

# 东方美学下的高端国货美妆领跑者，渠道产品品牌三重共振

毛戈平 (1318. HK)

## 核心观点

公司是集彩妆赛道+高端定位+线下强布局三重稀缺性于一身的本土美妆集团，2023 年营收达到 28.86 亿元，同比增长 57.8%，归母净利润 6.62 亿元，盈利能力在行业内领先。主品牌价格带与国际品牌接近，毛利率显著高于本土美妆企业，品牌力得到市场验证。渠道方面公司线上线下载共振，线下以直销为主打造核心品牌力，线上优质内容传播快速放量。公司在彩妆和护肤领域均有强劲增长，今年预计彩妆业务将迈入 20 亿俱乐部，护肤业务有望站上 15 亿台阶，从规模增量来看，彩妆仍有对国际品牌份额抢占的逻辑，而护肤品类扩充机会充足。

## 国货高端美妆头部集团，成长性及盈利性行业领先

公司由化妆师毛戈平于 2000 年创立，2023 年营收达到 28.86 亿元，同比增长 57.8%，其中彩妆销售 16.22 亿元，护肤销售 11.60 亿元，化妆艺术培训及相关销售 1.04 亿元，公司以“保持良好的肌肤状况是实现优化妆效果的基础”这一理念，贯彻“彩妆+护肤”战略，2024H1 营收继续高速增长 41.0%，势头强劲。2023 年公司实现归母净利润 6.62 亿元，+88%。2024H1 经调整净利润 5.13 亿元，调整净利润率 26.0%，盈利能力行业内领先。2023 年公司彩妆业务毛利率 84.4%，护肤业务毛利率 87.3%，均高于可比上市公司同类业务平均水平，本土美妆企业普遍定位大众消费市场，除械字号产品以及定位功能性护肤的品牌外毛利率普遍集中在 70%左右，而公司部分产品价格带与国际品牌接近，定价较高且折扣力度控制较优，综合使得毛利率显著领先。

## 家族管理模式核心管理层稳定，募投资金进一步提升多方面能力

公司股权结构中毛氏家族持股比例较高，合计持股权益达到 74.67%（假设超额配售权未实施），其中公司创始人、董事长及执行董事毛戈平先生与妻子汪立群，以及二人控股的两个持股平台（嘉驰投资及帝景投资）共持股 47.88%，为联合控股股东。其余高管中，现任执行董事、公司总裁宋虹佳于 2010 年已获得股份对价转让，2011 年加入公司的徐卫国及 2014 年加入的董乐勤，两人通过嘉驰投资及帝景投资同样持有公司部分股权，公司核心高管层人员稳定，且利益绑定充分。2024 年初九鼎系投资正式退出，本次港股 IPO 公司引入多家优质基石投资人，共募资净额 21.87 亿港元（暂未考虑超额配售）。募投项目中公司将继续在产品、渠道、品牌上加大投入，并计划考虑海外扩张及收购。

## 首次评级

## 买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

于佳琪

yujiqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2024 年 12 月 12 日

当前股价：29.80 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	/	/	/
12 月最高/最低价 (港元)			/
总股本 (万股)			47842.34
流通 H 股 (万股)			25007.88
总市值 (亿港元)			142.57
流通市值 (亿港元)			74.52
近 3 月日均成交量 (万)			-
主要股东			
毛戈平			36.48%

### 线下会员生态体系完善，线上优质内容打造能力突出

2023年公司线上销售11.8亿元，同比+69.9%，线下销售16.0亿元，+48.3%，线下销售占比58%。2024H1公司线上销售高增63.4%，占比提升至49.1%，在线下的布局领先本土企业。公司线下主要以直销模式为主，通过强会员生态的构建，打造高端品牌心智，直销模式对渠道的把控能力更优，盈利预计可以达到20%左右。线上业务方面，公司在线渠道毛利率持续保持在84%以上，在行业低价促销内卷的背景下，公司价格带保持稳定，品牌力得到验证。创始人的化妆师身份对品牌认知具有重要意义，且该背书营销方式较难被复制，具备独特性和稀缺性，不同于网红类项目，该类型绑定的是化妆师对美学的概念认知，实际上彩妆公司多数带有创始人IP属性，优质内容创作能力持续，具备稳定性和专业性。同时公司通过培训业务持续输出品牌理念，收入端贡献已过亿，贡献稳定。

### 高端定位打造彩妆及护肤双赛道，品类产品延展空间充足

公司产品销售业务中2023年彩妆实现收入16.2亿元，同比+61.8%，护肤11.6亿元，同比+50.2%，2024H1彩妆业务已实现收入10.9亿元，同比继续高增43.6%，全年预计迈入20亿俱乐部，而护肤业务8.1亿元，同比增长34.9%，全年预计迈上15亿台阶。主品牌MAOGEPING产品实际单价普遍高于其他本土产品，在国际产品中处于高端及大众的中间价格带，既具备高端心智，价格带也明显部分承接了国际品牌的降级需求。彩妆品类中，公司底妆产品力突出，为彩妆赛道的最优质品类之一。2023年毛戈平彩妆GMV为20.59亿元，我们预计中国第一高端彩妆GMV约为毛戈平的2.5倍，仍有增量空间。而毛戈平护肤GMV预计在15亿元左右，仍处于护肤品类的初期快速成长期，远未触及天花板。伴随公司规模扩大，护肤品类扩充势在必行，而公司高端产品及线下专柜心智已建立完成，预计在精华、面霜等品类中的品牌力具备充分基础。2024年公司线上新品上新速度较2023年明显提升，为后续增长提供充分新品保障。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营收41.10/55.81/73.74亿元，同比增长42.41%/35.80%/32.13%，净利润为8.87/11.81/15.43亿元，同比增长33.98%/33.21%/30.61%，以发行价计算对应PE为15.0/11.3/8.6倍。公司是集彩妆赛道（另一家为美股上市的逸仙电商）+高端定位（TOP10中国美妆唯一本土企业）+线下强布局三重稀缺性于一身的本土美妆集团，参考国际美妆上市公司估值对比，公司合理估值较大众品牌预计应存在明显溢价，且我们预计公司护肤业务及线上业务的增长空间也将带来优于行业的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 目录

投资要件.....	1
关键假设.....	1
我们为什么与市场普遍观点不同.....	1
股价上涨的催化因素.....	1
投资风险.....	1
成立 24 年，打造中国高端美妆领军集团.....	3
家族管理模式，募投项目聚焦渠道品牌及海外外延等多维度.....	3
盈利能力行业领先，资产现金流表现优异.....	7
IP 属性加持营销，线上线下多渠道强势发展.....	11
线下打造优质会员体系，线上线下盈利情况优异.....	11
线下：线下本土美妆集团规模第一，自营为主构建服务生态.....	12
线上：优质内容助推营销，抖音渠道适配度凸显.....	16
化妆师个人 IP 为彩妆行业发展常态，借互联网东风提升品牌声量.....	18
培训业务持续输出品牌理念，收入贡献稳定.....	19
高端定位打造彩妆及护肤双赛道，品类产品延展空间充足.....	21
行业：底妆赛道品牌力突出，延伸布局高端护肤具备强心智.....	21
产品：彩妆+护肤均衡布局，核心品牌高端定位明晰.....	26
研发与创新：美学与研发相结合，新品类及新产品拓展空间充足.....	30
盈利预测与投资建议.....	35
风险分析.....	38
报表预测.....	39

## 图目录

图 1:2023 年公司业务情况一览（亿元）.....	2
图 2:公司历史发展复盘.....	3
图 3:公司股权结构图（假设超额配股权未获行使）.....	4
图 4:公司营业收入情况（亿元）.....	7
图 5: 公司归母净利润情况（亿元）.....	7
图 6:部分本土美妆上市公司主要品牌收入对比（亿元）.....	8
图 7:2023 年主要化妆品上市公司毛利率对比.....	8
图 8: 2023 年主要化妆品上市公司归母净利润率对比.....	8
图 9:2023 年本土美妆上市公司三费情况对比.....	9
图 10:公司资产主要构成情况（亿元）.....	10
图 11: 公司存货周转天数（天）.....	10
图 12:公司经营活动现金流净额 vs 净利润（亿元）.....	10
图 13: 公司支付股息情况（亿元）.....	10

图 14:公司产品销售渠道分布 (亿元)	11
图 15:主要公司/品牌 2023 年线下渠道占比	11
图 16:彩妆行业分渠道情况 (亿元)	12
图 17: 护肤行业分渠道情况 (亿元)	12
图 18:公司线下渠道营收拆分 (亿元)	13
图 19:线下各渠道毛利率情况	13
图 20:毛戈平会员复购率统计	13
图 21:会员小程序预约界面	13
图 22:毛戈平专柜全国分布情况	15
图 23: 毛戈平专柜分城市等级分布情况	15
图 24:公司线上渠道营收拆分 (亿元)	16
图 25:天猫&抖音 MAOGEPING 销售额情况 (亿元)	16
图 26:公司前五大 KOL 机构收入贡献情况	16
图 27:抖音各带货方式占比	16
图 28:2024 年以来抖音自播&达播带货情况统计	17
图 29:毛戈平化妆师 IP 加持品牌出圈	18
图 30: 化妆艺术培训及相关销售收入及增长 (亿元)	19
图 31: 化妆艺术培训及相关销售毛利率	19
图 32:毛戈平培训业务人员及课程参与者人数 (人)	20
图 33:部分化妆学院情况对比	20
图 34:彩妆行业大众 vs 高端份额变化 (亿元)	21
图 35: 护肤行业大众 vs 高端份额变化 (亿元)	21
图 36:天猫彩妆香水二级分类占比变化情况	22
图 37: 2023 年天猫彩妆香水三级分类占比	22
图 38:天猫彩妆各品类件均价变化情况 (元/个)	22
图 39: 2023 年中国高端美妆集团零售额排名 (亿元)	23
图 40: 2023 年中国高端美妆品牌零售额排名 (亿元)	23
图 41:毛戈平 vs 头部国际品牌分品类中国美妆市场占比情况	23
图 42: 中国护肤市场 TOP100 品牌分地区份额变化	24
图 43: 中国彩妆市场 TOP100 品牌分地区份额变化	24
图 44: 中国市场本土品牌各排名档护肤 (Skin Care) 销售份额占比	25
图 45: 中国市场本土品牌各排名档彩妆 (Colour Cosmetics) 销售份额占比	25
图 46:公司彩妆及护肤营收情况 (亿元)	26
图 47:公司彩妆及护肤毛利率水平	26
图 48:公司两大品牌定位及主要产品	27
图 49:MAOGEPING 气垫&面膜同类产品对比	27
图 50:MAOGEPING 天猫&抖音主要产品销售占比	28
图 51:公司近两年上市新品整理及气蕴东方、TEAM CHINA 系列产品	30
图 52:公司产品设计及生产流程	31
图 53: 2023 年主要美妆品牌天猫彩妆分品类销售占比情况	34
图 54: 2023 年主要美妆品牌天猫面部彩妆分品类销售占比情况	34

图 55:公司收入拆分预测（亿元） .....35

## 表目录

表 1:公司高管团队情况介绍.....	5
表 2:募投资金投向计划（亿元）（假设发售量调整权及超额配股权未获行使） .....	5
表 3: 销售及经销开支费用率拆分及与其他大众美妆集团营销相关费用率 .....	9
表 4:毛戈平线下会员政策.....	14
表 5:同店专柜收入增长情况.....	14
表 6:直营&经销专柜盈利模型.....	15
表 7:彩妆公司多数带有创始人 IP 属性，更接近奢侈品公司品牌定位.....	19
表 8: 培训业务的具体课程收费情况 .....	20
表 9:公司主要产品拼多多及天猫大促实际折扣率比较（元） .....	29
表 10:公司向前五大供应商采购额（万元） .....	32
表 11:公司在建产能及研发中心预计 2026 年完工.....	32
表 12:中国&全球 2023 年美妆品类 GMV TOP10（毛戈平彩妆在欧睿统计中未在前 10，存在一定误差） .	33
表 13:2023 年高端美妆品牌天猫护肤分品类销售占比情况.....	34
表 14:公司成本费用率拆分预测 .....	36
表 15:公司盈利预测简表.....	36
表 16:品牌公司估值对比表 .....	37

## 投资要件

### 关键假设

- 1、护肤业务增速快于彩妆业务增速，2025年护肤收入增速/彩妆收入增速分别为42.3%/30.0%；
- 2、线上业务增速快于线下业务增速，2025年线上收入增速/线下收入增速分别为45.4%/25.0%；
- 3、费用营销推广预计主要跟随线上业务变动，而物业费、装修、雇员等更多跟随线下业务变动。行政开支费用率长期看预计将伴随规模有效摊薄，近两年筹备上市在专业及咨询费存在一定支出，明年预计将有改善。

### 我们为什么与市场普遍观点不同

部分市场观点认为彩妆行业赛道规模较小，公司成长空间有限。2023年毛戈平彩妆GMV为20.59亿元，排名中国市场国产第2，综合多方数据，我们预计第一名彩妆品牌YSL的彩妆GMV约为毛戈平的2.5倍，成长空间依然充足。而毛戈平护肤GMV预计在15亿元左右，仍处于护肤品牌的初期快速成长期，远未触及天花板。国际高端美妆品牌的护肤销售更加集中在面霜、眼霜、精华、洁面等品类中，公司此前整体销售重点仍以大单品逻辑为主，未在系列化发展中过多投入，伴随公司规模扩大，护肤品类扩充势在必行，而公司高端产品及线下专柜心智已建立完成，预计在精华、面霜等品类中的品牌力将具备充分基础。

部分市场观点认为公司研发费率较低且采用ODM/OEM模式产品力偏弱。彩妆产品相较于护肤研发端追求的高功效（对应彩妆主要是效果差异），更有一部分产品力体现在对美学体系化的认知能力上。公司创始人毛戈平为彩妆行业领军人物，对亚洲尤其中国人化妆上对光影的需求深耕多年。优质ODM/OEM供应商保证了产品的基础，而公司通过由艺术委员会+核心研发团队的模式在产品研发上保留了对产品属性、功效和美学表现的决策权，具备核心壁垒。公司杭州自有产能以及研发中心已开始建设并预计2026年投入，此次募投项目也涵盖10%用于加强生产及供应链能力，9%增强产品设计及开发能力，后续公司护肤占比提高下预计将同步伴随研发及生产力的进一步投入。

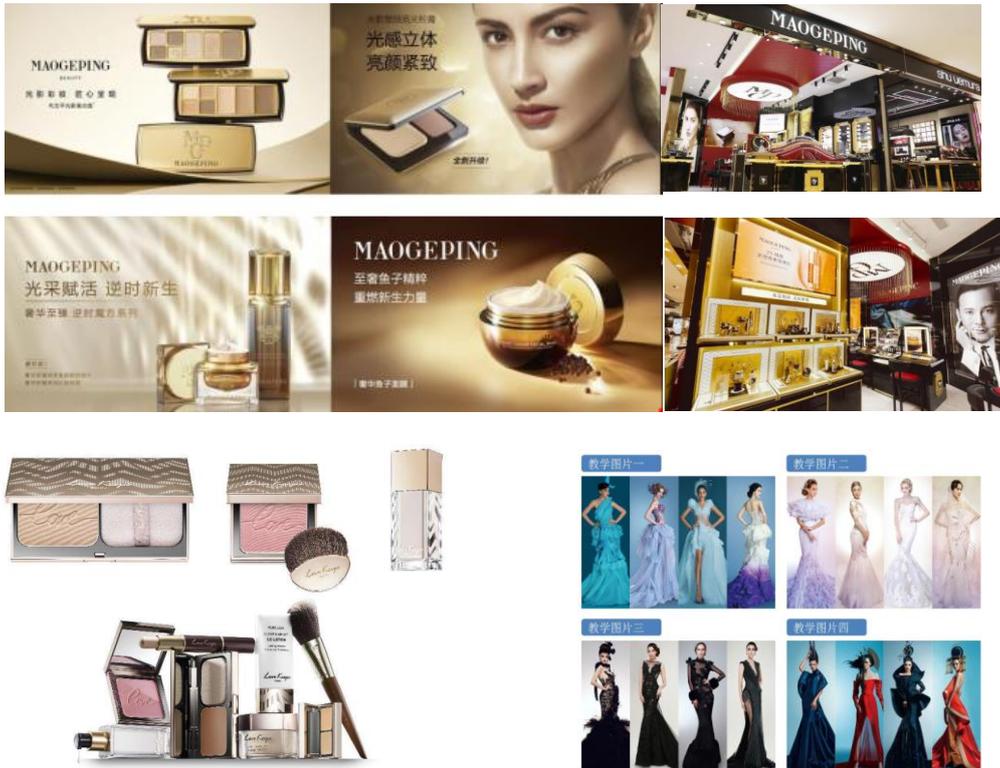
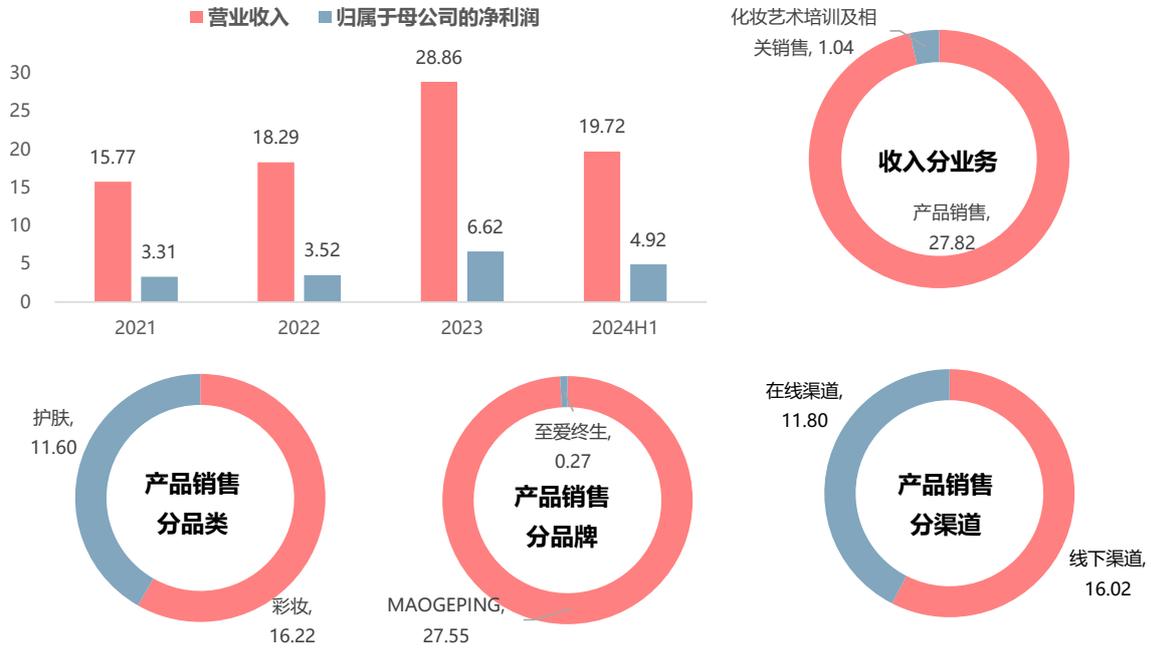
### 股价上涨的催化因素

若公司护肤业务在品类上成功拓宽，面霜精华等产品快速放量，将带动公司收入预期增速提升；线上渠道变化速度及放量节奏明显更快，若公司抓住机会在部分渠道出圈放量，则将带动公司收入预期增速快速提升；若公司费用投放效率持续领先，营销费用率提升显著低于预期，则将带动公司利润超预期提升。

### 投资风险

行业竞争性风险；费用投放超预期风险；升级推新低预期风险；创始人及管理层声誉风险。

图 1:2023 年公司业务情况一览（亿元）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

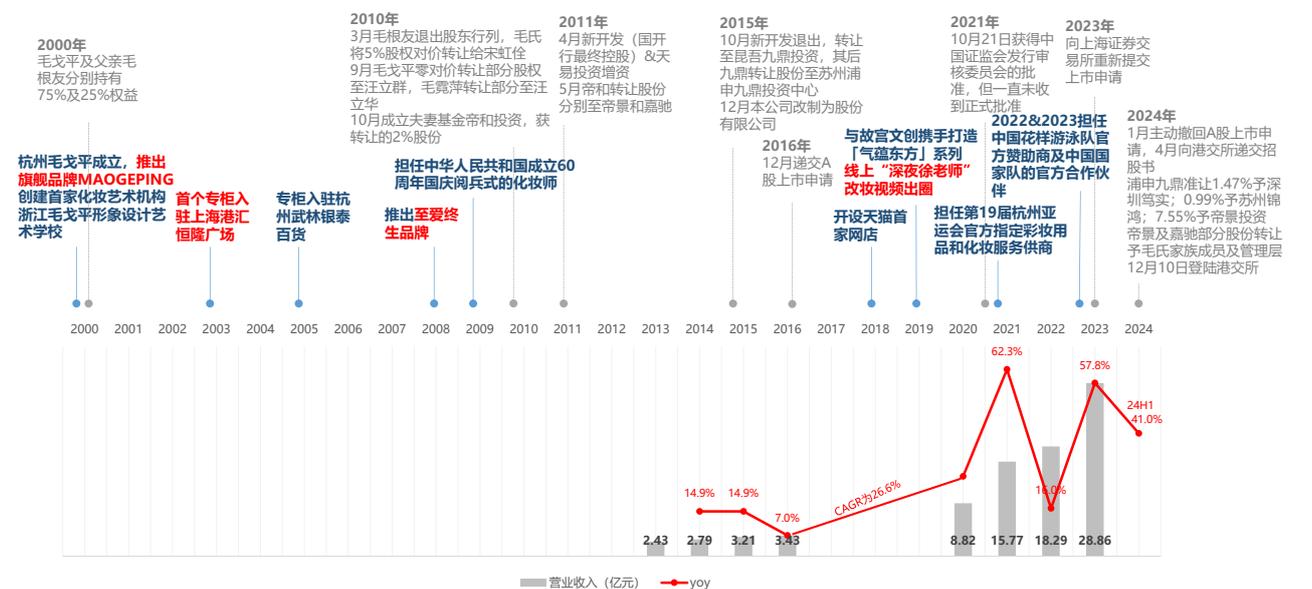
## 成立 24 年，打造中国高端美妆领军集团

### 家族管理模式，募投项目聚焦渠道品牌及海外外延等多维度

**定位中国高端美妆赛道，成长能力突出。**公司由化妆师毛戈平于 2000 年创立，同年创立首家化妆艺术机构-浙江毛戈平形象设计艺术学校。当前公司业务涵盖彩妆、护肤产品销售以及化妆艺术培训。公司旗舰品牌 MAOGEPING 于 2000 年推出，聚焦“光影美学”和“东方美学”，其中彩妆产品的建议零售价 200-500 元，护肤品建议零售价 400-800 元，是中国第一个高端美妆品牌且在所有国货品牌中处于领先地位。2008 年推出至爱终生品牌拓宽品牌组合，定位大众市场，建议零售价 120-380 元，2023 年主品牌销售占比达 99%。2023 年公司营收达到 28.86 亿元，同比增长 57.8%，其中彩妆销售 16.22 亿元，护肤销售 11.60 亿元，化妆艺术培训及相关销售 1.04 亿元，公司以“保持良好的肌肤状况是实现优化妆效果的基础”这一理念，贯彻“彩妆+护肤”战略，2024H1 营收继续高速增长 41.0%，势头强劲。

公司 2016 年首次递交 A 股上市申请，至 2024 年主动撤回后计划港交所上市，2016 年至 2023 年的 7 年时间内，公司营收从 3.43 亿元增长至 28.86 亿元，CAGR 为 35.6%，归母净利润从 0.53 亿元增长至 6.62 亿元，CAGR 高达 43.31%，成长性优异。

图 2:公司历史发展复盘



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**家族控股型企业，核心管理层保持稳定。**公司股权结构中毛氏家族持股比例较高，合计持股权益达到 74.67%（假设超额配售权未实施，下同），其中公司创始人、董事长及执行董事毛戈平先生与妻子汪立群构成一致行动人，合计二人控股的两个持股平台（嘉驰投资及帝景投资）共持股 47.88%，为联合控股股东。毛氏家族中另外持股人包括：

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

执行董事、副董事长兼资深副总裁毛霓萍（毛戈平大姐）；

执行董事兼资深副总裁毛慧萍（毛戈平二姐）；

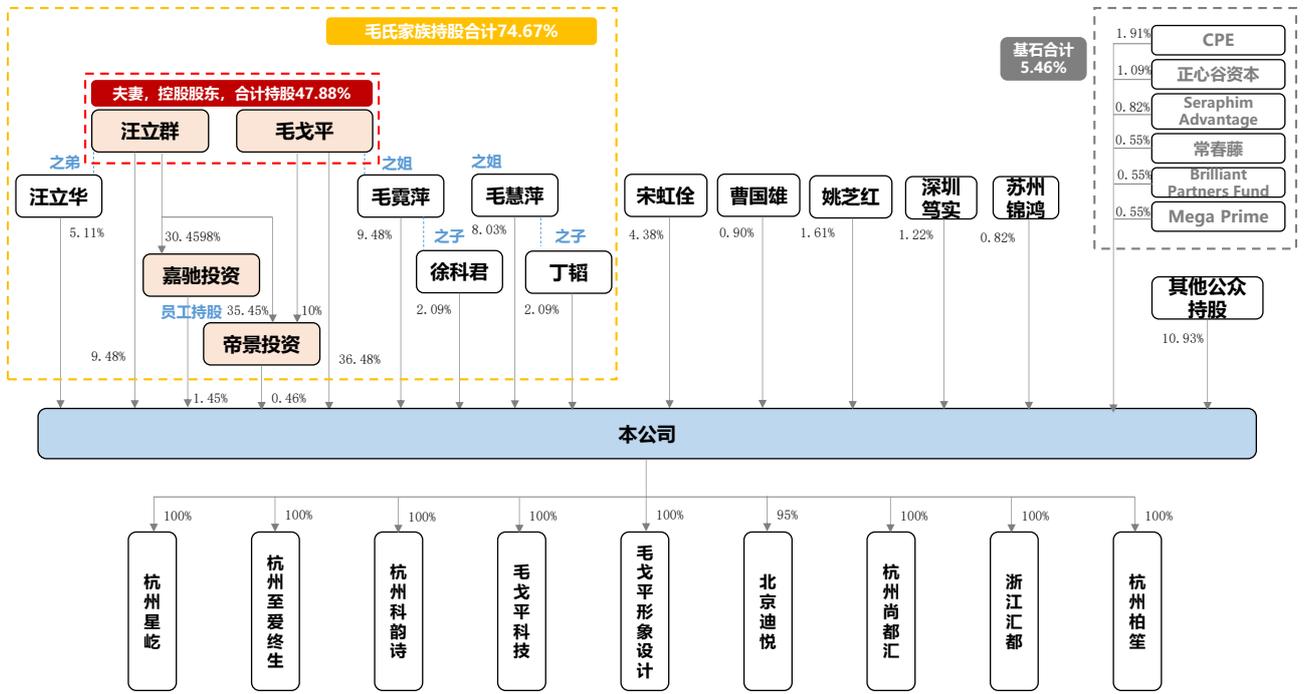
执行董事兼副总裁汪立华（汪立群弟弟）；

以及毛霓萍及毛慧萍之子徐科君和丁韬（未在高管名单）。

其他股东方面，2010年3月毛氏家族将部分股权对价转让至公司现任执行董事、公司总裁、MAOGEPING品牌事业部总经理宋虹佺（彼时担任MAOGEPING品牌总经理），较早期深度绑定核心管理人员。公司其他高管团队还包括2011年加入公司的徐卫国及2014年加入的董乐勤，两人通过嘉驰投资及帝景投资同样持有公司部分股权，核心高管层人员稳定，且利益绑定充分。

九鼎系正式退出，本次基石引入多家优质资本。2015年公司前期引入的新开发股东转让股份至九鼎系后退出，九鼎系持股占比达10%，至2024年1月，浦申九鼎将其于本公司所持权益全部出售，合计转让对价为7.3亿元，对应当时公司估值73亿元（按2023年净利润6.62亿元计算PE为11倍）。上市前公司的外部投资者主要包括曹国雄及姚芝红（此前天易投资的股东，天易退出后两人接手转让部分），以及深圳笃实和苏州锦鸿。此次港股IPO，公司基石部分融资额1亿美元，参与投资的机构包括CPE源峰，正心谷资本，ACCF Capital（由原L Catterton Asia合伙人王俊创办），常春藤资本，大湾区共同家园发展基金，Brilliant Partners Fund。

图 3:公司股权结构图（假设超额配股权未获行使）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

注：嘉驰投资由汪女士、董乐勤先生、毛霓萍女士及毛慧萍女士分别持有30.4598%、8.6208%、30.4598%及30.4598%权益；帝景投资由毛先生、汪女士、徐卫国先生、董乐勤先生、张建枫先生（人力总监。2024年4月从董事会离职）及刘顺祥先生（杭州科韵诗的副总经理）分别持有10%、35.45%、22.73%、18.18%、9.09%及4.55%权益

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**表 1:公司高管团队情况介绍**

姓名	年龄/岁	职务	加入集团时间	角色及职务	与其他监事及高管的关系
毛戈平	60	创始人、董事长兼执行董事	2000 年 7 月	领导及管理董事会，并负责本集团的整体业务战略和管理	汪女士的配偶、毛霓萍女士及毛慧萍女士的弟弟
毛霓萍	64	执行董事、副董事长兼资深副总裁	2000 年 7 月	负责协助董事长管理董事会日常工作及本集团业务管理，兼任至爱终生品牌的日常经营及品牌管理	毛先生及毛慧萍女士的姐姐
毛慧萍	62	执行董事兼资深副总裁	2000 年 9 月	负责协助董事长管理董事会日常工作及本集团整体业务管理，兼任毛戈平科技日常经营及管理	毛先生的姐姐及毛霓萍女士的妹妹
汪立华	51	执行董事兼副总裁	2002 年 9 月	负责制定及实施培训机构化妆艺术培训计划业务战略	汪女士的弟弟
宋虹伶	49	执行董事、公司总裁兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理	2002 年 10 月	全面负责 MAOGEPING 品牌市场运作及品牌管理，参与本集团重大业务决策和经营管理	
徐卫国	47	财务总监	2011 年 4 月	负责本集团的财务规划及管理	
董乐勤	41	董事会秘书、法务部负责人兼联席公司秘书	2014 年 12 月	监督本集团的整体法律事务，确保符合治理要求，并为董事会保存准确的记录	

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

募投项目中公司将继续在产品、渠道、品牌上加大投入，并计划考虑海外扩张及收购。暂不考虑超额配售权，公司此次所得款项总额为 23.37 亿港元，净额为 21.87 亿港元。其中 25% 将用于扩大公司的销售网络，20% 用于品牌建设活动，15% 为海外扩张及收购，10% 为加强生产及供应链能力，9% 增强产品设计及开发能力，6% 用于化妆艺术培训机构方面，以及 10% 用于营运资金及一般公司用途。

**表 2:募投资金投向计划（亿元）（假设超额配股权未获行使）**

募投资金	一级用途	募投资金	二级用途	具体内容
25% 5.47 亿元	扩大公司的销售网络	10%	扩大线下销售渠道	开设新品牌商店及专柜：计划在中国每年在百货商店新开设约 30 个专柜，及在海外每年开设约两至四个新专柜。此外，公司计划在未来三至五年在中国开设三间旗舰品牌 MAOGEPING 门店。
				升级现有专柜，以提高客户的购物体验；每年对约 70 至 100 个现有专柜进行升级及翻新；
		15%	扩大在线销售渠道	招募更多电商销售人员以支持公司不断扩大的在线业务 增加公司品牌的在线广告 从电商和社交媒体平台购买各种服务包
20%	品牌建设	10%	品牌及产品	组织化妆秀及产品发布会等线下活动

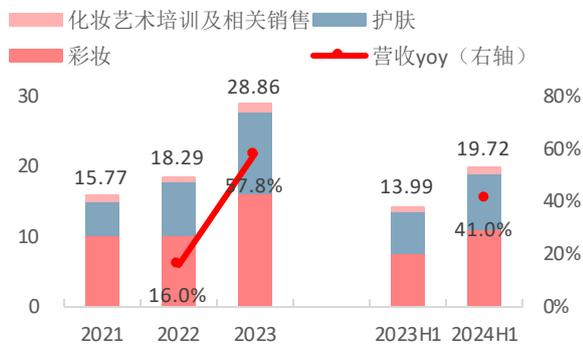
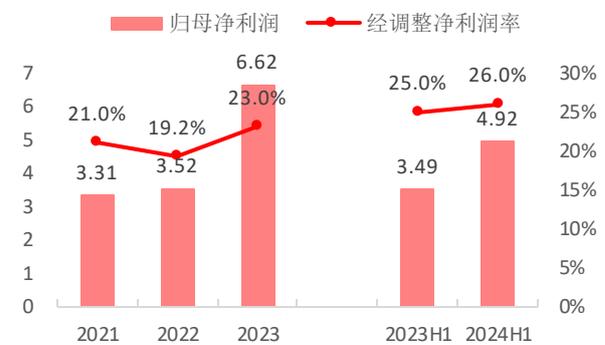
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

4.37 亿元	活动		营销活动	赞助高规格活动
		10%	基于内容的品牌及产品推广活动	与知名 KOL 合作，制作优质的宣传内容 制作宣传影片及纪录片
15% 3.28 亿元	海外扩张及收购	7.5%	海外扩张	在海外市场（特别是在欧洲、美国及亚太地区）建立公司品牌的知名度及开店； 通过在线线下渠道以及开展新产品发布会及 KOL 活动，提高公司在该等市场的品牌认知度 建立服务海外市场的自营官方网站。具体而言，公司计划推出融合光影美学和东方美学精髓，有关产品所用成分将为针对当地消费者鲜明特点和需求量量身定制的产品
		7.5%	中国及海外潜在的策略投资及收购机会	计划进行业务收购（包括股权或合伙投资及/或资产收购），重点将放在与公司的高端市场定位一致的目标上，该目标可为公司现有的产品类别提供互补产品，并在公司的供应链上拥有生产能力。例如，公司计划寻求合适的目标，在海外市场建立公司的研发中心和产品设计团队。该等目标应满足以下标准：(i) 产品研发能力；(ii) 生产能力；及 (iii) 盈利前景。
10% 2.19 亿元	用于加强生产及供应链能力，包括建设及扩建生产设施及供应链			
9% 1.97 亿元	增强产品设计及开发能力	5%	建立公司的研发中心，包括招募具有基础研究经验的产品开发人员、购买分析与检测设备及提高生产技术，该等举措将着重于从加强与 ODM 供货商在研发流程上的合作开始，逐步提升公司的研发能力。公司并未计划将该等资金用于公司杭州研发中心的建设，该研发中心已在建中并预计将在 2026 年底之前完工	
		4%	采用先进的产品配方及美学设计开发新产品及产品类别	
6% 1.31 亿元	化妆艺术培训机构	升级及扩大公司机构的设施及基础设施；开设化妆艺术工作室；招募更多培训师；制定新的培训课程；参加大型行业活动		
10% 2.19 亿元	营运资金及一般公司用途			

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

## 盈利能力行业领先，资产现金流表现优异

**2022年彩妆及线下业务受到一定影响，2023年后快速恢复。**2023年公司实现营业收入28.86亿元，同比增长57.8%，其中彩妆产品销售16.22亿元，+61.8%，护肤产品销售11.60亿元，+50.2%，化妆艺术培训及相关销售1.04亿元，+91.4%，彩妆及培训业务增速较高部分原因由于2022年线下消费受到冲击，外出减少对彩妆需求产生明显压制，2022年公司彩妆销售/培训业务营收分别同比下降2.3%/33.9%。2023年公司业务快速恢复，至2024H1公司实现收入19.72亿元，同比继续高增41.0%，其中培训业务0.72亿元/+82.1%增速最快；彩妆10.85亿元/+43.6%，护肤8.15亿元/+34.9%。盈利来看，2023年公司实现归母净利润6.62亿元，+88%，利润率提升显著至23%。2024H1归母净利润为4.92亿元，+41%，超过2022年全年，经调整净利润5.13亿元，调整净利润率达到了26.0%，盈利能力优异。

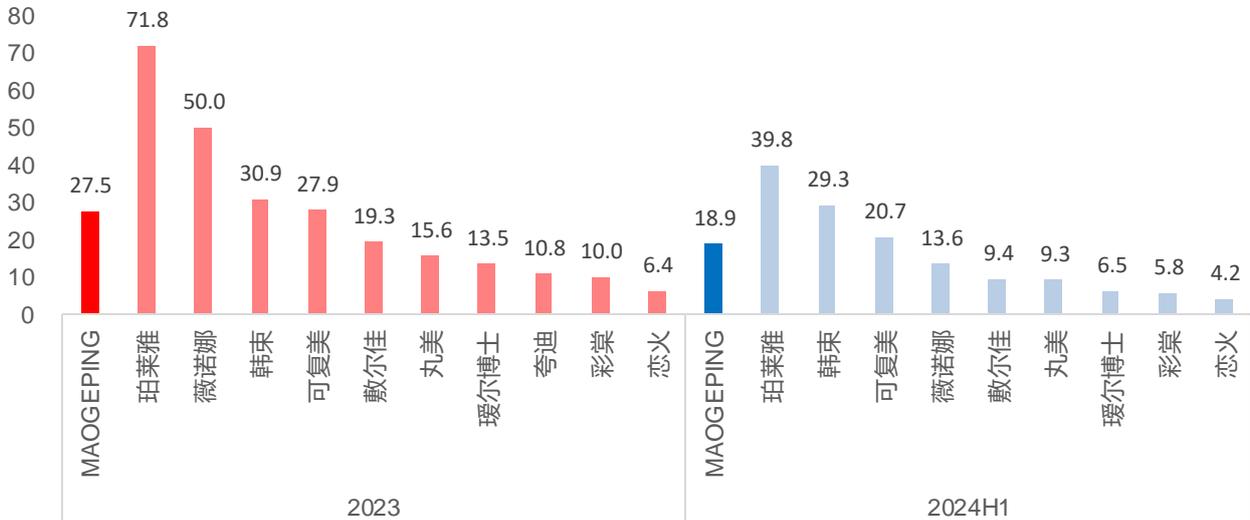
**图4:公司营业收入情况(亿元)**

**图5:公司归母净利润情况(亿元)**


数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

**主品牌体量预计迈入30亿收入俱乐部，在上市本土美妆企业中单品牌规模可观。**公司主品牌MAOGEPING2023年实现营业收入27.55亿元，+57.8%，2024H1收入18.87亿元，+40.1%，按照2023年上半年的营收比例关系，2024年主品牌预计35-40亿元收入规模。当前本土上市的美妆品牌中，珀莱雅2023年71.8亿元为单品牌最高，薇诺娜50亿元次之，考虑今年的增速，预计30亿元以上品牌还包括韩束(上美股份)及可复美(巨子生物)，公司单品牌规模已处于行业前列，该规模下品牌内部的系列化发展已具备基础，消费者认知充分，整体发展更为稳健。

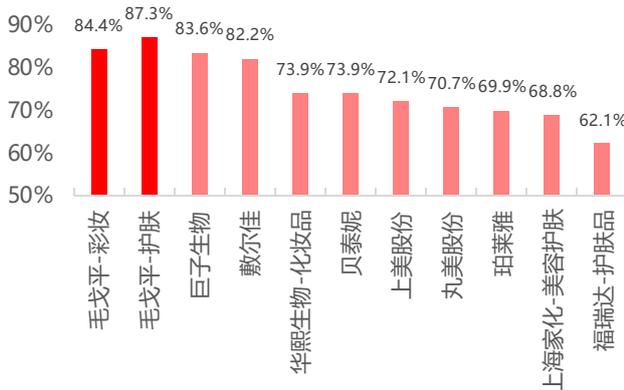
图 6:部分本土美妆上市公司主要品牌收入对比（亿元）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

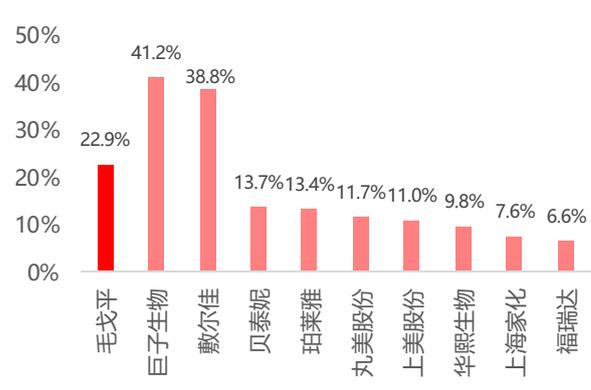
公司盈利能力行业内领先，高端定位品牌力突出。分业务来看，2023年公司彩妆业务毛利率84.4%，护肤业务毛利率87.3%，均高于可比上市公司同类业务水平，本土美妆企业普遍定位大众消费市场，价格带较低，而公司部分产品价格带与国际品牌接近，定价较高且折扣力度控制较优，综合使得毛利率显著领先。行业内毛利率次之的公司主要集中在：①拥有械字号敷料业务；②定位功能性护肤，该类型产品同样具备优质的品牌定价能力，因此毛利率较高，而大众护肤品的毛利率则普遍集中在70%左右。净利润率角度，2023年公司归母净利润率为22.9%，仅次于拥有械字号产品销售的巨子生物和敷尔佳，代表了高端品牌的高毛利率特性，盈利向净利润率的传导基本一致。

图 7:2023 年主要化妆品上市公司毛利率对比



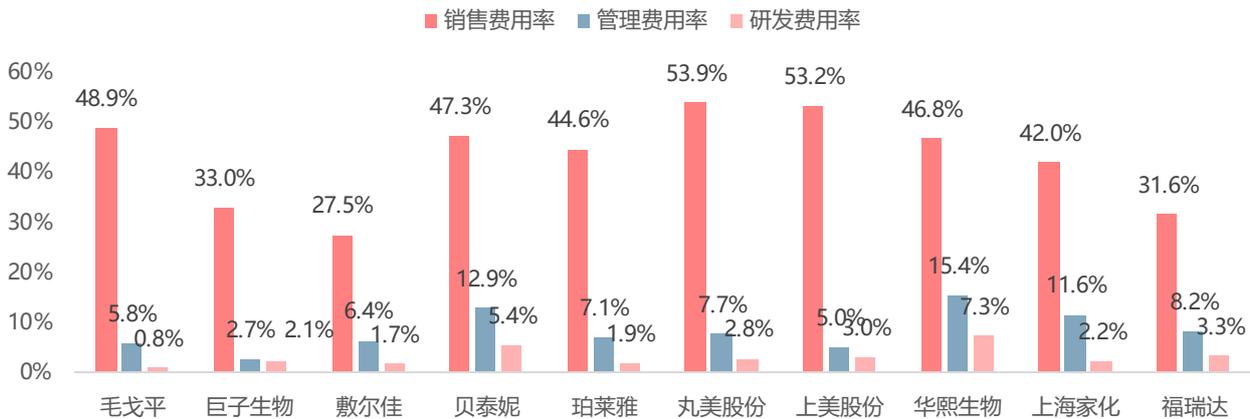
数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

图 8:2023 年主要化妆品上市公司归母净利润率对比



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

公司实际营销推广费不到20%，OEM模式下研发费用率相对较低。2023年公司销售及经销开支费用率为48.9%，与多数大众美妆企业销售费用率相对接近，高于巨子生物及敷尔佳。实际公司销售及经销开支费用中线下业务部分占比不低（人工+租金+装修），营销及推广开支占营收的比例2023年为19.3%，同比+1.8pcts，2024H1为22.1%，同比+4.4pcts，与其他大众美妆集团对应的费用率在30-40%左右相比明显较低，在当前行业普遍流量成本抬升下公司营销费用增长可控。预计后续伴随线上占比提升以及公司加大营销，该费用将持续上升，但营收规模同步提升下费用率整体预计仍将低于其他大众美妆集团。

**图 9:2023 年本土美妆上市公司三费情况对比**


数据来源：毛戈平招股说明书，Wind，中信建投证券

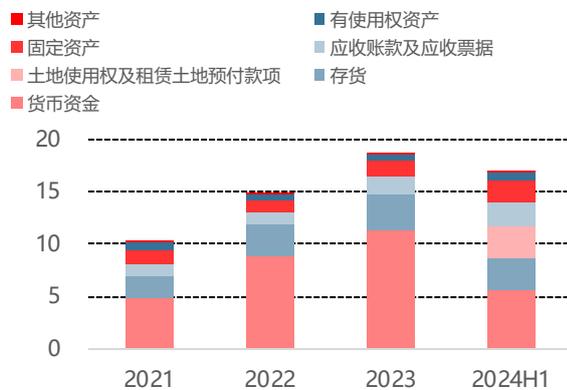
注：毛戈平管理费用率为行政开支费用率-产品开发费用率

**表 3: 销售及经销开支费用率拆分及与其他大众美妆集团营销相关费用率**

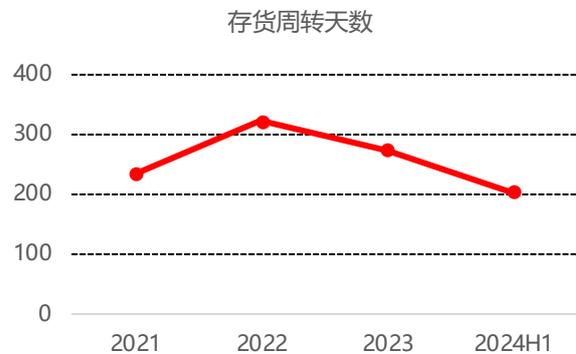
	2021	2022	2023	同比增减	2023H1	2024H1	同比增减
雇员福利开支	18.4%	19.3%	16.3%		16.5%	14.2%	
营销及推广开支	14.1%	17.5%	19.3%	1.8pcts	17.7%	22.1%	4.4pcts
百货商店及其他租赁物业费	11.2%	10.5%	9.3%		9.3%	7.8%	
折旧及摊销	2.1%	2.1%	1.6%		1.6%	1.2%	
专柜装修开支	1.0%	1.4%	0.8%		0.7%	0.8%	
其他	1.6%	1.7%	1.6%		1.2%	1.4%	
<b>销售及经销开支费用率总计</b>	<b>48.4%</b>	<b>52.6%</b>	<b>48.9%</b>		<b>47.0%</b>	<b>47.5%</b>	
<b>其他大众美妆集团营销相关费用率</b>							
珀莱雅-形象宣传推广费	36.1%	37.9%	39.7%	1.8pcts	37.9%	41.3%	3.3pcts
上美股份-营销及推广开支	28.5%	31.3%	41.4%	10.1pcts	38.1%	47.9%	9.8pcts
贝泰妮-渠道及广告宣传费	31.1%	30.6%	34.8%	4.2pcts	33.3%	33.9%	0.5pcts
丸美股份-广告宣传类	30.5%	37.9%	43.0%	5.1pcts	42.2%	46.8%	4.6pcts

资料来源：毛戈平招股说明书，Wind，中信建投证券

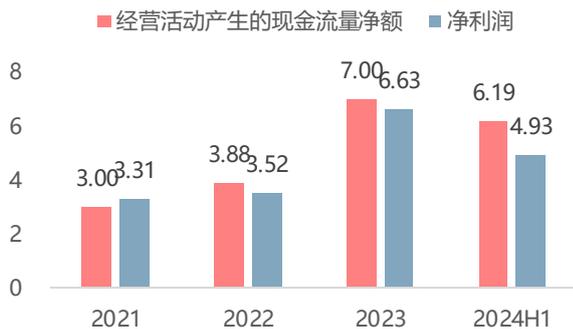
在手现金充裕,直销模式下现金流健康。截止2024年6月30日,公司总资产中以流动资产为主,占比64.1%,其中在手货币资金为5.53亿元,存货3.13亿元,公司分别在2021年、2023年以及2024H1进行了派息活动,使得2024H1货币资金较2023年底减少。非流动资产主要以土地使用权及租赁土地预付款项和物业,厂房及设备为主。由于公司采用OEM供应商模式,生产备货时间通常需要3-4个月时间,因此存货周转天数相对于其他自产自销公司相对较高,2023年为273.5天,2024H1下降至202.4天,约6.7个月,销售高增下周转加快。公司线下+线上直销业务收入占比达85%,且对多数经销商采取先款后货模式,因此公司经营性现金流净流入健康,2022年后持续高于净利润水平。

**图 10:公司资产主要构成情况 (亿元)**


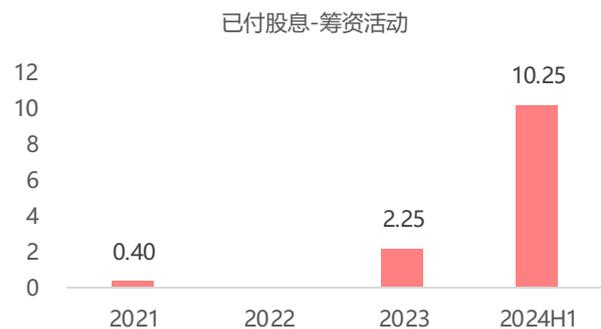
数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

**图 11: 公司存货周转天数 (天)**


数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

**图 12:公司经营活动现金流净额 vs 净利润 (亿元)**


数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

**图 13: 公司支付股息情况 (亿元)**


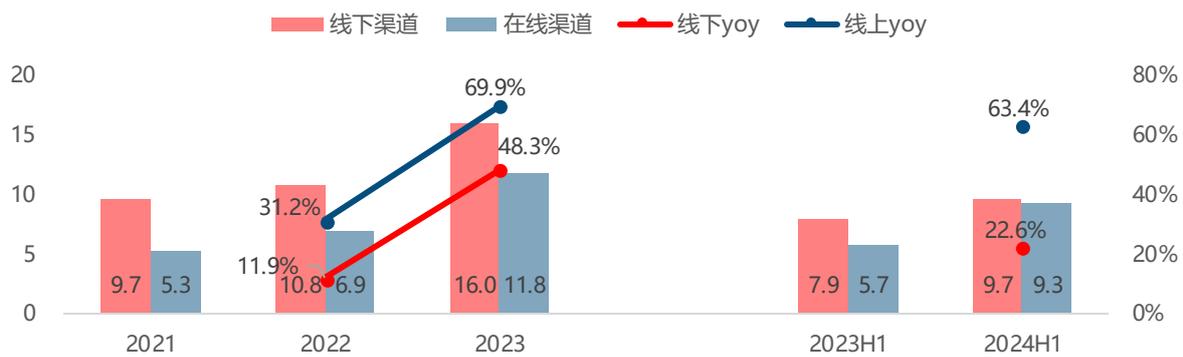
数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

## IP 属性加持营销，线上线下多渠道强势发展

### 线下打造优质会员体系，线上线下盈利情况优异

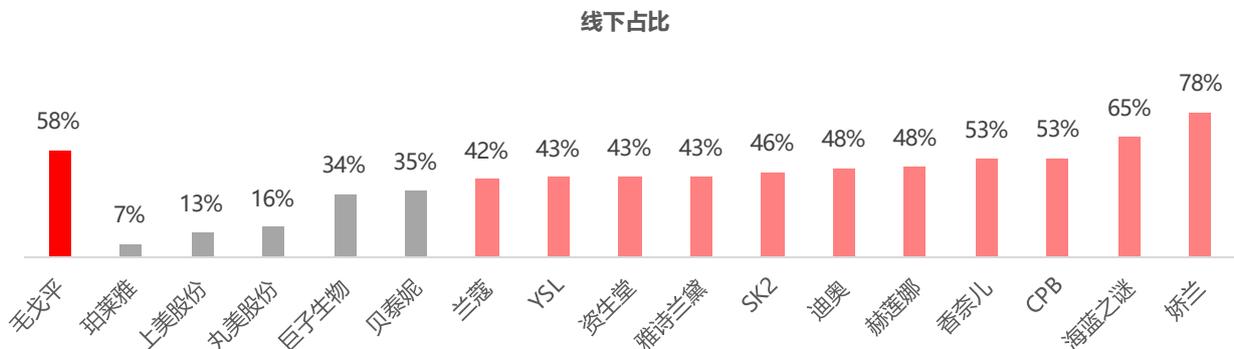
定位高端美妆市场，线下占比超过一半。公司产品销售业务渠道布局广泛，线下布局有自营专柜、线下经销商以及美妆零售商，线上涵盖天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台，线上经销主要为至爱终生品牌销售。2023 年公司线上销售 11.8 亿元，同比+69.9%，线下销售 16.0 亿元，+48.3%，线下销售占比 58%。2024H1 公司线上销售高增 63.4%，带动线上销售占比提升至 49.1%，预计伴随线上渠道持续发力，后续线上业务占比将超过线下业务。而同业比较来看，公司线下占比更加接近国际高端品牌水平，本土大众美妆品牌更多以线上销售为主。具体来看，根据弗若斯特沙利文统计，2023 年香奈儿、CPB、海蓝之谜、娇兰等国际品牌的线下占比超过 50%，头部高端美妆品牌基本也均在 40% 以上，而本土集团中，珀莱雅 2023 年线下占比仅为 7%，巨子生物&贝泰妮线下占比 30-40%，公司在线下的布局领先本土企业。

图 14:公司产品销售渠道分布（亿元）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

图 15:主要公司/品牌 2023 年线下渠道占比



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，公司公告，中信建投证券

注：国际品牌来自于弗若斯特沙利文报告的零售额占比，品牌名称对应为根据招股书表述预估  
本土公司来自于公司公告中的集团总收入占比

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

彩妆行业线上化率较护肤更高，可选属性更加明显。根据弗若斯特沙利文统计，2023年中国彩妆行业零售额中64%来自线上渠道，而护肤则为52%。从历史发展来看，2020年行业线下消费场景受到冲击，彩妆线上销售占比从2019年的48%快速提升至59%，此后均超过6成。伴随线上内容型平台的发展，彩妆行业由于具备更加直接的感官营销优势（护肤的效果较难瞬间呈现），渠道快速迭代。另一方面，彩妆由于具备出行属性，在2022年降幅相对更大，相较于护肤，叠加其可选属性更加明显，2023年尽管在低基数的加持下，行业增长也仅与护肤持平，较2021年高点仍有差距。

图 16:彩妆行业分渠道情况（亿元）

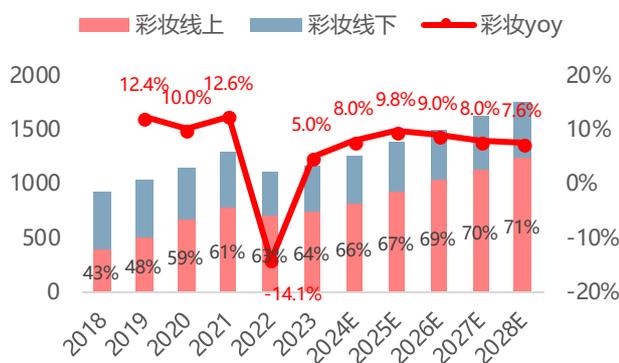


图 17: 护肤行业分渠道情况（亿元）



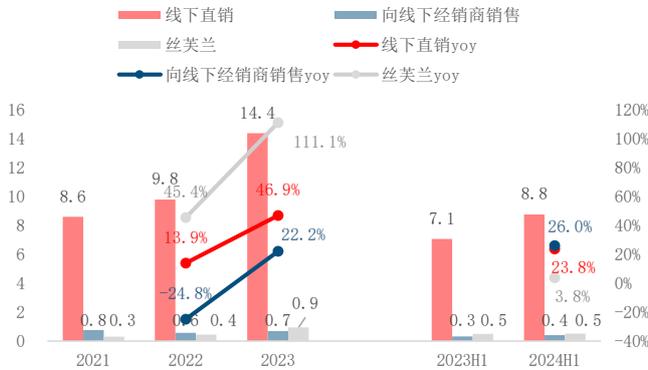
数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，中信建投证券

数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，中信建投证券

### 线下：线下本土美妆集团规模第一，自营为主构建服务生态

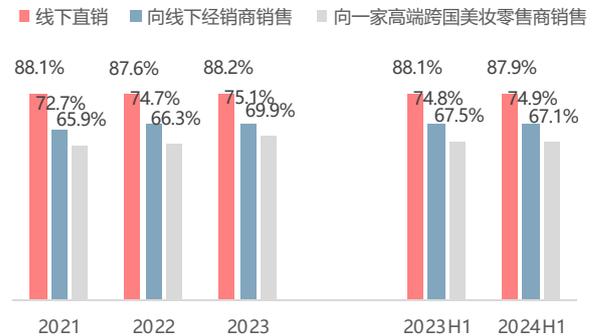
线下渠道显著领先本土美妆企业，直销为主把控品牌质量。2023年，公司线下零售额20.33亿元，在中国高端美妆品牌中排名第11位，为前15名中唯一的本土美妆品牌，在线下中国高端美妆份额占比为2.1%，第一名的兰蔻线下零售额达到90.70亿元，份额占比达9.5%。截至2024年6月30日，公司在全国的自营专柜数目为372个，在中国所有美妆品牌中排名第二。收入拆解来看，公司线下主要以直销模式为主，2024H1直销收入同比增长23.8%，占线下销售的比例为90.5%，线下经销以及向国际美妆连锁零售商（丝芙兰）销售分别占比4.2%/5.3%。直销为主的模式下，公司对专柜服务和销售具备高度管理能力，保证了多渠道产品的价格稳定性。2023年公司线下直销业务毛利率高达88.2%，持续保持在高位，经销模式毛利率也在70%以上，整体盈利能力优异。

图 18:公司线下渠道营收拆分 (亿元)



数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

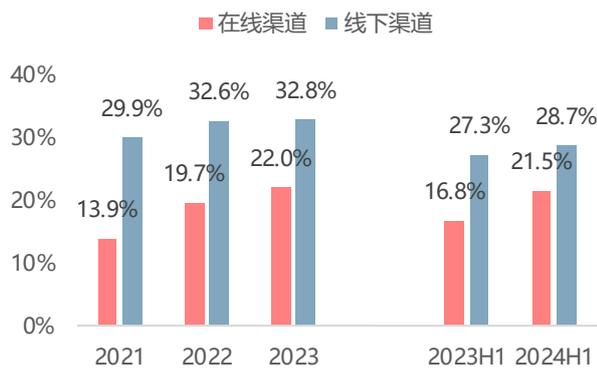
图 19:线下各渠道毛利率情况



数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

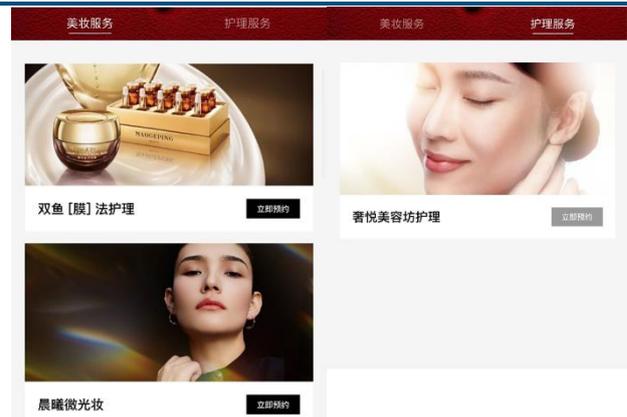
**线下会员生态完善, 品牌心智建立成熟。**至 2024 年 6 月 30 日, 公司的在线及线下会员忠诚度计划的注册会员总数达到 1240 万人。MAOGEPING 品牌百货专柜渠道采取了会员模式对消费者进行管理, 2020 年开始公司 MAOGEPING 品牌微信商城的消费者也纳入会员管理体系。公司对线下专柜会员进行分级管理, 初级美妆会员注册即可享受线下美妆服务一次, 后续根据消费额不同升级获得更高权益, 其中消费 1800 元达到风尚会员即获得一年内 8 次美妆服务 (线上消费无法同步享受)。MAOGEPING 通过线下服务场景的构建深度绑定了线下消费者, 高级会员形成了跟线上消费群体的区隔。公司会员线下渠道复购率 2023 年达到 32.8%, 而线上则为 22%, 2022 年风尚及以上会员复购率超 80%, 高复购高客单的模式使得单柜收入在行业线上化率持续提升下依然保证了增长。

图 20:毛戈平会员复购率统计



数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

图 21:会员小程序预约界面



数据来源: 毛戈平公众号, 中信建投证券

**表 4:毛戈平线下会员政策**

会员等级	22 年末在 册人数/万 人次	会员准入	后续服务				退出机制	
			消费累积及风尚币 购物	妆容定制	生日特享	其他		
美妆会员	254.65	专柜任意现金消费，或微信公众平台绑定	消费金额仅作晋级累积	4 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次				
风尚会员	12.61	满 1,800 元	专柜现金消费每满 10 元=1 风尚币；生成风尚币需次日；风尚币生效后，再次消费可享 1 风尚币抵用	累计 8 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次	眉妆定制	生日月首单购买享 2 倍风尚币（首单）	优先受邀享新品体验	会籍有效期内（美妆会员长期，其余 12 个月），再次累积消费与本级别同等金额后，保持当前等级身份；未满足则降级至相应等级，直至美妆会员
白金风尚会员	4.93	满 4,800 元	1 元现金购买金额（风尚币长期有效，会籍降级至美妆会员，风尚币清零）；团购订单不计入风尚币计算及使用；	累计 12 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次		积累上限 500 币），免费领取会员专属生日礼	优先受邀享新品体验，一对一专属护肤顾问	
至尊风尚会员	3.64	满 8,800 元		累计 24 次；再次消费单笔金额满 800 元加赠 1 次				

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

成熟门店均贡献收入超 400 万，单柜收入增长显著超行业平均。2023 年公司同个专柜（经营超 12 个月）平均收入达 430 万元，在 2022 年线下场景存在一定影响下同比增长 35.9%（2022 年依然有 7% 的增长）。2024 年行业增速回落，社零化妆品上半年增速仅 1.0%，而公司同个专柜收入平均增长达 18.1%，明显领先行业。专柜费用主要集中在人员薪酬、租金以及折摊，2022 年公司直营专柜经营利润率达 36.3%，经销专柜达 32.7%，综合考虑总部费用及税收，预计公司线下业务利润率可以达到 20% 左右，行业内领先。同时公司配备的超过 2,700 名美妆顾问也对传播品牌具备重要作用。

**表 5:同店专柜收入增长情况**

	2021	2022	2022	2023	2023H1	2024H1
同个专柜数目（个）		230		277		312
同个专柜收入总额（亿元）	7.32	7.83	8.79	11.94	6.55	7.74
同个专柜平均收入（万元）	320	340	320	430	210	250
同个专柜同比收入平均增长		7.00%		35.90%		18.10%

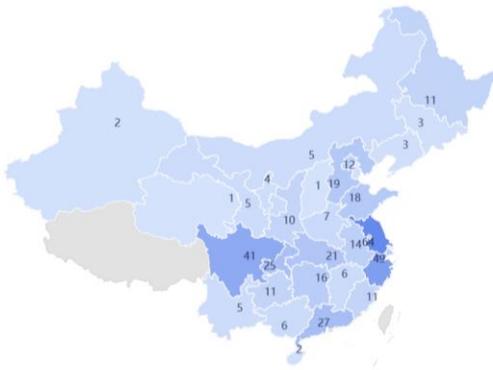
资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**表 6: 直营 & 经销专柜盈利模型**

万元	2021	2022	同比增长	2021	2022	同比增长
	直营专柜			经销专柜		
专柜数量 (个)	303	322	6.3%	26	27	3.9%
专柜平均营业面积 (m <sup>2</sup> )	29.07	31.12	7.0%	25.12	26.7	6.3%
专柜平均装修支出	24.26	25.92	6.8%	20.7	22.57	9.1%
平均员工人数 (人)	5.54	6.06	9.3%	4.09	3.75	-8.3%
专柜平均收入	220.94	237.31	7.4%	103.75	109.13	5.2%
专柜平均营业额				182.56	182.81	0.1%
<b>综合毛利率</b>	<b>85.53%</b>	<b>85.22%</b>	<b>-0.3pct</b>	<b>82.84%</b>	<b>82.13%</b>	<b>-0.7pct</b>
专柜平均费用	101.45	112.46	10.9%	49.8	52.43	5.3%
-专柜平均人工薪酬	71.29	79.65	11.7%	41.02	42.18	2.8%
-专柜折旧摊销	6.68	8.31	24.5%	4.73	6.33	33.9%
专柜平均营业利润	84.36	86.17	2.2%	34.49	35.7	3.5%
<b>专柜平均营业利润率</b>	<b>38.2%</b>	<b>36.3%</b>	<b>-1.9pct</b>	<b>33.2%</b>	<b>32.7%</b>	<b>-0.5pct</b>

资料来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

除单柜增长外, 公司计划每年新增 30 家专柜门店。截止 2024 年 12 月 9 日, 官网专柜共可查询到 416 家, 从数量来看, 专柜数量最多的省份为江苏 (64 家), 其次为浙江 (49 家), 同时川渝两省合计 50 家专柜也较为集中。与其他高端化妆品专柜相比, 一方面公司在二线以上城市布局仍有较大空间, 尤其一线城市当前仍较低, 另一方面从物业角度, 公司单柜收入提升下预计在同一物业的更优地段以及更好地段上也将具备话语权。

**图 22: 毛戈平专柜全国分布情况**


数据来源: 公司官网, 中信建投证券

**图 23: 毛戈平专柜分城市等级分布情况**

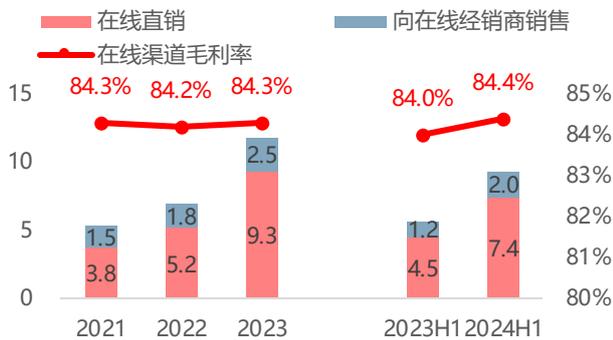
城市等级	专柜数量 (个)
新一线	135
二线	100
三线	77
一线	50
四线	27
五线及以下	27
<b>总计</b>	<b>416</b>

数据来源: 公司官网, 中信建投证券

## 线上：优质内容助推营销，抖音渠道适配度凸显

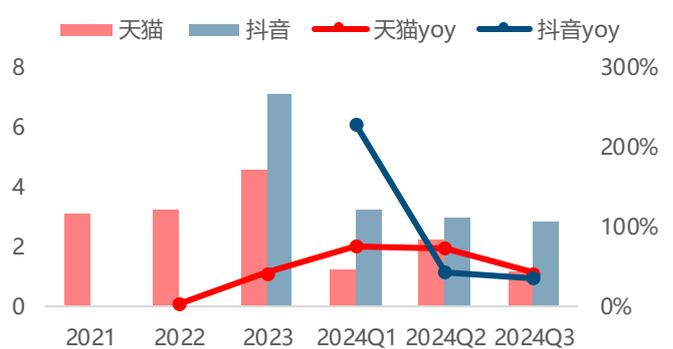
线上业务主要以直销为主，抖音渠道强势增长。公司在线经销商主要为副牌“至爱终生”销售，主品牌 MAOGEPING 主要以线上直销为主。2024H1 公司在线直销收入 7.37 亿元，同比高增 62.9%，2023 年全年增长 80.5%，持续放量。根据久谦及飞瓜数据，主品牌 MAOGEPING2023 年抖音 GMV7.12 亿，天猫 4.61 亿，公司线上以抖音渠道为主。2024 年双十一期间，毛戈平天猫活动周期内位居彩妆品牌榜单第 8 位（天下网商数据口径），国货第 3，抖音活动周期内彩妆/香水榜单第 2 位，国货第 1（蝉妈妈数据）。且公司在线渠道毛利率持续保持在 84% 以上，在行业低价促销内卷的背景下，公司价格带保持稳定，品牌力得到验证。

图 24:公司线上渠道营收拆分（亿元）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

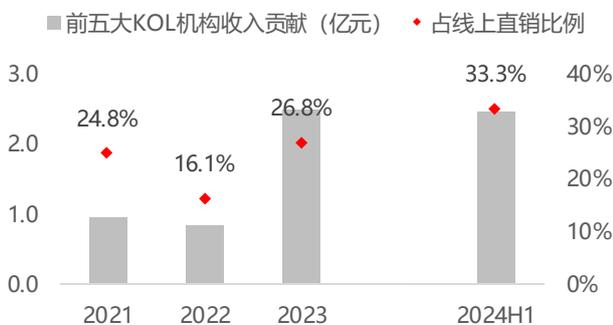
图 25:天猫&抖音 MAOGEPING 销售额情况（亿元）



数据来源：久谦，飞瓜，中信建投证券

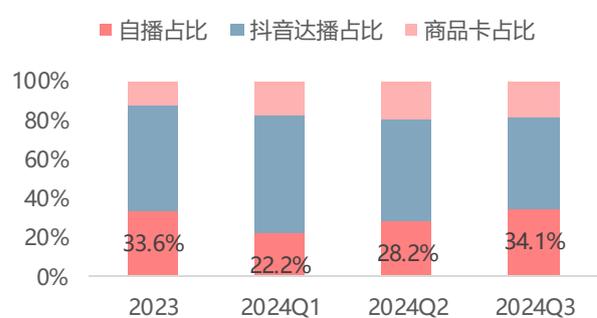
彩妆对线上营销的内容创作能力要求更高，公司自播能力优异。彩妆由于具备明显的使用前后对比差异，因此内容型种草及直播销售较护肤效率更高，但反面也催生了较为激烈的竞争（白牌通过夸大化营销可以获得极速增长的规模），另一种模式下部分品牌通过明星/达人输出内容，虽然更易获得销售但也较为不稳定。公司 2023 年前五大 KOL 机构收入贡献占线上直销的比例为 26.8%，2024H1 提升至 33.3%，整体可控。抖音销售方式中，2024Q3 自播比例为 34.1%，达播为 46.9%，而商品卡则为 19.0%，2024 年双十一期间，公司自播比例提升至 44.89%，达播仅为 31.88%，下半年以来抖音加大了达播推送力度，行业内品牌达播比例普遍有所提升，而公司自播起量快速，证明了其优异的自产内容能力，增长具备健康持续性。

图 26:公司前五大 KOL 机构收入贡献情况



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

图 27:抖音各带货方式占比



数据来源：飞瓜，中信建投证券

图 28:2024 年以来抖音自播&达播带货情况统计

达人	销售额	销量	达人	销售额	销量
MAOGEPING 毛戈平官方旗舰店 美妆 粉丝数: 363.2w 带货口碑: 4.9	1.6亿	45.5w	田田瓜 美妆 粉丝数: 93.3w 带货口碑: 4.9	5300.6w	28.8w
毛戈平官方旗舰店护肤直播间 美妆 粉丝数: 32.9w 带货口碑: 5.0	8840.5w	11.7w	陈三废姐第7号早8点迪士尼童装羽绒服专场 生活 粉丝数: 4332.6w 带货口碑: 4.8	4156.6w	18.5w
毛戈平美妆官方旗舰店直播间 美妆 粉丝数: 31.6w 带货口碑: -	7237.7w	17.5w	郭小胖呀 生活 粉丝数: 692.6w 带货口碑: 5.0	4094.1w	5.0w
毛戈平官方旗舰店底妆直播间 美妆 粉丝数: 11.2w 带货口碑: -	3512.0w	9.3w	井唐彩妆 美妆 粉丝数: 138.0w 带货口碑: 4.6	3827.8w	17.8w
毛戈平官方旗舰店光影直播间 美妆 粉丝数: 1.5w 带货口碑: -	199.2w	6767	与辉同行 生活 粉丝数: 2535.4w 带货口碑: -	3224.6w	9.9w
毛戈平官方旗舰店色彩直播间 粉丝数: 5898 带货口碑: -	47.8w	1719	林直0 美妆 粉丝数: 66.9w 带货口碑: -	2916.1w	7.2w
MAOGEPING 毛戈平教育旗舰店 美妆 粉丝数: 62.0w 带货口碑: 4.9	35.2w	865	田恬ttyilia 网红美女 粉丝数: 114.5w 带货口碑: -	1558.9w	6.4w

达人层级	达人数	销售额	销量
头部达人	73 1.23%	1.6亿 16.70%	49.7w 14.40%
肩部达人	158 2.67%	1.48亿 15.44%	66.7w 19.31%
腰部达人	648 10.96%	1.97亿 20.54%	90.8w 26.30%
潜力达人	5025 84.98%	9438.1w 9.86%	52.9w 15.32%

数据来源: 飞瓜, 中信建投证券注: 数据为 2024.1.1-2024.12.4

## 化妆师个人 IP 为彩妆行业发展常态，借互联网东风提升品牌声量

创始人的化妆师身份对品牌认知具有重要意义，妆教出圈使得品牌认知度更上一层楼。公司创始人毛戈平先生于 1983 年 7 月至 1998 年 7 月在浙江省越剧团任职化妆师，1994 年加入《武则天》剧组，凭借给刘晓庆做出横跨 15 岁-80 岁的妆容造型在 1995 年电视剧播出后成名，后续持续在多部大热剧中担任化妆师工作，至 2000 年成立以个人为命名的美妆品牌。毛戈平先生早期通过书籍以及全国发行的化妆艺术教学 VCD 等方式持续进行理念传播和推广，2019 年前后部分线上博主将早期教学视频上传，在 B 站上获得超百万播放量。2019 年同年，美妆博主“深夜徐老师”的毛戈平改妆视频全网出圈，带动各大化妆师进入改妆赛道，2020 年毛戈平正式入驻 B 站，8 月素人改妆视频至今获得超 260 万播放量，持续的高质量内容输出使得消费者对品牌产生消费心智，且该营销方式较难被复制，具备独特性和稀缺性。

图 29:毛戈平化妆师 IP 加持品牌出圈



数据来源：微博，B 站，中信建投证券

彩妆公司多数带有创始人 IP 属性，更接近奢侈品公司品牌定位。实际上对于个人 IP 的品牌，部分观点认为存在较大风险，实际上美妆个人 IP 一般分为两种类型，一种为明星/垂类达人创立品牌，目前最为成功的为蕾哈娜创立的 Fenty Beauty，但实际上该类型品牌极为不稳定，因为其品牌心智与个人流量绑定极为明显，本身明星/达人的生命周期较短，使得购买群体的追逐效应也具备强烈的周期性。而另一种是以化妆师为主的彩妆品牌，其更多绑定的是化妆师对美学的概念认知，具备稳定性和专业性。实际上国际知名彩妆品牌多数均以创始人名字命名，个人 IP 色彩强烈。相比较而言，护肤品命名在该属性中偏弱，主要由于护肤品更加强功效和成分，而非技巧或定位。在个人 IP 这一领域，彩妆反而更加接近奢侈品的命名方式，也侧面表明，彩妆在消费者中具备更强的品牌认知性，这也是国际品牌在中国市场仍具备较大头部份额占比的原因之一。因此公司 IP 属性在正常运营下并不会带来不稳定的流量，反而是提升消费者认知的重要方式。

表 7:彩妆公司多数带有创始人 IP 属性, 更接近奢侈品公司品牌定位

彩妆公司									
品牌	MAOGEPING	Bobbi Brown	植村秀	Charlotte Tilbury	NARS	MUF	Laura Mercier	PONY	彩棠
创始人	毛戈平	Bobbi Brown	Shu Uemura	Charlotte Tilbury	François Nars	Dany Sanz	Laura Mercier	Pony	唐毅
奢侈品公司									
品牌	爱马仕	迪奥	香奈儿	LV	Gucci	卡地亚	YSL	阿玛尼	
创始人	Thierry Hermès	Christian Dior	Gabrielle Bonheur Chanel	Louis Vuitton	Guccio Gucci	Louis-François Cartier	Yves Saint Laurent	Giorgio Armani	
护肤品公司									
品牌	修丽可	适乐肤	欧邦琪	薇姿	巴黎欧莱雅	兰蔻	海蓝之谜	雅诗兰黛	
创始人	皮肤科医生 Richard Fitzpatrick 和 Michael Goldman	美国皮肤科医生和医学研究人员	美国皮肤科医生 Zein	美容学家 Georges Guerin 和皮肤科医生 Haller	欧仁舒莱尔	Armand Petitjean	美国物理学家麦克斯·贺伯	雅诗·兰黛和丈夫约瑟夫·兰黛	

资料来源: 公司官网, 中信建投证券

## 培训业务持续输出品牌理念, 收入贡献稳定

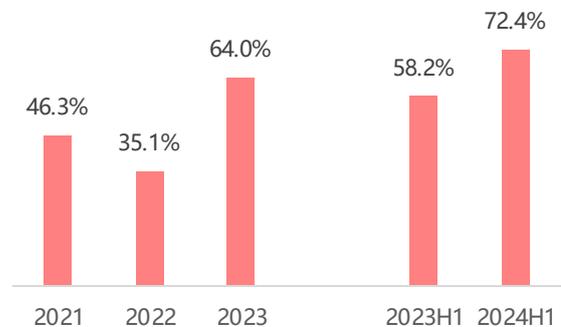
毛戈平化妆学校为中国最大的化妆艺术培训机构之一, 收入端贡献已过亿。公司目前在全国(包括杭州、北京、上海、成都、深圳、重庆、武汉、青岛和郑州)创办了九所化妆艺术机构。根据弗若斯特沙利文的资料, 按 2023 年课程参与者报读人数计, 这一全国性的化妆培训服务网络使毛戈平艺术学校成为中国最大的化妆艺术培训机构之一。2023 年公司化妆艺术培训及相关销售产生的收入为 1.04 亿元, 大幅增长 91.4%, 2024H1 该业务收入贡献 0.72 亿元, 同比继续高增 82.1%, 占公司总收入的比例为 3.6%。

图 30: 化妆艺术培训及相关销售收入及增长(亿元)



数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

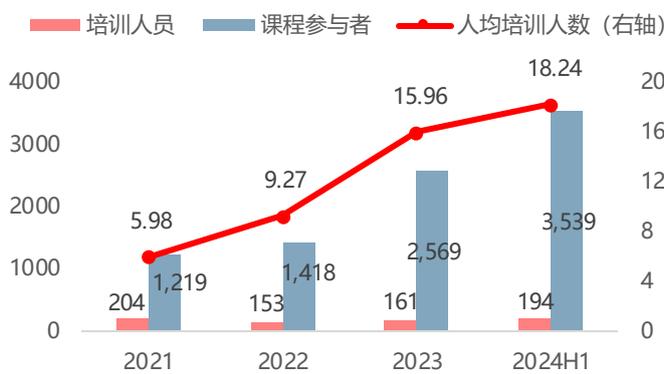
图 31: 化妆艺术培训及相关销售毛利率



数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

培训业务具备美学理念传播的潜在作用，对塑造品牌定位具有积极帮助。截至2024年6月30日，公司的培训机构有194名培训人员及3539名课程参与者，课程参与人数及人均培训量均创新高。公司提供从半个月到18个月的不同类型化妆课程，价格从3500-34800元，多样化的课程设计匹配不同程度的化妆师以及美妆爱好者。目前毕业学员主要去向有：通过社会招聘就职于剧团、影视单位等需要化妆师的公司或机构；从事婚庆、时尚模特、高端摄影及电视台等文艺团体的外接活动；通过参加化妆品企业的校内招聘，在化妆品企业从事销售等工作，如阿玛尼、雅诗兰黛、植村秀等；自主创业。公司在教学中同步传播化妆艺术方面的深厚知识和毛先生的美学理念，大量学员人才为品牌在专业性上的定位提供明显助益。

图 32:毛戈平培训业务人员及课程参与者人数（人）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

图 33:部分化妆学院情况对比

东田造型	毛戈平	玫珂菲
新妆造型班 10960元 学习3个月	创意造型课程 14800元 学习3个月	时尚新娘课程 25800元 学习2个月
现代人物形象设计 25980元 学习6个月	时尚生活课程 16800元 学习4个月	专业彩妆师研修课程 69000元 学习5个月
影视与时尚人物设计 38980元 学习1年	化妆造型课程 18800元 学习6个月	时尚彩妆大师班 138000元 学习9个月
	形象设计与艺术创意 27600元 学习1年	
	影视人物创意 32800元 学习1.4年	

数据来源：小红书（ID：木子的化妆日记），中信建投证券

表 8: 培训业务的具体课程收费情况

课程名称	学制	学费（元）	是否颁发培训证书
形象设计与艺术特色课程	1.5 年	33,800/34,800	
形象设计与艺术创意课程	1 年	27,800/28,800	
化妆造型全科课程	6 个月、5 个月	17,800-19,800	经考核合格颁发毕业证书
时尚生活课程/美妆课程	3.5 个月、3 个月	13,800-15,800	
创意造型课程/时尚美妆课程	2.5 个月、2 个月	14,800/9,800	
基础生活化妆阶段	1 个月	6,500	
时尚晚礼化妆阶段	1 个月	6,500	
时尚新娘造型阶段	1 个月	6,500	
专业造型阶段	0.5 个月	3,500	经考核合格颁发结业证书
艺术平面创意阶段	1 个月	8,500	
T 台创意阶段	1 个月	8,500	
美甲课程	0.5 个月	3,500	
光影彩妆艺术课程	1 个月	8,500	

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

## 高端定位打造彩妆及护肤双赛道，品类产品延展空间充足

### 行业：底妆赛道品牌力突出，延伸布局高端护肤具备强心智力

彩妆行业规模为护肤的 1/4，但较护肤更具备高端消费心智。根据沙利文统计，2023 年我国彩妆行业零售额达 1168 亿元 vs 护肤行业规模 4630 亿元，预计 2026 年突破 1500 亿元，规模来看较护肤偏小，但其中高端彩妆 2023 年达 471 亿元，占比 40%，而 2023 年高端护肤的占比仅为 32%，且预计高端彩妆市场 2023-2028 年复合增速将达到 10.8%，高于高端护肤的 9.6%。彩妆相较于护肤，其具备更强烈的情感及社交属性（展现自我，个性体现），高端品牌更加具备一定的消费属性壁垒，品牌溢价能力更强。

图 34:彩妆行业大众 vs 高端份额变化（亿元）



图 35: 护肤行业大众 vs 高端份额变化（亿元）

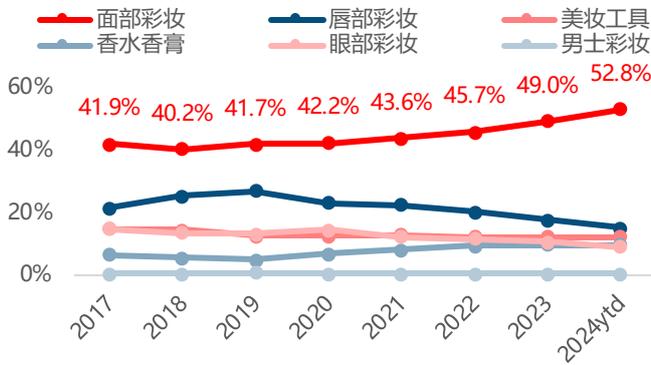


数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，中信建投证券

数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，中信建投证券

面部彩妆占据彩妆市场半壁江山，底妆赛道产品力突出。根据久谦数据统计，2023 年面部彩妆占天猫彩妆香水的销售额比例达到 49%（2018 年仅为 40.2%），2024 年前 10 个月已达到 52.8%，超过一半，面部彩妆占比持续提升，而唇部彩妆占比出现较为明显的下降，至 2023 年为 17.6%。更具体来看，面部彩妆中，粉底液排名第一在彩妆香水整体中占比超过 10%，其次为隔离霜占比 9.6%，BB/CC 霜（气垫一般划分在该类目）以及粉饼分别为 8.1%/4.2%，前四大品类全部为核心底妆类产品（以修饰整体肌肤为主要目的）。该产品与色彩类产品不同的是，消费者在色号的基础上，更加追求肤感效果以及持续表现力（更类似护肤），因此品类复购性以及产品力天然性更强，对品牌来讲一般也是价格带核心体现的彩妆类产品。

图 36:天猫彩妆香水二级分类占比变化情况



数据来源: 久谦, 中信建投证券

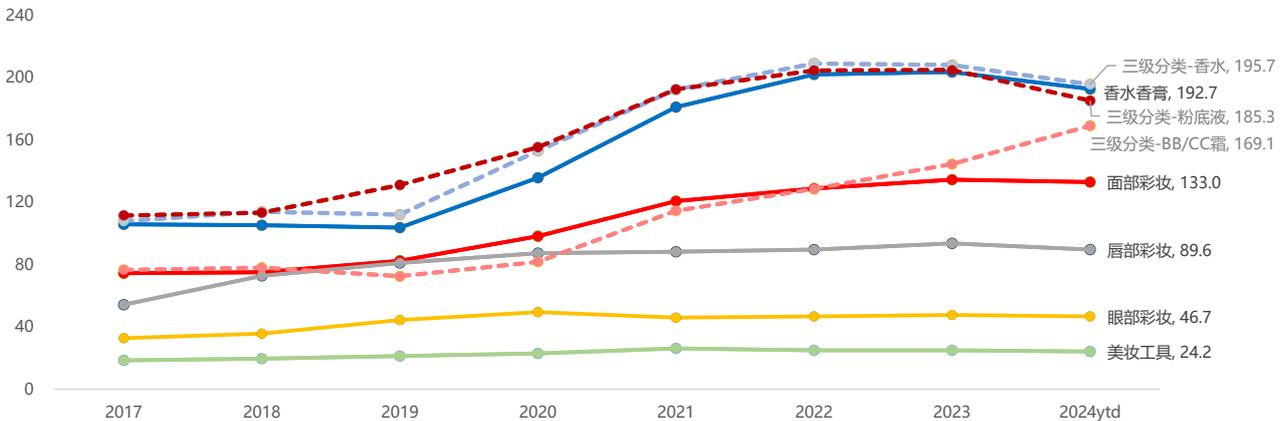
图 37: 2023 年天猫彩妆香水三级分类占比

面部彩妆49.0%		唇部彩妆17.6%		眼部彩妆10.6%	
粉底液	10.6%	唇膏	8.1%	眼影	3.4%
隔离霜	9.6%	唇釉	7.4%	眉笔	2.8%
BB/CC霜	8.1%	唇泥	2.0%	睫毛膏	2.0%
粉饼	4.2%	唇笔	0.1%	眼线笔	2.1%
蜜粉散粉	5.4%	美妆工具12.0%		卧蚕笔	0.2%
彩妆套装	3.0%	假睫毛	1.9%	香水香膏	9.6%
遮瑕	2.3%	其他工具	1.7%	香水香膏	9.6%
腮红	1.8%	化妆刷	1.7%	男士彩妆	0.4%
定妆	1.8%	粉扑	1.4%	男士彩妆	0.4%
修容	1.4%	美甲工具	1.2%	其他	0.8%
高光	0.8%	其他	4.1%	其他	0.8%

数据来源: 久谦, 中信建投证券

香水及面部彩妆均价领先, 气垫类产品价格力提升显著。根据久谦对天猫产品均价的统计, 2023 年彩妆香水分类下, 香水香膏产品均价最高为 203.7 元/个, 面部彩妆为 134.6 元/个, 较唇部彩妆及眼部彩妆明显更高。面部彩妆中粉底液 204.9 元/个为最高, BB/CC 霜为 144.5 元/个次之。2024 年前 10 个月数据来看, 多数品类均价有所下行, 但 BB/CC 霜均价进一步提升至 169.1 元/个 (部分原因可能与活动加大单链数量有关), 其在底妆品类中的消费趋势明显。气垫类产品从消费者端具备使用简便、易于携带等优势, 而从产品端来看, 气垫类产品更换频率更快, 议价能力更好, 品类发展路径优异。

图 38:天猫彩妆各品类件均价变化情况 (元/个)



数据来源: 久谦, 中信建投证券

毛戈平品牌为中国高端美妆第一品牌, 与国际品牌规模相比增长空间充足。根据沙利文数据统计, 2023 年中国高端美妆集团零售额排名中毛戈平以 35.5 亿元排名第 7, 市场份额为 1.8%, 第一名为欧莱雅集团, 零售额 399.3 亿元, 市场份额 20.6%, 3 名以后份额均小于 10%, 10 名以后低于 1%, 集团角度高端美妆集中较为明显。具体到品牌端, 毛戈平品牌排名第 12 位, 为前 15 名中唯一的国货品牌, 第一名兰蔻零售额为 217.3 亿元, 份额 11.2%, 整体高端美妆品牌市场集中度虽较整体市场更集中, 但多数品牌份额仍较低, 市场竞争较为充分。

图 39: 2023 年中国高端美妆集团零售额排名 (亿元)

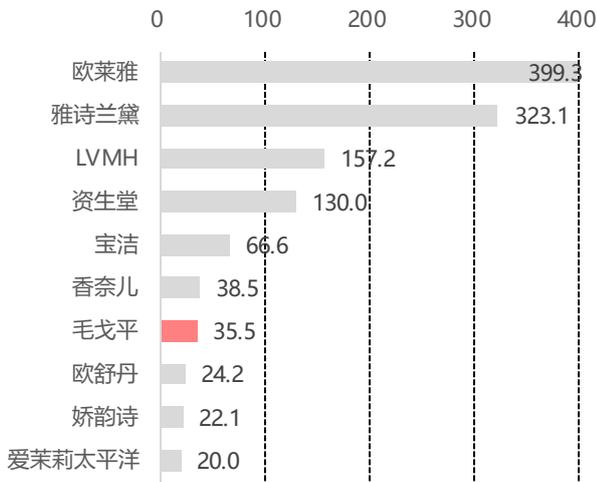
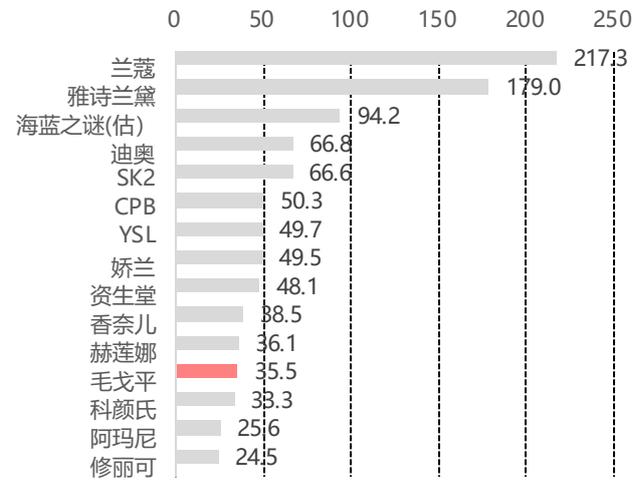


图 40: 2023 年中国高端美妆品牌零售额排名 (亿元)

