

公司研究

百尺竿头更进一步，从单品牌单平台向多品牌全渠道集团化蜕变

——上美股份（2145.HK）投资价值分析报告

要点

上美股份：一鸣惊人、品类全面的多品牌化妆品集团

上美股份前身上海卡卡化妆品有限公司成立于 2004 年、2015 年更名、2022 年于港股上市，是一家多品牌化妆品公司，覆盖护肤品、母婴护理产品、洗护个护产品以及彩妆产品，目前旗下拥有韩束、一叶子、红色小象、一页（new page）等多个品牌。其中主品牌韩束成立时间最早、于 2003 年推出，目前已成为 2024 年线上渠道 GMV 美妆国货品牌第二名、按增速计为头部美妆品牌增速第一名。

公司抓住了抖音平台的发展机遇，2023~2024 年业绩高速增长，2022~2024 年收入、归母净利润年复合增速分别为 59.3%/130.5%；2024 年公司实现营业收入 67.93 亿元，同比增长 62.1%，归母净利润 7.81 亿元，同比增长 69.4%。

行业分析：化妆品行业增长和竞争并存，下沉市场、细分赛道蕴藏机遇

中国化妆品行业规模增速 2020 年开始呈现波动，2024 年行业规模为 5372 亿元、同比下降 2.0%。其中，分定位来看，2024 年出现大众定位化妆品的行业规模增长表现好于高端定位的局面，可能显示消费者对性价比的偏好正在提升。细分品类方面，彩妆、婴幼儿护理行业规模表现相对突出、好于化妆品行业总体。

竞争格局方面，国产品牌凭借线上渠道突围，线上渠道呈现平台格局分化，抖音凭借内容异军突起，公司旗下韩束品牌 2023 年在抖音渠道实现高增、2023~2024 年连续两年位居抖音美妆类目 GMV 榜首。

韩束主品牌提质增长，一页等小品牌构建多条增长曲线

1) 韩束主品牌：定位大众+科学抗衰，目标用户群体广泛，空间广阔大有可为，通过推新品、延伸品类、拓展多电商平台等拉动增长，渠道结构优化、降低对抖音和达播的依赖帮助提升品牌利润率；2) 一页品牌：把握儿童护理赛道机遇，2023~2024 年收入连续两年三位数高增长，知名演员和育儿专家共同背书、渠道结构均衡，未来有望继续高速增长；3) 其他潜力品牌：推出定位防脱的洗护发品牌极方、筹备化妆师合作彩妆品牌 NAN beauty 等。

盈利预测与投资建议：我们预测公司 25~27 年归母净利润分别为 10.6/13.8/17.4 亿元，对应 25~27 年 EPS 为 2.65/3.47/4.37 元，25/26/27 年 PE 为 23/18/14 倍，结合绝对和相对估值结果，给予公司目标价 86 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：终端零售持续疲软；线上单一电商平台占比过高；行业竞争加剧；费用刚性上升，或者投入效果边际减弱；新品或者小品牌推出效果不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,191	6,793	8,397	10,152	11,794
营业收入增长率	56.6%	62.1%	23.6%	20.9%	16.2%
归母净利润（百万元）	461	781	1,057	1,381	1,738
归母净利润增长率	213.5%	69.4%	35.3%	30.7%	25.8%
EPS（元）	1.16	1.96	2.65	3.47	4.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.0%	35.7%	42.1%	47.3%	50.5%
P/E	52	31	23	18	14
P/B	12	11	10	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-02，港币汇率采用 1 港币=0.9164 人民币计算

买入（首次）

当前价/目标价：66.3/86 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebsecn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebsecn.com

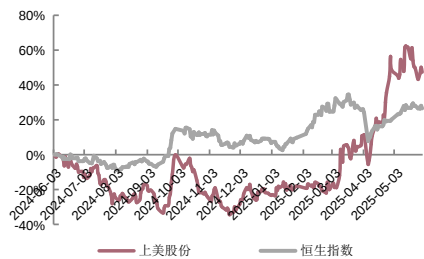
分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.98
总市值(亿港元):	263.89
一年最低/最高(港元):	29.20/76.00
近 3 月换手率:	122.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.0	77.1	24.1
绝对	-4.1	78.1	52.2

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

分业务来看，短期韩束主品牌仍在公司业绩中占有举足轻重的地位，而在产品推新和渠道拓展方面，韩束品牌继续推进大单品的迭代和轮动推新，继续强化大众定位+科学抗衰的心智，对标同样大众定位的化妆品龙头品牌巴黎欧莱雅，韩束体量规模仍有提升空间。从实现路径上，公司将通过丰富大单品的数量（发力 X 肽系列、次抛品类等）、延伸品类（自护肤延伸至彩妆、男士护理、洗护、个护等），叠加渠道方面多元化电商平台布局拓展增量，我们预计 2025~2027 年韩束品牌收入分别增长 20%/18%/17%。

除韩束外，一页品牌正处于上升期，预计 2025~2027 年收入分别增长 125%/60%/15%。其他品牌中预计极方等增长可期，合计收入 2025~2027 年同比增长 25%/25%/25%；红色小象预计收入保持平稳；一叶子预计持续收缩。毛利率方面，韩束品牌预计毛利率逐步上升；另外，随着一页等高毛利品牌的占比提升，业务结构变化也将促进公司整体毛利率逐步上升。预计 2025~2027 年公司毛利率分别为 75.7%/76.2%/76.4%。

费用率方面，销售费用率方面，公司多元化电商平台布局、降低韩束品牌对抖音平台和达播的依赖将帮助降低费用率，但多品牌战略推进、发展一页等小品牌将需要公司加大投入，等待规模效应逐步体现。预计 2025~2027 年公司销售费用率分别为 58.5%/57.5%/56.5%。管理费用率、研发费用率基本稳定，预计 2025~2027 年管理费用率分别为 3.6%/3.6%/3.6%，研发费用率分别为 2.8%/2.8%/2.8%。

综上，我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 84.0/101.5/117.9 亿元、同比增长 23.6%/20.9%/16.2%；归母净利润分别为 10.6/13.8/17.4 亿元，同比增长 35.3%/30.7%/25.8%。

我们有别于市场的观点

1) 韩束主品牌经过 2023~2024 年的高速增长后面临是否已达到天花板的质疑，我们认为品牌增速仍可期待、品牌天花板尚未达到，因为品牌的大众定位+科学抗衰理念契合广泛消费者的需求，并且正在通过推新品/延伸品类/拓展多电商平台等举措深耕市场、向全品类龙头品牌迈进；另外，公司降低对抖音和达播的依赖、渠道多元化也将帮助品牌改善净利率。

2) 公司多品牌布局优秀，已经成功培育了一页品牌、正在快速成长放量，并且验证了公司对于不同品类、不同渠道的经营管理能力和对细分市场机遇的前瞻性把握能力，未来公司仍有极方、NAN beauty 等多个潜力品牌待发力，为公司构建多条增长曲线。

股价上涨的催化因素

线上多个电商平台的销售超预期；大单品/新品类/新品牌推出获得成功；推出并购等。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司 25~27 年归母净利润分别为 10.6/13.8/17.4 亿元，对应 25~27 年 EPS 为 2.65/3.47/4.37 元，25/26/27 年 PE 为 23/18/14 倍，结合绝对和相对估值结果，给予公司目标价 86 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 公司介绍：品类全面的多品牌化妆品集团	6
1.1 基本情况.....	6
1.2 股权结构.....	8
1.3 业务分析.....	8
1.4 财务分析.....	9
1.4.1 业绩回顾：2023 年重启高增长	9
1.4.2 同业比较：业绩增速领先，重销售投入、盈利能力位于中游.....	11
2、 化妆品行业：增长和竞争并存，下沉市场、细分赛道蕴藏机遇	13
2.1 行业增速：总体放缓但细分品类/渠道端存在机遇.....	13
2.2 竞争格局：国产品牌凭借线上渠道突围	14
2.2.1 国产品牌份额提升，持续崛起	14
2.2.2 线上平台格局分化，抖音成为弯道超车不二之选	16
3、 公司增长亮点分析.....	17
3.1 主品牌韩束：广阔空间大有可为，渠道优化提升利润率.....	17
3.1.1 产品：亲民价位+抗衰科技，目标客户群广泛	18
3.1.2 渠道：多平台延伸拓展，抖音降低达播占比、提升利润率	19
3.2 一页：儿童护理赛道高景气度，权威医师+明星效应促快速放量成长	20
3.3 潜力品牌：延伸拓展洗护发、彩妆等赛道	22
4、 盈利预测、估值与评级.....	23
4.1 关键假设与盈利预测	23
4.2 相对估值.....	25
4.3 绝对估值.....	25
4.4 估值结论与投资评级	26
5、 风险分析.....	27

图目录

图 1：公司品牌矩阵分布情况	6
图 2：2024 年公司分品类收入占比	7
图 3：2024 年公司分品牌收入占比	7
图 4：2024 年公司分销售渠道收入占比	7
图 5：截止 2024 年末公司股权结构和主要股东情况	8
图 6：2019~2024 年公司营业收入及同比增速	8
图 7：2019~2024 年公司归母净利润及同比增速	8
图 8：公司 2020~2024 年分品类销售收入同比增速	9
图 9：公司 2020~2024 年分品牌销售收入同比增速	9
图 10：公司 2020~2024 年分渠道销售收入同比增速	9
图 11：公司 2019~2024 年分渠道销售收入占比	9
图 12：公司 2019~2024 年毛利率和归母净利率	10
图 13：公司 2019~2024 年各项费用率	10
图 14：公司 2020~2024 年 ROE 和 ROA	10
图 15：公司 2020~2024 年资产负债率	10
图 16：公司 2020~2024 年经营活动净现金流及占收入比例	10
图 17：2020~2024 年国内代表化妆品上市公司营业收入（亿元）	11
图 18：2022~2024 年国内代表化妆品上市公司营业收入同比增速	11
图 19：2020~2024 年国内代表化妆品上市公司归母净利润（亿元）	11
图 20：2022~2024 年国内代表化妆品上市公司归母净利润同比增速	11
图 21：2020~2024 年国内代表化妆品上市公司毛利率	12
图 22：2020~2024 年国内代表化妆品上市公司归母净利率	12
图 23：2024 年公司与同业上市公司各项费用率比较	12
图 24：2022~2024 年公司与同业上市公司研发费用（百万元）	13
图 25：2022~2024 年公司与同业上市公司研发费用率	13
图 26：中国美妆个护市场规模及同比增速	13
图 27：中国美妆个护行业细分品类市场规模同比增速	13
图 28：中国美妆个护市场及分不同定位市场规模同比增速	14
图 29：中国护肤品类分线上线下渠道市场规模同比增速及线上渠道占比	14
图 30：2021~2024 年中国市场护肤品类品牌份额集中度（%）	15
图 31：2024 年 5 月中国消费者购买化妆品的考虑因素调查	16
图 32：2024 年主要平台美妆类目 GMV 及同比增速	16
图 33：2024 年淘宝天猫平台前十名品牌销售额及同比增速	17
图 34：2024 年抖音平台前十名品牌销售额及同比增速	17
图 35：2022~2024 年韩束品牌抖音渠道销售额及同比增速	18
图 36：2024 年抖音护肤类目销售额前十名品牌的销售额及均价	18
图 37：2024 年 5 月中国消费者护肤品使用诉求调查	18
图 38：2019~2027 年中国抗衰老市场规模及预测	18
图 39：韩束专利成分“环六肽-9”效果介绍	19

图 40: 韩束两大独家成分两次入选《了不起的中国成分》IP 活动	19
图 41: 2025 年 3 月抖音美妆类目头部品牌的销售构成	20
图 42: 韩束品牌 2025 年在淘天、京东等平台实现高速增长、进入榜单前列	20
图 43: 2023~2024 年一页品牌营业收入和同比增速	21
图 44: 2023 年双十一期间公司多个产品位居天猫平台销售榜单前列	21
图 45: 2024 年一页品牌分渠道销售额占比 (%)	22
图 46: 极方品牌主要产品列示	23
图 47: 极方品牌产品获得国产特殊化妆品注册证情况	23
图 48: 2024 年对标国内化妆师创立公司/品牌营业收入	23

