



增持（首次）

报告日期 2025 年 05 月 27 日

基础数据

05 月 27 日收盘价（港元）	114.00
总市值（亿港元）	558.81
总股本（亿股）	4.90

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外消费】毛戈平（01318.HK）大单品矩阵稳固，品类与渠道扩张持续-2025.04.03

【兴证海外消费】毛戈平（01318.HK）跟踪报告：难以复制的高端国货美妆品牌，护肤品开辟第二增长曲线-2025.02.20

分析师：宋婧茹

S0190520050002

BQI321

songjingru@xyzq.com.cn

分析师：陈雅雯

S0190524010001

请注意：陈雅雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

chenyawen@xyzq.com.cn

毛戈平(01318.HK)

国货高端美妆标杆，体验渠道护肤共筑成长

投资要点：

- **空间广阔且格局分散的中国美妆市场：**根据毛戈平招股书所引用的弗若斯特沙利文数据，按照零售额计算，中国美妆行业的市场规模由 2018 年的 4026 亿元增长至 2023 年的 5798 亿元，复合年增长率为 7.6%，并且预计 2023 年至 2028 年将以 8.6% 的复合年增长率继续增长，有望至 2028 年达到 8763 亿元，其中彩妆和护肤品的市场规模分别达到 1752 亿元/7011 亿元。同时，高端美妆品牌逐渐受到消费者偏爱，增长势头迅猛。
- **难以复制的毛戈平品牌，打造高端价格带的国货品牌标杆：**高端品牌具有突出的品牌形象，通常由名人或艺术家创立，并使用他们的名字命名。作为品牌创始人，毛戈平先生凭借其对于审美的独到见解与风格，创新性地将光影美学的精髓与东方美学的内核精神深度融合，运用光影美学塑造中式面部轮廓。专柜咨询与试妆，打造差异化服务。2003 年，毛戈平公司在上海港汇恒隆广场设立第一个专柜，成为第一个在高端百货商店设立专柜的高端国货化妆品集团。截至 2024 年，公司在全国共运营 378 个自营专柜。专柜配备有 2800 名美妆顾问，提供个性化的咨询及试妆服务。
- **差异化定价精准入局高端美妆市场：**毛戈平的彩妆产品价格带在 150-180 元之间，位于国货美妆品牌 100 元价格带之上，而又低于外资美妆品牌 200-400 元价格带。毛戈平的护肤产品价格带在 300-350 元，位于国货护肤产品 250 元内价格带之上，而又在外资护肤品 400 元以上的价格带之下。
- **彩妆产品稳步扩张，护肤条线空间广阔：**截至 2024 年上半年，公司的彩妆及护肤类产品共有 387 个单品，包括 337 个彩妆单品和 50 个护肤单品。1）彩妆业绩持续向好，头部 SKU 销售过亿：2024 年上半年，畅销彩妆产品系列——光感无痕粉膏实现零售额超 2 亿元。2）护肤单品定位高端，十亿级单品已初具雏形，护肤赛道成长空间广阔：至 2024 年达到 457.8 万件，平均售价位于 300-350 元价格带，畅销产品——如奢华鱼子面膜，定位抚平细纹及缩小毛孔的初老人群及妆前护肤产品。
- **收入盈利蓬勃向好，仍将保持快速增长势头：**收入由 2021 年 15.8 亿元增长至 2024 年 38.8 亿元，2021-2024 年复合年增长率为 35.05%，净利润逐年上升，复合年增长率为 38.6%，毛利率稳定且处于高位，主要得益于产品销售业务（按业务划分）及线下渠道销售（按渠道划分），存货情况向好且回款稳定健康。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**我们预计毛戈平 2025-2027 年收入分别同比增长 34.5%/28.4%/23.6%；经调整净利润分别同比增长 28.2%/27.4%/25.2%。截至 2025 年 5 月 27 日，毛戈平收盘价对应 2025 年市盈率约为 43x，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**1）行业竞争加剧；2）产品开发不可控；3）市场因素不可预期；4）宏观经济因素及消费者行为影响。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,885	5,227	6,711	8,294
同比增长(%)	34.6	34.5	28.4	23.6
经调整净利润(百万元)	924	1,185	1,510	1,890
同比增长(%)	39.1	28.2	27.4	25.2
毛利率(%)	84.4	84.6	85.0	85.7
经调整净利润率(%)	23.8	22.7	22.5	22.8
净资产收益率(%)	25.2	25.0	24.2	23.3
每股收益(元)	2.18	2.45	3.12	3.92

数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

Company Rating **Outperform(Initiate)**

Report Date **May 27, 2025**

Basic Data **May. 27, 2025**

Closing Price(HKD)	114.00
Total market value(100Mn/HKD)	558.81
Total Shares (100Mn)	4.90

Related Report

Analyst: Jingru SONG

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

Analyst: Yawen CHEN

chenyawen@xyzq.com.cn

SAC: S0190524010001

Please note: Yawen CHEN is not a registered licensee of the Securities and Futures Commission of Hong Kong and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

MAOGEPING (01318.HK)

A Benchmark for High-end Domestic Cosmetics, Experience Channels and Skin Care to Build Growth Together

Investment Highlights:

- **China's beauty market is vast and fragmented:** According to the data of Frost & Sullivan cited in the prospectus of Mao Geping, calculated by retail sales, the market size of China's beauty industry will grow from 402.6 billion yuan in 2018 to 579.8 billion yuan in 2023, with a compound annual growth rate of 7.6%. It is expected to continue to grow at a compound annual growth rate of 8.6% from 2023 to 2028, and is expected to reach 876.3 billion yuan by 2028, of which the market size of color cosmetics and skin care products will reach 175.2 billion yuan/701.1 billion yuan respectively. At the same time, high-end beauty brands are gradually favored by consumers and are growing rapidly.
- **The Mao Geping brand, which is difficult to replicate, creates a benchmark for domestic brands in the high-end price range:** High-end brands have a prominent brand image, are usually founded by celebrities or artists, and are named after them. As the founder of the brand, Mr. Mao Geping, with his unique insights and style on aesthetics, innovatively integrates the essence of light and shadow aesthetics with the core spirit of oriental aesthetics, and uses light and shadow aesthetics to shape Chinese facial contours. Counter consultation and makeup trial to create differentiated services. In 2003, Mao Geping's company set up its first counter in Shanghai Grand Gateway 66, becoming the first high-end domestic cosmetics group to set up a counter in a high-end department store. As of 2024, the company operates a total of 378 self-operated counters in 120 cities across the country. The counters are equipped with 2,800 beauty consultants to provide personalized consultation and trial makeup services.
- **Differentiated pricing accurately enters the high-end beauty market:** Mao Geping's makeup product price range is between 150-180 yuan, which is above the 100 yuan price range of domestic beauty brands, but below the 200-400 yuan price range of foreign beauty brands. Mao Geping's skin care product price range is 300-350 yuan, which is above the 250 yuan price range of domestic skin care products, but below the 400 yuan price range of foreign skin care products.
- **Makeup products are expanding steadily, and the skin care line has broad space:** As of the first half of 2024, the company's makeup and skin care products have a total of 387 items, including 337 makeup items and 50 skin care items. 1) The performance of makeup continues to improve, and the sales of top SKUs exceed 100 million: The sales volume of the makeup line reached 12.98 million pieces in 2024, a year-on-year increase of 52.37%, and the average selling price reached 177.5 yuan per piece, a year-on-year increase of 6.35%. In the first half of 2024, the best-selling makeup product series - light-sensitive traceless powder cream achieved retail sales of more than 200 million yuan. 2) Skin care products are positioned at the high end, and billion-level products have taken shape, and the skin care track has broad growth space: By 2024, the number will reach 4.578 million units, with an average selling price of RMB 300-350. Best-selling products, such as luxury caviar masks, are targeted at the early aging population and pre-makeup skin care products that smooth out fine lines and reduce pores. As of the first half of 2024, retail sales will exceed RMB 450 million.
- **Revenue and profit are booming and will continue to grow rapidly:** Revenue increased from RMB 1.58 billion in 2021 to RMB 3.88 billion in 2024, with a compound annual growth rate of 35.05% from 2021 to 2024. Net profit increased year by year, with a compound annual growth rate of 38.6%. The gross profit margin was stable and at a high level, mainly due to product sales business (by business division) and offline channel sales (by channel division). The inventory situation was improving

and the collection was stable and healthy.

- **First coverage gives an "Outperform" rating:** We expect MAOGEPING's revenue to grow by 34.5%/28.4%/23.6% year-on-year in 2025-2027, and its adjusted net profit to grow by 28.2%/27.4%/25.2% year-on-year. As of May 27, 2025, MAOGEPING's closing price corresponds to a 2025 P/E ratio of about 43x, giving the company an "Outperform" rating.
- **Potential risks :** 1) Intensified industry competition; 2) Uncontrollable product development; 3) Unpredictable market factors; 4) Influence of macroeconomic factors and consumer behavior.

Key Financial Indicators

FY	2024A	2025E	2026E	2027E
Revenue (CNY/Mn)	3,885	5,227	6,711	8,294
YoY(%)	34.6	34.5	28.4	23.6
Adjusted Net Income (CNY/Mn)	924	1,185	1,510	1,890
YoY(%)	39.1	28.2	27.4	25.2
Gross Margin(%)	84.4	84.6	85.0	85.7
Net Margin(%)	23.8	22.7	22.5	22.8
ROE(%)	25.2	25.0	24.2	23.3
EPS(CNY)	2.18	2.45	3.12	3.92

Source: wind, Industrial Securities Research Institute

Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

目录

一、 以创始人为基，打造中国国货高端美妆品牌龙头	8
（一） 公司发展历程	8
（二） 团队职责分明，股权结构集中且稳定	9
二、 国货美妆高端化之路，毛戈平标志着成功探索的基石	12
（一） 难以复制的毛戈平品牌，打造高端价格带的国货品牌标杆	12
（二） 差异化定价精准入局高端美妆市场，中国美妆人均支出空间广阔	14
三、 彩妆产品稳步扩张，护肤条线空间广阔	18
（一） 彩妆势头稳步向好，明星单品销售过亿	18
（二） 护肤赛道空间广阔，十亿级单品已初具雏形	20
（三） 培训业务稳步扩张，传播品牌高端理念	22
四、 研发、供应、销售、售后协同作用	23
（一） 研发驱动产品创新，丰富产品矩阵	23
（二） 供应链的高效管理	23
（三） 多渠道全方位建立销售网络，提高产品覆盖率	25
（四） 售后服务优质高效	26
五、 美妆市场飞速提升，高端品牌颇受青睐	28
六、 财务分析	31
七、 盈利预测与估值	33
八、 风险提示	34

图目录

图 1、 中国高端美妆品牌零售额排名（2023 年）	8
图 2、 公司发展历程	9
图 3、 毛戈平公司股权结构图	11
图 4、 毛戈平在《武则天》剧组为刘晓庆化妆	12
图 5、 毛戈平本人	12
图 6、 雅诗兰黛创始人雅诗·兰黛夫人	13
图 7、 香奈儿创始人嘉柏丽尔·香奈儿与经典 5 号香水	13
图 8、 毛戈平公司专柜样式	14
图 9、 专柜细分数量	14
图 10、 新增专柜数量变化	14
图 11、 中国高端美妆集团零售额排名（2023 年）	15
图 12、 毛戈平·光韵系列产品	15
图 13、 “火花润耀”运动产品	15
图 14、 分渠道会员复购率（%）	16
图 15、 2022 年会员类别占比（%）	16
图 16、 人均彩妆支出（元人民币）	17
图 17、 彩妆和护肤销售额	18
图 18、 销售总收入按业务细分	18
图 19、 MAOGEPING 彩妆系列代表性产品光感无痕粉膏	18
图 20、 MAOGEPING 彩妆系列代表产品	19
图 21、 彩妆销售量及 YOY	20
图 22、 彩妆平均售价及 YOY	20

图 23、	护肤销售量及 YOY	20
图 24、	护肤平均售价及 YOY	20
图 25、	MAOGEPING 品牌销售额占比变化	21
图 26、	MAOGEPING 护肤系列代表产品奢华鱼子面膜	21
图 27、	MAOGEPING 护肤系列产品	21
图 28、	毛戈平培训课程	22
图 29、	已售存货成本及 YOY	24
图 30、	已售存货成本占同期销售成本百分比	24
图 31、	运输及物流成本及 YOY	24
图 32、	运输及物流成本占同期销售成本百分比	24
图 33、	产品销售额按渠道拆分	25
图 34、	线上及线下渠道销售额的占收比	25
图 35、	线下渠道销售额及 YOY	25
图 36、	线下销售额按渠道拆分	25
图 37、	线上销售额按渠道细分	26
图 38、	线上销售额细分占比	26
图 39、	投诉及退货率	27
图 40、	中国美妆行业市场规模（按产品类别）	28
图 41、	中国美妆行业市场规模（按品牌定位）	29
图 42、	中国美妆行业市场规模（按销售渠道）	29
图 43、	中国彩妆行业市场规模（按产品类别）	29
图 44、	中国彩妆行业市场规模（按定位）	29
图 45、	中国彩妆行业市场规模（按销售渠道）	29
图 46、	不同销售渠道的市场份额（2023 年）	29
图 47、	中国护肤行业市场规模（按产品类别）	30
图 48、	中国护肤行业市场规模（按定位）	30
图 49、	销售总收入及 YOY	31
图 50、	总收入细分（按业务）	31
图 51、	净利润及净利率	31
图 52、	毛利润及毛利率	31
图 53、	毛利润及毛利率细分（按业务）	32
图 54、	毛利润及毛利率细分（按业务）	32
图 55、	成本结构	32
图 56、	销售成本细分	32
图 57、	存货及应收账款周转天数	33
图 58、	2023 年贸易应收款及应收票据账龄（百万元）	33

表目录

表 1、	公司董事资料	9
表 2、	毛戈平先生在化妆领域的成就	12
表 3、	会员政策	16
表 4、	产品开发流程	23
表 5、	2023 年按采购成本计算的前五大供应商	24
表 6、	线上渠道传播数量	26
表 7、	毛戈平主要财务数据及预测	

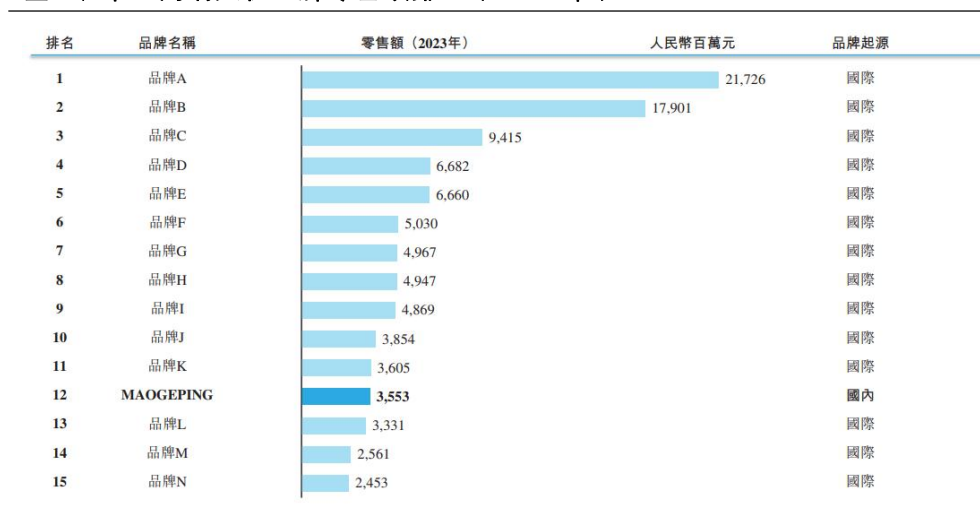
表 8、美妆板块估值表（截至 2025 年 5 月 27 日）	33
---------------------------------------	----

一、以创始人基，打造中国国货高端美妆品牌龙头

（一）公司发展历程

- 毛戈平是中国国货高端美妆品牌的领导者，致力于通过高品质和创新性的美妆产品、专业的化妆培训及体验式和个性化的专柜试妆服务，为消费者提供全方位的美妆体验，在高端美妆领域具有显著的市场份额和品牌影响力。公司注重产品研发，将光影美学及东方美学融合，产品在消费者中享有较高认可度，部分畅销商品如光感无痕粉膏及奢华鱼子面膜均在市场上得到广泛认可。根据毛戈平招股说明书数据显示，毛戈平是**中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司**，按 2023 年零售额计算，市场份额为 1.8%，排名第七；此外，旗舰品牌 MAOGEPING 是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按 2023 年零售额计算，市场份额为 1.8%，排名第十二。

图 1、中国高端美妆品牌零售额排名（2023 年）



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司扩张业务范围与内容，提升品牌知名度：**2000 年公司前身——杭州毛戈平成立，2003 年在上海港汇恒隆广场开设首个专柜，2018 年公司开设首家天猫网店，公司不断开拓自身业务领域与业务范畴，逐步打造如今中国高端美妆龙头。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在全国 120 个城市共运营 372 个自营专柜。专柜配备有 2700 名美妆顾问，提供个性化的咨询及试妆服务，为消费者创造沉浸式及个性化的购物体验

图 2、公司发展历程



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 团队职责分明，股权结构集中且稳定

- 公司的董事会由 9 名董事组成，包括 6 名执行董事和 3 名独立非执行董事：

表 1、公司董事资料

姓名	职位	职责
毛戈平	创始人、董事长兼执行董事	领导及管理董事会，主要负责公司的整体业务战略和管理
汪立群	执行董事兼副董事长	协助董事长管理集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理
毛霓萍	执行董事、副董事长兼资深副总裁	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管理
毛慧萍	执行董事兼资深副总裁	协助董事长管理董事会日常工作及本集团业务管理，兼任毛戈平科技的日常经营及管理
汪立华	执行董事兼副总裁	制定及实施培训机构化妆艺术培训计划的业务战略
宋虹佳	执行董事、总裁兼 MAOGEPING 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
顾炯	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断
黄辉	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断
李海龙	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至最后实际可行日期

- 毛戈平，创始人、董事长兼执行董事，领导及管理董事会，主要负责公司的整体业务战略和管理。2007 年创办杭州毛戈平（公司前身），并以个人名字创立高端美妆品牌 MAOGEPING，自此一直在公司任职。2000 年 10 月创办浙江毛戈平形象设计艺术学校，2011 年 2 月至 2024 年 3 月担任杭州毛戈平的总裁及毛戈平化妆品有限公司总裁，2024 年 4 月调任为执行董事。毛

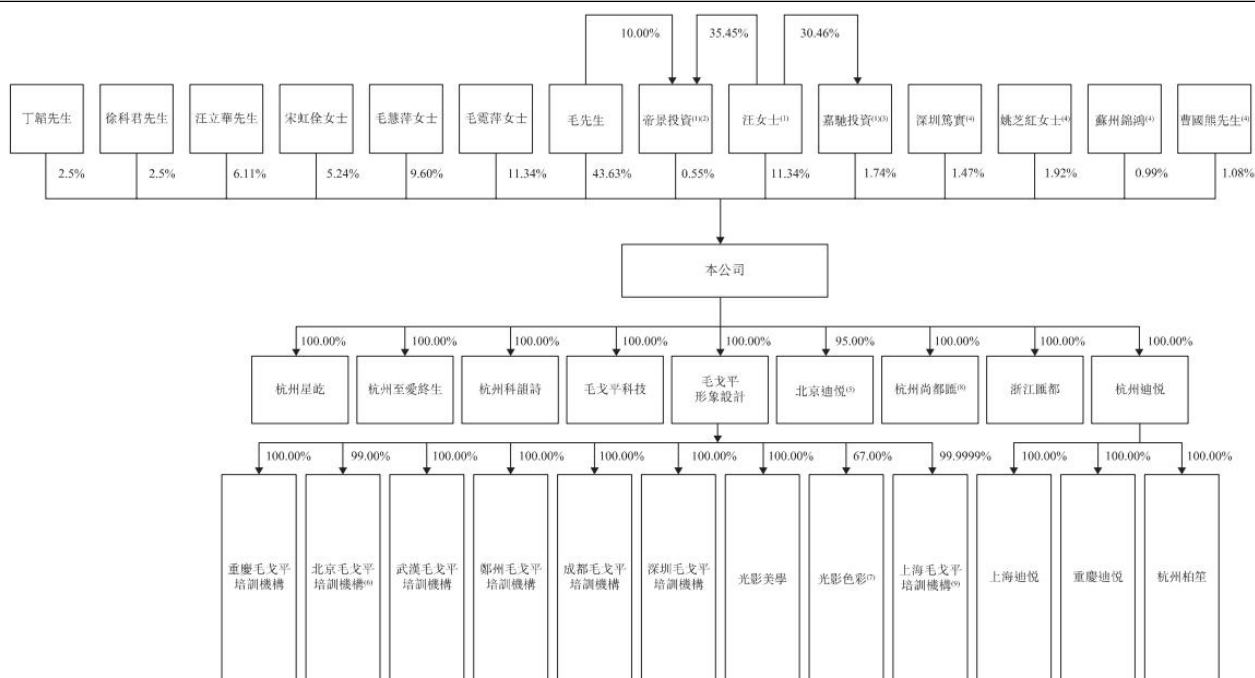
先生是中国著名的化妆艺术大师，在化妆艺术领域有着 30 多年的从业经验，多年来获得过诸多荣誉和奖项，如曾四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”。

- 汪立群，执行董事兼副董事长，负责协助董事长管理集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理。汪女士是浙江毛戈平形象设计艺术学校的联合创始人，协助毛先生创办了浙江毛戈平形象设计艺术学校，并自 2000 年 9 月至 2010 年 8 月担任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长，2015 年 12 月任杭州毛戈平董事兼副董事长，并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事；自 2010 年 8 月起一直担任杭州毛戈平形象设计总经理。
- 毛霓萍，执行董事、副董事长兼资深副总裁，负责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管理。自 2000 年 7 月加入公司，2005 年 3 月 20 日及 2015 年 12 月 16 日分别获委任为杭州毛戈平董事以及毛戈平化妆品有限公司董事，2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。
- 毛慧萍，执行董事兼资深副总裁，负责协助董事长管理董事会日常工作及本集团业务管理，兼任毛戈平科技的日常经营及管理。2005 年 3 月至 2010 年 9 月担任杭州毛戈平董事兼副总经理，负责公司的财务、人事、物流和开发等相关工作，自 2011 年 2 月先后在杭州毛戈平及毛戈平化妆品有限公司担任董事兼资深副总裁，分管财务、研发及供应链，并于 2024 年 4 月调任执行董事。
- 汪立华，执行董事兼副总裁，负责制定及实施培训机构化妆艺术培训计划的业务战略。自 2002 年 9 月加入，2015 年 12 月起担任公司副总裁，并于 2015 年 12 月被委任为公司董事，于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。
- 宋虹伶，执行董事、总裁兼 MAOGEPING 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。自 2002 年 10 月加入公司，2002 年 10 月至 2010 年 9 月在杭州毛戈平担任销售负责人，2011 年 2 月至 2012 年 6 月担任董事兼总经理，负责 MAOGEPING 品牌的经营管理并于 2012 年 6 月调任为 MAOGEPING 品牌事业部总经理，2015 年 8 月至 2024 年 3 月在杭州毛戈平及毛戈平化妆品有限公司担任执行总裁，负责 MAOGEPING 品牌的建设、市场推广及销售管理工作，并于 2024 年 4 月起担任毛戈平化妆品有限公司总裁。
- 顾炯，于 2024 年 4 月 1 日获任为独立非执行董事，负责向董事会提供独立意见及判断。在此之前，顾先生自 2010 年 1 月至 2013 年 8 月担任百视通

新媒体股份有限公司财务总监；2013 年 9 月至 2024 年 7 月连续担任 CMC 资本财务总监及华人文化集团副总裁。

- 黄辉，于 2024 年 4 月 1 日获任为独立非执行董事，负责向董事会提供独立意见及判断。黄先生自 2010 年 1 月至 2014 年 7 月担任香港中文大学法律学院副教授，自 2014 年 8 月起担任香港中文大学法律学院教授，擅长公司法、证券监管、金融法等领域的研究，为上海金融法院专家委员。
- 李海龙，于 2022 年 5 月 13 日获任为独立非执行董事，负责向董事会提供独立意见及判断。李先生于 2014 年 7 月至 2017 年 8 月任职于浙江城市大学，最后职位为副教授，曾担任浙江正特股份有限公司、浙江星华新材料集团股份有限公司的独立非执行董事，并自 2021 年 9 月起担任宁波天普橡胶科技股份有限公司的独立非执行董事。
- 毛戈平及汪立群夫妇实际控制，股权结构稳定且集中：截至最后实际可行日期，毛戈平和汪立群夫妇合共持有公司 57.26% 的股权，包括（1）毛戈平直接持有已发行股本总额的 43.63%；（2）汪立群直接持有已发行股本总额的 11.34%；（3）通过帝景投资及嘉驰投资间接持有 2.29% 的股权。此外，毛霏萍、毛慧萍、汪立华分别持有 11.34%/9.60%/6.11% 股权。

图 3、毛戈平公司股权结构图



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至最后实际可行日期

二、国货美妆高端化之路,毛戈平标志着成功探索的基石

(一) 难以复制的毛戈平品牌, 打造高端价格带的国货品牌标杆

- 毛先生的审美理念奠定品牌美学基调, 是品牌成长壮大的基石: 作为品牌创始人, 毛戈平先生凭借其对于审美的独到见解与风格, 为品牌注入深厚的美学价值。深耕化妆行业近四十载, 毛先生创新性地将光影美学的精髓与东方美学的内核精神深度融合, 运用光影美学塑造中式面部轮廓, 自 1984 年以来, 毛先生先后为多部著名影视剧和舞台剧进行妆造设计, 通过高超的化妆技巧和创意为角色增添魅力和深度, 塑造武则天等多个经典人物形象, 被广泛认可与赞誉为“魔术化妆师”, 他曾先后四次荣获中国化妆界权威机构中国电影电视技术学会颁发的“化妆金像奖”, 也曾获得“浙江省第二十二届优秀企业家”等奖项, 毛先生的高知名度与良好声誉有效推动了品牌的发展。

表 2、毛戈平先生在化妆领域的成就

年份	奖项/荣誉
1995	中国影视化妆金像奖
1996	中国影视化妆金像奖
2008	任国际奥委会主席的化妆造型师并担任北京奥运会开幕式的化妆师, 同年荣获“2008 北京奥运会特别贡献奖”
2011	当选 2011 品牌中国年度人物、获互联网美容大奖的“终身成就奖”
2012	获中国影视化妆金像奖
2016	获中国影视化妆金像奖、韩国“亚洲美宣传大使奖”及“海外艺术家大奖”
2020	入选教育部“国家技术技能大师”名录并由杭州市人民政府认定为第四届“杭州工匠”称号
2021	获美国缪斯设计铂金奖
2023	获浙江省“第二十二届浙江省优秀企业家”奖项并担任杭州第 19 届亚运会火炬手。

资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、毛戈平在《武则天》剧组为刘晓庆化妆



资料来源: 网易号, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、毛戈平本人



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

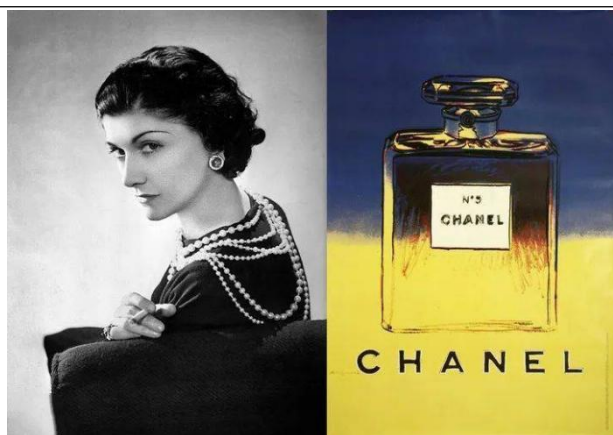
- **高端品牌具有突出的品牌形象，通常由名人或艺术家创立，并使用他们的名字命名：**高端品牌是通过提供具有感知价值的产品来满足消费者对尊贵的、高质量的独特性需求。高端品牌的价格区间通常高于行业平均水平至少 50%，且产品会被有选择地在部分销售渠道销售，通常在高端百货商店售卖。高端品牌具有突出的品牌形象，注重独特性、美学审美及生活方式。大多数领先的高端美妆品牌由名人或艺术家创立，并使用他们的名字作为品牌名称，比如雅诗兰黛、香奈儿、娇兰、赫莲娜、爱马仕、圣罗兰、鲍比布朗、迪奥、祖马龙、范思哲等。

图 6、雅诗兰黛创始人雅诗·兰黛夫人



数据来源：网易号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、香奈儿创始人嘉柏丽尔·香奈儿与经典 5 号香水



数据来源：好物清单，兴业证券经济与金融研究院整理

- **专柜咨询与试妆，打造差异化服务：**2003 年，毛戈平公司在上海港汇恒隆广场设立第一个专柜，成为第一个在高端百货商店设立专柜的高端国货化妆品集团，由此，专柜网络持续扩张到全国各地。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在全国 120 个城市共运营 372 个自营专柜。专柜配备有 2700 名美妆顾问，提供个性化的咨询及试妆服务，为消费者创造沉浸式及个性化的购物体验。

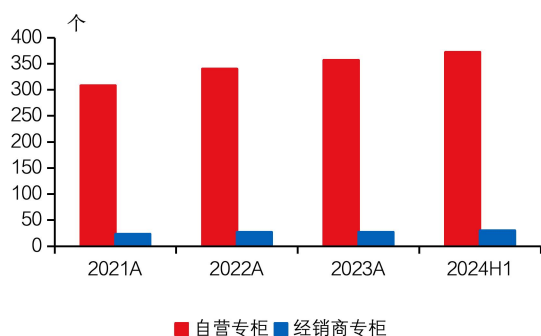
图 8、毛戈平公司专柜样式



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

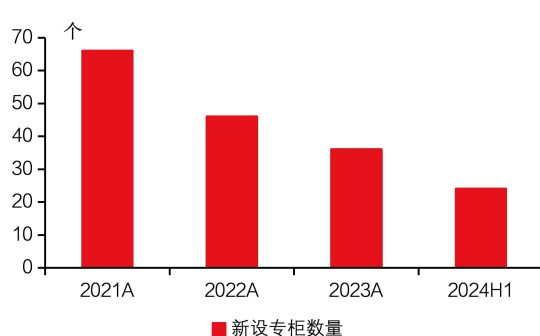
- **专柜网络扩大覆盖范围，深化市场渗透：**公司专柜网络由自营专柜和经销商专柜组成，两种专柜构成一个在统一标准下运作的全面零售生态系统，助力扩大产品覆盖范围、培养直接的消费者关系及提高品牌知名度。自营专柜占比较高，配备有专业的美妆顾问，为消费者提供一对一的试妆与导购体验；经销商专柜占比较低，主要覆盖到具有挑战性且管理成本较高的偏远地区，以扩大市场范围，深化市场渗透。目前自营专柜数量与经销商专柜数量逐年提升，至 2024 年上半年，分别为 372/30 个。每年新设专柜数量趋于稳定，2023 年及 2024 年上半年分别为 36/24 个，而 2021-2022 年，其他品牌由于疫情撤掉专柜，毛戈平公司抓住时机，加大专柜设置力度，新设专柜数量激增，分别达到 66/46 家。

图 9、专柜细分数量



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、新增专柜数量变化



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 差异化定价精准入局高端美妆市场，中国美妆人均支出空间广阔

- 毛戈平是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，按 2023 年零售额计算，市场份额为 1.8%，排名第七；此外，旗舰品牌 MAOGEPING 是中国

市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按 2023 年零售额计算，市场份额为 1.8%，排名第十二。

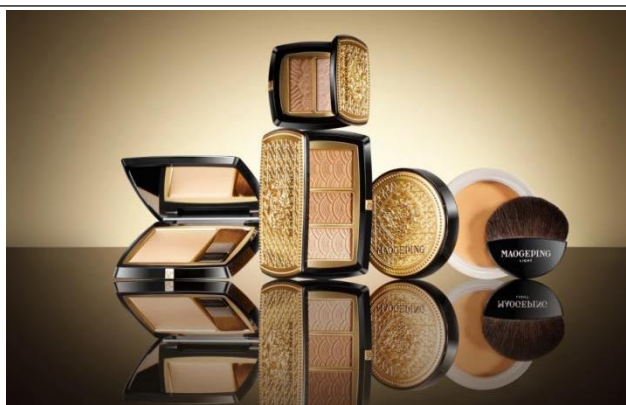
图 11、中国高端美妆集团零售额排名（2023 年）

排名	集团名	零售额（2023年）	人民币百万元	集团起源	市场份额
1	集团A		39,930	国际	20.6%
2	集团B		32,312	国际	16.6%
3	集团C		15,721	国际	8.1%
4	集团D		13,001	国际	6.7%
5	集团E		6,660	国际	3.4%
6	集团F		3,854	国际	2.0%
7	本集团		3,553	国内	1.8%
8	集团G		2,424	国际	1.2%
9	集团H		2,205	国际	1.1%
10	集团I		2,001	国际	1.0%

数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

- **差异化定价精准入局高端美妆市场：**毛戈平的彩妆产品价格带在 150-180 元之间，位于国货美妆品牌 100 元价格带之上，而又低于外资美妆品牌 200-400 元价格带。毛戈平的护肤产品价格带在 300-350 元，位于国货护肤产品 250 元内价格带之上，而又不在于外资护肤品 400 元以上的价格带之下。
- **与知名品牌和机构的战略合作有利于提升公司的品牌知名度及市场地位：**公司将传统文化价值与当代时尚及理念完美融合，与故宫文创合作推出“气蕴东方”系列产品；为丝芙兰设计独家产品——毛戈平·光韵，增强品牌的认知度并扩大产品范围；此外，还为中国国家队运动员精心打造“火花润耀”运动产品，推广运动精神美学，逐步扩大产品与服务范围。

图 12、毛戈平·光韵系列产品



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、“火花润耀”运动产品



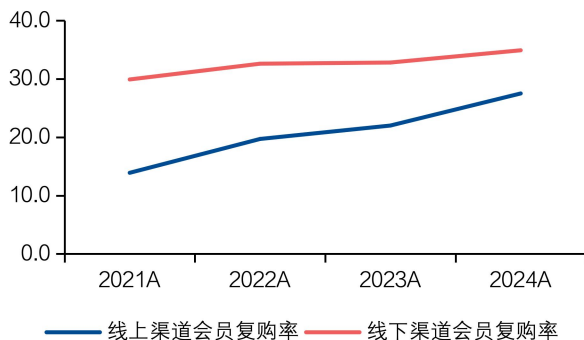
数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

客群主要是精致妈妈和新锐白领：毛戈平线上客群主要集中在一二三线城市，其中二线和三线城市居多。毛戈平的核心客群主要集中在 25-40 岁的都市女性，人

群画像包括新锐白领、小镇青年、精致妈妈、Z世代和中年人群，占比最大的是精致妈妈，其次是新锐白领。

风尚及以上会员复购率高，销售额贡献比重大：毛戈平的会员体系分为四个等级：美妆会员、风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员。

图 14、分渠道会员复购率（%）



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2022 年会员类别占比（%）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、会员政策

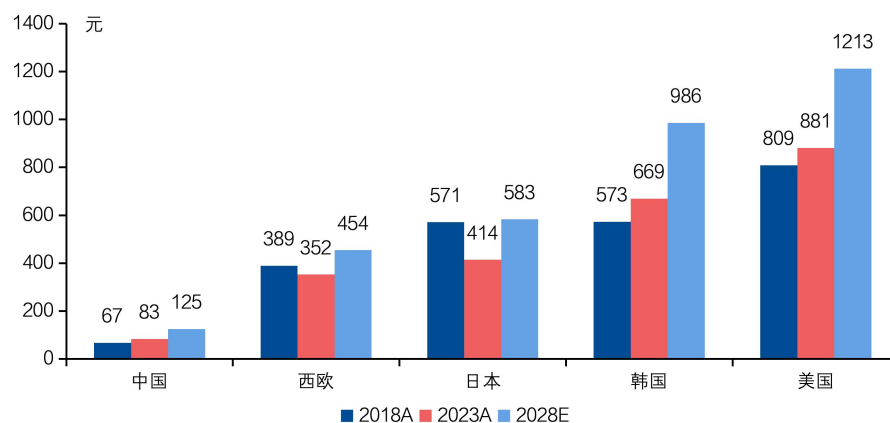
会员等级	会员准入	消费累积及风尚币购物	妆容定制	生日特享	其他	退出机制
美妆会员	MAOGEPI NG 专柜任意现金消费，或微信公众号平台手机号码绑定	消费金额仅作等级累积	4 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次	-	-	-
风尚会员	满 1,800 元	专柜现金消费每满 10 元 = 1 风尚币；生成风尚币需次日：风尚币生效后，再次消费可享	累计 8 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次	生日月首单购买享 2 倍风尚币（首单累积上线 500 币），免费领取会员专	优先受邀享新品体验	会籍有效期内（美妆会员长期，其余 12 个月），再次累积消费与本级
白金风尚会员	满 4,800 元		累计 12 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次			

至尊 风尚 会员	满 8,800 元	1 风尚币 抵用 1 元现金购 买金额 (风尚币 长期有 效, 会籍 降级至美 妆会员, 风尚币清 零); 团 购订单不 计入风尚 币计算及 使用	累计 24 次; 再次消 费单笔金额 满 800 元 加赠 1 次	属生日 礼	别同等 金额 后, 保 持当前 等级身 份; 未 满足则 降级至 直至美 妆会员
				优先 受邀 享新 品体 验, 一 对一 专属 护肤 顾问	

数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年中国人均彩妆支出为 83 元人民币，相较于美国、韩国、日本等国家仍有较大的提升空间。根据毛戈平招股书所引用的弗若斯特沙利文数据，预计 2023-2028 年中国人均彩妆支出 CAGR 为 8.5%，快于其他国家及地区。

图 16、人均彩妆支出（元人民币）



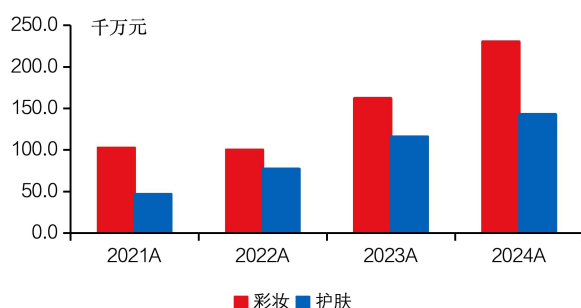
数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

三、彩妆产品稳步扩张，护肤条线空间广阔

(一) 彩妆势头稳步向好，明星单品销售过亿

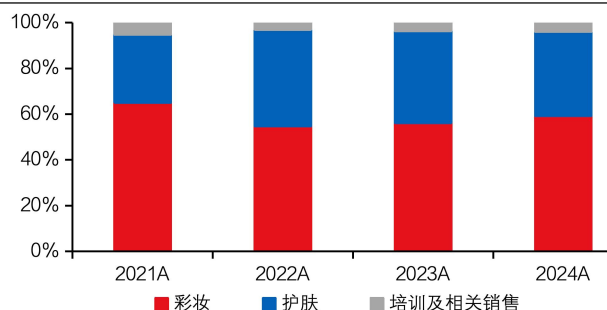
- **产品丰富，涵盖彩妆及护肤共有 387 个 SKU：**品牌以其创始人独到的审美见解，将光影美学的精髓与东方美学的内核精神深度融合，致力于为消费者提供兼具文化、美学和方法论属性的化妆品，旗下产品丰富。截至 2024 年上半年，公司的彩妆及护肤类产品共有 387 个单品，包括 337 个彩妆单品和 50 个护肤单品。在销售额方面，彩妆线和护肤线实力相当，2024 全年彩妆产品及护肤产品销售额持续向好，占收比分别为 59.3%/36.8%。

图 17、彩妆和护肤销售额



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、销售总收入按业务细分



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **彩妆业绩持续向好，头部 SKU 销售过亿：**彩妆一直是毛戈平业务稳健增长的基本盘，供应 337 个彩妆单品，包括粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆产品，全面涵盖了从妆前护理、定妆到调色修容的一套完整的化妆流程，以满足中国消费者独特肤质、面部结构和审美偏好。品牌推出迎合现代美学标准和引领行业潮流的流行彩妆产品，截至 2024 年上半年，畅销彩妆产品系列——光感无痕粉膏系列实现零售额超 2 亿元。

图 19、MAOGEPING 彩妆系列代表性产品光感无痕粉膏



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、MAOGEPING 彩妆系列代表产品

粉底



奢華魚子無瑕氣墊粉底液
SPF30/PA+++



凝脂柔肌妝前霜



光感美肌無痕粉膏



光感柔潤粉底液

高光和阴影



光影塑顏高光粉膏



光影塑顏高光粉餅



光影塑顏三色修容餅



柔光收顏粉膏



光影塑顏立體鼻影粉

眼妝



塑形晶彩眼影



塑形雙色眉影粉



塑形精緻持久眼線液



塑形防水睫毛膏

唇妝



羽霧空氣啞光唇釉



魅色凝潤唇膏



魅色絨霧唇膏



絲柔雅致唇膏

限量版



御貓嬉戲多用眼影盤



晴春蝶戲漫彩胭脂



翰墨賦竹顏雙色高光盤



鶴舞翩跹駐顏蜜粉餅



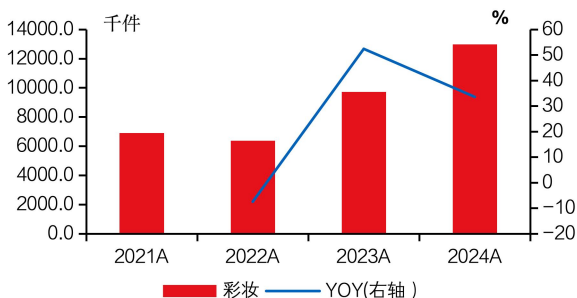
暗香疏影凝顏粉餅



點絳脣兮燦顏唇粉盤

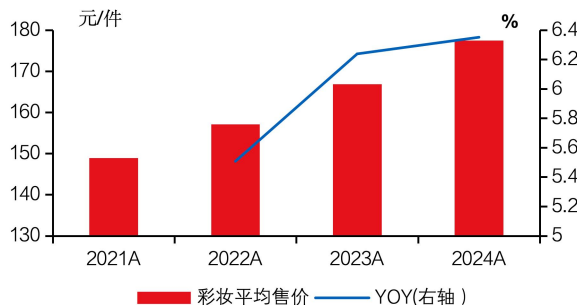
数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、彩妆销售量及 YOY



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、彩妆平均售价及 YOY

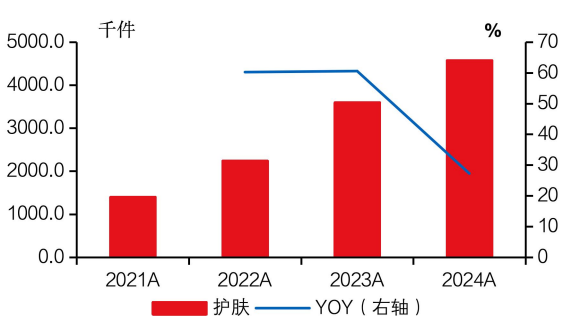


数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 护肤赛道空间广阔，十亿级单品已初具雏形

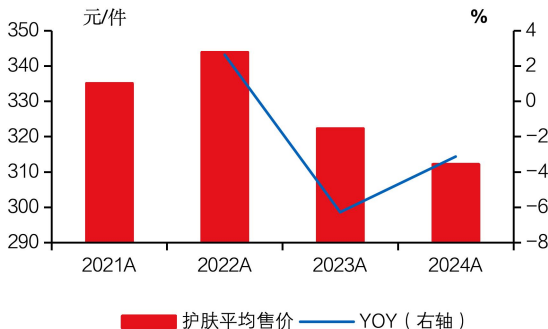
- 护肤单品定位高端，十亿级单品已初具雏形，护肤赛道成长空间广阔：毛戈平秉持“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”这一理念，供应 50 个护肤单品，全面涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洗面奶，满足消费者各种肤质及护肤要求，销售量逐年递增，至 2024 年达到 457.8 万件，平均售价位于 300-350 元价格带，位于大众国货护肤品价格带与外资护肤品价格带的中间地带。部分畅销产品——如奢华鱼子面膜，定位抚平细纹及缩小毛孔的初老人群及妆前护肤产品。

图 23、护肤销售量及 YOY



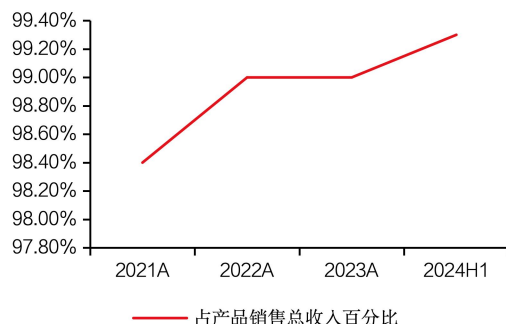
数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、护肤平均售价及 YOY



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、MAOGEPING 品牌销售额占比变化



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、MAOGEPING 护肤系列代表产品奢华鱼子面膜



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、MAOGEPING 护肤系列产品

精华



奢华鱼子菁华水



奢华鱼子多效安瓶精华液



奢华至臻润养紧颜眼部精华



奢华养肤焕能精华蜜

面霜



奢华养肤黑霜



黑金焕颜御龄眼霜



黑金焕颜轻润面霜



奢华至臻面霜

数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- **旗舰品牌注重不同赛道，全面扩大消费者服务范围：**MAOGEPING 于 2000 年推出，立足高端、轻奢定位，秉持着东方美学与光影美学两大灵感，融合中国传统文化的美学理念与原则，结合中国消费者面部特征，运用高光及修容技巧使面部轮廓更加有型。截至 2024 年上半年，MAOGEPING 的产品销售额占公司产品销售总收入的 99.3%。为扩展品牌组合，2008 年推出至爱终生品牌，致力于为消费者提供高性价比产品，满足大众需求，兼具质量与价格合理性，赢得市场较好反馈。

- 品牌致力于将传统文化植入现代审美及当代时尚中：作为 MAOGEPING 在东方美学领域的巅峰之作，气蕴东方系列产品巧妙将故宫博物馆的百年传承和传统东方美学精髓融入产品之中，产品精美，质量上乘，赢得广泛赞誉和忠诚的品牌拥护者。

（三）培训业务稳步扩张，传播品牌高端理念

- 培训业务传播品牌理念，助力品牌实现价值提升：毛戈平不仅努力开发适用于中国消费者肤质的产品，还致力于专业化妆艺术培训，以提高中国的化妆艺术水平和审美素养。截至最后可行日期，公司已在全国创办 9 所化妆艺术机构，拥有 194 名培训人员及 3539 名课程参与者。培训提供从基本的化妆技巧到先进的美学理念等多类课程，确保培训专业度，坚持通过培训课程传播美学理念，强化品牌价值，提升品牌声誉。同时，培训课程使用毛戈平品牌的化妆品和美妆工具，在完成美学理论传播时，有效提升了产品在专业化妆界的知名度。此外，课程参与者后续在影视、时尚、设计等多领域发展，在各行各业传播毛戈平的美学理念及品牌文化，助力品牌地位的巩固，优秀者或可在集团内担任重要职务，丰富了内部资源也确保公司实现持续性价值提升。

图 28、毛戈平培训课程



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

四、研发、供应、销售、售后协同作用

（一）研发驱动产品创新，丰富产品矩阵

- 公司产品的涉及和开发由毛先生领导，艺术委员会与核心研发团队密切合作，引领产品设计与开发方向。同时，公司与 ODM 供应商合作，共同将产品的核心美学与市场洞察转化为产品解决方案，保质保量地向消费者提供。
- **研发团队精良，研究成果颇丰：**截至 2024 年上半年，产品开发团队由 58 名经验丰富的员工组成，74.1%的成员持有学士及以上学位，平均工龄超 12 年，具有分子生物学及化学工程等领域多样化的背景与工作经验。产品的涉及与开发流程细致且耗时，通常耗时六至八个月，部分限量版产品研发时长增加到十至十二个月。截至 2024 年上半年，公司就 MAOGEPING 及至爱终生共开发和升级了 262 个新单品，平均每年升级约 75 个单品。

表 4、产品开发流程

序号	步骤	内容
1	新项目启动	产品开发团队与 ODM 供应商深入合作，制定产品开发标准；营销团队及艺术委员会确定产品设计及开发计划。
2	竞品分析	收集并分析市场同类领先产品数据，评估美观、功能及配方，以获得行业洞察
3	产品设计开发	选择适合目标消费者皮肤状况及面部特征的原料，调整色温和亮度以创造视觉深度，同时选择包装材料进行产品包装设计
4	产品测试	对新产品进行相容性及功能测试，并对初始产品及包装批次进行质量检测
5	抽样测试	培训机构的化妆师及一线营销人员试用产品并评估
6	量产	测试结果满意后进行量产及销售

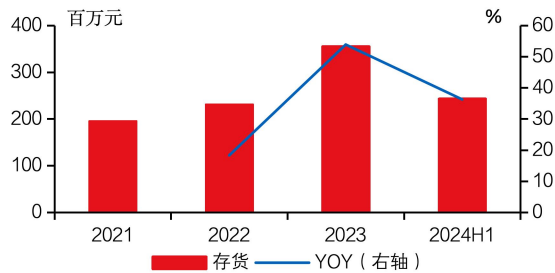
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- **产品研发中加入品牌特色，所获奖项颇丰：**以美观与功能为导向的产品设计：公司注重产品外观中强调的视觉吸引力及实用性，在模具的开发中融入中国建筑元素，加深文化共鸣。截至 2024 年上半年，公司已获得 43 项设计专利及美国缪斯设计铂金奖，证明了品牌的独特性及成熟度。

（二）供应链的高效管理

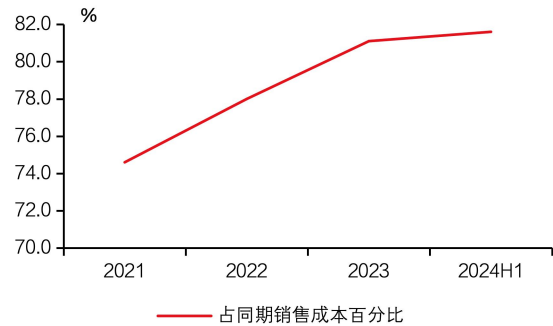
- **高效地管理并整合供应链：**公司维持与多家原材料供应商的稳定合作关系，以确保彩妆材料、护肤材料和包装材料的充足供应，并与可靠的 ODM/OEM 供应商保持稳定的合作关系，以确保及时生产出符合品牌质量控制要求的高质量产品。2024 年上半年，已售存货成本为 2.43 亿元，占同期销售成本的 81.6%，同比下降 0.9 个百分点。

图 29、已售存货成本及 YOY



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

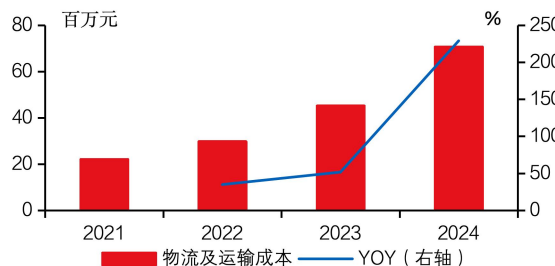
图 30、已售存货成本占同期销售成本百分比



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

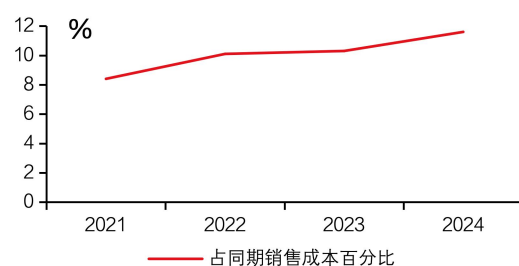
- **利用强大的经销网络，实现从仓库到专柜或直接到消费者的高效配送链：**毛戈平致力于为消费者提供更好的购买体验，与第三方物流供应商保持密切的业务联系，2024 年，物流及运输成本达 7069 万元，占同期销售成本的 11.6%。同时，公司计划通过与精选的、合格的供应商合作或对其进行投资，进一步管理和整合上游资源，以保障业务的持续扩张，实现规模经济及提高利润率。

图 31、运输及物流成本及 YOY



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、运输及物流成本占同期销售成本百分比



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **前五大供应商与公司长久合作，涉及全产业链：**毛戈平供应商主要包括美妆材料及制成品供应商、ODM/OEM 供应商以及物流及运输服务供应商，按采购成本计算，2023 年前五大供应商为莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司、杭州菜鸟供应链管理有限公司、丰瑞实业（淮安）有限公司、上海新洲包装印刷有限公司、科丝美诗（中国）化妆品有限公司，分别涉及美妆原材料、生产、包装、运输等环节，除杭州菜鸟供应链管理有限公司外，均与公司合作较久，最长合作时间可达 22 年。

表 5、2023 年按采购成本计算的前五大供应商

序号	供应商	产品/服务	占采购成本的百分比	业务开始的年份
1	莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司	美妆材料、制成品及生产服务	22.70%	2008
2	杭州菜鸟供应链管理有限公司	物流及运输服务	10.10%	2021
3	丰瑞实业（淮安）有限公司	包装及制成品	8.10%	2001

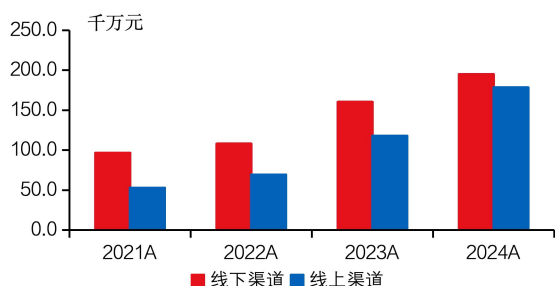
4	司 上海新洲包装印刷有限公司	包装及制成品	6.50%	2006
5	科丝美诗（中国）化妆品有限公司	生产服务	6.20%	2006

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）多渠道全方位建立销售网络，提高产品覆盖率

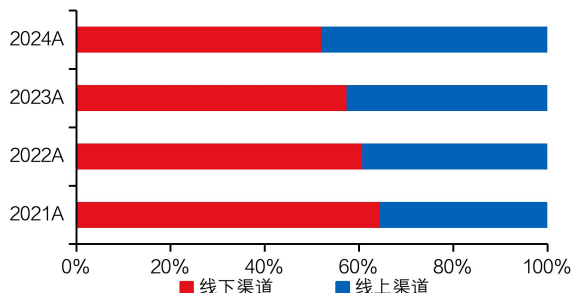
- **线上线下渠道相结合，确保产品的广泛可获得性：**毛戈平战略性地通过在高端百货商店内设立专柜来巩固品牌定位，辅以线上渠道来确保产品的广泛可获取性。公司线上线下渠道均迅速扩张，2024 全年，来自线上和线下渠道的收入分别为 17.8/19.5 亿元，分别占销售总收入的 47.8%/52.2%。

图 33、产品销售额按渠道拆分



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

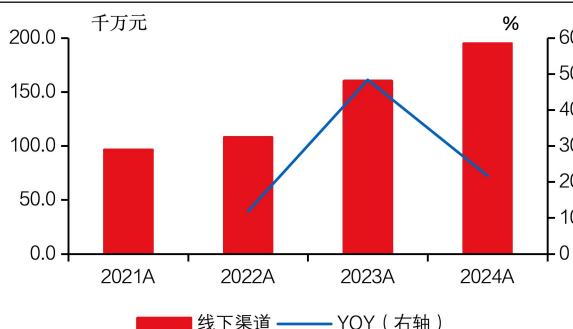
图 34、线上及线下渠道销售额的占比



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

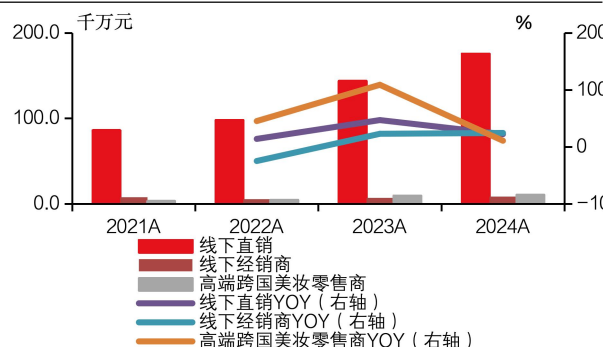
- **自营专柜为主要线下渠道：**毛戈平公司在线下渠道建立了强大的业务布局，主要包括在高端百货商店的自营专柜、向一家高端跨国美妆零售商及线下经销商的销售，其中线下直销业绩更为突出，主要得益于自营专柜的扩张与管理。2021-2024 年线下渠道产生的总销售额逐年递增，复合年增长率为 26.4%。2024 全年，线下渠道销售产生的收入达到 19.5 亿元，同比增长 21.7%。根据招股说明书，线下渠道表现均显著高于行业平均水平。其中线下直销表现强劲，增速稳定且保持较高水平。

图 35、线下渠道销售额及 YOY



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

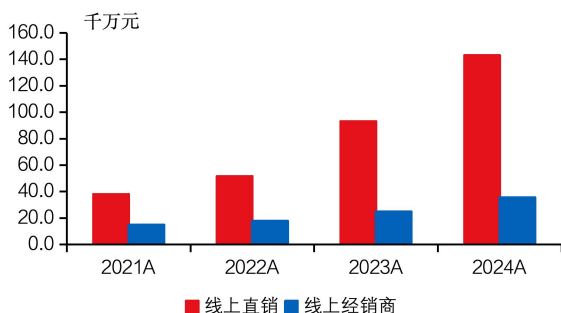
图 36、线下销售额按渠道拆分



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

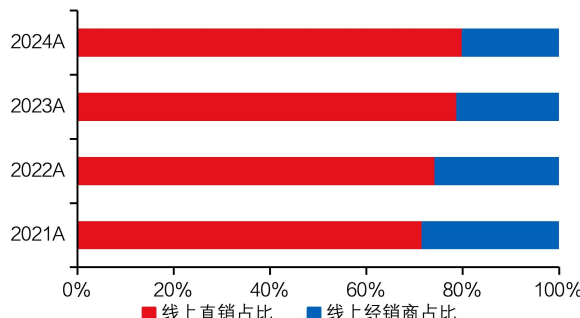
- **线上渠道销售业绩逐年攀升**：公司凭借在线下渠道所建立的稳健品牌形象、产品优势及消费者信任，逐渐拓展线上销售渠道业务。2021 年至 2024 年销售收入逐年上升，复合年增长率达 49.9%。2024 全年，线上渠道销售额超 17.8 亿元，其中，线上直销与线上经销商占比分别为 80.06%/19.94%。

图 37、线上销售额按渠道细分



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、线上销售额细分占比



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **多形式进行线上传播**：公司的线上渠道涵盖天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台，发布品牌故事创意内容，并通过精心制作的化妆教程证明产品功效，拥有广泛的社交媒体粉丝。截至 2024 年上半年，小红书平台上吸引超 89.5 万名粉丝，点赞与收藏数超过 210 万次，在抖音平台上拥有 440 万名粉丝，点赞超过 230 万次，在天猫网点拥有超过 660 万名粉丝。同时，公司在线上平台合作开展多项营销活动，如与天猫合作开展“光影 20 周年”，记录公司成立 20 年的变迁；邀请知名品牌 KOL 代言，引起粉丝共鸣，提高品牌的知名度与信誉度。

表 6、线上渠道传播数量

	粉丝数量（万名）	点赞与收藏数(万次)
小红书	89.5	210
抖音	440	230

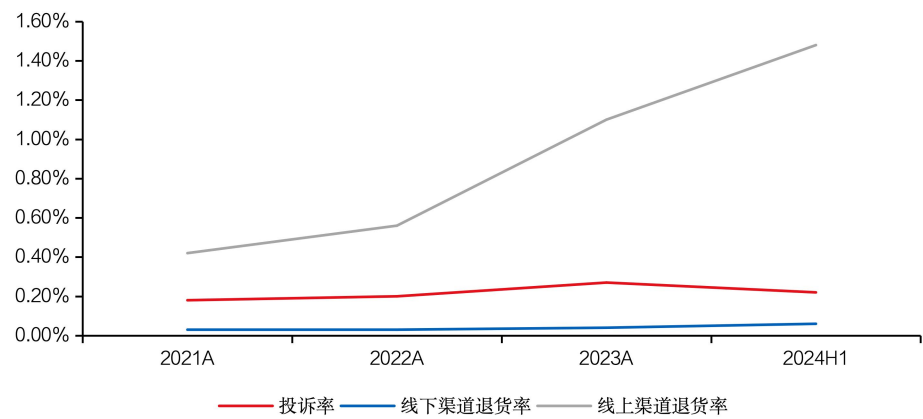
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至最后实际可行日期

（四）售后服务优质高效

- **投诉率及退货率远低于行业平均水平**：客户满意度是服务行业的首要任务，为此，公司拥有一支专门的客户服务团队，随时回复消费者的问询、反馈及投诉，以及时解决他们在购买产品过程中所遇到的问题，致力于提供个性化客户服务，建立持久的消费者关系。在客户服务团队的支持下，公司实现了良好的客户满意度，投诉率及退货率均维持较低水平，且远低于行业平均水平。

图 39、投诉及退货率

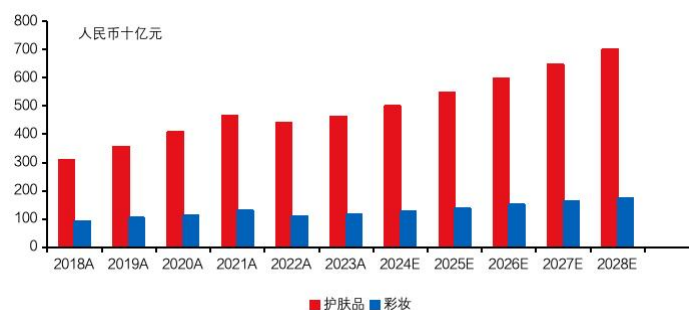


数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

五、美妆市场飞速提升，高端品牌颇受青睐

- **2028 年中国美妆市场规模有望突破 8000 亿元：**美妆产品是指能够提升皮肤状态并突出或改变面部和身体外观的化妆品，主要包括护肤品及彩妆产品。根据招股说明书引用的弗若斯特沙利文的数据，按照零售额计算，中国美妆行业的市场规模由 2018 年的 4026 亿元增长至 2023 年的 5798 亿元，复合年增长率为 7.6%，并且预计 2023 年至 2028 年将以 8.6% 的复合年增长率继续增长，有望至 2028 年达到 8763 亿元，其中彩妆和护肤品的市场规模分别达到 1752 亿元/7011 亿元。

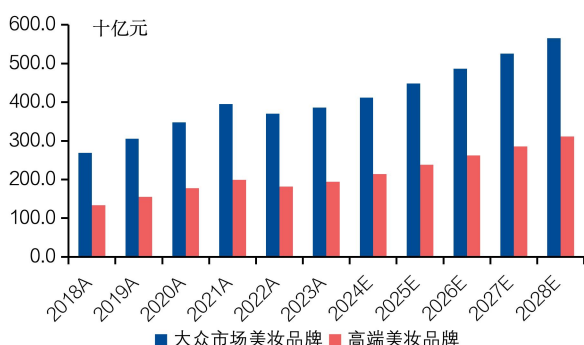
图 40、中国美妆行业市场规模（按产品类别）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

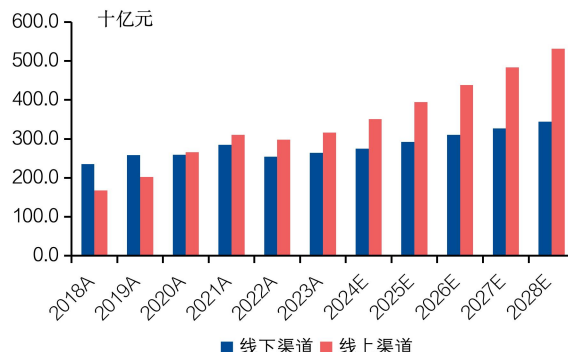
- **高端美妆品牌预计保持较高增速，线上渠道优势逐渐凸显：**按品牌定位细分来看，高端品牌由于提供高质量的、具有美学价值的产品，价格普遍达到行业平均水平的 1.5 倍，受众群体相对大众美妆品牌而言较小，零售额约为大众市场品牌的一半，但增长势头迅猛，2018-2023 年复合年增长率为 7.8%，并预计将以 9.9% 的复合年增长率进一步增长至 2028 年的 3110 亿元。按销售渠道细分来看，受疫情影响，线下渠道业绩略有波动，但整体保持稳定增长，2018-2023 年复合年增长率为 2.3%，并预计将以 5.5% 的复合年增长率进一步增长至 2028 年的 3446 亿元，线上渠道受疫情等宏观因素影响较小，保持较高增长速度并反超线下渠道销售业绩，预计至 2028 年将达到 5317 亿元。

图 41、中国美妆行业市场规模（按品牌定位）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

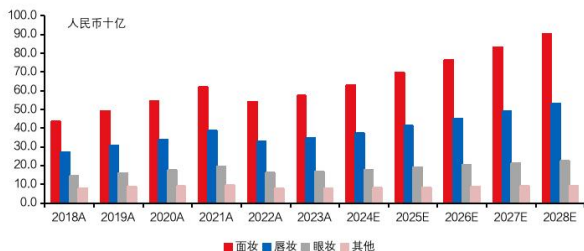
图 42、中国美妆行业市场规模（按销售渠道）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

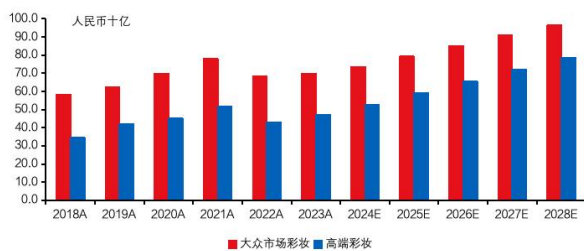
- **彩妆市场高速发展，底妆、高端彩妆增速预计高于整体：**彩妆作为专注于即时修饰的品类，在颜值经济中快速发展，整体增长势头迅猛，弹性更强，相较于眼妆与唇妆，底妆目前占据最大的市场份额，整体保持较快且平稳的增速。随着消费者对于产品质量、成分安全性和独特设计注重增强，高端彩妆市场受到广泛关注和认可，2018-2023 年复合年增长率为 6.4%，市场规模呈现出蓬勃发展的趋势。

图 43、中国彩妆行业市场规模（按产品类别）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

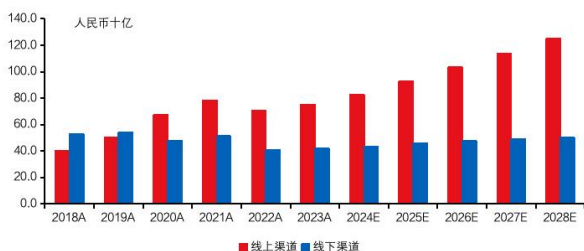
图 44、中国彩妆行业市场规模（按定位）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

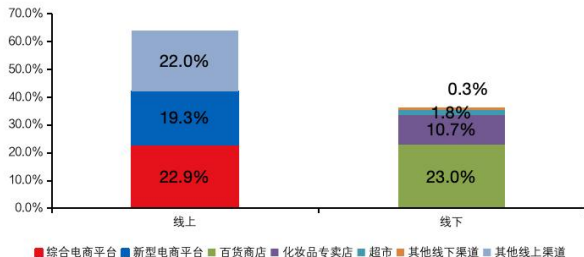
- **线上线下渠道协同作用：**在天猫、淘宝等电商平台及抖音、小红书等新兴平台的带动下，彩妆市场逐渐由线上渠道主导，线下渠道辅助。按零售额计算，线上市场规模由 2018 年的 400 亿元增长至 2023 年的 750 亿元，复合年增长率为 13.4%，占 2023 年彩妆市场总额的 64.2%。与此同时线下渠道营收占比持续增长，百货商店占比最高。

图 45、中国彩妆行业市场规模（按销售渠道）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

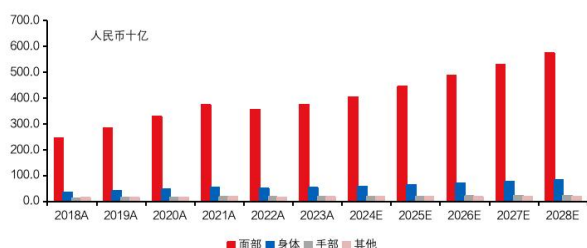
图 46、不同销售渠道的市场份额（2023 年）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

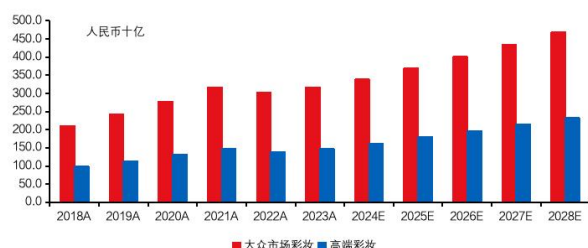
- **消费者护肤理念提升，市场规模持续扩张：**随着生活水平的提高，消费者更加注重自己的外表与皮肤健康，对皮肤的关注从面部扩展到全身，其中，面部护理仍占据主导地位，市场份额超 80%，人们对含有天然的、安全和有效成分产品的需求增加，愿意为高质量产品买单，高端护肤品牌越来越受到消费者欢迎。根据毛戈平招股书所引用的弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，2018-2023 年中国护肤市场规模持续扩张，复合年增长率达 8.4%。其中高端市场规模以 8.3%的复合年增长率增长至 2023 年的 1471 亿元。

图 47、中国护肤行业市场规模（按产品类别）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、中国护肤行业市场规模（按定位）

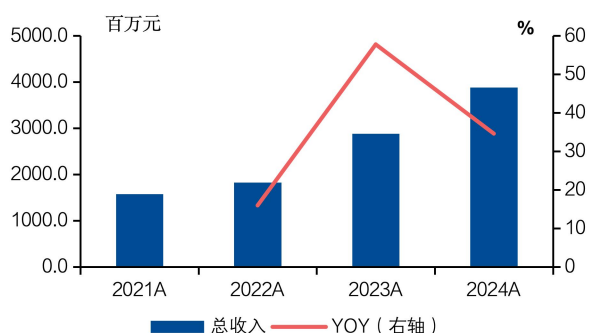


数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

六、财务分析

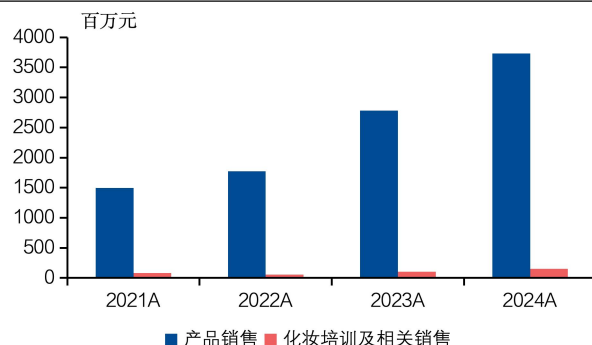
- **2024 年总收入同比增长 34.6%，96.1%来自于产品销售：**公司整体的营业收入呈现增长趋势，2021-2024 年复合年增长率为 35.05%，2024 年达到 38.8 亿元，同比上升 34.6%。营收额增长主要系产品销售收入增加，包括彩妆和护肤产品，2024 年产品销售收入同比上升 34.2%达到 37.3 亿元，占公司总收入的 96.1%。

图 49、销售总收入及 YOY



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

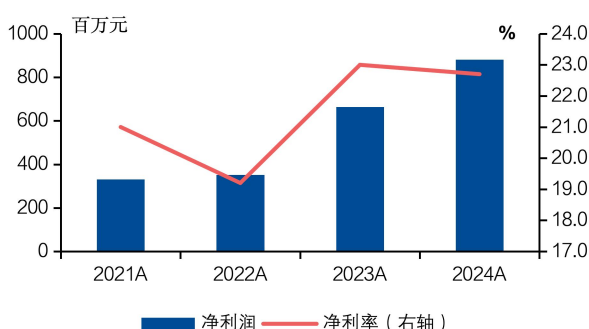
图 50、总收入细分（按业务）



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

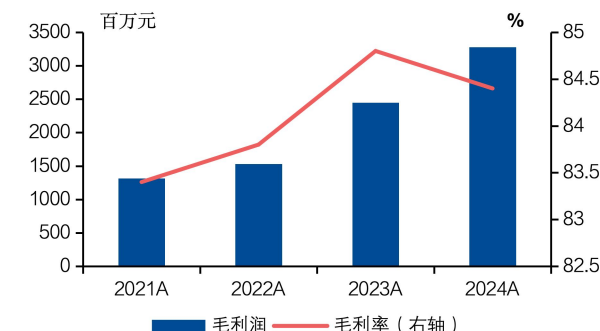
- **净利率整体向好，毛利率趋于稳定：**2021-2024 年，净利润不断上升，复合年增长率为 38.6%，2024 年同比增加 33.4%至 8.8 亿元，净利率整体呈现出增加的趋势，2021-2022 年净利率的下降主要是由于疫情影响。毛利润逐年增加，毛利率趋于稳定，主要是由于彩妆及护肤品的毛利率保持稳定。

图 51、净利润及净利率



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

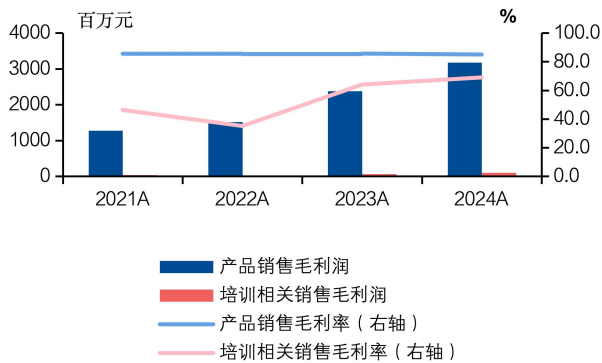
图 52、毛利润及毛利率



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

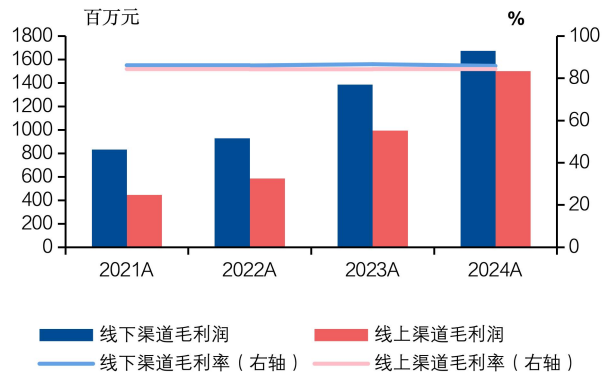
- **公司毛利率稳定且保持较高水平，得益于产品销售及线下渠道：**按照产品划分，主要得益于产品销售的较高毛利率，2024 年达到 85%；按照渠道划分，线上线下渠道的毛利率均较为稳定，相比之下，线下渠道毛利率略高于线上渠道，维持在 86%左右。

图 53、毛利润及毛利率细分（按业务）



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

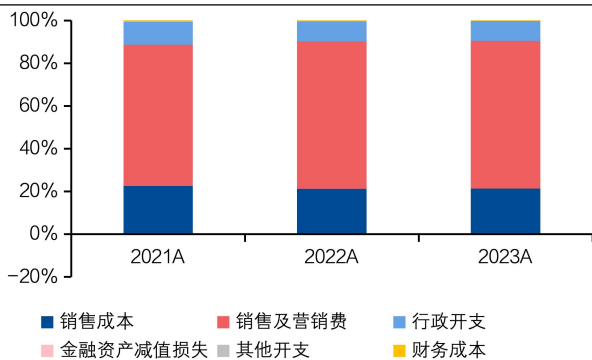
图 54、毛利润及毛利率细分（按业务）



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

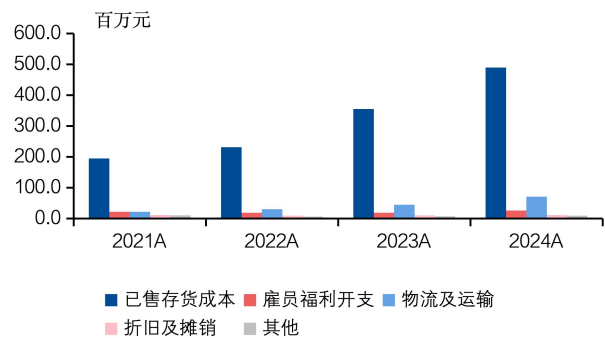
- **已售存货成本较高系与生产备货时间较久有关：**销售及营销费占总成本的比重最大，其次为销售成本，其中已售存货成本占比较高，且逐年递增，主要是由于生产备货时间较久，存货周转率保持较高水平。

图 55、成本结构



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

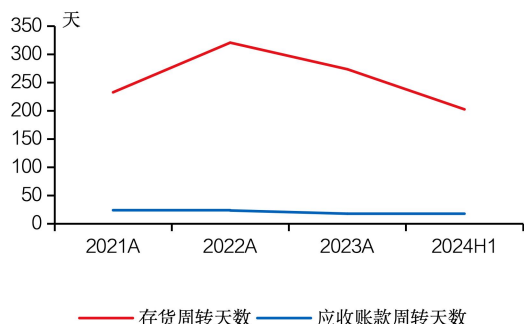
图 56、销售成本细分



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

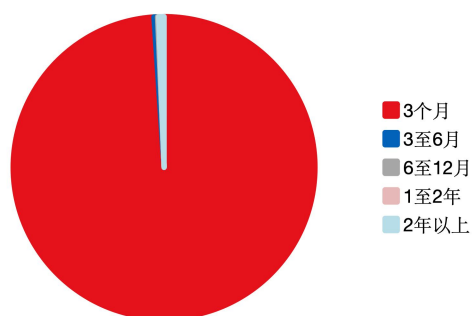
- **存货情况向好，回款趋于健康：**应收账款周转天数有所减少，主要是由于线上渠道产品销售比例的增加，因为线上渠道的应收账款周转天数一般较短。存货周转天数较长，主要是由于生产备货时间较久，通常为 3-4 个月。疫情影响消退后，线上线下销售均有增长，2023A-2024H1 存货周转天数逐渐向好。公司主要采用委外方式采购彩妆、护肤品的原材料及包装原材料，并委托 ODM/OEM 公司进行加工，由于有原材料采购入库环节，加工生产时间大多为 3-4 个月，并需要保持安全产成品库存水平 1-2 个月，因此公司的存货周转天数较长。

图 57、存货及应收账款周转天数



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、2023 年贸易应收款及应收票据账龄 (百万元)



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

七、盈利预测与估值

我们预计毛戈平 2025-2027 年收入分别同比增长 34.5%/28.4%/23.6%；经调整净利润分别同比增长 28.2%/27.4%/25.2%。截至 2025 年 5 月 27 日，毛戈平收盘价对应 2025 年市盈率约为 43x，考虑到公司在高端国货美妆行业中的领先优势及成长性，给予公司“增持”评级。

表 7、毛戈平主要财务数据及预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,885	5,227	6,711	8,294
同比增长(%)	34.6	34.5	28.4	23.6
经调整净利润(百万元)	924	1,185	1,510	1,890
同比增长(%)	39.1	28.2	27.4	25.2
毛利率(%)	84.4	84.6	85.0	85.7
经调整净利润率(%)	23.8	22.7	22.5	22.8
净资产收益率(%)	25.2	25.0	24.2	23.3
每股收益(元)	2.18	2.45	3.12	3.92

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、美妆板块估值表 (截至 2025 年 5 月 27 日)

代码	公司	股价	市值	经调整净利润			同比增长 (%)		PE	
				2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
		港元	亿港元		亿港元					
02367.HK	巨子生物	69.6	745.3	16.2	21.1	26.7	30.2	26.5	35.3	27.9
02145.HK	上美股份	64.6	256.9	5.1	9.4	12.4	84.3	31.9	27.3	20.7
		美元	亿美元		亿美元					
EL.N	雅诗兰黛	63.7	229.1	9.3	5.8	10.1	-37.6	74.1	39.5	22.7

PG.N	宝洁	165.9	3888.7	162.8	169.4	180.6	4.1	6.6	23.0	21.5
ELF.N	E.L.F. BEAUTY	83.9	47.3	1.8	2.1	2.6	16.7	23.8	22.5	18.2
COTY.N	科蒂集团	4.8	41.7	3.2	4.5	5.3	40.6	17.8	9.3	7.9
		元人民币	亿元人民币		亿元人民币					
603605.SH	珀莱雅	89.8	355.8	11.9	15.4	19.0	29.4	23.4	23.1	18.7
300957.SZ	贝泰妮	45.7	193.6	7.6	8.0	10.0	5.3	25.0	24.2	19.4
603983.SH	丸美生物	47.0	188.5	2.6	3.6	4.6	38.5	27.8	52.4	41.0
	平均								30.4	23.5
		港元	亿港元		亿元人民币					
01318.HK	毛戈平	114.0	558.8	9.2	11.9	15.1	28.2	27.4	42.9	33.6

资料来源：彭博，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除毛戈平外，其他标的预测数据均来自于彭博一致预期；2025、2026 年 PE 为预测值；毛戈平预测数据来自兴业证券经济与金融研究院预测

八、风险提示

- 行业竞争加剧：中国高端美妆行业相对集中，竞争加剧可能导致公司市占率不及预期；
- 产品开发不可控：或阻碍产品多元化，导致销量及盈利能力下降；
- 市场因素不可预期：或无法满足消费者喜好与市场趋势，进而使公司收入不及预期；
- 宏观经济因素及消费者行为影响：消费者或减少美妆产品的支出。

附表

资产负债表				
单位：百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动资产	1,026	1,041	1,056	1,071
物业、厂房及设备	279	294	309	324
投资物业	3	3	3	3
使用权资产	667	667	667	667
其他无形资产	3	3	3	3
于子公司的投资	37	37	37	37
递延税项资产	38	38	38	38
流动资产	3,447	4,737	6,366	8,385
存货	324	440	554	649
贸易应收款项及应收票据	215	289	371	458
预付款项、其他应收款项及其他资产	62	62	62	62
限制性现金	50	50	50	50
现金及现金等价物	2,796	3,896	5,329	7,165
资产合计	4,473	5,778	7,422	9,456
流动负债	951	1,086	1,235	1,394
贸易应收款项	92	92	92	92
其他应付款项及应计费用	390	525	674	833
应付关联方款项	3	3	3	3
拨备	0	0	0	0
应付税项	120	120	120	120
非流动负债	19	19	19	19
租赁负债	19	19	19	19
负债合计	970	1,105	1,254	1,413
股本	239	239	239	239
储备	3,262	4,432	5,927	7,802
权益总额	3,504	4,674	6,168	8,043
负债及权益合计	4,473	5,778	7,422	9,456
现金流量表				
单位：百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	969	1,114	1,448	1,851
投资活动产生现金流量	-628	-15	-15	-15
融资活动产生现金流量	1,311	0	0	0
现金净变动	1,652	1,099	1,433	1,836
现金的期初余额	1,138	2,796	3,896	5,329
现金的期末余额	2,796	3,896	5,329	7,165

利润表				
单位：百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,885	5,227	6,711	8,294
销售成本	607	802	1,010	1,184
毛利	3,278	4,425	5,701	7,111
销售即经销开支	1,904	2,561	3,282	4,048
行政开支	268	361	456	564
经营溢利	1,165	1,560	1,993	2,500
除税前利润	1,177	1,560	1,993	2,500
所得税开支	295	390	498	625
经调整净利润	924	1,185	1,510	1,890
每股收益（元）	2.18	2.45	3.12	3.92
主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性（%）				
营业收入增长率	34.6	34.5	28.4	23.6
营业利润增长率	31.1	33.9	27.8	25.4
经调整净利润增长率	39.1	28.2	27.4	25.2
盈利能力（%）				
毛利率	84.4	84.6	85.0	85.7
经调整净利润率	23.8	22.7	22.5	22.8
ROE	25.2	25.0	24.2	23.3
偿债能力				
资产负债率（%）	21.7	19.1	16.9	14.9
流动比率	3.6	4.4	5.2	6.0
速动比率	3.3	4.0	4.7	5.5
营运能力（次）				
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	18.1	18.1	18.1	18.1
每股资料				
每股收益（元）	2.18	2.45	3.12	3.92
估值比率（倍）				
PE（收盘价）	48	43	34	27
PB（收盘价）	14.3	10.7	8.1	6.2

数据来源：wind、公司公告、兴业证券经济与金融研究院

分析师声明

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

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、青岛蓝谷国际有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、泰州港城投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、江门高新技术工业园有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原资产管理有限公司、中原禹国际（BVI）有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、江苏银行、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、

南昌金开集团有限公司、九江银行、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、青岛军民融合发展集团有限公司、山东高速集团、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited、Qingdao Oceantec Valley Investment Development Group Co., Ltd、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、SDG Finance Limited、China Great Wall International Holdings VI Limited、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd、Mixin International Trading Co., Limited、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、China Cinda 2020 I Management Ltd、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd、Coastal Emerald Limited、Shanghai Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk