

➤ **事件：上美股份发布 2023 年业绩预告。**营业收入方面，23 年公司预计实现营业收入 40.0~42.0 亿元，同比增长 49.5%~57.0%；23H2 预计实现营业收入 24.1~26.1 亿元，同比增长 70.8%~84.9%。归母净利润方面，23 年公司预计实现归母净利润 4.2~4.6 亿元，同比增长 185.5%~212.7%；23H2 预计实现归母净利润 3.2~3.6 亿元，同比增长 290.2%~339.1%。公司收入及利润高增主要系韩束品牌收入增加。

➤ **产品、渠道、营销多维度齐发力，韩束品牌势能持续提升，抖音渠道销售率先实现高增。**1) **产品端：**采取产品聚焦策略，围绕“韩束红”的品牌心智，集中资源培育主打抗衰功效、定价 399 元、卡位高性价比套组赛道的大单品红蛮腰系列，以单品带品牌出圈；同时储备有主打美白淡斑功效的白蛮腰、主打舒缓紧致的蓝蛮腰等系列产品，套组在价格、外观、产品结构等方面与红蛮腰相似，但功效差异化定位，具备一定的培育潜力；23H2 白蛮腰系列起量明显，有望接力红蛮腰系列成为韩束品牌下一个大单品；2) **渠道&营销：**重兵抖音渠道，23 年合作剧情达人姜十七上线《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，为品牌积聚近 50 亿规模的抖音 A3 种草人群，以达人短剧撬动流量杠杆，同时合作黄宥明、贾乃亮等明星达人进行带货，进一步扩大产品曝光和品牌声量；此外，韩束积极完善自播矩阵，开设 30 余个细分自播账号分号分品营销，打造 24 小时不停播的“日不落”直播间，并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，完成“品效销”的闭环。根据抖音及久谦数据，韩束红蛮腰礼盒自上市以来销售持续增长，截至 24 年 3 月 2 日，红蛮腰礼盒已销售超 407 万件；且在红蛮腰系列的拉动下，23 年韩束品牌在抖音渠道实现销售额 31.80 亿元，同比增长 324.52%，韩束销售额实现高增长。

➤ **线上流量外溢有望带动线下渠道发展，韩束品牌全渠道增长可期。**在红蛮腰系列的带动下，韩束已成为抖音渠道的现象级品牌，建立起较高的品牌势能。24 年，公司将在巩固抖音渠道的同时，依托韩束在抖音的庞大流量和影响力以及最具势能的蛮腰线产品，优化线下 CS 渠道，探索线下渠道增长点。

➤ **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 4.23、5.84、7.58 亿元，3 月 1 日收盘价对应 PE 为 35X、25X、20X，维持“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	4,044	5,263	6,608
增长率（%）	-26.1	51.2	30.1	25.6
归属母公司股东净利润（百万元）	147	423	584	758
增长率（%）	-56.6	187.3	38.1	29.9
每股收益（元）	0.37	1.06	1.47	1.91
PE	101	35	25	20
PB	8.7	7.0	5.5	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 3 月 1 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**40.65 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

### 相关研究

1. 上美股份 (2145.HK) 首次覆盖报告：韩束品牌抖音高增，渠道运营与多品牌矩阵强劲，国货美妆龙头增长可期-2024/02/19

**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
<b>流动资产合计</b>	<b>2,252</b>	<b>3,081</b>	<b>4,001</b>	<b>5,316</b>
现金及现金等价物	1,148	1,855	2,576	3,354
应收账款及票据	374	435	442	537
存货	518	522	496	661
其他	212	269	487	765
<b>非流动资产合计</b>	<b>894</b>	<b>976</b>	<b>1,083</b>	<b>1,129</b>
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
<b>资产合计</b>	<b>3,146</b>	<b>4,056</b>	<b>5,084</b>	<b>6,445</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,314</b>	<b>1,758</b>	<b>2,114</b>	<b>2,652</b>
短期借贷	590	708	705	705
应付账款及票据	424	443	517	579
其他	299	607	893	1,368
<b>非流动负债合计</b>	<b>125</b>	<b>169</b>	<b>255</b>	<b>320</b>
长期借贷	60	103	190	255
其他	65	65	65	65
<b>负债合计</b>	<b>1,439</b>	<b>1,926</b>	<b>2,370</b>	<b>2,972</b>
普通股股本	397	397	397	397
储备	1,316	1,738	2,322	3,080
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,705</b>	<b>2,128</b>	<b>2,711</b>	<b>3,470</b>
少数股东权益	2	2	2	3
<b>股东权益合计</b>	<b>1,707</b>	<b>2,130</b>	<b>2,714</b>	<b>3,473</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,146</b>	<b>4,056</b>	<b>5,084</b>	<b>6,445</b>

利润表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,675</b>	<b>4,044</b>	<b>5,263</b>	<b>6,608</b>
其他收入	32	13	26	25
营业成本	976	1,300	1,679	2,082
销售费用	1,258	1,897	2,431	3,013
管理费用	223	263	353	463
研发费用	110	133	179	231
财务费用	20	2	-5	-13
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	498	687	893
所得税	17	75	103	134
净利润	137	423	584	759
少数股东损益	-10	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>147</b>	<b>423</b>	<b>584</b>	<b>758</b>
EBIT	174	500	682	879
EBITDA	268	604	798	1,000
EPS (元)	0.37	1.06	1.47	1.91
主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	-26.07	51.16	30.13	25.56
归属母公司净利润	-56.59	187.29	38.13	29.89
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	63.53	67.85	68.09	68.49
净利率	5.50	10.45	11.09	11.47
ROE	8.63	19.86	21.53	21.85
ROIC	6.56	14.44	16.07	16.86
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	45.75	47.49	46.62	46.12
净负债比率(%)	-29.14	-48.97	-61.94	-68.93
流动比率	1.71	1.75	1.89	2.00
速动比率	1.31	1.45	1.65	1.75
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.99	1.12	1.15	1.15
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.37	1.06	1.47	1.91
每股经营现金流	0.09	1.70	2.03	2.09
每股净资产	4.28	5.35	6.81	8.72
<b>估值比率</b>				
P/E	101	35	25	20
P/B	8.7	7.0	5.5	4.3
EV/EBITDA	54.27	24.09	18.24	14.55

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

## 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