

► **上美股份：科技赋能的美护龙头，多品牌驱动长期发展。**公司成立于 2002 年，专注于护肤品和母婴护理产品的开发、制造及销售，成功打造韩束、一叶子及红色小象等多个家喻户晓的美护品牌，22 年韩束、一叶子、红色小象的收入占比分别为 47.4%、19.8%、24.5%。股权结构方面，实控人吕义雄先生持股 78.85%，公司股权结构较为集中；公司核心管理人员均具有丰富的美妆行业从业及企业管理经验，有望助力公司长期发展。

► **“3+N”品牌矩阵多点发力，品牌革新释放增长活力。**公司坚持多品牌战略，构建以韩束、一叶子、红色小象为核心，包含高肌能、安弥儿、极方、一页、安敏优和 2032 等多品牌矩阵，覆盖护肤、母婴、洗护三大板块，以及低中高三大价格带，其中，1) **主品牌韩束**：2003 年创立，创立初期定位大众抗衰，21 年开始逐步进行品牌调整转型，品牌重新定位科学抗衰，产品端聚焦“韩束红”的品牌心智，集中资源培育主打抗衰功效、产品定价 399 元、卡位高性价比套组赛道的红蛮腰系列，同时储备有白蛮腰、蓝铜肽等系列产品；渠道端重点布局抖音，23H1 前瞻性合作达人拍摄短剧实现近 50 亿曝光量，同时完善达播和自播矩阵打造 24 小时不停播的“日不落”直播间，配合高成交转化的卖场式直播，最大化承接短剧种草流量，持续推动韩束品牌势能及心智产品红蛮腰礼盒销售增长，根据抖音及巨量算数数据，韩束红蛮腰礼盒自上市以来销售持续增长，截至 24 年 2 月 6 日，红蛮腰礼盒已销售超 386 万件；在红蛮腰系列的拉动下，23H2 韩束销售额持续位居抖音美妆榜前三，在抖音渠道持续领先。此外，韩束白蛮腰礼盒主打美白淡斑功效，产品功效与红蛮腰差异化定位，在贾乃亮、李小冉等明星达人的带货宣传以及“韩束护肤旗舰店”抖音自播间的日播、“韩束官方旗舰店美白单品号”韩束抖音分账号的重点推广下，23H2 开始放量明显，23 年 12 月抖音韩束护肤旗舰店销售额达 2188 万元（23 年 2 月约 26 万元），期待未来白蛮腰系列复制红蛮腰的成长路径带来的增长空间。2) **一叶子**：2014 年创立，面膜领域起家，2022 年全方位升级为科研护肤品牌，重新梳理产品矩阵，推出新品修护修色系列切入纯净美容赛道，实现新发展。3) **红色小象**：2015 年成立，定位国货母婴护理品牌，乘婴童护肤精细化之东风快速发展，22 年市占率跃至中国母婴护理行业第二；23 年品牌前瞻性洞察小学生护理市场空白推出小学生专研产品，打开品牌增长空间。4) **一页**：2022 年 5 月推出，定位中高端婴童功效型护肤品牌，医研共创模式+线上线下全渠道布局驱动品牌快速破圈成长。5) **其他**：公司围绕护肤和母婴两大核心业务，推出定位中高端的品牌安弥儿、安敏优，补齐业务空白价位段；同时积极探索洗护及敏肌护理赛道，分别推出极方、高肌能和 2032 品牌，品牌矩阵持续完善。

► **持续加码研发投入，实现“科研三级跳”构筑公司长期经营护城河。**公司重视自主研发，通过吸纳国内外优秀科研人员、在上海和日本设立两大研发中心、推进产学研合作，不断提升研发能力。截至目前，公司已组建由 7 名国际知名科学家领衔的超 200 人研发团队，成功孵化 TIRACLE 双菌发酵成分、AGSE 活性葡萄籽提取物和 AN+ 青蒿油提取物三大独家基础研究成果，自研蓝铜肽、环六肽-9 等多肽成分，逐步完成“初步形成研发体系→引进外部研发资源→自研科技成果驱动”的“科研三级跳”，内驱力较强，根据公司招股书，22H1 公司自研产品收入占比超 97%；未来随公司持续完善科学技术平台，落地更多前沿性的研究成果，有望夯实公司品牌及产品护城河，进一步强化公司内生增长动力。

► **积极调整营销方式及渠道结构，充分享受行业变革红利。**1) **营销端**，紧密跟随时代传播媒体演变调整营销策略，从传媒阶段的电视节目冠名—长视频时代的网剧/网综合作—品效协同阶段的 KOL/直播，持续扩大韩束等品牌知名度和影响力。2) **渠道端**，公司敏锐把握国内美妆销售渠道变化，从 CS&KA 渠道→电视购物→电商渠道，逐步完成渠道调整与布局；23 年重点发展线上渠道（特别是抖音直播），以短剧+达人直播+品牌自播提升品牌知名度和销售；24 年公司将优化线下 CS 渠道发展模式，超级品牌、超级品质、超级服务全方位赋能 CS 渠道进阶升级，探索公司业绩新增长点。

► **投资建议：**公司为多品牌国货化妆品龙头，主品牌韩束在抖音渠道建立起较强的品牌心智，红蛮腰系列持续放量，模式复制有望带来品牌增长弹性；一叶子和红色小象不断进行优化和升级有望持续增长；在公司持续提升的研发能力、不断深化的全渠道布局以及浓厚的营销基因的赋能下，看好公司长期成长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.80、5.48、7.17 亿元，2 月 16 日收盘价对应 PE 为 37X、26X、20X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期；品牌培育不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,675	3,917	5,092	6,389
增长率 (%)	-26.1	46.4	30.0	25.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	147	380	548	717
增长率 (%)	-56.6	158.4	44.3	30.7
每股收益 (元)	0.37	0.96	1.38	1.80
PE	96	37	26	20
PB	8.2	6.7	5.3	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 2 月 16 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐

首次评级

当前价格：

38.45 港元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

目录

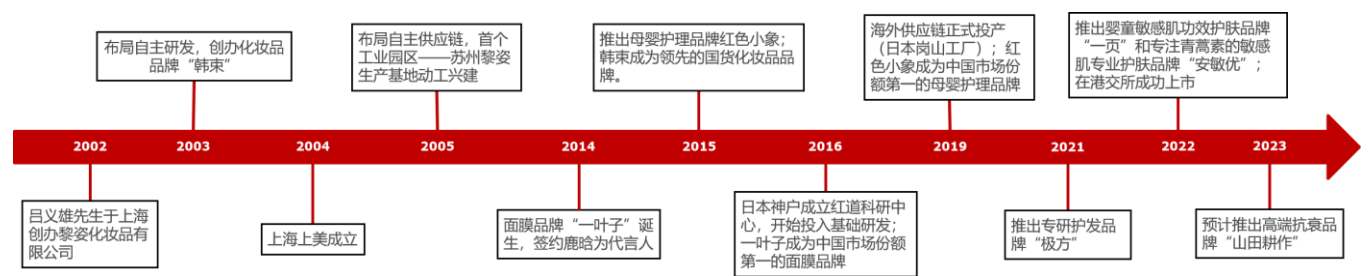
1 上美股份：科技赋能的美护龙头，多品牌驱动长期发展	3
1.1 公司简介：多品牌国货化妆品企业，品牌升级再启航	3
1.2 股权结构：股权结构高度集中，实控人吕义雄持股 79%	4
1.3 管理团队：核心管理团队经验丰富，助力公司长期发展	5
1.4 募资用途：用于品牌建设、研发创新、产能建设、销网扩张、数字化建设	6
1.5 业务结构：布局护肤、母婴、洗护三大板块，护肤业务贡献主要收入	7
2 品牌：多品牌矩阵多点发力，品牌革新释放增长活力	9
2.1 韩束：品牌战略升级+把握抖音发展红利，品牌穿越周期重拾增势	9
2.2 一叶子：面膜领域专家，转型科研护肤焕新发展	18
2.3 红色小象：定位大众的专业母婴护理品牌，紧抓精细化育儿趋势实现高速发展	22
2.4 Newpage 一页：中高端婴童功效型护肤品牌，医研共创赋能产品创新升级	28
2.5 其他：持续孵化新品牌，填补核心业务空白价位段，挖掘潜力细分市场	30
3 研发：完成“科研三级跳”高筑技术壁垒，持续推动收入内生增长	32
4 渠道：紧抓主流渠道变化风口，逐步完成全渠道布局，重点发力直播实现突围	39
5 营销：敏锐洞察营销方式变化，“深度+广度+转化”三驾马车并行实现品效销合一	42
6 财务分析	48
7 盈利预测与投资建议	54
7.1 盈利预测假设与业务拆分	54
7.2 估值分析	56
7.3 投资建议	56
8 风险提示	57
插图目录	59
表格目录	60

1 上美股份：科技赋能的美护龙头，多品牌驱动长期发展

1.1 公司简介：多品牌国货化妆品企业，品牌升级再启航

科技赋能的美护行业领先企业，多品牌驱动市场份额提升。上美股份成立于2002年，专注于护肤品和母婴护理产品的开发、制造及销售；依托卓越的自主研发能力、不断创新的营销能力以及经验丰富的运营管理团队，成功打造韩束、一叶子及红色小象等多个家喻户晓的美护品牌，逐步成为科技赋能的美护行业领先企业。根据弗若斯特沙利文数据，按零售额计，公司自2015-2021年连续七年位列国货化妆品公司前五名；2021年，公司成为国内唯一拥有两个年零售额超15亿护肤品品牌的化妆品企业，公司整体份额占国货化妆品集团市场规模的1.7%，位列行业第四。

图1：上美股份发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，民生证券研究院

我们对公司2002年成立以来的发展历程进行复盘，主要可以分为三个阶段：

1) 品牌初创期（2003-2013年）：品牌初创，培育核心品牌韩束。2002年10月，上海黎姿化妆品有限公司成立，吕义雄先生正式开始从事化妆品行业；2003年，顺应韩流韩妆之东风，韩束品牌成立，主打三四线城市市场；2004年，公司前身上海卡卡化妆品有限公司成立；2005年，公司开始布局自主供应链，首个工业园区“苏州黎姿生产基地”动工兴建。2005-2013年间，公司将韩束品牌作为发展重心；渠道端，初期以直销模式为主，2008年开始陆续合作江苏好享购、湖南快乐购、浙江好易购等30多家电视购物频道，2009年开始入驻正大广场、大润发、世纪联华、万宁、家乐福、欧尚、乐购等百货商超渠道并开设专柜、专卖店，逐步形成电视购物、百货商超、CS连锁、KA卖场等多渠道发展模式；营销端，通过邀请崔智友、林志玲等国内外知名明星代言，冠名和赞助电视综艺等方式提升品牌曝光度和知名度，帮助韩束品牌打开市场。根据创始人吕义雄2013年的采访，2011年韩束品牌占国内电视购物化妆品品类的市场份额达到38%。

2) 多品牌矩阵建设期（2014-2019年）：多品牌布局，抢占美护细分赛道。依托于韩束品牌成功的经验和对中国护肤市场的洞察，公司陆续推出一叶子、红色小象、Bio-G高肌能、安弥儿等品牌，逐步完成多赛道、多品牌布局。此外，2016

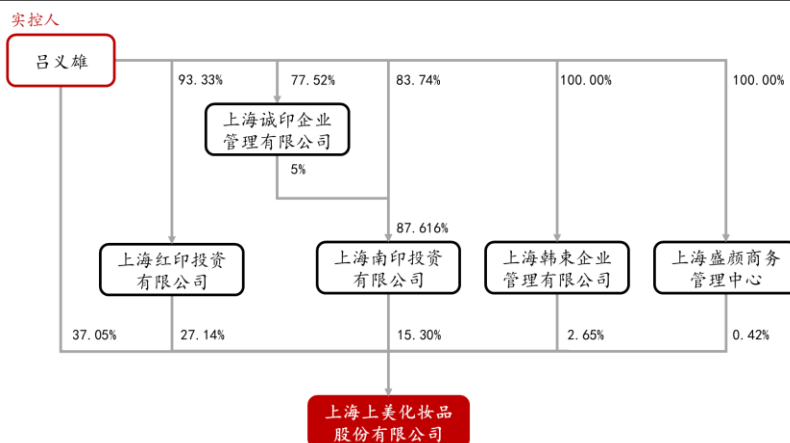
年,公司在日本神户成立红道科研中心,开始发力基础研究,以研发驱动品牌创新;2018年,上美科技园(中翊日化)开始运营;2019年,海外供应链(日本岗山工厂)正式开始投产。

3) 品牌焕新升级期(2020年-至今): 升级品牌定位, 开拓中高端市场。2020年,公司完成股份制改制,更名为上海上美化妆品股份有限公司。2021年,随抗衰成为护肤主要趋势,韩束升级定位为“科学抗衰护肤品牌”,一叶子开始深耕“修护+”赛道,专研“修护肌肤屏障”,品牌调性向更倾向于年轻人“新鲜有活力”调整,通过定位升级辐射新人群;此外,公司进一步布局中高端领域,2021年推出护发品牌“极方”,2022年5月推出婴童敏感肌功效护肤品牌“一页”,2022年6月推出专注青蒿素的敏感肌专业护肤品牌“安敏优”,持续满足不同细分赛道不同消费水平的群体的需求。2022年12月,公司在港交所成功上市,成为“港股国货美妆第一股”。

1.2 股权结构: 股权结构高度集中, 实控人吕义雄持股 79%

股权结构高度集中, 实控人吕义雄持股 78.85%。截至2023年6月30日,公司实控人吕义雄直接持有公司37.05%的股份,通过上海红印投资、上海南印投资、上海韩束和上海盛颜四家公司间接持有公司41.80%的股份,合计持股78.85%,公司股权高度集中。此外,公司2016年成立员工持股计划,红印投资、南印投资、上海诚印为公司雇员持股计划平台,截至2023年6月30日,红印投资由吕义雄先生持股93.33%、韩束品牌总经理罗燕女士持股1.67%;南印投资由吕义雄先生持股83.74%、首席财务官冯一峰先生持股1.77%、一叶子品牌事业部总经理宋洋女士持股1.77%、一叶子品牌事业部副总经理施滕花女士持股0.59%、员工激励平台上海诚印持股5%;上海诚印由吕义雄先生持股77.52%。

图2: 上美股份股权结构 (截至2023年6月30日)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.3 管理团队：核心管理团队经验丰富，助力公司长期发展

管理层均在领域内深耕多年，经验丰富。董事长吕义雄先生早年从事化妆品零售批发业务，1999年在西安批发市场开设主营化妆品批发零售的专营店；2002年创立上海黎姿化妆品有限公司，正式开始从事化妆品行业；2004年起担任公司首席执行官，为公司持续制定富有远见的发展战略，先后创立一叶子、红色小象等品牌，具有丰富的护肤、母婴及个护行业从业经验。此外，公司其他核心高管在化妆品行业或其他领域拥有丰富经验，例如董秘廉明先生于2010年7月至2020年7月间担任丸美股份董秘及行政助理，有逾十年化妆品行业从业经验；韩束品牌总经理罗燕女士2012年加入公司，先后担任公司首席运营官、公司副行政总裁运营经验丰富，一叶子品牌事业部总经理宋洋女士2013年加入公司，先后担任公司项目总监、全球新产品创新中心总经理、一叶子总经理等职位，目前主营负责一叶子品牌的管理与营销；公司核心管理层从业经验丰富，有望在市场洞察、产品设计、营销管理等方面赋能公司长期发展。

表1：公司核心管理层履历

姓名	职位	履历
吕义雄	董事长，首席执行官	现任上海上美化妆品股份有限公司执行董事、董事长兼首席执行官。2002年创立上海黎姿化妆品有限公司；2004年6月成立上海上美（前称上海卡卡化妆品有限公司），并自成立以来一直担任公司首席执行官，负责公司的一般管理。
冯一峰	首席财务官	现任上海上美化妆品股份有限公司执行董事兼首席财务官。2002年7月至2010年6月就职于普华永道中天会计师事务所；2010年6月至2016年6月就职于国药控股股份有限公司，曾担任财务及资产管理部部长；2016年7月加入上海上美化妆品股份有限公司并担任副行政总裁和负责财务事宜；2017年6月获委任为执行董事；2021年2月起担任公司首席财务官。
廉明	董事会秘书，联席公司秘书	现任上海上美化妆品股份有限公司董事会秘书兼联席公司秘书。2009年至2010年任中国石油化工股份有限公司江苏石油分公司企管法务专员；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；2020年9月加入上海上美化妆品股份有限公司担任董事会秘书；2021年12月21日获委任为上海上美化妆品股份有限公司联席公司秘书。
罗燕	副行政总裁，韩束品牌总经理	现任上海上美化妆品股份有限公司执行董事、副行政总裁，以及韩束品牌的总经理。2020年6月取得上海立信会计金融学院的国际贸易与经济专科的学历。2012年3月加入上海上美化妆品股份有限公司；2015年1月至2020年2月担任公司首席运营官；2020年3月起担任公司副行政总裁，主要负责新兴媒体平台电商；2020年5月获委任为执行董事；2021年1月起担任韩束总经理，负责韩束整体管理及营销。
宋洋	副行政总裁，一叶子品牌事业部总经理	现任上海上美化妆品股份有限公司执行董事、副行政总裁兼一叶子品牌事业部的总经理，主要负责上海上美化妆品股份有限公司的研发及产品创新。2013年12月加入上海上美化妆品股份有限公司；2016年4月至2018年4月担任公司项目总监；2018年5月起担任上海上美化妆品股份有限公司全球新产品创新中心的总经理；2019年9月起担任公司副行政总裁；2020年2月获委任为执行董事；2022年6月起担任一叶子的总经理，负责一叶子的整体管理与营销。

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

1.4 募资用途：用于品牌建设、研发创新、产能建设、销网扩张、数字化建设

募集资金主要用于公司品牌建设、研发创新、产能建设、销网扩张、数字化建设。公司 22 年 IPO 所募集资金将有：(1) **32.0%用于品牌建设活动**，公司将开展线上品牌推广活动，加强与 KOL 及新兴媒体的合作，并推动线下营销，以线下广告投放与新品发布会提高品牌曝光度，同时加强名人代言及合作推广、制作优质创意广告，进一步提高品牌知名度，引起消费者共鸣。(2) **12.2%用于提升研发能力**，公司将加强基础研究能力，增强技术研发水平，升级双菌发酵等研究平台，购置先进实验分析及测试设备，并招募优秀研究人员，同时通过投资品牌市场研究、开发、设计及升级产品测试中心，进一步升级现有品牌并开发新品牌。(3) **19.8%用于加强生产及供应链能力**，公司计划为奉贤工厂购置生产设备，升级自动化设备，以增加生产规模、提高生产效率并节省成本。(4) **18.0%用于增加销售网络的广度和深度**，公司将进一步推动线上线下渠道建设，线上加强与抖音、快手、小红书等新兴平台及天猫、京东、唯品会等主流电商平台的合作，并发展自有直播团队，提高线上销售能力，线下巩固延伸与零售商及分销商的合作，并开设线下体验店，探索新合作模式，进一步提高产品渗透率。(5) **8.0%用于改善数字化及信息基础设施**，公司将采购数字化平台解决方案，购置并升级企业资源规划、研发管理及业务中台等管理系统，加强风险管理水平，并采购高效云设施、数据储存及分析基础设施，进一步改善网络基础设施及相关信息技术设备。(6) **9.9%用作营运资金及其他一般企业用途**。

根据公司公告，截至 23H1，公司已使用募资资金 3.35 亿港元，其中用于品牌建设活动 0.70 亿港元，已用金额占计划金额约 25.4%；用于提升研发能力 0.25 亿港元，已用金额占计划金额约 23.6%；用于加强生产及供应链能力 0.01 亿港元，已用金额占计划金额约 0.8%；用于建设销售网络 1.54 亿港元，已达到计划金额；改善数字化及信息基础设施项目暂未推进；用于营运资金及其他一般企业用途 0.85 亿港元，已达到计划金额。

表2：公司 IPO 募资用途及资金使用进展

募资用途	所得款项净额 (百万港元)	资金占比	截至 23H1 已使用金 额 (百万港元)	截至 23H1 投资进度	剩余所得款项净额预期 全部使用时间
品牌建设活动	275.5	32.0%	69.9	25.4%	截至 2026 年 12 月 31 日
提升研发能力	104.9	12.2%	24.8	23.6%	截至 2026 年 12 月 31 日
加强生产及供应链能力	170.6	19.8%	1.4	0.8%	截至 2024 年 12 月 31 日
增加销售网络广度和深度	154.5	18.0%	154.5	100%	截至 2026 年 12 月 31 日
改善数字化及信息基础设施	69.2	8.0%	0	0%	截至 2024 年 12 月 31 日
营运资金及其他一般企业用途	85.1	9.9%	85.1	100%	截至 2024 年 12 月 31 日

资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

1.5 业务结构：布局护肤、母婴、洗护三大板块，护肤业务

贡献主要收入

构建多品牌矩阵，布局护肤、母婴、洗护三大板块，覆盖大众至高端三大档位。

公司深耕护肤品及母婴护理赛道，提供品类丰富的护肤产品，旗下三大核心护肤品牌分别为定位抗衰的大众品牌韩束、定位植物科技环保的大众品牌一叶子、面向婴童推出的大众母婴护理品牌红色小象；同时，公司针对不同消费群体，不断孵化和开发新品牌，完善中、高端价格带的产品布局，在护肤领域推出中高端品牌安敏优（ARMIYO）和高端品牌山田耕作，在母婴护理领域推出中高端品牌安弥儿（asnami）和一页（Newpage）。此外，公司积极拓宽业务领域，推出主打配方无添加的大众敏感肌护肤品牌高肌能（BIO-G）和专研固发的中高端洗护品牌极方（KYOCA），进一步满足市场需求。

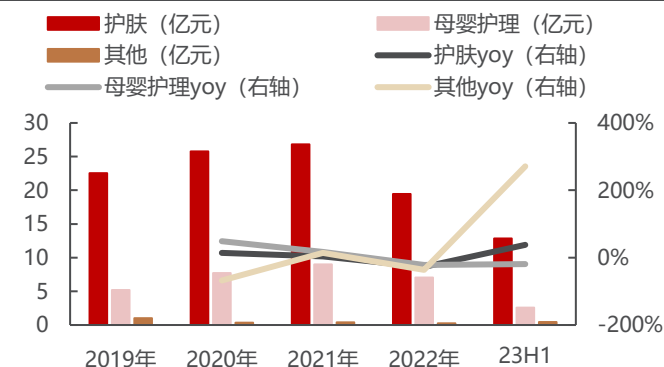
图3：上美股份品牌矩阵



资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：品牌情况截至 23H1

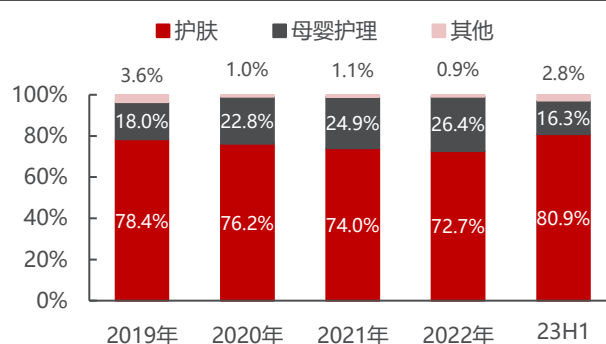
护肤业务为收入核心，23H1 护肤业务收入占比约 81%。2019-2021 年，护肤业务及母婴护理业务均稳健增长，2021 年护肤业务/母婴业务分别实现收入 26.8/9.0 亿元，同比增长 4.0%/16.9%，营收占比分别为 74.0%/24.9%。2022 年，受外部因素影响，护肤业务营收下滑明显，收入占比同比降 1.3pct 至 72.7%；23H1，消费需求回暖，护肤业务收入恢复增长，同时母婴护理业务收入由于行业竞争激烈同比下滑，护肤业务贡献度大幅提升，收入占比从 22H1 的 73.6%提升至 80.9%。

图4：2019-2023H1 公司分业务营收（亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

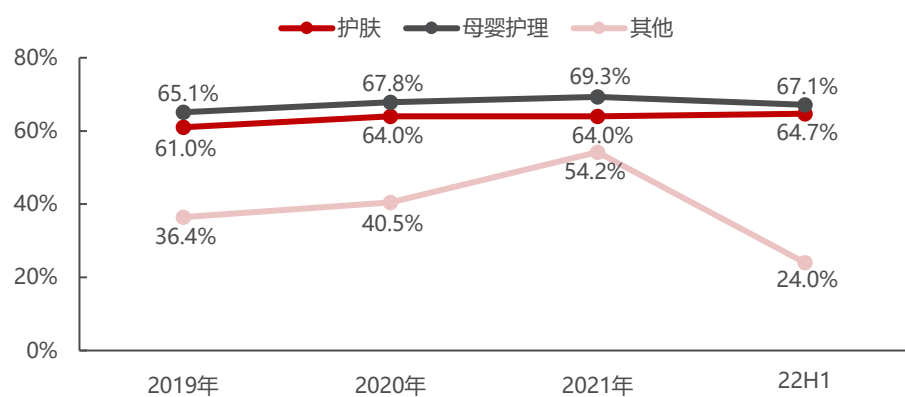
图5：2019-2023H1 公司分业务营收占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

护肤业务毛利率稳步提升，母婴护理业务毛利率较稳定。2019年-22H1，公司护肤业务毛利率稳步提升，从61.0%升至64.7%；母婴护理业务毛利率在65%左右波动，2019年-22H1毛利率分别为65.1%/67.8%/69.3%/67.1%；其他业务毛利率波动较大，2019年-22H1毛利率分别为36.4%/40.5%/54.2%/24.0%。

图6：2019-2022H1 公司分业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2 品牌：多品牌矩阵多点发力，品牌革新释放增长活力

2.1 韩束：品牌战略升级+把握抖音发展红利，品牌穿越周期重拾增势

2.1.1 定位科学抗衰，卡位高性价比套盒，战略调整布局抖音渠道，成功实现差异化突围

韩束品牌重新定位科学抗衰，同步推进年轻化转型。韩束品牌创立于 2003 年，创立初期定位大众抗衰老赛道，乘韩流之风打开市场；2008 年后，韩束陆续进入电视购物频道、淘宝等货架电商平台扩大品牌销售网络，同时通过与一线卫视的高举高打式综艺、剧场冠名合作，率先建立起“国民”级的品牌认知，带领品牌实现发展。近年来，国内化妆品竞争加剧，线上渠道逐渐成为化妆品的主流销售渠道，韩束开始调整品牌策略以适应新的行业发展阶段，19 年重新梳理品牌定位为科学护肤品牌，入驻抖音平台开启直播带货，但由于品牌未能有效触达新一代消费主力“Z 世代”群体，品牌在抖音直播的率先布局未能带来销售的高增；21 年，韩束再次进行品牌升级，重新定位中国科学抗衰品牌，提出全新 slogan “为年轻提供一份底气”，进行品牌形象高端化、年轻化；23 年升级品牌 logo、重点发力线上直播、前瞻性布局短剧赛道，成功成为抖音渠道现象级品牌。

图7：韩束发展历程

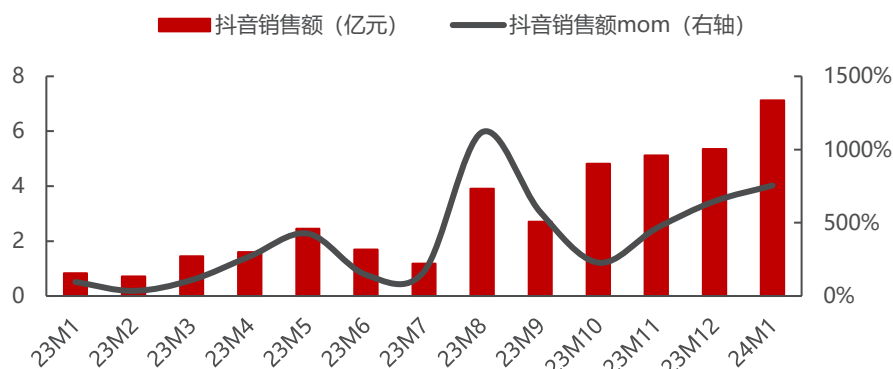


资料来源：品牌官网，公司公告，民生证券研究院

品牌战略持续调整，品牌重回高速增长。随公司主力渠道从 CS 逐步转变为抖音，韩束积极摸索和调整品牌新的发展策略，帮助品牌重新实现高增。22 年下半年，公司重新梳理出品牌增长的核心方法论：1) 产品定价卡位高性价比价格带，采取产品聚焦策略，集中资源推广大单品“红蛮腰”，以单品带品牌出圈；2) 重兵抖音渠道，以达人短剧撬动流量杠杆，自播矩阵承接转化，性价比套装“红蛮腰”提高成交率与复购率，完成“品效销”的闭环；3) 聚焦主品牌韩束，通过品牌色“韩束红”增强消费者对品牌的心智记忆。从久谦数据可以看到，23 年来韩束品

牌在抖音渠道的销售额加速增长，23 年 11 月销售额突破 5 亿元，24 年 1 月销售额突破 7 亿元，韩束抖音渠道布局的成效凸显。

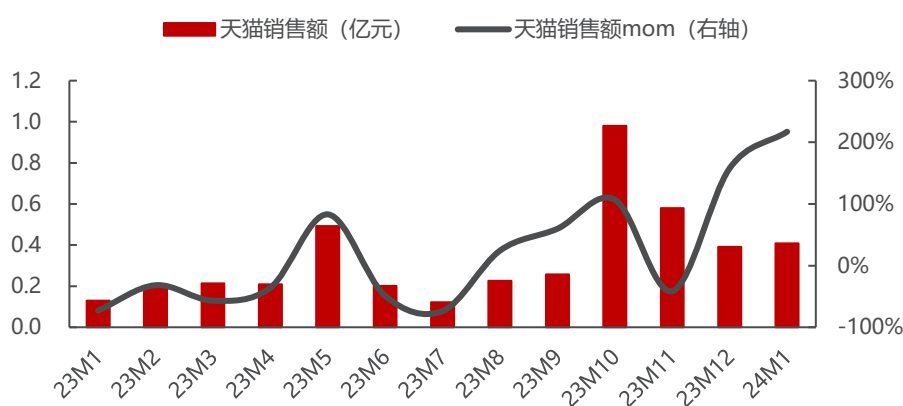
图8：韩束品牌抖音渠道销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

抖音渠道流量外溢带动站外销量增长，23Q4 天猫渠道增长提速。抖音流量为内容流量，品牌投流能在短期内迅速提升内容曝光量和实现变现；天猫为成熟的货架电视平台，具备更完善的“转化→留存→复购”链路，能较好地承接和留存抖音流量，帮助品牌实现更长久的良性增长。23Q4，韩束品牌在进行抖音投流的同时发力天猫渠道，积极参与天猫平台“双 11”活动，品牌销售实现高增。久谦数据显示，23Q4 韩束在天猫渠道实现销售额 1.95 亿元，同比增长 20.86%；24 年 1 月增长加速，天猫渠道实现销售额 0.41 亿元，同比增长 217.08%。

图9：韩束品牌天猫渠道销售额（亿元）及增速



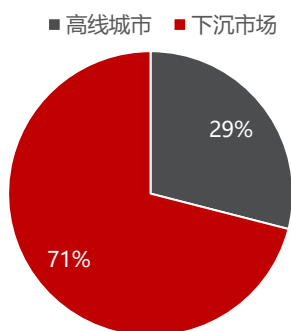
资料来源：久谦数据，民生证券研究院

2.1.2 战略布局套装产品，定价卡位高性价比价格带，把握用户自用与送礼双重需求

护肤套组赛道空间广阔，下沉市场存在高增潜力。护肤品类为化妆品行业的第一品类，而面部护理套装又为护肤品中规模占比最高的细分品类，赛道空间广阔。此外，国家统计局数据显示，2022 年我国下沉市场人口占全国整体约 70%，下沉

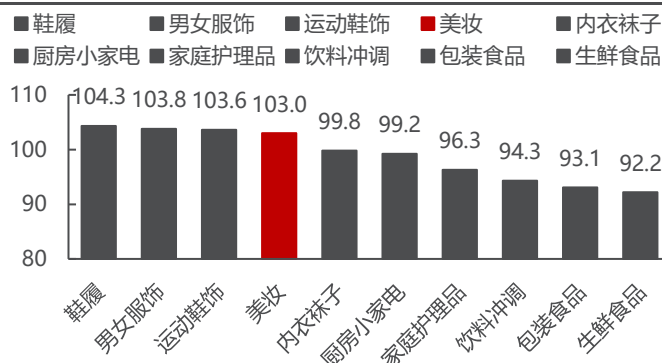
市场人口众多；同时根据 QuestMobile 调研数据，美容护肤类目在下沉市场的可渗透空间最大，下沉市场仍有较多美妆护肤需求未被满足，具备较大增长空间。

图10：2022 年中国下沉市场人口占全国人口比重



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图11：22 年 4 月下沉市场商品品类关注度 TGI TOP10



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院；注：品类关注度 TGI=目标人群某个标签属性的月活跃占比/全网具有该标签属性的月活跃占比*100

洞察下沉市场消费偏好，前瞻性布局护肤套组。巨量算数的抖音美妆行业盘点情况显示，下沉市场（三线及以下城市）的女性消费者为抖音护肤赛道主要用户。韩束品牌从三四线起家，对下沉市场消费者的消费偏好有着较为充分的认知，锚定抖音月收入 5000-7000 元、有抗衰美白等护肤需求、对价格较为敏感、信赖知名品牌的以及相对处于三四线城市的性用户，推出高性价比护肤套组抢占用户心智。截至目前，韩束旗下共有 25 个系列产品，小蛮腰系列套组为公司主推产品，套组价格锁定 399 元，其中，1) 红蛮腰系列：以“肽”为核心成分，精准面向在熬夜、饮食不规律等快节奏生活下有抗初老和改善皮肤状态需求的消费者；2) 白蛮腰系列：添加 TIRACLE MIX 水亮素、烟酰胺、传明酸等成分，主打美白淡斑功效；3) 蓝蛮腰系列：使用专研成分 Tiracle PRO，主打舒缓紧致、改善动态纹的功效。

表3：小蛮腰系列套组产品情况

	红蛮腰套组	白蛮腰套组	蓝蛮腰套组
产品图			
定价	399 元		
产品	主品：洁面 100g、水 100ml、乳 100ml、精华 30ml、面霜 50g 赠品：同系列水 100ml、同系列乳 100ml、同系列眼霜 30g、面膜 3 片		
主打功效	紧致抗皱、充盈透亮	美白淡斑、透亮抗光老	舒缓紧致、强韧维稳、改善动态纹
适用场景	熬夜后、皮肤黯淡	色斑晒斑、肤色不均	换季状态不稳定、泛红干痒
核心成分	维 C+维 E+虾青素+阿魏酸、肌肽+脱羧肌肽	余甘果子提取物、乙酰壳糖胺、TIRACLE	乙酰基六肽-8 蛇毒肽马齿苋提取物
技术	【韩束革新专研】初生胶原密码	美白特证、专利 TIRACLE	专研 TIRACLE PRO

资料来源：韩束天猫旗舰店，民生证券研究院

表4：韩束套组产品

系列名称	主要成分	功效	最全套组价格
红蛮腰系列	阿魏酸+虾青素+VC+VE+肌肽+脱羟基肽	补水保湿、紧致焕亮	600 元/套
白蛮腰系列	烟酰胺+传明酸+TIRACLE MIX 水亮素	美白淡斑、透亮抗光老	600 元/套
蓝蛮腰系列	棕榈酰三肽-8 +神经酰胺+马齿苋提取物+TIRACLR PRO	舒缓紧致、呵护敏感肌	600 元/套
黑蛮腰系列	乙酰基六肽-8 +蛇毒肽+TIRACLR PRO	紧致、抗皱、抗初老	439 元/套
金蛮腰系列	Ageless4C+肌醇+乙酰基六肽-8	紧致肌肤、焕活胶原	359 元/套
红胶囊系列	4D LUM - HA Pro 多层玻尿酸+TIRACLE	深层补水、焕亮水光肌	459 元/套
绿胶囊系列	水杨酸+VC+VE+棕榈酰三肽-8	平衡水油、细腻毛孔	319 元/套
蓝胶囊系列	烟酰胺+银耳精粹+TIRACLE 双菌	沁入鲜氧、补水保湿	319 元/套
银胶囊系列	烟酰胺+乙酰壳糖胺+火山嗜热菌+二裂酵母	美白淡斑、层层焕亮	499 元/套
紫胶囊系列	4D 全域玻尿酸+TIRACLR+嗜热栖热菌	深入提拉、紧致抗皱	439 元/套
聚时光系列	黄金焕颜肽+Algisium C+TIRACLR PRO	抗初老、补水紧致、淡化细纹	499 元/套
聚光白系列	谷胱甘肽+传明酸+烟酰胺+TIRACLR	聚光闪耀、透亮焕白	459 元/套
蓝铜肽系列	99%蓝铜肽+TIRACLR PRO+二裂酵母+乙酰基六肽-8	焕新胶原、紧致膨弹	999 元/套
酵母补水系列	酵母精粹+水光肽+β-葡聚糖+TIRACLR PRO 双菌发酵精粹	锁水焕亮、充盈弹嫩	339 元/套
虾青素系列	虾青素+专利类蛇毒肽+稻米发酵精华+5D 玻尿酸	抗氧提亮、修护嫩滑	499 元/套
御龄黑金系列	TIRACLR+肌肽+越桔/小果咖啡籽/蜂蜜提取物	赋活焕亮、紧致提拉	799 元/套
水光玻尿酸系列	5D 玻尿酸	充盈水润、膨弹莹润	399 元/套
墨菊深度补水系列	墨菊菊王精粹+B5 泛醇+维 E+三重木糖醇	深度补水、紧致弹润	399 元/套
雪白肌系列	双菌发酵+天山雪莲+银耳+熊果苷+377	美白淡斑、抚纹紧致	399 元/套
山茶花系列	山茶花精粹+玻色因+乙酰壳糖胺+透明质酸钠	抗氧紧致、淡纹抗初老	199 元/套
男士系列	寡肽-1+六肽-9+TIRACLE PRO	水油平衡、赋能紧致	199 元/套

资料来源：韩束天猫旗舰店，韩束抖音旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格为 24 年 2 月 7 日旗舰店原价

产品定价卡位高性价比价格带，实现错位竞争。目前市场中多数护肤品牌主要执行“大单品”策略，以套组为主攻赛道的品牌较少，韩束为国内全面布局护肤套组产品的先发者，具备先发优势；品牌旗下套组价格多居于 399-600 元，卡位抖音市占率最高的中档美护礼盒，增长空间较为充足。以红蛮腰套组为例，韩束红蛮腰套组价格锁定 399 元，套组包含洁面 100g、水 100ml、乳 100ml、精华 30ml、面霜 50g（赠品红蛮腰水 100ml、乳 100ml、眼霜 30g、水光面膜 3 片），基本覆盖全护肤流程，实用性高；对标市场中相似功效的套组产品，产品价格多位于 400 元以上，且产品组合以“水+乳+面霜/洁面”为主，例如欧莱雅复颜水乳套装定价 519 元，套组产品包含水、乳、洁面；兰蔻菁纯套组定价 1165 元，套组主产品仅含眼霜，品类结构完整性较低。综合来看，韩束套组产品品类完备且卡位 400 元以下的高性价比价格带，竞争优势凸显。

表5：抗衰护肤套盒产品价格对比

套盒	产品图	套组产品	赠品	价格	价格带
韩束红蛮腰套盒		水 100ml+乳 100ml+面霜 50g+精华 30ml+洁面 100g	水 100ml+乳 100ml+面霜 50g+眼霜 30g+水光面膜 3 片	399 元	0-400 元
自然堂凝时鲜颜套装		水 160ml+乳 120ml+面霜 80g+精华 20ml+面膜 3 片	-	418 元	
欧莱雅复颜水乳套装		水 130ml+乳 110ml+洁面 125ml	水 130ml+乳 50ml+面霜 25ml+洁面 30ml+面膜 2 片	519 元	400-1000 元
雅诗兰黛护肤小棕瓶套装		精华 30ml	水 30ml+面霜 15ml+精华 7ml+眼霜 3ml+粉底液 5ml	695 元	
Olay 大红瓶水乳		水 150ml+乳 100ml+面霜 50g+眼霜 15ml	水 100ml+乳 105ml+面膜 4 片	869 元	
兰蔻菁纯三件套		眼霜 20ml	水 50ml+面霜 15ml	1165 元	1000 元+

资料来源：各品牌官方旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格为 24 年 2 月 7 日折后价

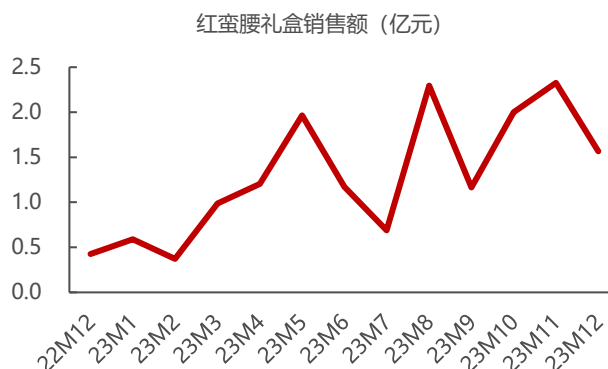
抖音渠道主推红蛮腰礼盒，产品兼具实用性与精致感，用户“情绪消费”需求和送礼需求驱动产品销售持续增长。根据飞瓜《2022 年美护礼盒社媒营销趋势洞察》，近年来随着“仪式感经济”日渐兴起，越来越多消费者愿意为兴趣和品质买单，对充满“氛围感”的美护礼盒的需求持续增加，叠加美妆礼盒的送礼属性，美护礼盒市场不断增长，2022Q1-3 抖音美护礼盒的销量同比增长 68.2%，美护礼盒市场前景可观。韩束在抖音渠道主推红蛮腰礼盒，红蛮腰系列产品配色采用品牌经典色“韩束红”，包装采用韩束最新升级的视觉元素，包括更简洁现代的 LOGO 字体、更轻科技风的可视化成分、更时尚高级的光影留白，呈现极致的精致高级感；同时红蛮腰礼盒包含洁面、水、乳、精华、面霜五个单品和面膜、眼霜等赠品，基本覆盖全套护肤流程，具备高实用性；在用户自用和送礼的双重需求驱动下，红蛮腰系列实现快速增长。根据韩束抖音官方旗舰店及久谦数据，韩束红蛮腰礼盒自上市以来销售持续增长，截至 24 年 2 月 6 日，红蛮腰礼盒已销售超 386 万件。24 年 1 月，红蛮腰礼盒推出新年限定版，在“韩束红”品牌形象与“新年红”情感营销下，新年限定红蛮腰礼盒上线 15 天全渠道实现销售量 35.8 万套，1 月 13 日-28 日春节特别策划期间成交 GMV 累计超过 4.3 亿元，红蛮腰系列已实现品效销三合一增长。

图12：韩束新年限定红蛮腰礼盒包装极具设计感



资料来源：化妆品观察，民生证券研究院

图13：韩束抖音官方旗舰店红蛮腰礼盒销售额（亿元）



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

2.1.3 前瞻性布局短剧等差异化营销方式，精细化抖音渠道运营，助力品牌与产品实现首轮打爆

前瞻性绑定头部达人开启短剧合作，迅速扩大品牌用户池。2022年，抖音电商运营逐步成熟，用户的消费心智基本养成，“人找货”需求逐渐增加。在“货找人”向“人找货”转化的过程中，短剧作为一种逻辑性和连续性更强的视频内容，能够帮助品牌高效触达用户并完成种草。韩束为美妆行业中较早布局短剧进行引流的品牌，2022年签订头部达人姜十七，2022年年底开始筹备剧本，2023年初开始陆续上线《以成长来装束》、《心动不止一刻》、《一束阳光一束爱》、《全是爱与你》、《你终将会红》五部短剧，通过在定制短剧的画面中植入红蛮腰套盒等产品和韩束品牌 logo，以及通过口播、台词等方式阐述“韩束”、“韩束红蛮腰”等关键词，有效增加产品和品牌露出，为韩束品牌积聚大量潜力客群。根据姜十七抖音号的视频播放数据，截至24年2月5日，韩束与姜十七合作的五部短剧的累计播放量约50亿，短剧在将近一年的时间内为韩束品牌积累约50亿规模的A3种草人群，短剧营销效果显著。此外，韩束还将短剧模式复制到与莫邪、魔女越月野、聂小舟等中腰部剧情达人的合作，与其共创短剧，进一步扩大品牌用户池。

表6：2023年姜十七与韩束合作的系列短剧

短剧名称	开播时间	完结时间	播放量（截至24年2月5日）	集数
以成长来装束	2023.02.28	更新中	6.0亿	15
心动不止一刻	2023.04.02	2023.04.28	12.0亿	16
一束阳光一束爱	2023.05.19	更新中	12.1亿	14
全是爱与你	2023.07.16	2023.08.06	10.0亿	16
你终将会红	2023.08.21	2023.09.11	9.7亿	16

资料来源：抖音，民生证券研究院

图14：韩束与姜十七合作的五部短剧



资料来源：姜十七抖音号，民生证券研究院

合作明星和达人进行直播带货，进一步为品牌引流。近年来韩束主要通过合作美妆类达人和明星进行直播带货，在提升品牌声量的同时扩大品牌在主流消费群体的影响力。飞瓜数据显示，2023 年，韩束品牌合作的带货达人中，美妆类达人的直播带货额约占 68.19%，其中疯狂小杨弟、是小鱼耶等非品牌自播号合计贡献销售额 1000-2500 万元；明星达人带货额约占 15.87%，其中黄宥明、贾乃亮、赵雅芝为 23 年带货销量额排名前三的明星达人，带货直播次数分别为 171、33、21 场，带货额分别为 1 亿元+、0.75-1 亿元、0.25-0.50 亿元。

图15：韩束合作明星达人中销售额 TOP5 的带货情况

达人	销售额 (元)	销量 (件)
黄宥明	1 亿+	75-100 万
贾乃亮	0.75-1 亿	25-50 万
赵雅芝	2500-5000 万	10-25 万
舒畅	2500-5000 万	10-25 万
朱梓骁	2500-5000 万	10-25 万

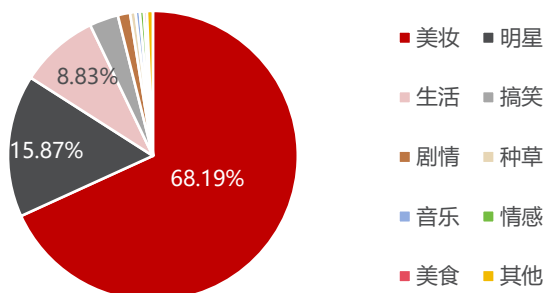
资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图16：韩束合作美妆达人中销售额 TOP5 的带货情况

达人	销售额 (元)	销量 (件)
疯狂小杨弟	100-250 万	2500-5000
杨宛	25-50 万	2500-5000
姬呢台妹	25-50 万	1-2.5 万
龙掌柜	25-50 万	2500-5000
是小鱼耶	10-25 万	1000-2500

资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图17：2023 年韩束合作达人的行业分布（按销售额计）



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

搭建标准化直播间，承接短剧和达人流量。抖音根据用户从了解、购买到复购行为将人群分为 A1-A5，其中 A3 种草人群是对品牌内容产生点击、搜索、加购等主动行为的用户群体，为最有潜力转化为购买的人群，被平台归类为韩束的 A3 人群会通过系统推荐或品牌推流的方式进入到品牌的自播直播间。为承接短剧积累的流量，韩束搭建标准化直播间（6 个主播+4 个投流+4 个场控+4 个助播+3 个策划）和标准化的自播流程，反复触达 A3 种草人群。

构建自播账号矩阵，分号分品营销，流量精细化管理。截至目前，韩束品牌以韩束官方旗舰店为核心账号，开设韩束护肤旗舰店、韩束官方旗舰店控油号、韩束官方旗舰店敏感肌号等 30 余个细分自播账号，每个细分自播账号均有不同的产品侧重，如官方旗舰店直播间主推红蛮腰、敏感肌号直播间主推蓝蛮腰、控油号直播间主推绿胶囊，多账号运营助力品牌精准承接不同护肤需求人群，最大化转流量为销量。此外，韩束的多账号直播间矩阵形成“日不落直播间”，24 小时不间断直播的，最大化承接每一次短剧和达播的引流，驱动品牌销量增长。

表7：韩束抖音官方账号梳理

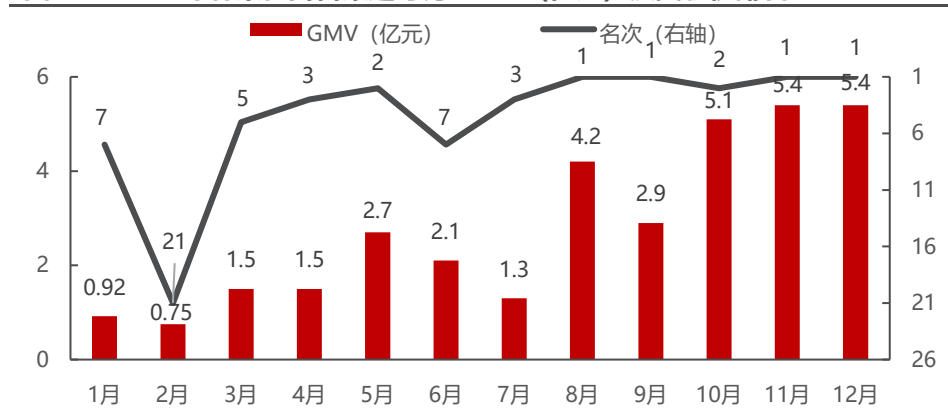
账号	粉丝数（万）	作品数（个）	获赞数（万）	近 30 日场均销售额（万元）
韩束官方旗舰店	794.9	853	606.1	100-250
韩束护肤旗舰店	149.8	365	122.2	25-50
韩束官方旗舰店控油号	30.9	223	23.2	5-7.5
韩束官方旗舰店敏感肌号	20.0	232	26.3	7.5-10
韩束官方旗舰店直播间	17.2	48	7.7	25-50
韩束官方旗舰店补水直播间	15.6	153	10.9	5-7.5
韩束官方旗舰店男士直播间	13.8	147	13.4	7.5-10
韩束官方旗舰店精选号	9.0	72	2.2	1-2.5
韩束黑蛮腰甄选号	5.7	158	2.5	2.5-5
韩束官方旗舰店红蛮腰	5.2	45	2.5	7.5-10
韩束旗舰店美白单品号	3.5	13	2.4	2.5-5
韩束洗护清洁旗舰店	1.7	116	3.5	0.1-0.25
韩束官方旗舰店抗老直播间	1.3	71	0.6	2.5-5
韩束官方旗舰店底妆号	0.7	2	0.3	1-2.5
韩束官方旗舰店美妆号	0.5	36	0.2	2.5-5

资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院；注：数据统计时间为 2024 年 2 月 6 日

卖场式直播促成高成交转化，实现内容创新（短剧等）-A3 人群积累-统一引流至战略单品（红蛮腰套盒）/品牌直播间-转化的闭环营销。韩束①首先通过产品展示，介绍产品的规格及卖点（以明星同款为产品背书）；②其次介绍产品的常规利益点，进行赠品展示，为用户建立初始预期；③再通过人为设定新预期主动进行消费者互动（如给予消费者其他赠品选品，让消费者 2 选 1，从而实现主播与消费者的互动）；④承接突破设定新预期，例如赠单品变全赠，制造反差提升用户的价值满足感；⑤最后倒计时引导用户从下单到付款。韩束以卖场式直播模式，在 5 分钟内快速完成产品展示、抛出利益点、消费者互动、引导购买等环节，促成直播高成交转化，完成内容创新（短剧等）-A3 人群积累-统一引流至战略单品（红蛮腰套盒）/品牌直播间-转化的闭环营销，实现品牌销量与声量的双增长。根据青眼情

报数据，23 年韩束在抖音渠道的销售体量显著提升，23Q4 月度销售额持续维持 5 亿元以上，且销售额位列抖音美妆行业前二，韩束在抖音渠道持续领先。

图18：2023 年韩束在抖音渠道每月 GMV（亿元）及美妆榜排名



资料来源：青眼情报，民生证券研究院

2.1.4 爆品打造能力持续验证，白蛮腰产品逐渐起量，期待后续韩束品牌延续增长

储备产品管线丰富，看好产品接力成长。公司储备有白蛮腰系列、蓝蛮腰系列、蓝铜肽系列等产品，其中白蛮腰系列与红蛮腰系列在产品价格（礼盒装定价 399 元）、产品品类（含水、乳、面霜、精华、洁面、眼霜、面膜等产品）、产品外观（“蛮腰”设计）等方面具备较高相似性，且白蛮腰系列添加烟酰胺、传明酸和 TIRACLE MIX 水亮素专利等成分，主打美白淡斑功效，与红蛮腰系列定位不同护肤需求人群，具备一定的培育潜力。

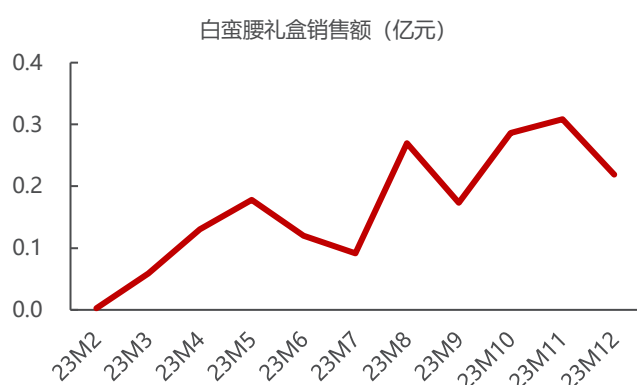
表8：韩束红蛮腰套组和白蛮腰套组的对比

套组名称		红蛮腰套装	白蛮腰套装
产品示例			
核心成分		阿魏酸+虾青素+维 C+维 E+肌肽+脱羧基肽	烟酰胺+传明酸+TIRACLE MIX 水亮素
产品功效		补水保湿、紧致焕亮	美白淡斑、透亮抗光老
套盒价格		399 元	399 元
产品	洁面类	清透净颜洁面膏 100g	洁净透彻洁面膏 100g
	水	胶原弹嫩柔肤水 100ml	臻白淡斑精华水 100ml
	精华液	胶原弹嫩精华液 30ml	臻白淡斑精华液 30ml
	乳	胶原弹嫩柔肤乳 100ml	臻白淡斑精华乳 100ml
	霜	胶原弹嫩精华霜 50g	臻白淡斑精华霜 50g

资料来源：韩束天猫旗舰店，民生证券研究院

23H2 加大白蛮腰系列宣传，产品逐步放量，期待红蛮腰打法复制打造下一热门单品。2023 年，在贾乃亮、李小冉等明星达人的带货宣传以及“韩束护肤旗舰店”抖音自播间的日播推广下，白蛮腰礼盒销售稳步提升；23 年 12 月起，韩束抖音分账号“韩束官方旗舰店美白单品号”开始发力直播，重点宣传白蛮腰礼盒，进一步驱动产品销售；根据久谦数据，23H2 韩束护肤旗舰店的白蛮腰礼盒销售额呈增长态势，且 23M10-12 销售额持续维持较高水平。考虑白蛮腰系列的美白定位与红蛮腰的抗衰定位互补，白蛮腰系列在抖音渠道已积累一定的产品势能，看好红蛮腰产品的发展经验在白蛮腰上的应用，期待白蛮腰后续放量带动品牌高增。

图19：韩束抖音护肤旗舰店白蛮腰礼盒销售额（亿元）



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图20：韩束抖音护肤旗舰店直播间

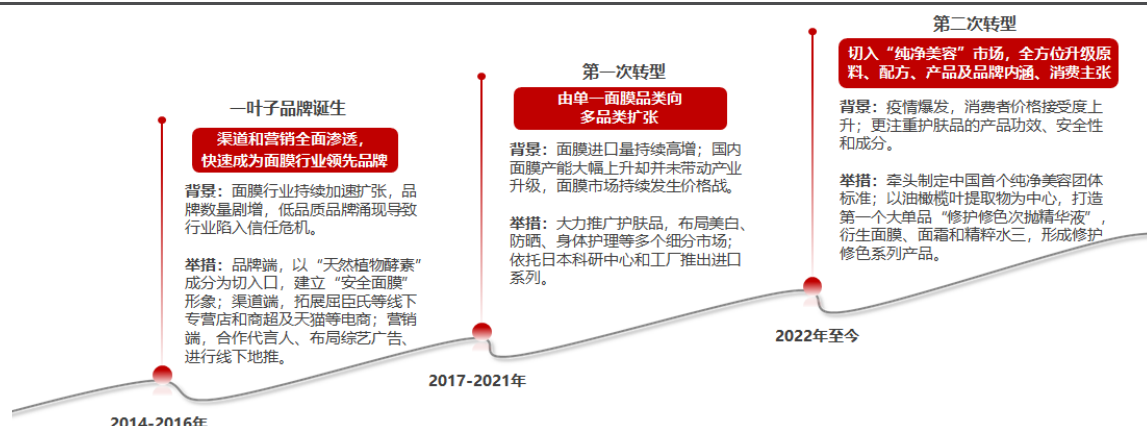


资料来源：抖音，民生证券研究院

2.2 一叶子：面膜领域专家，转型科研护肤焕新发展

面膜领域专家，转型科研护肤焕新发展。一叶子创立于 2014 年，成立初始秉承新鲜营养的护肤理念，从新鲜原料、新鲜科技和新鲜体验着眼，以高科技为辅，发掘多种植物活性因子，为 16-35 岁肌肤专研植物科技护肤方案。背靠上美集团的全渠道优势和营销能力，一叶子品牌快速崛起并成为面膜品类的“超级品牌”。

图21：一叶子品牌转型历程图



资料来源：未来迹《8000 字拆解，一叶子的两次重要升级对化妆品行业的启示》，民生证券研究院

复盘品牌发展历程，一叶子品牌自成立以来共进行了两次转型升级，逐步从面膜品类专家向全品类扩张，从植物护肤定位向纯净美容护肤升级。具体来看，品牌的升级进程可以分为以下三个阶段：

1) 品牌发展初期 (2014-2016 年)：渠道和营销全面渗透，快速成为面膜行业领先品牌。2012-2014 年，中国面膜行业市场规模持续加速扩张，面膜品牌数量急剧增加，国产面膜品牌多为电商起家的“淘品牌”与综合化妆品集团衍生的专业品牌。2014 年，微商渠道蓬勃发展，面膜市场涌现大量微商品牌，产品品质良莠不齐，中国面膜市场引发严重的信任危机。一叶子品牌诞生于 2014 年，正处于面膜行业高速发展但缺少强心智面膜品牌的时期。一叶子以“天然植物酵素”成分为切入口，迅速建立“安全面膜”的形象；同时通过拓展屈臣氏等线下专营店和商超以及天猫等电商渠道，辅以合作代言人、综艺广告、线下地推等营销方式，实现市场渗透，2016 年即成为中国“面膜第一品牌”；根据星图数据，2016 年全年，一叶子在我国线上面膜市场中占据 7.1% 的市场份额，位列行业首位。

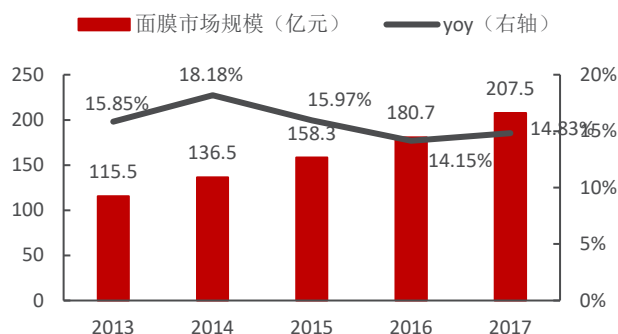
表9：一叶子渠道、营销、研发布局

阶段	类别	具体布局
渠道大渗透	专营店渠道	2015 年 5 月全国已有 81 名代理商，全面进入屈臣氏 2170 多个门店以及娇兰佳人 1000 多个门店；2015 年年底，网点数量超过 2 万个。
	商超渠道	2015 年 5 月全国已有 92 名代理商，进入 3000 多个超市。
	电商渠道	2016 年 6 月一叶子天猫旗舰店销售额达到天猫面膜类第一。
营销大渗透	代言人	新品上市即启动郭采洁、鹿晗双星代言，后持续增加刘昊然，迪丽热巴等热门流量明星。
	广告	大屏时代，深度合作四大卫视、央视，持续冠名赞助当时最热门的综艺节目大剧等，如《蒙面歌王》、《天天向上》、《我想和你唱》、《择天记》等；长视频时代，投放优酷腾讯的网综和大剧，如《这就是街舞》、《明日之子 3》、《冰糖炖雪梨》等；几乎每个节目都精准押宝。
	地推	在屈臣氏和 KA 渠道全面上导购；CS 渠道大力度进行动销活动，2017 年全年单场销售过 100 万元的活动超过 200 场。
研发	供应链升级	2015 年开始，持续投资 8 亿元，升级工厂，进行上海和日本双研发中心的建设。

资料来源：未来迹《8000 字拆解，一叶子的两次重要升级对化妆品行业的启示》，民生证券研究院

2) 第一次转型 (2017-2021 年)：专研植物萃取技术，升级成为新鲜植物护肤品牌。在面膜行业市场规模快速扩张，增速领跑美护行业的背景下，越来越多护肤品牌入局面膜赛道，国内面膜产能大幅上升；但由于面膜行业产业链升级进程远不及行业扩张速度，面膜行业陷入价格战，单片面膜价格大幅下滑。2016 年，一叶子主动开始转型升级，重新定位新鲜植物护肤品牌，大力布局护肤品，推出 600 个新品，构建完整而立体的全线商品结构。2017 年 10 月，公司举办 15 周年中原峰会，一叶子品牌正式宣布启动“多品类扩张”战略，逐步将产品线从面膜向美白、防晒、身体护理等细分护肤品拓宽，丰富品牌销售增长引擎。

图22：2013-2017 年中国面膜市场规模变化



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图23：一叶子第一次转型后推出新品



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

3) 第二次转型 (2022 年至今)：全方位升级品牌内涵，切入纯净美容护肤赛道。艾瑞咨询《2021H1 中国面膜产品 NPS 用户体验研究》显示，2020 年疫情前后消费者对护肤品的需求发生变化，疫情后消费者对护肤品安全性、成分及功效等因素的重视程度提升，主打“成分安全、成分透明、可持续发展”的纯净美容护肤风潮渐起。一叶子品牌原主张“植物护肤”、“新鲜有营养”，在一定程度上契合“纯净美容”概念；基于多年来对植物科技的积淀和全面的市场洞察，2022 年 1 月，一叶子品牌前瞻性启动升级，转向功效型护肤赛道，聚焦 Clean Beauty 纯净美容，成为倡导中国纯净美容植物修护的领先品牌。

发布纯净美容团标，重新梳理和升级产品矩阵，持续夯实“纯净美容”品牌定位。2022 年 1 月，一叶子牵头制定中国首个纯净美容团体标准《化妆品中天然成分的技术定义和计算指南》，对“化妆品中的天然成分和天然衍生成分”的定义、成分的天然或天然来源指数的计算以及产品中天然或天然来源成分的含量的计算方法进行标准化定义。与此同时，公司基于该团标，排除我国可使用的化妆品原料中 4421 种不符合“纯净美容”标准的原料，对整个品牌的产品和配方体系进行梳理和升级，并优化产品包材以提升环境友好度。2022 年 1 月，一叶子推出品牌转型后的首款新品“双修小白盒”，产品在原料方面添加 20% 高浓度油橄榄精华，复配 1% 泛醇，能够在实现精准抗炎、抗氧化和抗聚糖的同时，起到修护、补水和舒缓的功效；在外形方面，产品采用一次一支的次抛设计，且包材可降解，外包装可循环，严格贯彻可持续发展理念。此外，一叶子品牌还陆续推出修护修色精华水、修护修色精华霜、面膜等全新单品，与“双修小白盒”组成修护修色系列。

表10：一叶子双修系列产品矩阵

产品名	产品图	价格	核心成分	2023 年产品销售额 (天猫+抖音合计)
一叶子修护修色 次抛精华		379 元/30 支	油橄榄 (OLEA EUROPAEA) 叶提取物、油橄榄 (OLEA EUROPAEA) 果油、泛醇、角鲨烷、甜菜碱、氯化卵磷脂等	78.78 万元
一叶子修护修色 补水面膜		79 元/10 片	B5 PRO、陇南油橄榄、3 重木糖玻尿酸等	97.01 万元
一叶子修护修色 精华水		244 元/150ml	泛醇、油橄榄 (OLEA EUROPAEA) 叶提取物、柑橘果提取物、麦角硫因等	115.06 万元
一叶子修护修色 精华乳霜		234 元/45g	油橄榄 (OLEA EUROPAEA) 叶提取物、泛醇、角鲨烷神经酰胺 NP、积雪草 (CENTELLA ASIATICA) 叶提取物等	126.87 万元

资料来源：一叶子天猫旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格为 24 年 2 月 7 日天猫旗舰店销售价格

产品矩阵持续完善，看好中长期品牌发挥先发优势带来的引领式发展。一叶子品牌已基于纯净护肤理念推出多款系列产品，产品主流价格带为 100~200 元；旗下产品系列包含双修系列、B5 修护保湿系列、清透控油系列、美白系列、酪梨保湿修护系列、胶原紧致修护系列等，覆盖基础保湿、修护、美白等多种功效，产品矩阵持续完善。根据《纯净美容行业白皮书》及公司公告，2022 年，一叶子双修次抛精华位列国内纯净护肤市场品牌 TOP10；23H1，一叶子荣获“YOUNG100 年度影响力品牌 2022-ESG 品牌”奖项，修护修色补水面膜获得 InnoCosme 颁发的权威美容行业研发奖“InnoCosme 2023 美耀配方奖”，强功效产品和持续完善的产品矩阵筑高品牌护城河，品牌在纯净美容护肤行业的影响力不断提升，看好一叶子品牌未来发挥纯净护肤赛道的先发优势，实现引领式发展。

表11：一叶子主要产品矩阵

系列名称	一叶子双修系列	一叶子 B5 修护保湿系列	一叶子清透控油系列	一叶子美白系列	一叶子酪梨保湿修护系列	一叶子胶原紧致修护系列
产品示例						
主打成分	油橄榄叶提取物、泛醇、角鲨烷神经酰胺 NP、积雪草叶提取物等	库拉索芦荟叶水、酪梨复合精粹、B5 等	白柳树皮提取物、半乳糖母样菌发酵液、马齿苋提取物等	99%精纯烟酰胺、白松露精粹、三重木糖醇等	牛油果树果脂提取物、油橄榄叶提取物、库拉索芦荟叶水	重组人源胶原蛋白三肽-5、神经酰胺等
针对功能	修护肌肤屏障，改善出油泛红	清洁毛孔、深入补水、舒缓修护	控油净化、平衡水油、舒缓修护	清洁净透、美白淡斑、提亮肤色	保湿修护、深层补水	胶原紧致、修护屏障
价格区间	109~300 元	119~129 元	129~139 元	169~179 元	139~149 元	169~179 元
系列内容	双修精华水、双修精华乳霜、双修次抛、双修面膜	修护水、修护乳、修护霜	修护水、修护乳、修护精华	美白柔肤水、祛斑精华液、美白精华乳、美白祛斑霜	酪梨洁面、酪梨爽肤水、酪梨柔肤乳、酪梨柔肤霜、酪梨精华液	氨基酸洁面、紧致修护水、紧致修护乳、紧致修护霜、修护精华液

资料来源：一叶子天猫旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格为 24 年 2 月 7 日天猫旗舰店价格

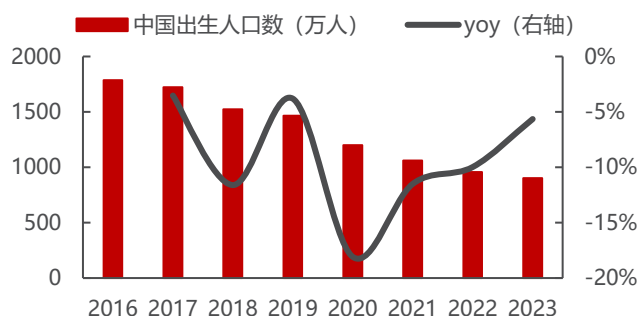
2.3 红色小象：定位大众的专业母婴护理品牌，紧抓精细化

育儿趋势实现高速发展

2.3.1 把握精细化育儿新趋势，迎合市场需求打造拳头产品

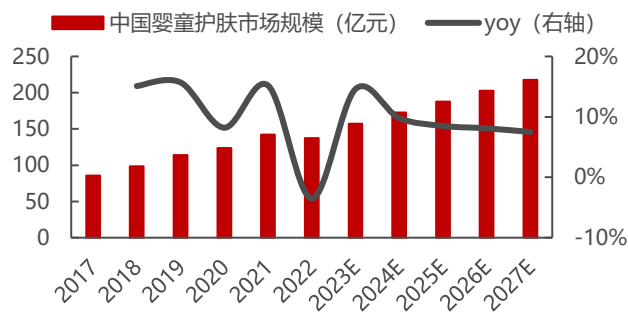
出生人口持续下滑，但婴童护理行业规模仍持续增长，预计 2027 年超 490 亿元。国家统计局数据显示，2017-2023 年我国出生人口数及出生率持续下滑，2023 年我国出生人口数为 902 万人/yoy-5.65%，出生率为 6.77‰；而我国婴童护理市场仍呈稳健增长态势，根据艾瑞咨询，2017-2022 年，我国婴童护理市场规模由 85.7 亿元增至 137.3 亿元，对应 CAGR 为 9.88%，其中 2020 年市场规模增速受新冠疫情、生育率下滑等多方面因素影响略微放缓；中长期来看，受益于国民收入水平持续提升、精细化育儿观念下育儿支出稳步提升等因素驱动，预计 2027 年中国婴童护理市场规模将达到 217.8 亿元，22-27 年 CAGR 为 9.7%。

图24：中国出生人口数量（万人）及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图25：中国婴童护理行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

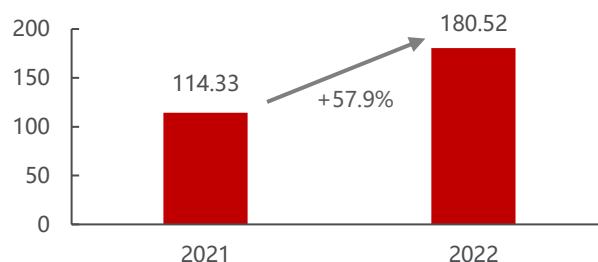
精细化、科学化育儿观念加强，驱动婴童护理行业持续细分与升级。新一代父母多为 90 后、95 后，育儿观念从过去简单的吃饱穿暖升级为“科学喂养、科学护理”，对婴童护肤产品也衍生出更为高阶的功效护肤需求。在清洁保湿的基础上增加对产品功效的关注。艾瑞咨询数据显示，2022 年中国婴童功能性护肤话题社交媒体声量达到 180.52 万，较 2021 年提升 57.9%，功能性护肤成为婴童护肤新趋势。此外，精细化育儿需求驱动婴童功能性护肤品的商品体系进一步细分，市场不断根据年龄、性别、季节等细分场景推出专属化、精细化产品。

图26：中国家长婴童护肤观念变化



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

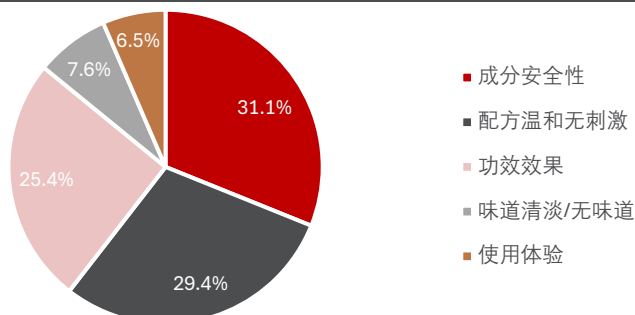
图27：中国婴童功能性护肤话题社交媒体声量（万）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

母婴消费的价格敏感度降低，安全和品质成为关键因素。据艾瑞咨询《2023年中国跨境婴童功能护肤行业趋势报告》，新一代年轻父母在挑选婴童护肤产品价格敏感度大幅降低，成分安全性、配方温和无刺激、功效效果成为前三大考虑因素，2022 年关注度分别为 31.1%、29.4%、25.4%。

图28：2022 年社媒平台婴童护肤产品讨论情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

红色小象定位婴童护理，精准把握行业发展趋势，市占率逐年上升。红色小象成立于 2015 年，恰逢国家二胎政策全面放开，率先享受行业红利。同时品牌跟随母婴群体的精细化、科学化育儿趋势，主动进行多品类拓展，在婴童沐浴露、润肤乳等基础护理产品的基础上增加口腔清洁、防蚊防叮、婴童彩妆等多种系列，满足婴童群体的多元护肤需求，市占率逐步提升。欧睿数据显示，16-22 年，红色小象在中国母婴护理行业的市占率由 1.5%增至 3.9%，22 年市占率水平位列行业第二；且红色小象品牌市占率与行业第一品牌强生的差距逐渐缩小，市占率之差（强生市占率减红色小象市占率）从 16 年的 9.1%减小至 22 年的 0.2%，品牌势能强劲。

表12：2016-2022 年中国头部母婴护理品牌市占率

品牌	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
强生	10.6%	9.2%	7.8%	6.6%	5.8%	5.1%	4.1%
红色小象	1.5%	2.7%	3.8%	3.4%	4.5%	4.7%	3.9%
青蛙王子	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	2.4%	2.1%
贝亲	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	2.8%	3.0%	2.7%
郁美净	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	1.8%
孩儿面	2.8%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%
皮皮狗	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%

资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

聚焦婴童精简洗护细分新需求，以重磅拳头产品抢占行业制高点。面向新一代成分党父母，红色小象首创了婴童洗护行业的“4S 安心简护标准”，于 2021 年 8 月重磅推出新品舒安特护霜（即 90 安心霜）。90 安心霜仅含 9 种全绿成分，0 添加 4700+ 争议成分，成分安全、配方温和无刺激，以精简纯净的形象抢占消费者心智；产品核心成分采用来自巴西天然有机认证红没药醇，可有效保湿舒缓宝宝受刺激的皮肤敏感肌，满足消费者的功效性需求；在包装方面，产品采用真空锁鲜罐装技术和防逆流开口设计，进一步隔绝污染精准控量，提升安全系数。截至 23H1，

90 安心霜全网累计销量高达 129 万瓶；2021 年“双 11”连续蝉联天猫婴童面霜热卖榜及加购榜 TOP1；2022 年斩获新妆大赏年度人气婴童护理奖；2023 年斩获美伊大赏年度挚爱 TOP 榜；90 安心霜产品力行业领先。

图29：90 安心霜产品特点



资料来源：红色小象天猫旗舰店，民生证券研究院

图30：90 安心霜销售成果及部分奖项



资料来源：红色小象天猫旗舰店，民生证券研究院

延续 90 安心霜的极简基因，打造“安心瓶家族”，安心简护系列产品矩阵进一步完善。红色小象延续 90 安心霜遵循的“4S 安心简护标准”，推出安心简护系列的洗浴线，产品包含 0 岁+宝宝适用的低泡啫喱版“安心瓶”洗发沐浴二合一以及 3 岁+适用的“安心瓶”泡泡沐浴露和“安心瓶”洗发水，对安心简护系列的护肤线进行补充，满足婴童群体多场景产品需求。

截至目前，红色小象分别针对孕妈、婴童群体推出多个系列产品，其中 1) 婴童护理：含 90 舒安特护、夏季、童趣等多个系列，分身体乳、精华、洁面、沐浴露、洗发水、护发素等多品类，主打舒缓保湿；2) 婴童清洁：含口腔清洁、纸品清洁、衣物清洁等多线产品，主打温和洁净；3) 婴童彩妆：含面部彩妆及手部彩妆两大系列，主打水溶性安全配方；4) 孕妈护理：含洁面、水乳、精华液、眼霜、面膜、防晒等多品类产品，为怀孕妈妈提供安全有效的孕期护理。

表13：红色小象主要产品矩阵

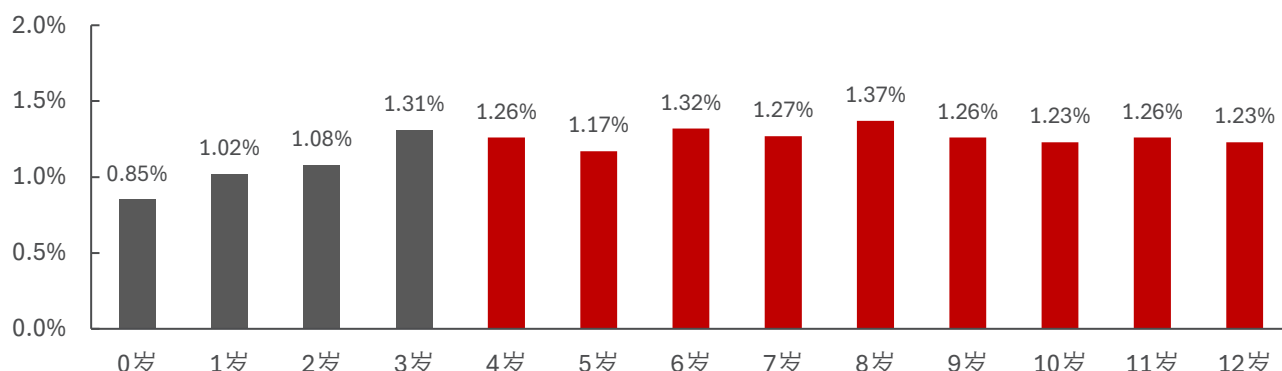
名称	产品示例	价格带	系列及成分介绍	功效
婴童护理： 【90】舒安特护系列		39~169 元	含身体乳、精华、洁面、沐浴露、洗发水、护发素等。至简成分（白池花籽油、红没药醇、牛油果树果脂、依克多因等），0 添加 4700 个“2021 版法规 inci 美修安全分”的争议成分	舒缓保湿；去油不去水
婴童护理： 夏季系列		29~99 元	含爽身粉、爽身乳、防晒乳、点蚊液、花露水、驱蚊液等。添加优质玉米淀粉、木薯淀粉、植萃积雪草+母菊提取物等。	爽身防汗、舒缓保湿；防蚊防痒
婴童清洁： 口腔清洁系列		35~79 元	含牙膏、牙刷。添加益生菌 ADP-1 等。	科学防蛀；泡沫丰富、温和净齿
婴童清洁： 衣物清洁系列		59~99 元	含洗衣液、洗衣皂等。添加洋甘菊、甘油植物成分、蒲公英提取物等。	洁净不伤手、柔护宝宝衣物
婴童彩妆： 牛油果滋润儿童彩妆礼盒		149 元	含粉饼、眼影、口红、腮红、彩妆工具等。添加玉米淀粉、牛油果护肤精华、澳洲坚果籽油、白池花籽油、天然蜂蜡等。	打造甜美公主风、水溶性配方易于卸妆
孕妈护理： 晚樱微肌精华套装		30~69 元	含洁面、水乳、精华液、眼霜、精华隔离霜等。添加牛油果果脂、蜂蜜、雪莲花提取物、晚樱精粹等。	安全有效、孕肌弹润嫩

资料来源：红色小象官网，红色小象天猫旗舰店，民生证券研究院；注:产品价格为 24 年 2 月 7 日天猫旗舰店价格

2.3.2 前瞻洞察母婴童护理市场空白，切入小学生护理市场

儿童人群数量庞大，产品销售量价齐升，儿童护理行业存在充足发展空间。人口普查数据显示，2020 年我国儿童人数（3-12 岁）占总人口的比例远高于婴幼儿人群（0-3 岁），人群规模庞大；同时儿童进入小学阶段后，社交场景和户外活动增多，更复杂的外部环境会带来更多的肌肤问题，例如屏障功能弱、干燥脱水、易敏感、易刺激、易晒伤等，对专业化、针对性的护理产品的需求更多；考虑目前我国儿童市场产品单一，我国母婴童市场存在较多儿童护肤需求未被满足。

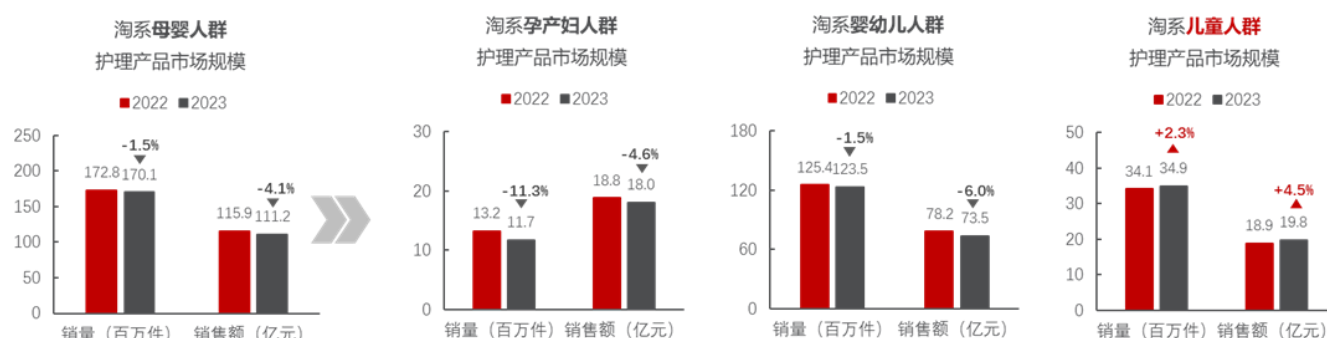
图31：2020 年中国 0-12 岁婴童人数占总人口比重



资料来源：国家统计局《中国人口普查年鉴-2022》，民生证券研究院

此外，美业颜究院《2023 母婴护理市场分析及消费人群趋势洞察》显示，儿童护理为淘系渠道唯一量价齐升的母婴护理细分赛道；2023 年儿童人群护理产品销量为 0.35 亿件，同比+2.3%；销售额为 19.8 亿元，同比+4.5%。综合考虑儿童市场未被满足的市场需求与量价齐升的行业趋势，我们认为我国儿童护理行业存在充足发展空间。

图32：2022-2023 年淘系母婴护理产品及细分赛道产品销售情况



资料来源：美业颜究院《2023 母婴护理市场分析及消费人群趋势洞察》，民生证券研究院

红色小象敏锐洞察儿童护理市场需求，推出小学生专研产品，积极填补空白市场。2023 年 8 月，红色小象推出专为中国 1.07 亿小学生研制的“小学系列”产品，涵盖小学霜、小学乳、小学洁面泡多品类产品，一站式满足小学生在多个场景的个性化护肤需求。小学系列锚定修护、锁水、防护、舒缓四大功效，产品研发融入多种创新性“智慧科技”协同作用，例如明星产品小学霜选用 100%天然成分、自主研发的科技成果大象果油，结合高山火绒草、L19 拟态科技等防护成分，形成“外源强韧屏障，内源修护肌底”的闭环护肤链路，产品力领先。

表14：红色小象小学系列产品矩阵

产品名	产品图	价格	核心成分	2023 年产品销售额 (天猫+抖音合计)
红色小象 小学霜		79 元/50g	大象果油、悦肤宁、天然红没药醇、甘油葡糖苷、拟态益生菌、高山火绒草等	772.05 万元
红色小象 小学乳		59 元/200ml	大象果油、悦肤宁、马齿苋提取物、高山火绒草等	31.40 万元
红色小象 小学洁面泡		59 元/100ml	氨基酸、癸基葡糖苷、椰油酰两性基乙酸钠、大象果油、马齿苋提取物、北美金缕梅提取物、甘草酸二钾、β-葡聚糖等	60.42 万元
红色小象 小学洗发水		59 元/400ml	氨基酸、泛醇、悦肤宁、辛酰甘氨酸、菊粉、大象果油、高山火绒草等	150.56 万元
红色小象 小学沐浴露		59 元/400ml	氨基酸、癸基葡糖苷、大象果油、悦肤宁、高山火绒草、菊粉等	30.60 万元
红色小象 小学面膜		59 元/5 片	大象果油、高山火绒草、马齿苋提取物、PCA 钠、甜菜碱、甘草酸二钾等	41.63 万元

资料来源：红色小象天猫旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格为 24 年 2 月 7 日天猫旗舰店价格

品牌的前瞻洞察能力、大单品打造能力已得到持续验证，看好品牌中长期发展。

品牌成立至今，红色小象多次把握行业趋势，围绕天然成分、精简护理、分性别洗护等行业热点推出南极霜、90 安心霜、男女童氨基酸洗发水等多款热门产品，甚至能够以热门产品反向引领母婴护理市场新风向，为品牌注入持续增长活力。未来，红色小象有望依托其在趋势洞察及大单品打造方面的前瞻性和敏锐度，结合上美股份成熟的研发团队及科研水平，持续优化极致大单品、打造新品，提供更为丰富的婴童护肤方案，引领行业增长。

2.4 Newpage 一页：中高端婴童功效型护肤品牌，医研共

创赋能产品创新升级

中高端婴童护肤品牌，围绕“PAGE”理念提供专业且安全的产品。Newpage 一页于 2022 年 5 月推出，定位中高端，是专注敏感肌宝宝护肤的婴童功效型护肤品牌。一页品牌主张“PAGE”（天然精简、科普专业、安全有效、环境友好）品牌理念，持续为消费者提供专业有效的护肤产品。截至目前，一页已布局护肤、洗浴、清洁三大方向，推出儿童蛋黄油面霜、儿童高保湿身体乳、婴儿润肤油、婴童沐浴露洗发水、儿童洁面乳等热门单品。

表15：Newpage 一页明星单品

产品类别	产品图片	产品名称	产品价格	核心成分	功效卖点
护肤		一页婴童安心霜	89 元/25g 169 元/50g	蛋黄油、红没药醇、水解蛋壳膜、牛油果树果脂、甘油、甜菜碱、神经酰胺 NP、白池花籽油、西班牙鼠尾草籽提取物、全缘叶澳洲坚果籽油、辣木籽油	双重舒缓力、有效缓解不适，补水保湿直达肌底，舒缓敏感肌、提升肌肤抵御力，Omega-Pro 成分实证强韧屏障
护肤		一页婴童高保湿身体乳	79 元/100g	植物鞘氨醇、蛋黄油、白池花籽油、神经酰胺 NP	舒缓安抚、长效补水、深润保湿
护肤		一页婴儿润肤油	79 元/60ml 129 元/120ml	向日葵籽油、红没药醇、蛋黄油、姜根提取物、椰子油、维生素 E、向日葵籽油不皂化物	缓解干燥，缓解敏感不适，改善脆弱、强韧肌肤
洗浴		一页儿童舒润洁面泡	79 元/150ml	AQUAXYL、甘油、甘草酸二钾、泛醇、Omega-Pro	温和净护、锁水保湿、强效舒缓、强韧皮肤屏障
洗浴		一页婴童洗发沐浴露	129 元/200ml 159 元/500ml	甘油、椰油酰谷氨酸钾、甲基椰油酰牛磺酸钠、澳洲坚果油、白池花籽油、牛油果树果脂、辣木籽油、鼠尾草籽油、AQUAXYL	养护头发、滋润发丝，舒缓强韧、水润肌肤

资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格为 24 年 2 月 7 日天猫旗舰店价格

推行“医研共创”模式，赋能产品创新与升级。一页品牌由育儿专家崔玉涛、公司全球首席科学家黄虎博士及演员章子怡联合创立，其中崔玉涛专家拥有 37 年婴童皮肤科临床经验及 10000+ 看诊病例，能够基于婴幼儿临床现状及需求为产品配发研发提供专业性的指导意见，并深度参与产品设计、问题科普等多个环节；在科研端，黄虎博士拥有 28 年化妆品领域从业经验，曾开发 100 多项专利，科研技术与原料、配方创新实力雄厚，能够高效地将临床经验转化并升级迭代产品。一页品牌通过医生与科学家合作，成功打通用户需求、临床经验、科研技术，完成医研共创闭环，成为国内第一个真正意义的“医研共创”母婴品牌。截至目前，在一页的中日双科研中心产品研发人员对婴童敏感肌皮肤学的深入研究下，一页品牌

成功开发出 Omega-pro™强韧屏障专利成分和 AQUAXLY 专利保湿成分等多项专利并广泛应用在旗下各类产品中。

图33：一页医研共创逻辑



资料来源：母婴行业观察，民生证券研究院

线上线下全渠道布局，多触点促进品牌露出与产品销售。一页品牌积极布局线上线下渠道，线上进驻天猫、京东、抖音等平台；线下入驻全国屈臣氏 4000+门店、全国 20 个省份超 3000 家专业母婴用品店铺、全国 30 余家三甲医院，并与高端月子会所圣贝拉旗下“小贝拉母婴护理中心”达成战略合作。此外，23 年 11 月 13 日，一页品牌体验店落地北京崔玉涛诊所，成为中国首家在诊所内开设的婴童护肤品牌体验馆，进一步夯实品牌的专业、科学形象。

图34：Newpage 一页线下体验馆

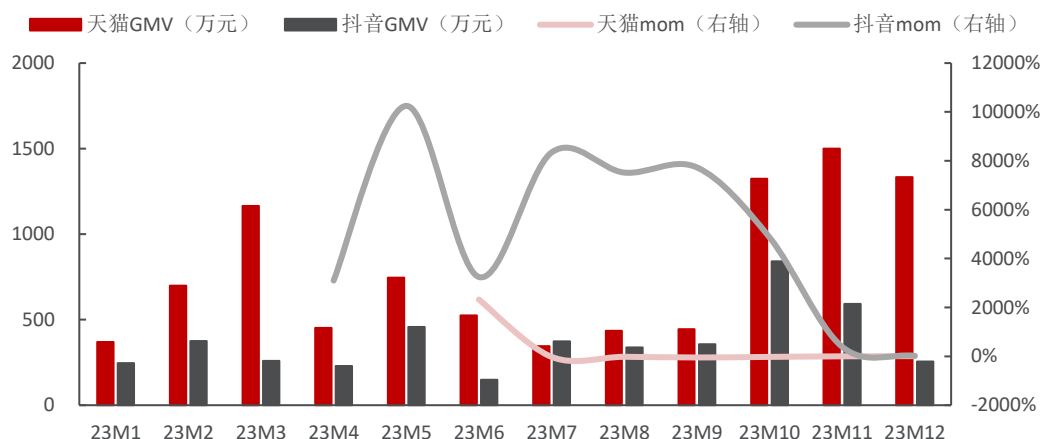


资料来源：母婴行业观察，民生证券研究院

品牌势能持续进阶，婴童护肤赛道新秀表现亮眼。一页品牌深耕婴童敏感肌护理细分赛道，以医研共创模式精进产品力，布局天猫、抖音、京东等线上电商及屈臣氏、月子中心、母婴专卖店等线下渠道加码渠道力，品牌势能持续提升，实现高速发展。根据公司公告，一页品牌上市仅一年即斩获亮眼销售表现，23H1 实现收

入 0.59 亿元，超过 2022 年全年的 2 倍以上；产品方面，23H1，婴童安心霜、婴童高保湿身体乳等产品在抖音多个排行榜中位列第一。此外，根据久谦数据，23H2 一页品牌线上销售延续高增，天猫和抖音渠道合计实现 GMV 0.81 亿元，同比 +22.76%。未来在精细化育儿需求提升趋势的推动下，一页品牌有望依托持续提升的品牌力、渠道力和产品力稳健增长，成为公司业绩的新增长点。

图35：Newpage 一页天猫和抖音渠道 GMV（万元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

2.5 其他：持续孵化新品牌，填补核心业务空白价位段，挖掘潜力细分市场

孵化新品牌，部署有前景的细分市场。公司围绕护肤和母婴两大核心业务，推出定位中高端的品牌安弥儿、安敏优，补齐业务空白价位段；同时积极探索洗护及敏肌护理赛道，分别推出极方、高肌能和 2032 品牌，深挖细分市场潜力。

高肌能：2019 年推出，定位配方温和无添加的大众敏感肌肤护肤品牌，由日本及上海的研发中心共同研发。品牌利用自身的生物科技专利，致力于开发适用于年轻亚健康肌肤与屏障受损人群、具备温和修复和维稳屏障的科学护肤产品。

安弥儿：2019 年推出，中高端功效型孕肌护理品牌。安弥儿产品包含洁面泡沫、爽肤水、保湿霜、护理油、面霜及面膜等，覆盖从面部护理到身体护理的女性全孕期的肌肤护理。

极方：2021 年推出，定位轻奢、主打“固韧养发&头皮减压”的专业科技洗护品牌，致力于从毛囊根源解决亚洲人群头皮屏障脆弱的问题。截至目前，极方已推出 100/200/300/400 系列，分别用于解决发质干枯/染烫受损/发根出油/发质稀疏的问题。

安敏优：2022 年上美集团联合昆药集团推出，定位微生态护肤，致力于解决

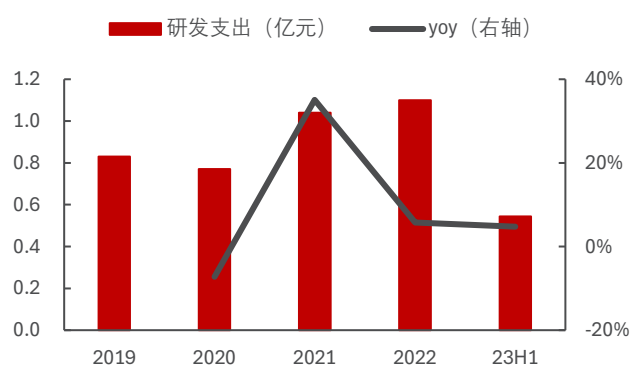
敏感肌微生态失衡而引发的肌肤问题。青蒿油 AN+ 为安敏优品牌的主打原料，具有抗炎、舒缓、调节微生态以及修护屏障等 4 大核心功效，相较市场中其他针对单一屏障解决问题的成分，其具备的多通路解决肌肤问题的特性更符合市场对于护肤品“成分精简但功效不打折”的需求。截至目前，安敏优共推出 10 余款产品，满足日常维稳、深层修护、特殊护理三大需求，青蒿油 AN+ 相关产品均通过三甲医院功效测试，产品安全性极高。未来，安敏优将继续以青蒿油 AN+ 为核心，围绕更多消费者敏感肌场景，研发新品以及推出械字号和消字号相关产品；此外，品牌还将开展针对痤疮、银屑病或特异性皮炎等多项肌肤问题以及光照、二手烟等不同生活方式对皮肤的影响等的研究，提供更为丰富和完备的敏肌护肤方案。

2032 品牌：2023 年推出，定位控油蓬松的科技头皮护理品牌，致力于深耕温和和长效控油并解决头发“细扁塌”的问题。品牌研发小分子萃取专利，并将本草纲目中记载的“厚朴”成分应用到个护领域，推出品牌主要产品为“控油蓬松”与“控油去屑”双系列洗发水，也推出洗发水、护发素和头皮凝露等护发单品。

3 研发：完成“科研三级跳”高筑技术壁垒，持续推动收入内生增长

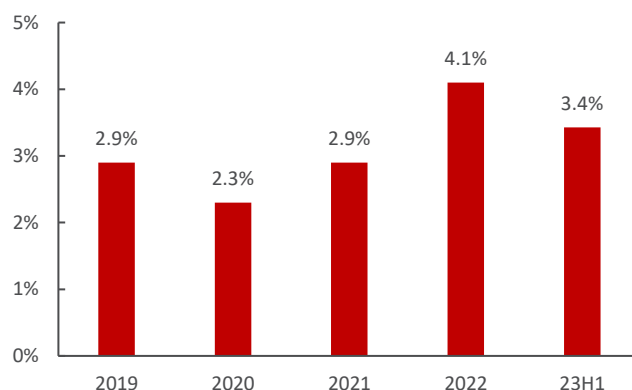
重视研发，研发投入持续加大。公司持续维持高水平且有效的研发投入，2019-2022 年，公司研发支出分别为 0.83 亿元、0.77 亿元、1.04 亿元及 1.1 亿元，2020-2022 年分别同比增长-7.23%、35.06%、5.77%；2019-2022 年，公司研发费用率分别为 2.9%、2.3%、2.9%及 4.1%。23H1，公司新申请 40 项专利（24 项发明专利），新获授权专利 7 项（2 项发明专利）；截至 23H1 末，公司累计获得 200+项国内外专利，研发实力持续提升。

图36：公司研发费用（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图37：公司研发费用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

吸纳优秀科研人员，提升科研创新能力。公司 2003 年开始进行自主研发，20 年间持续吸纳国内外一流科研人才，提高团队创新研发能力。公司官网显示，公司目前已建立起一支由公司副总裁兼全球研发中心负责人李维博士领导，包含黄虎博士等 7 位国际知名科学家的核心研发团队，团队核心成员在化妆品相关领域的平均研发经验超 30 年，曾在全球领先期刊发表过大量专利及论文，科研实力深厚。此外，公司积极吸引和培养年轻研发人员，构建多层次人才体系，截至 22H1，公司研发团队共有 204 人，其中硕士及以上学历共 81 人，约占研发团队的 39.7%。

表16：公司研发团队核心成员

姓名	从业时间	职务	工作职责	履历
黄虎	近 28 年	首席科学家	领导半乳酸菌发酵滤液研究平台的工作；为核心品牌的升级及新品牌的开发提供理论支持；目前负责整体管理及加强公司基础研究能力并领导研究及创新。	前美国宝洁全球首席科学家，拥有数百项专利，与清华共建创新平台
胡新成	近 27 年	全球研发中心总监	专注开发新成分、配方及工艺；进行多项重要基础研究及配方研究项目。	原宝洁开发技术总监，精通功效、原料、工艺领域的研究、领导多个皮肤课题
付子华	近 27 年	日本红道科研中心总监	负责核心配方的改良及创新、成分的基础研究，并建立公司在日本的研究能力；参与多项基础研究项目。	曾任宝洁、联合利华全球技术总监，宝洁亚太第一代美白配方师
内川惠一	35 年	中国科研中心首席科学家	负责配方创新的开发、研究和指导有关的工作；目前领导一叶子新清洁产品的设计、开发及测试，彰显洁净美容护肤的理念。	曾服务资生堂 35 年，专注乳化和配方研究，覆盖大众高端产品
山田耕作	超 30 年	日本红道科研中心护肤首席科学家	负责基础研究和护肤配方及工艺；目前领导其同名品牌山田耕作的配方设计及研究。	服务 SK-II 品牌 33 年，致力于高端护肤研究，在全球有 50 多项专利
谷口登志也	近 40 年	日本红道科研中心副总监及彩妆品首席科学家	负责为中国及日本科研中心的年轻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；参与粉底液的配方开发及升级，参与多款粉底液产品的推出。	曾任宝洁高级科学家，为蜜丝佛陀等开发多款经典底妆，在全球有 50 多项专利
板谷行生	36 年	日本红道科研中心洗护用品首席科学家	参与一系列洁面产品的研发；就成分基础研究和洗护用品技术开发提供指导，并就有关医药及生产设备的日本法规提供技术支援；举办内部培训，分享开发经验。	曾任职于佳丽宝，精通护肤洗护品开发，拥有多项专利和色彩研究成果

资料来源：公司招股说明书，公司官网，民生证券研究院

设立两大科研中心，并在全球建立国际化生产系统，自研自产提高研发效率、保障产品质量。上美股份为我国首家自建海外研发中心的国货化妆品企业，2016 年在日本最大的生物科技中心神户设立红道科研中心，作为公司基础研发活动及产品创新的平台，以及公司及时把握海外化妆品行业最新技术进展的门户。在国内，公司开设上海总部科研中心，坐落于环球港，占地面积约 7000 m²；上海研发中心配备一流实验室环境和仪器设备，保障产品品质优异。

此外，公司 2006 年开始布局自主供应链，兴建首个工业园区“苏州黎姿生产基地”；后又分别在上海奉贤和日本冈山布局世界级生产基地，两大生产基地均与当地科研中心距离仅两小时的车程，生产基地与研发中心相互协同进一步加速科研成果转化，持续赋能公司产品研发与生产。未来，公司还计划在美国、法国设立研发中心和生产基地，覆盖美洲和欧洲市场，推进产业全球化布局。

图38：上美集团环球港总部科研中心


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图39：上美集团日本红道科研中心


资料来源：公司官网，民生证券研究院

持续推进产学研合作，夯实公司创新研发能力。公司积极与国内外高校、供应商、研发机构展开合作，整合多方资源，赋能优质研发成果产出，2019年成立首个实践教学基地“华东理工大学实践教学基地”，以“培养人才、输送人才”为宗旨，开展多项校企联动活动；2021年国家药监局高级研修学院“教学基地”落户上美科技园；2023年与上海交通大学共同成立“护肤功能原料联合研发中心”，为未来在生物分子设计、植物分子改造等领域的尝试打下铺垫。此外，公司联合全球顶级原料商，设立纯净美容绿色原料研究中心，进一步推动自主研发。

表17：上美股份产学研合作

年份	合作对象	合作内容
2017年	日本甲南大学	联合研究“3种海洋由来的原料对皮肤细胞的影响”，发布于2019年日本药学会年，应用于上美主打“海洋护肤”的全新进口品牌TORORO的产品配方中。
2018年	美国普林斯顿大学 Jeffy Stock 教授、 美国生物技术公司 Signum	共同研究发现 PP2A（即一种人体细胞中的蛋白磷酸酶）是促进皮肤健康、抗衰的新靶点，开发出专利成分 AGSE。上美于 2021 年推出运用该成分的全新品牌 PP2A。
2019年	华东理工大学	挂牌成立上美首个实践教学基地“华东理工大学实践教学基地”，以“培养人才、输送人才”为宗旨，开展多项校企联动活动。
2020年	药监局	国家药监局高级研修学院“教学基地”落户上美科技园，配备行业领先的生产和仓储设备，发挥行业带头与示范性作用。
2021年	华东理工大学	联合华东理工大学化学与分子工程学院，共同建立工程硕士研究生实践教学平台。
2021年	清华大学	共同举行“云端开放日”直播活动，带领化工系同学“云逛”科研中心，直击化妆品研发。
2021年	香港大学、复旦大学、中国科学院大学、 华东理工大学、同济大学等高校	同学们担任“产品共创官”、与上美产品开发团队一起共创产品；完成产品调研问卷，从学生党、成分党的需求出发积极发表自己的看法，为上美产品研发打开更加多元的视角。
2023年	交通大学	交大终身教育学院参观上美科研中心与直播中心，系统性了解公司发展历程，以及重科研、多品牌的战略布局；双方共同建立护肤功能原料联合研发中心，未来将在生物分子设计、植物分子改造等领域做出全新的尝试，赋能一叶子品牌发展。

资料来源：公司招股说明书，公司官网，民生证券研究院

加强基础研究，开发三大独家原料。上美股份于2016年设立日本红道科研中心后开始发力基础研究，为国货化妆品基础研究的先驱。截至目前，公司打造双菌发酵成分、AGSE 活性葡萄籽提取物和青蒿油 AN+ 三大基础研究成果，通过加强基础研究保持品牌和产品的持续创新。

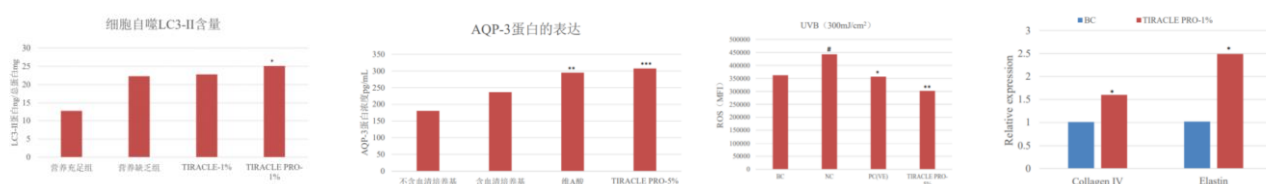
图40：公司三大基础研究技术



资料来源：公司公告，各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

1) 双菌发酵成分 TIRACLE/TIRACLE PRO：公司自 2017 年开始进行高活性含量的双菌发酵产物开发研究项目，经过多次发酵工艺的尝试和优化研发出独家双菌发酵成分。第一代发酵成分 TIRACLE 将具有耐高温（75℃）特质的“嗜热栖热菌”定为核心菌种，并添加“清酒酵母菌”进行双菌发酵得出的，能够有效对抗皮肤炎症，提高皮肤持水能力，增强皮肤屏障，2018 年底该成分正式开始用于韩束产品中，例如韩束红胶囊系列等；截至 2022 年 6 月 30 日，TIRACLE 已应用于公司超 500 种产品中。此后，公司进一步打磨研究，用北海道长寿菌种纳豆菌代替酵母菌，自噬和打通 AQP3 水通道蛋白，开发出二代升级的 Tiracle Pro，通过促进细胞自噬代谢实现胶原蛋白提升、弹性蛋白提升、强韧 DEJ 层、提亮肤色等功效。目前，公司正在研制 TIRACLE 第三代成分，新一代技术落地有望赋能公司产品性能进一步提升。

图41：TIRACLE PRO 体外功效测试结果

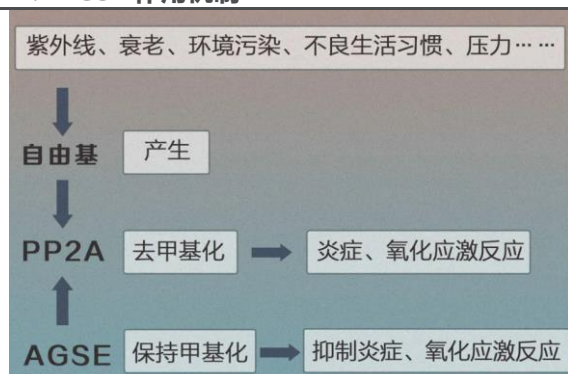


资料来源：东耳文传公众号，民生证券研究院

2) AGSE 活性葡萄籽提取物：2020 年，公司携手美国普林斯顿大学 Jeffry Stock 教授及美国生物科技公司 Signum，共同研究发现人体细胞中的蛋白磷酸酶 PP2A 是促进皮肤健康、抗衰的新靶点，故通过分子生物学技术，集取葡萄籽提取物中可以活化 PP2A 的黄酮类物质，开发出专利成分活性葡萄籽提取物 AGSE；美国 Signum 公司 2018 年体外研究数据表明，AGSE 提升 PP2A 活性的能力是普通葡萄籽提取物的 5 倍，抗氧化能力是维生素 C 的 2.5 倍、维生素 E 的 4 倍，抗炎能力是阿魏酸的 2 倍，能有效帮助肌肤维稳，调控炎症和氧化应激反应。此外，为提升 AGSE 的溶解性，以更好应用于化妆品中，公司将 AGSE 进行纳米双包裹，

自主研发出全新成分 E-AGSE，帮助活性葡萄籽提取物更精确地导入皮肤底层，进一步提升 PP2A 活性，达到更优皮肤护理功效。2021 年，公司正式将 AGSE 活性葡萄籽提取物应用于产品中，推出全新品牌 PP2A，品牌旗下包含四大系列产品，分别为主打细致毛孔的 25 岁+系列、主打深层滋润和减少细纹的 30 岁+系列、减少面部表情纹和促生肌肤胶原蛋白的 40 岁+系列、主打提拉紧致的 50 岁+系列。

图42: AGSE 作用机制



资料来源: 上美股份公众号, 民生证券研究院

图43: PP2A 品牌产品系列

系列名称	系列示例图	价格带	系列定位
25+多肽弹嫩系列		420~550元	细致毛孔、平滑肌肤
30+多肽淡纹系列		520~650元	深层滋润、减少细纹
40+多肽抚纹系列		550~680元	减少面部表情纹、促生肌肤胶原蛋白
50+多肽紧致系列		620~750元	提拉紧致、补充胶原蛋白

资料来源: PP2A 天猫旗舰店, PP2A 微信小程序, PP2A 微信视频号, 民生证券研究院

3) 青蒿油 AN+: 2019 年, 公司开始进行青蒿素挥发油在化妆品中国的应用的相关调研与研究; 经历 126 次配方打磨, 独家科技成分“青蒿油 AN+”正式落地护肤产品应用, 推出主打“青蒿油 AN+”成分的敏感肌护理品牌安敏优, 打破了青蒿仅做药用的瓶颈。青蒿油 AN+对皮肤具有抗炎、舒缓、调节微生态以及修护屏障 4 大核心功效, 适用于维稳精华、洁面乳、修护面膜和乳液等产品。

图44: 上美青蒿油 AN+ 获荣格技术创新奖



资料来源: 上美股份公众号, 民生证券研究院

图45: 安敏优小白管应用青蒿油 AN+



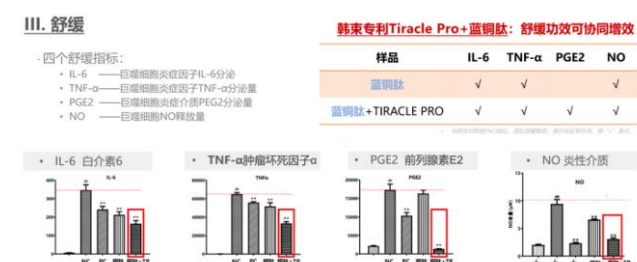
资料来源: 安敏优天猫旗舰店, 民生证券研究院

深耕多肽研究, 保障产品抗衰功效领先。公司基于多年来对抗衰领域消费者和市场的洞察结果, 结合亚洲人皮肤更薄、更敏感的特点, 发现在目前抗老三大成分 (A 醇、玻色因、多肽) 中, A 醇见效快但容易引起过敏, 玻色因见效慢、需要高浓度, 而多肽温和且皮肤兼容性较好, 更适配我国消费者抗衰需求, 因此公司

开始将多肽作为重点研发领域，逐步从认识肽、解析肽发展至应用肽、创新肽的阶段，自主研发出蓝铜肽、环六肽-9等多肽成分。

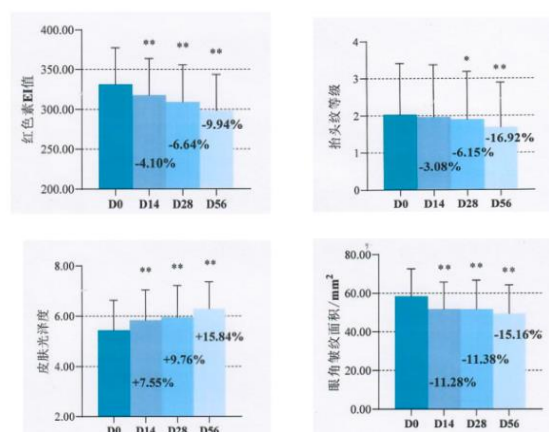
1) 蓝铜肽：韩束品牌研究团队基于“提升修护功能，聚焦强韧真皮连接层(DEJ)”和“舒缓炎症反应，抵御衰老因子”两大科学抗老思路，经过长达一年的原料筛选，选择聚焦蓝铜肽成分，成立15人蓝铜肽研发专家小组开展相关研究，最终于2022年专研出纯度高达99%的蓝铜肽；同年，韩束研究团队进一步探索蓝铜肽与公司基础研究成果的协同运用，将蓝铜肽和Tiracle Pro进行复配，提升蓝铜肽舒缓炎症反应的功效；公司实验数据显示，蓝铜肽与Tiracle Pro复配组合能够显著降低2种炎症因子、2种炎症介质的分泌量。此外，公司还基于复配技术，以“蓝铜肽+乙酰基六肽-8+三重发酵精粹”为三重核心成分的配方思路，开发出韩束蓝铜肽白金紧致系列，推动蓝铜肽研究成果的落地。根据公司为期56天的人体功效评估实验数据，韩束蓝铜肽紧致精华霜能够显著改善面部泛红、敏感、皱纹等问题。

图46：蓝铜肽与 Tiracle Pro 复配组合舒缓功效



资料来源：韩束微信公众号，民生证券研究院

图47：韩束蓝铜肽紧致精华霜功效测试



资料来源：韩束微信公众号，民生证券研究院

2) 环六肽-9：2023年，公司突破性推出全球第一个护肤品牌自研抗衰环肽“环六肽-9”，①环六肽-9的环状结构具有更紧凑的空间尺寸和结构，作为小分子更易渗透至关键肌肤层；②相较于传统线性多肽，环状的稳定结构令环肽更难被皮肤中的蛋白酶水解，在皮肤层次内可以长时间起效，生物利用度更高；③环肽区别于线性多肽链的立体空间结构，更加接近在人体中发挥功能的活性物质，故而具有更强的生理活性，在功效上要强于普通多肽。研究表明，韩束环六肽-9的抗衰老能力较普通直链肽提升7.15倍，抵御细纹和紧致皮肤功效的能力为玻色因的179倍，抗衰能力较传统成分显著提升。

图48：上美环六肽-9 成分介绍



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

图49：上美环六肽-9 空间结构

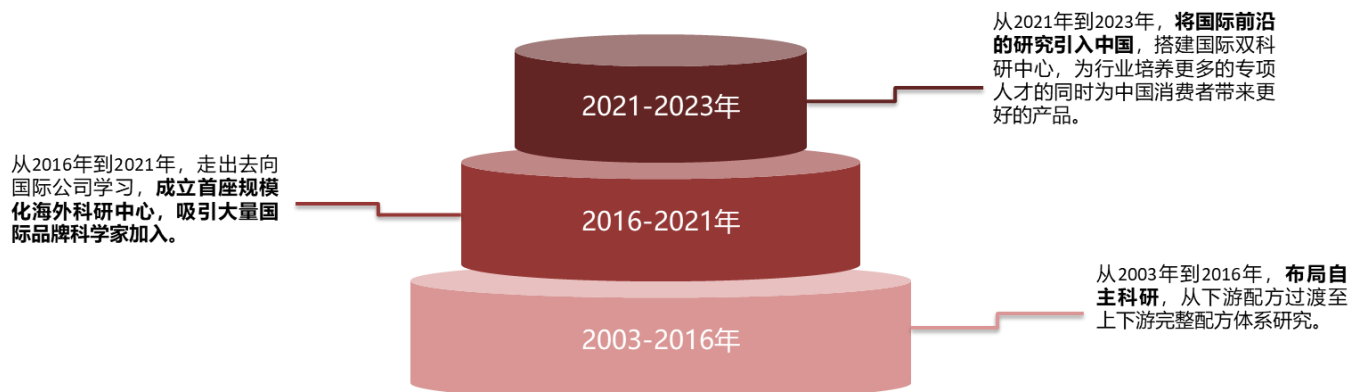


资料来源：上美股份微信视频号，民生证券研究院

目前，韩束正在搭建科学抗衰技术平台，包括**环肽技术平台、活肤因 (Tiracle Pro) 技术平台、环肽与前沿活性物及活性物群的组合技术平台**；未来科学抗衰技术平台的不断优化完善和创新升级有望持续夯实公司研发基础，落地更多前沿性的研究成果。

完成“科研三级跳”，研发能力行业领先，自主研发产品成为公司收入增长核心驱动力。2003-2016 年，公司主要针对上游配方研发体系展开研究，开发基础配方和自主成分技术以及对基础配方进行调整，继而进行中试和量产；2016-2021 年，公司走向海外寻求科研能力的突破，在日本“医疗硅谷”布局研发中心，学习国外研发成果，并大量引进宝洁、联合利华、资生堂等企业的优秀科学家，学习和吸纳海外研发技术和配方，持续完善公司自身研发体系；目前，公司已完成国内外双科研中心的布局，构建超 200 人的多层次科研人才体系，在基础研究领域取得多项独家研究成果。公司持续通过自主科研创新和开放式创新的合作共创模式，完成“科研三级跳”，构建起坚固的技术“护城河”。根据公司招股书，22H1，公司自主研发产品收入占比超 97%，公司自研产品已成为公司收入增长核心驱动力。

图50：上美“科研三级跳”



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

4 渠道：紧抓主流渠道变化风口，逐步完成全渠道布局，重点发力直播实现突围

CS&KA 渠道→电视购物→电商平台，公司逐步完成全渠道布局。在公司成立以来的 20 年间，公司精准把握每一次主流渠道转变的关键时点，前瞻性布局新渠道，逐步完成从 CS&KA 渠道→电视购物→电商平台的全渠道布局。

1) CS、KA 渠道：2003 年，韩束诞生之初，国内一二线城市的大部分市场已被雅诗兰黛等国际大牌占据，而三四线城市等下沉市场仍有较大空间待挖掘，公司通过在全国各地设立办事处，利用办事处的灵活性在全国迅速铺开门店；2004 年，韩束妆业专卖店体系成立并在全国推行；2008 年，韩束进军 KA 渠道，在大润发、世纪华联、万宁、家乐福、欧尚、乐购等开辟专柜，完善线下渠道的布局。

2) 电视购物渠道：2008 年，网购尚未普及，电视购物仍为线上购物的主要方式，且该方式利润空间较高，叠加主打“韩风+低价高增”销售策略的韩流风格在购物频道兴起，公司紧抓契机进军电视购物渠道，发展至 2011 年韩束在电视购物渠道的市占率已达 38%。

3) 电商渠道：2019 年，随着直播带货风潮兴起，韩束抢先布局直播间，再次成为最早一批开启直播带货的美妆企业。至此，韩束通过对渠道变化趋势的精准把握，逐步打通线下代理分销、传统媒体渠道投放、电商平台推广、线上直播等多元销售渠道，成为全渠道布局最为完善的国产品牌。

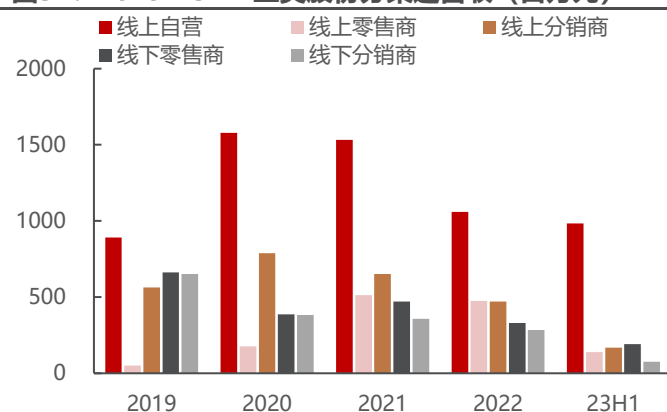
图51：上美股份渠道拓展历程图



资料来源：聚美丽、未来迹、氢消费、榜样的力量、供应链范式、化妆品报、美妆网等，民生证券研究院

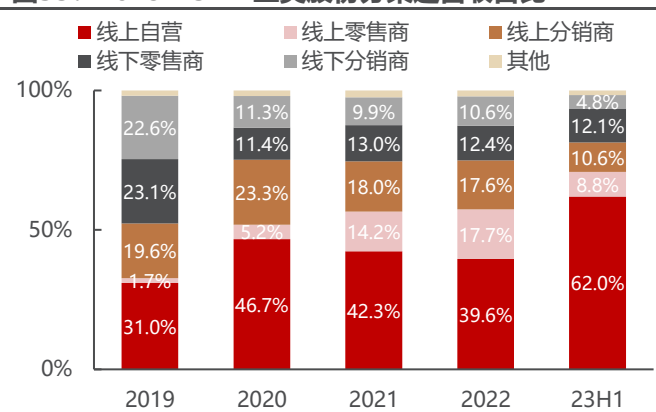
销售体系完备，线上渠道为公司收入主要来源。公司拥有广泛的销售及分销网络，涵盖线上线下各类渠道，有效实现消费者覆盖及市场渗透。线上渠道包括线上自营（天猫、抖音、京东商城、快手等电商平台）、线上零售商（天猫超市、京东商城、唯品会等电商平台与其他第三方线上卖家）及线上分销商；线下渠道包括线下零售商与线下分销商，其中屈臣氏为最主要的零售商；截至 22H1，公司已入驻 4000 多家屈臣氏门店，与 429 家线下分销商合作，覆盖中国所有省市和自治区。渠道结构方面，公司业务以线上自营为主，2019-23H1，公司线上自营收入占比分别为 31.0%/41.7%/42.3%/39.6%/62.0%，线上自营收入占比持续提升；线下分销渠道收入贡献度显著降低，2019-23H1 线下分销收入占比分别为 22.6%/11.3%/9.9%/10.6%/4.8%。

图52: 2019-23H1 上美股份分渠道营收 (百万元)



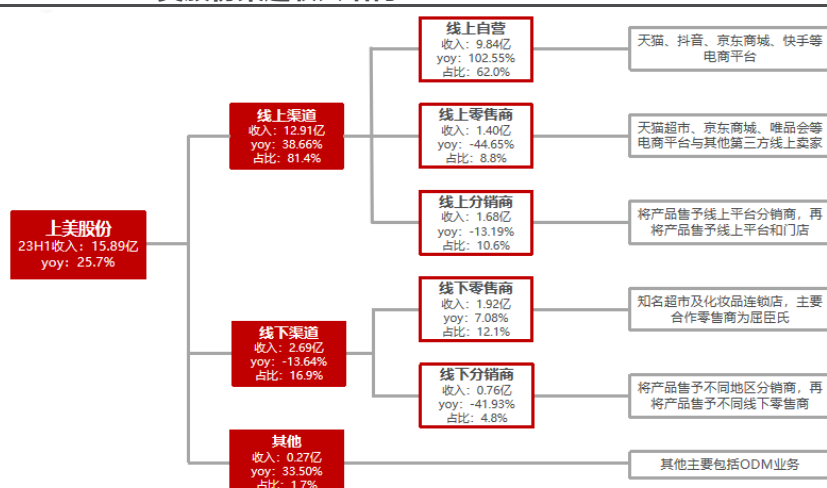
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图53: 2019-23H1 上美股份分渠道营收占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

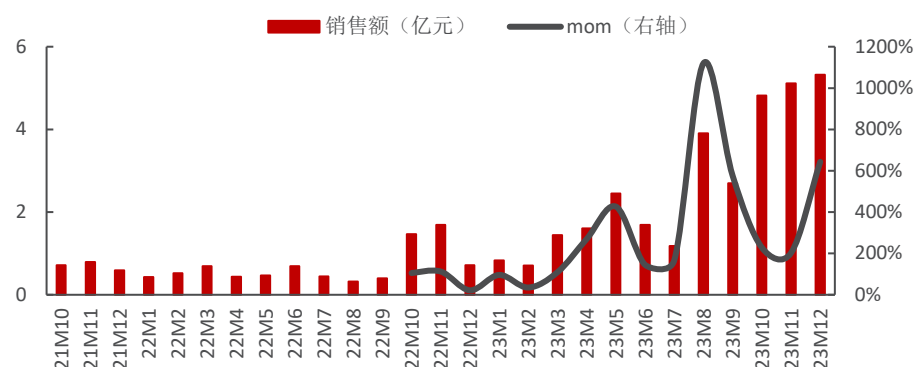
图54: 23H1 上美股份渠道收入结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

转型线上发力直播, 抖音渠道表现亮眼。2017年, 公司开始线上转型; 2019年提出“全力拥抱线上渠道”策略, 成立社交零售、社交电商、社交直播、新零售部门, 并对抖音、小红书、直播等新型流量阵地进行深挖, 其中私域部门为重点聚焦领域, 公司通过企业微信、微信社群不断私有化顾客资产, 形成品牌的私有流量。2021年, 公司线上渠道增速放缓, 公司及时调整渠道策略, 重仓直播渠道并调整组织架构, 成立抖音直播部与快手直播部等部门, 加速培养主播, 打造主播IP; 2022年公司发力新媒体流量平台, 通过达人短剧引流, 自播+达播承接客流, 成功以抖音渠道为突破口实现增长。根据公司公告及久谦数据, 23H1主品牌韩束在抖音渠道的销售额位列护肤品牌第二、国货护肤品牌第一; 23年, 韩束品牌的抖音渠道销售额为31.77亿元, 同比增长284.45%。

图55：韩束在抖音渠道的销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

重返线下，开启线下CS新模式，全渠道进阶式运营。2023年初，公司宣布暂停CS渠道（线下专柜等），专注开拓抖音等线上渠道；经过一年的发展，韩束已成为抖音现象级超级品牌，其在线上渠道积累的品牌势能及货品、价格管控经验有望溢出赋能线下渠道发展。由此，2024年初，公司宣布重返线下，推出CS渠道新模式，“品牌力+产品力+服务力”三管齐下赋能CS渠道进阶升级：1) 超级品牌：持续进行科学传播和品牌营销，不断夯实“韩束=国民品牌”心智，助力线上势能溢出至线下；2) 超级品质：推出高品质的四大CS专供系列产品，分别为：红石榴巨补水系列、积雪草舒缓盈润系列、光果甘草光感焕亮系列、红景天焕亮紧致系列；3) 超级性价比：供货价格极具性价比；4) 超级利润：为代理商带来具有诱惑力的利润；5) 超级颜值：协助代理商打造极致精美包装、极致陈列、极致视觉，实现去BA化销售；6) 超级服务：以区域为单位，定期展开线上线下专业培训，深入服务代理商团队，提升团队战斗力。

此外，公司还针对CS渠道过往的价格货品乱象，提出渠道专供策略，按区域人口设定提货上限，不囤货，不窜货；出台史上最严的价格和货品控制政策，如有违规立即停止合作；以无窜货、无乱价作为首要考核目标，助力渠道重回良性、健康、可持续的商业生态。

图56：韩束红景天焕亮紧致系列



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

5 营销：敏锐洞察营销方式变化，“深度+广度+转化”三驾马车并行实现品效销合一

紧跟时代调整营销策略，营销嗅觉敏锐。公司紧跟信息传播渠道的发展积极调整营销策略，提高营销效率。1) **2016 年以前：**在以有线电视等传统媒体为主要营销媒介的时代，公司携手一线卫视，冠名热门影视、综艺等电视节目，例如 2015 年一叶子冠名江苏卫视综艺《蒙面歌王》、2016 年韩束冠名湖南卫视综艺《我是歌手》、2016 年红色小象冠名湖南卫视综艺《快乐大本营》等，助力公司核心品牌扩大品牌知名度。2) **2016-2020 年：**随着数字化技术的成熟发展，数字化技术开始融入户外，更多场景开始承载户外广告，公司开始在户外机场大牌、影院等场景投放广告加大品牌曝光，例如 2016 年在上海虹桥、浦东机场、社区户外灯箱以及万达影院等场景投放鹿晗与郭采洁拍摄的一叶子广告；同时随长视频兴起，公司积极与多部高收视网剧和网综合作，在剧集和网络综艺的前/后或中间插播品牌广告，增加线上用户触点，深化品牌形象，例如 2017 韩束冠名芒果 TV 综艺《亲爱的客栈》、2018 年一叶子冠名优酷综艺《这！就是街舞》、2020 年韩束冠名电视剧《三十而已》、2020 年一叶子冠名电视剧《以家人之名》。

图57：一叶子机场广告投放



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

图58：一叶子院线广告投放



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

3) **2020 年至今：**随着移动互联网流量增长见顶，品效销协同成为新趋势，品牌形象建设对于品牌良性发展的重要性凸显，由此品牌商更加注重品牌故事、品牌价值观的传递，品牌广告朝着内容化发展。上美股份采取全周期闭环营销策略，即通过全域内容种草提升品牌在年轻人中的知名度；积极与小红书、快手及抖音等新兴媒体平台的 KOL 合作进行内容营销拉动品牌力和销售转化；利用直播等更沉浸式的新型营销方式进行产品销售，维护和扩大品牌客群。

表18：上美三阶段营销策略

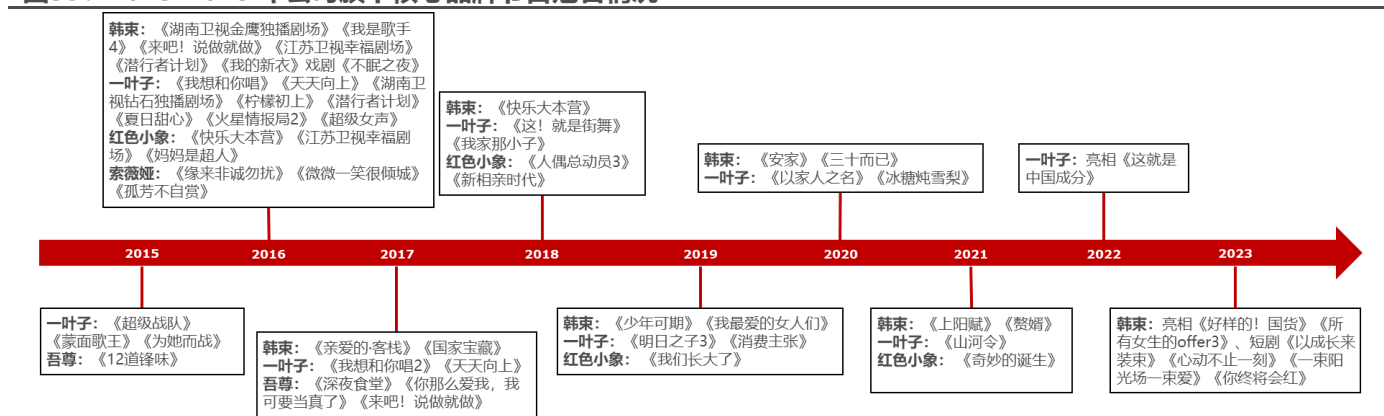
年份	营销阶段	主要营销方式	具体营销内容举例
2016 年之前	传统媒体宣传阶段	携手一线卫视，冠名热门影视、综艺等电视节目	2015 年一叶子冠名江苏卫视综艺《蒙面歌王》、2016 年韩束冠名湖南卫视综艺《我是歌手》、2016 年红色小象冠名湖南卫视综艺《快乐大本营》等
2016-2020 年	长视频时期	在户外机场大牌、影院等场景投放广告；与多部高收视网剧和网络综合作，在剧集和网络综艺的前/后或中间插播品牌广告	2016 年在上海虹桥、浦东机场、社区户外灯箱以及万达影院等场景投放鹿晗与郭采洁拍摄的一叶子广告；2017 年韩束冠名芒果 TV 综艺《亲爱的客栈》、2020 年一叶子冠名电视剧《以家人之名》等
2020 年至今	品效销协同阶段	全域内容种草；与新兴媒体平台的 KOL 合作进行内容营销；利用直播等更沉浸式的新营销方式进行产品销售	2021 年，韩束与李佳琦深度共创情绪小胶囊面膜，由老爸评测团队授予绿标认证；2022 年，红色小象携手丁香医生，打造母婴原生 IP 栏目《专家在家吗》对话年轻父母等

资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

营销基因深筑，“深度+广度+转化”三驾马车并行实现品效销合一。公司独创通用营销模型覆盖全营销流程，包括大媒介投放、全域内容种草、效果投放、电商营销、直播引爆和客户推广，致力于通过创新的营销手段获取、转化和留住消费者，实现品效销合一。

广度主要指公司通过剧集投放和明星代言增加品牌曝光，扩大品牌知名度，帮助品牌获取更多消费者。1) 剧集投放：公司与综艺节目、影视剧集等合作，充分利用其流量打造品牌知名度，例如韩束品牌冠名《快乐大本营》、《我是歌手》等综艺以及《安家》等连续剧、一叶子品牌冠名《天天向上》、《超级女声》等综艺；2) 明星代言：公司旗下品牌通过与顶流明星达成合作，借助明星粉丝效应助力品牌声量的高增，例如韩束品牌曾签约林志玲、古力娜扎、佟丽娅、檀健次等为品牌代言人；一叶子先后合作鹿晗、郭采洁、刘昊然、迪丽热巴等多位明星；红色小象先后签约赵薇、林志颖、董璇、王子文为品牌代言人。

图59：2015-2023 年公司旗下核心品牌节目冠名情况



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

表19：上美部分品牌明星代言人

年份	明星	广告图	年份	明星	广告图
韩束品牌					
2012 年	林志玲		2014 年	郭采洁	
2016 年	古力娜扎		2017 年	景甜	
2020 年	佟丽娅		2022 年	檀健次、贾乃亮	
一叶子品牌					
2014 年	鹿晗、郭采洁		2016 年	刘昊然	
2018 年	胡一天、容祖儿		2020 年	张新成	
2021 年	迪丽热巴				
红色小象品牌					
2021 年	赵薇		2018 年	林志颖	
2020 年	董璇		2022 年	王子文	
索薇娅品牌					
2015 年	杨颖 Angelababy		2018 年	乐华七子 NEXT	
吾尊品牌					

2016 年	谢霆锋		2017 年	刘昊然	
花迷品牌					
2017 年	赵丽颖		2019 年	阚清子	

资料来源：上美股份公众号，韩束公众号，民生证券研究院

深度主要指公司充分把握热点，通过跨界合作和态度短片进行内容营销，宣传品牌形象，提升消费者对品牌的好感和粘性。1) 跨界合作：2016 年韩束与施华洛世奇品牌合作推出红润气垫晶璀璨限量版礼盒；2018 年吾尊合作 NBA 官方竞技篮球手游《最强 NBA》推出“NBA76 人同款护肤礼盒”；2021 年红色小象以“梦想探险家 边玩边长大”为主题合作迪士尼 IP 形象维尼熊和长发公主；公司积极推进与珠宝、金融、体育竞技等跨界 IP 联名，快速提升品牌曝光度和热度；同时借助 IP 的内容属性圈定特定群体，持续进行内容种草，加速 IP 群体向品牌客群的转化。2) 态度短片：公司深度融合社会热点与品牌理念，推出多部主题短片，以细腻的情感引起消费者共鸣；2021 年东京奥运会之际，作为中国国家游泳队官方合作伙伴，韩束重磅发布《每一刻冠军》态度短片致敬冠军精神，提出“每个人都可以是冠军，向目标奔赴的每一秒都可以是属于自己的冠军时刻”的口号呼应韩束 19 年的坚守与打磨；2022 年，韩束持续关注社会话题，在妇女节发布短片《致同龄人》呼吁每位女性直面同龄人压力，短片获得 ADMEN（广告人）国际大奖，相关微博热搜话题#你羡慕过同龄人吗#阅读量破 1.5 亿。

表20：上美推出态度短片

推出时间	片名	推出契机	品牌	主题
2019 年	《上美企业宣传片》	企业宣传片	-	2002 年创立以来上美以超乎想象的速度成为中国一流的化妆品企业；今天上美在科研、生产、开发、品牌建设方面取得前所未有的突破；未来将秉承“因为喜欢”的理念，以“科技力”为最强攻势，做永远的革新者。
2021 年	《每一刻冠军》	中国国家游泳队出征冬奥	韩束	聚焦“什么是冠军，什么是冠军时刻”，鼓励每一个平凡奋斗的普通人，每个人都可以是冠军；肯定大家向目标奔赴的每一秒，都可以是属于自己的冠军时刻。
2021 年	《想桃就桃》	携手代言人迪丽热巴和联名新品桃子面膜	一叶子	对当代年轻人共同面临的三大“时代症候”进行深刻洞察，创新造梗，发明了三大热词：“社恐怖片”、“内卷腹”和“容貌焦虑镜”，并将这些“尴尬社死瞬间”进行艺术化演绎。
2022 年	《祝我情人节快乐》	情人节	韩束	鼓励每一位用户保持热爱，做好自己，不在爱情中迷失自我；倘若那个人还没来，先好好爱自己，勇敢向自己告白。即使单身，也要底气十足。
2022 年	《致同龄人》	妇女节	韩束	直指“羡慕”背后的真相，“消解并抚平”羡慕的情绪，呼吁女性直面同龄人压力，掌控人生节奏，学会自我欣赏，拥有敢比的勇气与不去和别人比较的底气。
2022 年	《她的害怕和勇气》	母亲节	韩束	从当代女性切实关注的“生育”话题切入，了解生育背后的种种顾虑和坚定选择的勇气，抚平焦虑，给予万千女性底气。
2022 年	《淡蓝色的心动》	携手新实力代言人檀健次	韩束	以故事的方式铺开，双线预埋，明线讲述了女生对男生产生的一次次微妙又美好的心动，暗线中巧妙涵盖韩束主打产品蓝铜肽精华水的亮点。

2022 年	《你终将会红》	携手书法家朱敬一推出联名红胶囊多肽水	韩束	以朱敬一独特的书法艺术和原创语录为主线，串起两位普通人从人生“至暗时刻”到迎来“高光时刻”的故事，鼓励人们勇敢打破常规，寻找自身独特价值。亦传递了韩束近 20 年来不断突破，一步步蝶变为“当红经典国货”的品牌心路。
2022 年	《见面》	七夕节	韩束	异地恋的他/她们，都在期待一场完美的见面。韩束为肌肤挑选一份心动体验，以最好的状态去见面。
2022 年	《轻养新一代》	携手代言人王子文拍摄品牌故事片	红色小象	王子文以小象 FM 主播的身份，讲述了三位中国父母育儿过程中有关成长、勇气与守护的三个故事，展现出孩子也有强大的一面，鼓励中国父母打破桎梏，学会“轻养”，传达红色小象“轻养新一代”的育儿观。
2023 年	《致听见孩子哭声的父母》	品牌故事片	Newpage	从宝宝哭声切入，讲述了创始人章子怡、崔玉涛、黄虎分别从母亲的爱、育儿专家临床经验以及产品科研创新三维度赋能品牌，助万千家长回应“孩子的哭声”。
2023 年	《与自然和谐共生，让美丽更环保》	世界地球日	一叶子	从原料、研发、生产、零售等多维度，展现作为纯净美容代表品牌，一叶子的环保理念与举措，推动中国式纯净美容的高质量、可持续发展。
2023 年	《爱是期待》《爱是奔赴》《爱是陪伴》短片三部曲	七夕节	韩束	从心绪涌动的期待，到跨越山海的奔赴，再到坚定治愈的陪伴，韩束以爱情的不同阶段划分章节，通过递进式的剧情，描绘了女生在生活和爱情中所经历的种种甜蜜瞬间。
2023 年	《韩束 20 周年》	携手代言人佟丽娅、贾乃亮呈现周年短片	韩束	两位代言人在光影中穿梭，关于“红”的秘密与答案被缓缓道出，不仅诠释了韩束品牌在其发展历程中的态度与坚守，更解码了品质国货的崛起之路。

资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

转化主要指自播和达播两步走促成用户消费转化。公司积极参与“618”、“双11”等电商平台举办的大型销售活动，并充分利用线上资源建立 KOL 直播矩阵（包含超级头部 KOL、颈部 KOL、腰部 KOL）进行品牌和产品的推广以促进销售。对于线上渠道，公司重点发展抖音等新型媒体平台，依照“FACT”模型（商家自播、达人矩阵、营销活动、颈部大 V）进行品牌和产品推广，通过达播完成产品普及和种草，自播承接达播建立的品牌声量和长尾流量，实现流量价值最大化。根据招股书，2021 年 9 月，公司在抖音 D-Beauty 心动日品牌活动中，通过丰富的主题直播积累潜在消费者，联动明星艺人和海量 KOL 共创内容为品牌活动导入流量，与吴敏霞、佟丽娅、贾乃亮等明星合作直播带货快速破圈，九天合计实现超 6000 万元 GMV，品牌势能和销售同步高增。

图60：公司于抖音 D-Beauty 心动日品牌活动的直播页面



资料来源：北京商报，民生证券研究院

营销效能持续释放，品牌声量良好增长。根据巨量算数数据，24 年 1 月韩束品牌的周度品牌指数位于抖音美妆榜单第一名，且 23 年 8 月以来韩束的月度品牌指数环比持续增长，韩束品牌营销效能显现，品牌势能提升。此外，公司旗下一叶子、红色小象、Newpage 一页等品牌均实现粉丝数及搜索数的双增，公司线上营销策略的正确性和有效性得到持续验证，营销势能持续释放。

表21：上美各品牌声量

品牌	抖音官方旗舰店粉丝数	天猫旗舰店粉丝数	小红书粉丝数	抖音品牌搜索指数环比增速
韩束	807.1 万	854.4 万	4.1 万	+97.68%
一叶子	5.7 万	950.1 万	6.6 万	+10.21%
红色小象	72.3 万	515.0 万	5.5 万	+75.87%
Newpage 一页	20.1 万	37.7 万	0.3 万	+26.07%

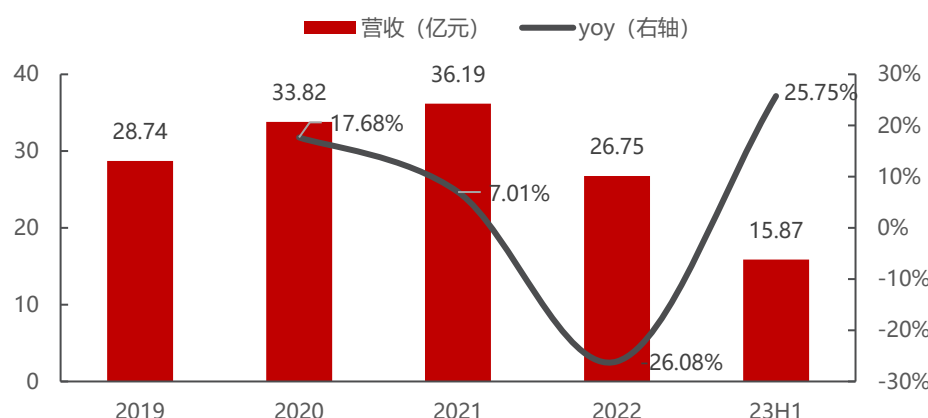
资料来源：品牌抖音、天猫、小红书官方账号，巨量算数，民生证券研究院；

注：粉丝数日期截至 24 年 2 月 17 日，抖音品牌搜索指数数据范围为 24 年 1 月 1 日至 24 年 2 月 17 日

6 财务分析

22 年受外部环境影响收入下滑，23H1 恢复增长。2019-2021 年，公司营收稳步增长，从 28.74 亿元增至 36.19 亿元；2022 年，公司营收为 26.75 亿元，同比-26.08%，主要系 2022 年国内外经济及公共卫生形势等多重因素影响，公司产品供应与销售以及消费市场需求下滑；23H1，公司实现营收 15.87 亿元，同比+25.75%，主要系抖音等新兴电商平台收入增加。

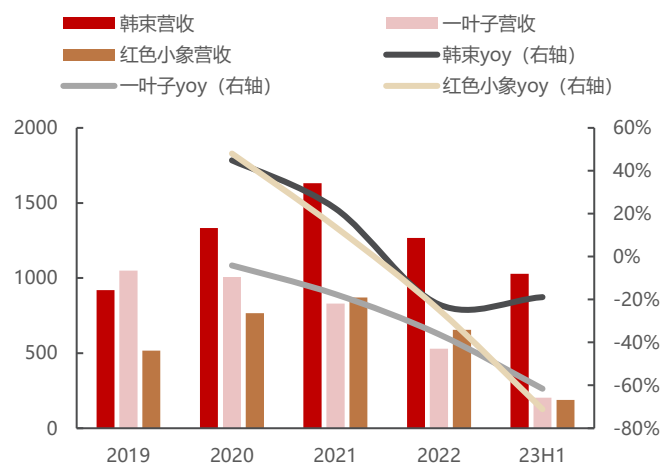
图61：公司营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

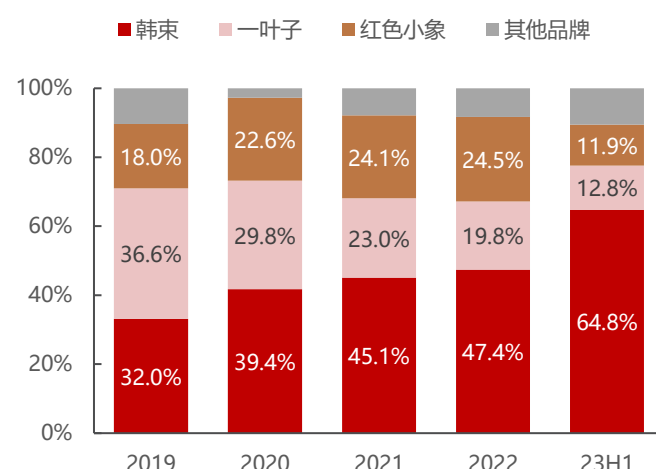
分品牌看，韩束营收贡献逐步提升，23H1 韩束品牌营收占比约 65%。2019 年-23H1，韩束营收占比从 32.0%提升至 64.8%，逐渐成为驱动公司收入增长的主力品牌；一叶子营收占比从 2019 年的 36.6%下降至 23H1 的 12.8%，主要系品牌处于转型调整期，线上及线下渠道销售收入减少；母婴护理品牌红色小象营收占比从 2020 年的 22.6%下降至 23H1 的 11.9%。

图62：公司分品牌营收（百万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

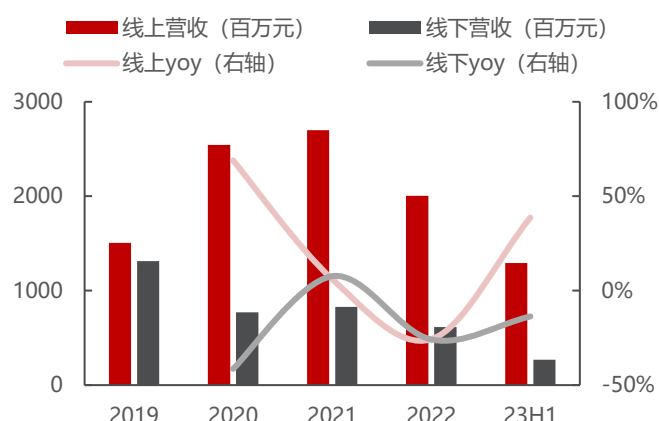
图63：公司分品牌营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

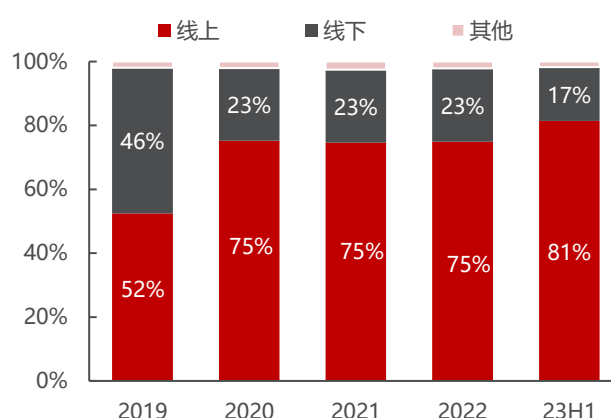
分渠道看，线上渠道占比提升，线下渠道逐步恢复。1) 线上：公司线上渠道包含线上自营、线上零售商及线上分销商；公司高效布局线上渠道，与淘宝、京东等主要电商平台建立业务合作，并积极拓展抖音等新兴线上销售渠道，带动公司线上渠道收入占比稳步增长，2019年-23H1公司线上收入占比从52%提升至81%。2) 线下：公司线下渠道包含线下零售商（超市及化妆品连锁店）及线下分销商；2020年-23H1，公司线下渠道收入分别为7.7/8.3/6.15/2.69亿元，同比增速分别为-41.37%/7.69%/-25.86%/-13.64%，降幅逐步收窄，线下渠道逐步恢复。

图64：公司分渠道营收（百万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

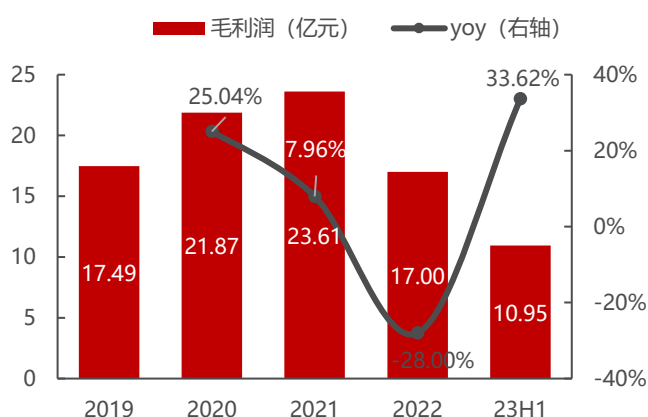
图65：公司分渠道营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

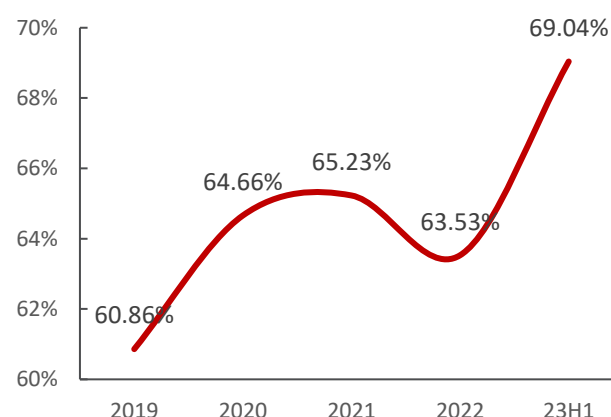
毛利率进入上行通道，23H1毛利率同比+4.1pct至69.0%。2019-2021年，公司毛利率从60.86%提升至65.23%，主要系相对高毛利率的线上渠道销售占比增加；2022年毛利率同比降1.7pct至63.53%，主要系公司促销活动与调整线上销售；23H1，随高收入贡献的韩束品牌毛利率提升，公司毛利率同比+4.1pct至69.04%，公司毛利率进入上行通道。

图66：2019-23H1 公司毛利（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图67：2019-23H1 公司毛利率

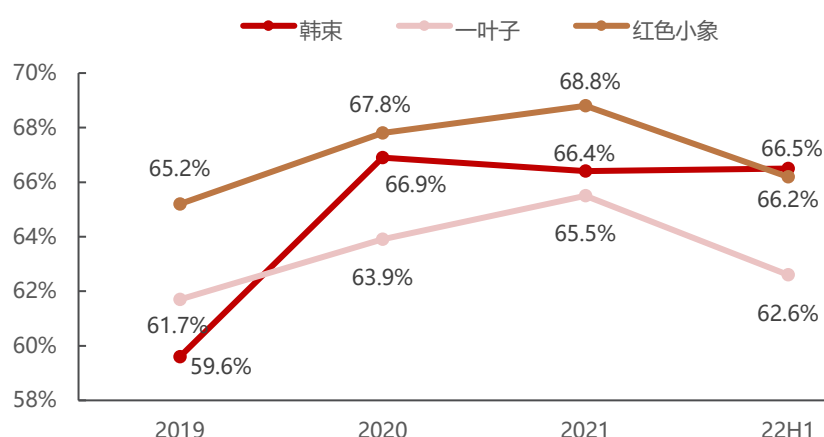


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分品牌看，红色小象品牌毛利率水平相对较高，主品牌韩束毛利率稳步提升。

红色小象品牌毛利率水平较韩束、一叶子品牌高，2019-22H1 毛利率分别为 65.2%/67.8%/68.8%/66.2%；主品牌韩束毛利率从 2019 年的 59.6%稳步提升至 22H1 的 66.5%，主要系毛利率较高的线上自营渠道收入占比增加。

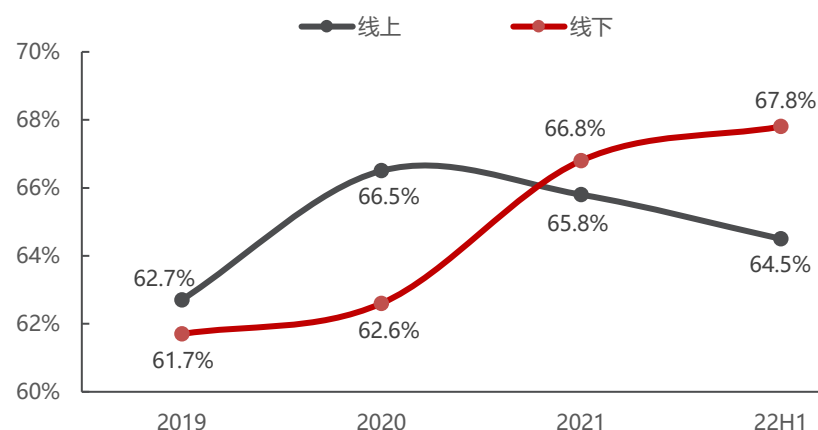
图68：上美股份分品牌毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

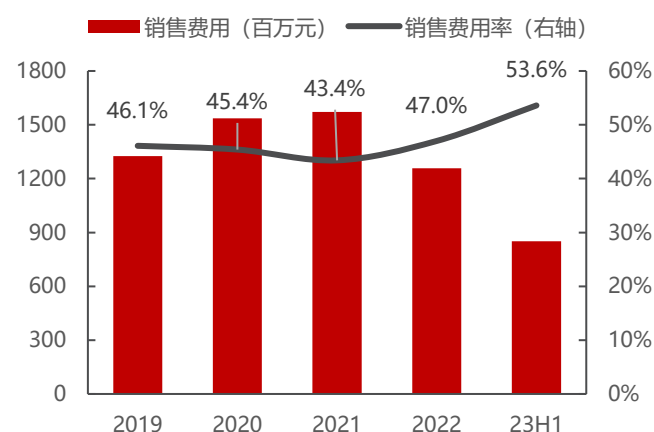
分渠道看，促销活动影响线上渠道毛利率，线下渠道毛利率提升明显。 1) 线上：2019-2020 年，线上渠道毛利率从 62.7%提升至 66.5%，主要系线上自营渠道销售增加且折扣活动少，使得天猫等平台毛利率提升，及公司加强与线上零售商的合作扩大产品销售；2020 年-22H1，线上渠道毛利率从 66.5%持续下降至 64.5%，主要系公司在线上转型过程中增加促销活动。2) 线下：2019 年-22H1，线下渠道毛利率由 61.7%提升至 67.8%，主要系线下零售商渠道（知名超市及化妆品连锁店）的毛利率提升。

图69：上美股份分渠道毛利率

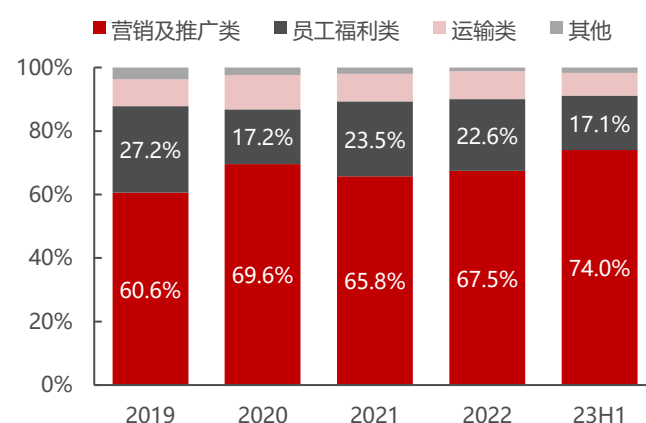


资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售及分销开支主要包括营销与推广费、分销员工福利费、运输类及其他费用，**23H1 销售费用率为 53.5%**。19-21 年，公司销售费用从 13.25 亿元提升至 15.72 亿元，主要系公司积极完善销售渠道，线上线下营销活动和广告投入增加；22 年销售费用同比降 20%，主要系宏观因素影响下销售及营销活动减少；23H1 公司销售费用为 8.5 亿元，同比+39.9%，主要系公司为提高品牌曝光、把握新渠道机会，加大品牌宣传力度和渠道建设投入。销售费用率方面，2019-2021 年，公司销售费用率随收入规模快速提升而逐年下降；2022 年后公司收入受宏观经济影响有所波动，销售费用率提升，2022 年/23H1 销售费用率分别为 47.0%/53.6%，同比+3.6/5.4pct。

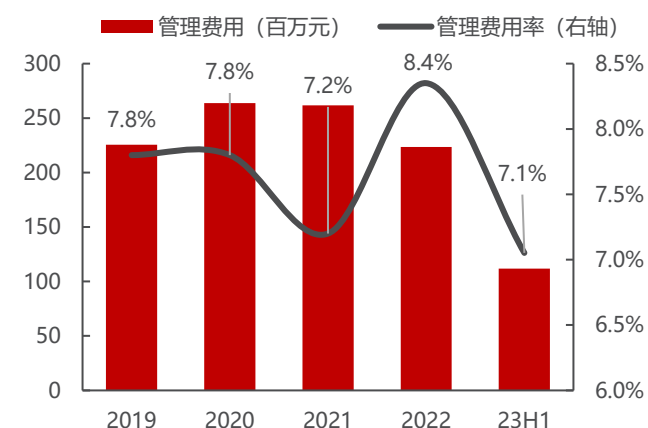
图70：公司销售费用与销售费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

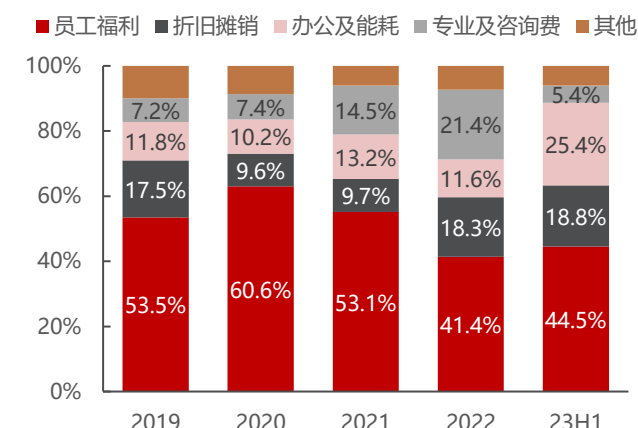
图71：2019-23H1 公司销售费用各分项占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理费用主要包括员工福利、折旧摊销、办公及能耗、专业咨询费及其他，**23H1 管理费用率为 7.1%**。2019-2021 年，公司管理费用从 2.26 亿元提升至 2.62 亿元，对应管理费用率从 7.8%降至 7.2%，管理效率持续提升；2022 年/23H1，公司管理费用变动趋势与收入一致，管理费用分别为 2.23/1.12 亿元，同比-14.6/+9.1pct；对应管理费用率为 8.4%/7.1%，同比+1.2/-1.1pct，疫后管理费用投放效率进一步优化。

图72：公司管理费用及管理费用率


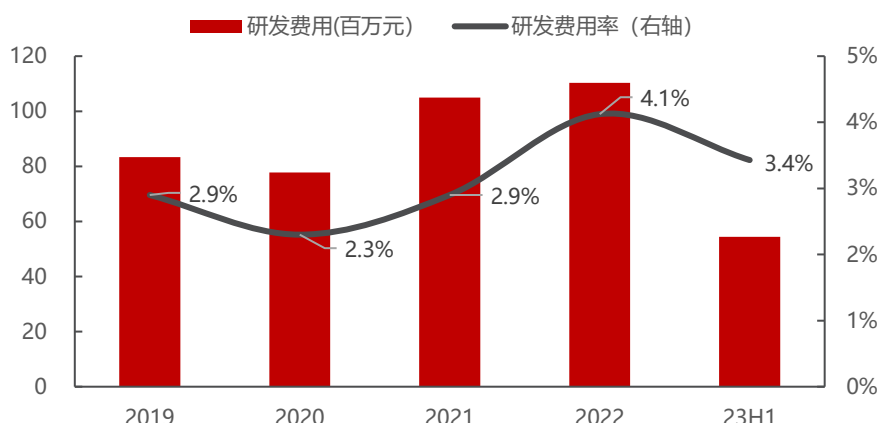
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图73：2019-23H1 公司管理费用各项占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

持续进行研发投入，23H1 研发费用率为 3.4%。研发费用主要包括研发相关员工的工资福利与新产品的研发成本。公司以研发赋能公司产品创新，研发活动增加，研发费用从 2019 年的 0.83 亿元增至 2022 年的 1.10 亿元，对应研发费用率从 2019 年的 2.9% 提升至 2022 年的 4.1%；23H1，公司投入研发费用 0.54 亿元/yoy+4.8%，对应研发费用率为 3.4%/yoy-0.7pct，研发投入进一步加大。

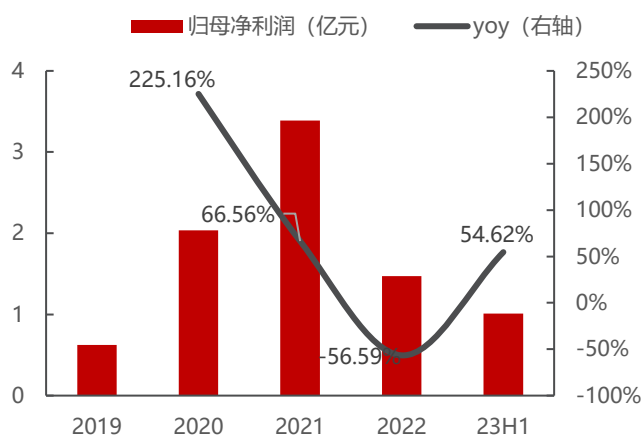
图74：公司研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

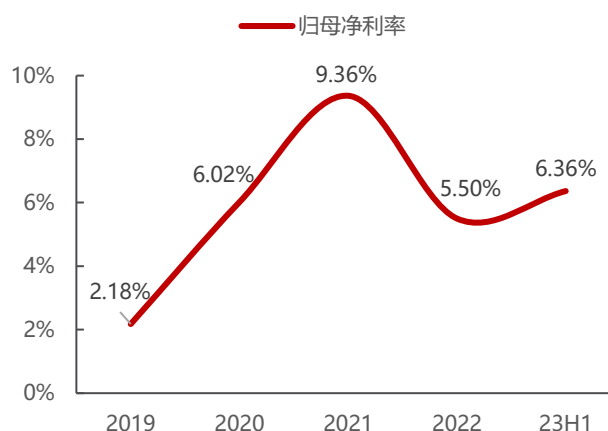
盈利能力回升，23H1 归母净利率同比+1.19pct 至 6.36%。归母净利润方面，2019-2021 年，公司归母净利润分别为 0.63 亿元、2.04 亿元、3.39 亿元，对应归母净利率分别为 2.18%、6.02%、9.36%，公司持续优化渠道结构、推动品牌升级带动盈利能力逐年提升。2022 年，公司归母净利润同比降 56.59% 至 1.47 亿元，对应归母净利率同比降 3.87pct 至 5.50%，宏观环境及消费市场需求变动致盈利能力短期承压；23H1，公司归母净利率同比升 1.19pct 至 6.36%，盈利能力显著回升。

图75：2019 年-23H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

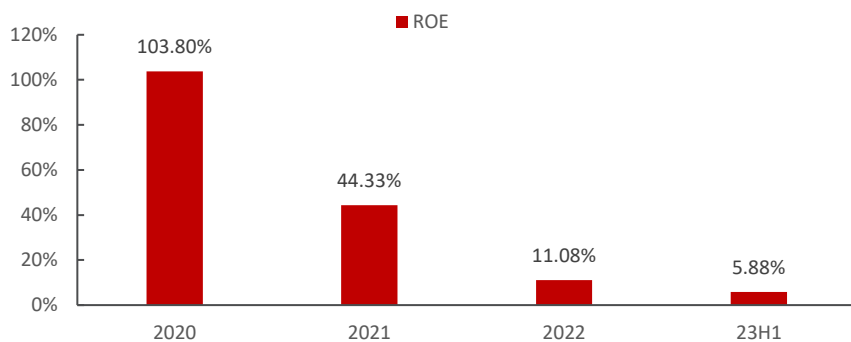
图76：2019 年-23H1 公司归母净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

23H1 公司权益收益率为 5.88%。2020 年-23H1，公司 ROE 从 103.80%降至 5.88%，主要系权益乘数和总资产周转率出现较大波动，其中权益乘数从 2020 年的 11.60 下降至 23H1 的 1.74，总资产周转率从 2020 年的 1.49 次下滑至 23H1 的 0.53 次。

图77：2019 年-23H1 公司 ROE



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

表22：公司 ROE 拆解

	2020	2021	2022	23H1
权益乘数	11.60	2.94	2.04	1.74
总资产周转率 (次)	1.49	1.61	0.99	0.53
销售净利率 (%)	6.01	9.36	5.12	6.36
ROE (%)	103.80	44.33	11.08	5.88

资料来源：ifind，民生证券研究院

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测假设与业务拆分

上美股份为多品牌驱动发展的公司，由此我们将按照品牌对公司收入和毛利率进行拆分，做出如下假设：

1) 韩束：韩束为公司核心品牌，品牌成立 20 年间已建立起较深的品牌心智，根据久谦数据，韩束 23 年天猫+抖音合计销售额同比增长 170%+。未来韩束将继续夯实在抖音渠道的竞争优势，巩固红蛮腰套组的销售；同时积极培育新品，复制红蛮腰的成功路径，驱动品牌增长。我们预计 2023-2025 年韩束品牌营收将延续高增，分别实现营收 26.62、35.93、45.99 亿元，同比增速分别为 110.0%、35.0%、28.0%；毛利率方面，公司持续提升研发能力，以多肽等新抗衰成分驱动产品力提升，同时推出蓝酮肽系列等高客单产品，带动品牌盈利能力提升，我们预计 2023-2025 年韩束品牌毛利率将稳健增长，分别为 71.0%、71.5%、72.0%。

2) 一叶子：2022 年品牌切入纯净美容护肤赛道，具备先发优势；23 年品牌或仍处于转型阵痛期，品牌收入预计同比下滑；后期随品牌逐步完成原料、配方、产品等方面的全方位升级，品牌的收入与盈利能力有望同步提升，我们预计 2023-2025 年一叶子分别实现营业收入 3.97、4.37、4.72 亿元，同比增速分别为-25.0%、10.0%、8.0%；毛利率分别为 64.0%、65.0%、65.5%。

3) 红色小象：欧睿数据显示，2022 年红色小象在母婴护理赛道的市占率位列行业第二，已成为母婴护理行业头部品牌，品牌认知度较高；短期看，品牌收入或受出生率下滑等因素有所下滑；后续生育政策出台边际改善生育率情况，同时品牌前瞻性洞察儿童护理市场，专为小学生群体推出“小学系列”产品，进一步拓宽用户群体，品牌规模有望逐步提升；长期看，在精细化育儿趋势的推动下，红色小象有望依托自身较强的产品力、品牌力和渠道力，获得更多用户的青睐，市场份额进一步提升，收入持续增长，我们预计 2023-2025 年红色小象品牌营业收入分别为 5.24、5.76、6.63 亿元，同比增速分别为-20.0%、10.0%、15.0%；毛利率方面，2023 年新推出的小学生系列产品的定价相对婴幼儿系列更高，有望带动品牌毛利率提升，预计 2023-2025 年红色小象毛利率分别为 67.0%、67.2%、67.5%。

4) 其他品牌：包含专注宝宝敏感肌的中国婴童功效护肤品牌一页、大众敏感肌肤护肤品牌高肌能、孕肌敏感肌护理品牌安弥儿、专研固发的洗护品牌极方、针对敏感肌的专业护肤品牌安敏优、定位控油蓬松的科技头皮护理品牌 2032®山田耕作。其中，一页品牌 23H1 实现收入 0.59 亿元，超过 2022 年全年的 2 倍以上，增长速度较为亮眼；其他品牌处于稳步培育期，未来有望依托公司强大的研发能力和完善的渠道结构，逐步展现品牌潜力。由此，我们预计其他品牌 2023-2025 年分别实现收入 3.34、4.85、6.54 亿元，同比分别增长 50.0%、45.0%、35.0%；预计其他品牌整体毛利率较为稳定，2023-2025 年分别为 45.0%、45.5%、45.8%。

表23：上美股份分品牌收入拆分

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3381.6	3618.9	2675.3	3917.4	5091.5	6388.7
YOY	17.6%	7.0%	-26.1%	46.4%	30.0%	25.5%
毛利率	64.7%	65.2%	63.5%	67.5%	68.0%	68.4%
1) 韩束						
营业收入(百万元)	1332.5	1631.1	1267.4	2661.5	3593.1	4599.1
YOY	44.9%	22.4%	-22.3%	110.0%	35.0%	28.0%
毛利率	66.9%	66.4%	-	71.0%	71.5%	72.0%
2) 一叶子						
营业收入(百万元)	1007.4	830.7	529.9	397.4	437.2	472.1
YOY	-4.1%	-17.5%	-36.2%	-25.0%	10.0%	8.0%
毛利率	63.9%	65.5%	-	64.0%	65.0%	65.5%
3) 红色小象						
营业收入(百万元)	765.6	871.2	655.1	524.1	576.5	663.0
YOY	48.0%	13.8%	-24.8%	-20.0%	10.0%	15.0%
毛利率	67.8%	68.8%	-	67.0%	67.2%	67.5%
4) 其他品牌						
营业收入(百万元)	276.1	285.9	222.9	334.4	484.8	654.5
YOY	-28.6%	3.5%	-22.0%	50.0%	45.0%	35.0%
毛利率	48.0%	46.9%	-	45.0%	45.5%	45.8%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测；注：“-”表示公司未披露该数据

销售费用率方面，23年公司重点线上抖音渠道，达播、自播投入及广告投放加大，预计23年销售费用率同比有所提升，24-25年规模效应逐步显现有望改善销售费用率水平，我们预计2023-2025年公司销售费用率分别为47.2%、46.2%、45.5%；管理费用率方面，公司给予员工股权激励，管理费用率或将小幅提升，预计2023-2025年公司管理费用率分别为6.8%、7.0%、7.2%；研发费用率方面，公司重视研发，维持高水平研发投入，预计2023-2025年公司研发费用率分别为3.3%、3.4%、3.5%；财务费用率方面，预计2023-2025年公司财务费用率分别为0.05%、-0.09%、-0.18%。

表24：上美股份费用率预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	43.45%	47.01%	47.20%	46.20%	45.50%
管理费用率	7.23%	8.35%	6.80%	7.00%	7.20%
研发费用率	2.89%	4.12%	3.30%	3.40%	3.50%
财务费用率	0.57%	0.73%	0.05%	-0.09%	-0.18%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

7.2 估值分析

可比公司方面，选择与公司同样多品牌布局、营销基因较为深厚的化妆品企业珀莱雅和丸美股份，计算得可比公司 2023-2025 年 PE 均值为 34X/27X/22X；预计 2024-2025 年上美股份 PE 为 26X/20X，略低于可比公司均值。

表25：可比公司 PE 估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元/港元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603983.SH	丸美股份	28.98	0.43	0.75	0.95	1.17	67	39	31	25
603605.SH	珀莱雅	85.41	2.88	2.82	3.56	4.41	30	30	24	19
平均值							49	34	27	22
2145.HK	上美股份	38.45	0.37	0.96	1.38	1.80	96	37	26	20

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院；

注：股价时间为 2024 年 2 月 16 日，可比公司数据为 wind 一致预期，上美股份数据单位为港元，1 港元=0.92 人民币

7.3 投资建议

公司为多品牌国货化妆品龙头，主品牌韩束在抖音渠道建立起较强的品牌心智，红蛮腰系列持续放量，模式复制有望带来品牌增长弹性；一叶子和红色小象不断进行优化和升级有望持续增长；在公司持续提升的研发能力、不断深化的线上线下渠道布局以及浓厚的营销基因的赋能下，看好公司长期成长。我们预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.80、5.48、7.17 亿元，2 月 16 日收盘价对应 PE 为 37X、26X、20X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

8 风险提示

1) 行业竞争加剧风险。当前国内美容护肤行业竞争持续加剧，国际品牌、国内品牌纷纷加大在产品、研发、营销等方面的投入。若行业竞争持续加剧，公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，制定适应行业的发展策略，公司在细分市场的领先地位可能受到影响，进而影响公司盈利能力。

2) 渠道拓展不及预期。公司核心品牌韩束主要依靠抖音直播实现发展；若未来抖音渠道增速放缓，公司未能及时开拓新渠道，公司的收入增速与盈利能力可能受到不利影响。

3) 品牌培育不及预期。公司拥有多元化的品牌矩阵，目前一页、安弥儿、安敏优、极方、高肌能、2032 等仍处于培育过程中，资金投入较大，若未来品牌培育不及预期，可能会对公司整体经营产生拖累。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	2,252	3,000	3,885	5,128
现金及现金等价物	1,148	1,831	2,486	3,247
应收账款及票据	374	409	439	507
存货	518	499	489	634
其他	212	261	472	740
非流动资产合计	894	976	1,083	1,129
固定资产	601	586	581	587
商誉及无形资产	93	164	204	208
其他	199	226	298	334
资产合计	3,146	3,976	4,968	6,257
流动负债合计	1,314	1,720	2,076	2,583
短期借贷	590	708	705	705
应付账款及票据	424	424	508	556
其他	299	588	864	1,323
非流动负债合计	125	169	255	320
长期借贷	60	103	190	255
其他	65	65	65	65
负债合计	1,439	1,888	2,332	2,904
普通股股本	397	397	397	397
储备	1,316	1,696	2,244	2,961
归属母公司股东权益	1,705	2,085	2,634	3,350
少数股东权益	2	2	2	3
股东权益合计	1,707	2,087	2,636	3,353
负债和股东权益合计	3,146	3,976	4,968	6,257

现金流量表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	37	653	743	814
净利润	147	380	548	717
少数股东权益	-10	0	0	1
折旧摊销	94	104	115	120
营运资金变动及其他	-195	169	79	-23
投资活动现金流	-67	-113	-148	-92
资本支出	-60	-160	-150	-130
其他投资	-7	47	2	38
筹资活动现金流	1,028	142	60	40
借款增加	460	161	83	65
普通股增加	808	0	0	0
已付股利	-200	0	0	0
其他	-41	-19	-23	-25
现金净增加额	1,003	683	655	762

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,675	3,917	5,092	6,389
其他收入	32	13	26	25
营业成本	976	1,272	1,630	2,021
销售费用	1,258	1,849	2,352	2,913
管理费用	223	266	356	460
研发费用	110	129	173	224
财务费用	20	2	-5	-12
权益性投资损益	-1	-0	0	0
其他损益	35	35	35	35
除税前利润	154	448	646	844
所得税	17	67	97	127
净利润	137	381	549	717
少数股东损益	-10	0	0	1
归属母公司净利润	147	380	548	717
EBIT	174	450	641	832
EBITDA	268	554	756	952
EPS (元)	0.37	0.96	1.38	1.80

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	-26.07	46.43	29.97	25.48
归属母公司净利润	-56.59	158.43	44.26	30.68
盈利能力(%)				
毛利率	63.53	67.54	67.98	68.37
净利率	5.50	9.70	10.77	11.22
ROE	8.63	18.23	20.82	21.39
ROIC	6.56	13.18	15.43	16.39

偿债能力				
资产负债率(%)	45.75	47.50	46.94	46.41
净负债比率(%)	-29.14	-48.82	-60.35	-68.21
流动比率	1.71	1.74	1.87	1.99
速动比率	1.31	1.45	1.63	1.73

营运能力				
总资产周转率	0.99	1.10	1.14	1.14
应收账款周转率	7.15	10.00	12.00	13.50
应付账款周转率	1.97	3.00	3.50	3.80

每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.96	1.38	1.80
每股经营现金流	0.09	1.64	1.87	2.05
每股净资产	4.28	5.24	6.62	8.42

估值比率				
P/E	96	37	26	20
P/B	8.2	6.7	5.3	4.2
EV/EBITDA	51.27	24.81	18.17	14.44

插图目录

图 1: 上美股份发展历程	3
图 2: 上美股份股权结构 (截至 2023 年 6 月 30 日)	4
图 3: 上美股份品牌矩阵	7
图 4: 2019-2023H1 公司分业务营收 (亿元) 及增速	7
图 5: 2019-2023H1 公司分业务营收占比	7
图 6: 2019-2022H1 公司分业务毛利率	8
图 7: 韩束发展历程	9
图 8: 韩束品牌抖音渠道销售额 (亿元) 及增速	10
图 9: 韩束品牌天猫渠道销售额 (亿元) 及增速	10
图 10: 2022 年中国下沉市场人口占全国人口比重	11
图 11: 22 年 4 月下沉市场商品品类关注度 TGI TOP10	11
图 12: 韩束新年限定红蛮腰礼盒包装极具设计感	14
图 13: 韩束抖音官方旗舰店红蛮腰礼盒销售额 (亿元)	14
图 14: 韩束与姜十七合作的五部短剧	15
图 15: 韩束合作明星达人中销售额 TOP5 的带货情况	15
图 16: 韩束合作美妆达人中销售额 TOP5 的带货情况	15
图 17: 2023 年韩束合作达人的行业分布 (按销售额计)	15
图 18: 2023 年韩束在抖音渠道每月 GMV (亿元) 及美妆榜排名	17
图 19: 韩束抖音护肤旗舰店白蛮腰礼盒销售额 (亿元)	18
图 20: 韩束抖音护肤旗舰店直播间	18
图 21: 一叶子品牌转型历程图	18
图 22: 2013-2017 年中国面膜市场规模变化	20
图 23: 一叶子第一次转型后推出新品	20
图 24: 中国出生人口数量 (万人) 及增速	22
图 25: 中国婴童护理行业市场规模 (亿元) 及增速	22
图 26: 中国家长婴童护肤观念变化	22
图 27: 中国婴童功能性护肤话题社交媒体声量 (万)	22
图 28: 2022 年社媒平台婴童护肤产品讨论情况	23
图 29: 90 安心霜产品特点	24
图 30: 90 安心霜销售成果及部分奖项	24
图 31: 2020 年中国 0-12 岁婴童人数占总人口比重	26
图 32: 2022-2023 年淘系母婴护理产品及细分赛道产品销售情况	26
图 33: 一页医研共创逻辑	29
图 34: Newpage 一页线下体验馆	29
图 35: Newpage 一页天猫和抖音渠道 GMV (万元) 及增速	30
图 36: 公司研发费用 (亿元) 及增速	32
图 37: 公司研发费用率	32
图 38: 上美集团环球港总部研发中心	34
图 39: 上美集团日本红道研发中心	34
图 40: 公司三大基础研究技术	35
图 41: TIRACLE PRO 体外功效测试结果	35
图 42: AGSE 作用机制	36
图 43: PP2A 品牌产品系列	36
图 44: 上美青蒿油 AN+ 获荣格技术创新奖	36
图 45: 安敏优小白管应用青蒿油 AN+	36
图 46: 蓝铜肽与 Tiracle Pro 复配组合舒缓功效	37
图 47: 韩束蓝铜肽紧致精华霜功效测试	37
图 48: 上美环六肽-9 成分介绍	38
图 49: 上美环六肽-9 空间结构	38
图 50: 上美“科研三级跳”	38
图 51: 上美股份渠道拓展历程图	39
图 52: 2019-23H1 上美股份分渠道营收 (百万元)	40
图 53: 2019-23H1 上美股份分渠道营收占比	40
图 54: 23H1 上美股份渠道收入结构	40

图 55: 韩束在抖音渠道的销售额 (亿元) 及增速	41
图 56: 韩束红景天焕亮紧致系列	41
图 57: 一叶子机场广告投放	42
图 58: 一叶子院线广告投放	42
图 59: 2015-2023 年公司旗下核心品牌节目冠名情况	43
图 60: 公司于抖音 D-Beauty 心动日品牌活动的直播页面	46
图 61: 公司营收 (亿元) 及增速	48
图 62: 公司分品牌营收 (百万元) 及增速	48
图 63: 公司分品牌营收占比	48
图 64: 公司分渠道营收 (百万元) 及增速	49
图 65: 公司分渠道营收占比	49
图 66: 2019-23H1 公司毛利 (亿元) 及增速	49
图 67: 2019-23H1 公司毛利率	49
图 68: 上美股份分品牌毛利率	50
图 69: 上美股份分渠道毛利率	50
图 70: 公司销售费用与销售费用率	51
图 71: 2019-23H1 公司销售费用各分项占比	51
图 72: 公司管理费用及管理费用率	51
图 73: 2019-23H1 公司管理费用各项占比	51
图 74: 公司研发费用及研发费用率	52
图 75: 2019 年-23H1 公司归母净利润及增速	52
图 76: 2019 年-23H1 公司归母净利率	52
图 77: 2019 年-23H1 公司 ROE	53

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司核心管理层履历	5
表 2: 公司 IPO 募资用途及资金使用进展	6
表 3: 小蛮腰系列套组产品情况	11
表 4: 韩束套组产品	12
表 5: 抗衰护肤套盒产品价格对比	13
表 6: 2023 年姜十七与韩束合作的系列短剧	14
表 7: 韩束抖音官方账号梳理	16
表 8: 韩束红蛮腰套组和白蛮腰套组的对比	17
表 9: 一叶子渠道、营销、研发布局	19
表 10: 一叶子双修系列产品矩阵	21
表 11: 一叶子主要产品矩阵	21
表 12: 2016-2022 年中国头部母婴护理品牌市占率	23
表 13: 红色小象主要产品矩阵	25
表 14: 红色小象小学系列产品矩阵	27
表 15: Newpage 一页明星单品	28
表 16: 公司研发团队核心成员	33
表 17: 上美股份产学研合作	34
表 18: 上美三阶段营销策略	43
表 19: 上美部分品牌明星代言人	44
表 20: 上美推出态度短片	45
表 21: 上美各品牌声量	47
表 22: 公司 ROE 拆解	53
表 23: 上美股份分品牌收入拆分	55
表 24: 上美股份费用率预测	55
表 25: 可比公司 PE 估值对比	56
公司财务报表数据预测汇总	58

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026