



Research and  
Development Center

# 大师之作，气蕴东方

— 毛戈平 (1318.HK) 港股首次覆盖报告

2024年12月17日

蔡昕妤  
商社分析师  
S1500523060001  
+86 13921189535  
caixinyu@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

港股首次覆盖报告

毛戈平(1318.HK)

投资评级

上次评级

公司主要数据

收盘价(港元)	54.65
52周内股价	
波动区间(港元)	
最近一月涨跌幅(%)	
总股本(亿股)	4.78
流通股比例(%)	52.3%
总市值(亿港元)	261

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

## 毛戈平(1318.HK)首次覆盖报告: 大师之作, 气蕴东方

2024年12月17日

### 本期内容提要:

► **行业规模稳健增长, 高端市场更具成长性、国货崛起可期。**2018-2023年我国美妆行业规模复合增速为7.6%, 快于同期的GDP增速, 美妆消费可选属性强, 且高端市场成长性优于大众市场。据弗若斯特沙利文数据, 2018-2023年我国高端彩妆、高端护肤市场规模年均增速分别为6.4%、8.3%, 同期大众彩妆、大众护肤的市场规模年均增速分别为3.6%、8.4%。从市占率来看, 我国高端、大众美妆市场仍由国际头部美妆集团主导, 其中大众市场近年已陆续有珀莱雅、巨子生物等国货代表公司实现强劲增势、份额逐年提升, 2023年分别实现3.6%、1.1%的市占率, 排名第4、第13, 传统国货头部集团如上海家化、百雀羚、伽蓝等也保持着稳定份额; 高端美妆市场排名前10则尚未有中国公司, 但格局已开始出现变化——除欧莱雅、雅诗兰黛集团份额仍相对强势之外, 爱茉莉太平洋、宝洁、LVMH、资生堂等外资龙头份额自2020年开始普遍呈逐年下降趋势。大众美妆市场国货替代进行时, 我们认为随着本土品牌力沉淀、消费者文化自信的增强, 高端市场国货崛起可期。

► **为何看好毛戈平作为国货高端美妆品牌的增长潜力?**根据弗若斯特沙利文, 毛戈平公司是2023年中国零售额排名第7的高端美妆集团, 前10中唯一中国集团, 市占率1.8%; 毛戈平品牌是2023年中国零售额排名第12的高端美妆品牌, 前15中唯一的中国品牌, 市占率1.8%。我们认为毛戈平品牌核心优势在于: 1) 稀缺的专业化妆师IP。创始人毛戈平曾为浙江省越剧团化妆师, 主导多部知名戏剧、影视剧的演员妆容设计工作, 作为我国稀缺的专业化妆师IP, 具有鲜明的个人色彩, 专业戏剧化妆出身, 并于2023年成为中国国家队官方美妆服务供应商、先后参与北京奥运会和杭州亚运会等顶尖赛事化妆设计工作, 官方背书更进一步强化品牌的专业性形象。2) 品牌以体验式营销为核心策略, 线下专柜为渠道主体, 专业技术+试妆服务带来远超行业平均的复购率。3) 公司对KOL毛戈平拥有优异的运营能力。复盘欧睿统计的品牌历史市占率走势, 可以看到毛戈平在中国彩妆行业的品牌份额自2019年开始有加速提升, 并且从公司截至2024H1的收入增速不难看出, 这一趋势仍然延续。我们认为近年来公司的规模快速扩张除品牌力的不断积淀之外, 一些经典营销案例的成功也加速了品牌“出圈”, 其中包括知名KOL“深夜徐老师”在2019年8月发布的毛戈平为其改妆的视频。公司以线上渠道作为内容营销的重要载体, 实现高效获客, 同时线上渠道亦作为线下消费者的复购&提高连带的有效补充, 承载更多销售增量。4) 除了美妆产品的销售, 公司还拥有化妆艺术培训业务, 在专业领域进一步与其他品牌形成差异化竞争优势。化妆艺术培训业务与公司的产品开发和销售产生协同效应, 提供品牌美誉度和专业领域影响力。

► **如何看公司未来成长空间: 中短期看渠道扩张, 长期看市占率提升&品牌出海。**1) 线下开店&同店共同驱动增长, 线上拉新做增量。同店方面, 2021-2022年、2022-2023年、2023H1-2024H1公司可比同店销售收入分别同比增长7.0%、35.9%、18.1%, 保持较快增速。我们认为这其中: ① 新店自然爬坡带来可观的同店销售增幅。2023年毛戈平同年新开业专柜、上年开业专柜、开业2年及以上专柜的日均销售分别为8200元、8700元、11800元, 开业2年新店日均销售CAGR2为20%左右。② 随公司品牌影响力扩大、消费者认可度提升, 各可比店龄的专柜日均销逐年增长。2023年毛戈平同年新开业专柜、上年开业专柜、开业2年及以上专柜的日均销售分别较2021年复合增长29%、22%、13%。门店数量方面, 截至2024.6.30, 全国自营专柜数量达到372个, 2022、2023、2024H1分别净开店32、17、15家。我们认为公司中长期有600家左右的开店空间。2) 市占率角度, 我们认为毛戈平作为高端美妆品牌的份额提升空间可观。参考欧睿统计的2023年我国高端美妆市场份额排名前6的品牌兰蔻、雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、香奈儿和YSL, 品类布局有侧重但结构相对均衡, 在彩妆、护肤两个品类均有不低的市占。毛戈平品牌在我国高端美妆市场已取得一定优势, 主要来自彩妆品类, 而护肤的市占

率目前较低，彩妆、护肤领域品牌份额均有较大提升空间。3) **品牌出海初探，长期有望打开想象空间。**2020年，公司与全球知名高端美妆零售商丝芙兰合作，在中国丝芙兰门店独家推出毛戈平·光韵系列产品。丝芙兰作为布局全球的美妆零售商，此次合作有效扩大了毛戈平的品牌影响力以及目标用户覆盖，公司未来有望以此为契机逐步探索中国港澳及海外市场。

➤ **盈利预测：**公司作为国货高端美妆龙头，拥有稀缺的专业化妆师 IP 为核心资产，搭配公司优异的运营能力驱动近年来市场份额持续提升、销售规模快速扩张。我们看好公司在未来行业规模稳健增长的背景下，依托市占率的持续提升继续实现较快业绩增长，且随着产品结构、运营效率的优化，盈利能力亦有进一步提升空间。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.41/12.62/15.81 亿元。

➤ **风险因素：**消费力恢复不及预期，百货、购物中心客流下滑，产品推广及渠道扩展不及预期，行业竞争加剧，舆情风险。

单位/百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2886	4141	5603	7055
营业收入同比增速	58%	43%	35%	26%
归母净利润	662	941	1262	1581
净利润同比增速	88%	42%	34%	25%
EPS (元)		1.97	2.64	3.30
P/E		25.64	19.11	15.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 12 月 16 日收盘价

## 目录

投资聚焦 .....	6
1、行业规模稳健增长，高端市场更具成长性、国货崛起可期 .....	7
1.1 我国美妆消费可选属性强，高端市场成长性优于大众市场 .....	7
1.2 大众市场国货替代进行时，高端市场国货崛起可期 .....	8
1.3 市占率提升为头部公司核心增长来源，毛戈平领跑高端国货美妆市场 .....	9
2、为何看好毛戈平作为国货高端美妆品牌的增长潜力？ .....	10
2.1 稀缺的专业化妆师 IP .....	10
2.2 体验式营销为核心策略，线下专柜为渠道主体，专业技术+试妆服务带来远超行业平均的复购率 .....	12
2.3 公司团队对“KOL 毛戈平”拥有优异的运营能力 .....	13
2.4 化妆培训业务，对品牌专业性的有力补充 .....	15
3、未来空间：中短期看渠道扩张，长期看市占率提升&品牌出海 .....	15
3.1 中短期看渠道扩张：线下开店&同店共同驱动增长，线上拉新开拓增量 .....	15
3.2 长期看市占率提升：对标海外高端品牌，毛戈平在彩妆、护肤领域份额提升空间可观 .....	18
3.3 品牌出海初探，长期有望打开想象空间 .....	20
4、盈利预测与估值 .....	20
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 相对估值 .....	22
5、风险提示 .....	22

## 表目录

表 1、2023 年韩国高端美妆市场由本土集团爱茉莉太平洋、LG 主导 .....	9
表 2、2023 年日本高端美妆市场由本土集团资生堂、高丝等主导 .....	9
表 3、海内外代表性的化妆师品牌 .....	11
表 4、毛戈平体验式营销策略 .....	12
表 5、毛戈平百货专柜主要分布在二线及以上城市 .....	17
表 6、我们测算毛戈平在中国大陆开店空间为约 600 家 .....	17
表 7、毛戈平业务核心假设以及收入、毛利预测 .....	21
表 8、公司整体盈利预测 .....	22
表 9、可比公司 PE 估值（股价为 2024 年 12 月 16 日收盘价） .....	22

## 图目录

图 1、我国美妆消费可选属性强，未来 5 年行业规模有望维持稳健增长（十亿元） .....	7
图 2、我国高端、大众彩妆市场规模及增速（十亿元） .....	7
图 3、我国高端、大众护肤市场规模及增速（十亿元） .....	7
图 4、我国高端美妆市场公司集中度高于大众市场（市占率，%） .....	8
图 5、我国高端美妆市场品牌集中度高于大众市场（市占率，%） .....	8
图 6、我国大众美妆市场已有珀莱雅、巨子生物等国货龙头崛起（市占率，%） .....	8
图 7、我国高端美妆市场仍由海外集团主导，但格局已出现分化（市占率，%） .....	8
图 8、市占率提升为头部公司收入核心增长来源 .....	10
图 9、毛戈平品牌为中国国家队官方美妆服务供应商 .....	11
图 10、毛戈平为中国花样游泳队设计妆容 .....	11
图 11、我国美妆市场以线上渠道为主导 .....	12
图 12、毛戈平产品销售收入中线下为主要渠道 .....	12
图 13、毛戈平百货专柜门店形象 .....	12
图 14、毛戈平自营专柜数量（个） .....	13
图 15、毛戈平线下渠道收入及增速（百万元） .....	13
图 16、毛戈平拥有高于行业平均的复购率 .....	13
图 17、毛戈平品牌在中国彩妆行业市占率 2019 年开始加速提升 .....	14
图 18、毛戈平公司营收 2022 年以来实现较快增长（百万元） .....	14
图 19、知名 KOL “深夜徐老师”发布与毛戈平合作的改妆视频 .....	14
图 20、毛戈平形象设计学校官方账号对 KOL 改妆案例进行宣传 .....	14
图 21、毛戈平线上渠道收入及增速（百万元） .....	15
图 22、中国化妆艺术培训行业规模较快增长，2018-2023 年均增速 11.8%（十亿元） .....	15

图 23、毛戈平化妆艺术培训业务收入及增速（百万元） .....	15
图 24、毛戈平同个专柜收入在 2021-2024H1 保持较快增长 .....	16
图 25、毛戈平开业 2 年内专柜日均销售自然爬坡增幅可观 .....	16
图 26、毛戈平品牌在一线城市门店数分布（家） .....	16
图 27、毛戈平品牌在新一线城市门店数分布（家） .....	16
图 28、毛戈平线上推出多款小样产品并赠送复购正装满减券 .....	17
图 29、毛戈平同一款产品通常针对线上新用户提供更小规格的选项 .....	18
图 30、中国高端美妆市场排名靠前的主要品牌份额（%） .....	19
图 31、毛戈平产品销售结构以彩妆为主（百万元） .....	19
图 32、中国市场头部高端美妆品牌在护肤市场的份额（%） .....	19
图 33、中国市场头部高端美妆品牌在彩妆市场的份额（%） .....	19
图 34、2020 年毛戈平与丝芙兰合作的毛戈平·光韵系列 .....	20
图 35、毛戈平向一家跨国美妆零售集团销售实现的收入（百万元） .....	20

## 投资聚焦

我国高端美妆消费可选属性强、成长性优，且格局上仍为海外品牌占主导，在大众美妆市场国货替代已逐渐成为趋势之时，我们看好随着品牌力的提升、消费者文化自信的增强，高端美妆市场国货崛起的机遇。本篇报告重点讨论了毛戈平作为当前领跑国货高端美妆的品牌核心竞争力，包含：1) 稀缺的化妆师 IP；2) 体验式营销为核心策略，线下专柜为渠道主体，专业技术+试妆服务带来的远超行业平均的复购率；3) 公司团队的优异运营能力，经典营销案例助推品牌“出圈”；4) 差异化布局化妆培训业务，形成对品牌专业性的有力补充。

展望未来公司成长性，我们认为中短期看渠道扩张，长期看市占率提升&品牌出海。渠道层面线下开店空间国内约为 600 家，搭配稳健的同店增长共同驱动线下渠道收入增长；线上则一方面很好地作为线下消费者购买渠道的补充，承接了复购需求及线下试妆到线上的转化；另一方面通过公司社媒的优异运营能力，也依托线上多平台流量开拓了更多新用户，以尝鲜装、小规格产品先促成用户成交，再通过复购正装满减券、线下更大规格产品来拉高复购率和客单，同时也能够引导线上消费者前往线下专柜试妆体验、了解品牌更多产品，实现跨渠道协同。长期来看，对标份额领先的海外高端美妆品牌，产品策略上有所侧重但均在护肤、彩妆两大核心品类拥有不低的市占，当前毛戈平在彩妆领域优势凸显，而护肤的市场份额相对较低，未来仍有可观的市占提升空间。此外，公司有望借助丝芙兰等布局全球的领先美妆零售渠道，实现出海的探索。

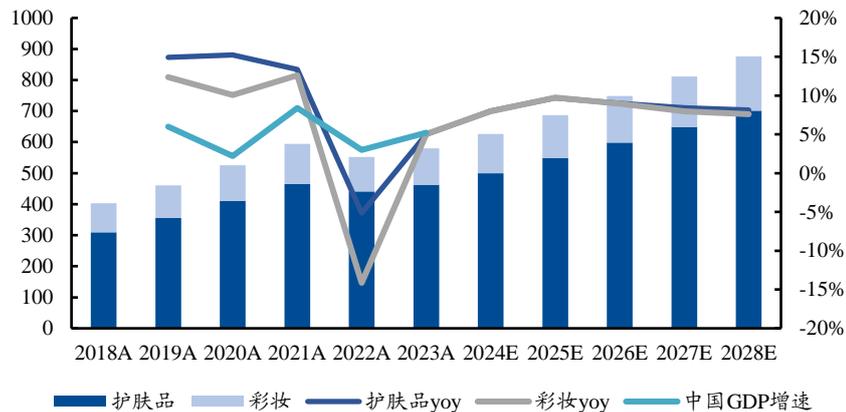
公司作为国货高端美妆龙头，拥有稀缺的专业化妆师 IP 为核心资产，搭配公司优异的运营能力驱动近年来市场份额持续提升、销售规模快速扩张。我们看好公司在未来行业规模稳健增长的背景下，依托市占率的持续提升继续实现较快业绩增长，且随着产品结构、运营效率的优化，盈利能力亦有进一步提升空间。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.41/12.62/15.81 亿元。

# 1、行业规模稳健增长，高端市场更具成长性、国货崛起可期

## 1.1 我国美妆消费可选属性强，高端市场成长性优于大众市场

2018-2023 年我国美妆行业规模复合增速为 7.6%，快于同期的 GDP 增速，2020 年增速出现波动。美妆主要包含护肤品和彩妆量大类目，属于可选消费品，且彩妆的可选性强于护肤。根据弗若斯特沙利文预估，2023-2028 年行业规模有望实现年均 8.6% 的增长，其中护肤、彩妆分别有望实现 8.7%、8.4% 的年均增速。

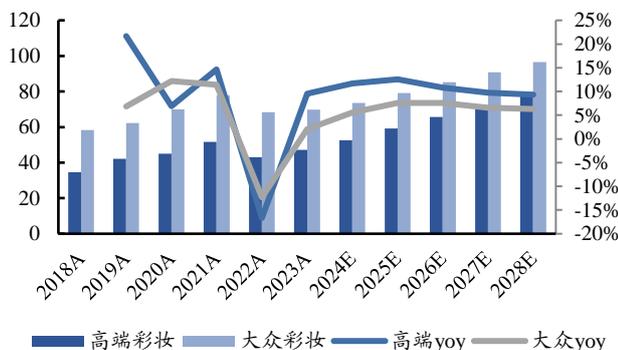
图1、我国美妆消费可选属性强，未来 5 年行业规模有望维持稳健增长（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、毛戈平招股说明书，国家统计局，信达证券研究开发中心

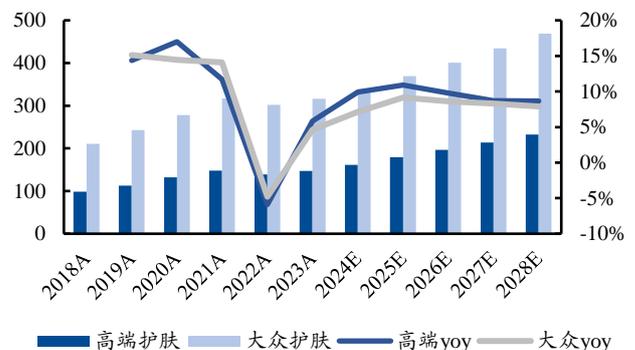
**高端彩妆及护肤品的行业成长性优于大众赛道。**据弗若斯特沙利文数据，2018-2023 年我国高端彩妆、高端护肤市场规模年均增速分别为 6.4%、8.3%，同期大众彩妆、大众护肤的市场规模年均增速分别为 3.6%、8.4%，彩妆赛道高端市场增速快于大众，护肤赛道高端、大众市场均展现较好成长性。随着消费水平提高、社媒宣传力度加大，消费者对皮肤健康、通过化妆提升个人形象的意识增强，并逐渐对美妆产品的质量、功效、设计提出更高要求，驱动高端美妆赛道增长。尤其是彩妆相较护肤的“可选”属性更强、且高端彩妆尤其是色彩类产品的单价通常低于同等定位的高端护肤品，属于高端消费的入门级产品，使得高端彩妆行业更具成长机遇。根据弗若斯特沙利文预测，2023-2028 年我国高端彩妆、高端护肤行业规模增速分别为 10.8%、9.6%，同期大众彩妆、大众护肤行业规模增速分别为 6.7%、8.2%。

图2、我国高端、大众彩妆市场规模及增速（十亿元）



资料来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图3、我国高端、大众护肤市场规模及增速（十亿元）

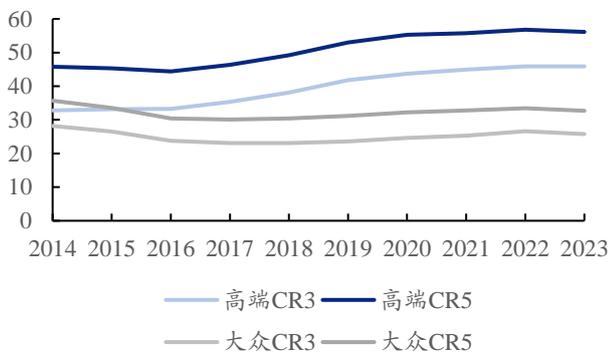


资料来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

## 1.2 大众市场国货替代进行时，高端市场国货崛起可期

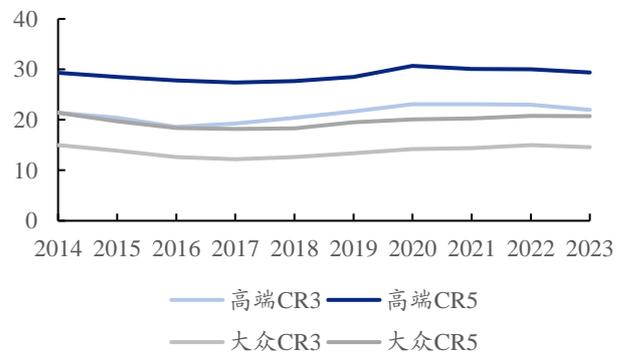
**高端美妆赛道护城河更深，集中度高于大众市场。**根据欧睿，2023 年中国高端、大众美妆市场的公司 CR3 分别为 45.9%、25.8%，CR5 分别为 56.1%、32.7%；高端、大众美妆品牌的 CR3 分别为 22.0%、14.6%，CR5 分别为 29.4%、20.7%。从市占率来看，我国高端、大众美妆市场仍由国际头部美妆集团主导，其中大众市场近年已陆续有珀莱雅、巨子生物等国货代表公司实现强劲增势、份额逐年提升，2023 年分别实现 3.6%、1.1%的市占率，排名第 4、第 13，传统国货头部集团如上海家化、百雀羚、伽蓝等也保持着稳定份额；**高端美妆市场排名前 10 则尚未有中国公司，但格局已开始出现变化——除欧莱雅、雅诗兰黛集团份额仍相对强势之外，爱茉莉太平洋、宝洁、LVMH、资生堂等外资龙头份额自 2020 年开始普遍呈逐年下降趋势。大众美妆市场国货替代进行时，我们认为随着本土品牌力沉淀、消费者文化自信的增强，高端市场国货崛起可期。**

图4、我国高端美妆市场公司集中度高于大众市场（市占率，%）



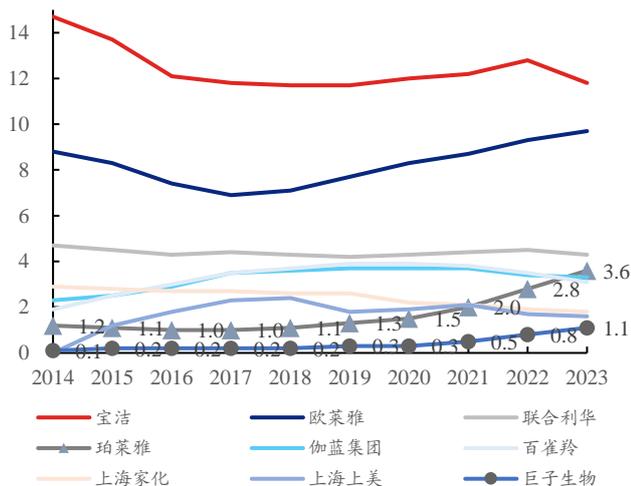
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图5、我国高端美妆市场品牌集中度高于大众市场（市占率，%）



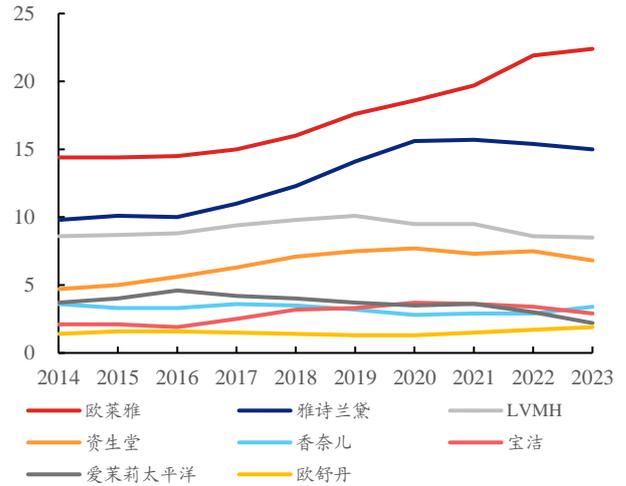
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图6、我国大众美妆市场已有珀莱雅、巨子生物等国货龙头崛起（市占率，%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图7、我国高端美妆市场仍由海外集团主导，但格局已出现分化（市占率，%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

**对标日韩，我国高端美妆市场有孕育国货品牌龙头的机遇。**日韩高端美妆市场均由本土集团取得领先地位，我国高端市场国货市占未来提升空间可观。

**表1、2023年韩国高端美妆市场由本土集团爱茉莉太平洋、LG主导**

公司排名			
序号	公司		市占率
1	爱茉莉太平洋		21.7%
2	LG		19.1%
3	雅诗兰黛		12.9%
4	欧莱雅		8.8%
5	香奈儿		6.1%
品牌排名			
序号	品牌	所属公司	市占率
1	后	LG	11.1%
2	雪花秀	爱茉莉太平洋	9.4%
3	香奈儿	香奈儿	6.1%
4	赫拉	爱茉莉太平洋	4.6%
5	蒂佳婷	雅诗兰黛	3.8%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

**表2、2023年日本高端美妆市场由本土集团资生堂、高丝等主导**

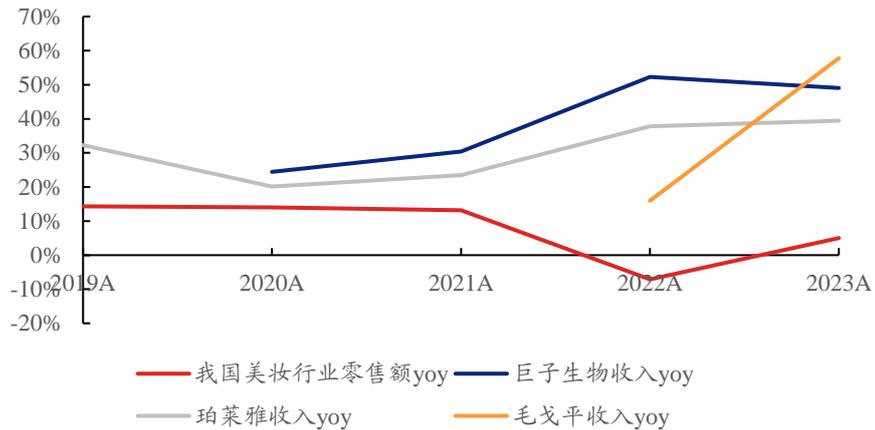
公司排名			
序号	公司		市占率
1	资生堂		18.8%
2	高丝		15.5%
3	花王		9.4%
4	POLA		5.1%
5	雅诗兰黛		3.6%
品牌排名			
序号	品牌	所属公司	市占率
1	奥尔滨	高丝	4.8%
2	POLA	POLA	4.6%
3	黛珂	高丝	4.4%
4	怡丽丝尔	资生堂	3.9%
5	CPB	资生堂	3.7%
6	SK-II	宝洁	3.3%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

### 1.3 市占率提升为头部公司核心增长来源，毛戈平领跑高端国货美妆市场

根据弗若斯特沙利文，毛戈平公司是2023年中国零售额排名第7的高端美妆集团，前10中唯一中国集团，市占率1.8%；毛戈平品牌是2023年中国零售额排名第12的高端美妆品牌，前15中唯一的中国品牌，市占率1.8%。

根据弗若斯特沙利文的预估，我国美妆行业未来有望保持中高个位数的年均增长，市占率提升为头部公司收入核心增长来源，例如珀莱雅、巨子生物等，毛戈平作为当前我国高端美妆市场排名靠前的国货品牌，有望持续获益市占率提升带来的显著快于行业的业绩增速。

**图8、市占率提升为头部公司收入核心增长来源**


资料来源：iFind，毛戈平招股说明书，信达证券研究开发中心

## 2、为何看好毛戈平作为国货高端美妆品牌的增长潜力？

### 2.1 稀缺的专业化妆师 IP

毛戈平品牌创立于 2000 年，由创始人毛戈平本人名字命名。毛戈平品牌诞生之前，毛戈平曾为浙江省越剧团化妆师，主导多部知名戏剧、影视剧的演员妆容设计工作。毛戈平通过戏剧化妆的基本技法、油画艺术手法和时尚因素的融合，独创光影美学化妆体系，凭借 40 多部影视剧塑造的艺术形象，四次荣获中国影视化妆金像奖，代表性作品包含《杨乃武与小白菜》、《武则天》、《火烧阿房宫》等。

在专业领域取得突出成就之后，毛戈平于 2000 年 7 月创办了杭州毛戈平（公司前身）并以个人名字创立了高端美妆品牌 MAOGEPING，自此一直在杭州毛戈平任职。为推广普及化妆知识和化妆技法，从专业的戏剧影视剧化妆走向生活化妆，进一步提升光影美学艺术体系，2000 年 10 月毛戈平与妻子（同时也是公司执行董事兼副董事长）汪立群共同创办了浙江毛戈平形象艺术设计学校。

**从戏剧团到中国国家队，携手 TEAM CHINA，官方背书，实力“出圈”。**2008 年北京奥运会，毛戈平担任了奥运会开幕式化妆师；2021 年，毛戈平美妆成为杭州亚运会官方指定彩妆用品及化妆服务供应商和特许生产零售企业；2022 年 8 月，毛戈平美妆成为中国花样游泳队官方赞助商；2023 年，毛戈平美妆与 TEAM CHINA 中国国家队正式签约，成为中国国家队官方美妆服务供应商，并于 2023 年 9 月同步发布火花金耀运动系列美妆；2024 年 6 月，毛戈平美妆携手 TEAM CHINA 中国国家队，共同发布“盛彩之光”系列产品及中国国家队个人形象装备包，展现了毛戈平美妆多年深耕“运动美妆”领域的经验与技术。

**图9、毛戈平品牌为中国国家队官方美妆服务供应商**


资料来源：毛戈平官网，信达证券研发中心

**图10、毛戈平为中国花样游泳队设计妆容**


资料来源：央视网，信达证券研发中心

海内外市场不乏优秀的化妆师品牌，化妆师品牌通常以知名化妆师个人 IP 为品牌核心资产，彩妆产品的专业性是其核心竞争力。毛戈平作为我国稀缺的专业化妆师 IP，具有鲜明的个人色彩，专业戏剧化妆出身、中国国家队官方美妆服务供应商、参与北京奥运会和杭州亚运会等顶尖赛事化妆设计工作，官方背书更进一步强化品牌的专业性形象。

**表3、海内外代表性的化妆师品牌**

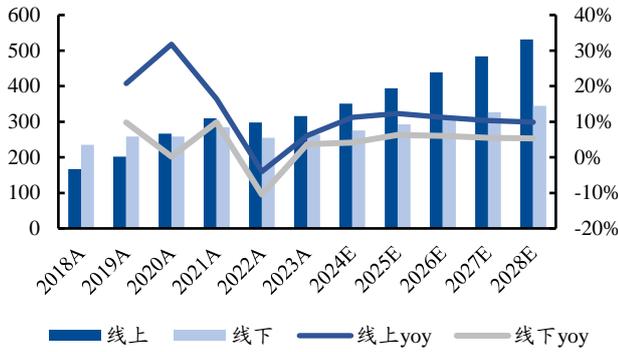
品牌	毛戈平	彩棠	MAC	NARS	MakeUpForever
所属公司	毛戈平	珀莱雅	雅诗兰黛	资生堂	LVMH
化妆师 IP	毛戈平	唐毅	Frank Toskan	Francois Nars	Dany Sanz
成立时间	2000 年	2014 年	1984 年	1994 年	1984 年
品牌特色	创始人独创“光影美学”美颜法，恰当运用光影效果与色彩配合，打造精致微雕脸庞，彰显时尚内涵之美	作为中国明星彩妆大师，唐毅独创“留白”式中国彩妆技法，以简约不简单的妆容，致力于让无数普通女性美丽蜕变。	魅可活跃于创造彩妆趋势，当前着力于发展自己对色彩的极致掌控，并崇尚表现个性和自我表达，将舞台的感觉融入专卖店和专柜的设计中。	作为全球最具影响力的美妆大师之一，Francois Nars 以不断拓展美妆边界闻名。倡导勇敢自我表达和尽情艺术想象。	创始人 Dany Sanz 首先在化妆调色中运用美术调色，并开始研发高显色和高性能的配方，定制化化妆具。
代表性产品	光影塑性高光粉膏、奢华鱼子无瑕气垫粉底液、无瑕双色遮瑕膏	柔影沁纱双拼高光盘、釉瓷无瑕粉底液、润玉无瑕三色遮瑕盘	无瑕粉底液、经典子弹头口红唇膏、时尚焦点小眼影	流光美肌粉底液、空气柔雾纯唇霜、流光美肌清透蜜粉饼	清晰无痕定妆控油散粉、赋活焕采粉底液、饰底妆前乳

资料来源：毛戈平官网，珀莱雅官网，彩棠官网，MAC 官网，雅诗兰黛官网，NARS 官网，资生堂官网，MakeUpForever 官网，LVMH 官网，信达证券研发中心

## 2.2 体验式营销为核心策略，线下专柜为渠道主体，专业技术+试妆服务带来远超行业平均的复购率

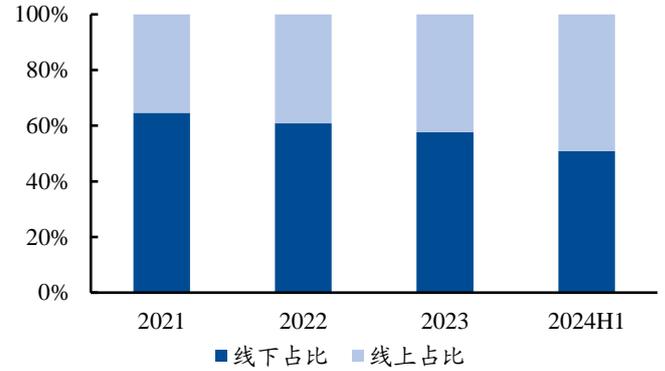
毛戈平品牌创立之初即明确定位高端，且作为专业化妆师品牌其产品效果与化妆手法有较大关联，因此渠道策略上区别于大部分品牌的线上为主，而以自营线下专柜为核心渠道，坚持体验式营销策略，在专柜设置化妆台，由专业美妆顾问为每位顾客量身定制美妆方案，以凸显产品效果，通过专业和服务加速消费者决策。

图11、我国美妆市场以线上渠道为主导



资料来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图12、毛戈平产品销售收入中线下为主要渠道



资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

2003年，毛戈平在上海港汇恒隆广场设立了第一个专柜，截至2024.6.30，全国自营专柜数量达到372个，在中国所有美妆品牌中排名第2。截至2024.11.14，毛戈平在全国各地专柜配备超过2700名美妆顾问，据弗若斯特沙利文，毛戈平建立了中国市场所有美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。

图13、毛戈平百货专柜门店形象

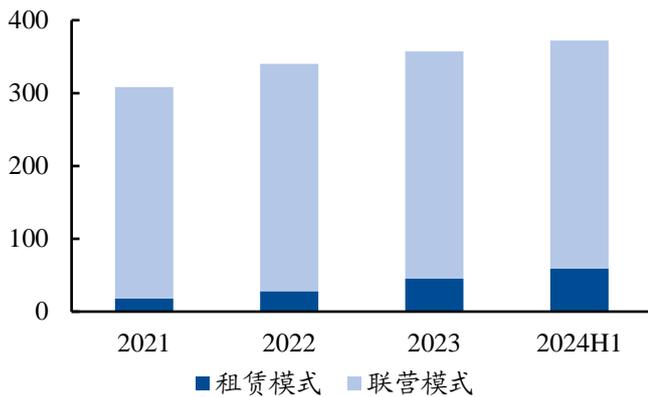


资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

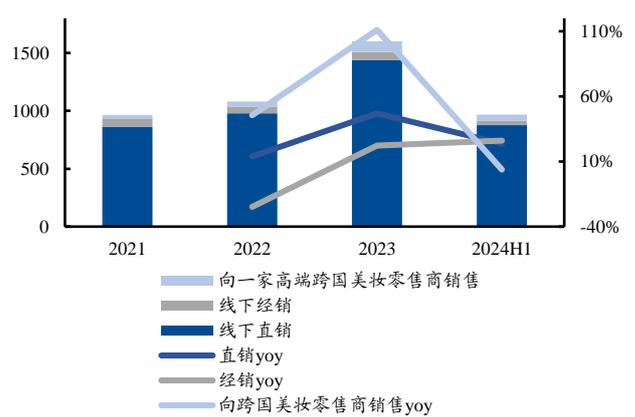
表4、毛戈平体验式营销策略

专柜试妆和半脸对比演示	毛戈平专柜均设有专门试妆区，顾客可以在此试用品牌产品并亲身体验其效果。由专业的美妆顾问提供半脸对比演示，以强烈的视觉对比突出毛戈平化妆品的改造力，继而促使顾客购买。
专业美妆顾问提供个性化服务和建议	毛戈平专柜配备了训练有素的美妆顾问，他们拥有丰富的产品知识和化妆技巧，根据每位顾客独特的皮肤类型、面部轮廓、皮肤状况和喜好提供个性化建议，确保提供量身定制的满意购物体验。专柜还提供免费的补妆及迷你妆样品，以更好展示产品的性能。
化妆秀与促销以及消费者奖励	毛戈平在专柜和门店组织各种类型的化妆秀和活动，以加强消费者参与感与品牌粘性。化妆秀由顶级化妆师现场示范，展示最新的技术和产品。这些活动有助于提升客流量，提高话题度，为客户创造难忘的品牌体验。

资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

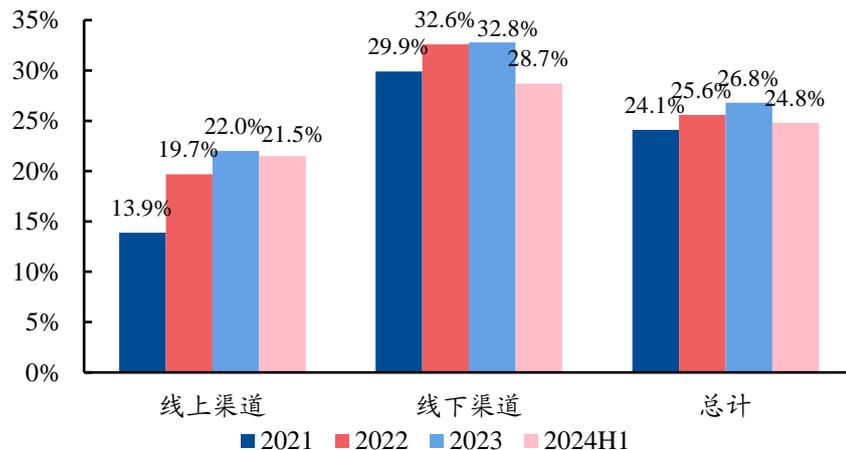
**图14、毛戈平自营专柜数量（个）**


资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

**图15、毛戈平线下渠道收入及增速（百万元）**


资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

**毛戈平品牌复购率远超行业平均。**截至 2024.6.30，毛戈平线下渠道拥有超 420 万名注册会员，且在线上、线下渠道均有较高复购率，2023 年分别为 22% 和 32.8%。根据弗若斯特沙利文，行业平均的线上复购率为 10%，考虑美妆行业渠道结构上线上为主导，而毛戈平线上复购率高于行业平均、线下复购率更显著高于线上，因此从公司总体复购率来看，应远高于行业平均水平。

**图16、毛戈平拥有高于行业平均的复购率**


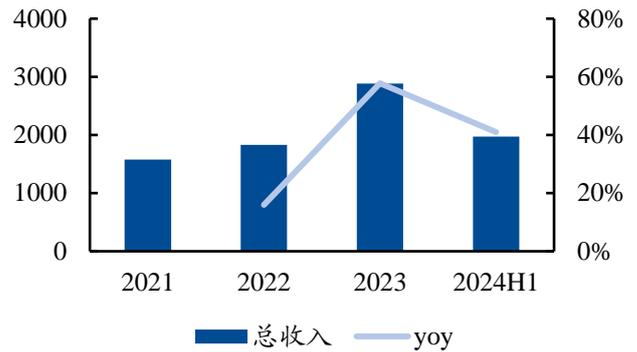
资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研究开发中心（注：2024H1 复购率较 2021-2023 年有所降低主要受季节性影响，即通常四季度为购物节和公共假日集中、出现销售高峰。）

### 2.3 公司团队对“KOL 毛戈平”拥有优异的运营能力

复盘欧睿统计的品牌历史市占率走势，可以看到毛戈平在中国彩妆行业的品牌份额自 2019 年开始有加速提升，并且从公司截至 2024H1 的收入增速不难看出，这一趋势仍然延续。我们认为近年来公司的规模快速扩张除品牌力的不断积淀之外，一些经典营销案例的成功也加速了品牌“出圈”，其中包括知名 KOL “深夜徐老师”在 2019 年 8 月发布的毛戈平为其改妆的视频。

**图17、毛戈平品牌在中国彩妆行业市占率 2019 年开始加速提升**


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

**图18、毛戈平公司营收 2022 年以来实现较快增长 (百万元)**


资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

2019 年，“深夜徐老师”陆续发布多个与毛戈平合作的化妆视频，其中一个视频标题更是宣称毛戈平的化妆技术为“整容级”，并展示了妆前妆后的对比图。该营销案例迅速出圈，公司也将毛戈平与知名 KOL 合作的一系列化妆教程视频作为内容营销策略的重要组成部分，有效提升了品牌知名度。

**图19、知名 KOL “深夜徐老师”发布与毛戈平合作的改妆视频**


资料来源：“深夜发媧”微信公众号，信达证券研发中心

**图20、毛戈平形象设计学校官方账号对 KOL 改妆案例进行宣传**

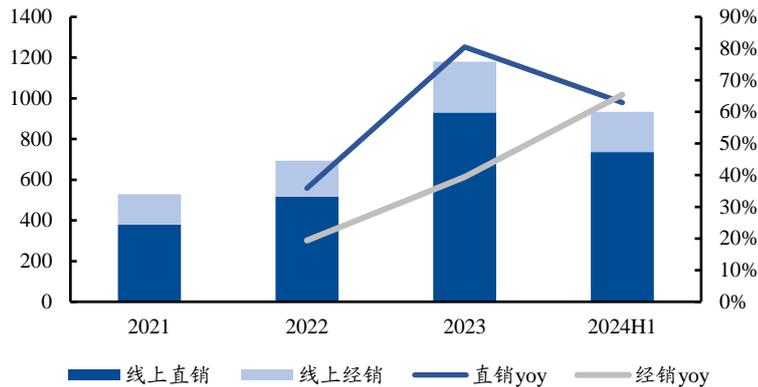

资料来源：毛戈平形象设计学校，信达证券研发中心

公司以线上渠道作为内容营销的重要载体，发布关于品牌故事的创意内容、化妆教程等，同时也与知名 KOL 合作，KOL 在社交平台发布短视频、直播等方式测试及代言品牌产品。截至 2024.11.14，公司在小红书有超过 89.5 万名粉丝，点赞与收藏数超过 220 万；抖音主页拥有 440 万名粉丝，获赞超过 240 万；天猫网店拥有超过 670 万名粉丝。

线上渠道实现了收入的较快增长，我们认为一方面线上很好地作为线下消费者购买渠道的补充，承接了复购需求及线下试妆到线上的转化；另一方面通过公司社媒的优异运营能力，也依托线上多平台流量开拓了更多新用户，引导线上消费者

前往线下专柜试妆体验，实现跨渠道协同。

图21、毛戈平线上渠道收入及增速（百万元）



资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研究开发中心

## 2.4 化妆培训业务，对品牌专业性的有力补充

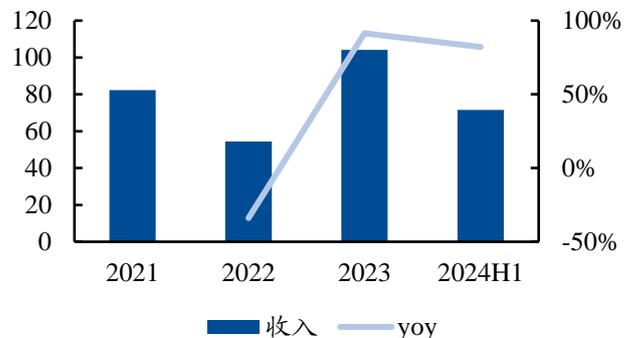
除了美妆产品的销售，公司还拥有化妆艺术培训业务，在专业领域进一步与其他品牌形成差异化竞争优势。化妆艺术培训业务与公司的产品开发和销售产生协同效应，提供品牌美誉度和专业领域影响力。截至 2024.11.14，公司在全国创办 9 所化妆艺术机构，提供全面的面授化妆培训课程，以传播毛戈平的美学理念和专业妆容技巧，培养新一代化妆师和美妆爱好者。截至 2024.6.30，公司培训机构有 194 名培训人员和 3539 名课程参与者。

图22、中国化妆艺术培训行业规模较快增长，2018-2023 年均增速 11.8%（十亿元）



资料来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图23、毛戈平化妆艺术培训业务收入及增速（百万元）



资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

## 3、未来空间：中短期看渠道扩张，长期看市占率提升&品牌出海

### 3.1 中短期看渠道扩张：线下开店&同店共同驱动增长，线上拉新开拓增量

我们认为公司线下渠道的收入增长将由开店&同店共同贡献。同店方面，2021-2022 年、2022-2023 年、2023H1-2024H1 公司可比同店销售收入分别同比增长 7.0%、35.9%、18.1%，保持较快增速。我们认为这其中：1) 新店自然爬坡带来可观的同店销售增幅。2023 年毛戈平同年新开业专柜、上年开业专柜、开业 2 年及以上专柜的日均销售分别为 8200 元、8700 元、11800 元，开业 2 年新店日均销售 CAGR2 为 20%左右。2) 随公司品牌影响力扩大、消费者认可度提升，各可

比店龄的专柜日均销逐年增长。2023 年毛戈平同年新开业专柜、上年开业专柜、开业 2 年及以上专柜的日均销售分别较 2021 年复合增长 29%、22%、13%。

图24、毛戈平同个专柜收入在 2021-2024H1 保持较快增长

	截至12月31日止年度				截至6月30日止六個月	
	2021年	2022年	2022年	2023年	2023年	2024年
同個專櫃數目 <sup>(1)</sup> ...	230			277		312
同個專櫃收入總額 (人民幣百萬元)...	731.5	783.0	878.7	1,193.8	655.3	773.9
同個專櫃平均收入 (人民幣百萬元)...	3.2	3.4	3.2	4.3	2.1	2.5
同個專櫃同比收入平 均增長.....	7.0%		35.9%		18.1%	

资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心（注：可比同店指连续运营满 1 年的项目）

图25、毛戈平开业 2 年内专柜日均销售自然爬坡增幅可观

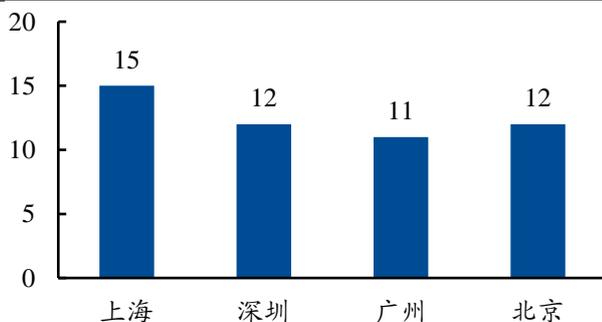
開業年份	截至12月31日止年度			截至6月30日止六個月	
	2021年	2022年	2023年	2023年	2024年
同一年新開業.....	4.9	5.2	8.2	8.2	9.2
上年開業.....	5.8	5.5	8.7	7.7	9.0
開業兩年或以上.....	9.2	9.3	11.8	11.8	13.6
總計.....	<b>8.0</b>	<b>8.1</b>	<b>11.0</b>	<b>11.1</b>	<b>12.9</b>

资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

门店数量方面，截至 2024.6.30，全国自营专柜数量达到 372 个，覆盖超 120 个城市，2022、2023、2024H1 分别净开店 32、17、15 家。我们认为公司中长期有 **600 家左右的开店空间**：根据我们 2024.12.9 查询的官网门店信息，毛戈平品牌在 4 座一线城市北上广深共有门店 50 家，在西安、武汉、杭州、成都等 15 座新一线城市共有门店 143 家，在 30 座二线城市共有门店 105 家，若不考虑 2024.6.30-2024.12.9 期间的净新增门店数，二线及以上城市门店数量占目前品牌门店总数的约 80%。

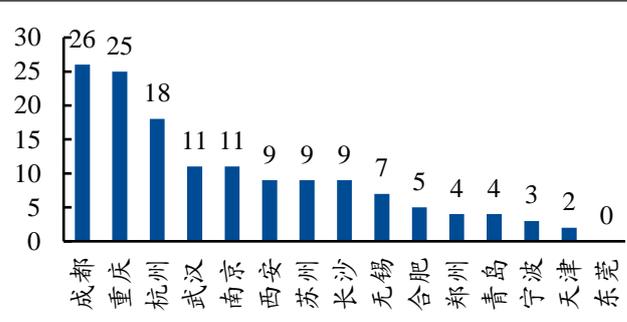
具体来看，北上广深门店数分布较为平均，都在 12-15 家；新一线城市方差较大，门店数前 3 的成都、重庆、杭州分别有 26、25、18 家，最少的东莞还没有门店覆盖；30 座二线城市中公司目前覆盖了 28 座，除南通有 11 家店以外，其余覆盖城市每座均有中低个位数家门店；剩余约 74 家门店覆盖了 74 座三线及以下城市。考虑毛戈平品牌定位高端，我们预计未来公司门店仍将核心覆盖二线及以上城市，大部分城市均有门店加密空间：例如新一线中成都、重庆门店数达 20 家以上，可以推行北上广深也各能够容纳约 20 家的开店空间；15 座新一线城市平均门店容纳量对标杭州、武汉、西安，我们预计能达到约 14 家；30 座二线城市预计平均每座容纳 5 家店；160 座三四线城市以增加覆盖面为主，预计平均每座 1 家店；五线及以下城市假设不覆盖线下门店。

图26、毛戈平品牌在一线城市门店数分布（家）



资料来源：毛戈平官网，信达证券研发中心（注：门店数为 2024.12.9 查询结果）

图27、毛戈平品牌在新一线城市门店数分布（家）



资料来源：毛戈平官网，信达证券研发中心（注：门店数为 2024.12.9 查询结果）

**表5、毛戈平百货专柜主要分布在二线及以上城市**

	门店数	覆盖城市数	城市覆盖率	门店数占比
一线	50	4	100%	13%
新一线	143	14	93%	38%
二线	105	28	93%	28%
三线及以下	74	74	-	20%

资料来源：毛戈平招股说明书，毛戈平官网，新一线城市研究所公众号，信达证券研发中心

**表6、我们测算毛戈平在中国大陆开店空间为约 600 家**

	覆盖城市数	每个城市开店数	合计店数	门店数占比
一线	4	20	80	13%
新一线	15	14	210	35%
二线	30	5	150	25%
三四线	160	1	160	27%
合计			600	100%

资料来源：毛戈平招股说明书，毛戈平官网，新一线城市研究所公众号，信达证券研发中心

线上依托尝鲜装、小规格正装产品进行拉新，筛选核心用户后再以返券形式引导线上复购&引流至线下门店购买大规格正装产品并增加连带消费。从行业数据来看，我国美妆消费渠道以线上为主，毛戈平虽因为定位高端而更多布局线下渠道，但考虑消费者线上消费的习惯养成，公司通过线上差异化运营策略进行拉新&承接部分复购需求也有可观增长空间。

**图28、毛戈平线上推出多款小样产品并赠送复购正装满减券**

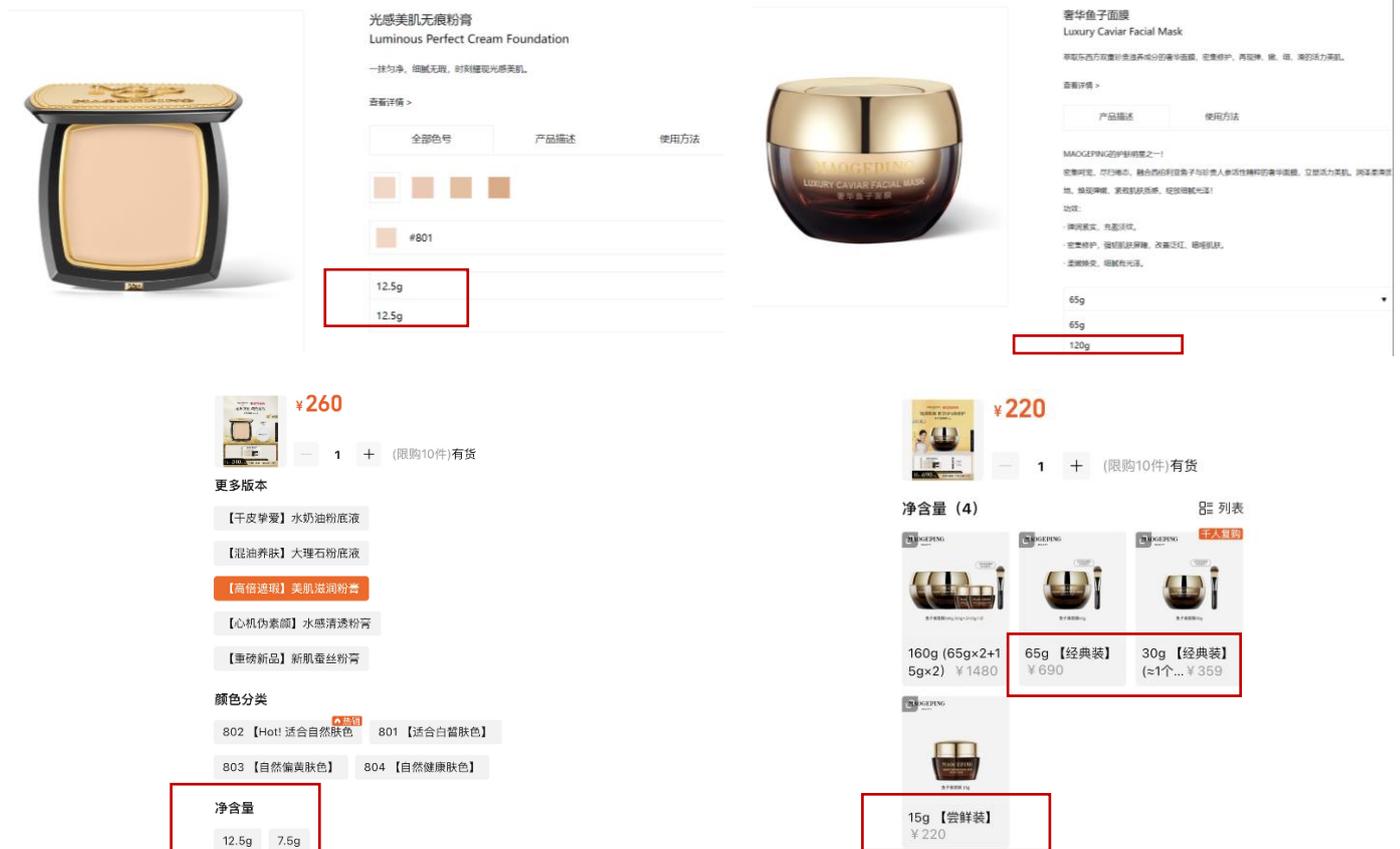

资料来源：毛戈平天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

毛戈平同一款产品通常针对线上新用户提供更小规格的选项。以品牌两款核心大单品为例，2024H1 光感无痕粉膏和奢华鱼子面膜分别实现超 2 亿元、超 4.5 亿元的零售额，公司考虑线上渠道用户以新客居多，除直接销售试用装之外，还提供相较线下更小规格的选项来促成成交，如无痕光感粉膏在官网仅展示 12.5g 一种规格，天猫官方旗舰店则额外增加 7.5g 的选项，奢华鱼子面膜在官网为 65g/120g 两种规格，天猫官方旗舰店则不提供 120g 大规格产品，而新增了 15/30g 两款小规格。

图29、毛戈平同一款产品通常针对线上新用户提供更小规格选项

粉膏产品官网规格为 12.5g，天猫旗舰店提供 7.5g/12g 两种规格

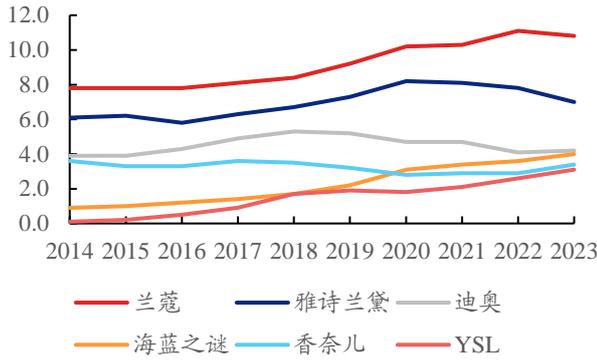
鱼子面膜官网规格为 65/120g，天猫旗舰店为 15/30/65g



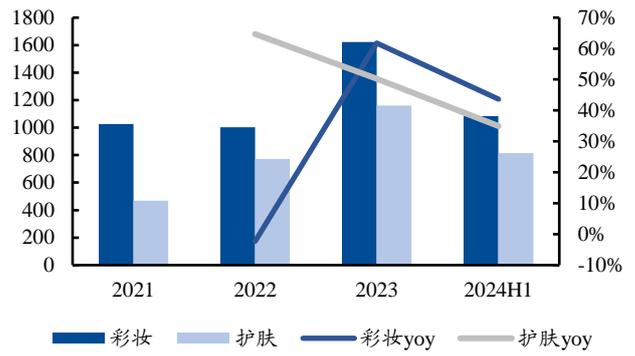
资料来源：毛戈平官网，毛戈平天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

### 3.2 长期看市占率提升：对标海外高端品牌，毛戈平在彩妆、护肤领域份额提升空间可观

市占率角度，我们认为毛戈平作为高端美妆品牌的份额提升空间可观。参考欧睿数据，我国高端美妆市场排名前6的品牌均有两个及以上品类的布局且取得领先份额，核心布局品类以彩妆、护肤为主。毛戈平品牌当前已布局彩妆及护肤两大品类，2021-2023年收入CAGR分别为26%、57%，2024H1收入分别同增44%、35%，均取得较快增长；结构上，2024H1彩妆/护肤占产品销售收入的比重分别为57%、43%，彩妆为主要品类。

**图30、中国高端美妆市场排名靠前的主要品牌份额 (%)**


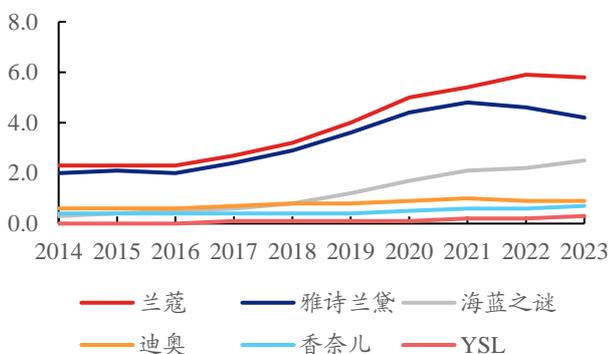
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

**图31、毛戈平产品销售结构以彩妆为主 (百万元)**


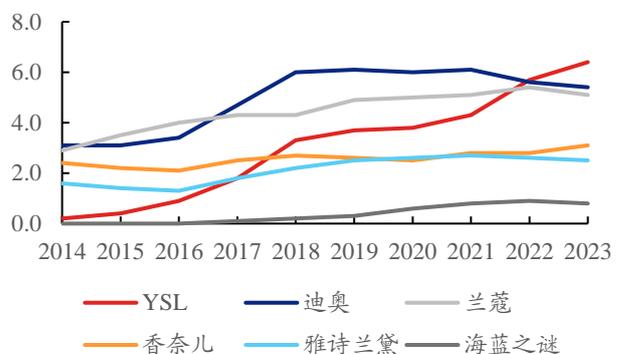
资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

参考欧睿数据统计的 2023 年在我国高端美妆市场份额排名前 6 的品牌兰蔻、雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、香奈儿和 YSL，品类布局有侧重但结构相对均衡，在彩妆、护肤两个品类均有不低的市占。例如 YSL、迪奥在我国彩妆市场品牌份额 2023 年排名前二、市占率分别达到 6.4%、5.4%，在护肤市场虽优势不如彩妆但也取得了一定份额；兰蔻、雅诗兰黛则在护肤和彩妆均有强势地位，2023 年在两个品类的品牌排名均在前 5。

毛戈平品牌在我国高端美妆市场已取得一定优势，主要来自彩妆品类，而护肤的市占率目前较低，彩妆、护肤领域品牌份额均有较大提升空间。根据弗若斯特沙利文统计，毛戈平 2023 年在中国高端美妆集团零售额排名第 7、市占率 1.8%，在中国高端美妆品牌中零售额排名第 12、市占率 1.8%。根据欧睿数据，2023 年毛戈平在中国彩妆行业品牌份额为 2%，而在护肤行业品牌份额仅约 0.1%。2023 年弗若斯特沙利文统计的我国护肤、彩妆行业零售额规模分别为 4630 亿元、1168 亿元，护肤行业规模是彩妆的接近 4 倍，毛戈平护肤业务受益于线下专柜试妆的连带消费、护肤产品矩阵的扩充，成长空间可观。对标弗若斯特沙利文统计的中国高端美妆品牌排名靠前的有 10% 左右的份额，我们认为毛戈平中长期收入规模有数倍的增长潜力。

**图32、中国市场头部高端美妆品牌在护肤市场的份额 (%)**


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

**图33、中国市场头部高端美妆品牌在彩妆市场的份额 (%)**


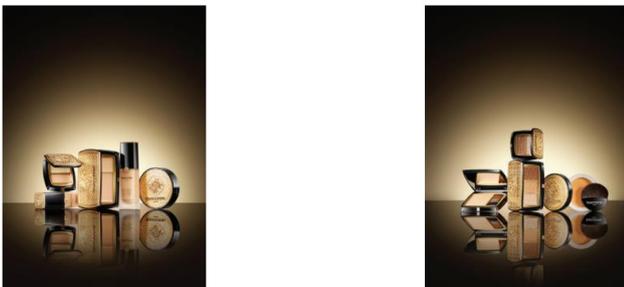
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

### 3.3 品牌出海初探，长期有望打开想象空间

2020年，公司与全球知名高端美妆零售商丝芙兰合作，在中国丝芙兰门店独家推出毛戈平·光韵系列产品。丝芙兰作为布局全球的美妆零售商，此次合作有效扩大了毛戈平的品牌影响力以及目标用户覆盖，公司未来有望以此为契机逐步探索中国港澳及海外市场。

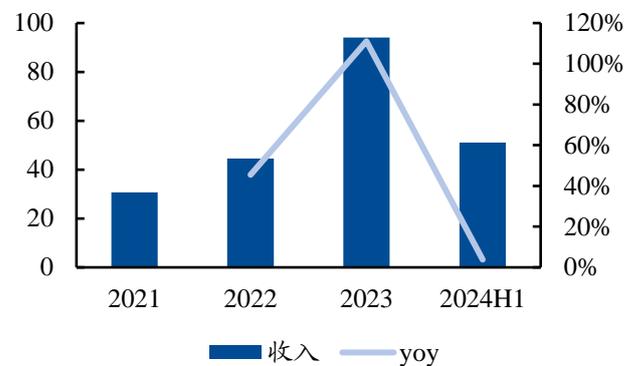
根据招股书对公司收入的渠道拆分，线下渠道收入构成中包含了向一家跨国美妆零售商销售的部分。2023/2024H1 向一家跨国美妆零售商销售带来的收入分别为 0.94/0.51 亿元，同增 111%/4%，收入占公司产品销售收入的 3.4%、2.7%。

图34、2020年毛戈平与丝芙兰合作的毛戈平·光韵系列



资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

图35、毛戈平向一家跨国美妆零售集团销售实现的收入（百万元）



资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心

## 4、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

公司的收入主要来自 2 大业务：美妆产品销售及化妆培训，其中美妆产品销售按照渠道拆分为线上、线下，线上进一步拆分为直销和经销渠道，线下进一步拆分为直销、经销、向一家跨国美妆零售集团销售。

我们预测公司 2024-2026 年产品销售收入分别同比增长 42%/36%/26%，其中线下渠道同比增长 31%/28%/25%，线上渠道增长 58%/46%/27%，预测线上增速快于线下，主要考虑线下以自营专柜为主的销售基本盘稳健、保持相对平缓的拓店及同店销售增速，而线上渠道一方面通过内容营销持续获客、并且作为线下消费者进行复购&增加产品连带的补充渠道，有望承载更多销售增量。毛利率方面，预计 2024-2026 年产品销售毛利率总体平稳，一方面，考虑产品结构中毛利率更高的护肤产品销售占比有望逐年提升，各渠道毛利率在 2024-2026 年均略有提升趋势；另一方面由于渠道结构上线上销售占比的提升，而线上综合毛利率略低于线下，两因素叠加使得产品销售的毛利率总体平稳。

我们预测化妆培训业务收入 2024-2026 年同比增长 75%/15%/15%。2023-2024 年收入增幅较大主要系 2023 年疫情消退后，报读化妆艺术培训课程的参与者人数回升并在 2024 年继续较快增长，相应的由于机构运营成本相对固定，报读人数的增加带动毛利率在 2023&2024H1 有显著提升。我们预计 2025-2026 年化妆培训业务收入回归稳健增幅，同时毛利率维持在持平 2024H1 的较高水平。

表7、毛戈平业务核心假设以及收入、毛利预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>1577</b>	<b>1829</b>	<b>2886</b>	<b>4141</b>	<b>5603</b>	<b>7055</b>
YOY		16%	58%	43%	35%	26%
毛利率	83.4%	83.8%	84.8%	85.0%	85.1%	85.2%
<b>产品销售收入</b>	<b>1495</b>	<b>1775</b>	<b>2782</b>	<b>3959</b>	<b>5393</b>	<b>6814</b>
YOY		19%	57%	42%	36%	26%
毛利率	85.5%	85.3%	85.6%	85.6%	85.6%	85.7%
<b>线下</b>	<b>966</b>	<b>1080</b>	<b>1602</b>	<b>2096</b>	<b>2674</b>	<b>3351</b>
YOY		12%	48%	31%	28%	25%
毛利率	86.1%	86.0%	86.6%	86.7%	86.8%	86.8%
<b>直销</b>	<b>859</b>	<b>979</b>	<b>1438</b>	<b>1906</b>	<b>2442</b>	<b>3064</b>
YOY		14%	47%	33%	28%	25%
毛利率	88.1%	87.6%	88.2%	88.1%	88.2%	88.2%
期末自营专柜数	308	340	357	382	407	432
净开店	52	32	17	25	25	25
店均收入	3.05	3.02	4.13	5.16	6.19	7.30
店均 YOY		-1%	37%	25%	20%	18%
<b>经销</b>	<b>76</b>	<b>57</b>	<b>70</b>	<b>87</b>	<b>102</b>	<b>118</b>
YOY		-25%	22%	24%	18%	16%
毛利率	72.7%	74.7%	75.1%	75.2%	75.2%	75.2%
<b>向一家高端跨国美妆零售商销售</b>	<b>31</b>	<b>45</b>	<b>94</b>	<b>103</b>	<b>129</b>	<b>168</b>
YOY		45%	111%	10%	25%	30%
毛利率	65.9%	66.3%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%
<b>线上</b>	<b>529</b>	<b>694</b>	<b>1180</b>	<b>1863</b>	<b>2720</b>	<b>3463</b>
YOY		31%	70%	58%	46%	27%
毛利率	84.3%	84.2%	84.3%	84.5%	84.5%	84.6%
<b>直销</b>	<b>380</b>	<b>516</b>	<b>931</b>	<b>1490</b>	<b>2235</b>	<b>2905</b>
YOY		36%	81%	60%	50%	30%
毛利率	84.6%	84.6%	84.5%	84.6%	84.6%	84.6%
<b>经销</b>	<b>149</b>	<b>178</b>	<b>249</b>	<b>373</b>	<b>485</b>	<b>558</b>
YOY		19%	39%	50%	30%	15%
毛利率	83.5%	83.0%	83.4%	84.0%	84.2%	84.4%
<b>化妆培训</b>	<b>82</b>	<b>54</b>	<b>104</b>	<b>182</b>	<b>209</b>	<b>241</b>
YOY		-34%	91%	75%	15%	15%
毛利率	46.3%	35.1%	64.0%	72.0%	72.0%	72.0%

资料来源：毛戈平招股说明书，信达证券研发中心预测

我们预计公司盈利能力总体平稳，考虑 IPO 募资后将加大品牌建设投入，销售费用率小幅提升、净利率略有下降。综合来看，我们预测 2024-2026 年公司收入分别为 41/56/71 亿元，同比分别增长 43%/35%/26%，归母净利润分别为 9.41/12.62/15.81 亿元，同比分别增长 42%/34%/25%。

**表8、公司整体盈利预测**

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	2886	4141	5603	7055
收入同比增速	58%	43%	35%	26%
归母净利润	662	941	1262	1581
净利润同比增速	88%	42%	34%	25%

资料来源: 毛戈平招股说明书, 信达证券研发中心预测

## 4.2 相对估值

公司作为国货高端美妆龙头, 拥有稀缺的专业化妆师 IP 为核心资产, 搭配公司优异的运营能力驱动近年来市场份额持续提升、销售规模快速扩张。我们看好公司在未来行业规模稳健增长的背景下, 依托市占率的持续提升继续实现较快业绩增长, 且随着产品结构、运营效率的优化, 盈利能力亦有进一步提升空间。

由于 A 股与港股市场估值体系差异, 故选取港股美妆品牌上市公司巨子生物、上美股份为可比公司, 按照 2024.12.16 收盘价计算, 可比公司 2024-2026 年业绩对应平均估值分别为 20/15/13X。

**表9、可比公司 PE 估值 (股价为 2024 年 12 月 16 日收盘价)**

公司	代码	总市值 (亿港元)	股价 (港元)	EPS (人民币元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
巨子生物	2367.HK	531	51.60	1.46	1.91	2.48	3.03	33	25	19	16
上美股份	2145.HK	134	33.70	1.16	2.27	2.94	3.54	27	15	11	10
<b>可比公司平均 PE</b>								<b>20</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 可比公司盈利预测来自信达证券研发中心)

## 5、风险提示

**消费力恢复不及预期。**公司所处赛道为可选性较强的高端美妆赛道, 当前消费力正处于恢复阶段, 若未来一段时间居民消费依旧相对保守, 可能对于公司线上、线下渠道的产品销售产生影响。

**百货、购物中心客流下滑。**公司以线下百货专柜为核心销售渠道之一, 若百货、购物中心等商业体客流下滑, 可能对公司线下直销渠道业绩产生影响。

**产品推广及渠道扩展不及预期。**公司业绩增长主要依靠核心产品、线下&线上渠道, 产品及渠道推进不及预期将影响业绩兑现。

**行业竞争加剧。**我国美妆市场格局较为分散, 竞争较为激烈。虽然公司所处的高端市场格局优于大众市场, 但仍然面临较多海外头部品牌竞争。

**舆情风险。**公司以专业化妆师 IP 为核心资产, 化妆师个人若受到舆情影响可能传导至公司销售端。

单位：百万元

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,698	5,337	6,790	8,673
现金	1,138	4,453	5,652	7,259
应收账款及票据	158	233	314	381
存货	342	569	712	891
其他	60	83	112	141
<b>非流动资产</b>	397	663	698	717
固定资产	168	215	244	258
无形资产	42	45	48	50
其他	186	403	406	409
<b>资产总计</b>	2,095	6,001	7,488	9,390
<b>流动负债</b>	529	816	1,038	1,356
短期借款	0	5	10	15
应付账款及票据	104	206	210	311
其他	426	605	818	1,030
<b>非流动负债</b>	17	17	17	17
长期债务	0	0	0	0
其他	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	547	833	1,055	1,373
普通股股本	60	478	478	478
储备	1,486	4,685	5,947	7,528
<b>归属母公司股东权益</b>	1,546	5,164	6,426	8,007
少数股东权益	2	4	7	10
<b>股东权益合计</b>	1,548	5,168	6,432	8,017
负债和股东权益	2,095	6,001	7,488	9,390
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>经营活动现金流</b>	700	934	1,273	1,670
净利润	662	941	1,262	1,581
少数股东权益	2	2	3	3
折旧摊销	70	50	59	64
营运资金变动及其他	-34	-58	-50	22
<b>投资活动现金流</b>	-195	-301	-78	-68
资本支出	-205	-100	-90	-80
其他投资	10	-201	12	12
<b>筹资活动现金流</b>	-255	2,682	5	5
借款增加	-2	5	5	5
普通股增加	0	2,677	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-253	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	250	3,315	1,200	1,607

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,886	4,141	5,603	7,055
其他收入	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	438	620	833	1,042
销售费用	1,412	2,017	2,787	3,524
管理费用	192	275	373	469
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	-17	-67	-84
<b>除税前溢利</b>	888	1,260	1,691	2,118
所得税	224	318	426	534
<b>净利润</b>	663	943	1,265	1,584
少数股东损益	2	2	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	662	941	1,262	1,581
EBIT	844	1,229	1,610	2,019
EBITDA	914	1,279	1,669	2,083
EPS (元)	—	1.97	2.64	3.30

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	57.78%	43.49%	35.29%	25.91%
归属母公司净利润	88.00%	42.14%	34.14%	25.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	84.83%	85.04%	85.14%	85.23%
销售净利率	22.94%	22.72%	22.53%	22.41%
ROE	42.82%	18.22%	19.64%	19.75%
ROIC	40.73%	17.78%	18.69%	18.81%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.10%	13.88%	14.09%	14.62%
净负债比率	-73.51%	-86.07%	-87.72%	-90.36%
流动比率	3.21	6.54	6.54	6.40
速动比率	2.56	5.84	5.85	5.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.58	1.02	0.83	0.84
应收账款周转率	21.28	21.20	20.50	20.30
应付账款周转率	4.04	4.00	4.00	4.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	—	1.97	2.64	3.30
每股经营现金流	—	1.95	2.66	3.49
每股净资产	—	10.79	13.43	16.74
<b>估值比率</b>				
P/E	—	25.64	19.11	15.26
P/B	—	4.67	3.75	3.01
EV/EBITDA	-1.25	15.38	11.08	8.10

## 研究团队简介

**蔡昕妤**，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、美护板块。

**宿一赫**，商社分析师。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA 三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。