

证券研究报告

公司研究

点评报告

上美股份 (2145. HK)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

上美股份 (2145. HK) 24H1 点评: 业绩亮眼, 核心品牌韩束表现优异

2024年8月24日

事件: 公司发布 2024H1 中报, 24H1 公司实现营业收入 35.02 亿元/yoy+120.7%, 归母净利润 4.12 亿元/yoy+308.7%, 毛利率 76.5%, 同比提升 7.5PCT。24H1 中期股息每股 0.75 元, 现金分红金额 2.99 亿元, 占 24H1 归母净利润的 72.33%。

点评:

分品牌: 韩束表现持续领先, 新品牌 newpage 一页快速增长。 韩束、一叶子、红色小象三个品牌贡献主要营收, 合计为 32.26 亿元/yoy+127.1%, 占总收入的 92.1%。**(1) 韩束:** 24H1 收入 29.27 亿元/yoy+184.7%, 占总收入的 83.6%。销售增长加速, 持续保持抖音渠道美妆行业的领先地位, 24H1 韩束于抖音平台实现 GMV 34.44 亿元, 已超 23 年全年 GMV 规模, 韩束天猫旗舰店 GMV 同比增速近 200%, 京东自营旗舰店增速超 400%。根据行业媒体发布, 24H1 韩束线上渠道 GMV 位列美妆国货品牌第二, 增速达 222.8%, 位列头部美妆品牌增速第一。大单品中, 红蛮腰系列升级, 期内红蛮腰礼盒全渠道销量超 1 千万套, 白蛮腰礼盒全渠道销量超 150 万套。**(2) 一叶子:** 24H1 收入 1.25 亿元/yoy-38.6%, 占总收入的 3.5%, 主要源于一叶子品牌正处于转型调整期间, 面向年轻消费者, 期待后续调整效果。**(3) 红色小象:** 24H1 收入 1.74 亿元/yoy-7.9%, 占总收入的 5%, 品牌转型调整初见成效, 跌幅收窄。**(4) newpage 一页:** 该品牌是 22 年 5 月发布的母婴新品牌, 24H1 收入 1.61 亿元/yoy+173.2%, 占总收入的 4.6%, 线上抖音、天猫、京东渠道 GMV 均实现同比三位数以上增长, 线下合作母婴专卖店超 6000 家, 重新布局爱婴室等母婴渠道。**(5) 其他品牌:** 24H1 收入 1.16 亿元/yoy+7.84%, 占总收入 3.3%。

分渠道: 线上渠道为增长的核心贡献来源。 24H1 线上/线下渠道分别实现收入 31.7/3.0 亿元, 同比分别+146%/+12%, 线上的高速增长核心来自线上自营渠道 (抖音等) 收入的拉动, 24H1 线上自营渠道收入 27.45 亿元/yoy+179%。

渠道结构优化带动毛利率提升, 费用率优化。 24H1 公司毛利率为 76.5%/yoy+7.5pct, 主要源于 DTC 占比进一步提升。24H1 销售/管理/研发/财务费用分别为 20.17/1.14/7.83/0.32 亿元, 同比分别 +137.02%/+1.79%/+43.93%/-72.65%, 销售费用率 57.60%/+3.97pct, 管理费用率 3.26%/-3.80pct, 研发费用率 22.36%/-11.92pct, 财务费用率 0.91%/-6.46pct。其中销售费用率同比提升, 主要源于 24H1 营销和推广开支费用同比增长 169.2%。

盈利预测：24H1 公司依托核心品牌韩束的亮眼表现取得较快业绩增长，期待主品牌持续发力&多个其他品牌转型调整效果。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.03/11.71/14.09 亿元，同比分别增长 96%/30%/20%，对应 8 月 23 日 PE 分别为 13/10/9X。

风险提示：电商渠道竞争加剧致费用率提升，新品牌培育&第二增长点打造不及预期。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4191	7227	9101	10669
(+/-)(%)	57%	72%	26%	17%
归母净利润（百万元）	461	903	1171	1409
(+/-)(%)	213%	96%	30%	20%
EPS	1.16	2.27	2.94	3.54
P/E	20.37	13.30	10.26	8.53

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,078	3,612	5,169	6,956
现金	698	1,770	2,971	4,416
应收账款及票据	321	367	500	567
存货	511	711	788	941
其他	549	764	909	1,032
非流动资产	1,051	984	931	886
固定资产	594	528	472	425
无形资产	79	81	83	84
其他	377	375	376	377
资产总计	3,129	4,596	6,100	7,842
流动负债	1,051	1,616	1,949	2,283
短期借款	100	40	60	80
应付账款及票据	519	838	960	1,115
其他	433	737	928	1,088
非流动负债	48	48	48	48
长期债务	0	0	0	0
其他	48	48	48	48
负债合计	1,100	1,664	1,997	2,331
普通股股本	398	398	398	398
储备	1,623	2,526	3,697	5,106
归属母公司股东权益	2,009	2,913	4,083	5,492
少数股东权益	20	20	20	19
股东权益合计	2,029	2,932	4,103	5,511
负债和股东权益	3,129	4,596	6,100	7,842
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	746	1,036	1,087	1,332
净利润	461	903	1,171	1,409
少数股东权益	1	0	0	0
折旧摊销	101	104	94	86
营运资金变动及其他	184	29	-178	-162
投资活动现金流	-457	99	96	96
资本支出	-88	-40	-40	-40
其他投资	-369	139	136	136
筹资活动现金流	-737	-62	18	17
借款增加	-550	-60	20	20
普通股增加	18	0	0	0
已付股利	-179	-3	-2	-3
其他	-25	0	0	0
现金净增加额	-450	1,073	1,201	1,445

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,191	7,227	9,101	10,669
其他收入	22	100	100	100
营业成本	1,171	1,832	2,248	2,594
销售费用	2,240	3,953	4,960	5,804
管理费用	210	347	437	501
研发费用	126	224	282	331
财务费用	7	-10	-29	-49
除税前溢利	559	1,088	1,410	1,697
所得税	98	185	240	288
净利润	462	903	1,170	1,408
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	461	903	1,171	1,409
EBIT	466	971	1,273	1,539
EBITDA	566	1,075	1,368	1,626
EPS（元）	1.16	2.27	2.94	3.54

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	56.64%	72.46%	25.92%	17.24%
归属母公司净利润	213.45%	95.94%	29.58%	20.31%
获利能力				
毛利率	72.05%	74.65%	75.29%	75.69%
销售净利率	11.00%	12.50%	12.86%	13.20%
ROE	22.95%	31.02%	28.67%	25.65%
ROIC	18.06%	27.11%	25.39%	22.85%
偿债能力				
资产负债率	35.14%	36.20%	32.74%	29.72%
净负债比率	-29.45%	-59.01%	-70.96%	-78.68%
流动比率	1.98	2.24	2.65	3.05
速动比率	1.49	1.80	2.25	2.64
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.87	1.70	1.53
应收账款周转率	12.06	21.00	21.00	20.00
应付账款周转率	2.48	2.70	2.50	2.50
每股指标（元）				
每股收益	1.16	2.27	2.94	3.54
每股经营现金流	1.87	2.60	2.73	3.35
每股净资产	5.05	7.32	10.26	13.80
估值比率				
P/E	20.37	13.30	10.26	8.53
P/B	4.68	4.13	2.94	2.19
EV/EBITDA	15.53	9.57	6.66	4.72

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。