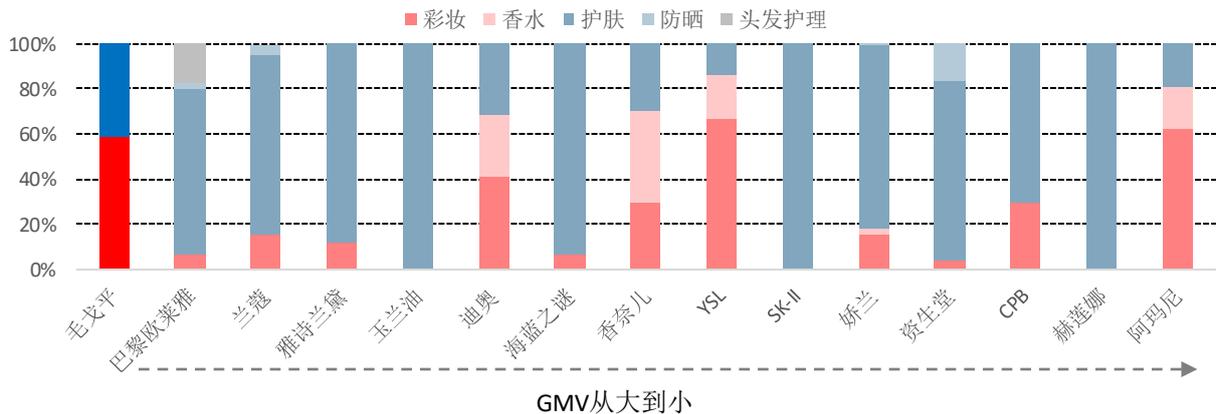


数据来源: 毛戈平招股说明书, 弗若斯特沙利文, 中信建投证券  
注: 国际品牌来自于弗若斯特沙利文报告, 品牌名称对应为根据招股书表述预估

数据来源: 毛戈平招股说明书, 弗若斯特沙利文, 中信建投证券  
注: 海蓝之谜为招股书中品牌 C 的预估, 根据欧睿其为高端第三品牌, 但创立年份无法对应招股书描述 (按照该描述的 NARS 规模差距过大)

从头部美妆企业来看, 高规模往往需要护肤销售规模较高或多品类协同发展。由于护肤行业总规模空间相对较大, 因此头部国际品牌的规模多数主要依赖护肤业务, 其中百亿 GMV 的品牌中, Olay, SK2 几乎全部为护肤业务贡献。其余头部品牌中, 迪奥、香奈儿、YSL 等护肤、彩妆、香水三类业务发展较为均衡, 整体在中国市场的规模同样可以达到百亿量级。对比来看, 毛戈平当前护肤业务有一定规模但占比仍为超过 50%, 未来护肤业务预计增量空间充足。

图 41: 毛戈平 vs 头部国际品牌分品类中国美妆市场占比情况

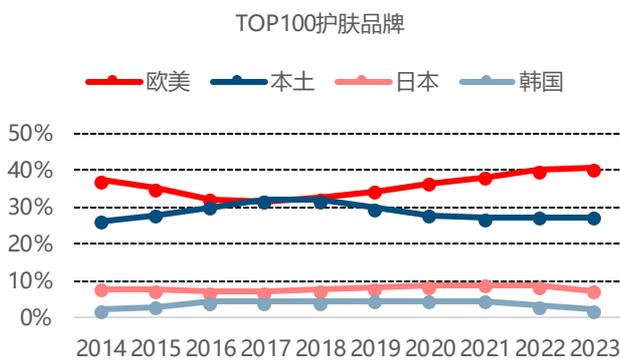


数据来源: Euromonitor, 中信建投证券注: 毛戈平采用招股书收入占比数据, 其余为欧睿 GMV 数据

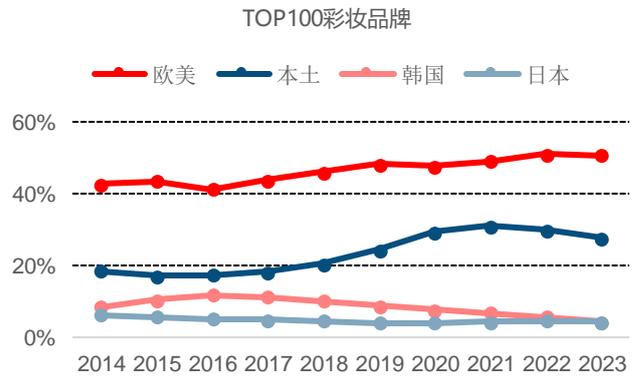
国产替代是近年来行业持续探讨的话题, 实际上国产大盘整体并未实现全面增长。根据欧睿数据统计的 TOP100 美妆品牌销售额 (彩妆仅统计 TOP94) 占比变化来看, 护肤类目从 2019 年至 2023 年的本土份额并未

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

延续此前线下高增势头反而有一定下降，韩系自 2022 年开始明显份额下滑，日系则是自 2023 年开始显著回落，与之相对的是欧美系护肤品牌自 2017 年开始持续份额提升，至 2023 年已占据整体市场 40.5% 的份额（若仅计算 TOP100 的份额则高达 52.2%，超过一半）。而对于**彩妆**，2016-2020 年本土势头强劲提升显著，但近两年再度下滑，彩妆市场日韩相对式微，欧美品牌份额保持强劲，总市场占比 50.8%，在 TOP100 中占比 58.3%。本土的份额变化与市场判断可能存在一定差异，本质上由于优质龙头的高速发展使得部分观点形成了线性外推，实际上中腰部品牌竞争激烈，中小品牌生存难度持续存在，而对于欧美小众品牌则更易获得品牌曝光和消费者认知，国产替代还未全面实现。

**图 42: 中国护肤市场 TOP100 品牌分地区份额变化**


数据来源：欧睿，中信建投证券

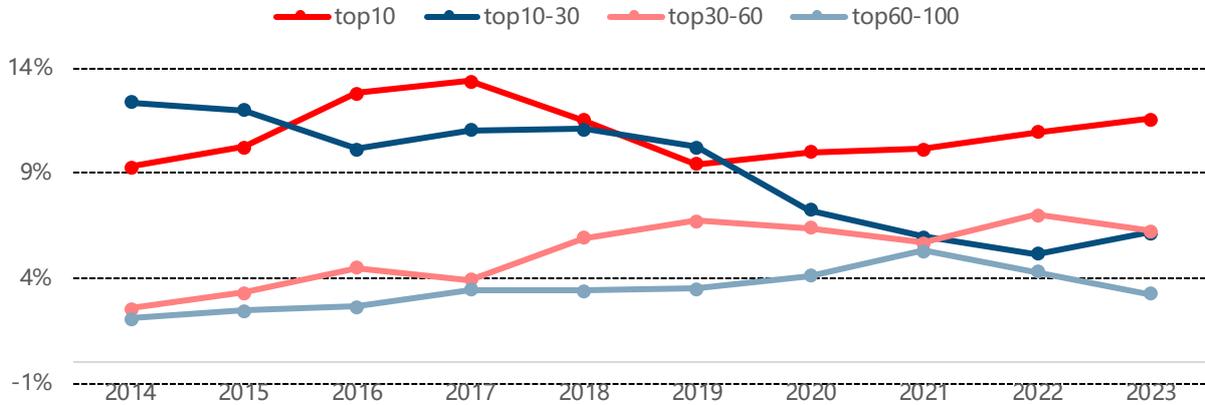
**图 43: 中国彩妆市场 TOP100 品牌分地区份额变化**


数据来源：欧睿，中信建投证券注：彩妆实际仅 TOP94 统计

具体分档来看国产品牌的份额变化：

**护肤：**TOP10 的本土品牌份额过去 10 年间最高点为 2017 年的 13.4%（占大盘总份额）当年销售额 TOP10 的本土品牌为百雀羚、自然堂、萃雅（无限极公司旗下品牌）、佰草集和完美（广东中山完美公司旗下品牌），可以明显发现头部主要集中在强线下零售或销售网络为主的品牌上。而 2018 年起线上渠道快速发展，该类型品牌线上转型速度较慢，份额丢失明显。至 2020 年珀莱雅及薇诺娜冲进前 10（前两名仍为百雀羚和自然堂），带动头部本土品牌份额重回占比提升通道，但暂未回到 2017 年的水平。对于 TOP10-30 这个档位，2019-2022 年本土品牌份额则更是持续下降，2023 年回到 2021 年水平但依然较低。TOP30-60 份额相对稳定，TOP60-100 的本土份额至 2021 年均持续在增长，近两年有一定下滑，表明 2021 年前新玩家持续进入，近两年行业变弱后新玩家也有一定减少。前期“0-1”参与者较多且较容易获得增量（TOP60 门槛 GMV10 亿左右），而当品牌达到一定规模在向头部发展的过程中（TOP30 门槛 GMV20 亿左右），行业竞争更加艰难，且该档位内的海外品牌基本具备一定的消费者基础和认知，本土品牌不进则退，因此理解本土份额的变化不仅是替代逻辑，更多还是自身产品和品牌力持续向上的过程。

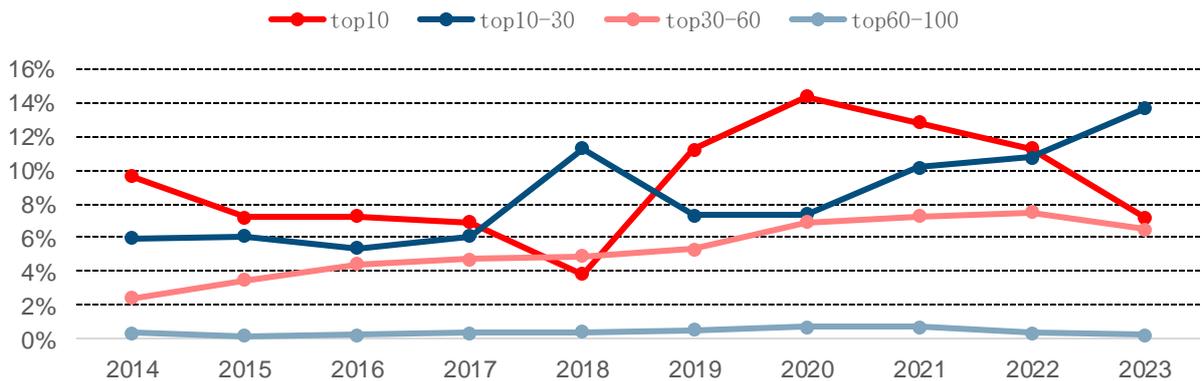
图 44: 中国市场本土品牌各排名档护肤 (Skin Care) 销售份额占比



数据来源: Euromonitor, 中信建投证券

**彩妆:** 彩妆的情况与护肤则存在显著不同, TOP10 份额正是从护肤下落的 2019 年前后开始快速提升, 至 2020 年达到最高的 14.3% 当年 TOP10 的本土品牌为完美日记、花西子及卡姿兰 (中国香港), 行业当时融资热情高涨, 彩妆规模上升较快数据增量显著, 因此在线上大战中快速堆高规模。而伴随融资潮褪去, 自 2021 年起 TOP10 本土份额快速下降, 至 2023 年仅为大盘的 7.2% 不足 10% (品牌仅剩花西子&卡姿兰), 欧莱雅集团则前 10 占 4, 品牌力持续。不同与护肤的是, 彩妆 TOP10-30 档中本土品牌份额提升显著, 彩妆由于更加强调即时性的感官刺激和变化, 对营销的依赖度也会较护肤更高 (产品力差异不高)。因此新锐品牌凭借 1-2 个出圈产品较为容易快速增长, 而这也正是本土品牌擅长的快速打法模式。但迈入头部过程中, 同步考虑费用问题以及难以保持持续稳定的推新和产品成功, 因此相较于品牌背书及产品上市多年的国际品牌存在明显弱势, 头部集中度较差。

图 45: 中国市场本土品牌各排名档彩妆 (Colour Cosmetics) 销售份额占比



数据来源: Euromonitor, 中信建投证券

## 产品：彩妆+护肤均衡布局，核心品牌高端定位明晰

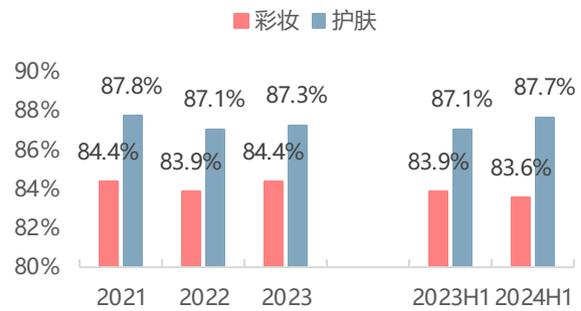
毛利率行业领先，彩妆护肤双业务同步高增。公司产品销售业务中 2023 年彩妆实现收入 16.2 亿元，同比 +61.8%，护肤 11.6 亿元，同比 +50.2%，2022 年彩妆需求受到出行影响冲击，公司彩妆业务收入同比下降 2.3%，2023 年在出行恢复下快速提升。2024H1 彩妆业务已实现收入 10.9 亿元，同比继续高增 43.6%，全年预计迈入 20 亿俱乐部，而护肤业务 8.1 亿元，同比增长 34.9%，全年预计迈上 15 亿台阶。从定价能力来看，公司护肤业务毛利率 2023 年达到 87.3%，行业内领先，公司高端产品的布局使得毛利率维持高位，2024H1 同比 +0.6pcts 至 87.7%，行业折扣竞争加剧下护肤业务仍稳定价格带。彩妆业务 2023 年毛利率 84.4%，较大众彩妆同样更加优异，2024H1 同比 -0.3pct 至 83.6% 整体可控。

图 46:公司彩妆及护肤营收情况（亿元）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

图 47:公司彩妆及护肤毛利率水平



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**核心品牌定位高端产品，彩妆品类布局相对完善。**公司目前包含两个品牌运营，其中主品牌毛戈平 2023 年销售额 27.55 亿元，主要产品集中在 200-800 元之间，定位高端，副线品牌至爱终生为 0.37 亿元，占比相对较低，目标客户主要为追求性价比的消费者。截止 2024 年 6 月 30 日，公司两个品牌的产品组合共计包括 387 个单品，其中彩妆 337 个，护肤 50 个（其中 2023 年初公司毛戈平品牌拥有 203 款单品，41 款化妆工具，至爱终生拥有彩妆单品 121 款，化妆工具 13 款，护肤单品 7 款）。MAOGEPING 核心彩妆单品为光感无痕粉膏系列 2024H1 实现零售额超 2 亿元，护肤品奢华鱼子面膜超过 4.5 亿元，全年有望成为过 10 亿大单品。以气垫及涂抹式面膜为对比，公司产品实际单价普遍高于其他本土产品，在国际产品中处于高端及大众的中间价格带，既具备高端心智，价格带也明显部分承接了国际品牌的降级需求。

图 48:公司两大品牌定位及主要产品

### MAOGEPING BEAUTY

**粉底**

**高光阴影**

**眼妆**

**唇妆**

**护肤品**

### Love Keeps Beauty 至爱·终生

**明星单品**

MAOGEPING	至爱终生
目标客户	注重质量、奢华与独特性的消费者
产品类型	彩妆及护肤品
主要产品的建议价格范围	200元-800元
营销策略	主要通过精选的百货商店专柜和其他线下和在线销售渠道销售

数据来源：毛戈平招股说明书，天猫，中信建投证券

图 49:MAOGEPING 气垫&面膜同类产品对比

产品	图片	规格	天猫成交均价	单价 元/g ml
气垫产品				
海蓝之谜光焕变气垫		12g*2	1307.5	54.5
YSL圣罗兰粉气垫		12g*2	655.6	27.3
毛戈平鱼子菁无瑕气垫		14g*2	382.2	13.7
欧莱雅黑胖子气垫		14g*2	226.0	8.1
PL看不见气垫		14g*2	208.0	7.4
花西子好气色气垫		13g*2	185.9	7.1
彩棠TIMAGE小圆管气垫		15g*2	209.0	7.0
爱敬气垫bb霜		14g*2	125.5	4.5
玛丽黛佳种子气垫		15g*3	189.0	4.2
涂抹面膜产品				
伊菲丹超级面膜		50ml+10ml*5	1800.0	18.0
修丽可色修面膜		60ml	655.7	10.9
Fresh馥蕾诗红茶睡眠面膜		100ml+15ml*3	850.0	5.9
毛戈平鱼子菁面膜		65g*2+15g*2	753.3	4.7
菲洛嘉十全大补面膜		100ml	300.9	3.0
可丽金大膜王		3g*66	298.0	1.5
米蓓尔蓝绷带面膜		130g+30g*3+6g*2	146.0	0.6

数据来源：炼丹炉，中信建投证券 注：产品按照天猫同类产品销售额居前选取部分产品

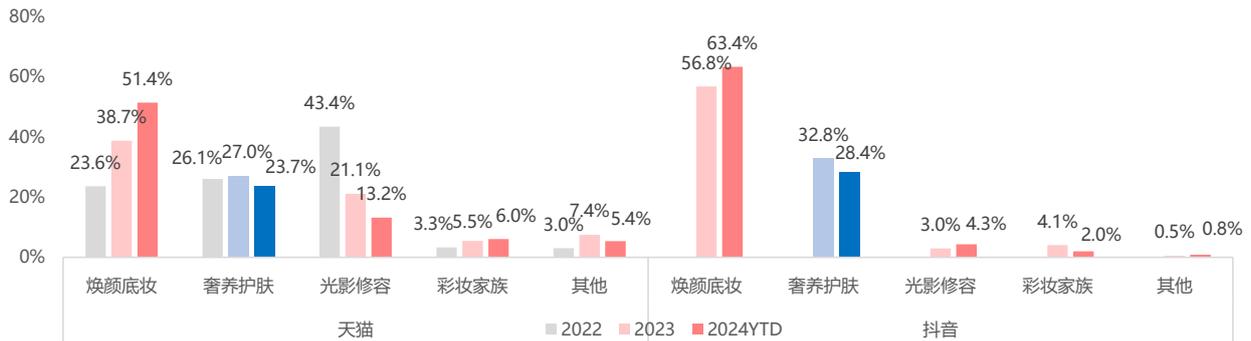
线上彩妆产品占比更高，抖音产品销售相对集中。我们对天猫及抖音公司的产品销售占比进行了统计：

**天猫：**2024年1-10月天猫 MAOGEPING 底妆类产品销售额占比约 51.4%，其中小金扇粉饼今年快速起量，销量占比超过去年的鱼子气垫达到 13.1%，新品羽翼气垫系列也达到了 9.5%，**天猫在彩妆新品的上量上表现更为突出。**护肤产品占比 23.7%，较 2023 年略有下降，其中鱼子面膜占比 16.9% 仍为核心第一大单品。光影修容系列占比 13.2%，彩妆占比 6% 相对较低，**天猫整体销售分布较抖音更为分散，预计其产品的连带性也会更高。**

**抖音：**2024年1-11月抖音 MAOGEPING 底妆类产品销售占比 63.4% 较 2023 年的 56.8% 进一步提升，其中粉膏类产品占比领先，公司彩妆以的明显产品-粉膏为切入点，两款粉膏合计销售占比达到 50%，护肤占比 28.4% 同样高于天猫，鱼子面膜 18.4% 为第二大单品系列。相对应来看，光影修容和彩妆系列占比较低，**预计与公司抖音营销打法较为集中有关，最大化放大公司的核心产品品类。**

整体来看，预计线上彩妆销售占比约在 70%+ 水平，护肤接近 30%，综合公司整体数据，线下预计护肤占比在 60% 左右，彩妆则在 40% 左右。护肤类产品对于线下高客单用户具备连带率和复购率，线上彩妆品类则更利于种草及营销。

图 50: MAOGEPING 天猫&抖音主要产品销售占比



产品	天猫			抖音		产品	天猫			抖音	
	2022	2023	2024年 YTD	2023	2024年 YTD		2022	2023	2024年 YTD	2023	2024年 YTD
焕颜底妆	23.6%	38.7%	51.4%	56.8%	63.4%	光影修容	43.4%	21.1%	13.2%	4.1%	2.0%
小金扇粉饼	0.2%	4.6%	13.1%	1.7%	2.7%	双色遮瑕膏	22.7%	8.0%	5.1%	1.4%	1.0%
鱼子酱气垫	6.7%	14.1%	10.8%	8.0%	5.6%	高光膏	8.2%	6.2%	3.4%	2.3%	0.6%
羽翼气垫		1.1%	9.5%	4.7%	5.3%	高光粉饼	2.7%	1.7%	1.0%	0.2%	0.2%
水奶油粉底液	0.8%	4.3%	6.5%	2.7%	5.5%	阴影粉饼	1.8%	1.0%	1.0%	0.1%	0.1%
美肌粉膏	8.2%	9.2%	6.3%	18.0%	16.7%	双色眉粉	0.9%	0.7%	0.6%	0.1%	0.1%
大理石粉底液	0.1%	0.8%	1.3%	0.7%	0.5%	大师盘		0.5%	0.6%		
清透粉膏	5.6%	2.0%	1.0%	20.4%	23.3%	立体鼻影粉	1.1%	0.7%	0.4%		
双色散粉	0.1%	0.4%	0.8%	0.5%	0.4%	彩妆家族	3.3%	5.5%	6.0%	3.0%	4.3%
蚕丝粉膏			0.6%		0.0%	胭脂盘	2.6%	4.2%	3.6%	2.9%	4.0%
羽翼蜜粉		0.1%	0.5%	0.0%	0.3%	渐变胭脂盘		0.7%	0.8%	0.1%	0.1%
套组类产品	0.4%	0.2%	0.5%	0.0%	2.3%	空气仓唇釉			0.7%	0.0%	0.1%
奢养护肤	26.1%	27.0%	23.7%	32.8%	28.4%	四色眼影盘	0.0%	0.1%	0.6%		
鱼子酱面膜	20.0%	20.0%	16.9%	22.7%	18.4%	其他	3.0%	7.4%	5.4%	0.5%	0.8%
黑霜	5.0%	5.3%	5.0%	8.3%	6.8%	皮肤衣妆前乳		4.1%	2.2%		
鱼子酱面膜+眼膜	0.9%	1.3%	1.6%	1.3%	2.0%	防晒隔离妆前乳	0.8%	0.6%	0.7%	0.4%	0.7%
鱼子酱眼膜				0.4%	1.2%	化妆棉	1.2%	0.7%	0.7%		

数据来源：久谦，飞瓜，中信建投证券 注：天猫YTD为2024年1-10月，抖音YTD为2024年1-11月

大促折扣相对稳定，伴随规模快速增长，对公司渠道价格管理的能力要求将更高。公司线上线下产品基本相同（线下 SKU 相对更多），且线下占比相对较高，对各渠道的货盘和销售提出了更高的挑战。相较于其他线下占比较高的品牌，公司优势为线下大部分为自营渠道（丝芙兰产品也存在专有定制），管理能力更低，且对整体收入影响不高。实际选取公司部分产品，拼多多（非官方旗舰店）部分代表了经销商及部分专柜货品转线上售卖的情况，其折扣率较双十一天猫旗舰店满减后仍具备一定价格优势，但考虑到消费者渠道信任和选择问题，预计差价 10% 以上才具备优势，核心产品中气垫相对价差较高，鱼子面膜及粉膏均相对可控。

**表 9: 公司主要产品拼多多及天猫大促实际折扣率比较（元）**

产品	规格 g/ml	原价	生产工厂	拼多多	拼多多折扣率	双十一满减	双十一折扣率	官方活动价/pdd
鱼子酱面膜	65	780	莹特丽	379	48.6%	420	53.9%	1.11
养肤黑霜	50	680	科丝美诗	355	52.2%	372	54.7%	1.05
鱼子酱气垫	14*2	480	科丝美诗	257	53.5%	350	72.9%	1.36
无痕光感粉膏	12.5	380	致新生物	221	58.2%	240	63.1%	1.09
小金扇粉饼	11.5	380	莹特丽	238	62.6%	275	72.4%	1.16
双色遮瑕盘	3	330	致新生物	175	53.0%	210	63.6%	1.20
腮红胭脂盘	3.5	310	上海麻沼	170	54.8%	208	66.9%	1.22
高光膏	5	300	致新生物	189	63.0%	250	83.3%	1.32
空气唇釉	6.5	300	科丝美诗	177	59.0%	250	83.3%	1.41

资料来源：天猫，拼多多，中信建投证券注：拼多多搜索日期为 2024 年 11 月 30 日

## 研发与创新：美学与研发相结合，新品类及新产品拓展空间充足

光影美学贯穿产品设计，打造东方美学消费者认知。公司创始人毛戈平先生及核心美妆美学研发团队通过对东方美学及光影化妆理念的理解，提炼出“光影美学”理念。“光影美学”在化妆中指的是运用高光和修容技巧使面部轮廓更加有形，而“东方美学”浓缩了源自中国传统文化的美学理念和原则，成为指导公司产品开发的创意基础。2021年7月公司凭借在化妆服务及产品品牌力上的双重优势，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。公司与故宫文创联合的“气蕴东方”系列自2019年1月推出，目前已推出五季产品。2022年8月杭州亚组委与公司联名发布的“气蕴东方·亚运礼献”系列美妆产品，打造素雅不失力量的运动妆容，引领国潮时尚。MAOGEPING 品牌符合东方审美要求的品牌内涵已经得到了消费者的普遍认可，公司的品牌价值和核心竞争力不断提高。于往绩记录期间，公司就 MAOGEPING 及至爱终生共开发和升级了262个新品，平均每年升级约75个单品。2024年公司线上新品上新速度较2023年明显提升，为后续增长提供充分新品保障。

图 51:公司近两年上市新品整理及气蕴东方、TEAM CHINA 系列产品



数据来源：毛戈平官网、官博，中信建投证券

公司目前产品主要通过 ODM/OEM 供货商提供，公司保有研发决定权。公司在于 ODM/OEM 供货商合作中，工作的重点在于完善基本的化妆品参数，如色调、油水平衡、柔韧性、黏度和表面活性剂水平，同时在创新性包装设计、图案、触觉体验、创意描述及产品定制形式上进行投入，综合来看保留了对产品属性、功效和美学表现的决定权，生产角度主要通过委外加工、外协议制和外购三种合作模式完成。公司的产品开发团队，由艺术委员会（由化妆艺术培训机构的化妆师组成，负责监督产品工艺）及核心研发团队（负责整个产品设计和开发过程）组成。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的产品开发团队由 58 名经验丰富的员工组成，其中 74.1% 持有学士或以上学位。

图 52:公司产品设计及生产流程



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

供应商相对稳定且单一占比相对可控，杭州生产基地投入后预计将进一步下降。公司当前最大供应商为莹特丽，鱼子面膜及小金扇等产品主要通过其进行生产，美妆生产第二大为科丝美诗，主要产品包括气垫、唇釉、黑霜等产品。公司 2023 年向第一大供应商莹特丽采购额为 1.11 亿元，占总采购额的 22.7%，2024H1 下降至 18.1%，前五大供应商采购额占比总计在 50% 左右。公司当前杭州生产基地已经开始建设，预计 2026 年年中竣工投产，设计产能为 1540 万件，公司 2023 年总销量为 1332 万件，考虑今年增长以及工厂初期的产能爬坡，预计仍将有部分产品继续采用 ODM/OEM 供货商合作模式，但占比将明显下降，生产主动权逐步回归自身体系。

**表 10:公司向前五大供应商采购额（万元）**

供货商	向我们提供的产品/服务	业务开始年份	2021	2022	2023	2024H1
莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司	美妆材料、制成品及生产服务	2008	6228	7916	11134	5304
杭州菜鸟供应链管理有限公司	物流及运输服务	2021		1725	4928	3726
丰瑞实业（淮安）有限公司	包装及制成品	2001	3823	4541	3976	2640
上海新洲包装印刷有限公司	包装及制成品	2006	2647	2830	3159	1901
科丝美诗（中国）化妆品有限公司	生产服务	2006			3037	1749
上海致新生物科技有限公司	美妆材料及生产服务	2009	2853	2388		
天津三星制刷有限公司	包装及制成品	2001	2029			
<b>前五大合计</b>			<b>17579</b>	<b>19399</b>	<b>26233</b>	<b>15319</b>
<b>占比</b>			<b>52.8%</b>	<b>50.5%</b>	<b>53.6%</b>	<b>52.3%</b>
<b>总采购成本</b>			<b>33294</b>	<b>38415</b>	<b>48943</b>	<b>29291</b>

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**表 11:公司在建产能及研发中心预计 2026 年完工**

在建项目	产品类别	设计年产能	估计竣工时间	估计投资	截至最后实际可行日期的状态
杭州生产基地	彩妆及护肤品	15.4 百万件	2026 年年中	1 亿元	在建
杭州研发中心			2026 年底完工及开始营运		在建

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**彩妆已具备一定规模，护肤品类具备广阔增长空间。**根据招股书中弗若斯特沙利文对国货彩妆品牌的统计，2023 年毛戈平彩妆 GMV 为 20.59 亿元，排名国产第 2，第一名的花西子为 33.97 亿元，差距仍有 65%。而根据欧睿数据统计，目前中国彩妆 TOP1 品牌为 YSL，其彩妆 GMV 较花西子高出约 49%，综合来看，预计第一名彩妆 GMV 为毛戈平的 2.5 倍左右，彩妆类仍有成长空间。而对于护肤品类，欧睿数据统计中 2023 年 TOP 品牌为巴黎欧莱雅，其护肤 GMV 为 173.7 亿元，国货第一珀莱雅为 89.9 亿元，毛戈平护肤 GMV 预计在 15 亿元左右，仍处于护肤品类的初期快速成长期，远未触及天花板。

**表 12:中国&全球 2023 年美妆品类 GMVTOP10 (毛戈平彩妆在欧睿统计中未在前 10, 存在一定误差)**

中国 2023 年美妆品类 GMVTOP10-亿元人民币					
品牌	护肤 GMV	品牌	彩妆 GMV	品牌	香水 GMV
巴黎欧莱雅	173.7	YSL	39.4	香奈儿	25.8
兰蔻	164.4	迪奥	33.1	迪奥	22.0
雅诗兰黛	117.5	兰蔻	31.3	祖玛珑	12.2
珀莱雅	89.9	花西子	26.3	YSL	11.5
百雀羚	88.5	香奈儿	19.1	阿玛尼	5.6
玉兰油	83.1	阿玛尼	18.7	Tom Ford	5.1
自然堂	80.0	3CE	18.3	Gucci	4.6
海蓝之谜	71.1	卡姿兰	18.2	Diptyque	3.8
薇诺娜	68.2	MAC	17.3	爱马仕	3.1
SK2	56.0	NARS	16.9	梅森马吉拉	2.9
全球 2023 年美妆品类 GMVTOP10-亿美元					
品牌	护肤 GMV	品牌	彩妆 GMV	品牌	香水 GMV
妮维雅	59.1	美宝莲	48.4	香奈儿	33.7
巴黎欧莱雅	54.9	巴黎欧莱雅	32.6	迪奥	28.7
兰蔻	43.2	MAC	27.4	Natura	28.1
玉兰油	35.6	兰蔻	19.2	O Boticário	21.8
雅诗兰黛	33.6	香奈儿	16.6	阿玛尼	16.4
理肤泉	33.1	迪奥	14.2	Rabanne	14.2
适乐肤	32.2	玫琳凯	13.2	YSL	11.8
露得清	21.4	艾森丝	13.2	兰蔻	10.8
资生堂	20.8	倩碧	12.7	CK	10.6
卡尼尔	19.6	雅诗兰黛	11.9	Avon	10.0

资料来源: Euromonitor, 中信建投证券

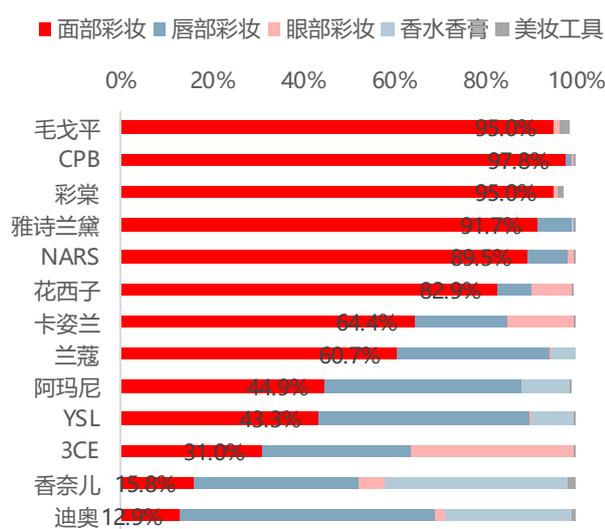
更细分来看, 公司护肤产品仍为细分赛道领先品类, 核心品类仍未触及。对比部分国际高端美妆品牌的天猫护肤销售, 整体销售更加集中在面霜、眼霜、精华、洁面等品类中, 而 MAOGEPING 则主要为涂抹面膜(鱼子面膜), 其乳液面霜中的黑霜实际也主要作为妆前乳使用, 线上的核心品类并未布局到核心品类。实际产品端公司已有储备, 包括今年推出的黑金焕颜系列, 但此前整体销售重点仍以大单品逻辑为主, 未在系列化发展中过多投入, 伴随公司规模扩大, 护肤品类扩充势在必行, 而公司高端产品及线下专柜心智已建立完成, 预计在精华、面霜等品类中的品牌力将具备充分基础。而对于彩妆品类, 尽管公司布局相对较全, 但与行业整体相对公司在色彩类尤其在唇部彩妆中占比仍较低, 今年推出空气仓唇釉已开始布局该赛道, 另一方面, 香水赛道当前本土品牌几乎未有重点涉猎, 也有机会成为公司一大发展品类。

表 13:2023 年高端美妆品牌天猫护肤品类销售占比情况

	兰蔻	雅诗兰黛	CPB	香奈儿	迪奥	毛戈平
涂抹面膜	0.04%		0.04%	1.23%	0.76%	53.56%
乳液面霜	18.06%	17.62%	4.44%	12.39%	13.98%	18.51%
贴片面膜	0.02%	0.22%	0.43%		1.25%	13.50%
体验装	1.22%	1.51%	2.17%			8.34%
眼膜	0.05%	0.02%	0.07%	0.30%	0.00%	3.17%
卸妆	0.05%	0.00%	0.30%	3.58%	1.14%	1.51%
面部精华	6.10%	22.50%	6.36%	7.72%	9.35%	0.71%
护肤套装	26.51%	19.03%	17.56%	16.13%	28.04%	0.26%
爽肤水	9.61%	9.92%	8.99%	8.17%	15.04%	0.20%
洁面	0.73%	1.66%	38.92%	39.17%	20.63%	0.10%
眼霜	29.59%	26.14%	19.40%	2.19%	1.98%	0.06%
防晒霜	6.84%	0.24%	1.09%		2.71%	0.05%
面部磨砂			0.04%	0.09%	1.03%	0.04%
润唇膏	0.00%		0.09%	8.29%	0.20%	0.00%
眼部护理					0.42%	
眼部精华	1.17%	0.44%	0.03%	0.20%	2.54%	
眼部套装	0.00%	0.66%				
唇部精华		0.04%	0.03%			

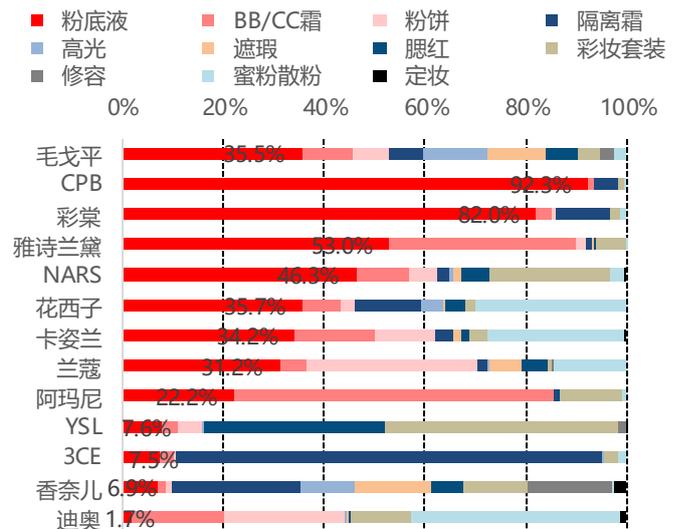
资料来源：久谦，中信建投证券

图 53: 2023 年主要美妆品牌天猫彩妆品类销售占比情况



数据来源：久谦，中信建投证券

图 54: 2023 年主要美妆品牌天猫面部彩妆品类销售占比情况



数据来源：久谦，中信建投证券

## 盈利预测与投资建议

**线上：**公司线上渠道增长一方面是新渠道的推动，另一方面从品类角度更易跟踪其增长路径，从公司护肤和彩妆线上 3:7 的规模情况来看，后续预计增量重点将向护肤倾斜，因此在假设中预计线上护肤增速将高于彩妆增速。综合经销等业务，预计 24-26 年公司线上业务收入增速为 62.5%/45.4%/40.9%；

**线下：**公司募投项目中计划未来在中国每年在百货商店新开设约 30 个专柜，及在海外市场每年开设约两至四个新专柜，同时每年对约 70 至 100 个现有专柜进行升级及翻新，预计门店数量增加以及单店门效均将构成增长动力。综合经销等业务，预计 24-26 年公司线下业务收入增速为 25.8%/25.0%/21.6%；

图 55:公司收入拆分预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	yoy	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>线下渠道</b>							<b>线下渠道</b>					
线下直销	8.59	9.79	14.38	18.30	23.05	28.19	线下直销	13.9%	46.9%	27.2%	26.0%	22.3%
向线下经销商销售	0.76	0.57	0.70	0.87	1.06	1.28	向线下经销商销售	-24.8%	22.2%	25.0%	22.0%	20.0%
丝芙兰	0.31	0.45	0.94	0.99	1.09	1.17	丝芙兰	45.4%	111.1%	5.0%	10.0%	8.0%
<b>线下渠道小计</b>	<b>9.66</b>	<b>10.80</b>	<b>16.02</b>	<b>20.16</b>	<b>25.20</b>	<b>30.64</b>	<b>线下渠道小计</b>	<b>11.9%</b>	<b>48.3%</b>	<b>25.8%</b>	<b>25.0%</b>	<b>21.6%</b>
线下-彩妆	5.50	4.82	7.96	9.48	10.92	11.69	线下-彩妆	-12.4%	65.2%	19.1%	15.2%	7.0%
线下-护肤	4.16	5.98	8.06	10.68	14.28	18.95	线下-护肤	43.9%	34.7%	32.5%	33.8%	32.7%
<b>在线渠道</b>							<b>在线渠道</b>					
在线直销	3.80	5.16	9.31	15.32	22.28	31.44	在线直销	35.9%	80.5%	64.5%	45.4%	41.1%
向在线经销商销售	1.49	1.78	2.49	3.85	5.59	7.82	向在线经销商销售	19.4%	39.4%	55.0%	45.0%	40.0%
<b>在线渠道小计</b>	<b>5.29</b>	<b>6.94</b>	<b>11.80</b>	<b>19.17</b>	<b>27.87</b>	<b>39.26</b>	<b>在线渠道小计</b>	<b>31.2%</b>	<b>69.9%</b>	<b>62.5%</b>	<b>45.4%</b>	<b>40.9%</b>
线上-彩妆	4.76	5.21	8.26	14.04	19.66	26.54	线上-彩妆	9.3%	58.6%	70.0%	40.0%	35.0%
线上-护肤	0.53	1.74	3.54	5.13	8.21	12.73	线上-护肤	228.0%	103.9%	45.0%	60.0%	55.0%
<b>产品销售小计</b>	<b>14.95</b>	<b>17.75</b>	<b>27.82</b>	<b>39.33</b>	<b>53.07</b>	<b>69.90</b>	<b>产品销售小计</b>	<b>18.7%</b>	<b>56.7%</b>	<b>41.4%</b>	<b>34.9%</b>	<b>31.7%</b>
<b>化妆艺术培训及相关销售</b>	<b>0.82</b>	<b>0.54</b>	<b>1.04</b>	<b>1.77</b>	<b>2.74</b>	<b>3.84</b>	<b>化妆艺术培训及相关销售</b>	<b>-33.9%</b>	<b>91.4%</b>	<b>70.0%</b>	<b>55.0%</b>	<b>40.0%</b>
<b>营业收入总计</b>	<b>15.77</b>	<b>18.29</b>	<b>28.86</b>	<b>41.10</b>	<b>55.81</b>	<b>73.74</b>	<b>营业收入总计</b>	<b>16.0%</b>	<b>57.8%</b>	<b>42.4%</b>	<b>35.8%</b>	<b>32.1%</b>
<b>分品类</b>							<b>分品类</b>					
彩妆	10.26	10.03	16.22	23.52	30.58	38.22	彩妆	-2.3%	61.8%	45.0%	30.0%	25.0%
护肤	4.69	7.72	11.60	15.81	22.49	31.68	护肤	64.7%	50.2%	36.3%	42.3%	40.9%
化妆艺术培训及相关销售	0.82	0.54	1.04	1.77	2.74	3.84	化妆艺术培训及相关销售	-33.9%	91.4%	70.0%	55.0%	40.0%

数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**成本：**公司定位高端，毛利率近年来在线上折扣加剧下依然保持了较高水平，且伴随公司规模提升，对 OEM/ODM 供应商的议价能力也将提高。2026 年公司自有生产基地落成后考虑产能较现有水平仍有缺口预计爬坡较快，同样能够改善公司毛利率水平，因此综合行业竞争格局，预计公司产品销售毛利率相对稳定。培训业务具备明显的规模效应，毛利率预计将有效提升。

**费用：**公司费用营销推广预计主要跟随线上业务变动，而物业费、装修、雇员等更多跟随线下业务变动。行政开支费用率长期看预计将伴随规模有效摊薄，近两年筹备上市在专业及咨询费存在一定支出，明年预计将有改善。

**表 14:公司成本费用率拆分预测**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>毛利率</b>						
彩妆	84.4%	83.9%	84.4%	84.2%	84.1%	84.0%
护肤	87.8%	87.1%	87.3%	87.7%	87.6%	87.5%
产品销售小计	85.5%	85.3%	85.6%	85.6%	85.6%	85.6%
化妆艺术培训及相关销售	46.3%	35.1%	64.0%	70.0%	72.0%	73.0%
<b>总计</b>	<b>83.4%</b>	<b>83.8%</b>	<b>84.8%</b>	<b>84.9%</b>	<b>84.9%</b>	<b>84.9%</b>
<b>销售及经销开支费用率</b>						
雇员福利开支	18.4%	19.3%	16.3%	14.9%	13.7%	12.7%
营销及推广开支	14.1%	17.5%	19.3%	24.4%	27.7%	30.0%
百货商店及其他租赁物业费	11.2%	10.5%	9.3%	8.3%	7.7%	7.1%
折旧及摊销	2.1%	2.1%	1.6%	1.2%	1.0%	0.8%
专柜装修开支	1.0%	1.4%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
<b>总计</b>	<b>48.4%</b>	<b>52.6%</b>	<b>48.9%</b>	<b>51.3%</b>	<b>52.5%</b>	<b>52.9%</b>
<b>行政开支费用率</b>						
雇员福利开支	3.8%	3.7%	2.9%	2.7%	2.6%	2.4%
销售及附加费	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>产品开发费用</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
折旧及摊销	1.0%	1.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
办公、水电及物业管理费	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
专业及咨询费	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.1%	0.1%
业务招待费及差旅费	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>总计</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.5%</b>

资料来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

**表 15:公司盈利预测简表**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,829.11	2,885.96	4,109.99	5,581.36	7,374.42
YoY(%)	15.96	57.78	42.41	35.80	32.13
净利润（百万元）	352.08	661.93	886.87	1,181.38	1,543.02
YoY(%)	6.36	88.00	33.98	33.21	30.61
毛利率(%)	83.83	84.83	84.94	84.92	84.93
净利率(%)	19.25	22.99	21.63	21.22	20.97
ROE(%)	31.05	42.82	25.71	28.41	30.35
EPS(摊薄/元)	0.74	1.38	1.85	2.47	3.23
P/E(倍)	37.85	20.13	15.03	11.28	8.64

资料来源：iFind，中信建投证券

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 41.10/55.81/73.74 亿元，同比增长 42.41%/35.80%/32.13%，净利润为 8.87/11.81/15.43 亿元，同比增长 33.98%/33.21%/30.61%，以发行价计算对应 PE 为 15.0/11.3/8.6 倍。估值来看，海外美妆集团 2025 年彭博预计 PE 均值为 24.9 倍，且呈现出高端品牌集团高于大众及个护公司的情况；A 股美妆品牌上市公司 2025 年预计 PE 均值为 23.0 倍，较海外估值水平相对更低。公司是集彩妆赛道（另一家为美股上市的逸仙电商）+高端定位（TOP10 中国美妆唯一本土企业）+线下强布局三重稀缺性于一身的本土美妆集团，参考国际美妆上市公司估值对比，公司合理估值较大众品牌预计应存在明显溢价，且我们预计公司护肤业务及线上业务的增长空间也将带来优于行业的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 16:品牌公司估值对比表（毛戈平按发行价计算）**

公司	代码	股价/元 当地货币	市值	归母净利润（亿元人民币）			PE		
		2024/12/9	亿元人民币	E24	E25	E26	E24	E25	E26
珀莱雅	603605.SH	90.53	358.7	15.84	19.64	23.77	22.7	18.3	15.1
贝泰妮	300957.SZ	48.65	206.1	9.26	11.13	12.78	22.2	18.5	16.1
华熙生物	688363.SH	58.32	280.9	7.30	9.07	10.83	38.5	31.0	25.9
上海家化	600315.SH	17.57	118.1	2.63	4.08	4.95	44.9	29.0	23.8
丸美股份	603983.SH	29.27	117.4	3.53	4.43	5.21	33.3	26.5	22.5
润本股份	603193.SH	22.55	91.2	3.14	3.89	4.57	29.1	23.5	20.0
敷尔佳	301371.SZ	37.24	149.0	8.01	9.06	10.44	18.6	16.5	14.3
福瑞达	600223.SH	7.11	72.3	2.74	3.41	4.01	26.4	21.2	18.0
<b>A 股平均估值</b>							<b>29.5</b>	<b>23.0</b>	<b>19.5</b>
宝洁	PG.N	170.79	29,246.3	1,121.2	1,283.0	1,364.8	26.1	22.8	21.4
联合利华	UL.N	58.84	10,591.7	484.5	518.0	545.9	21.9	20.4	19.4
欧莱雅	OR.PA	349.70	14,371.4	496.0	535.6	588.5	29.0	26.8	24.4
雅诗兰黛	EL.N	81.68	2,132.1	-0.8	51.8	78.7		41.2	27.1
拜尔斯道夫	BEI.DF	124.65	2,375.8	74.4	81.7	88.9	31.9	29.1	26.7
科蒂	COTY.N	7.75	490.2	9.4	26.5	29.9	51.9	18.5	16.4
资生堂	4911.T	2,707	525.1	6.2	16.5	26.1	85.3	31.7	20.1
花王	4452.T	6,638	1,499.9	52.0	55.8	60.8	28.9	26.9	24.7
LG生活健康	051900.KS	331,000	263.7	15.6	17.4	18.6	16.9	15.2	14.1
爱茉莉太平洋	090430.KS	99,500	296.8	34.6	17.9	20.9	8.6	16.6	14.2
<b>海外平均估值</b>							<b>33.4</b>	<b>24.9</b>	<b>20.9</b>
巨子生物	2367.HK	51.15	491.6	19.52	23.52	27.93	25.2	20.9	17.6
上美股份	2145.HK	36.55	136.0	8.89	11.68	14.82	15.3	11.6	9.2
<b>港股平均估值</b>							<b>20.2</b>	<b>16.3</b>	<b>13.4</b>
毛戈平	1318.HK	29.80	133.3	8.87	11.81	15.43	15.0	11.3	8.6

资料来源: Wind, 中信建投证券 1 港币=0.9347 人民币

## 风险分析

**行业竞争性风险：**根据弗若斯特沙利文的资料，中国高端美妆行业相对集中，按 2023 年零售额计，前五大品牌占据了 32.1% 的市场份额，而且都是国际美妆品牌。部分竞争对手的财务、技术及营销资源可能更佳、品牌知名度可能更高、经营历史可能更长并且客户群可能更大。公司还可能面临来自现有竞争对手或新入行者在定价方面的竞争，从而对盈利能力造成不利影响；

**费用投放超预期风险：**线上渠道快速发展使得流量成本日益增大，公司若未能以具有成本效益的方式执行销售及营销策略可能对盈利能力造成负面影响；当前我们假设公司 2024-2026 年营销及推广开支费用率分别为 24.4%/27.7%/30.0%，假设该项费用 2025 年较预期实际多增 10/20%，对应公司净利润将下降至 10.66/9.50 亿元。

**升级推新低预期风险：**现有产品未能有效升级及创新可能损害竞争优势并使我们的市场份额下降。产品推新方面，若公司误判产品的市场或未能及时察觉到不断变化的趋势及客户偏好，可能会出现投资回报低，无法维持产品的高定价，或无法将品牌价值延伸至其他产品的风险。此外，新品牌及新产品的推出可能会导致若干现有产品销售下滑；

**创始人及管理层声誉风险：**公司大部分收入来自 MAOGEPING 品牌，该品牌价值及资产与毛戈平先生的个人声誉密切相关。公司品牌声誉及形象可能因有关毛先生以及董事、管理层及其他人员的任何不利报道而受损。

## 报表预测

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,334.41</b>	<b>1,698.02</b>	<b>3,697.93</b>	<b>4,662.51</b>	<b>5,919.90</b>
现金	889.25	1,141.14	3,024.41	3,770.32	4,741.67
应收票据及应收账款合计	113.50	157.68	256.16	347.87	459.63
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	28.23	53.77	71.75	97.43	128.73
存货	299.47	342.21	338.84	437.69	577.73
其他流动资产	3.96	3.22	6.77	9.19	12.14
<b>非流动资产</b>	<b>221.50</b>	<b>396.55</b>	<b>545.05</b>	<b>570.04</b>	<b>579.37</b>
长期投资	0.00	9.30	9.30	9.30	9.30
固定资产	117.38	167.97	225.99	310.51	329.36
无形资产	55.12	54.61	45.51	36.41	27.30
其他非流动资产	48.99	164.67	264.25	213.83	213.41
<b>资产总计</b>	<b>1,555.91</b>	<b>2,094.57</b>	<b>4,242.98</b>	<b>5,232.55</b>	<b>6,499.28</b>
<b>流动负债</b>	<b>390.06</b>	<b>529.31</b>	<b>771.96</b>	<b>1,049.96</b>	<b>1,387.27</b>
短期借款	1.73	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	112.94	103.59	161.70	219.87	290.22
其他流动负债	275.40	425.72	610.25	830.08	1,097.05
<b>非流动负债</b>	<b>31.33</b>	<b>17.28</b>	<b>17.28</b>	<b>17.28</b>	<b>17.28</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.33	17.28	17.28	17.28	17.28
<b>负债合计</b>	<b>421.39</b>	<b>546.58</b>	<b>789.24</b>	<b>1,067.23</b>	<b>1,404.55</b>
少数股东权益	0.77	2.32	4.38	7.13	10.73
股本	60.00	60.00	478.42	478.42	478.42
资本公积	1,073.74	1,485.67	3,237.00	3,237.00	3,237.00
留存收益	0.00	0.00	-266.06	442.77	1,368.58
归属母公司股东权益	1,133.74	1,545.67	3,449.36	4,158.19	5,084.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,555.91</b>	<b>2,094.57</b>	<b>4,242.98</b>	<b>5,232.55</b>	<b>6,499.28</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>388.12</b>	<b>699.71</b>	<b>1012.71</b>	<b>1250.85</b>	<b>1606.79</b>
净利润	352.10	663.47	888.94	1,184.13	1,546.62
折旧摊销	66.53	70.16	51.50	75.00	90.67
财务费用	3.12	2.03	-7.29	-11.89	-14.90
其他经营现金流	-33.63	-35.96	79.56	3.60	-15.61
<b>投资活动现金流</b>	<b>30.90</b>	<b>-194.71</b>	<b>-153.56</b>	<b>-44.27</b>	<b>-33.13</b>
资本支出	73.91	218.75	200.00	100.00	100.00
其他投资现金流	-43.01	-413.46	-353.56	-144.27	-133.13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-22.69</b>	<b>-255.01</b>	<b>1,024.11</b>	<b>-460.66</b>	<b>-602.31</b>
短期借款	1.73	-1.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-24.42	-253.28	1,024.11	-460.66	-602.31
<b>现金净增加额</b>	<b>396.32</b>	<b>250.00</b>	<b>1,883.26</b>	<b>745.92</b>	<b>971.35</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,829.11</b>	<b>2,885.96</b>	<b>4,109.99</b>	<b>5,581.36</b>	<b>7,374.42</b>
营业成本	295.83	437.72	619.17	841.89	1,111.25
营业税金及附加	0.20	0.82	1.17	1.59	2.10
销售费用	962.44	1,412.36	2,106.58	2,928.02	3,900.94
管理费用	133.04	192.09	267.04	317.22	402.03
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	3.12	2.03	-7.29	-11.89	-14.90
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.70	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>434.48</b>	<b>840.23</b>	<b>1,123.33</b>	<b>1,504.54</b>	<b>1,972.99</b>
其他非经营损益	32.51	47.63	61.92	74.30	89.17
<b>利润总额</b>	<b>466.99</b>	<b>887.86</b>	<b>1,185.25</b>	<b>1,578.84</b>	<b>2,062.16</b>
所得税	114.89	224.39	296.31	394.71	515.54
<b>净利润</b>	<b>352.10</b>	<b>663.47</b>	<b>888.94</b>	<b>1,184.13</b>	<b>1,546.62</b>
少数股东损益	0.01	1.54	2.07	2.75	3.59
<b>归属母公司净利润</b>	<b>352.08</b>	<b>661.93</b>	<b>886.87</b>	<b>1,181.38</b>	<b>1,543.02</b>
EBITDA	536.64	960.06	1,229.46	1,641.95	2,137.93
EPS (元)	0.74	1.38	1.85	2.47	3.23

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.96	57.78	42.41	35.80	32.13
净利润(%)	6.39	88.43	33.98	33.21	30.61
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	83.83	84.83	84.94	84.92	84.93
净利率(%)	19.25	22.99	21.63	21.22	20.97
ROE(%)	31.05	42.82	25.71	28.41	30.35
ROIC(%)	83.27	146.41	120.36	133.22	154.08
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.08	26.10	18.60	20.40	21.61
净负债比率(%)	-78.23	-73.72	-87.57	-90.52	-93.07
流动比率	3.42	3.21	4.79	4.44	4.27
速动比率	2.64	2.56	4.34	4.02	3.84
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.18	1.38	0.97	1.07	1.13
应收账款周转率	16.12	18.30	16.04	16.04	16.04
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.38	1.85	2.47	3.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.46	2.12	2.61	3.36
每股净资产(最新摊薄)	2.37	3.23	7.21	8.69	10.63
<b>估值比率</b>					
P/E	37.85	20.13	15.03	11.28	8.64
P/B	11.75	8.62	3.86	3.20	2.62
EV/EBITDA	1.80	0.86	8.72	6.16	4.37

## 分析师介绍

### 刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

### 于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk