

证券研究报告|行业专题报告

美容护理行业

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年12月04日



【华福商社】毛戈平招股说明书整理

——高成长高端美妆龙头，港股上市开启新纪元

证券分析师：

赵雅楠 执业证书编号：S0210524050007

高兴 执业证书编号：S0210522110002

请务必阅读报告末页的重要声明

- **公司产品立足于创始人的东方美学理念，定位高端市场。** 创始人毛戈平所倡导的将光影美学与东方美学深度融合的理念，为企业在美妆产品开发方面奠定了成功的路线图。毛戈平化妆品股份有限公司的前身是成立于2000年的杭州毛戈平。公司旗下拥有两个主要品牌：MAOGEPING和至爱终生，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三个板块。公司创立以来，毛戈平致力于通过高品质和创新的美妆产品、专业的化妆艺术培训，以及个性化的客户服务，提供全面的美妆体验给消费者。
- **MAOGEPING品牌为主品牌，广受欢迎。** 于2000年推出的旗舰品牌，以创始人毛戈平先生命名，秉承光影美学和东方美学。光影美学通过高光和轮廓技巧塑造立体面部，而东方美学融合中国传统文化，深受消费者喜爱。根据毛戈平港股招股说明书的数据，MAOGEPING是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，2023年零售额排名第十二，市场份额为1.8%。产品销售收入占比逐年上升：2021年96.6%、2022年98.4%、2023年99.0%、截至2024年6月30日为99.3%。该品牌提供多样化的彩妆和护肤产品，包括粉底和奢华鱼子面膜，广受欢迎。
- **产品矩阵多样，专注彩妆与护肤，满足不同消费者群体的需求。** MAOGEPING品牌坚持高端定位，致力于提供兼具文化、美学和方法论属性的化妆品。旗下产品线丰富，包含基于毛戈平先生的光影美学和东方美学基本理念研发的彩妆系列，以及融合高品质配方和精选成分的护肤系列。截至2024年6月30日，公司彩妆和护肤品类目合计拥有387个SKU，能够提供满足消费者多样化需求的综合美妆解决方案。
- 1) 彩妆：公司业务的基础，全面涵盖粉底、高光、阴影、眼妆和唇妆等产品，覆盖从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆流程。2021-2024年6月30日彩妆产品平均售价分别为148.8、158、166.9、163.8元/件。
- 2) 护肤：涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等，满足消费者多种肤质的护理需求；此外，护肤产品可与公司彩妆系列相辅相成，通过优化肌肤状态实现更佳的化妆效果。2021-2024年6月30日护肤品平均售价分别为335.1、343.9、322.3、346.6元/件。
- **风险提示：** 终端消费疲软、品牌形象风险、拓店不及预期等

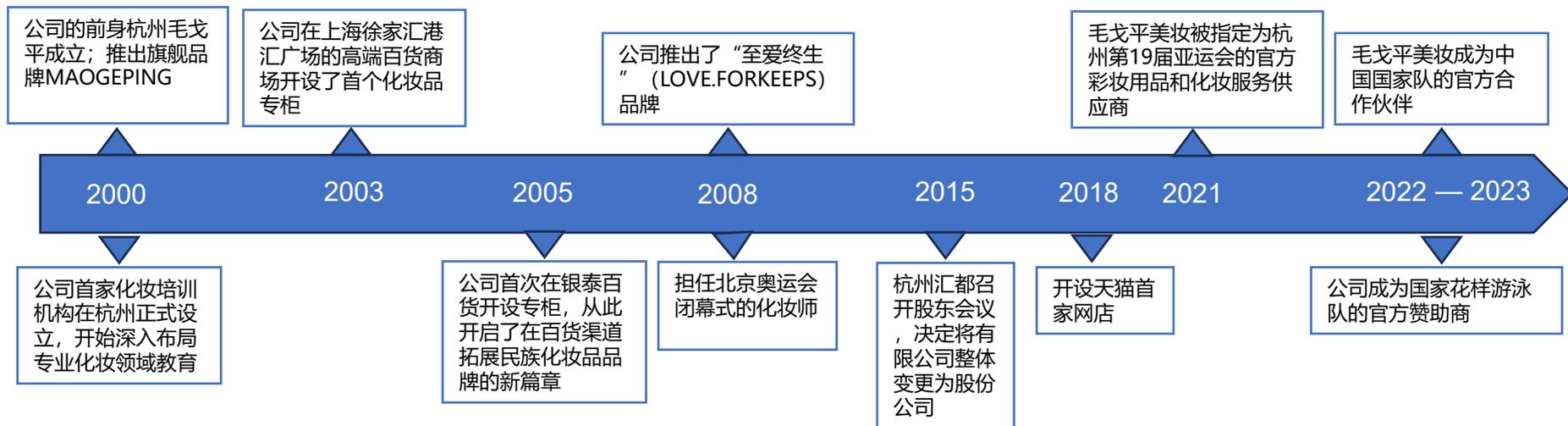
目 录

- **公司介绍：**以东方光影美学为内核，深耕高端美妆二十余载
- **美妆行业：**护肤品占总市场份额高，彩妆市场预计快速增长
- **公司优势：**创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌高价值
- **投资建议**
- **风险提示**

1.1 公司简介：以东方光影美学为内核，深耕高端美妆二十余载

公司产品立足于创始人的东方美学理念，定位高端市场：创始人毛戈平所倡导的将光影美学与东方美学深度融合的理念，为企业在美妆产品开发方面奠定了成功的路线图。毛戈平化妆品股份有限公司的前身是成立于2000年的杭州毛戈平。公司旗下拥有两个主要品牌：MAOGEPING和至爱终生，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三个板块。2008年，公司推出了“至爱终生”品牌，专注于时尚快速化妆。2015年，公司完成了整体变更，成为股份制公司。随后在2021年、2022年和2023年，毛戈平先后成为杭州亚运会的官方指定彩妆用品供应商、国家花样游泳队的官方赞助商，以及中国国家队的官方合作伙伴。公司创立以来，毛戈平致力于通过高品质和创新的美妆产品、专业的化妆艺术培训，以及个性化的客户服务，提供全面的美妆体验给消费者。

图表：毛戈平发展历程



1.2 管理团队：创始人行业地位决定品牌高度,管理层从业经历丰富

➤ **公司创始人毛戈平先生作为当代中国化妆师的标志性人物，深耕东方光影美学，管理层行业经历丰富：**创始人毛戈平是中国著名的化妆艺术大师，拥有近40年的从业经验，将东方光影美学融入化妆品设计，并在化妆艺术领域获得了众多荣誉和奖项。副董事长汪立群是浙江省高级美容师和形象设计师，同时担任杭州毛戈平形象设计的总经理，负责管理集团的培训机构业务。副董事长毛霁萍则专注于子品牌至爱终生的日常经营和品牌管理。MAOGEPING品牌的市场运营和品牌管理由公司总裁宋虹伶打理。副总裁毛慧萍和汪立华分别负责毛戈平科技的日常经营与管理，并制定和实施化妆艺术培训计划的业务战略。

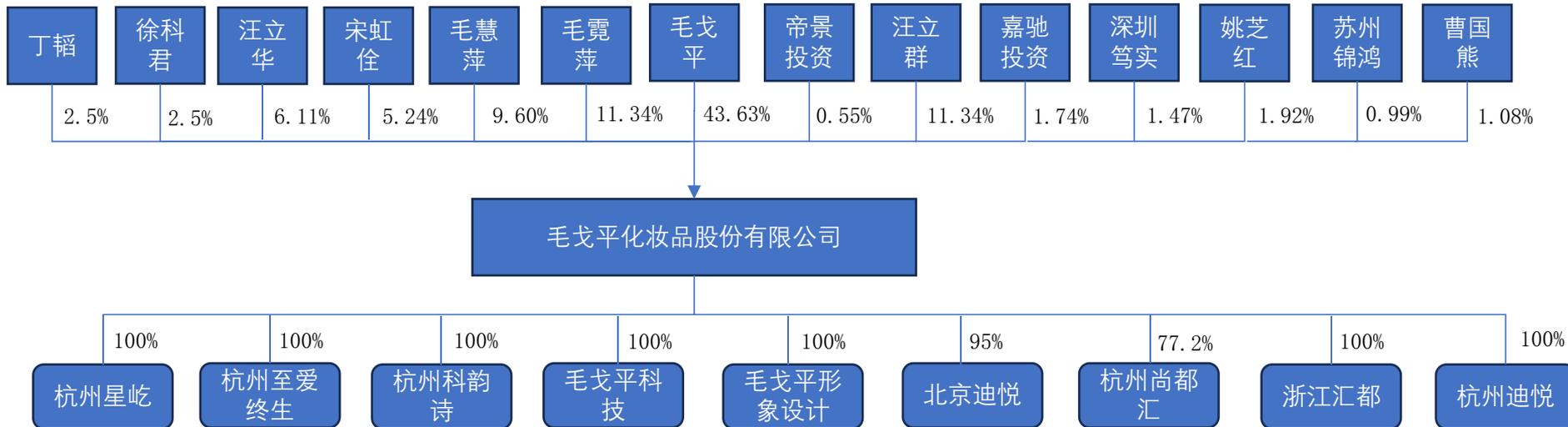
图表：公司高管团队及简介

姓名	出生年份	职位	履历
毛戈平	1964	创始人，董事长	他于2000年创办了杭州毛戈平，奠定了高端美妆品牌MAOGEPING的基础。同时，他还创办了浙江毛戈平形象设计艺术学校。毛先生在化妆艺术领域拥有超过30年的经验，曾获得多项荣誉，包括四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会的“化妆金像奖”。他还担任了2008年北京奥运会的化妆造型师，荣获“特别贡献奖”。2020年，他被授予“杭州工匠”称号，2023年获得浙江省优秀企业家奖，并在第19届亚运会中担任火炬手。
汪立群	1971	副董事长	2000年协助毛戈平先生创办浙江毛戈平形象设计艺术机构，并自2000年9月至2010年8月担任浙江毛戈平形象设计艺术机构执行校长；于2011年2月13日及2015年12月16日分别获委任为杭州毛戈平董事以及董事兼副董事长，并于2024年4月1日调任为执行董事；2010年8月起一直担任杭州毛戈平形象设计总经理；现任公司执行董事兼副董事长，负责协助董事长管理集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理。
毛霁萍	1959	副董事长兼资深副总裁	自2000年7月加入集团以来，她于2005年获得杭州毛戈平董事职务，并于2024年调任执行董事。毛女士曾担任杭州毛戈平总裁和董事兼总经理，负责整体运营与业务管理。自2011年起，她在公司担任副董事长兼资深副总裁，负责董事会工作及日常管理。此外，毛女士自2013年起担任杭州至爱终生的执行董事兼总经理，负责品牌业务管理，并在浙江汇都担任董事。
毛慧萍	1962	资深副总裁	自2000年协助毛先生创办杭州毛戈平后，她担任副总经理，并于2005年成为董事兼副总经理，负责财务、人事、物流及开发工作。自2009年11月起，她担任毛戈平科技的执行董事兼总经理。2011年起，毛女士在杭州毛戈平及本公司担任董事兼资深副总裁，分管财务、研发及供应链，并于2024年调任执行董事。
汪立华	1973	副总裁	自2002年加入本集团，于2011年和2015年分别被委任为杭州毛戈平董事和本公司董事，并于2024年调任为执行董事。曾任浙江毛戈平形象设计艺术学校北京分区及成都校区校长，现为毛戈平形象设计副总经理，主要负责制定和实施培训机构化妆艺术培训业务计划
宋虹伶	1974	总裁兼MAOGEPING品牌事业部总经理	自2002年10月加入本集团，曾在杭州毛戈平担任销售负责人及品牌总经理。她于2010年9月至2012年6月担任执行董事兼总经理，自2012年6月起任MAOGEPING品牌事业部总经理，并于2015年8月至2024年3月担任执行总裁，负责品牌建设和市场推广。自2024年4月起，她成为本公司总裁及执行董事，全面负责MAOGEPING品牌市场和品牌管理，参与本集团重大业务决策和经营管理，同时也是浙江汇都的董事兼总经理。
徐卫国	1976	财务总监	曾于2000年6月至2006年7月在光明乳业股份有限公司担任财务经理、2006年8月至2006年12月在百事可乐饮料有限公司担任财务总监助理及会计经理、2007年1月至2009年4月在金瑶集团担任首席财务官。2011年加入公司，担任财务总监。现任公司财务总监，负责集团财务规划及管理。
董乐勤	1983	董事会秘书，法务负责人兼首席公司秘书	2005年5月至2013年7月，历任浙旅控股股份有限公司办公室秘书、龙在旅途事业部副总经理、投资部经理、人力资源部总监、董事会秘书等职。2013年7月至2014年10月，任安徽恩度食品有限公司运营总监及财务总监。2024年四月获得联系公司秘书职务。2014年12月加入公司，现任公司董事会秘书，法务负责人。

1.3 股权结构：实控人为毛戈平、汪立群夫妇，公司整体股权结构集中稳定

公司的实际控制人是毛戈平和汪立群夫妇，整体股权结构保持集中且稳定：截至2024年4月8日，毛戈平和汪立群夫妇直接持有公司54.97%的股权，并通过帝景投资和嘉驰投资间接持有2.29%的股权。此外毛霓萍、毛慧萍和汪立华的持股比例分别为11.34%、9.60%和6.11%，公司的董事兼副总经理宋虹仨持有5.24%的股份。

图表：公司股权结构稳定集中



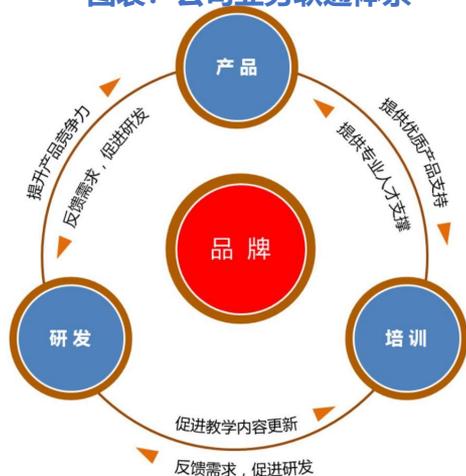
1.4 核心业务：品类聚焦彩妆与护肤，培训业务放大品牌理念与价值

➢ 公司主要从事MAOGEPING与至爱终生两大品牌彩妆、护肤系列产品的研发、生产、销售及化妆技能培训业务

➢ **MAOGEPING品牌**：于2000年推出的旗舰品牌，以创始人毛戈平先生命命名，秉承光影美学和东方美学。光影美学通过高光和轮廓技巧塑造立体面部，而东方美学融合中国传统文化，深受消费者喜爱。根据毛戈平港股招股说明书的数据，MAOGEPING是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，2023年零售额排名第十二，市场份额为1.8%。产品销售收入占比逐年上升：2021年96.6%、2022年98.4%、2023年99.0%、截至2024年6月30日为99.3%。该品牌提供多样化的彩妆和护肤产品，包括粉底和奢华鱼子面膜，广受欢迎。

➢ **至爱终生品牌**：于2008年推出，旨在为追求性价比的消费者提供量身定制的产品。该品牌提供彩妆和护肤品，平衡成本与效果，确保触及广泛客户群体。至爱终生专注于大众市场，同时保持高端品牌定位。产品系列包括粉底、眼妆和面霜等，致力于满足消费者需求。该品牌推出限量版彩妆系列，以紧跟行业趋势并弘扬传统文化。通过多样化的产品选择，至爱终生赢得了市场的良好反响和消费者的青睐。

图表：公司业务联通体系



图表：公司核心化妆品品牌

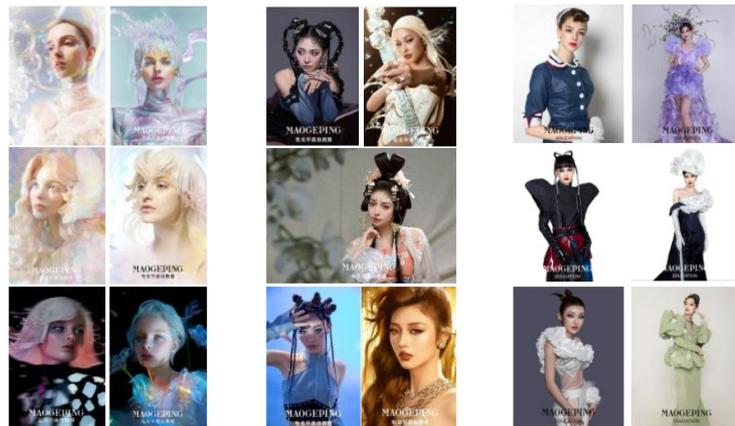
品牌	MAOGEPING	至爱终生
创立时间	2000年	2008年
产品类型	彩妆及护肤品	彩妆及护肤品
品牌定位	轻奢、高端	大众、流行
价格定位	均价200-800元	均价120-380元
渠道类型	百货专柜直营、电商销售	经销

1.4 核心业务：品类聚焦彩妆与护肤，培训业务放大品牌理念与价值

- **化妆技能培训业务进一步放大品牌理念，传播品牌价值：**致力于提升中国化妆艺术水平和审美素养，截至最后可行日期，已在全国多个城市（如杭州、北京、上海等）创办了九所化妆艺术机构。通过专业培训课程，品牌不断强化自身价值，积极培养行业人才，同时传播美学理念，显著提升了MAOGEPING的声誉。培训课程使用MAOGEPING品牌的化妆品和美妆工具，确保专业的培训体验，并有效提高产品在专业化化妆界的知名度。此外，课程参与者在影视、时尚、设计等多个领域发展，积极传播MAOGEPING的品牌文化，进一步巩固了在美妆行业的地位。通过培养优秀毕业生担任重要职位，品牌不仅丰富了内部资源，也确保了可持续发展与提升。

图表：化妆培训主要课程

课程类型	课程名称	学时	学费
特色课程	影视人物艺术创意课程/时尚平面设计课程/现代任务形象设计课程/经典艺术风格设计课程/高级定制形象设计课程	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
	光影彩妆艺术课程	3个月	17800元
阶段课程	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/艺术彩妆课程	1个月	9500元
	其他短期课程	2.5个月以内	



形象设计特色课程

新娘作品

短期班作品

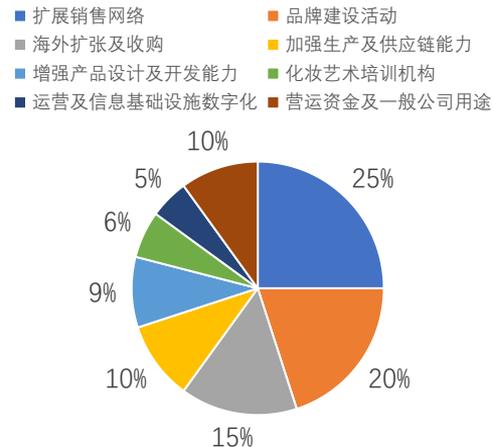
1.5 募资用途：用于扩展销售渠道、品牌建设、海外扩张、提升开发能力等

根据24年4月8日发布的招股书披露，本次募集资金计划：**1) 约25%将用于扩展销售网络**：其中10%用于线下渠道，包括新开设和升级专柜；15%用于线上渠道，包括招募电商人员和增加广告，以提升品牌曝光度。**2) 约20%将用于品牌建设活动**：其中10%用于品牌及产品营销，包括线下活动和赞助高规格活动；10%用于内容推广，与知名KOL合作制作宣传内容和视频，提高品牌知名度。**3) 约15%将用于海外扩张及收购**：7.5%用于提升品牌知名度和开店，7.5%用于潜在的策略投资，收购符合高端市场定位的资产，增强研发能力和盈利前景。**4) 约10%将用于加强生产及供应链能力**：包括建设和扩建生产设施。**5) 约9%将用于增强产品设计及开发能力**：其中5%用于建立研发中心，招聘开发人员及购置设备，4%用于开发新产品和类别，采用先进的配方和美学设计。**6) 约6%将用于化妆艺术培训机构**：包括升级设施、开设工作室、招募培训师和制定新课程**7) 约5%将用于运营及信息基础设施数字化**：包括购买硬件、开发软件系统、招聘培训专业人才和升级会员体系。**8) 约10%将用于营运资金及一般公司用途**

图表：募资用途

项目	主要内容
扩展销售网络	10%用于线下渠道，包括开设新品牌商店以及新开设和升级专柜
	15%用于线上渠道，包括招募电商人员和增加广告，以提升品牌曝光度
品牌建设活动	10%用于品牌及产品营销，包括线下活动和赞助高规格活动
	10%用于内容推广，与知名KOL合作制作宣传内容和视频，提高品牌知名度
海外扩张及收购	7.5%用于提升品牌知名度和开店，及建立海外自营的官方网站
	7.5%用于潜在的策略投资，收购符合高端市场定位的资产，增强研发能力和盈利前景
加强生产及供应链能力	10%，用于建设和扩建生产设施
增强产品设计及开发能力	5%用于建立研发中心，招聘开发人员及购置设备
	4%用于开发新产品和类别，采用先进的配方和美学设计
化妆艺术培训机构	6%用于升级设施、开设工作室、招募培训师和制定新课程
运营及信息基础设施数字化	5%包括购买硬件、开发软件系统、招聘培训专业人才和升级会员体系
营运资金及一般公司用途	10%

图表：募资用途占比



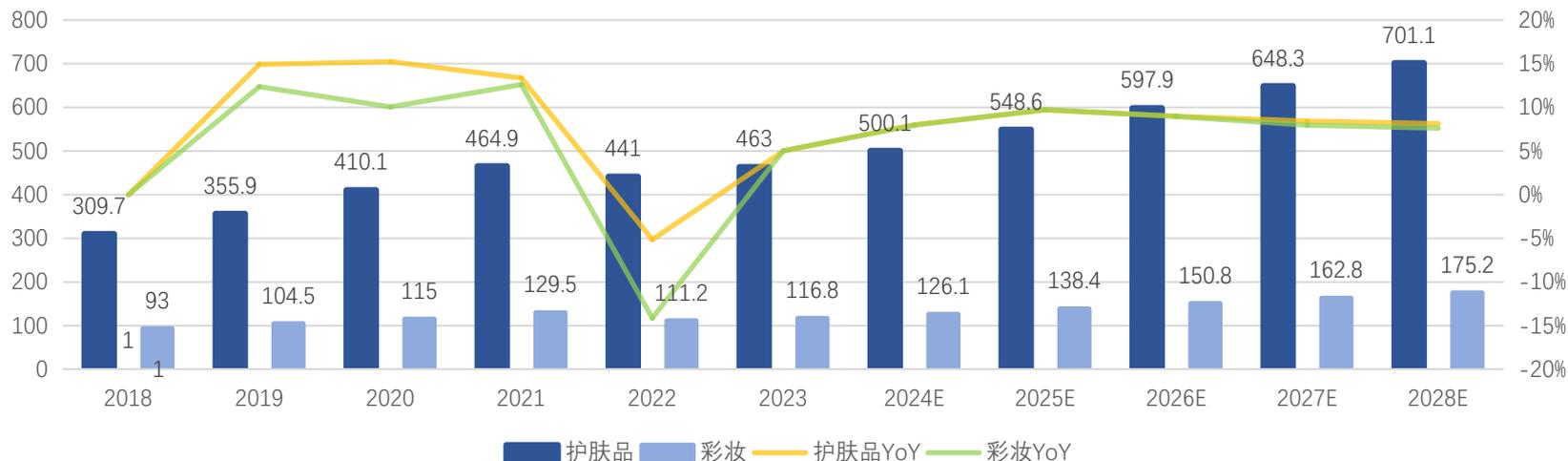
目 录

- 公司介绍：以东方光影美学为内核，深耕高端美妆二十余载
- 美妆行业：护肤品占总市场份额高，彩妆市场预计快速增长
- 公司优势：创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌高价值
- 投资建议
- 风险提示

2.1、美妆行业：护肤品占总市场份额较大，彩妆市场预计快速增长

- 我国美妆行业市场总体规模持续上涨，预计2028年达到8763亿元。根据毛戈平港股招股说明书，2018年-2023年，由于消费者消费支出增加，中国美妆行业的市场规模呈快速增长态势，从4026亿元增至5798亿元，复合年增长率7.6%。其中2022年的小幅下滑主要系疫情影响。预计2023-2028年，复合增长率将持续增至8.6%，于2028年达到8763亿元。
- 护肤品为中国美妆行业的主要细分市场，预计23-28年CAGR为8.7%。根据毛戈平港股招股说明书，美妆类产品包括护肤品和彩妆，其中护肤品占较大市场份额，23年市场规模为4630亿元，占整体市场的54%。2018-2023年护肤品CAGR为8.4%，彩妆CAGR为4.7%；2023-2028年预计护肤品CAGR为8.7%，彩妆8.4%，较护肤品增速更快。下图展示了美妆市场的零售额历史和预测市场规模：

图：按产品类别细分的中国美妆市场规模（十亿元）



2.1、美妆行业：大众市场占据主要份额，高端市场更具增长潜力

- **按品牌定位区分，1) 高端美妆品牌，预计23-28年CAGR约9.9%。**高端品牌提供具有感知价值的产品来满足消费者对尊贵的、高质量的及独特性的需求。高端品牌产品通常有选择地在高端百货商店售卖，大多数由名人或艺术家创立。据毛戈平港股招股说明书的数据，中国高端美妆品牌2018-2023年CAGR为7.8%，从1334亿元增至1942亿元。预计在2023-2028年CAGR增至9.9%，并在2028年达到3110亿元。
- **2) 大众市场品牌，预计23-28年CAGR约7.9%。**大众市场品牌致力于为消费者提供高性价比的产品，价格实惠且拥有更广泛的销售渠道。据毛戈平港股招股说明书的数据，中国大众市场美妆品牌2018-2023年CAGR为7.5%，从2692亿元增至3856亿元。预计在2023-2028年CAGR增至7.9%，并在2028年达到5652亿元。

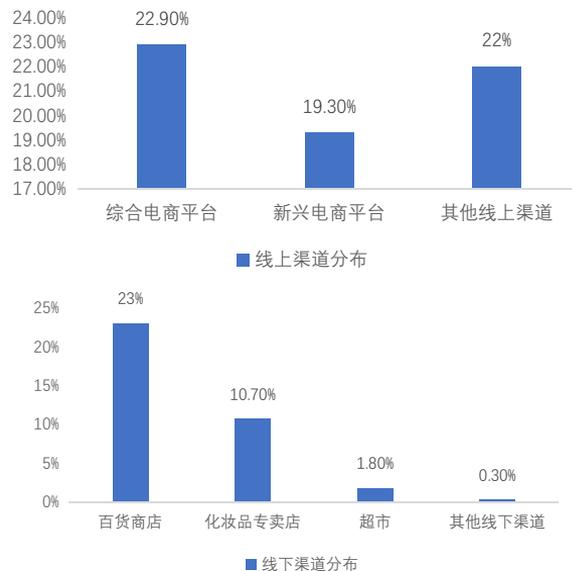
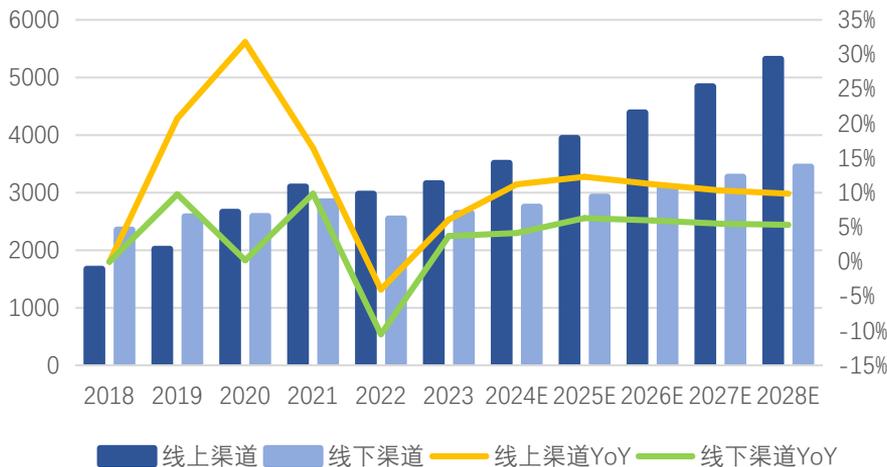
图：按品牌定位区分的中国美妆市场规模（十亿元）



2.1、美妆行业：线下销售稳健增长，线上销售维持较高增速

- 按销售渠道区分，1) 线下销售保持稳健增长，预计23-28年CAGR为5.5%。**线下渠道可分类为百货商店、化妆品专卖店、超市及其他四个部分。百货商店为线下销售主要部分，不仅能满足消费者购物需求，还能提供超值的消费体验，传播品牌理念并进一步促进线上销售。据毛戈平港股招股说明书，中国线下渠道的美妆销售18-23年CAGR为2.3%，从2353亿元增至2641亿元。预计23-28年CAGR增至5.5%，达到3446亿元市场规模。
- 2) 线上销售将保持较高的增长速度，预计23-28年CAGR11.0%。**线上渠道包括综合电商平台、新兴电商平台及其他三个主要部分。线上销售对实体店依赖较小，受疫情影响也较小。据毛戈平港股招股说明书，中国线上渠道的美妆销售18-23年CAGR为13.5%，从1673亿元增至3158亿元。预计23-28年CAGR增至11.0%，达到5317亿元市场规模。

图：按销售渠道区分的中国美妆市场规模（十亿元）



2.2、美妆竞争格局：行业集中度高，23年毛戈平品牌市占率约1.8%

- **高端美妆行业集中度较高，国际品牌占据主导地位。**根据毛戈平港股招股说明书，我国高端美妆行业集中度较高；从公司口径看，按零售额计算，23年前五大美妆集团占据55.4%的份额，前十大美妆集团占据62.5%的份额；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（位列第七）。从品牌口径看，按零售额计算，23年前五大美妆品牌占据32%的份额，前十大美妆集团占据44.2%的份额；毛戈平品牌23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。

按零售额计算的23年中国市占率前10的高端美妆集团

排名	集团	所属国家	零售额（百万元）	市场份额
1	集团A	法国	39930	20.60%
2	集团B	美国	32312	16.60%
3	集团C	法国	15721	8.10%
4	集团D	日本	13001	6.70%
5	集团E	美国	6660	3.40%
6	集团F	法国	3854	2.00%
7	毛戈平集团	中国	3553	1.80%
8	集团G	法国	2424	1.20%
9	集团H	法国	2205	1.10%
10	集团I	韩国	2001	1.00%

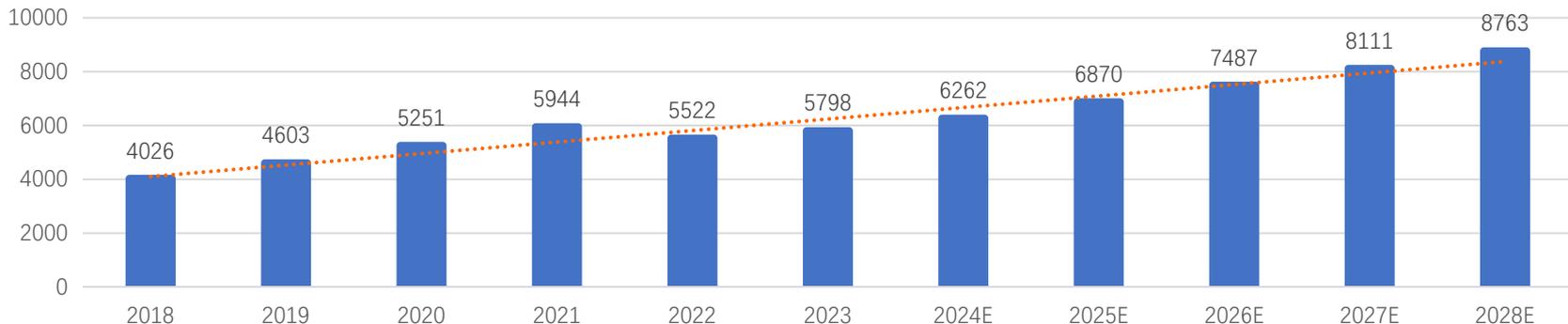
按零售额计算的23年中国市占率前15的高端美妆品牌

排名	品牌	所属国家	零售额（百万元）	市场份额（%）
1	品牌A	法国	21726	11.20%
2	品牌B	美国	17901	9.20%
3	品牌C	美国	9415	4.80%
4	品牌D	法国	6682	3.40%
5	品牌E	日本	6660	3.40%
6	品牌F	日本	5030	2.60%
7	品牌G	法国	4967	2.60%
8	品牌H	法国	4947	2.50%
9	品牌I	日本	4869	2.50%
10	品牌J	法国	3854	2.00%
11	品牌K	法国	3605	1.90%
12	毛戈平品牌	中国	3553	1.80%
13	品牌L	美国	3331	1.70%
14	品牌M	意大利	2561	1.30%
15	品牌N	美国	2453	1.30%

2.2、美妆行业驱动因素：消费者群体扩大，国货品牌认知度提高，电商高速发展

- **驱动因素1：消费者群体不断扩大。**随着互联网的普及，年轻人对美的追求和个性表达需求不断增长，成为美妆市场的重要推动力。不仅女性消费者对高端化妆品和护肤品的需求日益增加，男性消费者也开始注重形象塑造，积极尝试美妆产品。此外，影视、游戏和动漫中的仿妆趋势吸引了年轻群体的广泛关注，进一步促进美妆产品的销售增长。
- **驱动因素2：国货品牌及产品的认知度提高。**随着国家经济水平的提升和居民文化认同感的增强，国货品牌的认知度不断提高，民族审美意识的觉醒为我国品牌带来了巨大的发展机遇。国货品牌通过加大在产品质量、宣传营销、审美创新及技术进步等方面的投入，不断提升品牌影响力，增强消费者信心。据毛戈平港股招股说明书，中国美妆市场规模将由2018年的4026亿元增至2028年的8763亿元。
- **驱动因素3：新兴社交媒体和电商渠道的发展。**新兴网络平台的发展推动了营销渠道的多样化，激发潜在消费者的购买欲望。通过社交媒体，消费者能够看到其他用户的使用体验和推荐评价，信息共享促进了共鸣，进一步刺激潜在消费者将浏览转化为实际购买行为。新兴电商平台的发展为消费者提供了更便捷、更丰富的购物体验，使他们能够轻松获取美妆产品的详细信息和化妆教程。化妆知识的普及和传播进一步推动了美妆行业的发展。

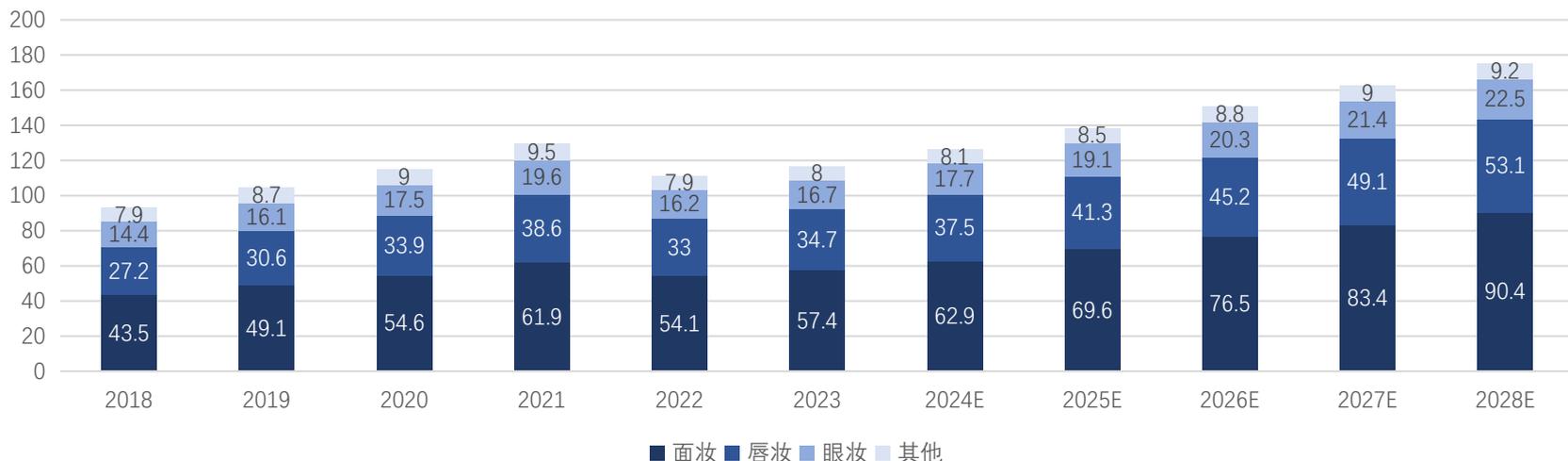
中国美妆市场规模（亿元）



2.2、彩妆行业：整体复合增长率走势较好，面妆产品表现突出

- ▶ **我国彩妆行业市场总体规模持续上涨，预计2028年达到1752亿元。**根据毛戈平港股招股说明书，2018年-2023年，中国彩妆行业的市场规模呈快速增长态势，从93亿元增至1168亿元，复合年增长率4.7%。2022年的小幅下滑系疫情影响。预计2023-2028年，复合增长率将持续增至8.4%，于2028年达到1752亿元。
- ▶ **面妆为中国彩妆行业的主要细分市场，预计23-28年CAGR为9.5%。**根据毛戈平港股招股说明书，面妆23年市场规模为574亿元，占整体市场的49.14%。面妆和唇妆为我国彩妆市场规模的主要两类产品。2018-2023年面妆CAGR为5.7%，唇妆CAGR为5.0%；2023-2028年预计面妆CAGR为9.5%，增速迅猛；唇妆8.9%，较面妆增速较慢。

