

上美股份(02145)

报告日期: 2025年03月12日

利空出尽，拐点将至，剔除达播因素基本面超预期

——上美股份更新报告

投资要点

□ **一句话逻辑:** 上美是品牌矩阵最完善的国货化妆品集团之一，高基数接近尾声+新产品、新品牌推出和新渠道拓展有望推动收入超预期；达播调整+非套盒产品占比提升，有望推动净利率改善从而推动净利润超预期。

□ **超预期逻辑:**

1. **韩束抖音月度销售额数据下滑趋势是否能扭转?**

市场认为: 24H1 高基数，且大单品红蛮腰套盒体量接近天花板，没有新品放量的情况下韩束抖音销售额数据预计呈下滑趋势。据久谦数据，25年1月韩束抖音销售额同比-21%，符合市场预期。

我们认为: 25年1-2月抖音GMV负增的背后是达播占比大幅下滑(据飞瓜数据，达播占比25M1 22%/25M2 12%，此前达播占比约40%-50%)，若剔除达播因素，GMV下滑幅度将有所收窄，超市场预期。此外，公司达播阶段性调整后3月达播节奏有所恢复，叠加Q2起基数降低，我们预计韩束抖音月度销售额数据有望转正。

2. **上美是否具备打造非套盒大单品的能力?**

市场认为: 韩束此前大单品为套盒产品，认为其打造贵价单瓶大单品的能力尚未验证。

我们认为: 上美自02年起从事化妆品行业，对化妆品市场有深入理解和领先认知，完全具备打造单瓶大单品的能力，如上美子品牌newpage安心霜就是上美的单瓶大单品。此外韩束24年8月推出X肽面霜和眼霜，25年2月推出X肽精华和红运粉饼，产品端质量过硬，营销端24年双11和25年38大促在李佳琦直播间均获推荐，首播预定量相对超预期，验证了上美打造大单品的能力。

3. **上美是否具备在天猫等其他电商平台运营的能力?**

市场认为: 此前韩束在抖音渠道凭借短剧出圈，后构建了较强的抖音运营能力，但在天猫等其他电商平台的运营能力尚未验证。

我们认为: 公司管理层与主要业务团队善于反思和复盘，学习能力强且反应速度快。一方面对天猫的运营能力和方法有所改善，天猫销售额持续高增，另一方面拼多多、京东等其他渠道销售额逐渐起量，验证了公司的学习能力和其他渠道的运营能力。

综上，驱动机理如下:

1) 次抛等新品增长超预期→营收超预期→业绩超预期;

2) 抖音以外其他渠道增长超预期→营收超预期→业绩超预期。

□ **催化剂:** 新产品/新品牌销售额放量、大单品销售额放量、新渠道销售额放量、新大单品推出、新品牌推出等。

□ **检验与来源:**

1) **检验指标:** 新品如次抛、男士等产品销售额绝对值及占比、达播销售占比、大单品如X肽、彩妆等销售额绝对值、占比和超头推荐力度;

2) **信息来源:** 久谦等第三方数据库电商销售额数据、超头直播间等。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 汤秀洁

执业证书号: S1230522070001

tangxiujie@stocke.com.cn

研究助理: 王笑飞

wangxiaofei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 HK\$46.45

总市值(百万港元) 18,488.26

总股本(百万股) 398.02

股票走势图



相关报告

1 《净利润+309%略超预期，多品牌多品类共驱，后续增长动力强劲》2024.08.27

2 《再立潮头——上美的爆发是偶发性成功还是确定性增长?》2024.07.24

□ 研究的价值:

1) 与众不同的认识: 对公司能力的认知有根本不同

市场认为: 公司此前主要产品红蛮腰套盒类似爆品, 凭借短剧出圈迅速放量, 不到两年时间已接近天花板, 生命周期较短; 此外, 该产品主打性价比优势, 偏流量型, 在消费者心中未能沉淀下足够的品牌心智, 品牌价值有限。

我们认为: 短剧、套盒与抖音渠道的共振并非公司抓住的第一个风口, 此前在CS时代、大屏营销时代、微商时代上美均曾获得过成功, 曾多次实现过爆发式增长, 这背后是管理层的坚决魄力、卓越能力和组织架构灵活性的深刻体现, 是公司屡次取得成功的根本原因; 此外, 韩束作为老牌国货, 早已在消费者心中留下深刻印象, 本次爆发是品牌的重新焕活, 绝不能视为简单的流量赋能。

2) 与前不同的认识:

以前认为: 公司的第二/第三增长曲线应为一个类似红蛮腰套盒的市场规模极大、位于风口且能够实现爆发式增长的产品或品牌。

现在认为: 一方面, 风口和爆发式增长可遇而不可求, 多品类多渠道均衡发展的模式更加健康; 另一方面, 公司具备打造大单品的能力, 大单品打造需要时间, 应看到公司持续的边际的积极变化, 而非期待一个爆发式增长。

□ 盈利预测与估值

上美是具有多品牌影响力的国货化妆品龙头, 主品牌韩束是定位大众的老牌国货, 在中国消费者心中具备较强心智基础。公司目前在抖音、快手等渠道都已掌握较强的运营能力, 新产品和新渠道增长态势良好, 新品牌储备丰富, 看好公司长期发展。我们预计 24-26 年将实现收入 67.8/82.8/97.6 亿, 同比分别+62%/22%/18%; 实现归母净利 8.1/10.1/12.4 亿, 同比分别+75%/25%/23%, 3月12日收盘市值对应PE分别为20/16/13倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

消费复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道拓展和新品推广不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4191	6779	8275	9756
(+/-) (%)	56.64%	61.77%	22.06%	17.90%
归母净利润	461	807	1010	1237
(+/-) (%)	213.45%	75.04%	25.13%	22.50%
每股收益(元)	1.16	2.03	2.54	3.11
P/E	35.81	20.49	16.37	13.37

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,078	2,702	4,099	5,707	营业收入	4,191	6,779	8,275	9,756
现金	698	764	1,832	3,133	其他收入	22	0	0	0
应收账款及票据	321	508	598	677	营业成本	1,171	1,643	2,005	2,362
存货	511	685	808	919	销售费用	2,240	3,607	4,394	5,171
其他	549	746	862	978	管理费用	210	339	405	459
非流动资产	1,051	1,046	961	888	研发费用	126	197	223	254
固定资产	594	505	429	365	财务费用	7	-16	-18	-50
无形资产	79	67	57	48	除税前溢利	559	980	1,226	1,502
其他	377	474	474	474	所得税	98	171	214	262
资产总计	3,129	3,748	5,060	6,595	净利润	462	809	1,012	1,240
流动负债	1,051	1,476	1,780	2,079	少数股东损益	1	2	2	2
短期借款	100	100	100	100	归属母公司净利润	461	807	1,010	1,237
应付账款及票据	519	685	836	984	EBIT	566	964	1,208	1,452
其他	433	691	844	995	EBITDA	667	1,065	1,294	1,525
非流动负债	48	36	36	36	EPS (元)	1.16	2.03	2.54	3.11
长期债务	0	0	0	0					
其他	48	36	36	36					
负债合计	1,100	1,512	1,815	2,115					
普通股股本	398	398	398	398	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	1,623	1,829	2,834	4,067	成长能力				
归属母公司股东权益	2,009	2,215	3,220	4,453	营业收入	56.64%	61.77%	22.06%	17.90%
少数股东权益	20	22	24	26	归属母公司净利润	213.45%	75.04%	25.13%	22.50%
股东权益合计	2,029	2,237	3,244	4,480	获利能力				
负债和股东权益	3,129	3,748	5,060	6,595	毛利率	72.05%	75.77%	75.77%	75.79%
					销售净利率	11.00%	11.91%	12.21%	12.68%
					ROE	22.95%	36.44%	31.36%	27.78%
					ROIC	21.95%	34.05%	29.82%	26.17%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	746	744	1,034	1,273	资产负债率	35.14%	40.33%	35.88%	32.07%
净利润	461	807	1,010	1,237	净负债比率	-29.45%	-29.66%	-53.37%	-67.71%
少数股东权益	1	2	2	2	流动比率	1.98	1.83	2.30	2.74
折旧摊销	101	101	86	73	速动比率	1.49	1.35	1.84	2.29
营运资金变动及其他	184	(165)	(64)	(40)	营运能力				
投资活动现金流	(457)	(72)	44	38	总资产周转率	1.34	1.97	1.88	1.67
资本支出	(88)	0	0	0	应收账款周转率	12.06	16.34	14.96	15.30
其他投资	(369)	(72)	44	38	应付账款周转率	2.48	2.73	2.64	2.60
筹资活动现金流	(737)	(602)	(5)	(5)	每股指标(元)				
借款增加	(579)	0	0	0	每股收益	1.16	2.03	2.54	3.11
普通股增加	18	0	0	0	每股经营现金流	1.87	1.87	2.60	3.20
已付股利	(179)	(602)	(5)	(5)	每股净资产	5.05	5.56	8.09	11.19
其他	3	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(450)	66	1,068	1,302	P/E	35.81	20.49	16.37	13.37
					P/B	8.23	7.47	5.13	3.71
					EV/EBITDA	23.90	14.91	11.44	8.86

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>