

➤ **事件：上美股份发布 2024 年半年度业绩。** 24H1，公司实现营收 35.0 亿元，yoy+120.7%；归母净利润 4.0 亿元，yoy+297.4%。

➤ **韩束品牌多平台高增，一页品牌高增有望构筑第二增长曲线，期待后续多品牌裂变带来的可持续增长。** 24H1 公司实现营收 35.0 亿元，yoy+120.7%。**分品牌看，1) 韩束：**24H1 收入 29.3 亿元，同比+184.7%；收入占比 83.6%，同比+18.8pct。根据上美股份公众号披露数据，24H1 韩束线上渠道 GMV 同比增速达 222.8%，位列头部美妆品牌增速第一；分平台看，24H1 韩束抖音 GMV 为 34.4 亿元，同比+302%，24H1 GMV 超过 23 年全年水平，连续 6 个月位居抖音美妆品牌第一；24H1 天猫旗舰店/京东自营旗舰店/唯品会/拼多多 GMV 同比增速分别为+191%/+434%/+90%/+261%。**2) 一叶子：**24H1 收入 1.3 亿元，同比-38.6%；收入占比 3.6%，同比-9.3pct。24H1，一叶子推行“修护年轻自愈力”的全新品牌定位，官宣品牌全新代言人王安宇，针对年轻人群推出水感透润防晒液等防晒品类新品，不断推进品牌年轻化，焕新品牌形象。**3) 红色小象：**24H1 收入 1.7 亿元，同比-7.9%；收入占比 5.0%，同比-6.9pct。**4) newpage 一页：**24H1，一页在线下合作超 6000 家母婴专卖店、新布局爱婴室等母婴渠道，在线上抖音、天猫、京东渠道 GMV 均实现同比三位数以上增长，品牌全渠道扩张带动营收规模增长；24H1，一页品牌实现收入 1.6 亿元，同比+173.2%；收入占比 4.6%，同比+0.9pct。**5) 其他：**24H1 收入 1.2 亿元，同比+7.8%；收入占比 3.3%，同比-3.5pct。

➤ **24H1 毛利率/归母净利率同比+7.5/5.1pct 至 76.5%/11.5%，盈利能力不断提升，公司步入高质量发展阶段。** **1) 毛利率方面：**24H1 公司实现毛利 26.8 亿元，对应毛利率为 76.5%，同比+7.5pct；**2) 费用率方面：**24H1 销售费用率为 57.6%，同比+4.0pct；管理费用率为 3.2%，同比-3.8pct；研发费用率为 2.2%，同比-1.2pct；**3) 净利率方面：**24H1 公司实现归母净利润 4.0 亿元，对应归母净利率 11.5%，同比+5.1pct。

➤ **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升级有望恢复增长；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 24-26 年公司归母净利润分别为 9.8、14.5、19.0 亿元，8 月 23 日收盘价对应 PE 为 12X、8X、6X，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,191	7,632	11,729	15,571
增长率 (%)	56.6	82.1	53.7	32.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	461	979	1,452	1,899
增长率 (%)	213.5	112.3	48.3	30.8
每股收益 (元)	1.16	2.46	3.65	4.77
PE	26	12	8	6
PB	6.1	5.6	5.0	4.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**33.25 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) 2023 年年报点评：23 年收入利润均达预告上限，韩束势能强劲，公司长期增长可期-2024/03/24

2.上美股份 (2145.HK) 2023 年业绩预告点评：韩束品牌抖音高增，23 年公司归母净利润同比增长超 180%-2024/03/03

3.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)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>2,078</b>	<b>3,104</b>	<b>3,958</b>	<b>4,925</b>
现金及现金等价物	698	868	958	1,107
应收账款及票据	321	696	979	1,328
存货	511	712	983	1,028
其他	549	827	1,038	1,463
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,051</b>	<b>1,178</b>	<b>1,255</b>	<b>1,287</b>
固定资产	594	598	592	596
商誉及无形资产	79	144	160	155
其他	377	436	503	536
<b>资产合计</b>	<b>3,129</b>	<b>4,282</b>	<b>5,213</b>	<b>6,213</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,051</b>	<b>2,025</b>	<b>2,697</b>	<b>3,357</b>
短期借贷	100	100	100	100
应付账款及票据	519	628	838	921
其他	433	1,297	1,759	2,336
<b>非流动负债合计</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	48	48	48	48
<b>负债合计</b>	<b>1,100</b>	<b>2,073</b>	<b>2,745</b>	<b>3,405</b>
普通股股本	398	398	398	398
储备	1,623	1,802	2,059	2,398
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2,009</b>	<b>2,188</b>	<b>2,445</b>	<b>2,784</b>
少数股东权益	20	21	22	24
<b>股东权益合计</b>	<b>2,029</b>	<b>2,209</b>	<b>2,467</b>	<b>2,808</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,129</b>	<b>4,282</b>	<b>5,213</b>	<b>6,213</b>

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>746</b>	<b>1,081</b>	<b>1,346</b>	<b>1,725</b>
净利润	461	979	1,452	1,899
少数股东权益	1	1	1	1
折旧摊销	101	101	110	111
营运资金变动及其他	184	-0	-217	-286
<b>投资活动现金流</b>	<b>-457</b>	<b>-93</b>	<b>-44</b>	<b>2</b>
资本支出	-88	-170	-120	-110
其他投资	-369	77	76	112
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-737</b>	<b>-818</b>	<b>-1,213</b>	<b>-1,578</b>
借款增加	-550	0	0	0
普通股增加	18	0	0	0
已付股利	-179	-800	-1,195	-1,560
其他	-25	-18	-18	-18
<b>现金净增加额</b>	<b>-450</b>	<b>171</b>	<b>90</b>	<b>150</b>

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)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4,191</b>	<b>7,632</b>	<b>11,729</b>	<b>15,571</b>
其他收入	22	30	36	32
营业成本	1,171	1,834	2,711	3,518
销售费用	2,240	4,274	6,685	8,953
管理费用	210	305	457	592
研发费用	126	191	305	413
财务费用	7	7	4	3
权益性投资损益	-6	-4	2	5
其他损益	106	106	106	106
除税前利润	559	1,153	1,710	2,236
所得税	98	173	256	335
净利润	462	980	1,453	1,900
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>461</b>	<b>979</b>	<b>1,452</b>	<b>1,899</b>
EBIT	566	1,160	1,714	2,239
EBITDA	667	1,261	1,824	2,350
EPS (元)	1.16	2.46	3.65	4.77

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	56.64	82.11	53.69	32.76
归属母公司净利润	213.45	112.30	48.32	30.79
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	72.05	75.97	76.88	77.41
净利率	11.00	12.83	12.38	12.20
ROE	22.95	44.74	59.39	68.21
ROIC	21.95	42.70	56.75	65.45

偿债能力	2023A	2024E	2025E	2026E
资产负债率(%)	35.14	48.41	52.67	54.81
净负债比率(%)	-29.45	-34.78	-34.77	-35.88
流动比率	1.98	1.53	1.47	1.47
速动比率	1.49	1.18	1.10	1.16

营运能力	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.34	2.06	2.47	2.73
应收账款周转率	12.06	15.00	14.00	13.50
应付账款周转率	2.48	3.20	3.70	4.00

每股指标 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.16	2.46	3.65	4.77
每股经营现金流	1.87	2.72	3.38	4.33
每股净资产	5.05	5.50	6.14	6.99
<b>估值比率</b>				
P/E	26	12	8	6
P/B	6.1	5.6	5.0	4.4
EV/EBITDA	17.48	9.24	6.39	4.96

## 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