品, 学员经过反复使用和实验, 深入了解了产品的特点及优势, 对毛戈平产品认可度更高, 大概率能转化为公司客户并促进产品口碑传播。课程参与者后续在影视、时尚、设计、婚庆、摄影、媒体、博客、零售等多领域发展, 利于传播品牌美学理念。精选毕业生也可担任公司总部员工、培训人员或专柜美妆顾问等职位, 客观上为集团发展储备后备力量。部分学员成为百万粉丝美妆达人, 在抖音或其他平台自发分享毛戈平上课日常和妆教手法, 积累了众多粉丝, 成为品牌传播的“自来水”。

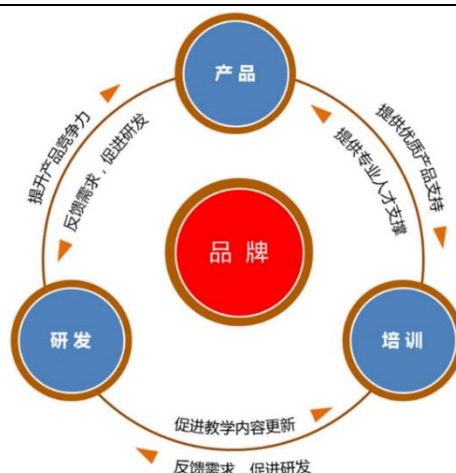
(2) **为研发赋能:** 化妆业务培训能够及时跟踪市场潮流趋势以及掌握大量的用户反馈数据, 提升了公司对化妆品流行趋势以及消费者偏好与需求的准确把握, 促进公司对产品性能的改良及新产品的持续研发。

图23: 毛戈平学员部分已成为百万粉丝美妆达人



资料来源: 抖音、开源证券研究所

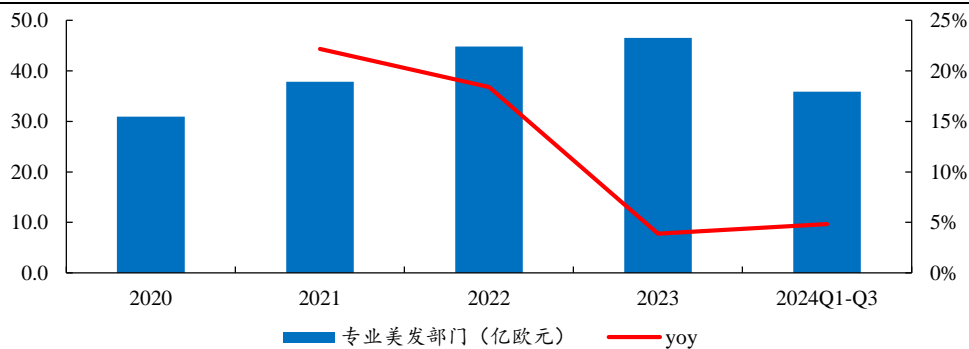
图24：毛戈平的培训业务将品牌理念与品牌价值传播进一步放大



资料来源：毛戈平公司公告

类似创办学院的还有欧莱雅，学校教育赋能有利于消费者教育，促进产品销售和品牌势能提升。2020年1月24日，欧莱雅集团宣布在巴黎开设专业美发学院，并设立了第一个美发与创业学士学位。学校课程将向具备专业美发资质、具有普通或职业学士学位、以及希望接受再培训以从事新职业的人士开放。学员将接受美发技术、管理、顾客关怀和数字化技能培训。其课程与创新工作室 Schoolab 合作开发，也将为学员提供机会参与顾客体验创新的项目。对于美发行业的新人，学校将提供为期4周的强化课程（美发训练营），帮助他们达到入学所需的技术水平。

图25：欧莱雅专业美发部门收入持续增长



数据来源：欧莱雅公司公告、开源证券研究所

从全球和中国市场看，专业化彩妆品牌近年整体市场份额稳步提升，各大化妆品集团积极将专业彩妆师品牌收购体内。据欧睿数据，中国彩妆市场主要的7大专业彩妆品牌市占率由2014年6%增长至2023年14%，全球主要的13个专业彩妆品牌市占率由2014年7.6%增长至2023年10.8%。专业彩妆品牌底蕴深厚，受到化妆品巨头的青睐，如欧莱雅于2000/2012年收购 Shu Uemura /Urban Decay，资生堂于2016年收购 Laura Mercier，雅诗兰黛于1995年收 Bobbi Brown，Puig 于2020年收购 Charlotte Tilbury。国际化妆品集团将已有的成熟的营销、渠道资源赋能给专业彩妆师品牌，助力其开启全球扩张，穿越周期。

表6：2014-2023年中国彩妆市场专业彩妆品牌市占率整体上行（%）

品牌名	集团	2014	2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Mac	雅诗兰黛集团	1.1	1.2	2.2	3.2	3.8	3.4	2.9	2.7	2.8

品牌名	集团	2014	2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nars	资生堂	-	-	0.5	0.7	1.2	1.5	1.9	2.6	2.7
毛戈平	毛戈平	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7	0.9	1.4	1.8	2.0
Bobbi Brown	雅诗兰黛集团	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.8	1.8
Shu Uemura	欧莱雅	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6	1.7	1.6
Make Up For Ever	LVMH	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
Max Factor	科蒂	-	-	2.8	2.4	1.9	1.9	1.8	1.8	1.5
Benefit	LVMH	1.2	0.8	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
市占率合计		6.0	5.9	9.7	10.4	11.2	11.7	12.6	14.0	14.0

数据来源：欧睿、开源证券研究所

表7：2014-2023 年全球彩妆市场专业彩妆品牌市占率整体上行（%）

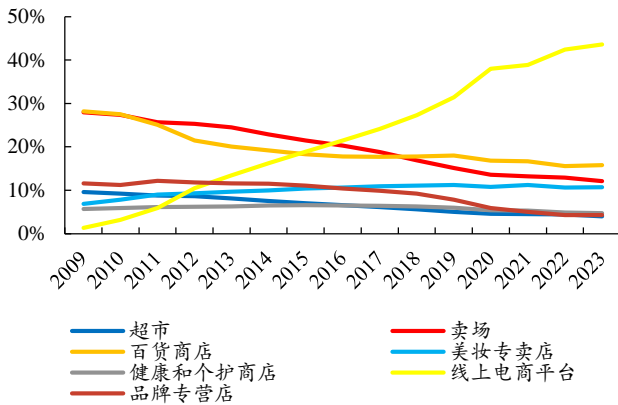
		2014	2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Mac	雅诗兰黛集团	3.8	4.2	4.1	4.1	4.0	3.5	3.6	3.7	3.7
Nars	资生堂	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3
Urban Decay	欧莱雅集团	0.8	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
Max Factor	科蒂	-	-	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
Benefit	LVMH	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
Bobbi Brown、	雅诗兰黛集团	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
Anastasia Beverly Hills	ABH	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Make Up For Ever	LVMH	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Shu Uemura	欧莱雅集团	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Laura Mercier	资生堂	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2	0.2
MGPIN	毛戈平	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Charlotte Tilbury	Puig	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-
Laura Mercier	资生堂	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-	-	-
市占率合计		7.6	8.5	10.5	10.6	10.6	9.9	10.6	11.0	10.8

数据来源：欧睿、开源证券研究所

3、渠道：深耕线下专柜渠道，奠定高端品牌底色

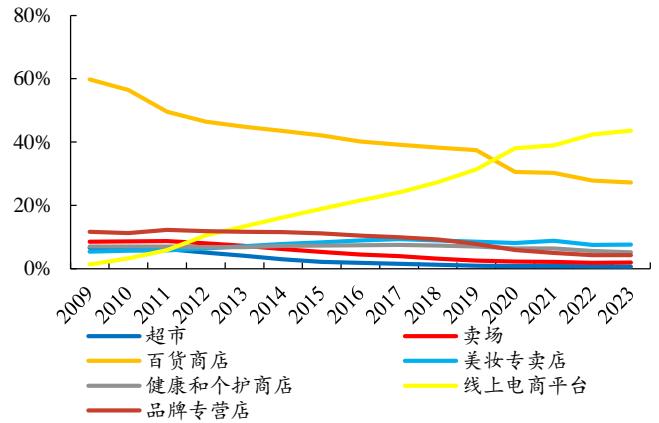
美护在中国市场线上化趋势明显，百货渠道对彩妆的重要性更高。彩妆相比护肤具备更高的情绪价值和情感消费需求，体验消费和即时性消费属性更强。百货专柜大多处于城市中心或区域商业中心，通常以高档布局和时尚灯光设计营造时尚氛围，并提供现场咨询、试妆、感受品牌内涵等多维度体验，承载品牌宣传、销售、售后管理等职能。2010 年以来伴随互联网发展，线上电商渠道占比逐渐提升，成为美妆销售第一大渠道。2023 年整体美护市场和彩妆市场线上电商平台占比均为 43.6%，但彩妆百货商店渠道占比仍有 27.2%，高于整体美护市场的 15.8%。

图26：2023 年美护市场中线上电商/百货商店渠道销售占比 43.6%/15.8%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

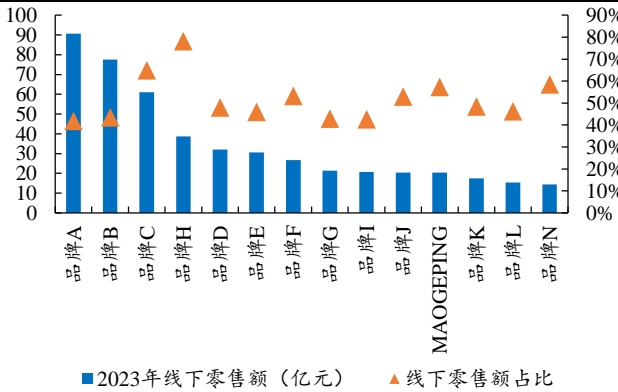
图27：2023 年彩妆市场中线上电商/百货商店渠道销售占比 43.6%/27.2%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

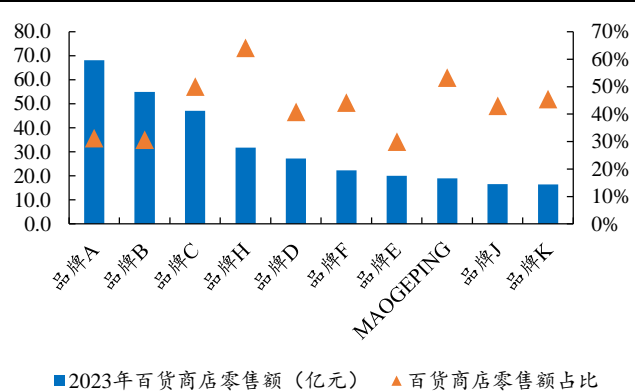
线下渠道壁垒较高，高端美妆品牌线下占比高于大众品牌。高端美妆品牌线下占比普遍 40%-50%，远高于多数定位大众的品牌 10%-30% 占比。线下渠道使消费者享受到更优质的服务体验，通过与品牌深度互动，增强其对品牌的心理认同感，因而线下露出是品牌维持高端化定位的必要手段之一。同时，线下物业等成本较电商成本更为刚性，对品牌引流和盈利能力要求高，高端品牌具备更高的客单价水平，形成更多流水，支撑线下相对刚性成本，线下渠道布局壁垒相对较高。

图28：2023 年中国头部高端美妆品牌线下渠道占比 45%左右



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

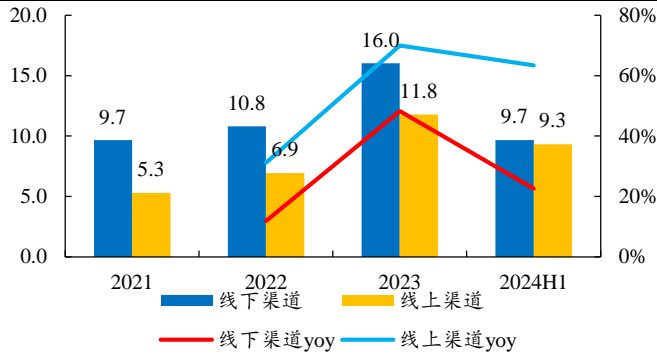
图29：2023 年中国头部高端美妆品牌百货商店渠道占比 40%左右



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

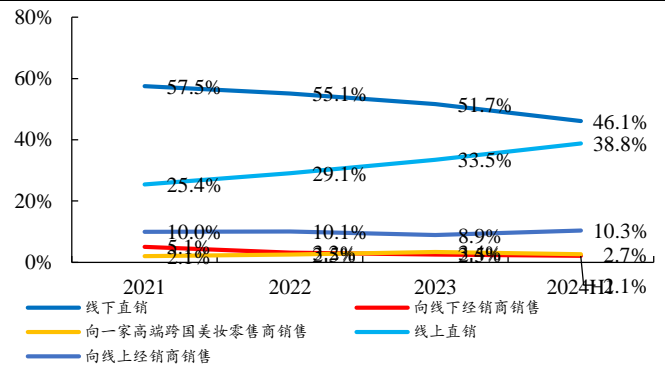
毛戈平是唯一具备成熟百货渠道的高端国货美妆品牌。2003 年毛戈平进入上海港汇恒隆广场设立第一个专柜，2005 年内首次在银泰百货开设专柜，是第一个在高端百货商店设立专柜的高端国货化妆品集团。截至 2024H1，公司在全国自营专柜数为 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二。2023/2024H1 公司线下渠道收入 16 亿元/9.7 亿元，yoy+48%/+23%。凭借在线下渠道积累的用户心智和品牌形象，近年公司大力发展线上渠道，2021-2023 年线上渠道收入由 5.3 亿元增长至 11.8 亿元，CAGR 达 49.3%，2024H1 线下线上渠道收入占比接近 1: 1。

图30：近年来公司加速发展线上渠道（单位：亿元）



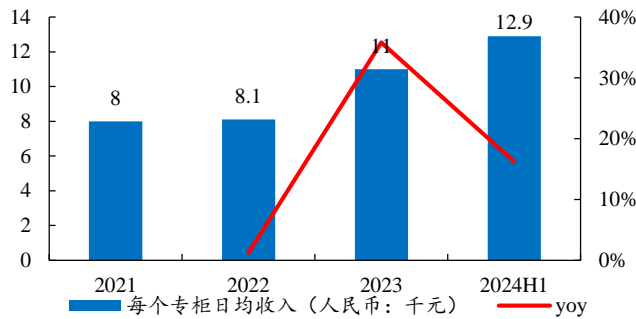
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图31：2024H1 毛戈平线下直销收入占比 46.1%



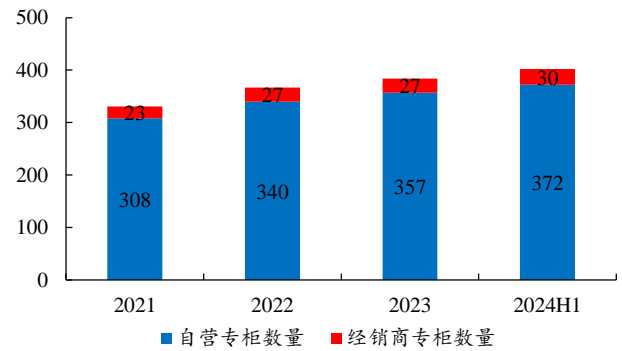
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图32：公司单个专柜日均收入逐年增长



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图33：截至 2024H1，公司线下专自营柜数量共计 372 个



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

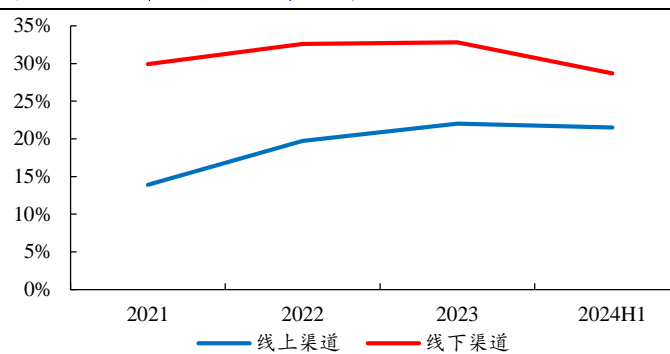
毛戈平线下专柜重体验，会员体系建设完善，整体单店收入和复购率上行。公司专柜配有专业设计的化妆台与熟练美妆顾问，为消费者提供一对一的试妆、半脸对比演示和定制产品咨询服务。截至 2024 年 3 月，公司在全国各地的专柜配备超过 2500 名美妆顾问，建立了中国所有国内及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。同时，公司会员体系建设通过妆容教学服务提高用户粘性。截至 2023 年末，毛戈平线下渠道注册会员数量超过 300 万名、线下整体复购率超过 30%，且会员等级越高，粘性与消费能力越强。

持续拓新店的基础上，公司整体专柜日均收入稳步增长，2024H1 专柜日均收入达 1.3 万元/yoy+16%。通过在统一标准下运作全面零售生态系统，扩大产品覆盖范围、培养直接的消费者关系及提高品牌的知名度，巩固品牌的高端定位。2020-2022 年百货直营专柜平均毛利率超 80%、平均营业利润率超 35%。

图34：毛戈平通过妆容教学服务提高用户粘性

	美妆会员	风尚会员	白金会员	至尊会员
消费标准(元)	—	1800	4800	8800
2022年末在册人数	2546510	126109	49281	36393
复购率	5.87%	83.22%	97.65%	99.67%
眉妆定制	✓	✓	✓	✓
妆容教学服务¥300/次(消费每满800元增加一次)	1次价值300元	8次价值2400元	12次价值3600元	24次价值7200元
晋级礼遇	/	✓	✓	✓
风尚币1风尚币抵扣1元现金	/	✓	✓	✓
生日收单购物实付金融享两倍风尚币(奖励部分上限500风尚币)	/	✓	✓	✓
生日定制礼	/	✓	✓	✓
新品优先体验	/	✓	✓	✓
一对一专属护肤顾问	/	/	/	✓

资料来源：毛戈平小程序、开源证券研究所

图35：毛戈平线下复购率略高于线上


数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

表8：毛戈平百货专柜渠道中白金风尚和至尊风尚会员消费人数和消费金额占比逐年提升

年度	类别	年消费人数(人)	消费人数占比	零售额(万元)	人均零售额(元)	占比
2020年度	美妆会员	284516	69%	20,940.62	736	27%
	风尚会员	79131	19%	20,334.92	2,570	26%
	白金风尚会员	25241	6%	13,556.13	5,371	17%
	至尊风尚会员	17500	4%	22,611.54	12,921	29%
	非会员	4806	1%	329.73	686	0%
	合计	411194	100%	77,772.95	1,891	100%
2021年度	美妆会员	390802	67%	25,827.22	661	24%
	风尚会员	117338	20%	29,888.70	2,547	27%
	白金风尚会员	38771	7%	21,342.23	5,505	19%
	至尊风尚会员	26930	5%	32,365.40	12,018	29%
	非会员	12036	2%	788.35	655	1%
	合计	585877	100%	110,211.89	1,881	100%
2022年度	美妆会员	381352	63%	24,444.37	641	20%
	风尚会员	124387	20%	31,790.45	2,556	25%
	白金风尚会员	48878	8%	26,876.86	5,499	21%
	至尊风尚会员	36315	6%	41,265.86	11,363	33%
	非会员	17762	3%	779.86	439	1%
	合计	608694	100%	125,157.40	2,056	100%

资料来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

表9：2020-2022年毛戈平百货直营专柜营业利润率高于经销专柜和自营专柜

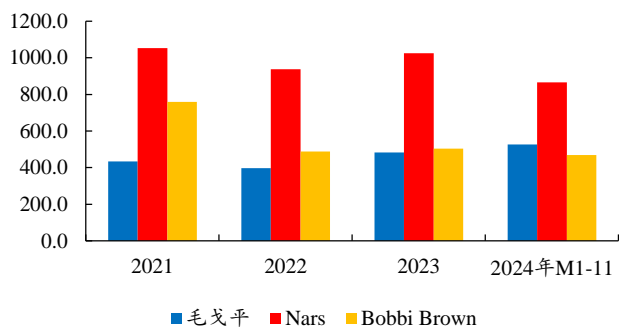
单位：万元	百货直营专柜			百货经销专柜			百货自营专柜		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
专柜销售收入	47803.31	66945.1	76412.22	2134.95	2697.39	2946.41	1452.04	2999.88	4583.79
专柜数量(个)	251	303	322	21	26	27	15	19	30
专柜平均营业面积(平方米)	27.68	29.07	31.12	24.33	25.12	26.7	30.41	32.62	34.23
专柜平均装修支出	23.35	24.26	25.92	22.93	20.7	22.57	23.59	28.02	30
平均员工人数(人)	5.51	5.54	6.06	4.62	4.09	3.75	4.1	4.65	5.43
专柜平均收入	190.45	220.94	237.31	101.66	103.75	109.13	96.8	157.89	152.79
综合毛利率	86.56%	85.53%	85.22%	83.43%	82.84%	82.135	88.64%	87.18%	86.68%
专柜平均费用	86.17	101.45	112.46	47.96	49.8	52.43	61.51	98.82	101.49

专柜平均人工薪酬	60	71.29	79.65	39.88	41.02	42.18	27.07	48.64	50.14
专柜折旧摊销	6.63	6.68	8.31	4.85	4.73	6.33	5.56	7.8	10.01
租金及物业水电	—	—	—	—	—	—	20.42	31.38	30.98
专柜平均营业利润	75.97	84.36	86.17	36.06	34.49	35.7	25.17	40.56	32.39
专柜平均营业利润率	39.89%	38.18%	36.31%	35.5%	33.2%	32.7%	26.0%	25.7%	21.2%

资料来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

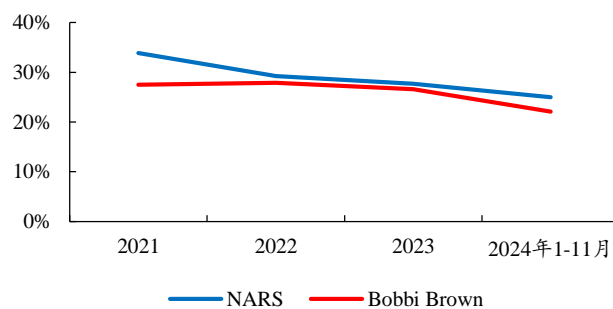
毛戈平线下专柜布局仍具备较大渗透空间。从专柜布局看，受制于早期公司产品效应不及海外高端品牌，毛戈平在一线城市专柜布局数量有限，主要是以二线城市为主。截至2024年12月19日，毛戈平国内专柜数量共417个，其中北京12个，上海12个，广州11个，深圳12个，一线城市专柜数量占比11%。与毛戈平品牌定位类似的Nars和Bobbi Brown一线城市专柜占比均高于20%，2021年Nars一线城市专柜占比高于30%。**从同店店效看**，毛戈平年度店效稳步提升，2024年以来已超过Bobbi Brown，与Nars相比仍有较大提升空间。我们认为毛戈平单店收入体量具备入驻更多一线城市百货和购物中心的条件。一线城市消费力更强与公司品牌调性更契合，伴随公司进一步加密一线城市布局，公司同店店效有望持续爬坡。

图36：毛戈平年同店店效和 Bobbi Brown 相近，低于 Nars（单位：万元）



数据来源：久谦中台、开源证券研究所（注：全国500家购物中心样本数据，同店范围为2023-2024年连续经营的企业）

图37：Nars 和 Bobbi Brown 品牌一线城市专柜占比均高于 20%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

表10：毛戈平在一线城市仍有较大渗透空间（截至2024年12月19日）

区域	各省级行政区专柜数量	区域合计
华中	河南 7、湖北 21、湖南 16	44
华北	北京 13、天津 2、河北 19、山西 2、内蒙古 5	40
华东	上海 15、江苏 64、浙江 49、安徽 13、江西 6、山东 18	165
华南	广东 27（广州 11、深圳 12）、广西 6、海南 2、福建 11	46
西北	陕西 10、甘肃 5、宁夏 4、青海 1、新疆 2	22
西南	重庆 25、四川 41、贵州 11、云南 5、西藏	82
东北	辽宁 6、吉林 3、黑龙江 8	17
	合计	417

资料来源：毛戈平公司官网、开源证券研究所

持续加码电商投入，线上线协同效应明显。公司2018年入驻天猫渠道，2021年入驻抖音渠道，战略性布局电商渠道，倚靠线下形成的较强的品牌和产品心智和渠道流量红利的加持，公司电商渠道开始实现快速的用户破圈和增长。2024年11月品牌在天猫、小红书、抖音分别拥有超过667万、89.5万与363.8万粉丝。根据久谦

数据，2020 年抖音旗舰店开业后抖音渠道 GMV 快速增长，至 2023 年抖音与天猫 GMV 占比分别为 52%、39%，2024H1 抖音渠道销售占比进一步提升至 55%，且线上平台高消费群体占比逐年提升。

图38：线上平台高消费群体占比提升

	消费区间	2022年度		2021年度		2020年度	
		买家数(人)	占比	买家数(人)	占比	买家数(人)	占比
天猫旗舰店	200元以下	577,538	42%	652,281	49%	298,173	47%
	200元-500元	662,196	49%	591,810	45%	284,169	45%
	500元至1000元	93,380	7%	65,971	5%	39,493	6%
	1,000元以上	27,014	2%	10,378	1%	7,803	1%
	合计	1,360,128	100%	1,320,440	100%	629,638	100%
小红书旗舰店	200元以下	1,930	21%	2,846	38%	3,020	42%
	200元-500元	6,766	73%	3,736	50%	3,652	51%
	500元至1000元	477	5%	720	10%	443	6%
	1,000元以上	64	1%	128	2%	71	1%
	合计	9,237	100%	7,430	100%	7,186	100%
抖音旗舰店	200元以下	515,420	62%	415,422	67%	13,455	75%
	200元-500元	257,943	31%	176,787	29%	3,516	20%
	500元至1000元	44,274	5%	23,924	4%	797	4%
	1,000元以上	11,814	1%	2,295	0%	174	1%
	合计	829,451	100%	618,428	100%	17,942	100%

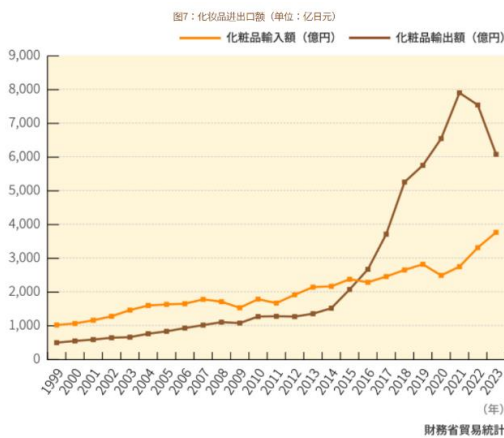
资料来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

4、出海：东方美学铸就传播基础，国潮出海大势所趋

4.1、复盘日本：从学习欧美到日本美学，日本品牌迎风出海

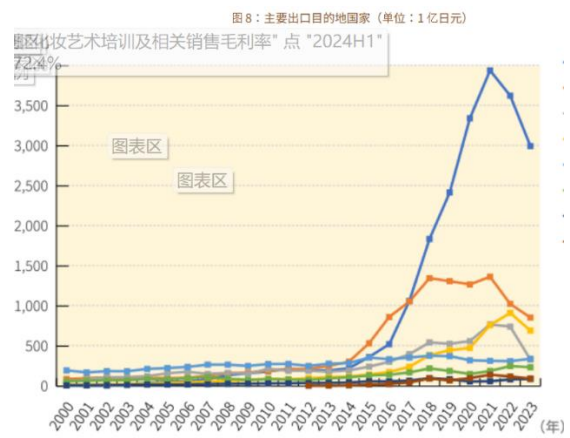
以日本为例，2015 年起日本化妆品出口额步入快速增长时期，且化妆品出口地区以亚洲为主。根据日本财务省贸易统计，2015 年以前化妆品进口额与出口额同步增长但进口额>出口额，2015 年起日本化妆品出口额开始大幅提升，2016 年超过进口额水平，核心出口国家/地区均位于亚洲（TOP5 出口国家/地区：中国大陆、中国香港、韩国、新加坡、中国台湾），我们认为亚洲消费者面部结构、肤质、护肤&彩妆诉求相对更为接近，因此对于亚洲品牌的接受度更高，随着部分国货的品牌力与产品力得到了消费者的认可，向东南亚等亚洲地区出海为品牌未来增长提供全新可能。

图39：2016 年起日本化妆品出口额大于进口额



资料来源：日本化妆品工业协会

图40：亚洲地区为日本化妆品出口的主要地区



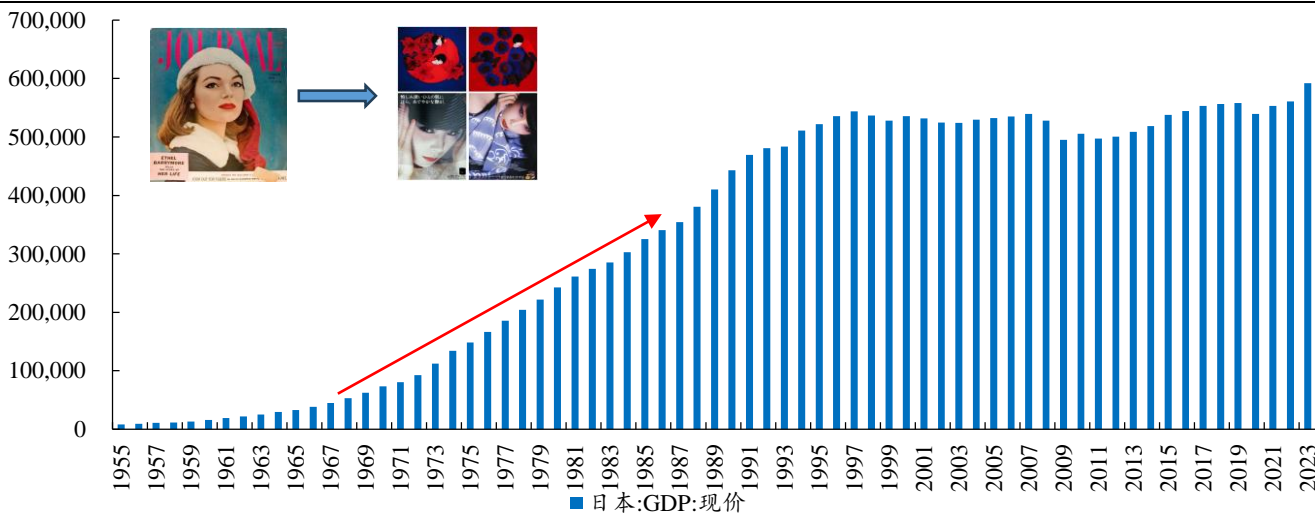
资料来源：日本化妆品工业协会（注：蓝色、橙色、灰色、黄色曲线分别代表出口中国、中国香港、韩国以及日本）

复盘资生堂的崛起之路：较早进行品牌形象塑造引领日本美学。资生堂第二任

社长福原慎三 1913 年留学归国后，把海外对于艺术设计、宣传营销的重视带回了资生堂，1916 年设计部门根据福原慎三绘制的草图创作沿用至今的资生堂标志“花椿”，并通过广告文案与插图强调公司产品的奢华、优雅、时尚，传递了对于西方优雅生活方式的追求，奠定了资生堂产品高质量、高溢价的高端定位。

20 世纪 60 年代日本 GDP 步入快速增长期，尤其是 1964 年东京奥运会的举办极大提升了全球对日本文化的关注度，资生堂敏锐捕捉这一变化，推出了以日本文化特色为灵感的“Zen（禅宗）香水”。20 世纪 70 年代末，资生堂邀请活跃在国际 T 台上的山口小夜子成为品牌全线产品的专属代言人，将小夜子作为品牌走向西方的代表，东方女性的形象在当时风靡全球，海报风格逐渐向强调日本之美的风格转变。在人均可支配收入迅速提升趋势之下，日本人文化逐步自信，消费者从追求西式优雅的审美趋势向关注本土文化转变，为具备产品力与品牌积累的本土品牌崛起带来机遇。

图41：日本 GDP 在 1960 年代中期开始步入快速增长时期，资生堂花椿杂志早期以宣传欧美形象为主，1960 年代后以山口小夜子为代言人主打日本美学（十亿日元）



数据来源：Wind、桃气设计公众号、欧美时尚前线、开源证券研究所

资生堂海外业务起步于亚洲，逐步向欧美拓展。资生堂 1931 年首次将产品出口至海外，主要在东南亚地区销售；1957 年资生堂进入中国台湾地区，并加速向欧美地区扩展业务，全球业务的不断拓展也为资生堂收入规模的稳定增长提供了动力，**布局阶段：**1992-2008 年公司收入 CAGR 达 1.7%，归母净利 CAGR 达 5.1%；**调整阶段：**2009-2014 年公司收入 CAGR 达 2%，净利润 6.2%；**出海业务快速发展阶段：**2015-2019 年公司收入 CAGR 达 9.8%，净利润 CAGR 达 21.6%。从 2023 年资生堂集团各地区业务结构来看，日本收入占比 26.7%，中国收入占比 25.5%，亚洲除中国以外地区收入占比 6.9%，整体亚洲市场销售收入占比 52.2%，欧美合计占比 23.4%。

表11：资生堂国际业务从亚洲逐渐扩展到欧美

年份	海外业务发展
1931 年	出口玫瑰化妆品到东南亚地区，国际业务开展
1957 年	开始在中国台湾地区销售
1962 年	成立夏威夷资生堂
1963 年	首次出口欧洲，在意大利销售
1965 年	成立资生堂化妆品美国公司

年份	海外业务发展
1970-1972 年	成立资生堂新加坡、新西兰、泰国有限公司
1980 年	成立资生堂法国、德国有限公司
1981 年	开始在北京销售
1993 年	成立资生堂加拿大公司
1997 年	成立合资公司资生堂韩国有限公司、成立资生堂欧洲有限公司
2001 年	成立资生堂中国研究中心有限公司，成立资生堂巴西有限公司
2008 年	成立资生堂越南有限公司，次年越南工厂竣工
2010 年	成立资生堂化妆品越南有限公司

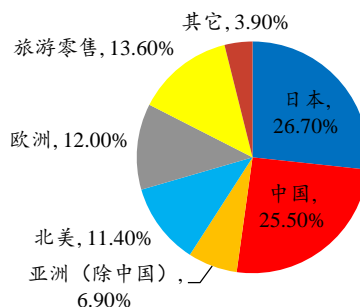
资料来源：资生堂官网、开源证券研究所

表12：资生堂业务由本土扩展到全球，实现收入和净利润持续稳健增长

	营业收入 CAGR	净利润 CAGR
1992-2008 年	1.7%	5.1%
2009-2014 年	2.0%	6.2%
2015-2019 年	9.8%	21.6%

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图42：2023 年资生堂收入结构中亚洲市场占比超过 50%

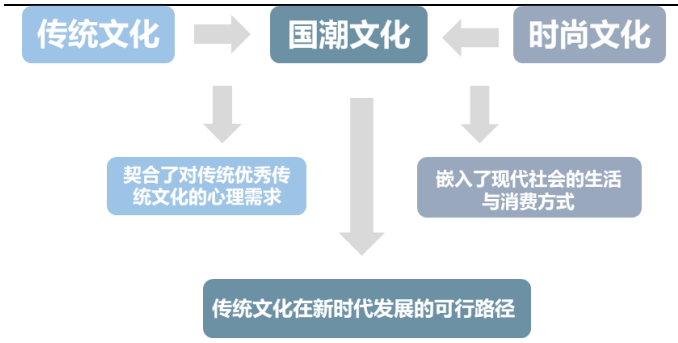


数据来源：资生堂官网、开源证券研究所

4.2、市场趋势：国潮热度兴起，催生美妆新业态

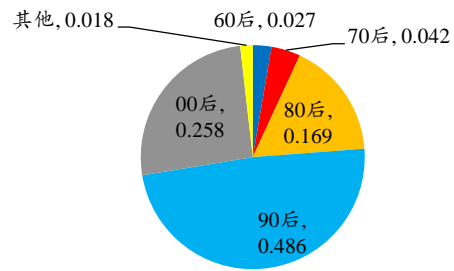
国潮热度兴起，市场规模不断扩容。国潮文化既契合了大众对优秀传统文化的内在心理需求，又嵌入了现代社会的生活与消费方式，是连接传统文化和时尚文化沟通的纽带。随着经济发展，中国民族认同感持续升温，国潮相关内容热度也在迅速提升。据《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据报告》统计数据，2011-2021 年国潮搜索热度上涨 528%，90 后贡献最多热度。2021 年国产品牌关注度较 2016 年提升 30 个百分点，关注度超过海外品牌，国潮文化相关关注度在 2011-2021 年间提升了 128%。据《2021 Z 世代食品饮料消费洞察报告》调研数据，Z 世代对本土和民族元素接纳程度高，受访者中 71% 的 Z 世代偏好中国本土化元素。据艾媒咨询数据，2023 年中国国潮经济市场规模为 20517.4 亿元，yoy+9.44%，预计 2028 年将突破 30000 亿元，2023-2028 年 CAGR 达 7.9%。较多消费者选择国潮产品是因为其更具时尚感、有独特文化内涵、个性化。

图43：国潮文化兼具传统与时尚元素



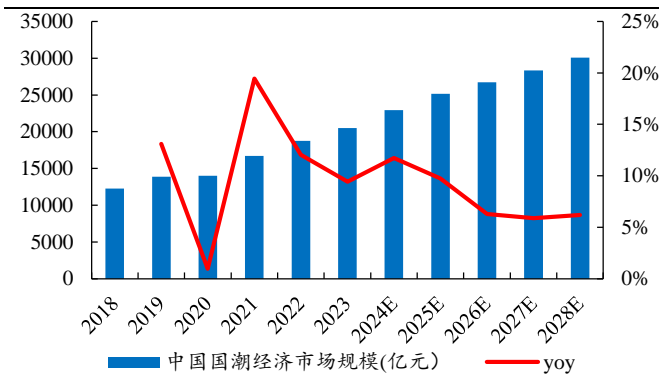
资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图44：90后为“国潮”相关热度主要贡献人群



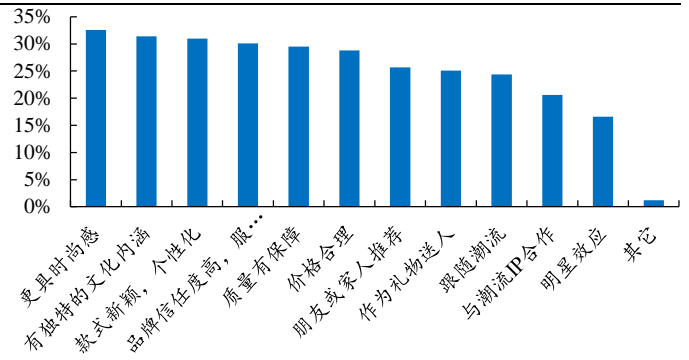
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图45：中国国潮经济市场规模快速增长



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

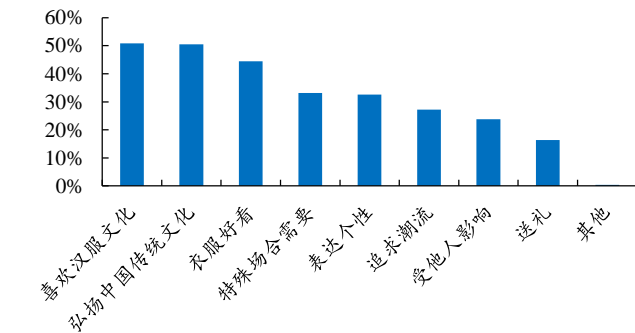
图46：较多消费者选择国潮产品是因为其更具时尚感、有独特文化内涵



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

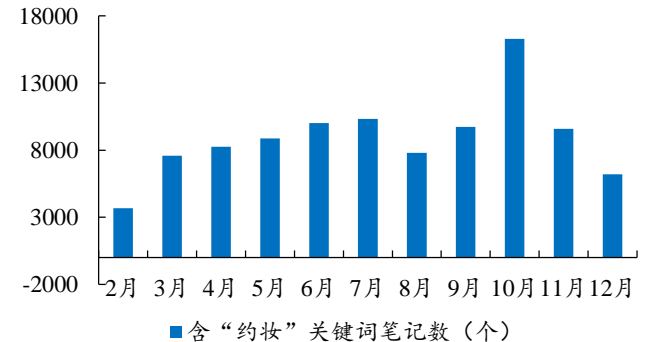
“汉服”成为国风热潮，催生约妆成为新消费趋势。年轻一代个性化需求及文化自信等因素影响下，汉服在中国服饰行业掀起了“国风热潮”。据艾媒咨询调研数据，50.79%消费者因为喜欢汉服文化而购买汉服，50.50%消费者因为弘扬中国传统文化而购买汉服。32.6%消费者因汉服影楼、体验馆、重要汉服活动景点/场所成为汉服约妆重要拍摄地。在潮流趋势下，线下约妆成为新消费趋势。以小红书为例，我们统计了小红书2024年2-12月含“约妆”关键词的笔记数，整体呈现增长趋势，2024年10月“约妆”笔记数超过1.6万台，部分约妆帖子下留言数超过百条。

图47：艾媒数据统计超过50%消费者因为喜欢汉服文化、弘扬中国传统文化而购买汉服



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图48：小红书含“约妆”关键词笔记数整体呈上升趋势



资料来源：小红书

4.3、国货出海：中国品牌积极出海，打造第二成长曲线

中国化妆品出口市场步入新阶段，各大国产品牌积极通过跨境电商、线下渠道等多种方式寻求品牌出海。2023 年全年中国美容化妆品及洗护用品出口金额达 65.06 亿美金，2020-2023 年 CAGR 达 18.91%。而 2022 年开始，中国美容化妆品及洗护用品进口额同比呈下滑趋势，2020 年末中国化妆品及洗护用品进口额和出口额比例为 4.77: 1，2024 年 10 月末进口：出口为 2.34: 1，整体化妆品出口金额和进口金额差距逐渐收窄。

图49：中国化妆品及洗护用品进口金额和出口金额差距逐渐收窄（单位：万美元）

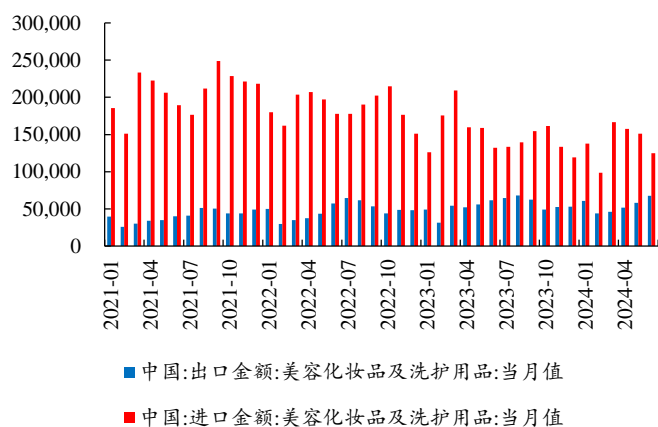
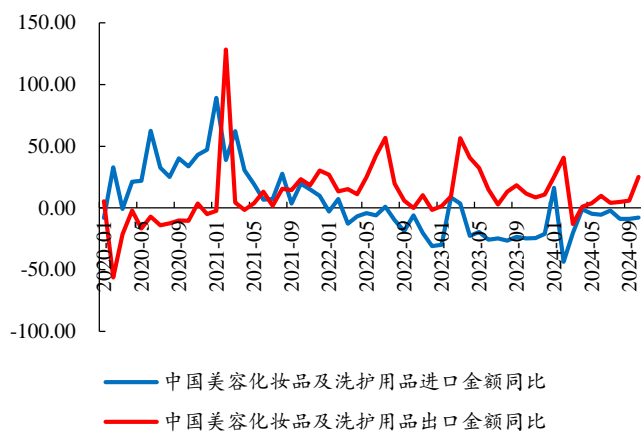


图50：中国美容化妆品及洗护用品出口增速逐渐超过进口（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

目前国内化妆品出海较多集中于彩妆领域，中国化妆品正由产品出海转向品牌、文化出海。一方面，优质代工企业凭借自身丰富的经验出海，如玛丽黛佳、卡婷等；另一方面，一些新兴品牌关注到东南亚市场增长潜力，充分利用了国内丰富的产品线结构与性价比优势，随着东南亚电商迅速发展，如完美日记、橘朵等，但影响力和规模有限。近年来，以花西子、珀莱雅为代表的国货彩妆品牌主打“东方之美”，“中国妆”，向海外区域输出国风美学，以独特的东方设计传递文化价值，已形成一定规模和影响力。我们认为，以国潮筑基，具备文化底蕴，讲好中国故事并能因地制宜适应当地消费者需求的品牌在出海之路能行稳致远。

图51：中国美妆护肤品牌出海尚集中于彩妆类目，东南亚位主要目的地，美日次之

品牌名	母公司	出海时间	主要目的地	核心产品	品牌名	母公司	出海时间	主要目的地	核心产品
完美日记/Perfect Diary	逸仙电商	2020	东南亚	口红	美康粉黛/MEI KING	南京粉黛	2019	美国	粉底
稚优泉/CHIOTURE	上海丰邑	2020	东南亚	唇釉	火烈鸟/FLAMINGO	杭州火烈鸟	2019	美国	睫毛膏
橘朵/JudyJoll	上海橘宜	2019	东南亚	腮红	Girlcult	上海诺点	2020	中国台湾	腮红
Hedone	上海赫奈	2020	东南亚	眼影	玛丽黛佳/MSRIE DAIGAR	上海菲扬	2017	全球	气垫
珂拉琪/Colorkey	广州美尚	2020	东南亚	唇釉	卡婷/CATKIN	广州卡婷	2019	全球	唇釉
她素	杭州她素	/	东南亚	眼影	毛戈平/MAOGEPING	杭州毛戈平	2020	全球	粉膏
侯爱/HoldLive	苏州苏缇卡	2020	东南亚	眼影	卡姿兰/Carslan	广州卡姿兰	2019	全球	眉粉
诗佩妮/Spenny	上海董时	2020	东南亚	腮红	养生堂	上海养生堂	2017	日本	天然护肤
VNK	上海亦儒	2020	东南亚	口红	植物医生	北京植物医生	2019	日本	植物护肤
菲鹿儿/Focallure	广州菲鹿儿	2016	东南亚	眼影	纽西之谜	上海优萃	2019	东南亚	自然护肤
苏西苏/Susisu	杭州丽茵迪	/	东南亚	眼影	百植萃	杭州百植萃	2021	东南亚	敏感护理
花西子/Florasis	杭州花凝香	2019	日本	散粉	佰草集	上海家化	2008	法国	草本护肤
滋色/ZEESEA	杭州姿色海	2019	日本	粉饼	自然堂	上海伽蓝	2018	澳洲	面膜
花知晓/Flowerknows	杭州花知晓	2019	日本	口红	御泥坊	湖南御泥坊	2013	全球	清洁面膜
Yes! IC	上海菲扬	2018	日本	眼影	麦吉丽	武汉麦吉丽	2019	全球	高端护肤
Venus MARBLE	上海威露	2019	日本	眼影	一叶子	上海一叶子	2019	全球	面膜
戈戈舞/GoGoTales	广州奥希尼	/	美国	唇釉	相宜本草	上海相宜本草	2019	全球	草本护肤

资料来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》

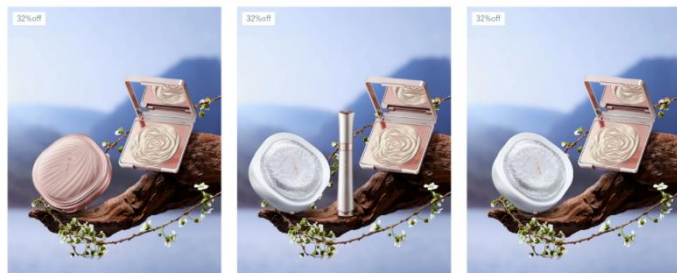
以花西子为例，坚持东方审美，推动中国风兴起全球。花西子于2017年成立于杭州，定位“东方彩妆”，产品设计上，花西子采用中国古锁、苗族银饰、定窑陶瓷、木雕、浮雕等非遗技术进行设计，构建独特品牌辨识度。坚持中国风基础上，花西子还根据不同人群肤色/不同地区审美差异产出不同的视觉风格。如花西子根据日本樱花季、枫叶季推出应季产品，还将产品颜色调整成焦糖枫叶色、桃色和玫红色，进一步迎合日本消费者的审美。

图52：花西子同心锁口红具中国特色



资料来源：品牌方舟 BrandArk 公众号

图53：花西子根据日本樱花季、枫叶季推出应季产品



资料来源：品牌方舟 BrandArk 公众号

在出海区域选择上，花西子2021年出海首站选择日本，接着布局印尼、马来西亚和新加坡，2022年进入美国，2023年进入欧洲。其中选择日本的原因在于花西子定位中国风品牌，与日本潜在消费者粘性更强，相较欧美化妆风格 and 色彩选择差异性较小，且日本本土彩妆市场竞争力相对较弱，存在空白市场。花西子同心锁口红”在日本亚马逊售价为6129日元（折合人民币371元）。截至2023年，花西子的产品已经销往49个国家和地区，其中日本、美国，澳大利亚，欧洲是其主要市场。

渠道：线上花西子入驻亚马逊、shopee等平台并建立品牌独立站。线下花西子于2023年2月在日本知名美妆线下集合店Cosme东京旗舰店开设线下快闪店，并于2023年8月入驻新宿伊势丹开出首家季节限定线下店。

营销：花西子打造庞大的海外社媒矩阵，利用平台属性进行针对性营销。如在YouTube上讲述品牌故事和深度评测；在Instagram上进行品牌宣传，构筑时尚话语权；在TikTok上进行短视频兴趣种草。同时，利用海外KOL做本地化传播，包括Jonysios、nadina_ioana等在内的数位百万粉丝美妆博主都曾对花西子进行推广，带动品牌知名度提升。据网易数据，花西子海外销售收入一度占据公司整体收入的50%。

表13：花西子海外布局从日本开始，逐步向东南亚、美国、欧洲开拓

时间	具体事件
2019年7月	花西子（Florasis）与Shopify首次建立了连接，为其出海之路奠定了基础。
2019年9月	花西子携手三泽梦首登纽约时装周。
2020年8月	花西子进驻TikTok，成为首批通过该平台拓展海外市场的中国品牌之一。
2021年3月	花西子登陆日本亚马逊，其同心锁口红上线首日便挺进了该平台口红销售榜小时榜前三。
2021年5月	花西子海外官网上线并陆续开通日本、美国、欧洲各国等地的物流，支持销售40多个国家和地区。
2022年	美国顶流美妆博主Jeffree Star在视频中推荐和认可了花西子，为花西子带来了大量的海外流量和销量增长。
2023年	花西子在日本的美妆集合店@cosme和伊势丹百货开设了两家限时快闪店，进一步接

时间	具体事件
2024年	花西子宣布将与LVMH集团旗下的奢侈品旅游零售商DFS(迪斐世)合作,于2024年9月1日在法国巴黎的莎玛丽丹百货开设首个欧洲专柜。

资料来源:艾凡咨询、开源证券研究所

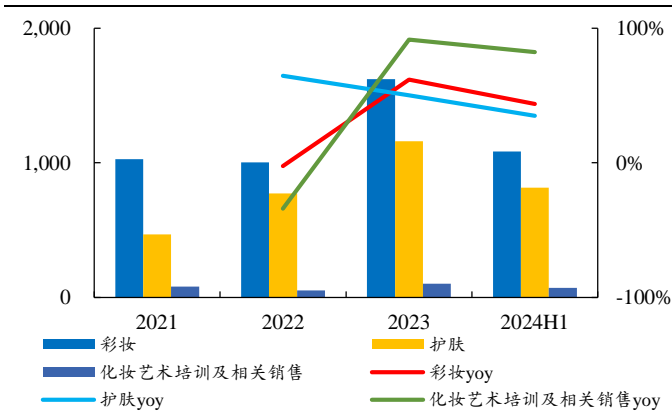
此外,其他国潮品牌如珀莱雅、毛戈平也将出海作为未来主要的战略布局点。珀莱雅目前主要瞄准新加坡、印尼、泰国、越南、马来西亚等东南亚市场。目前在马来西亚试水效果较好,未来将会重点布局。毛戈平已进驻中国香港丝芙兰,迈出向海外扩张,打造品牌国际影响力的第一步,并在最新招股书中表示计划将IPO募集资金中的15%用于支持海外扩张和收购,意味着其将持续推进出海战略。

5、受益标的:毛戈平、雅诗兰黛、欧莱雅

5.1、毛戈平

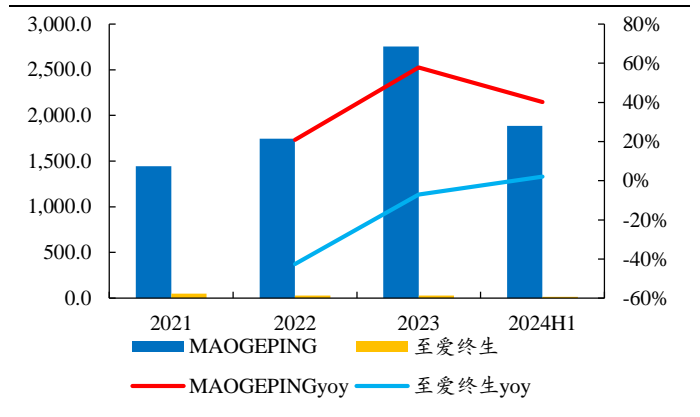
MAOGEPING品牌贡献主要收入,护肤业务处于快速发展期。公司自有品牌包括MAOGEPING和至爱终生,MAOGEPING品牌主打专业化妆,定位高端品牌,至爱终生品牌定位大众,经销和二三线城市为主。2021-2023年MAOGEPING收入由14.4亿元增长至27.55亿元,CAGR达38.1%,2024H1收入18.9亿元/yoy+40.1%,占比95.7%。

图54:公司彩妆和护肤业务均快速增长(单位:百万元)



数据来源:毛戈平公司公告、开源证券研究所

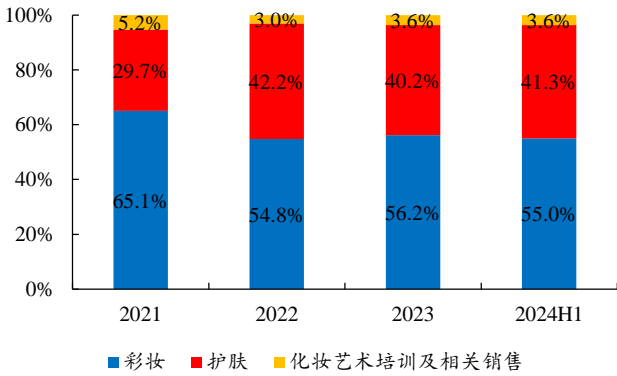
图55:公司MAOGEPING品牌贡献主要收入(单位:百万元)



数据来源:毛戈平公司公告、开源证券研究所

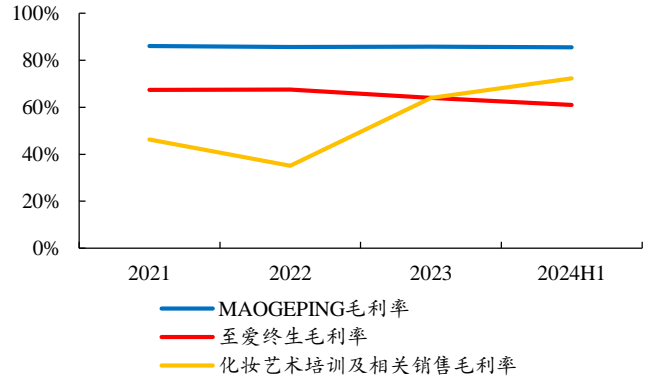
分品类:公司逐渐从彩妆延展至护肤。奢华鱼子系列产品驱动下,2022/2023年护肤产品营收7.7/11.6亿元,yoy+64.7%/+50.2%,目前在产品销售占比稳定在40%+,处于快速发展期。公司化妆艺术培训及相关销售业务营收从2021年0.82亿元增至2023年1.04亿元,其中2023年营收同比增长91.4%系疫情影响逐步消退后报读化妆艺术培训课程的参与者人数增多。**毛利率:**MAOGEPING品牌毛利率最高,2023/2024H1毛利率85.8%/85.5%。

图56: 2023/2024H1 公司护肤品类占比 40.2%/41.3%



数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

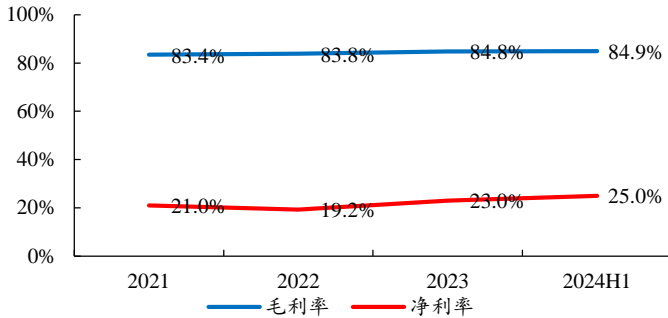
图57: MAOGEPING 品牌毛利率 80%+



数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

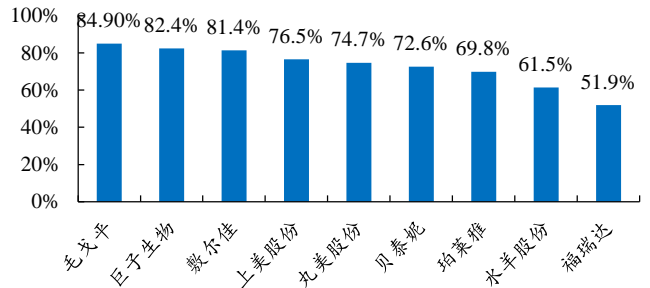
公司利润水平优异, 整体盈利能力维持在较高水平。2021-2023 年公司归母净利润由 3.3 亿增长至 6.6 亿, CAGR 达 41.4%, 2024H1 毛戈平归母净利润 4.9 亿元/yoy+41%。2021-2024H1 公司整体毛利分别为 13.16 亿元、15.33 亿元、24.48、16.74 亿元, 对应毛利率 83.4%/83.8%/84.8%/84.9%, 净利率 21%/19.2%/23%/25%, 2022 年净利率小幅下降系营业收入增幅超过净利润增幅。对比其他国货品牌, 毛戈平毛利率净利率维持在较高水平。

图58: 公司整体毛利率接近 85%



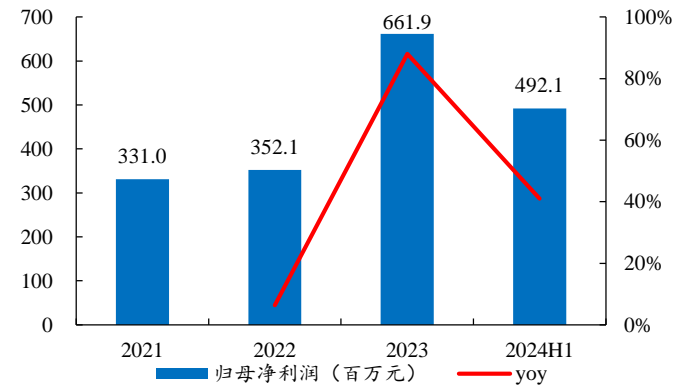
数据来源: Wind、开源证券研究所

图59: 公司毛利率位列中国美妆上市企业第一



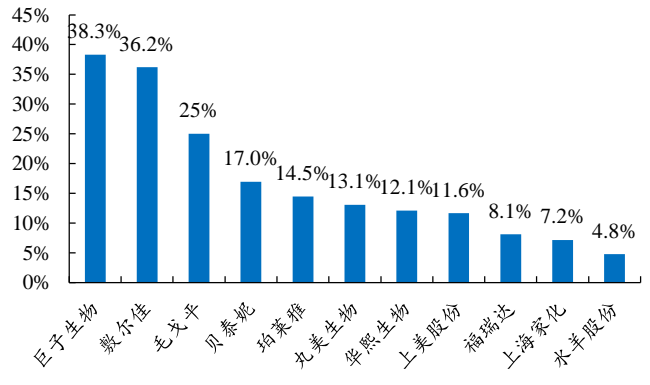
数据来源: Wind、开源证券研究所

图60: 毛戈平归母净利润持续高增



数据来源: Wind、开源证券研究所

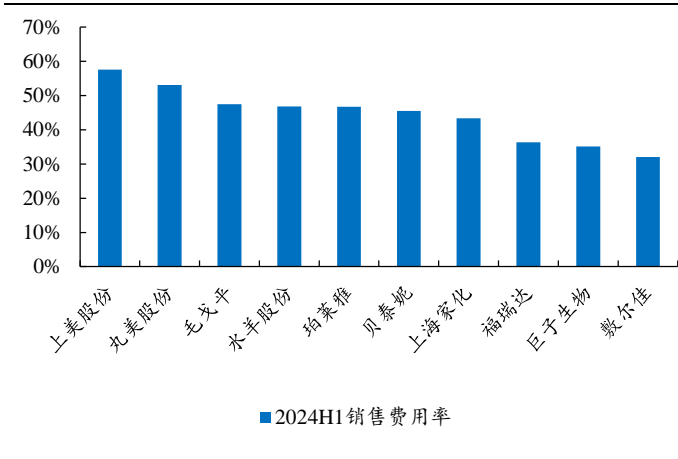
图61: 毛戈平净利率在国货品牌中排名前列



数据来源: Wind、开源证券研究所

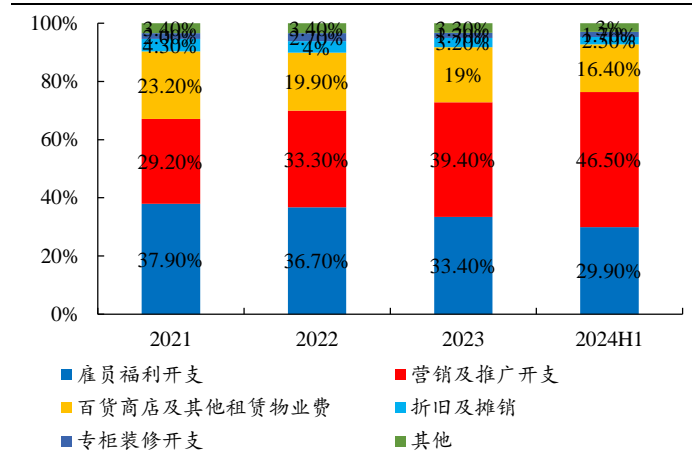
销售费用逐年增长，研发费用率相对较低。2023 年销售费用率为 48.9%，主要系营销推广支出增加，专柜数量增加致百货商店及其他租赁物业费增加。研发费用率相对较低，系公司与国际知名 ODM 工厂莹特丽科技、藤兴工业等合作。公司管理费用主要包括职工福利开支、销售税及附加费、产品开发费用、折旧与摊销等。2021-2023 年，公司管理费用为 1.24/1.33/1.92 亿元，对应管理费用率分别为 7.9%/7.3%/6.7%。

图62：2024H1 毛戈平销售费用率在国产美护上市公司中排名靠前



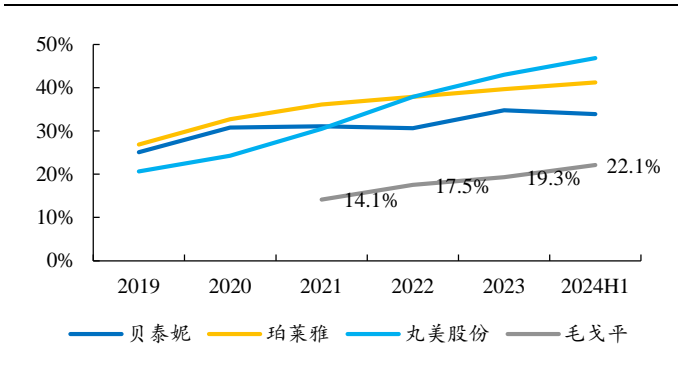
数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2024H1 销售费用率中营销及推广开支占比 46.5%



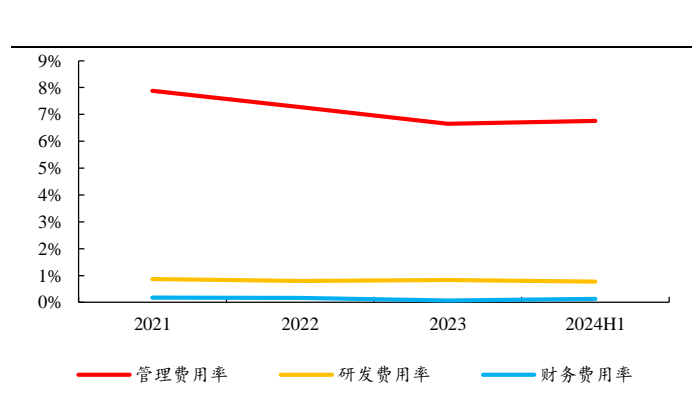
数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：毛戈平营销推广支出占收入比例上升但相比其他国货美妆企业还处于较低水平



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

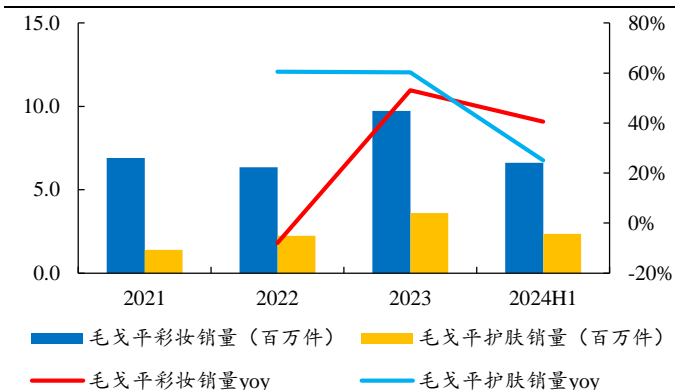
图65：2024H1 公司研发费用率 0.8%



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

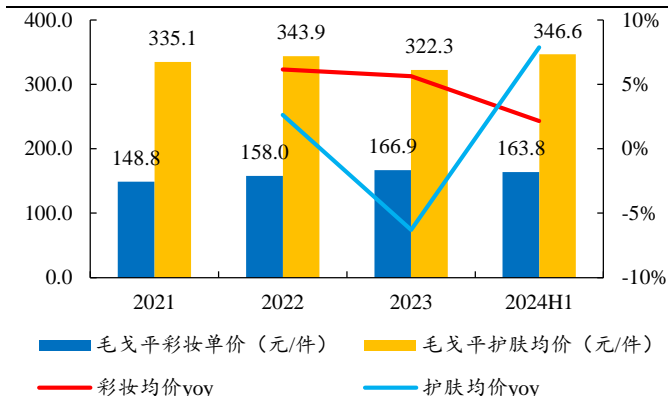
公司产品矩阵完善，彩妆、护肤量价齐升。公司旗下产品线丰富，截至 2024H1，公司两大品牌涵盖护肤和彩妆两大类共 387 个单品，累计升级迭代 262 个单品，平均每年升级 75 个单品。(1) 彩妆：全面涵盖粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆产品等，覆盖消费者从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆程序，2023/2024H1 年彩妆类别销量 9.7/6.6 百万件，yoy+53.1%/+40.6%；(2) 护肤：涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等，与公司彩妆产品相互协同，通过优化消费者肌肤状态实现更优的化妆效果。2023/2024H1 护肤类别销量分别为 3.6/2.4 百万件，yoy+60.3%/+25.1%。

图66: 2024H1 毛戈平护肤和彩妆销量均高增



数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

图67: 2024H1 毛戈平彩妆和护肤类别单价均同比上涨



数据来源: 毛戈平公司公告、开源证券研究所

从产品端看，以创新品类光影系列为基，构建大单品矩阵并持续迭代升级。毛戈平独创光影系列产品，与其化妆理论主打“改变面部结构”相契合，是首个将高光系列产品作为主打品类的高端彩妆品牌，后围绕其独创的“光影美学体系”相继推出“光感无痕粉膏”、“奢华鱼子气垫”等产品进一步完善产品矩阵并迭代升级，延展品牌的价值内涵。2019年、2023年公司分别推出第三代、第四代高光膏，2021年将无痕粉膏升级为美肌/清透粉膏，2022年在鱼子气垫中新增防晒成分，2023年新增轻薄系列羽翼气垫。大单品接力保持高速增长。

图68: 公司彩妆系列大单品矩阵建成并不断升级迭代



资料来源: 毛戈平公司公告、公司官网、天猫、微博、开源证券研究所

产品矩阵分布均衡，底妆类无痕粉膏和鱼子气垫保持高速增长，相比海外高端品牌体量仍存在较大增长空间。据久谦中台数据，光感无痕粉膏销售额持续高增，2023年线上销售额2.8亿/yoy+52.6%，占比24%，鱼子无瑕气垫2022/2023年线上GMV0.6/1.5亿，yoy+153%/+142%，在整体品牌中占比持续上升，由2022年9.4%占比提升至2024年1-10月15.6%。对比YSL大单品粉气垫、雅诗兰黛大单品DW粉底液，兰蔻持妆粉底液2023年线上三平台销售额，公司无痕粉膏、鱼子气垫仍有较大体量增长空间。

表14: 公司大单品不断升级迭代，无痕粉膏、鱼子气垫、鱼子面膜占比较高

排序	2021	2022	2023	2024M1-M11
1	无痕粉膏 (27%)	无痕粉膏 (30%)	无痕粉膏 (26%)	无痕粉膏(22.2%)
2	双色遮瑕 (22%)	鱼子酱面膜 (19%)	鱼子酱面膜 (22%)	鱼子酱面膜(17%)
3	光影塑颜高光粉膏 (19%)	双色遮瑕 (12%)	鱼子+羽翼气垫 (13%)	鱼子+羽翼气垫(15%)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

排序	2021	2022	2023	2024M1-M11
4	鱼子气垫 (6%)	光影塑颜高光粉膏 (11%)	光影塑颜高光粉膏(6%)	凝颜粉饼 (9%)
5	鱼子酱面膜 (5%)	鱼子气垫 (10%)	黑霜(5%)	黑霜 (7%)
6	美妆工具 (3%)	黑霜 (4%)	双色遮瑕(5%)	光感凝润粉底液 (6%)

资料来源：久谦中台、开源证券研究所（括号内数据为单品在线上天猫+京东+抖音平台 GMV 占比）

表15：对比雅诗兰黛、兰蔻、Nars，毛戈平大单品体量增长仍有较大空间

品牌	毛戈平	毛戈平	毛戈平	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	NARS
产品名称	无痕粉膏	光感柔润奶油粉底液	菁纯大理石粉底液	DW 粉底液	沁水粉底液	持妆粉底液	菁纯粉底液	超方瓶-流光美肌粉底液
产品形式	粉膏	粉底液	粉底液	粉底液	粉底液	粉底液	粉底液	粉底液
价格/规格	380 元/12.5g	380 元/30ml	420 元/30ml	470 元/30ml	550 元/30ml	470 元/30ml	990 元/35ml	490 元/30ml
功效	一抹匀净，细腻无瑕，时刻耀现光感美肌。	绵密柔滑，光感随行，定格清透奶油肌。	持光锁妆、匀净焕采菁纯入妆、天然美肤	24H 持妆无瑕不暗沉	无瑕奶油肌，养肤不氧化	整日持妆，轻薄透气，高遮瑕效果。	养肤、贴妆、缎光	精华入妆，16H 水润不卡粉 3 大抗暗沉成分，16H 特色不暗沉
核心成分	野蔷薇果提取物、蜂蜡、生育酚（维生素 E）	植萃角鲨烷、玻尿酸钠微囊、维生素 E	赤芝提取物、甘草根提取物、乌药根提取物、冬虫夏草提取物	聚甲基硅倍半氧烷、云母	枸杞果提取物、大果越桔果提取物、狭叶越桔果提取物和生育酚乙酸酯	辣木（辣木籽提取物）、生育酚（维生素 E）、益生精粹（α-葡聚糖寡糖、菊薯根汁、乳酸杆菌）	羟丙基四氢吡喃醇	水飞蓟、可可籽提取物、维 E 维 C 酯
2023 年三平台单品销售额 (亿元)	3.1	0.4	0.1	5.4	2.6	3.7	1.0	2.0
2023 年单品的品牌占比	26%	1%	1%	8%	4%	5%	1%	22%

资料来源：久谦中台、开源证券研究所

表16：对标 YSL、欧莱雅等毛戈平气垫单品增长仍有较大空间

品牌	毛戈平	毛戈平	YSL	YSL	欧莱雅	欧莱雅	纪梵希
产品名称	鱼子气垫	羽翼气垫(星耀锁妆气垫粉底液)	皮气垫	粉气垫	黑胖子气垫	黑金气垫	四宫格散粉
产品形式	气垫	气垫	气垫	气垫	气垫	气垫	散粉
价格/规格	360 元/14g (正装) 220 元/14g (替换装)	360 元/14g (正装)	695 元/14g (正装) 450 元/14g (替换装)	695 元/14g (正装) 450 元/14g (替换装)	259 元/14g	329 元/12g	590 元/(4*3g)
功效	强遮瑕 轻透气 长持妆	一拍控油无瑕 妆到底	24H 细腻服帖、高定随性。防晒。	轻覆无瑕，水感粉光。防晒。	轻松遮全脸，一拍美颜到晚上。	奶润，高防晒，轻妆无瑕、细若无感。	不易脱妆，隐匿瑕疵
核心成分	人参根水、鲟	松茸精粹、三甲基硅	茉莉花精粹	金盏花提取	三甲基硅	玻色因	辛甘醇、

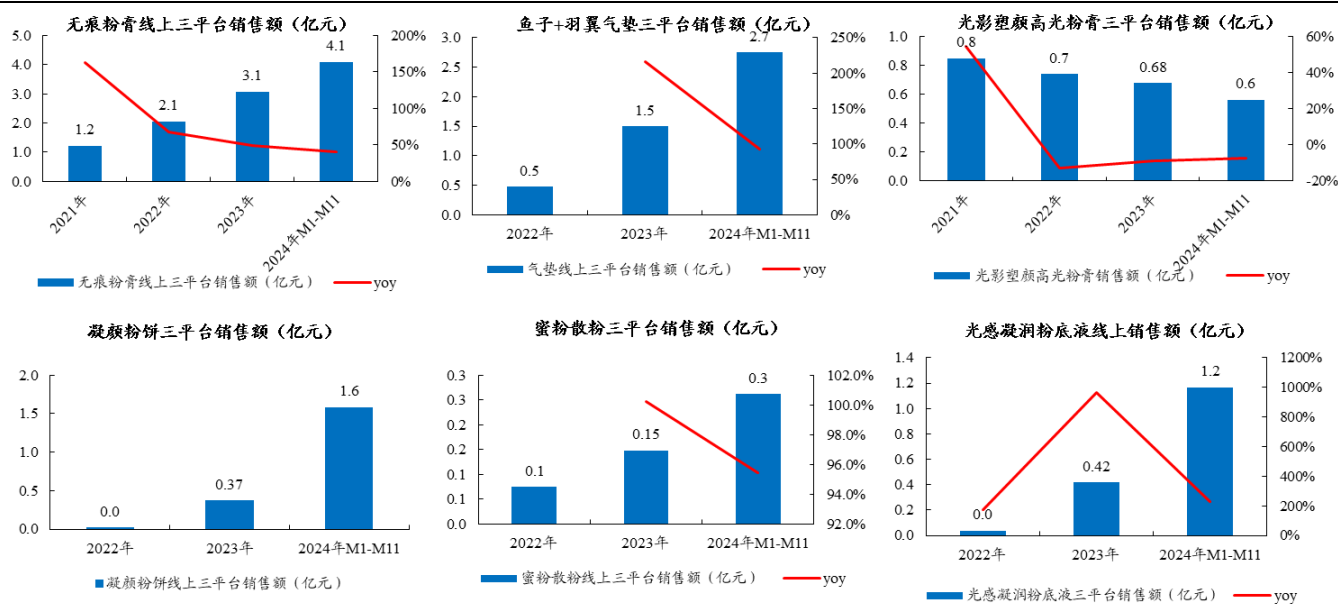
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

品牌	毛戈平	毛戈平	YSL	YSL	欧莱雅	欧莱雅	纪梵希
	鱼子酱提取物	烷氧基硅酸酯、丙烯酸(酯)类/聚二甲基硅氧烷共聚物	(素方花花提取物)	物、锦葵精粹(药蜀葵根提取物)、维生素E(生育酚)、透明质酸钠	烷氧基硅酸酯及聚丙基倍半硅氧烷	PRO-XYL ANE1 和高纯度玻尿酸2。羟丙基四氢吡喃三醇、透明质酸钠。	1,2-戊二醇、生育酚乙酸酯
2023年三平台单品销售额(亿元)	1.2	0.3	3.0	3.9	1.3	0.6	2.6
2023年各自在自己品牌中的占比	10%	3%	11%	14%	2%	1%	34%

资料来源：久谦中台、开源证券研究所

其他彩妆品类也呈现高增态势，公司在底妆赛道具备品牌效应。除大单品外，公司其他底妆类产品如凝颜粉饼、光感柔润粉底液、蜜粉散粉、腮红、眼部彩妆等也呈现较高增速，大单品逐渐形成品牌力，带动整体彩妆类目高增。

图69：毛戈平其他底妆类和眼妆产品销售额呈向好态势



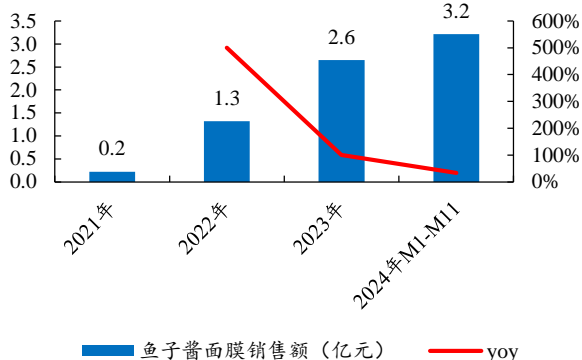
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

通过关联性功效逻辑由彩妆品类延展至护肤品类。公司开发护肤产品遵循服务彩妆妆效的底层逻辑，着重从功效型、成分化、肤感上重点挖掘，如出圈产品鱼子酱面膜和黑霜在卖点上主打“密集修护”、“卡粉救星”等，紧抓消费者对底妆妆效的需求，构建由“精华-面膜-黑霜-妆前-气垫”的护肤套组，实现由彩妆到护肤的自然连带。截至2024H1，公司奢华鱼子面膜销售额超过4.5亿元人民币，占公司总营收比例超过22.8%。

核心单品鱼子面膜塑造原料稀缺性，黑霜等产品接续助力护肤品类高增。公司重点打造与彩妆关联性较强的黑霜2022年公司推出黑霜2.0，以“进阶妆前”为核心定位，在旧版基础上新添神经酰胺NP成分。从线上销售额来看，黑霜2023年以

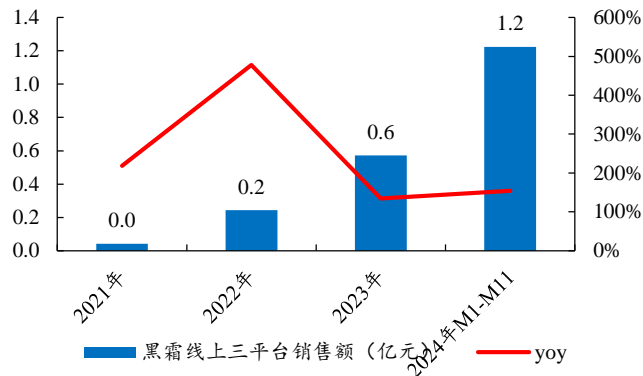
来体量迅速爬坡，有望接力鱼子面膜、支撑品牌护肤品类的后续增长。

图70：奢华鱼子面膜三平台销售额高速增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图71：黑霜三平台销售额高速增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图72：毛戈平护肤品类产品布局已较为完善

	沁香芬润	净悦系列	紧致系列	奢华养肤	奢华鱼子	奢华至臻	黑金系列
价格带 (元)	150	190-330	300-680	300-690	400-720	630-1380	1380-1880
精华				2	1	2	1
精华水			1	1	1	1	
面霜			1	1		1	2
卸妆清洁调理		5					
身体护理	1						
眼霜及眼部精华			1			2	1
眼膜			1		1		
面膜			1	1	1		

*方格内数字表示产品数量

资料来源：毛戈平公司官网、开源证券研究所

募集资金主要用于销售网络拓展、品牌建设、海外扩张及收购等。根据毛戈平招股书，若发售价中位数计算，且发售量调整权和超额配股权未被行使，本次 IPO 募资净额约为 18.5 亿港元。毛戈平本次募集资金计划：(1) 25%用于扩大销售网络；(2) 20%用于品牌建设活动；(3) 15%用于海外扩张及收购；(4) 10%用于加强生产及供应链能力；(5) 9%用于增强产品设计及开发能力；(6) 6%用于化妆艺术培训机构；(7) 5%用于运营及信息基础设施数字化；(8) 10%用于营运资金及一般公司用途。

表17：毛戈平募资主要用于扩大销售网络、品牌建设和海外收购

募集资金用途	占比	主要内容
扩大销售网络	25%	10%将用于扩大线下销售渠道。包括开设新品牌商店、专柜，升级现有专柜。 15.0%将用于扩大线上销售渠道。包括招募更多电商销售人员、增加线上广告、从电商和社交媒体平台购买服务包。
品牌建设活动	20%	10%将用于品牌及产品营销活动。包括组织化妆秀及产品发布会等线下活动、赞助高规格活动。 10.0%将用于基于内容的品牌及产品推广活动。包括与知名 KOL 合作，制作优质宣传内容；制

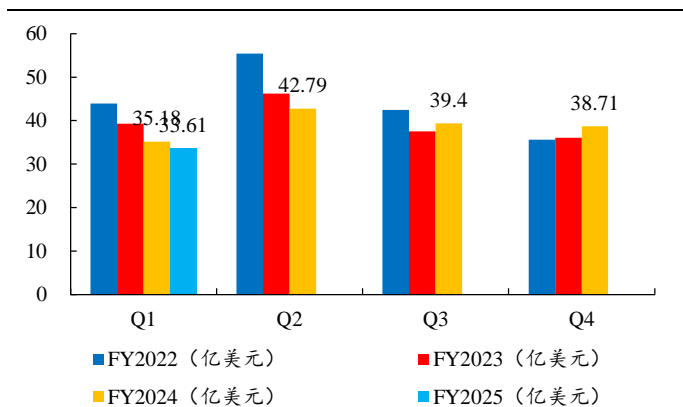
募集资金用途	占比	主要内容
		作宣传影片及纪录片。
海外扩张及收购	15%	7.5%用于在海外市场建立品牌知名度及开店、提高品牌在该市场的品牌认知度、建立服务海外市场的自营官方网店。 7.5%用于中国及海外潜在的策略投资及收购机会。
加强生产及供应链能力	10%	包括建设及扩建生产设施及供应链
增强产品设计及开发能力	9%	5.0%将用于建立研发中心，包括招募具有基础研究经验的产品开发人员、购买分析与检测设备 及提高生产技术。 4.0%将用于采用先进的产品配方及美学设计开发新产品及产品类别。
化妆艺术培训机构	6%	包括升级及扩大机构的设施及基础设施、开设化妆艺术工作室、招募更多培训师、制定新的培 训课程、参加大型行业活动。
运营及信息基础设施数字化	5%	包括购买硬件设备；开发或购买软件系统，用于企业资源规划及运营管理；专业人才的招聘及 培训；升级会员体系。
营运资金及一般公司用途	10%	

资料来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

5.2、雅诗兰黛

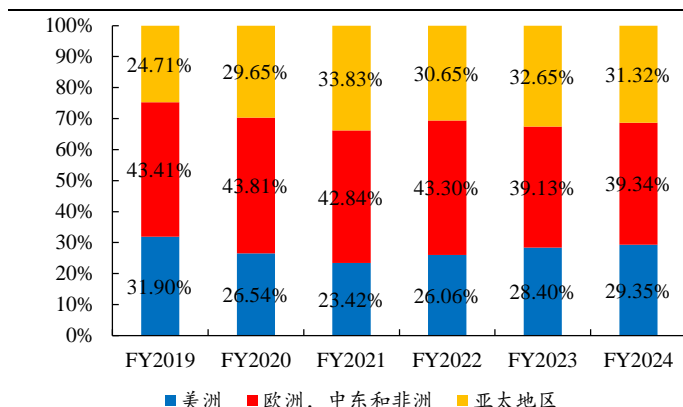
中国大陆高端美容市场增速放缓，公司业绩表现承压。2024 财年以来，受中国大陆高端美容市场持续疲软和亚洲旅游零售业下滑影响，公司整体业绩承压。2024Q3 财季雅诗兰黛季度收入恢复正增长，2024Q4 财季继续增长，系 EMEA 地区驱动（同比增长 32%），而美洲和亚太地区继续同比下滑 5%和 4%（有机增速口径），美洲市场北美表现欠佳。整体高端美妆市场增长疲软，特别是线下实体店渠道承压。FY2025Q1 公司实现净销售额 33.6 亿美元，yoy-4%，有机净销售额下降 5%。

图73：FY2025Q1 雅诗兰黛收入下滑



数据来源：雅诗兰黛公司公告、开源证券研究所

图74：雅诗兰黛美洲/欧洲、中东和非洲/亚太地区收入占比 31%/39%/29%



数据来源：雅诗兰黛公司公告、开源证券研究所

护肤品类收入下滑较大，彩妆和香水受益于部分品牌推新表现相对平稳。FY2025Q1 彩妆/护肤/香水/头发护理实现营收 10.38/15.3/6.3/1.4 亿元，yoy-2%/-7%/-1%/-6%，占比 31%/45%/19%/4%。彩妆品类中 M·A·C 和 Too Faced 品牌净销售额均有所下滑，但 Clinique 在所有地区都实现增长，全球净销售额增长两位数。护肤品类下滑较多系中国大陆整体高端美妆进一步疲软以及亚洲旅游零售和中国香港的低转化率。此外，亚洲旅游零售的补货订单减少，零售市场进一步减速导致的库存压力等因素都影响了有机净销售额。但海蓝之谜紧致焕颜精华晚霜在中国市场大受欢迎，获客率展现出良好趋势，品牌在高端护肤品市场的份额大幅提

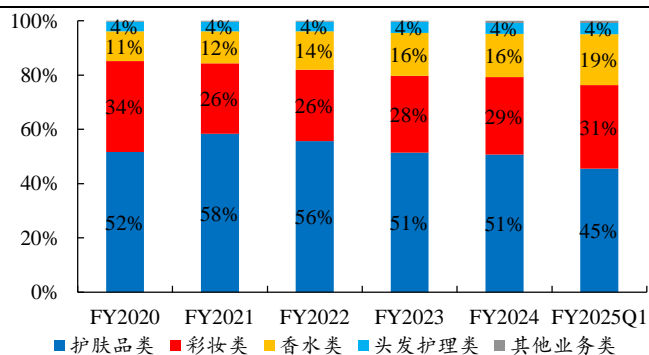
升。

表18: 雅诗兰黛集团细分品牌部分在新兴市场增速较快

品类	2024 财年主要品牌表现
护肤	Estee Lauder、倩碧、蒂佳婷品牌销售下降。Estee Lauder 在美洲增长中单位数，蒂佳婷在新兴市场销售翻倍还多，在美洲双位数增长。Lamer 品牌增长高单位数，The Ordinary 品牌双位数增长。
彩妆	Lamer 品牌销售下滑，倩碧品牌销售双位数增长。
香水	香水业务同比增长 2%，主要是高端品牌中单位数增长，在亚太和美洲高端品牌销售同比增长双位数。Le Labo 品牌双位数增长，在亚太区几乎翻倍；祖马龙品牌销售增长，尤其是在美洲有双位数增长。Estee Lauder 品牌销售下滑。
护发	护发业务下滑主要是 Aveda 品牌在北美表现弱。

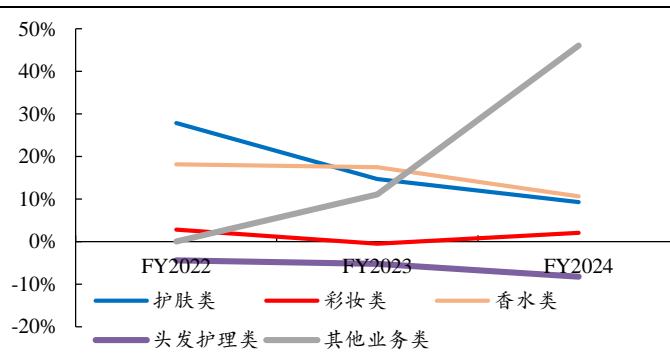
资料来源：雅诗兰黛公司公告、华丽志公众号、开源证券研究所

图75: 雅诗兰黛护肤品类占比进一步下滑



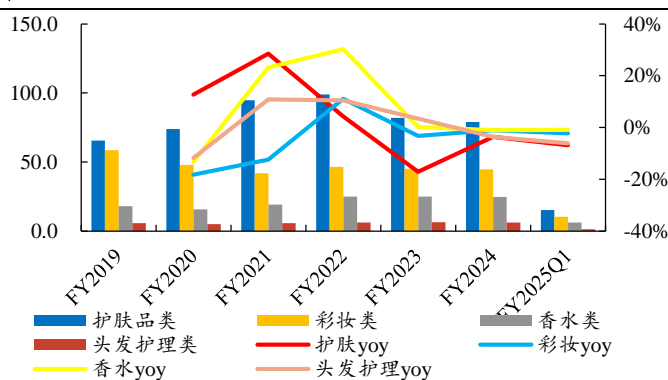
数据来源：Wind、开源证券研究所

图76: 2024 财年雅诗兰黛彩妆类营业利润率有所上涨



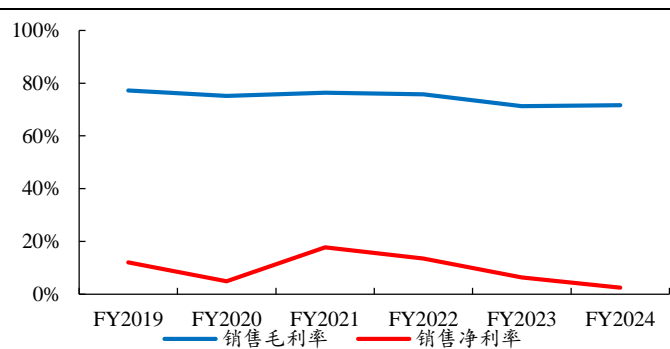
数据来源：Wind、开源证券研究所

图77: 2025 财年雅诗兰黛香水和彩妆部门增速快于其他部门



数据来源：Wind、开源证券研究所

图78: 雅诗兰黛销售净利率持续下滑

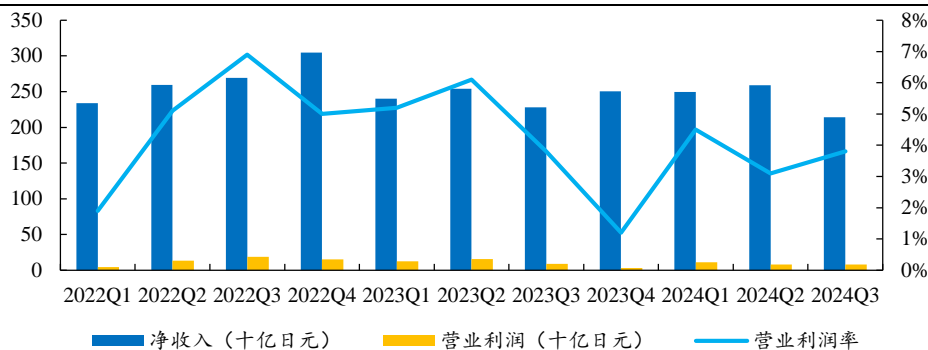


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、资生堂

受中国市场和旅游零售业务持续不及预期影响，近年资生堂业绩处于下滑态势。资生堂 2024Q2/2024Q3 净收入 2591/2142 亿日元，yoy-4%/-8%，处于下滑通道。2024 财年前三季度，资生堂中国区销售额 1738.63 亿日元，yoy-2.4%，剔除汇率影响下降 9.1%。美洲、欧洲、非洲等其他地区业绩也呈现不同程度下降。

图79：资生堂 2024 年以来收入、营业利润率整体承压



数据来源：资生堂公司推介材料、开源证券研究所

图80：资生堂 2024Q3 整体净收入持续下滑

Like-for-like*	2023 (vs. 2022)					2024 (vs. 2023)			
	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1	Q2	Q3	Q3 YTD
Japan	+8%	+9%	+6%	+17%	+10%	+20%	+7%	+5%	+10%
China	-3%	+20%	-9%	-21%	-5%	-3%	-9%	-13%	-8%
Asia Pacific	+16%	+12%	+15%	+8%	+13%	+5%	+7%	+2%	+4%
Americas	+30%	+18%	+10%	+9%	+15%	+9%	-20%	-9%	-7%
EMEA	+22%	+11%	+15%	+26%	+19%	+17%	+6%	-7%	+5%
Travel Retail	-4%	-4%	-25%	-43%	-20%	-31%	-15%	-38%	-27%
Total	+7%	+10%	-2%	-6%	+2%	+3%	-4%	-8%	-3%

资料来源：资生堂 2024Q3 交流材料

日本地区线上业务稳步发展。2024Q1-Q3 线上业务收入同比增长近 30%，系公司投资了日本电商业务，获得更多流量支持：(1) 自营电商平台优化升级使消费者有更好的购物体验，(2) 拓展 Amazon 和 Rakuten 等平台的 3P 业务来获取新客（该等消费者主要在这些平台购物），(3) 通过线上零售店（这些零售店在线下有百货店或美妆店或公司专卖店）打通线上线下连接，日本电商销售占比比年初提升了 3pct。

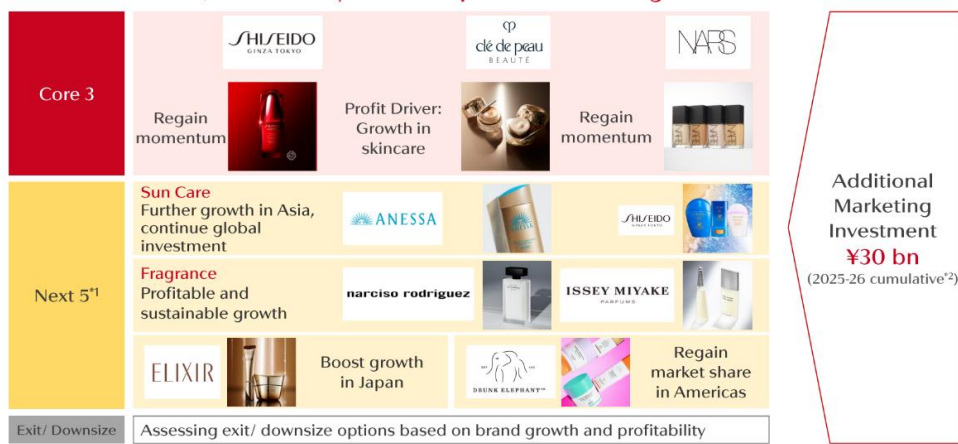
图81：资生堂日本地区线上业务稳步发展



资料来源：资生堂 2024Q3 交流材料

聚焦核心品牌、加码营销助力品牌向上突破。公司提出要新增 300 亿日元（约合人民币 14.52 亿元）营销费用，重点培育 core 3 品牌（资生堂 SHISEIDO、肌肤之钥 Clé de Peau Beauté、娜斯 NARS），以及 Next 5 品牌（安热沙 ANESSA、纳西索·罗德里格斯 NARCISO RODRIGUEZ、三宅一生香水 ISSEY MIYAKE PARFUME、怡丽丝尔 ELIXIR、醉象 DRUNK ELEPHANT），使八大核心品牌的营销投入达总营销投入的 80%。

图82：资生堂未来将聚焦核心品牌加码营销助力向上突破



资料来源：资生堂 2024Q3 交流材料

6、投资建议与行业估值

我们认为高端彩妆市场具备更强消费韧性，中国彩妆市场高端国货和海外品牌市占率呈上升趋势。毛戈平专业彩妆品牌创始人稀缺 IP 效应+专业化赋能，产品矩阵清晰，高端品牌精耕细作渠道带来稳健线下基本盘。资生堂旗下具有专业彩妆品牌 Nars、引领日本国潮出海，当前聚焦核心品牌，调整策略。雅诗兰黛具备 MAC、Bobbi Brown 等专业彩妆品牌，品牌多样化，在各细分市场均布局，新兴市场发展态势良好。受益标的：毛戈平、资生堂、雅诗兰黛。

表19：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/1/10	EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
1318.HK	毛戈平	60.25	1.87	2.47	3.12	32.30	24.36	19.30	未评级
4911.T	资生堂	2,585.00	19.45	76.83	124.19	132.91	33.65	20.81	未评级
EL.N	雅诗兰黛(ESTEE LAUDER)	73.66	2.59	1.56	2.69	28.44	47.25	27.40	未评级

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（注：毛戈平计价货币为港元、资生堂为日元、雅诗兰黛为美元，雅诗兰黛年度口径是财年，2025 财年范围是 2024 年 7 月 1 日-2025 年 6 月 30 日）

7、风险提示

行业竞争与消费者偏好变化风险、专柜获取风险、募投项目不及预期风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn