

韩束持续高增，多品牌、全渠道持续推进

2025 年 03 月 25 日

➤ **事件：**上美股份发布 2024 年业绩公告。24 年公司实现收入 67.93 亿元 (yoy+62.1%)，实现归母净利润 8.03 亿元 (yoy+74.0%)。

➤ **韩束品牌表现依旧强劲，newpage 增长亮眼。**2024 年，公司实现收入 67.93 亿元，同比+62.1%，单 24H2 来看，公司实现营收 32.90 亿元，同比+26.35%。2024 年分品牌收入来看：1) **韩束**，24 年收入 55.91 亿元，yoy+80.9%，占全年收入的 82.3%，根据公告，24 年韩束线上渠道 GMV 位列美妆国货品牌第二，增速位列头部美妆品牌第一；2) **一叶子**，24 年收入 2.29 亿元，同比-35.7%，占全年收入的 3.4%；3) **红色小象**，24 年收入 3.76 亿元，同比+0.1%，占全年收入的 5.5%；4) **newpage 一页**，24 年收入 3.76 亿元，同比+146.3%，占全年收入的 3.4%。

➤ **24 年销售费用率同比+4.7pct，净利率稳中有升。**24 年公司毛利率为 75.2%，同比+3.1pct，主要系韩束的毛利率上升；费用率方面，24 年销售费用率为 58.1%，同比+4.7pct，主要系公司为提高品牌曝光度、把握新渠道机会，加大品牌宣传力度及渠道建设投入所致；管理费用率为 3.6%，同比-1.4pct；研发费用率为 2.6%，同比-0.4pct。24 年公司实现归母净利润 8.03 亿元，同比+74.0%，对应归母净利率为 11.8%，同比+0.8pct，盈利能力稳中有升。

➤ **推行“六六战略”聚焦六大竞争面与六大板块推动长期发展。**中长期来看，上美股份以“六六战略”为核心：1) 保持组织驱动领先，以人才支撑集团可持续发展；2) 保持研发领先，推动产品创新；3) AI 领先，提高管理运营效率；4) 保持营销领先，扩大营销网络；5) 保持智能化生产领先，提升生产效率和标准化产品质量；6) 推动战略发展，进一步拓展业务。业务方面，上美股份将持续推进多品牌建设，搭建大众护肤、洗护个护、母婴用品、皮肤医疗美容、彩妆、高端护肤和仪器六大板块。

➤ **持续推进多品牌多品类布局，后续充满期待。**根据公司公告，公司进行多品类多品牌布局，1) 护肤品：已经推出了与昆药集团合作，以‘青蒿油 AN+’为核心成分的敏感肌护肤品牌安敏优；正在筹备推出与科学家山田耕作合作研发的高端抗衰护肤品牌 TAZU。2) 母婴护理：正在筹备推出获授权使用知名知识产权的同名母婴护理品牌面包超人。3) 洗护：推出了致力于固韧及头皮减压的洗护品牌极方；4) 彩妆：即将推出与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty。

➤ **投资建议：**公司主品牌韩束增长强劲，其余品牌 Newpage 等接力高增，同时积极进行多品类多品牌布局进一步夯实竞争力，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 10.4 亿元/13.5 亿元/16.6 亿元，截至 2025/03/25 公司市值对应 25-27 年 PE 分别为 16X/13X/10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发投入不及预期、行业竞争加剧、政策风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,793	8,705	11,052	13,659
增长率(%)	62.1	28.2	27.0	23.6
归母净利润	781	1,041	1,346	1,664
增长率(%)	69.4	33.2	29.4	23.6
EPS	1.96	2.61	3.38	4.18
P/E	22	16	13	10
P/B	7.7	5.2	3.7	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 24 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

46.15 港元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

- 1.上美股份 (2145.HK) 深度报告：20 年发展深度复盘：穿越周期，韧性增长-2024/10/20
- 2.上美股份 (2145.HK) 2024 年半年报点评：韩束持续高增，一页潜力逐步释放，期待多品牌裂变模式带来的增长空间-2024/08/26
- 3.上美股份 (2145.HK) 2023 年年报点评：23 年收入利润均达预告上限，韩束势能强劲，公司长期增长可期-2024/03/24
- 4.上美股份 (2145.HK) 2023 年业绩预告点评：韩束品牌抖音高增，23 年公司归母净利润同比增长超 180%-2024/03/03
- 5.上美股份 (2145.HK) 首次覆盖报告：韩束品牌抖音高增，渠道运营与多品牌矩阵强劲，国货美妆龙头增长可期-2024/02/19

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	2,471	4,147	5,812	7,711
现金及现金等价物	459	1,743	2,931	4,201
应收账款及票据	426	542	686	831
存货	691	747	845	1,069
其他	895	1,115	1,349	1,610
非流动资产合计	1,126	1,124	1,122	1,121
固定资产	674	673	672	671
商誉及无形资产	139	138	138	137
其他	313	313	313	313
资产合计	3,597	5,271	6,934	8,833
流动负债合计	1,342	1,975	2,290	2,523
短期借贷	60	60	60	60
应付账款及票据	638	704	616	895
其他	643	1,211	1,614	1,568
非流动负债合计	20	20	20	20
长期借贷	0	0	0	0
其他	20	20	20	20
负债合计	1,362	1,995	2,310	2,543
普通股股本	398	398	398	398
储备	1,793	2,834	4,180	5,844
归属母公司股东权益	2,191	3,232	4,579	6,242
少数股东权益	43	45	46	47
股东权益合计	2,235	3,277	4,624	6,289
负债和股东权益合计	3,597	5,271	6,934	8,833

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	1,188	1,102	1,180
净利润	781	1,041	1,346	1,664
少数股东权益	22	1	1	1
折旧摊销	0	117	117	116
营运资金变动及其他	-803	30	-362	-601
投资活动现金流	0	102	92	97
资本支出	0	-115	-115	-115
其他投资	0	217	207	212
筹资活动现金流	0	-7	-7	-7
借款增加	-40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	40	-7	-7	-7
现金净增加额	0	1,284	1,187	1,271

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,793	8,705	11,052	13,659
其他收入	0	32	26	12
营业成本	1,683	2,013	2,309	2,871
销售费用	3,947	5,136	6,686	8,264
管理费用	243	305	387	423
研发费用	180	226	287	355
财务费用	6	0	-20	-37
权益性投资损益	-2	-27	-37	-32
其他损益	195	195	195	195
除税前利润	927	1,226	1,585	1,959
所得税	124	184	238	294
净利润	803	1,042	1,348	1,665
少数股东损益	22	1	1	1
归属母公司净利润	781	1,041	1,346	1,664
EBIT	933	1,225	1,566	1,921
EBITDA	933	1,342	1,682	2,038
EPS (元)	1.96	2.61	3.38	4.18

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	62.08	28.16	26.96	23.60
归属母公司净利润	69.42	33.23	29.37	23.57
盈利能力(%)				
毛利率	75.22	76.88	79.11	78.98
净利率	11.50	11.96	12.18	12.18
ROE	35.65	32.20	29.41	26.65
ROIC	35.24	31.22	28.41	25.72
偿债能力				
资产负债率(%)	37.87	37.84	33.31	28.80
净负债比率(%)	-17.87	-51.38	-62.08	-65.85
流动比率	1.84	2.10	2.54	3.06
速动比率	1.33	1.72	2.17	2.63
营运能力				
总资产周转率	2.02	1.96	1.81	1.73
应收账款周转率	18.19	18.00	18.00	18.00
应付账款周转率	2.91	3.00	3.50	3.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.96	2.61	3.38	4.18
每股经营现金流	0.00	2.99	2.77	2.96
每股净资产	5.51	8.12	11.50	15.68
估值比率				
P/E	22	16	13	10
P/B	7.7	5.2	3.7	2.7
EV/EBITDA	17.67	12.28	9.80	8.09

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测，由于 2024 财年现金流量表数据尚未完全披露，因此暂用 NA 列示

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048