

中国化妆品多个细分市场蓬勃发展，上美股份凭借多品牌、多渠道发力

——化妆品行业深度报告

强于大市 (维持)

2023年06月29日

行业核心观点:

中国化妆品行业前景广阔，护肤、母婴、洗护多个赛道蓬勃发展。2021年，中国化妆品行业规模全球第二，增速领先全球。随着中国经济稳步增长，中国人均化妆品支出有望更上一个台阶。目前，中国化妆品市场国货市占率接近50%，国潮的助推以及不断强大的研发实力将进一步助力国货快速成长，扩大市场份额。凭借优秀的成长能力和巨大的潜力，多个国货美妆品牌被市场资金看好，相关公司如巨子生物、上美股份纷纷赴港上市。2022年12月，上美股份于港交所成功IPO，此番顺利上市为公司继续发展多品牌战略注入新能量。中长期来看，美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。维持化妆品行业“强于大市”的投资评级，看好多品牌、多渠道、强研发、产品力优秀的化妆品龙头公司。

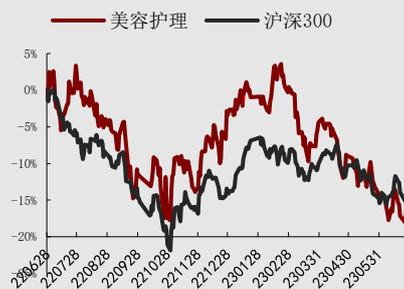
投资要点:

行业分析: 中国化妆品市场规模庞大，增长迅猛，国货品牌未来可期。2021年，中国化妆品市场规模达到9468亿元，较2015年的4801亿元增长97.2%，复合年增长率达到12.0%，而同期全球化妆品市场的复合年增长率仅为2.2%。目前，中国人均化妆品支出远低于发达国家，随着中国的经济稳定发展，人民生活水平改善，消费习惯转变，未来中国人均化妆品支出有望追平发达国家水平。**竞争格局方面，国货与国际品牌平分秋色，国货品牌成长迅速。**2015年国货品牌市占率为43%，至2021年国货品牌市占率已提升到47%。凭借年轻世代的喜爱以及自身实力的提高，预计国货化妆品公司将会进一步抢占市场份额。

案例分析: 上美股份布局三大潜力赛道，多品牌发力。上美股份是一家专注于护肤品、母婴和洗护产品的化妆品公司。公司前身成立于2002年，20多年来，深耕化妆品研发、制造和销售，坚持实施多品牌战略。目前，公司推出了多个护肤品品牌：韩束、一叶子、红色小象、安敏优等，覆盖了大众市场、中端和高端市场。公司股权集中度较高，首席执行官为公司实控人。公司成长快速，2019-2021年，公司营收从28.7亿元快速增长至36.2亿元，CAGR达到12%；归母净利润从0.62亿元增长至3.4亿元，CAGR达到133%。2022年，受疫情影响，公司营业收入/归母净利润分别同比-26%/-57%。

竞争要素: 多品牌战略拉动公司增长，营销配合渠道覆盖全域。**①品牌 & 产品:** 多个品牌形成完整的矩阵，覆盖护肤、母婴、洗护三大潜力赛道。三大主要品牌创收能力喜人，2022年韩束/一叶子/红色小象分别实现收入12.67/5.30/6.55亿元。2022年，韩束旗下TIRACLE PRO和蓝酮肽紧致精华霜分别获得由CICI AWARD颁布的“科技创新原料奖”

行业相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

5月化妆品电商数据表现平淡，丸美股份旗下品牌表现突出

爱美客启动新一代“PLLA-PEG”产品NMPA临床研究

豫园股份拟向特定对象发行股票，香港地区珠宝出口逆势上升

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

和“科技创新产品奖”；红蛮腰系列获得“抖音面部护理套装年度金榜TOP 1”。在研品牌志在高端市场，有望提升公司毛利率。②**渠道&营销**：线上营销多点发力，营销方式囊括大媒介投放、全域内容种草以及直播推广等。线下触点超过4000个，有效扩大品牌影响力。③**研发**：研发团队核心成员在化妆品相关领域的平均研发经验超过30年；科研人员背景多元，覆盖生物、化学、药学及化学工程等领域。研发投入逐年增加，领先同业。目前公司已获约200项专利，自主研发成分已应用于超过500个产品。④**生产**：凭借位于日本冈山和中国上海的两大厂房，公司大部分产品为自产；优秀的管理能力实现生产线利用率领先行业平均水平。位于日本的冈山工厂助力公司紧贴日本生产技术的发展及质量控制标准，为公司进军中国以外的亚洲市场奠定了基础。

财务比较：①**规模及成长性方面**，上海家化收入规模领先，华熙生物、贝泰妮成长性强，相比之下，上美股份规模快速提高，2019-2021年归母净利润CAGR达133%，营收CAGR达12%，2022年受疫情影响，上美股份营业收入/归母净利润分别同比-26%/-57%；②**盈利能力方面**，华熙生物、贝泰妮盈利能力强，上美股份盈利水平一般但趋势向好，毛利率稳步上升，2019-2022年，毛利率从60.9%提升至63.5%，净利率从2.1%提升至5.1%。③**资本结构和偿债能力方面**，贝泰妮、丸美股份资产负债率较低，速动比率较同行更高。

风险因素：宏观经济下行风险、竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险。

正文目录

1 行业概况：中国化妆品市场前景广阔，保持高速增长	5
1.1 中国化妆品市场规模全球第二，增速迅猛前景广阔	5
1.2 国货与国际品牌分庭抗礼，但龙头多为国际品牌	7
2 案例分析：上美股份布局三大潜力赛道，多品牌发力	8
2.1 发展历程：抗衰护肤品起家，品牌版图不断扩大	8
2.2 股权架构：股权较为集中，首席执行官拥有实控权	9
2.3 高管构成：管理团队经验丰富，专业能力突出	9
2.4 财务简析：业务增长稳健，2022 年受疫情影响较大	10
2.5 IPO 募资用途	12
3 竞争优势：多品牌战略拉动公司增长，营销配合渠道覆盖全域	13
3.1 品牌&产品：广泛布局护肤、母婴和洗护领域，多品牌战略颇有成效	13
3.1.1 公司品牌矩阵丰富，在美丽和母婴领域中布局广泛	13
3.1.2 三大主营产品专注不同赛道，创收能力喜人	14
3.2 渠道&营销：线上线下双轨销售，多元化营销覆盖全域	16
3.2.1 线下销售逐步转向线上，线上渠道建设不断创新	16
3.2.2 营销形式丰富多元，覆盖线上和线下	18
3.3 研发能力：资金投入立足上游，研发团队实力强劲，研发成果喜人	18
3.3.1 公司重视研发，研发费用率业内领先	18
3.3.2 研发成果：研发成绩亮眼，已获约 200 项专利	19
3.4 产能：产能布局国际化，自有产能充足、稳定，生产效率行业领先	19
4 财务比较	21
5 投资建议	23
6 风险因素	23
图表 1：中国化妆品细分市场规 模及预测（十亿元）	5
图表 2：中国化妆品市场市场规 模及预测	5
图表 3：中国与发达国家人均化 妆品支出对比（元）	5
图表 4：中国护肤品分渠道市场 规模及预测（十亿元）	6
图表 5：中国母婴护理分渠道市 场规模及预测（十亿元）	6
图表 6：中国洗护用品分渠道市 场规模及预测（十亿元）	6
图表 7：中国化妆品市场国际品 牌与国货品牌零售额对比（十 亿元）	7
图表 8：2021 年中国国货化妆 品 top5 市场份额	7
图表 9：2021 年中国化妆品市 场 Top10 公司市占率	7
图表 10：2021 年中国化妆品行 业本土品牌市占率与其他国家（ 地区）对比	8
图表 11：上美股份发展历程	9
图表 12：上美股份上市后股权 架构	9
图表 13：上美股份高管团队情 况	10
图表 14：公司近年营业收入及 增速情况	11
图表 15：公司近年归母净利润 及增速情况	11
图表 16：公司近年净利率及毛 利率情况	11
图表 17：公司近年费用率情况	11
图表 18：公司营业收入按产品 类别计（亿元）	11
图表 19：2022 年公司各产品 类别营业收入占比	11
图表 20：公司毛利率分产品 情况	12
图表 21：上美股份 IPO 募集 资金用途	12

图表 22: 公司品牌矩阵.....	14
图表 23: 公司主要品牌具体情况.....	14
图表 24: 公司三大品牌营收占比.....	14
图表 25: 公司韩束品牌旗下产品.....	15
图表 26: 公司一叶子品牌旗下产品.....	15
图表 27: 公司红色小象品牌旗下产品线.....	16
图表 28: 线上线下渠道销售额 (亿元) 及同比.....	17
图表 29: 线上线下渠道销售额占比.....	17
图表 30: 线上各渠道销售额 (亿元) 及同比.....	17
图表 31: 线上各渠道销售额占比.....	17
图表 32: 线下各渠道销售额 (亿元) 及同比.....	17
图表 33: 线下各渠道销售额占比.....	17
图表 34: 韩束、一叶子、红色小象的天猫旗舰店粉丝数 (截止 2023 年 3 月 14 日)	18
图表 35: 上美股份历年研发开支及占比.....	18
图表 36: 上美股份研发费用率与行业其他公司对比.....	18
图表 37: 上美股份核心技术、成分情况.....	19
图表 38: 已应用核心技术 TIRACLE 及 AGSE 的产品收入占比.....	19
图表 39: 上美各厂房历年产能情况 (吨).....	20
图表 40: 奉贤工厂和冈山工厂产能利用率.....	20
图表 41: 上美奉贤工厂升级计划.....	20
图表 42: 2022 年营收规模对比 (亿元).....	21
图表 43: 2022 年归母净利润规模对比 (亿元).....	21
图表 44: 2019-2022 期间营收 CAGR 对比.....	21
图表 45: 2019-2022 期间归母净利润 CAGR 对比.....	21
图表 46: 2019-2022 年毛利率对比.....	22
图表 47: 2019-2022 年净利率对比.....	22
图表 48: 2019-2022 年资产负债率对比 (%).....	22
图表 49: 2019-2022 年速动比率对比 (%).....	22
图表 50: 2019-2022 年应收账款周转率 (次).....	23
图表 51: 2019-2022 年存货周转率对比 (次).....	23

1 行业概况：中国化妆品市场前景广阔，保持高速增长

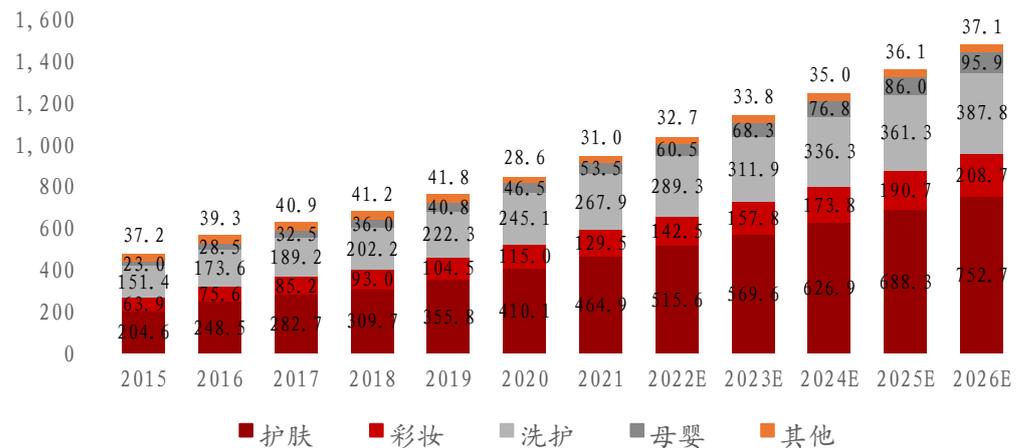
1.1 中国化妆品市场规模全球第二，增速迅猛前景广阔

中国化妆品市场规模全球第二，增速领先全球。根据弗若斯特沙利文的数据，2021年，中国化妆品市场规模达到9468亿元，2015-2021年CAGR为12.0%，而同期全球化妆品市场的CAGR仅为2.2%，远低于中国化妆品市场的增速。据沙利文预测，中国化妆品市场规模从2021年起将以9.4%的复合年增长率增长，2026年将达到14822亿元。

细分来看，化妆品可分为五类：护肤品、洗护用品、彩妆品、母婴护理品和其他。2021年，护肤品和洗护用品市场规模最大，分别为4649亿元和2679亿元。沙利文预测，2026年，护肤品、洗护用品、彩妆品、母婴护理品和其他的市场规模将分别达到7527亿元、3878亿元、2087亿元、959亿元和371亿元。

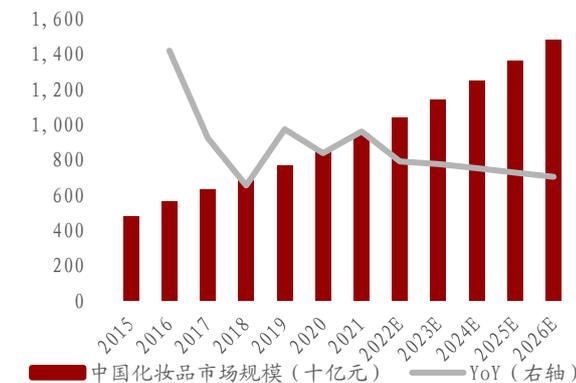
中国人均化妆品支出远低于发达国家，化妆品消费增长空间较大。2021年，中国的人均化妆品支出为670元，而美国、日本、韩国的人均化妆品支出分别为3605元、3640元、3474元。随着中国的经济发展，人民生活水平改善，消费习惯转变，未来中国人均化妆品支出增长空间较大。

图表1：中国化妆品细分市场规模及预测（十亿元）



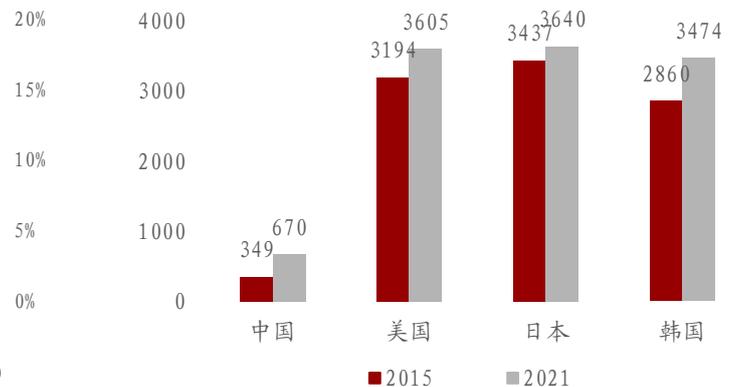
资料来源：上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

图表2：中国化妆品市场市场规模及预测



资料来源：上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

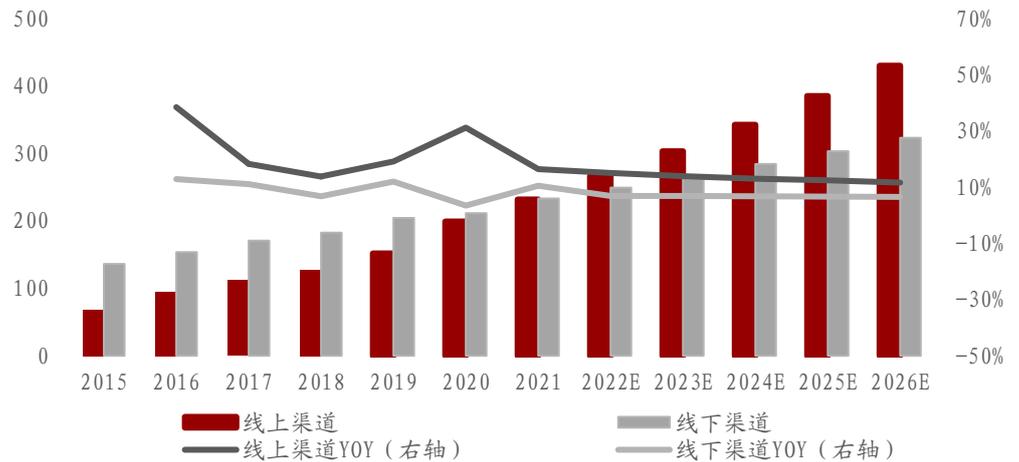
图表3：中国与发达国家人均化妆品支出对比（元）



资料来源：上美股份招股书、世界银行、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

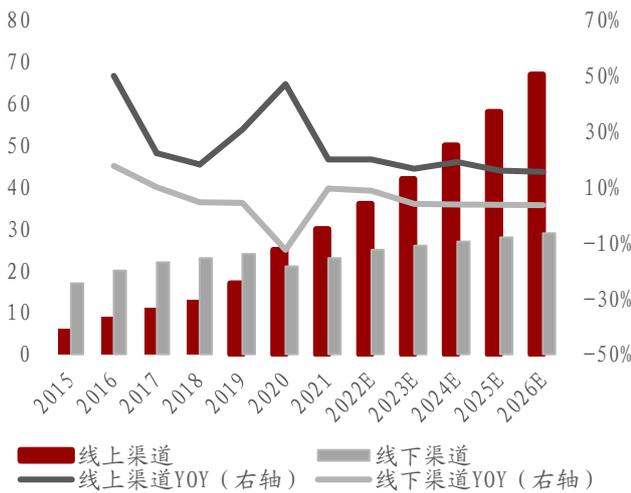
分渠道:近年来各品类线上渠道高速增长,主要得益于电商平台、社媒渠道以及直播渠道的发展。(1) **护肤品:**2015年-2021年,中国护肤品市场从2046亿元增长到4649亿元,整体CAGR为14.7%,其中线上/线下渠道CAGR分别达到22.5%/9.4%。(2) **母婴护理:**中国母婴护理市场规模从2015年的230亿元增长到2021年的535亿元,CAGR达到15.1%,线上/线下渠道CAGR分别为30.1%/5.5%。(3) **洗护用品:**2015年中国洗护用品市场规模为1514亿元,至2021年市场规模达到2679亿元,CAGR为10%,其中线上/线下渠道CAGR分别达到24.6%/3.3%。

图表4: 中国护肤品分渠道市场规模及预测(十亿元)



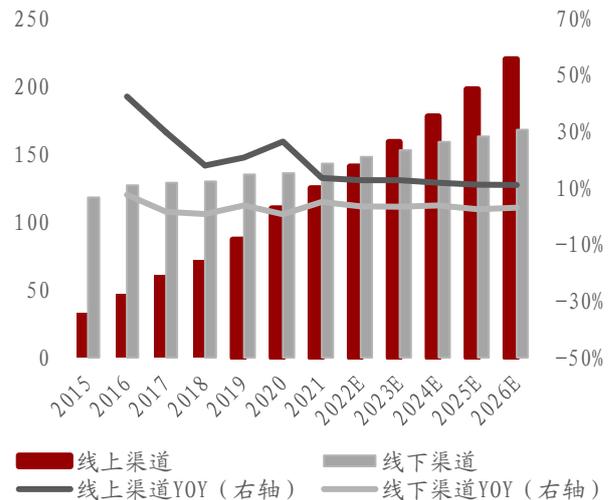
资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

图表5: 中国母婴护理分渠道市场规模及预测(十亿元)



资料来源: 上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

图表6: 中国洗护用品分渠道市场规模及预测(十亿元)



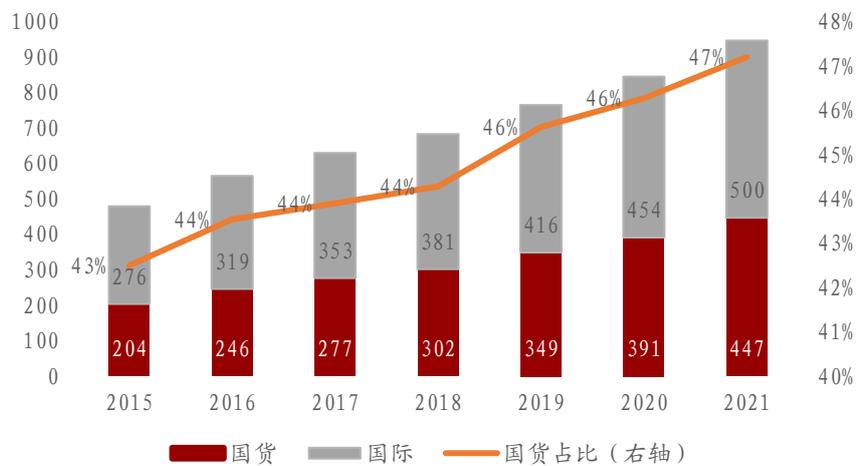
资料来源: 上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

1.2 国货与国际品牌分庭抗礼，但龙头多为国际品牌

国际品牌与国货品牌平分秋色，国货占比稳中有升。2021年，中国化妆品市场中，国货品牌零售额为4470亿元，国际品牌零售额为5000亿元。2015年国货占比为43%，7年间国货化妆品零售额稳定增长，2021年国货品牌占比已提升到47%。

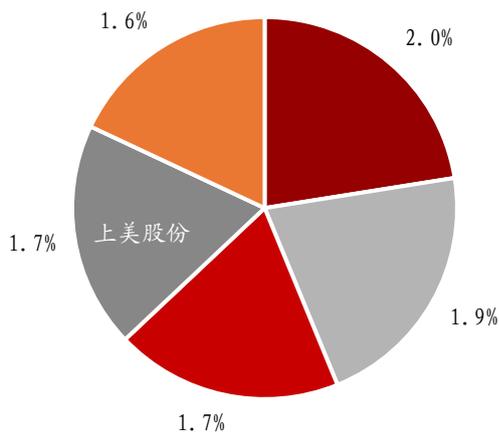
龙头多为国际品牌，国货化妆品市场较为分散。根据弗若斯特沙利文的数据显示，2021年，中国化妆品市场前五大参与者均为国际化妆品集团，占21.9%的市场份额。而国货化妆品参与者众多，市场较为零散，前三大国货化妆品企业的市场份额分别为2.0%、1.9%、1.7%。

图表7: 中国化妆品市场国际品牌与国货品牌零售额对比 (十亿元)



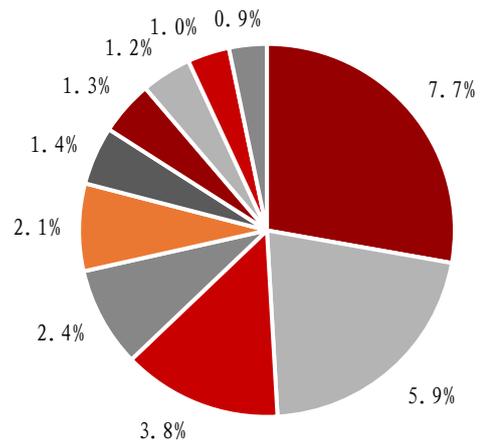
资料来源: 上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

图表8: 2021年中国国货化妆品top5市场份额



资料来源: 上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

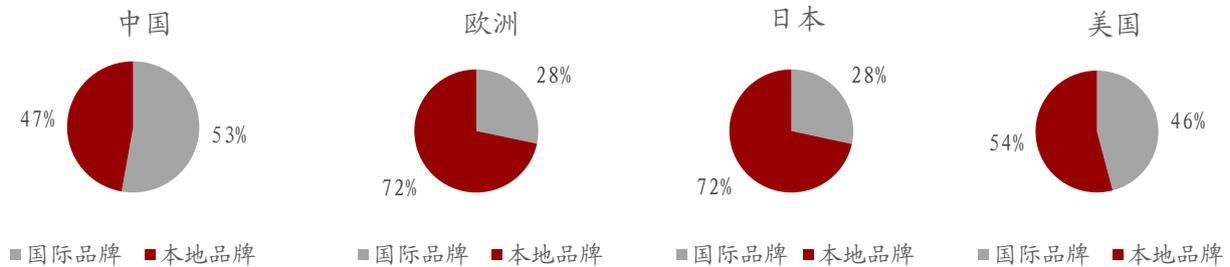
图表9: 2021年中国化妆品市场Top10公司市占率



资料来源: 上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

国货品牌市占率仍有一定的提升空间。根据弗若斯特沙利文的数据显示，相比于欧洲、美国和日本等发达国家（地区），中国化妆品行业国货的市场占有率较低，2021年，中国化妆品市场国货占比只有47%，而日本和欧洲化妆品市场本土品牌的市占率均达到72%。对标发达地区，中国化妆品市场的国货市占率仍有一定的成长空间。

图表10: 2021年中国化妆品行业本土品牌市占率与其他国家（地区）对比



资料来源：上美股份招股书、弗若斯特沙利文报告、万联证券研究所

2 案例分析：上美股份布局三大潜力赛道，多品牌发力

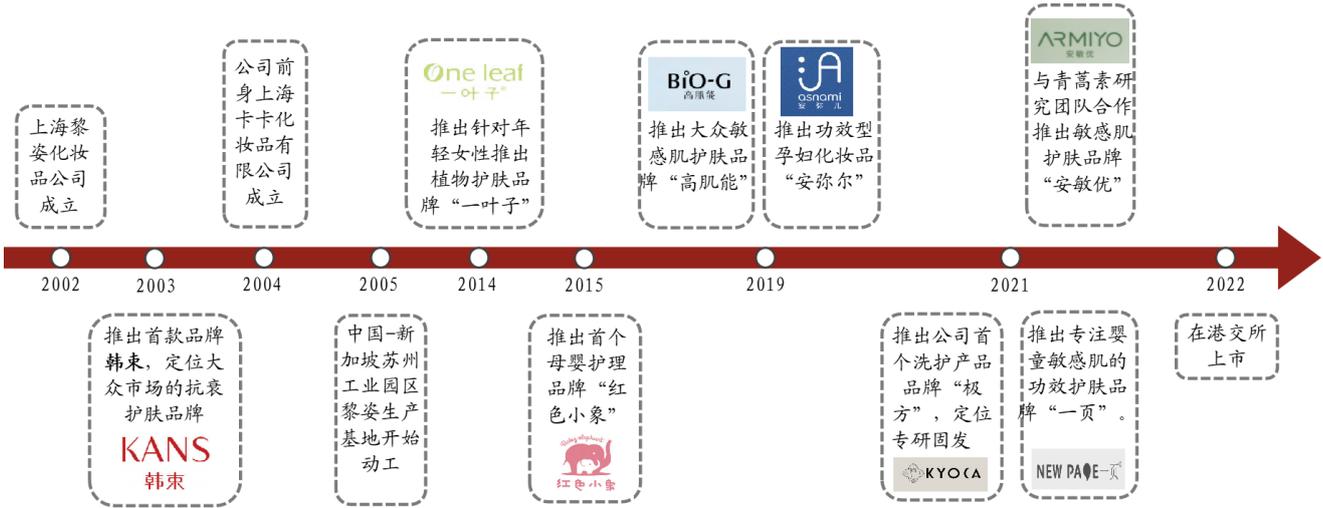
上美股份是一家专注于护肤品和母婴护理产品的化妆品公司。公司前身成立于2002年，20多年来，公司深耕化妆品研发、制造和销售，坚持实施多品牌战略。目前，公司推出的多个护肤品品牌覆盖了大众市场、中端和高端市场。母婴产品和洗护产品方面，公司成功打造了多个面向大众市场的品牌。凭借多年的运营经验、准确的市场洞察以及多品牌战略，上美股份成功跻身国货化妆品市场的领跑者。2021年，上美股份是唯一两个护肤品牌零售额均超过15亿元的国货化妆品公司。同时，公司从2015年至2021年连续七年按零售额计位列国货化妆品公司前五名。

2.1 发展历程：抗衰护肤品起家，品牌版图不断扩大

2002年，上海黎姿化妆品公司成立。2003年，公司推出第一个护肤品品牌“韩束”，定位抗衰护肤品市场，面向大众消费者。韩束旗下产品应用了公司基于双菌发酵技术研发的核心成分“TIRACLE”，专注于满足各年龄段亚洲女性不断变化的抗衰需求。2004年，公司前身上海卡卡化妆品有限公司成立。2005年，公司第一个工业园区动工兴建，落户苏州。随后几年，公司专注于韩束旗下产品的生产和销售。2014年，公司成立第二个护肤品品牌“一叶子”，定位大众市场，针对年轻女性推出植物护肤产品。

2015年，公司正式进军母婴护理行业，推出首个母婴护理品牌“红色小象”，主要面向大众市场。随后几年，公司不断扩大品牌矩阵，于2019年至2022年之间推出多个护肤、母婴护理品牌，逐渐覆盖了大众、中高端和高端护肤市场和不同消费水平的母婴护理市场。2022年，公司在港交所上市。

图表11: 上美股份发展历程



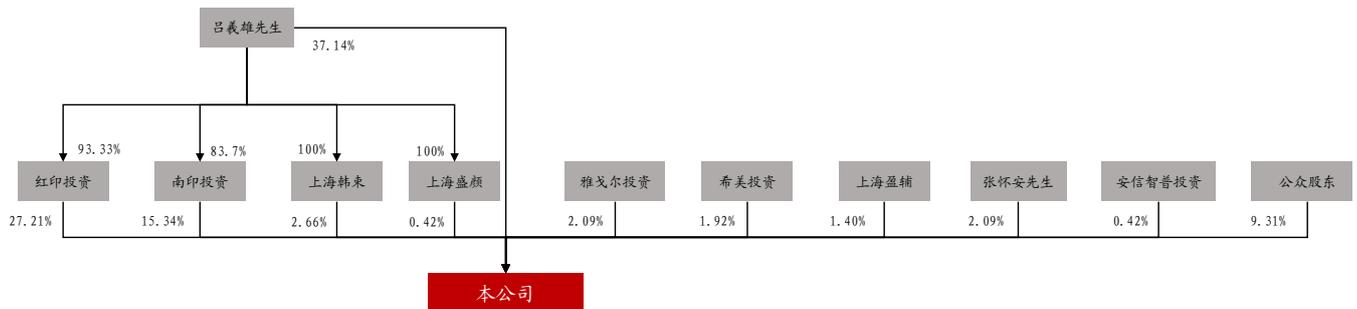
资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

2.2 股权架构: 股权较为集中, 首席执行官拥有实控权

公司董事长、执行董事、首席执行官吕义雄先生持有公司股份超过67%, 对公司有实控权。公开发售前, 吕义雄先生直接拥有公司股权40.96%, 通过红印投资、南印投资、上海韩束、上海盛颜间接持有公司股份45.96%。

IPO前多个机构参投, 但最大股东未变。希美投资、雅戈尔投资、上海盈辅和安信智普投资参与了首次公开发售前的融资。截止2022年末, 吕义雄先生直接和间接所持有股份占87.28%, 依然持有超过67%的公司股份, 为公司实控人。

图表12: 上美股份上市后股权架构



资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

2.3 高管构成: 管理团队经验丰富, 专业能力突出

公司高管团队经验丰富, 且稳定性较高。除董秘外, 高管团队成员均加入本公司超过10年, 并在相关领域工作多年。其中, 吕义雄先生任职本公司首席执行官将近20载; 副行政总裁吕燕女士深耕运营、营销领域超过5年; 首席财务官冯一峰先生毕业于头部财经院校, 并在财务领域工作超过20年; 副行政总裁宋洋女士在产品创新部门任职将近五年, 积累了丰富的经验; 董事会秘书廉明先生毕业于清华大学法学专业, 曾于知名化妆品公司担任高管。

图表13: 上美股份高管团队情况

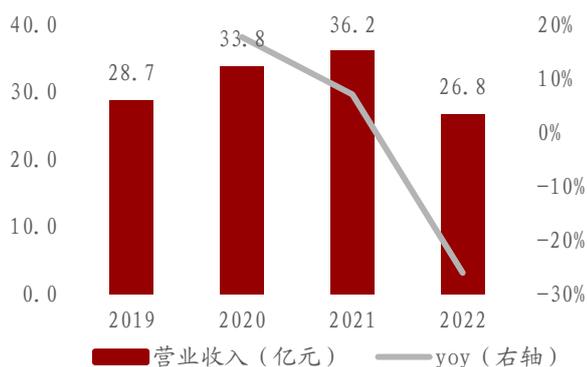


资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

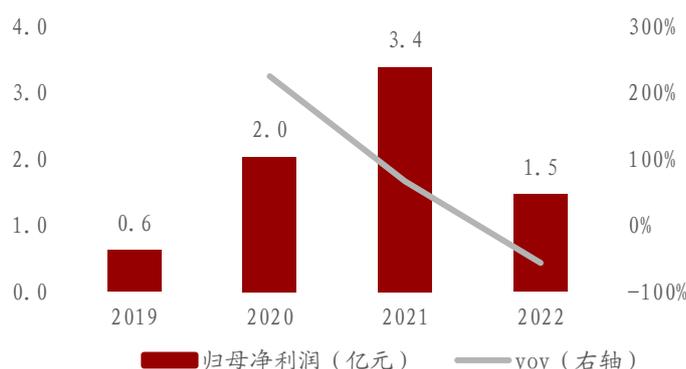
2.4 财务简析: 业务增长稳健, 2022 年受疫情影响较大

近年公司营收与归母净利润快速增长, 2022年受疫情影响业绩出现下滑。2019-2021年, 公司营收从28.7亿元快速增长至36.2亿元, CAGR达到12.2%; 归母净利润从0.6亿元增长至3.4亿元, CAGR达到132.7%。2022年, 受疫情影响, 公司营业收入/归母净利润分别同比-26%/-57%。

图表14: 公司近年营业收入及增速情况



图表15: 公司近年归母净利润及增速情况

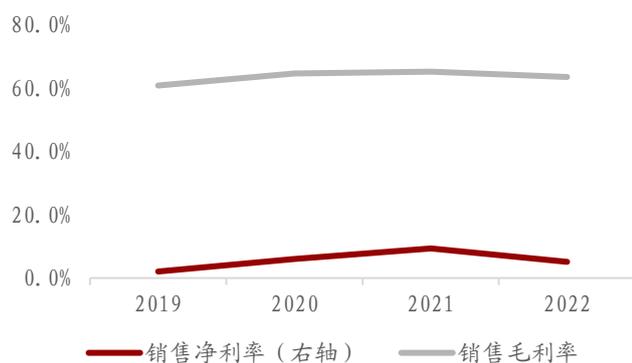


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

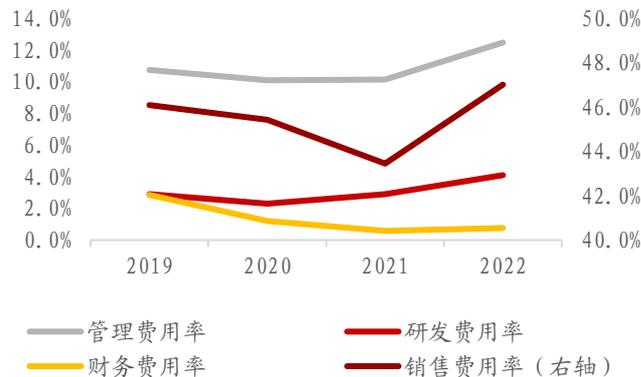
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

近年来盈利能力有所提升。公司毛利率稳步上升, 2019-2022年, 毛利率从60.9%提升至63.5%; 净利率从2.1%提升至5.1%。各项费用率方面, 公司管理费用率较为稳定, 2022年略有上升, 为12.5%; 2019-2022年, 公司销售费用率均高于43%, 其中, 2022年销售费用率为47%; 研发费用率总体呈上升趋势, 2022年为4.1%; 财务费用率逐年降低, 从2.9%减少至0.8%。

图表16: 公司近年净利率及毛利率情况



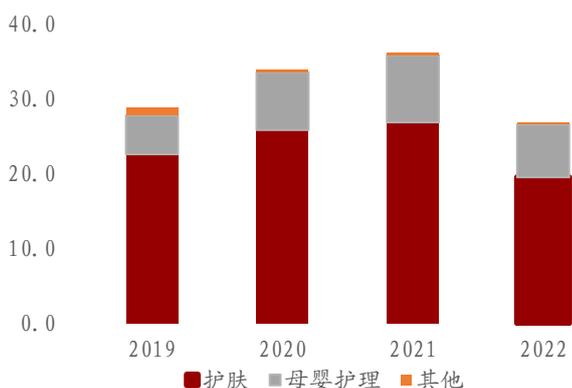
图表17: 公司近年费用率情况



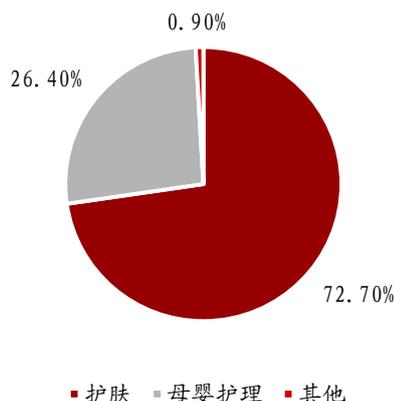
资料来源: 公司公告、同花顺iFind、万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

图表18: 公司营业收入按产品类别计 (亿元)



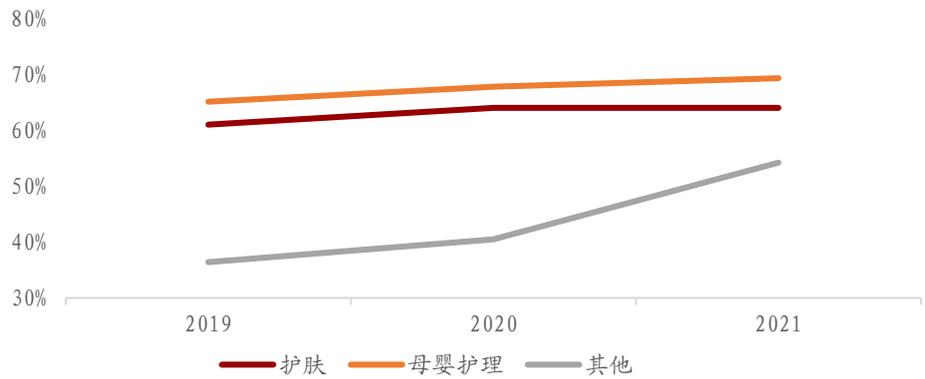
图表19: 2022年公司各产品类别营业收入占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表20: 公司毛利率分产品情况



资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

2.5 IPO 募资用途

上美股份2022年IPO募集所得资金将用于品牌建设、提高研发能力、加强生产及供应链能力、增加销售网络的广度和深度、改善数字化及信息基础设施、营运资金及其他一般企业用途。

图表21: 上美股份IPO募集资金用途

用途	细分用途	具体项目	占比
品牌建设	线上品牌营销活动	(a) 为各现有品牌开展约一至两次品牌建设相关推广活动, 以提升品牌知名度和加强消费者联系; (b) 增加品牌的线上广告投放、与受欢迎 KOL 的合作以及品牌于新兴媒体平台的推荐、运营与维护。	17%
	线下品牌营销活动	(a) 于未来五年每年在机场、火车站及地标商业中心等多个位置的大屏幕投放约一至两个广告, 以增加品牌的曝光率; (b) 开展超过五次面向年轻人群的新品发布会、KOL 见面会等线下活动, 以提升在年轻消费者中的品牌知名度。	4%
	增加名人代言及合作推广	邀请约三至五位名人为品牌及产品代言, 并针对品牌目标人群开展 IP 合作项目, 如参与跨界联名品牌活动、与垂直平台展开 IP 内容合作等, 以提升品牌质量, 触达潜在品牌目标人群。	8%
	制作优质广告内容	通过及时捕捉社会热点, 洞察消费者需求, 进行品牌内容创新。计划制作推广视频及平面素材, 建立与消费者的情感联系及共鸣, 提升品牌形象。	3%
提高研发能力	加强基础研究能力	(a) 增强与功效型护肤产品技术有关的研究, 升级双菌发酵研究平台, 及打造植物提取、精准护肤、安全低敏等研究平台; (b) 购置先进的实验分析及测试设备; (c) 招募基础研究经验丰富的人员。	9%
	升级品牌及开发新品牌	(a) 投资品牌的市场研究、开发和设计, 以支持品牌的配方与包装升级; (b) 招募拥有品牌打造和产品设计经验的研发人员; (c) 升级产品测试中心, 建立更完善的测试体系。	4%
加强生产及供应链能力	奉贤工厂第一期建设	计划动用相关所得款项净额采购约 55 套生产设施, 如自动包装机、批号检测设备及口罩自动生产线, 以升级现有生产线。	5%

奉贤工厂第二期建设	(a) 计划动用相关所得款项净额采购约 62 套生产设施，如不同容量的均制乳化设备、自动乳液装填机及自动面霜装填机，以升级现有生产设施、增加生产规模、提高生产效率及节省成本； (b) 计划分配部分所得款项用作翻新奉贤工厂第二期。	15%
增加销售网络广度和深度	线上销售渠道 (a) 加强与抖音、快手、小红书等具增长潜力且受年轻消费者欢迎的新兴媒体平台的合作； (b) 巩固与天猫、京东商城、唯品会等主流电商平台的合作； (c) 发展自有直播团队，增强具成本效益的线上销售能力。	14%
	线下渠道 (a) 巩固和延伸与屈臣氏等线下零售商和线下分销商的合作，以加深产品在全国各级城市的渗透率； (b) 开设线下体验店，增加与消费者的互动和品牌曝光度； (c) 探索与化妆品店的新合作模式，扩展线下新销售网络。	4%
改善数字化及信息基础设施	(a) 采购数字平台解决方案以提升营销、决策及产品运营效率并加强风险管理； (b) 购置及升级企业资源规划系统、研发管理系统及业务中台系统等公司管理系统； (c) 采购高效的云设备、数据储存及分析基础设施，以改善网络基础设施及相关信息技术设施。	8%
营运资金及其他一般企业用途	-	10%

资料来源：上美股份招股书、万联证券研究所

3 竞争优势：多品牌战略拉动公司增长，营销配合渠道覆盖全域

3.1 品牌&产品：广泛布局护肤、母婴和洗护领域，多品牌战略颇有成效

3.1.1 公司品牌矩阵丰富，在美丽和母婴领域中布局广泛

多品牌战略助力公司脱颖而出，品牌组合覆盖护肤、母婴、洗护领域。作为一家领先的多品牌国货化妆品公司，上美股份自成立以来一直坚持实施多品牌战略，在波动的化妆品市场及宏观经济环境下，仍然实现多个品牌稳健发展。其中，韩束、一叶子是公司领先的护肤品品牌，红色小象是公司核心的母婴护理品牌。2003年，公司推出首个品牌“韩束”，专注满足亚洲女性的抗衰需求，目标客户群主要为25岁至40岁女性。2014年，针对18至35岁年轻女性的品牌“一叶子”诞生，主打植物活性成份护肤、修护肌肤屏障。2015年推出红色小象，定位适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌。

公司其他品牌包括护肤品品牌高肌能、安敏优；母婴护理品牌安弥尔、一页；洗护品牌极方。为满足消费者不断变化的需求和偏好，公司致力开发和推出专注于不同新兴化妆品细分市场的新品牌。公司筹备中的新品牌“山田耕作”，以高端抗衰护肤品牌为定位，预期于2023年推出。

图表22: 公司品牌矩阵



资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

图表23: 公司主要品牌具体情况

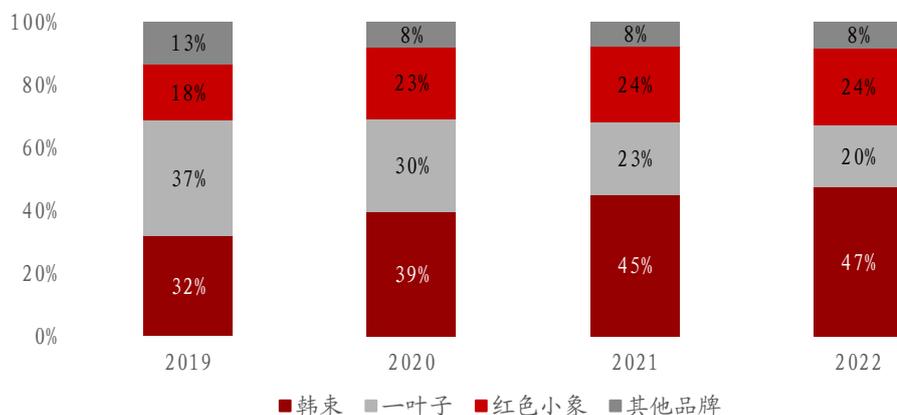
品牌	推出时间	品牌定位	价格(元)
韩束	2003	面向大众市场的抗衰护肤品牌	100-400
一叶子	2014	专注年轻肌肤, 主打修护肌肤屏障	80-290
红色小象	2015	适合中国婴童的专业母婴护理品牌	60-260
高肌能	2019	配方温和无添加的大众敏感肌护肤品牌	80-400
安弥尔	2019	专业的功效型孕肌护理品牌	170-420
极方	2021	专研固发的洗护品牌	160-210
一页	2022	专注婴童敏感肌的功效护肤品牌	99-569
安敏优	2022	针对敏感肌的专业护肤品牌	119-439

资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

3.1.2 三大主营产品专注不同赛道, 创收能力喜人

三大主品牌为核心, 贡献八成以上营收。韩束、一叶子以及红色小象是公司创收的核心阵地。2019年至2022年, 韩束为公司贡献超过三成收入, 营收占比在32%-47%之间; 一叶子营收占比有所下降, 由2019年的37%减少到2022年的20%; 红色小象营收占比逐步提升, 2019年占比为18%, 2022年占比提高6%达到24%; 其他品牌的营收占比较为稳定, 2020年至2022年均保持在8%左右。

图表24: 公司三大品牌营收占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

三大领先品牌:

- 韩束: 20年品牌历史, 专注满足亚洲女性的抗衰需求。**自2003年成立以来, 韩束建立了强大的品牌知名度和品牌实力。韩束的独家专利成份TIRACLE获多个奖项, 能有效地改善四大亚洲皮肤衰老问题。韩束于2019年及2020年均跻身消费者十大首选品牌-护肤类。2021年, 韩束的红胶囊系列在红点获得“2021年产品设计”奖。2020年, 韩束的零售额突破人民币29亿元。2021年韩束的零售额超过人民币34亿元。2022年, 韩束产生的收入为12.67亿元, 较2021年较少22.3%, 占2022年总收入的47.4%。2022年, 韩束旗下TIRACLE PRO和蓝酮肽紧致精华霜分别获得由CICI AWARD颁布的“科技创新原料奖”和“科技创新产品奖”; 红蛮腰系列获得“抖音面部护理套装年度金榜TOP 1”。此外, 韩束还获得凯度消费指数颁发的“消费者首选护肤品牌”。

图表25: 公司韩束品牌旗下产品

产品系列	图片	功效
聚时光奢养紧致系列		抗衰+紧致: 促进肌肤弹性, 有助肌肤变得健康、年轻、容光焕发
韩束高保湿弹润水		抗衰+保湿: 保持肌肤湿润
银胶囊系列		抗衰+美白: 解决肌肤暗沉和不均匀的问题, 改善皮肤光泽, 美白皮肤

资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

- 一叶子: 植物护肤产品的领先品牌, 深耕肌肤屏障修护。**一叶子专注于结合植物的活性成份与专利技术, 开发出高性能的天然护肤品。2019年和2020年, 一叶子被凯度列入“消费者十大首选品牌-护肤类”。2021年, 一叶子的零售额超过人民币17亿元。2022年, 一叶子产生的收入为5.30亿元, 较2021年减少36.2%, 占年总收入19.8%。2022年, 上美股份开始全面升级一叶子, 并重新定位一叶子为修护肌肤屏障, 探索天然植物纯净之美。2022年8月, 一叶子联合上海日用化学品行业协会及业内专家制定的《化妆品中天然成分的技术定义和计算指南》团体标准在“一叶子纯净美容大会”上正式发布。

图表26: 公司一叶子品牌旗下产品

产品系列	图片	功效
酪梨系列		保湿: 滋养肌肤, 同时有利于保持湿润, 减少水分流失
白松露系列		亮白: 可稳定皮肤屏障, 美白肤色, 有助使肌肤亮泽, 同时保持皮肤水分
修护修色补水面膜		修复肌肤: 促进肌肤表皮屏障再生, 修复受损肤质同时深入补水

资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

- **红色小象：公司首个母婴护理品牌，针对中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌。**红色小象是公司旗下研发中心“日本红道科研中心”开发的适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌，使用基于技术的无添加剂天然成份。红色小象在母婴护理市场建立了强大的品牌认知度。2021年，红色小象的零售额突破人民币18亿元。2022年，红色小象产生的收入为6.55亿元，较2021年减少24.8%，占年内总收入的24.5%。2022年，红色小象推出若干亲护系列新产品，如亲护洗发水、亲护洗沐二合一及亲护乳液。以红色小象开创的“4S安心简护标准”为原则，具有保湿舒缓功效。同年，红色小象获得第七届樱桃大赏--宝宝护肤品牌最佳表现力大奖，第八届樱桃大赏--年度宝宝洗浴品牌杰出表现大奖，FUTURE FMCG--年度创新产品榜单。

图表27：公司红色小象品牌旗下产品线

产品系列	图片	功效
婴童洗护产品线		结合植物成份，有效强韧发丝和滋润表层皮肤
婴童护肤产品线		为婴童提供更天然安全的护肤产品
孕妈产品线		提供护肤品及洗护产品，全部性质温和，可日常使用
一般产品线		提供清洁产品，可去除婴儿衣服上的污渍。口腔产品富含氨基酸和木糖醇，可防止蛀牙，夏季产品可有效防止蚊虫叮咬

资料来源：上美股份招股书、万联证券研究所

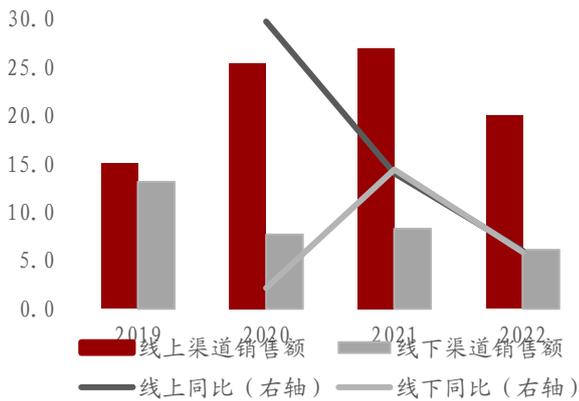
3.2 渠道&营销：线上线下双轨销售，多元化营销覆盖全域

3.2.1 线下销售逐步转向线上，线上渠道建设不断创新

公司搭建了广泛的销售及分销网络，覆盖多个线上和线下渠道，有效实现了消费者触达和市场渗透。

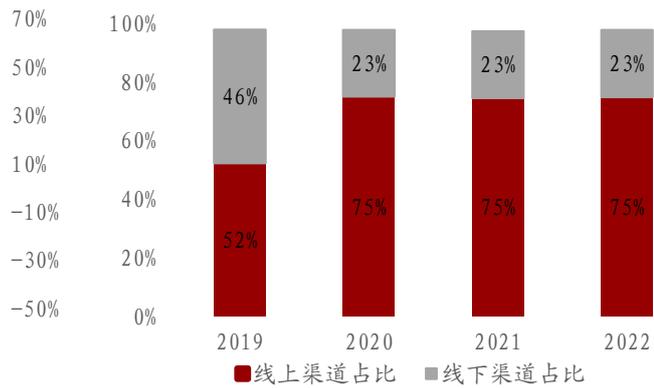
- **线上渠道：**（1）**线上零售商：**展现出强劲的增长势头，2019-2022年，公司线上零售销售额规模和占比都实现快速增长，从2019年的0.5亿元增加到2022年的4.75亿元。2022年，线上零售收入占比已达到17.7%。（2）**线上分销商：**创收能力较为稳定，2019-2022年线上分销营收占比在20%附近。（3）**线上自营：**收入占比最大，2019-2021年，公司天猫、抖音、京东商城及快手上的自营网店销售额占同期总收入的30-47%，2021年和2022年线上自营网店的营收规模较2019年大幅增加。
- **线下渠道：**公司积极管理线下渠道，入驻屈臣氏超4000家门店。公司产品主要通过线下零售和线下分销覆盖，两个渠道创收能力相似，营收占比均有下降趋势。

图表28: 线上线下渠道销售额 (亿元) 及同比



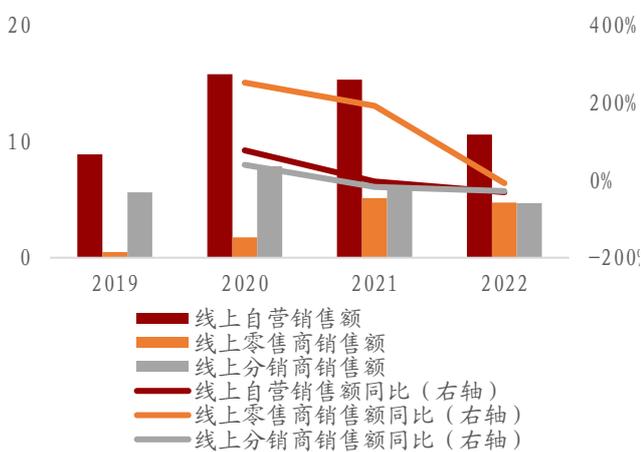
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表29: 线上线下渠道销售额占比



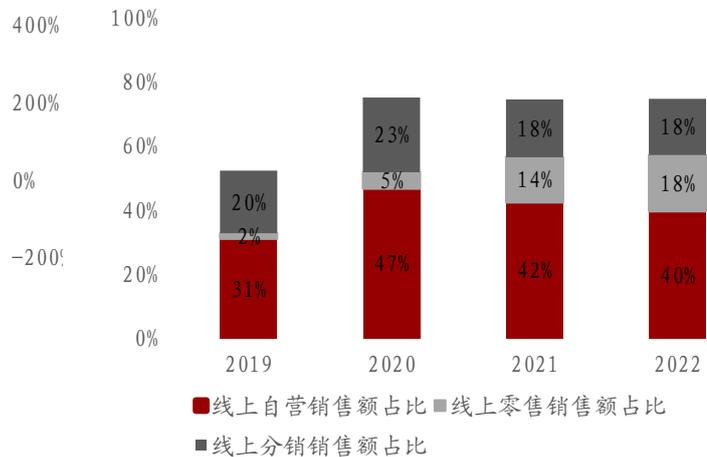
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表30: 线上各渠道销售额 (亿元) 及同比



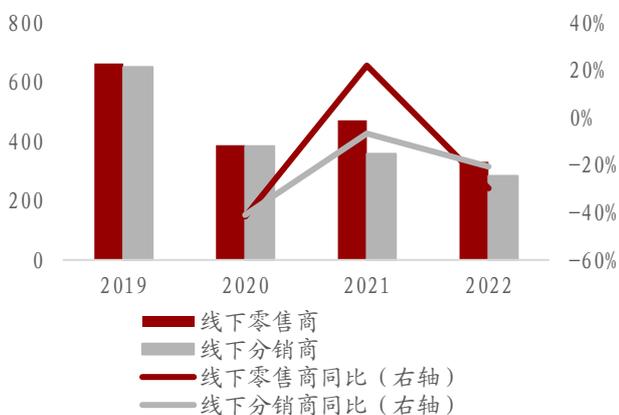
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表31: 线上各渠道销售额占比



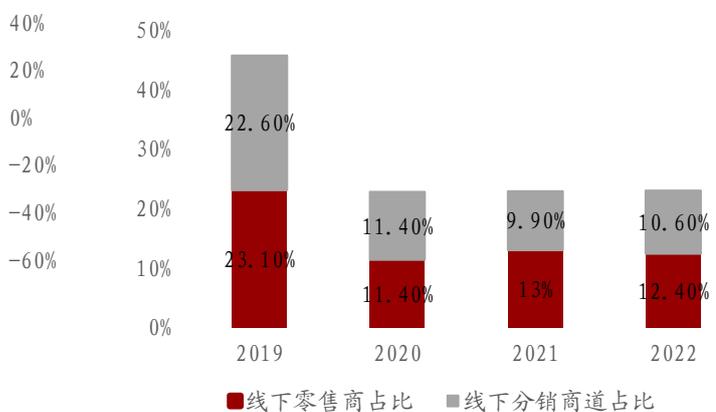
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表32: 线下各渠道销售额 (亿元) 及同比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表33: 线下各渠道销售额占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

3.2.2 营销形式丰富多元，覆盖线上和线下

➢ 上美线上营销多点发力，营销方式囊括大媒介投放、全域内容种草以及直播推广等。面对新兴媒体平台的流行，公司积极创新营销方式。在内容种草方面，公司邀请KOL和用户在小红书等知名新兴媒体平台分享产品，致力于提高年轻人群对品牌的认知度。直播方面，公司布局电商平台和抖音快手等新媒体平台，凭借已有线上资源搭建了超级头部、头部、腰部KOL组成的直播矩阵，并运用FACT营销模式即利用抖音上的“商家自播”、“达人矩阵”、“营销活动”及“头部大V”推广品牌和产品。多元的营销组合取得了亮眼的业绩，截止2023年3月14日，韩束、一叶子、红色小象的天猫旗舰店粉丝数超过2200万。

图表34: 韩束、一叶子、红色小象的天猫旗舰店粉丝数（截止2023年3月14日）



资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

➢ 线下营销：重视与客户接触，线下体验有利于扩大品牌影响力。公司已在全国多个城市的机场、户外大屏幕等投放广告，并于购物中心举办活动，向中国化妆品店指派美容顾问。

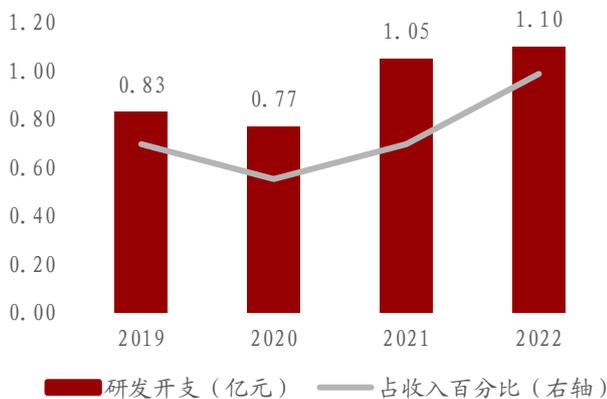
3.3 研发能力：资金投入立足上游，研发团队实力强劲，研发成果喜人

3.3.1 公司重视研发，研发费用率业内领先

研发团队经验丰富，实力强劲。上美自2003年开始进行自主研发，经过近20年的耕耘和建设，公司研发团队拥有一流的研发科学家和青年人才。研发团队的核心成员总计7人，均为国际知名科学家，在化妆品相关领域的平均研发经验超过30年。2022年，上美的研发团队共有204人，其中81人持硕士或以上学历，约占研发团队的39.7%。研发团队包含不同学术背景的科研人员，覆盖生物、化学、药学及化学工程等领域。

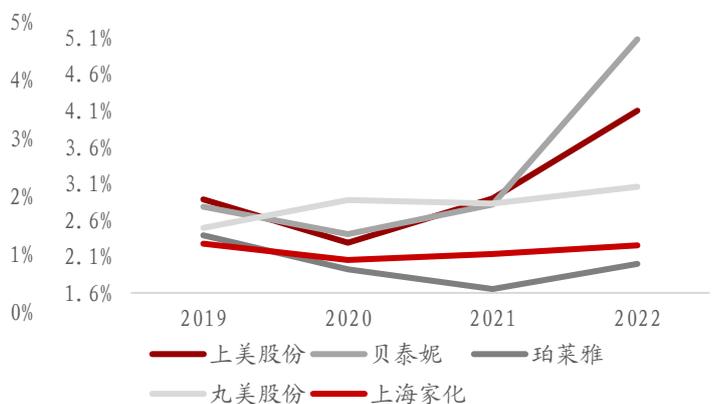
研发费用率处于中上游水平。近年来，公司研发开支规模显著增加，从2019年的0.83亿元增加至2022年的1.10亿元，占收入百分比稳定在2%-4%附近。在行业中，上美研发费用率在行业中上游水平。

图表35: 上美股份历年研发开支及占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表36: 上美股份研发费用率与行业其他公司对比



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

3.3.2 研发成果：研发成绩亮眼，已获约 200 项专利

公司的上海和日本两大研发中心紧密合作，取得了丰富的科研成果，包括自主研发的专利成分双菌发酵成分TIRACLE和TIRACLE PRO、AGSE-活性葡萄籽提取物、青蒿油AN+等。其中，TIRACLE已应用于超过500种产品，为公司创造了可观的收入。2019年、2020年、2021年，已应用核心技术TIRACLE及AGSE的产品分别占收入的35.2%、51.9%、57.1%。截止2022年6月，公司自主研发产品贡献了同期收入97%以上。

图表37: 上美股份核心技术、成分情况

成分名称	功效
TIRACLE - 双菌发酵产物	减少炎症因子，促进细胞自噬，抵御肌肤衰老，增加皮肤含水量及减少皱纹
AGSE - 活性葡萄籽提取物	使黑素含量显著下降，滋润皮肤、减少皱纹和增加皮肤耐受值
青蒿油 AN+	抑制炎症因子及炎症介质，抑制糠秕马拉色菌及痤疮丙酸杆菌

资料来源：上美股份招股书、万联证券研究所

图表38: 已应用核心技术TIRACLE及AGSE的产品收入占比



资料来源：上美股份招股书、万联证券研究所

3.4 产能：产能布局国际化，自有产能充足、稳定，生产效率行业领先

凭借位于日本冈山和中国上海的两大厂房，公司大部分产品为自产；公司生产线的利用率领先行业平均水平。

- 国内的厂房位于上海奉贤，承担公司大部分生产需求。2019年-2021年，上海厂房的产能稳步增加，从2.4万吨增长到3.5万吨，充裕的生产能力为公司创造了竞争优势。
- 海外厂房位于日本冈山，是公司实现品牌溢价的重要助力。冈山厂房主要负责公司高端品牌产品的生产，其产品的毛利率高于中国生产的产品。同时，冈山

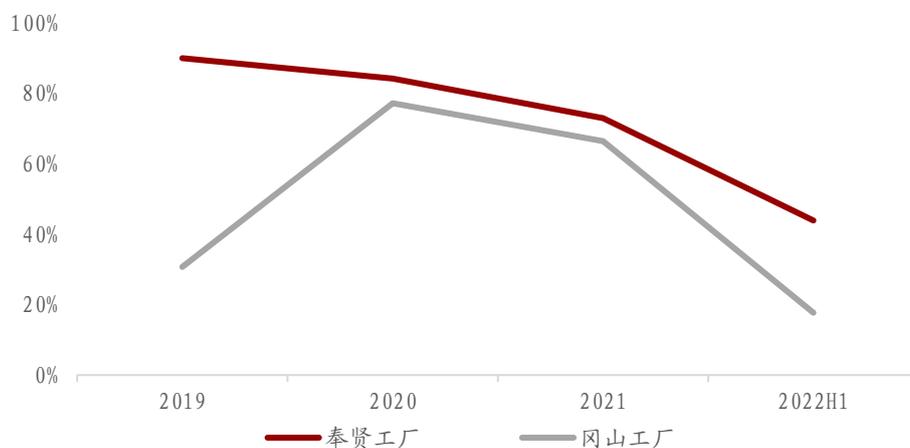
工厂是公司扩大市场，实现国际化的重要资源。日本拥有领先的化妆品生产技术，经营冈山工厂能帮助公司紧贴日本生产技术的发展及质量控制标准，为公司进军中国以外的亚洲市场奠定了基础。

图表39: 上美各厂房历年产能情况 (吨)

	2019	2020	2021	2022H1
奉贤工厂	23,770.0	33,773.2	34,572.2	10,429.6
冈山工厂	340.2	851.0	732.2	98.0
苏州工厂	463.1			
青浦工厂	8.5			
合计	24,581.8	34,624.2	35,304.4	10,527.6

资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

图表40: 奉贤工厂和冈山工厂产能利用率



资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

扩产计划: 目前, 上海奉贤厂房的45条生产线大部分是进口自动化设施, 协助公司实现科学化和自动化生产。随着中国化妆品市场的高速增长, 公司业务规模有望进一步扩大, 品牌数目将会增加。为应对未来的产能需求, 公司计划升级现有的上海奉贤工厂, 预计该等生产设施的总投资约为人民币5.2亿元, 将为公司增加产能2.6万吨。

图表41: 上美奉贤工厂升级计划

生产基地	产品类型	设计年产能/万吨	估计竣工日期	估计投资额 / 人民币亿元	截至最后实际可行日期的状况
奉贤工厂	护肤、母婴护理及其他产品	2.61	2024年6月	5.18	尚未动工

资料来源: 上美股份招股书、万联证券研究所

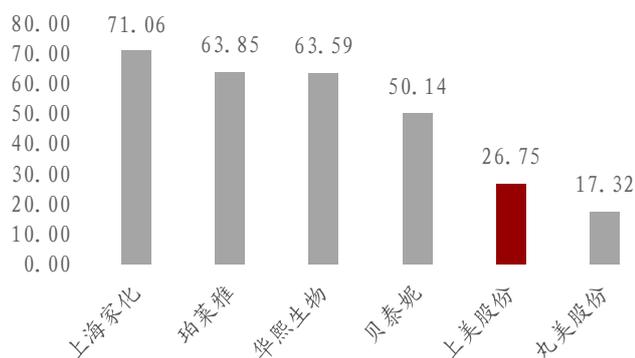
4 财务比较

我们选取华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、上海家化、丸美股份、上美股份进行对比，从规模、成长能力、盈利能力、资本结构及偿债能力、营运能力五个方面进行分析。

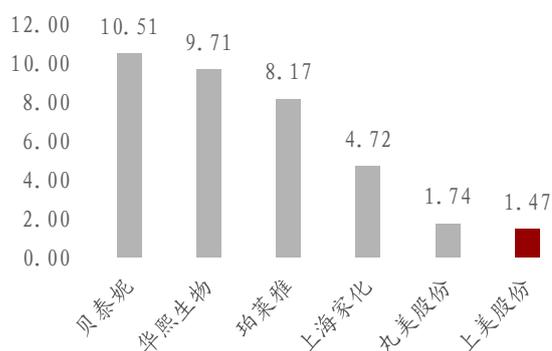
➤ 规模：上海家化收入规模领先

上海家化收入规模领先，为71.06亿元。上美股份营收和归母净利润与同业有较大差距，2022年营收26.75亿元，在六家可比公司中排名第五；归母净利润1.47亿元，在六家可比公司中排名第六。

图表42：2022年营收规模对比（亿元）



图表43：2022年归母净利润规模对比（亿元）



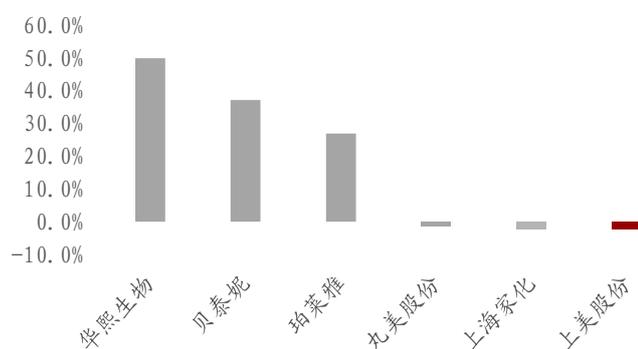
资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

➤ 成长能力：华熙生物、贝泰妮成长性强

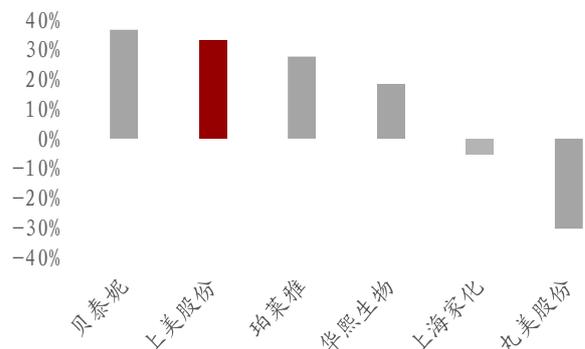
2019-2022年，华熙生物营业收入CAGR达到50.0%，其次为贝泰妮。上美股份归母净利润快速增长，CAGR达33%，领先四位竞争者。营收增速落后于同行，2019-2022年，营收CAGR为-2.4%。

图表44：2019-2022期间营收CAGR对比



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表45：2019-2022期间归母净利润CAGR对比

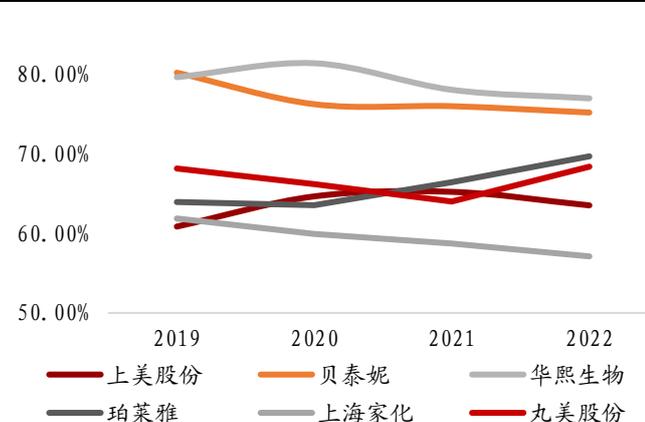


资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

➤ 盈利能力：华熙生物、贝泰妮盈利能力强

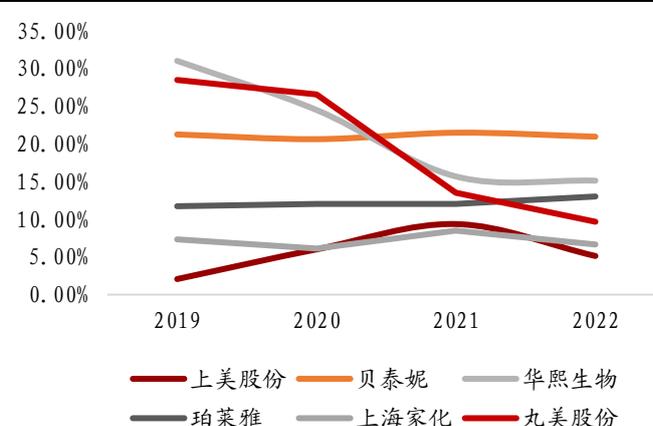
华熙生物、贝泰妮的毛利率与净利率在行业中领先。2022年，华熙生物毛利率/净利率分别为76.99%/15.12%，贝泰妮毛利率/净利率分别为75.21%/20.95%。上美股份的盈利能力较差，但趋势向好。

图表46：2019-2022年毛利率对比



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表47：2019-2022年净利率对比

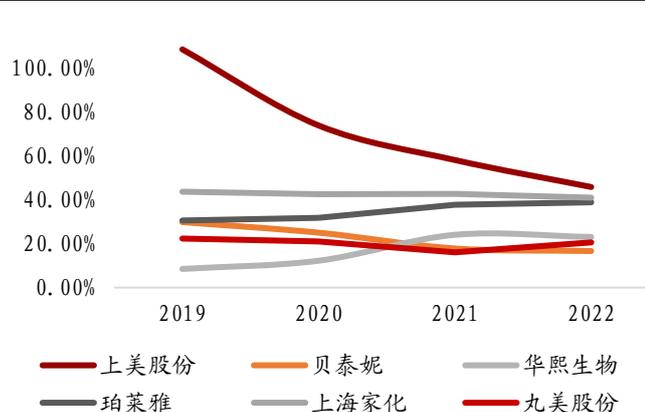


资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

➤ 资本结构和偿债能力：上美股份财务杠杆水平业内较高

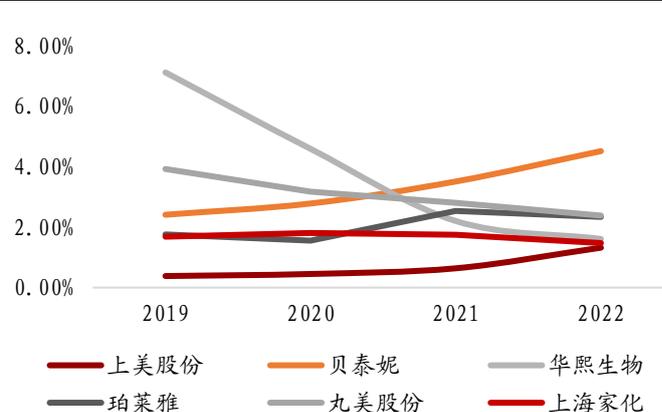
上美股份的财务杠杆水平在化妆品行业中较高，速动比率保持在相对稳定的0.3%至1.3%，在行业中处于较低水平，短期偿债能力较弱。

图表48：2019-2022年资产负债率对比 (%)



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表49：2019-2022年速动比率对比 (%)

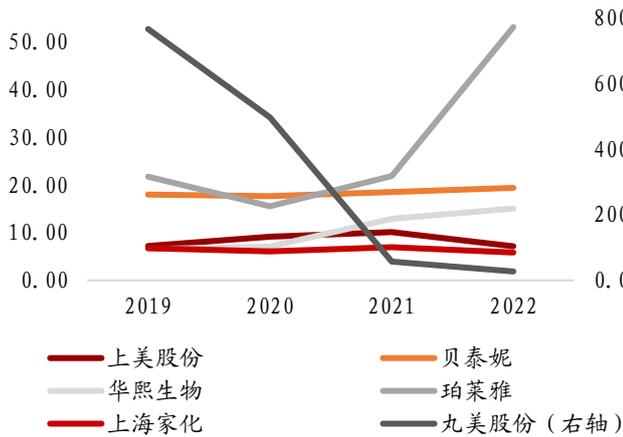


资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

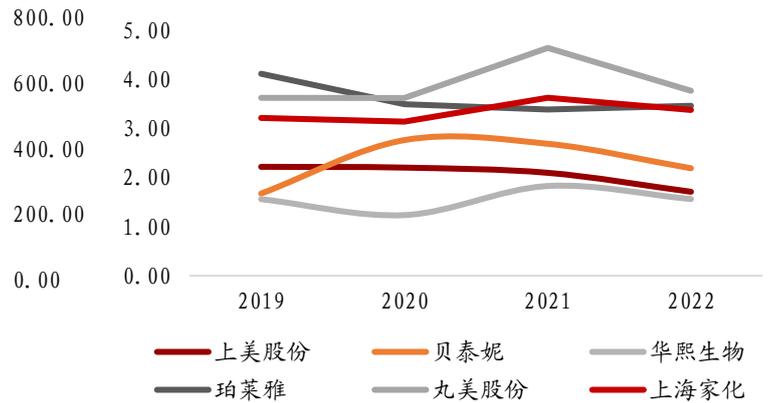
➤ 营运能力：珀莱雅、丸美股份应收账款和存货周转率较高

珀莱雅、丸美股份应收账款和存货周转率较高，营运能力较强。上美股份营运能力一般，2022年，存货周转率及应收账款周转率同比略有下降。

图表50: 2019-2022年应收账款周转率(次)



图表51: 2019-2022年存货周转率对比(次)



资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

5 投资建议

中国化妆品行业前景广阔, 护肤、母婴、洗护多个赛道蓬勃发展。2021年, 中国化妆品行业规模全球第二, 增速领先全球。随着中国经济稳步增长, 中国人均化妆品支出有望更上一个台阶。目前, 中国化妆品市场国货市占率接近50%, 国潮的助推以及不断强大的研发实力将进一步助力国货快速成长, 扩大市场份额。凭借优秀的成长能力和巨大的潜力, 多个国货美妆品牌被市场资金看好, 相关公司如巨子生物、上美股份纷纷赴港上市。2022年12月, 上美股份于港交所成功IPO, 此番顺利上市为公司继续发展多品牌战略注入新能量。中长期来看, 美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。维持化妆品行业“强于大市”的投资评级, 看好多品牌、多渠道、强研发、产品力优秀的化妆品龙头公司。

6 风险因素

宏观经济下行风险、竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场