

美容护理

2025 年 08 月 13 日

毛戈平

(01318)

——高端国货势能释放，营收净利双位数高增

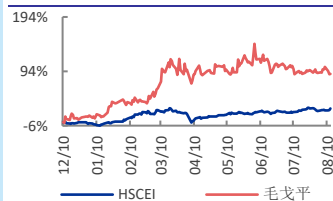
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 08 月 13 日

收盘价（港币）	98.50
恒生中国企业指数	9150.05
52 周最高/最低（港币）	130.60/47.65
H 股市值（亿港元）	482.83
流通 H 股（百万股）	261.84
汇率（人民币/港币）	1.1001

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

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

联系人

王盼
(8621)23297818×
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **业绩符合预期，彰显增长韧性，核心指标表现强劲。**公司披露 2025 年上半年业绩预告，预计实现营业收入 25.7 亿元-26.0 亿元，同比增长 30.4%-31.9%；净利润 6.65 亿元-6.75 亿元，同比增长 35.0%-37.0%，营收与利润增速均保持在 30%以上区间，印证高端国货彩妆头部集团的盈利韧性。
- **产品创新与渠道优化双轮驱动，积极激发品牌新活力。**1) **产品端：**以东方美学为核心的创新持续破圈。4 月推出的“闻道东方”香水系列市场反馈热烈，6 月跻身淘系月度 TOP20 榜单，单月销量 1682 件，均价 670.24 元，站稳高端香水市场；8 月初发布的大地眼影新品，将黄岩石窟天然岩层色谱转化为 9 个主色号，以独特文化内涵强化产品竞争力，进一步丰富高端产品线矩阵。2) **渠道端：**线上线下协同发力，25H1 集中布局线上，大促表现亮眼，618 大促期间分别在抖音、天猫彩妆榜单升至第 2、3 位，且天猫首次跻身大促总榜前 20，GMV 同比增长超 70%；高端渠道入驻进程加快，线下体验升级深化，四月底杭州武林银泰新专柜开业，增设多区域试妆区、香氛陈列及美容坊，强化高端服务场景心智。
- **行业卡位优势凸显，长期增长逻辑清晰。**从 25H1 品牌整体表现来看，在 25H1 彩妆 TOP20 榜单（覆盖淘天、抖音、京东平台）中，国货品牌占据 11 席，毛戈平以全品牌第二名、国货第一名的成绩稳居头部阵营，交易额达 12 亿元，增速超 30%，高端国货竞争力持续领跑，品牌认可度正持续转化为业绩增长势能。
- **稀缺高端定位筑牢壁垒，品牌溢价优势凸显。**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，在独特东方美学定位、产品创新迭代、渠道体验升级及国货消费升级的多重驱动下，长期增长确定性较强。我们维持盈利预测，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 38/29/23 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（%）	42.82	25.15	25.26	24.74	23.85
市盈率	66.1	50.8	37.8	29.0	22.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

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。