

美容护理

2025年03月23日

上美股份 (02145)

—— 国货美妆业绩高增，品类&渠道双击向上

报告原因：有业绩公布需要点评

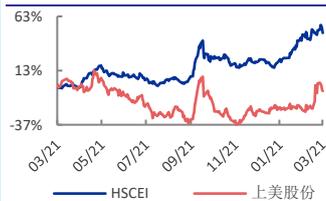
买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025年03月21日

收盘价 (港币)	44.05
恒生中国企业指数	8742.44
52周最高/最低 (港币)	56.95/29.20
H股市值 (亿港元)	175.33
流通H股 (百万股)	206.27
汇率 (人民币/港币)	1.0831

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)23297818×
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **业绩高增符合预期，多品牌、多品类、多渠道全面开花。**公司发布24年年报，1) 24年营收67.93亿元(同比+62%)；归母净利润7.81亿元(同比+69%)。2) 24H2营收32.9亿元(同比+26%)，净利润3.8亿元(同比+6%)。3) 派息分红持续走高，上市后累计派息金额超10亿元，24H1派息0.75元/股，24年末派息0.75元/股，全年派息1.5元/股(同比+58%)，分红比例达74%。
- **盈利提升，费用投入力度加大。**1) 盈利能力：24年毛利率75.2%，同比提升3.1pct，净利率11.83%，同比提升0.87pct。2) 费用率：销售费用率58.1%，同比上升4.6pct，主要为提高品牌曝光度、把握新渠道机会，加大品牌宣传力度及渠道建设投入所致；研发费用率2.6%，研发费用1.80亿元(同比+43%)。
- **收入端，韩束势能延续，子品牌NewPage一页增长迅猛。**1) 分品牌看，①韩束营收55.91亿元(同比+80.9%)，占营收82.3%；②一叶子营收2.29亿元(同比-35.7%)，占营收3.4%；③红色小象3.76亿元(同比+0.1%)，占营收5.5%；④Newpage一页营收3.76亿元(同比+146.3%)，占营收5.5%；2) 分渠道看，①线上营收61.50亿元(同比+71%)，占营收90.5%。其中，线上自营营收53.12亿元(同比+82.6%)，主因韩束品牌势能增强，线上自营能力提升；②线下营收5.78亿元(同比+7%)，占营收8.5%。
- **多线布局释放增长势能，研发持续夯实壁垒。**1) **渠道：**全网化妆品增速第一，霸榜抖音，重兵天猫，重返线下，全渠道势能外溢。24年韩束抖音势能全域扩散，线上增速位列头部美妆品牌增速第一。NewPage一页全域爆发，成为第二增长曲线。2) **品类&品牌：**不断拓展，护肤赛道韩束超级品牌心智稳固，母婴、洗护等赛道子品牌接力增长，前瞻布局香氛、彩妆赛道，完善品类布局，有较大上拓空间；3) **价格带：**持续验证产品力，大单品新品破局带动价格带上拓。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，拓展客群资产。4) **研发&供应链：**上海日本双研发中心，300+人研发团队，中台赋能多品牌与合作品牌，24年韩束环六肽-9已经完成国家原料备案。
- **品牌+品类+渠道多线协同，受益性价比消费及国货崛起，势能强劲。**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，产品迭代+价格带持续进行市场渗透，品类延伸+品牌拓展打开新局面，线上线下协同发力，多线释放增长势能。根据24年业绩情况，我们上调25-26年盈利预测(原预测为25-26年10.45/12.75亿元)，新增2027年预测，预计公司25-27年归母净利润为10.61/13.64/16.54亿元，同比+36%/+29%/+21%，对应PE为16/12/10倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售渠道拓展不及预期，新品牌培育进度不及预期，单一平台依赖程度较高，消费复苏不及预期，原材料成本涨价等风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,191	6793	8513	10466	12664
同比增长率(%)	57%	62%	25%	23%	21%
归母净利润(百万元)	461	781	1061	1364	1654
同比增长率(%)	%	%	%	%	%
每股收益(元/股)	1.16	1.96	2.67	3.43	4.15
净资产收益率(%)	23%	36%	34%	32%	31%
市盈率	29.3	16.5	16	12	10

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4191	6793	8513	10466	12664
营业成本	1171	1683	2104	2532	3057
毛利	3019	5109	6409	7934	9607
销售费用	2240	3947	4705	5809	7016
管理费用	210	243	341	366	431
研发费用	126	180	255	277	327
其他收入	22	0	150	150	150
息税前利润	466	739	1258	1631	1984
投资收益	-6	-2	6	7	7
所得税支出	98	124	233	299	363
净利润	462	803	1061	1363	1652
归母净利润	461	781	1061	1364	1654
少数股东损益	1	22	-1	-1	-2

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