

毛戈平 Mao Geping Cosmetics (1318 HK)

首次覆盖: 中国高端美妆品牌, 从 SKU 和店效看毛戈平发展空间

China's High-End Beauty Brand: Exploring Maogeping's Growth Potential through SKU and Store Efficiency: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 **Initiate with OUTPERFORM**

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$95.70
目标价	HK\$124.50
HTI ESG	3.1-3.4-3.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$25.06bn / US\$3.19bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$39.98mn
发行股票数目	261.84mn
自由流通股 (%)	41%
1 年股价最高最低值	HK\$127.50-HK\$51.95
注: 现价 HK\$98.50 为 2025 年 08 月 13 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	0.2%	0.0%	
绝对值 (美元)	0.2%	-0.7%	
相对 MSCI China	-5.2%	-7.0%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	3,885	5,191	6,660	8,361
Revenue (+/-)	35%	34%	28%	26%
Net profit	881	1,200	1,499	1,835
Net profit (+/-)	33%	36%	25%	22%
Diluted EPS (Rmb)	2.18	2.48	3.06	3.74
GPM	84.4%	84.2%	84.1%	83.9%
ROE	34.9%	28.4%	27.4%	27.7%
P/E	45	40	32	26

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

毛戈平定位中国高端美妆品牌, 渠道逻辑以线下高端百货渠道逻辑为主。毛戈平公司是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司, 2024 年中国彩妆市场毛戈平的市场份额为 3.7%, 公司排名第 6, 品牌排名第 4。目前彩妆产品为毛戈平主要营收来源, 约占产品营收的 60%, 彩妆产品的销量较大 (总销量的 74%), 护肤品约占产品营收的 40%。毛戈平前期产品销售以线下渠道为主, 目前线上渠道增速高于线下渠道。2024 年毛戈平的产品销售线下、线上渠道营收占比相近线下渠道营收略超 50% 达 19.49 亿元, 同比增长 21.6%。毛戈平渠道逻辑以线下高端百货渠道逻辑为主, 专柜选址多位于高端商场, 为消费者提供优质的试妆体验和专业的化妆顾问服务。公司的线下渠道主要以自营专柜为主 (占比约 90%), 2024 年相关营收为 17.47 亿元。截至 2024 年 12 月 31 日, 毛戈平专柜覆盖全国 120 多个城市, 共 409 个专柜 (378 个自营、31 个经销商); 其配备超 2800 名美妆顾问, 平均每个专柜的 BA 数量是其他大牌的 2-3 倍。毛戈平将线下受欢迎的爆款产品引入线上渠道, 线上 70%-80% 为毛戈平经典款。线上渠道虽起步占比低, 但近年增长迅速, 营收占比不断提升, 2024 年占比达 48%。公司凭借精准的产品布局和营销策略, 保持了高品牌调性。线上平台等级与积分全渠道通用, 首绑即赠线下体验券, 有效将线上流量导流至线下。2024 年, 毛戈平会员数量同比增长 46.6% 达 151 万人, 客户粘性显著提升。2024 年线下会员复购率 (34.9%) 高于线上 (27.5%), 整体复购率从 26.8% 提升至 30.9%。

毛戈平单价对标海外高端美妆品牌, 从 SKU 和店效看毛戈平发展空间。目前在化妆师品牌中, 毛戈平彩妆规模已达到天花板, 2024 年在中国彩妆行业市场份额为 3.7%, 超过 Nars、Mac、Bobbi Brown、Makeup Forever 和植春秀。公司目前自身对标的香奈儿美妆线和迪奥美妆线为高奢品牌的美妆线 (彩妆市场份额分别为 3.3% 和 4.5%)。产品价格方面, 毛戈平品牌目前已面临有限的提价空间, 明星产品在高端产品领域已接近价格天花板。毛戈价格带平处于 TOP10 彩妆品牌的中间地带, 彩妆单品价格下限与迪奥、兰蔻、圣罗兰接近, 但单品价格上限缺乏支撑。但在店效方面, 毛戈平存在增长空间。以万象系商场为例, 毛戈平月均店效约为 45-60 万元; 海蓝之谜、兰蔻、雅诗兰黛、Nars 和 Tom Ford 的月均店效分别为 230-270 万元、120-150 万元、85-110 万元、60-70 万元、110-150 万元。主要由于毛戈平 SKU 方面存在较大增长空间; 毛戈平共有 400 个左右 SKU 的化妆品 (彩妆约 350 个, 护肤品约 50 个)。根据公司官网统计, 彩妆产品除化妆工具及限量产品约有 150 个 SKU。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com

吴颖婕 Mindy Wu
mindy.yj.wu@htisec.com

与传统化妆师品牌相比，毛戈平在唇妆、眼影、粉底色号及遮瑕等产品方面仍有较大发展空间。例如，毛戈平唇妆有 46 个 SKU，而 MAC 有约 350 个，色号和款式更丰富；毛戈平眼影仅 1 款盘装和 1 款自选拼盘（32 个色号，均为大地色系），MAC 则有 165 个 SKU，涵盖 4 个系列，色彩变化更丰富；粉底方面，毛戈平单款粉底液通常配备 2 至 4 个色号，MAC 则有约 15 个色号；遮瑕产品上，毛戈平仅提供 2 种颜色的遮瑕膏（3 个 SKU），MAC 则有 36 个 SKU，类型多样。与高端奢侈时尚品牌相比，毛戈平彩妆在唇部、粉底、腮红及指甲油等品类上也有待拓展。毛戈平唇部产品有 46 个 SKU，香奈儿则有 210 个，涵盖多种细分品类；粉底品类中，毛戈平有 24 个 SKU，香奈儿有 69 个；腮红方面，毛戈平有 12 个 SKU，香奈儿有 31 个。此外，香奈儿有 31 个 SKU 的指甲油，而毛戈平尚未涉足该品类。

首次覆盖我们给予毛戈平“优于大市”评级，对应目标价 124.5 HKD，有 26.4%上行空间。毛戈平营业利润、归母净利润连续四年增长，2024 年增长趋势放缓，利润率维持稳定。毛戈平 2024 年营收为 38.8 亿元，同比增长 34.6%。我们预计毛戈平的 2025-2027 营收可达 51.9 亿元、66.6 亿元、83.6 亿元，增速分别为 34%、28%、26%。公司整体毛利率维持在 84%左右，2024 年同比下降 0.4 个百分点至 84.4%。我们预计毛利率 2025-2027 年仍维持在 84%左右，分别为 84.2%、84.1%、83.9%。2024 年营业利润率为 11.06 亿元，同比增长 31%；营业利润率为 28%，同比下降 1 个百分点。我们预计 2025-2027 年营业利润率分别为 28.6%、28.1%、27.6%。公司 2024 年其他收入及收益总额为 0.68 亿元，同比增长 46.6%，主要是由于政府补贴的增长。公司 2024 年归母净利润为 8.81 亿元，同比增长 33%；归母净利润率为 23%，同比维持稳定。我们预计毛戈平的 2025-2027 年归母净利润可达 12.0 亿元、15.0 亿元、18.4 亿元，增速可达 36%、25%、22%。参考可比公司，同时考虑毛戈平 1) 店效提升空间；2) SKU 提升空间，我们给予毛戈平 2026 年 37XPE，对应目标价 124.5HKD（人民币 113.2 元），有 26.4%上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险：店效提升不及预期，线上线下业务不及预期，新品研发不及预期，行业竞争加剧，负面舆情。

一、毛戈平品牌定位中国高端化妆师品牌，2024 年中国彩妆市场份额排名品牌第 4

毛戈平品牌以创始人著名化妆师毛戈平先生的名字命名，其个人 IP 是品牌的核心资产之一。毛戈平先生是中国著名的化妆艺术大师，拥有 30 多年的从业经验，曾多次获得“化妆金像奖”等荣誉，被誉为“魔术化妆师”。他的专业声誉和艺术成就为品牌赋予了深厚的文化底蕴和独特的艺术气息。1995 年，毛戈平在影视剧《武则天》中，几近完美地实现了刘晓庆（当时 40 岁）16 岁到 80 岁年龄的形象打造，而成为家喻户晓的明星化妆师。

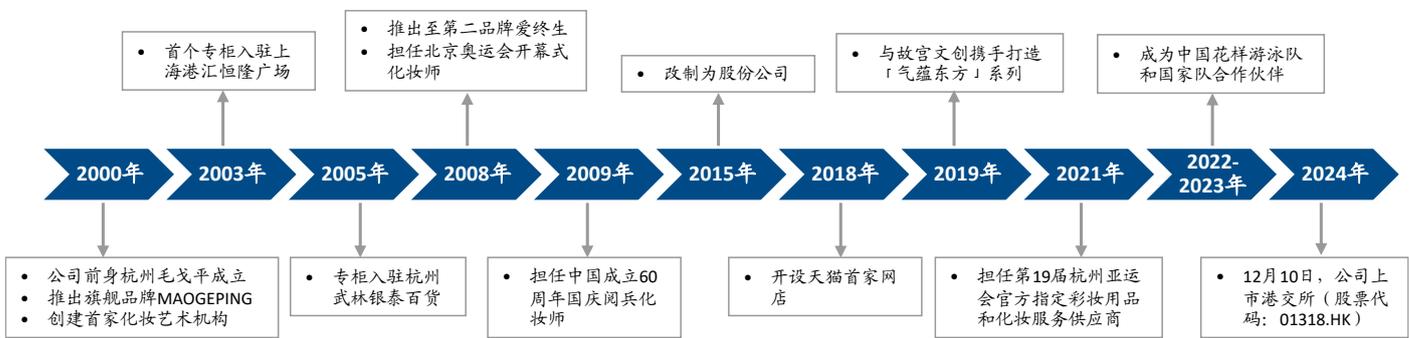
图1 1995 年，毛戈平在《武则天》中打造的刘晓庆 16 岁到 80 岁年龄的形象



资料来源：海通国际整理

毛戈平先生于 2000 年成立毛戈平化妆品股份有限公司的前身杭州汇都公司并创立 MAOGEPING 品牌；2003 年首个专柜入驻上海港汇恒隆广场；2005 年首次在银泰百货设立专柜；2008 年成立子品牌至爱终生，定位于二三线城市的女性消费者，与主品牌形成互补；同年，毛戈平先生带领毛戈平品牌担任北京奥运会开幕式的化妆师；2009 年担任中华人民共和国成立 60 周年国庆阅兵式的化妆师；2019 年担任第 19 届杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务供应商；2023 年中国花样游泳队官方赞助商及中国国家队的官方合作伙伴。2024 年 4 月公司提交港股招股说明书，12 月 10 日正式上市。

图2 毛戈平发展历程

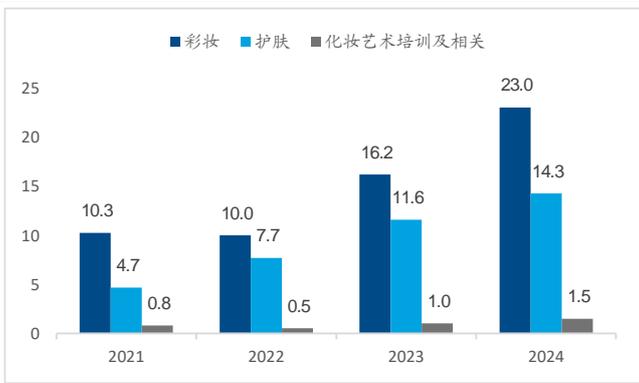


资料来源：毛戈平招股书，海通国际整理

1. 毛戈平核心业务以化妆品业务为主，其中彩妆营收占比约六成

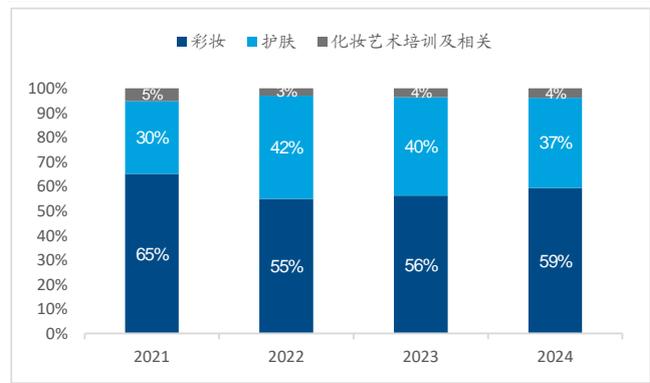
公司核心业务以化妆品业务为主，化妆艺术培训业务为辅，提供全方面的美妆体验。2024 年，化妆品贡献的营收占比为 96%（其中彩妆占比 59%，护肤品占比 37%）；化妆艺术培训相关业务贡献公司 4%的营收。毛戈平的化妆品业务 2024 年营收为 37.3 亿元，同比增长 34.2%。毛戈平化妆产品逻辑为线下逻辑，与线上大单品逻辑不同，其通过打造一套一套的产品组合，使得消费者成套购买，拉高客单价。

图3 毛戈平营收：按业务板块划分（亿元）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

图4 毛戈平营收占比：按业务板块划分



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

化妆品业务主要有两大核心品牌 **MAOGEPING** 和**至爱终生**。毛戈平的收入主要来源于 MAOGEPING 的产品销售，分别占 2021 年、2022 年、2023 年以及截至 2023 年和 2024H1 产品销售总收入的 96.6%、98.4%、99.0%和 99.3%。MAOGEPING 品牌自 2000 年推出以来，以其创始人毛戈平先生的名字命名，专注于高端美妆市场，融合光影美学和东方美学，提供包括彩妆和护肤品在内的全面产品线。至爱终生品牌则于 2008 年推出，面向大众市场，提供性价比高的彩妆和护肤产品。

图5 毛戈平产品销售占比：按品牌划分



资料来源：毛戈平招股书，海通国际整理

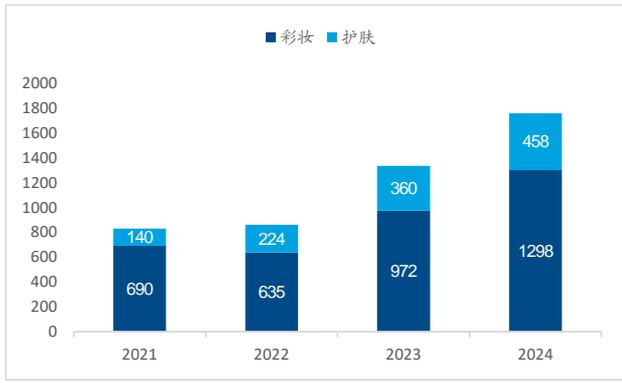
图6 MAOGEPING 和至爱终生



资料来源：海通国际整理

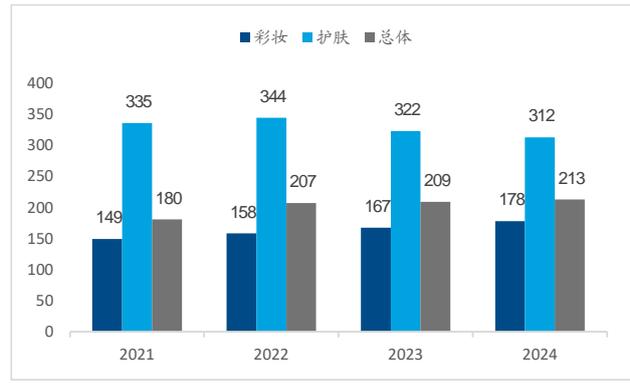
目前彩妆产品为毛戈平主要营收来源，2024 年占产品营收的 62%，主要由于 2024 年彩妆产品的销量较大，占总销量 74%，达 1298 万件，但平均客单价较低，低于 180 元；护肤品占 2024 年产品营收的 38%，单价较彩妆产品更高，平均单价为 312 元。

图7 毛戈平产品销量（万件）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

图8 毛戈平产品平均售价（元/件）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

化妆艺术培训业务 2024 年营收为 1.5 亿元，同比增长 45.8%，占公司总营收的 4%。公司在全国创办了九所化妆艺术机构，提供全面的面授化妆培训课程，传播深厚的化妆艺术知识和毛戈平先生的美学理念。截至 2024 年 12 月 31 日，这些培训机构拥有 226 名培训人员，2024 年共招收学员超过 6000 人，同比增长 20.4%。

图9 毛戈平化妆艺术培训



资料来源：海通国际整理

2. 毛戈平渠道策略以线下高端百货为主，爆款单品经市场验证后进入线上渠道

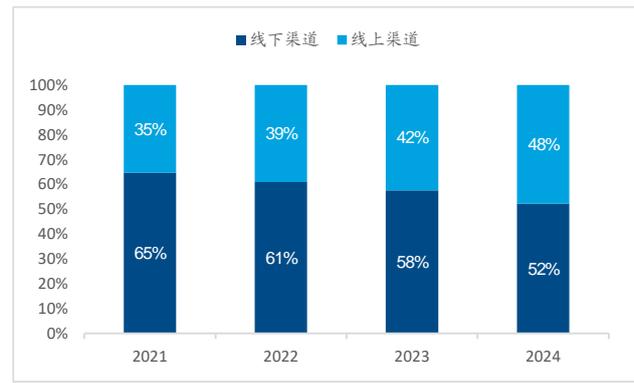
毛戈平的产品销售以线下渠道为主，线上渠道增速高于线下渠道。毛戈平线下渠道 2024 年营收占产品销售营收的 52%，达 19.49 亿元，同比增长 21.6%；增长主要由于公司加大了销售及营销力度导致每个专柜的平均销售额增加。毛戈平线上渠道 2024 年营收占产品销售营收的 48%，达 17.84 亿元，同比增长 51.2%。主要得益于公司在电商平台的销售及营销活动的加强。

图10 毛戈平营收：按渠道划分（亿元）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

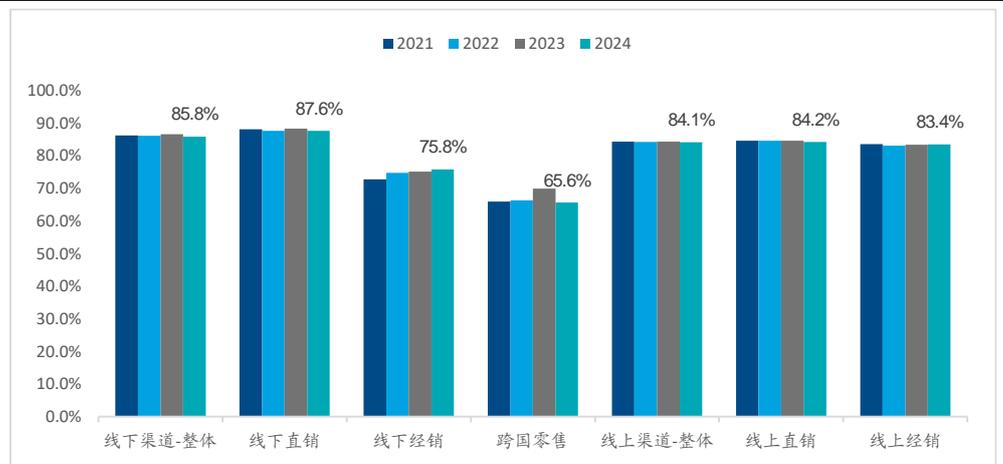
图11 毛戈平营收占比：按渠道划分



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

毛戈平线上渠道、线下渠道毛利率均维持在 85%左右，线下渠道毛利率略高线上渠道。毛戈平线下毛利率整体维持在 85%以上，主要是由于线下直销毛利率高达 87%以上且线下直销占比达线下渠道的 90%。线上渠道毛利率整体维持在 84%以上，主要是由于线上直销、经销毛利率均达到 83%以上。

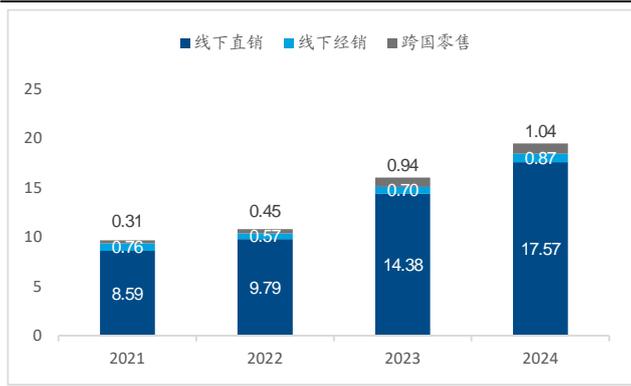
图12 毛戈平不同渠道毛利率



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

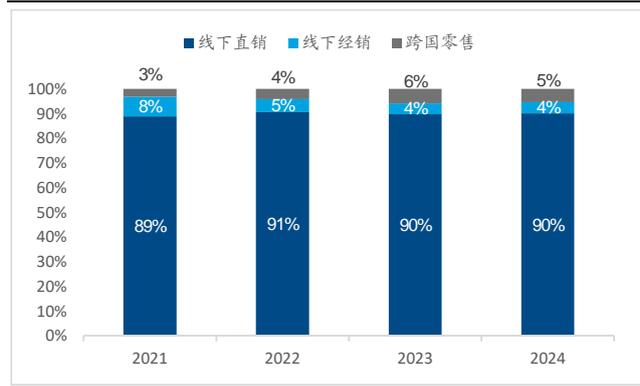
毛戈平渠道逻辑以线下高端百货渠道逻辑为主，专柜选址多位于高端商场，为消费者提供优质的试妆体验和专业的化妆顾问服务。公司的线下渠道主要包括通过自营专柜直销、向线下经销商销售以及向高端跨国美妆零售商销售；其中自营专柜的占比最高，2024 年相关营收为 17.47 亿元，占比达 90%。

图13 毛戈平线下营收：按渠道划分（亿元）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

图14 毛戈平线下营收占比：按渠道划分



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

公司的专柜网络由自营专柜和经销商专柜组成，线下专柜尤其重视客户服务体验，均设有专门的化妆台，由精通化妆知识和技能的训练有素的美妆顾问提供支持，为消费者提供专业的试妆，凸显产品效果。截至2024年12月31日，专柜遍布于全国120多个城市，包含378个自营专柜和31个经销商专柜。其线下专柜还提供1V1妆容教学、试妆体验等服务，一次美妆服务大约需要40-50分钟、使用卸妆、护肤、化妆一系列约20个产品，提升了客户的粘性和复购率。截至2024年12月31日，毛戈平全国各地的专柜配备超过2800名美妆顾问，平均每个专柜的美妆顾问（BA）为其他大牌专柜的2-3倍，是中国所有国货及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。这种体验式服务是毛戈平的核心竞争力之一。

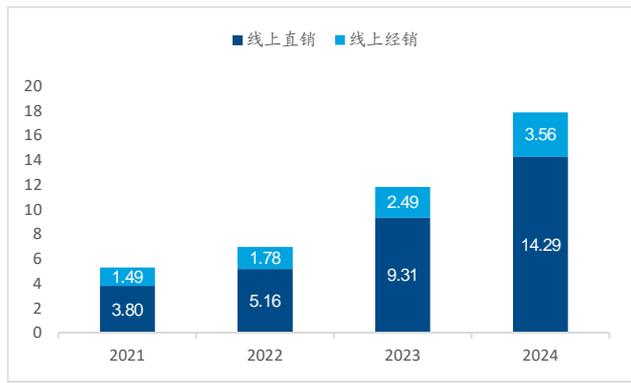
图15 毛戈平线下专柜



资料来源：海通国际整理

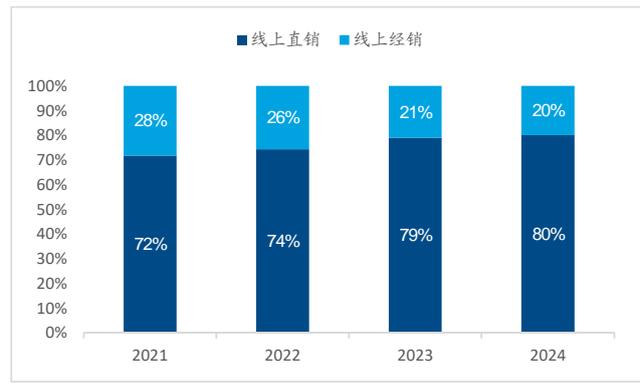
毛戈平产品经过线下销售数据检验后，受欢迎的爆款单品进入线上渠道。毛戈平线下渠道大约有400个SKU，其中彩妆和护肤的SKU分别为350、50个；其中受客户欢迎的销量良好的单品会进入线上渠道，线上单品70-80%为毛戈平经典款。毛戈平线上渠道涵盖天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台，包括直营网店及线上经销商，其中线上直销的营收贡献最大，2024年线上直销的营收为14.29亿元，占比达80%。其线上渠道虽然占比相对较低，但近年来增速显著，营收占比逐步攀升；公司通过精准的产品布局和营销策略，仍然保持了较高的品牌调性。

图16 毛戈平线上营收：按渠道划分（亿元）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

图17 毛戈平线上营收占比：按渠道划分



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

线下专柜以“化妆学校”模式运营，平均7名BA驻柜，提供一对一试妆、眉型定制及全妆教学；扫码零门槛入会，接近12个月消费额分风尚（1,800元）、璀璨（4,800元）、至尊（8,800元）三级，注册即赠一次妆容或护理，单笔满800元再赠一次，年消费满8,800元最高可获24次体验，各级消费均可累积积分抵现。线上平台通过天猫、抖音、微信小程序注册，等级与积分全渠道通用；首绑即赠线下体验券，将线上流量精准导流回线下；小程序每周更新“毛老师手法课”直播并点评会员作业，积分商城支持正装、旅行装及化妆刷等全额兑换，降低复购门槛。

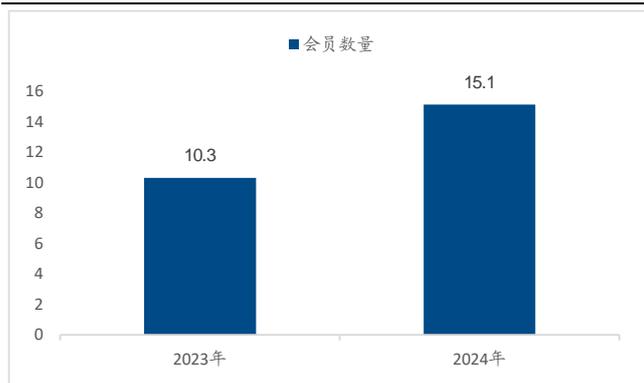
图18 毛戈平专柜至尊、风尚会员权益



资料来源：海通国际整理

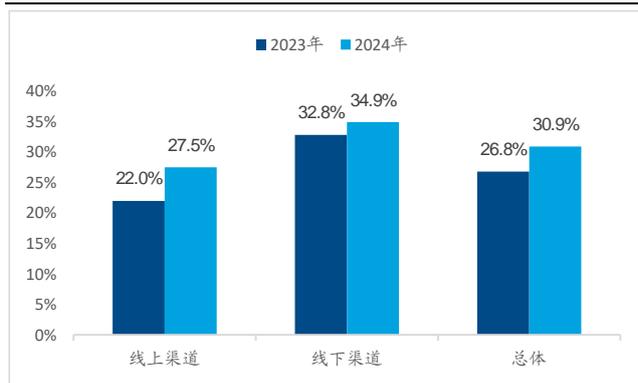
毛戈平 2024 年会员数量同比增长近 50%、客户粘性显著提高。截至 2024 年 12 月 31 日，公司线上及线下注册会员总数为 15.1 百万人，较 2023 年的 10.3 百万人同比增长 46.6%。公司的线下会员体系主要为线下专柜注册或绑定微信公众号；线上会员体系主要在抖音和天猫的自营网店，会员可以在不同平台共享积分及 VIP 等级。线下渠道会员粘性高于渠道会员，2024 年线下渠道会员复购率为 34.9%，高于线上渠道会员的 27.5%。总体来看，毛戈平会员 2024 年复购率为 30.9%，较 2023 年的 26.8% 增长。

图19 毛戈平线上线下会员总数（百万人）



资料来源：毛戈平年报，海通国际整理

图20 毛戈平会员复购率



资料来源：毛戈平年报，海通国际整理

3. 公司管理团队主要为毛戈平家族成员，毛戈平及亲属共持有约 75% 股份
 公司管理团队由家族成员+职业经理人共同构成，执行董事均加入公司超 20 年。公司董事长为创始人及实控人毛戈平先生，自公司成立以来一直担任董事长和总经理；毛戈平先生约八成时间用于产品研发，为公司核心技术人员；其在美妆行业从业 40 年、成立公司 26 年，拥有丰富的美妆产品经验及公司管理经验。毛戈平之妻子汪立群女士为副董事长、主管培训业务，其姐毛慧萍、毛霓萍分管供应链、至爱终生品牌，毛戈平之妻弟汪立华先生负责培训机构化妆艺术培训计划的业务战略。职业经理人宋虹伶女士为公司主品牌 MAOGEPING 的销售及品牌负责人，在公司就职 23 年。

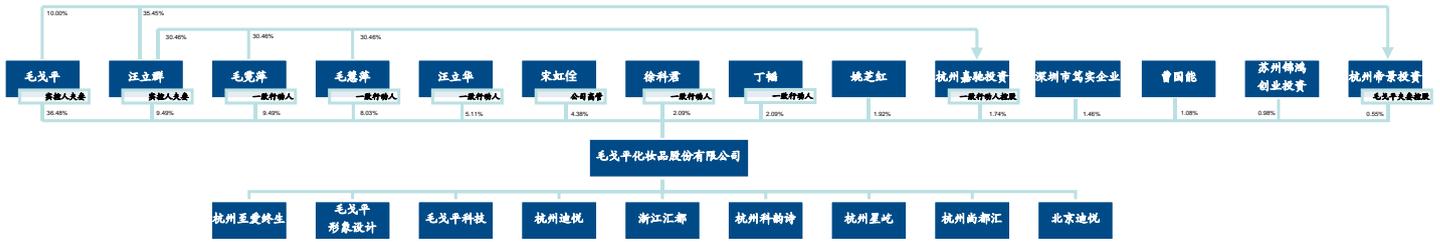
表 1 毛戈平核心管理层

姓名	年龄	职位	加入公司时间	人员简介
毛戈平先生	60	创始人、董事长兼执行董事	2000 年	创始人、董事长兼执行董事，负责领导及管理董事会，并负责本集团的整体业务战略和管理。2000 年创立公司前身杭州毛戈平形象设计艺术学校，并以个人名字创立高端美妆品牌 MAOGEPING。拥有 40 多年化妆艺术经验，获得多项荣誉，包括中国电影电视化妆金像奖、北京奥运会化妆造型师和杭州工匠称号。2023 年 9 月，成为杭州第 19 届亚运会火炬手。毛先生是汪立群的配偶、毛霓萍及毛慧萍的弟弟。
汪立群女士	53	执行董事兼副董事长	2000 年	毛戈平形象设计艺术学校联合创始人，负责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。1991 年至 2000 年为浙江省越剧团演员，曾任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长。2011 年及 2015 年分别获任为杭州毛戈平董事以及董事兼副董事长，2024 年调任为执行董事。汪女士是毛戈平的配偶及汪立华的姐姐。
毛慧萍女士	62	执行董事兼资深副总裁	2000 年	联合创始人，负责分管本集团财务、研发及供应链。兼任毛戈平科技（该公司负责发行人公司产品研发、采购与组织生产）的日常经营及管理。曾任公司副总经理、董事、科技执行董事、总经理。曾负责过公司财务、人事、物流和开发相关工作。2024 年 4 月 1 日调任执行董事。毛女士为毛戈平的姐姐及毛霓萍的妹妹。
毛霓萍女士	65	执行董事、副董事长、资深副总裁	2000 年	联合创始人，负责董事会工作及集团公司的经营管理，分管本集团的董秘办、法务、行政、人力资源中心；兼任“至爱终生”品牌形象设计的日常经营及管理。曾任杭州毛戈平形象设计艺术学校经理、总经理，杭州毛戈平化妆品有限公司总经理、董事、副总经理、副董事长等职位。2024 年 4 月 1 日调任执行董事。毛女士为毛戈平及毛慧萍的姐姐。
汪立华先生	51	执行董事兼副总裁	2002 年	负责制定及实施培训机构化妆艺术培训计划的业务战略。曾任浙江毛戈平形象设计艺术学校北京分院和成都校区校长、毛戈平形象设计副总经理、杭州毛戈平董事，2015 年获委任为本公司董事，并于 2024 年 4 月 1 日调任执行董事。汪先生为汪立群女士的弟弟。
宋虹佺女士	50	执行董事、总裁兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理	2002 年	负责 MAOGEPING 品牌建设、市场推广及销售管理工作。曾任杭州毛戈平销售负责人、MAOGEPING 品牌总经理、杭州毛戈平执行董事兼总经理、董事兼总经理。2012 年 6 月至今担任杭州毛戈平及本公司执行董事兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理。拥有中国矿业大学（北京）工商管理硕士学位。
徐卫国先生	48	财务总监	2011 年	1999 年 7 月至 2006 年 7 月曾任职于光明乳业股份有限公司，2006 年 8 月至 2009 年 4 月任金珠（上海）商业管理有限公司首席财务官。2011 年 4 月加入本集团，自彼时起一直担任本公司财务总监。
董乐勤先生	41	董事会秘书兼法务负责人	2014 年	2005 年 6 月获得中国雨润大学旅游管理学士学位，2009 年 2 月获得中华人民共和国司法部颁发的法律职业资格证书，2010 年 6 月获得中华人民共和国人力资源和社会保障部颁发的二级企业人力资源管理师证书，2016 年 9 月获得上海证券交易所董事会秘书资格证书。2014 年 1 月，获委任为联合兴国际管理会计师协会注册管理会计师。2014 年 12 月加入本集团，自彼时起一直担任本公司董事会秘书兼法务负责人。
高妍女士	46	监事会主席和监事	2012 年	2012 年 9 月加入本集团，曾任职于松下家电（中国）有限公司企划部部长、安徽省商会办公室主任。拥有中国浙江工商大学工商管理硕士学位、杭州市人事局颁发的中级经济师证书。
吴美娟女士	45	监事	2000 年	曾任浙江毛戈平形象设计艺术学校担任招生专员、北京毛戈平培训机构招生主任、上海毛戈平形象设计艺术培训学校常务副校长（负责学校的日常运营和管理）、执行校长。自 2015 年 12 月起一直担任公司监事；2017 年 10 月起一直担任杭州毛戈平形象设计行政总监。拥有中国天津大学工商管理网络教育专科学位。
羊俊青先生	34	监事	2012 年	曾任初级物流经理、公司物流经理。自 2020 年 10 月起一直担任公司监事。拥有中国浙江理工大学工商管理学士学位。
张薄女士	37	联席公司秘书	2019 年	方圆企业服务集团的副总裁，拥有逾十年企业秘书经验。拥有香港中文大学计算机科学学士学位、香港公开大学（现称香港都会大学）企业管治硕士学位和香港浸会大学会计硕士学位。
黄辉先生	48	独立非执行董事	2024 年	香港中文大学法学院教授，拥有丰富的法律经验。
李海龙先生	44	独立非执行董事	2022 年	浙江财经大学法学院副院长、教授及研究生导师，拥有丰富的法律经验。
顾炯先生	52	独立非执行董事	2024 年	曾任 UTStarcom Holdings Corp. 财务总监、百视通新媒体股份有限公司（现东方明珠新媒体股份有限公司）财务总监、CMC 资本财务总监及华人文化集团副总裁等。此外，顾先生还曾担任新明中国控股有限公司、大发地产集团有限公司、晶晨半导体（上海）股份有限公司等多家上市公司独立非执行董事，现任歌礼制药有限公司、慕尚集团控股有限公司、Vesync Co., Ltd.、漆曦科技国际控股有限公司独立非执行董事。拥有中国复旦大学财务管理学士学位，现为中国注册会计师协会非执业会员。

资料来源：毛戈平年报，毛戈平招股书，海通国际整理

毛戈平夫妻为公司实控人，截至 2024 年 12 月 31 日共持有公司 47.88% 股份。公司股权集中于毛戈平家族中，毛戈平及其亲属共持有 74.67% 股份。毛戈平、汪立群、毛霓萍、毛慧萍、汪立华、徐科君、丁韬分别持有公司 36.48%、9.48%、9.48%、8.03%、5.11%、2.09%、2.09% 的股权，毛霓萍、毛慧萍是实际控制人毛戈平的姐姐，汪立华是实际控制人汪立群的弟弟，徐科君、丁韬是毛霓萍、毛慧萍的儿子。此外公司职业经理人宋虹佺持股 4.38%。

图21 毛戈平股权图



资料来源：Wind，毛戈平年报，海通国际整理

二、中国高端美妆行业集中度较高，线上渠道将成为主要销售途径。

1. 美妆行业历史市场规模及预测：按产品类别划分

根据弗若斯特沙利文，中国美妆行业市场规模从 2018 年的 4,026 亿元（护肤品/彩妆：3,097/930 亿元）增长至 2023 年的 5,798 亿元（护肤品/彩妆：4,630/1168 亿元），CAGR 为 7.6%。预计市场规模在 2023 年至 2028 年将以 8.6% 的 CAGR 继续增长，到 2028 年达到 8,763 亿元（护肤品/彩妆：7,011/1,752 亿元）。按产品类别划分，2018-2023 年护肤品和彩妆的市场规模 CAGR 分别为 8.4% 和 4.7%；2023-2028E 的 CAGR 预计分别为 8.7% 和 8.4%。

图22 中国美妆行业市场规模：按产品类别划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

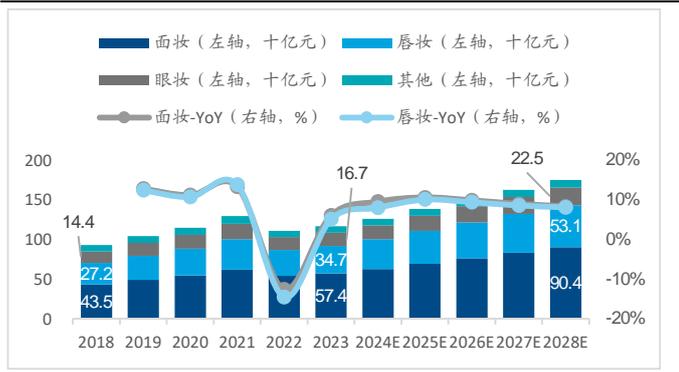
图23 中国美妆行业市场规模占比：按产品类别划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

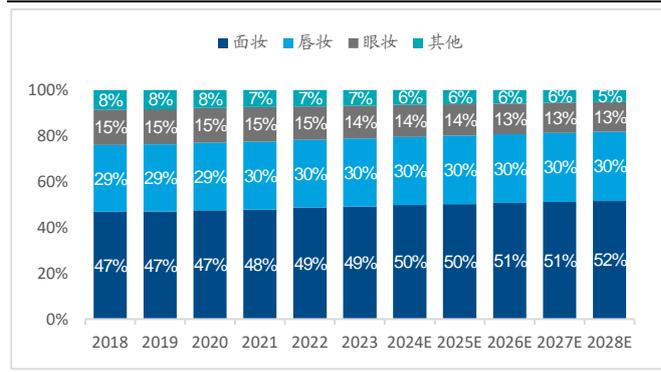
中国彩妆市场主要由面妆、唇妆和眼妆组成。据弗若斯特沙利文数据，面妆是最大且增长最快的部分，市场规模从 2018 年的 435 亿元增至 2023 年的 574 亿元，CAGR 为 5.7%。随着消费者对精致妆容的追求，面妆需求增加，推动市场增长。预计到 2028 年，面妆市场规模将以 9.5% 的 CAGR 增至 904 亿元。此外，2018-2023 年唇妆、眼妆及其他彩妆的市场规模 CAGR 分别为 5.0%、3.0% 和 0.3%；2023-2028E 的 CAGR 预计分别为 8.9%、6.1% 和 2.8%。

图24 中国彩妆行业市场规模：按产品类别划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

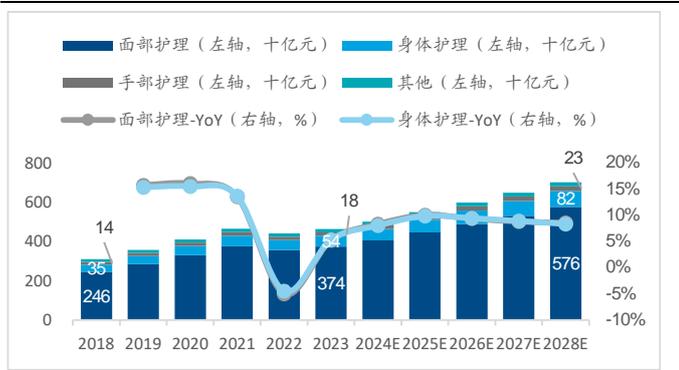
图25 中国彩妆行业市场规模占比：按产品类别划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

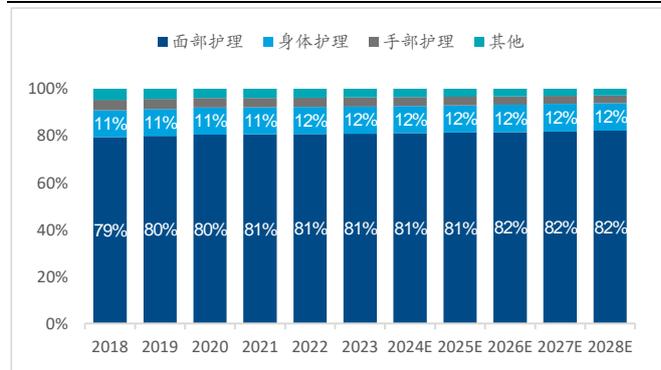
中国护肤市场主要由面部护理、身体护理和手部护理组成，其中面部护理占比最大，2023年市场份额超80%。据弗若斯特沙利文数据，面部护理市场规模从2018年的2459亿元增至2023年的3744亿元，CAGR为8.8%，预计到2028年将以9.0%的CAGR增至5756亿元。

图26 中国护肤品行业市场规模：按产品类别划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

图27 中国护肤品行业市场规模占比：按产品类别划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

2. 行业历史市场规模及预测：按品牌定位划分

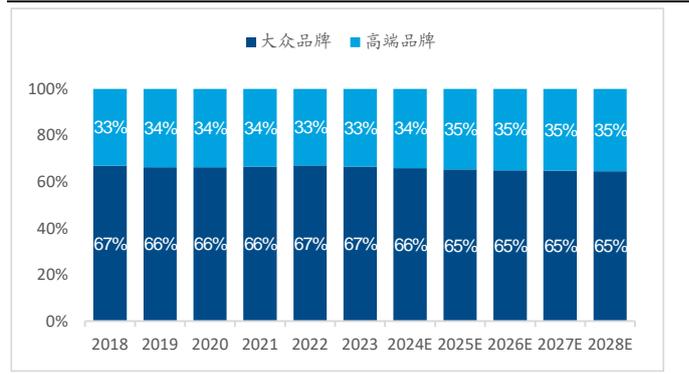
根据弗若斯特沙利文，品牌端预计延续“哑铃型”分化：高端美妆2023年规模1,942亿元（大众品牌/高端品牌：3,856/1,942亿元），2018-2023年CAGR 7.8%，2023-2028E增速升至9.9%，显著跑赢行业；大众市场品牌同期增速7.5%预计略微上升至7.9%，价盘承压。高端化趋势明确驱动行业盈利结构改善，具备强品牌资产与稀缺渠道壁垒的国际集团及本土头部将优先受益。

图28 中国美妆行业市场规模：按品牌定位划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

图29 中国美妆行业市场规模占比：按品牌定位划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

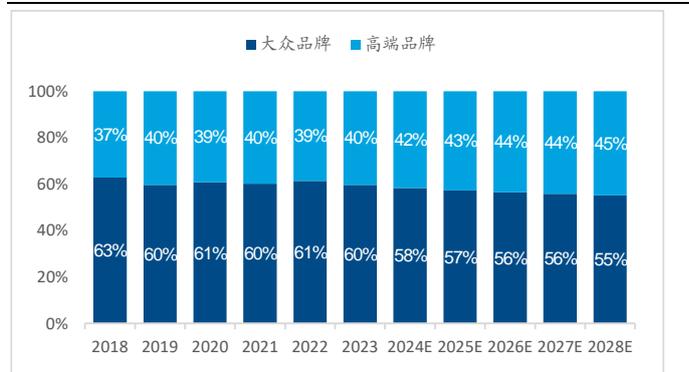
随着消费者对产品质量、成分安全性和设计的要求提高，高端彩妆市场蓬勃发展。这一趋势推动了市场扩大，吸引了众多知名品牌参与竞争。高端彩妆市场规模从2018年的346亿元增至2023年的471亿元，CAGR为6.4%。预计到2028年，高端彩妆市场规模将以10.8%的CAGR增至787亿元。

图30 中国彩妆行业市场规模：按品牌定位划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

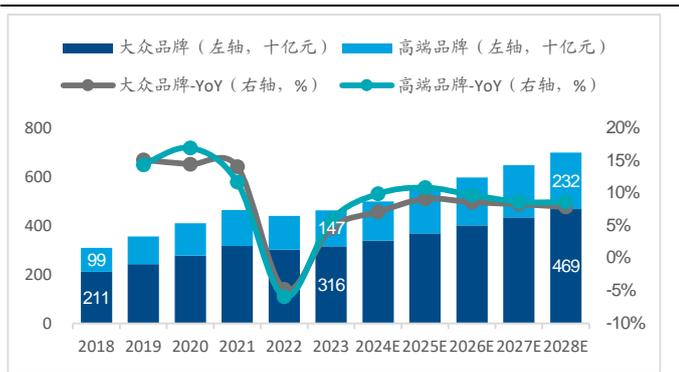
图31 中国彩妆行业市场规模占比：按品牌定位划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

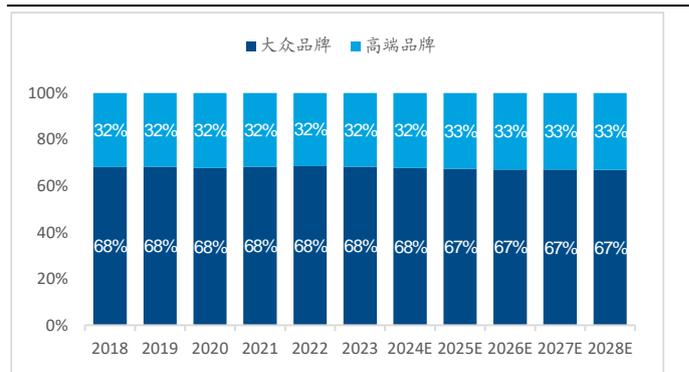
随着中国消费者消费水平提升和社交媒体宣传，中国高端护肤品市场规模高速增长，从2018年的988亿元增至2023年的1471亿元，CAGR为8.3%。预计到2028年，高端彩妆市场规模将以9.6%的CAGR增至2324亿元。

图32 中国护肤品行业市场规模：按品牌定位划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

图33 中国护肤品行业市场规模占比：按品牌定位划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

3. 行业历史市场规模及预测：按销售渠道划分

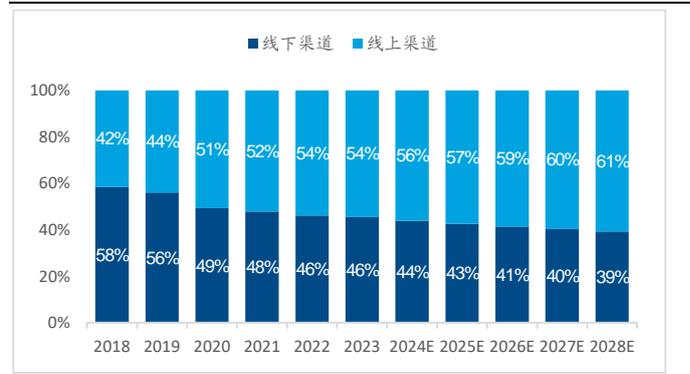
在销售渠道方面，化妆品的线下渠道主要包括百货商店、化妆品专卖店、超市、药店、免税店等。线上渠道主要包括综合电商平台（天猫和京东）、新兴电商平台（抖音和快手）及其他线上渠道（品牌方官网、跨境电商平台等）。根据弗若斯特沙利文数据：2018-2023年，美妆产品线下渠道零售额从2353亿元增至2641亿元，CAGR为2.3%；增速较为缓慢主要是由于疫情限制线下销售，但随着社交恢复和消费热情释放，线下渠道将稳定发展。弗若斯特沙利文预计到2028年，线下渠道市场规模将以5.5%的复合年增长率增至3446亿元。线上渠道疫情期间受影响小，未来仍将保持快速增长。

图34 中国美妆行业市场规模：按销售渠道划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

图35 中国美妆行业市场规模占比：按销售渠道划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

彩妆市场逐渐由线上渠道主导，线下渠道预计持续增长，百货商店仍将是重要销售场所。根据弗若斯特沙利文，在天猫、淘宝等电商平台以及抖音、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。线上市场规模从2018年的400亿元增至2023年的750亿元，CAGR为13.4%，占总彩妆市场的64.2%；弗若斯特沙利文预计2023年到2028年线上渠道保持高增长达1251亿元，CAGR为10.8。线下市场规模从2018年的530亿元增至2023年的418亿元，CAGR为-4.6%，主要是由于疫情期的限制性措施；弗若斯特沙利文预计随着社交活动的恢复和消费热情的释放，2028年彩妆线下渠道市场将达到501亿元，CAGR为3.7%。

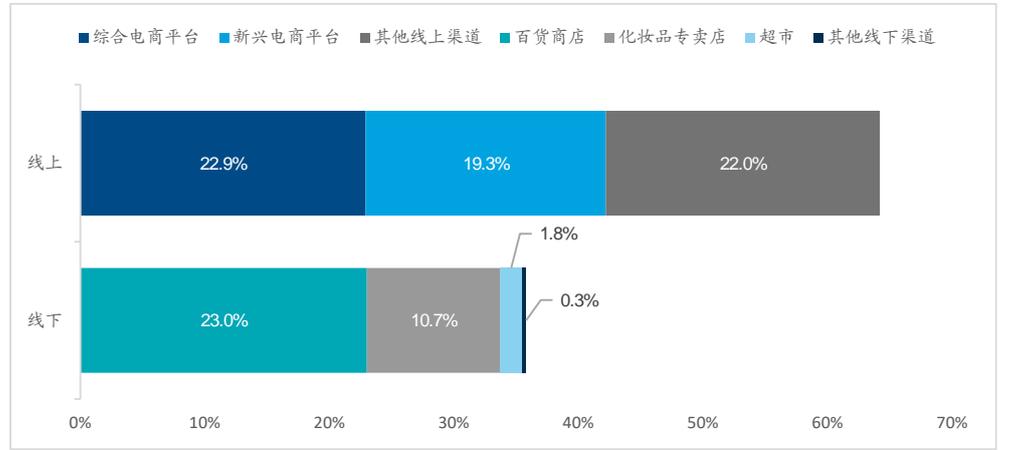
图36 中国彩妆行业市场规模：按销售渠道划分（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

线下渠道为彩妆市场主流渠道，百货商店仍为主要销售场所。2023 年线下渠道中，百货商店仍为主要销售场所，占总美妆市场规模的 23.0%。线上渠道中综合电商（淘宝/京东）与新兴电商平台（抖音/快手）的规模占比相近，分别占总美妆市场规模的 22.9%和 19.3%。

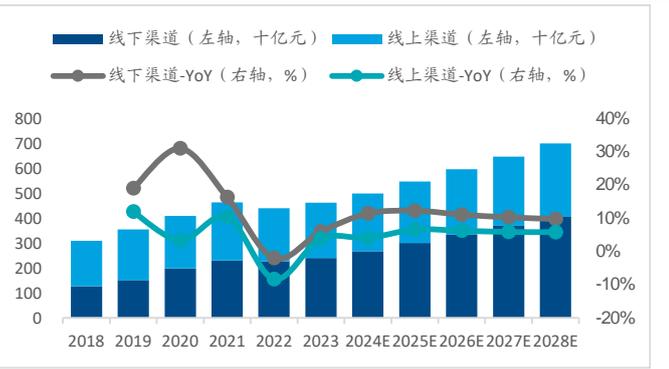
图37 中国美妆行业销售渠道市场规模占比（2023 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

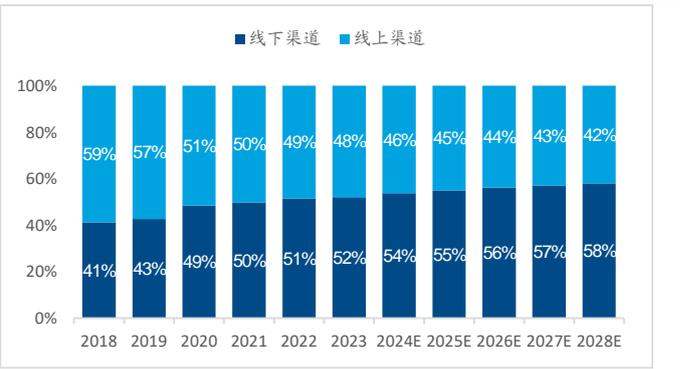
护肤品线上销售快速增长，市场份额逐渐扩大。弗若斯特沙利文统计按零售额计，线上市场规模从 2018 年的 1274 亿元增至 2023 年的 2408 亿元，CAGR 为 13.6%，占 2023 年市场总额的 52.0%。线下渠道保持稳定增长，随着疫情消退，线下市场复苏，弗若斯特沙利文预计线下销售增长率将提升。

图38 中国护肤品行业市场规模：按销售渠道划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

图39 中国护肤品行业市场规模占比：按销售渠道划分



资料来源：弗若斯特沙利文，毛戈平招股书，海通国际整理

4. 中国高端美妆行业竞争格局

中国高端美妆行业集中度较高，前五大美妆集团均为国际品牌且占据过半市场份额。按 2023 年零售额计算，前五大美妆集团（欧莱雅、雅诗兰黛、LVMH、资生堂和保洁）占据了 55.4% 的市场份额，均为国际美妆集团。

图40 2023年中国高端美妆集团零售额排名

	集团名称	零售额(百万元)	集团起源	成立年份	成立国家	市场份额
1	欧莱雅	39330	国际	1909	法国	20.6%
2	雅诗兰黛	32312	国际	1946	美国	16.6%
3	LVMH	15721	国际	1987	法国	8.1%
4	资生堂	13001	国际	1872	日本	6.7%
5	宝洁	6660	国际	1837	美国	3.4%
6	香奈儿	3854	国际	1910	法国	2.0%
7	毛戈平	3553	国内	2000	中国	1.8%
8	欧舒丹	2424	国际	1976	法国	1.2%
9	娇韵诗	2205	国际	1954	法国	1.1%
10	爱茉莉太平洋	2001	国际	1945	韩国	1.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，海通国际整理

毛戈平品牌定位为中国高端美妆市场，彩妆业务中国市场份额排名前十。毛戈平公司是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，按2023年各集团旗下的所有高端品牌的零售额计算，排名第七，市场份额为1.8%。毛戈平是目前进入中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按2023年零售额计算排名第12。

图41 2023年中国高端美妆品牌零售额排名

	品牌名称	零售额(百万元)	集团起源	成立年份	成立国家	市场份额
1	兰蔻	21726	国际	1935	法国	11.2%
2	雅诗兰黛	17901	国际	1946	美国	9.2%
3	Nars	9415	国际	1994	美国	4.8%
4	迪奥	6682	国际	1946	法国	3.4%
5	SK-II	6660	国际	1980	日本	3.4%
6	CPB	5030	国际	1982	日本	2.6%
7	YSL	4967	国际	1961	法国	2.6%
8	娇兰	4947	国际	1828	法国	2.5%
9	资生堂	4869	国际	1872	日本	2.5%
10	香奈儿	3854	国际	1910	法国	2.0%
11	赫莲娜	3615	国际	1902	法国	1.9%
12	毛戈平	3553	国内	2000	中国	1.8%
13	科颜氏	3331	国际	1851	美国	1.7%
14	阿玛尼	2561	国际	1975	意大利	1.3%
15	修丽可	2453	国际	1997	美国	1.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，海通国际整理

中国彩妆市场中毛戈平为领先品牌，为美妆品牌TOP5。2024年中国彩妆市场毛戈平的市场份额为3.7%，公司排名第6，品牌排名第4。

图42 2024年中国彩妆市场毛戈平的市场份额为3.7%，公司排名第6，品牌排名第4

排名	公司名称	市场份额	排名	品牌名称	市场份额
1	欧莱雅	22.1%	1	圣罗兰	5.7%
2	雅诗兰黛	9.0%	2	兰蔻	4.7%
3	LVMH	8.2%	3	迪奥	4.5%
4	资生堂	5.3%	4	毛戈平	3.7%
5	橘宜	3.9%	5	卡姿兰	3.3%
6	毛戈平	3.7%	6	花西子	3.0%
7	逸仙电商	3.3%	7	香奈儿	3.0%
8	卡姿兰	3.3%	8	Nars	3.0%
9	浙江宜格（花西子）	3.0%	9	阿玛尼	2.8%
10	香奈儿	3.0%	10	3CE	2.7%

资料来源：欧睿数据，海通国际整理

三、从SKU和品类方面看毛戈平未来发展空间

1. 毛戈平彩妆规模已达专业化妆师品牌天花板

根据品牌创立的背景不同，彩妆品牌大致可划分为四类：专业化妆师品牌、奢侈时尚品牌、化学医药背景品牌、网红明星品牌。其中专业化妆师品牌（如毛戈平、MAC、Nars、Bobbi Brown等）由专业化妆师创立，注重产品的专业性和实用性，适合专业化妆师和追求高品质化妆效果的消费者。奢侈时尚品牌彩妆线（如香奈儿、迪奥、古驰、圣罗兰彩妆线）由高端时尚品牌创立，注重品牌形象和高端品质，产品线通常涵盖化妆品、香水等多个领域。化学医药背景品牌（如雅诗兰黛、欧莱雅、美宝莲等）由化学家或具有化学医药背景的人创立。网红明星品牌（如Kylie Cosmetics、Fenty Beauty、Huda Beauty、Jeffree Star Cosmetics）由网红或明星创立，通常借助其个人影响力和粉丝基础进行推广，产品设计注重时尚感和亲民性。

表2 基于品牌创立背景差异的彩妆品牌分类

分类维度	专业化妆师品牌	奢侈时尚品牌	化学医药背景品牌	网红明星品牌
创立背景	由专业化妆师创立，专注于彩妆技术	由奢侈品牌或时尚集团创立，注重时尚感	由化学或医药公司创立，注重产品研发	由网红或明星创立，借助个人影响力
代表品牌	毛戈平、MAC、Nars、Bobbi Brown	香奈儿、迪奥、古驰、圣罗兰彩妆线	雅诗兰黛、欧莱雅、美宝莲	Kylie Cosmetics、Fenty Beauty、Huda Beauty、Jeffree Star Cosmetics
代表品牌 Logo				
产品特点	高品质彩妆，专业配方，适合专业使用	设计感强，包装精美，注重时尚潮流	成分安全，功效显著，注重研发创新	贴近大众需求，包装时尚，营销创新
目标客户群体	专业化妆师、新娘、影视化妆师等	追求高端时尚、注重品牌价值的消费者	关注产品功效、安全性的人群	年轻消费者、追求潮流和性价比的人群
价格区间	中高端（部分高端）	高端至奢侈品	中高端至高端	中低端至中高端
营销策略	专业口碑传播，参加行业展会	奢侈品牌营销，时尚活动推广	强调科技研发，专业背书	网红直播、社交媒体推广
优势	专业性强，产品质量高	品牌形象高端，时尚感强	产品安全可靠，研发实力强	营销能力强，贴近大众需求

资料来源：海通国际整理

专业化妆师品牌创始人/主理人往往具备较强专业能力和较高行业地位，从一开始便构建了独特的差异化品牌心智。毛戈平由中国著名化妆师毛戈平创立，以专业底妆和东方美学闻名，产品以高光修容和底妆为核心。MAC由加拿大化妆师 Frank Toskan 和企业家 Frank Angelo 创立，以专业彩妆和多元包容著称。Bobbi Brown 由美国化妆师 Bobbi Brown 创立，首创“自然裸妆”理念，被业界誉为“裸妆皇后”。Make Up For Ever 由法国化妆师 Dany Sanz 创立，定位为“艺术生活化”，主打高显色度与持久妆效。NARS 由法国化妆师 François Nars 创立，以大胆色彩和“乐趣不受限”为品牌

精神。植春秀由日本化妆师植村秀创立，以专业彩妆工具和高品质彩妆产品著称，1967 年推出首款洁颜油，目前仍为亚洲 NO.1 卸妆霸主，植春秀砍刀眉笔、粉底刷为经典单品。

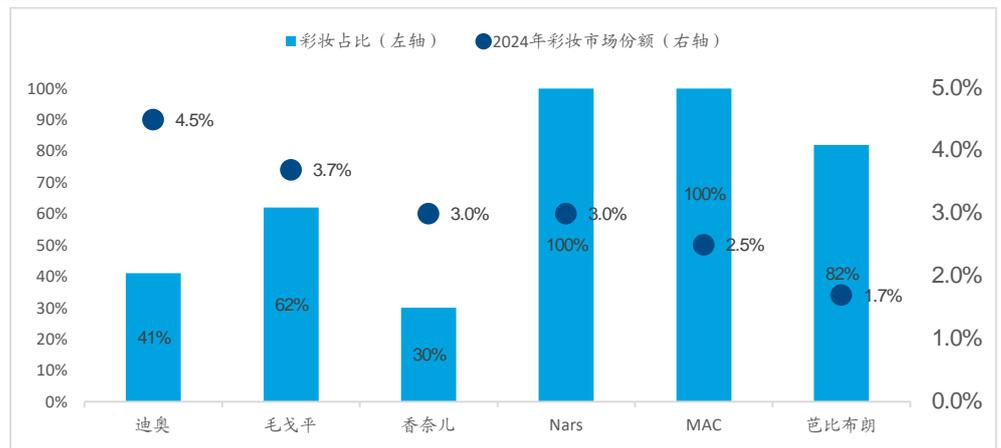
表 3 海外著名专业化妆师品牌

品牌	MAC	Bobbi Brown	Makeup Forever	Nars	植春秀
公司	雅诗兰黛	雅诗兰黛	LVMH	资生堂	欧莱雅
创始人	加拿大化妆师 Frank Toskan 和企业家 Frank Angelo	美国化妆师 Bobbi Brown	法国化妆师 Dany Sanz	法国化妆师 François Nars	日本化妆师植村秀
成立时间	1984	1991	1984	1994	1967
品牌理念及特色	品牌核心理念是“多元包容”，强调彩妆的多样性和个性化，致力于为所有肤色、性别和风格的人提供高质量的彩妆产品。MAC 以其专业彩妆和创新配方著称，产品线涵盖了从基础底妆到创意彩妆的全方位需求。	品牌核心理念是“自然裸妆”，强调自然、健康和实用的化妆理念。Bobbi Brown 相信，最好的妆容应该是自然的，能够突出个人的美丽和气质。	品牌核心理念是“艺术生活化”，强调彩妆的艺术性和实用性，致力于将艺术与生活完美结合。Make Up For Ever 的产品设计均来自于全球顶尖的彩妆师们的灵感，旨在为消费者提供高质量、高显色度和持久妆效的彩妆产品。	品牌核心理念是“乐趣不受限”，强调彩妆的自由和个性化，鼓励消费者大胆尝试不同的色彩和风格。NARS 的产品以大胆的色彩和创新的配方著称，旨在为消费者提供独特的化妆体验。	品牌核心理念是“艺术与科学的结合”，强调彩妆的艺术性和科学性，致力于为消费者提供高质量、创新的彩妆产品。植村秀先生是全球首创“风尚主题妆容”的先驱，因其创作的概念前卫和用色大胆而被公认为彩妆艺术界的先锋人物。
代表产品					
2023 年全球规模 (亿美元)	25-30	5-10	3-5	10-12	1.5-3
2023 年中国规模 (亿元)	15-20	10-15	7.5-10	15-17.5	10-12.5

资料来源：公司官网，欧瑞咨询，海通国际整理

毛戈平彩妆规模已达到单个化妆师品牌的天花板，2024 年在中国彩妆行业市场份额为 3.7%。2024 年其他单个专业化妆师在中国彩妆行业的市场份额不超过 3.0%。根据欧睿数据，Nars、Mac、Bobbi Brown、Makeup Forever 和植春秀 2024 年彩妆产品中国市场份额分别为 3.0%、2.5%、1.7%、1.2%、1.4%。公司目前对标的香奈儿美妆线和迪奥美妆线为高奢品牌的美妆线，2024 年中国彩妆市场份额分别为 3.3%和 4.5%（毛戈平为 3.7%）；中国护肤品市场分别为 0.7%和 0.9%（毛戈平为 0.6%）。

图43 头部化妆师品牌、高奢品牌美妆线市场份额及彩妆占比

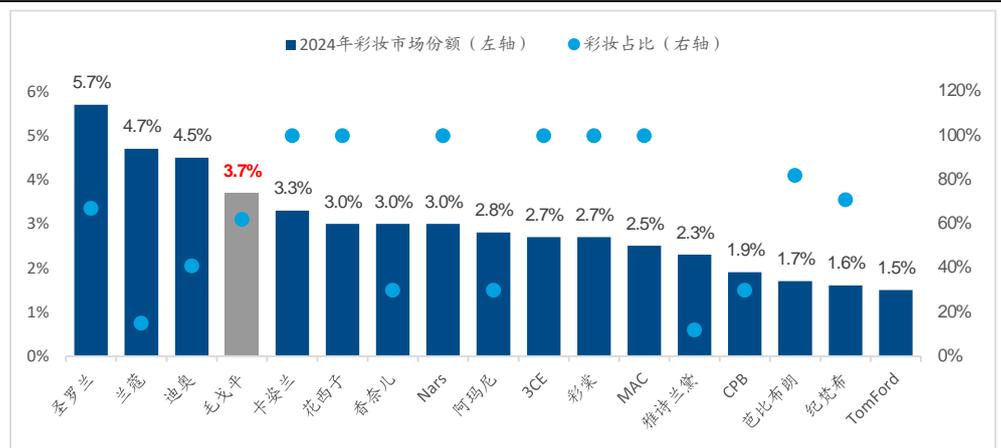


资料来源：欧睿数据，海通国际整理

2. 毛戈平彩妆护肤占比合理，与头部综合彩妆品牌持平

头部彩妆品牌多同步经营护肤品类，综合彩妆品牌的彩妆占比通常在 60-90%，毛戈平的彩妆占比约为 60%。参考欧睿 TOP 彩妆品牌，TOP10 品牌中 6 个均为综合性品牌（包含彩妆+护肤品类），4 个品牌为纯彩妆品牌。6 个综合性品牌分别为：圣罗兰、兰蔻、迪奥、毛戈平、香奈儿和阿玛尼；4 个纯彩妆品牌分别为卡姿兰、花西子、Nars 和 3CE。Top20 品牌中以彩妆为主/纯彩妆的品牌中，圣罗兰、毛戈平、卡姿兰、花西子、Nars、3CE、彩棠、MAC、芭比布朗和纪梵希的零售额中彩妆全品类的比例在 60-100% 区间；在以护肤为主的品牌里，兰蔻和雅诗兰黛的彩妆品类占比在 15% 左右；迪奥、香奈儿、阿玛尼和 CPB 的彩妆占比为 30%-40%。毛戈平目前彩妆、护肤品类分布相对均衡。

图44 头部核心彩妆品牌彩妆品类占比

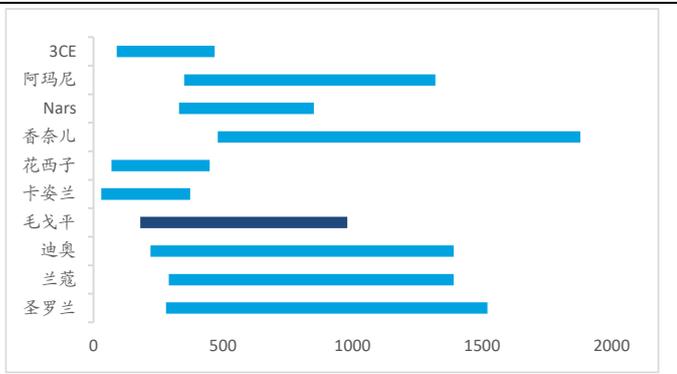


资料来源：欧睿数据，海通国际整理

3. 毛戈平店效、SKU 方面存在增长空间

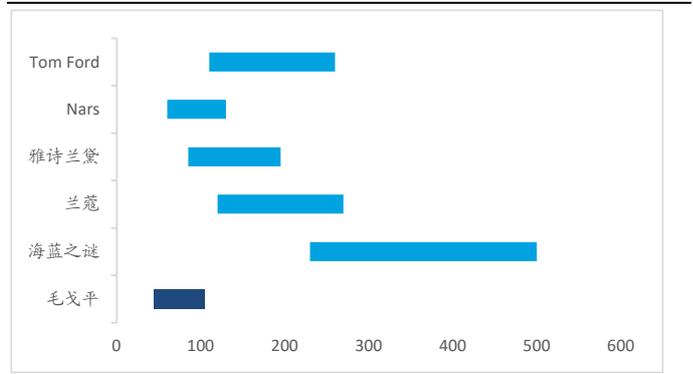
毛戈平价格带处于 TOP10 品牌中间地带，店效仍有增长空间。TOP10 品牌彩妆单品价格带方面，卡姿兰、花西子和 3CE 主打平价大众市场；毛戈平彩妆单品价格下限与迪奥、兰蔻、圣罗兰接近，但单品价格上限缺乏支撑，仅为 1000 元左右。但在店效方面，毛戈平仍有增长空间。以万象系商场为例，毛戈平月均店效约为 45-60 万元；海蓝之谜、兰蔻、雅诗兰黛、Nars 和 Tom Ford 的月均店效分别为 230-270 万元、120-150 万元、85-110 万元、60-70 万元、110-150 万元。

图45 毛戈平价格带处于 TOP10 品牌中间地带



资料来源：各品牌天猫旗舰店，海通国际整理

图46 毛戈平店效仍有增长空间（万元，以万象系商场为例）



资料来源：海通国际整理

毛戈平的化妆品产品涵盖彩妆和护肤两大品类共 400 个左右 SKU，彩妆的 SKU 约为 350 个，护肤品的 SKU 约为 50 个。根据公司官网统计，彩妆方面除化妆工具及限量产品约有 150 个 SKU。在彩妆领域，公司以“光影美学”为核心，提供一系列精细化产品，包括粉底、高光和阴影、眼妆及唇妆等。这些产品专为满足中国消费者的肤质特点、面部轮廓需求和审美偏好而设计。护肤业务方面，公司的产品策略区别于传统以成分为导向，更加侧重于为彩妆效果提供最佳肌肤基础。护肤产品组合包括面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等，这些产品不仅注重肌肤的基本护理，还强调与彩妆产品的协同效应，以确保妆容的持久性和服帖度。公司的护肤产品定位于高端市场，单价较高，主要针对追求高效护肤效果和品牌价值的消费者群体。2025 年毛戈平推出香水业务，丰富产品品类。

表 4 毛戈平美妆产品

产品类别	子类别	介绍	代表产品	SKU 数量	价格带
彩妆	粉底	全套底妆系列，包括妆前乳、遮瑕膏、粉底、定妆粉、腮红	 <p>奢华鱼子鱼唇聚粉底液 Luxury Caviar Flawless Cushion Liquid Foundation 凝脂柔肌妆前霜 Ivory Skin Primer Cream 光感柔肌粉底膏 Luminous Perfect Cream Foundation 光感柔润粉底液 Luminous Moisture Liquid Foundation</p>	55 (妆前 4, 遮瑕 3, 粉底 24, 定妆 12, 腮红 12)	280-680 (妆前 300-360, 遮瑕 280-330, 粉底 360-680, 定妆 280-560, 腮红 280)
	高光和阴影	以光影系列为代表，其中光影塑颜高光粉膏上市 10 年+, 为毛戈平代表性彩妆之一	 <p>光影塑颜高光水盘 Radiance Sculpting Duo Highlight Palette 光影塑颜三色修容粉 3D Light Three-color Shading Compact 光影修容粉膏 3D Shadow Compact Powder 光影塑颜立体鼻影粉 3D Light Nose Bridge Lifting Palette</p>	12	330-880
	眼妆	包括眼影、眼线笔、睫毛膏	 <p>塑形亮彩眼影 Sculpture Bright Eyeshadow 塑形双色眉影粉 Sculpture Duo Eyebrow Powder 塑形精緻持久眼線液 Sculpture Exquisite Liquid Eyeliner 塑形防水睫毛膏 Sculpture Water-proof Mascara</p>	44 (睫毛膏 2, 眼影 32, 眉笔眉粉 6, 眼线笔 4)	180-280
	唇妆	包含唇釉、唇膏等	 <p>羽漾空气唇釉 Feathery Air Matte Lip Glaze 晶耀水光唇釉 Crystal Shine Hydrating Lip Gloss 魅色凝润唇膏 Allure Moisturizing Lipstick 丝柔雅致唇膏 Silky Elegant Lipstick</p>	46 (唇膏 4 款共 30 个, 唇釉 3 款 13 个, 唇膏唇膜 3 款 3 个)	240-300
	美妆工具	包含粉底、腮红、眼影、散粉刷及化妆箱清洗液等		45 (化妆刷 40 个)	65-520 (化妆刷 180-520; 化妆箱 6800)
	限量版产品	气韵东方系列	 <p>御猫皇家御眼彩盘 Follicome Royal Kitty Eyeshadow Palette 春日蝶舞胭脂膏 Sunny Spring with Flying Butterfly Rouge 竹韵双竹双色高光盘 Calligraphy And Bamboo Charming Dual Color Highlight Palette 舞鹤永恒定妆粉 Dancing Crane Eternity Pressed Powder 香氛影妆定妆粉 Fragrance And Shadow Wear Pressed Powder 妆染莲花绽放唇粉盘 Rouged Lotus Brilliance Lip Powder Palette</p>	90	280-1680
		亚运礼献系列	 <p>淡妆雅韵柔采腮红 Light Lily Gentle Glorious Blusher 舒赏朝汐双色高光粉饼 Cloud and Tide Highlighting Pressed Powder 秋水皓月多用眼影盘 Lakeside Moonlight Multi-Purpose Eyeshadow Palette 熾龍鑽採絲絨唇膏 Fiery Dragon Satin Lipstick</p>	7	290-560
		盛彩之光系列	 <p>盛彩之光瑞龍耀採粉餅 Splendid Aura Auspicious Dragon Radiance Pressed Powder 盛彩之光藝術眼彩盤 Splendid Aura Artistry Eye & Cheek Palette 盛彩之光耀耀採粉餅 Splendid Aura Luminous Highlighting Powder 盛彩之光柔潤粉底液 Splendid Aura Smooth Hydrating Liquid Foundation</p>	5	290-520
	护肤品	奢华鱼子	其中奢华鱼子面膜为最畅销及标志性护肤品		4
黑金系列		黑金系列为公司高端护肤品，其中精华液为公司明星产品		5	880-1880

	养肤焕颜	其中黑霜为第二畅销护肤品		3	360-680
	塑颜紧致	包含面膜、眼膜		2	320-420
	净悦系列	包含洁面等卸妆等产品		5	190-290
香水	国韵凝香	包含香水		3	1280
	气韵东方	包含香水、香薰蜡烛和无火香薰		16	680-1280

资料来源：毛戈平年报，毛戈平官网，海通国际整理

与传统化妆师品牌相比（以 MAC 品牌为例），毛戈平在唇妆、眼影、粉底色号以及遮瑕等产品方面仍具有较大的发展空间。毛戈平唇妆共有 46 个 SKU，其中唇膏包含 4 款，共计 30 个 SKU；唇釉包含 3 款，共计 13 个 SKU；唇膏唇膜包含 3 款，共计 3 个 SKU。相比之下，MAC 唇妆拥有约 350 个 SKU，无论在色号还是款式上均更为丰富。在眼影方面，毛戈平仅提供 1 款眼影盘（立体裸妆魅眼盘）以及 1 款可自选拼盘的眼影，其色号共计 32 个，且全部为大地色系。而 MAC 则拥有 165 个 SKU 的眼影，涵盖哑光、闪光等 4 个系列的小眼影、体眼影和眼彩霜，能够提供更为丰富的色彩变化。在粉底产品方面，毛戈平单个粉底产品通常配备 2 至 4 个色号，而 MAC 单款粉底液则拥有约 15 个色号。在遮瑕产品方面，毛戈平仅提供 2 种颜色的遮瑕膏，共计 3 个 SKU；而 MAC 则拥有 36 个 SKU 的遮瑕产品，包括高光、哑光、定制遮瑕乳、遮瑕膏和遮瑕管等多种类型。

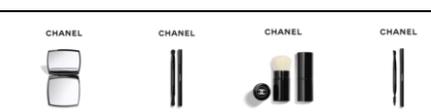
表 5 MAC 美妆产品

产品类别	子类别	介绍	代表产品	SKU 数量	价格带 (元)
彩妆	唇妆	包含唇釉、唇膏等		341	单个 190-270
	底妆	妆前		10	275-500
		粉底		52	390-465
		散粉		24	300-415
		遮瑕		36	295-460
		修容高光		15	380-460
		腮红		34	280-315
		卸妆		4	145-420
		眼妆	包含眼影、睫毛膏、眼线笔、眉粉、假睫毛胶水		180 (眼影 165, 睫毛膏 1, 眼线胶笔 11, 眉粉 2, 假睫毛胶水 1)
护肤品	洁面、面霜、精华、保湿水等		5	320-500	

资料来源: MAC 官网, 海通国际整理

相较于高端奢侈时尚品牌的美妆产品, 毛戈平彩妆在唇部产品、粉底、腮红以及指甲油等品类方面均存在较大的发展空间。毛戈平唇部产品共有 46 个 SKU, 而香奈儿的唇部产品 SKU 数量则达到 210 个, 涵盖唇膏、男士唇膏、润唇膏等多个细分品类; 其中, 香奈儿珍藏三十一号唇膏的单个售价为 1420 元。在粉底品类中, 毛戈平拥有 24 个 SKU, 香奈儿则有 69 个 SKU; 腮红方面, 毛戈平有 12 个 SKU, 香奈儿则拥有 31 个 SKU。此外, 香奈儿的彩妆品类中包含有 31 个 SKU 的指甲油, 而毛戈平尚未涉足指甲油品类。

表 6 Chanel 美妆产品

产品类别	子类别	介绍	代表产品	SKU 数量	价格带	
彩妆	唇妆	包含唇釉、唇膏等		210	420-1420	
	底妆	妆前			8	620-1230
		遮瑕			7	400-900
		粉底			69	480-1400
		蜜粉			12	600-670
		腮红			31	340-880
		眼妆	睫毛膏			6
	眼影高光				35	240-880
	眼线笔				12	280-380
	眉笔				13	410-565
	指甲油	包含指甲油、卸甲、护甲产品			31	225-270
	套刷及工具	包含各式化妆刷、镜子			12	290-580
	护肤品	清洁卸妆	包含洗面奶、卸妆油、泥膜等		15	380-1820

	眼唇护理	包含唇霜、眼霜、唇部精华等		22	370-2380
	乳霜、精华	包含乳液、面霜、精华等		35	640-12460
香水	女士香水	包含香水、香皂、香氛护手霜等		50	310-3170
	男士香水	包含香水、运动清新喷雾等		26	350-1430

资料来源: Chanel 香水与美容品天猫旗舰店, 海通国际整理

4. 毛戈平单品提价空间有限

毛戈平品牌目前部分明星产品已面临有限的提价空间, 在高端产品领域已接近价格天花板。鱼子酱迈面膜、黑霜、黑金精华液和双色遮瑕等明星单品的单价已高于或接近同类口碑相近产品, 进一步提价会削弱其市场竞争力。气垫、粉膏、鱼子酱面膜、皮肤衣和眼影等产品的单价仍低于同类竞品, 具有一定的价格优势。

表 7 毛戈平明星单品与其同类对标产品

毛戈平明星单品	价格	含量	单位价格	对标产品	价格	含量	单位价格
 <p>鱼子酱急救面膜</p>	420 元	30g	14.0 元/g	 <p>Fresh 馥蕾诗红茶紧致提拉睡眠面膜</p>	370 元	30ml	12.3 元/ml
 <p>养肤焕颜黑霜</p>	360 元	25g	14.4 元/g	 <p>BOBBI BROWN 芭比波朗橘子面霜</p>	620 元	50ml	12.4 元/g
 <p>鱼子酱气垫</p>	580 元	14g	41.4 元/g	 <p>YSL 圣罗兰粉气垫</p>	695 元	12g	57.9 元/g

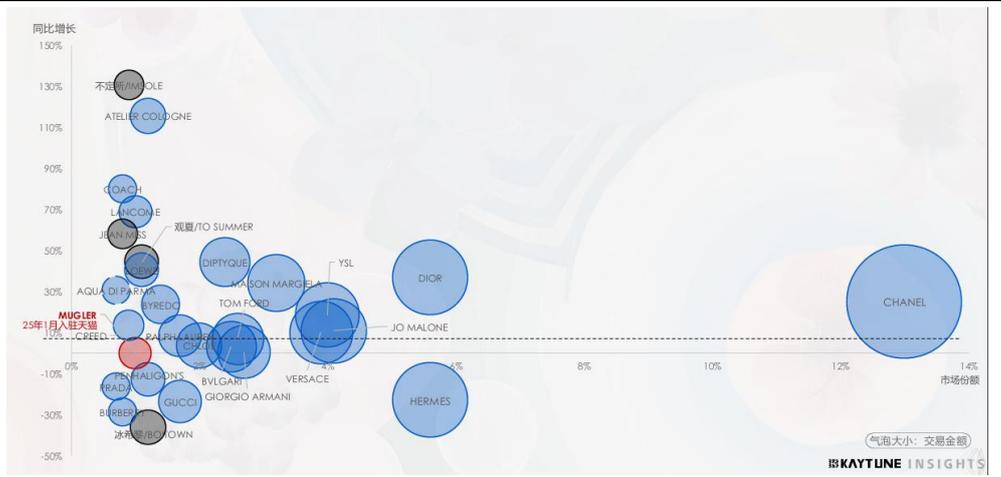
<p>黑金焕颜修护精华液</p> 	1880 元	35ml	53.7 元/g	<p>兰蔻超修小黑瓶精华</p> 	1120 元	50ml	22.4 元/g
<p>光感美肌无痕粉膏</p> <p>「膏」级持妆 不惧暴汗</p> 	400 元	12.5g	32.06 元/g	<p>MLF 梅兰芳粉底粉膏</p> 	480	12.8g	37.5 元/g
<p>奢华鱼子眼膜</p> <p>「鱼子微膜」</p> <p>紧锁精粹养分</p> 	320 元	15g	21.3 元/g	<p>雅诗兰黛第五代小棕瓶熬夜眼霜</p> 	565 元	15ml	37.7 元/ml
<p>妆前皮肤衣 (凝脂柔肌妆前霜)</p> <p>「隐形」皮肤衣 底妆推进器</p> <p>双向锁住肌肤与底妆</p> 	380 元	30ml	12.7 元/ml	<p>CPB 肌肤之钥长管隔离妆前</p> 	540 元	37ml	14.6 元/ml
<p>无瑕双色遮瑕</p> <p>MAOGEPING BEAUTY</p> 	330 元	3g	110 元/g	<p>KRYOLAN 歌剧魅影三色遮瑕</p> 	279	40g	7.0 元/g
<p>大地色四色眼影</p> <p>MAOGEPING BEAUTY</p> <p>塑形晶彩 灵眸生辉</p> 	430 元	6g	71.7 元/g	<p>TF 四色眼影盘大地色</p> 	800 元	9g	88.9 元/g

资料来源：淘宝官方旗舰店，海通国际整理

5. 中国香水市场目前国际商业香仍为主导

国际商业香仍为市场主力；低端重营销国货品牌高速增长。近年来，中国香水市场呈现出增长放缓、价格下降的特点。香水市场规模方面，疫情前增速曾达 30% 以上，如今增长率较疫情前下降，但仍维持在 10%+，保持正增长；相较彩妆市场出现负增长表现出香水市场一定韧性。香水价格方面，目前香水价格距几年前最高价下降约 30%。竞争格局方面，市场目前仍由国际品牌主导，生产重心在国外，国产品牌尚未形成有力替代。目前中国前十大香水品牌全部来自于前六大香水公司（Chanel/LVMH/颖通/雅诗兰黛/欧莱雅/Coty）。不定所、拂若里等低价格带（100-200 元）国货香水，依靠达人推广、IP 联动等高曝光高营销手段高速增长，于 2025 年 6 月达抖音香水品类 GMV 排行 Top1、Top2。中国香水消费群体以 20 - 30 岁年轻人为主，女性消费者居多，消费香水类别多为淡香水（与欧美地区多为浓香水有所不同）。香水消费在中国目前属于个性化、非刚需品类，消费者多为横向消费，即根据不同场合更换不同香水，而非重复购买同一款。整体来看，消费者对香水的个性化需求增加，但受经济形势影响，性价比也成为重要考量因素。

图47 国际商业香水仍为市场主力（2025 年一季度数据）

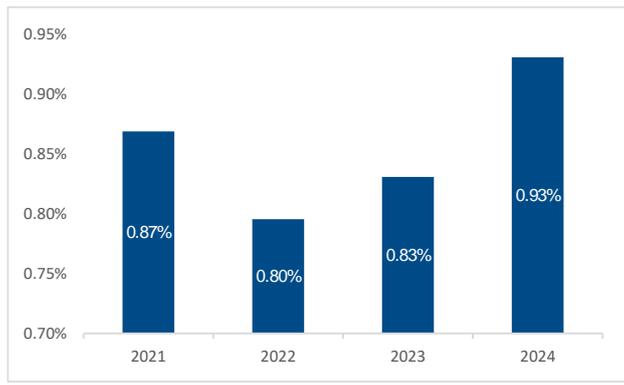


资料来源：QBT, KayTune, 海通国际整理

6. 研发投入比例低于行业平均水平，创始人约八成时间都用于产品研发

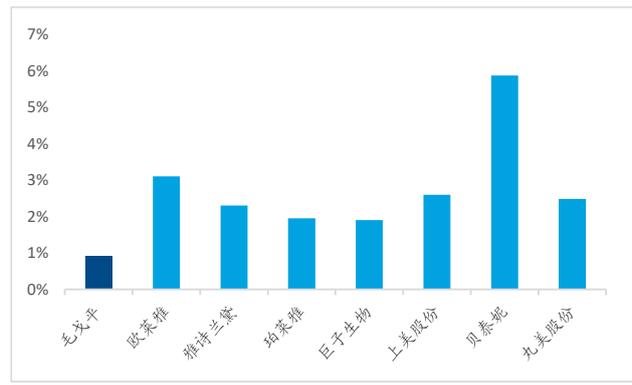
毛戈平先生目前约八成时间用于产品的设计开发把控上，公司研发费率维持在 1% 以下，具有研发成本优势。公司由毛戈平先生本人领导的产品开发团队与 ODM 供应商紧密合作，确保产品设计与市场需求紧密结合。截至 2024 年 12 月 31 日，产品开发团队由平均拥有超过 13 年行业经验的 57 名专业人士组成，团队来自分子生物学、化学工程等多个领域。

图48 毛戈平研发费用率



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

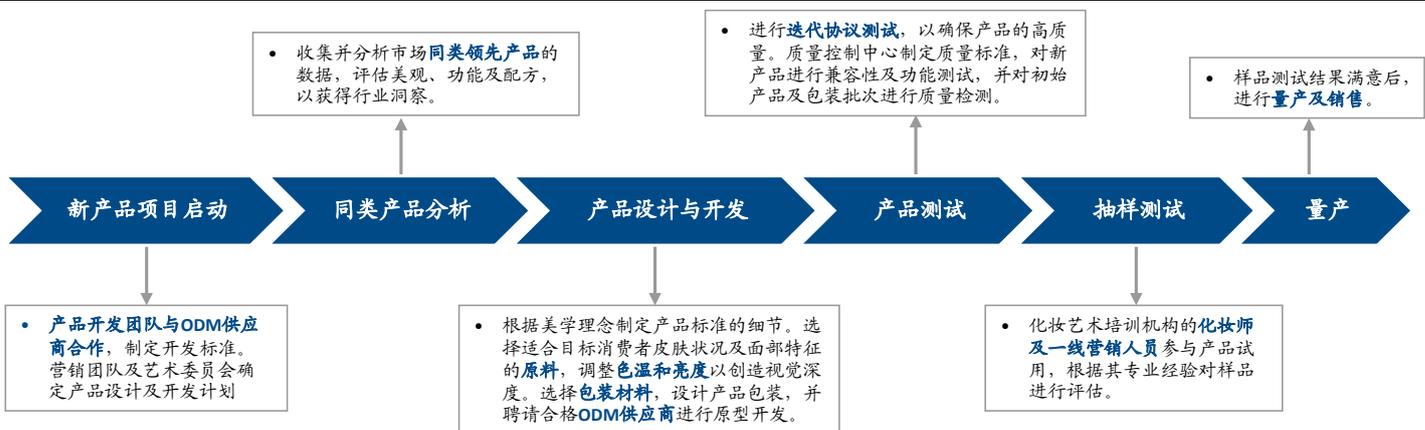
图49 化妆品公司 2024 年研发费用率



资料来源：各公司年报，海通国际整理

公司利用全面的专业知识，专注于开发符合亚洲消费者肤质和审美的产品。此外，公司与 ODM 供应商建立的战略合作模式，不仅提高了开发效率，还确保了产品的高质量和市场竞争力。在研发路径规划上，公司注重通过与 ODM 供应商的合作来强化内部研发能力，推动产品创新和市场扩张。公司计划通过增加研发投入和扩展研发设施，进一步提升产品开发能力。产品开发流程严格而细致，从概念到最终产品的开发周期通常为 6 至 8 个月，部分限量版产品需要 10-12 个月，确保每款产品在上市前都经过严格的测试和优化。

图50 毛戈平产品设计与开发流程



资料来源：毛戈平年报，海通国际整理

7. 全球美妆代工厂三大巨头：韩国科丝美诗、韩国科玛和意大利莹特丽

当前全球美妆代工厂呈现“外资巨头主导高端、本土企业细分突围”的竞争格局。在全球化妆品代工市场，韩国科丝美诗（COSMAX）、韩国科玛（KOLMAR KOREA）和意大利莹特丽（INTERCOS）等企业处于第一梯队，并称美妆 ODM 三大龙头，普遍都与知名国际名牌达成长年合作，并在核心品类都有自己的专利技术。

韩国科丝美诗在全球化妆品 ODM 行业规模最大，年产能超 17.7 亿件，服务客户包括国际大牌和新兴小众品牌，业务覆盖护肤、彩妆、护发、香水等。科丝美诗在韩国、中国（上海、广州）、美国、印尼、泰国和印度设有 7 个工厂。其服务的客户包括欧莱雅、联合利华、雅诗兰黛等国际大牌以及花西子、百雀羚等国内知名品牌。在化妆品行业中具有较高的知名度和市场影响力，以其先进的技术、严格的质量控制和高效的生产能力而著称。

图51 韩国科丝美诗主要客户



资料来源：科丝美诗公司官网，海通国际整理

图52 韩国科玛主要客户



资料来源：海通国际整理

科玛是在韩国唯一能够和科丝美诗抗衡的代工巨头，其年销售额约为人民币 130 亿元。科玛在 BB 霜、粉底、隔离霜等产品领域拥有诸多专利技术。目前，韩国科玛在韩国本地、中国（北京、无锡）、美国和加拿大设有 5 个工厂。

来自意大利的莹特丽于 2003 年进入中国市场，是现在全球最大的彩妆工厂，为全球高端化妆品品牌提供服务。莹特丽目前在全球设有 16 个生产基地，在中国苏州和上海共设立三家工厂。自然堂、珀莱雅、美肤宝、丸美、毛戈平、玛丽黛佳等国内品牌，迪奥、兰蔻、香奈儿、阿玛尼等国际品牌和莹特丽代工厂有合作，莹特丽超过 50% 的营收都来自于全球 30 强美妆集团。截止 2017 年 6 月底，莹特丽集团在全球范围内共拥有 430 个客户。全球排名最前的 30 家化妆品公司，26 家为莹特丽集团的客户。

图53 全球排名最前的 30 家化妆品公司，26 家为莹特丽集团的客户



资料来源：莹特丽官网，海通国际整理

8. 毛戈平目前全部采用代工模式，计划 2026 年毛戈平杭州生产基地投产
 公司目前产品全部采用 ODM/OEM 代工生产模式。2024 年公司委聘了八家 ODM/OEM 供应商来生产主要产品。公司目前主要采用 ODM（原始设计制造）模式进行产品开发。在这种模式下，公司负责提供产品开发的总体方向和指导，而具体的研究和设计工作则委托给 ODM 供应商来执行。公司利用这些供应商的技术专长、生产设施和质量控制流程，来帮助实现公司的产品设计和开发计划。公司保留产品属性、功效和美学的决定权，专注于基本化妆品参数，以确保产品适应中国消费者需求。同时，公司注重创新包装设计和产品外观，以吸引消费者并提升产品价值。截至 2024 年 12 月 31 日，毛戈平包装共获得 43 设计专利并赢得美国缪斯设计铂金奖。

图54 毛戈平国色天香·宋韵雅集臻品礼盒获 2021 年美国缪斯设计铂金奖



资料来源：海通国际整理

毛戈平前五大供应商占比过半，第一、第五大供应商为全球第一梯队美妆代工厂。2021-2024 公司前五大供应商采购成本占采购总成本的比例分别为 52.8%、50.5%、53.6%、53.3%；截至 2024 年 6 月 30 日，第一、第五大供应商为美妆材料及成品生产代工商，其余为物流及包装供应商。在代工厂的选择上，公司多合作全球顶级代工厂，保证产品品质优异及供应稳定，如意大利莹特丽、韩国科丝美诗分别为公司第一、第五大供应商，相应采购成本占比约在 20%左右、6%左右，合作均超过 15 年。

图55 毛戈平前五大供应商占比过半，第一、第五大供应商为全球第一梯队美妆代工厂

前五大供应商	2023年		2024H1	
	采购成本 (亿元)	占比	采购成本 (亿元)	占比
总计	2.62	53.6%	1.53	52.3%
莹特丽科技(苏州工业园区)有限公司	1.11	22.7%	0.53	18.1%
州菜鸟供应链管理有限公司	0.49	10.1%	0.37	12.7%
丰瑞实业(淮安)有限公司	0.4	8.1%	0.26	9.0%
海新洲包装印刷有限公司	0.32	6.5%	0.19	6.5%
丝美诗(中国)化妆品有限公司	0.3	6.2%	0.17	6.0%

资料来源：毛戈平招股书，海通国际整理

毛戈平目前计划建立自己的生产基地，以拥有独立生产能力。公司目前正在建设位于杭州的生产基地，用于生产彩妆及护肤品，设计年产能约为 15.4 百万件，预计将于 2026 年年中投入运营。公司自产研发策略分为两个阶段：初期公司将专注于积累研究经验及半成品的灌装和包装；第二阶段，公司将过渡到自主研发产品的制造及包装，将研发工作与生产流程相结合。公司自产基地的目的是逐步将部分外包生产流程转变为内部生产，保障核心畅销及自研产品的内部生产及包装，将其他产品外包给 ODM/OEM 供应商。

图56 2023年，产业空间超3万方的“毛戈平美妆研发工厂”在杭州市上城区奠基



资料来源：海通国际整理

四、公司利润连续增长，毛利率维持稳定，短期偿债能力逐步增强

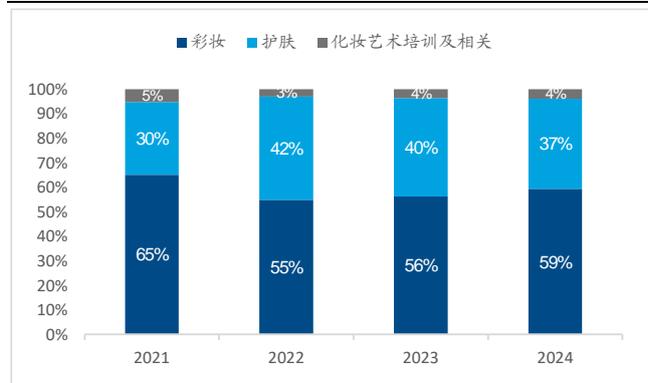
毛戈平营收连续四年增长，平均增速超 35%。毛戈平 2024 年营收为 38.8 亿元，同比增长 34.6%，主要由于产品销售同比增长 34.2%达 37.3 亿元。其中彩妆产品 2024 年营收为 23.0 亿元，同比增长 42.0%；护肤品 2024 年营收为 14.3 亿元，同比增长 23.2%。化妆艺术培训及相关营收同比增长 45.8%达 1.5 亿元，主要由于参加化妆艺术培训课程的人数增加。我们预计毛戈平 2025-2027 年营收增长势头依然强劲，营收增速分别可达 33.6%、28.3%、25.5%，2025-2027 营收可达 51.9 亿元、66.6 亿元、83.6 亿元。其中彩妆产品 2025-2027 营收可达 31.6 亿元、41.4 亿元、53.0 亿元，对应营收增速为 37.0%、31.1%、28.1%；护肤产品 2025-2027 营收可达 18.6 亿元、23.3 亿元、28.5 亿元，对应营收增速为 30.2%、25.2%、22.3%；化妆艺术培训及相关 2025-2027 营收可达 1.7 亿元、1.9 亿元、2.1 亿元，对应营收增速为 15.0%、10.0%、10.0%。

图57 毛戈平营收：按业务板块划分（亿元）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

图58 毛戈平营收占比：按业务板块划分

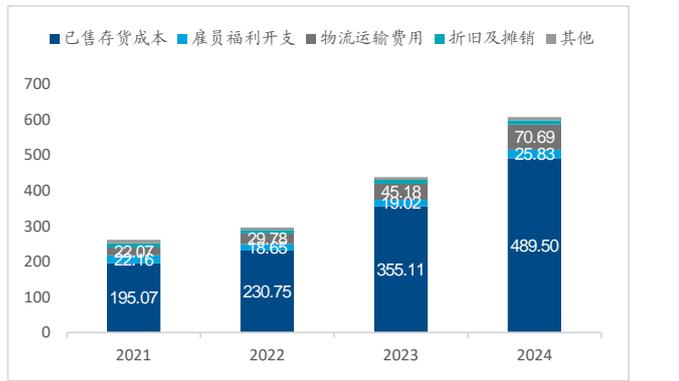


资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

2024 年公司销售成本为 6.07 亿元人民币，较 2023 年的 4.38 亿元同比增长 38.7%，与销售收入增长一致。销售成本的主要构成部分为已售存货成本，FY21-24 占销售成本的 75%/78%/81%/81%；已售存货成本由原材料成本及 OEM/ODM 费用构成，其中原材料成本 FY21-23 占销售成本的占比为 45%/52%/58%；OEM/ODM 费用 FY21-23 占

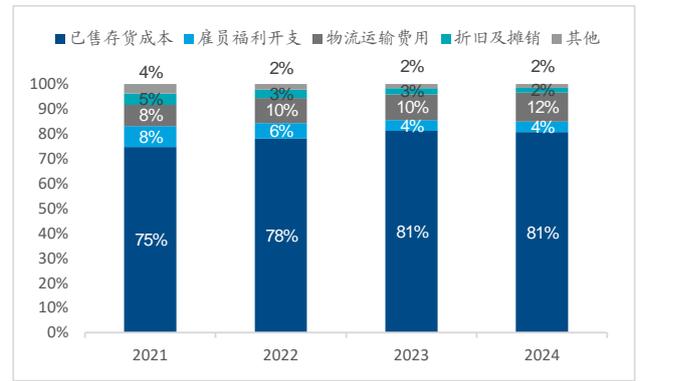
销售成本的占比为 30%/26%/23%。公司 2024 年物流及运输费用增长显著，从 2023 年的 45.2 百万元人民币增至 2024 年的 70.7 百万元人民币，增幅达 56.5%。这一增长主要由于公司在电商平台的销售力度加大，线上直销收入同比增长 53.4%。

图59 毛戈平销售成本 (亿元)



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

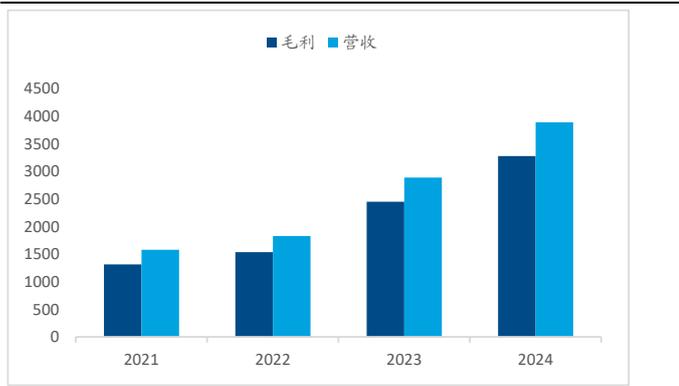
图60 毛戈平销售成本占比



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

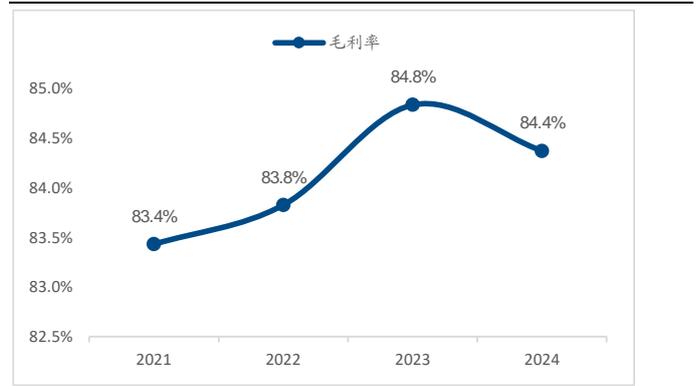
公司整体毛利与营收增长趋势一致，毛利率整体平稳。公司 2024 年毛利为 32.78 亿元，同比增长 33.9%，与公司营收同比增长 34.6% 的趋势一致。公司整体毛利率 2021 年-2023 年上升 1.4 个百分点至 84.8%，2024 年同比下降 0.4 个百分点至 84.4%。我们预计毛利率 2025-2027 年仍维持在 84% 左右，分别为 84.2%、84.1%、83.9%。

图61 毛戈平整体毛利与营收增长趋势一致



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

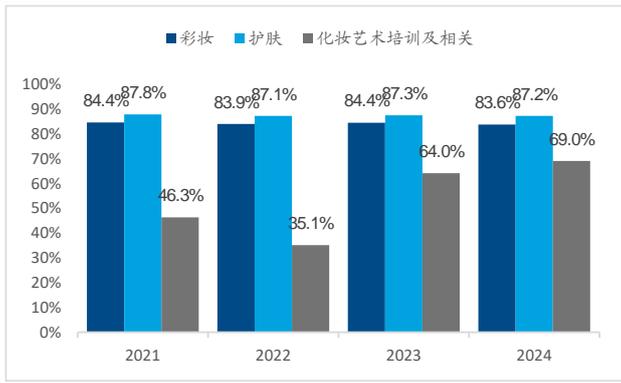
图62 毛戈平整体毛利率



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

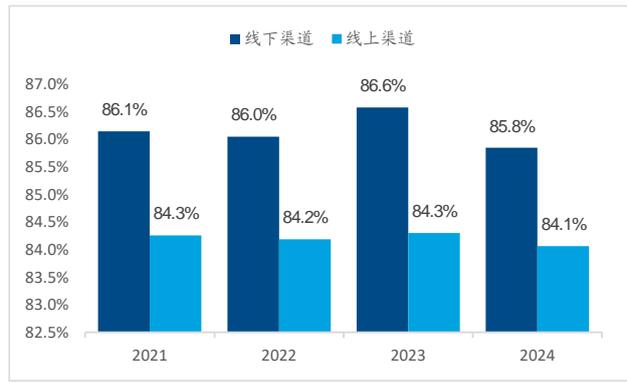
从业务板块角度来看，2024 年毛利率下降主要是由于最大收入板块彩妆产品的毛利率同比下降 0.8 个百分点。护肤品毛利率较高，2024 年护肤品毛利率为 87.2%，同比下降 1 个百分点。从销售渠道来看，线下渠道毛利率较高，2024 年线下渠道毛利率为 85.8%，较 2023 年略减 0.8 个百分点。

图63 毛戈平毛利率：按业务划分



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

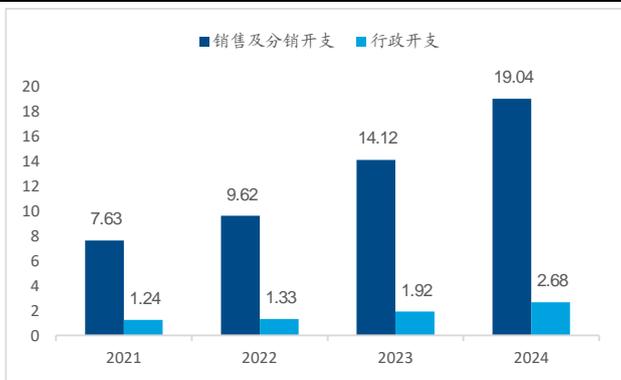
图64 毛戈平毛利率：按销售渠道划分



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

毛戈平销售、一般和管理费用率稳定，连续四年稳定在 55-60% 之间。2024 年整体销售、一般和管理费用率为 55.9%，同比增长 0.3 个百分点；其中销售及分销开支费用率为 49.0%，同比增长一个百分点；行政开支费用率为 6.9%，同比增长 2 个百分点。我们预计毛戈平 2025-2027 年 SG&A 费率维持在 56% 左右，分别为 55.7%、55.9%、56.3%，2025-2027 年 SG&A 费用可达 28.9 亿元、37.3 亿元、47.1 亿元。

图65 毛戈平销售、一般和管理费用（亿元）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

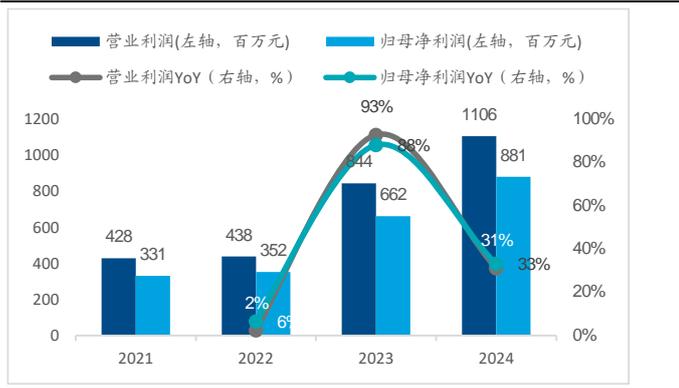
图66 毛戈平销售、一般和管理费用率（费用/营收）



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

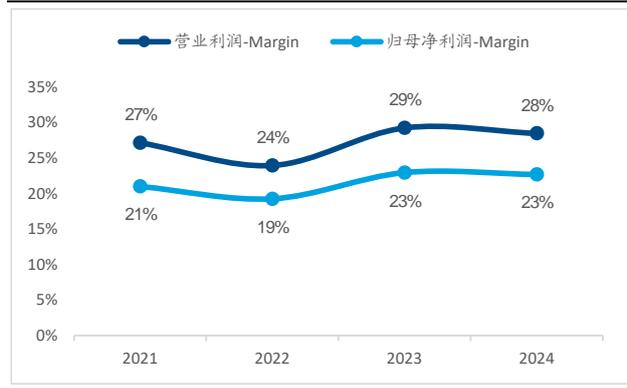
毛戈平营业利润、归母净利润连续四年增长，2024 年增长趋势放缓，利润率维持稳定。2024 年营业利润为 11.06 亿元，同比增长 31%；营业利润率为 28%，同比下降 1 个百分点。我们预计毛戈平 2025-2027 年营业利润增速分别可达 34.1%、26.3%、23.0%，2025-2027 年营业利润可达 14.8 亿元、18.7 亿元、23.0 亿元；营业利润率分别为 28.6%、28.1%、27.6%。公司 2024 年其他收入及收益总额为 0.68 亿元，同比增长 46.6%，主要是由于政府补贴的增长。公司 2024 年归母净利润为 8.81 亿元，同比增长 33%；归母净利润率为 23%，同比维持稳定。我们预计毛戈平 2025-2027 年归母净利润增速分别可达 36.31%、24.9%、22.4%，2025-2027 年归母净利润可达 12.0 亿元、15.0 亿元、18.4 亿元。

图67 毛戈平营业利润、归母净利润及其增速



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

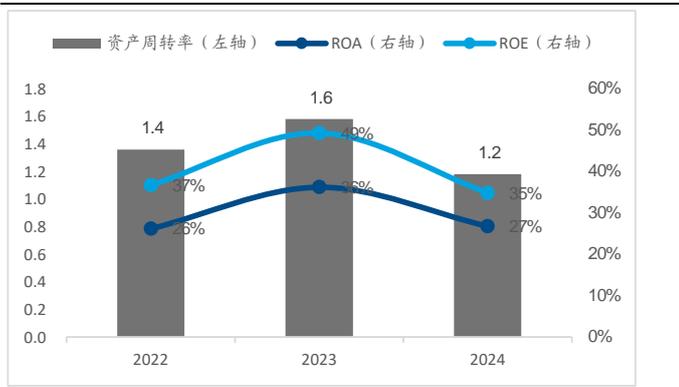
图68 毛戈平营业利润率、归母净利润率



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

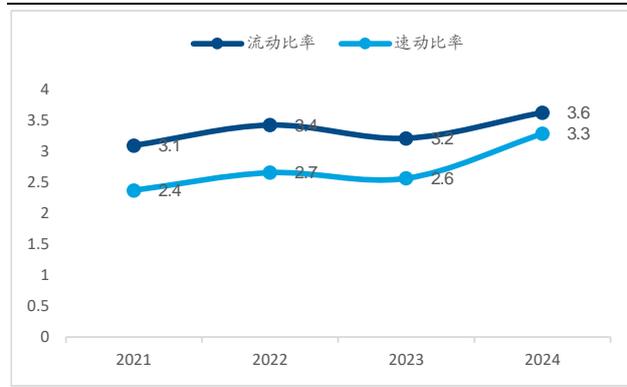
公司在 2023 年表现出较强的盈利能力和资产利用效率，但在 2024 年有所回落，同时公司的短期偿债能力在逐步增强。2022 年-2023 年，公司盈利能力增强增强，公司的资产回报率（ROA）和股东权益回报率（ROE）分别上升至 36.3%和 49.4%。然而，2024 年 ROA 和 ROE 分别下降至 9 个百分点和 14 个百分点。在资产周转率方面，2023 年略微上升 0.2 至 1.6，2024 年再次下降 0.4 至 1.2。公司的短期偿债能力在增强，流动比率从 2021 年的 3.1 上升至 2024 年的 3.6，速动比率也从 2021 年的 2.4 上升至 2024 年的 3.3。

图69 毛戈平资产周转率、ROA、ROE



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

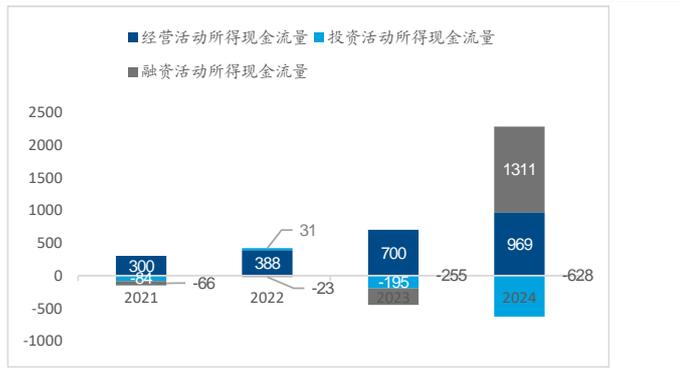
图70 毛戈平流动比率、速动比率



资料来源：毛戈平招股书，毛戈平年报，海通国际整理

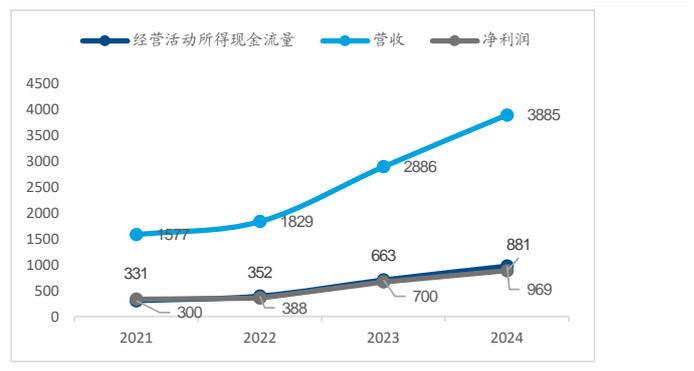
公司 2024 年现金流量净额为 16.5 亿元，同比增长超 5 倍。其中经营活动所得现金流量净额为 9.7 亿元，同比增长 38%，主要是由于销售增长产生的现金流入金额增加。2024 年投资活动所得现金流量净额为-6.3 亿元，主要是由于购买租赁土地用于建设总部大楼产生现金流出 4.9 亿元。公司融资活动所得现金流量净额 2023 年现金流出 2.6 亿元，主要是由于派发分红产生现金流出 2.3 亿元；2024 年现金流入 13.1 亿元，主要是由于派发分红产生现金流出 10.3 亿元，上市募集资金产生现金流入 20.7 亿元。

图71 毛戈平现金流量 (百万元)



资料来源: 毛戈平招股书, 毛戈平年报, 海通国际整理

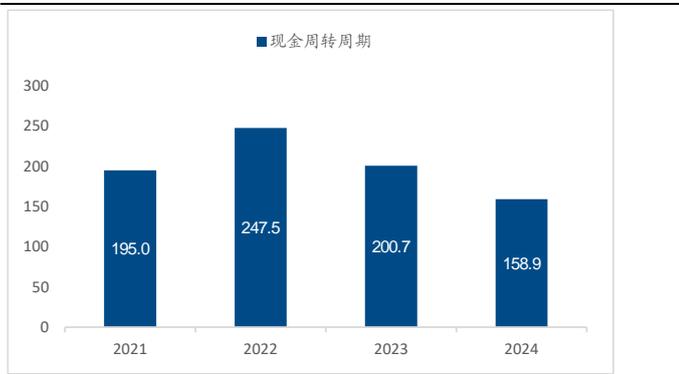
图72 毛戈平经营现金流量、营收、EBIT (百万元)



资料来源: 毛戈平招股书, 毛戈平年报, 海通国际整理

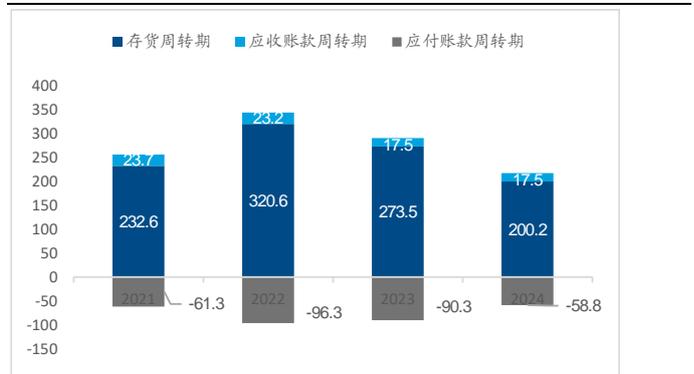
公司现金转换周期 2022 年-2024 年呈现显著优化趋势, 经我们测算从 252.8 天大幅缩短至 159.4 天, 这主要得益于存货周转周期从 369.5 天的大幅下降至 194.6 天。应收账款周期近两年稳定在 20 天左右, 应付账款周期从 2022 年的 139.3 天下降至 2024 年的 55.3 天。我们预计毛戈平的 2025-2027 年现金转换周期将维持在 135-140 天, 分别为 137.6 天、137.8 天、136.8 天。

图73 毛戈平现金转换周期 (天)



资料来源: 毛戈平招股书, 毛戈平年报, 海通国际整理

图74 毛戈平现金转换周期 (天)



资料来源: 毛戈平招股书, 毛戈平年报, 海通国际整理

五. 盈利预测及估值

首次覆盖毛戈平给予“优于大市”评级, 目标价 124.5HKD, 有 26.4%上行空间。

毛戈平单个产品提价空间有限, 但在 SKU 和店效方面仍有较大发展空间。2024 年, 毛戈平在中国彩妆行业市场份额为 3.7%, 已超越 Nars、MAC、Bobbi Brown 等国际 Top 专业化妆师品牌, 公司目前对比香奈儿 (3.3%) 和迪奥 (4.5%) 高奢品牌的彩妆线。其产品价格处于中高端水平, 单品价格上限缺乏支撑, 提价空间受限。在店效方面, 毛戈平月均店效约为 45-60 万元, 低于海蓝之谜 (230-270 万元)、兰蔻 (120-150 万元) 等品牌, 增长空间明显。SKU 方面, 毛戈平共有约 400 个 SKU (彩妆约 350 个, 护肤品约 50 个), 其中彩妆核心 SKU 约 150 个。与传统化妆师品牌及高端奢侈时尚品牌相比, 毛戈平在唇妆、眼影、粉底色号、遮瑕、腮红及指甲油等品类上仍有拓展空间。

我们预计毛戈平的 2025-2027 营收可达 51.9 亿元、66.6 亿元、83.6 亿元，增速分别为 34%、28%、26%。预计毛戈平的 2025-2027 年归母净利润可达 12.0 亿元、15.0 亿元、18.4 亿元，增速可达 36%、25%、22%。参考可比公司，同时考虑毛戈平 1) 店效提升空间；2) SKU 提升空间，我们给予毛戈平 2026 年 37XPE，对应目标价 124.5HKD(人民币 113.2 元)，有 26.4%上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

图75 可比公司估值情况（倍，2025 年 8 月 13 日）

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS (LC)			PE			PEG
		LC	亿	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	25-27E
珀莱雅	603605.SH	83.2	330	4.6	5.4	6.2	17.9	15.4	13.5	0.9
丸美股份	603983.SH	42.0	168	1.1	1.4	1.8	37.0	29.0	23.2	1.0
上海家化	600315.SH	21.8	147	0.5	0.7	0.8	42.5	32.5	27.7	1.0
水羊股份	300740.SZ	18.4	72	0.6	0.8	0.9	29.5	23.4	19.8	0.7
欧莱雅	OR.PA	379.4	2,046	12.9	14.0	14.9	29.7	27.5	25.8	4.7
雅诗兰黛	EL.N	91.7	330	1.5	2.2	3.0	61.8	42.3	30.3	9.2
ELF Beauty	ELF.N	116.8	66	3.3	3.5	4.3	35.1	33.7	26.9	2.5
行业平均		107.6	451.2	3.5	4.0	4.6	36.2	29.1	23.9	2.9
毛戈平	1318.HK	98.5	483	2.4	3.1	3.9	37.3	28.9	22.9	1.4

资料来源：Wind，BBG，海通国际整理

五. 风险

店效提升不及预期，线上线下业务不及预期，新品研发不及预期，行业竞争加剧，负面舆情。

图76 毛戈平财务报表分析及预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,885	5,191	6,660	8,361	税前利润	1,177	1,603	2,002	2,451
营业成本	-607	-819	-1,061	-1,347	折旧和摊销	78	108	127	140
毛利润	3,278	4,372	5,599	7,014	缴纳所得税	-274	-403	-503	-615
销售费用	-1,904	-2,595	-3,376	-4,275	其他经营现金流	-13	-30	-94	-121
管理费用 (含研发费用)	-268	-294	-350	-436	经营现金流合计	969	1,279	1,532	1,855
EBIT	1,106	1,483	1,873	2,304	购买PPE	-123	-131	-126	-126
折旧与摊销	42	69	85	95	预付租赁土地	-492	0	0	0
EBITDA	1,147	1,551	1,957	2,399	其他投资现金流	-13	35	-2	-2
其他收入及收益	71	121	129	147	投资现金流合计	-628	-96	-128	-129
税前收益	1,177	1,603	2,002	2,451	发行普通股	2,071	337	0	0
所得税	-295	-403	-503	-615	分配股利、利润或偿付利	-1,025	-360	-450	-550
净利润	881	1,201	1,500	1,835	其他融资现金流	265	566	21	35
少数股东损益	1	1	1	1	融资现金流合计	1,311	542	-429	-516
归属于母公司股东的净利	881	1,200	1,499	1,835	现金及现金等价物净增加	1,652	1,725	975	1,211

资产负债表					主要财务指标				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,847	4,521	5,496	6,707	每股指标 (美元)				
存货	324	429	545	678	每股摊薄净收益	2.2	2.5	3.1	3.7
应收账款	215	276	341	412	每股股利	3.3	0.7	0.9	1.1
其他流动资产	62	98	127	162	每股经营现金流	4.0	2.6	3.1	3.8
流动资产	3,447	5,324	6,509	7,958	盈利能力				
固定资产	279	342	385	417	EBITDA Margin%	28.5%	28.6%	28.1%	27.6%
无形资产	3	3	4	5	毛利润率%	84.4%	84.2%	84.1%	83.9%
使用权资产	667	713	767	822	净利润率%	22.7%	23.1%	22.5%	21.9%
其他非流动资产	78	54	69	86	成本控制能力				
非流动资产	1,026	1,113	1,225	1,330	销售费用率	49.0%	50.0%	50.7%	51.1%
资产总计	4,473	6,437	7,734	9,288	管理费用率	6.9%	5.7%	5.3%	5.2%
应付账款	92	120	150	184	所得税率	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
其他流动负债	859	1,356	1,572	1,805	成长能力				
流动负债	951	1,476	1,722	1,989	营业收入yoy%	34.6%	33.6%	28.3%	25.5%
长期借款	19	20	21	23	营业利润yoy%	31.0%	34.1%	26.3%	23.0%
其他长期负债	0	0	0	0	毛利润yoy%	33.9%	33.4%	28.1%	25.3%
非流动性负债	19	20	21	23	净利润yoy%	33.0%	36.3%	24.9%	22.4%
负债合计	970	1,496	1,744	2,012	偿债能力				
股本	239	490	490	490	资产负债率	21.7%	23.2%	22.5%	21.7%
归属于母公司所有者权益	3,501	4,939	5,989	7,274	流动比率	3.6	3.6	3.8	4.0
少数股东权益	2	2	2	2	回报能力				
股东权益合计	3,504	4,941	5,991	7,276	ROA	26.8%	22.0%	21.2%	21.6%
负债股东权益总计	4,473	6,437	7,734	9,288	ROE	34.9%	28.4%	27.4%	27.7%

资料来源: 公司数据, 海通国际

APPENDIX 1

Summary

Maogeping is positioned as a high-end Chinese makeup artist brand, with its channel strategy primarily focused on offline high-end department stores. Maogeping Company is the only Chinese company among the top ten high-end beauty groups in the Chinese market. In 2024, Maogeping held a 3.7% market share in China's color cosmetics market, ranking sixth in terms of company and fourth in terms of brand. Currently, color cosmetics are the main source of revenue for Maogeping, accounting for about 60% of product revenue (with a sales volume of 74%), while skincare products account for about 40% of product revenue. In the early stage, Maogeping mainly relied on offline channels for product sales, but currently, the growth rate of online channels is higher than that of offline channels. In 2024, the revenue from offline and online channels was relatively close, with offline channel revenue slightly exceeding 50% at 1.949 billion yuan, a YoY increase of 21.6%. Maogeping's channel strategy is mainly based on high-end department stores, with counters located in premium shopping malls to provide consumers with high-quality makeup testing experiences and professional beauty consultant services. The company's offline channels are primarily composed of self-operated counters (accounting for about 90%), with relevant revenue of 1.747 billion yuan in 2024. As of December 31, 2024, Maogeping's counters covered more than 120 cities nationwide, with a total of 409 counters (378 self-operated and 31 distributor-operated); it is equipped with over 2,800 beauty consultants, with the number of BAs per counter being 2-3 times that of other major brands on average. Maogeping has introduced its popular offline products to online channels, with 70%-80% of online offerings being Maogeping classics. Although the online channel started with a low proportion, it has grown rapidly in recent years, with its revenue share continuously increasing to 48% in 2024. The company has maintained a high brand positioning through precise product layout and marketing strategies. Online platform membership levels and points are universally applicable across all channels, with initial binding offering offline experience vouchers, effectively directing online traffic to offline channels. In 2024, the number of Maogeping members increased by 46.6% YoY to 1.51 million, with significant improvement in customer stickiness. The offline member repurchase rate in 2024 (34.9%) was higher than that of online members (27.5%), with the overall repurchase rate increasing from 26.8% to 30.9%.

Maogeping has limited room for single-product price increases, but there is still significant room for growth in SKU and store efficiency. Currently, among makeup artist brands, Maogeping's color cosmetics scale has reached a ceiling. In 2024, its market share in China's color cosmetics industry was 3.7%, surpassing Nars, Mac, Bobbi Brown, Makeup Forever, and Shu Uemura. The company currently benchmarks itself against Chanel and Dior's high-end beauty lines (with color cosmetics market shares of 3.3% and 4.5%, respectively). In terms of product pricing, Maogeping's brand is currently facing limited room for price increases, with its star products approaching the price ceiling in the high-end product segment. Maogeping's price range is in the middle of the top 10 color cosmetics brands, with the lower limit of its color cosmetics prices close to those of Dior, Lancôme, and YSL, but lacking support for the upper limit of single-item prices. However, there is room for growth in store efficiency. Taking the MixC series of shopping malls as an example, Maogeping's average monthly store efficiency is about 450,000-600,000 yuan; the average monthly store efficiency of La Mer, Lancôme, Estée Lauder, Nars, and Tom Ford is 2.3-2.7 million yuan, 1.2-1.5 million yuan, 850,000-1.1 million yuan, 600,000-700,000 yuan, and 1.1-1.5 million yuan, respectively. This is mainly because Maogeping has significant room for growth in SKUs; Maogeping has around 400 SKUs of cosmetics (about 350 for color cosmetics and 50 for skincare). According to the company's official website statistics, excluding makeup tools and limited-edition products, there are about 150 SKUs for color cosmetics. Compared with traditional makeup artist brands, Maogeping still has significant room for growth in products such as lip makeup, eyeshadow, foundation shades, and concealer. For example, Maogeping has 46 SKUs of lip makeup, while MAC has about 350, with richer shades and styles; Maogeping has only one compact eyeshadow and one customizable eyeshadow palette (with 32 shades, all in earth tones), while MAC has 165 SKUs, covering four series with more diverse color variations; in terms of foundation, Maogeping's single foundation liquid usually comes with 2 to 4 shades, while MAC has about 15 shades; for concealer products, Maogeping offers only two colors of concealer cream (3 SKUs), while MAC has 36 SKUs in various types. Compared with high-end luxury fashion brands, Maogeping's color cosmetics also need to expand in categories such as lip products, foundation, blush, and nail polish. Maogeping has 46 SKUs of lip products, while Chanel has 210, covering a variety of subcategories; in the foundation category, Maogeping has 24 SKUs, while Chanel has 69; for blush, Maogeping has 12 SKUs, while Chanel has 31. Additionally, Chanel has 31 SKUs of nail polish, while Maogeping has not yet entered this category.

We initiate coverage on Maogeping with an "Outperform" rating, with a target price of 124.5 HKD, implying a 26.4% upside. Maogeping has seen consecutive four-year growth in operating profit and net profit attributable to the parent company. In 2024, the growth trend slowed, but the profit margin remained stable. Maogeping's revenue in 2024 was 3.88 billion yuan, up 34.6% YoY. We estimate that Maogeping's revenue for 2025-2027 will reach 5.19 billion yuan, 6.66 billion yuan, and 8.36 billion yuan, respectively, with growth rates of 34%, 28%, and 26%. The company's overall gross margin remains around 84%, down 0.4 percentage points YoY to 84.4% in 2024. We expect the gross margin to remain around 84% for 2025-2027, at 84.2%, 84.1%, and

83.9%, respectively. In 2024, the operating profit was 1.106 billion yuan, up 31% YoY; the operating profit margin was 28%, down 1 percentage point YoY. We estimate the operating profit margins for 2025-2027 to be 28.6%, 28.1%, and 27.6%, respectively. The company's other income and gains in 2024 totaled 68 million yuan, up 46.6% YoY, mainly due to the increase in government subsidies. In 2024, the net profit attributable to the parent company was 881 million yuan, up 33% YoY; the net profit margin attributable to the parent company was 23%, remaining stable YoY. We estimate that Maogeping's net profit attributable to the parent company for 2025-2027 will reach 1.2 billion yuan, 1.5 billion yuan, and 1.84 billion yuan, respectively, with growth rates of 36%, 25%, and 22%. Referring to comparable companies and considering Maogeping's 1) potential for store efficiency improvement; 2) potential for SKU improvement, **we assign Maogeping a 37X PE for 2026, corresponding to a target price of 124.5 HKD (113.2 yuan in RMB), with a 26.4% upside. We initiate coverage with an "Outperform" rating.**

Risks: Store efficiency improvement not meeting expectations; offline and online business performance not meeting expectations; new product R&D not meeting expectations; intensified industry competition; negative public opinion.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

毛戈平公司在环境方面的表现处于中等水平。公司在气候变化和污染与废物管理方面有一定的基础，但缺乏明确的长期目标和创新措施。

Social:

毛戈平公司在社会层面的表现较为均衡。公司在人力资本方面为员工提供了一定的发展机会，但在员工福利和工作环境方面仍有改善空间。在产品责任方面，公司注重产品质量和安全性，但在消费者反馈处理方面可以进一步优化。

Governance:

毛戈平公司在公司治理方面表现中规中矩。公司治理结构较为完善，但在信息披露和独立董事比例等方面仍有提升空间。

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，吴颖婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Mindy Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

1318.HK 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

1318.HK is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 1318.HK 提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 1318.HK.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入， 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性， 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出， 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China。

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判

断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”)

registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to

“major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