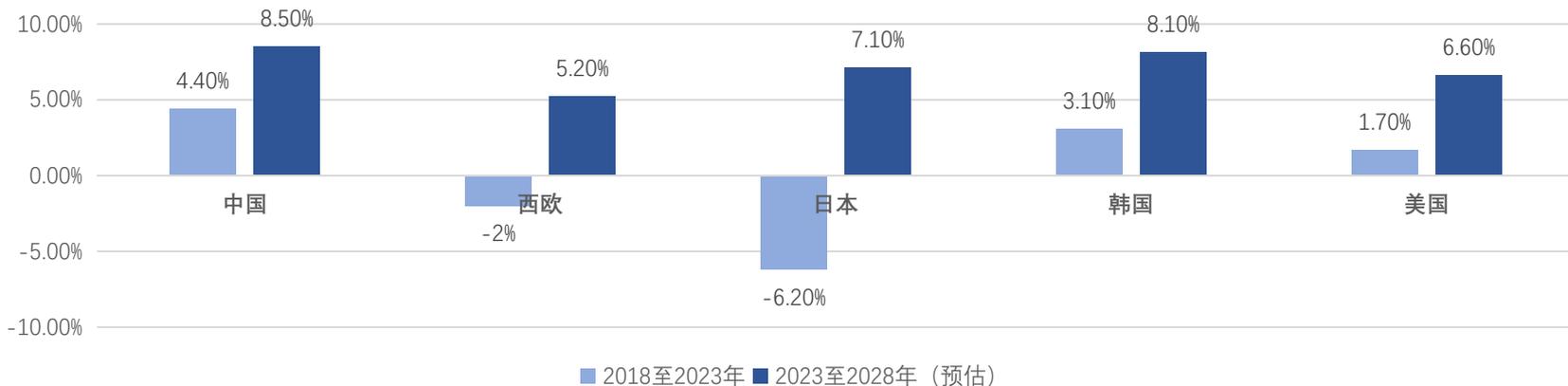
图：按产品类别区分的中国彩妆行业市场规模（十亿元）



2.2、彩妆竞争格局：主要国家的彩妆市场持续增长，中国市场增长潜力大

- **18-23年选定国家的彩妆市场CAGR增速较缓，23-28年CAGR增长强劲。**中国的CAGR在23至28年有显著提升，显示出强劲的增长潜力。西欧在18至23年期间呈现负增长，但在23至28年期间有显著的正向增长。日本在18至23年期间经历了较大幅度的负增长，但23至28年将有强劲的反弹。韩国在两个时间段内都保持了CAGR正增长，并在23至28年期间CAGR增长至18至23年的两倍以上。美国在18至23年期间的CAGR较低，但预计2023-2028年期间有显著提升。
- **主要国家的彩妆行业预计迎来强劲的CAGR增长期，中国彩妆支出的增长潜力仍然很大。**总体来看，除了西欧和日本在18至23年期间经历了负增长外，中国、韩国、美国在23至28年都为正增长，中美韩三国的美妆市场在经历了疫情的挑战后，有望迎来更为强劲的增长期。

图：主要国家的彩妆市场人均复合年增长率/CAGR



2.2、彩妆竞争格局：各大品牌表现稳健，毛戈平开启抢占外资份额之旅

- **众彩妆品牌表现稳健，毛戈平24年表现突出。**据亿邦动力等多方数据汇总，在天猫平台彩妆品牌中，魅可、雅诗兰黛、兰蔻、纪梵希、阿玛尼、3CE等多次位于前10，竞争格局相对稳定，而毛戈平在24年最新彩妆排行中第一次上榜，本次双11表现优异，开启抢占外资高端彩妆份额之旅。

表：天猫彩妆/香水双11榜单

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	美宝莲	完美日记	完美日记	YSL	花西子	YSL	圣罗兰
2	魅可	魅可	花西子	雅诗兰黛	YSL	彩棠	肌肤之钥
3	雅诗兰黛	雅诗兰黛	3CE/三熹玉	3CE	MAC	NARS	彩棠
4	完美日记	兰蔻	阿玛尼	完美日记	3CE	CPB	娜斯
5	兰蔻	美宝莲	魅可	花西子	雅诗兰黛	3CE	雅诗兰黛
6	纪梵希	阿玛尼	兰蔻	阿玛尼	逐本	雅诗兰黛	花西子
7	稚优泉	纪梵希	圣罗兰	兰蔻	NARS	MAC	3CE/三熹玉
8	悦诗风吟	花西子	雅诗兰黛	魅可	兰蔻	兰蔻	毛戈平
9	玛丽黛佳	圣罗兰	美宝莲	肌肤之钥	阿纳尼	花西子	巴黎欧莱雅
10	贝德玛	3CE/三熹玉	纪梵希	纪梵希	CPB	玫珂菲	兰蔻

2.2、彩妆竞争格局：24年毛戈平抖音与天猫平台均表现突出

- ▶ **抖音彩妆毛戈平24年排行第二，潜力可期。**据数英等多方数据汇总，在抖音平台彩妆品牌中，圣罗兰、花西子、彩棠在22-24年双11三次上榜。而毛戈平在22年及24年彩妆排行中两次上榜，且24年排名第二，毛戈平彩妆近三年增长势头迅猛，未来发展潜力可期。

图：抖音彩妆/香水品类双11榜单

排名	2021	2022	2023	2024
1	花西子	花西子	VC	圣罗兰
2	完美日记	逐本	彩棠	毛戈平
3	雅诗兰黛	圣罗兰	圣罗兰	花西子
4	圣罗兰	三熹玉	方里	方里
5	蜜丝婷	卡姿兰	卡姿兰	肌肤之钥
6	FV	纪梵希	花西子	彩棠
7	柏瑞美	彩棠	AKF	卡姿兰
8	兰芝	毛戈平	柏瑞美	魅可
9	卡姿兰	迪奥	3CE	修可芙
10	韩水仙	肌肤之钥	柳丝木	纪梵希

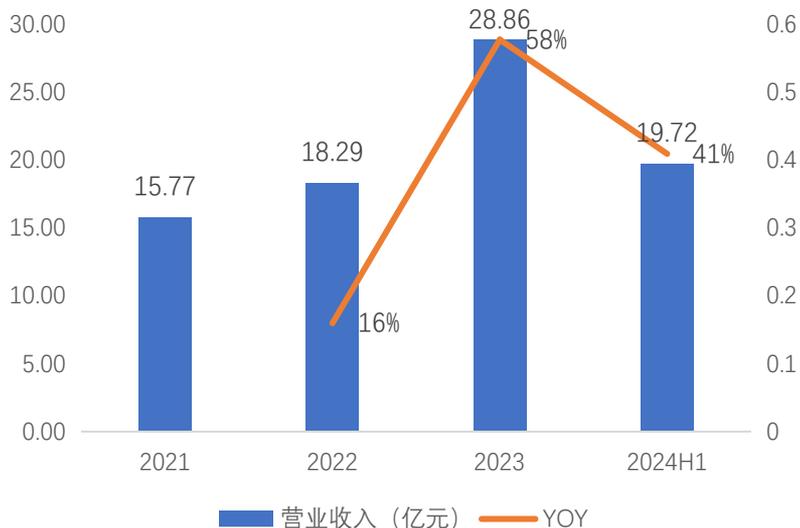
目 录

- 公司介绍：以东方光影美学为内核，深耕高端美妆二十余载
- 美妆行业：护肤品占总市场份额高，彩妆市场预计快速增长
- 公司优势：创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌高价值
- 投资建议
- 风险提示

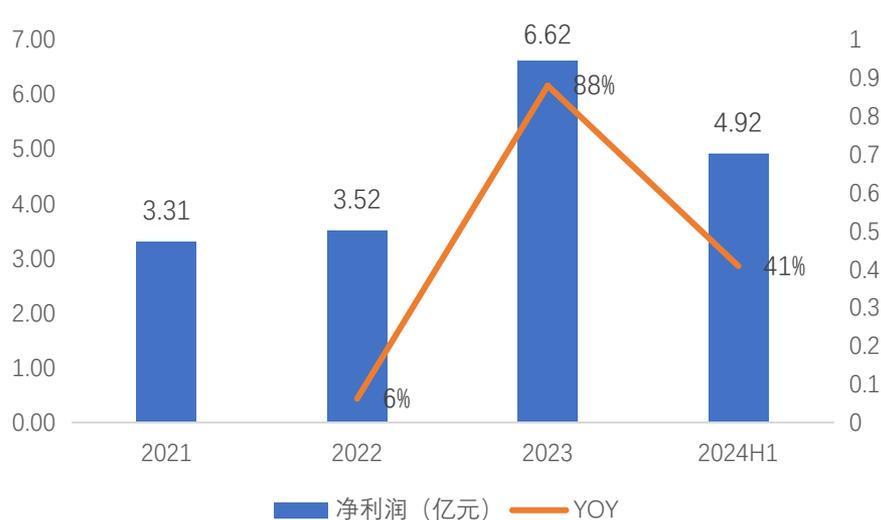
3.1 公司经营：2023年开始进入高速增长态势

- **2023年营收和利润均进入高速增长态势。**根据iFinD数据，公司营业收入自2021年的15.77亿元增长至2023年的28.86亿元，2023年同比增长58%，而2024H1营收为19.72亿元，同比增速为41%。净利润自2021年的3.31亿增长至2023年的6.62亿元，2023年同增88%，而2024H1净利润为4.92亿，同比增速为41%。

图表：2021-2024H1营业收入



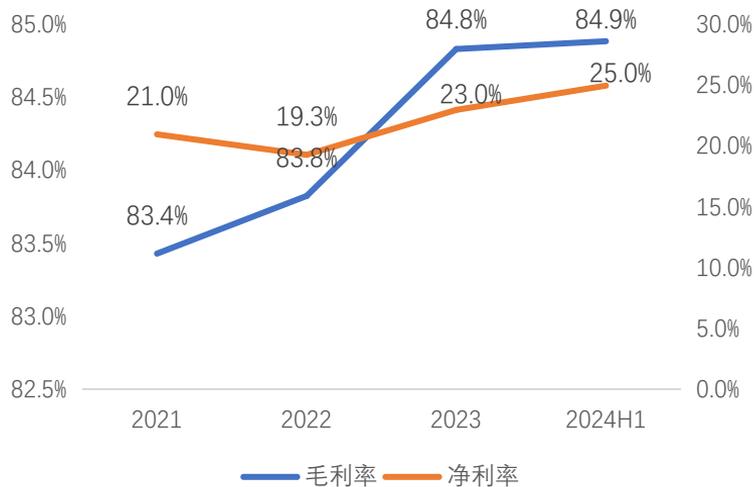
图表：2021-2024H1净利润



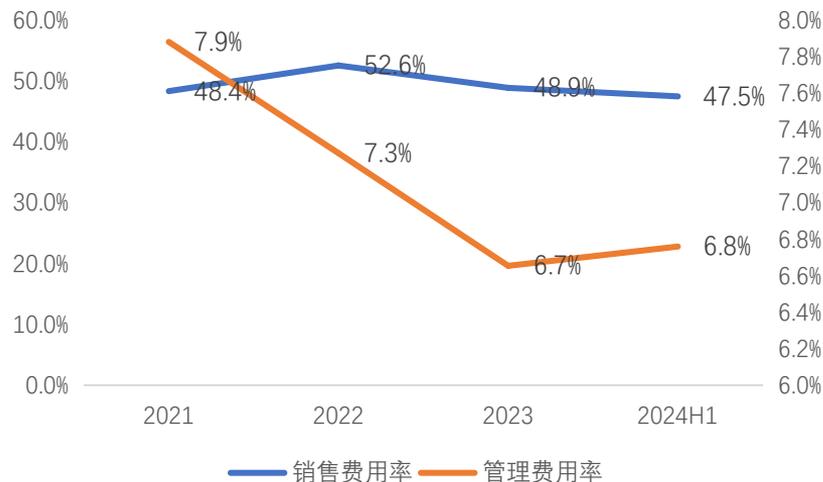
3.1 公司经营：净利率不断改善，控费能力优秀

► **净利率不断攀升，控费期间依然实现高增长。**根据iFinD数据，公司毛利率自2021年的83.4%增长至2023年的84.8%，而2024H1再次提升为84.9%。净利率自2021年的21.0%提升至2023年的23.0%，2024H1继续提升至25.0%。主要系销售费用率压降的较为明显，2022年销售费用率为52.6%，2023年为48.0%，2024H1已压降至47.5%，预计销售费用控费将持续进行，而2023年销售费用率压降的同时，营收和利润依然实现高增长。

图表：2021-2024H1毛利率和净利率



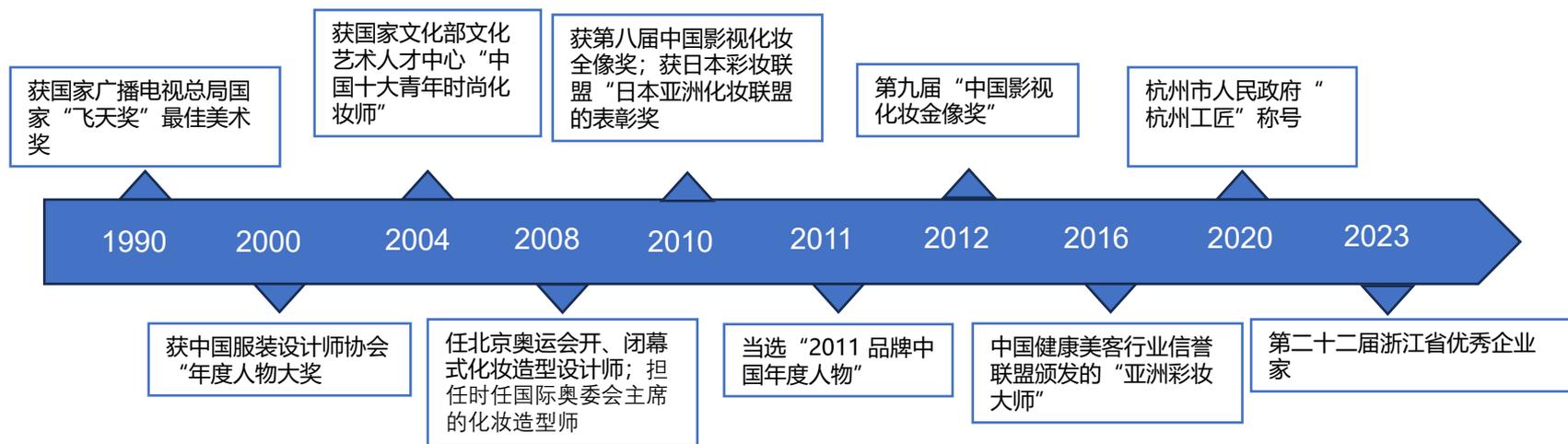
图表：2021-2024H1销售&管理费用率



3.2 品牌：创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌高价值

- **毛戈平先生作为中国化妆师的代表性人物，为品牌建设和市场宣传提供强有力的支持。**作为品牌创始人，毛戈平独特的审美观与行业影响力为品牌增添了深厚的价值。毛先生在化妆艺术领域耕耘近四十年，他开创性地将光影美学与东方美学的核心精神相结合，赋予品牌旗下产品独特的视觉和功能价值。自1984年开始他的化妆生涯以来，他为多部知名影视剧和舞台剧设计了化妆造型，成功塑造了武则天等经典形象，从而赢得了“魔术化妆师”的美誉。毛戈平在行业内的高知名度和良好声誉极大地促进了品牌传播，他曾四次获得中国电影电视技术学会颁发的“化装金像奖”。此外，毛先生的企业家精神推动了产品高品质，助力品牌成功。2023年11月，他获浙江省企业联合会及浙江省企业家协会颁发的“浙江省第二十二届优秀企业家”奖，12月又荣获安永大中华区年度企业家奖。

图表：毛戈平先生在化妆品领域的卓越成就引领品牌发展



3.2 品牌：创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌一定价值

▶ 毛戈平品牌以“东方美学”为核心，提出了“光影美学”这一创新理念，持续赋能产品设计和开发。“光影美学”通过高光和轮廓技巧塑造面部轮廓，而“东方美”学则融入中国传统文化的理念，与消费者产生深刻共鸣。这些美学追求巩固了MAOGEPING在高端美妆行业的地位，实现了艺术性与化妆技巧的完美结合。品牌提供丰富的彩妆和护肤品，着重于产品的成分、配方和设计，选用优质原料和先进技术，以满足亚洲肌肤类型和审美标准的特定需求。通过将光影元素与中国传统文化结合，MAOGEPING创造出具有视觉吸引力和文化属性的产品系列，展现东方美妆的精髓。此外，品牌积累的专业化妆技术和宝贵经验，使产品具备多功能性和易用性，帮助消费者轻松打造理想妆容。公司成功融合传统文化与现代时尚，推出了“气蕴东方”系列限量版产品，并为丝芙兰设计了独家产品线“毛戈平·光韵”。此外，还为中国国家队运动员打造了“火花润耀”运动系列，展现了强大的产品设计与开发能力。

图表：毛戈平为中国国家队运动员打造的“火花润耀”运动系列



图表：毛戈平与丝芙兰合作推出“毛戈平·光韵”系列产品



3.3 研发：产品开发流程规范清晰，专业化妆师参与试用

- 公司产品开发流程涵盖项目启动、竞品分析、产品设计与开发、产品测试、抽样测试、批量生产六大环节。
- **1) 新产品项目启动：**产品开发团队与ODM供应商紧密合作，制定产品开发标准。同时，营销团队和艺术委员会确定产品设计及开发计划。**2) 竞品分析：**我们收集并分析市场上领先同类产品的数据，评估其外观、功能和配方，以获取行业见解。**3) 产品设计与开发：**依据美学理念制定产品标准的细节，选择适合目标消费者皮肤状况和面部特征的成分，调整色温和亮度以创造视觉层次。此外，公司选择包装材料，设计产品外观，并聘请合格的ODM供应商进行原型制作。**4) 产品测试：**进行迭代测试以确保产品质量，质量控制中心制定质量标准，对新产品进行相容性与功能性测试，并对初始产品及包装批次进行检查。**5) 抽样测试：**公司的化妆艺术培训机构的化妆师和一线销售人员参与产品试用，依据其专业经验对样品进行评估。**6) 批量生产：**在样品测试结果满意后，公司将进行批量生产和销售

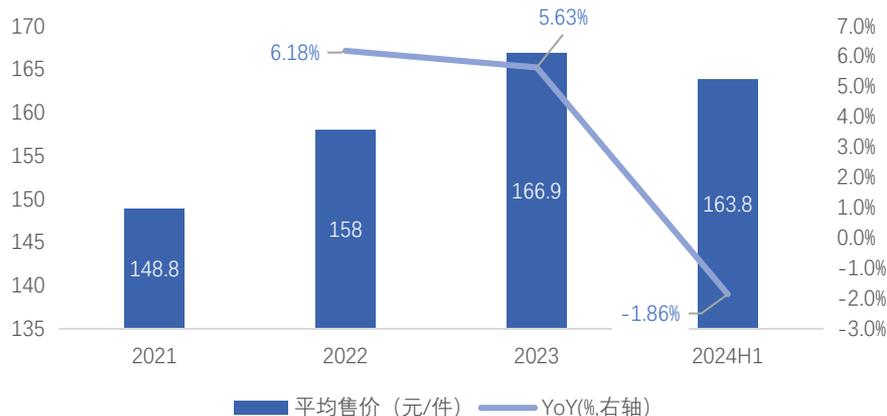
图表：公司产品开发流程



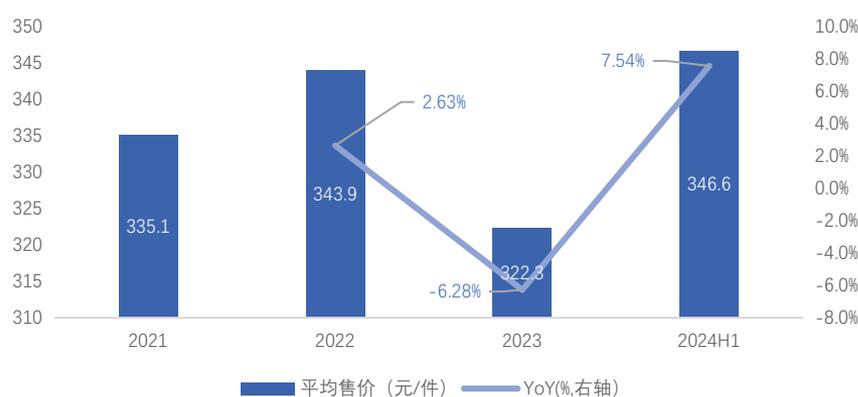
3.4 产品：产品矩阵多样，专注彩妆与护肤，满足不同消费者群体的需求

- **产品矩阵多样，专注彩妆与护肤，满足不同消费者群体的需求。** MAOGEPING品牌坚持高端定位，致力于提供兼具文化、美学和方法论属性的化妆品。旗下产品线丰富，包含基于毛戈平先生的光影美学和东方美学基本理念研发的彩妆系列，以及融合高品质配方和精选成分的护肤系列。截至2024年6月30日，公司彩妆和护肤品类目合计拥有387个SKU，能够提供满足消费者多样化需求的综合美妆解决方案。
- **1) 彩妆：**公司业务的基础，全面涵盖粉底、高光、阴影、眼妆和唇妆等产品，覆盖从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆流程。2021-2024年6月30日彩妆产品平均售价分别为148.8、158、166.9，163.8元/件。
- **2) 护肤：**涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等，满足消费者多种肤质的护理需求；此外，护肤产品可与公司彩妆系列相辅相成，通过优化肌肤状态实现更佳的化妆效果。2021-2024年6月30日护肤品平均售价分别为335.1、343.9、322.3，346.6元/件。
- 此外，公司计划推出独家香水系列，包含香水和香氛产品，进一步丰富产品矩阵，增强品牌在化妆品市场的吸引力和竞争力。

图表：彩妆产品平均售价（元/件）及增速



图表：护肤产品平均售价（元/件）及增速



目 录

- 公司介绍：以东方光影美学为内核，深耕高端美妆二十余载
- 美妆行业：护肤品占总市场份额高，彩妆市场预计快速增长
- 公司优势：创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌高价值
- 投资建议
- 风险提示

- **公司产品立足于创始人的东方美学理念，定位高端市场。** 创始人毛戈平所倡导的将光影美学与东方美学深度融合的理念，为企业在美妆产品开发方面奠定了成功的路线图。毛戈平化妆品股份有限公司的前身是成立于2000年的杭州毛戈平。公司旗下拥有两个主要品牌：MAOGEPING和至爱终生，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三个板块。公司创立以来，毛戈平致力于通过高品质和创新的美妆产品、专业的化妆艺术培训，以及个性化的客户服务，提供全面的美妆体验给消费者。
- **MAOGEPING品牌为主品牌，广受欢迎。** 于2000年推出的旗舰品牌，以创始人毛戈平先生命名，秉承光影美学和东方美学。光影美学通过高光和轮廓技巧塑造立体面部，而东方美学融合中国传统文化，深受消费者喜爱。根据毛戈平港股招股说明书的数据，MAOGEPING是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，2023年零售额排名第十二，市场份额为1.8%。产品销售收入占比逐年上升：2021年96.6%、2022年98.4%、2023年99.0%、截至2024年6月30日为99.3%。该品牌提供多样化的彩妆和护肤产品，包括粉底和奢华鱼子面膜，广受欢迎。
- **产品矩阵多样，专注彩妆与护肤，满足不同消费者群体的需求。** MAOGEPING品牌坚持高端定位，致力于提供兼具文化、美学和方法论属性的化妆品。旗下产品线丰富，包含基于毛戈平先生的光影美学和东方美学基本理念研发的彩妆系列，以及融合高品质配方和精选成分的护肤系列。截至2024年6月30日，公司彩妆和护肤品类目合计拥有387个SKU，能够提供满足消费者多样化需求的综合美妆解决方案。
- 1) 彩妆：公司业务的基础，全面涵盖粉底、高光、阴影、眼妆和唇妆等产品，覆盖从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆流程。2021-2024年6月30日彩妆产品平均售价分别为148.8、158、166.9、163.8元/件。
- 2) 护肤：涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等，满足消费者多种肤质的护理需求；此外，护肤产品可与公司彩妆系列相辅相成，通过优化肌肤状态实现更佳的化妆效果。2021-2024年6月30日护肤品平均售价分别为335.1、343.9、322.3、346.6元/件。
- **风险提示：** 终端消费疲软、品牌形象风险、拓店不及预期等

目 录

- 公司介绍：以东方光影美学为内核，深耕高端美妆二十余载
- 美妆行业：护肤品占总市场份额高，彩妆市场预计快速增长
- 公司优势：创始人具有独特审美理念与行业影响力，赋予品牌高价值
- 投资建议
- 风险提示

- **终端消费疲软：** 经济下行风险与人均收入承压导致消费量下滑
- **品牌形象风险：** 零售商品品牌形象管理不佳或影响终端销售情况
- **拓店不及预期：** 线下门店拓展与渠道加密速度或不及预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

