

美容护理

2025 年 03 月 04 日

上美股份 (02145)

—— 业绩符合预期，看好多渠道拓展及多品牌增长曲线

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

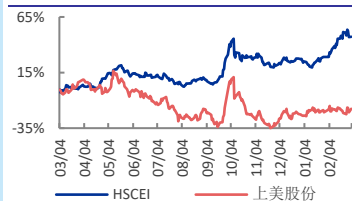
投资要点：

- 公司发布 24 年业绩预盈公告，业绩符合预期，营收&净利润高速增长。预计 24 年收入约 67-69 亿元（同比+59.9%-64.7%），净利润 7.5-8.1 亿元（同比+62.4%-75.4%）。24 年净利润率为 10.9%-12.1%，其中 24H2 净利润率 10.3%-12.5%。
- 韩束持续拉动增长，子品牌 NewPage 一页势能迅猛。1) 韩束：24 年韩束品牌在抖音平台的 GMV 为 67.49 亿元，同比增长超 100%，以绝对优势蝉联 2024 年抖音美妆类目第一名。韩束红蛮腰系列通过“短剧营销+自播矩阵”打造爆款，累计销量突破 1400 万套，并通过新品（如 X 肽超频霜）拓展中高端价格带，提升品牌溢价；2) NewPage 一页：全年收入预计超 3 亿元（上半年 1.61 亿元），聚焦母婴功效护肤，成为第二增长曲线。看好 25 年韩束主品牌套盒品类系列+大单品系列不断丰富，子品牌安敏优、Newpage 产品定位鲜明，客单价较高，品牌势头良好，洗护赛道基于极方、2032 等品牌基础，新增一叶子、韩束洗护线，聚焦功能型及头皮抗衰细分领域，完善品类布局，有较大上拓空间。
- 受益性价比消费及国货崛起，收入天花板上限较高。2024 年年初以来，实控人及高管累积增持超 3500W 港币，我们认为其：1) “渠道&营销敏锐确定性强”：线上美妆增速第一，霸榜抖音，重兵天猫，重返线下，擅捕捉流量趋势，迎合性价比消费；2) “多品牌天花板高”：形成韩束超级品牌，协同一叶子、红色小象、一页等多品牌裂变；3) “研发&供应链强”：上海日本双研发中心，300+人研发团队，90%以上产品自产自销，中台赋能多品牌与合作品牌
- 品牌+渠道协同发展，主品牌势能稳固，子品牌打造第二增长曲线。在公司“2+2+2 战略”（未来 3 年聚焦护肤、洗护、母婴赛道）及“六六战略”（10 年布局六大板块）指引下，以科研与供应链构筑壁垒，持续进行产品迭代更新+品类延伸+品牌拓展，线上线下协同发力，打开新增长点。根据公司业绩预告情况，我们下调盈利预测（原预测 24-26 年归母净利润 9.25/12.40/15.07 亿元），预计 24-26 年归母净利润分别为 7.80/10.45/12.75 亿元，同比+69%/+34%/+22%，对应 PE 为 18/13/11 倍，维持“买入”评级。

市场数据：2025 年 03 月 03 日

收盘价（港币）	37.45
恒生中国企业指数	8419.69
52 周最高/最低（港币）	56.95/29.20
H 股市值（亿港元）	149.06
流通 H 股（百万股）	206.27
汇率（人民币/港币）	1.0840

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818x
wangpan@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,675	4,191	6814	8665	10265
同比增长率（%）	-26	57	63%	27%	18%
归母净利润（百万元）	147	461	777	1045	1275
同比增长率（%）	-57	213	68%	34%	22%
每股收益（元/股）	0.41	1.16	1.95	2.63	3.20
净资产收益率（%）	8.63	22.95	29%	30%	30%
市盈率	90.5	29.3	18	13	11

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

报告日期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2675	4191	6814	8665	10265
营业成本	976	1171	1851	2304	2728
毛利	1700	3019	4962	6361	7538
销售费用	1258	2240	3543	4332	5030
管理费用	223	210	409	585	715
研发费用	110	126	252	347	411
其他收入	32	22	150	150	150
息税前利润	140	466	908	1247	1531
投资收益	-1	-6	8	9	10
所得税支出	17	98	170	229	280
净利润	137	462	776	1044	1274
归母净利润	147	461	777	1045	1275
少数股东损益	-10	1	0	-1	-1

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。