



公司评级 增持 (首次)

报告日期 2025 年 07 月 22 日

基础数据

07 月 21 日收盘价 (港元)	75.75
总市值 (亿港元)	301.54
总股本 (亿股)	3.98

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外消费】上美股份 (02145.HK)
聚焦 3 大品类, 2025 年仍有望保持双位数收入增长-2025.04.02

分析师: 宋婧茹

S0190520050002
BQI321
songjingru@xyzq.com.cn

分析师: 陈雅雯

S0190524010001
请注意: 陈雅雯并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从
事受监管的活动。
chenyawen@xyzq.com.cn

上美股份(02145.HK)

国产美妆集团, 多品牌多渠道快速成长

投资要点:

多品牌战略精准覆盖细分市场: 上美股份通过“2+2+2”品牌战略构建了强大的品牌矩阵, 精准覆盖了从大众到高端的多层次消费者需求, 产品形式丰富多样。例如, 韩束以“科学抗衰”为核心, 满足抗衰需求; 一叶子主打天然植物护肤; 红色小象定位大众母婴护理; newpage 一页专注于中高端敏感肌婴童护理; 极方作为中高端头皮洗护品牌, 满足不同发质需求; 2032 则以科技植萃为核心, 提供高性价比的洗护产品。多品牌、多品类、多渠道的布局, 增强了上美股份在各细分市场的竞争力, 有助于抵御单一品牌或品类的市场风险。

大单品策略成功, 高端产品研发推进: 上美股份已逐步形成打造大单品的能力, 如韩束红蛮腰套盒、韩束白蛮腰套盒、韩束美白精华、newpage 安心霜等产品销售额增长迅速, 增速均快于公司整体水平。2025 年, X 肽、次抛等产品有望持续放量。上美股份通过自研核心成分提升产品功效以及借助权威 IP 合作等方式, 推动品牌高端化。例如, 安敏优聚焦敏感肌护理, 主打自研专利成分青蒿油 AN+; Newpage 一页采用“医研共创”模式, 由儿科专家崔玉涛和科学家黄虎联合创立, 专注于婴童敏感肌护理; TAZU 与科学家山田耕作合作研发高端抗衰护肤品牌。高端化有望带动公司利润率提升, 2024 年公司净利率为 11.8%, 较国际美妆集团欧莱雅 2024 年净利率 14.8% 以及国内美妆集团巨子生物的 37.2% 仍有提升空间。

战略发展抖音渠道, 淘系京东等平台逐步发力: 2023-2024 年, 上美股份在抖音渠道取得显著成绩, 韩束 2024 年 GMV 达 67.49 亿, 同比增长 102%, GMV 排名抖音美妆第一。抖音渠道的快速增长带动公司线上自营渠道收入占比快速提升, 从 2022 年的 39.6% 提升至 2024 年的 78.2%。同时, 公司也在均衡发展其他电商渠道, 如 2024 年韩束双十一天猫/京东 GMV 增速分别为 57%/115%, 淘系、京东等渠道进入较快增速通道。多渠道布局有助于公司扩大市场份额, 降低对单一渠道的依赖。

首次覆盖给予“增持”评级: 我们预计公司 2025-2027 年收入分别同比增长 24.1%/20.8%/20.7%; 2025-2027 年经调整净利润分别同比增长 33.8%/21.4%/18.8%。

风险提示: 1) 行业竞争加剧; 2) 产品开发不可控; 3) 市场因素不可预期; 4) 宏观经济因素及消费者行为影响。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,793	8,427	10,177	12,280
同比增长(%)	62.1	24.1	20.8	20.7
经调整净利润(百万元)	796	1,066	1,294	1,536
同比增长(%)	74.1	33.8	21.4	18.8
毛利率(%)	75.2	75.7	75.4	75.7
经调整净利率(%)	11.7	12.6	12.7	12.5
ROE(%)	35.9	32.3	28.2	25.1
每股收益(元)	1.96	2.60	3.16	3.75

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

Company Rating Outperform(Initiate)

Report Date Jul 22, 2025

Basic Data

Jul 21 st Closing Price(HKD)	75.75
Total market value(Mn)	301.54
Total Shares (Mn)	3.98

Analyst: Jingru SONG

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

Analyst: Yawen CHEN

chenyawen@xyzq.com.cn

SAC: S0190524010001

Please note: Yawen CHEN is not a registered licensee of the Securities and Futures Commission of Hong Kong and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

Shanghai Chicmax Cosmetic

Domestic Beauty Groups, Growing Rapidly Across Multiple Brands and Channels

Investment Highlights:

Multi-brand strategy accurately covers the market segments: Shanghai Chicmax Cosmetic has built a strong brand matrix through the "2+2+2" brand strategy, accurately covering the multi-level consumer needs from mass to high-end, with rich and diverse product forms. For example, Hanshu takes "scientific anti-aging" as the core to meet the anti-aging needs; Yiyezi focuses on natural plant skin care; Red Elephant is positioned in mass maternal and child care; Newpage focuses on mid-to-high-end sensitive skin infant care; Jifang is a mid-to-high-end scalp care brand to meet the needs of different hair qualities; 2032 takes technology plant extracts as the core to provide cost-effective care products. The layout of multiple brands, multiple categories and multiple channels has enhanced Shanghai Chicmax Cosmetic' competitiveness in various market segments and helped to resist the market risks of a single brand or category.

The big single product strategy is successful, and the development of high-end products is promoted: Shanghai Chicmax Cosmetic has gradually formed the ability to create big single products, such as Hanshu Red Waist Kit, Hanshu White Waist Kit, Hanshu Whitening Essence, Newpage Anxin Cream and other products. The sales of these products have grown rapidly, and the growth rate is faster than the overall level of the company. In 2025, products such as X-peptide and disposable products are expected to continue to increase in volume. Shanghai Chicmax Cosmetic promotes the high-end brand by improving product efficacy through self-developed core ingredients and cooperating with authoritative IP. For example, Anminyou focuses on sensitive skin care, featuring the self-developed patented ingredient artemisia oil AN+; Newpage adopts the "medical research co-creation" model, co-founded by pediatric expert Cui Yutao and scientist Huang Hu, focusing on sensitive skin care for infants and children; TAZU cooperates with scientist Yamada Kosaku to develop a high-end anti-aging skin care brand. High-end is expected to drive the company's profit margin to increase. In 2024, the company's net profit margin will be 11.8%, which still has room for improvement compared with the 14.8% net profit margin of the international beauty group L'Oreal in 2024 and the 37.2% of the domestic beauty group Juzi Bio.

Strategic development of Douyin channels, Taobao and JD.com platforms gradually exerted their strength: In 2023-2024, Shanghai Chicmax Cosmetic achieved remarkable results in the Douyin channel. Hanshu's GMV in 2024 reached 6.749 billion, a year-on-year increase of 102%, and its GMV ranked first in Douyin beauty. The rapid growth of the Douyin channel has led to a rapid increase in the proportion of the company's online self-operated channel revenue, from 39.6% in 2022 to 78.2% in 2024. At the same time, the company is also developing other e-commerce channels in a balanced manner. For example, in 2024, Hanshu's Tmall/JD.com GMV growth rates were 57%/115% respectively on Double Eleven, and Taobao, JD.com and other channels entered a faster growth channel. Multi-channel layout helps the company expand its market share and reduce its dependence on a single channel.

"Outperform" rating is given for the first coverage: We expect the company's revenue to increase by 24.1%/20.8%/20.7% year-on-year in 2025-2027; and the adjusted net profit to increase by 33.8%/21.4%/18.8% year-on-year in 2025-2027.

Potential risks : 1) Intensified industry competition; 2) Uncontrollable product development; 3) Unpredictable market factors; 4) Influence of macroeconomic factors and consumer behavior.

Key Financial Indicators

FY	2024A	2025E	2026E	2027E
Revenue (CNY/Mn)	6,793	8,427	10,177	12,280
YoY(%)	62.1	24.1	20.8	20.7
Adjusted Net Income (CNY/Mn)	796	1,066	1,294	1,536
YoY(%)	74.1	33.8	21.4	18.8
Gross Margin(%)	75.2	75.7	75.4	75.7
Net Margin(%)	11.7	12.6	12.7	12.5
ROE(%)	35.9	32.3	28.2	25.1
EPS(CNY)	1.96	2.60	3.16	3.75

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute
Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

目录

一、 进击中的国产美妆集团	6
(一) 公司发展历程	6
(二) 公司股权结构集中且稳定	7
(三) 公司团队结构合理, 职责分明	7
二、 品牌高端化成因复盘, 上美品牌高端化可期	9
三、 从抖音渠道重仓转向多渠道发力	11
四、 品牌矩阵针对细分需求, 产品形式多样化	14
五、 美妆市场持续增长, 上美股份品牌矩阵持续搭建	17
六、 财务分析	19
七、 盈利预测与估值	20
八、 风险提示	22

图目录

图 1、 上美股份产品矩阵	6
图 2、 公司发展历程	7
图 3、 公司股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日)	7
图 4、 美妆品牌毛利率对比 (%)	10
图 5、 美妆品牌净利率对比 (%)	10
图 6、 上美股份销售渠道占比 (%)	12
图 7、 2023 年韩束自播及达播销售额比重 (%)	12
图 8、 2024 年韩束双十一战报 (%)	12
图 9、 2024 年 Newpage 双十一战报 (%)	12
图 10、 上美股份三大电商平台销售额占比 (%)	13
图 11、 上美股份品牌矩阵 (截至 2024 年 12 月)	14
图 12、 上美股份大单品引领收入增长	15
图 13、 上美股份大单品销售额占比 (%)	16
图 14、 韩束大单品: 红蛮腰套盒	16
图 15、 Newpage 大单品: 安心霜	16
图 16、 中国美妆行业市场规模 (按产品类别)	17
图 17、 中国护肤行业市场规模 (按产品类别)	17
图 18、 中国护肤行业市场规模 (按定位)	17
图 19、 营业额及 YOY	19
图 20、 2024 年各子品牌营收占比	19
图 21、 净利润及净利率	19
图 22、 毛利润及毛利率	19
图 23、 成本结构	20
图 24、 细分成本变化 (千元)	20
图 25、 存货及应收账款周转天数 (天)	20

表目录

表 1、 公司董事资料	8
表 2、 上美股份品牌高端化发展规划 (截至 2025 年 5 月)	9

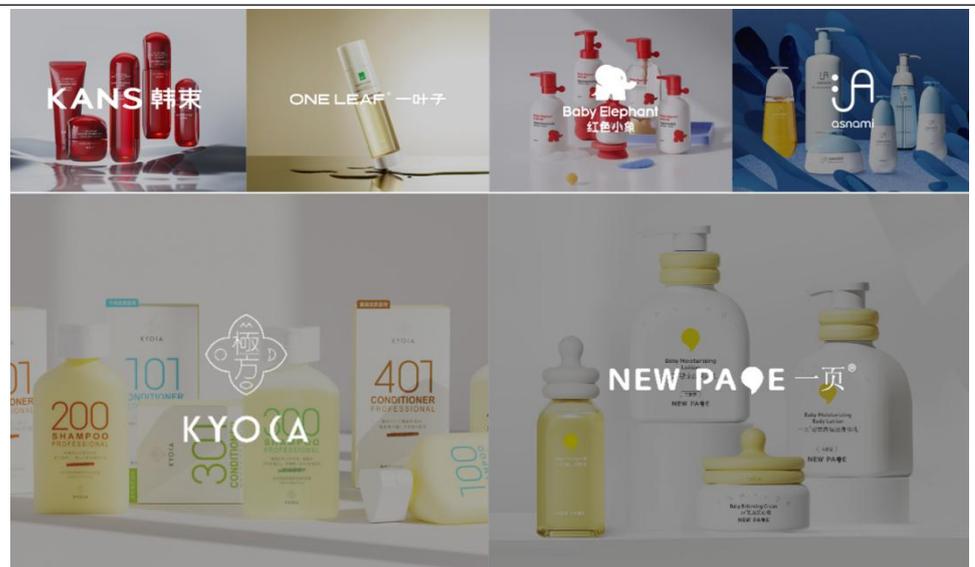
表 3、	2023&2024 年抖音美妆 GMV 排名	11
表 4、	上美股份所有品牌的定位及价格带分布（截至 2025 年 5 月）	15
表 5、	美妆集团财务数据对比	18
表 6、	上美股份相较于国际日化巨头仍有较大发展空间	18
表 7、	上美股份主要财务数据及预测	21
表 8、	海外消费行业相对估值表（截至 2025/7/21）	21

一、进击中的国产美妆集团

(一) 公司发展历程

上海上美化妆品股份有限公司，是科研赋能的多品牌国货化妆品行业领导者，起源于 2002 年，秉承“因为喜欢”的企业文化，“多元、乐观、创新、传承”的企业价值观。业务布局护肤、洗护、母婴三大赛道，在全球自建两大科研中心和两大供应链，拥有韩束、一叶子、红色小象等三大主力品牌，并成功打造出 newpage 一页、安敏优等第二增长曲线。

图 1、上美股份产品矩阵



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司扩张业务范围与内容，营运业绩持续向好：自 2002 年成立以来，公司通过子品牌的成立，逐步步入美妆、母婴、护肤三大赛道，并完善中高端布局。其中，一叶子、红色小象先后于 2016 年、2019 年成为中国市场份额第一的面膜及母婴护理品牌。2021 年，韩束与中国国家游泳队结缘，进一步打开品牌知名度，并在 2023 年以全年 33.4 亿元 GMV 位列抖音美妆第一名，2024 年全年营收达 30.90 亿元，同比增长 143.8%，展现持续增长的良好势头。整体来看，2024 年公司收入同比增长 62.1%，达 67 亿元，净利润同比增长 74%，达 4.6 亿元。

图 2、公司发展历程

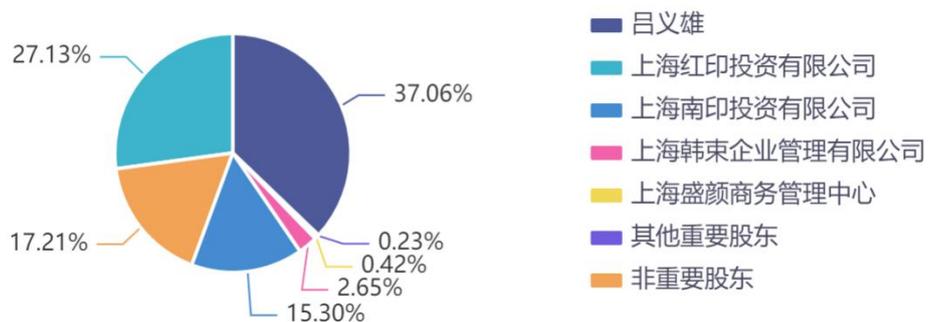


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 公司股权结构集中且稳定

上美股份创始人兼 CEO 吕义雄作为公司实际控制人同时也是最大股东，截至 2024 年 12 月 31 日，吕义雄直接持股比例为 37.06%，并通过上海红印投资有限公司、上海南印投资有限公司、上海韩束企业管理有限公司和上海盛颜商务管理中心间接持股。此外，公司其他重要控制人罗燕、冯一峰、孙昊分别持股 0.22%、0.01%、< 0.01%，最终控制人合计持股 82.79%。

图 3、公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 公司团队结构合理，职责分明

公司的董事会由 9 名董事组成，包括 4 名执行董事和 3 名独立非执行董事和 2 名非执行董事：

表 1、公司董事资料

姓名	职位	职责
吕义雄	董事长、执行董事兼 CEO	负责董事会的整体事务及本公司的一般管理，包括制定一般公司业务计划、策略及重大决策
冯一峰	执行董事、副行政总裁兼首席财务官	制定一般公司业务计划、策略及重大决策；负责本公司的财务、投资及信息管理
罗燕	执行董事、副行政总裁	制定一般公司业务计划、策略及重大决策；负责新兴媒体平台电商以及韩束的整体管理及营销
宋洋	执行董事、副行政总裁	制定一般公司业务计划、策略及重大决策；负责本公司的研发、产品创新以及一叶子的整体管理及营销
梁浩新	独立非执行董事	监督董事会并向董事会提出独立判断
李洋	独立非执行董事	监督董事会并向董事会提出独立判断
罗妍	独立非执行董事	监督董事会并向董事会提出独立判断
李寒穷	非执行董事	通过董事会参与制定本公司的一般公司业务计划、策略及重大决策
孙昊	非执行董事	通过董事会参与制定本公司的一般公司业务计划、策略及重大决策

资料来源：招股说明书，ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2025 年 5 月

吕义雄，执行董事、董事长兼首席执行官，吕先生自上海上美（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，负责上海上美化妆品股份有限公司的一般管理。吕先生于 2018 年 11 月修毕中国长江商学院的行政管理教育课程。于 2022 年 12 月 12 日获委任为上海上美化妆品股份有限公司提名委员会主席、薪酬与考核委员会委员。

冯一峰，执行董事、副行政总裁兼首席财务官，冯先生于 2001 年 7 月取得中国上海财经大学的管理学学士学位，并于 2015 年 10 月取得中国中欧国际工商学院的工商管理硕士学位，是中国注册会计师协会注册会计师（非执业）及英国特许公认会计师。于 2016 年 7 月加入上海上美化妆品股份有限公司，自 2016 年 7 月起担任副行政总裁，亦负责财务事宜，并自 2021 年 2 月起担任首席财务官。

罗燕，执行董事、副行政总裁、韩束品牌总经理。罗女士于 2020 年 6 月取得上海立信会计金融学院的国际贸易与经济专科的学历。于 2012 年 3 月加入上海上美化妆品股份有限公司，曾于 2015 年 1 月至 2020 年 2 月担任首席运营官；自 2020 年 3 月起担任副行政总裁，主要负责新兴媒体平台电商，以及自 2021 年 1 月起担任韩束的总经理，负责韩束的整体管理及营销。

宋洋，执行董事、副行政总裁、一叶子品牌事业部总经理，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。于 2013 年 12 月加入上海上美化妆品股份有限公司，曾于 2016 年 4 月至 2018 年 4 月担任项目总

监；自 2018 年 5 月起担任上海上美化妆品股份有限公司全球新产品创新中心的总经理，并于 2022 年 6 月起担任一叶子的总经理，负责一叶子的整体管理与营销。

二、品牌高端化成因复盘，上美品牌高端化可期

上美股份通过多品牌战略，已经在护肤、母婴和洗护三大板块构建了覆盖大众至高端的价格带布局。在高端护肤品牌布局方面，上美股份采取了双轨策略：一方面通过自研核心成分提升产品功效，如安敏优的青蒿油 AN+和极方的腺苷赋活精华；另一方面借助权威 IP 合作，如 TAZU 与科学家山田耕作的合作、面包超人使用知名知识产权以及 NAN beauty 与化妆师春楠的联合。此外，Newpage 一页作为上美股份旗下的中高端母婴护肤品牌，通过“医研共创”模式，结合儿科专家崔玉涛和科学家黄虎的专业知识，专注于婴童敏感肌护理，进一步强化了品牌的高端形象和市场竞争力。随着这些高端品牌的逐步推出和市场推广，上美股份有望在高端护肤市场中占据一席之地，实现品牌矩阵的进一步升级和全球化布局。

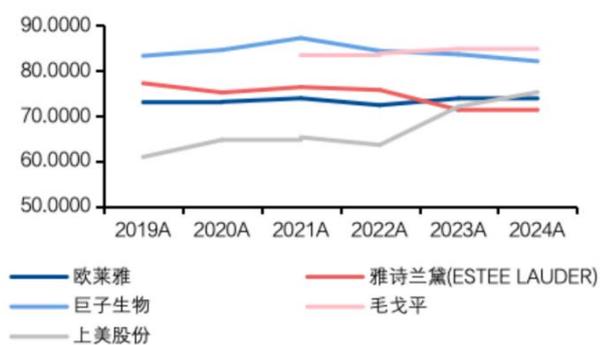
表 2、上美股份品牌高端化发展规划（截至 2025 年 5 月）

品牌名称	高端化策略	备注
已发布的品牌		
安敏优 (ARMIYO)	自研核心成分	聚焦敏感肌护理，主打自研专利成分青蒿油 AN+。
2032	借助 IP	定位高端洗护，与日本抗老专家合作。
极方 (KYOCA)	自研核心成分	专研固发，使用腺苷赋活精华专研固发。
Newpage 一页	借助 IP	定位中高端母婴护肤，专注婴童敏感肌护理，采用“医研共创”模式，由儿科专家崔玉涛和科学家黄虎联合创立。
未来将发布的品牌		
TAZU	借助 IP	与科学家山田耕作合作研发的高端抗衰护肤品牌。
面包超人	借助 IP	获授权使用知名知识产权的同名母婴护理品牌。
NAN beauty	借助 IP	与化妆师春楠共同设立的专业彩妆师品牌。

资料来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

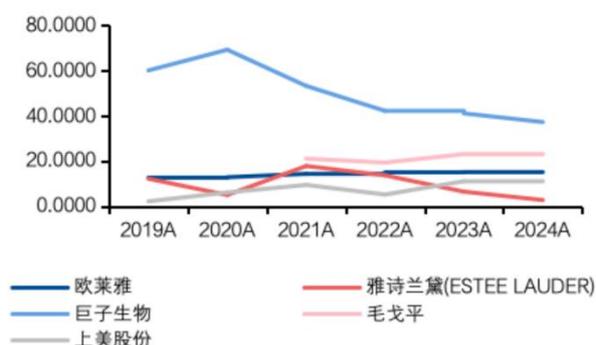
高端化有望带动公司利润率提升：公司 2024 年净利率录得 11.8%，较国际美妆集团欧莱雅（旗下有高端品牌赫莲娜等）2024 年净利率 14.8%，以及国内美妆集团巨子生物的 37.2%仍有提升空间，高端化或成为重要抓手。

图 4、美妆品牌毛利率对比 (%)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、美妆品牌净利率对比 (%)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

三、从抖音渠道重仓转向多渠道发力

2023-2024 年，上美股份将“重兵抖音、聚焦韩束、聚焦韩束红、聚焦韩束红礼盒”等聚焦战略作为核心发展策略，不断做强品牌实力、做大市场规模。同时，韩束以线上生意底层逻辑的超强理解力与执行力，以及多产品线布局，不断推出满足市场需求的大单品。

截至 2024 年 12 月 31 日，上美股份旗下品牌韩束 2024 年 GMV 达 67.49 亿，同比增长 102%，GMV 排名抖音美妆第一。

表 3、2023&2024 年抖音美妆 GMV 排名

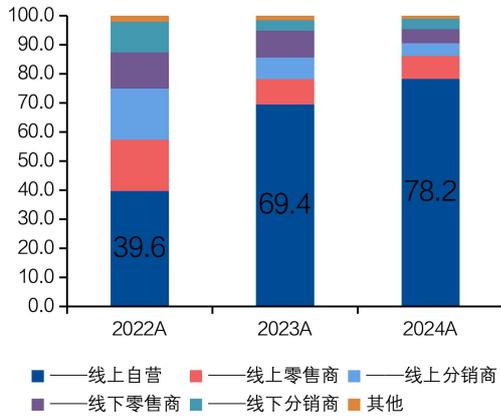
排名	2023 年品牌	GMV (亿元)	同比	2024 年品牌	GMV (亿元)	同比
1	韩束	33.36	331.10%	韩束	67.49	102.00%
2	欧莱雅	23.81	71.10%	珀莱雅	37.03	62.80%
3	珀莱雅	22.88	62.90%	欧莱雅	30.02	24.50%
4	雅诗兰黛	20.83	14.00%	雅诗兰黛	27.46	34.50%
5	极萌	20.25	6299.90%	赫莲娜	22.1	32.90%
6	海蓝之谜	18.07	87.90%	兰蔻	21.39	23.90%
7	兰蔻	17.26	85.40%	海蓝之谜	20.92	15.40%
8	赫莲娜	16.68	236.00%	谷雨	19.75	64.60%
9	花西子	15.2	2.90%	自然堂	19.36	107.40%
10	觅光	14.59	25.00%	后	18.83	44.80%
11	SK-II	13.42	2.40%	可复美	18	99.90%
12	后	12.37	-23.00%	欧诗漫	17.64	48.80%
13	欧诗漫	12.01	-3.70%	娇润泉	15.47	28.50%
14	谷雨	12.01	88.40%	花西子	13.74	-9.70%
15	娇润泉	12.01	21955.40%	玉兰油	13.32	34.80%
16	AKF	11.78	185.10%	圣罗兰	13.22	56.90%
17	雅萌	11.01	21.90%	SK-II	13.14	-1.60%
18	HBN	9.98	52.40%	HBN	13.07	28.70%
19	玉兰油	9.88	27.00%	丸美	13.02	66.60%
20	自然堂	9.4	21.80%	DCEXPORT	12.66	139.10%

资料来源：艾瑞网财经，兴业证券经济与金融研究院整理

抖音渠道布局带动线上自营收入占比不断提升：抖音渠道的快速增长带动公司线上自营渠道收入占比快速提升，从 2022 年的 39.6% 提升至 2024 年的 78.2%。

2023 年韩束达播占比 36%，2024 年进一步提升，公司有望在战略调整下在 2025 年控制达播占比，伴随自播占比及商品卡占比提升，公司利润率水平有望改善。

图 6、上美股份销售渠道占比（%）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

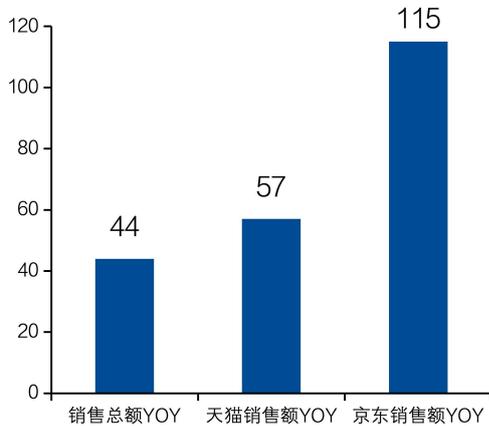
图 7、2023 年韩束自播及达播销售额比重（%）



数据来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

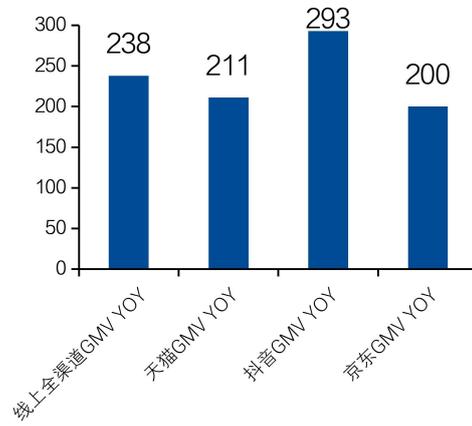
淘系、京东等渠道亦进入较快增速通道：2024 年韩束双十一天猫/京东 GMV 增速分别为 57%/115%，抖音之外的渠道获得快速增长。

图 8、2024 年韩束双十一战报（%）



数据来源：搜狐新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

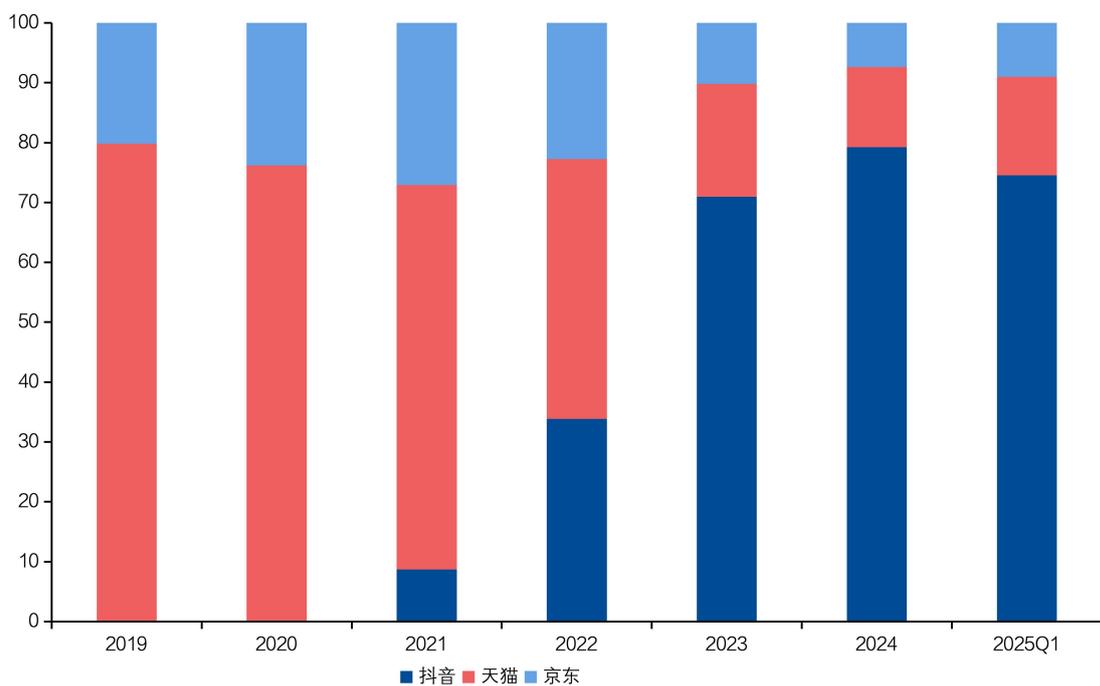
图 9、2024 年 Newpage 双十一战报（%）



数据来源：搜狐新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

抖音仍为主要销售渠道，均衡发展其他电商渠道：根据久谦电商平台数据显示，公司从 2021 年起抖音平台销售占比逐年提升，2024 年抖音平台销售额占比达到 79%，2025Q1 因公司战略考虑，为保障盈利性，收缩抖音达播比例，同时更均衡的发展天猫、京东等平台，导致 2025Q1 抖音渠道销售额占比略下降至 75%。

图 10、上美股份三大电商平台销售额占比 (%)



数据来源：久谦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

四、品牌矩阵针对细分需求，产品形式多样化

上美股份通过“2+2+2”品牌战略构建了强大的品牌矩阵，精准覆盖了从大众到高端的多层次消费者需求，产品形式丰富多样。在大众护肤领域，韩束以“科学抗衰”为核心，凭借红蛮腰、白蛮腰等系列满足抗衰需求，一叶子则主打天然植物护肤，以高性价比赢得市场。母婴护理方面，红色小象定位大众，提供全面的母婴护理产品，而 newpage 一页则专注于中高端敏感肌婴童护理，满足细分市场需求。在洗护赛道，极方作为中高端头皮洗护品牌，通过精细化分层满足不同发质需求，2032 则以科技植萃为核心，提供高性价比的洗护产品。此外，上美股份还通过新品牌如 Tazu、Nan Beauty 等拓展高端护肤和彩妆市场。这种多品牌、多品类、多渠道的布局，不仅满足了不同消费群体的多样化需求，也增强了上美股份在各细分市场的竞争力。

图 11、上美股份品牌矩阵（截至 2024 年 12 月）



数据来源：搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

韩束具备大单品打造能力：韩束红蛮腰系列在升级 2.0 版本后继续延续高势能，2024 年全年累计销售破 1400 万套（2024 年韩束抖音官方旗舰店，红蛮腰套盒销量占比约 23.5%）；此外，韩束还凭借科研创新，延伸出一系列强功效、高品质的超级大单品，如 X 肽超频霜和闪充棒，拓展了中高端抗衰市场。

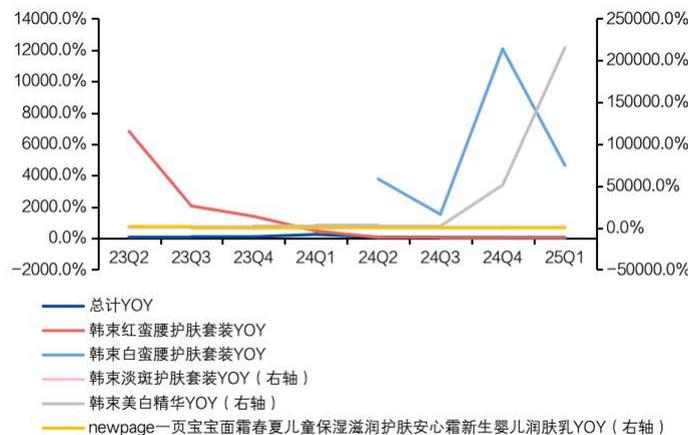
表 4、上美股份所有品牌的定位及价格带分布（截至 2025 年 5 月）

品牌名称	价格带 (元)	定位	产品品类
韩束	30-600	大众	护肤品: 红蛮腰系列 (紧致保湿)、白蛮腰系列 (美白淡斑)、黑蛮腰系列 (紧致抚纹)、蓝蛮腰系列 (修护舒缓)、酵母锁水系列 (锁水焕亮)、绿胶囊系列 (控油细肤)、蓝铜肽系列 (敏感肌抗初老)、聚时光系列 (淡细纹锁胶原)、超聚 X 肽系列 (紧致抗老) 等
一叶子	30-300	大众	护肤品: 双修系列、B5 修护保湿系列、清透控油系列、美白系列、酪梨保湿修护系列、胶原紧致修护系列等; 洗护品: 2024 年推出洗护品类
红色小象	15-300	大众	母婴护理: 婴幼儿基础洗护、湿疹霜、修护乳、儿童彩妆、婴童防晒、孕妇护理等
一页	20-300	中高端	婴童敏感肌护理: 护肤、洗沐、清洁等
极方	50-250	中高端	洗护: 100 系列针对发质干枯、200 系列针对染烫受损、300 系列针对发根出油、400 系列针对发质稀疏
高肌能	40-100	大众	敏感肌护肤
安敏优	100-700	中高端	敏感肌护理
2032	30-150	中高端	洗护: 以科技植萃为核心, 提供头发和头皮护理
山田耕作	-	高端	护肤
安弥儿	-	中高端	孕肌护理: 包含洁面泡沫、爽肤水、保湿霜、护理油、面霜及面膜等
Tazu	-	高端	抗衰护肤
Nan Beauty	-	高端	彩妆
面包超人	-	高端	母婴护理

资料来源: 品牌星球, 天猫, 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

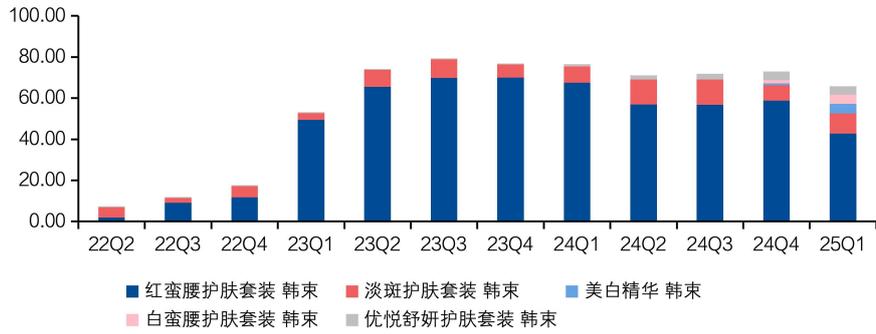
大单品引领销售额增长: 上美股份已逐步形成打造大单品的能力, 如 2023-2024 年维持高速增长韩束红蛮腰套盒, 以及 2024 年以来已经初成规模且销售额仍在快速增长的韩束白蛮腰套盒、韩束美白精华、newpage 安心霜等, 增速均快于公司整体水平。同时 2025 年 X 肽、次抛等产品有望持续放量。

图 12、上美股份大单品引领收入增长



数据来源: 久谦数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、上美股份大单品销售额占比（%）



数据来源：久谦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、韩束大单品：红蛮腰套盒



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、Newpage 大单品：安心霜

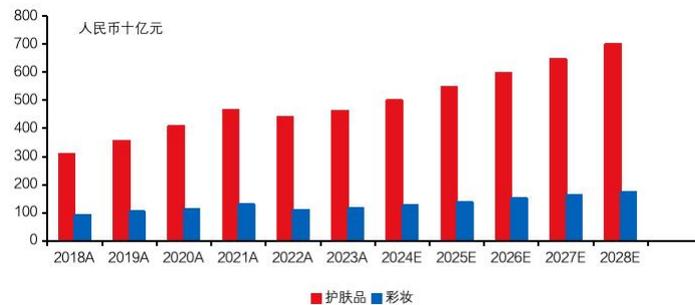


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

五、美妆市场持续增长，上美股份品牌矩阵持续搭建

2028 年中国美妆市场（彩妆+护肤）规模有望突破 8000 亿元：美妆产品是指能够提升皮肤状态并突出或改变面部和身体外观的化妆品，主要包括护肤品及彩妆产品。根据招股说明书引用的弗若斯特沙利文的数据，按照零售额计算，中国美妆行业的市场规模由 2018 年的 4026 亿元增长至 2023 年的 5798 亿元，复合年增长率为 7.6%，并且预计 2023 年至 2028 年将以 8.6% 的复合年增长率继续增长，有望至 2028 年达到 8763 亿元，其中彩妆和护肤品的市场规模分别达到 1752 亿元/7011 亿元。

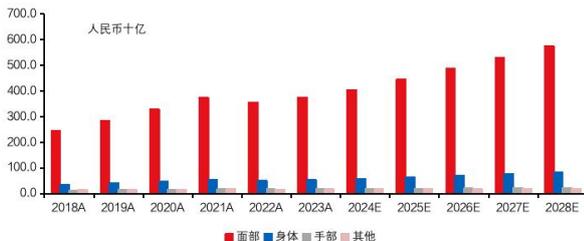
图 16、中国美妆行业市场规模（按产品类别）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

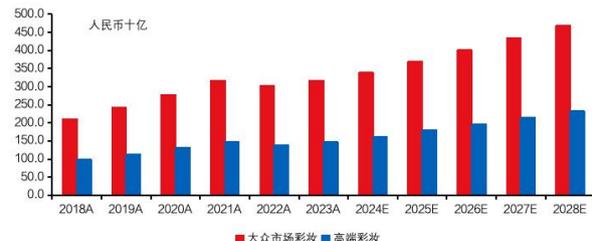
消费者护肤理念提升，市场规模持续扩张：随着生活水平的提高，消费者更加注重自己的外表与皮肤健康，对皮肤的关注从面部扩展到全身，其中，面部护理仍占据主导地位，市场份额超 80%，人们对含有天然的、安全和有效成分产品的需求增加，愿意为高质量产品买单，高端护肤品牌越来越受到消费者欢迎。根据毛戈平招股书所引用的弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，2018-2023 年中国护肤市场规模持续扩张，复合年增长率达 8.4%。其中高端市场规模以 8.3% 的复合年增长率增长至 2023 年的 1471 亿元。

图 17、中国护肤行业市场规模（按产品类别）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、中国护肤行业市场规模（按定位）



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

国产美妆品牌中，收入体量仅次于珀莱雅：2024 年全年，上美股份收入体量仅次于珀莱雅，2024 年录得收入 8.6 亿美元。

表 5、美妆集团财务数据对比

	2024 年收入 (亿美元)	2024 年毛利 率 (%)	2024 年净利率 (%)
宝洁	839.1	51.4	17.8
联合利华	648.2	45.0	10.5
欧莱雅	459.4	74.2	14.8
雅诗兰黛	154.5	71.7	2.6
珀莱雅	15.0	71.2	14.8
贝泰妮	8.6	73.4	8.7
上美股份	8.6	75.2	11.8
上海家化	8.5	57.3	-14.8
华熙生物	8.1	73.8	3.2
巨子生物	6.2	82.1	37.2
水羊股份	5.9	62.9	2.6
福瑞达	5.6	52.2	7.5
毛戈平	4.9	84.4	22.7
逸仙电商	4.7	77.1	-20.9
丸美股份	3.7	73.5	11.6

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

对标国际龙头，上美股份仍处在品牌矩阵搭建初期：上美股份以护肤品为基石，逐步扩展到母婴、洗护等品类，为国产美妆集团率先打造多品牌日化集团的前驱，目前公司仍处在早期发展阶段，已发布品牌数量为 7 个，未来伴随品牌矩阵搭建完善，协同作用有望带来费用率下降。

表 6、上美股份相较于国际日化巨头仍有较大发展空间

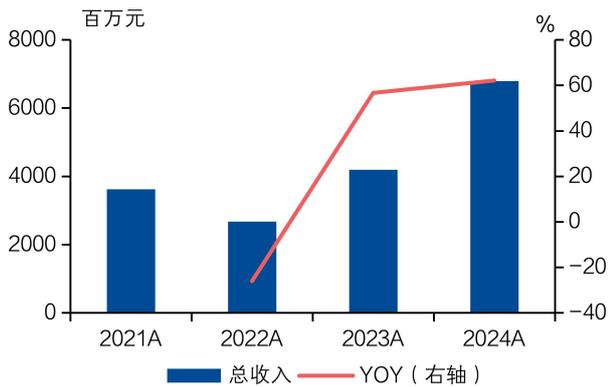
	2024 年收入 (亿 美元)	2024 年毛 利率 (%)	2024 年 净利率 (%)	品牌数量 (个)
上美股份	8.6	75.2	11.8	6
宝洁	839.1	51.4	17.8	61
联合利华	648.2	45.0	10.5	30
雅诗兰黛	154.5	71.7	2.6	25
欧莱雅	459.4	74.2	14.8	50

资料来源：公司官网，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

六、财务分析

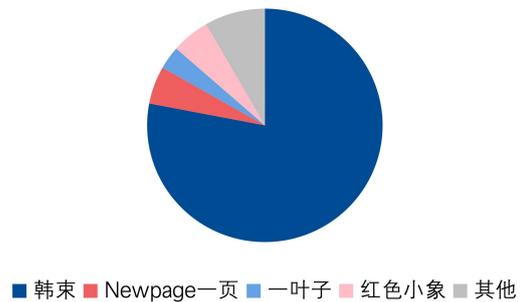
营业收入高速增长，“韩束”表现亮眼：公司整体的营业收入呈现增长趋势，2021-2024 年复合年增长率为 23.4%，2024 年达到 67.9 亿元，同比上升 62.1%。营收高速增长主要系主打品牌韩束实现产品销售收入增加，韩束 2024 年产品销售收入同比上升 80.9% 达到 55.9 亿元，占公司总营业收入的 82.3%。

图 19、营业额及 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2024 年各子品牌营收占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

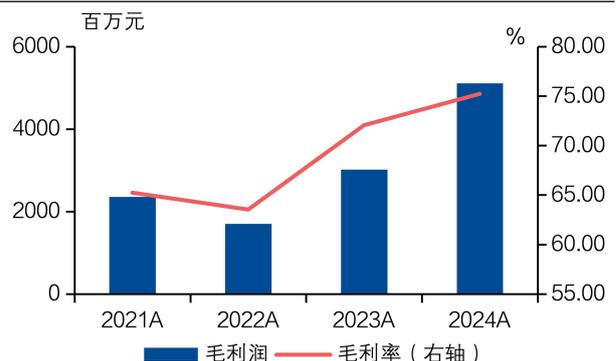
净利率波动上升，毛利率高位增长：2021-2024 年，净利润呈上升趋势，复合年增长率为 33.3%，2024 年同比增加 74% 至 8.03 亿元，净利率整体呈现出波动增加的趋势。毛利润呈波动增加趋势，毛利率实现高位攀升，2024 年毛利率同比提高 3.1 个百分点，达 75.2%。

图 21、净利润及净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

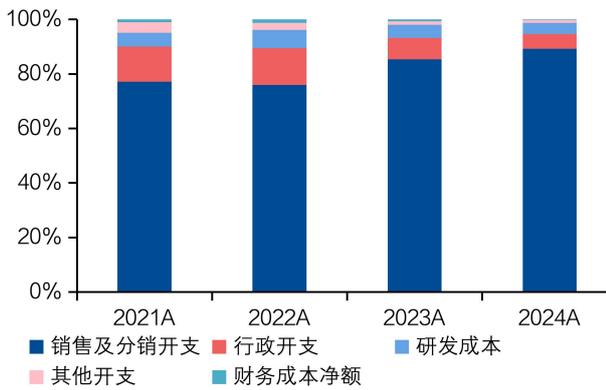
图 22、毛利润及毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

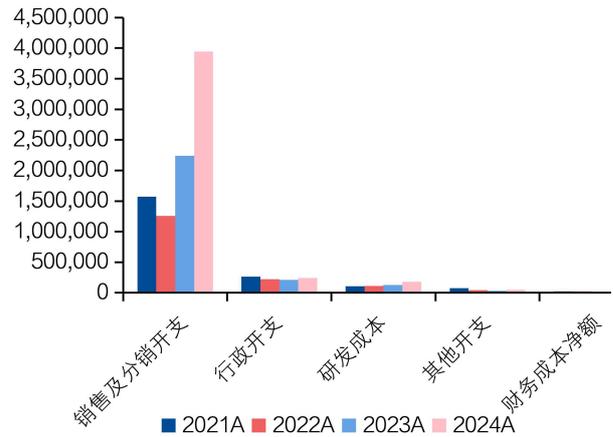
销售及分销开支占比提升，研发费用逐年增长：销售及分销开支占总成本的比重最大，并呈上升趋势，主要系提高品牌曝光度、把握新渠道机会所致，有助于实现公司销售额的持续增长。同时，研发费用逐年提升，2024 年同比增长 43% 达 1.8 亿元。

图 23、成本结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

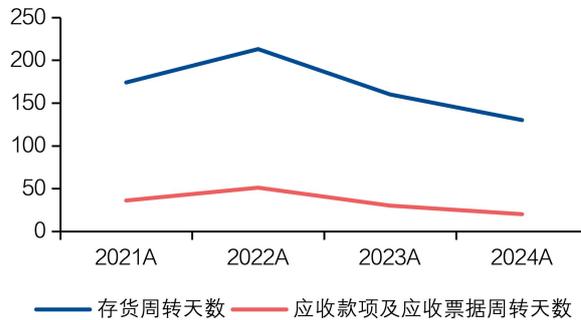
图 24、细分成本变化 (千元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

存货情况向好，回款趋于健康：存货周转天数较长，但自 2022 年以来明显改善，由 213 天降至 2024 年的 130 天。应收账款周转天数有所减少，主要得益于线上渠道拓展良好，因为线上渠道的应收账款周转天数一般较短。

图 25、存货及应收账款周转天数 (天)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

七、盈利预测与估值

首次覆盖给予“增持”评级：我们预计公司 2025-2027 年收入分别同比增长 24.1%/20.8%/20.7%；2025-2027 年经调整净利润分别同比增长 33.8%/21.4%/18.8%。

表 7、上美股份主要财务数据及预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,793	8,427	10,177	12,280
同比增长(%)	62.1	24.1	20.8	20.7
经调整净利润(百万元)	796	1,066	1,294	1,536
同比增长(%)	74.1	33.8	21.4	18.8
毛利率(%)	75.2	75.7	75.4	75.7
经调整净利润率(%)	11.7	12.6	12.7	12.5
净资产收益率(%)	35.9	32.3	28.2	25.1
每股收益(元)	1.96	2.60	3.16	3.75

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、海外消费行业相对估值表（截至 2025/7/21）

代码	公司	股价	市值	经调整净利润			同比增长(%)		PE	
				2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
港股消费		港元	亿港元							
02145.HK	上美股份	75.8	301.5	8.0	10.7	12.9	33.8	21.4	33.1	27.2
		港元	亿港元							
02367.HK	巨子生物	61.0	652.7	23.3	28.1	34.8	20.6	23.8	23.2	18.8
02373.HK	美丽田园医疗健康	30.3	71.4	2.5	3.2	3.7	28.0	15.6	22.3	19.3
02138.HK	医思健康	0.6	7.1	0.0	1.9	2.4	-	26.3	3.7	3.0
01830.HK	完美医疗	1.7	21.4	3.2	3.0	3.6	-6.3	20.0	7.1	5.9
01696.HK	复锐医疗科技	5.0	23.4	2.0	3.0	3.6	50.0	20.0	7.8	6.5
01318.HK	毛戈平	99.9	489.7	9.8	12.9	16.5	26.3	21.4	38.0	29.7
									17.0	13.9
美股消费		美元	亿美元							
ELF.N	e.l.f. beauty	111.6	63.3	1.8	2.1	2.6	16.7	23.8	30.2	24.4
PG.N	宝洁	155.0	3634.7	162.8	164.8	169.2	1.2	2.7	22.1	21.5
EL.N	雅诗兰黛	86.0	309.5	9.3	5.3	7.8	-43.0	47.2	58.4	39.7
COTY.N	Coty	4.8	41.6	3.2	2.5	4.2	-21.9	68.0	16.6	9.9
UL.N	联合利华	59.7	1455.6	80.9	84.9	88.9	4.9	4.7	17.1	16.4
									28.9	22.4

资料来源：彭博，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：预测数据均来自于彭博一致预期；2025、2026 年 PE 为预测值

八、风险提示

- 行业竞争加剧：中国高端美妆行业相对集中，竞争加剧可能导致公司市占率不及预期；
- 产品开发不可控：或阻碍产品多元化，导致销量及盈利能力下降；
- 市场因素不可预期：或无法满足消费者喜好与市场趋势，进而使公司收入不及预期；
- 宏观经济因素及消费者行为影响：经济因素或导致收入及利润不及预期，消费者或减少美妆产品的支出。

附表

资产负债表					利润表				
(单位: 百万元)					(单位: 百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,471	3,642	5,127	6,862	营业收入	6,793	8,427	10,177	12,280
存货	691	731	892	1,065	营业成本	1,683	2,048	2,499	2,983
贸易应收款项及应收票据	426	463	559	675	毛利润	5,109	6,379	7,678	9,297
预付款项、其他应收款及其他资产	651	651	651	651	销售费用	3,947	4,888	5,821	7,012
现金及现金等价物	459	1,553	2,780	4,227	管理费用	243	278	336	430
抵押存款	0	0	0	0	研发费用	180	211	244	307
非流动资产	951	894	1,051	1,126	营业利润	739	1,003	1,277	1,548
物业、厂房及设备	674	635	600	569	财务费用	-6	-7	-7	-7
使用权资产	126	125	124	122	税前盈利	927	1,254	1,522	1,807
投资物业	7	7	7	7	所得税	124	188	228	271
无形资产	14	14	14	14	净利润	803	1,066	1,294	1,536
于联营公司之权益	110	110	110	110	少数股东损益	22.1	29.3	35.6	42.2
预付款项、其他应收款及其他资产	77	77	77	77	经调整净利润	796	1,066	1,294	1,536
递延税项资产	119	119	119	119	EPS (元)	1.96	2.60	3.16	3.75
资产合计	3,597	4,728	6,176	7,879	主要财务比率				
流动负债	1,342	1,408	1,562	1,729	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
租赁负债	42	42	42	42	成长性 (%)				
贸易应付款项及应付票据	638	704	859	1,025	营业收入增长率	62.1	24.1	20.8	20.7
其他应付款及应付费用	472	472	472	472	营业利润增长率	77.7	69.2	24.9	20.4
计息银行及其他借款	60	60	60	60	经调整净利润增长率	74.1	33.8	21.4	18.8
应缴税项	129	129	129	129	盈利能力 (%)				
非流动负债	20	20	20	20	毛利率	75.2	75.7	75.4	75.7
租赁负债	9	9	9	9	经调整净利润率	11.7	12.6	12.7	12.5
其他应付款项	11	11	11	11	ROE	35.9	32.3	28.2	25.1
负债合计	1,362	1,428	1,582	1,749	偿债能力				
母公司拥有人应占权益	2,191	3,228	4,486	5,980	资产负债率 (%)	0.4	0.3	0.3	0.2
股本	398	398	398	398	流动比率	1.8	2.6	3.3	4.0
储备	1,793	2,830	4,088	5,582	速动比率	1.0	1.8	2.5	3.2
非控股权益	43	73	108	151	营运能力 (次)				
股东权益合计	2,235	3,300	4,594	6,130	资产周转率	188.9	178.2	164.8	155.9
负债及权益合计	3,597	4,728	6,176	7,879	应收账款周转率	18.2	18.2	18.2	18.2
					每股资料 (人民币元)				
					每股收益	1.96	2.60	3.16	3.75
					估值比率 (倍)				
					PE (收盘价)	43.9	33.1	27.2	22.9
					PB (收盘价)	15.3	10.4	7.5	5.6

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为华熙生物(688363)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团、瀚惠国际有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、郑州城建集团投资有限公司、中国飞机租赁、青岛陆港国际开发建设有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中泰国际财务(英属维京群岛)有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、鲁南(枣庄)经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股(枣庄)集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营(控股)集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、济源济康科技有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、九江银行、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、南阳城投控股有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、XD民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国

信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、公司名称(英文)、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、CALC、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO.,LTD.、CALC Bonds Limited、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd.、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd.、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co., Limited、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited、YUEXIU REIT、Yuexiu REIT Asset Management Limited、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANKOFJIUJIANG、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited、SICHUAN JINYU FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huishang Bank Corporation Limited、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Jiangyan Economic Development Group Co., LTD.、BANK OF NANJING、SAN Shui International Development Co Ltd (BVI)、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co.Ltd.、HUISHANG BANK、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd.、Miluo River Holding Group Limited、China Cinda 2020 I Management Ltd 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk