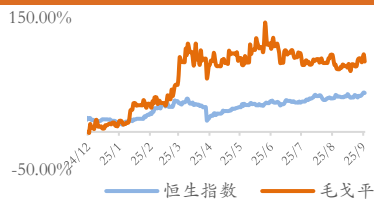


稀缺高端美妆品牌，消费升级未来可期

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-2	-27	41
绝对收益	2	-19	93

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：聂孟依

证书编号：S0500524040001

Tel: (8621) 50299667

Email: nmy06967@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号
中国人寿金融中心 10 楼

核心要点：

□ 高端国货美妆市场潜力巨大，毛戈平精准卡位稀缺赛道

中国美妆市场规模庞大且持续复苏，其中高端彩妆市场表现出强劲增长势头，展现出消费高端化、专业化的明确趋势。毛戈平凭借“高端·专业·国货”的差异化定位，成功填补了国产高端美妆市场空白，成为少数能与国际奢侈品牌抗衡的国货代表。2025 年其电商销售额跻身行业前二，是前十名中唯一的国产高端品牌，凸显出强大的市场竞争力和品牌稀缺价值。

□ 品牌壁垒深厚独特，“创始人 IP+东方美学”构建双重护城河

毛戈平依托创始人作为化妆艺术大师的专业声誉与个人魅力，通过“换头术”等话题多次在社交媒体破圈，建立了深厚的消费者信任基础。近年来公司成功实现从个人品牌向文化品牌的升级，通过持续推出故宫联名“气蕴东方”等系列，将中国传统文化与现代美学完美融合，构建了“东方美学”的品牌标识。这种“专业 IP+文化赋能”的双重壁垒难以被竞争对手复制，为品牌长期发展提供了坚实保障。

□ 产品与运营协同发力，高端化战略成效显著

公司以妆效为核心打造丰富产品矩阵，涵盖彩妆、护肤、香氛等多品类，其中高端护肤系列表现尤为亮眼。通过线上线下全渠道布局，线上在天猫、抖音等平台排名大幅提升，线下通过高体验专柜强化品牌感知，形成渠道协同效应。2025 年高端产品线销售额大幅增长，公司毛利率显著高于行业平均水平，净利率持续提升，验证了其高端化战略的成功执行和卓越的盈利能力。

□ 投资建议

毛戈平是中国美妆市场中稀缺的、成功树立起高端品牌形象和溢价的国货标杆，具备显著的长期投资价值。其核心投资亮点在于：第一，独特的“东方美学”品牌壁垒难以复制，有效支撑其高毛利率，避免了行业内的低效价格战；第二，增长引擎明确，已形成“彩妆+护肤”双轮驱动格局，其中高利润的护肤业务正迅猛增长，持续优化收入结构，并为业绩提供核心推力；第三，渠道与运营效率不断提升，线上高速放量、线下高坪效专柜同步扩张，同时会员复购率领先，展现出卓越的品牌忠诚度和单客价值挖掘能力；第四，香氛等新品类与国际化布局虽处早期，但为其打开了巨大的增量想象空间。未来有望持续享受国货高端化红利，是布局中国消费升级的优质标的。预计公司 2025-2027 年实现营收 51.17/66.56/85.55 亿元，归母净利润 11.98/15.52/19.76 亿元，对应 2025 年 9 月 11 日收盘价，EPS 分别为 2.44/3.17/4.03 元，PE 分别为 37.52/28.98/22.76 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

(1) 核心业务营收不及预期风险；(2) 单一产品营收占比高的风险；(3) 品牌形象与创始人高度绑定的风险；(4) 行业竞争加剧的风险。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,884.69	5,117.40	6,656.41	8,555.25
同比	34.61	31.73	30.07	28.53
归母净利润（百万元）	880.61	1,198.37	1,551.85	1,976.15
同比	33.04	36.08	29.50	27.34
毛利率	84.37	83.72	83.77	83.72
ROE	25.15	28.00	29.34	30.06
每股收益（元）	1.80	2.44	3.17	4.03
PE	51.06	37.52	28.98	22.76
EV/EBITDA	15.71	63.15	90.92	105.07

资料来源：iFind、湘财证券研究所

正文目录

1 深耕行业多年的国产美妆头部品牌.....	3
1.1 成立以来多次担任重大活动供应商.....	3
1.2 股权集中度高	4
2 线上美护市场方兴未艾	7
2.1 存量美妆市场庞大，高端品牌发展势头可期.....	7
2.2 美妆市场进入新常态，“精准定位+明星产品+渠道营销”成为三驾马车	10
3 个人IP 构建独特壁垒，品牌精准定位“高端.专业.国货”美妆	13
3.1 创始人自带流量热度与专业认可度.....	13
3.2 持续强化东方美学的品牌形象.....	14
3.3 专业性形象深入人心	16
4 围绕妆效打造产品矩阵，填补高端国货真空.....	16
4.1 产品矩阵丰富，明星单品带动销量.....	16
4.2 填补高端国货市场真空	18
5 财务数据	21
6 投资建议	22
6.1 未来增长看点	22
6.2 核心假设	23
6.3 投资建议	24
7 风险提示	24

图表目录

图 1 公司历史沿革	3
图 2 担任 2008 年北京奥运会开幕式化妆师	4
图 3 公司主营业务构成	4
图 4 国内美妆个护市场规模（亿元）	7
图 5 按品牌定位划分的国内彩妆市场规模（亿元）	8
图 6 按品牌定位划分的国内护肤市场规模	8
图 7 2023 年不同销售渠道的彩妆市场份额（%）	9
图 8 按销售渠道划分的国内彩妆市场规模（亿元）	9
图 9 按销售渠道划分的国内护肤市场规模（亿元）	10
图 10 中国人均彩妆支出存在较大增长空间（单位：元）	10
图 11 中国消费者信心指数	11
图 12 新消费市场核心要素	11
图 13 美妆消费群体画像	12
图 14 2023-2024 抖音电商功效护肤市场集中度提升	12
图 15 毛戈平与时尚博主合作视频引起广泛关注	13
图 16 毛戈平化妆百度指数	14
图 17 毛戈平个人社媒账号 2025 年更新放缓	14
图 18 毛戈平联手故宫推出的气蕴东方系列彩妆	15
图 19 毛戈平专柜化妆服务	16
图 20 天猫彩妆品牌排名变化（2023 年 12 月至 2024 年 11 月）	18
图 21 抖音彩妆品牌排名变化（2023 年 12 月至 2024 年 11 月）	18
图 22 毛戈平 2025 年不同价格区间产品的销售额增幅情况	19
图 23 毛戈平产品平均售价变动情况	19
图 24 国内美护上市企业毛利率水平	20
图 25 国内美护上市企业净利率水平	20
图 26 毛戈平 2021 年以来营收增长情况	21
图 27 毛戈平 2021 年以来归母净利润增长情况	21
图 28 最近三年一期毛戈平管理费用率对比情况	21
图 29 最近三年一期毛戈平销售费用率对比情况	21
图 30 毛戈平 2021 年以来资产负债率变化（%）	22
图 31 毛戈平最近三年一期资存货周转率变化	22
表 1 公司前十大股东情况（截至 2025 年 6 月 30 日）	5
表 2 公司核心管理层	5
表 3 毛戈平代表性产品矩阵	17
表 4 2025 年一季度彩妆品牌电商销售额前五名	19
表 5 核心假设	23

1 深耕行业多年的国产美妆头部品牌

毛戈平化妆品股份有限公司（股份代号：1318）是中国领先的高端美妆集团，由知名化妆师毛戈平先生于 2000 年创立，以“光影美学”和“东方美学”为核心品牌理念，旗下拥有“MAOGEPING”和“至爱终生”两大品牌。公司业务涵盖彩妆、护肤品研发销售及化妆艺术培训，是中国高端美妆市场中稀缺的国货品牌。

1.1 成立以来多次担任重大活动供应商

自 2000 年成立以来，公司依托创始人毛戈平先生深厚的化妆美学造诣和对东方女性面部特征的独特理解，成功创立了“MGPIN”与“至爱终生”两大品牌，并在化妆品市场中建立了显著的品牌优势。2003 年公司首个专柜入驻上海港汇恒隆广场，是第一个在高端百货商店设立专柜的国货化妆品集团，后续。通过不断深化产品线，拓展业务范围，公司不仅提供高品质的彩妆与护肤品，还涉足化妆技能培训领域，形成了以产品为核心、以培训为延伸的多元化商业模式。

图 1 公司历史沿革



资料来源：毛戈平招股书、湘财证券研究所

公司成立以来多次担任重大活动的彩妆用品与化妆服务的供应商，如奥运会、阅兵式、亚运会等重量级活动，品牌声誉得到广泛认可。

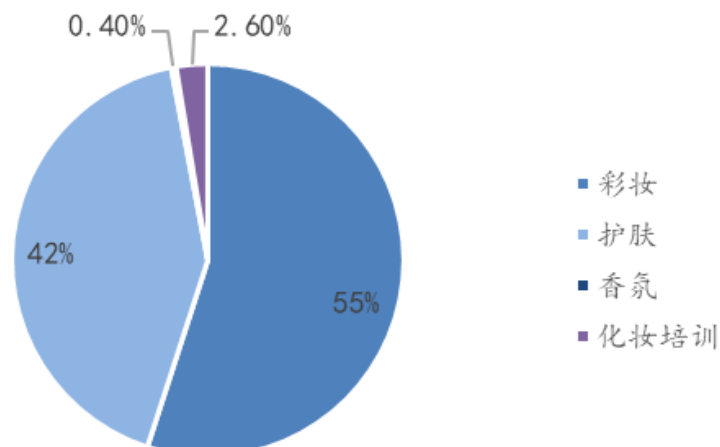
图 2 担任 2008 年北京奥运会开幕式化妆师



资料来源：毛戈平官网、湘财证券研究所

目前，公司已成长为国内化妆品及化妆培训行业的重要力量，尤其在本土高端市场中具备强大的竞争力。同时，公司还提供化妆品技术开发、形象设计、企业策划等服务，构建了完整的美业生态体系。目前公司收入主要来源于产品销售，彩妆和护肤两大传统优势业务板块贡献了绝大部分收入来源，其次是化妆培训业务，新推出的香氛产品线出于起步初期，业务规模相对较小。

图 3 公司主营业务构成



资料来源：毛戈平 2025 年半年报、湘财证券研究所

1.2 股权集中度高

公司股权主要由创始人毛戈平先生及其家族成员持有。

表 1 公司前十大股东情况（截至 2025 年 6 月 30 日）

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
毛戈平	17452	35.6
汪立群	4537.52	9.26
毛霓萍	4537.52	9.26
毛慧萍	3839.44	7.83
汪立华	2443.28	4.98
宋虹佺	2094.24	4.27
杭州嘉驰投资管理合伙企业(有限合伙)	696	1.42
富国基金管理有限公司	513.55	1.05
银华基金管理股份有限公司	509.72	1.04
南方基金管理股份有限公司	235.47	0.48

资料来源：Wind、湘财证券研究所

其中毛戈平及其妻子汪立群分别持有 35.6%及 9.26%股权，夫妻二人合计持股 44.86%，此外毛霓萍、毛慧萍为毛戈平姐姐，汪立华为毛戈平妻弟，及毛戈平家族成员在公司直接持股的比例共达 66.93%，此外的一位个人股东宋虹佺则为职业经理人。公司股权集中度高，有利于公司的高效决策和稳定治理。

毛戈平及其家族成员同时也担任公司的核心管理团队，其中毛戈平夫妻及毛戈平妻弟均在化妆领域有深入研究，管理团队对业务的专业性较高。

表 2 公司核心管理层

姓名	职位	简介
毛戈平	创始人、董事长兼执行董事	中国著名的化妆艺术大师，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。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，毛先生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。2008 年 11 月，获中国影视技术学会化妆委员会颁发的“2008 北京奥运会特别贡献奖”。2001 年 3 月获文化部文化艺术人才中心颁发的艺术形象设计（一级）证书，亦拥有浙江省人事厅颁发的高级专业技术（主任舞台技师）职务任职资格。
汪立群	执行董事兼副董事长	2000 年，联合创办了浙江毛戈平形象设计艺术学校，并自 2000 年 9 月至 2010 年 8 月担任学校执行校长。2006 年 12 月获得浙江省劳动和社会保障厅颁发的一级 / 高级技能职业资格证书（美容师）。2012 年 12 月，彼获得浙江省人力资源和社会保障厅颁发的三级 / 高级技能职业资格证书（形象设计师）。2018 年 11 月，汪女士获得中国商业联合会颁发的商业行业职业技能竞赛裁判员证书（美容师 / 化妆）。

毛霓萍

 执行董事、副董事长、
资深副总裁

于 2000 年协助创办了杭州毛戈平（公司前身）后担任杭州毛戈平的总经理，于 2015 年 12 月 16 日获委任为本公司董事，并于 2024 年 4 月 1 日调任执行董事。自 2013 年 11 月至今担任杭州至爱终生执行董事兼总经理，负责至爱终生品牌业务管理。

毛慧萍

 执行董事兼资深副
总裁

于 2000 年协助创办了杭州毛戈平（公司前身）后担任杭州毛戈平的副总经理，自 2005 年 3 月至 2010 年 9 月担任杭州毛戈平董事兼副总经理，负责财务、人事、物流和开发相关工作。自 2009 年 11 月，担任毛戈平科技执行董事兼总经理。自 2011 年 2 月先后在杭州毛戈平及毛戈平担任董事兼资深副总裁，分管集团财务、研发及供应链。于 2024 年 4 月 1 日调任执行董事。

汪立华

执行董事兼副总裁

2002 年 9 月加入本集团。彼于 2011 年 2 月 13 日获委任为杭州毛戈平董事及于 2015 年 12 月 16 日获委任为本公司董事，并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。彼自 2015 年 12 月 16 日起担任本公司副总裁。2002 年 12 月，汪先生荣获中国影视技术学会化妆委员会颁发的“中国十大青年化妆师”奖。彼于 2009 年 11 月荣获中国国际时装周组委会颁发的“中国国际时装周 2009 年度最佳化妆造型师”奖。于 2014 年 3 月获得中国职业技能鉴定中心颁发的二级化妆师证书。

宋虹隼

 执行董事、总裁兼
MAOGEPING 品牌事
业部总经理

自 2002 年 10 月至 2010 年 9 月在杭州毛戈平担任销售负责人；自 2009 年 9 月至 2010 年 9 月担任 MAOGEPING 品牌总经理。自 2010 年 9 月至 2011 年 2 月在杭州毛戈平担任执行董事兼总经理，自 2011 年 2 月至 2012 年 6 月在杭州毛戈平担任董事兼总经理，负责 MAOGEPING 品牌的经营管理。自 2012 年 6 月至今连续在杭州毛戈平及毛戈平担任董事兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理，自 2015 年 8 月至 2024 年 3 月连续在杭州毛戈平及毛戈平担任执行总裁，负责 MAOGEPING 品牌建设、市场推广及销售管理工作。自 2024 年 4 月起担任公司总裁，并于 2024 年 4 月 1 日调任为执行董事。

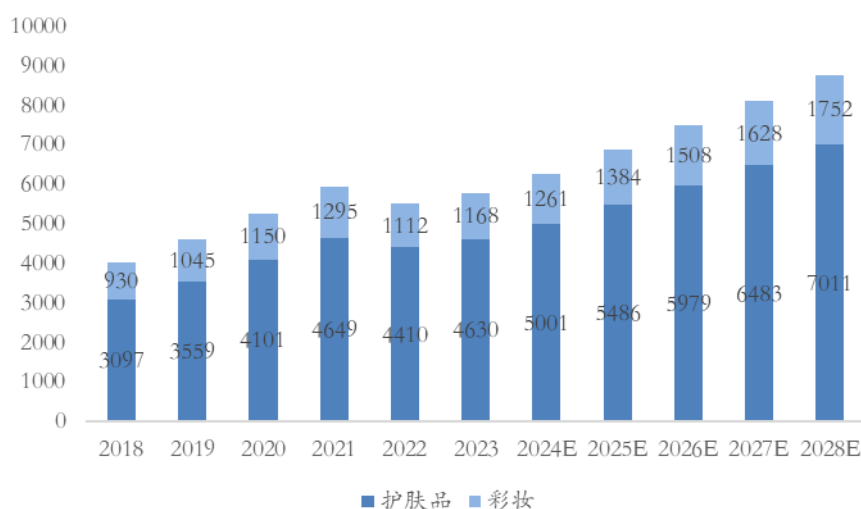
资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 线上美护市场方兴未艾

2.1 存量美妆市场庞大，高端品牌发展势头可期

国内护肤品市场规模大于彩妆市场，未来彩妆市场增速有望提升。根据弗若斯特沙利文资料，按零售额计算，中国美妆行业的市场规模在 2018 年至 2021 年间保持稳定增长，2022 年受到疫情影响市场规模有所收缩，但近年来正在逐步修复。目前护肤品市场规模仍远大于彩妆市场，彩妆未来增速有望提升。

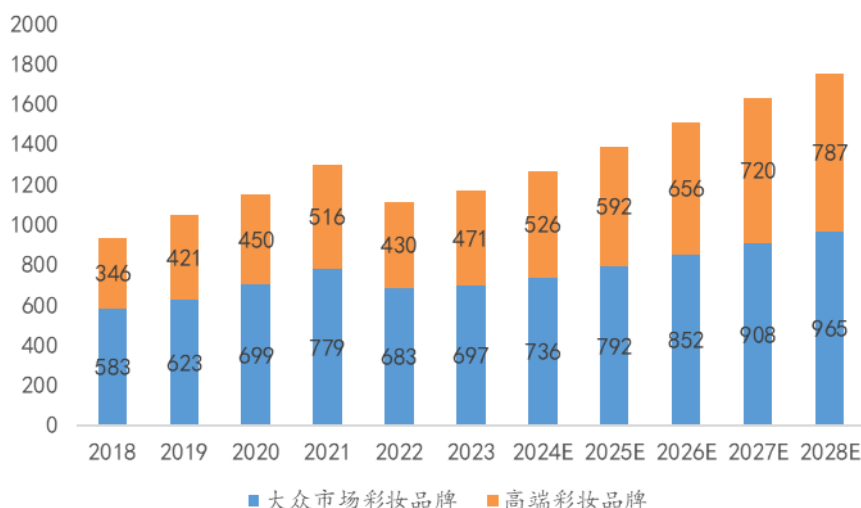
图 4 国内美妆个护市场规模（亿元）



资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

高端彩妆增速超过大众品牌，展现出良好的发展势头。高端品牌是通过提供具有感知价值的产品来满足消费者对尊贵的、高质量的及独特性的需求。高端品牌的价格区间通常高于行业平均水平，且它们的产品会被有选择地在部分销售渠道销售，通常在高端百货商店售卖。这些高端品牌具有突出的品牌形象，注重独特性、美学审美及生活方式。大多数领先的高端美妆品牌由名人或艺术家创立，并使用他们的名字作为品牌名称。近几年来虽然国内消费市场呈现一定的消费降级趋势，但高端彩妆领域反而高于大众品牌，展现出彩妆消费高端化、专业化的发展趋势，未来高端彩妆市场具备良好的发展势头。

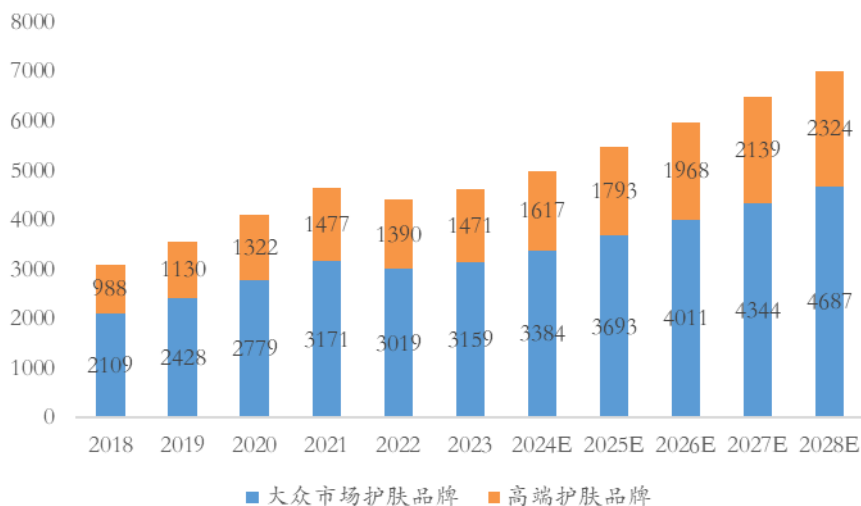
图 5 按品牌定位划分的国内彩妆市场规模（亿元）



资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

护肤品市场中大众品牌的受欢迎程度则远高于彩妆品牌。一方面护肤品的使用频率与消耗速度大大高于彩妆产品，其价格接受度更易受到居民消费水平的限制，其次消费者选择护肤品的关注点更多集中在功能、效果、安全性与品质等方面，尤其是社媒时代各类测评账号的兴起，使消费者更愿意为高品质的护肤用品买单，护肤赛道市场对于品牌溢价的接受度低于彩妆产品，因此护肤品牌需要更多关注在性价比方面，其次是广受认可的明星单品带来的品牌认可度方面。

图 6 按品牌定位划分的国内护肤市场规模

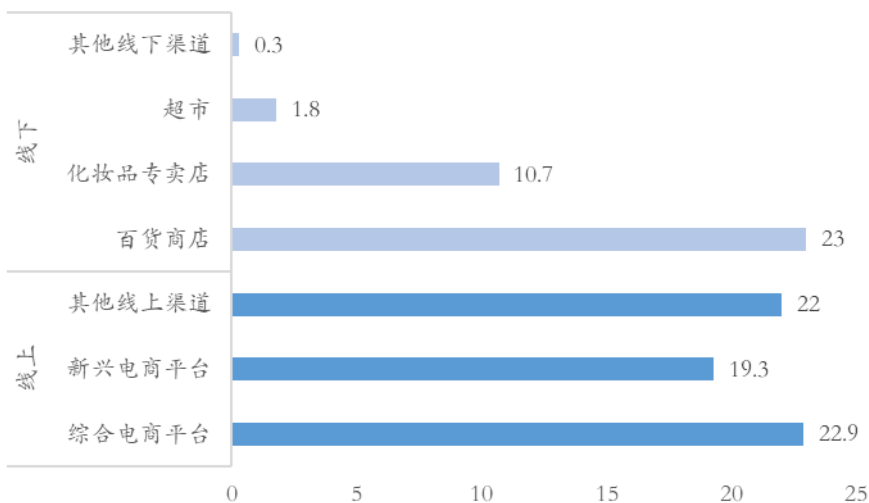


资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

彩妆个护品牌的线上线下渠道综合建设重要性凸显。线上渠道主要包括综合电商平台、新兴电商平台及其他线上渠道。综合电商平台的代表性例子有天猫和京东商城，新兴电商平台的代表性例子有抖音和快手。其他线上渠道主要包括品牌方官网、跨境电商平台等。线下渠道则主要包括百货商店部

分、化妆品专卖店部分、超市部分及其他线下渠道。

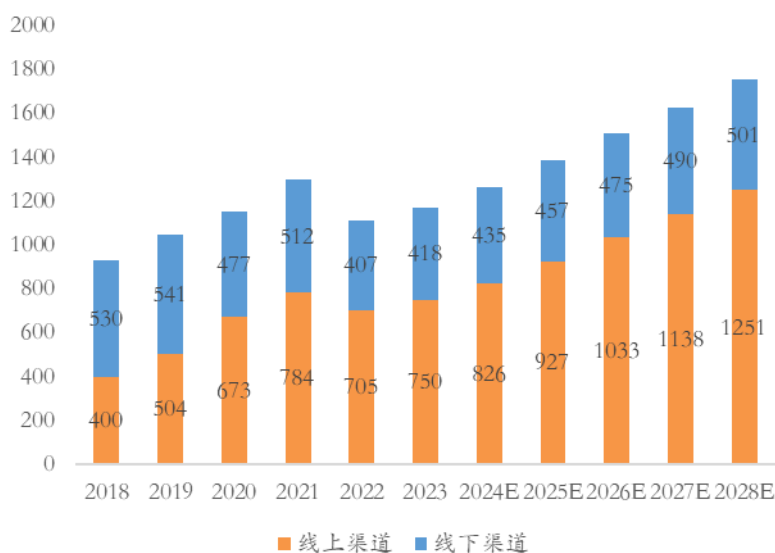
图 7 2023 年不同销售渠道的彩妆市场份额 (%)



资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

近年来，彩妆线上销售渠道保持了快速增长。线上渠道对实体店的依赖较少，因此在疫情期间受影响较小。未来，线上渠道将继续保持较高的增长速度。线下渠道虽然增速放缓，但良好的门店建设不仅能满足消费者对购物消费的需求，亦能通过精致的空间展示和专业的咨询服务，为顾客提供超值的消费体验，传播品牌理念。美妆品牌在线下渠道积累的影响力，可以进一步赋能线上销售。

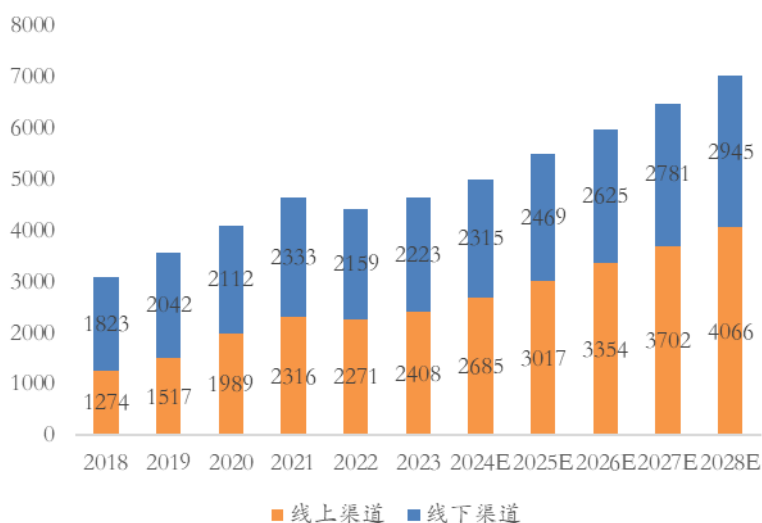
图 8 按销售渠道划分的国内彩妆市场规模 (亿元)



资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

护肤市场的线上线下渠道发展相对均衡。

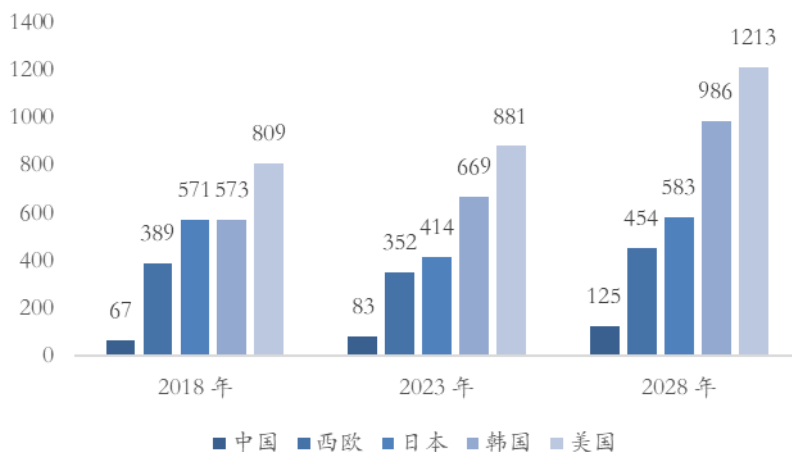
图 9 按销售渠道划分的国内护肤市场规模（亿元）



资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

我国人均彩妆支出仍然存在较大的提升空间，未来看好高端化品牌的市场扩容。目前中国的人均彩妆支出远低于欧美日韩等发达国家与地区，在可支配收入潜在增长的推动下，中国的人均彩妆支出的增长潜力仍然很大。

图 10 中国人均彩妆支出存在较大增长空间（单位：元）

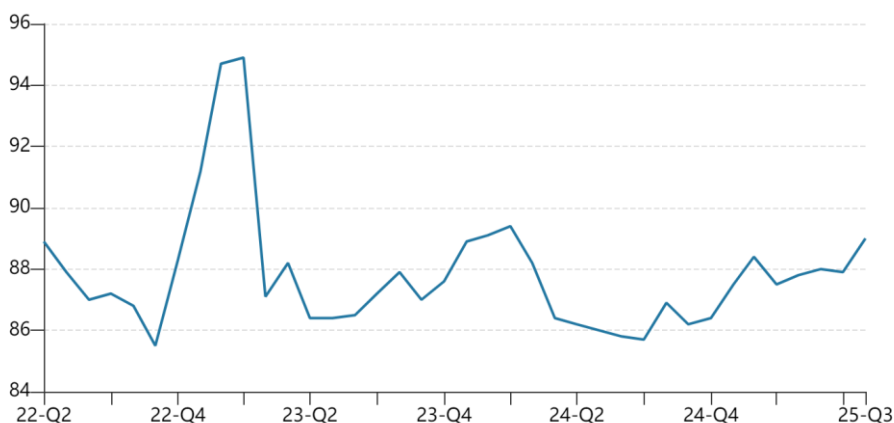


资料来源：毛戈平招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

2.2 美妆市场进入新常态，“精准定位+明星产品+渠道营销”成为三驾马车

疫后国内的消费者信心指数持续波动，近半年来整体呈现震荡上行的态势，尤其是在新消费场景的带动下，消费市场仍然具有进一步上行的潜力。

图 11 中国消费者信心指数



资料来源：wind、湘财证券研究所

在这一过程中，年轻消费者的活力、中产阶级的扩大及各类新型消费类型和场景的带动是疫后国内消费市场增长的强动力，数字化、个性化、社交化等核心要素呈现出相互融合与关联发展的趋势，塑造出新消费市场的多样性。

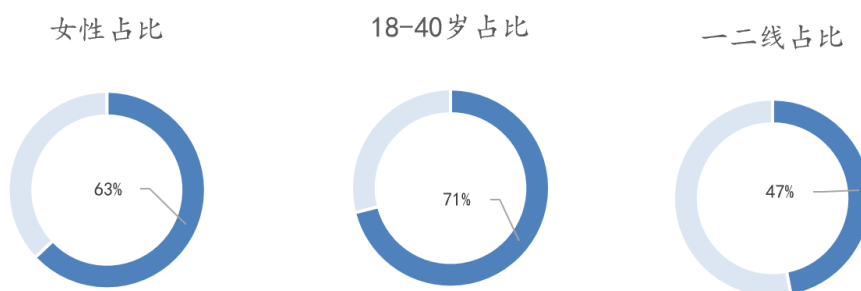
图 12 新消费市场核心要素



资料来源：益普索《2025 美妆新人群与行业图景白皮书》、湘财证券研究所

在美妆产品的消费市场中，18 至 40 岁的女性群体是消费主力军，这一年龄段的女性对产品有更为挑剔和深入的需求，且消费行为活跃，与新兴的美妆趋势潮流联系紧密。此外，随着互联网的蓬勃发展，在一二线城市之外，三线及以下城市构成的下沉市场也具备可观的发展潜力。

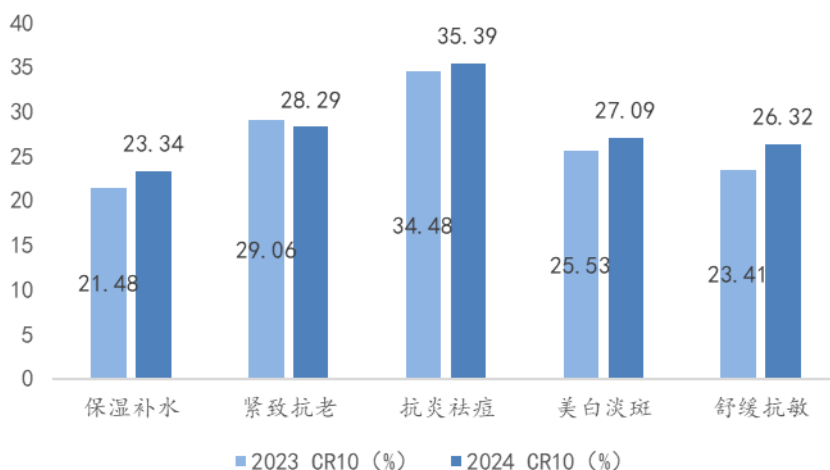
图 13 美妆消费群体画像



资料来源：益普索《2025 美妆新人群与行业图景白皮书》、湘财证券研究所

同时，美妆个护市场也在经历激烈的竞争与整合，尤其是在产品同质化程度较高的领域，商家需要在创新产品与服务质量、品牌定位与渠道营销等维度塑造差异化。2023 年到 2024 年间，大部分领域市场集中度有所提升。

图 14 2023-2024 抖音电商功效护肤市场集中度提升



资料来源：集瓜数据《2024 抖音电商年度报告》、湘财证券研究所

明星单品能以较小投入撬动较大市场，是企业开辟新市场时有效的品牌建设路径。明星单品通常具备高曝光度、高复购率与高利润率等特点，传统的全线产品投入推广的方式往往需要较高投入，而将资源集中在更具市场吸引力的单品上则更易于见效，尤其是社媒流行的年代，品牌可利用热门线上渠道与 KOL 合作推广，具备广泛吸睛作用的明星单品更易于传播，单品销量快速放大的同时给消费者留下的心理映像深刻，自然带动品牌的流量热度。

消费者愿意为情绪买单，品牌的“文化属性”愈发受到重视。短视频时代消费者面临海量碎片化信息，尤其是在同质化程度较高的美妆行业，用户对于彩妆产品的消费不仅限于功效这一考量，而是更多关注“情绪面”，将消费行为与妆造与个人的文化属性、兴趣爱好以及独特调性相融合，品牌需要更加精准的内容与定位，以建立与用户之间的有效信息传递。毛戈平的故宫

联名与螺钿联名，强化高端“国潮”的品牌调性，与目标消费人群进一步契合。

3 个人 IP 构建独特壁垒，品牌精准定位“高端.专业.国货”美妆

3.1 创始人自带流量热度与专业认可度

毛戈平夫妻均在化妆行业有着深厚的积累和成就，尤其是创始人毛戈平，为中国著名的化妆艺术大师，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，在近年来自媒体兴起的浪潮下，其凭借亮眼的化妆技术在互联网上兴起追捧的热潮，为品牌口碑与流量带来了极大的加成。

大众对毛戈平的认识大多是从创始人的“换头术”开始的，1994 年，毛戈平为电视剧《武则天》担任化妆师，负责刘晓庆从少年到老年的长跨度度妆效，其技术能力得到了行业和大众的认可，此后长期盛名在外，其个人 IP 的流量属性自此开积累起来，几十年来逐渐形成了兼具专业认可度和大众认知度的独特壁垒。

在自媒体时代，毛戈平“改头换面”般的化妆技术重新燃起大众热度，得到了极高的关注度，流量破圈的巅峰时期是 2019 年与时尚博主“深夜徐老师”的合作，前后妆效对比强烈引发了网民广泛的关注，截至 2025 年 9 月，该条视频的微博播放量超过四千万次，评论近十万条，转发十余万条，传播效应极强。

图 15 毛戈平与时尚博主合作视频引起广泛关注



资料来源：新浪微博、湘财证券研究所

此次合作破圈在毛戈平历时多年的积淀之上成为了品牌爆发的契机，关注“毛戈平化妆”关键词的百度指数走势可以看出，2019 年指数创新高之后，后续的关注度相较此前有了显著提升，更重要的是此次破圈在大众心中留下了专业度高、品质优良的 IP 标签，进一步夯实了专业化、高端化的品牌形象。

图 16 毛戈平化妆百度指数



资料来源：百度指数、湘财证券研究所

在发展前中期，依托创始人个人 IP 的形象定位与流量热度，毛戈平品牌与个人 IP 高度绑定，构建了其他国产美妆品牌难以超越与复制的品牌护城河。

3.2 持续强化东方美学的品牌形象

近年来，除了创始人个人 IP 的绑定，可以看到毛戈平在品牌定位与营销方面也在进行更多元的拓展，而创始人本人的曝光度在 2025 年有所收缩。毛戈平化妆的热度在 2018 年左右开始发酵，2020 年毛戈平在 B 站开通个人账号，2021 年在抖音开通个人账号，2018-2022 年间陆续发布多个有本人出境的化妆视频，展示专业的化妆技术，抖音与微博账号 2024 年期间也有同类视频发布，但 2025 年至今 b 站与抖音两平台账号均没有再发布视频，微博账号也仅有宣传新产品等业务相关的内容更新，且数量很少。整体而言，2025 年创始人个人 IP 的宣传推广有所收缩。

图 17 毛戈平个人社媒账号 2025 年更新放缓



资料来源：b 站、湘财证券研究所

与之相对应的是毛戈平品牌的 IP 内涵的拓展，相较于此前的化妆师品牌属性，作为稀缺的国产头部彩妆品牌，近两年公司更多的开始强调“国潮”属性，建立消费者认同感与共鸣。典型动作如公司与故宫 IP 的长期合作，自 2018 年起持续推出故宫联名“气蕴东方”系列，第一季皇家建筑元素的红墙金瓦系列、第二季气势磅礴的黑漆描金系列、第三季奢华热烈的古典大婚系列、第四季为简约高雅的“宋风雅韵”系列，第五季繁华系列，第六季香水系列，都在持续强化毛戈平“东方美学”的品牌形象。

图 18 毛戈平联手故宫推出的气蕴东方系列彩妆

第三季



第二季



第一季



第六季



第五季



第四季



资料来源：毛戈平官网、湘财证券研究所

此外，在产品结构方面，早期毛戈平由于与化妆师形象高度绑定，产品中彩妆类占据较大比例，后期护肤类产品的数量占比和营收占比不断提升，加之对于香氛市场的拓展，品牌不局限于彩妆赛道，其产品的多样性逐渐增加。

3.3 专业性形象深入人心

专业性是毛戈平的另一独特标签。除了创始人的技术派标签，毛戈平线上与线下都在积极强调公司的彩妆师专业形象，线上方面，公司的社媒账号除了推广产品之外，还会进行化妆知识与技巧的科普，强化品牌的专业形象。

图 19 毛戈平专柜化妆服务



资料来源：搜狐、毛戈平美妆、湘财证券研究所

4 围绕妆效打造产品矩阵，填补高端国货真空

4.1 产品矩阵丰富，明星单品带动销量

构造以妆效为轴心的产品矩阵。毛戈平作为化妆师品牌，其产品主要围绕着提升妆效这一核心逻辑进行布局，截至 2025 年 6 月 30 日，毛戈平共推出了包括彩妆、护肤、香水 等类别的 400 多个单品。

表3 毛戈平代表性产品矩阵

大类	细分类别	代表性产品	价格分布
彩妆	粉底	 奢萃鱼子无瑕气垫粉底液  凝脂柔肌妆前霜  光感美肌无痕粉膏  光感柔润粉底液	300-500 元为主
	高光阴影	 光影塑颜双管高光盘  光影塑颜三色修容饼  柔光收颜粉膏  光影塑颜立体鼻影粉	400-900 元为主
	眼妆	 塑形晶彩眼影  塑形双色眉影粉  塑形精雕持久眼线液  塑形防水睫毛膏	200-300 元为主
	唇妆	 羽霖空气唇釉  晶耀水光唇釉  魅色凝润唇膏  丝柔雅致唇膏	200-300 元为主
护肤	明星单品	 奢萃鱼子面膜富含西伯利亚鱼子和人参精华，具有滋养、紧致、抗衰老等功效，2024 年度实现零售额超 8 亿元	780 元/65g
	精华类	 奢萃鱼子菁华水  奢萃鱼子多效安瓶精华液  奢萃至臻润养紧颜眼部精华  奢萃贵霜焕能精华蜜	400-900 元为主
	霜类	 奢萃贵霜黑霜Luxury  黑金焕颜御龄眼霜  黑金焕颜轻润面霜  奢萃至臻面霜Luxury	1000+元为主
香水 (新上市)	国韵凝香系列	 国色牡丹香水  挚爱玫瑰香水  香廷高尾香水	1280/110ml
	闻道东方系列	 空山  拂晓玫瑰  花朝  静夜高尾  豆蔻晨光	680 元/45ml

资料来源：Wind、湘财证券研究所

渠道发力，近一两年线上销售势头强劲

2024 年间毛戈平的渠道热度迎来突破，在天猫渠道，毛戈平从 2023 年底彩妆排名的 23 位攀升至前 15 名，年底进入彩妆品牌排名前 10。

图 20 天猫彩妆品牌排名变化 (2023 年 12 月至 2024 年 11 月)

产地	品牌	2023.12	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.7	2024.8	2024.9	2024.10	2024.11
中国	彩棠	3	2	1	1	1	1	2	3	5	4	1	1
中国	卡姿兰	1	1	4	3	2	2	3	2	2	5	9	2
法国	YSL	2	4	2	2	4	5	9	4	3	7	10	3
中国	花西子	12	3	8	11	7	4	7	6	6	9	6	4
美国	Nars	14	10	7	9	8	6	5	12	8	11	5	5
日本	CPB	18	18	5	7	9	3	8	18	10	15	2	6
韩国	3CE	5	7	6	8	15	7	4	16	18	16	4	7
法国	香奈儿	4	6	3	4	5	11	10	5	4	8	21	8
中国	橘朵	17	11	15	20	17	24	13	14	14	14	23	9
中国	毛戈平	23	13	11	13	11	14	11	13	12	13	15	10

资料来源：解数咨询、搜狐、湘财证券研究所

抖音渠道也在 2024 年间发力，从 2023 年底的 50 名开外跃升至前 10 名，个别月份高居前五。

图 21 抖音彩妆品牌排名变化 (2023 年 12 月至 2024 年 11 月)

产地	品牌	2023.12	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.7	2024.8	2024.9	2024.10	2024.11
法国	YSL	7	12	1	7	12	1	3	12	1	5	1	1
中国	三资堂	13	13	21	20	39	31	10	3	8	2	14	2
法国	香奈儿												3
中国	花西子	3	5	5	1	3	2	1	1	2	1	4	4
中国	卡姿兰	5	6	8	5	7	5	5	7	5	8	8	5
中国	毛戈平	58	3	3	21	4	7	11	2	6	11	2	6

资料来源：解数咨询、搜狐、湘财证券研究所

综合天猫与抖音两大电商平台表现，毛戈平作为头部的国货美妆品牌，在近两年间发展势头迅猛，前景可期。

4.2 填补高端国货市场真空

2025 年毛戈平在电商渠道的表现依旧亮眼，一季度电商销售额前五名的彩妆品牌中，毛戈平位列第二，仅次于国际品牌圣罗兰，且其余国产品牌均相对平价，毛戈平是国货彩妆中唯一上榜的高端品牌，填补了高端国货市场的真空。

表 4 2025 年一季度彩妆品牌电商销售额前五名

排名	品牌	销售额（亿元）	平均成交价（元）
1	圣罗兰	8.88	400-500
2	毛戈平	5.6	200-300
3	卡姿兰	5.28	50-100
4	花西子	4.5	100-200
5	3CE	4.18	

资料来源：未来迹、美妆网、湘财证券研究所

根据集瓜数据，2025 年，毛戈平的高端线产品进一步爆发，大于 1000 元区间的产品销售额增幅最大，其次是 500-800 元区间、800-1000 元区间，而价格小于 100 元区间的产品销售额出现下滑。这一变化表明毛戈平的高端化战略成效显著，作为高端国货的定位进一步明晰。

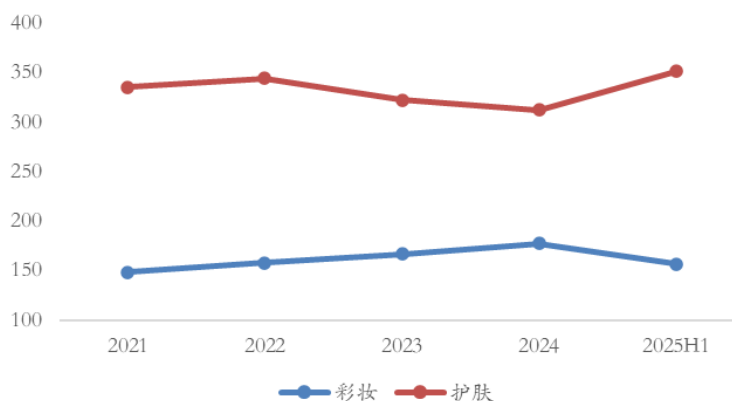
图 22 毛戈平 2025 年不同价格区间产品的销售额增幅情况



资料来源：集瓜数据、果集行研、湘财证券研究所

近几年，毛戈平彩妆线的产品平均售价持续上升，2025 年上半年首次出现回落，护肤线产品平均售价有所波动，2023-2024 年间有所下降，2025 年上半年回升，整体维持在较高水平。

图 23 毛戈平产品平均售价变动情况（元/件）

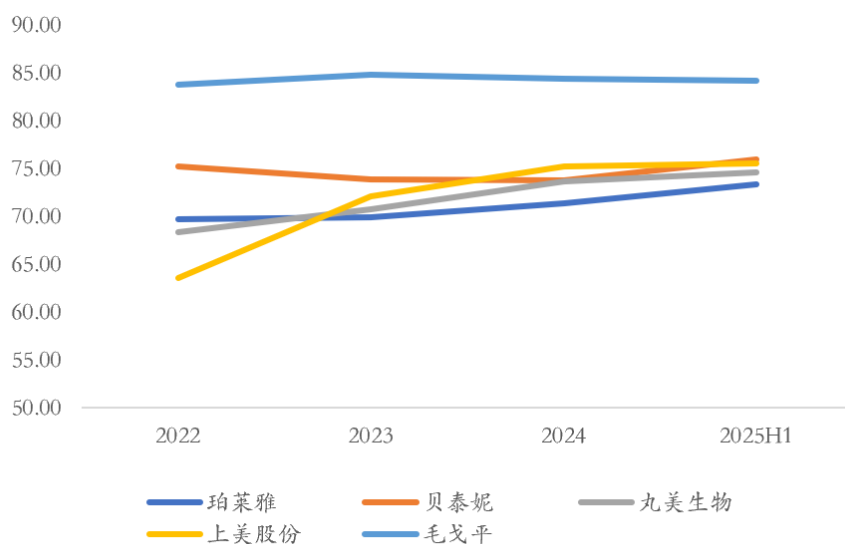


资料来源：毛戈平招股书、2024 年年报、2025 年半年报、湘财证券研究所

因此相较于国内同行上市企业，近年来毛戈平的综合毛利率与净利率稳定高于其他品牌。

最近三年一期，毛戈平的毛利率水平显著高于同行企业。

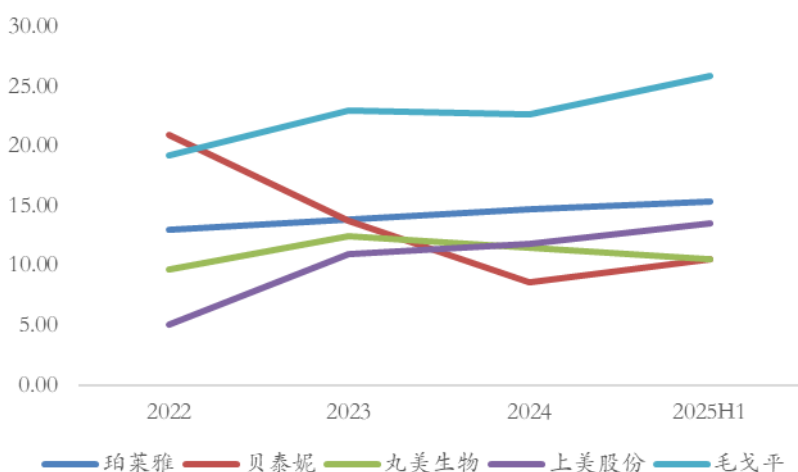
图 24 国内美护上市企业毛利率水平 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

最近三年一期，毛戈平净利率整体保持上升，目前也达到显著高于同行的水平。

图 25 国内美护上市企业净利率水平 (%)

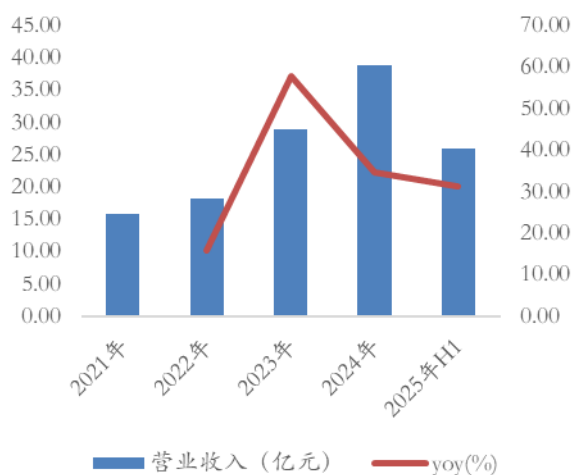


资料来源：wind、湘财证券研究所

5 财务数据

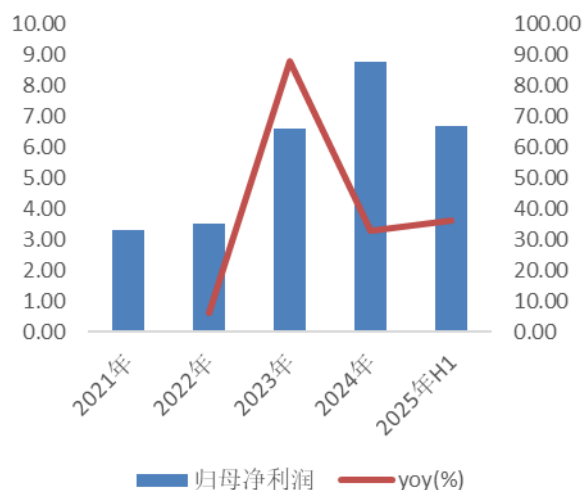
毛戈平 2021 年以来营收与归母净利润保持稳定增长,尤其是 2023 年后,营收与归母净利润的增速保持在 30%以上,公司业务发展势头亮眼。

图 26 毛戈平 2021 年以来营收增长情况



资料来源: wind、湘财证券研究所

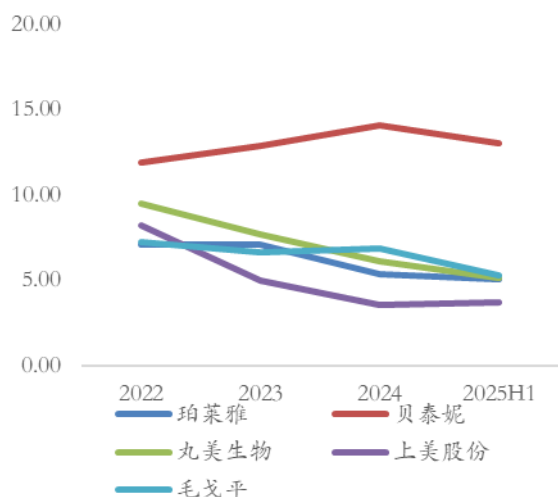
图 27 毛戈平 2021 年以来归母净利润增长情况



资料来源: wind、湘财证券研究所

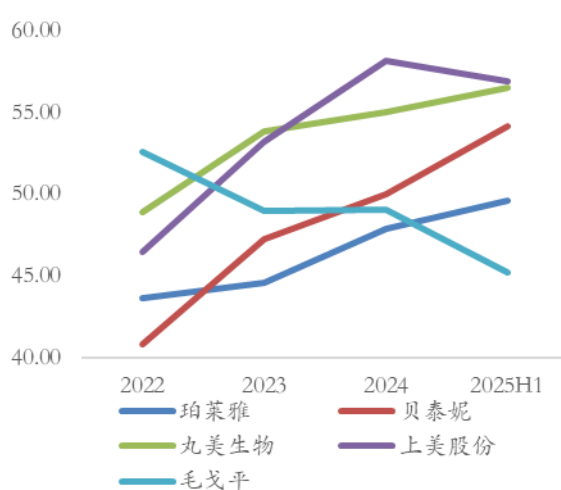
最近三年毛戈平管理费用率稳中有降,销售费用率大幅度下降,2025 年上半年销售费用率相较于同行上市公司显著较低,公司控费效果良好、营销转化效率高。

图 28 毛戈平管理费用率对比情况 (%)



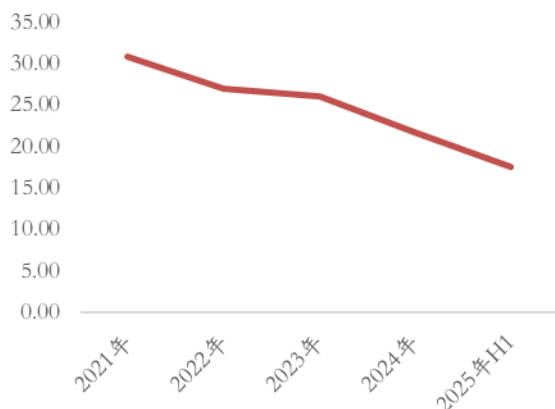
资料来源: wind、湘财证券研究所

图 29 毛戈平销售费用率对比情况 (%)

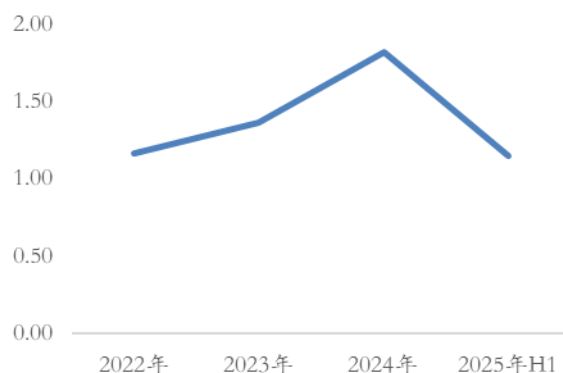


资料来源: wind、湘财证券研究所

公司近年来财务结构优化,资产负债率持续下降。此外近几年间公司运营效率增强,存货周转率持续提高。

图 30 毛戈平 2021 年以来资产负债率变化 (%)


资料来源：wind、湘财证券研究所

图 31 毛戈平最近三年一期资产存货周转率变化


资料来源：wind、湘财证券研究所

6 投资建议

6.1 未来增长看点

原有产品结构优化与新产品放量

毛戈平未来的业绩增长首先立足于其多品类协同发展的战略矩阵。其核心业务已从早期的以彩妆为核心演进为彩妆、护肤双核驱动，香氛开辟新市场的多元格局。目前产品均价整体已处于彩妆品牌的较高水平，未来收入增长主要关注已有产品的销量增长和新产品的推出和放量。彩妆业务作为品牌基石和流量入口，凭借强大的 IP 效应和长期积累的专业口碑，有望维持稳定增长。护肤业务则凭借高毛利率和高复购率的特性，有望成为增长更迅猛的第二驱动因素，提升收入的同时优化公司的利润水平。新孵化的香氛品类目前基数小，但公司借此切入了一个客单价高、品牌溢价能力强的全新赛道，为公司打开了未来的增量天花板。

线下门店扩张与单店收入提升，线上客户规模与渗透率扩增

在渠道层面，毛戈平线上与线下的渠道发展势头良好，现阶段线上销售增速高于线下，且品牌宣传效果突出，未来用户触达的基数扩大与用户转化率有望进一步提升。线下专柜方面，毛戈平在高端百货设立体验式专柜，通过专业 BA 提供的“沉浸式上妆服务”展示品牌价值，创造了无法被线上替代的体验，从而实现了较高的店效和客户转化，线下会员复购率高于线上，未来继续增设专柜、加强区域触达下，有望与线上销售共同推动会员数量、复购率及单客价值的持续提升，驱动业绩高质量增长。

6.2 核心假设

彩妆业务方面，随着高端彩妆市场的增长及国货关注度的提高，我们预计 2025-2027 年公司彩妆产品的销量保持同比增长，其中 2025 年全年同比增速与上半年同比增速持平，保持在 36.8% 左右，2026-2027 年销量同比增速保守估计分别为 29% 和 27%；平均单价方面，公司彩妆产品平均单价低于护肤产品，但 2021-2024 年间平均单价有缓慢上升的趋势，2025 年上半年出现一定回落，保守假设 2025 年全年彩妆产品平均单价阶段性回落，后续恢复一定增长，但总体价格上涨空间有限，因此保守估计 2025-2027 年平均单价分别为 169 元/件、172 元/件、175 元/件。

护肤业务方面，相较于同行品牌，公司目前 SKU 相对较少，随着护肤 SKU 的增长与线上线上热度的带动，我们预计护肤产品线的销量保持更高速的增长，其中 2025 年全年同比增速与上半年同比增速持平，保持在 31.6% 左右，2026-2027 年销量同比增速保守估计分别为 32% 和 30%；平均单价方面，与彩妆系列相反的是，公司护肤系列平均单价一直较高，但自 2022 年起持续下降，2025 年上半年有所回升，我们假设 2025 年全年护肤线平均单价小幅回升，后续有小幅波动，2025-2027 年护肤产品平均单价分别为 320 元/件、315 元/件、310 元/件。

香氛业务方面，由于产品线在三月份才正式推出，销售处于起步状态，销量基数较小，未来在品牌影响力和渠道加持下有望先实现加速放量，假设 2025 年全年销量达到上半年（3-6 月）销量的四倍，2026-2027 年销量增速保守估计分别达到 50%、70%。由于目前香氛产品种类较少且同系列价格相同，产品结构变化对平均单价产生的影响较小，因此假设未来三年香氛平均单价保持稳定。

表 5 核心假设

		2024A	2025E	2026E	2027E
彩妆业务	销量（千件）	12,979.50	17,755.85	22,905.05	29,089.41
	销量同比增速	33.6%	36.8%	29.0%	27.0%
	平均单价（元/件）	177.5	169	172	175
护肤业务	销量（千件）	4,577.60	6,025.65	7,953.86	10,340.01
	销量同比增速	27.2%	31.6%	32.0%	30.0%
	平均单价（元/件）	312.2	320	315	310
香氛业务	销量（千件）		141.60	212.40	361.08
	销量同比增速			50.0%	70.0%
	平均单价（元/件）		322.3	322.3	322.3

资料来源：wind、湘财证券研究所

6.3 投资建议

毛戈平是中国美妆市场中稀缺的、成功树立起高端品牌形象和溢价的国货标杆，具备显著的长期投资价值。其核心投资亮点在于：第一，独特的“东方美学”品牌壁垒难以复制，有效支撑其高毛利率，避免了行业内的低效价格战；第二，增长引擎明确，已形成“彩妆+护肤”双轮驱动格局，其中高利润的护肤业务正迅猛增长，持续优化收入结构，并为业绩提供核心推力；第三，渠道与运营效率不断提升，线上高速放量、线下高坪效专柜同步扩张，同时会员复购率领先，展现出卓越的品牌忠诚度和单客价值挖掘能力；第四，香氛等新品类与国际化布局虽处早期，但为其打开了巨大的增量想象空间。未来有望持续享受国货高端化红利，是布局中国消费升级的优质标的。预计公司 2025-2027 年实现营收 51.17/66.56/85.55 亿元，归母净利润 11.98/15.52/19.76 亿元，对应 2025 年 9 月 11 日收盘价，EPS 分别为 2.44/3.17/4.03 元，PE 分别为 37.52/28.98/22.76 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

7 风险提示

(1) 核心业务营收不及预期风险：公司核心业务存在营收不及预期的风险，且公司持续推出新产品线，如香水系列，在前期研发及上市后推广等方面均投入了较多的公司资源，若新产品业绩表现不及预期会对公司投入产出造成影响。若公司营收较预测值下降 1pct，则公司归母净利润较预测值减少 1735 亿元，约 1.46%。

(2) 单一产品营收占比高的风险：公司明星单品销售额占比较高，尤其是鱼子酱面膜这一产品，在 2024 年全年销售额超过 8 亿元，占护肤线的比例较高，其他产品的业绩表现与其存在较大差距，因此单品销售的波动会对公司整体业绩产生较大的影响。

(3) 品牌形象与创始人高度绑定的风险：作为专业化妆师品牌，毛戈平品牌自创立之初就与创始人毛戈平先生的个人形象高度绑定，虽然在品牌发展的前期，公司借助创始人的口碑和流量实现了品牌营销的弯道超车，但与之相应的，品牌受个人形象影响的风险也大大增加。

(4) 行业竞争加剧的风险：国内美妆行业品牌众多，产品具备一定同质性，尤其是电商渠道，在营销加持下，品牌间热度轮换的速度更快，且高端产品往往更易面对“平替”的风险，公司未来将持续面临较大的竞争，有业绩受影响的风险。

附表 1 毛戈平财务报表及相应指标 (百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,447	4,275	5,693	7,450	营业收入	3,885	5,117	6,656	8,555
现金	2,847	3,466	4,643	6,098	营业成本	607	833	1,080	1,393
应收票据账款合计	215	283	368	472	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	1,904	2,405	3,129	4,021
预付账款	58	77	100	128	管理费用	268	353	459	590
存货	324	444	576	743	研发费用	5	-4	-14	-19
其他流动资产	4	6	7	9	财务费用	0	0	0	0
非流动资产	1,026	871	715	559	资产减值损失	5	0	0	0
长期投资	37	37	37	37	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	279	235	192	148	其他经营收益	0	0	0	0
无形资产	669	558	446	335	公允价值变动收益	0	0	0	0
其他非流动资产	41	41	41	40	投资净收益	5	0	0	0
资产总计	4,473	5,146	6,408	8,010	营业利润	1,105	1,530	2,002	2,570
流动负债	951	844	1,096	1,410	其他非经营损益	72	72	72	72
短期借款	320	0	0	0	利润总额	1,177	1,602	2,074	2,641
应付票据账款合计	92	126	164	211	所得税	295	402	521	663
其他流动负债	539	717	932	1,199	净利润	881	1,200	1,553	1,978
非流动负债	19	19	19	19	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	881	1,198	1,552	1,976
其他非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	1,261	1,753	2,216	2,778
负债合计	970	862	1,114	1,429	EPS (元)	1.80	2.44	3.17	4.03
少数股东权益	2	3	5	7	成长能力				
股本	239	1,239	2,239	3,239	营业收入(%)	34.61	31.73	30.07	28.53
资本公积	3,262	2,262	1,262	262	净利润(%)	32.84	36.12	29.50	27.34
留存收益	0	779	1,788	3,072	获利能力				
归属母公司股东权益	3,501	4,280	5,289	6,573	毛利率(%)	84.37	83.72	83.77	83.72
负债和股东权益	4,473	5,146	6,408	8,010	净利率(%)	22.69	23.44	23.34	23.12
现金流量表					ROE(%)	25.15	28.00	29.34	30.06
经营活动现金流	969	1301	1652	2074	ROIC(%)	119.57	83.70	112.05	145.10
净利润	881	1200	1553	1978	偿债能力				
折旧摊销	78	156	156	156	资产负债率(%)	21.68	16.75	17.39	17.84
财务费用	5	-4	-14	-19	净负债比率(%)	-72.12	-80.92	-87.70	-92.67
其他经营现金流	3	-50	-43	-41	流动比率	3.62	5.07	5.20	5.28
投资活动现金流	-628	54	54	54	速动比率	3.28	4.53	4.66	4.75
筹资活动现金流	320	-320	0	0	估值比率				
短期借款	0	0	0	0	P/E	51.06	37.52	28.98	22.76
长期借款	991	-415	-529	-673	P/B	12.84	10.51	8.50	6.84
其他筹资现金流	1652	620	1177	1455	EV/EBITDA	15.71	63.15	90.92	105.07
现金净增加额	320	-320	0	0					

资料来源：iFind、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为恒生指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。