

2025 年 05 月 08 日

闻道东方香水正式推出，差异化打造新成长点

毛戈平(1318.HK)

评级：	买入	股票代码：	1318
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	102.6/52.6
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	499.99
最新收盘价(港元)：	102	自由流通市值(亿港元)	267.08
		自由流通股数(百万)	261.84

事件概述

毛戈平 5 月 8 日线上正式发售故宫联名气蕴东方系列第六季香水产品“闻道东方”系列，目前天猫旗舰店正装产品已有拂晓玫瑰、静夜鸢尾、若水三款，容量分为 45ml 及 10ml，定价分别为 680 元/200 元，此外还上架了 19.9 元的 2ml 小样，截至 5 月 8 日午后天猫旗舰店正装已售 72 件、小样已售 400+。

分析判断：

► 香水赛道空间广阔，毛戈平差异化定位有望突围

全球美妆市场相对平稳下香水市场却展现强劲韧性，欧睿预计 2024 年全球香水香氛市场规模预计将在 570 亿至 610 亿美元之间，2027 年将超过 792.96 亿美元。中国市场方面，根据欧莱雅 2023 年度电话会，中国香水市场仅占全球 6%，相比护肤品全球份额 27%还有巨大空间，据欧睿数据，2024 年中国香水市场空间已达 148 亿元，CR10 65.3%，前十大品牌销售额由 3.4 亿元到 23.6 亿元。国货品牌香水的潜力也在逐步被发掘，企查查数据显示 2023 年中国香氛相关企业新注册近 10 万家，创近 10 年新高，同时国际美妆巨头也开始发掘投资中国本土香氛品牌如观夏、闻献等，本土香水品牌仍有巨大潜力。

早在去年 8 月毛戈平品牌就开始为香水产品线造势，抖音上线了毛戈平老师与胡兵合作的《香迹》综艺，两人在法国围绕“奥运、美学、香水”展开文化探索交流之旅，最终诞生闻道东方系列 13 款香水，毛戈平香水与外资品牌形成显著差异化，注重心境表达，如本轮新品中主推的空山，味觉描述前调新雨初霁、中调绿意流动、后调自由之境，这一东方意境香氛体系的构建，正踩中当代消费者对情绪价值的深层需求。此外，闻道东方系列的定价策略精准锚定 500-800 元轻奢区间，既避开了国际大牌的千元级竞争红海，又与价格普遍偏低的国货香水形成区隔，延续护肤与彩妆线精准价格定位，我们看好后续毛戈平香水线持续贡献业绩新增量。

► 毛戈平：稀缺的高端国风美妆品牌，成长后劲十足，持续看好

毛戈平凭借创始人 IP 文化、专业化高端产品矩阵和国风审美定价权，及持续推进的高端渠道布局，在国货美妆市场中形成了独特的品牌文化护城河。在稀缺的竞争优势下，公司有望抢占更多高端市场份额，实现稳定成长。同时，公司持续拓展完善产品矩阵，除传统彩妆和护肤领域继续打造大单品外，亦逐步推出香水系列产品；IPO 后公司进一步入驻顶级百货渠道，如成都、武汉 SKP 及杭州大厦，今年北京 SKP 限时门店也已开业，后续随品牌价值提升有望在高端渠道上进一步突破。中长期来看：香水第三曲线有望放量，闻道东方系列香水新品已正式开始销售，偏蓝海的中高端国货市场定位有望带来可观业绩增量；横向对比高端国际品牌，毛戈平在店效及总销售额上仍有巨大成长空间；同时公司已初步探索出海业务，2024 年依托中国香港丝芙兰等代理商实现海外收入 185.5 万元，后续值得期待。综述，我们认为公司具备竞争优势的稀缺性和业绩成长的稳定性，有望持续享受估值溢价。

投资建议

毛戈平公司在普遍布局中低端市场的国货美妆中成功突围，建立起高端、专业的品牌形象，同时相比欧美品牌又更具性价比，在欧美品牌霸占的线下美妆专柜中立稳根基，线下专柜不仅是流量和产品逻辑，更是毛戈平的

品牌逻辑，看好其在国风文化流行及消费升级的趋势下继续实现业绩突破。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 50.54/65.03/82.58 亿元，归母净利润分别为 11.85/15.06/19.18 亿元，2024-2027 年归母净利复合增速 29.6%，2025-2027 年 EPS 分别为 2.42/3.07/3.91 元，对应 2025 年 5 月 8 日收盘价 102.00 港元（港元兑人民币汇率 0.93:1），PE 分别为 39.24/30.88/24.25 倍。毛戈平作为国货美妆品牌的典范，护城河深厚，中长期品类与渠道拓展空间大，成长确定性强，**维持“买入”评级。**

风险提示

宏观经济波动；过度依赖创始人声誉；行业竞争加剧；渠道扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	2885.96	3884.69	5053.97	6503.12	8257.68
YoY (%)	57.78%	34.61%	30.10%	28.67%	26.98%
归母净利润(百万港元)	661.93	880.61	1185.03	1505.97	1917.54
YoY (%)	88.00%	33.04%	34.57%	27.08%	27.33%
毛利率 (%)	84.83%	84.37%	84.97%	84.92%	84.88%
每股收益 (港元)	3.31	2.18	2.42	3.07	3.91
ROE	0.43	0.25	0.25	0.24	0.24
市盈率	0.18	24.85	39.24	30.88	24.25

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3884.69	5053.97	6503.12	8257.68	净利润	880.61	1185.03	1505.97	1917.54
YoY (%)	34.61%	30.10%	28.67%	26.98%	折旧和摊销	78.50	18.74	19.37	18.68
营业成本	607.18	759.49	980.57	1248.51	营运资金变动	-6.59	-116.40	-29.12	-67.08
营业税金及附加					经营活动现金流	968.60	995.55	1393.08	1736.47
销售费用	1904.06	2476.44	3186.53	4046.26	资本开支	-615.91	-25.00	-25.00	0.00
管理费用	267.77	328.51	429.21	536.75	投资	-287.24	-4.33	-5.71	-4.25
财务费用	5.29	2.00	2.00	0.00	投资活动现金流	-627.95	65.71	76.48	130.41
资产减值损失					股权募资	2071.07	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.02	4.07	2.31	2.52	债务募资	278.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	1105.23	1488.62	1905.50	2424.71	筹资活动现金流	1311.02	-2.00	-2.00	0.00
营业外收支					现金净流量	1653.83	1061.41	1469.71	1869.04
利润总额	1176.75	1581.66	2010.68	2559.36	主要财务指标				
所得税	295.42	395.41	502.67	639.84	成长能力 (%)				
净利润	881.33	1186.24	1508.01	1919.52	营业收入增长率	34.61%	30.10%	28.67%	26.98%
归属于母公司净利润	880.61	1185.03	1505.97	1917.54	净利润增长率	33.04%	34.57%	27.08%	27.33%
YoY (%)	33.04%	34.57%	27.08%	27.33%	盈利能力 (%)				
每股收益 (元)	2.18	2.42	3.07	3.91	毛利率	84.37%	84.97%	84.92%	84.88%
资产负债表 (百万港元)					净利率率	22.67%	23.45%	23.16%	23.22%
货币资金	2791.72	3853.13	5322.85	7191.88	总资产收益率 ROA	19.69%	19.72%	19.38%	19.09%
预付款项					净资产收益率 ROE	25.15%	25.28%	24.30%	23.63%
存货	323.77	673.33	828.22	1080.68	偿债能力 (%)				
其他流动资产	50.17	50.54	65.03	82.58	流动比率	3.62	3.83	4.33	4.74
流动资产合计	3447.21	4973.67	6723.99	9010.30	速动比率	3.23	3.27	3.76	4.13
长期股权投资	36.55	40.69	46.20	50.44	现金比率	2.93	2.96	3.43	3.78
固定资产	278.89	285.15	290.78	272.10	资产负债率	21.68%	21.94%	20.20%	19.12%
无形资产	50.59	50.59	50.59	50.59	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1026.26	1036.85	1048.19	1033.76	总资产周转率	1.18	0.96	0.94	0.93
资产合计	4473.47	6010.53	7772.19	10044.06	每股指标 (元)				
短期借款	320.00	320.00	320.00	320.00	每股收益	2.18	2.42	3.07	3.91
应付账款及票据	92.07	222.68	258.55	340.44	每股净资产	7.32	9.56	12.64	16.56
其他流动负债	363.70	522.17	665.98	848.99	每股经营现金流	2.02	2.03	2.84	3.54
流动负债合计	951.38	1300.04	1551.53	1901.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	18.56	18.56	18.56	18.56	PE	24.85	39.24	30.88	24.25
非流动负债合计	18.56	18.56	18.56	18.56	PB	7.40	9.92	7.50	5.73
负债合计	969.95	1318.60	1570.09	1920.29					
股本	239.21	239.21	239.21	239.21					
少数股东权益	2.22	3.43	5.47	7.45					
股东权益合计	3503.52	4691.93	6202.10	8123.77					
负债和股东权益合计	4473.47	6010.53	7772.19	10044.06					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。