表目录

表 1: 公司主要品牌介绍.....	6
表 2: 公司“六六战略”情况	7
表 3: 2021~2024 年中国护肤品类头部品牌份额情况 (%)	15
表 4: 2021~2024 年抖音平台美妆类目 GMV 前十名品牌情况.....	17
表 5: 2025 年 3 月抖音美妆类目头部品牌排名和 GMV 情况.....	20
表 6: 一页品牌 2023 年和 2024 年双十一期间主要销售成果	21
表 7: 2024 年 1~11 月抖音婴童用品 TOP20 品牌中宝宝护肤类品牌排名及销售额同比增速	22
表 8: 2024 年天猫婴幼儿乳液面霜类目中销售额 TOP10 品牌及其同比增速	22
表 9: 公司收入分业务预测	24
表 10: 可比公司估值比较	25
表 11: 绝对估值核心假设表	25
表 12: 现金流折现及估值表	26
表 13: 敏感性分析表 (单位: 港币)	26
表 14: 公司盈利预测与估值简表	27

1、公司介绍：品类全面的多品牌化妆品集团

1.1 基本情况

上美股份前上海卡卡化妆品有限公司成立于 2004 年、于 2015 年更名为上海上美化妆品股份有限公司，是一家多品牌化妆品公司，覆盖护肤品、母婴护理产品、洗护个护产品以及彩妆产品，目前旗下拥有韩束、一叶子、红色小象、一页 (new page) 等多个品牌。其中主品牌韩束成立时间最早、于 2003 年推出，目前已成为 2024 年线上渠道 GMV 美妆国货品牌第二名、按增速计为头部美妆品牌增速第一名。

公司 2024 年实现营业收入 67.93 亿元，同比增长 62.1%，19~24 年五年期间年复合增速为 18.8%；2024 年归母净利润为 7.81 亿元，同比增长 69.4%，19~24 年五年期间年复合增速为 65.7%。

公司于 2022 年 12 月完成港股上市、代码为 2145.HK。

表 1：公司主要品牌介绍

品牌	成立时间	2024 年营业收入 (亿元)	主要定位	主力产品及价格带
韩束	2003 年	55.91	科学抗衰护肤品牌，大众市场	红蛮腰水乳面霜套装加送一套正装 299 元；白蛮腰水乳面霜精华套装 299 元
一叶子	2014 年	2.29	年轻消费者，修护年轻自愈力	鲜嫩水光面膜 64 元/21 片；酪梨洁面 29 元/100g
红色小象	2015 年	3.76	至简成分、安心有效的专业母婴护理品牌，覆盖 0~12 岁、12~18 岁人群	夏季婴童冰雪霜 59 元/50g；爽身粉 49 元/2 盒 120g
一页 new page	2022 年	3.76	专注于敏感肌宝宝的婴童功效型护肤品牌，医研共创，覆盖护肤、洗沐、清洁三大方向	安心霜 89 元/25g, 169 元/50g；高保湿身体乳 79 元/100g
安敏优	2022 年	2.21	敏感肌护肤品牌，以青蒿油 AN+ 为核心成分	青蒿舒缓特护精华液次抛 349 元/50 支
TAZU	待推出		高端抗衰护肤品牌，与科学家山田耕作合作研发	
极方	2021 年		洗护品牌，致力于固韧和头皮减压	腺苷氨基酸控油洗发水 98 元/300ml；防脱控油洗发水 117 元/300ml
NAN beauty	待推出		彩妆品牌，与化妆师春楠共同设立	

注：产品价格选自各品牌抖音、天猫旗舰店，统计时间为 2025 年 4 月。
资料来源：公司 2024 年年报，各品牌抖音/天猫旗舰店，光大证券研究所

图 1：公司品牌矩阵分布情况

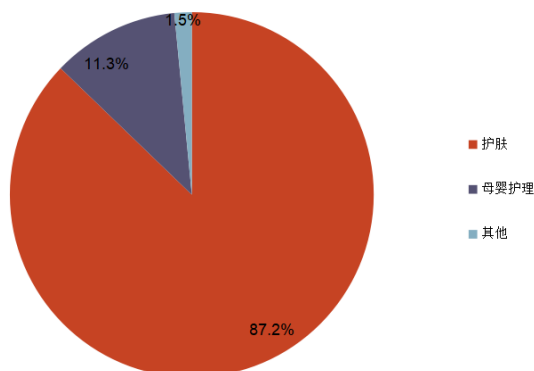


资料来源：公司 2024 年年报

销售收入拆分来看，公司在品类方面涵盖护肤、母婴护理等品类，2024 年收入占比分别为 87.2%/11.3%。

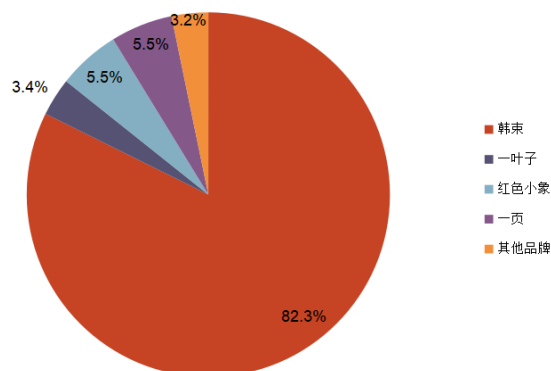
分品牌来看，公司主品牌韩束贡献主要收入，2024 年收入占比为 82.3%，一叶子、红色小象、一页、其他品牌收入占比分别为 3.4%/5.5%/5.5%/3.2%。

图 2：2024 年公司分品类收入占比



资料来源：公司 24 年年报，光大证券研究所

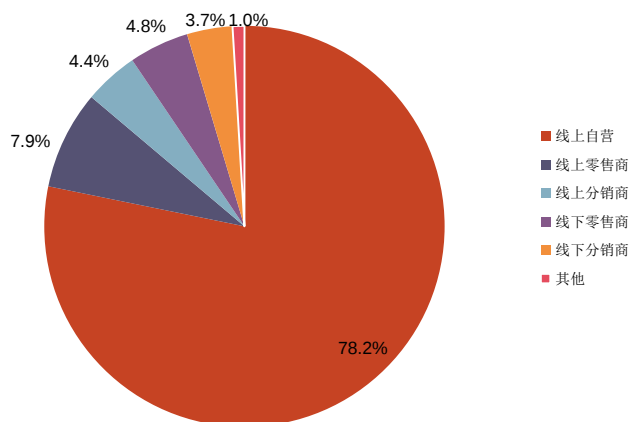
图 3：2024 年公司分品牌收入占比



资料来源：公司 24 年年报，光大证券研究所

分销售渠道来看，公司以线上自营为主，2024 年收入占比为 78.2%，线上零售商、线上分销商销售分别占比为 7.9%/4.4%，合计线上渠道收入占比为 90.5%；线下渠道收入占比为 8.5%，其中线下零售商、线下分销商销售分别占总收入比例为 4.8%/3.7%。

图 4：2024 年公司分销售渠道收入占比



资料来源：公司 24 年年报，光大证券研究所

表 2：公司“六六战略”情况

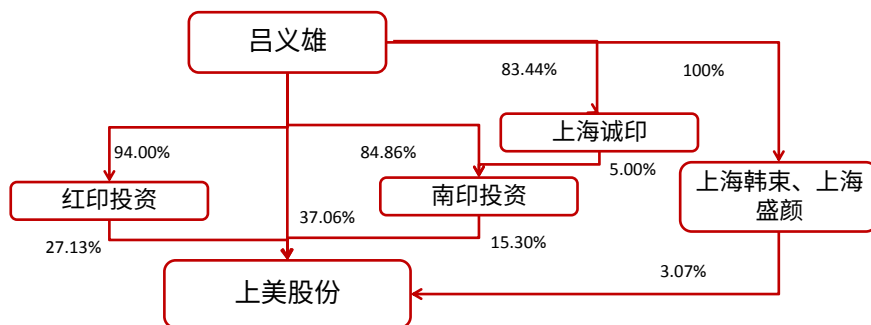
六大板块	六大竞争面
大众护肤	保持组织驱动领先，以人才支撑集团可持续发展
洗护个护	保持研发领先，持续投入研发，推动产品创新，做出消费者喜爱的产品
母婴用品	人工智能（AI）领先，引入 AI 管理工具，提高集团管理及运营效率
皮肤医疗美容	保持营销领先，继续加强和扩大产品营销网络，普及用户并建立消费者心智
彩妆	保持智能化生产领先，加快集团智能化生产，提升生产效率和标准化产品质量
高端护肤和仪器	推动集团战略从“个性化”发展到“共性化”发展，以平台推动发展，进一步拓展业务

资料来源：公司 2024 年年报，光大证券研究所

1.2 股权结构

公司控股股东为吕义雄先生,其直接持有公司 37.06%股份,另外通过红印投资、南印投资等间接持股,合计控制公司 82.57%股份。红印投资、南印投资、上海诚印为公司三大员工持股平台,吕义雄先生分别持有其 94.00%、84.86%、83.44%股份,其他股份为公司高管、数名员工及前员工持有,红印投资、南印投资分别持有公司 27.13%、15.30%股份。

图 5: 截止 2024 年末公司股权结构和主要股东情况

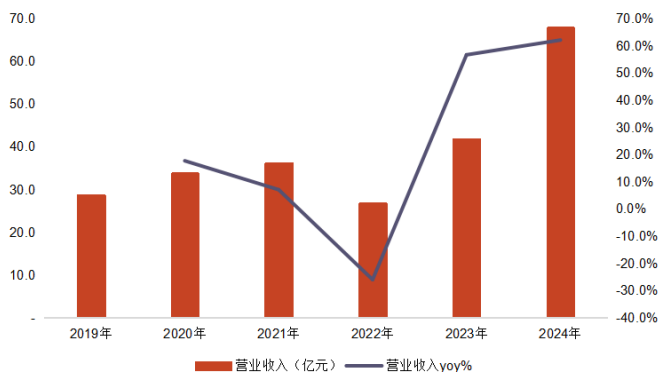


资料来源: 公司 2024 年年报, 光大证券研究所

1.3 业务分析

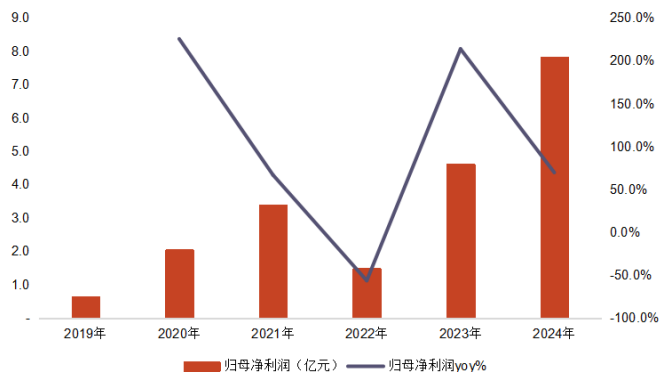
公司业绩在 2019~2024 年期间呈现波动。其中, 2019~2021 年收入/归母净利润年复合增速分别为 12%/132%, 2022 年公司在疫情影响下收入和利润均有所下滑, 但 2023 年以来公司收入和利润重启增长并且增速较高, 2023/2024 年公司营业收入分别同比增长 56.6%/62.1%, 归母净利润亦从 2022 年的低谷 1.5 亿元快速攀升至 2024 年的 7.8 亿元。

图 6: 2019~2024 年公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

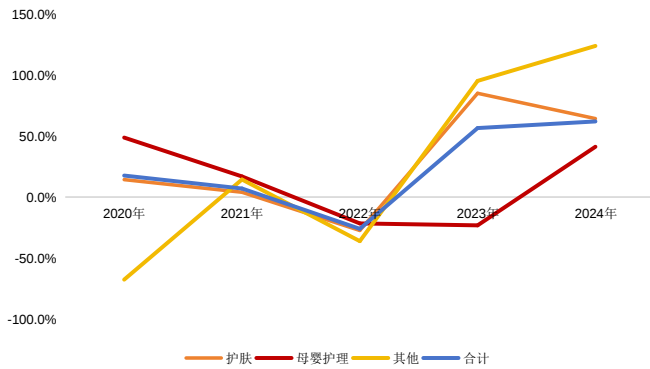
图 7: 2019~2024 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

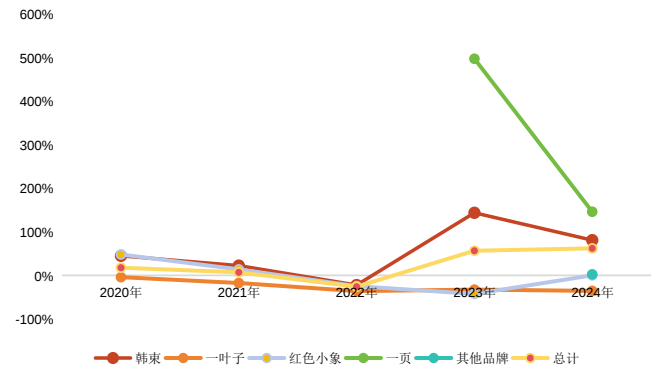
2023 年公司业绩的好转, 主要来自于主品牌韩束在线上自营渠道 (抖音) 的成功, 2023~2024 年主品牌韩束收入分别同比增长 143.8%/80.9%, 收入占比自 2022 年的 47.4%迅速提升至 2024 年的 82.3%; 另外, 公司 2022 年新推出的母婴护理品牌一页快速放量, 2023~2024 年营业收入同比增速分别达 498%/146.3%, 2024 年营业收入达 3.8 亿元, 收入占比达到 5.5%。

图 8：公司 2020~2024 年分品类销售收入同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司年报，光大证券研究所

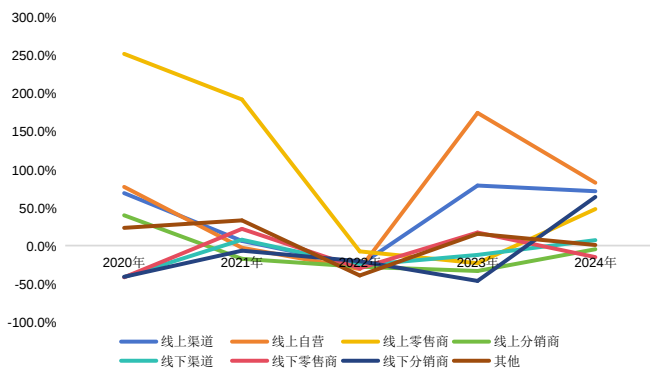
图 9：公司 2020~2024 年分品牌销售收入同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司年报，光大证券研究所

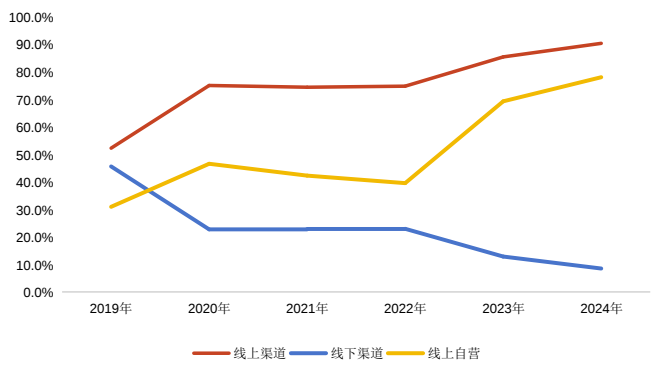
从销售渠道来看，2023 年以来公司线上渠道（特别是线上自营）增长迅猛，2023~2024 年线上渠道收入分别同比增长 78.9%/71.4%，其中线上自营渠道收入分别同比增长 174.5%/82.6%，占总收入比例自 2022 年的 39.6% 提升至 2024 年的 78.2%；线下渠道则有所萎缩，2019 年在收入中占比为 45.7%，2023~2024 年占比持续下降，2024 年收缩至 8.5%。

图 10：公司 2020~2024 年分渠道销售收入同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司年报，光大证券研究所

图 11：公司 2019~2024 年分渠道销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，公司年报，光大证券研究所

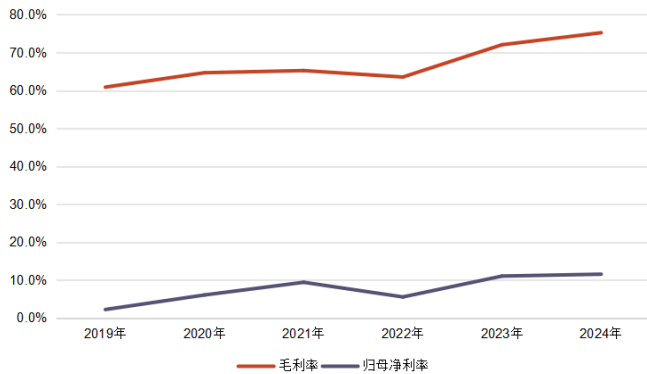
1.4 财务分析

1.4.1 业绩回顾：2023 年重启高增长

公司于 2023 年开始收入重回增长且增速再上一个台阶，2023 年、2024 年营业收入分别同比增长 56.6%/62.1%，盈利能力近两年也有明显好转，毛利率逐步从 2019 年的 60.9% 上升至 2024 年的 75.2%，归母净利率则明显提升，自 2019 年的 2.2% 提升至 2024 年的 11.5%。

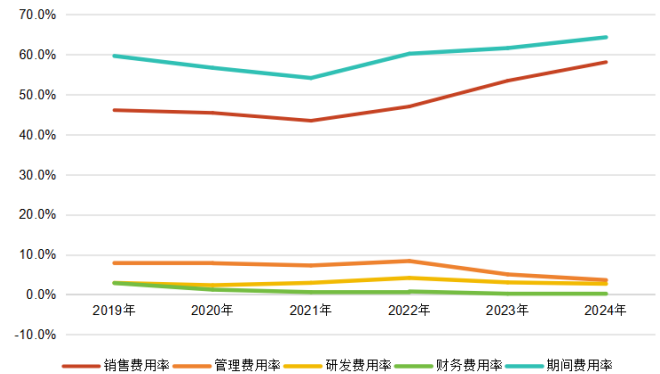
费用率方面，2019~2021 年公司期间费用率逐步下降至 54.1%，2022~2024 年逐步回升至 2024 年的 64.3%，具体拆分来看，销售费用率随着业务规模扩张和渠道结构变化而有所提升，而管理费用率下降明显。2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 58.1%/3.6%/2.6%/0%，较 2022 年分别 +11.1/-4.8/-1.5/-0.7PCT。

图 12: 公司 2019~2024 年毛利率和归母净利润率



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

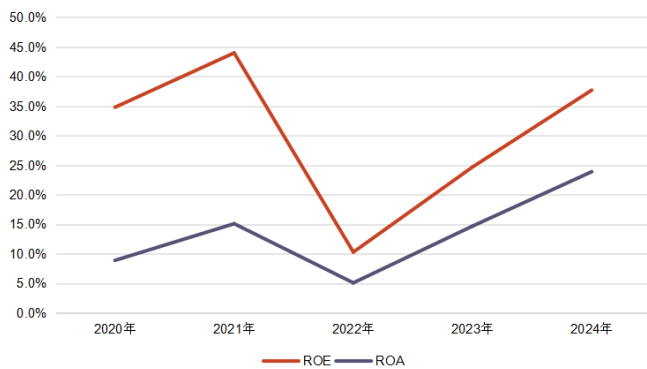
图 13: 公司 2019~2024 年各项费用率



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

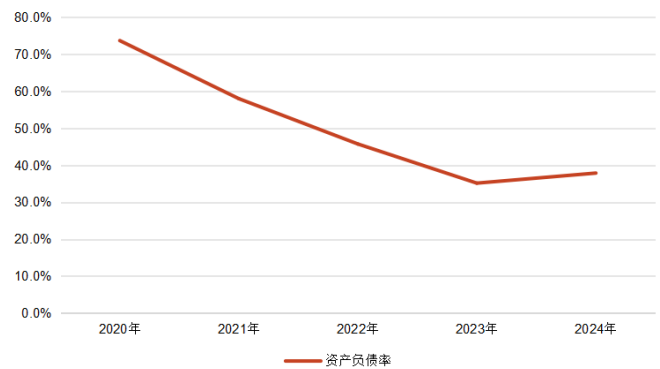
2020~2024 年公司的 ROE 和 ROA 呈现先上升后下降再回升的趋势, 2024 年分别为 37.7%/23.9%。同时, 公司资产负债率持续下降, 自 2020 年的 73.7%逐步下降至 2024 年的 37.9%。

图 14: 公司 2020~2024 年 ROE 和 ROA



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

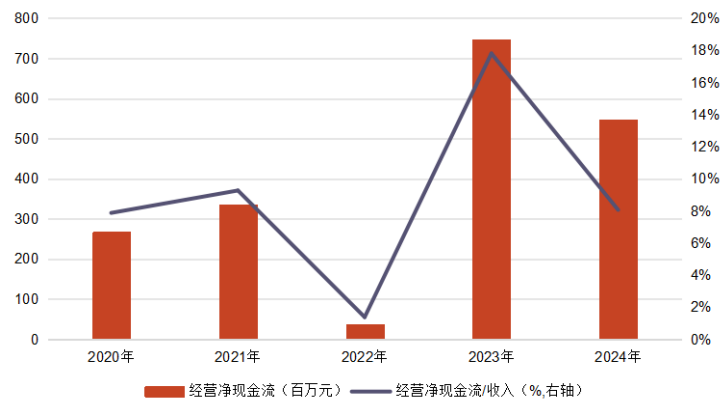
图 15: 公司 2020~2024 年资产负债率



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

经营活动现金流方面, 公司于 2023 年以来经营活动净现金流明显增加, 占收入比例也有所回升, 2023~2024 年公司经营活动净现金流分别为 7.5 亿元/5.5 亿元, 占收入比例分别为 17.8%/8.1%。

图 16: 公司 2020~2024 年经营活动净现金流及占收入比例

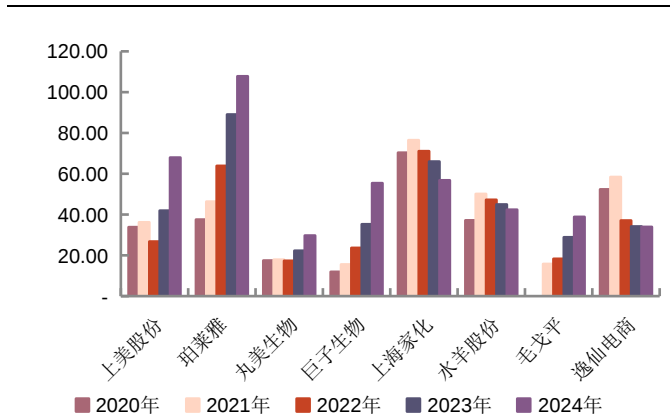


资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 光大证券研究所

1.4.2 同业比较：业绩增速领先，重销售投入、盈利能力位于中游

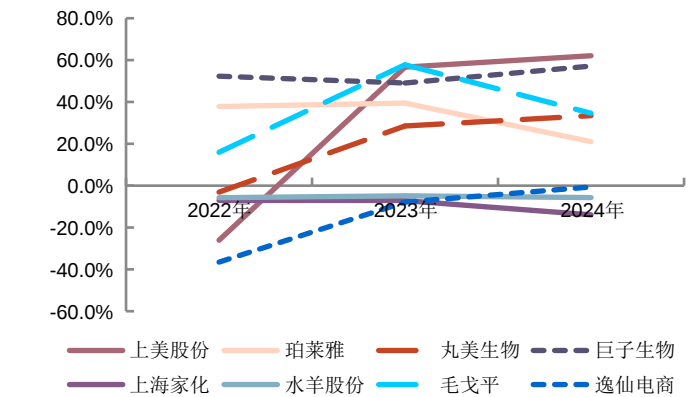
与 7 家国内同业上市公司（珀莱雅、丸美生物、巨子生物、上海家化、水羊股份、毛戈平、逸仙电商）比较来看，公司经过 2023~2024 年两年的高速增长，目前收入和归母净利润规模已经进入国内化妆品行业第一梯队。2024 年公司实现营业收入 67.9 亿元，仅次于珀莱雅的 107.8 亿元位居第二；归母净利润 7.8 亿元，次于巨子生物、珀莱雅、毛戈平，排名第 4。

图 17：2020~2024 年国内代表化妆品上市公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

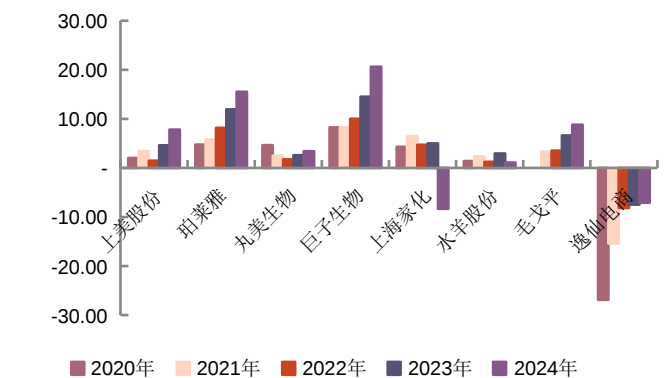
图 18：2022~2024 年国内代表化妆品上市公司营业收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

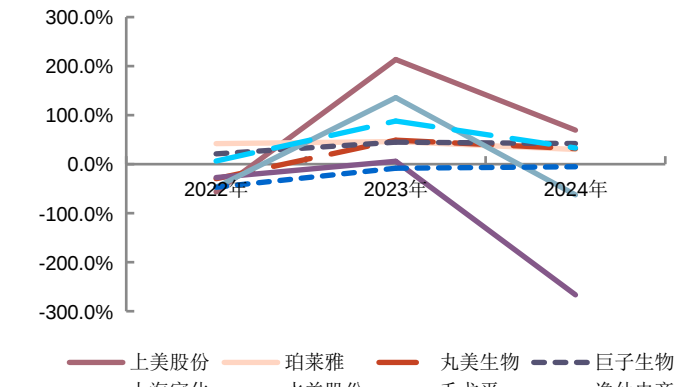
业绩增速层面，公司 2023~2024 年均位于行业前列，2023 年公司营业收入同比增长 56.6% 位居行业第二、仅次于毛戈平的 57.8%，2024 年公司营业收入同比增长 62.1%，位居行业第一名。归母净利润方面，公司 2023~2024 年的同比增速均位于行业第一。

图 19：2020~2024 年国内代表化妆品上市公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

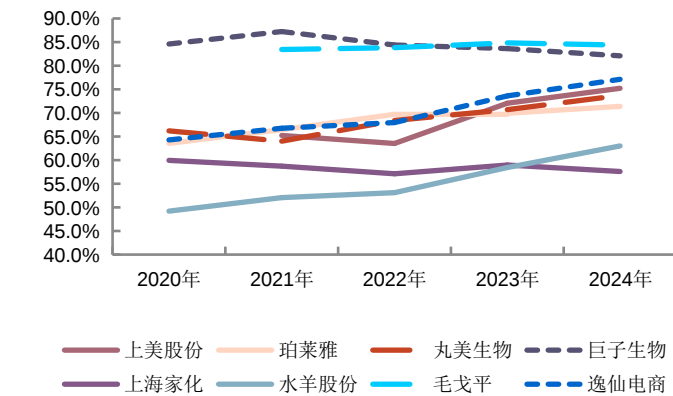
图 20：2022~2024 年国内代表化妆品上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

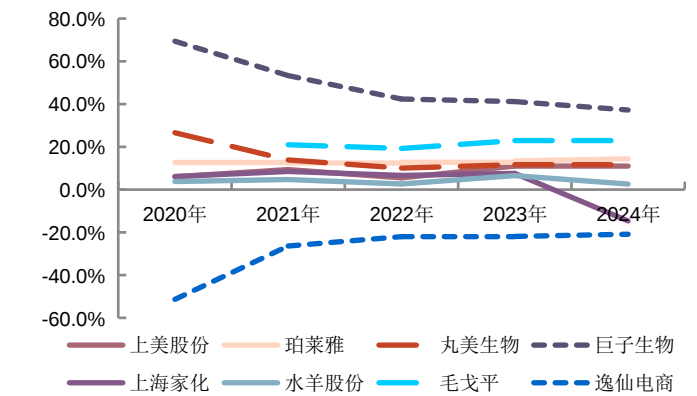
盈利能力方面，公司毛利率、归母净利率水平位于行业中游，毛利率端公司 2024 年为 75.2% 排名第 4，归母净利率端公司 2024 年为 11.5% 排名第 5。

图 21: 2020~2024 年国内代表化妆品上市公司毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

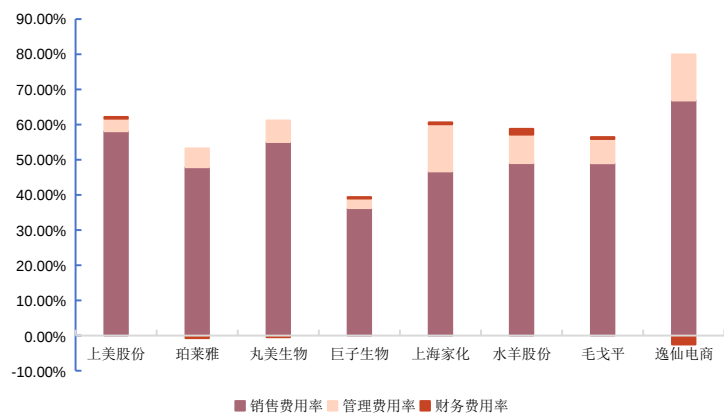
图 22: 2020~2024 年国内代表化妆品上市公司归母净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

从期间费用率来看, 公司 2024 年期间费用率为 61.8%、在同业上市公司中排名第 2, 具体来看, 公司销售费用率在同业中较高, 24 年为 58.1%、仅次于逸仙电商的 66.9%排名第 2, 而管理费用率处于业内较低水平、为 3.6%排名第 7, 财务费用率居于行业中游。

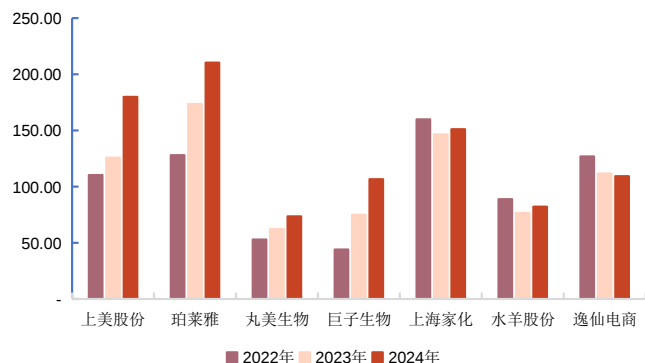
图 23: 2024 年公司与众上市公司各项费用率比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

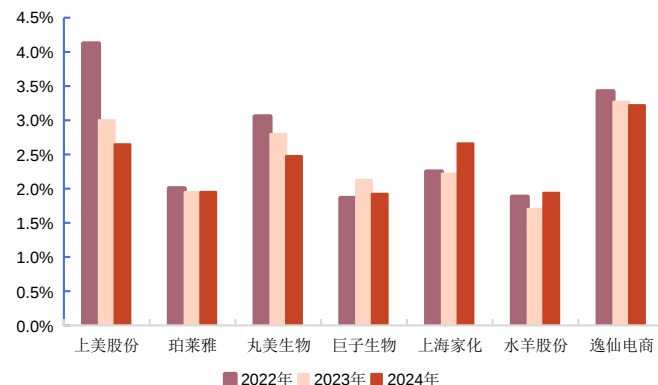
研发投入方面, 公司 2022~2024 年保持了积极的研发投入节奏, 研发费用持续上升, 且研发费用率在同业中亦处于领先水平, 2024 年公司研发费用率为 2.6%, 仅次于逸仙电商的 3.2%和上海家化的 2.7%排名第 3。

图 24：2022~2024 年公司与同业上市公司研发费用（百万元）



资料来源：公司年报，Wind，光大证券研究所

图 25：2022~2024 年公司与同业上市公司研发费用率



资料来源：公司年报，Wind，光大证券研究所

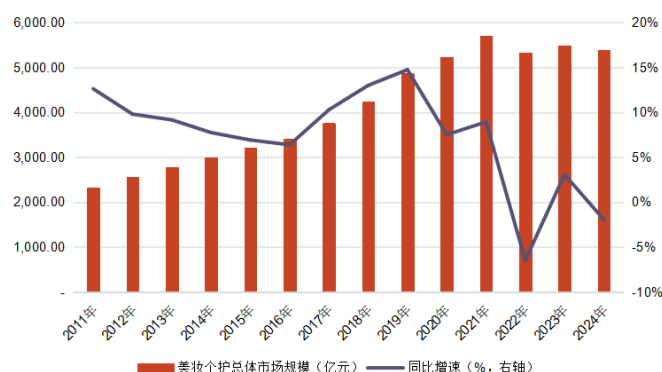
2、化妆品行业：增长和竞争并存，下沉市场、细分赛道蕴藏机遇

2.1 行业增速：总体放缓但细分品类/渠道端存在机遇

中国化妆品行业在 2011~2019 年期间增速较高，其中 2017~2019 年市场规模保持了双位数的增长，自 2020 年开始行业增速波动，2024 年行业规模为 5371.9 亿元、同比下降 2.0%。

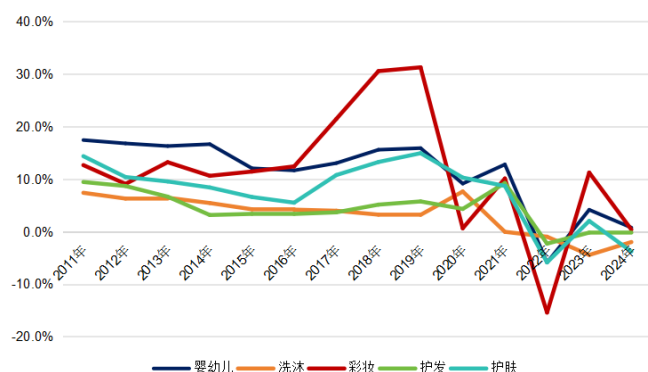
从细分品类来看，占比最大的品类为护肤，2024 年护肤品类零售额占美妆个护总体的 52%，其他相对较大的细分品类包括彩妆（11%）、护发（11%）等。2022 年~2024 年的三年期间彩妆零售额波动最大，2023~2024 年婴幼儿护理零售额增速相对领先。2024 年，护肤、彩妆、护发、婴幼儿、洗沐细分品类市场规模分别同比-3.8%/+0.4%/-0.2%/+0.8%/-2.0%，可见细分品类中彩妆和婴幼儿护理表现相对好于行业总体。

图 26：中国美妆个护市场规模及同比增速



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 27：中国美妆个护行业细分品类市场规模同比增速

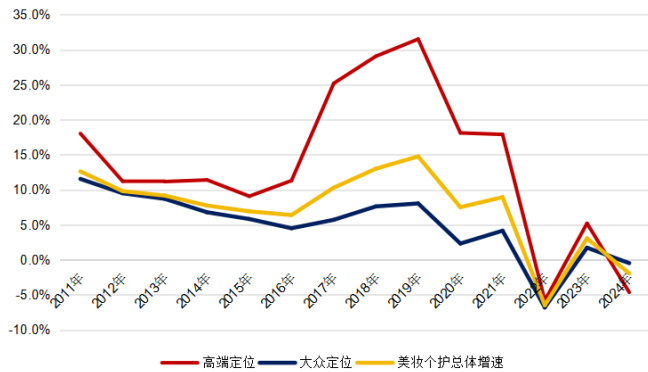


资料来源：欧睿，光大证券研究所

分定位来看，过去较长时间内高端定位市场规模增长持续跑赢大众定位，但 2024 年出现拐点，2024 年高端定位、大众定位美妆个护市场规模分别同比

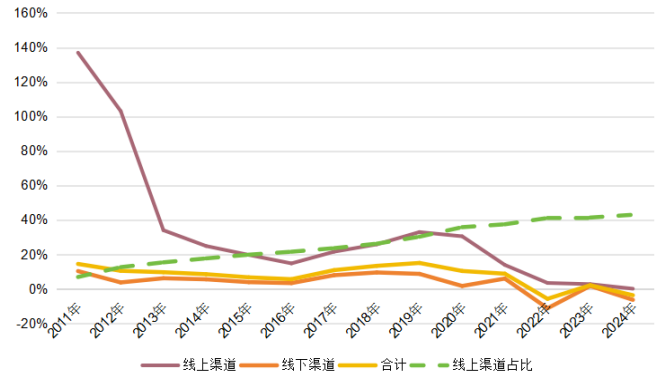
-4.6%/-0.5%，高端定位美妆个护市场规模下滑幅度超过大众定位，这可能显示消费者对性价比消费的偏好正在提升。

图 28：中国美妆个护市场及分不同定位市场规模同比增速



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 29：中国护肤品类分线上线下渠道市场规模同比增速及线上渠道占比



资料来源：欧睿，光大证券研究所

分渠道来看，线上渠道重要性不断提升。以细分品类护肤为例，早期行业以线下渠道为主，但线上渠道持续高增长、占比不断提升，2024 年线上渠道的零售额占比已提升至 43%。2024 年在需求相对疲弱的背景下，护肤总体、线上渠道、线下渠道的零售额分别同比-3.8%/持平/-6.5%，可见线上渠道仍然为行业的中中之重。

2.2 竞争格局：国产品牌凭借线上渠道突围

2.2.1 国产品牌份额提升，持续崛起

中国美妆个护市场中国际品牌持续占优，特别是细分品类护肤中，2024 年前 20 名品牌中有 11 名为国际品牌，品牌份额领先的巴黎欧莱雅 (6.5%)、兰蔻 (6.1%) 均为国际品牌。

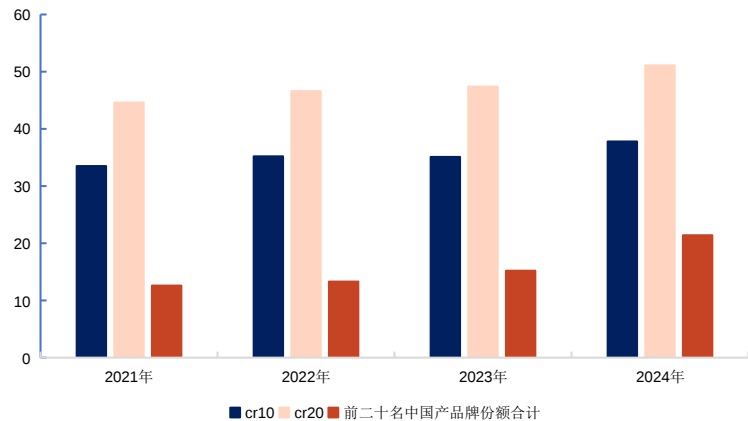
但从格局来看，国产品牌近年来呈现积极突围之势，珀莱雅、自然堂、薇诺娜、韩束、可复美等品牌份额不断提升，排名亦持续向前迈进，2024 年珀莱雅占据了 4.5% 的品牌份额，已超过雅诗兰黛、位居护肤品类品牌份额第三，自然堂、百雀羚、薇诺娜、韩束、可复美分别位居第 5/6/8/10/11 位。前 20 名品牌中，国产品牌的合计份额自 2021 年的 12.6% 提升至 2024 年的 21.4%。

表 3：2021~2024 年中国护肤品类头部品牌份额情况 (%)

排名	品牌名称	2021	品牌名称	2022	品牌名称	2023	品牌名称	2024
1	巴黎欧莱雅	5.7	巴黎欧莱雅	6.0	巴黎欧莱雅	6.2	巴黎欧莱雅	6.5
2	兰蔻	5.4	兰蔻	5.9	兰蔻	5.8	兰蔻	6.1
3	雅诗兰黛	4.8	雅诗兰黛	4.6	雅诗兰黛	4.2	珀莱雅	4.5
4	百雀羚	3.8	百雀羚	3.5	珀莱雅	3.2	雅诗兰黛	4.0
5	玉兰油	3.0	玉兰油	3.3	百雀羚	3.1	自然堂	3.4
6	自然堂	2.9	自然堂	2.7	玉兰油	2.9	百雀羚	3.3
7	SK-II	2.4	珀莱雅	2.5	自然堂	2.8	海蓝之谜	2.6
8	海蓝之谜	2.1	SK-II	2.3	海蓝之谜	2.5	薇诺娜	2.6
9	珀莱雅	1.7	海蓝之谜	2.2	薇诺娜	2.4	玉兰油	2.6
10	薇诺娜	1.7	薇诺娜	2.2	SK-II	2.0	韩束	2.2
11	资生堂	1.5	植物医生	1.5	植物医生	1.5	可复美	1.6
12	植物医生	1.4	资生堂	1.5	理肤泉	1.3	SK-II	1.6
13	娇兰	1.3	娇兰	1.3	资生堂	1.3	植物医生	1.5
14	科颜氏	1.2	科颜氏	1.2	娇兰	1.3	理肤泉	1.4
15	韩束	1.1	理肤泉	1.1	韩束	1.2	娇韵诗	1.3
16	迪奥	1.0	娇韵诗	1.1	娇韵诗	1.2	欧舒丹	1.3
17	理肤泉	0.9	欧舒丹	1.0	欧舒丹	1.2	赫莲娜	1.2
18	欧舒丹	0.9	韩束	0.9	赫莲娜	1.2	欧诗漫	1.2
19	CPB	0.9	赫莲娜	0.9	科颜氏	1.1	丸美	1.1
20	欧珀莱	0.9	CPB	0.9	可复美	1.0	CPB	1.1
CR10		33.5		35.2		35.1		37.8
CR20		44.6		46.6		47.4		51.1

注：标浅红色底色为国产品牌，下同。
 资料来源：欧睿，光大证券研究所

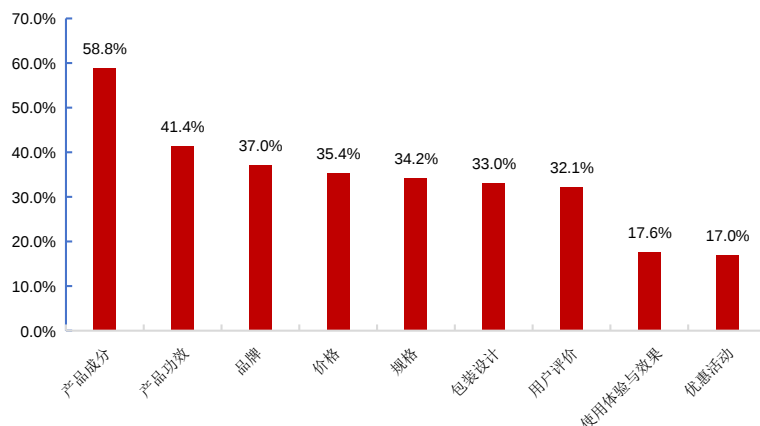
图 30：2021~2024 年中国市场护肤品类品牌份额集中度 (%)



资料来源：欧睿，光大证券研究所统计

国产品牌崛起的背后，是中国消费者对于化妆和护肤行为更加理性的认知和购买决策。根据艾媒咨询 2024 年 5 月的调查，国内消费者在购买化妆品时考虑的因素中，产品成分、产品功效位居第一、第二位，品牌考量则位于第三位，消费者对于产品力的认可使得珀莱雅、薇诺娜、韩束、可复美这类主打大单品塑造产品力的品牌脱颖而出，近年来国产品牌的份额和排名快速提升。

图 31：2024 年 5 月中国消费者购买化妆品的考虑因素调查

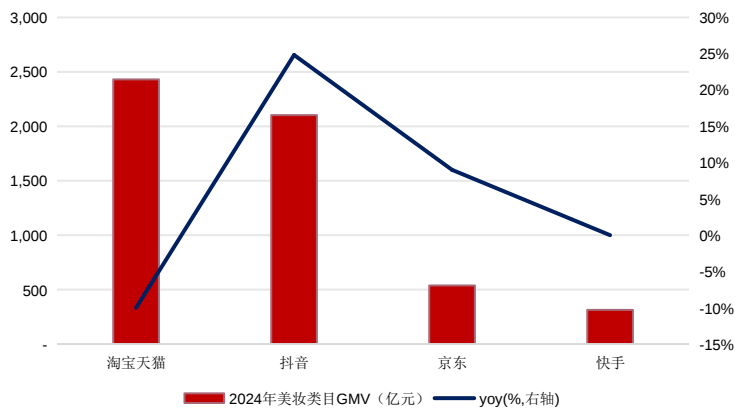


注：来源于艾媒数据中心调查，样本量为 1548，调研时间为 2024 年 5 月，问题为多选题
资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

2.2.2 线上平台格局分化，抖音成为弯道超车不二之选

线上渠道成为化妆品品牌的重点发力方向，线上平台的多元化、抖音等内容电商的异军突起为化妆品品牌特别是国产品牌带来了更多机会。目前美妆类目在电商渠道的发展已经形成了淘天和抖音双强的格局，2024 年淘天、抖音美妆类目的 GMV 分别为 2431 亿元、2103 亿元，分别同比-10%、+25%，抖音继续高增、增速超过其他电商平台，在化妆品品类消费中的占比提升。

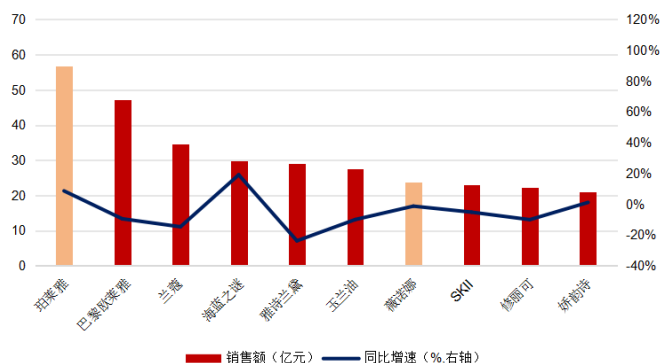
图 32：2024 年主要平台美妆类目 GMV 及同比增速



资料来源：化妆品观察，光大证券研究所

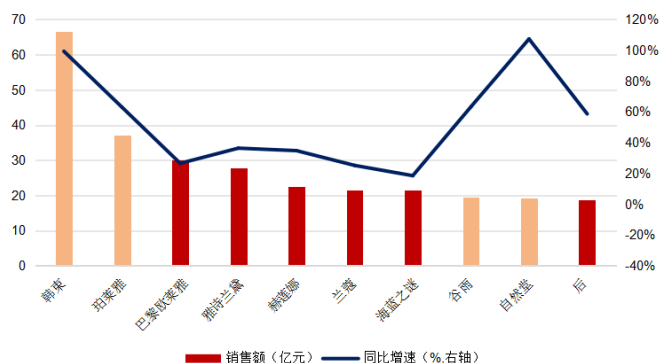
从头部品牌来看，国内外的主要品牌已经完成了在多平台的布局，但是格局上有所差异，抖音渠道国产品牌表现更为突出，如韩束、珀莱雅、谷雨、自然堂等增速迅猛，特别是韩束通过 2023~2024 年的两年高增长，已经稳居抖音销售额第一名。

图 33：2024 年淘宝天猫平台前十名品牌销售额及同比增速



注：黄色柱形表示为国产品牌，下同。
资料来源：化妆品观察，光大证券研究所

图 34：2024 年抖音平台前十名品牌销售额及同比增速



资料来源：化妆品观察，光大证券研究所

表 4：2021~2024 年抖音平台美妆类目 GMV 前十名品牌情况

排名	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	后	雅诗兰黛	韩束	韩束
2	雅诗兰黛	后	巴黎欧莱雅	珀莱雅
3	雪花秀	花西子	珀莱雅	巴黎欧莱雅
4	花西子	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	欧诗漫	SK-II	极萌	赫莲娜
6	珀莱雅	巴黎欧莱雅	海蓝之谜	兰蔻
7	韩束	欧诗漫	兰蔻	海蓝之谜
8	SK-II	觅光	赫莲娜	谷雨
9	兰蔻	兰蔻	花西子	自然堂
10	素说美丽	海蓝之谜	觅光	后

资料来源：化妆品观察，光大证券研究所

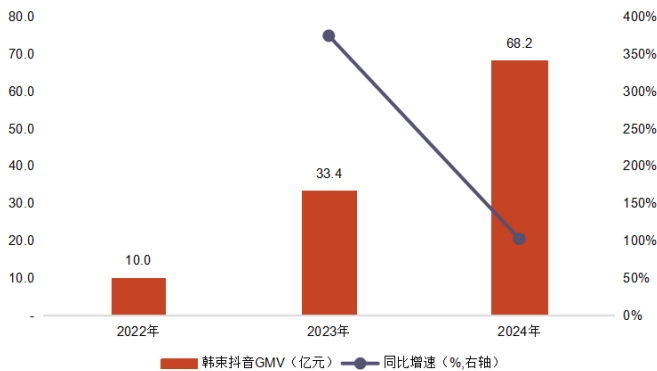
3、公司增长亮点分析

3.1 主品牌韩束：广阔空间大有可为，渠道优化提升利润率

公司主品牌韩束结合产品的科技感和性价比优势，以及依托抖音渠道的内容营销优势，2023-2024 年韩束在抖音平台快速放量、成长为抖音销售规模第一的头部品牌。

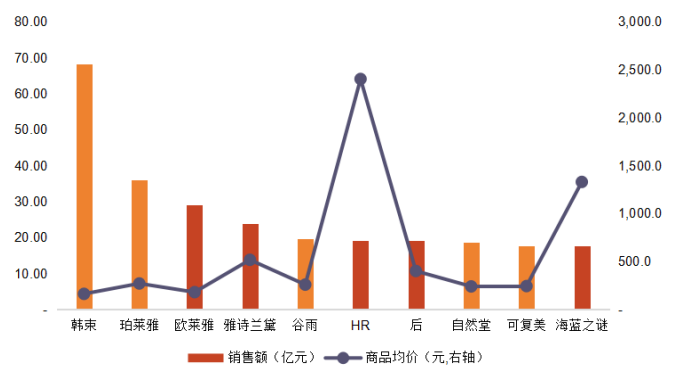
从商品均价角度，韩束品牌的性价比优势突出。与抖音其他销售额居前的品牌对比来看，2024 年抖音韩束主品牌的商品均价为 162.9 元，明显低于国际品牌，也低于其他国内品牌（珀莱雅 270.9 元、谷雨 259 元、自然堂 240.4 元、可复美 244 元）。

图 35：2022~2024 年韩束品牌抖音渠道销售额及同比增速



资料来源：魔镜，蝉妈妈&蝉魔方，青眼，光大证券研究所

图 36：2024 年抖音护肤类目销售额前十名品牌的销售额及均价

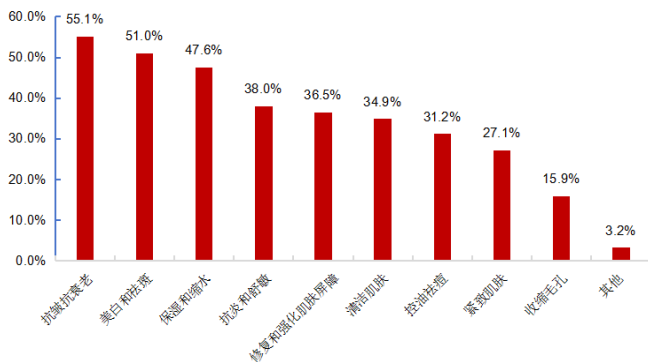


资料来源：魔镜，光大证券研究所

3.1.1 产品：亲民价位+抗衰科技，目标客户群广泛

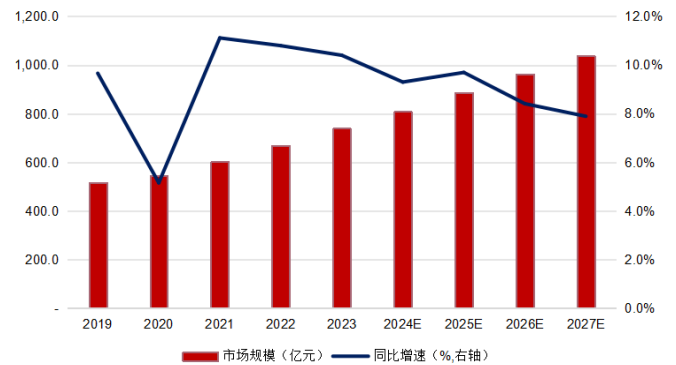
韩束品牌定位大众护肤市场，在此定位下消费人群最为广泛。同时，中国消费者相比于其他功效诉求、已经将抗皱抗衰老列为最关注的护肤品使用诉求，韩束品牌主打的“科学抗衰”定位契合中国消费者最关注的护肤品质功效诉求，产品线丰富可以满足各年龄段亚洲女性不断变化的抗衰需求，目标客户群广泛。根据艾媒咨询，中国抗衰老市场规模 2021~2023 年保持了 10%以上的增长，2023 年市场规模达到 740 亿元，该机构预测 2023~2027 年中国抗衰老市场仍有超过 8% 的年复合增速。

图 37：2024 年 5 月中国消费者护肤品使用诉求调查



注：来源于艾媒数据中心调查，样本量为 1548，调研时间为 2024 年 5 月，问题为多选题
资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

图 38：2019~2027 年中国抗衰老市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

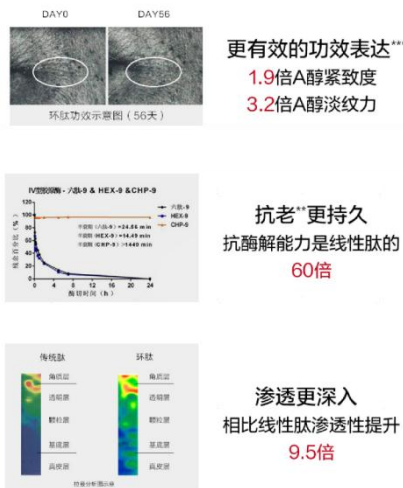
从产品力和品牌力的角度，韩束品牌自 2003 年推出、历经 20 多年的发展，已经形成了较强的品牌影响力，并且通过加码研发、推出独家科技和功效成分来强化品牌心智，近三年主打的新品一经推出便获得了消费者认可。

2023 年，韩束品牌在产品端推出全新环肽成分（即环六肽-9，较之前的普通线性肽具有更强吸收性、更长作用时间、更强生理活性等优势），同时公司对韩束品牌进行全面升级，推进品牌视觉系统的年轻化升级、主打“韩束红”，主力爆品红蛮腰礼盒在 2023 年抖音多个排行榜中位列第一。2024 年，公司将红蛮腰系列升级至 2.0 版本，添加了品牌备案新原料“环六肽-9”，升级了产品的紧致抗皱效果。另外，公司推出了新品“X 肽面霜”，在“环六肽-9”基础上升级革新“X 肽”成分，产品在 2024 年双十一期间取得了超过 4000 万元销售额的佳绩。

另外，公司 2017 年开始研发自主科技双菌发酵成分，2018 年研发出独家原料 TIRACLE（双菌发酵成分），2021 年研发出蕴含多种小分子肽的小分子肽集群（TIRACLE PRO，即活肤因），是公司独家自主原料研究的又一硕果。

公司的两大主打成分“环六肽-9”和“活肤因”入选了抖音《了不起的中国成分》IP 活动，作为中国独立自主研发的护肤品科技成分予以宣传，显示了公司的产品力在行业内获得认可。

图 39：韩束专利成分“环六肽-9”效果介绍



资料来源：韩束品牌官网

图 40：韩束两大独家成分两次入选《了不起的中国成分》IP 活动



资料来源：巨量引擎，抖音

总结来看，公司顺应中国消费者特别是年轻消费者更加重视产品成分、功效的消费趋势，在 2023~2024 年期间成功实现了品牌的年轻化、明显提升了产品的科技感和功效属性，获得了广大消费者特别是年轻消费者的认可（截至 2024 年 5 月韩束品牌在抖音平台上来自一线、新一线、二线城市的消费人群占比达 41.6%）。

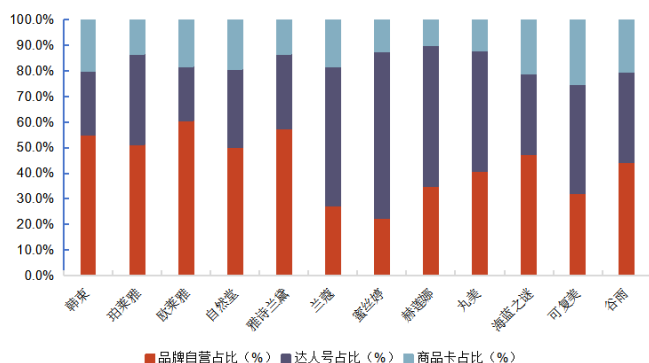
3.1.2 渠道：多平台延伸拓展，抖音降低达播占比、提升利润率

2023 年，韩束品牌在抖音渠道获得成功，同时借助在抖音平台的千万粉丝达人共创了多部播放量破 10 亿的短剧，促进品牌快速扩圈、声量飞速放大，抖音平台 2023 年 GMV 实现了 33.4 亿元、较 2022 年同比增长 374.4%。

目前线上渠道中贡献主要收入来源的是抖音，公司下一步将优化抖音平台的业务结构，减少对达播的依赖，增加自播、商品卡的占比。从 25 年第一季度的执行情况来看，公司减少了抖音约 6 亿元 GMV 的达播，但仍然实现增长，截至 2025 年 3 月韩束品牌蝉联 5 个月抖音美妆类目 GMV 第一名，这显示品牌的行业头部地位并未改变，而来自于品牌自然流量的贡献进一步提升，使得品牌的经营更加健康、可持续，盈利能力也相应得以提升。

而抖音平台方面，2025 年年初抖音电商推出面向商家的 9 项扶持政策，在降成本方面包括商品卡免佣、多类目免佣、返还推广费、降低运费险和保证金、设立“小商家帮扶基金”等，2025 年一季度实际为商家节省成本 55 亿元，并且引导商家提升商品卡（货架电商）的占比。韩束品牌作为抖音美妆类目规模第一名的品牌，更加受益于平台让利和支持商家的降成本政策，同时也可依托于品牌的影响力更顺利和灵活地调整自己的业务结构（自播、达播、商品卡的比例），在抖音平台的盈利水平有望较之前提升。

图 41：2025 年 3 月抖音美妆类目头部品牌的销售构成



资料来源：青眼，光大证券研究所

表 5：2025 年 3 月抖音美妆类目头部品牌排名和 GMV 情况

排名	品牌	GMV (亿元)
1	韩束	6+
2	珀莱雅	3~4
3	欧莱雅	2.5~3
4	自然堂	2.5~3
5	雅诗兰黛	2.5~3
6	兰蔻	2.0~2.5
7	蜜丝婷	2.0~2.5
8	赫莲娜	2.0~2.5
9	丸美	2.0~2.5
10	海蓝之谜	1.5~2
11	可复美	1.5~2
12	谷雨	1.5~2

资料来源：青眼，光大证券研究所

除了抖音平台之外，公司还将积极拓展多个电商平台、促进线上渠道结构的多元化、均衡化，把握新平台的增长机会。如 2025 年 1 月韩束品牌成为淘宝天猫平台护肤品类增速第一名、2 月为京东平台国货销售额第一名，显示公司正在积极发力韩束品牌除强势平台抖音之外的电商平台，多点发力、构建全面均衡的电商渠道业务布局，强化品牌的综合竞争力。

图 42：韩束品牌 2025 年在淘天、京东等平台实现高速增长、进入榜单前列



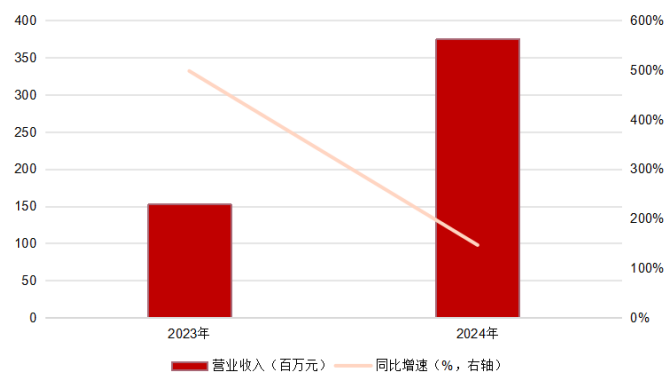
资料来源：公司 2024 年业绩交流资料

3.2 一页：儿童护理赛道高景气度，权威医师+明星效应促快速放量成长

婴幼儿护理是近三年中国化妆品行业中增速领先的细分赛道，2023、2024 年婴幼儿护理细分赛道的市场规模分别同比增长 4.2%/0.8%，高于化妆品行业总体的增速 3.1%/-2.0%。

公司积极布局婴幼儿护理赛道，除了较早推出的母婴护理品牌红色小象之外，于 2022 年 5 月推出新品牌一页 new page，定位为婴童功效护肤品牌，推出后快速放量，2023 年、2024 年收入分别同比增 498%、146.3%。大单品方面，婴童面霜上线天猫仅用 4 个月实现月销超 10 万，并位居天猫宝宝面霜热销榜与好评榜第一名，2023 年一页品牌获得天猫双 11 新锐品牌奖，也是唯一一个获奖的母婴洗护品牌。

图 43：2023~2024 年一页品牌营业收入和同比增速



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 44：2023 年双十一期间公司多个产品位居天猫平台销售榜单前列



资料来源：公司官网

表 6：一页品牌 2023 年和 2024 年双十一期间主要销售成果

时间	主要销售成果
2023 年双十一	全渠道 GMV 同比增长 468%，天猫旗舰店同比增长 245%、京东自营同比增长 1227%、抖音旗舰店同比增长 896% 天猫婴童面霜 V 榜 TOP1，抖音婴童护肤回购榜 TOP2，天猫新品牌店铺双 11 全周期 TOP8
2024 年双十一	线上全渠道 GMV 突破 1 亿元，同比增长 238% 婴童安心霜双 11 期间销售超过 38 万瓶，天猫婴童面霜热销榜首、抖音婴童面霜人气榜 TOP2

资料来源：公司官网，光大证券研究所

产品：医研共创，知名育儿专家背书

一页品牌在创立之初即定位为“专注于敏感肌宝宝的婴童功效型护肤品牌”，采用医研共创模式，由知名演员章子怡女士、育儿专家崔玉涛先生和公司时任全球首席科学家黄虎博士联合创立（公司控股），形成用户+儿科经验+科研的闭环。

崔玉涛先生是国内育儿领域的知名专家，具备 30 余年儿科临床经验和 20 余年的育儿科普经验，目前为北京崔玉涛诊所院长，著有多本育儿指导类书籍，其中《崔玉涛育儿百科》一书曾获京东图书 2019 年年度十大畅销新书、作者崔玉涛获得年度十大最受欢迎作者荣誉。

2023 年，一页首家品牌线下体验店落地北京崔玉涛诊所，是国内首个在诊所内开设体验店的婴童护肤品牌，为消费者提供专业科学的产品及服务。

渠道：分布均衡，天猫、抖音齐头并进

一页品牌渠道分布较主品牌韩束更为均衡，2024 年一页销售额中，天猫、抖音、其他（京东、线下渠道等）占比基本相当（天猫、抖音各占比 30%+）。多品牌布局的背景下，一页品牌在天猫、抖音的销售额均位于所在类目的前列，如在天猫渠道 2024 年婴幼儿乳液面霜类目中、一页品牌按销售额排名第 2 名、同比增速在头部 10 名品牌中增速最高；在抖音平台，2024 年 1~11 月一页品牌为抖音婴童用品 TOP20 品牌中宝宝护肤类品牌的第 6 名，其增速在这 6 个品牌中排名第 2、亦处于领先水平。

表 7：2024 年 1~11 月抖音婴童用品 TOP20 品牌中宝宝护肤类品牌排名及销售额同比增速

排名	抖音婴童用品TOP20中宝宝护肤类品牌	同比增速 (%)
1	袋鼠妈妈	2997%
2	海龟爸爸	-11%
3	润本	82%
4	英氏	19%
5	戴可思	18%
6	一页 Newpage	154%

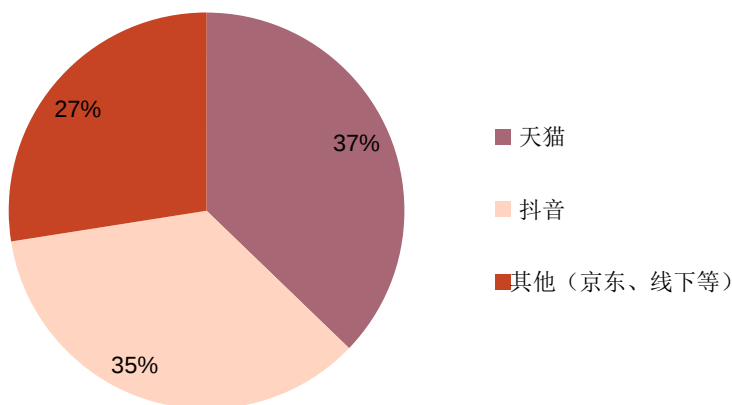
资料来源：蝉妈妈，光大证券研究所

表 8：2024 年天猫婴幼儿乳液面霜类目中销售额 TOP10 品牌及其同比增速

排名	婴幼儿乳液面霜类品牌	2024年销售额同比增速 (%)
1	Evereden	51%
2	一页 Newpage	90%
3	贝德美 Bodcrme	42%
4	海龟爸爸 Hipapa	53%
5	启初 Giving	-9%
6	松达	-4%
7	戴可思 Dexter	-43%
8	兔头妈妈	-12%
9	艾惟诺 Aveeno	84%
10	朋博湾 Bonpoint	24%

资料来源：久谦，光大证券研究所

图 45：2024 年一页品牌分渠道销售额占比 (%)



资料来源：公司 2024 年业绩交流会资料，光大证券研究所

3.3 潜力品牌：延伸拓展洗护发、彩妆等赛道

除了已布局的护肤、婴幼儿护理等品类，公司旗下还有多个品牌正在孵化或培育中。护肤品类中，公司尚在培育敏感肌护肤品牌安敏优（与昆药集团合作，以“青蒿油 AN+”为核心成分），正在筹备推出获授权使用知名 IP 同名母婴护理品牌面包超人、高端抗衰护肤品牌 TAZU（与科学家山田耕作合作研发）。

洗发护发品类方面，公司基于当下消费者饱受困扰和更加重视的“脱发、秃头”痛点，推出了定位于专业科技洗护的极方品牌，为不同发质的亚洲人群解决或缓解掉发问题、提出针对性的固韧方案，截至 2025 年 4 月旗下 4 款名称中包含“防脱”功效的洗发护发产品已获得国家特殊化妆品注册批准，助力品牌进入快速发展阶段。

图 46：极方品牌主要产品列示



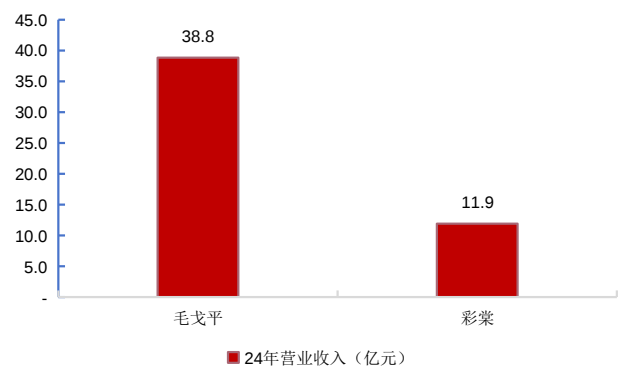
资料来源：上美股份官网

图 47：极方品牌产品获得国产特殊化妆品注册证情况

搜索结果： 国产特殊化妆品注册信息			
序号	产品名称中文	注册人中文	注册证号
1	极方防脱修护洗发露	上海极方化妆品有限公司	国妆特字20246690
2	极方防脱控油洗发露	上海极方化妆品有限公司	国妆特字20250496
3	极方防脱控油蓬松洗发露	上海极方化妆品有限公司	国妆特字20252828
4	极方防脱固发头皮精华液	上海极方化妆品有限公司	国妆特字20251541

资料来源：国家药监局网站

图 48：2024 年对标国内化妆师创立公司/品牌营业收入



资料来源：Wind，公司 24 年年报，光大证券研究所

另外，在彩妆领域，公司即将推出与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty，根据公开新闻 2025 年 5 月公司聘请原天猫美妆事业部总经理担任品牌合伙人（曾任职于玛氏、联合利华、雅诗兰黛、LVMH 集团等消费品公司），对比国内已有的化妆师创立品牌毛戈平、彩棠（2024 年营业收入分别为 38.8/11.9 亿元），该彩妆品牌前景可期。

4、盈利预测、估值与评级

4.1 关键假设与盈利预测

分品牌来看，短期韩束主品牌仍在公司业绩中占有举足轻重的地位，而在产品推新和渠道拓展方面，韩束品牌继续推进大单品的迭代和轮动推新，继续强化大众定位+科学抗衰的心智，对标同样大众定位的化妆品龙头品牌巴黎欧莱雅，韩束体量规模仍有提升空间。从实现路径上，公司将通过丰富大单品的数量（发力 X 肽系列、次抛品类等）、延伸品类（自护肤延伸至彩妆、男士护理、洗护、个护等），叠加渠道方面多元化电商平台布局拓展增量，我们预计 2025~2027 年韩束品牌收入分别增长 20%/18%/17%。

除韩束外，一页品牌正处于上升期，2023~2024 年收入均实现了三位数的高增长，预计品牌将继续快速成长壮大，待收入达到一定量级后将逐步进入高质量增长阶段，预计 2025~2027 年收入分别增长 125%/60%/15%。其他品牌中预计极方等增长可期，预计合计收入 2025~2027 年同比增长 25%/25%/25%；红色小象预计收入保持平稳；一叶子预计持续收缩。

毛利率方面，随着公司主品牌韩束势能的持续上升，推出新品的毛利率较之前更高，韩束品牌预计毛利率稳中有升；另外，随着一页等高毛利品牌的占比提升，业务结构变化也将促进公司整体毛利率逐步上升。预计 2025~2027 年公司毛利率分别为 75.7%/76.2%/76.4%。

费用率方面，销售费用率端，公司通过多元化电商平台布局、降低韩束品牌对抖音平台和达播的依赖将帮助降低费用率，但多品牌战略推进、发展一页等小品牌将需要公司保持投入，期待小品牌规模效应逐步体现。预计 2025~2027 年公司销售费用率分别为 58.5%/57.5%/56.5%。管理费用率、研发费用率基本稳定，预计 2025~2027 年管理费用率分别为 3.6%/3.6%/3.6%，研发费用率分别为 2.8%/2.8%/2.8%。

综上，我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 84.0/101.5/117.9 亿元、同比增长 23.6%/20.9%/16.2%；归母净利润分别为 10.6/13.8/17.4 亿元，同比增长 35.3%/30.7%/25.8%，对应 2025~2027 年 EPS 为 2.65/3.47/4.37 元。

表 9：公司收入分业务预测

		2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
韩束	营业收入（百万元）	3,090	5,591	6,709	7,917	9,263
	营业收入 yoy	143.8%	80.9%	20.0%	18.0%	17.0%
	毛利率	75.0%	76.5%	76.8%	77.0%	77.3%
一叶子	营业收入（百万元）	357	229	183	147	147
	营业收入 yoy	-32.7%	-35.7%	-20.0%	-20.0%	0.0%
	毛利率	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
红色小象	营业收入（百万元）	376	376	384	391	399
	营业收入 yoy	-42.6%	0.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%
一页	营业收入（百万元）	153	376	845	1,352	1,555
	营业收入 yoy	498.0%	146.3%	125.0%	60.0%	15.0%
	毛利率	80.0%	85.0%	83.0%	83.0%	83.0%
其他品牌	营业收入（百万元）	216	221	276	345	431
	营业收入 yoy	-3.3%	2.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
总计	营业收入（百万元）	4,191	6,793	8,397	10,152	11,794
	营业收入 yoy	55.2%	62.1%	23.6%	20.9%	16.2%
	毛利率	72.1%	75.1%	75.7%	76.2%	76.4%
	销售费用率	53.5%	58.1%	58.5%	57.5%	56.5%
	管理费用率	5.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
	研发费用率	3.0%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
	财务费用率	0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
	期间费用率合计	61.9%	64.4%	64.8%	63.7%	62.6%
	归母净利润（百万元）	461	781	1057	1381	1738
	归母净利润 yoy	213.5%	69.4%	35.3%	30.7%	25.8%
	归母净利率	11.0%	11.5%	12.6%	13.6%	14.7%
	EPS（元）	1.16	1.96	2.65	3.47	4.37

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2 相对估值

我们选取港股和 A 股化妆品行业代表公司（巨子生物、珀莱雅、丸美生物等 8 家公司）作为可比公司进行估值比较。截至 2025 年 6 月 2 日，2025~2026 年可比公司 PE 均值分别为 32/26 倍，上美股份 PE 分别为 23/18 倍。考虑到公司业绩增速相对同业更高（24~26 年净利润 CAGR 在行业中位居第二名）而估值低于行业平均，我们给予公司 2025 年目标估值 30 倍 PE，对应股价为 86.91 港元。

表 10：可比公司估值比较

代码	公司	收盘价（原始货币）	总市值（亿元，原始货币）	EPS（元）				PE				24~26 年 2 年净利润 CAGR	25 年 PEG
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E		
2367.HK	巨子生物	68.25	731	1.36	1.93	2.41	2.98	46	32	26	21	24%	1.06
1318.HK	毛戈平	107.00	524	1.35	1.80	2.44	3.11	73	55	40	31	32%	1.27
603605.SH	珀莱雅	88.77	352	3.01	3.92	4.64	5.40	29	23	19	16	17%	1.10
603983.SH	丸美生物	45.91	184	0.65	0.85	1.14	1.45	71	54	40	32	30%	1.33
603193.SH	润本股份	38.90	157	0.56	0.74	0.97	1.23	70	52	40	32	29%	1.40
600315.SH	上海家化	23.76	160	0.74	-1.24	0.51	0.67	32	na	46	35	-	-
300740.SZ	水羊股份	15.78	61	0.76	0.28	0.64	0.80	21	56	25	20	68%	0.36
301371.SZ	敷尔佳	25.63	133	1.44	1.27	1.30	1.40	18	20	20	18	5%	3.87
同业平均								45	34	32	26		
2145.HK	上美股份	66.30	264	1.16	1.96	2.65	3.47	52	31	23	18	33%	0.69

注：可比公司数据为 Wind 一致预期，上美股份为光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-02，港币汇率采用 5 月 30 日汇率 1HKD=0.9164RMB 计算。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.3 绝对估值

我们采用绝对估值法为公司进行估值。基于以下假设，我们利用 FCFF 估值法，测算公司每股价值为 84.99 港元。

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**公司目前尚处于快速增长期，待发展已进入稳定增长阶段，假设长期增长率为 2.00%；
- 2、β 值选取：**采用 SW 指数的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 14%。

表 11：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	6
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	4.30%
β(levered)	1.0891
Rm-Rf	2.20%
Ke(levered)	6.70%
税率	13.97%
Kd	8.00%
Ve	30,999.35
Vd	60.08
目标资本结构	30%
WACC	7.09%

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2,520.12	8.17%
第二阶段	6,537.27	21.18%
第三阶段 (终值)	21,801.20	70.65%
企业价值 AEV	30,858.59	
加：非经营性净资产价值	244.32	0.79%
减：债务价值	60.08	0.19%
减：少数股东权益 (市值)	43.48	0.14%
总股本价值 (百万元)	30,999.35	100.46%
总股本价值 (百万港元)	33,826.57	
股本 (百万股)	398.02	
每股价值 (元)	77.88	
每股价值 (港元)	84.99	
2025 年隐含 PE	29	
2025 年动态 PE	22	

注：港币汇率采用 2025 年 5 月 30 日 1HKD=0.9164RMB 计算

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：敏感性分析表 (单位：港币)

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.09%	92.02	99.50	108.81	120.72	136.49
6.59%	82.71	88.60	95.77	104.69	116.10
7.09%	74.68	79.37	84.99	91.83	100.34
7.59%	67.62	71.40	75.86	81.19	87.68
8.09%	61.35	64.41	67.98	72.19	77.23

资料来源：光大证券研究所预测

根据以上绝对估值方法，得到公司合理的每股价值为 77.88 元人民币（对应为 84.99 港元），对应 2025 年、2026 年 PE 分别为 29/22 倍。

4.4 估值结论与投资评级

短期公司主品牌韩束势能向上，推新品/延伸品类/拓展多平台渠道等拉动增长、且降低抖音和达播的占比将帮助品牌净利率向上，另外小品牌方面一页等成长性高、值得期待，我们看好韩束作为头部品牌的影响力持续深化、公司多品牌布局覆盖全面、以及净利率存在提升空间。我们预测公司 25~27 年归母净利润分别为 10.6/13.8/17.4 亿元，对应 25~27 年 EPS 为 2.65/3.47/4.37 元，25~27 年 PE 为 23/18/14 倍。结合绝对和相对估值结果取平均值，给予公司目标价 86 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,191	6,793	8,397	10,152	11,794
营业收入增长率	56.6%	62.1%	23.6%	20.9%	16.2%
归母净利润（百万元）	461	781	1,057	1,381	1,738
归母净利润增长率	213.5%	69.4%	35.3%	30.7%	25.8%
EPS（元）	1.16	1.96	2.65	3.47	4.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.0%	35.7%	42.1%	47.3%	50.5%
P/E	52	31	23	18	14
P/B	12	11	10	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-02，港币汇率采用 5 月 30 日 1HKD=0.9164RMB 计算

5、风险分析

终端零售持续疲软的风险

目前国内消费呈弱复苏趋势，如若后续消费信心不及预期，公司的产品销售和毛利率可能会受到影响。

线上单一电商平台占比过高的风险

公司大部分收入来自线上渠道，主品牌韩束的销售中抖音平台占比较高，存在对单一平台过度依赖的风险和销售存在波动的可能性，及受制于平台政策变化的风险。

行业竞争加剧

当前国内化妆品行业竞争持续加剧，例如行业进入者持续增加、国内外品牌频频打折展开价格战等，如若行业竞争持续加剧，公司的销售收入和盈利能力可能受到影响。

费用投入刚性上升或者效果边际减弱的风险

公司线上渠道占主导的同时销售费用是费用中占比最大者。当前随着线上渠道竞争日趋激烈、线上流量红利在逐步减弱，如若公司未来不能制定合理的线上渠道发展策略，费用投入不当或者投放效果低于预期，公司的收入增速与盈利能力可能受到不利影响。

新品或者小品牌推出效果不及预期的风险

化妆品行业变化较快，公司推出新品的进展和效果可能不及预期，以及正在培育的几个小品牌的培育进展可能不及预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4191	6793	8397	10152	11794
营业成本	1171	1683	2042	2416	2787
营业毛利	3019	5109	6355	7736	9008
销售费用	2240	3947	4912	5837	6664
管理费用	210	243	302	360	413
研发费用	126	180	231	279	324
财务收入/费用净额	7	(0)	(3)	(6)	(15)
EBT	559	927	1263	1669	2079
所得税	98	124	176	249	293
净利润 (不含少数股东损益)	461	781	1057	1381	1738
EPS(元人民币, 按最新股本计算)	1.16	1.96	2.65	3.47	4.37

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	746	547	921	1250	1611
净利润	462	803	1087	1420	1787
折旧摊销	101	106	127	139	152
营运资本变化	(69)	394	295	310	289
其他经营活动产生的现金	115	31	3	1	(38)
投资活动产生现金流	(457)	(187)	10	23	42
资本性支出	(213)	(54)	145	145	145
其他投资活动产生的现金	(244)	(133)	(135)	(122)	(103)
融资活动现金流	(737)	(596)	(551)	(1098)	(1309)
债务净增加	(60)	0	0	0	0
支付的股利合计	(179)	(522)	(740)	(967)	(1216)
其他筹资活动产生的现金	(498)	(74)	189	(131)	(93)
净现金流	(449)	(236)	380	175	344

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	72.1%	75.2%	75.7%	76.2%	76.4%
EBITDA 率	16.1%	15.3%	16.5%	17.8%	18.8%
EBIT 率	13.7%	13.7%	15.0%	16.4%	17.5%
税前净利润率	13.3%	13.6%	15.0%	16.4%	17.6%
归母净利润率	11.0%	11.5%	12.6%	13.6%	14.7%
ROA	14.7%	21.7%	24.0%	27.5%	30.1%
ROE (摊薄)	23.0%	35.7%	42.1%	47.3%	50.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	35.1%	37.9%	41.5%	39.6%	37.6%
流动比率	1.98	1.84	1.81	1.97	2.15
速动比率	1.42	1.25	1.26	1.37	1.53

注: 股价时间为 2025-06-02, 港币汇率采用 5 月 30 日 1HKD=0.9164RMB 计算
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,078	2,471	3,266	3,876	4,636
现金及等价物	698	459	840	1,015	1,359
应收账款及应收票据合计	321	426	529	640	743
存货 (净值)	511	691	828	980	1,130
预付款项、其他应收款项及其他资产	332	651	667	807	937
其他流动资产/受限制现金	217	244	402	435	466
非流动资产	1,051	1,126	1,143	1,149	1,143
固定资产/PP&E	594	674	648	662	666
使用权资产	131	126	126	126	126
其他无形资产	36	90	79	72	63
其他非流动资产	289	236	290	289	288
总资产	3,129	3,597	4,410	5,025	5,778
流动负债	1,051	1,342	1,808	1,971	2,153
短期借贷	100	60	246	108	-
应付账款及票据	519	638	772	913	1,054
其他流动负债	433	643	790	949	1,099
非流动负债	48	20	20	20	20
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	48	20	20	20	20
负债合计	1,100	1,362	1,828	1,990	2,173
股本	398	398	398	398	398
储备	1,611	1,793	1,793	1,793	1,793
少数股东权益	20	43	73	112	162
股东权益合计 (不含少数股东权益)	2,009	2,191	2,508	2,923	3,444
股东权益合计 (含少数股东权益)	2,029	2,235	2,582	3,035	3,605
负债及股东权益合计	3,129	3,597	4,410	5,025	5,778

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	53.5%	58.1%	58.5%	57.5%	56.5%
管理费用率	5.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
研发费用率	3.0%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
财务费用率	0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
所得税率	17.4%	13.3%	14.0%	14.9%	14.1%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利(HKD)	0.49	1.43	2.03	2.65	3.33
每股经营现金流	1.87	1.37	2.31	3.14	4.05
每股净资产	5.05	5.51	6.30	7.34	8.65
每股销售收入	10.53	17.07	21.10	25.51	29.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	52	31	23	18	14
PB	12	11	10	8	7
EV/EBITDA	35	23	17	13	11
股息率	0.7%	2.2%	3.1%	4.0%	5.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP