

毛戈平(01318)

报告日期: 2025 年 02 月 10 日

再论毛戈平商业模式与核心壁垒：个人 IP+化妆学校+线下服务——毛戈平深度报告

投资要点

- 一句话逻辑：核心壁垒在于掌握审美定价权，毛戈平 IP 背书+20 年百货专柜精耕细作造就稀缺高端国货美妆，线下复苏+电商加速+底妆等高客单彩妆占比提升有望驱动业绩超预期。
- 行业：美妆整体降速但国货崛起仍演绎。美容护理行业整体增速将至低个位数，但国货崛起逻辑仍在演绎，龙头国货合计市占率逐年提升，据欧睿数据，14-23 年中国护肤 TOP20 品牌龙头国货市占率由 6.5%提升至 13.5%，彩妆 TOP20 品牌龙头国货市占率由 5.3%提升至 15.1%。
- 毛戈平：核心壁垒在于掌握东方审美定价权。毛戈平化妆大师稀缺 IP 背书，超强造梦能力支撑品牌力，20 年百货渠道精耕细作经验难超越，“光影美学”彩妆奠定品牌格调，护肤成长空间更为广阔。
- 超预期逻辑：
 - 线下增速是否具备可持续性？市场认为近年来线下客流萎缩，部分国际品牌面临店效下滑甚至撤柜问题，公司近一半收入利润来源线下渠道，盈利或将承压。我们认为在线下流量有望复苏和毛戈平品牌力提升的背景下，公司独特的专柜增值服务（妆容教学服务等）造就较强留客能力和高复购率，同店增长有望维持，加之拓店节奏持续，线下渠道有望维持 20%-25% 增速。
 - 彩妆公司是否能给高估值？市场认为彩妆赛道市场规模小，产品生命周期短、盈利能力差、更偏爆品逻辑，不应给高估值。我们认为公司彩妆业务底妆占比大，底妆与护肤类似，能够形成忠诚度和复购，此外公司有 41% 的收入来源护肤，因此公司逻辑偏护肤，估值体系可参考其他护肤为主的国货化妆品公司。
- 催化剂：消费券等线下消费政策、电商大促销售超预期、电商高频数据超预期、新品类/新产品推出等。
- 盈利预测与估值
毛戈平是极具稀缺性的高端美妆国货，凭借毛戈平这一国家级化妆大师的稀缺 IP 背书，品类端兼顾彩妆和护肤，渠道端兼顾百货专柜和电商直营，潜在客群广阔，且公司致力于品牌力长期健康提升，我们看好公司长期发展。我们预计 24-26 年公司将实现收入 38.8/50.6/62.9 亿元，同比增长 34.5%/30.3%/24.3%；实现归母净利润 8.8/11.7/14.6 亿元，同比增长 33.3%/32.6%/24.7%。2 月 10 日市值对应 PE 分别为 36/27/22 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示
国内消费复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道拓展和新品推广不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2886	3882	5060	6291
(+/-) (%)	57.78%	34.52%	30.33%	24.33%
归母净利润	662	882	1170	1458
(+/-) (%)	88.00%	33.30%	32.57%	24.66%
每股收益(元)	3.31	1.80	2.39	2.97
P/E	0.18	36.18	27.29	21.89

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

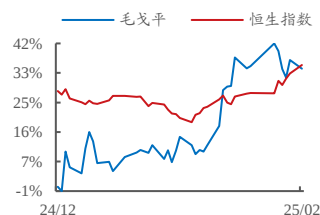
分析师：汤秀洁
执业证书号：S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

研究助理：王笑飞
wangxiaofei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$70.75
总市值(百万港元)	34,680.72
总股本(百万股)	490.19

股票走势图



相关报告

- 《毛戈平：成功路径难以复制的高端国货美妆》2024.12.26

正文目录

1 毛戈平：稀缺高端国货美妆，“光影美学”气蕴东方	4
1.1 股权结构：家族企业，创始人夫妇+一致行动人合计持股 70.49%	4
1.2 管理层：家族色彩浓厚，除宋总以外的核心高管均为毛氏家族成员	4
1.3 主营业务：中国高端美妆领导者，彩妆+护肤、线下+线上全布局	5
1.4 商业模式：毛戈平、化妆培训学校和百货专柜构成独特商业模式	6
1.5 竞争格局：高端化妆品增速快于大众，但国际品牌稳占高端市场	6
2 化妆品：国货崛起持续演绎，品牌壁垒易守难攻	8
2.1 从高速增长走向格局优化，国货崛起仍为主旋律	8
2.2 行业竞争加剧，寻找新增方向+夯实基本功为主旋律	11
2.3 情感属性强，价值判断主观→品牌力是最强壁垒且易守难攻	12
3 核心壁垒：具有审美定价权的强品牌力+百货渠道丰富经验	13
3.1 毛戈平 IP 背书+东方美学深刻理解造就超强品牌力	13
3.2 业绩：21-23 年收入/归母净利复合增长 35%/41%	15
3.3 盈利能力：独特模式造就超强盈利能力，毛净领先行业 10-15pcts	16
3.3.1 毛利率约 85%，净利率集中 20%-25%，领先行业 10-15pct	16
3.3.2 销售费用率 50%左右略高于行业均值，考虑其高端定位属合理	16
3.3.3 规模效应下管理费用率呈下降趋势，产品开发费用率不足 1%	17
3.4 业务拆分：分品牌/分品类/分渠道	18
3.4.1 分品牌：毛戈平 96%+至爱终生 1%	18
3.4.2 分品类：55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训及相关销售	18
3.4.3 分渠道：线下 49%+线上 47%，其中百货 44%，线上直销 37%	19
4 超预期逻辑	20
4.1 线下增速是否具备可持续性？	20
4.2 是否具备足够电商运营能力？	20
4.3 研究的价值	21
4.3.1 与众不同的认识：商业模式的认知不同	21
4.3.2 与前不同的认识：消费环境和行业竞争格局认知不同	21
4.4 股价驱动	21
5 盈利预测与估值分析	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值分析	22
6 风险提示	22

图表目录

图 1: 毛戈平股权结构图 (截至 2024.12.10)	4
图 2: 毛戈平商业模式.....	6
图 3: 14-23 年大众 CAGR 4% < 高端 CAGR 15%.....	6
图 4: 14-23 年高端&奢侈美妆个护占比从 19%提升至 35%.....	6
图 5: 全球美容个护市场规模与增速.....	8
图 6: 中国美容个护市场规模与增速.....	8
图 7: 彩妆 VS 底妆 VS 护肤产品列举.....	10
图 8: 彩妆 VS 护肤发展阶段.....	11
图 9: 主流电商平台整体增速放缓, 天猫初步回正.....	12
图 10: 24 年 10 月国际品牌 VS 国货增速: 天猫接近、抖音略高.....	12
图 11: 四大国际美妆品牌大单品.....	13
图 12: 四大国际美妆品牌品牌故事.....	14
图 13: 毛戈平产品概览.....	15
图 14: 24H1 收入 19.7 亿, 同比+41% (亿元)	15
图 15: 24H1 归母净利 4.9 亿, 同比+41% (亿元)	15
图 16: 毛利率 85%左右, 净利率 25%左右.....	16
图 17: 销售费用率约 50%, 管理费用率约 7%, 产品开发仅 1%.....	16
图 18: 销售费用率 50%左右, 略高于行业平均水平.....	17
图 19: 营销推广开支占总收入比 20%+较低但逐年上升.....	17
图 20: 销售费用:租赁费及联营费约 10%、专柜装修开支约 15%.....	17
图 21: 毛戈平 24H1 收入 18.9 亿, 同比+40% (亿元)	18
图 22: 24H1 品类拆分: 55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训与相关销售.....	19
图 23: 公司各业务毛利率.....	19
图 24: 彩妆&护肤平均单价 (元)	19
表 1: 毛戈平管理层简历.....	5
表 2: 毛戈平两大美妆品牌.....	5
表 3: 2014-2023 年中国高端美护市场 TOP20 品牌市占率 (%)	7
表 4: 2014-2023 年中国大众美护市场 TOP20 品牌市占率 (%)	7
表 5: 全球和中国美容个护市场细分赛道占比和增速.....	8
表 6: 2014-2023 年中国护肤市场 TOP20 品牌市占率 (%)	9
表 7: 2014-2023 年中国彩妆市场 TOP20 品牌市占率 (%)	9
表 8: 化妆品公司盈利能力对比.....	12
表 9: 公司毛利率 85%, 净利率 20%+, 盈利能力同业领先.....	16
表 10: 管理费用率逐年下降, 规模效应凸显.....	18
表 11: 研发费用率接近 1%处于同业低位.....	18
表 12: 24H1 渠道拆分: 线下 49%+线上 47%.....	20
表 13: 毛戈平盈利预测 (百万元)	22
表 14: 可比公司估值分析 (截至 2025.2.10, 单位亿元人民币)	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 毛戈平：稀缺高端国货美妆，“光影美学”气蕴东方

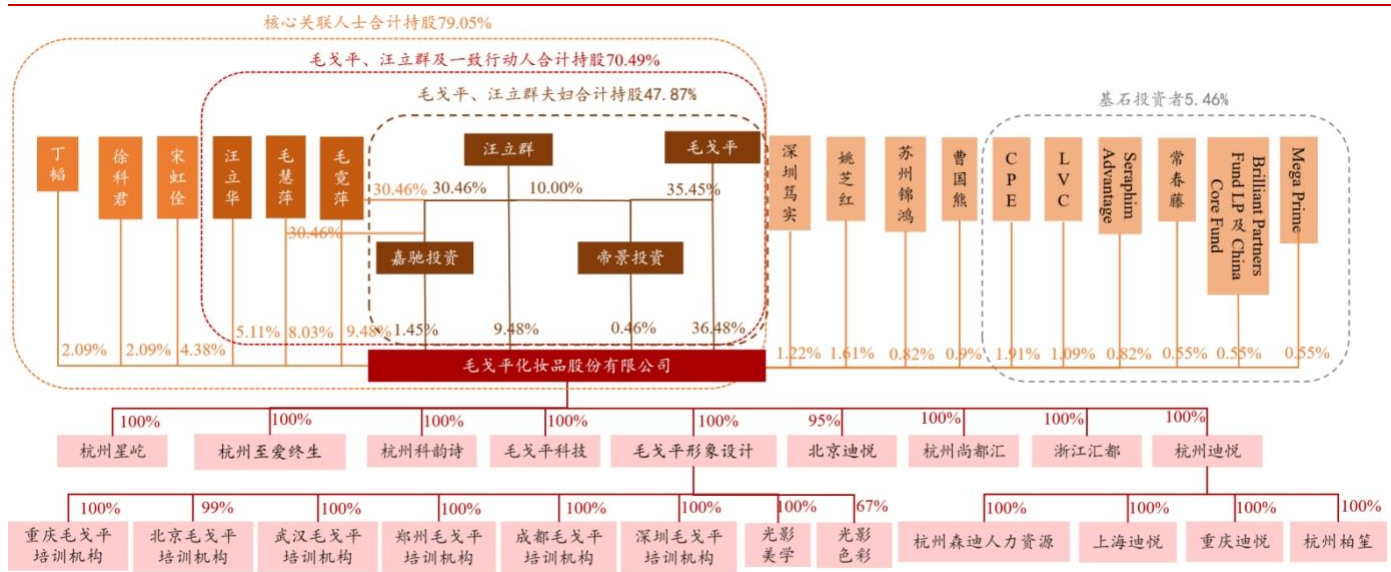
化妆大师毛戈平 IP 加持，稀缺国货高端美妆品牌。公司于 2000 年由中国美妆领军人物毛戈平创立，据欧睿数据（按零售额，剔除个护公司），2023 年毛戈平在中国高端美妆排名 NO.14，为中国高端美妆市场 TOP15 集团中唯一的中国公司。

1.1 股权结构：家族企业，创始人夫妇+一致行动人合计持股 70.49%

典型家族式企业，股权高度集中。上市前毛戈平+妻子汪立群持股 48%，毛戈平+妻子汪立群+一致行动人持股 70%，核心关联人士持股 79%。1) 毛戈平夫妇持股 48%：毛戈平/汪立群直接持有 36.48%/9.48%，通过帝景投资间接持股 0.46%，汪立群通过嘉驰投资持股 1.45%。2) 一致行动人持股 70%：加上毛慧萍、毛霓萍、汪立华等家族成员为一致行动人，合计 70.49%；3) 核心关联人士持股 79%：加上总裁宋虹佺及毛戈平两个外甥，核心关联人士持 79.05%。

24Q1 收回浦申九鼎 10%股权→核心关联人士 7.55%+两家私募 2.46%。对价 7.3 亿人民币，公司整体估值对应 73 亿。①核心关联人士回收 7.55%：先由帝景投资回收 7.55%，后帝景投资向核心关联人士累计转让 7.97%股权：嘉驰投资 0.97%+毛戈平两个外甥 5%（徐科君、丁韬各 2.5%）+1%毛戈平+0.26%汪立群+毛霓萍 0.26%+毛惠萍 0.22%+汪立华 0.14%+宋虹佺 0.12%；②两家私募 2.46%：深圳笃实 1.47%+苏州锦鸿 0.99%。

图1：毛戈平股权结构图（截至 2024.12.10）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2 管理层：家族色彩浓厚，除宋总以外的核心高管均为毛氏家族成员

创始人&董事长毛戈平深耕化妆艺术近 40 年。毛戈平是中国著名的化妆艺术大师，先后为多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，曾四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”，曾担任北京奥运会开幕式化妆设计师。

总裁宋虹佺 02 年加入公司，负责主品牌市场运作及管理。前期毛戈平线下渠道开拓、商场进驻等也主要由宋虹佺牵头负责。

除宋总以外的核心高管均为毛氏家族成员。汪立群任副董事长，汪立华（汪立群弟弟）任兼副总裁。毛霓萍、毛慧萍（毛戈平两个姐姐）协助日常管理，并分别负责至爱终生、毛戈平科技的日常经营及管理工作。

表1：毛戈平管理层简历

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

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

1.3 主营业务：中国高端美妆领导者，彩妆+护肤、线下+线上全布局

彩妆+护肤，线下+线上全布局。公司旗下有两大美妆品牌毛戈平和至爱终生，主品牌毛戈平彩妆起家，补充护肤产品线；线下以百货专柜销售为主，全国自营专柜 372 个，所有美妆品牌中排名第二，线上布局天猫、抖音等主要电商平台，销售额均增长迅速。

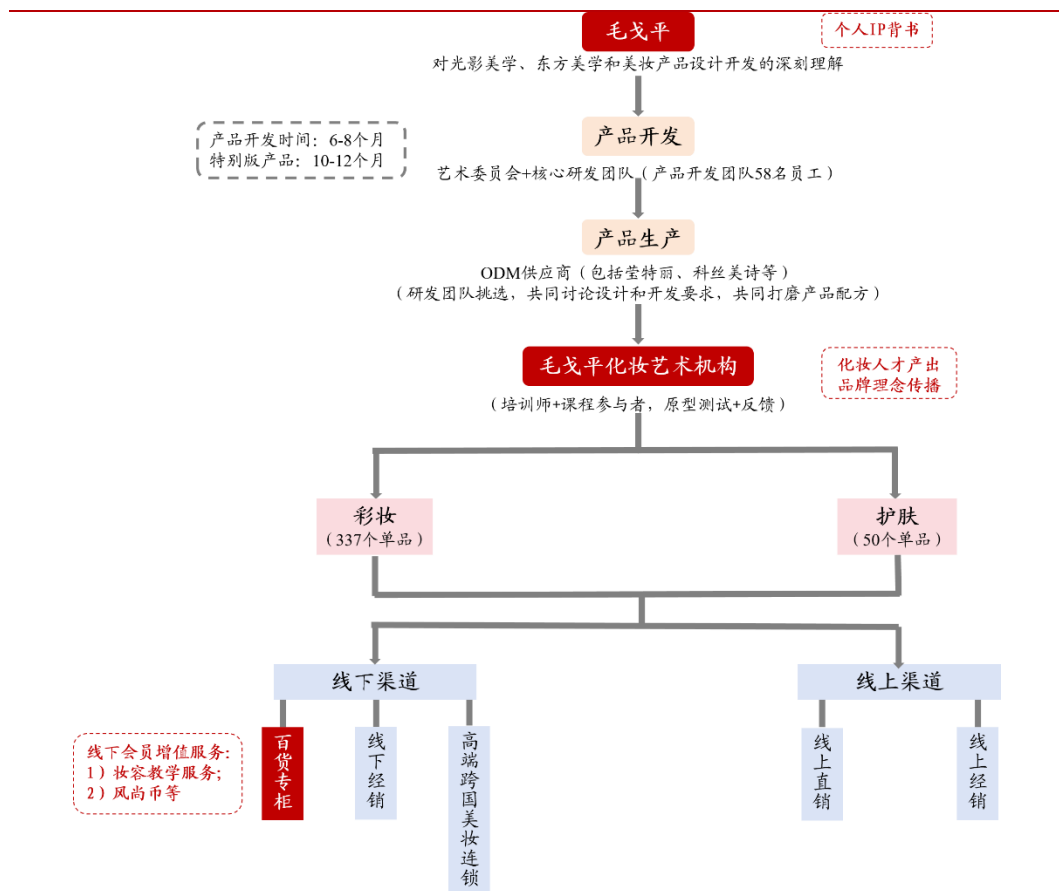
表2：毛戈平两大美妆品牌

	MAOGEPING	至爱终生
图片		
目标客户	注重质量、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+护肤品	彩妆+护肤品
建议零售价	200-800元	120-380元
销售渠道	百货专柜+线上渠道+其他线下渠道	线下经销为主

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

1.4 商业模式：毛戈平、化妆培训学校和百货专柜构成独特商业模式

图2：毛戈平商业模式



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

1.5 竞争格局：高端化妆品增速快于大众，但国际品牌稳占高端市场

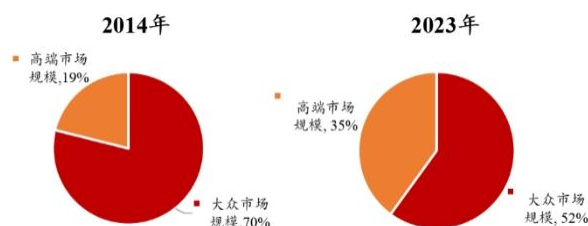
高端化妆品市场复合增速 15%>大众 4%，外资品牌高端定位多，受益更显著。高端品牌增速持续超过大众品牌原因有三：1）化妆品消费是不可逆的单向跃迁，棘轮效应下逆向转换难度大。2）大众向高端化妆品消费的资金跨越难度小、消费体验度提升显著。3）高端产品借助电商做市场下沉，通过买赠折扣挤压大众消费市场。珀莱雅客单价从 100+提升至约 300 元，验证国货可以从大众向中高端升级。但高端市场需极强的心理认同，通常需要辅以 IP 背书或历史沉淀，较年轻的国货品牌突破高端化难度仍较大。

图3：14-23 年大众 CAGR 4% < 高端 CAGR 15%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图4：14-23 年高端&奢侈美妆个护占比从 19%提升至 35%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

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

表3：2014-2023 年中国高端美护市场 TOP20 品牌市占率（%）

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

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

23 年大众市场 TOP20 品牌中，国货 9 席市占率 15%、国际 11 席市占率 25%，国际 VS 国货市占率约 1.7:1。国货近几年格局变化大，珀莱雅/可复美明显崛起，花西子是 TOP20 中唯一国货彩妆品牌。

表4：2014-2023 年中国大众美护市场 TOP20 品牌市占率（%）

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

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2 化妆品：国货崛起持续演绎，品牌壁垒易守难攻

2.1 从高速增长走向格局优化，国货崛起仍为主旋律

美护增速从 11%降至 3%，从渗透率红利期走向竞争格局优化期。中国美护市场规模 15-19 年 CAGR 11%至 4850 亿元，19-23 年 CAGR 3%至 5480 亿元。已从高速增长景气赛道逐渐演变为成熟行业，未来核心是竞争格局优化。细分赛道来看，23 年护肤规模 2818 亿元，占比 51%，19-23 年 CAGR 4%；彩妆规模 618 亿元，占比 11%，19-23 年 CAGR 1%。与全球市场相比，香水市场规模占比仅 3%，远低于全球市场 11%，且 19-23 年复合增速 12%在细分赛道中最高。中国香水市场规模尚小，与中国人掩盖体味需求较少有关，此外香水较护肤品情绪价值和享受型消费属性更强，因此目前渗透率水平和市场规模低于护肤品，但预计渗透率未来将随整体经济水平和人均收入水平的提升而提升，增长潜力较大。

图5：全球美容个护市场规模与增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图6：中国美容个护市场规模与增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表5：全球和中国美容个护市场细分赛道占比和增速

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

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

中国护肤市场 TOP20 品牌，国货 6 席市占率 13.5%、国际 14 席市占率 33%，国际:国货约 2.5:1。国货市占率由 14 年 6.5%提升至 23 年 13.5%，多数国货品牌定位大众价格带、凭借性价比优势、通过电商渠道占据了一定市占率。

表6: 2014-2023 年中国护肤市场 TOP20 品牌市占率 (%)

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

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

23 年中国彩妆市场 TOP20 品牌，国货 6 席市占率 15%、国际 14 席市占率 44%，国际:国货约 3:1。国货市占率由 14 年 5.3%提升至 23 年 15.1%，但排名靠前的国货彩妆以近几年新崛起的新锐品牌为主，仅毛戈平成立时间久且唯一进入高端彩妆阵营。

表7: 2014-2023 年中国彩妆市场 TOP20 品牌市占率 (%)

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

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

护肤和底妆适用大单品路线，彩妆适用爆品路线。从消费者忠诚度、客观效果评价和产品研发三个维度分析：

1) **消费者忠诚度**：护肤≈底妆>彩色妆容（眼影口红等）。前两者大范围直接接触皮肤，消费者选择更谨慎；

2) **客观效果评价**：彩妆和底妆更立竿见影，产品力好不一定成功，但产品弱则大概率失败；护肤更主观且需要日积月累使用，还需反复营销加持；

3) **产品研发**：通常认为护肤>底妆>彩色妆容（眼影口红通常代工比例较高，产品相似性强替代性高，通常更拼风口把握能力和产品迭代速度）。

因此**护肤品和底妆适用大单品路线，而彩色妆容更适用爆品路线**。护肤品打造适合大单品孵化路线，通过强化消费者心理感受逐步形成忠诚度；底妆属类护肤品，同样适合大单品路线，产品力打磨很重要；彩妆更适合爆品孵化路线，生命周期短于前两者，更考验风口把握能力和产品迭代速度，且通常盈利难度更大。

图7：彩妆 VS 底妆 VS 护肤产品列举

护肤	品牌	海蓝之谜	雅诗兰黛	赫莲娜	SK-II	欧莱雅	珀莱雅	可复美	毛戈平
	名称	精粹水	小棕瓶精华	黑绷带面霜	神仙水	小蜜罐面霜	红宝石活肤水	胶原蛋白贴	鱼子膏面膜
	图例								
底妆	品牌	阿玛尼	迪奥	YSL	兰蔻	欧莱雅	彩棠	花西子	毛戈平
	名称	权力粉底液	水光气垫	粉气垫	持妆粉底液	黑胖子气垫	小圆管气垫	好气色气垫	鱼子膏气垫
	图例								
彩妆	品牌	YSL	CHANEL	TF	NARS	纪梵希	完美日记	毛戈平	
	名称	小金条	双头唇釉	眼影盘	腮红	四宫格散粉	动物眼影盘	修容高光一体盘	小金扇粉饼
	图例								

资料来源：各公司官网，天猫，浙商证券研究所

国货护肤品牌已发展相对成熟，珀莱雅、可复美等多个品牌已建立起成熟的大单品打造方法论，而国货彩妆品牌则多处于品牌文化建设初期阶段。

彩妆：①17-20年：彩妆活跃度高，知名国货彩妆品牌花西子、橘朵、完美日记等成立于2017年，逸仙电商（完美日记）2020年收入超50亿（同比+73%）。②20-22年活跃度不如护肤。③近年国货彩妆开始在设计风格、色彩研发、审美价值体系等领域发力，但品牌文化整体建设仍处初期。

护肤：①16-17年珀莱雅等国货护肤龙头开始坚定转型电商，通过电商突围迅速获得了一定市占率提升。②近年功效护肤为最大热点，强调成分/技术/配方组合，几大细分蓝海赛道火爆，如胶原蛋白、医美术后修复护肤、“械字号”敷料产品等。

图8：彩妆 VS 护肤发展阶段



资料来源：各公司官网、浙商证券研究所整理

2.2 行业竞争加剧，寻找新增方向+夯实基本功为主旋律

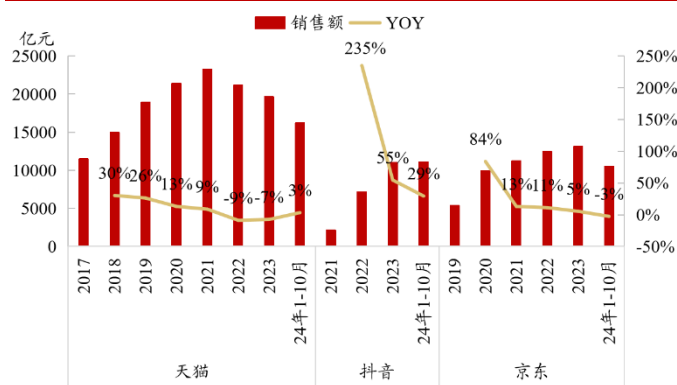
化妆品行业主要由供给驱动。如 2016 年后化妆品行业高速增长主要由电商和新社媒、功效护肤、“早 C 晚 A”、胶原蛋白、次抛等新渠道/新成分/新品类驱动，近年行业增速放缓主要因电商、功效护肤等基数增加、增速放缓，因此寻找新增方向成为行业发展重中之重。而行业竞争加剧的环境下，夯实基本功（如提升精细化运营能力、稳定价盘提升品牌力等）才是化妆品公司立于不败之地的坚实保障。

2024 年抖音流量成本上行，天猫增速初步回正，尚未挖掘出下一个流量洼地。抖音 GMV 增速放缓（24 年 1-10 月同增 29%）、入驻品牌增加、各品牌加速内卷抢夺市场份额致流量成本上行。天猫增速初步回正，拼多多/快手/京东短期难成为美妆主流渠道，国货品牌或应适当回归淘系夯实基本盘（双 11 来看淘系仍占美妆 50% 以上份额），并精细化抖音运营水平。存量竞争下，新锐品牌崛起的难度加大，预计竞争格局也会相对稳定，也为龙头提供了较好的修炼内功的环境。

国际品牌悄然放低身段加入消费降级，国货稳定价盘是王道。23 年国际品牌在中国业绩相对承压，而 24 年正加速追回原有市场份额。我们选取了部分头部品牌为样本观测其 23 年 10 月和 24 年 10 月（双 11 第一阶段也是主要阶段）销售额数据，如下图所示，国际品牌在天猫已重回增长态势，抖音增速也高于国货。国际品牌双 11 价盘下探且抖音营销灵活性提升，此时主打“消费降级”国货品牌，不应盲目降价追求短期增长，而是稳定价盘，提升品牌力和影响力。此时国货品牌不应陷入低价陷阱，为追求短期 GMV 而放弃价格体系管控，否则容易造成品牌形象受损；当前消费力背景下盲目做高端化升级，效果通常也不理想；因此在稳住价盘基础上并积极塑造更强品牌力的公司，通常胜算更大。

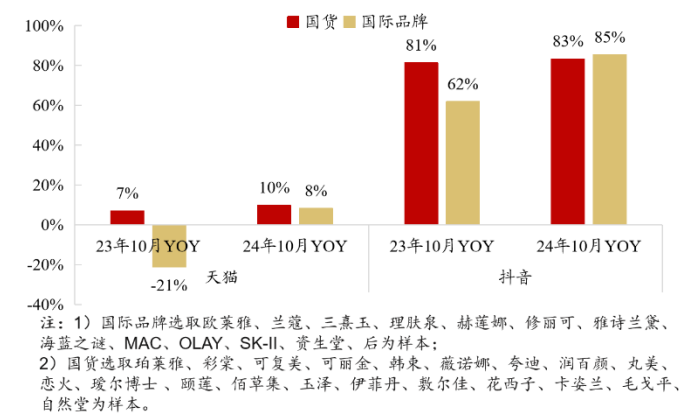
管理团队变化致业绩波动，优秀人才已成为行业内最核心的关键资源。近年来多家公司管理团队出现较大变化，如贝泰妮副总经理董俊姿离职/华熙整体团队发生较大变化/上美原 CTO 黄虎入职珀莱雅/丸美恋火原品牌经理王玉莹离职/珀莱雅正处于二代接班后的业绩验证阶段，贝泰妮、华熙等部分公司业绩也随之承压。更扁平高效的组织架构、更灵活的薪资和股权激励体系、更重视人才的管理态度成为化妆品公司着重修炼的“内功”之一。

图9：主流电商平台整体增速放缓，天猫初步回正



资料来源：久谦，浙商证券研究所

图10：24年10月国际品牌 VS 国货增速：天猫接近、抖音略高



资料来源：久谦，浙商证券研究所

2.3 情感属性强，价值判断主观→品牌力是最强壁垒且易守难攻

化妆品行业具有高毛利、高营销费用率和低研发费用率特点，情感属性强，价值判断主观→高毛利率&高营销费用率。1) 情感属性更强，价值判断更为主观→高品牌溢价率→高毛利率；2) 品牌切换难度小→需要极强曝光维持品牌力→高营销费用率；3) 进入壁垒低→代工比例高→研发费用率低。

表8：化妆品公司盈利能力对比

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

资料来源：wind、彭博、浙商证券研究所

3 核心壁垒：具有审美定价权的强品牌力+百货渠道丰富经验

毛戈平是唯一进入高端美妆阵营前列的国货品牌，毛戈平公司在中国高端美妆集团中排名 NO.14，毛戈平品牌在中国高端美妆品牌中排名 NO.28。据欧睿数据，按 2023 年零售额计（剔除个护公司），毛戈平公司在中国高端美妆排名 NO.14，为高端美妆集团 TOP15 中唯一的中国公司；毛戈平品牌在中国高端美妆品牌中排名 NO.28，市占率 0.8%，是唯一进入高端阵营前列的国货美妆品牌。

我们认为毛戈平的核心壁垒即为其作为中国高端彩妆领导者的强品牌力和 20 年来在百货渠道精耕细作积累的丰富经验，而其强品牌力的背后是毛戈平化妆大师这一稀缺性 IP 背书以及对东方美学的深刻理解和定价权。

3.1 毛戈平 IP 背书+东方美学深刻理解造就超强品牌力

建立品牌的方式包括极强的 IP 背书、较长的历史沉淀等，极强的 IP 背书可遇而不可求，绝大多数品牌是凭借大单品→强系列→强品牌的历史沉淀路径完成品牌力积累。如雅诗兰黛自 1982 年推出小棕瓶精华，通过小棕瓶精华→小棕瓶系列→白金系列、智妍系列、红石榴系列等多系列的发展历程，建立起强品牌力；兰蔻自 2009 年推出小黑瓶精华，通过小黑瓶精华→小黑瓶系列→菁纯系列、极光系列、塑颜系列等多系列的发展历程，建立起强品牌力。

图11：四大国际美妆品牌大单品



资料来源：各公司官网、各品牌天猫官旗、浙商证券研究所

除了强有力的产品力，还需具备独到而深刻的品牌理念和品牌文化支撑强品牌力。如兰蔻创始人 Armand 认为每个女人就像玫瑰，各有其特色与姿态，其产品致力于传递“美丽就是自信”的品牌理念，且其品牌风格与法国文化的高雅浪漫相融合；与兰蔻的法式浪漫风格有所不同，雅诗兰黛品牌更强调时尚与独立自信的品格，其创始人被誉为“美国化妆品女王”，认为“每个女人都可以永远拥有美丽与时尚”，鼓励女性追求独立、自信、有呀的生活方式，敢于展现自己的个性和魅力。品牌理念与品牌文化蕴含在产品和宣传营销的每一个细节中，无形中决定着消费者心智的形成。

图12：四大国际美妆品牌品牌故事

兰蔻	雅诗兰黛	娇兰	SK-II
			
- 创始人：Armand Petitjean被誉为“20世纪奢华香水之父” - 品牌名称：以法国中部的一座城堡命名品牌 - 标志：玫瑰，创始人Armand认为每个女人就像玫瑰，各有其特色与姿态 - 品牌理念：“美丽就是自信” - 品牌文化：与法国文化的高雅浪漫相融合，联想到时尚、品质、优雅等	- 创始人：Estée Lauder被誉为“美国化妆品女王” - 品牌名称：以创始人名字命名品牌 - 标志：雅诗兰黛的logo由两个字母“E”和“A”组成，字母之间嵌套交错，富有层次感 - 品牌理念：“每一个女人都可以永远拥有美丽和时尚” - 品牌文化：鼓励女性追求独立、自信、优雅的生活方式，敢于展现自己的个性和魅力	- 创始人：Emmanuel Guerlain被誉为“法国第一个香水师”（后被聘为王室贵族的专属调香师） - 品牌名称：以创始人的姓氏命名品牌 - 标志：选用创始人的名字，大写的G突出颇显庄重意味；上方勾勒灵巧的鼻翼线条，代表娇兰香水百年的传承。 - 品牌理念：“以美之名” - 品牌文化：特有贵族气质与幽雅浪漫的品质保障	- 创始人：MR. MAX FACTOR曾在苏俄皇家舞团担任化妆师 - 品牌名称：“Secret Key to Beautiful Skin”的缩写 - 标志：简单、清晰的线条，现代化的字体和排版，明亮的色调，创新的图形元素 - 品牌理念：“帮助女性获得晶莹人生” - 品牌文化：专研亚洲肌肤的护肤品品牌，帮助女性活出自信自在、从容不迫、自然健康的人生

资料来源：各公司官网、浙商证券研究所

毛戈平品牌力的背后既有毛戈平化妆大师这一稀缺性 IP 背书，也有 20 余年大单品的历史沉淀，同时其“通过光影化妆手法展现东方女性独到魅力”的品牌理念也为广大中国消费者所钟爱。

1) 毛戈平 IP：毛戈平是出身越剧演员的民族化妆师，1995 年担任电视剧《武则天》化妆师，运用光影打底改变肌肉走向，为女主角刘晓庆打造了跨越 64 岁年龄的完美妆容，“没有一块皮肤是同一种颜色”，在当时国人对化妆了解不多的情况下加深了中国女性对美妆的认识，此后毛戈平成为中国知名的化妆大师，并先后担任了北京奥运会开幕式、建国 60 周年国庆阅兵式等国际、国家级典礼的化妆师。后又于 2019 年为互联网 KOL “深夜徐老师”化妆而再一次在网络和年轻群体中出圈。因此毛戈平作为中国化妆大师具有极强权威性和影响力，这一 IP 背书的力量可与“美国化妆品女王”雅诗兰黛夫人的力量相媲美。

2) 20 余年大单品历史沉淀：2000 年开始做彩妆产品，2008 年开始做护肤产品，如今已形成 2 个品牌旗下共 387 个单品，包括 337 个彩妆单品+50 个护肤单品。其中彩妆涵盖粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆产品，满足消费者从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆程序，其中“光感美肌无痕粉膏”“光影塑颜高光粉膏”“光影塑颜立体鼻影粉”“光影塑颜高光粉饼”等都是具备较长时间沉淀的大单品，是针对东方女性面部特征设计开发的差异化产品，是毛戈平“光影美学”艺术理念的载体。护肤品涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液及洗面奶，可满足各种肤质及护肤需求。

3) “光影美学”品牌理念：毛戈平致力于追求与探索极致之美，从中国传统水墨、西方素描等艺术领域中汲取灵感，凭借自身几十年的化妆经验糅以不同领域的化妆手法形成独特的光影化妆手法和光影美学体系，通过色彩的冷暖、明暗的装饰，形成视觉上的进与退，收与放进而完成光影塑形，重塑脸部轮廓与肌肤质感，凸显东方女性的独特魅力。品牌针对东方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并为每一位消费者提供由专业彩妆师所打造的量身定制妆容，鼓励东方女性以最美的姿态迎接世界的挑战。

图13: 毛戈平产品概览

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

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

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

3.2 业绩: 21-23 年收入/归母净利复合增长 35%/41%

24H1 收入/归母净利 19.7/4.9 亿, 同比分别+41%/+41%。21-23 年公司营收为 15.8/18.3/28.9 亿元, CAGR 为 35%; 21-23 年归母净利分别为 3.31/3.52/6.62 亿元, CAGR 为 41%。24H1 收入 19.7 亿, 同比+41%, 归母净利 4.9 亿, 同比+41%。

22 年业绩有所波动, 23 年重回高增轨道。22 年民众化妆需求减少导致彩妆市场规模下降, 同时化妆艺术培训课程的参与者数目减少, 公司营收/归母净利同增 16%/6%, 增幅较低, 净利率下降至 19.2%。23 年产品销售+化妆培训业务情况向好, 收入/利润同增 58%/88%, 24H1 均同增 41%。

图14: 24H1 收入 19.7 亿, 同比+41% (亿元)



资料来源: 公司招股书、wind、浙商证券研究所

图15: 24H1 归母净利 4.9 亿, 同比+41% (亿元)



资料来源: 公司招股书、wind、浙商证券研究所

3.3 盈利能力：独特模式造就超强盈利能力，毛净领先行业 10-15pcts

3.3.1 毛利率约 85%，净利率集中 20%-25%，领先行业 10-15pct

稀缺的国货高端化妆师美妆品牌，高定价支持约 85%毛利率。据招股书，公司彩妆价格集中 200-500 元，护肤价格集中 400-800 元。从彩妆产品来看，公司产品定位高端，代表性产品鱼子酱气垫天猫官旗售价 360 元/14g，粉修盘（4 色高光+3 色阴影）880 元/18g。从功能性护肤来看，公司代表性产品主要瞄准涂抹面膜、精华、霜等高客单价品类，如大单品奢华鱼子面膜天猫官旗售价 780 元/65 克、奢华养肤黑霜天猫官旗售价 680 元/50 克。

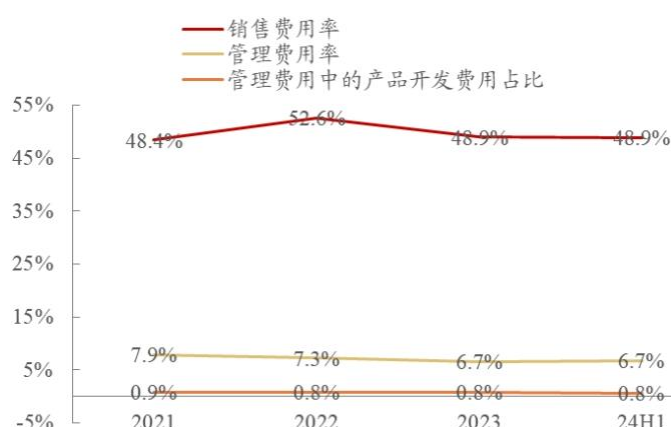
净利率集中 20-25%，较行业平均水平高出 10-15pct，期间费用率相差不大，主要系毛利率优势。

图16：毛利率 85%左右，净利率 25%左右



资料来源：公司招股书、wind、浙商证券研究所

图17：销售费用率约 50%，管理费用率约 7%，产品开发仅 1%



注：产品开发费为管理费用的分项之一

资料来源：公司招股书、wind、浙商证券研究所

表9：公司毛利率 85%，净利率 20%+，盈利能力同业领先

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

资料来源：Wind、浙商证券研究所

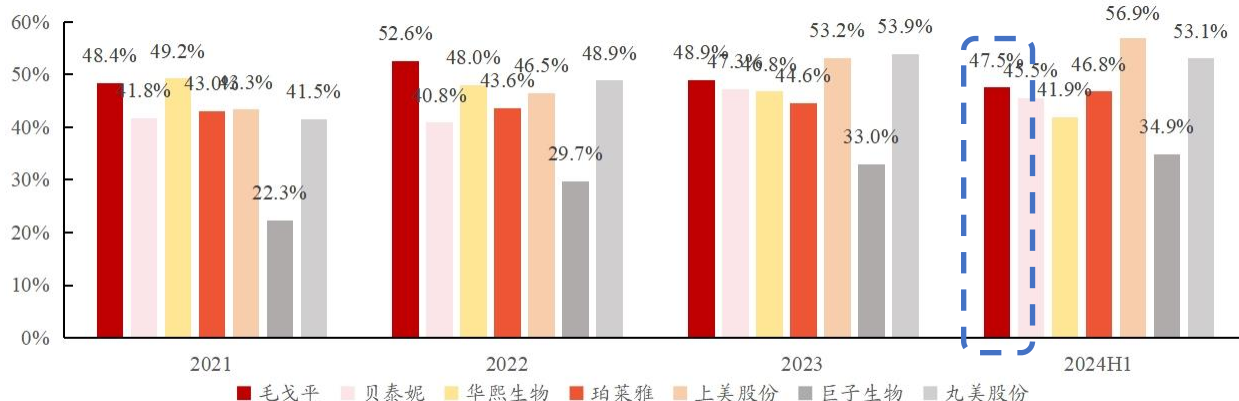
3.3.2 销售费用率 50%左右略高于行业均值，考虑其高端定位属合理

销售费用率在 47%-53%区间内，略高于行业均值，高端品牌通常投入更多营销以维持品牌调性。结构上看，营销推广费用率约 20%低于行业平均，百货租赁及联营费约 10%、专柜装修开支约 15%。

1) 百货专柜渠道占 44%，百货商店租赁及联营费、专柜装修开支计入销售成本，21-24H1 百货物业租赁费及联营费占总收入比例在 10%左右，专柜装修开支占总收入比例约 15%-20%，毛戈平是唯一百货专柜渠道占比较高的国货化妆品公司，行业内其他公司普遍没有百货物业租赁费及联营费、专柜装修开支这两项费用。

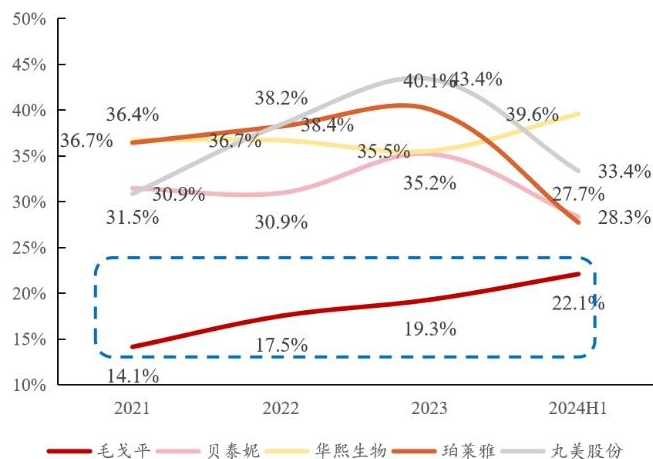
2) 随着电商占比提升，公司近年营销及推广费用开支占比随之提升，并着重加大了品牌建设，如 22 年南宋文化节期间，在德寿宫博物馆组织了艺术展。在天猫组织「光影 20 周年」活动、在抖音组织「东方甄选」主题活动等。

图18：销售费用率 50%左右，略高于行业平均水平



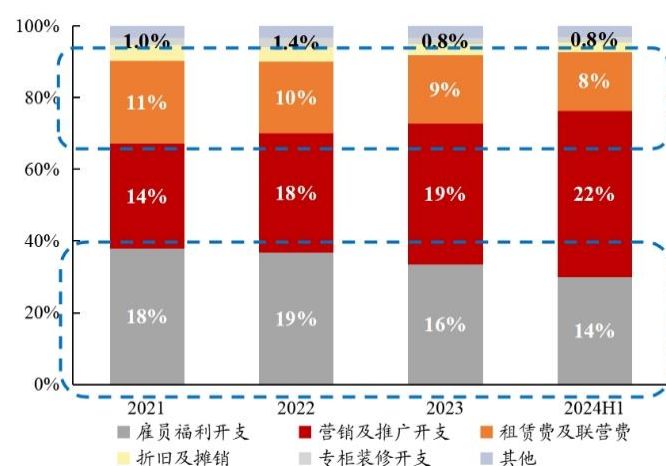
资料来源：Wind、各公司公告、浙商证券研究所

图19：营销推广开支占总收入比 20%+较低但逐年上升



资料来源：Wind、各公司公告、浙商证券研究所

图20：销售费用:租赁费及联营费约 10%、专柜装修开支约 15%



资料来源：Wind、各公司公告、浙商证券研究所

3.3.3 规模效应下管理费用率呈下降趋势，产品开发费用率不足 1%

管理费用率：21-24H1 年管理费用率分别为 7.9%、7.3%、6.7%、6.8%；若剔除产品开发费用，管理费用率为 7.0%、6.5%、5.8%、6.0%。

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

表10: 管理费用率逐年下降, 规模效应凸显

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

资料来源: 各公司公告、wind、浙商证券研究所

表11: 研发费用率接近 1%处于同业低位

	研发费用			
	2021	2022	2023	2024H1
毛戈平	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
贝泰妮	2.8%	5.1%	5.4%	4%
华熙生物	5.7%	6.1%	7.3%	7%
珀莱雅	1.7%	2.0%	1.9%	2%
上美股份	2.9%	4.1%	3.0%	2%
巨子生物	1.6%	1.9%	2.1%	2%
丸美股份	2.8%	3.1%	2.8%	3%

资料来源: 各公司公告、wind、浙商证券研究所

3.4 业务拆分: 分品牌/分品类/分渠道

3.4.1 分品牌: 毛戈平 96%+至爱终生 1%

24H1 品牌拆分: 毛戈平 96%+至爱终生 1%: 21-23 年毛戈平收入由 14.4 亿元 CAGR 38%至 27.5 亿元。24H1 毛戈平收入 18.9 亿, 同比+40%。

1) MAOGEPING: 中国传统美学积淀+光影轮廓塑形概念。2000 年推出, 以创始人毛戈平命名。秉承光影美学和东方美学, 其中「光影美学」源于经典视觉艺术的运用, 其在化妆中指的是运用高光和轮廓技巧使面部轮廓更加有形。而「东方美学」源自中国传统文化的美学, 独特的中国元素与消费者共鸣。

2) 至爱终生: 08 年创立, 定位高性价比, 覆盖彩妆和护肤品。

图21: 毛戈平 24H1 收入 18.9 亿, 同比+40% (亿元)



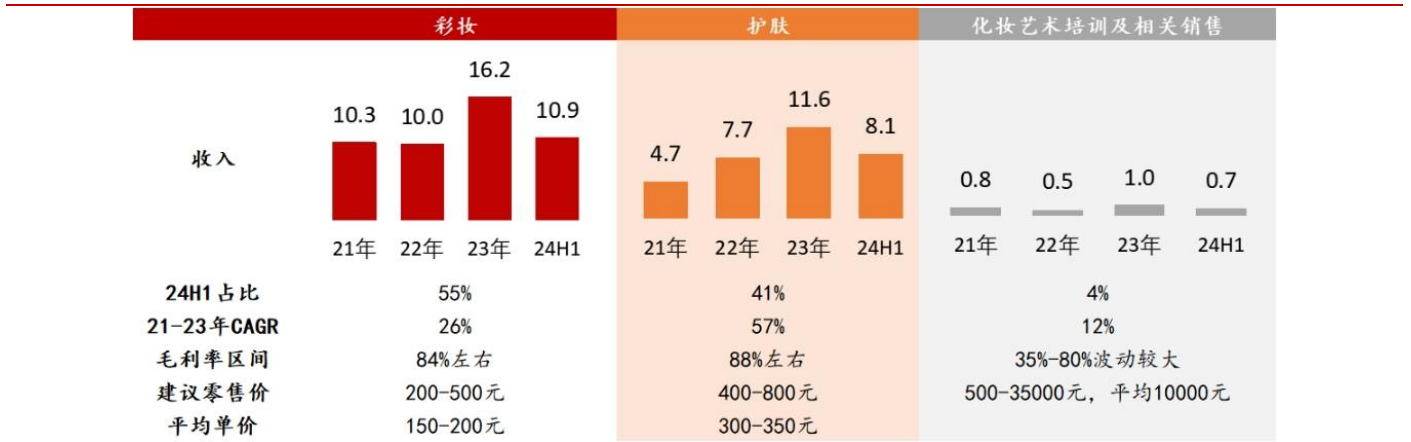
资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

3.4.2 分品类: 55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训及相关销售

24H1 品类拆分: 55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训与相关销售。两个品牌共有 387 个单品 (337 个彩妆单品+50 个护肤单品)。21-23 年彩妆收入由 10.3 亿 CAGR 26%至 16.2 亿, 护肤收入由 4.7 亿 CAGR 57%至 11.6 亿, 化妆培训及销售收入由 0.8 亿 CAGR 12%至 1 亿。

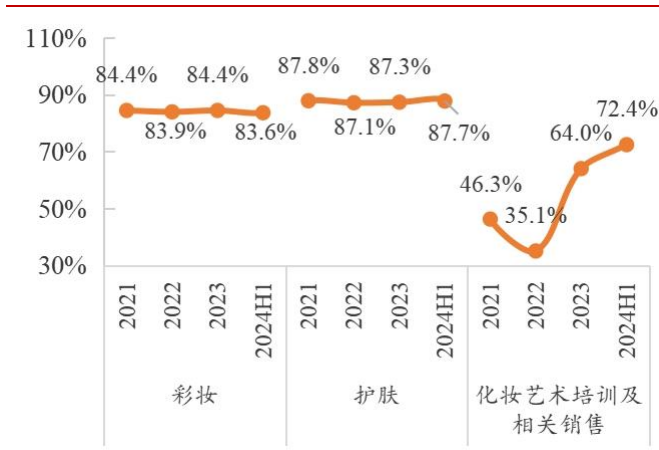
护肤及彩妆均定位高端：护肤、彩妆产品建议零售价通常在 400-800 元、200-500 元。但若考虑到线上促销活动、小样、赠品等影响，实际护肤、彩妆平均单价分别为 300-350 元、150-200 元左右。

图22： 24H1 品类拆分： 55%彩妆+41%护肤+4%化妆培训及相关销售



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

图23： 公司各业务毛利率



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

图24： 彩妆&护肤平均单价（元）



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

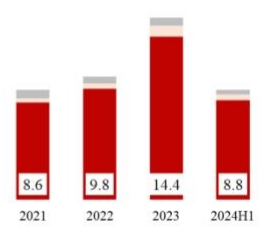
3.4.3 分渠道：线下 49%+线上 47%，其中百货 44%，线上直销 37%

24H1 渠道拆分：线下 49%+线上 47%。毛戈平品牌定位高端，线下渠道以百货为主，线上渠道以天猫、抖音等主要电商平台的旗舰店为主，百货专柜占 44%为第一大渠道，线上直销占 37%为第二大渠道。

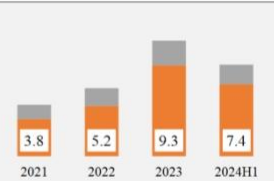
21-23 年线上直销增速最快，百货次之。21-23 年百货 CAGR 29%，线上直销 CAGR 57%。
1) 百货专柜：截至 24H1 共有自营专柜 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二。
2) 线上直销：在天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台均有直营网点。
3) 经销：截至 24H1 线上/线下经销商分别为 10 家/21 家，收入占比 10%/2%。
4) 高端跨国美妆零售商：自 2020 年与一家高端跨国美妆零售商开始建立合作关系并提供独家产品，24H1 收入贡献 0.5 亿，占比 3%。

表12: 24H1 渠道拆分: 线下 49%+线上 47%

单位: 亿元		2021	2022	2023	2024H1	21-23年CAGR	
线下	线下合计	收入	9.7	10.8	16.0	9.7	29%
		yoy		12%	48%	23%	
		占总收入比	61%	59%	56%	49%	
		毛利率	86.1%	86.0%	86.6%	86.4%	
	百货专柜直销	收入	8.6	9.8	14.4	8.8	29%
		yoy		14%	47%	24%	
		占总收入比	54%	54%	50%	44%	
		毛利率	88.1%	87.6%	88.2%	88.0%	
	高端跨国美妆零售商	收入	0.3	0.5	0.9	0.5	74%
		yoy		45%	109%	4%	
		占总收入比	2%	2%	3%	3%	
		毛利率	65.2%	65.7%	69.9%	67.2%	
	线下经销商	收入	0.8	0.6	0.7	0.4	-4%
		yoy		-25%	23%	25%	
		占总收入比	5%	3%	2%	2%	
		毛利率	72.7%	74.9%	74.9%	75.7%	
线上	线上合计	收入	5.3	6.9	11.8	9.3	49%
		yoy		31%	70%	64%	
		占总收入比	34%	38%	41%	47%	
		毛利率	84.3%	84.2%	84.3%	84.3%	
	线上直销	收入	3.8	5.2	9.3	7.4	57%
		yoy		36%	80%	63%	
		占总收入比	24%	28%	32%	37%	
		毛利率	84.5%	84.6%	84.6%	84.5%	
	线上经销商	收入	1.5	1.8	2.5	2.0	29%
		yoy		19%	40%	66%	
		占总收入比	9%	10%	9%	10%	
		毛利率	83.7%	83.2%	83.3%	83.8%	



■ 线下经销商
■ 高端跨国美妆零售商
■ 百货专柜直销



■ 线上直销
■ 线上经销商

资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

4 超预期逻辑

4.1 线下增速是否具备可持续性?

市场认为: 近年来线下客流萎缩, 部分国际品牌且面临店效下滑甚至撤柜问题, 公司近一半收入利润来源线下渠道, 盈利或将承压。

我们认为: 在线下流量有望复苏和毛戈平品牌力提升的背景下, 公司独特的专柜增值服务(美容教学服务等)造就较强留客能力和高复购率, 同店增长有望维持, 加之拓店节奏持续, 线下渠道有望维持 20%-25%增速。

1) 独特专柜增值服务→高留客率+高复购率+高拓客能力: 线上线下会员体系有区隔, 线下会员中风尚会员(12个月内专柜累计消费≥1800元)、白金会员(12个月内专柜累计消费≥4800元)和至尊会员(12个月内专柜累计消费≥1800元)均可享受美容教学服务, 分别为8次、12次、24次, 且可积累风尚币, 实付10元积1风尚币, 1风尚币下次抵扣1元, 相当于9折优惠。线下会员权益优越, 使毛戈平线下专柜留客率和复购率都相对较高, 同时具备较强引流能力和获客能力, 同店有望维持10%-15%增速。

2) 品牌势能提升+上市提升公司声誉→拓店节奏持续, 专柜位置优化: 截至24H1公司线下专柜共402个, 22年-24H1分别净增36/17/18家, 22年百货渠道大量品牌撤柜, 公司抓住机遇抢占了部分位置较好的专柜, 可见公司处于势能迅速提升阶段, 加之上市给公司声誉带来的提升, 未来拓店节奏有望持续, 且能够更加高端的商场和更好的专柜位置, 专柜区位获得结构性优化, 综合来看拓店有望贡献约10%的增速。

4.2 是否具备足够电商运营能力?

市场认为: 公司管理层中没有专业电商人才, 18年开始才开始布局电商, 如今天猫和抖音增速放缓、流量成本提升、竞争激烈的环境下对电商精细化运营能力要求愈加提升, 盈利或将承压。

我们认为：现阶段毛戈平与其他国货品牌驱动因素不同，毛戈平发展更多为品牌驱动而非运营驱动或产品驱动，品牌力提升或将助力毛戈平 ROI 提升，且公司目前电商销售额基数相对较小，未来有望维持 40%-50%复合增速。

1) 目前公司天猫官旗会员数量仅 670 万，与国货龙头珀莱雅、国际品牌兰蔻、雅诗兰黛等仍有较大差距，抖音官旗粉丝数量仅 363 万，与国货龙头韩束、珀莱雅同样有较大差距。我们预计随着公司品牌影响力的不断提升和营销推广费用的持续投入，公司电商平台官方旗舰店的会员数量将不断增加，同时高复购和客单价提升也可助力销售额的增加。

2) 据久谦数据，24 年 1-12 月毛戈平天猫+抖音销售额合计 17.4 亿，同增 61%。据此全年电商渠道收入端有望实现 55%-60%左右增速。

综上，驱动机理如下：

1) 线下同店店效增长超预期 (+5%) → 营收超预期 (+5%) → 业绩超预期；

2) 电商销售额增长超预期 (+5%) → 营收超预期 (+5%) → 业绩超预期。

4.3 研究的价值

4.3.1 与众不同的认识：商业模式的认知不同

市场认为：公司为彩妆公司，虽 24H1 护肤业务占比 41%，但彩妆仍为未来 3-5 年核心收入来源和增长动力，彩妆赛道市场规模小，产品生命周期短、盈利能力差、更偏爆品逻辑，因此彩妆公司业绩确定性、可持续性和成长空间都相对受限，不应给高估值。

我们认为：公司彩妆业务底妆占比大，底妆与护肤类似，能够形成忠诚度和复购，加之公司 24H1 有 41%的收入来源护肤，因此公司逻辑偏护肤，估值体系可参考其他护肤为主的国货化妆品公司。

4.3.2 与前不同的认识：消费环境和行业竞争格局认知不同

以前认为：近年来消费环境待复苏，消费者更偏爱高性价比、高质价比产品，毛戈平定位高端，产品价格较高，不符合当前消费趋势。

现在认为：化妆品情感属性强，棘轮效应下逆向转换难度大；化妆品消费降级节约的资金额度小，因此化妆品受消费降级影响小，且高端化妆品受品牌认同带来的消费者忠诚度较高，如据欧睿数据，23 年高端化妆品增速 5%仍显著高于大众化妆品增速 2%。

4.4 股价驱动

检验与来源：

1) 检验指标：底妆销售占比、护肤销售占比、拓店数量、重点门店店效等；

2) 信息来源：久谦等第三方数据库电商销售额数据、官网专柜数据、公司业绩快报等。

催化剂：消费券等线下消费政策、电商大促销售超预期、电商高频数据超预期、新品类/新产品推出等。

5 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

我们预计 24-26 年公司将实现收入 38.8/50.6/62.9 亿元，分别同增 34.5%/30.3%/24.3%；实现归母净利润 8.8/11.7/14.6 亿元，分别同增 33.3%/32.6%/24.7%，归母净利率分别为 22.7%/23.1%/23.2%。

表13：毛戈平盈利预测（百万元）

单位:百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1577	1829	2886	3882	5060	6291
YOY		16.0%	57.8%	34.5%	30.3%	24.3%
归母净利润	331	352	662	882	1170	1458
YOY		6.4%	88.0%	33.3%	32.6%	24.7%
归母净利率	21.0%	19.2%	22.9%	22.7%	23.1%	23.2%
EPS（元）	1.66	1.76	3.31	1.84	2.44	3.05

资料来源：wind、浙商证券研究所

5.2 估值分析

毛戈平是国货化妆品龙头公司之一，我们选择与公司同样专注于化妆品业务的珀莱雅、贝泰妮、丸美生物、巨子生物、上美股份为可比公司，24-26 年 PE 平均值为 26X/20X/16X。我们预计毛戈平 24-26 年将实现归母净利 8.8/11.7/14.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 36X/27X/22X。考虑到毛戈平是国货进入高端阵营的化妆品品牌，具备较强稀缺性，我们认为可享受一定的估值溢价，给予“买入”评级。

表14：可比公司估值分析（截至 2025.2.10，单位亿元人民币）

可比公司	市值 (亿元)	归母净利（亿元）			归母净利 YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
珀莱雅	332	15.1	18.4	21.6	26%	22%	17%	22	18	15
贝泰妮	176	6.1	9.1	11.2	-19%	49%	22%	29	19	16
丸美生物	122	3.5	4.4	5.3	36%	24%	22%	35	28	23
巨子生物	542	19.5	25.0	31.0	35%	28%	24%	28	22	18
上美股份	136	8.7	11.3	14.3	88%	31%	26%	16	12	9
平均								26	20	16
毛戈平	319	8.8	11.7	14.6	33%	33%	25%	36	27	22

注：盈利预测均来源于浙商预测；资料来源：wind、浙商证券研究所

6 风险提示

- 1) 国内消费市场复苏不及预期。若消费市场复苏不及预期，公司业绩将受到影响。
- 2) 行业竞争加剧。行业竞争加剧将使公司面临人才引进不及预期、新品推广不及预期、客单提升不及预期等风险。
- 3) 渠道拓展不及预期。公司近年来高增速部分原因受益于天猫和抖音两个电商渠道的增长，目前两个渠道整体均有降速迹象，可能面临渠道拓展不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,698	2,864	4,222	6,286	营业收入	2886	3882	5060	6291
现金	1,138	2,046	3,160	4,710	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	158	242	295	545	营业成本	438	575	744	919
存货	342	498	667	841	销售费用	1412	1898	2479	3089
其他	60	78	99	190	管理费用	192	272	334	403
非流动资产	397	336	396	431	研发费用	0	0	0	0
固定资产	168	214	258	278	财务费用	2	(9)	(16)	(26)
无形资产	42	54	65	75	除税前溢利	888	1184	1569	1956
其他	186	68	73	78	所得税	224	299	397	494
资产总计	2,095	3,199	4,618	6,717	净利润	663	884	1172	1462
流动负债	529	738	984	1,622	少数股东损益	2	2	3	3
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	662	882	1170	1458
应付账款及票据	104	150	230	336					
其他	426	588	754	1,286	EBIT	890	1175	1552	1930
非流动负债	17	29	29	29	EBITDA	960	1187	1568	1947
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	3.31	1.84	2.44	3.05
其他	17	29	29	29					
负债合计	547	767	1,013	1,651					
普通股股本	60	60	60	60	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	1,486	2,368	3,538	4,996	成长能力				
归属母公司股东权益	1,546	2,428	3,598	5,056	营业收入	57.78%	34.52%	30.33%	24.33%
少数股东权益	2	4	7	10	归属母公司净利润	88.00%	33.30%	32.57%	24.66%
股东权益合计	1,548	2,432	3,605	5,066	获利能力				
负债和股东权益	2,095	3,199	4,618	6,717	毛利率	84.83%	85.18%	85.30%	85.40%
					销售净利率	22.94%	22.73%	23.12%	23.18%
					ROE	42.82%	36.34%	32.51%	28.84%
					ROIC	42.96%	36.10%	32.18%	28.46%
现金流量表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	700	812	1143	1558	资产负债率	26.10%	23.98%	21.93%	24.58%
净利润	662	882	1170	1458	净负债比率	-73.51%	-84.12%	-87.67%	-92.97%
少数股东权益	2	2	3	3	流动比率	3.21	3.88	4.29	3.88
折旧摊销	70	12	15	17	速动比率	2.56	3.20	3.61	3.35
营运资金变动及其他	(34)	(84)	(45)	79	营运能力				
投资活动现金流	(195)	99	(25)	(3)	总资产周转率	1.58	1.47	1.29	1.11
资本支出	(205)	(70)	(70)	(48)	应收账款周转率	21.28	19.43	18.84	14.98
其他投资	10	169	45	45	应付账款周转率	4.04	4.53	3.91	3.24
筹资活动现金流	(255)	(3)	(4)	(6)	每股指标 (元)				
借款增加	(28)	0	0	0	每股收益	3.31	1.80	2.39	2.97
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	1.43	1.66	2.33	3.18
已付股利	0	(3)	(4)	(6)	每股净资产	3.15	4.95	7.34	10.31
其他	(227)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	250	908	1114	1550	P/E		36.18	27.29	21.89
					P/B		13.15	8.87	6.31
					EV/EBITDA		25.17	18.35	13.98

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

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

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

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

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

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

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

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>