美容护理 | 化妆品

港股|首次覆盖报告

2025 年 01 月 20 日

毛戈平(01318.HK)

——国内领先的高端美妆品牌，未来增长空间广阔

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

丁一

SAC：S1350524040003

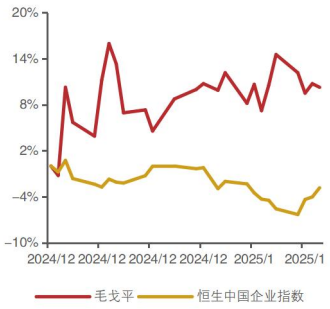
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 01 月 16 日
收盘价（港元）	58.00
一年内最高/最低（港元）	62.55/47.65
总市值（百万港元）	28,430.84
流通市值（百万港元）	15,186.85
资产负债率（%）	43.10

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **定位国内领先高端美妆集团，深耕高端美妆赛道二十余载。**公司旗下品牌涵盖 MAOGEPING 与至爱终生。旗舰品牌 MAOGEPING 为中国市场十五大高端美妆品牌中唯一国货品牌，以 2023 年零售额计排名第十二，市占率达 1.8%。2024 年 12 月公司成功登陆港交所，所募资金主要用于渠道拓展、品牌建设等。
- **美妆市场规模稳步增长，高端国货崛起可期。市场规模方面，**预计 2023-2028 年我国美妆行业复合增速有望达 8.6%，其中高端护肤和彩妆赛道成长性均优于大众赛道；**竞争格局方面，**以 2023 年零售额计，前五大美妆集团市场份额合计达 55.4%，且均为国际美妆集团，毛戈平位列第七，为唯一进入前十的中国本土美妆公司，显示其在高端美妆领域的行业领先地位。
- **“渠道+产品+品牌+研发”构筑核心竞争优势。渠道方面：**公司为国内首个成功进驻高端百货商店专柜的高端国货。截至 24H1，公司全国自营专柜数目为 372 个，在中国所有美妆品牌中位居第二。公司专柜配备经专门培训的熟练美妆顾问，为消费者提供一对一的试妆、半脸对比演示及定制产品咨询等体验式消费。截至 24H1，公司线下渠道复购率达 28.7%，领先同期线上复购率，且远高于行业平均线上复购率水平；**产品方面：**截至 24H1，公司产品拥有 387 个单品，部分畅销产品经推出后获广泛认可，截至 24H1，光感无痕粉膏系列及奢华鱼子面膜分别贡献营收超 2 亿元及 4.5 亿元。公司产品差异化定位国货彩妆赛道的较高价格带，以气垫品类为例，毛戈平畅销单品鱼子气垫均价 30 元/g，高于头部国产彩妆品牌同类竞品，成功避开国货相对较卷的大众价格区间。此外，培训机构为公司内部持续输送优秀人才，在丰富公司内部资源库的同时也为品牌势能的持续提升奠定坚实基础；**品牌方面：**毛戈平先生作为彩妆行业标志性人物，是东方美学和光影美学领军人物，个人 IP 影响深远，深度赋能品牌知名度；**研发方面：**公司产品开发团队由毛戈平先生亲自严格把控产品设计开发流程，21-24H1 期间，公司平均每年升级约 75 个单品。此外，公司与莹特丽等知名代工厂长期稳定合作，严控产品质量。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 40.5 /53.1/67.0 亿元，同比增速分别为 40.4%/31.0%/26.2%，实现归母净利润 9.4/12.8/16.0 亿元，同比增速分别为 42.2%/35.6%/25.1%，当前股价对应 PE 分别为 28/21/16 倍。选取 A 股的珀莱雅、丸美及港股的巨子生物作为可比公司，其产品矩阵包括护肤和彩妆，且均在各自细分赛道具备领先优势，根据 Wind 一致预测，可比公司 2024 年 PE 均值为 28 倍，公司作为国内高端彩妆品牌，创始人 IP 深度赋能品牌，渠道稳步扩张，护肤与彩妆品类稳步增长，看好公司未来成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,829.1	2,886.0	4,053.1	5,309.3	6,700.9
同比增长率（%）	16.0	57.8	40.4	31.0	26.2
归母净利润（百万元）	352.1	661.9	941.2	1,276.2	1,597.0
同比增长率（%）	6.4%	88.0%	42.2%	35.6%	25.1%
每股收益（元/股）	1.76	3.31	1.92	2.60	3.26
ROE（%）	31.1	42.8	20.3	21.6	21.3
市盈率（P/E）			27.9	20.6	16.4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 40.5 /53.1/67.0 亿元，同比增速分别为 40.4%/31.0%/26.2%，实现归母净利润 9.4/12.8/16.0 亿元，同比增速分别为 42.2%/35.6%/25.1%，当前股价对应 PE 分别为 28/21/16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1）彩妆：渠道维度，根据公司公告，公司计划中国每年新开设 30 个专柜，海外每年开设 2-4 个专柜，同时每年对 70-100 个现有专柜进行升级及翻新；产品维度，MAOGEPING 作为国内高端彩妆品牌，围绕“光影美学”及“东方美学”理念成功打造高光粉膏、高光粉饼等明星单品，且产品矩阵持续拓展，气垫等品类也逐步起量。随着渠道延伸及产品拓新，预计彩妆业务营收或将持续高增，24-26 年同比增速分别为 45%/32%/28%；毛利率方面，考虑公司未来将持续加码线上渠道，渠道结构的调整或将小幅影响毛利率，预计 24-26 年毛利率分别为 84.2%/84.0%/83.9%；

2）护肤：当前公司已成功打造鱼子面膜、奢华养肤黑霜等明星护肤单品，且考虑护肤品类目前相对较少，公司未来在面膜、精华等主流品类拓展空间较大，预计护肤业务营收有望进一步增长，24-26 年同比增速分别为 35%/30%/24%；毛利率方面，护肤品类的产品天花板高于彩妆且需求韧性优于彩妆，未来随着品牌高端形象的进一步巩固，护肤品类议价能力或将持续提高，预计 24-26 年毛利率分别为 87.5%/87.6%/87.7%；

3）化妆艺术培训及相关销售：毛戈平形象设计艺术学校在彩妆业内奠定较高权威性，自建校以来培育 15 万+名彩妆专业人才，此外，根据公司公告，公司计划将上市募集资金的 6%用于化妆艺术培训机构，包括升级及扩大机构的设施及基础设施、开设化妆艺术工作室、制定新的培训课程等。随着品牌势能的持续渗透，化妆艺术培训或吸引更多学员，驱动收入稳步增长，预计 24-26 年同比增速分别为 30%/25%/20%，毛利率分别为 70.0%/70.3%/70.5%。

投资逻辑要点

公司作为国内高端彩妆品牌，创始人 IP 深度赋能品牌，渠道稳步扩张，护肤与彩妆品类稳步增长，看好公司未来成长空间。

核心风险提示

化妆品行业竞争加剧；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

内容目录

1. 东方高端彩妆优质品牌 6
1.1. 国内领先高端美妆品牌，深耕高端美妆赛道二十余载 6
1.2. 管理层构成毛氏家族色彩厚重，团队从业经验丰富 6
1.3. 近三年营收及利润端快速增长 7
1.4. 募集资金主要用于销售渠道扩张与品牌建设 9
2. 美妆行业规模稳步增长，高端国货崛起可期 10
2.1. 预计高端护肤和彩妆赛道成长性均优于大众赛道 10
2.2. 高端美妆行业集中度较高，本土品牌有望崛起 11
3. “品牌+渠道+产品”构筑核心竞争优势 12
3.1. 渠道：以线上自营+线下专柜为主，线上线下渠道贡献趋于均衡 12
3.1.1. 线下复购率优于线上水平，专柜会员忠诚度较高 13
3.1.2. 线上稳步扩张，扩大品牌辐射范围 15
3.2. 产品：坚持高端品牌定位，产品均价稳步提升 15
3.2.1. 产品矩阵丰富，定位国货化妆品高价格带 15
3.2.2. 自有培训机构持续输送优秀人才，持续巩固品牌势能 17
3.3. 品牌：创始人 IP 深度赋能品牌，大幅提升品牌曝光度 18
3.4. 研发：创始人严格把控产品设计开发流程，产品更新迭代速度快 19
4. 盈利预测与评级 20
4.1. 盈利预测及估值 20
4.2. 相对估值 21
5. 风险提示 22

图表目录

图表 1： 公司发展历程梳理 6
图表 2： 公司管理层情况 7
图表 3： 2021-2024H1 公司营收及扣非归母净利润（亿元）及同比增速情况 8
图表 4： 2021-2024H1 公司毛利率及净利率情况 8
图表 5： 2021-2024H1 公司按品类拆分营收（亿元） 8
图表 6： 2021-2024H1 公司按品类拆分毛利率情况 8
图表 7： 2021-2024H1 公司按品牌拆分营收（亿元） 9
图表 8： 2021-2024H1 公司按品牌拆分毛利率情况 9
图表 9： 公司募集资金用途 9
图表 10： 2018-2028 年中国美妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元） 10
图表 11： 2018-2028 年中国美妆行业按渠道拆分市场规模（十亿元） 10
图表 12： 2018-2028 年中国护肤行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元） 11
图表 13： 2018-2028 年中国彩妆行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元） 11
图表 14： 2018-2028 年中国彩妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元） 11
图表 15： 2023 年中国高端美妆集团零售额排名 12
图表 16： 2023 年中国高端美妆品牌零售额排名 12
图表 17： 2021-2024H1 公司按渠道拆分营收（亿元） 13
图表 18： 2021-2024H1 公司按渠道拆分毛利率情况 13
图表 19： 公司专柜设计情况 13
图表 20： 2021-2024H1 公司自营专柜个数（个） 13
图表 21： 公司线下体验式消费具体内容 14
图表 22： 2021-2024H1 公司线下及线上渠道复购率情况 14
图表 23： 2021-2024H1 公司按开业时间划分的专柜日营收（千元） 14
图表 24： 公司线下渠道会员等级情况 15
图表 25： 公司线下渠道会员对应权益 15
图表 26： 2021-2024H1 公司线上直销和经销渠道贡献营收（亿元）及同比增长情况 15
图表 27： 2021-2024H1 公司线上直销和经销渠道毛利率情况 15
图表 28： 公司两大品牌各维度比较 16
图表 29： 2021-2024H1 公司按品类拆分销量（千件）及同比增长情况 16

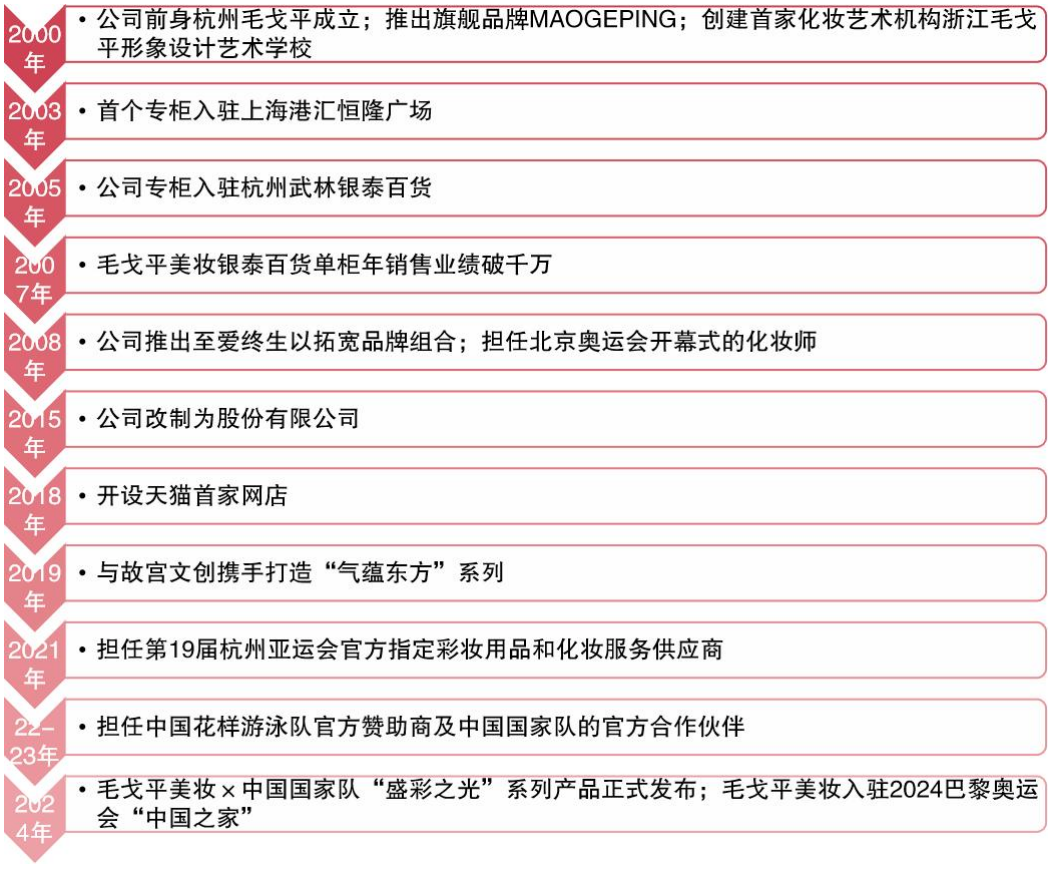
图表 30： 2021-2024H1 公司按品类拆分平均售价（元/件）及同比增长情况 16
图表 31： 国内外彩妆品牌气垫价格比较 16
图表 32： 2021-2024H1 公司化妆培训机构培训人员和课程参与者（人） 17
图表 33： 2024H1 公司职员结构（人） 17
图表 34： 毛戈平化妆艺术机构发展历程 17
图表 35： 毛戈平先生在彩妆领域获得荣誉 18
图表 36： 彩妆品牌各社交媒体粉丝数比较（万） 18
图表 37： 公司设计与研发流程 19
图表 38： 公司 2021-2024H1 前五大合作供应商及占采购总成本比重 20
图表 39： 按业务拆分营收预测（亿元） 21
图表 40： 公司盈利预测（百万元） 21
图表 41： 可比公司估值表 22

1. 东方高端彩妆优质品牌

1.1. 国内领先高端美妆品牌，深耕高端美妆赛道二十余载

定位国内领先的高端美妆集团，深耕高端美妆赛道二十余载。中国美妆界著名化妆师毛戈平先生于 2000 年创立公司前身，并在美妆行业成功建立强大的影响力。公司主营业务涵盖彩妆、护肤及化妆培训，旗下品牌涵盖 MAOGEPING 与至爱终生。根据弗若斯特沙利文，公司为中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，以 2023 年零售额计排名第七，市占率达 1.8%；旗舰品牌 MAOGEPING 为中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，以 2023 年的零售额计排名第十二，市占率达 1.8%，此外，以线下零售额（尤其以 2023 年中国百货商店渠道的零售额）为口径，MAOGEPING 在国货彩妆品牌内排名第一。整体而言，稳居前位的市场排名体现公司在高端美妆赛道坚实的市场地位。

图表 1：公司发展历程梳理



资料来源：公司招股说明书，公司官网，华源证券研究所

1.2. 管理层构成毛氏家族色彩厚重，团队从业经验丰富

管理层构成毛氏家族色彩厚重，团队从业经验丰富。创始人毛戈平先生作为中国著名化妆艺术大师，深耕行业三十余载，多年来获得诸多荣誉及奖项，曾四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”，个人 IP 影响力较为深远，此外，家族其他成员于

创立初期阶段积极参与公司运营，管理层构成上以毛氏家族为主，团队构成稳定，为公司长期稳定发展奠定坚实基础。

图表 2：公司管理层情况

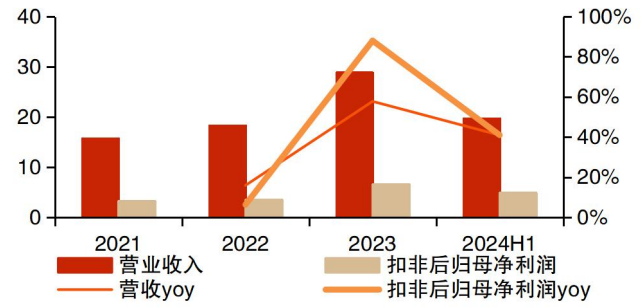
姓名	担任职位	工作履历
毛戈平	创始人、董事长兼执行董事	中国著名化妆艺术大师，化妆艺术领域有 30 多年从业经验。1983 年 7 月至 1998 年 7 月在浙江省越剧团任职。2000 年 7 月，毛先生创办杭州毛戈平，并以个人名字创立高端美妆品牌 MAOGEPING，自此一直在杭州毛戈平任职。2000 年 10 月创办浙江毛戈平形象设计艺术学校。2011 年 2 月至 2024 年 3 月历任杭州毛戈平的总裁及公司总裁。2005 年 3 月获委任为杭州毛戈平董事及于 2015 年 12 月 16 日获委任为公司董事，并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。毛先生曾四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”。
汪立群	副董事长兼执行董事	1991 年 10 月至 2000 年 9 月担任浙江省越剧团演员。2000 年，汪女士协助毛先生创办浙江毛戈平形象设计艺术学校，并自 2000 年 9 月至 2010 年 8 月担任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长。于 2011 年 2 月 13 日及 2015 年 12 月 16 日分别获委任为杭州毛戈平董事以及董事兼副董事长，并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。
毛霓萍	执行董事、副董事长、资深副总裁	2000 年协助毛先生创办杭州毛戈平后担任杭州毛戈平的总经理，2005 年 3 月至 2010 年 9 月担任杭州毛戈平的董事兼总经理，负责公司整体运营与业务管理，2010 年 9 月至 2011 年 2 月担任杭州毛戈平资深副总裁，同时兼任杭州莱芙化妆品有限公司总经理。2011 年 2 月先后在杭州毛戈平及公司担任副董事长兼资深副总裁，负责董事会工作及公司日常经营管理。2013 年 11 月至今担任杭州至爱终生执行董事兼总经理，负责至爱终生品牌管理。
毛慧萍	执行董事、资深副总裁	2000 年协助毛先生创办杭州毛戈平后担任杭州毛戈平的副总经理，自 2005 年 3 月至 2010 年 9 月担任杭州毛戈平董事兼副总经理，负责公司的财务、人事、物流和开发相关工作。2009 年 11 月，毛女士担任毛戈平科技执行董事兼总经理。毛女士自 2011 年 2 月先后在杭州毛戈平及公司担任董事兼资深副总裁，分管公司财务、研发及供应链。
汪立华	执行董事兼副总裁	2002 年 9 月加入公司。彼于 2011 年 2 月 13 日获委任为杭州毛戈平董事及于 2015 年 12 月 16 日获委任为公司董事，并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。2015 年 12 月 16 日起担任公司副总裁。2002 年 9 月至 2010 年 7 月，汪先生担任浙江毛戈平形象设计艺术学校北京分区和成都校区校长。2010 年 8 月至今，汪先生担任毛戈平形象设计副总经理。
宋虹佺	品牌事业部总经理	2002 年 10 月加入公司，2002 年 10 月至 2010 年 9 月在杭州毛戈平担任销售负责人，负责产品销售。自 2009 年 9 月至 2010 年 9 月担任 MAOGEPING 品牌总经理。2010 年 9 月至 2011 年 2 月在杭州毛戈平担任执行董事兼总经理，2011 年 2 月至 2012 年 6 月在杭州毛戈平担任董事兼总经理，负责 MAOGEPING 品牌的经营管理。2012 年 6 月至今连续在杭州毛戈平及公司担任董事兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理，2015 年 8 月至 2024 年 3 月连续在杭州毛戈平及公司担任执行总裁，负责 MAOGEPING 品牌建设、市场推广及销售管理工作。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。

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

1.3. 近三年营收及利润端快速增长

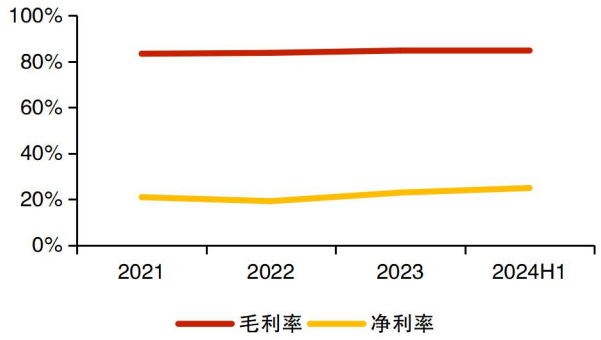
近三年营收及利润端快速增长。2021-2023 年，公司营收从 15.8 亿元增长至 28.9 亿元，扣非后归母净利润从 3.3 亿元增长至 6.6 亿元，同期营收及扣非后归母净利润 CAGR 分别为 35.3%及 41.4%，公司营收增速表现显著优于行业平均水平。2024H1 营收/扣非后归母净利润分别为 19.7/4.9 亿元，分别同比增长 41.0%/41.0%。整体而言，近三年业绩高质量的增长持续巩固公司在高端美妆赛道的领先地位和品牌资产。

图表 3：2021-2024H1 公司营收及扣非归母净利润（亿元）及同比增速情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

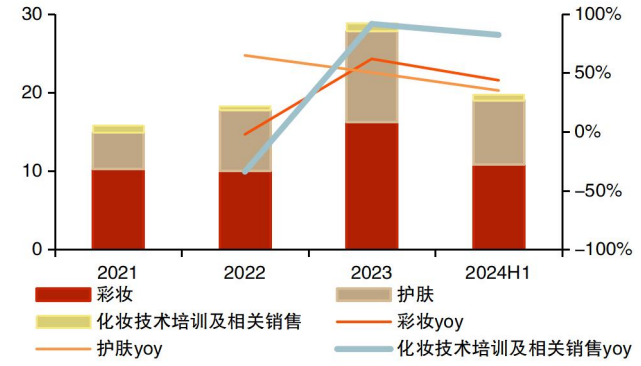
图表 4：2021-2024H1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

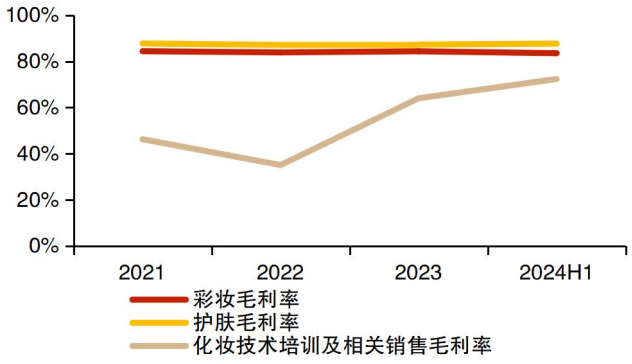
按品类拆分，彩妆品类奠定营收基本盘，护肤品类增长较快。2024H1 彩妆/护肤/化妆艺术培训及相关销售贡献营收比重分别为 55.1%/41.3%/3.6%，对应毛利率分别为 83.6%/87.7%/72.4%，其中护肤品类起势较快，营收占比由 2021 年的 29.7%快速增长至 24H1 的 41.3%，且其毛利率水平表现较为优异，2021-2024H1 期间稳定维持 87%-88%，高毛利率的护肤品类占比提升拉动公司综合毛利率水平。此外，化妆艺术培训及相关销售的毛利率由 2021 年的 46.3%下滑至 2022 年的 35.1%，原因系疫情期间报读化妆艺术培训课程的参与人数下滑，随后 2023 年其毛利率提升至 64.0%，原因系疫后参课人数恢复。

图表 5：2021-2024H1 公司按品类拆分营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

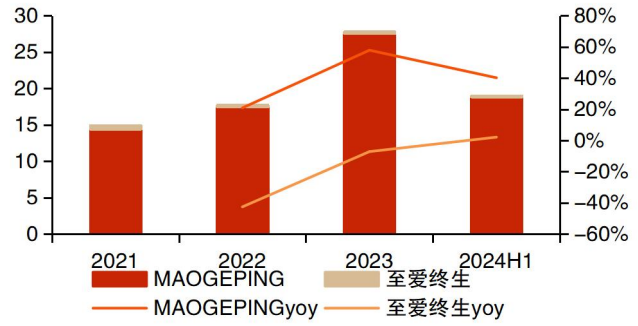
图表 6：2021-2024H1 公司按品类拆分毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

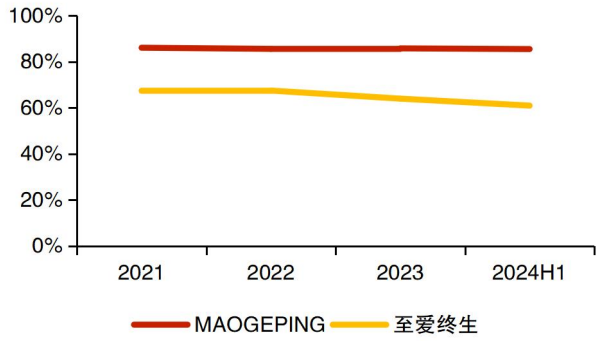
按品牌拆分，旗舰品牌 MAOGEPING 贡献主要营收。MAOGEPING 作为于 2000 年推出的旗舰品牌，以公司创始人毛先生的名字命名，其产品系列秉承光影美学和东方美学，其于 2021/2022/2023/2024H1 分别贡献营收比重为 96.6%/98.4%/99.0%/99.3%，且毛利率维持稳定水平，24H1 毛利率为 85.5%；至爱终生则于 2008 年创立，主要客群为大众市场，24H1 贡献营收比重为 1%。

图表 7：2021-2024H1 公司按品牌拆分营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 8：2021-2024H1 公司按品牌拆分毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

1.4. 募集资金主要用于销售渠道扩张与品牌建设

募集资金主要用于销售渠道扩张与品牌建设。根据招股说明书，公司募集资金主要用于扩大销售网络和品牌建设。具体来看，25%的资金计划用于扩大销售网络，包括开设新品牌商店及专柜、升级现有专柜、招募更多电商销售人员、增加品牌的线上广告及购买电商及社媒服务包等；20%的资金计划用于品牌建设，包括组织化妆秀及产品发布会等线下活动、赞助高规格活动、与知名 KOL 合作及制作宣传影片及纪录片等。

图表 9：公司募集资金用途

项目	资金用途	具体内容	拟投入资金比例
扩大销售网络	扩大线下销售渠道	(a)开设新品牌商店及专柜；(b)升级现有专柜，以提高客户的购物体验。具体而言，公司计划在中国每年在百货商店新开设约 30 个专柜，及在海外市场每年开设约两至四个新专柜。此外，公司计划在未来三至五年在中国开设三间旗舰品牌 MAOGEPING 门店，此外，公司计划每年对约 70 至 100 个现有专柜进行升级及翻新。	10%
	扩大线上销售渠道	(a)招募更多电商销售人员以支持持续扩大的线上业务；(b)增加品牌的线上广告；(c)从电商和社交媒体平台购买各种服务包。具体而言，电商及社交媒体平台的服务包能够增加产品曝光度。	15%
品牌建设	品牌及产品营销活动	(a)组织化妆秀及产品发布会等线下活动；(b)赞助高规格活动。	10%
	基于内容的品牌及产品推广	(a)与知名 KOL 合作，制作优质的宣传内容；(b)制作宣传影片及纪录片。	10%
海外扩张及收购	海外市场	(a)在海外市场（特别是在欧洲、美国及亚太地区）建立品牌的知名度及开店；(b)通过线上线下渠道以及开展新产品发布会及 KOL 活动，提高市场的品牌认知度；(c)建立服务海外市场的自营官方网店。具体而言，公司计划推出融合光影美学和东方美学精髓，有关产品所用成分将为针对当地消费者鲜明特点和需求量身定制的产品。	7.5%
	中国及海外潜在的策略投资及收购机会	计划进行业务收购（包括股权或合伙投资及／或资产收购），重点将放在与品牌高端市场定位一致的目标上，该目标可为现有产品类别提供互补产品，并在供应链上拥有生产能力。例如，公司计划寻求合适的目标，在海外市场建立研发中心和产品设计团队。	7.5%

加强生产及供应链能力		建设及扩建生产设施及供应链。	10%
产品设计及开发能力	建立研发中心	招募具有基础研究经验的产品开发人员、购买分析与检测设备及提高生产技术，该等举措将著重于从加强与 ODM 供应商在研发流程上的合作开始，逐步提升研发能力。	5%
	产品研发	用先进的产品配方及美学设计开发新产品及产品类别。	4%
化妆艺术培训机构		(a)升级及扩大机构的设施及基础设施；(b)开设化妆艺术工作室；(c)招募更多培训师；(d)制定新的培训课程；(e)参加大型行业活动。	6%
运营及信息基础设施数字化		(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，以提高运营效率；(c)专业人才的招聘及培训；及(d)升级会员体系。	5%
营运资金及一般公司用途			10%

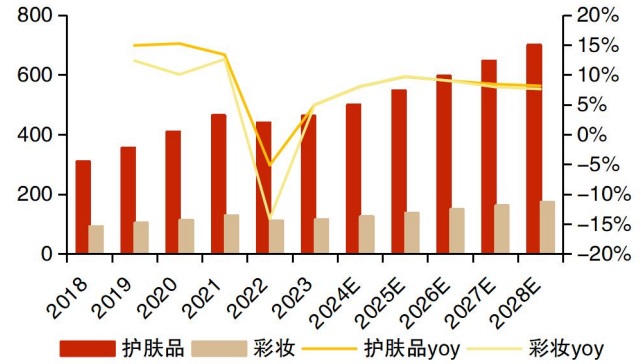
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

2. 美妆行业规模稳步增长，高端国货崛起可期

2.1. 预计高端护肤和彩妆赛道成长性均优于大众赛道

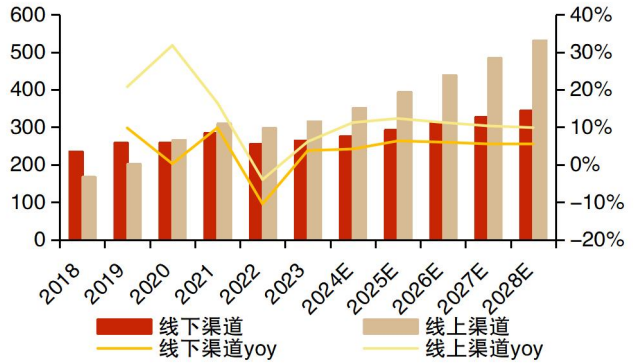
美妆市场规模稳步增长，线上渠道增速亮眼。根据弗若斯特沙利文，2018–2023 年我国美妆行业复合增速为 7.6%，2022 年受疫情影响同比小幅下滑 7.1%，预计 2023–2028 年行业复合增速有望达 8.6%，拆分品类来看，2023–2028 年护肤品/彩妆复合增速预计分别达 8.7%/8.4%，原因或系护肤品消费韧性高于彩妆品类，拆分渠道来看，线上渠道近年来占比迅速提升，2023–2028 年线上/线下复合增速预计分别达 11.0%/5.5%。

图表 10：2018–2028 年中国美妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

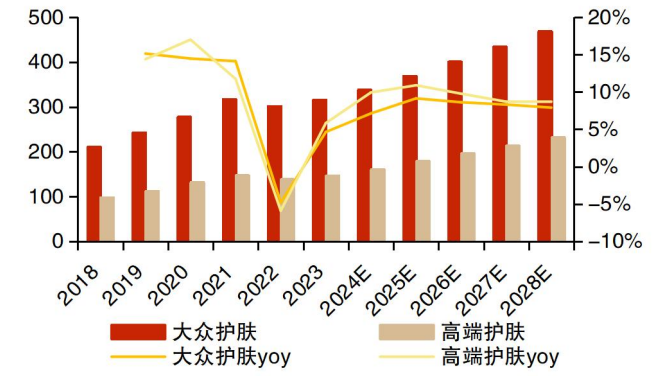
图表 11：2018–2028 年中国美妆行业按渠道拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

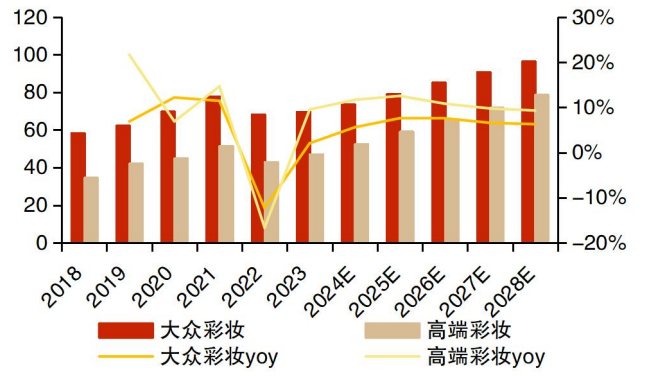
预计高端护肤和彩妆赛道成长性均优于大众赛道。根据弗若斯特沙利文，预计 23–28 年中国高端护肤/高端彩妆市场规模 CAGR 分别为 9.6%/10.8%，高于同期大众护肤/大众彩妆的市场规模 CAGR 分别为 8.2%/6.7%。随着消费水平的提高和社媒的宣传教育加大，近年来消费者对美妆产品的品质、安全、功效及设计等维度要求更高，预计 2024 年后高端价格带彩妆及护肤产品增速均表现更优。

图表 12：2018-2028 年中国护肤行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

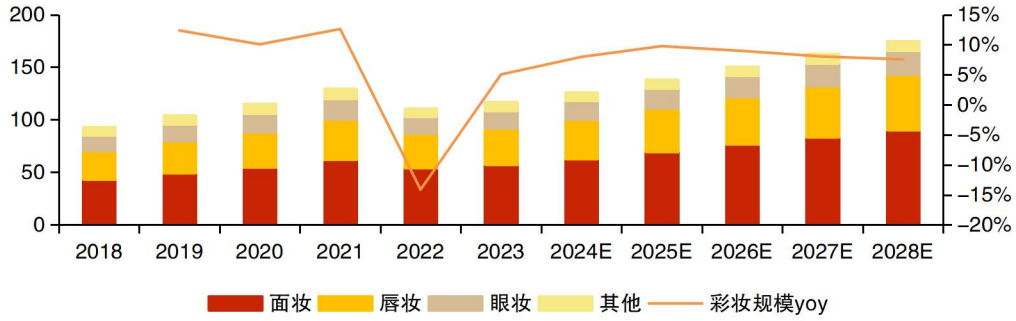
图表 13：2018-2028 年中国彩妆行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

面妆为彩妆占比最高品类，且增速领先其他品类。根据弗若斯特沙利文，以零售额计，2023 年面部底妆/唇妆/眼妆/其他市占率分别为 49.1%/29.7%/14.3%/6.8%，面妆为彩妆贡献最高子类目，2018-2023 年对应 CAGR 分别为 5.7%/5.0%/3.0%/0.3%，面妆品类增速也领先其余品类，随着消费者美妆经验的积累及对精致妆容的追求，未来其对面妆产品的需求逐年增长，或带动赛道持续高景气度，预计 2023-2028 年面妆市场规模 CAGR 达 9.5%。

图表 14：2018-2028 年中国彩妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

2.2. 高端美妆行业集中度较高，本土品牌有望崛起

中国高端美妆行业集中度较高，本土品牌有望崛起。根据弗若斯特沙利文，以 2023 年高端美妆零售额计，前五大美妆集团市场份额合计达 55.4%，且均为国际美妆集团，毛戈平位列第七，为唯一进入前十的中国本土美妆公司，显示其在高端美妆领域的行业领先地位，此外，毛戈平旗下品牌 MAOGEPING 位列中国高端美妆品牌榜第 12 名，同时也是前 15 名中唯一中国本土美妆品牌，基于其高度匹配中国消费者肤质与骨相的产品叠加差异化美妆体验式消费，未来其市场份额有望进一步提升。

图表 15：2023 年中国高端美妆集团零售额排名

排名	品牌名称	零售额（百万元）	品牌起源	市场份额
1	A	39930	国际	20.6%
2	B	32312	国际	16.6%
3	C	15721	国际	8.1%
4	D	13001	国际	6.7%
5	E	6660	国际	3.4%
6	F	3854	国际	2.0%
7	**MAOGEPING**	**3553**	**国内**	**1.8%**
8	G	2424	国际	1.2%
9	H	2205	国际	1.1%
10	I	2001	国际	1.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 16：2023 年中国高端美妆品牌零售额排名

排名	品牌名称	零售额（百万元）	品牌起源	市场份额
1	A	21726	国际	11.2%
2	B	17901	国际	9.2%
3	C	9415	国际	4.8%
4	D	6682	国际	3.4%
5	E	6660	国际	3.4%
6	F	5030	国际	2.6%
7	G	4967	国际	2.6%
8	H	4947	国际	2.5%
9	I	4869	国际	2.5%
10	J	3854	国际	2.0%
11	K	3605	国际	1.9%
12	**MAOGEPING**	**3553**	**国内**	**1.8%**
13	L	3331	国际	1.7%
14	M	2561	国际	1.3%
15	N	2453	国际	1.3%

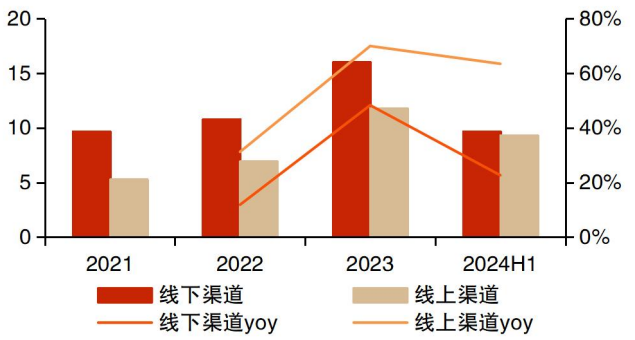
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

3. “品牌+渠道+产品”构筑核心竞争优势

3.1. 渠道：以线上自营+线下专柜为主，线上线下渠道贡献趋于均衡

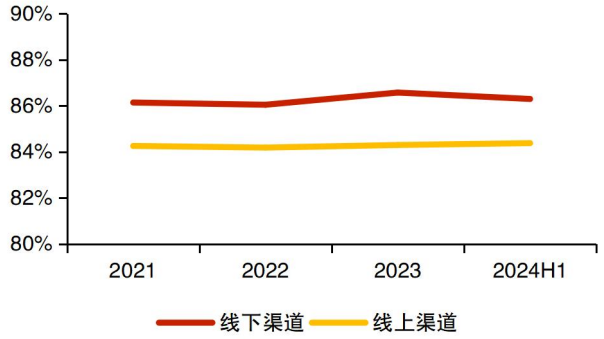
渠道以线上自营+线下专柜为主，线上线下渠道贡献趋于均衡。2021 年至今，线上渠道占比持续提升，24H1 线下/线上渠道分别贡献营收 9.7/9.3 亿元，同比增长 22.6%/63.4%，分别占整体营收比重为 50.9%/49.1%，毛利率方面，24H1 线下/线上渠道毛利率分别为 86.3%/84.4%，2021-24H1 期间线下渠道毛利率水平均优于线上渠道。

图表 17：2021-2024H1 公司按渠道拆分营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 18：2021-2024H1 公司按渠道拆分毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

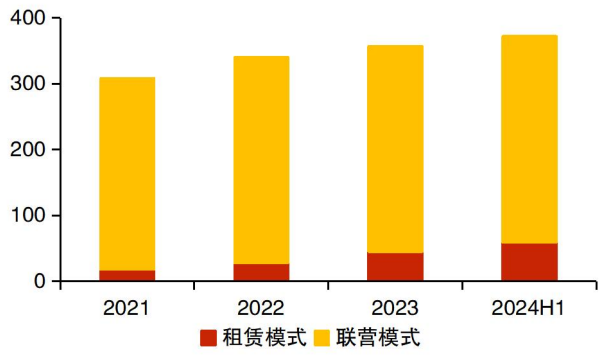
3.1.1. 线下复购率优于线上水平，专柜会员忠诚度较高

线下渠道：国内首个成功进驻高端百货商店专柜的高端国货。根据弗若斯特沙利文，毛戈平为国内首个成功进驻高端百货商店专柜的高端国货品牌，截至 2024 年 6 月 30 日，公司全国自营专柜数目为 372 个，在中国所有美妆品牌中位居第二。公司专柜配有专业设计的化妆台，并配备经专门培训的熟练美妆顾问，为消费者提供一对一的试妆、半脸对比演示及定制产品咨询。此外，公司在专柜定期举办化妆秀和会员日活动，此类活动的举办一方面有助于提升客流量，并为消费者创造兼具差异化与个性化的品牌体验，另一方面也可提升品牌忠诚度以推动复购。

图表 19：公司专柜设计情况

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 20：2021-2024H1 公司自营专柜个数（个）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

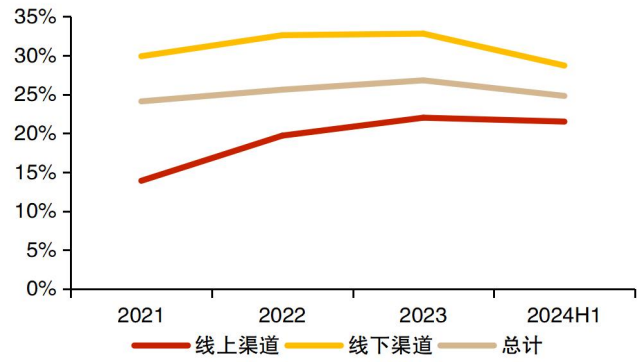
图表 21：公司线下体验式消费具体内容

体验式消费体验	内容
专柜试妆和半脸对比演示	专柜均设有专门试妆区，顾客可以在此试用产品并亲身体验其效果，美妆顾问提供半脸对比演示，将产品用在顾客的一边脸上，而另一边脸不使用产品。强烈的视觉对比突出化妆品的改造力，继而促使顾客购买。
专业美妆顾问提供个性化服务和建议	专柜配备了训练有素的美妆顾问，拥有丰富的产品知识和化妆技巧。他们根据每位顾客独特的皮肤类型、面部轮廓、皮肤状况和喜好提供个性化建议，确保提供量身定制的满意购物体验。公司还提供免费的补妆及迷你妆，以展示产品的多功能性和性能。
化妆秀与促销以及消费者奖励	为创造围绕品牌的兴奋感和参与感，公司在专柜和门店组织各种类型的化妆秀和活动。化妆秀由顶级化妆师现场示范，展示最新技术和产品发布。这些活动有助于提升客流量，产生轰动效应，为客户创造难忘的品牌体验。

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

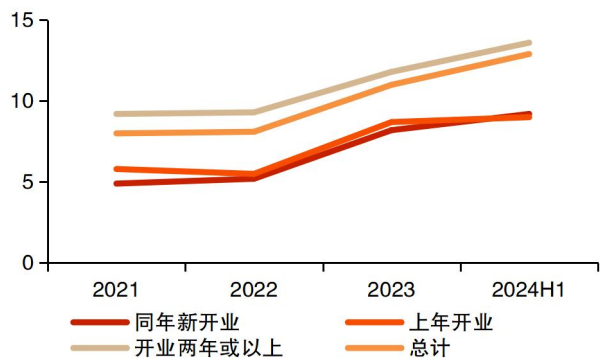
产品复购率优于同行水平，线下专柜会员忠诚度较高。截至 2024 年 6 月 30 日，公司线下渠道拥有超 420 万注册会员，线下渠道复购率达 28.7%，领先同期线上复购率（21.5%），且远高于行业平均线上复购率水平（10%）。公司线下会员体系支持根据会员的 VIP 等级提供生日礼物及个性化化妆服务等福利，线下会员权益和等级根据 12 个月内的累计消费动态调整。具体而言，毛戈平品牌会员依次分为美妆会员、风尚会员、白金会员及至尊会员，依次对应准入消费金额为 0 元/1800 元/4800 元/8800 元，对不同等级的会员提供妆容教学服务、生日定制、新品优先体验等权益增值服务，提升品牌对消费者的吸引力，以增强会员忠诚度。

图表 22：2021-2024H1 公司线下及线上渠道复购率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所（注：复购率计算依据为每个年度/期间购买产品两次或两次以上的注册会员数量除以在同一期间至少购买一次的注册会员数量）

图表 23：2021-2024H1 公司按开业时间划分的专柜日营收（千元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 24：公司线下渠道会员等级情况

资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

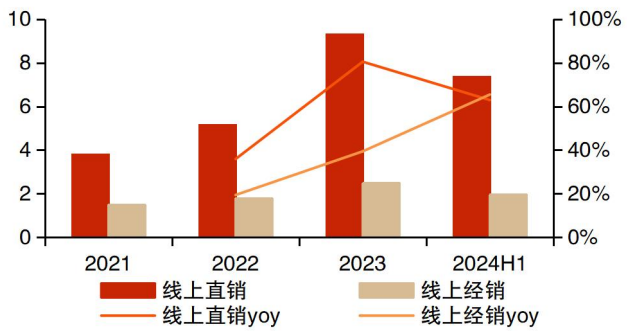
图表 25：公司线下渠道会员对应权益

资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

3.1.2. 线上稳步扩张，扩大品牌辐射范围

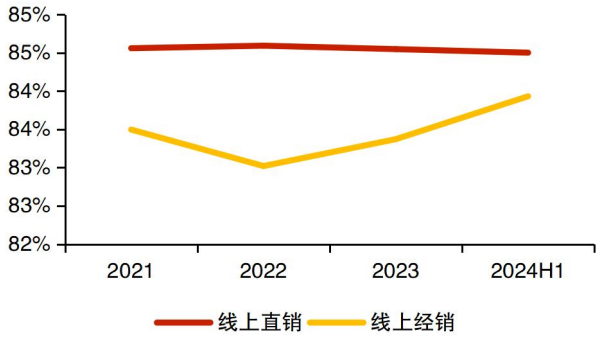
线上渠道：基于公司在线下渠道塑造的品牌高端形象、产品优势及消费者信任，公司线上渠道稳步扩张。公司线上渠道包括天猫、小红书、抖音、京东及淘宝等电商平台，销售方式涵盖：1）透过直营网店销售；2）向线上经销商销售。基于公司在线下渠道塑造的品牌高端形象、产品优势及消费者信任，公司线上渠道稳步扩张，24H1 线上直销/向线上经销商销售分别贡献营收占比 78.9%/21.1%。此外，公司积极与知名 KOL 开展合作，KOL 在社媒以直播或短视频形式对产品进行推荐，依托 KOL 专业营销视角，致使品牌更为广泛的触达目标受众，扩大品牌辐射范围。

图表 26：2021-2024H1 公司线上直销和经销渠道贡献营收（亿元）及同比增长情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 27：2021-2024H1 公司线上直销和经销渠道毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

3.2. 产品：坚持高端品牌定位，产品均价稳步提升

3.2.1. 产品矩阵丰富，定位国货化妆品高价格带

坚持高端品牌定位，产品矩阵丰富。截至 24H1，公司产品组合涵盖两个类别的 387 个单品，其中彩妆系列研发主要基于毛戈平毛先生的光影美学和东方美学的基本理念，品类涵盖粉底、高光和阴影、唇妆、眼妆等，护肤品系列融合高品质配方和精选成分，品类涵盖面霜、眼部护理、面膜、精华液、洁面乳等。此外，公司还推出限量版彩妆（如气蕴东方系列），融入传统文化，紧跟行业趋势。部分畅销产品（如光感无痕粉膏系列及奢华鱼子面膜）经推出后获广泛认可，截至 24H1，光感无痕粉膏系列及奢华鱼子面膜分别贡献营收超 2 亿元及 4.5 亿元。

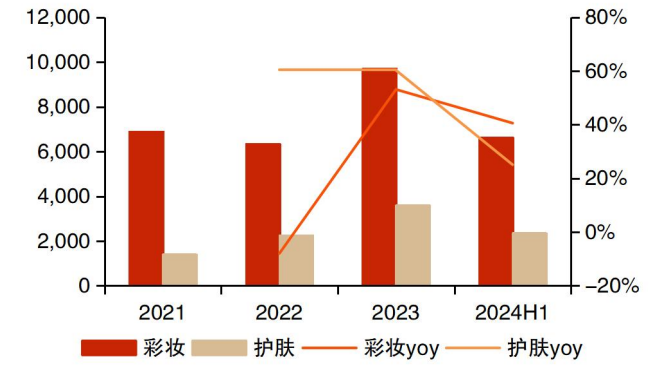
图表 28：公司两大品牌各维度比较

品牌	MAOGEPING	至爱终生
目标客户	注重品质、奢华与独特性的消费者	追求性价比的消费者
产品类型	彩妆及护肤品	彩妆及护肤品
主要产品的售价范围	200–800 元	120–380 元
营销策略	主要通过精选的百货商店专柜和其他线下和线上销售渠道销售	主要通过线下经销进行销售

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

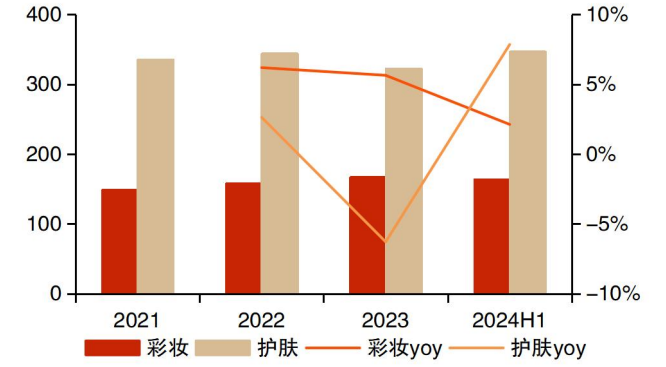
定位国货化妆品高价格带，产品均价稳步提升。24H1 公司彩妆/护肤平均售价分别为 163.8/346.6 元/件，同比+2.1%/+7.8%，两品类平均售价稳步提升。根据天猫，以气垫品类为例，毛戈平畅销单品鱼子气垫均价 30 元/g，高于彩棠、花西子等头部国产彩妆品牌同类竞品，成功避开国货相对较卷的大众价格区间，差异化定位国货彩妆赛道的较高价格带。

图表 29：2021–2024H1 公司按品类拆分销量（千件）及同比增长情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 30：2021–2024H1 公司按品类拆分平均售价（元/件）及同比增长情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 31：国内外彩妆品牌气垫价格比较

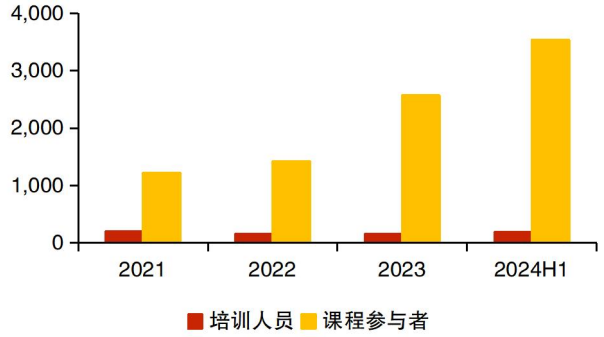
品牌		产品	售价	均价（g/元）
国产	**毛戈平**	**鱼子气垫**	**420 元/14g+替换装 14g**	**30**
	彩棠	小圆管气垫	309 元/15g+替换装 14g	21
	花西子	好气色气垫	199 元/13g+替换装 13g	15
外资	雅诗兰黛	dw 方气垫	450 元/12g+替换装 12g	38
	NARS	方气垫	480 元/12g	40
	圣罗兰	粉气垫	730 元/12g	61

资料来源：天猫，华源证券研究所（注：数据口径统计截至 2025 年 1 月 12 日，且不考虑替换装及优惠活动）

3.2.2. 自有培训机构持续输送优秀人才，持续巩固品牌势能

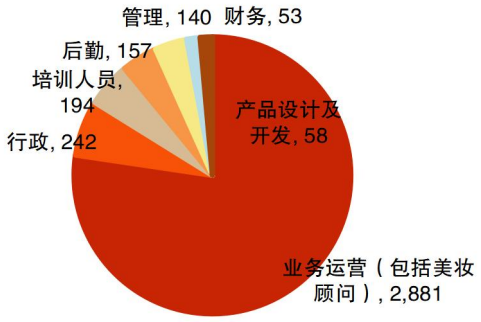
培训机构为公司内部持续输送优秀人才，促进业务与产品协同发展的良性循环。公司在杭州、北京、上海、成都、深圳、重庆、武汉、青岛和郑州创办了九所化妆培训机构，传授内容涵盖从基本的化妆技巧到先进的美学理念的多类培训课程，可满足课程参与者的各类需求。截至 24H1，培训机构共有 194 名培训人员及 3539 名课程参与者，根据弗若斯特沙利文，按 2023 年课程参与者报读人数计，毛戈平为中国最大的化妆艺术培训机构之一。此外，化妆艺术机构为公司内部输送大量优秀人才，担任公司重要职位（如总部员工、培训人员或专柜美妆顾问），战略性的优秀人才培养在丰富公司内部资源库的同时也为品牌势能的持续提升奠定坚实基础。整体而言，化妆艺术培训课程一方面通过审阅美、塑造美及传播美，以强化巩固品牌势能，另一方面，培训师和课程参与者的合作协同可完善产品升级开发过程，大幅提升品牌在专业化妆界的知名度，促进业务和产品协同发展的良性循环。

图表 32：2021-2024H1 公司化妆培训机构培训人员和课程参与者（人）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 33：2024H1 公司职员结构（人）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 34：毛戈平化妆艺术机构发展历程

资料来源：公司官网，华源证券研究所

3.3. 品牌：创始人 IP 深度赋能品牌，大幅提升品牌曝光度

创始人 IP 深度赋能品牌，大幅提升品牌曝光度。自 1984 年以来，毛戈平先生先后为多部著名影视剧及舞台剧进行化妆造型设计，其凭借运用其光影美学及对面部轮廓塑造的深入了解，成功塑造了以“武则天”为代表的一系列深入人心的影视人物形象，通过高超化妆技术展现了同一个人物不同年龄下的鲜明形象，被广泛认可并誉为“魔术化妆师”。此外，毛戈平先生先后四次荣获中国化妆界权威机构中国电影电视技术学会颁发的“化妆金像奖”，2008 年 8 月，毛戈平先生在北京奥运会开幕式中担任国际奥委会主席罗格先生的私人化妆造型师。整体而言，毛戈平个人美学 IP 影响深远，在扩大个人知名度的同时也大幅提升品牌曝光度。

图表 35：毛戈平先生在彩妆领域获得荣誉

时间	奖项
1988	**获上海文化局上海“百爱神”专业化妆一等奖**
1990	**获国家广播电视总局国家“飞天奖”最佳美术奖**
1998	获“中国电影电视技术学会第二届化妆金像奖”
2000	获国家文化部文化艺术人才中心“中国十大青年时尚化妆师”
2002	获中国电影电视技术学会化妆委员会“当代优秀化妆师奖”
2004	获中国服装设计师协会“年度人物大奖”
2005	获中国美发美容协会“中国著名造型大师”
2006	获“首届中国美容化妆品(化造型)特别贡献奖”
2007	获中国国际美容化妆师全能大赛“影响中国美业发展的十大传奇人物”
2008	**任北京奥运会开、闭幕式化妆造型设计师**
2010	获“第八届中国影视化妆金像奖”
2011	获互联网美容大奖“终身成就奖”
2012	获第九届“中国影视化妆金像奖”
2014	获上海国际服装文化节“中国时尚 20 年功动人物奖”
2015	获中国美发美容协会成立 25 周年“突出贡献奖”
2016	获第十一届“中国影视化妆金像奖”
2017	获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
2018	获中国健康美容行业“特殊贡献奖”
2019	获中国美业技术推动杰出人物奖
2020	入选教育部“国家技术技能大师”名录
2021	公司入选 2022 年第 19 届亚运会特许零售企业(美妆类)、特许生产企业(美妆类)指定彩妆用品及化妆服务公司
2022	公司获评 2021-2022 年度杭州市重点文化企业公司
2023	**担任杭州第 19 届亚运会闭幕式造型设计师、亚运火炬手**
2024	公司获 2024 第三届星蝉奖颁奖盛典“年度新品牌”

资料来源：公司官网，华源证券研究所

主流社媒多线发力放大创始人 IP 影响力，B 站运营超同赛道品牌。2020 年 5 月，毛戈平正式入驻 B 站，内容以分享化妆干货技巧和为明星素人做妆造为主，截至 1 月 15 日，毛戈平个人 B 站账号粉丝数 90.8 万，获赞数达 60.3 万，视频反响较为热烈，其粉丝数领先同赛道彩棠品牌创始人唐毅。此外，毛戈平也入驻了抖音和小红书，截至 1 月 15 日，其抖音的个人账号和品牌官旗分别拥有 61.7/372.7 万粉丝。整体而言，以毛戈平个人 IP 为核心的品牌营销策略成功塑造品牌差异化定位，驱动品牌在竞争激烈的彩妆赛道中脱颖而出。

图表 36：彩妆品牌各社交媒体粉丝数比较（万）

平台	账号	账号性质	粉丝数

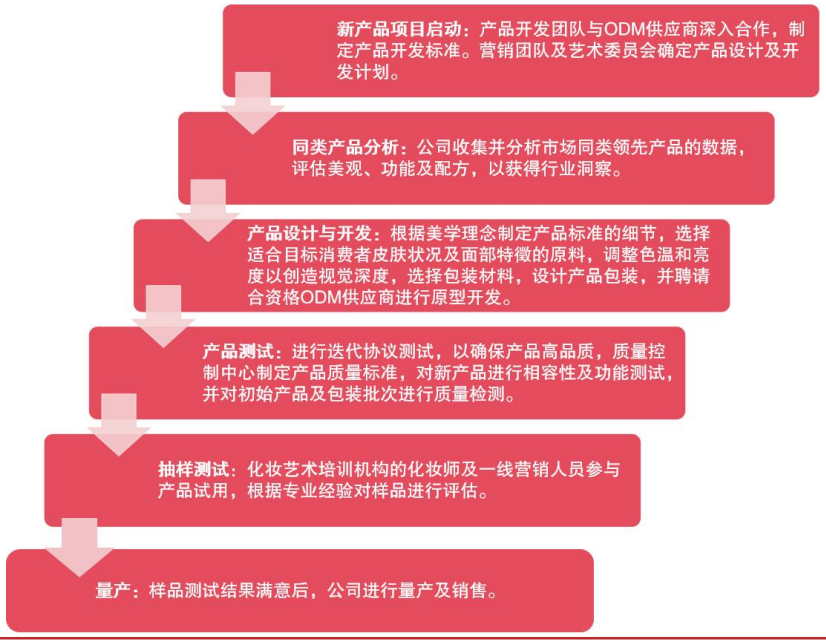
抖音	MAOGEPING 毛戈平	品牌旗舰店账号	372.7
	毛戈平	化妆品个人账号	61.7
	彩棠	品牌旗舰店账号	304.0
	唐毅	化妆品个人账号	503.7
bilibili	毛戈平	化妆品个人账号	90.8
	唐毅	化妆品个人账号	68.8
小红书	毛戈平美妆	品牌旗舰店账号	89.6
	彩棠 TIMAGE	品牌旗舰店账号	21.6

资料来源：抖音，bilibili，小红书，华源证券研究所（注：统计截至 2025 年 1 月 15 日）

3.4. 研发：创始人严格把控产品设计开发流程，产品更新迭代速度快

创始人严格把控产品设计开发流程，产品更新迭代速度较快。公司产品开发团队由毛戈平先生亲自领导，其主要包括艺术委员会（由化妆艺术培训机构的化妆师组成，负责监督产品工艺）及核心研发团队（负责产品设计及开发过程）两个部分，团队紧密协作引导产品设计及研发方向。截至 24H1，产品开发团队拥有 58 名经验丰富的员工，其中 74%持有学士或以上学位，团队成员平均工作经验超 12 年，具备分子生物学及化学工程等多领域背景，并拥有跨国医药公司及生物技术公司领导职位的丰富从业经验。从产品设计研发成果来看，根据弗若斯特沙利文，公司在中国国货美妆品牌中率先基于光影美学成功开发高光和阴影产品，2021–2024H1 期间，公司成功开发与升级 262 个新单品，平均每年升级约 75 个单品。

图表 37：公司设计与研发流程



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

与莹特丽等知名代工厂长期稳定合作，严控产品质量。公司与莹特丽、科丝美诗等知名代工厂商等稳定合作，其中莹特丽作为全球顶级化妆品代工厂商，其合作对象包括欧莱雅、

雅诗兰黛、资生堂等国际大牌及珀莱雅、丸美、毛戈平等国货品牌，21-24H1 期间莹特丽稳居供应商首位，其采购占比维持 18%-23%。

图表 38：公司 2021-2024H1 前五大合作供应商及占采购总成本比重

排名	供应商	占采购总成本比重	与公司开始合作年份
	2021 年		
1	莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司	18.7%	2008 年
2	丰瑞实业（淮安）有限公司	11.5%	2001 年
3	上海致新生物科技有限公司	8.6%	2009 年
4	上海新洲包装印刷有限公司	7.9%	2006 年
5	天津三星制刷有限公司	6.1%	2001 年
	2022 年		
1	莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司	20.6%	2008 年
2	丰瑞实业（淮安）有限公司	11.8%	2001 年
3	上海新洲包装印刷有限公司	7.4%	2006 年
4	上海致新生物科技有限公司	6.2%	2009 年
5	杭州菜鸟供应链管理有限公司	4.5%	2021 年
	2023 年		
1	莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司	22.7%	2008 年
2	杭州菜鸟供应链管理有限公司	10.1%	2021 年
3	丰瑞实业（淮安）有限公司	8.1%	2001 年
4	上海新洲包装印刷有限公司	6.5%	2006 年
5	科丝美诗（中国）化妆品有限公司	6.2%	2006 年
	2024H1		
1	莹特丽科技（苏州工业园区）有限公司	18.1%	2008 年
2	杭州菜鸟供应链管理有限公司	12.7%	2021 年
3	丰瑞实业（淮安）有限公司	9.0%	2001 年
4	上海新洲包装印刷有限公司	6.5%	2006 年
5	科丝美诗（中国）化妆品有限公司	6.0%	2006 年

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测及估值

公司业务主要分为彩妆、护肤及化妆艺术培训及相关销售，我们对 24-26 年分业务营收及毛利率假设如下：

1）**彩妆：**渠道维度，根据公司公告，公司计划中国每年新开设 30 个专柜，海外每年开设 2-4 个专柜，同时每年对 70-100 个现有专柜进行升级及翻新；产品维度，MAOGEPING 作为国内高端彩妆品牌，围绕“光影美学”及“东方美学”理念成功打造高光粉膏、高光粉饼等明星单品，且产品矩阵持续拓展，气垫等品类也逐步起量。随着渠道延伸及产品拓新，预计彩妆业务营收或将持续高增，24-26 年同比增速分别为 45%/32%/28%；毛利率方面，考虑公司未来将持续加码线上渠道，渠道结构的调整或将小幅影响毛利率，预计 24-26 年毛利率分别为 84.2%/84.0%/83.9%；

2）**护肤：**当前公司已成功打造鱼子面膜、奢华养肤黑霜等明星护肤单品，且考虑护肤品类目前相对较少，公司未来在面膜、精华等主流品类拓展空间较大，预计护肤业务营收有望

进一步增长，24-26 年同比增速分别为 35%/30%/24%；毛利率方面，护肤品类的产品天花板高于彩妆且需求韧性优于彩妆，未来随着品牌高端形象的进一步巩固，护肤品类议价能力或将持续提高，预计 24-26 年毛利率分别为 87.5%/87.6%/87.7%；

3） **化妆艺术培训及相关销售：**毛戈平形象设计艺术学校在彩妆业内奠定较高权威性，自建校以来培育 15 万+名彩妆专业人才，此外，根据公司公告，公司计划将上市募集资金的 6%用于化妆艺术培训机构，涵盖升级及扩大机构的设施及基础设施、开设化妆艺术工作室、制定新的培训课程等，随着品牌势能的持续渗透，化妆艺术培训或吸引更多学员，驱动收入稳步增长，预计 24-26 年同比增速分别为 30%/25%/20%，毛利率分别为 70.0%/70.3%/70.5%。

图表 39：按业务拆分营收预测（亿元）

时间	2022	2023	2024E	2025E	2026E
彩妆					
营收	10.0	16.2	23.5	31.0	39.7
营收 yoy	-2.3%	61.8%	45%	32%	28%
毛利率	83.9%	84.4%	84.2%	84.0%	83.9%
护肤					
营收	7.7	11.6	15.7	20.4	25.2
营收 yoy	64.7%	50.2%	35.0%	30.0%	24.0%
毛利率	87.1%	87.3%	87.5%	87.6%	87.7%
化妆技术培训及相关销售					
营收	0.5	1.0	1.4	1.7	2.0
营收 yoy	-33.9%	91.4%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	35.1%	64.0%	70.0%	70.3%	70.5%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 40.5 /53.1/67.0 亿元，同比增速分别为 40.4%/31.0%/26.2%，实现归母净利润 9.4/12.8/16.0 亿元，同比增速分别为 42.2%/35.6%/25.1%，当前股价对应 PE 分别为 28/21/16 倍。

图表 40：公司盈利预测（百万元）

时间	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,829.1	2,886.0	4,053.1	5,309.3	6,700.9
收入同比	16.0%	57.8%	40.4%	31.0%	26.2%
毛利率	83.8%	84.8%	85.0%	84.9%	84.9%
归母净利润	352.1	661.9	941.2	1276.2	1597.0
归母净利润同比	6.4%	88.0%	42.2%	35.6%	25.1%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 相对估值

公司作为国内高端彩妆品牌，我们选取 A 股的珀莱雅、丸美及港股的巨子生物作为可比公司，其产品矩阵包括护肤和彩妆，且均在各自细分赛道具备领先优势，根据 Wind 一致预测，可比公司 2024 年 PE 均值为 28 倍，公司作为国内高端彩妆品牌，创始人 IP 深度赋能品牌，渠道稳步扩张，护肤与彩妆品类稳步增长，看好公司未来成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2025/1/16	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603605.SH	珀莱雅	83.58	3.9	4.9	5.9	21.3	17.2	14.2
603983.SH	丸美生物	33.3	0.9	1.2	1.4	36.6	28.7	23.1
2367.HK	巨子生物	49.2	1.9	2.5	3.1	25.5	20.0	16.1
		平均值				**27.8**	**22.0**	**17.8**
1318.HK	毛戈平	53.5	1.92	2.60	3.26	27.9	20.6	16.4

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价以人民币为单位，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，毛戈平盈利预测来自华源证券研究所，对应汇率取 1 港元对应 0.92 人民币

5. 风险提示

1）化妆品行业竞争加剧风险：公司品牌策略及渠道策略投放不及预期；

2）电商渠道竞争加剧风险：公司渠道营销未顺应市场趋势，投放效果不及预期；

3）新品孵化风险：新品营销投入大，销售业绩或不达预期。

附录：财务预测摘要

损益表 单位：人民币(百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,886	4,053	5,309	6,701
增长率	57.8%	40.4%	31.0%	26.2%
营业成本	438	608	799	1,010
%销售收入	15.2%	15.0%	15.1%	15.1%
毛利	**2,448**	**3,445**	**4,510**	**5,691**
%销售收入	84.8%	85.0%	84.9%	84.9%
其他收入	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,412	2,014	2,660	3,384
%销售收入	48.9%	49.7%	50.1%	50.5%
管理费用	192	268	345	429
%销售收入	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%
研发费用	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	2	-31	-117	-150
%销售收入	0.1%	-0.8%	-2.2%	-2.2%
息税前利润（EBIT）	**890**	**1,243**	**1,610**	**2,011**
%销售收入	30.8%	30.7%	30.3%	30.0%
投资收益	-1	0	0	0
%税前利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	**888**	**1,274**	**1,727**	**2,161**
利润率	30.8%	31.4%	32.5%	32.3%
所得税	224	331	449	562
所得税率	25.3%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润(含少数股东损益)	**663**	**943**	**1,278**	**1,599**
少数股东损益	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	**662**	**941**	**1,276**	**1,597**
增长率	88.0%	42.2%	35.6%	25.1%
净利率	22.9%	23.2%	24.0%	23.8%

现金流量表 单位：人民币(百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	662	941	1,276	1,597
少数股东损益	2	2	2	2
营运资金变动	-62	-14	32	6
其他变动	98	4	11	8
经营活动现金流量净额	**700**	**933**	**1,321**	**1,614**
资本开支	-205	-180	-200	-220
投资	-10	-15	-15	-15
其他	20	216	106	134
投资活动现金流量净额	**-195**	**21**	**-109**	**-101**
股权募资	0	2,150	0	0
债权募资	-28	1	1	1
其他	-227	0	0	0
筹资活动现金流量净额	**-255**	**2,151**	**1**	**1**
现金净变动	**250**	**3,105**	**1,214**	**1,514**

资产负债表 单位：人民币(百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,138	4,243	5,457	6,970
应收款项	215	263	338	436
存货	342	439	533	645
其他流动资产	3	4	5	7
流动资产	**1,698**	**4,950**	**6,333**	**8,058**
权益性投资	9	19	29	39
固定资产	168	224	288	356
无形资产	42	81	101	110
非流动资产	**397**	**383**	**481**	**574**
资产总计	**2,095**	**5,333**	**6,813**	**8,632**
应付款项	104	135	173	210
短期借款	0	1	2	3
其他流动负债	426	527	690	871
流动负债	**529**	**663**	**865**	**1,085**
长期债务	0	0	0	0
其他长期负债	17	29	29	29
非流动负债	**17**	**29**	**29**	**29**
负债总计	**547**	**692**	**894**	**1,113**
归属母公司股东权益	**1,546**	**4,637**	**5,913**	**7,510**
少数股东权益	2	4	6	9
负债股东权益合计	**2,095**	**5,333**	**6,813**	**8,632**

比率分析

	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标				
每股收益	3.31	1.92	2.60	3.26
每股净资产	3.15	9.46	12.06	15.32
每股经营现金净流	1.43	1.90	2.70	3.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	42.82%	20.30%	21.58%	21.26%
总资产收益率	31.60%	17.65%	18.73%	18.50%
投入资本收益率	42.96%	19.82%	20.13%	19.79%
增长率				
营业收入增长率	57.78%	40.44%	30.99%	26.21%
EBIT增长率	89.30%	39.69%	29.55%	24.89%
净利润增长率	88.00%	42.18%	35.60%	25.14%
总资产增长率	34.62%	154.60%	27.76%	26.69%
资产管理能力				
应收账款周转天数	16.9	16.0	15.6	15.9
存货周转天数	263.9	231.3	218.9	210.0
应付账款周转天数	89.0	70.7	69.4	68.4
固定资产周转天数	17.8	17.4	17.4	17.3
偿债能力				
流动比率	3.21	7.47	7.32	7.43
速动比率	2.56	6.80	6.70	6.83
净负债/股东权益	-73.51%	-91.40%	-92.15%	-92.67%
EBIT利息保障倍数	437.7	82,873.6	35,788.8	26,817.4
资产负债率	26.10%	12.97%	13.12%	12.90%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。