

渠道增量的确定性更为重要， 入通后资金有望进一步打开

核心观点

我们在 2024 年 12 月 12 日发布的《毛戈平(1318): 东方美学下的高端国货美妆领跑者，渠道产品品牌三重共振》报告中已对公司整体情况和发展做了详细的论述，结合本篇报告更新的数据，我们进一步发现今年以来公司在线下开店、线上销售等方面均持续超预期发展。不同于观测新品销售路径的传统分析模式，公司产品实际已布局较全，线上主要依赖成功单品的上线，其成功率及产品生命周期也会更优，基于渠道发展的预判模式较预判产品是否成功的确定性更强，也更易观测。公司纳入恒生综合指数将于 3 月 10 日正式生效，有望纳入港股通，增量资金预计将有效贡献。

专柜优质点位销售能力验证，强势开店带动线下增长

截止 2025 年 3 月 3 日，官网可查询的全国门店数共 430 家，较 2024 年 12 月 9 日查询的 416 家增长 14 家，3 个月时间已完成近一半的全年开店目标（募投计划每年开设 30 家）。以上海为例，我们发现毛戈平专柜与兰蔻专柜点位重合度实际并不高，毛戈平高线城市门店铺位的优化仍具备显著空间。2024 年公司在武汉和成都 SKP 均开设了快闪店，目前均已转为正式店，2025 年初，公司北京 SKP 的快闪店开业，进一步验证了在一线核心高端商业体的销售能力。新店数量及质量的同步增长预计将对线下收入增速贡献 10% 左右的贡献。而从同店角度来看，公司计划每年升级翻新 70 至 100 个现有专柜，叠加新品推出的连带效应，预计单柜收入增长仍可持续，即使在线下业态受损的 2022 年毛戈平同店依然有 7% 的增长，会员的高复购粘性预计也将对同店贡献约 10% 的增量，且由于线下多数费用为固定开支，伴随单柜收入提升，利润率也将有效提高。

线上渠道的发展遵循理性平衡，核心单品仍在快速起量期

2024H1 公司线上销售收入占比为 49%，即使相较于国际品牌也处于相对较低水平。公司更加注重线上线下的有序平衡，整体对价格管控和销售规模都有所控制。毛戈平此前线上销售产品相对集中，24 年抖音渠道 40.9% 的销售额来自于两款粉膏，15.7% 来自鱼子面膜，25 年前两个月数据来看，鱼子气垫、皮肤衣、黑霜 3 款产品销售占比显著提升，带动抖音增速快速提高。而对于

毛戈平 (1318.HK)

维持

买入

于佳琪

yujiqibj@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080003
SFC 编号:BPC301

叶乐

yele@csc.com.cn
18521081258
SAC 编号:S1440519030001
SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100001

发布日期: 2025 年 03 月 07 日

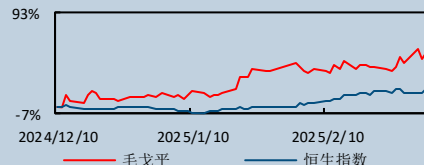
当前股价: 84.25 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
19.17/0.85	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		84.25/51.95
总股本 (万股)		49,018.69
流通 H 股 (万股)		26,184.23
总市值 (亿港元)		412.98
流通市值 (亿港元)		412.98
近 3 月日均成交量 (万)		328.13
主要股东		
毛戈平		36.48%

股价表现



相关研究报告

【中信建投社服商贸】毛戈平(1318): 东方美学下的高端国货美妆领跑者，渠道产品品牌三重共振
24.12.12

天猫渠道，2024年双十一期间鱼子面膜销售发力，带动全年护占比提升到了35.5%（2023年为27.0%），2024年的新品羽翼气垫也表现突出（线上专供产品，与线下的星耀气垫同款，实际也并非全新单品）。核心单品上线上还有充足潜力，而非依赖新的爆品收割流量，线上收入增长的确性突出。

公司的产品逻辑是基于常青品的长生命周期逻辑，品类布局已较为完善，销售端有待开发

毛戈平通过长期打造的线下销售模式对产品已进行了充分的市场调研，对于成功单品再进入线上销售，使得其宣传难度远低于全新产品，ROI普遍较高，线上利润率可以达到25%。从线上线下的产品数量来看，官网可查询的SPU数量共128个（SKU预计超过300个），而天猫的SPU为77个，即使是公司线上销售占比更高的彩妆品类，SPU数量也有36%的差距，公司可上线电商的产品仍有充足储备。而护肤业务官网中系列已有7个，涉及31个SPU。2024年7月公司推出的黑金护肤线目前线下线上均有销售，塑颜紧致护肤线也采取同样策略，公司在护肤业务上的推新以及线上关注度逐步提升。

盈利预测与投资建议：毛戈平被纳入恒生综合指数，调整将于2025年3月10日起正式生效，根据港股通纳入标准，预计毛戈平大概率将同步入通，根据公司的现金流水平和上市前的分红情况，我们判断后续接近后大股东减持风险较低。作为可选消费中稀缺的具备高品牌力的本土品牌，同时盈利能力突出，具备标的稀缺性，入通有望进一步打开资金通道。我们预计公司2024-2026年实现营收41.10/55.81/73.74亿元，同比增长42.41%/35.80%/32.13%，净利润为8.87/12.02/15.72亿元，同比增长33.98%/35.51%/30.83%，对应PE为43/32/24倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争性风险；费用投放超预期风险；升级推新低预期风险；创始人及管理层声誉风险。

目录

增量的确定性来源于渠道的扩容，线上线下成长性显著.....	1
线下：门店数量及同店销售同步增长，优质物业进驻机会充足	1
线上：线上渠道谨慎平衡，增长潜力充分	5
常青单品具备更长生命周期，线下完善的产品矩阵仍有线上化空间	7
股东持股稳定，成分股纳入将进一步打开资金通道.....	11
投资评价和建议	13
风险分析.....	14
报表预测.....	15

图目录

图 1:毛戈平专柜全国分布情况-截止 2025 年 3 月 3 日.....	1
图 2: 毛戈平专柜分城市等级近 3 个月新开店情况（家）	1
图 3:武汉 SKP 毛戈平专柜已进入国际品牌核心区位	2
图 4:毛戈平北京 SKP 快闪店	3
图 5: 毛戈平北京 SKP 快闪店.....	3
图 6:毛戈平各档会员百货专柜人均零售额（元）	3
图 7: 毛戈平各档会员百货专柜确认收入（亿元）	3
图 8:毛戈平四档会员权益	4
图 9:毛戈平杭州新美容坊	4
图 10:抖音平台销售渠道月度占比变化.....	5
图 11:天猫大促毛戈平排名变动情况	5
图 12:MAOGEPING 天猫&抖音主要产品销售占比变化	6
图 13:2023 年以来线上天猫及抖音月销情况（亿元）	6
图 14:天猫彩妆各品类件均价变化情况（元/个）	8
图 15:毛戈平 vs 头部国际品牌分品类中国美妆市场占比情况.....	8
图 16:公司香水产品定价（100ml）	9
图 17:专柜香水展示台	9
图 18: 黑金系列护肤线.....	9
图 19:塑颜紧致护肤线	9
图 20: 天猫毛戈平产品占比变化.....	10
图 21: 抖音毛戈平产品占比变化.....	10
图 22:公司股权结构图（截止 2025.3.5）	11
图 23:公司经营活动现金流净额 vs 净利润（亿元）	12
图 24: 公司支付股息情况（亿元）	12

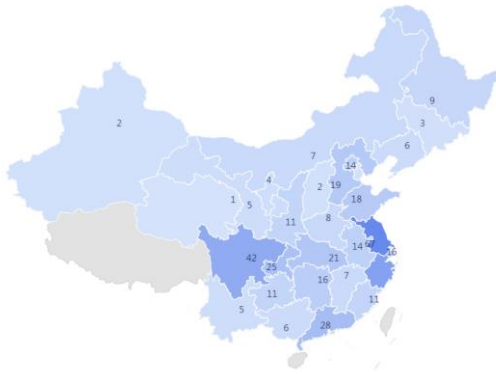
表目录

表 1:以上海地区为例，毛戈平与兰蔻专柜点位重合度并不高	1
表 2:公司专柜月均销售额情况	4
表 3:公司线上线下 SPU 数量对比（个）	7
表 4:护肤产品线布局已较为充足.....	9
表 5:公司股东持股情况及解禁日期（截止 2025.3.5）（股）	12
表 6:品牌公司估值对比表	13

增量的确定性来源于渠道的扩容，线上线下载成长性显著

线下：门店数量及同店销售同步增长，优质物业进驻机会充足

当前开店速度下有望超预期，或质量把控更为严格。根据公司募投资金的使用计划，公司计划每年新增 30 家专柜门店。截止 2025 年 3 月 3 日，官网可查询的全国门店数共 430 家，较 2024 年 12 月 9 日查询的 416 家增长 14 家，3 个月时间已完成近一半的全年开店目标，年初开店对全年营业额的贡献也更为突出。从数量来看，专柜数量最多的省份为江苏（67 家），其次为浙江（48 家），同时川渝两省合计 67 家专柜也较为集中。公司目前专柜数量预计为美妆品牌在内地第二名（第一名预计为兰蔻），与其他高端化妆品专柜相比，公司在二线城市以上城市布局仍有较大空间，尤其一线城市当前仍较低。

图 1:毛戈平专柜全国分布情况-截止 2025 年 3 月 3 日

图 2: 毛戈平专柜分城市等级近 3 个月新开店情况（家）

	2025.3.3	2024.12.10	
新一线	138	135	+3
二线	102	100	+2
三线	80	77	+3
一线	53	50	+3
五线及以下	29	27	+2
四线	28	27	+1
总计	430	416	+14

数据来源：公司官网，中信建投证券

数据来源：公司官网，中信建投证券

具体以上海为例，毛戈平专柜与兰蔻专柜点位重合度实际并不高。截止 2025 年 3 月 3 日，毛戈平上海共计 16 家专柜，兰蔻为 23 家（均以官网列示门店为搜索依据），其中商场重叠的有 9 家，而进一步重合在同一楼层的仅有 4 家，其中 1 家为近期新开业门店，一线城市公司的门店铺位的优化仍具备显著空间，从新开业的区位来看，毛戈平已经具备与国际中高端品牌进入同一区域的品牌力和销售能力，数量上的增长空间依然显著。

表 1:以上海地区为例，毛戈平与兰蔻专柜点位重合度并不高

	兰蔻	毛戈平		兰蔻	毛戈平
南翔印象城（新店）	F1	F1	徐汇太平洋百货	F1	无
新世界大丸	F1	F1	徐汇东方商厦	F1	无
莘庄百盛	F1	F1	长宁高岛屋百货	F1	无
新世界百货	F1	F1	闵行区万象城	F1	无
浦东第一八佰伴	F1	F2	虹桥友谊商城	F1	无
久光百货	F1	F2	IAPM	F1	无
南京东路市一百	F1	F2	兴业太古汇	F1	无
杨浦百联又一城	F1	F2	梅龙镇	F1	无

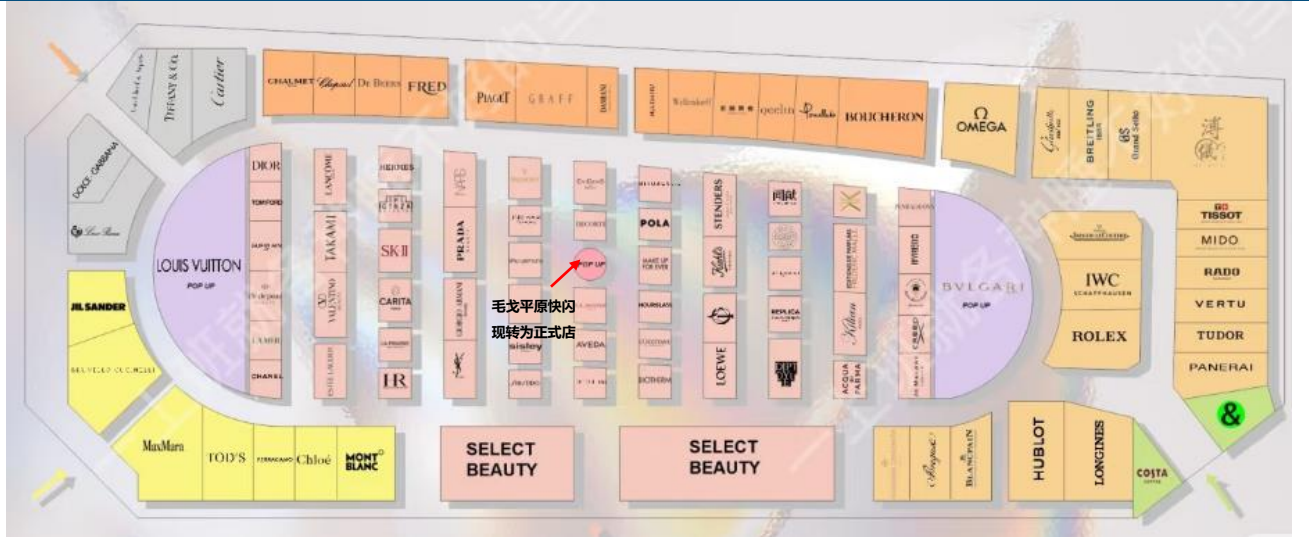
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

环球港	F1	B1	淮海中路百盛	F1	无
杨浦巴黎春天	无	F1	永安百货	F1	无
闵行南方商城	无	F1	连卡佛	F1	无
百联南桥店	无	F1	IFC	LG2	无
巴黎春天浦建店	无	F1	浦东机场	航站楼	无
普陀东方商厦	无	F1	虹桥机场	航站楼	无
K11	无	B1			
瑞虹天地太阳宫	无	B1			

资料来源：兰蔻官网，毛戈平官网，中信建投证券

毛戈平已充分验证进入高端商业体的能力，优质铺位仍将不断增加。毛戈平首家门店 2003 年开设于上海港汇恒隆，作为杭州品牌在初期实际并未受到杭州本地高端物业的充分认可，但公司坚持品牌形象定位，对物业优中选优。上海港汇恒隆保底为 9 万元，首月毛戈平即达到了 19 万的销售额，第二个月 50 万，线下销售能力得到充分验证后，品牌重返杭州并进一步向全国扩张。2024 年公司在武汉和成都 SKP 均开设了快闪店，目前均已转为正式店，以武汉 SKP 的布局来看，毛戈平已充分进入到国际品牌销售区位，周边品牌主要涉及玫珂菲、植村秀、黛珂、娇韵诗等，品牌认知度提升显著。2025 年初，公司北京 SKP 的快闪店开业，进一步验证了在一线核心高端商业体的销售能力，后续单个门店的销售额增长同样可观。

图 3:武汉 SKP 毛戈平专柜已进入国际品牌核心区



数据来源：小红书，中信建投证券

图 4:毛戈平北京 SKP 快闪店



数据来源: 小红书, 毛戈平公众号, 中信建投证券

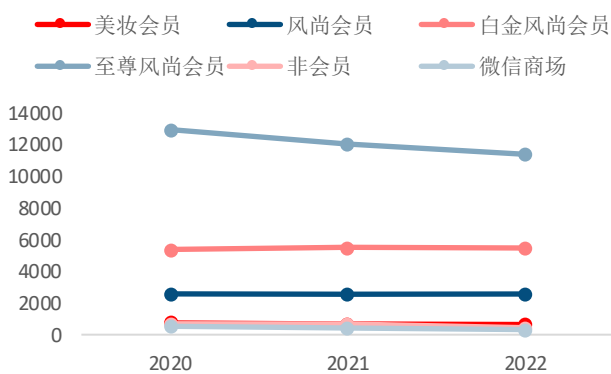
图 5: 毛戈平北京 SKP 快闪店



数据来源: 小红书, 毛戈平公众号, 中信建投证券

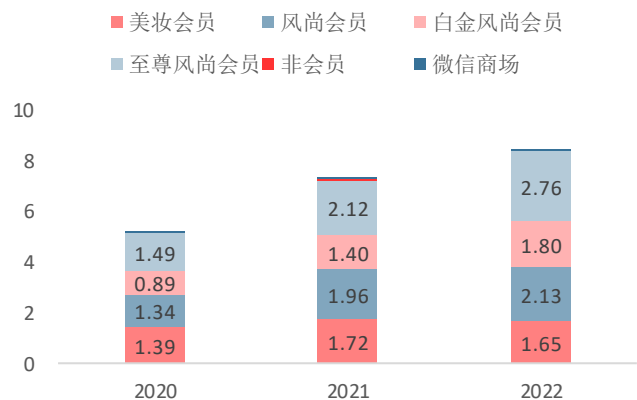
高复购高粘性的消费客群带动线下同店增长具备可持续性。公司对线下专柜会员进行分级管理，初级美妆会员注册即可享受线下美妆服务一次，后续根据消费额不同升级获得更高权益，其中消费 1800 元达到风尚会员即获得一年内 8 次美妆服务（线上消费无法同步享受）。MAOGEPING 通过线下服务场景的构建深度绑定了线下消费者，高级会员形成了跟线上消费群体的区隔。公司会员线下渠道复购率 2023 年达到 32.8%，而线上则为 22%，2022 年风尚及以上会员复购率超 80%。从会员的贡献度来看，2022 白金及至尊会员的收入贡献占百货销售的 54.3%（2020 年为 46.3%，2021 年为 48.4%），持续增长，会员的持续购买粘性使得单柜收入在行业线上化率持续提升下依然保证了增长。2024 年公司杭州线下进一步推出“美容坊”业务，单柜一次性消费 3800 元可获得 1 次体验券，线下服务向国际护肤品牌靠拢。

图 6:毛戈平各档会员百货专柜人均零售额（元）



数据来源: 毛戈平招股说明书, 中信建投证券

图 7: 毛戈平各档会员百货专柜确认收入（亿元）



数据来源: 毛戈平公众号, 中信建投证券

图 8:毛戈平四档会员权益

四大会员等级 尊享专属特权

1 风尚荟 美妆会员 绑定微信即可入会	2 风尚荟 风尚会员 12个月内专柜累计消费≥18000元
3 风尚荟 白金会员 12个月内专柜累计消费≥48000元	4 风尚荟 至尊会员 12个月内专柜累计消费≥88000元

会员权益

	美妆会员	风尚会员	白金会员	至尊会员
— 隐私定制	✓	✓	✓	✓
— 妆教教学服务	1次 ¥8000元	8次 ¥8000元	12次 ¥8000元	24次 ¥8000元
— 普级礼遇	✓	✓	✓	✓
— 风尚币	✓	✓	✓	✓
— 生日专属福利	✓	✓	✓	✓
— 生日定制礼	✓	✓	✓	✓
— 新品优先体验	✓	✓	✓	✓
— 一对一专属护肤顾问	✓	✓	✓	✓

数据来源：毛戈平公众号，中信建投证券

图 9:毛戈平杭州新美容坊



数据来源：小红书，中信建投证券

当前同店销售仍具备充分空间，线下盈利水平具备杠杆效应。公司计划升级现有专柜，以提高客户的购物体验：每年对约 70 至 100 个现有专柜进行升级及翻新，叠加新品推出的连带效应，预计单柜收入增长仍可持续。2023 年公司同个专柜（经营超 12 个月）平均收入达 430 万元，在 2022 年线下场景存在一定影响下同比增长 35.9%（2022 年依然有 7% 的增长）。2024 年行业增速回落，社零化妆品上半年增速仅 1.0%，而公司同个专柜收入平均增长达 18.1%，明显领先行业。专柜费用主要集中在人员薪酬、租金以及折摊，2022 年公司直营专柜经营利润率达 36.3%，经销专柜达 32.7%，综合考虑总部费用及税收，预计公司线下业务利润率可以达到 18% 左右，同时由于多数费用为固定开支，伴随单柜收入提升，利润率也将有所提高。

表 2:公司专柜月均销售额情况

	2021	2022	2023	2024H1
每个专柜的月均收入（万元）				
同年新开业	14.7	15.6	24.6	27.6
去年开业	17.4	16.5	26.1	27
开业两年或以上	27.6	27.9	35.4	40.8
整体总计	24.0	24.3	33	38.7
同店专柜		28.3	35.8	41.7
yoy				
同年新开业		6.1%	57.7%	12.2%
去年开业		-5.2%	58.2%	16.9%
开业两年或以上		1.1%	26.9%	15.3%
整体总计		1.3%	35.8%	16.2%
同店专柜		7.0%	35.9%	18.1%

资料来源：公司公告，中信建投证券

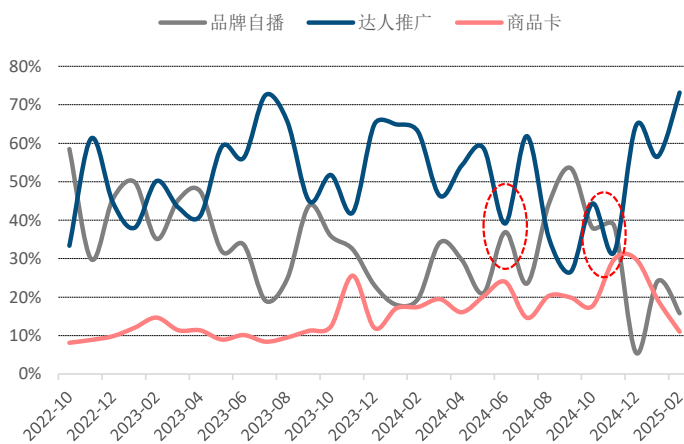
注：月均按照日均*30 计算

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

线上：线上渠道谨慎平衡，增长潜力充分

公司有效平衡线上线下销售，线上渠道仍远未触及上线。2024H1 公司线上销售收入占比为 49%，即使相较于国际品牌也处于相对较低水平（沙利文统计数据），线上化的发展仍未大规模放量。公司对于线上销售保持相对谨慎态度，更加注重线上线下的有序平衡，整体对价格管控和销售规模都有所控制。从 2024 年抖音销售来看，在 618 以及双十一大促期间，公司达人推广销售额占比明显下降，天猫李佳琦直播间大促预售来看，多次多款产品存在售罄不补货的情况（2025 年女王节为皮肤衣），均表明线上的有序销售战略。从天猫排名来看，2024 年 618 及双十一毛戈平在彩妆领域均获得第 8 名成绩，国货第 3，仍有提升空间，本次女王节首次在美妆大分类下获得 11 名，前 10 名中仅 CPB 及 YSL 为彩妆占比较高的品牌，毛戈平品牌在护肤端的增长发力预计明显。

图 10: 抖音平台销售渠道月度占比变化



数据来源：飞瓜，中信建投证券

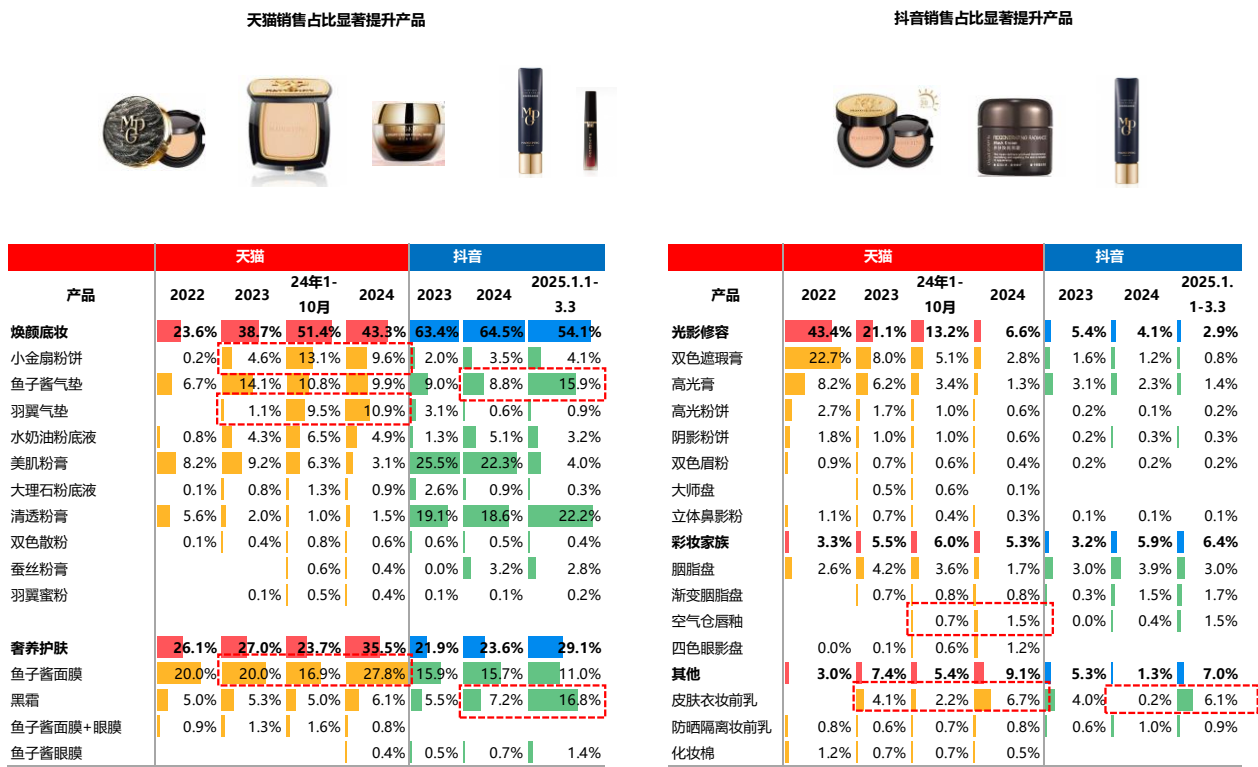
图 11: 天猫大促毛戈平排名变动情况

排名	2024年618		2024年双十一		2025年38首日
	护肤	彩妆	护肤	彩妆	美妆
1	珀莱雅	彩棠	珀莱雅	YSL	珀莱雅
2	兰蔻	CPB	兰蔻	CPB	巴黎欧莱雅
3	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅	彩棠	兰蔻
4	雅诗兰黛	YSL	海蓝之谜	NARS	可复美
5	海蓝之谜	3CE	雅诗兰黛	雅诗兰黛	CPB
6	修丽可	NARS	赫莲娜	花西子	修丽可
7	赫莲娜	花西子	修丽可	3CE	雅诗兰黛
8	SK2	毛戈平	SK2	毛戈平	YSL
9	玉兰油	巴黎欧莱雅	薇诺娜	巴黎欧莱雅	娇韵诗
10	薇诺娜	卡姿兰	玉兰油	兰蔻	海蓝之谜
11	可复美	兰蔻	娇兰	MAC	毛戈平
12	娇韵诗	MAC	可复美	蜜丝婷	赫莲娜
13	资生堂	纪梵希	娇韵诗	阿玛尼	薇诺娜
14	科颜氏	玫珂菲	科颜氏	卡姿兰	理肤泉
15	理肤泉	植村秀	资生堂	植村秀	玉兰油

数据来源：天下网商，天猫大美妆，中信建投证券

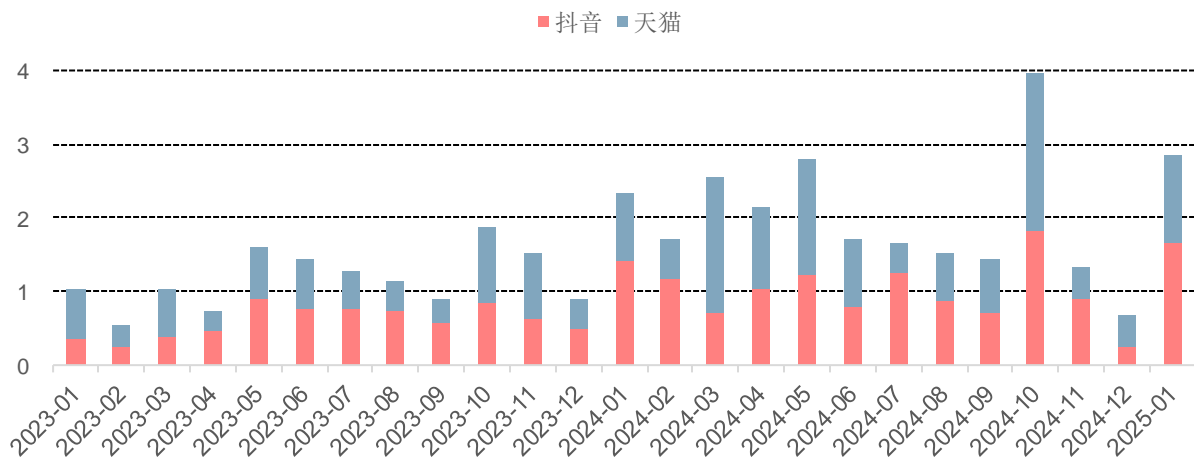
核心单品线上仍在快速起量，渠道力是近期推动线上增量的核心因素。公司此前线上销售产品相对集中，尤其在第一大抖音渠道，2024 年飞瓜数据显示有 40.9% 的销售额来自于两款粉膏，15.7% 来自鱼子面膜，较 2023 年有一定下降但仍较为集中。2025 年前两个月数据来看，鱼子气垫、皮肤衣、黑霜 3 款产品销售占比显著提升，带动抖音增速快速提高。而对于天猫渠道，2024 年双十一期间鱼子面膜销售发力，带动全年护肤占比提升到了 35.5%（2023 年为 27.0%），2024 年的新品羽翼气垫也表现突出（线上专供产品，与线下的星耀气垫同款，实际也并非全新单品）。无论是抖音还是天猫，公司的核心单品还有充足潜力，而非依赖新的爆品收割流量，伴随渠道力和品牌力的增强，线上收入增长的确定性突出。

图 12: MAOGEPING 天猫&抖音主要产品销售占比变化



数据来源: 久谦, 飞瓜, 中信建投证券

图 13: 2023 年以来线上天猫及抖音月销情况 (亿元)



数据来源: 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

常青单品具备更长生命周期，线下完善的产品矩阵仍有线上化空间

与其他互联网品牌不同，公司重点打造常青单品，而非短期爆品，优势在于其产品的生命周期将更长，但打造难度也相对较大。毛戈平通过长期打造的线下销售模式对产品已进行了充分的市场调研，对于成功单品再进入线上销售，使得其宣传难度远低于全新产品，ROI 普遍较高，线上利润率可以达到 25%。从线上线下的产品数量来看，官网可查询的 SPU 数量共 128 个（SKU 预计超过 300 个），而天猫的 SPU 为 77 个，即使是公司线上销售占比更高的彩妆品类，SPU 数量也有 36% 的差距，考虑部分产品存在线上专供，实际差异更大，公司可上线电商的产品仍有充足储备。

表 3:公司线上线下 SPU 数量对比 (个)

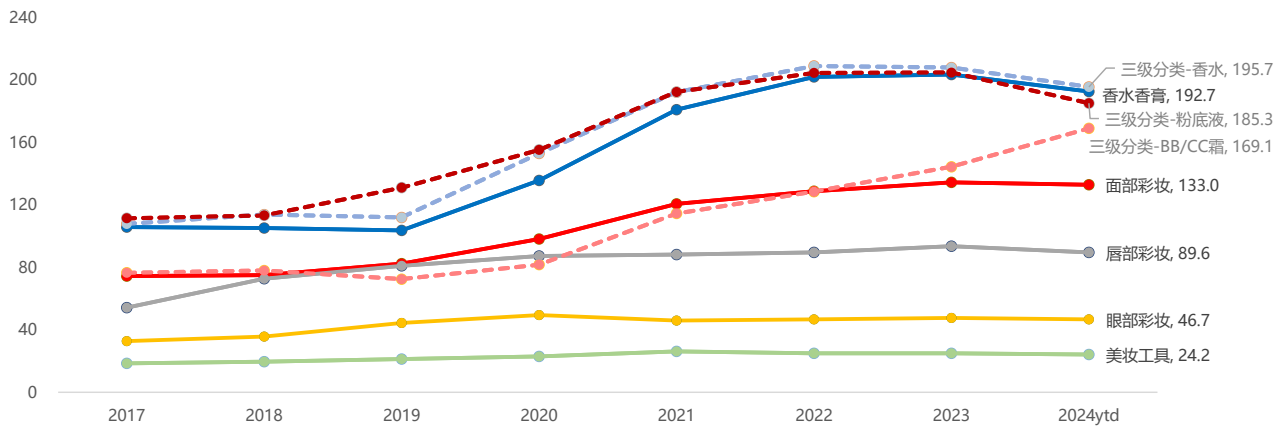
品类	系列	线下 SPU	天猫 SPU	差值
彩妆	面部	23	18	5
	光影集合	10	8	2
	眼部	7	3	4
	唇部	10	3	7
护肤	黑金系列	5	4	1
	奢华养肤	5	1	4
	奢华鱼子	4	4	0
	塑颜紧致	4	4	0
	奢华至臻	6	1	5
	净悦系列	5	1	4
身体护理	3	3	0	
香氛	香水	3	0	3
美妆工具	美妆工具	43	27	16
合计		128	77	51
合计 (不含工具)		85	50	35

资料来源：毛戈平官网，天猫，中信建投证券

彩妆：

气垫类产品发展空间充分，香水品类今年将试水销售。根据久谦对天猫产品均价的统计，2023 年彩妆香水分类下，香水香膏产品均价最高为 203.7 元/个，面部彩妆为 134.6 元/个，较唇部彩妆及眼部彩妆明显更高。面部彩妆中粉底液 204.9 元/个为最高，BB/CC 霜为 144.5 元/个次之。2024 年前 10 个月数据来看，多数品类均价有所下行，但 BB/CC 霜均价进一步提升至 169.1 元/个（部分原因可能与活动加大单链数量有关），其在底妆品类中的消费趋势明显。气垫类产品从消费者端具备使用简便、易于携带等优势，而从产品端来看，气垫类产品更换频率更快，议价能力更好，品类发展路径优异。公司天猫及抖音的彩妆销售中气垫品类表现突出，皮肤衣今年也快速起量，彩妆产品的空间依然充足。

图 14: 天猫彩妆各品类件均价变化情况 (元/个)

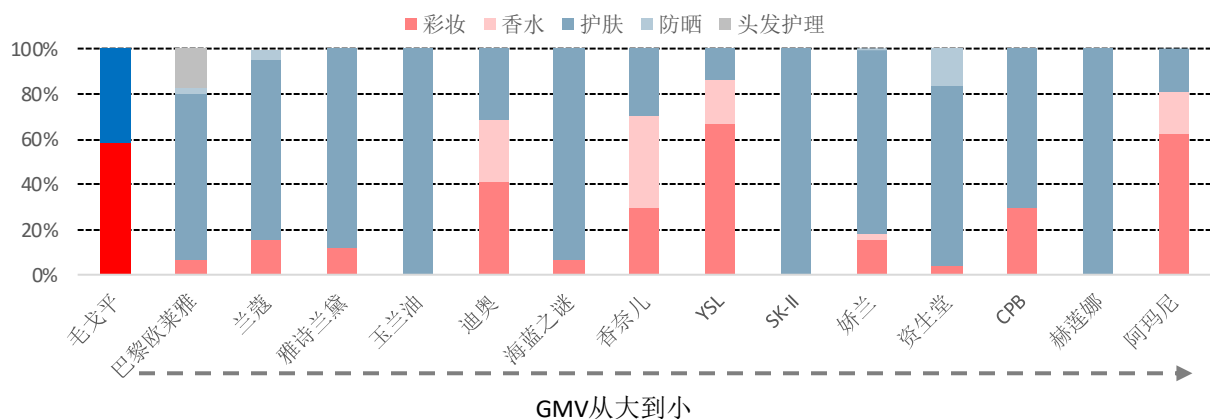


数据来源: 久谦, 中信建投证券

香水:

试水香水业务, 打开收入成长空间。与国际美妆品牌相比, 公司当前护肤及彩妆的销售占比相对更加接近于迪奥&香奈儿(中国地区), 而这两个品牌当前均有约 1/3 的销售额来自香水业务。公司近期推出香水产品, 暂时仅线下尝试展出, 仍未进行大规模宣传推广, 预计二季度将逐步柜台焕新及产品展示。香水产品对于品牌力的要求相对更高, 国际品牌中多数香水业务表现较优的品牌具有奢侈品加持, 虽公司短期内在该业务上可能并未做到显著增量, 但品类得以有效增加, 对线下会员的客单价预计将有所贡献。

图 15: 毛戈平 vs 头部国际品牌分品类中国美妆市场占比情况



数据来源: Euromonitor, 中信建投证券注: 毛戈平采用招股书收入占比数据, 其余为欧睿GMV数据

图 16:公司香水产品定价（100ml）



数据来源：毛戈平官网，中信建投证券

图 17:专柜香水展示台



数据来源：小红书，中信建投证券

护肤：

护肤线产品实际布局充分，线上增量预期显著。公司自成立以来，在彩妆和护肤的产品线布局上均遵循完善路径，目前官网中护肤系列已有 7 个，涉及 31 个 SPU。毛戈平线下护肤业务销售占比已超过一半，但线上销售占比仍仅有 30% 左右。护肤类产品对于线下高客单用户具备连带率和复购率，线上彩妆品类则更利于种草及营销。2024 年 7 月公司推出的黑金护肤线目前线上线下均有销售，塑颜紧致护肤线也采取同样策略，公司在护肤业务上的推新以及线上关注度逐步提升。

表 4:护肤产品线布局已较为充足

品类	精华	乳液面霜	眼霜	精华水	面膜	眼膜	卸妆清洁	身体护理
SPU 数量（个）	7	4	3	3	3	3	5	3

资料来源：公司官网，中信建投证券

图 18: 黑金系列护肤线



数据来源：毛戈平官网，中信建投证券

图 19:塑颜紧致护肤线

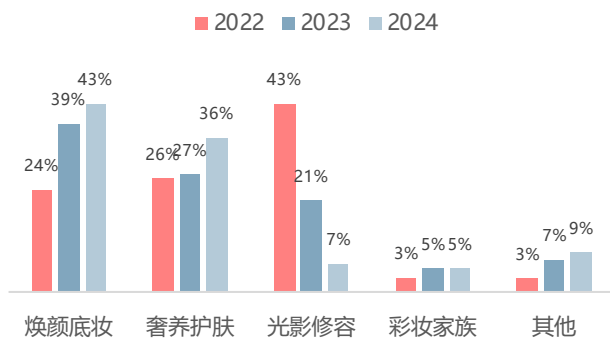


数据来源：毛戈平官网，中信建投证券

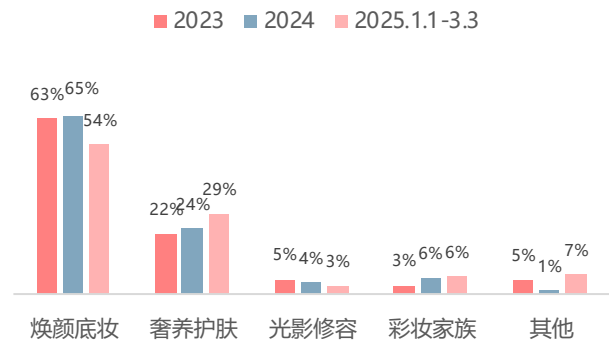
公司护肤产品仍为细分赛道领先品类，核心品类仍未触及。对比部分国际高端美妆品牌的天猫护肤销售，

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

整体销售更加集中在面霜、眼霜、精华、洁面等品类中，而 MAOGEPING 则主要为涂抹面膜（鱼子面膜），其乳液面霜中的黑霜实际也主要作为妆前乳使用，线上的核心品类并未布局到核心品类。伴随公司规模扩大，护肤品类扩充势在必行，而公司高端产品及线下专柜心智已建立完成，预计在精华、面霜等品类中的品牌力将具备充分基础。从线上销售趋势来看，天猫 2024 年护肤系列占比已达到 36%，较 2023 年的 27% 显著提升，抖音 2025 年前 2 个月护肤占比也快速提升至 29%，线上护肤的快速起量也将带动公司增长的确定性提升。

图 20: 天猫毛戈平产品占比变化


数据来源：久谦，中信建投证券

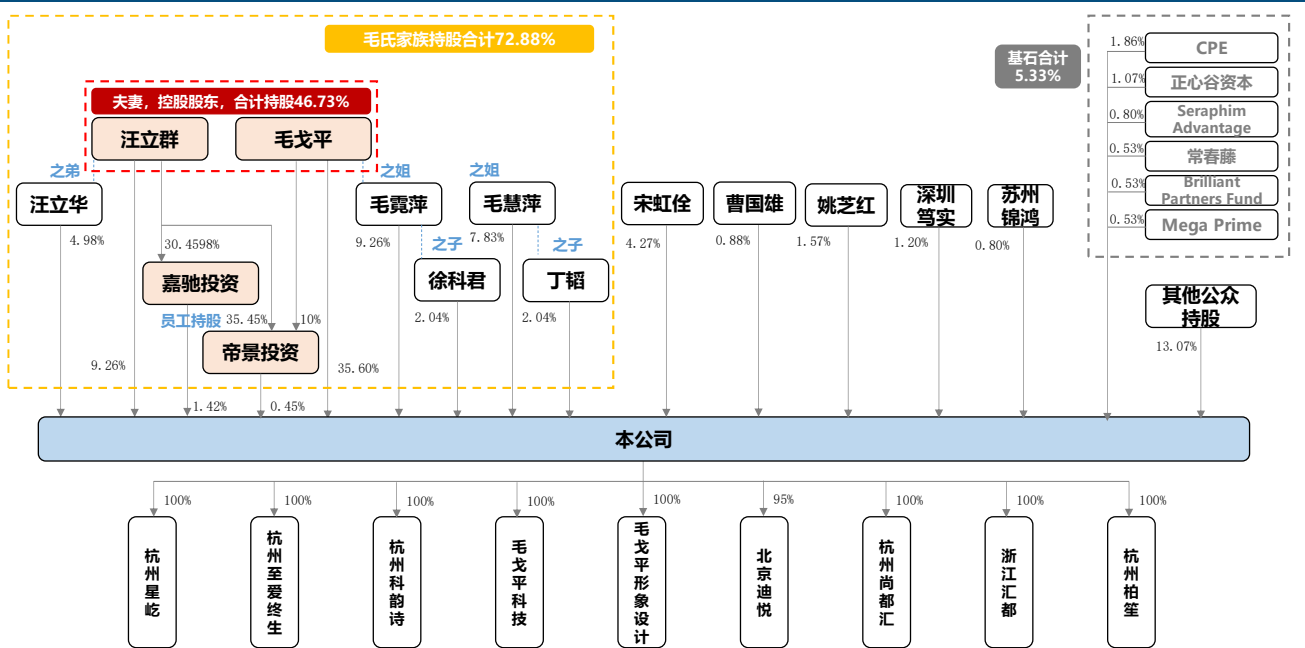
图 21: 抖音毛戈平产品占比变化


数据来源：飞瓜，中信建投证券

股东持股稳定，成分股纳入将进一步打开资金通道

2025年2月21日恒生指数公司公布了截至2024年12月31日之恒生指数系列季度检讨结果，其中毛戈平被纳入恒生综合指数，调整将于2025年3月10日起正式生效，根据港股通纳入标准，预计毛戈平大概率将于3月10日同步入通。公司此前IPO的基石部分参与投资的机构包括CPE源峰，正心谷资本，ACCF Capital（由原L Catterton Asia 合伙人王俊创办），常春藤资本，大湾区共同家园发展基金，Brilliant Partners Fund，充分表明市场投资人的关注度。作为可选消费中稀缺的具备高品牌力的本土品牌，同时盈利能力突出，具备标的稀缺性，有望进一步打开资金通道。

图 22:公司股权结构图（截止 2025.3.5）



数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

注：嘉驰投资由汪女士、董乐勤先生、毛露萍女士及毛慧萍女士分别持有30.4598%、8.6208%、30.4598%及30.4598%权益；

帝景投资由毛先生、汪女士、徐卫国先生、董乐勤先生、张建枫先生（人力总监，2024年4月从董事会离职）及刘顺祥先生（杭州科韵诗的副总经理）分别持有10%、35.45%、22.73%、18.18%、9.09%及4.55%权益

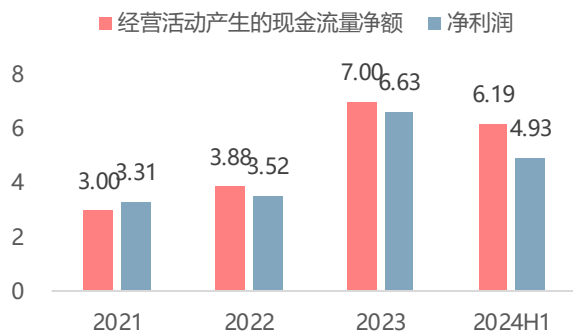
股东减持风险较低，公司现金流水平优异。2024年1月17日，浦申九鼎（当时一名股东）以对价5.51亿元向帝景投资转让当时公司7.55%的股份，后续于1月25日及1月29日分别以1.69亿元/0.72亿元向深圳市篤實企業管理和蘇州錦鴻創業投资转让剩余的1.47%/0.99%，至此浦申九鼎不再持有公司股份。彼时帝景投资为毛戈平及汪立群两人持有，即5.51亿元对价为夫妻二人公司出资，部分市场观点认为该部分对控股股东产生了一定的资金流动压力，后续存在减持风险。实际上，①上市前已有较大分红：公司于2024年2月及2024年4月举行的股东大会上，分别向全体股东宣派股息各5亿元合计10亿元，该部分已分别于2024年3月及2024年5月悉数派付。②公司经营性现金流优异，后续持续分红同样可观：截止2024年6月30日，公司总资产中以流动资产为主，占比64.1%，其中在手货币资金为5.53亿元，公司线下+线上直销业务收入占比达85%，且对多数经销商采取先款后货模式，因此公司经营性现金流净流入健康，2022年后持续高于净利润水平，按照我们

的盈利预测，2024 年经营性现金流有望超过 10 亿元，考虑公司后续存在分红情况下，持续的股息也将大幅改善收购九鼎的资金压力。因现金流产生的减持风险相对较小。

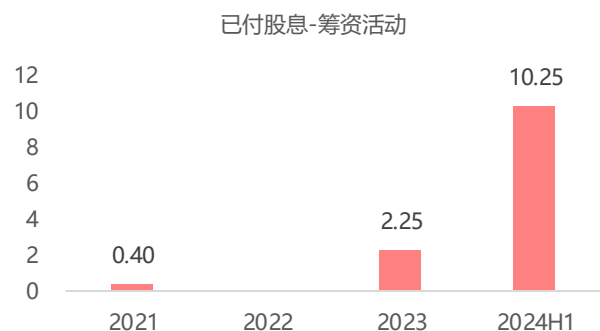
表 5:公司股东持股情况及解禁日期（截止 2025.3.5）（股）

	非上市股份	H 股	合计	占比	解禁承诺最后一日
毛先生	113,680,000	60,840,000	174,520,000	35.60%	2025 年 12 月 9 日
汪女士	29,556,800	15,818,400	45,375,200	9.26%	2025 年 12 月 9 日
毛霓萍女士	29,556,800	15,818,400	45,375,200	9.26%	2025 年 12 月 9 日
毛慧萍女士	25,009,600	13,384,800	38,394,400	7.83%	2025 年 12 月 9 日
汪立华先生	15,915,200	8,517,600	24,432,800	4.98%	2025 年 12 月 9 日
宋虹伶女士	10,231,200	10,711,200	20,942,400	4.27%	2025 年 12 月 9 日
徐科君先生		10,000,000	10,000,000	2.04%	2025 年 12 月 9 日
丁韬先生		10,000,000	10,000,000	2.04%	2025 年 12 月 9 日
姚芝红女士		7,680,000	7,680,000	1.57%	2025 年 12 月 9 日
嘉驰投资		6,960,000	6,960,000	1.42%	2025 年 12 月 9 日
深圳笃实	4,395,000	1,465,000	5,860,000	1.20%	2025 年 12 月 9 日
曹国熊先生		4,320,000	4,320,000	0.88%	2025 年 12 月 9 日
苏州锦鸿		3,940,000	3,940,000	0.80%	2025 年 12 月 9 日
帝景投资		2,200,000	2,200,000	0.45%	2025 年 12 月 9 日
基石		26,116,000	26,116,000	5.33%	2025 年 6 月 9 日
其他公众持股		64,070,900	64,070,900	13.07%	
合计	228,344,600	261,842,300	490,186,900	100.00%	

资料来源：公司公告，中信建投证券

图 23:公司经营活动现金流净额 vs 净利润（亿元）


数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

图 24: 公司支付股息情况（亿元）


数据来源：毛戈平招股说明书，中信建投证券

投资评价和建议

我们在 2024 年 12 月 12 日发布的《毛戈平(1318):东方美学下的高端国货美妆领跑者，渠道产品品牌三重共振》报告中已对公司整体情况和发展做了详细的论述，结合本篇报告更新的数据，我们进一步发现今年以来公司在线下开店、线上销售等方面均持续超预期发展。不同于观测新品销售路径的传统分析模式，公司产品实际已布局较全，线上主要依赖成功单品的上线，其成功率及产品生命周期也会更优，渠道的发展将成为公司增速确定性的最优质预判指标。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 41.10/55.81/73.74 亿元，同比增长 42.41%/35.80%/32.13%，净利润为 8.87/12.02/15.72 亿元，同比增长 33.98%/35.51%/30.83%，对应 PE 为 43/32/24 倍，维持“买入”评级。

表 6:品牌公司估值对比表

公司	代码	股价/元 当地货币	市值	归母净利润(亿元人民币)			PE		
		2025/3/6	亿元人民币	E24	E25	E26	E24	E25	E26
珀莱雅*	603605.SH	84.43	334.6	15.51	19.18	23.19	21.6	17.4	14.4
贝泰妮*	300957.SZ	43.79	185.5	7.34	9.60	11.35	25.3	19.3	16.3
华熙生物*	688363.SH	49.12	236.6	1.64	6.42	7.93	144.0	36.9	29.8
上海家化*	600315.SH	18.74	126.0	-7.95	4.13	4.99		30.5	25.3
丸美股份	603983.SH	32.58	130.6	3.53	4.43	5.21	37.1	29.5	25.1
润本股份*	603193.SH	30.50	123.4	3.05	3.97	4.91	40.5	31.1	25.1
敷尔佳	301371.SZ	37.47	149.9	8.01	9.06	10.44	18.7	16.6	14.4
福瑞达	600223.SH	7.27	73.9	2.74	3.41	4.01	27.0	21.7	18.4
A 股平均估值							44.9	25.4	21.1
宝洁	PG.N	174.66	29,353.2	1,099.5	1,245.2	1,321.0	26.7	23.6	22.2
联合利华	UL.N	58.25	10,529.4	411.8	499.7	534.9	25.6	21.1	19.7
欧莱雅	OR.PA	365.80	15,173.5	497.1	553.3	586.5	30.5	27.4	25.9
雅诗兰黛	EL.N	71.54	1,854.5	-50.2	34.0	58.5		54.6	31.7
拜尔斯道夫	BEI.DF	134.50	2,637.5	70.7	81.7	90.1	37.3	32.3	29.3
科蒂	COTY.N	5.76	356.3	0.0	25.2	28.4		14.1	12.6
资生堂	4911.T	2,810	543.7	-5.2	8.6	21.1		63.2	25.8
花王	4452.T	6,438	1,451.1	52.1	56.6	62.2	27.8	25.7	23.3
LG生活健康	051900.KS	318,500	248.3	8.3	15.4	16.7	30.1	16.2	14.8
爱茉莉太平洋	090430.KS	118,200	345.1	29.6	16.4	18.9	11.7	21.0	18.3
海外平均估值							27.1	29.9	22.4
巨子生物*	2367.HK	70.35	672.3	20.46	26.20	32.70	32.9	25.7	20.6
上美股份*	2145.HK	36.85	135.3	8.00	10.44	12.77	16.9	13.0	10.6
港股平均估值							24.6	19.1	15.4
毛戈平	1318.HK	84.25	381.0	8.87	12.02	15.72	43.0	31.7	24.2

资料来源: Wind, 彭博, 中信建投证券 *为wind 一致预期, 海外公司采用彭博一致预期

风险分析

行业竞争性风险：根据弗若斯特沙利文的资料，中国高端美妆行业相对集中，按 2023 年零售额计，前五大品牌占据了 32.1% 的市场份额，而且都是国际美妆品牌。部分竞争对手的财务、技术及营销资源可能更佳、品牌知名度可能更高、经营历史可能更长并且客户群可能更大。公司还可能面临来自现有竞争对手或新入行者在定价方面的竞争，从而对盈利能力造成不利影响；

费用投放超预期风险：线上渠道快速发展使得流量成本日益增大，公司若未能以具有成本效益的方式执行销售及营销策略可能对盈利能力造成负面影响；当前我们假设公司 2024-2026 年营销及推广开支费用率分别为 24.4%/27.7%/30.0%，假设该项费用 2025 年较预期实际多增 10/20%，对应公司净利润将下降至 10.66/9.50 亿元。

升级推新低预期风险：现有产品未能有效升级及创新可能损害竞争优势并使我们的市场份额下降。产品推新方面，若公司误判产品的市场或未能及时察觉到不断变化的趋势及客户偏好，可能会出现投资回报低，无法维持产品的高定价，或无法将品牌价值延伸至其他产品的风险。此外，新品牌及新产品的推出可能会导致若干现有产品销售下滑；

创始人及管理层声誉风险：公司大部分收入来自 MAOGEPING 品牌，该品牌价值及资产与毛戈平先生的个人声誉密切相关。公司品牌声誉及形象可能因有关毛先生以及董事、管理层及其他人员的任何不利报道而受损。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,334.41	1,698.02	3,669.67	4,645.27	5,919.69
现金	889.25	1,141.14	2,996.14	3,753.08	4,741.45
应收票据及应收账款合计	113.50	157.68	256.16	347.87	459.63
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	28.23	53.77	71.75	97.43	128.73
存货	299.47	342.21	338.84	437.69	577.73
其他流动资产	3.96	3.22	6.77	9.19	12.14
非流动资产	221.50	396.55	545.05	570.04	579.37
长期投资	0.00	9.30	9.30	9.30	9.30
固定资产	117.38	167.97	225.99	310.51	329.36
无形资产	55.12	54.61	45.51	36.41	27.30
其他非流动资产	48.99	164.67	264.25	213.83	213.41
资产总计	1,555.91	2,094.57	4,214.71	5,215.31	6,499.06
流动负债	390.06	529.31	771.96	1,048.72	1,385.51
短期借款	1.73	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	112.94	103.59	161.70	219.87	290.22
其他流动负债	275.40	425.72	610.25	828.85	1,095.29
非流动负债	31.33	17.28	17.28	17.28	17.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.33	17.28	17.28	17.28	17.28
负债合计	421.39	546.58	789.24	1,066.00	1,402.79
少数股东权益	0.77	2.32	4.38	7.18	10.84
股本	60.00	60.00	490.19	490.19	490.19
资本公积	1,073.74	1,485.67	3,196.96	3,196.96	3,196.96
留存收益	0.00	0.00	-266.05	454.98	1,398.28
归属母公司股东权益	1,133.74	1,545.67	3,421.10	4,142.13	5,085.43
负债和股东权益	1,555.91	2,094.57	4,214.71	5,215.31	6,499.06

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	388.12	699.71	1,012.73	1,270.09	1,635.50
净利润	352.10	663.47	888.90	1,204.52	1,575.83
折旧摊销	66.53	70.16	51.50	75.00	90.67
财务费用	3.12	2.03	-7.24	-11.81	-14.87
其他经营现金流	-33.63	-35.96	79.56	2.37	-16.13
投资活动现金流	30.90	-194.71	-153.56	-44.27	-33.13
资本支出	73.91	218.75	200.00	100.00	100.00
其他投资现金流	-43.01	-413.46	-353.56	-144.27	-133.13
筹资活动现金流	-22.69	-255.01	995.83	-468.88	-614.00
短期借款	1.73	-1.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-24.42	-253.28	995.83	-468.88	-614.00
现金净增加额	396.32	250.00	1,855.00	756.94	988.37

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,329.11	2,885.96	4,109.99	5,581.36	7,374.42
营业成本	295.83	437.72	619.17	841.89	1,111.25
营业税金及附加	0.20	0.82	1.17	1.59	2.10
销售费用	962.44	1,412.36	2,106.58	2,900.75	3,861.97
管理费用	133.04	192.09	267.04	317.22	402.03
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	3.12	2.03	-7.24	-11.81	-14.87
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	434.48	840.23	1,123.28	1,531.72	2,011.94
其他非经营损益	32.51	47.63	61.92	74.30	89.17
利润总额	466.99	887.86	1,185.20	1,606.03	2,101.10
所得税	114.89	224.39	296.30	401.51	525.28
净利润	352.10	663.47	888.90	1,204.52	1,575.83
少数股东损益	0.01	1.54	2.07	2.80	3.66
归属母公司净利润	352.08	661.93	886.83	1,201.72	1,572.16
EBITDA	536.64	960.06	1,229.46	1,669.22	2,176.91
EPS (元)	0.72	1.35	1.81	2.45	3.21

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.96	57.78	42.41	35.80	32.13
净利润(%)	6.39	88.43	33.98	35.51	30.83
获利能力					
毛利率(%)	83.83	84.83	84.94	84.92	84.93
净利率(%)	19.25	22.99	21.63	21.58	21.37
ROE(%)	31.05	42.82	25.92	29.01	30.92
ROIC(%)	83.27	146.41	120.36	135.65	156.94
偿债能力					
资产负债率(%)	27.08	26.10	18.73	20.44	21.58
净负债比率(%)	-78.23	-73.72	-87.47	-90.45	-93.04
流动比率	3.42	3.21	4.75	4.43	4.27
速动比率	2.64	2.56	4.31	4.00	3.85
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.38	0.98	1.07	1.13
应收账款周转率	16.12	18.30	16.04	16.04	16.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	1.35	1.81	2.45	3.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.43	2.07	2.59	3.34
每股净资产(最新摊薄)	2.31	3.15	6.98	8.45	10.37
估值比率					
P/E	108.21	57.56	42.96	31.70	24.23
P/B	33.60	24.65	11.14	9.20	7.49
EV/EBITDA	7.38	3.97	28.89	20.91	15.67

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk