

## 上美股份 (02145.HK)

## 主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长

2024年10月06日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

黄泽鹏 (分析师)

杨柏炜 (分析师)

陈思 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

yangbowei@kysec.cn

chensi@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790524050001

证书编号: S0790124070031

日期	2024/10/4
当前股价(港元)	49.300
一年最高最低(港元)	56.950/18.800
总市值(亿港元)	196.23
流通市值(亿港元)	101.69
总股本(亿股)	3.98
流通港股(亿股)	2.06
近3个月换手率(%)	10.03

### ● 国内领先多品牌美妆集团，首次覆盖给予“买入”评级

上美股份是国内领先的多品牌美妆集团，深耕大众护肤、母婴护理、洗护等赛道，主品牌韩束凭借产品高性价比与短剧红利走红，2024年来霸榜抖音美妆第一，未来依靠高效组织运营能力与供应链能力，有望延续高成长表现。我们预计公司2024-2026年归母净利润为8.99/11.81/14.46亿元，对应EPS为2.26/2.97/3.63元，当前股价对应PE为19.7/15.0/12.2倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 核心优势：团队组织效率高和供应链能力强，助力公司乘势而上

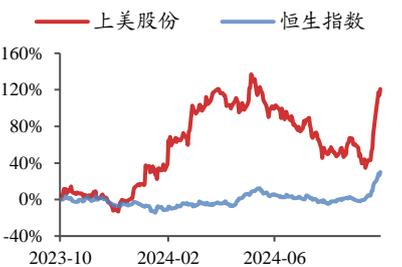
复盘韩束在抖音走红起量的成功经验，我们认为，团队组织效率高和供应链能力强是公司乘势而上的核心优势。(1) **组织效率高**：团队执行力强且善于复盘，各品牌负责人享有高度自主的管理权，核心产品定位精准、适配品牌基因；过往在营销端“明星代言-大屏投放-危机公关-抖音短剧”和渠道端“电视购物-微商时代-直播带货”的多个事例，也均证明公司嗅觉灵敏反应快、善于把握风口红利。(2) **供应链能力强**：公司打造海外+国内双工厂供应链体系，灵活且高度自产，为控价量产提供稳定保障（韩束走红后订单激增，但未出现断供压货现象，且全时段全渠道稳定控价），这一能力也将在未来有力支撑品牌突围和进一步增长。

### ● 增长看点：蛮腰系列与单品协同、全渠道发力、第二曲线品牌增势强劲

**1、产品**：分阶段重点推“蛮腰系列”，功效具备差异化，白蛮腰系列逐渐起量；2024年重磅推出“活肤水”，大单品与套盒有益互补，后续有望贡献业绩增量。  
**2、渠道**：公司平衡抖音投放结构，流量与曝光度持续上升，同时抖音势能外溢也带动天猫快速增长；2024年重返线下CS渠道推出专供系列，终端反馈较好。  
**3、品牌**：大众护肤市场空间大、消费韧性强，韩束产品性价比高、品牌底蕴深厚，受益平价消费趋势有望延续增长势能；此外，中高端敏感肌婴童护肤品牌一页首创“医研共创”模式，定位稀缺有望打造第二曲线。我们认为，公司具备高性价比、高组织效率和强供应链优势，产品+渠道+品牌多维度发力成长。

● **风险提示**：居民消费意愿下行、新渠道拓展不及预期、品牌培育不及预期。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,675	4,191	7,308	9,098	10,665
YOY(%)	(26)	57	74	24	17
净利润(百万元)	147	461	899	1,181	1,446
YOY(%)	(57)	213	95	31	22
毛利率(%)	63.5	72.1	73.9	74.7	75.2
净利率(%)	5.1	11.0	12.3	13.0	13.6
ROE(%)	8.6	23.0	30.9	28.9	26.2
EPS(摊薄/元)	0.4	1.2	2.3	3.0	3.6
P/E(倍)	120.2	38.3	19.7	15.0	12.2
P/B(倍)	10.4	8.8	6.1	4.3	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、国内领先多品牌美妆公司，“2+2+2”品牌战略可期	4
1.1、上美股份：国货化妆品领先企业，“2+2+2”品牌战略可期	4
1.2、股权结构：公司股权结构较集中，管理层深耕行业阅历丰富	5
1.3、财务表现：2023 年来业绩出现拐点，韩束贡献重要收入	6
2、韩束逆势高增空间仍广阔，多品牌焕新升级	8
2.1、韩束：深耕科学抗衰领域，强产品力与高性价比牢牢抓住用户心智	8
2.2、红色小象：母婴护理国货龙头品牌，差异化产品矩阵丰富	10
2.3、一叶子：重新定位纯净美容赛道，期待调整完毕重回增长轨道	11
2.4、其他品牌：母婴、洗护赛道潜力大，一页、极方前景可期	12
3、抖音增势强劲望延续，产研实力雄厚强背书	13
3.1、渠道：公司全渠道布局完善，抖音高增态势望延续	13
3.2、营销：社媒嗅觉灵敏，广度+深度+转化三驾马车并行	14
3.3、产研：自建供应链保证稳定供应，多项专利成分赋能产品	15
4、三问三答：韩束在抖音走红的原因、本质和持续性	16
4.1、走红的原因：选产品、打短剧、做直播打法自成一派	16
4.2、走红的本质：定位与营销基因奠定基础，出色运营能力是爆发本质	17
4.3、发展持续性：大众市场天花板高，产品渠道多维发力高增望延续	18
5、盈利预测与投资建议	20
5.1、关键假设	20
5.2、盈利预测与投资建议	22
6、风险提示	22
附：财务预测摘要	23

## 图表目录

图 1：上美股份是领先的多品牌国货美妆公司	4
图 2：公司多品牌矩阵丰富，护肤/母婴/洗护均有覆盖	4
图 3：公司股权结构较集中，设立持股平台激发员工积极性	5
图 4：2023 年营业收入增长迅速，2024H1 持续高增	6
图 5：2023 年公司归母净利润显著回暖	6
图 6：2024H1 公司毛利率和净利率创新高	6
图 7：2021 年来公司销售费用率持续提升	6
图 8：韩束品牌贡献主要营收，2024H1 贡献收入占比达 83.6%	7
图 9：线上渠道贡献收入占比不断提升	7
图 10：韩束打造了丰富的产品矩阵，覆盖补水、抗衰、美白、控油等多重功效需求	8
图 11：韩束套盒品类齐全且性价比较高	8
图 12：韩束红蛮腰套盒霸榜抖音六大 TOP1	8
图 13：韩束占领抖音年轻群体心智	9
图 14：用户对韩束红蛮腰套盒评价较为正面	9
图 15：韩束聚焦“红”，为消费者交出最“当红的作业”	9
图 16：2023 年全年韩束抖音 GMV 超 33 亿元	9
图 17：红色小象 IP 源于“大象之爱”，涵盖四大产品线	10
图 18：红色小象获得儿科专家和知名母婴 KOL 认可	10

图 19:	红色小象顺应精细育儿趋势, 打造丰富产品 SKU.....	10
图 20:	红色小象 2021 年为母婴护理国货品牌第一.....	10
图 21:	一叶子重新定位“纯净美容”.....	11
图 22:	一叶子发布全国首个《纯净美容行业白皮书》.....	11
图 23:	屏障、修护等功效成为纯净美容卖点关键词.....	11
图 24:	一叶子以双修系列为主, 深耕“纯净美容”领域.....	11
图 25:	上美股份旗下高端母婴品牌一页主打“医研共创”.....	12
图 26:	一页上市之初大单品就冲进各大热销榜单 top1.....	12
图 27:	极方小黄瓶从根源解决掉发问题.....	12
图 28:	极方护发产品添加自研腺苷成分, 主打防脱固发.....	12
图 29:	2024 年上半年韩束自播与达播比例基本保持平衡, 商品卡占比提升.....	13
图 30:	2023 年以来韩束抖音 GMV 数据表现亮眼.....	13
图 31:	2024 年上半年韩束霸榜抖音美妆类目第一.....	13
图 32:	韩束冠名江苏卫视《非诚勿扰》.....	14
图 33:	韩束与姜十七合作的抖音短剧播放量近 40 亿.....	14
图 34:	韩束在小红书联合 KOL 广泛发布种草笔记.....	14
图 35:	韩束携手“了不起的中国成分”发布环肽纪录片.....	14
图 36:	公司在上海与日本设立两大生产基地.....	15
图 37:	上美科技园单日可实现设计产能 150 万瓶.....	15
图 38:	韩束自研的突破性原料“环六肽-9”已通过备案.....	15
图 39:	公司自研三大基础原料.....	15
图 40:	韩束红蛮腰抖音走红三步拆解: 选产品、打短剧、做直播均有一套打法.....	16
图 41:	韩束早期就打造过多款性价比礼盒.....	17
图 42:	韩束较早入局影视剧、植入网综.....	17
图 43:	公司始终将套盒定价为 399 元/套, 控价能力强.....	17
图 44:	韩束与舆论明星闪电解约赢得网友好感.....	17
图 45:	大单品与套盒分别对应两条逻辑.....	18
图 46:	下沉市场零售规模大且增速高.....	18
图 47:	下沉市场用户在抖音 APP 渗透率最高.....	18
图 48:	白蛮腰在抖音销售数据稳步增长.....	19
图 49:	韩束重磅推出抗衰抗氧大单品“活肤水”.....	19
图 50:	韩束天猫渠道销售受益抖音渠道外溢实现高增.....	19
图 51:	上美股份重返线下 CS 渠道.....	19
表 1:	公司管理层经验丰富、分工明确.....	5
表 2:	预计韩束品牌维持较快增长, 一叶子与红色小象仍处于转型调整阶段, 一页快速增长.....	20
表 3:	预计公司未来销售费用率摊薄下滑.....	21
表 4:	上美股份主品牌韩束势能强劲, 未来产品+渠道+品牌多维发力成长, 当前估值具备性价比.....	22

## 1、国内领先多品牌美妆公司，“2+2+2”品牌战略可期

### 1.1、上美股份：国货化妆品领先企业，“2+2+2”品牌战略可期

上美股份深耕化妆品行业二十余年，主品牌韩束成为国货美妆领先。公司发展经历三个阶段，（1）品牌初创期（2003-2013年）：集团成立于2002年，2003年开始孵化核心品牌韩束并布局自有供应链，通过电视购物打开声量，成为最早一批入驻淘宝的美妆品牌。（2）多品牌布局期（2014-2019年）：公司陆续推出一叶子、红色小象等品牌，品牌矩阵覆盖护肤、母婴护理、洗护等多个领域。在国内外建立研发中心，投入基础研发。（3）品牌向上重塑期（2020年至今）：2020年公司完成股份制改革，2021年韩束调整定位为“科学抗衰护肤品牌”，2022年下半年专攻抖音主推高性价比的红蛮腰系列套装，2023年韩束红蛮腰礼盒在抖音多个榜单上销售额位居第一。

图1：上美股份是领先的多品牌国货美妆公司

品牌布局	2003年 化妆品品牌韩束成立	2014年 推出草本植物护肤品牌一叶子	2015年 推出母婴护理品牌红色小象	2016年 一叶子成为国内面膜市场份额第一	2019年 红色小象成为母婴护理品牌市占率第一	2020年 推出专研固发洗护品牌极方	2022年 推出敏感肌护肤品安敏优、宝宝敏感肌品牌一页	2023年 韩束红蛮腰礼盒在抖音多个榜单排名第一
产品布局		2012年 推出韩束“红BB”	2014年 “墨菊巨补水”系列上线	2018年 韩束红胶高保湿弹润水成为热门单品	2019年 重磅推出双A醇精华和金刚侠面膜		2022年 推出韩束红蛮腰水乳套装	
公司建设	2002年 公司成立	2003年 布局自主研发	2005年 布局自主供应链，苏州生产基地动工	2016年 日本神户红道研发中心成立，投入基础研发	2018年 上美科技园（中翔日化）开始运营		2020年 改制为股份有限公司	2022年 成为“港股国货美妆第一股”
	2002-2013年：品牌初创期			2014-2019年：多品牌布局期		2020年至今：品牌向上重塑期		

资料来源：公司公告、上美股份官网、各品牌公众号、i美妆头条公众号、C2CC新传媒公众号、青眼公众号、美妆网公众号、增长黑盒、开源证券研究所

践行“2+2+2”多品牌矩阵，重仓大众护肤与洗护赛道。（1）“2”个大众护肤：孵化韩束和一叶子专攻百亿级的大众护肤市场。韩束定位抗衰需求的女性群体，专研肌肤之美；一叶子主打纯净护肤，以植物修护原料为主。（2）“2”个母婴护理：母婴护理赛道推出红色小象与一页，红色小象定位大众，一页为中高端敏感肌婴童护理品牌。（3）“2”个大众洗护：公司计划打造2个具备影响力的洗护品牌，目前已推出中高端头皮洗护品牌极方等。当前公司多维布局品牌满足市场需求，韩束为公司收入的中坚力量，一叶子与红色小象亟待转型升级，一页、极方等增长潜力较大。

图2：公司多品牌矩阵丰富，护肤/母婴/洗护均有覆盖

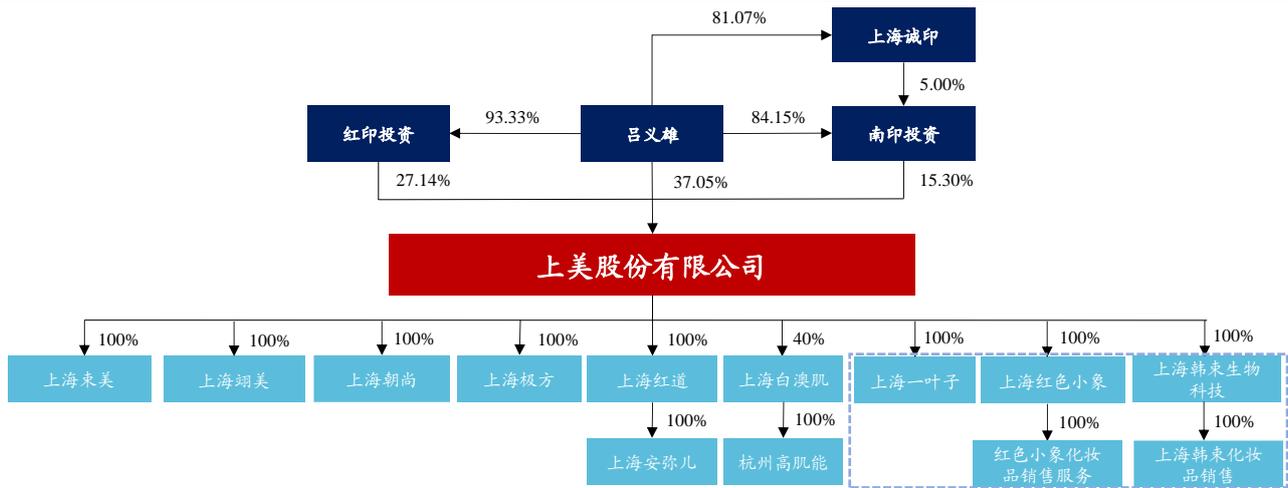
品类	品牌	推出年份	定位	价位	明星单品
护肤	KANS 韩束	2003年	科学抗衰，专研亚洲肌肤之美		韩束红胶囊系列高保湿弹润水
	One leaf 一叶子	2014年	修护肌肤屏障，探索天然植物纯净之美	大众	一叶子光透修护水感精华
	BIO-G 高肌能 安敏优	2019年	配方温和无添加的大众敏感肌护肤品牌		高肌能聚时光抗老修护
	ARMYO 安敏优	2022年	与青蒿素研究团队合作推出针对敏感肌的专业护肤品牌	中高端	安敏优青蒿舒缓修护精华液
	TAZU 山田耕作	即将推出	高端抗衰	高端	-
母婴	红色小象	2015年	适合中国婴儿肌肤的专业母婴护理品牌	大众	红色小象90特护舒安霜
	JA 安孩儿	2019年	专业的孕肌敏感肌护理品牌		安孩儿温和氨基酸洁面泡
	NEW PA 一页	2022年	专注宝宝敏感肌	中高端	Newpage一页儿童身体乳
洗护	极方	2020年	专研固发的洗护品牌	中高端	极方小黄瓶氨基酸洗发水
	2032	2007年	科技植萃，功效护发	中高端	空气瓶、生机瓶、净化瓶、零感瓶

资料来源：上美股份官网、各品牌旗舰店、开源证券研究所（注：红色字体为“2+2+2”核心品牌）

## 1.2、股权结构：公司股权结构较集中，管理层深耕行业阅历丰富

公司股权结构较集中，员工持股激发创新活力。截至 2023 年，公司董事长兼实际控制人吕义雄直接持股 37.05%（内资股 11.72%、H 股 25.33%），2016 年公司成立员工持股计划，红印投资、南印投资和上海城印为员工持股平台，实际控制人吕义雄通过上海红印、上海南印、上海诚印分别间接持有公司股份，高管罗燕、宋洋等均有持股。2023 年公司采纳限制性股票单位激励计划，拟增发不超过已发行股本的 10%（2024 年 6 月 28 日已增发 0.01%），共同作用于公司的整体战略和运营效率，助力公司实现长远发展。

图3：公司股权结构较集中，设立持股平台激发员工积极性



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2023 年年报）

**核心管理层经验丰富，组织领先支撑上美可持续发展。**公司董事长与实控人为吕义雄，其人生履历包含多段创业经历，2002 年创立上海上美，领导公司成为多品牌布局、多渠道销售、全媒体营销的国货化妆品集团代表。2023 年底，吕总首次公开提出支撑未来可持续发展的“六六战略”，其中“组织驱动领先”位列六大竞争面之首。首席运营官罗燕过去主要负责韩束品牌的管理与营销，韩束步入快速成长轨道后，2023 年底起逐渐将精力转向一叶子和红色小象。公司高管团队均具有丰富的行业经验，整体经营稳定。

表1：公司管理层经验丰富、分工明确

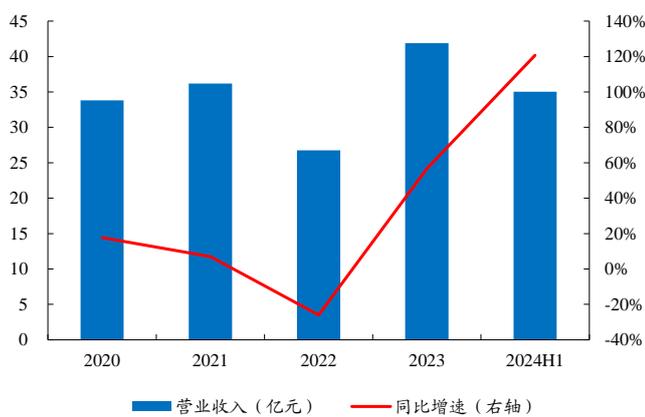
高管	职务	简历
吕义雄	董事长、执行董事	自公司成立至今担任其首席执行官，负责公司日常经营与管理；同时在集团多家附属公司担任法定代表人等职位。
罗燕	副总裁、执行董事、首席运营官	2012 年 3 月加入，曾任本集团首席运营官，在集团下多家附属公司任董事职务，包括中翊日化、韩束、一叶子、红色小象等公司的执行董事；现负责韩束、一叶子及红色小象三大品牌的整体管理与营销。
冯一峰	副总裁、首席财务官	2016 年 7 月加入，至今任公司副总经理，负责公司财务、投资及信息管理；2021 年 2 月至今任首席财务官；2017 年 6 月获委任为执行董事；同时任公司多家子公司董事。
宋洋	执行董事	2013 年 12 月加入，曾任本集团项目总监、全球新品创新中心总经理、一叶子品牌事业部总经理；现负责集团研发与产品创新工作。
廉明	董事会秘书	2020 年 9 月加入，曾任丸美股份董事及董事会秘书；2020 年 6 月被广州市地方金融监督管理局评为广州高层次金融人才；2021 年 12 月委任为上美股份联席公司秘书。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、财务表现：2023 年来业绩出现拐点，韩束贡献重要收入

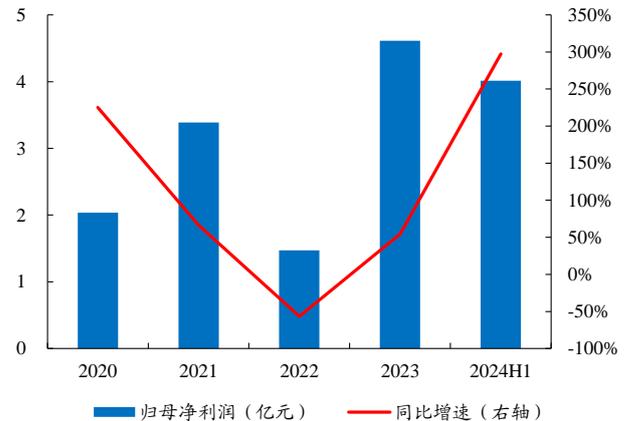
**2023 年公司业绩出现拐点，2024H1 维持亮眼表现。**2020-2022 年间公司营收分别为 33.82/36.19/26.75 亿元，同比分别 +17.6%/+7.0%/-26.1%；归母净利润分别为 2.03/3.39/1.47 亿元，同比分别+225.2%/+66.6%/-56.6%。2022 年底集团从战略层面进行调整，全新升级韩束品牌打法，2023 年“红蛮腰”套盒为主力在抖音成功出圈，2024 年上半年韩束在抖音实现 GMV 达 34.44 亿元（超过 2023 年全年 33.40 亿元），推动公司业绩实现快速增长。2023 年公司整体实现营收 41.91 亿元（同比+56.8%，下同）、归母净利润 4.61 亿元（+213.5%），经营拐点显现；2024H1 营收与归母净利润同比分别+120.7%/+297.4%，维持高增态势。

图4：2023 年营业收入增长迅速，2024H1 持续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

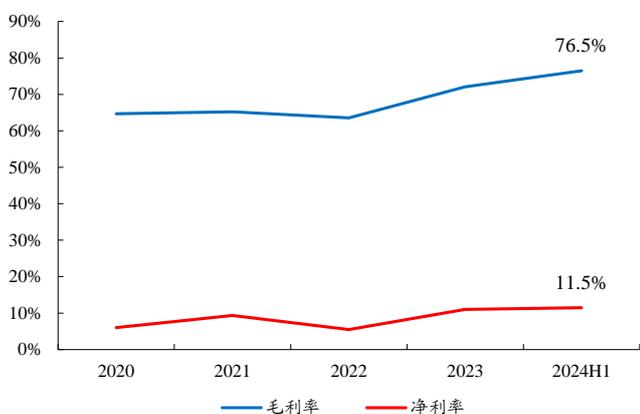
图5：2023 年公司归母净利润显著回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

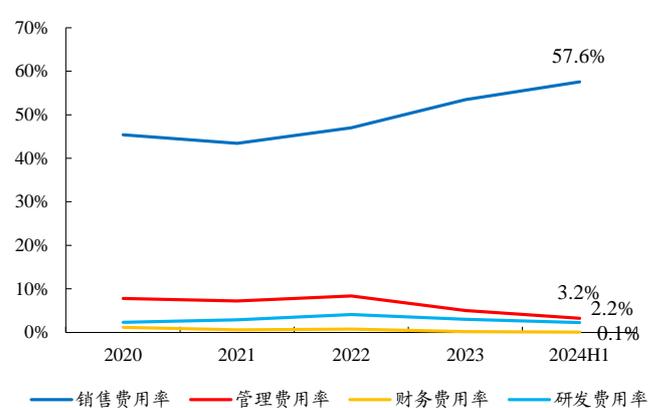
**2024 年盈利能力指标屡创新高，营销支出投入占比提升。**盈利能力方面，公司毛利率 2022 年有所承压，2023 年以来盈利能力得到明显提升，2024H1 毛利率创新高达 76.5%（+7.5pct），主要系高毛利的韩束品牌占比提升及韩束自身毛利率提高所致；同时公司在产品结构优化和成本控制方面取得成效，净利率也出现明显拐点，2023 年净利率达 11.0%（+5.9pct）。费用支出方面，近年来公司发力投入抖音等线上渠道，销售费用率维持在 40% 以上，2024H1 销售费用率提升至 57.6%。此外，公司重视研发投入，2024H1 研发支出达 0.78 亿元（+44.0%），占营业收入的 2.2%。

图6：2024H1 公司毛利率和净利率创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

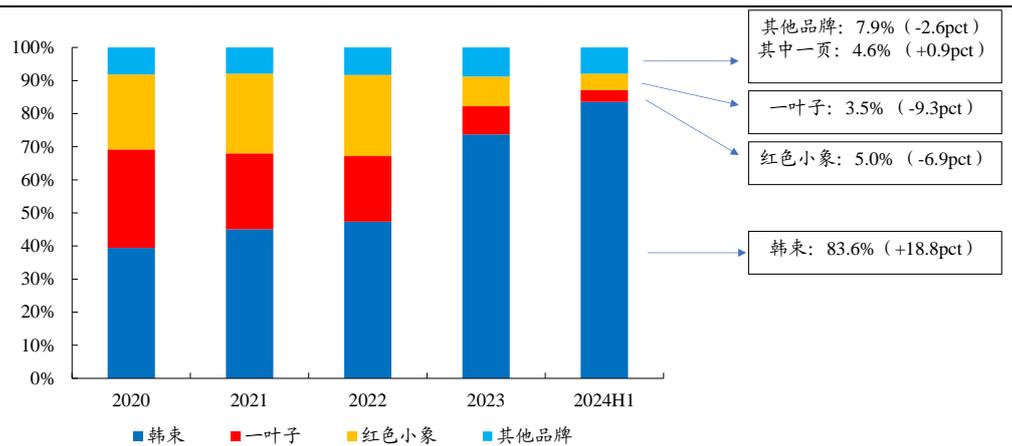
图7：2021 年来公司销售费用率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

分品牌看，韩束出圈带动公司业绩快速增长，一页贡献收入占比提升迅速。公司三大核心品牌韩束、一叶子和红色小象为公司贡献主要营收。2024年上半年，韩束、一叶子、红色小象的品牌收入分别为29.27亿元（+184.7%）、1.25亿元（-38.6%）、1.74亿元（-7.9%），三者合计占总收入的92.1%。在短剧出圈与抖音自播间高效运营下，韩束品牌实现快速增长。一叶子与红色小象处于转型调整阶段，贡献收入有所下滑，红色小象下跌趋势放缓。其他品牌主要包括一页、安敏优、极方等，近年来增长较快，其中一页2024H1实现收入1.61亿元，同比增长173.2%，逐渐成为公司第二品牌曲线。

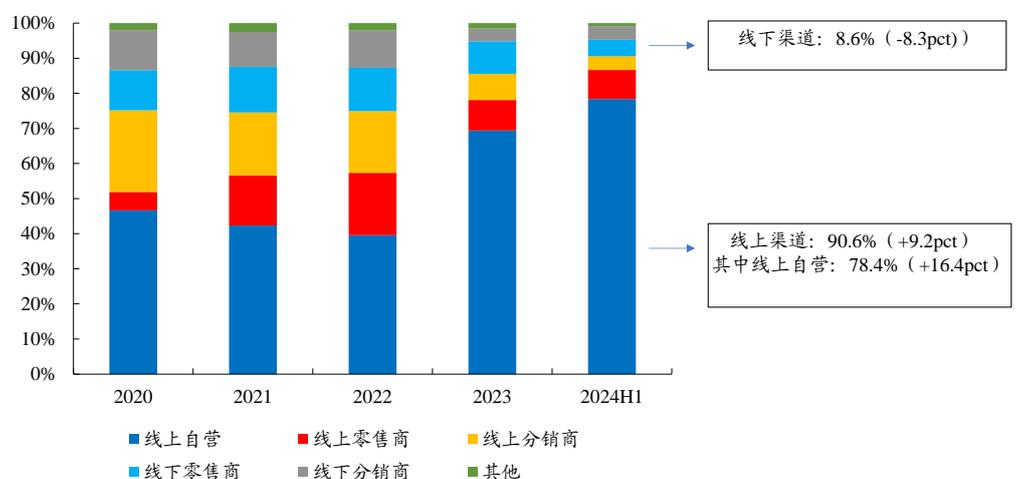
**图8：韩束品牌贡献主要营收，2024H1贡献收入占比达83.6%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，抖音平台收入增长带动线上渠道占比提升。公司按渠道主要分为线上、线下和其他，2024年上半年公司线上/线下渠道分别占比90.6%/8.6%，其中线上渠道增势强劲，占比进一步提升。线上分为线上自营、线上零售和线上分销，2019年公司入驻抖音，2023年起在抖音实现快速增长，从而带动线上自营收入占比大幅提升；而线上零售占比有所下滑，主要系一叶子和红色小象在京东、天猫超市等渠道规模收缩。线下渠道主要包括线下零售与线下分销，受线下消费场景复苏影响，2023年线下零售有所回暖，而线下分销下滑主要是由于消费者购买习惯变化所致。

**图9：线上渠道贡献收入占比不断提升**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、韩束逆势高增空间仍广阔，多品牌焕新升级

### 2.1、韩束：深耕科学抗衰领域，强产品力与高性价比牢抓用户心智

韩束品牌全面转型亚洲女性科学抗衰，打造多重功效系列产品。韩束早期通过 CS、电视购物渠道进行宣传，并乘韩流之势迅速打开市场；2010 年后陆续进驻淘宝货架电商、线下 KA 等渠道，建立起国民品牌认知。2017 年开始韩束进行产品调整与电商转型，品牌重新定位为“科学抗衰”，专注抗衰多肽成分的研究。韩束明星产品主要包括红蛮腰、白蛮腰、蓝铜肽等系列，覆盖水乳膏霜、精华、洁面、眼霜等多个品类组合，全方位满足消费者补水保湿、提拉紧致、抗衰抚纹等多重护肤护理需求。

图10：韩束打造了丰富的产品矩阵，覆盖补水、抗衰、美白、控油等多重功效需求

 <p><b>红蛮腰系列（焕亮抗皱）</b> 功效：抗皱抗氧，充盈透亮 核心成分：维C+维E+虾青素+阿魏酸+肌肽+脱羧肌肽</p>	 <p><b>白蛮腰系列（美白提亮）</b> 功效：美白淡斑，透亮抗光老 核心成分：余甘果子提取物+乙酰壳糖胺+TIRACLE</p>	 <p><b>蓝蛮腰系列（修护舒缓）</b> 功效：舒缓紧致，强韧维稳，改善动态纹 核心成分：乙酰基六肽-8+蛇毒肽+马齿苋提取物</p>
 <p><b>黑蛮腰系列（紧致抗老）</b> 功效：紧致抗老，建立屏障 核心成分：小果咖啡籽提取物+蜂蜜提取物</p>	 <p><b>蓝铜肽系列（修护抗老）</b> 功效：强韧屏障，温和抗初老 核心成分：蓝铜胜肽+乙酰基六肽-8+TIRACLE PRO</p>	 <p><b>绿胶囊系列（控油淡纹）</b> 功效：控油清爽，细肤保湿 核心成分：水杨酸+棕榈酰三肽-8+VC+VE</p>

资料来源：韩束天猫官方旗舰店、开源证券研究所

主推高性价比套盒俘获大众市场心智，韩束在抖音实现高增。韩束自创立之初便定位大众护肤市场，早期推出墨菊巨补水套盒在电视购物时代就已做出不错成绩。2022 年韩束重新梳理产品线，围绕“抗衰”基因推出性价比高的“蛮腰系列”套盒，并建立多个抖音自播矩阵号主攻大众护肤市场。蛮腰系列涵盖水、乳、精华、面霜、洁面等多个产品，全时段价格基本稳控在 399 元/套，大促节日还会配合赠送原装赠品，性价比优势突出。2023 年韩束前瞻性布局短剧，凭借多个性价比产品成功在抖音实现现象级走红，抖音 GMV 为 33.4 亿元，同比增长 374%；2024 年上半年在抖音持续高增，GMV 已超过 2023 年全年，蛮腰系列套盒贡献重要营收。

图11：韩束套盒品类齐全且性价比较高

 <p>KANS 韩束 紧致抗皱 焕亮抗初老 韩束红蛮腰系列</p>	<p><b>韩束红蛮腰套盒</b> 399元/套 水+乳+精华+面霜+洁面</p>
 <p>珀莱雅红宝石套盒</p>	<p><b>珀莱雅红宝石套盒</b> 1295元/套 水+乳+精华+面霜+眼霜</p>
 <p>玉泽屏障修护套盒</p>	<p><b>玉泽屏障修护套盒</b> 943元/套 水+乳+精华+面霜</p>

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、开源证券研究所

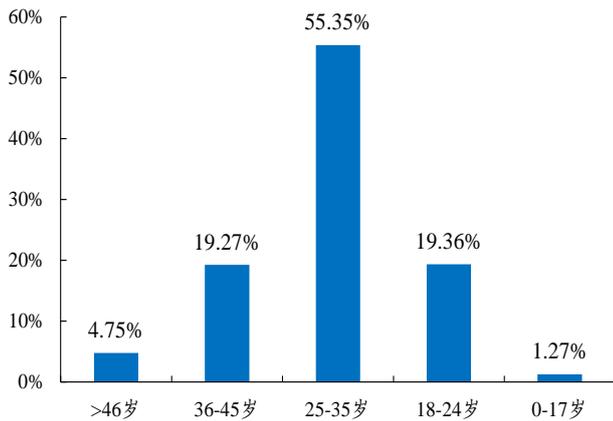
图12：韩束红蛮腰套盒霸榜抖音六大 TOP1



资料来源：青眼公众号

“黄金人群”奠定人群基础，强产品力与高性价比牢抓用户心智。韩束通过打造短剧、建立抖音自播矩阵号打下坚实流量基础，韩束直播间人群中 35 岁以下用户占比 75.98%，这部分“黄金人群”年轻、广泛且消费活跃度高，对抗衰功效有一定需求且多是价格敏感型消费者，画像适配韩束产品特征，奠定了韩束走红的第一步。与同价格带的抖品牌不同，韩束底蕴深厚且科研实力强，因此需求韧性较强能够带来较高复购。根据青眼披露，韩束持续在抖音美妆回购榜排名第一，复购率保持在行业前列。综上，韩束对标“黄金人群”获得高曝光度与转化率，又凭借强产品力与价格优势牢抓用户心智，助力实现从种草曝光-流量获取-用户复购的人群渗透流程。

图13: 韩束占领抖音年轻群体心智



数据来源：化妆品品观公众号、开源证券研究所

图14: 用户对韩束红蛮腰套盒评价较为正面



资料来源：抖音 APP

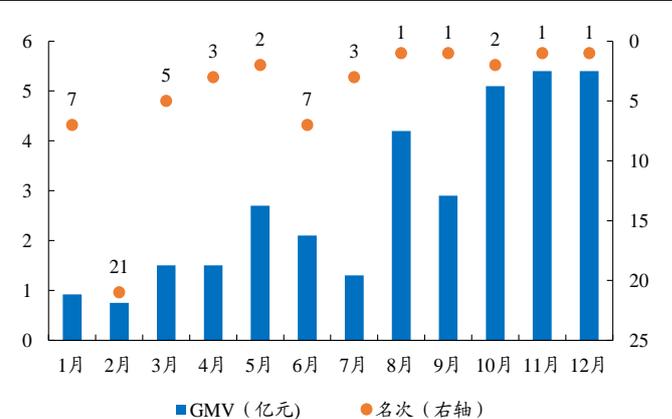
**复盘韩束的成功经验：从定位、外观到价格实现三个“聚焦”。**我们认为韩束能快速增长的本质是其对产品的精细打磨和聚焦，具体而言，(1) **聚焦“蛮腰”**：套盒取名“蛮腰”生动形象且有吸引力，易给消费者留下深刻印象。(2) **聚焦“红色”**：红蛮腰产品设计延续了红胶囊的红色形象，不论是产品还是品牌宣传短片红色始终贯穿了韩束的品牌故事，彰显鲜活生命力，有助于加深品牌记忆点。(3) **聚焦“性价比”**：过往推出的 399 元一套的墨菊补水礼盒销售数据可观，红蛮腰套盒则延续该价格带打造了兼具品质与价格的抗衰护肤套组，其高性价比特征精准适配抖音的下沉人群画像，从而推动其实现较快增长。韩束的这一聚焦打法，通过提高消费者的认知效率、强化产品在消费者心中的形象，实现品牌效应的放大。

图15: 韩束聚焦“红”，为消费者交出最“当红的作业”



资料来源：韩束 KANS 公众号

图16: 2023 年全年韩束抖音 GMV 超 33 亿元



数据来源：青眼公众号、开源证券研究所

## 2.2、红色小象：母婴护理国货龙头品牌，差异化产品矩阵丰富

红色小象品牌专研中国儿童肌肤，母婴护理产品矩阵丰富。红色小象于2015年推出，背靠日本红道科研中心技术，打造安全无添加的成分，推出适合中国婴童的专业母婴护理产品。品牌名称和IP灵感起源于“大象之爱”，以耐心、责任、守护为品牌精神，旗下涵盖婴童护理、婴童清洁、婴童彩妆及孕妈护理四大产品线，单品价格多在百元内，定位大众母婴市场。红色小象核心产品包括“南极冰藻系列”、“90安心系列”和“小学生系列”，在面霜、沐浴洗护产品基础上开拓了儿童彩妆、儿童口腔清洁等新品类，全方位满足婴童群体护理需求，因产品温和安全且有效曾获多个专家与知名母婴博主认可。

图17：红色小象IP源于“大象之爱”，涵盖四大产品线



资料来源：红色小象官网

图18：红色小象获得儿科专家和知名母婴KOL认可



资料来源：化妆品观察公众号

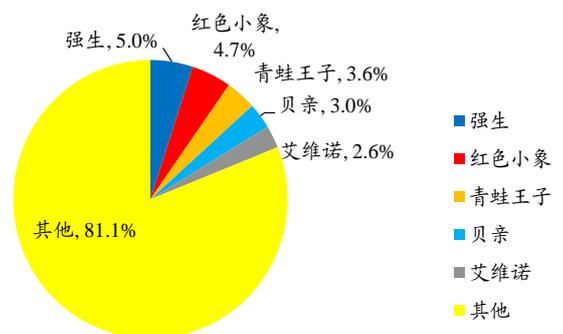
**品类丰富+定位精准+全域种草，助力红色小象成为母婴护理国货龙头。**根据华经产业研究院数据，2021年红色小象在母婴护理市场份额位居第二，仅次于强生，我们认为其优势有三，（1）**产品丰富**：红色小象顺应精细化育儿趋势，打造分季节/性别/年龄段的产品，粉红色小象IP可爱生动，与品牌名称高度关联，利于强化品牌心智。（2）**定位精准**：红色小象主张“至简成分、安心有效”，通过DTC模式深刻洞察消费者需求，打造适合中国婴童肌肤的差异化细分产品，并首创儿童化妆品选品标准“4S安心简护标准”。（3）**全域种草**：线上运用“明星口碑+母婴KOL推荐”策略进行全域种草，同时结合私域体系放大声量；线下合作高端月子中心、孕婴摄影机构打造母婴消费场景，全域联动实现破圈增长。我们认为，红色小象凭借优秀产品品质与敏锐市场洞察力渗透母婴用户心智，后续随品牌焕新升级有望重回增长轨道。

图19：红色小象顺应精细育儿趋势，打造丰富产品SKU



资料来源：红色小象天猫旗舰店、开源证券研究所

图20：红色小象2021年为母婴护理国货品牌第一

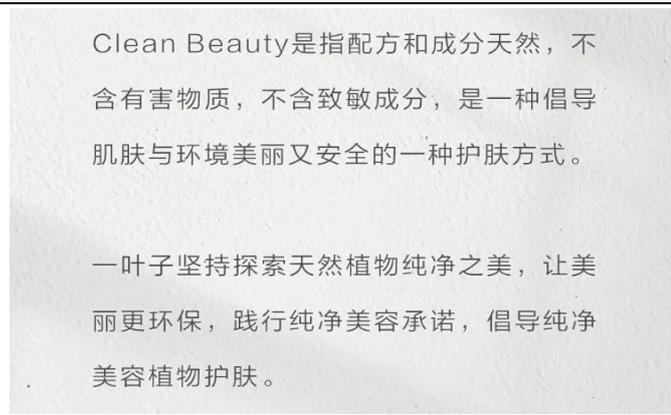


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

## 2.3、一叶子：重新定位纯净美容赛道，期待调整完毕重回增长轨道

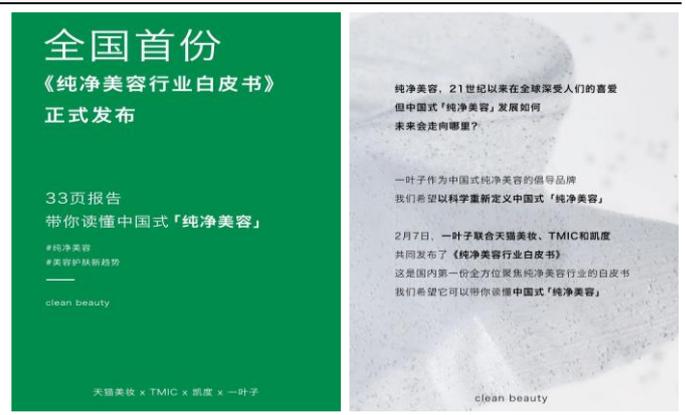
一叶子品牌以植物面膜起家，转型定位纯净美容。一叶子成立于2014年，早期以面膜品类为主，凭借概念火热和营销优势快速成长为面膜“超级品牌”；后推出含多种植物成分的水乳护肤产品，占领年轻消费群体心智。近年来由于面膜市场竞争加剧，一叶子利润收窄、份额下滑，2022年推出“修护修色次抛精华”，将品牌升级定位为“纯净美容”，以纯净、极简、环保的配方，实现消费者对修护屏障、舒缓补水需求。2023年上线大单品“B5光透修护水感精华”，将纯净产品目标指向“功效”。此外，一叶子还与全球头部原料商设立“纯净美容绿色原料研究中心”、发布全国首个《纯净美容行业白皮书》等，品牌心智进一步加深。

图21：一叶子重新定位“纯净美容”



资料来源：一叶子公众号

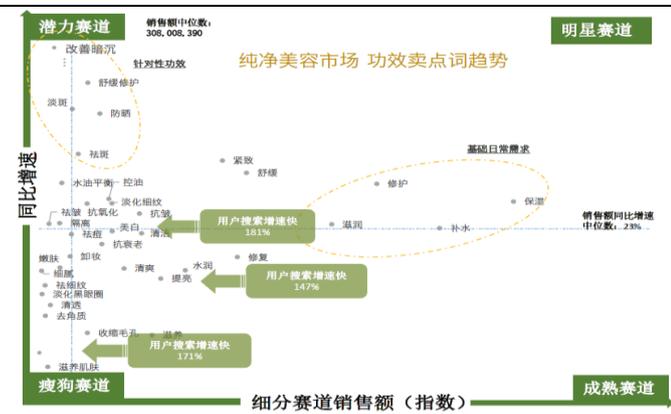
图22：一叶子发布全国首个《纯净美容行业白皮书》



资料来源：一叶子公众号

踩中纯净美容潜在趋势，期待后续借力打造核心大单品。根据《纯净美容行业白皮书》，植物成分、屏障修护是大势所趋，美容护肤市场中植物成分搜索UV占比48%并实现正增长，而化学成分搜索下滑13%；同时，屏障修护功效在用户搜索端增速较快，是市场未来的潜在趋势。一叶子主打屏障修护和极简护肤，同时以油橄榄和覆盆子作为原料，延续以植物成分为核心配方的品牌基因，概念与成分热度较高。一叶子产品价格带在150-250元之间，定位大众护肤市场，且一叶子用户年龄段多在18-25岁之间，能够与主品牌韩束形成互补衔接。“纯净美容”作为新兴护肤概念未来具有较大渗透空间，当前一叶子处于调整阶段，若后续伴随概念热度上升，有望凭借早期植物原料研发经验打造“纯净美容”界的大单品。

图23：屏障、修护等功效成为纯净美容卖点关键词



资料来源：天猫\*凯度\*一叶子《纯净美容行业白皮书》

图24：一叶子以双修系列为主，深耕“纯净美容”领域



资料来源：一叶子天猫旗舰店

## 2.4、其他品牌：母婴、洗护赛道潜力大，一页、极方前景可期

**一页：中高端敏感肌婴童护理品牌。**Newpage 一页于 2022 年 5 月推出，为中高端敏感肌婴童护理品牌。一页首创“医研共创”模式，打通“用户+临床+科研”闭环链路；并联合育儿专家崔玉涛、科学家团队和知名演员章子怡，分别从临床、科研和妈妈的视角为中国母婴家庭提供更全面的婴童护肤解决方案。产品方面，自研 Omega-Pro 强韧屏障专利成分专注改善脆弱敏感肌，其大单品蛋黄油面霜高居抖音儿童面霜&天猫宝宝面霜热销榜 TOP1。渠道方面，一页已布局母婴线下专卖店、月子中心、三甲医院等多个具有专业背书的渠道，进一步加强中高端品牌心智。一页 2024 年上半年收入 1.61 亿元（同比+173.2%，占比 4.6%），实现了品牌销量与口碑双增长。我们认为中高端婴童功效护肤国货品牌定位稀缺，且一页产品力强，背靠集团强大的研发与供应链体系；未来随渠道扩张、大单品势能提升有望加速跑出。

图25：上美股份旗下高端母婴品牌一页主打“医研共创”



资料来源：聚美丽公众号

图26：一页上市之初大单品就冲进各大热销榜单 top1



资料来源：上美股份 CHICMAX 公众号

**极方：专研防脱固发的洗护品牌。**公司于 2021 年推出极方切入头皮洗护赛道，定位中高端固韧养发洗护品牌，采用自研科技腺苷赋活精华 Scalreclé，并复配乳酸菌和 15 种氨基酸，从毛囊根源解决亚洲人头皮脆弱的痛点。极方核心单品为小黄瓶，针对不同发质打造了水润固韧 100、修护固韧 200、净油固韧 300 和赋活固韧 400 四大系列，有效解决干枯、受损、易出油和脆弱发质问题。当代人面临的脱发问题严峻且脱发年龄提前，功效防脱洗护赛道需求旺盛，极方通过打造细分化、差异化的功效大单品，未来成长潜力较大。

图27：极方小黄瓶从根源解决掉发问题



资料来源：上美股份官网

图28：极方护发产品添加自研腺苷成分，主打防脱固发



资料来源：上美股份 CHICMAX 公众号

### 3、抖音增势强劲望延续，产研实力雄厚强背书

#### 3.1、渠道：公司全渠道布局完善，抖音高增态势望延续

公司的渠道历程踩中了多个时代红利，已成为全渠道布局完善的国货美妆品牌。

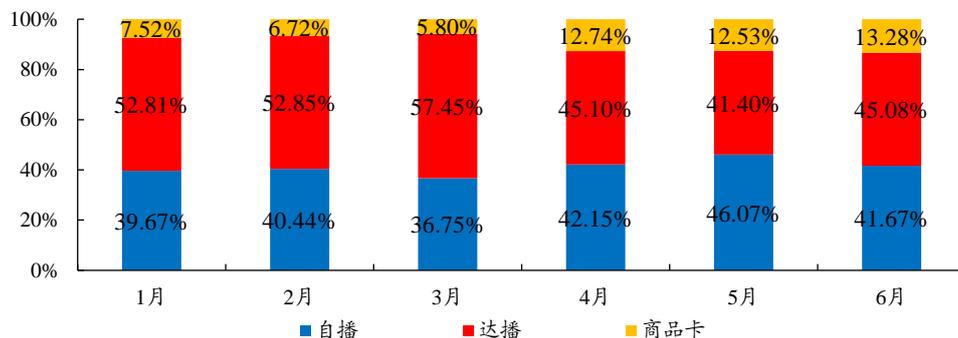
(1) 2003-2006年：线下直销为主。为避免与国际大牌直接竞争，早期公司将韩束定位在三四线城市等下沉市场，通过入驻CS、百货渠道在全国迅速铺开门店。

(2) 2007-2009年：入驻电视购物等渠道。彼时韩流盛行，韩束凭借“韩流+低价高赠”的策略在购物频道兴起，迅速占领三四线小镇青年用户心智，实现初步出圈。

(3) 2010-2020年：传统电商时代开启。2010年韩束成为最早一批开设淘宝店铺的美妆品牌，三年间迅速跻身淘宝化妆品前十；2014年微商兴起，韩束成立微商事业部，达成40天销售过亿的记录；2015年韩束回归CS、KA等传统渠道，终端网点数量超1.2万家；2019年成立社交电商、新零售电商部门，成为全渠道布局品牌。

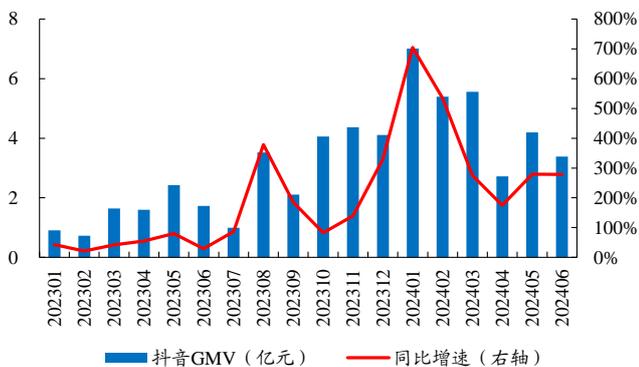
(4) 2021年至今：抖音自播时代。公司2022年开始重仓抖音，2023年2月通过在短剧中植入红蛮腰套盒，并通过抖音自播承接流量实现快速增长。2024年公司加大达播投放力度，2024年上半年韩束在抖音GMV已超2023年全年（33.4亿元），重新霸榜抖音美妆第一。

图29：2024年上半年韩束自播与达播比例基本保持平衡，商品卡占比提升



数据来源：青眼情报、开源证券研究所

图30：2023年以来韩束抖音GMV数据表现亮眼



数据来源：久谦、开源证券研究所

图31：2024年上半年韩束霸榜抖音美妆类目第一

抖音上半年各月美妆类目品牌榜						
看美妆数据 用青眼情报						
排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月
1	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束
2	娇润泉	珀莱雅	雅诗兰黛	后	珀莱雅	赫莲娜
3	珀莱雅	谷雨	珀莱雅	娇润泉	欧莱雅	珀莱雅
4	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	后
5	雅诗兰黛	温博士	兰蔻	蜜丝婷	兰蔻	雅诗兰黛
6	谷雨	雅诗兰黛	蜜丝婷	欧诗漫	雅诗兰黛	欧莱雅
7	后	娇润泉	海蓝之谜	谷雨	海蓝之谜	兰蔻
8	兰蔻	后	娇润泉	珀莱雅	自然堂	花西子
9	AKF	兰蔻	自然堂	自然堂	可复美	谷雨
10	海蓝之谜	海蓝之谜	谷雨	雅诗兰黛	娇润泉	自然堂

资料来源：青眼情报公众号

### 3.2、营销：社媒嗅觉灵敏，广度+深度+转化三驾马车并行

韩束发展历程中多次把握营销红利，2023年凭借抖音短剧出圈。公司在发展历程中始终在追赶营销潮流：韩束早在大屏时代斥资5亿元冠名《非诚勿扰》，创造了化妆品企业单一频道的广告投放记录。2015年搭建了“线下代理+电视购物+电商平台+微商”的销售体系。在长视频时代，公司开始入局影视剧和网络综艺营销，投放了如《上阳赋》、《安家》、《冰糖炖雪梨》、《三十而已》等多部热门大剧，有效触达年轻一代用户群体。2019年公司积极转型，并通过小红书、抖音等多个途径进行推广。2023年2月以来，韩束与抖音达人姜十七合作定制多部短剧，每部剧包含16集，短剧节奏短平快又以都市生活的话题切入，画风轻松又有趣味性，吸引了一众消费群体，上线后迅速受到观众喜欢，四部短剧截至2024年7月累计播放量近40亿。

图32：韩束冠名江苏卫视《非诚勿扰》



资料来源：销猫新零售公众号

图33：韩束与姜十七合作的抖音短剧播放量近40亿



资料来源：抖音 APP（截至2024年7月4日）

公司进入全域营销“品效销合一”时代，广度+深度+转化三驾马车并行。公司采用全域营销模式，注重把握热点展开营销活动，采用媒介投放、内容种草、直播引流等多形式触达消费者。（1）**广度上**，在抖音、小红书等新媒体平台选择与KOL合作，对产品进行种草；在微博平台登录话题“好样的国货”，共带来3.5亿阅读量，进一步提高品牌曝光度。（2）**深度上**，韩束宣布全新自主科技成分“环肽”，并携手抖音《了不起的中国成分3》发布环肽微纪录片，通过IP联动输出品牌的科技深度与价值理念。（3）**转化上**，韩束通过“了不起的中国成分”活动小程序上线成分AR游戏、小飞盒等互动玩法，开设抖音成分知识问答专区一键导流至商品详情页进行软种草，有效提升品牌转化率，实现了从全域营销到种草的过程。

图34：韩束在小红书联合KOL广泛发布种草笔记



资料来源：艺恩、小红书

图35：韩束携手“了不起的中国成分”发布环肽纪录片

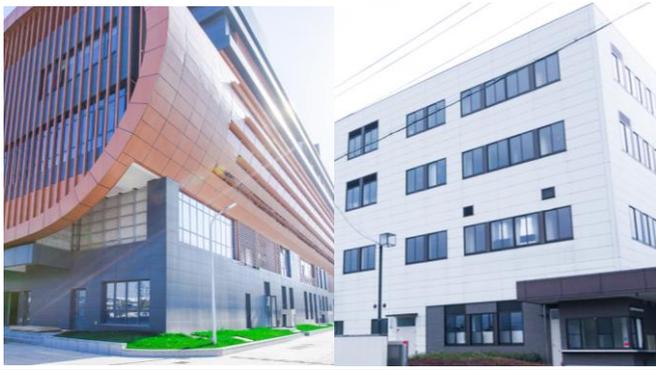


资料来源：韩束 KANS 小程序

### 3.3、产研：自建供应链保证稳定供应，多项专利成分赋能产品

打造海外+国内双工厂供应链体系，自主生产保证稳定运营。公司 2005 年开始布局自主供应链，首个工业园区苏州黎姿生产基地投产。目前公司在国内外建立双供应链中心保证产品稳定生产——上海东方美谷建设有奉贤工厂，2021 年设计产能超 47370.2 吨；日本冈山设立工厂，主要负责公司中高端产品生产，其采用原料直采、当地生产的模式，灵活满足柔性生产需求。截至 2022H1，公司自主研发产品占比超 97%，自主可控的供应链为产品的稳定生产和销售提供了保障，有助于有效管控生产成本。公司强大且柔性的供应链生产体系，能够承接住韩束在抖音走红后激增的订单量，支撑着品牌快速突围和高增长。

图36：公司在上海与日本设立两大生产基地



资料来源：上美股份官网

图37：上美科技园单日可实现设计产能 150 万瓶



资料来源：上美股份 CHICMAX 小程序

**深度布局抗衰领域基础研究，创新肽类成分渗透抗衰心智。**上美股份持续加大研发投入力度，在日本神户和上海设立双研发中心开展基础研究。公司于 2023 年 5 月推出肽类独家成分“环肽”，该成分具有更强吸收、更长作用时间和更强生理活性等优势，较普通多肽的抗衰能力提升了 7.15 倍；2024 年 4 月韩束备案“环六肽-9”，成为全球首个备案自研环肽的品牌，现已应用至红蛮腰 2.0 套盒，后续还将逐步应用于其他产品中。在基础研究端，公司开发出三大核心原料——TIRACLE 双菌发酵成分、AGSE 活性葡萄籽提取物以及青蒿油 AN+，其中 TIRACLE 为集团独家研发成分，能够达到提亮肤色、增强肌肤屏障的作用，截至 2022H1 该成分已被运用在超 500 个产品中。2023 年韩束还主导制定并发布了国内首部《化妆品用原料合成多肽》团体标准，引领国内多肽赛道规范化发展。

图38：韩束自研的突破性原料“环六肽-9”已通过备案



资料来源：上美股份 CHICMAX 公众号

图39：公司自研三大基础原料



资料来源：上美股份 CHICMAX 公众号

## 4、三问三答：韩束在抖音走红的原因、本质和持续性

### 4.1、走红的原因：选产品、打短剧、做直播打法自成一派

解析韩束抖音走红原因：我们发现韩束在选产品、做运营上均有自成一派的打法：

(1) **选品切抖音**：选定性价比套盒主攻抖音，自播投入加大。抖音平台大众消费人群占比较高，这部分人群更愿意为高性价比的护肤套装买单。公司专攻 399 元/套高性价比的“水+乳+精华+面霜+洁面”套组，符合抖音用户消费特征与直播带货逻辑。

(2) **短剧获流量**：短剧出走红，推动品牌知名度提升。韩束较早踩中了短剧的流量红利，与姜十七合作拍摄短剧，每部剧只有 16 集且一个月内更新完，满足用户高频追更的需求，此后连续上新剧集持续触达消费者。韩束的策略是在短剧中软植入广告但不挂商品链接，剧集以大众易接受的感情话题展开，实现广泛种草。

(3) **直播促转化**：“一店一品”多直播间齐开花，“黄金五分钟”促成高成交转化。一方面建立多个账号对消费人群进行广泛覆盖，另一方面打造“一店一品”直播间，分店推品。直播策略上，采用“黄金五分钟”战术，短时间内展示完一轮的产品讲解，顺应受众群体频繁切换直播的习惯；产品策略上，重视日销，严格全渠道控价。

图40：韩束红蛮腰抖音走红三步拆解：选产品、打短剧、做直播均有一套打法



资料来源：韩束天猫官方旗舰店、抖音 APP、解数咨询、开源证券研究所

## 4.2、走红的本质：定位与营销基因奠定基础，出色运营能力是爆发本质

**韩束的基因：性价比定位和营销打法的一脉相承。**公司在抖音打造韩束套盒并非偶然，“打下沉市场、选性价比套盒、做短剧”这一系列组合拳均能在历史中找到影子。

**(1) 定位上**，公司早期就主打三四线城市走下沉市场路线，打造了性价比套盒系列并跑出成绩，过去同为 399 元/套的墨菊巨补水套组在 2015 年双十一期间平均每分钟能卖出 500 瓶。领导层通过剖析当前存在结构性红利的抖音渠道，判断出韩束走抖音渠道的潜力，精准的定位奠定了韩束的第一步。**(2) 营销上**，公司过往发展过程中展现了出色的渠道运营能力和营销热点捕捉能力，大屏时代与内容营销时代就接触过许多导演和剧本资源，在短剧创作上有自己的感知与积淀，因此 2023 年 2 月起韩束就打响了国货美妆短剧的第一枪，在年轻群体中实现了广泛种草。

图41：韩束早期就打造过多款性价比礼盒



资料来源：韩束 KANS 公众号

图42：韩束较早入局影视剧、植入网综



资料来源：上美股份官网

**韩束走红的本质：管理层想法独特，企业组织运营能力出色。****(1) 走自己的路：**与前几年大部分美妆品牌打造大单品的路线不同，公司领导层选择另辟蹊径卖套盒、走平价路线，一方面可以避免与头部品牌直接竞争，另一方面顺应当下理性消费趋势。产品控价与大批量生产并不简单，公司建设二十余年的自主供应链和海内外工厂则是支撑其低价平稳运行的关键。**(2) 反应速度快：**2021 年 7 月某当红明星舆论爆出，韩束成为第一家宣布与该明星解约的品牌商，闪电解约赢得无数网友好感，直播间观看人数迅速飙升，23 小时内韩束销售额突破 680 万元。此外，前述“微商时代”以及 2023 年韩束抖音短剧的快节奏打法，都能看出公司是一个能精准把握事件转折点且跟进动作快的企业。综上，公司选择走自己的路，稳定控价量产证明了公司出色的供应链能力；管理层的灵敏嗅觉及强大组织效率使其能够快速把握红利。

图43：公司始终将套盒定价为 399 元/套，控价能力强



资料来源：韩束天猫旗舰店

图44：韩束与舆论明星闪电解约赢得网友好感

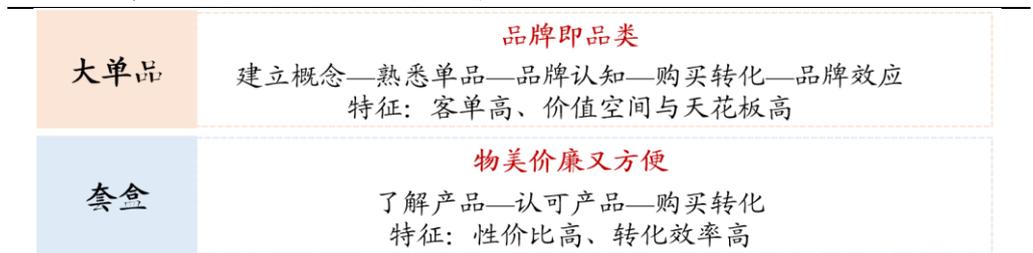


资料来源：澎湃新闻

### 4.3、发展持续性：大众市场天花板高，产品渠道多维发力高增望延续

**对比大单品与套盒打法：**产品与营销思路大不相同但各有千秋。2021 年以前社媒营销兴起给大单品的推广创造了条件，产品概念如“早 C 晚 A”或某种成分“A 醇”凭借营销手法实现指数型传播，赋有卖点的大单品随之出圈并在消费者心中形成特定的形象。即“概念”、“成分”出圈带动大单品，从而培养出用户对品牌的强心智，好比提到抗衰会想到“雅诗兰黛小棕瓶”等大单品；所以大单品的购买链路是从建立概念到认知品牌最后转化为购买，决策链路长但更有利于形成消费者认知并实现品牌效应的放大，其价值提升空间与天花板也更高。**对比套盒，**通常消费者对以售卖套盒为主的 **品牌心智并不强**，他们的消费特征通常是：购买力一般，比起精挑细选高客单的水乳面霜等，更愿意购买物美价廉又方便的护肤套组；因此套盒的购买链路是从产品直接形成购买，由于客单价低、抖音流量具有雪球效应，且对应的下沉消费市场庞大，理性消费趋势下，套盒的消费群体有望持续扩容。

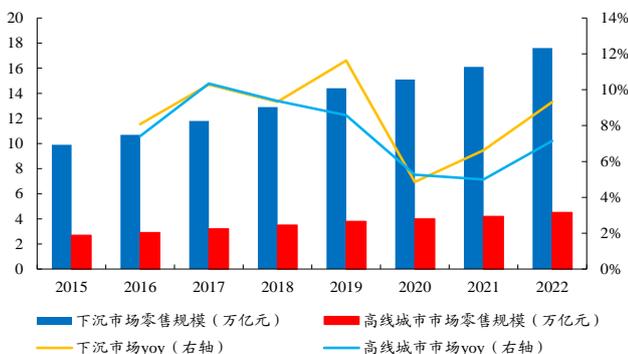
图45：大单品与套盒分别对应两条逻辑



资料来源：开源证券研究所

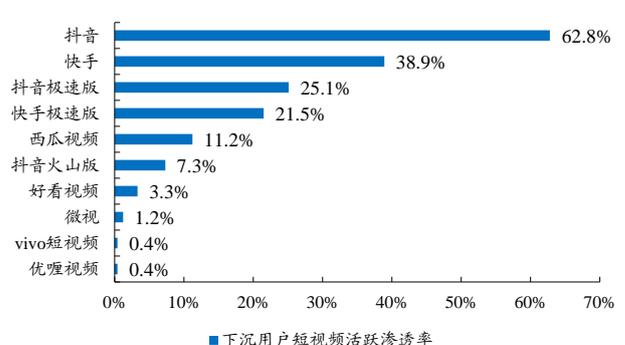
**下沉市场空间广阔：理性消费趋势下市场有望持续扩容。**韩束 2023 年抖音平台 GMV 达 33.4 亿元，占抖音+天猫+京东三大平台合计 GMV 的 82.1%。韩束抖音人群主要是 24-40 岁追求性价比的三四线城市女性，这一部分下沉用户基数庞大。根据增长黑盒数据，2015-2022 年下沉市场零售规模从 9.9 万亿元增长至 17.6 万亿元，而高线市场从 2.7 万亿元增长至 4.5 亿元，下沉市场体量与增速均高于高线市场。进一步观察下沉市场人群消费习惯，QuestMobile 数据显示下沉市场互联网用户规模与活跃度不断提升，以抖音系、快手系为主的平台聚集更多下沉用户流量。此外，根据久谦中台，2024 年一季度护肤套装销售额同比增长 8%，占比 30%，稳居细分品类份额第一，可以发现消费者购买高性价比护肤套组的需求较为旺盛，进一步佐证韩束面向的消费群体广阔且产品高度适配用户画像。

图46：下沉市场零售规模大且增速高



数据来源：国家统计局、商务部、沙利文、头豹研究院、增长黑盒、开源证券研究所

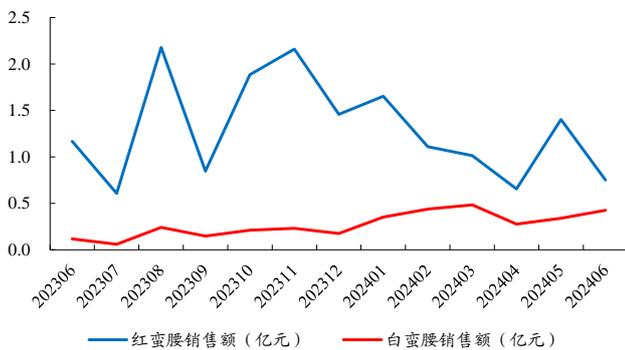
图47：下沉市场用户在抖音 APP 渗透率最高



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

深化大众护肤心智，差异化新品接力成长。公司计划分不同阶段主推韩束“蛮腰系列”，不同产品主打功效具备差异化。目前已在天猫旗舰店上线红蛮腰（抗皱抗糖）、白蛮腰（美白提亮）、蓝蛮腰（敏感修护）、黑蛮腰（紧致淡纹）四大产品，均为 399 元/套。红蛮腰体量较大，2024 年 4 月添加“环六肽-9”成分全新升级红蛮腰 2.0 版本；其余蛮腰系列产品接力成长，“白蛮腰”的美白定位与“红蛮腰”抗衰功效形成良好互补，借助韩束品牌势能在抖音逐渐起量，根据久谦数据，2024 年 6 月红蛮腰套盒销售 0.75 亿元，同时白蛮腰已达 0.43 亿元。此外，公司基于十年专研成分于 2024 年 4 月重磅推出韩束活肤水，采用无水配方、添加自研 Tiracle Pro 抗老成分和麦角硫因，成为稀缺功效大单品。综上，韩束作为集团核心主品牌 2023 年为公司贡献近 75% 的收入，“蛮腰系列”接力成长，储备大单品后续有望贡献业绩增量。

图48: 白蛮腰在抖音销售数据稳步增长



数据来源: 久谦、开源证券研究所

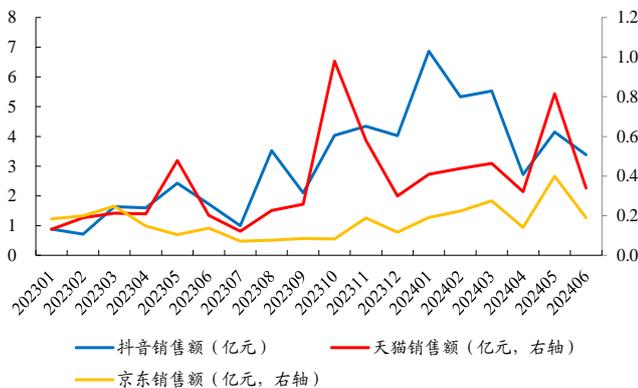
图49: 韩束重磅推出抗衰抗氧大单品“活肤水”



资料来源: 韩束 KANS 公众号

线上线下全渠道发力，韩束多维增长可期。过去韩束抖音自播贡献较大，2024 年以来从重抖音自播转向达播与自播协同，2024 年上半年韩束品牌自播 GMV 贡献率达 40.63%。同时公司计划加强在天猫渠道的运营投入，受益于抖音势能外溢叠加品牌势能提升，天猫实现快速增长。根据久谦数据，2024 年上半年韩束在天猫渠道销售额同比增长 96%，618 大促韩束在天猫实现同比增长 141%。此外，韩束宣布重新拥抱线下 CS 渠道，并官宣百强渠道专供新产品、新政策、新模式，春节期间 CS 专供系列在全国多地卖断货，终端市场反响热烈，未来有望承接线上溢出的流量。整体看，2024 年上半年韩束继续坐稳抖音美妆第一，抖音平台 GMV 已超 2023 年全周期。伴随天猫和线下渠道进一步深耕，有望实现多维度增长。

图50: 韩束天猫渠道销售受益抖音渠道外溢实现高增



数据来源: 久谦、开源证券研究所

图51: 上美股份重返线下 CS 渠道



资料来源: 化妆品报公众号

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

我们分品类、品牌对公司进行营收拆分，主要分为护肤、母婴护理和其他三大板块。

#### (一) 营收端假设

##### (1) 护肤类

**韩束：**韩束是公司核心品牌，品牌积淀深厚，培育有“红蛮腰套盒”、“白蛮腰套盒”、“活肤水”等核心产品，凭借产品高性价比与强运营能力在抖音维持亮眼表现。大众护肤市场空间广阔，韩束有望凭借积累的品牌效应和系统性的渠道打法持续抢占市场份额。我们预计 2024-2026 年韩束品牌收入增速分别为 97%/26%/18%。

**一叶子：**一叶子品牌早期定位植物护肤，后转型纯净美容，主推修护舒缓的“修色系列”，当前仍在调整阶段；同时公司计划发力一叶子洗护系列，将为品牌带来收入增量。伴随品牌定位逐渐调整完毕叠加韩束流量外溢，收入有望逐渐企稳。预计 2024-2026 年一叶子品牌收入增速分别为-30%/-10%/5%。

**其他护肤品牌：**主要包括安敏优等，增长较为稳健，预计增速为 17%/10%/8%。

##### (2) 母婴护理类

**红色小象：**红色小象为国货母婴护理龙头品牌，2023 年前营收下滑更多是公司策略偏重韩束所做的取舍，当前品牌负责人已更新为曾打造过韩束成功案例的罗总（后续负责红色小象品牌的产品和运营）。我们预计 2024-2026 年红色小象品牌收入增速分别为-3%/5%/10%。

**其他品牌：**其他母婴护理类品牌包括一页和安弥尔，一页贡献主要收入。一页是公司 2022 年中推出的中高端婴童护理品牌，2023 年收入增长迅速，达 498%，“医研共创”概念火热，未来有望维持较快增速。预计 2024-2026 年母婴护理品类其他品牌的增速分别为 120%/50%/20%。

##### (3) 其他品类

主要是洗护和彩妆品类，目前体量较小，考虑到公司重视洗护赛道，且功效洗护赛道需求旺盛，预计 2024-2026 年其他品类的增速为 25%/20%/15%。

表2：预计韩束品牌维持较快增长，一叶子与红色小象仍处于转型调整阶段，一页快速增长

(单位: 百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3619	2675	4191	7308	9098	10665
YOY	7%	-26%	57%	74%	24%	17%
护肤	2680	1945	3602	6519	8095	9503
YOY	4%	-27%	85%	81%	24%	17%
韩束	1631	1267	3090	6088	7671	9052
YOY	22%	-22%	144%	97%	26%	18%
一叶子	831	530	357	250	225	236
YOY	-18%	-36%	-33%	-30%	-10%	5%
其他护肤	218	148	155	181	199	215

(单位:百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
YOY	-8%	-32%	5%	17%	10%	8%
母婴护理	902	707	543	732	933	1082
YOY	17%	-22%	-23%	35%	28%	16%
红色小象	871	655	376	364	383	421
YOY	14%	-25%	-43%	-3%	5%	10%
其他母婴护理	31	52	167	367	551	661
YOY	429%	68%	223%	120%	50%	20%
其他品类	37	24	47	58	70	80
YOY	14%	-36%	95%	25%	20%	15%

数据来源:公司公告、开源证券研究所

## (二) 利润端假设

**毛利率:** 韩束品牌收入贡献占比提升带动公司综合毛利率上升,未来伴随韩束品牌势能持续提升、一页等高毛利品牌占比提高以及处于转型期的品牌调整完毕后,公司盈利水平有望持续向好。我们预计公司 2024-2026 年的综合毛利率分别为 73.9%/74.7%/75.2%。

**费用率:** (1) 销售费用率方面,2023 年公司加大抖音渠道投放力度,销售费用率迅速上升;伴随公司逐渐拓展推广费用更低的线下渠道、营收进一步扩大摊薄费用,销售费用率有望逐渐下降,我们预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 54.5%/54.3%/54.0%。(2) 管理费用率和研发费用率方面,伴随收入规模扩大预计费用率将会缓慢下滑,我们预计公司 2024-2026 年管理费用率和研发费用率分别为 3.4%/3.3%/3.3%和 2.3%/2.2%/2.1%。(3) 财务费用率预计将保持相对稳健。

**表3: 预计公司未来销售费用率摊薄下滑**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	43.4%	47.0%	53.5%	54.5%	54.3%	54.0%
管理费用率	7.2%	8.3%	5.0%	3.4%	3.3%	3.3%
研发费用率	2.9%	4.1%	3.0%	2.3%	2.2%	2.1%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%

数据来源:Wind、开源证券研究所

## 5.2、盈利预测与投资建议

上美股份是国内领先多品牌美妆集团，主品牌韩束 2024 年稳坐抖音美妆第一，盈利能力持续提升。复盘韩束在抖音起量的过程，我们发现韩束通过“打造定制短剧+自播间流量承接”的方式在抖音实现高增霸榜，本质是公司高效组织运营能力的体现。一方面，公司选择开辟属于自己的道路，韩束所选核心产品、价格定位及渠道打法均与主流国货美妆模式不同，但更适配韩束基因；另一方面，公司擅长“泰山压顶式”打法，运营节奏短平快，能够快速把握住红利。此外，公司产品性价比高适配需求韧性强、空间广阔的下沉市场，高度自产与强大的供应链体系为其控价量产提供稳定保障，伴随拓渠道、打造第二品牌增长曲线，未来可期。综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 73.08/90.98/106.65 亿元，归母净利润为 8.99/11.81/14.46 亿元，对应 EPS 为 2.26/2.97/3.63 元，当前股价对应 PE 为 19.7/15.0/12.2 倍。

我们选取美妆品牌方公司珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、丸美股份、巨子生物作为可比公司，2024 年可比公司平均估值水平为 PE 27.8X，上美股份估值水平为 PE 19.7X，当前估值具备性价比。

首次覆盖，给予“买入”评级。

**表4: 上美股份主品牌韩束势能强劲，未来产品+渠道+品牌多维发力成长，当前估值具备性价比**

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			归母净利润同比增速		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	—	437	110.09	3.93	4.86	5.90	28.0	22.7	18.7	30.5%	23.8%	21.3%
300957.SZ	贝泰妮	买入	264	62.42	2.36	2.99	3.71	26.4	20.9	16.8	32.1%	26.6%	24.0%
603983.SH	丸美股份	买入	116	28.81	0.94	1.21	1.51	30.6	23.8	19.1	44.6%	29.0%	24.9%
2367.HK	巨子生物	买入	649	51.23	1.96	2.46	2.95	26.1	20.8	17.4	38.6%	25.7%	20.0%
<b>可比公司平均值</b>								27.8	22.0	18.0			
2145.HK	上美股份	买入	177	44.43	2.26	2.97	3.63	19.7	15.0	12.2	94.9%	31.4%	22.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期和汇率日期为 2024/10/4，港股收盘价、市值换算取 1 港元=0.90 元；贝泰妮、丸美股份、巨子生物 EPS 均采用开源证券最新预测数据，珀莱雅 EPS 采用 Wind 一致预期）

## 6、风险提示

**居民消费意愿下行：**消费不景气将对行业景气度及公司产品销售产生影响；

**新渠道拓展不及预期：**若公司拓展天猫及线下渠道不及预期将对销售产生影响；

**品牌培育不及预期：**公司多个品牌处于培育期或转型期，培育不及预期将影响盈利。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2,252	2,078	3,212	4,386	5,874
现金	1,148	698	1,379	2,204	3,336
应收账款	374	321	560	697	818
存货	518	511	621	728	853
其他流动资产	212	549	651	757	867
<b>非流动资产</b>	894	1,051	1,114	1,184	1,256
固定资产及在建工程	601	594	658	728	800
无形资产及其他长期资产	292	456	456	456	456
<b>资产总计</b>	3,146	3,129	4,325	5,570	7,130
<b>流动负债</b>	1,314	1,051	1,280	1,429	1,517
短期借款	590	100	100	100	100
应付账款	424	519	731	801	832
其他流动负债	299	433	449	529	585
<b>非流动负债</b>	125	48	126	39	65
长期借款	60	0	0	0	0
其他非流动负债	65	48	126	39	65
<b>负债合计</b>	1,439	1,100	1,406	1,469	1,582
股本	397	398	398	398	398
储备	1,316	1,623	2,522	3,703	5,149
归母所有者权益	1,705	2,009	2,907	4,086	5,529
少数股东权益	2	20	13	15	18
<b>负债和股东权益总计</b>	3,146	3,129	4,325	5,570	7,130

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	37	746	1610	1781	2112
税前利润	147	461	899	1181	1446
折旧和摊销	94	101	99	110	122
营运资本变动	(258)	69	496	374	428
其他	54	116	116	116	116
<b>投资活动现金流</b>	(67)	(457)	(175)	(202)	(226)
资本开支	(60)	(88)	(110)	(136)	(160)
其他	(7)	(369)	(66)	(66)	(66)
<b>融资活动现金流</b>	1028	(737)	(755)	(755)	(755)
股权融资	808	18	0	0	0
银行借款	434	(579)	(579)	(579)	(579)
其他	(214)	(176)	(176)	(176)	(176)
汇率变动对现金的影响	5	(1)	1	1	1
<b>现金净增加额</b>	1003	(450)	681	825	1132
<b>期末现金总额</b>	1148	698	1379	2204	3336

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,675	4,191	7,308	9,098	10,665
营业成本	(976)	(1,171)	(1,904)	(2,303)	(2,649)
营业费用	(1,258)	(2,240)	(3,983)	(4,940)	(5,759)
管理费用	(223)	(210)	(248)	(300)	(352)
其他收入/费用	(117)	(138)	(168)	(200)	(224)
<b>营业利润</b>	101	432	1,005	1,354	1,681
净财务收入/费用	(20)	(7)	(37)	(45)	(53)
其他利润	72	134	115	115	115
除税前利润	154	559	1,083	1,423	1,742
所得税	17	98	184	242	296
少数股东损益	(10)	1	0	0	0
<b>归母净利润</b>	147	461	899	1,181	1,446
EBITDA	262	578	1,035	1,337	1,621
<b>扣非后净利润</b>	147	461	899	1,181	1,446
EPS(元)	0.37	1.16	2.26	2.97	3.63

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	(26)	57	74	24	17
营业利润(%)	(72)	326	133	35	24
归属于母公司净利润(%)	(57)	213	95	31	22
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	63.5	72.1	73.9	74.7	75.2
净利率(%)	5.1	11.0	12.3	13.0	13.6
ROE(%)	8.6	23.0	30.9	28.9	26.2
ROIC(%)	8.4	20.7	35.1	32.8	29.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46	35	32	26	22
净负债比率(%)	(29)	(30)	(44)	(51)	(59)
流动比率	1.7	2.0	2.5	3.1	3.9
速动比率	1.3	1.5	2.0	2.6	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.3	2.0	1.8	1.7
应收账款周转率	7.1	12.1	16.6	14.5	14.1
应付账款周转率	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
存货周转率	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.4	1.2	2.3	3.0	3.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	1.9	4.0	4.5	5.3
每股净资产(最新摊薄)	4.3	5.0	7.3	10.3	13.9
<b>估值比率</b>					
P/E	120.2	38.3	19.7	15.0	12.2
P/B	10.4	8.8	6.1	4.3	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn