

独具特色的高端美妆国货品牌

核心观点

- **公司具有差异化的商业模式：**“稀缺的创始人 IP+东方美学理念+专业化妆技术及培训+高品质产品+深度体验服务”带来的闭环保障了公司的高盈利水平和高复购率，也奠定了公司多品类顺利延展、未来线上线下较快增长的良好基础。
- **创始人 IP 的独特性和稀缺性不可复制，也是公司有今天成绩和未来可持续发展的关键基石。**毛戈平是国内彩妆领域大师级的人物，具有深远的影响力，同时又是公司的创始人、大股东和研发带头人，其对公司品牌和产品的发展发挥了关键作用，其成功路径也难以复制。
- **化妆品培训业务是公司差异化商业模式的重要一环，其价值未被市场充分重视。**其对公司品牌的传播、潜在客群的培育和新产品开发测试、人才培养等方面均发挥了强大的后台支撑作用，也是公司有别于其他美妆品牌的重要竞争力之一。
- **公司立足线下高端渠道的价值在新消费时代将进一步得到挖掘，但仍未被市场充分认识。**公司高质量线下和线上一一起充分互补，有望带领其走得更稳更远。当下及未来中国经济发展和文化自信带来的消费领域国潮深化，为公司这样的中高端消费品牌提供了良好的契机和更好的成长土壤。也为公司可持续发展和未来出海等提供了良好保障。
- **品牌、产品和渠道三因素分析：**1) 品牌：“创始人独特 IP+东方美学理念”奠定品牌高度。2) 产品：“彩妆+护肤+香水”日益完善，大单品初露锋芒。3) 渠道：“线下高质量发展+线上快速增长”优势互补。
- 我们认为公司中短期业绩推动力主要来自于品牌势能提升和品类丰富基础上的线下（开店+单店店效提高）快增和线上高增长，中长期业绩增长还包括出海、战略投资及收购等更多可能。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.42、3.24、4.05 元，DCF 估值对应目标价为 121.54 港元（1 人民币=1.09 港元），首次给予“增持”评级。

风险提示：个人 IP 依赖风险，单一品牌风险，家族治理风险，研发投入不足和供应链全部外包的风险，门店扩张和同店增长不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,886	3,885	5,159	6,623	8,314
同比增长(%)	57.8%	34.6%	32.8%	28.4%	25.5%
营业利润(百万元)	888	1,177	1,586	2,120	2,652
同比增长(%)	90.1%	32.5%	34.8%	33.7%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	662	881	1,187	1,587	1,986
同比增长(%)	88.0%	33.0%	34.8%	33.7%	25.1%
每股收益(元)	1.35	1.80	2.42	3.24	4.05
毛利率(%)	84.8%	84.4%	84.1%	83.8%	83.4%
净利率(%)	22.9%	22.7%	23.0%	24.0%	23.9%
净资产收益率(%)	42.8%	25.1%	32.6%	38.0%	38.8%
市盈率(倍)	74.5	56.0	41.5	31.1	24.8
市净率(倍)	31.9	14.1	13.5	11.8	9.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	增持（首次）
股价（2025年05月29日）	109.7 港元
目标价格	121.54 港元
52 周最高价/最低价	121.8/47.28 港元
总股本/流通 H 股（万股）	49,019/26,184
H 股市值（百万港币）	53,774
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.29	1.71	46.73	
相对表现%	1.17	-5.4	43.97	
恒生指数%	0.12	7.11	2.76	27.58



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
 shihongmei@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860511010001

朱炎 021-63325888*6107
 zhuyan3@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860521070006
 香港证监会牌照：BSW044

目录

毛戈平：稀缺的高端美妆国货品牌	6
彩妆行业：方兴未艾，国货品牌接受度日益提升	9
品牌：“创始人独特 IP+东方美学理念” 奠定品牌高度	11
产品：“彩妆+护肤+香水” 日益完善，大单品初露锋芒	13
渠道：“线下高质量发展+线上快速增长” 优势互补	16
投资建议和盈利预测	22
盈利预测	22
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速 (百万元)	6
图 2: 公司归母净利润及增速 (百万元)	6
图 3: 公司毛利率变化	6
图 4: 公司归母净利率变化	6
图 5: 毛戈平与可比公司毛利率对比	7
图 6: 毛戈平与可比公司净利率对比	7
图 7: 公司分产品收入规模变化	7
图 8: 公司分渠道收入规模占比	7
图 9: 中国彩妆市场规模及增速 (十亿元)	9
图 10: 分国家人均彩妆支出对比 (元)	9
图 11: 分国家人均彩妆支出复合增速对比	9
图 12: 中国彩妆市场市场规模分类 (2023 年)	10
图 13: 中国彩妆线上和线下渠道收入变化 (十亿元)	10
图 14: 中国市场彩妆品牌不同销售渠道的市场份额	10
图 15: 中国市场彩妆品牌分市场定位市场规模 (十亿元)	10
图 16: 气蕴东方系列产品展示	12
图 17: 公司化妆品培训业务对品牌、产品和研发的重要作用	13
图 18: 闻道东方香水展示	15
图 19: 中国香水行业市场规模及增速 (亿元)	15
图 20: 公司分渠道注册会员复购率持续提升	17
图 21: 公司线上及线下会员总数 (万人)	17
图 22: 杭州毛戈平美妆旗舰店内部展示	18
图 23: 杭州毛戈平美妆旗舰店外部展示	18
图 24: 毛戈平线下门店展示	19
图 25: MAOGEPING 线上直销渠道占比不断提升	19
图 26: MAOGEPING 分平台销售额占比	19
图 27: 毛戈平抖音官方旗舰店矩阵	19
图 28: 小红书头部品牌粉丝数 (万人)	20
图 29: 毛戈平在李佳琦直播间本土品牌上架商品数位于前列	21
表 1: 公司里程碑事件	6
表 2: MAOGEPING 和至爱终生对比	7
表 3: 公司核心管理层概况 (截至 2025 年 5 月)	8
表 4: 中国彩妆市场线上和线下渠道复合增速比较	10

表 5: MAOGEPING 品牌及集团排名 (2023 年)	11
表 6: 毛戈平所获部分重要奖项	11
表 7: 公司化妆品艺术培训业务的培训人员及课程参与者人数	12
表 8: MAOGEPING 彩妆典型产品	13
表 9: MAOGEPING 护肤品典型产品	14
表 10: 毛戈平会员等级展示	17
表 11: 公司同个专柜收入情况	17
表 12: 公司招股书中对于渠道扩张的表述	18
表 13: 2025 年李佳琦直播间 618 美妆节品牌榜	20
表 14: 2025 年 1-4 月天猫彩妆香水美妆工具类目品牌榜	21
表 15: 目标价敏感性分析	23
表 16: 估值参数假设	23

核心投资要素

- 1) 差异化的商业模式: “稀缺的创始人 IP+东方美学理念+专业化化妆技术及培训+高品质产品+深度体验服务”带来的闭环保障了公司的高盈利水平和高复购率,也奠定了公司多品类顺利延展、未来线上线下较快增长的良好基础。
- 2) 创始人 IP 的独特性和稀缺性不可复制,也是公司有今天成绩和未来可持续发展的关键基石。毛戈平是国内彩妆领域大师级的人物,具有深远的影响力,同时又是公司的创始人、大股东和研发设计的带头人,这样独特的 IP 资源在国内其他美妆公司中很难找到,其对公司品牌和产品的发展发挥了关键作用,其成功路径也难以复制。
- 3) 化妆品培训业务是公司差异化商业模式的重要一环,其价值未被市场充分认识。化妆品技术培训业务在公司收入和盈利中虽然占比较小,但其对公司品牌的传播、潜在客群的培育和新产品开发测试、人才培育等方面均发挥了强大的后台支撑作用,也是公司有别于其他美妆品牌的重要竞争力之一。
- 4) 公司立足线下高端渠道的价值在新消费时代会进一步得到挖掘,但仍未被市场充分认识。公司高质量线下和线上一一起充分互补,有望带领公司走得更稳更远。与其他国货美妆品牌不同,公司从成立开始,选择了与品牌定位相吻合的、高端线下渠道以直营为主的运营方式,进行持续深耕,通过增值服务体验提升线上渠道的质量和粘性,然后再发力线上,实现与线下在客群年轻化、渠道下沉度等方面的有效互补。我们认为,在新消费时代,线下场景的体验和服务及由此带来的情绪价值重要性更加突出,因此公司这样的发展模式未来有望走得更稳更远。
- 5) 当下及未来中国经济发展和文化自信带来的消费领域国潮深化,为公司这样的中高端消费品牌提供了良好的契机和更好的成长土壤。美妆特别是彩妆(包括香水)的消费属性天然与文化和审美息息相关,近年公司通过与故宫文创的持续合作等方式,将品牌的东方美学理念不断深化,充分契合了新消费时代国风的崛起和深化,也为公司可持续发展和未来出海等提供了良好保障。

毛戈平：稀缺的高端美妆国货品牌

毛戈平是国内领先的高端美妆集团。公司于 2000 年由著名化妆师毛戈平先生创立，根据弗若斯特沙利文的资料，毛戈平是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司。2003 年，公司首个专柜入驻上海港汇恒隆广场，截至 2024 年底，公司品牌专柜遍布于全国 120 多个城市，包含 378 个自营专柜和 31 个经销商专柜。

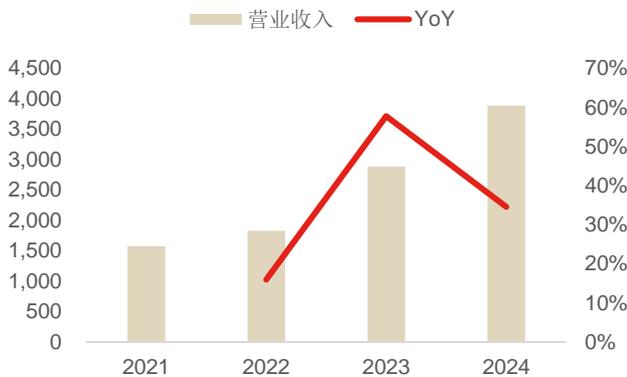
表 1：公司里程碑事件

年份	里程碑
2000 年	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 本公司的前身杭州毛戈平成立 ✓ 推出旗舰品牌 MAOGEPING ✓ 创建首家化妆艺术机构浙江毛戈平形象设计艺术学校
2003 年	✓ 首个专柜入驻上海港汇恒隆广场
2005 年	✓ 专柜入驻杭州武林银泰百货。
2008 年	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 推出至爱终生以拓宽品牌组合 ✓ 在毛戈平的带领下，公司担任北京奥运会开幕式的化妆师
2009 年	✓ 担任中华人民共和国成立 60 周年国庆阅兵式的化妆师
2015 年	✓ 改制为股份有限公司
2018 年	✓ 开设天猫首家网店
2019 年	✓ 与故宫文创携手打造“气蕴东方”系列
2021 年	✓ 担任第 19 届杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务供货商
2022-2023 年	✓ 担任中国花样游泳队官方赞助商及中国国家队的官方合作伙伴

数据来源：公司公告，东方证券研究所

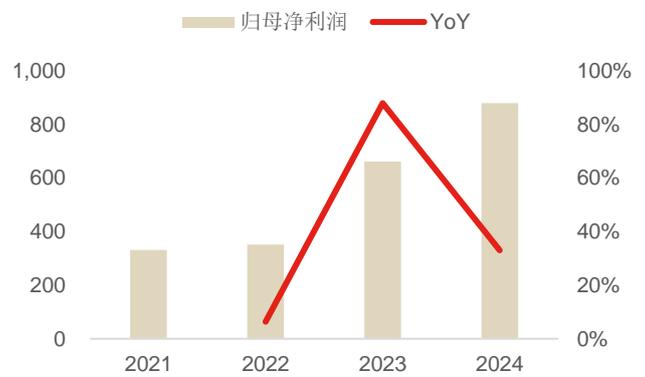
公司处于高速增长期，盈利能力长期维持高水平。2021-2024 年，公司收入和归母净利润复合增速分别为 35% 和 39%。公司盈利能力维持高位，2021-2024 年毛利率维持在 83% 以上，归母净利润率除了 2022 年以外，均超过 20%，明显领先同行竞争对手。

图 1：公司营业收入及增速（百万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

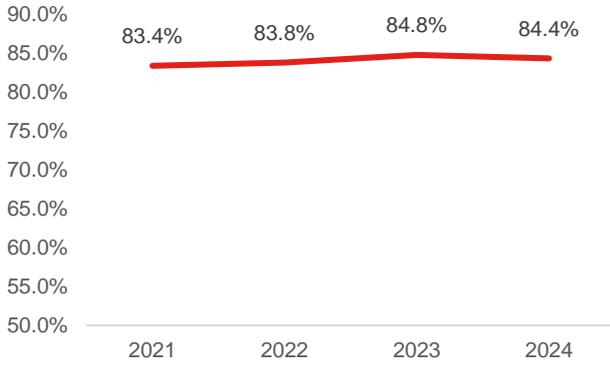
图 2：公司归母净利润及增速（百万元）



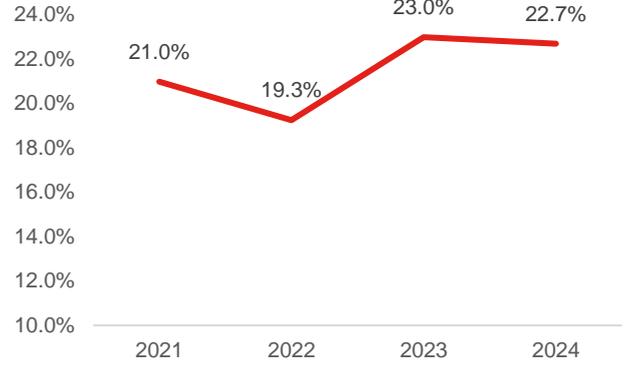
数据来源：wind，东方证券研究所

图 3：公司毛利率变化

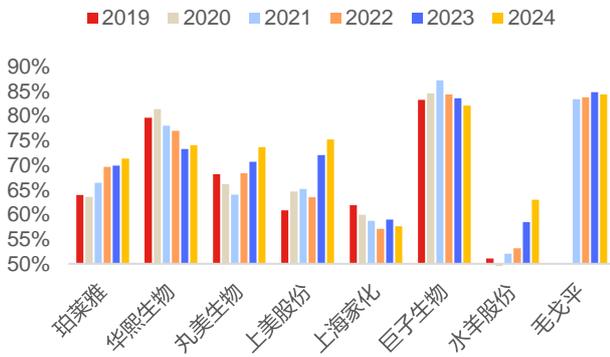
图 4：公司归母净利率变化



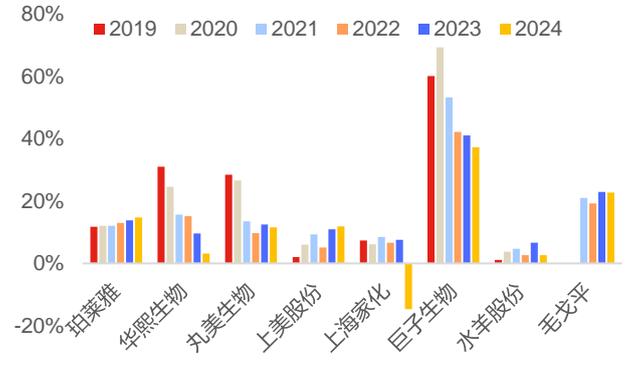
数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

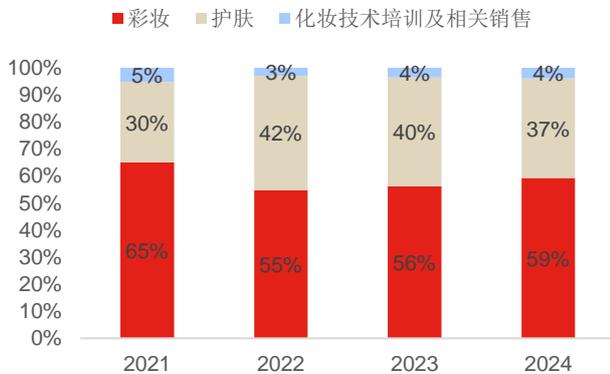
图 5: 毛戈平与可比公司毛利率对比


数据来源: wind, 东方证券研究所

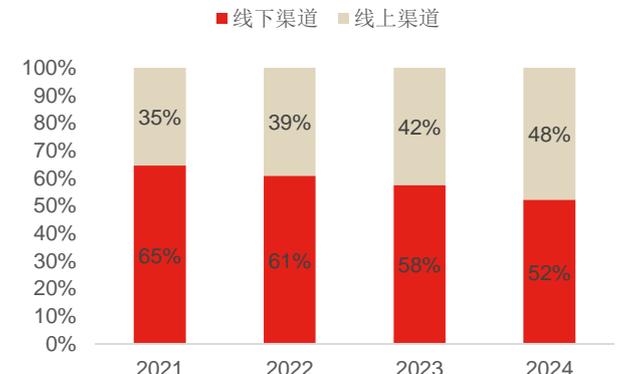
图 6: 毛戈平与可比公司净利率对比


数据来源: wind, 东方证券研究所

分产品来看, 2024年公司彩妆、护肤和化妆技术培训及相关销售的收入占比分别为59%、37%和4%; 分渠道来看, 2024年公司线上和线下渠道收入占比分别为48%和52%, 其中线上渠道收入占比在过去四年持续提升; 分品牌来看, MAOGEPING 和至爱终生是公司旗下的两大品牌, 其中 MAOGEPING 是主要收入来源, 2023 年收入占比高达 99%。

图 7: 公司分产品收入规模变化


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

图 8: 公司分渠道收入规模占比


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

表 2: MAOGEPING 和至爱终生对比

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	MAOGEPING	至爱终生
目标客户	注重品质、奢华与独特性的消费者	追求性价比的消费者
产品类型	彩妆及护肤品	彩妆及护肤品
主要产品的建议价格范围	200-800 元	120-380 元
营销策略	主要通过精选的百货商店专柜和其他线下和线上销售渠道销售	主要通过线下经销进行销售

数据来源：公司公告，东方证券研究所

创始人毛戈平在彩妆领域享誉盛名，核心管理团队稳定。 总裁宋虹佳于 2002 年加入公司，负责主品牌运营及管理，其余核心高管为毛氏家族成员，汪立群（毛戈平妻子）任副董事长，汪立华（汪立群弟弟）任副总裁，毛霓萍、毛慧萍（毛戈平的两个姐姐）也在公司关键岗位任职。

根据 2024 年报数据，毛戈平和汪立群（毛戈平配偶）在非上市股份和 H 股持股直接占比分别为 29.94% 和 17.94%，另外毛戈平和汪立群通过帝景投资和嘉驰投资合计间接控制公司 1.91% 的 H 股。其余家族成员如毛霓萍（毛戈平姐姐）、毛慧萍（毛戈平姐姐）、汪立华（汪立群的弟弟）也有持股，各自占比都小于 10%，总裁宋虹佳持股小于 5%。

表 3：公司核心管理层概况（截至 2025 年 5 月）

姓名	职位	年龄	任职经历
毛戈平	董事长	61	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1983 年 7 月至 1998 年 7 月毛戈平曾任职浙江省越剧团 ✓ 2000 年 7 月在杭州以毛戈平个人名字创建高端美妆品牌 MAOGEPING，开创了国化妆师创建自有品牌先河 ✓ 2000 年 10 月创建浙江毛戈平形象设计艺术学校
汪立群	副董事长	54	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1991 年至 1999 年任浙江省越剧团演员 ✓ 2000 年至 2008 年任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长 ✓ 2008 年至今，任杭州毛戈平形象设计艺术有限公司总经理
毛霓萍	总经理	65	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2000 年 7 月至 2010 年 10 月任杭州汇都化妆品有限公司董事、总经理 ✓ 2010 年 10 月至 2015 年 11 月任杭州汇都化妆品有限公司副董事长
毛慧萍	副总裁	63	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2000 年 9 月至 2015 年 11 月历任杭州毛戈平化妆品有限公司、杭州汇都化妆品有限公司董事、副总经理
汪立华	副总裁	52	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2002 年加入浙江毛戈平形象设计艺术学校
宋虹佳	总裁	51	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1997 年至 1999 年，担任韩国新生活化妆品公司哈尔滨分公司的销售代表 ✓ 1999 年至 2002 年，担任哈尔滨市美佳娜化妆品有限公司的销售经理 ✓ 2002 年加入杭州毛戈平化妆品有限公司
徐卫国	财务总监	49	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2000 年 6 月至 2006 年 7 月在光明乳业股份有限公司担任财务经理 ✓ 2006 年 8 月至 2006 年 12 月在百事可乐饮料有限公司担任高级会计经理 ✓ 2007 年 1 月至 2009 年 4 月在金瑶集团担任财务总监 ✓ 2009 年 6 月至 2011 年 3 月在 GUESS 中国担任财务总监
董乐勤	董秘 法律事务总监	42	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2005 年 5 月至 2013 年 7 月，历任浙旅控股股份有限公司办公室秘书、龙在旅途事业部副总经理、投资部经理、人力资源部总监、董事会秘书等职 ✓ 2013 年 7 月至 2014 年 10 月，任安徽恩度食品有限公司运营总监及财务总监

数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

彩妆行业：方兴未艾，国货品牌接受度日益提升

彩妆市场未来增长提速。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国彩妆市场规模为 1,168 亿元，是同期护肤品市场规模的 1/4 左右。成长性来看，预计 2023-2028 年彩妆市场复合增速为 8.4%，高于 2018-2023 年的 4.7%，2028 年有望达到 1,752 亿元。

图 9：中国彩妆市场规模及增速（十亿元）



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

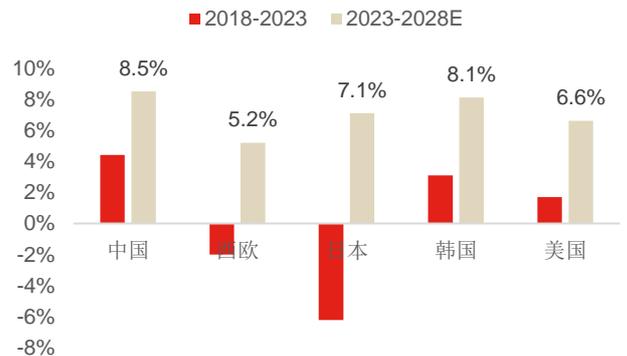
中国人均彩妆支出仍有较大提升空间。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国人均彩妆支出为 83 元，而美国、韩国、日本和西欧的人均彩妆支出分别为人民币 881 元、人民币 669 元、人民币 414 元及人民币 352 元。展望未来，中国的人均彩妆支出的增长潜力仍然很大，2018 年至 2023 年中国的人均彩妆支出的复合年增长率为 4.4%，预计还将以 8.5% 的复合年增长率进一步增长，增速高于美国、韩国、日本和西欧。

图 10：分国家人均彩妆支出对比（元）



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 11：分国家人均彩妆支出复合增速对比



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

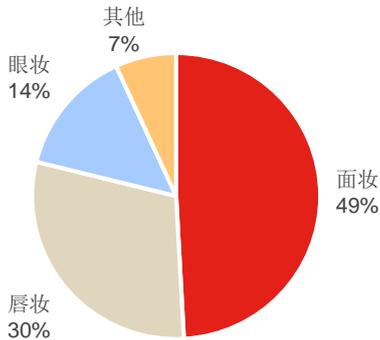
分产品类别看，面妆是彩妆市场最大的部分，增长率也最高。彩妆产品可分为面妆、唇妆、眼妆和其他，2023 年中国市场规模占比分别为 49%、30%、14%和 7%。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2023-2028 年中国面妆品类收入复合增速为 9.5%，高于其他品类。

分渠道来看，线上渠道主导彩妆市场增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国彩妆的在线市场规模由 2018 年的人民币 400 亿元增至 2023 年的人民币 750 亿元，复合年增长率为 13.4%，占彩妆市场总额的 64.2%。与此同时，线下仍是彩妆行业的重要渠道，其中百货商店部分占比最高。

分品牌定位来看，高端彩妆市场成长性更好。根据弗若斯特沙利文数据，2018-2023 年中国高端彩妆品牌市场规模复合增速为 6.4%，高于大众市场彩妆品牌的 3.6%。展望未来，2023-2028 年中国高端彩妆品牌市场规模复合增速为 10.8%，同样高于大众市场彩妆品牌。

国货彩妆接受度提升。中国国货美妆品牌的市场规模于 2018 年至 2023 年按 9.8%的复合年增长率增长，高于同期国际品牌 5.9%的复合年增长率。根据小红书数据显示，2024 年国货彩妆上半年搜索增速上涨 36%，跑赢大盘，国货品牌的增长速度明显快于整体市场增速，释放出强劲的市场新活力。

图 12：中国彩妆市场市场规模分类（2023 年）



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 13：中国彩妆线上和线下渠道收入变化（十亿元）



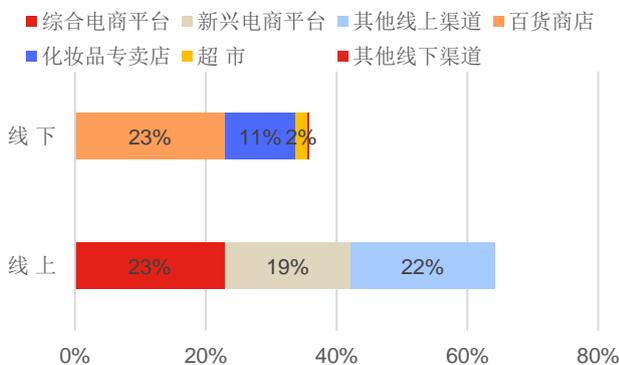
数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

表 4：中国彩妆市场线上和线下渠道复合增速比较

	2018-2023	2023-2028E
线上渠道	13.40%	10.80%
线下渠道	-4.60%	3.70%
统计	4.70%	8.40%

数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 14：中国市场彩妆品牌不同销售渠道的市场份额



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 15：中国市场彩妆品牌分市场定位市场规模（十亿元）



数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

品牌：“创始人独特 IP+东方美学理念” 奠定品牌高度

MAOGEPING 是中国第一个高端国货美妆品牌，具备一定的稀缺性。根据弗若斯特沙利文数据，MAOGEPING 是中国市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌，2023 年零售额排名第 12，市场份额为 1.8%。与此同时，公司在高端美妆品牌线下渠道零售额排名第 11（前 15 中唯一国货品牌）、高端美妆品牌百货商店部分产生零售额排名第 8（前 10 中唯一国货品牌），国货彩妆品牌零售额中排名第二。

表 5：MAOGEPING 品牌及集团排名（2023 年）

项目	排名	市占率	描述
中国高端美妆品牌零售额	第 12	1.8%	前 15 名中唯一国货品牌
中国高端美妆品牌线下渠道零售额	第 11	2.1%	前 15 名中唯一国货品牌
中国高端美妆品牌百货商场部分产生的零售额	第 8	2.9%	前 10 名中唯一国货品牌
中国国货彩妆品牌的零售额	第 2	6%	
中国高端美妆集团零售额	第 7	1.8%	前 10 名中唯一国货集团

数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

毛戈平是中国著名的化妆艺术大师，作为国内少有的以创始人名字命名的美妆品牌，公司具有其**较高独特性**。毛戈平在化妆艺术领域有着 30 多年的从业经验，多年来获得过诸多荣誉和奖项。自 1984 年以来，毛戈平先后为多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，成功地塑造了以“武则天”为代表的一系列深入人心的影视人物形象，通过高超的化妆技术展现了一个人物不同年龄下的鲜明形象，被广泛认可并赞誉为“魔术化妆师”，曾四次获得中国电影电视技术学会化妆委员会颁发的“化妆金像奖”。2008 年 8 月北京奥运会期间，毛戈平担任时任国际奥委会主席的化妆造型师，并担任北京奥运会开幕式化妆设计师。

除了影视化妆外，毛戈平还通过出书、录光盘教大众化妆等方式不断提升品牌美誉度和知晓度。毛戈平是国内首位推出全国发行的化妆艺术教学 VCD 的彩妆师，2016 年其与浙江音像出版社合作的化妆教学光碟层一度登上 B 站热门榜首。后续再结合与 KOL、明星等持续合作，品牌不断破圈，进一步提升了其影响力和覆盖度。毛戈平 IP 上一次大破圈可以追溯到他在 2019 年为网红博主“深夜徐老师”化妆，由于“换头”效果显著，美妆视频在微博、抖音和 B 站获得了无数的点赞和转发。此后“xx 女孩想把头寄给毛老师”成了网上的一个梗，也在毛戈平产品销量后续的高增长中发挥了重要作用。近年来毛戈平不断通过微博和抖音等社媒平台，与消费者进行真实互动，提升了品牌声誉，并提高了消费者的认知度和忠诚度。毛戈平的个人声誉和影响力已成为品牌的一项**强大资产**。

毛戈平开创了以“光影美学”为核心的美妆理念，与东方美学的内核精神深度融合。“光影美学”在化妆中指的是运用高光和修容技巧使面部轮廓更加有形，而“东方美学”浓缩了源自中国传统文化的美学理念和原则；在此基础上，毛戈平为公司在美妆产品开发方面的成功制定了路线图。毛戈平成为首位开创其同名美妆品牌 MAOGEPING 的中国化妆大师。品牌中蕴含了创始人所树立的对于审美的独到见解与风格，致力于传播中国丰富的文化遗产，以独特的产品展现深厚东方传统。

表 6：毛戈平所获部分重要奖项

日期	所获奖项	颁发机构
2008 年 11 月	2008 北京奥运会特别贡献奖	中国影视技术学会化妆委员会

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2020年9月	杭州工匠	杭州市人民政府
2023年11月	第二十二届浙江省优秀企业家	浙江省企业联合会及浙江省企业家协会
2023年12月	年度安永企业家奖	安永大中华区

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019年开始与故宫文创的持续合作，不仅为公司带来了一系列令市场惊艳的产品，也进一步强化了其东方美学的精神内核，有效提升了品牌的高度。

图 16：气蕴东方系列产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

这里尤其需要指出的是公司化妆品技术培训业务对品牌的增量价值和长期作用。我们认为这一块业务的价值没有得到市场更充分的认识。

公司化妆品培训学校和品牌是同年创立的，尽管其在公司收入和盈利中占比较小，但其对公司品牌的传播、潜在客群的培育和新产品开发测试、人才培育等方面均发挥了强大的后台支撑作用，也是公司有别于其他美妆品牌的重要竞争力之一。

公司在全国的化妆艺术机构提供全面的面授化妆培训课程，以传播公司在彩妆艺术方面的深厚知识和毛戈平的美学理念，培养新一代化妆师和美妆爱好者，同时也在吸引和培育品牌潜在的消费者。目前，公司已在全国开设了9家直营连锁学校和1所网络教育学院，为社会培养了15万多名专业化妆师、形象设计师。我们认为，公司的化妆品技术培训业务既带来了产品的直接销售，又可以为公司专柜 BA 和化妆师输送人才；同时每一个学员又是公司品牌流动的传播体，他们的社交传播进一步带动了品牌的流量。还有一个重要的方面，化妆教师和学员教学培训中的反馈也能为公司产品的改进、新产品的研发提供最新的反馈和一线最有价值的信息。公司招股说明书显示，公司产品研发团队中重要的构成之一来自艺委会（由公司化妆艺术培训机构的化妆师组成，负责监督公司产品工艺），与公司核心研发团队一起，引导产品设计和开发方向，共同将公司的核心美学理念和市场洞察转化为产品解决方案。

表 7：公司化妆品艺术培训业务的培训人员及课程参与者人数

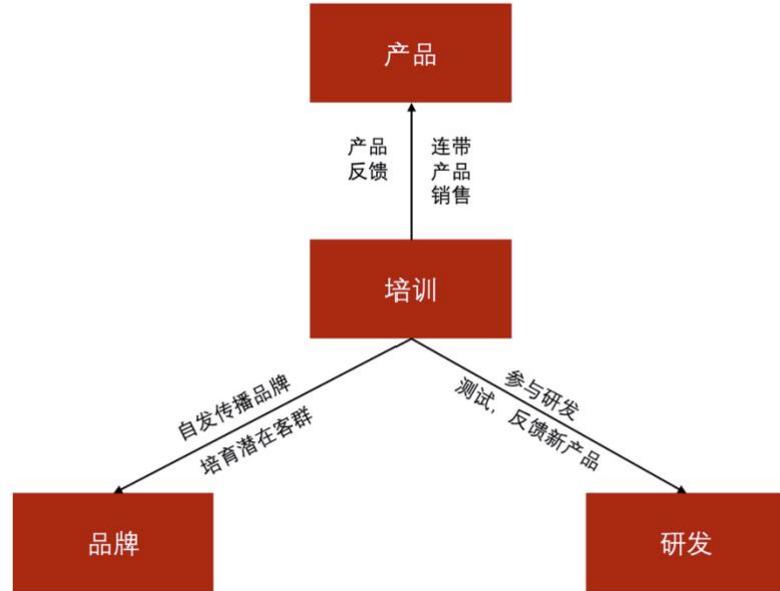
	2021	2022	2023	2024
--	------	------	------	------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

培训人员	204	153	161	226
课程参与者	1,219	1,418	2,569	未披露

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：公司化妆品培训业务对品牌、产品和研发的重要作用



数据来源：公司公告，东方证券研究所

产品：“彩妆+护肤+香水”日益完善，大单品初露锋芒

底妆品类布局完整，消费者口碑好，是毛戈平品牌成功的基石之一。在本土化妆品企业中，毛戈平是少数专注底妆品类的龙头企业，公司推出了全套的粉底系列，包括妆前乳、遮瑕膏、粉底、定妆粉和腮红，在各个细分品类上都有强势单品布局。我们认为，与彩妆的其他品类相比，底妆产品对于消费者洞察、研发能力以及品牌知名度等方面的要求更高，同时消费者的复购率和品牌忠诚度也更好，有一定的进入壁垒。

另一方面，作为国货品牌以及创始人对国人消费者的深刻洞察，公司产品更满足中国消费者独特的肤质、面部结构和审美偏好。大单品角度，无痕粉膏是彩妆品类中的明星单品，2024 年实现营业收入 4 亿元，占彩妆比重为 17.4%。

表 8：MAOGEPING 彩妆典型产品

品类	产品 1	产品 2	产品 3
粉底			

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

产品名和价格	奢华鱼子无暇气垫粉底液 322 元 (14g)	凝脂柔肌妆前霜 324 元 (30ml)	光感美肌无痕粉膏 340 元 (12.5g)
光感和阴影			
产品名和价格	光影塑颜高光粉膏 640 元 (16.5g)	柔光收颜粉膏 380 元 (10.5g)	光影塑颜立体鼻影粉 420 元 (4.5g)
眼妆			
产品名和价格	塑形双色眉影粉 280 元 (3.6g)		
唇膏			
产品名和价格	羽雾空气哑光唇釉 260 元 (6.5g)	晶耀水光唇釉 270 元 (7g)	魅色凝润唇膏 234 元 (3.8g)

数据来源：天猫，公司公告，东方证券研究所

从 2008 年开始介入护肤品打开品牌成长新空间，是国货品牌中少有的护肤与彩妆双轮驱动成长的品牌。公司从 2000 年成立开始做彩妆，从 2008 年开始延伸至护肤领域，至今已经实现呈现“彩妆+护肤”均衡发展、双轮驱动的态势。2024 年公司彩妆和护肤品的销售占比分别为 59.3% 和 36.8%，在国货品牌中品类占比较为均衡，其中奢华鱼子面膜是护肤品类的首个明星单品（2015 年推出），凭借彩妆品类积累下来的客户群迅速破圈，产品富含西伯利亚鱼子和人参精华，具有滋养皮肤、紧致肌肤、抗衰老、恢复肌肤活力及强韧肌肤屏障的功效。2024 年明星大单品奢华鱼子面膜收入超过 8 亿元，占护肤品收入比重约 56%。

表 9：MAOGEPING 护肤品典型产品

品类	产品 1	产品 2	产品 3	产品 4
护肤品				
产品名和价格	奢华鱼子面膜 345 元 (30g)	奢华鱼子菁华水 400 元 (100ml) 480 元 (180ml)	奢华鱼子多效安瓶精华液 1,180 元 (5ml*20) 720 元 (5ml*10)	奢华养肤黑霜 680 元 (50g)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

护肤品				
产品名和价格	黑金焕颜轻润面霜 1,680 元 (50g)	黑金焕颜御龄眼霜 1,380 元 (20g)		

数据来源：天猫，东方证券研究所

2025 年新增香水品类，强调东方特色，发掘新增长点。2025 年公司在官网推出国韵凝香香水系列，系列中三款产品分别为挚爱玫瑰香香水、香廷鸢尾香香水和国色牡丹香香水，产品定价均为 1,280 元。我们认为随着品类的逐步扩张，未来有望成为公司新的增长点。

2025 年 5 月，时值故宫博物院建院百年之际，博物院联合中外博物馆推出《乐林泉——中外园林文化展》，随展特设有故宫文创空间。作为故宫文创唯一长期合作的美妆品牌，毛戈平品牌携气蕴东方第 6 季节产品——闻道东方香水系列与郎世宁花鸟画作一起，打造花园幽香的新空间。此次公司推出的“闻道东方”香氛系列以东方哲学为根基，通过 13 款香水诠释“自然之境”、“人文之境”和“哲学之境”的三重美学境界。

图 18：闻道东方香水展示



数据来源：界面新闻，东方证券研究所

我们认为公司介入香水领域对公司发展具有战略意义：1）香水从全球看，都是美妆品牌发展过程中品类矩阵中的一颗明珠，从彩妆到护肤再到香水，实现了公司作为高端品牌在品类上的完整性，也会有利于品牌高端形象的稳固。2）香水领域是美妆中海外品牌占领心智最强的赛道，公司作为国货高端品牌强势介入香水领域，将带领品牌走向新的高度，同时进一步强化公司东方美学的核心理念。与海外品牌香水的定位不同，公司的香水产品与其彩妆、护肤品一样，秉承其一脉相承的东方美学理念，每瓶香水背后既融入了深厚的东方哲思，也埋藏着深厚的文化内核。香水新品的推出将进一步强化公司东方文化品牌的标签。（3）虽然短期香水产品对公司业绩预计贡献有限，但考虑香水赛道本身的成长性以及公司品牌的基础，中长期有望为公司贡献一定增量。

从行业数据来看，根据艾媒咨询的数据，2024 年中国香水市场规模预计为 250 亿元，2024-2029 年复合增速预计为 15.6%，未来发展潜力大。

图 19：中国香水行业市场规模及增速（亿元）



数据来源：艾媒咨询，东方证券研究所

另外需要指出的是，我们认为创始人一直主导产品设计和开发，坚持长期主义，是保障品牌可持续发展的**重要保障**。基于对光影美学、东方美学以及美妆产品设计开发的深入洞察，创始人毛戈平带领公司的产品设计和开发工作。公司组建了产品开发团队，包括艺术委员会（由化妆艺术培训机构的化妆师组成，负责监督产品工艺）和核心研发团队（负责整个产品设计开发流程）。公司的产品设计和开发流程精细且耗时。一般情况下需要 6 到 8 个月，部分限量版产品则可能要 10 到 12 个月。2024 年，公司就 MAOGEPING 及至爱终生共开发和升级了超过 100 个新单品。

截至 2024 年底，公司的产品开发团队有 57 名员工，其中 82.5% 拥有学士及以上学位。团队成员平均工作经验超 13 年，专业背景涵盖分子生物学、化学工程等领域，不少人还在跨国医药公司、生物技术公司担任过领导职务，经验丰富。另外，公司的化妆艺术培训课程为产品开发团队输送新人才，保障创新能力持续发展。

渠道：“线下高质量发展+线上快速增长” 优势互补

作为国内少有的国货高端美妆品牌，与品牌定位相契合，公司在渠道发展上也走了一条与其他国货美妆品牌完全差异化的道路，虽然初始艰难，但公司走了出来，为同行树立了不一样的成功模板。与其他同行不同，公司从品牌创立之初就选择中高端商场作为其渠道的主阵地，通过直营为主的方式持续深耕，培育了粘性极强的客户群体，然后再反哺线上，通过发力线上实现与线下在客群年轻化、区域下沉和覆盖度等方面的有效互补。

线下渠道来看，中高端百货为核心开店方向。截至 2024 年底，公司品牌专柜遍布于全国 120 多个城市，包含 378 个自营专柜和 31 个经销商专柜。按 2023 年零售额计算，公司在中国百货商店部分位列国货彩妆品牌第一。公司是第一家在高端百货商店设立专柜的高端国货美妆集团，目前已在全国各地的高端百货商店设立专柜，如港汇恒隆广场、银泰、百盛、金鹰、王府井及伊藤洋华堂，公司通过布局线下门店增强了品牌的形象及价值主张。

会员体系完备，提供高附加值的沉浸式和差异化的体验服务。与其他高端美妆品牌相比，毛戈平对于线下到店客户的体验更为重视。**从复购率来看，2024 年品牌整体复购率为 30.9%，其中线下复购率为 34.9%。**公司会员人数从 2021 年的 4 万人快速增长至 2024 年的 15.1 万人，年复合增长率为 56%。

- ✓ 截至 2024 年底，平均每个线下专柜配备 7 个以上的美妆顾问，全国毛戈平品牌专柜共配备 2800 左右的专业顾问，是国货及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一。

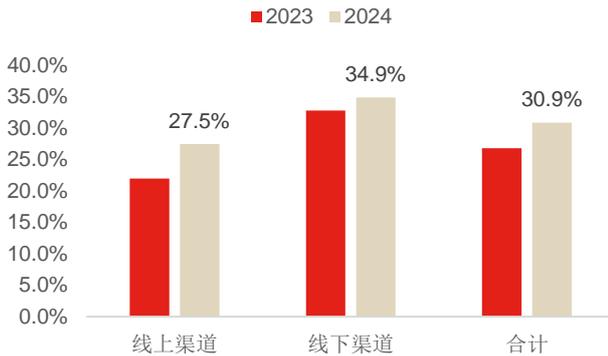
- ✓ 针对新到店客户，品牌柜台提供一对一试妆、半脸对比演示等服务。
- ✓ 针对会员客户，公司通过消费金额划分不同会员等级，包括美妆会员、风尚会员、白金会员和至尊会员，提供 1、8、12 和 24 次妆容定制服务，有效提升了客户的品牌粘性。

表 10: 毛戈平会员等级展示

会员等级	要求	福利	
		妆容定制服务	其他
美妆会员	专柜任意消费/官方微信注册	1 次	眉妆定制
风尚会员	12 个月内消费 1,800 元	8 次	包含上述特权，风尚币（消费 10 元=1 风尚币，1 风尚币可抵扣 1 元），生日礼，晋级礼遇
白金会员	12 个月内消费 4,800 元	12 次	包含上述特权，新品优先体验、活动优先邀约
至尊会员	12 个月内消费 8,800 元	24 次	包含上述特权，专属客服特权

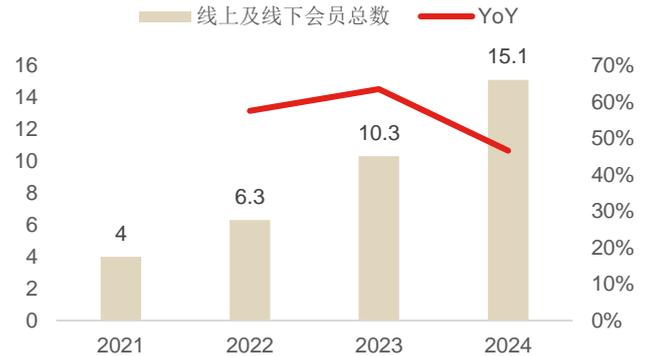
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 20: 公司分渠道注册会员复购率持续提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21: 公司线上及线下会员总数（万人）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

近年因为宏观环境和行业流量变迁的因素，线下传统美妆渠道普遍承压，但公司在线下渠道始终保持韧性增长。从同店数据来看，24H1 同比增速为 18.1%，我们认为可能的原因包括：

- ✓ 毛戈平的线下美妆顾问销售经验丰富，专业素质较高。每个毛戈平线下柜台均设有试妆座位，美妆顾问将结合消费者的妆容，为消费者提供试妆、半脸对比演示，有效突出了毛戈平化妆品的改造能力。
- ✓ 线下美妆顾问会根据每位顾客独特的皮肤类型、面部轮廓、皮肤状况和喜好，提供个性化建议，不断完善消费体验。
- ✓ 公司会在专柜不定时举办各类化妆秀和活动，围绕品牌营造热情和参与感。举例来看，过往化妆秀由公司的顶级化妆师现场演示，展示最新的技术和产品发布。这些活动有助于提升客流量，为消费者创造难忘的品牌体验。

表 11: 公司同个专柜收入情况

	2021	2022	2022	2023	23H1	24H1
同个专柜数目	230		277		312	
同个专柜收入总额（百万元）	731.5	783	878.7	1,193.8	655.3	773.9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

同个专柜平均收入（百万元）	3.2	3.4	3.2	4.3	2.1	2.5
同个专柜同比收入平均增长	7%		35.9%		18.1%	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为在新消费时代，线下渠道的场景和体验价值正在得到重估。除了销售产品、展示品牌形象，与产品相配套的体验、服务和互动将成为线下渠道的重要作用之一。毛戈平长期坚持品牌的专业度与线下渠道的服务深度充分结合，这也是公司产品线下复购率高达 35%、在中高端美妆去年线下普遍承受压力的情况公司仍能保持韧性增长的核心原因之一。

4 月底毛戈平品牌专柜在杭州武林银泰百货重装开业，此专柜充分见证了线下渠道深耕和坚持长期的消费者增服带来的力量。本次武林专柜全新专柜开业的亮点之一在于进一步增强了体验式服务，其中护肤、彩妆的试妆区多达十几个。另外，毛戈平品牌美容坊也同步启用，未来为消费者带去更高端、更长线、更丰富的品牌体验。我们认为杭州武林专柜的重装开业是一个缩影，也是公司坚持线下深耕、坚持高端定位、坚持与核心客群深度连接和服务的品牌理念的生动体现。

5 月毛戈平美妆旗舰店落户杭州湖滨商圈，公司将以此尝试和探索文化传承、新科技带来的崭新的消费体验。毛戈平以“东方美学”IP 为抓手，开展时尚艺术走秀等活动，增添步行街的时尚艺术氛围，创始人希望该店铺能成为连接消费者与美的桥梁，作为消费者感受东方美的窗口。

公司在招股书中明确提到，将所得款项的 10%用于扩大线下渠道，包括：1）开设新品牌商店及专柜；2）升级现有专柜，以提高客户的购物体验，具体举措如下表所示。除此以外，公司正在进一步拓展顶级百货渠道，2024 年新入驻了武汉 SKP、成都 SKP、杭州大厦等更高端的商场，为公司未来单店质量和品牌提升提供了新动力。

表 12：公司招股书中对于渠道扩张的表述

编号	描述
1	在中国每年在百货商店新开设约 30 家专柜
2	海外市场每年开设约 2-4 家新专柜
3	未来 3 到 5 年在中国开设三间旗舰品牌 MAOGEPING 门店
4	每年对约 70-100 个现有专柜进行升级和翻新

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 22：杭州毛戈平美妆旗舰店内部展示



数据来源：搜狐，东方证券研究所

图 23：杭州毛戈平美妆旗舰店外部展示



数据来源：搜狐，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 24: 毛戈平线下门店展示

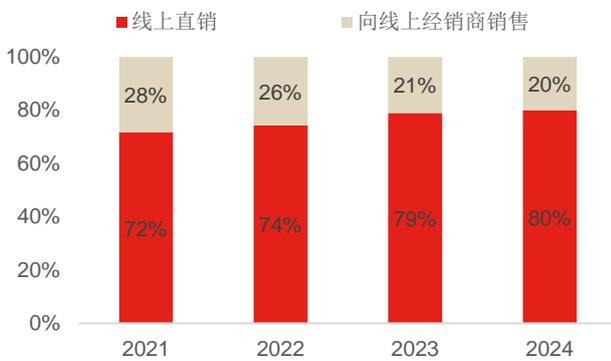


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

通过深耕线下, 公司已成功为国货美妆探索出新的成长路径。另一方面, 公司也在发力线上, 通过灵活高效的运营实现了与线上的充分互补, 带动公司经营的更快成长。

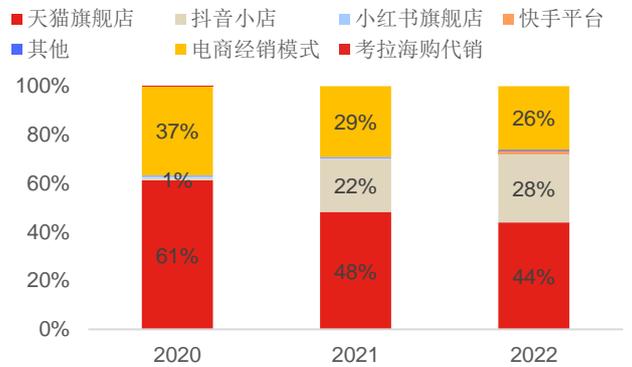
线上直销渠道触达年轻消费群体, 抖音渠道实施精细化管理。2021-2023 年, 公司线上渠道收入的复合增速为 50%, 高于线下的 26.4%, 其中线上直销是主要驱动力。按平台拆分来看, 2022 年 MAOGEPING 品牌天猫旗舰店、抖音小店和电商经销收入占比分别为 44%、28%和 26%, 我们推测后续年份抖音小店份额将持续提升。公司针对抖音渠道实施精细化运营, 目前已开设毛戈平官方旗舰店、美妆官方旗舰店、官方旗舰店护肤、官方旗舰店底妆、官方旗舰店色彩等账号, 增加大单品产品露出, 助力线上渠道的快速增长。

图 25: MAOGEPING 线上直销渠道占比不断提升



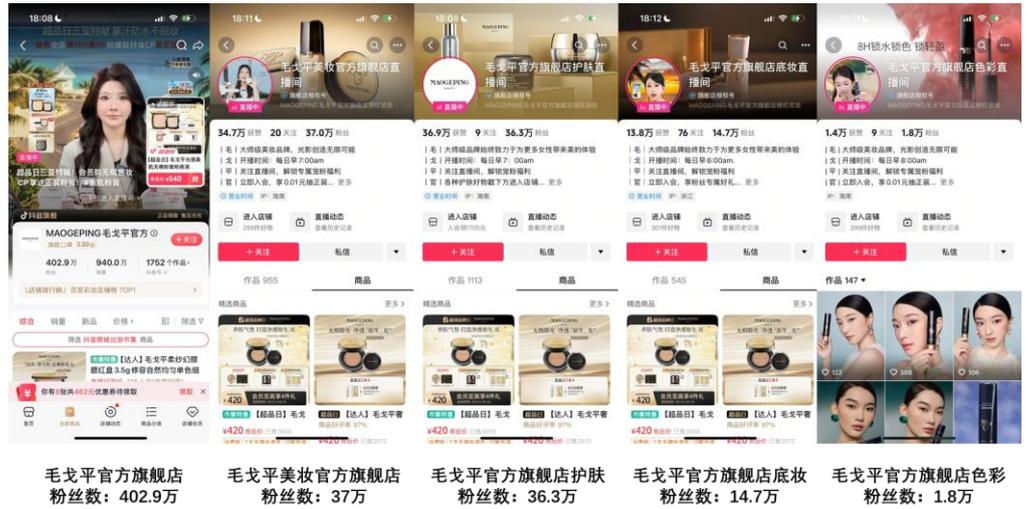
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 26: MAOGEPING 分平台销售额占比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 27: 毛戈平抖音官方旗舰店矩阵

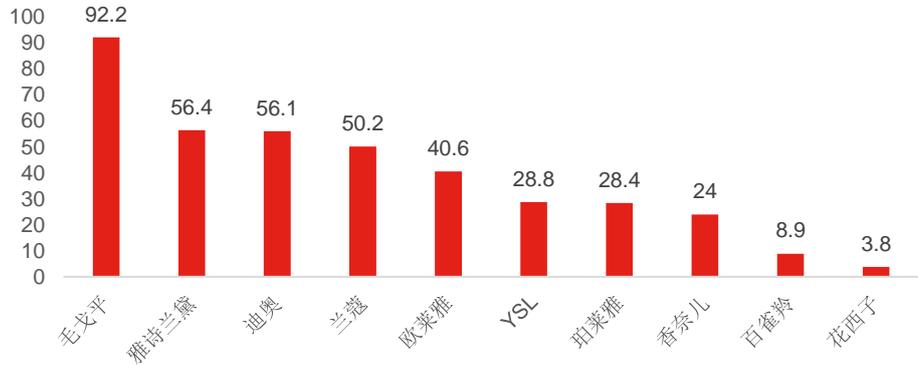


数据来源：抖音，东方证券研究所

小红书运营能力领先同行。截至 2025 年 4 月，公司在小红书上的粉丝数为 91 万人，大幅领先同行品牌。2019 年，毛戈平发起了品牌专属话题“#给毛老师交作业#”，承接站内外流量，小红书官方账号迅速涨粉。后期公司积极与达人合作，并通过品牌活动提升曝光度和话题性。

在严控线上折扣的背景下，品牌在线上与线下渠道的区隔，主要以产品规格来划分，具体来看：
1) 线上产品规格小，价格低，服务年轻消费群体；2) 线下产品规格大，价格高，服务重消费体验的中高收入群体。另一方面，线上和线下渠道间也逐步产生了协同效应，两渠道的消费者互相转化，巩固了品牌的市场地位。

图 28：小红书头部品牌粉丝数（万人）



数据来源：小红书，东方证券研究所，注：截至 2025 年 5 月 28 日

表 13：2025 年李佳琦直播间 618 美妆节品牌榜

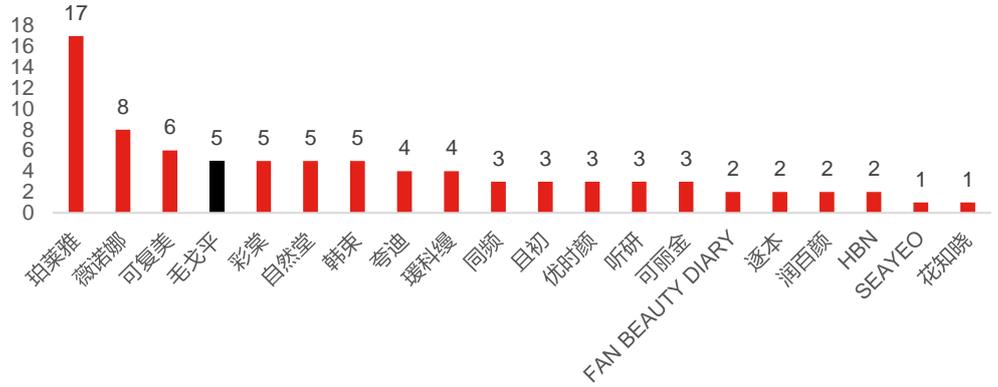
排名	品牌	排名	品牌
1	珀莱雅	11	毛戈平
2	SK-II	12	同频
3	欧莱雅	13	雅诗兰黛
4	兰蔻	14	肌肤之钥
5	可复美	15	资生堂

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

6	海蓝之谜	16	OLAY
7	娇韵诗	17	娇兰
8	修丽可	18	卡诗
9	薇诺娜	19	理肤泉
10	蜜丝婷	20	FAN BEAUTY DIARY

数据来源：青眼情报，东方证券研究所

图 29：毛戈平在李佳琦直播间本土品牌上架商品数位于前列



数据来源：青眼情报，东方证券研究所

表 14：2025 年 1-4 月天猫彩妆香水美妆工具类目品牌榜

排名	2025 年 1-4 月	2024 年 1-4 月
1	圣罗兰	圣罗兰
2	香奈儿	卡姿兰
3	彩棠	香奈儿
4	花西子	彩棠
5	毛戈平	肌肤之钥
6	卡姿兰	毛戈平
7	肌肤之钥	花西子
8	娜斯	3CE
9	迪奥	迪奥
10	3CE	兰蔻

数据来源：青眼情报，东方证券研究所

投资建议和盈利预测

我们认为公司中短期业绩推动力主要来自于品牌势能提升和品类丰富基础上的线下（开店+单店店效提高）快增和线上高增长，中长期业绩增长还包括出海、战略投资及收购等更多可能。公司在 2024 年报中明确指出准备通过建设百货商店专柜及网店的渠道模式战略性进军海外市场，同时将探索战略投资及收购机会。

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 线下直销收入预计同比增长 23%、21%与 18%，2025-2027 年的增长驱动包括：a、净开店持续增长，2025-2027 年柜台数量预计分别为 408、438 和 468 家，公司加大在高端商场（如 SKP 等）渠道扩张力度；b、单店收入增长，2025-2027 年预计增长 8%、12%和 10%，公司升级现有专柜，以提高客户的购物体验，我们认为与国际品牌相比，公司在专柜位置、面积等方面均有提升空间，根据招股书，公司预计每年对约 70-100 个现有专柜进行升级和翻新。
- 2) 线上直销收入预计同比增长 45%、35%和 30%，增长主要源于公司品牌影响力提升，叠加公司达人推荐、种草等营销活动卓有成效所致，公司通过线上渠道触达年轻消费群体，与线下渠道形成区隔。我们认为，凭借创始人稀缺的 IP 人设，容易在网上形成热门话题，在提升品牌知名度和好感度的同时，拉动销售的快速增长。
- 3) 化妆品技术培训收入预计同比增长 50%、50%和 50%。
- 4) 毛利率：预计 25-27 年线下直销业务毛利率为 87.4%、87.2%和 87%，线上直销毛利率为 84%、83.8%和 83.6%，化妆品技术培训毛利率为 68.8%、68.6%和 68.4%，我们预计毛利率下降主要原因为渠道收入结构变化，同时考虑消费疲弱的大环境可能带来的行业整体促销活动加剧而作的谨慎考量。
- 5) 公司 25-27 年销售费用率预计分别为 48%、46.2%与 45.7%；管理费用率为 6.9%、6.9%与 6.9%，销售费用率下降主要源于收入快速增长带来的经营杠杆。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入					
线下直销					
销售收入（百万元）	1,438	1,757	2,162	2,606	3,070
增长率	47%	22%	23%	21%	18%
柜台数量	312	378	408	438	468
单店收入（万元）	4.61	5.09	5.50	6.16	6.78
增长率	42%	10%	8%	12%	10%
毛利率	88.2%	87.6%	87.4%	87.2%	87.0%
线上直销					
销售收入（百万元）	931	1,429	2,071	2,796	3,635
增长率	81%	53%	45%	35%	30%
毛利率	84.5%	84.2%	84.0%	83.8%	83.6%
化妆品技术培训					
销售收入（百万元）	104	152	228	341	512

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	91%	46%	50%	50%	50%
毛利率	64.0%	69.0%	68.8%	68.6%	68.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.42、3.24、4.05 元，DCF 估值对应目标价为 121.54 港元（1 人民币=1.09 港元），首次给予“增持”评级。

表 15：目标价敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
WACC(%)	7.61%	137.71	154.29	178.07	215.02	280.29
	8.11%	127.12	140.76	159.72	187.92	234.26
	8.61%	117.96	129.30	144.69	166.75	201.03
	9.11%	109.96	119.49	132.15	149.76	175.93
	9.61%	102.92	111.01	121.54	135.82	156.31
	10.11%	96.68	103.59	112.45	124.20	140.55
	10.61%	91.11	97.06	104.58	114.36	127.63
	11.11%	86.12	91.27	97.70	105.93	116.85
	11.61%	81.62	86.11	91.64	98.62	107.72

数据来源：wind，东方证券研究所

表 16：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率 T	25%	债务比率 $D/(D+E)$	5%
永续增长率 $G_n(\%)$	3%	权益比率 $E/(D+E)$	95%
无风险利率 R_f	1.74%	债务利率 r_d	3.5%
无杠杆影响的 β 系数	1.14	WACC	9.61%
市场收益率 R_m	8.68%		
股权投资成本 (K_e)	9.98%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

1) 个人 IP 依赖风险

公司核心品牌 MAOGEPING 贡献大部分营收，品牌与个人 IP 绑定深入，若出现负面事件冲击，品牌价值将受到较大影响。

2) 单一品牌的风险

参考海外成熟化妆品集团（如欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等），多品牌是化妆品集团发展的必由之路。公司的毛戈平品牌收入占比极高，而至爱终生品牌仍在发展初级阶段，过度依赖单一品牌，这可能导致公司在市场竞争中失去中长期持续增长的动力，错过其他细分市场的发展机会。

3) 家族治理的风险

公司家族持股占比较高，且担任大部分关键职务。未来随着公司规模扩大，内部的决策机制容易缺乏制衡，此外人才梯队的发展也会有所受限，在国际化运营、多品牌管理方面需要补充更多外部专业人才。

4) 研发投入不足和供应链全部外包的风险

公司当前的研发投入占比显著低于国内外龙头品牌，在申请专利数量方面也有所落后，未来可能制约产品创新能力。另一方面，公司在供应链端采取全部外包的模式，未来可能难以在核心产品和成分上形成护城河，导致竞争优势逐步下降。当然本次 IPO 募集资金投向中有涉及研发和生产供应链的项目，公司 2024 年报也显示其杭州研发中心预计 2026 年底完工，杭州自有生产基地预计 2026 年中投入运营。

5) 门店扩张和同店增长不及预期

若公司品牌力下降，或消费者偏好发生变化，公司门店扩张和同店增长有不及预期的可能，从而导致公司收入增长和盈利能力下滑。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。