

毛戈平 (01318.HK)

2024 年业绩点评：业绩高质量增长，高端国货成长空间广阔

买入（首次）

2025 年 03 月 30 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2886	3885	5151	6742	8660
同比(%)	57.78	34.61	32.60	30.88	28.46
归母净利润（百万元）	661.93	880.61	1,140.14	1,463.80	1,860.98
同比(%)	88.00	33.04	29.47	28.39	27.13
EPS-最新摊薄（元/股）	1.35	1.80	2.33	2.99	3.80
P/E（现价&最新摊薄）	70.17	52.75	40.74	31.73	24.96

投资要点

■ **公司披露 24 年业绩：**公司 2024 年实现营业收入 38.85 亿元（yoy+34.6%），净利润 8.81 亿元（yoy+33.0%），经调整利润 9.24 亿元（yoy+39.2%），调整项为股权激励和上市费用约 4000 万。拆分下半年看，2024H2 营收 19.13 亿元（yoy+29%），净利润 3.89 亿元（yoy+24%），经调利润 4.11 亿元（yoy+21%）。

■ **拆分渠道看：24 年线上渠道高增+51%、线下直营稳健扩张。**①**线上：**24 年营收 17.84 亿元（yoy+51.2%），占比 47.8%，24H2 线上渠道营收 8.5 亿元（yoy+40%），线上渠道持续高增；②**线下：**营收 19.49 亿元（yoy+21.6%），24H2 线下渠道营收 9.8 亿元（yoy+21%）。截至 24 年底，公司直营专柜新增 21 家至 378 家，经销商专柜 31 家，覆盖 120+ 城市，一线城市专柜增长显著（+12 家）。同时，全国专柜配备了超过 2,800 名美妆顾问。毛戈平品牌心智持续提升，用户粘性和消费者忠诚度不断增强，整体复购率持续提升，其中线上渠道 24 年年内复购率达 27.5%，同比+5.5pct，线下渠道复购率 34.9%，同比+2.1pct。

■ **分品牌看：彩妆把握色彩机遇引领增长、护肤延续高增。**①**彩妆：**24 年营收 23.04 亿元（yoy+42.0%），占比 59.3%，24H2 营收 12.2 亿元（yoy+41%），公司针对中国消费者面部结构、审美偏好，精心设计各类产品，把握 24 年彩妆色彩机遇，进一步夯实品牌心智；②**护肤：**营收 14.29 亿元（yoy+23.2%），占比 36.8%，24H2 营收 6.1 亿元（yoy+10%），增长势头较好，毛戈平护肤产品满足多种护肤需求及肤质类型，全面涵盖面霜、面膜精华液等品类，与彩妆产品搭配销售提升消费者连带率。

■ **盈利能力维持稳定较高水平。**①**毛利率：**24 年毛利率 84.4%（同比-0.4pct），线上直销占比提升，物流和运输费用拉低毛利率。②**费用率：**整体基本不变，销售费用率 49.0%（同比+0.1pct），行政开支率 6.9%（同比+0.2pct，主因 IPO 相关支出），研发费用率 0.8%（同比基本持平）。③**净利率：**销售净利率 22.7%，同比-0.3pct。

■ **盈利预测与投资评级：**毛戈平品牌是我国稀缺的高端美妆品牌，独特美妆学院模式和专业化化妆师团队打造优质线下体验感，品牌知名度破圈有望带动业绩持续高增。考虑到毛戈平稀缺高端定位和独特化妆师品牌调性，我们给予 2025-2027 年归母净利润预测 11.4/14.6/18.6 亿元，分别同比+29%/+28%/+27%。2025/3/28 收盘价对应 2025-27 年 PE 为 41/32/25X，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**国内消费市场复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、品牌形象风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	103.00
一年最低/最高价	47.65/118.00
市净率(倍)	12.95
港股流通市值(百万港元)	26,969.76

基础数据

每股净资产(元)	7.32
资产负债率(%)	21.68
总股本(百万股)	490.19
流通股本(百万股)	261.84

相关研究

毛戈平三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,447.21	4,856.47	6,533.84	8,702.34	营业总收入	3,884.69	5,151.15	6,741.66	8,660.04
现金及现金等价物	2,791.72	3,739.65	5,124.26	6,870.70	营业成本	607.18	798.32	1,037.61	1,312.89
应收账款及票据	214.54	307.38	396.94	522.13	销售费用	1,904.06	2,575.58	3,404.54	4,416.62
存货	323.77	707.75	876.40	1,136.41	管理费用	267.77	358.01	471.92	623.52
其他流动资产	117.17	101.69	136.25	173.10	研发费用	0.00	46.36	60.67	77.94
非流动资产	1,026.26	1,117.97	1,185.10	1,250.86	其他费用	0.46	1.55	2.02	2.60
固定资产	278.89	380.60	457.72	533.49	经营利润	1,105.23	1,371.35	1,764.89	2,226.47
商誉及无形资产	50.59	40.59	30.59	20.59	利息收入	0.00	83.75	112.19	153.73
长期投资	36.55	36.55	36.55	36.55	利息支出	5.29	16.00	15.99	15.97
其他长期投资	3.04	3.04	3.04	3.04	其他收益	76.81	85.19	101.12	129.90
其他非流动资产	657.18	657.18	657.18	657.18	利润总额	1,176.75	1,524.29	1,962.22	2,494.13
资产总计	4,473.47	5,974.44	7,718.94	9,953.21	所得税	295.42	382.99	496.44	631.22
流动负债	951.38	1,308.89	1,585.44	1,954.64	净利润	881.33	1,141.31	1,465.79	1,862.90
短期借款	320.00	320.00	319.42	319.23	少数股东损益	0.72	1.17	1.98	1.92
应付账款及票据	92.07	234.06	273.59	358.00	归属母公司净利润	880.61	1,140.14	1,463.80	1,860.98
其他	539.32	754.82	992.42	1,277.42	EBIT	1,182.04	1,456.54	1,866.02	2,356.37
非流动负债	18.56	18.56	18.56	18.56	EBITDA	1,260.54	1,484.83	1,898.90	2,390.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	18.56	18.56	18.56	18.56					
负债合计	969.95	1,327.45	1,604.00	1,973.21					
股本	239.21	239.21	239.21	239.21	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2.22	3.38	5.37	7.29	每股收益(元)	1.80	2.33	2.99	3.80
归属母公司股东权益	3,501.31	4,643.60	6,109.57	7,972.71	每股净资产(元)	7.32	9.47	12.46	16.26
负债和股东权益	4,473.47	5,974.44	7,718.94	9,953.21	发行在外股份(百万股)	490.19	490.19	490.19	490.19
					ROIC(%)	32.96	24.81	24.45	23.89
					ROE(%)	25.15	24.55	23.96	23.34
					毛利率(%)	84.37	84.50	84.61	84.84
					销售净利率(%)	22.67	22.13	21.71	21.49
					资产负债率(%)	21.68	22.22	20.78	19.82
					收入增长率(%)	34.61	32.60	30.88	28.46
					净利润增长率(%)	33.04	29.47	28.39	27.13
					P/E	52.75	40.74	31.73	24.96
					P/B	12.95	10.00	7.60	5.83
					EV/EBITDA	18.38	28.98	21.93	16.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年3月27日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>