

毛戈平(01318)

报告日期: 2025 年 08 月 31 日

业绩高增、经营提质，多品类、多渠道协同发力

——毛戈平 2025 年中报点评

投资要点

- **业绩高增，1H25 营收/归母净利润同比+31.3%/+36.1%**
 - 1) 1H25 营收 25.9 亿元、同比+31.3%（靠近预告上限，此前预告收入 25.7-26 亿元），净利润 6.7 亿元、同比+36.1%（接近预告中值，此前预告净利润 6.65-6.75 亿元）。
 - 2) 毛销差扩大，盈利水平逆势提升。1H25 毛利率 84.2%、同比-0.7PCT、主因系彩妆产品迭代升级导致单位成本上升及培训业务增加师资，销售费率同比-2.4PCT 至 45.2%、主要系重视投放 ROI 和提升自播能力，管理费用率同比-1.5PCT 至 5.3%，净利率同比+0.9PCT 至 25.9%。
- **彩妆+护肤双轮驱动、大单品引领，香氛品类崭露头角、第二增长曲线值得期待**

1H25 彩妆/护肤收入 14.22/10.87 亿元、同比+31.1%/+33.4%、占比 55%/42%。上新保持良好节奏，上半年共开发和升级了约 70 个单品。

 - ✓ **彩妆**：构建光影+底妆+色彩矩阵，上半年奢华鱼子气垫、光感柔纱凝颜粉饼大单品零售额超过 2 亿元、3 月上新的晶璨星穹眼影零售额超过 400 万元。
 - ✓ **护肤**：产品线完整，上半年奢华养肤黑霜等大单品零售额均超 2 亿元，奢华鱼子面膜零售额超 6 亿元，新品黑金焕颜精萃水零售额 1600 万元。
 - ✓ **香氛**：5 月推出“闻道东方”系列（包含 13 个 SKU），1H25 贡献收入 1141 万元（销量 3.54 万件、均价 322.3 元/件）、占比 0.4%。
- **线上延续强劲增长，线下聚焦高端升级+店效提升，复购率持续提升**

线上：1H25 收入同比增长 39.0%至 12.97 亿元，占比提升至 51.4%，复购率 24.1%、同比+2.6PCT；

线下：1H25 复购率 30.3%、同比+1.6PCT，收入同比+26.6%至 12.24 亿元，其中可比自营专柜平均收入同比+20.8%至 290 万元，成功进驻北京 SKP、重庆星光 68 等国内顶级高端百货，并在杭州核心商圈开设首家品牌形象旗舰店，截至 25H1 共拥有 405 个自营专柜和 32 个经销商专柜。
- **盈利预测与估值**

看好公司高端定位+东方审美稀缺性，多品类、多渠道协同发力。预计 25-27 年归母净利润 12.00/15.47/19.71 亿元、同比+36%/+29%/+27%，当前市值对应 PE 34/26/21 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**

新品拓展不及预期，营销投放效果不及预期，行业竞争加剧

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

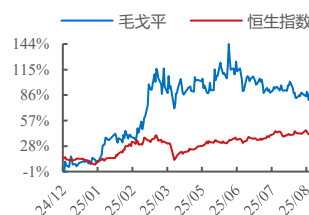
分析师：罗晓婷
执业证书号：S1230525020003
luoxiaoting@stocke.com.cn

分析师：周舒怡
执业证书号：S1230525060002
zhoushuyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$98.60
总市值(百万港元)	48,332.43
总股本(百万股)	490.19

股票走势图



相关报告

- 1 《彩妆势能超预期，线上高增线下稳健，未来可期》 2025.04.14
- 2 《再论毛戈平商业模式与核心壁垒：个人 IP+化妆学校+线下服务》 2025.02.10
- 3 《毛戈平：成功路径难以复制的高端国货美妆》 2024.12.26

财务摘要

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3885	5143	6620	8380
(+/-) (%)	35%	32%	29%	27%
归母净利润	881	1200	1547	1971
(+/-) (%)	33%	36%	29%	27%
每股收益(元)	2.18	2.45	3.16	4.02
P/E	24.44	33.68	26.12	20.50

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,447	4,398	6,108	8,291	营业收入	3,885	5,143	6,620	8,380
现金	2,792	3,526	4,991	6,881	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	215	286	368	466	营业成本	607	828	1,056	1,330
存货	324	437	557	702	销售费用	1,904	2,427	3,151	4,006
其他	117	149	192	243	管理费用	268	309	384	473
非流动资产	1,026	1,098	1,146	1,192	研发费用	32	46	60	75
固定资产	279	305	328	350	财务费用	5	7	2	(10)
无形资产	51	66	70	74	除税前溢利	1,177	1,602	2,065	2,631
其他	697	727	747	767	所得税	295	400	516	658
资产总计	4,473	5,495	7,254	9,483	净利润	881	1,201	1,549	1,973
流动负债	951	1,140	1,374	1,653	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	320	320	320	320	归属母公司净利润	881	1,200	1,547	1,971
应付账款及票据	92	115	147	185					
其他	539	705	907	1,148	EBIT	1,182	1,609	2,068	2,621
非流动负债	19	28	28	28	EBITDA	1,261	1,638	2,100	2,655
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	2.18	2.45	3.16	4.02
其他	19	28	28	28					
负债合计	970	1,168	1,402	1,681					
普通股股本	239	239	239	239	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	3,262	4,085	5,609	7,556	成长能力				
归属母公司股东权益	3,501	4,324	5,848	7,795	营业收入	34.61%	32.38%	28.72%	26.59%
少数股东权益	2	3	5	7	归属母公司净利润	33.04%	36.29%	28.93%	27.40%
股东权益合计	3,504	4,328	5,853	7,802	获利能力				
负债和股东权益	4,473	5,495	7,254	9,483	毛利率	84.37%	83.89%	84.05%	84.13%
					销售净利率	22.67%	23.34%	23.38%	23.52%
					ROE	25.15%	27.75%	26.46%	25.29%
					ROIC	23.15%	25.96%	25.12%	24.20%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	969	1,135	1,480	1,878	资产负债率	21.68%	21.25%	19.32%	17.72%
净利润	881	1,200	1,547	1,971	净负债比率	-70.55%	-74.07%	-79.81%	-84.09%
少数股东权益	1	1	2	2	流动比率	3.62	3.86	4.45	5.02
折旧摊销	78	29	32	34	速动比率	3.23	3.42	3.98	4.53
营运资金变动及其他	9	(96)	(101)	(130)	营运能力				
投资活动现金流	(628)	(14)	19	46	总资产周转率	1.18	1.03	1.04	1.00
资本支出	(616)	(70)	(60)	(60)	应收账款周转率	20.87	20.56	20.26	20.11
其他投资	(12)	56	79	106	应付账款周转率	6.21	8.00	8.07	8.03
筹资活动现金流	1,311	(363)	(10)	(10)	每股指标 (元)				
借款增加	279	0	0	0	每股收益	2.18	2.45	3.16	4.02
普通股增加	2,071	0	0	0	每股经营现金流	2.02	2.31	3.02	3.83
已付股利	0	(353)	0	0	每股净资产	7.32	8.82	11.93	15.90
其他	(1,039)	(10)	(10)	(10)	估值比率				
现金净增加额	1,654	734	1,466	1,889	P/E	24.44	33.68	26.12	20.50
					P/B	7.28	9.35	6.91	5.19
					EV/EBITDA	18.26	22.72	17.03	12.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>