

美容护理

2025 年 03 月 29 日

毛戈平

(01318)

——24 年经调净利润同增 39%，看好高端国货美妆持续增长

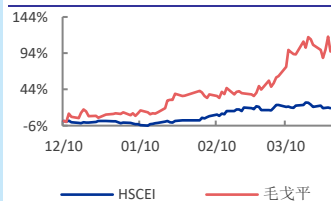
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 03 月 28 日

收盘价（港币）	103.00
恒生中国企业指数	8606.51
52 周最高/最低（港币）	118.00/47.65
H 股市值（亿港元）	504.89
流通 H 股（百万股）	261.84
汇率（人民币/港币）	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818x
wangpan@swsresearch.com

投资要点：

- **业绩符合预期，营收、净利高增。**公司发布 24 年年报，1) 24 年营收 38.8 亿元(同比+35%)；净利润 8.8 亿元（同比+33%）；经调整净利润 9.2 亿元（同比+39%）。2) 24H2 营收 19.1 亿元（同比+29%），净利润 3.9 亿元（同比+24%），经调整净利润 3 亿元。3) 24 年末派息 0.72 元/股，公司总股本 4.9 亿股，共分红 3.5 亿元，分红比例达 40%。
- **盈利能力稳健。**1) 盈利能力：24 年毛利率 84.4%，同比降 0.4pct，主要在于线上直销收入增长，相应的物流和运输费用上升；净利率 22.7%，同比降 0.3pct。3) 费用率：销售费用率 49%，同比上升 0.1pct；行政开支费用率 6.9%，同比上升 0.2pct，主要在于 IPO 相关开支增加；研发费用率 0.8%，与上年持平。
- **收入端，各品类全线增长，线上、彩妆营收占比均提升。**1) 分品类看，①彩妆营收 23.04 亿元(同比+42%)，占营收 59.3%，品类心智进一步强化；②护肤营收 14.29 亿元(同比+23.2%)，占营收 36.8%；③培训营收 1.52 亿元(同比+45.8%)，占营收 3.9%。2) 分渠道看，①线下营收 19.49 亿元（同比+21.6%），占营收 52.2%；②线上营收 17.84 亿元（同比+51.2%），占营收 47.8%，营收占比同比上升 5.6pct。
- **品牌势能稳固，线上线下渠道进阶，复购率提升。**1) **线下：**毛戈平专柜持续扩张，24 年达 409 个，净增长 25 个，其中 12 个新开于一线城市，专柜现已覆盖 120 多个城市，美妆顾问共 2800 多名。2) **线上：**①抖音：24 年毛戈平抖音 GMV 超亿元，产品销量超 100 万件。25 年抖音 38 大促期间 GMV 达 5000 万-7500 万元，夺得 38 节好物节香水彩妆类目品牌榜 TOP1；②淘系：25 年天猫 38 焕新周美妆全周期品牌成交榜中，毛戈平首次上榜，位居第 16 位。3) **复购率：**24 年线上复购率 27.5%，同增 5.5pct；线下复购率 34.9%，同增 2.1pct；整体复购率 30.9%，同增 4.1pct。
- **布局高端定位香氛赛道，打造又一增长曲线。**24 年末公司备案十余款香水产品，加速布局香水赛道，其中“国韵凝香”系列三款主题香水每瓶售价 1280 元，目前已在天猫旗舰店上线售卖。
- **高端市场国货缺位，专业化妆师 IP 品牌溢价凸显。**公司是国货美妆头部集团，卡位中高端彩妆赛道，线下&线上优势显著，稀缺性专业彩妆 IP 特色显著，护肤、香氛加码强化未来增长确定性，看好公司品牌矩阵线的丰富、专业彩妆 IP 的稀缺性。根据 24 年业绩情况，我们调整 25-26 年盈利预测（原预测为 25-26 年 12.42/15.38 亿元），新增 27 年预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 11.84/15.42/19.53 亿元，同比+34%/+30%/+27%，对应 PE 为 40/30/24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费不及预期、创始人名誉风险、新品反响不及预期、行业竞争加剧、代工模式竞争力不足。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,886	3,885	5173	6852	8533
同比增长率（%）	58	35	33	32	25
归母净利润（百万元）	662	881	1184	1542	1953
同比增长率（%）	88	33	34	30	27
每股收益（元/股）	3.31	2.18	2.42	3.15	3.98
净资产收益率（%）					
市盈率	69.1	53.1	40	30	24
市净率	15.8	7.1	10	8	6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2886	3885	5173	6852	8533
营业成本	438	607	773	1032	1276
毛利	2448	3278	4400	5819	7257
销售费用	1412	1904	2483	3302	4096
管理费用	192	268	336	459	555
其他收入	0	0	0	0	0
息税前利润	890	1182	1581	2058	2606
投资收益	-1	5	0	0	0
所得税支出	224	295	395	514	652
净利润	663	881	1185	1543	1955
归母净利润	662	881	1184	1542	1953
少数股东损益	2	1	1	2	2

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。