

毛戈平 (01318.HK)

以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇

2025年02月19日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

陈思（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

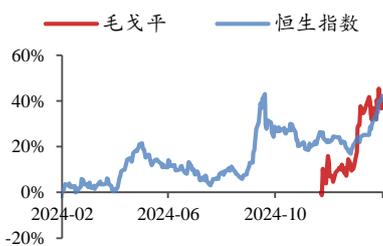
chensi@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790124070031

日期	2025/2/18
当前股价(港元)	73.900
一年最高最低(港元)	77.000/47.650
总市值(亿港元)	362.25
流通市值(亿港元)	193.50
总股本(亿股)	4.90
流通港股(亿股)	2.62
近3个月换手率(%)	63.52

股价走势图



数据来源：聚源

● 稀缺的国货高端美妆集团，首次覆盖给予“买入”评级

毛戈平是稀缺的高端国货美妆集团，依托专业创始人独特的东方“光影美学”理念开发彩妆及护肤产品，结合线下体验式化妆服务构筑护城河。我们预计公司2024-2026年归母净利润为8.93/11.72/14.67亿元，对应EPS为1.82/2.39/2.99元，当前股价对应PE为37.4/28.5/22.7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关于毛戈平，值得关注的五个问题，以及我们的差异化思考

(1) 高端美妆何以高端？对于高端品牌，体验和给客户营造的“高级感”，会比实用性和性价比更重要，差别渗透在品牌故事、服务、包装、原料等细节，由此带来品牌消费路径差异：毛戈平构建的是“品牌认知-大单品-产品矩阵”的消费链路，而多数大众国货美妆仍以“大单品-产品矩阵-品牌认知”为主。

(2) 毛戈平产品底层优势在哪？第一，产品开发由毛戈平先生亲自领导，“不求快而求精”的“慢美妆”理念符合品牌调性；第二，遵循消费者导向，产品依托学校和专柜大量妆造样本开发。因此，研发投入低和供应链等都不会是重要问题。

(3) 线下“体验式”服务有何优势？毛戈平基于线下服务优势构筑深度护城河，具体包括低门槛获赠体验次数、高待遇柜姐保障优质服务以及“毛戈平出品”的试妆效果作为背书等，积累了庞大且具备高复购&高连带特点的高端会员资产。

(4) 毛戈平的稀缺性？表观看，公司稀缺性包括定位（少有立住高端定位的国货美妆）、品类（彩妆多元属性叠加模式更优的底妆）和渠道（服务构筑护城河）。本质上，“线上线下协同+培训机构赋能”的商业模式是稀缺关键，毛戈平不止有最强“创始人IP”，更有其商业闭环下的美妆资源禀赋（博主、彩妆师、柜姐等）。

(5) 毛戈平的成长性？行业有β：彩妆市场规模提升，国潮文化+东方美学趋势下，国货彩妆品牌迎来机遇。毛戈平有α，创造多维成长空间：品类上，拓展色彩类、香水类和身体类，打开彩妆天花板；渠道上，头部商圈覆盖潜力大，单店收入存在5倍提升空间，线上体量小，后续将有更多成功单品向线上渗透破圈；客群上，线上种草力度加大以及色彩彩妆拓展，帮助品牌用户覆盖面持续扩大。

● **风险提示：**行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、产品孵化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,829	2,886	4,032	5,281	6,594
YOY(%)	16.0	57.8	39.7	31.0	24.9
净利润(百万元)	338	639	893	1,172	1,467
YOY(%)	6.4	89.1	39.8	31.2	25.2
毛利率(%)	83.8	84.8	84.8	84.8	84.8
净利率(%)	18.5	22.2	22.2	22.2	22.3
ROE(%)	29.8	41.3	36.6	32.5	28.9
EPS(摊薄/元)	0.7	1.3	1.8	2.4	3.0
P/E(倍)	98.8	52.2	37.4	28.5	22.7
P/B(倍)	29.4	21.6	13.7	9.2	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

内容目录

1、毛戈平：高端国货美妆熠熠生辉	5
1.1、公司概况：稀缺的高端美妆国货标杆品牌.....	5
1.2、股权结构：核心团队均为毛氏家族成员，业内经验丰富.....	6
1.3、财务表现：营收利润持续高增，盈利能力出众.....	7
2、彩妆市场增长空间大，面部底妆赛道易守难攻.....	9
2.1、中国彩妆体量较海外有较大差距，头部国货品牌缺位.....	9
2.2、面部底妆具备高壁垒/高粘性/高客单的特征，行业易守难攻.....	11
2.3、高端彩妆增速高、赛道稳，国货高端品牌供给相对缺位.....	12
2.4、渠道变迁驱动彩妆格局演化，抖音增势较好、国货占主要份额.....	13
2.5、彩妆具备“功能+情感+潮流”属性，东方美学国货兴起.....	14
3、核心优势：专业 IP+美学设计+高端渠道构筑竞争壁垒.....	15
3.1、专业 IP：毛戈平独特审美理念与行业影响力赋予品牌价值.....	15
3.2、美学设计：立足光影美学理念，打造符合东方人的美妆产品矩阵.....	17
3.3、高端渠道：深耕线下高端百货渠道，绑定核心优质会员资产.....	23
4、五问五答：深度拆解毛戈平的稀缺性和成长性.....	26
4.1、高端美妆的“高端”属性.....	26
4.2、毛戈平产品的底层优势和逻辑.....	27
4.3、线下“体验式”服务的优势.....	28
4.4、毛戈平品牌的稀缺性.....	29
4.5、从β和α维度，探讨毛戈平的成长性.....	30
5、盈利预测与投资建议.....	31
5.1、关键假设.....	31
5.2、盈利预测与投资建议.....	32
6、风险提示.....	33
附：财务预测摘要.....	34

图表目录

图 1：毛戈平是国内稀缺的定位中高端、产品线齐全的专业美妆品牌，深耕高端百货专柜渠道.....	5
图 2：彩妆、护肤、培训业务各占 55%、41%、4%.....	5
图 3：毛戈平在全国六地共开设 9 家化妆艺术培训机构.....	5
图 4：公司整体股权结构集中稳定，毛氏家族持股比例高.....	6
图 5：公司营收保持高双位数增长.....	7
图 6：2024H1 公司归母净利润维持高增态势.....	7
图 7：毛利率和净利率保持在较高水平且有提升态势.....	7
图 8：费用率相对平稳，其中销售费用率水平较高.....	7
图 9：线上渠道贡献收入占比不断提升.....	8
图 10：线下直销与线上直销渠道毛利率更高.....	8
图 11：毛戈平品牌贡献收入占比超 95%.....	8
图 12：毛戈平品牌毛利率更高.....	8
图 13：近年彩妆市场规模约为护肤市场的 1/4.....	9
图 14：中国彩妆占护肤市场比重比其他国家小.....	9
图 15：中国彩妆头部市场集中度较海外有较大提升空间.....	9

图 16: 海外成熟市场, 本土品牌占比更大.....	9
图 17: 彩妆行业头部份额集中且长期被国际大牌占据, 国货表现分化, 毛戈平、橘朵份额持续提升.....	10
图 18: 白开水、裸妆风格妆容成为彩妆主流趋势.....	10
图 19: e.l.f 自 2023 年 3 月退出中国市场.....	10
图 20: 护肤是化妆的先导步骤, 构建一副完美的底妆是化妆中最关键的一步.....	11
图 21: 面部底妆在彩妆市场占比和增速均有所提升.....	11
图 22: 2024 年面部彩妆线上增速较高.....	11
图 23: 近年中国高端彩妆增速高于大众彩妆市场.....	12
图 24: 中国人均彩妆支出较海外有较大提升空间.....	12
图 25: 国际品牌主要定位高端, 国货彩妆品牌价格分布在低价带.....	12
图 26: 2020 年彩妆线上渠道规模首次超过线下.....	13
图 27: 抖音彩妆品类销售额后来居上.....	13
图 28: 2024H1 线上渠道国货底妆品牌占比较高.....	13
图 29: 近年抖音彩妆 GMV TOP20 以国货品牌为主.....	13
图 30: 彩妆是兼具“功能+情感+潮流”属性的品类.....	14
图 31: 公司及毛戈平本人历史上荣获多个荣誉奖项 (不完全统计).....	15
图 32: 毛戈平的妆造视频屡次在网上走红.....	15
图 33: 毛戈平秉承“美至极致, 无所畏惧”的品牌理念.....	16
图 34: 毛戈平传递的美是一种“和谐、悦己”的美.....	16
图 35: 毛戈平品牌向用户传递故事感和价值感.....	16
图 36: 毛戈平更是一个具有“艺术性”的品牌.....	16
图 37: 毛戈平融合东方美学元素展示东方之美.....	17
图 38: 贴合每个人骨相达成“换一颗头”的妆容效果.....	17
图 39: 公司与供应商合作模式包括三类.....	17
图 40: 毛戈平美妆研发中心在杭州奠基开工.....	17
图 41: 毛戈平立足“光影美学”理念, 打造彩妆全系列产品矩阵.....	18
图 42: 毛戈平立足“服务妆效”理念, 打造护肤全系列产品矩阵.....	19
图 43: 毛戈平打造故宫和国家游泳队联名系列产品.....	19
图 44: 联名款价格略高于经典款式.....	19
图 45: 彩妆大单品经历几次更新换代.....	20
图 46: 毛戈平品牌贴合亚洲人面部特征打造产品.....	20
图 47: 毛戈平产品贴合亚洲人轮廓打造特殊膏体质地.....	20
图 48: 毛戈平于 2024 年 9 月推出轻盈“空气仓”唇釉.....	21
图 49: 毛戈平品牌 2025 年推出三款香水新品.....	21
图 50: 把握“妆效协同”概念构建“王牌焕肤套组”.....	22
图 51: 打造“彩妆 CP 系列提升自然连带”.....	22
图 52: 毛戈平护肤大单品包括“鱼子面膜”和“黑霜”.....	22
图 53: 鱼子酱原料具备稀缺性, 毛戈平产品性价比高.....	22
图 54: 毛戈平专柜数量逐年递增, 2024H1 已近 400 家.....	23
图 55: 毛戈平专柜主要分布在中高档百货及购物中心.....	23
图 56: 毛戈平专柜数量和线下客单价均在同业靠前.....	23
图 57: 毛戈平已进驻香港丝芙兰专柜.....	23
图 58: 2023 年前五大专柜年均收入在 8700 万元左右.....	24
图 59: 单个专柜日均收入逐年提升.....	24
图 60: 高等级会员贡献占比较大.....	24

图 61: 品牌复购率维持在较高水平	24
图 62: 毛戈平会员等级分为四类, 伴随消费等级升高, 福利优惠持续叠加	25
图 63: 毛戈平电商平台增势强劲, 抖音逆势反超	25
图 64: 毛戈平线上渠道无痕粉膏和鱼子面膜表现强势	25
图 65: 对高端品牌而言, 体验和产品整体给客户的“高级感”更加重要	26
图 66: 公司产品由毛戈平亲自领导, 遵循“消费者导向”、依托学校和专柜大量妆造样本开发	27
图 67: 品牌的核心卖点在于: 依托线下专柜为消费者打造专属、极致的服务体验	28
图 68: 毛戈平构建了“纵横相通”的独特商业模式	29
图 69: 毛戈平较高端国际品牌体量尚小, “品类+渠道+客群”拓展打开想象空间	30
表 1: 创始人毛戈平化妆技术优势突出, 核心高管相关从业经历丰富	6
表 2: 预计毛戈平线上渠道增长较快, 线下渠道表现稳健	31
表 3: 预计公司未来销售费用率略有提升、管理费用率摊薄下滑	32
表 4: 毛戈平短期看渠道高增长, 中长期看品类拓展&客群渗透, 未来成长性较高	32

1、毛戈平：高端国货美妆熠熠生辉

1.1、公司概况：稀缺的高端美妆国货标杆品牌

毛戈平是稀缺的国货高端美妆品牌，深耕行业二十余年。公司发展经历三个阶段，
(1) 品牌初创期（2000-2007年）：公司2000年成立，依托创始人毛戈平名誉和优秀影视作品为背书，锚定品牌高端定位，同时设立首家形象艺术设计学校。
(2) 市场深化期（2008-2018年）：公司改制为股份有限公司，推出至爱终生品牌定位中高端，创始人毛戈平之后担任奥运会、60周年国庆阅兵式化妆师，知名度逐渐扩大；公司在天猫开设首家网店、实现全渠道布局。
(3) 破圈扩张期（2019年至今）：2019年创始人毛戈平与微博KOL“深夜徐老师”合作视频内容引发热议，同年与故宫文创携手打造“气蕴东方”系列，IP破圈得到多方认可；2020年入驻抖音渠道，2023年成为中国国家队官方合作伙伴；2024年在香港交易所敲钟上市。

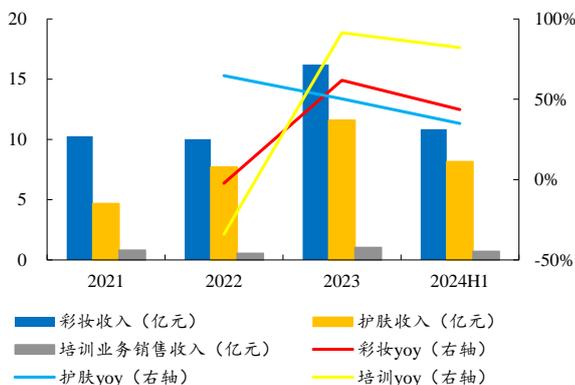
图1：毛戈平是国内稀缺的定位中高端、产品线齐全的专业美妆品牌，深耕高端百货专柜渠道



资料来源：公司官网、公司公众号、公司招股书、青眼公众号、化妆品报公众号、开源证券研究所

彩妆与护肤业务协同发展，专业化妆培训业务传播美学理念。公司核心业务包括三个部分：彩妆业务是毛戈平发展的基本盘，2024上半年销售额占总收入为55.1%；护肤业务是近年业绩增长的重要推力，以鱼子面膜和黑霜为主力产品，2024年上半年的合计贡献收入占比提升至22.8%；此外，公司还有一块化妆艺术培训业务，面向专业型、日常型等各类求美学者设置了长短期系列培训课程，截至2024H1毛戈平在杭州、上海、成都、重庆、深圳、青岛六地共开设9家化妆艺术培训机构，并配备205名专业师资，近年该业务贡献收入在5%左右。

图2：彩妆、护肤、培训业务各占55%、41%、4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：毛戈平在全国六地共开设9家化妆艺术培训机构

