



港股研究 | 公司深度 | 上美股份 (2145.HK)

上美股份：锐意进取，再创辉煌

报告要点

上美股份作为最早一批创立的中国化妆品公司，依托强渠道及营销能力，实现了穿越周期式的增长，成熟供应链及深厚自研能力构筑公司核心护城河。我们认为，公司逐步进入高基数下稳健增长的当下，其成长逻辑依旧清晰：1) 主品牌韩束以套盒品类为基点，持续推动多品类及全渠道扩张，后续高价格带单品的补齐、以及高费率抖音渠道依赖度的降低，有望推动销售结构持续改善，贡献收入及业绩弹性；2) 子品牌品类覆盖齐全，母婴品牌 Newpage 一页增势亮眼，品牌矩阵后续的持续发力，有望支撑公司长期集团化空间。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗玮

SAC: S0490520080019



曾维朵

上美股份 (2145.HK)

上美股份：锐意进取，再创辉煌

上美股份：国内领先的多品牌化妆品公司

上美股份为国内领先的多品牌化妆品公司，旗下品牌涵盖护肤、母婴、洗护、彩妆等多品类，大众、中高端及高端多价格带。近年公司依托主品牌韩束及线上渠道的高增，实现了营收业绩提速增长。管理层面，公司控制权集中，高管团队年轻化程度高，且核心高管入司时间普遍较长，内部治理结构稳定。

发展复盘：穿越周期，笃行致远

作为最早一批创立的中国化妆品公司，上美股份依托一以贯之的渠道敏锐度、及高举高打的营销能力，实现了穿越周期式的增长，其发展可划分为四个阶段：**1) 初创期 (2003-2007 年)** 及快速发展期 (2008-2018 年)，公司承借线下专卖店及新兴渠道，从品牌初创走向快速破圈；**2) 调整期 (2019-2022 年)** 受渠道及消费理念变革影响，韩束品牌定位、产品体系持续调整，以致公司历经三年转型阵痛；**3) 转型突破期 (2023 年至今)**，伴随管理层对品牌战略的深入思考及调整，公司成功把握抖音风口，实现了韩束品牌的二次焕活。**我们认为，公司能够重回高增的原因有三：**1) 管理层极强的渠道及营销基因，使其成功把握住抖音直播电商风口；2) 产品端差异化定位性价比套盒，填补抖音下沉市场空白；3) 成熟自有供应链加持下，公司得以兼顾性价比及高毛利率。

发展空间：多品类、全渠道延拓，子品牌蓄势待发

主品牌：我们认为，当前伴随抖音渠道增速的逐渐收敛，韩束已逐步进入高基数下偏稳健增长阶段，其后续收入增量空间主要源于：**1) 品类延拓**，由套盒向次抛精华、单瓶面霜/水乳等高价品类延伸，底层自主研发能力持续赋能单品打造，其中次抛、X 肽面霜等新品已有较好表现；**2) 全渠道扩张**，实现由抖音向天猫、京东等其他线上平台的品牌力外溢。同时伴随前述品类的扩张（其中不乏高价单品），以及全渠道扩张下、高费率抖音渠道占比的逐步降低，公司利润端有望获得更大弹性空间。

子品牌：品类覆盖齐全，有望构建集团化空间。在韩束主品牌基础上，公司积极构建多品类、多品牌矩阵，品牌丰富度位于国产化妆品集团公司前列，为其长期集团化提供发展空间。

投资建议：韩束销售结构优化，子品牌贡献集团化空间

上美股份作为最早一批创立的中国化妆品公司，依托强渠道及营销能力，实现了穿越周期式的增长，成熟供应链及深厚自研能力构筑公司核心护城河。我们认为，公司逐步进入高基数下稳健增长的当下，其成长逻辑依旧清晰：1) 主品牌韩束以套盒品类为基点，持续推动多品类及全渠道扩张，后续高价格带单品的补齐、以及高费率抖音渠道依赖度的降低，有望推动销售结构持续改善，贡献收入及业绩弹性；2) 子品牌品类覆盖齐全，母婴品牌 Newpage 一页增势亮眼，品牌矩阵后续的持续发力，有望支撑公司长期集团化空间，预计 2025-2027 年实现归母净利润 10.1、12.3、14.5 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、消费者需求发生重大变化；2、品牌声誉风险；3、产品质量风险；4、品牌及产品研发风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 67.40

注：股价为 2025 年 6 月 20 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

上美股份：国内领先的多品牌化妆品公司.....	6
发展复盘：穿越周期，笃行致远.....	8
2003-2018 年：渠道变革先行，品牌营销破圈	9
2019-2022 年：沉淀调整，整装再出发	12
2023 至今：套盒为基，重兵抖音，重回高增	14
发展空间：多品类、全渠道延拓，子品牌蓄势待发	19
韩束：多品类延拓，全渠道扩张	19
子品牌：多线布局，蓄势待发	22
投资建议：韩束销售结构优化，子品牌贡献集团化空间	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1：上美股份品牌矩阵	6
图 2：上美股份主营业务收入及增速	6
图 3：上美股份归母净利润及增速	6
图 4：上美股份分品牌收入占比	7
图 5：上美股份分渠道收入占比	7
图 6：上美股份股权结构（截至 2024 年报）	7
图 7：韩束妆业门店	10
图 8：2000-2018 年，中国化妆品流通渠道结构经历了快速更迭	10
图 9：2014 年韩束品牌跻身双十一美妆品牌 TOP 10	11
图 10：韩束 2018 年后，实现了产品成分及功效的逐步进阶	11
图 11：韩束主品牌规模稳定，子品牌快速增长	12
图 12：2019 年后韩束把握直播电商风口，与李佳琦紧密合作	13
图 13：2019-2020 年，上美股份线上收入占比快速提升	13
图 14：分渠道看，线上渠道驱动不足，线下渠道形成拖累	13
图 15：以爱茉莉太平洋增速来看，2019 年前后韩流在逐渐中国衰退	13
图 16：2019-2022 年，韩束处于产品探索阶段，品类及价格定位存在不稳定性	14
图 17：吕义雄总针对 2023 年战略规划，提出“重回增长八大方法论”	15
图 18：2023 年至今，上美股份收入及业绩迎来快速增长	15
图 19：韩束完备供应链支撑下，能够兼顾定价优势及稳定高毛利	16
图 20：韩束借助抖音渠道，渗透至三线及以下城市客群	16
图 21：韩束电视购物时期，便擅长以高性价比买赠进行营销	17
图 22：承借定制化短剧风口，韩束抖音销售额实现了快速增长（单位：万元）	17
图 23：抖音渠道增速逐步收敛	19
图 24：韩束稳步推进多品类布局	20
图 25：韩束新品次抛精华定位相对性价比	20
图 26：韩束新品 X 肽面霜定位相对性价比	20

图 27: 上美股份在成分上, 经历了从外购依赖到自主研发的过程, 2024 年对多肽的研究取得重大突破	21
图 28: 韩束坚持全渠道策略, 加码天猫	22
图 29: 韩束持续夯实抖音渠道, 加强自播投入	22
图 30: 一叶子与全球顶级原料商设立“纯净美容绿色原料研究中心”	23
图 31: 一叶子品牌围绕纯净美容, 调整产品布局	23
图 32: Newpage 一页品牌营收	23
图 33: Newpage 一页拓展学龄前及青少年系列	23
图 34: 红色小象 2024H2 销售额增速回正 (单位: 亿元)	24
图 35: 红色小象近期拓展青少年专研系列	24
图 36: 上美股份盈利预测 (单位: 百万元)	25
表 1: 公司高管团队	7
表 2: 上美股份发展历程复盘	8
表 3: 韩束品牌通过冠名等方式加大品牌曝光	12
表 4: 以双 A 醇精华为例, 彼时韩束产品在先发优势及差异化竞争力上存在短板	14
表 5: 以水乳套盒为例, 韩束产品性价比较高	15
表 6: 2023 年韩束品牌合计投放 22 部短剧, 播放量达 70 亿+	17
表 7: 韩束自 2023 年 618 开始蝉联抖音美妆大促排行第一	18
表 8: 上美科学委员会成员	21
表 9: 上美股份品牌矩阵丰富度位于行业前列	22

上美股份：国内领先的多品牌化妆品公司

上美股份为国内领先的多品牌化妆品公司，旗下品牌涵盖护肤、母婴、洗护、彩妆等多品类，大众、中高端、高端等多价格带。其中，主品牌韩束 2024 年营收体量达 56 亿元，占比为 82%。当前公司坚持多品牌发展战略，计划未来十年在现有基础上，搭建包括大众护肤、洗护个护、母婴用品、皮肤医疗美容、彩妆、高端护肤和仪器在内的六大板块。

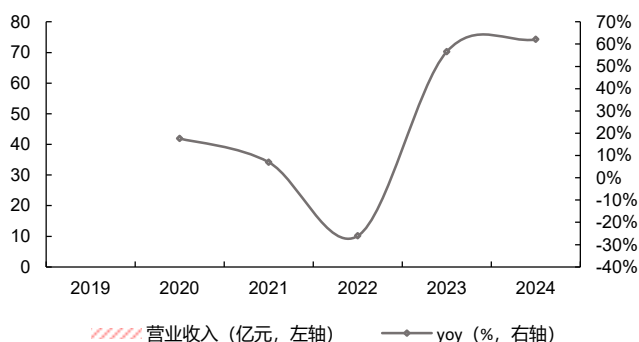
图 1：上美股份品牌矩阵¹

	护肤	母婴护理	洗护	洗护
高端	TAZU			
中高端	ARMIYO 安敏优	NEW PAE 一页®	KYOC C 雅方	NAN beauty
大众	KANS 韩束 One leaf 一叶子	Baby Elephant 红象小象 OU 欧诗漫	KANS 韩束 One leaf 一叶子	KANS 韩束

资料来源：公司公告，长江证券研究所

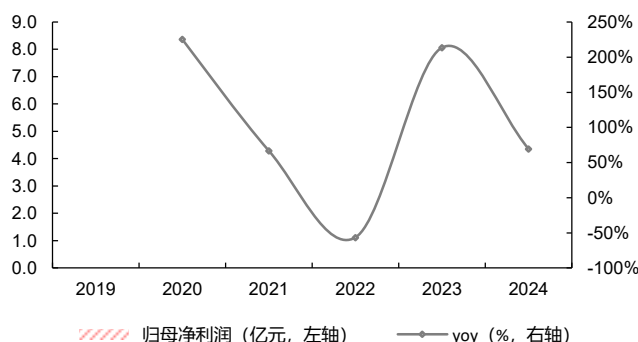
近年韩束品牌及线上渠道高增，驱动营收业绩提速增长。2024 年，公司营收及归母净利润两年复合增速分别达 59%、130%，主因韩束品牌及线上渠道驱动：韩束品牌 2024 年收入占比达到 82%，两年复合增速约 110%；线上渠道 2024 年收入占比达 91%，两年复合增速约 75 %。

图 2：上美股份主营业务收入及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

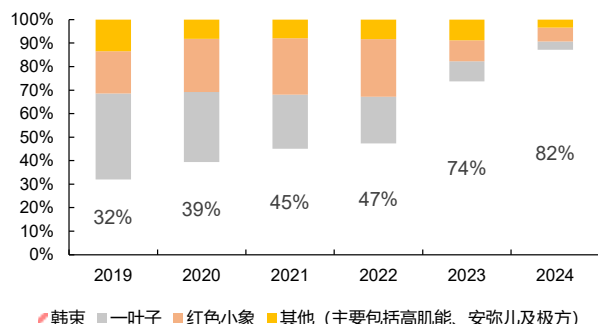
图 3：上美股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

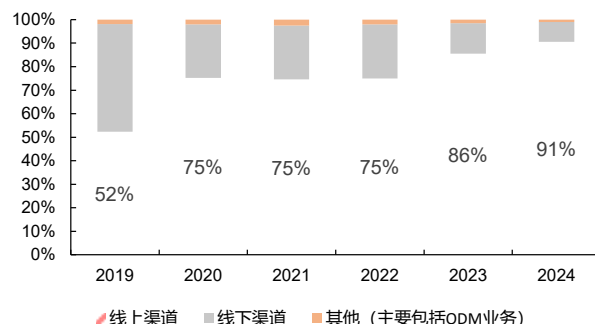
¹ TAZU 为待推出品牌，与科学家山田耕作合作研；2032 为参股品牌。

图 4：上美股份分品牌收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

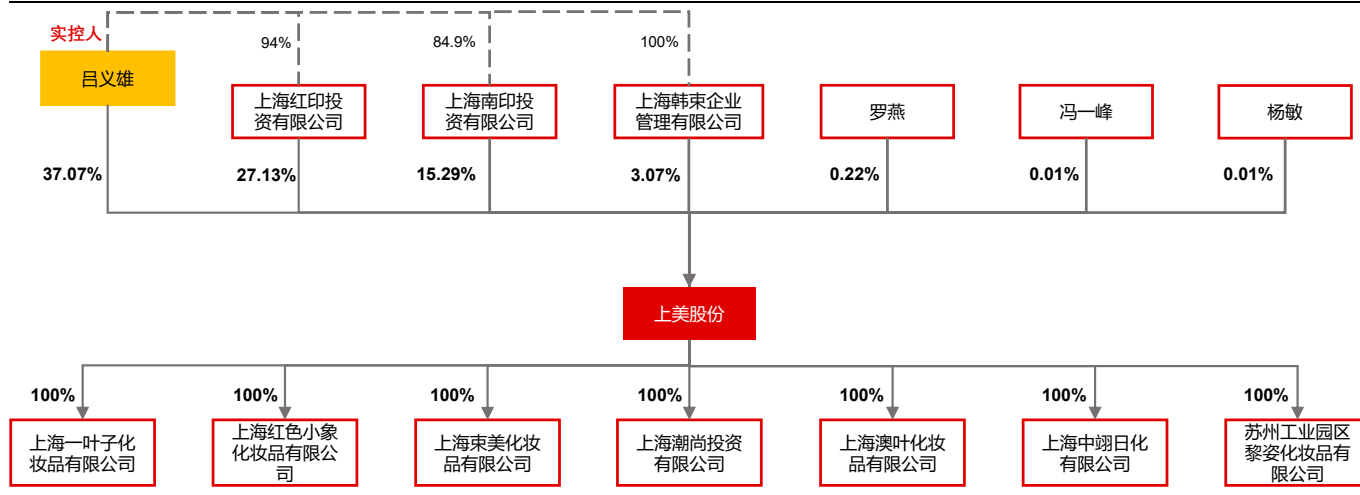
图 5：上美股份分渠道收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

控制权集中，高管团队年轻、稳定。股权结构层面，截至 2024 年 12 月，创始人兼实控人吕义雄先生持有公司 82.6% 的股份，控制权相对集中，利于公司内部治理的稳定性。高管团队层面，包括创始人在内的管理层整体年龄在 50 岁以下，年轻化程度高，同时核心高管入司时间普遍较长，副行政总裁、部门总经理罗燕女士入司时长超 12 年，负责一叶子、红色小象及 OU 品牌管理及营销；副行政总裁、首席财务官冯一峰，副行政总裁宋洋女士入司时长分别超 8 年、11 年。

图 6：上美股份股权结构（截至 2024 年报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：公司高管团队

姓名	职务	入司年份	性别	出生年份	年龄	简介
吕义雄	首席执行官	2004	男	1979	46	自本公司(前称上海卡卡化妆品有限公司)于 2004 年 6 月成立以来一直担任其首席执行官，负责本集团的整体管理。
罗燕	副行政总裁、部门总经理	2012	女	1988	37	曾任本集团首席运营官，现任本集团副总裁，负责一叶子、红色小象及 OU 品牌管理及营销。

冯一峰	副行政总裁、首席财务官	2016	男	1980	45	曾任普华永道中天会计师事务所高级审计经理，国药集团一致药业股份有限公司监事会主席，国药控股股份有限公司财务及资产管理部部长以及曜金(上海)私募基金管理有限公司的独立董事。冯现任本集团副总裁兼首席财务官，负责财务相关工作。
宋洋	副行政总裁	2013	女	1990	35	宋洋女士，执行董事。宋女士于 2013 年 12 月加入本集团，曾任本集团项目总监、全球新品创新中心总经理、一叶子品牌事业部总经理，现任本集团副总裁，负责本集团研发及产品创新工作。宋女士于 2012 年 7 月取得中国上海外国语大学贤达经济人文学院的文学学士学位。
施滕花	首席运营官、品牌总监、部门副经理	2017	女	1985	40	曾任上海老闾电器销售有限公司财务经理，于 2017 年 9 月加入本集团，曾任财务部经理、高级经理、财务副总监、电商二部总经理、一叶子品牌事业部副总经理。现任本集团品牌总监兼运营部副总经理。
曹瑛	法律事务总监	2020	女	1979	46	曾任上海市华诚律师事务所律师、上海东方数智购商务有限公司综合管理中心副总经理及审计法务部总监及上海妙可蓝多食品科技股份有限公司法务部总监兼证券事务代表，于 2020 年 6 月加入本集团，现任本集团法务总监，负责法律相关工作。
廉明	公司秘书、董事会秘书	2020	男	1984	41	曾受雇于中国石油化工股份有限公司，并曾任广东丸美生物技术股份有限公司董事、董事会秘书。廉先生于 2020 年 9 月加入本集团，现任本集团董事会秘书。
李健威	公司秘书	2021	男	--	--	上市以来担任集团联席公司秘书，负责集团的公司秘书事务。李健威先生于公司秘书及合规服务领域拥有逾 10 年经验。彼为全球专业服务供应商卓佳专业商务有限公司的企业服务高级经理。彼目前担任多家香港上市公司的公司秘书或联席公司秘书。
李涛	审计总监	2016	男	1976	49	曾任普华永道中天会计师事务所审计经理、欧普照明股份有限公司审计总监，于 2016 年 11 月加入本集团，现任本集团审计总监，负责内部审计工作。

资料来源：Wind，长江证券研究所

发展复盘：穿越周期，笃行致远

作为最早一批创立的中国化妆品公司，上美股份成功实现了穿越周期式的增长，当前已成为中国化妆品行业内拥有全面的多品牌发展、运营能力和专业知识的领跑者之一。我们认为，公司的发展历程可划分为四个阶段：初创期（2003-2007 年）、高速发展期（2008-2018 年）、调整期（2019-2022 年）以及转型突破期（2023 年至今）。

表 2：上美股份发展历程复盘

发展阶段	年份	公司事件	渠道变化	品牌事件
	1999 年	吕义雄先生在线开设化妆品 CS 店		
	2002 年	吕义雄先生前往上海，开始从事化妆品生意		
	2003 年			创立自有品牌 韩束

初创期 (2003-2007 年)	2004 年	上美前身（上海卡卡化妆品有限公司）成立	进驻 CS 渠道： 韩束妆业专卖店体系成立，在全国推行
	2008 年		进驻 KA 渠道： 在大润发、世纪联华、万宁、家乐福等开辟专柜
	2009 年		进驻电视购物渠道
高速发展期 (2008-2018 年)	2013 年		与江苏卫视开启合作，韩束红 BB 赞助《非诚勿扰》
	2014 年		创立植物护肤品牌一叶子
	2015 年		创立母婴护理品牌红色小象 韩束 成为领先的国货化妆品品牌
	2016 年		一叶子 成为中国市场份额第一的面膜品牌
调整期 (2019-2022 年)	2019 年		重心转向线上渠道 ，提出“全力拥抱线上渠道”战略，成立了社交零售、社交电商、社交直播等电商部门 红色小象 成为中国市场份额第一的母婴护理品牌
	2022 年	港交所上市 收入业绩有所承压，重新梳理业务	创立母婴品牌 newpage 一页 ，完善中高端品牌布局
转型突破期 (2023 年至今)	2023 年		韩束 以全年 33.4 亿元 GMV 位列抖音美妆第一名，带领国货断层式领先国际品牌
	2024 年		韩束 自研“环六肽-9”正式通过备案，成为功效护肤领域全球首个品牌自研环肽

资料来源：公司公告，公司官网，聚美丽，长江证券研究所

2003-2018 年：渠道变革先行，品牌营销破圈

品牌初创（2003-2007）：依托韩流，低线城市起势

韩束品牌创立于 2003 年，依托韩流成功起势。彼时《蓝色生死恋》、《冬季恋歌》等韩剧在中国引发广泛讨论，韩束品牌创立之初与韩流紧密绑定，以韩国东北部城市束草为灵感命名，并通过韩国代言人进一步加强品牌形象：2009 年韩束签约韩国女星崔智友为品牌代言人，其拍摄的“超能系列”广告宣传片帮助品牌实现了破圈式营销。

探索办事处模式，自低线城市专卖店渠道切入。考虑到中国化妆品终端门店分散的特点，韩束最早摸索出了独特的“办事处模式”：即在全国省会及经济发达区设立几十个办事处，以优惠价格让各个办事处负责人卖给以低线城市为主的线下店，并通过自由定价的方式提升办事处销售积极性。在这一模式下，三年回款额便达到 1 亿元。**韩束早期的办事处模式虽具备极强灵活性，但管理分散化的弊病同样较为突出，因此 2006-2007 年间，公司专注于内部调整，重新确立了线下代理模式，这一期间品牌整体增长偏平缓。**

图 7：韩束美妆门店

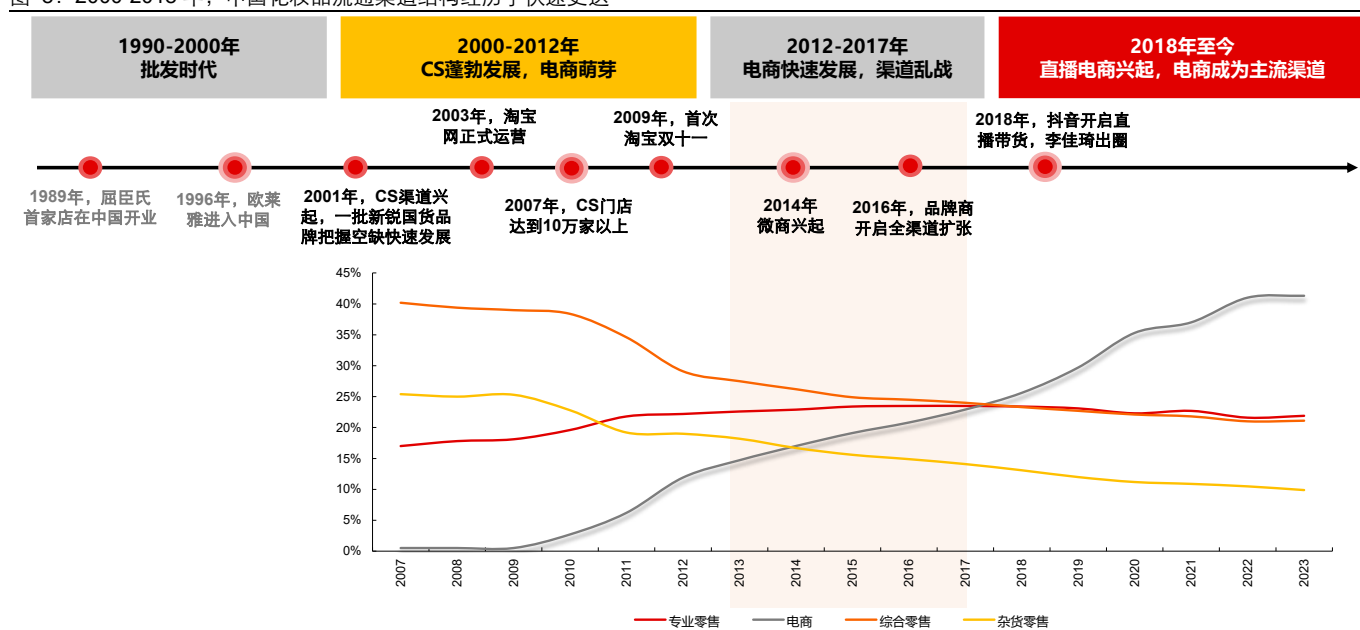


资料来源：弘章消费研习社，长江证券研究所

高速发展（2008-2018）：紧追渠道风口，营销高举高打

紧追渠道风口，以 CS 渠道筑基，率先布局新兴渠道。2000-2018 年，中国化妆品流通渠道结构经历了从 CS 渠道蓬勃发展，到电商崛起、全渠道综合扩张的快速更迭，对渠道趋势的感知力成为品牌能否在大浪淘沙下留存的关键因素。在该阶段中，韩束展现出了极高的渠道敏锐度：一方面，公司以快速增长的 CS 渠道为基本盘，持续扩张线下网点，高峰时期网点数超过 1.7 万个；另一方面紧追渠道风口，率先布局电视购物、电商、微商等新兴渠道，具体来看：2008 年切入电视购物；2010 年入驻电商渠道，并于 2014 年进入天猫双十一化妆品榜单前十，销售表现超过同时期其他新锐国货品牌；2014 年微商兴起后迅速成立微商事业部，成为国内为数不多抓住微商机遇的经典国货品牌。

图 8：2000-2018 年，中国化妆品流通渠道结构经历了快速更迭



资料来源：欧睿，榜样的力量，长江证券研究所（注：折线图代表中国护肤品行业各流通渠道规模占比）

图 9：2014 年韩束品牌跻身双十一美妆品牌 TOP 10

2012	2013	2014	2015	2016	2017
雅诗兰黛	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚
御泥坊	美即	美即	韩束	自然堂	自然堂
阿芙	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻
牛尔	欧莱雅	欧莱雅	OLAY	兰蔻	雅诗兰黛
欧莱雅	牛尔	御泥坊	御泥坊	一叶子	SK-II
美即	百雀羚	自然堂	膜法世家	美宝莲	OLAY
OLAY	OLAY	韩束	珀莱雅	SK-II	欧莱雅
相宜本草	膜法世家	OLAY	韩后	佰草集	一叶子
膜法世家	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	卡姿兰	悦诗风吟
兰芝	相宜本草	丸美	卡姿兰	美迪惠尔	资生堂

资料来源：天猫官方战报，长江证券研究所

产品端以套盒、面膜为主，功效上实现了逐步进阶。发展之初，韩束产品多为偏基础功效的护肤套盒，功效宣称以补水保湿为主。2018 年后，随着自研专利成分 Tiracle 的推出，紫胶囊等系列应运而生，并实现进行了功效上的初步进阶，即逐渐向抗皱、抗糖、舒缓等功能扩展。

与渠道及产品相配套的是高举高打的营销策略：一方面，以代言人模式进行产品配套宣传，实现了极强的破圈效应，包括 2010 年崔智友代言的超能系列，2012 年林志玲代言的红 BB 霜，2014 年郭采洁代言的墨菊巨补水系列，以及 2017 年景甜代言的黑面膜，上述单品均成为了品牌相应时期的核心收入来源；另一方面，通过冠名等方式加大品牌曝光，2013 年后公司以高额费用先后冠名了《非诚勿扰》、《花样姐姐》、《蒙面歌王》等热门综艺，实现了品牌的快速破圈。

图 10：韩束 2018 年后，实现了产品成分及功效的逐步进阶



资料来源：品牌微信公众号，好看商业，长江证券研究所

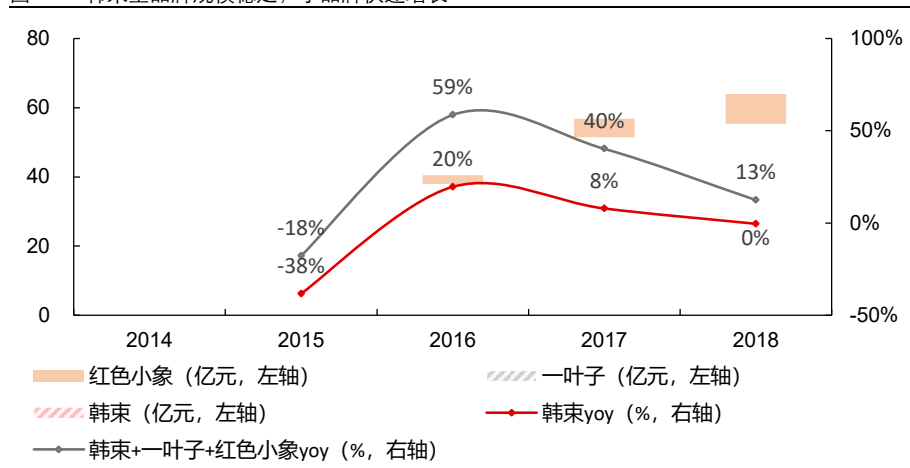
表 3：韩束品牌通过冠名等方式加大品牌曝光

年份	事件
2013 年	韩束红 BB 霜赞助《非诚勿扰》“心动女生”环节 韩束冠名《幸福剧场》
2014 年	韩束以 2.4 亿元冠名《非诚勿扰》（1~3 季度） 韩束与江苏卫视达成战略合作，以 5 亿元投放江苏卫视并冠名《非诚勿扰》
2015 年	韩束冠名《花样姐姐》 韩束新鲜面膜“一叶子”冠名《蒙面歌王》
2016 年	韩束一叶子面膜以 10 亿元冠名《天天向上》
2017 年	韩束黑面膜冠名《火星情报局 3》
2018 年	韩束澎湃水冠名《我想和你唱》
2019 年	韩束红胶囊水冠名《少年可期》

资料来源：化妆品报，品牌微信公众号，广电独家，长江证券研究所

韩束主品牌规模稳定，子品牌快速增长。根据欧睿口径，2018 年韩束单品牌终端销售规模达 25 亿元，3 年²复合增速 9%。主品牌增速相对平稳，一方面受 2015 年微商渠道管制影响，另一方面子品牌一叶子、红色小象或对主品牌有一定资源分流。整体来看这一阶段公司实现了多品牌的良好发展。

图 11：韩束主品牌规模稳定，子品牌快速增长



资料来源：欧睿，长江证券研究所

2019-2022 年：沉淀调整，整装再出发

2019-2022 年，上美公司发展进入转型调整期。我们认为，该阶段公司延续了对渠道的前瞻布局，大力押注直播电商风口：公司 2019 年便明确了“全力拥抱线上渠道”策略，随后与彼时势头正盛的李佳琦紧密合作，大力推广新品金刚侠面膜、情绪小胶囊面膜等，实现了线上占比的快速提升：2019-2022 年，公司线上收入占比由 52% 提升至 75%。

² 即 2015-2018 年复合增速。

但于此同时，公司整体收入增速仍阶段性承压，核心源于：1) 线下渠道持续萎缩，形成拖累；2) 线上化初期，品牌定位、销售模式及产品转型带来阵痛。

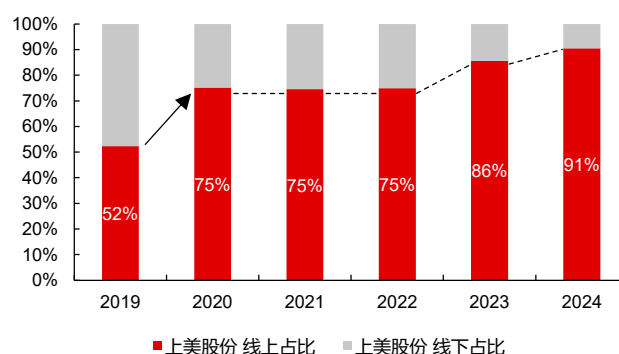
品牌端，韩流热潮消退背景下，韩束亟需重新规划品牌定位。2019 年前后，随着韩流热潮逐渐褪去，以爱茉莉太平洋为首的韩国美妆集团在中国区（亚洲）销售额显著下滑，对原本以“韩系”为定位的韩束品牌产生一定负面影响，品牌亟需寻求新理念。经历几年探索后，2021 年公司最终完成了品牌理念的梳理，将韩束重新定位为“中国抗衰老科技领先品牌”，意在深耕科技护肤，用科学专业、精准高效的产品，满足对抗衰有高要求消费者的需求。

图 12：2019 年后韩束把握直播电商风口，与李佳琦紧密合作



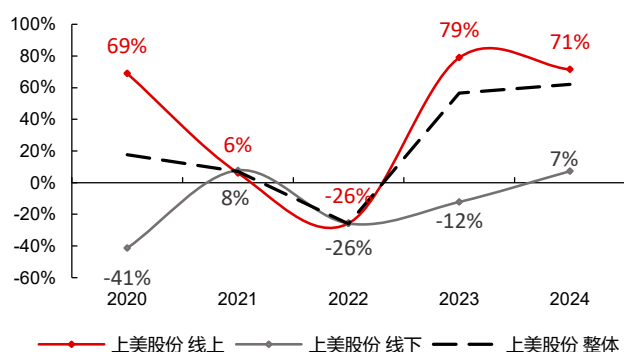
资料来源：品牌微信公众号，长江证券研究所

图 13：2019-2020 年，上美股份线上收入占比快速提升



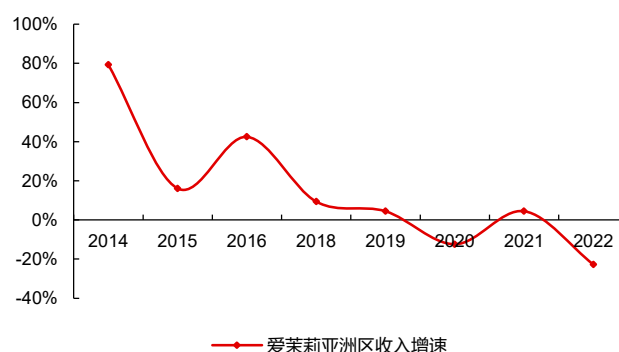
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 14：分渠道看，线上渠道驱动不足，线下渠道形成拖累



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 15：以爱茉莉太平洋增速来看，2019 年前后韩流在逐渐中国衰退³



资料来源：Wind，长江证券研究所

产品端，公司进行了不同品类、价格带的探索，但在先发优势及差异化竞争力上存在短板，销售表现偏淡。2019 年前，韩束产品以平价套盒为主，该阶段下逐渐向高价套盒、面膜及精华等单品尝试延伸，但由于推新缺乏先发优势，产品差异化优势不显著，叠加品牌定位模糊导致的定价体系不稳定，整体销售表现偏平淡，并未培育出长周期单品。

³ 2018 年前为中国区增速，2018 年后由于财报披露口径调整，以集团在亚洲区收入增速列示。

图 16：2019-2022 年，韩束处于产品探索阶段，品类及价格定位存在不稳定性



资料来源：美丽修行，天猫旗舰店，长江证券研究所

表 4：以双 A 醇精华为例，彼时韩束产品在先发优势及差异化竞争力上存在短板

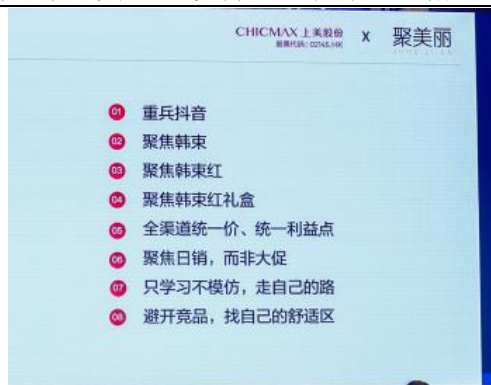
品牌	产品名称	价格	成分
韩束	双 A 醇精华	369 元/36ml	1%双 A 醇，9%西班牙六胜肽
优时颜	蕴能紧颜精华	350 元/30ml	六胜肽+羟基频哪酮视黄酸酯
珀莱雅	红宝石精华	249 元/30ml	1%超分子 A 醇，20%高浓度六胜肽
murad	青春焕颜精华	748 元/30ml	三重 A 醇+印度獐牙菜提取物
HBN	视黄醇精华	189 元/120ml	卵磷脂+A 醇
雅诗兰黛	线雕精华	960 元/30ml	六胜肽
雅顿	粉胶	900 元/30ml	A 醇

资料来源：天猫旗舰店，品牌微信公众号，长江证券研究所

2023 至今：套盒为基，重兵抖音，重回高增

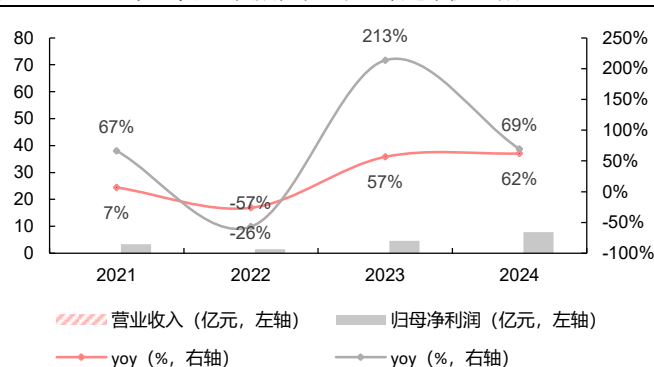
重兵抖音，聚焦韩束。2022 年，管理层延续此前敏锐的渠道洞察，关注到了彼时快速增长的抖音渠道。在深入学习运营思路后，公司重新确立了以抖音渠道为核心阵地的策略，并以此为基点梳理战略。2022 年末，吕义雄先生针对 2023 年战略规划，提出“重回增长八大方法论”，核心内容包括：“重兵抖音”、“聚焦韩束”、“聚焦韩束红礼盒”等。上述战略转向的指引下，公司收入及业绩重回高增，2022-2024 年，公司收入和归母净利润复合增速分别达到 59%和 130%。

图 17：吕义雄总针对 2023 年战略规划，提出“重回增长八大方法论”



资料来源：化妆品观察，长江证券研究所

图 18：2023 年至今，上美股份收入及业绩迎来快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

产品端，差异化聚焦性价比套盒，瞄准抖音下沉市场人群。历经此前几年对产品的探索，韩束选择“避开竞品，找自己的舒适区”，重拾自身供应链及运营最成熟的性价比套盒品类：一方面，韩束自 2006 年开始布局自主供应链，在苏州、上海、海外均建有成熟生产基地，完备的供应链使其能在定价优势的同时，兼顾毛利率；另一方面，以高性价比买赠吸引消费者的运营手法，韩束早在电视购物阶段已运用自如，当前能较好复用到抖音渠道上。在此基础上，韩束通过抖音渠道瞄准三线及以下人群，实现了差异化定位。

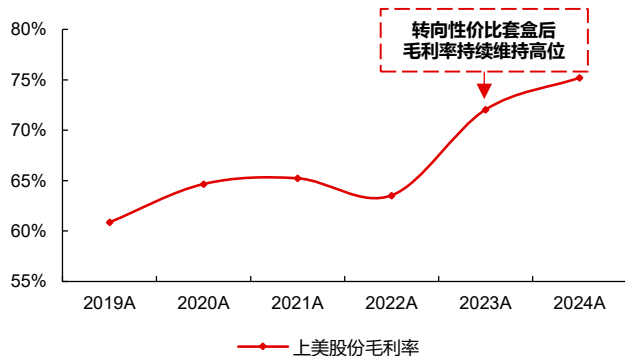
表 5：以水乳套盒为例，韩束产品性价比较高

品牌	套盒	产品	价格 (元)	单价 (元/ml)	核心成分	功效
雪花秀	 人参水乳套盒	人参 水 150ml+ 乳液 125ml+面 霜 30ml	1340	4.4	专研人参肽、烟 酰胺、神经烟酰 胺	修护屏障、紧致 抗老
后	 津率享红华凝香平颜	红华凝香平颜 水 150ml+乳液 110ml+面霜 30ml	1210	4.2	红山参	保湿、抗衰老
丸美	 凝时肌初三件套	凝时 洁面 120g+爽肤水 100ml+乳液 80ml	639	2.1	水解弹性蛋白、 辅酶 Q10	保湿、紧致、淡 纹抗衰老
百雀羚	 肌初赋活水乳套盒	肌初赋活 水 90ml+乳 90ml	349	1.9	三肽-1、三肽-10 瓜氨酸、乙酰基 四肽-1	保湿、紧致抗皱

珀莱雅		红宝石 洁面 100g+乳液 120ml+水 120ml	567	1.7	胶原蛋白、胜肽	淡纹、抗老紧致
欧莱雅		复颜 洁面 125ml+柔肤水 130ml+乳液 110ml	499	1.4	视黄醇、VC 精粹	保湿 抗皱 紧致 抗衰老
玉兰油		大红瓶 水 150ml+乳液 100ml+洁面 125g	499	1.3	胜肽	抗老抗皱、补水 保湿
韩束		红蛮腰 2.0 水 100ml+乳 100ml+面霜 50g	299	1.2	环六肽-9	抗老紧致

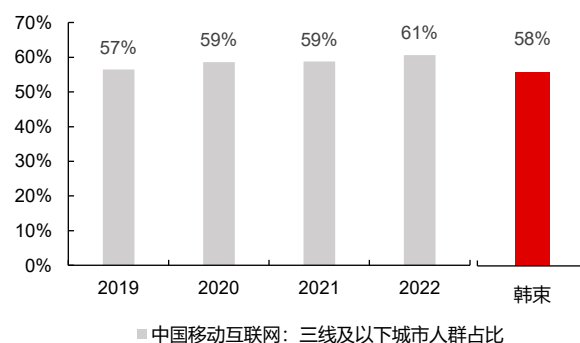
资料来源：天猫旗舰店，长江证券研究所

图 19：韩束完备供应链支撑下，能够兼顾定价优势及稳定高毛利



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：韩束借助抖音渠道，渗透至三线及以下城市客群⁴



资料来源：蝉妈妈，Questmobile，长江证券研究所

⁴ 图中 58%为 2025 年 5 月韩束抖音三线及以下客群占比。

图 21：韩束电视购物时期，便擅长以高性价比买赠进行营销

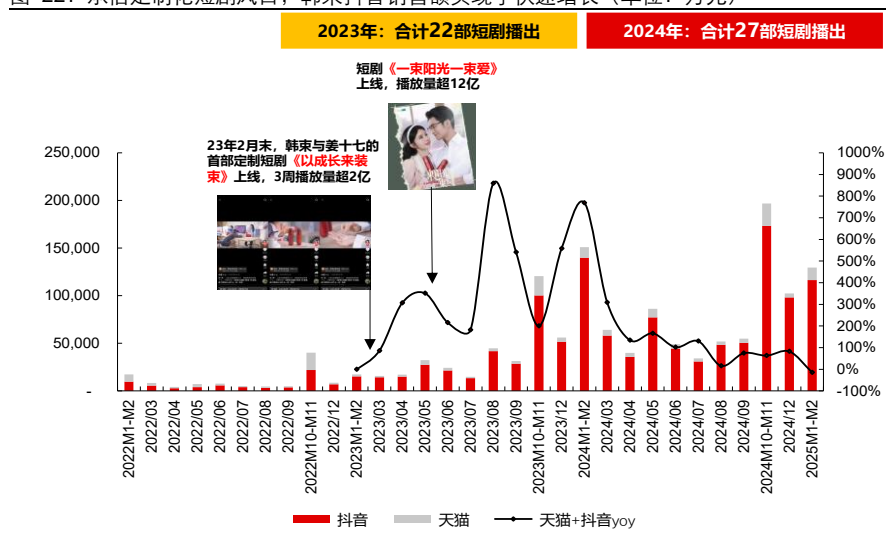


资料来源：搜狐视频，长江证券研究所

押注定制化短剧，率先攫取流量红利。抖音首部定制化抖音短剧《不熟恋人》推出后，公司观测到其亮眼的播放数据，先发制人签订下该短剧女主姜十七的后续合作，并延续历史上高举高打的营销风格，同时签约多部定制短剧的合作档期。2023 年，公司总计播出 22 部短剧，合计播放量超 70 亿，带动品牌抖音渠道销售额爆发式增长。2023 年 618 大促至今，公司蝉联抖音美妆大促排行榜第一。

综合上述，我们认为，公司能够重回高增的原因有三：1) 管理层极强的渠道及营销基因，使其成功把握住抖音直播电商风口；2) 产品端差异化定位性价比套盒，填补抖音下沉市场空白；3) 成熟自有供应链加持下，公司得以兼顾性价比及高毛利率。

图 22：承借定制化短剧风口，韩束抖音销售额实现了快速增长（单位：万元）



资料来源：蝉妈妈，魔镜，长江证券研究所

表 6：2023 年韩束品牌合计投放 22 部短剧，播放量达 70 亿+

合作达人	短剧名称	开播时间	播放量
姜十七	以成长来装束	2 月 28 日	6.2

姜十七	心动不止一刻	4月2日	12.1
姜十七	一束阳光一束爱	5月19日	12.5
秦苒	那束照耀你的光	6月6日	1.8
林鸽	十二页	6月22日	1.5
秦苒	与光同行	7月14日	1.9
姜十七	全是爱与你	7月16日	10
林鸽	后来	7月25日	2.5
秦苒	心跳玩家	8月10日	1.4
姜十七	你终将会红	8月21日	10.1
林鸽	别来无恙	9月9日	1.3
秦苒	当她闪耀时	9月14日	1.5
魔女月野	乌龙罗曼史	9月21日	1.4
糖一	猫先生的攻略日记	10月7日	1.7
魔女月野	这一次恋爱吧	10月18日	1.6
林鸽	回不去的从前	10月20日	1.5
秦苒	璀璨人生	10月22日	1.4
秦苒	爱的节拍	11月23日	1.4
莫邪	三十而悦	11月23日	2.1
林鸽	被偷走的时光	12月1日	0.8
林鸽	无法攻略的她	12月20日	1
莫邪	心动同居	12月23日	0.9

资料来源：蝉魔方，抖音，长江证券研究所

表 7：韩束自 2023 年 618 开始蝉联抖音美妆大促排行第一

2021 年双十一	2022 年 618	2022 年双十一	2023 年 618	2023 年双十一	2024 年 618	2024 年双十一	2025 年 38
后	雅诗兰黛	后	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束
珂莱妮	肌先知	雅诗兰黛	赫莲娜	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
欧莱雅	后	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	欧莱雅	雅诗兰黛
薇诺娜	欧莱雅	欧诗漫	海蓝之谜	雅诗兰黛	后	可复美	自然堂
欧诗漫	珀莱雅	SK-II	雅诗兰黛	赫莲娜	雅诗兰黛	雅诗兰黛	赫莲娜
雪花秀	SK-II	珀莱雅	兰蔻	海蓝之谜	欧莱雅	后	欧莱雅
珀莱雅	欧诗漫	海蓝之谜	珀莱雅	兰蔻	兰蔻	海蓝之谜	兰蔻
自然堂	OLAY	韩束	后	后	可复美	自然堂	丸美
OLAY	奥伦纳素	OLAY	SK-II	娇润泉	海蓝之谜	赫莲娜	可复美
韩束	润百颜	自然堂	OLAY	可复美	OLAY	玉兰油	海蓝之谜

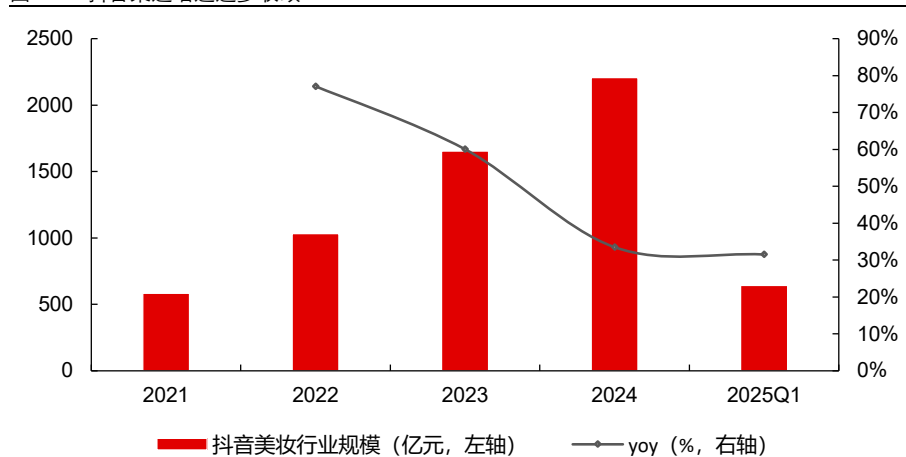
资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

发展空间：多品类、全渠道延拓，子品牌蓄势待发

韩束：多品类延拓，全渠道扩张

我们认为，当前伴随抖音渠道增速的逐渐收敛，韩束已逐步进入高基数下偏稳健增长阶段，其后续收入增量空间主要源于：**1) 品类结构延拓**，由基础套盒向次抛精华、单瓶面霜/水乳、彩妆等品类延伸，底层自主研发能力持续赋能单品打造，其中次抛、X 肽面霜等新品已有亮眼表现；**2) 全渠道扩张**，由强势抖音渠道，实现向天猫、京东等线上平台的品牌力外溢。同时伴随前述品类的扩张（其中不乏高价格带单品），以及渠道结构丰富化下、高费率抖音渠道占比的逐步降低，公司利润端有望获得更大弹性空间。

图 23：抖音渠道增速逐步收敛



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

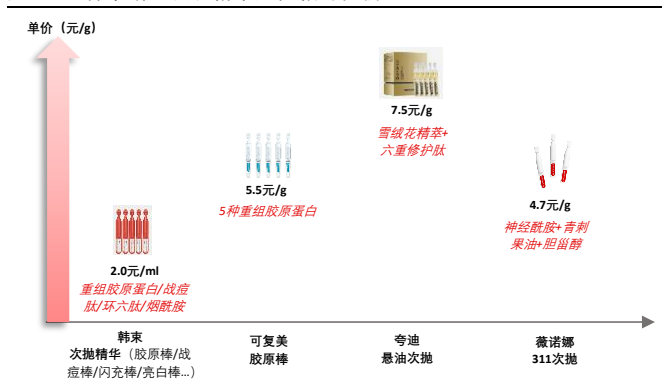
品类：加码次抛精华，上探高价格带面霜水乳。在套盒销售的基础上，韩束自 2024 年以来稳步推进多品类布局，延拓次抛精华、单瓶面霜、彩妆等品类，有望推动品牌非套盒占比的持续抬升。公司近期推新 6 款次抛单品，涵盖胶原修护、祛痘、美白修护、淡纹、美白淡斑、男士抗衰等功效，定价具备较强性价比，其中亮白棒、闪充棒当前已在抖音实现较好表现。同时，公司持续延拓高端 X 肽系列，以专研成分 X 肽为核心，涵盖精华、面霜、面膜等品类，有望推动整体价格带的抬升。

图 24：韩束稳步推进多品类布局

品类	产品	图片	价格	功效	成分
次抛	胶原棒		99元/75ml	强韧修护	6种重组胶原蛋白，舒缓态，玻尿酸，依克多因
	战痘棒			祛痘控油	战痘肽，邻苯花胺-5-醇，舒缓双肽组合，专利悦肤宁
	377白月光			美白修护	377（苯乙基间苯二酚），麦角硫因，VC衍生物，烟酰胺
	闪充棒			淡纹嘭弹	专研环六肽
	亮白棒			美白淡斑	99%高浓度烟酰胺，专研活肤因
	男士胶原棒			紧致多效	专研胶原肽，玻色因
X肽系列	光子精华		329元/40ml	抗氧化老	光子精粹，X肽精粹（类蛇毒神经肽，重组小分子胶原肽，环六肽-9）
	X肽面霜		279元/50g	促胶原，淡纹紧致	X肽精粹
	X肽面膜		98元/8片	分层抗皱	
彩妆	红运气垫		239元/14g	雾光持妆	-
	红运粉饼		139元/8g	无痕锁妆	-
防晒	白蜜腰防晒		99元/80ml	边晒边美白	-

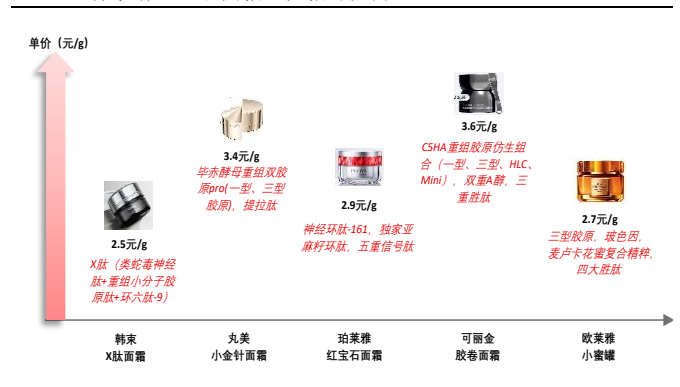
资料来源：品牌官方旗舰店，长江证券研究所

图 25：韩束新品次抛精华定位相对性价比



资料来源：天猫旗舰店，长江证券研究所

图 26：韩束新品 X 肽面霜定位相对性价比



资料来源：天猫旗舰店，长江证券研究所

底层逻辑：自主研发百花齐放，专研成分赋能单品打造。公司高度重视自主研发，2016年设立海外科研中心，成为首个在海外自建规模化科研中心的中国化妆品企业，当前已建立双科研中心，并成立上美科学委员会，成员均为从业年限超 25 年，拥有宝洁、资生堂等国际品牌工作经历的行业专家。**成分端**，公司聚焦基础研究，逐步由依赖外购，过渡到自主研究阶段，对多肽的研究也从外部引入、走向自主解析和创新，近年陆续发布“活肤因”、“环六肽-9”等自研成分，持续赋能终端产品创新，陆续推出了红蜜腰 2.0、X 肽系列等新品。

表 8：上美科学委员会成员

科学家	履历
胡新成	东京工业大学化学工程工学，博士， 从业超 28 年 ，曾担任宝洁开发部技术总监
付子华	东京工业大学化学工程工学，博士， 从业超 28 年 ，曾担任宝洁亚洲工艺经理、联合利华全球护肤研发总监
内川惠一	从业超 36 年 ，曾担任资生堂全球创新中心经理，专精于乳化技术、护肤产品配方开发及护发产品配方开发
山田耕作	从业超 35 年 ，曾担任 sk-II 护肤品科学家，服务 sk-II 品牌 33 年
江川淳一郎	从业超 34 年 ，曾任高丝主席研究员

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 27：上美股份在成分上，经历了从外购依赖到自主研发的过程，2024 年对多肽的研究取得重大突破

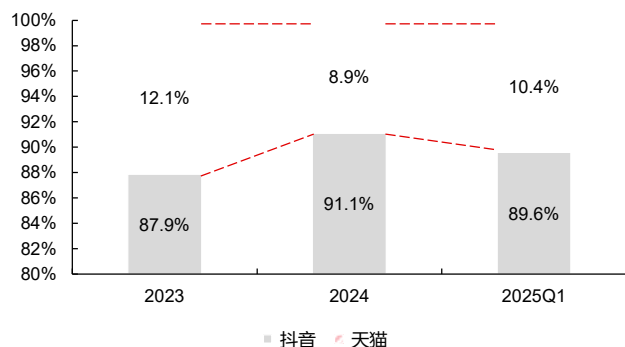
发展阶段	时间	发展历程	对应产品
外购依赖期	2003年	胜肽开始引入韩束护肤	认识肽
	2015	斥资8亿元，在上海奉贤及嘉定分别开建科研中心	
	2016年	成立海外科研中心，成为首个在海外自建规模化科研中心的国货企业，开启基础研究	
解析肽	2018年	活肤因（Tiracle）推出 ：2017年建立双菌发酵平台，正式开启自主科技双菌发酵成分研发，通过双菌发酵过后，得出的“小分子肽集群”，可以有效对抗皮肤炎症，提高皮肤持水能力，增强皮肤屏障 开始自研多肽成分，推出主打肌肽的金刚侠面膜	金刚侠面膜
	2019年	Tiracle在保湿、抗老、抗炎和修护等方面的研发结论登上核心期刊《IFSCC Magazine》；TIRACLE和AGSE复配在抗炎和抗氧化方面的研发结论也被另一核心期刊《Journal of Investigative Dermatology》于同年收录 专研抗皱多肽方案，在国内外期刊发表抗皱功效文章	
	2021年	形成三大基础研究成果 ：活肤因（Tiracle Pro，双菌发酵产物）、E-AGSE（活性葡萄籽提取物）、青蒿油AN+（青蒿「黄花蒿」提取物）	
自主研究期	2022年	韩束发表了关于 铜肽高效舒缓组合、美白组合肽、抗衰组合肽三大肽类专利	蓝铜胜肽白金礼盒
	2023年	韩束 牵头制定并发布中国首部多肽团标《化妆品用原料合成多肽》	
创新肽	2024年	形成四大基础研究成果 ： 环六肽-9 、活肤因（Tiracle Pro）、E-AGSE、青蒿油AN+。自研“环六肽-9”正式通过备案，成为功效护肤领域，全球首个品牌自研环肽。 X肽 ：“环六肽+神经肽+胶原肽”复合组成环六肽复合体，再次推出革新性三专利成分“X肽”，开启科学抗衰新时代	红蛮腰2.0 X肽系列

资料来源：公司官网，品牌官方公众号，聚美丽，FBeauty 未来迹，长江证券研究所

渠道：坚持全渠道策略，加码天猫、夯实抖音自播。公司在抖音强势的基础上，坚持全渠道扩张策略，2025Q1 以来韩束品牌天猫渠道增势亮眼、销售占比显著抬升。同时品

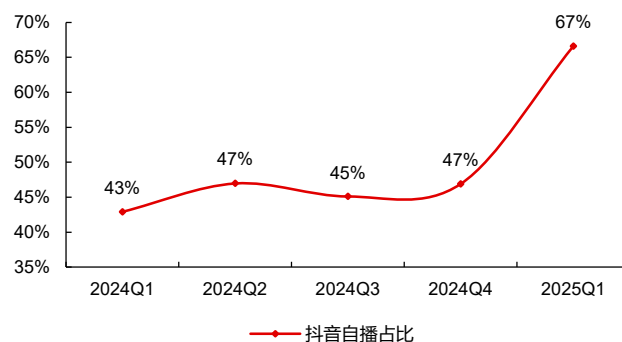
牌加大对抖音自播渠道的倾斜，一季度韩束抖音自播占比达 67%，环比显著提升。我们认为，伴随公司全渠道策略的持续开展，天猫、抖音自播等低费率渠道占比有望提升，进而推动品牌利润弹性释放。

图 28：韩束坚持全渠道策略，加码天猫



资料来源：蝉妈妈，魔镜，长江证券研究所

图 29：韩束持续夯实抖音渠道，加强自播投入



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

子品牌：多线布局，蓄势待发

子品牌品类覆盖齐全，有望构建集团化空间。在韩束主品牌基础上，公司积极构建多品类、多品牌矩阵，品类丰富度位于国产化妆品集团公司前列。分品类来看，护肤品类中，除已有敏感肌护肤品牌安敏优、正处调整期的纯净护肤品牌一叶子外，筹备推出高端抗衰老品牌 TAZU；母婴护理品类中，除 Newpage 一页、红色小象外，筹备推出知名知识产权同名品牌面包超人；洗护品类中，已推出固韧及头皮减压洗护品牌极方；彩妆品类中，即将推出化妆师共创品牌 NAN beauty。我们认为，公司品牌矩阵有序搭建，覆盖品类及价格带广泛，后续的持续发力，为其长期集团化提供了一定想象空间。

表 9：上美股份品牌矩阵丰富度位于行业前列

	护肤	彩妆	洗护	母婴
珀莱雅	珀莱雅、科瑞肤、悦芙媿、韩雅	彩棠、原色波塔	OR、惊时	
贝泰妮	薇诺娜、瑗科缦、贝芙汀、泊美	ZA		薇诺娜宝贝
上美股份	韩束、一叶子、安敏优、TAZU	韩束、NAN beauty	韩束、极方	红色小象、Newpage 一页、面包超人
丸美股份	丸美、春纪	恋火		
福瑞达	瑗尔博士、颐莲、伊帕尔汗、善言、诠润、贝润	UMT	即沐	
华熙生物	夸迪、润百颜、肌活、米蓓尔			
上海家化	玉泽、佰草集、高夫、美加净、双妹		家安	启初、汤美星

资料来源：公司公告，长江证券研究所

一叶子：定位纯净美容，品牌焕活可期。一叶子品牌成立于 2014 年，早期定位植物面膜，凭借品类及营销优势实现快速增长，但近年来面临一定品牌老化问题。2024 年上

半年，公司开启品牌焕新，将其重新定位为“纯净美容、精简修护”品牌，即以纯净、极简、环保的配方，实现消费者对修护屏障、舒缓补水需求，并与全球顶级原料商设立“纯净美容绿色原料研究中心”。2024 年下半年成立全资子公司，最大限度发挥品牌资源优势。我们认为，一叶子所定位的纯净美容理念具备差异性及独创性，焕新推出后有望占据一定消费者心智，同时子公司的成立有利于资源的高效整合，后续增长值得期待。

图 30：一叶子与全球顶级原料商设立“纯净美容绿色原料研究中心”



资料来源：i 美妆头条，长江证券研究所

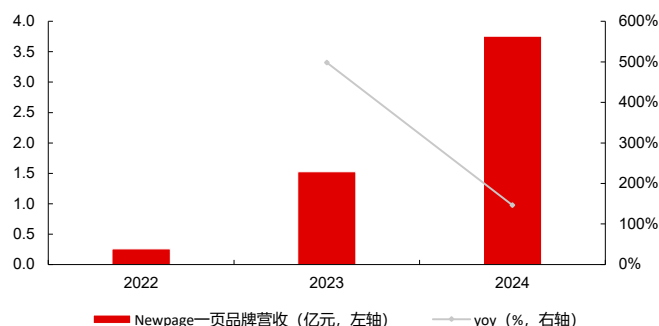
图 31：一叶子品牌围绕纯净美容，调整产品布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

Newpage 一页：婴童功效护肤品牌，品牌势能持续向上。Newpage 一页为上美集团 2022 年推出的中高端婴童功效护肤品牌，由知名演员章子怡、育儿专家崔玉涛及科学家团队联合创立，定位“医研共创”。2024 年品牌全年营收达 3.8 亿，规模同比实现大幅突破，品牌势能处于快速提升阶段，核心大单品“安心霜”添加独家专利核心成分“Omega-Pro”，当前已实现较快增长。近期品牌扩展学龄及青少年系列，实现客群的纵向延伸，势能有望持续抬升。

图 32：Newpage 一页品牌营收



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：Newpage 一页拓展学龄前及青少年系列

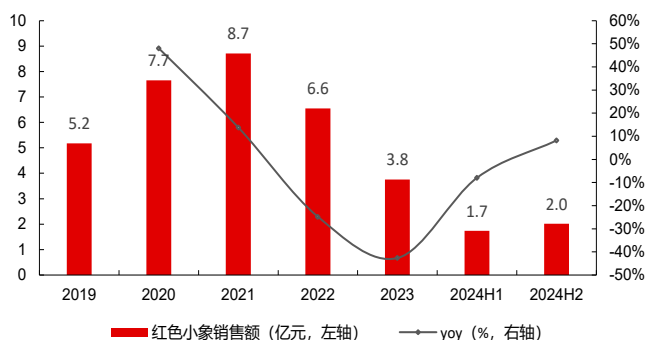


资料来源：化妆品观察，长江证券研究所

红色小象：品牌资产深厚，拓展青少年专研系列、有望实现焕活。红色小象品牌于 2015 年推出，定位于专业母婴护理，强调“至简成分，安心有效”。2017 至 2020 年，红色小象率先把握线上渠道崛起红利、成为中国市占率领先的母婴护理品牌，2021 年品牌

峰值达 8.7 亿元营收。近年受品牌老化影响，销售额持续下滑，但截至 2024 下半年增速已边际回正。近期，品牌宣布拓展青少年专研系列，有望通过品类拓展、推动品牌的进一步焕活。

图 34：红色小象 2024H2 销售额增速回正（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：红色小象近期拓展青少年专研系列



资料来源：品牌微信公众号，长江证券研究所

投资建议：韩束销售结构优化，子品牌贡献集团化空间

上美股份作为最早一批创立的中国化妆品公司，依托强渠道及营销能力，实现了穿越周期式的增长，成熟供应链及深厚自研能力构筑公司核心护城河。我们认为，公司逐步进入高基数下稳健增长的当下，其成长逻辑依旧清晰：1) 主品牌韩束以套盒品类为基点，持续推动多品类及全渠道扩张，后续高价格带单品的补齐、以及高费率抖音渠道依赖度的降低，有望推动销售结构持续改善，贡献收入及业绩弹性；2) 子品牌品类覆盖齐全，母婴品牌 Newpage 一页增势亮眼，品牌矩阵后续的持续发力，有望支撑公司长期集团化空间，预计 2025-2027 年实现归母净利润 10.1、12.3、14.5 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 36：上美股份盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,471	3,467	4,984	6,707
现金	459	979	2,031	3,306
应收账款及票据	426	540	649	756
存货	691	850	1,012	1,163
其他	895	1,099	1,292	1,482
非流动资产	1,126	1,154	1,183	1,212
固定资产	674	661	647	634
无形资产	63	62	60	59
其他	389	432	475	518
资产总计	3,597	4,622	6,167	7,919
流动负债	1,342	1,663	1,977	2,278
短期借款	60	60	60	60
应付账款及票据	638	785	935	1,075
其他	643	817	982	1,142
非流动负债	20	20	20	20
长期债务	0	0	0	0
其他	20	20	20	20
负债合计	1,362	1,683	1,997	2,298
普通股股本	398	398	398	398
储备	1,812	2,516	3,748	5,199
归属母公司股东权益	2,191	2,895	4,127	5,578
少数股东权益	43	43	43	43
股东权益合计	2,235	2,939	4,170	5,621
负债和股东权益	3,597	4,622	6,167	7,919

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	547	891	1,126	1,348
净利润	781	1,005	1,234	1,453
少数股东权益	22	0	0	0
折旧摊销	106	15	14	14
营运资金变动及其他	-362	-129	-123	-120
投资活动现金流	-187	-71	-71	-71
资本支出	-243	0	0	0
其他投资	56	-71	-71	-71
筹资活动现金流	-596	-299	0	0
借款增加	-78	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-522	-299	0	0
其他	4	0	0	0
现金净增加额	-238	519	1,052	1,275

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,793	8,627	10,361	12,060
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,683	2,071	2,466	2,834
销售费用	3,947	4,771	5,730	6,693
管理费用	243	345	414	482
研发费用	180	216	259	302
财务费用	6	17	21	24
除税前溢利	927	1,178	1,441	1,695
所得税	124	173	207	241
净利润	803	1,005	1,234	1,453
少数股东损益	22	0	0	0
归属母公司净利润	781	1,005	1,234	1,453
EBIT	933	1,195	1,462	1,719
EBITDA	1,039	1,210	1,476	1,733
EPS（元）	1.96	2.53	3.10	3.65

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	62.08%	27.01%	20.10%	16.40%
归属母公司净利润	69.42%	28.68%	22.76%	17.77%
获利能力				
毛利率	75.22%	76.00%	76.20%	76.50%
销售净利率	11.50%	11.65%	11.91%	12.05%
ROE	35.65%	34.72%	29.90%	26.06%
ROIC	35.24%	34.01%	29.59%	25.95%
偿债能力				
资产负债率	37.87%	36.41%	32.38%	29.01%
净负债比率	-17.87%	-31.26%	-47.26%	-57.74%
流动比率	1.84	2.09	2.52	2.94
速动比率	1.33	1.57	2.01	2.43
营运能力				
总资产周转率	2.02	2.10	1.92	1.71
应收账款周转率	18.19	17.86	17.42	17.17
应付账款周转率	2.91	2.91	2.87	2.82
每股指标（元）				
每股收益	1.96	2.53	3.10	3.65
每股经营现金流	1.37	2.24	2.83	3.39
每股净资产	5.51	7.27	10.37	14.01
估值比率				
P/E	16.36	24.55	20.00	16.98
P/B	5.82	8.52	5.98	4.42
EV/EBITDA	11.90	19.64	15.38	12.37

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、消费者需求发生重大变化。公司的业务及未来增长前景一定程度取决于消费者对产品的需求，消费者需求的变化、或对消费者需求造成负面影响的意外情况，均可能对公司业务及经营业绩造成影响。
- 2、品牌声誉风险。公司业务一定程度取决于品牌的市场认知度，其声誉或品牌若受到损害，可能会对公司业务、财务状况及经营业绩造成不利影响。
- 3、产品质量风险。与公司产品相关的质量问题，可能导致客户及销售损失，同时可能引发产品责任索赔风险。
- 4、品牌及产品研发风险。新品牌及新产品的研发、推出及推广均存在一定不确定性，同时公司在研发方面取得的开发及投资成果同样存在不确定性。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。