



## 上美股份 (2145.HK): 多品牌、多渠道、多系列延续主品牌的强势增长

上美股份是国内领先的化妆品企业之一。公司旗下的韩束品牌根据品牌特性主攻抖音渠道，自 2023 年 8 月起连续 14 个月成为抖音渠道 GMV 第一的美妆品牌。上美股份长期践行多品牌策略，多个品牌有望在调整和爬坡期后快速增长。我们认为，在公司多渠道、多品牌、多系列的建设下，公司持续深耕下沉市场，带来未来持续增长动力。我们首次覆盖上美股份，给予“买入”评级，目标价 44.0 港元，潜在升幅 41.9%。

- 践行多品牌战略的领先国产企业：**上美集团成立近 20 年，目前主要收入来自韩束品牌，不过公司长期以来也践行多品牌战略，旗下品牌涵盖护肤品、洗护以及母婴产品三个赛道，价格带也覆盖从大众到高端的各层消费者需求。自 2023 年韩束品牌在抖音迅速崛起，品牌已连续 14 个月成为抖音第一的美妆品牌，带动公司收入的快速增长。子品牌方面，公司旗下的母婴品牌红色小象以及护肤品品牌一叶子仍处于调整阶段，而 2022 年推出的新品牌“newpage 一页”则凭借较强的科技力、明星背书，主攻敏感肌婴童护肤赛道，实现较快增长，成为公司高速增长新动能。
- 匹配品牌特性，抓住渠道红利：**我们认为，韩束在抖音平台的成功并不仅仅是因为公司抓住了抖音电商快速增长的红利，更多的是由于：(1) 根据消费者画像选择主营平台：韩束品牌的消费者画像（大部分是 18-34 岁在 3 线以下城市的消费者）与抖音平台的用户画像基本相符；(2) 借助短剧红利重回大众视野：2023 年韩束品牌与多位抖音短剧创作达人合作，利用嵌入剧情的产品营销提高品牌知名度，利用闭环式销售场景带动销量提升；(3) 套装产品匹配消费趋势：公司以套装方式进行产品销售与营销，符合平台和短剧观众的消费习惯和需求。
- 长期的增长能否持续？**尽管韩束达成了超预期的抖音连冠成绩，但是市场对于单一渠道、单一品牌、单一系列以及其长期延续低价策略是否能支持公司收入和利润的长期增长有一定怀疑。我们认为公司现有战略以及发展策略将助力公司实现长期增长：(1) 主要渠道（抖音）的用户与品牌消费者画像相匹配，同时公司也在不断拓展淘天及线下渠道；(2) 践行“2+2+2”的多品牌策略，并开发多系列产品；(3) 坚定利用低价策略发展规模大、增长快的下沉市场；(4) 通过系列和品牌升级带动利润水平的提升。
- 估值与评级：**目前韩束品牌是公司收入的主要动力。公司深耕规模庞大的下沉市场，通过构建新系列带动价格带的提升，进一步打开韩束品牌收入的上升空间。同时公司践行多品牌策略，有望构建第二增长曲线。我们首次覆盖上美股份，给予“买入”评级。根据 15x 2025 PE（相对国产化妆品龙头珀莱雅 20% 的折价）得到目标价 44 港元。
- 投资风险：**整体化妆品行业需求继续放缓；下沉市场消费意愿下降；渠道拓展不及预期，新品推出不及预期。

桑若楠

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闲嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

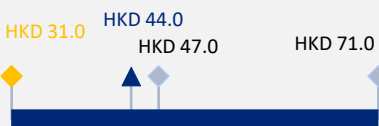
2024 年 11 月 20 日

### 评级

**买入**

目标价(港元)	44.0
潜在升幅/降幅	+41.9%
目前股价(港元)	31.0
52 周内股价区间(港元)	18.8-57.0
总市值(十亿港元)	12,593
近 3 月日均成交额(百万港元)	18.0

### 市场预期区间

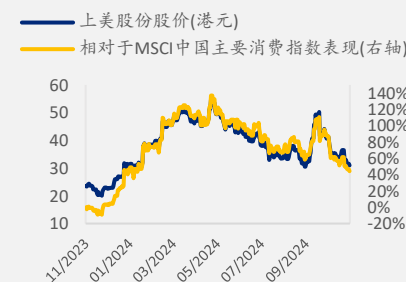


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

截至 2024 年 11 月 18 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

上美股份 (2145.HK)



图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,675	4,191	7,031	8,550	10,504
同比变动 (%)	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
股东应占净利	147	461	792	1,092	1,430
同比变动 (%)	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%
PE (x)	75.4	24.7	14.4	10.4	8.0
ROE (%)	11.1%	24.7%	37.4%	46.9%	54.9%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

# 目录

多品牌战略的践行者 .....	6
匹配品牌特性，抓紧渠道趋势崛起 .....	12
公司持续增长的可能性 .....	17
盈利预测 .....	24
目标价与估值 .....	28
投资风险 .....	28
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	31
公司背景 .....	32
财务报表 .....	36

## 财务报表分析与预测 - 上美股份

### 利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,675	4,191	7,031	8,550	10,504
同比	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
销售成本	-976	-1,171	-1,824	-2,189	-2,658
毛利	1,700	3,019	5,207	6,361	7,846
毛利率	63.5%	72.1%	74.1%	74.4%	74.7%
销售费用	-1,258	-2,240	-3,991	-4,701	-5,662
管理费用	-223	-210	-229	-290	-382
研发费用	-110	-126	-176	-222	-284
核心经营溢利	108	444	812	1,148	1,518
经营利润率	4.0%	10.6%	11.5%	13.4%	14.5%
其他经营收入和损失	83	100	149	179	220
经营溢利	192	544	960	1,327	1,738
净融资成本	-20	-7	-3	-4	-2
其他	-18	22	10	10	10
税前溢利	154	559	967	1,333	1,746
所得税开支	-17	-98	-174	-240	-314
所得税率	11.1%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	-10	1	1	1	2
归母净利润	147	461	792	1,092	1,430
归母净利率	5.5%	11.0%	11.3%	12.8%	13.6%
同比	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%

### 资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	601	594	592	590	588
使用权资产	144	131	118	107	98
投资资产	9	8	8	8	8
预付款	17	19	19	19	19
投资附属公司	2	64	60	60	60
金融资产损益	0	101	101	101	101
递延税资产	101	113	113	113	113
其他	19	20	21	21	22
非流动资产	894	1,051	1,031	1,019	1,009
存货	518	511	800	959	1,165
应收贸易款项	374	321	796	1,032	1,337
预付款	201	332	300	300	300
金融资产	0	217	217	217	217
现金及等同现金项目	1,159	698	632	732	854
其他	0	0	0	0	0
流动资产	2,252	2,078	2,744	3,241	3,873
应付贸易款项	424	519	1,023	1,268	1,582
银行贷款	590	100	130	130	130
其他应付款项及应计费用	236	267	200	200	200
租赁负债	27	30	30	30	30
应付税款	37	136	136	136	136
其他	0	0	0	0	0
流动负债	1,314	1,051	1,519	1,764	2,078
租赁负债	51	36	36	36	36
银行贷款	60	0	0	0	0
其他应付款项	14	12	12	12	12
非流动负债	125	48	48	48	48
股本	397	398	398	398	398
储备	1,308	1,611	1,790	2,028	2,334
非控制性权益	2	20	21	22	24
权益	1,707	2,029	2,209	2,448	2,756

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	154	559	967	1,333	1,746
减值	46	11	10	10	10
折旧	83	80	77	0	0
摊销	2	2	2	0	0
融资开支净额	20	7	3	4	2
存货减少/(增加)	70	-19	-289	-160	-206
应收贸易款项(增加)/减少	-12	70	-474	-237	-304
其他应收款项减少/(增加)	-3	-138	32	0	0
应付贸易款项(减少)/增加	-140	94	505	244	315
其他应付款项及应计费用增加	-160	50	-67	0	0
已付所得税	-21	-5	-174	-240	-314
其他	-1	34	30	106	105
经营活动所得(所用)现金净额	37	746	621	1,061	1,353
购入物业、机器及设备	-54	-88	-74	-74	-74
卖出物业、机器及设备	5	4	0	0	0
购入无形资产	-5	0	-3	-3	-3
投资/卖出联营或附属机构	-1	-71	0	0	0
购入金融资产	-11	-302	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-67	-457	-73	-77	-77
股份发行	808	18	0	0	0
股东注资	8	19	0	0	0
借款	460	-550	30	0	0
已付股利	-200	-179	-634	-874	-1,144
已付利息	-20	-16	-10	-10	-10
其他	-28	-28	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	1,028	-737	-613	-884	-1,154
现金及现金等价物变动	998	-449	-65	100	122
于年初的现金及现金等价物	145	1,148	697	632	732
现金及现金等价物汇兑差额	5	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,148	697	632	732	854

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.38	1.16	1.99	2.75	3.60
每股销售额	7.41	10.53	17.67	21.48	26.39
每股股息	0.25	0.95	1.59	2.20	2.87
<b>同比变动</b>					
收入	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
核心经营溢利	-74.3%	309.8%	82.9%	41.5%	32.2%
归母净利润	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	63.5%	72.1%	74.1%	74.4%	74.7%
经营利润率	4.0%	10.6%	11.5%	13.4%	14.5%
归母净利率	5.5%	11.0%	11.3%	12.8%	13.6%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.1%	24.7%	37.4%	46.9%	54.9%
平均资产回报率	4.7%	14.7%	22.9%	27.2%	31.3%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	213.1	160.3	160.0	160.0	160.0
应收账款周转天数	78.4	56.9	56.9	56.9	56.9
应付账款周转天数	246.9	244.8	244.8	244.8	244.8
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	1.7	2.0	1.8	1.8	1.9
速动比率(x)	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3
现金比率(x)	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4
负债/权益(%)	84.3%	54.2%	71.0%	74.0%	77.2%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	75.4	24.7	14.4	10.4	8.0
市销率(x)	3.9	2.7	1.6	1.3	1.1
股息率	0.9%	3.3%	5.6%	7.7%	10.0%

# 上美股份(2145.HK): 多品牌、多渠道、多系列延续主品牌的强势增长

上海上美化妆品股份有限公司（上美股份）的创始人吕义雄自 2002 年开始从事化妆品行业，并于 2003 年创立集团第一个自主品牌——韩束。集团旗下品牌韩束及一叶子精准把握多个时代主流渠道红利，利用多种营销活动打响品牌名号，成为行业内领先化妆品品牌。

公司在创立初期，以韩束品牌的线下渠道直销为主，后续通过电视购物、微商以及提早入驻淘宝，在各个渠道均颇有建树。营销方面，公司以签约代言人、冠名电视节目等方式提高品牌声量。

自 2023 年起，韩束凭借着对抖音平台规则、消费者画像匹配以及创新营销方式的深入了解，在抖音渠道大举发力，实现了高速增长。自 2023 年 8 月起，连续 14 个月成为抖音平台 GMV 第一护肤品品牌。

短期内单品牌、单渠道的高速增长让市场在认可韩束凭借抖音平台实现快速增长的实力的同时，也对这样的高速增长是否可以持续持怀疑态度。市场疑虑主要集中在渠道的依赖性、品牌的单一性、以及低价策略的延续性。在本文中，我们将分析市场对公司的几点顾虑，讨论韩束以及公司持续增长的可能性以及业绩的稳定性，进而确认上美股份长期的投资可能。

## 多品牌战略的践行者

上美股份践行多品牌战略。公司践行着“2+2+2 战略”，利用 2 大护肤百亿品牌、2 大母婴强势品牌，以及 2 大洗护超级品牌，品牌定位由大众延展至高端，提升上美多品牌、多赛道、多价格带在多受众人群中的影响力。

图表 2：上美股份品牌矩阵

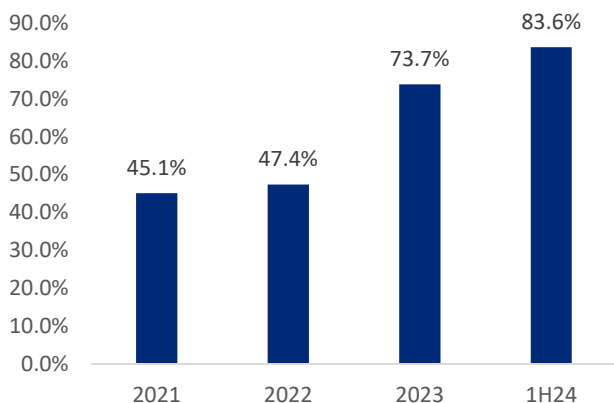
	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护
luxury 高端	TAZU ▲		
mid-to-high 中高端	安敏优 ARMIYO	asнами NEW PAGE 一页	KYOCIA 2032 AVENUE ▲
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象	韩束洗护 一叶子洗护

▲ 待推出品牌 ◆ 参股品牌

资料来源：公司资料、浦银国际

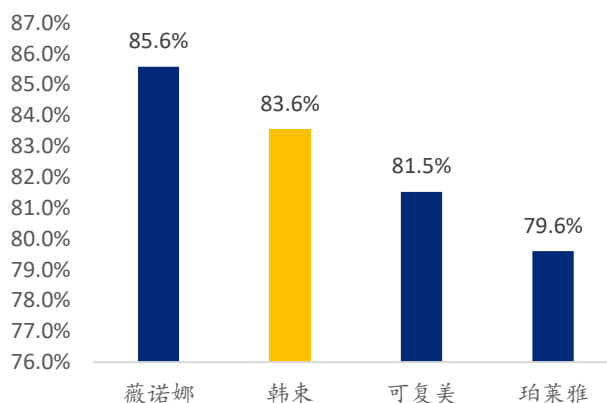
标志性品牌韩束的收入贡献率较高。截至 2024 年上半年，韩束品牌对公司的收入贡献达到 83.6%，相较同业，单一品牌的集中度较高。

图表 3：上美股份收入中韩束的贡献，2021-1H24



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：主要国产品牌主品牌收入贡献对比，1H24



资料来源：公司数据、浦银国际



## ● 韩束：主品牌奠定集团发展基础

韩束自成立之初就成为公司探索市场的主要品牌。从建立自主生产工厂到开设自研机构，公司一步一步地夯实韩束在中国化妆品市场中的竞争力。根据 Euromonitor 数据，韩束在 2015 年已跻身中国国产化妆品品牌前十，并于 2023 年在中国化妆品市场以 1.1% 的占有率，成为第五大中国护肤品品牌。

韩束扎根线下渠道多年，拥有深厚的线下门店运营和营销经验。韩束品牌的线下门店数量曾一度超 17,000 家，大规模线下门店的成功体现了韩束对线下消费者需求，门店体系以及运营的成熟认知。

在电视媒体时代，韩束熟练运用传统广告方式，签约代言人、冠名综艺、电视剧和投资电视广告，为韩束打响名号。同时韩束也通过电视购物、微商渠道进行宣传和销售，自 2014 年起进一步拓展这两个渠道，获得较好的销售业绩。

图表 5：韩束早期代言人：林志玲



资料来源：凤凰网、浦银国际

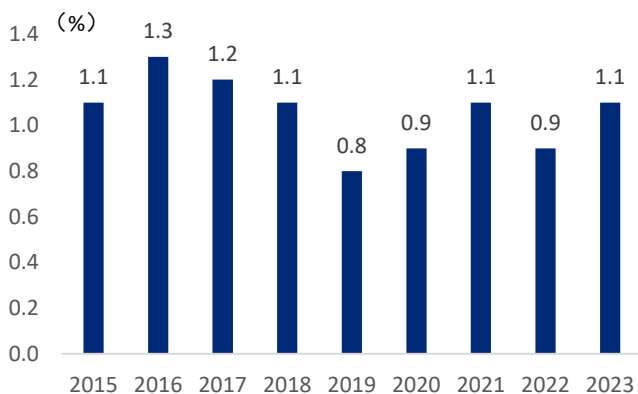
图表 6：韩束冠名《非诚勿扰》



资料来源：上美股份官网、浦银国际

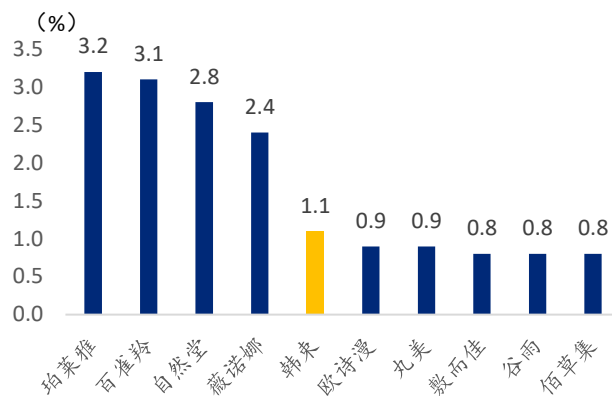
韩束品牌受多种因素影响一度增长乏力。尽管韩束是第一批入驻淘宝的化妆品品牌，并多次位居淘宝美妆榜单第一，但由于品牌形象老化、转型困难、市场竞争加剧等问题，韩束自 2018 年起发展放缓，难以跟上竞品公司的快速发展步伐，市场占有率 2019 年跌至 0.8%。

图表 7：韩束品牌的市场占有率，2015-2023



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 8：国产护肤品品十大品牌市占率，2023

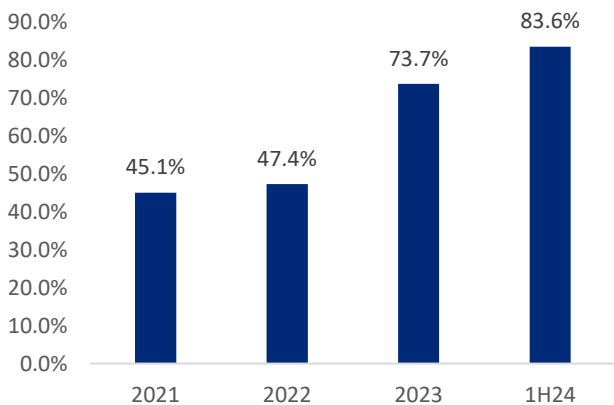


资料来源：Euromonitor、浦银国际

借助在抖音渠道的精准布局，韩束品牌开启了在抖音渠道的领先之旅。韩束以自播达播配合，结合套盒销售的方式，自2023年8月起，连续14个月霸榜抖音美妆榜第一，更是在2024年上半年，成为全平台线上销售额第五的品牌。

2024年上半年，韩束品牌仍是公司最主要的收入来源，占公司整体收入的83.6%。随着品牌的热度提升，韩束的收入占比持续提升。

图表 9：韩束对公司整体的收入贡献



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 10：2024年上半年线上化妆品 GMV 前十品牌

排名	品牌	GMV (人民币亿元)	GMV 同比增
1	欧莱雅	63.5	23.2%
2	珀莱雅	56.2	87.0%
3	兰蔻	49.3	41.3%
4	雅诗兰	44.8	37.9%
5	韩束	43.2	222.8%
6	海蓝之	28.8	43.5%
7	玉兰油	27.5	25.0%
8	SK-II	26.4	28.9%
9	赫莲娜	24.4	52.6%
10	后	22.8	70.5%

资料来源：青眼情报、浦银国际



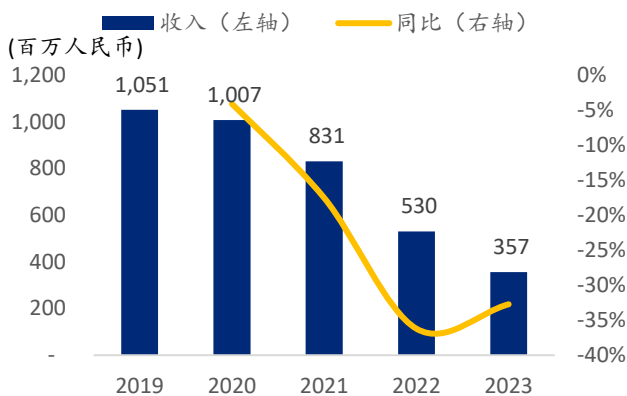
## ● 多个子品牌仍处于培育或转型过程中

除韩束主品牌外，上美股份长期践行多品牌战略，产品覆盖包含护肤品、母婴、洗护三大赛道。旗下子品牌中，一叶子、红色小象、newpage 一页三大主要品牌发展较好，对公司的收入贡献均接近 5%。

- (1) **一叶子**：一叶子曾经是国产面膜巨头，在转型至清洁化妆品品牌的过程中遇到一定阻力，收入规模自 2019 年的 10 亿元下降至 2023 年的 3.6 亿元。

令人期待的是，2024 年 8 月上美与拥有丰富电商渠道与化妆品品牌打造经验的杭州芒垦一同成立合资公司，我们认为这有助于提高一叶子品牌的品牌运营效率和销量。

图表 11：一叶子收入及同比增速，2019-2023



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 12：一叶子双修系列产品



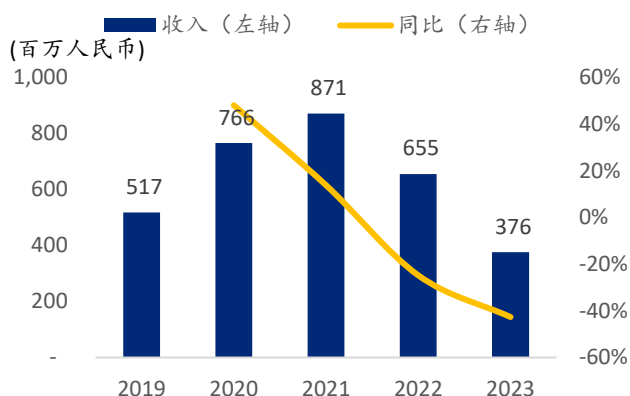
资料来源：上美股份官网、浦银国际

- (2) **红色小象**：红色小象是公司在 2015 年创建的全品类母婴品牌，在 2019 年成为中国母婴护理品市场的第一品牌。红色小象覆盖从儿童护肤、洗浴、驱蚊、日常清洁到妈妈护肤等的产品品类。

近两年，红色小象陷入负增长困境，在 2023 年仅录得 3.8 亿元的收入。红色小象的产品策略经历多次调整，公司对营销策略、产品品类等均进行了更新，取得成效。品牌新推出的儿童彩妆也获得了消费者的喜爱。

2024 年上半年，红色小象收入为 1.7 亿元，相较 2023 年同期下降 8%，收入占比更是缩窄至 5%。我们认为这主要是由于调整尚未完全落实，调整效果仍待未来展现。

图表 13：红色小象收入及同比增速，2019-2023



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 14：红色小象多效霜



资料来源：上美股份官网、浦银国际

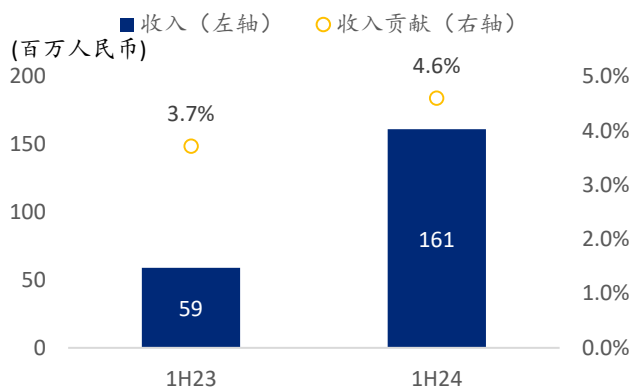
(3) **newpage 一页**：“newpage 一页”是上美股份在 2022 年推出的母婴品牌，专注婴童敏感肌护理。品牌拥有明星妈妈章子怡、育儿专家崔玉涛以及科学家黄虎联合背书，采用“医研共创”的模式，打造具备科技性的品牌调性。

newpage 一页的产品类别覆盖了护肤、洗护以及日常清洁，并根据婴童年龄段，将产品细分为新生儿、婴童以及儿童三类，更精确地通过不同配方服务不同年龄段的护肤需求。

在红色小象收入放缓时，newpage 一页接替支撑了母婴板块的快速增长。2024 年上半年，newpage 一页在抖音、天猫、京东渠道的 GMV 均实现同比增长超 100%，并在线下拓展，与超过 6000 家母婴店达成合作。

2024 年上半年，newpage 一页收入为 1.6 亿元，同比增长超 170%，收入贡献达到 4.6%。我们认为，newpage 一页在较高的明星曝光度以及科学家与育儿专家的科研支持下，是当前公司子品牌最大的增长助力。

图表 15: newpage 一页收入及同比增速, 1H23-1H24



资料来源: 公司数据、浦银国际

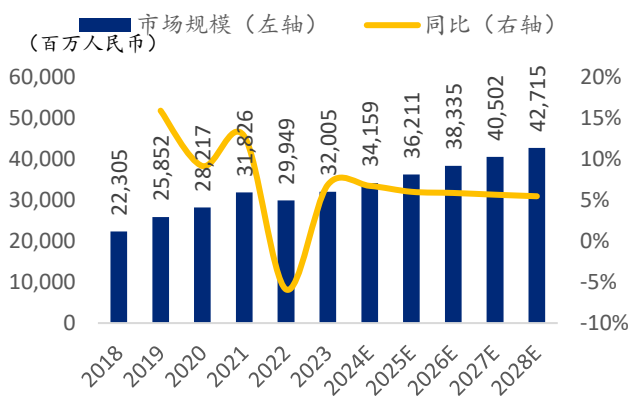
图表 16: newpage 一页产品线



资料来源: 上美股份官网、浦银国际

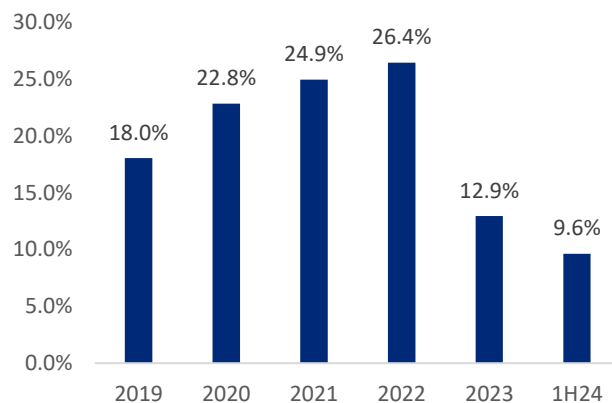
值得关注的是, 护肤品企业在主品牌外均会尝试开拓新赛道和新品牌, 但却鲜有公司涉足母婴板块。根据 Euromonitor 预测, 中国婴童护肤规模将在 2024-2028 年间复合增长 5.9% 达到 427 亿元, 增速高于护肤品 (4.6%)。我们认为, 上美以红色小象和 newpage 一页这两个母婴护肤品品牌在母婴赛道的布局, 将为上美带来别样的增长动能。尽管受到韩束业绩大幅提升的影响, 截至 2024 年上半年, 公司母婴板块收入占公司收入比重仍然接近 10%。

图表 17: 中国婴童护肤市场规模, 2018-2028E



E=Euromonitor 预测; 资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 18: 上美股份母婴产品收入贡献, 2019-1H24



资料来源: 公司数据、浦银国际

尽管公司的多品牌产品矩阵尚未完全成型, 但是公司对于建成矩阵的决心较强, 覆盖品类、价格带逐渐完善。其中, 除新品牌 newpage 一页仍处于爬坡期外, 老品牌一叶子以及红色小象也在进行系统性的产品和策略调整, 公司预期再次将品牌引向正向增长。

## 匹配品牌特性，抓紧渠道趋势崛起

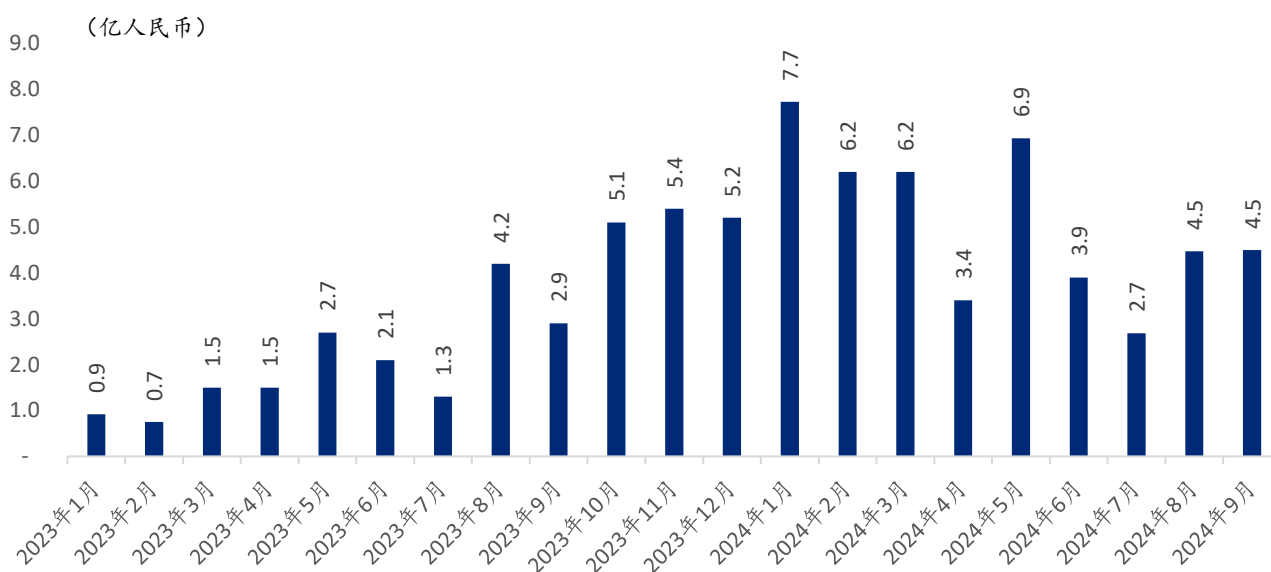
韩束的再度成功得益于公司调性与当下消费趋势的高度吻合，以及销售渠道上的专注。公司先于同业大举布局以抖音为首的直播电商，其品牌定位和产品架构适配于当下的消费趋势和平台特点。

2023 年起，美妆销售转弱，淘系平台化妆品销售面临挑战，国际品牌销售也遇冷。不过，抖音平台上的国产化妆品品牌表现仍旧强劲。在 2023 年美妆销售转弱的大背景下，不论是淘系平台或是外资美妆的销售都面临挑战，但抖音平台和国产品牌在 2023 年表现仍旧强劲，提供了快速的增长动力。

我们认为韩束的成功不仅是因为站在了抖音爆发的风口上，而是在风口爆发前，韩束已在直播电商平台提前布局，进行了销售模式的验证和沉淀。

上美早在 2019 年就开始布局直播电商，在 2021 年建立起独立的直播部门负责抖音快手的销售业务。从韩束抖音的销售数据来看，韩束品牌经历了缓慢爬坡和快速攀升两个阶段，才霸榜美妆榜第一。

图表 19：韩束月度销售 GMV



资料来源：青眼情报、浦银国际

我们认为，韩束在抖音平台上的成功主要取决于以下 3 点：

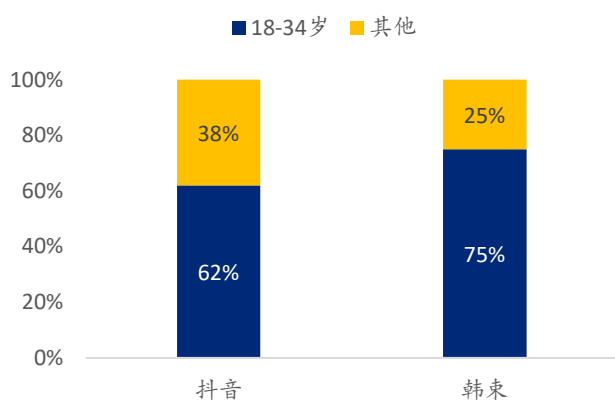
- (1) 根据消费者画像选择主营平台；
- (2) 借助短剧红利重回大众视野；
- (3) 套装产品匹配消费趋势。

## (1) 主要线上平台表现与消费者画像相符

不同于国产化妆品竞品以淘天作为主要的线上销售平台，韩束以抖音为主的兴趣电商平台作为主战场。根据我们的调研，抖音销售对公司收入的贡献在 6 成左右。我们认为这是韩束将自身消费者画像与平台用户画像进行匹配的结果，也让韩束在抖音商城的销售如鱼得水。

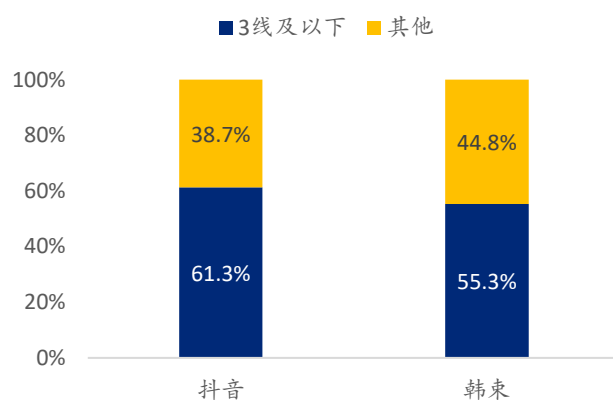
根据青眼情报数据，在韩束的消费者中，18-34 岁消费者占比超 75%，三四线城市占比为 55.3%。根据 MobTech 以及抖音数据的用户画像，抖音用户中 18-34 岁的用户占比为 62%，按城市层级来看，3 线以下城市占比为 61.3%，与韩束的消费者画像基本相符合。

图表 20：韩束与抖音消费者画像，按年龄分布



注：抖音数据截至 2023 年，韩束数据截至 2024 年 2 月  
资料来源：抖音、青眼报告、浦银国际

图表 21：韩束与抖音消费者画像，按城市分布



注：抖音截至 2023 年 6 月，韩束数据截至 2024 年 2 月  
资料来源：MobTech、青眼报告、浦银国际

## (2) 短剧红利

韩束曾因品牌老化和化妆品市场竞争加剧而落后于竞争对手。而得益于短剧营销的爆红，韩束重新得到消费者的关注。公司从 2023 年 2 月起开始定制短剧营销，在 2023 年全年共与 6 名抖音达人合作超过 22 部短剧，播放量超 70 亿。

图表 22：韩束 2023 年合作短剧

合作达人	短剧名称	开播时间
姜十七	以成长来装束	2月28日
姜十七	心动不止一刻	4月2日
姜十七	一束阳光一束爱	5月19日
秦苒	那束照耀你的光	6月6日
林鸽	十二页	6月22日
秦苒	与光同行	7月14日
姜十七	全是爱与你	7月16日
林鸽	后来	7月25日
秦苒	心跳玩家	8月10日
姜十七	你终将会红	8月21日
林鸽	别来无恙	9月9日
秦苒	当地闪耀时	9月14日
魔女月野	乌龙罗曼史	9月21日
糖一	猫先生的攻略日记	10月7日
魔女月野	这一次恋爱吧	10月18日
林鸽	回不去的从前	10月20日
秦苒	璀璨人生	10月22日
秦苒	爱的节拍	11月23日
莫邪	三十而悦	11月23日
林鸽	被偷走的时光	12月1日
林鸽	无法攻略的她	12月20日
莫邪	心动同居	12月23日

资料来源：蝉妈妈、浦银国际

整体来看，韩束之所以能够通过短剧软性植入，成功地为产品引流主要得益于以下三点：

- 短剧以及合作达人的受众与品牌消费者画像一致：**根据宏盟媒体 COE 数据显示，2023 年短剧用户以年轻人为主，尤其是女性，80 后以及更年轻的群体占比超 6 成，与韩束品牌的消费者画像基本匹配；
- 定制剧情自然介绍贴合品牌和产品特点：**短剧的故事情节紧凑，剧情会快速反转，让观众对剧情更加专注，因此也更容易接受植入的产品。韩束利用定制剧情将韩束产品作为推动剧情的道具，自然融入到故事情节中，让观众直观地了解到产品的优点和用法；
- 搭建短剧到交易的销售闭环：**品牌在达人短剧下添加商品链接，方便观众进行购买，并通过邀请短剧主演进行品牌专场直播实现粉丝效应的联动，提升购买体验。



图表 23：姜十七短剧中嵌入韩束产品广告



资料来源：抖音、浦银国际

图表 24：姜十七在韩束直播间带货



资料来源：抖音、浦银国际

随着韩束借助短剧迅速获得成功，更多的竞争对手也布局了这一宣传途径。平台上利用短剧植入越来越多，但是观众人数却相对固定，令短剧的投资回报率相比以往有明显的下降。因此，韩束在 2024 年相比上一年减少了短剧的投资，更专心打造品牌形象，支持直播间的建立。

### (3) 套装产品匹配渠道特点

对韩束品牌来说，最畅销的产品向来不是某一款单品，而是产品套装。从韩束产品在抖音的销量来看，韩束红蛮腰套装是销量最高的产品，售价 399 元，含有包括爽肤水、乳液、眼霜、面霜和洁面，并赠送包括正装爽肤水、乳液、眼霜等在内产品，共 15 件产品。

考虑到目标人群的购买力和抖音使用者的购买力，韩束在抖音上以套装方式进行推广，以低价策略抢占消费者心智，提供高性价比。

我们认为这样的售价符合下沉市场消费者的需求，同时也具有竞争力。例如，同样主打保湿抗衰功效的珀莱雅主推单品红宝石面霜单价超过 200 元、红宝石系列的套装价格接近 700 元，而韩束套装价格仅为 399 元。

图表 25：韩束红蛮腰套装价格

韩束多肽胶原挚享礼盒  
洁面100g+水100ml+乳100ml+精华30ml+面霜50g

金瓶奖  
99%认可  
改善皱纹

买即赠

至高到手15件

到手价 ¥399

资料来源：韩束天猫旗舰店、浦银国际

图表 26：珀莱雅红宝石套装价格

PROYA | 天猫双11

¥0.01锁定会员确权礼  
\*礼赠不可指定，随机发货

买1套送1套量 至高到手14件

预售加赠

到手价 ¥679

水120ml+乳120ml+滋润霜3.0/50g

资料来源：珀莱雅天猫旗舰店、浦银国际

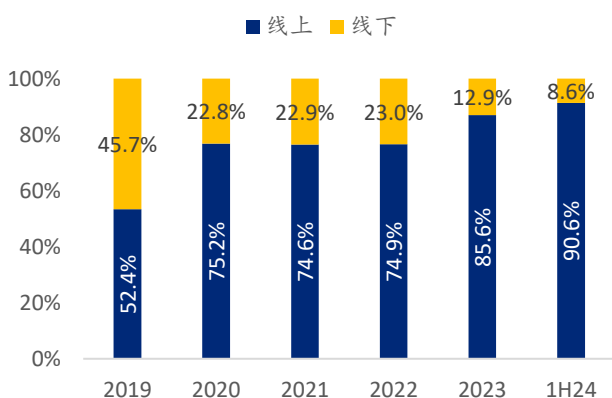
## 公司持续增长的可能性

尽管韩束在过去数月交出了超出市场预期的收入增长的答卷，但是市场仍对韩束品牌以及上美长期增长的稳定性存疑。市场主要对公司当下对于单一渠道、单一品牌、单一系列的依赖以及长期坚持低价策略的可持续性抱有一定的怀疑。我们认为，针对上述问题，公司均已采取措施改善现状，可有效推动公司长期的稳定增长。

我们认为市场对于上美的质疑主要可以归纳为以下三点：

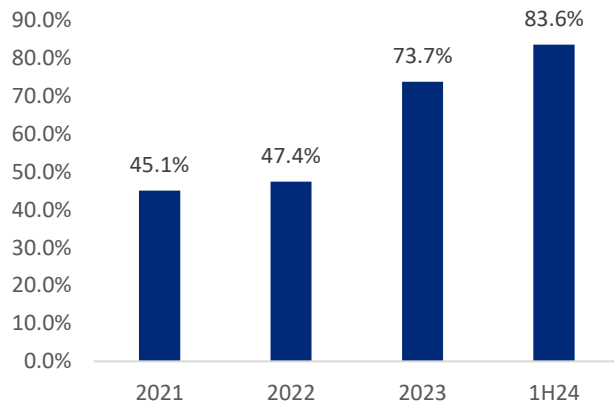
- 1. 渠道上的“偏科”：**目前上美的最大销售额贡献来自抖音渠道。从销售渠道来看，2024年上半年上美的线上和线下销售额占比分别为90.6%和8.6%，而线上销售中，约6成来自抖音渠道，淘天的比例仅为10%。因此，市场质疑公司在抖音渠道外的其他渠道的运作能力，同时也担忧如果抖音渠道的增速放缓可能会对公司的营收表现产生较大影响。
- 2. 高度依赖单品牌、单一系列：**2024上半年，韩束品牌贡献了公司接近84%的收入，这其中红蛮腰系列更是占整体韩束收入的6成左右。公司对于单品牌和单一系列的高度依赖，令市场关心公司多品牌策略的可行性，同时也让市场产生担忧：如果韩束或红蛮腰系列的收入增长下滑，将会影响公司整体的表现。

图表 27：上美销售渠道占比



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 28：韩束收入占收入比例



资料来源：公司数据、浦银国际

3. **低价策略的可持续性:** 韩束的主要消费者画像是下沉市场的年轻女性消费者,因此定价策略与销售方式相对应地更加关注这些消费群体的需求。但市场担心,较低的定价无法在激烈竞争的市场中支持公司长期的收入增长以及利润率水平。

从公司的产品和系列架构、公司和品牌的定位、产品和渠道发展潜力等方面来分析,我们认为公司当下已经采取相应措施应对市场的质疑:

### 1. 选择匹配消费者画像的渠道,并推进其他渠道拓展

虽然抖音渠道销售占比较高确实会造成集中度较高问题,但正如上文所述,韩束品牌消费者画像和抖音用户的年龄层、城市层级等方面的匹配度较高,抖音是当下较符合公司品牌发展的渠道之一。

公司因此将更多资源放在抖音渠道的布局上,乘上抖音电商快速发展的风口。抖音电商在过去4年间异军突起,平台交易规模增长迅速。抖音电商总裁魏雯雯2024年9月在“抖音电商作者盛典”上表示,过去一年的抖音GMV同比增长率为46%,远低于2022和2023年320%和80%的同比增长。在抖音电商快速增长的驱动下,韩束在2024年上半年抖音GMV增速超250%。

同时我们也必须指出,公司也重视其他线上渠道的建设。一方面是由于公司重视减少渠道的集中度,另一方面也是由于品牌在关注收入规模增长的同时也重视提高利润。抖音的渠道投放效率、定价情况都弱于淘天,因此公司在今年加强了淘宝旗舰店的建设,并按渠道特性投入产品,在淘宝渠道投入相对更为高端的X肽超频系列,定价与珀莱雅红宝石系列面霜相近。

线下渠道是韩束的传统优势,目前正在重启之中。韩束品牌的网点曾最多超过17,000家,具备较强的线下门店的运营能力。尽管韩束已经缩减了网点数量,但集团在2024年宣布回归线下,开启CS渠道新模式,用线下渠道的服务和更具品质和性价比的产品,来承接线上的流量和热度。



图表 29：韩束 X 肽面霜及定价



资料来源：韩束天猫旗舰店、浦银国际

图表 30：韩束在上海虹桥高铁站的线下提货点



资料来源：浦银国际

综上，我们认为韩束的渠道上“偏科”是品牌经过消费者匹配之后的选择，并且公司也在着力打造其他渠道的竞争力。因此，我们相信，韩束品牌在抖音渠道的增长仍将快于抖音平台本身，叠加淘天和线下渠道的增长也将驱动韩束品牌的高速增长。

## 2. 拓展主品牌产品线，坚持“2+2+2”的多品牌策略

我们认为，公司内韩束品牌和红蛮腰的收入贡献水平较高，主要是由于公司将资源倾斜给品牌力更强的韩束和红蛮腰系列，让它们拥有更好的曝光率、更强的广告推广，从而带动公司收入在短期内快速增长，并期望于以主推品牌和系列拉动其他品牌的知名度。

单从韩束的产品系列来看，公司在持续丰富系列线以及价格带。自 2023 年下半年起，韩束力推白蛮腰产品线，补充了大众价格带中的美白淡斑的功效产品，白蛮腰也成为了韩束品牌的第二大系列。另外，2024 年 8 月韩束推出抗初老的超频 X 肽系列，利用韩束自研的环六肽专利原料，其定价相比蛮腰系列更高。

图表 31: 韩束产品系列与定价

系列名	功效	定价 (元)	
		套装	面霜
红蛮腰系列	紧致保湿	399	139
白蛮腰系列	美白淡斑	399	139
黑蛮腰系列	紧致抚纹	399	139
蓝蛮腰系列	修护舒缓	379	139
酵母锁水系列	锁水焕亮	299	129
绿胶囊	控油细肤	299	129
蓝铜肽系列	敏感肌抗初老	389	99
聚时光系列	淡细纹锁胶原	449	139
超聚 X 肽系列	紧致抗老	\	279

注: 产品套装价格为 5 件套价格。资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 32: 超频 X 肽系列产品

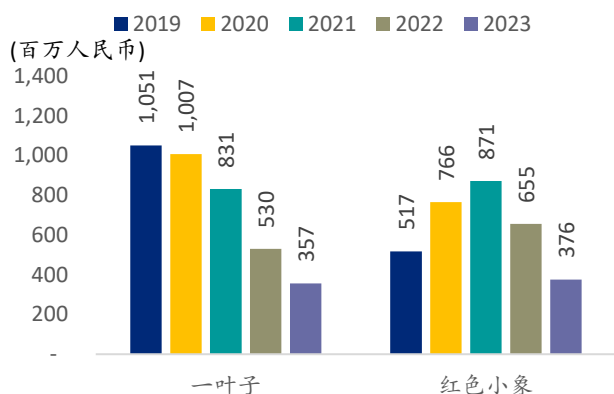


资料来源: 搜狐、浦银国际

如前文所述, 上美股份的多品牌策略是一以贯之的。公司多年来打造了一叶子、红色小象、newpage 一页等多个子品牌。截至 1H24, 一叶子、红色小象和 newpage 一页三个子品牌收入分别为人民币 1.25 亿、1.74 亿、1.61 亿元, 对公司收入的贡献均接近 5%, 是公司子品牌中收入规模较大的三个品牌。我们预计 2024 年全年, 公司一叶子、红色小象和 newpage 一页的收入也均将超人民币 3 亿元。

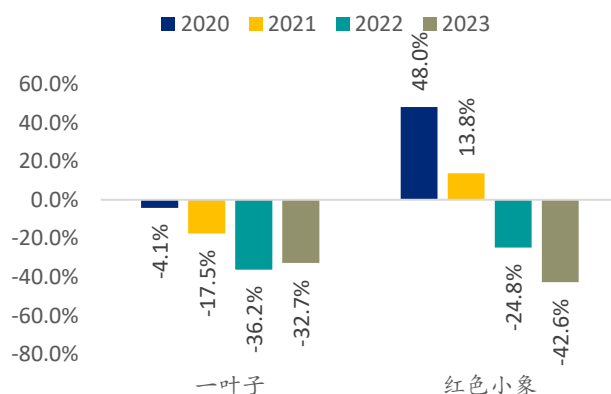
一叶子和红色小象均在高速增长后遇到一些转型上的困难, 收入分别自 2020 年和 2022 年开始进入下行轨道。截至 2023 年末, 一叶子和红色小象的收入分别比 2019 年和 2021 年水平下降了 66% 和 57%。

图表 33: 一叶子和红色小象收入规模, 2019-2023



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 34: 一叶子和红色小象收入增速, 2020-2023



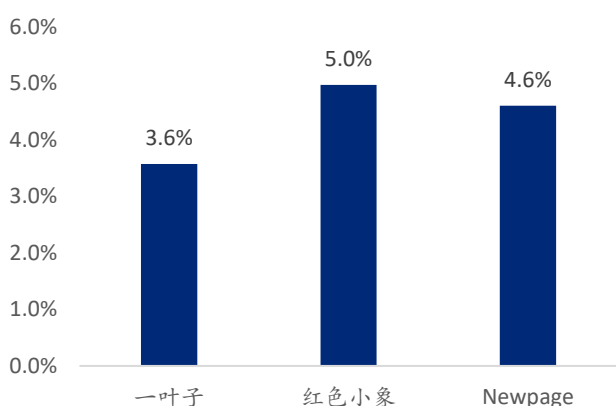
资料来源: 公司数据、浦银国际



但我们也看到公司在一叶子和红色小象遇到转型困难后积极应对，采取如成立合营公司以及推出新产品线等举措。红色小象在 2019 年推出的儿童彩妆系列经过品牌的大力推广，已经在 2024 年取得较好的业绩。

另一品牌 newpage 一页仍在快速增长期，1H24 收入同比增长 173.2%。我们也认为，相较一叶子以及红色小象两个品牌，2022 年推出的 newpage 一页由于具备较强的科技力和明星背书，并助攻细分高端婴童护理赛道，拥有更好的长期稳定增长的潜力。因此，我们认为 newpage 一页拥有较长的爬坡周期，并有潜力达成长期的收入增长，助力公司收入快速增长。

图表 35：一叶子、红色小象以及 newpage 一页的收入贡献，1H24



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 36：newpage 一页为知名演员、育儿专家和科学家联合创立



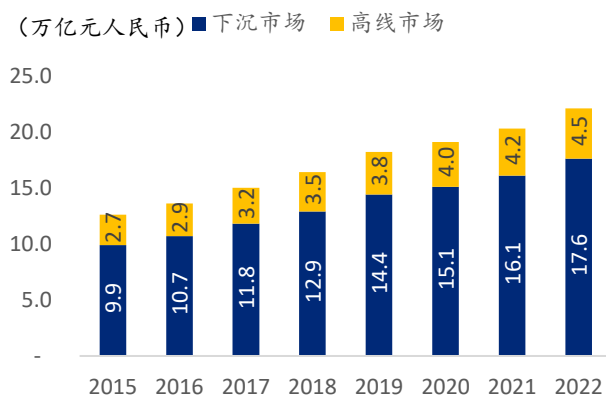
资料来源：搜狐、浦银国际

尽管现在韩束品牌和红蛮腰系列的占比较高，但是我们认为韩束品牌在消费者和收入规模趋于稳定后，将有望逐渐带动子品牌的知名度和收入规模的提升，缓解当下品牌集中度较高的情况。

### 3. 坚定发展下沉市场，较低定价拥有更强增长势能

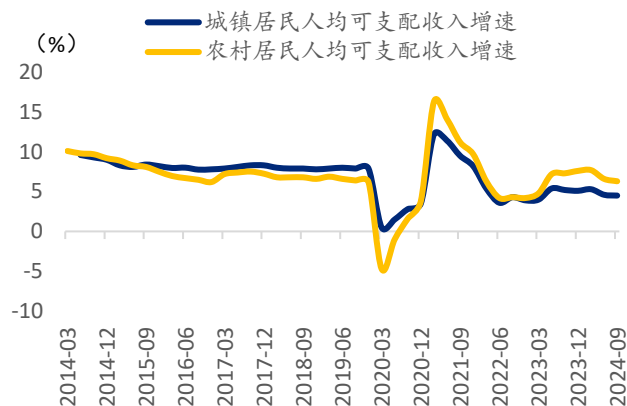
中国下沉市场规模庞大，三线及以下城市的人口数量约占中国人口总数的 7 成，消费需求也在快速崛起。根据国家统计局数据，后疫情时代，下沉市场的收入增速也快于高线城市，消费意愿的好于高线城市。根据弗若斯特沙利文数据，截至 2022 年，中国下沉市场的社零消费占全国社零消费比例接近 80%。我们预计中国市场中，未来主要消费增长动力将来自于下沉市场，并且下沉市场的消费增长也将快于高线城市。

图表 37：下沉市场和一线城市零售市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 38：城镇居民与农村居民人均可支配收入增速对比



资料来源：搜狐、浦银国际

韩束品牌的低价策略正是瞄准了规模巨大且潜在增势能更高的下沉市场。根据 Euromonitor 数据，2023 年韩束品牌在大众护肤品的下沉市场中占有率仅为 1.1%，远低于大众市场第一位欧莱雅的 8.2% 和大众市场国产第一位的珀莱雅的 3.2%。

为了满足产品目标消费者的需求，韩束主要采用性价比更高的套装策略。以韩束销量最高的红蛮腰礼盒为例，它的售价仅为 399 元，包含了消费者日常护肤需要的水、乳、精华、面霜等产品，比购买单件产品价格更低。相较同业，不论是套装或是单品，韩束的产品也更低。

图表 39：韩束系列产品与同业对比

	系列名	功效	定价 (元)	
			套装	面霜
珀莱雅	双抗系列	提亮补水	437	179
	红宝石系列	抗皱保湿	679	279
	能量系列	淡纹紧致	1087	369
韩束	红蛮腰系列	紧致保湿	299	139
	白蛮腰系列	美白淡斑	299	139
	超聚 X 肽系列	紧致抗老	/	279
欧诗漫	珍白因系列	美白补水	359	150

注：套装取水乳霜三件套价格。数据截至 2024 年 11 月 1 日。资料来源：淘宝、浦银国际

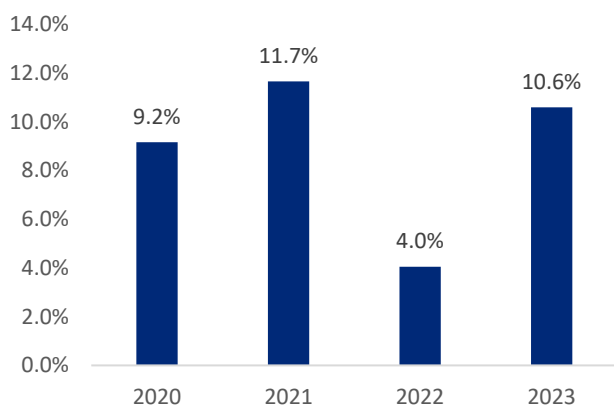
我们认为，韩束较低的定价与品牌力的提升让品牌在规模巨大的下沉市场中更具竞争力，并带动公司收入保持高速增长，以及市场占有率的增长。

#### 4. 通过系列和品牌的更新带动价格带上移，改善利润水平

在竞争激烈的化妆品赛道，广告推广费用较为高昂，公司或难以依靠较低定价产品维持长期的利润水平。通过多品牌、多系列的策略，上美在保持低价端竞争力的同时，通过推出价格更高的产品和品牌，带动消费者的消费升级，给公司带来更多利润空间。

以韩束品牌为例，品牌拥有多个系列矩阵，满足各层级消费需求。其中，红蛮腰属于相对入门系列，定价较低，而超聚X肽系列在拥有更强功效的同时定价也相对更高。又例如，相较大众价格带的红色小象系列，公司瞄准中高端消费者推出 newpage 一页这一新的母婴品牌，以新品牌提高平均单价。

图表 40：上美股份核心经营利润率水平



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 41：红色小象与 newpage 一页产品价格对比

(元)	红色小象	newpage 一页
儿童面霜 (50g)	49	169
身体乳 (400ml)	131	169
洗发沐浴二合一 (300ml)	30	89

注：价格截至 2024 年 11 月 1 日。资料来源：淘宝、浦银国际

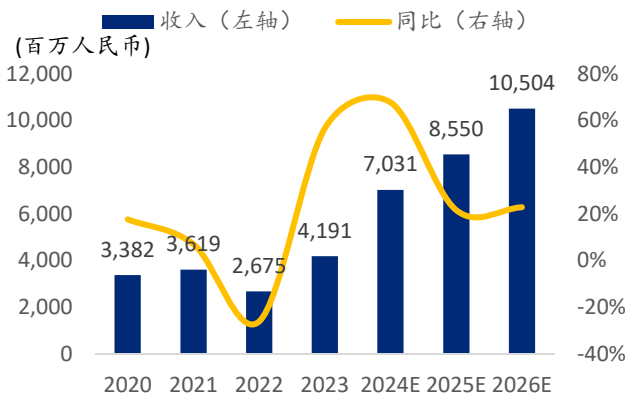
我们认为，公司通过产品结构的升级带动价格中枢提升，有望带动收入水平的增长，进而改善利润水平。

# 盈利预测

## (1) 收入

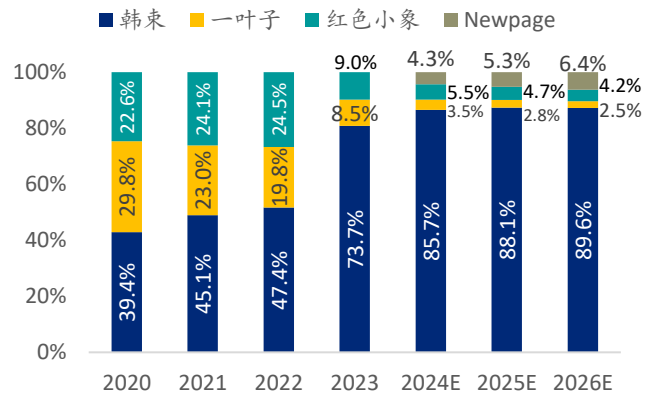
随着韩束品牌在抖音平台的高速增长，我们预计上美股份在 2024 年仍将维持高速增长，但我们预计进入 2025 年，随着收入基数的扩大，增速将放缓。

图表 42：上美股份收入与同比增速，2020-2026E



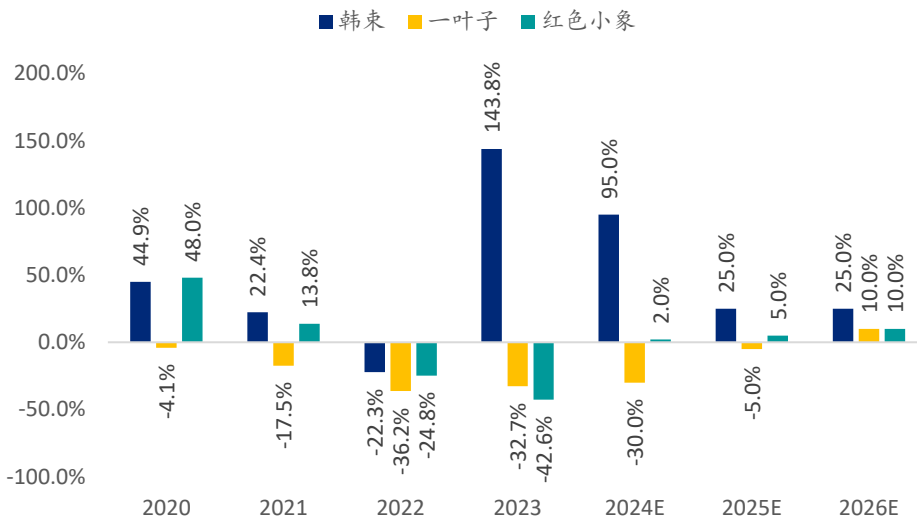
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 43：上美股份旗下主要品牌收入贡献，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 44：上美股份各品牌的收入增速，2020-2026E

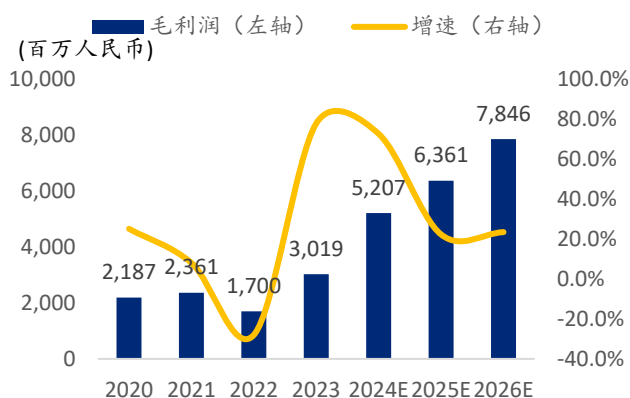


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## (2) 利润率

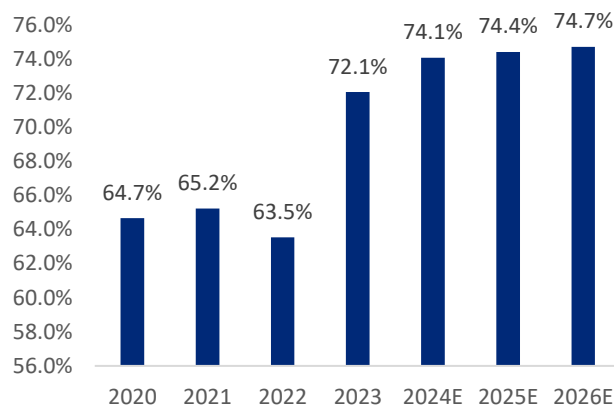
我们认为在系列与品牌升级，以及天猫渠道建设更为完善的带动下，公司的毛利率水平将会进一步提升至 2026 年的 74.7%。

图表 45：上美股份毛利与同比增速，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

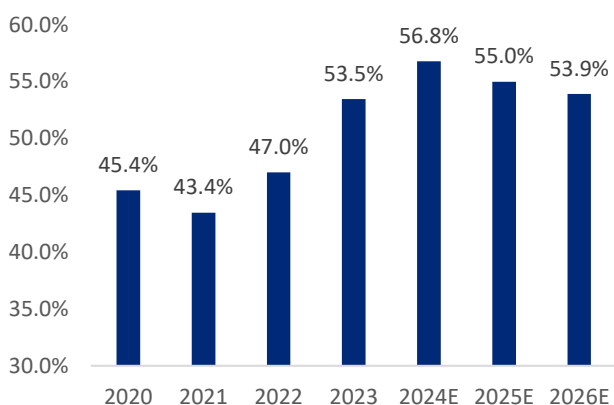
图表 46：上美股份毛利率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

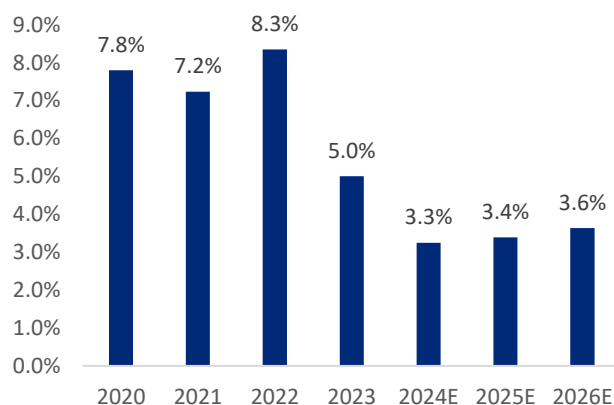
在线上渠道的销售占比提升以及市场竞争进一步加剧的带动下，我们预计公司的销售费用率在 2024 年达到接近 57% 的水平，而在规模效应的影响下，销售费用率有望逐渐下降。

图表 47：上美股份销售费用率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

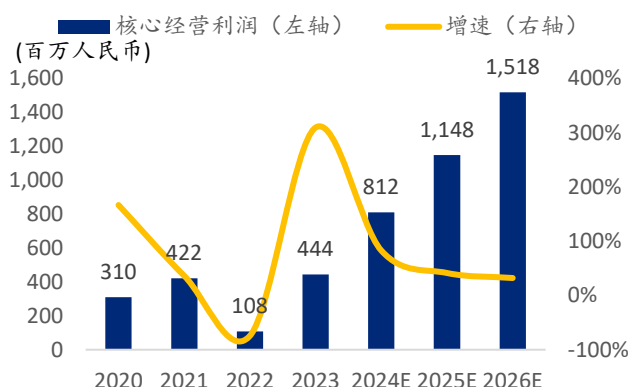
图表 48：上美股份管理费用率，2020-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

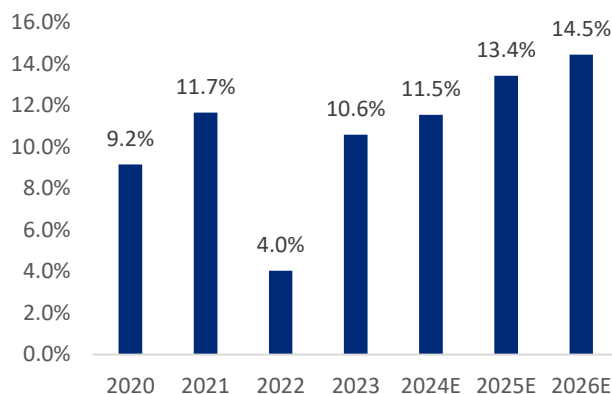
综上，上美股份的核心经营利润率将在毛利率的带动下逐年提升至 2026 年 14.5% 的水平。

图表 49: 上美股份核心经营利润与同比增速, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

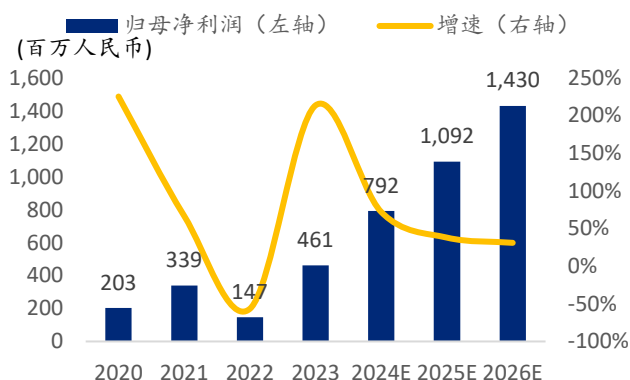
图表 50: 上美股份核心经营利润率, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

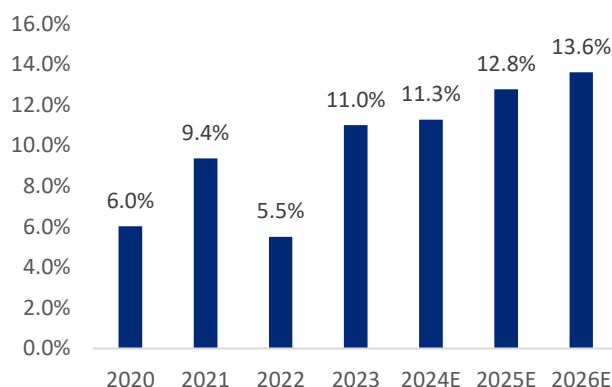
### (3) 净利润与净资产回报

图表 51: 上美股份归母净利润与同比增速, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 52: 上美股份归母净利率, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 53: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

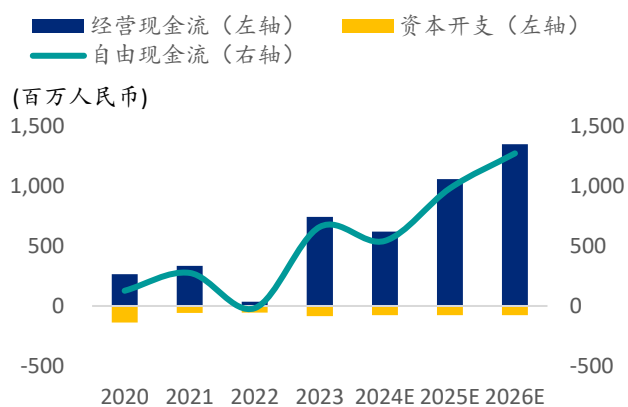
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	64.7%	65.2%	63.5%	72.1%	74.1%	74.4%	74.7%
销售、管理费用率	55.5%	53.6%	59.5%	61.5%	62.5%	61.0%	60.2%
EBIT 利润率	9.2%	11.7%	4.0%	10.6%	11.5%	13.4%	14.5%
税前利润/EBIT	0.90	0.97	1.42	1.26	1.19	1.16	1.15
净利润/税前利润	0.73	0.83	0.89	0.83	0.82	0.82	0.82
归母净利润/净利	1.00	1.00	1.07	1.00	1.00	1.00	1.00
归母净利润率	6.0%	9.4%	5.5%	11.0%	11.3%	12.8%	13.6%
资产周转率	1.49	1.61	0.99	1.34	2.04	2.13	2.30
财务杠杆	11.64	2.92	2.04	1.68	1.63	1.73	1.76
ROE	104.1%	44.0%	11.1%	24.7%	37.4%	46.9%	54.9%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际



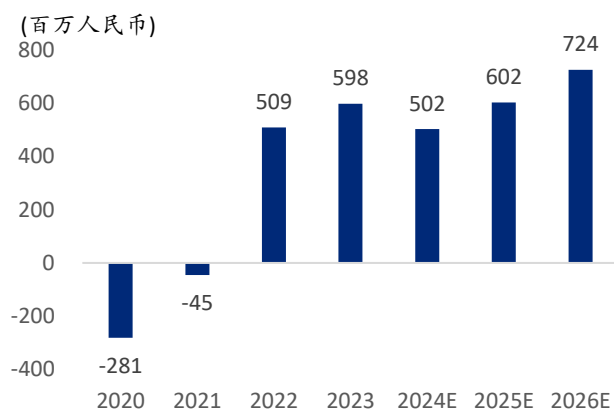
## (4) 资产负债表与现金流

图表 54: 上美股份经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 55: 上美股份的净现金, 2020-2026E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

## 目标价与估值

在韩束品牌快速增长的推动下，上美股份的收入进入快速增长渠道。我们认为，目前韩束品牌作为主品牌是公司收入的主要动力，同时公司践行“2+2+2”的多品牌战略，多个子品牌有望助力公司收入规模的提升。而且，韩束品牌深耕规模庞大的下沉市场，通过构建新系列带动价格带的提升，因此韩束品牌的收入仍有可观的上升空间。

综上，我们首次覆盖上美股份，给予“买入”评级。我们根据 15x 2025 PE（相对国产化妆品龙头珀莱雅 20%的折价）得到目标价 44 港元。

## 投资风险

上美股份股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体化妆品行业需求继续放缓；
- (2) 下沉市场消费意愿下降；
- (3) 渠道拓展不及预期；
- (4) 新品推出不及预期。

图表 56: SPDBI 目标价: 上美股份



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 57: SPDBI 消费行业覆盖公司

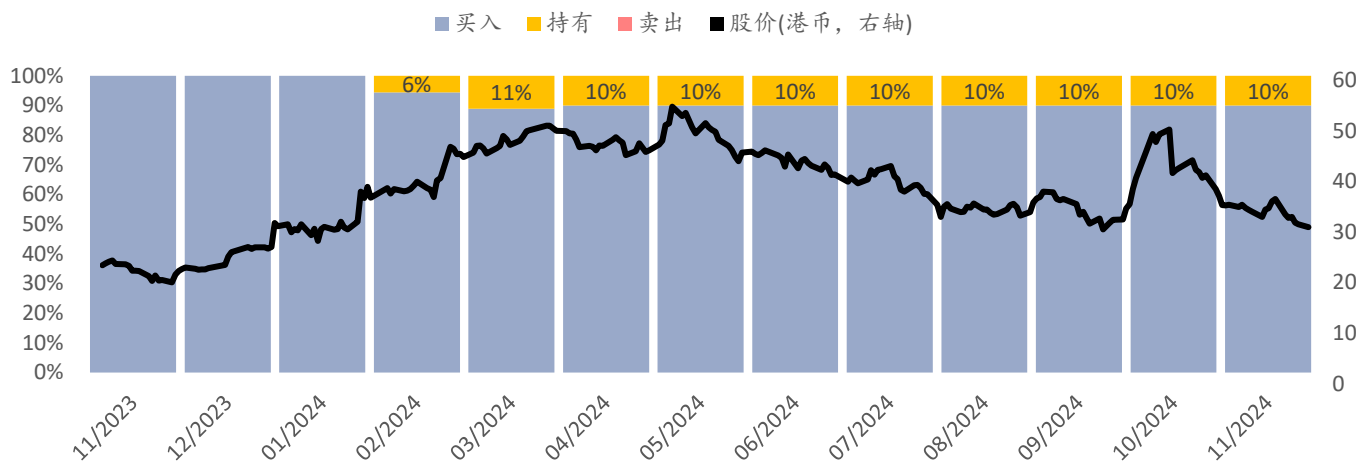
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.0	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	80.0	买入	119.8	2024 年 10 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.5	买入	3.07	2024 年 10 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	47.7	买入	61.5	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	369.4	买入	479.7	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.4	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.9	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.4	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.3	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	23.2	买入	34.1	2024 年 11 月 4 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.9	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.5	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.6	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.1	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	71.9	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.0	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.7	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.6	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.1	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.9	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.3	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	74.8	买入	78.9	2024 年 10 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	90.9	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	49.9	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	31.0	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	59.4	持有	62.1	2024 年 10 月 31 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	49.6	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	25.6	买入	24.0	2024 年 8 月 30 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.0	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	36.1	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.7	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.3	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 截至 2024 年 11 月 18 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 58: 上美股份市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 59: 上美股份 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
<b>目标价: 55.0 港元</b> <b>概率: 25%</b>	<b>目标价: 37.4 港元</b> <b>概率: 20%</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年韩束收入增长超 40%;</li> <li>2025 年公司毛利率水平同比提升 80bps;</li> <li>2025 年销售费用率同比下降 140bps。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年韩束收入增速不及 20%;</li> <li>2025 年公司毛利率水平同比持平;</li> <li>2025 年销售费用率同比下降 100bps。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际

## 公司背景

### ● 公司介绍

上美股份创立于 2002 年，是科研赋能的多品牌国货化妆品行业的领导者之一。公司在 2022 年 12 月成功在港交所挂牌（2145.HK）。

公司的业务涵盖护肤、面膜、母婴、洗护等板块，旗下拥有包括“韩束”、“一叶子”、“红色小象”和“newpage 一页”在内的多个品牌。

上美自 2003 年开始进行自主研发，拥有多年的研发经验，并形成了较为完善的研发体系。目前上美在全球拥有两家研发中心，研发团队拥有多名知名科学家。

财务上，公司 2024 年上半年收入人民币 35.02 亿元，其中韩束收入占公司总收入的 83.6%；护肤品和母婴用品的收入占比分别是 88.8%和 9.6%。2024 年上半年公司归母净利润为 4 亿元，归母净利润率为 11.5%。



## ● 前十大股东

图表 60: 上美股份主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Lyu Yixiong	48.91
2	Shanghai Hongyin Investment Co	8.73
3	Shanghai Nanyin Investment Co	8.74
4	Luo Yan	0.43
5	Blackrock Inc	0.31
6	HuaAn Fund Management Co Ltd	0.27
7	Chang Xin Asset Management Corp Ltd	0.22
8	FIL Ltd	0.15
9	Fullgoal Fund Management Co Ltd	0.14
10	Fideuram- Intesa Sanpaolo Private Banking SpA	0.12s

\*截至 2024 年 11 月 18 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 公司历史

图表 61：上美股份发展里程碑

时间	里程碑
2002	上海黎姿化妆品有限公司成立，吕义雄开始在上海从事化妆品行业
2003	创立集团第一个自主品牌——韩束；开始自主研发
2004	上美股份（前称上海卡卡化妆品有限公司）成立
2006	开始自主供应链，苏州工厂投产
2014	推出植物护肤品牌——一叶子
2015	推出母婴护理品牌——红色小象；韩束成为领先的国货化妆品品牌；成立日本红道株式会社
2016	成立海外研发中心，投入基础研究；一叶子成为中国市场份额第一的面膜品牌
2018	上美科技园开始运营
2019	海外工厂投产，红色小象成为中国市场份额第一的母婴护理品牌
2021	形成三大基础研究成果：活肤因、E-AGSE、青蒿油 AN+
2022	巩固三大主品牌核心阵地，新品牌 newpage 一页、安敏优上线，完善中高端品牌布局；12月22日，上美股份于香港交易所主板上市
2023	12月，韩束以全年33.4亿元GMV位列抖音美妆第一名，带领国货断层式领先国际品牌
2024	上美发布两大战略——“2+2+2战略”和“六六战略”，赋能企业可持续发展，穿越周期；韩束自研“环六肽-9”正式通过备案，成为功效护肤领域全球首个自研环肽。

资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 公司管理层

图表 62：上美股份公司管理层

姓名	职位	履历
吕义雄	执行董事、董事长	吕先生自公司（前称上海卡卡化妆品有限公司）于 2004 年 6 月成立以来一直担任其首席执行官，负责集团的整体管理。吕先生于 2018 年 11 月修毕中国长江商学院的行政管理教育课程。
罗燕	执行董事、首席运营官	罗女士于 2012 年 3 月加入集团，曾任集团首席运营官，现任集团副总裁，负责韩束、一叶子及红色小象三个品牌整体管理及营销。此外，罗女士现在于集团多家附属公司担任董事职务，主要包括自 2018 年 12 月起担任上海中翊日化有限公司的执行董事；自 2019 年 1 月起担任日本秀一化妆品株式会社的执行董事；自 2019 年 1 月起担任上海韩束化妆品销售服务有限公司的执行董事；自 2019 年 2 月起担任上海一叶子化妆品有限公司的执行董事；自 2019 年 3 月起担任上海红色小象化妆品有限公司的执行董事；自 2019 年 7 月起担任上海红色小象化妆品销售服务有限公司的执行董事；自 2021 年 1 月起担任上海束美化妆品有限公司的执行董事；以及自 2021 年 3 月起担任上海韩束生物科技有限公司的执行董事。罗女士于 2020 年 6 月取得上海立信会计金融学院国际贸易与经济专科学历。
冯一峰	执行董事、副总裁兼首席财务官	冯先生曾任普华永道中天会计师事务所高级审计经理，国药集团一致药业股份有限公司（一家在上海证券交易所上市的公司（股票代码：000028））监事会主席，国药控股股份有限公司（一家在香港联交所上市的公司（股票代码：1099））财务及资产管理部部长以及曜金（上海）私募基金管理有限公司（曾用名：国药中金（上海）私募股权投资管理有限公司）的独立董事。冯先生于 2016 年 7 月加入集团，现任本集团副总裁兼首席财务官，负责财务相关工作。此外，冯先生曾经或目前在集团多家附属公司担任董事职务。主要包括，冯先生自 2020 年 7 月至 2023 年 12 月担任上海鱼子科技有限公司的董事；自 2020 年 8 月起担任上海昆药生物科技有限公司的董事；以及自 2022 年 1 月起担任上海怡页生物科技有限公司的董事长。冯先生于 2001 年 7 月取得中国上海财经大学的管理学学士学位，并于 2015 年 10 月取得中国中欧国际工商学院的工商管理硕士学位。冯先生获中国注册会计师协会认可为注册会计师（非执业）及获英国特许公认会计师公会认可为特许公认会计师。
宋洋	执行董事、副总裁	宋女士于 2013 年 12 月加入集团，曾任集团项目总监、全球新品创新中心总经理、一叶子品牌事业部总经理，现任本集团副总裁，负责本集团研发及产品创新工作。宋女士于 2012 年 7 月取得中国上海外国语大学贤达经济人文学院的文学学士学位。

资料来源：公司年报（2023 年）、浦银国际

# 财务报表

图表 63: 上美股份利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,675	4,191	7,031	8,550	10,504
同比	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
销售成本	-976	-1,171	-1,824	-2,189	-2,658
毛利	1,700	3,019	5,207	6,361	7,846
毛利率	63.5%	72.1%	74.1%	74.4%	74.7%
销售费用	-1,258	-2,240	-3,991	-4,701	-5,662
管理费用	-223	-210	-229	-290	-382
研发费用	-110	-126	-176	-222	-284
核心经营溢利	108	444	812	1,148	1,518
经营利润率	4.0%	10.6%	11.5%	13.4%	14.5%
其他经营收入和损失	83	100	149	179	220
经营溢利	192	544	960	1,327	1,738
净融资成本	-20	-7	-3	-4	-2
其他	-18	22	10	10	10
税前溢利	154	559	967	1,333	1,746
所得税开支	-17	-98	-174	-240	-314
所得税率	11.1%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	-10	1	1	1	2
归母净利润	147	461	792	1,092	1,430
归母净利率	5.5%	11.0%	11.3%	12.8%	13.6%
同比	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 64：上美股份资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	601	594	592	590	588
使用权资产	144	131	118	107	98
投资资产	9	8	8	8	8
预付款	17	19	19	19	19
投资附属公司	2	64	60	60	60
金融资产损益	0	101	101	101	101
递延税资产	101	113	113	113	113
其他	19	20	21	21	22
<b>非流动资产</b>	<b>894</b>	<b>1,051</b>	<b>1,031</b>	<b>1,019</b>	<b>1,009</b>
存货	518	511	800	959	1,165
应收贸易款项	374	321	796	1,032	1,337
预付款	201	332	300	300	300
金融性资产	0	217	217	217	217
现金及等同现金项目	1,159	698	632	732	854
其他	0	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>2,252</b>	<b>2,078</b>	<b>2,744</b>	<b>3,241</b>	<b>3,873</b>
应付贸易款项	424	519	1,023	1,268	1,582
银行贷款	590	100	130	130	130
其他应付款项及应计费用	236	267	200	200	200
租赁负债	27	30	30	30	30
应付税款	37	136	136	136	136
其他	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,314</b>	<b>1,051</b>	<b>1,519</b>	<b>1,764</b>	<b>2,078</b>
租赁负债	51	36	36	36	36
银行贷款	60	0	0	0	0
其他应付款项	14	12	12	12	12
<b>非流动负债</b>	<b>125</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
股本	397	398	398	398	398
储备	1,308	1,611	1,790	2,028	2,334
非控制性权益	2	20	21	22	24
<b>权益</b>	<b>1,707</b>	<b>2,029</b>	<b>2,209</b>	<b>2,448</b>	<b>2,756</b>

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 65：上美股份现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	154	559	967	1,333	1,746
减值	46	11	10	10	10
折旧	83	80	77	0	0
摊销	2	2	2	0	0
融资开支净额	20	7	3	4	2
存货减少/(增加)	70	-19	-289	-160	-206
应收贸易款项(增加)/减少	-12	70	-474	-237	-304
其他应收款项减少/(增加)	-3	-138	32	0	0
应付贸易款项(减少)/增加	-140	94	505	244	315
其他应付款项及应计费用增加	-160	50	-67	0	0
已付所得税	-21	-5	-174	-240	-314
其他	-1	34	30	106	105
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>37</b>	<b>746</b>	<b>621</b>	<b>1,061</b>	<b>1,353</b>
购入物业、机器及设备	-54	-88	-74	-74	-74
卖出物业、机器及设备	5	4	0	0	0
购入无形资产	-5	0	-3	-3	-3
投资/卖出联营或附属机构	-1	-71	0	0	0
购入金融资产	-11	-302	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-67</b>	<b>-457</b>	<b>-73</b>	<b>-77</b>	<b>-77</b>
股份发行	808	18	0	0	0
股东注资	8	19	0	0	0
借款	460	-550	30	0	0
已付股利	-200	-179	-634	-874	-1,144
已付利息	-20	-16	-10	-10	-10
其他	-28	-28	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>1,028</b>	<b>-737</b>	<b>-613</b>	<b>-884</b>	<b>-1,154</b>
现金及现金等价物变动	998	-449	-65	100	122
于年初的现金及现金等价物	145	1,148	697	632	732
现金及现金等价物汇兑差额	5	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>1,148</b>	<b>697</b>	<b>632</b>	<b>732</b>	<b>854</b>

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。



## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

