

25H1 业绩高增，期待后续多业务长期发展

2025 年 08 月 31 日

➤ **事件：毛戈平发布 2025 年半年报。**25H1 公司实现营收 25.88 亿元 (yoy+31.28%); 实现净利润 6.70 亿元 (yoy+36.11%)。

➤ **彩妆护肤业务维持高增长，香氛业务进一步丰富产品矩阵。**2025 年上半年，公司实现收入 25.88 亿元，同比+31.28%。分业务收入来看：1) 产品销售，25H1 收入为 25.21 亿元，同比+32.68%。根据公司公告，2025H1 公司收入主要来自 MAOGEPING 的产品销售，其中①彩妆，25H1 收入为 14.22 亿元，同比+31.08%，其中奢华鱼子气垫和光感柔纱凝颜粉饼两个单品的零售额均超过 2 亿元。②护肤，25H1 收入为 10.87 亿元，同比+33.40%。明星单品奢华鱼子面膜及奢华养肤黑霜的零售额分别超过 6 亿元及 2 亿元，此外 25 年新推出的高端护肤黑金焕颜鎏光菁华水零售额超过 1600 万。③香氛，25H1 实现收入 0.11 亿元，公司成功推出“国韵凝香”和“闻道东方”香水系列产品，丰富产品矩阵，增强品牌竞争力。2) 化妆艺术培训及相关销售，25H1 实现营收 0.67 亿元，同比-55.63%，主要系公司严控招生人数和满班率，且自 2025 年起不再收取学员考前培训费。2025 上半年毛戈平 9 所培训机构共招收学员超过 3800 人，同比+0.77%，并且第十所化妆艺术机构即广州分校正在筹备中。

➤ **线上渠道实现高增，销售网络进一步扩张。**分销售渠道来看：2025 上半年公司线下渠道实现收入 12.24 亿元，同比+26.62%，主要系销售及营销力度加大，专柜平均销售额增加，并且向一家高端跨国美妆零售商销售收入恢复增长。线上渠道 25H1 收入 12.97 亿元，同比+38.95%，主要系公司在电商平台的销售及营销活动力度加大。毛戈平的线下渠道主要包括：1) 自营专柜直销；2) 向线下经销商销售；3) 向一家高端跨国美妆零售商销售。25H1 公司成功在杭州湖滨步行街开设首家品牌形象旗舰店，并且入驻北京 SKP、重庆星光 68 百货广场等高端百货商场。线上渠道涵盖天猫、抖音、京东、小红书、淘宝等电商平台，包括：1) 直营网店销售；2) 向线上经销商销售。此外，公司计划升级会员系统，增强用户黏性和品牌忠诚度，进而提高复购率。

➤ **25H1 毛利率为 84.19%，净利率同比+0.92pct 为 25.90%。**25H1 公司实现毛利 21.79 亿元，毛利率为 84.19%，同比-0.70pct。费用率方面：25H1 公司销售费用率为 45.18%，同比-2.36pct；管理费用率为 5.27%，同比-1.49pct。25H1 公司实现净利润 6.70 亿元，对应净利率 25.90%，同比+0.92pct。

➤ **投资建议：**考虑到公司是中国高端美妆龙头，彩妆业务稳健、护肤业务快速增长，拓展香水业务进一步打开想象空间，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 11.2 亿元、14.1 亿元、17.6 亿元，同比+27.0%/+25.7%/+24.9%，对应 25-27 年估值分别为 40X/32X/25X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品推广不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,885	5,052	6,455	8,122
增长率(%)	34.6	30.1	27.8	25.8
归母净利润	881	1,118	1,406	1,756
增长率(%)	33.0	27.0	25.7	24.9
EPS	1.80	2.28	2.87	3.58
P/E	50	40	32	25
P/B	12.7	10.5	7.9	6.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

98.60 港元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.毛戈平 (01318.HK) 2024 年年报点评：彩妆与护肤业务高增，看好高端美妆龙头长期发展-2025/03/30

2.毛戈平 (1318.HK) 首次覆盖报告：何以高端？-2025/01/04

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	3,447	4,384	5,981	7,978
现金及现金等价物	2,792	3,416	4,785	6,492
应收账款及票据	215	260	323	406
存货	324	603	737	909
其他	117	106	135	170
非流动资产合计	1,026	1,070	1,089	1,103
固定资产	279	313	331	342
商誉及无形资产	51	49	50	54
其他	697	707	707	707
资产合计	4,473	5,454	7,070	9,081
流动负债合计	951	1,179	1,412	1,689
短期借贷	320	320	320	320
应付账款及票据	92	119	147	183
其他	539	739	944	1,186
非流动负债合计	19	28	28	28
长期借贷	0	0	0	0
其他	19	28	28	28
负债合计	970	1,206	1,440	1,717
普通股股本	239	239	239	239
储备	3,262	4,006	5,387	7,119
归属母公司股东权益	3,501	4,245	5,627	7,359
少数股东权益	2	3	4	5
股东权益合计	3,504	4,248	5,631	7,364
负债和股东权益合计	4,473	5,454	7,070	9,081

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	969	1,036	1,398	1,704
净利润	881	1,118	1,406	1,756
少数股东权益	1	1	1	1
折旧摊销	78	77	83	86
营运资金变动及其他	9	-160	-92	-139
投资活动现金流	-628	-25	8	38
资本支出	-616	-110	-102	-100
其他投资	-12	85	110	138
筹资活动现金流	1,311	-363	-12	-12
借款增加	279	0	0	0
普通股增加	2,071	0	0	0
已付股利	0	-351	0	0
其他	-1,039	-12	-12	-12
现金净增加额	1,654	624	1,370	1,706

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,885	5,052	6,455	8,122
其他收入	0	0	0	0
营业成本	607	781	965	1,199
销售费用	1,904	2,526	3,324	4,224
管理费用	268	354	420	528
研发费用	32	0	0	0
财务费用	5	-16	-22	-36
权益性投资损益	5	0	0	0
其他损益	71	84	108	136
除税前利润	1,177	1,492	1,876	2,343
所得税	295	373	469	586
净利润	881	1,119	1,407	1,757
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	881	1,118	1,406	1,756
EBIT	1,182	1,476	1,854	2,307
EBITDA	1,261	1,553	1,936	2,394
EPS (元)	1.80	2.28	2.87	3.58

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	34.61	30.06	27.76	25.83
归属母公司净利润	33.04	26.99	25.72	24.91
盈利能力(%)				
毛利率	84.37	84.55	85.05	85.24
净利率	22.67	22.13	21.78	21.62
ROE	25.15	26.34	24.99	23.87
ROIC	23.15	24.24	23.36	22.52
偿债能力				
资产负债率(%)	21.68	22.12	20.36	18.91
净负债比率(%)	-70.55	-72.88	-79.31	-83.81
流动比率	3.62	3.72	4.24	4.72
速动比率	3.23	3.20	3.71	4.18
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.02	1.03	1.01
应收账款周转率	20.87	21.31	22.17	22.29
应付账款周转率	6.21	7.39	7.24	7.25
每股指标 (元)				
每股收益	1.80	2.28	2.87	3.58
每股经营现金流	1.98	2.11	2.85	3.48
每股净资产	7.14	8.66	11.48	15.01
估值比率				
P/E	50	40	32	25
P/B	12.7	10.5	7.9	6.0
EV/EBITDA	32.79	26.61	21.34	17.27

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048