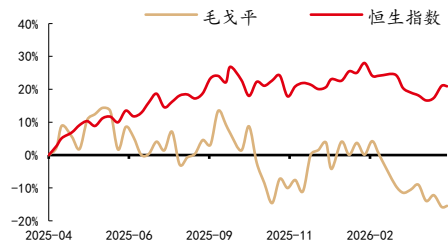


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	73.05
总股本/流通股本(亿股)	4.9 / 4.9
总市值/流通市值(亿港元)	358
52周内最高/最低价	90.65 / 68.10
资产负债率(%)	21.7%
市盈率	28.86
第一大股东	毛戈平

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

毛戈平 (1318.HK)

彩妆护肤双驱动，线下线上齐发力，高端壁垒渐巩固

● 事件

公司发布 2025 年度业绩，全年实现营业收入 50.50 亿元，同比+30.0%；净利润 12.04 亿元，同比+36.7%；净利率 23.8%，同比+1.16pct。利润增速超收入增速，延续历年趋势。

● 投资要点

收入端：彩妆护肤双驱动，线上线下齐发力。

一品类维度：彩妆护肤双轮驱动，香氛破局。

1) **彩妆：收入基本盘。**25 年彩妆收入 29.9 亿元，同比+30%，占总收入 59.3%，毛利率 83.3%。底妆系列为核心支柱，年初推出的粉妆前广受好评，底妆家族持续扩充。光感柔纱凝颜粉饼、奢华鱼子无瑕气垫粉底液等明星产品 25 年零售额均超过 3 亿元，头部大单品对彩妆收入的支撑非常稳固；新品增速约达 7 倍，爆品孵化能力持续提升。

2) **护肤：新兴增长点。**25 年护肤收入 18.7 亿元，占总收入约 37.1%（同比+31%），毛利率 87.3%，高于其他品类。明星产品奢华鱼子面膜零售额超过 10 亿元，黑金系列也已突破亿元，成为护肤板块新的里程碑单品。我们认为，随护肤占比提升，长期有望对整体毛利率形成结构性正向贡献。

3) **香氛：25 年新品类。**新上市的“闻道东方”香氛系列销售表现亮眼，创收 0.34 亿元，体量尚小但战略意义大于财务贡献，毛利率。2026 年预期将继续推进故宫联名香水及中国成分系列，香氛有望成为第三增长曲线。

一渠道维度：线上首超线下，渠道结构转型。

1) **线下渠道：稳健精耕，单产持续提升。**线下收入 24.26 亿元，同比+24.5%，占总收入约 49.5%，绝对体量稳中有升。截至 2025 年末，线下专柜共 445 个，较上年末净增 36 个，进驻杭州万象城、北京 SKP、湖滨名品街独立店铺等高端商圈，并积极布局香港首店。

线下核心运营指标持续改善：线下会员注册人数达 640 万（净增 160 万），复购率 36.5%（同比+1pct），25 年同柜专柜收入 560 万元，同增 16.7%。

2) **线上渠道：首超线下，成为增长核心驱动。**线上收入 25.51 亿元，同比+38.8%，占总收入约 50.5%，为公司历史上首次超越线下，标志性意义显著。平台表现突出，抖音在 3·8、618 和双 11 活动期间均蝉联国货彩妆第一；天猫 618 全周期彩妆 Top3、双 11 美妆成交榜 Top20。线上会员达 1,560 万人，复购率 30.3%。

线上增速明显快于线下，双渠道策略中线上正成为增量主引擎。公司注重线上线下协同发展，通过试妆体验向线下引流，形成“线上种草-线下体验-线上复购”的正向循环。

利润端：规模效应显现，净利率创新高。25年公司毛利率84.2%，同比-0.2pct，处于行业领先水平，小幅下滑的主因为培训业务毛利率下降（同比-4.6pct）。费用端来看，规模效应全面显现。25年销售费用率48.3%（同比-0.7pct），其中营销推广费用率同比上行0.6pct至22.9%，主要系公司加大品牌宣传力度及渠道建设投入所致；其他销售费用率同比下降约1.3pct至25.4%，体现出渠道效率提升和人力改善带来的经营杠杆释放。行政费用率5.33%（同比-1.56pct），在收入大幅增长背景下展现出优异的费用管控能力。研发费用率0.77%（同比-0.06pct），基本保持稳定。

综合来看，25年归母净利润12.04亿元，同比+36.7%，净利率23.83%（同比+1.16pct）创上市以来新高，利润增速显著快于收入增速，核心得益于销售费用率和行政费用率的双重下降，规模效应逐步兑现。

公司展望：加大研发与品牌投入，长期逻辑持续兑现。1) **渠道优化：**扩大线下销售渠道覆盖面，升级优化已有门店，增加高端商场渗透率，提升客户触达率与品牌形象。提升线上自营渠道占比，拓宽线上平台影响力，通过拉新和转换巩固会员体系，发挥协同作用。2) **国际化：**香港为境外第一站，海港城专柜已验证品牌溢出能力。2026年计划开设境外首所美妆学校，以“产品+教育”模式深化在地化；同期筹建海外总部，后续推进亚太及欧洲市场。3) **研发中心：**杭州下沙九堡研发中心及核心工厂预计2026年投入使用，落成后将引进高端国际研发人员，提升配方与专利壁垒。我们认为研发中心投入使用后的折旧摊销对净利润影响有限，其对产品创新与收入增长的拉动作用将充分对冲相关成本费用影响，整体对公司盈利形成正向贡献。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司26-28年营业收入增速为28%、28%、26%，归母净利润增速为32%、30%、27%，EPS分别为3.25元/股、4.24元/股、5.40元/股，当下股价对应PE分别为20x、15x、12x。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；全球局势变化超预期风险；政策超预期风险；产品放量不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5050	6475	8283	10415
(+/-)	30%	28%	28%	26%
归母净利润 (百万元)	1204	1594	2080	2645
(+/-) (%)	37%	32%	30%	27%
EPS (元/股)	2.46	3.25	4.24	5.40
P/E	28.89	19.54	14.98	11.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,279	6,080	8,427	11,392	成长能力				
现金	2,437	4,131	6,227	8,892	营业收入	30.01%	28.22%	27.91%	25.74%
应收账款及票据	241	306	391	492	归属母公司净利润	36.73%	32.42%	30.45%	27.18%
存货	519	542	678	844	获利能力				
其他	1,082	1,101	1,130	1,164	毛利率	84.22%	84.92%	85.27%	85.40%
非流动资产	1,254	1,237	1,220	1,203	销售净利率	23.84%	24.62%	25.11%	25.40%
固定资产	457	442	427	413	ROE	25.80%	25.63%	25.18%	24.35%
无形资产	82	79	77	74	ROIC	25.85%	24.90%	24.25%	23.27%
其他	716	716	716	716	偿债能力				
资产总计	5,533	7,317	9,646	12,596	资产负债率	15.60%	14.91%	14.30%	13.66%
流动负债	823	1,051	1,339	1,681	净负债比率	-52.20%	-66.35%	-75.33%	-81.76%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	5.20	5.78	6.29	6.78
应付账款及票据	159	190	237	296	速动比率	4.57	5.27	5.79	6.28
其他	664	861	1,102	1,385	营运能力				
非流动负债	40	40	40	40	总资产周转率	1.01	1.01	0.98	0.94
长期债务	0	0	0	0	应收账款周转率	22.19	23.70	23.77	23.59
其他	40	40	40	40	应付账款周转率	6.36	5.61	5.71	5.71
负债合计	863	1,091	1,379	1,721	每股指标 (元)				
普通股股本	245	245	245	245	每股收益	2.46	3.25	4.24	5.40
储备	4,422	5,976	8,016	10,621	每股经营现金流	2.45	3.27	4.02	5.09
归属母公司股东权益	4,666	6,220	8,260	10,865	每股净资产	9.52	12.69	16.85	22.16
少数股东权益	4	5	7	10	估值比率				
股东权益合计	4,670	6,226	8,267	10,875	P/E	28.89	19.54	14.98	11.78
负债和股东权益	5,533	7,317	9,646	12,596	P/B	7.47	5.01	3.77	2.87
					EV/EBITDA	19.06	12.96	9.27	6.56
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,199	1,604	1,971	2,496	营业收入	5,050	6,475	8,283	10,415
净利润	1,204	1,594	2,080	2,645	其他收入	0	0	0	0
少数股东权益	1	2	2	3	营业成本	797	976	1,220	1,520
折旧摊销	91	18	17	16	销售费用	2,438	3,173	4,059	5,103
营运资金变动及其	-97	-9	-128	-168	管理费用	269	324	414	521
投资活动现金流	-1,108	130	166	208	研发费用	39	0	0	0
资本支出	-187	0	0	0	财务费用	2	-61	-103	-156
其他投资	-921	130	166	208	除税前溢利	1,607	2,128	2,776	3,530
筹资活动现金流	-405	0	0	0	所得税	402	532	694	883
借款增加	-361	0	0	0	净利润	1,205	1,596	2,082	2,648
普通股增加	311	0	0	0	少数股东损益	1	2	2	3
已付股利	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,204	1,594	2,080	2,645
其他	-355	0	0	0	EBIT	1,609	2,067	2,673	3,375
现金净增加额	-354	1,693	2,097	2,664	EBITDA	1,700	2,085	2,690	3,391
					EPS (元)	2.46	3.25	4.24	5.40

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048