

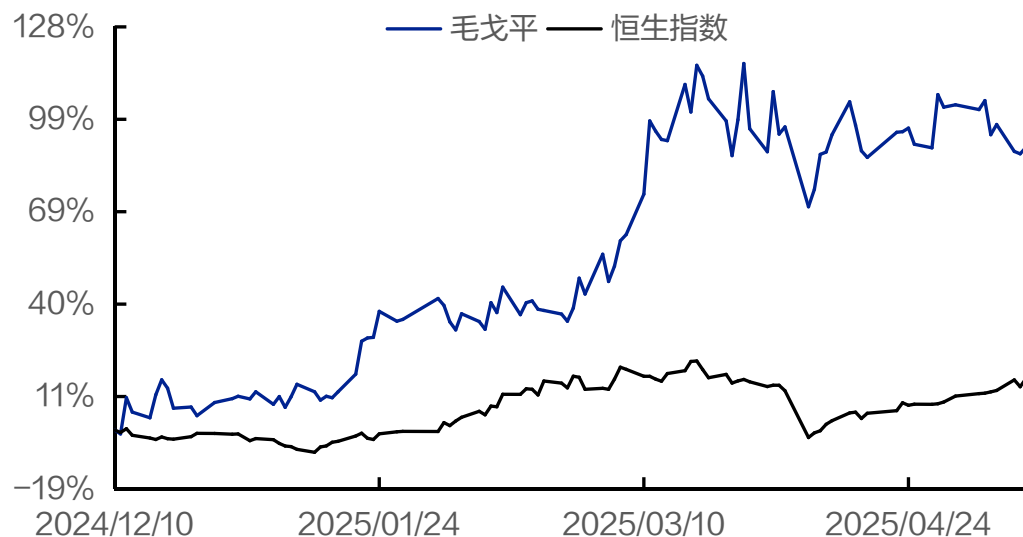
毛戈平(1318.HK)深度报告： 美妆先导，光蕴无界，熠熠生辉

评级：买入(维持)

芦冠宇(证券分析师)
S0350521110002
lugy@ghzq.com.cn

周毓(联系人)
S0350124050018
zhouy11@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
毛戈平	-7.1%	30.6%	-
恒生指数	10.4%	4.5%	-

市场数据

2025/05/14

当前价格 (港元)	99.90
52周价格区间 (港元)	47.65-118.00
总市值 (百万港元)	48,969.67
流通市值 (百万港元)	26,158.05
总股本 (万股)	49,018.69
流通股本 (万股)	26,184.23
日均成交额 (百万港元)	157.44
近一月换手 (%)	2.37

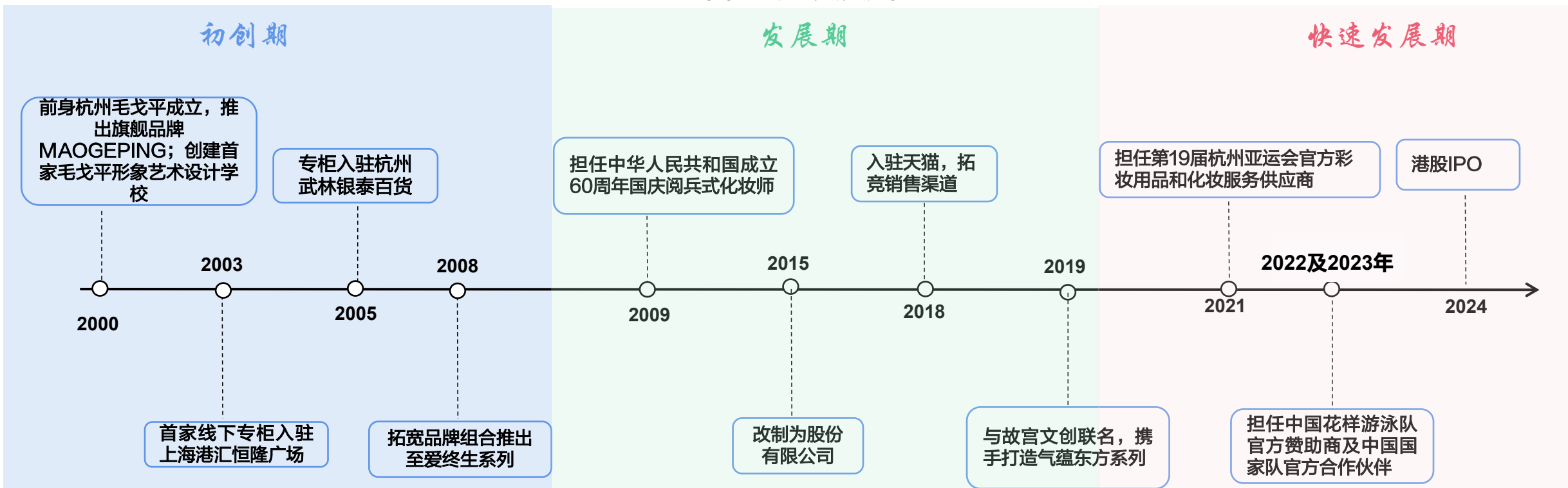
- ◆ **公司历史悠久、品牌底蕴深厚：**毛戈平化妆品股份有限公司由中国著名化妆师毛戈平先生于2000年创立，在中国美妆行业中树立显著的品牌影响力。毛戈平先生曾是中国知名化妆师自带IP，后经营小红书等内容平台传播品牌。目前公司旗下拥有两个主要品牌：MAOGEPING和至爱终生，业务涵盖彩妆、护肤和化妆培训三大板块。
- ◆ **品牌势能破圈加速，成长空间大：**作为专业化妆师品牌，毛戈平彩妆品类丰富，高复购品类占比高。毛戈平近年不断实现破圈，未来成长空间广阔。对标国际大牌，毛戈平彩妆品类仍有较大差距。
- ◆ **产品、渠道双驱动：**①产品端，过去公司以底妆产品+面膜&面霜驱动，近期公司在彩妆品类中持续拓品类（如推出眼部、唇部产品）+底妆功能持续创新（如推出持妆效果更好的底妆产品），护肤中不断推出新产品，有望逐步形成全品类的美妆集团；②渠道端，未来预计将保持线上/线下双渠道驱动的发展态势。
- ◆ **品牌资源壁垒深厚：**①知名且备受追捧的知名专业彩妆师IP，使公司在营销层面具备天然优势（财务层面体现为净利率高于行业平均）；②具备独特的线下中高端百货资源，使公司更容易实现消费者洞察+维护高ARPU消费者关系，且近年品牌势能持续提升；③管理层在彩妆行业深耕多年，珍惜品牌价值。
- ◆ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2025-2027年实现收入53.68/69.76/87.85亿元人民币，同比+38%/+30%/+26%；归母净利润12.0/15.8/19.7亿元人民币，同比+36.7%/+30.9%/+24.9%；对应2025年5月14日收盘价99.90港元，2025-2027年PE值为37/29/23X。我们长期看好公司彩妆和护肤品双赛道产品矩阵的发展，也看好公司线上线下渠道未来的成长，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济风险、竞争加剧风险、产品开发不及预期风险、关键人物风险、外包供应商生产风险、各公司及产品并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

基本情况：公司历史悠久、品牌底蕴深厚

1.1发展历程-国内高端美妆领导者，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。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。
- “MAOGEPING”品牌以公司创始人毛戈平先生的名字命名，是公司的核心品牌。

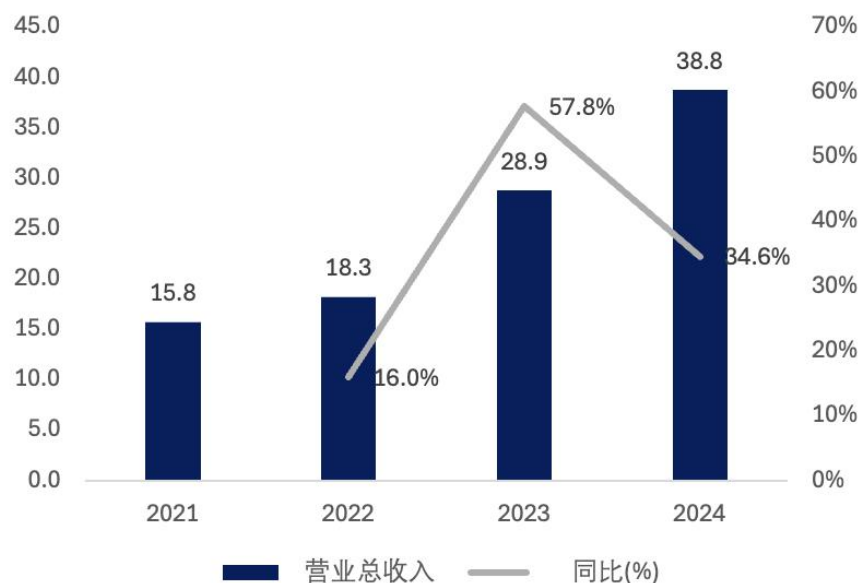
图：公司发展历程



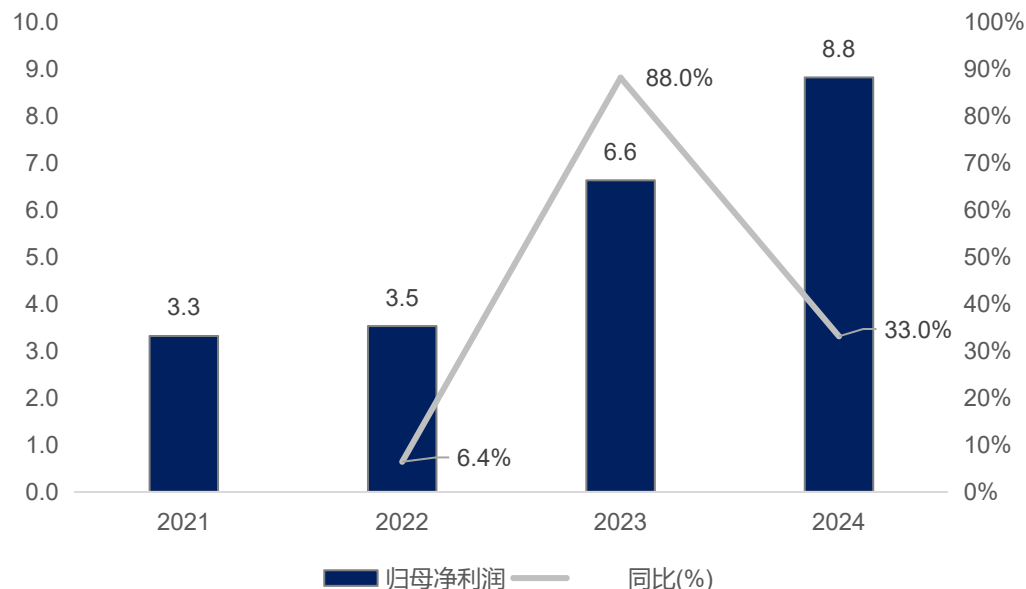
1.2公司财务-营业收入和归母净利润整体快速增长

营业收入和归母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，公司营收为38.85亿元，同比增长35%。归母净利润从2021年的3.31亿元增长至2024年的8.81亿元，2024年同比增长33%。公司收入、归母净利润均呈现快速增长。

图：公司营业收入（亿元）及同比增速



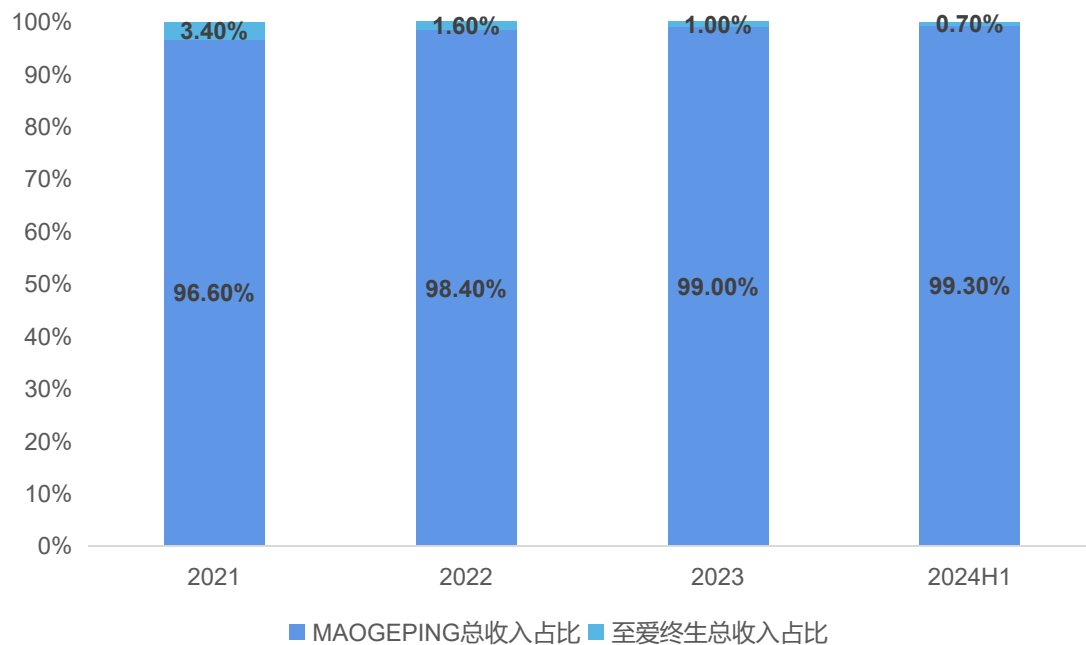
图：公司归母净利润（亿元）及同比增速



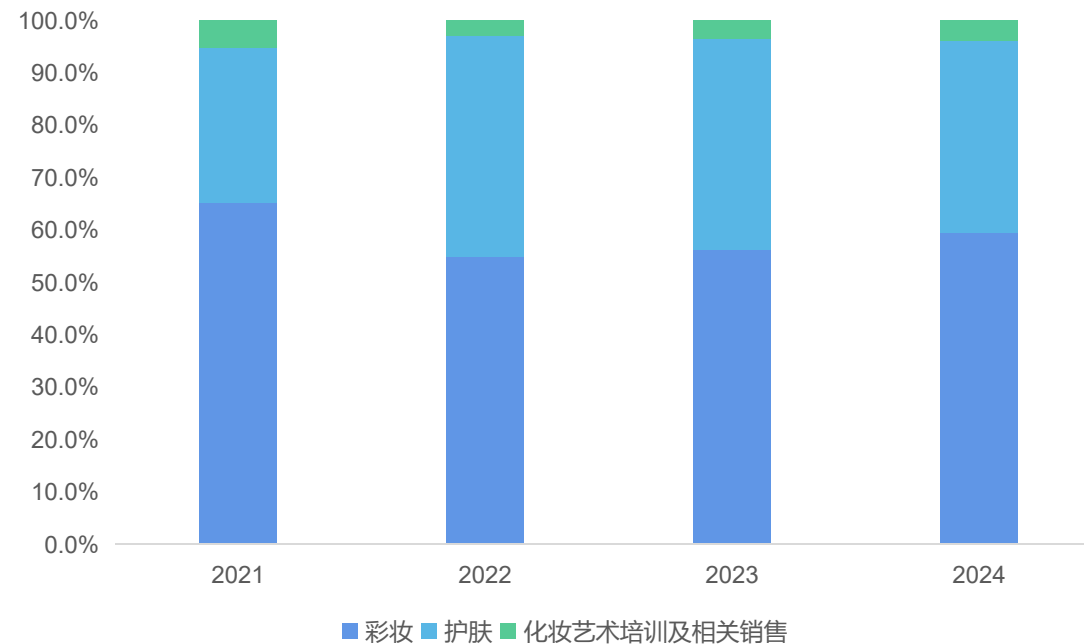
1.3业务构成-彩妆护肤各占半壁江山，护肤第二增长曲线增长迅速

- 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占品牌营收99.3%；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占公司品牌营收0.7%。
- 分品类看，2024彩妆/护肤/化妆艺术培训及相关销售营收占比分别为59.3%/36.8%/3.9%。

图：分品牌营业收入拆分



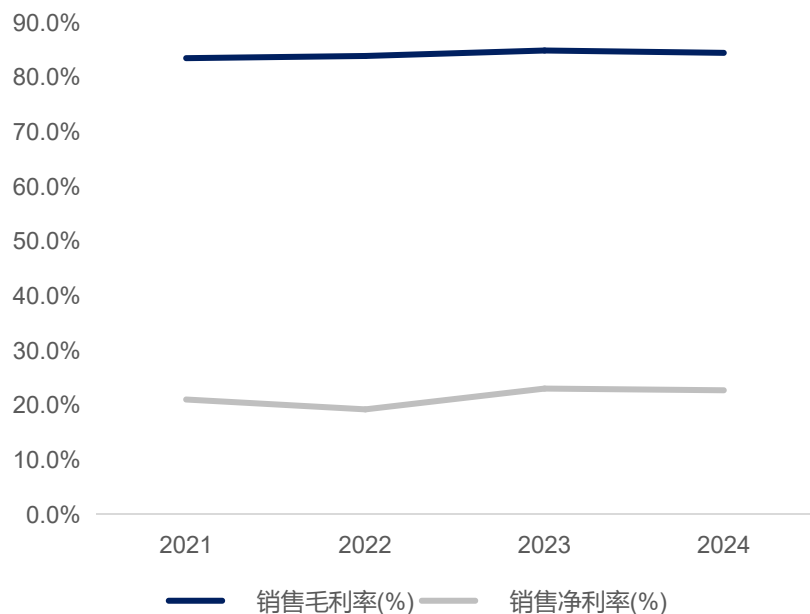
图：主营业务收入拆分



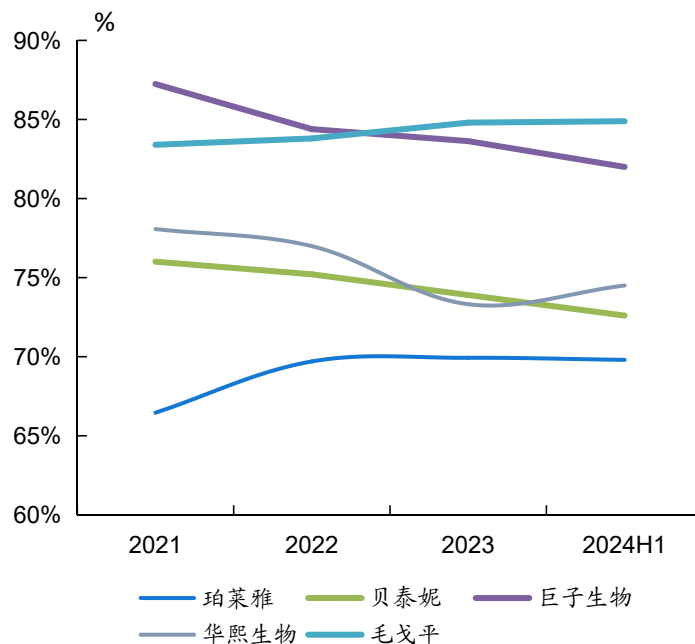
1.4公司利润-利润率呈现提升趋势，位居同类美妆公司前列

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。2021-2024公司毛利率呈现提升趋势，至2024年达到84.4%。截至2024H1，公司毛利率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，2024提升至23%。截至2024H1，公司净利率位居同类美妆公司前列。

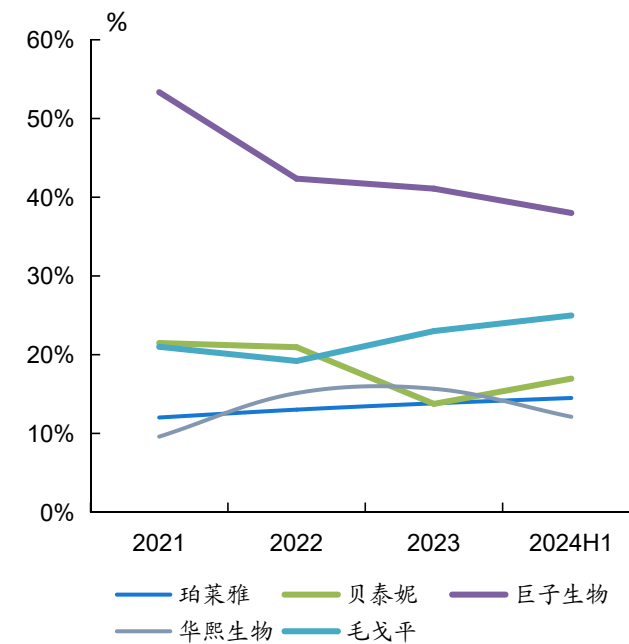
图：2021-2024年公司毛利率及净利率（%）



图：2021-2024H1公司与同业公司毛利率（%）



图：2021-2024H1公司与同业公司净利率（%）

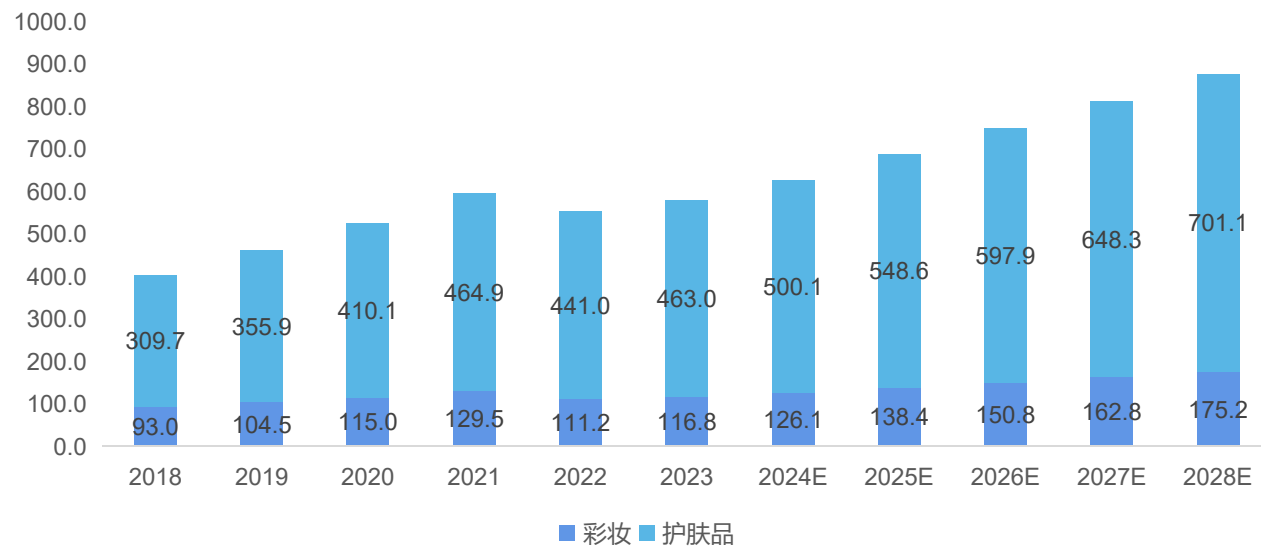


行业分析：彩妆行业仍处于成长阶段，且高端化不断推进

2.1 中国美妆市场规模至2028年有望达8763亿元

- 据弗若斯特沙利文数据，中国护肤及彩妆行业在2023年的市场规模达5,798亿元。
- 2018年至2023年，中国美妆行业市场规模从4,026亿元增长至5,798亿元，CAGR7.6%。预计2023年至2028年，该行业将以8.6%的复合增长率持续增长，至2028年市场规模有望达8,763亿元。

图：2018-2028年中国美妆行业按产品类别市场规模测算（单位：十亿元）

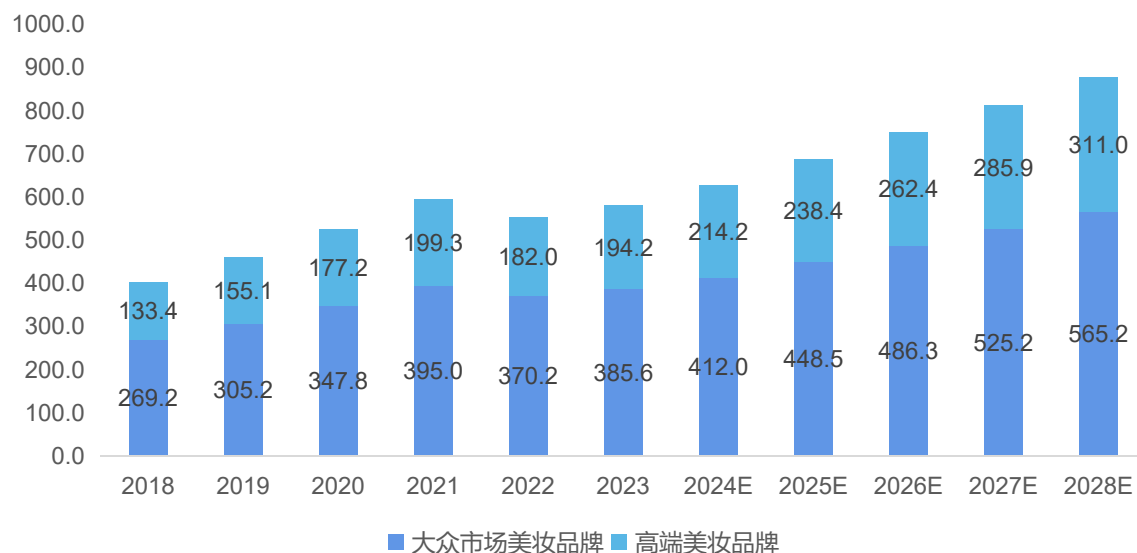


复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
护肤品	8.4%	8.7%
彩妆	4.7%	8.4%
总计	7.6%	8.6%

2.2从品牌定位看，高端美妆品牌增长曲线更加陡峭

- 高端品牌的价格区间通常高于行业平均水平至少50%，且他们的产品会被有选择地在部分销售渠道销售，通常在高端百货商店售卖。大众市场品牌通常致力于为消费者提供高性价比的产品。大众市场品牌通常要求价格实惠，有更广泛的经销渠道。
- 据弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，中国高端美妆品牌的市场规模由2018年的1,334亿元快速增长至2023年的1,942亿元，复合年增长率为7.8%，预计将以9.9%的复合年增长率进一步增长至2028年的3,110亿元。

图：2018-2028年中国美妆行业按品牌定位市场规模测算
(单位：十亿元)

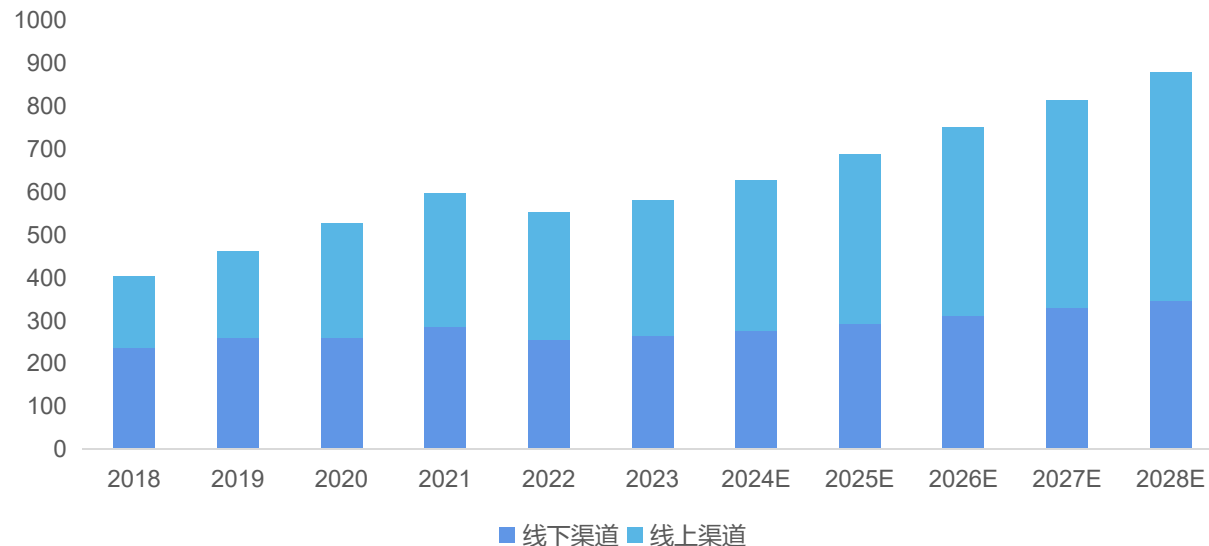


复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
大众市场美妆品牌	7.5%	7.9%
高端美妆品牌	7.8%	9.9%
总计	7.6%	8.6%

2.3 美妆整体以线上渠道销售为主，未来线下增速有望修复

- 中国的美妆产品通过线上和线下渠道销售。在消费者体验和品牌建设价值的带动下，线下销售保持稳健增长。
- 据弗若斯特沙利文数据，美妆产品的线下渠道零售额由2018年的2,353亿元增长至2023年的2,641亿元，复合年增长率为2.3%。疫情期间，限制性措施给线下渠道带来了重大挑战，导致线下渠道销售额在此期间急剧下降。随着社交活动的恢复和消费热情的释放，未来线下渠道有望持续恢复并保持持续稳定发展。
- 近年来，线上销售渠道保持了快速增长。线上渠道对实体店的依赖较少，因此在疫情期间受影响较小。未来，线上渠道有望继续保持较高的增长速度。据弗若斯特沙利文数据显示，美妆产品线下渠道市场规模预计将以5.5%的复合年增长率从2023年进一步增长至2028年的3,446亿元。

图：2018-2028年中国美妆行业按销售渠道市场规模测算（单位：十亿元）

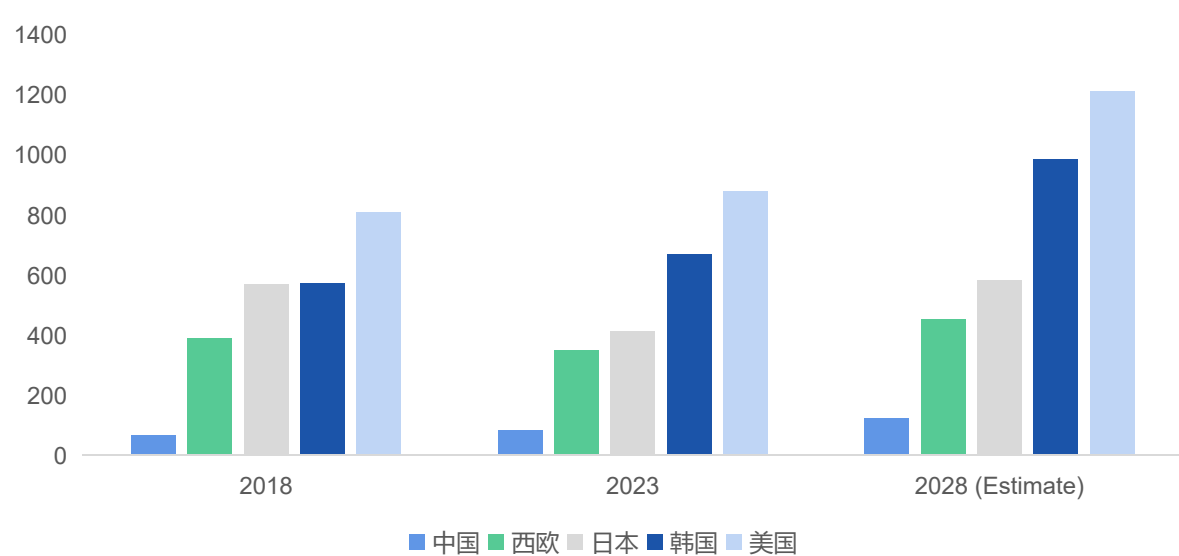


复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
线上渠道	13.5%	11.0%
线下渠道	2.3%	5.5%
总计	7.6%	8.6%

2.4与发达国家相比，我国人均美妆支出仍有较大提升空间

据弗若斯特沙利文数据，2023年中国的人均彩妆支出为83元，而美国、韩国、日本和西欧的人均彩妆支出分别为881元、669元、414元及352元。然而，在可支配收入潜在增长的推动下，中国的人均彩妆支出的增长潜力很大，2018年至2023年中国的人均彩妆支出的复合年增长率为4.4%，预计还将以8.5%的复合年增长率进一步增长，增速高于美国、韩国、日本和西欧。

图：2018/2023/2028部分国家人均彩妆支出（单位：元）



复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
中国	4.4%	8.5%
西欧	-2.0%	5.2%
日本	-6.2%	7.1%
韩国	3.1%	8.1%
美国	1.7%	6.6%

2.5面妆、唇妆引领彩妆市场增长

中国彩妆市场主要由面妆、唇妆和眼妆三部分组成。其中，面妆是彩妆市场最大的一部分，且增长率最高。据弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，面妆产品的市场规模由2018年的435亿元增至2023年的574亿元，复合年增长率为5.7%，未来预计将以9.5%的复合年增长率增长，到2028年将达到904亿元。

图：2018-2028年中国彩妆行业按产品类别市场规模测算（单位：十亿元）

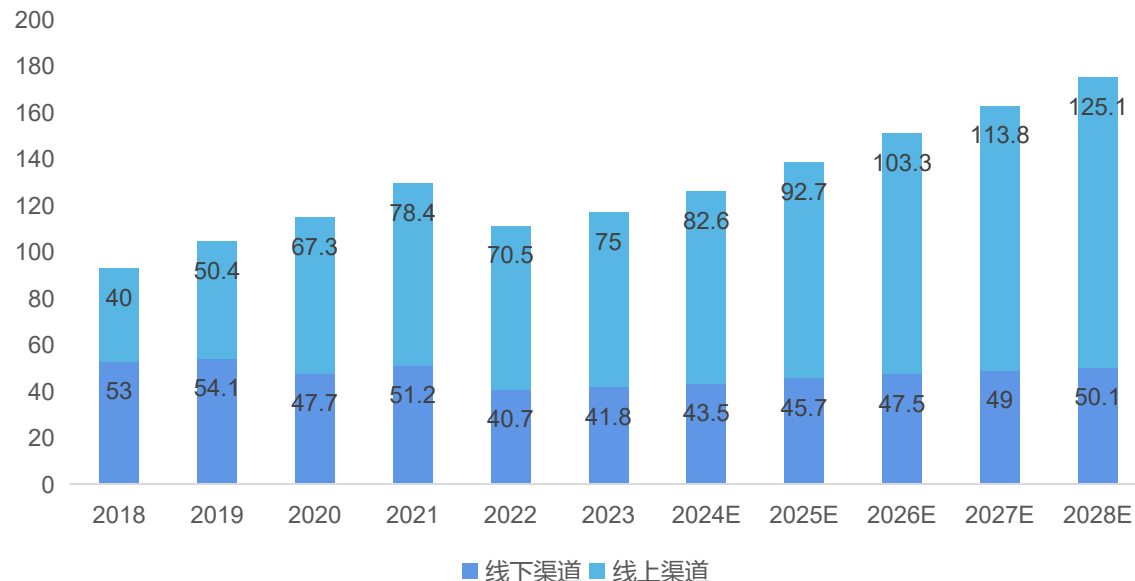


复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
面妆	5.7%	9.5%
唇妆	5.0%	8.9%
眼妆	3.0%	6.1%
其他	0.3%	2.8%
总计	4.7%	8.4%

2.6 彩妆市场由线上渠道主导，未来线上线下将持续发挥协同作用

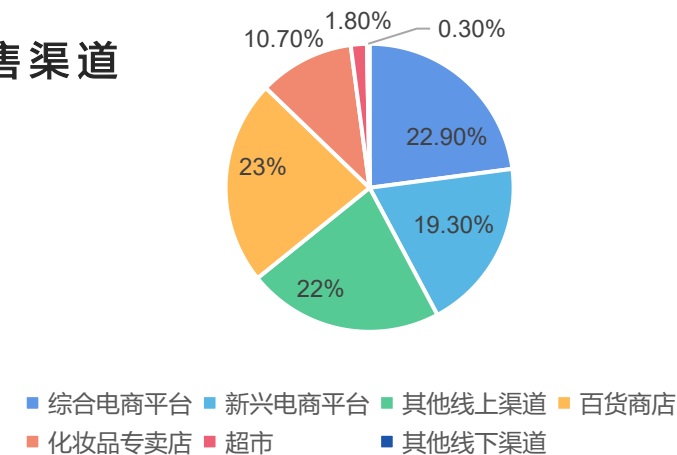
近年随着电商快速发展，线上渠道逐步成为彩妆主流渠道，但同时线下百货等渠道作为品牌露出窗口重要性仍非常高。据弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，彩妆的线上市场规模由2018年的400亿元增至2023年的750亿元，复合年增长率13.4%，占彩妆市场总额的64.2%。线下渠道中百货商店部分占比最高。

图：2018-2028年中国彩妆行业按销售渠道市场规模测算（单位：十亿元）



复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
线上渠道	13.4%	10.8%
线下渠道	-4.6%	3.7%
总计	4.7%	8.4%

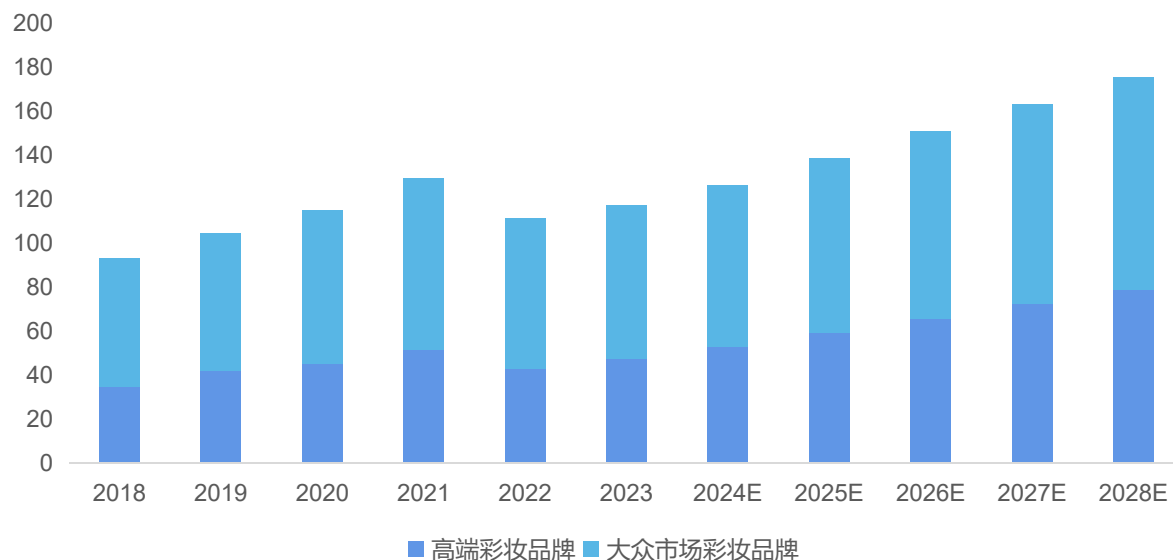
图：2023年不同销售渠道的市场份额



2.7 消费者更愿意为高品质产品买单，高端彩妆市场蓬勃发展

消费者对产品质量、成分安全性和独特设计的要求越来越高，更愿意为高品质的高端彩妆产品买单。这一趋势促进了市场的不断扩大，吸引了众多国内外知名品牌加入竞争。近年来，高端彩妆市场受到广泛关注和认可。根据弗若斯特沙利文的资料，按零售额计算，高端彩妆市场的市场规模由2018年的346亿元增至2023年的471亿元，复合年增长率6.4%。

图：2018-2028年中国彩妆行业按品牌定位市场规模测算（单位：十亿元）



复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
大众市场美妆品牌	3.6%	6.7%
高端美妆品牌	6.4%	10.8%
总计	4.7%	8.4%

2.8面部护理、身体护理引领护肤市场增长，中国护肤市场规模2023-2028年预计CAGR高达8.7%

- 护肤品指能够改善肤质、缓解皮肤状况并修复痤疮、黑斑、色素沉着、细纹和炎症等特定皮肤问题的产品。中国的护肤市场主要由面部护理、身体护理和手部护理部分组成。面部护理是护肤市场最大的部分，据弗若斯特沙利文数据，按2023年零售额计算，市场份额超过80%。
- 据弗若斯特沙利文数据，按2023年零售额计算，护肤品占到美妆行业的近80%。按零售额计算，中国护肤市场的市场规模由2018年的3,097亿元增长至2023年的4,630亿元，CAGR+8.4%，预计将以8.7%的复合年增长率进一步增长至2028年的7,011亿元。

图：2018-2028年中国护肤行业按产品类别市场规模测算（单位：十亿元）



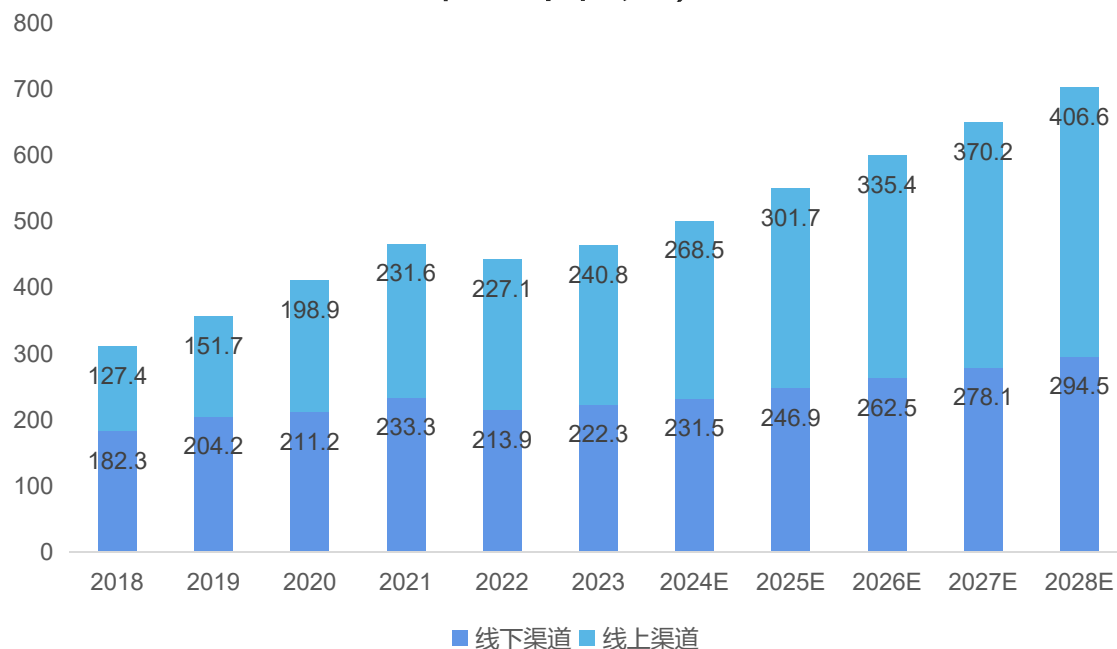
复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
面部护理	8.8%	9.0%
身体护理	8.8%	8.9%
手部护理	5.2%	5.3%
其他	3.1%	3.3%
总计	8.4%	8.7%

2.9 护肤市场由线上渠道主导，线下持续发力

护肤品销售在电商平台快速发展，线上渠道逐渐赢得市场份额。

- 据弗若斯特沙利文数据，按零售额计，护肤品的线上市场规模从2018年的1,823亿元增长至2023年的2,223亿元，复合年增长率13.6%，占2023年护肤品市场总额的52.0%。
- 线下渠道保持稳定增长。随着疫情消退，线下市场开始复苏，预计护肤品的线下渠道销售将较过去年份出现更高的增长率。

图：2018-2028年中国护肤行业按销售渠道市场规模测算（单位：十亿元）

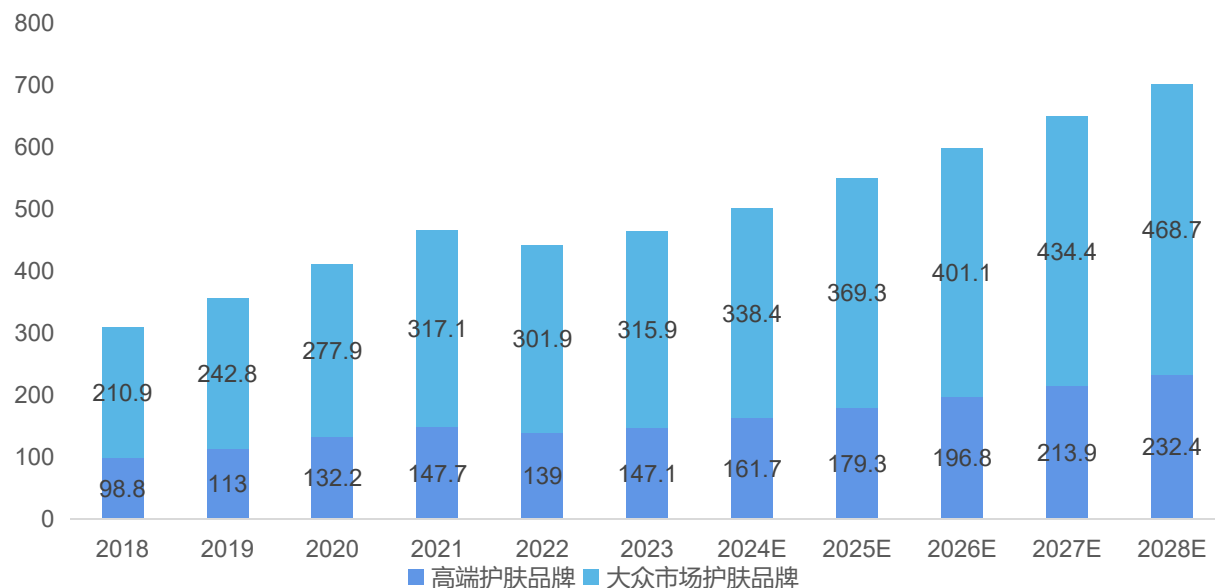


复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
线上渠道	13.6%	11.0%
线下渠道	4.0%	5.8%
总计	8.4%	8.7%

2.10 消费者更愿意为高品质产品买单，高端彩妆市场蓬勃发展

随着消费水平的不断提高及社交媒体对护肤意识的广泛宣传，近年来中国消费者对护肤的意识越来越强，努力实现健康美丽的肌肤。为了实现这一目标，消费者对护肤品功效、品质和安全性的要求逐渐严格，愿意为高品质的护肤品买单。因此，高端护肤品牌近年来越来越受欢迎。据弗若斯特沙利文数据，按零售额计，中国高端护肤品市场的市场规模从2018年的988亿元增长至2023年的1,471亿元，复合年增长率为8.3%。

图：2018-2028年中国护肤行业按品牌定位市场规模测算
(单位：十亿元)



复合年增长率	2018-2023	2023-2028 (估计)
大众市场护肤品牌	8.4%	8.2%
高端护肤品牌	8.3%	9.6%
总计	8.4%	8.7%

产品端：彩妆+护肤，品类拓展空间广阔

3.1 护肤线：以妆前调理肌肤入手，实现从彩妆到护肤转化

毛戈平护肤类产品线较为精简，以妆前调理切入提升护肤品类转化。截至2024年6月30日，护肤类拥有50个SKU，主推奢华鱼子酱系列、奢华养肤系列、黑金系列等，覆盖面膜、面霜、眼霜、精华、卸妆等多个品类。从彩妆到护肤品的切入，公司选择与妆前相关度较高的面膜、面霜等类目切入，主打妆前滋养及急救，以达到更好的上妆效果，提升彩妆到护肤转化。

图：毛戈平产品图例



3.2产品比较：部分护肤产品定价高于国产竞品，接近雅诗兰黛远不如海蓝之谜

毛戈平在国产品牌中定价较高，部分品类接近国际大牌，展现出较强的品牌溢价能力，但在销量上仍有较大提升空间。与部分国产竞品、国际一线品牌对比，毛戈平在单价处于中间位置，与雅诗兰黛相近，远低于海蓝之谜，展现了其高端市场定位。在销量上，据淘宝的销售数据，截止至2025年3月14日，毛戈平的奢华鱼子面膜销量10万+，奢华养肤黑霜销量5万+，眼部护理销量相对较低，但整体表现稳健。

图：公司部分护肤产品与国产竞品、国际一线品牌对比（3月14日统计，数额均为优惠前价格）

	毛戈平	海蓝之谜	雅诗兰黛	珀莱雅	比价结果
面霜	奢华养肤黑霜	经典型精华面霜	智妍紧塑精华面霜	红宝石面霜	毛戈平单价处于中间位置，与雅诗兰黛相近，远低于海蓝之谜
销量及售价	680元/50g 销量5万+	1810元/30ml 销量2万+	1160元/75ml 销量10万+	349元/50g 销量80万+	
眼部护理	塑颜紧致眼霜	浓缩密集修护眼霜	小棕瓶眼霜	红宝石眼霜	毛戈平单价处于中间位置，与雅诗兰黛相近，远低于海蓝之谜
销量及售价	520元/20g 销量100+	2120元/15ml 销量1万+	565元/15ml 销量20万+	369元/20g 销量10万+	
面膜	奢华鱼子面膜	碧玺面膜	黑钻松露睡眠面膜	集悦光彩焕肤面膜	毛戈平单价处于中间位置，与雅诗兰黛相近，远低于海蓝之谜
销量及售价	780元/65g 销量10万+	1580元/50ml 销量1000+	4360元/50ml /	289元/80g 赠15g /	

注：（3月14日统计，数额均为优惠前价格）

3.3彩妆线：定位高端，打造粉底/粉膏/气垫等底妆大单品

品牌彩妆专业性强，将光影美学与东方美学结合，底妆类/光影类优势突出。截至2024年6月30日，拥有彩妆及化妆工具SKU337款，覆盖妆前到口红等多类目。品类结构上，光影、底妆类基础盘稳，色彩类体量小、潜力大，光感无痕粉膏截至2024H1零售额超2亿元。

定位高端，与国际彩妆大牌保持一定价差。淘宝天猫官旗显示，毛戈平鱼子酱气垫日销价360元/14g，较YSL粉气垫约5折；干皮/油皮粉底液日销价380元/30ml，高于雅诗兰黛、兰蔻部分产品中免日上免税价，低于迪奥、YSL、CPB 中免日上免税价（约为6-9折）。

表：毛戈平线上热销产品与国际品牌对比
(3月14日统计)

表：毛戈平彩妆产品与国际一线品牌对比
(3月14日统计，数额均为优惠前价格)

产品类别	MAOGEPING	国际品牌
粉膏	无痕粉膏：380元/12.5g 	YSL粉气垫：猫旗695元/12g+450元/12g替换芯；天猫国际600元/12g 香奈儿气垫水粉底：680元/15g；480元/15g替换芯
气垫	鱼子酱/羽翼气垫：360元/14g；480元/14g+14g 	YSL皮气垫：猫旗695元/14g；450元/14g替换芯；(天猫国际分别620元/620元)
粉底液	干皮/油皮粉底液：380元/30ml 	雅诗兰黛：DW/沁水/白金粉底液猫旗470元/550元/980元/30ml；(天猫国际对应600元/600元/900元；中免对应225元/260元/600) 阿玛尼/兰蔻日上基础款266元~340元/30ml； YSL/迪奥/CPB日上畅销款分别409元/25ml,490元/30ml,620元/35ml

注：相关产品价格均为优惠前售价

TOP品类	2024年销量 (件)	畅销品代表产品及销售
粉底液 (含粉膏) 	约200万	光感美肌/轻透无痕粉膏 (规格4g/7.5g/12.5g)；光感柔润奶油粉底液
BBCC霜 (气垫) 	80万+	鱼子酱气垫；羽翼气垫等 (规格10g/14g)
粉饼 	60万+	光感柔纱凝颜粉饼；光感透明蜜粉等
光影类 	40万+	1) 光影塑颜高光粉饼/粉膏； 2) 双色遮瑕，精准遮瑕

3.4产品比较：毛戈平彩妆定价高于国产竞品，与国际一线品牌仍有差距

毛戈平整体定价较高，部分产品单价低于芭比波朗，且在遮瑕修容类产品上单价远超其他品牌，反映其高端定位和专业性。尽管粉底液销量不及彩棠，但其遮瑕产品在高价位下仍保持较强市场认可度。根据淘宝的销售数据，截止至2025年3月14日，毛戈平无暇双色遮瑕膏销量达7万+，显示出品牌在底妆细分市场的竞争力。毛戈平在高端市场树立了鲜明形象，但在大众市场仍有提升空间。

图：公司部分彩妆产品与国产竞品、国际一线品牌对比（统计于3月14日）

	毛戈平	彩棠	恋火	芭比波朗	比价结果
	光感柔润粉底液	小圆管遮瑕持妆粉底液	蹭不掉粉底液	黑磁瓶粉底液	
粉底					毛戈平单价低于芭比波朗，高于彩棠和恋火
销量及售价	380元/30ml 12.7元/ml 销量8万+	269元/30ml 9.0元/ml 销量30万+	168元/30g 5.6元/g 销量5万+	490元/30ml 16.3元/g 销量800+	
	无暇双色遮瑕膏	浮光掠影修容粉盘	看不见遮瑕膏	晶亮颜彩盘	
遮瑕修容					毛戈平单价较高
销量及售价	330元/3g 110元/g 销量7万+	199元/17g 11.7元/g 销量30万+	128元/7.2g 17.8元/g 销量8000+	520元/8g 65元/g 销量7000+	
	魅色凝润唇膏	争青流玉哑雾唇膏	/	纯色奢金荧亮唇膏	
唇妆			/		毛戈平单价低于芭比波朗，但也有明显差距
销量及售价	260元/3.8g 68.4元/g /	139元/3.4g 40.9元/g 销量4000+	/	370元/3.5g 105.7元/g 销量2000+	

3.5品牌底蕴：创始人“东方光影大师”独特IP，助力品牌价值升级

毛戈平先生化妆艺术蜚声海内外，具备独特IP。创始人独特IP融入MAOGEPING品牌，助力品牌价值升级。创始人独特的彩妆理念及审美技术融入品牌，带来品牌价值升级，助力本土高端化定位。

表：国际美妆品牌创始人IP影响力

品牌	创始人	影响力
毛戈平	毛戈平	中国顶级彩妆大师之一、影视化妆权威
植村秀 (Shu Uemura)	植村秀	日本美妆先锋，具有全球影响力
MAC (Make-up Art Cosmetics)	Frank Toskan & Frank Angelo	专业彩妆品牌创始人，原为摄影化妆师
Bobbi Brown	Bobbi Brown	专业彩妆师，倡导自然妆容

3.6 严控产品品质，与莹特丽、科丝美诗等头部代工厂合作

与莹特丽、科丝美诗等知名代工厂家合作，一线大牌同源，保障产品质量。公司所选代工厂如莹特丽，科丝美诗等，为全球顶级化妆品代工商，为国际一线大牌雅诗兰黛、芭比波朗、香奈儿等代工，保障产品质量；其中莹特丽常年稳居公司TOP1供应商，采购占比保持19%-25%左右。

图：公司2020-2023年主要外协厂商采购加工情况

2020年		2021年		2022年		2023年	
外协厂商	占采购金额比例	外协厂商	占采购金额比例	外协厂商	占采购金额比例	外协厂商	占采购金额比例
莹特丽（苏州）	24.90%	莹特丽（苏州）	18.7%	莹特丽（苏州）	20.6%	莹特丽（苏州）	22.7%
上海致新生物	6.11%	丰瑞宝业有限公司	11.5%	丰瑞宝业有限公司	11.8%	杭州菜鸟	10.1%
科丝美诗	2.55%	上海致新生物	8.6%	上海新洲包装	7.4%	丰瑞宝业有限公司	8.1%
上海东色日化	2.11%	上海新洲包装印刷	7.9%	上海致新生物	6.2%	上海新洲包装印刷	6.5%
上海麻沼化妆品	0.10%	天津三星制剂	6.1%	杭州菜鸟	4.5%	科丝美诗	6.2%
小计	35.77%	小计	52.8%	小计	50.5%	小计	53.6%

3.7未来增长逻辑：产品矩阵的升级和拓展

- **定位高端化和专业化定位，持续提升品牌溢价：**依靠明星化妆师的背书，以及强烈的品牌个性，具备高端心智，同时承接国际大牌降级需求，在国内中高端市场占据一席之地。
- **彩妆+护肤：产品矩阵升级和拓展**
- 以彩妆起家，底妆赛道易守难攻，新品彩妆（香水/口红）有机会持续发力；
- 护肤产品的开发思路围绕“更好妆效”，预计在品牌势能辐射下，维持1-2年的快速增长。

渠道端：线上线下双发力，百货专柜构筑高端品牌护城河

4.1国内首个布局高端线下化妆品品牌，助力强化品牌形象与定位

相比部分美妆品牌依赖线上作为试错平台，MAOGEPING采取先布局线下百货，再拓展线上的战略。通过线下百货渠道建立高端品牌认知，提升市场认可度；线下产品成功后，再推向线上渠道，减少试错成本，提高转化率；**线下与线上协同发展**，形成品牌传播与销售闭环，进一步提升市场竞争力。

表：百货商店的核心优势

核心优势	具体描述
提升品牌形象	高端百货商店具备高档装饰与前沿时尚的视觉效果，能够直观彰显美妆品牌的高端定位，增强消费者认知。
提供优质消费体验	百货专柜不仅是产品售卖空间，更能借助高流量环境，通过个性化客户服务与化妆展示提升用户体验，增强品牌粘性。

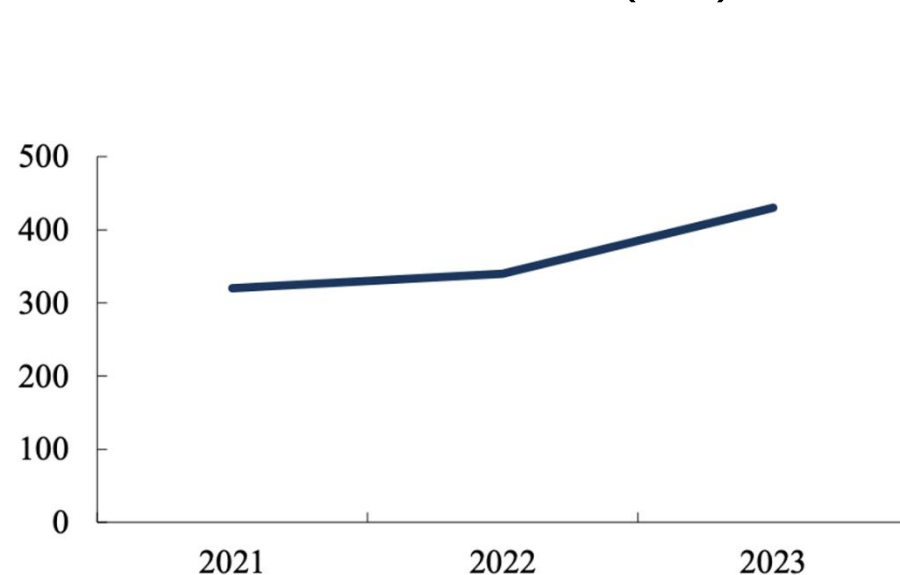
4.2 线下自营专柜位居国内美妆第二，单店销售额稳步接近一线国际品牌

- 根据公司招股书，截止至2024年6月30日，公司的自营专柜数目达到372个，根据弗若斯特沙利文，在中国所有美妆品牌中排名第二。
- 为更好地服务于消费者，增加消费者的购买频次，提升消费者对品牌的忠诚度，MAOGEPING品牌百货专柜渠道采取了会员模式对消费者进行管理。

图：MAOGEPING品牌会员体系

消费要求	无门槛	大于1800元	大于4800元	大于8800元	指12个月内专柜累计消费
眉妆定制	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	价值300元/次，消费每满800元加赠1次，（再次消费单笔金额满800元加赠1次）
妆容定制	4次	8次	12次	24次	
晋级礼遇	/	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	实付10元积1个风尚币，1风尚币抵扣1元现金，相当于9折 奖励部分上限500风尚币
风尚币	/	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
生日月首单积两倍风尚币	/	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
生日定制礼	/	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
新品优先体验	/	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
一对一专属顾问	/	/	/	<input checked="" type="checkbox"/>	

图：毛戈平单个专柜平均年销售额(万元)

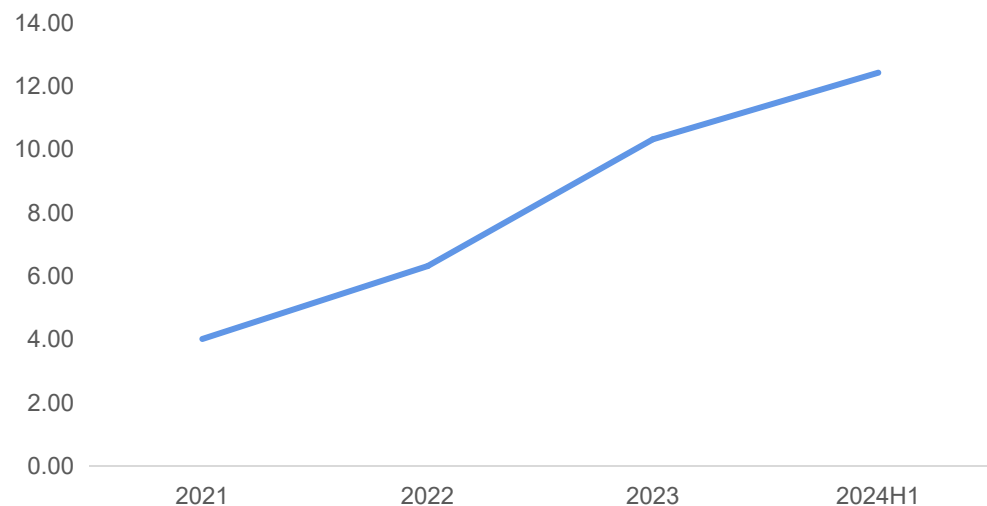


4.3消费者粘性强，2024年公司线下会员复购率约34.9%

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，公司积累了较高的消费者忠诚度。

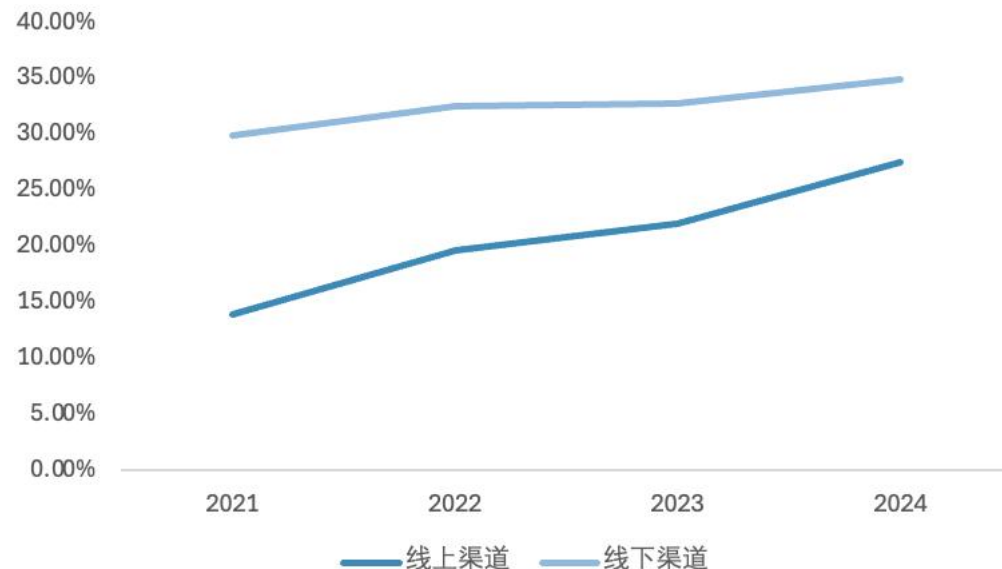
- 截至2024H1，毛戈平线下渠道注册会员已超过420万，总会员数突破1240万，对比美妆TOP品牌雅诗兰黛仍有较大提升空间（截止至2025年4月1日，仅天猫官旗会员数量超3700万）。
- 2024年线下会员的复购率为34.9%，线上为27.5%。（根据弗若斯特沙利文的资料，行业平均线上复购率仅为10.0%）。

图：MAOGEPING品牌全渠道注册会员数（百万人）



注：2021-2023年数据截止于当年12月31日；2024数据截止于6月30日

图：毛戈平注册会员复购率



4.4线上：创始人IP引流效果显著，2024年线上收入同比增速达51.23%

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2024年11月23日，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49.3%。2024年，线上收入同比增速达51.23%，达到17.84亿元，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。

表：部分美妆品牌小红书及抖音平台粉丝数

图：公司线上收入及同比增速(单位：%，亿元)



品牌	小红书	抖音
毛戈平	<p>毛戈平美妆</p> <p>小红书号: maogeping IP属地: 浙江</p> <p>大师级美妆品牌, 光影创造无限可能</p> <p>2007 关注 90.5万 粉丝 229.2万 获赞与收藏</p>	<p>MAOGEPING毛戈平官方旗舰店</p> <p>关注 19 粉丝 396万+ 获赞 176万+</p> <p>抖音号: maogepingbeauty IP属地: 浙江</p> <p>大师级美妆品牌, 光影创造无限可能</p>
植村秀	<p>植村秀中国</p> <p>小红书号: 106657076 IP属地: 上海</p> <p>亚洲彩妆大师植村秀先生创立的专业彩妆品牌</p> <p>千禧一代包容多元灵感, 玩转先锋彩妆艺术。</p> <p>1 关注 29.4万 粉丝 137.5万 获赞与收藏</p>	<p>植村秀shu uemura官方旗舰店</p> <p>关注 0 粉丝 74.3万 获赞 375万+</p> <p>抖音号: dy9eh81ov2h IP属地: 上海</p> <p>亚洲彩妆大师植村秀先生创立的专业彩妆品牌, 传承匠心美学, 引领...</p>
NARS	<p>NARS</p> <p>小红书号: 422613737 IP属地: 上海</p> <p>着眼于自我诠释与展现创造力的型格美妆品牌</p> <p>世界知名彩妆师、摄影艺术家FRANÇOIS NARS</p> <p>7 关注 18.4万 粉丝 119.8万 获赞与收藏</p>	<p>NARS</p> <p>关注 7 粉丝 102万+ 获赞 288万+</p> <p>抖音号: 631416487 IP属地: 上海</p> <p>着眼于自我诠释与展现创造力的型格美妆品牌 世界知名彩妆师、...</p>
彩棠	<p>彩棠TIMAGE</p> <p>小红书号: 955542034 IP属地: 浙江</p> <p>中国彩妆大师唐毅创立的专业彩妆品牌</p> <p>5 31岁 中国</p> <p>10 关注 22.2万 粉丝 144.5万 获赞与收藏</p>	<p>彩棠官方旗舰店</p> <p>关注 18 粉丝 312万+ 获赞 124万+</p> <p>抖音号: TIMAGE_OFFICIAL IP属地: 浙江</p> <p>彩棠—明星化妆师唐毅亲研品牌 中国妆 开启原生之美 彩棠官...</p>

截止至2025年3月13日

4.5线上：继天猫后2021年发力抖音维系线上收入增长，经销渠道稳定

- **线上直销**：通过在天猫、小红书及抖音等网络平台来经营网店，于2021年、2022年、2023年及2024年上半年，线上直销产生的收入分别为人民币3.80亿元、人民币5.16亿元、人民币9.31亿元及人民币7.37亿元，分别占同年销售收入的25.4%、29.1%、33.5%及38.8%。
- **线上经销商销售**：截至2021年、2022年、2023年及2024年上半年，毛戈平分别委聘5家、12家、10家及10家线上经销商，其中分别与5家、4家、7家及0家终止合作，主要因为销售业绩不佳及经销协议到期。于2021年、2022年、2023年及2024年上半年线上经销商的销售收入分别为人民币1.49亿元、人民币1.78亿元人民币2.49亿元及人民币1.97亿元，分别占同年销售收入的10.0%、10.1%、8.9%及10.3%。
- **电商销售模式分析（老招股书）**：电商自营和经销均处于快速增长态势，天猫旗舰店和抖音小店为最核心渠道，合计占电商渠道销售额7成左右，抖音主要在2021年发力。

表：毛戈平2021-2024年H1线上经销商数量的变动情况(单位：家)

	2021年	2022年	2023年	2024年H1
期初数量	6	5	12	10
新委聘经销商数量	4	11	5	0
已终止经销商数量	5	4	7	0
期末数量	5	12	10	10

表：毛戈平公司按电商销售模式分类的销售额及其占比（单位：亿元）

品牌	项目	专柜类别	2020年度		2021年度		2022年度	
			金额	占比	金额	占比	金额	占比
MAOGEPING	自营电商模式	天猫旗舰店	1.35	60.99%	2.48	48.24%	3.01	43.91%
		抖音小店	0.03	1.13%	1.12	21.74%	1.91	27.82%
		小红书旗舰店	0.02	0.76%	0.02	0.32%	0.02	0.28%
		快手平台	-	-	-	-	0.09	1.30%
		其他	0.01	0.29%	0.02	0.42%	0.04	0.52%
	电商经销模式	0.81	36.38%	1.49	29.07%	1.78	26.04%	
	考拉海购代销	0.00	0.00%	-	-	-	-	
至爱终生	自营电商销售	0.01	0.46%	0.01	0.22%	0.01	0.13%	
合计			2.22	100%	5.14	100%	6.85	100%

4.6 化妆培训：部分学校因业务波动剥离，学员助力品牌传播

- **化妆培训渠道销售模式：**2021-2024年上半年公司化妆艺术培训课程参与者人数分别为1219人、1418人、2569人及3539人，化妆培训渠道形成的销售收入分别为8228万元、5437.1万元、10407.2万元和7150.4万元。2020年-2022年培训渠道销售收入主要来自于套装产品，套装产品销售收入占比分别为85.64%、72.34%和67.01%；套装产品购买率分别为55.79%、45.76%和36.74%。**培训学员数量及收入：**于2020年、2021年、2022年毛戈平的培训学员数量分别为6670人、6380人、4619人，培训收入分别为人民币61.3百万元、人民币71.3百万元及人民币46.1百万元。
- **化妆培训学员助力产品传播：**2020-2022年培训学员的产品零售购买率始终过半，套装购买率也有4成左右，学员就业往往是影楼、影视化妆师、美妆培训师等，毛戈平学校同名产品在早期进入学员心智，后期由学员在展业过程自主向化妆对象传播品牌和产品。

表：毛戈平公司按培训课程的学员人数、渠道销售收入及学员购买产品情况（单位：万元、人）

课程名称及人数	2020 年度	2021 年度	2022 年度
形象设计与艺术特色课程（1.5年）	764	1154	813
形象设计与艺术创意课程（1年）	486	547	459
化妆造型全科（6个月、5个月）	3540	3183	2038
时尚生活/美妆课程（3.5个月/3个月）	346	420	321
时尚美妆课程/创意造型课程（2个月/2.5个月）	9	10	15
其它课程（2.5个月以内）	1525	1066	973
总计	6670	6380	4619

期间	参与者人数（人）	套装销售				零售及其他				产品销售收入合计
		购买人数（人）	购买率	产品销售收入	收入占比	购买人数（人）	购买率	产品销售收入	收入占比	
2022年度	2,493	916	36.74%	487.1	67.01%	1,429	57.32%	239.78	32.99%	726.89
2021年度	3,667	1,678	45.76%	998.99	72.34%	2,563	69.89%	381.91	27.66%	1,380.90
2020年度	4,008	2,236	55.79%	1,734.53	85.64%	2,411	60.15%	290.79	14.36%	2,025.32

4.7 化妆培训：化妆技能培训业务和化妆品销售业务的相互促进优势

毛戈平通过细化用户从体验到妆容服务的每个流程，强化其服务力，并为追求更好妆容效果的消费者提供专业化妆技能培训。品牌依托彩妆产品种类丰富、上妆程序复杂、妆容风格迥异的特点，以化妆技能培训与彩妆销售相互促进为核心优势，为用户提供专属妆容方案，同时推动产品种草推广。目前，公司已在杭州、北京、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛九城开展化妆培训业务。

图：教学图片



表：毛戈平主要培训学校

课程名称	开设地区	学时
形象设计与艺术创意	北京/上海/杭州/成都/深圳	10个月
化妆造型全科	全国统一	6个月/5个月
光影/时尚美妆课程	全国统一	3个月
时尚美妆课程	全国统一	2个月
其他短期课程	不定	2个月以内

4.8 未来增长逻辑：线上线下协同+培训机构赋能

- 线下为基本盘，高端品牌认知+体验式营销属性
- 线上稳定发力：创始人业内美誉度高，也天然具备线上带货能力。继天猫后2021年发力抖音维系线上收入增长，经销渠道稳定。
- 培训机构赋能：公司创立毛戈平化妆艺术培训学校，学员构成多元化且具备较强的资源禀赋。

盈利预测、投资建议及风险因素

我们预计公司2025-2027年实现收入53.68/69.76/87.85亿元人民币，同比+38%/+30%/+26%；归母净利润12.0/15.8/19.7亿元人民币，同比+36.7%/+30.9%/+24.9%；对应2025年5月14日收盘价99.90港元，2025-2027年PE值为37/29/23X。我们长期看好公司彩妆和护肤品双赛道产品矩阵的发展，也看好公司线上线下渠道未来的成长，维持“买入”评级。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3884.69	5367.52	6976.38	8784.78
增长率(%)	34.61	38.17	29.97	25.92
归母净利润（百万元）	880.61	1203.58	1575.49	1967.65
增长率(%)	33.04	36.68	30.90	24.89
摊薄每股收益（元）	1.80	2.46	3.21	4.01
ROE(%)	25.15	25.58	25.09	23.86
P/E	-	37.4	28.6	22.9
P/B	-	9.6	7.2	5.5
P/S	-	8.4	6.5	5.1

毛戈平盈利预测表

证券代码: 01318

股价: 99.90 HKD

投资评级: 买入(维持)

日期: 20250514

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2792	3797	5185	5601	营业收入	3885	5368	6976	8785	每股指标				
应收款项	215	336	343	523	营业成本	607	810	1053	1327	EPS	1.84	2.46	3.21	4.01
存货净额	324	794	569	1083	营业税金及附加					BVPS	7.32	9.60	12.81	16.83
其他流动资产	117	124	172	228	销售费用	1904	2694	3445	4351	估值				
流动资产合计	3447	5052	6269	7435	管理费用	268	346	465	586	P/E	-	37.4	28.6	22.9
固定资产	279	236	190	156	财务费用	5	-16	-21	-32	P/B	-	9.6	7.2	5.5
在建工程					其他费用/(-收入)					P/S	-	8.4	6.5	5.1
无形资产及其他	51	34	37	28	营业利润					财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	37	41	47	52	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	4473	6363	8219	10672	利润总额	1177	1606	2107	2629	ROE	25%	26%	25%	24%
短期借款	320	600	740	810	所得税费用	295	401	529	659	毛利率	84%	85%	85%	85%
应付款项	92	254	169	333	净利润	881	1205	1578	1970	期间费率	56%	57%	56%	56%
预收帐款					少数股东损益	1	1	2	2	销售净利率	23%	22%	23%	22%
其他流动负债	539	782	1005	1255	归属于母公司净利润	881	1204	1575	1968	成长能力				
流动负债合计	951	1636	1914	2397	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	收入增长率	35%	38%	30%	26%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	969	1029	1896	1632	利润增长率	33%	37%	31%	25%
其他长期负债	19	19	19	19	净利润	881	1204	1575	1968	营运能力				
长期负债合计	19	19	19	19	少数股东损益	1	1	2	2	总资产周转率	0.87	0.84	0.85	0.82
负债合计	970	1655	1933	2416	折旧摊销	78	80	67	55	应收账款周转率	20.87	19.49	20.55	20.30
股东权益	3504	4708	6286	8256	公允价值变动	15	-62	-56	-56	存货周转率	1.82	1.45	1.55	1.61
负债和股东权益总计	4473	6363	8219	10672	营运资金变动	-7	-195	309	-336	偿债能力				
					投资活动现金流	-628	-292	-631	-1268	资产负债率	22%	26%	24%	23%
					资本支出	-616	-21	-23	-13	流动比	3.62	3.09	3.28	3.10
					长期投资	-287	-339	-676	-1325	速动比	3.23	2.59	2.96	2.62
					其他	275	68	68	69					
					筹资活动现金流	1311	269	123	51					
					债务融资	320	280	140	70					
					权益融资	2071	0	0	0					
					其它	-1080	-12	-17	-19					
					现金净增加额	1654	1006	1388	415					

◆ 宏观经济风险

公司产品主要面向国内消费者，消费力受宏观经济波动影响较大。若出现经济增长放缓等情形，高端彩妆、护肤品的消费能力和意愿可能受到抑制。

◆ 产品开发不及预期风险

近年来化妆品流行趋势变化加快，消费者习惯仍在培育中。若公司判断失误或未及时推出适销产品，可能影响销量与业绩表现。

◆ 竞争加剧风险

国际一线品牌已全面进入国内市场，公司作为本土品牌，需面对强势外资品牌竞争，特别是在百货渠道资源有限的背景下，如竞品降价，公司盈利空间或受压缩。

◆ 关键人物风险

公司核心岗位由毛戈平家族人员担任，存在家族管理传承问题，以及品牌创始人个人角色依赖较强的风险。

◆ 外包供应商生产风险

公司采用外协加工模式，存在外包环节质量管控、包装交付等方面的潜在风险。

◆ 各公司及产品并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考

涉及对标公司或产品数据仅供参考，因产品结构、品牌定位差异，各项指标不具备完全可比性。

商社小组介绍

芦冠宇，首席分析师，杜伦大学（硕士）、四川大学（学士），10年从业经营。2024年新财富批零与社服行业最佳分析师第8名；2024年水晶球商贸零售公募榜第5名；2024年金牛奖社服行业第5名；第十届Choice最佳分析师。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员。

李宇宸，分析师，香港中文大学（深圳）硕士，3-4年卖方研究经验，关注美护、餐饮、零售等方向。

刘雪晴，分析师，中央财经大学硕士，4年二级权益研究经验，关注酒店、免税、人服等方向。

周毓，研究助理，帝国理工金融工程硕士，4.5二级权益研究经验，2年一级市场经验，目前覆盖医美、彩妆、旅游、OTA等行业。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597