

24 年经调净利润同比+39%，持续强化品牌力&产品力

业绩简评

公司 3.27 公告 24 年业绩，24 年营收 38.85 亿元、同增 35%，其中 H2 营收 19.13 亿元、同增 29% (H1 同比+41%)；24 年归母净利润 8.81 亿元、同增 33%，其中 H2 为 3.89 亿元、同比+24% (H1+41%)，符合市场预期。

事件点评

- 毛利率微降，H2 销售费用率因新品活动等投入环比提升。24 年毛利率 84.4%、同比-0.4PCT，主要系彩妆毛利率同比-0.8PCT 至 83.6%，护肤毛利率同比-0.1PCT 至 87.2%；销售费用率 49%、同比+0.1PCT，其中 H2 为 50.5%、同比-0.2PCT，环比+3PCT。
- H2 彩妆增长持续靓丽，护肤表现稳健，大单品表现突出。24 年彩妆营收 23 亿元、同比+42%，护肤营收 14.3 亿元、同比+23%，其中 H2 彩妆营收 12.2 亿元、同比+41% (H1 同比+44%)、发力色彩类产品 (唇釉等)，护肤营收 6.14 亿元、同比+10% (H1 同比+35%)。24 年光感无痕粉膏系列/奢华鱼子面膜零售额 4+/8+亿元。
- 注册会员复购率持续提升。24 年线上复购率 27.5%、同比+5.5PCT，线下复购率 34.9%、同比+2.1PCT，整体复购率由 23 年的 26.8%提升至 30.9%。
- 线上表现亮眼，线下稳健、聚焦高端渠道拓展。分渠道，24 年线上/线下营收 17.84/19.49 亿元，同比+51%/+22%、占比 47.8% (同比+5.4PCT) /52.2%。其中线上 H1/H2 分别同比+63%/+40%，线下 H1/H2 分别同比+23%/+21%。24 年末，品牌专柜覆盖 120+个城市，包括 378 个自营专柜及 31 个经销商专柜，净增 25 家专柜，已进入武汉 SKP、成都 SKP、杭州大厦高端百货商场。
- 展望 25 年，增长驱动来自 1) 强化品牌力：持续通过新品发布会、美妆艺术大秀等活动，传递东方美学理念，同时积极开拓国内高端百货商店，提升品牌知名度和影响力；2) 彩妆与护肤并进，探索新品类 (25 年 1 月推出香水系列，未来将进一步推出香水和香氛产品)。

盈利预测、估值与评级

- 基于光影&东方美学理念的强势产品+化妆师 IP 专业背书+线下线上协同增强，看好高端国货美妆品牌成长性。预计 25-27 年归母净利润 11.67/15.32/19.44 亿元、同增 32%/31%/27%，对应 PE 40/31/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 营销转化/护肤&色彩彩妆拓展不及预期，行业竞争加剧等

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：周舒怡 (执业 S1130524120002)

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价 (港币)：103.000 元

相关报告：

1. 《毛戈平深度：一绘万景奇，东方高端彩妆大师品牌》，2024.12.21



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,886	3,885	5,161	6,735	8,553
营业收入增长率	57.78%	34.61%	32.85%	30.50%	27.00%
归母净利润(百万元)	662	881	1,167	1,532	1,944
归母净利润增长率	88.00%	33.04%	32.47%	31.36%	26.83%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.80	2.38	3.13	3.96
每股经营性现金流净额	1.43	2.02	2.45	3.05	3.81
ROE(归属母公司)	42.82%	25.15%	24.98%	24.70%	23.85%
P/E	22.07	16.59	40.44	30.79	24.27
P/B	9.45	4.07	10.10	7.60	5.79

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：汇率取 1 港币=0.9344 人民币)

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,829	2,886	3,885	5,161	6,735	8,553
增长率	16.0%	57.8%	34.6%	32.8%	30.5%	27.0%
主营业务成本	296	438	607	776	1,010	1,303
%销售收入	16.2%	15.2%	15.6%	15.0%	15.0%	15.2%
毛利	1,533	2,448	3,278	4,385	5,724	7,250
%销售收入	83.8%	84.8%	84.4%	85.0%	85.0%	84.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	962	1,412	1,904	2,555	3,334	4,234
%销售收入	52.6%	48.9%	49.0%	49.5%	49.5%	49.5%
管理费用	133	192	268	356	463	582
%销售收入	7.3%	6.7%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	470	890	1,182	1,551	2,028	2,563
%销售收入	25.7%	30.8%	30.4%	30.1%	30.1%	30.0%
财务费用	3	2	5	-9	-21	-35
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
投资收益	0	-1	5	0	0	0
%税前利润	0.0%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	438	843	1,105	1,473	1,927	2,435
营业利润率	23.9%	29.2%	28.5%	28.6%	28.6%	28.5%
营业外收支						
税前利润	467	888	1,177	1,560	2,049	2,598
利润率	25.5%	30.8%	30.3%	30.2%	30.4%	30.4%
所得税	115	224	295	393	516	655
所得税率	24.6%	25.3%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	352	663	881	1,167	1,532	1,944
少数股东损益	0	2	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	352	662	881	1,167	1,532	1,944
净利率	19.2%	22.9%	22.7%	22.6%	22.8%	22.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	352	662	881	1,167	1,532	1,944
少数股东损益	0	2	1	0	0	0
非现金支出	-39	30	16	-58	-82	-109
非经营收益						
营运资金变动	9	-62	-7	65	13	6
经营活动现金净流	388	700	969	1,199	1,493	1,870
资本开支	-47	-205	-616	-55	-105	-55
投资	51	-10	-287	0	0	0
其他	26	20	275	77	101	128
投资活动现金净流	31	-195	-628	22	-4	73
股权募资	0	0	2,071	0	0	0
债权募资	-20	-28	279	0	0	0
其他	-3	-227	-1,039	-19	-19	-19
筹资活动现金净流	-23	-255	1,311	-19	-19	-19
现金净流量	396	250	1,654	1,204	1,472	1,926

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	888	1,138	2,792	3,996	5,468	7,394
应收账款	146	215	282	390	509	646
存货	299	342	324	431	561	724
其他流动资产	1	3	50	5	7	9
流动资产	1,334	1,698	3,447	4,822	6,545	8,773
%总资产	85.8%	81.1%	77.1%	82.0%	85.3%	88.3%
长期投资	0	9	37	37	37	37
固定资产	117	168	279	307	381	406
%总资产	7.5%	8.0%	6.2%	5.2%	5.0%	4.1%
无形资产	55	42	51	52	53	54
非流动资产	221	397	1,026	1,055	1,131	1,157
%总资产	14.2%	18.9%	22.9%	18.0%	14.7%	11.7%
资产总计	1,556	2,095	4,473	5,878	7,676	9,930
短期借款	2	0	320	320	320	320
应付款项	113	104	92	119	154	199
其他流动负债	275	426	539	748	977	1,240
流动负债	390	529	951	1,187	1,451	1,759
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	31	17	19	19	19	19
负债	421	547	970	1,205	1,469	1,778
普通股股东权益	1,134	1,546	3,501	4,670	6,204	8,150
其中：股本	60	60	239	239	239	239
未分配利润	1,074	1,486	3,262	4,431	5,965	7,911
少数股东权益	1	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	1,556	2,095	4,473	5,878	7,676	9,930

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.76	3.31	2.18	2.38	3.13	3.96
每股净资产	2.31	3.15	7.32	9.53	12.66	16.63
每股经营现金净流	0.79	1.43	2.02	2.45	3.05	3.81
每股股利	0.00	0.00	0.72	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	31.05%	42.82%	25.15%	24.98%	24.70%	23.85%
总资产收益率	22.63%	31.60%	19.69%	19.85%	19.96%	19.57%
投入资本收益率	31.19%	42.96%	23.15%	23.24%	23.24%	22.63%
增长率						
主营业务收入增长率	15.96%	57.78%	34.61%	32.85%	30.50%	27.00%
EBIT 增长率	5.24%	89.30%	32.83%	31.20%	30.76%	26.38%
净利润增长率	6.36%	88.00%	33.04%	32.47%	31.36%	26.83%
总资产增长率	37.58%	34.62%	113.57%	31.39%	30.60%	29.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.1	16.9	17.2	17.5	17.7	17.9
存货周转天数	309.8	263.9	197.4	175.1	176.8	177.5
应付账款周转天数	95.0	89.0	58.0	48.9	48.6	48.8
固定资产周转天数	23.9	17.8	20.7	20.4	18.4	16.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.35%	-72.39%	-70.02%	-78.28%	-82.64%	-86.54%
EBIT 利息保障倍数	150.9	437.7	223.5	80.8	105.6	133.5
资产负债率	27.08%	26.10%	21.68%	20.51%	19.14%	17.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806