



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 11 日

基础数据

09 月 10 日收盘价（港元）	105.60
总市值（亿港元）	517.44
总股本（亿股）	4.90

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外消费】毛戈平（01318.HK）深度报告：国货高端美妆标杆，体验渠道护肤共筑成长-2025.05.27

【兴证海外消费】毛戈平（01318.HK）大单品矩阵稳固，品类与渠道扩张持续-2025.04.03

【兴证海外消费】毛戈平（01318.HK）跟踪报告：难以复制的高端国货美妆品牌，护肤品开辟第二增长曲线-2025.02.20

分析师：宋婧茹

S0190520050002
BQI321
songjingru@xyzq.com.cn

分析师：陈雅雯

S0190524010001
请注意：陈雅雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
chenyawen@xyzq.com.cn

毛戈平(01318.HK)

彩妆大单品持续放量，香氛矩阵蓄势待发

投资要点：

- **彩妆与护肤双轮驱动**：公司 2025H1 销售额 25.88 亿元，同比增长 31.3%。其中，彩妆收入 14.22 亿元，占比 55.1%，同比增速 31.1%，核心底妆系列（鱼子气垫、柔纱粉饼）两大单品零售额均突破 2 亿元，验证了大单品策略的持续兑现。公司 5 月首发的闻道东方故宫联名香水两个月录得 1,141 万元销售额，香水占美妆收入 0.4%，预计全年将再推多款东方调香新品。护肤收入 10.87 亿元，占比 42.0%，同比增长 33.4%，鱼子面膜与黑霜两大明星单品持续放量，下半年将上市黑金焕颜系列精华水及身体霜，进一步丰富高阶抗衰矩阵。
- **毛利率短期承压，费用率优化助推净利率提升**：2025H1 公司毛利率 84.2%，同比下降 0.7 个百分点，主要因彩妆升级迭代带来的单位成本上升以及培训业务师资投入增加。销售及分销费用率 45.2%，同比降低 2.3 个百分点。受益于经营效率提升及上市开支减少，净利率同比提升 0.9 个百分点至 25.9%，净利润 6.70 亿元，同比增长 36.1%。
- **高端定位持续夯实，多品类+多渠道打开长期空间**：期内公司会员总数突破 1900 万人，线下复购率 30.3%，线上复购率 24.1%，品牌粘性持续增强。展望未来，公司有望围绕东方美学，继续推出进阶香水、高阶护肤及多效彩妆新品；渠道端坚持“百货+购物中心”线下深耕与“内容+直播”线上提效并举，并计划于下半年落地香港海港城专柜，同步拓展新加坡、日韩等海外市场。
- **维持“增持”评级**：毛戈平下半年得益于低基数效应，叠加四季度新品推出，有望延续增长势头。公司凭借高端会员体系和东方美学定位持续巩固品牌溢价。我们预计公司 2025-2027 年收入增速为 32.9%/29.2%/25.8%；2025-2027 年经调整净利润增速分别为 35.2%/29.0%/23.4%。
- **风险提示**：1)市场竞争加剧；2)宏观环境因素影响超预期；3)新产品研发受阻或市场接受度不及预期；4)负面新闻或产品事件。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,885	5,162	6,671	8,391
同比增长(%)	34.6	32.9	29.2	25.8
经调整净利润(百万元)	924	1,250	1,613	1,989
同比增长(%)	39.1	35.2	29.0	23.4
毛利率(%)	84.4	85.1	85.5	85.3
经调整净利润率(%)	23.8	24.2	24.2	23.7
净资产收益率(%)	25.2	26.1	25.2	23.8
每股收益(元)	2.18	2.58	3.34	4.13

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

彩妆与护肤双轮驱动：公司 2025H1 销售额 25.88 亿元，同比增长 31.3%。其中，彩妆收入 14.22 亿元，占比 55.1%，同比增速 31.1%，核心底妆系列（鱼子气垫、柔纱粉饼）两大单品零售额均突破 2 亿元，验证了大单品策略的持续兑现。公司 5 月首发的闻道东方故宫联名香水两个月录得 1,141 万元销售额，香水占美妆收入 0.4%，预计全年将再推多款东方调香新品。护肤收入 10.87 亿元，占比 42.0%，同比增长 33.4%，鱼子面膜与黑霜两大明星单品持续放量，下半年将上市黑金焕颜系列精华水及身体霜，进一步丰富高阶抗衰矩阵。

毛利率短期承压，费用率优化助推净利率提升：2025H1 公司毛利率 84.2%，同比下降 0.7 个百分点，主要因彩妆升级迭代带来的单位成本上升以及培训业务师资投入增加。销售及分销费用率 45.2%，同比降低 2.3 个百分点。受益于经营效率提升及上市开支减少，净利率同比提升 0.9 个百分点至 25.9%，净利润 6.70 亿元，同比增长 36.1%。

高端定位持续夯实，多品类+多渠道打开长期空间：期内公司会员总数突破 1900 万人，线下复购率 30.3%，线上复购率 24.1%，品牌粘性持续增强。展望未来，公司有望围绕东方美学，继续推出进阶香水、高阶护肤及多效彩妆新品；渠道端坚持“百货+购物中心”线下深耕与“内容+直播”线上提效并举，并计划于下半年落地香港海港城专柜，同步拓展新加坡、日韩等海外市场。

维持“增持”评级：毛戈平下半年得益于低基数效应，叠加四季度新品推出，有望延续增长势头。公司凭借高端会员体系和东方美学定位持续巩固品牌溢价。我们预计公司 2025-2027 年收入增速为 32.9%/29.2%/25.8%；2025-2027 年经调整净利润增速分别为 35.2%/29.0%/23.4%。

风险提示：1)市场竞争加剧：激烈竞争或导致公司市场份额提升不达预期；2)其他可能影响宏观环境因素：各地疫情爆发及其他可能性宏观因素或影响公司收入；3)新产品研发受阻或市场接受度不及预期：公司收入增速或将放缓；4)负面新闻或产品事件：或对公司声誉造成影响。

附表

资产负债表				
单位：百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动资产	1,026	1,041	1,056	1,071
物业、厂房及设备	279	294	309	324
投资物业	3	3	3	3
使用权资产	667	667	667	667
其他无形资产	3	3	3	3
于子公司的投资	37	37	37	37
递延税项资产	38	38	38	38
流动资产	3,447	4,795	6,530	8,662
存货	324	423	529	676
贸易应收款项及应收票据	215	285	368	463
预付款项、其他应收款项及其他资产	62	62	62	62
限制性现金	50	50	50	50
现金及现金等价物	2,796	3,975	5,520	7,410
资产合计	4,473	5,837	7,586	9,733
流动负债	951	1,080	1,231	1,404
贸易应收款项	92	92	92	92
其他应付款项及应计费用	390	519	670	843
应付关联方款项	3	3	3	3
拨备	0	0	0	0
应付税项	120	120	120	120
非流动负债	19	19	19	19
租赁负债	19	19	19	19
负债合计	970	1,098	1,250	1,423
股本	239	239	239	239
储备	3,262	4,497	6,095	8,069
权益总额	3,504	4,738	6,336	8,311
负债及权益合计	4,473	5,837	7,586	9,733

现金流量表				
单位：百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	969	1,193	1,560	1,905
投资活动产生现金流量	-628	-15	-15	-15
融资活动产生现金流量	1,311	0	0	0
现金净变动	1,652	1,178	1,545	1,890
现金的期初余额	1,138	2,796	3,975	5,520
现金的期末余额	2,796	3,975	5,520	7,410

利润表				
单位：百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,885	5,162	6,671	8,391
销售成本	607	771	964	1,233
毛利	3,278	4,391	5,707	7,158
销售即经销开支	1,904	2,493	3,222	4,053
行政开支	268	310	400	487
经营溢利	1,165	1,647	2,130	2,633
除税前利润	1,177	1,647	2,130	2,633
所得税开支	295	412	533	658
经调整净利润	924	1,250	1,613	1,989
每股收益	2.18	2.58	3.34	4.13
主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性 (%)				
营业收入增长率	34.6	32.9	29.2	25.8
营业利润增长率	31.1	41.4	29.4	23.6
经调整净利润增长率	39.1	35.2	29.0	23.4
盈利能力 (%)				
毛利率	84.4	85.1	85.5	85.3
净利率	22.7	23.9	24.0	23.5
ROE	25.2	26.1	25.2	23.8
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.7	18.8	16.5	14.6
流动比率	3.6	4.4	5.3	6.2
速动比率	3.3	4.0	4.9	5.7
营运能力 (次)				
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	18.1	18.1	18.1	18.1
每股资料				
每股收益 (元)	2.18	2.58	3.34	4.13
估值比率 (倍)				
PE (收盘价)	45	38	29	24
PB (收盘价)	13.3	9.8	7.3	5.6

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在

最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk