

## 毛戈平：品牌力和渠道力双重奏下的高端国货美妆典范

### 投资要点

美妆行业规模稳增，高端化、国产化持续推进。美妆行业市场规模近 6000 亿，2023 年同比+5.0%，其中高端占比近 3 成，预计未来护肤和彩妆需求增速趋于平稳。行业整体正处于高端化、国产化进程中，头部品牌依托于品牌效应和运营能力将进一步提升市场份额。

1) 过去行业增量主要来自线上渠道发展：线上渠道极大带动国产品牌市场地位和竞争力的提升，疫情进一步加速线上化率，但伴随线上渠道发展接近成熟，赛道更为拥挤，当下品牌需提升精细化运营能力，包括提升对于线上平台规则响应速度，增加对于消费者需求捕捉速度和粘性等。2) 线下渠道将继续占据重要地位：未来线上渠道冲击力有望缓解，同时美妆品类自身拥有强体验属性，线下试用带来的直观感受无法被完全替代。线下的精细化运营易形成客群粘性和稳定性，以创造更强的品牌护城河。

**毛戈平：百货专柜起家，国产高端美妆佼佼者。**毛戈平由中国美妆界著名化妆师毛戈平先生领导，主营彩妆和护肤产品销售及化妆艺术培训，旗下拥有旗舰品牌 MAOGEPING 和至爱终生，为中国高端美妆市场 TOP10 中的唯一的中国公司。2023 年和 2024 年 H1，公司收入分别为 28.9 亿元和 19.7 亿元，同比+57.8%和 41.0%；归母净利润分别为 6.6 亿元和 4.9 亿元，同比+88.0%和 41.0%。2024 年 H1 公司毛利率和净利率分别为 84.9%和 25.0%。

**国货高端美妆定位，彩妆护肤融合发展。**毛戈平品牌凭借其专业明星化妆师背景，深植于创始人故事和美学理念，融合光影美学与东方美学，实现差异化定位，成功塑造高端美妆品牌形象。产品线实现了彩妆和护肤双轮驱动，品牌以彩妆为核心，带动护肤连带效应，形成客户忠诚度。价格定位能同时承接平替和升级需求。公司在国产高端美妆领域具有独特性和稀缺性，核心单品稳固，横纵拓展空间广，有望进一步扩大品牌影响力。

**全渠道融合发展，线下会员服务能力独具优势。**2023 年和 2024 年 H1，公司线上渠道收入 11.8/9.3 亿元，同比+69.9%/63.4%；线下渠道收入 16.0/9.7 亿元，同比+48.3%/+22.6%。1) 线上渠道基数低增速高，有效延伸客群覆盖面：百货专柜壁垒深厚，单店收入及门店数稳增。公司线上渠道基数低增速高，蓄水池广阔。线上产品和服务与线下形成差异，通过小克重、低单价的产品规格有效延伸客群覆盖面。线下渠道在品牌影响力和多年来线下商业业态深度合作下具备长期壁垒，目前以直营专柜为主，专柜经营状态及盈利能力表现佳，同店收入和日均收入均呈稳增趋势。2) 体验式营销+精细化运营形成高粘性用户基本盘，渠道和客群融合发展扩张为成长动力。公司拥有高线下会员复购率，私域基础稳定，2022 年风尚及以上会员以 7.7% 的人数比例贡献了 79.7% 的收入。用户基本盘来自于完善的数字化信息平台功能，体验式营销线上线下联动效果佳；会员制度清晰，兑换机制明确；专柜美妆服务质量、次数、体验感均领先。伴随忠诚会员占比提升，护肤销量进一步增长，单店提升空间足；未来门店扩张和门店升级有望覆盖更广阔数量和画像的忠实消费群体；在线上渠道还有较高空间下，线上线下融合发展有望进一步丰富消费群体画像，并有望流至线下形成更高用户粘性。

**风险提示：**行业竞争加剧风险，品牌声誉风险，产品创新力不足风险，生产供应中断风险。

毛戈平

1318. HK

行 业：商贸零售

评 级：增持（首次）

### 基本信息

|          |        |
|----------|--------|
| 当前股价（港元） | 70.70  |
| 总股本（百万）  | 490.19 |
| 总市值（亿港元） | 360.04 |

麦高证券

研究发展部

分析师：张骥

资格证书：S0650524120001

联系邮箱：zhangji@mgzq.com

联系电话：15301922209

联系人：肖悦

资格证书：S0650124060011

联系邮箱：xiaoyue@mgzq.com

联系电话：13916382401

### 相关研究

## 投资建议

毛戈平高端美妆品牌定位具备独特性，彩妆护肤双轮驱动稀缺性强。线上渠道增速高，线下渠道高粘性用户基本盘稳固贡献坚实稳固的增长动能，线上+线下融合有望进一步提升品牌影响力和消费者群体。参考海外上市公司估值和国内上市公司估值，毛戈平品牌+渠道存在稀缺性和壁垒。预计 2024 年-2026 年公司营业收入分别为 40.5 /54.9/70.5 亿元，同比+40.4%/35.3%/28.5%。2024 年-2026 年公司归母净利润分别为 9.3/12.4/15.4 亿元，同比+40.8%/33.3%/23.8%。2024-2026 年 EPS 为 1.9/2.5/3.1 元。2024-2026 年 PE 分别为 34.7X/26.0X/21.0X。考虑到公司品牌力和渠道力在国内美妆品牌中较为稀缺，未来具备充足成长性，更适合结合海外可比公司给予估值定价，到 2025 年目标 PE 28X，对应目标价 77.08 港元。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 财务摘要和估值模型

| 指标         | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 2885.96 | 4052.57 | 5484.59 | 7048.14 |
| 增长率（%）     | 57.8%   | 40.4%   | 35.3%   | 28.5%   |
| 归母净利润（百万元） | 661.93  | 932.22  | 1242.47 | 1538.27 |
| 增长率（%）     | 88.0%   | 40.8%   | 33.3%   | 23.8%   |
| EPS（元/股）   | 3.3     | 1.9     | 2.5     | 3.1     |
| 市盈率（P/E）   | -       | 34.7    | 26.0    | 21.0    |
| 市净率（P/B）   | -       | 6.7     | 5.6     | 4.6     |

数据来源：公司公告、麦高证券研究发展部预测，注：股价取 2025 年 2 月 5 日收盘价

## 正文目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 一、美妆行业规模稳增，高端化、国产化持续推进.....                | 8  |
| 1.1 行业：美妆行业规模稳增，高端占比超三成.....               | 8  |
| 1.2 历史：中国美妆行业品牌、渠道格局历经多轮演变.....            | 9  |
| 1.3 渠道：百货商店坚守线下渠道基本盘，线上渠道为过去行业增量主要来源... .. | 10 |
| 1.4 格局：高端品牌增长领先，国货品牌发力价格带分化.....           | 13 |
| 二、百货专柜起家，国产高端美妆佼佼者.....                    | 18 |
| 2.1 概况：百货专柜起家，国产高端美妆佼佼者.....               | 18 |
| 2.2 业绩：收入利润高速增长，彩妆为核心，护肤拓第二曲线.....         | 19 |
| 2.3 募集资金用途：主要用于销售网络扩张、品牌建设活动和海外扩张收购....    | 22 |
| 三、国货高端美妆定位，彩妆护肤融合发展.....                   | 25 |
| 3.1 品牌：国货高端美妆品牌，个人 IP+差异化定位形成壁垒.....       | 25 |
| 3.2 产品：产品矩阵完善，彩妆护肤齐头并进.....                | 27 |
| 3.3 供应：公司严控品质，与头部代工厂合作开发生产.....            | 30 |
| 3.4 化妆艺术培训：传播品牌美学理念，持续输出人才.....            | 31 |
| 四、全渠道融合发展，线下会员服务能力独具优势.....                | 33 |
| 4.1 线上渠道：基数低增速高，有效延伸客群覆盖面.....             | 33 |
| 4.2 线下渠道：百货专柜壁垒深厚，单店收入及门店数稳增.....          | 37 |
| 4.3 会员运营：体验式营销+精细化运营下，会员忠诚度及复购率高.....      | 40 |
| 4.4 成长空间：单店提升+门店扩张+渠道融合提供持续动力，海外空间可期....   | 44 |
| 五、盈利预测与投资建议.....                           | 47 |
| 5.1 盈利预测.....                              | 47 |
| 5.2 投资建议.....                              | 50 |
| 六、风险提示.....                                | 51 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 1: 中国美妆市场规模（十亿元）及增速 .....                 | 8  |
| 图表 2: 中国高端美妆市场规模（十亿元）及增速.....                | 8  |
| 图表 3: 按类别中国彩妆市场规模（十亿元）及增速.....               | 9  |
| 图表 4: 按类别中国护肤市场规模（十亿元）及增速.....               | 9  |
| 图表 5: 2023 年美妆行业各二级品类市场规模占比（%） .....         | 9  |
| 图表 6: 中国美妆行业发展历程 .....                       | 10 |
| 图表 7: 分渠道中国美妆市场规模（十亿元）及增速.....               | 11 |
| 图表 8: 分渠道中国护肤市场规模（十亿元）及增速.....               | 11 |
| 图表 9: 分渠道中国彩妆（十亿元）市场规模及增速.....               | 11 |
| 图表 10: 彩妆不同销售渠道市场份额 .....                    | 11 |
| 图表 11: 2023 年高端美妆品牌中国市场线下市场份额 .....          | 12 |
| 图表 12: 2023 年高端美妆品牌中国市场百货专柜市场份额 .....        | 12 |
| 图表 13: 国产美妆集团线上渠道占比（%）及收入（亿元） .....          | 12 |
| 图表 14: 国产美妆集团渠道销售模式对比 .....                  | 12 |
| 图表 15: 淘宝天猫平台彩妆护肤交易规模（亿） .....               | 13 |
| 图表 16: 抖音平台彩妆护肤交易规模（亿） .....                 | 13 |
| 图表 17: 京东平台彩妆护肤交易规模（亿） .....                 | 13 |
| 图表 18: 分定位中国美妆市场规模（十亿元）及增速.....              | 14 |
| 图表 19: 分定位中国彩妆市场规模（十亿元）及增速.....              | 14 |
| 图表 20: 分定位中国护肤市场规模（十亿元）及增速.....              | 14 |
| 图表 21: 2023 年中国高端美妆市场各集团竞争格局 .....           | 15 |
| 图表 22: 2023 年中国高端美妆市场各品牌竞争格局 .....           | 15 |
| 图表 23: 国货美妆个护市场市场规模（亿元）及增速.....              | 15 |
| 图表 24: 中国化妆品牌竞争层次 .....                      | 16 |
| 图表 25: 2023 年国货美妆市场规模（亿元）和增速 .....           | 16 |
| 图表 26: 2023 年国货美妆和中国市场整体品类占比 .....           | 16 |
| 图表 27: 2023 年中国市场分国别美妆品牌销售额同比增长和市场份额情况 ..... | 17 |
| 图表 28: 毛戈平公司发展历程 .....                       | 18 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 29: 毛戈平公司董事会及高管核心成员 .....             | 18 |
| 图表 30: 毛戈平公司股权结构 .....                   | 19 |
| 图表 31: 毛戈平营业收入（亿元）及同比增速 .....            | 20 |
| 图表 32: 毛戈平归母净利润（亿元）及同比增速 .....           | 20 |
| 图表 33: 毛戈平分品牌产品收入（亿元）及毛利率 .....          | 20 |
| 图表 34: 毛戈平期间费用（百万元）及费用率水平 .....          | 21 |
| 图表 35: 美妆集团销售费用率对比 .....                 | 21 |
| 图表 36: 美妆集团销售费用率拆解 .....                 | 22 |
| 图表 37: 美妆集团毛利率对比 .....                   | 22 |
| 图表 38: 美妆集团净利率对比 .....                   | 22 |
| 图表 39: 毛戈平拟用募集资金分项占比 .....               | 23 |
| 图表 40: 毛戈平公司拟用募集资金用途 .....               | 23 |
| 图表 41: 毛戈平个人履历丰厚 .....                   | 25 |
| 图表 42: 个人 IP 破圈并持续输出品牌理念 .....           | 25 |
| 图表 43: 美妆品牌的产品理念和核心产品 .....              | 26 |
| 图表 44: 国际美妆品牌中通过个人 IP 塑造品牌故事案例并不罕见 ..... | 26 |
| 图表 45: 毛戈平产品矩阵 .....                     | 27 |
| 图表 46: 毛戈平分产品销量（千件） .....                | 28 |
| 图表 47: 毛戈平分产品平均售价（元/件） .....             | 28 |
| 图表 48: 各美妆品牌分产品价格带分布 .....               | 29 |
| 图表 49: 毛戈平产品体系延伸空间广 .....                | 30 |
| 图表 50: 公司产品开发流程 .....                    | 31 |
| 图表 51: 化妆品代工行业竞争格局 .....                 | 31 |
| 图表 52: 公司主要代工厂为莹特丽和科丝美诗 .....            | 31 |
| 图表 53: 化妆艺术培训收入（亿元）及参与人数（人） .....        | 32 |
| 图表 54: 化妆艺术培训收入结构（万元） .....              | 32 |
| 图表 55: 毛戈分渠道收入结构 .....                   | 33 |
| 图表 56: 毛戈平线上渠道收入（亿元）及增速 .....            | 34 |
| 图表 57: 毛戈平分平台销售额（亿元） .....               | 34 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 58: 抖音毛戈平销售额 (万)                           | 34 |
| 图表 59: 淘天毛戈平销售额及彩妆类目排名 (万)                    | 34 |
| 图表 60: 2024 年 1-10 月美妆线上渠道主要品牌 GMV (亿元)       | 35 |
| 图表 61: 2024 年 1-11 月天猫美妆主要品牌 GMV (亿元)         | 35 |
| 图表 62: 2024 年 11 月抖音彩妆和护肤类目 TOP10 品牌 GMV (亿元) | 35 |
| 图表 63: 美妆品牌社媒平台运营情况                           | 35 |
| 图表 64: 毛戈平对头部达人使用但并不依赖                        | 36 |
| 图表 65: 毛戈平线上及线下渠道产品规格对比                       | 37 |
| 图表 66: 毛戈平线下渠道专柜数量结构 (家)                      | 38 |
| 图表 67: 毛戈平百货专柜门店设计                            | 38 |
| 图表 68: 毛戈平直营模式下线下专柜结构 (家)                     | 38 |
| 图表 69: 毛戈平经销模式下线下专柜结构 (家)                     | 38 |
| 图表 70: 毛戈平稳定经营专柜数量和销售额变化情况                    | 39 |
| 图表 71: 同个专柜收入情况 (万元)                          | 39 |
| 图表 72: 按开业年份划分的专柜日均收入 (千元)                    | 39 |
| 图表 73: 各美妆品牌专柜门店分布                            | 40 |
| 图表 74: 毛戈平专柜所属主要购物中心或百货集团                     | 40 |
| 图表 75: 各美妆品牌微信公众号活跃粉丝数 (万) 及平均阅读量 (次)         | 41 |
| 图表 76: 毛戈平会员人数持续增长 (万)                        | 41 |
| 图表 77: 毛戈平注册会员复购率不断提升                         | 41 |
| 图表 78: 2022 年毛戈平会员结构和复购率                      | 42 |
| 图表 79: 毛戈平高等级会员年消费单数持续提升                      | 42 |
| 图表 80: 毛戈平分会员等级确认收入占比                         | 42 |
| 图表 81: 毛戈平线下专柜体验式营销                           | 43 |
| 图表 82: 毛戈平线下渠道会员制度                            | 43 |
| 图表 83: 美妆品牌线下美妆服务内容和次数对比                      | 44 |
| 图表 84: 公司单店长期收入空间弹性测算                         | 45 |
| 图表 85: 毛戈平入驻顶级购物中心专柜情况                        | 45 |
| 图表 86: 各美妆品牌专柜位置对比 (上海)                       | 45 |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图表 87: 毛戈平线上渠道及线下渠道对比 ..... | 46 |
| 图表 88: 毛戈平公司按渠道收入拆分 .....   | 48 |
| 图表 89: 毛戈平公司按品类收入拆分 .....   | 48 |
| 图表 90: 毛戈平公司费用拆分 .....      | 49 |
| 图表 91: 国内可比公司估值 .....       | 50 |
| 图表 92: 海外可比公司估值 .....       | 50 |

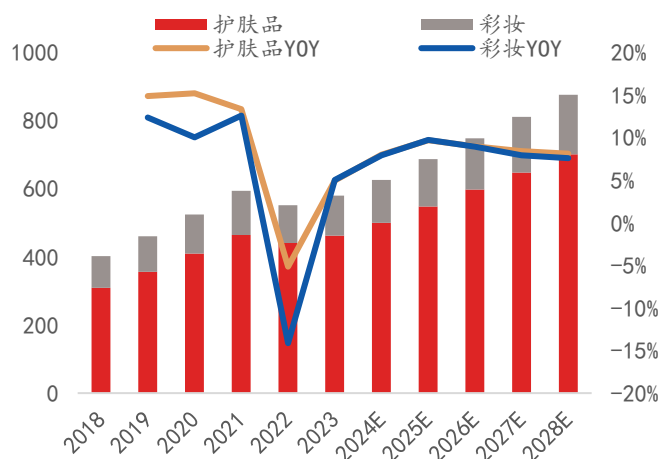
## 一、美妆行业规模稳增，高端化、国产化持续推进

### 1.1 行业：美妆行业规模稳增，高端占比超三成

美妆行业市场规模近 6000 亿，进入稳定增长阶段。美妆是指的是用于美化和修饰容貌、肌肤等，以达到提升个人形象和气质为目的的各类产品工具和技术手段，其中主要可分为彩妆（修饰和美化面部及身体的色彩类产品）和护肤品（用于肌肤的清洁、保养和修复等）。2023 年中国美妆行业市场规模为 5798 亿元，同比+5.0%，总体增速较 2021 年及以前增长有所放缓，预计未来护肤和彩妆需求增速趋于平稳。其中护肤品占美妆行业近八成市场，2023 年护肤品和彩妆占比分别为 79.9%和 20.1%。

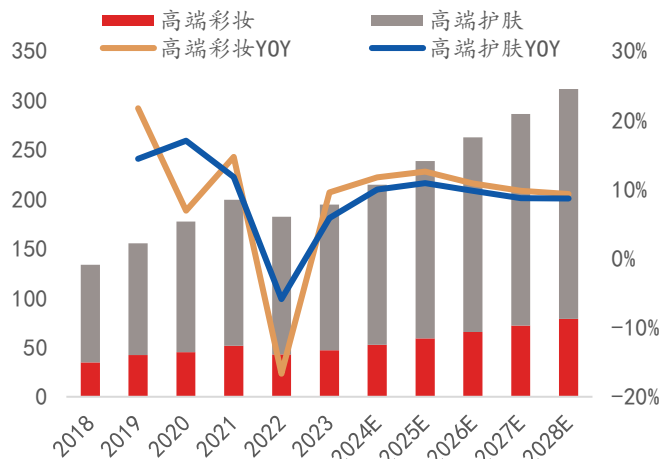
高端美妆占美妆行业比超三成。2023 年高端彩妆和高端护肤市场份额分别为 471 亿元和 1471 亿元，同比+9.5%和+5.8%，高端美妆市场份额达美妆行业整体份额的 33.5%。

图表 1：中国美妆市场规模（十亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

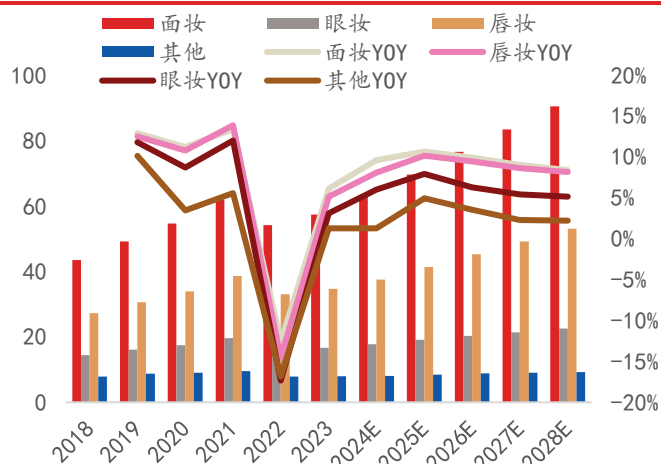
图表 2：中国高端美妆市场规模（十亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

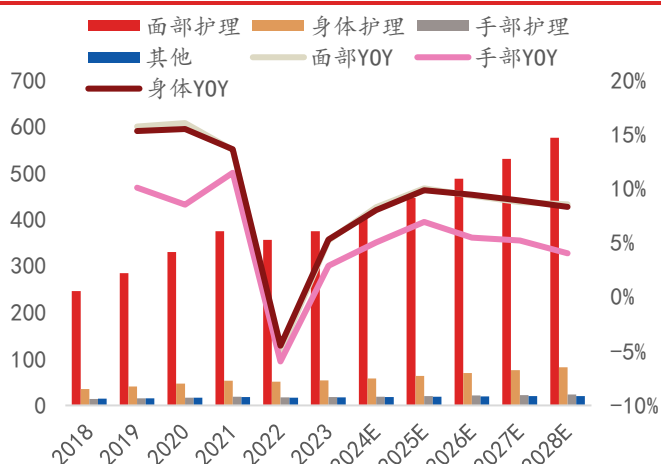
面膜、精华、底妆为美妆行业中主要品类，面妆和面部护理增速领先整体水平。细分品类来看，彩妆中面妆为主要品类，增速领先，2023 年收入为 574 亿元，占彩妆市场份额比为 49.1%，同比+6.1%。护肤品中面部护肤占比较大，2023 年收入为 3744 亿元，占比达 80.9%，同比+5.2%。二级品类来看，面膜、精华、底妆为美妆行业中主要品类，三者合计占据美妆行业 38.6%的市场份额。

图表 3：按类别中国彩妆市场规模（十亿元）及增速



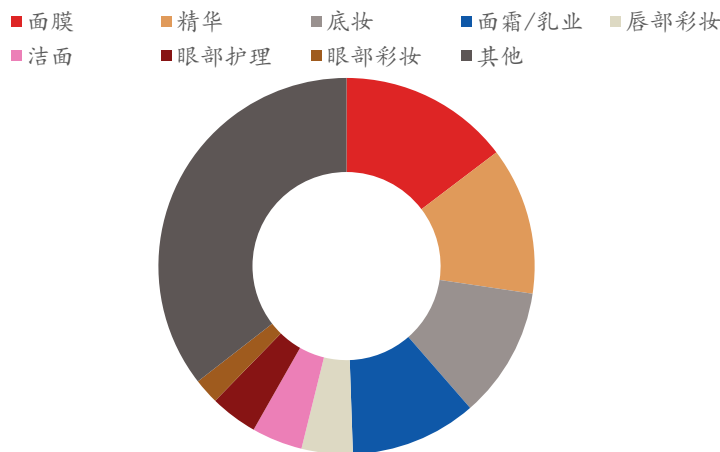
资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 4：按类别中国护肤市场规模（十亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 5：2023 年美妆行业各二级品类市场规模占比 (%)



资料来源：小红书商业动态&青眼、麦高证券研究发展部

## 1.2 历史：中国美妆行业品牌、渠道格局历经多轮演变

回顾中国美妆行业发展历史，经历了多个发展阶段：

**1) 品牌：从外资品牌引导到国货崛起。**自改革开放后，外资品牌如资生堂、雅诗兰黛等进入中国，并凭借资本和渠道优势迅速占据主导地位，推动了中国美妆市场的普及和发展。随着国际品牌的扩展，本土品牌如毛戈平、卡姿兰等逐渐崛起。2013年以后，在电商和社交媒体的助力下，国货品牌如珀莱雅、花西子、完美日记等借助流量红利迅速崛起，成功塑造品牌定位和调性，在产品功能和效果上不断提升。随着美妆行业的成熟，越来越多的优秀国产品牌开始占据更高市场份额。

**2) 渠道：零售渠道涌现、分化，再到融合。**早期国际品牌通过与百货公司合作或合资等方式进入市场；沃尔玛等连锁超市相继进入中国市场，开启了线下传统百货时代。随着美妆集合店如屈臣氏、丝芙兰等的涌现，线下零售市场进一步拓宽。电商平台的崛起标志着品牌线上化的开始，淘宝和天猫等平台推动了这一转型。社交媒体平台如抖音的崛起，进一步推动了美妆行业线上渠道的扩容和发展。

图表 6：中国美妆行业发展历程



资料来源：麦高证券研究发展部

### 1.3 渠道：百货商店坚守线下渠道基本盘，线上渠道为过去行业增量主要来源

线上渠道为过去行业增量主要来源，百货商店和专卖店坚守彩妆线下渠道基本盘。2023 年中国美妆行业线上渠道和线下渠道规模分别为 3158 亿元和 2641 亿元，CAGR5 分别为 13.5%和 2.3%，占比分别为 54.5%和 45.5%。疫情显著带动了线上化率的提升，线上渠道的增长是过去行业增量主要来源。百货商店和专卖店坚守彩妆线下渠道基本盘，2023 年彩妆线下渠道份额合计为 35.8%，其中百货商店和化妆品专卖店渠道占比分别为 23.0%和 10.7%。

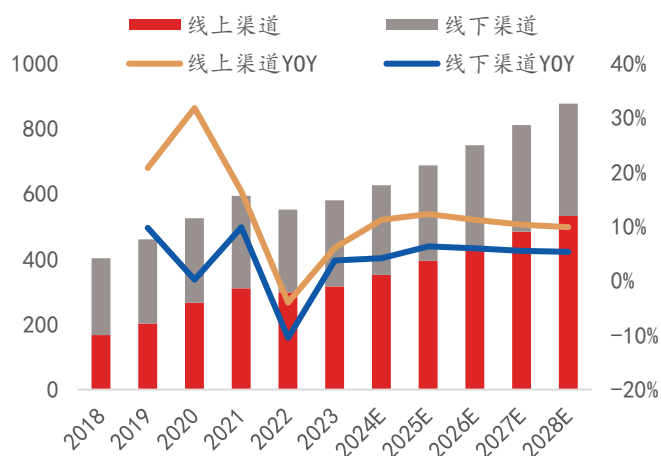
线下渠道将继续在美妆行业中占据重要地位。回顾电商渠道发展历史，美妆为较晚实现线上化的品类，最易实现线上化的是标品和高频复购品，随着快递行业发展，非标品也逐渐完成线上化进程，我们认为线上化极大程度上推动了中国美妆市场发展以及国货的崛起，但展望未来线下渠道的作用依然至关重要。

**1) 美妆品类存在强体验性：**由于其强烈的即时效果和个性化需求，具有非常高的体验性。消费者在选择彩妆产品时，往往需要亲身体验产品的质地、色彩、适用效果等，线上展示和互动无法完全替代线下试用带来的直观感受。

**2) 试错空间问题：**尽管电商平台提供了详尽的产品描述、用户评价和直播带货等互动手段，但“试错空间”问题仍然存在。尤其是对于高客单价的产品，可以提供亲自试用体验的线下渠道仍存在不可替代性。

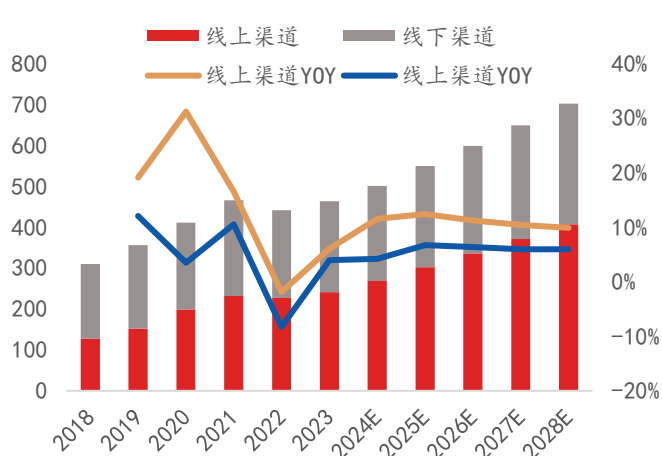
**3) 线下渠道所带来的“客群粘性”和“稳定性”更为显著：**线下渠道虽然进入壁垒更高、建设周期更长，但能够通过产品体验、销售人员建议、定期优惠活动等方式，建立与顾客的情感联系，增强品牌忠诚度，相较线上渠道主要依靠投流后形成销量，再后续完成用户粘性积累的方式，线下的客群粘性和销售额稳定性相较线上渠道更强，能创造更强的品牌护城河。

图表 7：分渠道中国美妆市场规模（十亿元）及增速



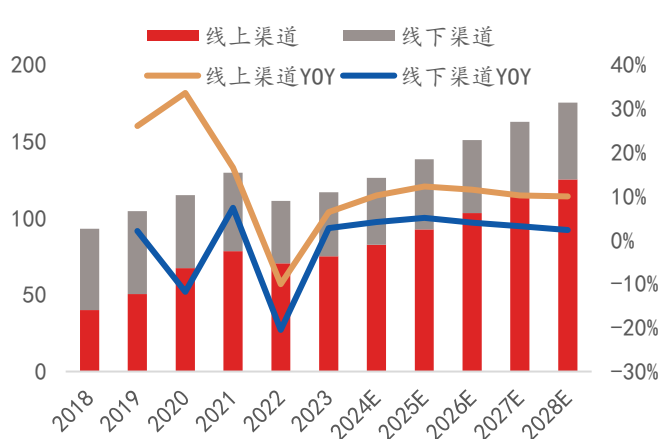
资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 8：分渠道中国护肤市场规模（十亿元）及增速



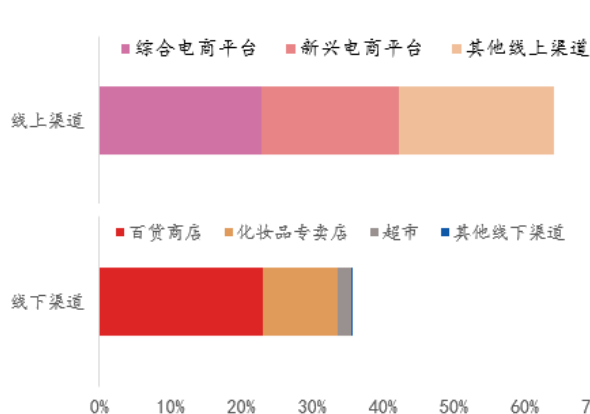
资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 9：分渠道中国彩妆（十亿元）市场规模及增速



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 10：彩妆不同销售渠道市场份额

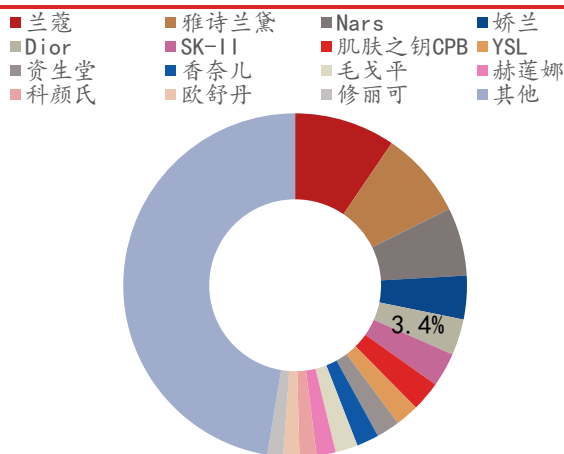


资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

**国际品牌存在先发优势和品牌力积淀，主导高端美妆线下渠道。**早期国际品牌凭借其强大的资本支持和国际化运营经验，通过线下渠道迅速建立了稳固的市场地位。中国高端美妆品牌线下渠道中前 15 大品牌有 14 个均为外资品牌，14 个品牌合计占据 50.5% 的市场份额，百货部分前 10 大品牌中有 9 个为外资品牌，合计占据 47.2% 的市场份额。

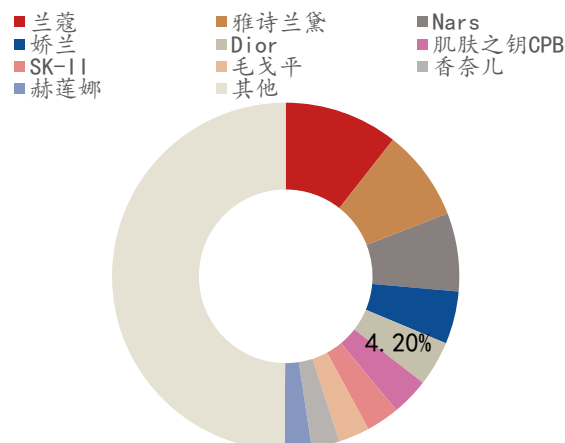
**国货品牌通过线上渠道快速提升市场渗透率，部分品牌正在逐步实现线上线下的融合。**相对于国际品牌，国货品牌少有在全国范围内支撑起高端直营线下渠道，较多国产品牌主要布局 CS/KA 渠道(化妆品专卖店/大型零售商或连锁超市等重点客户)，或通过经销商和代理商等方式进行线下布局，这种模式虽然能让品牌迅速占领市场，但同时也导致了品牌控制力的弱化。由于电商平台和社媒平台的兴起，为品牌提供了一个低成本、高效率的销售渠道，从而迅速拓展市场份额，如珀莱雅、丸美、贝泰妮等公司线上占比均呈现较高水平。但随着 OMO 模式和全渠道整合的推广，部分品牌正在逐步实现线上线下的融合，提升市场渗透率。

图表 11：2023 年高端美妆品牌中国市场线下市场份额



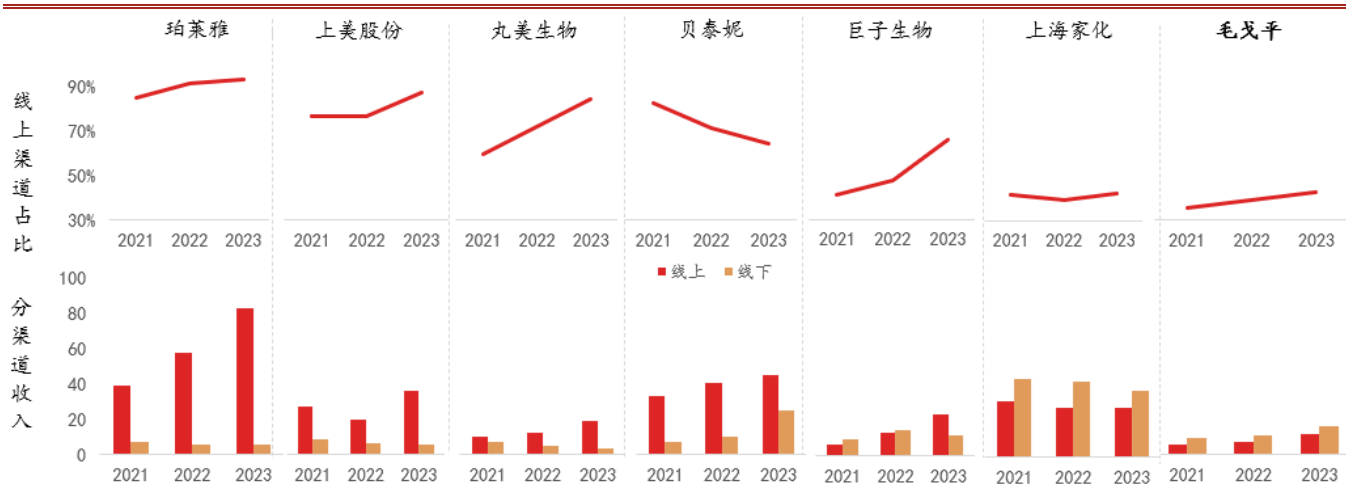
资料来源：招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 12：2023 年高端美妆品牌中国市场百货专柜市场份额



资料来源：招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 13：国产美妆集团线上渠道占比（%）及收入（亿元）



资料来源：各公司公告、麦高证券研究发展部

图表 14：国产美妆集团渠道销售模式对比

| 集团   | 线上渠道                          | 线下渠道                                   |
|------|-------------------------------|----------------------------------------|
| 珀莱雅  | 主要通过 <b>直营、分销</b> 模式运营        | <b>经销商模式</b> 为主，渠道包括化妆品专营店、百货等         |
| 上美股份 | <b>自营</b> 为主，线上零售商及分销商为辅      | 主要为 <b>零售商和分销商</b> 形式                  |
| 丸美生物 | <b>直营</b> 为主                  | <b>经销</b> 为主，覆盖线下日化专营店、百货商场专柜、美容院等     |
| 贝泰妮  | <b>自营</b> 为主，经销、代销为辅          | 自营为主，通过 OMO 模式开设直营店，经销、代销为辅            |
| 巨子生物 | <b>DTC 店铺</b> 和电商平台 <b>直销</b> | <b>经销</b> 为主，渠道包括医院、药房、化妆品连锁店、超市等，直销为辅 |
| 毛戈平  | <b>自营网店、经销商</b> 销售            | <b>自营专柜直销</b> 为主，辅以向美妆零售商、经销商销售        |

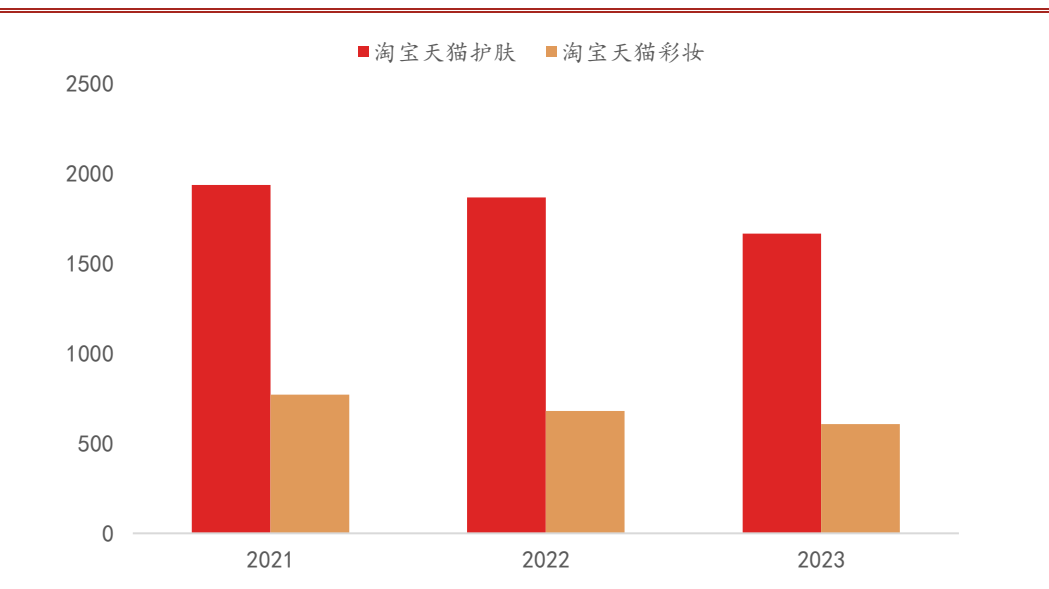
资料来源：各公司公告、麦高证券研究发展部

线上渠道发展接近成熟，社媒平台为仅有的存在明显增量市场的线上渠道。据用户说统计数据，线上渠道在经历疫情期间高速增长后目前总体发展已趋于成熟，2023 年淘天交易规模为 2270.2 亿元，同比-13.1%；京东 2023 年 GMV 达 505.8 亿元，

同比-15.4%。社媒平台为仅有的存在明显增量市场的线上渠道，2023 年抖音 GMV 约 1250-1500 亿元，维持高增，同比约+22.2%。

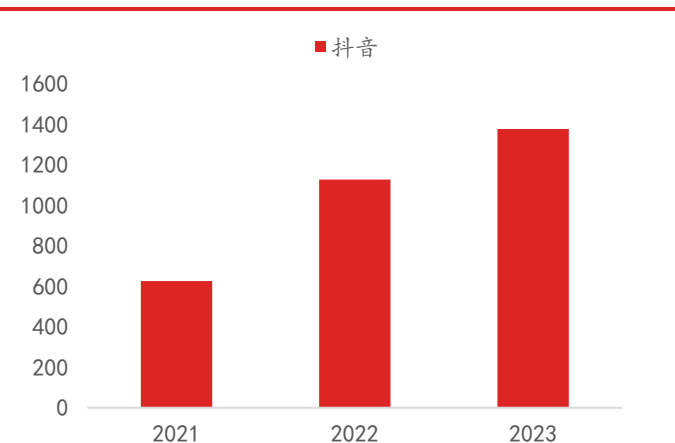
**精细化运营能力成为当下关键。**一方面，电商平台仍是目前美妆行业中有明显且明确增量渠道；另一方面过去由于众多品牌加速入场，赛道更为拥挤，叠加平台算法不断调整下，流量费用也有所提升。高费投打法或影响品牌进入市场难度，压缩盈利空间。精细化运营能力成为当下关键，包括提升对于线上平台规则响应速度，增加对于消费者需求捕捉速度，和增加消费者粘性等。

图表 15：淘宝天猫平台彩妆护肤交易规模（亿）



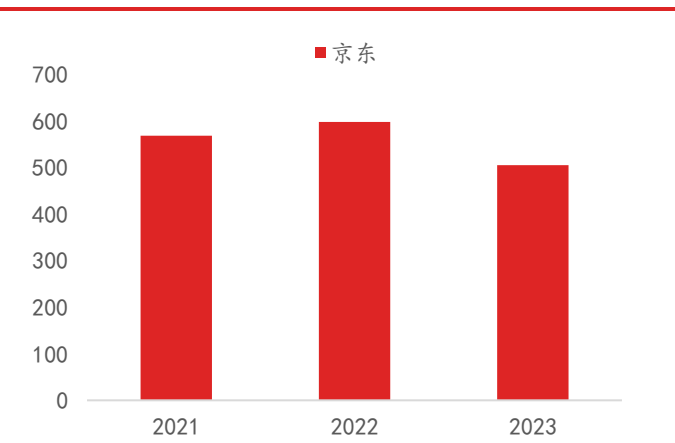
资料来源：用户说、麦高证券研究发展部

图表 16：抖音平台彩妆护肤交易规模（亿）



资料来源：用户说、麦高证券研究发展部，注：规模和同比根据区间数据中值折算

图表 17：京东平台彩妆护肤交易规模（亿）



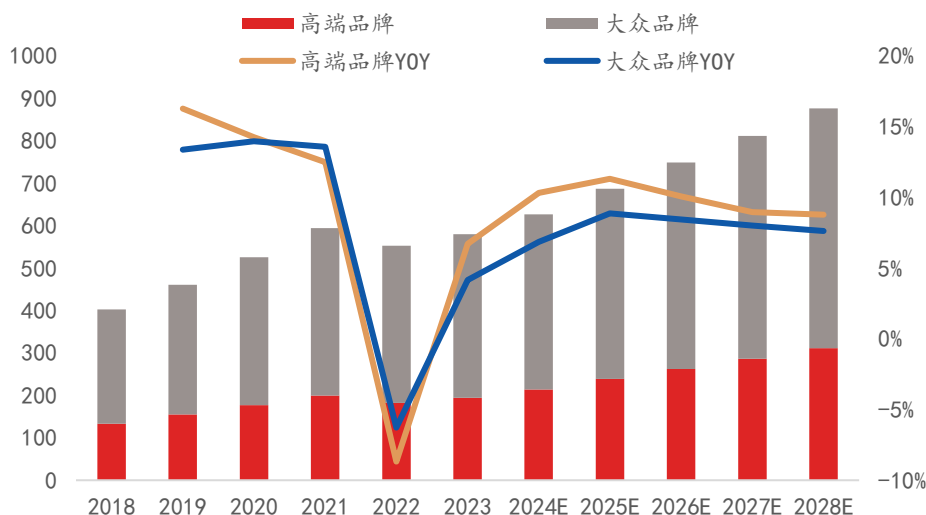
资料来源：用户说、麦高证券研究发展部

#### 1.4 格局：高端品牌增长领先，国货品牌发力价格带分化

大众品牌仍占主导，高端市场增速高于行业整体。目前大众品牌仍然占据大部分市场份额，2023 年大众品牌市场份额占美妆行业占比达 66.5%，高端品牌市场份额为 33.5%；但高端品牌增速持续高于行业平均水平，2023 年高端美妆品牌市场规模同

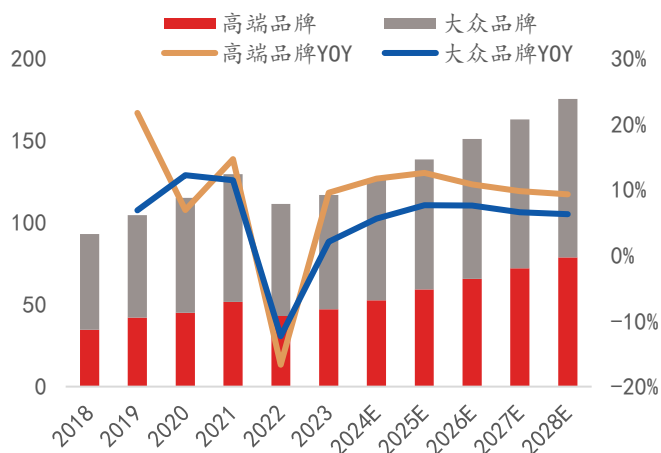
比+6.7%，高于行业整体水平 1.7pct。高端彩妆占比高于高端护肤占比，且过去占比以较高速度提升，2023 年高端彩妆和高端护肤品牌市场份额占比分别为 40.3%和 31.8%，同比+9.5%和 5.8%，高端彩妆占比从 2018 年的 37.2%提升至 2023 年的 40.3%。

图表 18：分定位中国美妆市场规模（十亿元）及增速



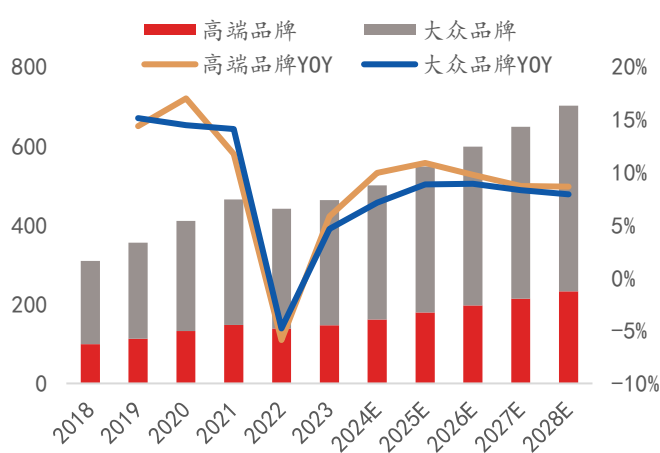
资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 19：分定位中国彩妆市场规模（十亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 20：分定位中国护肤市场规模（十亿元）及增速

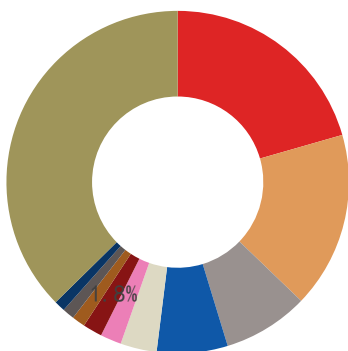


资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

高端美妆行业市场集中度较高，毛戈平为国货高端美妆品牌第一位。按 2023 年零售额计算，前五大美妆集团占据 55.4%的市场份额，前 10 大美妆品牌占据 44.2%的市场份额，且均为国际美妆品牌和集团，头部市场较为集中。毛戈平是中国第七大高端美妆集团，也是国货高端美妆第一大集团。

图表 21：2023 年中国高端美妆市场各集团竞争格局

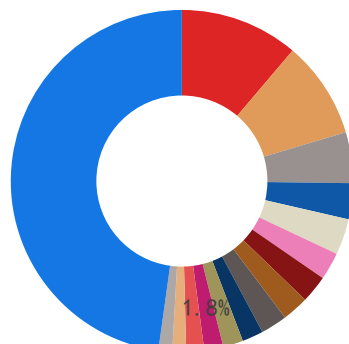
■ 欧莱雅 ■ 雅诗兰黛 ■ LVHM ■ 资生堂  
■ 宝洁 ■ 香奈儿 ■ 毛戈平 ■ 欧舒丹  
■ 娇韵诗 ■ 爱茉莉 ■ 其他



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

图表 22：2023 年中国高端美妆市场各品牌竞争格局

■ 兰蔻 ■ 雅诗兰黛 ■ Nars  
■ Dior ■ SK-II ■ 肌肤之钥CPB  
■ YSL ■ 娇兰 ■ 资生堂



资料来源：公司招股说明书、弗若斯特沙利文、麦高证券研究发展部

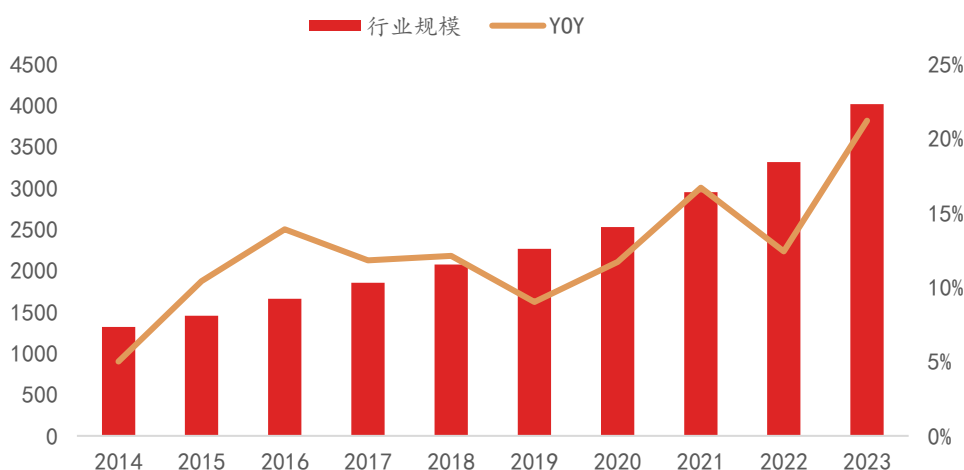
国货美妆市场规模高速增长，未来占比将进一步提升。从 2014 年至今，国货美妆个护品牌始终以较高增速增长，CAGR 达 13.2%，领先于美妆个护大盘增长水平，国货占比持续提升。其背后源于：

1) **消费者对国货品牌认可度提升**：随着消费者对本土产品的认同感增强，以及对于质价比产品需求的提升，加之品牌方加大在原材料、生产工艺上的提升，对于产品质量、设计等全方位进行了升级优化，推出了满足东方消费者的产品，满足了新一代消费者的需求；

2) **文化元素的融入和文化认同**：国货品牌将传统文化和元素融入产品设计，伴随“国潮”兴起，带动了消费者的文化归属感和文化认同感；

3) **电商和数媒的兴起**：过去电商和社媒平台的兴起为国货提供了新的销售渠道和更高效触达消费者的渠道，高曝光下极大推动了国货知名度的提升和销量的快速增长。

图表 23：国货美妆个护市场市场规模（亿元）及增速



资料来源：小红书商业动态&青眼、麦高证券研究发展部

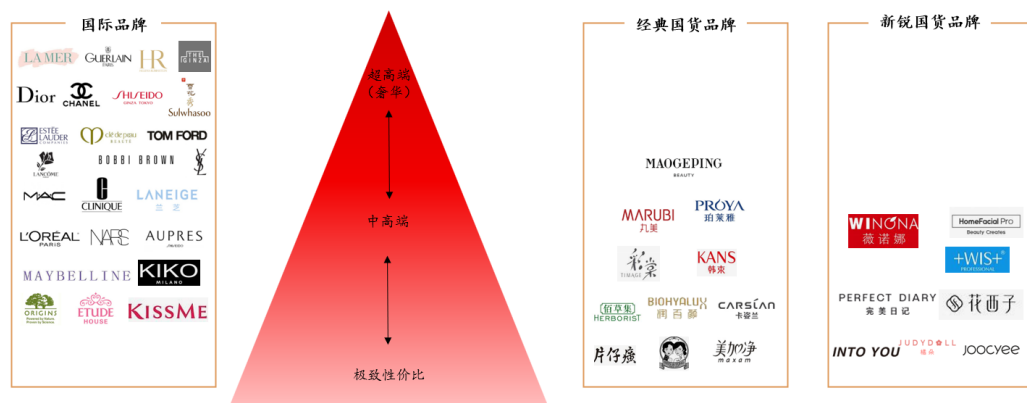
国货品牌多在中高端及以下价格带发力，竞争核心价格带区间分化。总体来看超高端市场依然由国际品牌占据，定位极少数消费收入水平较高的消费群体，国际品牌凭借其长期积累的品牌效应、市场知名度和高端形象，占据了市场的绝大部分份额；

国货品牌多在中高端及以下价格带发力，与国际品牌同台竞争，逐渐建立起在市场中的影响力。

**护肤：**国货护肤品牌发展进程快于化妆品品牌，早期国产护肤品牌多从大众价格带或极致性价比价格带起家，部分国产护肤品牌通过提升产品研发实力、加强原料选择、优化配方等手段，不断推动品牌的升级，并加大渠道建设，逐渐从低端和中端市场向中高端市场进军。

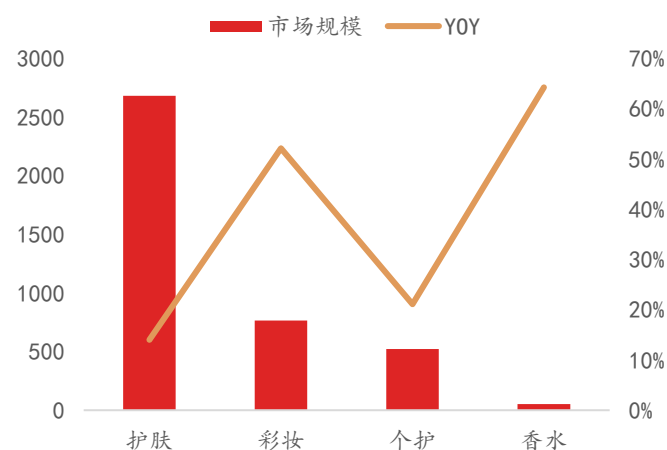
**彩妆&香水：**中国彩妆市场的快速增长给国产品牌带来了机遇，但国际品牌在超高端和高端市场仍然占据主导地位，香水市场也未有国产头部美妆品牌重点发力辐射。品类上专业底妆品牌较少，多以彩妆品牌的底妆线产品为主。国货品牌多集中于大众价格带，定位各有不同，毛戈平始终定位高端价格带与欧美品牌同台竞争；部分国产品牌则通过极致性价比、创新设计以及本土化的色彩等定位切入市场，随着彩妆国产化进程持续推进，仍大有可为。

图表 24：中国化妆品牌竞争层次



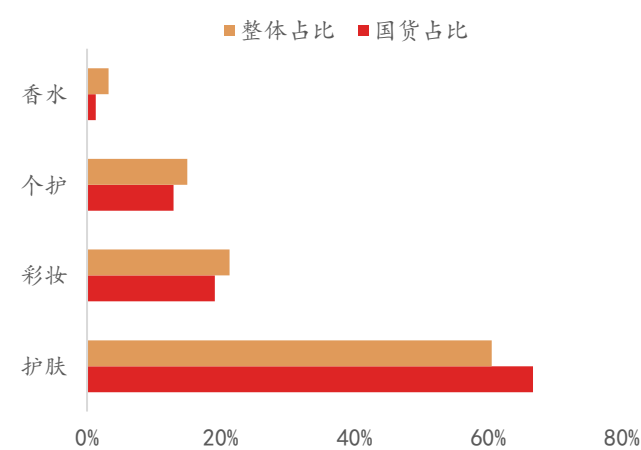
资料来源：公开信息整理、前瞻产业研究院、麦高证券研究发展部

图表 25：2023 年国货美妆市场规模（亿元）和增速



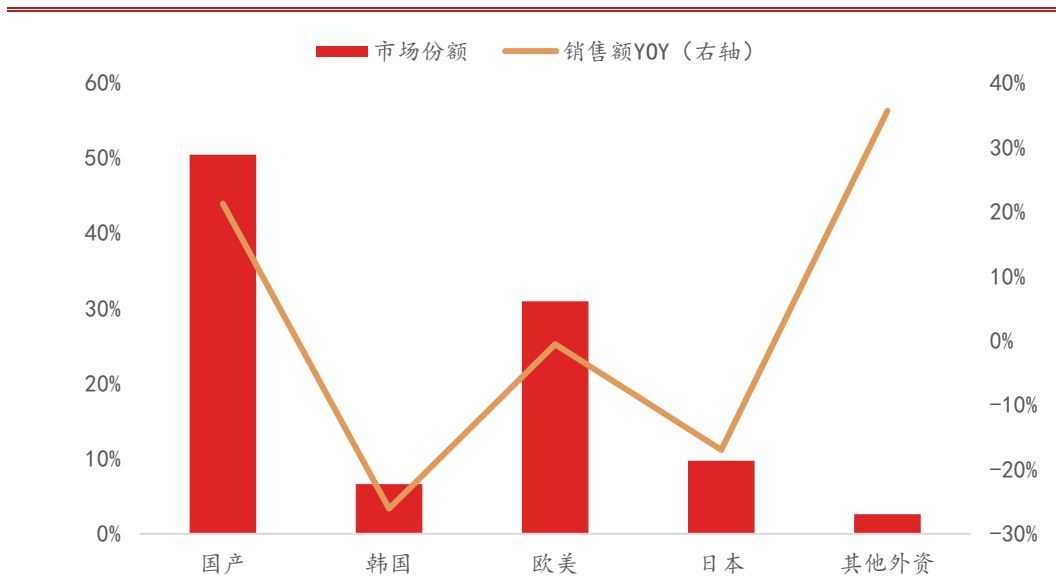
资料来源：小红书商业动态&青眼、麦高证券研究发展部

图表 26：2023 年国货美妆和中国市场整体品类占比



资料来源：小红书商业动态&青眼、麦高证券研究发展部

图表 27：2023 年中国市场分国别美妆品牌销售额同比增长和市场份额情况



资料来源：青眼情报、麦高证券研究发展部

**头部品牌份额将进一步提升。**随着市场竞争的加剧和消费者需求的变化，我们认为头部品牌的市场份额将进一步提升。1) 头部品牌拥有长期积累的品牌效应和深厚的市场影响力，随着品牌认知深化，能够通过持续的广告宣传、口碑传播和社交媒体营销等手段，进一步巩固其在市场中的领导地位。2) 随着线上流量成本攀升，中小型品牌往往受限于资金、资源和技术，头部品牌可以在渠道布局和市场推广方面实现更大的覆盖面和渗透力，并在当下市场环境中持续提升用户忠诚度和更加细化的用户运营战略。

## 二、百货专柜起家，国产高端美妆佼佼者

### 2.1 概况：百货专柜起家，国产高端美妆佼佼者

历经二十余年发展，国内高端美妆领域佼佼者。毛戈平由中国美妆界著名化妆师毛戈平先生领导，在中国美妆行业建立了强大的影响力，为中国高端美妆市场 TOP10 中的唯一的中国公司。

毛戈平主营彩妆和护肤，旗下有两大美妆品牌。公司拥有旗舰品牌 MAOGEPING 和至爱终生，业务涵盖彩妆、护肤产品销售及化妆艺术培训。MAOGEPING 创立于 2000 年，以创始人名字命名，占据公司核心地位，主打高端市场，融合光影美学和东方美学而打造。至爱终生成立于 2008 年，以进一步延伸产品组合。

图表 28：毛戈平公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

核心管理团队家族企业特征明显，除了宋虹佺女士外均为毛戈平家族成员。毛戈平先生作为公司创始人同时任公司董事长，负责公司的整体业务战略和管理。汪立群女士为毛戈平先生的妻子，任执行董事兼副董事长。宋虹佺任执行董事、总裁兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理，全面负责 MAOGEPING 品牌市场运作及品牌管理，参与本集团重大业务决策和经营管理。

图表 29：毛戈平公司董事会及高管核心成员

| 姓名  | 年龄 | 职位                            | 角色和职责                                      | 和其他核心管理人员的关系               |
|-----|----|-------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------|
| 毛戈平 | 60 | 创始人<br>董事长                    | 领导及管理董事会，并负责集团的整体业务战略和管理                   | 汪女士的配偶、毛霓萍女士及毛慧萍女士的弟弟      |
| 汪立群 | 53 | 执行董事<br>副董事长                  | 负责协助董事长管理集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理              | 毛先生的配偶及汪立华先生的姐姐董事、监事及高级管理层 |
| 毛霓萍 | 64 | 执行董事<br>副董事长<br>资深副总裁         | 负责协助董事长管理董事会日常工作及集团业务管理，兼任至爱终身品牌的日常经营及管理   | 毛先生及毛慧萍女士的姐姐               |
| 毛慧萍 | 62 | 执行董事<br>资深副总裁                 | 负责协助董事长管理董事会日常工作及集团整体业务管理，兼任毛戈平科技日常经营及管理   | 毛先生的姐姐及毛霓萍女士的妹妹            |
| 汪立华 | 51 | 执行董事<br>副总裁                   | 负责制定及实施培训机构化妆艺术培训计划的业务战略                   | 汪女士的弟弟                     |
| 宋虹佺 | 49 | 执行董事、总裁<br>MAOGEPING 品牌事业部总经理 | 全面负责 MAOGEPING 品牌市场运作及品牌管理，参与集团重大业务决策和经营管理 | 无                          |

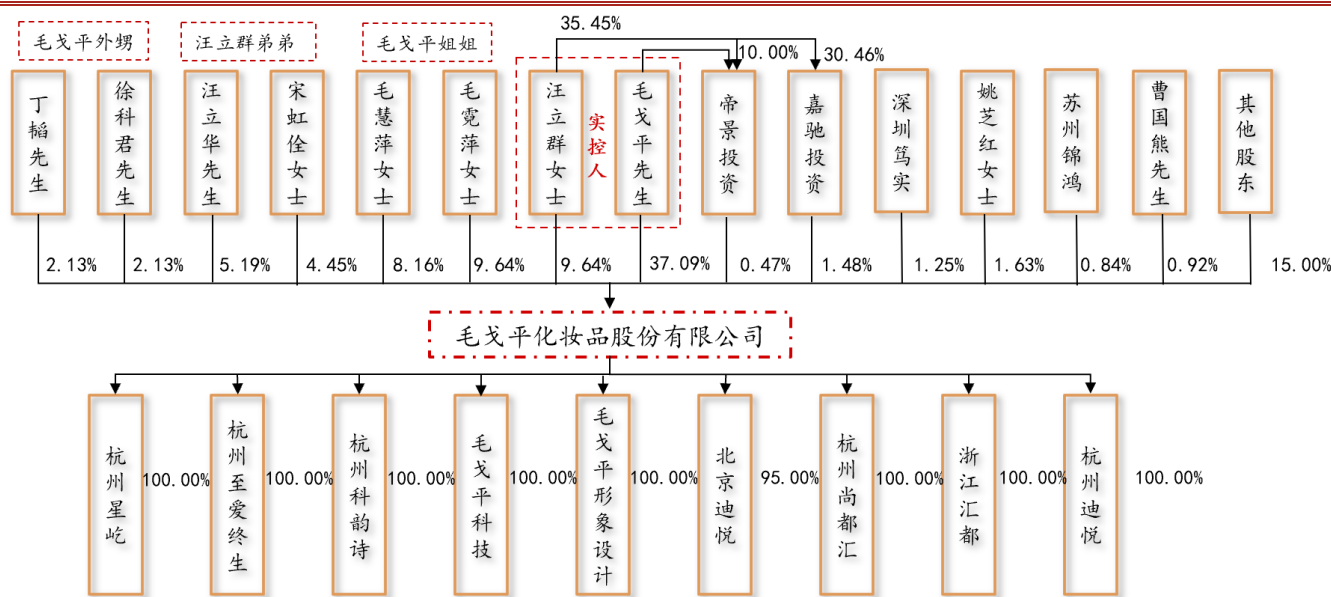
资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**毛氏家族拥有绝对控股权。**毛戈平+妻子汪立群合计直接或间接持股 47.39%，公司核心关联人士控股 79.09%，毛氏家族掌握绝对话语权。

**1) 毛戈平夫妇直接和间接持股 47.39%，对公司拥有绝对控制权:**a) 毛戈平先生和汪立群女士分别直接持有 37.09%和 9.64%，合计持股比例为 46.73%；b) 毛戈平先生和汪立群女士分别控制帝景投资 10%和 35.45%股份，毛戈平先生作为普通及执行事务合伙人；c) 汪立群女士控制 30.46%嘉驰投资股份。

**2) 核心关联人士合计控制发行股份总数的 79.09%:**核心关联人士包括 a) 毛戈平和汪立群夫妇；b) 毛氏家族的毛慧萍、毛霓萍、汪立华、丁韬和徐科君，合计持股 27.25%；c) 总裁宋虹佳女士，持股 4.45%。

**图表 30：毛戈平公司股权结构**

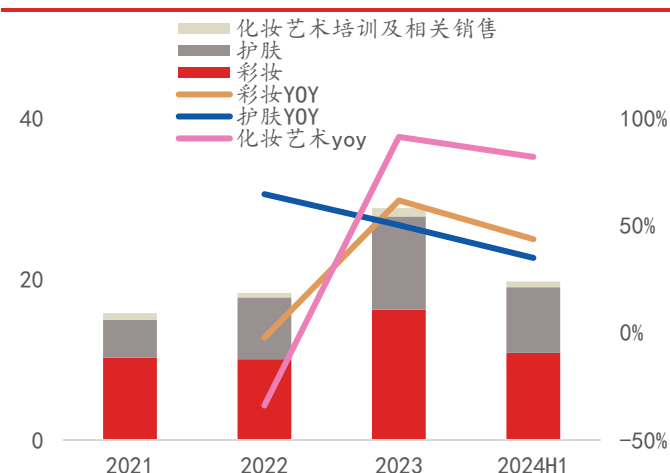


资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

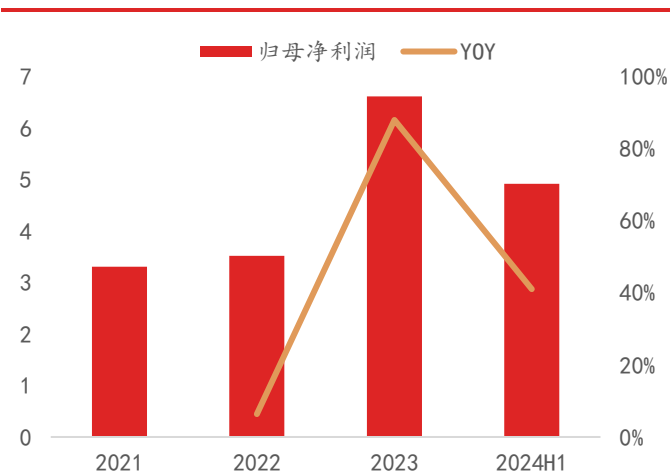
## 2.2 业绩：收入利润高速增长，彩妆为核心，护肤拓第二曲线

**公司收入利润高速增长。**2023 年和 2024 年 H1，公司收入分别为 28.9 亿元和 19.7 亿元，同比+57.8%和 41.0%；归母净利润分别为 6.6 亿元和 4.9 亿元，同比+88.0%和 41.0%，收入利润高速增长。根据弗若斯特沙利文资料显示，公司往期记录期间收入增长率显著高于行业平均水平。

**彩妆产品为核心，护肤成功拓展第二曲线。**1) 彩妆：2023 年和 2024 年 H1，公司彩妆收入分别为 16.2 亿元和 10.9 亿元，同比+61.8%和+43.6%，为核心产品线。2) 护肤：近年来护肤呈现高速增长，2023 年和 2024 年 H1 公司护肤收入分别为 11.6 亿元和 8.1 亿元，同比+50.2%和 34.9%，占收入比从 2021 年的 29.7%提升至 2024 年 H1 的 41.3%，提升了 11.6pct。3) 化妆艺术培训及相关销售：公司于全国拥有 9 所化妆艺术机构，2023 年和 2024 年 H1 收入分别 1.0 亿元和 0.7 亿元，收入同比+91.4%和+82.1%。

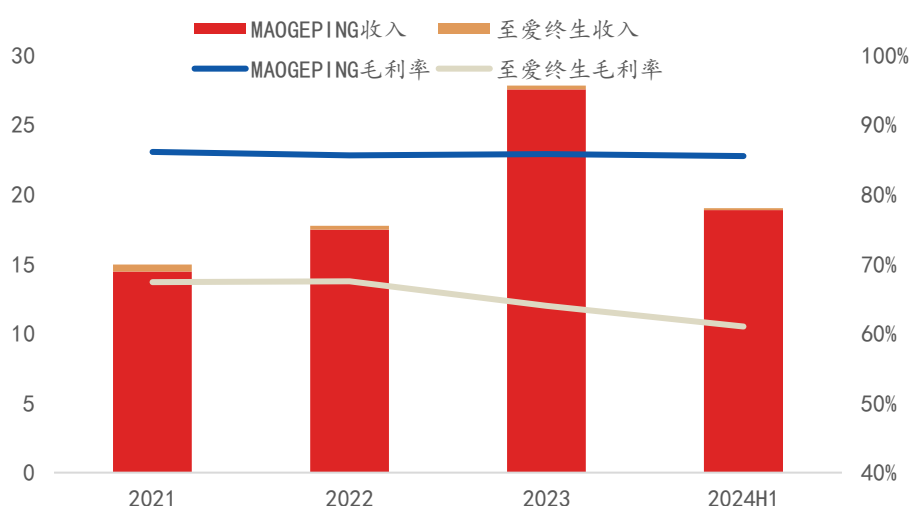
**图表 31：毛戈平营业收入（亿元）及同比增速**


资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**图表 32：毛戈平归母净利润（亿元）及同比增速**


资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

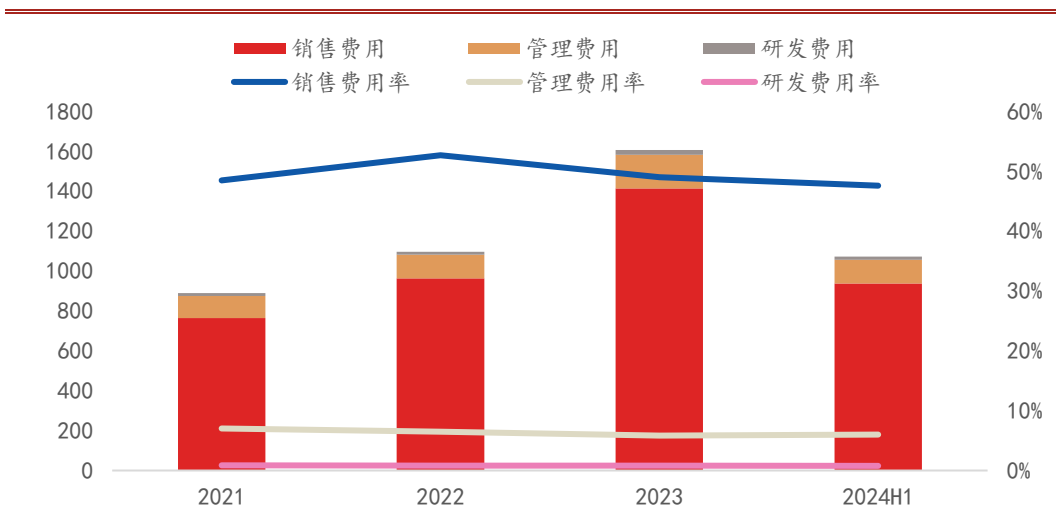
收入主要源于 MAOGEPING 主品牌。2023 年和 2024 年 H1，MAOGEPING 品牌收入分别占产品销售收入 99.0%和 99.3%。2008 年公司推出至爱终生以拓宽产品组合，2023 年和 2024 年 H1 收入分别为 2692 和 1332 万元。

**图表 33：毛戈平分品牌产品收入（亿元）及毛利率**


资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

期间费用以销售费用为主，费用率稳中略降。2024 年 H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 47.5%、6.0%和 0.8%，销售费用率、管理费用率分别较 2021 年-0.9pct 和-1.0pct。

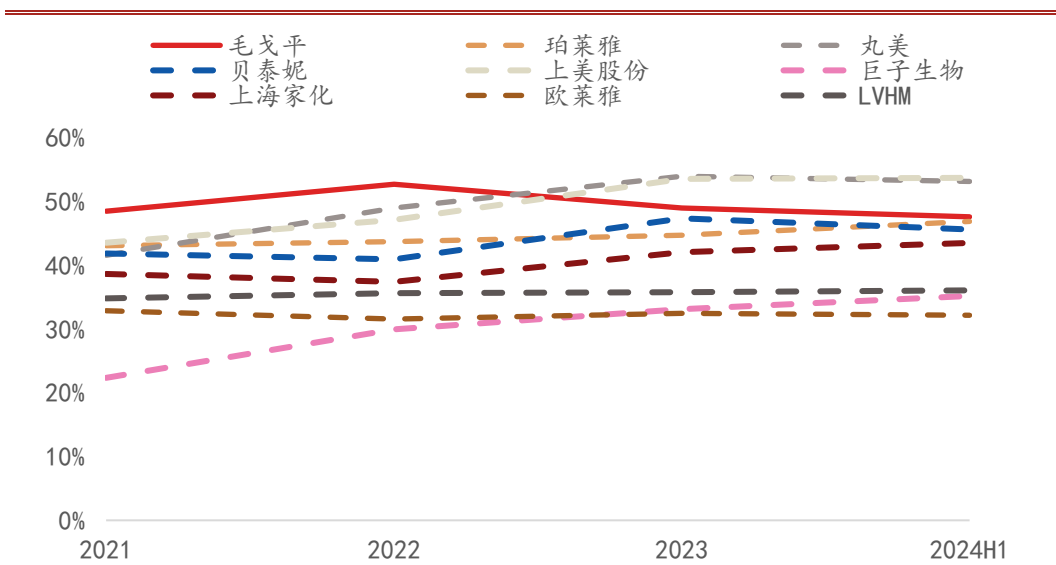
图表 34：毛戈平期间费用（百万元）及费用率水平



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

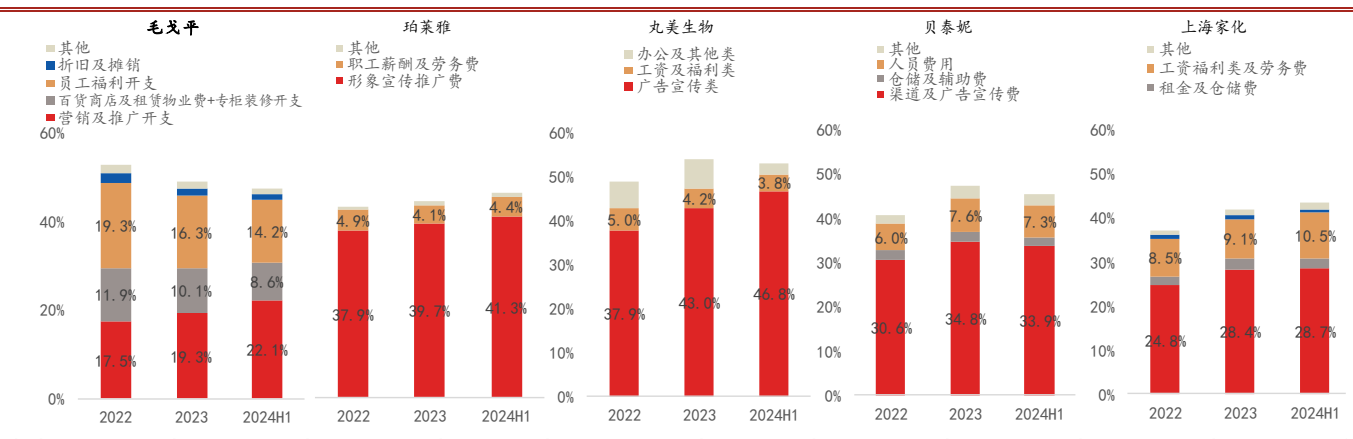
**销售费用率呈下降趋势，营销推广开支占比低。**2023 年和 2024 年 H1，公司销售费用率分别为 48.9% 和 47.5%，公司总体销售费用率处国产品牌均值水平。细分拆解来看由于公司与同行业公司存在差异，费用构成有所不同。2024 年 H1 员工福利开支、营销及推广开支、百货商店及其他租赁物业费开支分别占比 14.2%、22.1%、7.8%。单看营销及推广开支率公司占比低于行业均值。

图表 35：美妆集团销售费用率对比



资料来源：各公司公告、麦高证券研究发展部

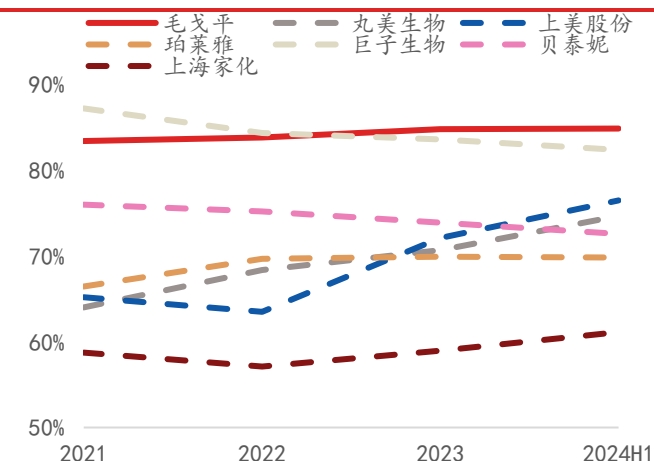
图表 36：美妆集团销售费用率拆解



资料来源：各公司公告、麦高证券研究发展部

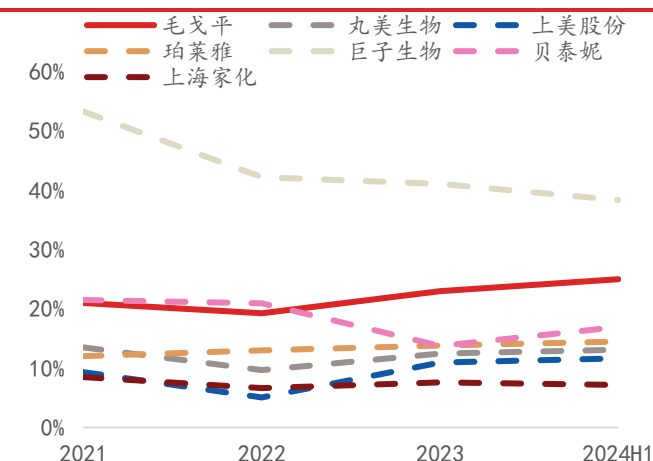
毛利率及净利率水平稳中略升，盈利能力高于行业平均水平。公司毛利率水平从2021年的83.4%稳步提升至2024年H1的84.9%。净利率水平从2021年的21.0%提升至2024年H1的25.0%，毛利率及净利率水平稳健，盈利能力高于行业平均水平。

图表 37：美妆集团毛利率对比



资料来源：各公司公告、麦高证券研究发展部

图表 38：美妆集团净利率对比



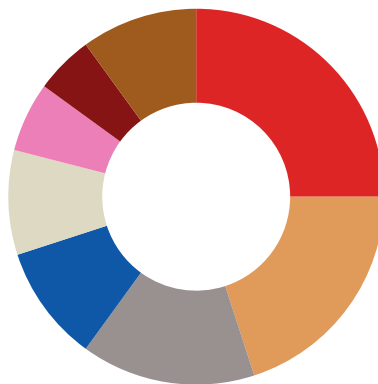
资料来源：各公司公告、麦高证券研究发展部

## 2.3 募集资金用途：主要用于销售网络扩张、品牌建设活动和海外扩张收购

募集资金主要用于销售网络扩张和品牌建设活动。公司1) 25%用于扩大销售网络，提高市场渗透率。2) 20%用于品牌建设活动，提高品牌知名度。3) 15%海外扩张及收购，扩大海外市场。4) 其余40%用于加强生产及供应链能力、增强产品设计及开发能力、化妆艺术培训机构、运营及信息基础设施数字化。

图表 39：毛戈平拟用募集资金分项占比

■ 扩大销售网络 ■ 品牌建设活动 ■ 海外扩张及收购  
■ 加强生产及供应能力 ■ 增强产品设计和开发能力 ■ 化妆艺术培训机构  
■ 运营及信息基础设施数字化 ■ 营运资金及一般公司用途



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 40：毛戈平公司拟用募集资金用途

| 所占百分比<br>(%) | 拟用募资资金<br>(百万港元) | 款项用途                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 25.0%        | 461.1            | <b>扩大销售网络</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 10.0%        | 184.5            | <p><u>用于扩大线下销售渠道：</u></p> <p>a) 开设新品牌商店及专柜；<br/>b) 升级现有专柜。</p> <p><u>用于扩大线上销售渠道：</u></p> <p>a) 增加电商销售人员；<br/>b) 增加品牌线上广告；<br/>c) 购买平台服务包。</p> <p><u>用于品牌及产品营销活动：</u></p> <p>a) 组织化妆秀、产品发布会等线下活动；<br/>b) 赞助高规格活动。</p> <p><u>用于基于内容的品牌及产品推广活动：</u></p> <p>a) 与 KOL 合作，制作宣传内容和影片；<br/>b) 制作宣传影片和纪录片。</p> |
| 15.0%        | 276.6            | <b>品牌建设活动</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 20.0%        | 369.0            | <b>海外扩张及收购</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 10.0%        | 184.5            | <p><u>用于海外市场产品、营销、渠道建设：</u></p> <p>a) <u>品牌&amp;线下渠道：</u>在海外市场（特别是欧洲、美国及亚太地区）建立品牌知名度及开店；<br/>b) <u>营销：</u>通过线上线下渠道以及开展新产品发布会及 KOL 活动，提高品牌认知度；</p>                                                                                                                                                     |
| 10.0%        | 184.5            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 15.0%        | 276.6            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 7.5%         | 138.3            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

|        |        |                                                                        |
|--------|--------|------------------------------------------------------------------------|
|        |        | c) <u>线上渠道</u> : 建立服务海外市场的自营官方网店;                                      |
|        |        | d) <u>产品</u> : 推出融合光影美学和东方美学精髓, 针对当地消费者需求量身定制的产品。                      |
| 7.5%   | 138.3  | <u>用于中国及海外潜在投资及收购</u> :                                                |
| 10.0%  | 184.5  | <u>投资收购目标</u> : 与高端定位一致, 可为现有的产品类别提供互补产品, 并拥有生产能力。<br><b>加强生产及供应能力</b> |
| 10.0%  | 184.5  | 加强生产及供应能力: 包括建设和扩建生产设施及供应链。                                            |
| 9.0%   | 166.0  | <b>增强产品设计和开发能力</b>                                                     |
| 5.0%   | 92.2   | <u>用于建立研发中心</u> : a) 招募产品开发人员; b) 购买分析及检测设备, 提高生产技术。                   |
| 4.0%   | 73.8   | 用于采用先进产品配方及美学设计开发新产品及产品类别。                                             |
| 6.0%   | 110.6  | <b>化妆艺术培训机构</b>                                                        |
| 6.0%   | 110.6  | a) 升级及扩大机构设施及基础设施; b) 开设化妆艺术工作室; c) 招募更多培训师; d) 制定培训课程; e) 参加大型行业活动。   |
| 5.0%   | 92.2   | <b>运营及信息基础设施数字化</b>                                                    |
| 5.0%   | 92.2   | a) 购买硬件设备; b) 开发或购买软件系统, 用于企业资源规划及运营管理; c) 专业人才招聘及培训; d) 升级会员体系。       |
| 10.0%  | 184.5  | <b>营运资金及一般公司用途</b>                                                     |
| 100.0% | 1844.5 |                                                                        |

资料来源: 公司招股说明书、麦高证券研究发展部

## 三、国货高端美妆定位，彩妆护肤融合发展

### 3.1 品牌：国货高端美妆品牌，个人 IP+差异化定位形成壁垒

毛戈平明星化妆师 IP 属性具备讲述品牌故事能力，出圈有偶然也有必然：

1) 毛戈平先生个人履历丰厚，品牌故事可圈可点。毛戈平先生 20 岁从越剧团演员转行戏剧化妆。1989 年因电视剧《杨乃武与小白菜》初步崭露头角，并在《武则天》《火烧阿房宫》中取得巨大成功。后转向创办了毛戈平形象艺术学校，创建 MAOGEPING 美妆品牌。

2) 多次成功社媒运营，个人 IP 破圈并持续输出品牌理念。毛戈平通过光影和骨相调整，使得妆前妆后对比效果显著，视觉冲击力效果在社媒上具备极具传播力。同时，毛戈平先生活跃于微博、小红书、bilibili 等多个社交媒体平台，发布化妆教程，和深夜徐老师、张大奕、李佳琦助理旺旺、赵露思等明星和知名博主合作改妆视频，在社交媒体上成功出圈。

图表 41：毛戈平个人履历丰厚

|      |                                                                |      |                                                                                                                                 |      |                                                                                                                                                                                              |
|------|----------------------------------------------------------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1988 | 毛戈平先生榮獲上海文化局上海“百愛神”專業化妝一等獎                                     | 2012 | 毛戈平先生榮獲第九屆“中國影視化妝金像獎”                                                                                                           | 2021 | 毛戈平先生榮獲新商業年度人物<br>毛戈平先生榮獲杭州時尚消費推廣大使<br>公司入選2022年第19屆亞運會特許零售企業（美妝類）<br>公司入選2022年第19屆亞運會特許生產企業（美妝類）<br>公司入選2022年第19屆亞運會指定化妝用品及化妝服務<br>公司榮獲國際美妝產業大賞“國粹美學新風”<br>MAOGEPING國色天香、宋錦雅集精品禮盒榮獲美國設計獎鉅金獎 |
| 1990 | 毛戈平先生榮獲國家廣播電視總局國家“飛天獎”最佳美術獎                                    | 2014 | 毛戈平先生榮獲上海國際服裝文化節“中國時尚20年功勳人物獎”                                                                                                  |      |                                                                                                                                                                                              |
| 1998 | 毛戈平先生榮獲“中國電影電視技術學會第二屆化妝金像獎”                                    | 2015 | 毛戈平先生榮獲中國美妝美容協會成立25周年“突出貢獻獎”                                                                                                    |      |                                                                                                                                                                                              |
| 2000 | 毛戈平先生榮獲國家文化部文化藝術人才中心“中國十大青年時尚化妝師”                              | 2016 | 毛戈平先生榮獲“亞洲美”（韓國）頒獎盛典“海外藝術家大獎”<br>毛戈平先生榮獲2015全球華人影響力盛典暨峰會“美妝藝術特別貢獻獎”<br>毛戈平先生榮獲中國健康美容行業信譽聯盟頒發的“亞洲形妝大師”<br>毛戈平先生榮獲第十一屆“中國影視化妝金像獎” | 2022 | 毛戈平先生榮獲第十八屆杭州市優秀企業家稱號<br>公司榮獲2022年度省放心消費單位<br>公司獲評2021-2022年度杭州市重點文化企業<br>公司榮獲中國質量報“質量金盾獎”稱號                                                                                                 |
| 2002 | 毛戈平先生榮獲中國電影電視技術學會化妝委員會“當代優秀化妝師獎”                               | 2017 | 毛戈平先生榮獲第二屆國際健康美容形象設計大賽“中國美妝工匠楷模”稱號                                                                                              |      |                                                                                                                                                                                              |
| 2005 | 毛戈平先生榮獲中國美妝美容協會“中國著名造型大師”                                      | 2018 | 毛戈平先生榮獲中國健康美容行業“特殊貢獻獎”<br>毛戈平先生榮獲“中國改革開放40周年全球華人年度影響力人物”                                                                        | 2025 | 毛戈平先生擔任杭州第19屆亞運會開幕式造型總監設計師、亞運火炬手<br>毛戈平先生榮獲第二十二屆浙江省優秀企業家<br>毛戈平先生榮獲“2023安永企業家獎”<br>公司榮獲杭州區組委頒發的杭州第19屆亞運會“鼎力支持獎”<br>公司入選2023年度首批杭州總部企業                                                        |
| 2004 | 毛戈平先生榮獲中國服裝設計師協會“年度人物大獎”                                       | 2019 | 毛戈平先生榮獲中國美妝技術推動傑出人物獎<br>毛戈平先生榮獲2019年時尚COSMO匠心傳承獎<br>毛戈平美妝產品榮獲2019年《世界時裝之苑ELLE》最美國風系列形妝                                          |      |                                                                                                                                                                                              |
| 2006 | 毛戈平先生榮獲“首屆中國美容化妝品（化妝造型）特別貢獻獎”                                  | 2020 | 毛戈平先生入選教育部“國家技術技能大師”名錄<br>公司榮獲中國紅十字會奉獻獎章<br>毛戈平先生榮獲杭州市人民政府“杭州工匠”稱號、“杭州五一勞動獎章”<br>毛戈平先生榮獲2020年瑞麗美容大賞2020年度美力專家                   | 2024 | 公司榮獲杭州市人民政府頒發的“行政獎勵證書”暨杭州第19屆亞運會集體獎<br>公司榮獲2024第三屆星耀獎頒獎盛典“年度新銳品牌”                                                                                                                            |
| 2007 | 毛戈平先生榮獲中國國際美容化妝師全能大賽“影響中國美妝發展的十大傳奇人物”                          |      |                                                                                                                                 |      |                                                                                                                                                                                              |
| 2008 | 毛戈平先生任北京奧運會開、閉幕式化妝造型設計師<br>毛戈平先生榮獲中國影視技術學會化妝委員會“2008北京奧運特別貢獻獎” |      |                                                                                                                                 |      |                                                                                                                                                                                              |
| 2010 | 毛戈平先生榮獲“第八屆中國影視化妝金像獎”<br>毛戈平先生榮獲日本妝妝聯盟“日本亞洲化妝聯盟的表彰獎”           |      |                                                                                                                                 |      |                                                                                                                                                                                              |
| 2011 | 毛戈平先生榮獲互聯網美容大獎“終身成就獎”<br>毛戈平先生榮獲“2011品牌中國年度人物”                 |      |                                                                                                                                 |      |                                                                                                                                                                                              |

资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

图表 42：个人 IP 破圈并持续输出品牌理念

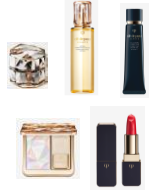


资料来源：bilibili、公司视频号、麦高证券研究发展部

专业明星化妆师背景下，光影美学+东方美学形成差异化定位。品牌从一而终定位高端美妆品牌，MAOGEPING 融合光影美学和东方美学，融入中国元素与中国消费者产生共鸣，实现将艺术性和化妆技巧与东方精髓的结合，与国际品牌形成差异化。

依托毛戈平个人 IP 为核心，成功塑造高端品牌定位。对比国际知名美妆时尚品牌，众多知名品牌依托于个人 IP 而建立，这些品牌往往深植于强烈的创始人的个人故事、核心价值观和独特的美学理念之中。这种以个人魅力为核心的品牌建设，赋予了品牌鲜明的个性和与消费者之间的情感纽带，更易实现“品牌溢价”，也使得品牌能够更顺畅地依托于整个价值体系之下，扩充其产品线。

图表 43：美妆品牌的产品理念和核心产品

|      | LANCÔME<br>PARIS<br>兰蔻                                                             | clé de peau<br>BEAUTÉ                                                              | 彩棠<br>TIMAGE                                                                        | MAOGEPING<br>BEAUTY                                                                  |
|------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品理念 | 强调自然与科技的完美结合，以科学的态度和方法研发产品，关注女性内心的需求，帮助她们展现独特的魅力。                                  | 融合了法式优雅美学与日本前沿科技，致力于通过智慧匠心的钻研精神和细节呈现奢华的精湛工艺，提供超越期待的极致体验                            | 致力于以中国美学为基础，结合国际彩妆风尚，为中国面孔定制彩妆产品。                                                   | 融合光影美学和东方美学，以满足东方女性的美妆需求，并将中国传统文化融入品牌文化。                                             |
| 产品类目 | 护肤、彩妆、香水                                                                           | 护肤、彩妆                                                                              | 彩妆                                                                                  | 护肤、彩妆、（香水）                                                                           |
| 核心产品 |  |  |  |  |

资料来源：各公司官网、麦高证券研究发展部

图表 44：国际美妆品牌中通过个人 IP 塑造品牌故事案例并不罕见

| MAOGEPING<br>BEAUTY                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | shu uemura                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | CHANEL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | HR<br>HERBES RÔDIERES                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                  |
| 毛戈平：                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 植村秀：                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 嘉柏丽尔·香奈儿：                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 赫莲娜·鲁宾斯坦：                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>首位推出全国发行的化妆艺术教学 VCD 的彩妆师；首创以自己名字命名的形象艺术设计学校；首个推出以个人名字命名的高端彩妆品牌。</li> <li>凭借 40 多部影视剧塑造的艺术形象，四次荣获中国影视化妆金像奖；连续多年参加中国国际时装周；曾担任北京奥运会开幕式造型设计师。</li> <li>20 岁从越剧团演员转行戏剧化妆。1989 年因电视剧《杨乃武与小白菜》初步崭露头角，并在《武则天》《火烧阿房宫》中取得巨大成功。为传播化妆艺术，转向生活化妆领域，并完善光影美学体系，同时创办了毛戈平形象艺术学校，创建 MAOGEPING 美妆品牌。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>凭借大胆前卫的先锋精神及空前绝后的创造力塑造独具一格的个人美学理念，创立了同名国际品牌植村秀。</li> <li>曾是东京美容学校中唯一男性学员，毕业后在好莱坞担任彩妆师。</li> <li>1965 年开设工作室开设私人课程，将彩妆艺术升华为与时装一样的艺术，颠覆传统彩妆理念，创造并留下了 126 款“风尚妆容”系列巨作。</li> <li>1972 年首届彩妆秀举办。</li> <li>1983 年为打造提供“专业化、个性化”美妆服务的“开放式工作室”，于东京表参道中心地段开设首家美容精品店。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1883 年，嘉柏丽尔·香奈儿出生于法国索缪。是第一位创办独立跨国公司的女性。</li> <li>1910 年香奈儿开设一间名为 Chanel Modes 的女帽店，帽子深受法国当时知名的女演员青睐，声名鹊起。</li> <li>1912 年开设第一间服饰店，推出以 jersey 针织面料制作的休闲服饰，此前这种面料一般用于制作男士内衣。这一尝试打破常规和性别界线，迅速获得成功。她崇尚的女性时装简约低调，线条优雅，不会束缚女性的行。此风格理念随后启发了其他创新之举。</li> <li>1921 年首款香水 5 号问世，香水配方、名字和香水瓶的设计均颠覆传统。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1872 年，赫莲娜出生于波兰传统家庭，因拒绝父母指婚，独自远赴澳洲投奔亲戚，身上最贵重的东西只有一把阳伞和 12 罐妈妈自制的乳霜。在澳洲她将自己在药房得到的知识，结合妈妈自制的乳霜贩售给澳洲妇女，成为美妆市场上第一罐乳霜。</li> <li>1902 年，赫莲娜在墨尔本成功地开设第一间美容院，亦是世界上第一家美容沙龙，率先主动为顾客提供美容咨询，与现在赫莲娜品牌追求“前卫与创新”之精神不谋而合。</li> <li>白手起家，开创肌肤护理与女性审美先河，以不凡的勇气、智慧与创新的能力，缔造了一个庞大的美容帝国。</li> </ul> |

资料来源：各公司官网、麦高证券研究发展部

### 3.2 产品：产品矩阵完善，彩妆护肤齐头并进

公司拥有美妆板块完整产品矩阵，产品种类丰富，涵盖面广。截至 2024 年 6 月，产品组合包含两个品牌（MAOGEPING 和至爱莲生）共 387 个单品，平均每年升级约 75 个单品。

1) **彩妆**：拥有共 337 个彩妆单品，满足消费者从妆前护理、定妆到肤色修护的完整化妆程序，全面涵盖粉底、高光及阴影、眼妆及唇妆产品。2024 年 H1，公司光感无痕粉膏系列实现零售额超过 2 亿元。

2) **护肤**：拥有 50 个护肤单品，全面涵盖面霜、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。2024 年 H1，公司奢华鱼子面膜现零售额 4.5 亿元。

3) **限量版系列**：公司还推出限量版和联名款美妆系列（如气韵东方系列、TEAM CHINA 联名），融入行业趋势，弘扬传统文化。

4) **香水**：公司拟发布独家香水系列，目前已推出香水礼盒，未来可进一步完善产品矩阵，扩大竞争力。

图表 45：毛戈平产品矩阵

| MAOGEPING BEAUTY |                            |                           |                         |                         | 气蕴东方                                                                                 |  | 明星产品                                                                                  |  |
|------------------|----------------------------|---------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--|---------------------------------------------------------------------------------------|--|
| 彩妆               |                            |                           |                         |                         |  |  |  |  |
| 粉底               | 奢采鱼子无瑕气垫粉底液<br>360元 14g    | 凝脂柔肌妆前霜<br>360元 30ml      | 光感美肌无痕粉膏<br>380元 12.5g  | 光感柔润粉底液<br>380元 30ml    |                                                                                      |  |                                                                                       |  |
| 高光阴影             | 光影塑颜高光粉膏<br>720元 16.5g     | 光影塑颜高光粉饼<br>490元 8.5g     | 光影塑颜三色修容饼<br>520元 12g   | 柔光收颜粉膏<br>380元 10.5g    |                                                                                      |  |                                                                                       |  |
| 眼妆               | 光影塑颜立体鼻影粉<br>420元 4.5g     | 塑形晶彩眼影<br>220元 1.5g*2     | 塑形双色眉影粉<br>280元 3.6g    | 塑形精致持久眼线液<br>220元 0.4ml |                                                                                      |  |                                                                                       |  |
| 唇妆               | 塑形防水睫毛膏<br>240元 6g         | 羽雾空气哑光唇釉<br>300元 6.5ml    | 魅色凝润唇膏<br>260元 3.8g     | 魅色绒雾唇膏<br>280元 3g       |                                                                                      |  |                                                                                       |  |
| 护肤               |                            |                           |                         |                         |  |  |  |  |
| 面膜               | 奢华至臻润养安瓶精华液<br>720元 5ml*10 | 奢华至臻润养紧颜眼部精华<br>880元 20ml | 奢华至臻润养能精华蜜<br>580元 30ml | 御香华露香水礼盒<br>480元 12ml*4 |                                                                                      |  |                                                                                       |  |
| 霜                | 奢华至臻润养安瓶精华液<br>720元 5ml*10 | 奢华至臻润养紧颜眼部精华<br>880元 20ml | 奢华至臻润养能精华蜜<br>580元 30ml | 御香华露香水礼盒<br>480元 12ml*4 |                                                                                      |  |                                                                                       |  |
| 精华               | 奢华至臻润养安瓶精华液<br>720元 5ml*10 | 奢华至臻润养紧颜眼部精华<br>880元 20ml | 奢华至臻润养能精华蜜<br>580元 30ml | 御香华露香水礼盒<br>480元 12ml*4 |  |  |  |  |

资料来源：公司招股说明书、公司官网、麦高证券研究发展部

公司核心彩妆单品为底妆，品类拥有消费频率高、客单高、生命周期长的特点。

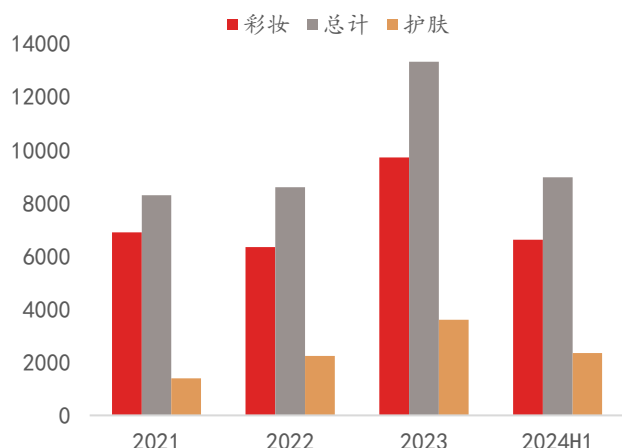
1) 消费频率高：底妆产品作为日常妆容的基础具有高频消费属性；2) 客单高：对比

彩妆其他细分品类，面部底妆产品通常单价较高；3) 产品生命周期长：底妆产品涉及多个个性化因素匹配，相较唇妆、眼妆等快速迭代的彩妆产品，底妆产品生命周期更长，更容易产生用户粘性。

**专业化妆体系建设下，彩妆护肤实现融合发展。**毛戈平老师化妆师出身，深知彩妆和护肤对于打造完美妆容的重要性，因此将两者视为呈现完美妆容的双翼，坚持彩妆和护肤的融合发展策略。通过有效的品牌宣传和价值传播，柜员不仅作为销售人员，更是专业的美容顾问，毛戈平品牌引导消费者认识到彩妆和护肤的协同效应，有效拓展产品矩阵建设，以彩妆为核心，带动护肤连带效应并形成客户忠诚度，最终实现彩妆护肤融合发展。从产品线推出时间来看，彩妆线和护肤线近乎同时推出，从一开始就注重两者的融合发展。

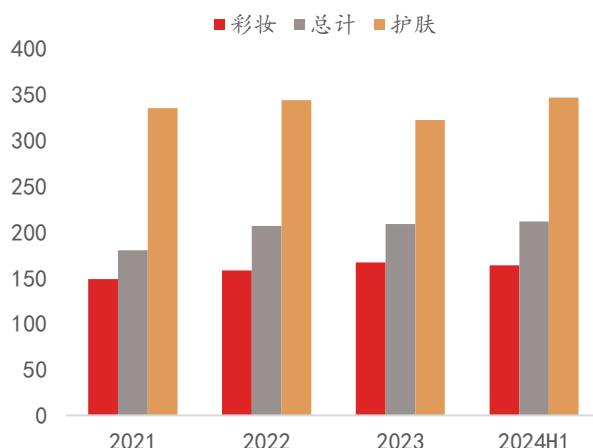
**价格定位旨在打造高端国产美妆品牌形象。**公司彩妆产品建议零售价通常介于200-500元，护肤品建议零售价通常介于400-800元，对比毛戈平和其他美妆品牌价格带区间，明显高于许多国产美妆品牌，又低于国际高端品牌，填补高端国产美妆品牌价格带空白。产品价格定位同质低价，多年来品牌定位稳定，使得毛戈平既能承接国际大牌的平替和外溢需求，还能满足对高端美妆产品有追求但预算有限的消费者。

图表 46：毛戈平分产品销量（千件）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 47：毛戈平分产品平均售价（元/件）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**图表 48：各美妆品牌分产品价格带分布**

| 集团   | 品牌        | 品牌定位 | 彩妆       | 底妆       | 眼妆      | 唇妆      | 护肤品      | 面膜        | 香水       |
|------|-----------|------|----------|----------|---------|---------|----------|-----------|----------|
| 欧莱雅  | 兰蔻        | 超高端  | 350-1200 | 470-1200 | 430-810 | 350-360 | 320-4650 | 820-1880  | 590-2950 |
|      | YSL       | 超高端  | 270-730  | 660-695  | 270-730 | 390-420 | 460-3650 |           | 690-1740 |
|      | 乔治阿玛尼     | 超高端  | 300-1450 | 620-1450 | 350     | 400     | 990-3380 |           | 690-1740 |
|      | 赫莲娜       | 超高端  | 450      |          | 450     |         | 990-6550 | 1250-3280 |          |
| 资生堂  | 植村秀       | 高端   | 250-750  | 420-740  | 265-520 | 330-395 | 490-830  |           |          |
|      | 资生堂       | 高端   | 270-420  | 420      | 280     | 270     | 480-2750 | 620       |          |
|      | 肌肤之钥      | 高端   | 300-2300 | 525-2300 | 300-700 | 300-880 | 880-2980 | 1200-2200 |          |
| LVMH | 迪奥        | 超高端  | 200-800  | 240-680  | 260-650 | 380-400 | 520-3950 | 1480-3950 | 750-1460 |
| 珀莱雅  | 彩棠        | 中高端  | 50-300   | 219-269  | 59-149  | 109-159 |          |           |          |
| 丸美股份 | 丸美        | 中高端  |          |          |         |         | 158-498  | 89-298    |          |
| 逸仙电商 | 完美日记      | 大众   | 50-220   | 170-220  | 50-190  | 59-160  | 140-340  | 140       |          |
| 宜格   | 花西子       | 大众   | 70-270   | 199-269  | 79-219  | 99-159  | 69-289   |           | 829      |
| 荔致   | INTO YOU  | 大众   | 30-130   | 69-129   | 44-89   | 39-69   |          |           |          |
| 毛戈平  | MAOGEPING | 高端   | 200-800  | 300-500  | 200-300 | 200-300 | 400-1500 | 700+      | 480      |

资料来源：根据天猫平台商品价格梳理、麦高证券研究发展部

**毛戈平品牌以其创始人个人 IP 为核心，依然具备在美妆行业中进一步扩大影响力的潜力。**作为品牌创始人，毛戈平个人 IP 在美妆行业中具有极高的知名度和影响力，消费者已对品牌形成了深刻的认知。随着品牌规模的不断提升，毛戈平个人 IP 在国产高端美妆领域依然保持着独特性和稀缺性，能够持续驱动品牌向前发展。

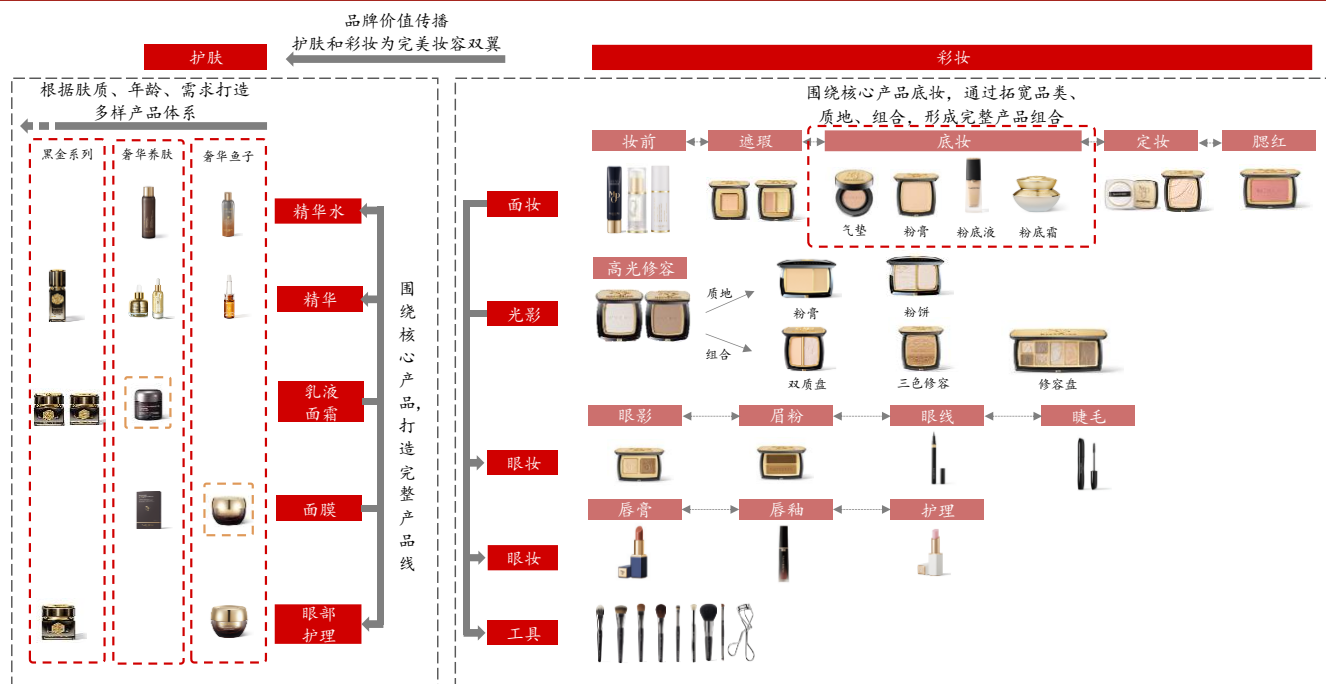
**1) 核心单品已建立稳固地位：**公司通过多年的品牌建设，公司核心产品已获得了市场的高度认可，现已拥有多款稳固的大单品，光感无痕粉膏系列、奢华鱼子面膜拥有较高稳固地位，且功效型护肤品和底妆具备更稳固生命周期，奠定了强大的品牌基础。

**2) 围绕核心单品，横向纵向连带拓品仍有较大空间：**围绕核心单品，毛戈平品牌仍具备横向和纵向拓展的巨大空间。除核心大单品外，品牌的其他产品如眼妆、修容等也已经积累了一定的知名度，有着持续的增长潜力，未来能够依托大单品的市场优势，进一步拓展产品线，实现全方位的增长。

**3) 护肤品双轮驱动：**护肤市场的潜力远高于彩妆市场，公司围绕奢华鱼子面膜和黑霜等核心单品，成功打造了完整的护肤产品线。同时，公司根据不同肤质、年龄段和消费需求，推出了多元化的产品体系，未来护肤想象空间足。

**4) 香水市场未来可期：**香水作为品牌产品线新发展方向，定位于高端轻奢市场的毛戈平以“中国香”为品牌特色，有望满足消费者对高品质香水的需求，并与国际美妆品牌竞争，进一步丰富产品矩阵

图表 49：毛戈平产品体系延伸空间广



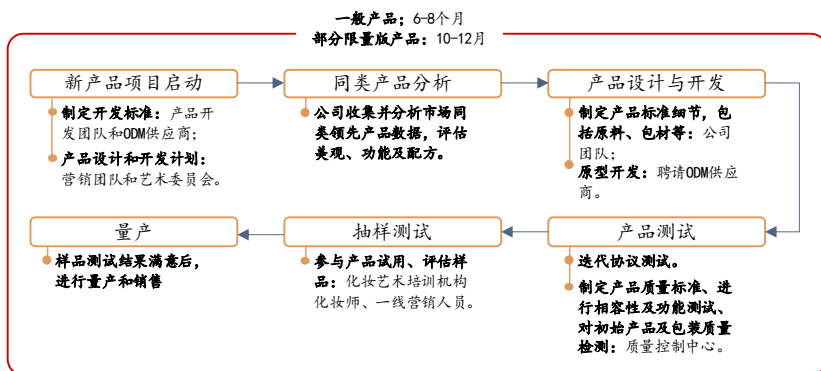
资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

### 3.3 供应：公司严控品质，与头部代工厂合作开发生产

公司产品设计及开发主要依靠公司研发团队和外部 ODM 供应商。1) 研发团队：截至 2024 年 H1，公司产品开发团队由 58 名人员组成，其中 74.1% 拥有学士及以上学历，平均工作经验超 12 年。2) ODM 供应商：公司通过与 ODM 供应商密切合作，进一步支持产品设计和开发。

公司严控产品标准和品质，与 ODM/OEM 供应商合作产品开发生产。根据公司产品开发流程，公司主要负责制定开发标准、产品设计、竞品比对、制定产品细节和质量标准、评估样品等，对产品标准和品质细节高度把控。产品具体开发和生产则与头部 ODM/OEM 供应商合作，2021-2023 年和 2024 年 H1 分别委托 6, 8, 8, 8 家供应商生产主要产品，最大 ODM、OEM 供应商生产的单品约占 ODM、OEM 供应商生产所涉及的单品总数的 25.4%。

图表 50：公司产品开发流程



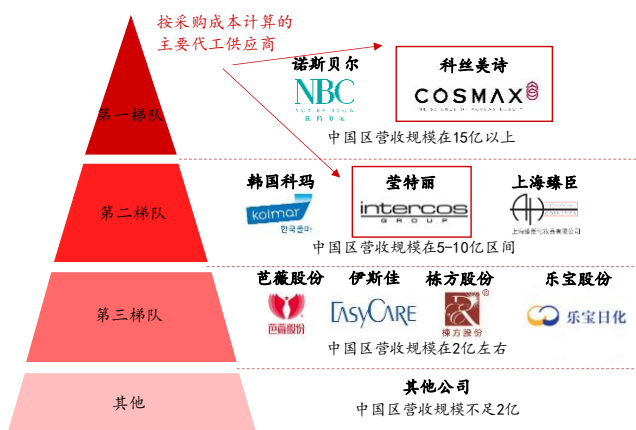
资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

1) ODM/OEM 生产开发路径较为成熟，核心供应商为业内龙头，合作关系稳固。按采购金额来看，主要美妆代工供应商为莹特丽和科丝美诗，均为国际头部代工企业，长期以来公司和代工供应商合作关系稳定。过去公司体量下，采用代工模式协助生产可有效降低早期基础设施投入，并保持产品品控。

2) 与供应商合作使得公司可以专注于发展品牌推广、营销及整体产品战略等核心能力。公司核心在于发展品牌力，完善营销和整体产品，从过去结果来看代工模式下，代工模式并不影响公司成功建立品牌力，打造出多款大单品和完善产品矩阵。

3) 计划建设研发中心和生产基地，提升内部产能。公司正在建设杭州研发中心，以加强产品设计和开发能力，预计在 2026 年年底竣工并开始运营。此外，计划于杭州建设生产基地，规划年产能 15.4 百万件，预计 2026 年年中竣工，预估投资为 1 亿元。产能落地后有望进一步提升供应能力，长期控制生产成本，提升对消费者需求的响应能力。

图表 51：化妆品代工行业竞争格局



资料来源：观研天下、麦高证券研究发展部

图表 52：公司主要代工厂为莹特丽和科丝美诗



资料来源：各公司官网、麦高证券研究发展部

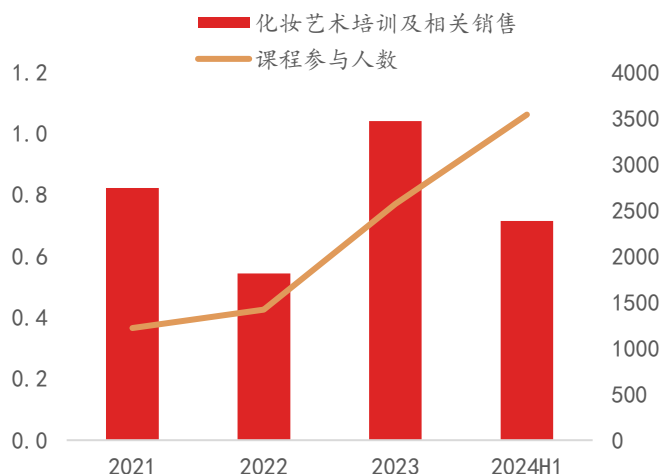
### 3.4 化妆艺术培训：传播品牌美学理念，持续输出人才

化妆艺术培训学院有助于传播品牌美学理念，持续输出人才。公司在全国创办了九所化妆艺术机构（包括杭州、上海、北京、成都、深圳、重庆、武汉、青岛和郑州），提供全面的化妆系列培训。2023 年和 2024 年 H1，公司化妆艺术培训和相关销

售产生收入分别为 1.0 亿元和 0.7 亿元，同比+91.4%和 82.1%，分别占总收入的 3.6%和 3.6%。截至 2024 年 H1，培训机构共拥有 194 名培训人员和 3539 名课程参与者。

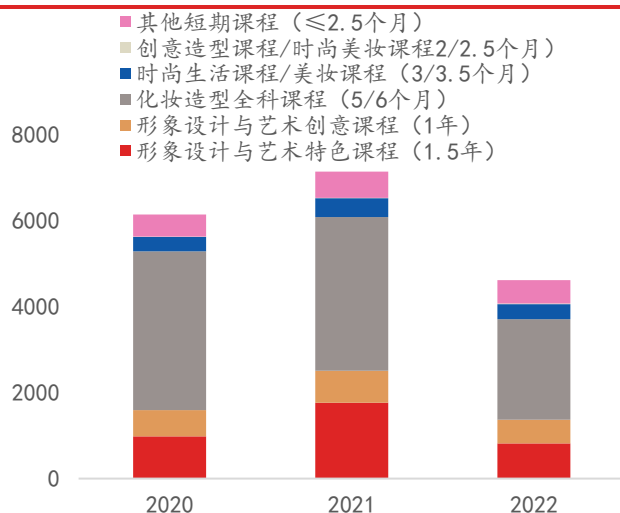
化妆艺术培训学院有助于传播毛戈平先生美学理念，夯实以化妆艺术为基础的品牌定位，提升品牌形象和声誉，并且有助于和产品开发、产品销售、人才输送形成协同效应。

图表 53：化妆艺术培训收入(亿元)及参与人数(人)



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 54：化妆艺术培训收入结构（万元）



资料来源：公司 A 股招股说明书、麦高证券研究发展部

## 四、全渠道融合发展，线下会员服务能力独具优势

公司线下专柜起家，为公司基本盘。毛戈平是第一家在高端百货商店设立专柜的高端国货美妆集团。2023 年和 2024 年 H1，公司线下渠道收入分别为 16.0 和 9.7 亿元，同比+48.3%和+22.6%，占比分别为 57.6%和 50.9%，其中 1) 线下直销：2023 年和 2024 年 H1，公司收入分别为 14.4 和 8.8 亿元，同比+46.9%和 23.8%；2) 线下经销：收入分别为 0.7 和 0.4 亿元，同比+22.2%和 26.0%；3) 高端跨国美妆零售商：收入分别为 0.9 和 0.5 亿元，同比+111.1%和 3.8%。

近年来着手布局线上渠道，收入基数低增长高。目前公司通过线上直销形式在天猫、小红书和抖音开设网店，部分线上经销商于电商平台经营自有店铺。2023 年和 2024 年 H1，公司线上渠道收入分别为 11.8 和 9.3 亿元，同比+69.9%和 63.4%，占比分别为 42.4%和 49.1%，其中 1) 线上直销：2023 年和 2024 年 H1，公司收入分别为 9.3 和 7.4 亿元，同比+80.5%和 62.9%；2) 线上经销：收入分别为 2.5 和 2.0 亿元，同比+39.4%和 65.5%。

图表 55：毛戈分渠道收入结构

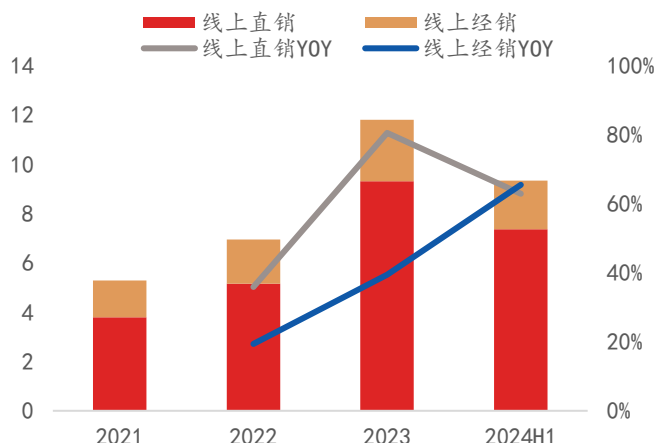
|                | 2021  | 2022   | 2023   | 2024H1 |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>线下渠道</b>    |       |        |        |        |
| 线下直销 (亿元)      | 8.59  | 9.79   | 14.38  | 8.75   |
| YOY (%)        |       | 13.9%  | 46.9%  | 23.8%  |
| 线下经销 (亿元)      | 0.76  | 0.57   | 0.70   | 0.40   |
| YOY (%)        |       | -24.8% | 22.2%  | 26.0%  |
| 毛戈平的经销商 (亿元)   | 0.27  | 0.29   | 0.43   | 0.27   |
| 其他 (亿元)        | 0.49  | 0.28   | 0.27   | 0.14   |
| 高端跨国美妆零售商 (亿元) | 0.31  | 0.45   | 0.94   | 0.51   |
| YOY (%)        |       | 45.4%  | 111.1% | 3.8%   |
| 小计             | 9.66  | 10.80  | 16.02  | 9.67   |
| YOY (%)        |       | 11.9%  | 48.3%  | 22.6%  |
| 占比 (%)         | 64.6% | 60.9%  | 57.6%  | 50.9%  |
| <b>线上渠道</b>    |       |        |        |        |
| 线上直销 (亿元)      | 3.80  | 5.16   | 9.31   | 7.37   |
| YOY            |       | 35.9%  | 80.5%  | 62.9%  |
| 线上经销 (亿元)      | 1.49  | 1.78   | 2.49   | 1.97   |
| YOY            |       | 19.4%  | 39.4%  | 65.5%  |
| 小计             | 5.29  | 6.94   | 11.80  | 9.33   |
| YOY (%)        |       | 31.2%  | 69.9%  | 63.4%  |
| 占比 (%)         | 35.4% | 39.1%  | 42.4%  | 49.1%  |
| <b>总计</b>      |       |        |        |        |
| 总计             | 14.95 | 17.75  | 27.82  | 19.00  |
| YOY (%)        |       | 18.7%  | 56.7%  | 39.8%  |

资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

### 4.1 线上渠道：基数低增速高，有效延伸客群覆盖面

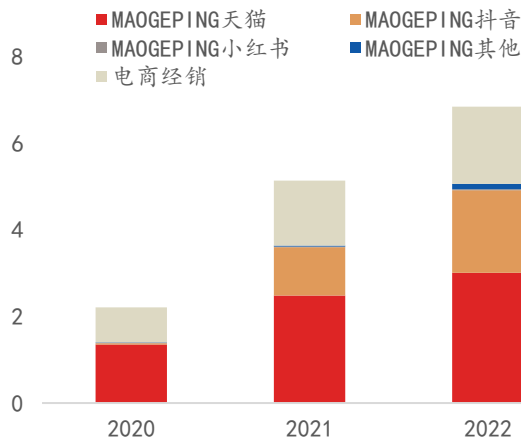
公司线上渠道以天猫和抖音自营为主，基数低增速高。公司线上渠道以自营为主，2022 年 MAOGEPING 自营电商模式收入占比达 73.9%，其中天猫旗舰店和抖音小店收入分别占自营电商模式下的 59.5%和 37.7%。此外，公司通过经销模式，利用经销商美妆网点、自媒体平台、京东等销售渠道延伸线上渠道覆盖面。

图表 56：毛戈平线上渠道收入（亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 57：毛戈平分平台销售额（亿元）



资料来源：公司A股招股说明书、麦高证券研究发展部

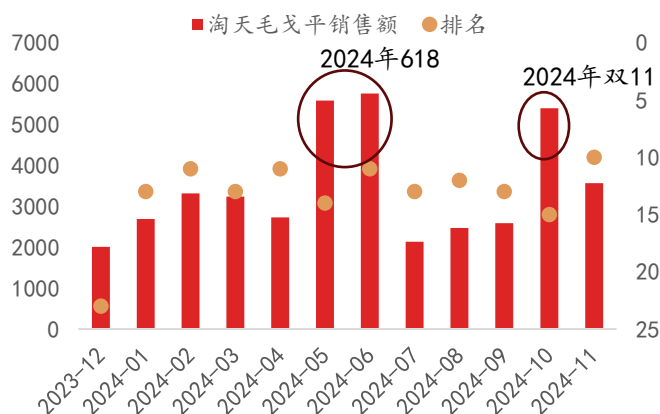
公司电商渠道布局起步较晚，淘天排名稳步提升，抖音集中发力。1) 天猫：公司天猫平台布局相对成熟，除 618 和双 11 购物节外，公司天猫月销售额约在 2000-3000 万，排名稳步提升；2) 抖音：公司 2021 年年中开始发力抖音平台，销售额加速提升，2024 年双 11 公司销售额同比增长 2.1 倍，预计未来社媒电商平台将为公司发力重心。

图表 58：抖音毛戈平销售额（万）



资料来源：解数咨询、麦高证券研究发展部

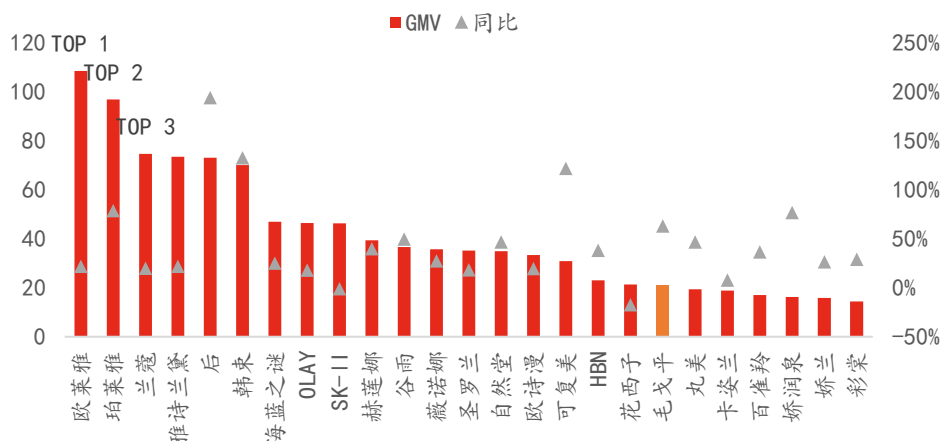
图表 59：淘天毛戈平销售额及彩妆类目排名（万）



资料来源：解数咨询、麦高证券研究发展部

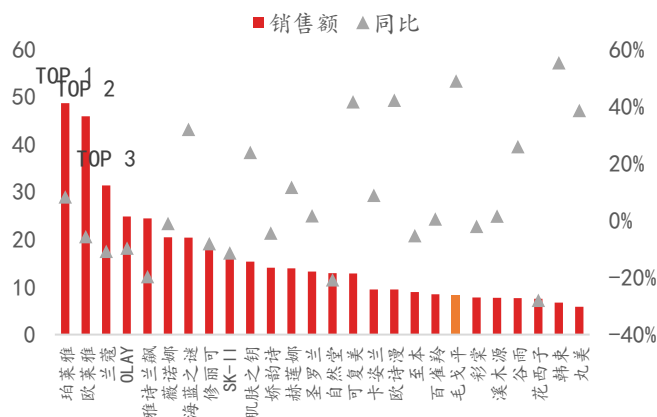
线上渠道蓄水池广阔，未来仍有较大提升空间。与其他美妆品牌相比，公司的 GMV 和各平台粉丝数仍存在显著差距，2024 年 1-10 月毛戈平线上 GMV 距离 TOP1 品牌仍然有 5 倍差距。公司通过毛戈平先生个人 IP 及化妆系列视频等宣传内容积累了坚实的线上营销基础，线上拥有用户基础和线上发展基因，长期来看有较大空间。

图表 60：2024 年 1-10 月美妆线上渠道主要品牌 GMV（亿元）



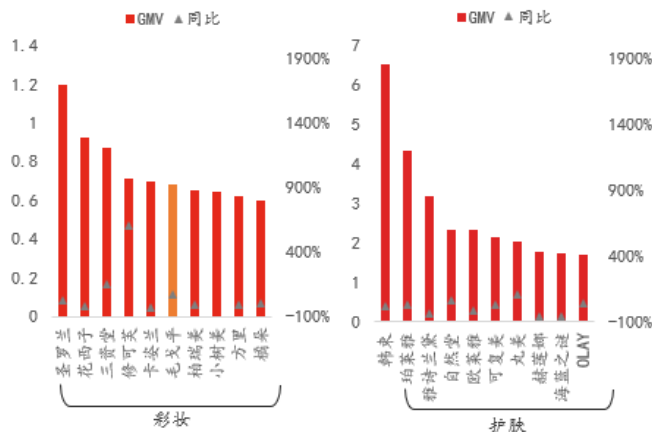
资料来源：青眼、麦高证券研究发展部，注：线上渠道包含淘天、京东、抖音、快手

图表 61：2024 年 1-11 月天猫美妆主要品牌 GMV（亿元）



资料来源：青眼、麦高证券研究发展部

图表 62：2024 年 11 月抖音彩妆和护肤类目 TOP10 品牌 GMV（亿元）



资料来源：青眼、麦高证券研究发展部

图表 63：美妆品牌社媒平台运营情况

|      | 天猫       | 抖音       |       | 京东       | 小红书     |      | 微博      |       |
|------|----------|----------|-------|----------|---------|------|---------|-------|
|      | 店铺粉丝数    | 粉丝数      | 抖音号作品 | 店铺粉丝数    | 粉丝数     | 笔记数量 | 粉丝数     | 微博数量  |
| 毛戈平  | 667w     | 362. 8w  | 1617  | 613. 6w  | 89. 5w  | 4618 | 13. 1w  | 3645  |
| 珀莱雅  | 2345. 7w | 989. 3w  | 723   | 1488. 2w | 143. 6w | 1268 | 126w    | 12912 |
| 彩棠   | 723. 2w  | 301. 2w  | 1428  | 54. 2w   | 21. 4w  | 1247 | 12. 8w  | 1821  |
| 薇诺娜  | 1644. 5w | 511. 1w  | 1561  | 631. 4w  | 22. 4w  | 1767 | 156. 2w | 17372 |
| 可复美  | 498. 9w  | 234. 3w  | 427   | 816. 6w  | 14. 3w  | 788  | 12. 3w  | 1958  |
| 丸美   | 884. 5w  | 265. 8w  | 6006  | 1435. 5w | 14. 0w  | 1106 | 28. 2w  | 5849  |
| 韩束   | 874. 1w  | 1056. 1w | 791   | 891. 3w  | 5w      | 848  | 49. 6w  | 6089  |
| 完美日记 | 1887. 4w | 653. 1w  | 949   | 476. 5w  | 196. 3w | 233  | 56. 1w  | 4364  |

|      |         |         |      |         |       |      |         |       |
|------|---------|---------|------|---------|-------|------|---------|-------|
| 花西子  | 1293.7w | 1229.9w | 3561 | 309.2w  | 21.8w | 1720 | 38.7w   | 3018  |
| Dior | 599.1w  | 122.2w  | 506  | 587.8w  | 14.1w | 836  | 1071.2w | 12039 |
| 香奈儿  | 816.9w  | 27.7w   | 220  | 52.9w   | 21.6w | 1795 | 382.7w  | 6443  |
| 阿玛尼  | 1433.7w | 109.1w  | 495  | 244.7w  | 28.7w | 1097 | 138.9w  | 6724  |
| 兰蔻   | 2568.6w | 468.0w  | 945  | 2079.7w | 49.8w | 1949 | 231.9w  | 13216 |
| YSL  | 1706w   | 248.4w  | 527  | 501.7w  | 28.3w | 1617 | 119.4w  | 3880  |

资料来源：新榜、各公司微信公众号、麦高证券研究发展部

营销充分利用 KOL 和达人，但并不依赖单一力量。公司与多位 KOL 合作，借助短视频、直播等形式宣传产品和品牌。2023 年和 2024 年上半年，公司前五大 KOL 机构总 GMV 分别为 2.5 亿元和 2.4 亿元。根据 2024 年李佳琦直播间的产品销售数据，公司共四款产品/产品组合通过该直播间实现带货销售，并未对头部达人、某一 KOL 或 KOL 机构形成依赖。

图表 64：毛戈平对头部达人使用但并不依赖

**MAOGEPING BEAUTY 毛戈平**  
鱼子面膜30g / (120g+便携刷)

30g面膜  
拍1到手 **349** 元/件 拍1赠

赠：同款鱼子面膜15g\*1+润手霜25g\*1 (茉莉或椰子混发，其中椰子分为联名版和非联名版混发)

120g面膜+便携粉底刷  
拍1到手 **972** 元/组 拍1赠

赠：同款鱼子面膜15g\*2+鱼子面膜5g\*2+鱼子安瓶精华液5ml\*1

**MAOGEPING BEAUTY 毛戈平**  
奢华养肤黑霜50g

拍1到手 **570** 元/瓶 拍1赠

赠：同款黑霜25g\*1+同款黑霜1g\*3

**MAOGEPING BEAUTY 毛戈平**  
黑/白羽翼气垫 (正装14g+替换装14g)

拍1到手 **420** 元/组 拍1赠

赠：同款同色号气垫替换芯14g\*1

**MAOGEPING BEAUTY 毛戈平**  
黑/白羽翼气垫 (正装14g+替换装14g)

拍1到手 **420** 元/组 拍1赠

赠：同款同色号气垫替换芯14g\*1

资料来源：李佳琦微博、麦高证券研究发展部

线上产品规格以小克重、低单价、组合销售为主，有效延伸客群覆盖面。目前公司线上收入仍在快速提升状态，蓄水池较大，小克重、低单价较适合线上打法，适合覆盖线下渠道无法触达的消费者，以及对价格敏感的消费者和对产品有强烈尝鲜欲望的潜在客户，有效延伸消费客群覆盖面。

结合会员礼遇和增值服务，线下渠道仍具备优势。对比线上价格和线下会员价格，两者并无显著差距。但结合会员礼遇和增值服务，线下渠道为消费者提供了更多的附加值。消费者在线下购买时，不仅能够享受专属礼遇，还能获得如化妆次数、专属护理等个性化服务。相较于线上渠道，线下购物保持其在价格和服务上的竞争力，对消费者依然具有较强的吸引力。

图表 65：毛戈平线上及线下渠道产品规格对比

| 官方网站/专柜  |                                                                                   |       |       |         |         |          | 天猫            |                                                                                      |       |       |         |          |       |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|----------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|----------|-------|
| 产品名称     | 产品图                                                                               | 克重    | 价格(元) | 克价(元/克) | 注册会员折后价 | 注册会员折后克价 | 产品名称          | 产品图                                                                                  | 克重    | 价格(元) | 克价(元/克) | 双旦礼遇折扣后价 | 折扣后克价 |
| 光影塑颜高光粉膏 |  | 16.5g | 720   | 43.6    | 655.2   | 39.7     | 光影塑颜高光粉膏-经典装  |   | 5g    | 300   | 60.0    | 260      | 52.0  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 光影塑颜高光粉膏-进阶双拼 |   | 16.5g | 720   | 43.6    | 630      | 38.2  |
| 凝脂柔肌妆前霜  |  | 30ml  | 360   | 12.0    | 327.6   | 10.9     | 凝脂柔肌妆前霜       |   | 5ml   | 65    | 13.0    | 49.9     |       |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 皮肤衣+小金扇       |   | 30ml  | 610   | 12.4    | 530      | 10.8  |
| 光感柔纱凝颜粉饼 |  | 11.5g | 380   | 33.0    | 345.8   | 30.1     |               |                                                                                      | 7g    |       | 34.1    |          | 29.6  |
| 奢华鱼子面膜   |  | 65g   | 780   | 12.0    | 709.8   | 10.9     | 奢华鱼子面膜        |   | 15g   | 220   | 14.7    | 220      | 14.7  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 奢华鱼子面膜        |   | 30g   | 410   | 13.7    | 359      | 12.0  |
| 奢华鱼子眼膜   |  | 30g   | 580   | 19.3    | 527.8   | 17.6     | 奢华鱼子眼膜        |   | 15g   | 320   | 21.3    | 280      | 18.7  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 奢华鱼子眼膜        |   | 30g   | 580   | 19.3    | 530      | 17.7  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 奢华鱼子面膜        |   | 30g   | 740   | 13.7    | 639      | 11.8  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 奢华鱼子眼膜        |   | 15g   |       | 22.0    |          | 19.0  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          |               |                                                                                      |       |       |         |          |       |
| 奢华鱼子气垫   |  | 14g   | 360   | 25.7    | 327.6   | 23.4     | 鱼子酱气垫-替换装     |   | 14g   | 180   | 12.9    | 180      | 12.9  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 鱼子酱气垫-正装      |   | 10g   | 410   | 20.5    | 370      | 18.5  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 鱼子酱气垫-替换装     |   | 10g   |       |         |          |       |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 奢华鱼子气垫        |   | 14g   | 360   | 25.7    | 320      | 22.9  |
| 无瑕双色遮瑕膏  |  | 3g    | 330   | 110     | 300.3   | 100.1    | 鱼子酱气垫-正装      |   | 14g   | 600   | 22.4    | 510      | 19.0  |
|          |                                                                                   |       |       |         |         |          | 双色遮瑕          |  | 3g    |       | 95.7    |          | 81.3  |

资料来源：公司官网、天猫、麦高证券研究发展部

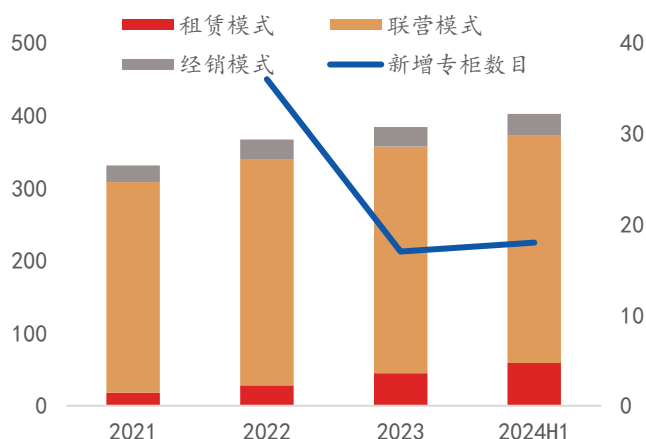
#### 4.2 线下渠道：百货专柜壁垒深厚，单店收入及门店数稳增

公司线下专柜布局主要通过自营专柜和经销商专柜模式进行销售。截至 2024 年 H1，公司在租赁模式和联营模式下分别经营 59 家和 313 家专柜，共计 372 家直营专柜；经销商模式下拥有 30 个经销商专柜和 21 家经销商。截至 2024 年 12 月，公司共计 416 家专柜门店。

直营专柜为主，专柜数量稳步扩张。2021 和 2022 年公司抓住疫情时机，新开设 66、46 个自营专柜；随后扩张规模回归常态化，2023、2024 年 H1 分别新开 36 和 24 个自营专柜，预计 2024 年新增 30-40 个自营专柜。总体扩张节奏稳健。

收紧经销商数量，优化经销商网络。公司通过经销商扩大市场覆盖范围，近年来战略性调整整合经销合作或将绩经销专柜转为自营专柜，经销商数量从 2021 年的 30 家调整至 2024 年 H1 的 21 家，以提升运营效率，优化经销网络。

图表 66：毛戈平线下渠道专柜数量结构（家）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 67：毛戈平百货专柜门店设计



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 68：毛戈平直营模式下线下专柜结构（家）

| 租赁模式               | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|--------------------|------|------|------|--------|
| 期初专柜数目             | 14   | 18   | 28   | 45     |
| 新开设的专柜数据           | 5    | 12   | 18   | 15     |
| 由联营模式转为租赁模式下的专柜数据  | 0    | 0    | 1    | 0      |
| 关闭的专柜数目            | -1   | -2   | -2   | -1     |
| 小计                 | 18   | 28   | 45   | 59     |
| 联营模式               | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
| 期初专柜数目             | 239  | 290  | 312  | 312    |
| 新开设的专柜数目           | 61   | 34   | 18   | 9      |
| 由经销商专柜转为联营模式下的专柜数目 | 3    | 0    | 0    | 0      |
| 联营模式转为租赁模式下的专柜数目   | 0    | 0    | -1   | 0      |
| 关闭的专柜数目            | -13  | -12  | -17  | -8     |
| 小计                 | 290  | 312  | 312  | 313    |

资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 69：毛戈平经销模式下线下专柜结构（家）

| 线下经销商数量     | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|-------------|------|------|------|--------|
| 期初数量        | 31   | 30   | 17   | 19     |
| 新委聘经销商数量    | 9    | 10   | 2    | 2      |
| 已终止经销商数量    | -10  | -23  | 0    | 0      |
| 小计          | 30   | 17   | 19   | 21     |
| 线下经销专柜数量    | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
| 期初专柜数目      | 21   | 23   | 27   | 27     |
| 新开设的专柜数目    | 5    | 4    | 3    | 4      |
| 转为自营专柜的专柜数目 | -3   | 0    | 0    | 0      |
| 关闭的专柜数目     | 0    | 0    | -3   | -1     |
| 小计          | 23   | 27   | 27   | 30     |

资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**专柜经营状态良好，盈利能力表现佳。**2021-2024 年 H1，公司根据销售业绩，或战略性调整专柜至曝光度更高区域，分别关闭 14、14、19、9 家专柜，占总体专柜比例小于 5%，大部分专柜开业后经营业绩良好。

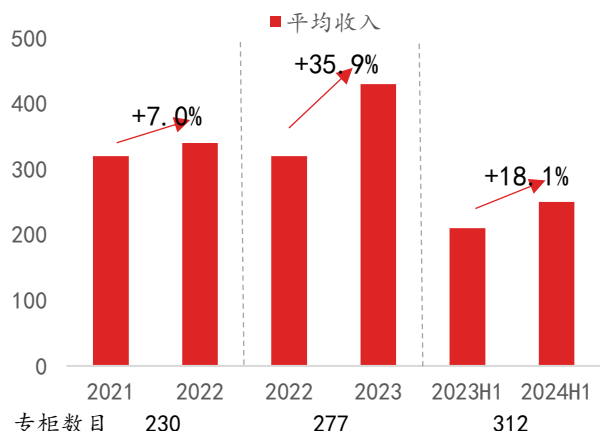
**经营稳健专柜收入及同店收入总体稳步增长。**1) 稳定经营专柜：2020 年到 2022 年，公司百货直营、百货自营、百货经销专柜平均销售额 CAGR2 分别为 7.9%、3.3%和 5.2%，稳步增长。2) 同个专柜收入：2021-22/2022-23/2023H1-2024 年 H1，公司同个专柜收入同比分别+7.0%、+35.9%、+18.1%。3) 按开业年份划分专柜日均收入：2023 年公司同年新开业、上年新开业、开业两年或以上每个专柜日均收入分别+57.7%、58.2%、26.9%、35.8%，2024 年 H1 分别+12.2%、16.9%、15.3%、16.2%。专柜表现在不同维度上均表现出持续增长的趋势。

图表 70：毛戈平稳定经营专柜数量和销售额变化情况

|             | 2020    | 2021    | 2022    |
|-------------|---------|---------|---------|
| 门店数量（家）     | 196     | 226     | 280     |
| 增长率（%）      |         | 15.3%   | 23.9%   |
| 百货直营        |         |         |         |
| 专柜销售总额（万元）  | 44159.7 | 59649.8 | 73507.1 |
| 专柜平均销售额（万元） | 225.3   | 263.9   | 262.5   |
| 平均增长率（%）    |         | 17.2%   | -0.5%   |
| 百货自营        |         |         |         |
| 门店数量（家）     | 3       | 13      | 16      |
| 增长率（%）      |         | 333.3%  | 23.1%   |
| 专柜销售总额（万元）  | 545.9   | 2274.7  | 3106.8  |
| 专柜平均销售额（万元） | 182.0   | 175.0   | 194.2   |
| 平均增长率（%）    |         | -3.9%   | 11.0%   |
| 百货经销        |         |         |         |
| 门店数量（家）     | 17      | 18      | 23      |
| 增长率（%）      |         | 5.9%    | 27.8%   |
| 专柜销售总额（万元）  | 1837.7  | 2325.1  | 2753.9  |
| 专柜平均销售额（万元） | 108.1   | 1.3     | 119.7   |
| 平均增长率（%）    |         | 19.5%   | -7.3%   |

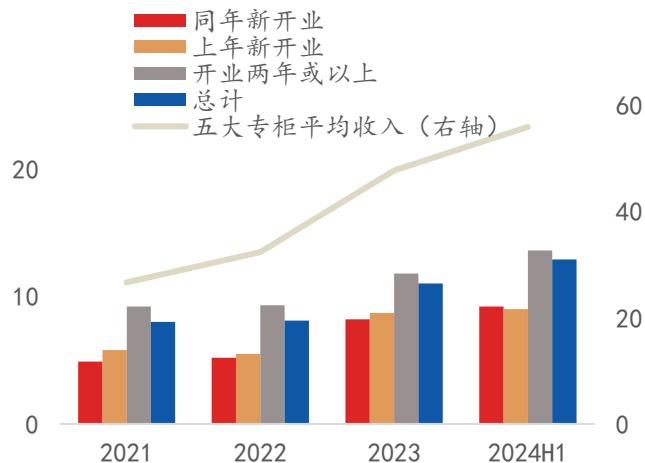
资料来源：公司 A 股招股说明书、麦高证券研究发展部，注：稳定经营专柜指本期之前即存在的专柜，且本期未撤柜

图表 71：同个专柜收入情况（万元）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 72：按开业年份划分的专柜日均收入（千元）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**线下专柜渠道为公司基本盘，公司拥有深厚百货和购物中心运营和资源积淀。**

线下渠道建设需要长期时间和资源积累，公司在线下渠道的建设上积累了多年的运营经验和合作资源，形成了较高的市场壁垒。自营模式下对于终端掌控力较足，有效提升终端消费者直接触达能力。我们认为毛戈平得以成为拥有全国化完善线下渠道的国货高端品牌得益于：

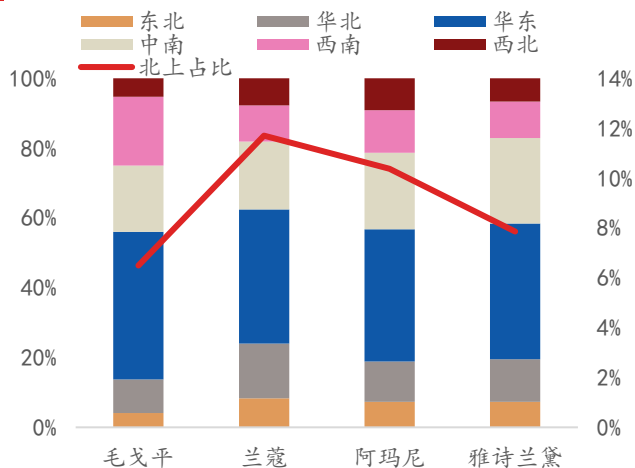
1) **毛戈平 IP 品牌力深厚**：毛戈平个人 IP 的强大背书带来了先天的品牌力，从始至终坚持高端美妆品牌定位，与百货和购物中心渠道高度适配；

2) **多年来形成线下商业业态深度合作**：公司 2003 年首个专柜及入驻上海港汇恒隆广场，早期通过“农村包围城市”战略，通过入驻二线城市和传统百货专柜成功在

线下渠道占据一席之地，目前已成功进驻多家百货商店和大型购物中心，提供了稳定的销售渠道和品牌形象展示平台。门店覆盖了包括银泰、百盛、金鹰、王府井、万象等在内的多家知名百货商店和购物中心，多属中高端商业业态，形成深度合作。

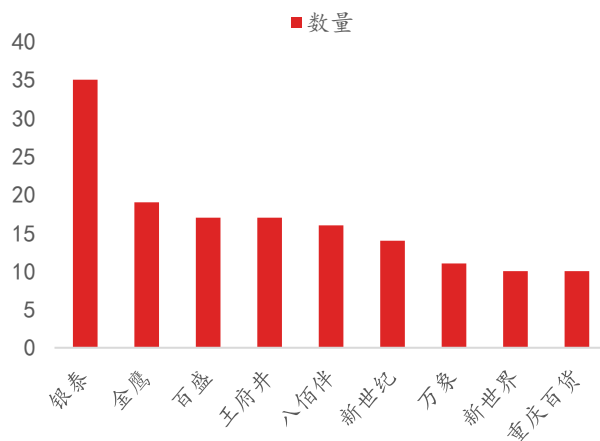
3) 产品销售和化妆艺术服务整合：线下渠道打通了产品销售和化妆艺术服务，毛戈平化妆培训学校源源不断地为公司输送优秀美妆人才。

图表 73：各美妆品牌专柜门店分布



资料来源：各公司官网、麦高证券研究发展部

图表 74：毛戈平专柜所属主要购物中心或百货集团



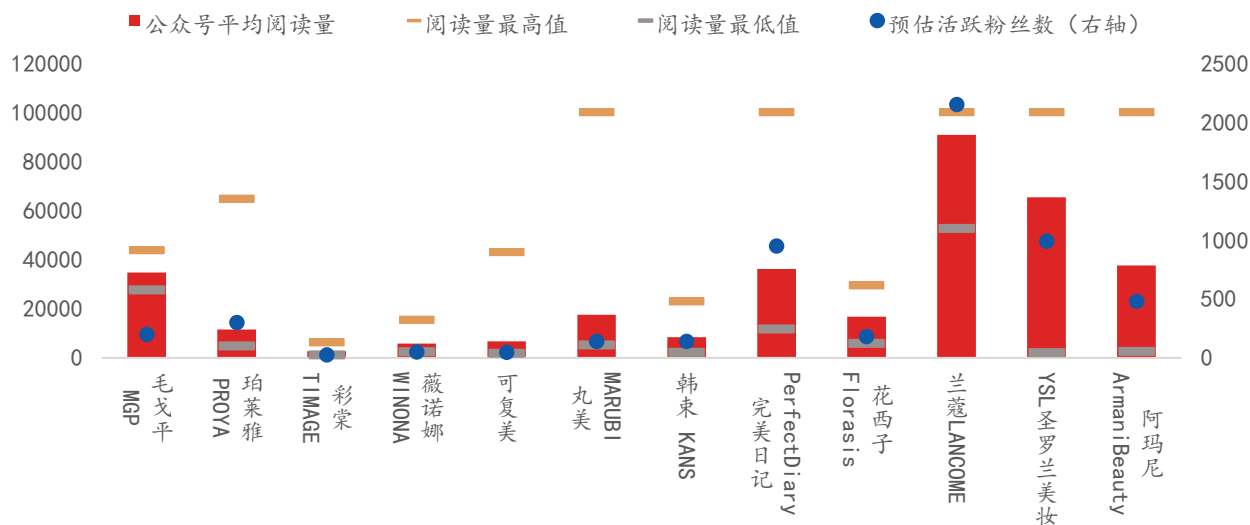
资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

#### 4.3 会员运营：体验式营销+精细化运营下，会员忠诚度及复购率高

我们越来越明显地意识到，在线上渠道的冲击力逐渐减弱的情况下，线下消费环境正在催生众多新的产业机遇，其中尤为关键的一点就是针对会员的精细化运营。对于彩妆品类而言，存在情绪消费属性和即使体验性，线下渠道在提供即时满足感、尝试欲等情绪需求和带动连带率提升方面具有不可替代的优势。

1) 公众号私域基础佳。从公众号阅读量和粉丝数据看，公司活粉比例高，公众号内容具有较高的吸引力和稳定性，文章平均阅读量都能保持在一个相对稳定的水平。

图表 75：各美妆品牌微信公众号活跃粉丝数（万）及平均阅读量（次）



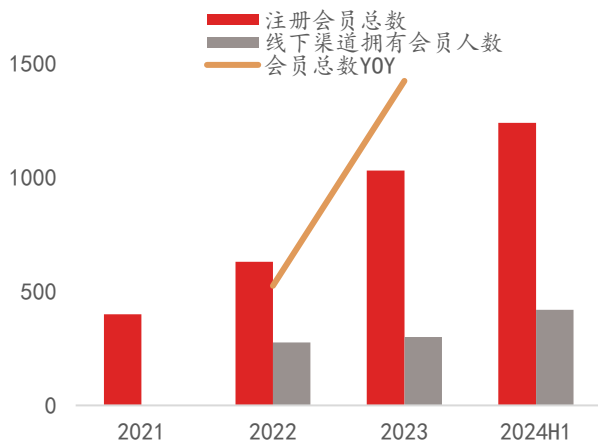
资料来源：各公司微信公众号、新榜、麦高证券研究发展部

## 2) 线下渠道会员人数持续增长，且复购率不断提升。

**会员人数持续增加：**2021、2022、2023 和 2024 年 H1，公司线上及线下注册会员分别约 400、630、1030、1240 万人；其中，截至 2023 年和 2024 年 H1，公司线下渠道拥有 300、420 万注册会员。

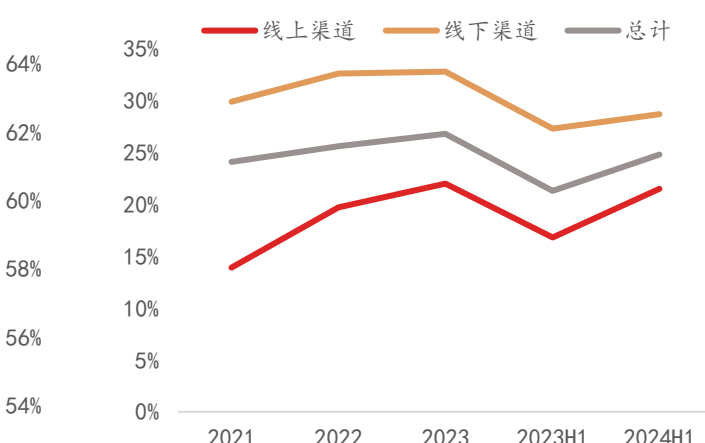
**会员复购率高，线下渠道复购率远高于线上：**2023 和 2024 年 H1，公司线上渠道会员复购率分别为 22.0%和 21.5%，线下渠道复购率分别为 32.8%和 28.7%，复购率高。

图表 76：毛戈平会员人数持续增长（万）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 77：毛戈平注册会员复购率不断提升



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

## 3) 老会员具备极强购物粘性，从往期数据来看高级别会员确认收入占比整体呈提升态势。

**高级别会员粘性强：**根据 2022 年数据，公司 MAOGEPING 品牌百货专柜渠道会员中，风尚及以上会员具备较高消费力，用户粘性极强。美妆会员占比 92.3%，风尚会员、白金风尚会员和至尊风尚会员复购率分别达 83.2%、97.6%和 99.7%。

**高级别会员年消费单数持续提升：**2020 年到 2022 年，公司风尚会员、白金会员、至尊风尚会员消费单数占线下渠道消费总单数比分别提升 1.9、1.7、1.7pct 至 20.4%、8.0%、6.0%。

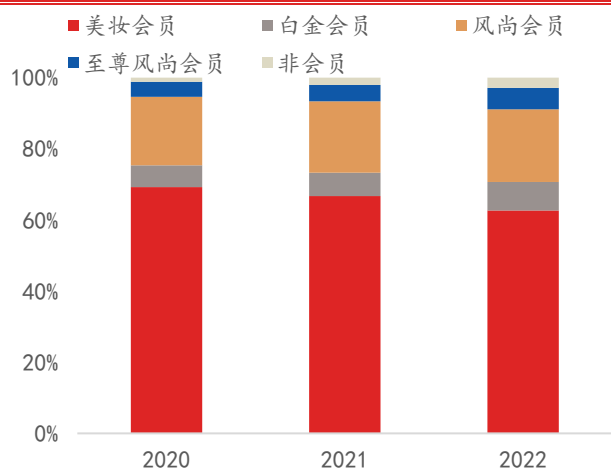
**高级别会员确认收入占比呈提升态势：**风尚及以上会员占总会员比为 7.7%，共计 21.2 万人；2022 年风尚及以上会员共确认收入 6.7 亿元，CAGR2 为 34.1%，2022 年确认收入占总收入比的 79.7%。

图表 78：2022 年毛戈平会员结构和复购率

|         | 美妆会员    | 风尚会员   | 白金风尚会员 | 至尊风尚会员 | 合计      |
|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 会员人数    | 2546510 | 126109 | 49281  | 36393  | 2758293 |
| 占比 (%)  | 92.3%   | 4.6%   | 1.8%   | 1.3%   | 100.0%  |
| 新会员 1   | 231782  | 19434  | 757    | 41     | 252014  |
| 新会员 2   | 29134   | 47034  | 16846  | 7807   | 100821  |
| 老会员     | 120436  | 57919  | 31275  | 28467  | 238097  |
| 复购率 (%) | 5.9%    | 83.2%  | 97.6%  | 99.7%  | 12.3%   |

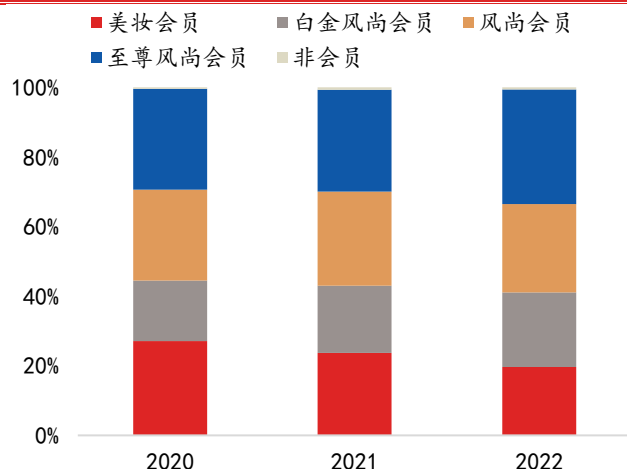
资料来源：公司 A 股招股说明书、麦高证券研究发展部，注：新会员 1 指本期首次购买且仅消费 1 次；新会员 2 指本期首次购买，且消费 2 次及以上；老会员指上期有消费记录，本期来柜购买过产品

图表 79：毛戈平高等级会员年消费单数持续提升



资料来源：公司 A 股招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 80：毛戈平分会员等级确认收入占比



资料来源：公司 A 股招股说明书、麦高证券研究发展部

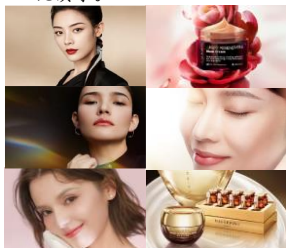
**体验式营销和高价值量礼赠服务为产品增加附加值，有效构建从到店、体验产品、完成购物到复购的完整消费循环。**体验式营销作为增加产品附加值的重要手段，能够有效地吸引消费者从线上、商场等公共平台转向公司的专柜，从而积累私域用户群体并形成具有高粘性的客户基础。

**1) 数字化：信息平台功能完善，线上线下融合发展。**微信小程序集成一对一服务和预约等功能，通过线上活动、礼品和优惠引导顾客到专柜体验和购买，增强有效线下客流量并提升到店体验。

**2) 体验式营销：完善消费者体验、凸显产品效果。**公司专柜均设有化妆台，由具备专业化化妆知识的柜员提供试妆服务。柜员不仅作为销售人员，还充当“搭配师”

的角色，柜员多具备专业化妆技能，能够提供高质量的化妆服务，增加顾客的满意度和连带消费的可能性。

图表 81：毛戈平线下专柜体验式营销

| 专柜试妆和半脸对比演示                                                                                                                                                        | 专业美妆顾问提供个性化服务和建议                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 化妆秀和品牌日活动                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>专柜设立试妆区和专业设计的化妆台，专业柜员提供半脸对比演示。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>微信公众号可联系专属美容顾问，增加用户归属和信任；</li> <li>拉新赠50元优惠券，形成用户裂变。</li> <li>各地专柜配备超过2700名美妆顾问，专柜与美妆教育形成联动；</li> <li>专柜提供免费化妆服务，提供从肤质、护肤到化妆全套量身定制妆容体验；</li> <li>提供免费补妆和迷你妆，展示产品性能。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>举办各类化妆秀和活动，顶级化妆师现场演示。</li> </ul>  |

资料来源：公司微信公众号、公司招股说明书、公司官网、麦高证券研究发展部

**3) 会员制度：分层制度清晰，兑换机制明确。**公司实行清晰的会员分层，并为每个层级的会员提供不同的权益，且权益兑换机制清晰，不同等级会员明确对应不同次数的化妆服务，实付金额 10 元积 1 风尚币，抵扣 1 元，树立了消费可明确兑换高价值权益的认知，从而引导购买和复购。

图表 82：毛戈平线下渠道会员制度

|                                         | 美妆会员        | 风尚会员    | 白金会员    | 至尊会员    |
|-----------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|
| 入会要求<br>(12 个月内累计消费)                    | 绑定微信        | ≥1800 元 | ≥4800 元 | ≥8800 元 |
| 眉妆定制                                    | √           | √       | √       | √       |
| 美妆定制<br>(每消费满 800 元增加 1 次) <sup>1</sup> | 1 次         | 8 次     | 12 次    | 24 次    |
| 风尚币<br>(实付金额 10 元积 1 风尚币，抵扣 1 元)        |             | √       | √       | √       |
| 生日月双倍风尚币<br>(奖励部分上限 500 风尚币)            |             | √       | √       | √       |
| 生日定制礼                                   |             | ≥280 元  | ≥480 元  | ≥680 元  |
| 进阶礼遇                                    | 以当月柜台实际服务为准 |         |         |         |
| 新品优先体验                                  |             | √       | √       | √       |
| 专属护肤顾问                                  |             |         |         | √       |

资料来源：公司微信公众号、麦高证券研究发展部

**4) 美妆及护肤定制服务：质量、次数、体验感均领先。**依托于品牌形象建设和专业专柜美妆顾问，毛戈平柜台化妆服务存在壁垒，对比化妆服务体验门槛、服务项目、服务次数、服务内容，在行业内均处于领先地位。

图表 83：美妆品牌线下美妆服务内容和次数对比

| 品牌   | 服务门槛                                                      | 美妆项目/次数                                                                                                       | 服务内容                                                         |
|------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 毛戈平  | 0 消费可兑换 1 次                                               | 妆容&护肤：美妆/风尚/白金/至尊会员换<br>1/8/12/24 次妆容/护肤，每消费满 800 元加 1 次                                                      | 晨曦微光：高光盘+眼影盘+粉修盘+口红<br>双鱼膜法护理：按摩后静待 15-20 分钟                 |
| 花西子  | 购物 1 元=1 至 2 积分                                           | 妆容：990-10990 积分+0.01 元得眉型定制、妆造<br>体验、妆造私教                                                                     | 场景妆设计（5990 积分）：全长 90 分钟，<br>包含 30 分钟色彩体验，5 分钟妆前扶形            |
| 完美日记 | 购物 1 元=1 至 2 积分                                           | 妆容：400-6000 积分换修眉-高级彩妆师妆容；<br>0-150 元兑换素人改造-高级彩妆服务<br>教学：120-300 元兑换局部中级-全妆高级教学                               | 高级彩妆师化妆服务（150 元）：45 分钟                                       |
| YSL  | 年累计消费 1000 元或购买≥<br>2 次达银卡标准，可兑换 1 次                      | 美妆：银卡/金卡/铂金卡/黑卡会员换 1/2/4/8 次<br>轻油敷或高定美妆                                                                      | 高定美妆：包含底妆（遮瑕、粉底、定妆）<br>和彩妆（眼影、眼线、腮红、口红）                      |
| 阿玛尼  | 年累计消费≥2000 元达大师<br>蓝卡标准，可兑换 2 次                           | 护理：大师蓝卡/贵族金卡/至臻黑卡享有 2/5/10<br>次黑钥匙至臻面部护理                                                                      | 黑钥匙至臻面部护理：浓缩修护精华+其他同<br>系列产品                                 |
| 赫莲娜  | 奢华护理头等舱：60/90 分钟<br>980 元/1680 元<br>密集面部护理：下单后赠送          | 护理：奢华护理头等舱（90/120 分钟）、密集面部护理（45 分钟）、随行肌肤护理（5/20 分钟）                                                           |                                                              |
| 兰蔻   | 单笔消费正装满 1500 元或年<br>消费 2 次正装达玫瑰银卡标<br>准，可兑换 4 次           | 护理：玫瑰银卡：每年 4 次小黑导入服务；玫瑰<br>金卡/铂金卡/黑金卡/黑钻卡：每年 4/6/10/12 次<br>小黑导入服务或菁纯焕肤服务                                     | 菁纯焕肤服务：20 分钟<br>极光焕肤/iRob 光导护理：15 分钟                         |
| 植村秀  | -                                                         | 高奢定制妆容服务（以收到卡券为主）<br>匠心塑眉服务（直接到柜台即可）                                                                          | 定制妆容服务：20 分钟左右，包含底妆（粉<br>底）和彩妆（眼影、眉妆、口红）                     |
| 资生堂  | 专柜奢享、淡纹体验、粉底<br>液体验免费体验<br>年消费累积满≥8000 元达金<br>卡标准，可兑换 1 次 | 护理：专柜奢享、淡纹体验、粉底液体验（每 30<br>天免费预约 1 次）；怀石奢华（金卡、白金卡、<br>皇冠卡生日/升级/保级；消费正装满 3000 元/时<br>光琉璃产品满 3000 元/正装满 4000 元） | 粉底液体验：护肤（保湿、精华、面霜、防<br>晒）+底妆（精华裹妆粉底液、定妆）<br>怀石奢华：60 分钟/90 分钟 |

资料来源：公司微信公众号、公司招股说明书、公司官网、麦高证券研究发展部

#### 4.4 成长空间：单店提升+门店扩张+渠道融合提供持续动力，海外空间可期

忠实会员比例提升和产品结构优化提供单店增长空间。公司高等级会员贡献收入较大且高等级会员数量占比也在持续提升，未来忠实用户比例有进一步提升空间。公司护肤产品收入保持高增，产品结构优化有望进一步提升单店收入空间。我们以公司 2022 年单店数据为基准测算，仅靠提升忠实会员占比和优化产品结构，单店收入依然有较大增长空间：

- 1) 假设所有产品单价不变；单个专柜客流量不变，单个专柜总体销量不变；
- 2) 假设不同等级会员购买彩妆和护肤品的销量比例一致；
- 3) 假设非会员占比不变，风尚及以上等级会员占比均分别提升 3%、5%、10%；
- 4) 假设护肤品销量分别提升至 30%、35%、40%。

**图表 84：公司单店长期收入空间弹性测算**

|        |            | 护肤占比   |        |        |        |
|--------|------------|--------|--------|--------|--------|
|        |            | 26.7%  | 30.0%  | 35.0%  | 40.0%  |
| 会员占比增加 | 单店年收入（万元）  |        |        |        |        |
|        | 0%         | 228.7  | 234.9  | 244.3  | 253.7  |
|        | 3%         | 287.0  | 294.8  | 306.5  | 318.3  |
|        | 5%         | 325.8  | 334.6  | 348.0  | 361.3  |
|        | 10%        | 422.9  | 434.3  | 451.7  | 469.0  |
|        | 单店年收入弹性（%） |        |        |        |        |
|        | 0%         | 100.0% | 102.7% | 106.8% | 110.9% |
|        | 3%         | 125.5% | 128.9% | 134.0% | 139.2% |
|        | 5%         | 142.4% | 146.3% | 152.1% | 158.0% |
|        | 10%        | 184.9% | 189.9% | 197.5% | 205.0% |

资料来源：公司 A 股招股说明书、麦高证券研究发展部

**门店升级有望进一步提升客群基础。**公司计划每年对 70-100 家现有专柜进行升级和翻新。在 2023 年销售额大于等于 100 亿元的 13 家顶级购物中心和百货专柜中，公司已入驻其中 6 家并开设 8 家专柜，仍然有较多顶级购物中心尚未完成入驻，且专柜仍可进一步升级；对比竞对，公司在核心商圈仍有较多门店升级空间。鉴于公司的品牌定位和消费者认知度较高，伴随公司品牌建设持续深入人心，门店升级有望进一步提升专柜曝光度和客流量，并提升客群基础。

**图表 85：毛戈平入驻顶级购物中心专柜情况**

| 商场      | 位置                        |
|---------|---------------------------|
| 杭州大厦购物城 | 杭州大厦购物城 A 座毛戈平专柜负一楼       |
| 杭州大厦购物城 | 杭州大厦购物城 A 座一楼             |
| 杭州 in77 | 湖滨银泰 IN77D 区湖滨商铺毛戈平专柜 F1  |
| 杭州 in77 | 湖滨银泰 in77-D 区湖滨二店毛戈平专柜 B1 |
| 西安赛格国际  | 赛格国际购物中心一楼毛戈平             |
| 成都 IFS  | IFS 毛戈平专柜负一楼              |
| 武商广场    | 武商广场毛戈平专柜 F1 近 7 号门       |
| 上海环球港   | 环球港购物中心 B1 楼              |

资料来源：商智库、公司官网、麦高证券研究发展部

**图表 86：各美妆品牌专柜位置对比（上海）**

| 商圈    | 商场      | 兰蔻 | YSL | 雅诗兰黛 | 毛戈平 |
|-------|---------|----|-----|------|-----|
| 南京路商圈 | 大丸      | F1 |     | F1   | F1  |
|       | 新世界     | L1 | L1  | F1   | F1  |
|       | 永安      | L1 |     |      |     |
|       | 第一百货    |    | F1  | F1   | F2  |
| 淮海路商圈 | 环球 iapm | L1 | L1  |      |     |
|       | 淮海百盛    | L1 | L1  | L1   |     |
|       | K11     |    |     |      | B1  |

|       |      |     |      |     |    |
|-------|------|-----|------|-----|----|
| 陆家嘴商圈 | 国金中心 | LG2 | L1L2 | LG2 |    |
|       | 八佰伴  | 1F  | L1   | 1F  | F2 |
| 静安寺商圈 | 久光   | L1  | F1   | F1  | F2 |
|       | 恒隆   |     | B1L1 |     |    |
|       | 嘉里   |     |      | F12 |    |
| 环球港   |      | L1  |      | L1  | B1 |
| 五角场商圈 | 百联   | 1F  |      |     | 1F |
|       | 巴黎春天 |     |      |     | F1 |
| 徐家汇商圈 | 东方商厦 | F1  |      | F1  |    |

资料来源：各公司官网、麦高证券研究发展部

**门店拓展空间仍充足。**公司计划每年在中国新开设约 30 个百货商店专柜，目前一线和二线城市的头部商城及核心位置尚未完全覆盖；公司定位于国产高端品牌，相较于顶奢美妆品牌，其目标客群更为广泛，在一线及以下市场仍有大量潜在客户待挖掘，未来稳健的开店目标大概率顺利达成。

**客群拓宽大有可为，线上线下融合发展提供持续动力。**过去公司百货专柜为主的线下渠道模式下，消费者年龄段偏高，随着线下渠道专柜不断升级优化及新客户群体用户粘性提升，有望进一步拓宽客户范围。一方面线上渠道依旧是公司未来增长重要动力之一，另一方面公司线下专柜仍然存在服务优势，伴随品牌力提升和线上不断开拓更年轻、画像更丰富的消费群体，消费群体的拓宽大有可为，线上客户有望进一步引流至线下形成更高用户粘性带来稳固及持续增长的收入动力。

图表 87：毛戈平线上渠道及线下渠道对比

|      | 线下专柜                                                          |                 | 线上电商                                                       |                      |       |
|------|---------------------------------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------------------|----------------------|-------|
| 渠道模式 | 百货专柜                                                          | 购物中心            | 天猫                                                         | 抖音                   | 小红书   |
| 目标客群 | 中年女性                                                          | 青年女性、中年女性       | 青年女性、中年女性                                                  | 受众广泛                 | 年轻消费者 |
| 渠道特征 | 有明确购物目的，消费转化率高                                                | 一站式购物体验，更广泛消费群体 | 成熟电商平台，用户粘性强                                               | 互动扩散效果好，达人、广告种草引流能力强 |       |
| 产品规格 | 正装<br>可获得美妆服务、礼遇、积分和小样                                        |                 | 小克重/正装<br>单品售卖或组合产品售卖                                      |                      |       |
| 客群画像 | 专柜辐射范围内忠实购物群体；<br>消费能力强，有购买大克重正装长期使用需求；<br>对美妆服务等会员权益等附加价值有需求 |                 | 专柜辐射范围外购物群体；<br>年轻购物群体，对价格敏感，希望尝鲜试用；                       |                      |       |
| 引流方式 | 会员体系、柜员私域获客引流，引导复购；<br>线上平台引流线下，口碑分享；<br>专柜品牌日和会员日活动等活动营销；    |                 | 广告投放、加大赠品力度、天猫直通车、超级推荐、钻石展位、达人直播、品牌直播等<br>重大线上消费节广告投放、销售推广 |                      |       |

资料来源：麦高证券研究发展部

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### 营业收入

据测算我们预计 2024 年-2026 年公司营业收入分别为 40.5/54.9/70.5 亿元，同比+40.4%/35.3%/28.5%。2024 年-2026 年公司归母净利润分别为 9.3/12.4/15.4 亿元，同比+40.8%/33.3%/23.8%。

#### 线下渠道

1) 线下直销: 直营专柜数量: 公司未来门店数稳步扩张, 我们预计 2024 年-2026 年公司于线下渠道每年新开设 30/30/30 个直营专柜;

2) 单个直营专柜收入: 公司计划每年对 70-100 家现有专柜进行升级和翻新; 公司高等级会员占比稳固并将进一步提升; 护肤品占比提升有望带动客单和复购频次, 单店仍有较大提升空间, 线上渠道发展有望进一步引流线下。未来单店营收将保持增长动能, 预计 2024 年-2026 年公司单个直营专柜收入分别+20.0%/20.0%/20.0%。

3) 线下经销: 预计未来毛戈平经销商专柜平稳开拓, 2024 年-2026 年收入同比+20.0%/19.0%/18.0%; 至爱终生品牌销售稳健增长, 2024 年-2026 年收入同比 5.0%/5.0%/5.0%。

4) 高端跨国美妆零售商: 预计未来公司入驻率及品牌和产品曝光度将进一步提升, 2024 年-2026 年收入同比+8.0%/10.0%/9.0%。

#### 线上渠道

公司线上渠道布局起步晚提升空间较大。公司双轮驱动下线上渠道护肤品有较大增长空间; 线上渠道有望进一步拓宽客群覆盖面; 募集资金 15%用于扩大线上销售渠道, 10%用于基于内容的品牌产品推广活动, 有望提升线上影响力, 加速线上渠道成长。我们预计未来公司线上渠道将保持增长势能:

1) 线上直销: 预计天猫平台稳步保持高增, 抖音平台将成为重点发力对象, 线上渠道延续高增长势能, 2024 年-2026 年收入同比+64.9%/47.3%/30.3%。

2) 线上经销: 预计 2024 年-2026 年收入同比+35.0%/32.5%/30.0%。

#### 彩妆

公司彩妆为核心品类, 底妆大单品地位稳固, 围绕核心单品品类延伸拓展空间足, 预计 2024 年-2026 年收入同比+42.4%/34.1%/27.4%。

#### 护肤

公司品牌力驱动下护肤逐步形成双轮驱动, 过去线上渠道护肤品占比小收入有望提升, 预计 2024 年-2026 年收入同比+50.3%/36.9%/30.0%。

#### 化妆艺术培训及相关销售

预计化妆艺术培训及相关销售业务稳健增长, 2024 年-2026 年收入同比+20.0%/18.0%/16.0%。

毛利率

公司多年来线下渠道稳健，毛利率水平稳固；高毛利护肤品占比提升有望带动整体毛利率增长；伴随公司规模提升有望加强上游议价权，建设研发中心和生产基地有望长期控制生产成本。预计 2024 年-2026 年销售毛利率水平分别为 84.6%/84.9%/85.2%。

图表 88：毛戈平公司按渠道收入拆分

|            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 线下渠道       |        |        |        |        |        | 线上渠道    |       |       |       |       |       |
| 收入（亿元）     | 10.80  | 16.02  | 20.56  | 26.30  | 33.51  | 收入（亿元）  | 6.94  | 11.80 | 18.71 | 27.07 | 35.26 |
| YOY        | 11.9%  | 48.3%  | 28.3%  | 27.9%  | 27.4%  | YOY     | 31.2% | 69.9% | 58.6% | 44.6% | 30.3% |
| 毛利率（%）     | 86.0%  | 86.6%  | 87.0%  | 87.5%  | 87.9%  | 毛利率（%）  | 84.2% | 84.3% | 84.4% | 84.5% | 84.5% |
| 线下直销       |        |        |        |        |        | 线上直销    |       |       |       |       |       |
| 收入（亿元）     | 9.79   | 14.38  | 18.71  | 24.19  | 31.12  | 收入（亿元）  | 5.16  | 9.31  | 15.36 | 22.62 | 29.48 |
| YOY        | 13.9%  | 46.9%  | 30.1%  | 29.3%  | 28.6%  | YOY     | 35.9% | 80.5% | 64.9% | 47.3% | 30.3% |
| 专柜数量（个）    | 340    | 357    | 387    | 417    | 447    | 毛利率（%）  | 84.6% | 84.5% | 84.6% | 84.6% | 84.7% |
| 单个专柜收入（万元） | 287.87 | 402.85 | 483.42 | 580.11 | 696.13 | 线上经销    |       |       |       |       |       |
| 线下经销       |        |        |        |        |        | 收入（亿元）  | 1.78  | 2.49  | 3.36  | 4.45  | 5.78  |
| 收入（亿元）     | 0.57   | 0.70   | 0.84   | 1.00   | 1.18   | YOY     | 19.4% | 39.4% | 35.0% | 32.5% | 30.0% |
| YOY        | -24.8% | 22.2%  | 20.0%  | 19.0%  | 18.0%  | 毛利率（%）  | 83.0% | 83.4% | 83.5% | 83.6% | 83.6% |
| 毛利率（%）     | 74.7%  | 75.1%  | 77.0%  | 77.9%  | 78.5%  | 线上+线下渠道 |       |       |       |       |       |
| 高端跨国美妆零售商  |        |        |        |        |        | 收入（亿元）  | 17.75 | 27.82 | 39.28 | 53.37 | 68.77 |
| 收入（亿元）     | 0.45   | 0.94   | 1.02   | 1.12   | 1.22   | YOY     | 18.7% | 56.7% | 41.2% | 35.9% | 28.9% |
| YOY        | 45.4%  | 111.1% | 8.0%   | 10.0%  | 9.0%   | 毛利率（%）  | 85.3% | 85.6% | 85.8% | 85.9% | 86.2% |
| 毛利率（%）     | 66.3%  | 69.9%  | 67.7%  | 67.8%  | 68.0%  |         |       |       |       |       |       |

资料来源：公司招股说明书，麦高证券研究发展部

图表 89：毛戈平公司按品类收入拆分

|             | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 彩妆          |        |       |       |       |       |
| 收入（亿元）      | 10.03  | 16.22 | 23.10 | 30.99 | 39.47 |
| YOY         | -2.3%  | 61.8% | 42.4% | 34.1% | 27.4% |
| 占比（%）       | 56.5%  | 58.3% | 57.0% | 56.5% | 56.0% |
| 护肤          |        |       |       |       |       |
| 收入（亿元）      | 7.72   | 11.60 | 17.43 | 23.86 | 31.01 |
| YOY         | 64.7%  | 50.2% | 50.3% | 36.9% | 30.0% |
| 占比（%）       | 43.5%  | 41.7% | 43.0% | 43.5% | 44.0% |
| 化妆艺术培训及相关销售 |        |       |       |       |       |
| 收入（亿元）      | 0.54   | 1.04  | 1.25  | 1.47  | 1.71  |
| YOY         | -33.9% | 91.4% | 20.0% | 18.0% | 16.0% |
| 毛利率（%）      | 35.1%  | 64.0% | 48.5% | 48.5% | 48.5% |

资料来源：公司招股说明书，麦高证券研究发展部

### 销售及经销开支

预计未来公司稳步推进门店扩展及线上渠道建设, 2024 年-2026 年销售及经销开支费用率为 48.9%/50.4%/52.0%。

1) 营销及推广开支: 公司未来将进一步加强品牌营销推广及线上渠道建设, 营销及推广开支将保持较高水平, 预计 2024 年-2026 年占收入比 23.3%/28.1%/32.2%。

2) 员工福利开支: 预计伴随渠道拓宽员工数量将保持同步增长, 2024 年-2026 年占收入比 14.8%/13.4%/12.3%。

### 行政开支及产品开发费

1) 预计未伴随公司上市顺利落地及经营效率提升, 长期行政开支费用率逐步降低, 2024 年-2026 年行政开支费用率为 5.5%/4.7%/4.2%。

2) 公司未来加大自主研发生产投入, 2024 年-2026 年产品开发费用率为 0.9%/1.0%/1.2%。

**图表 90: 毛戈平公司费用拆分**

|               | 2022A  | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 销售及经销开支 (百万元) | 962.44 | 1412.36 | 1980.31 | 2762.47 | 3666.72 |
| 占比 (%)        | 52.6%  | 48.9%   | 48.9%   | 50.4%   | 52.0%   |
| 营销及推广开支       | 320.47 | 556.70  | 944.78  | 1541.99 | 2269.99 |
| 占比 (%)        | 17.5%  | 19.3%   | 23.3%   | 28.1%   | 32.2%   |
| 员工福利开支        | 353.53 | 471.57  | 598.79  | 735.20  | 866.59  |
| 占比 (%)        | 19.3%  | 16.3%   | 14.8%   | 13.4%   | 12.3%   |
| 百货商店及其他租赁物业费  | 191.94 | 268.23  | 305.84  | 339.95  | 372.17  |
| 占比 (%)        | 10.5%  | 9.3%    | 7.5%    | 6.2%    | 5.3%    |
| 专柜装修开支        | 25.86  | 23.66   | 27.21   | 30.74   | 34.13   |
| 占比 (%)        | 1.4%   | 0.8%    | 0.7%    | 0.6%    | 0.5%    |
| 折旧及摊销         | 38.89  | 45.16   | 51.94   | 58.69   | 65.15   |
| 占比 (%)        | 2.1%   | 1.6%    | 1.3%    | 1.1%    | 0.9%    |
| 行政开支 (百万元)    | 118.49 | 168.12  | 222.12  | 256.73  | 298.84  |
| 占比 (%)        | 6.5%   | 5.8%    | 5.5%    | 4.7%    | 4.2%    |
| 雇员福利开支        | 68.01  | 83.30   | 108.29  | 138.62  | 170.50  |
| 占比 (%)        | 3.7%   | 2.9%    | 2.7%    | 2.5%    | 2.4%    |
| 销售税及附加费       | 17.86  | 31.65   | 44.45   | 60.15   | 77.30   |
| 占比 (%)        | 1.0%   | 1.1%    | 1.1%    | 1.1%    | 1.1%    |
| 折旧及摊销         | 17.52  | 13.05   | 15.01   | 17.26   | 19.42   |
| 占比 (%)        | 1.0%   | 0.5%    | 0.4%    | 0.3%    | 0.3%    |
| 办公、水电及物业管理费   | 5.26   | 5.72    | 6.01    | 6.31    | 6.62    |
| 占比 (%)        | 0.3%   | 0.2%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    |
| 专业及咨询费        | 4.71   | 19.92   | 9.96    | 10.95   | 12.05   |
| 占比 (%)        | 0.3%   | 0.7%    | 0.2%    | 0.2%    | 0.2%    |
| 业务招待费及差旅费     | 4.37   | 5.36    | 5.62    | 5.90    | 6.20    |
| 占比 (%)        | 0.2%   | 0.2%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    |
| 产品开发费用        | 14.55  | 23.98   | 35.96   | 55.74   | 86.40   |
| 占比 (%)        | 0.8%   | 0.8%    | 0.9%    | 1.0%    | 1.2%    |

资料来源: 公司招股说明书、麦高证券研究发展部

## 5.2 投资建议

我们选取 A 股上市公司珀莱雅、丸美生物、贝泰妮、上海家化；港股上市公司上美股份、巨子生物；海外上市公司 LVMH 集团、欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁公司作为可比公司进行对比。

毛戈平高端美妆品牌定位具备独特性，彩妆护肤双轮驱动稀缺性强。线上渠道增速高，线下渠道高粘性用户基本盘稳固贡献坚实稳固的增长动能，线上+线下融合有望进一步提升品牌影响力和消费者群体。参考海外上市公司估值和国内上市公司估值，毛戈平品牌+渠道存在稀缺性和壁垒。预计 2024 年-2026 年公司营业收入分别为 40.5/54.9/70.5 亿元，同比+40.4%/35.3%/28.5%。2024 年-2026 年公司归母净利润分别为 9.3/12.4/15.4 亿元，同比+40.8%/33.3%/23.8%。2024-2026 年 EPS 为 1.9/2.5/3.1 元。2024-2026 年 PE 分别为 34.7X/26.0X/21.0X。考虑到公司品牌力和渠道力在国内美妆品牌中较为稀缺，未来具备充足成长性，更适合结合海外可比公司给予估值定价，到 2025 年目标 PE 28X，对应目标价 77.08 港元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 91：国内可比公司估值

| 公司简称 | 市值     | 股价     | 归母净利润（亿元） |              |       |       |       |              | PE    |       |       |       |
|------|--------|--------|-----------|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|      | (亿元)   | (当地货币) | 2023A     | CAGR (21-23) | 2024E | 2025E | 2026E | CAGR (23-26) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 珀莱雅  | 323.97 | 81.76  | 11.94     | 44.0%        | 15.52 | 19.22 | 23.22 | 24.8%        | 36.9  | 20.9  | 16.9  | 14.0  |
| 丸美生物 | 128.40 | 32.02  | 2.59      | 2.3%         | 3.64  | 4.66  | 5.76  | 30.5%        | 44.4  | 35.3  | 27.6  | 22.3  |
| 贝泰妮  | 168.08 | 39.68  | 7.57      | -6.4%        | 7.86  | 10.03 | 11.80 | 16.0%        | 25.9  | 21.4  | 16.8  | 14.2  |
| 上海家化 | 104.87 | 15.60  | 5.00      | -12.2%       | 2.36  | 4.50  | 5.34  | 2.2%         | 25.9  | 44.4  | 23.3  | 19.6  |
| 上美股份 | 153.64 | 38.60  | 4.61      | 16.6%        | 8.71  | 11.38 | 14.10 | 45.1%        | 52.2  | 17.6  | 13.5  | 10.9  |
| 巨子生物 | 598.75 | 57.80  | 14.52     | 32.4%        | 19.83 | 25.38 | 31.49 | 29.4%        | 35.3  | 30.2  | 23.6  | 19.0  |
| 均值   | 246.29 | 44.24  | 7.70      | 12.8%        | 9.65  | 12.53 | 15.29 | 24.7%        | 36.8  | 25.5  | 19.7  | 16.1  |
| 毛戈平  | 360.04 | 70.70  | 6.62      | 41.4%        | 9.32  | 12.42 | 15.38 | 32.5%        | -     | 34.7  | 26.0  | 21.0  |

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部，注：可比公司预测值均采用 wind 一致预期

图表 92：海外可比公司估值

| 公司简称    | 市值       | 股价     | 归母净利润（亿） |              | PE    |       |
|---------|----------|--------|----------|--------------|-------|-------|
|         | (亿)      | (当地货币) | 2023A    | CAGR (21-23) | 2023  | 2024E |
| LVMH 集团 | 3,460.34 | 694.20 | 151.74   | -10.9%       | 23.1  | 22.5  |
| 欧莱雅     | 1,873.56 | 350.83 | 61.84    | -13.8%       | 41.3  | 28.1  |
| 雅诗兰黛    | 249.89   | 69.47  | 10.06    | 68.9%        | 95.5  | 132.6 |
| 宝洁公司    | 3,942.40 | 168.13 | 146.53   | -1.2%        | 23.10 | 28.14 |
| 均值      | 2,381.55 | 320.66 | 92.54    | 10.7%        | 45.8  | 52.8  |

资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

## 六、风险提示

- 1. 行业竞争加剧风险：**公司主要竞争对手为高端国际品牌和新兴国货品牌。如果市场增长速度低于预期，或者竞争对手增加市场推广和广告投放的力度，公司可能会面临客户获取难度增加、市场份额减少以及收入和利润空间受到压缩的风险。
- 2. 品牌声誉风险：**公司的品牌形象和消费者信任度高度依赖于毛戈平先生的个人影响力和产品的品质。任何关于公司核心管理层的声誉风险，或者产品质量问题、假冒伪劣商品的流通，以及负面舆论事件，都可能严重损害公司的品牌形象和消费者信任度。
- 3. 产品创新力不足风险：**公司成长空间依赖于持续的产品创新和有效的市场推广。如果公司在产品研发上的创新力度不足，或者新产品的市场推广效果不佳，可能导致公司落后，影响公司的长期增长和市场地位。
- 4. 生产供应中断风险：**公司生产较依赖于与供应商合作，如果市场环境发生不利变化，例如原材料短缺、供应商产能不足、运输中断或成本上升，或影响产品生产和交付。

## 财务报表预测

### 资产负债表(百万人民币)

|                  | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,698</b> | <b>5,209</b> | <b>6,364</b> | <b>7,744</b> |
| 现金               | 1,138        | 4,446        | 5,370        | 6,499        |
| 应收账款及票据          | 158          | 203          | 261          | 328          |
| 存货               | 342          | 478          | 625          | 783          |
| 其他               | 60           | 82           | 108          | 134          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>397</b>   | <b>399</b>   | <b>470</b>   | <b>524</b>   |
| 固定资产             | 168          | 217          | 254          | 278          |
| 无形资产             | 42           | 82           | 116          | 145          |
| 其他               | 186          | 100          | 100          | 100          |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,095</b> | <b>5,608</b> | <b>6,834</b> | <b>8,268</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>529</b>   | <b>751</b>   | <b>1,001</b> | <b>1,268</b> |
| 短期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款及票据          | 104          | 147          | 195          | 246          |
| 其他               | 426          | 604          | 806          | 1,022        |
| <b>非流动负债</b>     | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>17</b>    |
| 长期债务             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他               | 17           | 17           | 17           | 17           |
| <b>负债合计</b>      | <b>547</b>   | <b>768</b>   | <b>1,019</b> | <b>1,285</b> |
| 普通股股本            | 60           | 478          | 490          | 490          |
| 储备               | 1,486        | 4,358        | 5,321        | 6,487        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>1,546</b> | <b>4,837</b> | <b>5,811</b> | <b>6,977</b> |
| 少数股东权益           | 2            | 3            | 4            | 6            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,548</b> | <b>4,840</b> | <b>5,815</b> | <b>6,983</b> |
| 负债和股东权益          | 2,095        | 5,608        | 6,834        | 8,268        |

### 现金流量表(百万人民币)

|                | 2023        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>700</b>  | <b>995</b>   | <b>1,318</b> | <b>1,621</b> |
| 净利润            | 662         | 932          | 1,242        | 1,538        |
| 少数股东权益         | 2           | 1            | 1            | 2            |
| 折旧摊销           | 70          | 41           | 54           | 64           |
| 营运资金变动及其他      | -34         | 21           | 20           | 17           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-195</b> | <b>-43</b>   | <b>-124</b>  | <b>-117</b>  |
| 资本支出           | -205        | -130         | -125         | -118         |
| 其他投资           | 10          | 87           | 1            | 1            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-255</b> | <b>2,356</b> | <b>-271</b>  | <b>-376</b>  |
| 借款增加           | -28         | 0            | 0            | 0            |
| 普通股增加          | 0           | 2,359        | -268         | -373         |
| 已付股利           | 0           | -3           | -3           | -3           |
| 其他             | -227        | 0            | 0            | 0            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>250</b>  | <b>3,308</b> | <b>924</b>   | <b>1,129</b> |

### 利润表(百万人民币)

|                 | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2,886</b> | <b>4,053</b> | <b>5,485</b> | <b>7,048</b> |
| 其他收入            | 47           | 64           | 88           | 113          |
| <b>营业成本</b>     | <b>438</b>   | <b>623</b>   | <b>826</b>   | <b>1,040</b> |
| 销售费用            | 1,412        | 1,980        | 2,762        | 3,667        |
| 管理费用            | 133          | 222          | 257          | 299          |
| 研发费用            | 0            | 36           | 56           | 86           |
| 财务费用            | 2            | 3            | 3            | 3            |
| <b>除税前溢利</b>    | <b>888</b>   | <b>1,251</b> | <b>1,667</b> | <b>2,065</b> |
| 所得税             | 224          | 318          | 423          | 524          |
| <b>净利润</b>      | <b>663</b>   | <b>933</b>   | <b>1,244</b> | <b>1,540</b> |
| 少数股东损益          | 2            | 1            | 1            | 2            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>662</b>   | <b>932</b>   | <b>1,242</b> | <b>1,538</b> |
| EBIT            | 890          | 1,253        | 1,670        | 2,068        |
| EBITDA          | 960          | 1,294        | 1,724        | 2,132        |
| EPS (元)         | 3            | 2            | 3            | 3            |

### 主要财务比率

|                 | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 营业收入            | 57.78%  | 40.42%  | 35.34%  | 28.51%  |
| 归属母公司净利润        | 88.00%  | 40.83%  | 33.28%  | 23.81%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 毛利率             | 84.83%  | 84.62%  | 84.94%  | 85.25%  |
| 销售净利率           | 22.94%  | 23.00%  | 22.65%  | 21.83%  |
| ROE             | 42.82%  | 19.27%  | 21.38%  | 22.05%  |
| ROIC            | 42.96%  | 19.32%  | 21.42%  | 22.09%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 26.10%  | 13.70%  | 14.91%  | 15.54%  |
| 净负债比率           | -73.51% | -91.87% | -92.34% | -93.07% |
| 流动比率            | 3.21    | 6.94    | 6.36    | 6.11    |
| 速动比率            | 2.56    | 6.29    | 5.72    | 5.49    |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
| 总资产周转率          | 1.58    | 1.05    | 0.88    | 0.93    |
| 应收账款周转率         | 21.28   | 22.50   | 23.66   | 23.93   |
| 应付账款周转率         | 4.04    | 4.97    | 4.83    | 4.72    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益            | 3.31    | 1.90    | 2.53    | 3.14    |
| 每股经营现金流         | 1.43    | 2.03    | 2.69    | 3.31    |
| 每股净资产           | 3.15    | 9.87    | 11.86   | 14.23   |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| P/E             | -       | 34.70   | 26.03   | 21.03   |
| P/B             | -       | 6.69    | 5.57    | 4.64    |
| EV/EBITDA       | -1.19   | 21.55   | 15.65   | 12.12   |

数据来源：公司公告、麦高证券研究发展部预测，注：股价取2025年2月5日收盘价

## 【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

我们在此提醒您，不同机构采用不同的评级术语及评级标准，我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在15%以上；

增持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在5%到15%之间；

中性：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

减持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

### 行业评级

优于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在5%以上；

同步大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

弱于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

## 【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

## 【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 麦高证券有限责任公司研究发展部

|    | 沈阳             | 上海                     |
|----|----------------|------------------------|
| 地址 | 沈阳市沈河区热闹路 49 号 | 上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号 |
| 邮编 | 110014         | 陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室     |

## 麦高证券机构销售团队

| 姓名  | 职务   | 手机          | 邮箱                  |
|-----|------|-------------|---------------------|
| 刘惠莹 | 机构销售 | 17860610172 | liuhuiying@mgzq.com |
| 罗礼智 | 机构销售 | 18502313729 | luolizhi@mgzq.com   |
| 王佳瑜 | 机构销售 | 15393708503 | wangjiayu@mgzq.com  |