



港股研究 | 公司深度 | 毛戈平 (1318.HK)

毛戈平系列报告之三：经典，稀缺，成长

报告要点

我们认为，2019 年至今毛戈平品牌的快速发展，得益于其在高端彩妆向好、国风审美回归的背景下，经典品牌理念、稀缺的创始人行业地位与高品质产品的共振，其高端化的品牌塑造过程复制难度较大，形成较高的进入壁垒。而在《从毛戈平崛起看国产高端美妆进阶之路》一文中，我们详细梳理了公司从创始人到产品、渠道三位一体的发展脉络，本文我们针对公司产品和渠道边际变化进行分析，以期对原有逻辑进行支撑和印证，并着重展望未来空间。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



曾维朵

毛戈平 (1318.HK)

2025-03-17

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

毛戈平系列报告之三：经典，稀缺，成长

品牌：乘高端之势，品牌资产具备强稀缺性

我们认为，2019 年至今毛戈平品牌的快速发展，得益于其在高端彩妆向好、国风审美回归的背景下，经典品牌理念、稀缺的创始人行业地位与高品质产品的共振，其高端化的品牌塑造过程复制难度较大，形成较高的进入壁垒。而在《从毛戈平崛起看国产高端美妆进阶之路》一文中，我们详细梳理了公司从创始人到产品、渠道三位一体的发展脉络，本文我们针对公司产品

产品：色彩补齐，护肤延拓，蓄势香水

我们认为，毛戈平品牌从品类线角度，在原有强势底妆品类的基础上，补充色彩品类，延拓护肤线，香水香氛蓄势待发，三大业务条线均具备清晰成长逻辑：1) 彩妆业务中，底妆持续夯实，当前逐渐由粉膏、高光等小众专业品类，向气垫、粉底液、粉饼等大众场景类目延展，潜力单品储备丰富，人群有望持续破圈；色彩类逐步补齐，以经典色号腮红、唇釉切入，更契合东方人审美及需求。2) 护肤业务有序延拓，贡献弹性空间。毛戈平品牌近年加快护肤系列升级迭代，功效上更契合科技护肤趋势，其中鱼子系列已沉淀出第一大单品鱼子面膜，同时其成分稀缺性已实现充分市场教育，有望通过套系内部连带、逐步打造为品牌代表性系列。3) 香水业务蓄势待发，考虑到香水市场的快速增长、以及近年本土香氛品牌的萌芽，我们认为毛戈平以东方香调差异化入局香水产品类，完善作为高端美妆品牌的品类矩阵。

渠道：线下商圈升级强化店效，线上精细运营引领破圈

分渠道来看，公司线下基本盘稳健，线上则有望逐步成为收入及利润的重要增量来源：1) 收入端，品牌近年线上增速显著快于线下；2) 盈利端，公司在线上占比提升的过程中，综合盈利能力仍在提升态势，或显现出，公司凭借品牌传播度，在线上拥有较好的投产比。进一步拆分开来看线上和线下的增长逻辑：1) 线下：展店仍有一定空间，但预计未来伴随公司品牌力提升，品牌受众扩增，进入更好商圈，预计会有更多增长来自原有单店提效；2) 线上，电商引领客群年轻化，精细化运营助推用户破圈和产品矩阵打造。以抖音为例，客群方面，毛戈平品牌线上客群偏年轻化、低线化，对主要分布在一线城市的线下专柜形成较好补充，持续引领人群破圈；运营方面，品牌运营颗粒度细化至产品维度，通过分号分品增加核心单品露出时长，推广更具针对性，进一步助推线上客户获取和产品矩阵打造。

投资建议：品牌理念经典，塑造过程稀缺，品类贡献成长

公司得益于其品牌理念的经典性，创始人资产的稀缺性，以及产品端的精细打磨和完整布局，成功抓住了国内彩妆高端化、本土审美回归的时代机遇。我们认为，公司中长期增长逻辑明晰：1) 产品端，底妆从小众专业到大众场景破圈，色彩品类的补齐，护肤条线的延拓以及香水业务的开展，有望多点支撑品牌成长；2) 渠道端，线下店效具备较大优化空间，核心源于商圈升级带来的店效改善，线上对年轻/下沉市场的补齐和精细运营，有望进一步扩大品牌人群覆盖和产品矩阵打造。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.01、12.00、15.42 亿元，PE 估值分别为 51、38、30 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、品牌发展不及预期；2、负面舆论风险；3、行业流量成本上升；4、线上数据不代表整体情况。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 101.00

注：股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

品牌：乘高端之势，经典 IP 历久弥新	6
产品：色彩补齐，护肤延拓，蓄势香水	8
彩妆：底妆持续破圈，色彩逐步补齐	9
护肤：品类升级提速，有望沉淀核心成分心智	12
香氛：储备丰富，蓄势待发	14
渠道：线下商圈升级强化店效，线上精细运营引领破圈	16
线下：重服务、高粘性，商圈升级店效提升	16
线上：细化运营颗粒度，引领客群破圈	19
投资建议：品牌理念经典，塑造过程稀缺，品类贡献成长	20
风险提示	22

图表目录

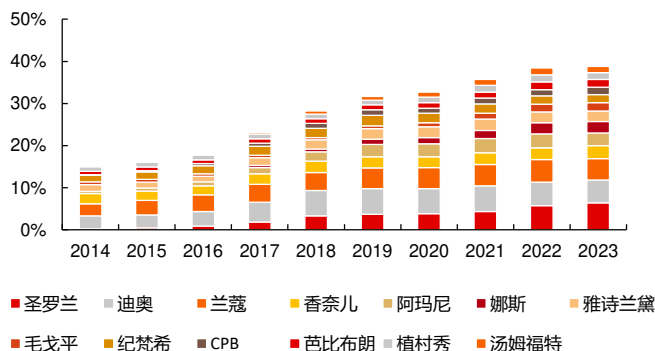
图 1：彩妆行业内高端化率持续提升	6
图 2：底妆品类为彩妆内部结构性升级品类	6
图 3：国产高端彩妆品牌相对稀缺（单位：元）	7
图 4：2019-2023 年，毛戈平市占率提升幅度仅次于 YSL 及娜斯	7
图 5：毛戈平底妆产品较大部分海外品牌更具消费者口碑	8
图 6：毛戈平彩妆及护肤业务规模及增速	9
图 7：毛戈平彩妆及护肤业务收入比例	9
图 8：毛戈平底妆品类重心，逐步从专业彩妆条线过渡至大众日常品类	10
图 9：毛戈平小红书平台粉丝数已大幅超越海外一线品牌（单位：万人）	10
图 10：储备单品丰富，部分已于 2024 年线上实现快速增长	10
图 11：2024 年，毛戈平腮红单品天猫+抖音实现快速增长	11
图 12：以天猫为例，2024 年毛戈平腮红品类市占率已位居前列	11
图 13：毛戈平空气仓唇卡位经典色号，以轻盈、保湿、持妆为核心卖点	12
图 14：毛戈平近年加快对护肤品类的迭代	12
图 15：参考 2023 年终端零售额，鱼子面膜已为品牌第一大单品（亿元）	13
图 16：鱼子系列较其他护肤套系产品数量偏少，仍有一定套系延拓空间（单位：个）	13
图 17：2023 年中国香水香氛市场规模达 153 亿元，5 年复合增速 14%	14
图 18：香水香氛市场增速近年快于美容个护大盘	14
图 19：观夏核心单品昆仑煮雪	14
图 20：闻献核心单品初熟之物	14
图 21：毛戈平已上市的限量香水“国韵凝香”系列	15
图 22：毛戈平备案香水包装盒	15
图 23：毛戈平收入渠道结构拆分	16
图 24：品牌电商大举扩张时期并未损害归母利润率	16
图 25：毛戈平专柜主要分布在一线城市	17
图 26：毛戈平专柜主要分布在中高端及中端商圈	17

图 27: 毛戈平门店内设有多个化妆位, 为到店客户提供半脸试妆	17
图 28: 毛戈平品牌 2024H1 线下复购率达到 29%	17
图 29: 2024 年以来毛戈平加速与高端商圈的合作	18
图 30: 根据久谦数据, 2024 年毛戈平门店数在全国高端美妆品牌中位居前列 (单位: 个)	19
图 31: 2024 年, 毛戈平店均销售额较海外品牌仍有较大提升空间 (单位: 万元)	19
图 32: 新专柜开业后单店年均销售额有爬坡期, 同时较头部门店有改善空间 (单位: 万元)	19
图 33: 毛戈平美妆会员人数占比大、人均年消低, 购买力有望随产品延拓提高 (单位: 元, %)	19
图 34: 毛戈平线上渠道增速远超线上美妆大盘	20
图 35: 以抖音为例, 毛戈平线上客群对线下形成较好补充	20
图 36: 毛戈平抖音设置 5 个自营号, 产品上各有侧重	20
图 37: 毛戈平盈利预测 (单位: 百万元)	21
表 1: 中国妆容审美从国际化逐渐转为本土化	6
表 2: 毛戈平老师重点合作梳理	7
表 3: 以 2024 年天猫平台表现为例, 毛戈平底妆品类布局更加完善, 各细分类目市占率均位居前列	8
表 4: 参考 2024 年天猫+抖音销售额, 毛戈平对标竞品仍有较大空间	10
表 5: 天猫+抖音平台, 主要高端彩妆品牌唇妆单品对比	11
表 6: 海外彩妆品牌护肤系列拓品思路	13
表 7: 市占率来看, 中国香水香氛市场基本以外资品牌为主	14
表 8: 毛戈平品牌香水产品汇总	15
表 9: 各高端美妆品牌会员到店服务权益对比	17

品牌：乘高端之势，经典 IP 历久弥新

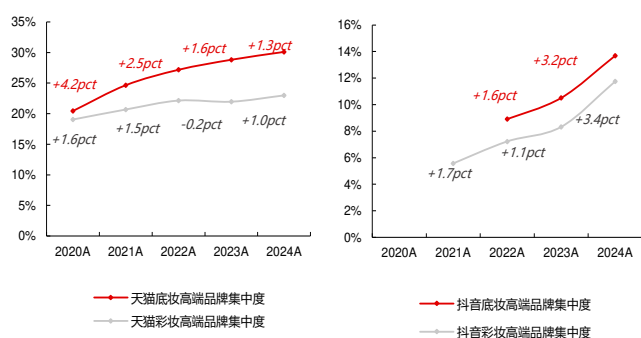
我们认为，毛戈平品牌的快速发展有两个重要行业背景：其一是彩妆行业的高端化升级。正如我们在《毛戈平系列报告之二：乘结构升级之势，底妆品类多点开花》一文中所述，在近年消费趋于理性的背景下，彩妆行业虽整体增势平稳，但高端化趋势显著，主要体现在高端彩妆品牌市占率的持续提升，其中底妆为核心驱动品类。其二是中式审美的崛起，2019 年后，国民审美逐渐从国际化回归本土，随之而来的是对国产彩妆品牌接受度的提升。

图 1：彩妆行业内高端化率持续提升



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 2：底妆品类为彩妆内部结构性升级品类¹



资料来源：魔镜，蝉妈妈，长江证券研究所

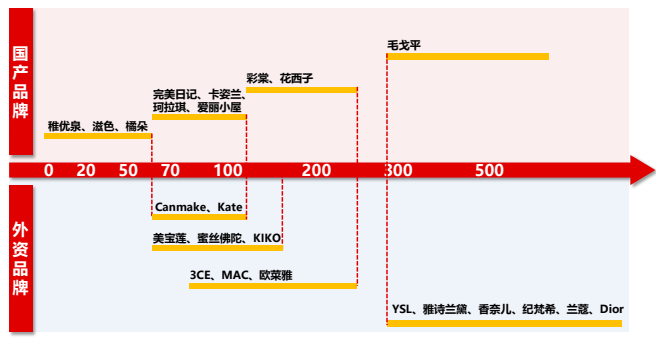
表 1：中国妆容审美从国际化逐渐转为本土化

时间段	2010-2013	2014 前后	2015-2017	2018	2019 年后
化妆手法	全包眼线、 上翘猫眼	清透底妆、 咬唇妆	将腮红直接 涂抹在眼睛 下方	全框式红色 眼妆	柳叶弯眉， 饱满红唇， 浓黑眼线
流行风格	欧美妆	韩系咬唇妆	日系宿醉妆	韩系女团妆	中国妆

资料来源：腾讯时尚，长江证券研究所

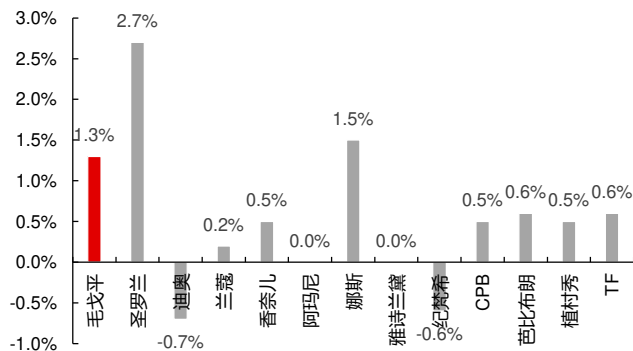
¹ 2024 年集中度以 M1-M11 数据填列。

图 3：国产高端彩妆品牌相对稀缺（单位：元）²



资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，长江证券研究所

图 4：2019-2023 年，毛戈平市占率提升幅度仅次于 YSL 及娜斯



资料来源：欧睿，长江证券研究所

毛戈平品牌缘何脱颖而出？其一是品牌理念的经典性和创始人行业地位的稀缺性，使得毛戈平品牌大众认可度较高，具备较好的自传播属性，从其几次传播都引起较大的用户讨论和破圈可见一斑。毛戈平 IP 首次破圈可追溯至 2016 年，毛老师与浙江音像出版社合作的化妆教学碟登上 B 站热门榜首，但彼时市场尚未将创始人与品牌进行紧密联系；二次破圈为 2019 年 8 月，毛老师与达人深夜徐老师合作的改妆视频引发全网讨论，品牌顺势扩大宣传，于 2020、2021 年进行了密集的达人明星合作，由此实现了品牌声量的持续扩大。毛戈平 IP 的两次破圈均为偶然自发事件，时间跨度大，且均源于消费者对其品牌理念及创始人专业水平的高度认可。

表 2：毛戈平老师重点合作梳理

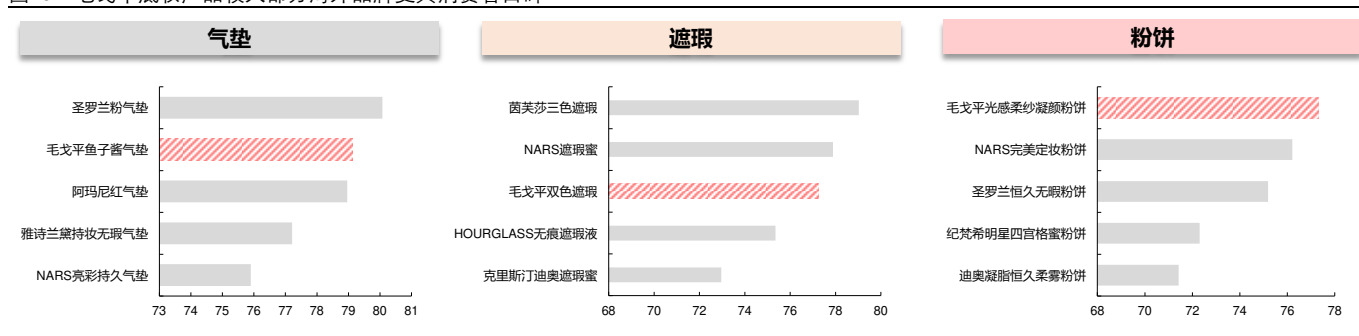
阶段	时间	合作对象	合作类型	备注
个人事业发展期	1990 年	陶慧敏《杨乃武与小白菜》	明星	
	1995 年	刘晓庆《武则天》	明星	
	1996 年	刘晓庆《火烧阿房宫》	明星	
品牌平稳发展期	2016 年	毛戈平和浙江音像出版社合作的化妆教学碟走红，B 站全站排名最高达到第一名	-	首次线上破圈
品牌快速破圈期	2019 年 8 月	深夜徐老师	KOL	二次线上破圈
	2020 年 4 月	张大奕	KOL	
	2020 年 5 月	毛老师首次入驻 B 站，开始更新美妆视频	-	
	2020 年 9 月	胡兵	明星	
	2020 年 10 月	深夜徐老师	KOL	
	2020 年 12 月	小猪姐姐	KOL	
	2021 年 2 月	赵露思	明星	
	2023 年 1 月	李佳琦（直播间改妆）	KOL	
品牌形象巩固期	2023 年 7 月	李佳琦（直播间改妆）	KOL	
	2023 年 8 月	李佳琦（直播间改妆）	KOL	
	2024 年 9 月	胡兵	明星	

资料来源：B 站，公司官网，每日人物社，长江证券研究所

² 横轴表示品牌核心价格带

其二是产品线布局的完整性。得益于公司内部以毛戈平老师为核心的产品开发团队，在产品品质打磨和消费者需求洞察上的深耕，以美丽修行指数为参考，毛戈平底妆产品线整体较海外品牌更具消费者口碑，同时品类结构更加完善，在粉底液、气垫、遮瑕、粉饼等泛底妆品类上均有强势单品布局，共同推动品牌市占率的快速提升。

图 5：毛戈平底妆产品较大部分海外品牌更具消费者口碑³



资料来源：美丽修行，长江证券研究所

表 3：以 2024 年天猫平台表现为例，毛戈平底妆品类布局更加完善，各细分品类市占率均位居前列

子品类	品类	毛戈平	YSL	迪奥	雅诗兰黛	兰蔻	纳斯	花西子	彩棠
底妆品类	粉底液/膏	3.3%	4.2%	1.2%	14.7%	8.2%	5.2%	0.3%	2.2%
	气垫	6.1%	16.8%	0.4%	1.4%	0.5%	2.2%	4.2%	0.8%
	粉饼	1.9%	0.9%	0.4%	0.1%	-	8.1%	8.5%	1.5%
	妆前	1.0%	0.3%	0.2%	0.4%	-	0.5%	0.1%	5.7%
	高光	7.8%	-	0.4%	-	-	0.1%	0.2%	26.4%
	遮瑕	5.0%	-	0.5%	-	-	4.3%	0.1%	9.5%
色彩品类	唇部彩妆	0.1%	8.7%	5.7%	0.6%	3.1%	1.1%	0.4%	0.1%
	眼部彩妆	0.4%	0.5%	0.5%	-	-	0.2%	1.0%	-

资料来源：魔镜，长江证券研究所

我们认为，2019 年至今毛戈平品牌的快速发展，得益于其在高端彩妆向好、国风审美回归的背景下，经典品牌理念、稀缺的创始人行业地位与高品质产品的共振，其高端化的品牌塑造过程复制难度较大，形成较高的进入壁垒。而在《从毛戈平崛起看国产高端美妆进阶之路》一文中，我们详细梳理了公司从创始人到产品、渠道三位一体的发展脉络，本文我们针对公司产品和渠道边际变化进行分析，以期对原有逻辑进行支撑和印证，并着重展望未来空间。

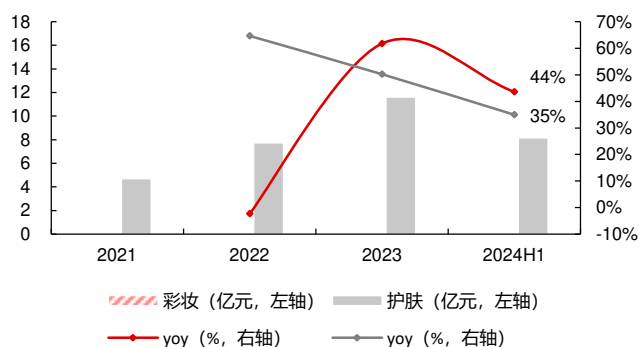
产品：色彩补齐，护肤延拓，蓄势香水

彩妆持续夯实，护肤有序延拓，新增香水品类。毛戈平以底妆为基础，成功连带至护肤品类，当前均实现快速增长：2024H1，公司彩妆及护肤业务销售额分别同比增长 44%、

³ 注：质价指数，以“单品对应美丽修行消费者指数”/“该单品单位价格”计算得出

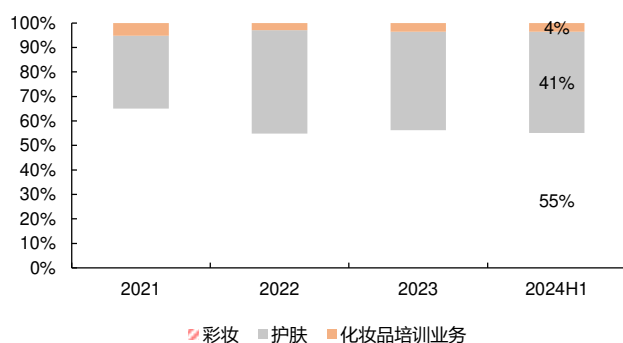
35%，占比达 55%和 41%。我们认为，彩妆业务作为品牌基本盘，仍处于大众化破圈阶段，有望随品类丰富持续夯实；护肤业务占比稳步提升，随着向高附加值品类的延拓，品牌规模上限有望抬升。此外，公司新增香水品类，2025 年推出第一款香水系列“国韵凝香”，产品储备丰富、蓄势待发。

图 6：毛戈平彩妆及护肤业务规模及增速



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 7：毛戈平彩妆及护肤业务收入比例

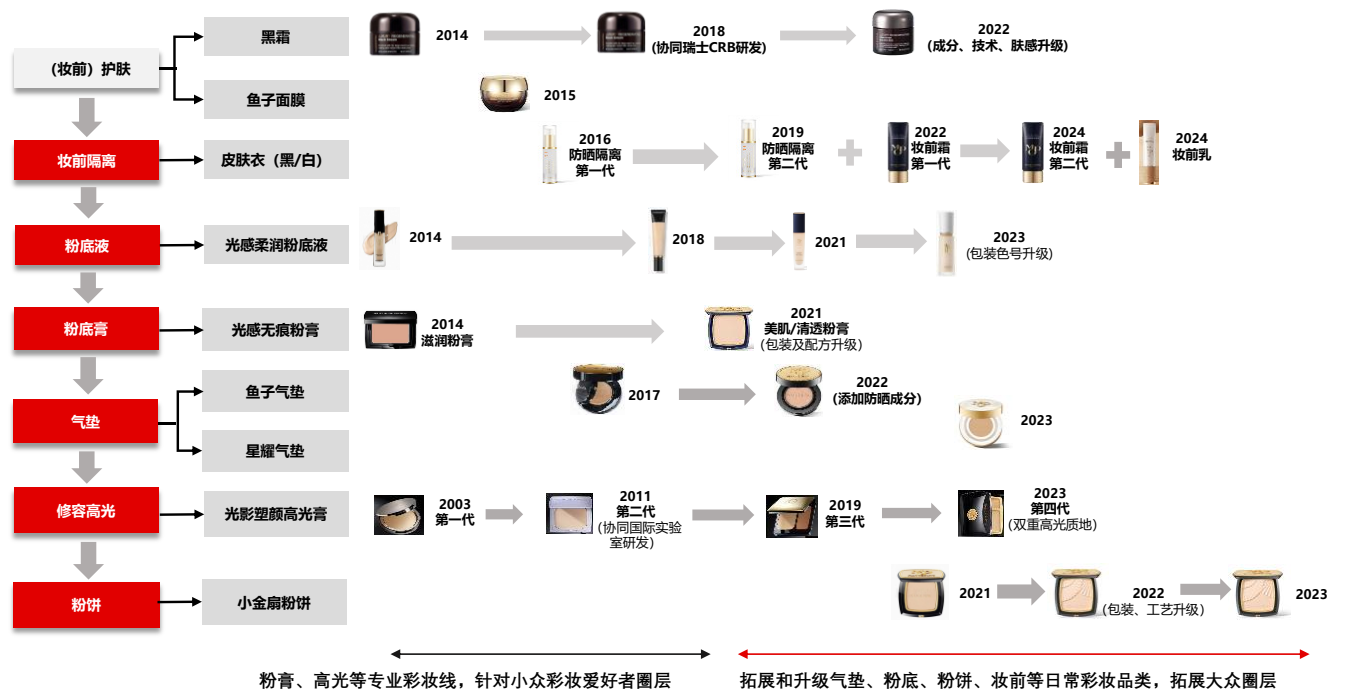


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

彩妆：底妆持续破圈，色彩逐步补齐

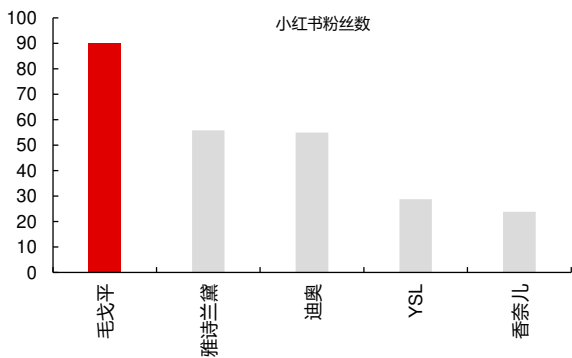
底妆：从小众专业到大众品类助推用户破圈，潜力单品储备丰富。2019 年以来，毛戈平底妆品类重心逐步从粉膏、高光专业彩妆线，过渡至气垫、粉底液、粉饼、妆前等日常品类，客群随之从小众彩妆爱好者延拓至大众圈层，当前毛戈平小红书平台粉丝数已大幅超越海外一线品牌。从产品储备来看，近年完成了高频迭代、偏日常使用场景的鱼子气垫、小金扇粉饼、水奶油粉底液、“皮肤衣”等产品，部分已在线上实现高增，同时对竞品仍有较大增长空间，有望驱动品牌后续增长。

图 8：毛戈平彩妆品类重心，逐步从专业彩妆条线过渡至大众日常品类



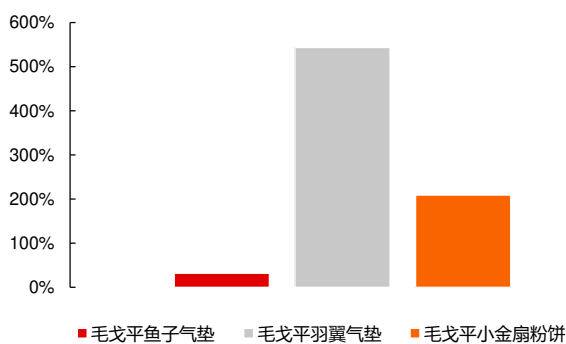
资料来源：NMPA，官方微博，长江证券研究所

图 9：毛戈平小红书平台粉丝数已大幅超越海外一线品牌⁴ (单位：万人)



资料来源：小红书，天猫旗舰店，长江证券研究所

图 10：储备单品丰富，部分已于 2024 年线上实现快速增长



资料来源：魔镜，蝉妈妈，长江证券研究所

表 4：参考 2024 年天猫+抖音销售额，毛戈平对标竞品仍有较大空间

品类	产品名称	销售额 (亿元)
气垫	毛戈平鱼子气垫	2.0 - 2.5
	YSL 粉气垫	8.5 - 9
粉饼	毛戈平小金扇粉饼	1.0
	纳斯大白饼	3.5 - 4.0
粉底液	毛戈平水奶油粉底液	0.5 - 1.0
	雅诗兰黛 DW 粉底液	5.0 - 5.5

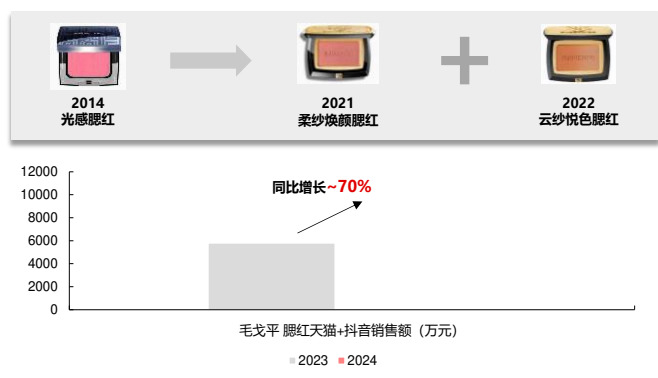
⁴ 统计截至 2025 年 3 月。

妆前乳	毛戈平皮肤衣	0.1 - 0.5
	CPB 隔离	8.5 - 9.0

资料来源：魔镜，蝉妈妈，长江证券研究所

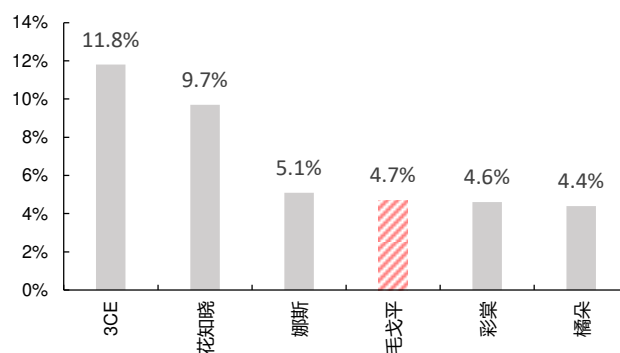
色彩品类：卡位经典色号，单品蓄势待发。色彩品类虽受限于强时尚属性，产品普遍迭代速度较快，但以一线色彩品牌 YSL、阿玛尼、迪奥为例，唇妆等经典品类同样能达到较大销售量级。毛戈平以经典色号腮红、唇釉品类切入，逐步补齐色彩品类布局。2024 年，品牌主要色彩单品腮红⁵线上实现快速增长，在天猫腮红品类市占率已位居前列；2024 年 11 月推新空气仓唇釉，涵盖裸色、番茄、红棕等 7 种经典热门色系，以轻盈、保湿、持妆为核心卖点，更符合东方人审美及需求，后续增长空间可期。

图 11：2024 年，毛戈平腮红单品天猫+抖音实现快速增长



资料来源：NMPA，蝉妈妈，魔镜，长江证券研究所

图 12：以天猫为例，2024 年毛戈平腮红品类市占率已位居前列



资料来源：魔镜，长江证券研究所

表 5：天猫+抖音平台，主要高端彩妆品牌唇妆单品对比

品牌	YSL		阿玛尼	迪奥	毛戈平
产品	黑管唇釉	小金条	红管唇釉	烈艳蓝金唇膏	空气仓唇釉
图例					
推新时间	早于 2019 年				2024.11
价格	400 元/5.5ml	400 元 2.2g	400 元/6.5ml	400 元/3.5g	270g/6.5ml
核心卖点	镜面光亮 浓郁色泽	质感浓郁 持久显色	丝绒哑光 浓郁色泽	平滑唇纹 持妆	轻盈空气感 8H 保湿持色
2024 年天猫+抖音 销售额 (亿元)	3.5-4.0	1-1.5	2.5-3.0	1.5-2.0	0.1-0.5

资料来源：魔镜，蝉妈妈，久谦，天猫旗舰店，长江证券研究所

⁵ 涵盖两款腮红产品，分别为柔纱幻颜腮红及云纱悦色渐变腮红。

图 13: 毛戈平空气仓唇釉卡位经典色号, 以轻盈、保湿、持妆为核心卖点

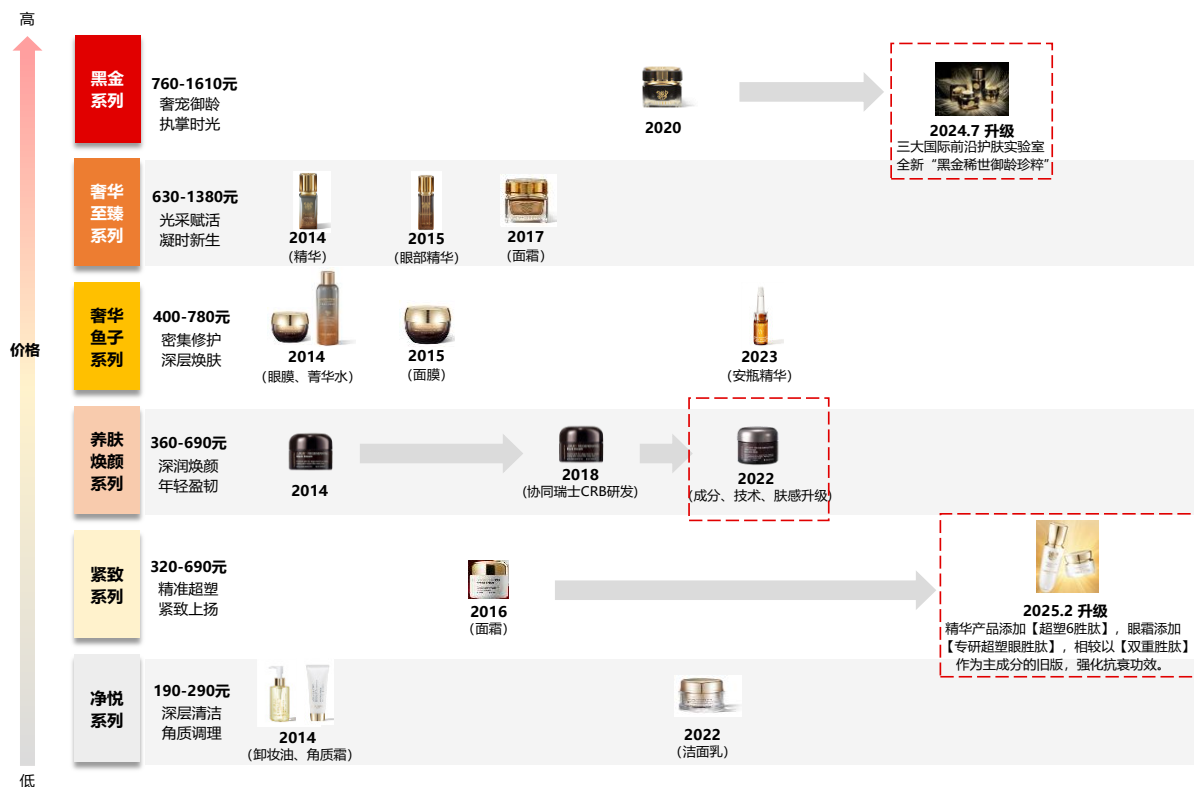


资料来源: 品牌微信公众号, 长江证券研究所

护肤: 品类升级提速, 有望沉淀核心成分心智

品类升级提速, 功效持续加码。2022 年以来, 品牌加快护肤系列迭代, 针对成分及功效做核心升级, 具体包括: 1) 2022 年养肤黑霜 2.0 升级, 新增神经酰胺 NP 成分, 增强修护及保湿功效; 2) 2024 年升级黑金系列, 添加全新抗老“黑金稀世御龄珍粹”; 3) 2025 年升级塑颜紧致系列, 其中精华产品添加“超塑 6 重胜肽”, 眼霜添加“专研超塑眼胜肽”, 相较旧版的“双重胜肽”, 预计抗衰功效有所增强。上述功效升级契合当前“科技护肤”的行业趋势, 有利于品牌护肤条线向更高附加值品类延拓。

图 14: 毛戈平近年加快对护肤品类的迭代



资料来源: NMPA, 品牌微信公众号, 长江证券研究所

参考海外品牌护肤延展思路，毛戈平有望逐步沉淀出标签化成分。以迪奥、香奈儿、YSL等海外强彩妆品牌为例，我们认为其护肤拓品思路为“打造品牌标签化成分”，强调：

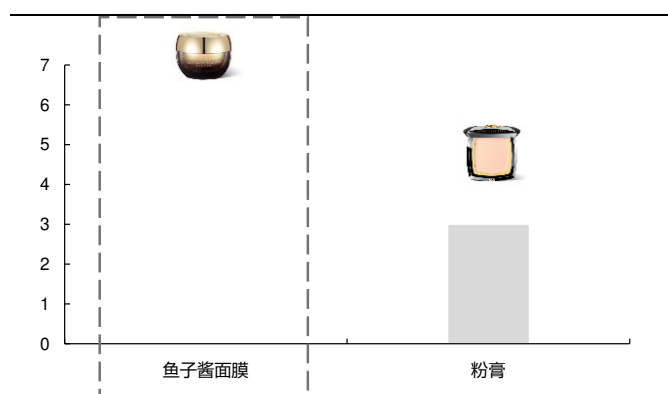
1) 成分稀缺性；2) 与品牌故事的关联性，如迪奥花秘瑰萃系列、香奈儿红山茶花系列，均围绕品牌象征性植物（格兰维尔玫瑰、山茶花）开发，YSL 则以品牌标志性奥立卡花园为依托，引出夜皇后仙人掌成分。而毛戈平护肤条线中，鱼子面膜 2023 年终端零售额已达 6 亿元，已成为品牌第一大单品，同时鱼子系列成分稀缺性高、套系内品类偏少，后续伴随套系内部连带，有望沉淀出品牌标签化成分，打造代表性护肤系列。

表 6：海外彩妆品牌护肤系列拓品思路

品牌	2023 年中国护肤规模（亿元）	核心护肤系列	核心成分	系列故事
迪奥	25.5	花秘瑰萃系列	格兰维尔玫瑰	1998 年在位于诺曼底的 Christian Dior 迪奥先生故居附近，发现一株野生玫瑰 ，迪奥的植物学家们被其惊人的生命力所吸引，精心培育多年，历经 7 代交植，臻选非凡生命力，从 40,000 株种植玫瑰中仅筛选出 1,500 株。2010 年，Dior 迪奥美妍科学中心发现，格兰维尔玫瑰提取物，对肌肤有修护功效。
香奈儿	19.4	红山茶花系列	红山茶花	红山茶花生命周期长达 200 年，拥有保持青春的非凡能量。历经十九年倾力专研，香奈儿研究中心从这朵 品牌象征之花 的花瓣中提炼出具有赋活和抗氧力的活性成分，能够提升肌肤活力，激发年轻能量
YSL	8.1	高能修护系列	夜皇后仙人掌	YSL 女性追求独立，以无畏的姿态在城市中勇往直前，但城市快节奏的生活令肌肤面临暗沉粗糙、毛孔粗大等问题。全新系列产品突破性地融合源于 YSL OURIKA 奥立卡花园 5 种自然植萃，与有效科学成分结合，为城市快节奏族群补充肌肤在白天缺少的肌肤能量，助力肌肤能量恢复平衡，从而对抗快节奏高压生活带来的多种肌肤问题

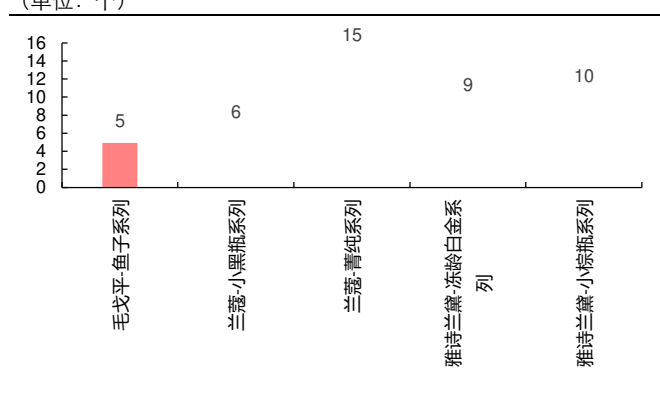
资料来源：品牌官网，VOGUE，ELLE，欧睿，长江证券研究所

图 15：参考 2023 年终端零售额，鱼子面膜已为品牌第一大单品（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 16：鱼子系列较其他护肤套系产品数量偏少，仍有一定套系延拓空间（单位：个）⁶



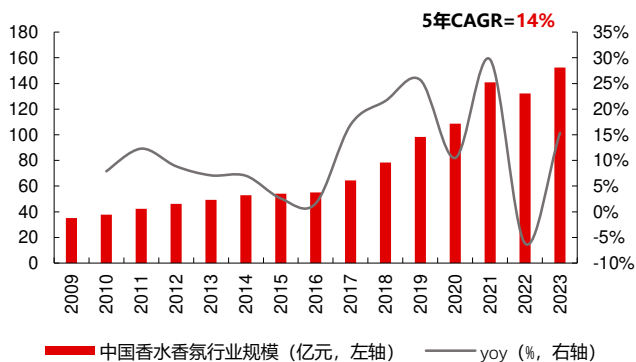
资料来源：品牌官网，长江证券研究所

⁶ 所列示数值为各套系下产品个数。

香氛：储备丰富，蓄势待发

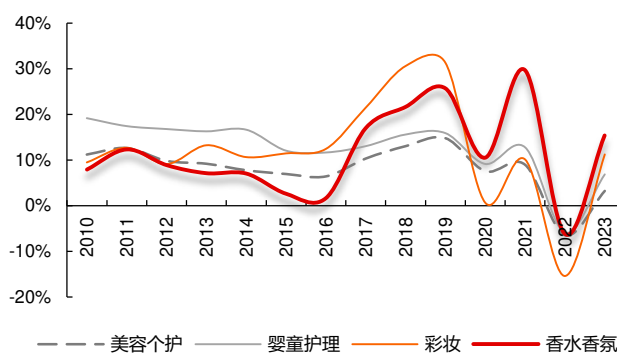
市场快速增长，外资品牌垄断。2023 年，中国香水香氛市场规模达 153 亿元，5 年复合增速 14%，表现优于美容个护大盘。从竞争格局来看，受限于其舶来品属性，中国香水市场当前基本由外资品牌把控，但近年伴随国风审美的逐步兴起，观夏、闻献等新锐国风香水品牌实现了快速发展，表征着消费者对东方香调接受度的逐步提升。

图 17：2023 年中国香水香氛市场规模达 153 亿元，5 年复合增速 14%



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 18：香水香氛市场增速近年快于美容个护大盘



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 19：观夏核心单品昆仑煮雪



资料来源：品牌官网，长江证券研究所

图 20：闻献核心单品初熟之物



资料来源：品牌官网，长江证券研究所

表 7：市占率来看，中国香水香氛市场基本以外资品牌为主

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
香奈儿	20.9%	18.7%	16.7%	16.2%	16.4%	16.9%
迪奥	17.2%	16.8%	16.4%	16.3%	14.7%	14.4%
祖马龙	3.8%	5.0%	6.7%	7.5%	8.0%	8.0%
YSL	1.1%	2.4%	3.5%	5.3%	7.1%	7.5%
阿玛尼	2.9%	3.7%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
汤姆福特	1.2%	1.6%	2.2%	2.9%	2.9%	3.3%
Gucci	2.4%	2.6%	3.5%	3.4%	3.0%	3.0%

蒂普提克	-	0.6%	1.4%	2.3%	2.6%	2.5%
爱马仕	2.8%	2.7%	2.6%	2.2%	2.2%	2.0%

资料来源：欧睿，长江证券研究所

产品储备丰富，差异化定位东方香调。当前品牌已有 3 款香水上市、13 款香水备案，产品储备丰富，品类有序拓展。**香型上**，已上市的“国韵凝香”系列包含 3 款香型，以中法建交 60 周年为灵感，围绕中国国色牡丹、法国香廷鸢尾，以及表达挚爱的玫瑰进行调配，价格定位高端（1280 元/100ml）；已完成备案的 13 款香型，产品命名及香料选择则更具东方特色，与海外品牌差异化显著，有望进一步打开毛戈平在香水市场的空间。

图 21：毛戈平已上市的限制香水“国韵凝香”系列



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 22：毛戈平备案香水包装盒



资料来源：NMPA，长江证券研究所

表 8：毛戈平品牌香水产品汇总

香水名称	前调	中调	后调	状态
国色牡丹	荔枝，粉红胡椒，杜松	牡丹花香	琥珀木，龙涎	已上市
香廷鸢尾	藏红花，兰花	鸢尾花香	橡苔，零陵香豆，乳香	
挚爱玫瑰	香柠檬，桃子，茉莉，玫瑰	玫瑰花香	麝香，雪松	
空山	橙花，橘子，香柠檬	氧气，黑醋栗，绿茶	檀香，麝香	已备案
惊鸿	橘子，番石榴，生姜	茉莉，晚香玉，橙花	麝香，柏木，香草	
花朝	粉红胡椒，覆盆子	牡丹，玫瑰	雪松，麝香	
默夜	香柠檬，柠檬，橘子，粉红胡椒	千叶玫瑰，鼠尾草，肉桂	琥珀，雪松，岩蔷薇，香脂，没药，广藿香，香根草，麝香	
扶光	香柠檬，苹果	鸢尾，茉莉，木兰，檀香，洋茉莉	黑豆香，香草，奶香，雪松	
若水	海洋水生调，盐，龙涎香，香菜，鸢尾	杜松子，红辣椒，玫瑰，水杨酸，海草	龙涎香，琥珀，雪松	
不让	柑橘	木兰，玫瑰，丁香	羊绒木质，麝香	
繁花倾慕	绿茶，橘子，香柠檬	茉莉，橙花	雪松，苔藓	
豆蔻晨光	小豆蔻，茉莉	橙花，辛香	天芥菜，龙涎香	
龙涎焚香	粉红胡椒，香柠檬	丁香，孜然，茉莉，辣椒籽	焚香，岩蔷薇，广藿香，龙涎香	
太和乾坤	香柠檬，牛至，甘椒	红没药，劳丹脂，乳香	乌木，檀香，广藿香，皮革	

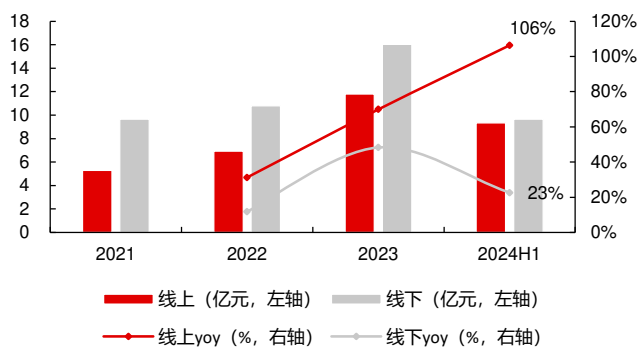
静夜鸢尾香	兰花, 藏红花	洋甘菊, 鸢尾, 玫瑰	零陵香豆, 橡苔, 乳香
拂晓玫瑰香	茉莉, 玫瑰, 桃子, 香柠檬, 粉 红胡椒	茉莉, 玫瑰	鸢尾, 雪松, 麝香

资料来源：公司官网，美妆浪潮，长江证券研究所

渠道：线下商圈升级强化店效，线上精细运营引领破圈

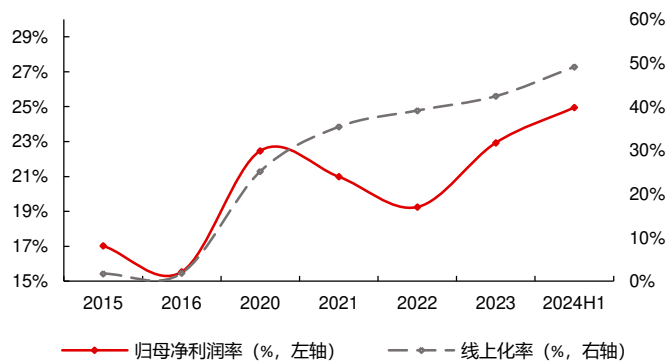
线下作为基本盘，线上贡献增长弹性。渠道分布来看，毛戈平以线下渠道起家，2019年 乘借品牌破圈之势加码线上，当前已实现双渠道健康发展，线上增速显著快于线下；从盈利能力来看，毛戈平线上大举扩张的几年，公司归母净利率水平不降反升，主因公司品牌和创始人 IP 具备较好的自传播属性，或带来更好的线上投产比。**归总来看，我们认为公司线下作为基本盘，线上为后续收入端和利润端的增量持续贡献较大弹性。**

图 23：毛戈平收入渠道结构拆分



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 24：品牌电商大举扩张时期并未损害归母利润率

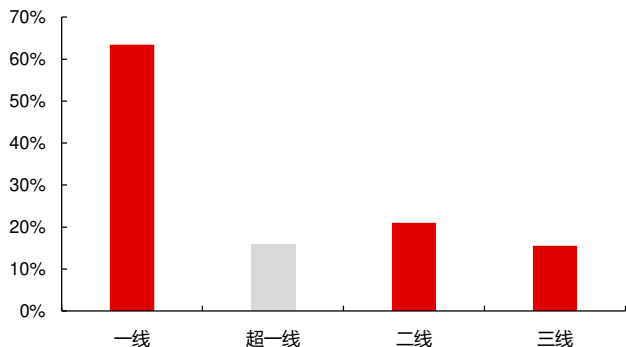


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

线下：重服务、高粘性，商圈升级店效提升

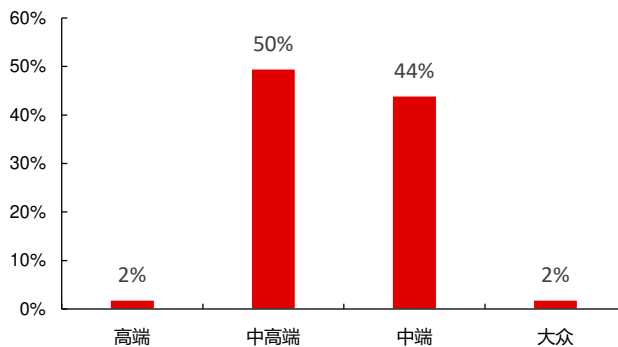
全国性广泛扩店，一线城市中高端商圈为主。自2003年首次进驻上海港汇恒隆、2005年入驻杭州武林银泰百货以来，公司逐步实现了全国性门店扩张，截至2024年6月已覆盖全国超120个城市。分结构来看，毛戈平门店主要分布在一线城市中高端商圈，同时入驻了包括SKP、IFS在内的超高端百货，与品牌调性高度契合。

图 25: 毛戈平专柜主要分布在一线城市



资料来源: 品牌官方小程序, 长江证券研究所

图 26: 毛戈平专柜主要分布在中高端及中端商圈



资料来源: 赢商网, 长江证券研究所

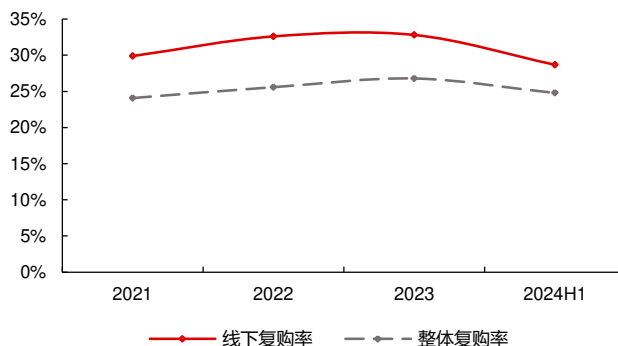
重体验、强服务的会员制度, 驱动品牌粘性逆势提升。相较其他高端美妆品牌, 毛戈平更重视到店体验: 1) 门店内设有多个化妆位、平均 7 位专业美妆顾问⁷, 为到店用户免费提供一对一半脸试妆及眉妆定制服务; 2) 较海外品牌更高频的会员定制妆容及面部护理服务。毛戈平重体验、强服务的会员制度有效增强了品牌粘性, 从复购率来看, 2024 上半年品牌整体复购率达到 25%, 远高于行业平均水平, 其中线下复购率高达 29%。

图 27: 毛戈平门店内设有多个化妆位, 为到店客户提供半脸试妆



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 28: 毛戈平品牌 2024H1 线下复购率达到 29%⁸



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

表 9: 各高端美妆品牌会员到店服务权益对比

	毛戈平	YSL	香奈儿	迪奥	雅诗兰黛
非会员	一对一试妆、半脸对比演示	无	无	无	无
会员	美妆会员 (绑定微信即可), 1 次妆容教学、眉妆定制服务	注册送 1 次妆容服务	有机会受邀享受美妆/护肤服务	1800/2000/2200/4000 积分兑换妆容/花园护理服务	雅粉 (注册) 送 1 次柜台护理

⁷ 2024H1 公司全国专柜美妆顾问超 2700 名, 合计自营专柜 372 个, 店均美妆顾问数在 7 名以上。

⁸ 2024H1 品牌复购率低于历史数据, 主因: 1) 产品使用期限延长了复购周期; 2) 季节性因素, 通常在四季度购物节及公共假日期间出现销售高峰。

等级 1	风尚会员 (1800 元) 8 次 妆容教学服务	银卡 (1000 元) 1 次 妆容服务	蓝钻 (购买正装) 2 次 柜台护理
等级 2	白金会员 (4800 元) 12 次 妆容教学服务	金卡 (3000 元) 2 次 妆容服务	星钻 (单笔消费满 1500 元, 或累计满 2500 元), 2 次 柜台护理
等级 3	至尊会员 (8800 元) 24 次 妆容教学服务	铂金卡 (6000 元) 4 次 妆容服务	金钻 (单笔或累计满 5000 元), 4 次 柜台护理
等级 4		黑卡 (15000 元) 8 次 妆容服务	黑钻 (单笔或累计满 10000 元), 6 次 柜台护理
等级 5			臻钻 (单笔或累计满 25000 元), 6 次 柜台护理

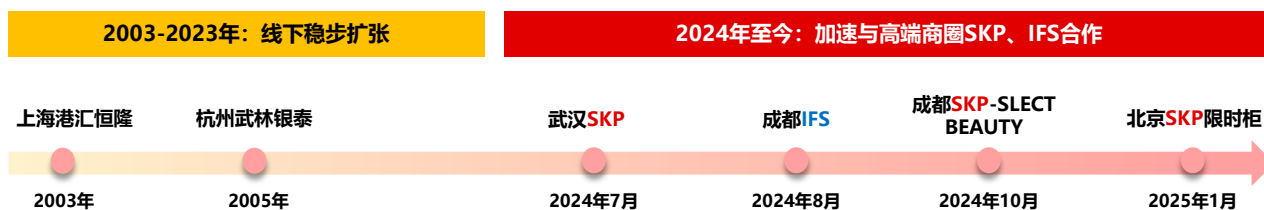
资料来源: 品牌官方小程序, 长江证券研究所

中短期仍有新开店空间, 但长期增长主要源于同店销售额的改善。截至 2024 年 6 月, 毛戈平全国自营专柜数达 372 家, 在中国所有美妆品牌中排名第二。从单柜效用的角度考虑, 我们认为品牌后续净开店空间有限, 长期线下空间或更多源于同店销售额的改善。从专柜平均年销售额来看, 毛戈平店均销售相较海外高端彩妆品牌仍有一定差距, 具备较大成长空间。

进一步拆分来看, 我们认为毛戈平同店销售额的改善核心源于三方面:

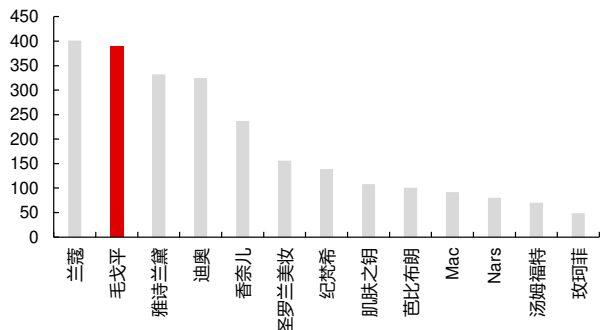
- 1) 商圈升级带来的店效改善尤其是单店客群扩增。伴随品牌影响力提升, 2024 年以来毛戈平加速与高端商圈合作, 包括 2024 年 7 月进驻武汉 SKP, 8 月进驻成都 IFS, 随后陆续与成都、北京 SKP 开展合作。我们认为, 所处商圈的逐步升级, 有助于品牌覆盖更多高净值人群, 实现店效提升, 同时持续夯实高端美妆品牌形象;
- 2) 新店逐步爬坡期后形成稳定的客群及复购。2023 年毛戈平新开业门店较开业两年及以上门店, 销售额存在爬坡期, 随着近年快速扩张下的新门店逐渐成熟、形成稳定客群复购后, 店均销售额将迎来改善;
- 3) 产品线持续丰富, 推动客均消费增长, 2022 年毛戈平会员结构中, 美妆会员 (年消费 1800 元以下) 人数占比最大、年均消费低。考虑到品牌当前仍处快速拓品期, 随着护肤、色彩产品线的丰富, 有望逐渐打开销售空间。

图 29: 2024 年以来毛戈平加速与高端商圈的合作



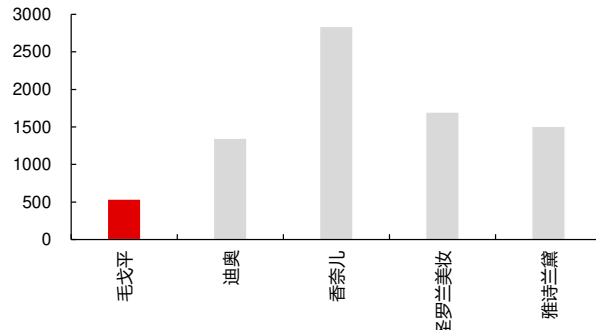
资料来源: 商圈官方公众号, 招股说明书, 长江证券研究所

图 30：根据久谦数据，2024 年毛戈平门店数在全国高端美妆品牌中位居前列（单位：个）



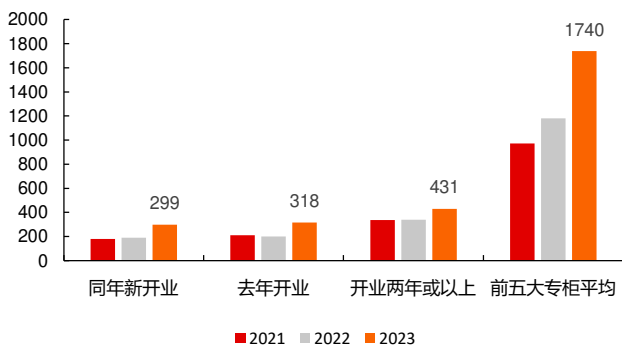
资料来源：久谦，长江证券研究所

图 31：2024 年，毛戈平平均销售额较海外品牌仍有较大提升空间（单位：万元）



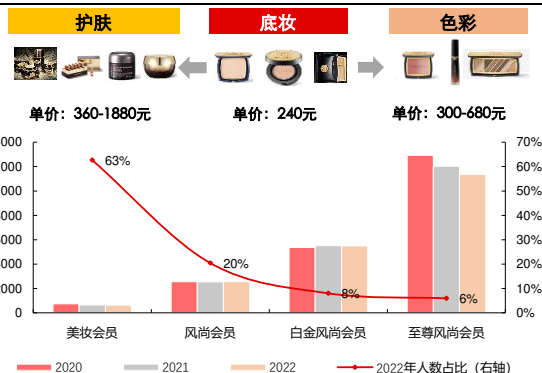
资料来源：久谦，长江证券研究所

图 32：新专柜开业后单店年均销售额有爬坡期，同时较头部部门店有改善空间（单位：万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 33：毛戈平美妆会员人数占比大、人均年消费低，购买力有望随产品延拓提高⁹（单位：元，%）



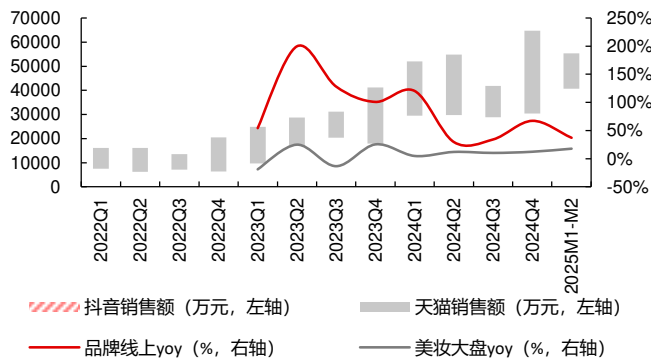
资料来源：品牌天猫旗舰店，招股说明书（主板），长江证券研究所

线上：细化运营颗粒度，引领客群破圈

线上快速增长，引领客群破圈。毛戈平近年线上表现亮眼，增速远超线上美妆大盘。我们认为，对于下沉及年轻化市场的破圈效应，是其线上能够实现快速增长的核心原因：从客群维度来看，以抖音为例，毛戈平品牌线上客群主要为 24-40 岁、三线及新一线城市的居民，对主要分布在一线城市的线下品牌专柜形成较好补充。后续随着品牌势能的进一步扩大，线上破圈效应有望持续增强。

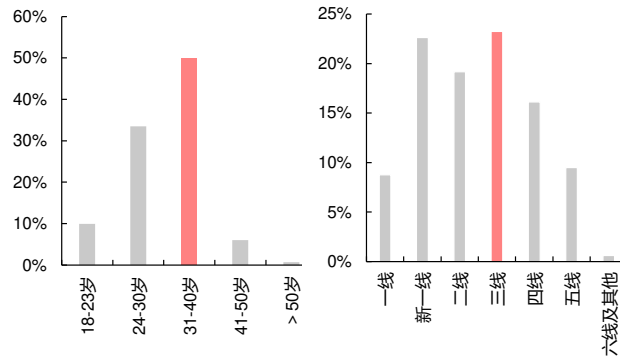
⁹ 注：ARPU 为平均用户收入，底妆品类以核心单品价格、每年 2 次复购计算得出，护肤品类以平均单价、考虑每年 2 次复购计算得出，色彩品类以当前核心主推品单价、考虑每年 1 次复购计算得出。

图 34：毛戈平线上渠道增速远超线上美妆大盘



资料来源：魔镜，蝉妈妈，长江证券研究所

图 35：以抖音为例，毛戈平线上客群对线下形成较好补充



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

此外，运营颗粒度的细化，利于线上的客群和公司多产品线的优势更好匹配，助力产品在线上多点开花。以抖音为例，毛戈平通过分号分品增强核心单品露出，精准定位目标用户。当前毛戈平抖音线上运营颗粒度已细化至单品维度，品牌围绕五大主推品（粉膏、气垫、鱼子面膜、水奶油粉底液、皮肤衣），分别设立五个自营账号，通过分号分品增加核心单品露出时长，推广更具针对性及准确性，进一步助推线上渠道的健康增长。

图 36：毛戈平抖音设置 5 个自营号，产品上各有侧重



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

投资建议：品牌理念经典，塑造过程稀缺，品类贡献成长

公司得益于其品牌理念的经典性，创始人资产的稀缺性，以及产品端的精细打磨和完整布局，成功抓住了国内彩妆高端化、本土审美回归的时代机遇。我们认为，公司中长期增长逻辑明晰：1) 产品端，底妆从小众专业到大众场景破圈，色彩品类的补齐，护肤条线的延拓以及香水业务的开展，有望多点支撑品牌成长；2) 渠道端，线下店效具备较大优化空间，核心源于商圈升级带来的店效改善，线上对年轻/下沉市场的补齐和精细运营，

有望进一步扩大品牌人群覆盖和产品矩阵打造。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.01、12.00、15.42 亿元，PE 估值分别为 51、38、30 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图 37：毛戈平盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,698	2,856	4,252	5,989
现金	1,138	2,066	3,200	4,710
应收账款及票据	158	201	268	338
存货	342	506	671	799
其他	60	84	113	142
非流动资产	397	311	347	382
固定资产	168	208	247	283
无形资产	42	40	38	36
其他	186	63	63	63
资产总计	2,095	3,167	4,599	6,371
流动负债	529	690	922	1,152
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	104	108	144	171
其他	426	581	778	980
非流动负债	17	29	29	29
长期债务	0	0	0	0
其他	17	29	29	29
负债合计	547	719	950	1,180
普通股股本	60	60	60	60
储备	1,486	2,386	3,586	5,128
归属母公司股东权益	1,546	2,446	3,646	5,188
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	1,548	2,449	3,649	5,190
负债和股东权益	2,095	3,167	4,599	6,371

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	700	791	1,137	1,514
净利润	662	901	1,200	1,542
少数股东权益	2	0	0	0
折旧摊销	70	12	14	15
营运资金变动及其他	-34	-122	-76	-43
投资活动现金流	-195	140	-1	-1
资本支出	-205	-50	-50	-50
其他投资	10	190	49	49
筹资活动现金流	-255	-3	-3	-3
借款增加	-28	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-3	-3	-3
其他	-227	0	0	0
现金净增加额	250	928	1,134	1,511

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,886	4,010	5,364	6,762
其他收入	0	0	0	0
营业成本	438	650	863	1,027
销售费用	1,412	1,933	2,611	3,284
管理费用	192	293	350	441
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	3	3	3
除税前溢利	888	1,185	1,585	2,056
所得税	224	284	385	514
净利润	663	901	1,200	1,542
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	662	901	1,200	1,542
EBIT	890	1,188	1,588	2,058
EBITDA	960	1,200	1,601	2,074
EPS (元)	3.31	1.84	2.45	3.15

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	57.78%	38.95%	33.75%	26.07%
归属母公司净利润	88.00%	0.00%	33.21%	28.50%
获利能力				
毛利率	84.83%	83.79%	83.91%	84.81%
销售净利率	22.94%	22.46%	22.37%	22.80%
ROE	42.82%	36.82%	32.91%	29.72%
ROIC	42.96%	36.87%	32.94%	29.74%
偿债能力				
资产负债率	26.10%	22.69%	20.66%	18.53%
净负债比率	-73.51%	-84.36%	-87.69%	-90.75%
流动比率	3.21	4.14	4.61	5.20
速动比率	2.56	3.40	3.88	4.50
营运能力				
总资产周转率	1.58	1.52	1.38	1.23
应收账款周转率	21.28	22.39	22.89	22.31
应付账款周转率	4.04	6.14	6.84	6.52
每股指标 (元)				
每股收益	3.31	1.84	2.45	3.15
每股经营现金流	1.43	1.61	2.32	3.09
每股净资产	3.15	4.99	7.44	10.58
估值比率				
P/E	0.18	50.57	37.96	29.54
P/B	0.18	18.62	12.49	8.78
EV/EBITDA	-0.89	36.24	26.44	19.69

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、品牌发展不及预期。本文对毛戈平空间的预测是基于品牌产品持续扩张、护肤线顺利发展、客群渗透率持续提升的前提而进行的，若推广进度不及预期，可能导致品牌空间无法达到前文预测的规模。
- 2、负面舆论风险。公司品牌的持续增长很大程度取决于消费者对品牌的信任，公司绝大部分收入源于创始人同名品牌 MAOGEPING，该品牌的价值和资产与毛先生个人声誉密切相关，因此品牌形象可能因毛先生以及本公司、董事、管理层及其他人员的任何不利报道而受损。
- 3、行业流量成本上升。近年由于电商平台扣点率持续上行，以及高广告费率的抖音渠道在美妆品牌占比提升下，预计行业销售费用率或有提升。
- 4、线上数据不代表整体情况。本文在产品部分，受限于数据可得性，对部分单品仅采用线上数据进行分析。而毛戈平本身以线下渠道为主，因此数据仅提供参考，不代表整体公司情况。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。