毛戈平（01318.HK）

品类协同高质量增长，25H1 延续业绩高增

公司 25H1 实现营收 25.9 亿元，同比+31.3%；净利润 6.7 亿元，同比+36.1%。彩妆、护肤双品类齐头并进，大单品势能向上，复购率持续提升。我们看好毛戈平作为稀缺的高端国货品牌长期高质量增长，预计 2025-2027 年净利润分别为 11.80 亿、15.51 亿、19.94 亿元，同比+34%、+31%、+29%，对应 25PE36.4X，维持“强烈推荐”评级。

- **公司发布 2025 年中期业绩，符合预期。**2025 年上半年公司实现营收 25.9 亿元，同比+31.3%；净利润 6.7 亿元，同比+36.1%，整体业绩表现符合预期。**收入拆分来看：**
- **1）按品类拆分，护肤彩妆齐头并进：**2025H1 彩妆收入 14.2 亿元，同比+31.1%；护肤收入 10.9 亿元，同比+33.4%；新拓展的香氛品类收入 0.1 亿元；培训业务收入 0.7 亿元，同比-5.9%。彩妆和护肤品类增长均主要由销量增长驱动，彩妆销量+36.8%/均价-4.2%，护肤销量+31.6%/均价+1.4%。**大单品势能强劲，**25H1 奢华鱼子面膜零售额超 6 亿元，奢华养肤黑霜、奢华鱼子气垫、光感柔纱凝颜粉饼零售额均超 2 亿元。
- **2）按销售渠道拆分，线上线下均呈较快增长：**①2025H1 线下渠道收入 12.2 亿元，同比+26.6%；其中线下直销 10.94 亿元，同比+25.0%；线下经销 0.52 亿元，同比+27.7%；丝芙兰等高端零售商渠道 0.79 亿元，同比+53.8%。截至 2025H1 末品牌专柜数量达 437 个，半年净增 28 个，期内新入驻北京 SKP、重庆星光 68 等高端百货商场，影响力持续提升。②2025H1 线上渠道收入 13.0 亿元，同比+39.0%，整体保持高增长；其中线上直销 10.24 亿元，同比+38.9%；线上经销 2.73 亿元，同比+38.9%。
- **品牌势能持续向上，消费者粘性提升。**2025H1 整体复购率 26.8%，同比+2.0pct；其中线上复购率 24.1%，同比+2.6pct；线下复购率 30.3%，同比+1.6pct。
- **盈利能力维持高位，费用投放效率提升。**2025H1 公司毛利率 84.2%，同比-0.7pct，基本保持稳定。分品类看，彩妆毛利率 82.7%/-0.9pct、护肤毛利率 87.5%/-0.2pct；分渠道看，线上毛利率 83.9%/-0.5pct、线下毛利率 85.7%/-0.6pct。费用方面，2025H1 销售费用率 45.2%，同比-2.3pct；管理费用率 5.3%，同比-1.5pct。综合影响下，2025H1 公司销售净利率 25.9%，同比+0.9pct，盈利能力有所提升。
- **盈利预测及投资评级：**作为国内稀缺的高端定位彩妆师品牌，毛戈平处于品牌势能上升期，产品方面有爆品驱动+第二梯队矩阵布局，渠道方面线下门店稳步扩张、线上渠道运营强化，复购粘性增加，品牌仍有较大增长空间。我们预计 2025-2027 年净利润分别为 11.80 亿、15.51 亿、19.94 亿元，同比+34%、+31%、+29%，对应 25PE36.4X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争激烈的风险，产品推广及销售不及预期的风险，渠道拓展不及预期的风险，线上营销流量成本上升导致费用率持续提升的风险。

强烈推荐（维持）

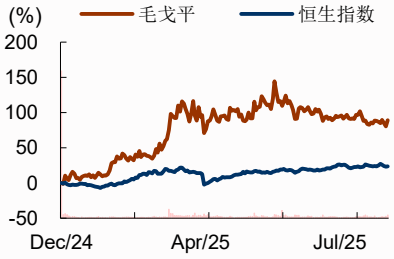
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：98.6 港元

基础数据

总股本（百万股）	490
香港股（百万股）	262
总市值（十亿港元）	48.3
香港股市值（十亿港元）	25.8
每股净资产（港元）	8.4
ROE（TTM）	21.3
资产负债率	17.6%
主要股东	毛戈平
主要股东持股比例	29.9393%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	27	233
相对表现	0	18	192



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《毛戈平（01318）—2024 年实现高质量增长，产品&渠道优势稳步扩张》2025-03-30
2、《毛戈平（01318）—国内稀缺的高端美妆领导者，差异化定位构建护城河》2024-12-17

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王雪玉 S1090525070005
wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2886	3885	5120	6676	8522
同比增长	58%	35%	32%	30%	28%
营业利润(百万元)	843	1105	1498	1978	2561
同比增长	93%	31%	36%	32%	29%
归母净利润(百万元)	662	881	1180	1551	1994
同比增长	88%	33%	34%	31%	29%
每股收益(元)	11.03	1.84	2.47	3.24	4.17
PE	8.1	48.8	36.4	27.7	21.6
PB	3.5	12.3	9.9	7.8	6.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1698	3447	4065	5420	7155
现金及现金等价物	1138	2792	3196	4282	5699
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	158	215	283	369	471
其它应收款	57	67	88	115	147
存货	342	324	432	568	728
其他流动资产	3	50	66	86	110
非流动资产	397	1026	1078	1111	1133
长期投资	12	40	40	40	40
固定资产	168	279	330	364	385
无形资产	55	669	669	669	669
其他	162	38	38	38	38
资产总计	**2095**	**4473**	**5142**	**6531**	**8287**
流动负债	529	951	784	975	1201
应付账款	104	92	123	161	207
应交税金	134	176	176	176	176
短期借款	0	320	0	0	0
其他	292	364	485	638	818
长期负债	17	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	19	19	19	19
负债合计	**547**	**970**	**802**	**993**	**1219**
股本	60	239	239	239	239
储备	1486	3262	4098	5294	6823
少数股东权益	2	2	3	4	6
归属于母公司所有者权益	1546	3501	4337	5534	7062
负债及权益合计	**2095**	**4473**	**5142**	**6531**	**8287**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	700	969	1138	1496	1926
净利润	662	881	1180	1551	1994
折旧与摊销	70	79	98	116	128
营运资本变动	(62)	(7)	(61)	(77)	(92)
其他非现金调整	30	16	(78)	(94)	(103)
投资活动现金流	(195)	(628)	(61)	(55)	(45)
资本性支出	(205)	(616)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产现金	0	1	1	1	1
投资增减	10	287	0	0	0
其它	20	275	89	95	105
筹资活动现金流	(255)	1311	(674)	(354)	(465)
债务增减	(28)	279	(320)	0	0
股本增减	0	2071	0	0	0
股利支付	0	0	344	354	465
其它筹资	(227)	(1039)	(10)	0	0
其它调整	(0)	0	(689)	(708)	(930)
现金净增加额	250	1654	404	1087	1416

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	2886	3885	5120	6676	8522
主营收入	2886	3885	5120	6676	8522
营业成本	438	607	810	1065	1366
毛利	2448	3278	4310	5612	7156
营业支出	1605	2172	2812	3633	4595
营业利润	843	1105	1498	1978	2561
利息支出	2	5	10	0	0
利息收入	0	0	24	30	40
权益性投资损益	(1)	5	5	5	5
其他非经营性损益	48	72	60	60	60
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	888	1177	1578	2073	2666
所得税	224	295	397	521	671
少数股东损益	2	1	1	1	2
归属普通股东净利润	662	881	1180	1551	1994
EPS(元)	11.03	1.84	2.47	3.24	4.17

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	58%	35%	32%	30%	28%
营业利润	93%	31%	36%	32%	29%
净利润	88%	33%	34%	31%	29%
获利能力					
毛利率	84.8%	84.4%	84.2%	84.1%	84.0%
净利率	22.9%	22.7%	23.0%	23.2%	23.4%
ROE	42.8%	25.2%	27.2%	28.0%	28.2%
ROIC	43.0%	23.1%	27.4%	28.0%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	21.7%	15.6%	15.2%	14.7%
净负债比率	0.0%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.6	5.2	5.6	6.0
速动比率	2.6	3.3	4.6	5.0	5.4
营运能力					
资产周转率	1.4	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	1.4	1.8	2.1	2.1	2.1
应收帐款周转率	16.0	15.7	15.7	15.6	15.5
应付帐款周转率	4.0	6.2	7.5	7.5	7.4
每股资料(元)					
每股收益	11.03	1.84	2.47	3.24	4.17
每股经营现金	11.66	2.02	2.38	3.13	4.03
每股净资产	25.76	7.32	9.07	11.57	14.76
每股股利	0.00	0.72	0.74	0.97	1.25
估值比率					
PE	8.1	48.8	36.4	27.7	21.6
PB	3.5	12.3	9.9	7.8	6.1
EV/EBITDA	5.0	3.8	2.9	2.2	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。