

# 高端美妆品牌，品类延展可期

## ——毛戈平（1318.HK）深度报告

股票投资评级：买入 | 首次覆盖

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2024年12月17日

- **本土领先高端美妆品牌。**公司成立于2000年，创始人毛戈平先生及配偶上市前持股比例为57.26%，股权集中，家族+高管上市前持股比例达94.55%，财务投资者较少；公司于24年12月10日上市，发行7842万股，占比总股份的16.4%。23年公司收入/归母净利润分别为28.9亿元、6.6亿元，3年复合增速均超过35%，维持20%左右净利率，财务表现稳健；24H1收入/归母净利润均同增41%至19.7亿元/4.9亿元。公司主品牌MAOGEPING收入占比超过95%，覆盖彩妆及护肤，23年护肤品占比提升至40%；公司线下专柜及电商齐发力，23年电商占比提升至41%。
- **创始人IP、体验式营销、卓越产品口碑打造护城河。**公司具备多重优势：1) 创始人在彩妆届享誉盛名，斩获多项奖项，为品牌赋能，通过B站等社媒放大，提升年轻用户中知名度；2) 线下体验式营销引流，为用户打造专属妆容，会员设计机制提升进店频率及转化，培训学校提升专柜人员化妆技能；3) 与一线大牌供应链同源，创始人严控品质，产品力有保障；4) 会员忠诚度高，风尚会员复购率超过80%，贡献线下80%以上收入，综合复购率稳步提升至20%+。
- **产品延展可期，线下单柜产出提升+线上发力驱动份额提升。**彩妆行业高成长性，底妆&高端线景气度领先，对标海外人均消费仍在低位；近年国风已来，本土品牌份额稳步提升，专业彩妆师品牌独具品牌价值更具竞争力。未来公司在行业加持下增长驱动力来自：1) 线下稳步扩柜台，国内保持新增约30个/年，柜台成熟+产品丰富驱动单柜产出提升，线上天猫/抖音等平台发力渗透率仍具提升空间，有望保持高增长；2) 维持光影类产品优势，粉底/气垫等高复购底妆有望打造大单品，色彩类&香氛等产品有待发力；面膜爆品之外，核心会员转化驱动护肤品增长。
- **盈利预测：**我们预计24年-26年公司归母净利润分别为9.1亿元/12.0亿元/15.4亿元，分别+37%/33%/28%，对应PE分别为29倍/22倍/17倍，公司独特IP效应以及根植于线下百货高端基因构筑长期壁垒，大单品放量及扩品带来未来高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 流量成本上行带来净利率下降；2) 竞争加剧影响大单品打造；3) 扩品类不及预期。

# 目录

- 一 公司概况：快速成长的高端美妆品牌
- 二 行业分析：彩妆成长性佳，底妆&高端线景气度优
- 三 竞争优势：创始人IP为基，体验营销助力，会员忠诚度高
- 四 成长看点：产品渠道双驱动份额提升，出海可期
- 五 盈利预测及投资建议

—

## 公司概况：快速成长的高端美妆品牌

- 1.1 基本情况：高端本土美妆品牌，家族持股比例高
- 1.2 财务分析：高ROE，高净利率，高增长
- 1.3 业务拆分：彩妆连带护肤，电商线下专柜齐发力

# 1.1 基本情况：本土高端美妆品牌，兼顾化妆技能培训

- 本土高端化妆品牌，布局化妆技能培训。公司于2000年由美妆大师毛戈平先生在杭州成立，主要从事MAOGEPING与至爱终生两大品牌研发、生产、销售，同时布局化妆技能培训。公司主品牌MAOGEPING定位较高端，以彩妆切入，兼顾护肤品，通过百货专柜及电商触达用户，目标客群为25-40岁人群；至爱众生品牌主打大众流行彩妆，通过经销商触达用户，客群主要为18-35岁的年轻化消费者；化妆技能培训业务主要为消费者提供美妆培训，涉及杭州、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京九地，设计从2.5个月以内到1.5年的各周期课程，提升公司主品牌行业内彩妆领域专业性地位。

图表1：公司主要业务领域及相关业务开展情况

|      | 化妆品领域 |             | 化妆技能培训领域   |               |           |             |
|------|-------|-------------|------------|---------------|-----------|-------------|
|      | 品牌    | MAOGEPING   | 至爱终生       | 课程类型          | 期限        | 定价          |
| 创立时间 |       | 2000年       | 2008年      | 形象设计与艺术特色课程   | 1.5年      | 3.48万/3.38万 |
| 品牌定位 |       | 轻奢、高端       | 大众、流行      | 形象设计与艺术创意课程   | 1年        | 2.88万/2.78万 |
| 价格定位 |       | 均价200-800元  | 均价120-260元 | 化妆造型全科课程      | 6个月、5个月   | 1.88万/1.78万 |
| 渠道类型 |       | 百货专柜直营、电商销售 | 经销         | 时尚生活课程/美妆课程   | 3.5个月、3个月 | 1.48万/1.38万 |
| 目标客群 |       | 25-40岁      | 18-35岁     | 创意造型课程/时尚美妆课程 | 2.5个月、2个月 | 0.98万/1.48万 |
| 产品类型 |       | 彩妆、护肤品      | 彩妆为主       | 其他短期课程        | 2.5个月以内   | -           |

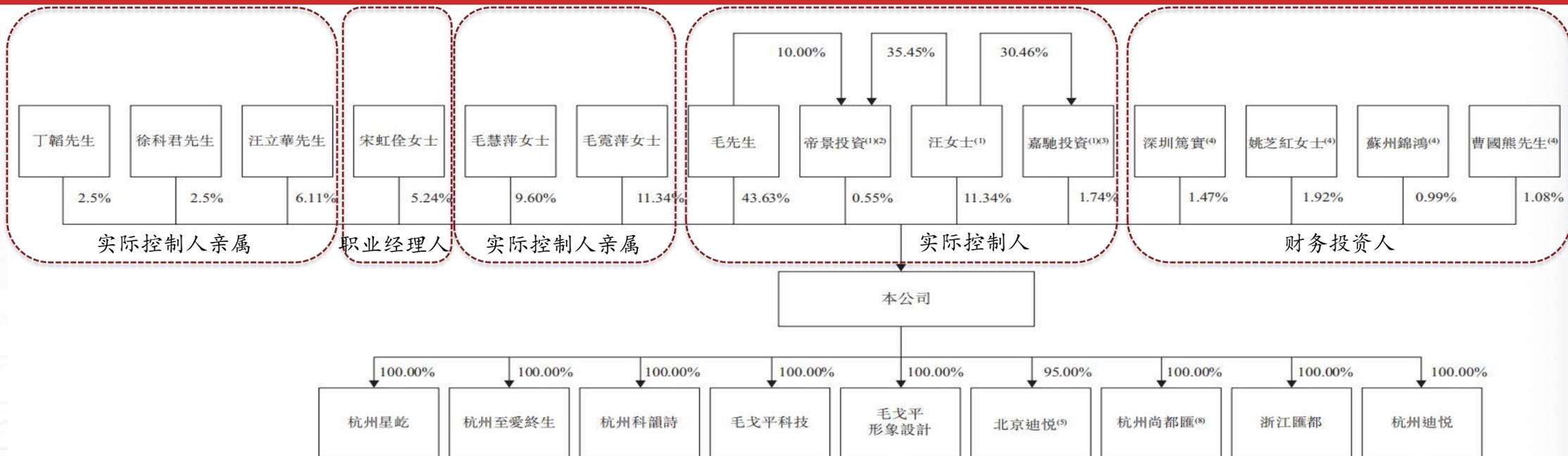
图表2：公司主要发展历程

| 时间          | 事件   |
|-------------|--|
| 2000年       | 前身杭州毛戈平成立；推出MAOGEPING品牌以及创立首家毛戈平形象设计艺术学校                     |
| 2003年       | 首家专柜入驻上海港汇恒隆广场   |
| 2005年       | 专柜入驻杭州武林银泰百货   |
| 2008年       | 推出至爱终生品牌；担任北京奥运会开幕式化妆师                                       |
| 2009年       | 担任中国成立60周年庆典阅兵式化妆师   |
| 2015年       | 改制股份有限公司   |
| 2018年       | 开设天猫首家网店   |
| 2019年       | 与故宫文创打造“气韵东方”系列  |
| 2021年-2023年 | 1) 担任第19届杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务供应商；2) 担任中国花样游泳官方赞助商以及中国国家队官方合作伙伴 |

# 1.1 基本情况：实际控制人及其一致行动人持股比例高

- 实际控制人及其一致行动人持股比例高，家族式经营管理股权结构稳定。公司实际控制人为毛戈平、汪立群夫妇，本次融资前直接及间接合计控制公司57.26%股份，实际控制人及其亲属（毛霓萍、毛慧萍、汪立华、丁韬、徐科君）、核心高管（宋虹佺）本次融资前合计持有公司94.55%的股份，持股比例高；剩余为财务投资人，持股比例较小。
- 公司于24年12月10日上市，发行7842万股，占比总股份的16.4%，其中香港发行股份占比全球发行股份的50%，发行价为29.8港元，扣除募资费用后募资21.9亿港元，发行市值为142.6亿港元。基石包括CPE、正心谷、常青藤等。

图表3：公司发行前公司股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

# 1.1 基本情况：创始人艺术化妆大师，家族式企业，团队稳定

- 创始人毛戈平先生在彩妆领域享誉盛名，核心高管团队结构稳定。公司创始人毛戈平先生被誉为“魔术化妆师”“化妆巨匠”，2020年入选教育部“国家技术技能大师”名录，对化妆美学认识深刻，尤其对东方女性面部轮廓及肤质特性理解独特，在彩妆领域享誉盛名。公司核心外聘高管加入公司时间较长，其中高管宋虹佺、核心技术人员刘顺祥加入公司时间近20余年，管理团队稳定。

图表4：公司高管及核心技术人员履历背景

| 姓名        | 职务                      | 出生日期    | 学历  | 履历   |
|-----------|-------------------------|---------|-----|--|
| 毛戈平       | 董事长兼执行董事长               | 1964.07 | 中专  | 著名艺术化妆大师，三十余年行业经历，被誉为“魔术化妆师”、“化妆巨匠”，2020年入选教育部“国家技术技能大师”名录   |
| 汪立群       | 执行董事兼副董事长               | 1971.09 | 硕士  | 1991年10月至2000年9月担任浙江省越剧团演员。2000年，协助毛先生创办了浙江毛戈平形象设计艺术机构，并自2000年9月至2010年8月担任浙江毛戈平形象设计艺术机构执行校长。2011年2月13日及2015年12月16日分别担任杭州毛戈平董事以及董事兼副董事长，并于2024年4月1日调任为执行董事。自2010年8月起一直担任杭州毛戈平形象设计总经理。 |
| 毛霓萍       | 执行董事、副董事长兼资深副总裁         | 1959.12 | MBA | 2000年7月-2015年11月历任杭州汇都化妆品有限公司董事、总经理、副董事长   |
| 毛慧萍       | 执行董事兼资深副总裁              | 1962.07 | 大专  | 2000年9月-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  |
| 汪立华       | 执行董事兼副总裁                | 1973.06 | 本科  | 2002年加入浙江毛戈平形象设计艺术学校   |
| 宋虹佺       | 执行董事、总裁兼MOGEPING品牌事业部经理 | 1974.10 | 硕士  | 1997-1999年担任韩国新生活化妆品公司哈尔滨分公司销售代表；1999-2002年担任哈尔滨美佳娜化妆品有限公司销售经理；2002年加入杭州毛戈平化妆品有限公司   |
| 徐卫国       | 财务总监                    | 1976.10 | 硕士  | 2002年6月-2006年7月担任光明乳业股份有限公司财务经理；2006年8月-2006年12月担任百事可乐饮料有限公司高级会计经理；2007年1月-2009年4月担任金瑶集团财务总监；2009年6月-2011年3月担任GUESS中国财务总监；2011年加入公司任财务总监   |
| 董乐勤       | 董事会秘书、法务部负责人兼联席公司秘书     | 1983.05 | 硕士  | 2005年5月-2013年7月历任浙旅控股股份有限公司办公室秘书、在旅游事业部副总经理、投资部经理、人力资源部总监、董事会秘书等职；2013年7月-2014年10月担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   |
| 毛戈平/毛慧萍见上 |                         |         |     |  |
| 刘顺祥       | ——                      | 1978.08 | 大专  | 1999年7月-2004年4月担任绍兴亚东日化集团有限公司技术科长职位；2004年5月进入公司后历任生产研发部经理、生产研发总监等职位  |
| 张传腾       | ——                      | 1979.04 | 中专  | 国家高级化妆师、造型师，中国电影电视技术学会化妆委员会会员  |
| 王辉        | ——                      | 1977.10 | 中专  | 国家高级化妆师，中国电影电视技术学会化妆委员会会员  |

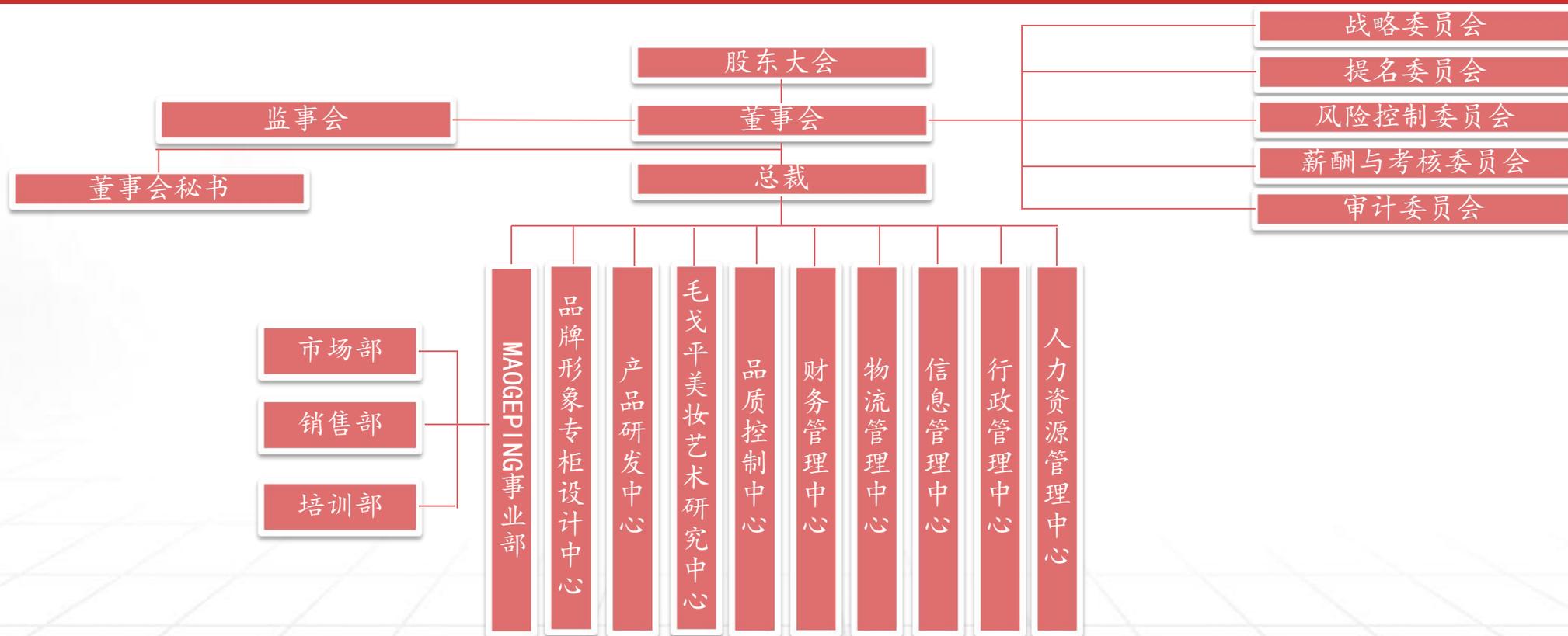
资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.1 基本情况：组织架构较为扁平化，创始人负责整体业务及战略规划，职业经理人宋总负责MAOGEPING品牌市场运作

- 创始人主要负责公司整体战略管理，把控新品研发，职业经理人宋虹隼女士全面负责MAOGEPING品牌市场运作及品牌管理，参与公司重大决策及经营管理，整体组织架构较为扁平化，权责清晰。

图表5：公司组织架构示意图

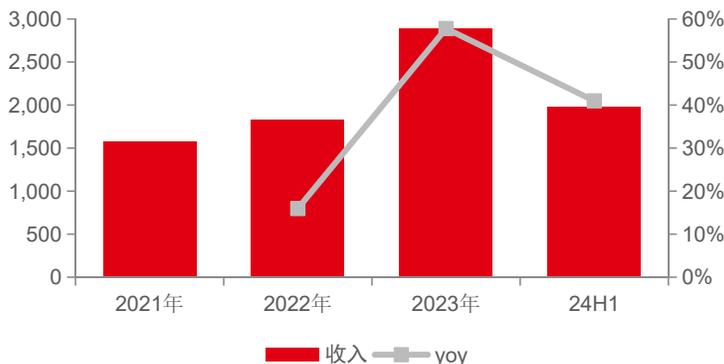


## 1.2 财务分析：21-23年收入业绩复合增速35%+，保持高利润率

■ 收入业绩维持35%+复合增速。2023年公司收入/归母净利润为28.9亿元、6.6亿元，同比增速分别为57.8%、88.0%，21-23年复合增速分别为35.3%、41.4%，22年收入业绩增长放缓主要系：1) 线下专柜增长放缓；2) 线上运营推广费用占比提升带来净利率下降。23年在线下复苏+线上持续发力下重回高增长。24H1收入/归母净利润分别为19.7亿元、4.9亿元，均同增41.0%，保持高增势能。

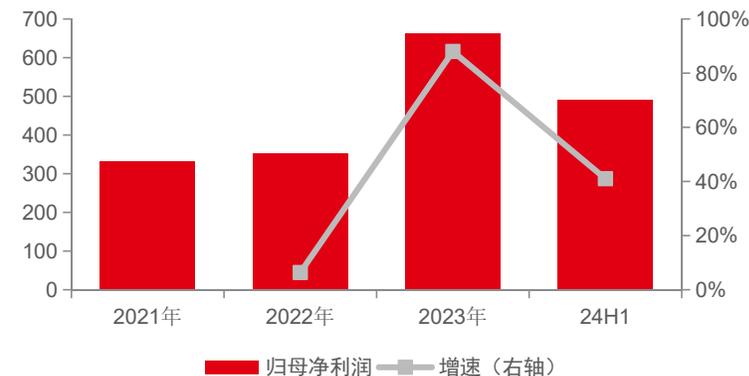
■ 高毛利率，高净利率。23年公司毛利率、归母净利率分别为84.8%、23.0%，分别同比提升1.0pct、3.8pct。23年得益于渠道结构变化及线下规模效应净利率大幅提升。公司近年净利率维持20%左右较高水平，主要系高端定位以及线上线下游渠道布局。24H1公司毛利率/净利率分别84.9%/24.9%，保持高位。

图表6：公司收入及增速（百万元）



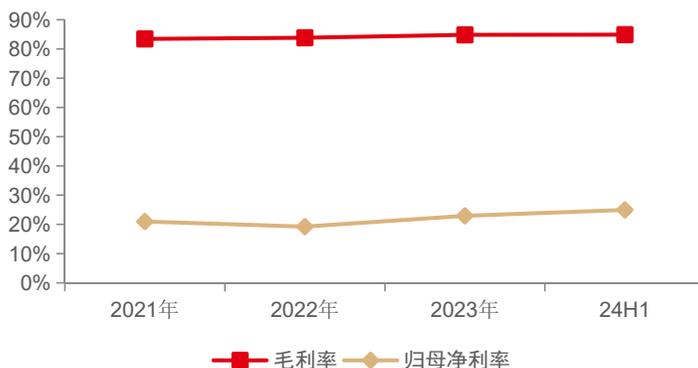
资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表7：公司归母净利润及增速（百万元）



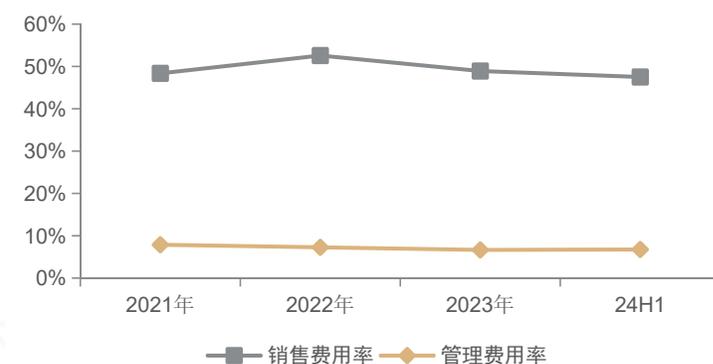
资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表8：公司毛利率及净利率



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表9：公司期间费用率情况

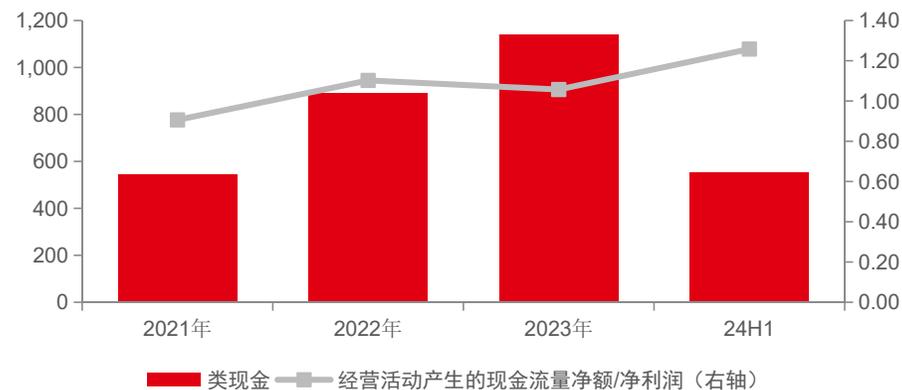


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

## 1.2 财务分析：高ROE，短期付息影响现金储备，造血能力强

- 付息影响短期现金储备，存货周转改善，造血能力强。24H1公司账面现金5.5亿元，大幅下降，主要系24H1已付股息10.25亿元、新增土地使用权及租赁土地预付款2.96亿元；经营活动现金流净额与净利润基本相当，自我造血能力较强。23年公司存货周转天数下降至264天，运营效率提升。
- 高销售净利率和资产周转率带来高ROE。23年/24H1公司ROE分别为49%/38%，维持较高水平，高ROE主要得益于：1) 销售净利率较高；2) 资产周转率较高，资产周转率在1.3以上，周转效率较快。

图表10：公司现金情况（百万元）



资料来源：同花顺ifind，中邮证券研究所

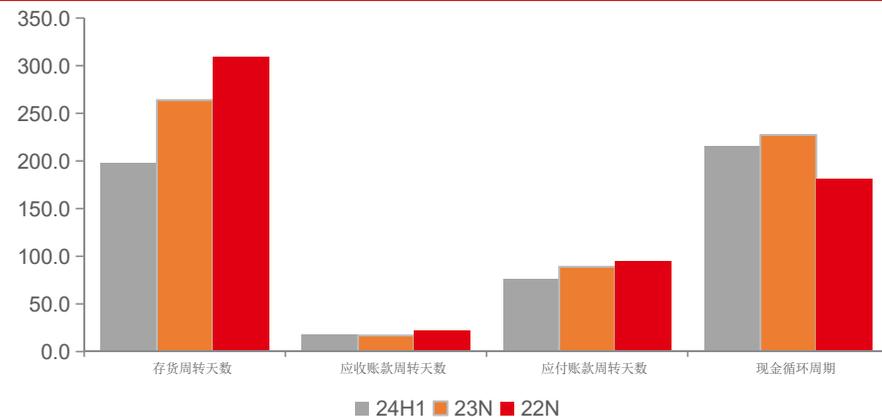
图表11：公司近年来ROE拆解

|            | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 24H1  |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| ROE (%)    | 42.35 | 36.76 | 49.41 | 38.0% |
| —销售净利率 (%) | 20.97 | 19.23 | 22.98 | 24.98 |
| —资产周转率     |       | 1.36  | 1.58  | 1.00  |
| —权益乘数      | 1.45  | 1.40  | 1.36  | 1.52  |

资料来源：同花顺ifind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表12：公司现金周期（天）

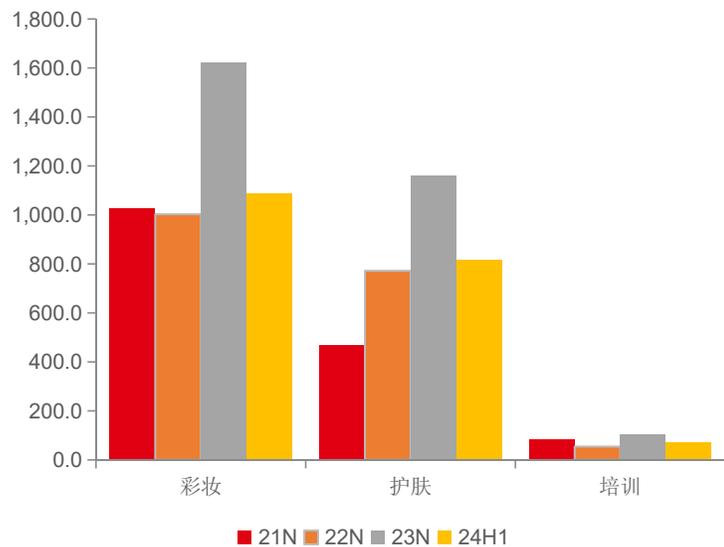


资料来源：同花顺ifind，中邮证券研究所

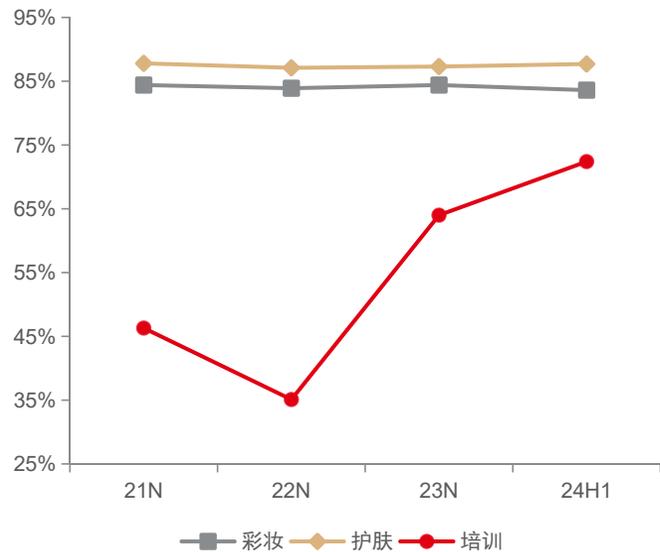
# 1.3 业务分析：彩妆为主，23年护肤品占比提升至40%，彩妆实现量价齐升，护肤品销量快速增长，均价整体较为平稳

- 彩妆为主，护肤品占比提升至40%。2023年公司彩妆、护肤、化妆技术培训及相关收入分别为16.2亿元/11.6亿元/1.0亿元，占总收入比重分别为56%/40%/4%，21-23年复合增速分别为26%/57%/12%，护肤品收入占比持续提升至40%，仍以彩妆为主；24H1彩妆/护肤/培训及其他占比分别为55%/41%/4%。23年主品牌MAOGEPING收入占总收入95%以上，是收入增长的主要驱动力。
- 彩妆量价齐升，护肤品销量驱动，均价较平稳。23年公司产品销售1332万件，21-23年复合增速为27%，均价为209元，21-23年复合增速为8%。分品类来看，护肤品23年销量为360万件，21-23年复合增速为60%，均价为322元，21-23年复合增速为-2%；彩妆23年销量为972万件，21-23年复合增速为19%，均价为167元，21-23年复合增速为6%，彩妆实现量价齐升，护肤品以销量驱动，均价远高于彩妆。我们认为，彩妆均价持续提升主要得益于大规格产品销售提升以及稳定的推新，24H1护肤/彩妆销量增速分别为25%/41%，均价增速分别为8%/2%，均实现量价齐升。

图表13：公司分产品收入情况（百万元）



图表14：公司分产品毛利率情况



图表15：化妆品分品类量价销售情况

| 分类 | 时间    | 销量 (万件) | YOY  | 单价 (元/件) | YOY  |
|----|-------|---------|------|----------|------|
| 彩妆 | 24H1  | 662     | 41%  | 163.8    | 2%   |
|    | 2023年 | 972     | 52%  | 166.9    | 6%   |
|    | 2022年 | 638     | -8%  | 157.1    | 6%   |
|    | 2021年 | 690     | 105% | 148.9    | 1%   |
| 护肤 | 24H1  | 235     | 25%  | 346.6    | 8%   |
|    | 2023年 | 360     | 61%  | 322.3    | -6%  |
|    | 2022年 | 224     | 60%  | 343.9    | 3%   |
|    | 2021年 | 140     | 71%  | 335.1    | 5%   |
| 总计 | 24H1  | 898     | 36%  | 211.7    | 3%   |
|    | 2023年 | 1332    | 55%  | 180.3    | -12% |
|    | 2022年 | 862     | 4%   | 205.7    | -2%  |
|    | 2021年 | 830     | 99%  | 208.9    | 7%   |

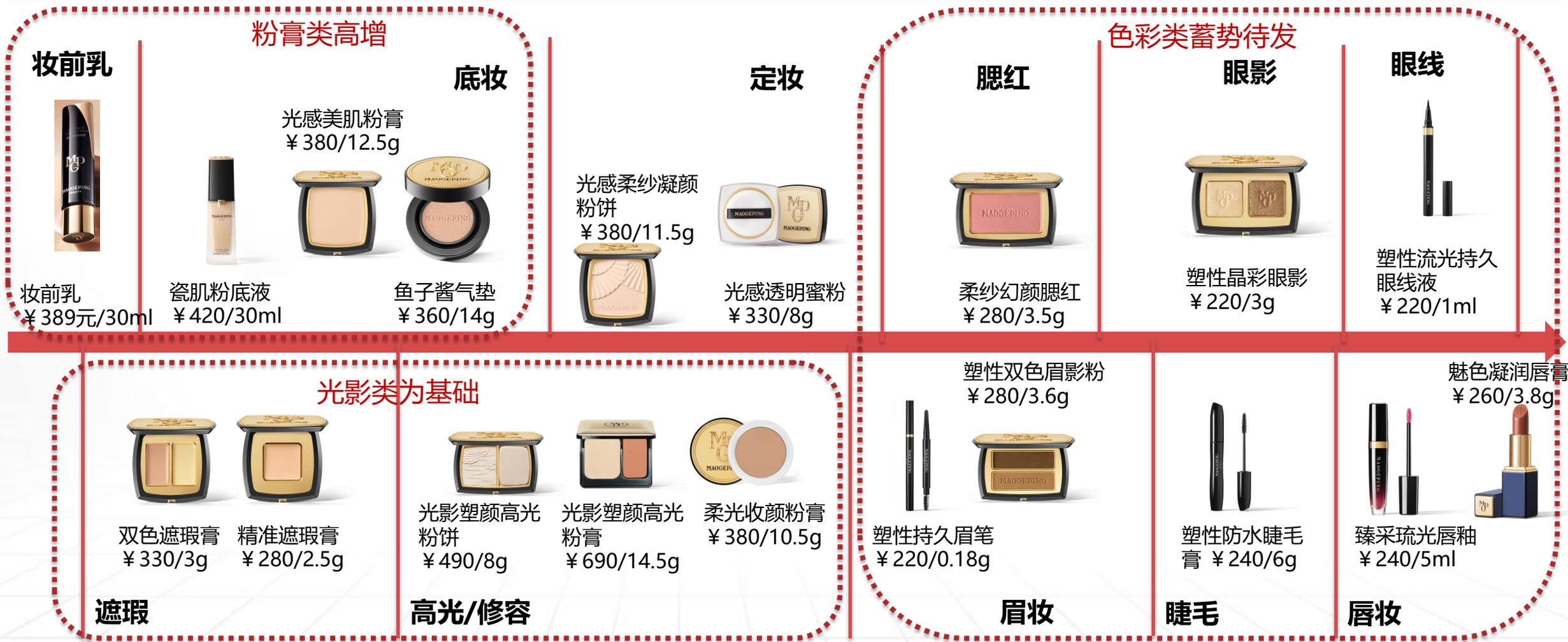
资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

# 1.3 业务分析：彩妆产品矩阵以高光遮瑕修容等光影产品为基础、粉膏气垫等底妆产品高速增长、唇妆/眼影等色彩类产品蓄势待发

图表16：毛戈平彩妆线产品梳理



资料来源：MAOGEPING官网，天猫旗舰店，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.3 业务分析：定位高端，彩妆与国际大牌保持一定价差，打造粉底/粉膏/气垫等底妆大单品

- 品牌彩妆专业性强，将光影美学与东方美学结合，底妆类/光影类优势突出。品牌目前拥有彩妆及化妆工具SKU337款，覆盖妆前、遮瑕、高光、粉底、定妆、腮红、眼影、口红等多类目。公司高光修容产品强调骨相与皮相结合，底妆强调养肤，将光影美学与东方美学结合，品牌特色鲜明。从品类结构看，品牌光影类（高光、遮瑕等）基础盘稳健，底妆（粉底液/气垫/粉膏）快速成长占比较高，色彩类（唇妆/眼影/腮红等）体量较小，发力空间广，其中光感无痕粉膏单品截止24H1实现零售额超2亿元。
- 定位高端，与国际彩妆大牌保持一定价差。根据天猫官旗，MAOGEPING品牌气垫日销价为320元/14g，相比YSL同等规格天猫国际/日上渠道400元左右定价稍具性价比（约8折），MAOGEPING粉底液日销价340-370元/30ml，高于雅诗兰黛、兰蔻同等规格产品在免税渠道价格，低于迪奥（约7折）、YSL（约7折）、CPB（约6折）等品牌免税渠道价格。

图表17：毛戈平24M1-11天猫抖音彩妆品类销量

| TOP 品类    | 销量 (件) | 畅销品代表产品及销售                                       |
|-----------|--------|--|
| 粉底液       | 200万+  | 光感美肌/轻透无痕粉膏（规格（含粉膏）（含小样）4g/7.5g/12.5g）；光感柔润奶油粉底液 |
| BBCG霜（气垫） | 60万+   | 鱼子酱气垫；羽翼气垫等（规格10g/14g）                           |
| 粉饼        | 约40万   | 光感柔纱凝颜粉饼；光感透明蜜粉等                                 |
| 光影类       | 30万+   | 1) 光影塑颜高光粉饼/粉膏；<br>2) 双色遮瑕、精准遮瑕                  |

图表18：毛戈平线上热销产品与国际品牌对比

|     | MAOGEPING                      | 国际品牌  |
|-----|--------------------------------|---|
| 粉膏  | 无痕粉膏：340元/12.5g                | YSL粉气垫：猫旗695元/12g+450元/12g替换芯；日上409元/12g<br>香奈儿气垫水粉底：680元/15g；480元/15g替换芯；  |
| 气垫  | 鱼子酱/羽翼气垫：320元/14g；430元/14g+14g | YSL皮气垫：猫旗 695元/14g；450元/14g替换芯；(天猫国际分别400元/255元)  |
| 粉底液 | 干皮/油皮粉底液：340元-370元/30ml        | 雅诗兰黛：DW/沁水/白金粉底液猫旗470元/550元/980元/30ml；<br>(天猫国际对应180元/210元/无；中免对应214元/260元/600元)<br>阿玛尼/兰蔻 日上基础款260元-280元/30ml；<br>YSL/迪奥/CPB 日上畅销款分别 410元/25ml、490元/30ml、620元/35ml |

资料来源：天猫旗舰店，抖音旗舰店，中邮证券研究所

资料来源：天猫旗舰店，日上，中邮证券研究所

# 1.3 业务分析：护肤线上打造鱼子酱面膜、黑霜等大单品，线下套装转化更佳，以妆前调理肌肤入手，实现从彩妆到护肤转化

■ 毛戈平护肤类产品线较为精简，以妆前调理切入提升护肤品类转化。护肤类目前拥有50个SKU，主推奢华鱼子酱系列、奢华养肤系列、黑金系列等，覆盖面膜、面霜、眼霜、精华、卸妆等多个品类，与彩妆定位一致，定价高端。从彩妆到护肤品的切入，公司选择与妆前相关度较高的面膜、面霜等类目切入，主打妆前滋养及急救，以达到更好的上妆效果，提升彩妆到护肤转化。公司线上采用小规格单品迅速拉新，线下通过组合装提升折扣方式提升彩妆对护肤连带，实现护肤品健康增长。根据抖音、天猫旗舰店，24M1-11护肤品类中涂抹面膜、面霜累计销售70万余件，占据该品牌护肤品类绝大份额，单品集中度高；截止24H1，奢华鱼子酱面膜单品实现零售额4.5亿元。

图表19：毛戈平护肤线抖音天猫渠道TOP畅销品

| 产品    | 品类   | 成分                                    | 备案时间  | 规格           | 定价             | 销量 (件) |
|-------|------|---------------------------------------|-------|--------------|----------------|--------|
| 鱼子酱面膜 | 涂抹面膜 | 富含鲟鱼子酱，人参精华等，主打补水保湿修复提亮急救             | 2015年 | 15g/30g /65g | 220元/420元/780元 | 45万+   |
| 养肤黑霜  | 面霜   | 富含山茶花、大豆发酵蛋白、神经酰胺等，主打补水保湿滋养，面霜妆前霜卡粉救星 | 2014年 | 25g/50g      | 360元/680元      | 约30万   |

资料来源：抖音旗舰店、天猫旗舰店、中邮证券研究所

图表20：毛戈平护肤线产品系列矩阵

| 系列   | SKU | 品类              | 成分                  | 定价         |
|------|-----|-----------------|---------------------|------------|
| 黑金焕颜 | 4款  | 精华、面霜、眼霜        | 合欢花抗糖/植物肽抗氧化/合成胶原多肽 | 1380-1880元 |
| 奢华养肤 | 6款  | 面霜、精华水、精华、面膜、洁面 | 山茶花精萃/草木犀提取物/马齿苋精萃  | 280-690元   |
| 奢华鱼子 | 5款  | 面膜、眼膜、精华水、精华、面霜 | 西伯利亚鲟鱼子/人参精萃        | 400-890元   |
| 紧致系列 | 5款  | 精华水、面霜、眼霜、眼膜、面膜 | 活性植物肽/海洋成分海藻糖       | 320-680元   |
| 奢华至臻 | 5款  | 眼部精华、眼霜、精华、面霜   | 洋蓟精华/鸢尾花精华          | 720-1380元  |
| 净悦系列 | 5款  | 洁面、卸妆油、卸妆液、卸妆水  | 雪莲花精华/马齿苋提取物        | 230-290元   |
| 沁香芬润 | 1款  | 护手霜             | 茉莉精粹/多重汉方植萃         | 150元       |

资料来源：美丽修行、公司官网，中邮证券研究所

# 1.3 业务分析：电商+百货专柜双渠道布局，奠定高端地位

- MAOGEPING品牌主要采用百货专柜与线上电商双渠道齐发力策略，其中直营专柜以全额法确认收入（即专柜扣点租金体现在销售费用中），经销专柜按零售价的67%出货，通过经销商对接商场；电商分为自营、经销、代销，其中自营平台以代运营为主。
- 至爱终生以经销商对接线下cs渠道为主，经销商出货折扣为4折，与行业折扣基本接近。

图表21：公司主要销售渠道布局情况



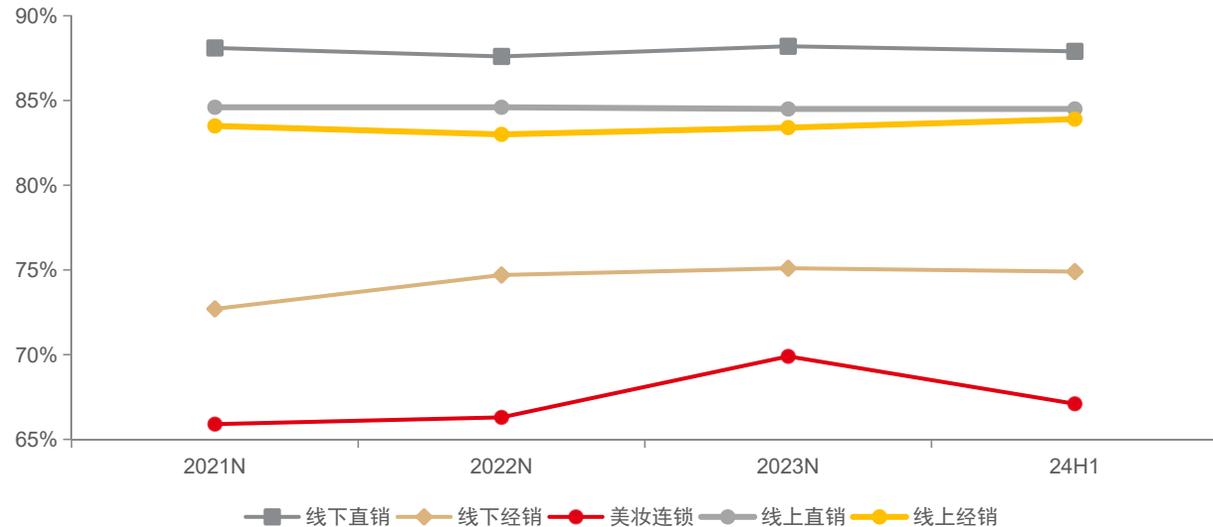
资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.3 业务分析：线上线下齐发力，24H1线上占比提升至47%，以直销为主，直销保持高毛利率

■ 线下、线上24H1收入占比分别达49%/47%，直销保持高毛利率。渠道收入方面，23年线下、电商收入分别为16亿/12亿元，占比分别为56%/41%，21-23年复合增速分别为29%/49%，线下在扩柜/单柜产出爬坡等带动下逆势快速增长；线上起步晚，品牌人群渗透提升带动快速发展，24H1线上占比提升至47%。渠道毛利率方面，2023年线下直销/线上直销/线上经销毛利率分别为88%/85%/84%，保持较高的毛利率水平，线下经销、美妆连锁渠道毛利率稍低，占总体收入比重较低，对公司整体毛利率影响不大。

图表22：公司分渠道毛利率情况



图表23：公司分渠道收入情况 (百万元)

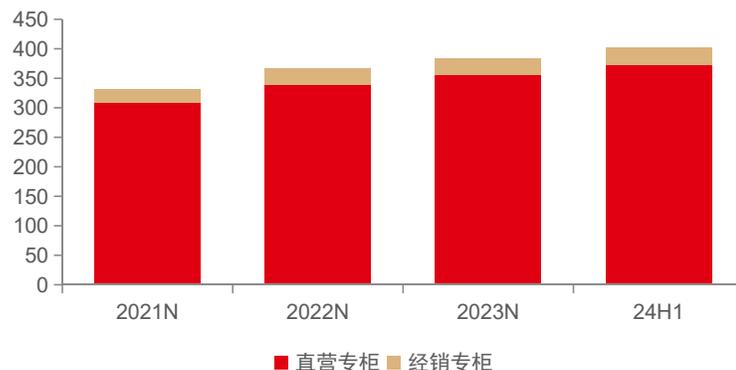
| (百万元)       | 2021年         | 2022年          | 2023年          | 24H1         |
|-------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| 线下直销        | 859.3         | 978.8          | 1438.2         | 875.3        |
| yoy         |               | 13.90%         | 46.94%         | 23.8%        |
| 占比          | 54.4%         | 53.5%          | 49.8%          | 44.4%        |
| 线下经销商       | 76            | 57.14          | 69.8           | 40.4         |
| yoy         |               | -24.82%        | 22.16%         | 26.0%        |
| 占比          | 5.10%         | 3.20%          | 2.50%          | 2.05%        |
| 美妆连锁        | 30.66         | 44.57          | 94.08          | 51.1         |
| yoy         |               | 45.37%         | 111.08%        | 3.8%         |
| 占比          | 2.00%         | 2.50%          | 3.40%          | 2.59%        |
| <b>线下合计</b> | <b>965.96</b> | <b>1080.48</b> | <b>1602.07</b> | <b>966.8</b> |
| yoy         |               | 11.86%         | 48.27%         | 22.6%        |
| 占比总收入       | 61.2%         | 59.0%          | 55.5%          | 49.0%        |
| 线上直销        | 379.67        | 515.87         | 931.16         | 736.6        |
| yoy         |               | 35.87%         | 80.50%         | 62.9%        |
| 占比          | 25.40%        | 29.10%         | 33.50%         | 37.34%       |
| 线上经销商       | 149.44        | 178.39         | 248.66         | 196.6        |
| yoy         |               | 19.37%         | 39.39%         | 65.5%        |
| 占比          | 10.00%        | 10.10%         | 8.90%          | 9.97%        |
| <b>线上合计</b> | <b>529.11</b> | <b>694.26</b>  | <b>1179.83</b> | <b>933.2</b> |
| yoy         |               | 31.21%         | 69.94%         | 63.4%        |
| 占比总收入       | 33.5%         | 37.9%          | 40.9%          | 47.3%        |

# 1.3 业务分析：专柜扩张放缓，单柜产出/同柜维持双位数平稳增长

■ **专柜保持稳步扩张。**公司2023年经销/自营专柜数量分别为27/357个，合计为384个，较21年分别增加4个/49个，24H1经销/自营专柜分别较年初增加3个/15个至30个/372个，合计402个，稳步提升自营专柜数量，整体扩张速度有所放缓。

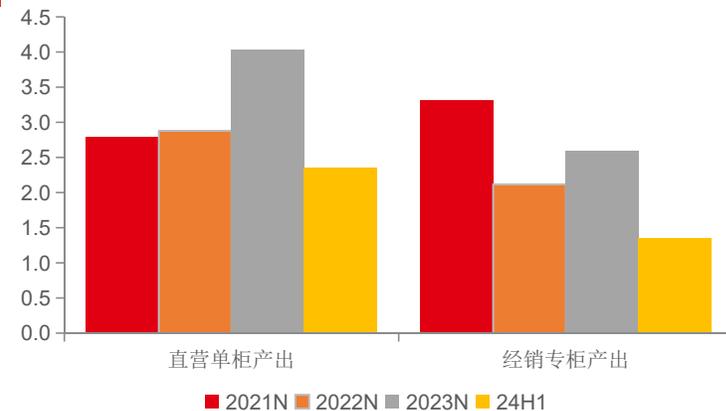
■ **单柜产出保持双位数稳定增长，同柜增长优。**公司2023年经销/自营专柜单柜产出分别为259/403万元，合计为393万元；21-23年复合增长率分别为20%/-12%，合计复合增速为18%；24H1直营/经销单柜产出分别为235万元/135万元。23年单柜产出获得快速增长主要得益于线下客流恢复，自营专柜弹性好于经销柜，整体而言直营专柜的单柜产出较高，维持双位数复合增长。近年来同柜产出保持稳健增长，21/22年、22/23年、23H1/24H1同比增速分别为7%/36%/18%，好于平均单柜产出增速。

图表24：公司专柜数量及变化（个）



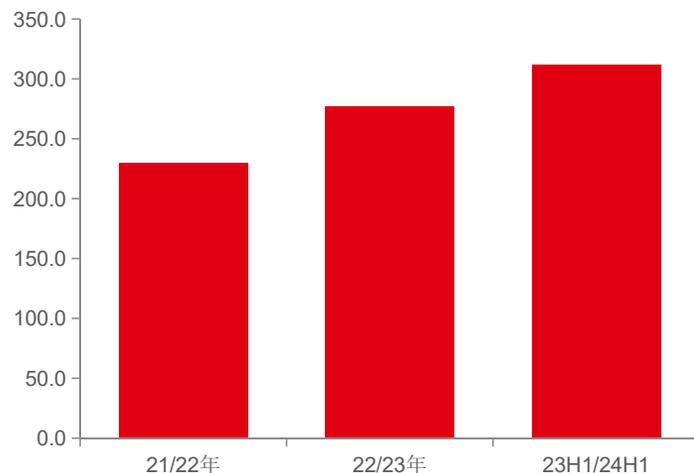
资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表25：公司专柜单柜产出及变化（百万元/年）



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表26：公司同柜数量及变化（个）



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表27：公司同柜单产同比增速



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

# 1.3 专柜模型：人工成本为最大费用支出，直营专柜利润率高达35%以上，95%的专柜均能盈利，撤柜率低

- 线下专柜利润率高，净额法确认收入下直营专柜营业利润率超过35%。线下专柜主要费用为人工成本、百货扣点（购物中心租金物业费用）以及装修费用折旧摊销。以直营专柜为例（净额法确认收入），人力成本占比较高，20-22年约32%，装修费用折摊成本占比约3-4%，单柜营业利润率超过35%。
- 盈利专柜占比超过95%，撤柜率低。20-22年公司盈利专柜数量占比约95%，新柜爬坡周期短，亏损专柜占比较低，整体专柜质量较高；21-23年平均每年撤柜数量为16.7，撤柜率为4.6%，整体可控。

图表28：公司2020-2022年百货直营专柜模式

|                  | 直营专柜          |               |               | 经销专柜          |               |               | 自营专柜          |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020年         | 2021年         | 2022年         | 2020年         | 2021年         | 2022年         | 2020年         | 2021年         | 2022年         |
| 专柜数量(个)          | 251           | 303           | 322           | 21            | 26            | 27            | 15            | 19            | 30            |
| 平均营业面积(平方米)      | 27.68         | 29.07         | 31.12         | 24.33         | 25.12         | 26.7          | 30.41         | 32.62         | 34.23         |
| 单个专柜平均收入(万元)     | 190.45        | 220.94        | 237.31        | 101.66        | 103.75        | 109.13        | 96.8          | 157.89        | 152.79        |
| 坪效(万元/平/年)       | 6.88          | 7.60          | 7.63          | 4.18          | 4.13          | 4.09          | 3.18          | 4.84          | 4.46          |
| 单柜装修支出(万元)       | 23.35         | 24.26         | 23.35         | 22.93         | 20.7          | 22.57         | 23.59         | 28.02         | 30            |
| 每平方装修支出(万元)      | 0.84          | 0.83          | 0.75          | 0.94          | 0.82          | 0.85          | 0.78          | 0.86          | 0.88          |
| <b>装修支出占收入比重</b> | <b>12.26%</b> | <b>10.98%</b> | <b>9.84%</b>  | <b>22.56%</b> | <b>19.95%</b> | <b>20.68%</b> | <b>24.37%</b> | <b>17.75%</b> | <b>19.63%</b> |
| 单柜员工人数(人)        | 5.51          | 5.54          | 6.06          | 4.62          | 4.09          | 3.75          | 4.1           | 4.65          | 5.43          |
| 人均薪酬(万元/人)       | 10.89         | 12.87         | 13.14         | 8.63          | 10.03         | 11.25         | 6.60          | 10.46         | 9.23          |
| <b>人工成本占比收入</b>  | <b>31.50%</b> | <b>32.27%</b> | <b>33.56%</b> | <b>39.23%</b> | <b>39.54%</b> | <b>38.65%</b> | <b>27.96%</b> | <b>30.81%</b> | <b>32.82%</b> |
| 租金及物业水电(万元/平)    | -             | -             | -             | -             | -             | -             | 20.42         | 31.38         | 30.98         |
| <b>租金物业占比收入</b>  | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>21.10%</b> | <b>19.87%</b> | <b>20.28%</b> |
| 单柜平均营业利润(万元)     | 75.97         | 84.36         | 86.17         | 36.06         | 34.49         | 35.7          | 25.17         | 40.56         | 32.39         |
| <b>营业利润占收入比重</b> | <b>39.89%</b> | <b>38.18%</b> | <b>36.31%</b> | <b>35.47%</b> | <b>33.24%</b> | <b>32.71%</b> | <b>26.00%</b> | <b>25.69%</b> | <b>21.20%</b> |

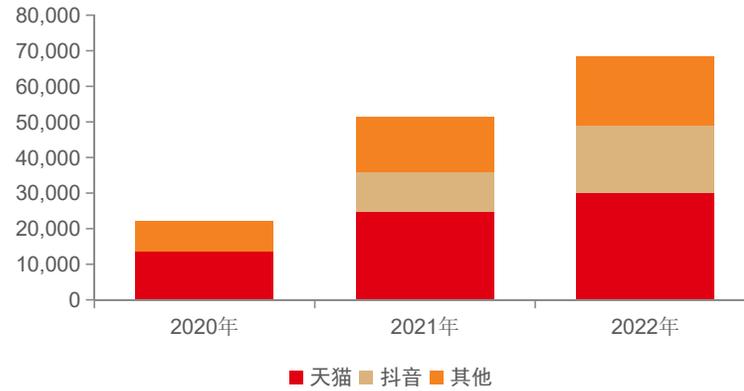
资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所  
 备注：专柜数量为期间专柜数量

# 1.3 业务分析：21年起抖音快速放量，头部KOL带货拉动线上增长，占比健康，线上整体营销费用率有所提升，整体可控

■ 21年以来抖音快速放量，前五大KOL对线上拉动作用提升。公司天猫官旗交由网创运营，抖音小店交由沈阳颜否文化运营。2022年公司天猫/抖音收入分别为3.0/1.9亿元，占比线上分别为43.9%/27.8%，抖音渠道自21年以来快速放量，势头强劲。公司23年以来前五大KOL实现GMV快速提升，对线上增长有一定拉动作用，截止24H1前五大KOL实现GMV\*0.75/收入为25%，不存在较大依赖性，占比健康。

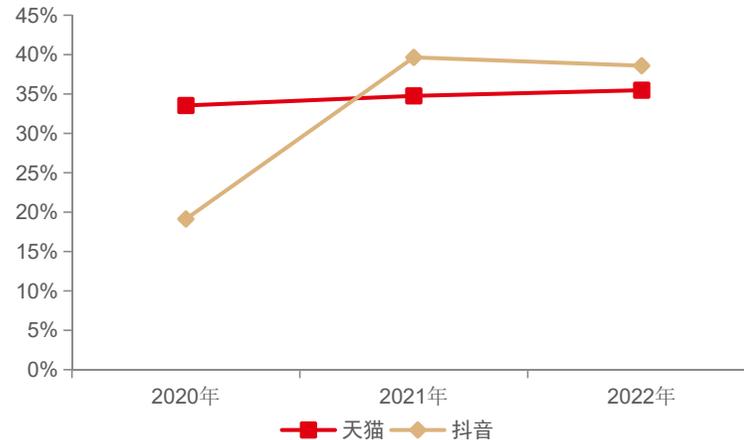
■ 抖音带动线上费用率有所提升，整体可控。2020-2022天猫渠道电商平台费+第三方运营费率分别为33.5%/34.8%/35.5%；2021-2022年抖音渠道电商平台费+第三方运营费率分别为39.7%/38.6%，抖音整体提升线上费用率。若以营销推广费用/线上收入测算线上费用率，21年以来该比例稳步提升至约47%，剔除线下费用实际更低，线上费用率整体可控。

图表29：公司线上渠道结构（万元）



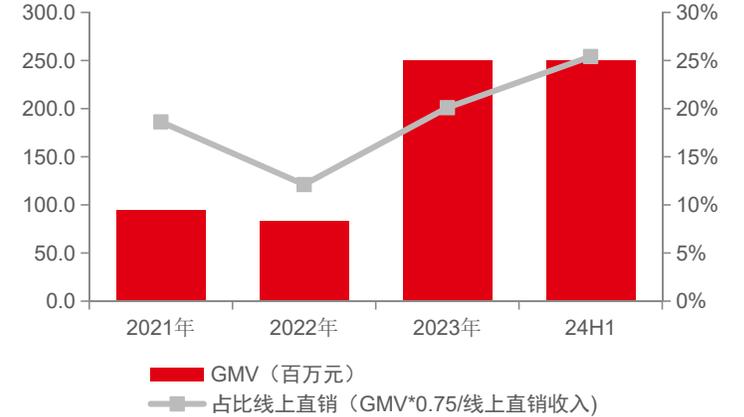
资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

图表31：公司抖音、天猫运营推广费用率



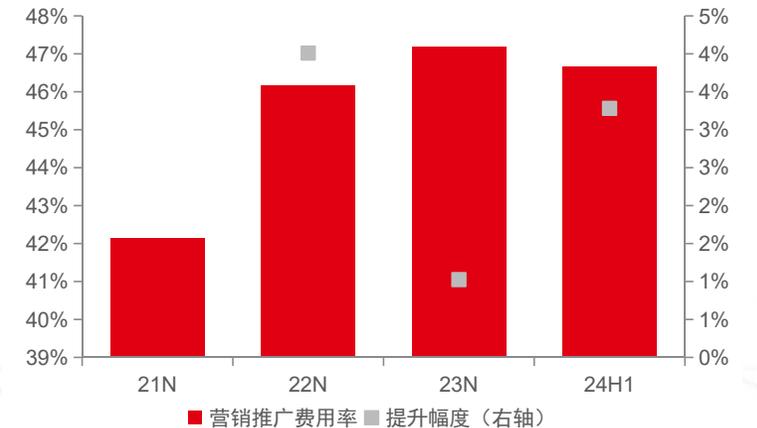
资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

图表30：公司前五大KOL实现gmv及占比



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表32：公司营销推广费用/线上收入及变化



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

备注：1) 抖音小店20年4月设立，起步慢于天猫  
2) 营销推广费用/线上收入因未剔除线下营销开支，整体高估线上费用率

# 二

## 行业分析：彩妆成长性佳，底妆&高端线景气度优

- 2.1 彩妆成长性佳，底妆&高端线景气度优
- 2.2 国产化稳步推进，高端品牌份额持续提升
- 2.3 彩妆师品牌专业性强，份额扩张

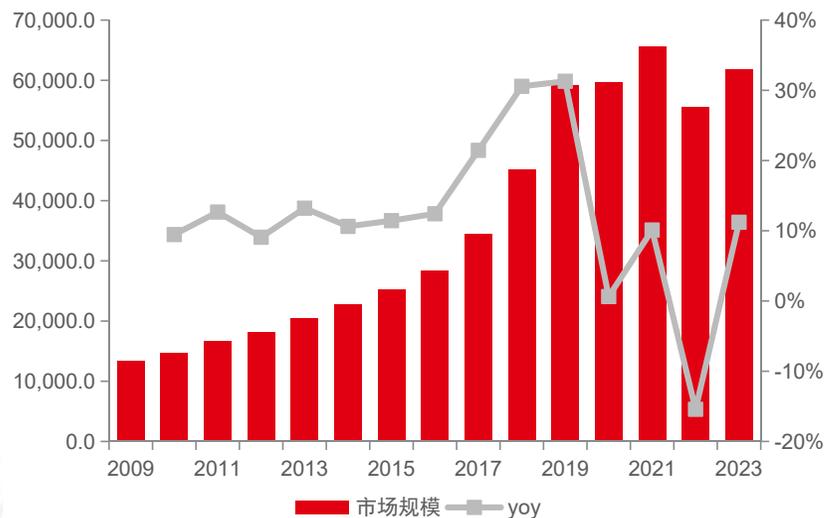
## 2.1 彩妆市场重回快速增长，景气度好于化妆品大盘，对标海外成熟市场空间大

- 彩妆经历三轮周期，重回高景气度。我国彩妆行业经历三轮周期：1) 09-16年行业复合增速为11%，品类稳步渗透为主要驱动力，彩妆景气度未明显跑赢化妆品大类；2) 17-19年，线上渗透加快触点、新锐品牌创新驱动需求快速增长，复合增速为28%；3) 20年以来受出行、消费景气度等多因素冲击，彩妆增长承压，23年在趋于正常化，行业重回高景气度。
- 彩妆市场景气度领先大盘。根据欧睿数据，23年我国彩妆市场规模618亿元，yoy+11%，占比化妆品大盘11%，尽管受20年以来宏观因素冲击，近5年景气度仍好于化妆品大盘，展现出较高景气度；根据沙利文数据，23年我国彩妆规模1168亿元，18-23年复合增速为5%。
- 对标海外成熟市场，中国彩妆人均消费为低位，成长空间大。从人均彩妆消费额来看，根据沙利文数据，2023年中国人均消费为42.6元，同期西欧、日本、韩国、美国分别为352元、414元、669元、881元，我国的人均彩妆消费额仍处于低位，年轻消费者量价齐升以及对美追求将持续带动彩妆扩容，未来国内彩妆消费具备较大提升空间。

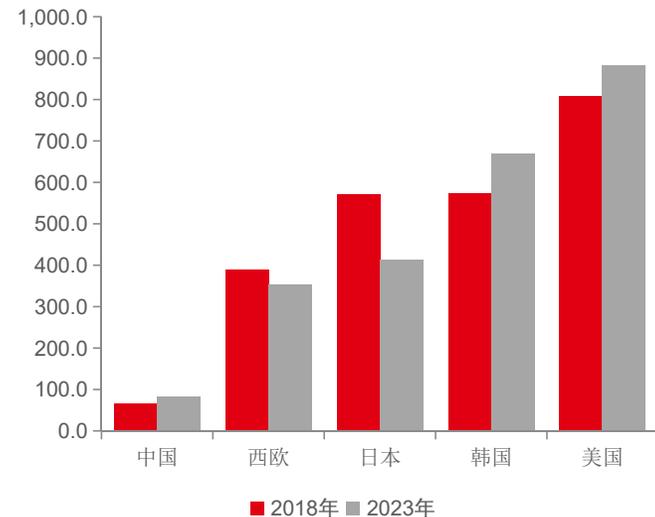
图表33：化妆品行业23年市场规模及增速

|      | 市场规模<br>(亿元) | 占比     | CAGR (5) |
|------|--------------|--------|----------|
| 化妆品  | 5480         | 100.0% | 5.3%     |
| 护肤品  | 2818         | 51.4%  | 5.7%     |
| 洗护   | 636          | 11.6%  | 3.3%     |
| 彩妆   | 618          | 11.3%  | 6.5%     |
| 口腔护理 | 492          | 9.0%   | 2.8%     |
| 婴童护理 | 320          | 5.8%   | 7.5%     |
| 沐浴护理 | 238          | 4.3%   | 1.0%     |
| 香氛   | 152          | 2.8%   | 14.3%    |
| 其他   | 206          | 3.8%   | 6.9%     |

图表34：彩妆市场规模及增速（百万元）



图表35：人均彩妆支出比较（元/年）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

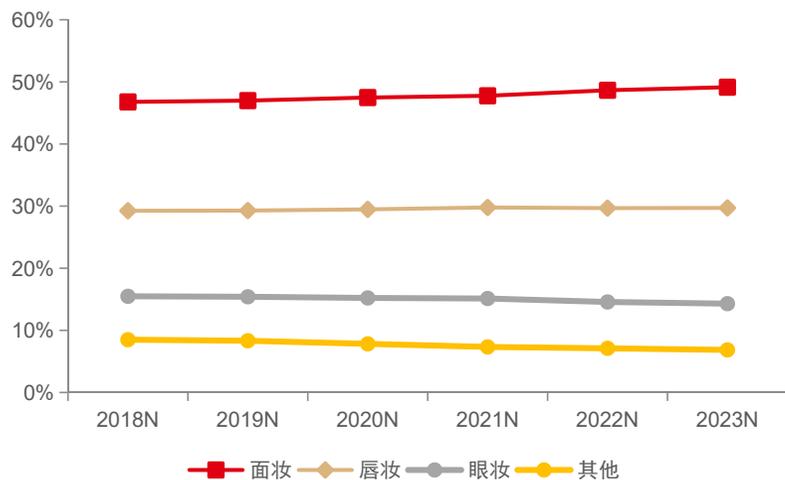
资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

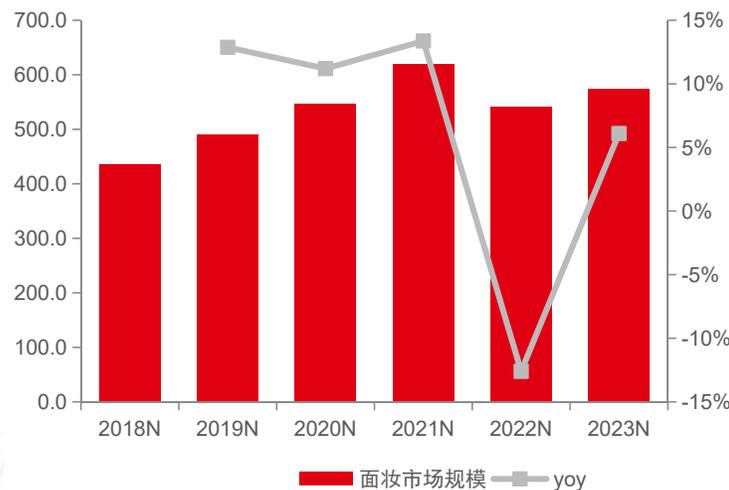
## 2.1 面部底妆引领增长，23年线上增长20%，原生感为近年审美趋势

- **面部底妆占据彩妆半壁江山，抖音驱动线上保持高景气度。**根据沙利文数据，2023年彩妆中面部底妆/唇妆/眼妆/其他市场规模占比分别为49%/30%/15%/7%，面部底妆为彩妆最大子类目，18年-23年上述类目复合增速分别为6%/5%/3%/3%，面部底妆保持景气度领先。根据魔镜数据，2023年面部底妆线上（抖音、淘宝、京东）GMV为450亿元，同比+20%，其中抖音以74%高景气度拉动线上增长，底妆在产品创新扩容、出行场景修复、年轻消费者化妆频次&精致度提升等多因素带动下有望持续高景气度。
- **“原生好肤质”为底妆趋势，气垫/粉膏等类目线上保持高景气度。**根据魔镜洞察，底妆审美趋势强调“原生感”，功效上关注妆容持久、控油保湿，对妆感干净、自然推动气垫、定妆品类高增长，23年线上气垫/定妆增速分别为45%/87%，粉底液/膏强化养肤，产品形式迭代创新，24年加速成长。

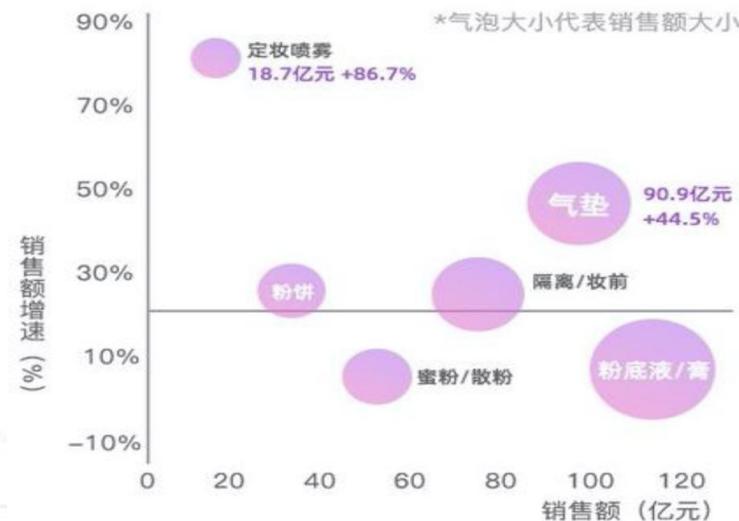
图表36：彩妆市场品类结构及变化



图表37：面部彩妆市场规模及变化（百万元）



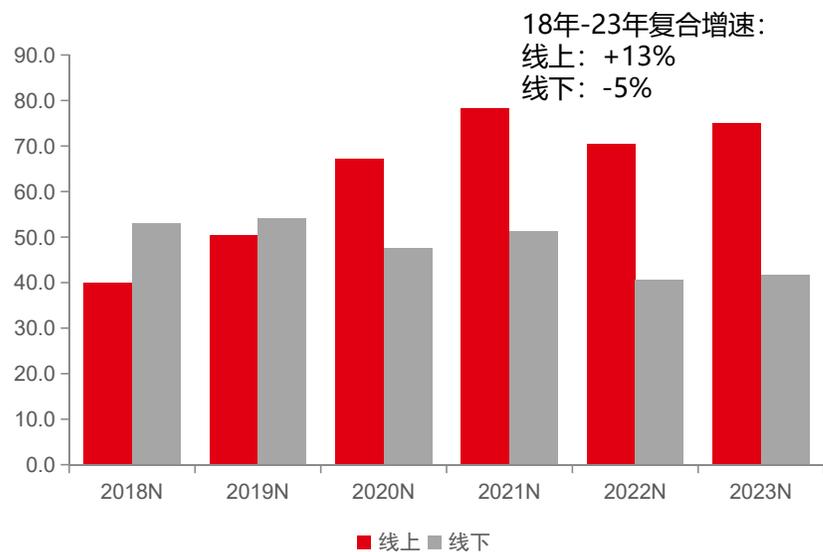
图表38：23年线上面部彩妆细分类目景气度



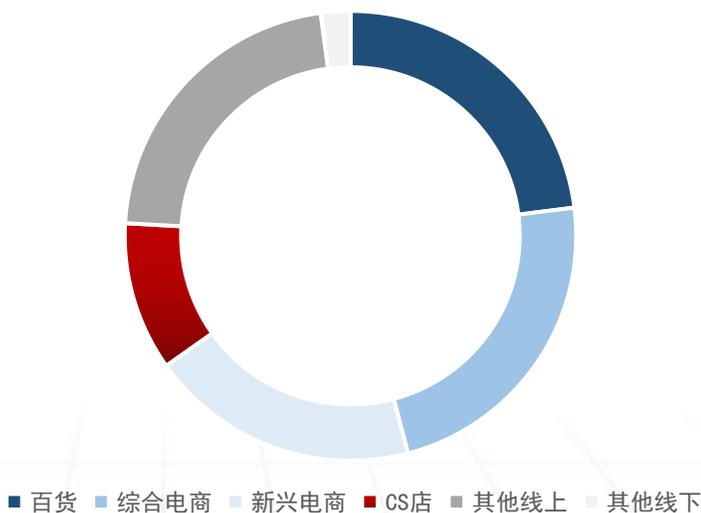
## 2.1 线上保持高增长，23年占比提升至64%，百货仍为单一最大渠道，高端彩妆景气度好于大众彩妆

- 线上保持高增长，渗透率提升至64%，百货仍为单一最大渠道。根据沙利文数据，2023年彩妆线上/线下渠道占比分别为64%/36%，18年-23年复合增速分别为+13%/-5%，线上占比较18年提升21pct，新锐品牌产品创新&线上便捷性等驱动彩妆线上渗透率快速提升，线上占比远高于护肤品类；2023年百货、综合电商、新兴电商占比分别为23.0%/22.9%/19.3%，百货仍为单一最大渠道。
- 高端彩妆景气度好于大众彩妆。根据沙利文数据，2023年高端/大众彩妆占比分别为40.3%/59.7%，18年-23年复合增速分别为6.4%/3.6%，高端彩妆占比较18年提升3.1pct；根据沙利文预测，预计到28年高端彩妆将以10.8%复合增速成长，占比提升至45%。我们认为，高端彩妆因“口红经济效应”、社交属性以及消费者不断追求高品质等因素具备较好的抗周期性，长期来看有望保持较高景气度。

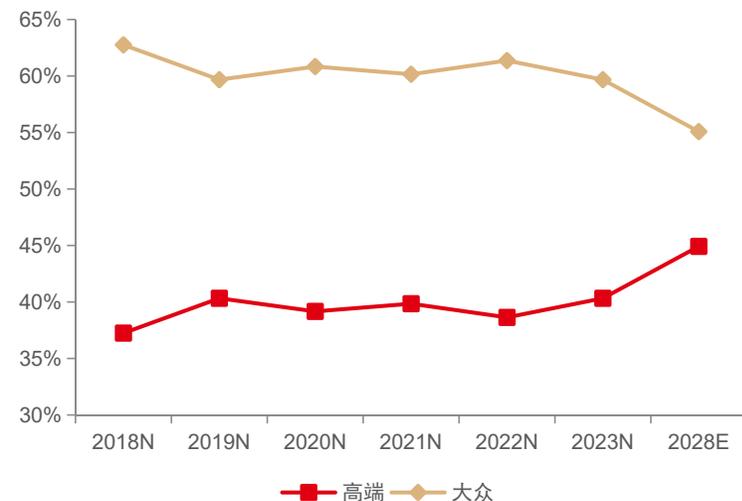
图表39：彩妆线上线下游市场规模（十亿元）



图表40：23年彩妆渠道结构



图表41：彩妆高端/大众市场结构及变化

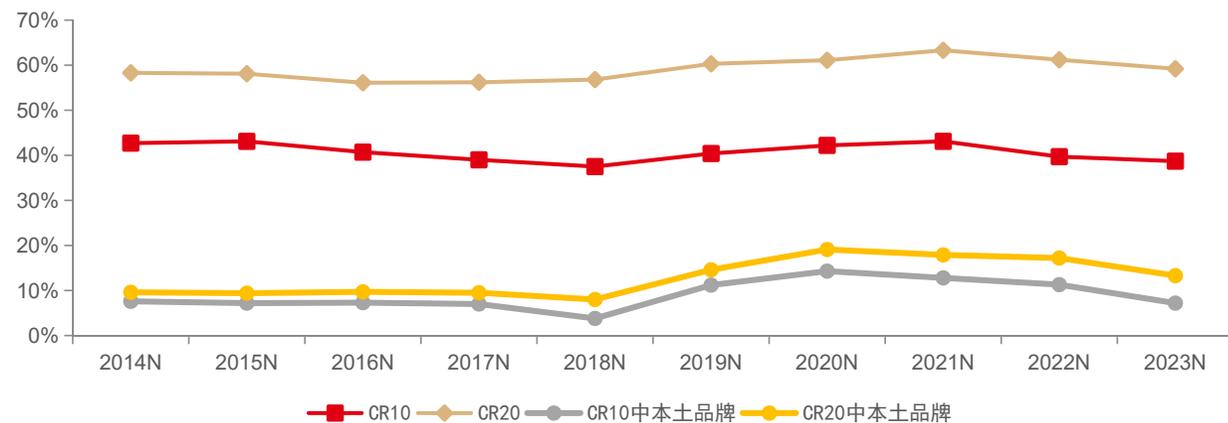


## 2.2 彩妆格局动荡，CR10历史低位有望提升，头部品牌中国货占比较低，国产化持续推进

■ 近十年彩妆格局动荡，国产化持续推进。近十年彩妆格局动荡，演变主要经历三阶段：1) 14年-17年高端外资品牌丰富化整体格局分散，传统大众彩妆龙头如美宝莲、卡姿兰等份额持续下降；2) 18年-21年线上本土新锐品牌发力（如完美日记、花西子等）格局有所集中，国货份额快速提升；3) 22年以来重底妆品类发力格局洗牌，保持较高集中度。根据欧睿数据，23年彩妆CR10/CR20品牌份额分别为38.7%/59.2%，行业集中度整体较高，当前集中度处于历史较低水平，格局重塑下份额有望提升；CR10/CR20品牌中本土品牌份额占比分别7.2%/13.3%，较14年分别-0.4pct/+3.7pct，本土品牌持续进取，作为中坚力量份额有所提升。

■ CR10中以高端外资品牌为主，本土品牌有望发力。根据欧睿数据，23年国内彩妆前十大品牌中仅花西子（第四）、卡姿兰（第八）为本土品牌，高端外资品牌占据头部市场。

图表42：彩妆前十大品牌及本土品牌集中度变化



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表43：2023年国内彩妆品牌TOP10情况

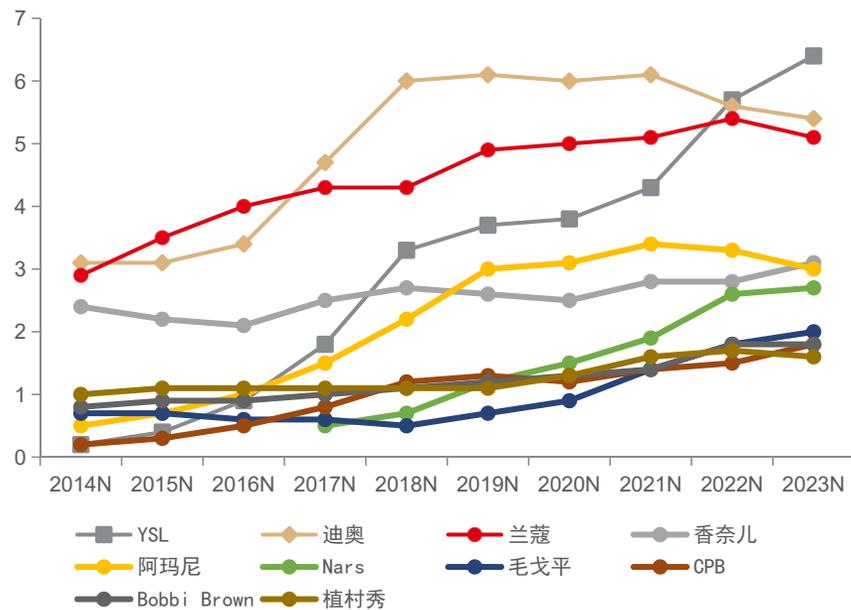
| 排名      | 1      | 2       | 3      | 4      | 5      | 6      | 7      | 8       | 9      | 10     |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 品牌      | YSL    | Dior    | 兰蔻     | 花西子    | 香奈儿    | 阿玛尼    | 3CE    | 卡姿兰     | MAC    | Nars   |
| 份额      | 6.4%   | 5.4%    | 5.1%   | 4.3%   | 3.1%   | 3.0%   | 3.0%   | 2.9%    | 2.8pct | 2.7%   |
| 较19年变化率 | 2.7pct | -0.7pct | 0.2pct | 1.4pct | 0.5pct | 0.0pct | 2.1pct | -0.3pct | -1pct  | 1.5pct |
| 国家      | 外资     | 外资      | 外资     | 本土     | 外资     | 外资     | 外资     | 本土      | 外资     | 外资     |
| 定位      | 高端     | 高端      | 中高端    | 大众     | 高端     | 中高端    | 大众     | 大众      | 中高端    | 高端     |

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

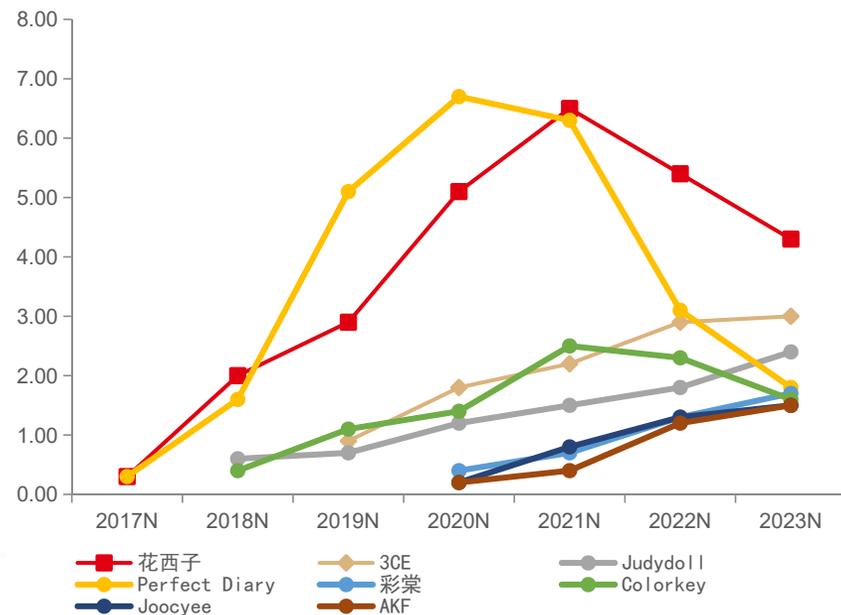
## 2.2 高端彩妆品牌份额持续提升，新锐品牌格局重塑，面妆强势品牌占优

- 高端品牌份额持续提升，整体地位更稳固。根据头部品牌份额变化趋势，高端品牌份额整体呈现提升趋势，23年TOP30品牌中高端品牌份额为37.9%，较14年提升22.1pct，我们认为基于良好的产品力以及轻奢品牌属性高端品牌整体受益于消费升级，近年来“口红经济效应”助力高端品牌跨越周期。近十年来，TOP30品牌中高端品牌份额呈现不同程度提升，20年以来YSL、NARS、毛戈平、CPB、芭比波朗、植村秀经历行业逆境份额仍持续提升，展现较强增长韧性，整体高端品牌地位较为稳固。
- 新锐品牌格局重塑，面妆强势品牌占优。早期大众龙头品牌在高端品牌及新锐品牌冲击下份额持续下滑，17年以来大众彩妆赛道以新锐品牌见长，但20年前后出现较大格局波动，完美日记、花西子、珂拉琪在20-21年份额达到高点后出现下滑，3CE、彩棠、橘朵等新秀仍保持进取活力，21年以来在面妆领域表现突出的新锐品牌更具持久性。

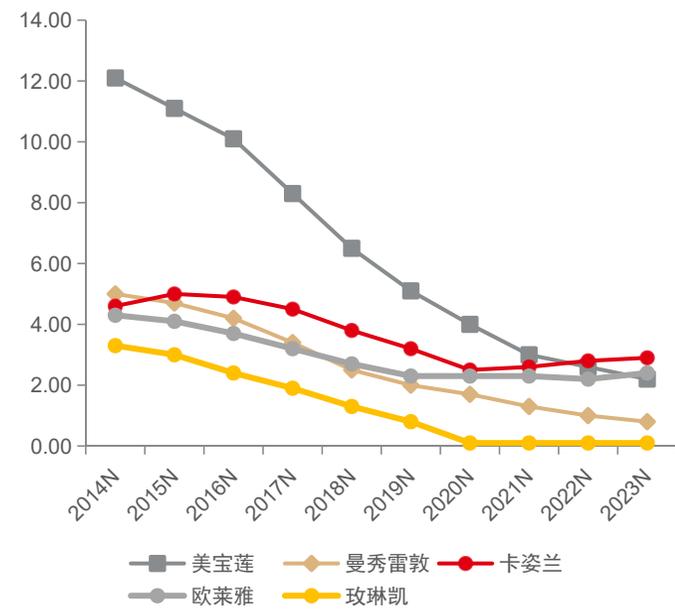
图表44：TOP30品牌中高端品牌市场份额变化（%）



图表45：TOP30品牌中新锐品牌市场份额变化（%）



图表46：14年彩妆TOP5品牌趋势（%）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

## 2.3 彩妆师品牌专业性强，底妆具备天然优势，份额持续扩张

- 彩妆师品牌大有可为，本土品牌有望受益。彩妆师品牌凭借彩妆师对审美理解及流行趋势把握更容易把控产品力，品牌识别度高，而本土彩妆师更了解东方女性面部轮廓，尤其在底妆类产品中具备天然优势。国内专业彩妆师品牌包括毛戈平、芭比波朗、玫珂菲、彩棠等，近年发展势头良好。根据欧睿数据，2023年Nars、毛戈平、彩棠、芭比波朗、玫珂菲彩妆市占率分别为2.7%/2%/1.7%/1.8%/1.5%，份额相较于19年分别提升1.5pct、1.3pct、1.7pct、0.6pct、0.3pct，整体势头较强，本土品牌基于对东方女性了解以及运营优势份额提升更显著。

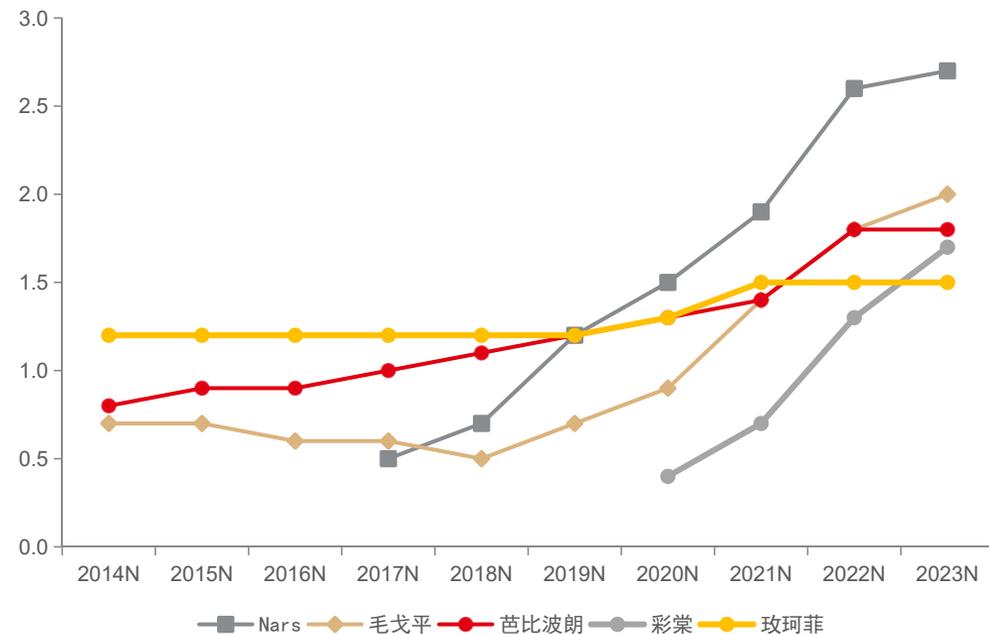
图表47：头部设计师品牌介绍

| 品牌   | 渠道模式           | 主打产品类型              | 定价区间      |
|------|----------------|---------------------|-----------|
| 毛戈平  | 中高端百货专柜直营+电商销售 | 粉底/膏、气垫、遮瑕、修容、高光等底妆 | 200-800元  |
| 彩棠   | 线上为主           | 粉底、遮瑕、高光、修容、妆前乳等底妆  | 159-239元  |
| 芭比波朗 | 中高端百货专柜+电商销售   | 妆前乳、气垫等底妆、眼影、妆前面霜等  | 225-1000元 |
| 玫珂菲  | 中高端百货专柜+电商销售   | 散粉、粉底等底妆            | 110-780元  |
| NARS | 中高端百货专柜+电商销售   | 粉饼、粉底、腮红等底妆、唇妆、妆前面霜 | 200-700元  |

资料来源：品牌官网，天猫旗舰店，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表48：设计师品牌国内市占率（%）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所



## 竞争优势：创始人IP为基，体验营销助力，会员忠诚度高

- 3.1 创始人IP效应助力品牌价值升级，线上新媒体助力声量放大
- 3.2 线下体验营销+培训学校形成闭环，助力会员沉淀
- 3.3 国际大牌供应链同源，严控产品输出，打造良好口碑
- 3.4 分级会员管理提升粘性，会员忠诚度不断提升

# 3.1 品牌底蕴：创始人“东方光影大师”独特IP，助力品牌价值升级，打造本土高端品牌地位

■ 毛戈平先生化妆艺术蜚声海内外，具备独特IP。毛戈平先生毛戈平先生对东方女性面部轮廓以及肤质特性的独到理解，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，被誉为“魔术化妆师”。毛戈平先生及其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深刻理解，提炼出“光影美学”理念。创始人多次获得行业内顶尖声誉，承接大型大会化妆任务，如2008年北京奥运会开闭幕化妆造型设计师等。个人获得一系列彩妆领域奖项，2020年入选教育部“国家技术技能大师”名录。

■ 创始人独特IP融入MAOGEPING品牌，助力品牌价值升级。创始人独特的彩妆理念及审美技术融入品牌，带来品牌价值升级，助力本土高端化定位。

图表49：毛戈平先生在彩妆领域所获得奖项

| 序号 | 时间      | 所获奖项  |
|----|---------|---|
| 1  | 22年-23年 | 荣获“2022瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖；为中国花样游泳对官方赞助商之一，23年成为中国国家队官方赞助商之一，提供防水化妆品 |
| 2  | 2021年   | 荣获“2021瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖   |
| 3  | 2020年   | 杭州市人民政府“杭州工匠”称号   |
| 4  | 2020年   | 入选教育部“国家技术技能大师”名录   |
| 5  | 2019年   | 中国美业技术推动杰出人物奖   |
| 6  | 2018年   | 中国健康美容行业“特殊贡献奖”   |
| 7  | 2017年   | 第三届国际健康美业形象设计大赛“中国美妆工匠楷模”称号                                     |
| 8  | 2017年   | 中原国际时装周“最具艺术创作奖”  |
| 9  | 2016年   | 第十一届“中国影视化妆金像奖”   |
| 10 | 2016年   | 中国健康美容行业信誉联盟颁发的“亚洲彩妆大师”   |
| 11 | 2016年   | 2015全球华人影响力盛典暨峰会“美妆艺术特别贡献奖”                                     |
| 12 | 2016年   | “亚洲美”（韩国）颁奖盛典“海外艺术家大奖”  |
| 13 | 2015年   | 中国美发美容协会成立25周年“突出贡献奖”   |
| 14 | 2014年   | 上海国际服装文化节“中国时尚20年功勋人物奖”   |
| 15 | 2012年   | 第九届“中国影视化妆金像奖”  |
| 16 | 2011年   | 互联网美容大奖“终身成就奖”  |
| 17 | 2010年   | 获日本彩妆联盟“日本亚洲化妆联盟的表彰奖”   |
| 18 | 2010年   | 获“第八届中国影视化妆金像奖”   |
| 19 | 2008年   | 获中国影视技术学会化妆委员会“2008北京奥运特别贡献奖”                                   |
| 20 | 2008年   | 任北京奥运会开、闭幕式化妆造型设计师  |
| 21 | 2007年   | 获中国国际美容化妆师全能大赛“影响中国美业发展的十大传奇人物”                                 |
| 22 | 2006年   | 获中国美发美容协会“中国美发美容业凤凰年度奖”   |
| 23 | 2006年   | 获“首届中国美容化妆品（化妆造型）特别贡献奖”   |
| 24 | 2005年   | 获中国美发美容协会“中国著名造型大师”   |
| 25 | 2005年   | 获CCTV中国国际造型师电视大赛组委会“影响中国造型界十大人物之一”                              |
| 26 | 2004年   | 获中国服装设计师协会“年度人物大奖”  |
| 27 | 2002年   | 获中国电影电视技术学会化妆委员会“当代优秀化妆师奖”                                      |
| 28 | 2000年   | 获国家文化部文化艺术人才中心“中国十大青年时尚化妆师”                                     |
| 29 | 2000年   | 获中国美发美容协会“中国美容化妆专家”称号   |
| 30 | 1998年   | 获“中国电影电视技术学会第二届化妆金像奖”   |
| 31 | 1996年   | 获CCTV“中国音乐电视台MTV化妆奖”  |
| 32 | 1990年   | 获国家广播电视总局国家“飞天奖”最佳美术奖   |
| 33 | 1988年   | 获上海文化局上海“百爱神”专业化妆一等奖  |

### 3.1 品牌底蕴：线上通过B站、抖音等社媒放大创始人个人IP，将美妆教学视频与产品完美结合，KOL推广进一步扩大产品知名度

- 通过品牌号、创始人个人IP以及美妆学校号在B站、抖音等平台投放树立专业品牌形象。毛戈平个人B站账号于2020年开始运作，通过发布化妆干货视频+达人合作推广打造个人IP，视频中使用毛戈平品牌产品，为品牌营销发力；截至24年5月，毛戈平个人b站账号发布作品16条，获赞67.5万，平均每个作品获赞量高达4.2万，视频用户认可度高。此外，b站化妆视频合作对象包括素人、知名KOL及明星，邀请深夜徐老师、小猪姐姐等知名美妆博主以及胡兵、赵露思等艺人作为妆容模特，扩大产品知名度，运用艺人及美妆博主口碑积累为产品效果背书。毛戈平美妆学校在社媒发表系列妆容教程和改妆视频，进一步树立品牌专业形象。

图表50：毛戈平相关社媒账号

| 账号          | 账号性质    | 平台       | 粉丝数    | 获赞/收藏  |
|-------------|---------|----------|--------|--------|
| 毛戈平MGP      | 品牌官方账号  | 小红书      | 89.5万  | 220.4万 |
| 毛戈平形象设计     | 培训学校官方号 | 小红书      | 20.4万  | 80万    |
| 毛戈平         | 化妆师个人账号 | 抖音       | 62万    | 51.4万  |
| 毛戈平MGP      | 品牌官方账号  | 抖音       | 362.7万 | -      |
| 毛戈平形象设计艺术学校 | 培训学校官方号 | 抖音       | 64.4万  | 169.6万 |
| 毛戈平         | 化妆师个人账号 | bilibili | 90.8万  | 67.5万  |
| 毛戈平形象设计艺术学校 | 培训学校官方号 | bilibili | 11.1万  | 12.9万  |
| 毛戈平         | 化妆师个人账号 | 微博       | 101.7万 | 41.7万  |
| 毛戈平MGP      | 品牌官方账号  | 微博       | 11.4万  | 17.8万  |

资料来源：社媒平台公开信息，中邮证券研究所(小红书/抖音时间为24年11月，其他时间为24年5月)

# 3.1 品牌底蕴：B站运营远超同行，线上投放不断提升，专业彩妆品牌心智成功树立

- 毛戈平B站运营远超同行，与专业彩妆师品牌形象相吻合。毛戈平个人号在B站积累约90万粉丝，品牌号在小红书积累约90万粉丝，均超过同类型竞争对手，与专业彩妆师品牌形象相吻合；同时抖音品牌号积累粉丝量近400万，高于同等价位竞争对手；公司近年以来在新媒体上运营效果良好。
- 线上费用投放力度逐年加大，助力品牌营销。2022年公司品牌推广费用为0.54亿元，20-22年复合增速为45%，新媒体投入力度不断增加。

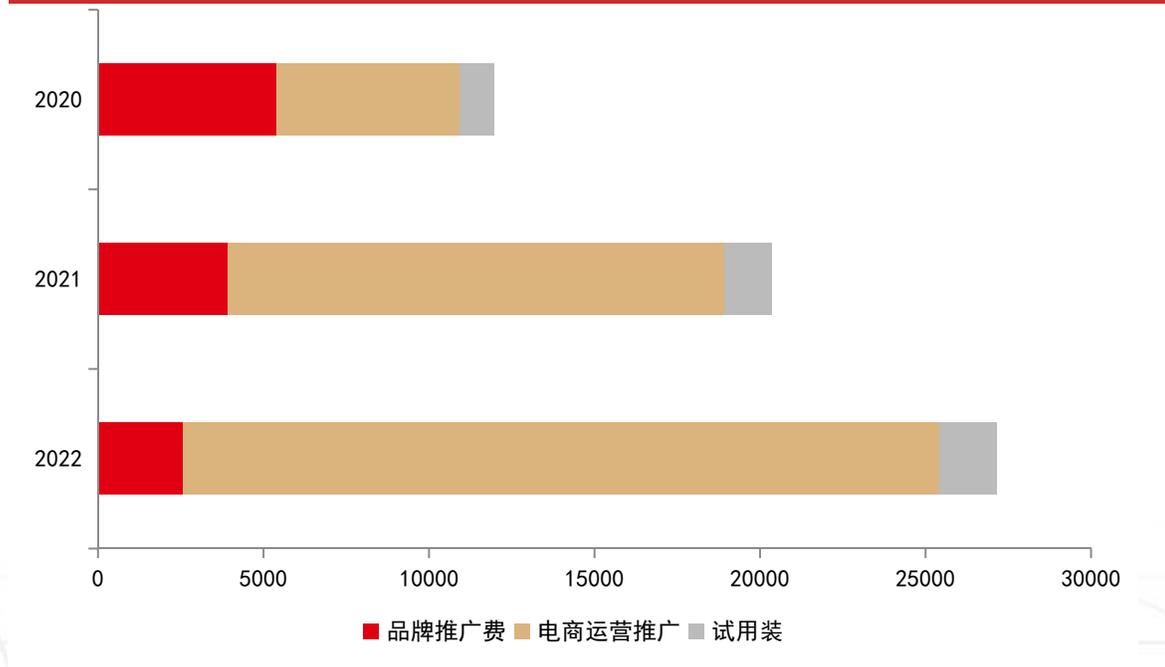
图表51：设计师品牌社媒声量对比

| 平台       | 账号           | 账号性质    | 粉丝数    |
|----------|--------------|---------|--------|
| 小红书      | 毛戈平MGP       | 品牌官方账号  | 89.5万  |
|          | BOBBI BROWN  | 品牌官方账号  | 26.2万  |
|          | TIMAGE彩棠     | 品牌官方账号  | 21.4万  |
| 抖音       | 毛戈平个人号       | 化妆师个人账号 | 53.6万  |
|          | MAOGEPING毛戈平 | 品牌官方账号  | 362.7万 |
|          | BOBBI BROWN  | 品牌官方账号  | 74.9万  |
|          | 彩棠           | 品牌官方账号  | 301.5万 |
|          | 唐毅（彩棠创始人）    | 化妆师个人账号 | 507.1万 |
| bilibili | 毛戈平个人号       | 化妆师个人账号 | 90.8万  |
|          | 唐毅个人号        | 化妆师个人账号 | 68.7万  |

资料来源：社媒平台公开信息，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表52：广告费及业务宣传费拆分（万元）

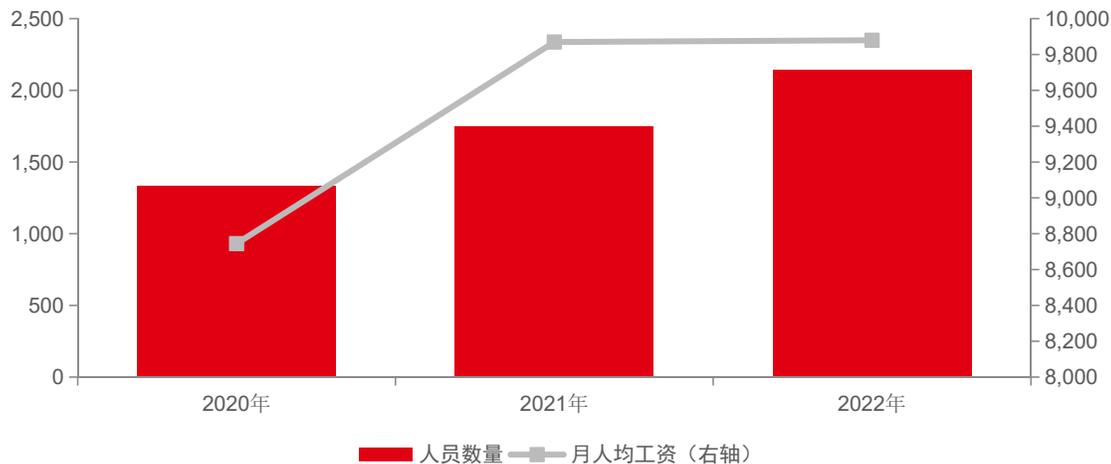


资料来源：公司A股招股书，中邮证券研究所

## 3.2 线下营销：线下体验式营销挖掘用户个性化美妆需求，培训学校提升终端销售员工技能，助力扩张

- **体验式营销，挖掘用户个性化美妆需求，提升用户忠诚度。**公司自2003年设立第一家百货专柜以来，秉承毛戈平先生的美学理念，以**体验式服务为女性量身打造符合自身特点的专属妆容**，使消费者对产品效果产生直观感受，同时挖掘客户潜在消费需求，提升产品粘性；其差异化的服务迅速提升品牌识别度，有利于用户忠诚度建设。截止24H1，公司直营专柜配备超过2700名美妆顾问，公司终端销售人员充足，单柜台配置7.3名终端销售，充分保障顾客进店体验消费时长，20-22年人均月薪近万，高于当地平均薪酬待遇。
- **培训学校为专柜源源不断培育彩妆人才，销售、研发、培训之间相互联动，发挥协同作用。**2000年起，公司在杭州、上海、成都市、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京逐步设立培训机构，开展化妆培训业务；公司拥有150余名讲师，对毛戈平品牌c端品牌运营提供赋能：1) 培训机构在教学过程中以自有品牌产品为教学产品，促进学员对产品的口碑传播；2) 在学员的反复试用中打磨产品，在实践中发现产品优缺点，反哺产品洞察；3) 培训机构为公司不断输送美妆人才，保障柜台扩张，不畏BA流失。

图表53：公司终端销售员工数量及月人均工资（元）



资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

图表54：培训学校设置



资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

### 3.3 产品：创始人严控产品输出，与莹特丽、科丝美诗等头部代工厂合作，保障产品品质

- 创始人严控美妆流行趋势+质感+原料。公司研发主要包括确定研发方向、竞品分析、配方研发、功能检测以及小样试用五大环节，流程完善清晰；创始人及研发团队亲自把控美妆流行趋势以及原料、质感，并试妆产品，对新品输出严格把关。
- 与莹特丽、科丝美诗等知名代工厂家合作，一线大牌同源，保障产品质量。公司所选代工厂如莹特丽，科丝美诗等，为全球顶级化妆品代工商，为国际一线大牌雅诗兰黛、芭比布朗、香奈儿等代工，保障产品质量；其中莹特丽常年稳居公司TOP1供应商，采购占比保持19%-25%。

图表55：公司新品推进流程



资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

图表56：公司2020-2023年主要外协厂商采购加工情况

| 序号 | 2020年   |         | 2021年    |         | 2022年    |         | 2023年    |         |
|----|---------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
|    | 外协厂商    | 占采购金额比例 | 外协厂商     | 占采购金额比例 | 外协厂商     | 占采购金额比例 | 外协厂商     | 占采购金额比例 |
| 1  | 莹特丽     | 24.90%  | 莹特丽(苏州)  | 18.7%   | 莹特丽(苏州)  | 20.6%   | 莹特丽(苏州)  | 22.7%   |
| 2  | 上海致新生物  | 6.11%   | 丰瑞宝业有限公司 | 11.5%   | 丰瑞宝业有限公司 | 11.8%   | 杭州菜鸟     | 10.10%  |
| 3  | 科丝美诗    | 2.55%   | 上海致新生物   | 8.6%    | 上海新洲包装   | 7.4%    | 丰瑞宝业有限公司 | 8.10%   |
| 4  | 上海东色日化  | 2.11%   | 上海新洲包装印刷 | 7.9%    | 上海致新生物   | 6.2%    | 上海新洲包装印刷 | 6.50%   |
| 5  | 上海麻沼化妆品 | 0.10%   | 天津三星制刷   | 6.1%    | 杭州菜鸟     | 4.5%    | 科丝美诗     | 6.20%   |
|    | 小计      | 35.77%  | 小计       | 52.8%   | 小计       | 50.5%   | 小计       | 53.6%   |

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表57：MAOGEPING核心产品供应商情况

| 产品名称     | 外协厂商名称            |
|----------|-------------------|
| 黑金焕颜轻润面霜 | 莹特丽科技(苏州工业园区)有限公司 |
| 奢华鱼子面膜   | 上海致新生物科技有限公司      |
| 奢华养肤黑霜   | 科丝美诗(中国)化妆品有限公司   |
| 光影塑颜高光粉膏 | 上海致新生物科技有限公司      |
| 无瑕双色遮瑕膏  | 上海致新生物科技有限公司      |
| 光感滋润无痕粉膏 | 上海致新生物科技有限公司      |
| 故宫口红     | 莹特丽科技(苏州工业园区)有限公司 |
| 鱼子酱气垫    | 科丝美诗(中国)化妆品有限公司   |
| 光感柔润粉底液  | 上海东色日化有限公司        |

资料来源：天猫旗舰店，公司招股说明书，中邮证券研究所

### 3.4 会员：分级会员管理，妆容定制等增值服务提升会员粘性，风尚会员复购率高达90%以上，贡献80%以上收入

- 分级会员管理制度完善，后续增值服务提升客户黏性。公司通过严密的制度设计将客户划分为美妆会员、风尚会员、白金风尚会员、至尊风尚会员四个等级，并对不同等级的客户提供消费累积、妆容定制、生日特享等相应的后续增值服务，提升品牌对客户的吸引力，增强会员黏性。

图表58：毛戈平品牌会员制度

| 会员等级   | 会员准入                                       | 消费累积及风尚币购物  | 后续服务                    |      |                                       | 退出机制  |
|--------|--|---|-------------------------|------|---------------------------------------|---|
|        |  |   | 妆容定制                    | 生日特享 | 其他                                    |   |
| 美妆会员   | MAOGEPING专柜任意现金消费，或微信公众平台消费金额仅作晋级累积台手机号码绑定 |   | 4次；再次消费单笔金额满800元加赠1次    | 眉妆定制 | -                                     | -   |
| 风尚会员   | 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   |
| 白金风尚会员 | 满4,800元                                    |   | 累计12次；再次消费单笔金额满800元加赠1次 | 眉妆定制 |                                       | 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 |
| 至尊风尚会员 | 满8,800元                                    |   | 累计24次；再次消费单笔金额满800元加赠1次 | 眉妆定制 |                                       | 优先受邀享新品体验，一对一专属护肤顾问   |

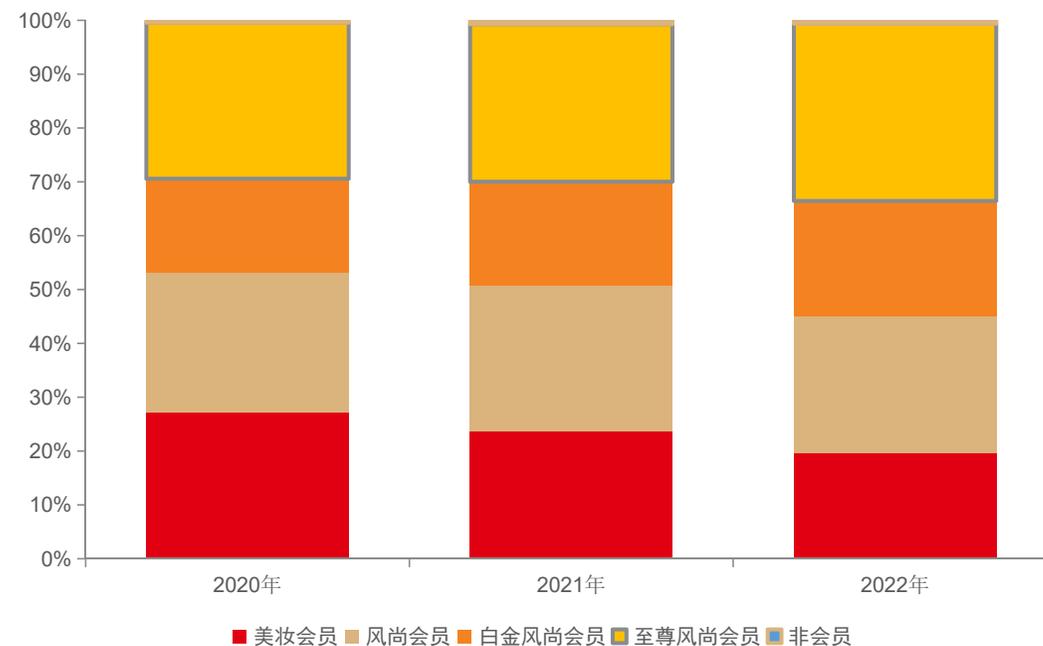
### 3.4 会员：分级会员管理，妆容定制等增值服务提升会员粘性，风尚会员复购率高达90%以上，贡献80%以上收入

- 风尚系列以上会员复购率达80%以上，收入占比线下提升至80%。2022年MAOGEPING品牌风尚会员、白金风尚会员、至尊风尚会员复购率分别为83.22%/97.65%/99.67%，占公司线下收入比重分别为25.36%/21.44%/32.92%，合计占比79.72%，等级越高的会员复购率越高，相应客单价越高；风尚系列会员复购率在80%以上，贡献公司线下收入绝大多数收入，公司整体的客户黏性度较强，品牌忠诚度较高。

图表59：MAOGEPING品牌会员消费数及客单价情况

| 会员等级   | 2020年    |          | 2021年    |          | 2022年    |          | 2022年末会员在册人数(万) | 会员复购率 |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-------|
|        | 年消费人数/单数 | 人均零售额(元) | 年消费人数/单数 | 人均零售额(元) | 年消费人数/单数 | 人均零售额(元) |                 |       |
| 美妆会员   | 284,516  | 490      | 390,802  | 441      | 381,352  | 433      | 254.7           | 5.9%  |
| 风尚会员   | 79,131   | 1710     | 117,338  | 1700     | 124,387  | 1725     | 12.6            | 83.2% |
| 白金风尚会员 | 25,241   | 3575     | 38,771   | 3673     | 48,878   | 3711     | 4.9             | 97.7% |
| 至尊风尚会员 | 17,500   | 8600     | 26,930   | 8019     | 36,315   | 7669     | 3.6             | 99.7% |
| 非会员    | 4,806    | 457      | 12,036   | 437      | 17,762   | 296      | -               | -     |
| 合计     | 411,194  | 1259     | 585,877  | 1255     | 608,694  | 1388     | -               | -     |
| 微信商城   | 1,409    | 353      | 4,916    | 295      | 5,586    | 215      | -               | -     |

图表60：毛戈平会员收入占公司线下收入比重



资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

备注：1) 零售额/人均零售额为按积分折算后收入；2) 复购率为新客户当期消费两次及以上的占比以及老客户上年消费之后本年度继续消费人群占比

资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

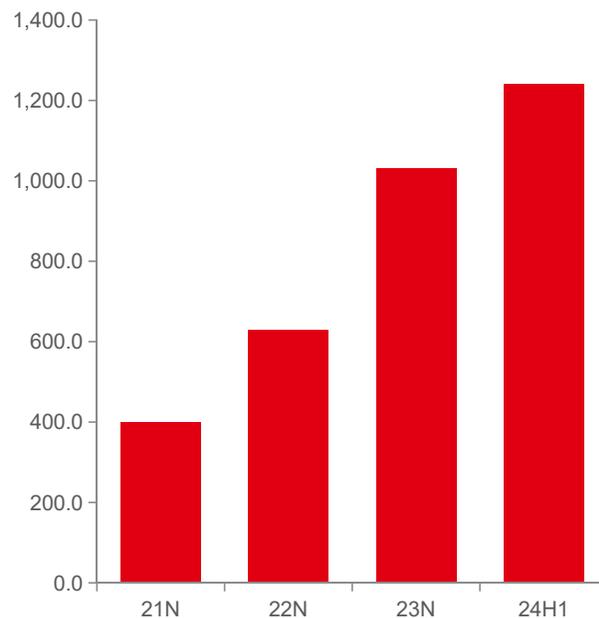
### 3.4 会员：会员数量超过1200万，线上线下复购率稳步提升至20%+

- 受产品区分及拉新，线上客单价较低。2022年天猫/抖音渠道客单价分别为250.7/272.0元，20-22年客单价复合增速分别为0.8%/7.7%，线上客单价远低于线下，主要在于：1) 产品有所区分，推小规格产品；2) 线上拉新较好，用户年轻化，2022年两平台综合买家数量为219万人，20-22年以83.9%增速快速增长。整体而言，线上以美妆体验方式向线下引流，而差异化的小规格产品可实现较好拉新，实现良好闭环。
- 会员池不断扩容，品牌复购率提升。24H1品牌会员数合计1240万人，会员池快速增长；23年线上线下综合复购率22%，近年稳步提升，线下略高于线上，均实现提升。

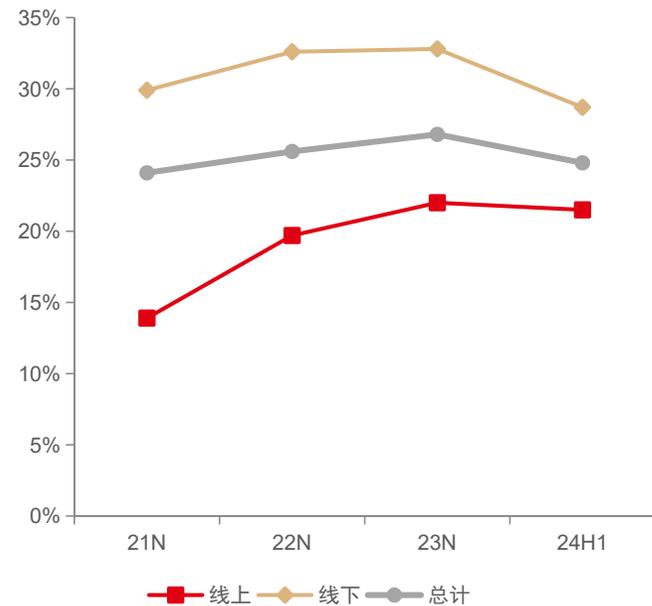
图表61：毛戈平线上渠道用户池、客单价及消费频次

| 平台 | 时间    | 人均消费数 (笔) | 人均消费额 (元/人) |
|----|-------|-----------|-------------|
| 天猫 | 2022年 | 1.17      | 250.68      |
|    | yoy   | 4.46%     | 17.19%      |
|    | 2021年 | 1.12      | 213.91      |
|    | yoy   | -1.75%    | -13.31%     |
| 抖音 | 2020年 | 1.14      | 246.74      |
|    | 2022年 | 1.15      | 272.02      |
|    | yoy   | 0.88%     | 19.18%      |
|    | 2021年 | 1.14      | 228.24      |
|    | yoy   | -11.63%   | -2.64%      |
|    | 2020年 | 1.29      | 234.42      |

图表62：公司会员数量 (万人)



图表63：公司复购率及变化



# 四

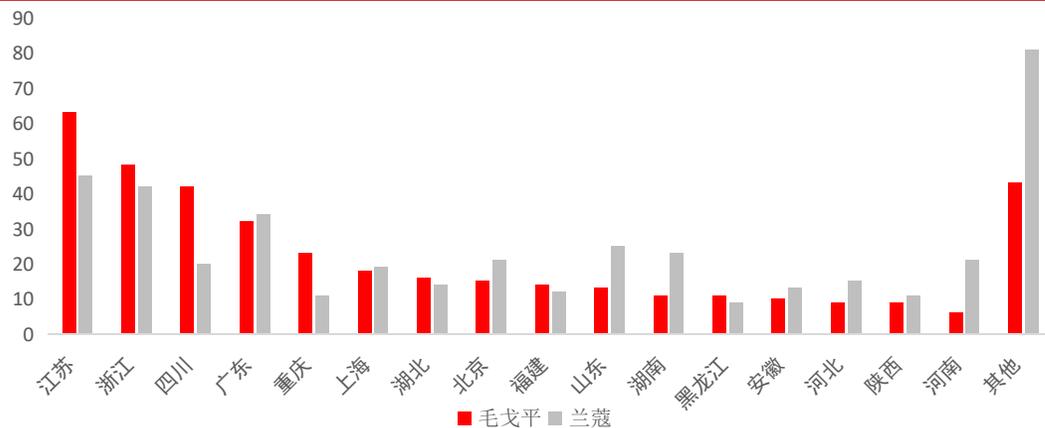
## 成长看点：产品渠道双驱动份额提升，出海可期

- 4.1 渠道：单柜产出稳步提升，线上有望快速增长
- 4.2 产品：底妆持续深耕，全品类延展可期
- 4.3 出海：主品牌拟入驻海外市场，关注海外投资机会

# 4.1 渠道：线下柜台稳定扩张，北区空白市场较广，有望填补空白

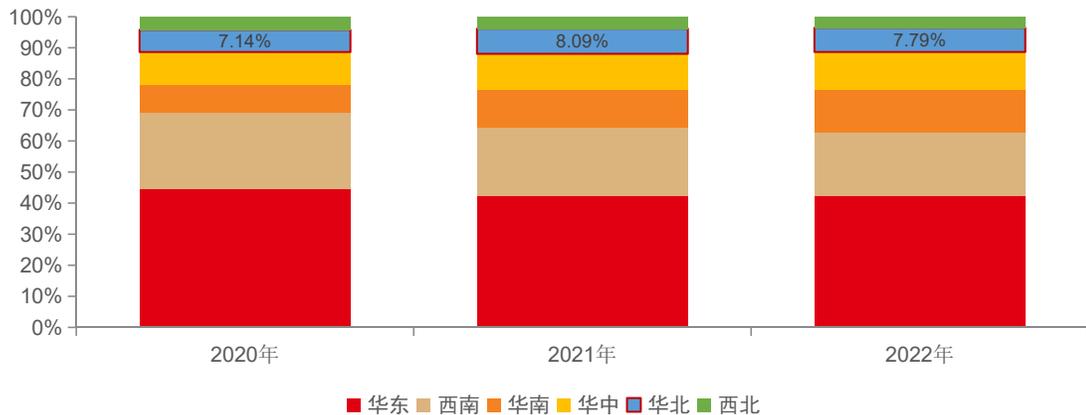
- 线下专柜稳步扩张，扩张空间广。公司自20年以来扩柜台115个（24H1专柜数量-20年专柜数量），保持稳健扩张；根据招股书规划，**预计每年国内开设30个专柜**，3-5年内开设3家品牌旗舰店。
- 北区线下占比低，而线上需求旺盛，线下专柜扩张有望填补北区空白。根据公司线下收入结构，22年华北地区收入占比仅8%，而同期线上高达26%，过去公司线下专柜北区布局较为稀疏，而线上良好的动销彰显北区消费者对品牌的需求，未来线下专柜布局有望填补空白，提升品牌在北区的市场份额。根据百度地图，毛戈平江浙沪川渝专柜占比50%，京津豫冀鲁占比12%，同期兰蔻占比33%/21%，北区布局相对薄弱。

图表64：毛戈平vs兰蔻线下专柜分布情况（个）



资料来源：百度地图，中邮证券研究所

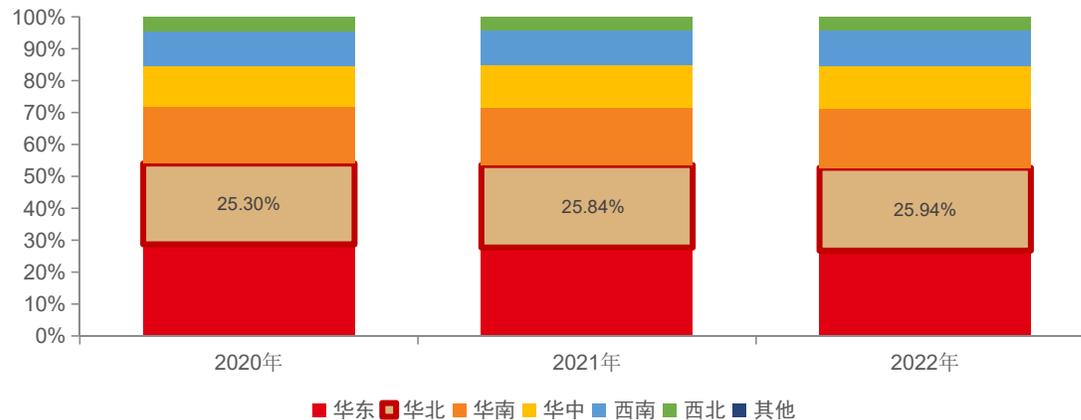
图表65：公司线下收入地区结构



资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表66：公司线上地区消费结构图

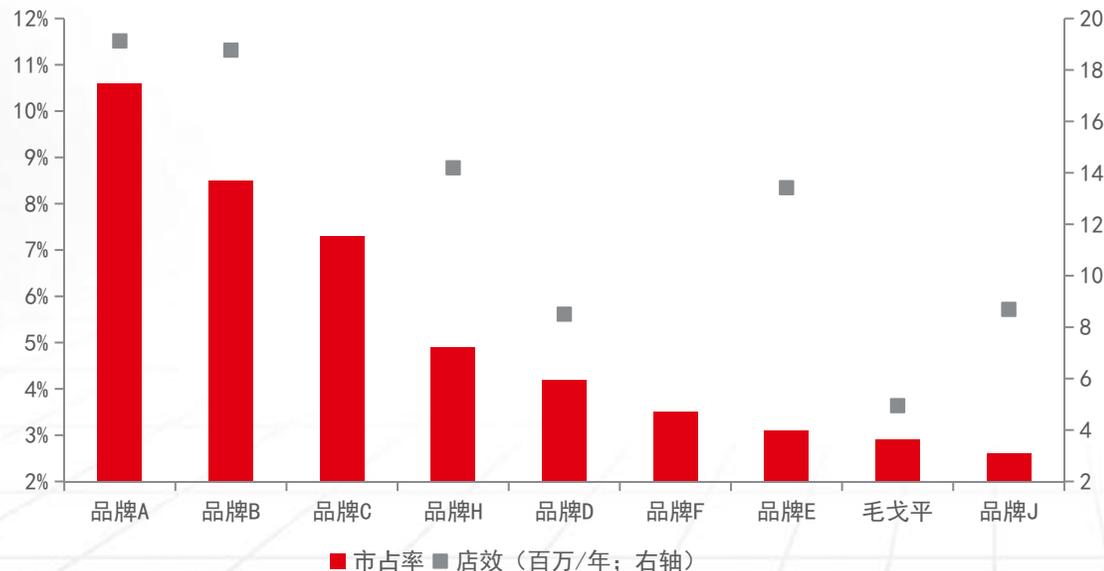


资料来源：公司A股招股说明书，中邮证券研究所

## 4.1 渠道：扩张期下单柜产出仍处于低位，对标国际品牌提升空间大

- **柜龄提升+品类扩张，店效提升空间大。**根据沙利文数据，23年毛戈平在百货专柜渠道位列第八，为唯一的上榜国货品牌，份额为2.9%，同一品牌口径，毛戈平专柜数量位列前茅，单产远低于国际大牌，未来店效提升空间大。我们认为，短期来看，专柜成熟度提升将拉动店效，截止24H1公司21年及之前专柜数量占比57%，约4成专柜为近年扩张，伴随专柜运营时间拉长，有望更好沉淀用户；公司成立2年以上专柜日均收入1.36万元，长期来看，通过品类扩张（如护肤、色彩类、香氛等）及核心单品精细化运营提升会员复购率有望提升单柜产出。

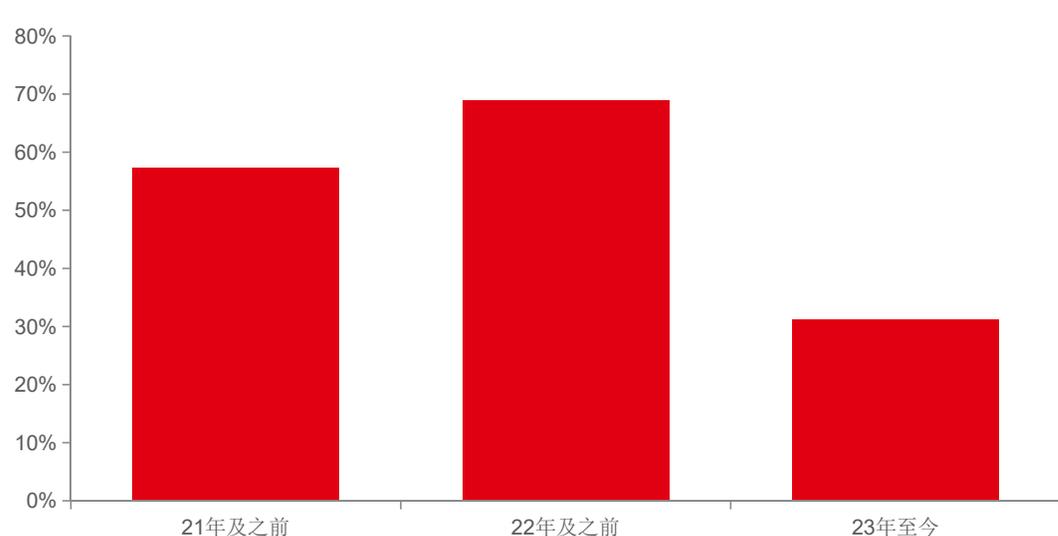
图表67：百货商店高端品牌市占率及店效比较



资料来源：弗若斯特沙利文，百度地图，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表68：截止24H1公司专柜柜龄占比

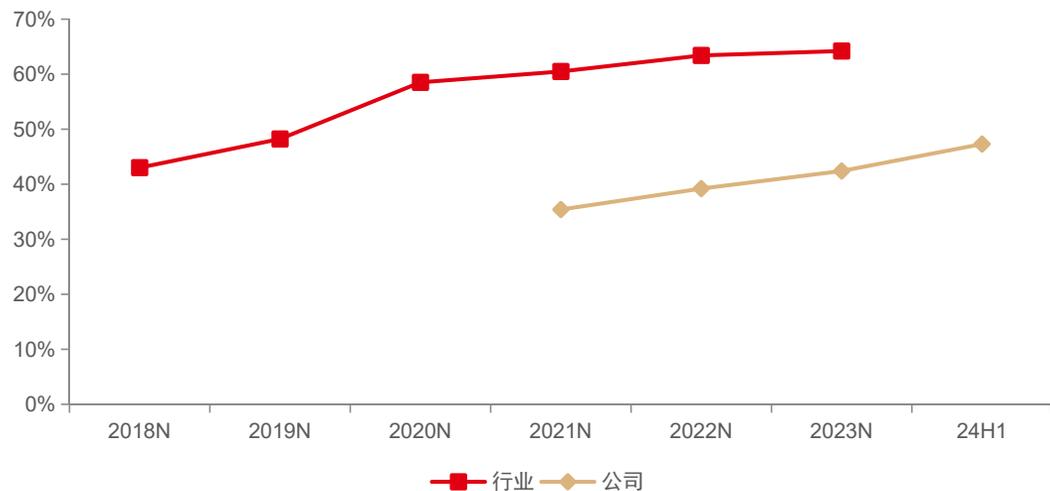


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

## 4.1 渠道：彩妆行业线上渗透率约64%，毛戈平线上发力空间广

- 彩妆行业线上渗透率约64%，公司远低于行业水平，发力空间广。根据沙利文数据，2023年中国彩妆线上渗透率近64%，仍处于提升态势。毛戈平品牌近年线上主推大单品，产品集中度较高，且规格细分化，未来全品铺开空间大。根据天猫/抖音等主流线上平台粉丝积累，公司在天猫官旗粉丝量与YSL存在巨大差距，抖音运营领先国际品牌，与国内新锐品牌相比仍存在差距，未来潜在吸粉空间大。截止24H1，公司线上占比仅47%，与行业线上化率存在较大差距，未来发力空间大。

图表69：彩妆行业及公司线上渗透率



图表70：毛戈平天猫旗舰店粉丝数量及同业比较

| 品牌               | 天猫官旗  | 抖音小店  |
|------------------|-------|-------|
| MAOGEPING        | 667万  | 364万  |
| 彩棠               | 722万  | 301万  |
| BOBBI BROWN      | 876万  | 75万   |
| MAKE UP FOR EVER | 574万  | 77万   |
| YSL              | 1705万 | 248万  |
| 花西子              | 1294万 | 1232万 |

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：天猫，抖音，中邮证券研究所

备注：时间为24年6月

## 4.2 产品：粉底、气垫等产品成长空间广，有望打造成数亿级大单品，鱼子酱面膜受益于成分创新及彩妆连带有望在护肤品类中突围

- 粉底/气垫等有望打造数亿级别大单品，鱼子酱面膜/黑霜有望受益彩妆景气度。在核心大单品方面，乘赛道景气度+份额提升东风，粉底液/膏、气垫、涂抹面膜三大细分类目有望打造数亿级别体量；根据我们预测，粉底液/膏、气垫赛道大、品牌优势突出，有望进行会员转化打造10-20亿级大单品，护肤品类受益于产品创新+彩妆连带率提升，涂抹面膜（鱼子酱面膜）有望打造十亿级大单品。

图表71：毛戈平品牌分品类线上规模及空间预测

| 品类    | 3年空间假设 | 量价假设       | 参数假设及对标品牌   |
|-------|--------|------------|---|
| 粉底液/膏 | 20亿元   | 250元*800万盒 | 1) 公司24H1沉淀1240万会员，假设会员覆盖率达65%，不考虑单品年内复购，销量约800万盒；考虑多规格销售，参考线上均价，假设客单价为250元，则对应销售额为20亿元；<br>2) 雅诗兰黛粉底线上（抖音/天猫/京东）GMV峰值超过10亿元，考虑线下全渠道销售预计单品类超过20亿。 |
| 气垫    | 13亿元   | 360元*370万盒 | 1) 公司24H1沉淀1240万会员，由于粉底与气垫存在一定替代关系，假设会员覆盖率为30%，销量约370万；规格价格区间窄，假设客单价为标准规格360元，则对应销售额为13亿元；<br>2) YSL气垫位列行业TOP榜单，24年线上（抖音/天猫/京东）GMV有望达10亿，份额仍提升。   |
| 涂抹面膜  | 11亿元   | 359元*310万瓶 | 1) 护肤部分依赖彩妆大单品连带，以24H1会员为基数，假设会员覆盖率为25%，对应销量约310万瓶，以30g规格官旗价359元为均价，则对应销售额11亿元；<br>2) 高客单面膜品类天花板较高，可复美/敷尔佳23年仅械号面膜收入区间5亿元-10亿元。                   |

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

## 4.2 产品：持续推新，色彩类有望发力，高端品牌具备天然全品类发展优势，关注香氛等品类扩展机会

- 19年以来加快推新，故宫IP系列、腮红/唇妆等色彩产品持续推出。公司保持对底妆大单品迭代更新，19年以来在腮红、唇妆等色彩类产品发力，打造断货腮红王单品；同时保持对故宫ip系列的推新，每期销售火爆，供不应求；近年在唇妆领域持续发力，推出空气唇釉等口碑产品，稳定的新品推出为品牌增长提供底层支撑。
- 高端品牌具备天然全品类发展优势，未来扩品空间广。以百货专柜起家的高端品牌具备天然的全品类发展优势，尤其在具备一定社交属性的彩妆及香氛领域，根据欧睿数据，TOP10高端品牌如兰蔻（护肤、彩妆、香水）、雅诗兰黛（护肤、彩妆）、迪奥（彩妆、香水）、香奈儿（彩妆、香水）、YSL（彩妆、香水）、娇兰（护肤、彩妆、香水）均实现跨品类发展，进入细分赛道TOP30。公司当前以面部底妆为核心优势品类，根植于百货沉淀高端品牌形象将助力向护肤、香氛等全品类发展。

图表72：MAOGEPING品牌2019年以来新品布局

| 上新时间     | 产品名称                | 定价   |
|----------|---------------------|------|
| 2024年9月  | 空气仓唇釉               | 260元 |
| 2024年3月  | 气韵东方 繁花秘境（第五季）      |      |
| 2023年3月  | 凝脂柔肌妆前霜             | 360元 |
| 2022年12月 | 立体裸妆魅眼盘             | 680元 |
| 2022年12月 | 光影轮廓粉修盘             | 880元 |
| 2022年12月 | 光影底妆膏修盘             | 880元 |
| 2022年9月  | 光影塑颜高光粉饼            | 490元 |
| 2022年9月  | 鱼子精粹焕能面膜（丝芙兰）       | 780元 |
| 2022年8月  | 气蕴东方 亚运礼献 系列产品      | -    |
| 2022年3月  | 玉兰浮雕 东方花园蜜粉饼（丝芙兰联名） | 550元 |
| 2022年    | 云纱悦色渐变腮红            | 280元 |
| 2021年10月 | 气蕴东方第四季系列产品         | -    |
| 2021年    | 柔纱幻颜腮红              | 280元 |
| 2021年4月  | 妆前清新防晒隔离乳           | 330元 |
| 2021年2月  | 光影塑颜轮廓粉雕盘           | 620元 |
| 2020年12月 | 气蕴东方第三季系列产品         | -    |
| 2020年    | 黑金焕颜系列产品            | -    |
| 2020年    | 沁润茉莉芬润手霜            | 150元 |
| 2019年11月 | 气蕴东方第二季系列产品         | -    |
| 2019年9月  | 丝柔雅致唇膏              | 280元 |

## 4.3 出海：拟线下专柜及线上官方网店形式进驻海外市场，传递东方美学精髓，关注海外潜在投资及收购机会

- 海外扩张路径清晰，国际美妆集团蓄势待发。根据公司募集资金净额用途规划，未来海外扩张路径清晰：1) MAOGEPING品牌拟海外市场（欧美亚太）建设线上自营官方店以及每年开设2-4个专柜，同时开展营销活动传递东方美学精髓；2) 关注海外潜在投资及收购机会，重点在高端市场上，如建设海外研发中心以及产品设计团队，满足盈利前景等。我们认为，公司高端品牌形象以及具备东方美学品牌理念助力出海，有望打造东方国际美妆集团。

图表73：公司募集资金净额用途规划

| 用途      | 金额及占比        | 明细规划   |
|---------|--------------|--|
| 扩大销售网络  | 4.6亿港元，占比25% | 1) 占比10%约1.8亿港元用于线下销售渠道扩大，包括国内每年新开30家专柜以及海外市场每年开设2-4个专柜；计划3-5年在中国开设3间品牌旗舰店；每年对70-100家专柜翻新升级；<br>2) 占比15%或约2.8亿港元用户扩大线上销售，包括电商人员招聘、广告、社媒服务包等采买。                 |
| 加大品牌建设  | 3.7亿港元，占比20% | 1) 占比10%约1.8亿港元用于品牌及产品营销活动，如线下发布会、赞助高规格活动；<br>2) 占比10%约1.8亿港元用于品牌及产品推广活动，如KOL合作、制作宣传片及纪录片。   |
| 海外扩张及收购 | 2.8亿港元，占比15% | 1) 占比7.5%约1.4亿港元用于海外市场（欧美亚太）建立品牌知名度及开店、建立海外自营官方网店以及开展新品发布会以及KOL活动；2) 占比7.5%约1.4亿港元用于中国及海外潜在策略投资及收购机会，重点在高端市场一致目标上，如海外建立研发中心及产品设计团队等。                           |
| 其他      | 7.4亿港元，占比40% | 1) 占比10%约1.8亿港元用于建设及扩建生产设施及供应链；<br>2) 占比9%约1.7亿港元用于增强产品设计及开发能力；<br>3) 占比6%约1.1亿港元用于化妆艺术培训机构建设；<br>4) 占比5%约0.9亿港元用户运营及信息基础数字化建设；<br>5) 占比10%约1.8亿港元用于营运资金及一般用途。 |

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

# 五

## 盈利预测及投资建议

- **盈利预测及投资建议：**我们预计24年-26年公司收入分别为40亿元/54亿元/69亿元，分别+39%/34%/28%；归母净利润分别为9.1亿元/12.0亿元/15.4亿元，分别+37%/33%/28%；对应PE分别为29倍/22倍/17倍，公司独特IP效应以及根植于线下百货高端基因构筑长期壁垒，大单品放量及扩品带来未来高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 流量成本上行带来净利率下降；2) 竞争加剧影响大单品打造；3) 护肤品等多品类延展不及预期。

图表74：公司盈利预测表

| 项目\年度         | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 2,885.96 | 4,016.26 | 5,395.38 | 6,913.24 |
| 增长率(%)        | 57.78    | 39.17    | 34.34    | 28.13    |
| EBITDA(百万元)   | 871.42   | 1,177.12 | 1,561.36 | 1,993.16 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 663.47   | 906.26   | 1,203.55 | 1,540.48 |
| 增长率(%)        | 88.43    | 36.59    | 32.80    | 28.00    |
| EPS(元/股)      | —        | 1.89     | 2.52     | 3.22     |
| 市盈率(P/E)      | —        | 28.96    | 21.81    | 17.04    |
| 市净率(P/B)      | —        | 10.70    | 7.18     | 5.05     |
| EV/EBITDA     | -1.31    | 20.69    | 14.86    | 11.03    |

图表75：公司分渠道收入假设 (百万元)

| 项目\年度 | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-------|----------|----------|----------|----------|
| 线下收入  | 1,602.06 | 1,939.19 | 2,373.88 | 2,894.79 |
| yoy   | 48.27%   | 21.04%   | 22.42%   | 21.94%   |
| 毛利率   | 86.60%   | 86.48%   | 86.52%   | 86.56%   |
| 线上收入  | 1,179.82 | 1,900.15 | 2,809.19 | 3,763.68 |
| yoy   | 69.94%   | 61.05%   | 47.84%   | 33.98%   |
| 毛利率   | 84.30%   | 84.61%   | 84.62%   | 84.62%   |

| 财务报表 (百万元)   | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    | 主要财务比率          | 2023A     | 2024E   | 2025E    | 2026E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-----------|---------|----------|----------|
| <b>利润表</b>   |          |          |          |          | <b>成长能力</b>     |           |         |          |          |
| 营业收入         | 2886     | 4016     | 5395     | 6913     | 营业收入            | 57.78%    | 39.17%  | 34.34%   | 28.13%   |
| 营业成本         | 438      | 608      | 816      | 1044     | EBIT            | 92.74%    | 35.95%  | 33.50%   | 28.20%   |
| 税金及附加        | —        | —        | —        | —        | 归属于母公司净利润       | 88.43%    | 36.59%  | 32.80%   | 28.00%   |
| 销售费用         | 1412     | 1988     | 2710     | 3479     | <b>获利能力</b>     |           |         |          |          |
| 管理费用         | 192      | 273      | 340      | 429      | 毛利率             | 84.83%    | 84.87%  | 84.88%   | 84.89%   |
| 研发费用         | 0        | 0        | 0        | 0        | 净利率             | 22.99%    | 22.56%  | 22.31%   | 22.28%   |
| 财务费用         | 2        | -14      | -27      | -45      | ROE             | 42.92%    | 36.96%  | 32.92%   | 29.65%   |
| 资产减值损失       | —        | —        | —        | —        | ROIC            | 40.73%    | 35.00%  | 31.34%   | 28.27%   |
| 息税前利润        | 844      | 1147     | 1531     | 1963     | <b>偿债能力</b>     |           |         |          |          |
| 营业外收入        | —        | —        | —        | —        | 资产负债率           | 26.10%    | 22.67%  | 18.76%   | 16.90%   |
| 营业外支出        | —        | —        | —        | —        | 流动比率            | 3.21      | 3.77    | 4.65     | 5.27     |
| 利润总额         | 888      | 1211     | 1608     | 2059     | <b>营运能力</b>     |           |         |          |          |
| 所得税          | 224      | 304      | 404      | 517      | 应收账款周转率         | 21.28     | 21.28   | 35.00    | 35.00    |
| 净利润          | 663      | 907      | 1205     | 1542     | 存货周转率           | 1.36      | 1.50    | 1.50     | 1.50     |
| 归母净利润        | 663      | 906      | 1204     | 1540     | 总资产周转率          | 0.43      | 0.87    | 0.83     | 0.78     |
| 每股收益 (元)     | —        | 1.89     | 2.52     | 3.22     | <b>每股指标 (元)</b> |           |         |          |          |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          | 每股收益            | —         | 1.89    | 2.52     | 3.22     |
| 货币资金         | 1,137.89 | 1,884.05 | 3,039.91 | 4,266.29 | 每股净资产           | —         | 5.13    | 7.64     | 10.86    |
| 交易性金融资产      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | <b>估值比率</b>     |           |         |          |          |
| 应收票据及应收账款    | 157.68   | 219.71   | 88.60    | 306.44   | PE              | —         | 28.96   | 21.81    | 17.04    |
| 其他流动资产       | 3.25     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | PB              | —         | 10.70   | 7.18     | 5.05     |
| 存货           | 342.21   | 468.13   | 619.69   | 772.85   | <b>现金流量表</b>    |           |         |          |          |
| 流动资产合计       | 1,698.02 | 2,651.20 | 3,854.74 | 5,482.11 | 净利润             | 663.47    | 906.26  | 1,203.55 | 1,540.48 |
| 固定资产         | 167.97   | 237.97   | 307.97   | 377.97   | 折旧和摊销           | 27.63     | 30.00   | 30.00    | 30.00    |
| 租赁土地         | 12.42    | 24.42    | 36.42    | 48.42    | 营运资本变动          | -131.67   | -34.01  | 78.10    | -188.64  |
| 无形资产         | 42.19    | 84.19    | 126.19   | 168.19   | 其他              | 372.21    | -46.89  | -46.60   | -46.26   |
| 非流动资产合计      | 396.55   | 523.55   | 650.55   | 777.55   | 经营活动现金流净额       | 931.64    | 855.36  | 1,265.06 | 1,335.58 |
| 资产总计         | 2,094.57 | 3,174.75 | 4,505.29 | 6,259.66 | 资本开支            | -153.25   | -142.00 | -142.00  | -142.00  |
| 短期借款         | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 其他              | -718.65   | -15.00  | -15.00   | -15.00   |
| 应付票据及应付账款    | 103.59   | 200.29   | 207.64   | 314.56   | 投资活动现金流净额       | -858.74   | -105.70 | -105.70  | -105.70  |
| 其他流动负债       | 292.07   | 321.30   | 377.68   | 414.79   | 股权融资            | -5,426.12 | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 流动负债合计       | 529.31   | 702.32   | 828.11   | 1,040.45 | 债务融资            | -0.19     | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 其他           | 17.28    | 17.28    | 17.28    | 17.28    | 其他              | -363.46   | -3.50   | -3.50    | -3.50    |
| 非流动负债合计      | 17.28    | 17.28    | 17.28    | 17.28    | 筹资活动现金流净额       | -5,789.77 | -3.50   | -3.50    | -3.50    |
| 负债合计         | 546.58   | 719.59   | 845.39   | 1,057.73 | 现金及现金等价物净增加额    | -5,772.05 | 746.16  | 1,155.86 | 1,226.38 |
| 股本           | 60.00    | 60.00    | 60.00    | 60.00    |                 |           |         |          |          |
| 储备           | 1,485.67 | 2,391.93 | 3,595.48 | 5,135.96 |                 |           |         |          |          |
| 少数股东权益       | 2.32     | 3.22     | 4.43     | 5.97     |                 |           |         |          |          |
| 其他           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |                 |           |         |          |          |
| 所有者权益合计      | 1,547.99 | 2,455.15 | 3,659.90 | 5,201.93 |                 |           |         |          |          |
| 负债和所有者权益     | 2,094.57 | 3,174.75 | 4,505.29 | 6,259.66 |                 |           |         |          |          |

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

| 投资评级标准   | 类型    | 评级   | 说明                        |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上      |
|  |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间  |
|  |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|  |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|  | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上      |
|  |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|  |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|  | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上     |
|  |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间  |
|  |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间  |
|  |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下     |

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES