

毛戈平 (01318.HK)

优于大市

上半年净利润同比增长 36%，盈利提升支撑未来战略扩张

核心观点

公司业绩持续快速增长。公司 2025H1 实现营业收入 25.88 亿/yoy+31.3%，期间净利润 6.70 亿/yoy+36.1%，处于此前盈利预告中值，同时经调整净利润为 6.72 亿/yoy+32.0%，经调净利润率 26.0%/yoy+0.2pct。

分品类看，彩妆实现营收 14.22 亿/yoy+31.1%，其中奢华鱼子气垫和光感柔纱凝颜粉饼销售额均超 2 亿，新品晶璨星穹眼影超 400 万；护肤实现营收 10.87 亿/yoy+33.4%，其中大单品鱼子酱面膜和黑霜分别实现 6/2 亿销售额，新品黑金菁华水超 1600 万元；新拓展的香氛品类实现收入 0.11 亿；化妆艺术培训业务收入为 0.67 亿/yoy-5.9%，主要由于公司主动减少招生人数。

分渠道看，线上渠道实现收入 12.97 亿/yoy+39.0%，其中线上直销收入 10.24 亿/yoy+39.0%。线下渠道实现收入 12.24 亿/yoy+26.6%，其中线下直销收入 10.94 亿/yoy+25.0%，截至 2025H1 公司共有 437 家专柜，新增 28 家，可比专柜平均收入提升至 290 万/yoy+21%。同时线上、线下会员复购率分别为 24.1%/yoy+2.6pct，以及 30.3%/+1.6pct，均持续提升。

盈利水平进一步优化。盈利能力方面，公司 2025H1 毛利率和净利率分别为 84.2%/25.9%，分别同比-0.7pct/+0.9pct，其中彩妆/护肤毛利率分别同比-0.9/-0.2pct 至 82.7%/87.5%，毛利率下降主要由于：1) 彩妆业务由于产品迭代升级，产品成本增加，影响约 0.49pct；2) 培训业务为提高质量增加师资导致教学成本上升，影响 0.25pct。销售及营销费用率/行政开支费用/研发费用率分别为 45.2%/5.3%/0.6%，分别同比-2.3pct/-1.5pct/-0.2pct，销售费用率下降主要由于：1) 公司持续强化品牌建设，带动销售转化效率进一步提升，线上和线下费用率均有所下降；2) 同时公司坚持多渠道多平台发展，高费率平台占比有所下降。

风险提示：宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：依托东方美学基因与专业彩妆师背书形成的强品牌力，并通过产品推陈出新及线上线下的渠道扩张，公司中期业绩表现强劲，收入和利润均实现较快增长，盈利能力持续提升。品类上，彩妆和护肤品协同发展，同时发力香氛新品拓展品类边界；渠道上，线上渠道收入首次超过线下，投放结构进一步优化。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润至 11.84/15.19/18.57 亿元，对应 PE 为 36/28/23 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,886	3,885	5,181	6,663	8,211
(+/-%)	57.8%	34.6%	33.4%	28.6%	23.2%
归母净利润(百万元)	662	881	1184	1519	1857
(+/-%)	88.0%	33.0%	34.5%	28.3%	22.2%
每股收益(元)	1.65	1.80	2.42	3.10	3.79
EBIT Margin	29.2%	28.5%	28.1%	28.2%	28.1%
净资产收益率 (ROE)	42.8%	25.2%	26.6%	26.8%	26.0%
市盈率 (PE)	53.0	48.8	36.3	28.3	23.1
EV/EBITDA	43.8	41.3	31.6	24.7	20.2
市净率 (PB)	22.68	12.27	9.66	7.58	6.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

98.60 港元

总市值/流通市值

48332/25818 百万港元

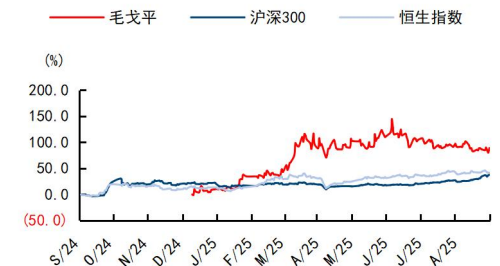
52 周最高价/最低价

130.60/47.28 港元

近 3 个月日均成交额

296.05 百万港元

市场走势

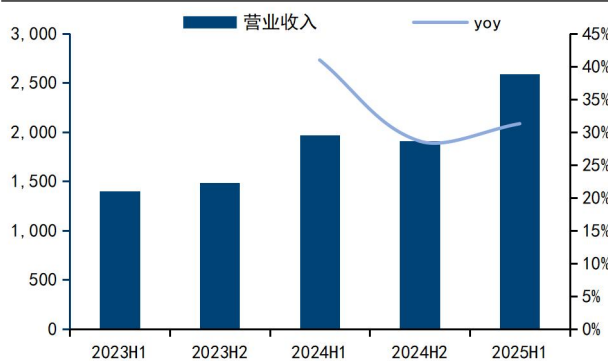


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

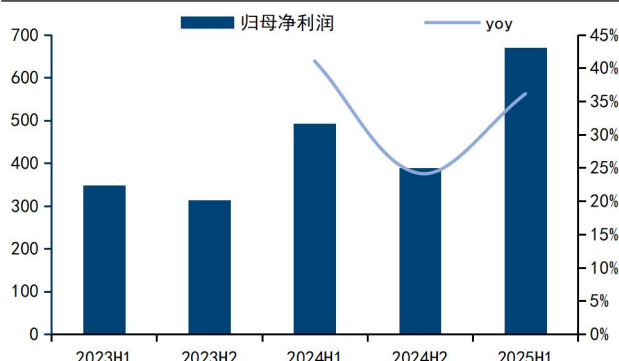
《毛戈平 (01318.HK) - 高端美妆国货龙头，构建“品牌+产品+渠道”护城河》——2025-05-20

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



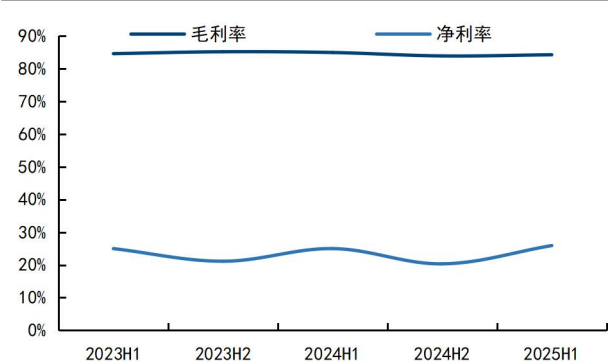
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



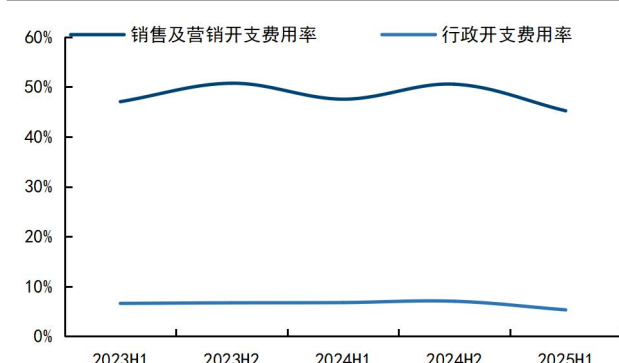
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1138	2792	3150	4123	5345	营业收入	2886	3885	5181	6663	8211
应收款项	215	282	426	548	675	营业成本	438	607	746	937	1128
存货净额	342	324	683	862	1038	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3	50	5	7	8	销售费用	1412	1904	2606	3405	4253
流动资产合计	1698	3447	4265	5539	7066	管理费用	193	267	376	442	520
固定资产	168	279	436	612	802	财务费用	(1)	(3)	0	(7)	(9)
无形资产及其他	42	51	48	46	43	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	174	657	657	657	657	资产减值及公允价值变动	0	0	35	42	50
长期股权投资	12	40	46	54	65	其他收入	43	67	35	40	48
资产总计	2095	4473	5452	6907	8633	营业利润	888	1177	1524	1969	2417
短期借款及交易性金融负债	0	320	0	0	0	营业外净收支	0	0	75	83	90
应付款项	237	268	449	542	623	利润总额	888	1177	1599	2052	2507
其他流动负债	292	364	528	678	837	所得税费用	224	295	416	533	652
流动负债合计	529	951	977	1220	1460	少数股东损益	2	1	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	662	881	1184	1519	1857
其他长期负债	17	19	25	23	24						
长期负债合计	17	19	25	23	24	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	547	970	1002	1243	1484	净利润	662	881	1184	1519	1857
少数股东权益	2	2	1	0	(1)	资产减值准备	0	0	2	0	1
股东权益	1546	3501	4449	5664	7149	折旧摊销	28	34	35	40	48
负债和股东权益总计	2095	4473	5452	6907	8633	公允价值变动损失	0	0	(35)	(42)	(50)
						财务费用	(1)	(3)	0	(7)	(9)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(115)	(475)	(105)	(60)	(63)
每股收益	1.65	1.80	2.42	3.10	3.79	其它	2	1	(2)	(1)	(2)
每股红利	0.00	0.51	0.48	0.62	0.76	经营活动现金流	576	440	1078	1456	1790
每股净资产	3.86	7.15	9.08	11.56	14.59	资本开支	0	(144)	(157)	(172)	(186)
ROIC	47%	31%	35%	53%	58%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	43%	25%	27%	27%	26%	投资活动现金流	(9)	(171)	(163)	(180)	(197)
毛利率	85%	84%	86%	86%	86%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	28%	28%	28%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	29%	29%	29%	29%	支付股利、利息	0	(250)	(237)	(304)	(371)
收入增长	58%	35%	33%	29%	23%	其它融资现金流	(317)	1884	(320)	0	0
净利润增长率	88%	33%	34%	28%	22%	融资活动现金流	(317)	1384	(557)	(304)	(371)
资产负债率	26%	22%	18%	18%	17%	现金净变动	250	1654	358	972	1222
息率	0.0%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	888	1138	2792	3150	4123
P/E	53.0	48.8	36.3	28.3	23.1	货币资金的期末余额	1138	2792	3150	4123	5345
P/B	22.7	12.3	9.7	7.6	6.0	企业自由现金流	543	244	849	1198	1508
EV/EBITDA	44	41	32	25	20	权益自由现金流	226	2131	528	1204	1515

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032