

## 毛戈平 (01318.HK)

## 强烈推荐 (维持)

## 2025 业绩延续高增长，稳步推进多品类、全球化布局

2025 年公司业绩稳健增长，全年营收同比+30.0%，净利润同比+36.7%，盈利能力稳中向上。彩妆护肤双轮驱动，大单品战略持续验证，线上线下渠道共振。我们预计 2026-2028 年净利润分别为 15.85 亿、20.27 亿、25.41 亿元，同比+32%、+28%、+25%，对应 26PE20.6X，维持“强烈推荐”评级。

- 2025 年公司业绩稳健增长。公司全年实现营收 50.50 亿元，同比+30.0%；净利润 12.04 亿元，同比+36.7%。
- 彩妆护肤双轮驱动，品类矩阵延展。2025 年彩妆实现收入 29.96 亿元，同比+30.0%；护肤收入 18.73 亿元，同比+31.1%；香氛收入 3384 万元(新业务)；培训及相关销售收入 1.47 亿元，同比-2.8%。彩妆和护肤增长均主要由销量增长驱动，彩妆销量+30.9%，同比均价-0.6%，护肤销量+24.6%，同比均价+5.2%。大单品战略持续验证，2025 年奢华鱼子面膜零售额突破 10 亿元，光感柔纱凝颜粉饼、鱼子气垫、黑霜等核心单品零售额均超 3 亿元。
- 线上线下渠道共振，全球化布局开启。2025 年线下渠道实现收入 24.26 亿元，同比+24.5%；其中直销 21.83 亿元，同比+24.2%；经销 0.98 亿元，同比+12.2%；高端跨国美妆零售商(丝芙兰等) 1.45 亿元，同比+39.1%。线下门店数增至 445 家(同比+36 家)。2025 年线上渠道实现收入 24.77 亿元，同比+38.8%，延续高增长；其中直销 19.45 亿元，同比+36.1%；经销 5.33 亿元，同比+49.7%。同时，出海战略稳步兑现，香港海港城首个海外形象专柜落地，带动境外收入同比增长 167.1%至 500 万元，为后续海外扩张奠定基础。
- 公司盈利能力稳中向上。2025 年毛利率 84.2%，同比-0.2pct；销售费用率 48.3%，同比-0.7pct；管理费用率 5.3%，同比-1.6pct；研发费用率 0.8%持平。得益于规模效应的显现及线上营销投入的精细化管控，费用率同比下降。2025 年销售净利率 23.9%，同比+1.2pct。
- 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+品类矩阵布局，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 2026-2028 年净利润分别为 15.85 亿、20.27 亿、25.41 亿元，同比+32%、+28%、+25%，对应 26PE20.6X，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，创始人与公司形象强绑定的风险，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。

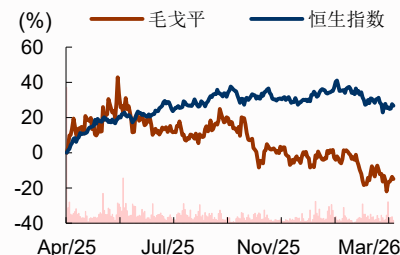
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：75.85 港元

## 基础数据

总股本(百万股)	490
香港股(百万股)	490
总市值(十亿港元)	37.2
香港股市值(十亿港元)	37.2
每股净资产(港元)	9.5
ROE(TTM)	25.8
资产负债率	15.6%
主要股东	毛戈平
主要股东持股比例	29.2209%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-25	-28
相对表现	0	-17	-37



## 相关报告

- 《毛戈平(01318)——品类协同高质量增长，25H1 延续业绩高增》2025-09-01
- 《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
- 《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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3885	5050	6591	8446	10597
同比增长	35%	30%	30%	28%	25%
营业利润(百万元)	1105	1496	1979	2561	3236
同比增长	31%	35%	32%	29%	26%
归母净利润(百万元)	881	1204	1585	2027	2541

	同比增长	33%	37%	32%	28%	25%
每股收益(元)		1.84	2.46	3.23	4.13	5.18
PE		36.2	27.2	20.6	16.1	12.9
PB		9.1	7.0	5.7	4.5	3.5

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3447	4279	5527	7285	9468
现金及现金等价物	2792	2437	3425	4865	6681
交易性金融资产	0	5	5	5	5
其他短期投资	0	993	993	993	993
应收账款及票据	215	241	314	402	505
其它应收款	67	82	107	137	172
存货	324	519	680	878	1108
其他流动资产	50	2	3	4	5
<b>非流动资产</b>	1026	1254	1291	1319	1340
长期投资	40	48	48	48	48
固定资产	279	457	494	522	543
无形资产	669	685	685	685	685
其他	38	64	64	64	64
<b>资产总计</b>	<b>4473</b>	<b>5533</b>	<b>6819</b>	<b>8604</b>	<b>10808</b>
<b>流动负债</b>	951	823	1012	1244	1513
应付账款	92	159	208	268	339
应交税金	176	215	215	215	215
短期借款	320	0	0	0	0
其他	364	449	589	760	959
<b>长期负债</b>	19	40	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	40	40	40	40
<b>负债合计</b>	<b>970</b>	<b>863</b>	<b>1052</b>	<b>1284</b>	<b>1553</b>
股本	239	245	245	245	245
储备	3262	4421	5516	7067	9000
少数股东权益	2	4	5	8	10
归属于母公司所有者权益	3501	4666	5761	7312	9245
<b>负债及权益合计</b>	<b>4473</b>	<b>5533</b>	<b>6819</b>	<b>8604</b>	<b>10808</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	969	1199	1491	1919	2413
净利润	881	1204	1585	2027	2541
折旧与摊销	79	91	113	122	129
营运资本变动	(7)	(73)	(71)	(86)	(99)
其他非现金调整	16	(22)	(135)	(145)	(157)
<b>投资活动现金流</b>	(628)	(1108)	(13)	(3)	10
资本性支出	(616)	(187)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	1	0	0	0	0
投资增减	287	991	0	0	0
其它	275	70	137	147	160
<b>筹资活动现金流</b>	1311	(405)	(490)	(475)	(608)
债务增减	279	(361)	0	0	0
股本增减	2071	311	0	0	0
股利支付	0	0	490	475	608
其它筹资	(1039)	(355)	0	0	0
其它调整	0	0	(980)	(951)	(1216)
<b>现金净增加额</b>	<b>1654</b>	<b>(354)</b>	<b>988</b>	<b>1440</b>	<b>1815</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总营业收入</b>	3885	5050	6591	8446	10597
主营业务收入	3885	5050	6591	8446	10597
营业成本	607	797	1045	1349	1702
<b>毛利</b>	3278	4254	5545	7097	8895
营业支出	2172	2758	3566	4536	5660
<b>营业利润</b>	1105	1496	1979	2561	3236
利息支出	5	2	0	0	0
利息收入	0	0	23	33	46
权益性投资损益	5	12	12	12	12
其他非经营性损益	72	102	102	102	102
非经常项目损益	0	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	1177	1607	2117	2708	3395
所得税	295	402	530	679	852
少数股东损益	1	1	2	2	3
<b>归属普通股股东净利润</b>	881	1204	1585	2027	2541
<b>EPS(元)</b>	1.84	2.46	3.23	4.13	5.18

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业收入	35%	30%	30%	28%	25%
营业利润	31%	35%	32%	29%	26%
净利润	33%	37%	32%	28%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	84.4%	84.2%	84.1%	84.0%	83.9%
净利率	22.7%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
ROE	25.2%	25.8%	27.5%	27.7%	27.5%
ROIC	23.1%	25.8%	27.5%	27.7%	27.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.7%	15.6%	15.4%	14.9%	14.4%
净负债比率	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.6	5.2	5.5	5.9	6.3
速动比率	3.3	4.6	4.8	5.2	5.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	15.7	16.7	17.7	17.6	17.4
应付账款周转率	6.2	6.4	5.7	5.7	5.6
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.84	2.46	3.23	4.13	5.18
每股经营现金	2.02	2.45	3.04	3.91	4.92
每股净资产	7.32	9.52	11.75	14.92	18.86
每股股利	0.72	1.00	0.97	1.24	1.55
<b>估值比率</b>					
PE	36.2	27.2	20.6	16.1	12.9
PB	9.1	7.0	5.7	4.5	3.5
EV/EBITDA	24.7	18.3	14.0	11.0	8.8

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。