

商贸零售行业双周报（22年第51周）

上美股份招股书梳理：积极践行多品牌战略的国货美妆龙头

超配

核心观点

上美股份于2022年12月22日H股主板正式上市。上美股份主要从事化妆品产品的研发生产销售，旗下运营的品牌包括韩束、一叶子、红色小象，并在近年陆续推出其他新兴品牌，涵盖护肤、护理、高端母婴、洗护等全品类。根据弗若斯特沙利文数据，公司是2021年唯一拥有两个年零售额均超过15亿元护肤品牌的国货化妆品公司。2021年公司实现营收36.19亿元，归母净利润3.39亿元，2019-2021年CAGR分别为12.2%、132.7%。22年上半年受疫情影响，公司收入及净利润分别下滑30.1%及62.6%。

公司概况：分品类来看，公司产品主要分为护肤、母婴护理及其他，目前护肤品类仍是公司收入第一大来源，占比超70%；分品牌来看，公司以韩束/一叶子/红色小象三大品牌为主，占比从2019年的32.00%/36.55%/7.99%变为2022上半年收入占比分别为47.8%/21.0%/24.2%，主要源于公司战略性调整；分渠道来看，线上渠道收入占比从2019年的52.4%提升到2022上半年的73.8%，主要受益于公司加大线上自营和线上零售商的合作。公司毛利率从2019年的60.86%提升到2021年的65.23%，主要系各品牌产品结构迭代调整带动整体毛利率上行。公司上市募集资金将主要针对营销拓展、研发升级、渠道布局等多方面加大投入，以进一步全面提升公司的综合竞争实力。

行业概况：据弗若斯特沙利文报告，中国拥有全球第二大化妆品市场，2015-2021年市场规模CAGR为12.0%，但同时2021年我国人均化妆品开支仅为670元，相较于欧美日韩市场仍有5倍差距，长期发展空间广阔。今年虽受疫情影响行业有所放缓，但结构分化过程中，国货头部品牌已呈现崛起之势，在多重外部因素影响下依然收入取得了高增长。未来通过产品端的迭代创新，以及开拓新品牌打开第二曲线，有望持续实现业务突围。

投资建议：随着当前疫情防控优化方向的明确，以及刺激消费政策措施的密集出台，明年消费行业压制影响因素有望逐步消除，美妆板块亦有望迎来复苏机遇。从今年美妆行业基本面上看，虽然整体走势下行，但头尾部企业分化越发明显，这一过程中具备较强产品迭代推新力，以及积极推进多品牌布局打造的第二曲线的头部企业有望表现持续亮眼。本次上美股份港股上市，也将印证具备多品牌孵化能力的化妆品公司在市场上的强劲竞争力。我们重点推荐，渠道布局完善，产品力强，品牌势能强劲的国货龙头：珀莱雅、贝泰妮、鲁商发展、华熙生物、水羊股份等。

风险提示：疫情反复；新品推广不及预期；渠道拓展不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603605	珀莱雅	买入	158.30	449	2.60	3.20	60.88	49.47
300957.SZ	贝泰妮	买入	141.55	600	2.81	3.80	50.37	37.25
688363	华熙生物	增持	130.69	629	2.06	2.71	63.55	48.27
600223.SH	鲁商发展	买入	10.65	108	0.30	0.38	35.86	28.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

美容护理

超配·维持评级

证券分析师：张峻豪

021-60933168

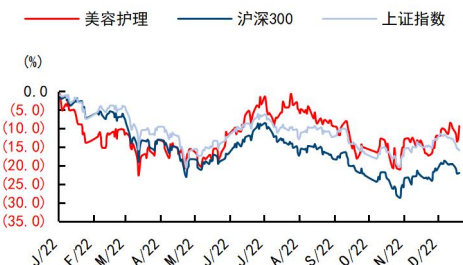
zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：孙乔容若

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《胶原蛋白系列专题一：胶原蛋白材料风起，应用场景不断开拓》——2022-11-08
 《商贸零售行业双周报（22年第38周）-中秋消费数据相对平淡，数尔佳上市顺利过会》——2022-09-14
 《海外化妆品企业运营观察-国际美妆集团表现分化，产品渠道双发力夯实龙头壁垒》——2022-08-23
 《商贸零售行业双周报（22年05期）-巨子生物招股书梳理：重组胶原蛋白护肤品龙头》——2022-05-09
 《化妆品产业系列跟踪：从头部主播处罚事件看品牌未来投放运营的发展调整》——2021-12-22

内容目录

公司概况及主要财务数据	4
历史沿革及品牌矩阵：多品牌矩阵战略转型，涵盖护肤与母婴护理多领域	4
股权结构及管理层：实控人吕义雄持股 91.27%	5
研发实力：依托专业科研团队打造独有研发产物	6
公司营收及结构拆分	7
公司主要财务数据	9
募投项目计划	10
行业概况	11
行业现状：规模实现快速增长，但仍存在巨大提升空间	11
竞争格局：本土品牌整体市占率仍较低，国货未来可期	12
投资建议	13
免责声明	14

图表目录

图 1: 上美集团发展历史沿革	4
图 2: 公司品牌矩阵	5
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 公司营收及其增速 (亿元、%)	8
图 5: 公司归母净利润及其增速 (亿元、%)	8
图 6: 公司营收按品类拆分 (百万元)	8
图 7: 公司营收按品牌拆分 (百万元)	8
图 8: 公司营收按细分渠道拆分 (百万元)	9
图 9: 公司线上、线下渠道营收及增速 (百万元、%)	9
图 10: 公司毛利率及净利率%	9
图 11: 公司费用率%	9
图 12: 公司存货及应收账款周转天数	10
图 13: 公司现金流情况	10
图 14: 中国化妆品市场规模按类别划分 (十亿元)	11
图 15: 中国化妆品市场规模按渠道划分 (十亿元)	11
图 16: 我国人均化妆品开支远低于发达国家水平 (元人民币)	12
图 17: 2021 年我国化妆品市场仍以国际品牌为主	12
图 18: 2021 年部分国家及地区化妆品市场 CR5 情况	12
图 19: 2021 年我国化妆品市场 CR15 份额占比	12
表 1: 公司部分董事会成员以及核心成员履历	6
表 2: 核心研发团队人员介绍	7
表 3: 主要研发产物介绍	7
表 4: 公司主要募投计划方向	10
表 5: 我国国货市场 CR5 零售额及占比情况	13
表 6: 重点公司盈利预测及估值	13

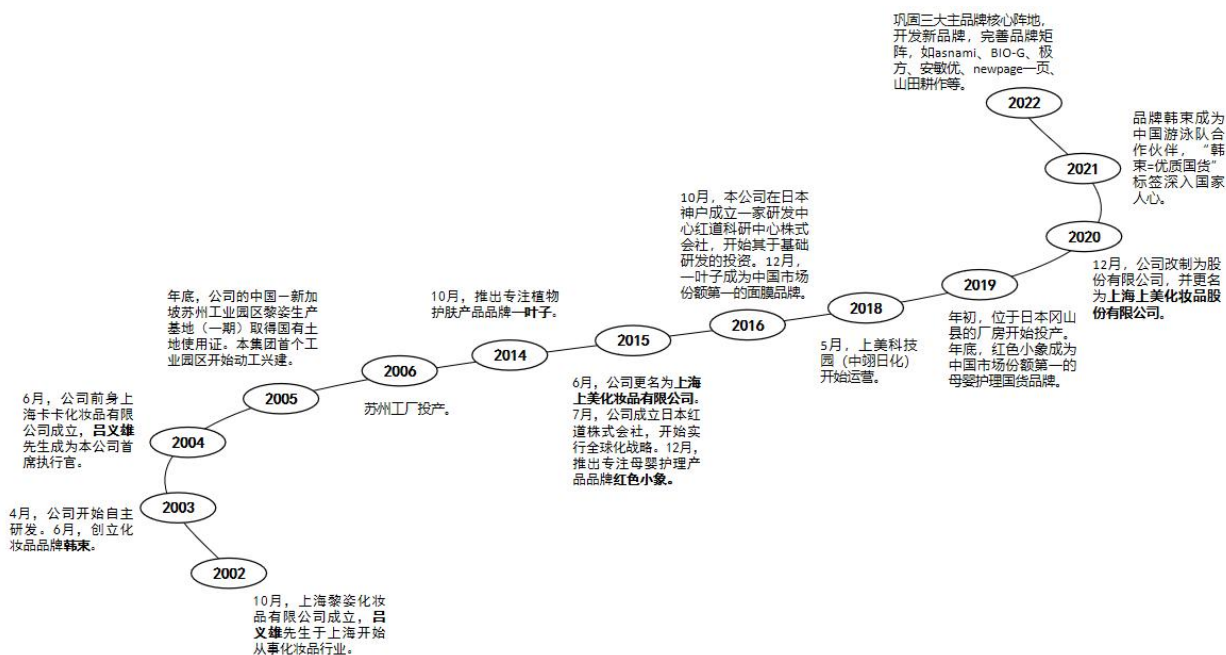
公司概况及主要财务数据

上美股份化妆品股份有限公司主要从事化妆品多品牌的研发生产销售，旗下主品牌**韩束**、**一叶子**、**红色小象** 2021 年收入占比之和达 92.2%，并通过陆续推出其他新品牌，涵盖护肤、护理、高端母婴、洗护等全品类。公司通过全渠道营销、全媒体传播方式，以及在日本建立研发中心和生产基地等全球化战略布局，成为了一家拥有国际化思维的本土化妆品企业。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年公司成为唯一拥有两个护肤品牌年零售额均超过人民币 15 亿元的国货化妆品公司。

历史沿革及品牌矩阵：多品牌矩阵战略转型，涵盖护肤与母婴护理多领域

上美股份最早成立于 2002 年，公司创始人兼董事长吕义雄先生于次年创办化妆品品牌**韩束**。2014 年 10 月，推出专注植物护肤产品品牌**一叶子**。2015 年 6 月公司更名为**上海上美化妆品有限公司**，并于当年 12 月推出专注母婴护理产品品牌**红色小象**。2020 年 12 月，公司改制为股份有限公司。2022 年，在巩固三大主品牌核心阵地的同时，公司开发新品牌，如安弥儿、高肌能、极方、安敏优、一页、山田耕作等，不断完善品牌矩阵。

图 1：上美集团发展历史沿革



资料来源：公司招股书、公司官网、国信证券经济研究所整理

品牌矩阵方面，上美股份旗下主品牌分别为**韩束**、**一叶子**、**红色小象**，2021 年收入占比之和达 92.2%，分别覆盖了大众市场的抗衰、植物学环保护肤以及母婴护理领域，其他品牌包括大众敏感肌护肤品牌**高肌能**、专业的功效型孕肌护理品牌**安弥儿**、专研固发的洗护品牌**极方**、专注婴童敏感肌的功效护肤品牌**一页**、与青蒿素研究团队合作推出的针对敏感肌的专业护肤品牌**安敏优**，以及计划于 2023 年推出的高端抗衰护肤品牌**山田耕作**，涵盖护肤、高端母婴、洗护等全品类。

图2：公司品牌矩阵

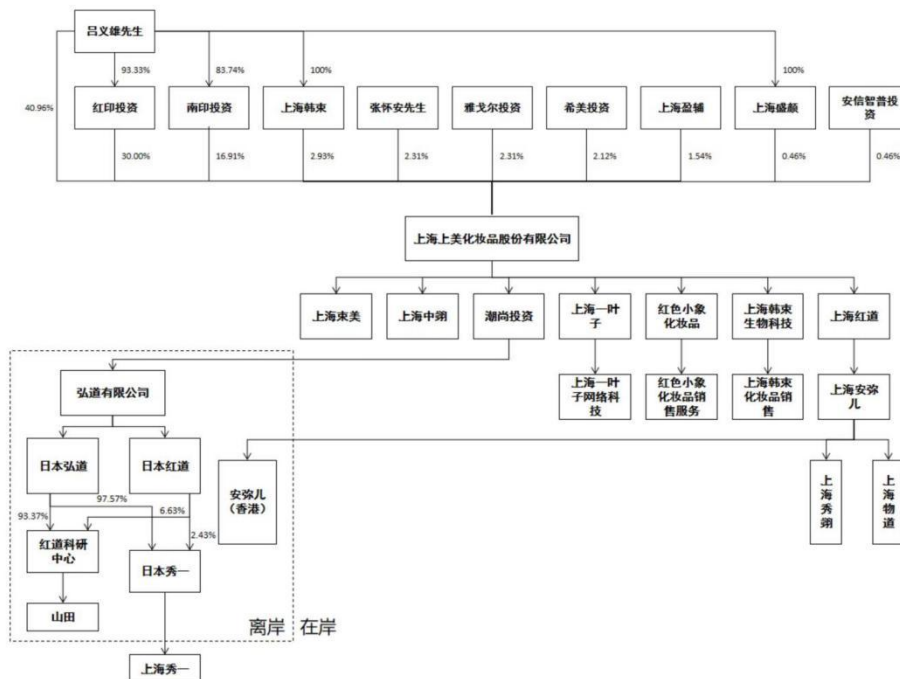


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层：实控人吕义雄持股 91.27%

截至 2022 年第三季度末，公司第一大股东为吕义雄先生，直接持股比例达 40.96%，公司实控人为吕义雄先生，直接与间接持股比例之和达 91.27%，对公司拥有绝对控制权，保证公司股权架构相对稳定。吕义雄先生为公司创始人，自公司创立以来，公司的发展路线与差异化战略在吕义雄先生的带领下积极施行，促进公司产品与产品组合的多元化。

图3：公司股权结构



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

创始人化妆品行业多年深耕，集团战略稳定实施。公司控股股东及董事长吕义雄先生于 2002 年开始从事化妆品行业，先后创立了韩束、一叶子、红色小象等品牌。其核心理念为坚持长期主义、多品牌战略布局、持续性地投入科研，于 2003 年就开始重视与布局自主研发，先后在国内外建设自主供应链与研发中心。其他高管也是一路陪伴上美股份成长，具有丰富的经验。

表 1：公司部分董事会成员以及核心成员履历

姓名	职务	履历
吕义雄	执行董事、董事长兼首席执行官	吕先生于 2004 年 6 月成立以来一直担任其首席执行官，负责本公司的一般管理
罗燕	执行董事、副行政总裁	罗女士于 2012 年 3 月加入本集团，曾担任不同职位，包括于 2015 年 1 月至 2020 年 2 月担任首席运营官；自 2020 年 3 月起担任副行政总裁，主要负责新兴媒体平台电商，以及自 2021 年 1 月起担任韩束的总经理，负责韩束的整体管理及营销。罗女士于 2020 年 5 月获委任为执行董事
冯一峰	执行董事、副行政总裁兼首席财务官	冯先生于 2001 年 7 月取得中国上海财经大学的管理学学士学位，并于 2015 年 10 月取得中国中欧国际工商学院的工商管理硕士学位；于 2016 年 7 月加入本集团，自 2016 年 7 月起担任副行政总裁，亦负责财务事宜，并自 2021 年 2 月起担任首席财务官
宋洋	执行董事、副行政总裁	宋女士于 2013 年 12 月加入本集团，曾担任不同职位，包括于 2016 年 4 月至 2018 年 4 月担任项目总监；自 2018 年 5 月起担任本公司全球新产品创新中心的总经理，以及自 2019 年 9 月起担任副行政总裁。宋女士于 2020 年 2 月获委任为执行董事
李涛	监事、监事会主席兼审计总监	李先生亦一直担任本集团多间成员公司的监事，包括自 2021 年 1 月起担任上海束美的监事；自 2021 年 3 月起担任上海韩束生物科技的监事；自 2021 年 4 月起担任潮尚投资的监事，以及自 2021 年 5 月起担任上海中翎、上海一叶子、红色小象化妆品及上海韩束化妆品销售的监事
施滕花	监事	施女士于 2017 年 9 月至 2019 年 10 月曾任本公司财务部经理；自 2019 年 11 月至 2020 年 3 月曾任财务部高级经理；自 2020 年 4 月至 2020 年 6 月曾任财务副总监，并自 2020 年 7 月至 2021 年 7 月曾任电商二部总经理；自 2021 年 7 月起担任一叶子的副总经理，负责一叶子的整体品牌管理及营销
廉明	董事会秘书	于 2020 年 9 月加入本集团前，廉先生于 2010 年 7 月至 2020 年 7 月于广东丸美生物技术股份有限公司担任董事、董事会秘书及行政助理，以及于 2009 年 7 月至 2010 年 7 月受僱于中石化江苏石油分公司

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

研发实力：依托专业科研团队打造独有研发产物

科研团队大牛坐镇，国内外专家团队助力品牌发展。公司研发团队由公司副总裁兼全球研发中心负责人李维博士领导，负责中日双研发中心所有研发活动的整体管理。李博士分别于 2002 年及 2007 年在清华大学取得化学工程及工艺专业学士及博士学位，在化妆品行业从事 15 年，曾在宝洁担任高级研发经理，在新成分、配方及产品开发方面拥有丰富经验。此外，公司核心研发团队拥有七名国际知名科学家均在化妆品相关领域的平均经验超过 30 年。截至 2022H1，公司拥有 204 人的研发团队，其中 81 人持硕士或以上学历，研发团队拥有不同的专业背景，包括生物、化学、药学及化学工程。

另一方面，公司重视年轻研发人员的培养，努力打造多层次人才体系。通过多层次的人才选拔、雇佣和研发项目导师制等管理机制，致力引进国内外一流大学如 985、211 及 QS200 的毕业生。并且，管理方面，公司与复旦大学管理学院和上海交通大学安泰经济与管理学院合作开展实习生计划，吸引并培训年轻人才，提升管理实力。截至 2022 年 6 月 30 日，公司上海总部的员工平均年龄约为 29 岁。

表2：核心研发团队人员介绍

姓名	简介
黄虎	黄虎博士是公司的全球首席科学家，在化妆品行业有近 28 年的工作经验。曾担任宝洁的首席科学家，在新产品开发、开发新成份、配方及工艺和效用评估方面有丰富经验。黄虎博士自加入以来，一直领导半乳酸菌发酵滤液研究平台的工作。他亦为核心品牌的升级，包括原料开发、配方研究、临床试验方法研究，以及新品牌的开发提供理论支持。他目前负责整体管理及加强公司的基础研究能力并领导研究及创新
胡新成	胡新成博士现为公司的全球研发中心总监，在化妆品行业有近 27 年的工作经验。他曾任职于宝洁，先后担任该公司神户及北京研发中心护肤产品开发部的部门负责人。胡博士自加入以来，一直专注于开发新成份、配方及工艺。胡新成博士进行多项重要基础研究及配方研究项目，参与公司九项专利的申请并发表了三篇学术论文
付子华	付子华博士是日本红道科研中心总监。他在化妆品行业有近 27 年的工作经验。付博士曾先后担任宝洁的亚洲护肤技术总监及联合利华的工艺开发全球总监。他亦是日本经济产业省国家项目研发技术顾问。付博士目前负责核心配方的改良及创新、成份的基础研究，并建立公司在日本的研究能力。他亦曾参与多项基础研究项目。付子华博士参与 TIRACLE 的研究并为核心成员，以及曾参与三项专利的申请、发表一篇学术论文及六篇会议论文
内川惠一	内川惠一先生是中国科研中心的首席科学家。内川惠一先生曾于资生堂全球创新中心担任经理 35 年。他专精于乳化技术、护肤产品配方开发及护发产品配方开发。自加入以来，他一直负责配方创新的开发、研究和指导有关的工作。他目前领导新清洁产品的设计、开发及测试，以彰显一叶子洁淨美容护肤的理念
山田耕作	山田耕作先生是日本红道科研中心的护肤首席科学家，在化妆品行业有超过 30 年经验，主要任职于宝洁。他曾于宝洁新加坡担任 SK-II 品牌护肤产品的科学家。作为公司的护肤首席科学家，他负责基础研究和护肤配方及工艺。在加入以后，他已成功开发具有增强美白效果的配方，其已应用于公司的多种护肤产品中。目前，山田耕作先生领导其同名品牌山田耕作的配方设计及研究
谷口登志也	谷口登志也先生是公司日本红道科研中心副总监及彩妆品首席科学家，其从事化妆品行业接近 40 年。他曾于宝洁担任高级科学家。在加入以后，他一直负责为我们的中国及日本科研中心的年青研究员提供指导及培训，以进行彩妆品配方及工艺的研发活动。他参与粉底液的配方开发及升级，并参与多款粉底液产品的推出
板谷行生	板谷行生先生是日本红道科研中心的洗护用品首席科学家，自 1987 年起从事化妆品行业。他曾担任佳丽宝的专业研究员，专注于研究日本不同护肤及化妆品产品。板谷行生先生现时参与一系列洁面产品的研制。他现时负责就成份基础研究和洗护用品技术开发提供指导并并就有关医药及生产设备的日本法规提供技术支援。他不时举办内部培训，分享研发经验

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

借助于如此优秀的研发团队，并通过与著名科学家进行合作，不断提高自身研发实力。公司拥有三大基础研究成果，分别为 TIRACLE—双菌发酵、AGSE—活性葡萄籽提取物，以及青蒿油 AN+，截至 2022 年第三季度末，公司拥有近 200 项专利，其中包括 29 项发明专利。截至 2022H1，公司自主研发产品占收入贡献逾 97%。

表3：主要研发产物介绍

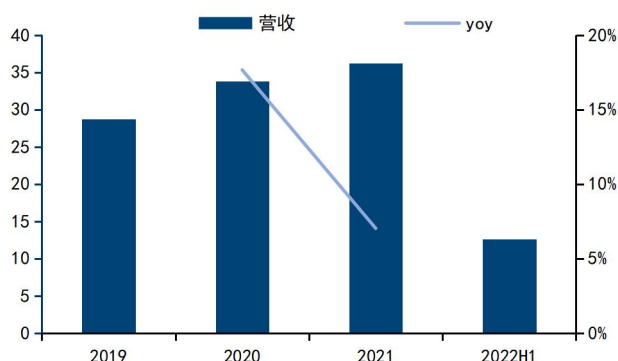
名称	简介
TIRACLE—双菌发酵	公司研制出第一代发酵产物—TIRACLE，其为独家双菌发酵成份。根据细胞研究，公司发现 TIRACLE 能够减少炎症因子，如白介素-1 α (IL-1 α)、白介素-6、白介素-8 (IL-8)、肿瘤坏死因子- α (TNF- α)；并可对 Collagen I、Collagen III、Collagen IV、Elastin 基因、Fibrillin-1 基因、Has-1、MMP-1 基因的表达有显著促进作用。公司也成功开发了第二代发酵产物 TIRACLE PRO，其可以促进细胞自噬，即促进抵御肌肤衰老。经临床测试验证 TIRACLE PRO 具有显著增加皮肤颜色 ITA° 值、减少皮肤经皮失水率、增加皮肤含水量及减少皱纹的功效。目前已将 TIRACLE 和 TIRACLE PRO 成熟应用到上市配方中。
AGSE—活性葡萄籽提取物	公司和普林斯顿大学分子生物学系教授 Jeffery B. Stock 博士合作进行 AGSE 的研究工作，发现富集葡萄籽提取物中可以活化 PP2A 的黄酮类物质，进而大大提升 PP2A 活性，开发出一种新型植物提取物—活性葡萄籽提取物，又称为 AGSE。公司创新地采用脂质体/环糊精包裹技术，解决了活性成份稳定性不佳、生物利用度低、溶解性差等问题。研究结果发现，AGSE 包裹体在提升 PP2A 活性方面的效果比 AGSE 更优越。同时，体外测试证明 AGSE 包裹体在促进 Collagen I 和 Elastin 的表达以及 Collagen III 基因的表达方面具有显著效果，能使黑素含量显著下降。公司已就 AGSE 及 AGSE 包裹体申请两项发明专利，并在 Journal of Investigative Dermatology 上就此主题发表两篇会议论文
青蒿油 AN+	2019 年，公司开始就青蒿素挥发油在化妆品中的应用开展调研工作，对青蒿油的质量控制、功效、配方应用等多方面性质进行探究，开创青蒿油在化妆品领域中的新方向。公司发现，青蒿油能够上调丝聚蛋白基因的表达，并且能够抑制炎症因子及炎症介质（如白介素-6 (IL-6)、白介素-8 (IL-8)、一氧化氮 (NO)）的释放。研究显示青蒿素挥发油能抑制糠秕马拉色菌及痤疮丙酸杆菌。公司已申请两项有关青蒿油的发明专利。亦已在 Annals of Dermatological Research 上发表一篇论文

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司营收及结构拆分

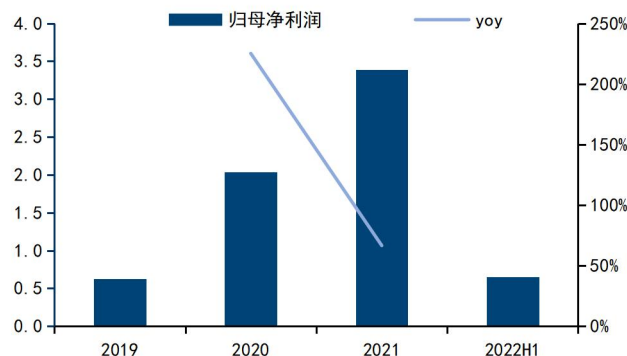
2022H1 公司实现收入 12.62 亿元，同比-31.1%；归母净利润 0.65 亿元，同比-62.6%。主要由于今年生产和交付都受到疫情影响，使得业绩受到一定的承压。公司在 2021 年实现收入 36.19 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 12.2%；实现归母净利润 3.39 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 132.7%。公司通过扩大营销活动增加品牌知名度提升以及线上渠道销售的增加使得 19-21 年收入水平稳步提升，同时高毛利率渠道收入占比的增加，如线上自营及线上及线下零售商，进一步扩大利润增速。

图4：公司营收及其增速（亿元、%）



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及其增速（亿元、%）

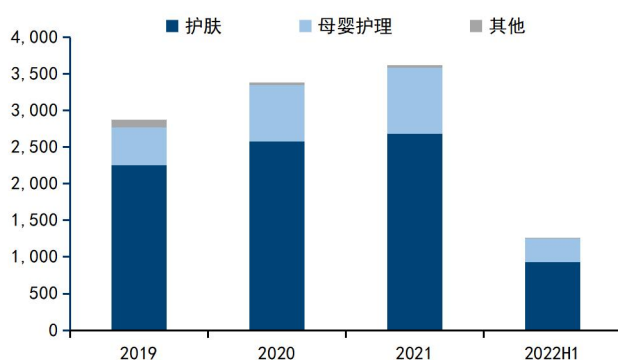


资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

分品类：公司产品主要分为护肤、母婴护理以及其他。其中其他类别中主要包含彩妆及洗护用品。目前来说，护肤品类仍是公司收入第一大来源，2019-2021年公司护肤类产品营收占比分别为78.45%、76.22%、74.05%，2022H1也达73.65%。但另一方面，母婴护理依靠红色小象逐渐发力，占比逐渐提高，已经从2019年的18.03%提升到2022H1的25.40%，未来发展可期。

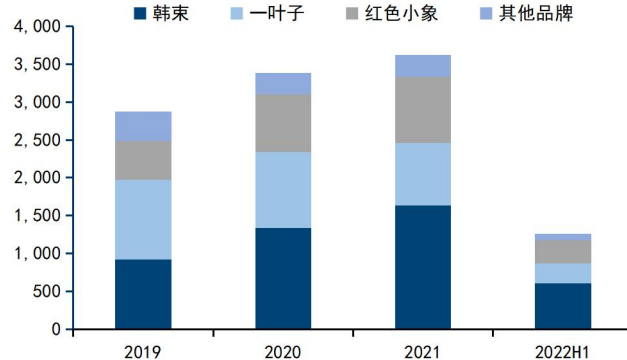
分品牌：公司以韩束、一叶子、红色小象三大品牌为主，2021年收入占比之和超90%。具体来看：韩束得益于定位于前景广阔的抗衰市场再加上大力营销推广，线上渠道收入不断提高，收入占比从2019年的32.0%提升到2022H1的47.8%；一叶子主打天然植物修护，并以面膜为主要产品类型，收入占比从2019年的36.6%减少到2022H1的21.0%，主要由于公司战略定位的改变并减少了营销开支；而红色小象受益于母婴市场近几年快速的市场规模提升，再加上公司不断开拓线上线下分销网络，整体收入占比从2019年的18.0%提升到2022H1的24.2%，凭借2021年零售额超18亿元，在中国市场国货品牌母婴护理产品中居榜首。

图6：公司营收按品类拆分（百万元）



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

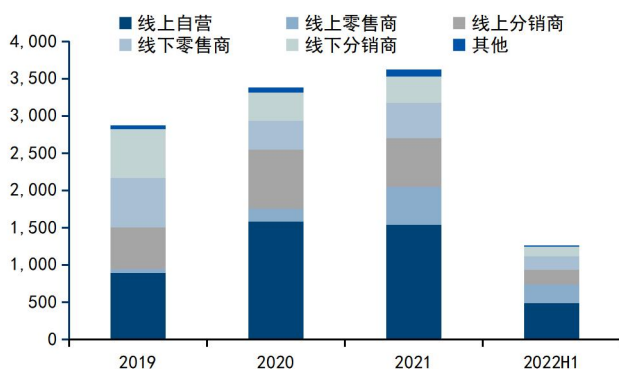
图7：公司营收按品牌拆分（百万元）



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

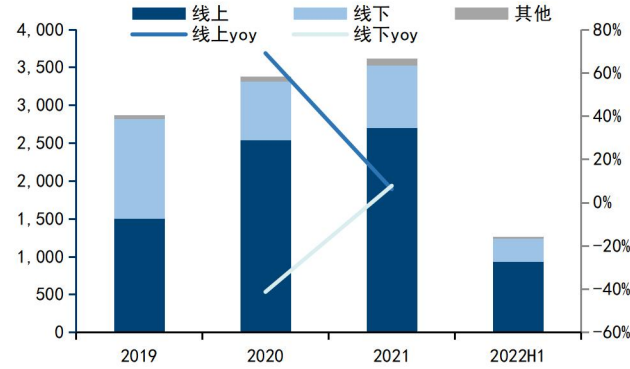
分渠道：公司在线上采取自营、零售和分销三种模式，线下以零售和分销为主。具体来看，线上渠道收入占比从2019年的52.4%提升到2022H1的73.8%，主要受益于公司加大线上自营和线上零售商的合作，截至2022H1，分别占总收入的38.5%、20.0%。线下渠道占比不断减少主要是公司主动优化销售网络，并停止在线下经营若干品牌。

图8：公司营收按细分渠道拆分（百万元）



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图9：公司线上、线下渠道营收及增速（百万元、%）



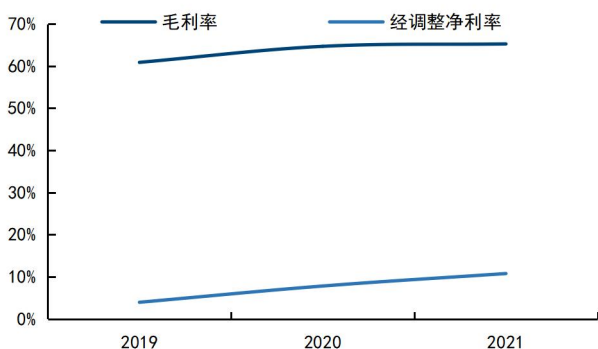
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司主要财务数据

盈利能力方面，公司 2019-2021 年毛利率分别为 60.86%、64.66%及 65.23%，毛利率的提升是由于主要品牌毛利率上升带动整体毛利率上行。具体来看：韩束/一叶子/红色小象的毛利率分别从 2019 年的 59.6%/61.7%/65.2%增加到 2021 年的 67.7%/67.3%/70.5%，虽然今年上半年受到疫情影响毛利率略下滑至 64.9%，但主品牌韩束仍然凭借自身强劲的产品优势保持毛利率水平不变。

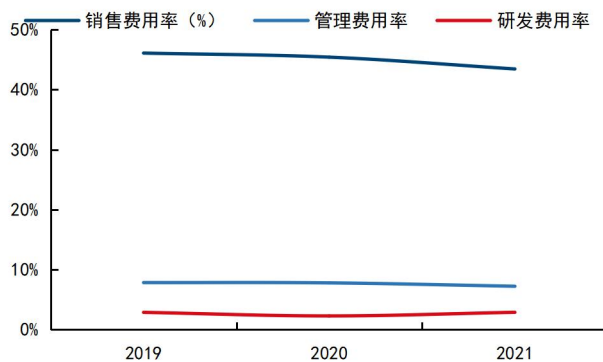
费用率方面，2019-2021 年销售费用率为 46.09%/45.42%/43.45%，管理费用率为 7.85%/7.80%/7.23%，主要由于公司整体费用率管控良好。同时 2019-2021 年公司研发费用率分别为 2.88%/2.29%/2.89%，整体维持均衡状态。

图10：公司毛利率及净利率%



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司费用率%

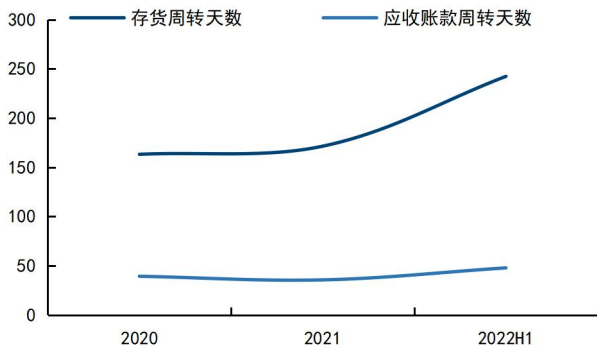


资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

营运及现金流方面，公司 2021 年存货周转天数为 171 天，同比上升 8 天，但 2022H1 由于疫情导致交付存在困难，存货周转天数上升至 242 天；公司 2022H1 应收账款周转天数为 48 天，相比如 2020/2021 的 39/36 天略有提升。

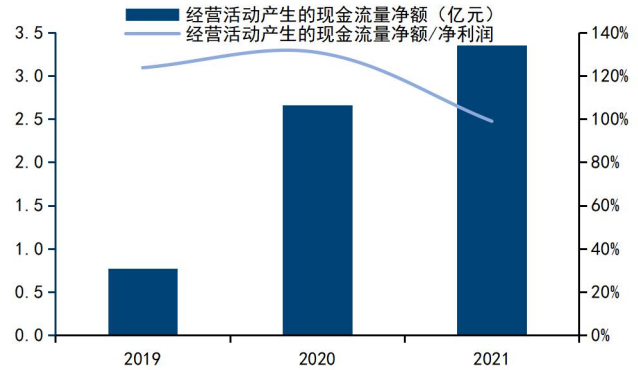
现金流方面，公司 2019-2021 年经营性现金流净额分别为 0.77/2.66/3.35 亿元，整体现金流状况较为良好。

图12: 公司存货及应收账款周转天数



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司现金流情况



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

募投项目计划

公司上市募投项目主要系营销、研发、生产、销售等多方面投入,以全面提升公司的综合竞争实力。其中公司预计将 32%用于品牌营销,通过加大线上、线下营销投放进一步加深消费者心智;12.2%和 19.8%分别用于研发和生产,不断抓紧产品力本身来获取消费者信赖;18%用于销售网络,通过不断增加销售网络的深度和广度来扩大市场覆盖面;同时还有 8%和 9.8%用作改善信息化建设以及平时营运资金,全方位加强上美股份的市场竞争力。

表4: 公司主要募投计划方向

募投方向	细分	具体方式
32.0%用于 2026 年前品牌建设活动	17.2%用于线上品牌营销活动	(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) 增加我们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
	4.2%用于线下品牌营销活动	(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,以增加我们品牌的曝光率; (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,以提升我们在年轻消费者中的品牌知名度
	7.8%用于增加名人代言及合作推广	包括邀请约三至五位名人为我们的品牌及产品代言,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
	2.8%用于制作优质广告内容	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,提升我们的品牌形象
12.2%用于 2026 年前提升研发能力	8.5%用于加强我们的基础研究能力	(a) 增强与功效型护肤产品技术有关的研发,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研究人员
	3.7%用于升级现有品牌及开发新品牌	(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经验的设计人员; (c) 升级我们的产品测试中心,建立更完善的测试体系
	4.9%用于奉贤工厂第一期	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
19.8%用于 2024 年前加强生产及供应链能力	14.9%用于奉贤工厂第二期	计划采购约 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。我们亦计划分配部分所得款项用作翻新奉贤工厂第二期。于完成奉贤工厂的扩建及升级后,我们预期护肤品、母婴护理产品及其他产品的产能将分别增加约 13,345.8 吨、11,483.6 吨及 1,241.5 吨
	18.0%用于 2026 年前增加销售网络的广度和深度	(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
	3.6%用于线下渠道	(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,以加深我们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

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

行业概况

行业现状：规模实现快速增长，但仍存在巨大提升空间

中国拥有全球第二大化妆品市场，近些年实现快速增长。据弗若斯特沙利文报告，按零售额计，中国化妆品市场规模在 2015–2021 年 CAGR 为 12.0%，远高于同期全球增速 2.2%。预计中国化妆品市场未来能由 2021 年的 9468 亿元起以 9.4% 的复合增速增长，并在 2026 年达到 14822 亿元。

分类别来看：护肤品、洗护用品、彩妆品、母婴护理品，在 2015–2021 年期间它们分别以 14.7%/10.0%/12.5%/15.1% 的年复合增速实现快速发展，尤其是公司重点布局的护肤品和母婴护理品这两大细分赛道，凭借消费者护肤意识的增强和对母婴产品重视度的日益提高，预计未来五年将分别以 10.1% 和 12.4% 的复合增速快速增长，在 2026 年分别实现 7527、959 亿元。

分渠道来看：受益于电商渠道的快速发展，线上渠道的市场规模不断增大，从 2015 年的 1344 亿元增长到 2021 年的 4763 亿元，首次超过线下渠道成为贡献收入的主要方式。未来预计仍将以 13% 的增速快速增长，并在 2026 年实现 8790 亿元，占到整体化妆品市场规模的 59.6%。

图 14：中国化妆品市场规模按类别划分（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文数据、国信证券经济研究所整理

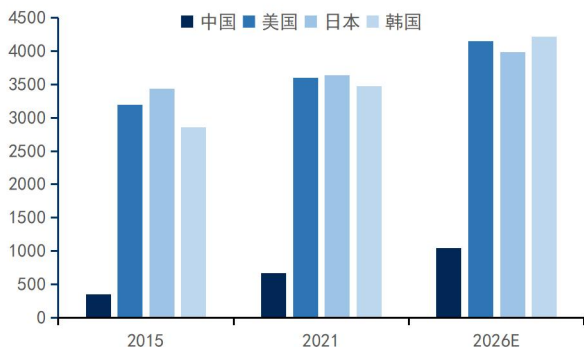
图 15：中国化妆品市场规模按渠道划分（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文数据、国信证券经济研究所整理

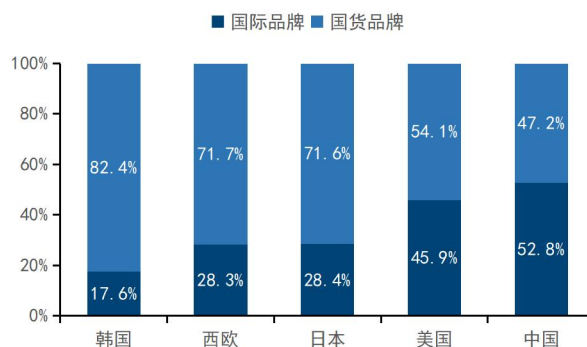
虽然近几年我国化妆品市场发展迅速，但和发达国家之间仍存在较大差距。据弗若斯特沙利文数据，在 2021 年我国人均化妆品开支为 670 元，远低于美国/日本/韩国的 3605/3640/3474 元，仍有 5 倍差距。预计随着近两年经济的快速发展和消费意识的提高，能在 2026 年突破千元大关，并和发达国家之间差距缩至 4 倍左右。而另一方面，目前我国化妆品市场仍以国际品牌占据主导地位，而对于大部分发达国家及地区来说，国货品牌才是化妆品市场的坚实砥柱，2021 年西欧和日本的国货占比已超 70%，韩国甚至高达 82.4%。

图16: 我国人均化妆品开支远低于发达国家水平(元人民币)



资料来源: 弗若斯特沙利文数据、国信证券经济研究所整理

图17: 2021 年我国化妆品市场仍以国际品牌为主



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

竞争格局: 本土品牌整体市占率仍较低, 国货未来可期

我国目前化妆品市场竞争格局较为分散, 且国际品牌占据主导地位。2021 年 CR5 为 21.9%, 基本与发达国家及地区持平, 但前五大集团中并无一家国货, 市占率最高的国货品牌仅位列第十, 且市场份额小于 1%。2021 年我国本地前五大集团占比仅有 4.2%, 其他地区基本高于 15%, 还有近 4 倍提升空间。

图18: 2021 年部分国家及地区化妆品市场 CR5 情况



资料来源: 弗若斯特沙利文数据、国信证券经济研究所整理

图19: 2021 年我国化妆品市场 CR15 份额占比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

而聚焦到国货市场来说, 竞争格局更为分散。对于化妆品市场, 前五大零售额为 399 亿元, CR5 仅为 8.9%, 且前五大公司市场份额也比较平均, 均在 1.5%-2.0% 之间, 竞争较为激烈。而对应到不同细分赛道来说, 整体竞争格局也与化妆品市场比较类似, 除了母婴市场上美股份凭借“红色小象”占据 3.3% 的龙头地位, 与竞争者稍拉开差距, 护肤品市场和面膜市场前五大份额差距不大。

表5：我国国货市场 CR5 零售额及占比情况

CR5	化妆品		护肤品		面膜		母婴用品	
	零售额(亿元)	市场份额	零售额(亿元)	市场份额	零售额(亿元)	市场份额	零售额(亿元)	市场份额
1	89.29	2.0%	76.88	1.7%	18.42	3.2%	17.89	3.3%
2	83.79	1.9%	65.33	1.4%	17.86	3.1%	13.54	2.5%
3	76.33	1.7%	64.47	1.4%	17.84	3.1%	10.33	1.9%
4	75.56	1.7%	58.48	1.3%	16.83	2.9%	8.65	1.6%
5	74.24	1.6%	57.37	1.2%	12.1	2.1%	7.05	1.3%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理；注：标灰色代表为上美股份

投资建议

随着当前疫情防控优化方向的明确，以及刺激消费政策措施的密集出台，明年消费行业压制影响因素有望逐步消除，美护板块亦有望迎来复苏机遇。从今年美妆行业基本面上看，虽然整体走势下行，但头尾部企业分化越发明显，这一过程中具备较强产品力，已经拥有多品牌孵化能力的企业有望表现持续亮眼。本次上美股份港股上市，也将印证具备多品牌孵化能力的化妆品公司在市场上的强劲竞争力。我们重点推荐产品力强，多品牌孵化打造多极增长的国货龙头：**珀莱雅、贝泰妮、鲁商发展、华熙生物、水羊股份**等。

表6：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 (22/12/22)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
603605.SH	珀莱雅	158.30	449	2.87	2.60	3.20	3.89	72.68	60.88	49.47	40.69	20.03	2.24	买入
300957.SZ	贝泰妮	141.55	600	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	50.37	37.25	27.54	18.15	1.33	买入
688363.SH	华熙生物	130.69	629	1.63	2.06	2.71	3.51	95.28	63.55	48.27	37.19	13.73	1.77	增持
600223.SH	鲁商发展	10.65	108	0.36	0.30	0.38	0.49	36.95	35.86	28.06	21.88	7.66	-	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032