

美容护理

2025 年 01 月 08 日

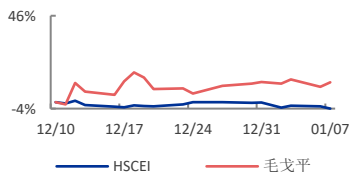
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 01 月 07 日

收盘价 (港币)	58.20
恒生中国企业指数	7049.71
52 周最高/最低 (港币)	61.70/47.65
H 股市值 (亿港元)	278.44
流通 H 股 (百万股)	250.08
汇率 (人民币/港币)	1.0816

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818×
wangpan@swsresearch.com

毛戈平 (1318.HK)

——专业稀缺彩妆 IP，东方美学引领风尚

- 毛戈平：定位高端美妆，引领东方美学理念。**毛戈平品牌由美妆行业标志性人物毛戈平先生于 2000 年创立，当前已成长为高端国货美妆头部集团。**1) 股权：**毛戈平夫妇作为公司实控人，共持有 47.9% 股权；**2) 管理：**除创始人毛戈平外，其余管理层核心成员如汪立群、毛露萍等，均在公司任职超二十年，行业背景和管理能力深厚；**3) 财务：**2023 年营收 28.9 亿元，21-23 复合增速 35%；2023 年归母净利润 6.6 亿元，21-23 复合增速 42%；24H1 营收、归母净利润均同增 41% 达 19.7、4.9 亿元，毛利率 84.9%，净利率 25%。
- 核心竞争力：IP+产品+渠道+营销打造东方美学，塑造风格壁垒。****1) 个人 IP：**创始人影响力深厚，理念贯穿产品设计研发。作为中国著名化妆大师，毛戈平将个人对美的理解与对中国文化的尊重有机结合，形成独具特色的“毛戈平风格”，其产品设计蕴含对中国审美与肤质的深刻理解，细节中彰显精致与优雅；**2) 产品矩阵：**产品体系完善，明星单品带动销额上升。MAOGEPING 旗下包含彩妆和护肤两大品类，数百个 SKU。彩妆为基本盘，24H1 营收 10.9 亿元，占总营收 55%，其中彩妆爆品光感无痕粉膏零售额达 2 亿元；护肤为第二增长极，24H1 营收 8.2 亿元，占总营收 41%，其中护肤爆品奢华鱼子面膜零售额达 4.5 亿元；**3) 渠道：**多渠道销售战略，直销占主导。公司线上线下渠道全覆盖，均以直销为主，24H1 线下专柜直营、线上直销营收分别占产品销售收入 46.1%、38.8%。**4) 营销：**两端营销共振，塑造消费者心智。线上达人种草+妆教输出，吸引“Z 世代”注意力；线下以妆带品+学员培训，从高消费人群获得溢价。2024 年，毛戈平美妆声量同比增长 77%，互动量同比增长 411%。
- 增长逻辑：品类+渠道双线拓展，多点开花。****1) 品类增长：**得益于底妆的高用户黏性和强增长潜力，MAOGEPING 品牌自创立之初便专注于高端底妆市场，打造主力大单品破局，进而在底妆基础上打造高端彩妆业务线。后续受益于毛戈平极强的 IP 属性，在此基础上再对大单品乃至品牌形成认知，公司得以打破彩妆和护肤壁垒，形成彩妆+护肤两大增长极，未来毛戈平还将进军香水赛道。**2) 渠道增长：**毛戈平以线下渠道为发展基石，受益于高端定位和高端商场专柜强韧性，在市场站稳脚跟，树立起专业高端品牌形象。随着电商时代的崛起，毛戈平积极发力线上渠道。全面布局主流电商平台，实现线上业务的快速增长。这种先线下扎根、再线上拓展的渠道发展逻辑，推动毛戈平品牌不断壮大。
- 中国美妆市场整体保持较快增速，高端市场国货缺位，发展空间巨大。**公司是国货美妆头部集团，彩妆&护肤双线开花，线下&线上优势显著，产品定位高端，品牌价值不断提升，随着产品力+渠道力+品牌力进化拉升天花板。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 40.2/52.7/64.2 亿元，同增 39.36%、31.08%、21.72%；归母净利润分别为 9.3/12.4/15.4 亿元，同增 40.56%、33.52%、23.80%；对应每股收益分别为 1.94/2.60/3.21 元，PE 分别为 28/21/17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**消费不及预期、创始人名誉风险、新品反响不及预期、行业竞争加剧、代工模式竞争力不足

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,829	2,886	4022	5272	6417
同比增长率 (%)	16	58	39	31	22
归母净利润 (百万元)	352	662	930	1242	1538
同比增长率 (%)	6	88	41	34	24
每股收益 (元/股)					
净资产收益率 (%)					
市盈率	70.1	37.8	28.2	21.1	17.1
市净率	11.6	8.7	10.6	7.1	5.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

中国美妆市场整体保持较快增速，高端市场国货缺位，发展空间巨大。公司是国货美妆龙头，彩妆&护肤两线开花，线上&线下优势显著，产品定位高端，品牌价值不断提升，随着产品力+渠道力+品牌力进化拉升天花板，公司业绩将进一步兑现。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 40.2/52.7/64.2 亿元，同增 39.36%、31.08%、21.72%；归母净利润分别为 9.3/12.4/15.4 亿元，同增 40.56%、33.52%、23.80%；对应每股收益分别为 1.94/2.60/3.21 元，PE 分别为 28/21/17 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

关键假设点

我们按照按照公司业务进行拆分：

公司 23 年营收高增势头强劲，未来中国高端彩妆市场持续增长毛戈平有望持续受益：1) 彩妆：公司作为国货彩妆龙头，定位高端，核心单品突出、产品系列完备，随着品牌形象深化和渠道扩展，预计主品牌产品迭代升级和新品上市将会持续推动销售增长。我们预计 2024-2026 年公司彩妆营收增速分别为 40.76%、30.56%、22.40%，营收分别为 22.8/29.8/36.5 亿元。2) 护肤：公司依托彩妆自然延伸护肤，多品类覆盖，着重挖掘护肤产品的功效型、成分化、肤感，形成了更适合东方女性肤质的护肤品。预计 2024-2026 年增速分别为 33.75%、34.40%、22.40%，营收分别为 15.5/20.8/25.5 亿元。3) 化妆品培训及相关销售：公司以子公司杭州毛戈平形象设计艺术有限公司为主体，在杭州、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京九地设立培训机构开展化妆培训业务，并为彩妆、护肤业务赋能。预计 2024-2026 年营收分别为 1.9/2.1/2.2 亿元。

有别于大众的认识

市场认为红人品牌生命周期短暂，我们认为个人 IP 能在短期引爆销量，长期个人 IP 将沉淀为品牌资产，只要在科学的管理体系下不断补齐短板，塑造扎实的品牌理念和风格、加码研发推动产品迭代、拓展渠道供应链和保障产品质量，品牌就能不断延长生命周期，长期健康发展。

市场认为高端市场国际化妆品公司竞争力更强，我们认为，国货品牌对于本土消费者需求的洞察、渠道和营销的精准性已经形成领先优势，目前在性价比赛道已持续验证链路超车国际品牌，随着国货心智进一步深化，高端市场也将成为国货赛马地，跑出超级品牌。

股价表现的催化剂

品牌受益国货替代与高端美妆市场持续增长趋势；新品表现超预期；新业务线表现超预期；线上渠道拓展超预期。

核心假设风险

消费不及预期；创始人名誉风险；新品反响不及预期；行业竞争加剧；代工模式竞争力不足。

目录

1. 毛戈平：定位高端美妆，引领东方美学风尚	7
1.1 从个人 IP 到品牌 IP，毛戈平迈入高端美妆集团	7
1.2 股权结构集中，管理层行业经验丰富	8
1.3 营收高速增长，盈利能力突出	9
2. 高端彩妆赛道空间广阔，国货崛起正当时	13
2.1 市场规模：美护行业空间大增速稳，彩妆品类潜力巨大	13
2.2 消费趋势：中高端消费百花齐放，东方美学彰显价值	14
2.3 竞争格局：大众市场国货份额提升，国际品牌仍占据高端市场	16
2.4 彩妆品牌复盘：从 0-1 个人 IP 起势，从 1-10 品牌全方位进阶	18
3. IP+产品+渠道+营销打造东方美学，塑造风格壁垒	22
3.1 创始人影响力深厚，理念贯穿产品设计研发	22
3.2 彩妆&护肤打造完善产品体系，明星单品带动销额上升	24
3.3 多渠道销售战略，直销体系完善	28
3.4 双端营销共振，塑造消费者心智	30
4. 增长逻辑：品类和渠道双线拓展，多点开花	31
4.1 品类增长，从高黏性底妆到全品类突围	31
4.2 渠道增长，扎根线下积极发力线上	35
4.3 以 MAOGEPING 为核心进行品牌组合战略升级和扩张	37
5. 盈利预测与估值	38
5.1 盈利预测	38
5.2 投资分析意见	39
6. 风险提示	39

图表目录

图 1：毛戈平发展历程	7
图 2：毛戈平股份有限公司股权结构	8
图 3：2021-2024H1 公司营收及增速	9
图 4：2021-2024H1 公司归母净利润及增速	9
图 5：毛利率、净利率呈上行趋势	10
图 6：费率整体稳定，销售费用率降低	10
图 7：按品类划分的营业收入（亿元）	10
图 8：按品类划分的营业收入占比（%）	10
图 9：彩妆、护肤产品毛利率超 80%	11
图 10：按品牌划分的产品销售收入（人民币亿元）	11
图 11：按品牌划分的营业收入占比（%）	11
图 12：MAOGEPING 带动整体毛利率增长	11
图 13：按品牌划分的产品销售收入（人民币亿元）	12
图 14：按渠道划分的营业收入占比（%）	12
图 15：线上、线下渠道毛利率基本保持稳定	12
图 16：2018-2028E 中国美妆行业市场规模及增速（亿元）	13
图 17：2018-2028E 护肤行业各品类规模（亿元）	14
图 18：2018-2028E 年彩妆行业各品类规模（亿元）	14
图 19：中国消费者化妆品月均消费占比	14
图 20：中国人均美容个护消费与其他国家对比	14
图 21：中国消费者彩妆使用频率	15
图 22：中国年轻消费群体数量占比	15
图 23：2018-2028E 按销售渠道细分彩妆行业市场规模	16
图 24：2023 年不同销售渠道的彩妆市场份额	16
图 25：消费者对购买过的国货美妆的满意度	16
图 26：消费者购买国货美妆主要关注因素	16
图 27：2023 中国美妆市场各国销售同比及市场份额	17
图 28：2014-2023 国货美妆市场规模及同比	17
图：-E 高端彩妆护肤品牌市场规模	

图 30 : 2023 中国高端美妆集团零售额排名.....	18
图 31: Fenty Beauty 品牌理念.....	20
图 32: 创始人 IP 化演进路径	22
图 33: 毛戈平先生所获部分奖项	23
图 34: 毛戈平产品设计彰显精致与优雅	23
图 35: MAOGEPING 限量产品系列.....	27
图 36: 线下专柜直营毛利情况	29
图 37: 线上直营毛利情况	29
图 38: 在百货商店的线下专柜设计	30
图 39: 线上、线下多层次营销	30
图 40: 毛戈平粉底赛道产品	32
图 41: 毛戈平彩妆气蕴东方系列已升级至第五代, 套盒定位高端	32
图 42: 国际美妆品牌故事及大单品	33
图 43: 毛戈平护肤品类布局已较为完善	33
图 44: 文化纪实类节目《香迹》, 共 3 期, 在抖音平台独家播出.....	34
图 45: 抖音-毛戈平销售额.....	36
表 1: 公司主要管理层及核心技术人员	8
表 2: 2024 年天猫护肤品牌双十一榜单	17
表 3: 2024 年天猫京东抖音彩妆香水品牌双十一榜单.....	17
表 4: 海外早期创始人 IP 化成功例子.....	18
表 5: 十大名人美妆品牌榜单.....	19
表 6: 国内/国外创始人 IP 化例子.....	21
表 7: MAOGEPING 品牌彩妆线产品	24
表 8: 毛戈平明星单品光感无痕粉膏	25
表 9: MAOGEPING 品牌护肤线产品	26
表 10: 毛戈平明星单品奢华鱼子面膜	26
表 11: 按销售渠道划分产品销售收入与销售占比 (单位: 人民币亿元)	28
表 12: 按销售渠道划分产品销售毛利与毛利率 (单位: 人民币亿元)	29
表 13: MAOGEPING 品牌心智表现	31
表 : 品牌小红书持续输出“毛氏化妆大法”	

表 15: 毛戈平线下会员政策	36
表 16: 双品牌发展目标及规划	37
表 17: 公司收入拆分	38
表 18: 可比公司估值	39

1. 毛戈平：定位高端美妆，引领东方美学风尚

1.1 从个人 IP 到品牌 IP，毛戈平迈入高端美妆集团

明星化妆师 IP，融合光影美学与东方美学精髓。2000 年，知名化妆师毛戈平创立彩妆品牌毛戈平。毛戈平集团当下拥有毛戈平与至爱终生两大品牌，以线下渠道为核心，护肤彩妆双轮驱动，并同时提供化妆品培训服务赋能品牌。根据弗若斯特沙利文数据，公司是国内市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司。

毛戈平集团旗下两大美妆品牌：旗舰品牌 MAOGEPING 和至爱终生，分别卡位高端市场与大众市场。MAOGEPING 秉承光影美学与东方美学原则，至爱终生则为追求性价比的消费者提供精选的彩妆和护肤产品。公司的产品线涵盖彩妆、护肤等多个领域，以其高品质和独特的美学理念在市场上赢得广泛认可。

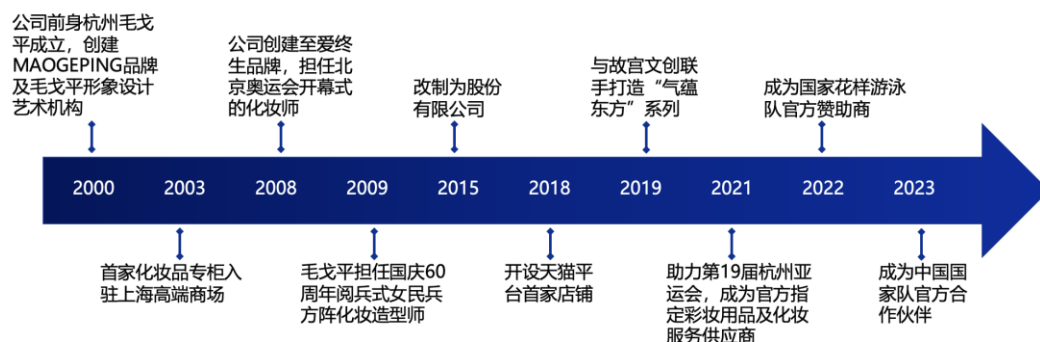
毛戈平发展历程可主要分为以下三个阶段：

初创期 (2000-2005 年)：2000 年，公司前身杭州毛戈平创立，标志着 MAOGEPING 品牌的诞生，同年，毛戈平形象设计艺术机构成立；2003 年，公司在上海高端商场入驻首家化妆品专柜，标志着品牌向高端市场进军；2005 年，公司首次在银泰百货设柜，进一步扩大了品牌市场影响力。

开拓期 (2006-2018 年)：公司通过拓宽品牌矩阵，扩大品牌受众覆盖面及知名度。2008 年，公司创建至爱终生品牌，进一步丰富产品矩阵。2015 年，公司召开股东会变更为股份有限公司。

成熟期 (2019 年至今)：公司品牌价值不断提升，已成为国内化妆品及化妆技能培训领域最具实力企业之一。2021 年和 2022 年，公司分别成为第 19 届杭州亚运会官方指定彩妆用品及化妆服务供应商和国家花样游泳队赞助商，公司品牌形象和市场地位得到进一步肯定。

图 1：毛戈平发展历程

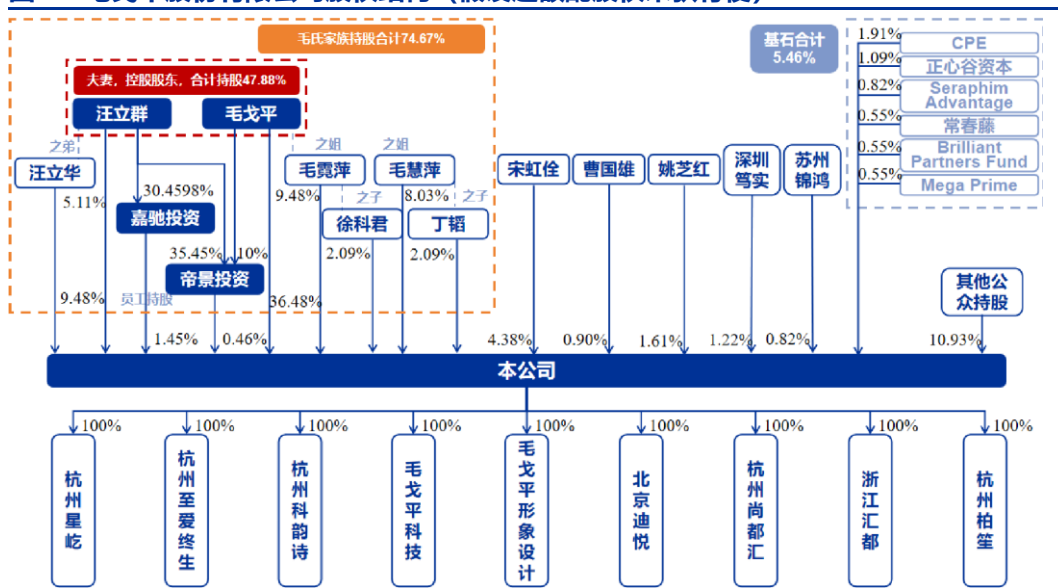


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.2 股权结构集中，管理层行业经验丰富

毛戈平夫妇控股近半，公司股权结构集中稳定。毛戈平夫妇作为公司的实际控制人，通过直接持股和间接控制的方式，共持有公司已发行股本总额的 47.88%。其中，毛戈平持股 36.48%，其夫人汪立群持股 9.48%，并通过帝景投资和嘉驰投资间接控制股本总额 0.46% 和 1.45%。此外，毛霁平、毛慧萍、汪立华为毛戈平夫妇的亲属，属一致行动人，分别持股 9.48%、8.03%、5.11%，与毛戈平夫妇共同合计持股 70.49%，确保了公司股权结构的稳定性、战略的连贯性和决策的高效性。

图 2：毛戈平股份有限公司股权结构（假设超额配股权未获行使）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

创始人毛戈平履历丰富，行业影响力显著。毛戈平先生是公司的创始人，在化妆艺术领域拥有 30 多年经验，是中国著名的化妆艺术大师，其专业背景和行业荣誉为公司的创新发展和品牌建设提供了坚实的基础。在创办公司之前，毛先生在浙江省越剧团任职，积累了丰富的艺术和文化行业经验。毛先生曾四次获得“化装金像奖”，并在 2008 年北京奥运会期间担任重要化妆造型师，荣获“2008 北京奥运会特别贡献奖”。2020 年，毛先生被杭州市人民政府授予“杭州工匠”称号，2023 年荣获“第二十二届浙江省优秀企业家”奖项，并作为杭州第 19 届亚运会火炬手，体现了其在行业内的重要影响力。

公司管理层拥有丰富的从业经验，治理稳定。除创始人外，汪立群、毛霁萍、毛慧萍和汪立华等核心成员多年深耕化妆行业，均在公司任职超过二十年，具备深厚的行业背景和管理能力，其为公司的稳健运营和战略发展提供了强有力的支持和保障。

表 1：公司主要管理层及核心技术人员

姓名	职务	年龄	加入时间	履历
毛戈平	创始人，董事长	59	2000 年	中国著名化妆艺术大师，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。曾在北京奥运会期间担任国际奥委会主席化妆造型师和开幕式化妆造型设计师，现任董事长兼总经理。
汪立群	执行董事兼副董事长	52	2000 年	EMBA 结业，从业 20 余年，2000 年至 2010 年任毛戈平形象设计艺术学校执行校长，2010 年至今任毛戈平形象设计艺术有限公司总经理。
毛霁萍	副董事长兼资深副		年	年 月加入集团并在 年任杭州毛戈平董事。年 月获

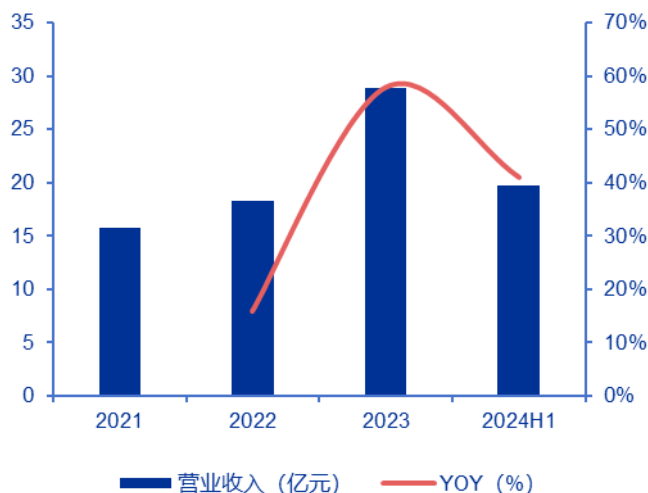
总裁				委任为本公司董事，2024 年调任成执行董事	
毛慧萍	执行董事兼资深副总裁	61	2000 年	2000 年协助毛戈平先创办了杭州毛戈平并担任杭州毛戈平化妆品有限公司副总经理。自 2011 年后在杭州毛戈平及本公司担任董事兼资深副总裁，分管本集团财务、研发及供应链	
汪立华	执行董事兼副总裁	50	2002 年	2002 年加入本集团，现任公司执行董事。于 2009 年 11 月荣获中国国际时装周组委会颁发的「中国国际时装周 2009 年度最佳化妆造型师」奖。	
宋虹佳	总裁兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理	49	2002 年	自 2002 年至 2010 年在杭州毛戈平担任销售负责人。自 2015 年至 2024 年连续在杭州毛戈平及本公司担任执行总裁，负责 MAOGEPING 品牌建设、市场推广及销售管理工作。并于 2016 年 6 月获得中国矿业大学（北京）工商管理硕士学位	
徐卫国	财务总监	47	2011 年	于 1999 年至 2006 年在光明乳业股份有限公司担任财务经理。2006 年至 2006 年在百事可乐饮料有限公司担任高级会计经理、2007 年至 2009 年在金瑶集团担任财务总监。2011 年加入公司，担任财务总监，负责集团财务规划及管理。	
董乐勤	董事会秘书，法务负责人兼首席公司秘书	40	2014 年	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，曾任安徽恩度食品有限公司运营总监及财务总监。	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.3 营收高速增长，盈利能力突出

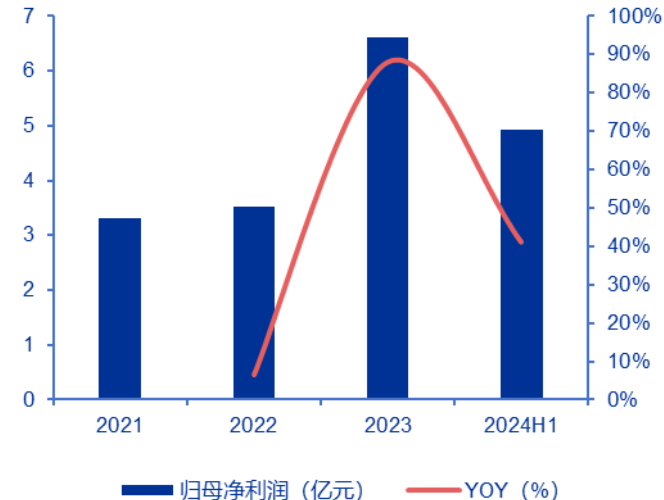
收入利润快速增长。伴随产品矩阵、渠道扩张，公司 2021-2023 年营业收入由 15.8 亿元增至 28.9 亿元，复合增速达 35.3%，24H1 年营收为 19.7 亿元，同比增长 41%；2021-2023 年归母净利润由 3.3 亿元增至 6.6 亿元，复合增速达 41.4%，24H1 归母净利润同比增长 41%达 4.9 亿元。

图 3：2021-2024H1 公司营收及增速



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 4：2021-2024H1 公司归母净利润及增速

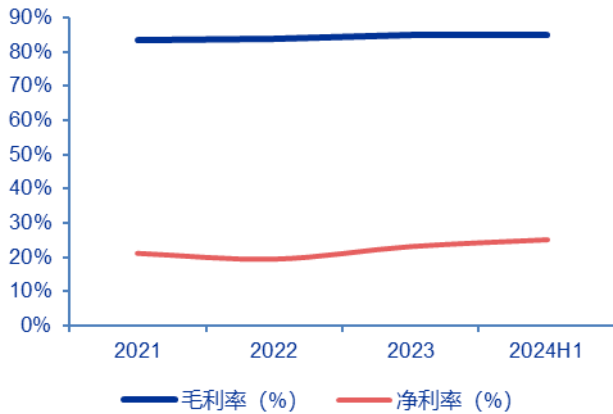


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司毛利率、净利率呈上行趋势，期间费用率整体稳定。公司产品定位高端，高定价带来高毛利水平，21-24H1 毛利率稳中有升，分别为 83.4%/83.8%/84.8%/84.9%。公司销售、管理费用率呈现小幅下降趋势。近年公司积极布局线上线渠道，在抖音、天猫等

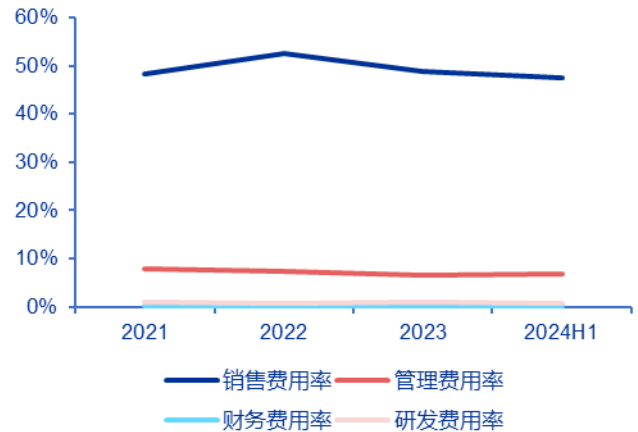
平台开展营销活动，同时不断增加专柜和百货商店数量建立品牌声誉，2022 年销售费用率超 50%，24H1 回落至 47.5%；管理费用率逐年优化，由 2021 年的 7.88%下降至 24H1 的 6.76%。得益于较高且稳定的毛利率水平，以及销售、管理费用率下降，公司净利率有所提升，由 2021 年的 21.0%提升至 24H1 的 25.0%。

图 5：毛利率、净利率呈上行趋势



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

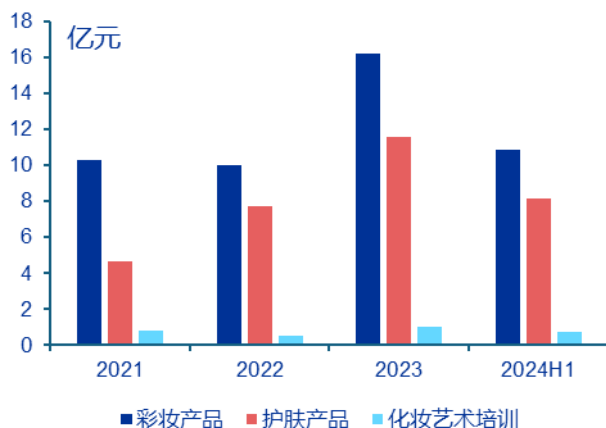
图 6：费率整体稳定，销售费用率降低



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

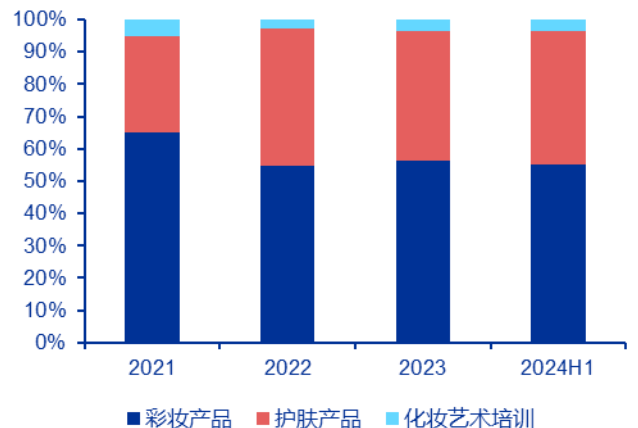
分品类看，1) 彩妆产品为基本盘，护肤产品增长势头强劲。2021-2023 年彩妆产品收入从 10.3 亿元增长至 16.2 亿元，2022 年收入小幅下滑，但 21-23 年复合增速仍达 25.7%，2023 年彩妆收入占比 55%；2021-2023 年护肤产品收入从 4.7 亿元增长至 11.6 亿元，复合增速 57.3%，2023 年收入占比达 40%，形成第二大增长极。同期，化妆艺术培训收入从 0.8 亿元增长至 1.0 亿元，收入占比稳定在 5%以内。

图 7：按品类划分的营业收入（亿元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

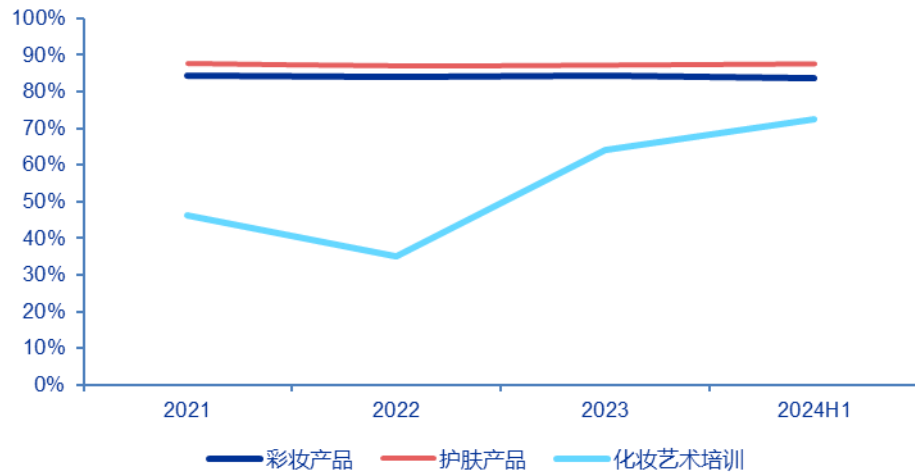
图 8：按品类划分的营业收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2) 受益高端定位，彩妆、护肤产品毛利率超 80%。彩妆产品 21-24H1 毛利率稳定在 84%左右；护肤产品毛利率最高，保持在 87%-88%的高位水平；化妆艺术培训业务受到疫情限制，参与培训的学员减少，毛利率由 2021 年 46.3%降至 2022 年的 35.1%，2023 年学员人数回升，毛利率回弹至 .% 。

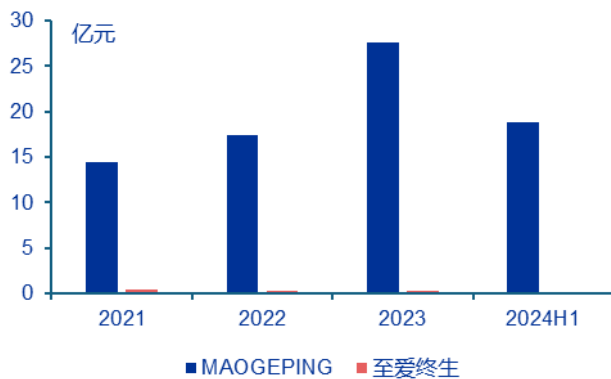
图 9：彩妆、护肤产品毛利率超 80%



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

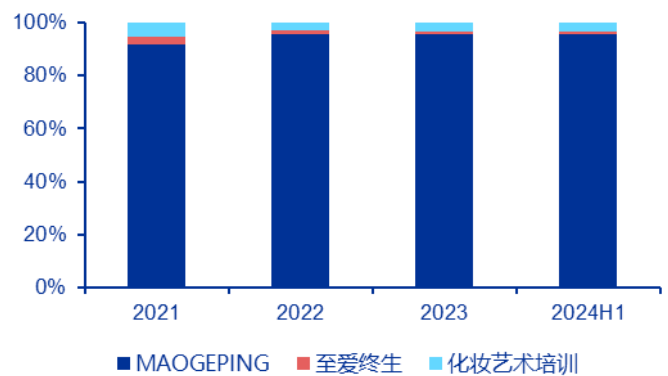
分品牌看，1) 主品牌 MAOGEPING 稳定增长，贡献主要营收。MAOGEPING 品牌 2021 年至 2023 年营业收入分别为 14.5/17.5/27.6 亿元，占营业收入的 91.6%/95.4%/95.5%，作为公司核心品牌，其稳定的增长为公司整体营收的增长提供了有力支撑；至爱终生品牌 2021 年至 2023 年营业收入分别为 0.5/0.3/0.3 亿元，占营业收入的 3.2%/1.6%/0.9%。

图 10：按品牌划分的产品销售收入（人民币亿元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

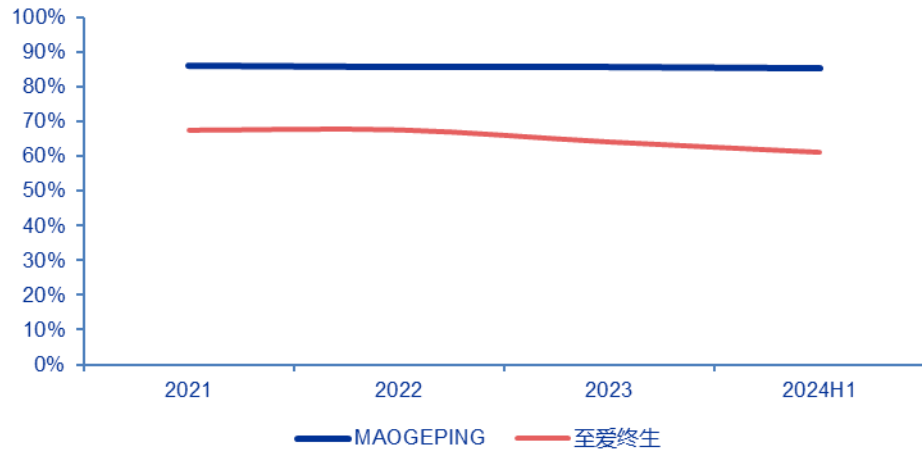
图 11：按品牌划分的营业收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2) 主品牌 MAOGEPING 毛利率高，带动整体毛利率增长。MAOGEPING 以中高端百货专柜直营模式为主，面向注重品质、奢华与独特性的消费者；至爱终生品牌定位于二、三线城市追求性价比的消费者，相对于至爱终生，MAOGEPING 品牌的产品毛利率较高，2021-24H1 毛利率稳定在 86%左右，至爱终生毛利率呈现下滑趋势，由 2021 年的 67% 下滑至 24H1 的 61%。

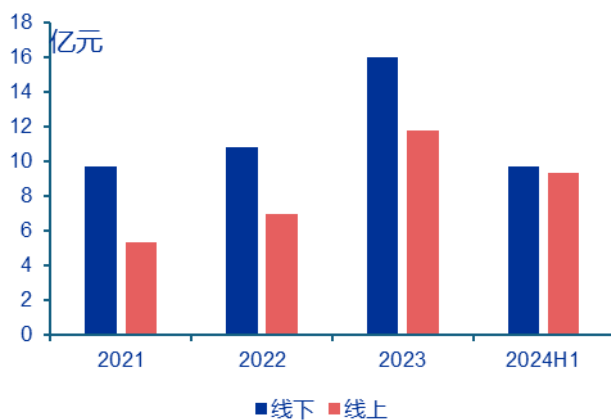
图 12：MAOGEPING 带动整体毛利率增长



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

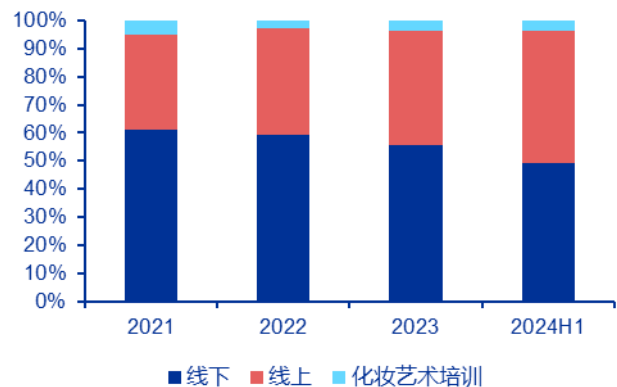
分渠道看，1) 线下保持优势，线上营收快速增长。公司采取线下直销、向线下经销商销售、向高端跨国美妆零售商销售以及线上直销等多渠道销售策略。线下渠道营收占比最大，2021 年至 2023 年，得益于专柜扩张和品牌知名度的提升，线下渠道营收分别为 9.7/10.8/16.0 亿元，占总营收 61.2%/59.1%/55.5%；线上渠道表现尤为亮眼，得益于电商平台的快速发展和公司在数字营销方面的投入增加，2021 年至 2023 年，线上产品营收分别为 5.3/6.9/11.8 亿元，占总营收 33.5%/38.0%/40.9%。

图 13：按品牌划分的产品销售收入（人民币亿元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

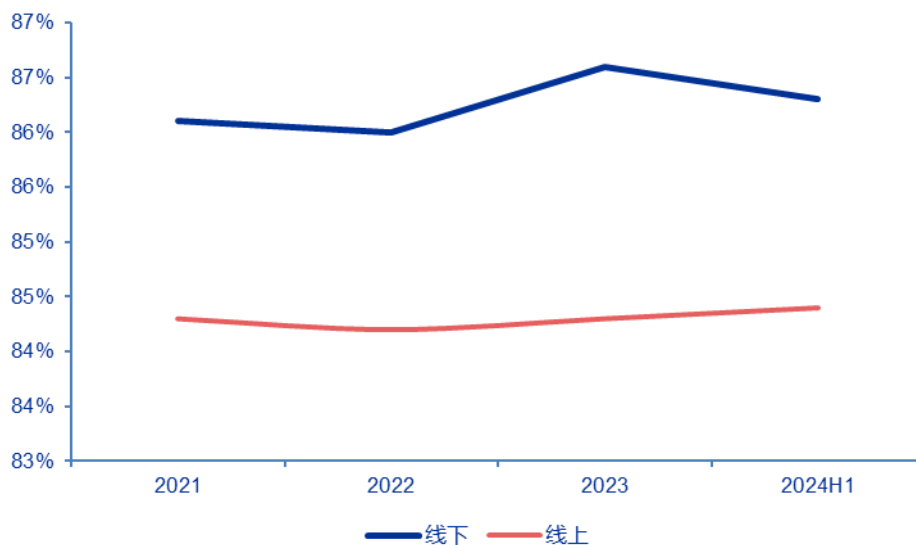
图 14：按渠道划分的营业收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2) 各销售渠道毛利率基本保持稳定。线下渠道毛利率较高，2021-24H1 毛利率稳定在 86%左右，同期线上渠道毛利率稳定在 84%左右。

图 15：线上、线下渠道毛利率基本保持稳定



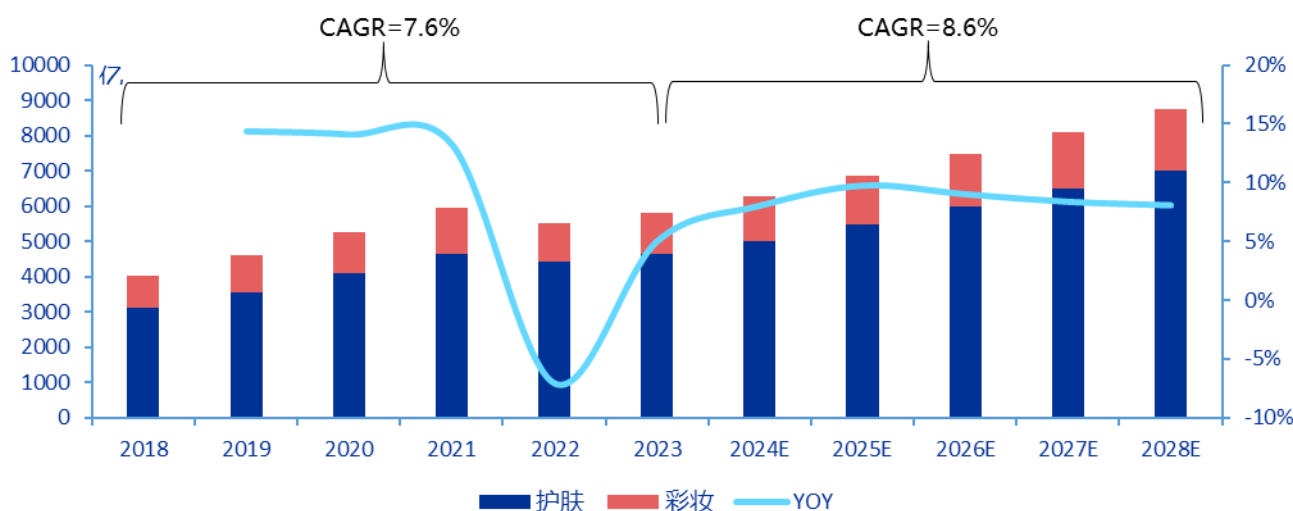
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2. 高端彩妆赛道空间广阔，国货崛起正当时

2.1 市场规模：美护行业空间大增速稳，彩妆品类潜力巨大

中国美妆行业市场前景广阔，向万亿规模稳步前进。按零售额计算，中国美妆市场规模（护肤+彩妆）由2018年的4027亿元增长至2023年的5798亿元，年复合增长率高达7.6%，据弗若斯特沙利文数据预测，中国美护市场2023-2028年将进一步保持高速增长，CAGR约8.6%，2028年市场规模有望达到8763亿元。

图 16：2018-2028E 中国美妆行业市场规模及增速（亿元）



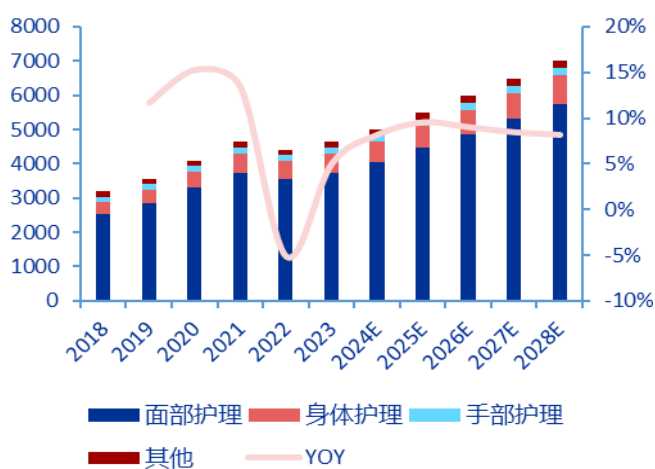
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

护肤市场份额占优，持续稳定增长。随着生活水平提高，人们对自己外表美观和保持皮肤健康的需求更加重视，护肤市场稳定增长。按2023年零售额计算，护肤品在美妆行业占比为79.86%，占据主要市场份额。中国护肤市场规模由2018年的3097

亿元增长至 2023 年的 4630 亿元，CAGR 为 8.4%，预计将以 8.7% 的增长率增长至 2028 年的 7011 亿元。其中，面部护理在护肤市场中占比最大，2023 年市场份额为 81%，预计 2028 年将达到 82.1%。

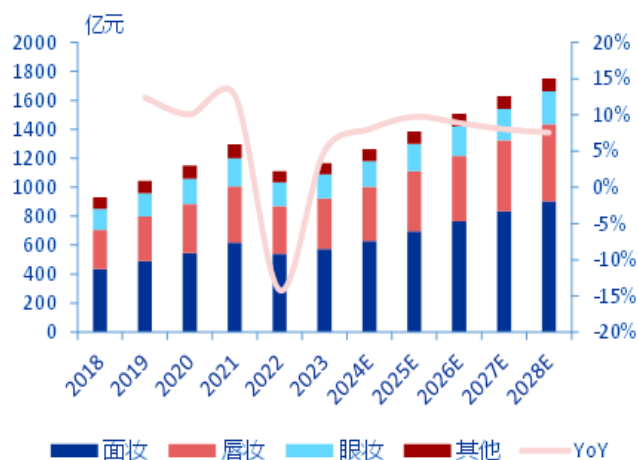
彩妆市场增速较快，发展多元潜力巨大。社交媒体时代化妆理念加速渗透，消费者的差异化美妆需求，推动着彩妆产品的多样化和丰富化，带动市场大幅增长。中国彩妆市场规模由 2018 年的 930 亿元增长至 2023 年的 1168 亿元，CAGR 为 4.7%。预计彩妆市场的规模将以 8.4% 的 CAGR 增长至 2028 年的 1152 亿元。其中，面妆在彩妆市场中占据主要份额，18-23 年 CAGR 为 5.7%，预计 23-28 年其将以 9.5% 的 CAGR 高速增长。

图 17：2018-2028E 护肤行业各品类规模（亿元）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 18：2018-2028E 年彩妆行业各品类规模（亿元）



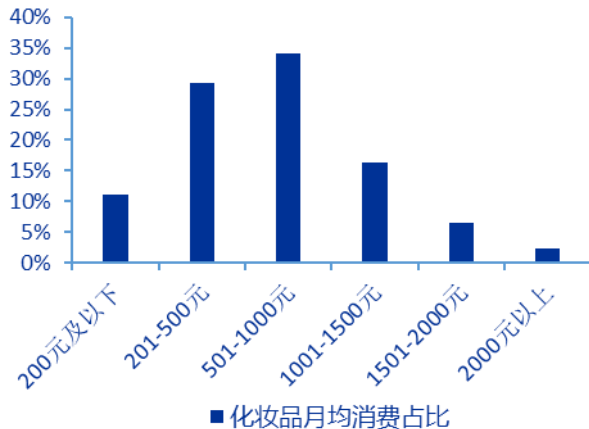
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.2 消费趋势：中高端消费百花齐放，东方美学彰显价值

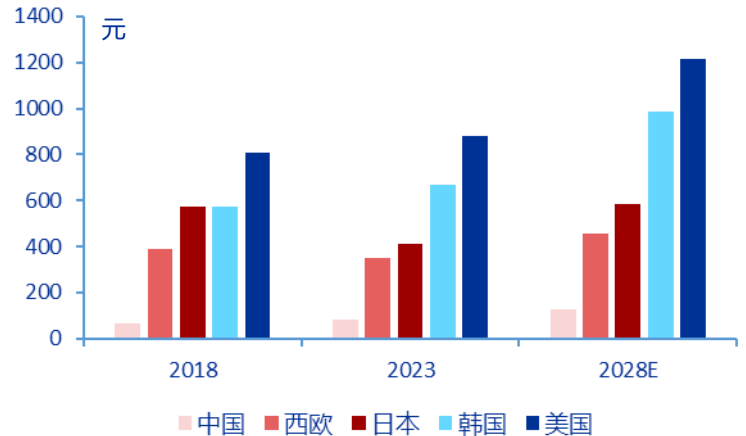
中高端消费空间广，人均消费潜力足。根据艾媒咨询数据，2024 年中国消费者的化妆品月均支出主要集中在 201-500 元及 501-1000 元区间，占比分别为 29.3% 和 34.2%，化妆品月均支出在 1500 元以上的高端消费人群占 8.9%。随着消费者对品质消费的需求增加，中高端消费者占比将增加。中国化妆品 2023 年人均消费额 83 元，仅为美日韩欧等国的 9%-25%，未来随着国民收入进一步提升，人均消费额有望向发达国家靠拢。

图 19：中国消费者化妆品月均消费占比

图 20：中国人均美容个护消费与其他国家对比



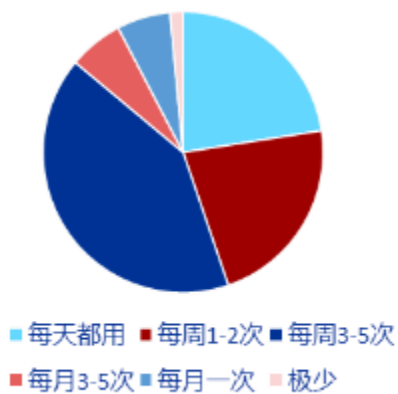
资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

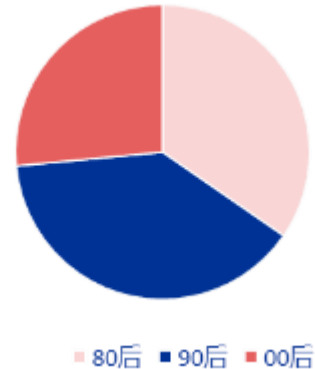
彩妆使用频次高，年轻群体成为消费主力。根据艾媒咨询数据，2024 年，超过 80% 消费者每周至少化妆一次，仅 1.5% 消费者平常极少化妆。随着各类社交的普及，消费者通过自拍、短视频等方式展现自身形象的机会和频次增加，化妆逐渐融入到愈来愈多消费者的日常生活。以 80 后、90 后、00 后为首的年轻消费群体逐渐成为中国消费主力人群，中国年轻消费群体（15 岁-44 岁）数量约为 5.55 亿，约占中国总人口的三分之一。

图 21：中国消费者彩妆使用频率



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

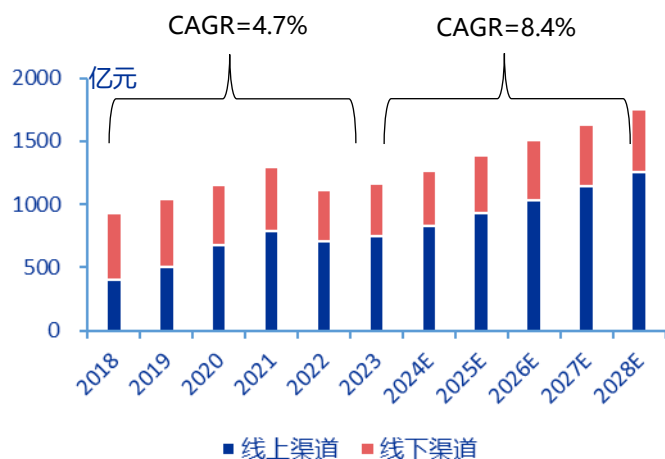
图 22：中国年轻消费群体数量占比



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

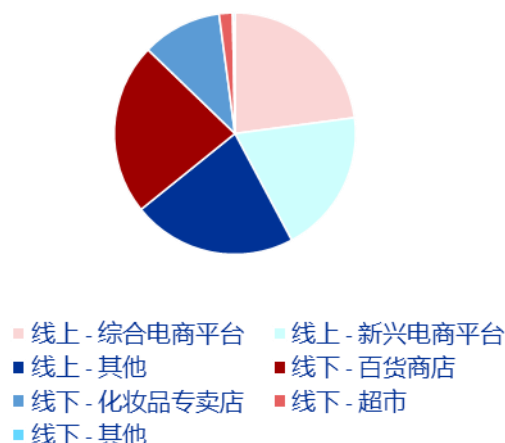
线上渠道主导，电商增速亮眼。目前彩妆市场由线上渠道主导，线上线下协同销售。按零售额计算，线上渠道彩妆市场规模由 2018 年的 400 亿元增长至 2023 年的 750 亿元，年复合增长率为 13.4%，23 年彩妆线上渠道占比达 64.2%，预计未来线上渠道继续保持高速增长。线下渠道的彩妆市场规模由 2018 年的 530 亿元下降至 2023 年的 418 亿元，CAGR 为-4.6%。

图 23：2018-2028E 按销售渠道细分彩妆行业市场规模



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

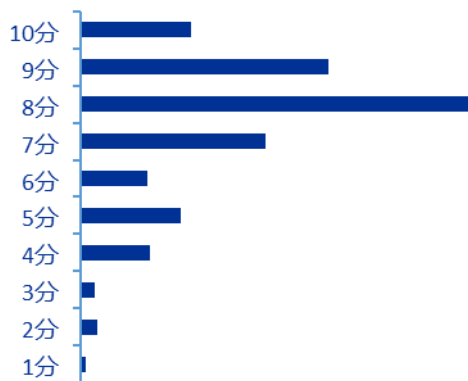
图 24：2023 年不同销售渠道的彩妆市场份额



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

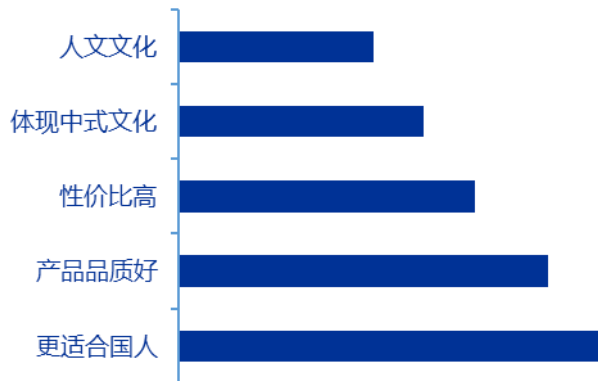
文化自信促进国货消费增长，助力国货美妆正当红。高达 82.8%的消费者给予他们所购买国货美妆高于 6 分的评价，展现了国货美妆在不断获得消费者的认可。81.8%的消费者购买国货美妆的核心原因是这些品牌的产品更加贴合国人的需求，可见“更懂中国人”也是国货美妆快速发展的重要因素。另外，有 70.84%的消费者关注产品品质，56.75%的消费者选择国货美妆是由于国货体现中式文化。

图 25：消费者对购买过的国货美妆的满意度



资料来源：小红书，青眼情报《2024 中国美妆行业白皮书》，申万宏源研究

图 26：消费者购买国货美妆主要关注因素



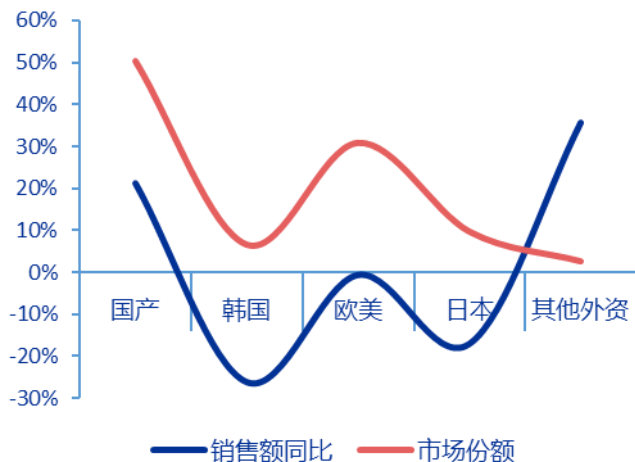
资料来源：小红书，青眼情报《2024 中国美妆行业白皮书》，申万宏源研究

2.3 竞争格局：大众市场国货份额提升，国际品牌仍占据高端市场

大众美妆国货超车外资，市场规模持续飙升。国货品牌在大众美妆市场成功实现国产替代，市场份额显著崛起。2023 年国货美妆市场规模同比增速为 21.2%，以 50.4% 的市场份额超越外资品牌美妆。从 - 年，国货美妆高速增长，市场规模持续扩

大，从 2014 年的 1318 亿元增长至 2023 年的 4018 亿元，CAGR 达 13.18%。

图 27：2023 中国美妆市场各国销售同比及市场份额



资料来源：青眼情报，申万宏源研究

图 28：2014-2023 国货美妆市场规模及同比



资料来源：小红书《中国美妆行业白皮书》，申万宏源研究

发力线上电商平台，国货领跑双十一榜单。2024 年护肤品类 TOP10 品牌榜中，天猫平台拥有珀莱雅、薇诺娜、可复美三个国货品牌，京东平台仅珀莱雅占一席，抖音平台国货表现亮眼，珀莱雅仍稳居第一，韩束直冲榜单第二。彩妆香水榜单中，京东平台仅毛戈平位列第十进入榜单，说明海外大牌在京东有较强心智，天猫平台彩棠、花西子、卡姿兰、毛戈平进入前十，抖音平台国货品牌占据 50%，毛戈平位列第二。

表 2：2024 年天猫护肤品牌双十一榜单

排名	天猫	京东	抖音
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	雅诗兰黛	韩束
3	兰蔻	兰蔻	欧莱雅
4	海蓝之谜	欧莱雅	可复美
5	修丽可	SK-II	后/WHOO
6	雅诗兰黛	赫莲娜	雅诗兰黛
7	玉兰油	海蓝之谜	海蓝之谜
8	赫莲娜	修丽可	自然堂
9	薇诺娜	娇韵诗	玉兰油
10	可复美	后/WHOO	SK-II

资料来源：蝉魔方，久谦数据库，申万宏源研究

表 3：2024 年天猫京东抖音彩妆香水品牌双十一榜单

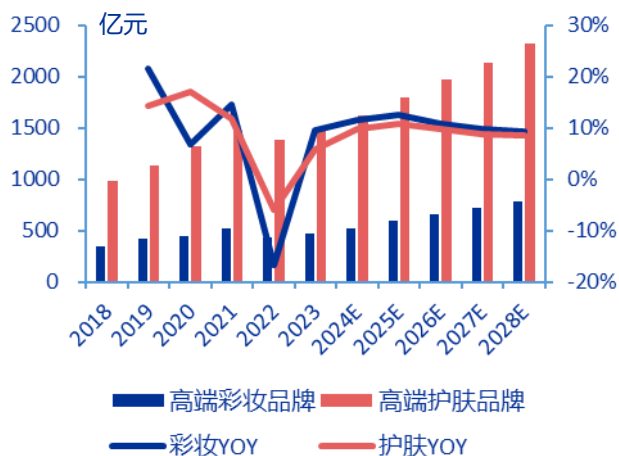
排名	天猫	京东	抖音
1	圣罗兰	圣罗兰	圣罗兰
2	肌肤之匙	肌肤之匙	毛戈平
3	彩棠	迪奥	花西子
4	娜斯	雅诗兰黛	方里
5	三熹玉	魅可	肌肤之匙
6	雅诗兰黛	香奈儿	彩棠
7	花西子	欧莱雅	卡姿兰
8	欧莱雅	娜斯	魅可
9	卡姿兰	兰蔻	修可芙
10	毛戈平	毛戈平	纪梵希

资料来源：蝉魔方，久谦数据库，申万宏源研究

高端市场蓬勃发展，国际大牌仍占主导。分彩妆和护肤来看，中国高端彩妆市场规模由 18 年的 346 亿元增至 23 年的 471 亿元，CAGR 为 6.4%，预计 23-28 年中国高端彩妆市场规模 CAGR 为 10.8%；中国高端护肤市场规模由 18 年的 988 亿元增至 23 年的 1471 亿元，CAGR 为 8.3%，预计 23 年-28 年的中国高端护肤市场规模 CAGR 为 9.6%，展现出强大的增长潜力。据弗若斯特沙利文数据，中国高端美妆行业集中度高，前五大美妆集团市场份额为 55.4%，且均为国际品牌。而毛戈平公司是中国第七大高端美妆集团，其 MAOGEPING 品牌也是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，国货

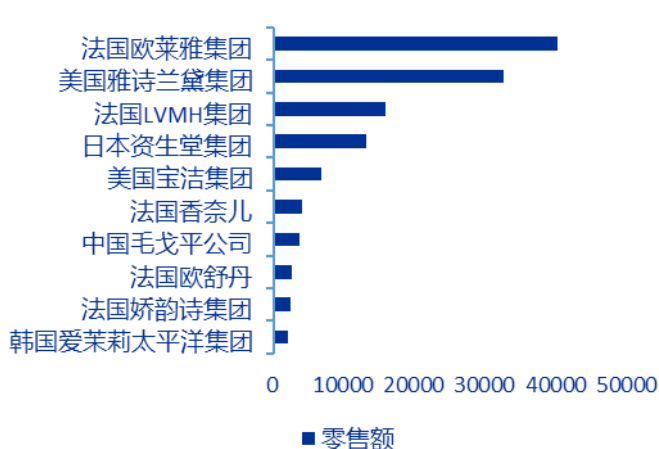
高端领域仍存较大空间。

图 29 : 2018-2028E 高端彩妆护肤品牌市场规模



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 30 : 2023 中国高端美妆集团零售额排名 (百万元)



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.4 彩妆品牌复盘：从 0-1 个人 IP 起势，从 1-10 品牌全方位进阶

彩妆赛道创始人 IP 化火热，红人效应加速品牌孵化。创始人 IP 化是指将品牌创始人的个人品牌与企业品牌相结合，通过个人魅力和专业影响力来增强品牌识别度和市场竞争力。这种模式之所以成为热门赛道，是因为它能够在品牌与消费者之间建立更直接的情感联系，同时利用创始人的个人故事和价值观来增强品牌的吸引力和忠诚度。在数字化和社交媒体高度发达的今天，创始人 IP 化已成为品牌营销的新趋势，这种模式的成功案例在全球范围内不断涌现。

海外：IP 化历史久远，Fenty Beauty 入局中国市场。国外创始人 IP 化的案例众多，从彩妆行业看，功成名就的化妆师推出同名品牌，俘获一批消费者，已经是被验证过很多遍的成熟路径，如日本植村秀、美国芭比布朗、法国 Nars 都是由知名化妆师所创立的品牌。早期互联网、自媒体尚未兴起，还尚未有“流量”概念，这些创始人 IP 化品牌主要依靠产品站稳脚跟，或者被美妆巨头收购、让品牌加入美妆集团获得平台助力。

表 4：海外早期创始人 IP 化成功例子

品牌	国家	创始人	简介	创立时间
Max Factor	美国	Max Factor	Max Factor是一位在好莱坞黄金时代享有盛誉的化妆师，最初为无声电影时代的演员提供化妆服务，发明了许多化妆技术和产品，以适应电影拍摄的需求	1909 (1991被宝洁收购)
植村秀	日本	植村秀	植村秀作为日本第一位男性化妆师，是全球首个“风尚主题妆容”的先驱，因其创作的概念前卫和用色大胆而被公认为彩妆艺术界大师级人物。	1971 (2002被欧莱雅收购)
Bobbi Brown	美国	Bobbi Brown	有“自然裸妆皇后”美誉的美国化妆师BobbiBrown，是改革大众对彩妆认知的先驱。	1991 (1995被雅诗兰黛收购)
Nars	美国	Franxois Nars	Franxois Nars是出身时尚界的法国彩妆大师	1995 (2000被资生堂收购)

资料来源：各品牌官网、公司招股书，申万宏源研究

自媒体时代来临，网红品牌大量诞生。随着自媒体兴起，信息传播效率和广度提高，红人效应在互联网上往往会带来巨大流量，产生变现空间，此时产生了很多因名人效应而带来巨大流量的网红品牌，其中蕾哈娜的 Fenty Beauty 是最为突出的代表，据 Upbeat Agency 数据，Fenty Beauty 在 2023 年蝉联最赚钱的明星美妆品牌，年营收高达 6 亿美元，较 2021 年大涨 50%。LVMH 在财报中频繁提及 Fenty Beauty，强调该品牌是集团美妆业务的主要增长推动力之一。

表 5：十大名人美妆品牌榜单

排名	品牌	创始人	品牌类型	创立时间	2023年收入 (百万美元)
1	Fenty Beauty	Rihanna	彩妆	2017	602.4
2	Anomaly Hair Care	Priyanka ChopraJonas	护发	2021	542.7
3	Kylie Cosmetics	Kylie Jenner	彩妆	2015	380.4
4	r.e.m beauty	Ariana Grande	彩妆	2021	88.7
5	Rare Beauty	Selena Gomez	彩妆	2020	75.7
6	Flower Beauty	Drew Barrymore	彩妆	2013	52.9
7	Go-To Skincare	Zoë Foster Blake	护肤	2014	38.9
8	Alterna Haircare	Katie Holmes	护发	1997	34.2
9	sugargoop!	Maria Sharapova	护肤	2005	32.9
10	Jeffree star Cosmetics	Jeffree Star	彩妆	2014	31.7

资料来源：Upbeat Agency、申万宏源研究

Fenty Beauty：蕾哈娜个人影响力显著，品牌理念+产品多样使品牌差异化竞争。

品牌的成功不仅在于蕾哈娜作为国际巨星的个人影响力，更在于其品牌理念的创新和产品的多样性。Fenty Beauty 推出的粉底产品拥有 50 种色号，覆盖了广泛的肤色，体现了品牌的“包容性”理念。随后 Fenty Beauty 以粉底液为起点，陆续推出拥有丰富色号的遮瑕、高光修容、唇膏等产品。并且蕾哈娜亲自参与产品的研发和营销，确保品牌与个人形象的一致性，创始人的深度参与也是 Fenty Beauty 能够持续成功的关键因素。

美妆孵化公司全方位支持，帮助品牌快速成长。Fenty Beauty 背靠 LVMH 集团，由 LVMH 集团旗下美容孵化子公司 Kendo 孵化，LVMH 在 Fenty Beauty 创立前期注入超过 1000 万美元的资本用于产品研发，还为蕾哈娜提供市场营销、供应及零售渠道等全产业链的指导，渗透至各个环节，助力品牌获取更大商业价值，并为品牌全球扩张保驾护航。2019 年，蕾哈娜表示将品牌扩展到中国香港、中国澳门、韩国首尔等地，2022 年宣布入驻包括南非、尼日利亚、肯尼亚、纳米比亚在内的八个非洲国家。2024 年 4 月 1 日，Fenty Beauty 宣布正式入驻丝芙兰中国大陆市场（LVMH 旗下渠道），这也是 Fenty Beauty 首次进入中国大陆线下零售渠道。

多渠道营销引发消费者共鸣，迅速建立消费者心智。为能够触达不同肤色的人群，Fenty Beauty 在 Instagram、TikTok、Facebook、YouTube、X 上都开设了官方帐号。在 KOL 的选择上，Fenty Beauty 会着重选择不同肤色、体型和有个性的 KOL 进行种草，通过他们个人风格鲜明的新品测试视频来体现品牌对不同肤色和文化的包容。蕾哈娜本人也会在个人账号和品牌官方账号亲自演绎 Fenty Beauty 产品，试妆并讲解使用和搭配要点。Upbeat Agency 在报告中表示，Fenty Beauty 所有产品中，其粉底最受欢迎，每月全球搜索量达 21000 次。紧随其后的是 Fenty Beauty 唇彩，每月搜索量达 20000 次。

图 31：Fenty Beauty 品牌理念



资料来源：品牌官网，申万宏源研究

国内：红人纷纷入局彩妆，成功者寥寥。在国内，红人自创品牌普遍遭遇发展困局，

除毛戈平外，彩棠和方里是创始人 IP 化成功的典型案例：

彩棠：创始人唐毅通过抖音平台积累超过 500 万粉丝，其视频内容不仅包括化妆技巧分享，还有素人改妆等，最终都回归到彩棠品牌理念和产品功效上，有效提升了品牌的市场认知度。后期珀莱雅收购彩棠后对其进行了改造，彩棠步入正轨：1) 组织架构调整，将创始人唐毅从管理事务中解放出来，组建公关团队，主抓品牌推广；2) 助力产品开发，重置产品调性，摆脱陈旧风格；3) 供应链支持，助力彩棠快速出新；4) 打造销售和运营策略，复刻大单品战略。

方里：贝泰妮参股，通过创始人杨菊的个人故事和品牌价值输出，构建起独特的品牌形象。方里在抖音平台账号“菊子”已积累 15.7 万粉丝，通过分享品牌态度和个人价值观，以及橱窗链接旗舰店产品，实现种草闭环。以研发为基石，深耕底妆赛道，方里品牌在 2023 年得到快速增长。2023 年，方里多次登上彩妆品类 TOP 级销售榜单，品牌 GMV 已突破 10 亿。

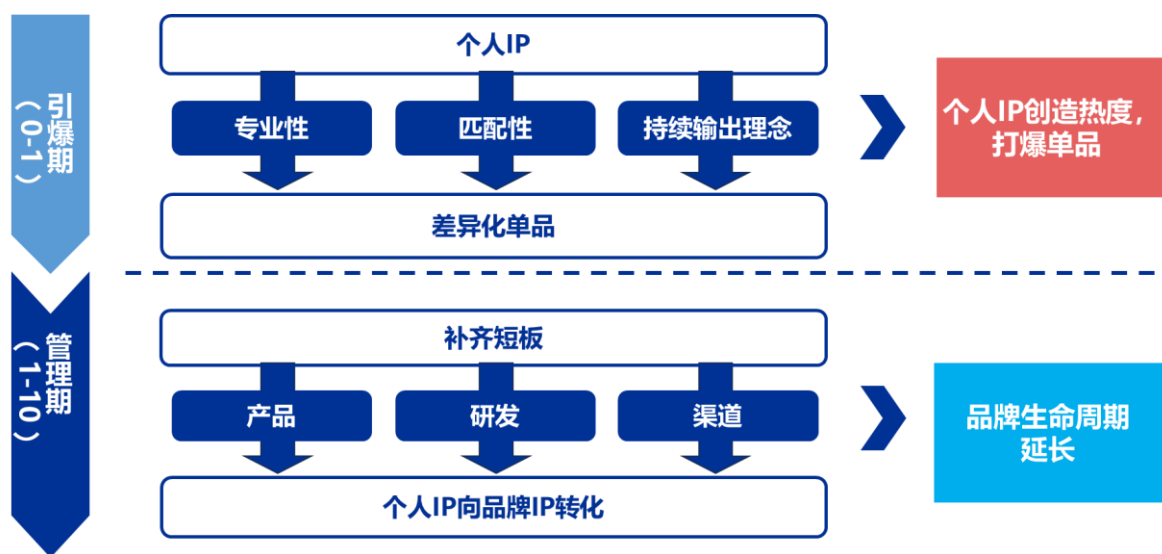
表 6：国内/国外创始人 IP 化例子

品牌	公司	创始人	创立时间	品牌理念	产品情况	代表产品	2023 年表现
Fenty Beauty	LVMH	Rihanna	2017	融合了包容性、多样性和创新等理念,旨在打破美妆行业对肤色、性别和美的传统定义	以底妆为切入点,产品色号多,覆盖了广泛的肤色	柔光持久粉底液	收入 45 亿元+
彩棠	珀莱雅	唐毅	2014	以中国美学为基础,结合国际彩妆风尚,定制,表达灵动之美	切入了“高光修容盘”细分赛道,推出贴合国人面部骨骼的产品	三色遮瑕盘	收入 10.01 亿元
方里	杭州美兮	杨菊	2017	创新、真实性和个性化的美妆体验	专注研发适合亚洲肤质的持久底妆产品。目前已推出柔焦蜜粉饼和持妆粉底液两条产品线。	柔焦蜜粉饼	销售额 12 亿元+
毛戈平	毛戈平	毛戈平	2000	秉承光影美学理念,针对女性不同的面部特征、肤质与肤色,提供多种产品及色彩解决方案	从底妆切入,自然连带到护肤品类	光感无痕粉膏	收入 28.86 亿元

资料来源：公司官网，申万宏源研究

总结：短期红人效应引爆流量从 0 到 1，长期个人 IP 沉淀为品牌 IP，理念+产品+渠道+研发推动品牌市场拓展从 1 到 10。1) **短期-引爆期**：红人 IP 流量带动品牌知名度迅速攀升。创始人 IP 作为品牌资产的重要组成部分，对品牌具有定义性，在品牌诞生之初创始人 IP 大于品牌 IP，红人效应拉动品牌迅速破圈起量；2) **长期-管理期**：流量红利短暂，红人凭借流量从 0-1 起牌容易，但从 1-10 仍然面临很大挑战。消费者越来越多地考虑一个品牌的质量和真实性，即产品实用性与性价比，是否有明星背书的重要性不再是首选。所以创始人 IP 通过互联网走向前端后想要持续获得消费者青睐，需要在科学的管理体系下不断补齐短板，塑造扎实的品牌理念和风格、加码研发推动产品迭代、拓展渠道供应链和保障产品质量，品牌才能长期健康发展。

图 32：创始人 IP 化演进路径



资料来源：申万宏源研究

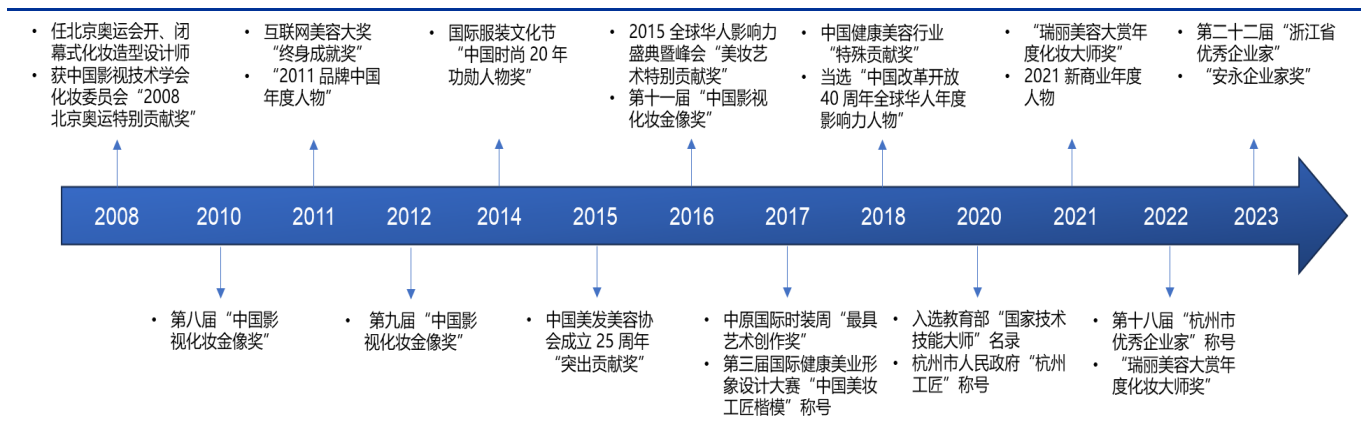
3. IP+产品+渠道+营销打造东方美学，塑造风格壁垒

3.1 创始人影响力深厚，理念贯穿产品设计研发

创始人深耕美妆行业，个人影响力为品牌奠定高端定位基础。作为中国著名化妆大师，毛戈平以塑造经典影视角色荧幕形象闻名，成功地塑造了以《武则天》为代表的一系列深入人心的影视人物形象，并在 2008 年北京奥运会开幕式上担任国际奥委会主席罗格先生的私人化妆造型师，先后四次荣获中国化妆界权威机构中国电影电视技术学会颁发的“化装金像奖”。毛戈平将个人对美的理解与对中国文化的尊重有机结合，形成了独具特色的“毛戈平风格”，这一风格不仅体现在他为影视人物设计的妆容上，也通过毛戈平品牌的美妆产品呈现出来，“传统文化+现代艺术”的结合，使得毛戈平的妆容既具文化深度，又不失时尚感。

创始人声誉沉淀为品牌资产，构建与消费者的深度连接。创始人毛戈平在行业内的个人声誉和影响力已成为品牌的一项强大资产。截至 2024 年 10 月，微博及抖音平台上关于毛戈平先生及 MAOGEPING 话题的互动分别超过 60 亿次及 48 亿次，对品牌知名度和消费者吸引力产生极大加持。

图 33：毛戈平先生所获部分奖项



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

产品设计蕴含对中国审美与肤质的深刻理解，细节中彰显精致与优雅。高端美妆品牌通常蕴含了创始人对于审美的独到见解与风格。毛戈平提倡的美学是自然、精致、简洁的，他强调化妆应该展现出“内在的美”和“个性化的自信”。在毛戈平的审美体系中，他推崇简洁的线条和柔和的色调，特别是在底妆产品的设计上，常常采用“清透”、“自然”的效果，避免过于厚重和不自然的妆感。并且毛戈平对中国女性的肤质和审美有着深刻的理解，中国女性通常肤色偏黄，皮肤较为细腻，但也容易出现干燥、暗沉等问题，品牌在粉底、护肤等系列的研发过程中，专注于为中国女性肌肤设计更适合的色调和质地。

在产品包装与限定款式上，毛戈平也着重突出“光”与“影”，巴黎奥运中国国家队喝彩的纪念版“盛彩之光”，与故宫联动的“气蕴东方”系列新品，将故宫藏品上的纹样演绎到彩妆产品上，也着重突出光影质感。

图 34：毛戈平产品设计彰显精致与优雅



资料来源：品牌官方，申万宏源研究

3.2 彩妆&护肤打造完善产品体系，明星单品带动销额上升

专注彩妆和护肤，提供全面的美妆解决方案。MAOGEPING 旗下包含彩妆和护肤两大品类，数百个单品为消费者提供全面的美妆解决方案，其中光感无痕粉膏和奢华鱼子面膜，成为推动营收增长的主要两款爆品。

彩妆：增长基本盘，产品线全面。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有 337 个满足消费者从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆程序的彩妆单品，全面涵盖粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆产品，彩妆核心 SKU 基本配置齐全。彩妆爆品光感无痕粉膏系列于 2023 年零售额超过 3 亿元，24 H1 零售额达 2 亿元。

表 7：MAOGEPING 品牌彩妆线产品

品类	产品分类	热销单品			
彩妆	粉底	奢华鱼子无瑕气垫粉底液	凝脂柔肌妆前霜	光感美肌无痕粉膏	光感柔润粉底液
	高光和阴影	光影塑颜高光粉膏	光影塑颜三色修容饼	柔光收颜粉膏	光影塑颜立体鼻影粉
	眼妆	塑形晶彩眼影	塑形双色眉影粉	塑形流光持久眼线液	塑形防水睫毛膏
	唇妆	臻采琉光唇釉	魅色凝润唇膏	魅色绒雾唇膏	丝柔雅致唇膏

资料来源：公司官网、公司招股书，申万宏源研究

表 8：毛戈平明星单品光感无痕粉膏

品牌	产品图	产品名称	产品价格	克价
毛戈平		光感无痕粉膏	260元/7.5克 380元/12.5克	30.4-34.7元
欧莱雅		黑金气垫	369元/12克	30.8元
雅诗兰黛		dw方气垫	450元/24克	18.8元
彩棠		小圆管气垫	219元/15克 309元/29克	10.7-14.6元
花西子		玉容睡莲平衡气垫	209元/26克 279元/39克	7.2-8元

资料来源：天猫旗舰店，申万宏源研究

护肤：第二大增长极，已打造多款热门畅销单品。截至 2024 年 6 月 30 日，公司护肤线 SKU 总计达到 50 个，全面覆盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等类目。部分

畅销产品（如奢华鱼子面膜和奢华养肤黑霜）因其深层修护和在化妆后抚平细纹和缩小毛孔的能力而得到广泛认可。具体而言，奢华鱼子面膜作为最畅销的护肤品之一，卡位面膜赛道实现破圈，建立一定终端口碑，2023 年实现零售额超过 6 亿元，24 H1 零售额达 4.5 亿元。

表 9：MAOGEPING 品牌护肤线产品

品类	产品分类	热销单品			
护肤	面霜	奢华养肤黑霜 	黑金焕颜轻润面霜 	奢华至臻面霜 	奢华鱼子新肌焕活面 
	眼部护理	黑金焕颜御龄眼霜 	奢华至臻多效抗皱眼霜 	奢华至臻润养紧颜眼部精华 	奢华塑颜紧致眼霜 
	面膜	奢华鱼子面膜 	奢华养肤焕颜面膜 	奢华塑颜紧致眼膜 	奢华塑颜紧致面膜 
	精华液	奢华鱼子多效安瓶精华液 	奢华至臻精华 	黑金焕颜修护精华液 	奢华养肤焕能精华 

资料来源：公司官网、公司招股书，申万宏源研究

表 10：毛戈平明星单品奢华鱼子面膜

品牌	产品图	产品名称	定位及功效	产品价格	克价/毫升价
毛戈平		奢华鱼子面膜	修复提亮	1690元/160克	10.6-14元
				780元/65克	
				420元/30克	
欧莱雅		第二代小蜜罐	抗老保湿	369元/60毫升	6.2元
				738元/120毫升	
雅诗兰黛		智妍紧塑精华乳霜	提拉紧致，淡纹抗老	1160元/75毫升	15.5-18.6元
				930元/50毫升	
珀莱雅		红宝石面霜	抗初老维稳	369元/50克	7.4元
薇诺娜		特护霜	舒缓修护	268元/50克	5.4元
				536元/100克	

资料来源：天猫旗舰店，申万宏源研究

专业性+文化属性打造品牌高端基调。基于对东方女性审美的深入研究和多年化妆领域经验，公司推出的底妆、高光、阴影等产品，旨在融合西方立体化妆技巧与东方色彩哲学。这些产品不仅强化了肌肤的自然色调，还显著提升了面部轮廓的立体感，精心打造出符合东方气质的妆容。如“气韵东方”系列限量版产品，作为毛戈平美妆自2019年1月开始打造的长线IP系列，该系列成功地将故宫博物院的传统美学精髓与现代产品设计相结合，不仅提升了产品的视觉吸引力，同时也赋予了产品深厚的文化内涵，展现了品牌在美妆领域的创新力和文化传承。

图 35：MAOGEPING 限量产品系列

“气蕴东方”系列

御猫嬉戏多用眼影盘



晴春蝶戏漫彩胭脂



暗香疏影凝颜粉饼



翰墨赋竹倾颜双色高光盘



鹤舞翩跹驻颜蜜粉饼



点绛莲兮灿颜唇粉盘



资料来源：公司官网，公司公众号，申万宏源研究

3.3 多渠道销售战略，直销体系完善

公司销售网络全面，线上线下渠道全覆盖，且均以直销为主。

强势切入线下与国际大牌竞争，专柜直销巩固高端美妆定位。线下百货渠道对品牌知名度要求高，具有较高的竞争壁垒，基本被国际大牌占据。相比于其它头部国货品牌主要在线上渠道与国际大牌竞争，毛戈平已深入百货渠道并建立优势，目前已经在港汇恒隆广场、银泰等高端百货商店设立专柜，增强了品牌形象与价值主张，进一步巩固了市场地位。从营收端来看，线下专柜直营营收 2021 年占比 57.5%，随着线上渠道布局渗透，2023 年占比降至 52%，24H1 占比 46.1%；线上直销收入占比从 2021 年的 25.4% 上升至 2023 年的 33.3%，24H1 攀升至 38.8%。从利润端来看，线下专柜直营毛利率长期保持在 87% 以上，充分体现了公司在线下品牌建设和客户信任上的优势。

表 11：按销售渠道划分产品销售收入与销售占比（单位：人民币亿元）

	截止到 12 月 31 日止年度						截至到 6 月 30 日止六个月			
	2021 年		2022 年		2023 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	%	金额	%	金额	%	金额	%
线下渠道										
线下专柜直营	8.59	57.50%	9.79	55.10%	14.38	51.70%	7.07	52%	8.75	46.10%
向线下经销商销售	0.76	5.10%	0.57	3.20%	0.7	2.50%	0.32	2.40%	0.4	2.10%
向跨国美妆零售商销售	0.31	2%	0.44	2.50%	0.94	3.40%	0.49	3.60%	0.51	2.70%
小计	9.66	64.60%	10.8	60.80%	16.02	57.60%	7.88	58%	9.66	50.90%
线上渠道										
线上直销	3.8	25.40%	5.16	29.10%	9.31	33.5	4.52	33.30%	7.37	38.80%
向线上经销商销售	1.49	10%	1.78	10.10%	2.49	8.9	1.19	8.70%	1.97	10.30%
小计	5.29	35.40%	6.94	39.20%	11.8	42.4	5.71	42%	9.34	49.10%
总计	14.95	100%	17.74	100%	27.82	100	13.59	100%	19	100%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

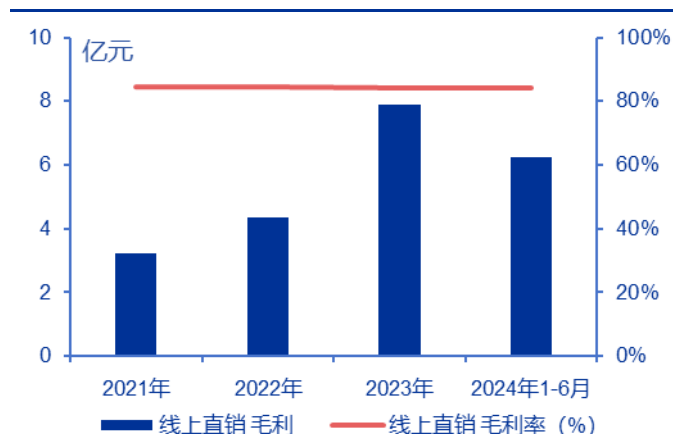
表 12：按销售渠道划分产品销售毛利与毛利率（单位：人民币亿元）

	截止到 12 月 31 日止年度						截至到 6 月 30 日止六个月			
	2021 年		2022 年		2023 年		2023 年		2024 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
线下渠道										
线下专柜直营	7.56	88.10%	8.57	87.60%	12.69	88.20%	6.23	88.10%	7.7	87.90%
向线下经销商销售	0.55	72.70%	0.43	74.70%	0.52	75.10%	0.24	74.80%	0.3	74.90%
向跨国美妆零售商销售	0.2	65.90%	0.3	66.30%	0.66	69.90%	0.33	67.50%	0.34	67.10%
小计	8.31	86.10%	9.3	86%	13.87	86.60%	6.8	86.20%	8.34	86.30%
线上渠道										
线上直销	3.21	84.60%	4.36	84.60%	7.87	84.50%	3.81	84.20%	6.22	84.50%
向线上经销商销售	1.25	83.50%	1.48	83%	2.07	83.40%	0.99	83.20%	1.65	83.90%
小计	4.46	84.30%	5.84	84.20%	9.94	84.30%	4.8	84%	7.87	84.40%
总计	12.77	85.50%	15.14	85.30%	23.81	85.60%	11.6	85.30%	16.21	85.40%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

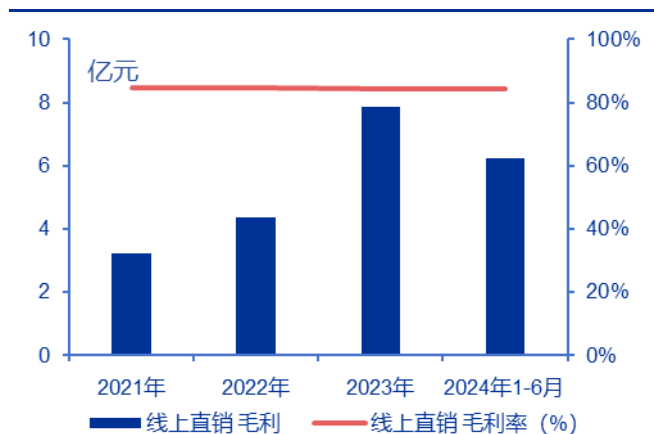
布局抖音等新兴渠道，线上直销收入节节攀升。线上直销渠道同样表现亮眼，截至 2024 年 9 月，公司已在天猫、小红书及抖音上开设网店。于 2021 年、2022 年、2023 年以及截至 2023 年及 2024 年 6 月 30 日止六个月，线上直销产生的收入分别占同期产品销售收入 的 25.4%、29.1%、33.5%、33.3%及 38.8%。线上直销毛利在 2023 年突破 7.8 亿元，2024 年上半年同比增速达到 63%。同时，线上经销商销售毛利率的稳定提升（从 2021 年的 83.5%增长至 2024 年的 83.9%）进一步印证了公司在供应链管理和渠道优化上的成熟度。

图 36：线下专柜直营毛利情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 37：线上直营毛利情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 38：在百货商店的线下专柜设计



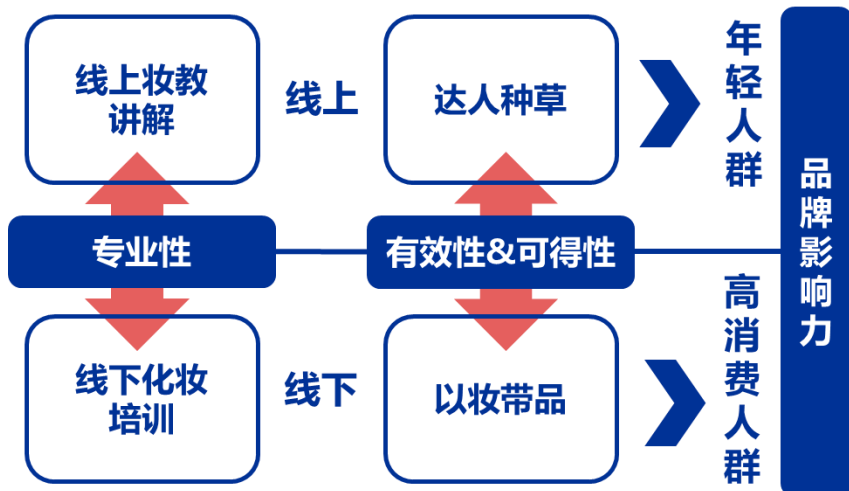
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.4 双端营销共振，塑造消费者心智

线上线下双端发力，多层次营销触达消费者。1) **线上：达人种草+妆教输出，吸引“Z世代”注意力。**2019年，毛戈平与知名美妆博主深夜徐老师的合作在社媒掀起热潮，“换头化妆术”迅速“出圈”，后续合作达人进行内容种草也产生不少爆款。同时，毛戈平在线上打造了官方妆教账号矩阵，持续输出“毛式化妆大法”、“毛式骨相”等新手友好系列化妆技巧，吸引年轻人互动。

2) **线下：以妆带品+学员培训，从高消费人群获得溢价。**毛戈平线下专柜的鲜明标志在于销售人员为顾客现场化妆、讲解化妆技巧，超预期的妆效驱动消费者作出消费决策。2019年，毛戈平美妆试水微信小程序，除商城服务外，毛戈平风尚荟小程序突出了预约免费化妆的服务，体验式营销向线下引流。同时，线下培训学校也是毛戈平的隐形“流量”，截至2024年6月30日，公司的培训机构有194名培训人员及3539名课程参与者。对于培训人员，学校会鼓励其去做自媒体，打造个人IP；对于学员，学校也会鼓励学员去小红书、抖音等平台上分享上课日常、学校生活，无形渗透品牌理念，深化品牌认知。

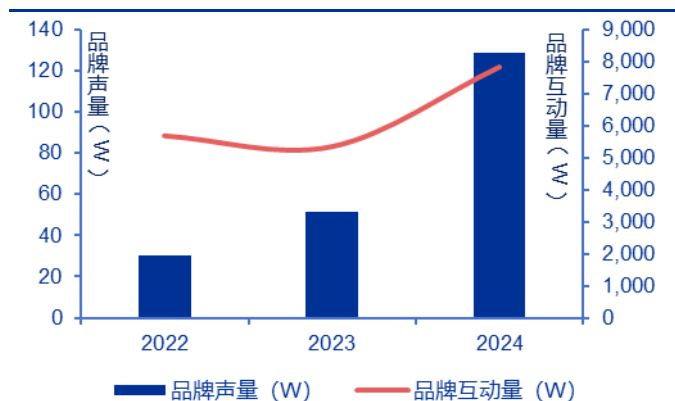
图 39：线上、线下多层次营销



资料来源：申万宏源研究

塑造消费者认知，沉淀品牌心智。根据数说雷达数据，2022-2024 年，毛戈平整体声量稳步上升，2024 年，毛戈平美妆声量同比增长 77%，互动量同比增长 411%。其通过线上线下与消费者进行真实互动的能力培养了品牌拥护者及潜在消费者的社区，进一步提升了品牌声誉，提高了消费者的认知度和忠诚度。

表 13：MAOGEPING 品牌心智表现



资料来源：数说雷达，申万宏源研究

表 14：品牌小红书持续输出“毛氏化妆大法”



资料来源：品牌官方小红书账号，申万宏源研究

4. 增长逻辑：品类和渠道双线拓展，多点开花

4.1 品类增长，从高黏性底妆到全品类突围

从高黏性底妆赛道切入，构建核心单品竞争力体系。得益于底妆行业的高用户黏性和强劲增长潜力，MAOGEPING 品牌自创立之初便专注于高端底妆市场，通过研发适合东方肤质的配方和质感，打造主力大单品，2001 年推出首款哑光高光膏，2017 年推出奢华鱼子无暇气垫。自 2019 年起，公司抓住品牌线上发展的新机遇，持续优化产品包装、功效和配方，精准定位消费群体，2023 年推出第四代高光粉膏，同年 9 月官宣新品琉璃羽翼气垫，构建完善的底妆大单品体系。

图 40：毛戈平粉底赛道产品

名称	光感美肌 无瑕粉膏	凝脂新肌 无瑕粉膏	奢华鱼子无瑕 气垫粉底液	凝采柔雾 气垫粉底液	星耀锁妆 气垫粉底液	光感柔润 粉底液	密肌菁纯 粉底液	奢采凝光养肤 粉底霜
图示								
定价	380元/12.5g	380元/12.5g	360元/14g	360元/12g	360元/14g	380元/30ml	420元/30ml	680元/40g

资料来源：公司官网，申万宏源研究

从底妆自然连带彩妆，强化美学定位，完善美妆产品架构。高端彩妆壁垒高筑难破局，市场占位易守成。彩妆产品具有更新迭代迅速、生命周期偏短的特性，这使得该领域，特别是平价彩妆赛道的整体心智壁垒相对薄弱。然而，高端彩妆由于蕴含奢侈品属性，其品牌在消费者心智中的影响力得以强化，进而导致高端彩妆的品牌格局呈现出更为稳固的态势。公司在底妆基础上打造以东方美学为基调、核心单品突出、产品系列完备的高端彩妆业务线。例如，与故宫文创携手打造的产品系列“气蕴东方”已经升级到第五代，获得许多忠实的品牌拥护者。

图 41：毛戈平彩妆气蕴东方系列已升级至第五代，套盒定位高端



资料来源：公司招股书，公司官网，申万宏源研究

毛戈平强品牌属性背书，自然拓展护肤业务。秉持“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”这一理念，MAOGEPING 品牌 2019 年与瑞士 CRB 研发中心合作，推出护肤品系列，丰富产品品类，优化产品结构。**贯彻“彩妆+护肤”战略，护肤产品均可与彩妆产品搭配。**例如奢华鱼子面膜和养肤黑霜等都可于妆前使用，让肌肤维持良好状态，优化上妆效果。此外毛戈平护肤产品位于高价位带，可提升客单水平。

当前，同时布局彩妆和护肤赛道的品牌往往为国际品牌，例如兰蔻、雅诗兰黛等，且通常具有市场认知度较强的大单品。我们认为，这是因其深厚的历史底蕴，完成大单品至强品牌的转型后进一步完善品类布局的结果。而国货往往因缺少强 IP 背书，消费者往往从大单品开始对品牌产生认知，进一步转化为对相关条线的产品消费心智，消费者认知越强，品牌定位越清晰，护肤与彩妆的界限越分明，例如珀莱雅、薇诺娜等品牌专注护肤，恋火、彩棠等品牌专注彩妆。**而毛戈平是先有极强的 IP 属性，在此基础上再对大单品乃至品牌形成认知，得以打破彩妆和护肤的壁垒。**

图 42：国际美妆品牌故事及大单品

品牌	 	
创始人	Armand Petitjean被誉为“20世纪奢华香水之父”	创始人Estée Lauder被誉为“美国化妆品女王”
品牌名称	以法国中部的一座城堡命名品牌	以创始人名字命名品牌
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	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	“美丽就是自信”	“每一个女人都可以永远拥有美丽和时尚”
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	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
大单品	小黑瓶(1100元/50ml、780元/30ml)	小棕瓶(990元/50ml、720元/30ml)
		

资料来源：各公司官网，各品牌天猫官旗，申万宏源研究

图 43：毛戈平护肤品类布局已较为完善

MAOGEPING护肤线主要产品（共50个SKU）

系列及价格带							
	150元 沁香芬润	190-290元 净悦系列	300-680元 紧致系列	400-780元 奢华养肤	300-690元 奢华鱼子	630-1380元 奢华至臻	1380-1880元 黑金系列
面膜			√	√	√		
眼膜			√		√		
洁面		√					
水			√	√	√	√	
精华				√	√	√	√
乳液							
眼霜			√			√	√
面霜			√	√		√	√
手霜	√						

资料来源：品牌天猫旗舰店，公司招股书，公司官网，申万宏源研究

毛戈平拟发布独家香水系列，并不断探索新的产品类别。毛戈平将通过推出反映品牌独特个性的香水和香氛产品，不断丰富产品矩阵，增强品牌在化妆品市场中的吸引力和竞争定位。2024年，毛戈平先生发起的文化纪实类节目《香迹》于8月30日上线，以中法文化中三种标志性的“香气”为线索，在中法建交60周年之际深入探讨了中西文化的交融与共生，正片累计点赞达76万+，此举可能是在为新上市的香水提前造势。

图 44：文化纪实类节目《香迹》，共 3 期，在抖音平台独家播出



资料来源：《奇迹》节目抖音官方账号，申万宏源研究

4.2 渠道增长，扎根线下积极发力线上

线下耕耘多年建立深厚护城河，线上抓住新兴渠道红利迅速扩张。毛戈平品牌以线下渠道为发展基石，早期凭借自营专柜直销模式，在市场站稳脚跟，树立起专业高端的品牌形象。与大部分传统国货品牌不同，受益于高端定位，毛戈平线下渠道并未随着线上购物兴起而收缩，高端商场专柜具有强韧性且仍有渗透空间；与部分转型线上的传统国货相同，随着电商时代的崛起，毛戈平敏锐捕捉到线上市场的巨大潜力，积极发力线上渠道。全面布局天猫、小红书、抖音、京东、淘宝等主流电商平台，借助各平台的特色与优势，精准触达不同消费群体，实现线上业务的快速增长。这种先线下扎根、再线上拓展的渠道发展逻辑，推动毛戈平品牌不断壮大。

线下先行，扩展百货专柜网络+完善会员生态形成领先优势。1) **专柜数量增长：**从 2003 年在上海港汇恒隆广场设立第一个专柜起，公司已多年运作百货渠道。从专柜数量来看，2016 年初毛戈平在全国拥有 100 多家百货专柜，之后一直保持稳定的增长，24H1 毛戈平在全国各地的专柜数量为 372 家，后续计划在国内每年新开设约 30 个百货专柜且对 70-100 个专柜进行翻新。毛戈平专柜数量已经比肩国际大牌，根据赢商大数据，2023 年资生堂其在中国的专柜数只有 210 家。

2) **会员生态带动单店收入增长：**消费者可以加入线上及线下会员忠诚度计划，以享受会员权益。截至 年、年及 年 月 日以及 年 月 日，毛戈

平线上及线下会员忠诚度计划的注册会员总数分别约为 400 万人、630 万人、1030 万人及 1240 万人。从单店销售来看，24H1 毛戈平百货专柜的单店收入平均增长了 18.1%，专柜数量叠加单店销售增长共同拉动百货渠道高增。依据弗若斯特沙利文的资料，2023 年毛戈平线下渠道产生的零售额在国货彩妆品牌中位居榜首。

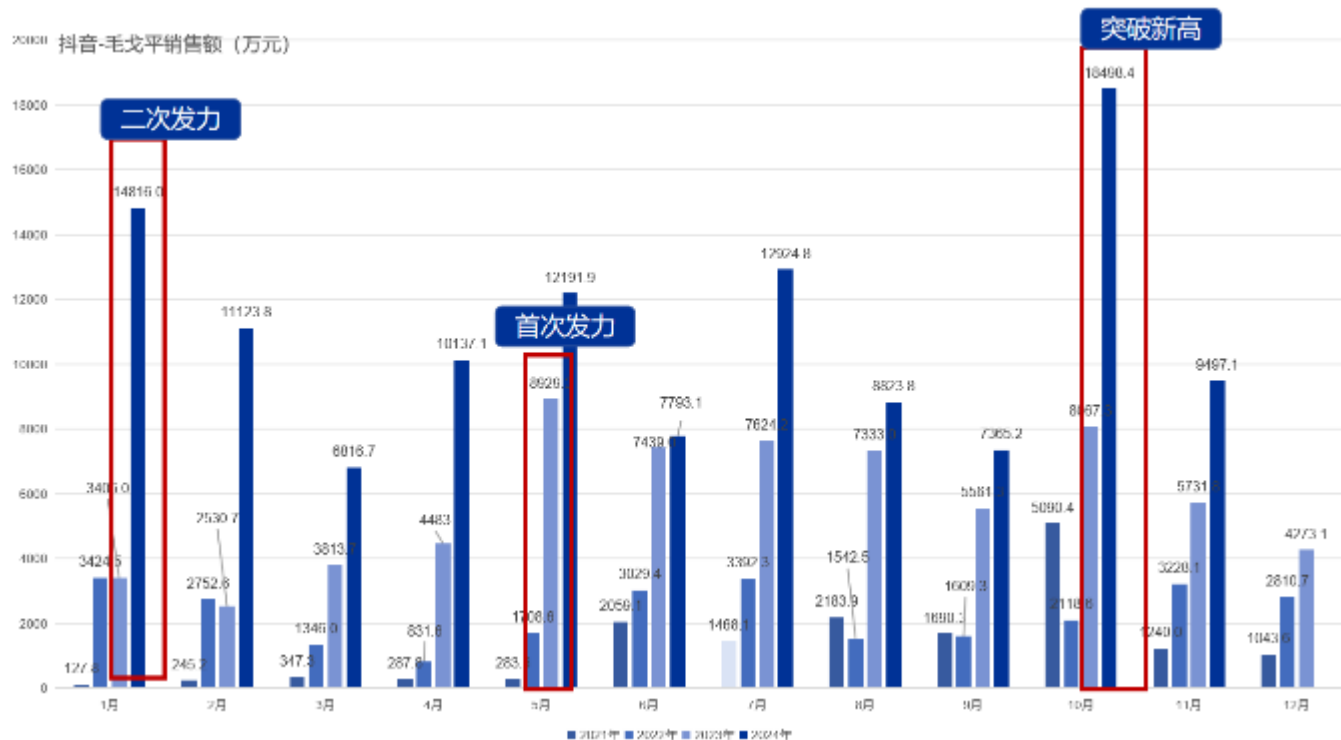
表 15：毛戈平线下会员政策

会员等级	22年末在册人数/万次	会员准入	后续服务				退出机制
			消费累积及风尚币购物	妆容定制	生日特享	其他	
美妆会员	254.65	专柜任意现金消费，或微信公众平台绑定	消费金额仅作晋级累积	4次；再次消费单笔金额满800元加赠1次	-	-	-
风尚会员	12.61	满1,800元	专柜现金消费每满10元=1风尚币；生成风尚币需次日；风尚币生效后，再次消费可享1风尚币抵用1元现金购买金额（风尚币长期有效，会籍降至美妆会员，风尚币清零）；团购订单不计入风尚币计算及使用	累计8次；再次消费单笔金额满800元加赠1次	生日月首单购物实付金额享2倍风尚币（上限500币）；免费领取会员专属生日礼	优先受邀享新品体验	会籍有效期内（美妆会员长期，其余12个月）再次累计消费与本级别同等金额后，保持当前等级身份；未满足则降级至相应等级，直至美妆会员
白金风尚会员	4.93	满4,800元		累计12次；再次消费单笔金额满800元加赠1次			
至尊风尚会员	3.64	满8,800元		累计24次；再次消费单笔金额满800元加赠1次		优先受邀享新品体验，一对一专属护肤顾问	

资料来源：毛戈平 MGP 官方网站，申万宏源研究

线上成为新增长点，抖音渠道成效显著。凭借在线下渠道树立的坚实品牌形象、产品优势以及消费者信任，线上渠道稳步扩张，特别是在抖音渠道实现高增。毛戈平从 21 年 1 月进入抖音，从 23 年下半年开始指数级的发力，凭借 23 年 618 销售额跃迁到 8000 万+，在 24 年 1 月飙升至 1.4 亿元，10 月突破 1.8 亿元。

图 45：抖音-毛戈平销售额



资料来源：蝉魔方，申万宏源研究

4.3 以 MAOGEPING 为核心进行品牌组合战略升级和扩张

公司以完善现有品牌为中心，同时战略性地孵化或收购新品牌。通过这些举措，在提升 MAOGEPING 品牌的声誉的同时，丰富品牌组合，满足更广泛的消费群体，抓住多样化的市场机会。

公司旗舰品牌 MAOGEPING 于 2000 年推出。根于 2021 年、2022 年、2023 年以及截至 2023 年及 24H1，MAOGEPING 的产品销售分别占公司产品销售总收入的 96.6%、98.4%、99.0%、99.0%及 99.3%。2008 年，公司通过推出“至爱终生”品牌以扩展品牌组合，该品牌提供一系列彩妆和护肤品，注重质量及价格合理性，满足了消费者的广泛喜好。

公司还计划探索并寻求投资和收购有望实现增长并能带来协同效应品牌的机会，以丰富现有的产品矩阵。主要目标是已具备一定的市场地位及市场份额、拥有自有技术、产品配方及研发专利，并且在美妆行业中处于中高端市场的品牌。

表 16：双品牌发展目标及规划

	MAOGEPING	至爱终生
目标客户	注重品质、奢华与独特性的消费者	追求性价比的消费者
产品类型	彩妆及护肤品	彩妆及护肤品
主要产品的建议价格范围	人民币 200 元至人民币 800 元	人民币 120 元至人民币 380 元
营销策略	主要通过精选的百货商店专柜和其他线下和线上的销售渠道销售	主要通过线下经销进行销售

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

彩妆：公司作为国货彩妆龙头，定位高端，核心单品突出、产品系列完备，随着品牌形象深化和渠道扩展，预计主品牌产品迭代升级和新品上市将会持续推动销售增长。我们预计 2024-2026 年公司彩妆营收增速分别为 40.76%、30.56%、22.40%，营收分别为 22.8/29.8/36.5 亿元。

护肤：公司依托彩妆自然延伸护肤，多品类覆盖，着重挖掘护肤产品的功效型、成分化、肤感，形成了更适合东方女性肤质的护肤品。预计 2024-2026 年增速分别为 33.75%、34.40%、22.40%，营收分别为 15.5/20.8/25.5 亿元。

化妆品培训及相关销售：公司以子公司杭州毛戈平形象设计艺术有限公司为主体，在杭州、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京九地设立培训机构开展化妆培训业务，并为彩妆、护肤业务赋能。预计 2024-2026 年营收分别为 1.9/2.1/2.2 亿元。

表 17：公司收入拆分

百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2885.96	4021.83	5271.94	6417.00
yoy	57.78%	39.36%	31.08%	21.72%
运营成本	437.72	589.35	742.27	869.11
yoy	47.96%	34.64%	25.95%	17.09%
毛利率	84.83%	85.35%	85.92%	86.46%
彩妆	1622.19	2283.39	2981.19	3648.98
yoy	61.77%	40.76%	30.56%	22.40%
占比	56.20%	56.77%	56.55%	56.86%
其中：MAOGEPING		2260.55	2951.38	3612.49
yoy	62.76%	40.76%	30.56%	22.40%
护肤	1159.71	1551.11	2084.69	2551.66
yoy	50.23%	33.75%	34.40%	22.40%

占比	40.20%	38.57%	39.54%	39.76%
其中：MAOGEPING		1535.60	2063.84	2526.14
yoy		33.75%	34.40%	22.40%
化妆品培训及相关销售	104.07	187.33	206.06	216.37
yoy	91.41%	80.00%	10.00%	5.00%
占比	3.60%	4.66%	3.91%	3.37%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 投资分析意见

中国美妆市场整体保持较快增速，高端市场国货缺位，发展空间巨大。公司彩妆&护肤两线开花，线上&线下优势显著，产品定位高端，品牌价值不断提升，随着产品力+渠道力+品牌力进化拉升天花板。基于公司所在行业及赛道、产品类型、品牌声量等特质，我们选择同类型企业丸美生物、华熙生物、润本股份、若羽臣作为可比参考公司，该上述公司2025年平均PE为29倍。我们预计公司2024-2026年营收分别为40.2/52.7/64.2亿元，同增39.36%、31.08%、21.72%；归母净利润分别为9.3/12.4/15.4亿元，同增40.56%、33.52%、23.80%；对应每股收益分别为1.94/2.60/3.21元，PE分别为28/21/17倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价(元)	每股收益(元)			PE(X)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603983.SH	丸美生物	129.92	32.40	0.91	1.16	1.44	36	28	22
688363.SH	华熙生物	240.94	50.02	1.2	1.57	1.91	42	32	26
603193.SH	润本股份	100.54	24.85	0.78	0.98	1.21	32	25	21
003010.SZ	若羽臣	44.34	27.03	0.6	0.86	1.14	44	31	23
平均值							38	29	23

资料来源：iFind，申万宏源研究

备注：可比公司预测均来自iFind一致预测，以2025年1月7日收盘价计算

6. 风险提示

消费不及预期：化妆品可选消费属性较强，且品牌定位高端，若经济复苏不及预期，消费持续降级，消费者购买欲望降低，或将影响销售表现；

创始人名誉风险：公司与创始人个人IP高度绑定，品牌价值与毛戈平名誉息息相关，若产生创始人相关的负面舆情，可能导致品牌形象受损，销量受损；

新品反响不及预期：彩妆类产品用户黏性较低，若公司未能及时把握消费者偏好趋势，未能对产品进行有效更新迭代或推出新品后反响不及预期，可能不仅会导致现有产品销售下滑还会影响公司后续增长持续性；

行业竞争加剧：公司一方面面临国际高端美妆品牌的竞争，国际品牌在研发、技术、客户忠诚度、知名度方面可能拥有更多优势。同时公司还面临行业内国货美妆品牌竞争，国货品牌可能通过延伸产品线进军高端市场加剧竞争；

代工模式竞争力不足：与大多数美妆企业相同，毛戈平在供应链端主要依靠 ODM/OEM 代工进行生产，代工模式在内卷加剧的行业背景下竞争力不足，影响公司成长性。

财务摘要

合并损益表

报告日期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,829	2,886	4,022	5,272	6,417
增长率	16.0%	57.8%	39.4%	31.1%	21.7%
营业成本	296	438	589	742	869
%销售收入	16.2%	15.2%	14.7%	14.1%	13.5%
毛利	1,533	2,448	3,432	4,530	5,548
%销售收入	83.8%	84.8%	85.3%	85.9%	86.5%
其他收入	1	1	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	962	1,412	1,930	2,531	3,080
%销售收入	52.6%	48.9%	48.0%	48.0%	48.0%
管理费用	133	192	261	343	417
%销售收入	7.3%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-11	-18	0	0	0
%销售收入	-0.6%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	456	870	1,241	1,656	2,051
%销售收入	25.0%	30.1%	30.8%	31.4%	32.0%
投资收益	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	467	888	1,241	1,656	2,051
利润率	25.5%	30.8%	30.8%	31.4%	32.0%
所得税	115	224	310	414	513
所得税率	24.6%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东损益)	352	663	930	1,242	1,538
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	352	662	930	1,242	1,538
增长率	6.4%	88.0%	40.6%	33.5%	23.8%
净利率	19.2%	22.9%	23.1%	23.6%	24.0%

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	888	1,138	1,957	3,121	4,661
应收款项	146	215	281	404	480
存货	299	342	456	637	744
其他流动资产	1	3	3	4	5
流动资产	1,334	1,698	2,696	4,165	5,889
权益性投资	0	9	9	9	9
固定资产	117	168	228	288	288
无形资产					

非流动资产	221	397	457	517	517
资产总计	1,556	2,095	3,153	4,682	6,406
应付款项	113	104	145	206	247
短期借款	2	0	0	0	0
其他流动负债	275	426	512	738	883
流动负债	390	529	657	944	1,130
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	17	17	17	17
非流动负债	31	17	17	17	17
负债总计	421	547	675	961	1,147
归属母公司股东权益	1,134	1,546	2,476	3,718	5,256
少数股东权益	1	2	2	2	2
负债股东权益合计	1,556	2,095	3,153	4,682	6,406

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	352	662	930	1,242	1,538
少数股东损益	0	2	0	0	0
营运资金变动	9	-62	-52	-18	2
其他变动	27	98	0	0	0
经营活动现金流量净额	388	700	879	1,225	1,540
资本开支	-47	-205	-60	-60	0
投资	51	-10	0	0	0
其他	26	20	0	0	0
投资活动现金流量净额	31	-195	-60	-60	0
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	-20	-28	0	0	0
其他	-3	-227	0	0	0
筹资活动现金流量净额	-23	-255	0	0	0
现金净变动	396	250	819	1,165	1,540

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。