

营收利润快速增长，大单品及线上渠道表现亮眼

买入|维持**——毛戈平 (1318.HK) 2025 年半年报点评****事件：**

公司发布 2025 年半年度报告。

点评：**● 营收利润均实现快速增长，净利率持续优化**

25H1 公司实现营业收入 25.88 亿元，同比增长 31.28%，实现归属母公司净利润 6.7 亿元，同比增长 36.11%。盈利能力方面，25H1 公司毛利率为 84.19%，同比下降 0.7pct，净利率为 25.9%，同比提升 0.92pct。费用率方面，25H1 公司销售费用率为 45.18%，同比下降 2.36pct，管理费用率为 5.27%，同比下降 1.49pct。

● 彩妆护肤品类双轮驱动，大单品热销，香氛系列持续扩充

分品类来看，25H1 彩妆品类实现收入 14.22 亿元，同比增长 31.1%，毛利率 82.7%，同比微降 0.9pct，单件平均售价 157 元（去年同期为 164 元）。底妆类明星单品持续热销，其中奢华鱼子气垫和小金扇粉饼单款零售额超 2 亿元。护肤品类收入 10.87 亿元，同比增长 33.4%，毛利率 87.5%，同比基本持平。单件平均售价 351 元（去年同期为 347 元）。大单品奢华鱼子面膜及养肤黑霜零售额分别超 6 亿元/2 亿元，25 年新品黑金焕颜精华水零售额超 1600 万元。香氛品类实现收入 1141 万元，毛利率 77.6%，单件平均售价 322 元。25H1 公司推出国蕴凝香和闻道东方两大高端系列，持续丰富产品矩阵。化妆艺术培训及销售实现收入 6731 万元，同比下降 5.9%，毛利率 62.9%，同比下降 9.5pct，主因师资扩充导致人力成本上升。

● 线下渠道同店增速 21%，线上渠道增长亮眼

分渠道来看，25H1 公司线下渠道收入 12.24 亿元，同比增长 26.6%。截至 25H1 公司拥有 405 个自营专柜（较 24 年底增加 27 个）以及 32 个经销商专柜。25H1 公司自营可比专柜平均收入 290 万元，同比增长约 21%，新入驻北京 SKP、重庆星光等高端百货，专柜位置和设计持续升级。线上渠道立足线下渠道建立的坚实品牌形象、产品优势及用户忠诚度稳步扩张，25H1 实现收入 12.97 亿元，同比增长 39.0%。公司加强建设线上线下会员体系，总体复购率达到 26.8%，同比提升 2pct。

● 投资建议与盈利预测

公司是国货高端美妆品牌领导者，多年深耕百货专柜渠道奠定品牌基础，线上渠道及护肤品类贡献增量。我们预计 2025-2027 公司实现归母净利润分别为 12.16/15.22/18.86 亿元，对应 PE 为 36/29/23x，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品拓展不及预期的风险，品牌竞争加剧风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2885.96	3884.69	5148.86	6512.99	8125.48
收入同比(%)	57.78	34.61	32.54	26.49	24.76
归母净利润(百万元)	661.93	880.61	1,215.55	1,521.91	1,886.08
归母净利润同比(%)	88.01	33.04	38.04	25.20	23.93
每股收益(元)	1.35	1.80	2.48	3.10	3.85
市盈率(P/E)	66.42	50.00	36.24	28.94	23.35

资料来源：Wind,国元证券研究所

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 徐梓童

执业证书编号 S0020525080002

电话 021-51097188

邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

表 1：毛戈平利润表预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1829.11	2885.96	3884.69	5148.86	6512.99	8125.48
增长率	15.96%	57.78%	34.61%	32.54%	26.49%	24.76%
销售成本	-295.83	-437.72	-607.18	-816.81	-1046.38	-1314.49
毛利	1533.28	2448.25	3277.51	4332.05	5466.60	6810.99
毛利率	83.83%	83.63%	84.37%	84.14%	83.93%	83.82%
销售及经销开支	-962.44	-1412.36	-1904.06	-2471.45	-3126.23	-3900.23
行政开支	-133.04	-192.09	-267.77	-308.93	-377.75	-463.15
其他开支	-0.20	-0.82	-0.46	-0.51	-0.60	-0.55
其他收入	33.38	46.63	68.36	68.50	68.43	68.47
其他收益或亏损净额	-0.87	1.00	3.43	2.22	0.54	1.26
财务费用	-3.12	-2.03	-5.29	-2.56	-3.00	-3.00
金融资产减值亏损拨备净额	-0.87	1.00	3.43	2.22	0.54	1.26
税前利润	466.99	887.86	1176.75	1621.47	2030.15	2515.94
所得税开支	-114.89	-224.39	-295.42	-405.37	-507.54	-628.99
年内利润	352.10	663.47	881.33	1216.10	1522.61	1886.96
以下各方应占：						
母公司所有人	352.08	661.93	880.61	1215.55	1521.91	1886.08
非控股权益	0.01	1.54	0.72	0.55	0.71	0.88

资料来源：公司公告，Wind，IFind，国元证券研究所

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027