

毛戈平：业绩高增彰显高端化实力，多维布局开拓成长空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.62/2.62
总市值/流通(亿港元) 254.51/254.51
12 个月内最高/最低价 130.6/47.65 (港元)

相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：公司公布 2025H1 业绩，2025H1 公司实现营业收入 25.9 亿元，同比+31.3%，实现归母净利润 6.7 亿元，同比+36.1%，2025H1 公司收入、利润高增。

彩妆、护肤快速增长，香氛新业务开局良好，线上渠道占比超过线下。分业务来看，2025H1 彩妆/护肤/香氛/化妆培训及销售分别实现收入 14.2/10.9/0.1/0.7 亿元，同比+31.1%/+33.4%/+新拓展/-5.9%。彩妆业务中底妆产品销售表现持续高增，持续维持行业领先地位，抖音平台官方榜单显示，彩妆产品于抖音商城 3·8 好物节和 6·18 好物节期间夺得彩妆类目榜第一名。护肤品业务中两款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，于今年推出的高端护肤品黑金焕颜臻光菁华水在报告期内实现零售额超过 0.16 亿元。公司推出香氛新品丰富产品矩阵，增强品牌在更广阔的化妆品市场中的吸引力和竞争定位。截至 2025H1 公司产品组合包括涵盖彩妆、护肤及香氛的超过 400 个单品。从渠道来看，公司线上、线下渠道实现收入 12.97/12.24 亿元，同比 39.0%/+26.6%，线上收入首次超过线下，线下单柜效率显著提升。截至 2025H1 末品牌线上/线下渠道会员人数分别为 1340/560 万人，2025H1 线上/线下会员复购率分别为 24.1%/30.3%，同比分别+2.6pct/+1.6pct，消费者忠诚度持续提升。

运营效率持续改善，盈利能力提升。2025H1 公司毛利率 84.2%，同比-0.7pcts，2025H1 彩妆/护肤/香氛/化妆培训及销售毛利率分别为 82.7%/87.5%/77.6%/62.9%，同比-0.9/-0.2/新拓展/-9.5pcts，化妆培训及销售毛利率下降主要由于扩大师资后人员成本增加所致。2025H1 销售/管理费用率 45.2%/5.3%，同比-2.3/-1.5pcts，费用率的下降主要源于公司规模效应显现和精细化运营管理能力的提升。在毛利率基本稳定的情况下，通过费用端的有效管控，公司净利率同比提升 0.9pcts 至 25.9%。

投资建议：预计 2025-2027 年收入增速分别为 34%/30%/29%，归母净利润增速分别为 34%/30%/29%，EPS 分别为 2.41/3.13/4.04 元，对应当前股价 PE 分别为 37x/28x/22x，我们按照 2026 年业绩给予 30 倍并按照 0.91:1 的汇率，调整目标价至 103.19 港元，给予“增持”评级。

风险提示：新品推广、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3885	5116	6683	8572
营业收入增长率(%)	35%	32%	31%	28%
归母净利(百万元)	881	1184	1537	1982
净利润增长率(%)	33%	34%	30%	29%
摊薄每股收益(元)	2.18	2.41	3.13	4.04
市盈率(PE)	24.32	36.63	28.22	21.87

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,447	4,570	5,844	7,511
现金	2,792	3,518	4,568	5,906
应收账款及票据	215	293	372	481
存货	324	640	738	901
其他	117	118	165	223
非流动资产	1,026	1,033	1,033	1,037
固定资产	279	265	252	239
无形资产	51	48	46	43
其他	697	720	736	754
资产总计	4,473	5,602	6,877	8,548
流动负债	951	1,383	1,758	2,262
短期借款	320	427	568	758
应付账款及票据	92	212	228	280
其他	539	745	962	1,224
非流动负债	19	28	28	28
长期债务	0	0	0	0
其他	19	28	28	28
负债合计	970	1,411	1,786	2,290
普通股股本	239	239	239	239
储备	3,262	3,948	4,846	6,011
归属母公司股东权益	3,501	4,187	5,085	6,250
少数股东权益	2	3	6	8
股东权益合计	3,504	4,191	5,091	6,258
负债和股东权益	4,473	5,602	6,877	8,548

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	969	1,040	1,444	1,826
净利润	881	1,184	1,537	1,982
少数股东权益	1	1	2	2
折旧摊销	78	16	16	15
营运资金变动及其他	9	-161	-110	-173
投资活动现金流	-628	77	103	140
资本支出	-616	0	0	0
其他投资	-12	77	103	140
筹资活动现金流	1,311	-367	-473	-603
借款增加	279	107	142	189
普通股增加	2,071	0	0	0
已付股利	0	-473	-615	-793
其他	-1,039	0	0	0
现金净增加额	1,654	727	1,050	1,338

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,885	5,116	6,683	8,572
其他收入	0	0	0	0
营业成本	607	825	1,059	1,348
销售费用	1,904	2,405	3,174	4,072
管理费用	268	355	456	590
研发费用	32	42	55	71
财务费用	5	0	0	0
除税前溢利	1,177	1,580	2,055	2,648
所得税	295	395	516	664
净利润	881	1,185	1,539	1,984
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	881	1,184	1,537	1,982

EBIT	1,182	1,580	2,055	2,648
EBITDA	1,261	1,596	2,071	2,663
EPS (元)	2.18	2.41	3.13	4.04

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	34.61%	31.70%	30.62%	28.27%
归属母公司净利润	33.04%	34.42%	29.81%	28.99%
获利能力				
毛利率	84.37%	83.88%	84.15%	84.28%
销售净利率	22.67%	23.14%	22.99%	23.12%
ROE	25.15%	28.27%	30.22%	31.71%
ROIC	23.15%	25.66%	27.19%	28.28%
偿债能力				
资产负债率	21.68%	25.19%	25.97%	26.79%
净负债比率	-70.55%	-73.77%	-78.57%	-82.27%
流动比率	3.62	3.30	3.32	3.32
速动比率	3.23	2.82	2.88	2.89
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.02	1.07	1.11
应收账款周转率	20.87	20.15	20.08	20.10
应付账款周转率	6.21	5.43	4.82	5.31
每股指标 (元)				
每股收益	2.18	2.41	3.13	4.04
每股经营现金流	2.02	2.12	2.95	3.73
每股净资产	7.32	8.54	10.37	12.75
估值比率				
P/E	24.32	36.63	28.22	21.87
P/B	7.24	10.35	8.53	6.94
EV/EBITDA	18.16	25.22	19.01	14.35

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。