

彩妆高增强化心智，线上&线下高质量成长

核心观点

2024 年公司营收同比增长 34.6%，经调净利润增长 39.2%，高盈利能力持续。其中彩妆在 23 年高增基础上增长 42.0%，彩妆作为品牌力的核心品类，公司在渠道助力下主动加强了销售资源，强化消费者品牌心智。护肤增长 23% 达到 14.29 亿，毛戈平护肤 SKU 已较为完善，线上目前仍以鱼子面膜和黑霜为核心销售产品，核心单品的空间+新品类产品的增量均将带动护肤业务的稳健上行。2024 年线上收入 17.84 亿元，+51.2%，占产品销售比重的 47.8%，优质产品及内容使得线上盈利同样优异；线下收入 19.49 亿元，+21.6%，公司净开专柜 25 家中 12 家为一线城市，去年以来，武汉、成都、北京 SKP 门店陆续验证了公司在高端商业的运营能力，门店质和量的同步提升支撑将线下业务良性发展。

事件

公司公布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 38.85 亿元，同比 +34.6%，年内利润 8.81 亿元，+32.8%，经调净利润 9.24 亿元，+39.2%，对应经调利润率 23.8%。

公司计划派发末期股息每股人民币 0.72 元（含税），共计人民币 3.53 亿元（含税）。

简评

日销能力突出，盈利保持稳健

24H2 公司营收 19.13 亿元，同比+28.6%，经调净利润 4.11 亿元，+30.5%，调整项目主要为上市开支及股份奖励费用。公司在销售上下半年规模相对接近，对大促的依赖度相对较低，较高的线下销售占比也使得日销相对稳定。2024 年销售费用率 49.0%，微增 0.1%，其中营销及推广开支费用率 22.3%，+3pct，主要受线上线下结构变化影响，实际费用绝对值增长与线上收入增速基本一致。行政开支费率 6.9%，+0.2pct。2024H2 销售费用率 50.5%，-0.2pct，公司历年宣传活动多集中在下半年，因此费用率较上半年更高，但同比微降反映了公司较高的销售效率。公司更加强调美学场景的心智打造，而非单品爆品逻辑，费用率在该战略下预计并不会出现大幅提升现象。

毛戈平 (1318. HK)

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

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 28 日

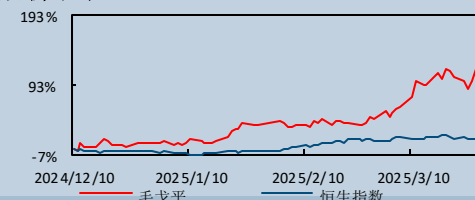
当前股价：113.90 港元

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
56.03/56.91	107.09/89.77	/
12 月最高/最低价 (港元)		113.90/51.95
总股本 (万股)		49,018.69
流通 H 股 (万股)		26,184.23
总市值 (亿港元)		558.32
流通市值 (亿港元)		558.32
近 3 月日均成交量 (万)		237.55
主要股东		
毛戈平		36.48%

股价表现



彩妆高增强化品牌心智，护肤增长空间明显

分品类来看，2024 年彩妆营收 23.04 亿元，+42.0%，毛利率 83.6%，-0.8pct，护肤 14.29 亿元，+23.2%，毛利率 87.2%，-0.1pct，培训业务营收 1.52 亿元，+45.8%，毛利率 69.0%，+5pct。24H2 彩妆+40.6%，护肤+10.5%，培训+23.8%。2024 年彩妆业务在 2023 年高增基数上持续放量，彩妆作为品牌力的核心品类，公司在渠道助力下主动加强了销售资源强化消费者心智，下半年唇部产品也有较优表现。护肤业务公司依然围绕品牌美学的核心，其中鱼子面膜 2024 年销售额超 8 亿元，占护肤 GMV 的接近 40%。考虑线下，毛戈平实际在产品 SKU 上已较为完善，线上单品销售逻辑下目前仍以鱼子面膜和黑霜为核心销售产品，本身单品的空间+新品类产品的增量均将带动护肤业务的稳健上行。

线上占比进一步提升，线下门店质量提升显著

分渠道来看，公司 2024 年线上收入 17.84 亿元，+51.2%，占产品销售比重的 47.8%，抖音 2024 年已为毛戈平线上第一大渠道，内容型电商模式下公司优质产品及美学产品定位更易放量，且线上利润率预计超过 20%，行业领先。全年线下收入 19.49 亿元，+21.6%，其中线下直销 17.57 亿元，+22.2%，线下直销门店从 357 家上升至 378 家（含经销合计 409 家），对应单店年收入 464.8 万元/+15.4%，单店销售增长依然可观。2024 年公司净开专柜 25 家中 12 家为一线城市，新一线中新入驻了武汉 SKP、成都 SKP，今年北京 SKP 快闪店开业，进一步验证高端商业的运营能力和品牌定位。门店质量和数量的同步提升支撑线下业务良性发展。复购来看，2024 年线上 27.5%，+5.5%，线下 34.9%，+2.1%；同时在新客方面，截至 12 月 31 日，线下注册会员达 480 万，+112 万，线上注册会员 1117 万，+400 万，新老客同步提升，人群资产优质。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 25-27 年实现净利润 12.09/15.94/20.42 亿元，对应 PE 分别为 39/29/23 倍，1-2 月根据炼丹炉及飞瓜数据，毛戈平天猫+抖音三方数据预计增长超 40%，环比 Q4 加速，3 月女王节大促天猫美妆榜单排名提升显著，整体销售策略不同于线上爆品逻辑，更多是常青产品的稳健增长，盈利能力稳健，增长确定性突出，维持买入评级。

表 1:主要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,885.96	3,884.69	5,176.45	6,807.02	8,664.38
YoY(%)	57.78	34.61	33.25	31.50	27.29
净利润（百万元）	661.93	880.61	1,208.98	1,593.82	2,041.83
YoY(%)	88.00	33.04	37.29	31.83	28.11
毛利率(%)	84.83	84.37	84.85	84.86	84.93
净利率(%)	22.99	22.69	23.37	23.43	23.59
ROE(%)	42.82	25.15	28.20	29.94	30.70
EPS(摊薄/元)	1.35	1.80	2.47	3.25	4.17
P/E(倍)	70.40	52.92	38.54	29.24	22.82
P/B(倍)	30.15	13.31	10.87	8.75	7.01

资料来源：iFind，中信建投证券

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；

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。

分析师介绍

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。

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。

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