

毛戈平 (01318.HK)

国内稀缺的高端美妆领导者，引领国风美学潮流

投资评级 (暂无)

2024年12月08日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,829.11	2,885.96	4,086.34	5,422.02	6,870.92
同比 (%)	15.96	57.78	41.59	32.69	26.72
归母净利润 (百万元)	352.08	661.93	940.04	1,251.86	1,588.23
同比 (%)	6.36	88.00	42.02	33.17	26.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.75	1.41	2.00	2.66	3.37
P/E (现价&最新摊薄)	36.80	19.58	13.78	10.35	8.16

投资要点

- 中国领先的高端美妆集团，深耕行业二十余载。**毛戈平化妆品股份有限公司由中国著名化妆师毛戈平先生于2000年创立，开创性地将光影美学与东方美学完美融合。根据弗若斯特沙利文统计，毛戈平集团是中国十大高端美妆品牌中唯一的本土企业，市场份额为1.8%。公司旗下拥有MAOGEPING和至爱终生两个主要品牌，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三大板块，2024H1彩妆/护肤/化妆艺术培训及相关销售营收占比分别为55%/41%/4%。业绩层面，公司借力创始人IP、品类及渠道扩张，2021-2023年营收/净利润CAGR分别达35%/41%，24H1公司营收/净利润分别为20/4.9亿元，同比均高增41%。
- 高端美妆景气度较高，国货高端品牌具备稀缺性。**根据弗若斯特沙利文的数据，2018-2023年中国美妆行业市场规模从4026亿元增至5798亿元，CAGR为7.6%，预计2023-2028年美妆行业CAGR将进一步提高至8.6%，其中高端美妆提供独特感知价值，未来增速预计高于行业平均水平，预计2023-2028年高端美妆行业CAGR约为9.9%。从竞争格局上看，中国高端美妆集中度较高，但国际品牌占据主导地位，MAOGEPING为国内稀缺的高端美妆领先品牌，是中国CR15高端美妆品牌中唯一的本土品牌，排名第十二，市场份额1.8%。未来我们认为随着中国消费者文化认同感增强，民族审美意识逐渐觉醒，高端美妆行业将会呈现头部品牌份额进一步集中、国货品牌占比持续提升的趋势。
- 毛戈平以国风文化奠基，本土高端美妆品牌壁垒深厚。**凭借创始人IP优势+“东方美学”理念+稀缺性国货彩妆定位，奠定高端彩妆基础和消费者认知，高端国风美妆形象深入人心，品牌护城河深筑。根据弗若斯特沙利文的数据，毛戈平是首个进入高端百货商店专柜的国产高端化妆品品牌，同时独特的美妆学院体系培育出优质化妆师人才，进一步放大品牌声量。从产品品类来看，毛戈平持续优化彩妆核心品类，同时加大高客单价护肤品布局，第二成长曲线持续放量。从渠道拓展来看，线下专柜预计将继续稳步扩张，同时线下已经打造强品牌认知，线上渠道拓展有望迎更高增长。
- 盈利预测与投资评级：**毛戈平卡位稀缺国货美妆品牌，创始人IP+护肤第二曲线放量+线下线上同步成长，公司业绩预计维持高速增长，同时高端定位下公司盈利能力较强、稳定高于同业。公司预计于2024/12/9上市，IPO募资净额约为21.0亿港元，约合人民币19.4亿元，主要用于渠道拓展、品牌建设等。我们预计公司2024-2026年归母净利润9.4/12.5/15.9亿元，同比增速为42%/33%/27%。以IPO发行价29.8港元（即发售价范围上限价），发行价格对应2024-2026年PE 14/10/8倍。
- 风险提示：**国内消费市场复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、品牌形象风险。

基础数据

每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	26.53
总股本(百万股)	470.59
流通股(百万股)	70.59

内容目录

1. 公司简介：国内高端美妆领导者，引领国风美学潮流	5
1.1. 发展历程：立足东方光影美学理念，深耕行业二十余载.....	5
1.2. 股权结构：集中且稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3. 业绩：增长迅速，彩妆为基石，护肤快速起量.....	7
1.4. 募集资金用途：基石认购近四成，主要用于渠道拓展、品牌建设等.....	9
2. 行业分析：高端美妆景气度较高，国货高端品牌具备稀缺性	11
2.1. 市场规模：美妆市场仍有潜力，彩妆市场增速有望提升.....	11
2.1.1. 美妆：护肤品占比较高，线上增速快于线下.....	11
2.1.2. 彩妆：人均支出提升空间较大，高端市场快速增长.....	13
2.2. 竞争格局：高端美妆集中度较高，毛戈平为国内稀缺的高端美妆领先品牌.....	15
3. 毛戈平：国风文化奠基，本土高端美妆品牌壁垒深厚	17
3.1. 品牌：定位高端国货美妆，打造品牌力护城河.....	17
3.2. 产品：矩阵多样，注重研发创新和品质管控.....	18
3.3. 渠道：线下基本盘持续成长，线上增长提速.....	22
4. 财务情况及同业对比：定位高端毛利率优势显著，费用率逐步优化	24
4.1. 收入规模：毛戈平增速较快，体量与头部国货美妆品牌仍有差距.....	24
4.2. 盈利能力：定位高端毛利率高于同业，盈利能力稳中有升.....	25
4.3. 费用率及 ROE：费用率呈优化，ROE 高于同业.....	25
5. 盈利预测与投资评级	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 投资建议.....	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1:	毛戈平公司发展历程.....	6
图 2:	公司股权结构图（上市前）.....	6
图 3:	2021-2024H1 公司营业收入及增速.....	8
图 4:	2021-2024H1 公司归母净利润及增速.....	8
图 5:	2021-2024H1 分品牌营业收入占比.....	8
图 6:	2021-2024H1 分品类营业收入占比.....	8
图 7:	2021-2024H1 分渠道营业收入占比.....	9
图 8:	2021-2024H1 公司毛利率及净利率情况.....	9
图 9:	2018-2028 年我国整体美妆市场规模及增速.....	11
图 10:	2018-2028 年我国护肤品&彩妆市场规模及增速.....	11
图 11:	2018-2028 年我国高端美妆市场规模及增速.....	12
图 12:	2018-2028 年美妆分渠道市场规模.....	12
图 13:	2019-2028 年美妆分渠道市场规模增速.....	12
图 14:	: 2018-2028 年我国彩妆市场规模及增速.....	13
图 15:	2018/2023/2028 年各国人均彩妆支出（元）.....	13
图 16:	2023-2028 年各国人均彩妆支出增速.....	13
图 17:	中国彩妆行业分产品类型市场规模情况.....	14
图 18:	不同彩妆产品类型市场规模年复合增速情况.....	14
图 19:	2023 年彩妆不同渠道市场份额.....	14
图 20:	中国彩妆行业分定位市场规模及增速.....	15
图 21:	消费者愿意购买的国货美妆类型（2024 年）.....	17
图 22:	消费者购买国货美妆主要原因（2024 年）.....	17
图 23:	毛戈平主要产品矩阵.....	19
图 24:	公司护肤及彩妆产品平均售价情况.....	20
图 25:	毛戈平产品开发流程.....	20
图 26:	毛戈平美妆教育发展历程.....	21
图 27:	MAOGEPING 百货店专柜设计风格统一.....	22
图 28:	毛戈平注册会员复购率.....	22
图 29:	2021-2024H1 毛戈平专柜数量.....	23
图 30:	毛戈平专柜平均年销售额（万元）.....	23
图 31:	公司线上收入及同比增速（单位：百万元）.....	24
图 32:	2021-2024H1 公司收入体量与同业对比.....	24
图 33:	2021-2024H1 公司与同业公司毛利率.....	25
图 34:	2021-2024H1 公司与同业公司净利率.....	25
图 35:	2021-2024H1 公司与同业公司销售费用率.....	25
图 36:	2021-2024H1 公司与同业公司管理费用率.....	25
图 37:	2021-2024H1 公司与同业公司 ROE 对比.....	26
表 1:	公司核心管理层简介.....	7
表 2:	募集资金分配概况.....	10
表 3:	中国高端美妆集团零售额排名（2023 年）.....	15

表 4: 中国高端美妆品牌零售额排名 (2023 年)	16
表 5: 中国国货美妆零售额排名 (2023 年)	16
表 6: 2011 年以来毛戈平本人所获主要荣誉	18
表 7: 公司核心化妆品品牌	19
表 8: 毛戈平化妆培训主要课程	21
表 9: 截至 24H1 毛戈平专柜分布情况 (单位: 个)	23
表 10: 2024-2026 年毛戈平盈利预测	26
表 11: 毛戈平及可比公司估值表 (截至 2024/12/6)	27

1. 公司简介：国内高端美妆领导者，引领国风美学潮流

中国领先的高端美妆集团，深耕行业二十余载。毛戈平化妆品股份有限公司由中国著名化妆师毛戈平先生于 2000 年创立，在中国美妆行业中树立显著的品牌影响力。根据弗若斯特沙利文统计，毛戈平集团是中国十大高端美妆品牌中唯一的本土企业，以 2023 年美妆集团零售额统计中排名第七，市场份额为 1.8%。公司旗下拥有两个主要品牌：MAOGEPING 和至爱终生，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三大板块。

1.1. 发展历程：立足东方光影美学理念，深耕行业二十余载

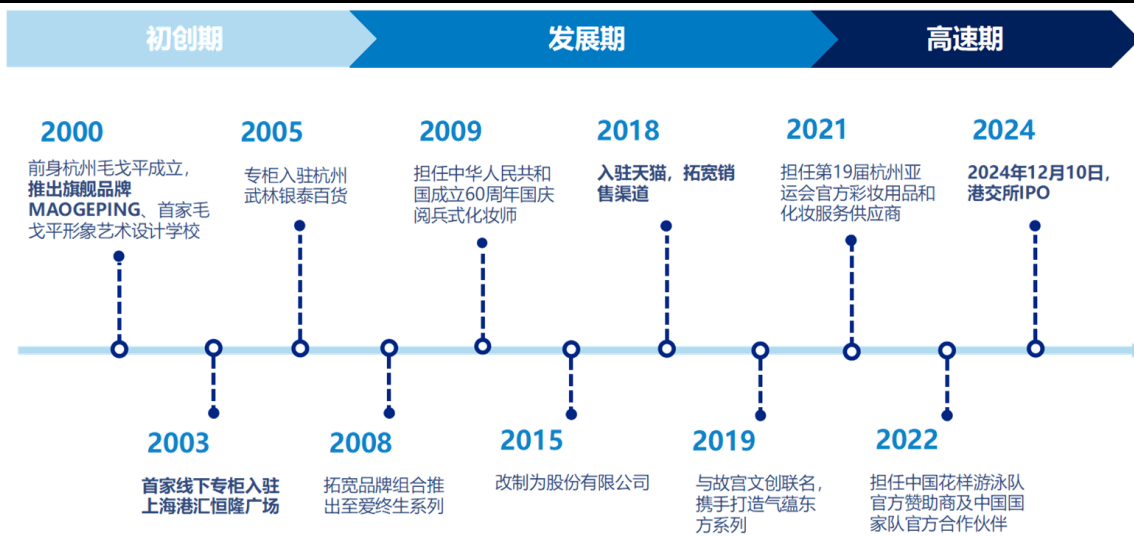
纵观毛戈平的发展历史，大致可以分为以下三个阶段：

初创阶段（2000-2008）：艺术起步，品牌基石。2000 年，著名化妆师毛戈平先生创立了杭州毛戈平化妆品公司，开启高端美妆事业。公司早期专注于创新的高端化妆品研发和生产，并致力于培养专业的美妆人才，通过设立美妆培训课程和举办相关教育项目，为行业输送了大量专业技能人才。2000 年和 2008 年，毛戈平公司相继推出了两个具有市场影响力的品牌——“MAOGEPING”和“至爱终生”，并积极拓展高端专柜销售渠道。与此同时，毛戈平形象艺术设计学校也陆续开设。

发展阶段（2009-2018）：线上线下融合，品牌腾飞。在此期间，毛戈平先生领导团队，成功承担多个国家级和国际级大型项目的化妆工作，如 2008 年北京奥运会开幕式、2009 年中华人民共和国 60 周年国庆阅兵式等，毛戈平品牌在业内的专业性与知名度得到了广泛的认可与高度评价。2018 年，毛戈平品牌进一步拓展销售渠道，在天猫平台开设了官方网店，线上线下全面融合。

高速发展期（2019-至今）：文化赋能，领跑潮流。毛戈平先生通过与各大平台的主播、明星进行合作，成功塑造个人 IP，并吸引大量年轻消费者的关注。同时伴随中国经济的崛起和消费者对中国传统文化及东方审美的认同，毛戈平品牌深耕的东方美学理念赢得消费者的青睐和追捧。在品牌营销方面，毛戈平品牌更加注重中国文化的传承与创新，例如 2019 年与故宫文创合作推出了“气蕴东方”系列，2023 年又与中国国家联队联名推出了“盛彩之光”和“火花润耀”系列。

图1: 毛戈平公司发展历程

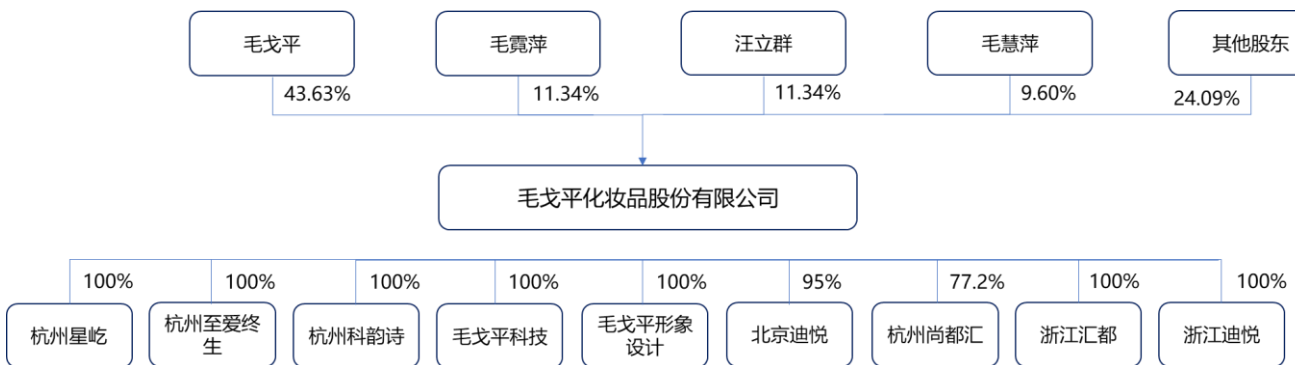


数据来源: 毛戈平招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 股权结构: 集中且稳定, 管理层经验丰富

公司由毛戈平与汪立群夫妇共同控制, 股权结构保持高度集中与稳定。截至 2024 年 4 月 8 日, 毛戈平与汪立群夫妇直接持有公司 54.97% 的股份, 并通过其控股的帝景投资和嘉驰投资分别间接持有 2.29% 的股份。此外, 毛戈平的家族成员毛霓萍、毛慧萍和汪立华分别持有 11.34%、9.60% 和 6.11% 的股份, 而公司的董事、副总经理宋虹伶持有 5.24% 的股份。

图2: 公司股权结构图 (上市前)



数据来源: 毛戈平招股说明书, 东吴证券研究所

毛氏家族成员占据核心管理层, 引领公司发展。毛氏家族在公司管理层中扮演着至关重要的角色, 主导着公司战略发展。毛戈平先生作为董事长, 凭借对化妆艺术的深刻理解和独到的眼光, 为公司的长期发展奠定了坚实的基础。总裁宋虹伶 2002 年加入公司, 负责主品牌市场运作及管理。其余核心高管均为毛氏家族成员, 家族的其他成员自公司创立之初便积极参与公司事务。

表1: 公司核心管理层简介

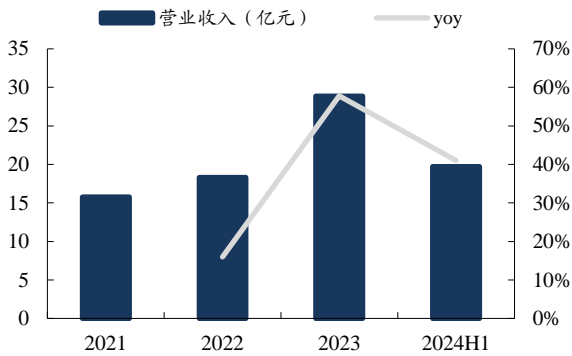
姓名	职务	年龄	简介
毛戈平	创始人,董事长	60	领导及管理董事会,并负责集团的整体业务战略和管理。中国著名化妆艺术大师,从事化妆艺术近 40 年,影响了改革开放后几代人的生活和化妆观念。83-98 年曾任浙江省越剧团,2000 年 7 月在杭州创建 MAOGEPING, 10 月创建浙江毛戈平形象设计艺术学校。曾在 2008 年北京奥运会期间内担任化妆造型 设计师。2020 年获杭州市人民政府授予“杭州工匠”称号。
汪立群	副董事长	53	毛戈平妻子。协助董事长管理集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理。EMBA 结业。91-99 年 任浙江省越剧团演员,00-08 年任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长,08 年起任杭州毛戈平形象设计艺术有限公司总经理。现任副董事长。
毛霓萍	副董事长&资深副总裁	64	毛戈平姐姐,协助董事长管理董事会日常工作及集团业务管理,兼任至爱终生品牌的日常经营及管理。MBA 结业。00-10 年 10 月任杭州汇都化妆品董事、总经理。10-15 年任杭州汇都化妆品副董事长。
毛慧萍	资深副总裁	62	毛戈平姐姐。于 2000 年协助毛先生创办了杭州毛戈平后担任杭州毛戈平的副总经理:自 2011 年 2 月之后在杭州毛戈平及公司担任董事兼资深副总裁,分管财务、研发及供应链。于 2024 年 4 月 1 日调任执行董事。彼亦为浙江汇都的监事。
汪立华	副总裁	51	汪立群弟弟。于 2002 年 9 月加入集团。2010 年 8 月至今担任毛戈平形象设计副总经理。荣获中国十大 青年化妆师奖、中国国际时装周 2009 年度最佳化妆造型师奖。2003 年 12 月获得化妆师资格证书,并于 2014 年 3 月获得中国职业技能鉴定中心颁发的二级化妆师证书。
宋虹隼	总裁&毛戈平品牌事业部总经理	49	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。于 2016 年 6 月 获得中国矿业大学(北京)工商管理硕士学位。2002 年 10 月加入公司,自 2024 年 4 月起担任公司总裁,并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。亦为浙江汇都的董事兼总经理。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

1.3. 业绩: 增长迅速, 彩妆为基石, 护肤快速起量

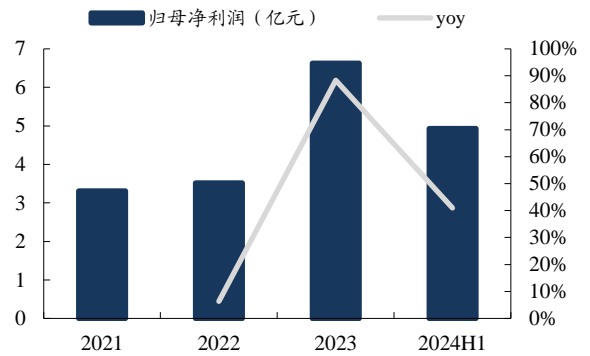
营业收入和净利润整体快速增长。2021 至 2023 年, 公司营业收入从 15.77 亿元增长至 28.86 亿元, 2023 年同比增长 58%。2024 年上半年, 公司营收为 19.72 亿元, 同比增长 41%。净利润从 2021 年的 3.31 亿元增长至 2023 年的 6.62 亿元, 2023 年同比增长 88%。2024 年上半年, 公司净利润为 4.92 亿元, 同比增长 41%。公司收入、净利润均呈现快速增长。

图3: 2021-2024H1 公司营业收入及增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图4: 2021-2024H1 公司归母净利润及增速



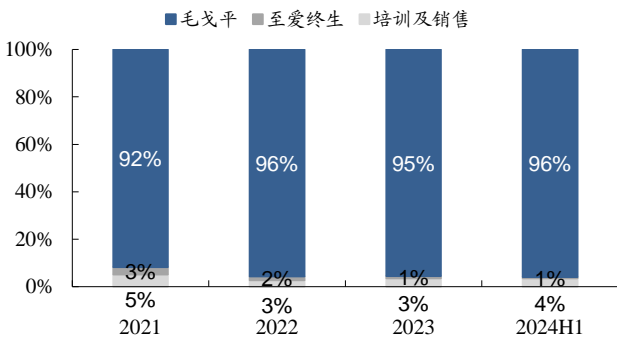
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

彩妆护肤各占半壁江山, 护肤第二增长曲线迅速起量, 主品牌毛戈平贡献主要营收。

分品牌看, MAOGEPING 品牌以创始人毛戈平命名。品牌理念融合了光影美学与东方美学, 截至 2024H1 占公司整体营收 96%; 至爱终生品牌于 2008 年创立, 定位高性价比, 覆盖彩妆和护肤品, 截至 2024H1 占公司整体营收 1%。

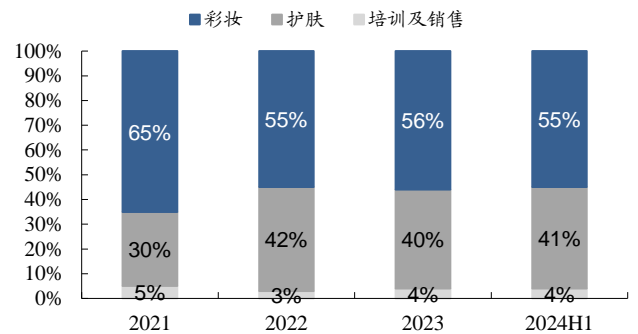
分品类看, 2024H1 彩妆/护肤/化妆艺术培训及相关销售营收占比分别为 55%/41%/4%, 2021-2023 年营收 CAGR 分别为 27%/57%/12%, 护肤第二增长曲线快速成长。

图5: 2021-2024H1 分品牌营业收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

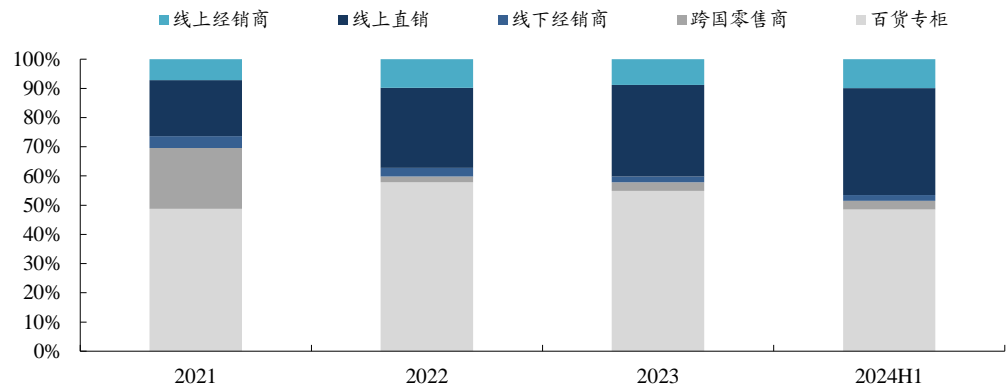
图6: 2021-2024H1 分品类营业收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

线下渠道占比较高, 线上增速较快。2024H1 线下/线上渠道销售占比分别为 49%/47%, 2021-2023 年营收 CAGR 分别为 29%/49%, 2024H1 线下/线上渠道同比增速分别为 23%/64%, 线上渠道维持高增, 线下渠道受高端百货专柜带动, 仍能维持 20%以上较好增速表现。从盈利能力角度看, 线下渠道毛利率维持 86%以上, 线上渠道毛利率维持 84%以上, 略低于线下。

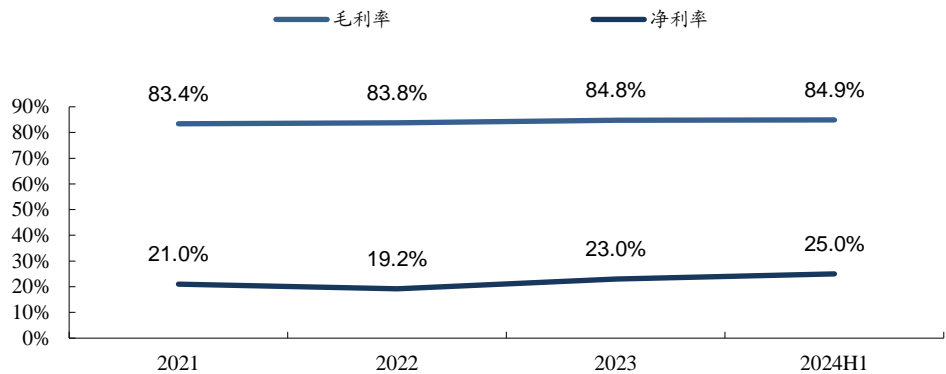
图7：2021-2024H1 分渠道营业收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

稀缺的国货高端美妆品牌，高端定位支持高盈利能力。2021至2023年，公司毛利率从83.4%提升至84.8%，2024年上半年进一步提升至84.9%。净利率也呈现同步上升趋势，从2021年21%提升至2023年23%，2024年上半年继续增长至25%。

图8：2021-2024H1 公司毛利率及净利率情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.4. 募集资金用途：基石认购近四成，主要用于渠道拓展、品牌建设等

基石投资者参与认购，彰显市场对公司未来增长较强信心。公司此次港股IPO吸引了6名基石投资者，共计认购金额达到1亿美元。CPE投资3500万美元，正心谷资本投入2000万美元，ACCF Capital（由L Catterton Asia前合伙人王俊创立）认购1500万美元。其他投资者包括常春藤基金、Brilliant Partners Fund LP和大湾区共同家园投资基

金，各自认购了 1000 万美元。根据 28.05 港元的发售价中位数计算，若未行使发售量调整权和超额配股权，基石投资者将持有发行股份的 39%，占公司总股份的 6%。多家知名基石投资者的参与，显著展示了市场对公司未来成长潜力的强烈信心。

募集资金主要用于渠道拓展、品牌建设等。根据毛戈平招股书，若发售价中位数计算，且发售量调整权和超额配股权未被行使，本次 IPO 募资净额约为 18.5 亿港元，约合人民币 17.3 亿元，募集资金主要用于：

1) 约 25% 将用于扩展销售网络：其中 10% 用于线下渠道，包括新开设和升级专柜；15% 用于线上渠道，包括招募电商人员和增加广告，以提升品牌曝光度。

2) 约 20% 将用于品牌建设活动：其中 10% 用于品牌及产品营销，包括线下活动和赞助高规格活动；10% 用于内容推广，与知名 KOL 合作制作宣传内容和视频，提高品牌知名度。

3) 约 15% 将用于海外扩张及收购：7.5% 用于提升品牌知名度和开店，7.5% 用于潜在的策略投资，收购符合高端市场定位的资产，增强研发能力和盈利前景。

4) 约 10% 将用于加强生产及供应链能力：包括建设和扩建生产设施；**5) 约 9% 将用于增强产品设计及开发能力：**其中 5% 用于建立研发中心，招聘开发人员及购置设备，4% 用于开发新产品和类别，采用先进的配方和美学设计；**6) 约 6% 将用于化妆艺术培训机构：**包括升级设施、开设工作室、招募培训师和制定新课程；**7) 约 5% 将用于运营及信息基础设施数字化：**包括购买硬件、开发软件系统、招聘培训专业人才和升级会员体系；**8) 约 10% 将用于营运资金及一般公司用途。**

表2：募集资金分配概况

序号	用途	资金占比
1	扩大销售网络	25%
2	品牌建设活动	20%
3	海外扩张及收购	15%
4	加强生产及供应链能力	10%
5	增强产品设计及开发能力	9%
6	化妆艺术培训机构	6%
7	运营及信息基础设施数字化	5%
8	营造资金及一般公司用途	10%
	总计	100%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 行业分析：高端美妆景气度较高，国货高端品牌具备稀缺性

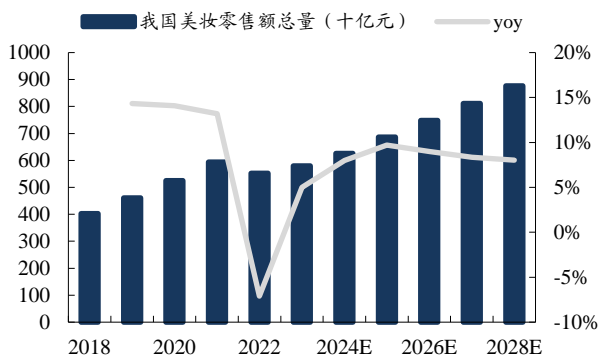
2.1. 市场规模：美妆市场仍有潜力，彩妆市场增速有望提升

2.1.1. 美妆：护肤品占比较高，线上增速快于线下

中国美妆行业市场持续增长，增长预期乐观。美妆产品指的是能够改善皮肤状况并突出或改变面部和身体外观的化妆品，主要包括护肤品和彩妆类产品。据弗若斯特沙利文统计，中国美妆行业的市场规模从2018年4026亿元增长到2023年5798亿元，CAGR为7.6%。据弗若斯特沙利文预计在2023年至2028年期间，中国美妆市场预计维持CAGR 8.6%增长，至2028年有望达到8763亿元。

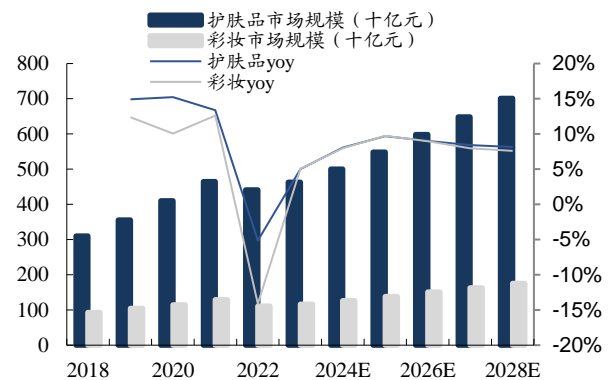
分类别看，护肤品市场占比较高，彩妆未来增速有望提升。中国护肤品市场从2018年的3107亿元增长至2023年的4630亿元，CAGR为8.4%。根据弗若斯特沙利文的预测，2023年至2028年，护肤品市场预计将维持8.7%的年复合增长率；中国彩妆市场也在持续扩张，从2018年的930亿元增长至2023年的1168亿元，CAGR为4.7%，弗若斯特沙利文预计2023年至2028年期间将加速增长，CAGR达到8.4%。

图9：2018-2028年我国整体美妆市场规模及增速



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

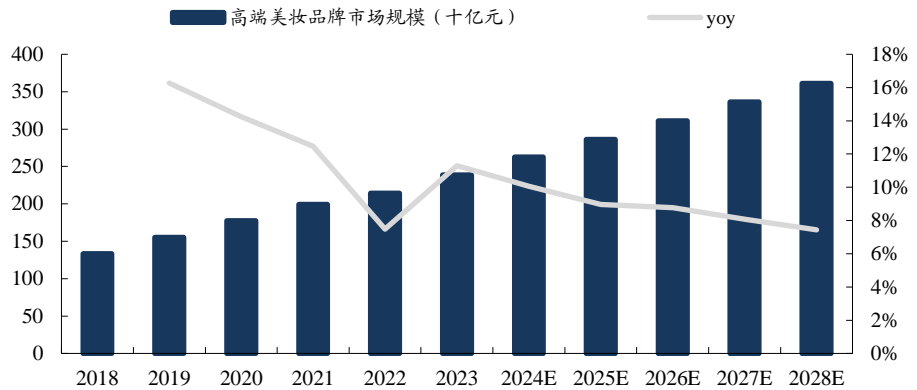
图10：2018-2028年我国护肤品&彩妆市场规模及增速



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

分定位看，高端美妆提供独特感知价值，未来增速预计高于行业。高端美妆品牌通过提供具有独特感知价值的产品，满足消费者对高品质、尊贵和个性化的需求，其产品价格通常比行业平均水平高出至少50%，且渠道上多数通过线下高端百货商店销售。这些品牌注重塑造鲜明的品牌形象，强调独特性、审美以及生活方式的表达。许多知名的高端美妆品牌由明星或艺术家创立，并以其名字作为品牌标识。据弗若斯特沙利文统计及预测，中国高端美妆市场规模从2018年的1334亿元增长至2023年1942亿元，CAGR为7.8%，2023年至2028年高端美妆市场预计维持CAGR 9.9%，至2028年有望达到3110亿元。

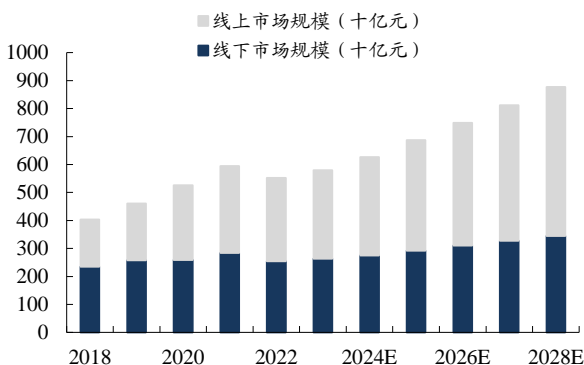
图11: 2018-2028年我国高端美妆市场规模及增速



数据来源: 毛戈平招股说明书, 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

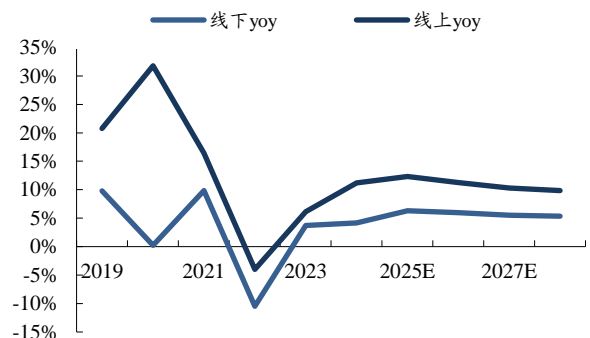
分渠道看, 美妆整体以线上渠道销售为主, 且线上增速超线下, 未来线下增速有所修复。根据弗若斯特沙利文的数据显示, 2018年至2023年美妆线上销售渠道保持快速增长, CAGR达14%, 至2023年美妆线上总规模达3158亿元, 占美妆整体54%, 预计2023年至2028年CAGR11%。2018年至2023年美妆产品的线下渠道零售额从2353亿元增长至2641亿元, 年复合增长率为2.3%, 疫情期间的限制措施对线下渠道造成严重影响, 导致销售额急剧下降, 但随着社交活动的恢复和消费热情的释放, 未来线下渠道预计将持续恢复并保持稳定增长, 据弗若斯特沙利文预计, 2023年至2028年将以5.5%的年复合增长率增至3446亿元。

图12: 2018-2028年美妆分渠道市场规模



数据来源: 毛戈平招股说明书, 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

图13: 2019-2028年美妆分渠道市场规模增速

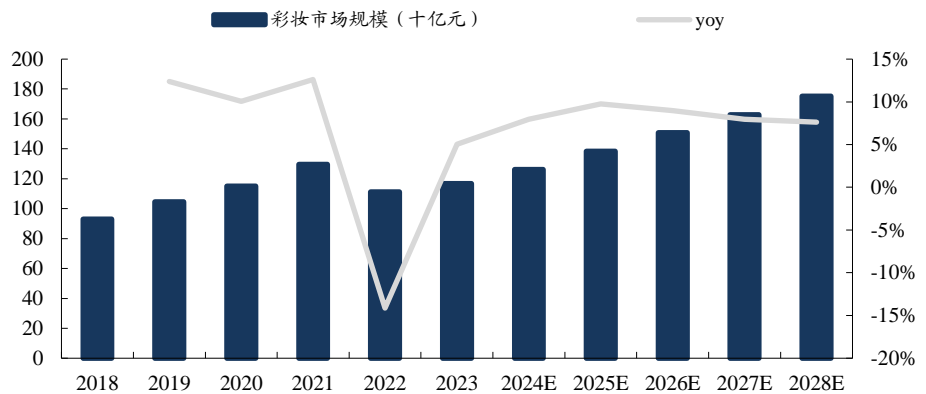


数据来源: 毛戈平招股说明书, 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

2.1.2. 彩妆：人均支出提升空间较大，高端市场快速增长

国内消费者使用率提升+个性化需求+专业化趋势，推动未来国内彩妆行业高单位数增长。彩妆是指能够突出或改变面部和身体外观的产品，2023 年彩妆占中国美妆行业零售额约 20%。中国消费者的彩妆使用率提升+个性化需求+逐渐专业化的理解，共同推动彩妆种类丰富与多样化，以及国内彩妆市场快速增长。根据弗若斯特沙利文的统计数据，中国彩妆市场的规模从 2018 年 930 亿元增长至 2023 年 1168 亿元，CAGR 为 4.7%。根据弗若斯特沙利文预测，国内彩妆市场的规模将以 8.4% 的年复合增长率增长，预计到 2028 年将达到 1752 亿元。

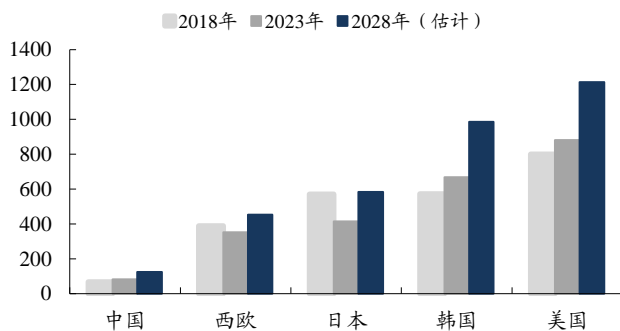
图14：2018-2028 年我国彩妆市场规模及增速



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

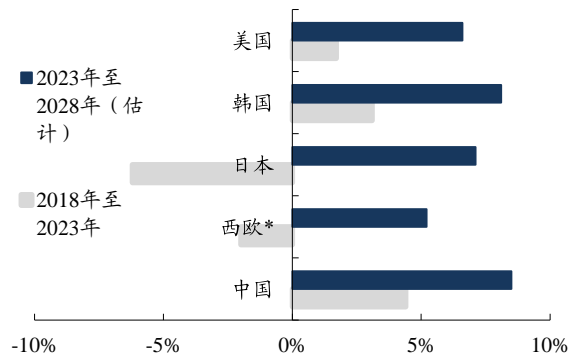
国内人均彩妆支出仍有较大的增长空间，未来彩妆人均支出 CAGR 达 8.5%。根据弗若斯特沙利文统计，2023 年中国的人均彩妆支出为 83 元，横向对比看美国、韩国、日本和西欧的人均彩妆支出分别为 881 元、669 元、414 元和 352 元，中国的人均彩妆支出仍有较大的增长空间。从 2018 年至 2023 年，中国的人均彩妆支出年复合增长率为 4.4%，据弗若斯特沙利文预计未来人均彩妆支出价格 CAGR 达 8.5%。

图15：2018/2023/2028 年各国人均彩妆支出（元）



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

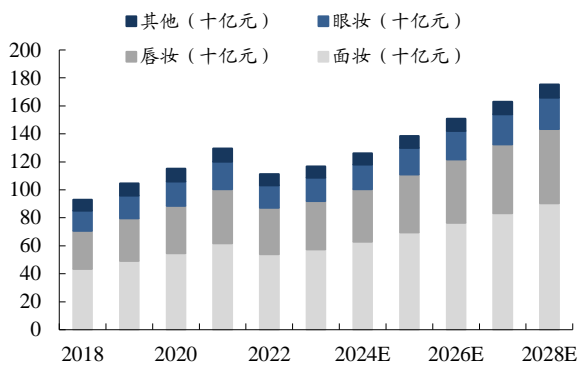
图16：2023-2028 年各国人均彩妆支出增速



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

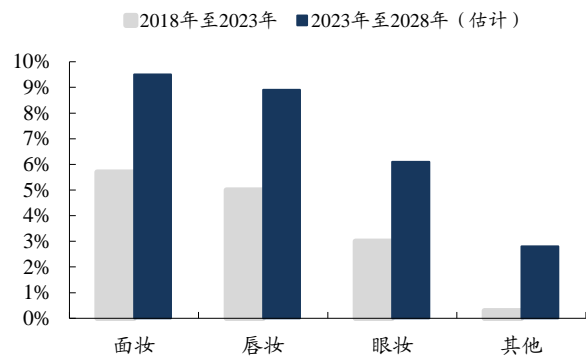
国内彩妆细分领域中，面部妆容占比最高、增速最快。中国彩妆市场主要由面部妆容、唇部妆容和眼部妆容组成，其中面部妆容占比最高，也是增长最快的细分领域。根据弗若斯特沙利文的数据，面部妆容产品的市场规模从2018年435亿元增长至2023年574亿元，CAGR为5.7%。随着消费者在美妆方面经验积累和对精致妆容的追求，消费者对面部妆容产品需求不断增加，推动面部产品细分市场增长。据弗若斯特沙利文预计，2023年至2028年国内面部妆容产品的市场规模将以9.5%的年复合增长率增长至904亿元。

图17：中国彩妆行业分产品类型市场规模情况



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

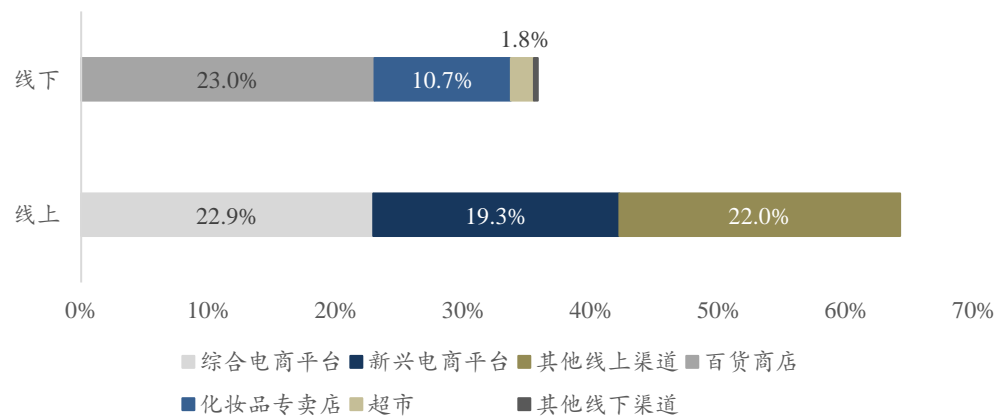
图18：不同彩妆产品类型市场规模年复合增速情况



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

彩妆市场逐渐由线上渠道主导，线下百货商店同样为重要渠道之一。分渠道看，国内彩妆线上市场规模从2018年400亿元增长至2023年750亿元，年复合增长率为13.4%，2023年线上渠道占彩妆市场总额的64.2%。线下渠道同期也在持续增长，但增速较线上有所放缓。线下渠道带给消费者的体验感无可替代，百货商店将继续维持其作为美妆重要销售场所的地位。

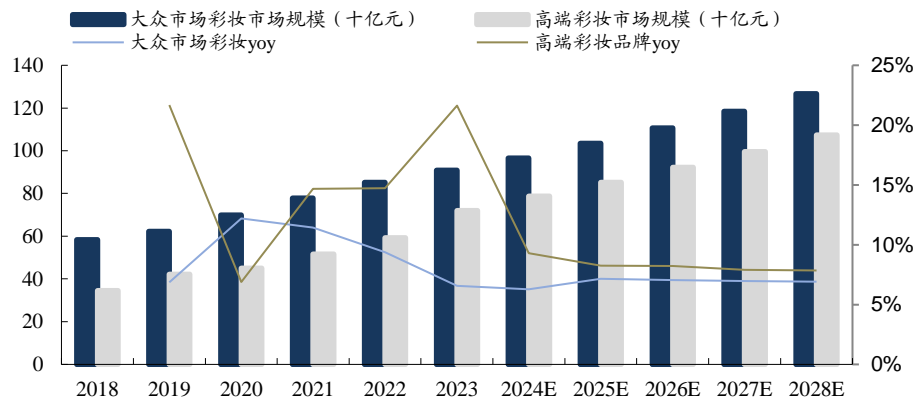
图19：2023年彩妆不同渠道市场份额



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

消费者对美妆和个人形象的关注度提升，高端彩妆市场逐渐呈现出快速增长的趋势。消费者对产品质量、成分安全性以及独特设计的要求不断提高，对高品质的高端彩妆产品支付意愿同样提高，推动高端彩妆市场扩展。根据弗若斯特沙利文统计，高端彩妆市场规模从2018年346亿元增长至2023年471亿元，年复合增长率为6.4%。

图20：中国彩妆行业分定位市场规模及增速



数据来源：毛戈平招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2.2. 竞争格局：高端美妆集中度较高，毛戈平为国内稀缺的高端美妆领先品牌

整体看中国高端美妆集中度较高，毛戈平为国内稀缺的高端美妆领先品牌。从集团角度看，根据弗若斯特沙利文统计，中国高端美妆行业的市场集中度较高，2023年CR5美妆集团占据55.4%的市场份额，且CR5均为国际美妆公司，毛戈平在国内高端美妆集团中排名第七，为唯一国内美妆集团。从单品牌角度看，CR5高端美妆品牌均为国际品牌，2023年CR5占据32.1%的市场份额，MAOGEPING是中国市场前十五大高端美妆品牌中唯一的本土品牌，排名第十二，市场份额为1.8%。

表3：中国高端美妆集团零售额排名（2023年）

排名	集团名	2023年零售额 (百万元)	集团起源	市场份额
1	集团 A	39930	国际	20.6%
2	集团 B	32312	国际	16.6%
3	集团 C	15721	国际	8.1%
4	集团 D	13001	国际	6.7%
5	集团 E	6660	国际	3.4%
6	集团 F	3854	国际	2.0%
7	毛戈平	3553	国内	1.8%

8	集团 G	2424	国际	1.2%
9	集团 H	2205	国际	1.1%
10	集团 I	2001	国际	1.0%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表4：中国高端美妆品牌零售额排名（2023年）

排名	品牌名称	2023年零售额（百万元）	品牌起源	市场份额
1	品牌 A	21,726	国际	11.2%
2	品牌 B	17,901	国际	9.2%
3	品牌 C	9,415	国际	4.8%
4	品牌 D	6,682	国际	3.4%
5	品牌 E	6,660	国际	3.4%
6	品牌 F	5,030	国际	2.6%
7	品牌 G	4,967	国际	2.6%
8	品牌 H	4,947	国际	2.5%
9	品牌 I	4,869	国际	2.5%
10	品牌 J	3,854	国际	2.0%
11	品牌 K	3,605	国际	1.9%
12	MAOGEPING	3,553	国内	1.8%
13	品牌 L	3,331	国际	1.7%
14	品牌 M	2,561	国际	1.3%
15	品牌 N	2,453	国际	1.3%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

仅看国货彩妆，市场集中度较高。根据毛戈平招股书显示，CR5 国货彩妆品牌市场份额为 31.3%。MAOGEPING 则是中国第二大国货彩妆品牌，且在中国国货彩妆市场的线下渠道（特别是百货商店部分）零售额中，MAOGEPING 位居最大国货彩妆品牌。

表5：中国国货美妆零售额排名（2023年）

排名	品牌名称	2023年零售额（百万元）	品牌起源	市场份额
1	品牌 P	3,397	国内	9.9%
2	MAOGEPING	2,059	国内	6.0%
3	品牌 Q	1,923	国内	5.6%
4	品牌 R	1,716	国内	5.0%
5	品牌 S	1,655	国内	4.8%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

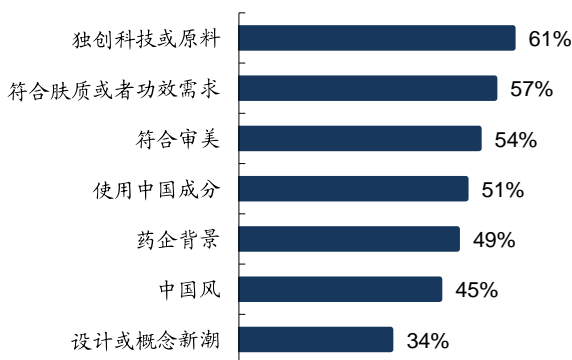
未来美妆行业我们认为将会呈现头部品牌份额进一步集中、国货品牌占比持续提升的趋势。

➤ 头部品牌份额进一步集中：头部品牌产品力、营销能力、研发能力及集团运营

能力较强，通过不断推新、打造大单品树立较强的消费者品牌认知，在线上渠道流量成本增长背景下，部分新兴品牌资金、研发、人才等资源有限，进入壁垒较高，头部公司优势显著。

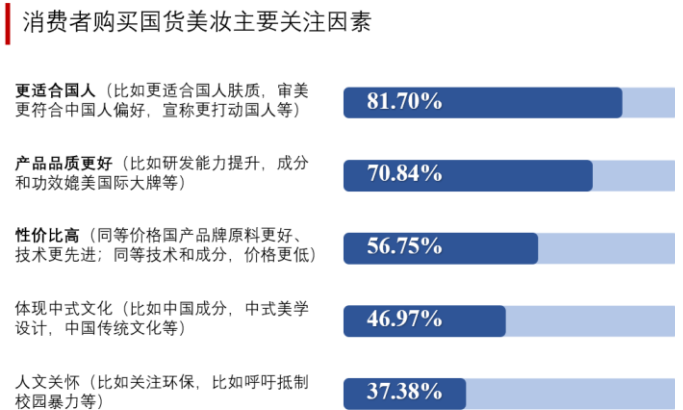
- **国货品牌占比持续提升：**随着中国消费者文化认同感的增强，民族审美意识逐渐觉醒。国货品牌在产品质量、宣传营销和审美创新等方面加大投入，不断提升品牌影响力。根据弗若斯特沙利文的数据，2023 年中国国货美妆市场的规模已达 2631 亿元，2018 年至 2023 年的年复合增长率为 9.8%，2023 年至 2028 年市场规模预计 CAGR 达 10.3%，至 4302 亿元。

图21: 消费者愿意购买的国货美妆类型 (2024 年)



数据来源：小红书，青眼情报《2024 中国美妆行业白皮书》，东吴证券研究所

图22: 消费者购买国货美妆主要原因 (2024 年)



数据来源：小红书，青眼情报《2024 中国美妆行业白皮书》，东吴证券研究所

3. 毛戈平：国风文化奠基，本土高端美妆品牌壁垒深厚

3.1. 品牌：定位高端国货美妆，打造品牌力护城河

毛戈平先生个人 IP 背书，品牌拥有扎实的消费者认知基础。作为品牌的创始人，毛戈平凭借其独特的审美视角和行业影响力，为品牌注入了深厚的文化底蕴。自 1984 年踏入化妆行业以来，他设计的化妆造型涉及多部经典影视作品和舞台剧，尤其是塑造了武则天等历史人物的经典形象，赢得了“魔术化妆师”的美誉。毛戈平先生强个人影响力，为毛戈平品牌提供扎实的消费者品牌认知基础。

凭借创始人 IP 优势及“东方美学”理念，奠定高端彩妆基础。毛戈平先生在长时间的从业过程中，深入研究了中国人和欧美人在面部骨骼结构、肤色和肤质上的差异，结合东方女性的审美需求，毛戈平便开创性地将光影美学与东方美学完美融合，赋予品牌的产品独特的视觉效果与功能价值。对国风审美的精准理解和掌握，使品牌的高端定位得以巩固，为 MAOGEPING 品牌的独特魅力打下了坚实的基础。

表6: 2011年以来毛戈平本人所获主要荣誉

时间	主要荣誉
2022年	荣获“2022瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖
2021年	“故宫系列”第四季礼盒获美国缪斯设计铂金奖
2021年	被杭州市商务局聘请为“杭州市时尚消费推广大使”
2021年	荣获“2021瑞丽美容大赏年度化妆大师”奖
2020年	杭州市人民政府“杭州工匠”称号
2020年	入选教育部“国家技术技能大师”名录
2019年	中国美业技术推动杰出人物奖
2018年	当选“中国改革开放40周年全球华人年度影响力人物”
2018年	中国健康美容行业“特殊贡献奖”
2017年	第三届国际健康美业形象设计大赛“中国美妆工匠楷模”称号
2017年	中原国际时装周“最具艺术创作奖”
2016年	第十一届“中国影视化妆金像奖”
2016年	中国健康美容行业信誉联盟颁发的“亚洲彩妆大师”
2016年	2015全球华人影响力盛典暨峰会“美妆艺术特别贡献奖”
2016年	“亚洲美”(韩国)颁奖盛典“海外艺术家大奖”
2015年	中国美发美容协会成立25周年“突出贡献奖”
2014年	上海国际服装文化节“中国时尚20年功勋人物奖”
2012年	第九届“中国影视化妆金像奖”
2011年	当选“2011品牌中国年度人物”
2011年	互联网美容大奖“终身成就奖”

数据来源: 招股说明书, 公司官网, 东吴证券研究所

高端彩妆品牌心智确立, 顺利向护肤品破圈。2019年毛戈平先生与知名KOL“深夜徐老师”合作, 毛戈平先生精湛的化妆技巧和创意妆效迅速在社交媒体上引发热议, 2020年毛戈平本人于2020年入驻B站等多个平台, 发布化妆教程视频。通过创始人毛戈平的个人IP与品牌的紧密结合, 品牌实现了更广泛的影响力扩展和破圈效应。

根据东吴商社的“品牌计分板”理论, 即品牌的溢价, 是来自于品牌的认知的堆积, 而品牌的认知, 是品牌所有动作反馈(LOGO、设计、营销、售后等)在时间上的积分, 创始人IP优势+“东方美学”理念+稀缺性国货彩妆, 毛戈平品牌高端定位逐渐稳固, 我们认为毛戈平强品牌心智下, 由彩妆向护肤品类扩展的过程将较为顺利。

3.2. 产品: 矩阵多样, 注重研发创新和品质管控

毛戈平产品矩阵多样, 将光影美学与东方美学理念融入其中。毛戈平品牌的产品线涵盖彩妆和护肤两大核心品类, 致力于将毛戈平先生的光影美学与东方美学理念融入其

中，打造出具有独特魅力的高品质产品。彩妆系列根据光影技法和东方审美定制，赋予每一款产品独特的功能与艺术价值；而护肤系列则注重精选高品质成分与创新配方的结合，确保每款产品在满足护肤效果，同时具备奢华使用体验。截至 2024H1，品牌已推出 387 款 SKU，涵盖从基础护肤到高端彩妆的全方位产品，旨在为不同消费者提供个性化和多元化的美妆解决方案。

表7：公司核心化妆品品牌

品牌	MAOGEPING	至爱终生
品牌 logo		
创立时间	2000 年	2008 年
产品类型	彩妆及护肤品	彩妆及护肤品
品牌定位	轻奢、高端	大众、流行
价格定位	均价 200-800 元	均价 120-380 元
渠道类型	百货专柜直营、电商销售	经销

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

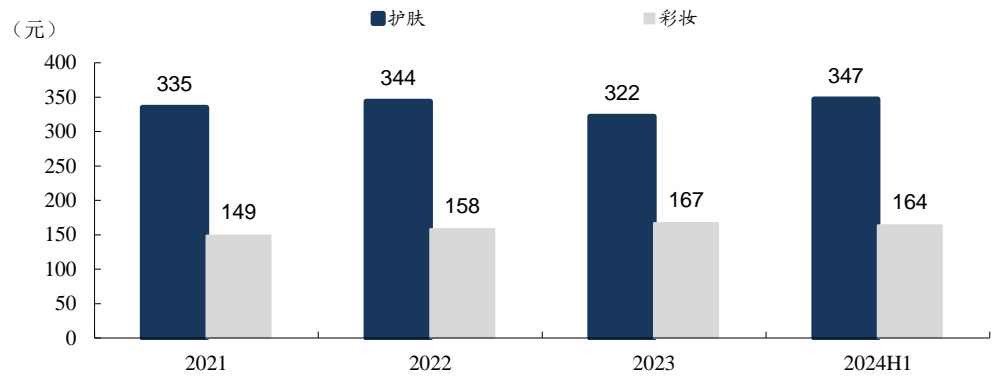
图23：毛戈平主要产品矩阵

护肤	类型	面膜	精华液		面霜	眼部护理			
	名称	奢华鱼子面膜	奢华鱼子多效安瓶精华液	奢华至臻紧颜安瓶精华液	奢华养肤黑霜	奢华鱼子眼膜			
	产品外观								
	价格	¥780/65克	¥720/10*5ml	¥560/30ml	¥680/50克	¥380/30克			
	功效	修护 抗皱 紧致	修护 抗皱 保湿	修护 抗皱 紧致	滋养 保湿 修护	保湿 紧致			
彩妆	类型	高光		粉底		眼部护理			
	名称	光影塑颜高光粉膏	光影塑颜高光粉饼	光感美肌无痕粉膏	水奶油粉底液	奢华鱼子无暇气垫粉底液	柔光收颜粉膏	光影塑颜立体鼻影粉	凝脂柔肌妆前霜
	产品外观								
	价格	¥720/16.5克	¥520/8.5克	¥380/12.5克	¥380/30ml	¥360/14克	¥380/10.5克	¥390/3克	¥360/30ml
	类型	定妆		腮红		遮瑕	眼部护理		
	名称	光感柔纱凝颜粉饼	光感轻柔蜜粉	柔纱幻颜腮红	云纱悦色渐变腮红	无暇双色遮瑕膏	塑形晶彩眼影	塑形持久眉笔	魅色凝润唇膏
	产品外观								
	价格	¥300/11.5克	¥170/4克	¥280/3.5克	¥280/4克	¥330/3克	¥220/3克	¥220/0.18克	¥260/3.8克

数据来源：毛戈平招股说明书，天猫，东吴证券研究所

护肤及彩妆均定位高端，文化赋能下成为国际一线品牌有力竞争者。依托中国强大的供应链体系，毛戈平品牌通过与国风文化的深度融合，搭建了一个与其他国际美妆品牌不同的独特市场定位，并在消费理性回归和民族自信增强的趋势下，逐渐成为国际一线品牌的有力竞争者。截至 2024H1 护肤/彩妆产品平均售价为 347/164 元。

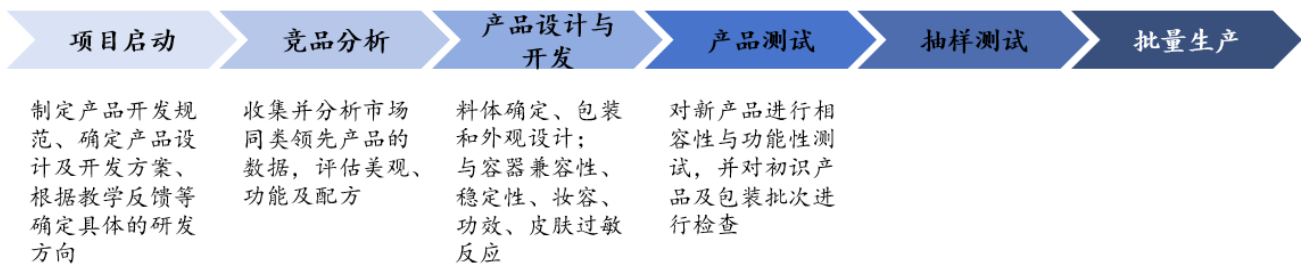
图24：公司护肤及彩妆产品平均售价情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

产品开发流程标准化且高效，专业化妆师全程参与产品测试与优化。毛戈平品牌的产品设计深受光影美学与东方美学的启发，并且将这些独特的美学理念与国际一线品牌的品质标准结合。公司建立由艺术委员会和核心研发团队组成的强大产品开发团队，携手 ODM 供应商，将市场需求和美学理念转化为创新的产品方案。每款产品的设计都严格遵循东方美学的核心，同时通过专业化妆师的深入洞察，确保产品的功能性和性能达到行业顶级标准，形成了独具特色的配方壁垒。

图25：毛戈平产品开发流程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所绘制

独特的美妆学院体系，输出优质服务人才，进一步放大品牌声量。公司在杭州、北京、上海、成都、深圳、重庆、武汉、青岛和郑州设立了9所化妆艺术学院。据弗若斯特沙利文数据显示，按2023年报读人数计算，毛戈平已成为中国领先的化妆艺术培训机构之一。公司自有美妆学院，专门培训销售人员和化妆师，确保他们的审美与品牌一致，不仅能够贡献公司业绩，同时为消费者提供高质量的线下专柜体验，进一步放大毛戈平品牌的声量。

图26: 毛戈平美妆教育发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表8: 毛戈平化妆培训主要课程

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

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 渠道：线下基本盘持续成长，线上增长提速

毛戈平线上、线下渠道各占半壁江山，增速表现均较好。截至 2024H1 线下/线上渠道销售占比分别为 49%/47%，同比增速分别为+24%/+63%，线下渠道及线上渠道均有较好表现。

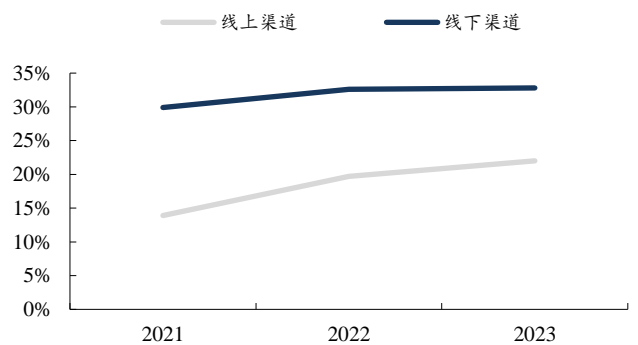
线下：国内首个布局高端线下化妆品品牌，消费者粘性强。毛戈平品牌自 2003 年在上海港汇恒隆广场开设首家线下专柜，成为首个进驻此类场所的国货高端化妆品品牌。毛戈平专柜不仅提供个性化的化妆体验，还配备了经过美妆学院培训的专业顾问，提供一对一试妆和定制产品建议，确保顾客在购物过程中的全方位体验。得益于高水准的顾客服务与产品一致性，公司积累了极高的消费者忠诚度。截至 2024H1，毛戈平线下渠道注册会员已超过 420 万，总会员数突破 1240 万，2023 年线下会员的复购率为 32.8%，线上为 22.0%。

图27: MAOGEPING 百货店专柜设计风格统一



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

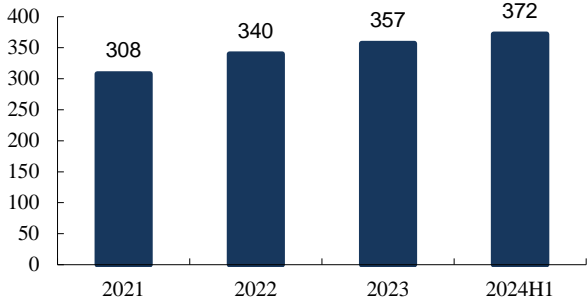
图28: 毛戈平注册会员复购率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

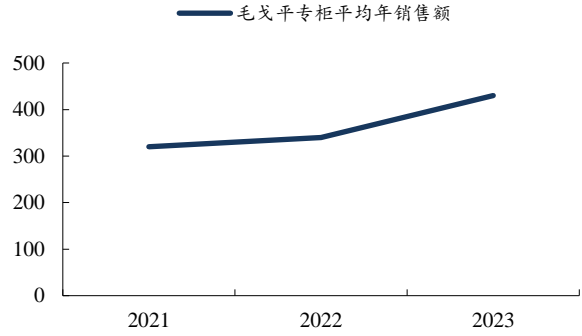
线下自营专柜位居国内美妆第二，单店销售额稳步接近一线国际品牌。截至 2024 年上半年，毛戈平在全国拥有 372 个自营专柜，位居中国美妆品牌中第二。根据尼尔森数据，2023 年，中国 51 个城市百货购物中心的化妆品柜台平均年销售额为 498 万元，而毛戈平的专柜平均年销售额为 430 万元，显示出其在高端美妆领域的强劲表现。尽管线下美妆专柜通常由国际高端品牌主导，毛戈平的单店销售额已稳步接近一线国际品牌。

图29: 2021-2024H1 毛戈平专柜数量



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图30: 毛戈平专柜平均年销售额 (万元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

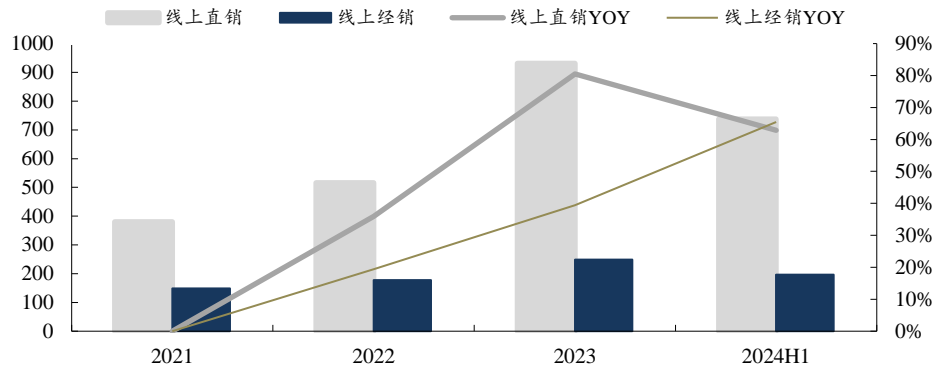
表9: 截至 24H1 毛戈平专柜分布情况 (单位: 个)

区域	各省级行政区专柜数量	区域合计
华中	河南 7、湖北 21、湖南 16	44
华北	北京 12、天津 2、河北 19、山西 2、内蒙古 5	40
华东	上海 15、江苏 64、浙江 49、安徽 13、江西 6、山东 18	165
华南	广东 27、广西 6、海南 2、福建 11	46
西北	陕西 10、甘肃 5、宁夏 4、青海 1、新疆 2	22
西南	重庆 25、四川 41、贵州 11、云南 5、西藏	82
东北	辽宁 6、吉林 3、黑龙江 8	17
	合计	416

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

线上: 创始人 IP 引流效果显著, 24H1 同比增速达 63%。毛戈平品牌的线上渠道涵盖了天猫、小红书、抖音、京东和淘宝等多个电商平台, 拥有强大的品牌影响力。截至 24H1 天猫粉丝已突破 660 万, 小红书和抖音粉丝分别超过 89.5 万和 440 万。毛戈平创始人自身的互联网流量为品牌持续引流, 线上收入显著增长, 2021-2023 年间线上收入的年复合增长率达 49.33%。2024 年上半年, 线上收入同比增长 63.44%, 达到 9.33 亿元, 随着品牌知名度和美誉度的提升, 线上渠道的增长势头有望持续保持。

图31: 公司线上收入及同比增速 (单位: 百万元)



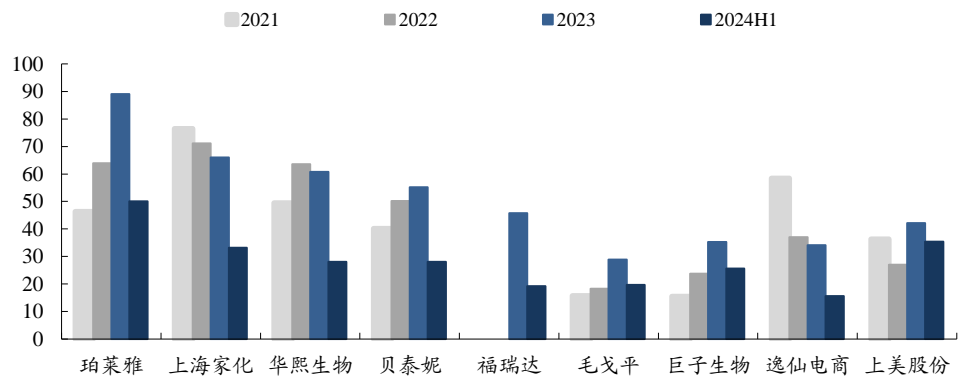
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4. 财务情况及同业对比: 定位高端毛利率优势显著, 费用率逐步优化

4.1. 收入规模: 毛戈平增速较快, 体量与头部国货美妆品牌仍有差距

公司收入增速较快, 但整体体量与头部国货美妆品牌仍有差距。毛戈平凭借其高端品牌定位、独特的光影美学理念和精细化的产品策略, 收入持续增长。2023年, 公司实现营收 28.86 亿元, 同比增长 58%。横向对比国货美妆上市公司, 毛戈平收入体量与珀莱雅、上美股份等仍有一定差距, 与巨子生物、贝泰妮等较为接近。

图32: 2021-2024H1 公司收入体量与同业对比



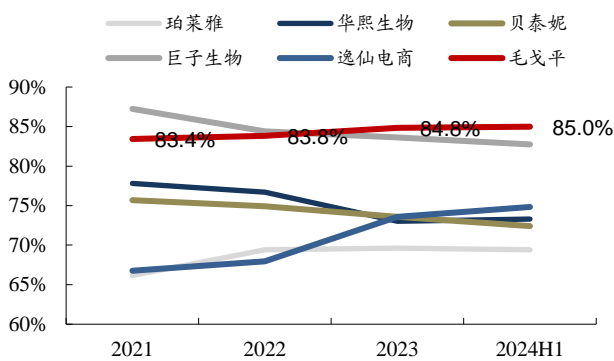
数据来源: 毛戈平招股说明书, 各公司公告, 东吴证券研究所

注: 由于 2021-2022 年福瑞达地产业务占比较大, 因此剔除 21-22 年福瑞达营收数据

4.2. 盈利能力：定位高端毛利率高于同业，盈利能力稳中有升

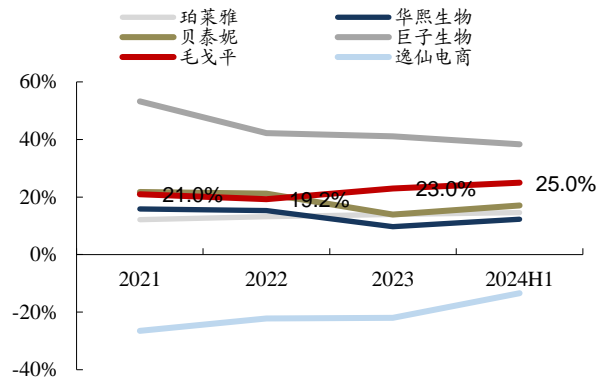
高端品牌定位维持毛戈平较高的毛利率和净利率，盈利能力位居前列。2021-2024H1 公司毛利率持续提升，至 24H1 达到 84.8%，远高于同业可比品牌的平均水平，彰显其在高端美妆领域的定价能力和品牌溢价。公司净利率表现亦较为出色，2024H1 提升至 25%，位居同类美妆公司前列。

图33: 2021-2024H1 公司与同业公司毛利率



数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

图34: 2021-2024H1 公司与同业公司净利率

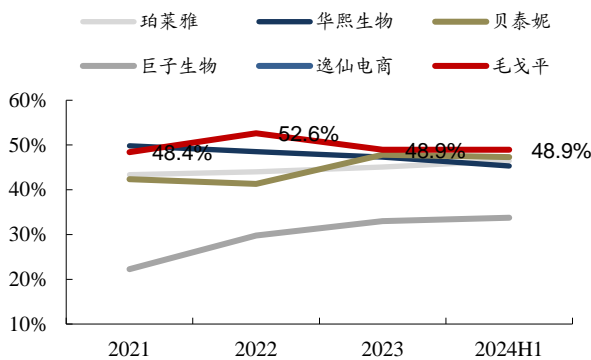


数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

4.3. 费用率及 ROE：费用率呈优化，ROE 高于同业

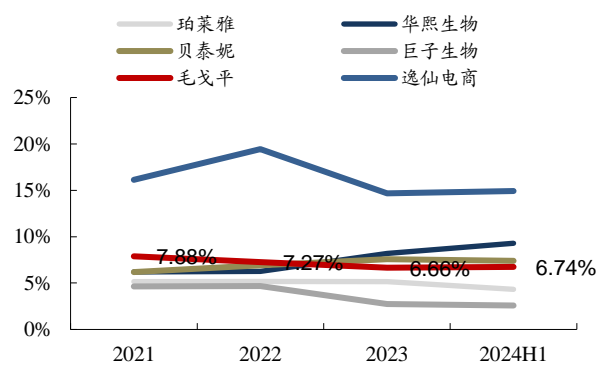
公司销售费用率高于同业，但整体呈下降趋势，规模效应下管理费用率逐渐下降。毛戈平 2023 年销售费用率为 48.9%，略高于同业，主要系高端品牌定位下营销投入相对较多；2023 年管理费用率为 6.7%，同比有所下降，基本位于同业平均水平，规模效应下管理效率逐渐提升。

图35: 2021-2024H1 公司与同业公司销售费用率



数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

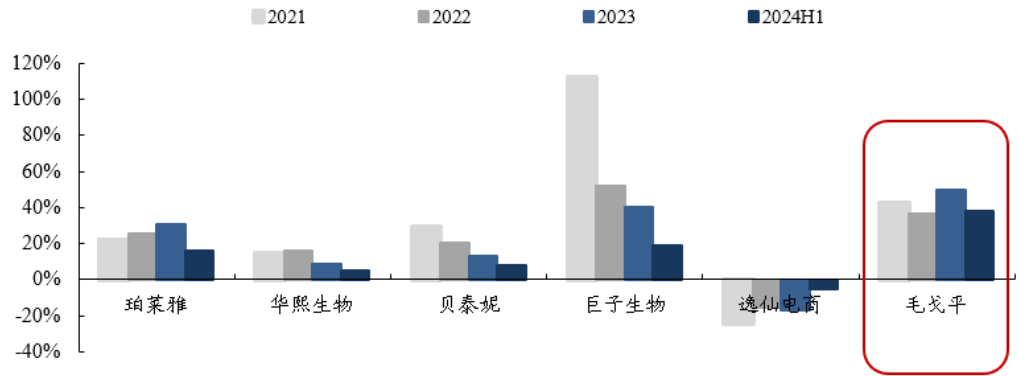
图36: 2021-2024H1 公司与同业公司管理费用率



数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

公司 ROE 高于行业,盈利能力和资本运作效率较高。2023 年公司 ROE 达到 49.41%,高于行业可比公司普遍 12%-15%之间的水平,主要得益于公司高端定位下的高毛利率、高净利率。2024H1 公司 ROE 为 38.02%,持续印证公司强资本管理效率。

图37: 2021-2024H1 公司与同业公司 ROE 对比



数据来源: 招股说明书, 各公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

公司不断丰富彩妆线和护肤线产品矩阵、持续更新迭代。公司深化产品策略,24Q3 粉底膏、气垫、面膜等销售表现亮眼,在各渠道高速增长。我们以不同销售渠道拆分,预计 2024-2026 年线上收入增速分别为 63%/48%/40%,线下收入增速分别为 24%/17%/11%。

由于公司卡位稀缺国货美妆品牌,创始人 IP+护肤第二曲线放量+线上线下同步成长,公司整体业绩预计维持高速增长。我们预计公司 2024-26 年营收 40.9/54.2/68.7 亿元,同比+41.59%/+32.69%/+26.72%; 2024-2026 年归母净利润预测 9.4/12.5/15.9 亿元,同比+42.0%/+33.2%/+26.9%。

表10: 2024-2026 年毛戈平盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2886	4086	5422	6871
yoy	57.78%	41.59%	32.69%	26.72%
毛利率	85.56%	85.36%	85.22%	84.99%
归母净利 (百万元)	662	940	1,252	1,588
yoy	88.00%	42.02%	33.17%	26.87%
主营业务分渠道划分				
线下渠道收入 (百万元)	1602	19847	23176	25671
yoy	48.27%	23.88%	16.77%	10.77%

	占比	55.51%	48.57%	42.74%	37.36%
其中:					
直销		1438	1794	2104	2338
yoy		46.94%	24.76%	17.29%	11.07%
占比		49.83%	43.91%	38.81%	34.02%
向经销商销售		70	88	104	115
yoy		22.17%	26.30%	18.29%	10.61%
占比		2.42%	2.16%	1.92%	1.68%
向高端跨国美妆零售商销售		94	102	109	114
yoy		111.06%	8.62%	6.50%	5.00%
占比		3.26%	2.50%	2.01%	1.66%
线上渠道收入 (百万元)		1180	1923	2854	3983
yoy		69.94%	62.98%	48.43%	39.57%
占比		40.88%	47.06%	52.64%	57.98%
其中:					
直销		931	1510	2235	3129
yoy		80.50%	62.16%	48.00%	40.00%
占比		32.27%	36.95%	41.22%	45.53%
经销		249	413	619	855
yoy		39.39%	66.07%	50.00%	38.00%
占比		8.62%	10.11%	11.42%	12.44%
其他业务		104	179	250	320
yoy		91.41%	71.77%	40.00%	28.00%
占比		3.61%	10.11%	11.42%	12.44%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

毛戈平卡位稀缺国货美妆品牌, 创始人 IP+护肤第二曲线放量+线下线上同步成长, 公司整体业绩预计维持高速增长, 同时高端定位下公司盈利能力较强、稳定高于同业, 预计公司 2024-2026 年归母净利润 9.4/12.5/15.9 亿元, 同比增速为 42%/33%/27%。以 IPO 发行价 29.8 港元(即发售价范围上限价), 发行价格对应 2024-2026 年 PE 为 14/10/8 倍。考虑到毛戈平所处美妆赛道, 且定位高端国货美妆具备一定稀缺性, 我们选择国货美妆龙头珀莱雅、重组胶原蛋白赛道龙头巨子生物、敏感肌赛道龙头贝泰妮以及传统美妆巨头上海家化作为可比公司, 目前可比公司 2025 年平均 PE 为 21 倍, 毛戈平作为有一定溢价的高端品牌, 我们认为可享受更高的估值水平。

表11: 毛戈平及可比公司估值表 (截至 2024/12/6)

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	365	11.9	15.4	19.2	31	24	19
600315.SH	上海家化	119	5.0	3.0	4.8	24	40	25
300957.SZ	贝泰妮	209	7.6	7.6	10.4	27	27	20

2367.HK	巨子生物	487	14.5	19.6	24.7	34	25	20
平均 PE						29	29	21
1318.HK	毛戈平	130	6.6	9.4	12.5	20	14	10

数据来源：Wind，盈利预测均来自东吴证券研究所预测，其中巨子生物市场数据和财务数据均为人民币，最新港币兑人民币汇率为 0.924，毛戈平总市值以 IPO 发行价上限价计算。

6. 风险提示

国内消费市场复苏不及预期：由于消费降级和经济压力，整体消费回暖速度低于预期，可能影响高端美妆品牌需求。

行业竞争加剧：国内美妆行业市场竞争日益激烈，可能影响公司的市场份额。

渠道扩张不及预期：受限于高品质商铺资源的稀缺，新的门店拓展可能面临进展缓慢的风险。

品牌形象风险：品牌形象若未能与消费者需求有效对接，可能导致市场认同度下降，影响销售表现。

毛戈平三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,698.02	2,890.28	4,317.05	6,091.89	营业总收入	2,885.96	4,086.34	5,422.02	6,870.92
现金及现金等价物	1,137.89	2,036.04	3,175.89	4,684.73	营业成本	437.72	598.19	801.51	1,022.64
应收账款及票据	157.68	254.69	323.54	404.55	销售费用	1,412.36	2,043.17	2,727.28	3,469.82
存货	342.21	517.76	710.58	863.75	管理费用	192.09	277.87	368.70	453.48
其他流动资产	60.24	81.78	107.04	138.86	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	396.55	391.31	483.02	550.14	其他费用	0.82	1.23	1.63	2.06
固定资产	167.97	305.82	407.53	484.65	经营利润	842.97	1,165.88	1,522.91	1,922.93
商誉及无形资产	42.19	32.19	22.19	12.19	利息收入	0.00	34.14	61.08	95.28
长期投资	9.30	0.00	0.00	0.00	利息支出	2.03	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	3.16	3.16	3.16	3.16	其他收益	46.93	62.68	89.67	110.81
其他非流动资产	173.93	50.14	50.14	50.13	利润总额	887.86	1,262.70	1,673.66	2,129.01
资产总计	2,094.57	3,281.59	4,800.07	6,642.03	所得税	224.39	321.99	420.51	538.63
流动负债	529.31	764.18	1,029.51	1,281.09	净利润	663.47	940.71	1,253.15	1,590.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.54	0.67	1.28	2.15
应付账款及票据	103.59	156.22	235.00	269.64	归属母公司净利润	661.93	940.04	1,251.86	1,588.23
其他	425.72	607.96	794.52	1,011.45	EBIT	889.90	1,228.56	1,612.58	2,033.74
非流动负债	17.28	28.71	28.71	28.71	EBITDA	960.06	1,250.71	1,640.87	2,066.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	17.28	28.71	28.71	28.71					
负债合计	546.58	792.89	1,058.22	1,309.80					
股本	60.00	60.00	60.00	60.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2.32	2.99	4.27	6.43	每股收益(元)	1.41	2.00	2.66	3.37
归属母公司股东权益	1,545.67	2,485.71	3,737.57	5,325.80	每股净资产(元)	3.28	5.28	7.94	11.32
负债和股东权益	2,094.57	3,281.59	4,800.07	6,642.02	发行在外股份(百万股)	470.59	470.59	470.59	470.59
					ROIC(%)	49.55	45.35	38.76	33.48
					ROE(%)	42.82	37.82	33.49	29.82
					毛利率(%)	84.83	85.36	85.22	85.12
					销售净利率(%)	22.94	23.00	23.09	23.12
					资产负债率(%)	26.10	24.16	22.05	19.72
					收入增长率(%)	57.78	41.59	32.69	26.72
					净利润增长率(%)	88.00	42.02	33.17	26.87
					P/E	19.58	13.78	10.35	8.16
					P/B	8.38	5.21	3.47	2.43
					EV/EBITDA	-0.90	8.73	5.96	4.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年12月6日的0.924,其中PE中股价选用的是IPO价格,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究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建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>