

毛戈平：成功路径难以复制的高端国货美妆

——毛戈平招股说明书梳理

行业评级：看好

2024年11月30日

分析师	马莉	汤秀洁	周明蕊	研究助理	王笑飞
证书编号	S1230520070002	S1230522070001	S1230523060002		S1230124070007

■ **美护市场：化妆品从红利期走向竞争格局优化阶段；目前国际大牌稳居高端市场，国货多以高性价比起家，毛戈平是突破高端壁垒的稀缺性国货**

- 1) **复合增速从11%降至3%：**中国美护市场15-19年Cagr 11%至4850亿元，19-23年Cagr 3%至5480亿元。从高景气度赛道，已经逐渐演变为成熟行业。
- 2) **国货VS国际：**中国护肤市场TOP20品牌，国货6席市占率13.5%、国际14席市占率33%；彩妆市场TOP20，国货6席市占率15%、国际14席市占率44%，其中国货以近几年新崛起的高性价比新锐品牌为主（eg花西子、橘朵、完美日记），仅毛戈平成立时间久且唯一进入高端彩妆阵营。
- 3) **高端VS大众：**高端TOP20均为国际品牌，毛戈平品牌NO.28市占率0.8%；大众TOP20，国货9席市占率15%、国际11席市占率25%。
- 4) **线上VS电商：**13-23年线下Cagr3%，占比86%→56%；电商Cagr20%，占比13%→44%。高端美妆线下占比达40%-50%，而大众国货线下10%-30%。

■ **毛戈平：从毛戈平看国货高端美妆的进阶之路，公司取得哪些成就——维持约30-40%Cagr，盈利水平较行业平均高10-15pct，家族团队稳定**

财务：21-23年收入Cagr 35%至28.9亿元，归母净利润Cagr 42%至6.6亿元。24H1收入同比+41%至19.7亿元，归母净利润同比+41%至4.9亿元。此外，得益于IP背书塑造高端品牌形象，公司毛利率约85%，净利率集中20-25%，较行业平均高10-15pct。

股权：毛戈平+妻子汪立群+一致行动人持股84%。其中毛戈平夫妇持股57%；24Q1收回浦申九鼎10%股权，对价7.3亿人民币，对应公司估值73亿。

管理：家族企业，除总裁外核心高管大多为毛氏家族成员。创始人&董事长毛戈平深耕化妆艺术40年，为中国著名的化妆艺术大师；妻子汪立群任副董事长，妻弟汪立华任副总裁、姐姐毛霓萍和毛慧萍协助日常管理；总裁宋虹隼02年加入公司，负责主品牌市场运作及管理。

■ **亮点：“既要”且“又要”的全能型毛戈平，为何难以复制——强大的IP背书+完善的渠道区隔+线下彩妆增值服务体验佳等**

1) **品类收入：24H1 55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训，为什么既能做彩妆又能做护肤——**国货品牌中，通常护肤和彩妆界限清晰，例如珀莱雅/薇诺娜专注护肤，PL/彩棠专注彩妆，核心在于先有品牌还是先有产品。大部分国货品牌没有强IP背书，市场认知过程是大单品→强系列→强品牌，品牌定位越清晰、消费者认知越强；而毛戈平是先有极强的IP属性，消费者信任“毛戈平”品牌属性，再对大单品形成认知，因此彩妆和护肤均可切入。

2) **渠道收入：24H1 专柜44%+线上直销37%+经销12%，为什么既能做专柜又能做电商——**国货品牌大多聚焦电商，而高端定位和创始人背书，助力毛戈平顺利切入专柜渠道。此外为了避免电商抢占线下客户，毛戈平对产品进行区隔，并在线下为核心会员提供化妆服务，提升消费体验和复购率。²

3) **客群画像：为什么潜在客群画像较广——**线上小克重产品，客单价低吸引年轻时尚；专柜大克重产品加彩妆服务，留住更注重体验消费的客户。

■ 国内消费市场复苏不及预期

若消费市场复苏不及预期，企业业绩将受到影响

■ 行业竞争加剧

行业竞争加剧将使得业内公司面临人才流失风险、新业务孵化表现不及预期风险

■ 渠道拓展不及预期

行业近年来高增速部分原因受益于天猫和抖音两个电商渠道的增长，目前均有降速迹象，行业可能面临渠道拓展不及预期风险

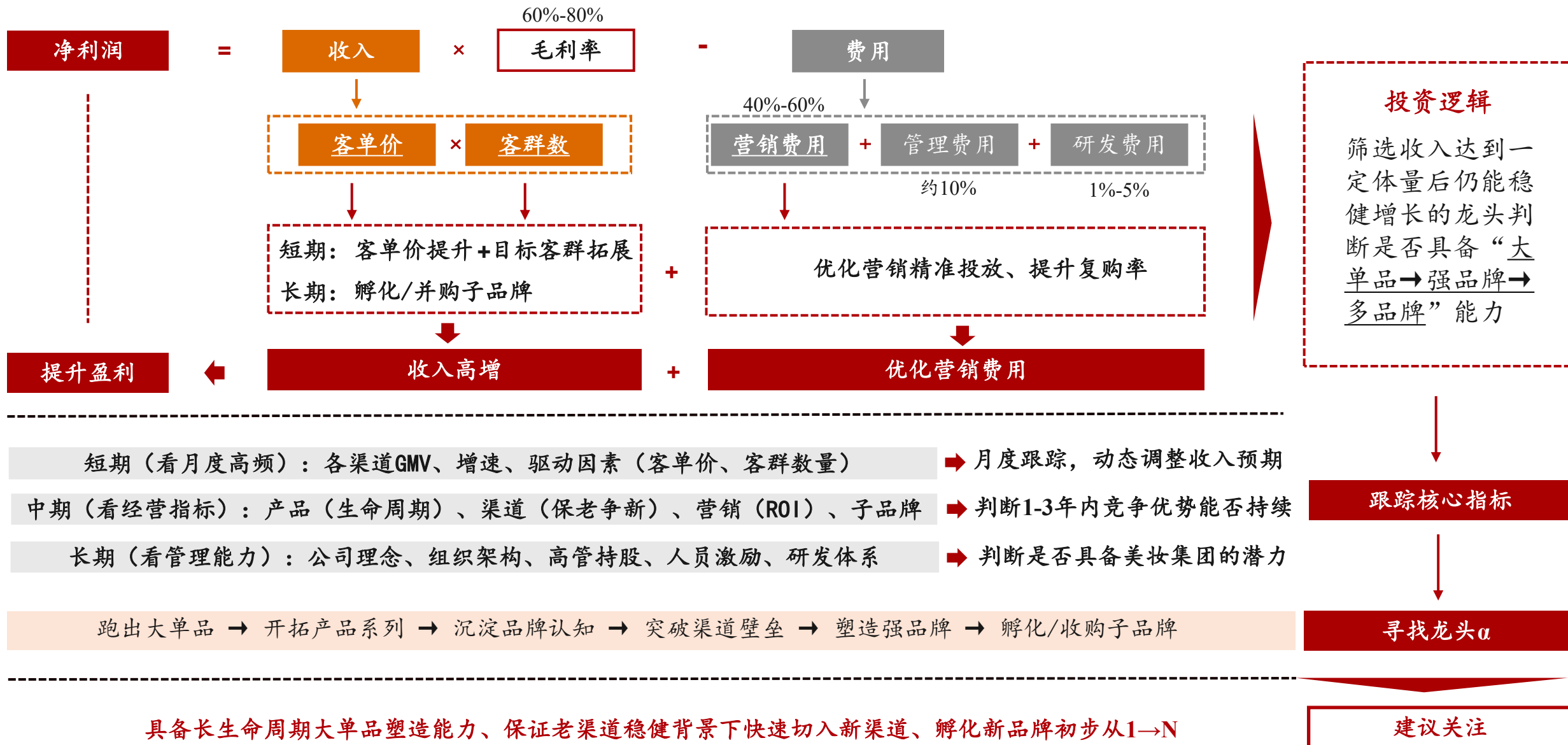
目录

1 行业：生意模式-护肤VS彩妆/国货VS国际/高端VS大众/电商VS线下

2 公司：从毛戈平看国货高端美妆的进阶之路，取得哪些成就

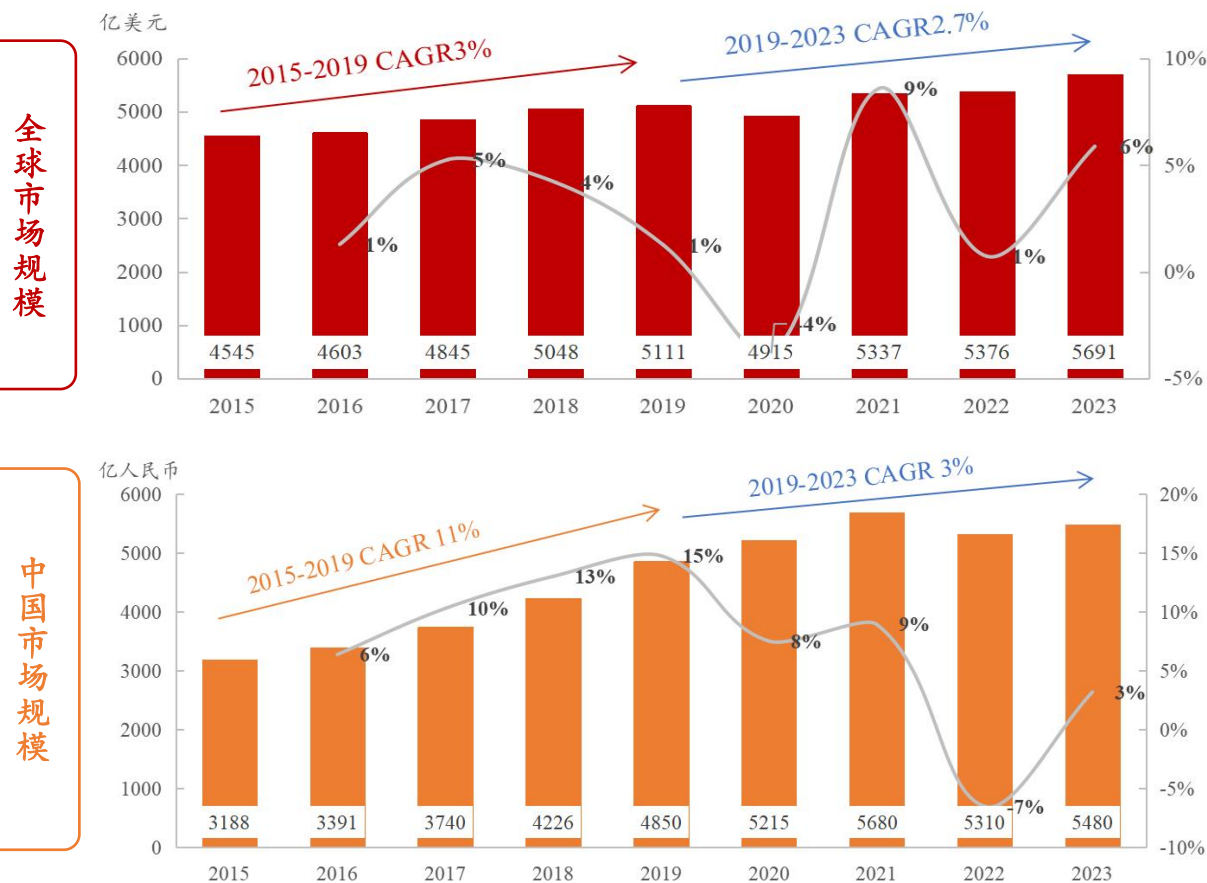
3 思考：“既要”且“又要”的全能型毛戈平，为何难以复制

4 对比：国货彩妆比较——毛戈平、彩棠、花西子



- 中国美护市场规模15-19年Cagr 11%至4850亿元，19-23年Cagr 3%至5480亿元。从高增长景气赛道逐渐演变为成熟行业，未来核心是竞争格局优化。
- 2023年细分赛道：护肤（规模2818亿元，占美护整体市场51%，19-23年Cagr4%）、彩妆（规模618亿元，占美护整体市场11%，19-23年cagr 1%）。

图：全球和中国美容个护市场规模与增速



图：全球和中国美容个护市场细分赛道占比和增速

	分类	2023年占比	2015-2019Cagr	2019-2023Cagr
全球	美妆与个护市场	100%	3%	3%
	护肤	28%	5%	2%
	护发	16%	1%	3%
	彩妆	13%	5%	0%
	香水	11%	2%	5%
	男士护理	10%	1%	3%
	口腔护理	9%	3%	3%
	洗浴	9%	2%	4%
	除臭剂	4%	1%	3%
	婴幼儿产品	4%	3%	4%
	防晒	3%	3%	5%
中国	脱毛膏	1%	-1%	2%
	分类	2023年占比	2015-2019Cagr	2019-2023Cagr
	美妆与个护市场	100%	11%	3%
	护肤	51%	11%	4%
	护发	12%	4%	3%
	彩妆	11%	24%	1%
	口腔护理	9%	10%	1%
	婴幼儿产品	6%	14%	5%
	洗浴	4%	4%	0%
	防晒	3%	12%	7%
	男士护理	3%	7%	0%
	香水	3%	16%	12%
	除臭剂	0%	6%	-2%
	脱毛膏	0%	7%	3%

- 护肤&彩妆赛道消费特点：相比护发、洗浴、口腔护理等更偏向可选消费，情感属性更强，价值判断更为主观。
- 研发投入低&代工比例高→行业进入壁垒不高；价值判断较为主观&品牌切换难度小→需要极强曝光维持品牌力；最终→高毛利率&高营销费用

品牌	指标	2020	2021	2022	2023	24H1
国货品牌						
毛戈平	毛利率		83.4%	83.8%	84.8%	84.9%
	销售费用率		48.4%	52.6%	48.9%	47.5%
	研发费用率		0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
	净利率		21.0%	19.2%	23.0%	25.0%
珀莱雅	毛利率	63.6%	66.5%	69.7%	69.9%	69.8%
	销售费用率	39.9%	43.0%	43.6%	44.6%	46.8%
	研发费用率	1.9%	1.7%	2.0%	1.9%	1.9%
	净利率	12.0%	12.0%	13.0%	13.8%	14.5%
巨子生物	毛利率	84.6%	87.2%	84.4%	83.6%	82.4%
	销售费用率	13.3%	22.3%	29.7%	33.0%	34.9%
	研发费用率	1.1%	1.6%	1.9%	2.1%	1.9%
	净利率	69.3%	53.2%	42.2%	41.1%	38.3%
上美股份	毛利率	64.7%	65.2%	63.5%	72.1%	76.5%
	销售费用率	45.4%	43.3%	46.5%	53.2%	56.9%
	研发费用率	2.3%	2.9%	4.1%	3.0%	2.2%
	净利率	6.0%	9.3%	5.1%	11.0%	11.6%
贝泰妮	毛利率	76.3%	76.0%	75.2%	73.9%	72.6%
	销售费用率	42.0%	41.8%	40.8%	47.3%	45.5%
	研发费用率	2.4%	2.8%	5.1%	5.4%	4.1%
	净利率	20.6%	21.5%	21.0%	13.7%	17.0%
丸美股份	毛利率	66.2%	64.0%	68.4%	70.7%	74.7%
	销售费用率	32.3%	41.5%	48.9%	53.9%	53.1%
	研发费用率	2.9%	2.8%	3.1%	2.8%	2.7%
	净利率	26.6%	13.5%	9.7%	12.5%	13.1%
国际品牌						
欧莱雅	毛利率	73.1%	73.9%	72.4%	73.9%	74.8%
	销售费用率	30.9%	32.8%	31.5%	32.4%	32.0%
	研发费用率	3.4%	3.2%	3.0%	3.1%	3.0%
	净利率	12.7%	14.3%	14.9%	15.0%	16.5%
雅诗兰黛	毛利率	75.2%	76.4%	75.8%	71.3%	
	销售费用率	58.8%	56.3%	54.0%	58.0%	
	研发费用率	1.6%	1.5%	1.7%	2.2%	
	净利率	4.9%	17.7%	13.6%	6.3%	

1.3 彩妆VS底妆VS护肤：从消费忠诚度/产品效果评价/产品技术含量三维度

- ❑ ①消费者忠诚度：护肤≈底妆>彩色妆容（眼影口红等）。前两者大范围直接接触皮肤，消费者选择更谨慎；
- ❑ ②客观效果评价：彩妆和底妆更立竿见影，产品力好不一定成功，但产品弱则大概率失败；护肤更主观且需要日积月累使用，还需反复营销加持；
- ❑ ③产品研发：通常认为护肤>底妆>彩色妆容（眼影口红通常代工比例较高，产品相似性强替代性高，通常更拼风口把握能力和产品迭代速度）
- ❑ 最终：护肤-大单品孵化逻辑路线，消费者通过主观心理感受逐步形成忠诚度；底妆，类护肤产品，大单品路线，产品力打磨很重要；彩色通常爆品孵化路线，生命周期短于前两者，更拼风口把握能力和产品迭代速度，且通常盈利难度更大。

图：彩妆VS底妆VS护肤产品列举

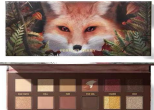
护肤

品牌	海蓝之谜	雅诗兰黛	赫莲娜	SK-II	欧莱雅	珀莱雅	可复美	毛戈平
名称	精粹水	小棕瓶精华	黑绷带面霜	神仙水	小蜜罐面霜	红宝石活肤水	胶原蛋白贴	鱼子酱面膜
图例								

底妆

品牌	阿玛尼	迪奥	YSL	兰蔻	欧莱雅	彩棠	花西子	毛戈平
名称	权力粉底液	水光气垫	粉气垫	持妆粉底液	黑胖子气垫	小圆管气垫	好气色气垫	鱼子酱气垫
图例								

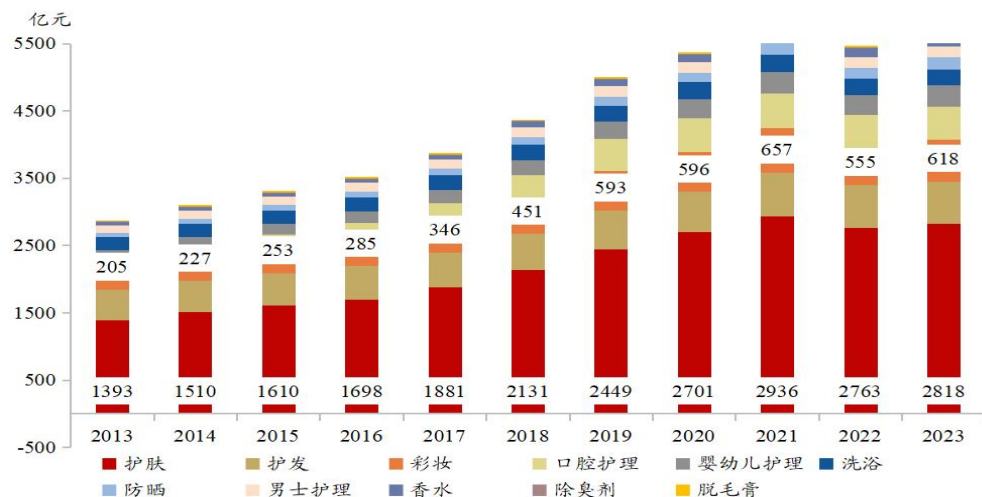
彩妆

品牌	YSL	CHANEL	TF	NARS	纪梵希	完美日记	毛戈平
名称	小金条	双头唇釉	眼影盘	腮红	四宫格散粉	动物眼影盘	修容高光一体盘
图例							

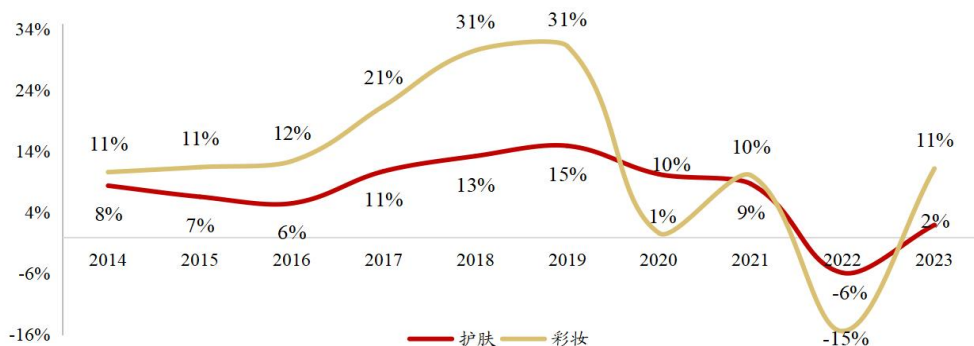
1.3 彩妆VS护肤：护肤2818亿，单品牌最大173亿；彩妆618亿，单品牌最大39亿

- 从零售额规模来看，中国23年护肤市场规模2818亿位列细分赛道NO.1，10年cagr 7%；彩妆市场规模618亿位列NO.3，10年Cagr 12%。
- 中国单品牌天花板：23年中国护肤最大单品牌欧莱雅174亿，彩妆最大单品牌YSL 39亿。行业普遍认为彩妆天花板远低于护肤。

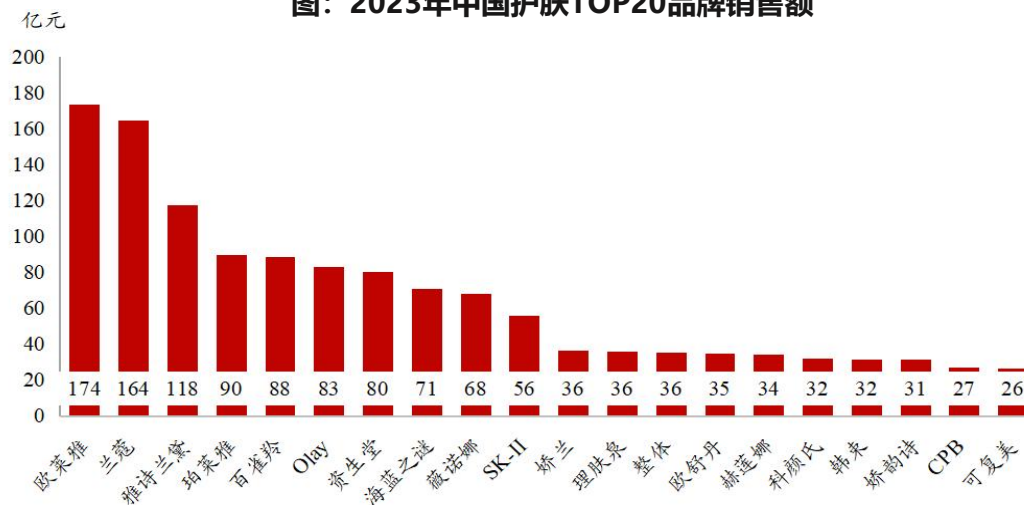
图：中国美护市场细分赛道市场规模，护肤第一，彩妆第三



图：中国护肤&彩妆赛道市场规模增速



图：2023年中国护肤TOP20品牌销售额

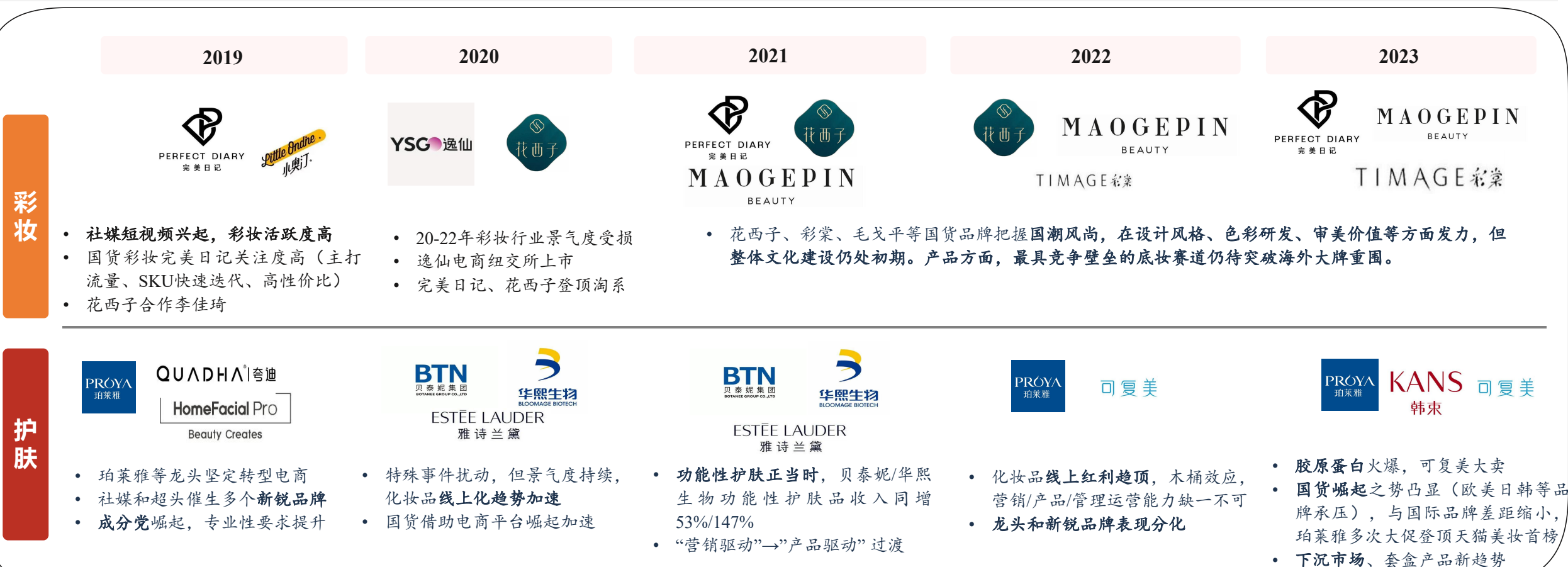


图：2023年中国美妆TOP20品牌销售额



1.3 彩妆VS护肤：护肤-发展较成熟阶段；彩妆-品牌文化建设初期阶段

- **彩妆：**①17-20年：彩妆活跃度高，知名国货彩妆品牌花西子、橘朵、完美日记等成立于2017年，逸仙电商（完美日记）2020年收入超50亿（同比+73%）。②20-22年活跃度不如护肤。③近年国货彩妆开始在设计风格、色彩研发、审美价值体系等领域发力，但品牌文化整体建设仍处初期。
- **护肤：**①16-17年珀莱雅等国货护肤龙头开始坚定转型电商，通过电商突围迅速获得了一定市占率提升。②近年功效护肤为最大热点，强调成分/技术/配方组合，几大细分蓝海赛道火爆，如胶原蛋白、医美术后修复护肤、“械字号”敷料产品等。



□ 中国护肤TOP20中，国际VS国货市占率约2.5:1。国际品牌依然强势，稳占高端市场；国货在大众或中高端市场突围，消费者心智难以突破高端。

图：2014-2023年中国护肤市场TOP20品牌市占率（%）

排名	品牌	公司	定位	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	欧莱雅	欧莱雅	大众	7.1	6.5	5.9	5.3	5.3	5.5	5.8	5.7	6.0	6.2
2	兰蔻	欧莱雅	高端	2.3	2.3	2.3	2.7	3.2	4.0	5.0	5.4	5.9	5.8
3	雅诗兰黛	雅诗兰黛	高端	2.0	2.1	2.0	2.4	2.9	3.6	4.4	4.8	4.6	4.2
4	珀莱雅	珀莱雅	大众-中高端	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7	2.5	3.2
5	百雀羚	百雀羚	大众	2.6	3.4	4.0	4.4	4.5	4.5	4.1	3.8	3.5	3.1
6	玉兰油	宝洁	大众	4.7	4.0	3.2	2.9	3.1	3.3	3.2	3.0	3.3	2.9
7	自然堂	伽蓝	大众	2.3	2.5	2.8	3.3	3.4	3.4	3.1	3.0	2.7	2.8
8	海蓝之谜	雅诗兰黛	高端	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	1.2	1.7	2.1	2.2	2.5
9	薇诺娜	贝泰妮	大众	0.1	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4	1.7	2.2	2.4
10	SK-II	宝洁	高端	0.7	0.7	0.8	1.1	1.6	1.9	2.3	2.4	2.3	2.0
11	娇兰	LVMH	高端	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3
12	理肤泉	欧莱雅	大众	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3
13	资生堂	资生堂	中高端	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3	1.5	1.5	1.3
14	欧舒丹	欧舒丹	高端	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
15	赫莲娜	欧莱雅	高端	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	1.2
16	科颜氏	欧莱雅	高端	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
17	韩束	上美股份	大众	-	1.1	1.3	1.2	1.1	0.8	0.9	1.1	0.9	1.1
18	娇韵诗	娇韵诗	高端	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.1	1.1
19	肌肤之钥	资生堂	高端	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
20	可复美	巨子生物	中高端	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.9
国货市占率				6.5	8.6	9.8	10.7	11.1	11.2	11.1	11.7	12.4	13.5
国际市占率				20.1	19.0	18.2	18.9	21.3	25.1	29.3	31.5	33.3	33.1
合计				26.6	27.6	28.0	29.6	32.4	36.3	40.4	43.2	45.7	46.6



□ 中国彩妆TOP20中，国际VS国际市占率约3:1。国货彩妆以近几年新崛起的新锐品牌为主，仅毛戈平成立时间久且唯一进入高端彩妆阵营。

图：2014-2023年中国彩妆市场TOP20品牌市占率（%）

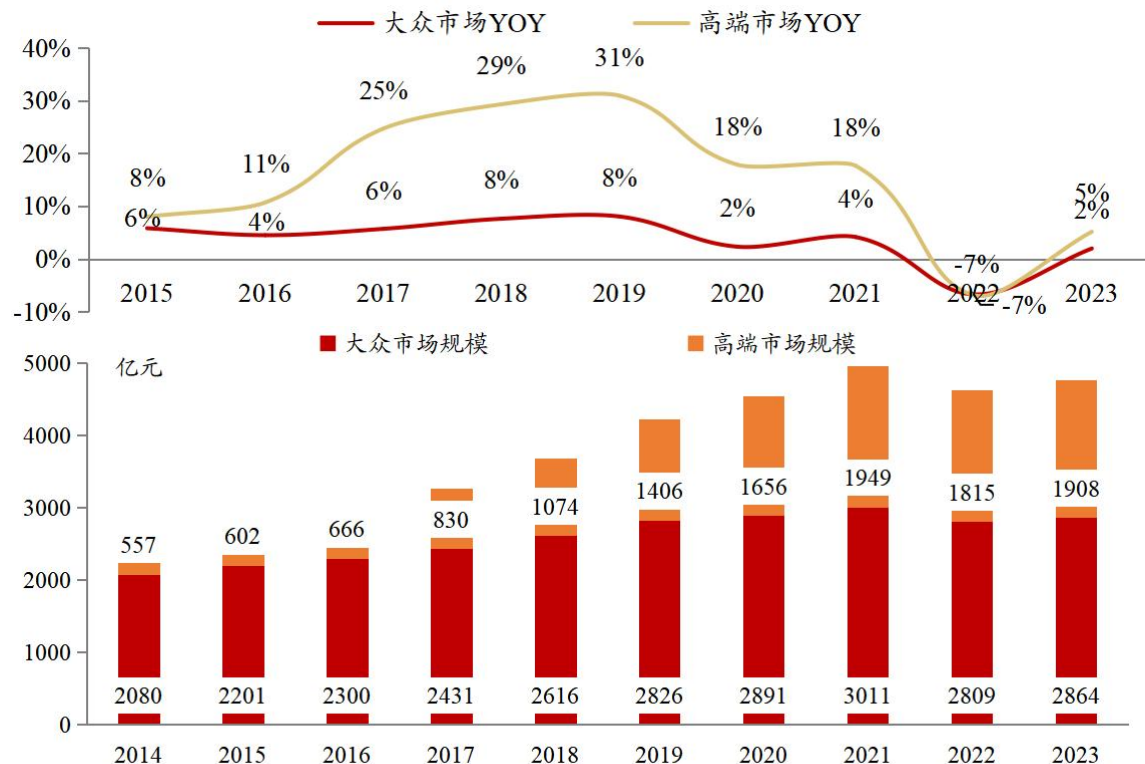
排名	品牌	公司	定位	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	圣罗兰	欧莱雅	高端	0.2	0.4	0.9	1.8	3.3	3.7	3.8	4.3	5.7	6.4
2	迪奥	LVMH	高端	3.1	3.1	3.4	4.7	6.0	6.1	6.0	6.1	5.6	5.4
3	兰蔻	欧莱雅	高端	2.9	3.5	4.0	4.3	4.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.1
4	花西子	浙江宜格	大众	-	-	-	0.3	2.0	2.9	5.1	6.5	5.4	4.3
5	香奈儿	香奈儿	高端	2.4	2.2	2.1	2.5	2.7	2.6	2.5	2.8	2.8	3.1
6	阿玛尼	欧莱雅	高端	0.5	0.7	1.0	1.5	2.2	3.0	3.1	3.4	3.3	3.0
7	3CE	欧莱雅	大众	-	-	-	-	-	0.9	1.8	2.2	2.9	3.0
8	卡姿兰	卡姿兰	大众	4.6	5.0	4.9	4.5	3.8	3.2	2.5	2.6	2.8	2.9
9	MAC魅可	雅诗兰黛	大众-中高端	1.1	1.2	1.6	2.2	3.2	3.8	3.4	2.9	2.7	2.8
10	Nars	资生堂	高端	-	-	-	0.5	0.7	1.2	1.5	1.9	2.6	2.7
11	雅诗兰黛	雅诗兰黛	高端	1.6	1.4	1.3	1.8	2.2	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5
12	橘朵	上海橘宜	大众	-	-	-	-	0.6	0.7	1.2	1.5	1.8	2.4
13	欧莱雅	欧莱雅	大众	4.3	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3	2.3	2.3	2.2	2.4
14	美宝莲	欧莱雅	大众	12.1	11.1	10.1	8.3	6.5	5.1	4.0	3.0	2.6	2.2
15	毛戈平	毛戈平	高端	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	0.9	1.4	1.8	2.0
16	纪梵希	LVMH	高端	1.5	1.7	1.9	2.1	2.2	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9
17	肌肤之钥	资生堂	高端	0.2	0.3	0.5	0.8	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5	1.8
18	完美日记	逸仙电商	大众	-	-	-	0.3	1.6	5.1	6.7	6.3	3.1	1.8
19	芭比布朗	雅诗兰黛	高端	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.8	1.8
20	彩棠	珀莱雅	大众-中高端	-	-	-	-	-	-	0.4	0.7	1.3	1.7
国货市占率				5.3	5.7	5.5	5.7	8.5	12.6	16.8	19.0	16.2	15.1
国际市占率				30.7	30.6	31.4	34.7	38.3	41.1	40.8	41.7	43.7	44.1
合计				36.0	36.3	36.9	40.4	46.8	53.7	57.6	60.7	59.9	59.2

1.5 高端VS大众：大众品牌可以升级到中高端，而高端需极强背书打造心理认同

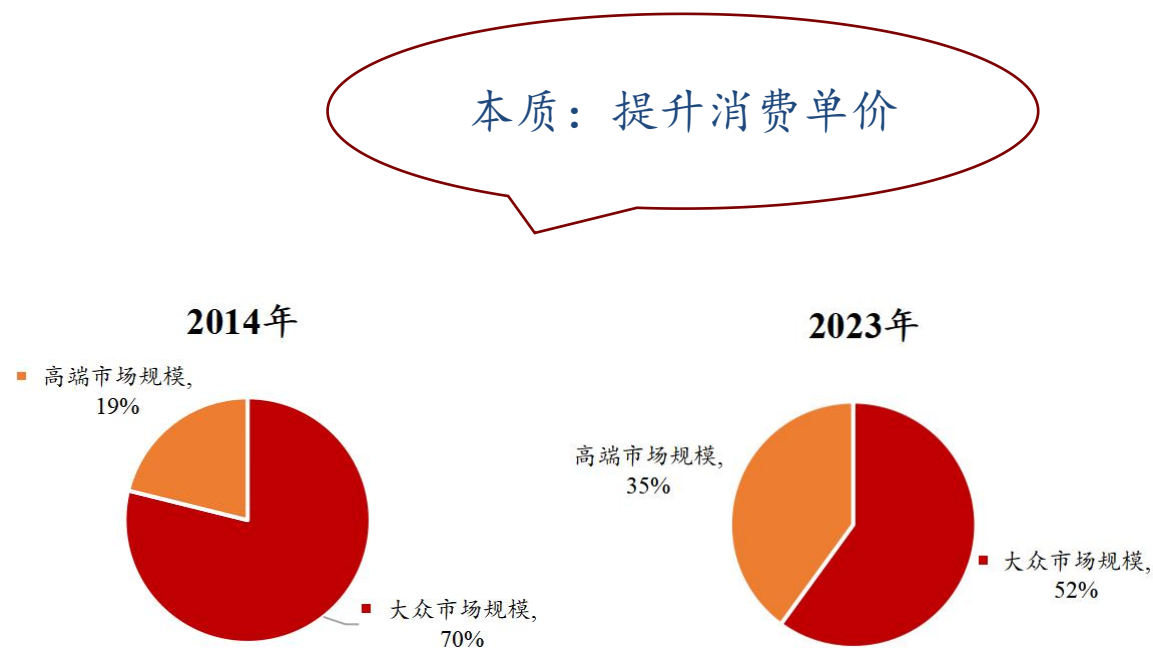
□ 增速：高端市场复合增速15%>大众4%，外资品牌高端定位多，受益更显著。

- 为什么高端产品增速持续超过大众产品？1) 不可逆的单向跃迁，棘轮效应下逆向转换难度大。2) 大众向高端化妆品消费的资金跨越难度小、消费体验度提升显著。3) 高端产品借助电商做市场下沉，通过买赠折扣挤压大众消费市场。
- 珀莱雅客单价从100+提升至约300元，验证国货可以从大众向中高端升级，而高端市场需极强的心理认同，需要辅以IP背书或历史沉淀，较年轻的国货品牌突破高端化难度仍较大。

图：2014-2023年，大众 cagr 4% < 高端 cagr 15%



图：2014-2023年，高端&奢侈美妆个护占比从19%提升至35%



1.5 高端VS大众：高端市场TOP20均为国际品牌，市占率58%，毛戈平NO.28

□ 高端美护市场：TOP20均为国际品牌，合计市占率58%，国货未入围；毛戈平品牌位列高端市场NO.28、市占率0.8%；毛戈平公司位列高端市场NO.14（剔除个护公司）。

图：2014-2023年中国高端美护市场TOP20品牌市占率（%）

排名	品牌	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	兰蔻	兰蔻	7.8	7.8	7.8	8.1	8.4	9.2	10.2	10.3	11.1	10.8
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	6.1	6.2	5.8	6.3	6.7	7.3	8.2	8.1	7.8	7.0
3	迪奥	LVHM	3.9	3.9	4.3	4.9	5.3	5.2	4.7	4.7	4.1	4.2
4	海蓝之谜	雅诗兰黛	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7	2.2	3.1	3.4	3.6	4.0
5	香奈儿	香奈儿	3.6	3.3	3.3	3.6	3.5	3.2	2.8	2.9	2.9	3.4
6	圣罗兰	欧莱雅	0.1	0.2	0.5	0.9	1.7	1.9	1.8	2.1	2.6	3.1
7	SK-II	宝洁	1.8	1.8	1.9	2.5	3.2	3.3	3.7	3.6	3.4	2.9
8	娇兰	LVHM	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	2.0	2.3	2.4	2.4	2.4
9	资生堂	资生堂	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6	2.8	2.8	2.3
10	CPB	资生堂	0.3	0.4	0.7	1.0	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
11	欧舒丹	欧莱雅	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.5	1.7	1.9
12	阿道夫	阿道夫	-	0.4	0.6	1.2	2.7	3.5	3.9	2.6	2.1	1.9
13	科颜氏	欧莱雅	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9	2.1	1.8
14	赫莲娜	欧莱雅	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	0.9	1.3	1.8
15	娇韵诗	娇韵诗	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	1.3	1.6	1.7
16	阿玛尼	欧莱雅	0.4	0.5	0.7	1.0	1.3	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6
17	卡诗	欧莱雅	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.8	1.2	1.3
18	WHOO后	LG健康	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.3
19	雪花秀	爱茉莉太平洋	0.3	0.6	1.0	1.0	1.2	1.3	1.6	1.8	1.5	1.1
20	雅姿	安利	7.5	6.4	4.9	3.6	2.8	2.1	1.6	1.4	1.2	1.1
合计			41.2	41.2	41.4	44.1	48.6	52.0	55.6	56.1	57.0	57.6
28	毛戈平	毛戈平	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

1.5

高端VS大众：大众市场TOP20，国货9席市占率15%、国际11席市占率25%

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

大众美护市场：TOP20中，国际VS国际市占率约1.7:1。国货近几年格局变化大，珀莱雅/可复美明显崛起，花西子是TOP20中唯一国货彩妆品牌。

图：2014-2023年中国大众美护市场TOP20品牌市占率（%）

排名	品牌	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	欧莱雅	欧莱雅	6.5	6.2	5.8	5.5	5.8	6.3	7	7.4	7.9	8.2
2	珀莱雅	珀莱雅	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7	2.5	3.2
3	玉兰油	宝洁	3.9	3.3	2.8	2.6	2.8	3.2	3.3	3.2	3.6	3.2
4	百雀羚	百雀羚	1.9	2.5	3.0	3.5	3.7	3.9	3.9	3.8	3.5	3.1
5	自然堂	伽蓝	1.8	1.9	2.2	2.8	2.9	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0
6	海飞丝	宝洁	3.7	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0	2.8	2.8	2.9	2.8
7	潘婷	宝洁	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4	1.6	1.9	2.1	2.0
8	舒肤佳	宝洁	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9
9	飘柔	宝洁	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2	2	2	2.1	1.9	1.6
10	清扬	联合利华	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
11	力士	联合利华	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
12	韩束	上美	-	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.9	1.1	0.9	1.1
13	花西子	宜格	-	-	-	-	0.3	0.6	1.1	1.5	1.2	1.1
14	施华蔻	汉高	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1	1.0
15	可复美	巨子生物	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.6	0.9
16	欧珀莱	资生堂	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
17	欧诗漫	欧诗漫	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
18	丸美	丸美	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
19	妮维雅	拜尔斯道夫	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
20	敷尔佳	敷尔佳	-	-	-	-	-	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
国货市占率			5.8	7.4	8.3	9.4	10.2	11.6	12.8	13.9	14.1	15.0
国际市占率			26.1	24.3	22.9	22.1	22.3	22.7	23.6	24.5	25.9	25.2
合计			31.9	31.7	31.2	31.5	32.5	34.3	36.4	38.4	40.0	40.2

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

❑ 线下以百货专柜&连锁专卖店为主，电商以天猫&抖音为主。13-23年线下规模由2393亿 CAGR 3%至3083亿，占比由86%下降至56%；电商规模由372亿 CAGR 20%至2389亿，占比由13%上升至44%。

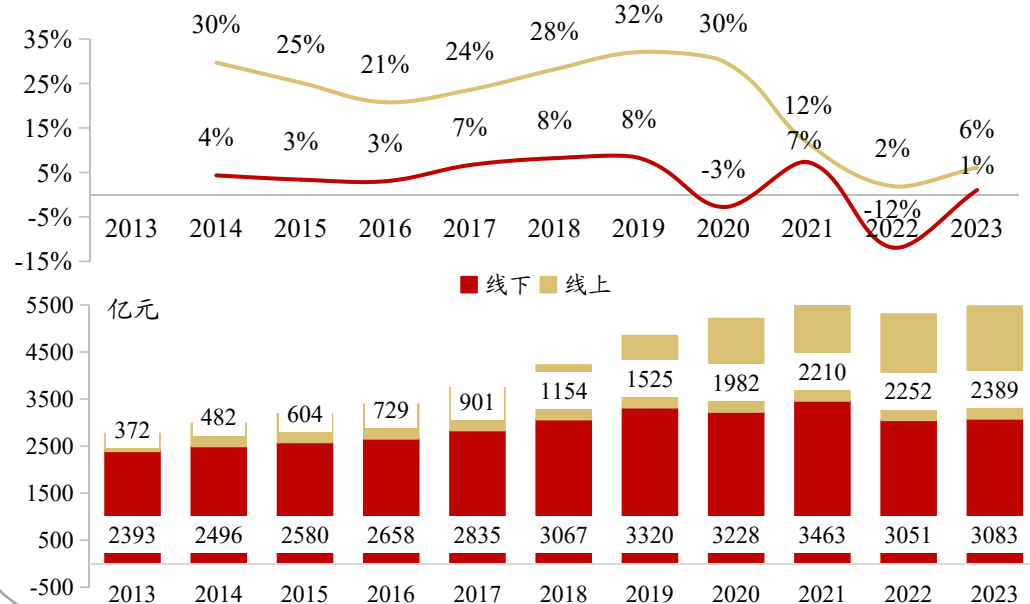
❑ 电商增速>线上增速，但高端美妆品牌线下占比普遍40%-50%，远高于多数定位大众的国货10%-30%。

➢ 原因一：品牌高端调性维持的需要。国际品牌多定位高端，线下渠道使消费者享受到更优质的服务体验，与品牌进行深度互动，增强对品牌的心理认同感，是品牌维持高端化定位的必要手段之一。

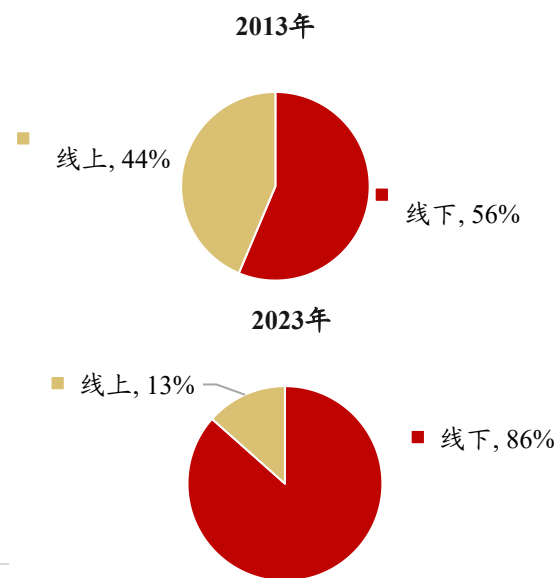
➢ 原因二：线下渠道的壁垒。线下物业等成本较电商成本更为刚性，对品牌引流能力和盈利能力要求高，因此多数国货拓展线下渠道面临挑战。

➢ 原因三：彩妆体验属性>护肤。国货目前多以护肤为主，彩妆占比较少。彩妆效果比护肤更明显和直接，体验属性更强，因此适合线下渠道。

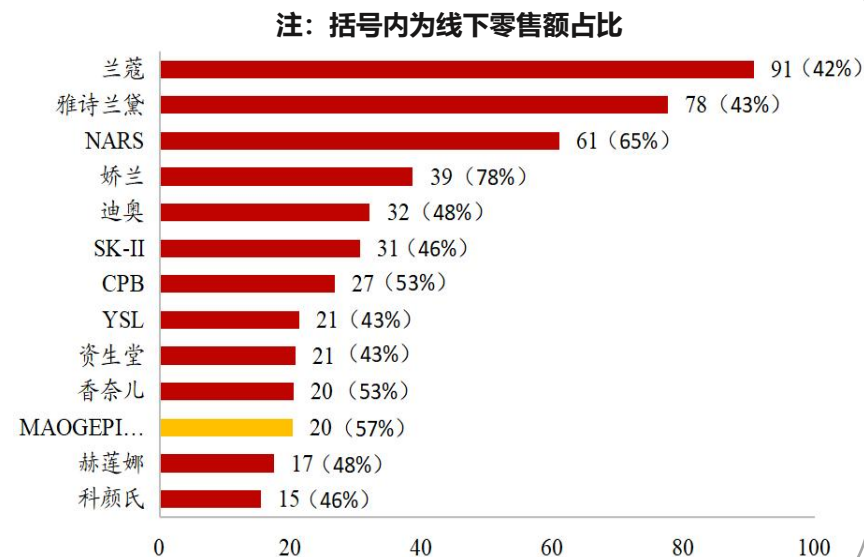
图：13-23年中国美护线上VS线下销售额及增速



图：13-23年线下美妆占比降至56%



图：中国高端美妆品牌23年零售额及线下零售额占比（亿元）



目录

1

行业：生意模式-护肤VS彩妆/国货VS国际/高端VS大众/电商VS线下

2

公司：从毛戈平看国货高端美妆的进阶之路，取得哪些成就

3

思考：“既要”且“又要”的全能型毛戈平，为何难以复制

4

对比：国货彩妆比较——毛戈平、彩棠、花西子

2.1 毛戈平：明星创始人背书+高端百货渠道加持，中国高端美妆领导者

- **深耕高端美妆二十余年，国货高端美妆稀缺品牌。**2000年由中国美妆领军人物毛戈平创立，据欧睿数据（按23年零售额，剔除个护品牌），毛戈平在中国高端美妆排名NO.14，为中国高端美妆市场TOP15中唯一的中国公司。
- **毛戈平覆盖彩妆+护肤，以线下高端百货专柜销售为主，全国自营专柜数量全国排名第二。**公司旗下的两大美妆品牌毛戈平和至爱终生，毛戈平起家自高端百货的专柜渠道，全国自营专柜数量为372个，在中国所有国内及国际美妆品牌中排名第二。

图：毛戈平发展历程图

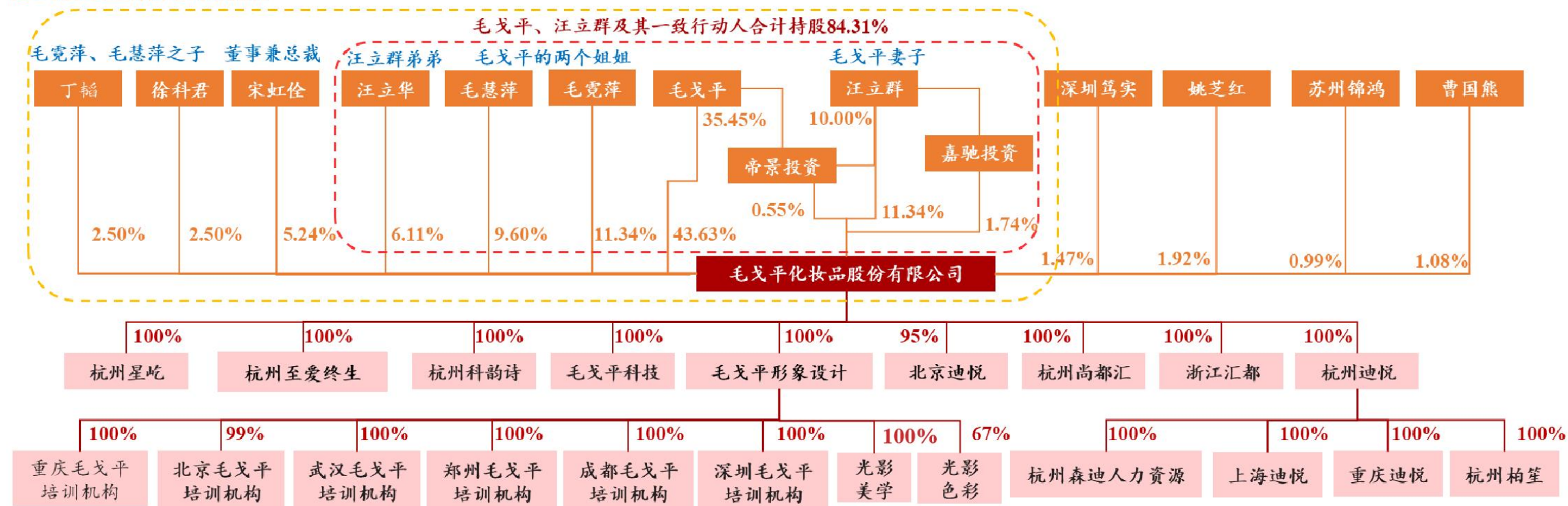


2.2 股权结构：家族企业，创始人+一致行动人合计持股84%

- 毛戈平+妻子汪立群持股57%，毛戈平+妻子汪立群+一致行动人持股84%，核心关联人士持股95%，典型家族式企业。①毛戈平夫妇持股57%：毛戈平/汪立群直接持有43.63%/11.34%，通过帝景投资间接持股0.55%，汪立群通过嘉驰投资持股1.74%。②一致行动人持股84%：加上毛慧萍、毛霓萍、汪立华等家族成员为一致行动人，合计84.31%；③核心关联人士持股95%：加上总裁宋虹佺及毛戈平两个外甥，核心关联人士持94.55%。
- 24Q1收回浦申九鼎10%股权→核心关联人士7.55%+两家私募2.45%。对价7.3亿人民币，公司整体估值对应73亿。①核心关联人士回收7.55%：先由帝景投资回收7.55%，后帝景投资向核心关联人士累计转让7.97%股权：嘉驰投资0.97%+毛戈平两个外甥5%（徐科君、丁韬各2.5%）+1%毛戈平+0.26%汪立群+毛霓萍0.26%+毛惠萍0.22%+汪立华0.14%+宋虹佺0.12%；②两家私募2.46%：深圳笃实1.47%+苏州锦鸿0.99%。

图：毛戈平股权结构图（截至24.11.30）

核心关联人士持股比例94.55%



- ❑ 创始人&董事长毛戈平深耕化妆艺术近40年。毛戈平是中国著名的化妆艺术大师，先后为多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，曾四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”，曾担任北京奥运会开幕式化妆设计师。
- ❑ 总裁宋虹仝02年加入公司，负责主品牌市场运作及管理。前期毛戈平线下渠道开拓、商场进驻等也主要由宋虹仝牵头负责。
- ❑ 除宋总以外的核心高管均为毛氏家族成员。汪立群任副董事长，汪立华（汪立群弟弟）任兼副总裁。毛霓萍、毛慧萍（毛戈平两个姐姐）协助日常管理，并分别负责至爱终生、毛戈平科技的日常经营及管理工作。

图：毛戈平管理层简历

姓名	年龄	职务	相关背景
毛戈平	60	创始人、董事长	领导及管理董事会，并负责本集团的整体业务战略和管理。中国著名化妆艺术大师，从事化妆艺术近40年，影响了改革开放后几代人的生活和化妆观念。83-98年曾任浙江省越剧团，2000年7月在杭州创建MAOGEPING，10月创建浙江毛戈平形象设计艺术学校。曾在2008年北京奥运会期间内担任化妆造型设计师。2020年获杭州市人民政府授予“杭州工匠”称号。
汪立群	53	副董事长	毛戈平妻子。协助董事长管理本集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理。EMBA结业。91-99年任浙江省越剧团演员，00-08年任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长，08年起任杭州毛戈平形象设计艺术有限公司总经理。现任副董事长。
毛霓萍	64	副董事长&资深副总裁	毛戈平姐姐。协助董事长管理董事会日常工作及本集团业务管理，兼任至爱终生品牌的日常经营及管理。MBA结业。00-10年10月任杭州汇都化妆品董事、总经理。10-15年任杭州汇都化妆品副董事长。
毛慧萍	62	资深副总裁	毛戈平姐姐。于1991年3月获得中国宁波开放大学(前身为宁波市广播电视大学)大专学位。于2000年协助毛先生创办了杭州毛戈平(本公司前身)后担任杭州毛戈平的副总经理；自2011年2月先后在杭州毛戈平及本公司担任董事兼资深副总裁，分管本集团财务、研发及供应链。于2024年4月1日调任执行董事。彼亦为浙江汇都的监事。
汪立华	51	副总裁	汪立群弟弟。于2002年9月加入本集团。2010年8月至今担任毛戈平形象设计副总经理。荣获中国十大青年化妆师奖、中国国际时装周2009年度最佳化妆造型师奖。2003年12月获得化妆师资格证书，并于2014年3月获得中国职业技能鉴定中心颁发的二级化妆师证书。
宋虹仝	49	总裁&毛戈平品牌事业部总经理	全面负责MAOGEPING品牌市场运作及品牌管理，参与本集团重大业务决策和经营管理。于2016年6月获得中国矿业大学(北京)工商管理硕士学位。2002年10月加入公司，自2024年4月起担任本公司总裁，并于2024年4月1日调任为执行董事。亦为浙江汇都的董事兼总经理。

资料来源：公司招股书、Wind、浙商证券研究所

图：创始人&董事长毛戈平



图：副董事长&毛戈平妻子汪立群



图：总裁宋虹仝



2.4 募集资金：主要用于销售扩张&品牌建设

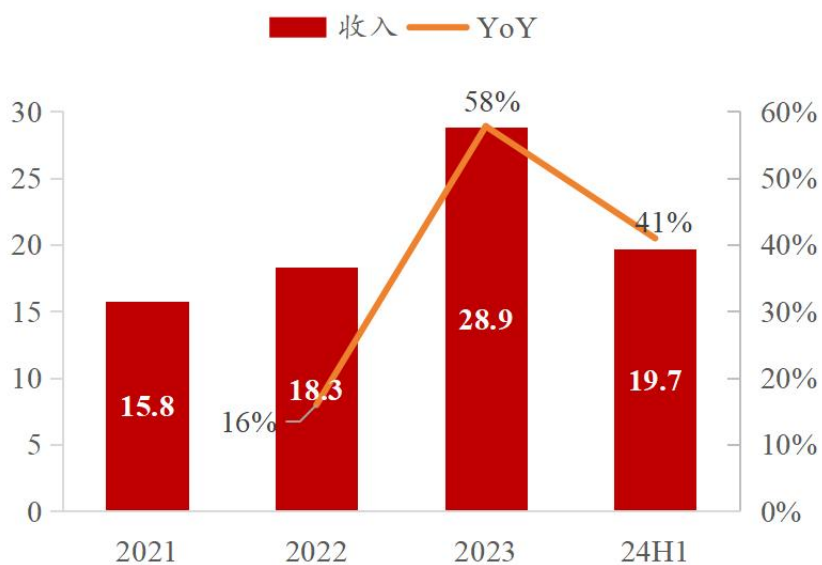
- 账面现金充裕。截至2024H1，公司账面货币资金5.53亿元，上半年经营性现金流净额6.2亿元。此外今年3月公司获得银行融资3亿元，有效期一年其中2800万尚未动用。
- 募资用途：25%扩大销售网络+20%品牌建设+15%海外扩张及收购，其中海外收购主要目标是已具备一定的市场地位及市场份额的中高端品牌）。

图：毛戈平募资用途

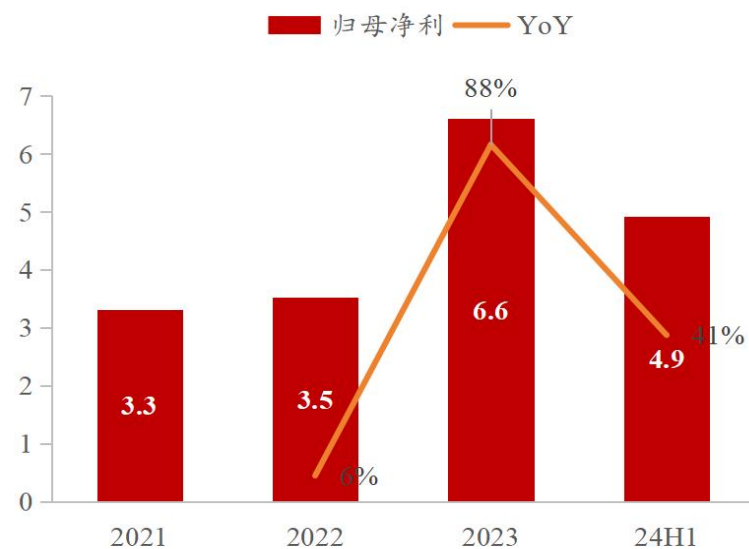
募集资金用途	占比	主要内容
扩大销售网络	25%	扩大线下销售渠道，开设新品牌商店及专柜、升级现有专柜； 扩大线上销售渠道，招募更多电商销售人员、增加品牌线上广告、向电商和社交媒体平台购买各种服务包。
品牌建设活动	20%	品牌及产品营销活动，组织化妆秀及产品发布会等线下活动、赞助高规格活动； 品牌及产品推广活动，与知名KOL合作、制作宣传影片及纪录片。
海外扩张及收购	15%	在海外市场建立品牌知名度及开店、通过线上线下渠道以及开展新产品发布会及KOL合作提高品牌认知度、建立海外市场自营官方网店； 潜在的策略投资及收购机会。
加强生产及供应链能力	10%	建设及扩建生产设施及供应链。
增强产品设计及开发能力	9%	建设新产品开发中心、招蔡产品开发人员、购买设备及提高生产技术； 采用创新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%	升级及扩大机构设施及基础设施、开设化妆艺术工作室、招募更多培训师、制定新课程、参加大型行业活动。
运营及信息基础设施数字化	5%	购买硬件设备、开发或购买软件系统、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%	

- 24H1收入/归母净利19.7/4.9亿，同比分别+41%/+41%。21-23年公司营收15.8/18.3/28.9亿元，CAGR 为35%；21-23年归母净利分别为3.31/3.52/6.62亿元，CAGR 41%。24H1 收入19.7亿，同比+41%，归母净利4.9亿，同比+41%。
- 22年业绩有所波动，23年重回高增轨道。22年民众化妆需求减少导致彩妆市场规模下降，同时化妆艺术培训课程的参与者数目减少，公司营收/归母净利同增16%/6%，增幅较低，净利率下降至19.2%。23年产品销售+化妆培训业务情况向好，收入/利润同增58%/88%，24H1均同增41%。

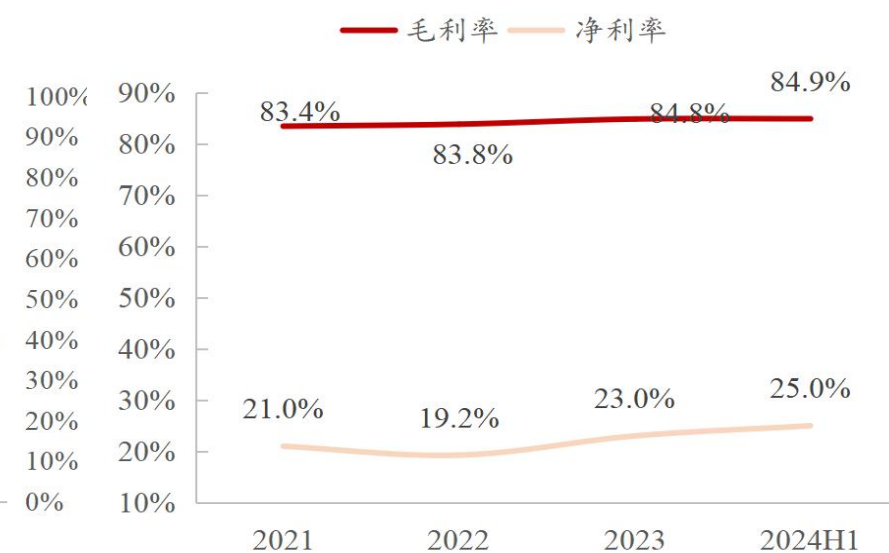
图：24H1收入19.7亿，同比+41% (亿元)



图：24H1归母净利4.9亿，同比+41% (亿元)



图：24H1毛利率84.9%，净利率25%



2.6 分品牌：毛戈平96%+至爱终生1%

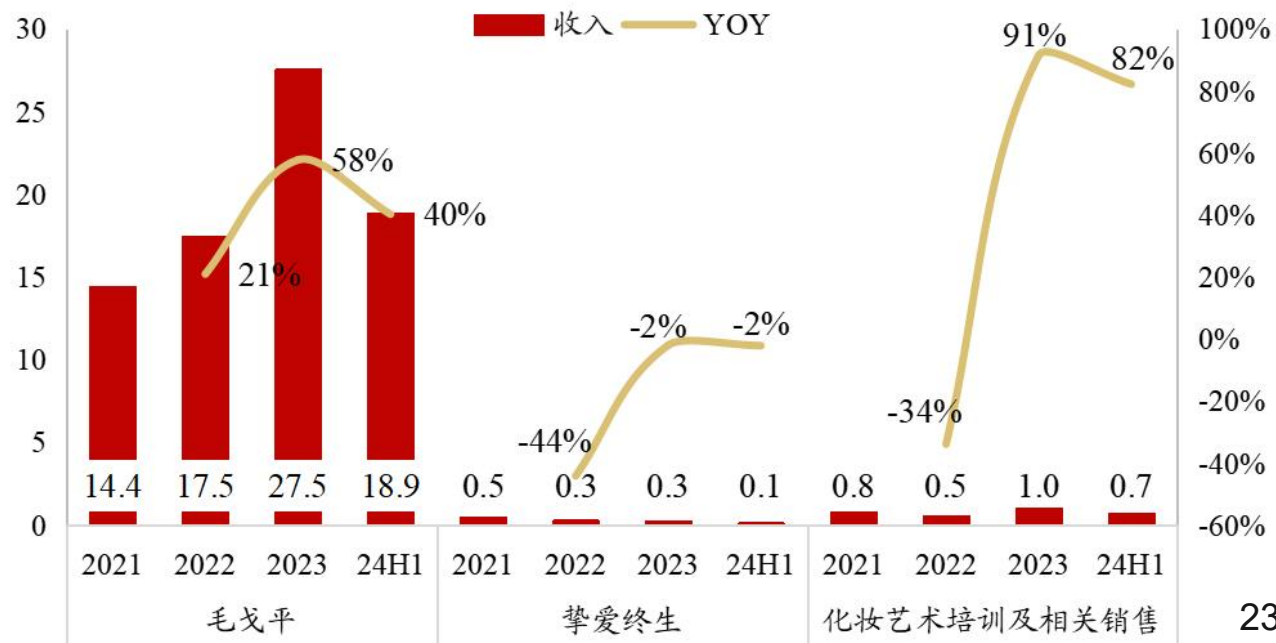
□ 毛戈平96%+挚爱终生1%：24H1毛戈平收入18.9亿，同比+40%。

- ✓ **MAOGEPING**：中国传统美学积淀+光影轮廓塑形概念。2000 年推出，以创始人毛戈平命名。秉承光影美学和东方美学，其中「光影美学」源于经典视觉艺术的运用，其在化妆中指的是运用高光和轮廓技巧使面部轮廓更加有形。而「东方美学」源自中国传统文化的美学，独特的中国元素与消费者共鸣。
- ✓ **至爱终生**。08年创立，定位高性价比，覆盖彩妆和护肤品。

图：毛戈平品牌矩阵

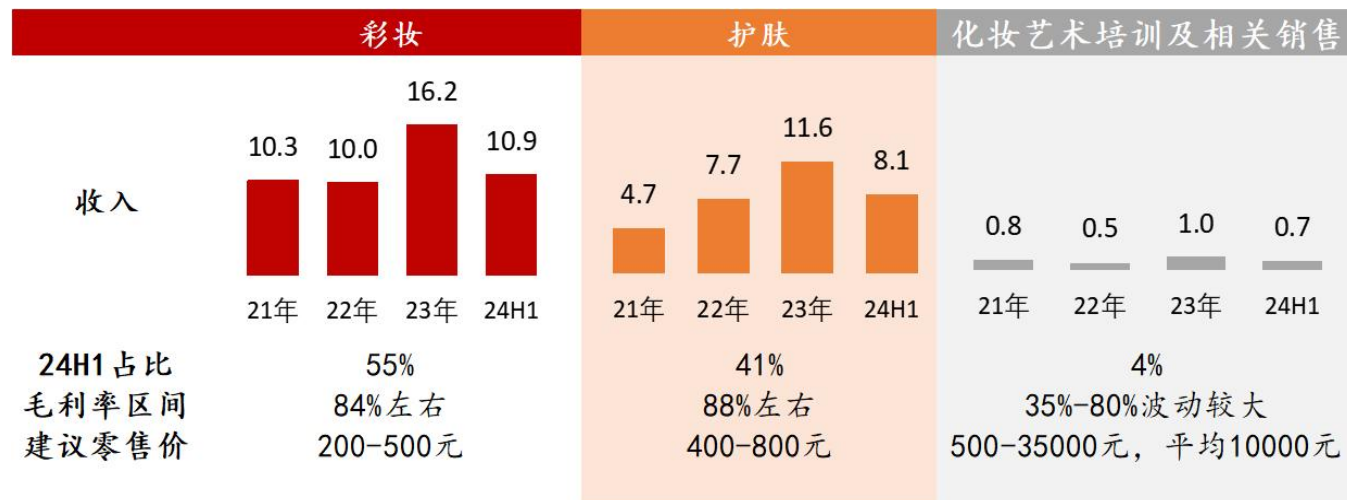


图：毛戈平24H1收入18.9亿，同比+40%

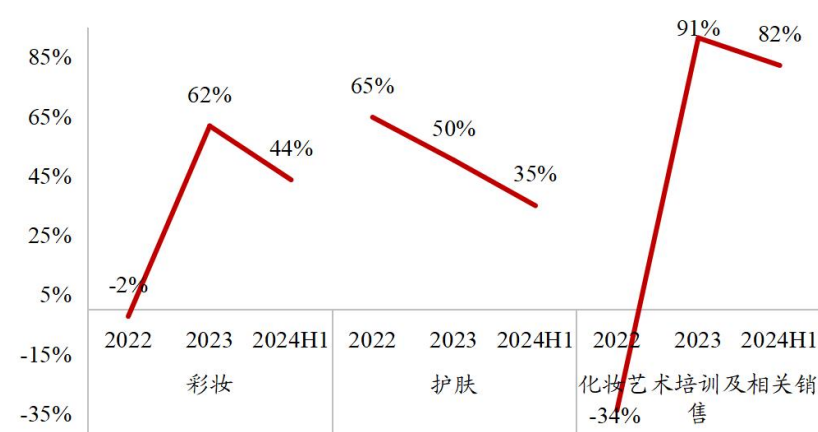


- 24H1收入拆分：55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训与相关销售。两个品牌共387个单品（337个彩妆单品+50个护肤单品）。
- 护肤及彩妆均定位高端：护肤、彩妆产品建议零售价通常在400 -800元、200-500元。但若考虑到线上促销活动、小样、赠品等影响，实际护肤、彩妆平均单价分别为300-350元、150-200元左右。

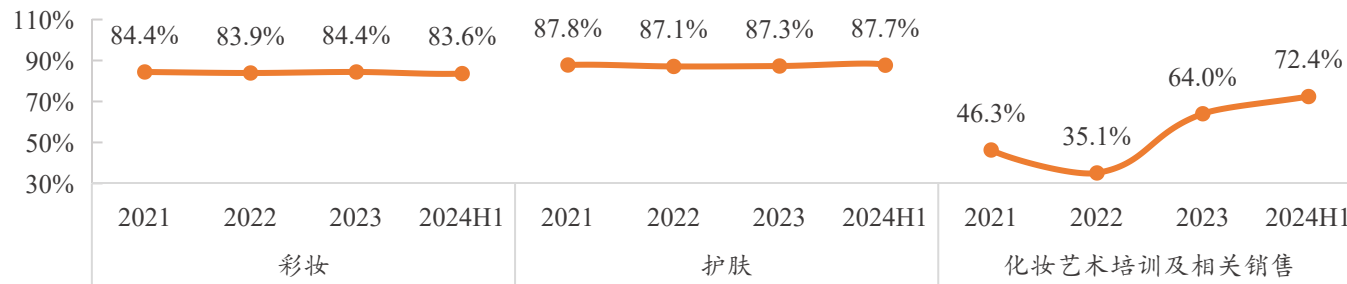
图：公司业务拆分



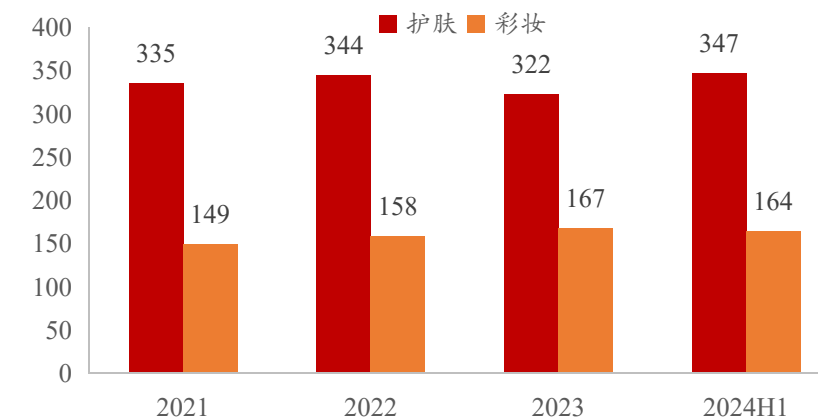
图：公司各业务增速



图：公司各业务毛利率



图：彩妆&护肤平均单价



2.8 分渠道：线下49%+线上47%，其中百货44%，线上直销37%

❑ 24H1线下49%+线上47%。定位高端，百货专柜占44%为第一大渠道，线上直销占37%为第二大渠道。

❑ 21-23年线上直销增速最快，百货次之。21-23年百货CAGR 29%，线上直销CAGR 57%。

①百货专柜：截至24H1共有自营专柜372个，在中国所有美妆品牌中排名第二。

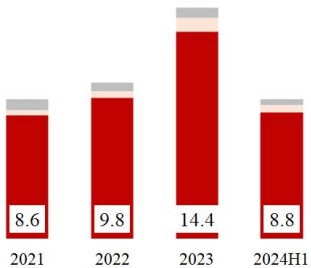
②线上直销：在天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台均有直营网点。

③经销：截至24H1线上/线下经销商分别为10家/21家，收入占比10%/2%。

④高端跨国美妆零售商：自2020年与一家高端跨国美妆零售商开始建立合作关系并提供独家产品，24H1收入贡献0.5亿，占比3%。

图：渠道拆分

单位：亿元		2021	2022	2023	2024H1	21-23年CAGR
线下	线下合计	收入	9.7	10.8	16.0	9.7
		yoy		12%	48%	23%
		占总收入比	61%	59%	56%	49%
		毛利率	86.1%	86.0%	86.6%	86.4%
	百货专柜直销	收入	8.6	9.8	14.4	8.8
		yoy		14%	47%	24%
		占总收入比	54%	54%	50%	44%
		毛利率	88.1%	87.6%	88.2%	88.0%
	高端跨国美妆零售商	收入	0.3	0.5	0.9	0.5
		yoy		45%	109%	4%
		占总收入比	2%	2%	3%	3%
		毛利率	65.2%	65.7%	69.9%	67.2%
	线下经销商	收入	0.8	0.6	0.7	0.4
		yoy		-25%	23%	25%
		占总收入比	5%	3%	2%	2%
		毛利率	72.7%	74.9%	74.9%	75.7%
线上	线上合计	收入	5.3	6.9	11.8	9.3
		yoy		31%	70%	64%
		占总收入比	34%	38%	41%	47%
		毛利率	84.3%	84.2%	84.3%	84.3%
	线上直销	收入	3.8	5.2	9.3	7.4
		yoy		36%	80%	63%
		占总收入比	24%	28%	32%	37%
		毛利率	84.5%	84.6%	84.6%	84.5%
	线上经销商	收入	1.5	1.8	2.5	2.0
		yoy		19%	40%	66%
		占总收入比	9%	10%	9%	10%
		毛利率	83.7%	83.2%	83.3%	83.8%



■ 线下经销商
■ 高端跨国美妆零售商
■ 百货专柜直销



■ 线上直销
■ 线上经销商

- ❑ 稀缺的国货高端化妆师美妆品牌，高定价支持约85%毛利率。据招股书，彩妆价格集中在200-500元，护肤价格集中在400-800元。从彩妆产品来看，公司产品定位高端，代表性产品鱼子酱气垫天猫官旗售价360元/14g，粉修盘（4色高光+3色阴影）880元/18g。从功能性护肤来看，公司代表性产品主要瞄准面膜、精华、霜等高客单价品类，如大单品奢华鱼子面膜天猫官旗售价780元/65克、奢华养肤黑霜天猫官旗售价680元/50克。
- ❑ 净利率集中20-25%，较珀莱雅/丸美等高出10-15pct，期间费用率相差不大，主要系毛利率优势。

图：公司毛利率85%，净利率20%+，盈利能力同业领先

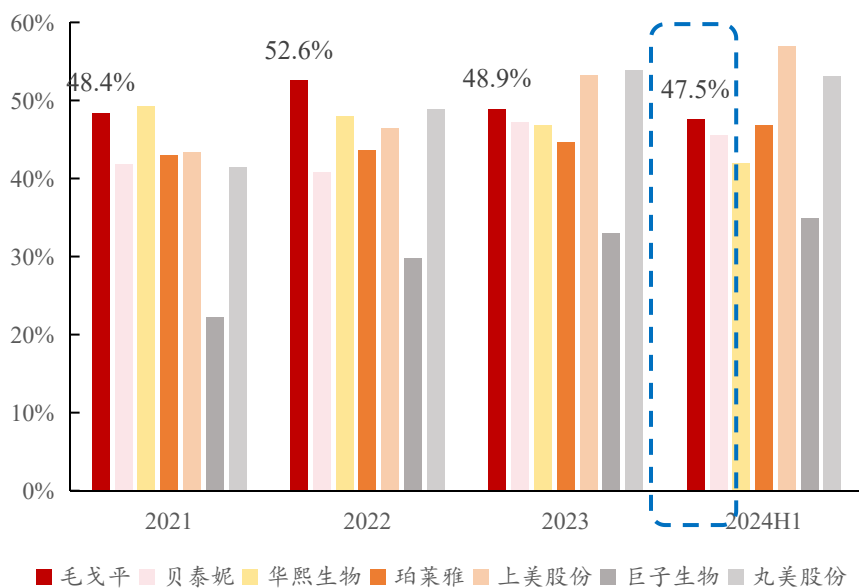
	毛利率				净利率			
	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1
毛戈平	83.4%	83.8%	84.8%	84.9%	21.0%	19.2%	23.0%	25.0%
巨子生物	87.2%	84.4%	83.6%	82.4%	53.2%	42.2%	41.1%	38.3%
上美股份	65.2%	63.5%	72.1%	76.5%	9.3%	5.1%	11.0%	11.6%
丸美股份	64.0%	68.4%	70.7%	74.7%	13.5%	9.7%	12.5%	13.1%
华熙生物	78.1%	77.0%	73.3%	74.5%	15.7%	15.1%	9.6%	12.1%
贝泰妮	76.0%	75.2%	73.9%	72.6%	21.5%	21.0%	13.7%	17.0%
珀莱雅	66.5%	69.7%	69.9%	69.8%	12.0%	13.0%	13.8%	14.5%

□ 销售费用率：47%-53%略高于行业均值，高端品牌通常投入更多营销以维持品牌调性；其中营销推广开支费用率约20%，专柜租赁费约10%。

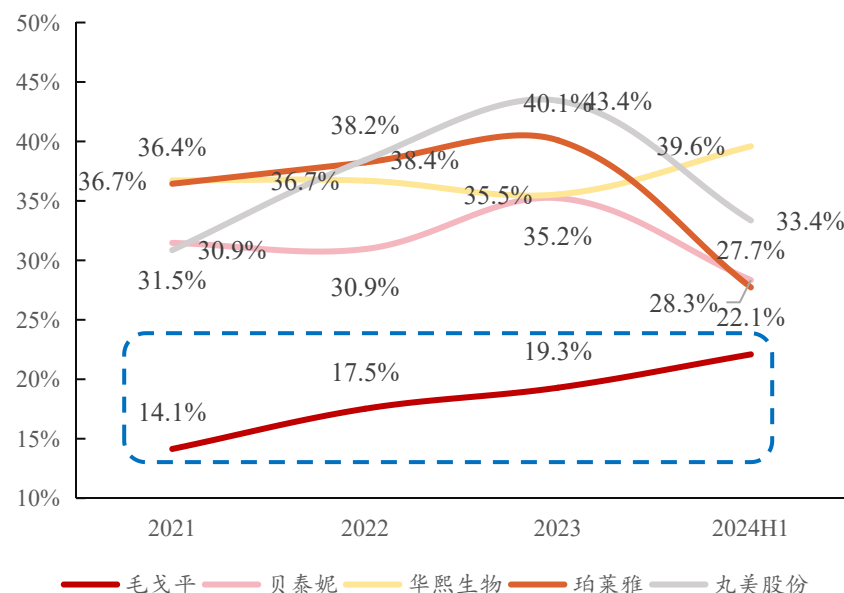
①百货专柜渠道占44%，相关柜台等租赁费用计入销售成本，21-24H1租赁物业费用占总收入的比例在10%左右。

②随着电商占比提升，公司近年营销及推广费用开支占比随之提升，并着重加大了品牌力建设，如22年南宋文化节期间，在德寿宫博物馆组织了艺术展。在天猫组织「光影20周年」活动、在抖音组织「东方甄选」主题活动等。

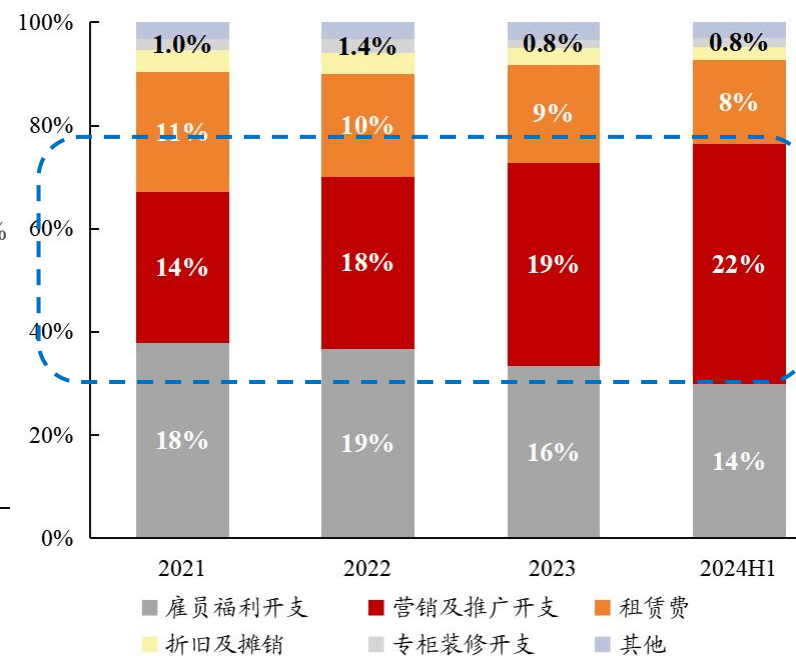
图：销售费用率50%左右，略高于行业平均水平



图：营销推广开支占总收入比20%+较低但逐年上升



图：销售费用拆分——营销及推广开支占比逐年增加



注：租赁费指百货商店及其他租赁物业费

- **管理费用率**：21-24H1年管理费用率分别为7.9%、7.3%、6.7%、6.8%；但若剔除产品开发费用，管理费用率为7.0%、6.5%、5.8%、6.0%。
- **研发费用率**：21-24H1产品开发费用率接近1%。国货化妆品公司研发费率集中在2%-5%（华熙生物较高主要系包含原料、医疗终端产品等其他业务），国际化妆品公司如欧莱雅21-23年研发费率约3%。公司以代工生产、贴牌模式为主，整体产品开发及生产成本较低，但ODM/OEM模式下，公司保留了对产品属性、功效和美学表现的决定权，重点在于完善基本的化妆品参数，如色调、油水平衡、柔韧性、黏度和表面活性剂水平。

图：管理费用率逐年下降，规模效应凸显

	管理费用率			
	2021	2022	2023	2024H1
毛戈平	7.9%	7.3%	6.7%	6.8%
贝泰妮	6.1%	6.8%	7.5%	7.3%
华熙生物	6.1%	6.2%	8.1%	9.2%
珀莱雅	5.1%	5.1%	5.1%	4.3%
上美股份	7.2%	8.3%	5.0%	3.2%
巨子生物	4.6%	4.7%	2.7%	2.6%
丸美股份	5.6%	6.4%	4.9%	4.3%

图：研发费用率接近1%处于同业低位

	研发费用			
	注：毛戈平为管理费用中的产品开发费用			
	2021	2022	2023	2024H1
毛戈平	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
贝泰妮	2.8%	5.1%	5.4%	4%
华熙生物	5.7%	6.1%	7.3%	7%
珀莱雅	1.7%	2.0%	1.9%	2%
上美股份	2.9%	4.1%	3.0%	2%
巨子生物	1.6%	1.9%	2.1%	2%
丸美股份	2.8%	3.1%	2.8%	3%

目录

1 行业：生意模式-护肤VS彩妆/国货VS国际/高端VS大众/电商VS线下

2 公司：从毛戈平看国货高端美妆的进阶之路，取得哪些成就

3 思考：“既要”且“又要”的全能型毛戈平，为何难以复制

4 对比：国货彩妆比较——毛戈平、彩棠、花西子

□ 2个品牌共387个单品，337个彩妆单品+50个护肤单品。

护肤

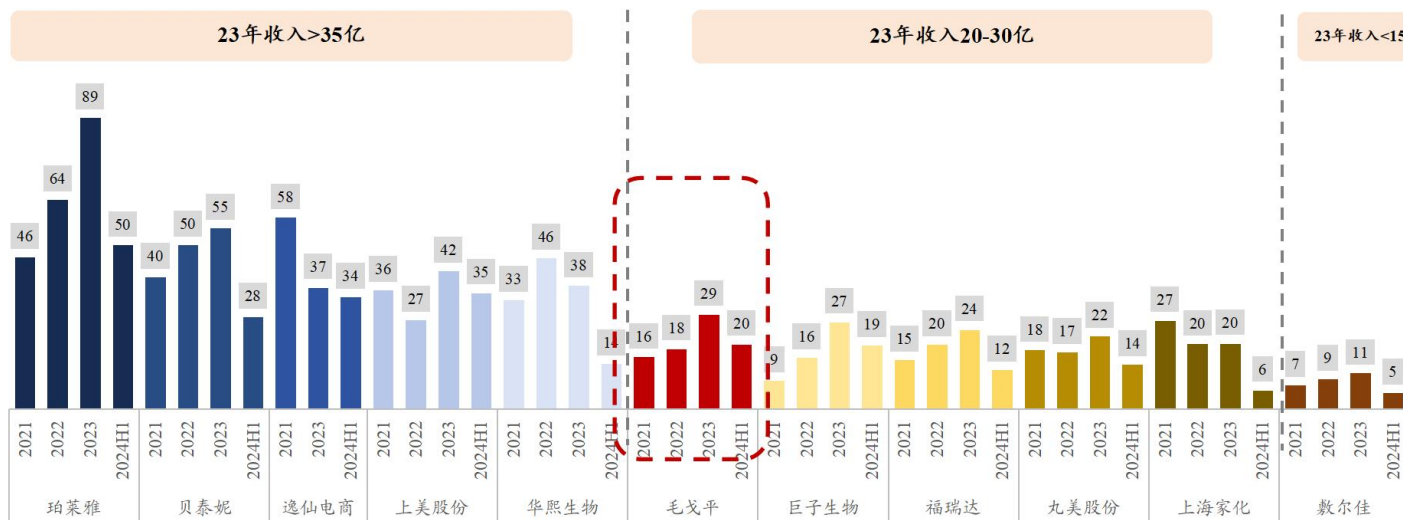
类型	面膜	精华液		面霜	眼部护理
名称	奢华鱼子面膜	奢华鱼子多效安瓶精华液	奢华至臻紧颜安瓶精华液	奢华养肤黑霜	奢华鱼子眼膜
图例					
核心成分	西伯利亚鲟鱼籽、珍稀人参精粹、酵母精华等	鲟鱼子酱提取物、香根鸢尾根提取物、人参根提取物等	长心卡帕藻+刺云果提取物、香根鸢尾花精华、棕榈酰三肽-5等	神经酰胺NP、山茶花精华、马齿苋提取物	鲟鱼子酱提取物、人参根提取物
功效	修护 抗皱 紧致	紧致 抗皱 保湿	修护 抗皱 紧致	滋养 保湿 修护	保湿、紧致
定价	780元/65克	720元/10*5ml	560元/30ml	680元/50克	580元/30克

彩妆

类型	高光		粉底			阴影		妆前
名称	光影塑颜高光粉膏	光影塑颜高光粉饼	光感美肌无痕粉膏	水奶油粉底液	奢华鱼子无瑕气垫粉底液	柔光收颜粉膏	光影塑颜立体鼻影粉	凝脂柔肌妆前霜
图例								
定价	720元/16.5g	520元/8.5g	380元/12.5g	380元/30ml	360元/14g	380元/10.5g	390元/3g	360元/30ml
类型	定妆		腮红		遮瑕	眼妆		唇妆
名称	光感柔纱凝颜粉饼	光感轻柔蜜粉	柔纱幻颜腮红	云纱悦色渐变腮红	无瑕双色遮瑕膏	塑形晶彩眼影	塑形持久眉笔	魅色凝润唇膏
图例								
定价	380元/11.5g	170/4g	280元/3.5g	280元/4g	330元/3g	220元/3g	220元/0.18g	260元/3.8g

- 根据23年化妆品收入，毛戈平收入28.9亿位列国货第二梯队，24H1收入19.7亿，24全年有望跻身第一梯队。1) 第一梯队：珀莱雅、贝泰妮、上美股份、华熙生物等。2) 第二梯队：毛戈平、巨子生物、福瑞达、丸美股份、上海家化。3) 第三梯队：敷尔佳等。除毛戈平外均以护肤为主。
- 从彩妆收入来看，毛戈平24H1彩妆收入10.9亿，同比+44%。23年主流化妆品公司珀莱雅、丸美股份、逸仙电商彩妆收入分别为11/6.5/20亿元。
- 毛戈平24H1护肤收入8.1亿，同比+35%，彩妆+护肤双轮驱动。毛戈平彩妆起家，21年彩妆收入已高达10.3亿。近年来护肤发力，21-23年护肤收入由4.7亿CAGR 57%至11.6亿，24H1继续同增35%至8.1亿，24H1护肤收入占比已提升至41%。公司已形成彩妆+护肤双轮驱动强劲增长模式。

图：主流化妆品公司化妆品收入（亿元）



图：主流化妆品公司彩妆收入（亿元）



注：巨子生物/华熙生物采用“功能性护肤收入”、贝泰妮/敷尔佳/福瑞达采用“化妆品收入”、上海家化采用“美容护肤收入”、其余采用总收入

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 国际品牌中；兰蔻/雅诗兰黛/欧莱雅等同时布局彩妆和护肤赛道，且通常均有市场认知度较强的大单品；国货品牌中，通常护肤和彩妆品牌界限清晰，例如珀莱雅/薇诺娜/巨子专注护肤，PL/彩棠专注彩妆。
- 原因1：国货——先有品牌or先有产品。大部分国货品牌没有强IP属性背书，市场认知品牌的过程是大单品→强系列→强品牌，品牌定位越清晰、界限越分明，消费者认知越强；而毛戈平是先有极强的IP属性，消费者信任“毛戈平”品牌属性，在此基础上再对大单品形成认知。
- 原因2：国际——国际品牌通常历史较为悠久，已经走完了大单品→强品牌的转型，后续才完善品类布局。

图：四大国际美妆品牌大单品

娇兰

黄金复原蜜 (1560元/60ml、780元/30ml)



法国娇兰首创帝皇蜂姿黄金复原蜜，采用法国黑蜂蜂蜜和皇室特供蜂皇浆，提取其中对于肌肤天然修复的精华，研制成这款紧致修复精华油。配方采用95%源自天然的成分，蕴含黄金微粒，沁润肌肤。配合法国娇兰SPA护肤中心的按摩手法，可以让肌肤焕然如新。

兰蔻

小黑瓶 (1100元/50ml、780元/30ml)



兰蔻「小黑瓶」是全球首款以“基因保养”为主的精华肌底护肤产品。自2009年上市之后，历经14年科研助力，197次配方试验，于2019年升级为第二代「小黑瓶」。小黑瓶荣获全球130多项美容大奖，是每6秒售出一瓶的NO.1口碑产品



SK-II

神仙水 (1690元/230ml)

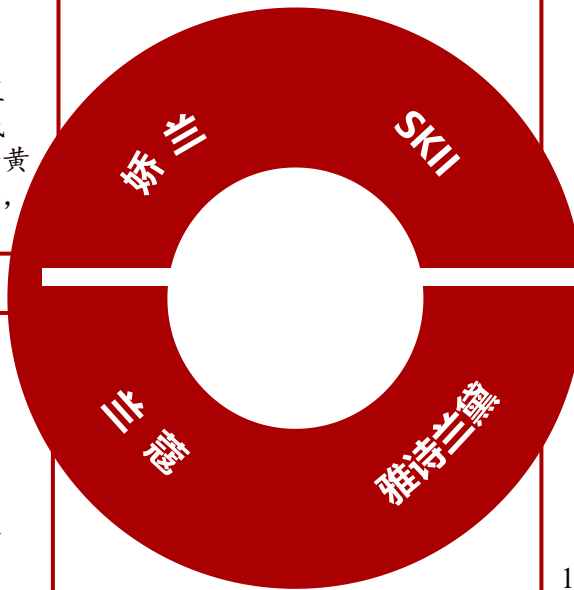
自SK-II于1980年推出的第一瓶护肤精华露（神仙水），其作为SK-II的王牌产品畅销了40余年，一直都是C位顶流。多年来保持产品核心成分不变，每瓶都蕴含超过90%的SK-II特有核心成分PITERA，坚持使用可以让肌肤更加晶莹剔透。

雅诗兰黛

小棕瓶 (990元/50ml、720元/30ml)



1982年，雅诗兰黛推出了第一瓶夜间修护精华露，销量王者“小棕瓶”。其汇聚了最前沿的创新科技以及36项专利，发展至今已更新至第七代，是雅诗兰黛的明星产品代表。



- 国际品牌中；兰蔻/雅诗兰黛/欧莱雅等同时布局彩妆和护肤赛道，且通常均有市场认知度较强的大单品；国货品牌中，通常护肤和彩妆品牌界限清晰，例如珀莱雅/薇诺娜/巨子专注护肤，PL/彩棠专注彩妆。
- 原因1：国货——先有品牌or先有产品。大部分国货品牌没有强IP属性背书，市场认知品牌的过程是大单品→强系列→强品牌，品牌定位越清晰、界限越分明，消费者认知越强；而毛戈平是先有极强的IP属性，消费者信任“毛戈平”品牌属性，在此基础上再对大单品形成认知。
- 原因2：国际——国际品牌通常历史较为悠久，已经走完了大单品→强品牌的转型，后续才完善品类布局。

图：四大国际美妆品牌品牌故事

兰蔻



- 创始人：Armand Petitjean被誉为“20世纪奢华香水之父”
- 品牌名称：以法国中部的一座城堡命名品牌
- 标志：玫瑰，创始人Armand认为每个女人就像玫瑰，各有其特色与姿态
- 品牌理念：“美丽就是自信”
- 品牌文化：与法国文化的高雅浪漫相融合，联想到时尚、品质、优雅等

雅诗兰黛



- 创始人：Estée Lauder被誉为“美国化妆品女王”
- 品牌名称：以创始人名字命名品牌
- 标志：雅诗兰黛的logo由两个字母“E”和“A”组成，字母之间嵌套交错，富有层次感
- 品牌理念：“每一个女人都可以永远拥有美丽和时尚”
- 品牌文化：鼓励女性追求独立、自信、优雅的生活方式，敢于展现自己的个性和魅力

娇兰



- 创始人：Emmanuel Guerlain被誉为“法国第一个香水师”（后被聘为王室贵族的专属调香师）
- 品牌名称：以创始人的姓氏命名品牌
- 标志：选用创始人的名字，大写的G突出颇显庄重意味；上方勾勒灵巧的鼻翼线条，代表娇兰香水百年的传承。
- 品牌理念：“以美之名”
- 品牌文化：特有贵族气质与幽雅浪漫的品质保障

SK-II



- 创始人：MR. MAX FACTOR曾在苏俄皇家舞团担任化妆师
- 品牌名称：“Secret Key to Beautiful Skin”的缩写
- 标志：简单、清晰的线条，现代化的字体和排版，明亮的色调，创新的图形元素
- 品牌理念：“帮助女性获得晶莹人生”
- 品牌文化：专研亚洲肌肤的护肤品品牌，帮助女性活出自信自在、从容不迫、自然健康的人生

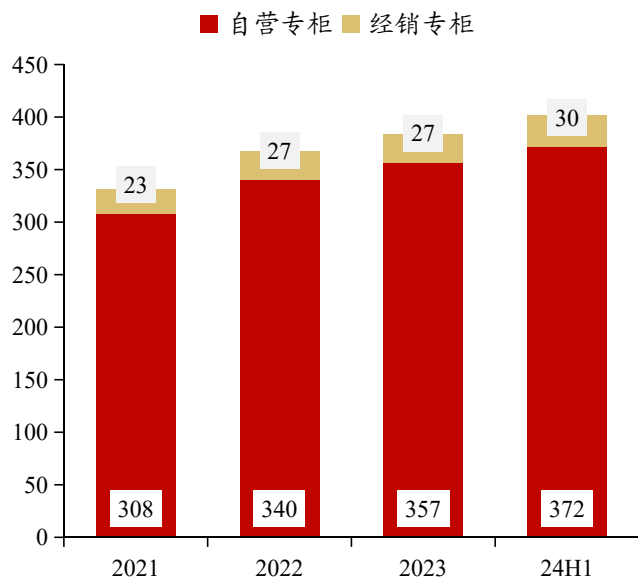
- 国货品牌：普遍聚焦电商，例如珀莱雅/上美股份渠道收入构成为约90%电商+10%线下；
- 国际品牌：过去聚焦线下百货专柜、专卖店、丝芙兰渠道，目前加速转型电商过程中，通常会面临线下渠道收窄+电商增长的情况。
- 毛戈平特点一：为什么毛戈平区别去其他国货，能顺利地进入专柜渠道？

①毛戈平的高端定位和创始人极强IP背书，帮助毛戈平顺利切入商场专柜渠道，而其它国货大多依赖高性价比起家，本身进入专柜渠道特别是中高端专柜渠道的难度较大。②线下渠道看重品牌自然引流能力——毛戈平的品牌背书+彩妆服务，能为商场引流。

图：毛戈平专柜数量分布（个）（截至24.11.30）

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	北京12、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		416

图：毛戈平专柜数量（个）（截至24H1）



图：毛戈平线下专柜



- 毛戈平特点二：为什么电商没有抢走线下份额？
- ①线下线上产品有区隔，大部分是规格区隔，线下大规格-价格贵-覆盖中高收入群体，电商小规格-价格低-服务年轻时尚群体；
 - ②价格控制严格，双11打折力度小；
 - ③线下增值服务好——线下专柜会员权益优越，包括妆容教学服务、风尚币抵扣等。

图：毛戈平产品线下与电商价格差异

产品	图例	渠道	克重（g）	原价(元)	单克价格（g/元）	购买额<1800	购买额≥1800
高光膏		天猫官旗	5 16.5	300 720	60 43.6	无折扣	无折扣
		线下专柜	16.5	720	43.6	无折扣	考虑风尚币约9折
粉膏		天猫官旗	3.5 11.5	180 380	51.4 33.0	无折扣	无折扣
		线下专柜	12.5	380	30.4	无折扣	考虑风尚币约9折
高光粉饼		天猫官旗	4.5 8.5	280 520	62.2 61.2	无折扣	无折扣
		线下专柜	8.5	490	57.6	无折扣	考虑风尚币约9折
小金扇粉饼		天猫官旗	7 11.5	260 380	37.1 33.0	无折扣	无折扣
		线下专柜	11.5	380	33.0	无折扣	考虑风尚币约9折

图：毛戈平线下专柜会员权益

	美妆会员	风尚会员	白金会员	至尊会员	备注
消费要求	无门槛	≥1800元	≥4800元	≥8800元	指12个月内专柜累计消费
眉妆定制	√	√	√	√	
妆容教学服务	1次	8次	12次	24次	价值300元/次，消费每满800元加赠1次
晋级礼遇	/	√	√	√	
风尚币	/	√	√	√	实付金额10元积1个风尚币，1风尚币抵扣1元现金，相当于9折
生日月首单积两倍风尚币	/	√	√	√	奖励部分上限500风尚币
生日定制礼	/	√	√	√	
新品优先体验	/	√	√	√	
一对一专属顾问	/	/	/	√	

图：毛戈平专柜化妆教学服务



资料来源：毛戈平官网，毛戈平天猫官旗，毛戈平微信公众号，浙商证券研究所

3.2

思考二：专柜44%+线上直销37%+经销12%，为什么既能做专柜又能做电商

 浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

从双11李佳琦折扣对比来看：毛戈平折扣力度5-8折为主，其他国货通常3-5折。考虑到线下有风尚币9折优惠+彩妆增值+小样赠品，消费者通常不会形成“电商买更划算”的认知。

图：部分国货品牌双11李佳琦直播间折扣汇总

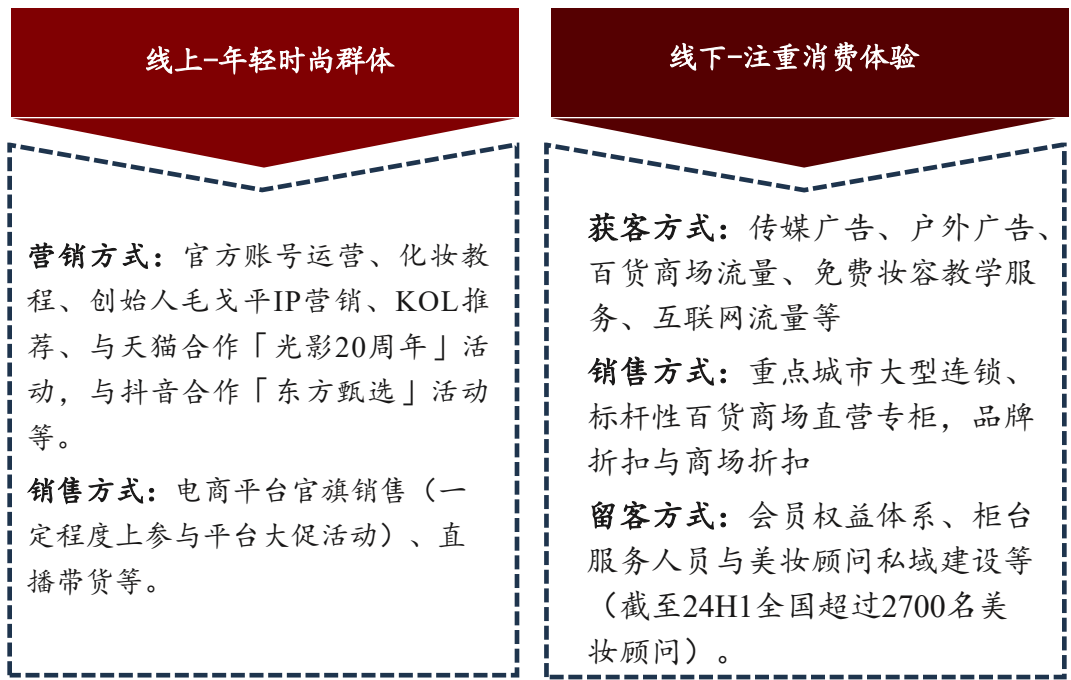
公司	品牌	产品	原价（元）	双11李佳琦直播间到手价（元）	赠品	价格优惠	含赠品优惠
毛戈平	毛戈平	无暇双色遮瑕膏881	330/3g	260/3g	蜜粉2.5g*1 + 鱼子面膜便携装3g*2	70%	50%
		无痕粉膏	260/7.5g	149/4g	便携三角打底海绵*1 + 卸妆油3ml便携装*2	93%	86%
		鱼子气垫+替换芯	480/一正一替	420/一正一替	替换芯14g*1 + 鱼子面膜便携装3g*2	70%	52%
		鱼子面膜	220/3g*5	349/30g	鱼子面膜15g*1+鱼子眼膜5g*1	53%	36%
珀莱雅	珀莱雅	早C晚A精华组合	668/60ml	463/60ml	双抗替换装30ml+红宝石精华7.5ml*4+面膜4盒	69%	27%
		红宝石精华	479/50ml	389/50ml	红宝石精华7.5ml*8+红宝石面膜2片+红宝石面霜15g	81%	24%
		红宝石面霜	359/50g	279/50g	同款红宝石面霜15g*4+红宝石面膜1盒	78%	29%
		源力精华	399/50ml	319/50ml	源力精华15ml*4+源力面膜2片+源力面霜15g	80%	32%
	彩棠	小圆管气垫	209/15g	249/15g	气垫替换芯*2+气垫试色卡	119%	40%
		三色遮瑕膏	189/5g	169/5g	遮瑕小样1.8g+妆前乳10g+指尖粉扑*2+卸妆湿巾*5片+试色0.45g	89%	51%
		修容盘	199/17g	149/17g	同色修容小样5.2g+保湿妆前乳10g+卸妆湿巾2片	90%	58%
巨子生物	可复美	胶原棒	469/30支	358/30支	同款18支+大水膜4盒	85%	25%
		焦点面霜	419/50g	359/50g	同款替换装50g+舒护氨基酸洁面乳120g	86%	36%
上美股份	韩束	X肽面霜	279/50g	259/50g	X肽面霜15g*5	93%	77%
		红蛮腰5件套	399/套	399/套	红蛮腰水乳各180ml+霜35g+眼霜30g+精华30ml+面膜1盒+洗漱包	100%	50%
贝泰妮	薇诺娜	清透防晒乳	376/50g*2	168/50g*2	同款清透防晒乳15g*2	45%	34%
		特护霜	298/50g	268/50g	特护霜替换装50g+清透防晒乳15g+特护洁面乳15g	90%	35%
		311次抛	468/30支	348/30支	同款次抛20支+丝滑面膜1盒	49%	38%
丸美	丸美	小红笔眼霜3.0	400/30g	288/30g	小红笔眼霜10g*3+臻研蕴采眼膜组合1盒+奢颜焕采精华面膜*2盒	72%	28%
	恋火	看不见/蹭不掉气垫	288/14g	208/14g	替换芯*2+妆前乳15g+定妆喷雾35ml+粉扑+试色卡	72%	20%
		看不见/蹭不掉粉底液	168/30ml	128/30ml	正装粉底膏15g+试色卡	76%	42%
浙江宜格	花西子	玉容纱粉饼	199/9g	149/9g	粉扑*1+美妆蛋*1+小黛伞防晒5g*1+面部卸妆巾单片*5片	75%	42%
		空气蜜粉	149/8.5g	129/8.5g	质感粉扑* 2、精华底霜-6g*1个3、花西子面部卸妆巾*5片	87%	56%

资料来源：李佳琦直播间，各品牌天猫官旗，浙商证券研究所

3.3 思考三：为什么毛戈平覆盖的客群画像相对比较广？

- 1) 线下大克重产品为主→高客单价，更注重化妆等增值服务→适合收入水平中高等，且主动消费体验的客户；
- 2) 线上产品兼具大克重和小克重规格，其中小克重规格客单价较低，吸引追求时尚的年轻消费群体。
- 3) 毛戈平艺术培训学校培养了大量专业化妆艺术从业者、美妆博主等人才，提升了品牌力和业内影响力，美妆博主作为互联网KOL为毛戈平吸引了较多年轻时尚粉丝。

图：毛戈平线上线下面向不同客群的不同运营方式



表：毛戈平艺术培训学校

毛戈平艺术培训学校建校于2000年，以彩妆培训、形象设计培训为主。自建校以来，连续在北京、上海、杭州、成都、重庆、深圳、郑州、武汉、青岛建立了9所分校，培育了15万多名彩妆造型专业艺术人才。

	课程	学制	学费	开设学校
核心课程	化妆造型全科课程	5个月	22800元	九校
	时尚美妆课程	2个月	10800元	
	光影彩妆艺术课程	3个月	17800元	
特色课程	影视人物艺术创意课程	1学年/2学期	35800元	北京
	时尚平面创意设计课程			上海
	现代人物形象设计课程			杭州
	经典艺术风格设计课程			成都
	高级定制形象设计课程			深圳

目录

1 行业：生意模式-护肤VS彩妆/国货VS国际/高端VS大众/电商VS线下

2 公司：从毛戈平看国货高端美妆的进阶之路，取得哪些成就

3 思考：“既要”且“又要”的全能型毛戈平，为何难以复制

4 对比：国货彩妆比较——毛戈平、彩棠、花西子

4.1 对比：国货彩妆比较——毛戈平、彩棠、花西子

❑ **毛戈平：稀缺的国货高端化妆师品牌，彩妆+护肤兼具，线下销售为主，强调专业性、在光影轮廓领域优势明显。**

✓ **品牌特点：**①独创“光影美学”美颜法，恰当运用光影效果与色彩配合，在遮瑕、高光/阴影品类优势显著；②与毛戈平个人IP深度绑定；③彩妆及护肤兼具，其中护肤品功效强调“打造更好妆容”，和彩妆产品协同赋能；④产品定位高端，大单品多在400元以上的价位。

✓ **营销推广打法：**整体走高端路线（合作故宫文创、杭州2022年亚运会、国家队运动员等），强调化妆师品牌的专业性、与线下化妆体验结合。

❑ **花西子：国货彩妆新锐，强调国风、东方美学，艺术色彩浓厚，设计感强。**

✓ **品牌特点：**①产品设计、包装极具东方美学特色，开创“东方彩妆”。②定位中端，大单品多在100-200元左右的价位；

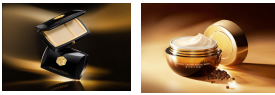
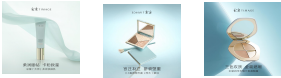
✓ **营销推广打法：**注重“东方美学”特色，艺术色彩较为浓厚（合作美博会、亚运会；联合张艺谋团队拍摄傣族印象大片等）。

❑ **彩棠：化妆师品牌，大单品高光修容盘出圈，社媒营销能力较强。**

➢ **品牌特点：**①明星化妆师唐毅打造的彩妆品牌，专为中国面孔定制。②定位中端，大单品多在150-250元左右的价位；③珀莱雅旗下子品牌，延续主品牌大单品战略，目前遮瑕/高光修容品类出圈，底妆类目尚待跑出。

➢ **营销推广打法：**社媒平台活跃，营销通常结合时下热点与价值观宣传（如“拒绝容貌焦虑”等），深度营销出圈。

表：毛戈平、花西子、彩棠一图看

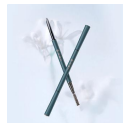
品牌	公司	成立时间	品牌定位	代表性产品	图例	核心销售渠道	营销推广实例
毛戈平	毛戈平	2000年	专业化妆师品牌， 东方美学，定制妆容	光影塑颜高光粉膏 (720元/16.5g) 奢华鱼子面膜 (780元/65g)		线下专柜	20年推出“气蕴东方”大秀，至今已推出第五季； 21年和周大福趣味联动，推出联名气垫； 22年“花漾 美力共生”，和国家花样游泳队合作； 23年多次和草莓音乐节合作营销。
花西子	浙江宜格	2017年	东方彩妆，以花养妆	空气蜜粉 (169元/8.5g) 首乌眉粉笔 (69元/0.07g)		线上	21年，推出[傣族印象]系列彩妆；联合张艺谋导演团队拍摄傣族印象大片； 22年，刘诗诗成为花西子卸妆全球代言人；花西子成为杭州亚运官方彩妆用品及化妆服务供应商；9月，联合《中国传统色》，推出定制中国色持色唇纱； 23年，上海美博会花西子展馆“隐园·美博会限定”，展现现代中国园林风格。
彩棠	珀莱雅	2014年	以中国美学为基础， 结合国际彩妆风尚， 定制，表达灵动之美	「大师」高光修容盘2.0 (159元/17g) 「大师」多效妆前乳 (179元/40g) 润玉无瑕三色遮瑕盘 (189元/5g)		线上	23年唐毅开展大师课堂，与美妆博主打造“春日争青妆”；举办线下争青发布会，明星高叶、马思纯亮相现场支持；5月“不止爱而已”主题活动，携手三对相伴已久的爱人拍摄视频短片；推出彩棠520礼盒；8月以七夕节日为引，借势淄博大热，合作山东淄博陶瓷琉璃博物馆；9月线下以“醒自山野 归于原生”为主题在上海·TX 淮海首次落地品牌线下快闪店；线上合作专业心理媒体推出《色彩情绪白皮书》。

资料来源：公司招股书、各品牌天猫官旗、各公司公告、浙商证券研究所

4.1 对比：国货彩妆比较——毛戈平、彩棠、花西子

- **毛戈平**：以“光影美学”为核心理念，明星产品集中在高光/修容/遮瑕/底妆等品类，和护肤产品结合共同打造“更好妆容”，定价较高。
- **花西子**：以“东方彩妆，以花养妆”为设计理念，以空气散粉为明星产品，底妆/口红/眉笔等品类优势明显，产品和包装均体现东方美学。
- **彩棠**：明星产品主要集中在高光/修容/遮瑕，优势类别与毛戈平类似，但产品单价普遍低于毛戈平。

图：毛戈平、花西子、彩棠核心产品一览

	高光/阴影	遮瑕	底妆	散粉	口红	眼妆/眉笔等
毛戈平	 光影塑颜盘 720元/16.5g	 无瑕双色遮瑕膏 330元/3g	 光感美肌无痕粉膏 380元/12.5g	 光感柔纱凝颜粉饼 260元/7g 380元/11.5g	 魅色凝润唇膏 260元/3.8g	 塑形晶彩眼影 220元/1.5g×2
花西子	 星宿修容盘 219元/10.8g	 三花遮瑕盘 139元/4.3g	 玉容睡莲平衡气垫粉底液 199元/26g	 花西子空气散粉 169元/8.5g	 雕花口红 129元/3.2g	 首乌眉粉笔 69元/0.14g 89元/0.16g
彩棠	 「大师」高光修容盘2.0 159元/10g	 三色遮瑕盘 189元/5g	 小圆管遮瑕持妆粉底液 239元/30ml	 蜜粉饼 179元/7-7.2g	 花雾柔色唇釉 109元/3g	 四色眼影腮红盘40 189元/4.7g

- ❑ 2023-至今，化妆品社零和天猫销售额增速放缓：化妆品社零增速放缓，主要电商平台天猫销售额增速也放缓至个位数，渠道红利走弱背景下公司业绩出现分化，珀莱雅/巨子仍强兑现，贝泰妮/华熙承压，行业估值回落至约1XPEG，集中20-30XPE。
- ❑ 天猫增速初步回正、抖音流量成本上行、拼多多/快手/京东短期难成为美妆主流渠道→适当回归淘系夯实基本盘（双11来看淘系仍占美妆50%以上份额），并抖音精细化运营水平。存量竞争下，新锐品牌崛起的难度加大，预计竞争格局也会相对稳定，也为龙头提供了较好的修炼内功的环境。

公司	市值（亿元）	收入（亿元）			收入YOY			归母净利（亿元）			归母净利YOY			PE	
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
华熙生物	285	60.8	59.0	68.0	-4%	-3%	15%	5.9	5.9	7.7	-39%	-1%	31%	48.6	37.0
润本股份	90	10.3	13.4	17.0	21%	30%	26%	2.3	3.2	4.1	41%	42%	26%	28.1	22.3
丸美股份	117	22.3	28.6	35.1	29%	28%	23%	2.6	3.5	4.4	49%	36%	24%	33.1	26.8
珀莱雅	363	89.0	114.5	139.8	39%	29%	22%	11.9	15.1	18.4	46%	26%	22%	24.1	19.7
贝泰妮	209	55.2	64.4	74.2	10%	17%	15%	7.6	6.1	9.1	-28%	-19%	49%	34.0	22.8
上海家化	118	66.0	60.7	67.1	-7%	-8%	11%	5.0	2.7	4.9	6%	-47%	86%	44.3	23.8
巨子生物	475	35.2	51.2	65.9	49%	45%	29%	14.5	19.5	25.0	45%	35%	28%	24.3	19.0
福瑞达	73	45.8	40.8	46.2	-65%	-11%	13%	3.0	2.5	3.2	567%	-17%	28%	28.7	22.4
敷尔佳	149	19.3	21.4	23.9	9%	11%	12%	7.5	7.4	8.2	-12%	-1%	10%	20.0	18.2
水羊股份	52	44.9	41.8	46.2	-5%	-7%	11%	2.9	2.0	3.1	136%	-32%	54%	25.9	16.8
上美股份	115	41.9	73.4	91.0	57%	75%	24%	4.6	8.7	11.3	213%	88%	31%	13.3	10.1
科思股份	89	24.0	24.5	26.8	36%	2%	10%	7.3	6.1	6.5	89%	-17%	7%	14.6	13.6

■ 国内消费市场复苏不及预期

若消费市场复苏不及预期，企业业绩将受到影响

■ 行业竞争加剧

行业竞争加剧将使得业内公司面临人才流失风险、新业务孵化表现不及预期风险

■ 渠道拓展不及预期

行业近年来高增速部分原因受益于天猫和抖音两个电商渠道的增长，目前均有降速迹象，行业可能面临渠道拓展不及预期风险

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>