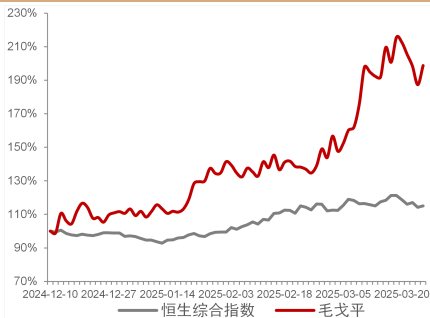


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元) 113.9
总股本/流通股本(亿股) 4.90 / 2.62
总市值/流通市值(亿港元)
558.9/298.6

研究所

分析师: 李媛媛
SAC 登记编号: S1340523020001
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

毛戈平(1318.HK)

线上高增，复购率提升，保持高净利率

● 事件回顾

公司24年营收38.85亿元，YoY+34.6%，归母净利润8.81亿元，YoY+33.0%，经调净利润9.24亿元，YoY+39.2%；其中24H2营收19.13亿元，YoY+28.6%，归母净利润3.89亿元，YoY+24.1%。经调业绩高增，整体基本符合预期。

● 事件点评

线上高增，稳健扩店，会员复购率提升。分品类，24年彩妆/护肤/培训收入23亿元/14亿元/1.5亿元，分别同比+42%/+23%/+46%；其中彩妆与护肤销量分别同比+34%/27%，均价分别同比+6%/-3%，均价有所拖累护肤增长，24H2彩妆/护肤/培训收入分别同比+41%/+11%/+24%。分渠道，24年线下/线上收入分别19.5亿元/17.8亿元，同比+22%/+51%，线下渠道方面，24年底409家专柜，净增25家，其中直营378家，单产465万元/年，yoy+15%，经销31家，单产282万元/年，yoy+9%；24H2线下与线上收入分别同比+21%/+40%，线上有所降速。会员方面，2024年线上与线下渠道复购率分别为27.5%/34.9%，分别同比+5.5 pct/+2.1 pct。

物流运费等成本拖累毛利率，保持高净利率。公司24N毛利率84.4%，同比-0.5pct，主要系物流等成本提升，其中彩妆/护肤毛利率83.6%/87.2%，分别-0.8pct/-0.1pct，销售费用率/管理费用率分别为49.0%/6.9%，分别+0.1pct/0.24pct，考虑上市开支等费用管控佳；归母净利率/经调归母净利率分别为22.7%/23.8%，分别-0.24pct/+0.8pct，盈利能力较为稳健。

盈利预测及投资建议：公司高端属性+东方美学底蕴具备稀缺性，保持推新，稳健扩店，计划出海，成长空间足。我们预计25年-27年公司归母净利润为12.0亿元/15.3亿元/19.3亿元，对应PE分别为43倍、34倍、27倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气度不及预期，盈利能力恶化，新品推广不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,884.69	5,212.24	6,687.31	8,454.65
增长率 (%)	34.61	34.17	28.30	26.43
EBITDA (百万元)	1,133.32	1,533.32	1,955.88	2,451.11
归属母公司净利润 (百万元)	881.33	1,201.80	1,531.87	1,928.08
增长率 (%)	32.84	36.36	27.46	25.86
EPS (元/股)	1.84	2.45	3.13	3.93
市盈率 (P/E)	29.31	43.21	33.90	26.93
市净率 (P/B)	7.38	11.04	8.33	6.36
EV/EBITDA	20.61	31.65	23.94	18.55

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3885	5212	6687	8455	营业收入	34.61%	34.17%	28.30%	26.43%
营业成本	607	821	1059	1343	营业利润	31.04%	35.96%	28.11%	25.71%
税金及附加	—	—	—	—	归属于母公司净利润	32.84%	36.36%	27.46%	25.86%
销售费用	1904	2606	3377	4312	获利能力				
管理费用	268	281	328	380	毛利率	84.37%	84.24%	84.17%	84.11%
研发费用	0	0	0	0	净利率	22.69%	23.06%	22.91%	22.80%
财务费用	5	-48	-66	-100	ROE	25.17%	25.55%	24.57%	23.62%
资产减值损失	—	—	—	—	ROIC	21.66%	22.40%	21.99%	21.36%
营业利润	1106	1503	1926	2421	偿债能力				
营业外收入	—	—	—	—	资产负债率	21.68%	21.76%	17.44%	17.12%
营业外支出	—	—	—	—	流动比率	3.62	3.77	4.83	5.06
利润总额	1177	1606	2047	2576	营运能力				
所得税	295	403	514	647	应收账款周转率	20.87	20.87	35.00	35.00
净利润	881	1203	1533	1930	存货周转率	1.82	1.50	1.50	1.50
归母净利润	881	1202	1532	1928	总资产周转率	0.43	0.87	0.83	0.78
每股收益(元)	1.84	2.45	3.13	3.93	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.84	2.45	3.13	3.93
货币资金	2,791.72	3,715.60	5,424.64	6,766.48	每股净资产	7.32	9.59	12.72	16.65
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
应收票据及应收账款	214.54	284.88	97.25	385.87	PE	29.31	43.21	33.90	26.93
其他流动资产	50.17	0.00	0.00	0.00	PB	7.38	11.04	8.33	6.36
存货	323.77	771.34	640.20	1,150.74	现金流量表				
流动资产合计	3,447.21	4,861.71	6,277.44	8,448.92	净利润	881.33	1,201.80	1,531.87	1,928.08
固定资产	278.89	348.89	418.89	488.89	折旧和摊销	27.63	30.00	30.00	30.00
租赁土地	618.87	630.87	642.87	654.87	营运资本变动	-131.67	-151.88	302.95	-460.79
无形资产	50.59	92.59	134.59	176.59	其他	154.35	-46.16	-45.89	-45.57
非流动资产合计	1,026.26	1,153.26	1,280.26	1,407.26	经营活动现金流净额	931.64	1,033.76	1,818.93	1,451.72
资产总计	4,473.47	6,014.98	7,557.71	9,856.18	资本开支	-153.25	-142.00	-142.00	-142.00
短期借款	320.00	320.00	320.00	320.00	其他	-718.65	-15.00	-15.00	-15.00
应付票据及应付账款	92.07	318.60	210.73	460.88	投资活动现金流净额	-858.74	-101.88	-101.88	-101.88
其他流动负债	363.70	416.98	468.11	507.28	股权融资	-5,426.12	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	951.38	1,290.13	1,299.77	1,668.62	债务融资	-0.19	0.00	0.00	0.00
其他	18.56	18.56	18.56	18.56	其他	-363.46	-8.00	-8.00	-8.00
非流动负债合计	18.56	18.56	18.56	18.56	筹资活动现金流净额	-5,789.77	-8.00	-8.00	-8.00
负债合计	969.95	1,308.70	1,318.33	1,687.18	现金及现金等价物净增加额	-5,772.05	923.88	1,709.05	1,341.83
股本	239.21	239.21	239.21	239.21					
储备	3,262.10	4,463.89	5,995.76	7,923.84					
少数股东权益	2.22	3.18	4.40	5.95					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
所有者权益合计	3,503.52	4,706.28	6,239.38	8,169.00					
负债和所有者权益总计	4,473.47	6,014.98	7,557.71	9,856.18					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048