

公司研究

厚积薄发，东方美妆容天下

——毛戈平（1318.HK）投资价值分析报告

要点

毛戈平：大师缔造、深厚底蕴成就中国高端化妆品唯一国产品牌

公司由中国美妆界顶级化妆师毛戈平先生创立，目前旗下包括两大美妆品牌 MAOGEPING（以下简称 MGP）和至爱终生，另外有化妆艺术培训业务。

公司凭借创始人毛戈平先生的专业积累和影响力，成为国产化妆品行业中唯一一个实现了向高端市场成功突围的品牌，2023 年公司旗下 MGP 品牌为中国市场前 15 大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按零售额计算排名第 12、市场份额为 1.8%。

近十年间，公司业绩实现了长周期内的高速增长。公司 2024 年实现营业收入 38.85 亿元，同比增长 34.6%，净利润 8.81 亿元，同比增长 32.8%，2021~2024 年营业收入和净利润的年复合增速分别为 35.0%/38.6%。

行业分析：化妆品行业继续成长，国产品牌正在突围、国货崛起成为趋势

中国化妆品行业尚处于提质成长期，分子行业来看，护肤、彩妆两个子行业 2023 年市场规模分别为 4630 亿元、1168 亿元，2018~2023 年年复合增速分别为 8.4%/4.7%，预计 2023~2028 年复合增速分别为 8.7%/8.4%。格局方面，目前高端定位中国际品牌占优，国内品牌寥寥，但从行业发展趋势来看，国产品牌崛起大势不改，行业从重营销转向重品牌发展，特别在彩妆品类中，国内外品牌的定位已经比较丰富多样，高端、大众定位均有分布，并且国产高端品牌也在发力，在价格上与国际品牌相近。

创始人自带 IP 属性，流行趋势的精准把握以及服务加持形成的差异化是竞争力的核心三角

1) 底蕴最为深厚的化妆师品牌、影响力横向对比而言居于头部，自带流量和口碑，产品的专业度获得消费者认可。2) 品类打造上独具匠心，围绕东方美学，在增速更高、消费者更追求品质、忠诚度更高的面部彩妆品类中成功打造了粉膏、气垫、粉饼等大单品，相较国际大牌更具东方美学风格，相较国内外化妆师品牌则拥有更全的 SKU 布局。3) 产品为基、服务为翼，化妆服务和体验持续强化品牌心智、与国际大牌实现差异化竞争。

盈利预测与投资建议：我们预测公司 25~27 年归母净利润分别为 11.7/15.2/19.8 亿元，对应 25~27 年 EPS 为 2.38/3.11/4.03 元，25/26 年 PE 为 40/30 倍，考虑到公司品牌定位的稀缺性和高业绩成长性，结合相对估值和绝对估值结果，给予公司目标价 125 元港币，首次覆盖、给予“买入”评级。

风险提示：终端零售持续疲软、客流不及预期；化妆师同名品牌与个人深度绑定的风险；行业竞争加剧；电商渠道增速放缓，致费用刚性上升，或者投入效果边际减弱的风险；新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,886	3,885	5,149	6,732	8,752
营业收入增长率	57.8%	34.6%	32.6%	30.7%	30.0%
归母净利润（百万元）	662	881	1,167	1,523	1,975
归母净利润增长率	88.0%	33.0%	32.5%	30.5%	29.7%
EPS（元）	1.35	1.80	2.38	3.11	4.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	42.8%	25.2%	27.8%	30.2%	32.8%
P/E	70	53	40	30	24
P/B	30	13	11	9	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-08，港币汇率采用 1 港币=0.9287 人民币计算

买入（首次）

当前价/目标价：102.00/125.00 元港币

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

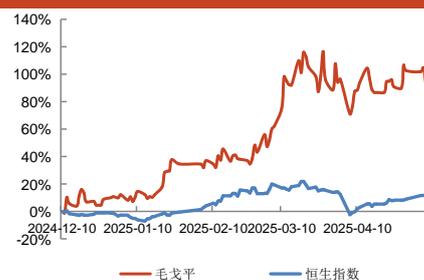
分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.90
总市值(亿港元)	499.99
一年最低/最高(港币)	47.65-118.00
近 3 月换手率	118.5

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	上市以来
相对	-3.3	33.8	82.3
绝对	9.9	41.6	93.9

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

分渠道来看,未来公司线上、线下渠道将齐头并进,我们预计线上渠道增速更快,预计 2025~2027 年,公司线上渠道中占比最大的直销收入同比增速分别为 48%/43%/42%,向线上经销商销售收入同比增速分别为 40%/35%/32%;线下渠道方面,预计线下直销渠道收入同比增速分别为 20%/19%/17%,向线下经销商销售收入同比增速分别为 20%/20%/20%,向高端跨国美妆零售商销售收入同比增速分别为 20%/20%/20%。

毛利率方面,随着公司品牌势能的持续上升,且扩品类、推新品持续推进,同时线上直销的毛利率略低于线下直销的毛利率、而线上渠道增速更快,因此预计 2025~2027 年毛利率基本稳定,分别为 84.4%/84.3%/84.2%。

费用率方面,销售费用率方面,预计随着公司上市后资金实力大幅加强,而品牌发展仍处于上升期,品牌建设、营销网络扩张等为品牌长期发展所需的投入预计将有加大,销售费用率预计适当有升、但未来将基本稳定,预计 2025~2027 年销售费用率分别为 49.5%/49.2%/49.0%。管理费用率预计基本稳定,2025~2027 年分别为 6.7%/6.7%/6.7%。

综上,我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 51.5/67.3/87.5 亿元、同比增长 32.6%/30.7%/30.0%;归母净利润分别为 11.7/15.2/19.8 亿元,同比增长 32.5%/30.5%/29.7%。

我们有别于市场的观点

我们认为公司的差异化优势在于:创始人自带 IP 属性,对流行趋势的精准把握以及服务加持形成的差异化是竞争力的核心三角。

1) 毛戈平先生个人的强 IP 属性赋予品牌的高端调性,这在目前国货化妆师品牌中尚无人可以做到,我们分析了毛戈平品牌的影响力、产品的专业性/口碑/定价,来解释为何品牌势能表现为持续上升(以逆势提价为表现)。

2) 公司在品类选取上具备独到之处,公司在大单品的打造中,独具匠心围绕东方美学选择了面部底妆这一更加追求品质感、拥有更高客户忠诚度的细分品类,实现了代际大单品的接力和轮动,这使得毛戈平品牌既能与国际高端彩妆大牌同台竞争、打造差异化产品优势,同时相比国内外化妆师创立品牌在品牌影响力和产品 SKU 的丰富和全面程度上又有优势。

3) 产品为基、服务为翼,线下渠道提供的化妆服务和体验持续强化品牌心智、与国际大牌实现差异化竞争。

股价上涨的催化因素

线上或线下渠道的销售超预期;大单品/新品系列推出获得成功;推出并购等。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司 25~27 年归母净利润分别为 11.7/15.2/19.8 亿元,对应 25~27 年 EPS 为 2.38/3.11/4.03 元,25/26 年 PE 为 40/30 倍,考虑到公司品牌定位的稀缺性和高业绩成长性,结合相对估值和绝对估值结果,给予公司目标价 125 元港币,首次覆盖、给予“买入”评级。

目 录

1、 公司介绍：大师缔造、深厚底蕴成就中国高端化妆品唯一国产品牌	6
1.1 基本情况	6
1.2 股权结构	8
1.3 业务分析：彩妆、护肤双驱动，线上渠道增长亮眼	8
1.4 财务分析：成长性和盈利能力突出	10
1.4.1 公司回溯：十年间收入利润快速扩张	10
1.4.2 同业比较：收入规模虽为中等但成长性和盈利能力占优	12
2、 行业分析	15
2.1 中国化妆品行业尚处于提质成长期	15
2.2 格局方面，高端定位国际品牌占优、国内品牌寥寥	18
2.3 未来国货崛起大势不改，从重营销到重品牌发展	19
3、 竞争优势分析	23
3.1 底蕴最为深厚的化妆师品牌，自带流量和口碑	23
3.2 品类打造上独具匠心，围绕东方美学实现差异化布局	24
3.3 以专业性和服务突围、塑造品牌高端调性，会员体系深耕持续夯实品牌心智	28
4、 盈利预测、估值与评级	30
4.1 关键假设与盈利预测	30
4.2 相对估值	31
4.3 绝对估值	32
4.4 估值结论与投资评级	33
5、 风险分析	34

图目录

图 1 : 2023 年公司分品牌销售占比	7
图 2 : 2024 年公司分品类/业务销售占比.....	7
图 3 : 2024 年公司分线上线下渠道销售占比.....	7
图 4 : 截至 2025 年 3 月公司主要股东持股情况.....	8
图 5 : 2022~2024 年公司销售收入分品类同比增速.....	9
图 6 : 2022~2024 年公司销售收入分渠道同比增速.....	9
图 7 : 天猫平台 MGP 品牌彩妆香水和护肤品类销售额同比增速走势 (%)	9
图 8 : 2023/2024 年天猫和抖音平台双十一大促中彩妆类目按成交额排名品牌情况.....	9
图 9 : 毛戈平 2021~2024 年和中国代表化妆品上市公司 2024 年的线上销售收入占比.....	10
图 10 : 毛戈平 2021 年~2024 年末自营专柜数量及增幅.....	10
图 11 : 公司 2013~2024 年期间营业收入和同比增速.....	11
图 12 : 公司 2013~2024 年期间净利润和同比增速	11
图 13 : 公司 2021~2024 年毛利率和归母净利率.....	11
图 14 : 公司 2021~2024 年 ROA 和 ROE	11
图 15 : 公司 2021~2024 年的费用率和归母净利率	12
图 16 : 公司 2021~2024 年资产负债率	12
图 17 : 公司 2021~2024 年经营净现金流及占营业收入比例.....	12
图 18 : 2022~2024 年公司与国内同业上市公司营业收入规模比较 (亿元)	13
图 19 : 2022~2024 年公司与国内同业上市公司营业收入同比增速比较	13
图 20 : 2022~2024 年公司与国内同业上市公司归母净利润规模比较 (亿元)	13
图 21 : 2022~2024 年公司与国内同业上市公司归母净利润同比增速比较.....	13
图 22 : 2021~2024 年公司与国内同业上市公司毛利率比较.....	14
图 23 : 2021~2024 年公司与国内同业上市公司归母净利率比较	14
图 24 : 2022~2024 年公司与国外同业上市公司营业收入规模比较 (亿元人民币)	14
图 25 : 2022~2024 年公司与国外同业上市公司净利润规模比较 (亿元人民币)	14
图 26 : 2021~2024 年公司与国外同业上市公司毛利率比较.....	15
图 27 : 2021~2024 年公司与国外同业上市公司净利率比较.....	15
图 28 : 公司与国外同业上市公司毛利率、费用率、归母净利率比较.....	15
图 29 : 2018~2028 年中国化妆品行业分子行业规模 (十亿元) 和同比增速.....	16
图 30 : 2018~2028 年中国化妆品行业分定位市场规模 (十亿元) 和同比增速	16
图 31 : 2018~2028 年中国彩妆行业分定位规模 (十亿元) 和同比增速	17
图 32 : 2018~2028 年中国护肤品行业分定位规模 (十亿元) 和同比增速.....	17
图 33 : 部分代表国家或地区 2023 年和 2028 年 (预测) 人均彩妆支出 (人民币元)	18
图 34 : 2023 年中国高端美妆集团零售额计市场份额.....	18
图 35 : 2023 年中国高端美妆品牌零售额计市场份额.....	18
图 36 : 2023 年中国高端美妆行业不同销售渠道的占比	19
图 37 : 2023 年中国高端美妆品牌线下渠道中零售额计市场份额	19
图 38 : 2023 年中国高端美妆品牌百货商店渠道中零售额计市场份额	19
图 39 : 代表国产彩妆品牌成立时间.....	20

图 40 : 2024 年天猫淘宝护肤品牌 TOP10 销售额及均价	21
图 41 : 2024 年天猫淘宝彩妆品牌 TOP10 销售额及均价	21
图 42 : 2024 年抖音护肤品牌 TOP10 销售额及均价	21
图 43 : 2024 年抖音彩妆品牌 TOP10 销售额及均价	21
图 44 : 国外代表彩妆品牌明星产品免税渠道定价与国货代表品牌单克 (毫升) 价格比较	23
图 45 : 博主“深夜徐老师”化妆师化妆类相关微博视频的播放量 (万次)	23
图 46 : 美丽修行遮瑕类代表产品评分比较	23
图 47 : 2021~2024 年天猫彩妆香水品类代表高端品牌均价 (元)	24
图 48 : 天猫彩妆香水品类代表高端品牌均价 2024 年相比 2021 年提升幅度	24
图 49 : 2021H1~2024H2 面部彩妆品类线上渠道的销售额同比增速领先且占比提升	24
图 50 : 2021~2023 年彩妆细分品类使用变化趋势	24
图 51 : MGP 品牌 2017~2024 年天猫平台大单品销售额占比 (%)	26
图 52 : MGP 品牌护肤品类代表产品情况	27
图 53 : 毛戈平“气蕴东方”系列第五代产品	27
图 54 : 花间蝶舞柔雾高光盘设计灵感来自于故宫藏品	27
图 55 : MGP 品牌香氛产品情况	28
图 56 : 法国娇兰品牌的明星香氛产品情况	28
图 57 : 北京 SKP 商场 MGP 品牌专柜中设立化妆区	29
图 58 : 北京 SKP 一楼化妆品国际品牌情况	29
图 59 : 毛戈平品牌会员分为四档, 匹配不同权益	29
图 60 : 毛戈平品牌分线上线下渠道复购率	29

表目录

表 1 : 公司主要品牌介绍	6
表 2 : 公司主要品类情况	6
表 3 : 公司的三种生产模式介绍	8
表 4 : 中国化妆品行业及细分行业分品牌定位市场规模年复合增速比较	17
表 5 : 中国化妆品行业及细分行业分销售渠道市场规模年复合增速和占比比较	17
表 6 : 中国彩妆行业 2014 年和 2023 年头部品牌及市场份额对比	20
表 7 : 国内外代表彩妆品牌明星产品天猫旗舰店定价比较	22
表 8 : 国外代表彩妆品牌明星产品免税渠道定价与国货代表品牌价格比较	22
表 9 : 典型化妆师品牌的明星产品分布	26
表 10 : 2023 年中国头部代表购物中心销售额及 MGP 品牌入驻情况	28
表 11 : 公司收入分业务预测	30
表 12 : 公司与国内可比公司估值比较	31
表 13 : 公司与国际可比公司估值比较	32
表 14 : 绝对估值核心假设表	32
表 15 : 现金流折现及估值表	33
表 16 : 敏感性分析表	33
表 17 : 公司盈利预测与估值简表	34

1、公司介绍：大师缔造、深厚底蕴成就中国高端化妆品唯一国产品牌

1.1 基本情况

毛戈平 (1318.HK) 成立于 2000 年，由中国美妆界著名化妆师毛戈平先生创立，目前旗下包括两大美妆品牌 MAOGEPING（以下简称 MGP）和至爱终生，另外有化妆艺术培训业务。其中 MGP 品牌于 2000 年创立、为创始人毛戈平的同名品牌，品牌秉承“光影美学”和“东方美学”的指导原则，定位于高端美妆，涵盖彩妆、护肤等品类；至爱终生品牌于 2008 年创立、用于扩展品牌组合，主要瞄准大众市场、提供具有性价比的彩妆产品和护肤品。公司于 2024 年 12 月港股上市，完成募集资金 25.2 亿港元。

表 1：公司主要品牌介绍

品牌	目标客户	产品类型	主要产品的建议价格范围	营销策略	代表单品	产品图片
MAOGEPING	注重品质、奢华与独特性的消费者	彩妆及护肤品	200~800 元人民币	主要通过精选的百货商店专柜、其他线下和线上渠道销售	光感无痕粉膏（定价 260/380 元），奢华鱼子面膜（定价 420/780 元）	
至爱终生	追求性价比的消费者	彩妆及护肤品	120~380 元人民币	主要通过线下经销进行销售	无痕散粉（定价 119/255 元），哑光高光膏（定价 295 元）	

资料来源：公司招股说明书，各品牌天猫旗舰店

表 2：公司主要品类情况

	产品类型	价格段	代表单品及价格	2024 年销售收入 (亿元)	2024 年毛利率
彩妆品类	粉底、高光和阴影、唇妆、眼妆等	200~500 元人民币	光感无痕粉膏，7.5g 260 元，12.5g 380 元	23.05	83.6%
护肤品类	面霜、眼部护理、面膜、精华液、洁面乳等	400~800 元人民币	奢华鱼子面膜，30g 420 元，65g 780 元	14.29	87.2%

资料来源：公司招股说明书、24 年年报

行业地位方面，根据弗若斯特沙利文的资料，公司是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，按 2023 年各集团旗下所有高端品牌的零售额、公司排名第七，市场份额为 1.8%。其中 MGP 品牌是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，按 2023 年零售额排名第 12、市场份额为 1.8%。在 2024 年双十一大促中，公司获得了天猫平台彩妆类目销售额第 8、抖音平台彩妆相关类目销售额第 2 的佳绩。

公司 2024 年实现营业收入 38.85 亿元，2021~2024 年复合增速为 35.0%；2024 年实现净利润 8.81 亿元，2021~2024 年复合增速为 38.6%。拉长时间来看，根据公司 2016 年披露的 A 股招股说明书申报稿，相较于 2013 年公司营业收入、净利润分别为 2.43 亿元、4447 万元，2013~2024 年十一年期间公司收入和利润规模快速扩大。

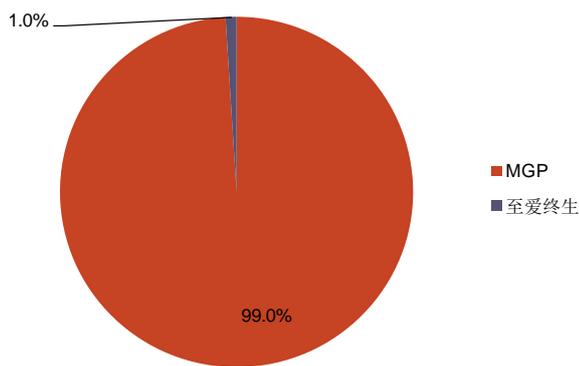
销售模式

分品牌来看，MGP 品牌为公司的主要收入来源，2021~2024 年上半年在总收入中占比持续超过 96%，2023 年、2024 年上半年分别占比 99.0%、99.3%，至爱终生品牌、化妆艺术培训业务体量较小。

分品类来看，公司彩妆产品包括粉底、高光和阴影、唇妆、眼妆，主打产品为光感无痕粉膏等，护肤产品主要包括面霜、眼部护理、面膜、精华液、洁面乳等，主打产品为奢华鱼子面膜等。2024 年公司彩妆、护肤、化妆艺术培训服务收入占比分别为 59.3%、36.8%、3.9%。

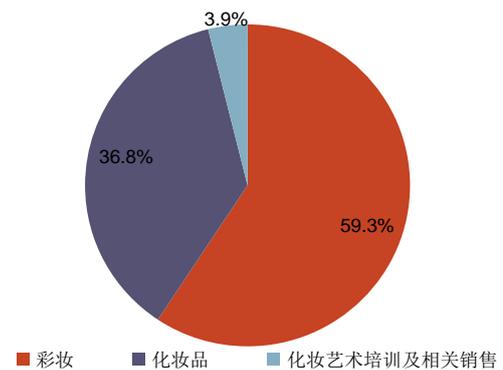
分销售渠道来看，2024 年公司线下销售、线上销售的收入占比分别为 52.2%、47.8%，其中，线下销售以线下直销为主，2024 年占总收入比例为 47.1%；线上销售以线上直销为主，2024 年占总收入比例为 38.3%。

图 1：2023 年公司分品牌销售占比



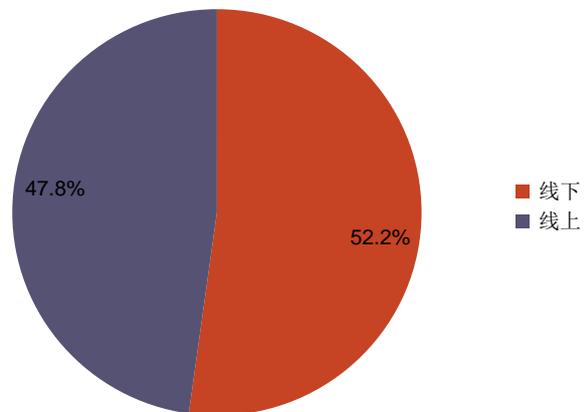
资料来源：公司招股说明书

图 2：2024 年公司分品类/业务销售占比



资料来源：公司 24 年年报

图 3：2024 年公司分线上线下渠道销售占比



资料来源：公司 24 年年报

生产模式

公司目前生产为外包模式,2023 年共有 8 家 ODM/OEM 供应商,分为委外加工、外协定制和外购三种合作模式。

表 3: 公司的三种生产模式介绍

类别	涉及品类	公司负责内容	供应商负责内容
委外加工	彩妆、护肤品	料体、包材的原材料采购	成品生产和包装
外协定制	彩妆、护肤品	包材的原材料采购	按照公司规格采购料体; 成品生产和包装
外购	化妆刷及其他化妆辅助用品	/	成品

资料来源: 公司招股说明书

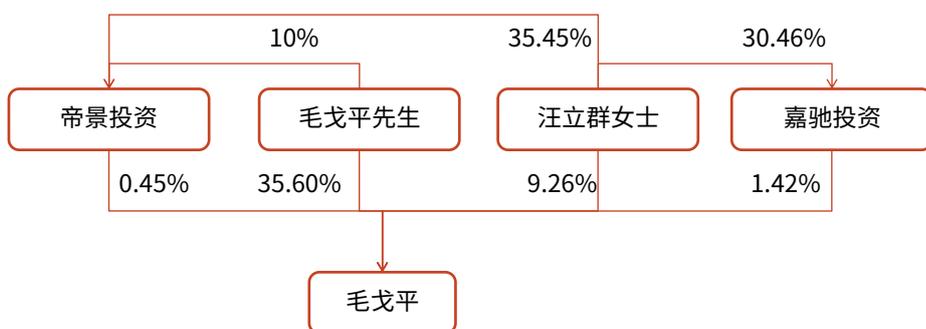
另外, 公司拟发展自身生产能力, 计划投资 1 亿元人民币于杭州建立彩妆和护肤品的自有生产设施, 预计年产能 1540 万件、于 2026 年年中竣工。

1.2 股权结构

公司控股股东为毛戈平先生和汪立群女士夫妇以及帝景投资、嘉驰投资, 截至 2025 年 3 月合计持有公司 46.73% 股份, 其中毛先生、汪女士分别直接持有公司 35.60%、9.26% 股份, 二人通过帝景投资间接持有公司 0.45% 股份, 汪女士通过嘉驰投资间接持有公司 1.42% 股份 (详见下图)。

另外, 公司控股股东相关亲属亦持有公司股份, 根据公司招股说明书, 截至 2024 年 12 月毛戈平先生、汪立群女士及家人合计持有公司约 72.88% 股份。其中, 毛先生的姐姐毛霓萍女士、毛慧萍女士, 汪女士的弟弟汪立华先生, 以及毛霓萍女士之子徐科君先生、毛慧萍女士之子丁韬先生分别持有公司 9.26%/7.83%/4.98%/2.04%/2.04% 股份。

图 4: 截至 2025 年 3 月公司主要股东持股情况



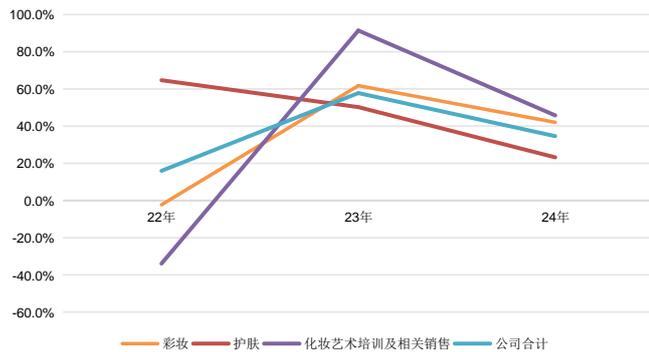
注: 按最新股本计算

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, Wind

1.3 业务分析: 彩妆、护肤双驱动, 线上渠道增长亮眼

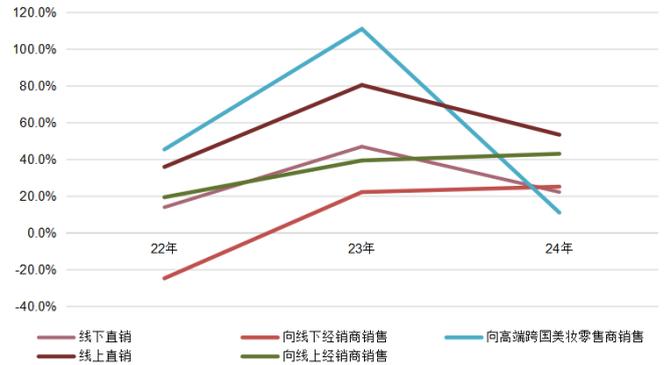
分品类来看, 彩妆、护肤双双发力、并驾齐驱, 三年期间均取得了理想增长, 2024 年彩妆、护肤收入分别同比增长 42.0%/23.2%, 销售占比分别为 59.3%/36.8%。另外, 化妆艺术培训及相关销售业务虽然占比还较低、24 年不到 4%, 23~24 年分别实现了 91%、46% 的较高收入增长。

图 5: 2022~2024 年公司销售收入分品类同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

图 6: 2022~2024 年公司销售收入分渠道同比增速



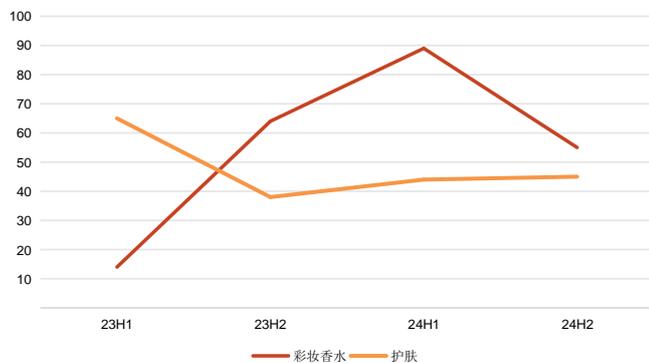
资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

分渠道来看, 线上线下渠道双重发力, 但线上渠道表现更为亮眼、占比逐年提升。

2023~2024 年线上渠道总体保持了 50% 以上的收入增长, 线上渠道中占比最大的直销 2023 年、2024 年收入分别同比增长 80.5%/53.4%, 在公司总收入中的占比分别为 33.5%/38.3%, 相比于 2021 年的 25.4% 明显提升, 是公司收入增长的关键驱动力。

根据久谦, 2024 年下半年公司彩妆和护肤两大品类的线上渠道销售保持了高歌猛进的趋势, 并且明显跑赢部分竞品国际品牌, 在年末双十一大促中排名顺利提升, MGP 品牌在天猫双十一彩妆类目的成交额排名自 2023 年的第 11 名提升至 2024 年的第 8 名, 品牌势能持续向上。

图 7: 天猫平台 MGP 品牌彩妆香水和护肤品类销售额同比增速走势 (%)



资料来源: 久谦

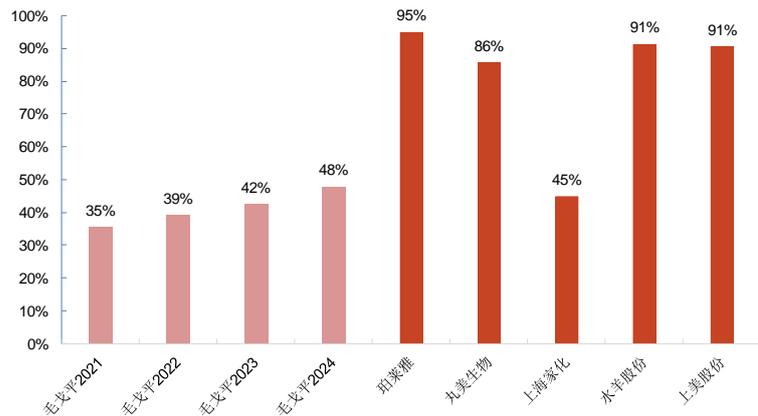
图 8: 2023/2024 年天猫和抖音平台双十一大促中彩妆类目按成交额排名品牌情况

	天猫平台彩妆类目		抖音平台美妆-彩妆香水相关类目	
	2023年	2024年	2023年	2024年
1	YSL	YSL	VC	YSL
2	彩棠	CPB	彩棠	毛戈平
3	Nars	彩棠	YSL	方里
4	CPB	Nars	卡姿兰	花西子
5	3CE	雅诗兰黛	AKF	彩棠
6	雅诗兰黛	花西子	方里	CPB
7	MAC	3CE	花西子	纪梵希
8	兰蔻	毛戈平	3CE	MAC
9	花西子	巴黎欧莱雅	纪梵希	卡姿兰
10	玫珂菲	兰蔻	毛戈平	柏瑞美
11	毛戈平	MAC	柏瑞美	-

资料来源: 天下网商, 飞瓜, Marketing

公司早期以线下渠道起家, 随着品牌力的建成和强化, 通过线上渠道可实现更快速的扩圈和放量, 线上销售收入的占比自 2021 年的 35% 逐步提升至 2024 年的 48%。而相比同业而言, 多数同业的线上销售收入占比超过 80%, 公司目前线上占比还偏低, 未来仍有进一步提升的空间, 未来线上渠道增长继续可期。

图 9：毛戈平 2021~2024 年和中国代表化妆品上市公司 2024 年的线上销售收入占比

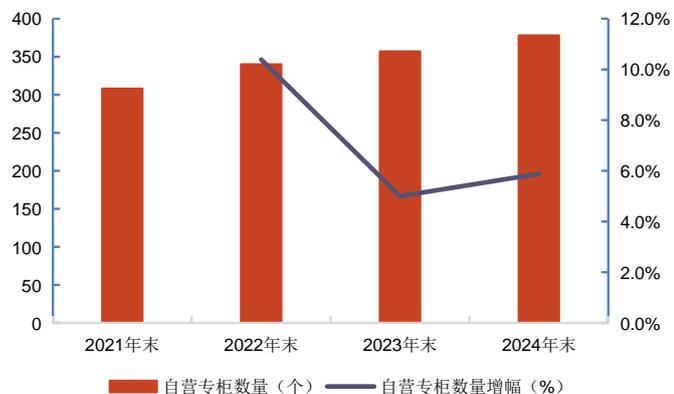


资料来源：毛戈平招股说明书，各公司年报

线下渠道方面，线下直销渠道（主要与百货商店的自营专柜有关）在总收入占比中最大，2024 年为 47.1%，2023 年、2024 年收入分别同比增长 46.9%/22.2%，2024 年仍保持了较理想的增长。

从线下渠道数量来看，2024 年末公司品牌专柜遍布全国 120 多个城市，包含 378 个自营专柜和 31 个经销商专柜。从占主导的自营专柜渠道来看，2022~2024 年自营专柜数量分别增长 10.4%/5.0%/5.9%，保持了高个位数的年均扩张速度，同时结合线下直销收入推算，2023~2024 年自营专柜店均销售额分别同比增长 36.6%/15.8%，可见线下渠道中外延拓店和内生店效提升共同贡献收入增长动力。

图 10：毛戈平 2021 年~2024 年末自营专柜数量及增幅



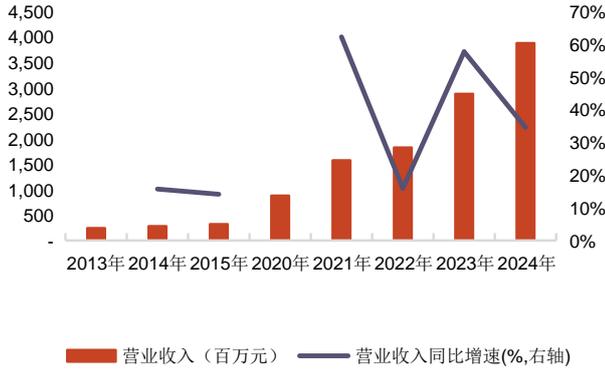
资料来源：公司招股说明书，公司年报

1.4 财务分析：成长性和盈利能力突出

1.1.1 公司回溯：十年间收入利润快速扩张

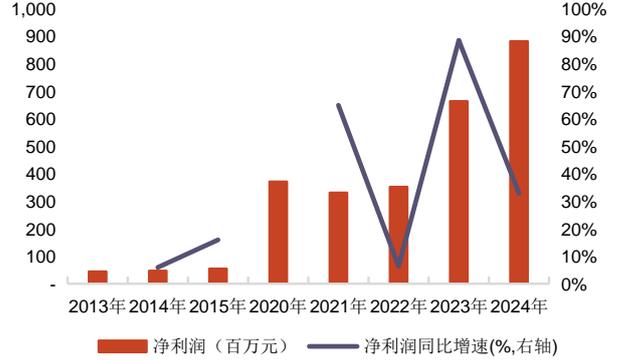
公司在长期内收入和利润规模快速扩张，公司营业收入自 2013 年的 2.43 亿元成长至 2024 年的 38.85 亿元，净利润自 2013 年的 4447 万元成长至 8.81 亿元，在过去十年间实现了快速增长。分阶段而言，公司 2013~2015 年期间收入和净利润的年复合增速分别为 14.9%、10.8%，2021~2024 年期间收入和净利润的年复合增速分别为 35.0%、38.6%，近三年增速明显提升。

图 11: 公司 2013~2024 年期间营业收入和同比增速



注: 同比增速采用可比口径计算并以新版本为优先。
资料来源: 公司 A 股招股说明书申报稿、公司招股说明书、公司年报, 光大证券研究所整理

图 12: 公司 2013~2024 年期间净利润和同比增速

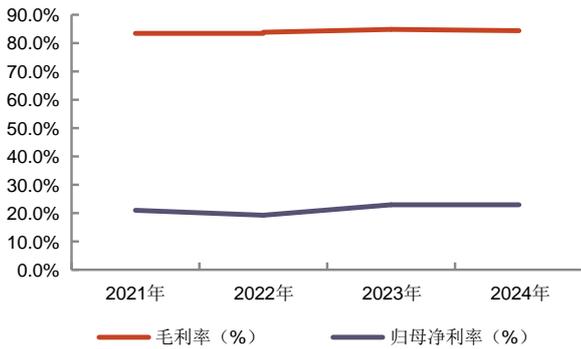


资料来源: 公司 A 股招股说明书申报稿、公司招股说明书、公司年报, 光大证券研究所整理

盈利能力端, 公司毛利率总体稳定, 2021 年~2024 年基本稳定在 83.4%~84.8% 的较高水平; 归母净利率小幅回落至 2022 年的 19.2% 后再次提升, 于 2023 年达到 22.9%、2024 年基本维持在 22.7%。

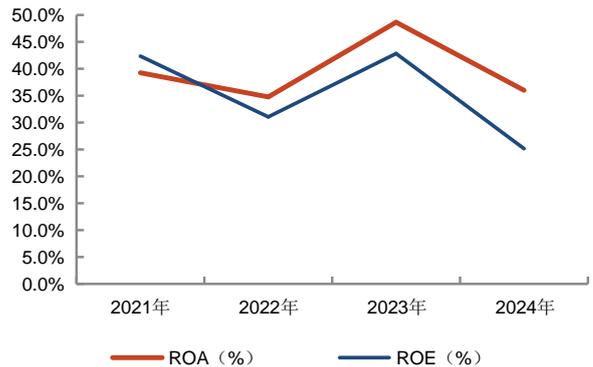
公司 ROA 和 ROE 于 2021~2024 年有所波动, 2024 年分别为 36.0%、25.2%。

图 13: 公司 2021~2024 年毛利率和归母净利率



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

图 14: 公司 2021~2024 年 ROA 和 ROE

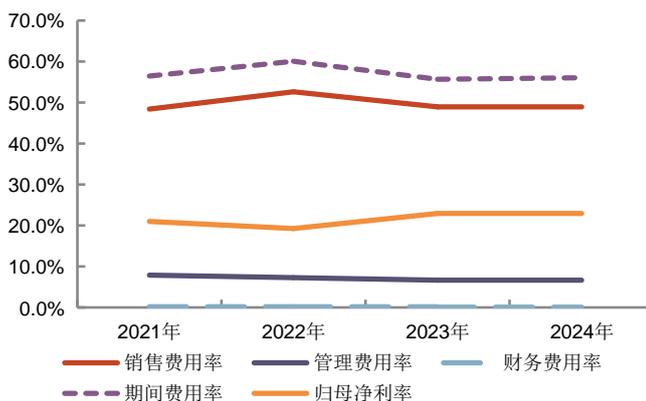


资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

费用率端, 归母净利率的提升归功于 2023 年以来的收入规模效应放大、销售费用率控制显效, 2022 年公司期间费用率为 60.1%, 2023 年、2024 年均持续下降, 分别为 55.7%、56.0%。

费用率细分项目来看, 销售费用率占主导, 2022 年亦达到峰值 52.6%, 2023 年下降至 48.9%、2024 年为 49.0% 基本稳定; 管理费用率在 6.7%~7.9% 之间、2023 年以来亦有小幅下降; 财务费用率基本稳定在 0.1~0.2% 之间。

图 15: 公司 2021~2024 年的费用率和归母净利率

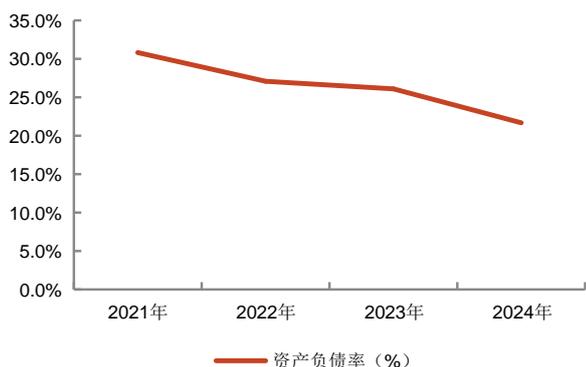


资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

公司 2021~2024 年资产负债率逐步下降, 2024 年为 21.7%, 显示资产负债结构持续优化。

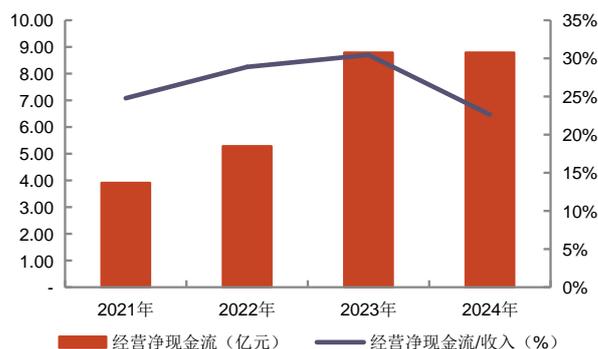
经营净现金流方面, 2021 年至 2023 年公司经营净现金流随着收入规模的扩大而提升, 占营业收入的比例也持续提升, 2023 年为 30.5%, 2024 年回落至 22.6%。

图 16: 公司 2021~2024 年资产负债率



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

图 17: 公司 2021~2024 年经营净现金流及占营业收入比例

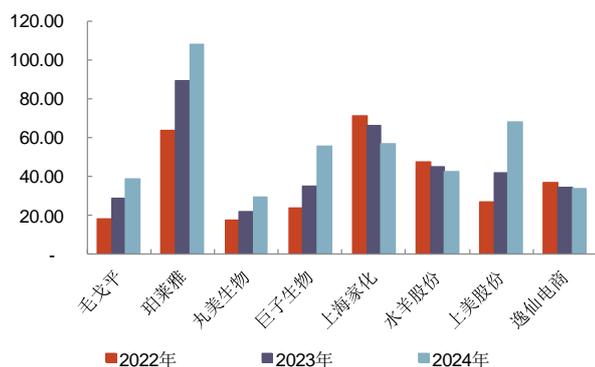


资料来源: 公司招股说明书, 公司年报

1.1.2 同业比较: 收入规模虽为中等但成长性和盈利能力占优

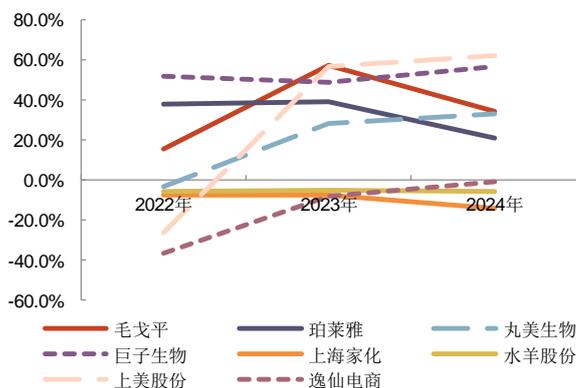
将公司与国内同行业上市公司对比来看, 收入和利润规模公司位居中等, 但收入和利润增速处于较高水平。按规模来看, 统一对比 2024 年, 公司营业收入为 38.85 亿元位于行业中游水平、较国内同业中营业收入规模最大的上市公司珀莱雅 107.78 亿元差距较大, 归母净利润为 8.81 亿元位居第 3、仅次于前两名巨子生物 20.62 亿元、珀莱雅 15.22 亿元。

图 18: 2022~2024 年公司与国内同业上市公司营业收入规模比较 (亿元)



资料来源: Wind

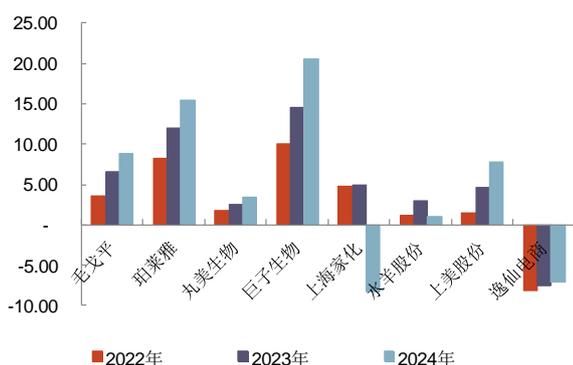
图 19: 2022~2024 年公司与国内同业上市公司营业收入同比增速比较



资料来源: Wind

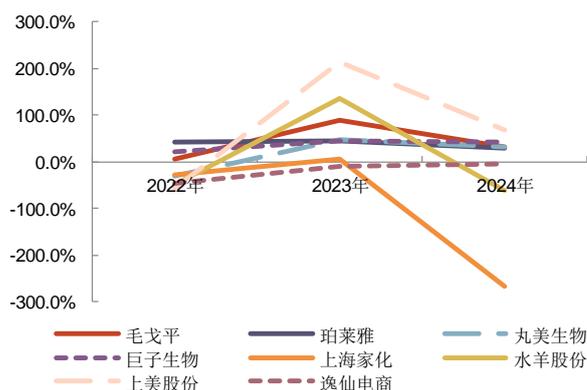
按业绩增速来看, 2024 年公司营业收入同比增速为 34.6%、为国内同业上市公司中第 3, 仅次于上美股份 62.1%、巨子生物 57.2%; 归母净利润方面, 2024 年公司归母净利润同比增速为 33.0%排名国内同业上市公司中第 3, 仅次于上美股份 69.4%、巨子生物 42.1%。

图 20: 2022~2024 年公司国内同业上市公司归母净利润规模比较 (亿元)



资料来源: Wind

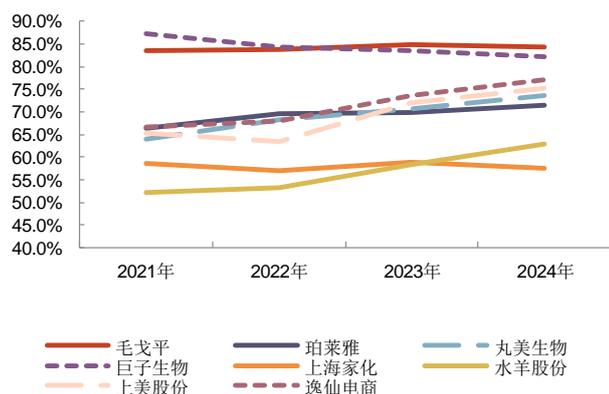
图 21: 2022~2024 年公司国内同业上市公司归母净利润同比增速比较



资料来源: Wind

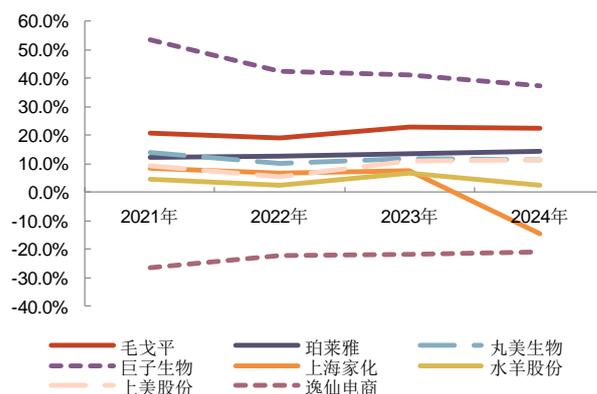
盈利能力方面, 公司品牌定位高端的优势较为突出, 带动毛利率和归母净利率位于行业前二名。2024 年公司毛利率为 84.4%为业内最高, 归母净利率为 22.7%、仅次于巨子生物的 37.2%。

图 22: 2021~2024 年公司与国内同业上市公司毛利率比较



资料来源: Wind

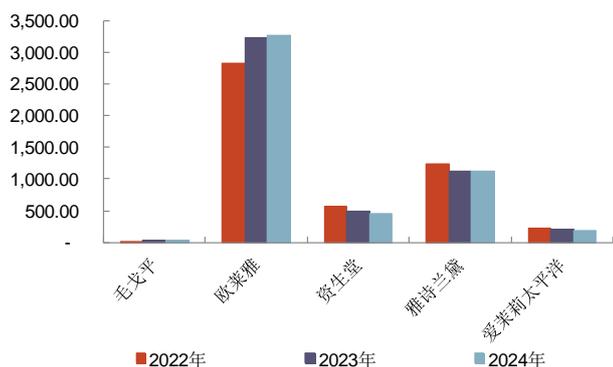
图 23: 2021~2024 年公司与国内同业上市公司归母净利率比较



资料来源: Wind

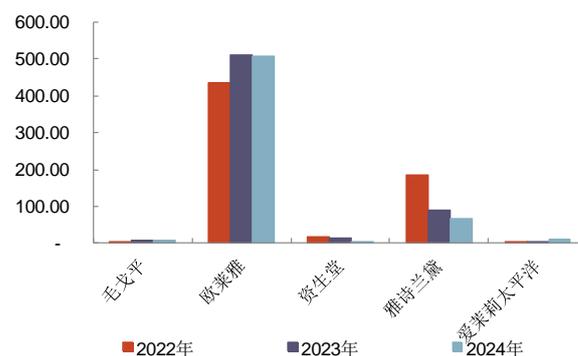
若切换为全球范围内的同业比较、且在高端定位这一属性上公司与国际龙头的业务特征更为相似(体现为高毛利、高品牌投入),公司规模远小于目前的国际龙头公司欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等,这显示以国际龙头成功案例为借鉴,公司的成长空间还非常大,2024年在收入端欧莱雅为公司的约84倍、归母净利润端为公司的约58倍。

图 24: 2022~2024 年公司与国外同业上市公司营业收入规模比较(亿元人民币)



注: 1) 雅诗兰黛财报截止日为6月末,统一对比财年数据; 2) 财报外币统一按财报期末汇率换算为人民币口径,下同。
资料来源: Wind, Bloomberg

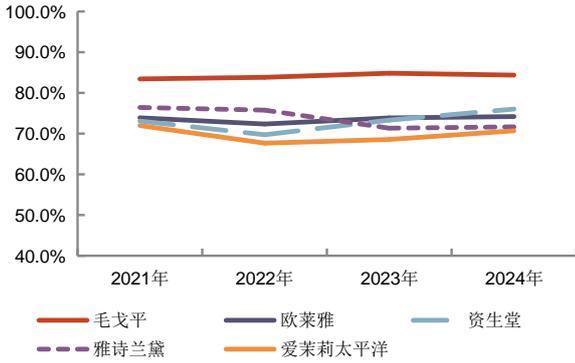
图 25: 2022~2024 年公司与国外同业上市公司净利润规模比较(亿元人民币)



资料来源: Wind, Bloomberg

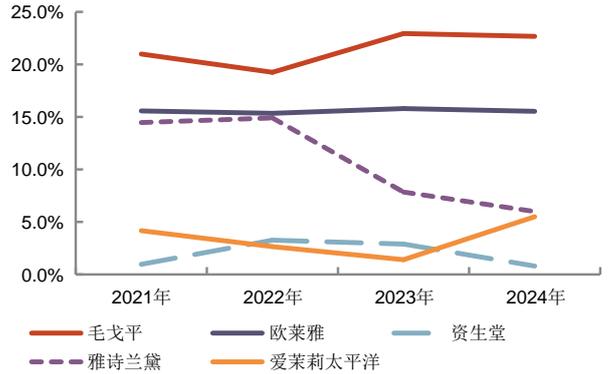
同时,在盈利能力毛利率和归母净利率上,公司仍处于领先和理想的状态。2024年公司毛利率和归母净利率分别为84.4%、22.7%,国际龙头上市公司毛利率多为70%上下,归母净利率方面仅欧莱雅突破双位数、为15.5%,其他为个位数。

图 26: 2021~2024 年公司与国外同业上市公司毛利率比较



资料来源: Wind, Bloomberg

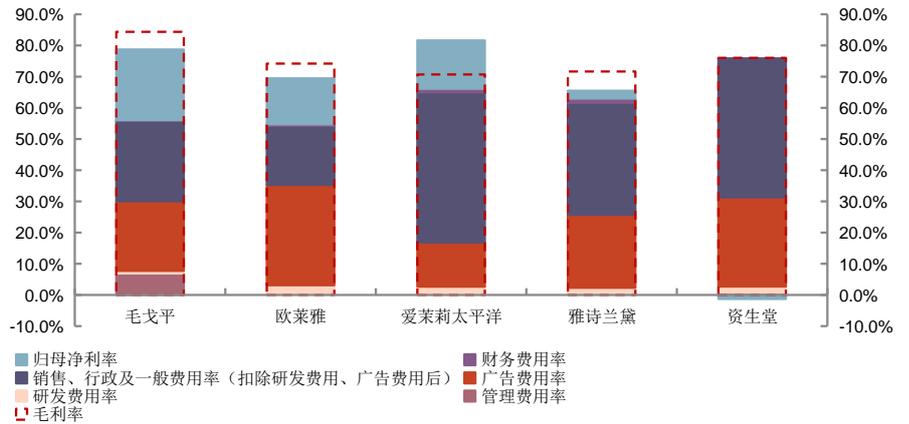
图 27: 2021~2024 年公司与国外同业上市公司净利率比较



资料来源: Wind, Bloomberg

国际龙头上市公司定位偏高端、重品牌投入,从经营相关的费用率来看与公司类似,也拥有高毛利率、高费用率的特征。举例来看,国际上市公司的广告费用率在 15~32%不等,合计的经营相关费用率(广告费用+研发费用+销售、行政及一般费用+财务费用率等)在 55~76%不等。对比来看,公司 2024 年销售费用率为 49.0%、期间费用率为 56.0%,虽然具体科目上略有差异,但总费用率规模及费用结构与国外公司基本相当,但公司毛利率明显较高。

图 28: 公司与国外同业上市公司毛利率、费用率、归母净利率比较



注: 采用各公司 24 年财报统计。

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 光大证券研究所整理

2、行业分析

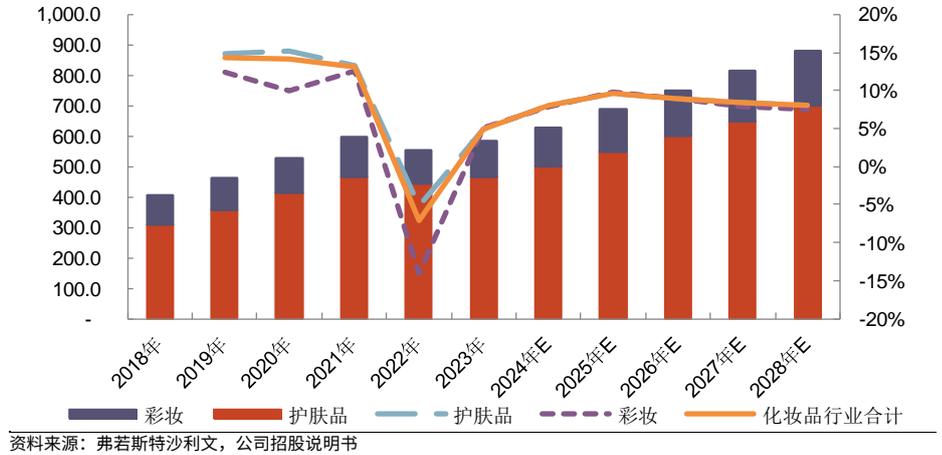
2.1 中国化妆品行业尚处于提质成长期

根据弗若斯特沙利文统计,中国化妆品行业市场规模在 2018~2023 年的五年中年复合增速为 7.6%,其中 2019~2021 年呈现 10%以上的较高增速,之后虽然因外部疫情原因呈现收缩,但总体保持了稳健增长,2023 年行业规模达到 5798 亿元。根据弗若斯特沙利文预计,中国化妆品行业市场规模在 2023~2028 年预计仍将达到 8.6%的年复合增长率。

其中分品类而言,护肤品历史增速快于彩妆,但在未来两者增速将接近。2023 年,中国护肤品、彩妆两个子行业的市场规模分别为 4630 亿元、1168 亿元,

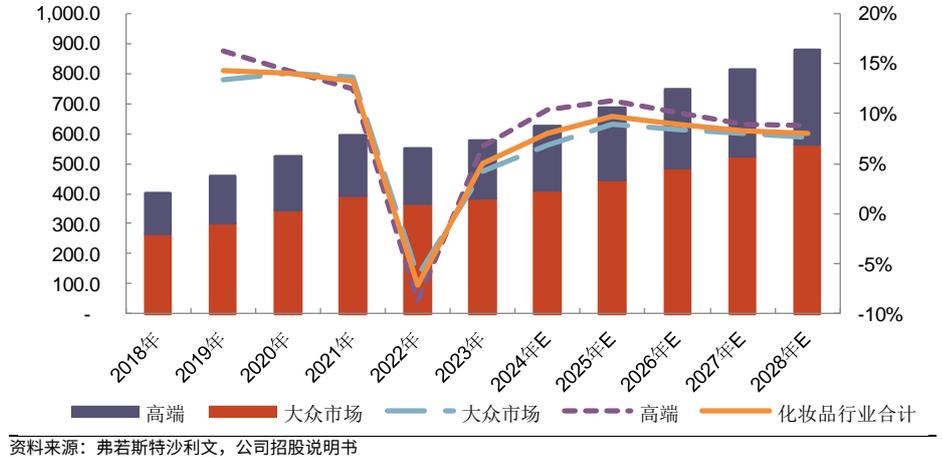
2018~2023 年年复合增速分别为 8.4%、4.7%，护肤品增长更快。根据弗若斯特沙利文预计，2023~2028 年中国护肤品、彩妆的年复合增速分别为 8.7%、8.4%，于 2028 年市场规模分别达到 7011 亿元、1752 亿元，其中护肤品子行业的增速基本维持之前水平，而彩妆子行业的增速将较 2018~2023 年的 4.7% 明显提升。

图 29：2018~2028 年中国化妆品行业分子行业规模（十亿元）和同比增速



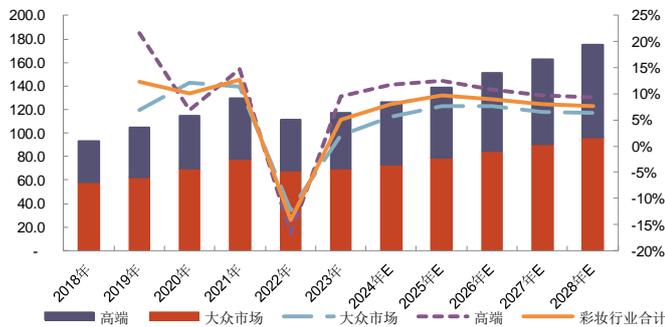
分定位来看，2018~2023 年中国大众市场和高端两种定位的化妆品品牌市场增长并驾齐驱，年复合增长率分别为 7.5%、7.8%，2023 年市场规模分别为 3856 亿元、1942 亿元；而根据弗若斯特沙利文的预测，2023~2028 年大众市场和高端化妆品品牌的市场规模年复合增长率将分别为 7.9%、9.9%，高端品牌增长将更快，占比预计将自 2023 年的 33.5% 提升至 2028 年的 35.5%。

图 30：2018~2028 年中国化妆品行业分定位市场规模（十亿元）和同比增速



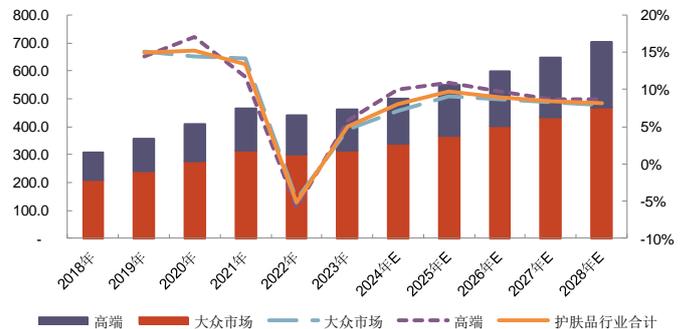
再在细分行业中比较大众和高端两种定位的品牌市场规模增速：2018~2023 年间，彩妆行业中的大众定位市场规模年复合增速（3.6%）明显低于高端定位（6.4%），护肤品中两者则差异不大（8.4% VS 8.3%）。根据弗若斯特沙利文预测，2023~2028 年间，彩妆和护肤品中的高端定位市场规模的年复合增速均领先于相应的大众定位市场，并且彩妆中的高端定位市场机会更大，年复合增速预计为 10.8%，不仅高于同期的彩妆大众定位市场（6.7%），也略高于同期的护肤品高端定位市场（9.6%）。

图 31: 2018~2028 年中国彩妆行业分定位规模 (十亿元) 和同比增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书

图 32: 2018~2028 年中国护肤品行业分定位规模 (十亿元) 和同比增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书

表 4: 中国化妆品行业及细分行业分品牌定位市场规模年复合增速比较

市场规模年复合增速	化妆品行业总体		彩妆		护肤品	
	大众	高端	大众	高端	大众	高端
2018~2023 年	7.5%	7.8%	3.6%	6.4%	8.4%	8.3%
2023~2028 年 (预测)	7.9%	9.9%	6.7%	10.8%	8.2%	9.6%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书

按销售渠道划分, 线上渠道持续为增长的主要引擎, 且占比持续提升。2023 年中国化妆品行业中线上渠道占比为 54.5%, 2018~2023 年线上、线下渠道的年复合增速分别为 13.5%、2.3%, 2023~2028 年预计线上增速将继续领先于线下, 年复合增速分别为 11.0%、5.5%, 线上渠道的占比将进一步提升至 60.7%。

分品类来看, 彩妆行业目前的线上渠道占比已经高于护肤品行业 (2023 年 64.2%VS52.0%), 2023~2028 年彩妆、护肤品的线上渠道市场规模年复合增速预计分别为 10.8%、11.0%, 至 2028 年彩妆的线上渠道占比将提升至 71.4%, 线上渠道仍然是品牌发展的重中之重。

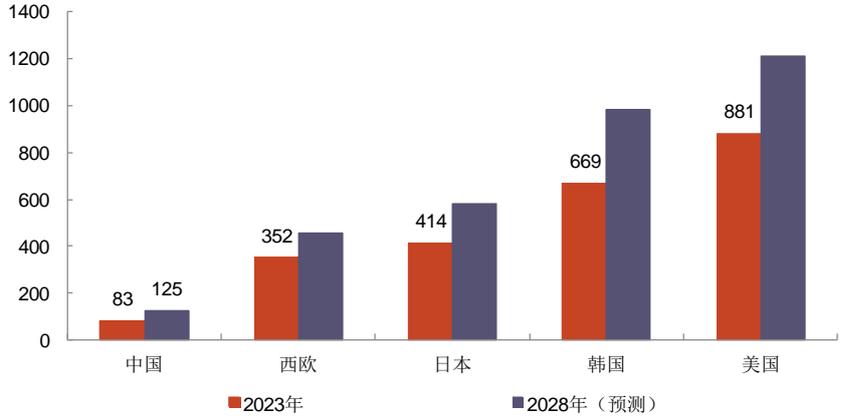
表 5: 中国化妆品行业及细分行业分销售渠道市场规模年复合增速和占比比较

	化妆品行业总体		彩妆		护肤品	
	线上渠道	线下渠道	线上渠道	线下渠道	线上渠道	线下渠道
2018~2023 年市场规模年复合增速	13.5%	2.3%	13.4%	-4.6%	13.6%	4.0%
2023~2028 年 (预测) 市场规模年复合增速	11.0%	5.5%	10.8%	3.7%	11.0%	5.8%
2023 年占比	54.5%	45.5%	64.2%	35.8%	52.0%	48.0%
2028 年占比	60.7%	39.3%	71.4%	28.6%	58.0%	42.0%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书

对比中国和国外化妆品行业现状来看, 从人均支出来看, 中国人均彩妆消费还处于偏低水平、仍有较大提升空间。2023 年, 中国人均彩妆支出为 83 元人民币, 西欧、日本、韩国、美国人均彩妆支出分别为中国的 4.2 倍、5.0 倍、8.1 倍、10.6 倍。

图 33：部分代表国家或地区 2023 年和 2028 年（预测）人均彩妆支出（人民币元）

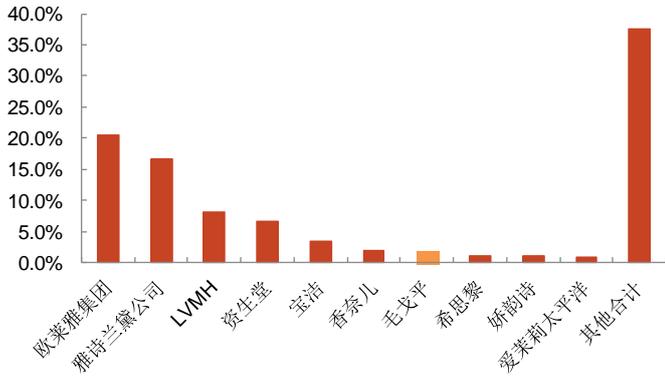


资料来源：弗若斯特沙利文

2.2 格局方面，高端定位国际品牌占优、国内品牌寥寥

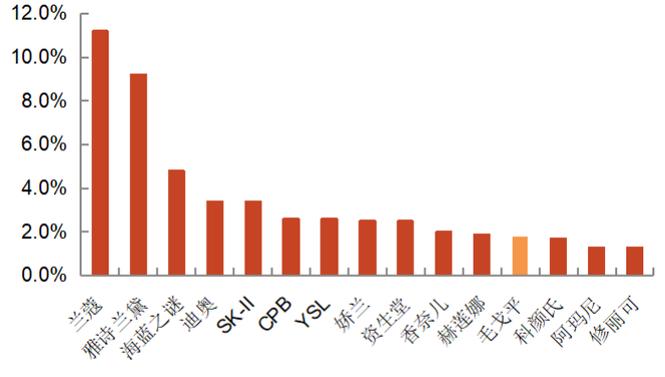
高端美妆行业中，国外品牌成立较早、品牌积淀深厚，且经过多轮并购整合，目前已经形成了多个全球化大集团，在集团层面于中国市场的集中度较高。具体来看，2023 年中国高端美妆行业中，前五大集团合计占有市场份额 55.4%，前两名分别为欧莱雅集团（20.6%）、雅诗兰黛公司（16.6%），单集团占有的市场份额超过 10% 明显领先，其他公司的市占率则处于个位数。另一层面，分国内外来看，中国高端美妆行业的前十名集团中仅有一席为国产公司（毛戈平排名第 7、市场份额 1.8%），其他则均为国外公司。

图 34：2023 年中国高端美妆集团零售额计市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文

图 35：2023 年中国高端美妆品牌零售额计市场份额

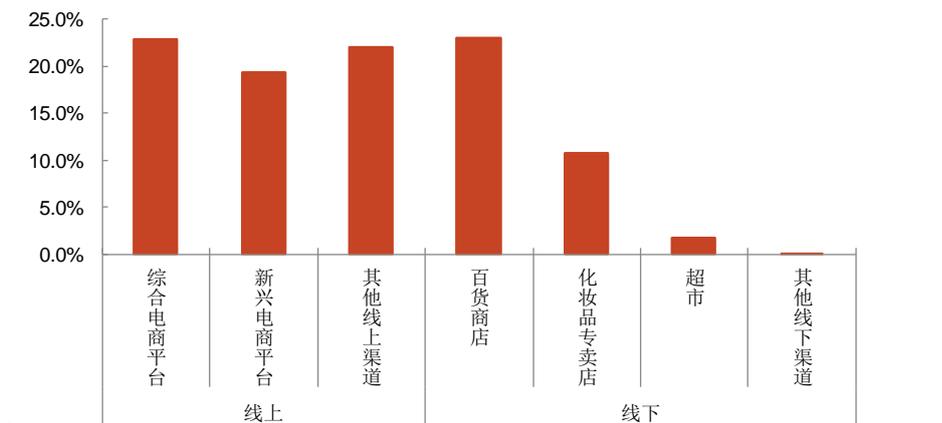


资料来源：弗若斯特沙利文

从品牌层面，由于头部大集团手握多个品牌，当前呈现集团集中度高于品牌集中度的局面。2023 年中国高端美妆品牌中，前五名、前十名品牌的市场份额合计分别为 32.0%、44.2%。

另外，分国内外看，国外品牌依旧强势，2023 年中国高端美妆品牌前十五名中除了毛戈平以外、其他均为国外品牌，兰蔻、雅诗兰黛、NARS 位居前三名，市场份额分别为 11.2%/9.2%/4.8%，毛戈平位居第 12 名、市场份额为 1.8%。

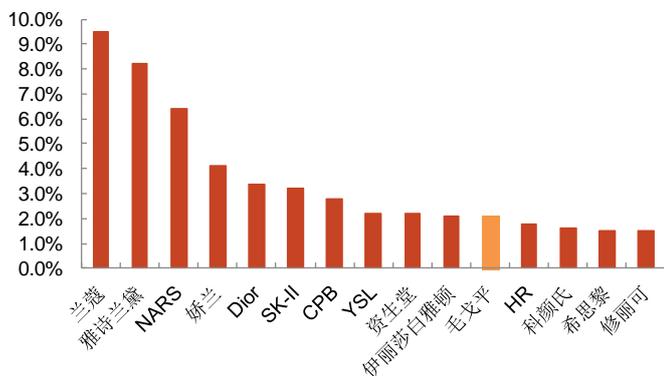
图 36: 2023 年中国高端美妆行业不同销售渠道的占比



资料来源: 弗若斯特沙利文

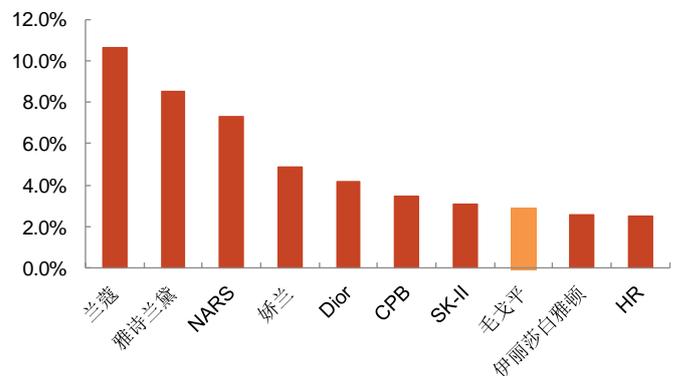
再细分渠道来看, 高端美妆品牌的销售渠道中以线下百货渠道占比最大 (2023 年 23.0%), 线下渠道中中国高端美妆品牌 2023 年市场份额 CR5 为 31.6%, 前十名均为国外品牌、最大者为兰蔻 (9.5%), 国产品牌毛戈平排名第 11、市场份额为 2.1%。具体到线下百货商店渠道中, 2023 年中国高端美妆品牌的市场份额 CR5 为 35.5%, 最大者为兰蔻 (10.6%), 前十名品牌中除了毛戈平为国产品牌 (排名第 8, 市场份额 2.9%) 以外其他亦全部为国外品牌。

图 37: 2023 年中国高端美妆品牌线下渠道中零售额计市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文

图 38: 2023 年中国高端美妆品牌百货商店渠道中零售额计市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文

虽然国际品牌具有先发优势, 但近年来国产品牌也在积极入局和追赶、分享和把握中国化妆品行业的成长红利。以中国彩妆行业中的国货品牌表现为例, 目前规模领先的国产品牌花西子、完美日记、橘朵均为 2017 年成立, 并且把握了中国线上渠道发展机遇, 快速成长至 20~30 亿规模, 但上述品牌多定位于大众市场, 定位高端市场且已成长壮大的国产品牌目前还寥寥。

2.3 未来国货崛起大势不改, 从重营销到重品牌发展

尽管国外品牌时间久远、影响力强、在线下渠道中占据优势, 国产品牌近十年来抓住了中国线上渠道发展的红利, 凭借本土化、线上平台的积极布局以及灵活应变能力等优势, 正在对具有先发优势的国际品牌实现弯道超车。国货品牌顺应平台特性推出了多个爆品、并迅速成长和扩大品牌影响力, 已有多个国货品牌崭露头角、跻身于行业第一梯队。如 2024 年抖音彩妆类目的头部国产品牌花西子、

方里，均为 2017 年成立的年轻品牌，并且都自线上平台快速起量，2023 年花西子已经跃升至中国彩妆行业品牌份额第 4 名、国产品牌第 1 名。

图 39：代表国产彩妆品牌成立时间



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

国货品牌在数量、单个品牌体量上均持续成长，与国外品牌在竞争中的攻守之势正在逆转。根据青眼《2023 年中国化妆品年鉴》，2023 年中国化妆品市场中，外资品牌、国货品牌市场份额分别为 49.6%、50.4%，国产品牌首次超过外资品牌。而国货品牌的更新迭代较快、品牌格局变化较大，以彩妆行业为例，相比于 2014 年来看，2023 年的头部国产品牌中有花西子、橘朵、毛戈平等新面孔出现。

表 6：中国彩妆行业 2014 年和 2023 年头部品牌及市场份额对比

排名	2014 年		2023 年	
	品牌	品牌份额 (%)	品牌	品牌份额 (%)
1	美宝莲	12.1	YSL	6.4
2	梦妆	5.0	Dior	5.4
3	卡姿兰	4.6	兰蔻	5.1
4	巴黎欧莱雅	4.3	花西子	4.3
5	玫琳凯	3.3	Chanel	3.1
6	Dior	3.1	Armani	3.0
7	韩束	3.0	3CE	3.0
8	兰蔻	2.9	卡姿兰	2.9
9	Chanel	2.4	Mac	2.8
10	玛丽黛佳	2.0	Nars	2.7
11	Max Factor	2.0	雅诗兰黛	2.5
12	兰芝	1.9	橘朵	2.4
13	兰瑟	1.8	巴黎欧莱雅	2.4
14	雅诗兰黛	1.6	美宝莲	2.2
15	娇兰	1.6	毛戈平	2.0

注：底色浅红色标记为国产品牌。

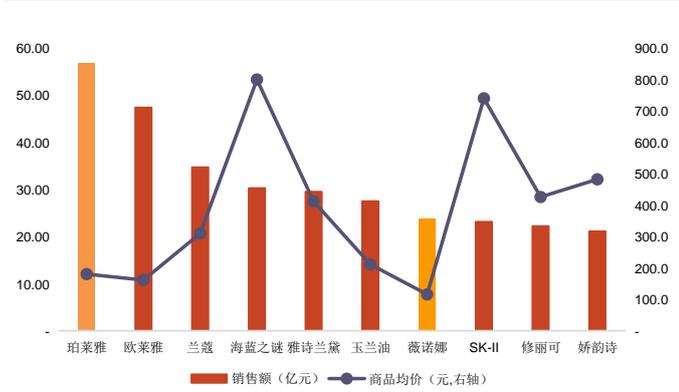
资料来源：欧睿咨询

随着线上渠道的流量增长见顶、平台的格局和规则改变、个性化内容电商兴起，早期重营销野蛮增长的发展方式已经不再适用，国产品牌更加重视对综合能力的打造，在研发、产品、品牌建设等方面加码，相应地，国货不再直接等同于“低价”，高端、大众两种定位的市场中均有国产品牌正在布局。

线上平台多样化的背景下，传统电商平台天猫、淘宝、京东各有特色定位，新兴的兴趣电商抖音、小红书、得物等凭借内容快速放量崛起，各个主要平台的化妆

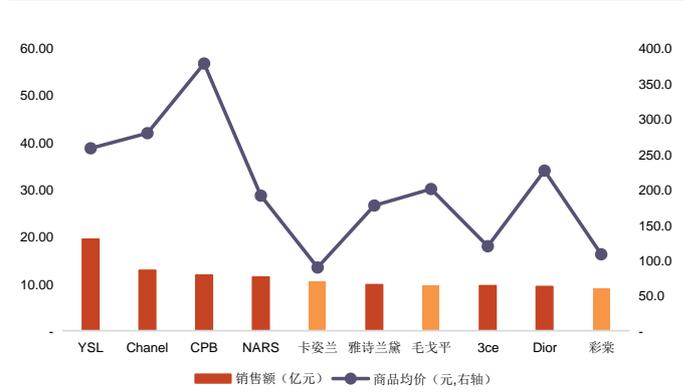
品品牌格局也呈现不同的状态。举例而言，天猫、淘宝多作为品牌的大本营和最早布局的平台，格局相对稳定；抖音则作为快速增长的新渠道，容易跑出新品牌，并且格局仍处于变化之中。

图 40：2024 年天猫淘宝护肤品牌 TOP10 销售额及均价



注：橙黄色柱形为国产品牌，下同。
资料来源：魔镜

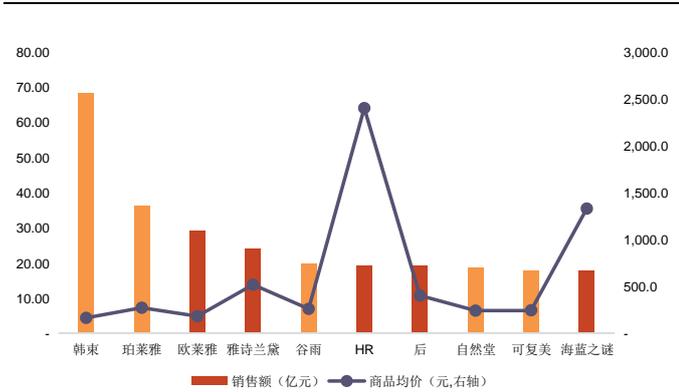
图 41：2024 年天猫淘宝彩妆品牌 TOP10 销售额及均价



资料来源：魔镜

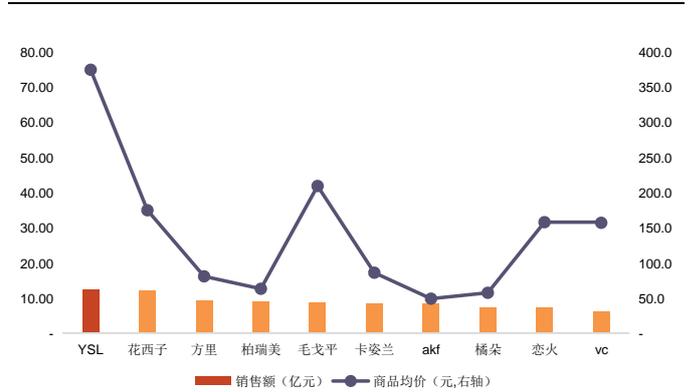
国产品牌跟国际品牌的同台竞技，在细分市场护肤和彩妆两个品类中有所差别。分品类而言，护肤品类市场空间大，头部品牌体量明显较大，但目前头部国货品牌还主要定位于“性价比”、大众市场，而在彩妆品类中，国内外品牌的定位已经比较丰富多样，高端、大众定位均有分布，并且国产高端品牌也在发力，在价格上与国际品牌相近。

图 42：2024 年抖音护肤品牌 TOP10 销售额及均价



资料来源：魔镜

图 43：2024 年抖音彩妆品牌 TOP10 销售额及均价



资料来源：魔镜

对比国内外代表彩妆品牌的明星单品价格，仅对比正价渠道（天猫旗舰店价格）来看，国货品牌中的高端定位产品的价格与国际品牌仍有一定差距，如国产高端品牌代表毛戈平的气垫粉底液产品（鱼子酱气垫）定价 430 元/28g，国际品牌 YSL、CPB 气垫类价格则达到了 700 元左右，雅诗兰黛气垫价格 450 元/24g 与毛戈平相当。

考虑到国际品牌另有免税渠道销售，参考中免日上 app 的免税价格来看，选取中免日上 app 上的底妆、定妆类榜单头部产品价格来对比，国产高端品牌代表毛戈平的明星产品在定价和单克（或者单毫升）价格上已经跟国际品牌产品相当，位于同一价格档次。

表 7: 国内外代表彩妆品牌明星产品天猫旗舰店定价比较

	优势品类	粉底液类	气垫类	粉饼/散粉类	口红唇釉类	其他面部彩妆类
毛戈平	粉饼、气垫、粉底液/膏、腮红、护肤(妆前、面膜)	290 元/30ml	430 元/28g	340 元/11.5g	260 元/6.5ml	腮红 270 元/3.5g
彩棠	修容高光三色盘、遮瑕盘、妆前乳、腮红	239 元/30ml		179 元/7g		修容高光盘 148 元/17g, 妆前乳 179 元/40g
花西子	粉饼/散粉、气垫、口红		200 元/26g	169 元/8.5g	129 元/3.2g	
恋火	粉底液、气垫、粉饼	138 元/30g	200 元/14g	138 元/9g		妆前乳 127 元/40g
橘朵	高光修容盘、眼线笔、腮红、睫毛膏、眼影盘等	90 元/30g	110 元/14g	80 元/8.5g	60 元/1.8g	修容高光盘 60 元/9g
YSL	气垫、口红、唇釉、粉底液、香水	660 元/25ml	695 元/12g	580 元/7.5g	400 元/5.5ml	
Chanel	口红、唇釉、香水、粉底液、散粉	650 元/30ml		600 元/30g	400 元/3.5g, 400 元/8ml	
CPB	护肤、妆前乳、粉底液、散粉	2300 元/28ml	750 元/14g	950 元/26g		隔离妆前乳 540 元/37ml
NARS	粉饼、粉底液、口红、腮红、遮瑕	490 元/30ml		400 元/10g	260 元/5.5ml	腮红 320 元/4.8g
雅诗兰黛	粉底液、护肤、口红	470 元/30ml, 550 元/30ml	450 元/24g		350 元/3.5g	
3ce	眼影、唇釉、口红、腮红				110 元/4g	腮红 110 元/5.5g

注: 统计时间为 2025 年 2 月; 浅红色底色标记为国产品牌, 其他为外资品牌, 下同。

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 光大证券研究所整理

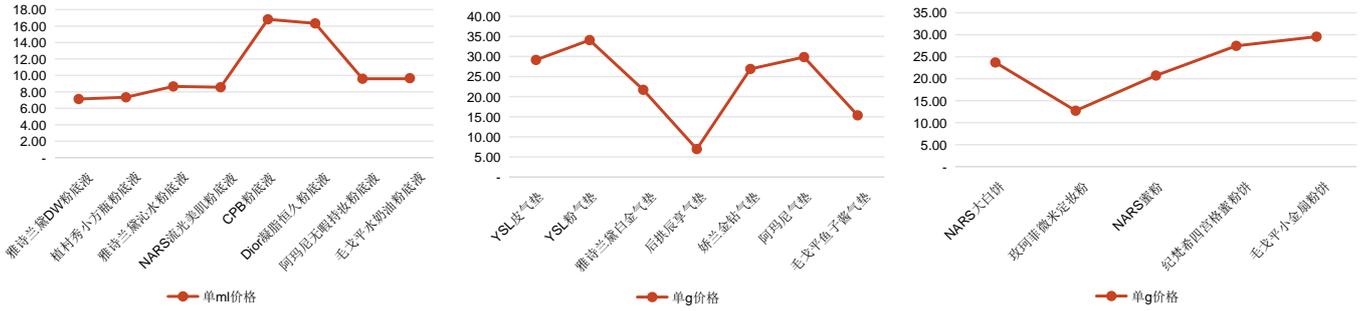
表 8: 国外代表彩妆品牌明星产品免税渠道定价与国货代表品牌价格比较

粉底液类			气垫类			定妆类(散粉、粉饼)		
产品	价格(元)	规格(ml)	产品	价格(元)	规格(g)	产品	价格(元)	规格(g)
雅诗兰黛 DW 粉底液	214	30	YSL 皮气垫	408	14	NARS 大白饼	237	10
植村秀小方瓶粉底液	257	35	YSL 粉气垫	409	12	玫珂菲微米定妆粉	229	18
雅诗兰黛沁水粉底液	260	30	雅诗兰黛白金气垫	608	28	NARS 蜜粉	228	11
NARS 流光美肌粉底液	257	30	后拱辰享气垫	181	26	纪梵希四宫格蜜粉饼	261	9.5
CPB 粉底液	589	35	娇兰金钻气垫	390	14.5	毛戈平小金扇粉饼	340	11.5
Dior 凝脂恒久粉底液	490	30	阿玛尼气垫	418	14			
阿玛尼无暇持妆粉底液	288	30	毛戈平鱼子酱气垫	430	28			
毛戈平水奶油粉底液	290	30						

注: 统计时间为 2025 年 2 月; 采用中免日上 app 底妆、定妆类热销榜单上产品统计。

资料来源: 中免日上 app, 毛戈平天猫旗舰店, 光大证券研究所整理

图 44：国外代表彩妆品牌明星产品免税渠道定价与国货代表品牌单克（毫升）价格比较



注：统计时间为 2025 年 2 月；采用中免日上 app 底妆、定妆类热销榜单上产品统计。
资料来源：中免日上 app，毛戈平天猫旗舰店，光大证券研究所整理

3、竞争优势分析

公司作为目前稀缺的定位高端的头部国产美妆品牌，我们认为具有以下独特竞争优势：

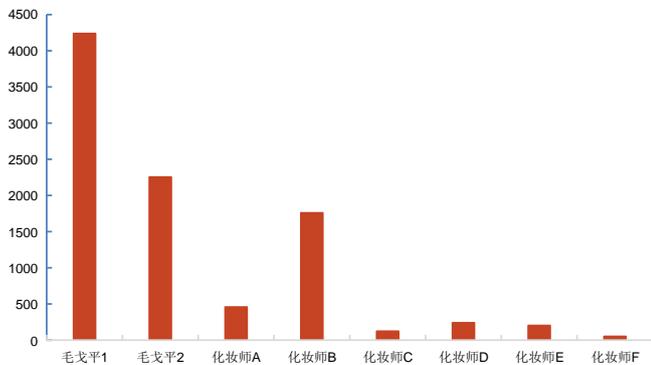
3.1 底蕴最为深厚的化妆师品牌，自带流量和口碑

公司创始人毛戈平先生为中国美妆行业的巨擘，业内影响力深远。毛先生从事化妆艺术近 40 年，一手打造了个人风格浓厚、强调以光显明暗形成“骨相美”的东方式妆容，自 1984 年以来，毛先生为包括《武则天》在内的多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，2008 年 8 月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，业界地位首屈一指。

毛先生顶级化妆师的高超技艺和个人影响力，为毛戈平品牌积累了大量人气和潜在消费者。2019 年毛先生为美妆博主深夜徐老师改妆视频收获超过 4000 万次的播放量，在同一博主的其他化妆师化妆改妆相关视频中播放量位居第一，并且是其他化妆师主题视频播放量的数倍，体现了毛先生作为头部化妆师的影响力，顶级化妆师 IP 效应突出。

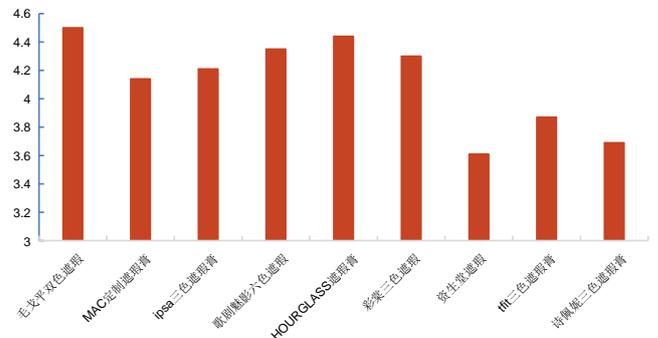
另外，公司的化妆培训课程业务可为公司和化妆品行业培养大量优秀人才，公司的课程参与者遍布影视、时尚、设计、婚庆、摄影、媒体、播客、零售等多个领域，在多个行业帮助传播毛戈平先生和 MGP 品牌的美学理念和品牌文化，有助于进一步巩固公司在美妆行业的地位。

图 45：博主“深夜徐老师”化妆师化妆类相关微博视频的播放量（万次）



注：统计截止时间为 2025 年 2 月，按视频推出的时间从先到后排序。
资料来源：新浪微博

图 46：美丽修行遮瑕类代表产品评分比较

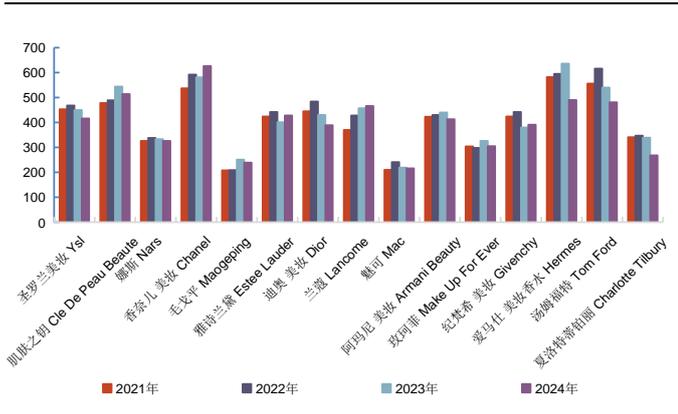


注：统计截止时间为 2025 年 2 月。
资料来源：美丽修行 app，光大证券研究所整理

落实到产品端，毛先生依托其戏曲出身和多年化妆的经历，在核心产品打造上更能察觉消费者痛点并且达到较好的化妆效果。对比其明星单品双色遮瑕膏在美丽修行同类型产品中的评分口碑来看，毛戈平品牌产品处于领先地位，获得了消费者的高度认可。

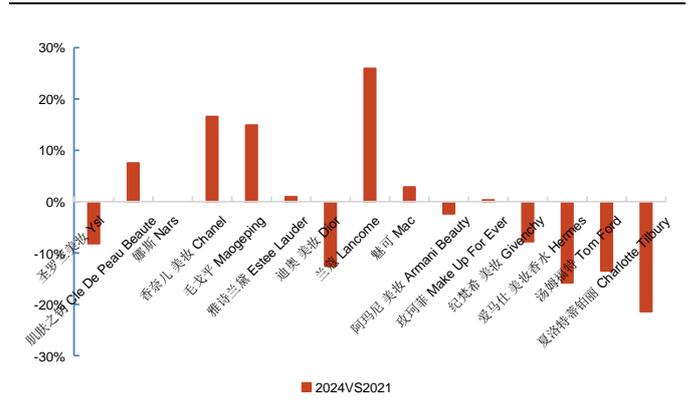
从销售结果来看，近三年 MGP 品牌的产品持续获得成功和消费者认可，产品均价稳步提升，显示产品力和品牌力不断向上。虽然 2024 年在需求减弱背景下，高端彩妆品牌的销售普遍遇冷，多个高端彩妆品牌的均价同比有所回落，但将 2024 年与 2021 年的天猫高端彩妆香水品牌（定义为筛选 2024 年均价超过 200 元的品牌）均价对比来看，MGP 品牌是少数成功提升了产品均价的品牌之一。

图 47：2021~2024 年天猫彩妆香水品类代表高端品牌均价（元）



资料来源：久谦

图 48：天猫彩妆香水品类代表高端品牌均价 2024 年相比 2021 年提升幅度

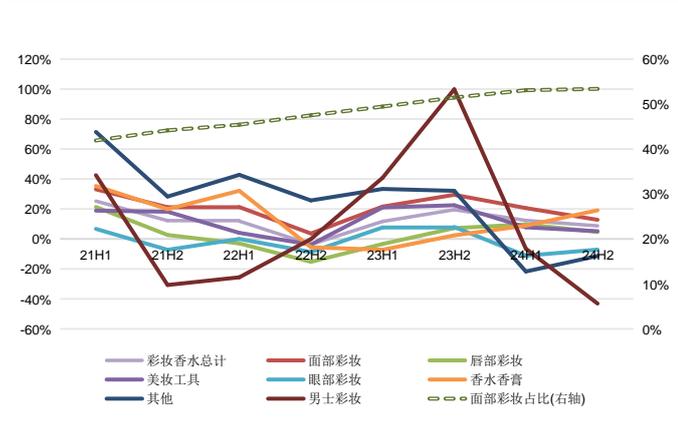


资料来源：久谦

3.2 品类打造上独具匠心，围绕东方美学实现差异化布局

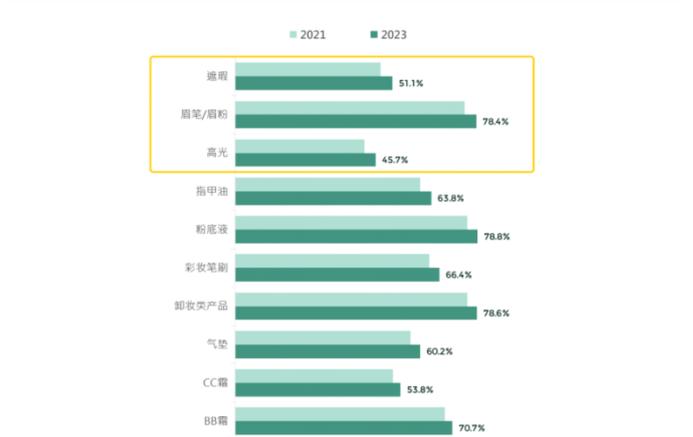
尽管国际品牌具有先发优势，但公司在品类打造上独具匠心，充分发挥了创始人毛戈平先生作为专业人士的妆容理念和经验优势，强调东方美学的妆容风格和品牌调性，跟国际品牌差异化竞争、并且能够把握机遇成功突围。

图 49：2021H1~2024H2 面部彩妆品类线上渠道的销售额同比增速领先且占比提升



资料来源：久谦，光大证券研究所整理

图 50：2021~2023 年彩妆细分品类使用变化趋势



注：表示过去一年使用过细分品类的被访者/使用过彩妆的被访者比例
资料来源：妆情观察微信公众号

面部彩妆品类是经历疫情后没有消费降级的一大品类,其占比和在消费者心目中的重要性反而逐步提升,2024年面部彩妆品类在线上彩妆香水行业销售额中的占比提升至53%,增速亦持续位于前三。对比2021年和2023年消费者对彩妆各细分品类的使用情况,遮瑕、高光、粉底液等面部彩妆品类增加明显。

一方面,面部彩妆特别是底妆所构建的“基石感”更强,消费者粘性更高。底妆类(粉底、定妆类)作为妆容的基础“画布”,遮瑕、修容、高光产品用来打造不同部位的凹凸感和提升面部平整度,两者结合决定了妆面的质感和精细程度,而眼部(眼影、眼线等)、唇部(口红唇釉等)更多用于确定妆容的某一具体体系风格,色彩感强、选择众多,流行风格更新迭代快,因此相比之下消费者对于面部彩妆类的品质和效果要求更高,包括遮瑕力、持久力、控油力、光泽/哑光感、不出现起皮/斑驳/卡粉/脱妆等问题、跟自身肤色和肤质的贴合程度、妆感浓淡等多个维度,使用频率也更为高频,在找到适合自己的安全品牌产品后替代可能性低、容易形成对某一产品/品牌的高度粘性,消费者忠诚度相对更高。

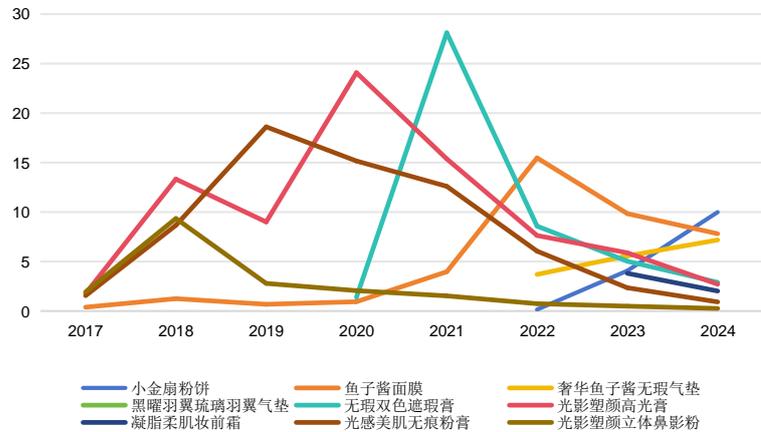
其次,在近几年的消费行为趋势变化中,虽然精简护肤、理性消费的主张在加强,消费者更加追求实用性、消费支出上选择少而精的产品,但在品类的取舍上会更倾向于减少购买使用频次低或者推新频次高(容易审美疲劳、同质化)的产品(如眼影、唇部彩妆),而对于使用频次高、粘性/依赖度高的产品的消费支出予以保留的可能性更大。

彩妆品类: MGP 品牌 VS 化妆师品牌 VS 国际高端大牌

一方面,在产品的使用方式和效果上,MGP品牌的产品更加契合中国消费者的化妆需求和风格偏好,对毛戈平先生的东方美学化妆理念一以贯之,针对中国人的脸型骨骼走势,区别于欧美妆、日韩妆风格,强调东方文化中重骨相、妩媚风流但自然天成的“美人在骨不在皮”感,早期销售集中于修容高光类(高光膏、鼻影粉)、光感无痕粉膏3个产品,既凭借强烈的本土风格跟国际品牌差异化竞争,也实现了顾客的广积累和高留存。其中,明星产品光感无痕粉膏在2024年实现零售额超过4亿元。

另一方面,MGP品牌在爆款单品的打造上持续推陈出新,大单品的代际更迭成功,并且帮助拓宽了客群。早期推出的修容高光类产品虽然能发挥创始人的专业性优势,但其产品消耗偏慢、购买频次低,且产品矩阵亦较为单薄、对比国际高端品牌的全套产品线而言不够丰富,因此之后公司拓展了底妆类产品包括小金扇粉饼、鱼子酱气垫、凝脂柔肌妆前霜(皮肤衣妆前乳)等产品,大单品涵盖了化妆多个环节,满足消费者从妆前护理、定妆到肤色校正的完整化妆程序,2024年SKU达到400个以上,较同类型化妆师品牌的主打产品更为全面多样,在面部彩妆品类中多点开花,也通过扩品类和多个大单品的塑造扩大了品牌销售规模和份额。

图 51: MGP 品牌 2017~2024 年天猫平台大单品销售额占比 (%)



资料来源: 久谦

表 9: 典型化妆师品牌的明星产品分布

毛戈平	彩棠	Charlotte Tilbury	NARS	Fenty Beauty	Laura Mecier	Huda Beauty	郑瑄荣	Pony effect
中国	中国	英国	美国	美国	法国	阿联酋	韩国	韩国
双色遮瑕膏	妆前乳	四色眼影盘	单色腮红	修容棒	妆前乳	十五色眼影盘	持久轻薄裸肤气垫	光彩气垫
光感无痕粉膏	三色修容盘	轻盈无瑕蜜粉饼	流光美肌清透蜜粉		柔光蜜粉			
光感柔润蜜粉	持妆粉底液	魔法霜	遮瑕膏		矿物定妆散粉			
奢华鱼子眼膜	卸妆膏	柔焦美颜粉底液	流光美肌清透蜜粉饼					
奢华鱼子面膜								

注: 选取美丽修行 app 上各品牌有评分数据且评分最高的产品, 统计时间为 2025 年 2 月。
资料来源: 美丽修行 app, 光大证券研究所整理

护肤品类: 彩妆品类的延伸, 成功打造大单品、正在向系列化迈进

在彩妆品类作为基本盘的背景下, MGP 品牌基于“保持良好的肌肤状况是实现最佳化妆效果的基础”这一理念, 成功推出多款妆前养肤功能的护肤类产品(鱼子面膜、黑霜等), 实现“彩妆+护肤”双品类驱动、双线开花的战略, 这在化妆师品牌甚至国内外的高端彩妆品牌中也属于佼佼者。

举例而言, 在妆前这一步骤中, MGP 品牌的明星产品奢华养肤黑霜可以帮助解决消费者皮肤干燥、上底妆后起皮卡粉的问题, 无独有偶, 其他化妆师品牌如 Charlotte Tilbury、Laura Mecier、彩棠、Bobbi Brown 也有类似妆前面霜的热销产品; 但在更进一步的日常护肤养肤功效中, MGP 的奢华鱼子面膜、眼膜产品帮助品牌延伸至护肤领域, 与其他集中于彩妆产品的彩妆品牌有所差异。其中, 畅销护肤大单品奢华鱼子面膜 2024 年实现零售额超过 8 亿元。

公司护肤品类正在进一步拓宽、正在从大单品向系列化迈进, 除了代表大单品鱼子面膜、黑霜之外, 目前产品细分品类已经涵盖了精华水、安瓶精华液、眼部精华, 并推出了价位更高的黑金系列。

图 52: MGP 品牌护肤品类代表产品情况



资料来源: 公司 2024 年年报

限定系列: 东方美学优势加持, 高端定位中的国潮风尚

在产品系列的开发和配套营销上, 公司亦将毛戈平先生的个人 IP 强项和中国高端品牌的定位相结合, 与故宫文创携手打造了限量版产品“气蕴东方”系列, 将故宫博物院的百年传承和传统东方美学精髓融入产品之中, 打造出产品外观和外包装更精美、价格也相应提升的限量版产品系列。

图 53: 毛戈平“气蕴东方”系列第五代产品



资料来源: 毛戈平 MGP 微信公众号

图 54: 花间蝶舞柔雾高光设计灵感来自于故宫藏品



资料来源: 毛戈平 MGP 微信公众号

除了与故宫 IP 联名合作以外, 公司还推出了亚运联名礼盒, 以杭州的“水文化”为创意主题, 推出了相应的腮红、高光粉饼、眼彩盘、唇膏等产品。另外, 公司与中国国家队联合推出“盛彩之光”系列产品, 涵盖粉饼、眼彩盘、粉底液等产品。

香氛品类: 潜力品类, 高端品牌产品矩阵的下一块拼图

香水/香氛品类正孕育新的增长机会。参考图 49, 香水香膏品类 24 年下半年线上销售额同比增长 19%、位居所有细分品类的首位。从国际品牌的品类布局来看, 以法国品牌娇兰为例, 香氛产品成为其十大明星单品之二(艺术沙龙系列、花草水语系列分别系其明星产品的 TOP9/TOP10), 不仅是销售额的贡献者, 也是完善高端品牌产品矩阵、补足和强化品牌调性的一块重要拼图。

公司亦新推出了香氛品类, 目前已发售 3 款香水, 定价上对标国际大牌, 并且 2025 年还有多款香水产品筹备上市, 未来有望成为新的业务增长点。

图 55: MGP 品牌香氛产品情况



资料来源: MGP 官方网站

图 56: 法国娇兰品牌的明星香氛产品情况



资料来源: 娇兰微信公众号

3.3 以专业性和服务突围、塑造品牌高端调性，会员体系深耕持续夯实品牌心智

公司是最早成功进驻高端百货商店专柜的高端国货化妆品集团，2003 年进驻上海港汇恒隆广场设立第一个专柜，截至 2024 年末公司在全国拥有 378 个自营专柜以及 31 个经销商专柜。

从线下店铺的档次和质量而言，公司通过多年的品牌运营和积累，成为极少数的实现了与国际品牌同楼层竞争的国产高端品牌。根据赢商网 2023 年对全国城市代表购物中心的统计，公司在部分头部购物中心已经完成入驻，如全国首屈一指的北京 SKP 商场，在该商场一楼化妆品品类区域中，几乎全部为国际化妆品品牌，而 MGP 则是唯一入驻的国产品牌。2024 年，公司新入驻了武汉 SKP、成都 SKP、杭州大厦等高端百货商场，持续开拓高端百货渠道、巩固提升品牌高端调性。

表 10: 2023 年中国头部代表购物中心销售额及 MGP 品牌入驻情况

	2023年销售额 (亿元)	MGP品牌是否入驻
北京SKP	265	√
南京德基广场	239	
上海环球港	203	√
上海恒隆广场	171	
深圳万象城	130+	
杭州万象城	120	
杭州湖滨银泰in77	102	√
郑州丹尼斯大卫城	94	
北京世纪金源购物中心	85	
深圳湾万象城	82	
深圳前海壹方城	76	√

资料来源: 赢商网, MGP 微信公众号

公司作为国产品牌能成功跻身高端百货渠道、与国际品牌同台竞争，究其原因，我们认为系公司产品的高度专业性和差异化的服务体验共同成就。

产品方面，如前文所述，MGP 作为顶级化妆师所创品牌，不仅打造出了更适合中国女性消费者轮廓特征和审美趣味的东方妆容风格，也在产品的专业度和品质上严格要求、收获了使用者的良好口碑。

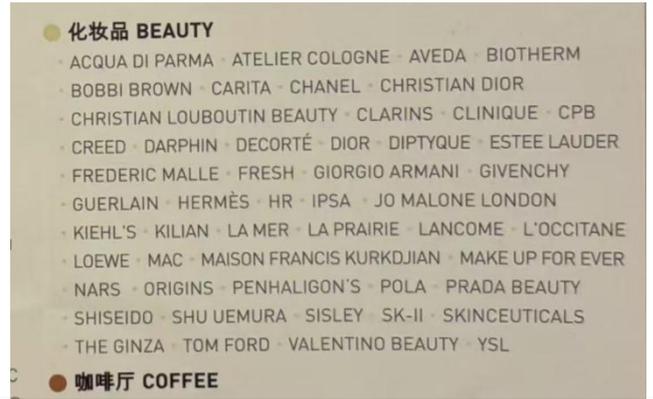
服务层面，美妆顾问和专业化妆服务是公司打开市场局面的重要抓手。品牌发展早期，公司通过化妆服务向消费者表现和传达产品效果、塑造品牌与国际大牌不同的差异化心智，成功实现了品牌的出圈；截至 2024 年末，公司已建立了中国所有国货及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一，全国各地专柜配备了超过 2800 名美妆顾问，为消费者提供定制产品咨询、试妆、半脸对比演示、全妆化妆等服务，强化会员粘性，为客户提供全面的服务体验。

图 57：北京 SKP 商场 MGP 品牌专柜中设立化妆区



资料来源：北京 SKP 小红书账号

图 58：北京 SKP 一楼化妆品国际品牌情况



资料来源：北京 SKP

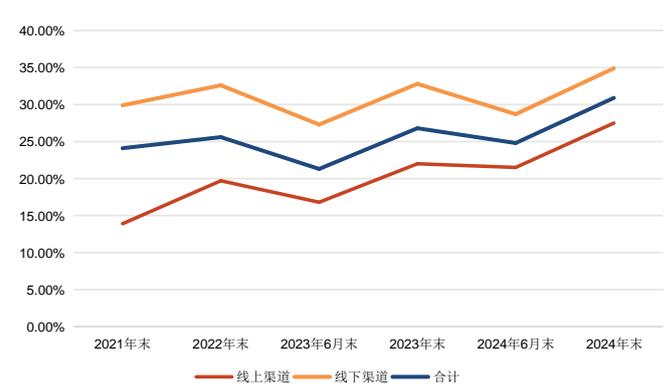
会员方面，截至 2024 年末公司于线下渠道拥有超过 1510 万注册会员，并且会员分为四个级别，高端会员绑定的权益和服务项目更多，持续帮助提升公司的复购水平。2022~2024 年末，公司的总体复购率分别为 25.6%/26.8%/30.9%，其中线下渠道的复购率分别为 32.6%/32.8%/34.9%，线下渠道的复购率高于总体且持续提升，显示在线下渠道的服务体验加成下消费者对品牌的认可。

图 59：毛戈平品牌会员分为四档，匹配不同权益



资料来源：毛戈平 MGP 微信公众号

图 60：毛戈平品牌分线上线下渠道复购率



资料来源：公司招股说明书，公司年报

从美妆顾问/化妆师的来源上，公司的化妆培训业务可发挥协同作用，为公司输送精英人才，担任包括总部员工、培训人员、专柜美妆顾问等职务，接受过公司化妆培训的美妆顾问可更好地向消费者传达公司产品的使用方式、搭配手法、美学理念和品牌文化，形成公司独特的竞争优势。

4、盈利预测、估值与评级

4.1 关键假设与盈利预测

分渠道来看，未来公司线上、线下渠道将齐头并进，并且我们预计线上渠道将增速更快。拆分来看，预计在品牌势能持续提升、大单品不断推新和上量的背景下，占主导的线上直销渠道收入在 2023/2024 年分别高速增长 80.5%/53.4%的基础上将继续高歌猛进，并领先于其他线上渠道；线下渠道方面，随着公司持续拓展专柜数量以及通过产品力的提升和品类/产品线的丰富提升单店店效和客单价，线下渠道预计将延续之前的增长势头、稳步扩张。

预计 2025~2027 年，公司线上渠道中占比最大的线上直销渠道收入同比增速分别为 48%/43%/42%，向线上经销商销售收入同比增速分别为 40%/35%/32%；线下渠道方面，预计线下直销渠道收入同比增速分别为 20%/19%/17%，向线下经销商销售收入同比增速分别为 20%/20%/20%，向高端跨国美妆零售商销售收入同比增速分别为 20%/20%/20%。

毛利率方面，随着公司品牌势能的持续上升，且扩品类、推新品持续推进，同时线上直销的毛利率略低于线下直销的毛利率、而线上渠道增速更快，因此预计 2025~2027 年毛利率基本稳定，分别为 84.4%/84.3%/84.2%。

费用率方面，销售费用率方面，预计随着公司上市后资金实力大幅加强，而品牌发展仍处于上升期，品牌建设、营销网络扩张等为品牌长期发展所需的投入预计将有加大，销售费用率预计适当有升、但未来将基本稳定，预计 2025~2027 年销售费用率分别为 49.5%/49.2%/49.0%。管理费用率预计基本稳定，2025~2027 年分别为 6.7%/6.7%/6.7%。

综上，我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 51.5/67.3/87.5 亿元、同比增长 32.6%/30.7%/30.0%；归母净利润分别为 11.7/15.2/19.8 亿元，同比增长 32.5%/30.5%/29.7%。

表 11：公司收入分业务预测

		2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
线下直销	营业收入 (百万元)	1,438.18	1,756.96	2,109.62	2,514.04	2,931.84
	营业收入 yoy	46.9%	22.2%	20.1%	19.2%	16.6%
	毛利率	88.2%	87.6%	88.0%	88.1%	88.2%
向线下经销商销售	营业收入 (百万元)	69.80	87.33	104.80	125.76	150.91
	营业收入 yoy	22.2%	25.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	75.1%	75.8%	75.5%	75.5%	75.5%
向高端跨国美妆零售商销售	营业收入 (百万元)	94.08	104.42	125.31	150.37	180.44
	营业收入 yoy	111.1%	11.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	69.9%	65.6%	66.0%	66.0%	66.0%
线上直销	营业收入 (百万元)	931.16	1,428.59	2,114.31	3,023.46	4,293.31
	营业收入 yoy	80.5%	53.4%	48.0%	43.0%	42.0%
	毛利率	84.5%	84.2%	84.0%	84.0%	84.0%
向线上经销商销售	营业收入 (百万元)	248.66	355.67	497.94	672.22	887.33
	营业收入 yoy	39.4%	43.0%	40.0%	35.0%	32.0%
	毛利率	83.4%	83.4%	83.4%	83.4%	83.4%
化妆品艺术培训及相关销售	营业收入 (百万元)	104.07	151.72	197.23	246.54	308.17
	营业收入 yoy	91.4%	45.8%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	64.0%	69.0%	70.0%	70.0%	70.0%
营业收入合计 (百万元)		2,885.96	3,884.69	5,149.21	6,732.39	8,752.01

营业收入 yoy	57.8%	34.6%	32.6%	30.7%	30.0%
毛利率	84.8%	84.4%	84.4%	84.3%	84.2%
销售费用率	48.9%	49.0%	49.5%	49.2%	49.0%
管理费用率	6.7%	6.9%	6.7%	6.7%	6.7%
财务费用率	0.1%	0.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
期间费用率	55.7%	56.0%	55.2%	54.9%	54.7%
归母净利润 (百万元)	661.93	880.61	1,167.16	1,523.22	1,975.40
归母净利润 yoy	88.0%	33.0%	32.5%	30.5%	29.7%
归母净利率	22.9%	22.7%	22.7%	22.6%	22.6%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4.2 相对估值

我们选取港股和 A 股化妆品行业代表公司 (巨子生物、上美股份、珀莱雅、丸美生物等 6 家公司) 作为可比公司进行估值比较。截至 2025 年 5 月 8 日, 2025~2026 年可比公司 PE 估值均值分别为 33/27 倍, 毛戈平 PE 估值分别为 40/30 倍。公司估值较国内同业上市公司高, 一方面来自于公司业绩增速较高, 另一方面公司具有高端定位和明星化妆师个人 IP 优势, 这两点使得公司稀缺性较强, 国内上市公司中尚无同类。

表 12: 公司与国内可比公司估值比较

代码	公司	收盘价 (原始货币)	总市值 (亿元, 原始货币)	EPS (元人民币)				PE				24~26 年 2 年净利润 CAGR	25 年 PEG
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E		
2367.HK	巨子生物	79.20	848	1.40	1.99	2.50	3.09	54	38	30	25	25%	1.24
2145.HK	上美股份	65.00	259	2.24	3.79	4.87	6.06	52	31	24	19	27%	0.90
603605.SH	珀莱雅	95.08	377	3.01	3.92	4.64	5.41	32	24	20	18	18%	1.17
603983.SH	丸美生物	46.10	185	0.65	0.85	1.15	1.45	71	54	40	32	30%	1.33
603193.SH	润本股份	36.93	149	0.56	0.74	0.97	1.22	66	50	38	30	28%	1.34
600315.SH	上海家化	25.03	168	0.74	-1.24	0.53	0.68	34	na	47	37	0%	-
同业平均								51	29	33	27		
1318.HK	毛戈平	102.00	500	1.35	1.80	2.38	3.11	70	53	40	30	32%	1.26

注: 可比公司数据为 Wind 一致预期; 毛戈平为光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-05-08, 港币汇率采用 5 月 8 日汇率 1HKD=0.9287RMB 计算。

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

考虑到公司定位高端, 与国内上市公司的定位重合度不高, 我们再对比公司与类似定位的国际高端美妆集团的盈利和估值情况, 选取国际化妆品上市公司欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋作为可比公司进行比较。截止 5 月 8 日, 4 家国际美妆集团 2025~2026 年平均 PE 估值分别为 43/25 倍。

考虑公司为国内唯一高端定位的美妆上市公司, 作为化妆师同名品牌、创始人影响力属于国内第一梯队, 品牌的高端定位具有稀缺性, 且线上线下双重渠道布局、护肤和彩妆双品类布局难以复制, 未来三年业绩成长性较高、领先于国内外同业, 应享有一定的估值溢价, 我们给予公司 2025 年目标 PE45 倍, 对应股价为 115.37 元港币。

表 13: 公司与国际可比公司估值比较

代码	公司	货币	收盘价 (原始货币)	总市值 (亿元, 原始货币)	EPS (元, 原始货币)				PE				24~26 年 2 年净利润 CAGR	25 年 PEG	24~26 年 2 年营业收入 CAGR
					2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E			
OR.PA	欧莱雅	EUR	375.35	2,007	12.16	12.63	12.86	13.89	31	30	29	27	5%	6.02	4%
EL.N	雅诗兰黛	USD	61.24	220	3.47	2.60	1.47	2.17	18	24	42	28	-9%	-	-3%
090430.KS	爱茉莉太平洋	KRW	125,200	73,233	882	3,651	5,541	6,447	142	34	23	19	33%	0.69	10%
4911.T	资生堂	JYP	2,358.00	9,432	70.37	19.80	30.19	96.70	34	119	78	24	121%	0.65	2%
同业平均									56	52	43	25			
1318.HK	毛戈平	CNY	102.00	500	1.35	1.80	2.38	3.11	70	53	40	30	32%	1.26	32%

注: 1) 毛戈平市值为港币, EPS 为人民币, 港币汇率采用 5 月 8 日汇率 1HKD=0.9287RMB 计算。

2) 国际上市公司股价时间为 2025-05-08, 盈利预测采用 Bloomberg 一致预期; 雅诗兰黛财报截止日为 6 月 30 日。

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

4.3 绝对估值

我们采用绝对估值法为公司进行估值。基于以下假设, 我们利用 FCFF 估值法, 测算公司每股价值为 135.28 元港币。

基于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率:** 公司目前尚处于快速增长期, 待发展已进入稳定增长阶段, 假设长期增长率为 2.00%;
- 2、β值选取:** 采用 SW 港股的行业β作为公司无杠杆β的近似;
- 3、税率:** 我们预测公司未来税收政策较稳定, 假设公司未来税率为 25%。

表 14: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	6
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	4.28%
β(βlevered)	1.0879
Rm-Rf	2.22%
Ke(levered)	6.70%
税率	25.00%
Kd	7.50%
Ve	61,582.84
Vd	320.00
目标资本结构	30.00%
WACC	6.94%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,753.11	2.83%
第二阶段	10,462.32	16.90%
第三阶段 (终值)	49,689.62	80.27%
企业价值 AEV	61,905.05	
加: 非经营性净资产价值	0.00	0.00%
减: 债务价值	320.00	0.52%
减: 少数股东权益 (市值)	2.22	0.00%
总股本价值 (百万元)	61,582.84	99.48%
总股本价值 (百万港元)	66,310.80	
股本 (百万股)	490.19	
每股价值 (元)	125.63	
每股价值 (港元)	135.28	

注: 港币汇率采用 2025 年 5 月 8 日 1HKD=0.9287MB 计算
资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 敏感性分析表 (元)

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.94%	136.70	149.78	166.19	187.38	215.77
6.44%	121.08	131.32	143.86	159.60	179.91
6.94%	107.73	115.86	125.63	137.61	152.63
7.44%	96.13	102.65	110.37	119.66	131.03
7.94%	85.90	91.18	97.34	104.64	113.41

资料来源: 光大证券研究所预测

根据以上绝对估值方法, 得到公司合理的每股价值为 125.63 元人民币 (135.28 元港币), 对应 2025 年、2026 年 PE 分别为 53/40 倍。

4.4 估值结论与投资评级

短期公司品牌势能向上, 护肤和彩妆品类双轮驱动, 线上、线下多渠道齐头并进, 较国内外同业上市公司相比公司的业绩成长性均为领先。长期对标国际高端美妆集团来看, 公司各品类的体量还较小、具有较大份额提升的空间。我们持续看好公司发挥品牌的高端卡位优势和明星化妆师效应、持续多渠道多品类扩张并提升份额, 长远来看, 从公司港股上市募集资金投向分析, 扩品类、出海以及并购等布局将带来远期想象空间, 具备成为国际化高端美妆集团的潜力。

我们预测公司 25~27 年归母净利润分别为 11.7/15.2/19.8 亿元, 对应 25~27 年 EPS 为 2.38/3.11/4.03 元, 25/26 年 PE 为 40/30 倍。综合绝对和相对估值结果 (115.37~135.28 元港币) 取均值, 考虑到公司品牌定位的稀缺性和业绩的高成长性, 给予公司目标价 125 元港币, 首次覆盖、给予“买入”评级。

表 17: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,886	3,885	5,149	6,732	8,752
营业收入增长率	57.8%	34.6%	32.6%	30.7%	30.0%
归母净利润 (百万元)	662	881	1,167	1,523	1,975
归母净利润增长率	88.0%	33.0%	32.5%	30.5%	29.7%
EPS (元)	1.35	1.80	2.38	3.11	4.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	42.8%	25.2%	27.8%	30.2%	32.8%
P/E	70	53	40	30	24
P/B	30	13	11	9	8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-5-8, 港币汇率采用 5 月 8 日 1HKD=0.9287RMB 计算

5、风险分析

终端零售持续疲软或者终端客流不及预期

目前国内消费呈弱复苏趋势, 如若后续消费积极性和客流不及预期, 公司产品销售以及线下门店拓展进度可能会受到影响。

作为化妆师同名品牌、与个人深度绑定的风险

公司主品牌 MGP 为化妆师毛戈平先生同名品牌, 与毛先生个人深度绑定, 可能会面临个人声誉风险、创始人与品牌终止合作的风险。

行业竞争加剧

当前国内化妆品行业竞争持续加剧, 例如行业规模不断扩大、进入者持续增加、国内外品牌频频打折展开价格战等, 如若行业竞争持续加剧, 公司的收益和盈利能力可能受到影响。

电商渠道增速放缓, 致费用投入刚性上升或者效果边际减弱的风险

2024 年公司电商收入占比为 48%。当前随着线上渠道竞争日趋激烈、线上流量红利在逐步减弱, 如若公司未来不能制定合理的线上渠道发展策略, 或费用投放效果低于预期, 公司的收入增速与盈利能力可能受到不利影响。

新股股价波动的风险

公司于 2024 年 12 月完成港股上市, 2025 年 3 月纳入港股通, 上市时间较短, 作为新股可能存在股价波动较大的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2886	3885	5149	6732	8752
营业成本	438	607	802	1058	1380
营业毛利	2448	3278	4348	5675	7372
销售费用	1412	1904	2549	3312	4288
管理费用	192	268	345	451	586
财务收入/费用净额	2	5	(53)	(70)	(87)
EBT	840	1105	1511	1986	2589
所得税	224	295	388	506	657
净利润 (不含少数股东损	662	881	1167	1523	1975
EPS(元, 按最新股本计算)	1.35	1.80	2.38	3.11	4.03

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	700	969	1190	1575	2021
净利润	663	881	1168	1525	1977
折旧摊销	70	78	83	126	149
营运资本变化	235	191	287	363	483
其他经营活动产生的现金	(269)	(183)	(349)	(439)	(589)
投资活动产生现金流	(195)	(628)	(766)	(467)	(268)
资本性支出	800	502	304	0	0
其他投资活动产生的现金	(995)	(1130)	(1070)	(467)	(268)
融资活动现金流	(255)	1311	(734)	(615)	(901)
债务增加	320	0	0	0	0
债务减少	0	0	(320)	0	0
支付的股利合计	(225)	(1025)	(467)	(685)	(988)
其他筹资活动产生的现金	(350)	2336	53	70	87
净现金流	250	1652	(311)	492	852

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	84.8%	84.4%	84.4%	84.3%	84.2%
EBITDA 率	33.3%	32.4%	30.8%	31.0%	30.8%
EBIT 率	30.8%	30.4%	29.2%	29.1%	29.1%
税前净利润率	30.8%	30.3%	30.2%	30.2%	30.1%
归母净利润率	22.9%	22.7%	22.7%	22.6%	22.6%
ROA	31.6%	19.7%	23.1%	24.8%	26.7%
ROE (摊薄)	42.8%	25.2%	27.8%	30.2%	32.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	26.1%	21.7%	16.8%	17.8%	18.5%
流动比率	3.21	3.62	3.98	3.73	3.78
速动比率	2.56	3.28	3.50	3.26	3.32

注: 股价时间为 2025-05-08, 港币汇率采用 5 月 8 日 1HKD=0.9287RMB 计算
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,698	3,447	3,305	4,009	5,120
现金及等价物	1,141	2,847	2,536	3,028	3,880
应收账款及应收票据合计	158	215	282	369	480
存货 (净值)	342	324	395	493	605
其他流动资产/受限制现金	57	62	92	120	156
非流动资产	397	1,026	1,748	2,129	2,290
固定资产/PP&E	168	279	487	813	939
无形资产	55	669	778	943	979
其他非流动资产	174	78	483	372	372
总资产	2,095	4,473	5,053	6,139	7,410
流动负债	529	951	829	1,075	1,355
短期借贷	-	320	-	-	-
应付账款及票据	104	92	122	160	209
其他流动负债	426	539	708	914	1,146
非流动负债	17	19	19	19	19
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	17	19	19	19	19
负债合计	547	970	848	1,093	1,373
股本	60	239	490	490	490
储备	1,486	3,262	3,011	3,012	3,014
少数股东权益	2	2	3	5	7
股东权益合计 (不含少数股 东权益)	1,546	3,501	4,202	5,040	6,030
股东权益合计 (含少数股 东权益)	1,548	3,504	4,205	5,045	6,037
负债及股东权益合计	2,095	4,473	5,053	6,139	7,410

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	48.9%	49.0%	49.5%	49.2%	49.0%
管理费用率	6.7%	6.9%	6.7%	6.7%	6.7%
财务费用率	0.1%	0.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
所得税率	25.3%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利(HKD)	0.49	2.25	1.03	1.51	2.17
每股经营现金流	1.43	1.98	2.43	3.21	4.12
每股净资产	3.15	7.14	8.57	10.28	12.30
每股销售收入	5.89	7.92	10.50	13.73	17.85

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	70	53	40	30	24
PB	30	13	11	9	8
EV/EBITDA	5	17	28	22	17
股息率	0.5%	2.2%	1.0%	1.5%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP