

行业研究 | 行业深度研究 | 美容护理

# 从毛戈平看国货彩妆品牌高端化路径 ——美护深度系列三



## | 报告要点

彩妆品类情感消费与潮流属性较强，相较唇部/眼部等色彩类彩妆，面部彩妆品类大/壁垒更高/需求韧性强/个性化程度较低，生意模式更优。中国彩妆市场龙头品牌潮起潮落，2017年至今国货品牌份额总体提升，以彩棠/毛戈平/花西子为代表的彩妆品牌不以“外资平替”而是“东方美学”突围的文化型彩妆品牌崛起。参考美日韩成熟市场格局，本土品牌在本土文化背景及审美标准的理解、消费者心理的把握、渠道变革嗅觉灵敏等维度更具优势，未来中国彩妆尤其是高端彩妆市场国货份额有望持续提升。

## | 分析师及联系人



邓文慧



李英

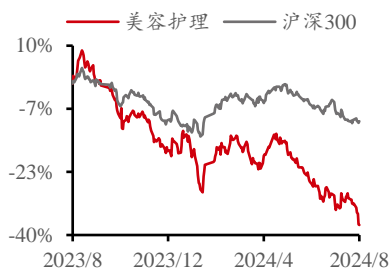
SAC: S0590522060001 SAC: S0590522110002

## 美容护理

# 从毛戈平看国货彩妆品牌高端化路径 ——美护深度系列三

投资建议：强于大市（维持）  
上次建议：强于大市

相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《2024 年美容护理行业投资策略：需求侧静待拐点，供给侧寻找增量》2023.12.20
- 2、《美护深度系列二：医美产品创新趋势》2023.07.30
- 3、《美护深度系列一：巨子生物视角看数料格局与发展路径》2023.01.31



扫码查看更多

### ➤ 彩妆是不是一门好生意？

彩妆品类情感消费与潮流属性更强，相较唇部/眼部等色彩类彩妆，面部彩妆品类大/壁垒更高/需求韧性强/个性化程度较低，生意模式更优。中国彩妆市场历经2015-2019 年高景气与高端化阶段，2019-2023 年复合增速下台阶，至2023 年中国彩妆人均消费金额仅为美国/日本/韩国等成熟市场的1/10-1/5 水平，品类天花板尚远。彩妆价格带窄于护肤，且彩妆香水多为奢侈品品牌旗下相对平价的品类，其高端化进程快于护肤，而高端彩妆消费韧性优于大众彩妆。

### ➤ 彩妆市场竞争格局如何？

护肤与彩妆格局稳定性存在差异：据欧睿数据，2014-2023 年欧莱雅持续位居中国护肤市场份额 Top1，且2019-2023 年在护肤 CR10 与 CR20 品牌集中度持续提升；但彩妆市场份额 Top1 品牌变化3 次以上，且 CR10 与 CR20 提升趋势不明确。

彩妆市场龙头品牌潮起潮落，2017 年至今国货品牌份额总体提升，以彩棠/毛戈平/花西子为代表的彩妆品牌不以“外资平替”而是“东方美学”突围的文化型彩妆品牌崛起。参考美日韩成熟市场格局，未来中国彩妆市场国货份额有望持续提升。

### ➤ 毛戈平品牌高端化路径如何？

产品端：毛戈平先生领导下的产品设计融入光影美学与东方美学理念，针对东方人的肤色肤质、面部轮廓及五官结构等特征，打造符合东方人气质的妆容。渠道端：公司深耕线下百货二十余年，自营专柜数量在中国所有国内及国际美妆品牌中排名第二，且专柜配备超过 2,500 名美妆顾问，沉淀宝贵品牌资产与高粘性会员，线下会员数量超过 300 万名、复购率超过 30%。品牌端：创始人作为品牌核心，其独特审美理念/从业履历/化妆手法/对行业思考等多维度影响品牌塑造。

### ➤ 投资建议：关注布局彩妆品类的国货美妆龙头

中国彩妆市场温和复苏，结构上面部彩妆市场与高端彩妆市场需求韧性更强。在国潮崛起、文化自信趋势下，部分文化型彩妆国货品牌有望凭借自身独特的品牌定位与价值主张持续提升彩妆尤其是高端彩妆市场份额，看好双 11 大促阶段优质国货彩妆品牌表现。建议关注有彩妆尤其是面部彩妆品类布局的国货美妆龙头，包括珀莱雅、丸美股份等。

**风险提示：**行业竞争与消费者偏好变化风险；市场竞争风险；创始人声誉风险；电商平台合作风险；专柜位置获取风险；供应商集中风险

## 投资聚焦

### 核心逻辑

彩妆品类情感消费与潮流属性较强，相较唇部/眼部等色彩类彩妆，面部彩妆品类大/壁垒更高/需求韧性强/个性化程度较低，生意模式更优。中国彩妆市场历经 2015-2019 年高景气与高端化阶段，2019-2023 年受消费场景影响复合增速下台阶，至 2023 年中国彩妆人均消费金额仅为美国/日本/韩国等成熟市场的 1/10-1/5 水平，品类天花板尚远。彩妆价格带窄于护肤，且彩妆香水多为奢侈品牌旗下相对平价的品类，其高端化进程快于护肤，而高端彩妆消费韧性优于大众彩妆。

中国彩妆市场龙头品牌潮起潮落，2017 年至今国货品牌份额总体提升，以彩棠/毛戈平/花西子为代表的彩妆品牌不以“外资平替”而是“东方美学”突围的文化型彩妆品牌崛起。参考美日韩成熟市场格局，本土品牌在本土文化背景及审美标准的理解、消费者心理的把握、渠道变革嗅觉灵敏等维度更具优势，未来中国彩妆市场国货份额有望持续提升。

### 投资看点

- 短期，中国彩妆市场温和复苏，结构上面部彩妆市场与高端彩妆市场需求韧性更强；在国潮崛起、文化自信趋势下，部分文化型彩妆国货品牌有望凭借自身独特的品牌定位与价值主张持续提升彩妆尤其是高端彩妆市场份额，看好双 11 大促阶段国货彩妆品牌表现。
- 长期，至 2023 年中国美容与个护人均消费金额相对美国/日本/韩国等成熟市场约为 1/4-1/6 水平，中国彩妆人均消费金额相对美国/日本/韩国等成熟市场为 1/10-1/5 水平，品类天花板尚远；中国本土彩妆品牌份额/中国本土品牌 CR10 与美国/日本/韩国等成熟市场相差较远，本土品牌在对本土文化背景及审美标准的理解、对消费者心理的把握、对渠道变革嗅觉的灵敏等优势基础上，弥补研发/人才等短板，未来国货份额有望持续提升；参考国际美妆集团，单一品牌存在天花板，多品牌/多品类/多渠道的集团化经营大势所趋，本土美妆品牌在渠道/品类/产品/出海等维度均有深耕开拓空间。

## 正文目录

1. 行业：面部彩妆生意模式更优 .....	6
1.1 面部彩妆品类大，需求韧性更强 .....	6
1.2 相对护肤，彩妆高端化进程更快 .....	8
1.3 品牌潮起潮落，国货份额总体提升 .....	10
2. 毛戈平：国内领先的高端美妆集团 .....	15
2.1 深耕高端美妆二十余载 .....	15
2.2 股权结构集中稳定 .....	16
2.3 募资助力全方位战略扩张 .....	17
3. 竞争：创始人品牌为核心 .....	18
3.1 经典产品设计与东方美学相结合 .....	19
3.2 综合销售网络提供独特购物体验 .....	22
3.3 创始人独特审美理念与行业影响力 .....	26
4. 投资建议：关注布局彩妆品类的国货美妆龙头 .....	30
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：彩妆情感消费与潮流属性较强，面部彩妆属性与护肤更贴近 .....	6
图表 2：中国美容与个护细分市场规模 .....	7
图表 3：2019-2023 年细分品类市场复合增速下台阶 .....	7
图表 4：中国彩妆市场复苏进程偏慢 .....	7
图表 5：面部彩妆充分凸显大品类、强韧性属性 .....	7
图表 6：2023 年中国美妆人均消费金额达 55 美元，相对美/日/韩等成熟市场约为 1/4-1/6 水平 .....	8
图表 7：2023 年中国彩妆人均消费金额达 6 美元，相对美/日/韩等成熟市场约为 1/10-1/5 水平 .....	8
图表 8：美妆市场高端化趋势明显 .....	9
图表 9：彩妆高端化进程更快 .....	9
图表 10：中国美妆市场渠道历经多轮更迭，至 2023 年电商渠道占比达 43%+ .....	10
图表 11：相较美容与个护市场，百货与电商在彩妆市场份额更为集中 .....	10
图表 12：2014-2023 年欧莱雅持续位居中国护肤市场份额 Top1 .....	10
图表 13：2014-2023 年中国彩妆市场份额 Top1 品牌变化 3 次以上 .....	11
图表 14：天猫美妆大促榜单 Top1 历经淘品牌-传统国货-外资品牌-国货品牌时代 .....	12
图表 15：天猫彩妆大促榜单 Top1 多变，历经传统国货、外资品牌、国货新锐等 .....	12
图表 16：中国美容与个护市场中，本土品牌市场份额有所提升，但远低于海外成熟美妆市场 .....	14
图表 17：中国彩妆市场中，本土品牌市场份额有所提升，但远低于海外成熟美妆市场 .....	14
图表 18：中国美容与个护市场本土 CR10 品牌份额远低于海外成熟美妆市场 .....	14
图表 19：中国彩妆市场本土 CR10 品牌份额远低于海外成熟美妆市场 .....	14
图表 20：单一品牌存在天花板，集团化经营大势所趋 .....	15
图表 21：国内领先的高端美妆集团，为消费者提供全方位的美妆体验 .....	16
图表 22：公司股权结构稳定集中 .....	16
图表 23：管理层行业经验丰富 .....	17
图表 24：毛戈平募资助力公司全方位战略扩张 .....	18
图表 25：毛戈平【光影系列】产品 .....	19
图表 26：毛戈平【气韵东方系列】代表产品 .....	19

图表 27:	品类聚焦彩妆与护肤, 至 2023 年护肤业务收入占比达四成 .....	20
图表 28:	毛戈平品类聚焦高端彩妆与护肤, 产品矩阵完善 .....	20
图表 29:	毛戈平产品中无痕粉膏与奢华鱼子面膜等大单品贡献较大 .....	22
图表 30:	毛戈平全渠道布局, 以百货直营专柜为主, 电商销售占比迅速提升 .....	23
图表 31:	毛戈平线下百货专柜网络覆盖广 .....	24
图表 32:	毛戈平百货渠道专柜设计精美、高度标准化 .....	24
图表 33:	2020-2022 年毛戈平百货直营专柜平均毛利率 80%+、平均营业利润率 35%+ .....	24
图表 34:	毛戈平百货专柜渠道中, 2020-2022 年白金风尚与至尊风尚会员消费金额占比提升 .....	25
图表 35:	毛戈平百货专柜渠道中, 高等级会员复购率高、品牌粘性强 .....	25
图表 36:	线上渠道快速拓展, 抖音成为线上最大销售平台 .....	26
图表 37:	毛戈平先生个人在化妆领域的行业知名度及美誉度促进了公司品牌的传播 .....	26
图表 38:	毛戈平的培训业务将品牌理念与品牌价值传播进一步放大 .....	28
图表 39:	毛戈平积极进行内容驱动为主的品牌建设与市场营销活动 .....	28
图表 40:	毛戈平销售费率提升至 50% 左右水平 .....	30
图表 41:	毛戈平销售费用集中于员工薪酬与推广费用 .....	30



## 1.行业：面部彩妆生意模式更优

### 1.1面部彩妆品类大，需求韧性更强

彩妆情感消费与潮流属性较强，面部彩妆属性与护肤更贴近。护肤功能消费属性强，且其功效有一定评价标准，尤其是眼霜/精华/乳霜等强功效产品，使用频率、生命周期、消费者粘性较强，复购率多介于 20%-40%，部分皮肤学级护肤品牌复购率可达 40%+。彩妆情感消费属性更强，除妆饰功能外，还承担满足消费者个性彰显与社交属性的功能，且对于“美不美”没有标准答案，其个性化程度高于护肤；但彩妆即时效果反馈快、视觉营销重要性强，色彩类产品潮流属性突出，而面部彩妆尤其是底妆功能性强，彩妆整体复购率多介于 10%-20% 区间。

**图表1：彩妆情感消费与潮流属性较强，面部彩妆属性与护肤更贴近**

项目	护肤	彩妆
入局门槛	较高	较低
个性化程度	彩妆高于护肤	
必需程度	护肤高于彩妆	
生命周期	眼霜/精华/乳霜等品类较长	面部彩妆品类较长
决策周期	较长	短，即时效果反馈快
转换成本	面膜/水等产品较低	口红等色彩类产品较低
销售渠道	标品，线上化程度高	重视视觉营销，线上占比高于护肤
价格带（元）	线上均价集中于 50-1300 元区间，价格带更宽	线上均价集中于 50-600 元区间
复购率	多介于 20%-40% 区间	多介于 10%-20% 区间
毛利率	与品牌定位/渠道结构有关，珀莱雅与丸美股份旗下护肤、彩妆品类毛利率均在 70% 左右，毛戈平毛利率 80%+	

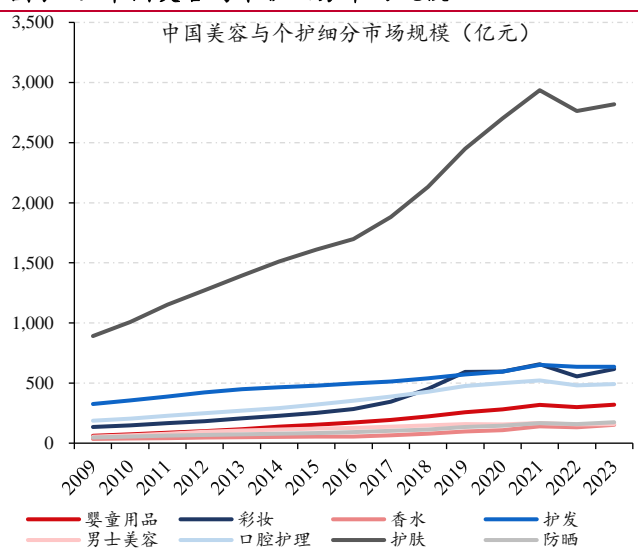
注 1：品类价格带以久谦数据中，2023 年线上 GMV 前 30 名品牌价格带为代表

注 2：复购率数据参考珀莱雅/彩棠/可复美/可丽金/佰草集/玉泽/敷尔佳等品牌数据

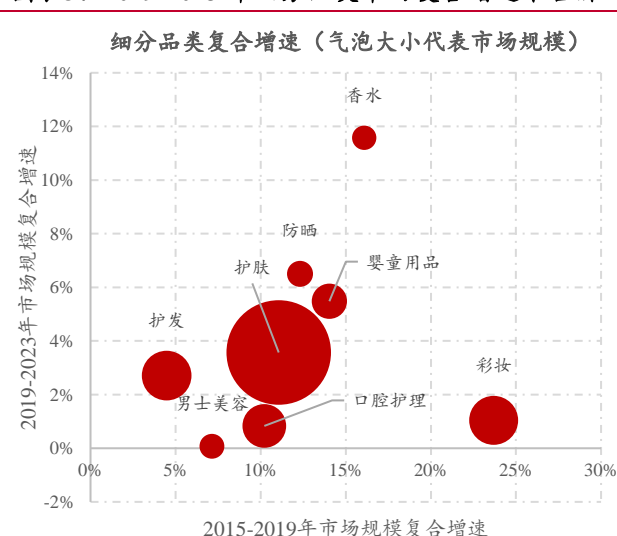
资料来源：艾瑞咨询，久谦数据，丸美股份公司公告，珀莱雅公司公告，巨子生物公司公告，上海家化公司公告，敷尔佳公司公告，毛戈平招股书，国联证券研究所

**美护市场增速 2019 年后下台阶，护肤/彩妆/护发等大品类温和复苏。**根据欧睿数据，伴随人均可支配收入提升、消费者需求精细化，2015-2019 年中国护肤/彩妆/香水/婴童用品等美容与个护细分品类复合增速均在 10%+，中国美容与个护市场规模以 11% 的复合增速由 3188 亿增加至 4850 亿。2020 年起受消费能力与消费场景等因素影响，美容个护细分品类市场复合增速下台阶，2019-2023 年中国美容与个护市场规模以 3% 的复合增速由 4850 亿增加至 5480 亿，护肤/彩妆/护发等大品类复合增速在 5% 以内。

图表2：中国美容与个护细分市场规模

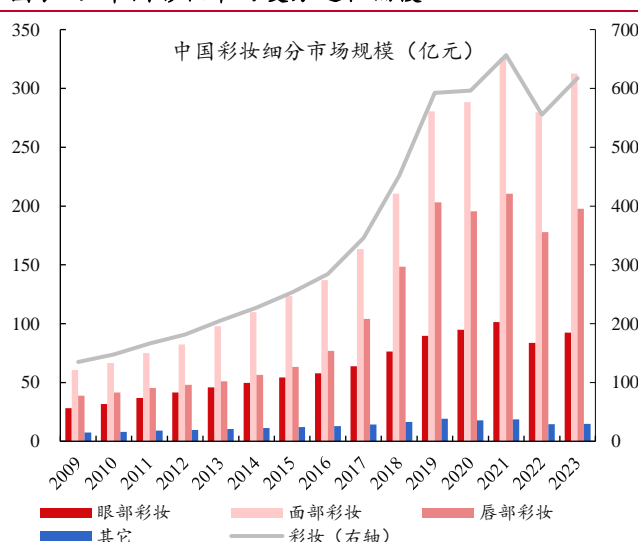


图表3：2019-2023 年细分品类市场复合增速下台阶

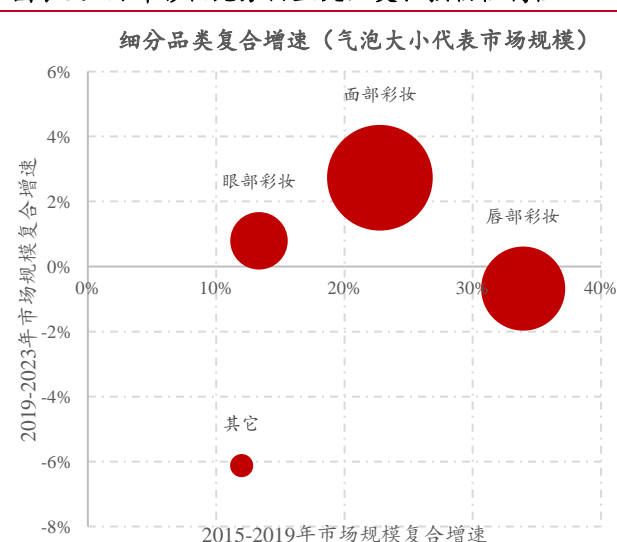


**彩妆市场复苏进程偏慢，面部彩妆韧性更强。**彩妆可选与社交属性强于护肤、护发等品类，欧睿数据显示 2019-2023 年中国彩妆市场复合增速为 1%，主要拖累来自唇部与眼部市场，面部彩妆则充分凸显大品类、强韧性属性。2023 年中国面部彩妆在彩妆市场中占比超过 50%，且 2019-2023 年面部彩妆市场复合增速达 3%，与护肤、护发等品类增速更为接近。

图表4：中国彩妆市场复苏进程偏慢



图表5：面部彩妆充分凸显大品类、强韧性属性

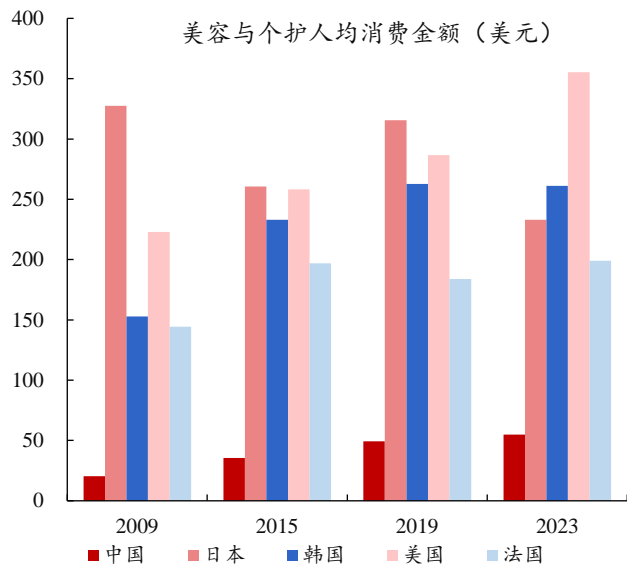


**对标海外成熟市场，中国美护与彩妆仍具备广阔空间。**根据欧睿数据，伴随国民收入持续提高、消费者美容化妆意识增强，2009-2023 年间，中国美容与个护人均消费金额由 20 美元提升至 55 美元，相对美国/日本/韩国等成熟市场约为 1/4-1/6 水平；中国彩妆人均消费金额由 1 美元提升至 6 美元，相对美国/日本/韩国等成熟市场为 1/10-



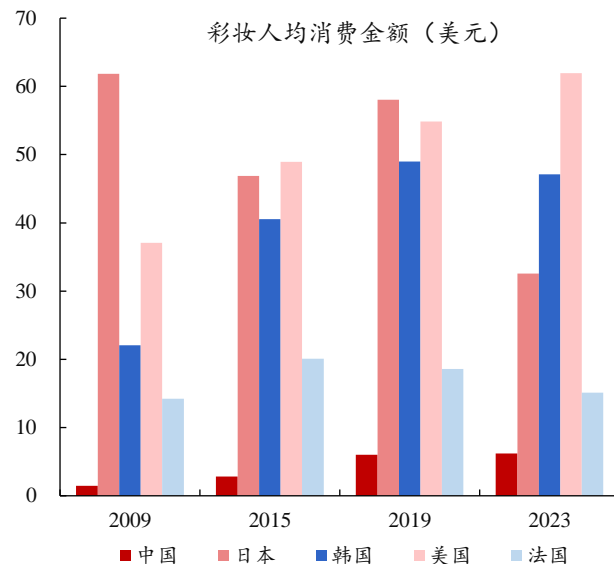
1/5 水平。未来伴随消费者对美妆需求不断升级，社交媒体传播的化妆和护肤理念的不断渗透，中国美护与彩妆仍有较大成长空间。

**图表6：2023 年中国美护人均消费金额达 55 美元，相对美/日/韩等成熟市场约为 1/4-1/6 水平**



资料来源：欧睿国际，Wind，国联证券研究所

**图表7：2023 年中国彩妆人均消费金额达 6 美元，相对美/日/韩等成熟市场约为 1/10-1/5 水平**

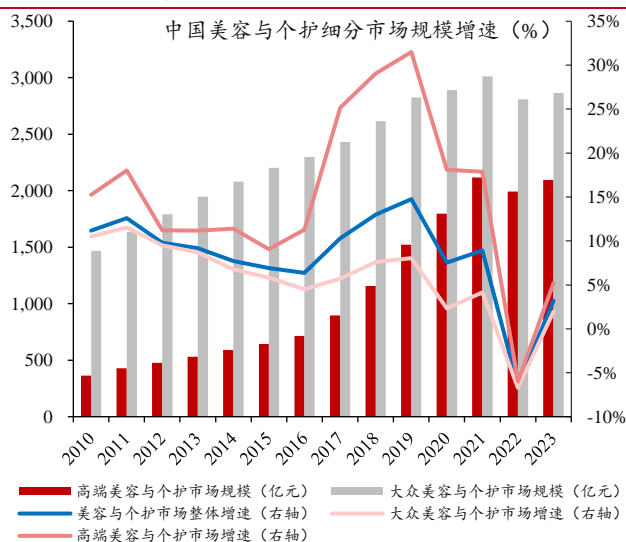


资料来源：欧睿国际，Wind，国联证券研究所

## 1.2 相对护肤，彩妆高端化进程更快

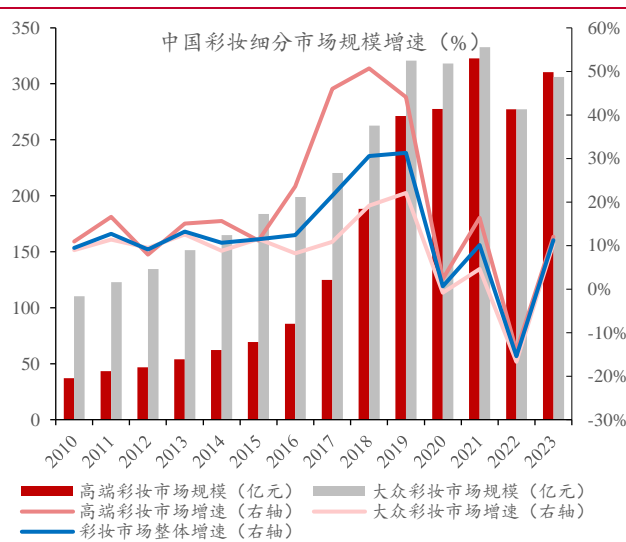
**美护市场高端化趋势明显，彩妆市场高端化进程更快。**伴随人均可支配收入提升，消费者美学审美的提高和对个性化、高品质生活方式的追求，根据欧睿数据，2015-2021 年中国高端美容与个护市场、高端彩妆增速均快于大众市场增速。受消费场景与消费能力影响，2022 年美护与彩妆市场阶段性下行，2023 年低基数下恢复增长，而高端市场消费韧性仍高于大众市场。彩妆价格带窄于护肤，彩妆香水多为奢侈品品牌旗下相对平价的品类，因此彩妆高端化进程快于美容与个护市场整体，至 2023 年中国高端彩妆占彩妆市场整体比重达 50%，而高端美容与个护市场占市场整体比重不到四成。

图表8：美护市场高端化趋势明显



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表9：彩妆高端化进程更快

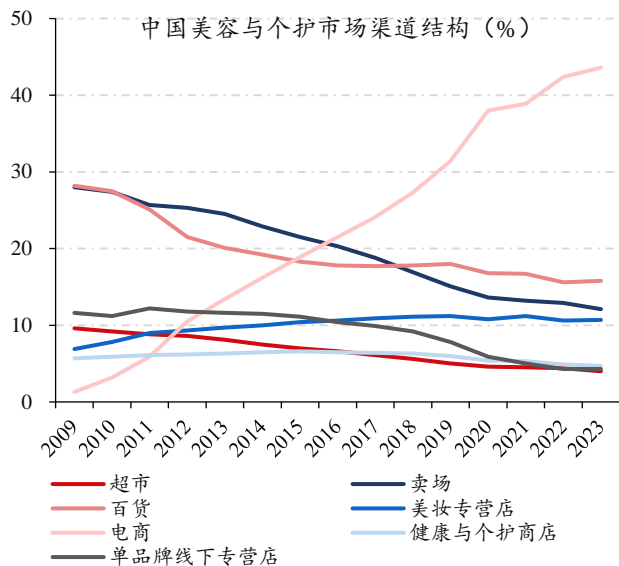


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

渠道历经多轮更迭，至2023年美护市场中电商份额达43%+。1) 20世纪90年代以百货商超渠道为主：以欧莱雅、兰蔻为代表的国际中高端化妆品品牌进入中国市场，以百货专柜为主要渠道，逐步培养了国内居民的化妆品消费意识，也带动了国内化妆品行业营销意识的树立。2) 2000年前后迎来CS渠道黄金10年：2000年前后一批熟知化妆品运营技巧的外资品牌区域经销商开始创立自有国产品牌，丸美、自然堂、珀莱雅等经典国货雏形诞生，带动了门槛更低、分布更广的传统美妆集合店渠道的发展。3) 2011年后迎来高速电商化10年：2012年前后化妆品行业增速受宏观需求疲软拖累不断下降，线下渠道竞争加剧，国产和国际品牌相继触网，借助传统电商和社交电商的渠道红利得以发展。4) 2020年后线上化延续，线下整体温和复苏：直播电商兴起叠加线下消费场景受限，线上化进程加速，2019-2023年电商渠道占比由31.4%提升至43.6%；2023年线下场景恢复但线下渠道整体复苏偏慢，新型美妆集合店（趣味性更强、更匹配年轻消费者需求）与百货渠道（用户体验、品牌塑造上具备优势）表现相对更优。

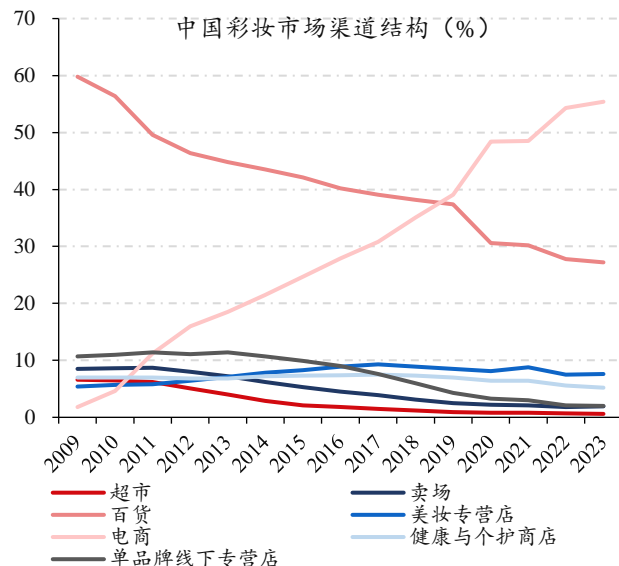
相较美护市场，百货与电商在彩妆市场份额更为集中。彩妆产品普及早期消费者主要集中在二线城市，百货渠道是彩妆尤其高端彩妆产品最核心的销售渠道之一。百货专柜通常以高档的装饰格局与前沿时尚的视觉效果彰显彩妆产品的品牌理念，提供消费咨询、定制服务、感受品牌内涵等多维度的用户体验，承载着品牌的售前、销售、售后、宣传等职能。2011年后受益于信息通信技术和智能移动终端的普及，线上电商渠道占比快速提升并于2019年正式超过百货渠道，但至2023年百货渠道在彩妆市场份额仍有27%+，高于其在美容与个护市场份额。彩妆尤其是色彩类产品有线下体验与即时性需求，未来线下体验、线上购买或将继续成为彩妆产品的重要销售方式。

图表10：中国美护市场渠道历经多轮更迭，至2023年电商渠道占比达43%+



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表11：相较美容与个护市场，百货与电商在彩妆市场份额更为集中



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

### 1.3品牌潮起潮落，国货份额总体提升

护肤与彩妆格局稳定性存在差异。护肤功能属性突出，而彩妆情感与社交属性更强，尤其是色彩类产品具备潮流属性，更新迭代速度快、重视视觉营销。根据欧睿数据，2014-2023年护肤与彩妆品牌份额Top20中，欧莱雅持续位居中国护肤市场份额Top1，且2019-2023年在供需优化下CR10与CR20品牌集中度持续提升。但彩妆市场份额Top1品牌变化3次以上，且CR10与CR20提升趋势不明确。

图表12：2014-2023年欧莱雅持续位居中国护肤市场份额Top1

中国护肤市场 品牌份额排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
2	玫琳凯	玫琳凯	玫琳凯	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
3	Olay	Olay	百雀羚	玫琳凯	自然堂	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
4	百雀羚	百雀羚	Olay	自然堂	兰蔻	雅诗兰黛	百雀羚	百雀羚	百雀羚	珀莱雅
5	雅姿	自然堂	自然堂	Olay	Olay	自然堂	Olay	Olay	Olay	百雀羚
6	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	玫琳凯	Olay	自然堂	自然堂	自然堂	Olay
7	自然堂	完美	完美	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玫琳凯	SK-II	SK-II	珀莱雅	自然堂
8	完美	雅姿	雅诗兰黛	无限极	无限极	SK-II	海蓝之谜	海蓝之谜	SK-II	海蓝之谜
9	佰草集	雅诗兰黛	佰草集	佰草集	佰草集	佰草集	珀莱雅	珀莱雅	海蓝之谜	薇诺娜
10	雅诗兰黛	佰草集	无限极	完美	SK-II	悦诗风吟	薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜	SK-II
11	相宜本草	相宜本草	雅姿	韩后	悦诗风吟	珀莱雅	资生堂	资生堂	资生堂	娇兰
12	韩束	无限极	相宜本草	雅姿	完美	无限极	后	后	娇兰	理肤泉
13	无限极	珀莱雅	悦诗风吟	悦诗风吟	韩后	海蓝之谜	娇兰	娇兰	科颜氏	资生堂
14	珀莱雅	隆力奇	韩束	一叶子	一叶子	薇诺娜	科颜氏	科颜氏	理肤泉	欧舒丹
15	隆力奇	水密码	韩后	韩束	雅姿	雅姿	悦诗风吟	韩束	娇韵诗	赫莲娜
16	美即	美即	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	完美	丸美	迪奥	欧舒丹	科颜氏
17	欧珀莱	韩束	丸美	SK-II	韩束	韩后	欧珀莱	雪花秀	后	韩束
18	丸美	丸美	欧珀莱	丸美	丸美	资生堂	佰草集	理肤泉	相宜本草	娇韵诗
19	妮维雅	欧珀莱	水密码	欧珀莱	欧珀莱	科颜氏	韩束	欧舒丹	赫莲娜	CPB

20	水密码	妮维雅	隆力奇	相宜本草	水密码	丸美	迪奥	CPB	韩束	可复美
CR10 (%)	33.4%	32.4%	30.4%	30.3%	30.6%	31.4%	32.4%	33.6%	35.2%	35.1%
CR20 (%)	46.7%	44.9%	43.2%	43.0%	43.1%	42.6%	43.1%	44.9%	46.2%	46.6%
美国品牌	14.6%	13.3%	11.2%	10.4%	10.3%	12.3%	10.4%	11.1%	11.3%	10.7%
日本品牌	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.6%	2.9%	3.6%	4.8%	3.8%	4.3%
韩国品牌	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	2.4%	2.5%	1.0%	0.0%
法国品牌	9.4%	8.8%	8.2%	8.0%	8.5%	9.5%	12.8%	15.2%	17.3%	18.1%
中国品牌	18.0%	18.3%	20.3%	20.2%	19.7%	15.3%	13.9%	11.3%	12.8%	13.5%

注：品牌所属市场按品牌归属地划分，仅列示中国护肤市场 Top20 品牌各自所属国家的份额

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**图表13：2014-2023 年中国彩妆市场份额 Top1 品牌变化 3 次以上**

中国彩妆市场 品牌份额排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	迪奥	完美日记	花西子	YSL	YSL
2	梦妆	卡姿兰	卡姿兰	迪奥	迪奥	完美日记	迪奥	完美日记	迪奥	迪奥
3	卡姿兰	梦妆	梦妆	卡姿兰	兰蔻	美宝莲	花西子	迪奥	花西子	兰蔻
4	欧莱雅	蜜丝佛陀	兰蔻	兰蔻	卡姿兰	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	花西子
5	玫琳凯	欧莱雅	欧莱雅	梦妆	YSL	魅可	美宝莲	YSL	阿玛尼	香奈儿
6	迪奥	兰蔻	迪奥	欧莱雅	魅可	YSL	YSL	阿玛尼	完美日记	3CE
7	韩束	迪奥	蜜丝佛陀	蜜丝佛陀	欧莱雅	卡姿兰	魅可	美宝莲	3CE	阿玛尼
8	兰蔻	玫琳凯	悦诗风吟	悦诗风吟	香奈儿	阿玛尼	阿玛尼	魅可	卡姿兰	卡姿兰
9	香奈儿	香奈儿	玫琳凯	香奈儿	梦妆	花西子	雅诗兰黛	香奈儿	香奈儿	魅可
10	蜜丝佛陀	玛丽黛佳	玛丽黛佳	玛丽黛佳	悦诗风吟	香奈儿	卡姿兰	雅诗兰黛	魅可	Nars
11	玛丽黛佳	兰芝	香奈儿	魅可	蜜丝佛陀	雅诗兰黛	香奈儿	卡姿兰	Nars	雅诗兰黛
12	兰芝	兰瑟	兰芝	纪梵希	玛丽黛佳	纪梵希	欧莱雅	Colorkey	美宝莲	橘朵
13	兰瑟	纪梵希	纪梵希	玫琳凯	雅诗兰黛	欧莱雅	纪梵希	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅
14	雅诗兰黛	悦诗风吟	兰瑟	雅诗兰黛	纪梵希	悦诗风吟	蜜丝佛陀	3CE	Colorkey	美宝莲
15	娇兰	雅诗兰黛	魅可	YSL	阿玛尼	梦妆	3CE	纪梵希	欧莱雅	毛戈平
16	纪梵希	娇兰	雅诗兰黛	兰芝	花西子	蜜丝佛陀	滋色	Nars	纪梵希	纪梵希
17	雅姿	雅姿	娇兰	兰瑟	爱敬	稚优泉	梦妆	蜜丝佛陀	橘朵	完美日记
18	完美	完美	玫珂菲	阿玛尼	完美日记	滋色	小奥汀	爱敬	蜜丝佛陀	芭比波朗
19	玫珂菲	玫珂菲	完美	爱敬	兰芝	玛丽黛佳	悦诗风吟	植村秀	芭比波朗	CPB
20	Za	魅可	植村秀	玫珂菲	兰瑟	爱敬	Nars	橘朵	毛戈平	彩棠
CR10 (%)	42.7%	43.1%	40.7%	39.0%	37.5%	40.4%	42.2%	43.1%	39.7%	38.7%
CR20 (%)	58.3%	58.1%	56.1%	56.2%	56.8%	60.3%	61.1%	63.3%	61.2%	59.2%
美国品牌	20.5%	22.1%	18.2%	17.0%	14.3%	13.3%	13.4%	12.3%	14.1%	12.0%
日本品牌	1.2%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	1.8%
韩国品牌	6.9%	8.5%	9.1%	9.2%	8.1%	5.6%	5.1%	3.8%	2.9%	3.0%
法国品牌	17.0%	17.2%	17.5%	19.8%	21.2%	22.1%	21.9%	22.8%	23.7%	24.3%
中国品牌	11.4%	9.1%	9.1%	8.7%	11.0%	16.3%	17.6%	19.4%	17.2%	15.1%

注：品牌所属市场按品牌归属地划分，仅列示中国彩妆市场 Top20 品牌各自所属国家的份额

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**大促榜单潮起潮落，背后是消费者偏好/渠道变革/营销方式变化。1) 天猫美妆大促榜单变化脉络清晰：**2013-2024 年天猫大促榜单 Top1 历经淘品牌（阿芙）-传统国货（百雀羚）-外资品牌（兰蔻/欧莱雅/雅诗兰黛）-国货品牌时代（珀莱雅），榜单龙头背后主要是对淘系电商渠道红利的把握程度差异与消费环境的变化。**2) 天猫彩妆大促榜单 Top1 多变：**历经传统国货（卡姿兰）、外资品牌（美宝莲/魅可/圣罗兰）、国货新锐（完美日记/花西子/彩棠）等；彩妆背后有审美理念/文化输出/社交属性等因素，2010 年受韩流韩剧影响悦诗风吟/梦妆/兰芝/爱丽小屋等韩国品牌品牌份额 2017

年前持续提升；2015 年后以完美日记/花西子为代表的国货新锐品牌，凭借创投界对美妆赛道的助力、年轻消费者对国货的认可、新媒体渠道带来的流量红利，以及自身产品高颜值、运营能力强快速崛起；2021 年以来，完美日记与花西子等因单品接力/外部舆情等因素大促排名逐渐下滑，而彩棠与毛戈平等专业化妆师品牌，在国潮兴起/创始人 IP 加持下大促排名逐渐提升，2024 年天猫 618 大促彩棠品牌首次位居榜单 Top1。

**图表14：天猫美妆大促榜单 Top1 历经淘品牌-传统国货-外资品牌-国货品牌时代**

排名	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年*
1	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	美即	美即	韩束	欧莱雅	自然堂	OLAY	兰蔻	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅
3	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	欧莱雅	欧莱雅	OLAY	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	后	后	OLAY	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	牛尔	御泥坊	御泥坊	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY	资生堂	珀莱雅	薇诺娜	海蓝之谜
6	百雀羚	自然堂	膜法世家	雅诗兰黛	OLAY	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	修丽可
7	OLAY	韩束	珀莱雅	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY	海蓝之谜	OLAY	赫莲娜
8	膜法世家	OLAY	韩后	佰草集	一叶子	HFP	后	资生堂	海蓝之谜	SK-II	修丽可	SK-II
9	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	OLAY	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	赫莲娜	赫莲娜	赫莲娜	OLAY
10	相宜本草	丸美	卡姿兰	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	SK-II	资生堂	娇兰	薇诺娜
11	佰草集							科颜氏	科颜氏	修丽可	SK-II	肌肤之钥
12	兰芝							修丽可	娇兰	科颜氏	娇韵诗	可复美
13	家美乐							完美日记	珀莱雅	娇兰	肌肤之钥	娇韵诗
14	丸美							赫莲娜	雪花秀	雅萌	资生堂	资生堂
15	珀莱雅							花西子	肌肤之钥	肌肤之钥	自然堂	娇兰
16	自然堂							雅顿	修丽可	夸迪	科颜氏	科颜氏
17	美肤宝							娇兰	娇韵诗	娇韵诗	圣罗兰	理肤泉
18	温碧泉							肌肤之钥	黛珂	希思黎	理肤泉	自然堂
19	倩碧							美丽芙丝	希思黎	自然堂	觅光	圣罗兰
20	卡姿兰							自然堂	雅顿	黛珂	可复美	HBN

注：除 2024 年榜单口径为 618 大促外，其余年份均为双 11 大促口径

资料来源：化妆品观察，青眼，聚美丽，天猫大美妆，浙江美妆，国联证券研究所

**图表15：天猫彩妆大促榜单 Top1 多变，历经传统国货、外资品牌、国货新锐等**

排名	2013 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年*
1	卡姿兰	美宝莲	美宝莲	魅可	完美日记	完美日记	圣罗兰	花西子	圣罗兰	彩棠
2	谜尚	玛丽黛佳	玛丽黛佳	完美日记	魅可	花西子	雅诗兰黛	圣罗兰	彩棠	肌肤之钥
3	美宝莲	卡姿兰	魅可	雅诗兰黛	雅诗兰黛	魅可	三熹玉	魅可	娜斯	雅诗兰黛
4	密丝佛陀	悦诗风吟	兰蔻	美宝莲	兰蔻	三熹玉	完美日记	三熹玉	肌肤之钥	圣罗兰
5	PBA	谜尚	雅诗兰黛	纪梵希	阿玛尼	兰蔻	花西子	雅诗兰黛	三熹玉	三熹玉
6	迪奥		悦诗风吟	圣罗兰	花西子	雅诗兰黛	阿玛尼	逐本	雅诗兰黛	娜斯
7	爱丽小屋		卡姿兰	兰蔻	纪梵希	圣罗兰	兰蔻	娜斯	魅可	花西子
8	兰芝		自然堂	稚优泉	美宝莲	阿玛尼	魅可	兰蔻	兰蔻	毛戈平
9	玛丽黛佳		稚优泉	阿玛尼	圣罗兰	美宝莲	肌肤之钥	阿玛尼	花西子	欧莱雅



10	兰蔻	玛丽黛佳	三熹玉	纪梵希	纪梵希	肌肤之钥	玫珂菲	卡姿兰
11	the face shop	卡姿兰	滋色	迪奥			毛戈平	兰蔻
12	韩束	悦诗风吟	稚优泉	珂拉琪			纪梵希	魅可
13	杨桑	兰芝	红地球	肌肤之钥			阿玛尼	纪梵希
14	Calvin klein	美康粉黛	汤姆福特	小奥汀			卡姿兰	玫珂菲
15	ai&mi	欧莱雅	兰芝	红地球			欧莱雅	植村秀
16	Za	爱敬	爱敬	兰芝			花知晓	阿玛尼
17	巧迪尚惠	谜尚	苏菲娜	玫珂菲			CT	汤姆福特
18	珀莱雅	苏菲娜	肌肤之钥	爱敬			芭比波朗	橘朵
19		迪奥	橘朵	卡姿兰			植村秀	芭比波朗
20		滋色	悦诗风吟	汤姆福特			INTO YOU	蜜丝婷

注：除 2024 年榜单口径为 618 大促外，其余年份均为双 11 大促口径

资料来源：化妆品观察，聚美丽，天猫大美妆，浙江美妆，国联证券研究所

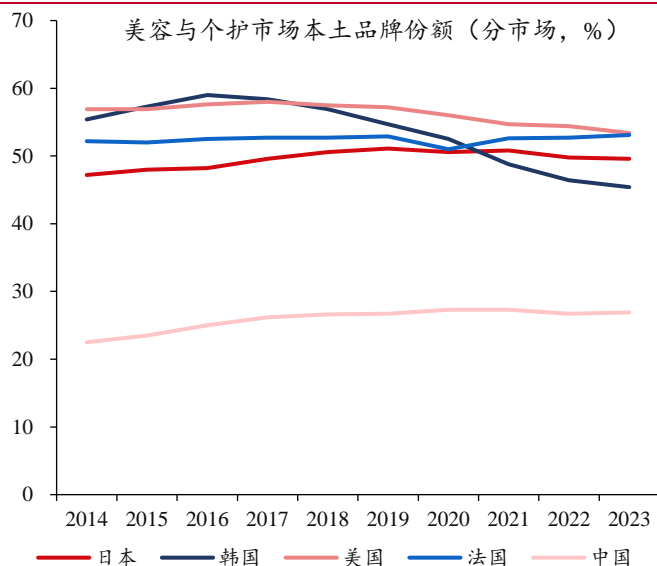
### 品牌潮起潮落，国货份额总体提升。1) 美容与个护市场本土品牌份额崛起趋势明确：

欧睿数据显示 2021-2023 年中国本土品牌份额持续提升；2018-2022 年天猫大促榜单 Top1 均由外资品牌垄断，2023 年国货品牌珀莱雅实现“量变”到“质变”的突破，首次录得天猫双 11 大促榜单 Top1，2024 年天猫 618 大促延续榜单第 1 位置。2) 彩妆市场潮起潮落，2017 年以来本土品牌份额总体提升：彩妆品类重视视觉营销且非底妆品类壁垒不高，本土品牌在线上渠道运营与内容营销等维度优势突出，因此 2017 年-2021 年本土品牌份额持续提升；2021-2023 年天猫大促榜单中，国货龙头历经完美日记、花西子到彩棠的变迁，2021-2023 年欧睿口径本土品牌份额边际下滑，但 2024 年天猫 618 大促中彩棠/毛戈平/花西子等品牌均位居榜单前 10，且上述品牌并非走外资平替路线，而是将中国文化与品牌相融合，弘扬东方美学、打造适合东方人的妆容与产品。

**参考美日韩等成熟市场，未来国货品牌份额有望持续提升。**消费者在国潮崛起、文化自信与消费理性化等趋势下对外资品牌“祛魅化”进程延续，本土品牌在对本土文化背景及审美标准的理解、对消费者心理的把握、对渠道变革嗅觉的灵敏等优势基础上，弥补研发/人才等短板，未来中国美护市场、彩妆市场国货份额有望持续提升。

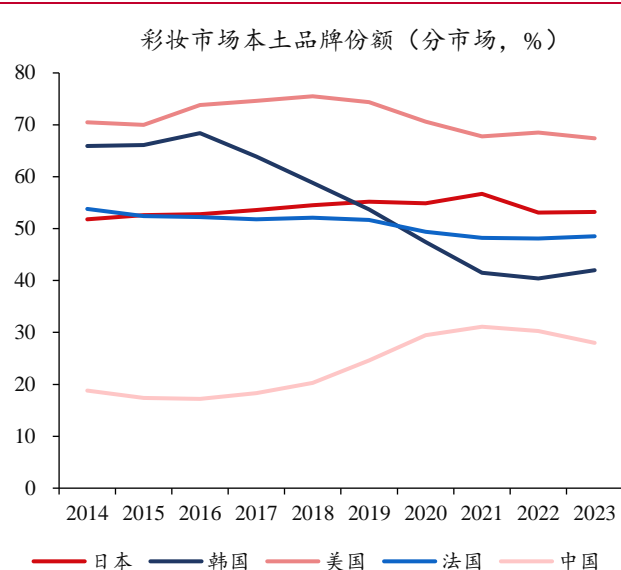


**图表16：中国美容与个护市场中，本土品牌市场份额有所提升，但远低于海外成熟美妆市场**



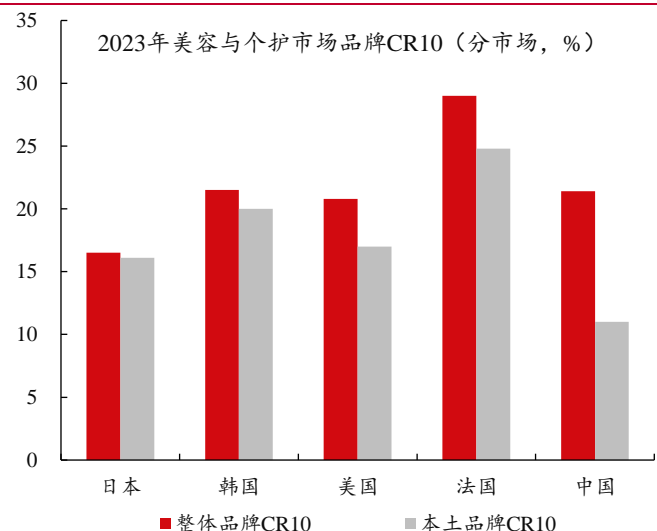
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**图表17：中国彩妆市场中，本土品牌市场份额有所提升，但远低于海外成熟美妆市场**



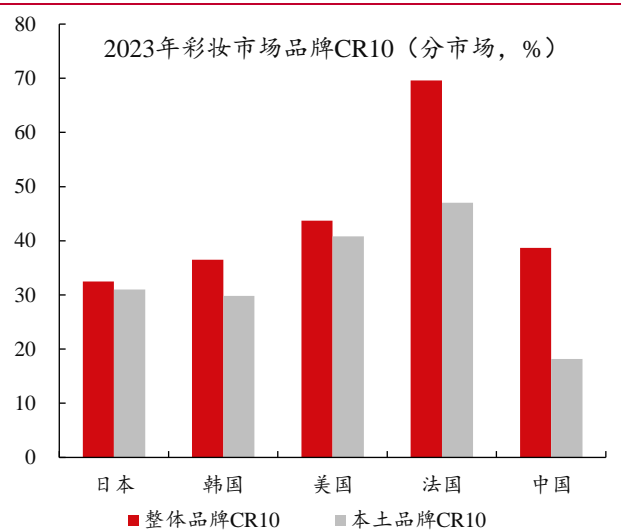
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**图表18：中国美容与个护市场本土 CR10 品牌份额远低于海外成熟美妆市场**



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**图表19：中国彩妆市场本土 CR10 品牌份额远低于海外成熟美妆市场**



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**单一品牌存在天花板，集团化经营大势所趋。**对美的需求多样化/个性化，单一美妆品牌覆盖客群数量/年龄/肤质/价格带有限，单品牌经营在份额/规模角度存在天花板。而纵观领先的国际美妆集团，品牌集团化经营可以覆盖多品类/多区域/多人群需求，且可以平衡消费者偏好的变化，经济周期下行期具备更强的业绩韧性。根据欧睿国际数据，2023 年全球主流美容与个护市场中，单一国家品牌 CR1 份额多在 2%-4.5% 区间，品牌 Top1 零售端规模最多不超过 37 亿美元；而单一国家美妆集团 CR1 份额多在 13%-23% 区间，集团 Top1 零售端规模最多达到 150 亿美元+。

图表20：单一品牌存在天花板，集团化经营大势所趋

美容个护	市场规模 (亿美元)	人均消费金额 (美元)	本土品牌 CR10	品牌 Top1	品牌 份额	品牌体量 (亿美元)	集团 Top1	集团 份额	集团体量 (亿美元)
中国	773.7	54.8	11.0%	巴黎欧莱雅	4.3%	33.3	欧莱雅集团	14.1%	109.1
日本	290.2	233.1	16.1%	碧柔	2.6%	7.5	花王集团	13.5%	39.2
韩国	135.0	261.1	20.0%	后	4.6%	6.2	LG 生活健康	17.5%	23.6
美国	1,190.4	355.4	17.0%	多芬	3.1%	36.9	欧莱雅集团	14.2%	169.0
法国	165.6	198.9	24.8%	巴黎欧莱雅	4.4%	7.3	欧莱雅集团	22.6%	37.4
护肤	市场规模 (亿美元)	人均消费金额 (美元)	本土品牌 CR10	品牌 Top1	品牌 份额	品牌体量 (亿美元)	集团 Top1	集团 份额	集团体量 (亿美元)
中国	397.9	28.2	18.2%	巴黎欧莱雅	6.2%	24.7	欧莱雅集团	18.1%	72.0
日本	134.5	108.0	31.0%	蝶翠诗	3.8%	5.1	资生堂集团	10.8%	14.5
韩国	58.1	112.4	29.8%	后	9.5%	5.5	LG 生活健康	22.3%	13.0
美国	276.6	82.6	40.8%	适乐肤	6.9%	19.1	欧莱雅集团	16.9%	46.7
法国	40.3	48.4	47.0%	理肤泉	9.5%	3.8	欧莱雅集团	25.2%	10.1
彩妆	市场规模 (亿美元)	人均消费金额 (美元)	本土品牌 CR10	品牌 Top1	品牌 份额	品牌体量 (亿美元)	集团 Top1	集团 份额	集团体量 (亿美元)
中国	87.2	6.2	16.8%	YSL	6.4%	5.6	欧莱雅集团	23.7%	20.7
日本	40.5	32.6	26.4%	心机彩妆	7.2%	2.9	资生堂集团	21.6%	8.8
韩国	24.4	47.1	33.2%	YSL	5.1%	1.2	爱茉莉太平洋	19.5%	4.7
美国	207.5	61.9	27.2%	美宝莲纽约	7.4%	15.4	欧莱雅集团	26.5%	55.0
法国	12.6	15.1	37.0%	美宝莲纽约	16.8%	2.1	欧莱雅集团	37.0%	4.7

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

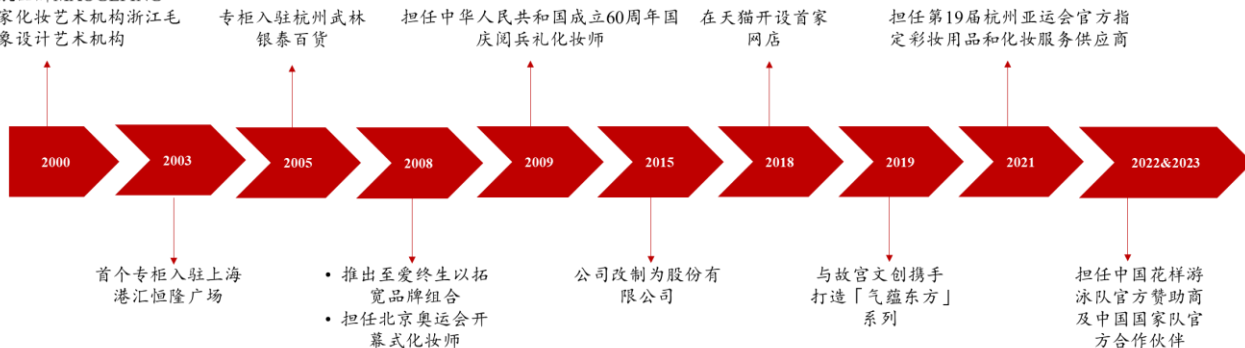
## 2.毛戈平：国内领先的高端美妆集团

### 2.1深耕高端美妆二十余载

国内领先的高端美妆集团，为消费者提供全方位的美妆体验。毛戈平化妆品股份有限公司的前身杭州毛戈平于 2000 年成立，旗下包括 MAOGEPING 和至爱终生等两大品牌，主营彩妆、护肤、化妆培训三大业务板块，致力于通过高质量和创新的美妆产品、专业的化妆艺术培训以及体验式和个性化的客户服务，为消费者提供全方位的美妆体验。根据弗若斯特沙利文数据，毛戈平是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，2022 年零售额排名第八；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，2022 年零售额排名第十五。截至 2023 年 12 月 31 日，公司于全国 120 多个城市共营运 384 个专柜，建立了中国所有国内及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一，致力于通过高质量的客户服务提供满意的消费体验。

图表21：国内领先的高端美妆集团，为消费者提供全方位的美妆体验

- 公司前身杭州毛戈平成立
- 推出旗舰品牌MAOGEPING
- 创建首家化妆艺术机构浙江毛戈平形象设计艺术机构

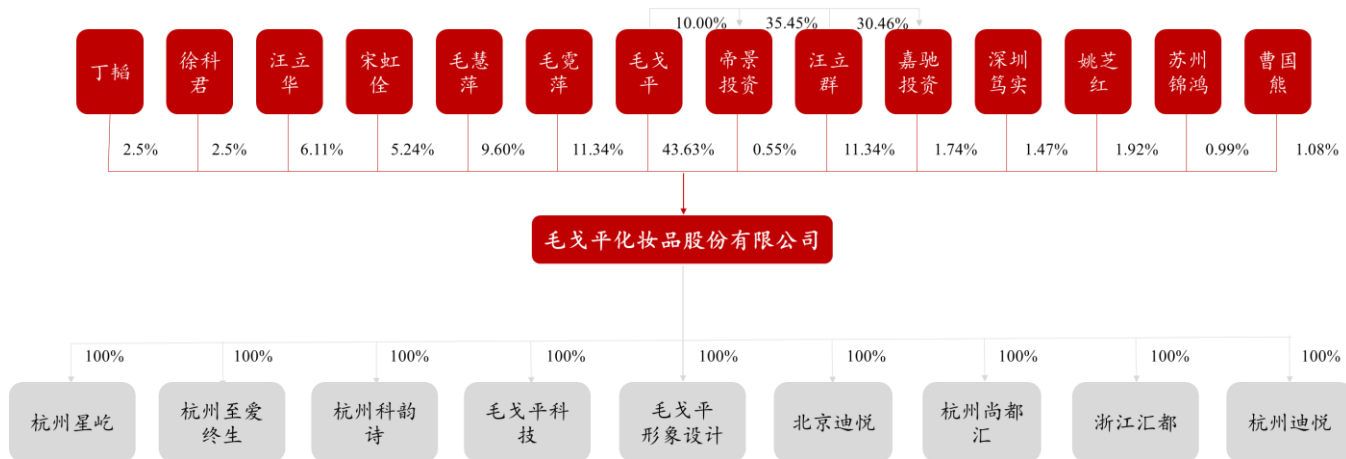


资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

## 2.2 股权结构集中稳定

股权结构集中，股权激励绑定核心人才。至2024年3月，毛戈平及汪立群合共持有已发行股本总额的约57.26%权益，其中包括直接持股43.63%及11.34%，并通过帝景投资和嘉驰投资间接持股。2024年4月1日公司发布员工激励计划，拟将帝景投资旗下部分公司权益授予参与者以作奖励，并于4月2日向4名参与者正式授予奖励。

图表22：公司股权结构稳定集中



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

深耕美妆行业多年，管理层行业经验丰富。创始人毛戈平是中国著名的化妆艺术大师，在化妆艺术领域有近40年的从业经验，多年来获得过诸多荣誉和奖项，其开创的将光影美学的精髓与东方美学内核精神深度融合的理念为企业在美妆产品开发方面制定了成功的路线图。副董事长汪立群是浙江省高级美容师和形象设计师，担任杭州毛戈平形象设计总经理，负责管理集团的培训机构业务。副董事长毛霓萍负责子品牌至爱终生的日常经营及品牌管理。公司总裁宋虹伶负责MAOGEPING品牌市场运作及品牌管理，副总裁毛慧萍和汪立华分别负责毛戈平科技日常经营及管理以及制定实施培训机构化妆艺术培训计划业务战略。

图表23：管理层行业经验丰富

姓名	职位	年龄	加入时间	主要职务	主要履历
毛戈平	创始人、董事长兼执行董事	59岁	2000年	领导及管理董事会，并负责集团的整体业务战略和管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1983年7月至1998年7月在浙江省越剧团任职</li> <li>■ 在化妆艺术领域有着30多年的从业经验，曾在北京奥运会期间担任时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化妆设计师，彼获中国影视技术学会化妆委员会颁发的「2008北京奥运会特别贡献奖」</li> <li>■ 2020年9月，获杭州市人民政府授予「杭州工匠」称号</li> <li>■ 2023年11月，获「第二十二届浙江省优秀企业家」奖项</li> </ul>
汪立群	执行董事兼副董事长	52岁	2000年	协助董事长管理集团的培训机构业务、经营发展以及日常业务管理工作	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1991年10月至2000年9月担任浙江省越剧团演员</li> <li>■ 2000年9月至2010年8月担任浙江毛戈平形象设计艺术机构执行校长</li> <li>■ 2001年7月完成了中国北京国际商务学院的工商企业管理课程</li> <li>■ 2006年12月获得高级技能职业资格证书（美容师）。</li> <li>■ 2007年2月，获得培训机构教师上岗资格证书。</li> <li>■ 2012年12月，获得高级技能职业资格证书（形象设计师）。</li> <li>■ 2018年11月，彼获得中国商业联合会颁发的商业行业职业技能竞赛裁判员证书（美容师/化妆）。</li> <li>■ 2003年11月，在清华大学完成了在职工商管理课程</li> </ul>
毛霓萍	执行董事、副董事长兼资深副总裁	64岁	2000年	负责协助董事长管理董事会日常工作及集团业务管理，兼任至爱终生品牌的日常经营及品牌管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2010年9月至2011年2月，担任杭州毛戈平资深副总裁，同时兼任杭州莱芙化妆品有限公司总经理</li> <li>■ 2013年11月至今担任杭州至爱终生执行董事兼总经理，负责至爱终生品牌业务管理</li> </ul>
毛慧萍	执行董事兼资深副总裁	61岁	2000年	负责协助董事长管理董事会日常工作及集团业务管理，兼任毛戈平科技日常经营及管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1991年3月获得中国宁波开放大学（前身为宁波市广播电视大学）大专学位</li> <li>■ 2005年3月至2010年9月，兼任杭州毛戈平的董事兼副总经理，负责集团的财务、人事、物流和开发相关工作</li> <li>■ 自2009年11月起，担任毛戈平科技的执行董事兼总经理</li> </ul>
汪立华	执行董事兼副总裁	50岁	2002年	负责制定及实施培训机构化妆艺术培训计划业务战略	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2002年12月，荣获「中国十大青年化妆师」奖</li> <li>■ 2003年7月完成了中国北京国际商务学院的工商企业管理课程</li> <li>■ 2009年11月获得「中国国际时装周2009年度最佳化妆造型师」奖</li> </ul>
宋虹伶	执行董事、公司总裁兼MAOGEPING品牌事业部总经理	49岁	2002年	负责MAOGEPING品牌市场运作及品牌管理，参与集团重大业务决策和经营管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2002年10月至2010年9月，在杭州毛戈平担任销售负责人，负责产品销售工作</li> <li>■ 2016年6月获得了中国矿业大学（北京）工商管理硕士学位</li> </ul>

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

## 2.3 募资助力全方位战略扩张

**募资助力公司全方位战略扩张。**1) **加强销售网络覆盖。**线下通过存量百货专柜升级改造与扩大百货专柜覆盖面等形式塑造品牌高端形象；线上通过建设直营旗舰店、加强促销活动、与 KOL 战略合作、升级会员系统等方式扩展线上渠道、增强用户粘性与忠诚度，实现线上线下渠道的协同效应。2) **以彩妆与护肤为基础拓展新产品、新品类。**彩妆领域开发独特专业产品夯实彩妆市场份额；护肤品类领域采用创新成分与技术，对存量产品升级迭代，同时基于品类/功能/场景/人群等维度开发新品；推彰显品牌独特个性的香水与香氛系列产品。3) **以毛戈平品牌为核心拓展新品牌。**完善现有品牌（至爱终生品牌重新定位、焕新升级），寻求投资和收购有协同效应品牌，丰富品牌矩阵。4) **出海提升品牌全球影响力。**以在海外市场建设百货商店专柜及网店的双渠道方式进军海外市场，与全球高端百货商场建立合作伙伴关系，建立当地团队专门负责海外市场的产品开发、营销及销售，以本地化战略确保产品迎合当地消费者的特点和需求。

**图表24：毛戈平募资助力公司全方位战略扩张**

款项用途	用途分类	款项占比	具体用途
扩大销售网络	线下销售渠道	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 开设新品牌商店及专柜</li> <li>■ 升级现有专柜</li> </ul>
	在线销售渠道	15%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 招募更多电商销售人员</li> <li>■ 增加品牌在线广告</li> <li>■ 从电商和社交媒体平台购买各种服务</li> </ul>
品牌建设活动	品牌及产品营销活动	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 组织化妆秀及产品发布会等线下活动</li> <li>■ 赞助高规格活动</li> </ul>
	品牌及产品推广活动	10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 与知名 KOL 合作，制作优质宣传内容</li> <li>■ 制作宣传影片及纪录片</li> </ul>
海外扩张及收购	海外扩张	7.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 在海外市场（特别是在欧洲、美国及东南亚）建立品牌知名度并开设门店</li> <li>■ 通过线上线下渠道以及开展新产品发布会 KOL 活动，提高在该市场的品牌认知度</li> <li>■ 建立服务海外市场的自营官方网店</li> </ul>
	海外收购	7.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 潜在的策略投资及收购机会</li> </ul>
加强生产及供应链能力		10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 建设及扩建生产设施及供应链</li> </ul>
增强产品设计及开发能力	建设新产品开发中心	5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 招募产品开发人员、购买设备及提高生产技术</li> </ul>
	产品创新	4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 采用创新的产品配方及美学设计开发新产品及产品类别</li> </ul>
化妆艺术培训机构		6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 升级及扩大机构的基础设施</li> <li>■ 开设化妆艺术工作室</li> <li>■ 招募更多培训师</li> <li>■ 制定新的课程</li> <li>■ 参加大型行业活动</li> </ul>
运营及信息基础设施数字化		5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 购买硬件设备</li> <li>■ 开发或购买软件系统，用于企业资源规划及运营管理，以提高运营效率</li> <li>■ 专业人才的招聘及培训</li> <li>■ 升级会员体系</li> </ul>
营运资金		10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一般公司用途</li> </ul>

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

### 3.竞争：创始人为品牌核心



### 3.1 经典产品设计与东方美学相结合

毛戈平产品设计融入光影美学与东方美学理念。凭借在化妆领域的多年经验积累与对东方女性审美的持续研究，公司以毛戈平先生领导的产品开发，立足于东方美学理念，针对东方人的肤色肤质、面部轮廓及五官结构等特征，以特色的底妆、高光、阴影等产品为工具，将西方光影立体技法与东方色彩相融合，强化自然瓷白肌肤的同时提升脸部的立体轮廓感，打造符合东方人气质的妆容。如公司在国货美妆品牌中率先基于光影美学开发高光与阴影产品，通过色彩冷暖、明暗修饰重塑脸部轮廓与肌肤质感。再如“气韵东方系列”，将故宫博物院的百年传承和传统东方美学精髓融入产品之中，集视觉吸引与文化属性于一身。

图表25：毛戈平【光影系列】产品

粉底			
产品名称	奢华鱼子无暇气垫粉底液	凝脂柔肌妆前霜	光感美肌无痕粉膏
高光 and 阴影			
产品名称	光影塑颜高光粉饼	光影塑颜三色修容饼	柔光收颜粉膏
眼妆			
产品名称	塑形晶彩眼影	塑形双色眉影粉	立体裸妆魅眼盘

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表26：毛戈平【气韵东方系列】代表产品

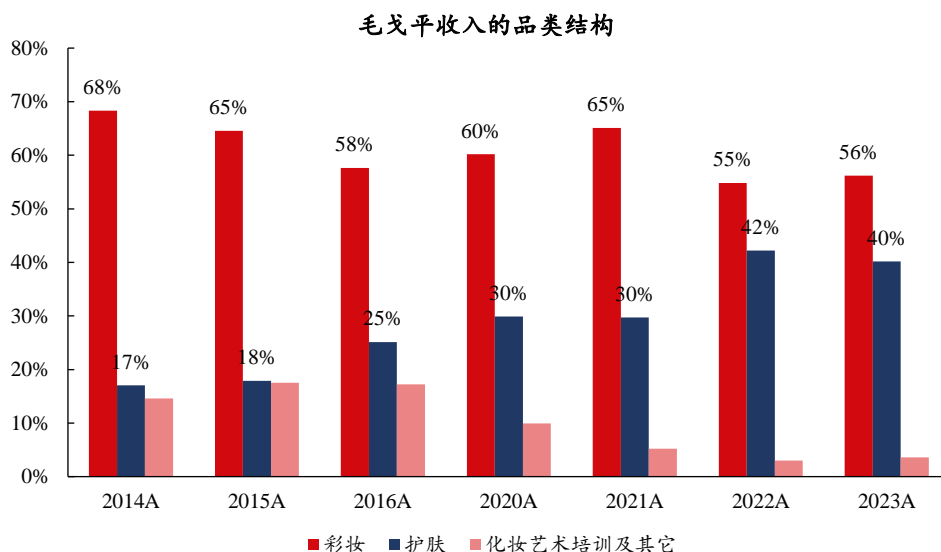
产品形象			
产品名称	御猫嬉戏多用眼影盘	晴春蝶戏漫彩胭脂	翰墨赋竹倾颊双色高光盘
产品形象			
产品名称	鹤舞翩跹驻颜蜜粉饼	暗香疏影凝颜粉饼	点绛莲兮灿颜唇粉盘

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

品类聚焦彩妆与护肤，至 2023 年护肤业务收入占比达四成。毛戈平品牌创立之初就致力于民族高端化妆品定位，渠道聚焦线下百货，品类以彩妆为主、护肤为辅。近年来基于「保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础」理念，与提供满足消费者多样化需求的综合美妆解决方案，执行彩妆+护肤品类战略。2014-2021 年护肤业务收入占比由 17%提升至 30%，2022 年奢华鱼子系列产品驱动下，护肤收入占比进一步由 30%提升至 42%，2023 年护肤业务收入占比稳定在四成。



图表27：品类聚焦彩妆与护肤，至 2023 年护肤业务收入占比达四成



注：2014-2016 年、2020 年数据源于毛戈平 A 股招股书，2021-2023 年数据源于 H 股招股书，A 股招股书与 H 股招股书数据口径略有差异

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

毛戈平产品矩阵完善，无痕粉膏与奢华鱼子面膜等大单品贡献较大。截至 2023 年底，公司供应 334 款涵盖粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆等产品的彩妆矩阵，彩妆产品建议零售价在 200-500 元区间；彩妆品类中**无痕粉膏**作为明星单品，以其优秀的遮瑕效果与持久妆感赢得大量消费者的喜爱，2023 年零售额超过 3 亿元。截至 2023 年底，公司供应 44 款涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液、洁面乳等产品的护肤矩阵，护肤产品建议零售价在 400-800 元区间；护肤品类中**奢华鱼子面膜**，因其深层修复及在抚平细纹及缩小毛孔的卓越功效而广受认可，2023 年零售额超过 6 亿元。

图表28：毛戈平品类聚焦高端彩妆与护肤，产品矩阵完善

类型	产品名称	产品图	主要卖点	价格
粉底	奢华鱼子无瑕气垫粉底液		鱼子精粹焕发透亮光泽；精致缎面妆感	360 元/14g
	凝脂柔肌妆前霜		独特微弹质地，上妆即贴质地柔滑微弹；轻盈延展轻抹间如皮肤衣般沁融于肤	360 元/30ml
	光感柔润粉底液		柔润持妆，尽享光润贴；不暗不黄，柔润持光	380 元/30ml
眼妆	塑形晶彩眼影		四色搭配，塑造立体双眸	220 元/1.5g*2

	塑形双色眉影粉		自然绒感 仿若天成	280 元/3.6g
	塑形流光持久眼线液		一笔成形 随画随干	220 元/1ml
	臻采琉光唇釉		璀璨琉光，赋予双唇水润光采； 蕴含特研粉类科技，快速成膜， 长效持妆	240 元/5ml
唇妆	魅色凝润唇膏		浓郁色泽，高定外观	260 元/3.8g
	魅色绒雾唇膏		轻盈无负担，浓郁红管	280 元/3g
限量产品	晴春蝶戏漫彩胭脂		将少女的灵动与繁花光景描摹豆蔻繁花,肆意绽放	380 元/4.5g
	鹤舞翩跹驻颜蜜粉饼		用书法琢骨相美学，以红妆忆宋代芳华；多维定妆	620 元/6g
护肤产品	奢华鱼子面膜		臻选奢华鱼子成分，密集修护焕颜	780 元/65g
	奢华鱼子菁华水		滴滴鱼子精华，赋予肌肤活力充盈	400 元/100ml
	奢华养肤黑霜		精心凝练原生菁艺，注入奢华养肤黑霜自然香气层层叠加，感受徐徐绽放的茶花香	680 元/50g
	奢华鱼子多效安瓶精华液		深入肌底密集修护，即时提拉紧致，中期修护，长期抗皱	720 元/50ml

注：价格数据来自于公司官网，采集于 2024 年 8 月  
资料来源：公司招股说明书，公司官网，国联证券研究所

图表29：毛戈平产品中无痕粉膏与奢华鱼子面膜等大单品贡献较大

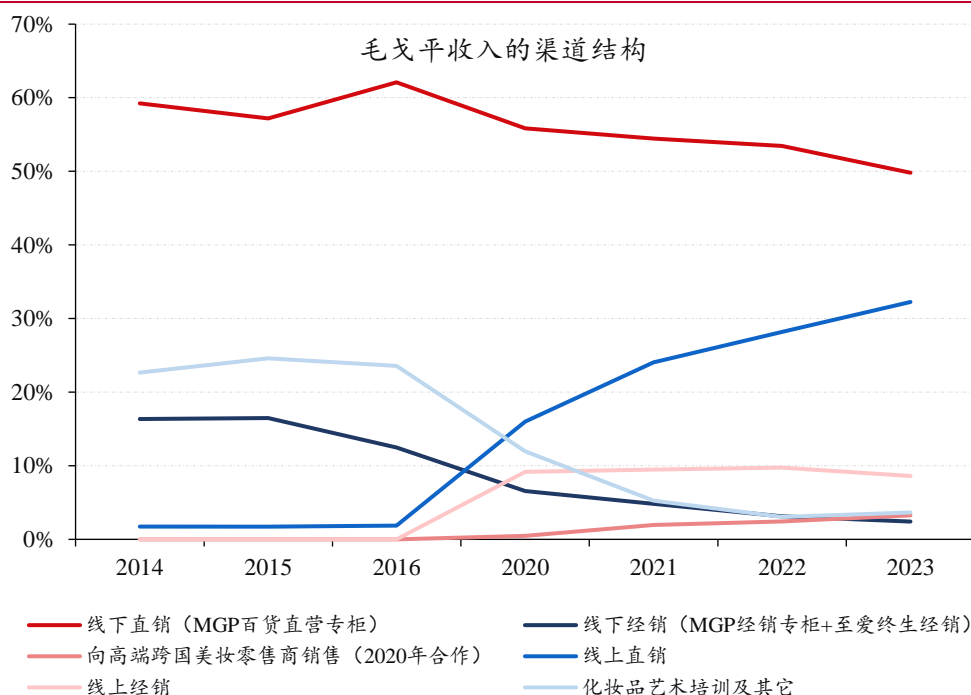
GMV 结构 (分品类)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
<b>彩妆香水</b>	92.1%	95.3%	97.0%	96.5%	93.3%	75.5%	69.9%	69.6%
唇部彩妆	2.4%	0.7%	14.7%	3.2%	1.0%	0.2%	0.0%	0.0%
美妆工具	2.6%	6.0%	4.1%	4.7%	2.8%	1.3%	0.6%	0.4%
眼部彩妆	9.5%	4.0%	4.3%	2.8%	1.5%	0.9%	0.5%	0.6%
其他	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%
<b>面部彩妆</b>	77.5%	84.5%	73.7%	85.7%	88.1%	73.1%	68.4%	67.8%
BB/CC霜	6.0%	3.4%	2.2%	4.9%	6.8%	9.3%	11.3%	13.7%
彩妆套装	2.9%	15.1%	16.2%	18.0%	4.6%	2.7%	1.5%	1.7%
粉饼	20.0%	11.8%	0.4%	1.1%	0.8%	1.5%	3.4%	6.4%
粉底液	17.7%	18.4%	30.5%	22.3%	27.3%	30.0%	32.9%	31.5%
高光	5.0%	13.8%	10.6%	24.2%	16.9%	10.1%	5.5%	3.4%
隔离霜	6.3%	1.3%	1.0%	1.5%	1.0%	0.5%	3.1%	1.3%
蜜粉散粉	3.5%	1.4%	2.0%	1.4%	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%
腮红	1.1%	0.5%	1.8%	0.6%	0.2%	1.7%	3.7%	4.3%
修容	12.0%	16.5%	6.4%	5.9%	4.0%	2.1%	0.8%	0.7%
遮瑕	2.5%	1.9%	1.7%	5.1%	25.0%	13.8%	4.9%	3.1%
<b>护肤</b>	7.9%	4.7%	3.0%	3.5%	6.7%	24.5%	29.7%	30.1%
防晒	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
眼膜	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.7%	0.8%
其他	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	1.0%	0.9%
<b>面部护理</b>	7.4%	4.3%	2.6%	3.1%	6.2%	23.4%	27.7%	27.9%
护肤套装	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.5%	1.6%
乳液面霜	1.8%	1.8%	0.7%	0.7%	1.0%	3.5%	4.4%	5.8%
贴片面膜	2.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	2.6%	3.7%	1.7%
涂抹面膜	0.4%	1.4%	1.2%	1.7%	4.6%	16.4%	18.7%	18.7%
卸妆	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
<b>其他</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.3%
GMV总计 (亿元)	0.11	0.29	1.28	1.95	4.42	6.69	11.12	9.09

资料来源：久谦数据，国联证券研究所

### 3.2综合销售网络提供独特购物体验

毛戈平全渠道布局，以百货直营专柜为主，电商销售占比迅速提升。公司渠道覆盖线下自营专柜直销、向高端跨国美妆零售商销售、线下经销商销售，与线上天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台。线下百货直营专柜渠道是品牌调性直观体现与业绩压舱石，近十年来线下直营专柜渠道收入占比稳定在五-六成，伴随电商平台发展线上收入占比快速提升，至2023年线下百货直营专柜与线上渠道收入占比超过九成。线上线下渠道协同效应明显，如线下渠道消费者在线上进行复购、线上消费者引向专柜为其提供1对1试妆与产品咨询，丰富消费者体验、提升客户粘性与品牌忠诚度。

**图表30：毛戈平全渠道布局，以百货直营专柜为主，电商销售占比迅速提升**



注：2014-2016 年、2020 年数据源于毛戈平 A 股招股书，2021-2023 年数据源于 H 股招股书，A 股招股书与 H 股招股书数据口径略有差异

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**深耕线下百货渠道二十余年，沉淀宝贵品牌资产与高粘性会员。**

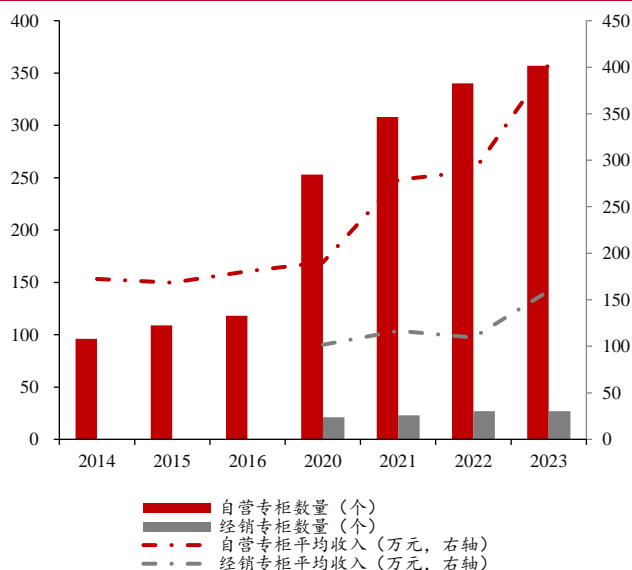
**1) 网络覆盖广：**自 2003 年在上海港汇恒隆广场设立首个专柜以来，至 2023 年末公司已在全国 120 多个城市共运营 384 个专柜（其中自营专柜 357 个）；根据弗若斯特沙利文资料，公司是第一个成功进驻高端百货商店专柜的国货集团，自营专柜数量在中国所有国内及国际美妆品牌中排名第二。

**2) 服务团队大：**公司专柜配有专业设计的化妆台与熟练美妆顾问，为消费者提供一对一的试妆、半脸对比演示和定制产品咨询服务；截至 2024 年 3 月，公司在全国各地的专柜配备超过 2,500 名美妆顾问，建立了中国所有国内及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。

**3) 专柜盈利高：**2020-2022 年百货直营专柜平均毛利率 80%+、平均营业利润率 35%+；根据弗若斯特沙利文资料，2022 年毛戈平在国货彩妆品牌中的线下渠道零售额排名第一。

**4) 会员粘性强：**截至 2023 年末，毛戈平线下渠道注册会员数量超过 300 万名、线下整体复购率超过 30%，且会员等级越高，其粘性与消费能力越强。通过在统一标准下运作全面零售生态系统，扩大产品覆盖范围、培养直接的消费者关系及提高品牌的知名度，巩固品牌的高端定位。

图表31：毛戈平线下百货专柜网络覆盖广



注：2014-2016 年、2020 年数据源于毛戈平 A 股招股书，2021-2023 年数据源于 H 股招股书，A 股招股书与 H 股招股书数据口径略有差异  
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表32：毛戈平百货渠道专柜设计精美、高度标准化



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表33：2020-2022 年毛戈平百货直营专柜平均毛利率 80%+、平均营业利润率 35%+

项目	百货直营专柜			百货经销专柜			百货自营专柜		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
专柜数量 (个)	251	303	322	21	26	27	15	19	30
专柜平均营业面积 (m2)	27.68	29.07	31.12	24.33	25.12	26.7	30.41	32.62	34.23
专柜平均装修支出 (万元)	23.35	24.26	25.92	22.93	20.7	22.57	23.59	28.02	30
平均员工人数 (人)	5.51	5.54	6.06	4.62	4.09	3.75	4.1	4.65	5.43
专柜平均收入 (万元)	190.45	220.94	237.31	101.66	103.75	109.13	96.8	157.89	152.79
综合毛利率 (%)	86.56%	85.53%	85.22%	83.43%	82.84%	82.13%	88.64%	87.18%	86.68%
专柜平均费用 (万元)	86.17	101.45	112.46	47.96	49.8	52.43	61.51	98.82	101.49
其中：平均人工薪酬 (万元)	60	71.29	79.65	39.88	41.02	42.18	27.07	48.64	50.14
其中：折旧摊销 (万元)	6.63	6.68	8.31	4.85	4.73	6.33	5.56	7.8	10.01
专柜平均营业利润 (万元)	75.97	84.36	86.17	36.06	34.49	35.70	25.17	40.56	32.39
专柜平均营业利润率 (%)	39.89%	38.18%	36.31%	35.47%	33.24%	32.71%	26.00%	25.69%	21.20%
亏损专柜个数 (个)	11	15	14	0	0	2	4	2	5
亏损专柜占比 (%)	4.38%	4.95%	4.35%	0%	0%	7.41%	26.67%	10.53%	26.67%

资料来源：公司 A 股招股说明书，国联证券研究所

注：专柜数量为期间专柜数量，平均收入为专柜收入/期间专柜数量；综合毛利率=（专柜营业收入-专柜营业成本）/专柜营业收入；专柜平均营业利润率=专柜平均营业利润/专柜平均收入；专柜费用包括人工薪酬、专柜折旧摊销、租金、物业水电等。

图表34：毛戈平百货专柜渠道中，2020-2022 年白金风尚与至尊风尚会员消费金额占比提升

时间	类别	年消费人数 (人)	占比	零售额 (万元)	占比	人均零售额 (元)
2020 年	美妆会员	284,516	69%	20,941	27%	736
	风尚会员	79,131	19%	20,335	26%	2,570
	白金风尚会员	25,241	6%	13,556	17%	5,371
	至尊风尚会员	17,500	4%	22,612	29%	12,921
	非会员	4,806	1%	330	0%	686
	合计	411,194	100%	77,773	100%	1,891
2021 年	美妆会员	390,802	67%	25,827	23%	661
	风尚会员	117,338	20%	29,889	27%	2,547
	白金风尚会员	38,771	7%	21,342	19%	5,505
	至尊风尚会员	26,930	5%	32,365	29%	12,018
	非会员	12,036	2%	788	1%	655
	合计	585,877	100%	110,212	100%	1,881
2022 年	美妆会员	381,352	63%	24,444	20%	641
	风尚会员	124,387	20%	31,790	25%	2,556
	白金风尚会员	48,878	8%	26,877	21%	5,499
	至尊风尚会员	36,315	6%	41,266	33%	11,363
	非会员	17,762	3%	780	1%	439
	合计	608,694	100%	125,157	100%	2,056

注：受会员积分因素影响，零售额与收入口径有差异

资料来源：公司 A 股招股说明书，国联证券研究所

图表35：毛戈平百货专柜渠道中，高等级会员复购率高、品牌粘性强

会员等级	消费标准 (元)	期末在册人数 (万人)			复购率 (%)		
		2017H1	2022	2023	2017H1	2022	2023
美妆会员	专柜任意消费金额或微信公众号绑定手机号	52.87	254.65		14.98%	5.87%	
风尚会员	1,800.00	5.85	12.61		65.80%	83.22%	
白金风尚会员	4,800.00	1.36	4.93		79.55%	97.65%	
至尊风尚会员	8,800.00	0.73	3.64		85.41%	99.67%	
合计	-	60.81	275.83	300+	22.16%	12.29%	32.80%

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**线上渠道快速拓展，抖音成为线上最大销售平台。**凭借线下渠道建立的稳健品牌形象、产品优势及消费者信任，公司逐渐拓展线上销售渠道，目前毛戈平已实现天猫（2011 年开业）、京东（2018 年开业）、抖音（2020 年开业）等多平台线上布局，并在各平台都拥有广泛的社交媒体粉丝，至 2024 年 3 月品牌在天猫、小红书、抖音分别拥有超过 500 万、85 万与 250 万粉丝。根据久谦数据，2020 年抖音旗舰店开业后抖音渠道 GMV 快速增长，至 2023 年抖音与天猫 GMV 占比分别为 52%、39%，2024H1 抖音渠道销售占比进一步提升至 55%。



图表36：线上渠道快速拓展，抖音成为线上最大销售平台

时间	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
GMV（亿元）	0.11	0.29	1.28	1.95	4.46	6.95	11.87	9.57
天猫（2011 年开业）	0.11	0.29	1.24	1.69	3.11	3.24	4.61	3.52
京东（2018 年开业）			0.04	0.26	0.56	0.83	1.04	0.82
抖音（2020 年开业）					0.79	2.88	6.22	5.23
GMV YOY		176%	336%	52%	129%	56%	71%	96%
天猫		176%	321%	37%	84%	4%	42%	75%
京东				498%	114%	48%	26%	74%
抖音						266%	116%	119%
GMV 结构（%）	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
天猫	100%	100%	97%	87%	70%	47%	39%	37%
京东			3%	13%	13%	12%	9%	9%
抖音					18%	41%	52%	55%
平均单价（元）	204	195	186	171	199	217	241	242
天猫	204	195	191	188	214	236	234	237
京东	-	-	181	154	172	189	237	257
抖音	-	-	-	-	211	225	252	233

注：开业时间为电商平台毛戈平官方旗舰店开业时间  
资料来源：久谦数据，国联证券研究所

### 3.3创始人独特审美理念与行业影响力

作为品牌创始人，毛戈平本人独特审美理念与行业影响力赋予品牌价值。毛先生从事化妆艺术近四十年，开创了将光影美学的精髓与东方美学的内核精神深度融合的理念，赋予品牌旗下产品独特的美学价值与功能价值。自 1984 年从事化妆工作以来，为多部著名影视剧和舞台剧进行了化妆造型设计，其对武则天等一系列影视形象的成功塑造使其获得“魔术化妆师”的称号。毛戈平先生个人在化妆领域的行业知名度及美誉度促进了公司品牌的传播，如其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「化装金像奖」等，至 2024 年 3 月社媒上关于毛先生及 MAOGEPING 话题的互动超过 60 亿次。

图表37：毛戈平先生个人在化妆领域的行业知名度及美誉度促进了公司品牌的传播

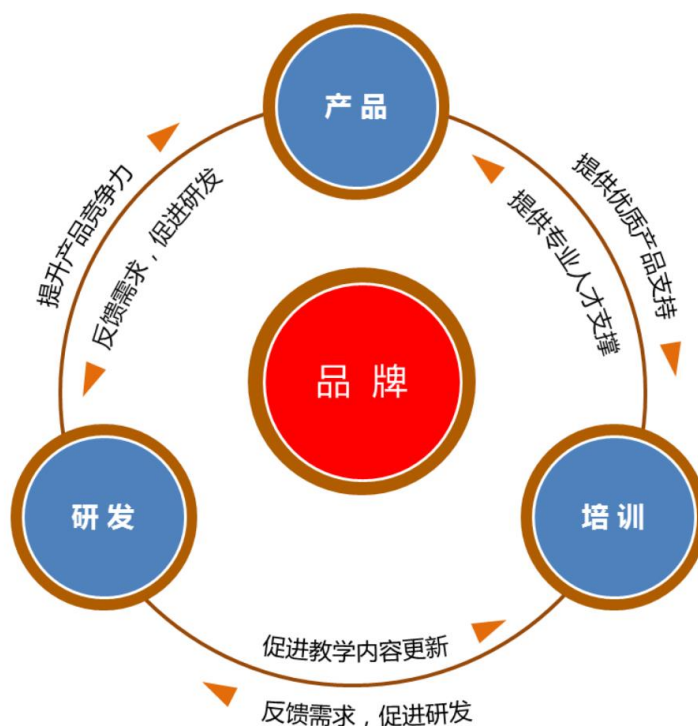
时间	所获奖项
1990	获国家广播电视总局国家“飞天奖”最佳美术奖
2000	获中国服装设计师协会“年度人物大奖
2004	获国家文化部文化艺术人才中心“中国十大青年时尚化妆师”
2008	任北京奥运会开、闭幕式化妆造型设计师
2010	获第八届中国影视化妆全像奖
2010	获日本彩妆联盟“日本亚洲化妆联盟的表彰奖
2011	当选“2011 品牌中国年度人物”
2012	第九届“中国影视化妆金像奖”

2016	中国健康美客行业信誉联盟颁发的“亚洲彩妆大师”
2018	当选中国改革开放 40 周年全球华人年度影响力人物
2020	杭州市人民政府“杭州工匠”称号
2021	2021 新商业年度人物
2022	第十八届杭州市优秀企业家
2022	“2022 瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖
2023	第二十二届浙江省优秀企业家
2023	年度安永企业家奖

资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

**培训业务将品牌理念与品牌价值传播进一步放大。**毛戈平先生于 2000 年创建“MGPIN”高端民族美妆品牌与“毛戈平形象设计艺术学校”教育品牌，早期成立的杭州学校（2000 年设立）、上海学校（2004 年设立）、北京学校（2006 年设立）、成都学校（2008 年设立）等为毛戈平品牌推广、口碑传播起到重要作用，多年发展公司的产品、培训、研发形成有效的互补与促进，进而提升公司整体的品牌价值。如培训机构提供的潮流趋势及学员对产品使用的反馈为公司研发提供方向；产品售后跟踪提升公司对化妆品流行趋势以及消费者的偏好与需求的准确把握；课程参与者后续在影视、时尚、设计、婚庆、摄影、媒体、博客、零售等多个领域发展，传播品牌的美学理念与品牌文化，精选毕业生也可担任公司总部员工、培训人员或专柜美妆顾问等职位。截至 2024 年 3 月，毛戈平创办的形象艺术学校收获了 170 名培训人员及超过 2500 名学员，按 2022 年课程参与者人数计，其已成为中国最大的化妆艺术培训机构之一。

图表38：毛戈平的培训业务将品牌理念与品牌价值传播进一步放大



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

毛戈平积极开展内容驱动型的品牌建设与营销活动。如 2019 年开始与故宫文创合作推出“气蕴东方”系列，将故宫博物馆遗产与经典东方美学的精髓融入产品之中；2020 年与全球知名高端美妆零售商丝芙兰合作推出毛戈平·光韵系列产品，夯实品牌高端美妆定位；2019 年与美妆博主“深夜徐老师”合作拍摄高人气化妆教程视频，展示大师级的化妆艺术；成为 2022 年杭州亚运会官方指定美妆产品及服务供应商，加深毛戈平与体育、健康及民族自豪感的联系；与线上及线下销售渠道合作开展各种营销活动，专柜会员体系与体验式营销等。

图表39：毛戈平积极进行内容驱动为主要的品牌建设与市场营销活动

品牌建设与市场营销活动	活动内容	图片
传播东方美学	➤ 与故宫文创合作推出「气蕴东方」系列，将故宫博物馆遗产与经典东方美学的精髓融入产品之中	
	➤ 于宋韵文化节上在德寿宫博物馆举办了艺术展，致敬南宋精湛工艺和美学	
夯实高端品牌定位	➤ 定期参加中国国际时装周，通过顶级模特和明星走秀，展示最新产品系列	

- 2020 年与全球知名高端美妆零售商丝芙兰合作，推出毛戈平·光韵系列产品



展示大师级的化妆艺术

- 与 KOL 合作在社交媒体平台上制作一系列高人气化妆教程视频



提倡积极的生活方式

- 成为 2022 年杭州亚运会官方指定美妆产品及服务供应商
- 2022 年成为中国花样游泳队官方赞助商之一
- 2023 年成为中国国家队官方赞助商之一
- 2024 年举办“国之光，耀巴黎”中国国家队 X 毛戈平美妆 2024 新品发布会



- 天猫「光影 20 周年」活动



与线上及线下销售渠道合作开展各种营销活动

- 抖音「东方甄选」活动



- 专柜的品牌日和会员日活动



KOL 推荐

- KOL 通过流行的社交媒体平台上的短视频、帖子或直播活动来试用及推荐产品



会员体系

- 会员享有专属优惠，如折扣、积分奖励和产品试用



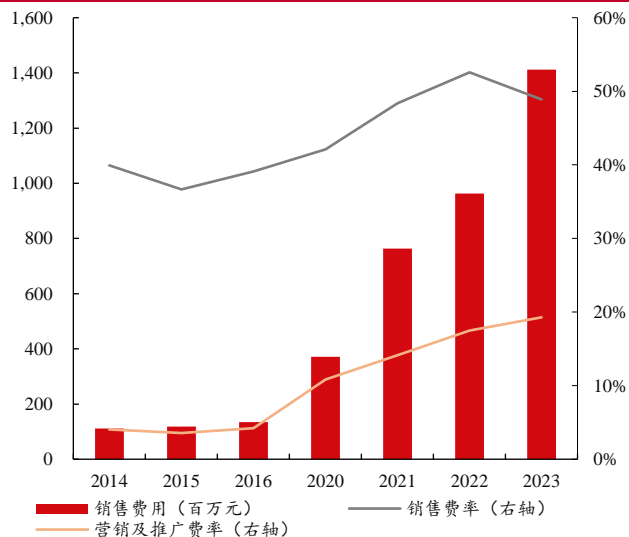
体验式营销

- 专柜试妆和半脸对比演示
- 专业美妆顾问提供个性化服务和建议
- 化妆秀与促销以及消费者奖励



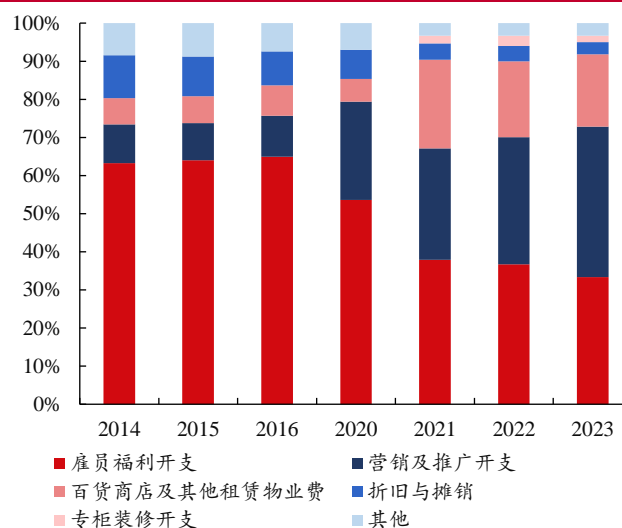
资料来源：毛戈平官网，毛戈平招股说明书，北京毛戈平形象设计艺术学校微信公众号，深夜徐老师新浪微博，数英 DIGITALING 微信公众号，郑州毛戈平形象设计微信公众号，爱购杭州微信公众号，国联证券研究所

图表40：毛戈平销售费率提升至 50%左右水平



注：2014-2016 年、2020 年数据源于毛戈平 A 股招股书，2021-2023 年数据源于 H 股招股书，A 股招股书与 H 股招股书数据口径略有差异  
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表41：毛戈平销售费用集中于员工薪酬与推广费用



注：2014-2016 年、2020 年数据源于毛戈平 A 股招股书，2021-2023 年数据源于 H 股招股书，A 股招股书与 H 股招股书数据口径略有差异  
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

## 4.投资建议：关注布局彩妆品类的国货美妆龙头

彩妆品类情感消费与潮流属性较强，相较唇部/眼部等色彩类彩妆，面部彩妆品类大/壁垒更高/需求韧性强/个性化程度较低，生意模式更优。中国彩妆市场历经 2015-2019 年高景气与高端化阶段，2019-2023 年受消费场景影响复合增速下台阶，至 2023 年中国彩妆人均消费金额仅为美国/日本/韩国等成熟市场的 1/10-1/5 水平，品类天花板尚远。彩妆价格带窄于护肤，且彩妆香水多为奢侈品品牌旗下相对平价的品类，其高端化进程快于护肤，而高端彩妆消费韧性优于大众彩妆。

中国彩妆市场龙头品牌潮起潮落，2017 年至今国货品牌份额总体提升，以彩棠/毛戈平/花西子为代表的彩妆品牌不以“外资平替”而是“东方美学”突围的文化型彩妆品牌崛起。参考美日韩成熟市场格局，本土品牌在本土文化背景及审美标准的理解、消费者心理的把握、渠道变革嗅觉灵敏等维度更具优势，未来中国彩妆市场国货份额有望持续提升。建议关注有彩妆尤其是面部彩妆品类布局的国货美妆龙头，包括珀莱雅、丸美股份等。

## 5.风险提示

**行业竞争与消费者偏好变化风险：**公司成功高度依赖于产品在市场上的持续受欢迎程度，以及在高端美妆行业中的有效竞争力。然而，美妆行业行业趋势以及消费者喜好变换速度快。若公司未能准确预测及响应行业变化，或者推迟了顺应这些变化，这可能导致公司销售下滑、库存过剩及市场份额下降。

**市场竞争风险：**公司的竞争对手主要为中国高端美妆行业的其他高端品牌。部分竞争对手可能拥有更佳的财务、技术及营销资源，更高的品牌知名度，更长的经营历史以

及更大的客户群。同时公司还面临来自现有竞争对手或新入行者在定价方面的竞争，这可能导致降价或利润率降低，从而对我们的盈利能力造成不利影响。

**创始人声誉风险：**公司创始人毛戈平在化妆、影视及美妆行业享有盛誉，并深度参与公司管理。MAOGEPING 品牌以其名字命名，该品牌价值及资产与毛戈平的个人声誉密切相关。如果出现有关其声誉的负面报道，未能及时识别和解决，可能导致公司声誉受损，产品销售下滑。

**电商平台合作风险：**公司依靠天猫、小红书及抖音等若干第三方电商平台在线销售产品。如果平台的服务或运营中断，或者我们与该平台合作终止、恶化或成本变高，公司部分销售可能会受到重大不利影响。

**专柜位置获取风险：**公司线下渠道营收主要由专柜销售产生，而其成功很大程度上取决于发掘新专柜位置的能力。若无法获取理想选址，可能会损害公司在目标位置扩大及加强业务、提高品牌知名度以及增加产品销售的能力。

**供应商集中风险：**公司业务依赖于数量有限的供应商及厂商采购主要原材料，可能导致价格上涨、对生产周期以及原材料质量的控制权降低，进而对公司的财务状况及经营业绩造成不利影响。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	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
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层  
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层  
深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