

“庖丁解牛” 拆析招股书（十三）

毛戈平：气韵东方、匠心独萃

刘文正、解慧新



摘要

- 秉承东方光影美学理念的民族高端化妆品企业。** 20-22年，公司分别实现营收8.82/14.31/16.82亿元，对应同比增速分别为62.33%/17.50%。公司业务可分为MAOGEPING、至爱终生和化妆培训业务，2022年营收占比分别为95.24%、1.76%、2.79%，MAOGEPING主品牌贡献主要营收。2020-2022公司分别实现归母净利润1.98/3.27/3.49亿元，对应同比增速分别为64.99%/6.60%。公司增长势头良好，经营业绩稳定增长。
- 行业概况：彩妆行业市场规模快速增长，本土品牌或享有较大发展潜力。** 根据Euromonitor，中国内地彩妆行业市场规模从2016年的284.6亿元增长至2020年的596.2亿元，对应CAGR为20.31%，预计2025年将增长至1217亿元。我国化妆品行业参与者众多，市场竞争激烈，根据Euromonitor，2021年我国彩妆行业CR10为48.1%，市场份额排名前十的品牌中，国际品牌占八席。参考日本、韩国化妆品品牌“初期由国际品牌化妆品占据绝大多数市场份额，而后本土品牌不断蚕食国际品牌份额，最终超过国际品牌份额”的发展过程，在中国消费群体化妆品购买频率增加、消费升级的趋势下，本土品牌市场份额有望逐步提升并超过国际品牌。
- 竞争优势：创始人多方位赋能品牌发展，建立会员体系提升客户粘性。** 毛戈平先生在其多年从事化妆艺术的实践中总结出适合东方女性的化妆方法和化妆产品，并且以国际高品质品牌品质为标杆，研发出更适合东方女性的产品。同时，毛戈平先生为化妆大师，时尚界的领军人物，其在化妆界的影响力提升了公司在化妆品领域的品牌知名度及影响力。此外，公司百货专柜渠道采取了会员管理模式，将会员分为美妆会员、风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员，会员等级越高，所享受的权益越丰富，因此客户粘性越强。2022年，美妆会员、风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员复购率分别为5.87%、83.22%、97.65%、99.67%。
- 募资用途：** 本次公司公开发行新股不超过2000万股，占本次发行后公司总股本的比例不低于25%。本次募集资金计划投入渠道建设及品牌推广项目8.06亿元、研发中心建设项目0.97亿元、信息系统升级建设项目1.08亿元、形象设计培训机构建设项目1.09亿元，共计11.21亿元，可进一步提升公司经营规模与盈利能力。
- 风险提示：** 品牌形象受损风险；行业竞争风险；供应商集中的风险；人才流失风险；募投项目不及预期。



- 01 公司简介
- 02 行业分析
- 03 公司核心竞争力分析
- 04 财务分析
- 05 风险提示

CONTENTS

目录

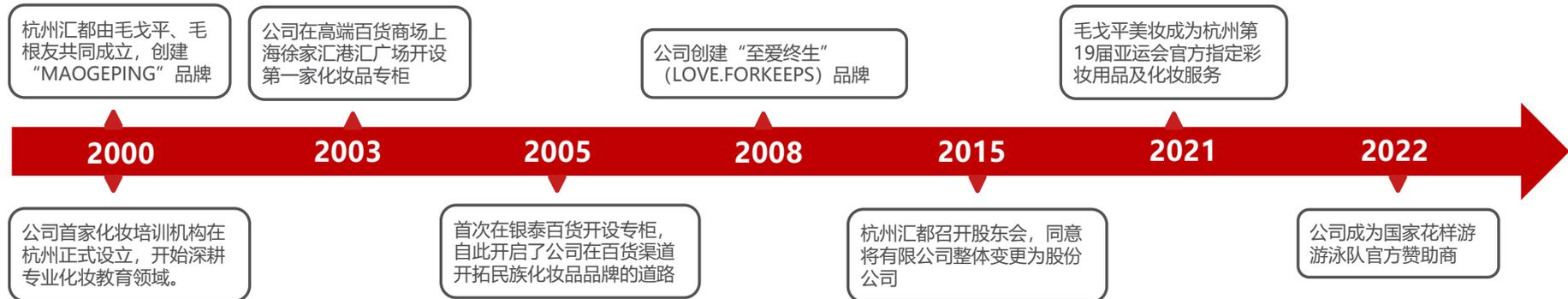


01. 公司简介

1.1 概况：秉承东方光影美学理念，定位民族高端化妆品

- 品牌秉承创始人毛戈平先生的东方光影美学理念，定位民族高端化妆品。**2000年，毛戈平、毛根友共同出资成立杭州汇都，并创立系公司前身；2008年，公司创立“至爱终生”品牌，主打时尚快速化妆；2015年，公司整体变更为股份公司；2021年、2022年，毛戈平分别成为杭州亚运会官方指定彩妆用品和国家花样游泳队官方赞助商。品牌成立至今，在坚持毛戈平先生对化妆品及化妆培训理念的同时，公司经营团队日益壮大，产品种类日益丰富，培训水平日益提高，品牌价值不断提升与巩固，已成为国内化妆品及化妆技能培训领域，尤其是本土高端化妆品领域内，最具有竞争实力的企业之一。

图表：公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，民生证券研究院

1.2 管理团队：创始人作为著名化妆艺术大师，管理团队从业经验丰富

- 创始人作为中国化妆艺术大师，深耕东方光影美学，管理团队从业经验丰富。创始人毛戈平先生是中国著名化妆艺术大师，从事化妆艺术30余年，影响了改革开放后几代人的生活和化妆观念，深入了解东方女性的特质以及东方女性对化妆品的使用需求，公司核心产品的设计与研发秉承毛戈平先生多年来对化妆艺术的沉淀；公司核心管理团队皆具备丰富的从业经验，财务总监徐卫国先后曾先后在光明乳业、百事可乐、金瑶集团、GUESS中国等任财务相关职位；董秘董乐勤先生曾历任浙旅控股、龙在旅途、恩度食品运营总监、财务总监、董秘等职务，从业经验丰富。

图表：高管团队及简介

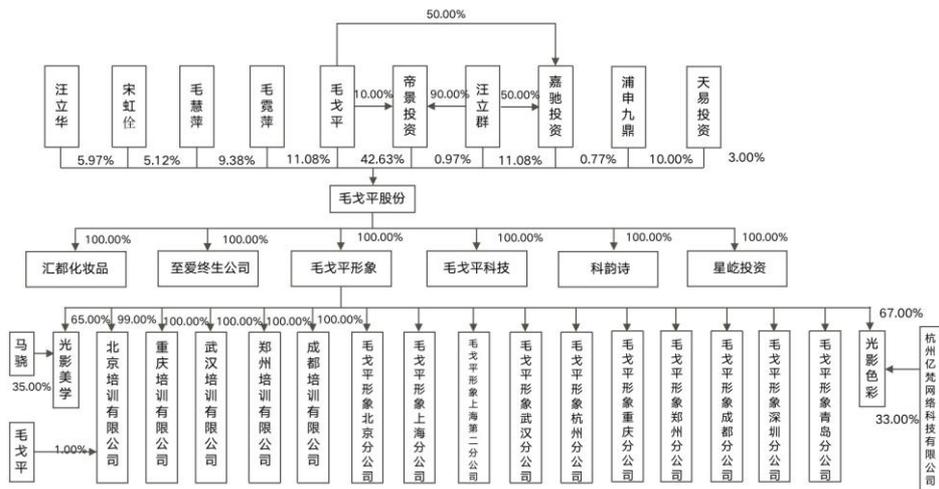
姓名	出生日期	职位	履历
毛戈平	1964	董事长，总经理，核心技术人员	中国著名化妆艺术大师。1983年7月至1998年7月毛戈平曾任职浙江省越剧团，2000年7月在杭州以毛戈平个人名字创建高端美妆品牌MAOGEPING，开创了中国化妆师创建自有品牌先河，2000年10月创建浙江毛戈平形象设计艺术学校。2020年毛戈平先生入选教育部“国家技术技能大师”名录，杭州市人民政府授予“杭州工匠”称号。
毛霓萍	1959	副董事长，副总经理	MBA 结业。2000年7月至2010年10月任杭州汇都化妆品有限公司董事、总经理，2010年10月至2015年11月任杭州汇都化妆品有限公司副董事长，现任公司副董事长兼副总经理。
毛慧萍	1962	董事，副总经理，核心技术人员	大专学历。2000年9月至2015年11月历任杭州毛戈平化妆品有限公司、杭州汇都化妆品有限公司董事、副总经理。现任公司董事兼副总经理。
汪立华	1973	董事，副总经理	本科学历。2002年加入浙江毛戈平形象设计艺术学校。现任公司董事兼副总经理。
宋虹姪	1974	董事，副总经理	硕士学历。1997年至1999年，担任韩国新生活化妆品公司哈尔滨分公司的销售代表；1999年至2002年，担任哈尔滨市美佳娜化妆品有限公司的销售经理；2002年加入杭州毛戈平化妆品有限公司。现任公司董事兼副总经理。
徐卫国	1976	财务总监	硕士学历。曾于2000年6月至2006年7月在光明乳业股份有限公司担任财务经理、2006年8月至2006年12月在百事可乐饮料有限公司担任高级会计经理、2007年1月至2009年4月在金瑶集团担任财务总监，2009年6月至2011年3月在GUESS中国担任财务总监。2011年加入公司，担任财务总监。现任公司财务总监。
董乐勤	1983	董事会秘书，法务负责人	硕士学历。2005年5月至2013年7月，历任浙旅控股股份有限公司办公室秘书、龙在旅途事业部副总经理、投资部经理、人力资源部总监、董事会秘书等职。2013年7月至2014年10月，任安徽恩度食品有限公司运营总监及财务总监，2014年12月加入公司，现任公司董事会秘书兼法务负责人。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.3 股权结构：实际控制人为毛戈平夫妇，股权结构集中稳定

- 实控人为毛戈平、汪立群夫妇，公司整体股权结构集中稳定。**截至2022年12月，毛戈平、汪立群夫妇直接持有公司 53.71%的股权，并通过帝景投资、嘉驰投资间接持有公司 1.74%的股权；毛戈平与汪立群的一致行动人毛霓萍、毛慧萍和汪立华分别持股 11.08%、9.38%、5.97%，合计持股81.88%。公司董事兼副总经理宋虹伶持股5.12%。

图表：公司股权结构（截至2022年12月）



资料来源：公司招股书，Wind，民生证券研究院

1.4 核心业务：主要从事两大护肤彩妆品牌及化妆技能培训业务

- 公司主要从事MAOGEPING与至爱终生两大品牌彩妆、护肤系列产品的研发、生产、销售及化妆技能培训业务。（1）**化妆品业务方面**，公司的化妆品包括“MAOGEPING”与“至爱终生”两个品牌，MAOGEPING定位高端品牌，以中高端百货专柜直营模式和电商销售为主，主要面向都市女性的本土高端化妆品品牌，“至爱终生”定位于二三线城市的女性消费者，以经销模式为主。（2）**化妆技能培训业务方面**，2000年起，公司逐步设立了培训机构，开展化妆技能培训业务，为学员提供化妆造型、形象设计以及影视造型等专业培训。历经多年发展，公司公司的产品、培训、研发，形成了有效的互补与促进提升了公司的整体品牌价值。

图表：公司业务联通体系



资料来源：公司招股书，公司官网，民生证券研究院

图表：公司核心化妆品品牌

品牌	MAOGEPING	至爱终生
创立时间	2000年	2008年
品牌定位	轻奢、高端	大众、流行
价格定位	均价300-1000元	均价150-260元
渠道类型	百货专柜直营、电商销售	经销
目标客群	25-40岁	18-35岁

资料来源：公司招股书，公司官网，民生证券研究院

1.4 化妆品业务：MAOGEPING定位高端、至爱终生定位中低端

- 分品牌来看：1) **MAOGEPING品牌**：主打专业化妆，目前 MAOGEPING 品牌彩妆拥有 203 款单品，41 款化妆工具，覆盖妆前、遮瑕、粉底、定妆、腮红、光影、眼线、眼线、眼影、唇膏、唇釉等多品牌。MAOGEPING 品牌彩妆侧重于从脸部、眼部和唇部三类别打造完整妆容；2) **至爱终生**：主打时尚快速化妆，目前品牌拥有彩妆单品 121 款，化妆工具 13 款，护肤单品 7 款，顺应市场简约快速美妆需求。

图表：MAOGEPING品牌产品示意图



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：至爱终生品牌产品情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.4 化妆技能业务：种类丰富，与化妆产品协同发展

- 公司以子公司杭州毛戈平形象设计艺术有限公司为主体，在杭州、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京九地设立培训机构开展化妆培训业务，主要课程包括形象设计与艺术特色课程、化妆造型全科课程等。化妆培训课程与化妆产品协同发展，互相促进，共同赋予了毛戈平的品牌价值。目前公司培训水平日益提高，品牌价值不断提升与巩固，已成为国内化妆品及化妆技能培训领域最具竞争力的企业之一。

图表：化妆培训主要课程

课程名称	学时
形象设计与艺术特色课程	1.5年
形象设计与艺术创意课程	1年
化妆造型全科课程	6个月、5个月
时尚生活课程/美妆课程	3.5个月、3个月
创意造型课程/时尚美妆课程	2.5个月、2个月
其他短期课程	2.5个月以内

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：主要课程成果展示

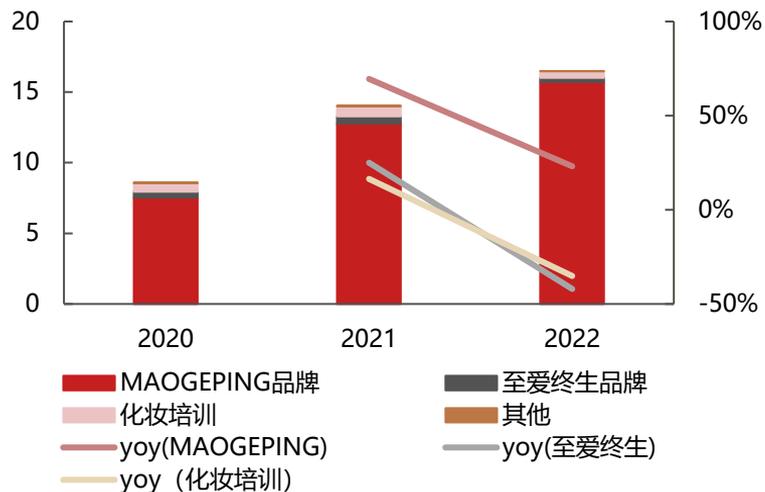


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.5 收入结构：化妆品业务贡献主要收入

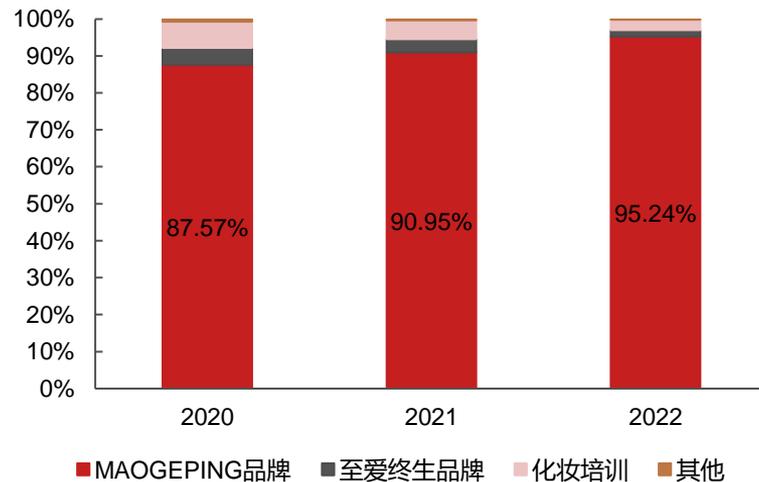
- 1) 在2020年-2022年期间，MAOGEPING、至爱终生和化妆培训业务收入及分别为：7.54亿、0.40亿、0.61亿；12.78亿、0.50亿、0.71亿；15.72亿、0.29亿、0.46亿；2) MAOGEPING、至爱终生和化妆培训业务营收的yoy分别为69.5%、23%；25%、-42%；16.4%、-35.2%；3) 分品牌业务收入占比分别为87.57%、4.6%、7.11%；90.95%、3.59%、5.08%；95.24%、1.76%、2.79%。

图表：分业务收入（亿元）及yoy



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：分业务收入占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.6 募资用途：主要用于渠道建设与品牌推广

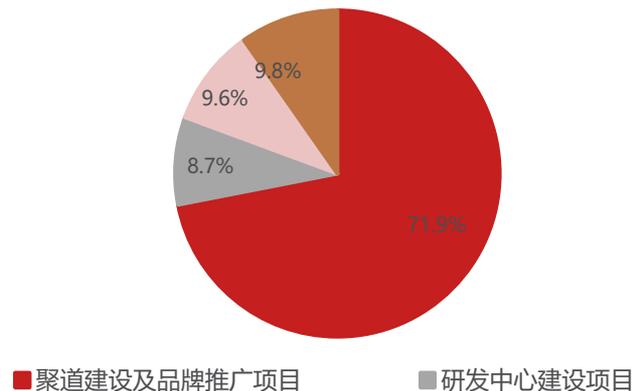
- 根据23年3月发布的招股书披露，本次募集资金计划用于：1) 渠道建设及品牌推广项目，包括建设品牌体验店、增设百货专柜、对现有百货专柜进行升级改造、品牌推广、“至爱终生”品牌建设及终端人员培训等；2) 研发中心建设项目，包括产品研发、国际彩妆流行趋势研究及毛戈平美妆艺术研究中心的建设；3) 信息系统升级建设项目，包括数据中心的建设、硬件设备的购置、软件系统的开发与购置、人员的招聘与培训等；4) 形象设计培训机构建设项目，包括对骨干培训机构进行扩容及升级、开展线上教学及开发招聘平台 APP等。

图表：募资用途及使用金额

项目名称	募集资金使用金额 (万元)	占比
渠道建设及品牌推广项目	80621.73	71.9%
研发中心建设项目	9713.74	8.7%
信息系统升级建设项目	10789.43	9.6%
形象设计培训机构建设项目	10938.34	9.8%
合计	112063.24	100%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：募资用途占比



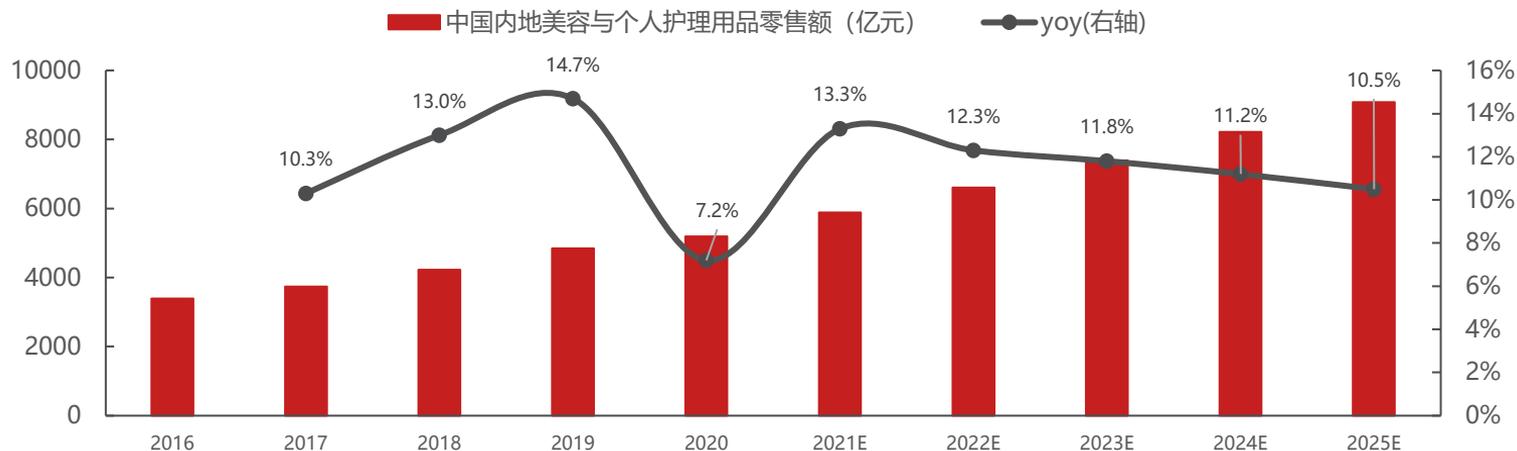
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

02. 行业分析

2.1 美容个护市场规模16-20年CAGR为11.25%，2025年或达到9080亿元

- 我国美容个护行业市场规模持续增长，16-20年CAGR为11.25%。根据Euromonitor，中国美容与个护用品行业市场规模从2016年的3391.2亿元增长至2020年的5194.6亿元，对应复合增长率为11.25%。预计在我国消费者消费升级的驱动下，中国内地美容个护用品市场在2020-2025年将保持11.82%的年复合增长率，到2025年中国内地美容与个护用品市场规模将达到9080亿元。

图表：2016-2025年中国美容及个护行业市场规模（亿元）及增速

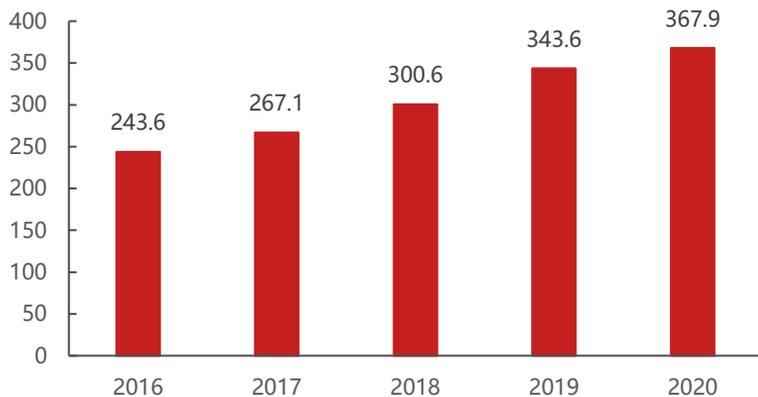


资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

2.1 我国人均化妆品消费支出持续增长，但占人均可支配收入的比重较低

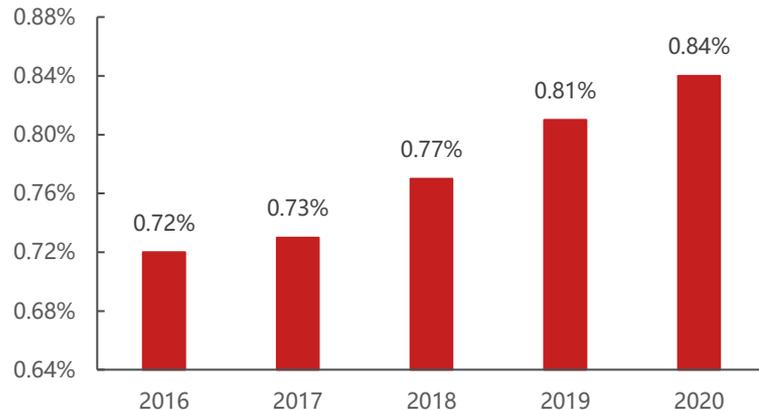
- 我国人均化妆品消费支出保持快速增长趋势，但占其可支配收入的比重仍处于较低的水平。根据Euromonitor、国家统计局的数据，2016-2020年，中国内地人均化妆品支出从244元增长至367.9元，保持快速增长趋势；但我国人均化妆品消费支出占可支配收入比例仍处于较低水平，2016-2020年分别为0.72%/0.73%/0.77%/0.81%/0.84%。随着我国国民收入倍增计划、城镇化战略实施的深入，我国城镇居民总量将进一步扩大，人均可支配收入进一步提高，进而带动化妆品领域人均支出增加。

图表：2016-2020年中国人均化妆品支出（元）



资料来源：国家统计局，Euromonitor，民生证券研究院

图表：2016-2020年中国人均化妆品支出占可支配收入的比重

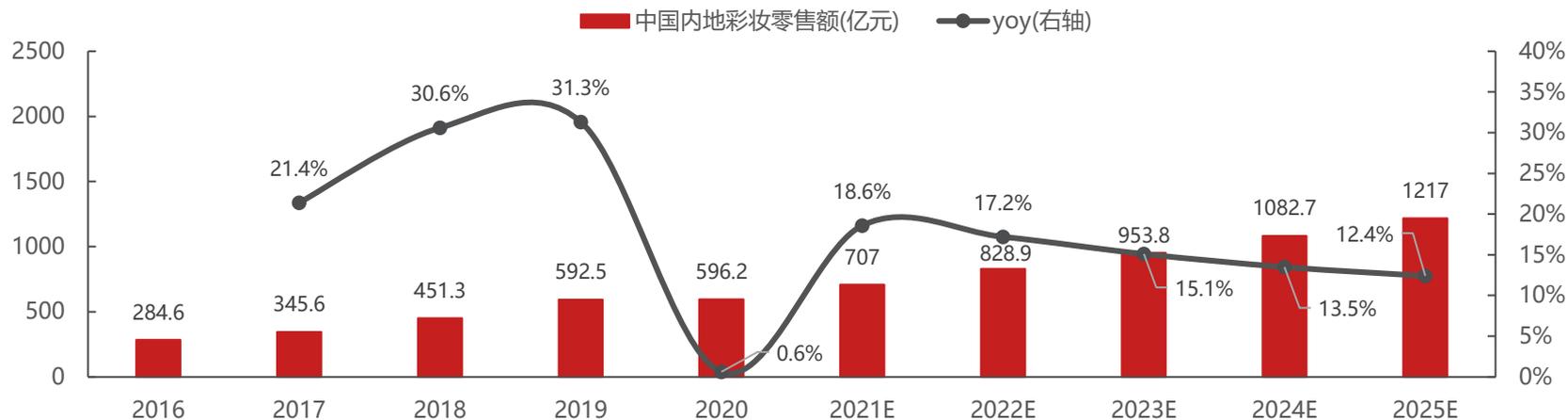


资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

2.1 彩妆市场规模16-20年CAGR为20.31%，预计2025年到1217亿元

- 我国彩妆行业市场规模高速增长，16-20年CAGR为20.31%。根据Euromonitor，中国内地彩妆行业市场规模从2016年的284.6亿元增长至2020年的596.2亿元，对应复合增长率为20.31%，预计在2020-2025年将保持15.34%的年复合增长率，2025年中国内地彩妆市场规模将达到1217亿元。随着人均可支配收入的提高以及彩妆消费观念的普及，彩妆行业预计将迎来规模化发展的成熟期，我国的彩妆市场将预计保持持续增长的态势。

图表：2016-2025年中国彩妆行业市场规模（亿元）及增速

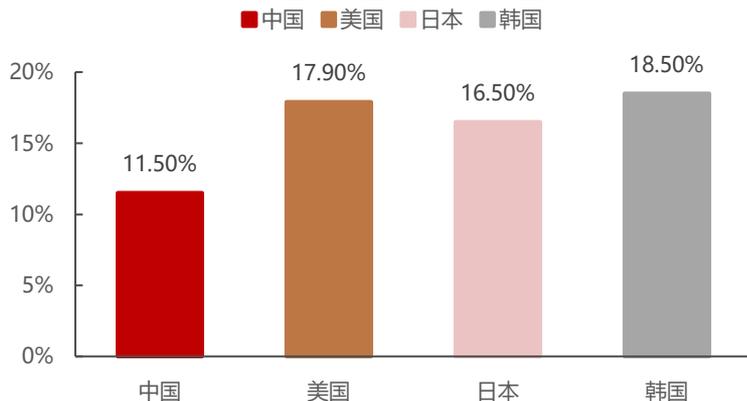


资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

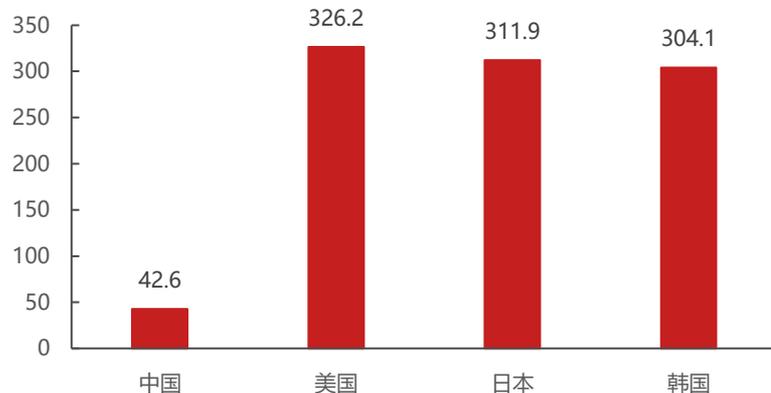
2.1 相较美日韩等成熟市场，我国彩妆消费额存在较大提升空间

- 相较美日韩等成熟市场，我国彩妆零售额占化妆品市场的比例、人均彩妆消费额均存在较大提升空间。
- 从彩妆零售额占化妆品市场比例来看，2020年，我国当前的彩妆零售额仅占化妆品市场的11.5%，而美国、日本彩妆零售额占化妆品市场的比例为17.9%和16.5%，彩妆业发达的韩国则达到18.5%。
- 从人均彩妆消费额来看，2020年，我国人均彩妆消费仅42.6元，而日本、韩国的人均彩妆消费额分别为47.8美元和46.6美元，美国人均彩妆消费额为50.0美元。

图表：2020年全球主要彩妆市场彩妆零售额占化妆品市场的比重



图表：2020年全球主要彩妆市场人均消费额（元）对比



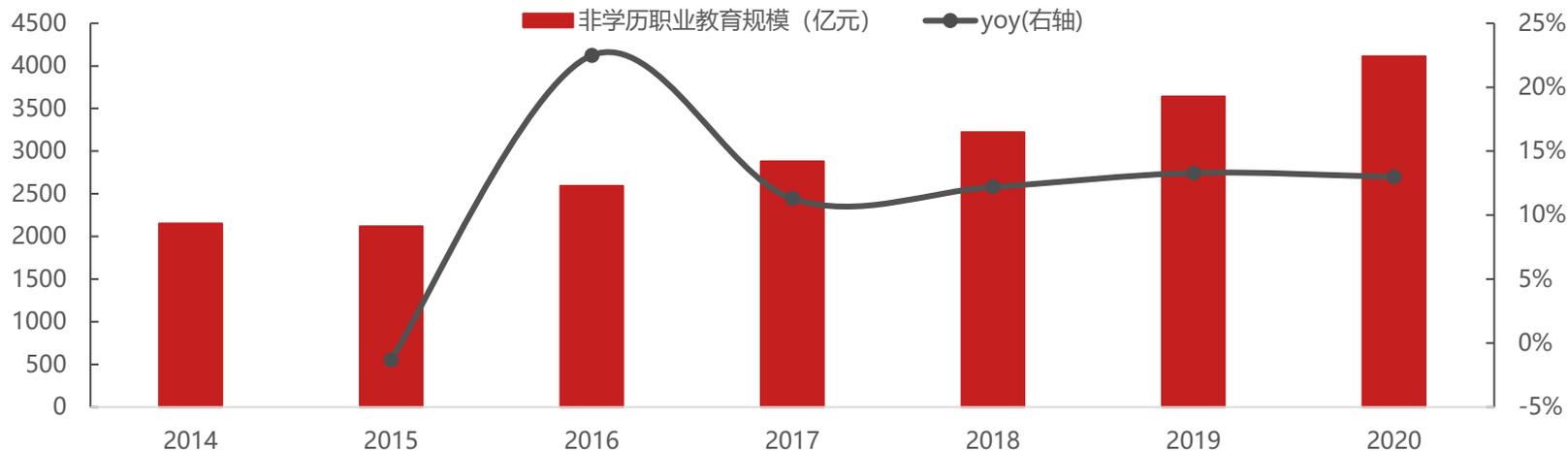
资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院 注：汇率选自2020年12月31日，1美元=6.5249人民币

2.1 我国非学历职业教育市场规模逐年提升，20年同比增速为13%

- 我国非学历职业教育市场规模逐年提升，2020年达到4112亿元。职业培训是非学历性的教育包括对职工的就业前培训、对下岗职工的再就业培训等各种职业培训。根据中国产业信息网，2020年我国职业非学历技能培训的市场规模为4112亿元，同比增长13%。随着居民生活水平的提高和化妆需求的提升，预计化妆造型培训市场也将保持持续扩大的发展态势。

图表：2014-2020年非学历职业教育市场规模（亿元）及增速



资料来源：公司招股书，中国产业信息网，民生证券研究院

2.2 竞争格局：化妆品行业竞争激烈，本土品牌市场份额持续提升

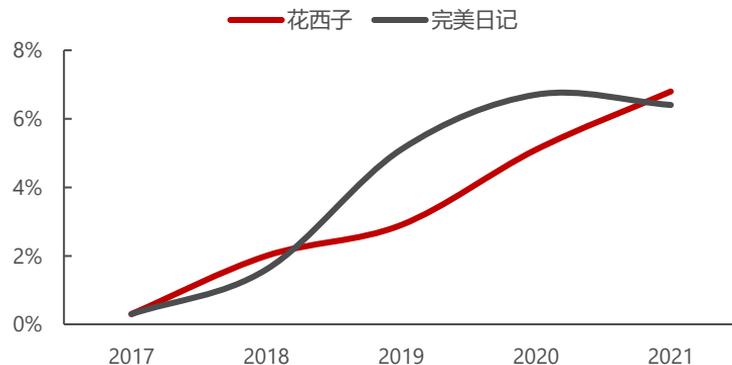
- **化妆品行业参与者众多，市场竞争激烈。**我国化妆品行业为充分竞争行业，根据国家药监局数据，截至2021年底，化妆品持证生产企业数量超5000家，化妆品注册备案产品数量达到160余万个，市场参与者众多，行业竞争激烈。
- **国际品牌占据优势，本土品牌市场份额持续提升。**根据Euromonitor，2021年我国彩妆市场CR10为48.1%，市场份额排名前十的品牌中，国际品牌占八席。但观察市占率变化可以发现，本土品牌市场份额呈现逐年上升的态势，前五大本土企业市场占比合计已由2016年的5.6%增至2021年的18.4%。本土品牌中花西子和完美日记表现亮眼，市占率分别从2017年的0.3%/0.3%提升至2021年的6.8%/6.4%，市场规模已跃至中国彩妆市场前二。

图表：2021年中国彩妆市场TOP10公司的市场份额

品牌	市占率
花西子	6.8%
完美日记	6.4%
迪奥	6.1%
欧莱雅	5.7%
圣罗兰	5.3%
美宝莲	4.9%
阿玛尼	3.8%
兰蔻	3.4%
Mac	2.9%
Chanel	2.8%

资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

图表：2017-2021年花西子和完美日记市占率变化



资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

2.2 竞争格局：2021年毛戈平彩妆市场市占率为1.1%

- 参考日本、韩国化妆品品牌的发展历程，看好我国本土品牌发展潜力。对比韩国、日本化妆品品牌的发展历程，两国化妆品市场均经历了初期由国际品牌化妆品占据绝大多数市场份额，而后本土品牌不断蚕食国际品牌份额，最终超过国际品牌份额的过程。目前，我国彩妆市场的发展已初步呈现了韩日彩妆市场的发展特征，本土彩妆品牌的市场份额正呈现出稳步提升的趋势，有望复刻日韩等国家化妆品品牌的发展之路。
- 公司在中国彩妆市场的占比稳步提升，2021年市占率为1.1%。2016-2021年，毛戈平在国内彩妆市场所占份额从0.6%提升至1.1%，未来随着公司对本地消费者需求的深入理解，公司研发产品更加具有针对性，行业竞争力增强，市占率有望进一步提升。

图表：2021年日本彩妆市场TOP10品牌的市占率

品牌	国家	市占率
心机彩妆	日本	4.4
Integrate	日本	3.5
美宝莲	美国	3.0
凯婷(Kate)	日本	3.0
苏菲娜(Sofina)	日本	3.0
恋爱魔镜	日本	2.3
金炫光灿	日本	2.2
宝丽(Pola)	日本	2.2
肌肤之钥	日本	2.1
澳尔滨(Albion)	日本	2.0

图表：2021年韩国彩妆市场TOP10品牌的市占率

品牌	国家	市占率
Chanel	法国	4.6
雪花秀	韩国	4.4
珂莱欧	韩国	4.3
Mac	加拿大	4.0
爱敬	韩国	3.8
YSL	法国	3.3
艾诺碧	韩国	3.3
兰芝	韩国	3.3
赫妍	韩国	3.0
Whoo	韩国	2.3

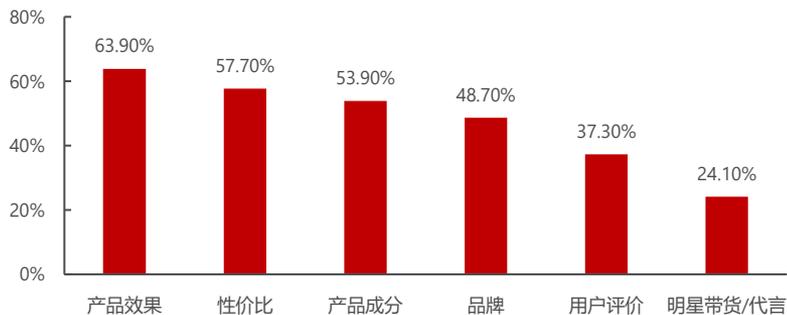
资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

资料来源：公司招股书，Euromonitor，民生证券研究院

2.3 行业发展驱动因素：消费升级驱动化妆品市场持续扩容

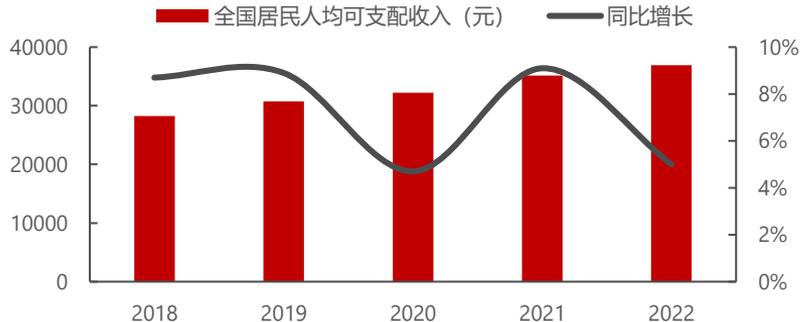
- 驱动因素1：消费群体化妆意识增强，化妆品购买频率增加。**随着生活水平的提高，我国民众对自身形象的关注度和要求越来越高，越来越多消费者开始通过化妆来改善自己的形象，甚至将化妆作为日常生活的习惯。同时，随着化妆技巧的不断普及与成熟，消费者对彩妆产品的需求也日趋多样化、个性化，倾向于购买适用于不同季节、肤质、年龄和场合的彩妆产品，以达到更出色的妆容效果。
- 驱动因素2：人均消费支出稳定增长，消费升级趋势显现。**区别于一般的生活用品，在经济条件越好的消费者中，化妆品消费所占可支配收入的比例通常越高。随着人均可支配收入的持续增长，我国居民对化妆品价格的敏感性降低，开始更加注重化妆品的产品品质和服务体验，消费升级趋势显现，有望带动化妆品消费增长。

图表：2021年中国消费者购买化妆品的考虑因素



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图表：2018-2022年全国居民人均可支配收入及增速



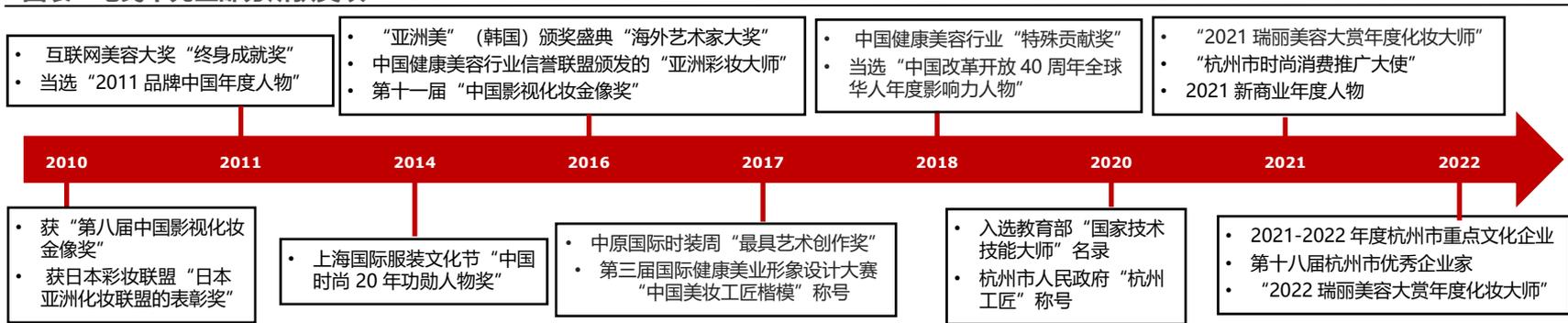
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

03. 公司核心竞争力分析

3.1 创始人：毛戈平先生专业性强，多方位赋能品牌发展

- 创始人毛戈平先生在化妆领域颇有建树，是当代中国化妆师的标志性人物，为公司品牌传播和市场开拓提供有力支持。公司创始人为毛戈平先生，中国化妆艺术大师，文化部一级形象设计师，2008年北京奥运会开幕式造型设计师，先后四次荣获中国化妆界权威机构“中国电影电视化妆委员会”颁发的“中国影视化妆金像奖”。从事化妆艺术三十多年来，毛戈平的化妆艺术蜚声海内外，他以“唯美·经典·时尚”的艺术风格著称，他所创造的“武则天”等一系列影视人物艺术形象成为时代经典，被赞誉为“魔术化妆师”。毛戈平先生始终致力于中国化妆美学艺术的推进与传播，曾任人民大学艺术学院兼职教授，是当代中国化妆师的标志性人物。基于多年来的艺术沉淀及美学造诣，毛戈平先生于2000年创建了“MAOGEPING”高端民族美妆品牌及“毛戈平形象设计艺术学校”教育品牌。

图表：毛戈平先生部分所获奖项



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.1 创始人：毛戈平先生专业性强，多方位赋能品牌发展

- 创始人具备丰富从业经验，持续赋能产品设计创新。**创始人毛戈平先生从业三十余年，对东方女性的面部轮廓以及肤质有着深入的研究，为公司研发出更加契合东方女性需求、展示东方女性独特美的产品奠定基础。截至最新招股书发布日2023年3月3日，公司取得外观设计专利44项，多款产品荣获“美国缪斯设计铂金奖”等奖项，MAOGEPING品牌和公司被确定为第19届杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务商，2022年8月杭州亚组委与公司联名发布了“气蕴东方·亚运礼献”系列美妆产品。

图表：“气蕴东方·故宫”系列产品



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：“气蕴东方·亚运礼献”系列产品

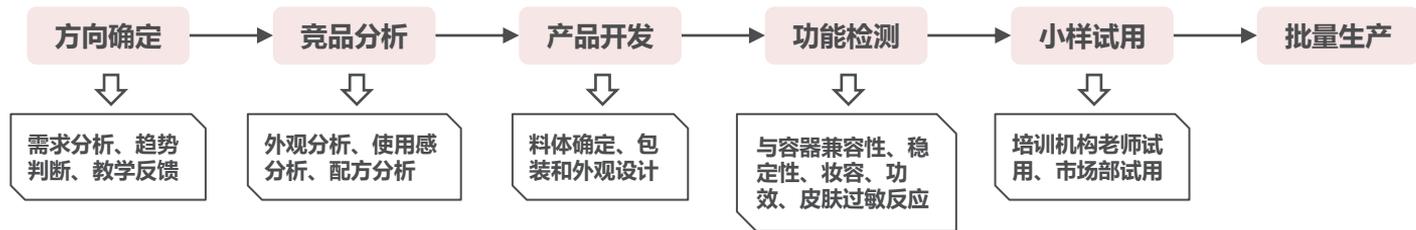


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 研发：产品开发流程清晰，共包含六大环节

- 公司产品开发流程涵盖方向确定、竞品分析、产品开发、功能检测、小样试用、批量生产六大环节。
- 1) 确立研发方向：由市场部人员根据对市场需求的收集、研发团队对市场需求的判断以及教员在教学过程中的反馈，决定具体的研发方向。2) 竞品分析：对市场上的同类竞争性产品进行包括但不限于外观、实用感、配方等方面的资料收集与分析。3) 产品开发：选择适合东方女性肤质和骨骼的料体，确定包材材质，由设计中心设计产品外观，选择优质供应商进打样。4) 功能检测：公司设立品质控制中心在研发阶段订立严格的产品质量标准，落实新产品在研发阶段兼容性、功能性等相关检测事项以及新品首单产品、包装材料的品质检验。5) 小样试用：该环节一般由学校教师、培训部讲师、市场部一线员工参与试用，根据其长期的业务经验对小样作出专业判断。6) 批量生产：当小样的使用结果满足要求后，公司将主要通过委外加工方式进行规模生产、销售。

图表：公司产品开发流程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 研发：在研项目丰富，长期增长动力充足

- 持续加大研发投入，仍有12个重要在研项目。2020-2022年，公司持续加大研发投入，研发费用从1067.04万元提升至1456.20万元，对应CAGR16.82%。截至最新招股书发布日2023年3月3日，公司重要在研项目为12个，涵盖粉底液、隔离霜、气垫、唇釉等品类，其中晨曦柔雾微哑光粉底液（LK）进入生产阶段、“皮肤衣”底妆产品已完成量产。

图表：截至最新招股书发布日2023年3月3日公司重要在研项目

在研项目名称	主要内容	所处阶段
龙血树养肤遮瑕粉底霜 (LK)	遮瑕粉底、美白、精华液多效合一，并能抵抗紫外线，防止外界环境对肌肤的损伤	开发阶段
晨曦柔雾微哑光粉底液 (LK)	富含多种美容液成分的保湿美白遮瑕粉底液。强效保湿，有效遮盖色斑，皱纹，毛孔，均匀肤色	完成开发，生产阶段
眉毛雨衣	眉毛塑形的同时，防水防汗新配方	开发阶段
蓝宝石隔离	专为解决亚洲女性肤色暗黄而开发的滋润度和修色俱佳的妆前产品，是百搭所有粉底类产品的基底单品。	开发阶段
水散粉	粉质如雾细腻、如羽轻盈，妆效清透柔光、雾面清爽，是一款零负担的清涼柔焦的全新科技的水散粉。	开发阶段
羽翼系列	羽表轻柔，翼表强大，轻柔蜜粉汇同鱼子气垫，形成羽翼，保护肌肤，打造完美底妆。	开发阶段
丝芙兰定制系列项目	丝芙兰专供系列产品开发	开发阶段
哑光唇釉	哑光唇釉作为口红系列新品，在内料方面，精细钻研，选用丝绒哑光质地的独特料体，再辅以定制开模的容器外观，精致美丽	开发阶段
皮肤衣	MAOGEPING 底妆系列产品是 MAOGEPING 产品中的王牌产品，通过运用独特的光影化妆手法和光影美学体系，完成光影塑型，重塑脸部轮廓与肌肤质感，打造精致微雕脸庞，尽现东方女性的独特魅力。	完成量产
美白护肤	根据品牌发展规划以填补护肤线的美白功效产品缺口，带动 MAOGEPING 在行业内的品牌影响力。	开发阶段
保湿护肤	主要针对品牌基础护肤线的补充和完善，从SKU数、配方功效、容器包装等多方面进行全新深入开发，以提升品牌的高端定位和产品的多元化。	开发阶段
故宫第5季	深刻挖掘故宫蕴含的文化价值，把故宫传统的文化元素植入美妆时尚新潮的当代元素之中。	开发阶段

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3 产品：深耕东方美学，打造本土化美妆产品

- 深耕东方美学，打造本土化美妆产品。**现代化妆品起源于欧洲，以白种人为主要客群，追求符合西方审美的妆容效果，并不完全适用于东方人群的需求。凭借着在化妆领域的多年经验积累及对东方女性审美的持续研究，公司的产品立足于东方美学理念，针对于东方人的肤色肤质、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唯美妆容。

图表：中国消费者的生理特征

特征	
肤色	黄色人种，黄色皮肤呈现橄榄绿
肤质	大多数以混合性肌肤为主，油脂分泌较少，毛孔相对细腻
面部轮廓	正面比较宽，侧面相对较窄，整体面部结构较为扁平，缺乏立体生动感
五官结构	五官相对扁平，面部缺少立体生动感
审美倾向	自然、含蓄、典雅的美，以白为美，不喜欢过于刻意

资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

3.3 产品：定位高端，提供大师级专业美妆体验

- **定位高端，提供大师级专业美妆体验。**自设立之初，公司品牌（MAOGEPING）即定位本土高端品牌，满足对化妆有所偏好、对化妆品品质要求较高的消费者，在日常生活中的更高层次的化妆需求。
- 在产品质量方面，公司以国际品牌的严格品质标准选取行业中高品质的原料供应及生产厂商，并经过严格的内部质量控制体系，确保了产品质量的行业高水准，充分满足了消费者对产品质量的高层次追求；
- 在产品功能方面，公司产品种类齐全，除覆盖常规的隔离、底妆、定妆、遮瑕、腮红、眼影、眼线、护肤等功能产品外，公司针对于用户的深层次需求，推出了彩妆兼具护肤功效、提拉 V 脸、颈部肌霜、高光阴影等特殊功能、部位美妆产品，产品细分功能繁多，可以充分满足用户在上妆过程中的多种个性化需求；
- 在客户服务方面，公司以体验式营销为服务特色，以具备专业技术的销售顾问指导消费者采购及使用化妆产品，培养用户的化妆偏好，以专业的化妆技术为客户量身打造合适的妆容，逐步赢得了客户对公司品牌的认可。

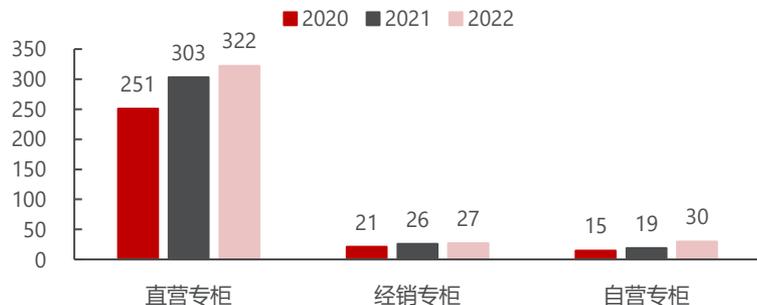
3.4 渠道：销售渠道多元化，百货专柜渠道贡献主要收入

- 公司主要产品销售模式为百货专柜、电商、经销、培训销售等，百货专柜为第一大渠道，2022年贡献52.45%的营收。
- 1) 百货专柜模式：主要通过在全国各大百货商场、购物中心开设化妆品销售专柜的形式进行销售。2020-2022年，百货专柜渠道收入占比分别为64.71%/54.70%/52.45%。
- 2) 电商模式：通过天猫、小红书、抖音等电商平台或美妆网店、自媒体平台、京东等网络经销商销售产品。2020-2022年，电商渠道收入占比分别为27.96%/38.72%/42.80%。
- 3) 经销模式：主要销售至爱终生品牌产品，公司与经销商的合作模式均为买断式经销。2020-2022年，经销渠道收入占比分别为4.58%/3.59%/1.70%。
- 4) 培训销售模式：通过培训渠道向学员销售商品，包括套装产品、零售产品及其他美容美发工具等。2020-2022年，培训销售收入占比分别为2.08%/0.90%/0.40%。
- 5) 旅游零售模式：主要与北京故宫文化服务中心合作，通过经销模式在北京故宫及周边区域的景区精品店销售产品。
- 6) 美妆连锁模式：2020年开始公司与知名美妆连锁品牌丝芙兰（SEPHORA）开展合作，通过代销形式在国内重点地区百货商场及购物中心丝芙兰美妆连锁店销售MAOGEPING 品牌化妆品。2020-2022年，美妆连锁模式收入占比分别为0.51%/1.91%/2.35%。

3.4 渠道：直营百货专柜312个，单店利润达237万元

- 百货专柜渠道可分为直营专柜、经销专柜和自营专柜，其中直营专柜数量最多，单店利润最高。
- **直营专柜：**2020-2022年，公司百货直营专柜数量不断增长，分别为239个、290个、312个；百货直营专柜平均销售额分别为190.45万元、220.94万元、237.31万元。
- **经销专柜：**2020-2022年，公司百货经销专柜分别为21个、23个、27个；百货经销专柜平均销售额基本稳定，分别为101.66万元、103.75万元、109.13万元。
- **自营专柜：**2020-2022年，公司百货经销专柜分别为15个、19个、30个；百货经销专柜平均销售额基本稳定，分别为96.80万元、157.89万元、152.79万元。

图表：不同类型百货专柜数量（个）对比



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：不同类型百货专柜平均收入（万元）对比



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 会员：会员精细化管理，截至2022年在册会员人数为276万人

- 会员精细化管理，消费会员数量大幅增长。**为了更好地服务于消费者，增加消费者的购买频次，提升消费者对品牌的忠诚度，MAOGEPING品牌百货专柜渠道采取了会员模式对消费者进行管理，2020年开始公司MAOGEPING品牌微信商城的消费者也纳入会员管理体系。公司会员分为美妆会员、风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员，分别对应准入消费标准0元/1800元/4800元/8800元，会员等级越高，所享受的会员权益越丰富，截至2022年，公司在册会员人数达276万人。随着公司品牌知名度提升和产品不断推陈出新，公司消费会员人数从2020年的40.64万人增至2022年的59.09万人，品牌消费会员数量大幅增长。

图表：不同类型会员在册人数（人）及消费会员人数

会员准入	2022年末在 册人数	消费会员		
		仅消费1次的新会员	消费2次及以上的新会员	老会员
美妆会员 MAOGEPING专柜任意现金消费，或微信公众平台手机号绑定	2546510	231782	29134	120436
风尚会员 满1800元	126109	19434	47034	57919
白金风尚会员 满4800元	49281	757	16846	31275
至尊风尚会员 满8800元	36393	41	7807	28467

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年不同类型会员消费人数（万人）

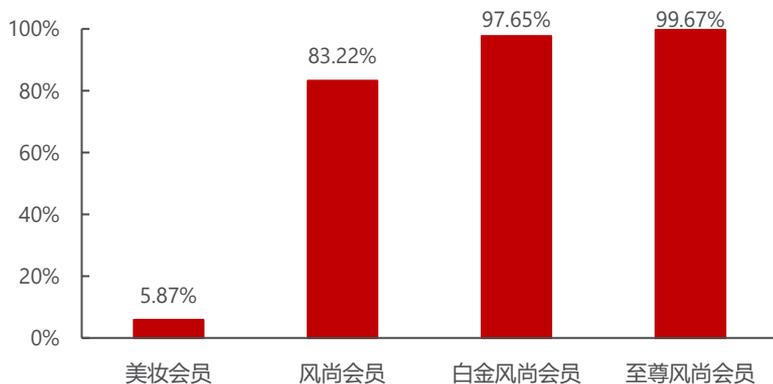


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 会员：客户粘性持续增强，2022年高等级会员复购率超90%

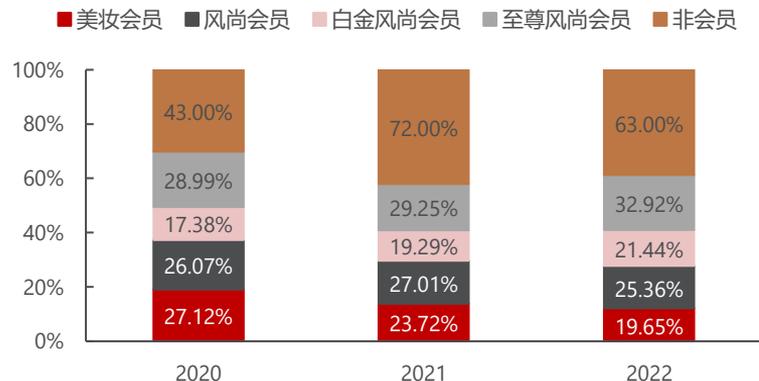
- 提供场景式营销服务，客户粘性持续增强，高等级会员（白金风尚会员、至尊风尚会员）复购率超90%。公司自2003年设立第一家百货专柜以来，一直秉承毛戈平先生的美学理念，以体验式的服务为每位女性打造符合其自身特征的专属妆容，使消费者对产品效果产生直观的感受。体验式营销方式有助于公司满足并挖掘顾客的潜在产品需求，使顾客在最短的时间挑选适合自己的彩妆产品，进而提高消费者的消费水平、购买率及重复购买率；同时公司可以帮助顾客发现自己的美妆方式，培养顾客的彩妆消费习惯，增加顾客黏性。2022年，美妆会员、风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员复购率分别为5.87%、83.22%、97.65%、99.67%，等级越高的会员复购率越高，客户粘性大。

图表：2022年公司不同类型会员复购率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2020-2022年公司不同类型会员收入占比

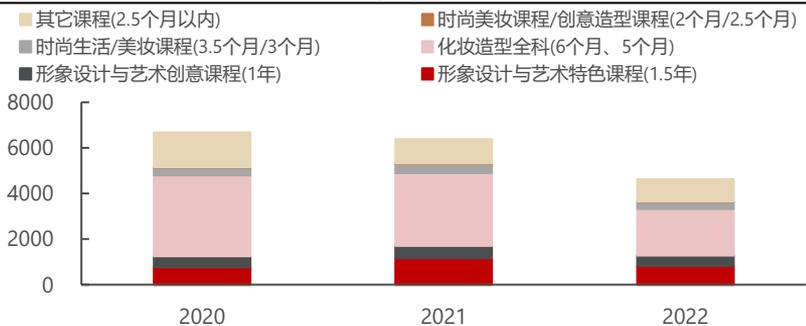


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.5 化妆技能培训业务和化妆品销售业务相互协同，共驱公司成长

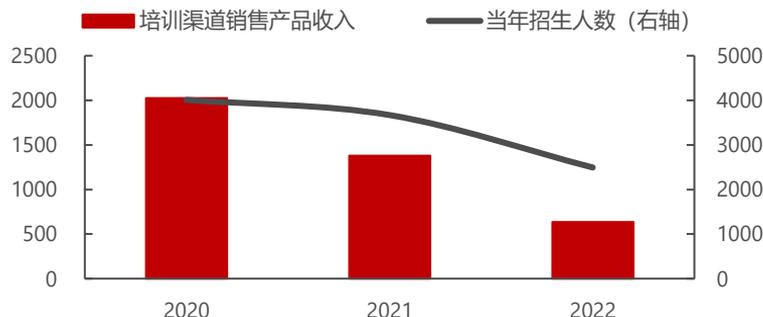
- **化妆技能培训业务与产品销售业务的协同性持续提升。**除化妆品的研发、生产以及销售外，公司在杭州、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京九地均设有培训机构，专门为有意愿学习化妆技能的学员提供专业的化妆技能培训服务。化妆技能培训业务与化妆品销售业务的协同性主要体现在以下两方面：
 - 1) 培训机构通过在教学过程中使用公司自有品牌产品作为教学用品，促进了学员对产品的口碑传播。而学员经过反复的使用和实验，深入了解了产品的特点及优势，为其未来转化成公司品牌终端客户打下了基础。
 - 2) 培训机构的存在使得公司可以利用一线的教学实践，从学员的需求出发，了解社会大众消费群体的具体需求，并将此反馈给产品研发部门，使公司的产品研发更具有针对性，提升公司产品的市场竞争力，促进公司产品的销售。

图表：不同培训课程学员人数（人）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：公司培训渠道销售产品收入（万元）及招生人数（人；右轴）



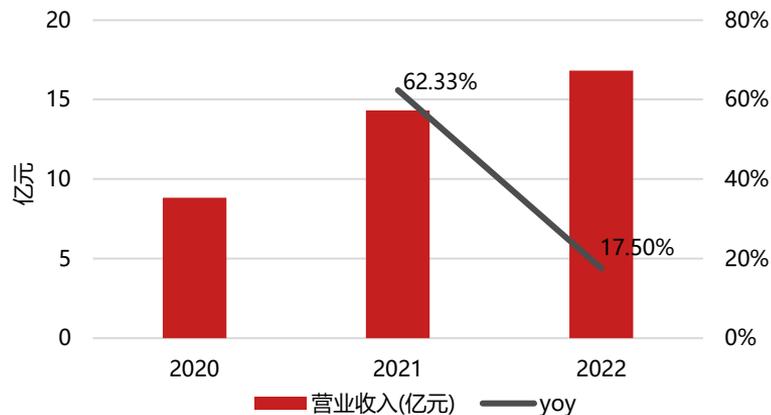
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

04. 财务分析

4.1 营收稳步提升，22年收入同比+17.5%达16.8亿元

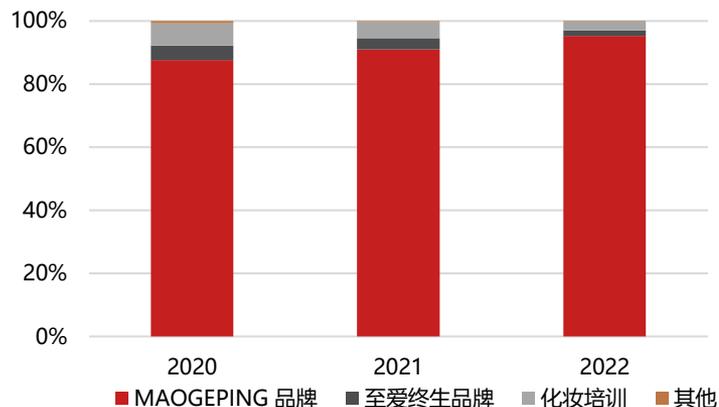
- **20-22年公司营收高增长，22年营收达16.82亿元。**随着化妆品行业的快速发展及品牌认知度的持续提高，20-22年期间，公司营收持续稳定增长，20-22年，公司分别实现营收8.82/14.31/16.82亿元，对应同比增速分别为62.33%/17.50%。
- **22年MAOGEPING品牌收入占主营业务收入超95%。**MAOGEPING品牌系公司营收的核心组成部分，2020-2022年营收分别为7.54/12.78/15.72亿元，分别占主营业务收入的87.57%/90.95%/95.24%。

图表：2020-2022公司营业收入及同比增长率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：2020-2022各品牌主营业务收入占比

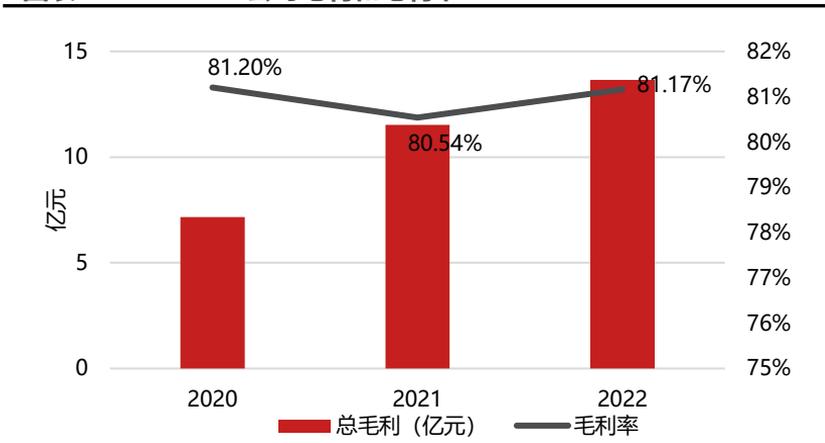


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

4.2 毛利率相对稳定，22年整体毛利率为81.2%

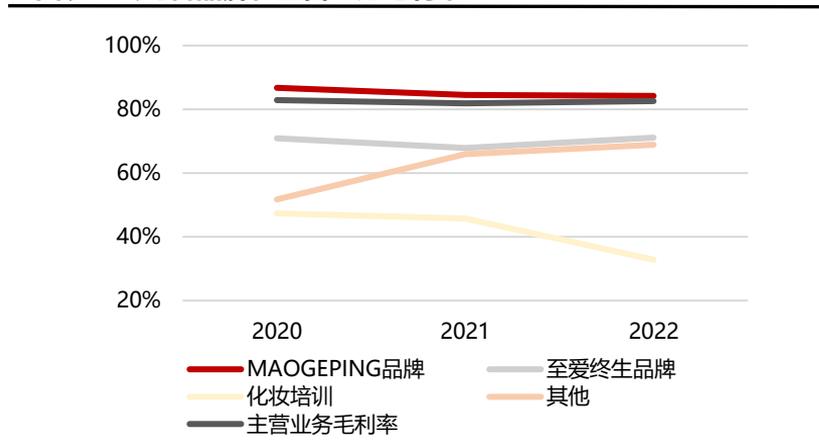
- **整体毛利逐年稳步增长，整体毛利率维持在81%左右。**2020-2022公司的总毛利润分别为7.16/11.53/13.65亿元，2020-2022公司的毛利率分别为81.20%/80.54%/81.17%，维持在较高水平。
- **主营业务毛利率稳定，各分业务的毛利率存在波动。**2021年MAOGEPING 品牌毛利率有所下降，主要受到费用成本化新准则的影响；2021年至爱终生品牌毛利率下跌3.03%，由于疫情形势转好，下游市场需求有所提升，经销商销售额上升而折扣提升；2020年以来化妆培训业务毛利率下降较多，主要因为疫情下培训业务量缩减，利润额减少。

图表：2020-2022公司毛利和毛利率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：公司各品牌和主营业务毛利率

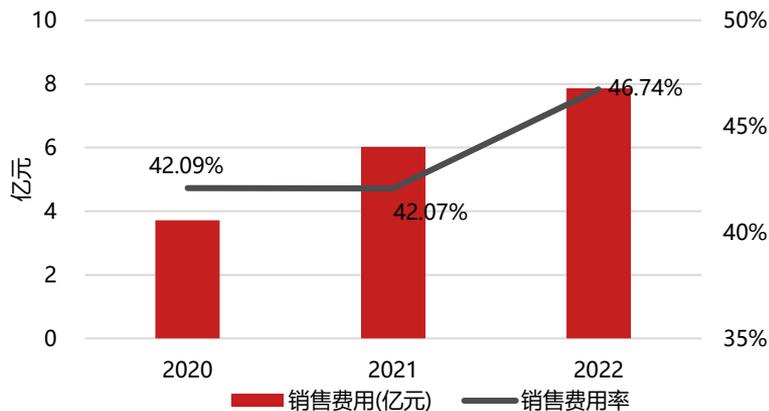


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

4.3 销售费用率逐步提升，22年销售费率为46.7%

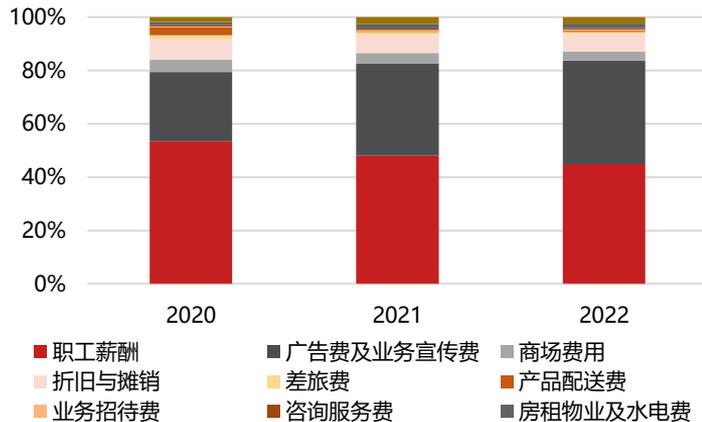
- **公司销售费用逐年增长，2022达7.86亿元。**公司销售费用率由2020年的42.09%增长至2022年的46.74%，这主要由于随着经营规模的扩大，公司销售人员薪酬、广告费及业务宣传费金额快速上涨。
- **职工薪酬和广告业务宣传费之和占销售费用八成左右。**公司化妆品销售业务以线下百货专柜和线上电商为主要渠道，因此职工薪酬和广告宣传费用较多，2022年职工薪酬和广告业务宣传费占比分别达到44.95%/38.85%。

图表：2020-2022公司销售费用及销售费用率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：销售费用结构

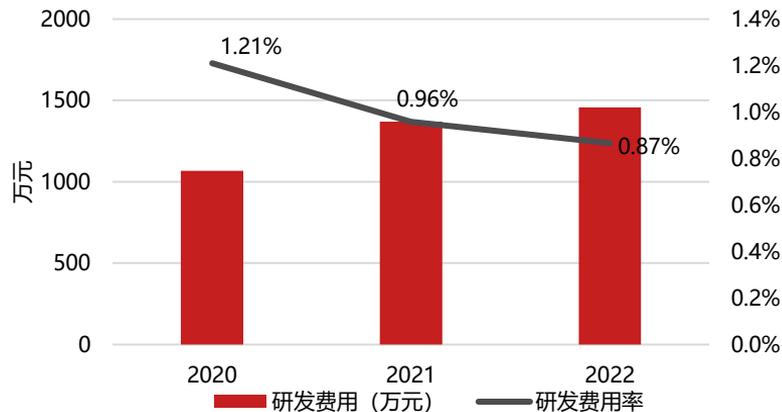


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

4.3 研发费用率相对稳定，22年研发费用率为0.87%

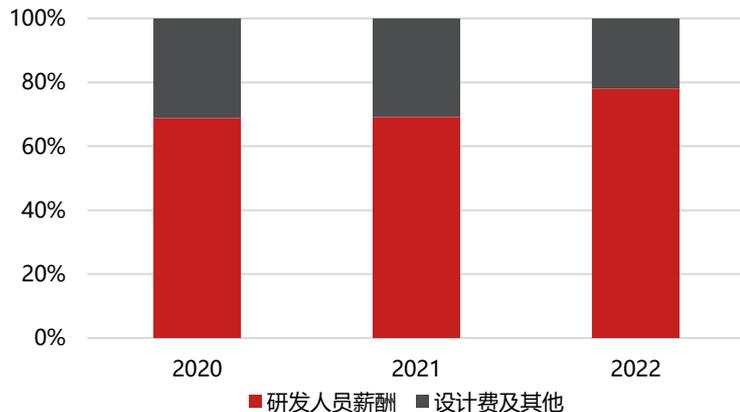
- 公司研发费用率相对稳定，22年研发费用率为0.87%。**公司研发费用主要包括研发人员薪酬和设计费及其他，设计费及其他主要系研发项目的设计、咨询、开发和制作等费用。2020-2022年，公司研发费用分别为1067.04/1370.30/1456.20万元，研发费用率为1.21%/0.96%/0.87%。研发费用率较低的主要原因是公司着重研发流行元素、色彩、使用效果、外观创意，具有物料投入少，设备需求少的特点。

图表：2020-2022公司研发费用和研发费用率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：公司研发费用支出结构

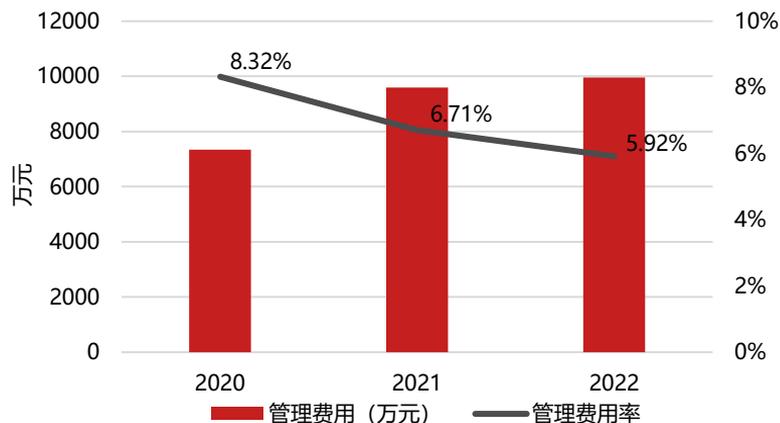


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

4.3 管理费用率持续优化，22年管理费用率为5.9%

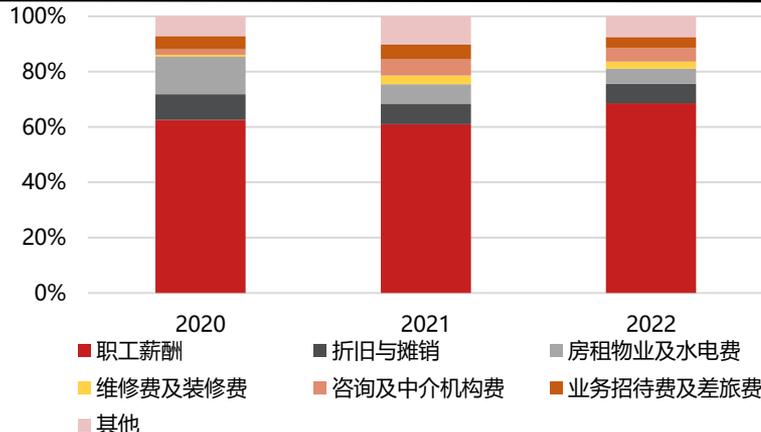
- 公司管理费用逐年增长，管理费用率呈现下降趋势。**公司管理包括职工薪酬、折旧与摊销、房租物业及水电费、维修费及装修费、咨询及中介机构费、业务招待费及差旅费和其他。2020-2022公司管理费用为7337.02/9598.89/9956.81万元，管理费用率分别为8.32%/6.71%/5.92%。管理费用率出现较大幅下降主要原因为当期公司业绩大幅增长，规模效应的体现及受新冠疫情影响当期费用支出减少。

图表：2020-2022公司管理费用及管理费用率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：公司管理费用支出结构

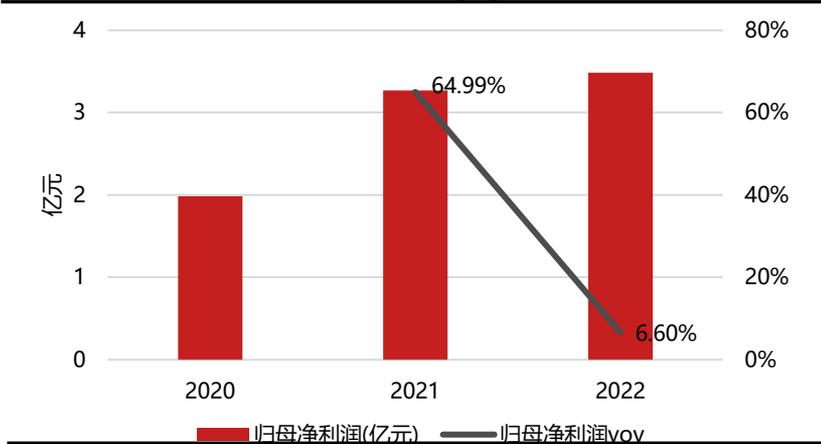


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

4.4 归母净利润略有下滑，22年为21.1%

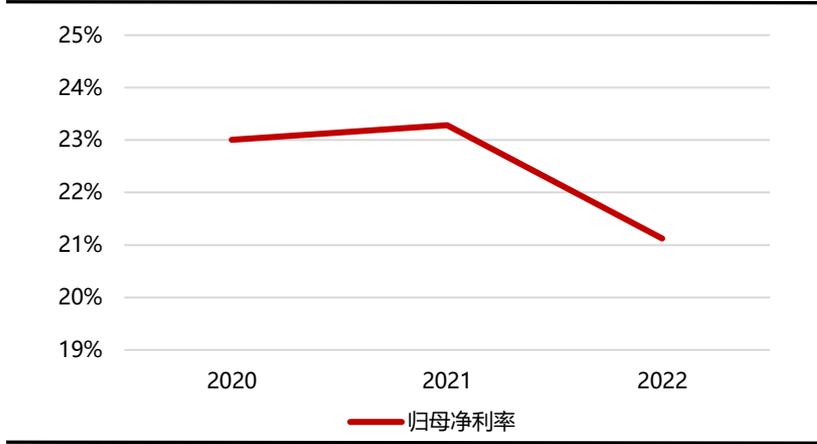
- **公司归母净利润稳步增长，2022年达3.49亿元。**2020-2022公司归母净利润分别实现1.98/3.27/3.49亿元，2021-2022归母净利润同比增长分别达到64.99%/6.60%。公司增长势头良好，经营业绩稳定增长。
- **2022年公司归母净利率略有下降。**2020-2022公司归母净利率分别实现23.00%/23.28%/21.12%。2022年归母净利率小幅下降的原因是主营业务收入增幅超过净利润增幅，因此净利率下降但仍处于正常范围内。

图表：2020-2022公司归母净利润及yoy



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：2020-2021年公司归母净利率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

05. 风险提示

- **1) 品牌形象受损风险：**公司的核心产品品牌MAOGEPING以知名化妆师毛戈平先生的名字命名，品牌形象对公司而言至关重要。随着公司持续经营，公司产品在市场上存在被仿制甚至恶意攻击的风险。同时，公司为保护品牌形象而进行的维权活动，可能会耗费公司一定的人力、物力和财力，从而对公司的正常经营产生不利影响。
- **2) 行业竞争风险：**国际一线化妆品品牌目前已经全面进入我国市场，而公司产品作为民族化妆品品牌，需要面对品牌知名度较高以及资金实力雄厚的国际品牌的竞争，竞争压力较大。若公司不能在激烈的市场竞争中，通过持续的产品研发、品牌投入等多种措施不断提升核心竞争力，将难以维持公司目前的市场份额，从而对公司的生产经营造成不利影响。
- **3) 供应商集中的风险：**2020-2022年，公司向合并口径前五名供应商采购的金额占当期采购总金额的占比分别为56.93%、56.55%和58.26%，供应商集中度较高，若出现单一供应商供应中断等情形，公司的产品持续供应能力以及成本控制将受影响。
- **4) 人才流失风险：**MAOGEPING品牌采用的直营模式对柜台销售人员的销售技能以及对化妆品的熟悉程度的要求较高。如公司销售人员出现较高比例的流失，将不利于公司扩大销售规模、提升市场地位，从而对公司的业绩造成影响。
- **5) 募投项目不及预期：**本次募集资金投资项目已充分考虑行业发展趋势、公司研发能力和技术储备、用户需求变化趋势等因素，若上述因素变化超出预期，可能导致项目成本增加、市场回报不及预期。

THANKS 致谢

民生商社研究团队：



分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



分析师 解慧新

执业证号：S0100522100001

电话：15051878378

邮件：xiehuixin@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用,并不构成对客户的投资建议,不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,客户应当充分考虑自身特定状况,不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下,本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务,本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。