

2025 年 02 月 05 日

从海外高奢美妆品牌的成长之路，看毛戈平的发展潜力

毛戈平 (1318. HK)

► 对标国际巨头，毛戈平迈向顶级美妆品牌

- 香奈儿的成功与其创始人香奈儿女士的个人精神密不可分。她的独立、自信与优雅，不仅塑造了品牌的核心价值观，也成为品牌最强大的文化资产。香奈儿通过对品牌故事的持续讲述，使品牌形象始终保持经典且富有生命力，无论是 No. 5 香水还是双 C 标志的彩妆产品，都成为永恒的经典，承载着品牌的文化与精神。这种强大的创始人 IP，使香奈儿即使在竞争激烈的市场环境，依然能够稳固高端奢侈品牌的地位。
- 迪奥则以精准的市场营销和大单品战略，在全球范围内构建了极具辨识度的品牌矩阵。品牌通过明星代言、社交媒体营销及高端广告大片不断强化品牌形象，例如查理兹·塞隆与“真我”香水的深度绑定，使其成为奢华香水市场的标志性产品。同时，迪奥不断推出爆款彩妆，如烈艳蓝金口红、戴妃粉饼等，依靠爆款产品驱动品牌增长，使其在奢侈美妆市场中始终保持活力。
- 资生堂凭借高端化+全球化的战略成功穿越经济周期，稳固其在高端护肤领域的领导地位。在日本经济起伏的背景下，资生堂通过不断加码高端护肤，如 CPB、IPSA 等品牌，并收购 NARS、醉象等国际品牌，扩充产品矩阵，增强全球市场竞争力。同时，资生堂深耕东方美学，将传统草本护肤理念与现代科技结合，打造出极具辨识度的高端护肤品牌形象。这种兼具科技创新与文化沉淀的全球化发展模式，使其在亚洲及欧美市场持续增长。

纵观香奈儿、迪奥、资生堂三大国际美妆品牌/集团的发展历程，高端美妆香水品牌的成功主要体现于创始人 IP、精准的品牌定位、强大的产品矩阵、深厚的文化积淀，中长期突破则来自全球化战略、研发创新以及长期品牌价值塑造。这些品牌的成功路径，为国货中独一无二的高端美妆品牌毛戈平提供了极具借鉴价值的发展思路。

► 民族文化自信崛起，自主高端美妆品牌稀缺

近年来，国货美妆市场经历了从流量驱动到产品迭代再到品牌沉淀的深刻变革。完美日记、花西子和毛戈平分别代表了国货美妆在不同发展阶段的特色路径，从大众消费品牌的营销突围，到中高端品牌的文化赋能，再到高端国货彩妆的专业化崛起，共同推动了中国美妆行业的本土化、高端化进程。类比日本上世纪末经济起伏和全球市场竞争中，资生堂依托高端化+全球化的战略穿越经济周期，以技术研发、东方美学和国际化布局持续稳固其高端美妆领导地位，我们判断国内美妆市场也持续向高端化发展，而毛戈平品牌作为高端国货美妆的稀缺代表，有望在审美定价、专业彩妆、全球化拓展等方向上持续突破，成为国货高端彩妆走向国际化的重要先锋。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	暂不评级
目标价格：	
最新收盘价（港元）：	70.7
股票代码：	1318
52 周最高价/最低价：	77.0/47.65
总市值(亿)	346.56
自由流通市值(亿)	185.12
自由流通股数(百万)	261.84

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

1. 【华西轻工】毛戈平 (1318. HK)：国风美学典范，高端国货美妆品牌强势来袭

2024. 12. 06

► 创始人 IP+成熟大单品+渠道突破，毛戈平成长后

劲十足

毛戈平凭借强大的创始人 IP、专业化高端彩妆矩阵及持续推进的高端渠道布局，在国货美妆市场中形成了稀缺的品牌护城河。创始人 IP 的影响力不仅为品牌赋予了独特的文化底蕴，还构建了高端彩妆的专业形象，与香奈儿女士和迪奥先生的品牌塑造路径类似，使毛戈平在国货品牌中脱颖而出。产品方面，品牌已成功打造光感无痕粉膏、奢华鱼子面膜等明星单品，并正在布局高端香水线，借助东方美学概念进入快速增长的香水赛道。渠道方面，根据沙利文统计，截至 2024H1 毛戈平全国自营专柜数达 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二，公司已建立中国美妆行业最大的专柜服务团队之一，随着高端国货崛起以及外资品牌份额收缩，公司有望在线下专柜数量上实现进一步突破，同时公司持续拓展高端线下布局，进驻 SKP 等顶级奢侈品商场；在线上依托品牌影响力和国货美妆崛起趋势，加速推进全渠道覆盖。未来，毛戈平品牌有望凭借高端化战略、创始人影响力及精准的产品矩阵，进一步夯实国货高端美妆头把交椅的行业地位，并逐步迈向国际市场。

投资建议

毛戈平公司在普遍布局中低端市场的国货美妆中成功突围，建立起高端、专业的品牌形象，同时相比欧美品牌又更具性价比，在欧美品牌霸占的线下美妆专柜中立稳根基，线下专柜不仅是流量和产品逻辑，更是毛戈平的品牌逻辑，看好其在国风文化流行及消费升级的趋势下继续实现业绩突破。**维持盈利预测**，预计公司 2024-2026 年营收分别为 40.56/52.11/65.66 亿元，受实际上市后股本变化影响，每股收益为 1.85/2.43/3.11 元（前值 1.93/2.53/3.24 元），对应 2025 年 2 月 5 日收盘价 70.70 港元（港元兑人民币 0.9340:1），PE 分别为 35.62/27.17/21.26 倍。公司在竞争激烈的美妆行业中树立了深入人心的国风和专业高端品牌形象，护城河深厚，上市后有望进一步增强综合实力，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动；过度依赖创始人声誉；行业竞争加剧；渠道扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1829.11	2885.96	4056.17	5210.61	6565.64
YoY (%)	15.96%	57.78%	40.55%	28.46%	26.01%
归母净利润(百万元)	352.08	661.93	908.71	1191.52	1522.64
YoY (%)	6.36%	88.00%	37.28%	31.12%	27.79%
毛利率 (%)	83.83%	84.83%	85.56%	85.67%	85.77%
每股收益 (元)	1.76	3.31	1.85	2.43	3.11
ROE	0.31	0.43	0.21	0.22	0.22
市盈率			35.62	27.17	21.26

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

前言：他山之石，可以攻玉	5
1. 香奈儿：改变世界的时尚巨头	5
1.1. 公司发展：从女帽店到时尚帝国	5
1.2. 产品分析：产品力强劲，No.5 与山茶花等大单品领衔	7
1.3. 渠道布局：直营网络为主，专注高端渠道	8
1.4. 发展现状及趋势：拥抱年轻群体，专注打造品牌故事	9
2. 迪奥：借高奢品牌形象孵化爆款美妆	10
2.1. 品牌形象：奢华与艺术，代言人广告出圈	10
2.2. 产品分析：彩妆、香水较为突出	12
2.3. 渠道布局：全球化战略与多元化销售渠道布局	12
2.4. 发展现状及应对：品牌高端形象维护不足	14
3. 资生堂：时代巨变下孕育的东方美护龙头	15
3.1. 东方美妆先驱，高端化+全球化穿越下行周期	15
3.2. 产品力：以高端东方品牌突围，海外收购拓展产品矩阵	17
3.3. 渠道布局：注重本土化，大力拓展海外市场	19
3.4. 现状：海外市场乏力，收购品牌整合待加强	20
4. 海外篇总结：对标国际巨头，毛戈平迈向顶级美妆品牌	20
5. 国内美妆行业：民族文化自信崛起，自主高端品牌稀缺	21
5.1. 国风美妆：完美日记、花西子到毛戈平	21
5.2. 审美定价回归本土，国货占比提升	25
5.3. 高端化趋势持续，国货高端品牌稀缺	26
6. 毛戈平的成长空间探讨	27
6.1. 创始人品牌 IP 强大，形成国货稀缺护城河	27
6.2. 大单品矩阵初步完善，香水有望形成第三曲线	28
6.3. 线下高端渠道持续推进，看好渠道全面突破	31
7. 盈利预测与投资建议	31
8. 风险提示	33

图表目录

图 1 从三大国际巨头的成功看毛戈平未来发展路径	5
图 2 香奈儿相关书籍及电影海报	6
图 3 香奈儿香水、美妆发展历程及时代背景	7
图 4 香奈儿部分产品介绍	8
图 5 奢侈品牌内地精品店数量统计	9
图 6 香奈儿北京精品店位置及门面展示	9
图 7 香奈儿历年营业收入及增速	10
图 8 香奈儿营业收入分地区及增速（百万美元）	10
图 9 香奈儿历年税后利润及增速	10
图 10 香奈儿历年员工人数	10
图 11 迪奥历年真我香水广告	11
图 12 奢侈品品牌官宣代言人数量	12
图 13 奢侈品品牌商业合作艺人数量	12
图 14 迪奥香水、美妆产品简介	12
图 15 2023 年迪奥香水及化妆品各市场收入占比	13
图 16 迪奥精品店及高端百货专柜	14
图 17 香奈儿、迪奥天猫旗舰店对比（香奈儿左，迪奥右）	14
图 18 迪奥小红书官方账号，迪奥倾世之金展览	15
图 19 资生堂第一家门店（约 1920 年）	16

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 20 现今东京银座资生堂大楼	16
图 21 资生堂花椿标志	16
图 22 资生堂《花椿》杂志传递东方美学	16
图 23 日本家庭消费支出及同比变化	17
图 24 日本化妆品产值及同比增速	17
图 25 资生堂股价大幅跑赢日经指数	17
图 26 资生堂当前品牌矩阵	18
图 27 资生堂基于东方审美与品牌历史打造明星单品	18
图 28 资生堂主要收购品牌	19
图 29 资生堂中国大陆收入及增速对比	20
图 30 资生堂 2023 年分地区收入	20
图 31 香奈儿、迪奥、资生堂的核心战略	21
图 32 逸仙电商历年营收及其增速	22
图 33 完美日记新春眼影	22
图 34 花西子中式美学	23
图 35 花西子发展历程	23
图 36 毛戈平历年营收及其增速	24
图 37 部分国产美妆品牌营业收入（亿元）	24
图 38 国产美妆发展历程	25
图 39 2023 年中国前十大彩妆品牌销售额（亿元）	26
图 40 2023 年中国前十大护肤品牌销售额（亿元）	26
图 41 部分国货彩妆品牌对比	26
图 42 2023 年 51 城线下化妆品柜台各档次占比	27
图 43 中国高端美妆品牌零售额排名（2023 年）	27
图 44 毛戈平老师为《武则天》化妆	28
图 45 毛戈平故宫联名产品强调国风文化	28
图 46 毛戈平粉霜及面膜均在天猫榜单名列前茅	29
图 47 两大单品 2024H1 销售额及占比	29
图 48 近年部分国货香水融资情况	30
图 49 毛戈平国韵凝香系列首发三款香水	31
图 50 武汉 SKP 商场	31
图 51 武汉 SKP 美妆品牌	31
图 52 公司业务拆分	32
图 53 可比公司估值	33

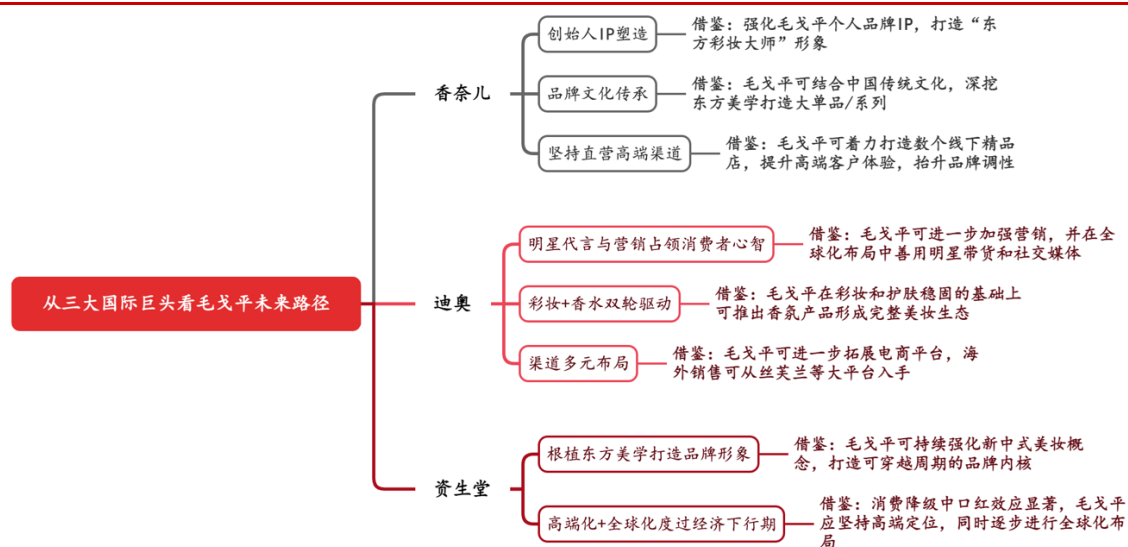
前言：他山之石，可以攻玉

我们在毛戈平 IPO 前夕发布了覆盖报告，市场关注度较高，同时我们继续思考：毛戈平的发展空间能有多大，以及未来如何能实现？

本篇毛戈平系列深度之 2，我们选取香奈儿、迪奥、资生堂这三个有代表性的美妆品牌/集团，从品牌形象、产品力、渠道布局、发展现状四个层面分析这些品牌的成功对于毛戈平的借鉴意义。

纵观香奈儿、迪奥与资生堂这三大国际美妆品牌的发展路径，它们分别依靠创始人 IP 塑造品牌精神、营销驱动与大单品战略、高端化+全球化穿越经济周期，成功建立了全球影响力。我们看好毛戈平借鉴这些品牌的核心成功因素，并结合国货品牌在国内及国际美妆市场的崛起趋势，进一步巩固其高端定位，稳步迈向全球顶级美妆品牌行列。

图 1 从三大国际巨头的成功看毛戈平未来发展路径



资料来源：华西证券研究所

1. 香奈儿：改变世界的时尚巨头

1.1. 公司发展：从女帽店到时尚帝国

创始人 IP 影响力巨大。香奈儿公司的成功，从来都离不开其创始人加布里埃·香奈儿的个人魅力。不仅在于她所创造的经典设计款式至今仍为全球时尚界所追捧，更在于她那种独立、自信、优雅的生活态度成为了无数女性的精神楷模。可可·香奈儿用自己的行动诠释了什么是真正的时尚先锋，她的名字已经成为了一种风格、一种态度的代名词，深深地影响着全球时尚文化的走向和发展。其事迹也被多次改编成书籍与电影，例如《时尚先锋香奈儿》《香奈儿传》等。

创始人作为一种文化符号，带给美妆线独一无二的高端文化背景。创始人以其独立、自由、优雅的形象和精神，为香奈儿美妆产品赋予了更多产品外的价值。她出身贫寒，却凭借自己的才华与努力成为 20 世纪最具影响力的女性之一，打破了传统女性依赖男性的社会观念，倡导女性独立与自信。这种精神深深植根于品牌 DNA 中，使香奈儿的美妆产品不仅仅是外在美的象征，更代表了女性内在的力

量与自我价值。嘉柏丽尔·香奈儿推崇简约优雅的美学理念，摒弃繁复的装饰，强调“少即是多”，这种设计哲学贯穿于香奈儿的产品中，从 No.5 香水简洁大方的瓶身到彩妆产品自然精致的妆容风格，无一不体现出高级感与经典永恒的魅力。她的创新精神也使香奈儿始终走在时尚和美妆的前沿，Chanel No.5 作为第一款抽象花香调香水，打破了传统单一花香的局限，而彩妆产品如 Rouge Allure 口红和 Les Beiges 系列则不断推陈出新，引领全球美妆潮流。创始人对艺术的热爱也为品牌注入了深厚的文化内涵，香水的广告大片常常由知名艺术家操刀，彩妆产品的设计也充满艺术感，使香奈儿不仅仅是消费品，更成为一种高端的艺术品和生活方式。

图 2 香奈儿相关书籍及电影海报



资料来源：电影海报，bilibili，华西证券研究所

从巴黎一家小小的女帽店到引领时尚界的帝国，香奈儿经历了长达 115 年的发展。其发展历程如下：

1910-1920 年代：时尚的革新者。1910 年，加布里埃·香奈儿在法国巴黎开设了自己的第一家女帽店，标志着香奈儿品牌的诞生。在那个充满变革的时代，香奈儿以她独特的时尚嗅觉，打破了传统服饰的束缚，推出了简约、实用的设计风格。1921 年，她推出了标志性的“Chanel No.5”香水，这款香水以其创新和革命性的设计震撼了当时的时尚界。1926 年，香奈儿小黑裙的诞生，更是成为了时尚史上的经典之作，剪短裙摆、大胆使用黑色，优雅舒适便于行动，引领了当时的时尚潮流。

1930-1970：战火中的坚守与重生。1939 年，二战爆发，香奈儿关闭了时装店，但保留了香水和配件业务。战后，随着社会的重建和经济的复苏，香奈儿于 1954 年重返时尚界，并推出了著名的香奈儿套装，这款套装成为了女性职场服装的象征，进一步巩固了品牌在时尚界的地位。1955 年，香奈儿 2.55 手袋的问世，更是成为了永恒的经典。

1980-2000 年代：走向世界的时尚巨头。1983 年，德国时装设计师卡尔·拉格斐加入香奈儿，担任艺术总监。他的到来为品牌注入了新的活力，将传统经典设计与现代元素完美结合，使香奈儿焕发出新的光彩。在他的带领下，香奈儿推出了 Classic Flap 系列手袋等经典款式，进一步巩固了品牌在时尚界的领先地位。同时，随着全球化进程的加速和互联网技术的兴起，香奈儿公司也积极适应市场变化，推出了更加多样化和年轻化的产品。

2000 年以后：创新与传承并重。进入 21 世纪，香奈儿继续保持其领先地位。2005 年，香奈儿推出了 Reissue 2.55 系列，即 2.55 手袋的复刻版，引发了消费者的抢购热潮。2011 年，Le Boy 系列手袋的推出，再次证明了香奈儿在时尚界的创新能力。此外，香奈儿还不断拓展产品线，涉足腕表、高级珠宝等领域，满足了消费者日益增长的需求。如今，香奈儿已经成为全球时尚界的标志性品牌，其影响力遍布世界各地。

图3 香奈儿香水、美妆发展历程及时代背景

发展时间段	1910-1930 年代：时尚的革新者				1940-1970：战火中的坚守与重生		1980-2000 年代：走向世界的时尚巨头		2010 年以后：创新与传承并重	
时代背景	一战结束，女性走出家庭；艺术文化新思潮兴起；简约、实用风格流行。				二战后经济复苏、女性解放运动兴起、消费主义盛行。		全球化进程加速，互联网兴起；品牌形象塑造重要。		信息传播速度进一步加速，时尚潮流快速多变强调个性；环保、可持续发展理念。	
重要时间点	1910	1921	1924	1927	1952	1970	1983	2001	2015、2018	
重要事件	香奈儿创立	香奈儿 5 号香水问世	推出首个彩妆系列	推出首个护肤品系列	玛丽莲·梦露“代言”5 号香水	推出可可香奈儿香水，致敬创始人	推出首个高级定制彩妆系列	可可小姐香水横空出世	先后推出香奈儿之水系列、嘉柏丽尔香水致敬创始人、扩大影响力。	推出一系列高端护肤彩妆产品，强调尖端科技与产品的融合与环保理念。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

在漫长的发展历程中，香奈儿始终坚守着对品质、创新和独特风格的追求，通过精心策划的品牌策略、不断创新的产品设计以及深厚的文化底蕴，成功塑造了一个独具魅力且备受推崇的时尚品牌。我们认为其在品牌建设方面有三大特点。

品牌定位与形象塑造。香奈儿始终坚持高端、优雅的品牌定位，并通过独特的设计、高质量的产品以及优质的客户服务来塑造其品牌形象。香奈儿在市场上的大部分店铺为独立旗舰店，部分高端酒店和商场一线品牌也有香奈儿的店铺。香奈儿在终端的形象也注重细节设计，其坚持玻璃装置面板设计不变，内部材料的特殊性。

精准的目标市场定位。香奈儿通过深入的市场调研和数据分析，准确把握目标消费者的需求、喜好和消费习惯，从而制定出有针对性的营销策略。香奈儿的年龄层主要定位在 25 岁—38 岁，但它部分经典款适用更大年龄跨度。其风格主要以法式奢华风格为主，彰显出高雅简洁时尚创新的气质。

品牌故事与文化遗产。香奈儿非常注重品牌故事的传播和文化遗产，通过讲述品牌的历史、价值观和独特魅力，吸引消费者与品牌建立情感连接。同时，香奈儿深谙文化遗产的重要性。它将品牌的经典元素如双 C 标志、小黑裙、香奈儿 5 号香水等，巧妙地融入每一季的新品中，既保留了品牌的传统精髓，又不断注入新的活力。这种对传统文化的尊重与传承，以及对现代时尚的融合与创新，使得香奈儿在时尚界独树一帜，成为了永恒的经典。

1.2. 产品分析：产品力强劲，No.5 与山茶花等大单品领衔

从香水突破，辅以彩妆和护肤。香奈儿不断推陈出新，以高品质的产品和独特的设计理念，诠释了时尚的真谛。其中，香奈儿 No.5 香水无疑是品牌最具代表性的大单品之一。这款香水自 1921 年问世以来，凭借其创新、独特且富有层次感的香气，迅速成为了时尚界的经典之作。官网对产品的介绍是“经典永恒的香水蕴藏于前卫极简的瓶身之中，彰显十足女性魅力。一捧抽象花束，是嘉柏丽尔·香奈儿最初理念的缩影：“一款闻起来像女人的香水。”无数女性因 No.5 而迷醉，它成为了她们展现个人魅力和品味的最佳选择。

香奈儿美妆三大品类占比均匀。根据美觉测算，香奈儿的香水、彩妆、护肤三大板块销售额接近于 3:3:4。围绕香水产品在全世界的高知名度。香奈儿不断拓展业务线，推出彩妆、护肤等产品。山茶花，作为香奈儿的另一大标志性元素，被巧妙地融入到了品牌的产品中。山茶花系列彩妆和护肤品，以其清新、自然且富有活力的特点，赢得了广大消费者的喜爱。无论是山茶花保湿面霜，还是山茶

花唇膏，都以其卓越的品质和独特的设计，让消费者在享受美丽的同时，也感受到了香奈儿品牌的独特魅力。

图 4 香奈儿部分产品介绍

产品类别	产品名称	产品介绍	产品价格	图例
香水	香奈儿五号香水	5 号香水，经典永恒的香水蕴藏于前卫极简的瓶身之中，彰显十足女性魅力。一捧抽象花束，是嘉柏丽尔·香奈儿最初理念的缩影：“一款闻起来像女人的香水”。五号香水系列拥有五种不同演绎。	920 元起	
	可可小姐香水	可可小姐香水系列。清新怡人、柔美曼妙的琥珀调香水，彰显鲜明个性。她慧黠叛逆、独立大胆，自由重塑自我。可可小姐香水系列拥有馥郁香水、香水、淡香水、清新之水和身体护理。	920 元起	
	蔚蓝男士香水系列	香奈儿蔚蓝男士香水演绎经典而不凡的气息。迷人的木质芳香调，彰显自由、力量和优雅，一如蔚蓝的男士魅力。此款香调亦以剃须护理作品呈现。	730 元起	
彩妆	香奈儿珍藏三十一号唇膏	探索香奈儿珍藏三十一号唇膏，值得收藏与传承的非凡之作，灵感源自香奈儿创作的发源地：31 rue Cambon。	1380 元起	
	香奈儿粉底	香奈儿粉底，修饰、均匀并提亮肤色，打造或自然，或精致的妆容。以粉底液、粉底霜和蜜粉，带来触肤即融、愉悦感官、持久舒适的感觉。	650 元起	
护肤品	香奈儿一号红山茶花系列	精华液与眼部精华乳的明星组合，蕴含红山茶花精萃，提升肌肤活力，帮助改善老化迹象。日复一日，肌肤细腻透亮，绽放年轻光彩。	2000 元（套装）	
	山茶花保湿系列	山茶花保湿系列护肤品，将白山茶花的能量封存于数以千计的独立微囊中。香奈儿山茶花润泽微精华，密集丰盈和保湿。香奈儿山茶花润泽微精华乳霜，保湿和强韧。	355 元起	

资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.3.渠道布局：直营网络为主，专注高端渠道

香奈儿以直营网络为主，致力于为消费者提供最直接、最优质的购物体验。香奈儿销售渠道主要包括直营店、专卖店和电商平台。直营店和专卖店主要分布在全球各大城市，为消费者提供高品质的购物体验。2019 年以前，在中国香奈儿仅有官网作为中国区域的线上销售渠道，但近几年香奈儿也积极拓展线上销售渠道，与天猫、京东等电商平台合作，满足消费者的多元化需求。

香奈儿始终专注于高端渠道。根据品牌数读统计，香奈儿目前在中国拥有 18 家精品店，覆盖 12 个城市。且其最近引入了配额系统，根据该系统，人们每年只能购买一定数量的商品。通过少而精的精品店数量及特殊的分销方式，香奈儿创造产品的稀缺性和奢华性，并为客户提供独特的购物体验，最终达到提高产品感知价值的目的。

图 5 奢侈品牌内地精品店数量统计

品牌	覆盖城市	门店总数
爱马仕	22	34
香奈儿	12	18
路易威登	33	58
迪奥	20	36
古驰	33	67
普拉达	24	38

资料来源：品牌数读，华西证券研究所

图 6 香奈儿北京精品店位置及门面展示



资料来源：新京报，微信公众号，华西证券研究所

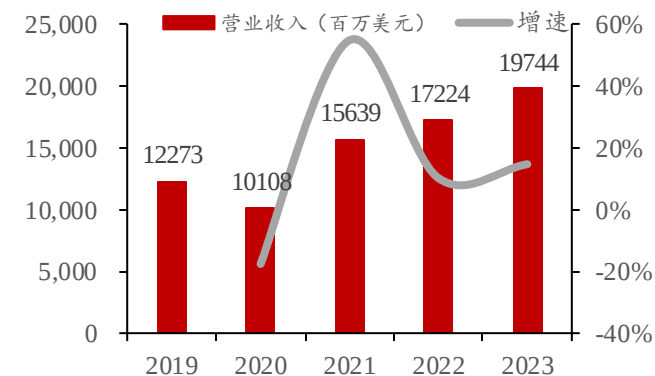
1.4.发展现状及趋势：拥抱年轻群体，专注打造品牌故事

香奈儿始终坚持长期发展理念，业绩增长平稳可观。2019 年至 2023 年，其营业收入从 122.73 亿美元增长至 197.44 亿美元，尽管在 2020 年受全球疫情影响有所下降，但随后迅速反弹，并在接下来的两年中保持了稳定的增长态势。根据香奈儿 2023 年年报，其所有品类销售额在 2023 年均实现两位数增长。

从地区分布来看，欧洲、亚太地区和美洲都是香奈儿的重要市场。欧洲市场在经历了 2020 年的低谷后，迅速恢复并实现了持续增长；亚太地区在最近几年成为香奈儿的另一增长极，实现高速增长；美洲市场相对来说在疫情后营业收入增速较慢。

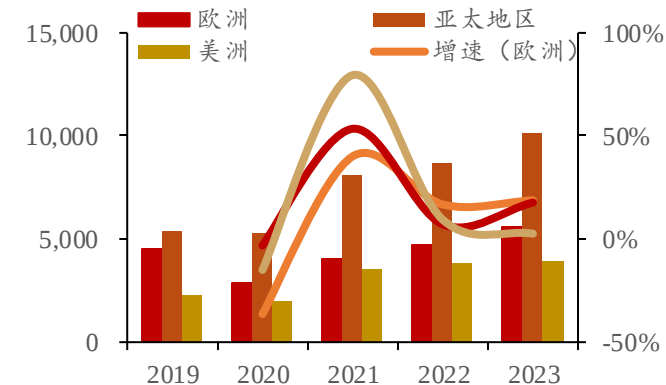
此外，香奈儿还不断扩大其员工队伍，为品牌的持续发展提供了坚实的人才基础。从 2019 年至 2023 年，香奈儿员工人数从 27713 人增长至 36544 人，主要来源于数字和零售等领域的人员增长。

图 7 香奈儿历年营业收入及增速



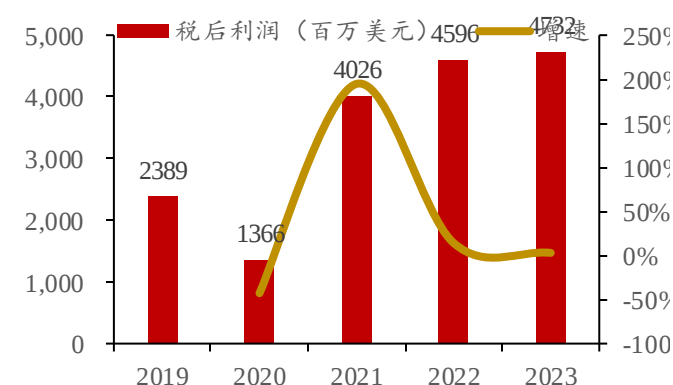
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 8 香奈儿营业收入分地区及增速（百万美元）



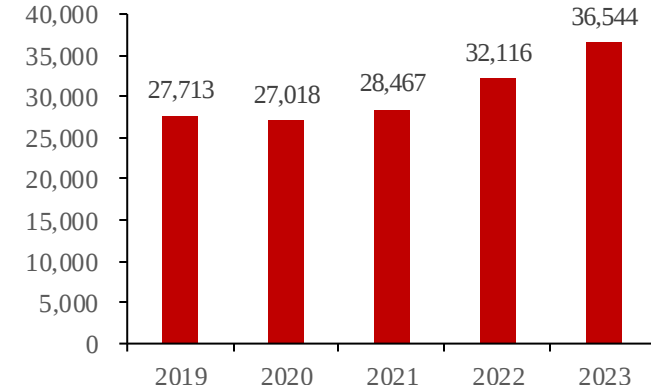
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 9 香奈儿历年税后利润及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 10 香奈儿历年员工人数



资料来源：公司年报，华西证券研究所

拥抱 Z 世代，品牌年轻化。2023 年 3 月，欧美千禧一代的超新星演员惠特尼·皮克，接替了从 2006 年便开始代言的“英伦玫瑰”凯拉·奈特莉，成为可可小姐香水系列的新一任代言人；2023 年 5 月，香奈儿任命红遍全球的青年男演员“甜茶”提莫西·查拉梅为蔚蓝男士香水的全新代言人。香奈儿美妆在 2023 年的两次大胆代言人焕新，都启用了 95 后艺人。远不止于此，2024 年初，香奈儿官宣出生于 2004 年的 New Jeans 成员 Minji 为全球品牌大使；在此之前，韩团 BLACKPINK 成员 Jennie 和韩流巨星权志龙，都将香奈儿的年轻化推向新的高度。

2.迪奥：借高奢品牌形象孵化爆款美妆

2.1.品牌形象：奢华与艺术，代言人广告出圈

迪奥自创立以来便以奢华与艺术作为其核心的品牌形象。迪奥的品牌理念不仅仅体现在其精致华美的产品上，更融入到了品牌的每一个细节之中，从店铺装修到广告宣传，无不透露出一种高贵而优雅的气质。

代言人广告破圈，塑造品牌形象。迪奥与奥斯卡影后查理兹·塞隆长达二十年的真我香水代言合作。长达二十年的时间里迪奥精心制作并全球投放多支海报写真和视频广告。查理兹·塞隆在广告中的曼妙躯体与该款香水标志性的纤细瓶身交辉相映、相得益彰。可以说塞隆的女神形象与迪奥真我香水的造型与定位，通过一只只美轮美奂的创意广告，早已深度捆绑在一起，在消费者心中留下难以磨灭的印象。

图 11 迪奥历年真我香水广告

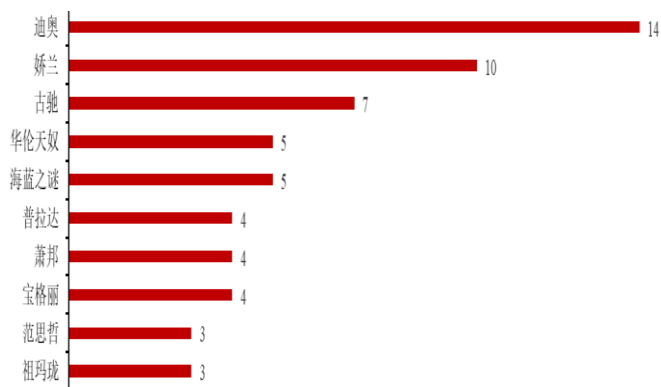


资料来源：御金匠，华西证券研究所

善用名人效应，公司与顶流明星合作频繁。迪奥非常善于利用名人效应来提升品牌形象。从查理兹·塞隆，再到国内的迪丽热巴、王俊凯等，迪奥选择的品牌形象代言人不仅符合品牌的定位，而且具有极大的知名度。这种合作不仅增强了品牌的曝光度，还提升了品牌在消费者心中的奢华形象与地位。2023年5月1日-2024年4月30日期间，迪奥官宣品牌代言人14位，与超过两百位商业艺人开展商业合作，这两项数据在中国奢侈品市场各大品牌中均位列第一。

图 12 奢侈品品牌官宣代言人数量

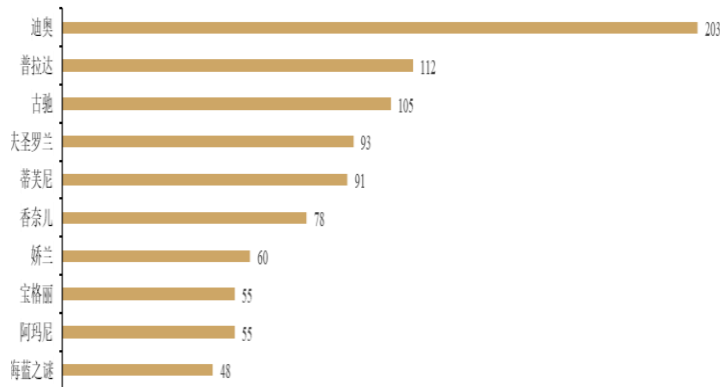
(2023 年 5 月 1 日-2024 年 4 月 30 日)



资料来源：艺恩、华西证券研究所

图 13 奢侈品品牌商业合作艺人数量

(2023 年 5 月 1 日-2024 年 4 月 30 日)



资料来源：艺恩、华西证券研究所

2.2. 产品分析：彩妆、香水较为突出

香水：迪奥的香水系列，尤其是真我、旷野等经典香水，一直以来是品牌的重要支柱。香水不仅在奢侈品消费中占有重要地位，还成功打破了传统奢侈品只面向女性的局限，推出旷野系列后，迅速占领男性香水市场，成为 Dior 的一大亮点。

彩妆：迪奥在彩妆领域表现突出，对业绩的贡献率接近 50%。其口红系列和眼影、底妆等系列广受欢迎，尤其在时尚圈和名人圈中备受青睐。迪奥通过创新配方与色彩，持续推出适合各类肤色和需求的产品，成功扩大了彩妆的市场份额。

图 14 迪奥香水、美妆产品简介

产品系列	产品特点	产品价格	产品系列
香水美妆线	- 香水和口红较为突出 - 经典元素：CD (Christen Dior 缩写) 标志和蝴蝶结	正装单品价格区间：245-5800 元	彩妆
			香氛
			护肤
			 烈艳蓝金唇膏  魅惑润唇膏  锁妆气垫  锁妆粉底液
			 花漾甜心  旷野  真我  发香喷雾
			 睡莲洁面  玫瑰气泡水  肌活蕴能眼精华  老花霜

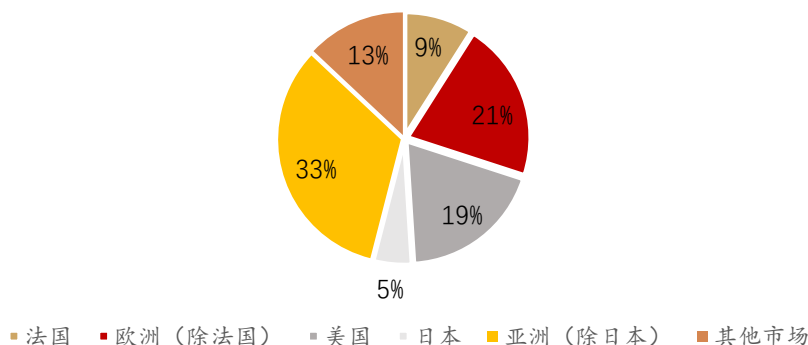
资料来源：鑫奢典藏，华西证券研究所

2.3. 渠道布局：全球化战略与多元化销售渠道布局

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

全球化市场布局，各大市场共同推动企业美妆线收入增长。2023 年，在不同地区收入占比中亚洲（除日本）贡献了 33%的收入，成为公司美妆线收入占比最多的区域。欧洲（除法国）紧随其后，占比 21%，同样是迪奥的重要市场。美国占比 19%，体现了品牌在美国的广泛影响力。而法国作为迪奥的发源地，虽占比相对较小（9%），但仍是公司收入的重要组成部分。多元化的收入来源反映了迪奥在全球的影响力。迪奥成功地在全球各大市场中实现了广泛布局，保证了公司收入增长的稳定性，降低了单一市场变化所带来的风险。

图 15 2023 年迪奥香水及化妆品各市场收入占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

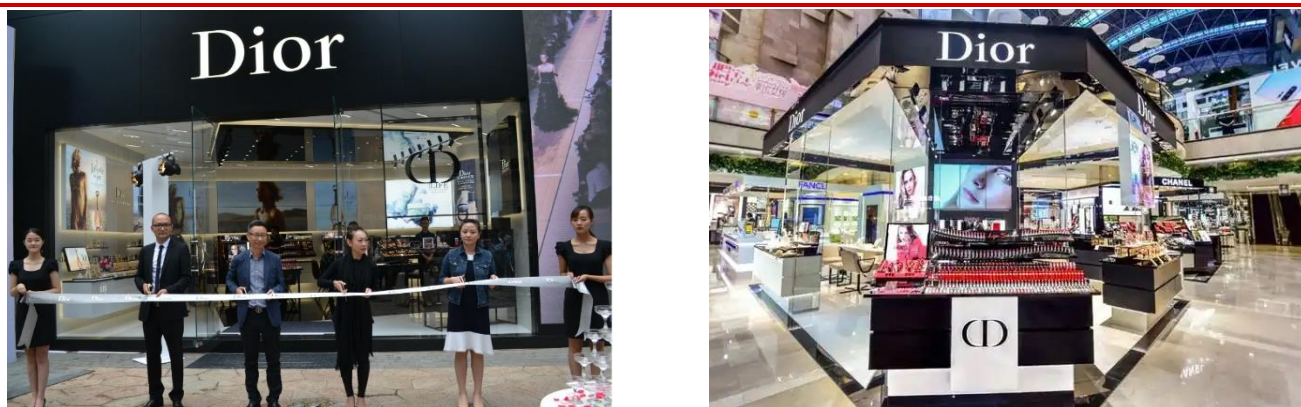
迪奥长久以来依靠多样化的销售渠道，吸引不同类型的消费者：

高端百货商场。根据迪奥年报，迪奥的美妆产品通过“精选零售”渠道进行销售而非大众零售店，公司将其产品分销给精选零售连锁店（如丝芙兰）和高端百货商场。尤其是在欧洲和美国的知名百货公司。这些百货商店通常设有迪奥的专柜，提供全系列的美妆产品，包括香水、彩妆和护肤品。通过与高端百货商店的合作，迪奥更容易接触到高消费能力的客户群体，并提升品牌形象。

专卖店迪奥在全球范围内拥有自己的专卖店，尤其是在奢侈品购物区和高档商业区。在销售产品的同时还提供个性化的服务和体验，如美容咨询、化妆服务等。截至 2023 年 12 月 31 日，迪奥的全球门店数量为 6,097 家，其中美妆相关的门店数量为 739 家。

免税店。迪奥的免税零售业务通过 DFS（Duty Free Shoppers）展现了其强大的全球销售网络。DFS 一直是全球奢侈品销售的领导者，专注于向国际旅行者销售高端奢侈品。DFS 的业务与旅游周期紧密相连，特别是在亚洲太平洋地区、美国（夏威夷）和欧洲等旅游热点地区，DFS 通过覆盖机场免税店以及 DFS Galleria（城市中心高端零售商店）等渠道，极大地扩展了迪奥的市场份额。

图 16 迪奥精品店及高端百货专柜



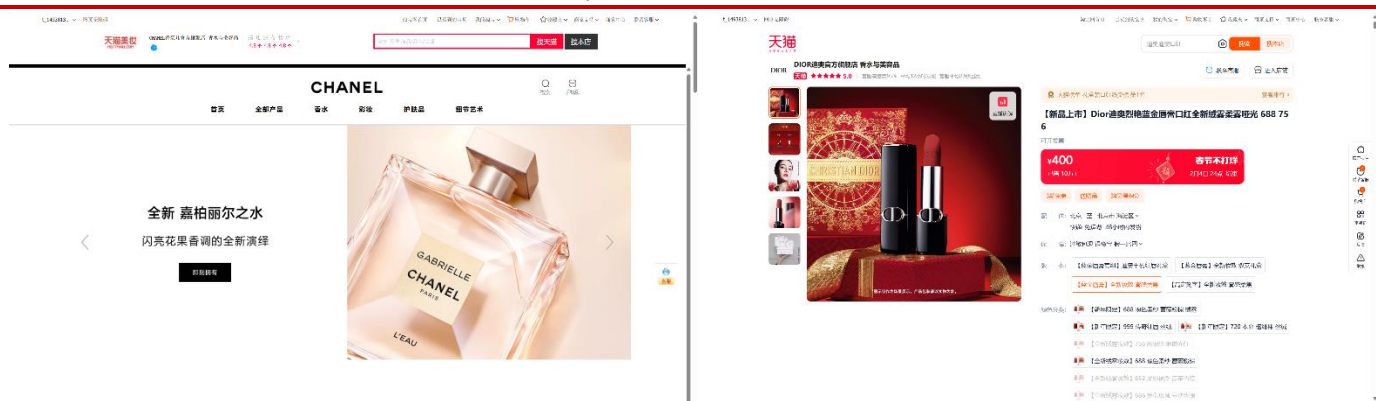
资料来源：搜狐，华西证券研究所

2.4.发展现状及应对：品牌高端形象维护不足

迪奥美妆在中国市场的竞争定位，有一种错位感。它对主品牌与美妆线一致调性的强化，还不够深入人心。在中国市场，迪奥的美妆更多还是在以“快消”的思路在运营，而非“奢侈品思维”，但中国消费者如今对奢侈品美妆的认知已经变了。奢侈品美妆正在进入到新阶段。随着消费者愈发重视消费体验的综合情绪价值，奢侈品品牌需要以真正的奢侈品思维和品牌叙事内容，来打造美妆品类，将更多的创意型资源倾斜于美妆品类，走出与主品牌保持一致性的驱动之路，真正完成美妆线的“品牌化”。在这一阶段，对品牌价值资产的传达与保护尤为重要。相较于香奈儿，迪奥显然是意识不够的。

仅从天猫旗舰店，就可以看出显著差异。香奈儿的页面是干净、克制的，没有任何促销的喧哗，也没有大促礼盒的推出。迪奥的页面则是以大促为主，首页即呈现产品价格信息，同时推出了一系列礼盒。这种“叫卖式”的直播销售方式，并不适合其目标受众群体。这也反映出迪奥虽然在渠道拓展上敢于尝鲜，但并未在新兴渠道找到品牌调性与用户内容偏好的共通点。

图 17 香奈儿、迪奥天猫旗舰店对比（香奈儿左，迪奥右）



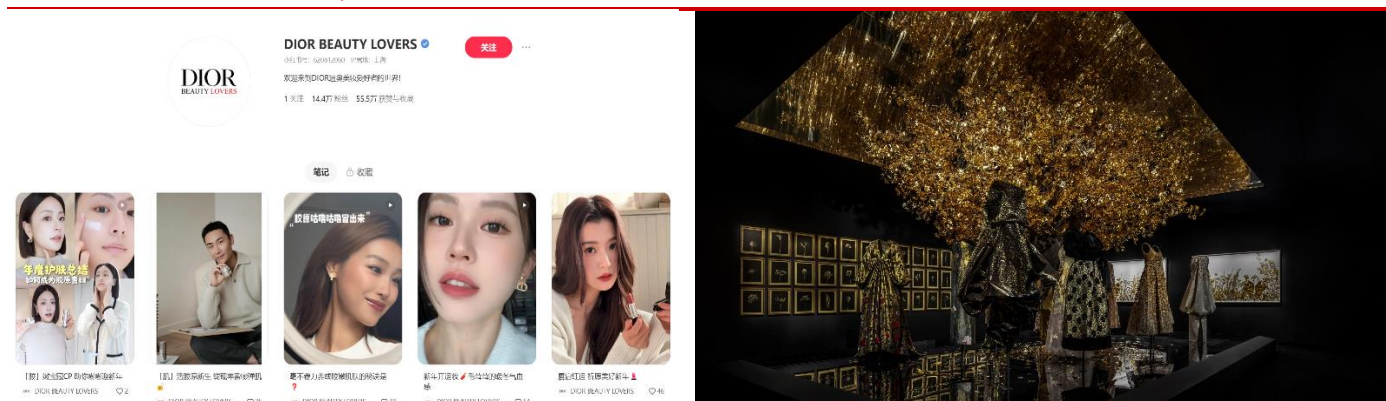
资料来源：天猫，华西证券研究所

高级感与本土化的调和，这是迪奥正在大胆进行的一项挑战。根据 Vogue Business，迪奥首席执行官 SidneyToledano 曾表示，中国是迪奥未来最重要的市场。迪奥从明星资源、电商、社交媒体三管齐下，加速在中国本土化的进程。早在 2016 年，迪奥成为首个在微信上推出七夕闪购的奢侈品牌。三年后，即 2019

年品牌宣布迪奥线上精品店正式登陆中国市场，发售包括手袋、高端珠宝、美妆、成衣等全系列产品。这意味着老牌时装屋放下销售渠道最后一道防线，将核心的成衣和手袋放到网上。“接地气”的另一试水大动作是积极了解本土社交媒体。迪奥于 2018 年开通抖音账号，依然是奢侈品牌中的第一位，第二年它开通小红书账号，后年又入驻 B 站。

诸多接地气的试错举动之中，品牌也在同时努力保持高级一面。时装秀、展览、跨界合作等活动都在同步展开，在激进的年轻化策略之外，试图维持和固有客群的连接。迪奥多次将大秀搬到中国市场。2012 年、2013 年和 2018 年先后举行高定秀，70 周年大秀也是在上海举办的。“克里斯汀·迪奥，梦之设计师”系列回顾展览继巴黎和伦敦之后，2020 年来到了第三站上海。几乎每年迪奥都在中国市场举行大型活动，多角度来讲述品牌故事，呈现下一季新品。2024 中法建交 60 周年，迪奥选择在这个时刻来到北京举办“迪奥倾世之金”艺术展，展现迪奥在全球化背景下对多元文化的包容与尊重的同时，展览整体的豪华设计与其体现的历史传承，仍然将迪奥置于顶级奢侈品牌的高端地位。

图 18 迪奥小红书官方账号，迪奥倾世之金展览



资料来源：小红书，《时尚》，华西证券研究所

3. 资生堂：时代巨变下孕育的东方美护龙头

3.1. 东方美妆先驱，高端化+全球化穿越下行周期

资生堂成立于 1872 年，由日本药剂师藤原博文创办，最初是一家药店，致力于药品和化妆品的销售，此后逐步研发出自己的护肤、彩妆及香水产品，并以其创新的配方赢得市场认可。20 世纪初，资生堂开始拓展产品线，包括护肤、彩妆、发胶、护发素等。资生堂不仅获得了日本皇室的“皇室药品”称号，还开始拓展海外市场，首先在美国和欧洲设立分店，逐步成为全球知名品牌。

进入 20 世纪后，资生堂继续保持技术创新与市场拓展的战略，不断推出新产品以满足多元化消费者需求，如婴儿护肤霜等。90 年代起，资生堂逐步扩展业务领域，涉及护肤、彩妆和香水等多个层面，进一步巩固了其全球市场领导地位。今天，资生堂已发展成为一个在全球范围内广受欢迎的顶级化妆品品牌，持续引领着行业的创新潮流。

图 19 资生堂第一家门店（约 1920 年）



资料来源：资生堂官网、华西证券研究所

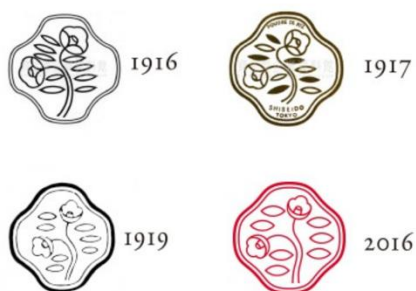
图 20 现今东京银座资生堂大楼



资料来源：资生堂官网、华西证券研究所

根植东方文化，品牌形象突出。资生堂品牌深度挖掘东方文化，从代表性的花椿商标到广告中的卷轴特色，品牌形象反映了花朵盛开和藤蔓交织的活力，品牌名称同样源自《易经》中的“至哉坤元，万物资生”，将东方的美学及意识与西方的技术及商业实践相结合，将先进技术与传统理念相结合，用西方技术诠释含蓄的东方文化。1924 年，资生堂创立了面向化妆品爱好者的《资生堂月报》，1937 年改名《花椿》，以纸质媒介传递资生堂东方审美及生活态度，早期杂志中不仅有化妆技巧和美容方法，更有绘画、摄影、小说、以及诗歌等内容，鼓励倡导日本女性自主、自信、展现由内到外的气质美，长期文化输出为资生堂构建了稳固的品牌形象，为之后成为东方美妆巨头奠定了基础。

图 21 资生堂花椿标志



资料来源：资生堂官网、华西证券研究所

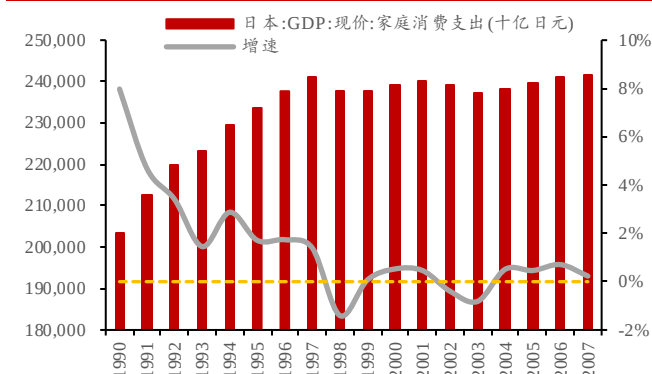
图 22 资生堂《花椿》杂志传递东方美学



资料来源：搜狐、华西证券研究所

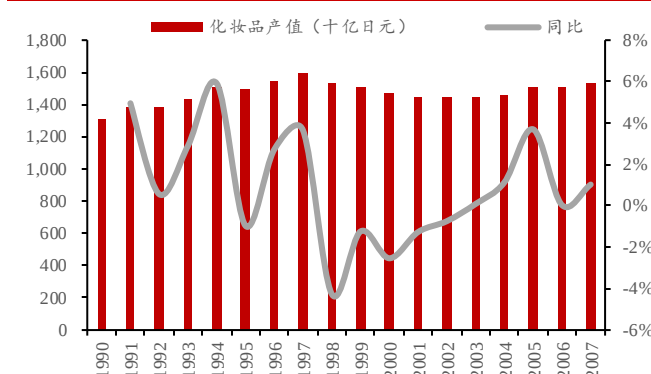
日本经济泡沫破裂下美妆行业彰显韧性。二战后（1945 年-1980 年）日本经济进入腾飞期，化妆品行业伴随经济周期再次爆发，统计局数据显示，受益于经济增长，日本化妆品产值由 1946 年的 5 亿日元快速增长至 1975 年的 5132 亿日元，其中 1955-1975 年 CAGR 17%，高于同期名义 GDP 15% 的复合增速。1991 年经济泡沫破裂后化妆品行业作为可选消费品类，并未萧条，因其单价跨度大，高端消费和下沉市场均可触及，同时化妆品可提供直观情绪价值，反而在口红效应下彰显韧性。

图 23 日本家庭消费支出及同比变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

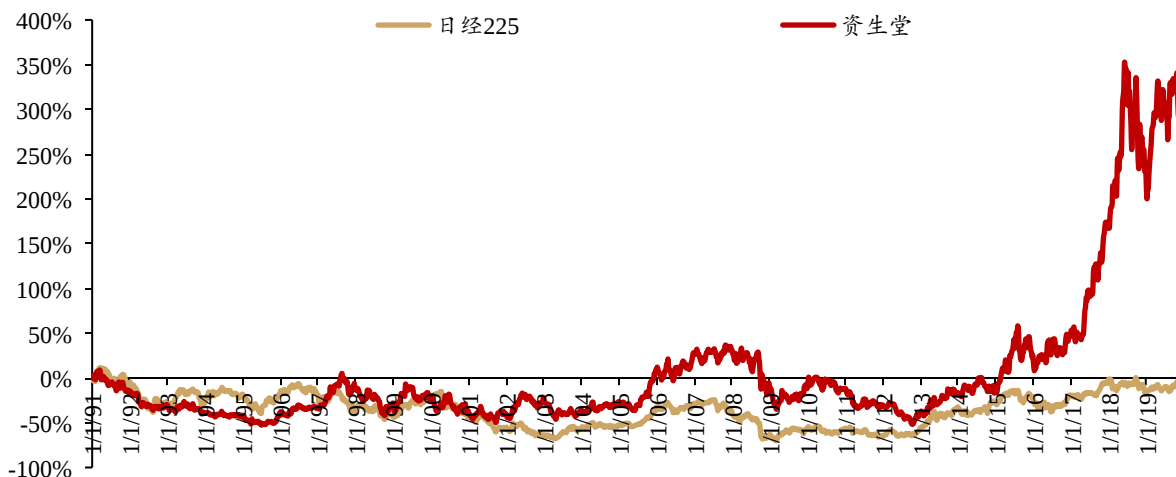
图 24 日本化妆品产值及同比增速



资料来源：经济产业省，华西证券研究所

高端化+全球化带领资生堂穿越经济周期。资生堂的高端化和全球化战略使其能够在经济周期波动中保持稳健增长。资生堂自 80 年代起加大对高端品牌的投入，自主推出如 Clé de Peau Beauté (CPB)、IPSA 和 The Ginza 等高端品牌，以此在日本经济低迷时期仍然实现股价和业绩突破。在全球化方面，进入 21 世纪，公司通过收购 NARS、BareMinerals、Drunk Elephant 等高端欧美品牌和拓展国际市场，如加强在中国、美国和欧洲市场的布局，使其全球营收结构更加均衡，降低了单一市场经济波动的影响。高端化与全球化的结合，使资生堂在应对经济衰退时能依靠高端消费的相对韧性，同时通过多元市场的增长对冲单一市场的风险，从而实现穿越经济周期的稳健增长，1991-2019 年，日经 225 指数几乎持平，而资生堂股价翻了近 4 倍。

图 25 资生堂股价大幅跑赢日经指数



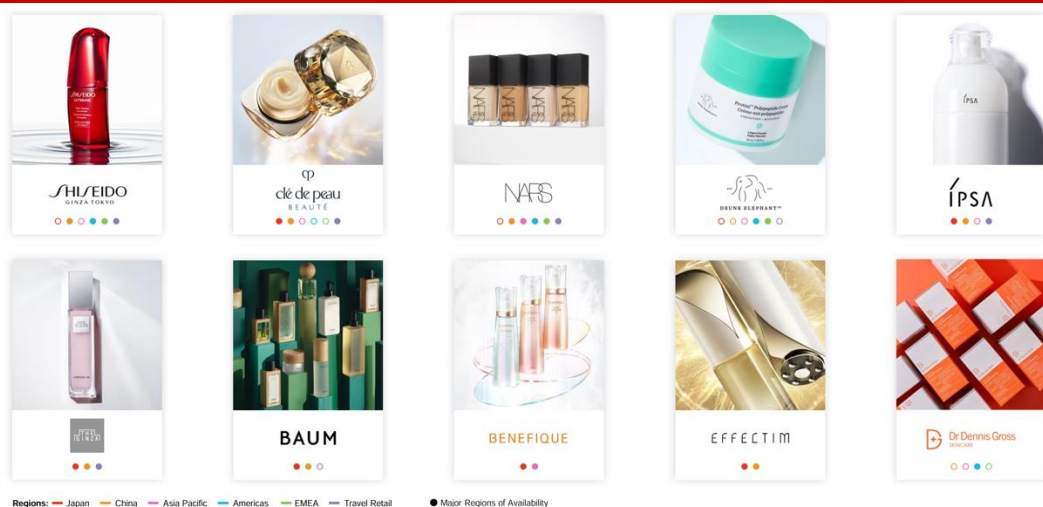
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 产品力：以高端东方品牌突围，海外收购拓展产品矩阵

资生堂于日本经济泡沫严重的 80 年代孵化了 CPB、IPSA 等高端美妆品牌，后续借助海外并购打入欧美美妆市场。单品方面，资生堂以西方技术与东方审美融合，早在 1897 年即推出经典单品 EUDERMINE 红色蜜露，曾在柏林大学留学的时任

东京帝国大学教授长井长义博士，以其研究成果为基础，致力于开发出与药品相同高品质的化妆品，如今演变为“红腰子”精华成为资生堂品牌核心大单品之一。

图 26 资生堂当前品牌矩阵



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 资生堂基于东方审美与品牌历史打造明星单品



资料来源：资生堂官网，华西证券研究所

资生堂主要通过收购拓展海外市场和扩充品类组合。其收购品牌中 NARS 及 Drunk Elephant 已成为集团主力品牌，NARS 追求极简主义、重视色彩多元化和个人创新，醉象则注重差异化、功效护肤理念，专门针对于不同肌肤问题提供解决方案，这两品牌与传统日系护肤品牌在风格、理念上大相径庭，二者有较为强烈的差异化和个性化，这也使得其在资生堂一众孵化品牌中以黑马之姿脱颖而出。

图 28 资生堂主要收购品牌

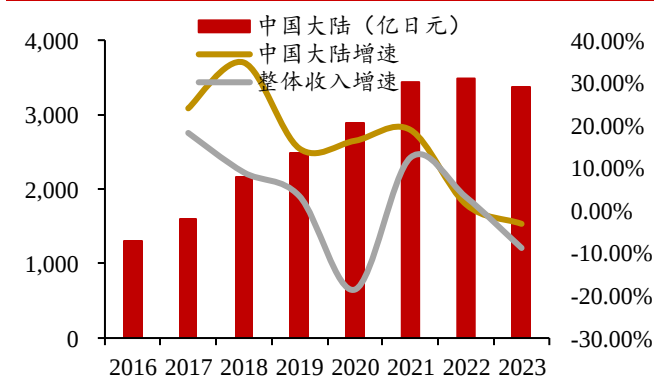
品牌名称	品牌定位	售价	收购时间	收购价格	目的
Dr. Dennis Gross Skincare	美国皮肤科学护肤品牌	65 元-3292 元	2023. 12	约 32.56 亿元	加强高端护肤业务
Gallinée	英国益生元护肤品牌	80 元-750 元	2022. 09	/	加强皮肤美容系列的产品组合
醉象 Drunk Elephant	美国功能性护肤品牌	49.9 元-1310 元	2019. 01	约 61.13 亿元	开拓美洲市场
三宅一生香水	日本时尚品牌	320 元-1070 元	1992	/	/
芦丹氏 Serge Lutens	法国奢华香氛及彩妆品牌	340 元-2580 元	2015. 03	/	/
NARS	法国彩妆品牌	100 元-880 元	2000	/	扩充旗下彩妆品牌组合
Bare Minerals	矿物彩妆品牌	299 元-399 元	2010	约合 122.99 亿元 收购母公司 Bare Escentuals	开拓北美市场
Buxom	美国小众彩妆品牌	43 元-304 元			
Laura Mercier	美国彩妆品牌	40 元-480 元	2016. 11	约 18.81 亿元	扩张彩妆线
利维肤 Ré Vive	美国高奢护肤品牌	600 元-5699 元			加强资生堂国际影响力

资料来源：36 氪，华西证券研究所，红色为已出售品牌

3.3.渠道布局：注重本土化，大力拓展海外市场

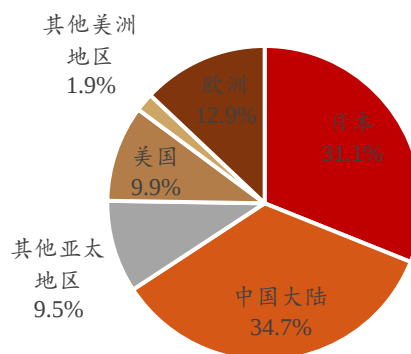
资生堂于全球化扩张中注重本土化，以中国市场为例，其早在 2001 年就设立了中国研发中心，为首个在中国设立研发中心的美妆集团，并在 2006 年推出了专为中国女性打造的 urara（悠莱）品牌，对中国市场的重视与本土化运营使得中国大陆收入增速显著超过集团整体。根据中妆网，资生堂在全球已拥有中国北京、上海浦东和东方美谷、日本横滨和神户、美国新泽西、法国以及新加坡 8 家研发中心，充分考虑区域消费者护肤需求差异的同时，也将研发创新成果形成一个整合系统，借本土化运营和海外成熟品牌并购，集团分地区收入均衡，将东方美妆带向世界。

图 29 资生堂中国大陆收入及增速对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 资生堂 2023 年分地区收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4.现状：海外市场乏力，收购品牌整合待加强

资生堂借鉴欧莱雅和雅诗兰黛集团，在海外大力并购，渠道快速铺设，然而在全球经济环境与化妆品行业格局变革下，集团战略方向上的短板暴露。2015 年前后，中国线下 CS 渠道由盛转衰，屈臣氏业绩持续下滑，而资生堂在中国电商仅重点布局了 CPB、IPSA、资生堂等高端品牌，平价护肤品牌逐步退出历史舞台。欧美市场中，资生堂 2010 年以 17 亿美元收购 Bare Escentuals 高调进军美国市场，但基本处于“放养”状态，最终错失电商渠道转型的机会。2020 年，资生堂北美地区运营亏损扩大了三倍，达到 2 亿美元。一年后，资生堂相继以低于收购价的价格抛售了 Bare Escentuals 和 Laura Mercier，正式宣告收缩美国市场。

4. 海外篇总结：对标国际巨头，毛戈平迈向顶级美妆品牌

纵观香奈儿、迪奥、资生堂三大国际美妆品牌/集团的发展历程，**高端美妆香水品牌的成功主要体现于创始人 IP、精准的品牌定位、强大的产品矩阵、深厚的文化积淀，中长期突破则来自全球化战略、研发创新以及长期品牌价值塑造。**这些品牌的成功路径，为国货中独一无二的高端美妆品牌毛戈平提供了极具借鉴价值的发展思路。

首先，从品牌塑造来看，香奈儿以创始人 IP 驱动品牌影响力，香奈儿女士的自由精神与优雅风格，使品牌在全球消费者心中成为“法式时尚”的象征。同样，毛戈平先生作为国内顶级彩妆艺术家，其个人 IP 极具辨识度，已建立专业彩妆的权威形象。未来，毛戈平可以进一步强化创始人 IP 的传播，打造更多文化叙事，使品牌不仅是化妆品的象征，更成为东方美学的代名词。例如，通过纪录片、品牌传记、跨界展览等形式，向全球市场展示品牌的艺术魅力，进一步提升品牌的故事性和影响力。

其次，在产品策略方面，迪奥和资生堂分别依靠“高端彩妆+香水”和“科技护肤+东方美学”成功突围。毛戈平已在彩妆领域建立独特的雕塑光影技术优势，并在彩妆产品中融入了中国传统美学，例如戏曲妆容、敦煌元素等。未来可以借鉴资生堂的经验，在“中式美学+高端护肤”领域进行拓展，利用本土草本护肤科技，打造符合东方肌肤需求的高端护肤线。同时，借鉴迪奥的“彩妆+香水”模式，推出具有中国文化特色的高端香氛产品，如以国风花卉为灵感的香水，形成多元化产品矩阵，增强市场竞争力。

最后，在国际市场拓展方面，三大品牌均采用了本土化策略：香奈儿以直营奢华门店巩固品牌形象，迪奥通过明星代言和社交媒体本土化营销扩大市场渗透，资生堂则通过并购欧美品牌增强全球影响力。毛戈平可以借鉴这些经验，在拓展国际市场时，优先深耕亚洲市场，如进入日本、韩国、新加坡等文化相近的国家，建立品牌认知。同时，在欧美市场，可采取文化营销+明星合作策略，例如通过与国际时尚品牌、博物馆合作，或邀请知名国际化妆师和明星进行推广，提升品牌的全球知名度。此外，充分利用社交媒体营销，通过 TikTok、小红书、Instagram 等平台讲述中国彩妆文化故事，吸引年轻消费群体，打造国际化品牌形象。

图 31 香奈儿、迪奥、资生堂的核心战略

对比维度	香奈儿 (Chanel)	迪奥 (Dior)	资生堂 (Shiseido)
品牌形象	创始人 IP 强大，加布里埃·香奈儿女士以独立、自信、优雅的形象，塑造了品牌精神，奠定了“法式奢华”定位。品牌故事被广泛传播，成为时尚文化的象征。	奢华与艺术结合，品牌以“高级定制”基因打造高端形象。通过明星营销、艺术合作强化品牌调性，持续强化高端品牌价值。	东方美学与科技结合，品牌发源于日本，强调传统文化与现代科技结合，提出“至哉坤元，万物资生”理念，形成独特的东方高端护肤定位。
产品力	从香水突破，三大板块均衡发展：香奈儿 No. 5 香水开创现代香水概念，后续推出彩妆（山茶花系列、ROUGE ALLURE 口红）和护肤（LE LIFT 系列），三大品类均衡布局。	营销驱动大单品战略：真我香水、烈艳蓝金口红等明星产品形成稳定市场贡献，香水和彩妆产品贡献率较高，护肤相对较弱。	高端化与全球化并行：EUDERMINE 红色蜜露、红腰子精华等明星大单品深受欢迎，并通过收购 NARS、醉象等品牌拓展高端市场。
渠道布局	直营网络为主，专注高端渠道：主要通过独立精品店销售，强化品牌稀缺性，严格控价，不打折，线上电商布局较晚但保持高端调性。	多元化销售渠道：布局专卖店、高端百货商场、免税店，并积极拓展电商和社交媒体销售渠道，在亚洲市场深耕。	本土化与全球扩张并行：通过全球研发中心、本土品牌孵化和海外品牌收购实现市场扩展，深耕中国市场，并在欧美市场收购高端品牌提升竞争力。
发展现状	持续高端化+品牌年轻化：坚守高端奢侈品牌定位，不折扣、不跨界，通过明星代言、社交媒体、艺术展览等方式吸引年轻群体。	品牌调性与快消营销冲突：在中国市场，美妆线面临品牌调性弱化的问题，电商过度促销影响高端形象，未来需要更精准的品牌化策略。	收购战略调整，全球化布局优化：曾通过大规模收购扩展欧美市场，但部分收购品牌未能成功整合，近年开始调整策略，强化高端品牌布局。

资料来源：华西证券研究所

5. 国内美妆行业：民族文化自信崛起，自主高端品牌稀缺

5.1. 国风美妆：完美日记、花西子到毛戈平

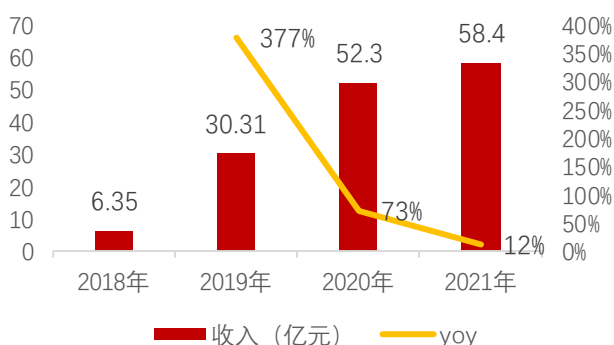
2016 年，毕业于中山大学的黄锦峰、陈宇文、吕建华三位校友怀着共同的愿景：“打造一个属于中国人的美妆品牌”。联合创立完美日记的母公司——广州逸仙电子商务有限公司。2017 年 3 月，逸仙电商推出了首个美妆品牌——完美日记 (Perfect Diary)，品牌以“Unlimited Beauty”（美不设限）为品牌价值，致力于结合亚洲女性面部和肌肤特点，用心为新生代女性开发高品质、精设计、易上手的彩妆及护肤产品品牌。力求把欧美彩妆风尚带回亚洲，并在视觉形象上有所突破。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

在营销策略上，他们使用小完子这个角色在社交媒体上发布各种干货内容，制造分享话题，让完美日记的产品始终保持高曝光度。此外，为了保持品牌的影响力，完美日记的合伙人又引入了多位流量明星代言背书。同时，完美日记频繁与中国国家地理，Discovery（探索频道）等知名 IP 进行联动并发布联名产品，进一步扩大了产品认知度。

在商业顶层，它有各种种草流量入口，包括小红书、短视频平台等。中层则是其电商门店，为消费者提供直接的产品购买服务。底层则是所有私域流量的裂变服务器转化系统，这个系统使得每一个进入完美日记的流量都能得到最大化的转化。这样的商业闭环模型使得品牌拥有良好的商业循环，打响了民族自信崛起下的国产美妆品牌第一枪。根据 36 氪，2018 年天猫双 11，完美日记仅用 90 分钟即突破 1 亿销售额，成为了当年美妆界的超级黑马。2019 年，完美日记成为史上第一个登上天猫双十一彩妆榜首的国货品牌。

图 32 逸仙电商历年营收及其增速



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 33 完美日记新春眼影



资料来源：淘宝，华西证券研究所

2017 年 3 月 8 日，在充斥着日韩系和欧美系品牌的彩妆市场，具有中国风特点的产品和品牌难觅。创始人花满天发现几千年前的古人利用植物花卉、动物油脂来修饰自己，他希望将这种智慧融入产品，提出了“以花养妆”的品牌理念。于是诞生于杭州西湖畔的彩妆品牌诞生了：花西子——“花”，是指“以花养妆”。西子指西湖亦指西施。“西子”二字，则取自苏东坡诗句“欲把西湖比西子，淡妆浓抹总相宜”。该品牌以探索中国千年古方养颜智慧，针对东方女性的肤质特点与妆容需求，以花卉精华与中草药成分为核心，运用现代彩妆制造工艺，研制出健康、养肤、适合东方女性使用的彩妆产品。

花西子团队把目光瞄向聚集大量目标用户的社交媒体平台，给用户带来社交价值，打造社交货币，产品自带社交货币属性。将杭州西湖之美雕于口红上，希望借产品之精致表现自己的精致。其次，花西子不仅为用户提供“可以晒”的产品，更为用户提供“可以聊”的内容，通过定期推出不同主题的妆容教程，来吸引消费者拍摄上传仿妆视频。在营销宣传方面，花西子邀请四位音乐匠人合作创作了同名歌曲《花西子》，引发网友大量转发。无论是产品本身，还是传播内容，花西子都是从用户角度出发，通过为用户提供社交价值来宣传品牌，通过把品牌内容“社交货币化”来打通品牌传播的“任督二脉”，与用户彼此成全。在当今社会年轻人经济崛起，颜值消费升级的情况下，花西子一开始的定位人群就是 20-30 岁的年轻人，走的是亲民路线，所以价格也易于接受。在各大购物网站中“颜值很高 包装很用心 细节也做得很到位 上妆效果还可以 性价比比较高 适合学生党”、“包装很精美，颜色很漂亮，很显气质，味道很清香。特别好的一款口红”等对产品包装外形的好评较多。

图 34 花西子中式美学



资料来源：公司官网，华西证券研究所

近年来花西子品牌表现强劲。品牌诞生于 2017 年 3 月，同年 8 月入驻天猫，开设花西子旗舰店。根据魔镜洞察，花西子在 2018 年的销售额仅有 4319 万，但其 2019 年销售额便高达 11.3 亿，同比暴涨了 25 倍。2022 年底妆市场花西子占据榜首，占据 2.23% 的彩妆市场份额。以更少的产品实现更大的销量，论证出“高质量优于多数量”，打造“大单品”组成的爆品矩阵。

图 35 花西子发展历程



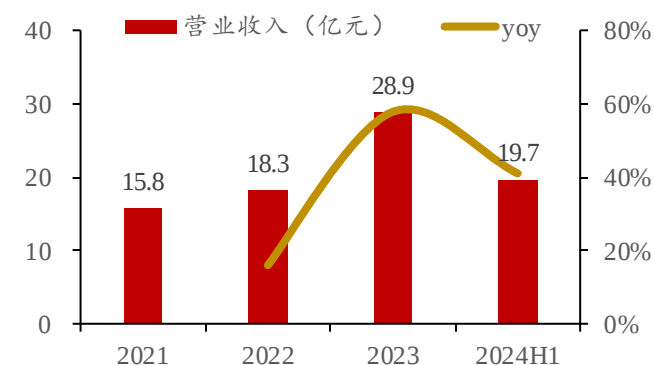
资料来源：腾讯网，华西证券研究所

2000 年，中国著名化妆艺术家——毛戈平先生亲自创建的毛戈平化妆品有限公司、毛戈平艺术有限公司、毛戈平形象设计艺术学校三家机构从不同层面打造时尚，共同致力于时尚艺术事业。同年 10 月，秉承着毛戈平先生“我的名字就是我的品牌，我的人格就是我的信誉”的经营理念，创建了“MAOGEPING”化妆品品牌，该品牌源自毛戈平先生二十多年化妆艺术的实践与总结。

通过对国内外化妆精品的汲取与研究，在 MAOGEPING 化妆品的原料构造上及其使用效果上进行严格的甄选与定位，力求打造一个属于中国的具有国际水准的专业化妆品品牌。产品品类包括了可供都市白领和专业人士选择的彩妆系列产品以及工具系列，除此之外还包括了各系列的护肤产品，共计 200 余件单品，满足了不同层次消费者的不同需求。2002 年品牌以其专业的风格与特色被中国权威机构评为“2002 年影响中国彩妆潮流十大品牌之一”。品牌开创了一条以专业化化妆技术为指导的推广销售方式，让中国人第一次真正拥有自己的中国专业化妆品品牌，凭借着优质的产品品质，专业的技术指导服务，时尚的创新能力和完善的售后管理体制，开创中国高端化妆品新领域。

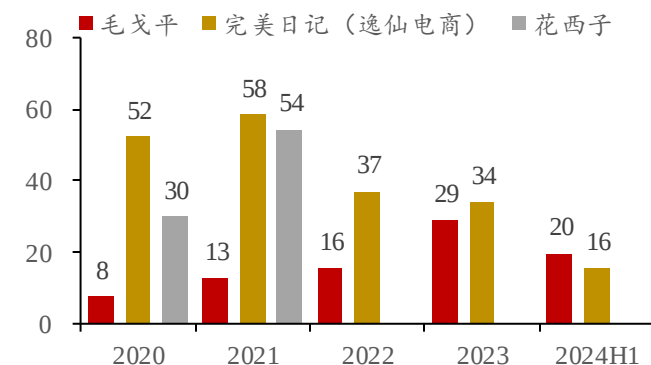
毛戈平品牌近年来在彩妆市场上表现强势。公司截至 2024 年 6 月 30 日，在全国的自营专柜数目为 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二。线下会员生态的完善使得品牌能够深度绑定消费者，提升消费者的忠诚度和复购率。2023 年，毛戈平会员线下渠道复购率达到 32.8%，而线上则为 22%，显示出强劲的市场拓展能力和品牌影响力。同时，品牌在线上渠道方面同样展现出强劲的增长势头。2023 年公司线上销售 11.8 亿元，同比增长 69.9%，线下销售 16.0 亿元，同比增长 48.3%。2024 年上半年，公司线上销售高增 63.4%，占比提升至 49.1%，预计伴随线上渠道持续发力，后续线上业务占比将超过线下业务。在当前中国彩妆行业中，相比与主攻中端市场的完美日记和花西子，毛戈平的营业额增长较稳定，且存在较大发展潜力。

图 36 毛戈平历年营收及其增速



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 37 部分国产美妆品牌营业收入（亿元）

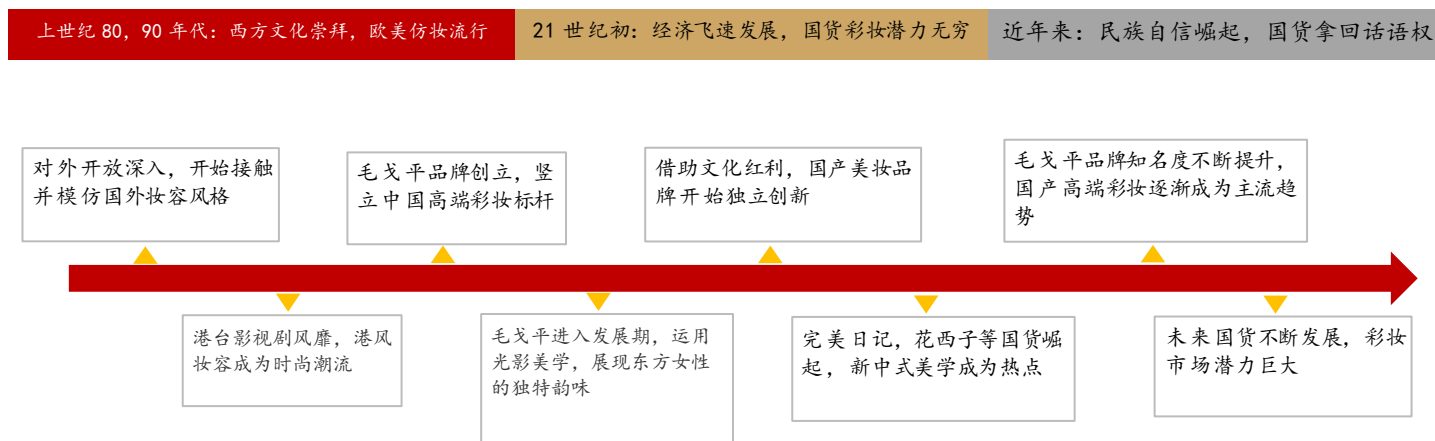


资料来源：Wind，36 氪，华西证券研究所

纵观国产美妆的发展历程，其充满着创新与变革。在 80 年代，随着对外开放的深入，中国美妆行业开始接触并模仿国外的妆容风格。这一时期的妆容特点以自由和冲击为主，彩色的眼影、夸张的嘴唇等元素成为主流。90 年代，港台影视剧风靡大陆，港风妆容以其浓眉大眼、烈焰红唇的特点迅速成为时尚潮流。这一时期的妆容明显受到外来文化的影响。进入 21 世纪，中国经济快速发展，人们对美的追求也日益多样化。在这一背景下，国产美妆品牌开始独立创新，挖掘中国深厚的历史文化底蕴，将中国风、中国美融入到妆容中。新中式美学逐渐成为大众追逐的热点，各类美妆大师更是将中国妆的元素与时代进行结合，创作出具有独特韵味的新中式妆容。

随着近年来中国文化在世界的影响力逐渐强大，人们也对截然不同的西方文化背景下的国外美妆彻底“祛魅”。与此同时，随着消费者对美的理解日益深入，国产美妆的主流趋势呈现出多元化和包容性的特点：从清新裸妆到未来感妆容，从复古韵味到现代气息。消费者更加需要适合东方女性，将中国传统美学与现代时尚理念相结合的中国妆造。在民族自信的背景下，国产彩妆品牌逐渐掌握话语权，市场份额逐渐提升，国货彩妆品牌进入文化红利阶段，消费者对国货的信任空前，间接促进了毛戈平等高端产品的创立以及完美日记，花西子等终端产品的爆火。毛戈平品牌的创立，弥补了国产高端化妆品的市场缺失，促进国产彩妆品牌创新与研发，引领国产彩妆品牌国际化发展，增强国产彩妆品牌的市场竞争力。未来，随着中国彩妆的进一步发展以及新一代 00 后消费者文化观念的变化，中国品牌影响力将不断扩大，毛戈平品牌也将受到越来越多年轻消费者的青睐。作为突破高端壁垒的稀缺性国货品牌，将继续引领东方高端彩妆的崛起，满足新生代人群对“功效美妆”“纯净彩妆”等新概念的需求。

图 38 国产美妆发展历程



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

5.2. 审美定价回归本土，国货占比提升

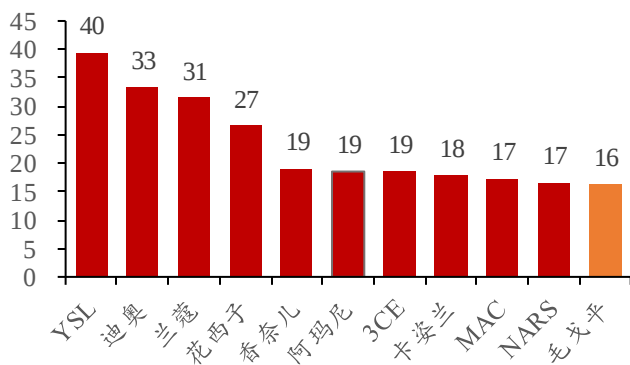
国货美妆发展渐入佳境。在当今全球化的美妆护肤市场中，一个显著的趋势正在崭露头角——定价策略的本土化。这一变化不仅反映了消费者对于美的认知日益丰富和个性化，也揭示了国货品牌在市场中的地位正逐渐上升。根据国家统计局发布的数据显示，截至 2023 年 12 月，我国化妆品类商品零售类值累计值达到 4141 亿元，同比增长 9.7%。此外，《2023 年中国化妆品年鉴》数据显示，2023 年国货美妆销售额同比增长 21.2%，市场份额达 50.4%，首次超过外资化妆品品牌。2023 年双 11 国货护肤类市占率由 2022 年的 20% 提升至 38%，彩妆类由 2022 年的 25% 提升至 33%，销量 TOP10 企业中，国货品牌占 3 席。可以看出，越来越多的消费者开始青睐并选择国货美妆产品。

近年国产护肤品牌表现亮眼。早期，外资品牌凭借其先进的技术、丰富的产品线以及强大的品牌影响力，在中国市场上占据了主导地位。然而，随着国家综合实力的不断变强，消费者对本土品牌的认可和信赖，以及国产品牌在研发投入、品牌创新和产品品质上的不断提升，消费者对本土护肤品的好感逐渐提升。近年来，中国消费者对护肤品的需求日益多样化、精细化，对产品的成分、功效、设计等方面都提出了更高的要求。本土品牌通过对消费者需求的深入洞察和精准把握，敏锐地捕捉到了这一趋势，纷纷结合中国特色，加强自主研发和创新，推出了一系列符合本土市场需求的产品。例如，相宜本草致力于将中国传统的本草成分应用到护肤品中。品牌已经研发出了红景天、龙胆、莲花、百合等多种本草成分。这些成分具有良好的滋养、保湿、抗氧化等作用，能够有效地改善肌肤问题。

彩妆审美向“新中式”转变，定价权回归本土。在彩妆界，国际大牌长期以其独特的设计理念、精湛的工艺和全球化的营销策略，引领着时尚潮流。而随着国家综合实力的提升，消费者对本土文化的认同感日益增强，各商家也意识到，中国消费者更加需要对标国际品牌质量和知名度的彩妆产品。因此，国货彩妆品牌摒弃了以往“低价竞争”的策略，转而采取“审美定价”的本土化策略，将品牌价值与文化价值相结合，从而促进文化产品的传播和交流，增强人们对文化的认同感和归属感。这意味着，品牌不再单纯追求价格优势，而是更加注重产品的设计感、文化内涵和品牌价值。通过提升产品的审美价值，国货彩妆品牌成功吸引了更多注重品质和文化内涵的消费者，实现了从“性价比”到“品质比”的转变。一个典型的例子是毛戈平品牌。作为国内高端美妆集团的代表之一，毛戈平

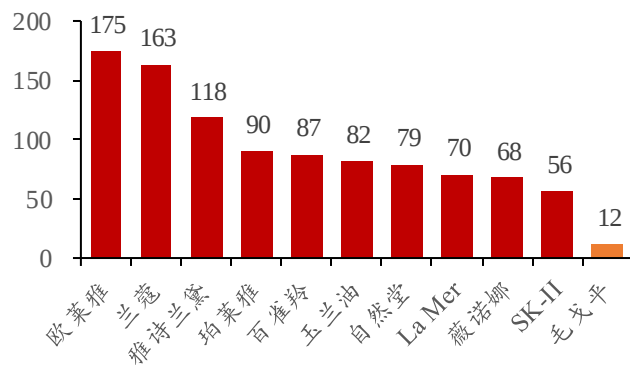
品牌以“中国风”的“光影美学”为品牌理念，成功塑造了粉膏、高光膏、鱼子面膜等多款大单品。这些产品不仅具有高品质和独特的设计，还符合了消费者对美的追求和审美偏好。

图 39 2023 年中国前十大彩妆品牌销售额（亿元）



资料来源：欧睿，华西证券研究所，毛戈平按公告口径

图 40 2023 年中国前十大护肤品牌销售额（亿元）



资料来源：欧睿，华西证券研究所，毛戈平按公告口径

5.3. 高端化趋势持续，国货高端品牌稀缺

随着全球经济的持续增长和消费者可支配收入的增加，美妆产品不再仅仅是日常护理的必需品，更成为了展现个人品味与生活态度的重要载体。而高端定位的美妆品牌能够凭借其独特的设计理念、卓越的产品品质、以及深厚的品牌文化底蕴，赢得众多消费者的青睐。这些品牌不仅注重产品的功能性，更强调用户体验与情感连接，通过限时限量发售、个性化定制服务等策略，进一步提升了品牌的高端形象与附加值。因此，从国际大牌到国产新兴小众品牌，纷纷布局高端市场以满足消费者日益增长的审美需求与品质追求。国内外高端品牌通过推出更多符合消费者需求的产品，以及优化渠道策略，实现了市场的快速扩张，大众品牌也在向高端化靠拢，通过技术创新和品质升级，提升自身价值，以满足消费者对高品质美妆产品的需求。据数据统计，2021 年中国高端美妆市场规模为 1280 亿元，2022 年市场规模为 1250 亿元，天猫&京东高端护肤市场规模达 269 亿元，维持在一个较高的水平。

图 41 部分国货彩妆品牌对比

品牌	定位	成立时间	理念	定价
MAOGEPING	高端彩妆	2000 年	注重东方美学的展现	200-800 元
花西子	中端彩妆	2017 年	“东方彩妆，以花养妆”	100-150 元
完美日记	中端彩妆	2017 年	“美不设限”	百元以下
玛丽黛佳	中端彩妆	2006 年	“追求生活的本真艺术”	50-200 元
百雀羚	中低端护肤	1931 年	传承华夏天然草本护肤精髓	80-300 元
卡姿兰	中低端彩妆	2001 年	“让中国消费者用上全球最好的彩妆产品”	50-200 元
羽西	中高端美妆	1992 年	至纯至净，还你净白如初	50-300 元，部分高端产品 600-800 元

资料来源：新浪，搜狐，搜狗，百度，华西证券研究所

近年来，国货美妆凭借对本土文化的深刻理解和对消费者需求的精准把握，迅速崛起，成为市场上一股不可忽视的力量。然而，在这一股高端化趋势的洪流中，国货美妆品牌虽数量众多，却鲜有能真正站稳高端市场的佼佼者。从平价到中端市场，国货美妆几乎全面开花，但反观高端市场，却鲜有参与者。品牌方面，MAOGEPING 品牌位列中国高端美妆品牌第 12 名，排名相较 2022 年上升 3 位，也是前 15 名中唯一的中国本土品牌。一方面，国产品牌历史积累不足，品牌影响力有限，相较于国际大牌，国货美妆品牌的历史较短，缺乏深厚的品牌文化底蕴和消费者信任基础，且国货美妆品牌在品牌塑造、营销推广等方面相对较弱，难以形成强大的品牌影响力，难以吸引高端消费者；另一方面，高端美妆产品需要具有独特的技术配方和卓越的产品品质，而国货美妆品牌在技术创新方面相对较弱，难以与国际大牌竞争。而另一方面，这无疑为国货美妆的未来发展留下了巨大的想象空间与挑战。例如 MAOGEPING 则凭借符合中国人审美和肤质需求的美妆产品以及更高的性价比与优秀的美妆服务体验，成功在高端美妆市场站稳脚跟，其未来其市场份额有望进一步扩大。

图 42 2023 年 51 城线下化妆品柜台各档次占比

	销售额 (亿元)	同比	市场占比
大众品牌	1.75	8%	0%
中端品牌	38.26	-21%	8%
中高端品牌	27.57	-5%	6%
高端品牌	405.55	11%	86%
总计	473.13	6%	100%

资料来源：尼尔森，华西证券研究所

图 43 中国高端美妆品牌零售额排名（2023 年）

排名	品牌名	零售额（亿元）	集团起源	市场份额
1	集团 A	217.26	国际	11.2%
2	集团 B	179.01	国际	9.2%
3	集团 C	94.15	国际	4.8%
4	集团 D	66.82	国际	3.4%
5	集团 E	66.6	国际	3.4%
6	集团 F	50.3	国际	2.6%
7	集团 G	49.67	国际	2.6%
8	集团 H	49.47	国际	2.5%
9	集团 I	48.69	国际	2.5%
10	集团 I	38.54	国际	2.0%
11	集团 G	36.05	国际	1.9%
12	MAOGEPING	35.53	中国	1.8%
13	集团 I	33.31	国际	1.7%
14	集团 G	25.61	国际	1.3%
15	集团 H	24.53	国际	1.3%

资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

6.毛戈平的成长空间探讨

6.1.创始人品牌 IP 强大，形成国货稀缺护城河

毛戈平具备高端品牌必备的文化与精神内核。毛戈平先生的个人 IP 可类比香奈儿女士，其从越剧演员出身，转行成为化妆师后，为刘晓庆的武则天形象化妆而走红，随后创建个人美妆学院和同名美妆品牌，毛先生和品牌共同成长，其励志底色和对东方光影美学的极致追求，成为毛戈平品牌的内核，使其在一众年轻国货品牌中脱颖而出，具备独特的品牌故事和文化积淀。

图 44 毛戈平老师为《武则天》化妆



资料来源：联商网，华西证券研究所

图 45 毛戈平故宫联名产品强调国风文化



资料来源：天猫，华西证券研究所

个人 IP 映射品牌，奠定品牌发展基础。与迪奥、香奈儿等品牌创始人相似，毛戈平不仅是美妆行业的实践者，更是行业审美的塑造者。他将戏曲妆容的层次感、东方人物造型的立体雕塑技法，与现代化妆理念相结合，赋予品牌强烈的艺术气息。这种深厚的个人品牌 IP，使毛戈平品牌在高端专业彩妆领域形成独特的竞争壁垒，成为国货品牌中少有能够讲述深刻品牌故事的代表。此外，毛戈平先生长期参与化妆艺术的教学、出版专业教材，并亲自推广美妆文化，使品牌在专业彩妆市场中积累了深厚的口碑。这种由创始人个人影响力带动品牌成长的模式，使毛戈平品牌具备更强的消费者黏性和行业内的权威性，为其未来继续成长奠定了坚实基础。

6.2.大单品矩阵初步完善，香水有望形成第三曲线

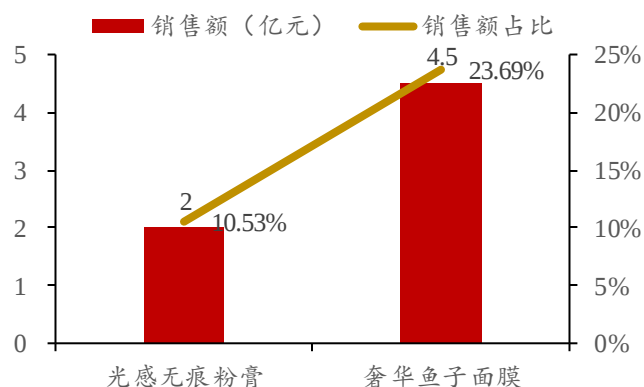
以中式美学和专业化妆为核心，初步打造大单品矩阵。毛戈平深耕中国传统艺术，其彩妆产品大量融入戏曲、宫廷、敦煌壁画等元素，在色彩搭配、妆容塑造和产品包装上体现出强烈的文化归属感。例如，光感无痕粉膏系列精准展现东方女性面部结构的立体感，故宫联名系列则以精美工艺和东方意象增强品牌价值。这种深度结合中国传统美学与现代彩妆科技的方式，使毛戈平在高端市场形成差异化定位，创造出“中式高端美妆”概念。借由文化输出与强产品力，毛戈平品牌已初步孵化出数个大单品，如光感无痕粉膏及奢华鱼子面膜，2024H1 零售额分别超过 2 亿元和 4.5 亿元，约占美妆产品销售额的 10%和 23%以上，后续随着 IPO 带动品牌美誉度进一步提升，叠加流行趋势与毛戈平品牌形象共振，看好公司继续打造明星单品。

图 46 毛戈平粉霜及面膜均在天猫榜单名列前茅



资料来源：天猫，华西证券研究所

图 47 两大单品 2024H1 销售额及占比



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

香水核心为提供情绪价值，中国市场潜力巨大。美妆市场相对平稳下香水市场却展现强劲韧性，据 MoodMedia 的气味市场调查，人每天产生的情绪中有 75% 是由气味引起的，后疫情时代人们对情绪价值的追求持续提升，带动香水香氛市场成长。欧睿预计 2024 年全球香水香氛市场规模预计将在 570 亿至 610 亿美元之间，2027 年将超过 792.96 亿美元。根据欧莱雅 2023 年度电话会，中国香水市场仅占全球 6%，相比护肤品全球份额 27% 还有巨大空间。企查查数据显示 2023 年中国香氛相关企业近 10 万家，创近 10 年新高，2024 年欧莱雅宣布对国货高端香水香氛品牌观夏进行少数股权投资，此前闻献、气味图书馆、melt season 等国货香氛品牌也得到国际美妆巨头投资。香水品牌基于文化沉淀，当前国货香水在营销、品牌等方面还较为初级，同时“东方香”的概念尚未被深度挖掘，预计竞争格局仍将波动。

图 48 近年部分国货香水融资情况

品牌	轮次	金额	时间	投资方
观夏	天使轮	未披露	2019.03	真格基金 IDG 资本 YOKA 时尚网
	A 轮	未披露	2020.03	红杉中国
	少数股权投资	未披露	2024.02	欧莱雅集团
闻献	股权融资	未披露	2020.10	青屹创投
	天使轮	数千万人民币	2021.12	众麟资本
	A 轮	数千万人民币	2022.09	凯辉基金、欧莱雅中国
	B 轮	未披露	2024.01	USHOPAL
Scentooze	天使轮	未披露	2021.05	未披露
	Pre-A	千万级人民币	2021.08	源码资本
气味图书馆	Pre-A 轮	数千万人民币	2016.03	清科创投
	A 轮	数千万人民币	2017.03	天图投资
	B 轮	数千万美元	2021.09	Puig
RE 调香室	战略融资	未披露	2021.01	中信资本 悠可集团
Plustow	天使轮	未披露	2021.01	坚果资本 众晖资本
摩登巴赫	股权融资	未披露	2020.12	蜂巧资本
NextBeautyChina	A 轮	未披露	2021.07	奇华顿
melt season	种子轮	未披露	2021.01	壹叁资本 棕榈资本
	天使轮	超千万人民币	2022.03	BreezeCapital
御梵	天使轮	数百万人民币	2019.12	风物资本
	战略融资	数千万人民币	2020.12	欧游集团

资料来源：36 氪，第一财经，新浪财经，华西证券研究所

毛戈平初步探索香水线，看好国货高端美妆跨界突围。2019 年毛戈平与故宫联名的第一季产品中即推出了御香华露香水礼盒，同时去年 8 月在抖音上线了毛戈平老师与胡兵合作的《香迹》综艺，两人在法国围绕“奥运、美学、香水”展开文化探索交流之旅，我们判断毛戈平品牌借助毛老师个人影响力及前期产品探索，跨界进入香水领域将较为顺利，高端东方品牌形象可继续沿用，当前已初步推出“国韵凝香”系列挚爱玫瑰、国色牡丹、香廷鸢尾三支香水，看好公司充分发挥成熟渠道优势与忠实会员体系在香水产品线上实现突破。

图 49 毛戈平国韵凝香系列首发三款香水



资料来源：小红书，华西证券研究所

6.3.线下高端渠道持续推进，看好渠道全面突破

去年 7 月，全国第四家 SKP 在武汉开业，从过往看，SKP 的零售能力在全国领先，在 2020 年更超越英国 Harrods 成为当年全球销售最高的商场，且 SKP 的高奢消费形象深入人心，而在武汉 SKP 的美妆专柜中，毛戈平和闻献是唯二的高端国货品牌。毛戈平持续拓宽线下高端渠道，我们判断在其 IPO 后，品牌形象提升，进驻高端商场阻碍进一步减小，同时租金有望降低。线上渠道方面，预计公司将受益于国货市占率提升的行业贝塔，看好毛戈平上市后在渠道上全面突破。

图 50 武汉 SKP 商场



资料来源：网易，华西证券研究所

图 51 武汉 SKP 美妆品牌

类别	品牌
护肤	Carita、香奈儿、迪奥、La Mer、赫莲娜、CDP、莱珀妮、御银座、法尔曼、娇兰、兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、TAKAMI、POLA、黛珂、SK-II、希思黎、娇韵诗、科颜氏、碧欧泉、EviDenS、修丽可
	Hourglass、YSL、阿玛尼、Tom Ford、植村秀、Bobbi Brown、Make Up For Ever、NARS、Valentino、Prada、毛戈平
彩妆	Byredo、馥马尔、潘海利根、阿蒂仙之香、Kilian、MFK、Loewe、Creed、欧珑、爱马仕、宝格丽、帕尔玛之水、Santa Maria Novella、Diptyque、闻献、祖玛珑

资料来源：网易，华西证券研究所

7.盈利预测与投资建议

基本假设：公司线下专柜稳步扩张，预计每年按 30-40 家左右增长，同时在上市之后品牌知名度扩大之下，对比国际一线品牌单店收入也有较大增长空间，

线下经销渠道中速增长；线上直销及经销受益于品牌的差异性定位，于 2023 年爆发增长后预计中期内仍将超越行业平均增速。

根据以上假设，我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 40.56/52.11/65.66 亿元，受实际上市后股本变化影响，每股收益为 1.85/2.43/3.11 元（前值 1.93/2.53/3.24 元），对应 2025 年 2 月 5 日收盘价 70.70 港元（港元兑人民币 0.9340:1），PE 分别为 35.62/27.17/21.26 倍。公司在竞争激烈的美妆行业中树立了深入人心的国风和专业高端品牌形象，护城河深厚，上市后有望进一步增强综合实力，给予“买入”评级。

图 52 公司业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入合计	1829.11	2885.96	4056.17	5210.61	6565.64
YoY	15.96%	57.78%	40.55%	28.46%	26.01%
毛利合计	1533.28	2448.25	3470.52	4463.67	5631.06
毛利率	83.83%	84.83%	85.56%	85.67%	85.77%
线下	1080.48	1602.07	2329.92	3028.86	3862.59
YoY	11.86%	48.27%	45.43%	30.00%	27.53%
毛利率	86.05%	86.58%	86.51%	86.66%	86.79%
直销	978.77	1438.18	2108.68	2774.43	3569.99
YoY	13.90%	46.94%	46.62%	31.57%	28.67%
自营门店	340	357	400	430	460
净增	32	17	43	30	30
店均收入	3.02	4.13	5.57	6.69	8.02
YoY	8.28%	36.61%	35%	20%	20%
经销及其他	101.71	163.88	221.24	254.43	292.59
YoY	-4.64%	61.13%	0.35	0.15	0.15
线上	694.26	1179.83	1726.25	2181.75	2703.05
YoY	31.21%	69.94%	46.31%	26.39%	23.89%
毛利率	84.19%	84.27%	84.28%	84.29%	84.30%
直销	515.87	931.16	1378.12	1764.00	2222.64
YoY	35.87%	80.50%	48%	28%	26%
经销	178.39	248.66	348.13	417.75	480.41
YoY	19.37%	39.39%	40%	20%	15%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 53 可比公司估值

公司简称	股票代码	收盘价	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
珀莱雅	603605.SH	81.76	324	3.01	3.92	4.85	27.16	20.88	16.86
润本股份	603193.SH	25.80	97	0.64	0.77	0.98	40.31	33.47	26.44
巨子生物	2367.HK	58.00	561	1.48	1.91	2.45	36.60	28.30	22.11
老铺黄金	6181.HK	396.00	623	3.03	6.63	9.07	122.07	55.81	40.78
爱马仕国际	RMS.PA	2717.00	21728	313.76	324.97	360.27	65.60	63.33	57.13
平均值				64.38	67.64	75.52	58.35	40.36	32.67
毛戈平	1318.HK	70.70	324	3.31	1.85	2.43		35.62	27.17

资料来源：Wind，华西证券研究所，收盘价单位为原始货币，其余为人民币，截至 2025 年 2 月 5 日，港元兑人民币 0.9340:1，欧元兑人民币 7.5750:1

8. 风险提示

宏观经济波动；过度依赖创始人声誉；行业竞争加剧；渠道扩张不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2885.96	4056.17	5210.61	6565.64	净利润	661.93	908.71	1191.52	1522.64
YoY(%)	57.78%	40.55%	28.46%	26.01%	折旧和摊销	70.16	18.05	18.74	19.37
营业成本	437.72	585.65	746.94	934.58	营运资金变动	-62.14	-42.68	-2.66	-3.72
营业税金及附加					经营活动现金流	699.71	824.38	1124.49	1436.24
销售费用	1412.36	2048.37	2615.73	3282.82	资本开支	-204.70	-25.00	-25.00	-25.00
管理费用	192.09	267.71	338.69	413.64	投资	-10.00	-3.30	-4.33	-5.71
财务费用	2.03	2.00	2.00	2.00	投资活动现金流	-194.71	169.27	57.01	75.40
资产减值损失					股权募资	0.00	1850.31	0.00	0.00
投资收益	-0.70	0.12	0.17	0.22	债务募资	-27.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	842.97	1153.86	1508.32	1933.27	筹资活动现金流	-255.01	1848.31	-2.00	-2.00
营业外收支					现金净流量	250.00	2841.96	1179.49	1509.64
利润总额	887.86	1214.20	1592.66	2037.37	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	224.39	304.85	399.92	512.67	成长能力				
净利润	663.47	909.36	1192.74	1524.70	营业收入增长率	57.78%	40.55%	28.46%	26.01%
归属于母公司净利润	661.93	908.71	1191.52	1522.64	净利润增长率	88.00%	37.28%	31.12%	27.79%
YoY(%)	88.00%	37.28%	31.12%	27.79%	盈利能力				
每股收益	3.31	1.85	2.43	3.11	毛利率	84.83%	85.56%	85.67%	85.77%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	22.94%	22.40%	22.87%	23.19%
货币资金	1137.89	3979.85	5159.35	6668.98	总资产收益率 ROA	31.60%	17.80%	18.25%	18.38%
预付款项					净资产收益率 ROE	42.82%	21.11%	21.68%	21.69%
存货	342.21	506.91	662.20	789.38	偿债能力				
其他流动资产	3.25	3.69	4.82	6.48	流动比率	3.21	6.28	6.24	6.49
流动资产合计	1698.02	4820.75	6235.34	7977.62	速动比率	2.56	5.62	5.57	5.84
长期股权投资	9.30	12.40	16.53	22.04	现金比率	2.15	5.19	5.16	5.43
固定资产	167.97	174.92	181.18	186.81	资产负债率	26.10%	15.60%	15.75%	15.18%
无形资产	42.19	42.19	42.19	42.19	经营效率				
非流动资产合计	396.55	283.01	293.60	304.94	总资产周转率	1.58	1.13	0.90	0.89
资产合计	2094.57	5103.76	6528.93	8282.56	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	3.31	1.85	2.43	3.11
应付账款及票据	103.59	152.95	219.00	246.42	每股净资产	3.15	8.78	11.21	14.32
其他流动负债	292.07	416.60	538.35	672.39	每股经营现金流	1.43	1.68	2.29	2.93
流动负债合计	529.31	767.40	999.83	1228.76	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	17.28	28.71	28.71	28.71	PE		35.62	27.17	21.26
非流动负债合计	17.28	28.71	28.71	28.71	PB		7.52	5.89	4.61
负债合计	546.58	796.11	1028.54	1257.46					
股本	60.00	92.98	92.98	92.98					
少数股东权益	2.32	2.96	4.19	6.25					
股东权益合计	1547.99	4307.65	5500.39	7025.10					
负债和股东权益合计	2094.57	5103.76	6528.93	8282.56					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。