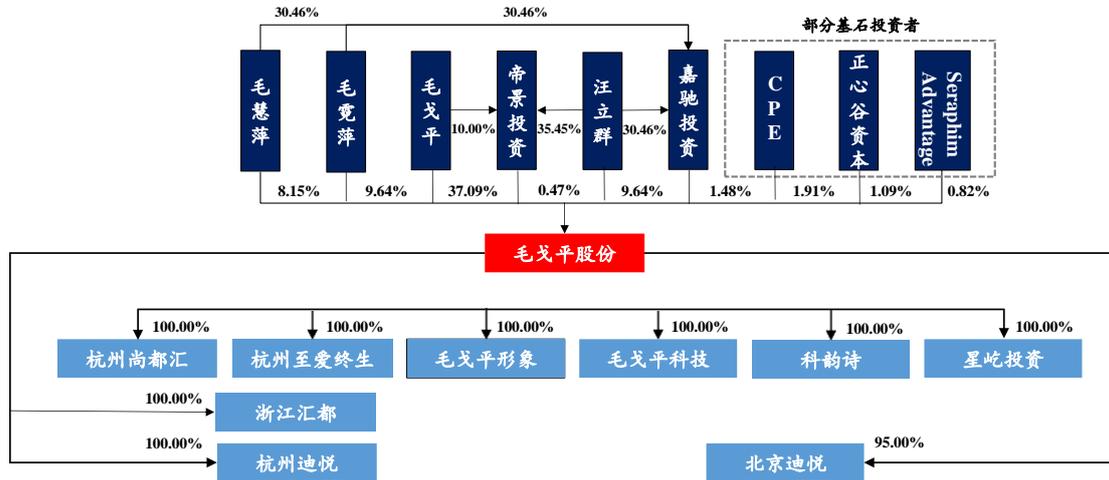


资料来源：毛戈平美妆教育官网

1.2、股权结构：核心团队均为毛氏家族成员，业内经验丰富

毛戈平及配偶为实控人，毛氏家族持股比例高。截至 2024 年 12 月，毛戈平及配偶汪立群为公司实际控制人，分别直接持股 37.09%、9.64%，并通过帝景投资、嘉驰投资间接持有公司 1.95% 股权，合计 48.68%；毛霓萍和毛慧萍分别持股 9.64% 和 8.15%。毛氏家族持股比例较高。

图4：公司整体股权结构集中稳定，毛氏家族持股比例高



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 12 月 10 日）

创始人毛戈平 IP 属性强，核心高管业内经验丰富。创始人毛戈平先生从事化妆艺术近 40 年，被誉为“魔术化妆师”、“化妆巨匠”，20 岁时开始戏剧化妆，后转型生活化妆并创立毛戈平品牌和化妆培训学校，于 2020 年入选教育部“国家技术技能大师”名录。公司核心管理团队大部分为毛氏家族成员，业内经验丰富；宋虹佺总为家族外高管，在公司任职有二十余年；公司整体管理层较为稳定。

表1：创始人毛戈平化妆技术优势突出，核心高管相关从业经历丰富

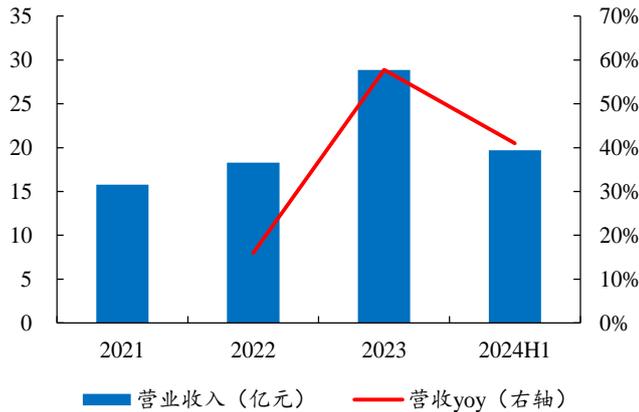
高管	职务	出生年份	履历
毛戈平	董事长	1964	公司创始人，1983 年 7 月至 1998 年 7 月在浙江省越剧团任职，三十多年的化妆艺术领域从业经验，四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”。
汪立群	副董事长； 董事长妻子	1971	1991 年 10 月至 2000 年 9 月浙江省越剧团任职，2000 年 9 月至 2010 年 8 月担任浙江毛戈平形象设计艺术机构执行校长，2010 年 8 月起担任杭州毛戈平形象设计总经理。
毛霓萍	副董事长； 董事长姐姐	1959	2005 年至 2011 年先后担任杭州毛戈平的董事兼总经理、资深副总裁，同时兼任杭州莱芙公司总经理，2013 年 11 月至今担任杭州至爱终生执行董事兼总经理。
毛慧萍	资深副总裁； 董事长姐姐	1962	2005 年至 2010 年先后担任杭州毛戈平董事兼副总经理、毛戈平科技执行董事兼总经理，现任公司董事兼资深副总裁，分管集团财务、研发及供应链。
汪立华	副总裁； 副董事长弟弟	1973	2002 年 12 月获“中国十大青年化妆师”奖，2009 年获“中国国际时装周 2009 年度最佳化妆造型师”奖；2010 年 8 月至今担任毛戈平形象设计副总经理。
宋虹佺	总裁兼毛戈平品牌 事业部总经理	1974	1997 年至 2002 年分别担任哈尔滨市韩国新生活化妆品公司、美佳娜化妆品有限公司销售代表，2002 年加入杭州毛戈平，2024 年 4 月起担任公司总裁。
徐卫国	财务总监	1976	2000 年 6 月至 2009 年 4 月先后担任光明乳业股份有限公司财务经理、百事可乐财务总监助理及会计经理、金瑶商业管理首席财务官。
董乐勤	董事会秘书、法务负责人兼 总经理秘书	1983	2005 年 5 月至 2013 年 7 月，曾任浙江国际旅游集团投资经理、董秘等职位，2013 年 7 月至 2014 年 9 月任安徽恩度食品运营总监，现任公司董秘兼法务负责人、总经理秘书。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务表现：营收利润持续高增，盈利能力出众

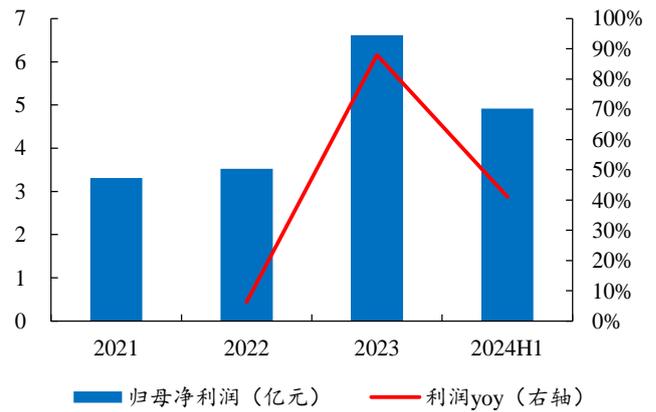
2023年营收业绩均高双位数增长，2024H1维持良好表现。2022-2024H1公司营收分别为18.29/28.86/19.72亿元，同比分别+16.0%/+57.8%/+41.0%；归母净利润分别为3.52/6.62/4.92亿元，同比分别+6.4%/+88.0%/+41.0%。2022年公司增速放缓主要系疫情限制出行导致彩妆使用场景减少，加之公司线下业务比重较大受到一定影响，2023年出行限制放宽后，公司收入业绩立刻恢复高增态势，2024H1维持双位数增长表现，实现营收19.72亿元（+41.0%）、归母净利润4.92亿元（+41.0%）。

图5：公司营收保持高双位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

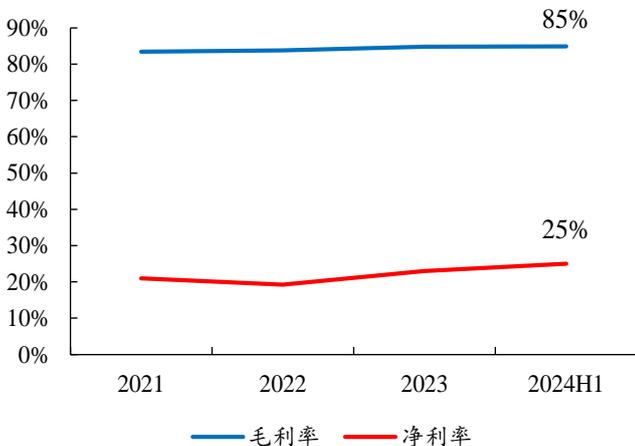
图6：2024H1公司归母净利润维持高增态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

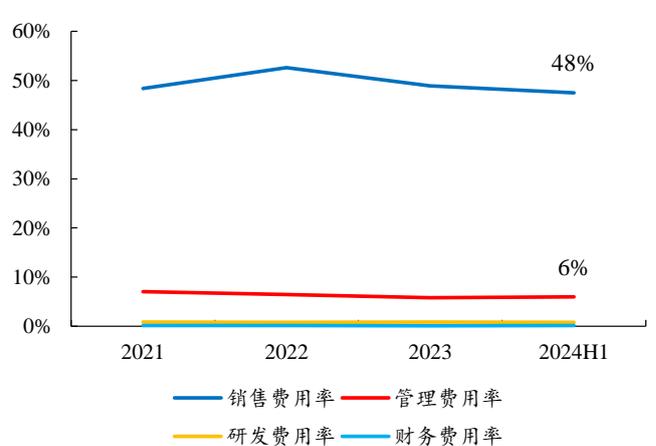
2024H1盈利能力保持在较高水平，费用率整体平稳。从盈利端看，2021-2024H1公司毛利率分别为83.4%/83.8%/84.8%/84.8%，净利率分别为21.0%/19.2%/23.0%/25.0%。因公司产品销售以线下直销渠道为主且客单价高，整体盈利能力维持在较高水平；同时伴随护肤产品销售提升，推动盈利能力还有上升空间。化妆艺术培训业务毛利率提升则与报名人数增长有关。从费用端看，公司销售费用率整体保持在较高水平，其中主要以销售人员薪酬开支为主，这与公司销售人员提升和福利待遇丰厚有关；研发费用相对较低，与公司以彩妆为主的基本盘有关，彩妆品类多以代工为主。整体看，公司费用与营收增长是比较匹配的，费用率整体保持平稳，销售费用率则略有摊薄。

图7：毛利率和净利率保持在较高水平且有提升态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

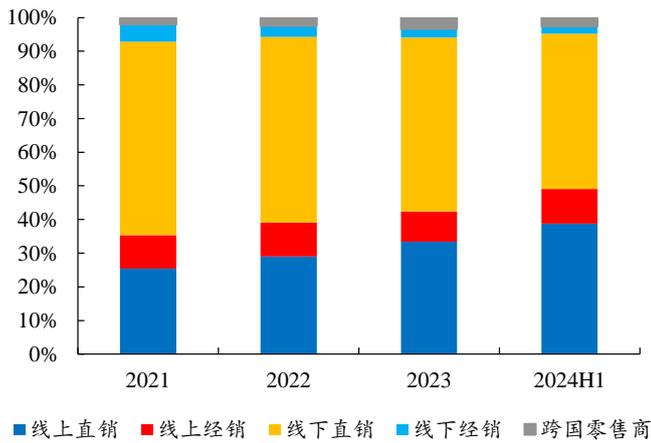
图8：费用率相对平稳，其中销售费用率水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

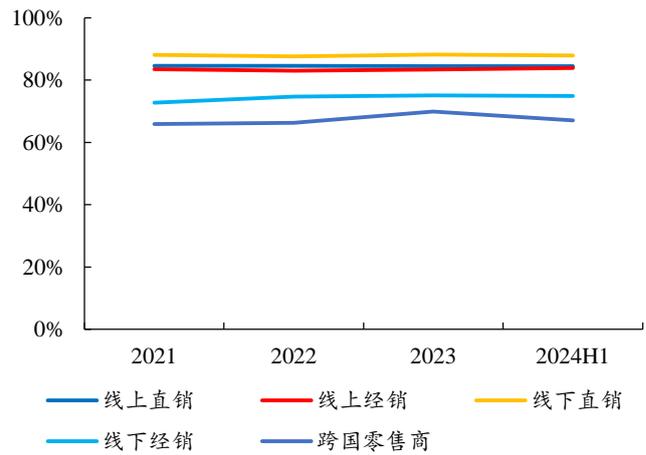
分渠道看，线上直销体量较大且增长较快，直销渠道毛利高。公司线下渠道包括自营专柜直销、向一家高端跨国美妆零售商销售及经销商销售，线下以中高端百货专柜渠道为主。公司产品主要通过线下直销渠道销售，2024H1 线下直销贡献收入占比为 46.1%，且毛利率较高为 87.9%。线上渠道包括直营网店销售与线上经销商销售，积极拓展天猫抖音等渠道，线上直销渠道发展增速快，2024H1 线上直销渠道收入同比增长 62.9%，占比不断提升，毛利率稳定在较高水平，达 84.5%。2024H1 公司线下/线上/化妆艺术培训的收入贡献占比分别为 49.0%/47.3%/3.6%，毛利率分别为 86.3%/85.4%/72.4%，其中线上直销占比逐步提升，线下盈利能力更强。

图9：线上渠道贡献收入占比不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

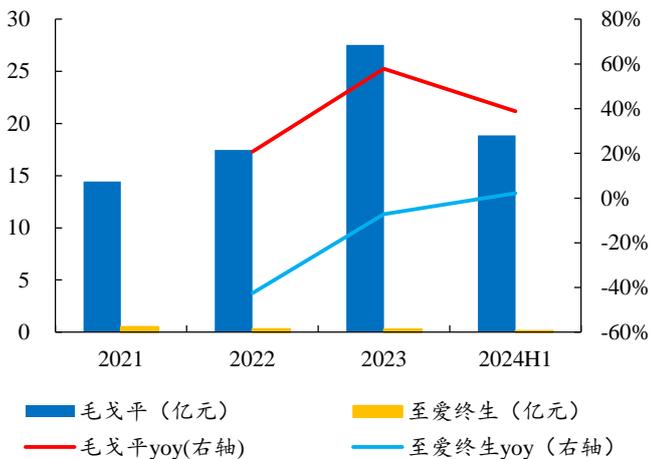
图10：线下直销与线上直销渠道毛利率更高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

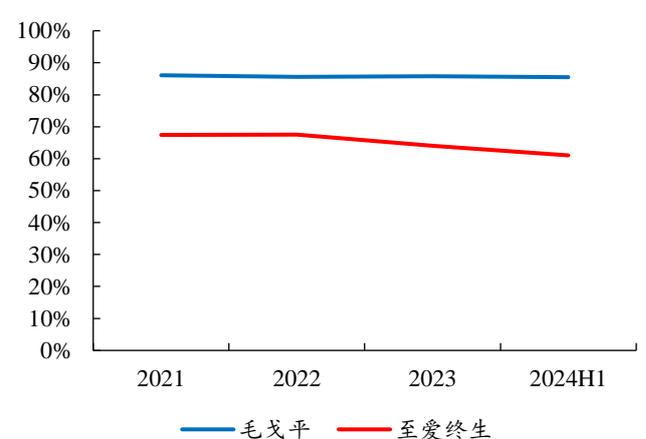
分品牌看，MAOGEPING 品牌贡献主要营收，盈利能力更强。2023 年 MAOGEPING 与至爱终生收入分别为 27.55 亿元 (+57.8%)、0.27 亿元 (-7.0%)，公司收入以 MAOGEPING 品牌为主力。盈利能力方面，毛戈平品牌定位更高端，毛利率偏高保持在 80% 以上，至爱终生毛利率则保持在 60% 以上。

图11：毛戈平品牌贡献收入占比超 95%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：毛戈平品牌毛利率更高



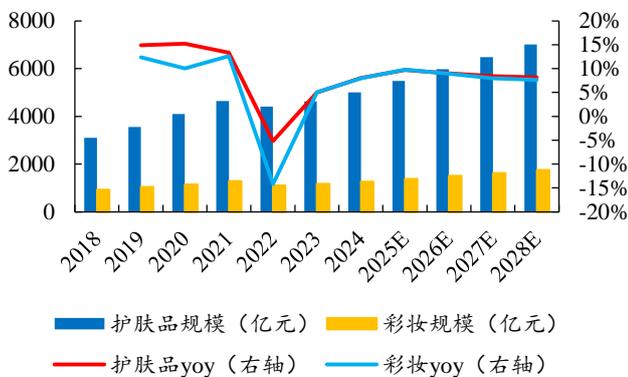
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、彩妆市场增长空间大，面部底妆赛道易守难攻

2.1、中国彩妆体量较海外有较大差距，头部国货品牌缺位

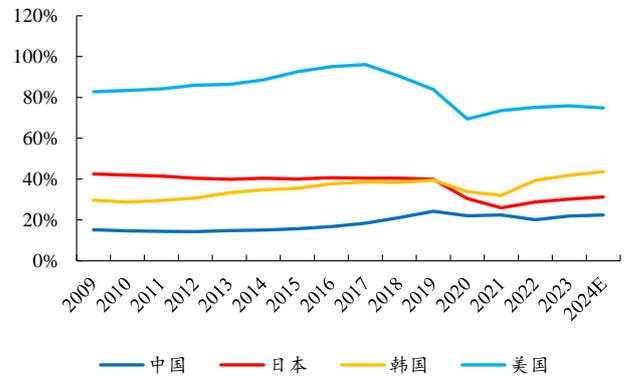
国内彩妆市场体量小、增速快，渗透率仍在提升阶段。根据 Frost&Sullivan 数据，2023 年中国美妆市场规模为 5798 亿元，其中彩妆占比仅约 20.1%。受传统文化自然朴素审美和中国彩妆品牌发展滞后等方面影响，国内消费者化妆的接受度不高，叠加彩妆使用频次较低、色彩类彩妆耐用等特征，当前彩妆规模小于护肤市场。根据 Euromonitor 数据，海外成熟市场彩妆规模占比相对较高，可能原因在于地区文化差异带来的化妆渗透率、以及妆容审美不同导致的消耗速度差异。格局看，海外市场头部集中度较高，相较而言国内彩妆市场头部品牌集中度存在较大提升空间；此外，国际市场中本土品牌份额较大，国内彩妆行业品牌本土化仍在初级阶段。

图13：近年彩妆市场规模约为护肤市场的 1/4



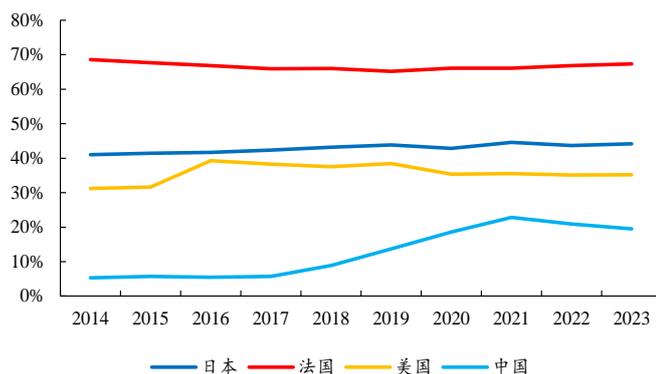
数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图14：中国彩妆占护肤市场比重比其他国家小



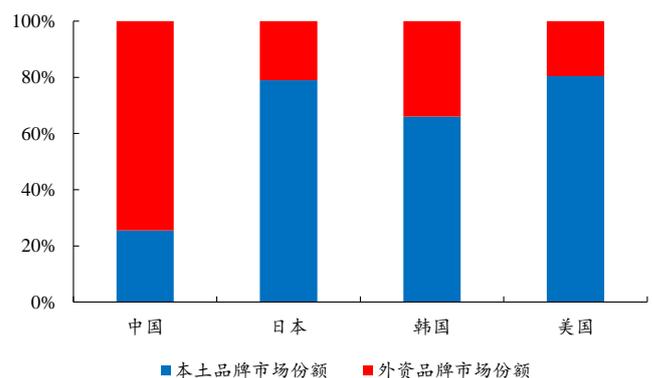
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图15：中国彩妆头部市场集中度较海外有较大提升空间



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图16：海外成熟市场，本土品牌占比更大



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

全球彩妆集团/品牌头部市场份额较为集中。根据 Euromonitor 口径，可以看出国内彩妆市场集中度较海外有较大提升空间，目前市占率逐年提升的国货品牌主要有毛戈平和橘朵，二者市场策略大不相同。前者以线下为核心主推中高端心智产品，后者以低价高频策略抢占线上年轻消费者心智，种草人群有区隔，但分别以两种策略实现了较好增长。此外，受品牌形象老化、审美落后等因素限制，部分大众彩妆如卡姿兰、完美日记等，近年份额有所下滑。

图17: 彩妆行业头部份额集中且长期被国际大牌占据, 国货表现分化, 毛戈平、橘朵份额持续提升

中国市场彩妆品牌竞争格局													
序号	所属公司	品牌	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	欧莱雅 (L'Oréal)	YSL	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.8%	3.3%	3.7%	3.8%	4.3%	5.7%	6.4%
2	LVMH	迪奥 (Dior)	3.0%	3.1%	3.1%	3.4%	4.7%	6.0%	6.1%	6.0%	6.1%	5.6%	5.4%
3	欧莱雅 (L'Oréal)	兰蔻 (Lancôme)	1.6%	2.9%	3.5%	4.0%	4.3%	4.3%	4.9%	5.0%	5.1%	5.4%	5.1%
4	宜格(浙江)	花西子	-	-	-	-	0.3%	2.0%	2.9%	5.1%	6.5%	5.4%	4.3%
5	香奈儿 (Chanel)	香奈儿	2.2%	2.4%	2.2%	2.1%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.8%	2.8%	3.1%
6	欧莱雅 (L'Oréal)	阿玛尼 (Armani)	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%	2.2%	3.0%	3.1%	3.4%	3.3%	3.0%
7	欧莱雅 (L'Oréal)	3CE	-	-	-	-	-	-	0.9%	1.8%	2.2%	2.9%	3.0%
8	卡安兰(香港)	卡安兰	4.3%	4.6%	5.0%	4.9%	4.5%	3.8%	3.2%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%
9	雅诗兰黛 (Estée Lauder)	MAC	1.0%	1.1%	1.2%	1.6%	2.2%	3.2%	3.8%	3.4%	2.9%	2.7%	2.8%
10	资生堂(日本)	NARS	-	-	-	-	0.5%	0.7%	1.2%	1.5%	1.9%	2.6%	2.7%
11	雅诗兰黛 (Estée Lauder)	雅诗兰黛	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	1.8%	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%
12	欧莱雅 (L'Oréal)	巴黎欧莱雅	10.1%	4.3%	4.1%	3.7%	3.2%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.4%
13	橘朵(上海)	橘朵	-	-	-	-	-	0.6%	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%	2.4%
14	欧莱雅 (L'Oréal)	美宝莲纽约	20.3%	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	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.8%	2.0%
16	LVMH	纪梵希 (Givenchy)	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%
17	逸仙电商	完美日记	-	-	-	-	0.3%	1.6%	5.1%	6.7%	6.3%	3.1%	1.8%
18	雅诗兰黛 (Estée Lauder)	芭比波朗 (Bobbi Brown)	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.8%	1.8%
19	资生堂(日本)	CPB	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	1.8%
20	珀莱雅	彩棠	-	-	-	-	-	-	-	0.4%	0.7%	1.3%	1.7%
21	美尚(广州)	阿拉琪 (colorkey)	-	-	-	-	-	0.4%	1.1%	1.4%	2.5%	2.3%	1.6%
22	欧莱雅 (L'Oréal)	植村秀 (Shu Uemura)	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%
23	科蒂公司 (Coty)	蜜丝佛陀 (Max Factor)	-	-	0.0%	2.8%	2.8%	2.4%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.5%
24	雅诗兰黛 (Estée Lauder)	Tom Ford	-	-	-	0.0%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%
25	LVMH	Make up forever	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
26	橘朵(上海)	酵色	-	-	-	-	-	-	-	0.2%	0.8%	1.3%	1.5%
27	LVMH	娇兰 (Guerlain)	1.5%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
28	爱茉莉太平洋	梦妆 (Mamonde)	5.7%	5.0%	4.7%	4.2%	3.4%	2.5%	2.0%	1.7%	1.3%	1.0%	0.8%
29	Kiko SPA	Kiko	-	-	-	-	-	0.1%	0.2%	0.2%	0.6%	0.8%	0.8%
30	奥妍(上海)	小奥汀	-	-	-	-	-	-	0.3%	1.6%	1.2%	0.9%	0.7%
CR10占比			12.5%	14.8%	16.1%	17.9%	22.3%	28.2%	32.3%	34.7%	37.8%	39.2%	38.7%
CR30占比			56.0%	44.8%	44.7%	47.4%	50.2%	55.9%	63.4%	69.3%	74.4%	73.7%	71.9%
国产品牌总计占比			2.70%	2.90%	3.10%	3.40%	5.40%	9.70%	15.90%	21.70%	23.50%	20.30%	17.90%

数据来源: Euromonitor、开源证券研究所 (标黄为国货, 标红为毛戈平)

彩妆行业规模有望从人群渗透和客单提升等维度扩容, 供给端国货彩妆遇新机遇。从需求端看, 化妆能够帮助消费者塑造和强化自我认同, 形成一定的心理满足感, 消费者一旦形成化妆习惯将难以摒弃; 同时受益社媒传播, 彩妆市场逐渐出现年轻化、去性别化、下沉化等趋势, 多元化妆容和东方国潮风彩妆为市场需求注入活力, 推动消费人群扩容和消费频次提升。从供给端看, 部分外资彩妆品牌逐渐退出中国市场, 如 e.l.f 在 2023 年 3 月退出中国市场, 美宝莲逐步撤出除屈臣氏外的所有国内线下渠道, 以及 2024 年外资品牌所面临的线下撤柜潮等, 给予了国货美妆弯道超车的机会。

图18: 白开水、裸妆风格妆容成为彩妆主流趋势



资料来源: 时趣、小红书灵犀平台

图19: e.l.f 自 2023 年 3 月退出中国市场

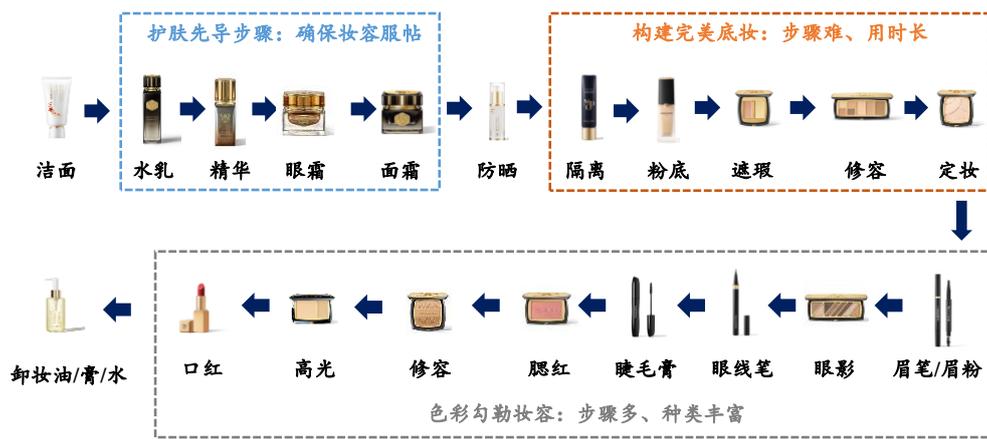


资料来源: 红星资本局

2.2、面部底妆具备高壁垒/高粘性/高客单的特征，行业易守难攻

护肤是化妆的先导步骤，构建一副完美底妆是化妆流程中的关键一步。护肤是化妆流程的先导步骤，也是打造完美底妆的基础，如今护肤几乎已成为日常生活不可或缺的一部分，市场渗透率及其使用频次均较高。彩妆则主要分为面部底妆和色彩类彩妆，其中色彩类彩妆包含口红/唇膏/睫毛膏/眼线笔等，在颜色/质地/包装/效果上的个性化程度更高。面部底妆以粉底/气垫/BB霜等作为基础，在其上使用的遮瑕/高光/阴影/腮红为叠加底妆，用于构建更精致且贴合皮骨相的妆面。面部底妆是整个妆容的开篇，对整个妆效具有基础且决定性的意义。

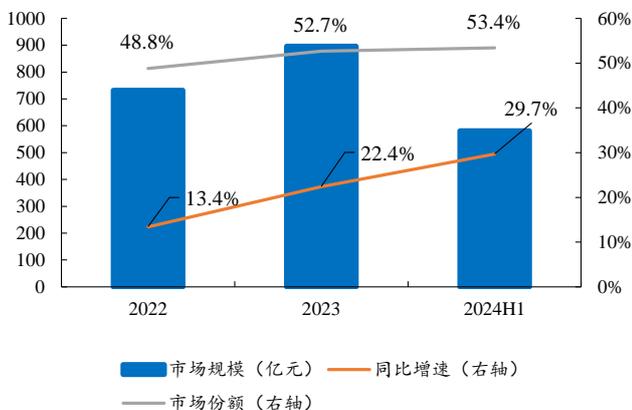
图20：护肤是化妆的先导步骤，构建一副完美的底妆是化妆中最关键的一步



资料来源：毛戈平官网、开源证券研究所

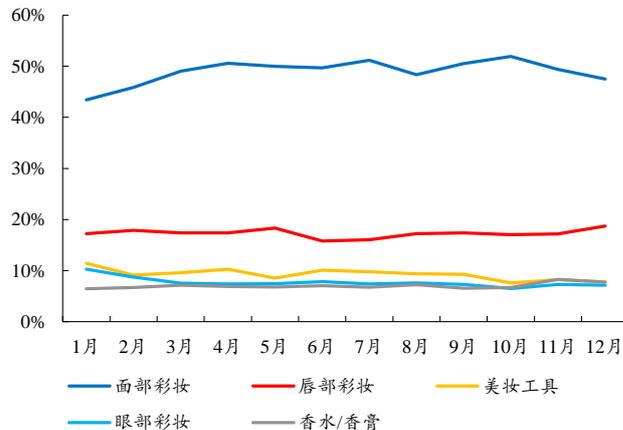
面部底妆易守难攻，是具备“高壁垒+高粘性+高客单”属性的细分品类。面部底妆是关联妆容持久力与表现力的核心单品，其配方和设计更复杂、技术壁垒更高，因而客单价也高于彩妆其他细分品类。此外，由于个体使用后的效果差异大，消费者尝试到适合自己的产品后，通常不会轻易更换，因而消费粘性更强、生意模式更优。根据青眼情报，面部底妆市场规模在彩妆类目贡献超过一半且占比不断提升；飞瓜数据显示，面部彩妆也是彩妆里增速最快的细分品类。我们认为，面部底妆是彩妆品牌的“兵家必争之地”，也是塑造品牌力、提升产品价值的核心要道，各品牌有望在面部底妆赛道培养出长生命周期大单品。

图21：面部底妆在彩妆市场占比和增速均有所提升



数据来源：青眼情报、开源证券研究所

图22：2024年面部彩妆线上增速较高

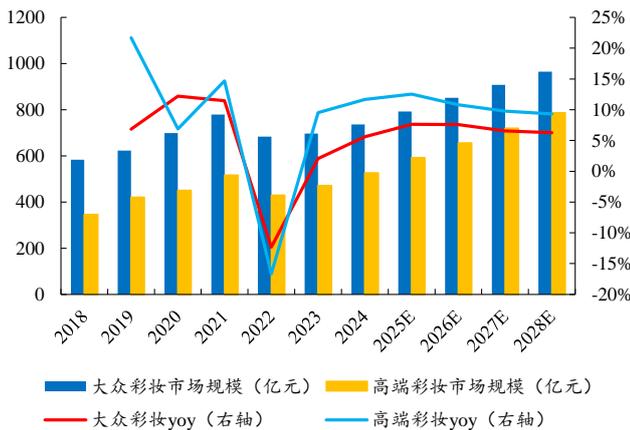


数据来源：飞瓜、化妆品观察公众号、开源证券研究所

2.3、高端彩妆增速高、赛道稳，国货高端品牌供给相对缺位

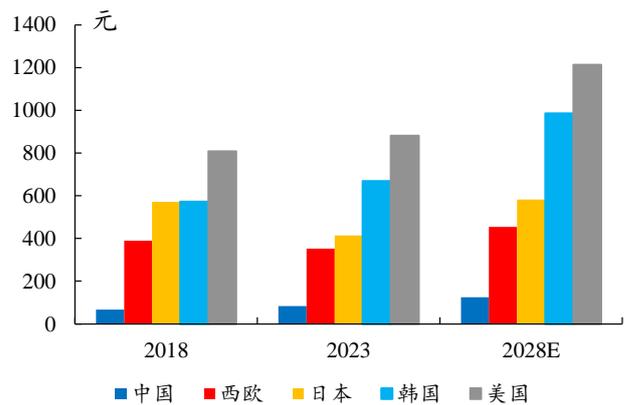
高端彩妆市场增速高、赛道稳，未来高端化空间大。分价格带看，根据 Frost&Sullivan 数据，国内高端彩妆市场增速高于大众彩妆市场，预计到 2028 年有望达到 787 亿元。高端彩妆通过塑造独特品牌形象或以明星创始人/专业化妆师的名字作为品牌标签，传递品牌价值感和审美理念，圈粉了一批高净值且粘性强的消费人群。彩妆本身高低价格段极差较小，因而产品升级路径较短、价格门槛相对较低，这种短路径减少了消费者在升级过程中的负担，从而为品牌提供了充足高端化空间。从消费金额看，2023 年中国人均彩妆消费仅为 83 元，较欧美日韩等成熟市场仍存在明显差距。

图23：近年中国高端彩妆增速高于大众彩妆市场



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图24：中国人均彩妆支出较海外有较大提升空间



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

高端彩妆以国际品牌为主，国货供给相对缺位。早年国际品牌凭借强品牌力与历史渊源在中国市场占据主要地位，且大多定位偏中高端，如 YSL、迪奥、兰蔻等品牌底妆均价主要集中在 400-700 元（以 30ml 产品计），色彩类如口红等则多在 200-400 元左右一支。国货彩妆品牌主要依靠高性价比实现错位竞争，如橘朵、稚优泉等以色彩类产品为主，价格普遍在 60 元/件以内；彩棠、花西子等品牌品类布局较为全面，均价相对高但仍低于国际品牌。2023 年中国高端彩妆市场 TOP10 品牌中，国货彩妆仅毛戈平上榜，其余均为国际品牌。

图25：国际品牌主要定位高端，国货彩妆品牌价格分布在低价带

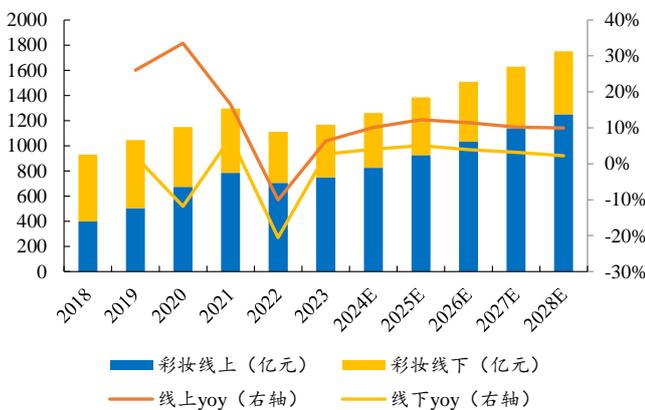


资料来源：各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

2.4、渠道变迁驱动彩妆格局演化，抖音增势较好、国货占主要份额

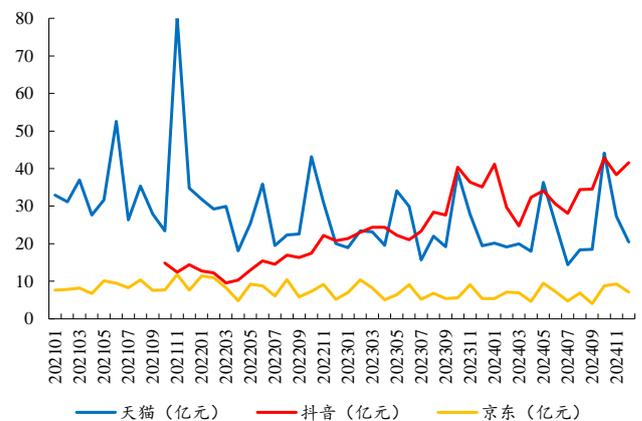
渠道变迁驱动彩妆格局演化，线上已成彩妆品类核心渠道。复盘彩妆的发展历程，上世纪九十年代，兰蔻、雅诗兰黛等国际彩妆品牌进入中国市场，以百货专柜为主要渠道，初步培养了消费者的化妆意识；国货彩妆则以日化渠道为突破口，以低价实现错位竞争；后伴随货架电商和兴趣电商兴起，叠加2020年后出行受限，线下彩妆消费场景减少，线上彩妆消费体量首次超过线下，同期国货彩妆凭借性价比及营销优势实现份额快速提升。如今彩妆品类已形成线上线下融合发展的渠道结构，其中线上渠道增速高于线下渠道。根据久谦数据，2024年天猫/抖音/京东彩妆香水品类销售额分别为282/412/82亿元，同比分别-3.4%/+25.9%/-2.4%，其中抖音渠道彩妆香水保持较快增速，体量逐年上升。

图26：2020年彩妆线上渠道规模首次超过线下



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图27：抖音彩妆品类销售额后来居上



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

抖音彩妆增速高于天猫，国货占据主要份额。根据青眼情报数据，2024年上半年GMV过亿元的底妆品牌中，大部分以抖音作为主要阵地，抖音GMV贡献率超过80%。相较其他平台，抖音具备庞大用户基数与高度活跃的社交氛围，因此彩妆品牌能借助抖音利用短视频及直播等形式深植产品特点，增强用户的品牌认知与记忆，因而增长较快。此外，抖音渠道主要以国货品牌为主，根据飞瓜数据，抖音彩妆GMV TOP20品牌中，国货占比超过9成，其凭借高性价比和契合国人的产品与营销模式快速抢占市场。

图28：2024H1线上渠道国货底妆品牌占比高



资料来源：青眼情报、开源证券研究所

图29：近年抖音彩妆GMV TOP20以国货品牌为主

排名	2021	2022	2023	2024
1	花西子	花西子	花西子	YSL
2	完美日记	FV	AKF	花西子
3	FV	卡姿兰	卡姿兰	方里
4	柏瑞美	朱莉欧	柏瑞美	毛戈平
5	珂拉琪	完美日记	YSL	柏瑞美
6	雅诗兰黛	柏瑞美	朱莉欧	卡姿兰
7	滋色	AKF	VC	AKF
8	毛戈平	逐本	橘朵	橘朵
9	兰芝	尔木葡	彩棠	恋火
10	逐本	珂拉琪	悦瞳	三资堂
11	舞动奇迹	彩棠	3CE	彩棠
12	卡姿兰	柳丝木	恋火	CPB
13	酵色	橘朵	FV	阿玛尼
14	透蜜	INTOYOU	毛戈平	悠宜
15	美宝莲	3CE	玛丽黛佳	puco
16	朱莉欧	酵色	珂拉琪	玛丽黛佳
17	韩水仙	加藤	方里	VC
18	柳丝木	唐魅可	悠宜	烙色
19	阿玛尼	毛戈平	尔木葡	3CE
20	蝶莲娜	滋色	INTOYOU	兰蔻

资料来源：飞瓜、化妆品观察、开源证券研究所（标红为国货）

2.5、彩妆具备“功能+情感+潮流”属性，东方美学国货兴起

彩妆品类具备“功能+情感+潮流”属性，高端彩妆更可能使用户对品牌产生忠诚度。首先，彩妆可以实现遮瑕/修饰/立体/提气色等不同妆面效果，使其具备“功能”属性；其次，彩妆容易通过色彩/图案/品牌故事与消费者产生“情感”链接，消费者从种草到下单的消费链路也较短；此外，彩妆的包装设计和色彩搭配与时尚“潮流”密切相关，导致产品更新迭代速度更快。其中高端彩妆更可能使消费者对品牌产生忠诚度，这种依恋可能是基于品牌价值、产品体验或与品牌创始人/代言人的情感共鸣。

东方美学国潮兴起，彩妆份额回归国货。伴随民族文化认同感增强和东方审美意识提升，“东方美学”、“国风”等新兴国潮概念开始流行。从需求端看，据艾媒咨询发布的《2023年中国国潮美妆消费趋势洞察报告》，中国国潮美妆消费者偏好类型中，54%的受访消费者倾向于多样化的元素混合设计，39%受访消费者倾向于具有传统文化元素的国潮美妆设计。从供给端看，毛戈平、花西子、彩棠等多品牌开始布局符合中式美学的产品线。国货品牌通过兼具民族特色和满足现代审美的好产品，逐渐赢得消费者信赖，未来有望持续抢占国际彩妆品牌的市场份额。

图30：彩妆是兼具“功能+情感+潮流”属性的品类



资料来源：毛戈平天猫官旗、植村秀官网、花西子 Florasis 公众号、开源证券研究所

3、核心优势：专业 IP+美学设计+高端渠道构筑竞争壁垒

3.1、专业 IP：毛戈平独特审美理念与行业影响力赋予品牌价值

毛戈平本人独特审美理念与行业影响力赋予品牌价值，多个事例证明影响力强：

(1) 荣誉履历：毛戈平早期是浙江越剧团的成员，后转型做越剧妆造和生活妆造，1995年毛戈平凭借在爆款电视剧《武则天》作妆造师实现第一次出圈，剧中为主演刘晓庆刻画了从16至82岁一生的妆容，此后毛戈平先后为四十多部影视剧进行妆造设计，毛戈平中年变少女的化妆水准，可以直接成为消费者选择的理由。

(2) 官方合作：毛戈平在2008年北京奥运会期间担任了开闭幕式的化妆造型设计，为10000余名演员提供了妆造支持，获得了时任国际奥委会主席雅克·罗格的高度赞扬；2009年又带领培训学校的师生为60周年国家阅兵式的女兵化妆。

(3) 网络出圈：毛戈平近年在网络出圈主要有两次，2016年1月毛戈平为一位女模特化妆的54分钟视频被网友放到网上，当时B站全站排行榜最高排到第1名，截至2025年1月20日视频总播放量已达257万；2019年8月20日，毛戈平为博主深夜徐老师的改妆视频最高登上微博热搜榜第3，引发网友对毛戈平化妆技术的考古，其化妆技术更是被消费者称之为“亚洲邪术”，其在互联网上成功营造出的消费氛围，为线上放量做好了铺垫。

图31：公司及毛戈平本人历史上荣获多个荣誉奖项（不完全统计）

序号	时间	所获奖项	序号	时间	所获奖项
1	1988年	获上海文化局上海“百爱神”专业化妆一等奖	16	2016年	第十一届“中国影视化妆金像奖”
2	1990年	获国家广播电视总局国家“飞天奖”最佳美术奖	17	2016年	中国健康美容行业信誉联盟颁发的“亚洲彩妆大师”
3	1998年	获“中国电影电视技术学会第二届化妆金像奖”	18	2016年	2015全球华人影响力盛典暨峰会“美妆艺术特别贡献奖”
4	2000年	获国家文化部文化艺术人才中心“中国十大青年时尚化妆师”	19	2016年	“亚洲美”(韩国)颁奖盛典“海外艺术家大奖”
5	2000年	获中国美发美容协会“中国美容化妆专家”称号	20	2017年	第三届国际健康美业形象设计大赛“中国美妆工匠楷模”称号
6	2005年	获中国美发美容协会“中国著名造型大师”	21	2018年	当选“中国改革开放40周年全球华人年度影响力人物”
7	2005年	获CCTV“影响中国造型界十大人物之一”	22	2019年	中国美业技术推动杰出人物奖
8	2006年	获“首届中国美容化妆品(化妆造型)特别贡献奖”	23	2020年	杭州市人民政府“杭州工匠”称号
9	2007年	获国际美容化妆师全能赛“影响中国美业发展的十大传奇人物”	24	2021年	2021新商业年度人物
10	2008年	获中国影视技术学会化妆委员会“2008北京奥运特别贡献奖”	25	2021年	“故宫系列”第四季礼盒获美国缪斯设计铂金奖
11	2008年	任北京奥运会开、闭幕式化妆造型设计师	26	2021年	被杭州市商务局聘请为“杭州市时尚消费推广大使”
12	2008年	任北京奥运会国际奥委会主席罗格先生化妆造型师	27	2021年	获国色天香·宋韵雅集臻品礼盒荣获“缪斯设计奖铂金奖”
13	2010年	获日本彩妆联盟“日本亚洲化妆联盟的表彰奖”	28	2022年	第十八届杭州市优秀企业家
14	2011年	互联网美容大奖“终身成就奖”	29	2022年	2021-2022年度“杭州市重点文化企业”
15	2014年	上海国际服装文化节“中国时尚20年功勋人物奖”	30	2024年	“2024金字招牌最佳实践典范——品牌创新典范”

资料来源：公司官网、公司招股书、开源证券研究所

图32：毛戈平的妆造视频屡次在网上走红

2016年：B站上爆火的毛戈平20年前的化妆视频，播放量过250w

毛戈平中国顶尖化妆师：超适合中国人的妆容，娇媚神态！人肉雾化器！ A
 全站排行榜最高第1名 | 256.97万 | 3.6万 | 2016-01-09 10:40:12



1人正在看, 已获赞 12000 条评论 | 已关闭弹幕 | 发送
 2.6万 | 8344 | 11.0万 | 1.7万

2019年：毛戈平为博主徐老师进行换头式改妆，全网掀起热度

毛戈平亲手帮我改妆？大妈变少女，整容级化妆术！
 全站排行榜最高第3名 | 192.2万 | 9161 | 2019-08-19 20:52:01 | 未经授权请勿转载，禁止转载



1人正在看, 已获赞 2000 条评论 | 已关闭弹幕 | 发送
 7.3万 | 3.2万 | 4.8万 | 2.7万

资料来源：bilibili、开源证券研究所

从“光影妆容”到“女性力量”，毛戈平是一个“传递美、价值高、创造爱”的品牌。毛戈平秉承“美至极致，无所畏惧”的品牌理念，致力于研究美、探索美，为广泛的女性客群提供全新的变美之路。毛戈平吸取中国传统水墨、西方素描等艺术领域的灵感，通过对东方面孔细节的深入研究，从上千种光影里找到属于东方面孔的修容色，从而构建“完美底妆”，其妆容理念也为产品开发的逻辑打下了根基。毛戈平品牌的核心产品为光影塑颜高光粉膏、奢华鱼子无暇气垫粉底液等，强调骨相修饰、塑造面部轮廓并达成流畅的面部表达。在面部妆容刻画之外，毛戈平品牌向消费者传递了“多元女性多角色塑造”的观念，其多维度的品牌形象不仅满足了消费者对高品质生活的追求，也激发了他们对自我价值和追求美的探索，使毛戈平成为一个“传递美、价值高、创造爱”的品牌。

图33：毛戈平秉承“美至极致，无所畏惧”的品牌理念

美至极致，无所畏惧

毛戈平先生常说，要把有限的精力和时间聚焦在一件事情上。对于他来说，这件事就是追求与探索极致之美。为了更多女性体验全新的极致之美，品牌一直致力于研究美，探索美，不断地自我挑战在美的路上。在人生的路上，MAOGEPING将陪伴所有女性，以最美的姿态迎接这个世界的挑战。



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图34：毛戈平传递的美是一种“和谐、悦己”的美



资料来源：微博

毛戈平品牌强调专业 IP 和品牌形象的刻画，成为“东方美学的载体”。毛戈平本质其实是“东方美学的载体”，通过文化输出和价值输出的模式让东方美学的载体更加有力而鲜活，从而真正为品牌赋能。例如毛戈平的美承东方项目就是其探索非遗工艺的当代转化过程，通过推出中秋非遗纪录片，讲述了大漆螺钿古今相见的故事，展现了对传统文化的致敬与东方美学的现代演绎，也更加凸显毛戈平是一个具备“艺术性”的品牌。

图35：毛戈平品牌向用户传递故事感和价值感

“模仿他人很容易，但建立自己的风格更有趣”

不被定义的新娘 陈薇
今年是品牌陪伴她的第2年
城市：河南郑州
经常光顾的柜台：郑州正弘汇购物中心
她的MA：司慧珍
谁人不爱美？以前的我虽然一直在摸索，但回想起来其实是在跟风。模板化的滤镜、网红明星妆容、爆款美妆产品，一个个尝试下来，反而觉得好像没有了自己的特点，越来越不像自己了。直到接触毛戈平后，跟着MA向慧珍的教学，我学会了用光影更针对性、更贴合脸型。护肤品也不再盲入，而是选择MA根据我个人肤质专门搭配的产品。坚持使用下来，我发现自己肤质明显变好了，个人气质也越来越鲜明。我再也不用模仿别人，而是拥有了属于自己的风格。到现在我都不觉得遗憾，在我人生中最重要日子之一——我的婚礼上，我用毛戈平的产品打造了令我难忘的婚礼妆容。那天的我真的觉得，我就是最美的女孩，闪闪发光。我们向AI讲述了陈薇的故事，在AI眼里，这是一位美丽发光的新娘。

MAOGEPING BEAUTY

“作为14年毛戈平会员，我是朋友圈里的画眉大师”

画眉大师 陈花平
今年是品牌陪伴她的第14年
城市：江西南昌
经常光顾的柜台：南昌百盛B馆
她的MA：黄庆
我觉得我本质上是一个爱美的人，我自己也很享受。记得年轻的时候，我就常常觉得电视剧里的女主角都很好看。当时真的向往，就一直想学习化妆。真的尝试自学了之后发现，总是理论知识了，自己一动手化妆就不行了，特别是画眉，对我来说实在太难了！后来大概是2009年，我接触到毛戈平。当时商场柜台的MA黄庆教了我一些化妆技巧。她教得很细致，细到画眉这个步骤，都用了很多时间耐心地给我讲解。从那时起我感觉自己终于找到了方法。我现在画眉可厉害了！一开始我是反复给自己画，越来越熟练后，我就开始尝试帮我的姐妹们画，针对不同的人，给她们设计不一样的眉型。到现在，我的好多姐妹都还经常来找我画眉毛，有时候还会叫我画眉大师呢。我们向AI讲述了陈花平的故事，AI看了她的努力，并为我们呈现了她默默练习的晨光时刻。

MAOGEPING BEAUTY

资料来源：微博

图36：毛戈平更是一个具有“艺术性”的品牌



资料来源：小红书

3.2、美学设计：立足光影美学理念，打造符合东方人的美妆产品矩阵

毛戈平融合“光影美学”和“东方美学”，展现东方极致之美。毛戈平在多年化妆经验的基础上，浓缩中国传统文化的美学理念，做出符合潮流+国韵+现代所需要的东方美妆产品。品牌的美学设计理念参考中国传统水墨画与西方素描等艺术形式，形成独到的东方美学体系与光影化妆技术。毛戈平强调三庭五眼，通过对明暗修饰和对冷暖色彩的巧妙运用创造出具有视觉冲击的妆容，他不靠把脸涂成一张白纸再修饰来爆改，而是贴合每个人的骨相来打阴影，达到“换一颗头”的妆容效果。

图37：毛戈平融合东方美学元素展示东方之美



资料来源：公司官网

图38：贴合每个人骨相达成“换一颗头”的妆容效果



资料来源：微博

公司生产模式以代工为主，多与全球顶级供应商合作。公司主要选择 ODM/OEM 供应商来负责产品生产，在此基础上保留对产品属性、功效和美学表现的决定权。公司深度绑定全球优质供应商，与第一大供应商莹特丽合作 16 年，具体合作方式包括委外加工、外协定制和外购。委外加工模式下，产品及包装原料采购由公司负责，ODM/OEM 供应商进行成品生产和包装；外协定制模式下，公司仅负责包装材料采购，供应商则根据要求进行产品原料采购、生产与包装；外购模式下，毛戈平直接向供应商购买成品，主要是化妆刷及其他化妆辅助用品。此外，2023 年 4 月毛戈平美妆研发工厂在杭州奠基开工，预计 2026 年投入运营，年设计产能 1540 万件，未来还将在杭州及海外建设研发中心，不断增强产品竞争力。

图39：公司与供应商合作模式包括三类

期限	公司与ODM/OEM供应商的协议期限通常为3年
委托加工模式	产品及包装原料采购由公司负责，ODM/OEM供应商进行成品生产和包装
外协定制	公司仅负责包装材料采购，供应商则根据要求进行产品原料采购、生产与包装
外购模式	毛戈平直接向供应商购买成品，主要是化妆刷及其他化妆辅助用品
协议延期	协议延期的请求必须在期限满30天以内以书面形式向另一方提出

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图40：毛戈平美妆研发中心在杭州奠基开工



资料来源：搜狐新闻

经典产品：立足“光影美学”理念，打造符合东方人的彩妆/护肤全系列矩阵。公司两大品牌覆盖彩妆和护肤全品类产品，截至 2024H1 合计包含 387 个 SKU，平均每年升级 75 款，产品客单价逐年提升。**(1) 彩妆：**毛戈平品牌的彩妆品类锚定底妆赛道，结合东方人肤质与审美偏好打造大单品，以高光膏、鱼子气垫、无痕粉膏等形成底妆系列产品，截至 2024H1 彩妆 SKU 达 337 个。**(2) 护肤：**护肤系列与彩妆形成协同，涵盖面膜、面霜、精华、眼部护理等品类，主打抗衰，做好妆前保湿和打底创造更好的肌肤状态，截至 2024H1 护肤 SKU 达 50 个。

图41：毛戈平立足“光影美学”理念，打造彩妆全系列产品矩阵



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图42: 毛戈平立足“服务妆效”理念, 打造护肤全系列产品的矩阵



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

联名产品: 多维跨界合作, 将品牌宣发提升到文化传播维度。2019年毛戈平成为唯一与故宫文创签署长期深度合作的美妆品牌, 以紫禁红墙为灵感来源推出“气蕴东方”系列, 通过精美的工艺设计提升产品单价及收藏价值, 该系列已迭代至第五季, 逐渐发展为现象级文创IP。此外, 2023年毛戈平成为“国家队官方美妆服务供应商”, 陆续与TEAM CHINA跨界打造“火花润耀”系列和“盛彩之光”系列美妆新品, 运动员对美妆产品在稳定防脱妆等方面要求更高, 该合作也为毛戈平产品的稳定性、安全性和持久性做了强背书。我们认为, 毛戈平多次与国家IP及赛事活动跨界合作, 彰显了其品牌价值受到官方高度认可, 品牌宣发也提升到了文化传播的维度。

图43: 毛戈平打造故宫和国家游泳队联名系列产品



资料来源: 公司官网、公司招股书、开源证券研究所

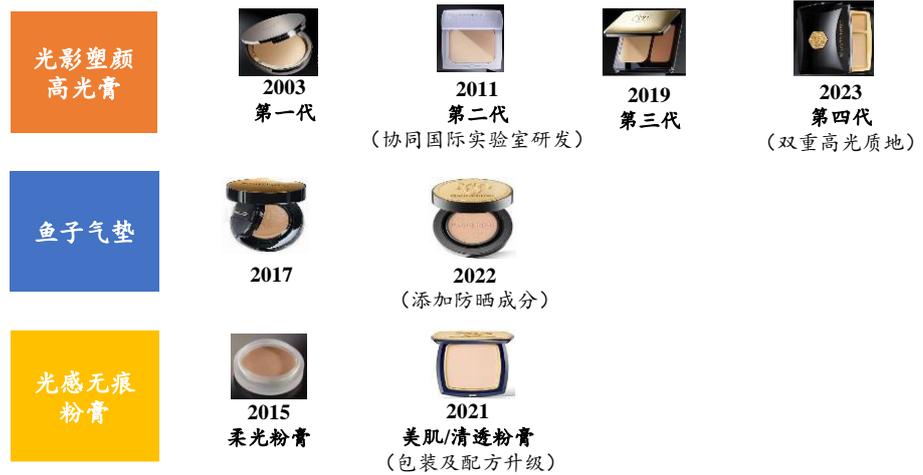
图44: 联名款价格略高于经典款式

“气蕴东方”产品	价格(元)	常规款产品	对比价(元)
第五季御猫嬉戏多用眼影盘	420	塑形晶彩眼影	220
第五季盈眸楚楚纤密睫毛膏	290	塑形纤密睫毛膏	210
第五季花影雅饰魅彩唇膏	280	魅色凝润唇膏	260
第四季翰墨赋竹倾颜双色高光盘	680	光影塑颜双质高光盘	480
第四季琉光墨韵荷颜化妆刷	1380	散粉刷P21	520

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

彩妆：以底妆为核心，产品持续升级提升用户体验。彩妆的核心大单品包括光影高光膏、鱼子气垫、高光粉膏。毛戈平 2003 年推出首个核心单品光影塑颜高光膏，为“光影美学”的第一代产物，迅速成为品牌明星单品；2015-2017 年推出柔光粉膏及鱼子气垫，2014-2023 年陆续对高光粉膏进行迭代，升级配方质地、补齐色号矩阵、新增哑光质地等；2021 年在滋润款配方中新增养肤成分，升级为美肌/清透粉膏；2022 年在鱼子气垫中新增防晒成分。根据久谦数据，2024 年无痕粉膏/鱼子气垫/凝颜粉饼在天猫+抖音+京东三大渠道合计分别实现销售额 4.65/1.66/1.40 亿元，在品牌彩妆类目中占据核心份额。

图45：彩妆大单品经历几次更新换代



资料来源：毛戈平 MGP 公众号、毛戈平天猫官旗、开源证券研究所

彩妆：利用光影重塑面部结构，打造符合亚洲人的立体妆容。相较于欧洲人的脸型，亚洲人的脸型相较扁平、面部结构较散，国货美妆品牌更能精准把握需求。毛戈平美妆深入研究东方面孔细节，研发更贴合东方面孔的彩妆产品。以光影塑颜高光粉膏产品为例：颜色方面选取亮白色为主基调，更匹配亚洲女性肤色和对白皙皮肤的审美追求；质地方面选用小分子膏体，并结合哑光与细闪质地，“双重质地”能够有效提升面部轮廓，精致点缀鼻尖、眉弓与下巴等部位，实现自然立体妆容的塑造。

图46：毛戈平品牌贴合亚洲人面部特征打造产品



资料来源：小红书

图47：毛戈平产品贴合亚洲人轮廓打造特殊膏体质地



资料来源：毛戈平天猫官旗

彩妆：拓展色彩类和香水新品类，打开新增长曲线。毛戈平于2024年9月推出羽雾空气哑光唇釉，创新“空气仓”科技，打造契合亚洲人肤色与审美的7种色号，上新三个月实现销售额超1000万元。此外，2024年8月毛戈平在纪实类节目《香迹》中透露，为庆祝中法建交60周年，创作了三款香水，融入了檀香、广藿香等东方香气元素，近期已在线下推出。香水赛道行业集中度高、渗透率低、国货布局少，毛戈平过去积累了众多高价值用户心智且线下柜台露出较多，护肤类、口红等均有过打造成功的案例，推新成功率较高，香水系列有望成为其开拓新增长曲线。

图48：毛戈平于2024年9月推出轻盈“空气仓”唇釉



资料来源：毛戈平 MGP 公众号、小红书

图49：毛戈平品牌2025年推出三款香水新品



红瓶：《国色牡丹》

- 前调：红苹果，清新，活泼，很惊艳
 - 中调：明润牡丹，馥郁玫瑰等花香，比较柔和
 - 后调：胭红鹿绒，温柔，娇俏
- 整体风格优雅浪漫，适合追求精致生活、具有浪漫情怀，喜爱展现女性柔美气质的成熟女性。



粉瓶：《挚爱玫瑰》

- 前调有柠檬、桃香，给人清新自然的感觉
 - 中调是玫瑰与茉莉等花香交织，优雅气质
 - 后调融合了麝香与清冽木香，增添了一丝沉稳
- 总结：适合气质温柔情感细腻，内心充满爱意与浪漫的年轻女性，整体比较甜。



蓝瓶：《香廷鸢尾》

- 前调包含柑橘清新香气，清爽之感
 - 中调以蓝调鸢尾花为主，高贵典雅
 - 后调搭配辛香藏红花与暖意乳香，使香味更醇
- 总结：香味独特，层次丰富，适合追求个性与品味，内心自信，优雅且富有艺术气质的女性。

资料来源：小红书、开源证券研究所

护肤：把握“服务妆效”定位，实现彩妆开始的自然过渡与有效连带。毛戈平护肤产品遵循“服务妆效”的开发思路，即良好的肌肤状态是保证上妆服帖有效的前提，通过关联性功效逻辑，构建了由“精华-面膜-黑霜-妆前-气垫”的焕肤套组，进而实现了由彩妆向护肤品类的自然过渡。截至 2024H1 毛戈平护肤线 SKU 总计 50 个，少而精，基本实现了护肤流程的全覆盖。近年品牌护肤系列增速较快，护肤产品单价更高拉升了整体客单与盈利水平。此外，品牌凭借专柜的优质服务与专业性的建议，叠加专柜消费能够赠送小样、积分抵扣和体验次数，促成了品牌整体较高的连带率。

图50：把握“妆效协同”概念构建“王牌焕肤套组”



资料来源：毛戈平天猫官旗

图51：打造“彩妆 CP 系列提升自然连带”



资料来源：毛戈平天猫官旗

护肤：鱼子面膜和黑霜为核心单品，原料高端且具备稀缺性。品牌护肤条线主要分为黑金系列、奢华至臻系列、奢华鱼子系列、净悦系列等，核心单品包括鱼子面膜和黑霜，分别针对紧急焕肤和日常修护抗衰功效。从销售情况看，2023 年鱼子面膜销售近 6.32 亿元（占护肤近 55%，占总营收近 22%），2024H1 鱼子面膜销售超 4.5 亿元（占护肤近 55%，占总营收近 23%），产品集中度提升；2023 年黑霜近 3 亿元（占护肤的近 25%），预计鱼子面膜和黑霜 2024 年销售额有望分别超 9 亿元和 5 亿元。以鱼子面膜产品为例，其融合了珍贵的鲟鱼子酱与人参活性精粹，而鱼子酱本身是在沙俄时代是专供皇族享用的珍品，后随着科技发展得到了更多应用，1987 年莱珀妮品牌推出鱼子精华系列开创了将奢华食材用于护肤的先河，目前莱珀妮鱼子精华琼贵面霜价格达 4980 元/50ml，毛戈平鱼子面膜 780 元/65g 则相对具备性价比。

图52：毛戈平护肤大单品包括“鱼子面膜”和“黑霜”

<p>鱼子面膜 780元/65g 涂抹面膜热销榜TOP1</p>  <p>成分：珍稀人参精粹、西伯利亚鲟鱼籽、酵母精华 卖点：层层臻养、卓效焕颜 销售：2023年销售近6.32亿元，2024H1销售超4.5亿元</p>	<p>黑霜 680元/50g 天猫晚霜热销榜TOP3</p>  <p>成分：神经酰胺NP、山茶花、马齿苋 卖点：日夜修护、妆前薄涂、SPA厚敷 销售：2023年销售近3亿元</p>
--	--

资料来源：毛戈平天猫官旗、公司招股书、开源证券研究所

图53：鱼子酱原料具备稀缺性，毛戈平产品性价比高

	<p>莱珀妮鱼子精华琼贵面霜（4980元/50ml）</p> <p>特色成分 鱼子精华、鱼子微养分精粹、专研焕活复合精粹</p> <p>功效 紧致弹提升、奢养弹润</p> <p>卖点 夜间修护补水、贵妇面膜、独特的鱼子酱提取技术、可循环玻璃材质</p>
	<p>毛戈平鱼子面膜（780元/65g）</p> <p>特色成分 西伯利亚鲟鱼籽、珍稀人参精粹、酵母精华、活性植物提取物</p> <p>功效 紧致饱满、维稳焕亮、细腻抚纹</p> <p>销售 涂抹面膜热销榜TOP1</p> <p>卖点 密集修护类面膜、改善肌肤亚健康</p>

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.3、高端渠道：深耕线下高端百货渠道，绑定核心优质会员资产

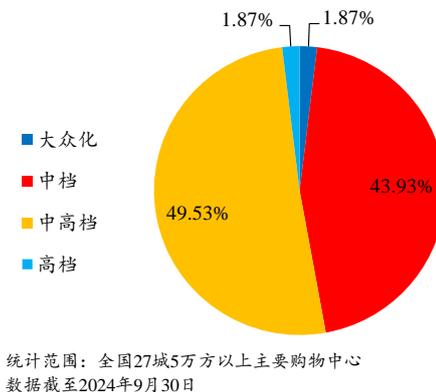
开店发家史遵循“农村包围城市”的策略，当前专柜布局较广、亏损专柜较少。毛戈平开店其实是遵循“农村包围城市”的策略，避开了与国际大牌的直接竞争并填补国际品牌在二三线城市的空缺。因此门店率先布局的是此类更低级线但具备一定消费能力的城市，后续再利用已积累的品牌知名度与商业地产的红利打入一线城市百货及购物中心。2003年毛戈平成为国内首个进驻高端百货的国货美妆品牌，目前专柜主要分布在中高档百货及购物中心，如港汇恒隆广场、银泰、百盛、金鹰、王府井、伊藤洋华堂等。后续伴随品牌形象塑造和消费者心智占领，毛戈平有望在更高端商场进行拓店，实现渠道结构性布局升级。

图54：毛戈平专柜数量逐年递增，2024H1已近400家

店铺单店数量	2021	2022	2023	2024H1
总专柜数量	331	367	384	402
自营专柜数量	308	340	357	372
YOY	22%	10%	5%	4%
新开	66	46	36	24
撤柜	14	14	19	9
净开	52	32	17	15
经销专柜数量	23	27	27	30
新开	5	4	3	4
经销转自营	3	0	0	0
撤柜	0	0	3	1
净开	2	4	0	3

数据来源：公司招股书、公司招股书

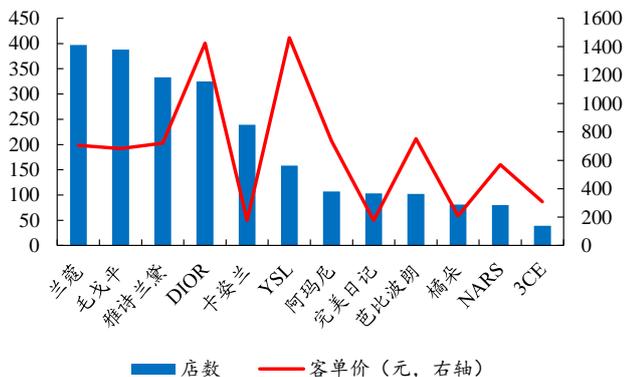
图55：毛戈平专柜主要分布在中高档百货及购物中心



数据来源：赢商大数据、开源证券研究所

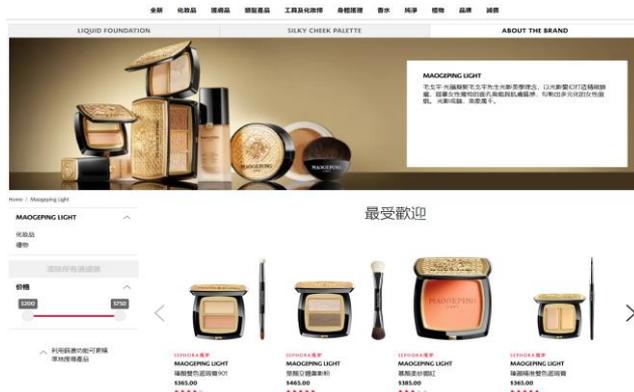
毛戈平专柜数量位于行业第一梯队，开店势头持续向上。(1) 专柜数量：线下直销大部分通过自营专柜销售，截至2024H1公司在120余个城市中设有372个自营专柜，专柜数量逐年递增，在国内市场所有美妆品牌中排名第2，其中以租赁和联营方式分别经营59个和313个专柜。经销专柜共30个，由经销商承担专柜经营责任和费用，并由公司提供专业团队和美妆顾问。(2) 同业对比：根据久谦数据，海外品牌在国内开店数量集中在100-200家，甚至部分品牌近年有所收缩，可以大致比较出毛戈平的门店覆盖广且开店势头持续向上，线下客单价也在行业靠前。(3) 开店规划：公司计划每年国内百货新开约30个专柜，海外市场每年新设2-4个专柜，新开专柜盈亏平衡期约为一年。此外，公司计划每年对70-100个现有专柜进行升级翻新，3-5年在国内开设三个旗舰品牌门店。

图56：毛戈平专柜数量和线下客单价均在同业靠前



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

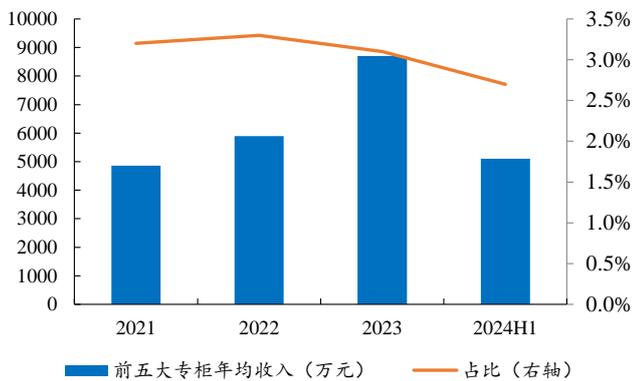
图57：毛戈平已进驻香港丝芙兰专柜



资料来源：丝芙兰香港官网

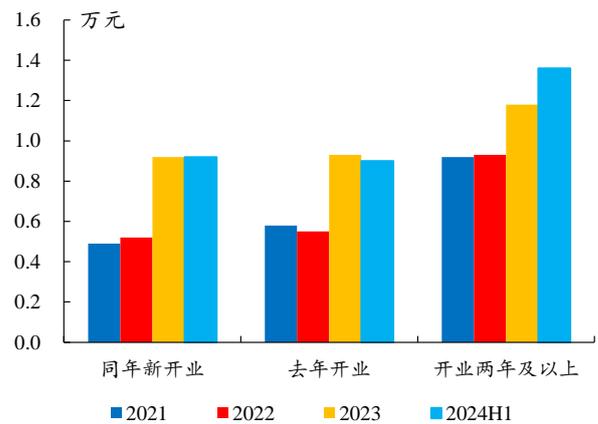
毛戈平百货直营专柜数量逐年扩大，线下经销相对稳定。(1)单店收入：我们根据招股书数据，2021-2024年公司专柜平均收入分别约为288/292/396/464万元（2024年为测算数据），其中测算得开业2年以上的单个专柜2024年平均营收约496万元，开业长期稳定的专柜收入更高。(2)亏损专柜：2020-2022年亏损专柜占当期专柜数量比例分别为4.38%/4.95%/4.35%，均在5%以内，亏损数量较少，亏损原因主要是经营时间短、受疫情影响等。(3)增长比较：2021-2024H1公司前五大专柜收入分别约为4860/5900/8700/5100万元，头部专柜收入也在逐年提升，预估单个头部门店年收入约为2000万元左右，而普通专柜的体量目前仍在百万级。我们认为，公司依托线下强服务体验优势，未来线下渠道增长将主要来源于同店的提升。

图58：2023年前五大专柜年均收入在8700万元左右



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图59：单个专柜日均收入逐年提升



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

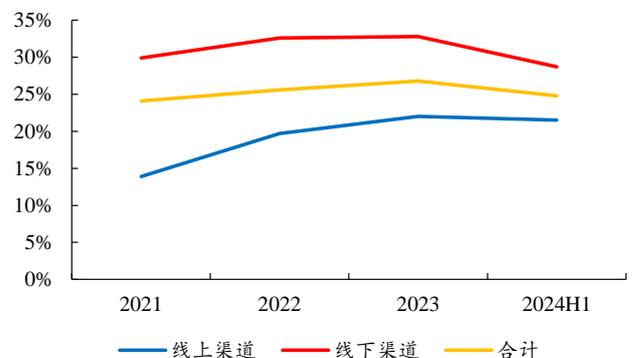
深耕线下高端百货渠道，绑定核心优质会员资产。(1)从会员数量看，2021-2024H1毛戈平线上/线下总注册会员数分别为400/630/1030/1240万人，其中2024H1线下渠道拥有超过420万注册会员（较2023年底的300万增长40%）。(2)从消费粘性看，2024H1会员复购率达到28.7%，远高于行业水平，其中消费金额达1800元以上的会员复购率均超过80%。(3)从消费金额来看，高等级会员（白金风尚会员、至尊风尚会员）收入占比逐年上升，各等级会员人均消费均保持在合理较高水平，品牌与会员粘性日益增强。此外，叠加线下专柜服务的推荐体验，线下购买能够多赠送小样、积分抵扣和体验次数，品牌整体连带率及复购率较高。

图60：高等级会员贡献占比较大

类别	年消费人数	销售收入 (亿元)	人均贡献 (元)	占比
美妆会员	381,352	1.65	433	19.65%
风尚会员	124,387	2.13	1712	25.36%
白金风尚会员	48,878	1.8	3683	21.44%
至尊风尚会员	36,315	2.76	7600	32.92%
非会员	17,762	0.05	281	0.63%
合计	608,694	8.39	1378	100.00%
微信商城	5,586	0.02	358	-

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图61：品牌复购率维持在较高水平



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

注：2024H1复购率下滑系产品使用期限延长及季节性因素

图62：毛戈平会员等级分为四类，伴随消费等级升高，福利优惠持续叠加

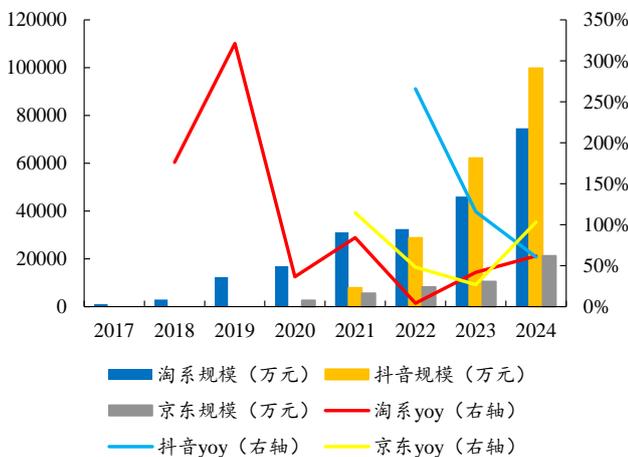
会员等级	美妆会员	风尚会员	白金会员	至尊会员
会员模式	绑定微信即可入会	12个月内专柜累计消费 ≥1800元	12个月内专柜累计消费 ≥4800元	12个月内专柜累计消费 ≥8800元
眉妆定制	√	√	√	√
妆容教学服务 (300元/次，消费每满800元增加一次)	1次 价值300元	8次 价值2400元	12次 价值3600元	24次 价值7200元
晋级礼遇	/	√	√	√
风尚币 (1风尚币抵扣1元现金)	/	√	√	√
生日月首单购物实付 金额享两倍风尚币 (奖励部分上限500风尚币)	/	√	√	√
生日定制礼	/	√	√	√
新品优先体验	/	√	√	√
一对一专属 护肤顾问	/	/	/	√

资料来源：MGP 风尚荟小程序、开源证券研究所

线上布局节奏慢而精，“线上同价+产品做精+人群渗透”。毛戈平 2018 年入驻天猫，后陆续开设京东和抖音旗舰店，布局慢于自身线下渠道开设以及花西子、彩棠等国货彩妆品牌布局速度。线上布局节奏慢是其品牌维持高端稀缺性的策略之举——通过线下渠道稳住高端调性后，伴随线上社媒陆续出圈，线上布局为品牌带来新渠道增量和新客户群体。目前线上增势强劲且并不与线下构成冲突，**(1) 线上同价**：品牌线上线下均同价格，线上仅有部分小规格产品价格略低，且李佳琦等超头拿货价格折扣力度不大；**(2) 产品做精**：线上渠道的产品是经由线下长时间充分验证过的核心单品，保证了线上运作的精细和持续；**(3) 人群渗透**：线上种草广泛吸引年轻用户，从渠道营销模式的变迁带动人群的多元化渗透。

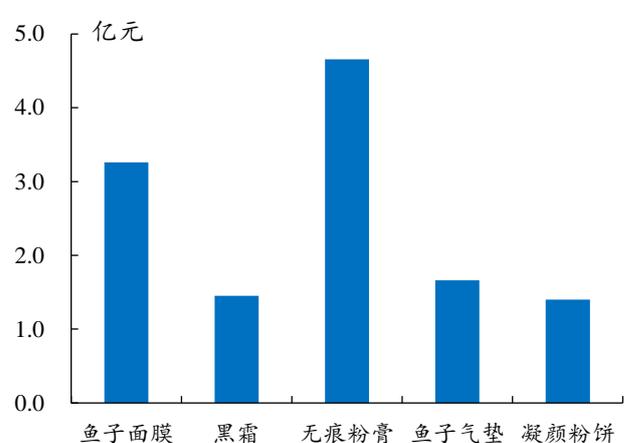
抖音渠道增势强劲，无痕粉膏和鱼子面膜表现突出。分渠道看，2024 年毛戈平在淘系、抖音、京东三大平台分别实现 7.46 亿元 (+62%)、9.98 亿元 (+60%)、2.13 亿元 (+103%)，抖音渠道凭借强内容电商属性，能够较好呈现彩妆妆前后对比效果，种草效率较高，2023 年实现了逆势反超成为品牌线上第一大渠道。分产品看，品牌护肤类目以鱼子面膜和黑霜为主，粗略计算其 2024 年分别实现 3.26/1.45 亿元；彩妆类目以无痕粉膏、鱼子气垫、凝颜粉饼等为主，粗略计算其 2024 年分别实现 4.66/1.66/1.40 亿元，线上彩妆依旧以底妆为主。

图63：毛戈平电商平台增势强劲，抖音逆势反超



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图64：毛戈平线上渠道无痕粉膏和鱼子面膜表现强势



数据来源：久谦中台、开源证券研究所（图为 2024 年 GMV）

4、五问五答：深度拆解毛戈平的稀缺性和成长性

4.1、高端美妆的“高端”属性

问题一：高端美妆到底“高端”在哪里？

对高端品牌而言，**体验和产品整体给客户的“高级感”更加重要**。消费者买高端产品，买的不是它的“实用性”和“性价比”，而是产品呈现的“高级感”与“品质感”。

(1)“故事感”：部分高端彩妆品牌创始人本身是专业彩妆师/网红/明星等，背后有独特的创始人背景和品牌故事，凭借创新的化妆理念或广泛的社媒粉丝群体，推动产品的创新和品牌高端调性。**(2)“高级感”**：大部分高端产品喜欢添加稀缺原料（黑松露/鱼子酱等），顶级原料确实能有效提升产品服帖度和使用感，这也是高端品牌的优势（大众品牌受限于成本和市场资源无法选用顶级原料），但如前所说，我们认为用户买的不是产品的“实用性”，而更多是买的品牌调性和情绪价值，这可能融合在消费的全流程中——step1 专柜柜姐 VIP 的贴心服务体验，step2 拆开融合品牌故事与文化元素的精美包装，step3 使用时的创新细节与仪式感，step4 使用后心情愉悦顺带具备一定社交属性。

除渠道结构差异外，毛戈平的品牌路径与传统大众国货美妆的路径也大不相同。毛戈平构建的是“品牌认知→大单品→产品矩阵”的消费链路，而大部分做大单品的国货品牌则以“大单品→产品矩阵→品牌认知”（大单品与套盒的路径也有所不同）的链路为主。进一步展望未来，品牌化和出海将是国货美妆的发展主旋律，毛戈平的品牌定位和调性使其具备较强的先发优势，品牌主导下的拓渠道和拓产品逻辑也会更顺。

图65：对高端品牌而言，体验和产品整体给客户的“高级感”更加重要



资料来源：各品牌官网、小红书、开源证券研究所

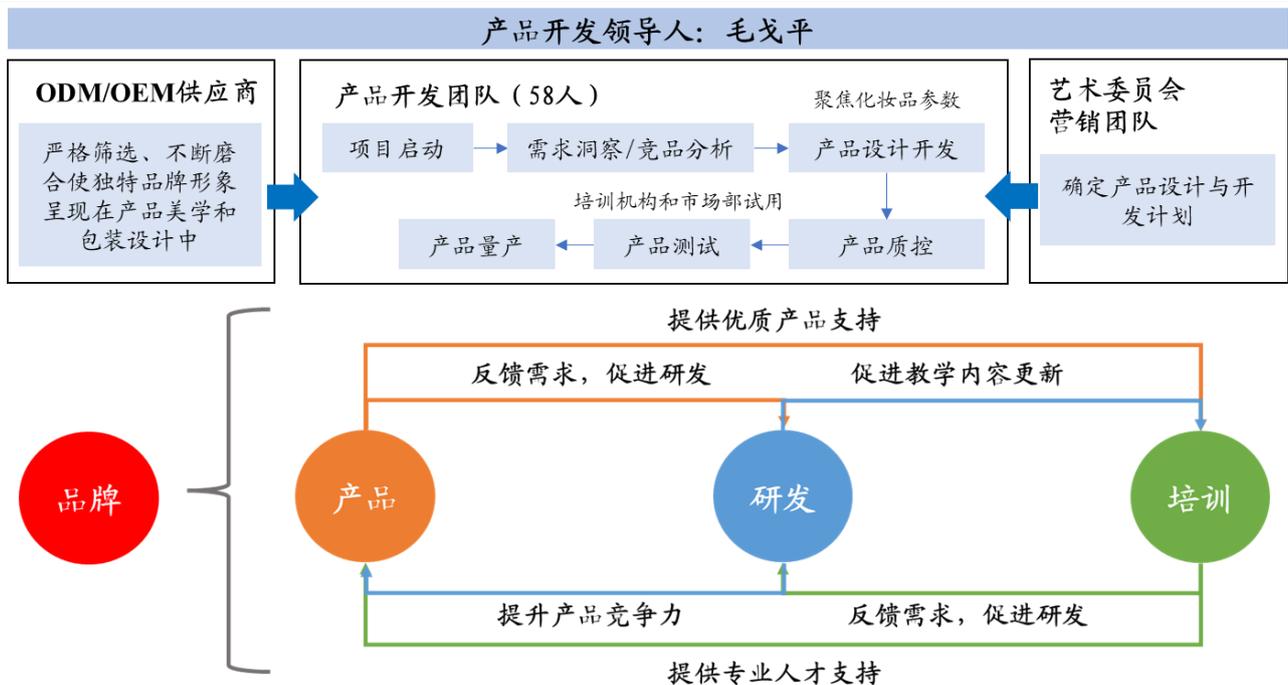
4.2、毛戈平产品的底层优势和逻辑

问题二：毛戈平产品的底层优势和开发逻辑是什么？研发投入会是短板吗？

产品底层优势：产品由毛戈平亲自领导，“不求快而求精”理念符合高端品牌调性。毛戈平产品的底层优势在于其开发工作均由专业创始人领导，毛戈平先生会负责把控线下彩妆产品的全部设计细节和资源洽谈；同时产品设计“以消费者为导向”，能够依托专柜和学校大量的实操经验和产品体验样本进行产品开发。开发时长通常长达6-8个月，部分限量版产品则为10-12个月，符合当下“慢美妆”的消费趋势——一种注重品质、可持续性和理性消费的美妆理念，与追求快速推出新产品但难以维持长期热度的传统打法不同，“慢美妆”推崇通过缓慢而精细的开发过程，以确保产品的质量、美观，以及是否准确传达出品牌的调性。

产品开发逻辑：遵循“消费者导向”，依托学校和专柜大量妆造样本开发。毛戈平特有的培训机构业务以及在线下广泛布局的专柜，在实际运营过程中会产生大量产品使用样本，能够为其产品研发提供需求趋势及使用反馈，助力产品推新美而准。

图66：公司产品由毛戈平亲自领导，遵循“消费者导向”、依托学校和专柜大量妆造样本开发



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

如何看待研发投入低的问题？我们认为公司研发和供应链并非短板。(1) 作为高端美妆品牌，毛戈平更强调品牌独特的美学设计和品牌理念，设计和品牌的表达可以依托创始人IP这一无形资产及其商业模式进行开发，这两部分本身是公司已搭建起的“基石”，其产品力并不完全依赖研发。(2) 因彩妆具备推陈出新快、产品品类丰富的特点，对产品生产的时效性要求高，成熟的代工厂可以保证产品及时的开发和迭代。对公司而言，其主要和莹特丽、科丝美诗等国际头部供应商合作，和YSL、兰蔻等国际大牌代工厂一致，保证产品质量优秀。此外，在前期公司体量不大的情况下，供应商合作的轻资产模式更为高效且灵活。(3) 从长期维度看，要做出穿越周期的品牌，产品开发模式也需要迭代并内化为自有禀赋，故公司计划用募集资金的10%和9%投入生产和研发体系的建设，依托搭建研发团队和自有工厂实现产品美学理念的传承、迭代与裂变。

4.3、线下“体验式”服务的优势

问题三：如何理解线下“体验式”服务奠定了毛戈平品牌的核心卖点？

前文提到毛戈平会员覆盖广泛且粘性高，主要源于其线下打造的优质服务构建护城河。毛戈平坚持认为：“品牌独有的光影美学理念、卓越的产品品质、专业的化妆技巧，必须通过切身体验的方式传递给消费者，让消费者真正感受到产品的品质后再进行消费。”也因此奠定了**品牌的核心卖点：依托线下专柜为消费者打造专属、极致的服务体验**。具体来看，品牌服务体验“优”在5个方面：

(1) “毛戈平出品”的试妆服务：在毛戈平小程序注册会员即可赠送一次免费化妆/护理体验，随着会员升级可获得更多体验次数，可提供各类风格妆容打造；**(2) 专柜人员配备齐全：**截至 2024H1 毛戈平在线下专柜共配备 2700 余名美妆顾问，建立了国内最大的专柜服务体系，平均每个专柜配有约 7 名顾问；**(3) 专柜人员专业且态度优：**专柜销售人员均接受过统一培训，部分是毛戈平教育培训学校出身，精通毛戈平产品使用手法且化妆技术专业；同时我们拆解销售费用里员工福利开支占比高于行业平均，推断得销售人员薪资待遇较高，也为其优质服务态度背书。**(4) 专柜设计精美高档：**专柜装横由品牌形象设计中心负责，彰显品牌高端时尚定位与东方美学的视觉盛宴，专柜均设有专门的化妆台。**(5) 全渠道同价：**品牌严控价格，线上线下同价的情况下，消费者反而乐于线下购买。我们认为，毛戈平通过打造“重体验、强服务、高客单”的线下专柜，绑定了深厚的高净值核心会员资产，构筑了其较国货（线下直营店布局少）和国际大牌（强营销且成本高）的差异化优势。

品牌高复购率的背后也与线下服务紧密关联：一方面线下专柜为消费者在好产品之外还提供了情绪价值，使得线下复购率明显高于线上渠道；另一方面，公司活动多且生动，包括为消费者提供一对一试装、半脸对比，以及打造各类美妆秀和化妆大赛，提升消费者的品牌体验与参与感，有助于进一步强化消费者粘性。

图67：品牌的核心卖点在于：依托线下专柜为消费者打造专属、极致的服务体验



资料来源：小红书、开源证券研究所

国际美妆品牌撤柜潮所带来的两点变化和机会。作为对比，2024 年以来国际美妆品牌在国内大量撤店，如兰芝、高丝、资生堂等品牌在中国持续收缩。国际品牌退中国市场潮的背后，一方面意味着消费者对美妆的偏好发生改变，不再一味追求国际品牌，而会更理性挑选适合自己的产品；另一方面国际品牌大量撤出，为国货品牌入驻线下空出了位置。我们认为，国际美妆“撤柜”，国货美妆“补位”，线下渠道格局或迎来转机，毛戈平作为线下覆盖最广的国货美妆品牌有望优先受益。

4.4、毛戈平品牌的稀缺性

问题四：毛戈平的稀缺性在哪里？

我们从高端 VS. 大众、彩妆 VS. 护肤、线上 VS. 线下三个维度剖析其稀缺性。

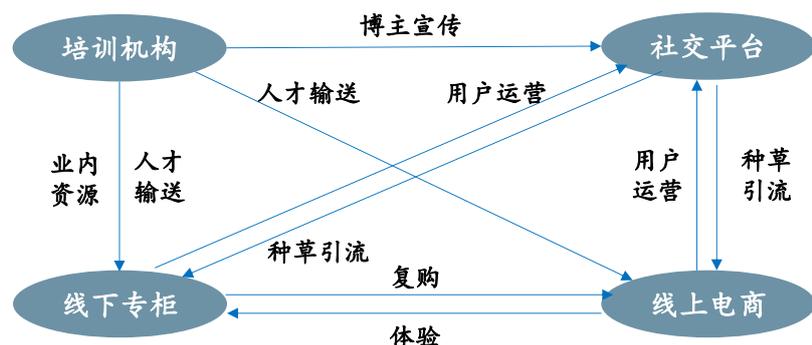
(1) 高端定位：YSL、迪奥品牌历史悠久且影响力深远，国内彩妆头部份额长期被高端国际品牌占据，反观平价彩妆壁垒较低，国货彩妆主要走大众路线（如完美日记、橘朵等）。高端美妆市场增速高于大众美妆市场，同时具备格局更稳、头部品牌加速集中的特征。毛戈平以其独特的光影美学定位和专业创始人为基础，品牌更是“东方美学的载体”，为彩妆行业中少有能立住高端美学定位的国货品牌。

(2) 彩妆基因：总结前述结论，首先彩妆具备“功能+情感+潮流”的属性，那么具备专业属性、品牌故事的高端品牌更能和消费者产生情感链接；此外，底妆品类具备高客单/高壁垒/强粘性的属性，品类易守难攻，生意模式更优，毛戈平彩妆理念以强调“光影美学”、刻画“骨相美”为主，面部底妆是妆容最重要的一步，目前底妆销售在彩妆收入中占绝大部分。

(3) 线下壁垒：毛戈平深耕线下专柜，专柜数量和盈利势头强于国际美妆品牌，成为“品质”与“豪门”的代表。品牌服务优势构筑线下护城河，由低门槛获赠体验次数、高待遇柜姐的优质服务，叠加“毛戈平出品”的试妆效果作为背书，积累了庞大且高复购&高连带的高端会员资产。

毛戈平构建了“纵横相通”的独特商业模式。公司创始之初以线下为基本盘，一方面符合高端品牌认知，另一方面符合美学彩妆的体验式营销属性；2018年开辟天猫业务，联合美垂达人打造妆容对比视频，赋能线上流量；创始人业内美誉度高，也天然具备线上带货能力。此外，公司创立毛戈平化妆艺术培训学校，学员构成多元化且具备较强的资源禀赋，包括博主（线上自发安利毛戈平学校培训成果）、彩妆师（美妆业内资源）、柜哥柜姐（部分学员进入专柜成为美妆顾问）等，公司“线上线下协同+培训机构赋能”的商业模式在业内非常稀缺。

图68：毛戈平构建了“纵横相通”的独特商业模式



资料来源：开源证券研究所

独特商业模式所带来的资源禀赋，也为其出圈和获客打开了想象空间。毛戈平强个人IP天然具备很强的带货能力，个人自媒体圈粉百万甚至粉丝数高于品牌，圈内彩妆师、网红博主、学校培训学员会自发在网上推荐毛戈平的产品和服务，为品牌增添“自来水”，部分柜哥柜姐也开设了自媒体账号做线下引流等等。品牌看似最强王者是“创始人IP”，实则是其构建的商业闭环下的美业资源禀赋，“创始人IP+KOL+专业人士+博主+学员+网红销售”的一套组合拳为其出圈引流赋能。

4.5、从β和α维度，探讨毛戈平的成长性

问题五：毛戈平未来成长性源于哪里？

国内需要自己的高端美妆品牌，毛戈平较高端国际品牌体量尚小。复盘日韩彩妆发展史，其彩妆市场早期也主要为国际品牌占据，后本土品牌不断蚕食国际品牌份额；而我国目前尚处在彩妆市场快速扩大和品牌本土化的初级阶段，已初步具备日韩市场的特征，近年国货美妆崛起和东方美学文化盛行趋势也为国货彩妆带来机遇。毛戈平相较海外品牌具备传统文化的艺术载体、产品质价比高等优势，有望引领本土品牌打破国际品牌在高端领域的垄断，实现市场份额提升。

“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间。(1) 品类拓展：彩妆业务聚焦易守难攻的底妆系列，色彩类易于拓展，近期布局香水类有望进一步打开彩妆业务天花板；护肤业务体量尚小，大单品鱼子面膜产品力强、集中度高，势能持续提升。(2) 线下拓展：从门店数量看，截至2024H1品牌线下门店近400家，而2023年全国百货和购物中心合计万家左右，剔除部分开店潜力较低且无法合作的门店，则仍有较大门店覆盖潜力；从单店收入看，2023年专柜年均收入约为400万元，而前五大专柜收入达8700万元，预估单个头部门店年均收入体量在2000万元左右，则单店平均收入较头部门店仍有较大提升空间。(3) 线上拓展：线上渠道货品SKU较少，均是线下跑通后的大单品，后续将有更多产品向线上逐渐拓展渗透。(4) 客群延伸：品牌过去用户以线下为主，多为“成熟贵妇”，线上消费者整体年龄更年轻，伴随线上种草力度加大以及色彩类彩妆的拓展（色彩类用户年轻化明显），将为品牌吸引更多线上年轻粉丝，叠加线下增值服务持续绑定新客群。

图69：毛戈平较高端国际品牌体量尚小，“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间

行业有β：彩妆规模提升+品牌本土化加速+高端和底妆赛道模式优

(1) 规模提升：当前我国彩妆、护肤市场规模差距较大，原因在于传统文化和妆容审美所带来的差异；受益社媒传播，彩妆市场逐渐出现年轻化、去性别化、下沉化的趋势，行业有望持续扩容。

(2) 国产替代：日韩经历过从“国际品牌占据主要”到“本土份额持续提升”的过程，受益国货美妆崛起和东方美学文化盛行趋势，国货彩妆也将迎来机遇。

(3) 细分市场：高端及面部彩妆细分市场具备壁垒高/粘性强等优势，模式更优，未来本土品牌打破高端品牌国际垄断是必然趋势。

品牌空间

- 对标海外龙头，毛戈平彩妆份额还有至少3倍提升空间；
- 公司线上和护肤2024H1收入分别均不到10亿元，仍有较大提升空间。

公司有α：“品类+渠道+客群”的多维拓展

品类拓展

- 彩妆：聚焦面部底妆，生意更稳；拓展色彩类和香水新品类有望打开彩妆天花板；
- 护肤：护肤体量尚小，鱼子面膜、黑霜稳住基本盘，其他系列快速成长，此外新推身体乳布局护肤新品类。

渠道拓展

- 线下开店：目前专柜数量仅不到400家，且前期以二三线城市为主，而百货和购物中心数量达万家，高端渠道拓展空间大；
- 线下盈利：2023年专柜同店平均收入约400万元，对标自身头部专柜2000万元左右收入有约5倍提升空间；
- 线上：线上基数小且SKU较少，后续仍有线下成功单品迭代线上的空间。

客群拓展

- 线上：线上客群与线下有区隔，线上人群更年轻，能通过商业闭环实现多元种草引流；
- 线下：线下专柜增值服务深度绑定优质客户。

资料来源：公司招股书、Euromonitor、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

我们分渠道对公司进行营收拆分，主要包括线下、线上和化妆培训业务三大板块。

(一) 营收端假设

1、线下渠道：2021-2023 年公司线下自营专柜数量分别增长 22%/10%/5%，根据招股书，公司计划每年在国内百货新设约 30 个专柜、海外市场每年新设 2-4 个专柜，预计门店增速较为稳健，线下渠道增长主要依靠同店，品牌目前单店平均收入较头部门店差距较大，未来同店仍有较大增长空间。我们预计 2024-2026 年线下渠道收入分别为 19.82/23.73/27.19 亿元，增速分别为 23.7%/19.7%/14.6%。

2、线上渠道：公司 2018 年开始陆续布局线上电商平台，近年伴随品牌出圈和营销加成，线上增速较快；根据久谦数据，2024 年品牌在天猫/抖音/京东 GMV 分别同比增长 62%/60%/103%。我们预计 2024-2026 年线上渠道收入分别为 18.83/26.58/35.50 亿元，增速分别为 59.6%/41.2%/33.6%。

3、化妆艺术培训业务：主要指化妆培训课程的销售。毛戈平形象设计艺术学校在行业内具有较高权威性，课程参与人数逐年增加；公司计划投放 6% 的筹资用于包括扩大学校规模、招聘优质培训师、打造新的课程等，未来业务有望获得较好的增长。我们预计 2024-2026 年化妆艺术培训业务收入分别为 1.67/2.50/3.25 亿元，增速分别为 60%/50%/30%。

表2：预计毛戈平线上渠道增长较快，线下渠道表现稳健

(单位：百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1577	1829	2886	4032	5281	6594
YOY		16.0%	57.8%	39.7%	31.0%	24.9%
线下渠道	966	1080	1602	1982	2373	2719
YOY		11.9%	48.3%	23.7%	19.7%	14.6%
线下直销	859	979	1438	1793	2164	2494
YOY		13.9%	46.9%	24.7%	20.7%	15.3%
线下经销	76	57	70	87	99	109
YOY		-24.8%	22.2%	24.4%	13.7%	10.5%
向跨国美妆零售商销售	31	45	94	103	111	116
YOY		45.4%	111.1%	9.0%	8.0%	5.0%
线上销售	529	694	1180	1883	2658	3550
YOY		31.2%	69.9%	59.6%	41.2%	33.6%
线上直销	380	516	931	1490	2116	2856
YOY		35.9%	80.5%	60.0%	42.0%	35.0%
线上经销	149	178	249	393	542	694
YOY		19.4%	39.4%	58.0%	38.0%	28.0%
化妆品培训业务	82	54	104	167	250	325
YOY		-33.9%	91.4%	60.0%	50.0%	30.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(二) 利润端假设

毛利率: 品牌全渠道严格控价, 客单更高的护肤品类占比提升有望提高公司毛利率, 同时线上客单相对更低, 线上收入占比提升则小幅拉低毛利率, 整体而言, 后续毛利率预计将保持稳健。我们预计 2024-2026 年公司综合毛利率均为 84.8%。

费用率: (1) 公司将扩大线下百货布局与完善线上销售渠道, 线下销售的人员费用、物业费以及线上销售的推广费将增加, 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 49.0%/49.1%/49.2%; (2) 公司上市费用将提高 2024 年的公司管理费用率, 随着营收规模扩大, 我们预计 2025-2026 年公司管理费用将被逐步摊薄, 分别为 6.8%/6.6%/6.5%; (3) 此外, 我们预计 2024-2026 年公司研发、财务费用率保持相对稳健。

表3: 预计公司未来销售费用率略有提升、管理费用率摊薄下滑

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	48.4%	52.6%	48.9%	49.0%	49.1%	49.2%
管理费用率	7.9%	7.3%	6.7%	6.8%	6.6%	6.5%
研发费用率	0.9%	0.8%	0.8%	0.85%	0.90%	0.95%
财务费用率	0.2%	0.2%	0.1%	0.10%	0.08%	0.06%

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测与投资建议

毛戈平是高端国货彩妆品牌的龙头公司, 融合“东方美学”与“光影美学”化妆理念, 打造彩妆、护肤、化妆艺术培训三大业务, 依托“体验式”线下服务优势构建经营护城河。彩妆和线下业务构筑基本盘, 护肤和线上渠道仍保持较快增长态势。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 40.32/52.81/65.94 亿元, 归母净利润为 8.93/11.72/14.67 亿元, 对应 EPS 为 1.82/2.39/2.99 元, 当前股价对应 PE 为 37.4/28.5/22.7 倍。

我们选取美妆品牌方公司珀莱雅、贝泰妮、丸美生物、巨子生物作为可比公司, 2025 年可比公司平均估值水平为 PE 20.0X, 毛戈平估值水平为 PE 28.5X, 考虑其竞争壁垒和未来成长性均较高, 我们认为当前估值合理。

首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 毛戈平短期看渠道高增长, 中长期看品类拓展&客群渗透, 未来成长性较高

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			归母净利润同比增速		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	买入	331	83.51	3.95	4.94	5.98	21.1	16.9	14.0	31.0%	25.1%	21.2%
300957.SZ	贝泰妮	买入	173	40.78	1.97	2.44	2.99	20.7	16.7	13.6	10.5%	23.7%	22.4%
603983.SH	丸美生物	买入	119	29.63	0.94	1.21	1.51	31.5	24.5	19.6	44.6%	29.1%	24.8%
2367.HK	巨子生物	买入	571	55.08	2.00	2.50	3.00	27.5	22.0	18.4	38.6%	25.7%	20.0%
平均								25.2	20.0	16.4			
1318.HK	毛戈平	买入	334	68.07	1.82	2.39	2.99	37.4	28.5	22.7	40.0%	31.2%	25.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期和汇率日期为 2025/2/18, 港股收盘价、市值换算取 1 元=1.09 港元; 可比公司 EPS 均采用开源证券最新预测数据)

6、风险提示

行业竞争加剧：行业竞争加剧将对行业景气度及公司产品销售产生影响；

渠道拓展不及预期：若公司拓展线上渠道不及预期或增速放缓将对销售产生影响；

产品孵化不及预期：公司培育新品不及预期将影响盈利。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,334	1,698	2,783	4,141	5,808
现金	888	1,138	2,007	3,135	4,560
应收账款	113	158	220	289	360
存货	299	342	484	634	791
其他流动资产	34	60	71	84	97
非流动资产	221	397	353	412	470
固定资产及在建工程	117	168	226	285	343
无形资产及其他长期资产	104	229	127	127	127
资产总计	1,556	2,095	3,136	4,553	6,278
流动负债	390	529	693	925	1,169
短期借款	2	0	1	1	1
应付账款	113	104	194	243	290
其他流动负债	275	426	499	681	878
非流动负债	31	17	1	15	29
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	17	1	15	29
负债合计	421	547	695	940	1,198
股本	60	60	60	60	60
储备	1,074	1,486	2,379	3,551	5,018
归母所有者权益	1,134	1,546	2,439	3,611	5,078
少数股东权益	1	2	2	2	2
负债和股东权益总计	1,556	2,095	3,136	4,553	6,278

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	374	676	1062	1327	1658
税前利润	338	638	893	1172	1467
折旧和摊销	67	70	92	124	157
营运资本变动	9	(62)	117	71	74
其他	(39)	30	(40)	(40)	(40)
投资活动现金流	31	(195)	(91)	(122)	(155)
资本开支	(47)	(205)	(101)	(132)	(165)
其他	77	10	10	10	10
融资活动现金流	(23)	(255)	(78)	(78)	(78)
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	(20)	(28)	(28)	(28)	(28)
其他	(3)	(227)	(50)	(50)	(50)
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	396	250	894	1127	1425
期末现金总额	888	1138	2031	3158	4584

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,829	2,886	4,032	5,281	6,594
营业成本	(296)	(438)	(613)	(804)	(1,002)
营业费用	(962)	(1,412)	(1,975)	(2,593)	(3,244)
管理费用	(133)	(192)	(274)	(349)	(429)
其他收入/费用	(15)	(25)	(35)	(49)	(64)
营业利润	423	819	1,133	1,487	1,856
净财务收入/费用	(3)	(2)	(4)	(4)	(4)
其他利润	33	48	62	80	105
除税前利润	453	865	1,191	1,563	1,957
所得税	115	224	298	391	489
少数股东损益	0	2	0	0	0
归母净利润	338	639	893	1,172	1,467
EBITDA	407	710	990	1,301	1,628
扣非后净利润	338	639	893	1,172	1,467
EPS(元)	0.69	1.30	1.82	2.39	2.99

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	57.8	39.7	31.0	24.9
营业利润(%)	2.1	93.6	38.4	31.2	24.8
归属于母公司净利润(%)	6.4	89.1	39.8	31.2	25.2
获利能力					
毛利率(%)	83.8	84.8	84.8	84.8	84.8
净利率(%)	18.5	22.2	22.2	22.2	22.3
ROE(%)	29.8	41.3	36.6	32.5	28.9
ROIC(%)	35.2	47.6	44.8	38.7	33.8
偿债能力					
资产负债率(%)	27	26	22	21	19
净负债比率(%)	78	74	82	87	90
流动比率	3.4	3.2	4.0	4.5	5.0
速动比率	2.7	2.6	3.3	3.8	4.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.6	1.5	1.4	1.2
应收账款周转率	16.3	21.3	21.3	20.8	20.3
应付账款周转率	3.8	4.0	4.1	3.7	3.8
存货周转率	1.2	1.4	1.5	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	1.3	1.8	2.4	3.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	1.4	2.2	2.7	3.4
每股净资产(最新摊薄)	2.3	3.2	5.0	7.4	10.4
估值比率					
P/E	98.8	52.2	37.4	28.5	22.7
P/B	29.4	21.6	13.7	9.2	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn