

毛戈平 (01318.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

一绘万景奇，东方高端彩妆大师品牌

投资逻辑

公司：立足化妆师 IP 的稀缺高端国货美妆龙头，成长及盈利优。21~23 年收入/净利复合增速分别为 35%/41%，1H24 分别同比 +41%/+41%；22 年来毛利率及净利率总体呈提升趋势，24H1 分别为 84.9%/25%。据欧睿，23 年毛戈平品牌在我国高端彩妆行业排名第 9、市占率 3.9%，系 TOP10 中唯一国货。公司 12 月 10 日港股上市，发行价 29.8 港元/股，募资 23.37 亿港元用于品牌建设、渠道扩张、出海、加强生产和供应链能力等。

行业：从色彩彩妆向面部彩妆，国产替代趋势加速。23 年面部彩妆市场规模 312 亿元、占彩妆的 50%+、预计 23~28 年复合增速 8.4%、高于彩妆 7.5% 的总体增速；面部彩妆成长性更优+单品天花板更高+用户黏性更高，过去由国际品牌占主导，近年国货基于东方皮肤特征和轮廓结构，在遮瑕/高光/粉底等类目持续突围。

推荐理由 1：化妆品 IP 赋能品牌持续破圈。彩妆妆效由手法+审美+产品决定，毛戈平高专业性+有品牌印记的妆教视频打造壁垒，小红书/抖音/B 站粉丝数 82.5/62/91 万，化妆师 KOL 中排名靠前。

推荐理由 2：彩妆护肤双翼齐飞。彩妆线立足光影美学和东方美学，底妆优势显著，遮瑕、高光等长青单品表现强劲（据炼丹炉，21-24 年在淘系均排名前 3），鱼子/羽翼气垫新品拉动粉底市占率持续提升（24 年抖音/天猫排名提升至第 1/第 5）。护肤线定位妆前维养、妆后修复，成功打造鱼子面膜大单品，23/1H24 年零售额 6+/4.5+ 亿元。未来驱动来自梯队打造产品矩阵+同系列单品组合使用+口碑单品持续更新升级加强复购。

推荐理由 3：深耕百货专柜、奠定高端底色，电商聚焦优势产品快速放量。专柜通过提供专业试妆服务形成差异化优势，客户优质、转化率及黏性高（注册会员复购率 30%+），1H24 末自营专柜数量 372 个，预计未来开店个位数增长，线上引流&产品升级强化复购和拉新，单店持续优化。聚焦核心单品+创始人 IP 赋能+直播加持，线上快速起量，据蝉妈妈，23/1-11M24 毛戈平抖音 GMV 6.9/11 亿元（超过天猫）。

盈利预测、估值和评级

基于光影&东方美学理念的强势产品+化妆师 IP 专业背书+线下线上协同增强，看好高端国货美妆品牌成长性。预计 24-26 年归母净利润 9.5/12.7/15.3 亿元，考虑公司高端定位稀缺性，给予 25 年 24 倍 PE，目标价 67.67 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

营销转化/护肤&色彩彩妆拓展不及预期，行业竞争加剧等

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

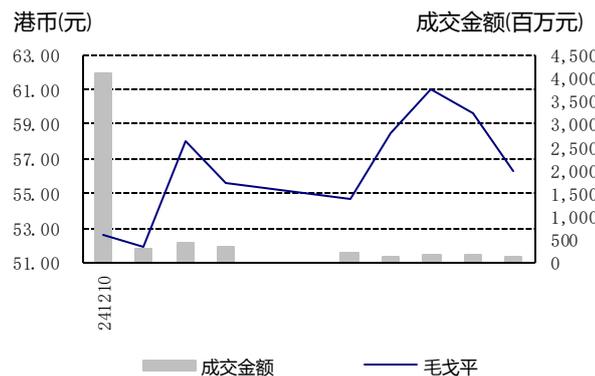
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：周舒怡（执业 S1130524120002）

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价（港币）：56.250 元

目标价（港币）：67.67 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,829	2,886	3,975	5,116	6,168
营业收入增长率	15.96%	57.78%	37.72%	28.73%	20.55%
归母净利润(百万元)	352	662	946	1,267	1,533
归母净利润增长率	6.36%	88.00%	42.87%	33.96%	20.97%
摊薄每股收益(元)	0.74	1.38	1.98	2.65	3.20
每股经营性现金流净额	0.81	1.46	1.86	2.51	3.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.05%	42.82%	20.85%	21.83%	20.89%
P/E	-	-	26.73	19.95	16.49
P/B	-	-	5.57	4.36	3.45

来源：公司年报、国金证券研究所（注：汇率取 1 港币=0.93915 人民币）



内容目录

1、毛戈平：东方高端彩妆大师品牌.....	5
1.1、概况：立足彩妆大师 IP 的稀缺高端国货美妆.....	5
1.2、财务：成长性&盈利能力优.....	6
1.3、募集资金用途：聚焦渠道扩充+品牌推广+出海.....	8
2、产品：专业化妆大师赋能、打造全产品线，发力护肤线打开成长空间.....	8
2.1、彩妆线：立足光影美学和东方美学，底妆优势显著.....	9
2.1.1、行业趋势：国货替代从色彩彩妆进入成长性更优、壁垒更高的底妆类目.....	9
2.1.2、公司产品：底妆优势显著.....	10
2.2、护肤线：品类完整、系列多元，成功打造鱼子面膜大单品.....	13
3、渠道：线上能力突飞猛进，线下百货外延+开店齐飞.....	16
3.1、线下：立足百货专柜，专业服务提升转化率及客户黏性.....	16
3.2、线上：聚焦核心单品迅速起量，抖音赶超天猫.....	18
4、营销：服务前置，创始人 IP 赋能，线下 BA 专业服务.....	19
5、盈利预测及估值.....	21
5.1、盈利预测.....	21
5.2、可比公司估值.....	23
6、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：按 23 年零售额计算，公司在我国高端彩妆市场排名第 6.....	5
图表 2：23 年毛戈平品牌在我国高端彩妆行业排名第 9.....	5
图表 3：公司业务包括彩妆、护肤、化妆培训，旗下两大品牌毛戈平、至爱终生定位不同市场需求.....	5
图表 4：线下高端百货专柜起家，2017 年来流量破圈+线上崛起+彩妆&护肤齐飞，业绩增长强劲.....	6
图表 5：公司收入及利润增长强劲（单位：百万元）.....	6
图表 6：公司毛利率及净利率分别在 80%/20%+.....	6
图表 7：公司销售费用率 22 年来有所下降.....	7
图表 8：分业务毛利率：护肤>彩妆>化妆培训.....	7
图表 9：公司销售费用率构成.....	7
图表 10：线下自营及线上直销费用拆分.....	7
图表 11：公司营收增速领跑行业.....	7
图表 12：公司毛利率位于行业前列.....	7
图表 13：公司归母净利率位于行业前列.....	8



图表 14:	公司归母净利润增速领跑行业	8
图表 15:	募集资金用途	8
图表 16:	毛戈平个人特色注入品牌基因	9
图表 17:	我国彩妆及其细分类目市场增速	9
图表 18:	23 年我国面部彩妆/唇妆/眼妆零售额占比 51%/32%/15%。	9
图表 19:	我国彩妆市场 2018-2021 年集中度提升、22 年/23 集中度下降	10
图表 20:	22 年/23 年国货彩妆品牌在国内市占率结构性下降	10
图表 21:	时尚快消类品牌表现分化，化妆师品牌市占率提升	10
图表 22:	毛戈平品牌彩妆矩阵	11
图表 23:	毛戈平品牌明星底妆单品鱼子气垫/水奶油粉底液/小金扇粉饼与竞品对比	11
图表 24:	毛戈平在天猫粉底液类目排名提升，高光、遮瑕类目排名稳定前三	12
图表 25:	TOP 品牌天猫旗舰店粉底/高光/遮瑕产品销售额	12
图表 26:	抖音粉底液、遮瑕、高光细分品类 TOP 品牌	13
图表 27:	23 年来抖音平台毛戈平品牌粉底液/膏销售额占比 30%-50%，气垫占比 8%-17%	13
图表 28:	毛戈平护肤线完整，覆盖多品类、多系列	14
图表 29:	1H24 公司护肤收入 8.15 亿元、占比 41%	14
图表 30:	23/1H24 公司护肤收入同比+50%/+35%	14
图表 31:	公司明星单品鱼子酱面膜、黑霜、鱼子安瓶精华与竞品对比	15
图表 32:	同系列产品协同配合使用	16
图表 33:	1H24 末自营专柜数量 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二（单位：个）	16
图表 34:	公司线下渠道结构	16
图表 35:	毛戈平百货直营门店	17
图表 36:	毛戈平专柜预约试妆小程序	17
图表 37:	1H24 末公司注册会员数 1240 万人	17
图表 38:	线下渠道注册会员复购率优于线上	17
图表 39:	需求恢复+发力线上触达更多目标人群引流线下，23 年&24H1 同店增长亮眼	17
图表 40:	1H24 公司线上/线下占比 49.1%/50.9%	18
图表 41:	21-23 年线上收入 CAGR 为 49%	18
图表 42:	聚焦核心单品+创始人 IP 赋能+直播加持，线上快速起量（单位：百万元）	18
图表 43:	抖音 1-11M24 销售额 11.9 亿元、同比+85%	19
图表 44:	23 年来毛戈平抖音销售额体量赶超天猫旗舰店（单位：百万元）	19
图表 45:	毛戈平品牌抖音运营策略：强化自播能力→加强达播合作→自播+达播矩阵趋于均衡	19
图表 46:	毛戈平营销逻辑	20
图表 47:	毛戈平妆教矩阵	20
图表 48:	各品牌分平台粉丝数	20



图表 49: 小红书平台化妆师 KOL 粉丝数.....	20
图表 50: 抖音平台化妆师 KOL 粉丝数.....	20
图表 51: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	21
图表 52: 公司费用率预测.....	23
图表 53: 可比公司估值.....	23
图表 54: 公司存货周转率低于同业.....	24

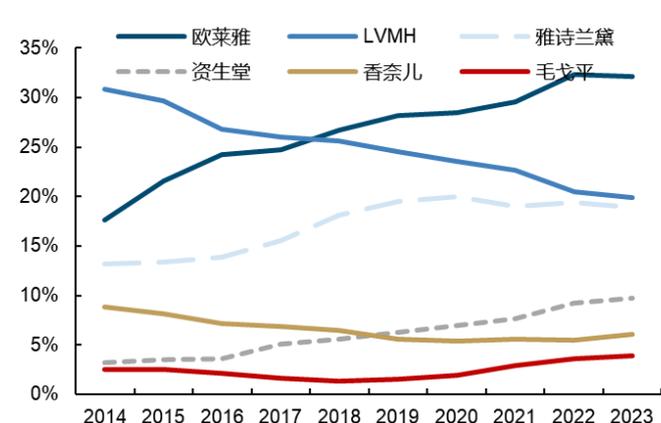


1、毛戈平：东方高端彩妆大师品牌

1.1、概况：立足彩妆大师 IP 的稀缺高端国货美妆

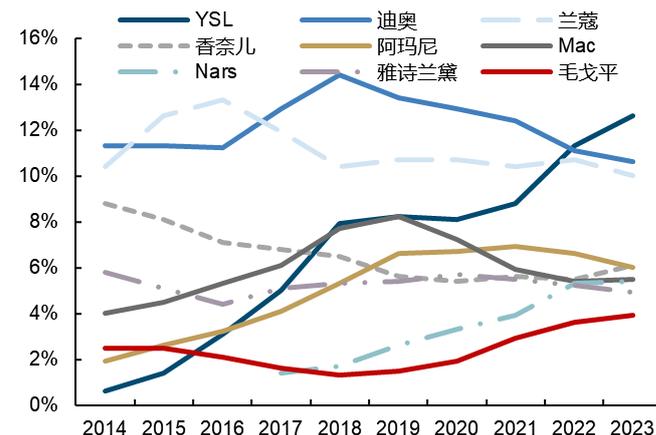
毛戈平是国内少数定位高端、且拥有完整护肤线和彩妆线的国货美妆龙头。公司由中国美妆行业的标志性人物毛戈平先生于 2000 年创立，自成立以来，通过打造个人 IP 在中国美妆行业建立了强大的影响力。根据欧睿数据，按 2023 年零售额计算，毛戈平品牌在我国高端彩妆行业排名第 9、市场份额为 3.9%。

图表1：按 23 年零售额计算，公司在我国高端彩妆市场排名第 6



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表2：23 年毛戈平品牌在我国高端彩妆行业排名第 9



来源：欧睿数据，国金证券研究所

公司业务包括美妆、护肤、化妆艺术培训三大板块，旗下有两大品牌。截至 1H24 末，公司产品组合中共有 387 个单品，涵盖彩妆和护肤两大类，彩妆基于光影美学与东方美学理念，护肤融合高品质配方和精选成分。旗下有两大品牌 MAOGEPING 和至爱终生，分别定位高端/大众市场需求。

图表3：公司业务包括彩妆、护肤、化妆培训，旗下两大品牌毛戈平、至爱终生定位不同市场需求

品牌	创立时间	品牌定位	渠道	价格定位	23 年营收/yoy
毛戈平	2000 年	轻奢/高端	百货专柜直营/电商销售	200-800 元	27.55 亿元/+57.8%
至爱终生	2008 年	大众/流行	线下经销	120-380 元	2692 万元/-7%
化妆培训	城市	长期课程	短期课程	招生对象	1.04 亿元/+91%
	杭州、北京、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛九座城市	形象设计与艺术创意	化妆造型全科、时尚生活课程、创意造型课程等	零基础的未来想从事与化妆相关职业的人群、化妆从业人员继续深造资质升级的专业人群以及生活中具有化妆基础希望提升化妆技巧的一般人群	

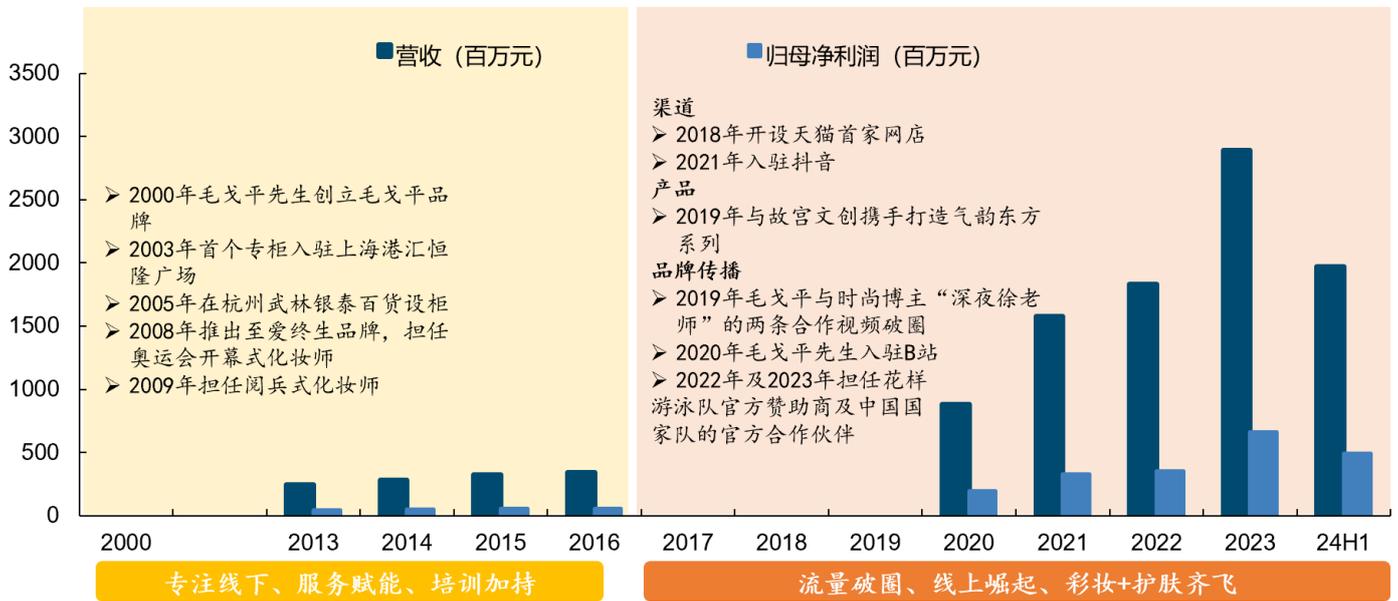
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司发展历程分两个阶段：

- 1) 专注线下、服务赋能、培训加持 (2000~2016)：2000 年毛戈平先生创立旗舰品牌 MAOGEPING，2003 年公司入驻上海港汇恒隆广场，成为第一个在高端百货商店设立专柜的国货化妆品集团，2005 年在杭州武林银泰百货设柜。公司专注打造匹配品牌高端定位的专业的柜台服务团队，提供优质的客户服务，逐步扩大其市场影响力和品牌可见度。2013-2016 年营收从 2.43 亿元增长至 3.43 亿元，对应 CAGR 为 12.2%。
- 2) 流量破圈、线上崛起、彩妆+护肤齐飞 (2017 至今)：渠道端，2018 年开设天猫首家网店，2021 年开启抖音直播；产品端，2019 年与故宫文创携手打造气韵东方系列；品牌传播方面，2019 年毛戈平先生与时尚博主“深夜徐老师”的改妆视频实现现象级传播，品牌知名度大幅提升，2020 年毛戈平先生入驻 B 站，2022-2023 年担任花样游泳队官方赞助商及中国国家队的官方合作伙伴。



图表4: 线下高端百货专柜起家, 2017年来流量破圈+线上崛起+彩妆&护肤齐飞, 业绩增长强劲



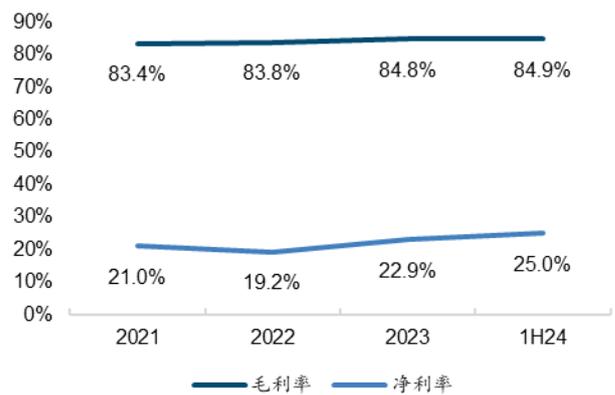
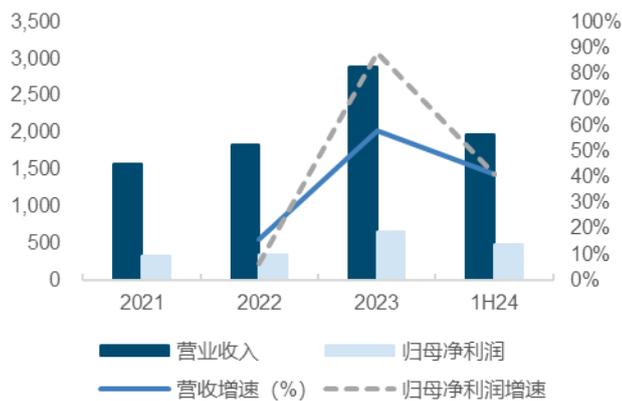
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2、财务: 成长性&盈利能力优

高端定位、盈利能力优, 23年发力线上渠道&护肤线, 收入及利润增长提速。23年营收/归母净利润同比+58%/+88%, 1H24分别同比+41%/+41%。盈利能力优秀、位于行业领先水平, 毛利率及净利率分别在80%/20%+, 且22年来呈提升趋势。

图表5: 公司收入及利润增长强劲 (单位: 百万元)

图表6: 公司毛利率及净利率分别在80%/20%+

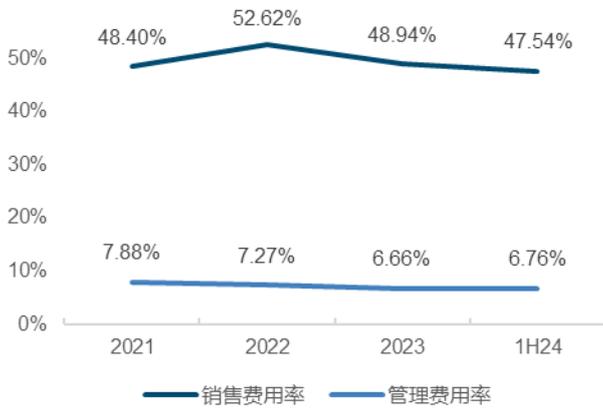


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

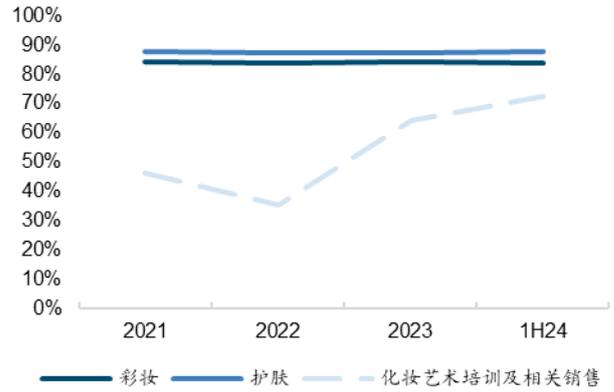
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



图表7: 公司销售费用率 22 年来有所下降



图表8: 分业务毛利率: 护肤 > 彩妆 > 化妆培训

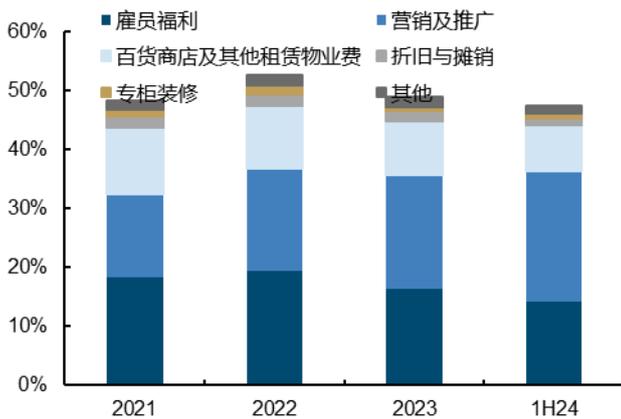


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

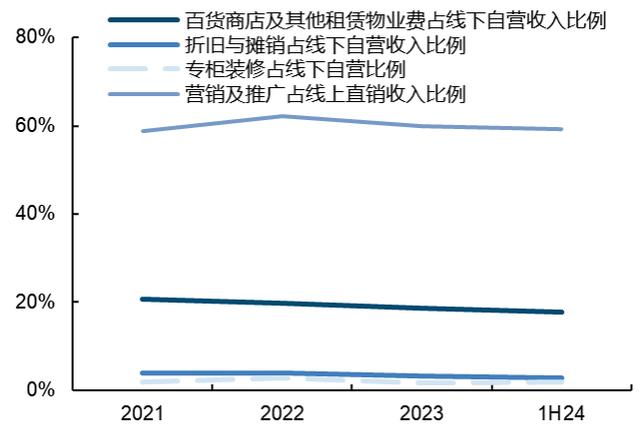
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

销售费用中雇员福利/营销及推广/百货商店及其他租赁物业费占大头, 其中随加强内容营销及品牌化战略, 营销及推广费占比持续提升。线下因店效提升带来费用占比下降, 百货商店及其他租赁物业费、折旧与摊销、专柜装修占线下自营收入比例合计由 21 年的 26.2% 下降至 22.1%。

图表9: 公司销售费用率构成



图表10: 线下自营及线上直销费用拆分

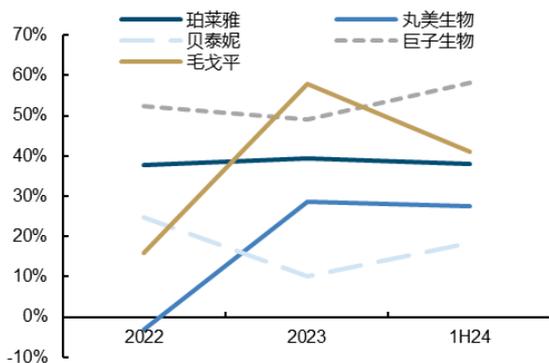


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

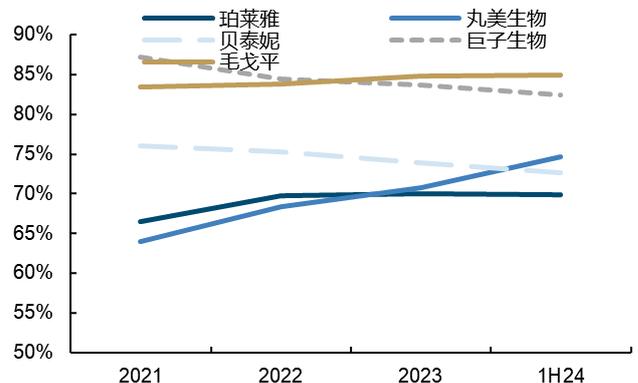
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

同业对比看, 受益高端定位, 毛利率与净利率位于行业前列。成长性看, 23 年发力线上及护肤线, 品牌势能持续释放, 收入及利润增速领跑行业。

图表11: 公司营收增速领跑行业



图表12: 公司毛利率位于行业前列

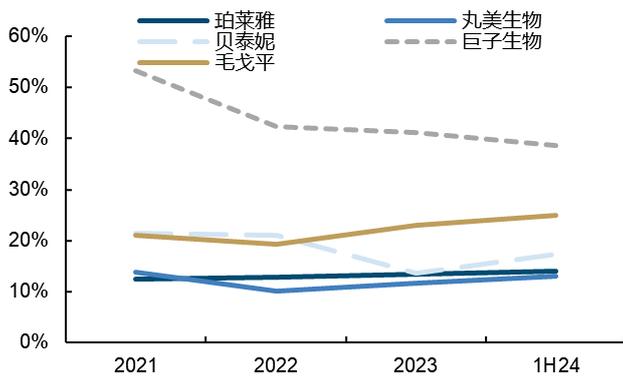


来源: 同花顺, 国金证券研究所

来源: 同花顺, 国金证券研究所

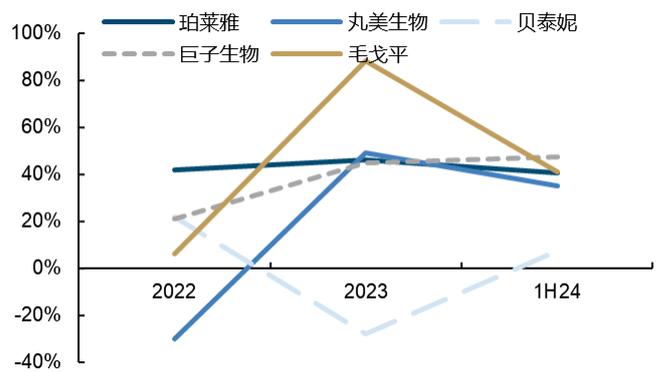


图表13: 公司归母净利率位于行业前列



来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表14: 公司归母净利润增速领跑行业



来源: 同花顺, 国金证券研究所

1.3、募集资金用途: 聚焦渠道扩充+品牌推广+出海

公司12月10日港股主板正式上市, 发行价29.8港元/股, 募资总额23.37亿港元、募资净额21.87亿港元, 主要用于渠道扩充、品牌推广、提升生产/产品设计及开发能力, 以及海外扩张/收购等。

图表15: 募集资金用途

项目名称	占比
扩大销售网络	25%
品牌建设活动	20%
强化生产及供应链能力	10%
强化产品设计及开发能力	9%
海外扩张及收购	15%
化妆艺术培训机构	6%
运营及信息基础设施数字化	5%
营运资金	10%

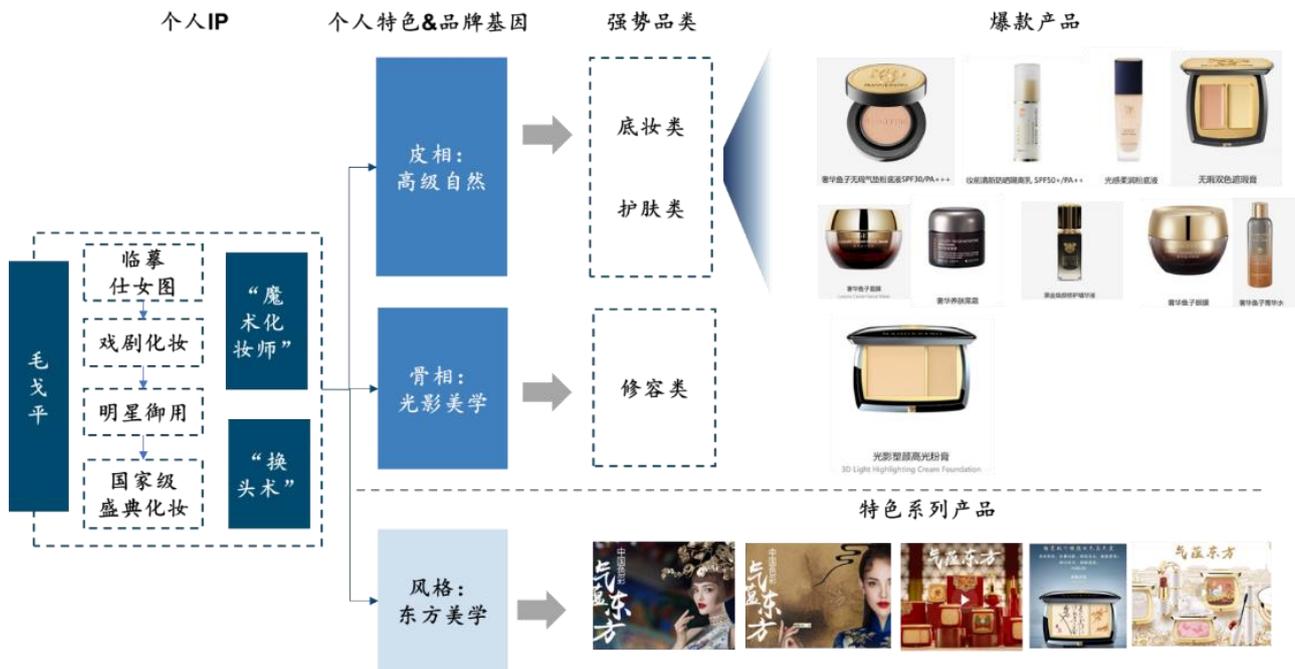
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

2、产品: 专业化妆大师赋能、打造全产品线, 发力护肤线打开成长空间

毛戈平个人特色注入品牌基因, 精准定位强势品类。基于毛戈平强大鲜明的个人IP, 品牌基因得以延伸, 我们认为毛戈平品牌的主要品牌特色在于三点: 高级自然、光影美学、东方美学。以此三个风格, 毛戈平形成以底妆、护肤、修容为核心的强势品类和古典国潮特色系列产品。



图表16: 毛戈平个人特色注入品牌基因



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2.1、彩妆线: 立足光影美学和东方美学, 底妆优势显著

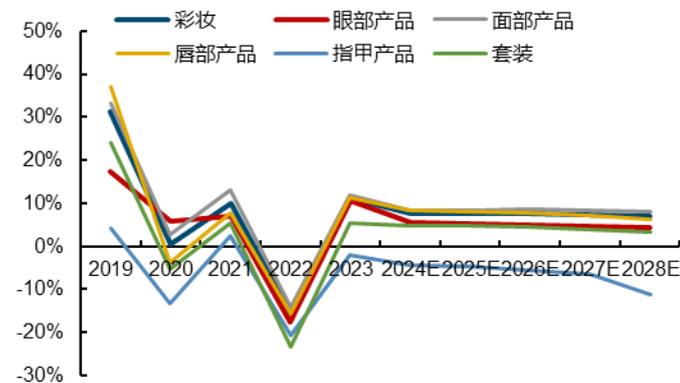
2.1.1、行业趋势: 国货替代从色彩彩妆进入成长性更优、壁垒更高的底妆类目

彩妆细分类目成长性: 面部产品>唇部产品>眼部产品>套装, 根据欧睿数据 2023-2028E 面部产品、唇部产品、眼部产品 CAGR 为 8.4%、7.6%、4.9%, 其中面部产品、唇部产品高于彩妆品类总体 7.5% 的增速, 面部产品受益底妆产品刚需性和产品升级、增速最快。

彩妆细分类目规模占比: 面部产品>唇部产品>眼部产品, 23 年我国彩妆零售总额为 617.6 亿元, 其中面部彩妆/唇妆/眼妆市场规模 312.5/197.8/92.4 亿元、分别占比 51%/32%/15%。

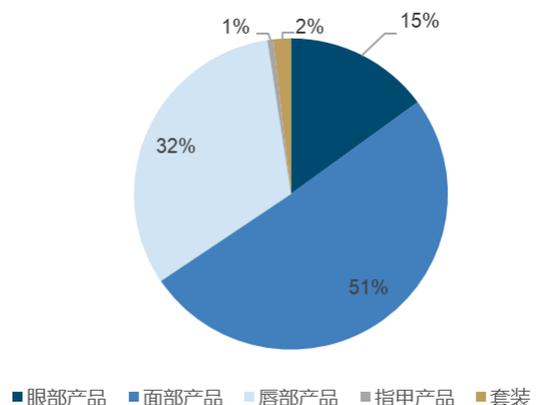
进一步细拆面部彩妆类目, 23 年规模排序: 粉底遮瑕>BB 霜>散粉>腮红修容高光, 23 年我国零售额分别为 140.2/75.4/35.9/19.5 亿元。成长性看, 腮红修容高光>粉底遮瑕>散粉, 根据欧睿数据 2023-2028E 腮红修容高光、粉底遮瑕、散粉 CAGR 为 13.1%、11.5%、11%。

图表17: 我国彩妆及其细分类目市场增速



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

图表18: 23 年我国面部彩妆/唇妆/眼妆零售额占比 51%/32%/15%。

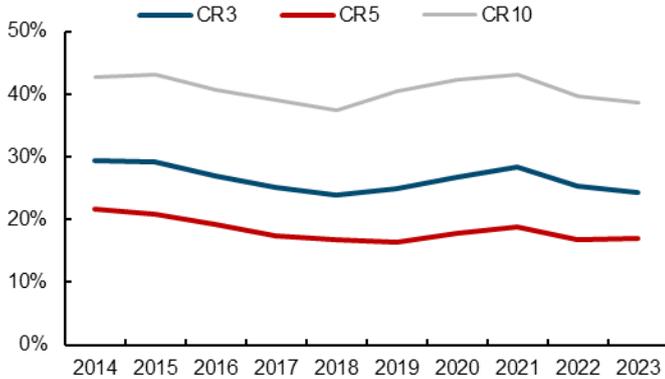


来源: 欧睿数据, 国金证券研究所



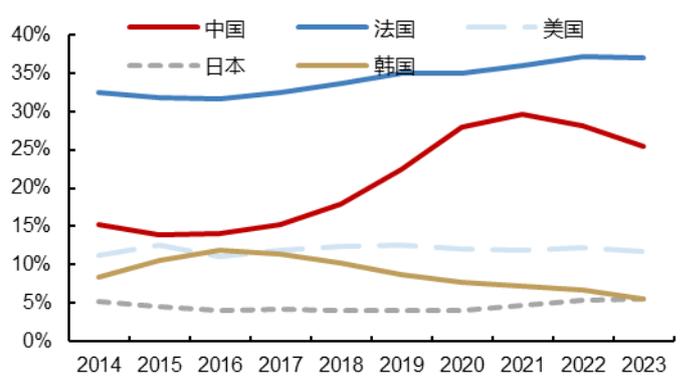
2018 年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升，至 21 年市场份额提升至 29.7%，主要系以完美日记为代表的时尚快消品牌+以花西子为代表的国风品牌借力直播渠道红利快速崛起，22/23 年国货品牌市场份额结构性下降至 28.1%/25.5%（主要系受色彩类产品流行变化影响花西子/完美日记等市占率下降），但底妆占优的化妆师 IP/时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。23 年 TOP20 品牌中国货品牌占据 5 席，其中底妆占优的国货品牌（如毛戈平、彩棠等）市占率自 2018 年持续提升。

图表19：我国彩妆市场 2018-2021 年集中度提升、22 年/23 集中度下降



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表20：22 年/23 年国货彩妆品牌在国内市占率结构性下降



来源：欧睿数据，国金证券研究所

分品牌类型看，时尚快消类品牌表现分化，21 年来完美日记、珂拉琪、滋色等市占率降低，橘朵、酵色等市占率提升，主要系时尚快消类品牌主打色彩类产品（如口红、眼影等）上新快、定价偏低（50-100 元）、市场流行多变，且进入门槛相对较低、更依赖营销概念，属于能够快速放量但不易持续保持。

国货化妆师 IP 品牌在高单价&进入壁垒相对较高的底妆细分类目突围，如彩棠大单品三色一体高光修容盘、毛戈平鱼子酱气垫，未来进一步丰富粉底液等产品、市场份额有望进一步提升。

图表21：时尚快消类品牌表现分化，化妆师品牌市占率提升

品牌定位	时尚快消品牌			国风品牌	化妆师品牌	
代表品牌	完美日记	稚优泉	橘朵	花西子	彩棠	毛戈平
21-23 年市占率	6.3%→1.8% (↓)	0.9%→0.6% (↓)	1.5%→2.4% (↑)	6.5%→4.3% (↓)	0.7%→1.7% (↑)	1.4%→2% (↑)
母公司	逸仙电商	上海丰邑	橘朵	浙江宜格	珀莱雅	毛戈平
优势品类	眼影、唇釉	眉笔、口红	腮红、唇泥	散粉	遮瑕、高光修容	气垫、粉底液、遮瑕
特点	品类齐全、SKU 推新频率高，高性价比，擅用代言、联名等吸引年轻消费者			主打国风设计，在产品内容物、包材、营销等方面融入国风元素	打造明星化妆师 IP，强调产品专业性	

来源：欧睿数据，国金证券研究所

2.1.2、公司产品：底妆优势显著

公司彩妆系列包括粉底、高光和阴影、眼妆和唇妆等各类产品，以满足中国消费者独特的肤质、面部结构和审美偏好。据招股书，截至 1H24 末，公司有 337 款彩妆产品。公司打造融入了行业趋势和传统文化的特色限量版产品，和故宫合作的“气蕴东方”系列已经升级到第五代。



图表22: 毛戈平品牌彩妆矩阵

毛戈平彩妆系列	面部	光影集合盘	眼部	唇部	美妆工具
品类	妆前/遮瑕/粉底/定妆/腮红/光影	粉修盘/膏修盘/魅眼盘	睫毛膏/眼线/眼影/眉妆	唇膏/唇釉/唇部护理	粉底刷/胭脂刷/眼影刷/散粉刷/眉刷/工具刷/其他
产品图					
功效	打造脸部立体妆效	专为亚洲女性研制,集高光、修容、鼻影等多重美妆功效于一体	针对亚洲人肤色、发色配置,打造精致眉妆	唇部雾感/水袖妆效、水漾护唇	上妆工具,使上妆均匀服帖

来源: 公司官网, 国金证券研究所

品牌定价对标国际中高端品牌。竞品对比看,毛戈平定价略低于 MAC、NARS、植村秀等国际化妆师品牌,高于彩棠(国货化妆师品牌)。

图表23: 毛戈平品牌明星底妆单品鱼子气垫/水奶油粉底液/小金扇粉饼与竞品对比

品牌	产品	零售价	单克或者单 ml 价格 (元)	宣传点
气垫				
毛戈平	鱼子气垫	360 元/14g	25.7	缎面妆感, 打造净透原生皮
YSL	粉气垫	695 元/12g	57.9	持久保湿
彩棠	小圆管气垫	219 元/15g	14.6	一拍雾光、无瑕持妆
nars	亮采持久气垫	480 元/12g	40.0	细腻高遮瑕、超持妆
雅诗兰黛	DW 方气垫	450 元/正装 12g+替换芯 12g	18.8	遮瑕控油、持久不脱妆
粉底液				
毛戈平	水奶油粉底液	380 元/30ml	13	微光奶油肌
MAC	持妆粉底液	390 元/30ml	13	无瑕、油皮持妆
雅诗兰黛	DW 粉底液	470 元/30ml	16	持妆无瑕
nars	超方瓶	490/30ml	16	精华级、持妆、奶油肌、适合干皮/混干
植村秀	小方瓶	490/30ml	16	持妆
粉饼				
毛戈平	小金扇	260 元/7g	37	哑光蜜粉
nars	大白饼	400 元/10g	40	0 粉感定妆
彩棠	蜜粉饼	169/7g	24.14	雾感定妆
MAC	紫白饼	380 元/7g	54.29	去油去黄、控妆无粉感

来源: 天猫旗舰店, 国金证券研究所 (注: 价格为挂牌零售价、不考虑折扣及赠品)

多款明星单品占领泛底妆品类心智, 在遮瑕、高光细分类目优势地位稳固, 粉底产品(粉底液、气垫等)市占持续提升。

■ 天猫: 粉底产品引领增长、市占提升

粉底、高光和阴影等泛底妆类产品贡献主要销售额, 眼妆、唇妆等色彩类产品占比较小。排名看, 根据炼丹炉数据, 毛戈平品牌在淘系遮瑕、高光类目 21 年-24 年均排名前 3, 在天猫粉底液类目排名提升、24 年 1-10 月排名第 5。体量对比看, 24 年 1-11 月毛戈平天猫旗舰店粉底产品销售额 3.37 亿元、低于雅诗兰黛/YSL(同期粉底销售额 6.8/6.48 亿元), 高于 NARS/MAC/植村秀(同期粉底销售额 2.12/1.74/1.76 亿元)。

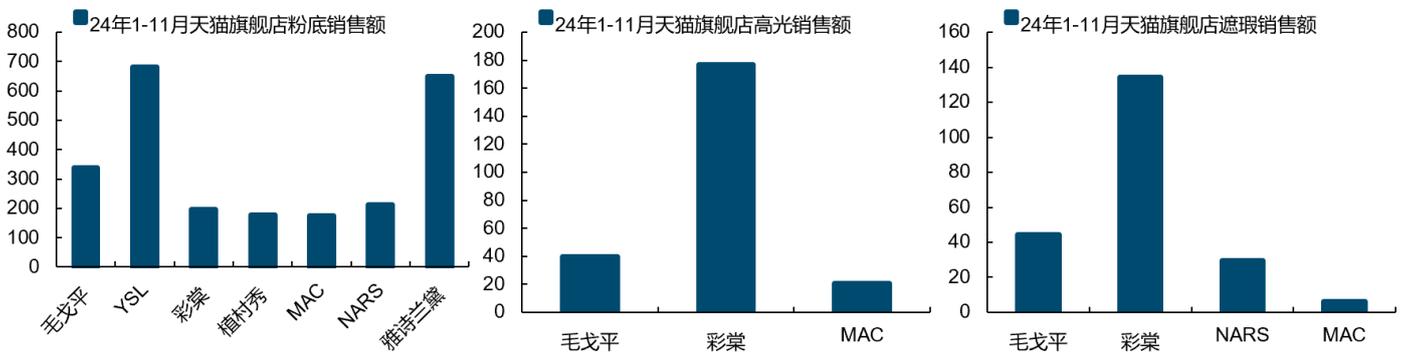


图表24: 毛戈平在天猫粉底液类目排名提升, 高光、遮瑕类目排名稳定前三

排名	粉底液/膏					遮瑕					高光				
	2020	2021	2022	2023	1-10M24	2020	2021	2022	2023	1-10M24	2020	2021	2022	2023	1-10M24
1	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	medicube	毛戈平	tfit	彩棠	彩棠	魅可	彩棠	彩棠	彩棠	彩棠
2	阿玛尼	阿玛尼	兰蔻	兰蔻	兰蔻	unny club	娜斯	毛戈平	hourglass	毛戈平	芭比波朗	魅可	魅可	毛戈平	毛戈平
3	红地球	兰蔻	阿玛尼	娜斯	娜斯	kryolan	茵芙莎	娜斯	毛戈平	hourglass	彩棠	毛戈平	毛戈平	魅可	魅可
4	兰蔻	圣罗兰	魅可	恋火	恋火	娜斯	unny club	茵芙莎	nars	花知晓	毛戈平	芭比波朗	小奥汀	橘朵	橘朵
5	美宝莲	魅可	半分一	魅可	毛戈平	茵芙莎	kryolan	彩棠	茵芙莎	nars/娜斯	橘朵	小奥汀	橘朵	小奥汀	香奈儿
6	魅可	半分一	娜斯	毛戈平	圣罗兰	得鲜	medicube	kryolan	kato	kato	fenty beauty	橘朵	芭比波朗	酵色	玫珂菲
7	圣罗兰	mistine	圣罗兰	卡姿兰	魅可	美宝莲	j/x professional	hourglass	橘朵	橘朵	fenty beauty	fenty beauty	玫珂菲	万花镜	酵色
8	珀莱雅	植村秀	植村秀	圣罗兰	植村秀	dermacol	安美	it cosmetics	红地球	红地球	完美日记	fenty beauty	fenty beauty	芭比波朗	花知晓
9	suqqu	卡姿兰	恋火	阿玛尼	卡姿兰	橘朵	tfit	第三面	诗佩妮	盖百霖	花西子	joocyee	万花镜	香奈儿	hince
10	欧莱雅	suqqu	卡姿兰	植村秀	彩棠	花西子	尔木萄	魅可	魅可	girls crush	colourpop	chanel	花知晓	小奥汀	
11	植村秀	红地球	mistine	blankme	娇兰	nyx	nyx	medicube	unny club	茵芙莎	稚优泉	out-of-office	joocyee	cpb	芭比波朗
12	完美日记	美宝莲	zelens	肌肤之钥	阿玛尼	完美日记	彩棠	joocyee	盖百霖	unny club	卡姿兰	花西子	fenty beauty	玫珂菲	girlcult
13	玫珂菲	珀莱雅	玫珂菲	娇兰	美宝莲	dnm	mistine	jix	蜜丝婷	诗佩妮	滋色	茗希芝	茗希芝	花西子	romantic beauty
14	娇兰	玫珂菲	毛戈平	玫珂菲	香奈儿	y.n.m	橘朵	kato	卡姿兰	switte	资生堂	三熹玉	缔葭	romantic beauty	肌肤之钥
15	肌肤之钥	肌肤之钥	肌肤之钥	香奈儿	蜜丝婷	it cosmetics	得鲜	诗佩妮	得意	原色波塔	zenn	zenn.th	novo,novo	switte	唯资
16	芭比波朗	zelens	suqqu	蜜丝婷	blankme	韩斯清	芭贝拉	得意	美宝莲	美宝莲	becca	卡姿兰	out-of-office	三资堂	万花镜
17	肌琳莎	欧莱雅	娇兰	彩棠	欧莱雅	盖百霖	joocyee	unny club	酵色	蜜丝婷	caremille/珂曼	完美日记	zenn.th	out-of-office	switte
18	chanel	毛戈平	chanel	花西子	迪奥	美茜儿	诗佩妮	尔木萄	芭贝拉	魅可	stila	becca	ayanami	colour feel	girls crush
19	玛丽黛佳	娇兰	美宝莲	欧莱雅	uodo	井田	三月兔	得鲜	遮之	儒意	joocyee	girlcult	迪奥	too cool for school	原画师
20	mistine	chanel	红地球	美宝莲	汤姆福特	毛戈平	novo	mcom	资莱哲	遮之	小奥汀	leemember	肌肤之钥	hince	花西子

来源: 魔镜数据, 炼丹炉, 国金证券研究所 (注: 20-22 年数据来自魔镜数据淘系口径, 23 年、1-10M24 数据来自炼丹炉天猫口径)

图表25: TOP 品牌天猫旗舰店粉底/高光/遮瑕产品销售额



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所 (注: 粉底包括粉底液/膏、气垫、BB 霜类目)

■ 抖音: 毛戈平占据粉底、高光类目头部位置

抖音泛底妆类目格局尚不稳定, 白牌、国货品牌激烈角逐, 国际品牌优势并不明显。毛戈平在粉底液/膏、高光类目占据头部位置。排名看, 据飞瓜数据, 24 年在抖音高光类目排名第 5、粉底液/膏类目排名第 1。



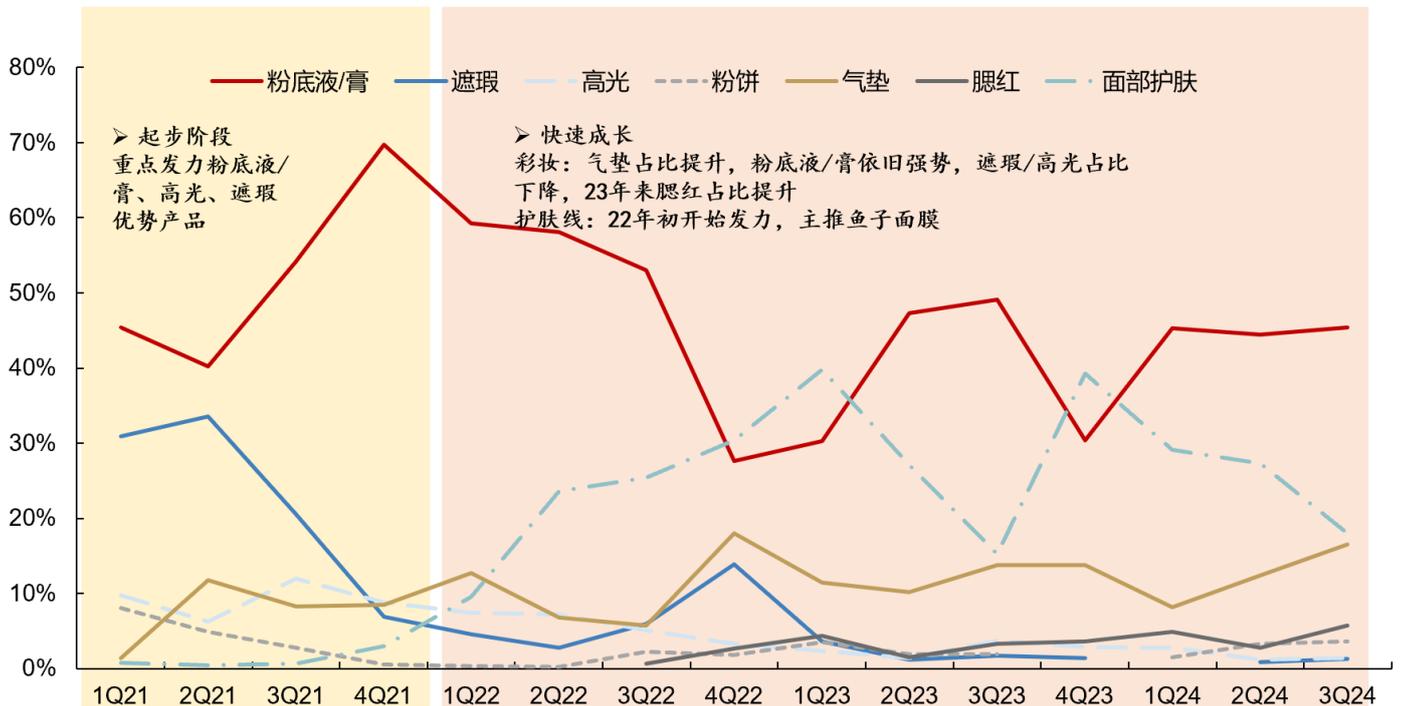
图表26: 抖音粉底液、遮瑕、高光细分品类TOP品牌

排名	粉底液/膏			遮瑕			高光		
	2022	2023	24年至今	2022	2023	24年至今	2022	2023	24年至今
1	FV	优沃朵	毛戈平	TFIT	TFIT	TFIT	彩堂	橘朵	橘朵
2	卡姿兰	FV	优沃朵	嘉利玛	彩棠	kato	橘朵	彩棠	girlcult
3	毛戈平	毛戈平	DPDP	彩棠	卞卡	卞卡	out-of-office	毛戈平	白日梦醒家
4	雅诗兰黛	卡姿兰	雅诗兰黛	Kato	kato	彩棠	毛戈平	诗馨语	元气法则
5	恋火	恋火	恋火	毛戈平	嘉利玛	hourglass	万花镜	MAC	毛戈平
6	优沃朵	雅诗兰黛	方里	初夏堂	hourglass	forever key	艾瑟诗	圣希	彩棠
7	阿玛尼	方里	卡姿兰	蜜丝婷	歌剧魅影	歌剧魅影	茗希芝	girlcult	原画师
8	柏瑞美	兰蔻	法汀妮	卞卡	初夏堂	花知晓	缔葭	out-of-office	花知晓
9	方里	Fabloom	兰蔻	芭贝拉	Unny	girls crush	PIPL	罗小曼	木柯诗
10	兰蔻	肌肤之钥	FV	美康粉黛	芭贝拉	嘉利玛	MOLY BEAUTY	Hince	卡希尔

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所 (注: 1) 橘色背景品牌为国际品牌; 2) 24年数据截至24年11月24日)

销售结构看, 毛戈平品牌 21 年起步阶段重点发力粉底液/膏、高光、遮瑕优势产品, 22 年来粉底液/膏产品继续引领增长, 气垫占比提升。

图表27: 23 年来抖音平台毛戈平品牌粉底液/膏销售额占比 30%-50%, 气垫占比 8%-17%



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

2.2、护肤线: 品类完整、系列多元, 成功打造鱼子面膜大单品

毛戈平拥有完整护肤线, 形成满足多种肤质及护肤需求的多系列产品。根据招股书, 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司已有 50 个护肤单品, 包括面霜、眼部护理、面膜、精华液及洗面奶, 可满足各种肤质及护肤需求。21-23 年公司护肤线收入 CAGR 57%, 1H24 收入 8.15 亿元、同比+35%, 占比 41%。

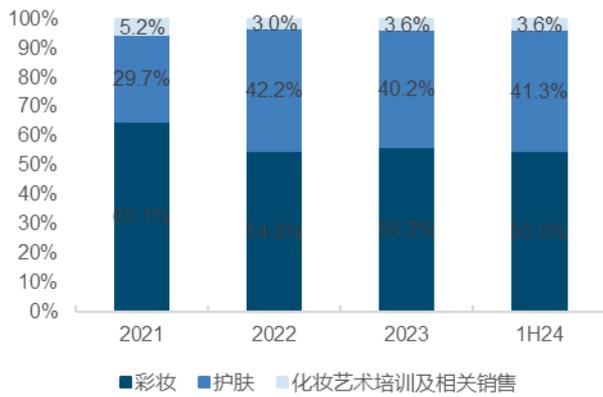


图表28: 毛戈平护肤线完整, 覆盖多品类、多系列

毛戈平护肤系列	黑金焕颜	奢华养肤	奢华鱼子	紧致系列	奢华至臻	净悦系列	沁香芬润
品类	精华液、面霜、眼霜	精华、精华水、精华蜜、面霜、洁面乳、面膜	精华、精华水、面霜、面膜、眼膜	面膜、眼膜、面霜、眼霜、精华水	面霜、眼霜、精华	洁面乳、卸妆水、卸妆液、卸妆油、霜	手霜
产品图							
功效	深蕴“精研抗衰复合精粹”，集甜椒干细胞、白蜡树皮、葡萄籽油三重自然焕新能量	萃取多重植物提取物，养肤+修护	融合西伯利亚鱼子与珍贵人参活性精粹，密集修护，重焕柔滑肌肤	紧致、修护、补水、滋润肌肤	抗老抗皱	柔润净肤、清爽净卸	萃取茉莉精华呵护双手

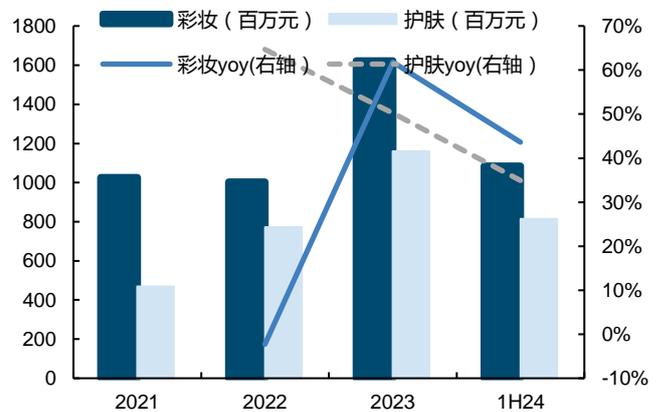
来源: 毛戈平官网, 国金证券研究所

图表29: 1H24 公司护肤收入 8.15 亿元、占比 41%



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表30: 23/1H24 公司护肤收入同比+50%/+35%



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

基于“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”理念, 公司护肤线首先触达线下专柜客户, 用于妆前滋养, 妆后深层修复, 协同增强彩妆产品功效。


图表31：公司明星单品鱼子酱面膜、黑霜、鱼子安瓶精华与竞品对比

品牌	产品	价格	单 g 或单 ml 价格 (元)	主打成分	功效
涂抹面膜					
毛戈平	鱼子酱面膜	780 元/65g	12	西伯利亚鲟鱼籽、珍稀人参精粹、酵母精华等	密集修护类面膜,改善肌肤亚健康状态并维持肌肤稳定
伊菲丹	超级面膜	1800 元/50ml	36	三重胶原肽、氨基酸精粹	敏感肌抗老
海蓝之谜	碧玺面膜	1580 元/50ml	31.6	珍稀宝石净化矩阵、柔酸精粹	净透毛孔、细腻清透
莱珀妮	鱼子精华睡眠面膜	3750/50ml	75	鱼子精纯精华	肌肤紧致、柔软有光泽
Fresh	古源面膜	1820/100ml	18.2	蜂蜜、白芒花籽油	滋养、弹润
面霜					
毛戈平	奢华养肤黑霜	680 元/50g	13.6	山茶花精华、马齿苋草本精粹等	养肤贴妆,密集修护
伊菲丹	rich 面霜	2880/50ml	57.6	三重胶原肽等	敏感肌抗老
海蓝之谜	奇迹面霜	3340/60ml	55.7	活性精粹、抗氧橙光精萃、封闭式灌注霜疗	强韧抚纹,封闭式“愈颜”、适合脆弱皮和干皮
雅诗兰黛	胶原霜	930/50ml	18.6	复配胶原肽	抗老
Fresh	古源面霜	3750/100ml	37.5	高浓白芒花籽油	速舒缓、深修护、强抗老
精华					
毛戈平	鱼子安瓶精华	720/50ml	14.4	鸚尾花精粹、鲟鱼子精粹等	即时提拉紧致、中期修护、长期抗皱
海蓝之谜	浓缩精华	4610/50ml	92.2	活性精粹、抗氧橙光精萃	修复强韧
娇兰	复原蜜	1170/50ml	23.4	黄金复原蜜	快修护

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

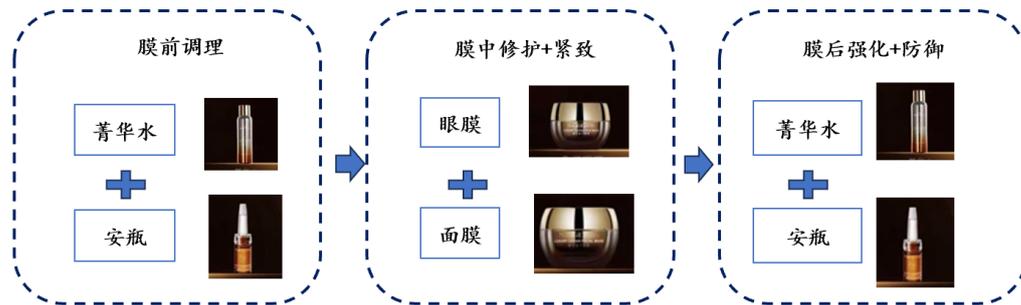
■ 成功打造大单品鱼子面膜

鱼子面膜由内向外扩大目标客群，23/1H24 年零售额 6+/4.5+亿元。毛戈平鱼子面膜首先通过毛戈平线上线下渠道触达原有美妆消费者，再向外拓展熬夜抗初老人群，承接年轻客户消费升级+贵妇级高端护肤品平替需求。

同系列产品协同是未来重点推广方向。以奢华鱼子系列为例，围绕大单品鱼子面膜，推出膜前、膜中、膜后产品搭配。



图表32: 同系列产品协同配合使用



来源: 毛戈平天猫旗舰店, 国金证券研究所

3、渠道：线上能力突飞猛进，线下百货外延+开店齐飞

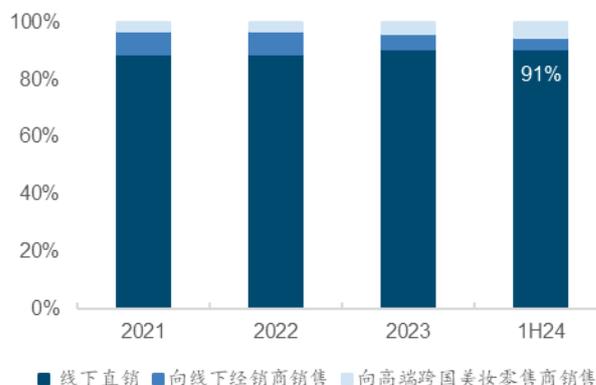
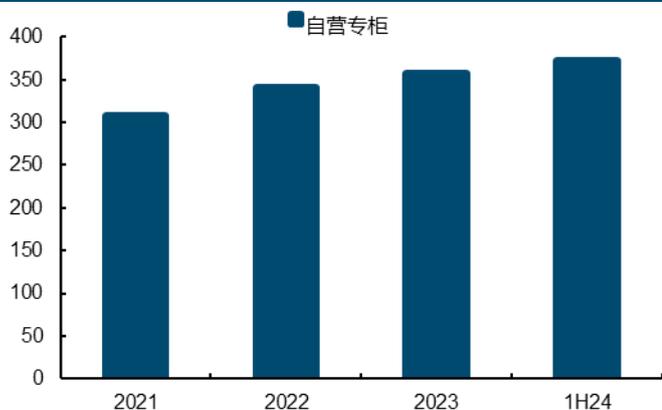
3.1、线下：立足百货专柜，专业服务提升转化率及客户黏性

深耕百货专柜，奠定高端基因。根据沙利文，公司是第一家在高端百货商店设立专柜的国货美妆集团，按 2023 年零售额计算，公司线下渠道产生的零售额、百货商店部分产生的零售额均位列国货彩妆品牌第一。

公司的线下渠道主要包括自营专柜直销、向高端跨国美妆零售商销售，以及向线下经销商销售三种方式。根据沙利文数据，截至 1H24 末，公司在全国 120 多个城市拥有 372 个自有专柜，在中国所有美妆品牌中排名第二。

图表33: 1H24 末自营专柜数量 372 个，在中国所有美妆品牌中排名第二 (单位: 个)

图表34: 公司线下渠道结构



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

门店服务能力强大，打造体验式营销、提供专业试妆服务提高转化率。毛戈平专柜提供专业试妆服务，每个专柜设有专门的化妆台，配备有经过严格培训的、以毛戈平化妆技术为核心的美妆顾问团队，消费者可以通过注册免费会员获得一次免费的预约服务。根据沙利文数据，截至 2024 年 6 月 30 日，公司在在全国各地的专柜配备超过 2700 名美妆顾问，建立了中国所有国内及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。

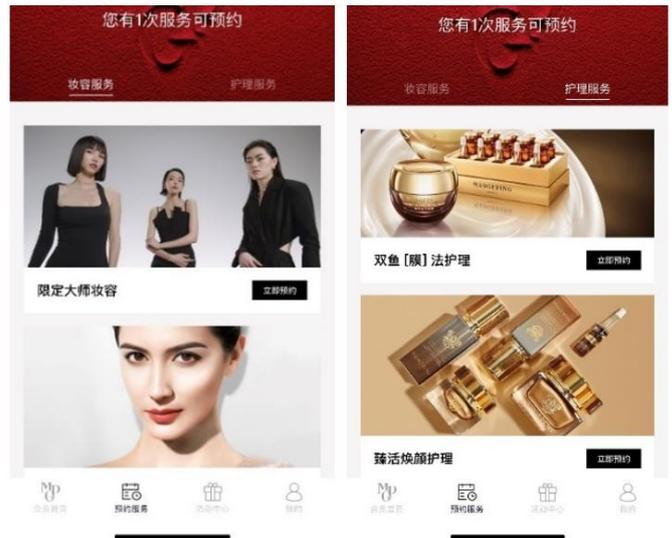
定制化和高专业性的试妆给客户不同于其他品牌的差异化试妆体验。毛戈平的试妆服务通过半脸试妆对比和全妆体验，让顾客亲身感受产品的质量和效果，从而加深对品牌的信任和认可。



图表35: 毛戈平百货直营门店



图表36: 毛戈平专柜预约试妆小程序



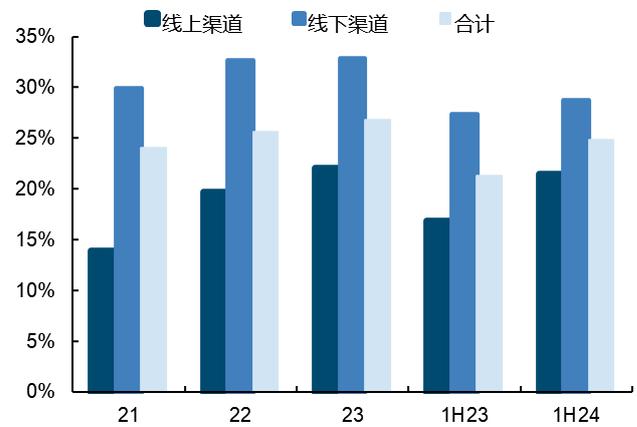
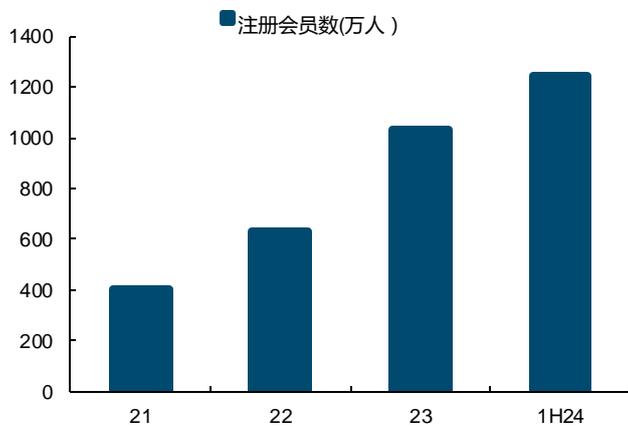
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: MGP 风尚荟小程序, 国金证券研究所

线下客户优质, 消费力强且粘性高。根据招股书, 公司注册会员复购率呈提升趋势, 21-23年线下渠道注册会员复购率 29.9%/32.6%/32.8%, 优于线上渠道 13.9%/19.7%/22%的复购率 (据沙利文, 行业线上平均复购率为 10%)。

图表37: 1H24 末公司注册会员数 1240 万人

图表38: 线下渠道注册会员复购率优于线上



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

需求恢复+发力线上触达更多目标人群再引流线下, 叠加线下专柜 BA 服务赋能, 23 年来同店表现亮眼。23 年同店 277 个、单店平均收入 431 万元、同比增 36%, 1H24 同店 312 个, 单店平均收入 248 万元、同比增 18%。

图表39: 需求恢复+发力线上触达更多目标人群引流线下, 23 年&24H1 同店增长亮眼

	2021	2022	2022	2023	23H1	24H1
同店 (个)	230	277	277	312	312	312
同店收入总额 (百万元)	731.5	783	878.7	1193.8	655.3	773.9
单店平均收入 (百万元)	3.2	3.4	3.2	4.3	2.1	2.5
yoy	7%	36%	36%	18.10%	18.10%	18.10%

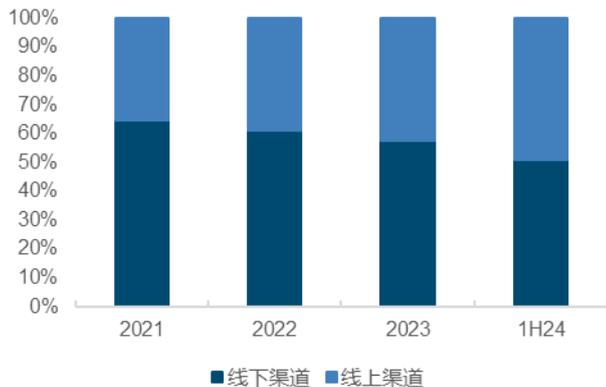
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



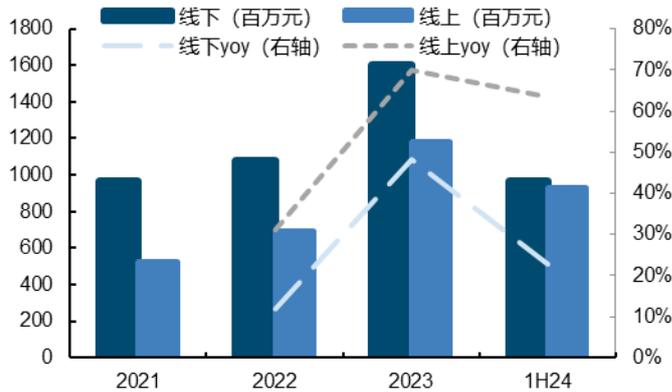
3.2、线上：聚焦核心单品迅速起量，抖音赶超天猫

线下彩妆和护肤线均储备丰富 SKU，线上聚焦核心单品的放量，核心单品为线下销售突出的优质产品，已有一定的消费者认知，叠加线上集中内容投放，拉动线上快速起量。同时，同一产品线下线上规格上有所不同，线上小规格产品吸引新客，专柜大规格吸引老客复购。21-23 年线上收入由 5.29 亿元增长至 11.8 亿元、对应 CAGR 为 49%，1H24 线上收入 9.33 亿元、同比+63%、占比 49.1%。

图表40：1H24 公司线上/线下占比 49.1%/50.9%



图表41：21-23 年线上收入 CAGR 为 49%

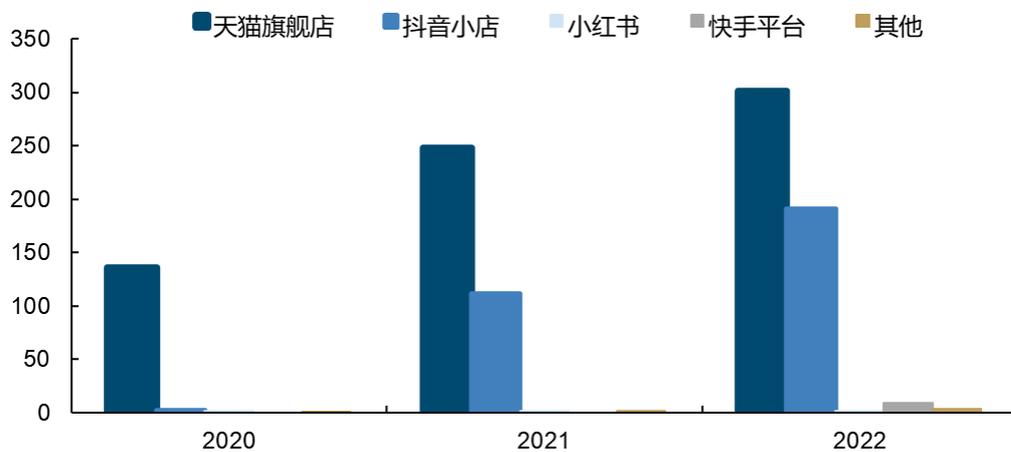


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

聚焦核心单品+创始人 IP 赋能+直播加持，线上快速起量。公司于 2018 年开设天猫旗舰店，20-22 年天猫旗舰店收入由 1.35 亿元增长至 3.01 亿元、21/22 年分别同增 83%/21%；2020 年进驻小红书和抖音，2021 开始抖音直播，抖音小店 21-22 年收入分别为 1.12 亿元、1.91 亿元。

图表42：聚焦核心单品+创始人 IP 赋能+直播加持，线上快速起量 (单位：百万元)



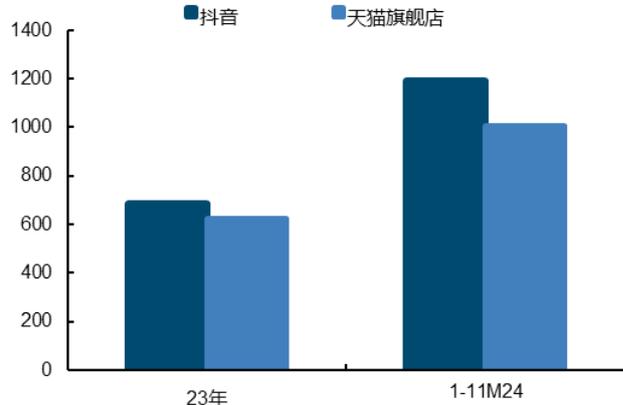
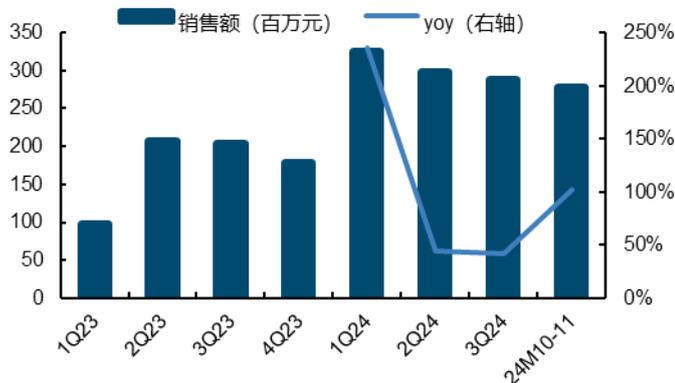
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

内容电商更容易展现彩妆使用效果、促进成交，同时发力达播矩阵，23 年抖音销售快速崛起，体量赶超天猫旗舰店。据蝉妈妈、炼丹炉数据，毛戈平抖音/天猫旗舰店 23 年销售额 6.86/6.27 亿元，1-11M24 年分别为 11.9/10 亿元。



图表43: 抖音 1-11M24 销售额 11.9 亿元、同比+85%

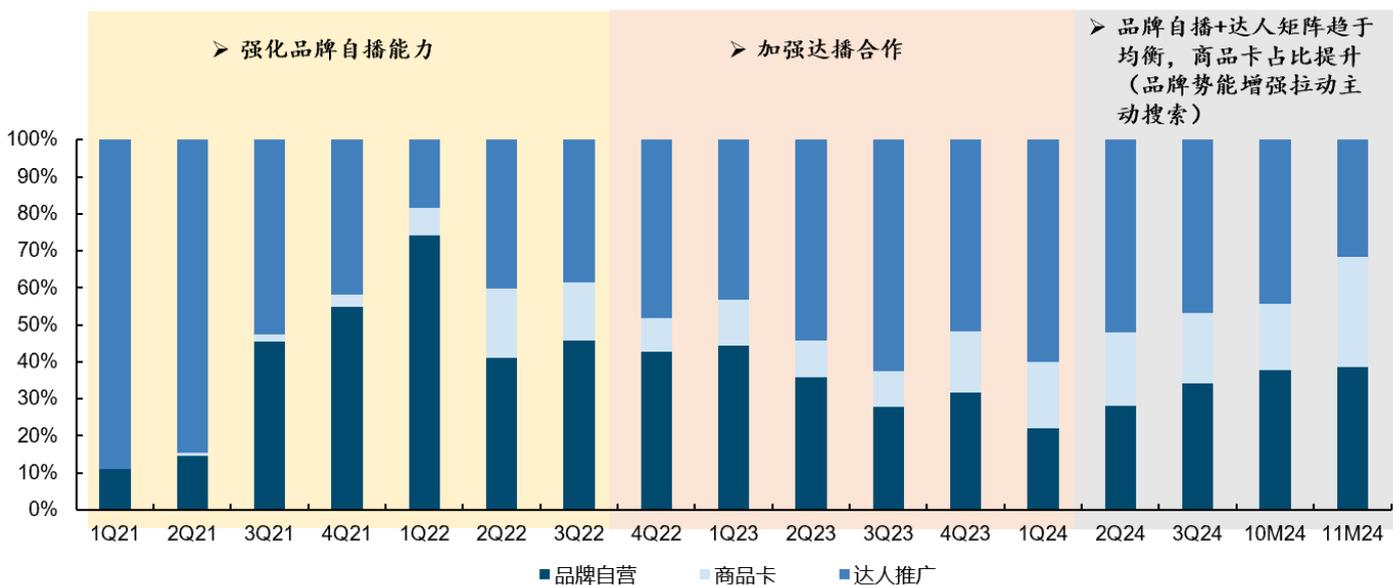
图表44: 23 年来毛戈平抖音销售额体量赶超天猫旗舰店 (单位: 百万元)



来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

来源: 炼丹炉, 蝉妈妈, 国金证券研究所

图表45: 毛戈平品牌抖音运营策略: 强化自播能力→加强达播合作→自播+达播矩阵趋于均衡



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

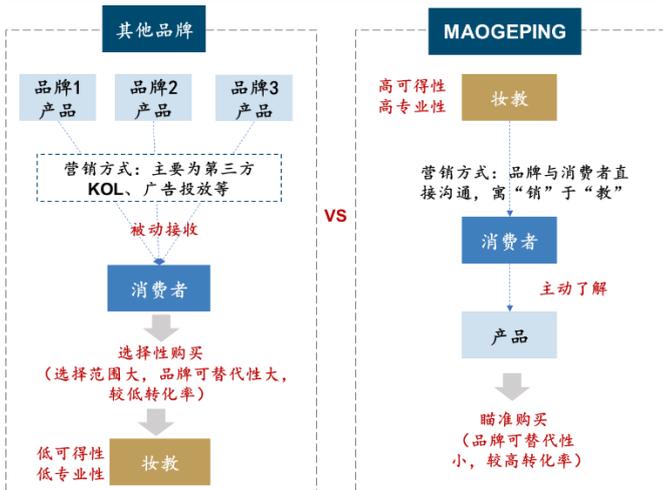
4、营销: 服务前置, 创始人 IP 赋能, 线下 BA 专业服务

毛戈平的营销模式有两个核心关键点:

- 1) 高可得性+高专业性+品牌自产的化妆技术: 毛戈平除了其本身的付费专业教培课程以外, 面向更多非专业的大众消费者提供大量既专业又可得的妆教视频, 毛戈平在小红书、B 站、抖音有多个账号, 通过短视频、长视频、直播以及品牌与 KOL 共创的形式, 提供多种多样的妆教, 内容涵盖从化妆全步骤流程, 并且强调新手教学, 扩大消费者覆盖度。
- 2) 将化妆技术服务前置: 在线上, 消费者接触毛戈平首先是看到其有着强大专业背书和大规模传播的妆教视频, 消费者学习完化妆技巧后自然而然产生了购买需求; 在线下, 消费者在专柜可以获得免费试妆、护肤服务, 通过专柜人员的专业手法获得高质量体验, 从而产生购买产品的需求。

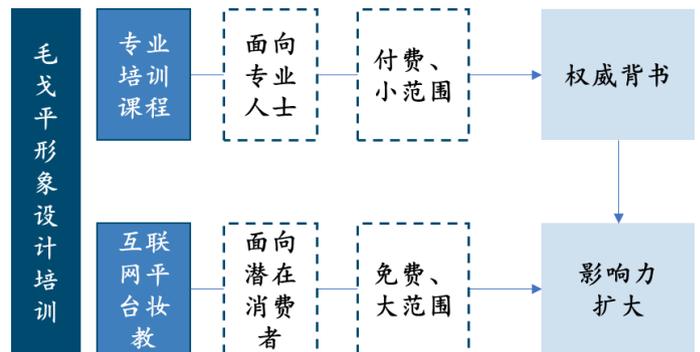


图表46: 毛戈平营销逻辑



来源: 国金证券研究所

图表47: 毛戈平妆教矩阵



来源: 国金证券研究所

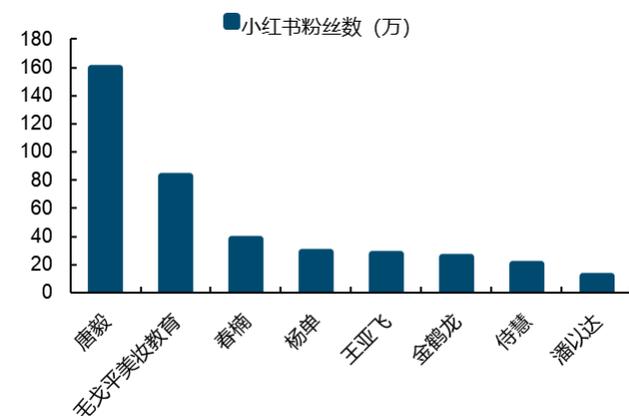
化妆品效果需要手法+产品共同配合, 毛戈平老师早期通过合作明星&KOL 改妆成功打造现象级营销, 宣传品牌光影、东方美学理念, 赋能产品销售。例如, 2019 年毛戈平与时尚博主“深夜徐老师”的两条化妆合作视频在 B 站火爆, 2021 年毛戈平与当红演员赵露思的合作改妆, 通过实现流量明星的妆容风格巨大而自然的转变, 进一步强化了毛戈平“换头大师”的标签。后续, 通过毛戈平与赵雅芝、小猪姐姐、胡兵、李佳琦助理旺旺等众多明星及 KOL 的合作改妆, 借助他们的名人效应和“换头术”这一热门标签, 不断加深大众对毛戈平的印象。

图表48: 各品牌分平台粉丝数

	B 站 (万)	小红书	天猫旗舰店 (万)	抖音自播账号数量 (个)
毛戈平	毛戈平 90.9	毛戈平美妆 89.5 万、毛戈平美妆教育 82.5 万	668.9	5
彩棠	唐毅 68.7	彩棠 TIMAGE 21.4 万、创始人唐毅 159.4 万	726.6	3
恋火	-	2.9 万	122.5	5
NARS	-	18.2 万	588	1
YSL	-	28.3 万	1706.3	2

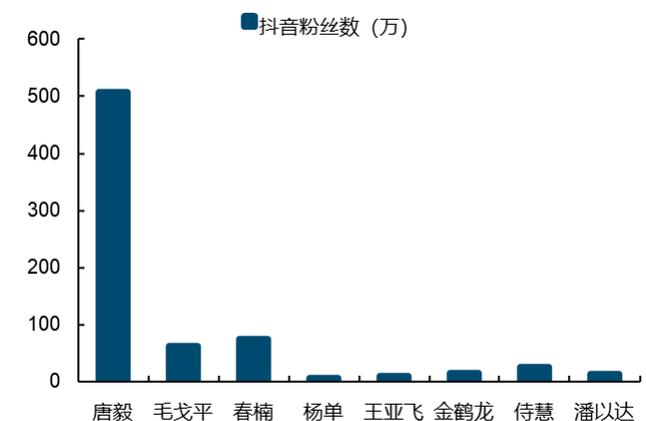
来源: 天猫旗舰店, 小红书, B 站, 蝉妈妈, 国金证券研究所 (统计时间: 24 年 12 月 19 日)

图表49: 小红书平台化妆师 KOL 粉丝数



来源: 小红书, 国金证券研究所 (注: 统计时间为 24 年 12 月 18 日)

图表50: 抖音平台化妆师 KOL 粉丝数



来源: 抖音, 国金证券研究所 (注: 统计时间为 24 年 12 月 18 日)



5、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

■ 收入及毛利率预测

1) 彩妆及护肤产品销售

➢ 分渠道拆分：

a. 线下：包括自营、经销、向美妆零售商销售，三者合计 24-26 年营收 19.59/23.13/26.45 亿元、同比+22%/+18%/+14%。

✓ 自营：开店及店效优化驱动。22/23 年自营柜台净新增 32/17 家，未来保持稳健的开店速度，预计 24-26 年净增加 30 家、30 家、30 家，单店店效受益老产品持续升级迭代强化复购、线上拓展年轻客群引流线下将持续优化，预计 24-26 年平均单店店效同比+15%/+10%/+7%，自营营收 17.67/21/24.15 亿元、同比+23%/+19%/+15%，毛利率预计保持稳健，24-26 年分别为 88%/88%/88%。

✓ 经销：随着品牌持续破圈，经销预计稳健增长，24-26 年收入同比+20%/+12%/+8%，毛利率分别为 75%/75%/75%。

✓ 向美妆零售商销售：20 年开始光韵系列独家入驻丝芙兰，销售势头良好，22/23 年同比+45%/+111%，预计 24-26 年收入同比+15%/+10%/+8%，毛利率分别为 68%/68%/68%。

b. 线上：包括直销、经销，两者合计 24-26 年营收 18.81/26.55/33.59 亿元、同比+59%/+41%/+27%。

✓ 线上直销：聚焦优势单品，抖音自播+达播矩阵双轮驱动，客群向年轻群体拓展，同时创始人 IP、妆教视频传播赋能触达更多目标客群，21-23 年直销收入由 3.8 亿元增长至 9.31 亿元，预计 24-26 年品牌势能持续释放，营收同比+66%/+44%/+27%，毛利率分别为 84.5%/84.5%/84.5%。

✓ 经销：23 年随品牌势能提升营收提速，预计 24-26 年营收同比+35%/+30%/+25%，毛利率分别为 84%/84%/84%。

➢ 分品类拆分

a. 彩妆：立足光影美学和东方美学，底妆优势显著，遮瑕、阴影等长青单品表现强劲，鱼子气垫、琉璃羽翼气垫新品拉动粉底市占率持续提升，预计 24-26 年收入同比+45%/+36%/+25%。

b. 护肤：定位妆前维养，妆后深层修复，协同增强彩妆产品功效，大单品鱼子面膜势头强劲，黑霜起量，预计 24-26 年收入同比+28%/+19%/+13%。

2) 化妆品艺术培训及相关销售

✓ 预计稳健运营，24-26 年营收同比+30%/+10%/+10%，毛利率分别为 73%/73%/73%。

综上，公司线下专柜客群优质，拓店+优化店效下稳健增长；加码内容电商，线上收入增速亮眼，预计 24-26 年营收 39.75/51.16/61.68 亿元、同比+38%/+29%/+21%。毛利率各渠道保持平稳，结构变化（线上直销占比提升）致综合毛利率小幅提升，预计 24-26 年为 84.97%、85%、85.02%。

图表51：公司盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	1577	1829	2886	3975	5116	6168
yoy	79%	16%	58%	38%	29%	21%
毛利率	83.43%	83.83%	84.83%	84.97%	85.00%	85.02%
1.1、渠道拆分						
1.1.1 线下	966	1080	1602	1959	2313	2645
yoy	15%	12%	48%	22%	18%	14%
占比	65%	61%	58%	49%	45%	43%
毛利率	86%	86%	87%	86%	86%	87%



自营	859	979	1438	1767	2100	2415
yoy		14%	47%	23%	19%	15%
占比线下	89%	91%	90%	90%	91%	91%
柜台数量	308	340	357	387	417	447
净增加		32	17	30	30	30
yoy		10%	5%	8%	8%	7%
算数平均单店店效		3.02	4.13	4.8	5.2	5.6
yoy			37%	15%	10%	7%
毛利率	88.1%	87.6%	88.2%	88.0%	88.0%	88.0%
经销	76	57	70	84	94	101
yoy	158%	-25%	22%	20%	12%	8%
占比线下	8%	5%	4%	4%	4%	4%
毛利率	73%	75%	75%	75.0%	75.0%	75.0%
向美妆零售商	31	45	94	108	119	129
yoy		45%	111%	15%	10%	8%
占比线下	3%	4%	6%	6%	5%	5%
毛利率	66%	66%	70%	68.0%	68.0%	68.0%
1.1.2 线上	529	694	1180	1881	2655	3359
yoy	138%	31%	70%	59%	41%	27%
占比	35%	39%	42%	47%	52%	54%
毛利率	85.5%	85.3%	84.3%	84.4%	84.4%	84.4%
直销	380	516	931	1545	2218	2814
yoy		35.87%	80.50%	66%	44%	27%
毛利率	84.60%	84.60%	84.50%	84.5%	84.5%	84.5%
占比线上	71.76%	74.30%	78.92%	82.15%	83.56%	83.76%
经销	149	178	249	336	436	546
yoy		19.37%	39.39%	35.00%	30.00%	25.00%
占比线上	28.24%	25.70%	21.08%	17.85%	16.44%	16.24%
毛利率	83.50%	83%	84.30%	84.0%	84.0%	84.0%
1.2、品类拆分						
1.2.1 彩妆	1026	1003	1622	2352	3199	3999
yoy		-2%	115%	45.00%	36.00%	25.00%
占比	65%	55%	56%	59%	63%	65%
1.2.2 护肤	469	772	1160	1487	1769	2006
yoy		65%	92%	28%	19%	13%
占比	30%	42%	40%	37%	35%	33%
2、化妆艺术培训及相关销售	82.28	54.37	104.07	135.00	148.50	163.35
yoy		-34%	91%	30%	10%	10%
毛利率	46.30%	35.10%	64%	73.0%	73.0%	73.0%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 费用率预测

销售费用率：考虑线上平台流量成本高企，公司聚焦精细化运营、提升转化率，预计销售费用率保持在较高水平，24-26年分别为48.4%/48.1%/48.1%。



管理费用率：整体平稳，预计 24-26 年分别为 6.46%/6.03%/5.99%。

综上，我们预计公司 24-26 年归母净利润 9.46/12.67/15.33 亿元、对应 PE 为 27/20/16 倍。

图表52：公司费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	48.4%	52.6%	48.9%	48.4%	48.1%	48.1%
雇员福利	18.4%	19.3%	16.3%	14.5%	14.3%	14.2%
营销及推广	14.1%	17.5%	19.3%	22.8%	23.0%	23.2%
百货商店及其他租赁物业费	11.2%	10.5%	9.3%	7.7%	7.6%	7.5%
折旧与摊销	2.1%	2.1%	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%
专柜装修	1.0%	1.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他	1.6%	1.7%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用率	7.88%	7.27%	6.66%	6.46%	6.03%	5.99%
雇员福利	3.8%	3.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%
销售税及附加费	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
产品开发费用	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
折旧及摊销	1.0%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
上市开支	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%
专业及咨询费	0.4%	0.3%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
其他	1.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

5.2、可比公司估值

我们选取 A 股市场美妆公司珀莱雅、贝泰妮、丸美生物，港股市场巨子生物、上美股份作为可比公司。A 股市场可比公司 25 年平均 PE 23 倍，巨子生物 25 年 PE 20 倍。

基于光影&东方美学理念的强势产品+化妆师 IP 专业背书+线下线上互相增强，看好高端国货美妆公司成长性。参考可比公司估值，考虑到公司高端定位稀缺性，成长性优（23-26 年归母净利润 CAGR 达 32%），享有一定估值溢价，给予 25 年 24 倍 PE，对应股价 67.67 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：可比公司估值

市场	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				23-26年 CAGR
			23	24E	25E	26E	23	2024E	2025E	2026E	
A股	珀莱雅	360	11.9	15.3	19.0	22.8	30	24	19	16	24%
	贝泰妮	194	7.6	7.9	10.2	12.0	26	25	19	16	17%
	丸美生物	145	2.6	3.5	4.6	5.8	56	41	32	25	31%
	均值	-	-	-	-	-	37	30	23	19	-
港股	上美股份	133	4.6	8.8	11.6	14.3	29	15	11	9	46%
	巨子生物	496	14.5	20.0	24.6	29.7	34	25	20	17	27%
	均值	-	-	-	-	-	31	20	16	13	-
港股	毛戈平	253	6.6	9.5	12.7	15.3	38	27	20	16	32%

来源：同花顺，国金证券研究所（注：1）市值更新至 12 月 20 日；2）珀莱雅、丸美生物、巨子生物盈利预测采用国金证券预测，其他采用同花顺一致预期；3）汇率取 1 港币=0.93915 人民币）

6、风险提示

营销转化不及预期：线上流量成本高企考验品牌营销投放效率，若品牌无法实现流量裂变、提升 ROI、过度依赖达人引流/带货，流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

护肤拓展不及预期：毛戈平品牌未来成长驱动一方面来自护肤线持续增长，若多单品矩阵



拓展不及预期或将影响品牌成长性。

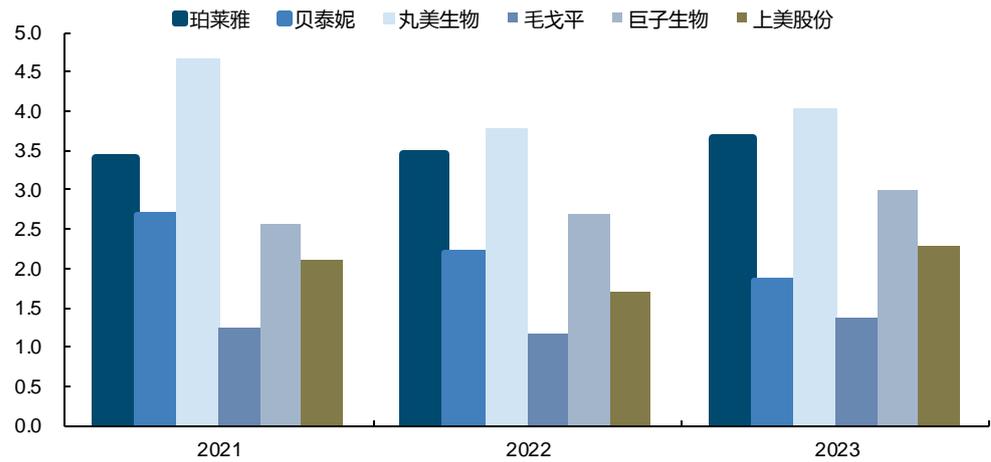
彩妆线向色彩彩妆拓展不及预期：色彩类彩妆竞争激烈，用户黏性低，毛戈平品牌优势在底妆品类，若向色彩彩妆拓展不及预期或将影响品牌的成长性。

消费持续降级、高端彩妆总体呈压：品牌定位高端，若消费持续降低导致消费力疲软或将影响终端动销。

彩妆行业内卷加剧：底妆代工模式竞争力不足，影响品牌的成长与盈利。

存货周转速度慢于同业。

图表54：公司存货周转率低于同业



来源：同花顺，国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,577	1,829	2,886	3,975	5,116	6,168	货币资金	492	888	1,138	4,210	5,434	6,928
增长率	—	16.0%	57.8%	37.7%	28.7%	20.5%	应收款项	142	146	215	300	387	466
主营业务成本	261	296	438	597	767	924	存货	210	299	342	465	597	719
%销售收入	16.6%	16.2%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	其他流动资产	52	1	3	4	5	6
毛利	1,316	1,533	2,448	3,377	4,349	5,244	流动资产	896	1,334	1,698	4,979	6,423	8,119
%销售收入	83.4%	83.8%	84.8%	85.0%	85.0%	85.0%	%总资产	79.2%	85.8%	81.1%	94.2%	95.1%	95.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	9	9	9	9
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	125	117	168	199	226	251
销售费用	763	962	1,412	1,922	2,458	2,964	%总资产	11.1%	7.5%	8.0%	3.8%	3.3%	3.0%
%销售收入	48.4%	52.6%	48.9%	48.4%	48.1%	48.1%	无形资产	81	55	42	44	45	46
管理费用	124	133	192	257	309	369	非流动资产	235	221	397	305	334	360
%销售收入	7.9%	7.3%	6.7%	6.5%	6.0%	6.0%	%总资产	20.8%	14.2%	18.9%	5.8%	4.9%	4.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	1,131	1,556	2,095	5,284	6,757	8,479
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	2	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	447	470	890	1,258	1,658	2,003	应付款项	43	113	104	141	181	218
%销售收入	28.3%	25.7%	30.8%	31.7%	32.4%	32.5%	其他流动负债	247	275	426	576	742	894
财务费用	3	3	2	-11	-42	-54	流动负债	290	390	529	717	923	1,112
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0	其他长期负债	59	31	17	29	29	29
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	349	421	547	746	952	1,141
营业利润	428	438	843	1,198	1,582	1,910	普通股股东权益	782	1,134	1,546	4,536	5,803	7,335
营业利润率	27.1%	23.9%	29.2%	30.2%	30.9%	31.0%	其中：股本	60	60	60	97	97	97
营业外收支							未分配利润	722	1,074	1,486	4,439	5,706	7,239
税前利润	444	467	888	1,269	1,700	2,057	少数股东权益	1	1	2	2	2	2
利润率	28.1%	25.5%	30.8%	31.9%	33.2%	33.4%	负债股东权益合计	1,131	1,556	2,095	5,284	6,757	8,479
所得税	113	115	224	324	434	525	比率分析						
所得税率	25.4%	24.6%	25.3%	25.5%	25.5%	25.5%		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	331	352	663	946	1,267	1,533	每股指标						
少数股东损益	0	0	2	0	0	0	每股收益	1.66	1.76	3.31	1.98	2.65	3.20
归属于母公司的净利润	331	352	662	946	1,267	1,533	每股净资产	1.63	2.37	3.23	9.48	12.13	15.33
净利率	21.0%	19.2%	22.9%	23.8%	24.8%	24.8%	每股经营现金净流	0.63	0.81	1.46	1.86	2.51	3.04
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净资产收益率	42.35%	31.05%	42.82%	20.85%	21.83%	20.89%
净利润	331	352	662	946	1,267	1,533	总资产收益率	29.27%	22.63%	31.60%	17.90%	18.75%	18.08%
少数股东损益	0	0	2	0	0	0	投入资本收益率	42.56%	31.19%	42.96%	20.65%	21.28%	20.33%
非现金支出	23	-39	30	-60	-77	-93	增长率						
非经营收益							主营业务收入增长率	—	15.96%	57.78%	37.72%	28.73%	20.55%
营运资金变动	-114	9	-62	-21	-14	-13	EBIT增长率	—	5.24%	89.30%	41.36%	31.83%	20.77%
经营活动现金净流	300	388	700	888	1,202	1,456	净利润增长率	—	6.36%	88.00%	42.87%	33.96%	20.97%
资本开支	-42	-47	-205	-55	-55	-55	总资产增长率	—	37.58%	34.62%	152.28%	27.87%	25.48%
投资	-51	51	-10	0	0	0	资产管理能力						
其他	8	26	20	195	77	93	应收账款周转天数	12.7	22.1	16.9	17.1	17.8	18.3
投资活动现金净流	-84	31	-195	140	22	38	存货周转天数	144.5	309.8	263.9	243.1	249.0	256.3
股权募资	0	0	0	2,044	0	0	应付账款周转天数	29.7	95.0	89.0	73.7	75.6	77.8
债权募资	-23	-20	-28	0	0	0	固定资产周转天数	14.3	23.9	17.8	16.6	15.0	13.9
其他	-42	-3	-227	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-66	-23	-255	2,044	0	0	净负债/股东权益	-61.84%	-75.35%	-72.39%	-92.15%	-93.12%	-94.03%
现金净流量	150	396	250	3,073	1,224	1,494	EBIT利息保障倍数	159.2	150.9	437.7	—	—	—
							资产负债率	30.82%	27.08%	26.10%	14.12%	14.09%	13.46%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究