

➤ **毛戈平是国内领先的中国高端美妆集团，东方美学的引领者。**公司于2000年7月由中国著名化妆师毛戈平先生创立，旗下有 MAOGEPING（定位高端，主打光影美学和东方美学理念）和至爱终生（定位大众时尚）两大品牌，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三大板块，24H1 彩妆/护肤/化妆艺术培训及相关销售的营收占比分别为55%/41%/4%。根据弗若斯特沙利文数据，2023年主品牌 MAOGEPING 是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，占高端美妆行业的市场份额为1.8%。2024年12月，公司成功在港交所上市，所募资金主要用于渠道拓展、品牌建设等。

➤ **中国彩妆行业增长潜力大，目前正处于重要的结构性增长拐点。**1) 根据欧睿数据，护肤品类为化妆品市场核心，彩妆品类占比略低但增速更高，2009-2023年护肤/彩妆市场规模 CAGR 分别为8.6%/11.5%，23年护肤/彩妆分别占化妆品整体份额的51.4%/11.3%。我们认为国内目前正处于护肤意识已经基本普及，中国彩妆市场面临着对化妆的认知从无到有、从有到优的渗透率提升及市场规模快速扩大的阶段。23年中国人均彩妆消费金额仅6.18美元，对比日/韩/美的32.86/46.40/61.95美元有较大提升空间。2) 竞争格局方面，中国彩妆行业高度分散，2021-2023年CR10/CR20均逐年下滑，2023年CR10仅为38.6%；但从内部来看，我们发现国货彩妆品牌的整体市场份额逆势提升，TOP20品牌中国货品牌份额占比从2014年的22%提升至2023年的26%，同时对比美日韩等成熟市场23年均超60%的本土品牌份额占比，我国彩妆本土品牌市场份额有较大提升空间。

➤ **超越一般品牌的高端卓越运营。**1) **产品端：以光影美学及东方美学为基本理念，遵循“深耕底妆，连带护肤，延伸色彩系列”的逻辑进行产品布局推新。**①**深耕底妆：**底妆产品融合毛戈平先生自创的光影美学和东方美学理念，区别于外资品牌大多一叠货铺全球，毛戈平推出针对更适合亚洲人肤色和脸部轮廓、能打造“骨相美”中式妆容的产品；②**连带护肤，**底层逻辑也是品牌传递的东方审美，护肤品为妆效服务，良好的皮肤状态是实现服帖自然妆容的基础，毛戈平护肤系列通过提供抚平细纹、缩小毛孔等效果为妆效表达提供优质基础，类似作画时画纸与绘画技巧的先后配合，差异化细分卡位实现突围，同时也与彩妆业务形成较好连带；③**战略性延伸色彩系列，**公司布局口红、眼影等色彩系列补充彩妆布局，色彩类产品色号多更适合亚洲人审美风格，同时色彩产品的布局有望强化毛戈平是东方美学缔造者的潮流认知。2) **渠道端：核心布局线下百货专柜，克制拓展线上渠道始终保持品牌高端定位。**线下渠道：MGP品牌重点布局高端百货，提供产品咨询、试妆等个性化服务，通过高专业素质的美妆顾问团队传达品牌形象和价值主张，扩大品牌声量；公司线下渠道拓展节奏稳健，截至24年12月11日毛戈平线下专柜共417个，主要分布于一线及新一线城市；考虑到近年来外资品牌在中国市场因经营承压加速撤柜，MGP有望攫取更多市场份额。线上渠道：基于线下高端百货高品质消费者的积淀的产品反馈，精选部分产品有节奏的布局线上，对线上产品进行一定差异化处理（包装规格、价格、上线节奏等），线上推品成功率高、并助力公司拓宽线上更年轻用户；此外公司随会员消费金额赠送的化妆服务进一步强化会员粘性。3) **品牌端：长期主义思维做品牌，打造高端专业东方美学品牌心智。**毛戈平先生是当代中国化妆师的标志性人物，是光影美学和东方美学的领军人物，顶级彩妆大师IP的稀缺性深化品牌中式美学内涵和高端定位，助力品牌在高端市场独占消费者心智；此外，化妆培训业务持续培养毛戈平美学理念的宣传者，定义东方美学的同时提升品牌在专业领域的知名度，成为品牌力长期护城河。4) **研发端：**建立由毛戈平领导的产品开发团队，生产环节与莹特丽、科丝美诗等国内外顶尖代工合作，将MGP美学理念和消费者的洞察转为高品质产品。

➤ **投资建议：**公司为国货高端美妆龙头，拥有稀缺的创始人专业化妆师IP资产，线下强布局+线上稳步扩张，在未来护肤行业稳健增长、彩妆行业加速发展的背景下，看好公司成长空间，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.50/11.34/14.44亿元，同比分别+28.4%/+33.3%/+27.4%，当前股价对应PE为31/23/18X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；品牌形象风险；募资投放进展不及预期；新股上市股价波动风险；流动性风险。

### 盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,886	4,023	5,233	6,685
增长率 (%)	57.8	39.4	30.1	27.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	662	850	1,134	1,444
增长率 (%)	88.0	28.4	33.3	27.4
每股收益 (元)	1.38	1.78	2.37	3.02
PE	40	31	23	18
PB	17.2	5.2	4.4	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年1月3日收盘价，汇率1HKD=0.94RMB，公司财年与自然年一致）

## 推荐

首次评级

当前价格：

59.00 港元

**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

# 目录

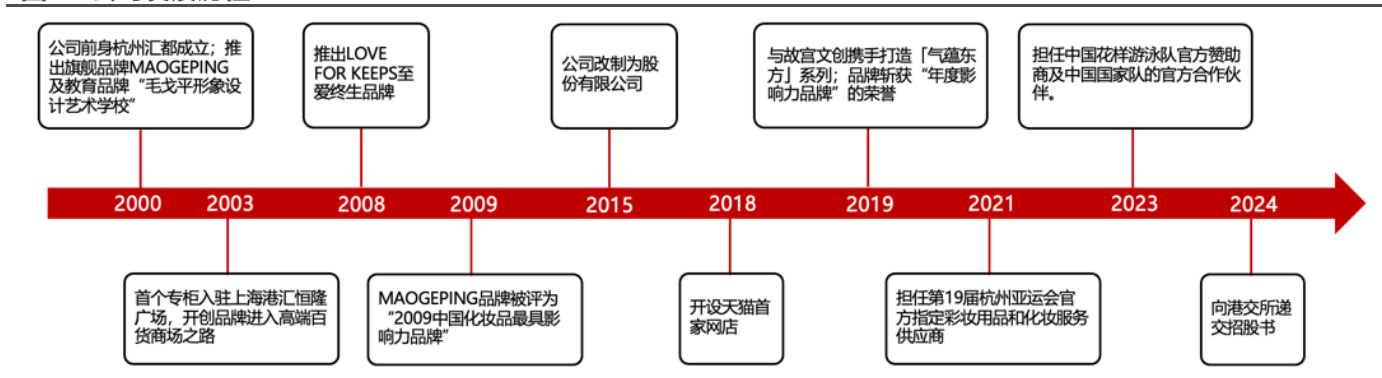
<b>1 毛戈平：国内领先的高端美妆集团</b>	<b>3</b>
1.1 公司概况：国内领先的中国高端美妆集团，东方美学的引领者	3
1.2 股权结构：公司整体股权结构集中稳定，创始人夫妇合计持股 55.75%	3
1.3 管理团队：创始人个人 IP 影响力深远，核心管理人员从业经验丰富	4
1.4 主营业务：延承创始人美学理念，孵化 MAOGEPING 和至爱终生两大美妆品牌，MAOGEPING 贡献主要收入	5
1.5 募资用途：主要用于渠道拓展、品牌建设	6
<b>2 行业分析：中国彩妆行业增长潜力大，目前正处于重要的结构性增长拐点</b>	<b>8</b>
2.1 美护行业：概况、品类分布、渠道结构	8
2.2 中国彩妆行业：预计 23-28 年行业 CAGR 为 7.5%，量价均存在较大提升空间	14
2.3 中国彩妆行业趋势：正处于重要的结构性发展拐点	21
<b>3 核心竞争力：超越一般品牌的高端卓越运营</b>	<b>24</b>
3.1 产品端：汲取光影美学及东方美学的丰富灵感，提供丰富的彩妆及护肤产品	24
3.2 渠道端：核心布局线下百货专柜，稳步拓展线上渠道	30
3.3 品牌端：长期主义思维做品牌，打造高端专业东方美学品牌心智	40
3.4 研发端：以需定品，严控品质	48
<b>4 财务分析</b>	<b>50</b>
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>54</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	54
5.2 估值分析	55
5.3 投资建议	56
<b>6 风险提示</b>	<b>57</b>
<b>插图目录</b>	<b>59</b>
<b>表格目录</b>	<b>60</b>

# 1 毛戈平：国内领先的高端美妆集团

## 1.1 公司概况：国内领先的中国高端美妆集团，东方美学的引领者

国内领先的中国高端美妆集团，致力于提供兼具文化、美学和方法论属性的化妆品。毛戈平集团于 2000 年 7 月由中国美妆届著名化妆师毛戈平先生创立，旗下共有 MAOGEPING 和至爱终生两大品牌。2000 年，毛戈平与毛根友共同出资成立公司前身杭州汇都化妆品有限公司，并推出旗舰品牌 MAOGEPING，定位为高端国货美妆；2008 年，公司推出“至爱终生”品牌以拓宽品牌组合；2015 年，公司变更为股份有限公司；2021 年，公司担任杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务供应商；2022 及 2023 年，公司担任中国花样游泳队官方赞助商及中国国家队的官方合作伙伴。公司成立至今已在高端美妆行业建立起强大的影响力，品牌价值与核心竞争力不断提高。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年，毛戈平为中国第七大高端美妆集团，占高端美妆行业的市场份额为 1.8%；主品牌 MAOGEPING 为中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，排名第 12。2024 年 12 月，毛戈平成功在港交所上市。

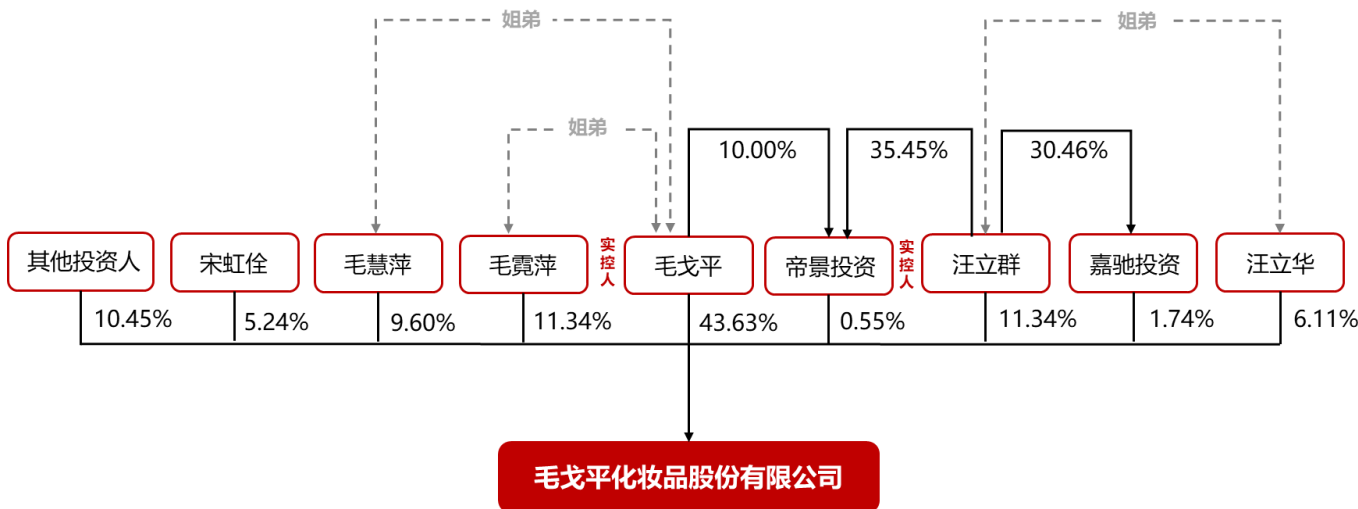
图1：公司发展历程



资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：公司整体股权结构集中稳定，创始人夫妇合计持股 55.75%

创始人毛戈平夫妇为公司实控人，合计持股 55.75%，整体股权结构较为集中稳定。截至 2024 年 11 月 23 日，毛戈平、汪立群夫妇合计直接持有公司 54.97% 的股份，并通过帝景投资、嘉驰投资间接持有 0.78% 的股份。此外，公司联合创始人毛慧萍和毛霓萍均为毛戈平先生的姐姐，汪立华与汪立群为兄弟关系，毛氏家族合计持有公司较高股份。

**图2：公司股权结构（截至 2024 年 11 月 23 日）**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

### 1.3 管理团队：创始人个人 IP 影响力深远，核心管理人员

#### 从业经验丰富

**公司创始人个人 IP 影响力深远，核心高管从业经验丰富。**创始人毛戈平先生作为中国化妆界标志性人物，深耕美妆行业 30 余年，个人 IP 影响力深远；其所创造的一系列经典影视形象被称为中国化妆“美丽神话”，个人收获“魔术化妆师”、“化妆巨匠”等美誉。此外，公司其他高管具有丰富从业经验，如董秘董乐勤先生曾先后在浙旅控股、龙在旅途、安徽恩度食品担任办公室秘书、事业部副总经理、董秘等职，具备法律、管理和会计经验；财务总监徐卫国曾在光明乳业、百事可乐、金瑶集团、GUESS 中国等公司担任财务总监，拥有丰富的财务经验。

**表1：公司管理层简历一览**

姓名	职务	履历
毛戈平	创始人、董事长	中国著名化妆艺术大师,从事化妆艺术三十多年; 1983 年 7 月至 1998 年 7 月曾任职浙江省越剧团,2000 年 7 月在杭州以毛戈平个人名字创建高端美妆品牌 MAOGEPING,开创了中国化妆师创建自有品牌先河,2000 年 10 月创建浙江毛戈平形象设计艺术学校; 2020 年入选教育部“国家技术技能大师”名录,杭州市人民政府授予“杭州工匠”称号。
毛霁萍	副董事长、资深副总裁	2000 年 7 月至 2010 年 10 月任杭州汇都化妆品有限公司董事、总经理,2010 年 10 月至 2015 年 11 月任杭州汇都化妆品有限公司副董事长。现任公司执行董事、副董事长、资深副总裁。
汪立群	副董事长	1991 年至 1999 年任浙江省越剧团演员,2000 年至 2008 年任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长,2008 年至今,任杭州毛戈平形象设计艺术有限公司总经理。现任公司执行董事、副董事长。
毛慧萍	资深副总裁	2000 年 9 月至 2015 年 11 月历任杭州毛戈平化妆品有限公司、杭州汇都化妆品有限公司董事、副总经理。现任公司执行董事、资深副总裁。
汪立华	副总裁	2002 年加入浙江毛戈平形象设计艺术学校。现任公司执行董事、副总裁。
宋虹佳	总裁	1997 年至 1999 年,担任韩国新生活化妆品公司哈尔滨分公司的销售代表;1999 年至 2002 年,担任哈尔滨市美佳娜化妆品有限公司的销售经理;2002 年加入杭州毛戈平化妆品有限公司。现任毛戈平化妆品

股份有限公司董事兼副总经理、执行董事、总裁、MAOGEPING 品牌事业部总经理。

徐卫国

财务总监

曾于 2000 年 6 月至 2006 年 7 月在光明乳业股份有限公司担任财务经理、2006 年 8 月至 2006 年 12 月在百事可乐饮料有限公司担任高级会计经理、2007 年 1 月至 2009 年 4 月在金瑶集团担任财务总监,2009 年 6 月至 2011 年 3 月在 GUESS 中国担任财务总监。2011 年加入公司,担任财务总监。

董乐勤

董事会秘书

2005 年 5 月至 2013 年 7 月,历任浙旅控股股份有限公司办公室秘书、龙在旅途事业部副总经理、投资部经理、人力资源部总监、董事会秘书等职。2013 年 7 月至 2014 年 10 月,任安徽恩度食品有限公司运营总监及财务总监。现任公司董事会秘书、法务部负责人、联席公司秘书。

资料来源:毛戈平招股说明书,民生证券研究院;

## 1.4 主营业务: 延承创始人美学理念, 孵化 MAOGEPING 和至爱终生两大美妆品牌, MAOGEPING 贡献主要收入

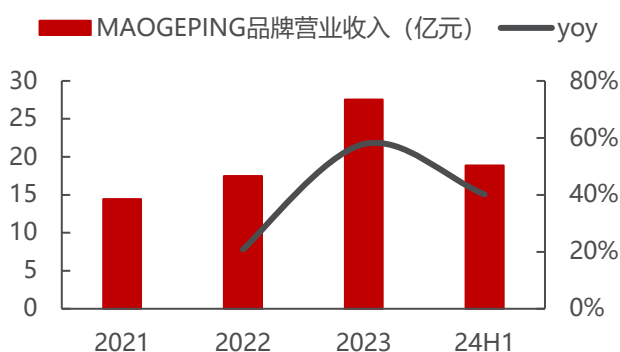
延承创始人美学理念, 公司从事 MAOGEPING 和至爱终生两大美妆品牌产品的研发、生产与销售, 满足不同消费群体的需求。1) MAOGEPING: 2000 年推出的旗舰品牌, 定位高端, 主要面向都市女性。品牌秉承光影美学和东方美学的指导原则, 与现代时尚完美融合, 针对东方女性的面部特征、肤质与肤色, 提供丰富的产品及色彩解决方案。截至 2024 年 6 月 30 日, MAOGEPING 品牌彩妆系列拥有 337 款单品, 覆盖妆前、遮瑕、粉底、腮红、睫毛、唇部等品类, 包括光感美肌无痕粉膏、光影塑颜高光粉膏等明星产品; 护肤线产品覆盖精华、乳液面霜、眼部护理等多品类, 拥有 50 款产品, 包括奢华鱼子面膜、奢华养肤黑霜等明星产品; 2) LOVE FOR KEEPS 至爱终生: 2008 年推出, 品牌融合东方美学与国际时尚, 定位大众轻尚, 提供一系列具性价比的彩妆产品和护肤品, 确保能够触达广泛的客户群体。

图3: MAOGEPING 和至爱终生品牌的明星产品

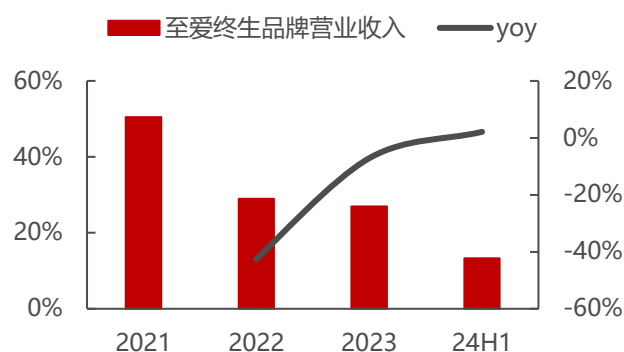


资料来源:毛戈平官网,民生证券研究院

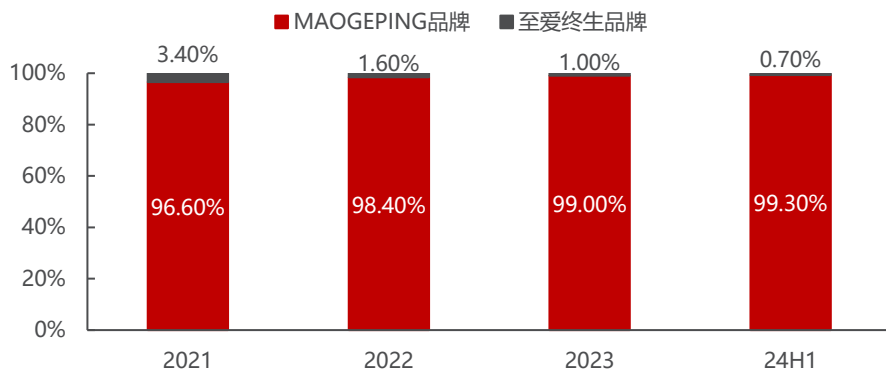
**MAOGEPING 品牌贡献主要收入，占比持续提升。** MAOGEPING 为公司主品牌，通过创新产品、升级渠道促使品牌实现稳健增长。2021-2023 年，MAOGEPING 品牌收入从 14.45 亿增至 27.55 亿，对应 CAGR 为 38.10%，营收占比分别为 96.6%/98.4%/99.0%；24H1，MAOGEPING 品牌产品收入达 18.87 亿元，占总产品销售收入的比重高达 99.3%，持续贡献公司主要收入。2021-2023 年至爱终生品牌收入规模持续收缩，从 21 年的 0.50 亿降至 23 年的 0.27 亿；24H1 至爱终生品牌收入恢复正增长，同比增长 2.12%至 0.13 亿元。

**图4：21 年-24H1 MAOGEPING 收入 (亿元) 及增速**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**图5：21 年-24H1 至爱终生收入 (亿元) 及增速**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**图6：21 年-24H1 公司分品牌收入结构**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

## 1.5 募资用途：主要用于渠道拓展、品牌建设

**募资资金主要用于渠道拓展、品牌建设等。** 根据 24 年 12 月 2 日发布的招股书披露，按照每股 28.05 港元的发售价，公司拟募集资金 1844.5 百万港元，募集资金中，**1) 25%计划用于扩大销售网络**，包括：开设新品牌商店及专柜、升级现有专柜、招募电商销售人员、增加品牌线上广告、购买电商与社交平台服务包等；**2) 20%计划用于品牌建设活动**，包括：组织化妆秀及产品发布会等线下活动、赞

助高规格活动、与知名 KOL 合作、制作宣传片及纪录片等；3) 15%计划用于海外扩张及收购，包括：在海外市场建立品牌的知名度及开店、开展新产品发布会及 KOL 活动、建立服务海外市场的自营官方网店、在海外市场建立研发中心和产品设计团队等；4) 10%计划用于加强生产及供应链能力，包括建设及扩建生产设施及供应链等；5) 9%计划用于增强产品设计及开发能力，包括建立研发中心、招募产品开发人员、开发新产品等；6) 6.0%计划用于化妆艺术培训机构，包括：升级及扩大机构的设施及基础设施、开设化妆艺术工作室、招募更多培训师、制定新的培训课程等；7) 5.0%计划用于运营及信息基础设施数字化，包括：购买硬件设备、开发或购买软件系统、专业人才的招聘及培训、升级会员体系等；8) 10%计划用作营运资金及一般公司用途。

**表2：公司募资用途**

募股项目	资金用途	具体内容	拟投入募集资金比例
扩大销售网络	扩大线下销售网络	1) 开设新品牌商店及专柜；2)升级现有专柜，以提高客户的购物体验。具体而言，计划在中国每年在百货商店新开设约 30 个专柜，及在海外市场每年开设约两至四个新专柜；计划在未来 3-5 年在中国开设三间旗舰店 MAOGEPING 门店；计划每年对约 70-100 个现有专柜进行升级及翻新。	10%
	扩大线上销售网络	1) 招募更多电商销售人员以支持公司不断扩大的线上业务；2)增加公司品牌的线上广告；3)从电商和社交媒体平台购买各种服务包。	15%
品牌建设	品牌及产品营销	1) 组织化妆秀及产品发布会等线下活动；2) 赞助高规格活动。	10%
	基于内容的品牌及产品推广活动	1) 与知名 KOL 合作，制作优质的宣传内容；2) 制作宣传影片及纪录片。	10%
海外扩张及收购	海外市场	1) 在海外市场（特别是在欧洲、美国及亚太地区）建立公司品牌的知名度及开店；2) 通过线上线下渠道以及开展新产品发布会及 KOL 活动，提高公司在该等市场的品牌认知度；3) 建立服务海外市场的自营官方网店。	7.5%
	潜在策略投资及收购机会	-	7.5%
加强生产及供应链能力	建设及扩建生产设施及供应链	-	10%
产品设计及开发	建立研发中心	如招募具有基础研究经验的产品开发人员、购买分析与检测设备以提高生产技术。	5%
	开发新产品及产品类别	-	4%
化妆品艺术培训机构	-	-	6%
运营及信息基础设施数字化	-	-	5%
营运资金及一般公司用途	-	-	10%

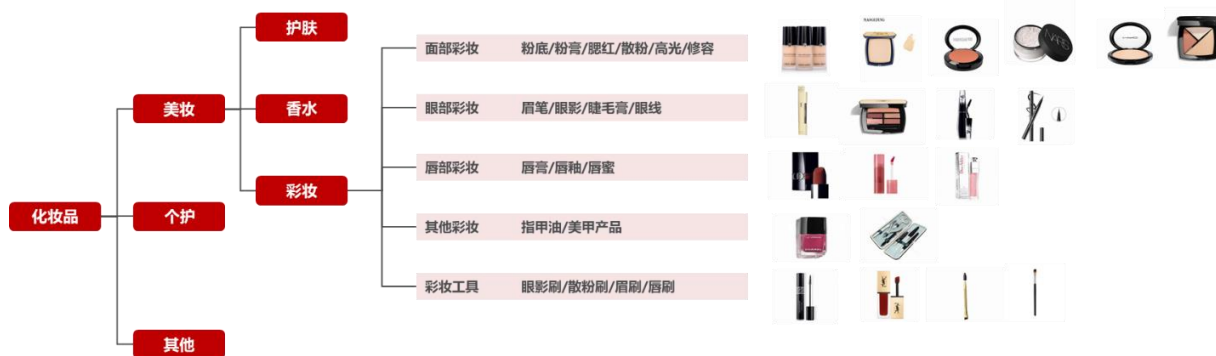
资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

## 2 行业分析：中国彩妆行业增长潜力大，目前正处于重要的结构性增长拐点

### 2.1 美护行业：概况、品类分布、渠道结构

美妆护肤行业指涉及美容和个人护理产品的生产、销售和服务的产业。根据弗若斯特沙利文资料，化妆品按产品类别可分为护肤品、彩妆、香水、个人护理和其他五大类，其中护肤品指可以改善皮肤状态或解决皮肤特定问题的产品，主要包括面部和身体护理产品，如洁面乳、爽肤水、乳液、面霜、精华等；彩妆指能够改善脸部或身体外观的产品，主要包括用于面部、眼部、唇部等部位的化妆品，如粉底、眼影、口红、腮红等；香水主要是用于个人气味管理的产品；个人护理指能够清洁和修复皮肤、身体和头发的产品，主要包括口腔护理、手足护理等。

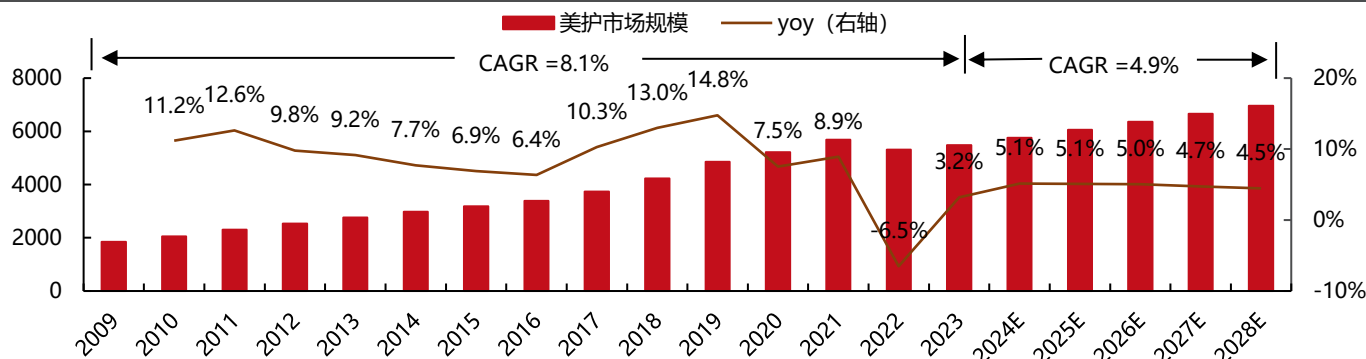
图7：化妆品产品分类及定义



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

消费者需求提升驱动中国美护市场规模增长，欧睿数据预计 23-28 年 CAGR 为 4.9%。随消费者对自身外表的关注度的提高，以及社交媒体对美容护肤知识的广泛普及，消费者愿意购买美容产品，同时品牌端积极培养消费者的护肤和化妆意识，推动美护行业市场规模增长。根据欧睿数据，中国美护市场规模从 2009 年的 1845 亿元人民币增长到 2023 年的 5480 亿元，对应 CAGR 为 8.1%；随 2023 年的反弹增长，预计到 2028 年市场规模将达到 6959 亿元，23-28 年 CAGR 为 4.9%。

图8：2009 年-2028E 中国美护市场规模（亿元）及增速

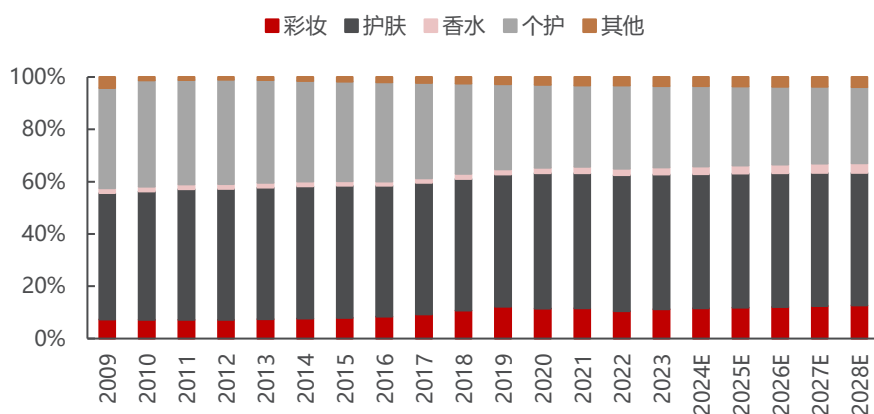


资料来源：欧睿，民生证券研究院



分类别看，护肤品类为化妆品市场核心，23年占比超50%；彩妆品类占比略低约11%，但增速更高。根据欧睿数据，2009-2023年，我国护肤品类市场份额占化妆品行业的比例整体呈提升趋势，从48.3%提升至51.4%，并预计2023-2028年占比将呈下滑态势，到2028年降至50.7%，护肤品类占比虽然下降但仍为化妆品行业第一大品类；我国彩妆品类市场份额占化妆品行业的比例从2009年的7.3%提升至23年的11.3%，预计到2028年进一步提升12.7%。

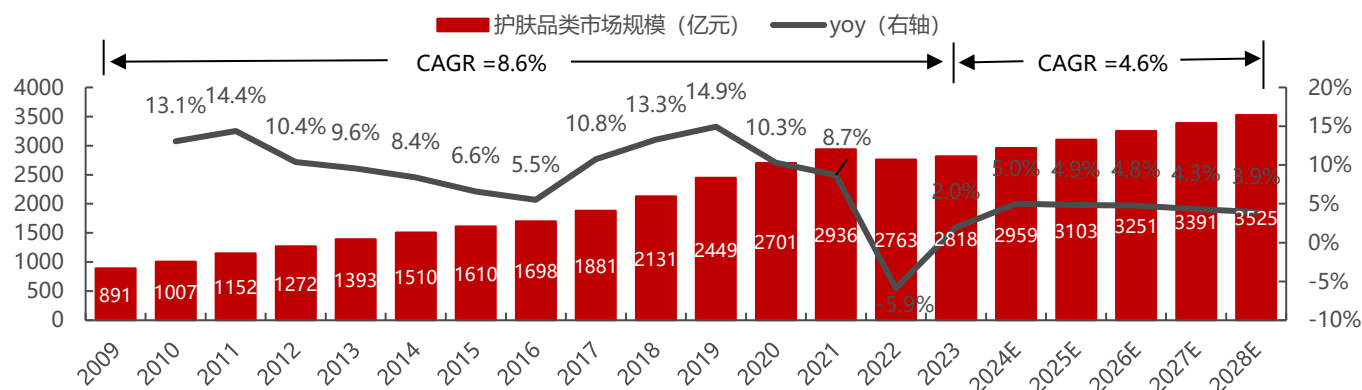
图9：中国美护市场各品类市场规模占比



资料来源：欧睿，民生证券研究院

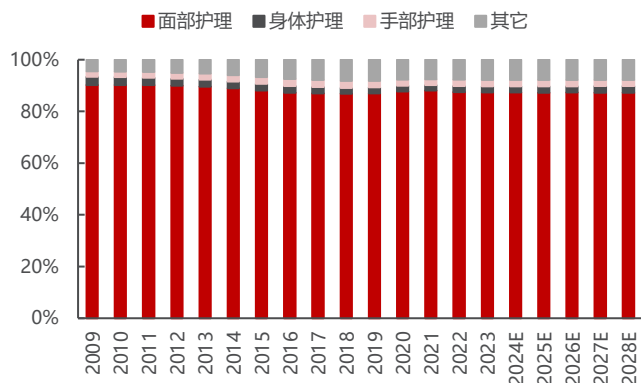
1) 护肤品类：我国护肤市场主要由面部护理、身体护理和手部护理组成，其中面部护理为最大的细分市场。根据欧睿数据，2009-2023年，我国护肤市场规模从891亿元增至2818亿元，对应CAGR为8.6%，占化妆品市场的比例从48.3%增长至51.4%；预计2023-2028年将以4.6%的复合增长率增长，2028年护肤品类市场规模有望达到3525亿元，占化妆品市场的50.7%。细分品类中，面部护理为最大的细分市场，2009-2023年，我国面部护理市场份额从804亿元提升至2460亿元，对应CAGR为8.3%，预计2023-2028年将以4.6%的CAGR增长，于2028年达到3076亿元；面部护理市场份额占护肤市场的比重从2018年的86.9%增至2023年的87.3%，预计2023-2028年面部护理品类占比基本维持这一占比。

图10：2009年-2028E中国护肤行业市场规模（亿元）及增速



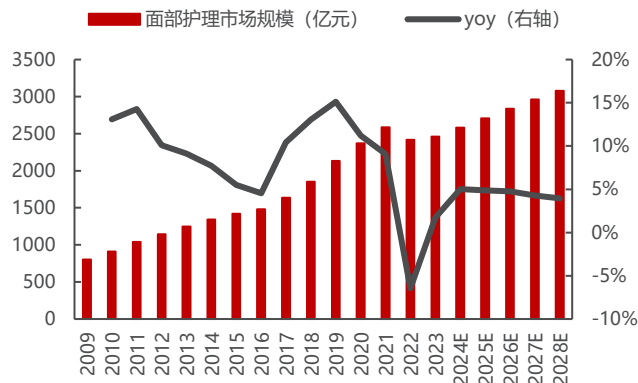
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图11: 护肤品子品类市场规模占比



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

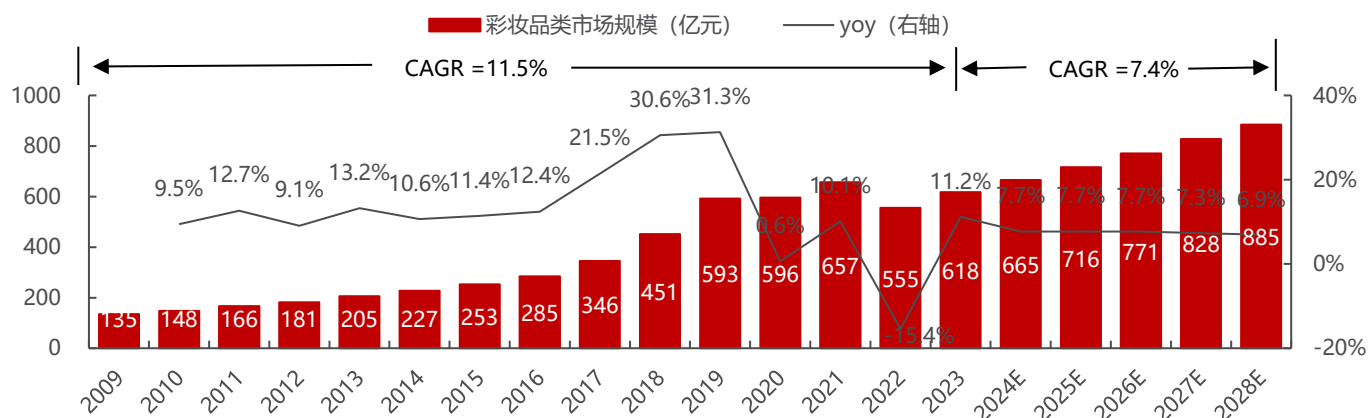
图12: 面部护理品类市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

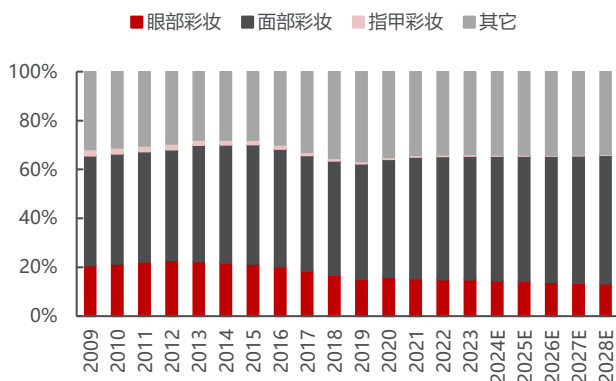
**2) 彩妆品类: 我国彩妆品类主要由面妆、唇妆和眼妆组成, 其中面部彩妆为规模最大且增速最快的细分市场。**根据欧睿数据, 2009-2023 年, 我国彩妆市场规模从 135 亿元增至 618 亿元, 对应 CAGR 为 11.5%, 占化妆品市场的比例从 7.3% 增长至 11.3%; 预计 2023-2028 年将以 7.4% 的复合增长率增长, 于 2028 年达到 885 亿元, 占化妆品市场的 12.7%。其中, 面部彩妆为规模最大且增速最快的细分市场, 2009-2023 年, 我国面部彩妆市场份额从 60.5 亿元提升至 312.5 亿元, 对应 CAGR 为 12.5%, 占彩妆市场规模的比例从 44.8% 提升至 50.6%; 预计 2023-2028 年将以 8.4% 的 CAGR 增长, 于 2028 年达到 467 亿元, 占彩妆整体的 52.7%。

图13: 2009 年-2028E 中国彩妆行业市场规模 (亿元) 及增速



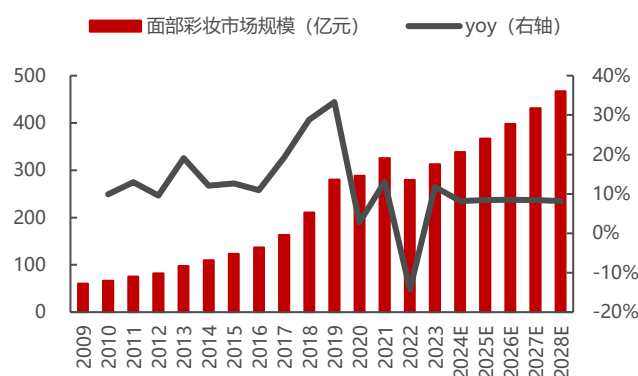
资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图14: 彩妆品类子品类市场规模占比



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图15: 面部彩妆品类市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

美妆品类内部分产品定位来看, 我们发现大众美妆市场稳增长, 高端美妆更具成长潜力。大众品牌主要致力于为消费者提供高性价比产品, 单品价格多定价 200 元以下, 且大众品牌通常具有更广泛的经销渠道, 我国大众化妆品市场主要由国货品牌主导, 代表品牌含自然堂、御泥坊、薇诺娜、韩束等; 高端美妆品牌具有突出的品牌形象, 注重独特性、美学审美及生活方式, 主要通过提供具有感知价值的产品来满足消费者对尊贵、高质量及独特性的需求, 高端产品的价格通常远高于行业水平, 多位于 500 元以上, 面向中高消费群体群体, 且产品售卖渠道主要为高端百货商店, 我国高端市场基本由 YSL、兰蔻、芭比波朗等外资大牌占领。

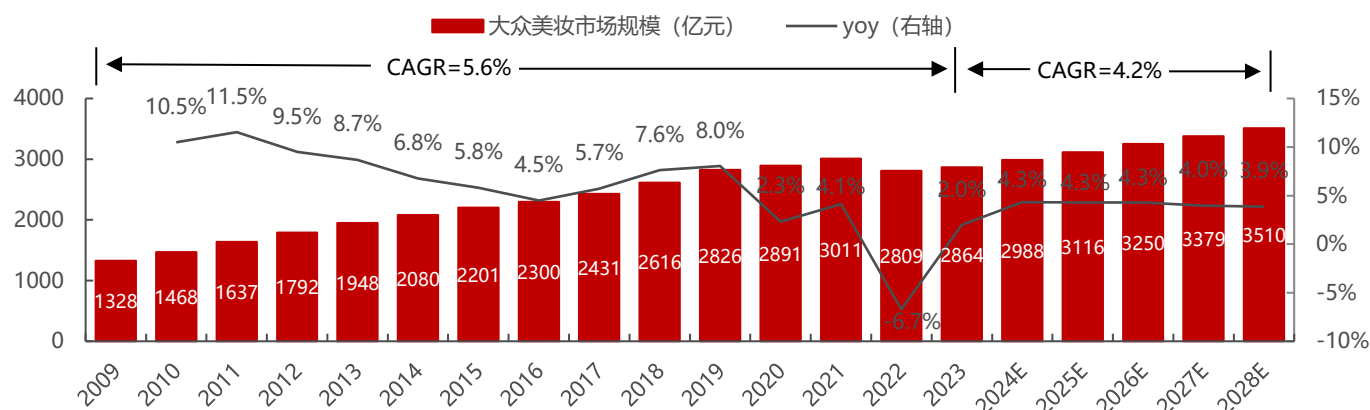
图16: 中国化妆品行业品牌定位分布



资料来源: 前瞻产业研究院, 艾媒咨询, 民生证券研究院

1) 大众美妆市场: 欧睿数据预计 23-28 年我国大众美妆行业市场规模 CAGR 约 4.2%, 整体增速较为平稳。根据欧睿数据, 大众市场为我国美妆行业的主体市场, 2023 年大众美妆市场规模占美妆整体的 57.8%; 2009-2023 年, 我国大众美妆行业市场规模从 1328 亿元增至 2864 亿元, 对应 CAGR 为 5.6%, 并预计 2023-2028 年将以 4.2% 的复合增长率持续增长, 于 2028 年达到 3510 亿元。

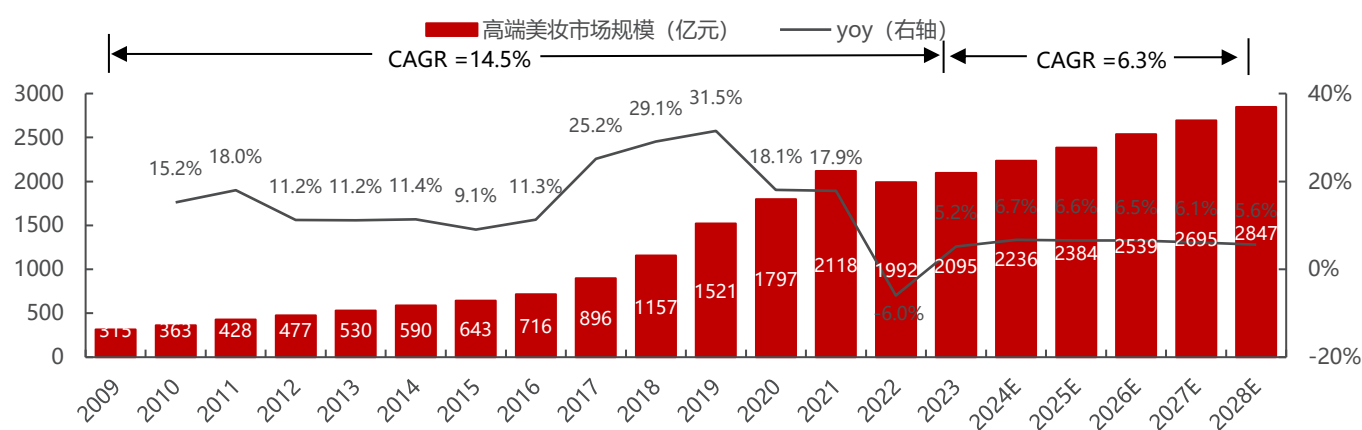
图17: 2009年-2028E中国大众美妆行业市场规模(亿元)及增速



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

**2) 高端美妆市场: 欧睿数据预计 23-28 年我国高端美妆行业市场规模 CAGR 约 6.3%, 相较大众美妆更具增长潜力。** 随消费者对美容产品质量的要求不断提高, 对具有较强影响力的优质美容品牌的青睐度提升, 我国高端美妆行业迅速发展; 根据欧睿数据, 2009-2023 年, 我国高端美妆行业市场规模从 315 亿元增至 2095 亿元, 对应 CAGR 为 14.5%, 并预计 2023-2028 年将以 6.3% 的复合增长率持续增长, 于 2028 年达到 2847 亿元, 市场规模增速高于大众美妆市场; 从规模占比看, 2023 年我国高端美妆市场规模占美妆行业整体的比例约 42.2%, 预计 2028 年将达到 44.8%。

图18: 2009年-2028E中国高端美妆行业市场规模(亿元)及增速



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

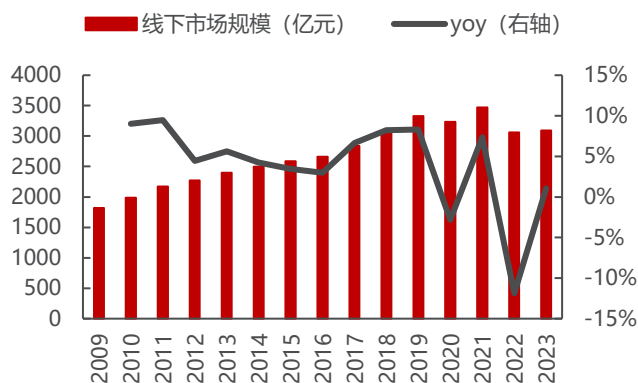
美妆品类内部分渠道来看, 线下为美妆销售主要渠道, 线上渠道近年来销售占比迅速提升, 23 年线下/线上渠道销售占比分别为 56.4%/43.6%。

**1) 线下渠道: 主要包含百货商店、化妆品专卖店、超市等, 欧睿数据预计 23-28 年市场规模 CAGR 为 5.5%。** 线下渠道能通过精致的空间展示和专业的咨询服务为顾客提供超值的消费体验, 传播品牌理念。在消费者体验和品牌建设价值的带动下, 线下销售保持稳健增长, 根据欧睿数据, 美妆产品在线下渠道零售额从 2009 年的 1820.8 亿元增长至 2023 年的 3090.6 亿元, 对应 CAGR 为 3.9%, 其中 2022

年线下渠道规模增长承压主要系公共卫生事件影响线下门店经营。此外，2023年来随着社交活动的恢复和消费热情的释放，线下渠道持续恢复并保持持续稳定发展，弗若斯特沙利文数据预测，23-28年线下渠道市场规模将以5.5%的CAGR持续增长。占比方面，2009-2023年，线下美妆销售占比从98.7%降至56.4%。

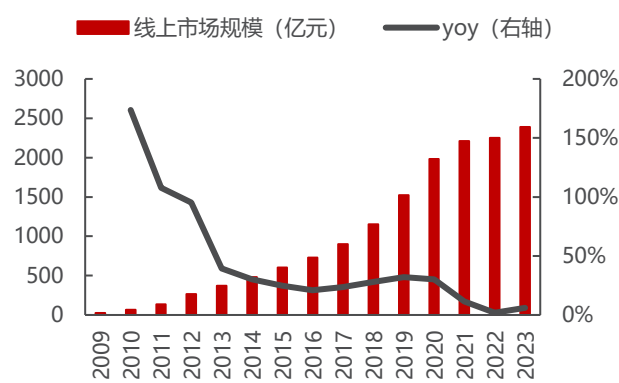
2) 线上渠道：主要包括天猫等综合电商平台、抖音等新兴电商平台及品牌方官网等其他线上渠道，欧睿数据预计23-28年市场规模CAGR为11.0%。根据欧睿数据，2009-2023年线上渠道保持持续快速增长，市场规模从24亿元提升至2389亿元，对应CAGR为38.9%，美妆销售贡献度从1.3%快速提升至43.6%；弗若斯特沙利文数据预测2023-2028年线上美妆规模将以11.0%的CAGR进一步增长。

图19：2009-2023年中国线下渠道美妆销售额（亿元）及增速



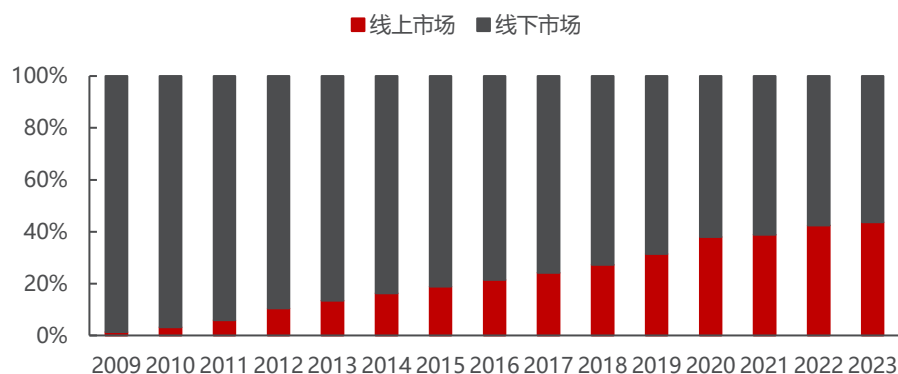
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图20：2009-2023年中国线上渠道美妆销售额（亿元）及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图21：2009-2023年中国美妆市场分渠道销售占比

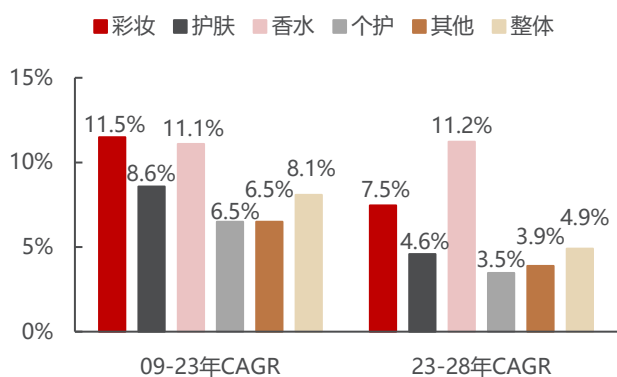


资料来源：欧睿，民生证券研究院

## 2.2 中国彩妆行业：预计 23-28 年行业 CAGR 为 7.5%， 量价均存在较大提升空间

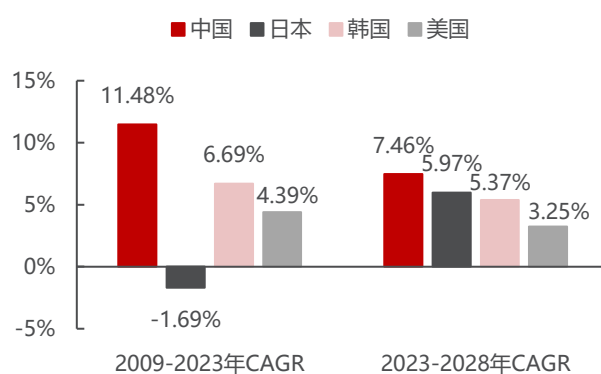
2009-2023 年中国彩妆市场规模 CAGR 为 11.5%，增速高于美日韩等海外市场。根据欧睿数据，2009-2023 年我国彩妆行业市场规模的年复合增速为 11.5%，高于化妆品行业 8.1% 的平均增速，为化妆品大类中增长景气度较高的细分子行业。对比美日韩等海外成熟市场，我国彩妆行业呈现增速更高的趋势，根据欧睿数据，2009-2023 年中国/日本/韩国/美国的彩妆行业市场规模 CAGR 分别为 11.5%/1.7%/6.7%/4.4%，预计 23-28 年 CAGR 分别为 7.5%/6.0%/5.4%/3.2%。

图22：中国化妆品行业子行业年复合增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

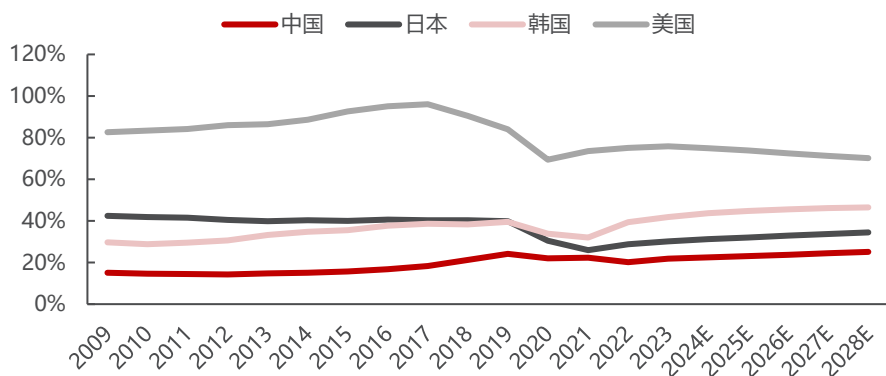
图23：中日韩美四国彩妆市场规模年复合增速对比



资料来源：欧睿，民生证券研究院

对标海外成熟市场，我国彩妆与护肤行业规模差距较大，我国彩妆规模占比仍有提升空间。根据欧睿数据，2009-2023 年，我国彩妆市场占护肤市场规模的比重持续提升，从 15.13% 提升至 21.92%，并预计 2023-2028 年进一步提升，至 2028 年达 25.11%；日本彩妆/护肤市场规模的比例从 2009 年的 42.43% 降至 2023 年的 30.13%，2028 年达到 34.49%；韩国彩妆/护肤市场规模的比例从 2009 年的 29.64% 提升至 2023 年的 41.91%，2028 年达到 46.47%；美国彩妆/护肤市场规模的比例从 2009 年的 82.68% 降至 2023 年的 75.83%，2028 年达到 70.13%。对比中日韩美四国，中国和韩国的彩妆/护肤市场规模的比例稳步提升，但中国的占比仍处于相对较低水平，存在较大提升空间。

图24：中日韩美四国彩妆市场规模占护肤市场规模的比重对比

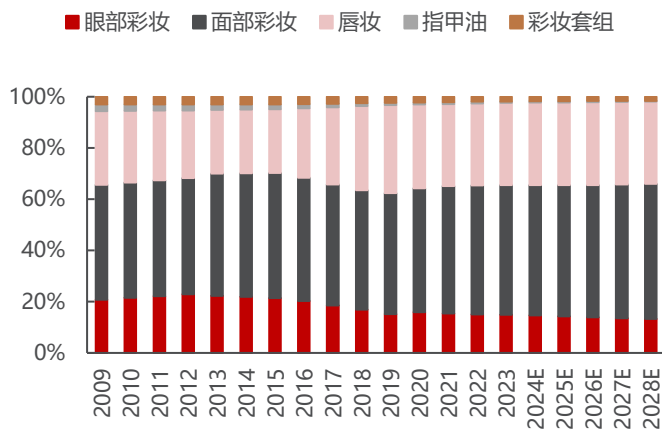


资料来源：欧睿，民生证券研究院

从彩妆细分品类看，面部彩妆占比最高且增速快，唇部彩妆的占比和增速次之，眼部彩妆成长性相对较弱。根据欧睿数据，**1) 面部彩妆**：2009-2023年，我国面部彩妆市场份额从60.45亿元增至312.46亿元，对应CAGR为12.4%，占彩妆市场的比重从44.84%提至50.6%；预计2023-2028年CAGR为8.4%，2028年市场规模达466.74亿元，占比52.74%；**2) 唇部彩妆**：2009-2023年，我国唇部彩妆市场份额从38.84亿元增至197.80亿元，对应CAGR为12.3%，占彩妆市场的比重从28.81%提至32.03%；预计2023-2028年CAGR为7.6%，2028年市场规模达284.63亿元，占比32.16%；**3) 眼部彩妆**：2009-2023年，我国眼部彩妆市场份额从28.02亿元增至92.40亿元，对应CAGR为8.9%，占彩妆市场的比重从20.78%降至14.96%；预计2023-2028年CAGR为4.9%，2028年市场规模达117.21亿元，占比13.24%。

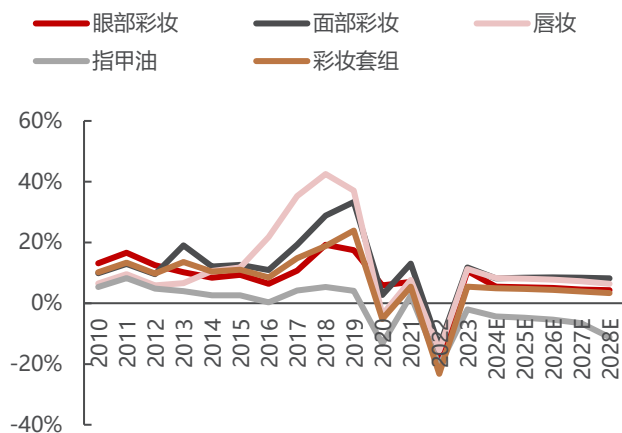
对比日、韩、美三国的彩妆消费结构，我国眼妆品类占比仍有提升空间，同时**2023-2028年唇妆品类在各国彩妆市场中均展示较强增长韧性**。根据欧睿数据，2023年中国/日本/韩国/美国的眼妆品类规模占彩妆整体的比例分别为14.96%/22.52%/15.31%/27.20%，我国眼妆品类占比相对较低；欧睿数据预测，2023-2028年中国、日本、韩国和美国的眼妆品类占比均呈下滑态势，但中国的眼妆品类占比仍低于日本、韩国和美国，存在一定提升空间。此外，根据欧睿数据，唇妆为各国彩妆行业中增长韧性较强的细分品类，中国、美国、日本的唇妆市场2023-2028年CAGR仅次于面部彩妆，韩国的唇妆市场为2023-2028年CAGR超过面部彩妆。

图25：中国彩妆市场细分品类结构



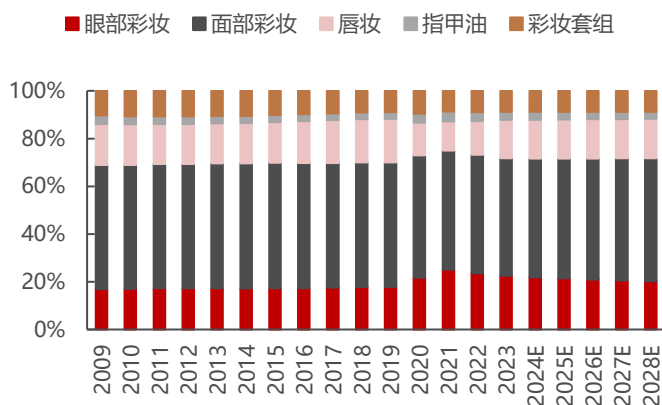
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图26：中国彩妆市场细分品类同比增速（%）



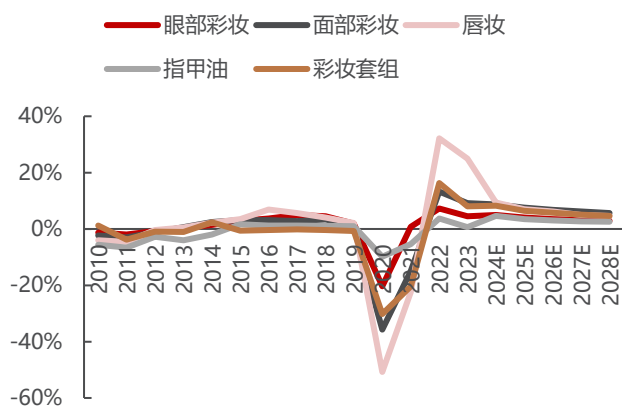
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图27：日本彩妆市场细分品类结构



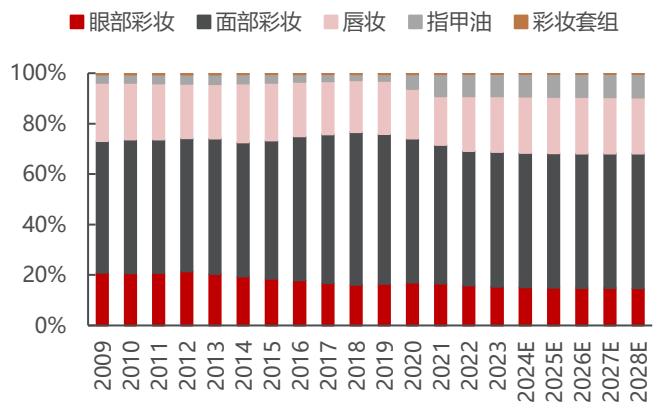
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图28：日本彩妆市场细分品类同比增速（%）



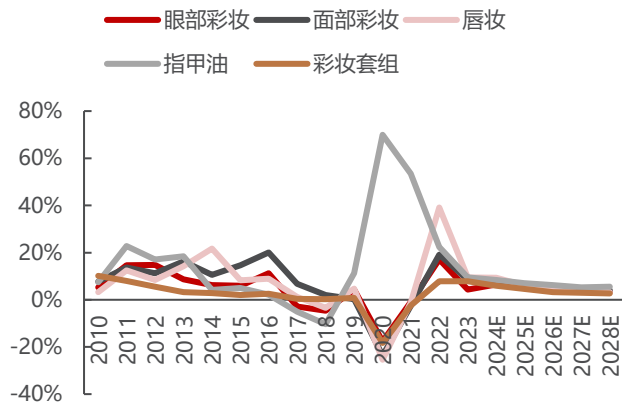
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图29：韩国彩妆市场细分品类结构



资料来源：欧睿，民生证券研究院

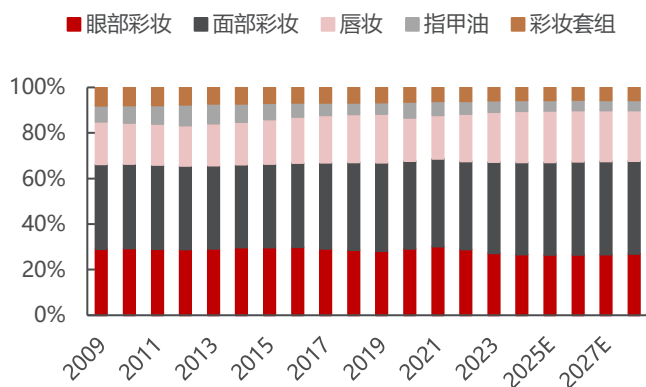
图30：韩国彩妆市场细分品类同比增速（%）



资料来源：欧睿，民生证券研究院

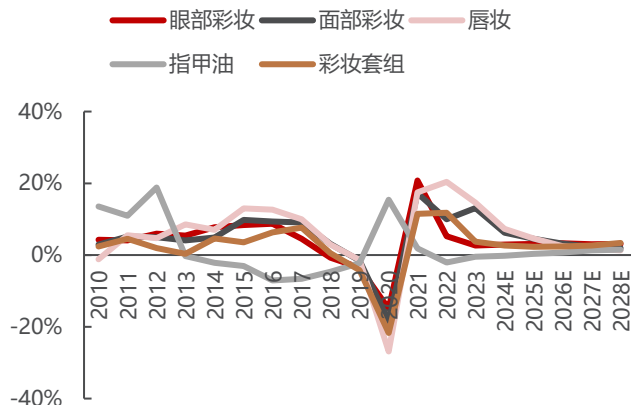


图31: 美国彩妆市场细分品类结构



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

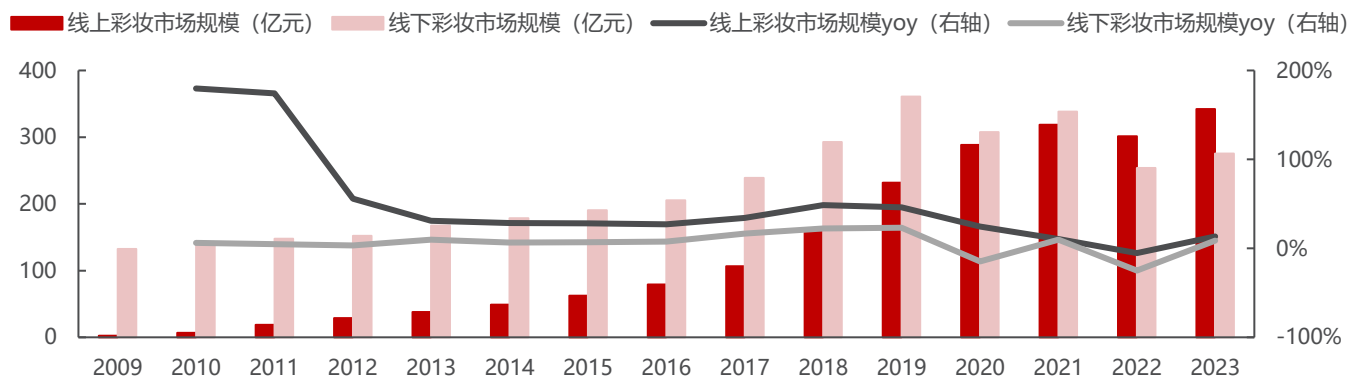
图32: 美国彩妆市场细分品类同比增速 (%)



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

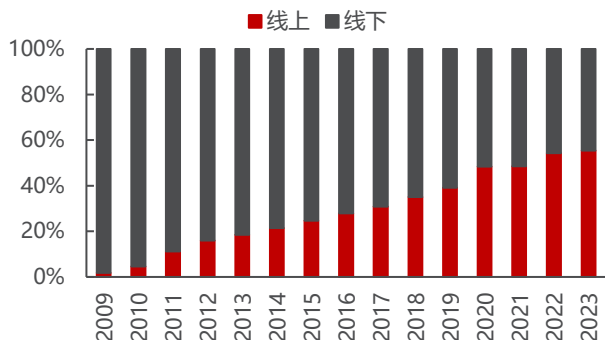
**线上渠道彩妆销售快速增长, 22年占比超过线下渠道。**根据欧睿数据, 2009-2023年, 中国线上渠道彩妆销售从2.43亿元增长至342.12亿元, 对应CAGR为42.4%, 占彩妆行业整体销售规模的比例从1.8%提升至55.4%, 其中2022年线上彩妆销售额首次超过线下渠道; 线下彩妆销售规模从2009年的132.39亿元增至2023年的275.43亿元, 对应CAGR为5.37%。对比日韩美等市场, 我国线上电商渗透率较高, 线上彩妆销售占比相对更高, 23年中日韩美四国的线上彩妆销售占比分别为55.4%/22.4%/51.4%/24.1%。

图33: 2009-2023年中国彩妆行业线上渠道和线下渠道的市场规模 (亿元) 及增速



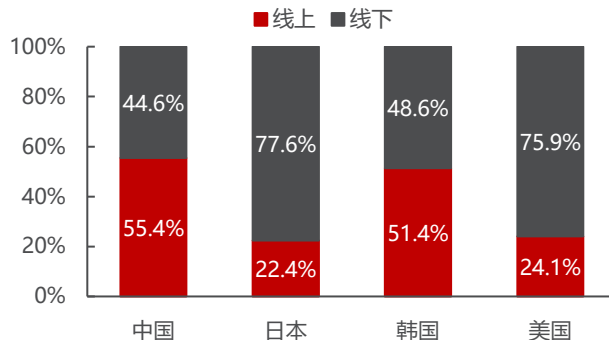
资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图34：2009-2023 年中国彩妆销售渠道结构



资料来源：欧睿，民生证券研究院

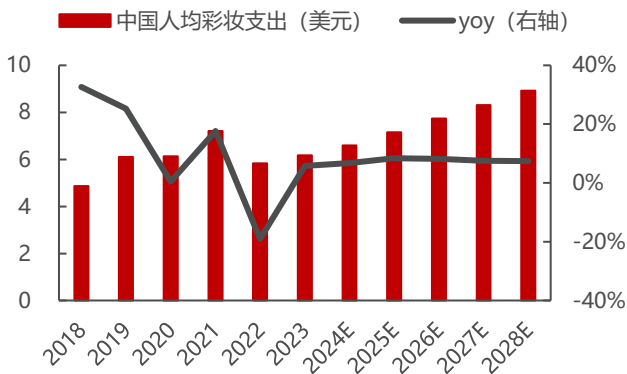
图35：2023 年中日韩美四国彩妆销售渠道结构对比



资料来源：欧睿，民生证券研究院

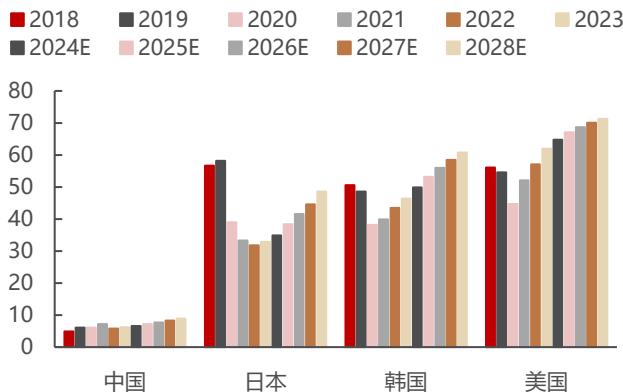
23 年我国人均彩妆消费额为 6.18 美元，占人均可支配收入的 0.08%，相较美日韩等成熟市场存在较大提升空间。根据欧睿数据，2009-2023 年，我国人均彩妆支出从 4.87 美元增至 6.18 美元，CAGR 为 4.9%，占人均可支配收入的比重从 0.07% 提升至 0.08%；2023 年日本/韩国/美国的人均彩妆支出分别为 32.86/46.40/61.95 美元，占人均可支配收入的比重分别为 0.16%/0.26%/0.10%。相比海外成熟市场，当前中国人均彩妆消费水平较低，随着消费者求美需求持续增长，我国消费者在彩妆方面的支出仍存提升空间。

图36：中国人均彩妆消费（美元）及增速



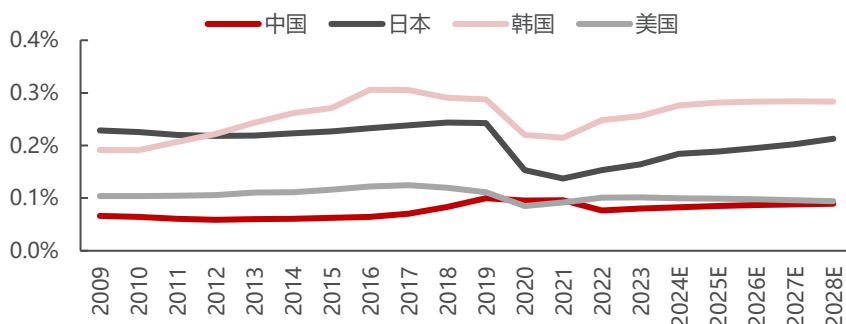
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图37：中日韩美四国人均彩妆消费（美元）对比



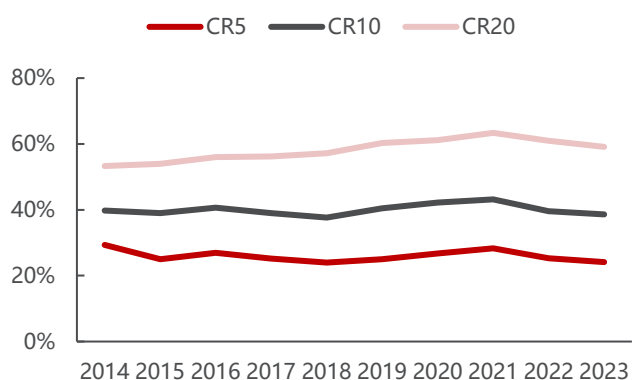
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图38：中日韩美四国人均彩妆消费占人均可支配收入的比重对比

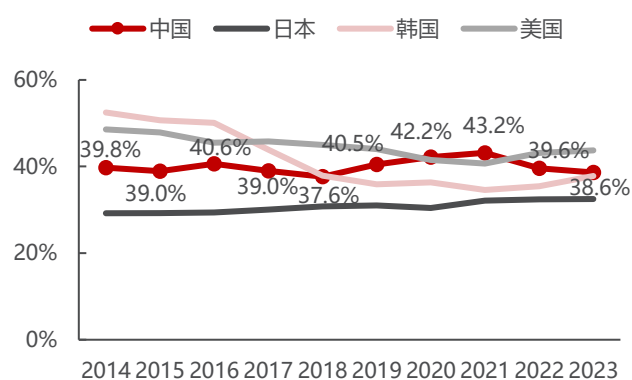


资料来源：欧睿，民生证券研究院

**中国彩妆行业格局较为分散，23 年行业 CR10 为 38.6%。**2009-2021 年，中国彩妆行业 CR10/CR20 总体均呈上升趋势，CR5 有所下滑，主要系美宝莲、欧莱雅、梦妆等头部品牌市场份额下滑，同时完美日记、花西子等品牌崛起；2021-2023 年，中国彩妆行业 CR5/CR10/CR20 均逐年下滑，主要系完美日记市占率从 2021 年的 6.3% 降至 2023 年的 1.8%、花西子 23 年市占率在李佳琦“眉笔事件”影响后同比下滑 1.1pct。2023 年，中国彩妆行业 CR5/CR10/CR20 分别为 24.1%/38.6%/59.1%，对比日韩美等成熟市场，我国彩妆品牌集中度与韩国相当，较美国市场更加分散，较日本市场更加集中。

**图39：中国彩妆行业 CR5/CR10/CR20**


资料来源：欧睿，民生证券研究院

**图40：中日韩美四国彩妆行业 CR10 对比**


资料来源：欧睿，民生证券研究院

**品牌内部竞争格局重塑，头部国际品牌仍具备较强竞争力，毛戈平等优质国货品牌崛起。**2020 年前，彩妆头部品牌以国际品牌为主，2014-2019 年美宝莲持续位于市占率第一，2019 年 Dior 市占率超过美宝莲跃居首位。2020 年后，随着文化自信的增强和国潮风兴起，彩妆国货品牌凭借其产品品质的提升以及相对于海外龙头彩妆品牌的价格优势，逐年扩大市场份额，完美日记、花西子分别为 2020 年、2021 年彩妆品牌市场份额 Top1，头部国际品牌美宝莲、欧莱雅等品牌市占率明显下滑。2022 年后，完美日记因产品研发、营销、渠道端的问题逐步显现，市占率大幅下滑，YSL、兰蔻、Dior 等头部国际品牌仍维持较强竞争力，市占率位居前五，同时，毛戈平、彩棠等实力较强的国货品牌崛起，市占率进入 TOP20。

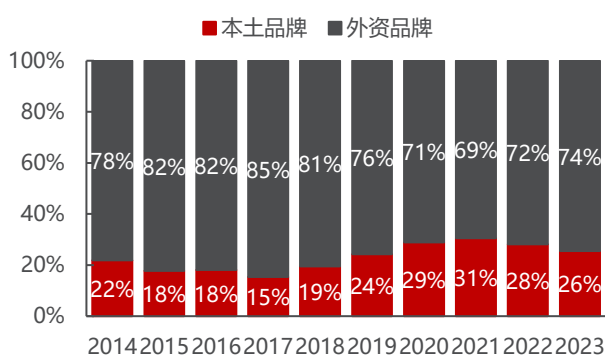
**表3：中国彩妆行业市场占率 TOP20 品牌**

排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	美宝莲 (12.1%)	美宝莲 (11.1%)	美宝莲 (10.1%)	美宝莲 (8.3%)	美宝莲 (6.5%)	Dior (6.1%)	完美日记 (6.7%)	花西子 (6.5%)	YSL (5.7%)	YSL (6.4%)
2	梦妆 (5%)	卡姿兰 (5%)	卡姿兰 (4.9%)	Dior (4.7%)	Dior (6%)	美宝莲 (5.1%)	Dior (6%)	完美日记 (6.3%)	Dior (5.6%)	Dior (5.4%)
3	卡姿兰 (4.6%)	梦妆 (4.7%)	梦妆 (4.2%)	卡姿兰 (4.5%)	兰蔻 (4.3%)	完美日记 (5.1%)	花西子 (5.1%)	Dior (6.1%)	花西子 (5.4%)	兰蔻 (5.1%)
4	欧莱雅 (4.3%)	蜜丝佛陀 (4.2%)	兰蔻 (4%)	兰蔻 (4.3%)	卡姿兰 (3.8%)	兰蔻 (4.9%)	兰蔻 (5%)	兰蔻 (5.1%)	兰蔻 (5.4%)	花西子 (4.3%)
5	玫琳凯 (3.3%)	欧莱雅 (4.1%)	欧莱雅 (3.7%)	梦妆 (3.4%)	YSL (3.3%)	Mac (3.8%)	美宝莲 (4%)	YSL (4.3%)	阿玛尼 (3.3%)	Chanel (3.1%)
6	Dior (3.1%)	兰蔻 (3.5%)	Dior (3.4%)	欧莱雅 (3.2%)	Mac (3.2%)	YSL (3.7%)	YSL (3.8%)	阿玛尼 (3.4%)	完美日记 (3.1%)	阿玛尼 (3%)
7	韩束 (3%)	Dior (3.1%)	蜜丝佛陀 (2.8%)	蜜丝佛陀 (2.8%)	Chanel (2.7%)	卡姿兰 (3.2%)	Mac (3.4%)	美宝莲 (3%)	3CE (2.9%)	3CE (3%)
8	兰蔻 (2.9%)	玫琳凯 (3%)	悦诗风吟 (2.8%)	悦诗风吟 (2.8%)	欧莱雅 (2.7%)	阿玛尼 (3%)	阿玛尼 (3.1%)	Mac (2.9%)	Chanel (2.8%)	卡姿兰 (2.9%)
9	Chanel (2.4%)	Chanel (2.2%)	玫琳凯 (2.4%)	Chanel (2.5%)	梦妆 (2.5%)	花西子 (2.9%)	雅诗兰黛 (2.6%)	Chanel (2.8%)	卡姿兰 (2.8%)	Mac (2.8%)
10	玛丽黛佳 (2%)	玛丽黛佳 (2.2%)	玛丽黛佳 (2.4%)	玛丽黛佳 (2.5%)	悦诗风吟 (2.5%)	Chanel (2.6%)	卡姿兰 (2.5%)	雅诗兰黛 (2.7%)	Mac (2.7%)	Nars (2.7%)
11	蜜丝佛陀 (2%)	兰芝 (2.1%)	兰芝 (2.1%)	Mac (2.2%)	蜜丝佛陀 (2.4%)	纪梵希 (2.5%)	Chanel (2.5%)	卡姿兰 (2.6%)	Nars (2.6%)	雅诗兰黛 (2.5%)
12	兰芝 (1.9%)	兰瑟 (1.9%)	Chanel (2.1%)	纪梵希 (2.1%)	玛丽黛佳 (2.2%)	雅诗兰黛 (2.5%)	纪梵希 (2.3%)	珂拉琪 (2.5%)	雅诗兰黛 (2.6%)	橘朵 (2.4%)
13	兰瑟 (1.8%)	悦诗风吟 (1.7%)	纪梵希 (1.9%)	玫琳凯 (1.9%)	纪梵希 (2.2%)	欧莱雅 (2.3%)	欧莱雅 (2.3%)	欧莱雅 (2.3%)	美宝莲 (2.6%)	欧莱雅 (2.4%)
14	雅诗兰黛 (1.6%)	纪梵希 (1.7%)	兰瑟 (1.8%)	雅诗兰黛 (1.8%)	阿玛尼 (2.2%)	悦诗风吟 (2.1%)	蜜丝佛陀 (1.9%)	纪梵希 (2.2%)	珂拉琪 (2.3%)	美宝莲 (2.2%)
15	娇兰 (1.6%)	娇兰 (1.4%)	Mac (1.6%)	YSL (1.8%)	雅诗兰黛 (2.2%)	梦妆 (2%)	3CE (1.8%)	3CE (2.2%)	欧莱雅 (2.2%)	毛戈平 (2%)
16	雅姿 (1.5%)	雅诗兰黛 (1.4%)	雅诗兰黛 (1.3%)	兰芝 (1.7%)	花西子 (2%)	蜜丝佛陀 (1.9%)	滋色 (1.7%)	Nars (1.9%)	纪梵希 (2%)	纪梵希 (1.9%)
17	纪梵希 (1.5%)	完美 (1.2%)	玫珂菲 (1.2%)	兰瑟 (1.7%)	爱敬 (1.7%)	稚优泉 (1.8%)	梦妆 (1.7%)	蜜丝佛陀 (1.8%)	毛戈平 (1.8%)	CPB (1.8%)
18	完美 (1.3%)	Mac (1.2%)	娇兰 (1.2%)	阿玛尼 (1.5%)	完美日记 (1.6%)	滋色 (1.7%)	悦诗风吟 (1.6%)	植村秀 (1.6%)	橘朵 (1.8%)	完美日记 (1.8%)
19	Za (1.2%)	雅姿 (1.2%)	植村秀 (1.1%)	爱敬 (1.3%)	兰芝 (1.4%)	玛丽黛佳 (1.6%)	小奥汀 (1.6%)	爱敬 (1.6%)	芭比波朗 (1.8%)	芭比波朗 (1.8%)
20	玫珂菲 (1.2%)	玫珂菲 (1.2%)	完美 (1.1%)	玫珂菲 (1.2%)	兰瑟 (1.4%)	爱敬 (1.5%)	Nars (1.5%)	橘朵 (1.5%)	蜜丝佛陀 (1.8%)	彩棠 (1.7%)
CR20	58.3%	58.2%	56.1%	56.2%	57.1%	60.3%	61.1%	63.4%	61.0%	59.1%
TOP20 品牌中本 土品牌市 占率合计	12.7%	10.3%	10.2%	8.6%	11.1%	14.6%	17.6%	19.4%	17.2%	15.1%
TOP20 品牌中外 资品牌市 占率合计	45.5%	47.9%	45.9%	47.6%	46.0%	45.7%	43.5%	44.0%	43.8%	44.0%

资料来源：欧睿，民生证券研究院；注：红色字体对应国货品牌

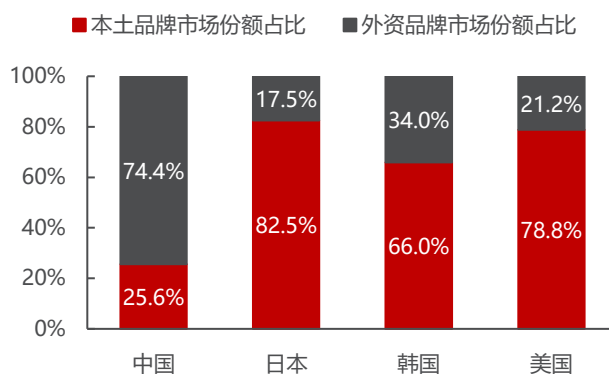
**对比海外成熟彩妆市场中本土品牌占据主要份额，我国彩妆本土品牌市占率有较大提升空间。**根据欧睿数据，2023年，中国彩妆行业TOP20市场份额中，本土品牌占25.6%，国际品牌占74.4%，且市占率TOP10品牌中本土品牌仅占2席；日本、韩国、美国TOP20份额在本土/国际品牌的分布情况分别为82.5%/17.5%、66.0%/34.0%、78.8%/21.2%，均为本土品牌占据主要份额；对比日韩美等成熟彩妆市场，我国彩妆本土品牌市占率有较大提升空间。

**图41：中国彩妆行业CR20本土品牌与外资品牌市场份额分布**



资料来源：欧睿，民生证券研究院

**图42：中日韩美四国彩妆行业CR20本土品牌与外资品牌市场份额分布对比**

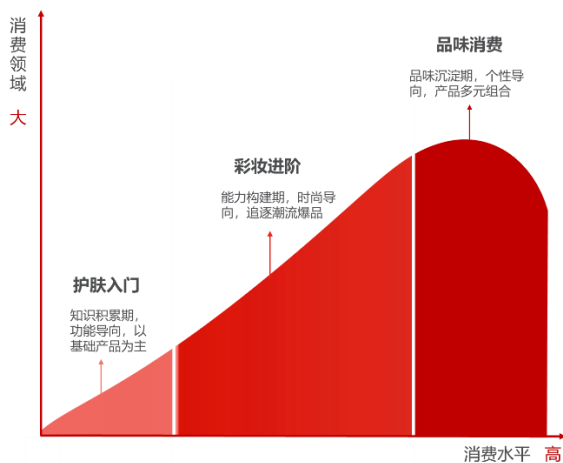


资料来源：欧睿，民生证券研究院

## 2.3 中国彩妆行业趋势：正处于重要的结构性发展拐点

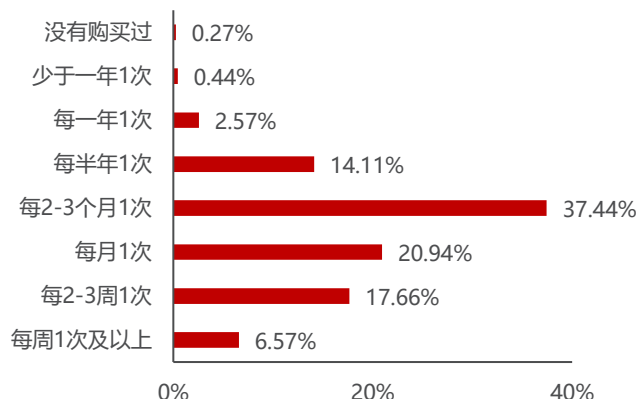
**我国美妆行业正处于护肤意识基本普及、彩妆渗透率有望快速提升的重要阶段。**相较于护肤，化妆流程更为复杂，涉及产品品类更丰富，因此美妆消费者通常遵循“护肤入门→彩妆进阶→品味消费”的成长路径，从基础护肤产品开始了解美妆知识，在搭建起基础美妆知识体系后，进阶至彩妆产品，追求潮流产品。根据中国社科院《2024年中国居民护肤品消费趋势调查》，我国超八成（82.61%）的调研对象购买护肤品的频率是每2-3个月1次甚至更多，仅0.27%的调研对象没有购买过护肤品，说明目前我国消费者对护肤品的需求逐渐走向日常化和高频化，已形成较为成熟的护肤意识，国内美妆行业正处于护肤意识逐渐成熟、彩妆快速发展的拐点。

图43：美妆消费者的成长路径



资料来源：亿邦动力研究院，民生证券研究院

图44：中国消费者的护肤品购买频率



资料来源：中国社科院《2024年中国居民护肤品消费趋势调查》，民生证券研究院

图45：护肤和化妆步骤图示



资料来源：化妆品观察，民生证券研究院绘制

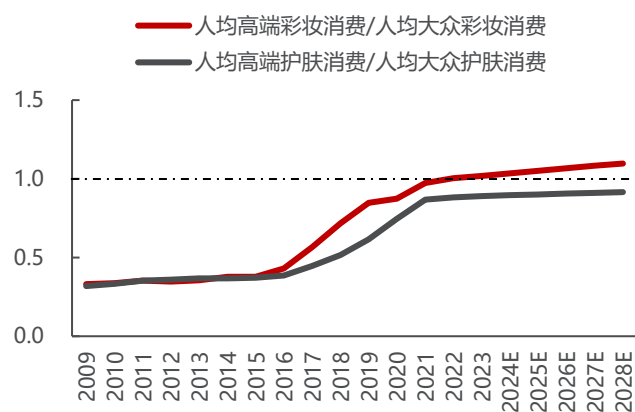
底妆类产品较易形成消费者粘性，色彩类产品更具潮流属性。彩妆类产品可大致分为底妆类和色彩类，其中 1) 底妆类产品：用于调整肤色、提亮肤泛和遮盖毛孔、瑕疵等，包括粉底、遮瑕膏、散粉等；底妆产品在化妆过程中使用频率高、覆盖面积大、与脸部接触时间长，消费者对底妆在持久度、妆感、安全性、舒适性甚

至功效性等方面有更高的要求，同时特别是对于粉底等产品，客户多以产品肤感为导向，一旦找到适合自身肤质的产品，消费者的回购度和忠诚度更高，粘性更强；

**2) 色彩类产品：**主要通过制造鲜艳的颜色进一步增强妆容美感，包含口红、眼影、腮红等；与底妆类产品不同，色彩彩妆产品于消费者而言更具情绪价值，消费者对于色彩产品的需求会随不同潮流趋势甚至是季节的变化而不同，由此色彩彩妆大单品的生命周期相较底妆产品更短。综合看，从企业经营的角度看，底妆产品的培育性价比较高，较易打造出能够持续驱动公司业绩增长的大单品；同时，由于口红等色彩彩妆的市场规模仍然较大，布局色彩彩妆的必要性仍在，公司可以推出顺应当季潮流的色彩彩妆产品，进一步贡献公司业绩增量。

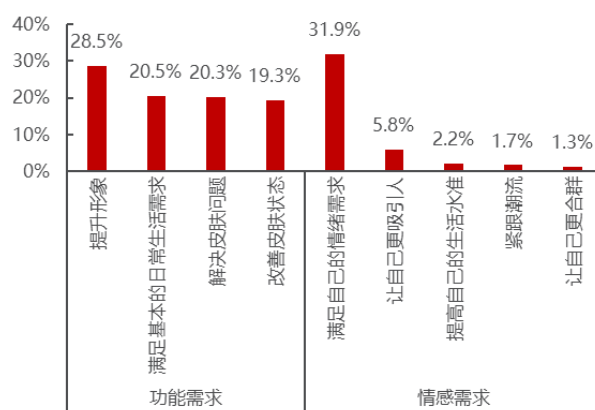
**彩妆产品效果相对护肤品更加快速和外显，高端彩妆消费较快增长。**相对于护肤品，彩妆可以在短时间内显著改善外观，消费者较易在显著的产品效果驱动下产生冲动型消费；同时，库润数据显示，消费者购买彩妆的动机主要包含产品特征需求（100%）、功能需求（63.1%）、情感需求（33.3%），其中功能需求主要聚焦提升形象（28.5%）、满足基本的日常生活需求（20.5%），情感需求主要聚焦满足自己的情绪需求（31.90%）、让自己更吸引人（5.80%）；在日常基础需求+功能需求+情感需求的多重因素推动下，消费者对彩妆存在更多的“冗余购买”，同时也相对更愿意为直观的效果付出更高的溢价，更易培育出高端品牌或高附加值产品。根据欧睿数据，2016-2023 年我国高端彩妆行业的人均消费金额高速增长，CAGR 为 19.9%，快于大众彩妆、高端护肤和大众护肤；2022 年彩妆产品的人均高端消费已领先护肤行业超过人均大众消费。

图46：我国彩妆和护肤行业人均高端消费 VS 大众消费



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图47：消费者购买彩妆的动机



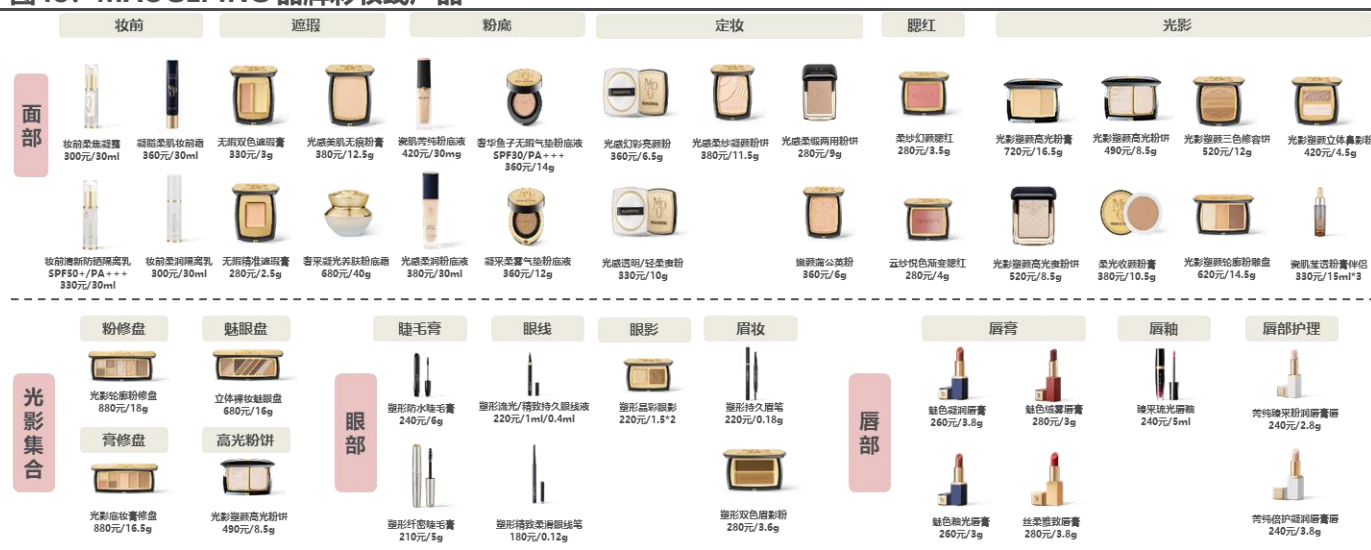
资料来源：库润数据，民生证券研究院

### 3 核心竞争力：超越一般品牌的高端卓越运营

#### 3.1 产品端：汲取光影美学及东方美学的丰富灵感，提供丰富的彩妆及护肤产品

彩妆和护肤品双线布局，产品矩阵丰富。MAOGEPING 品牌旗下产品线包含基于毛戈平先生的光影美学和东方美学的基本理念研发的彩妆产品以及融合高品质配方和精选成分的护肤系列，截至 24 年 6 月 30 日，公司彩妆和护肤品类目合计包含 387 个 SKU，能够提供满足消费者多样化需求的综合美妆解决方案。1) **彩妆**：涵盖粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆产品等，覆盖消费者从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆程序，截至 24 年 6 月 30 日，公司彩妆单品合计 337 个，其中光感无痕粉膏系列为畅销彩妆产品。2) **护肤**：涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液和洁面乳等，能够满足消费者多种肤质的护理需求；同时能与公司彩妆产品相互协同，通过优化消费者肌肤状态实现更优的化妆效果；截至 24 年 6 月 30 日，公司护肤单品合计 50 个，其中奢华鱼子面膜、奢华养肤黑霜为畅销护肤产品。

图48：MAOGEPING 品牌彩妆线产品



资料来源：毛戈平官网，民生证券研究院



图49: MAOGEPING 品牌护肤线产品



资料来源: 毛戈平官网, 民生证券研究院

基于“光影美学”和“东方美学”理念进行产品开发, 致力于打造极具“骨相美”的中国妆。中国妆容通常较为强调底妆的哑光感以及轮廓的立体感; 毛戈平先生依托二十余年的化妆经验, 形成“光影美学”理念, 即在化妆中运用高光和轮廓技巧, 通过色彩的冷暖、明暗的修饰形成视觉上的进与退, 收与放进而完成光影塑型, 重塑脸部轮廓与肌肤质感, 打造立体、饱满的精致妆容。多数亚洲人的脸型为宽而短型, 颧骨高、颧弓长、五官扁平, MAOGEPING 光影系列产品可以通过增强颧骨处和鼻梁处阴影、提亮鼻尖等部位, 自然加强面部轮廓, 产品设计和美学理念符合亚洲人本身的轮廓长相。

图50: 面部的光影分区



资料来源: 美丽有道高定美学公众号, 民生证券研究院

图51: 基于光影美学理念的化妆效果

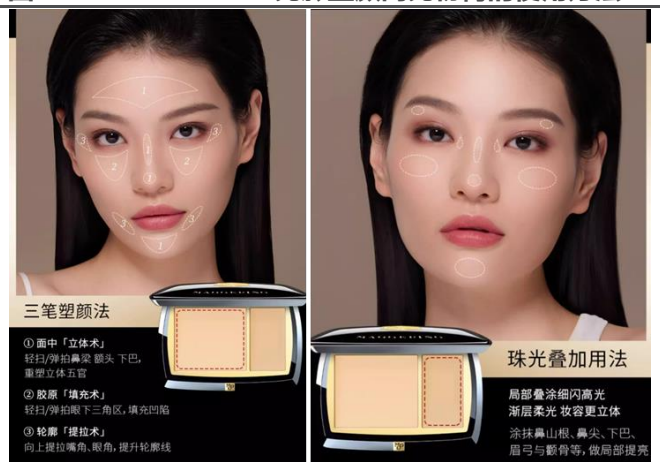


资料来源: 美丽有道高定美学公众号, 民生证券研究院

毛戈平底妆类产品代表为 MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏和 MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼:

1) MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏: 哑光高光, 依靠明暗对比实现提亮效果, 相较于依靠珠光反射实现提亮的珠光高光, 更加契合中国妆对哑光感的追求; 膏体为膏状质地, 相比芭比波朗的五花肉高光等粉状高光更贴肤, 更易与底妆融合; 此外, 对比同样能起提亮作用的遮瑕产品, 高光膏颜色更加亮白, 更能增加面部的立体度。

图52: MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏的使用方法



资料来源: MAOGEPING 毛戈平天猫官方旗舰店, 民生证券研究院

图53: MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏的使用效果



资料来源: MAOGEPING 毛戈平天猫官方旗舰店, 民生证券研究院

2) MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼: 市场中的三色修容盘多为高光修容一体盘, 仅 1-2 种颜色用于修饰阴影, 而 MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼的三个颜色均为修容色, 基本能够满足国内不同肤色消费者的修容需求, 且色系为偏暖的灰色调, 更适合亚洲人偏黄调的肤色, 修容效果更加自然; 此外, 对比单色修容盘, 三色修容饼的三种渐变色搭配使用能够提供更多修容方案, 同时满足修饰脸型、鼻侧及卧蚕的需求。

图54: MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼的使用方法



资料来源: MAOGEPING 毛戈平天猫官方旗舰店, 民生证券研究院

图55: MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼的使用效果



资料来源: 毛戈平官方在线专柜视频号, 民生证券研究院

遵循“深耕底妆, 连带护肤, 延伸色彩系列”的逻辑进行产品布局推新。底妆: 根据中国人肤质专研底妆产品, 打造契合“东方美学”的自然妆感。以 MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏为例, 1) 妆感方面, 中国妆更强调妆容的自然清透感, 相应地就要求底妆与肌肤高度贴合, MAOGEPING 粉膏通过添加多种天然成分优化妆效, 其中维生素 E 主打减少上妆时的卡纹现象, 同时具有抗氧化作用, 保护肌肤; 蜂蜡起防水、稳固底妆, 增强妆容持久度的作用; 合成角鲨烷成分起减少粉膏的浮粉现象, 使妆容更融肤的作用; 此外, MAOGEPING 粉膏还添加库拉索芦荟精华, 起调节肌肤水油平衡作用, 从优化肌底角度赋能妆效升级。对比外资品牌的养肤粉底产品, 如芭比波朗虫草粉霜、兰蔻养肤柔光粉底液等, MAOGEPING 粉膏的膏状质地使得妆效更具哑光感和持久性。

表4: MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏 VS 竞品

产品	MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏	芭比波朗虫草粉霜	兰蔻养肤柔光粉底液	雅诗兰黛白金养肤粉底液
产品图				
价格	380 元/12.5g	760 元/30ml	550 元/30ml	980 元/30ml
质地	固态膏体	液态面霜质地	乳液质地	乳液质地
妆感	哑光	奶油肌	奶油肌	奶油肌
养肤成分	维生素 E、蜂蜡、合成角鲨烷、库拉索芦荟精华等	积雪草苷、冬虫夏草提取物、人参根提取物、沙棘果提取物	玫瑰+扁豆籽+绣线菊精粹、澳洲坚果籽油+杏仁	色提因、5 重抗氧精粹等
色号个数	4	4	5	5

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 民生证券研究院

2) 色号方面, 更集中于中国人的黄二白色域, 相较外资品牌色号更适合中国人肤色。MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏共推出 4 个色号, 分别为冷调白皙的#801 色, 自然偏黄的#802 和#803 色、自然健康的#804 色; 对比外资品牌产品, 如雅诗兰黛白金养肤粉底液共 5 个色号 (冷白+冷自然+冷健康+暖白+暖深)、兰蔻养肤柔光粉底液共 5 个色号 (粉白+中性白+中性自然+暖白+暖自然)、芭比波朗虫草粉霜 4 个色号 (中性白+中性自然+暖白+暖自然偏白), MAOGEPING 粉膏以自然偏黄色为主, 更聚焦于多数中国消费者的黄二白肤色的色域, 同时兼具一款粉调偏白色号和一款自然偏深色号, 能够满足剩余肤色消费者的需求。

图56: MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏色号比竞品更适合中国人肤色



资料来源: 毛戈平天猫旗舰店, 芭比波朗天猫旗舰店, 兰蔻天猫旗舰店, 雅诗兰黛天猫旗舰店, 民生证券研究院

图57: MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏与竞品的妆效对比

MAOGEPING光感美肌无瑕粉膏



芭比波朗虫草粉霜



兰蔻养肤柔光粉底液



雅诗兰黛白金养肤粉底液



**哑光度: MAOGEPING > 芭比波朗 > 雅诗兰黛、兰蔻**

**遮瑕度: MAOGEPING、兰蔻、雅诗兰黛 > 芭比波朗**

**持妆度: MAOGEPING > 兰蔻、雅诗兰黛 > 芭比波朗**

资料来源: 毛戈平官方在线专柜、Bobbi 正正、oO 泡 oO 泡 1305 等微信视频号, 民生证券研究院

深耕底妆, 形成“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”的理念, 拓展护肤品类协同增强彩妆产品效果。化妆与美术的原理相似, 美术在平面白纸上塑造光影结构、形态, 构建透视关系, 而化妆是基于底妆、结合面部结构, 添加高光、阴影、眼影、腮红等多层次色彩; 为便于后续勾勒线条, 画布需要足够平整和干净, 因此自然服帖的底妆是实现精致妆容的基础。分拆底妆的化妆步骤, 底妆的基底即为化妆前涂抹的护肤品, 由此我们认为恰当地使用护肤品能够形成更好的基底来稳住妆面。MAOGEPING 基于“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”的理念, 将产品矩阵从底妆延伸至护肤品, 其中奢华鱼子面膜和奢华养肤黑霜为品牌的核心护肤大单品, 在深层修复、抚平细纹、缩小毛孔等方面的功效卓越, 能够协同增强彩妆产品的功效。

**1) 奢华鱼子面膜:** 富含西伯利亚鱼子和人参精华, 具有滋养皮肤、紧致肌肤、抗衰老、恢复肌肤活力及强韧肌肤屏障的功效。根据毛戈平官方数据, 单次使用产品(使用 15 分钟)后, 肌肤紧致度+10.49%、泛红程度-20.10%、毛孔面积-5.36%; 连续使用两周后, 法令纹深度-10.10%、弹性提升+20.75%、水分流失-33.76%, 产品在短期和长期均能明显改善肌肤的泛红、亮度和弹性。

**2) 奢华养肤黑霜:** 添加山茶花、白茅根、马齿苋、百脉根等原生精粹, 辅以大豆发酵蛋白、神经酰胺 NP 等复配成分, 长期看能够有效修护肌肤屏障、舒缓泛红; 加持专研水屏障技术, 可在肌肤表面形成隐形“养肤膜”, 帮助有效成分高效吸收, 提升肌肤保湿力, 缓解上妆卡粉的问题, 同时能够改善出油, 提升妆容的持久度。

图58：奢华养肤黑霜使用测评



资料来源：逗猫福利社公众号，民生证券研究院

**战略性延伸色彩系列，进一步完善产品矩阵。**消费者对于色彩产品的需求会随不同潮流趋势甚至是季节的变化而不同，各彩妆品牌多通过推出充足的 SKU 以满足消费者需求，单一 SKU 承接的市场空间相对有限，由此 MAOGEPING 将色彩彩妆作为战略补充品类，基于品牌创始人多年来对国人主流审美趋势的洞察，布局口红、唇釉、眼影、腮红等基础类色彩彩妆产品。对比雅诗兰黛、TOM FORD 等外资品牌，毛戈平色彩产品的 SKU 数量相对较为克制，可以在短期内较好的平衡单一色彩类产品过高的“fashion risk”；毛戈平凭借公司卓越领先东方美学的判断及市场洞察能力，推出空气仓唇釉柔雾哑光唇釉，色号更契合亚洲人肤色和审美。一方面作为底妆等品类的补充，另一方面也能通过适当的色彩类产品的布局强化毛戈平是东方美学缔造者的潮流认知。

图59：MAOGEPING、雅诗兰黛、TOM FORD 哑光唇釉色号对比

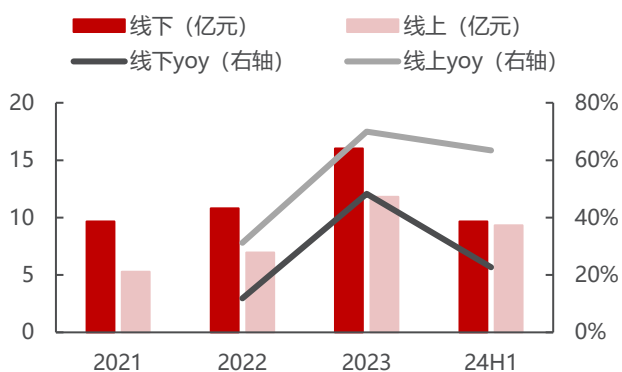


资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

## 3.2 渠道端：核心布局线下百货专柜，稳步拓展线上渠道

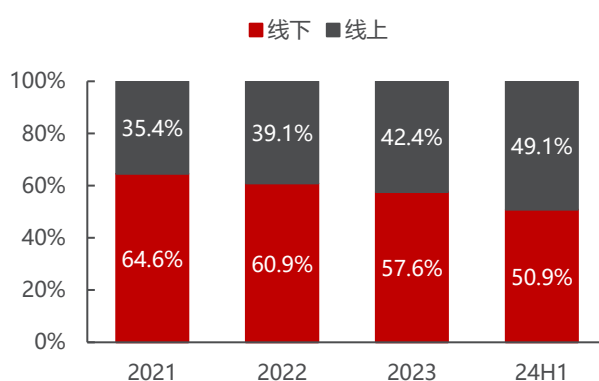
公司渠道以线下专柜+线上自营为主，深耕线下百货专柜二十余年，同时积极发力天猫、抖音等电商平台，线上占比逐步提升，渠道结构趋于均衡，24H1 线下/线上渠道收入占比分别为 50.9%/49.1%。

图60：公司分渠道收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图61：公司分渠道销售收入占比



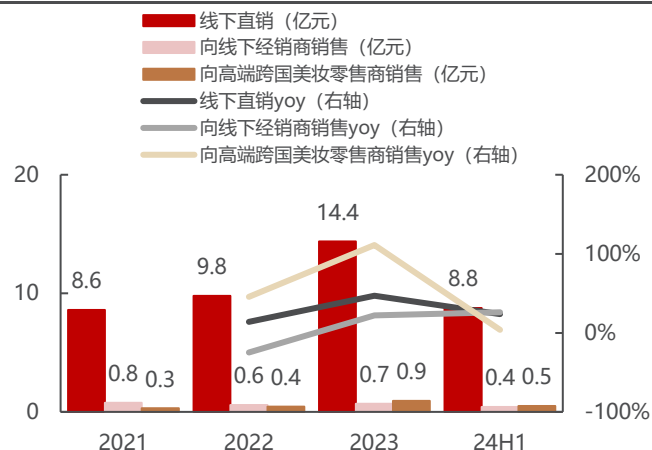
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**1) 线下渠道：包含线下直销(以百货专柜为主)、向高端跨国美妆零售商销售、向线下经销销售等。**

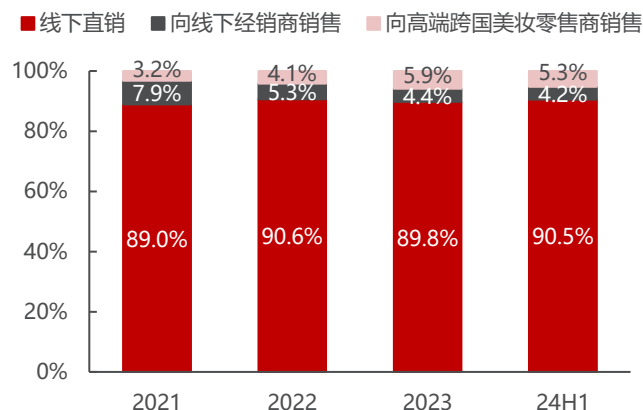
①**线下直销**：主要通过在全国各大百货商场、购物中心开设化妆品销售专柜的形式进行销售。2021 年-24H1，线下直销收入分别为 8.59/9.79/14.38/8.75 亿元，占公司线下销售收入的比例分别为 89.0%/90.6%/89.8%/90.5%。

②**向高端跨国美妆零售商销售**：2020 年开始和高端跨国美妆零售商建立战略合作关系，公司向其直接销售产品，在交付后确认收到产品时确认收入。2021 年-24H1，公司向高端跨国美妆零售商销售的收入分别为 0.31/0.45/0.94/0.51 亿元，占公司线下销售收入的比例分别为 3.2%/4.1%/5.9%/5.3%。

③**线下经销**：与主要从事化妆品销售和经销的线下区域经销商合作，通过 MAOGEPING 经销商专柜或爱终生的经销商渠道销售产品。2021 年-24H1，公司通过向线下经销商销售实现收入 0.76/0.57/0.79/0.40 亿元，占公司线下销售收入的比例分别为 7.9%/4.1%/5.9%/5.3%。

**图62：公司各类型线下渠道收入（亿元）及增速**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

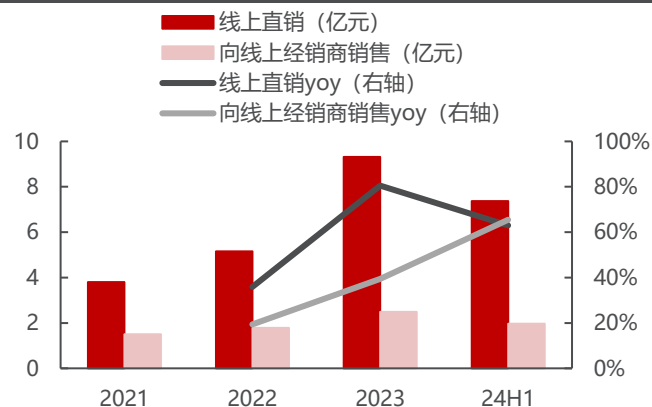
**图63：公司线下渠道结构**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

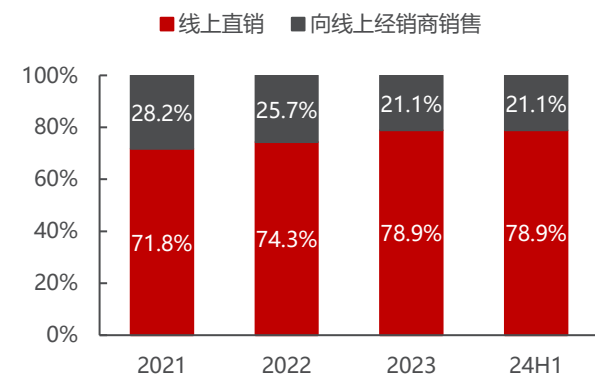
## 2) 线上渠道：包含天猫、抖音等平台直营店渠道以及美妆网店、自媒体平台等网络经销商渠道。

①**线上直销**：通过天猫、小红书、抖音等电商平台直营店销售产品，2021年-24H1，公司线上直销收入分别为 3.80/5.16/9.31/7.37 亿元，占公司线上销售收入的比例分别为 71.8%/74.3%/78.9%/78.9%。

②**线上经销**：通过美妆网店、自媒体平台等网络经销商销售产品，2021年-24H1，公司线上经销收入分别为 1.49/1.78/2.49/1.97 亿元，占公司线上销售收入的比例分别为 28.2%/25.7%/21.1%/21.1%。

**图64：公司各类型线上渠道收入（亿元）及增速**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图65：公司线上渠道结构**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2.1 线下渠道：直营占比持续提升，经销收缩

**直销收入占比稳步提升，经销渠道持续收缩。**公司线下渠道包含线下直销（以百货专柜为主）、向高端跨国美妆零售商销售、向线下经销商销售等，其中以百货专柜为主的直销模式贡献线下主要销售收入，2021年-24H1 占线下整体收入的比重从 89.0%提升至 90.5%；线下经销渠道持续收缩，2021年-24H1 占线下整体收

入的比重从 7.9%降至 4.2%。

**线下百货专柜直销包含直营和自营两种形式，其中直营专柜盈利能力较强。**

**1) 直营专柜：**联营模式，公司在国内重点城市及经济发展潜力较大的城市，与百货商场合作设立 MAOGEPING 品牌的直营专柜，并直接派出员工担任柜台销售人员，所有专柜均接受公司的统一管理运营；2020-2022 年公司直营专柜数量分别为 251/303/322 个，其中新设专柜数量分别为 43/64/32 个；平均收入分别为 190.45/220.94/237.31 万元，其中新设专柜平均收入分别为 73.39/88.58/74.06 万元；平均营业利润分别为 75.97/84.36/86.17 万元，其中新设专柜营业利润分别为 22.09/23.95/14.20 万元。

**表5：2020-2022 年 MAOGEPING 百货直营专柜盈利情况分析（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2021 年同比增长	2022 年	2022 年同比增长
<b>直营专柜数量 (个)</b>	<b>251</b>	<b>303</b>	<b>20.72%</b>	<b>322</b>	<b>6.27%</b>
新设直营专柜数量 (个)	43	64	48.84%	32	-50.00%
<b>专柜平均营业面积 (m<sup>2</sup>)</b>	<b>27.68</b>	<b>29.07</b>	<b>5.03%</b>	<b>31.12</b>	<b>7.04%</b>
新设专柜平均营业面积 (m <sup>2</sup> )	29.40	28.87	-1.79%	34.00	17.77%
<b>专柜平均装修支出</b>	<b>23.35</b>	<b>24.26</b>	<b>3.90%</b>	<b>25.92</b>	<b>6.84%</b>
新设专柜平均装修支出	21.69	24.70	13.87%	26.59	7.65%
<b>平均员工人数 (人)</b>	<b>5.51</b>	<b>5.54</b>	<b>0.63%</b>	<b>6.06</b>	<b>9.33%</b>
新设专柜平均员工人数 (人)	5.00	5.08	1.44%	5.20	2.49%
<b>专柜平均收入</b>	<b>190.45</b>	<b>220.94</b>	<b>16.01%</b>	<b>237.31</b>	<b>7.41%</b>
新设专柜平均收入	73.39	88.58	20.70%	74.06	-16.40%
<b>综合毛利率</b>	<b>86.56%</b>	<b>85.53%</b>	<b>-1.19%</b>	<b>85.22%</b>	<b>-0.36%</b>
<b>专柜平均费用</b>	<b>86.17</b>	<b>101.45</b>	<b>17.73%</b>	<b>112.46</b>	<b>10.85%</b>
新设专柜平均费用	40.75	50.79	24.65%	47.93	-5.64%
其中：					
<b>专柜平均人工薪酬</b>	<b>60</b>	<b>71.29</b>	<b>18.81%</b>	<b>79.65</b>	<b>11.72%</b>
新设专柜平均人工薪酬	25.07	34.61	38.03%	31.46	-9.09%
<b>专柜折旧摊销</b>	<b>6.63</b>	<b>6.68</b>	<b>0.77%</b>	<b>8.31</b>	<b>24.52%</b>
<b>专柜平均营业利润</b>	<b>75.97</b>	<b>84.36</b>	<b>11.03%</b>	<b>86.17</b>	<b>2.15%</b>
当年新设专柜平均营业利润	22.09	23.95	8.42%	14.20	-40.71%

资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**2) 自营专柜：**租赁模式，均开设在大型购物中心，采用自收银模式和独立店铺形式经营，公司派出员工担任柜台销售人员，公司向购物中心业务支付店铺租金；2020-2022 年公司自营专柜数量分别为 15/19/30 个，其中新设专柜数量分别为 11/5/12 个；平均收入分别为 96.80/157.89/152.79 万元，其中新设专柜平均收入分别 71.96/110.74/103.25 万元；平均营业利润分别为 25.17/40.56/32.39 万元，其中新设专柜营业利润分别为 16.45/26.28/17.93 万元。

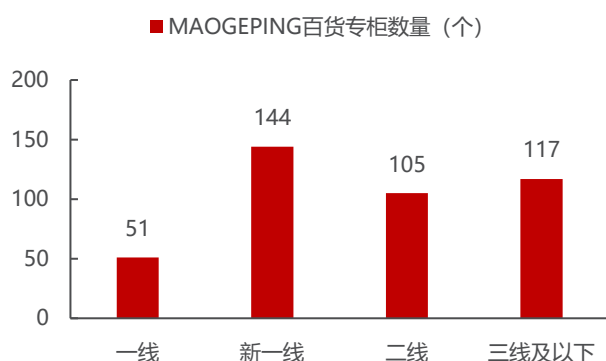


**表6: 2020-2022年 MAOGEPING 百货自营专柜盈利情况分析 (单位: 万元)**

项目	2020年	2021年	2021年同比增长	2022年	2022年同比增长
<b>自营专柜数量 (个)</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>26.67%</b>	<b>30</b>	<b>57.89%</b>
新设自营专柜数量 (个)	11	5	-54.55%	12	140.00%
<b>专柜平均营业面积 (m<sup>2</sup>)</b>	<b>30.41</b>	<b>32.62</b>	<b>7.24%</b>	<b>34.23</b>	<b>4.96%</b>
新设专柜平均营业面积 (m <sup>2</sup> )	32.79	36.60	11.63%	32.86	-10.23%
<b>专柜平均装修支出</b>	<b>23.59</b>	<b>28.02</b>	<b>18.75%</b>	<b>30.00</b>	<b>7.08%</b>
新设专柜平均装修支出	26.22	37.42	42.70%	30.16	-19.41%
<b>平均员工人数 (人)</b>	<b>4.10</b>	<b>4.65</b>	<b>13.36%</b>	<b>5.43</b>	<b>16.74%</b>
新设专柜平均员工人数 (人)	3.89	5.76	47.85%	5.94	3.28%
<b>专柜平均收入</b>	<b>96.80</b>	<b>157.89</b>	<b>63.11%</b>	<b>152.79</b>	<b>-3.23%</b>
新设专柜平均收入	71.96	110.74	53.89%	103.25	-6.76%
<b>综合毛利率</b>	<b>88.64%</b>	<b>87.18%</b>	<b>-1.65%</b>	<b>86.68%</b>	<b>-0.57%</b>
<b>专柜平均费用</b>	<b>61.51</b>	<b>98.82</b>	<b>60.65%</b>	<b>101.49</b>	<b>2.70%</b>
新设专柜平均费用	48.01	70.85	47.57%	73.71	4.04%
<b>其中:</b>					
<b>专柜平均人工薪酬</b>	<b>27.07</b>	<b>48.64</b>	<b>79.68%</b>	<b>50.14</b>	<b>3.09%</b>
新设专柜平均人工薪酬	19.71	36.23	83.79%	35.33	-2.46%
<b>专柜折旧摊销</b>	<b>5.56</b>	<b>7.8</b>	<b>40.22%</b>	<b>10.01</b>	<b>28.40%</b>
<b>租金及物业水电</b>	<b>20.42</b>	<b>31.38</b>	<b>53.65%</b>	<b>30.98</b>	<b>-1.27%</b>
<b>专柜平均营业利润</b>	<b>25.17</b>	<b>40.56</b>	<b>61.14%</b>	<b>32.39</b>	<b>-20.15%</b>
新设专柜平均营业利润	16.45	26.28	59.76%	17.93	-32.79%

资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

**线下百货专柜主要位于一线及新一线城市, 成都、重庆、杭州专柜数较多。**根据
 公司官网数据, 截至 2024 年 12 月 11 日, MAOGEPING 品牌线下百货专柜共 417 个,
 其中一线/新一线/二线城市百货专柜数分别为 51/144/105 个, 占比分别为 12.23%/34.53%/25.18%。
 具体看, 一线城市北京/上海/广州/深圳百货专柜数分别为 13/15/11/12 家; 新一线城市中,
 重庆/成都/杭州/武汉/南京为 MAOGEPING 百货专柜数量最多的前五大城市, 分别拥有 25/24/18/11/10 家。

**图66: 各线级城市 MAOGEPING 百货专柜数量 (个)**

 资料来源: 毛戈平官网, 民生证券研究院;  
 注: 数据截至 2024 年 12 月 11 日

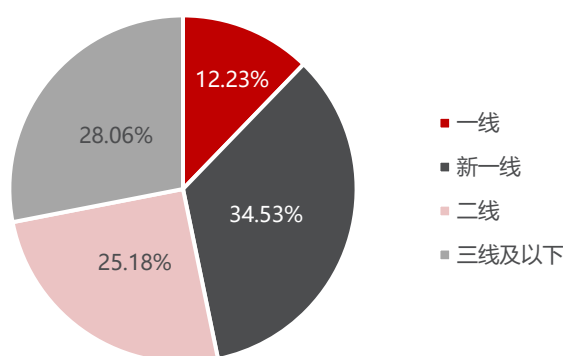
**图67: 各线级城市 MAOGEPING 百货专柜数量占比**

 资料来源: 毛戈平官网, 民生证券研究院;  
 注: 数据截至 2024 年 12 月 11 日

图68: 各省市 MAOGEPING 百货专柜数量



资料来源: 毛戈平官网, 民生证券研究院; 注: 数据截至 2024 年 12 月 11 日

**重点布局线下百货专柜, 助力强化品牌形象与定位。**百货商店是中国美妆行业规模最大、定位最高端的渠道, 在百货商店设立专柜能够帮助加深品牌的高端形象; 此外, 百货专柜能够提供集中的产品售卖空间, 在高流量的环境中提供个性化的客户服务和化妆展示, 并以高档的装饰格局与前沿时尚的视觉效果彰显美妆品牌的品牌理念, 助力高端美妆品牌进行产品销售、树立品牌形象、打造品牌价值。此外, 高端百货渠道的核心消费者画像为 25-45 岁、具有较高自我认知和感受、对产品要求较高的女性, 产品若能够在该群体中获得较高的认同感, 后续向大众推广的成功率也将更高; 相比其他美妆品牌直接布局线上渠道、将线上作为产品试错平台的做法, MAOGEPING “先线下后线上” 战略的推品成功率更高, 线下百货渠道的布局有望协同助力公司后续线上渠道发展。

MAOGEPING 品牌将线下百货作为重点布局渠道, 在线下专柜提供产品咨询、试妆等服务, 并通过专柜顾问传达品牌形象和价值主张, 提升品牌与消费者之间的互动性, 增强消费者对品牌的认同感。截至 24 年 11 月 23 日, MAOGEPING 品

牌已在全国各地的高端百货商店设立专柜，如港汇恒隆广场、银泰、百盛、金鹰、王府井及伊藤洋华堂等。

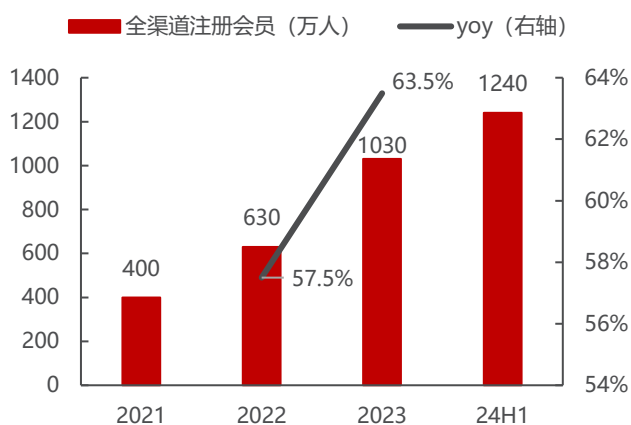
**图69：MAOGEPING 品牌百货专柜示例**



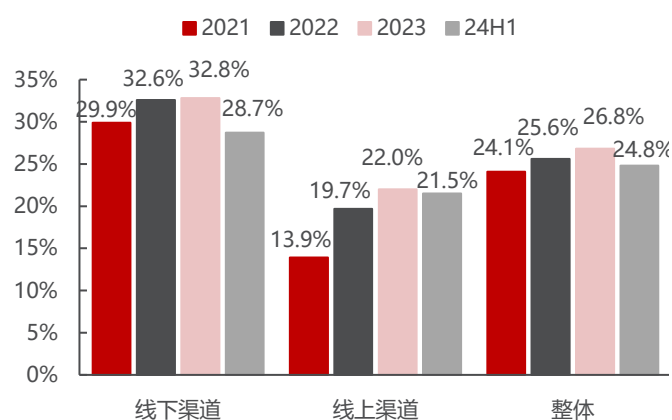
资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**MAOGEPING 线下专柜配备的美妆顾问团队专业素质高，能够为消费者提供专业建议，同时进行品牌宣传传输品牌理念，提升消费者内心对品牌的认同感。**毛戈平专柜的美妆顾问通常要求具备两个月以上的专业彩妆学习经历或者具备两年以上的同类化妆品销售经验，同时能够为顾客化妆、解答顾客产品与化妆等相关问题，专业素质较高。此外，毛戈平重视用户体验，每个专柜均设有试妆座位，且线下专柜均配有数量较多的美妆顾问（截至 24H1 毛戈平拥有 372 个直营专柜，拥有超 2700 名的美妆顾问团队，计算得平均每个专柜约 7 名美妆顾问），利于提供线下试妆和化妆服务；在化妆过程中，美妆顾问将结合妆容，沉浸式地向消费者传递毛戈平品牌遵循的化妆理念和技巧，让消费者看到并认同品牌的内在价值，成为品牌的私域用户，进而促成产品的销售。

**线下专柜会员分级管理，会员粘性较高，24H1 整体复购率约 24.8%。**为更好地服务于消费者，增加消费者的购买频次，提升消费者对品牌的忠诚度，MAOGEPING 品牌百货专柜渠道采取了会员模式对消费者进行管理，2020 年开始公司 MAOGEPING 品牌微信商城的消费者也纳入会员管理体系。MAOGEPING 品牌会员分为美妆会员、风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员，分别对应准入消费标准 0 元/1800 元/4800 元/8800 元，会员等级越高，所享受的会员权益越丰富；截至 24 年 6 月 30 日，公司线下和线上渠道合计拥有约 1240 万注册会员，24 年整体复购率（每个年度/期间购买 MAOGEPING 产品两次或两次以上的注册会员数量除以在同一期间至少购买一次的注册会员数量）为 24.8%；弗若斯特沙利文数据显示，行业平均线上复购率为 10.0%，MAOGEPING 品牌 2021 年-24H1 的线上注册会员复购率分别为 13.9%/19.7%/22.0%/21.5%，高于行业平均水平，客户粘性较强。

**图70: MAOGEPING 品牌全渠道注册会员数 (万人) 及增速**


资料来源: 毛戈平招股书, 民生证券研究院

**图71: MAOGEPING 品牌注册会员复购率**


资料来源: 毛戈平招股书, 民生证券研究院

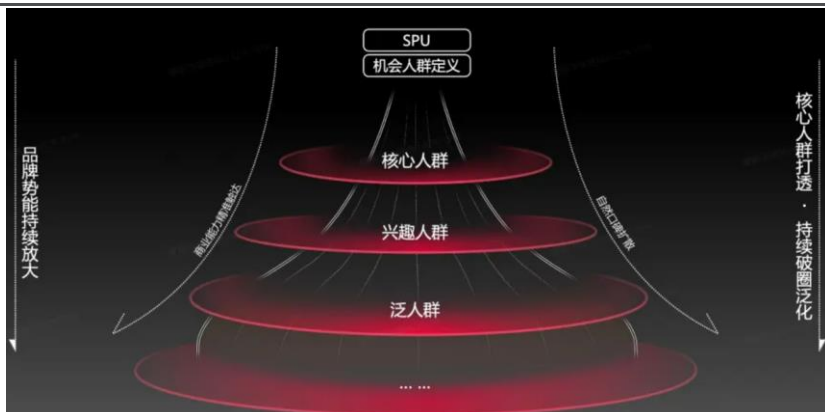
**表7: MAOGEPING 品牌会员体系**

会员类型	美妆会员	风尚会员	白金风尚会员	至尊风尚会员
会员转入	绑定微信即可入会	12个月内专柜累计消费≥1800元	12个月内专柜累计消费≥4800元	12个月内专柜累计消费≥8800元
眉妆定制	✓	✓	✓	✓
妆容教学服务	1次 价值300元	8次 价值2400元	12次 价值3600元	24次 价值7200元
晋级礼遇	/	✓	✓	✓
会员权益				
风尚币 (1风尚币抵扣1元现金)	/	✓	✓	✓
生日月首单购物实付金额享 两倍风尚币	/	✓	✓	✓
生日定制礼	/	✓	✓	✓
新品优先体验	/	✓	✓	✓
一对一专属护肤顾问	/	/	/	✓

资料来源: 毛戈平微信公众号, 民生证券研究院

**高端百货专柜渠道能够直接提供较为优质的产品使用反馈, 赋能产品优化升级, 提升后续线上渠道的推品成功率。** MAOGEPING 品牌严格遵循“先线下再线上”的推品顺序, 将高端百货渠道作为新品推广的首要渠道, 在线下高端百货渠道提供产品体验服务的过程中进行产品推广, 并搜集产品使用反馈, 用于产品的优化升级; 待产品打磨至较高品质时, 再将产品铺至线上平台, 面向更广泛的人群。由于高端百货渠道消费者多为高净值群体, 其对产品品质的追求高于中低收入消费者, 产品若已经过高端百货消费者的考验, 侧面印证了产品已具备较强的市场竞争力, 公司对产品能否成功渗透大众市场以及产品空间有更强的把握度, 相应地在消费者群体更为广泛的线上渠道的推品成功率将同步提升。

图72：毛戈平的线上推品逻辑



资料来源：MSN，民生证券研究院

**外资品牌中国经营承压，部分品牌启动线下撤柜，头部国货品牌有望承接部分流量。** 24年来外资品牌在中国市场经营普遍承压，雅诗兰黛、资生堂等头部美妆集团 24Q1-3 业绩均同比下滑，各集团积极调整品牌策略，关闭低效益品牌在中国的门店；根据美妆网的不完全统计，24年 1-12 月已有 17 个外资品牌宣布退出中国市场，其中 IPSA、欧惠等高端品牌持续缩减线下百货专柜。考虑到百货渠道为线下美妆销售的第一大渠道，是线下高端化妆品高端品牌的聚集地，其帮助高端品牌展示品牌形象、传递品牌理念的价值难以被线上渠道替代，我们认为未来百货渠道仍将是高端美妆品牌销售的主要渠道，MAOGEPING 等服务能力、化妆技术与产品力均处于行业领先水平的国货品牌有望承接部分外资品牌撤柜空出的流量。

表8：2024年 1-12 月宣布退出中国市场的外资品牌（不完全统计）

品牌	退出时间	定位	进入/诞生时间	情况	品类
COFFRET D'OR	12 月	花王旗下中高端彩妆品牌	2009 年进入中国市场	12 月底彻底停产	彩妆
美即	9 月	平价面膜	2003 年创立，2013 年被欧莱雅集团收购	全面退出线上	护肤
AUBE	8 月	花王旗下平价彩妆品牌	诞生于 1994 年	3 月起逐步停产 AUBE，并于 8 月底停止销售	彩妆
诗佳秀	7 月	韩国 LG 生活健康旗下高端贵妇护肤品牌	2016 年进入中国市场	结束运营，关停	护肤
BUAM 葆木	7 月	资生堂旗下高端护肤品牌	2021 年进入中国市场	停止在中国市场销售产品	护肤
贝玲妃	6 月	LVMH 旗下美妆品牌	2007 年进入中国市场	6 月底正式退出中国	彩妆
APIVITA	6 月	Puig 集团旗下希腊护肤品牌	2018 年进入中国市场	关闭天猫海外旗舰店	护肤
PAUL&JOE BEAUTE	6 月	法国美妆品牌	2019 年进入中国市场	线下关店	彩妆
Marc Jacobs	6 月	科蒂旗下香水品牌	2008 年进入中国市场	关闭天猫旗舰店	香水
NYX	6 月	欧莱雅集团旗下平价彩妆品牌	2019 年在天猫国际开店	天猫海外旗舰店结束运营	彩妆
Boscia 博倩叶	5 月	日本 FANCL 集团旗下纯净护肤品牌	2014 年 6 月进入中国	关闭官网	护肤
BY TERRY	4 月	法国高定美妆品牌	2020 年进入中国市场	撤出丝芙兰，线上业务正常运营	彩妆
Kose 高丝	4 月	日系护肤、彩妆品牌	1988 年进入中国市场	高丝天猫旗舰店关店	护肤、彩妆
彼得罗夫	2 月	美国小众功效护肤品牌	2010 年进入中国市场	线上关店，线上渠道调整	护肤

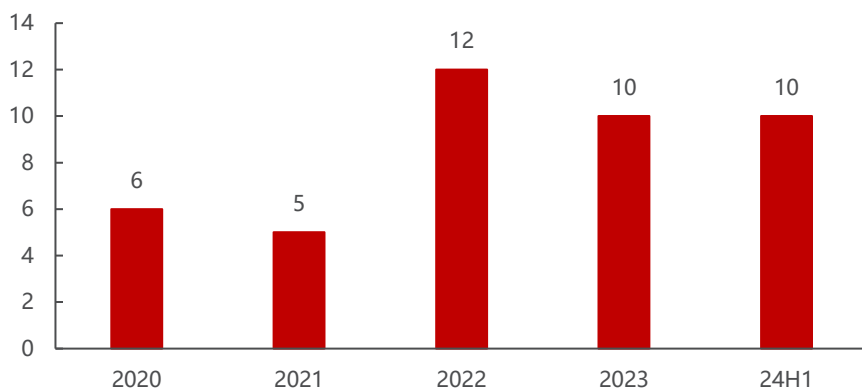
IPSA 茵芙莎	2月	资生堂旗下主打肌肤节律调节的护肤品牌	2004年进入中国市场	多次撤柜	护肤
肌肤哲理 Philosophy	1月	科蒂旗下医药护肤品牌	2017年进入中国市场	天猫、京东旗舰店闭店	护肤
OHUI 欧蕙	1月	LG生活健康旗下的高档品牌	2005年进入中国市场	撤出线下，保留线上	护肤、彩妆、香氛

资料来源：美妆网，民生证券研究院

### 3.2.2 线上渠道：以保障品牌高端属性为前提发展线上渠道

线上经销商筛选标准较高，数量较少。在与经销商首次合作前，公司会综合评估经销商的地理覆盖范围、经营规模、资质、现有客户群及市场声誉等方面；达成合作后，公司会定期审查经销商的表现；在续签合作协议时，综合评估经销商的资质、销售及营销能力、销售网络、财务资源、客户资源及与公司旗下品牌的协同度，整体看公司的经销商筛选和管理要求较高，经销商综合素质较优。截至 24H1，公司共有线上经销商 10 家，与 23 年末持平。

图73：公司线上经销商数量（个）



资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

线上布局节奏缓于国货同行，克制发展保障品牌高端属性下的“稀缺性”。根据天猫、抖音、京东等平台数据，MAOGEPING 品牌成立于 2000 年，品牌成立 12 年后（2012 年）布局天猫渠道，2020 年开设京东旗舰店，2021 年开设抖音旗舰店，相较于彩棠、花西子、完美日记等品牌在品牌成立后 2 年内便布局线上渠道，MAOGEPING 品牌的线上渠道布局节奏相对缓慢。对于高端品牌，其对消费者的吸引力同品牌知名度和渗透率之间的差距成正比，稀缺性为其维持高端品牌形象的关键；网络销售通常会加速品牌渗透，消费者更易触达高端品牌的产品，进而破坏和稀释品牌在高端消费群体心中的价值感。MAOGEPING 品牌作为高端美妆品牌，其将线下百货作为主要渠道，重视用户体验，保障品牌的稀缺性和获得感，并将线上渠道作为人群破圈的辅助渠道，能在扩大品牌销售的同时最大程度保障高端形象，实现更长期的发展。

**表9: MAOGEPING 与其他国货品牌在主流线上电商平台开设官方旗舰店的时间对比**

品牌	品牌成立时间	天猫旗舰店开设时间	京东旗舰店开设时间	抖音旗舰店开设时间
MAOGEPING	2000 年	2012 年	2020 年	2021 年
彩棠	2014 年	2016 年	2023 年	2020 年
花西子	2017 年	2017 年	2020 年	2020 年
完美日记	2017 年	2017 年	2018 年	2020 年
珂拉琪	2018 年	2019 年	2019 年	2020 年

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 各品牌抖音旗舰店, 各品牌京东旗舰店, 中国日报, 民生证券研究院

**遵循“少量产品+人群拓宽”的原则布局线上渠道。**截至 24 年 6 月 30 日, 公司共推出 387 个彩妆和护肤单品, 而天猫和抖音旗舰店的上架产品数仅 20+, 主要为已在线下渠道打磨成熟的热销品, 如 MAOGEPING 高光粉膏、鱼子酱面膜等; 消费者若需更多获得产品仍需前往线下专柜, 在满足消费者对品牌产品的基本需求的同时降低线上渠道拓展对品牌价值的影响, 保障品牌稀缺性和高端形象。此外, MAOGEPING 品牌线下渠道消费者多集中于 30 岁以上; 为拓宽认可品牌高端价值的年轻消费者, 品牌在线上渠道推出小规格单品, 单价相对正装较低, 符合年轻群体的消费力; 蝉妈妈数据显示, 截至 12 月 16 日, 抖音渠道毛戈平品牌的成交用户中, 18-23 岁消费者占 7.83%, 24-30 岁消费者占 28.80%, 合计占 36.63%, 略低于 31-40 岁消费者 54.41% 的占比; 未来随品牌持续布局线上渠道, 每年均推出少量的核心单品, 品牌的受众覆盖面和知名度有望进一步拓展。

**表10: 2024 年 1-10 月毛戈平品牌在天猫和京东的销售额 TOP10 产品**

品名	销售额 (万元)	销量 (万件)	均价(元)
<b>天猫</b>			
鱼子面膜	9532.2	19.0	501.7
光感柔纱凝颜粉饼	7633.1	24.5	311.9
鱼子气垫粉底	7106.2	18.5	385.1
黑羽翼气垫粉底	4031.7	10.0	403.0
光感美肌无痕粉霜	3689.7	14.4	256.1
光感柔润粉底液	3449.7	11.3	305.7
无瑕双色遮瑕	2865.2	9.7	295.1
奢华养肤黑面霜	2834.7	7.5	376.7
光影塑颜高光	2654.1	8.1	326.6
柔纱幻颜腮红	2167.1	8.1	266.6
<b>京东</b>			
鱼子面膜	2911.3	10.1	288
光感柔纱凝颜粉饼	1887.6	6.0	315
鱼子气垫粉底	1656.7	5.5	301
黑羽翼气垫粉底	1139.3	3.0	384
奢华养肤黑面霜	1095.0	12.0	92
光感美肌无痕粉霜	1035.9	3.8	272
光感柔润粉底液	848.1	2.7	314
无瑕双色遮瑕	698.8	2.1	329
柔纱幻颜腮红	556.3	2.0	275
鱼子护肤套装	480.9	0.7	694

资料来源: 久谦, 民生证券研究院

### 3.3 品牌端：长期主义思维做品牌，打造高端专业东方美学品牌心智

**MAOGEPING 品牌蕴含创始人对于审美的独到见解与风格。**创始人毛戈平先生从事化妆艺术近四十年，对东方女性的面部轮廓以及肤质有着深入的研究，开创将光影美学的精髓与东方美学的内核精神深度融合的理念，形成独有的审美见解和化妆流派。凭借其美学理念，毛戈平先生成为首位开创与其同名美妆品牌 MAOGEPING 的中国化妆大师，根据弗若斯特沙利文的资料，MAOGEPING 也是中国第一个高端国货美妆品牌。MAOGEPING 品牌通过对化妆品功能需求的深刻洞察，将创始人的“光影美学”和“东方美学”理念及实用性与美妆产品完美融合，为消费者呈现出一系列多元化、充满创新性的美妆产品，其中，与故宫文创携手打造的气蕴东方系列为 MAOGEPING 品牌在东方美学领域的代表产品，至今共推出五季超 30 款产品，产品从故宫藏品中汲取灵感，将桃花、宫猫、彩蝶等元素融入到外壳或压纹中，巧妙结合传统文化与现代美学理念。

图74：MAOGEPING 品牌“气蕴东方”系列产品



资料来源：毛戈平官网，民生证券研究院

**品牌创始人毛戈平先生为东方美学领军人物，光影审美开创者。**毛戈平先生从小临摹仕女图，具备深厚的美术功底，深谙绘画的光影变化；1983 年底从浙江艺术学校毕业后被分配至浙江越剧团，起初为越剧演员，后因一个契机开始担任剧团舞美队的化妆师，越剧妆容色彩明快柔和、线条清晰、五官分明，奠定毛戈平的中式光影美学基础；1984 年后，毛戈平先后为《杨乃武与小白菜》、《上海一家人》、《火烧阿房宫》、刘亦菲版《天龙八部》等 40 多部影视作品和 20 多部舞台剧进行化妆造型设计，持续加深对中式美学的理解；1998 年，主讲毛戈平对东方面孔如何化妆的理解的书籍《毛戈平化妆艺术精品集》出版上市，毛戈平美学理念体系化发展；2000 年 MAOGEPING 品牌成立，毛戈平便将多年舞台妆容经验融入到产品研发中，强调突出东方美学的神韵，并以光影雕琢“骨相”，同时毛戈平不断从古典文学、传统戏曲、历史文物等中国文化瑰宝中汲取灵感，不断推出具备东方审美气韵和文化内核的产品。



**图75：电视剧《武则天》中毛戈平给刘晓庆做的化妆造型**


资料来源：节点财经公众号，民生证券研究院

毛戈平先生在化妆领域颇有建树，是当代中国化妆师的标志性人物，个人 IP 影响力难以撼动，成为品牌长期发展壁垒之一。公司创始人毛戈平先生是中国化妆艺术大师、文化部一级形象设计师，先后四次荣获中国化妆界权威机构“中国电影电视化妆委员会”颁发的“中国影视化妆金像奖”。1995 年，毛戈平先生成功为 45 岁出演《武则天》的演员刘晓庆打造出 16 岁少女到 80 岁老者之间的三个人生阶段的妆造，由于当时影视圈未曾将 40 多岁的演员画出 15 岁的少女感的先例，毛戈平凭借卓越的化妆技术被誉为“魔术化妆师”；2000 年后，毛戈平先生还获得日本彩妆联盟颁发的“日本亚洲化妆联盟的表彰奖”、中国健康美容行业信誉联盟颁发的“亚洲彩妆大师”等称号，截至 11 月 23 日微博及抖音平台上关于毛先生及 MAOGEPING 话题的互动分别超过 62 亿次及 49 亿次，毛戈平已在美妆行业形成较高的个人声誉和影响力，有望持续赋能品牌知名度的打开和市场开拓。

**表11：毛戈平先生部分所获奖项**

序号	时间	所获奖项
1	2022 年	荣获“2022 瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖
2	2022 年	第十八届杭州市优秀企业家
3	2022 年	2021-2022 年度杭州市重点文化企业
4	2022 年	2022 年度省市放心消费单位、2022 年度首批省市放心消费直播间
5	2021 年	2021 年度上城区经济贡献突出企业
6	2021 年	2021 新商业年度人物
7	2021 年	“故宫系列”第四季礼盒获美国缪斯设计铂金奖
8	2021 年	被杭州市商务局聘请为“杭州市时尚消费推广大使”
9	2021 年	荣获“2021 瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖
10	2020 年	杭州市人民政府“杭州工匠”称号
11	2020 年	入选教育部“国家技术技能大师”名录
12	2019 年	中国美业技术推动杰出人物奖
13	2018 年	当选“中国改革开放 40 周年全球华人年度影响力人物”
14	2018 年	中国健康美容行业“特殊贡献奖”
15	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
16	2017 年	中原国际时装周“最具艺术创作奖”
17	2016 年	第十一届“中国影视化妆金像奖”

18	2016年	中国健康美容行业信誉联盟颁发的“亚洲彩妆大师”
19	2016年	2015 全球华人影响力盛典暨峰会“美妆艺术特别贡献奖”
20	2016年	“亚洲美”（韩国）颁奖盛典“海外艺术家大奖”
21	2015年	中国美发美容协会成立 25 周年“突出贡献奖”
22	2014年	上海国际服装文化节“中国时尚 20 年功勋人物奖”
23	2012年	第九届“中国影视化妆金像奖”
24	2011年	当选“2011 品牌中国年度人物”
25	2011年	互联网美容大奖“终身成就奖”
26	2010年	获日本彩妆联盟“日本亚洲化妆联盟的表彰奖”
27	2010年	获“第八届中国影视化妆金像奖”
28	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”
29	2008年	任北京奥运会开、闭幕式化妆造型设计师
30	2008年	任北京奥运会国际奥委会主席罗格先生化妆造型师
31	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”
32	2006年	获中国美发美容协会“中国美发美容业凤凰年度奖”
33	2006年	获“首届中国美容化妆品（化妆造型）特别贡献奖”
34	2005年	获中国美发美容协会“中国著名造型大师”
35	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”
36	2004年	获中国服装设计师协会“年度人物大奖”
37	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”
38	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”
39	2000年	获中国美发美容协会“中国美容化妆专家”称号
40	1998年	获“中国电影电视技术学会第二届化妆金像奖”
41	1996年	获 CCTV “中国音乐电视台 MTV 化妆奖”
42	1990年	获国家广播电视总局国家“飞天奖”最佳美术奖
43	1988年	获上海文化局上海“百爱神”专业化妆一等奖

资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**毛戈平定位高端，脱离国货最卷的大众价格带。**根据各品牌天猫旗舰店，毛戈平线上护肤/彩妆产品的主流价格带分别为 500-1800 元/200-800 元，高于彩棠、花西子等头部国货彩妆品牌 150-300 元的价格区间，脱离多数国货品牌竞争的大众价格带；同时对比雅诗兰黛、兰蔻等头部高端国际品牌，毛戈平高价产品定价相对较低，多低于 2000 元，具备价格优势。

**表12：MAOGEPING 与国内头部彩妆品牌以及外资大牌对比**

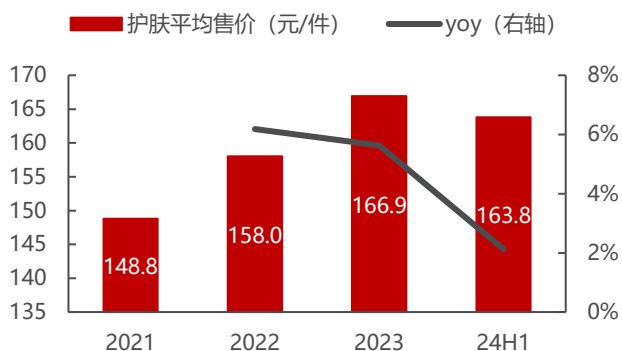
品牌	国家	产品类别	核心价格带	代表产品价格
毛戈平	中国	护肤	500-1800 元	奢华至臻菁华水（630 元/150ml）
				奢华鱼子面膜（780 元/65g）
				奢华至臻多效抗皱眼霜（780 元/20g）
		彩妆	200-800 元	羽幻轻透蜜粉饼（560 元/6g）
				星耀锁妆气垫粉底液（360 元/14g）
				柔纱幻颜腮红（280 元/3.5g）
光影塑颜高光粉膏（720 元/16.5g）				
<b>头部本土彩妆品牌</b>				
彩棠	中国	彩妆	100-300 元	小圆管遮瑕持妆粉底液（229 元/30ml） 三色高光修容盘（189 元/17g）

				三色遮瑕盘 (179 元/5g)
				第二代仿生膜精华口红 (160 元/3.3g)
完美日记	中国	彩妆	100-250 元	三萃精华粉底液 (240 元/30ml)
				羽感精华气垫 (240 元/12g)
				十二色眼影盘 (129 元/14g)
花西子	中国	彩妆	150-300 元	好气色蜜粉 (169 元/8.5g)
				雕花口红 (159 元/3.2g)
				持妆粉底液 (230 元/30ml)
<b>头部外资品牌</b>				
NARS	美国	彩妆	200-500 元	流光美肌粉底液 (490 元/30ml)
				蜜粉饼 (390 元/10ml)
				金管唇蜜 (260 元/5.5ml)
		护肤	400-3000 元	小棕瓶眼霜 (565 元/15ml)
				胶原霜 (1160 元/75ml)
				第二代樱花水 (995 元/200ml)
雅诗兰黛	美国			白金养肤粉霜 (1150 元/30ml)
		彩妆	300-1000 元	DW 粉底液 (470 元/30ml)
				绝色云裳唇釉 (350 元/7.5ml)
				绝色倾慕腮红 (560 元/7g)
				菁纯眼霜 (1200 元/20ml)
		护肤	300-4500 元	发光眼霜 (570 元/15ml)
				塑颜紧致霜 (930 元/50ml)
				菁纯精华水 (1100 元/150ml)
兰蔻	法国			持妆粉底液 (470 元/30ml)
		彩妆	350-1000 元	菁纯精华粉底液 (990 元/35ml)
				菁纯口红 (360 元/3.4g)
				菁纯精华粉霜 (1200 元/35ml)
				菁纯气垫 (780 元/13g)
芭比波朗	美国	彩妆	250-900 元	羽柔蜜粉饼 (420 元/8g)
				纯色奢金哑光唇膏 (370 元/3.5g)
				晶亮颜彩盘 (520 元/8g)

资料来源: 各品牌官网, 各品牌天猫旗舰店, 民生证券研究院

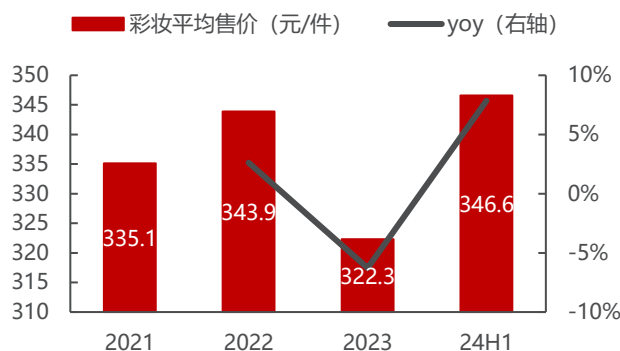
**稳步提高产品单价, 高价产品布局节奏匹配渠道拓展进程。** MAOGEPING 品牌目前的线下渠道以港汇恒隆广场、银泰、百盛、金鹰、王府井等商场为主, 该类商场通常为综合性商业区, 产品覆盖从大众到高端的多种价格带; 24 年公司新拓展 SKP 等渠道, 该渠道的品牌布局更聚焦于高端和高奢品牌, 更高奢渠道的布局有望助力品牌拓展更高消费力的人群, 赋能更高单价产品的销售。目前 MAOGEPING 品牌与头部外资品牌在高端价格带的布局差异主要聚焦 2000 元以上的区间, 未来随新渠道的布局和完善, 公司将稳步推出更高客单价的产品, 以满足更高端渠道消费者需求, 并进一步提升品牌高端形象, 提高品牌在高端价格带的议价能力。

图76: 公司护肤产品的平均售价 (元/件) 及增速



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

图77: 公司彩妆产品的平均售价 (元/件) 及增速



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

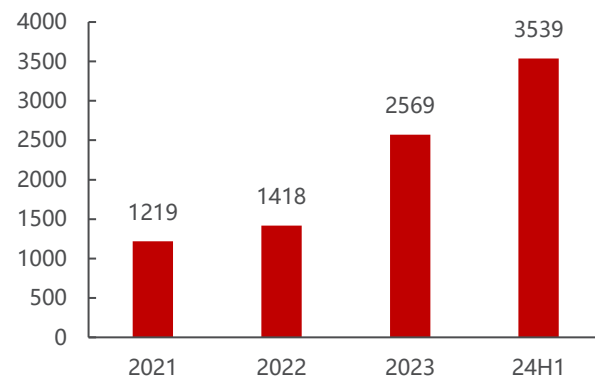
**化妆培训业务进一步夯实品牌长期心智。**公司以子公司杭州毛戈平形象设计艺术有限公司为主体, 在杭州、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛、北京九地设立培训机构开展化妆培训业务, 主要课程包括形象设计与艺术特色课程、化妆造型全科课程等。美妆学院培养的人才除进入公司担任重要职位, 如总部员工、培训人员或专柜美妆顾问等, 也会流向影视、时尚、设计、婚庆、摄影、媒体、博客、零售等多个领域从事化妆品相关工作; 由于美妆的培训课程是基于公司在化妆艺术方面的深厚知识和毛戈平先生的美学理念进行设计, 培训课程的化妆品及美妆工具部分来自于 MAOGEPING 品牌, 参与培训的学员在培训过程中将逐步成为毛戈平技术理念的传承者和宣传者, 其在毕业后的工作中也将是毛戈平美学理念和品牌文化的传播者, 有助于提升 MAOGEPING 在专业化妆领域的知名度, 进而提升在全国范围的品牌声誉。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司培训课程参与者共 3539 人, 较 23 年底增加 37.8%, 人员规模快速增长; 根据弗若斯特沙利文资料, 按 2023 年课程参与者报读人数计, 毛戈平为中国最大的化妆艺术培训机构之一, 看好公司化妆培训业务对公司品牌心智建设的持续赋能。

图78: 化妆培训主要课程

课程类型	课程名称	学时	学费
特色课程	影视人物艺术创意课程/时尚平面创意设计课程/现代任务形象设计课程/经典艺术风格设计课程/高级定制形象设计课程	1 学年	35800 元
	化妆造型全科课程	5 个月	22800 元
核心课程	时尚美妆课程	2 个月	10800 元
	光影彩妆艺术课程	3 个月	17800 元
阶段课程	基础化妆课程/时尚美妆课程	1 个月	7500 元
	立体化妆课程/时尚新娘课程/艺术彩妆课程	1 个月	9500 元
其他短期课程	2.5 个月以内		

资料来源: 毛戈平形象设计官网, 民生证券研究院

图79: 毛戈平化妆培训课程参与人数 (人)



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

**中华文化历史悠久，文化自信逐步提升浪潮下具备成就高端中式奢侈品的底蕴。**根据 Vincent Bastien 的《奢侈品战略》，“生产者角度来看，一个中国的奢侈品应该是高于商业世界、尊贵的，并且源于一种永恒的东西，因此应该从历史中寻找它的根基。中国人有着辉煌的历史，但是迄今为止都还没有完全将它充分挖掘出来，也没有重新自豪地承认它是自己的一部分，这样的做法不是为了复制过去，而是为了寻回一种古老的、神圣的传统，而它们都应该在今天的现代作品或物品中得到体现。中国人一旦恢复对自己和自己文化的自信，毫无疑问，大的中国奢侈品品牌必然会出现，以此重新建立起与过去的联结。奢侈品品牌不能没有根基，不能没有能够赋予品牌非商业内涵的历史。” MAOGEPING 作为传递东方美学的高端美妆品牌，产品开发、品牌理念均以上千年的中华美学为基础，具备较为深厚的中华文化底蕴；我们认为在文化自信逐步提升的浪潮下其具备成为高端中式奢侈品的潜质，仍存强增长潜力。

**以主义思维进行品牌营销，打造高端专业东方美学品牌心智。**随行业竞争日益加剧，多数美妆品牌在制定营销策略时更加注重效率和投资回报率（ROI），广告投放强调聚焦核心客群；而 MAOGEPING 品牌坚持长期主义，营销投放旨在传递品牌理念，提升品牌知名度、美誉度等内在价值，逐步在消费者中形成高端专业东方美学的品牌心智。具体看，营销举措包含：

**1) 合作国际性重大赛事进行跨界营销：**如 2008 年北京奥运会毛戈平以奥运会妆造设计师的身份参与奥运会开闭幕式的妆造工作，2021 年 MAOGEPING 品牌成为第 19 届杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务供应商，2022 年及 2023 年 MAOGEPING 品牌担任中国花样游泳队官方赞助商及中国国家队的官方合作伙伴。

图80：MAOGEPING “盛彩之光”系列



资料来源：毛戈平官网，民生证券研究院

图81：MAOGEPING “火花金耀”系列



资料来源：毛戈平官网，民生证券研究院

**2) 基于品牌东方美学定位的文化 IP 营销：**与故宫文创合作发布“气蕴东方”系列，至今已推出第五季，产品充分吸取故宫代表的东方美学元素，富含现代美妆文化底蕴和艺术美感其中。

**表13: MAOGEPING “气蕴东方” 系列产品介绍**

产品	产品图	产品系列特点
第一季		以故宫最具代表性的建筑特色为灵感,对红墙、金瓦等元素进行编排、重组、再创造,以“大道至简、内藏乾坤”的原创设计,奠定差异化的品牌特色。
第二季		采用馆藏文物的黑漆描金元素,展现宫廷磅礴气概,形成品质化认知。
第三季		以光绪大婚图为灵感,构筑东方美学。
第四季		以“宋风雅韵”为主题,选取宋代书画等元素,为品牌的价值附加更多国风色彩。
第五季		以“繁花秘境”为主题,以东方美学理念诠释对蝴蝶、御猫、桃花等故宫藏品纹样的美学印象;系列产品色调温煦柔和,质地清新,可恣意打造柔美灵动的妆容,营造最适配豆蔻少女的柔嫩氛围,宛若浸染阳光的繁花,温柔缱绻,烂漫欢愉。

资料来源: 化妆品报, 毛戈平官网, 民生证券研究院

**3) 充分利用创始人个人 IP, 以直播教学、妆教视频等形式加强品牌与消费者的互动, 提高消费者对品牌产品的兴趣。**毛戈平先生早期主要通过书籍以及全国发行的化妆艺术教学 VCD 等方式传播和推广自己的美学理念; 2019 年前后部分线上博主将早期教学视频上传, 毛戈平提出的“千人千面”、“回归化妆本质”等理念引起广泛讨论; 2019 年同年, 毛戈平联合知名美妆 KOL “深夜徐老师” 发布改妆视频, “整容级” 化妆技术使得视频迅速出圈, 视频登上微博热搜并引发超 4000 万次的观看量, 有效拉动毛戈平美妆在大众视野的曝光率, 为毛戈平个人获得庞大的粉丝群; 2020 年毛戈平正式入驻 B 站, 并持续发布化妆教学、改妆教程等视频, 在提供消费者化妆建议的同时技巧展示产品效果, 助力提升品牌知名度以及消费者对产品的兴趣。

图82：毛戈平哔哩哔哩个人账号发布的化妆教学视频



资料来源：哔哩哔哩，民生证券研究院

图83：“深夜徐老师”发布与毛戈平合作的改妆视频

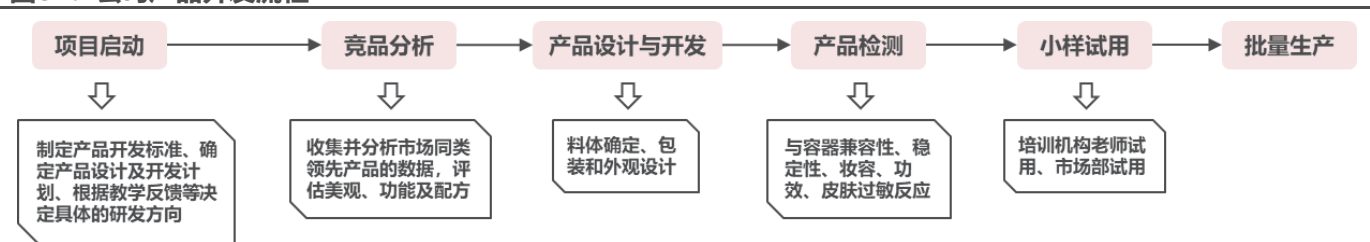


资料来源：深夜徐老师微博号，民生证券研究院

### 3.4 研发端：以需定品，严控品质

**公司新品开发流程涵盖项目启动、竞品分析、产品设计与开发、产品测试、抽样测试、批量生产六大环节。** 1) 新产品项目启动：公司产品开发团队与 ODM 供应商深入合作，制定产品开发标准；公司营销团队及艺术委员会确定产品设计及开发计划；市场部人员根据对市场需求的收集、研发团队对市场需求的判断以及教员在教学过程中的反馈，决定具体的研发方向。2) 竞品分析：收集并分析市场同类领先产品的数据，评估美观、功能及配方，以获得行业洞察。3) 产品设计与开发：根据独特的美学理念制定产品标准的细节；选择适合目标消费者皮肤状况及脸部特征的原料，调整色温和亮度以创造视觉深度；选择包装材料，设计产品包装，并聘请合格的 ODM 供应商进行原型开发。4) 产品测试：质量控制中心制定产品质量标准，对新产品进行相容性及功能测试，并对初始产品及包装批次进行质量检测。5) 抽样测试：化妆艺术培训机构的化妆师及一线营销人员参与产品试用，根据其专业经验对样品进行评估。6) 批量生产：样品测试结果满意后进行量产及销售。

图84：公司产品开发流程



资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**洞悉消费者潜在需求，保障推新成功率。** 公司的产品开发团队由艺术委员会（由公司化妆艺术培训机构的化妆师组成，负责监督产品工艺）及核心研发团队（负责整个产品设计和开发过程）组成，截至 2024 年 6 月 30 日，团队共有 58 名员工，成员的平均工作经验超过 12 年，具有分子生物学及化学工程等领域多样化的背景，并拥有跨国医药公司及生物技术公司领导职位的丰富经验，为优质产品的开发奠定坚实基础。创始人毛戈平为研发团队的领导者，主导产品设计和开发工作，确保产品准确表达其光影美学与东方美学理念，保障产品品质。

**合作顶级代工商，保障产品高品质。** 毛戈平产品生产以代工模式为主，公司紧密合作莹特丽、科丝美诗、丽鑫生技、致新生物、华美康妍、东色日化&东彩日化、湖州御梵等代工厂，其中莹特丽是 Dior、YSL 等国际知名美妆品牌供应商，主要为毛戈平生产粉底液、眼膜、精华蜜、粉饼、隔离乳等，品牌主推产品鱼子酱面膜即为莹特丽代工生产的产品；科丝美诗为世界排名前十的化妆品制造商，是香奈儿、迪奥、巴黎欧莱雅、兰蔻、资生堂等国际品牌以及卡姿兰、自然堂、百雀羚等国货品牌的代工商，为毛戈平代工生产眼影等彩妆产品和面霜等护肤品，品牌大单品奢华养肤黑霜即为科丝美诗代工生产的产品；东色集团是日本最大的彩妆加工厂之一，在中国有 2 个分支，分别为位于上海的东色日化（主营常规彩妆产品）和位于北京的东彩日化（主营粉类产品），毛戈平与东色日化和东彩日化均有合作，与东



色合作的主要品类包含唇膜、唇膏、睫毛膏、唇釉、粉底液等。

**表14: MAOGEPING 品牌合作的部分代工厂**

代工厂	企业资质	合作品牌	与毛戈平合作品类
莹特丽	成立于 1972 年，是全球领先的彩妆和护肤品 OEM/ODM 供应商和化妆品品牌战略创新合作伙伴，已在欧洲，北美，南美和亚洲十个国家成立 13 个生产工厂、9 个研发中心以及 12 个分支机构。	欧莱雅、雅诗兰黛、毛戈平、花西子、珀莱雅等	粉底液、眼膜、精华蜜、粉饼、隔离乳等
科丝美诗	成立于 1992 年，是世界排名前十的韩国化妆品制造厂，向海外 75 个国家出口产品。	香奈儿、迪奥、AHC、巴黎欧莱雅、兰蔻、资生堂、毛戈平、卡姿兰、自然堂、百雀羚、花西子、完美日记、橘朵等	眼影、面霜等
丽鑫生技	2020 年成立，是大中华区名列前茅的化妆品 ODM/OEM 制造商太和生技旗下的公司，主要业务是针对护肤系列产品的研发与生产；拥有全自动生产设备，安全的护肤系统，能提供配方开发、包装设计、产品制造等一体化全方位服务。	欧莱雅、LVMH、资生堂、珀莱雅、花西子、完美日记、橘朵、彩棠、名创优品等	修容盘、散粉、腮红等
致新生物	创立于 2007 年，是一家专业从事化妆品研发、生产、服务一体化的化妆品公司，涵盖国内 OEM/ODM 加工、海外出口等领域。	欧莱雅、雅诗兰黛、雅芳等	粉膏、高光盘、面膜、鼻影粉等
华美康妍	由前莹特丽中国区总经理王邑华创立，专注于功效型护肤及底妆类产品的研发、制造；拥有资深的管理团队，并与瑞士、法国顶级的化妆品研发中心战略合作，能够为品牌提供全方位的产品定制化产品和服务。	KATO KATO、恋火、酵色、彩棠、滋色、毛戈平、AB Lab、果本、FAN BEAUTY 等	护肤系列、粉底液等底妆类产品
东色集团 (东色日化&东彩日化)	成立于 1951 年，是日本知名的化妆品颜料供应商，也是日本最大的彩妆代工企业之一。	欧珀莱、BIG EVE、名创优品、花西子等	唇膜、唇膏、睫毛膏、唇釉、粉底液、眼影等

资料来源：各代工企业官网，化妆品观察，美研星球，民生证券研究院

## 4 财务分析

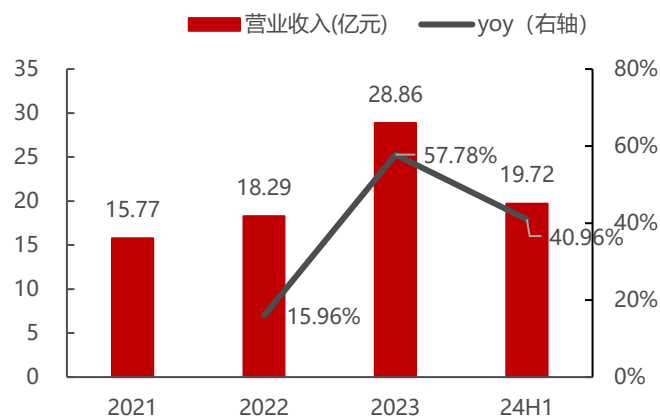
**公司整体营收稳健增长，护肤业务收入占比提升。**21-23年，公司整体营业收入从15.77亿元增至28.86亿元，营收增长主要系彩妆和护肤业务业务的产品销售增加；24H1公司实现收入19.72亿元，同比增长+41.0%。

分业务看，**(1) 彩妆**：21年-24H1彩妆业务营收分别为10.26亿元、10.03亿元、16.22亿元、10.85亿元，22年-24H1同比增速为-2.30%、+61.77%、+43.65%；21年-24H1彩妆业务营收占比分别为65.1%、54.8%、56.2%、55.0%；

**(2) 护肤**：21年-24H1护肤业务营收分别为4.69亿元、7.72亿元、11.60亿元、8.15亿元，22-24H1同比增速分别为+64.70%、+50.23%、+34.95%；21年-24H1护肤业务营收占比分别为29.7%、42.2%、40.2%、41.3%，护肤业务营收占比提升明显；

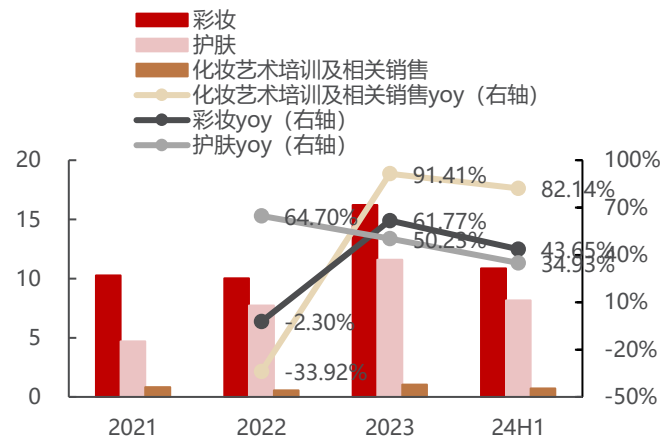
**(3) 化妆艺术培训及相关销售**：21-23年，化妆艺术培训及相关销售业务营收从0.82亿元增至1.04亿元，24H1实现营收0.72亿元。其中22年营收同比下滑33.9%主要系22年报读化妆艺术培训课程的参与者人数减少，23年营收同比增长91.4%和24H1营收同比增长82.1%主要系公共卫生事件影响逐步消退后报读化妆艺术培训课程的参与者人数增多；21年-24H1化妆艺术培训及相关销售业务营收占比分别为5.2%、3.0%、3.6%、3.6%。

图85：毛戈平营业收入（亿元）及增速



资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

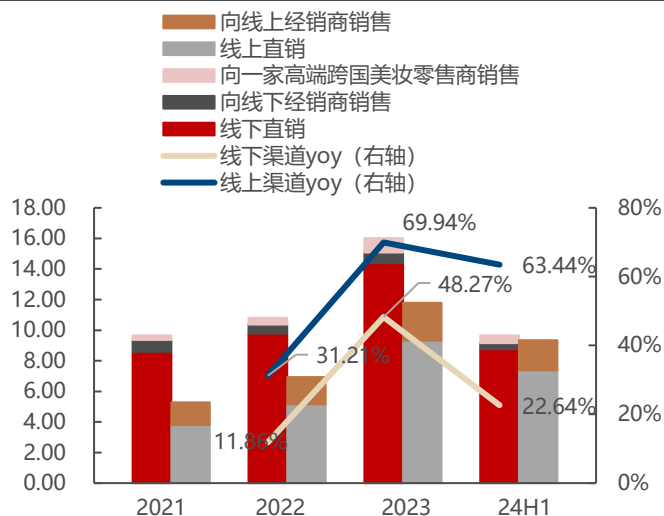
图86：毛戈平分业务营收（亿元）及增速



资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

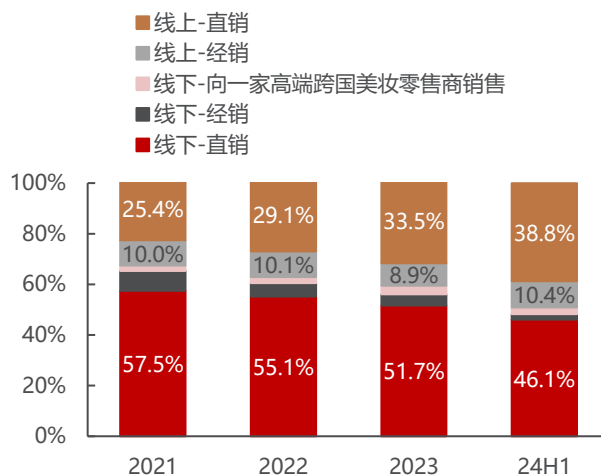
**线下渠道贡献主要营收，线上渠道收入营收占比快速提升。**公司大部分收入主要来自线下渠道，主要通过高端百货店的专柜进行产品销售，21年-24H1公司线下渠道营收分别为9.66亿元、10.80亿元、16.02亿元、9.67亿元，22-24H1同比增速分别为11.9%、48.3%、22.6%；21年-24H1营收占比分别为64.6%、60.8%、57.6%、50.1%。同时，公司加强线上渠道营销工作，优化线上渠道运营能力，线上渠道收入强劲增长，21年-24H1分别实现营收5.29亿元、6.94亿元、11.80亿元、9.33亿元，22年-24H1同比增速分别为31.2%、69.9%、63.4%；21年-24H1线上渠道营收占比分别为35.4%、39.2%、42.4%、49.1%，营收占比稳步提升。

图87: 毛戈平分渠道营收 (亿元) 及增速



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

图88: 毛戈平分渠道营收占比



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

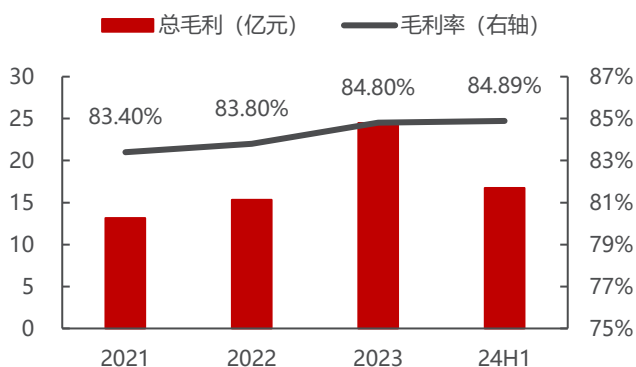
**毛利率相对稳定, 24年上半年毛利率为84.89%。**21年-24H1, 公司整体毛利分别为13.16亿元、15.33亿元、24.48亿元、16.74亿元, 对应毛利率分别为83.4%、83.8%、84.8%、84.89%, 公司整体毛利率维持在较高水平。分业务看,

(1) 彩妆: 21年-24H1毛利分别为8.67亿元、8.41亿元、13.69亿元、9.06亿元, 对应毛利率为84.4%、83.9%、84.4%、83.56%, 彩妆业务毛利率较为稳定;

(2) 护肤: 21年-24H1毛利分别为4.11亿元、6.73亿元、10.13亿元、7.15亿元, 对应毛利率为87.8%、87.1%、87.3%、87.74%;

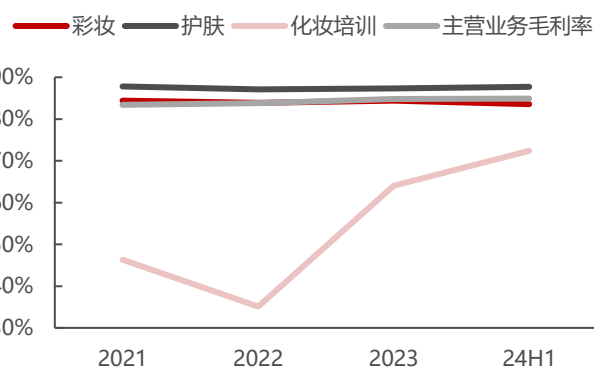
(3) 化妆艺术培训及相关销售: 21年-24H1毛利分别为0.38亿元、0.19亿元、0.67亿元、0.52亿元, 对应毛利率为46.3%、35.1%、64.0%、72.38%, 其中22年毛利率下滑主要系公共卫生事件影响下培训业务量缩减, 但机构运营成本较为稳定, 利润额减少, 23年后随公共卫生事件影响逐渐减退毛利率回升。

图89: 2021-2024H1 总毛利 (亿元) 及毛利率



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

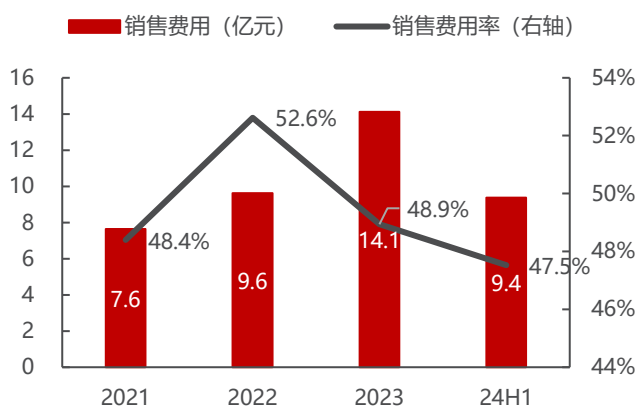
图90: 2021-2024H1 各业务毛利率



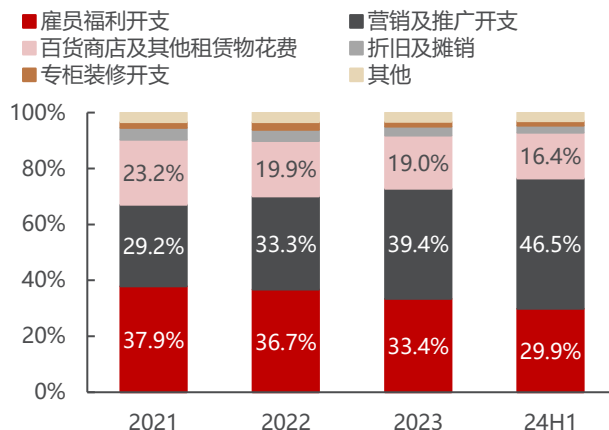
资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

**销售费用主要由职工薪酬、营销和推广费用以及百货商店及其他租赁物业费构成, 24H1销售费用率为47.5%, 销售费用9.37亿元。**21-23年, 公司销售费用从7.63亿元增至14.12亿元, 对应销售费用率从48.4%提升至48.9%, 主要系

公司积极推进内容式营销和品牌化战略致营销与推广费用增加、专柜数量增加致百货商店及其他租赁物业费增加。

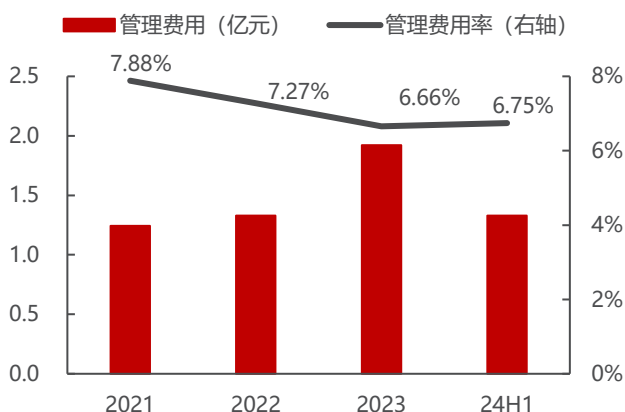
**图91：毛戈平销售费用（亿元）及销售费用率**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

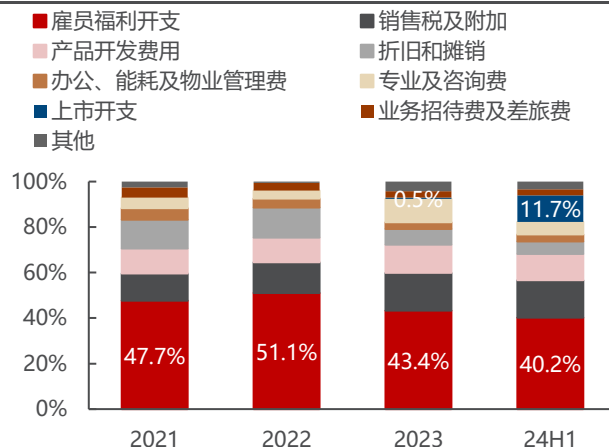
**图92：毛戈平销售费用拆分**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**公司管理费用逐年增长，管理费用率呈现下降趋势，24H1 管理费用率为 6.75%。**公司管理费用主要包括职工福利开支、销售税及附加费、产品开发费用、折旧与摊销等。21 年-24H1，公司管理费用为 1.24 亿元、1.33 亿元、1.92 亿元、1.33 亿元，对应管理费用率分别为 7.88%、7.27%、6.66%、6.75%。其中 24H1 管理费用率的略微提升主要系毛戈平在港股上市的费用。

**图93：毛戈平管理费用（亿元）及管理费用率**


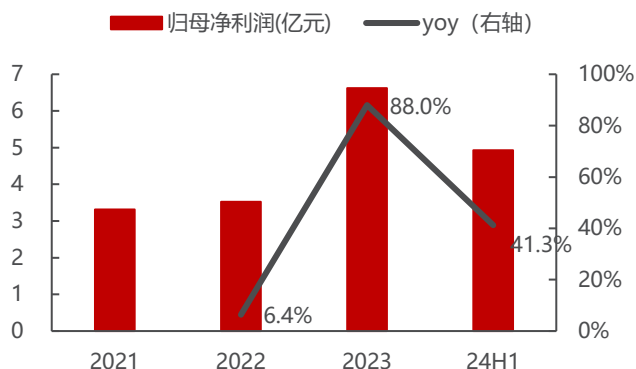
资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

**图94：毛戈平管理费用拆分**


资料来源：毛戈平招股说明书，民生证券研究院

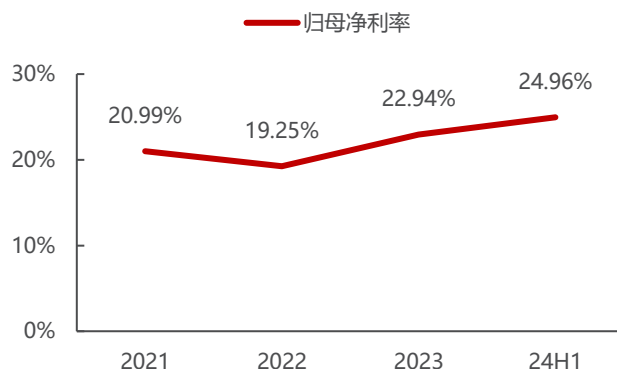
**盈利能力步入快速提升通道，24H1 归母净利率为 24.96%。**21 年-24H1，公司分别实现归母净利润 3.31 亿元、3.52 亿元、6.62 亿元、4.93 亿元，22 年-24H1 同比增速分别为 6.36%、88.00%、41.26%，业绩整体实现高速增长；对应 21 年-24H1 归母净利率分别 20.99%、19.25%、22.94%、24.96%，其中 22 年归母净利率小幅下降主要系营业收入增幅超过净利润增幅。

图95: 毛戈平归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

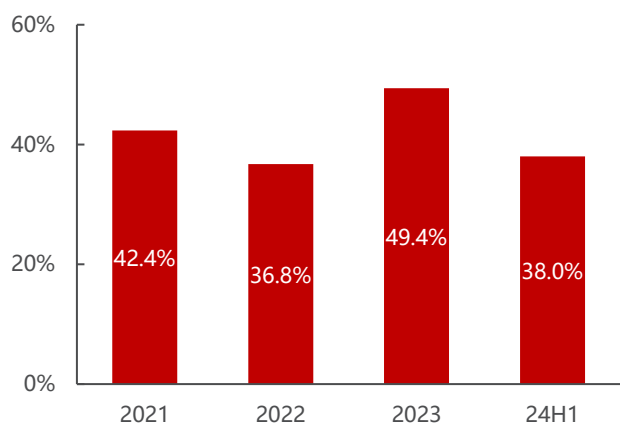
图96: 毛戈平归母净利润率



资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

24H1 净资产收益率为 38.02%，处于业内较高水平。21 年-24H1，公司 ROE 分别为 42.35%、36.76%、49.41%、38.02%，虽有波动但持续处于业内较高水平，公司资本运作效率较高。

图97: 毛戈平 ROE



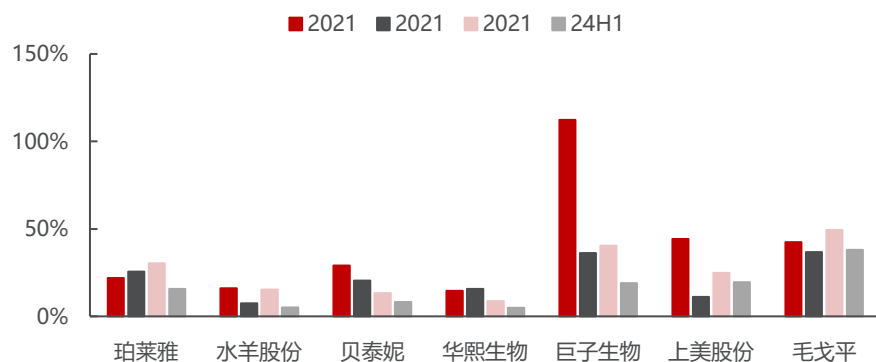
资料来源: 毛戈平招股说明书, 民生证券研究院

图98: 毛戈平 ROE 拆解

项目	2021	2022	2023	24H1
总资产周转率	1.39	1.36	1.58	1.00
权益乘数	1.45	1.4	1.36	1.52
销售净利率	20.98%	19.25%	22.99%	24.98%
ROE	42.35%	36.76%	49.41%	38.02%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

图99: 2021 年-24H1 公司与同业公司的 ROE 对比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将按照业务对公司收入和毛利率进行拆分，做出如下假设：

**1) 彩妆业务：**24H1 实现收入 10.85 亿元，同比+43.65%；根据公司计划的上市募用途，公司计划未来每年在百货商店新开设 30 个专柜，同时每年对约 70-100 个现有专柜进行升级和翻新，考虑 MAOGEPING 品牌为国内唯一的本土高端彩妆品牌，随门店网络的扩大，公司有望获得更多消费者青睐，进而拉动彩妆业务增长，预计 2024-2026 年彩妆业务将延续高增长，分别实现收入 23.52/31.05/40.36 亿元，同比增速分别为 45.00%/32.00%/30.00%；毛利率方面，24H1 毛利率为 83.56%，同比-0.29pct，考虑未来公司将加码线上渠道布局，而彩妆为线上渠道核心销售品类，产品销售渠道结构变化或将影响彩妆业务毛利率，预计 2024-2026 年彩妆业务毛利率分别为 84.30%/84.20%/84.10%。

**2) 护肤业务：**24H1 实现收入 8.15 亿元，同比+34.95%；根据公司计划的上市募用途，公司计划将 4%的募集资金用于开发新产品和产品类别，体现公司后续对产品矩阵建设的重视。由于公司目前护肤产品品类较少，我们认为随未来产品矩阵的持续拓宽，公司护肤业务有望进一步增长，预计 2024-2026 年护肤业务分别实现收入 15.31/19.59/24.49 亿元，同比增速分别为 32.00%/28.00%/25.00%；毛利率方面，2022 年-24H1，公司护肤业务毛利率持续提升，24H1 护肤业务毛利率为 87.74%，同比+0.66pct；护肤产品价格的客单价上限高于彩妆，我们认为未来随品牌高端形象的进一步夯实，护肤产品议价能力提升，毛利率有望进一步提升，预计 2024-2026 年护肤业务毛利率分别为 87.40%/87.50%/87.60%。

**3) 化妆艺术培训及相关销售：**24H1 实现收入 0.72 亿元，同比+82.14%，主要系报读化妆艺术培训课程的参与者人数增多；考虑公司计划将 6.0%的上市募集资金用于化妆艺术培训机构，包括升级及扩大机构的设施及基础设施、开设化妆艺术工作室、招募更多培训师、制定新的培训课程等，我们认为未来化妆艺术培训有望依托更完善的培训体系获取更多学员，实现业务收入的持续增长，预计 2024-2026 年化妆艺术培训及相关销售分别实现收入 1.4/1.69/1.99 亿元，同比增速分别为 35.00%/20.00%/18.00%；毛利率方面，24H1 化妆艺术培训及相关销售业务毛利率为 72.4%，同比+14.2pct，主要系公司运营成本维稳，同时学院增加带动收入端高增长，因此我们预计随该业务规模的扩大，公司化妆艺术培训及相关销售业务毛利率将维持在较高水平且稳健增长，预计 2024-2026 年毛利率分别为 70.00%/70.50%/70.80%。

**表15: 毛戈平分业务收入预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1829.11	2885.96	4023.48	5232.90	6684.57
yoy	15.96%	57.78%	39.42%	30.06%	27.74%
毛利率	83.83%	84.83%	84.98%	84.99%	84.99%
1) 彩妆业务					
营业收入 (百万元)	1002.77	1622.19	2352.17	3104.86	4036.32
yoy	-2.30%	61.77%	45.00%	32.00%	30.00%
毛利率	83.92%	84.40%	84.30%	84.20%	84.10%
2) 护肤业务					
营业收入 (百万元)	771.97	1159.71	1530.81	1959.44	2449.30
yoy	64.70%	50.23%	32.00%	28.00%	25.00%
毛利率	87.14%	87.31%	87.40%	87.50%	87.60%
3) 化妆艺术培训及相关销售					
营业收入 (百万元)	54.37	104.07	140.50	168.60	198.94
yoy	-33.92%	91.41%	35.00%	20.00%	18.00%
毛利率	35.07%	64.03%	70.00%	70.50%	70.80%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院预测

销售费用率方面, 公司计划将 20% 的上市募集资金用于举办化妆秀、制作宣传片、与知名 KOL 合作等营销活动, 营销费用或将增长, 同时随公司加大布局线下百货以及进一步完善线上渠道, 线下渠道的销售人员费用、物业费以及线上渠道的推广费用或将增加, 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率将呈持续提升态势, 分别为 51.00%、51.80%、52.30%; 管理费用率方面, 预计 2024 年公司管理费用率因上市费用增加而有所提升, 2025-2026 年管理费用率将随公司规模扩大而稳步下降, 我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 7.80%、7.00%、6.50%; 财务费用率方面, 预计 2024-2026 年公司财务费用率逐年降低, 分别为 -0.3%、-0.5%、-0.6%。

**表16: 毛戈平费用率预测**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	48.40%	52.62%	48.94%	51.00%	51.80%	52.30%
管理费用率	7.88%	7.27%	6.66%	7.80%	7.00%	6.50%
财务费用率	0.2%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

可比公司方面, 考虑公司业务结构与规模, 我们选择国内上市美妆集团珀莱雅、丸美生物作为可比公司, 业务结构均以化妆品销售为主, 产品矩阵涵盖护肤品、彩妆, 且在各自细分赛道均为头部企业, 计算得可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 28X/22X/18X, 2025 年 PEG 均值为 0.91; 我们预计 2024-2026 年毛戈平 PE 为 31X/23X/18X, 2025 年 PEG 为 0.77, PEG 略低于可比公司均值, 具备估值优势。

**表17: 可比公司 PEG 估值对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				CAGR- 2025	PEG
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
603605.SH	珀莱雅	83.86	3.01	3.92	4.86	5.87	33	21	17	14	22%	0.77
603983.SH	丸美生物	31.32	0.65	0.91	1.16	1.44	39	34	27	22	26%	1.05
<b>平均值</b>							<b>36</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>18</b>		<b>0.91</b>
1318.HK	毛戈平	55.50	1.38	1.78	2.37	3.02	40	31	23	18	30%	0.77

资料来源: wind, ifind, 公司公告, 民生证券研究院预测; 注: 股价时间为 2025 年 1 月 3 日, 汇率 1HKD=0.94RMB, 可比公司数据为 ifind 一致预期

### 5.3 投资建议

公司为国货高端美妆龙头, 拥有稀缺的创始人专业化妆师 IP 资产, 线下强布局+线上稳步扩张, 在未来护肤行业稳健增长、彩妆行业加速发展的背景下, 看好公司成长空间, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.50/11.34/14.44 亿元, 同比分别+28.4%/+33.3%/+27.4%, 当前股价对应 PE 为 31/23/18X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。



## 6 风险提示

**1) 行业竞争加剧。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，美妆市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 渠道拓展不及预期。**公司线下渠道体量较大，若未来线下消费持续疲软，公司线上渠道增长不及预期，公司的收入增速与盈利能力可能受到不利影响。

**3) 品牌形象风险。**主品牌 MAOGEPING 定位高端，消费者对品牌的选择很大程度上与品牌形象和品牌内涵价值有关，若品牌形象受损，可能导致市场认同度下降，影响销售表现。

**4) 募资投放进展不及预期。**公司上市募集资金中 25%计划用于扩大销售网络、20%计划用于品牌建设活动、15%计划用于海外扩张及收购、10%计划用于加强生产及供应链能力、9%计划用于增强产品设计及开发能力；若募集资金投放不及预期，公司渠道扩张、产品矩阵建设以及市场开拓将受影响，进而影响公司收入增长。

**5) 新股上市股价波动风险。**公司为 2024 年 12 月上市的新股，上市之初股价容易发生较大波动，具有一定投资风险。

**6) 流动性风险。**新股上市初期市场情绪较高，流动性较宽裕；随后续市场情绪恢复稳定，或市场情绪下滑，可能会出现流动性不足的问题，可能会对公司港股的市场价格产生负面影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>1,698</b>	<b>5,289</b>	<b>6,407</b>	<b>7,796</b>
现金及现金等价物	1,138	4,522	5,422	6,555
应收账款及票据	158	212	269	334
存货	342	470	606	767
其他	60	84	110	140
<b>非流动资产合计</b>	<b>397</b>	<b>590</b>	<b>618</b>	<b>655</b>
固定资产	168	186	215	252
商誉及无形资产	42	41	41	40
其他	186	363	363	363
<b>资产合计</b>	<b>2,095</b>	<b>5,878</b>	<b>7,025</b>	<b>8,451</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>529</b>	<b>735</b>	<b>960</b>	<b>1,229</b>
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	104	146	194	251
其他	426	589	766	978
<b>非流动负债合计</b>	<b>17</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	17	29	29	29
<b>负债合计</b>	<b>547</b>	<b>763</b>	<b>988</b>	<b>1,258</b>
普通股股本	60	478	478	478
储备	1,486	4,634	5,555	6,710
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,546</b>	<b>5,112</b>	<b>6,033</b>	<b>7,188</b>
少数股东权益	2	3	4	5
<b>股东权益合计</b>	<b>1,548</b>	<b>5,115</b>	<b>6,037</b>	<b>7,193</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,095</b>	<b>5,878</b>	<b>7,025</b>	<b>8,451</b>

现金流量表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>700</b>	<b>845</b>	<b>1,124</b>	<b>1,428</b>
净利润	662	850	1,134	1,444
少数股东权益	2	1	1	1
折旧摊销	70	63	72	83
营运资金变动及其他	-34	-69	-82	-101
<b>投资活动现金流</b>	<b>-195</b>	<b>-176</b>	<b>-11</b>	<b>-6</b>
资本支出	-205	-80	-100	-120
其他投资	10	-96	89	114
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-255</b>	<b>2,716</b>	<b>-213</b>	<b>-289</b>
借款增加	-28	0	0	0
普通股增加	0	2,716	0	0
已付股利	0	0	-213	-289
其他	-227	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>250</b>	<b>3,384</b>	<b>900</b>	<b>1,132</b>

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,886</b>	<b>4,023</b>	<b>5,233</b>	<b>6,685</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	438	604	785	1,004
销售费用	1,412	2,052	2,711	3,496
管理费用	192	314	366	434
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	-14	-54	-65
权益性投资损益	-1	0	0	0
其他损益	47	67	87	112
除税前利润	888	1,134	1,512	1,927
所得税	224	284	378	482
净利润	663	851	1,134	1,445
少数股东损益	2	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>662</b>	<b>850</b>	<b>1,134</b>	<b>1,444</b>
EBIT	890	1,121	1,458	1,862
EBITDA	960	1,184	1,530	1,945
EPS (元)	1.38	1.78	2.37	3.02

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	57.78	39.42	30.06	27.74
归属母公司净利润	88.00	28.43	33.34	27.43
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	84.83	84.98	84.99	84.99
净利率	22.94	21.13	21.66	21.61
ROE	42.82	16.63	18.79	20.09
ROIC	42.96	16.43	18.12	19.42
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	26.10	12.99	14.07	14.88
净负债比率(%)	-73.51	-88.41	-89.82	-91.13
流动比率	3.21	7.20	6.68	6.34
速动比率	2.56	6.55	6.04	5.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.58	1.01	0.81	0.86
应收账款周转率	21.28	21.75	21.75	22.17
应付账款周转率	4.04	4.84	4.62	4.51
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.38	1.78	2.37	3.02
每股经营现金流	1.46	1.77	2.35	2.98
每股净资产	3.23	10.69	12.61	15.03
<b>估值比率</b>				
P/E	40	31	23	18
P/B	17.2	5.2	4.4	3.7
EV/EBITDA	27.17	22.03	17.05	13.41

## 插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 11 月 23 日)	4
图 3: MAOGEPING 和至爱终生品牌的明星产品	5
图 4: 21 年-24H1 MAOGEPING 收入 (亿元) 及增速	6
图 5: 21 年-24H1 至爱终生收入 (亿元) 及增速	6
图 6: 21 年-24H1 公司分品牌收入结构	6
图 7: 化妆品产品分类及定义	8
图 8: 2009 年-2028E 中国美护市场规模 (亿元) 及增速	8
图 9: 中国美护市场各品类市场规模占比	9
图 10: 2009 年-2028E 中国护肤行业市场规模 (亿元) 及增速	9
图 11: 护肤品子类市场规模占比	10
图 12: 面部护理品类市场规模 (亿元) 及增速	10
图 13: 2009 年-2028E 中国彩妆行业市场规模 (亿元) 及增速	10
图 14: 彩妆品类子类市场规模占比	11
图 15: 面部彩妆品类市场规模 (亿元) 及增速	11
图 16: 中国化妆品行业品牌定位分布	11
图 17: 2009 年-2028E 中国大众美妆行业市场规模 (亿元) 及增速	12
图 18: 2009 年-2028E 中国高端美妆行业市场规模 (亿元) 及增速	12
图 19: 2009-2023 年中国线下渠道美妆销售额 (亿元) 及增速	13
图 20: 2009-2023 年中国线上渠道美妆销售额 (亿元) 及增速	13
图 21: 2009-2023 年中国美妆市场分渠道销售占比	13
图 22: 中国化妆品行业子行业年复合增速	14
图 23: 中日韩美四国彩妆市场规模年复合增速对比	14
图 24: 中日韩美四国彩妆市场规模占护肤市场规模的比重对比	15
图 25: 中国彩妆市场细分品类结构	16
图 26: 中国彩妆市场细分品类同比增速 (%)	16
图 27: 日本彩妆市场细分品类结构	16
图 28: 日本彩妆市场细分品类同比增速 (%)	16
图 29: 韩国彩妆市场细分品类结构	16
图 30: 韩国彩妆市场细分品类同比增速 (%)	16
图 31: 美国彩妆市场细分品类结构	17
图 32: 美国彩妆市场细分品类同比增速 (%)	17
图 33: 2009-2023 年中国彩妆行业线上渠道和线下渠道的市场规模 (亿元) 及增速	17
图 34: 2009-2023 年中国彩妆销售渠道结构	18
图 35: 2023 年中日韩美四国彩妆销售渠道结构对比	18
图 36: 中国人均彩妆消费 (美元) 及增速	18
图 37: 中日韩美四国人均彩妆消费 (美元) 对比	18
图 38: 中日韩美四国人均彩妆消费占人均可支配收入的比重对比	18
图 39: 中国彩妆行业 CR5/CR10/CR20	19
图 40: 中日韩美四国彩妆行业 CR10 对比	19
图 41: 中国彩妆行业 CR20 本土品牌与外资品牌市场份额分布	21
图 42: 中日韩美四国彩妆行业 CR20 本土品牌与外资品牌市场份额分布对比	21
图 43: 美妆消费者的成长路径	22
图 44: 中国消费者的护肤品购买频率	22
图 45: 护肤和化妆步骤图示	22
图 46: 我国彩妆和护肤行业人均高端消费 VS 大众消费	23
图 47: 消费者购买彩妆的动机	23
图 48: MAOGEPING 品牌彩妆线产品	24
图 49: MAOGEPING 品牌护肤线产品	25
图 50: 面部的光影分区	25
图 51: 基于光影美学理念的化妆效果	25
图 52: MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏的使用方法	26
图 53: MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏的使用效果	26
图 54: MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼的使用方法	26

图 55: MAOGEPING 光影塑颜三色修容饼的使用效果	26
图 56: MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏色号比竞品更适合中国人肤色	27
图 57: MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏与竞品的妆效对比	28
图 58: 奢华养肤黑霜使用测评	29
图 59: MAOGEPING、雅诗兰黛、TOM FORD 哑光唇釉色号对比	29
图 60: 公司分渠道收入 (亿元) 及增速	30
图 61: 公司分渠道销售收入占比	30
图 62: 公司各类型线下渠道收入 (亿元) 及增速	31
图 63: 公司线下渠道结构	31
图 64: 公司各类型线上渠道收入 (亿元) 及增速	31
图 65: 公司线上渠道结构	31
图 66: 各线城市 MAOGEPING 百货专柜数量 (个)	33
图 67: 各线城市 MAOGEPING 百货专柜数量占比	33
图 68: 各省市 MAOGEPING 百货专柜数量	34
图 69: MAOGEPING 品牌百货专柜示例	35
图 70: MAOGEPING 品牌全渠道注册会员数 (万人) 及增速	36
图 71: MAOGEPING 品牌注册会员复购率	36
图 72: 毛戈平的线上推品逻辑	37
图 73: 公司线上经销商数量 (个)	38
图 74: MAOGEPING 品牌“气蕴东方”系列产品	40
图 75: 电视剧《武则天》中毛戈平给刘晓庆做的化妆造型	41
图 76: 公司护肤产品的平均售价 (元/件) 及增速	44
图 77: 公司彩妆产品的平均售价 (元/件) 及增速	44
图 78: 化妆培训主要课程	44
图 79: 毛戈平化妆培训课程参与人数 (人)	44
图 80: MAOGEPING “盛彩之光”系列	45
图 81: MAOGEPING “火花金耀”系列	45
图 82: 毛戈平哔哩哔哩个人账号发布的化妆教学视频	47
图 83: “深夜徐老师”发布与毛戈平合作的改妆视频	47
图 84: 公司产品开发流程	48
图 85: 毛戈平营业收入 (亿元) 及增速	50
图 86: 毛戈平分业务营收 (亿元) 及增速	50
图 87: 毛戈平分渠道营收 (亿元) 及增速	51
图 88: 毛戈平分渠道营收占比	51
图 89: 2021-2024H1 总毛利 (亿元) 及毛利率	51
图 90: 2021-2024H1 各业务毛利率	51
图 91: 毛戈平销售费用 (亿元) 及销售费用率	52
图 92: 毛戈平销售费用拆分	52
图 93: 毛戈平管理费用 (亿元) 及管理费用率	52
图 94: 毛戈平管理费用拆分	52
图 95: 毛戈平归母净利润 (亿元) 及增速	53
图 96: 毛戈平归母净利润率	53
图 97: 毛戈平 ROE	53
图 98: 毛戈平 ROE 拆解	53
图 99: 2021 年-24H1 公司与同业公司的 ROE 对比	53

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层简历一览	4
表 2: 公司募资用途	7
表 3: 中国彩妆行业市占率 TOP20 品牌	20
表 4: MAOGEPING 光感美肌无瑕粉膏 VS 竞品	27

表 5: 2020-2022 年 MAOGEPING 百货直营专柜盈利情况分析 (单位: 万元) .....	32
表 6: 2020-2022 年 MAOGEPING 百货自营专柜盈利情况分析 (单位: 万元) .....	33
表 7: MAOGEPING 品牌会员体系.....	36
表 8: 2024 年 1-12 月宣布退出中国市场的外资品牌 (不完全统计) .....	37
表 9: MAOGEPING 与其他国货品牌在主流线上电商平台开设官方旗舰店的时间对比 .....	39
表 10: 2024 年 1-10 月毛戈平品牌在天猫和京东的销售额 TOP10 产品 .....	39
表 11: 毛戈平先生部分所获奖项.....	41
表 12: MAOGEPING 与国内头部彩妆品牌以及外资大牌对比.....	42
表 13: MAOGEPING “气蕴东方” 系列产品介绍 .....	46
表 14: MAOGEPING 品牌合作的部分代工厂 .....	49
表 15: 毛戈平分业务收入预测.....	55
表 16: 毛戈平费用率预测 .....	55
表 17: 可比公司 PEG 估值对比 .....	56
公司财务报表数据预测汇总.....	58

## 分析师承诺

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

## 评级说明

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

## 免责声明

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

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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

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

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

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

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048