中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·港股公司简评　　化妆品

彩妆护肤相辅相成，香氛新品表现亮眼

毛戈平(1318.HK)

核心观点

公司在流量成本日益增长的大环境下，始终保持线上线下均衡发展，并且有效降低销售费用率，实现护肤彩妆相辅相成的立体打法，其整体销售策略已不同于大部分线上短期爆品，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。公司已经打造出高端国产美学品牌的声望，线上线下联动的新品策略及日益深化的会员体系为后续全球化布局打下坚实基础。

事件

报告期内，公司实现收入2,588.2百万元，同比增长31.3%；实现净利润670.4百万元，同比增长36.1%。

简评

彩妆护肤相辅相成，香氛新品异军突起

25H1公司彩妆业务实现收入14.22亿元，同比增长31.1%，护肤业务实现收入10.87亿元，同比增长33.4%。今年上半年首次推出香氛系列，已实现收入1141万元。彩妆核心单品奢华鱼子气垫和光感柔纱凝颜粉饼销售均超过2亿元，带动公司在抖音3.8和6.18好物节彩妆类目取得第一。护肤核心单品奢华鱼子面膜销售超过6亿元，公司彩妆和护肤推新互相照应，带动客群认知立体提升，整体覆盖率同比提升2pct至26.8%。香氛系列推出的国韵凝香和闻道东方丰富公司产品矩阵，有望接续增长潜力。

线上线下均衡发展，投流效率持续提升

25H1公司实现线上收入12.97亿元，同比增长39.0%，实现线下收入12.24亿元，同比增长26.6%。抖音平台增速达到44%的基础上，公司对达播结构和投放效率把握精准；天猫京东等传统平台亦凭借品牌力提升，营销效率继续提升。25H1营销及推广开支同比降低1.2pct至20.9%，销售费用率同比降低2.3pct至45.2%，明显不受流量焦虑大势影响。公司线下405个自营+32个经销专柜遍布全国120个城市，品牌力提升带来专柜同店收入从240万元提升到290万元。公司进驻SKP、星光68等国内高端场所，拓宽品牌价格带，并且下半年将在香港首开海外直营专柜，并持续推动公司全球化布局。

维持　　买入

刘乐文 liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

叶乐 yele@csc.com.cn

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08月30日

当前股价：　94.05港元

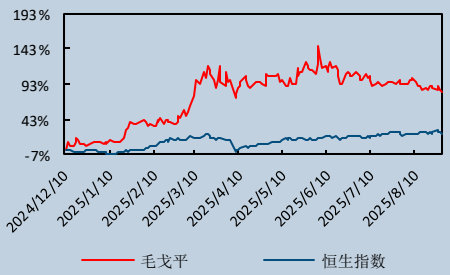
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
-7.97/-6.44	-17.50/-24.41	/

12月最高/最低价（港元）	127.50/51.95
总股本（万股）	49,018.69
流通H股（万股）	26,184.23
总市值（亿港元）	461.02
流通市值（亿港元）	461.02
近3月日均成交量（万）	276.51
主要股东	
毛戈平	36.48%

股价表现



本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

艺术培训业务精益求精，品牌宣发日臻完善。25H1 公司艺术培训相关收入 6731 万元，招生超过 3800 人，为平衡教学品质而放缓招生，待后续教学面积扩充后还会延续增长趋势。报告期内，公司除了与故宫联手打造气蕴东方第六季活动，还举办了美妆艺术大秀和毛戈平底妆节等活动，品牌高端形象渐入人心。

盈利预测与投资建议：考虑到公司香氛系列的成功推出，我们预计公司 25-27 年实现净利润 12.09/16.03/20.56 亿元，对应 PE 分别为 35/26/20 倍，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。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,885.96	3,884.69	5,199.08	6,836.55	8,698.84
YoY(%)	57.78	34.61	33.84	31.50	27.24
净利润（百万元）	661.93	880.61	1,209.36	1,603.28	2,055.64
YoY(%)	88.00	33.04	37.33	32.57	28.21
毛利率(%)	84.83	84.37	83.37	83.12	83.09
净利率(%)	22.99	22.69	23.28	23.47	23.65
ROE(%)	42.82	25.15	28.21	30.54	31.71
EPS(摊薄/元)	1.35	1.80	2.47	3.27	4.19
P/E(倍)	63.57	47.78	34.79	26.24	20.47
P/B(倍)	27.22	12.02	9.81	8.02	6.49

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

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，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易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，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

叶乐

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

黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021 年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

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告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