

2025年2月28日
毛戈平 (1318.HK)

公司首次覆盖

证券研究报告

医美

投资评级: 增持

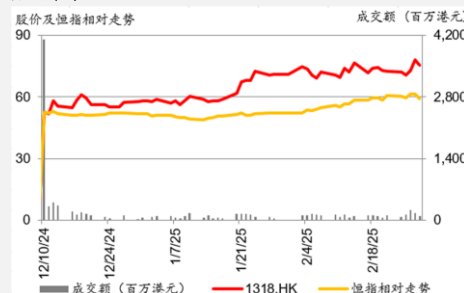
目标价 82 港元

股价 2025-2-28 75.35 港元

总市值(亿港元) 369.4
总股本(亿股) 4.9
12个月低/高(港元) 52.0/78.0
平均成交(亿港元) 1.9

股东结构
毛氏夫妇 48%
其他股东 52%
总共 100%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.45	-	-
绝对收益	5.98	-	-

数据来源: 彭博、港交所、公司

国货高端美妆佼佼者，彰显出东方魅力美学

毛戈平深耕美妆行业 25 年，是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司。短期内，3 月纳入港股通有望提升公司估值与流动性。长期看，在毛戈平 IP 背书、线上线下渠道扩张、产品推陈出新、化妆培训业务发力等因素加持下，公司将迈入成长新周期。

报告摘要

毛戈平深耕美妆行业 25 年，是中国领先高端美妆集团。根据 Frost & Sullivan 资料，在中国市场十大高端美妆集团中，毛戈平是唯一的中国公司。公司业绩实现快速增长，2021-2023 年净利润 CAGR 达 41.4%，其增速超过收入增速，且净利率保持稳步提升的态势。旗舰品牌 MAOGEPING 于 2000 年推出，是中国首个高端美妆品牌，同时也是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按 2023 年零售额计算，排名第十二。彩妆构成基本盘，护肤品与香水分别为第二、三成长曲线。

随着产品种类的多样化与丰富度的提升，消费者对彩妆及高端美妆产品需求不断升级，中国彩妆与高端美妆行业市场规模进一步增长。根据 Frost & Sullivan 资料，中国彩妆行业在 2023 年市场规模为 1,168 亿元。相较于日本、韩国等国家，中国人均彩妆支出增长空间仍广阔。中国高端美妆行业在 2023 年市场规模为 1,942 亿元，目前主要由外资主导。但随着消费者对国货认可度提升，叠加品牌营销策略升级，国货彩妆品牌如毛戈平有望快速崛起。

未来潜力展望:

- 1) 依托中国美妆界大师毛先生的 IP 形象，为品牌提供专业背书，增强品牌个性化与差异化。毛先生开创将光影美学的精髓与东方美学的内核精神进行深度融合的模式，构建出独具匠心的化妆理念。
- 2) 线下渠道共运营 372 个自营专柜，在中国美妆品牌中位列第二。线上渠道无论是收入还是复购率均显著高于行业平均水平。
- 3) 彩妆和护肤品不断推陈出新，新开发的香水成新增长曲线。
- 4) 作为国内极少数同时拥有自主品牌和化妆培训学校的企业之一，化妆培训业务不仅提升公司的品牌形象，还与产品研发形成协同效应，为市场输送大量专业人才。学员的良好口碑传播也进一步扩大品牌影响力。

投资建议: 我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 39.1 亿元/51.1 亿元/65.1 亿元，分别同比增长 35.6%/30.7%/27.2%；归母净利润分别为 8.4 亿元/10.7 亿元/13.9 亿元，分别同比增长 27.0%/26.9%/30.2%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示: 居民消费水平下滑、行业竞争加剧风险、品牌声誉风险、产品销售不及预期等。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,886	3,913	5,114	6,505
增长率 (%)	57.8%	35.6%	30.7%	27.2%
归母净利润 (百万元)	662	841	1,067	1,390
增长率 (%)	88.0%	27.0%	26.9%	30.2%
毛利率 (%)	84.8%	85.0%	85.3%	85.5%
每股收益 (元)	1.35	1.72	2.18	2.84
市盈率 (P/E)	52.2	41.1	32.4	24.9

数据来源: 公司财报, 国证国际预测

谢欣茹 医药行业分析师

xiexinru@sdicsi.com.hk

目录

1. 公司介绍	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 股权结构	4
1.3. 业务经营	5
1.4. 财务状况	5
2. 彩妆行业增长空间巨大，高端美妆由国际品牌主导	7
2.1. 彩妆 VS 护肤	7
2.2. 大众 VS 高端美妆	8
3. 未来潜力：毛先生 IP 为品牌背书，产品多样化带来成长	10
3.1. 毛先生 IP 为品牌专业背书，“光影美学+东方美学”构建独特化妆理念	10
3.2. 百货专柜提供专业试妆，线上渠道快速铺开	10
3.3. 开拓新产品类别，香水打造新增长曲线	12
3.4. 化妆培训机构是中国最大机构之一，与产品研发产生协同效应	14
4. 盈利预测	15
4.1. 财务报表预测	15
4.2. 估值分析	15
5. 风险提示	16
财务报表预测	17

图表索引

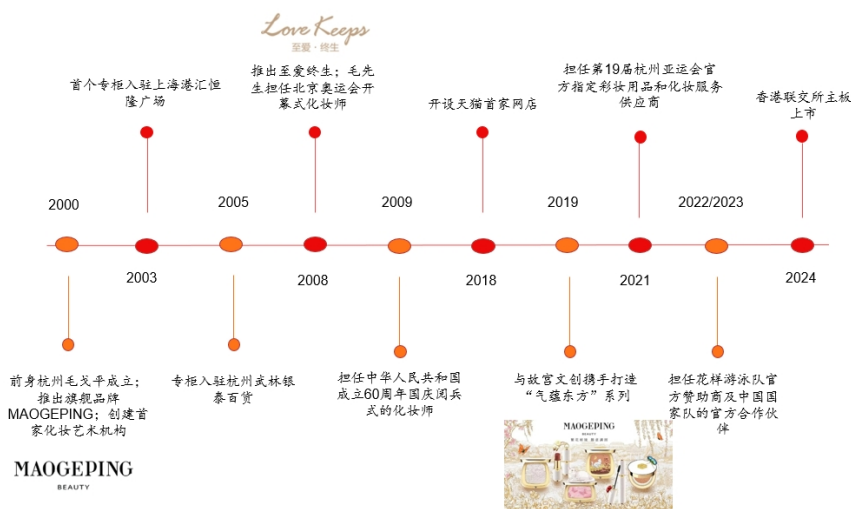
图 1: 发展历程	4
图 2: 股权结构图（截至 2024 年 12 月 10 日）	4
图 3: 2021-2024H1 按品牌划分的产品销售收入情况	5
图 4: 2021-2024H1 公司营业收入情况	6
图 5: 2021-2024H1 公司归母净利润情况	6
图 6: 2021-2024H1 公司毛利率与净利率情况	6
图 7: 2021-2024H1 公司费用情况	6
图 8: 2018-2028E 中国彩妆市场规模（亿元）	7
图 9: 各国家人均彩妆支出（元）	7
图 10: 2023 年中国彩妆市场规模（按产品细分）	7
图 11: 2023 年中国彩妆市场规模（按渠道细分）	7
图 12: 2018-2028E 中国护肤品行业市场规模（亿元）	8
图 13: 2023 年中国护肤市场规模（按产品细分）	8
图 14: 2023 年中国护肤市场规模（按渠道细分）	8
图 15: 2018-2028E 中国美妆行业市场规模（亿元）	9
图 16: 2023 年中国美妆市场规模（大众 VS 高端）	9
图 17: 气蕴东方系列	10
图 18: 光影塑颜高光粉膏	10
图 19: 2021-2024H1 线上与线下渠道收入占比情况	11
图 20: 2021-2024H1 线上与线下渠道毛利率情况	11
图 21: 百货商店的专柜设计	11
图 22: 2021-2024H1 自营专柜数量	11
图 23: 粉底	12
图 24: 高光和阴影	12
图 25: 眼妆	13
图 26: 唇妆	13
图 27: 奢华鱼子面膜	13
图 28: 代表性护肤品	13
图 29: 毛戈平香水国韵凝香系列	14
图 30: 毛戈平特色课程设置	14
图 31: 化妆培训学校地点	14
 表 1: 两大美妆品牌情况	 5
表 2: 中国高端美妆集团零售额排名（2023 年）	9
表 3: 同个专柜收入情况	12
表 4: 化妆艺术培训课程情况	14
表 5: 公司各业务拆分和预测	15
表 6: 可比公司估值水平（市盈率）	15

1. 公司介绍

1.1. 公司概况

毛戈平（以下简称“公司”）自 2000 年成立以来，在美妆行业深耕细作达 25 年，已成为中国高端美妆领先集团。根据 Frost & Sullivan 资料，公司在中国十大高端美妆集团中，作为唯一的中国企业荣登榜单。公司的旗舰品牌 MAOGEPING 于 2000 年问世，是中国首个高端美妆品牌；继而在 2008 年，公司又推出另一高性价比品牌——至爱终生。

图 1：发展历程



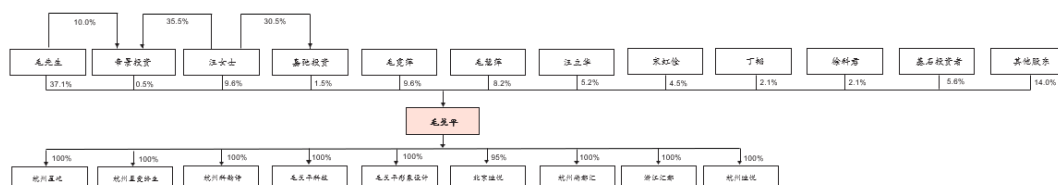
数据来源：招股说明书、国证国际

1.2. 股权结构

家族企业，股权集中。公司创始人、控股股东、中国美妆届著名化妆师毛戈平先生（简称“毛先生”）及其太太汪立群直接及间接持有公司约48%的股权。其他家族成员如毛霓萍和毛慧萍分别持有公司约9.6%和8.2%的股权。公司IPO还引入六名基石投资者，分别是CPE Investment、LVC、Seraphim Advantage、常春藤、Brilliant Partners Fund LP及China Core Fund和Mega Prime。

公司创始人、董事长兼执行董事毛先生负责公司业务战略和管理，拥有三十余年的化妆艺术领域从业经验，在创办公司前曾于浙江省越剧团任职。其夫人汪立群女士担任公司执行董事兼副董事长，以及浙江毛戈平形象设计艺术学校的联合创始人，也曾于浙江省越剧团担任演员。除毛氏家族成员外，公司执行董事、总裁兼MAOGEPING品牌事业部总经理宋虹伶负责MAOGEPING品牌建设、市场推广及销售管理工作。

图 2：股权结构图（截至 2024 年 12 月 10 日）



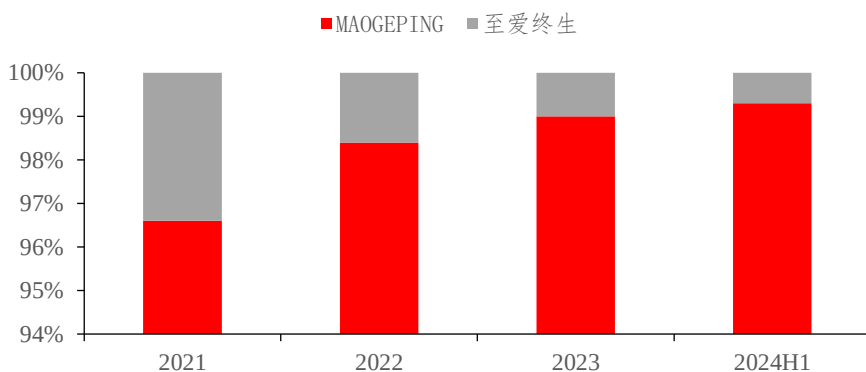
数据来源：招股说明书、国证国际

1.3.业务经营

公司融合光影美学与东方美学精髓，精心创造出两大美妆品牌——MAOGEPING 和至爱终生。其中，2000 年推出的旗舰品牌 MAOGEPING 以创始人毛先生的名字命名。该品牌充分发挥高光与修容技巧的优势，巧妙雕琢面部轮廓，赋予其更为立体、有形的视觉效果，同时深度融入中国传统文化的美学理念与原则，实现了传统文化与现代美妆的完美融合。根据 Frost & Sullivan 资料，MAOGEPING 是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按 2023 年零售额计算，排名第十二。2008 年，公司瞄准大众市场，推出至爱终生，为消费者提供一系列具性价比的彩妆和护肤品。

此外，公司创办了九所专业化妆艺术机构，提供全面、系统的面授化妆培训课程，为行业培养众多新生力量，助力新一代化妆师和美妆爱好者成长与发展。

图 3：2021-2024H1 按品牌划分的产品销售收入情况



数据来源：招股说明书、国证国际

表 1：两大美妆品牌情况

品牌	目标客户	产品类型	建议价格范围（元）	营销策略
MAOGEPING	注重品质、奢华与独特性	彩妆及护肤品	200-800	主要通过百货专柜及其他线下及线上渠道
至爱终生	追求性价比	彩妆及护肤品	120-380	主要通过线下经销

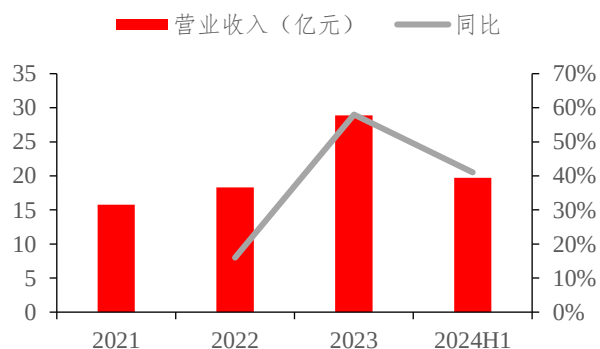
数据来源：招股说明书、国证国际

1.4.财务状况

公司业绩实现快速增长，利润增速超收入增速。在彩妆和护肤品的拉动下，公司收入从 2021 年的 15.8 亿元增长至 2023 年的 28.9 亿元，CAGR 为 35.3%；归母净利润从 2021 年的 3.3 亿元增长至 2023 年的 6.6 亿元，CAGR 为 41.4%。2024H1 公司实现收入和归母净利润分别为 19.7 亿元和 4.9 亿元，均同比增长 41.0%。

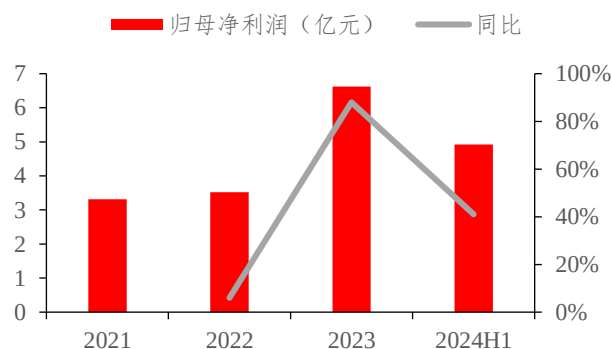
公司综合毛利率维持在 84%，净利率稳步提升。公司销售费用率和管理费用率近几年均有所下滑，2024H1 分别为 47.5%和 6.8%。受益于良好的费用控制，净利率从 2021 年的 21.0% 提升至 2024H1 的 25.0%。

图 4：2021-2024H1 公司营业收入情况



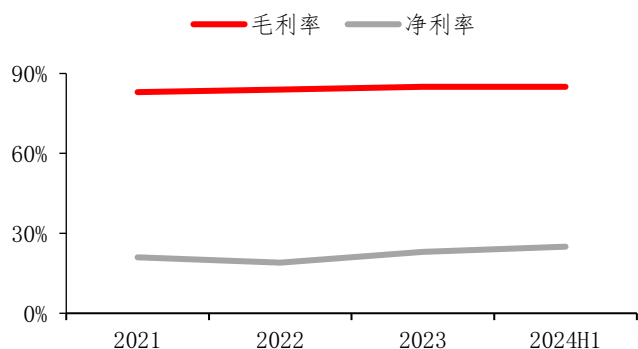
数据来源：招股说明书、国证国际

图 5：2021-2024H1 公司归母净利润情况



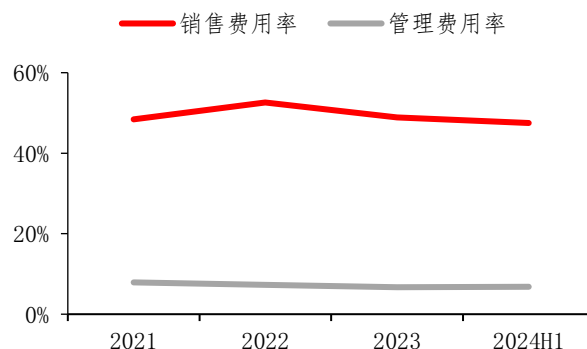
数据来源：招股说明书、国证国际

图 6：2021-2024H1 公司毛利率与净利率情况



数据来源：招股说明书、国证国际

图 7：2021-2024H1 公司费用情况



数据来源：招股说明书、国证国际

2. 彩妆行业增长空间巨大，高端美妆由国际品牌主导

美妆产品主要涵盖护肤品和彩妆，是指能够改善皮肤状态并突出或改变面部或身体外观的化妆品。根据 Frost & Sullivan 资料，2023 年中国美妆行业市场规模（以零售额计）达 5,798 亿元，其中护肤品占 79.9%，彩妆占 20.1%；大众市场美妆品牌占 66.5%，高端美妆品牌占 33.5%。

竞争格局方面，中国国货美妆行业呈现分散态势，CR5 仅 12.8%（按 2023 年零售额计算）。MAOGEPING 是中国第六大国货美妆品牌。

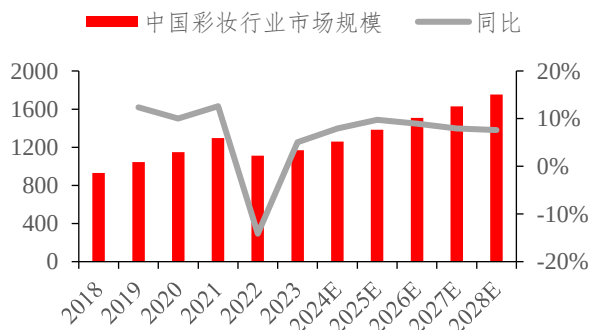
2.1. 彩妆 VS 护肤

中国彩妆行业：

随着产品种类的多样化与丰富度的提升、以及消费者对彩妆需求不断升级，中国彩妆市场规模有所增长。根据 Frost & Sullivan 资料，按零售额计算，中国彩妆市场规模从 2018 年的 930 亿元增长至 2023 年的 1,168 亿元，CAGR 为 4.7%，并预计 2028 年市场规模将达到 1,752 亿元。2022 年公司收入增速出现下滑，主要是由新冠疫情致使销售业绩降低所致。按产品类别划分，消费者对面妆的需求量处于首位，收入占比高达 49.1%，其次是唇妆。按渠道划分，彩妆市场由线上主导，线上渠道占约六成，而线下也是重要渠道，以百货商店为主。与日本、韩国等国家对比，中国人均彩妆支出增长潜力仍巨大。2023 年，中国人均彩妆支出为 83 元，远低于西欧（352 元）、日本（414 元）、韩国（669 元）和美国（881 元）。

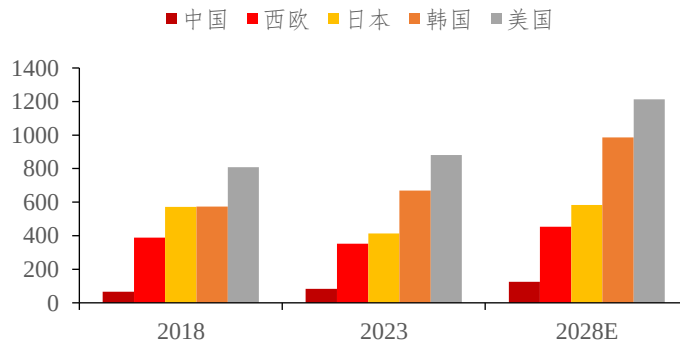
竞争格局方面，中国国货彩妆行业相对集中，CR5 达 31.3%（按 2023 年零售额计算）。MAOGEPING 是中国第二大国货彩妆品牌。按 2023 年线下渠道所产生的零售额计算，MAOGEPING 是中国最大的国货彩妆品牌。

图 8：2018-2028E 中国彩妆市场规模（亿元）



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

图 9：各国家人均彩妆支出（元）

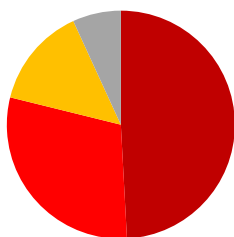


注：西欧包括安道尔、奥地利等 27 个国家

数据来源：招股说明书、国家统计局、Frost & Sullivan、国证国际

图 10：2023 年中国彩妆市场规模（按产品细分）

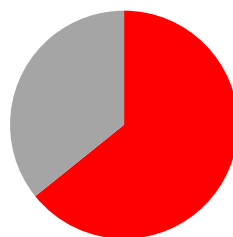
■ 面妆 ■ 唇妆 ■ 眼妆 ■ 其他



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

图 11：2023 年中国彩妆市场规模（按渠道细分）

■ 线上 ■ 线下



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

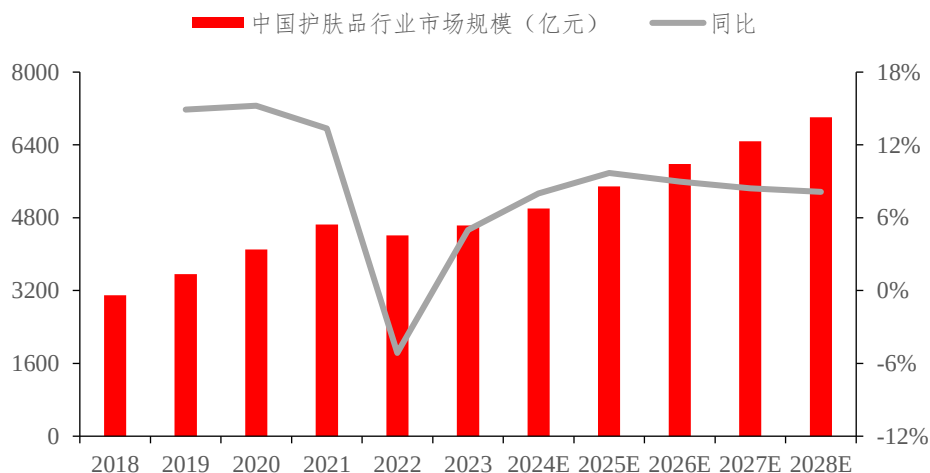
中国护肤行业：

中国护肤行业占美妆行业约八成市场份额，且市场规模增速略高于彩妆行业。根据 Frost & Sullivan 资料，按零售额计算，中国护肤市场规模从 2018 年的 3,097 亿元增长至 2023 年的 4,630 亿元，CAGR 为 8.4%，并预计 2028 年市场规模将达到 7,011 亿元。

按产品类别划分，面部护理是护肤行业最大的市场，市场份额超 80%。根据 Frost & Sullivan 统计，2023 年面部护理市场规模为 3,744 亿元，并预计将以 CAGR 的 9.0% 增长至 2028 年的 5,756 亿元。

按销售渠道划分，随着电商平台快速发展，线上渠道占比增大，2023 年市场份额约 52.0%。线下市场随着疫情后时代开启，预计未来增速有望加快。

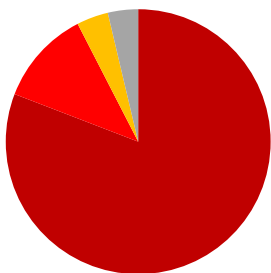
图 12：2018-2028E 中国护肤品行业市场规模（亿元）



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

图 13：2023 年中国护肤市场规模（按产品细分）

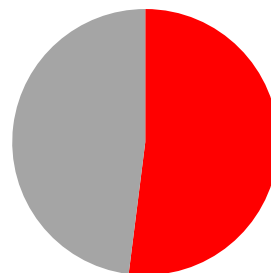
■ 面部护理 ■ 身体护理 ■ 手部护理 ■ 其他



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

图 14：2023 年中国护肤市场规模（按渠道细分）

■ 线上 ■ 线下



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

2.2. 大众 VS 高端美妆

按照价格带，中国美妆市场可分为高端美妆和大众美妆，近几年高端品牌市场规模增速与大众品牌基本一致。根据 Frost & Sullivan 资料，按零售额计算，中国高端美妆品牌市场规模从 2018 年的 1,334 亿元增长至 2023 年的 1,942 亿元，CAGR 为 7.8%，并预计 2028 年市场规模将达到 3,110 亿元。

竞争格局方面，中国美妆高端行业集中度较高，CR5 达 55.4%且均为国际集团（按 2023 年零售额计）。公司是第七大高端美妆集团，也是唯一一家进入前十名的高端美妆集团，市场份额为 1.8%。若按品牌来排名，2023 年，MAOGEPING 是中国十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌；按线下销售额计算，MAOGEPING 是中国第十一大高端美妆品牌且前五名唯一国货品牌；按百货商店部分产生零售额计算，MAOGEPING 是中国第八大高端美妆品牌。

图 15：2018-2028E 中国美妆行业市场规模（亿元）

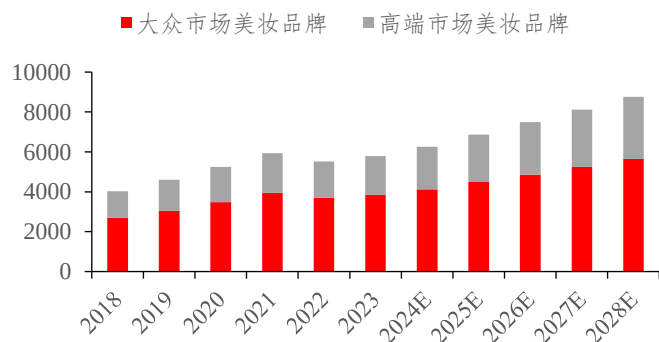
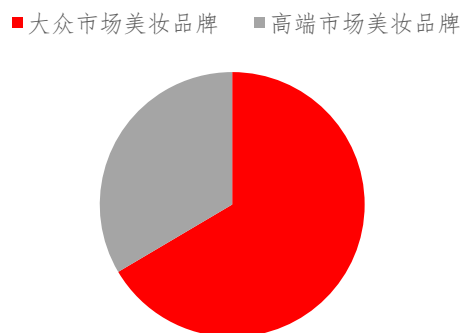


图 16：2023 年中国美妆市场规模（大众 VS 高端）



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

表 2：中国高端美妆集团零售额排名（2023 年）

排名	集团名称	零售额（亿元）	国际/国内	市场份额
1	欧莱雅	399.3	国际	20.6%
2	雅诗兰黛	323.1	国际	16.6%
3	LVMH	157.2	国际	8.1%
4	资生堂	130.0	国际	6.7%
5	宝洁	66.6	国际	3.4%
6	香奈儿	38.5	国际	2.0%
7	毛戈平	35.5	国内	1.8%
8	希思黎	24.2	国际	1.2%
9	娇韵诗	22.1	国际	1.1%
10	爱茉莉太平洋	20.0	国际	1.0%

数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、国证国际

3. 未来潜力：毛先生 IP 为品牌背书，产品多样化带来成长

3.1. 毛先生 IP 为品牌专业背书，“光影美学+东方美学”构建独特化妆理念

依托中国美妆界大师毛先生 IP 为品牌做专业背书，增强品牌的个性与差异化优势。同样以创始人专业背景出身打造 IP 的国际知名品牌包括日本的 Shu Uemura、美国的 Bobbi Brown 等，已证明该发展路径的成功，且各创始人 IP 都具有显著的稀缺性，成为品牌的核心竞争力之一。

毛先生出身于温州，早期从事越剧表演工作，对小生、花旦色彩明快柔和、线条清新的扮相深有感悟并留下深刻印象。毛先生在上海戏剧学院深造期间，把对学习的关注也投入到化妆研究上。其投身化妆艺术近四十年，自 1984 年起，先后为多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，成功塑造以武则天为代表的一系列深入人心的影视人物形象，被誉为“魔术化妆师”。毛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，在北京奥运会开幕式中，毛先生担任国际奥委会主席罗格先生的私人化妆造型师。此外，毛先生对品牌发展的影响不仅体现在专业能力和创造性视野层面，其良好的社媒形象也有助于扩大公司品牌知名度和对消费者的吸引力。截至 2024 年 11 月 23 日，微博及抖音平台上关于毛先生及 MAOGEPING 话题的互动分别超过 62 亿次及 49 亿次。

毛先生开创将光影美学的精髓与东方美学的内核精神深度融合的理念，将艺术性和化妆技巧与东方文化实现完美结合，进而提升化妆效果，并为美妆产品开发方面的成功制定路线图。光影美学指运用高光和修容技巧使面部轮廓更加有形。东方美学指涵盖了源自中国传统文化的美学理念和原则。MAOGEPING 致力于传播中国丰富的文化遗产，以独特的产品彰显深厚的东方传统。东方文化诠释与化妆品技术的融合，颠覆市场对于中国化妆品缺乏高端品质的传统认知。

公司与故宫文创携手打造“气蕴东方”系列，目前已升级至第五代，该系列将丰富的东方元素优雅地融入现代美学理念，巧妙地把故宫博物院的百年传承和传统东方美学的精髓融入产品之中，赢得市场广泛赞誉并吸引众多忠实的品牌拥护者。

图 17：气蕴东方系列



数据来源：招股说明书、国证国际

图 18：光影塑颜高光粉膏

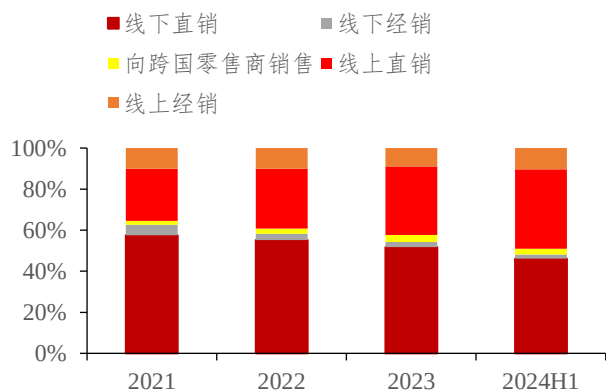


数据来源：招股说明书、国证国际

3.2. 百货专柜提供专业试妆，线上渠道快速铺开

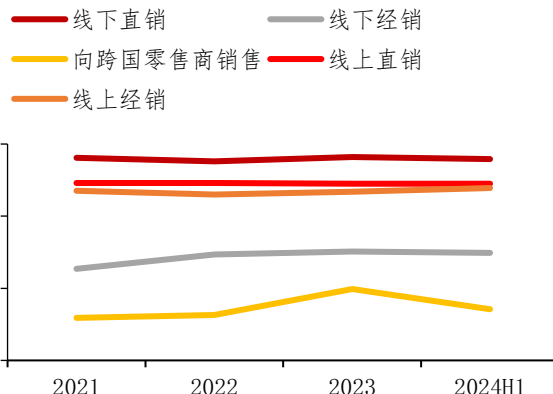
线上与线下渠道平分秋色，百货自营为核心收入来源。公司线下渠道包括自营专柜直销、向一家高端美妆零售商销售、线下经销，收入占比逐年下滑，2024H1 达 50.9%，毛利率保持在 86% 左右。线上渠道涵盖小红书、天猫、抖音等平台，包括直营网店销售、线上经销。因“电商+直播”模式快速崛起，线上渠道收入占比从 2021 年 35.4% 的提升至 2024H1 的 49.1%，毛利率稳定维持在 85%。

图 19：2021-2024H1 线上与线下渠道收入占比情况



数据来源：招股说明书、国证国际

图 20：2021-2024H1 线上与线下渠道毛利率情况



数据来源：招股说明书、国证国际

线下渠道：

公司线下渠道以百货柜台为主，也与知名高端跨国美妆零售商（丝芙兰）及经销商合作来拓展销售网络。根据 Frost & Sullivan 资料，2023 年公司线下渠道产生的零售额在国货彩妆中排第一，而且是第一家在高端百货商店设立专柜的高端国货美妆集团，按 2023 年零售额计算，公司在中国百货商店部分位列国货彩妆品牌第一。

专柜网络由自营和经销商专柜构成，直接经营大多数专柜。自 2003 年在上海港汇恒隆广场设立第一个专柜以来，截至 2024 年 6 月 30 日，公司已在全国逾 120 个城市运营 372 个自营专柜，在中国所有美妆品牌中排名第二，且配置超 2,700 名美妆顾问。公司通过体验式营销策略，由精通化妆知识和技能的训练有素的美妆顾问提供支持，为消费者提供专业的试妆服务，凸显产品效果。同个专柜数方面，2024H1 收入同比增长 18.1%，表现出强韧的增长力。2023 年公司常态化新开设 36 个自营专柜，估计 2024 年新开设自营专柜 30-40 个。另外，2024H1 线下注册会员数量超 4.2 百万个，且复购率远超行业平均水平。

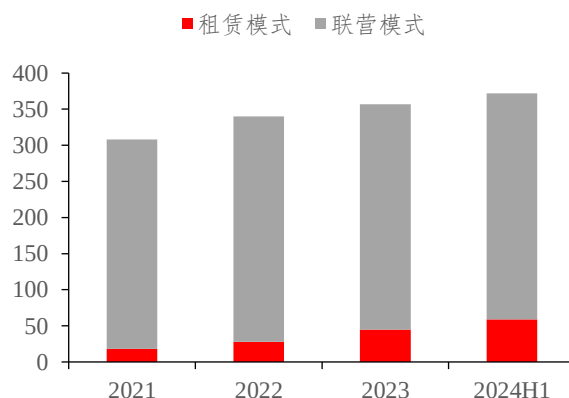
同时，公司借助丝芙兰渠道进军海外市场，开启国际化之路。

图 21：百货商店的专柜设计



数据来源：招股说明书、国证国际

图 22：2021-2024H1 自营专柜数量



数据来源：招股说明书、国证国际

表 3：同个专柜收入情况

	2021	2022	2022	2023	2023H1	2024H1
数目	230		277		312	
总收入（百万元）	731.5	783.0	878.7	1,193.8	655.3	773.9
平均收入（百万元）	3.2	3.4	3.2	4.3	2.1	2.5
同比增速	7.0%		35.9%		18.1%	

数据来源：招股说明书、国证国际

线上渠道：

公司的线上渠道无论是收入还是复购率，均显著高于行业平均水平。在公司强化品牌建设、营销力度推动下，线上渠道收入不断攀升。公司在多个线上平台已建立强大的影响力。截至 2024 年 11 月 23 日，小红书吸引超过 89 万名粉丝，点赞与收藏超过 210 万；抖音主页拥有超 440 万名粉丝，获赞超过 230 万，天猫网店拥有超过 660 万名粉丝。

公司在新兴线上平台上发布关于品牌故事的创意内容，并通过吸引人的化妆教程证明产品功效。公司还在线上平台合作开展多项营销活动，例如，公司与天猫合作开展「光影 20 周年」活动，来庆祝公司成立 20 周年；与抖音合作举办「东方甄选」活动。公司亦与知名 KOL 合作，KOL 通过流行社交媒体平台上的短视频、帖子或直播活动测试及代言公司产品，提高品牌知名度。

3.3. 开拓新产品类别，香水打造新增长曲线

公司化妆品以彩妆为基本盘，护肤品、香水为第二、三成长曲线。

彩妆：

彩妆系列包括粉底、高光和阴影、眼妆和唇妆等各类产品，截至 2024 年 6 月 30 日，共 337 个彩妆 SKU，底妆贡献大部分收入（占彩妆的 40%-50%）。未来底妆也是公司的发展重点，核心 SKU 已经历近 20 年的市场验证，特色是薄、透、贴、持妆。

公司同时推出限量版彩妆，融入行业趋势、传统文化及先进技术，代表作品为气蕴东方系列。2024H1 公司彩妆收入占总收入的 55.1%。未来公司计划开发针对不同肤色及肤质的专业产品，来扩大彩妆行业地位。

图 23：粉底



图 24：高光和阴影



数据来源：招股说明书、国证国际

数据来源：招股说明书、国证国际

图 25：眼妆



数据来源：招股说明书、国证国际

图 26：唇妆



数据来源：招股说明书、国证国际

护肤品：

公司护肤品涵盖面霜、眼部护理、精华液等产品，截至 2024 年 6 月 30 日，共 50 个护肤品 SKU。明星产品为奢华鱼子面膜和奢华养肤黑霜，具有深层修复、抚平细纹、缩小毛孔等功效，其中奢华鱼子面膜 2024H1 销售额超 4.5 亿元。未来公司计划丰富产品类别，包括有效成分和技术，不断推陈出新。

图 27：奢华鱼子面膜



数据来源：招股说明书、国证国际

图 28：代表性护肤品



数据来源：招股说明书、国证国际

香水：

除了彩妆和护肤品，公司在 2025 年 1 月新发布独家香水系列——国韵凝香，零售价 1280 元，进一步丰富产品矩阵，增强公司在化妆品市场的吸引力和竞争定位。

根据《2024 中国香水香氛行业白皮书》，2023 年小红书平台上涉及香水的相关搜索量增长 23%，对香氛感兴趣的户数突破 6,500 万，尤其是男性对香水香氛的兴趣正逐步上扬，未来该领域的兴趣人群覆盖率将更广泛。

图 29：毛戈平香水国韵凝香系列



数据来源：官网、国证国际

3.4. 化妆培训机构是中国最大机构之一，与产品研发产生协同效应

作为国内极少数同时拥有自创品牌和化妆培训学校的公司之一，化妆培训业务不仅提升公司的品牌形象，还与产品研发产生协同效应、为市场输送大量专业人才，并在学员形成口碑传播，扩大品牌影响力。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在全国创办九所化妆艺术机构，包括北京、上海、深圳等 9 个城市，共 194 名培训人员及 3,539 名课程参与者。根据 Frost & Sullivan 资料，按 2023 年课程参与者报读人数计算，公司是中国最大的化妆艺术培训机构之一。

毛戈平美妆教育秉承毛先生的光影美学体系，与唯美·经典·时尚的艺术风格，在坚持学院派教育的基础上，深入研究我国民族艺术的美学精神并广泛吸收西方现代化妆领域中的艺术成果。培训课程的化妆品及美妆工具部分来自 MAOGEPING 品牌，在完成美学理论的传承的同时，有效提升产品在专业化妆界的知名度。培训过程的巧妙设计为产品提供建设性的反馈意见，培训师和课程参与者合作协同使得产品不断升级。

图 30：毛戈平特色课程设置



数据来源：官网、国证国际

图 31：化妆培训学校地点



数据来源：官网、国证国际

表 4：化妆艺术培训课程情况

化妆艺术培训课程类别	持续时间
形象设计和艺术创意课程	10 个月
化妆造型全科课程	5 个月/6 个月
光影/时尚美妆课程	3 个月
时尚美妆课程	2 个月
其他短期兴趣课程	2 个月内

数据来源：招股说明书、国证国际

4. 盈利预测

4.1. 财务报表预测

我们将收入来源拆分为线上渠道、线下渠道以及化妆培训，并预计线上渠道的收入增速超线下渠道，化妆培训业务收入稳定增长。综合来看，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 39.1 亿元/51.1 亿元/65.1 亿元，分别同比增长 35.6%/30.7%/27.2%；归母净利润分别为 8.4 亿元/10.7 亿元/13.9 亿元，分别同比增长 27.0%/26.9%/30.2%。

表 5：公司各业务拆分和预测

	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,913	5,114	6,505
YOY (%)	35.6%	30.7%	27.2%
归母净利润（百万元）	841	1,067	1,390
YOY (%)	27.0%	26.9%	30.2%

数据来源：国证国际预测

4.2. 估值分析

我们采用 PE 估值方法对公司进行估值，并选取香港上市的巨子生物、上美股份和 A 股的华熙生物、丸美股份作为可比公司，测算出 2025 年四家化妆品企业预测市盈率平均值约 25.0 倍。综合考虑公司 3 月入港股通在即和高成长潜力，我们给予公司一定的估值溢价，即 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 82 港元，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值水平（市盈率）

代码	公司	总市值（亿港元）	PE 倍	
			2025E	2026E
2367.HK	巨子生物	648.5	23.1	18.5
2145.HK	上美股份	143.5	12.0	9.8
688363.SH	华熙生物	233.7	36.0	29.3
603983.SH	丸美股份	133.5	28.7	23.2
平均数			25.0	20.2

注：截至 2025 年 2 月 28 日 数据来源：Wind 一致盈利预测、国证国际

5. 风险提示

- 1) 居民消费水平下滑；
- 2) 行业竞争加剧风险；
- 3) 品牌声誉风险；
- 4) 产品销售不及预期等。

财务报表预测

<u>利润表</u>					<u>资产负债表</u>				
(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,886	3,913	5,114	6,505	现金及现金等价物	1,138	1,436	1,501	1,713
销售成本	-438	-586	-753	-941	应收账款	158	205	266	293
毛利	2,448	3,327	4,361	5,564	存货	342	445	578	694
销售费用	-1,412	-1,977	-2,669	-3,390	其他流动资产	60	65	72	78
管理费用	-192	-279	-334	-391	流动资产总额	1,698	2,151	2,417	2,779
财务成本净额	-2	-2	-2	-2	固定资产	168	227	349	464
税前盈利	888	1,128	1,432	1,865	无形及其他非流动	229	111	123	137
所得税	-224	-285	-362	-471	非流动资产总额	397	339	472	601
归母净利润	662	841	1,067	1,390	总资产	2,095	2,489	2,889	3,380
EPS (元, 最新摊薄)	1.35	1.72	2.18	2.84	应付账款	104	155	202	263
					其他流动负债	426	466	466	466
同比增长率					流动负债总额	529	621	668	728
收入 (%)	57.8%	35.6%	30.7%	27.2%	其他非流动负债	17	24	21	23
归母净利润 (%)	88.0%	27.0%	26.9%	30.2%	非流动负债总额	17	24	21	23
					总负债	547	645	688	751
<u>财务指标</u>					<u>现金流量表</u>				
盈利能力					经营活动现金流	700	501	321	453
毛利率	84.8%	85.0%	85.3%	85.5%	投资活动现金流	-195	-188	-231	-220
净利率	22.9%	21.5%	20.9%	21.4%	融资活动现金流	-255	-15	-26	-20
营运能力					现金净增加额	250	298	65	212
行销费用/收入 (%)	55.6%	57.7%	58.7%	58.1%	期初持有现金	888	1,138	1,436	1,501
资本结构					期末持有现金	1,138	1,436	1,501	1,713
资产负债率	26.1%	25.9%	23.8%	22.2%					

数据来源: Wind、国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010