

上美股份 (02145.HK)

美妆龙头百尺竿头思更进，多品牌战略前景可期

买入 (首次)

2025年08月14日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,213	6,793	8,759	10,761	12,923
同比(%)	55.63	61.24	28.95	22.87	20.08
归母净利润 (百万元)	461.10	781.21	1,111.79	1,406.74	1,755.92
同比(%)	213.45	69.42	42.32	26.53	24.82
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.16	1.96	2.79	3.53	4.41
P/E (现价&最新摊薄)	69.41	40.97	28.79	22.75	18.23

投资要点

- **韩束主品牌常居抖音美妆 NO1，在大众护肤赛道具有统治级地位，当前多品牌战略成效显著。**公司聚焦护肤、母婴和洗护三大核心领域，通过多品牌战略覆盖不同消费人群与价位带，形成多领域品牌矩阵。2024年公司营收 67.9 亿元，同比增长 61.2%，扣非后归母净利润 7.8 亿元，同比增长 69.4%。其中，韩束作为核心品牌 2024 年贡献 82.3% 的营收，2024 年至今蝉联抖音护肤品类榜首；新锐婴童功效护肤品牌 NEWPAGE 一页 2024 年营收 3.8 亿元，同比增长 146.3%，成为第二增长引擎。
- **25 年以来抖音渠道结构优化带动利润改善，中报预告超预期。**25 年以来公司调整抖音为主的内容电商销售结构，提升自播占比，带动利润率改善。据蝉妈妈平台统计，25Q1/Q2 韩束抖音自播占比较去年同期分别提升 22pct/19pct，自播占比明显提升。新兴品牌 NEWPAGE 持续靓丽，25 年 618 天猫/抖音/京东三大平台 GMV 均翻倍增长。公司 25H1 预告营收同比+16.8%-17.3%；净利润同比+30.9%-35.8%，高基数下收入维持较好增长，渠道改善+中高端婴童品牌高增带动利润增长。
- **“2+2+2” 战略有望实现三年稳健增长，新品牌储备丰富支撑增长。**“2+2+2” 即公司中期聚焦护肤、洗护和母婴三大高景气细分赛道持续发力，各成功打造 2 个知名品牌。①**护肤**：主品牌韩束稳居抗衰护肤领域前列，高端品线如 X 肽、次抛有望复制套盒成功经验，男士、彩妆等其他品类持续扩充。其他护肤品牌如安敏优布局敏感肌护肤，TAZU 瞄准高端抗衰赛道，ATISER 主攻医研美白，完善护肤多品类品牌矩阵布局；②**母婴**：NEWPAGE 定位中高端快速崛起，打开婴童功效护肤新蓝海，红色小象、一叶子持续迭代焕新。③**洗护**：推陈出新，极方发力防脱洗护，2032 提供精准护理，一叶子和韩束拓展大众洗护领域。
- **长期看，已有品牌纵向深耕，叠加多个第 N 曲线品牌推出，带来长期增长势能。**主品牌韩束拓展男士、彩妆、个护等新领域打开增量市场，采取事业部制改革精细化管理；NEWPAGE 扩充明星单品及年龄层；洗护品牌多点开花驱动中长期跃迁。我们测算中期公司护肤/婴童护理/洗护赛道的零售额规模有望分别突破 100/20/20 亿元。同时，公司围绕母婴 IP、医美、家清与原料等方向展开多元化布局，为中长期增长蓄能，有望驱动公司迈向远期更高收入目标。
- **盈利预测与投资评级：**公司依托“2+2+2” 战略，聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道构建多品牌矩阵，差异化定位各细分市场，运营能力出众，品牌势能强劲。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 11.1/14.1/17.6 亿元，分别同增 42.3%/26.5%/24.8%，当前市值对应 PE 分别为 29/23/18X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内消费市场复苏不及预期，行业竞争加剧，多品牌矩阵运营管理风险，渠道扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	93.15
一年最低/最高价	29.20/93.80
市净率(倍)	15.38
港股流通市值(百万港元)	17,467.83

基础数据

每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	37.87
总股本(百万股)	398.07
流通股本(百万股)	206.32

相关研究

内容目录

1. 创新赋能老国货，匠心铸就美妆龙头	5
1.1. 发展历程：二十年品牌征程，从大众护肤统治级品牌到多领域赋能.....	5
1.2. 公司治理：股权集中，组织架构扁平灵活，管理层经验丰富.....	6
1.3. 财务情况：业绩反弹势能强劲，结构优化驱动利润高增.....	8
1.4. 销售渠道：线上增长强劲，自营占比提升.....	9
2. 全领域布局品牌矩阵，由 1 到 N 驱动增长	10
2.1. 主品牌韩束：定位性价比领跑抗衰下沉市场，渠道调整后利润释放.....	10
2.2. 新品牌一页切入婴童护肤新蓝海，红色小象&一叶子多元布局焕新势能	13
2.2.1. 领航婴童敏感肌赛道，一页有望成为第二增长曲线.....	13
2.2.2. 红色小象深耕母婴护理，一叶子转型纯净美妆探索新赛道.....	14
2.3. 新兴品牌：多元创新持续完善品牌矩阵，多赛道协同共筑未来增长.....	15
3. 未来增长驱动：多赛道释放长期增长红利，上美多点开花驱动跃迁	20
3.1. 把握抗衰赛道结构性机遇，韩束多维破圈拓宽增长边界.....	20
3.2. 母婴护理市场稳健扩容，一页锚定高潜赛道释放成长动能.....	23
3.3. 洗护市场迈入功能化转型期，上美差异化布局全面覆盖.....	25
3.4. 空间测算：百亿为起点，长期成长空间广阔.....	27
4. 盈利预测与估值	29
4.1. 盈利预测.....	29
4.2. 投资建议.....	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1:	上美股份多品牌矩阵.....	5
图 2:	公司发展历程.....	6
图 3:	上美股份股权结构（截至 2024 年末）.....	6
图 4:	上美股份组织架构.....	7
图 5:	2019-2024 年营业收入及增速.....	8
图 6:	2019-2024 年扣非后归母净利润及增速.....	8
图 7:	2019-2024 年公司毛利率及销售净利率.....	8
图 8:	2019-2024 年公司费用率情况.....	9
图 9:	2019-2024 年上美股份各渠道营收占比.....	9
图 10:	2022-2024 年天猫+抖音分季度 GMV 及增速.....	9
图 11:	护肤、母婴护理、洗护三大赛道销售占比.....	10
图 12:	主要品牌销售收入（亿元）.....	10
图 13:	2019-2024 年韩束销售收入及增速.....	11
图 14:	韩束抗衰护肤产品发展图.....	11
图 15:	韩束产品及专利成分与技术.....	12
图 16:	韩束与姜十七合作短剧（截至 25 年 7 月）.....	12
图 17:	抖音平台自播与达播.....	12
图 18:	2022-2025Q2 韩束抖音平台分季度 GMV 及增速.....	13
图 19:	2023-2025Q2 韩束抖音达播/自播/商品卡占比.....	13
图 20:	联合育儿专家崔玉涛和章子怡等共创.....	14
图 21:	崔玉涛诊所体验馆.....	14
图 22:	红色小象“4S 安心简护标准”.....	14
图 23:	红色小象四大产品矩阵.....	14
图 24:	一叶子转型纯净美容.....	15
图 25:	极方防脱固发产品.....	16
图 26:	上美洗护品牌矩阵.....	16
图 27:	NAN beauty 备案产品.....	17
图 28:	安敏优产品矩阵.....	18
图 29:	面包超人 IP.....	18
图 30:	待推出 IP 联名.....	18
图 31:	ATISER 聚光白 M22 水光面膜产品.....	19
图 32:	胶源丽产品.....	19
图 33:	2023-2032E 全球抗衰行业市场规模.....	20
图 34:	2016-2023 年中国抗衰护肤品市场规模及增速.....	20
图 35:	消费者开始使用抗衰护肤品的年龄分布.....	21
图 36:	2020-2024 年中国抗衰化妆品品牌市场集中度.....	21
图 37:	韩束 3.0 品牌化经营战略.....	21
图 38:	韩束事业部制改革.....	22
图 39:	韩束小红书品线营销矩阵.....	22
图 40:	韩束男士主要品类.....	23
图 41:	2010-2024 年婴童护理市场规模及增速.....	23
图 42:	2024 年一页各品销售贡献占比.....	24

图 43:	2023-2024 年一页销售收入及增速	24
图 44:	2024 年一页 GMV 分渠道占比	25
图 45:	2024M7-2025M3 一页抖音平台月度 GMV.....	25
图 46:	2016-2029 年洗护市场规模及增速	25
图 47:	2024 年消费者调研针对脱发烦恼的应对措施.....	26
图 48:	25H1 洗发护发细分领域线上表现.....	26
图 49:	上美股份远期发展方向.....	29
表 1:	上美股份管理层简介.....	7
表 2:	2025 年部分国内外知名洗发护发品牌新品及功效.....	26
表 3:	上美股份三大板块空间测算.....	28
表 4:	2025-2027 年上美股份盈利预测	30
表 5:	上美股份与可比公司估值比较.....	31

1. 创新赋能老国货，匠心铸就美妆龙头

上美股份是中国领先的多品牌化妆品企业，专注于护肤品、母婴护理及洗护产品的研发、生产与销售。公司通过多品牌战略覆盖不同消费群体需求，布局大众至高端价格带，形成“一超多强”的品牌矩阵，成功打造了韩束、一叶子、红色小象等国民品牌以及一页等业绩亮眼的新品牌。2024年，公司营业收入67.9亿元，同比增长61.2%，扣非后归母净利润7.8亿元，同比增长69.4%，其中韩束占总收入的82.3%。2024年，韩束线上渠道GMV位列美妆国货品牌第二，增速位列头部美妆品牌第一。第二增长曲线婴童功效护肤新品牌NEWPAGE一页，2024年营收3.8亿元，同比增长146.3%。

图1：上美股份多品牌矩阵

	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护
luxury 高端	TAZU		
mid-to-high 中高端	安敏优 ARMIYO	asnami NEW PAGE 一页	KYOKA 2032 AVENUE
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象	韩束洗护 一叶子洗护

数据来源：公司官网、公司公告，东吴证券研究所

1.1. 发展历程：二十年品牌征程，从大众护肤统治级品牌到多领域赋能

上美股份以韩束为起点，从单品牌迈向多品牌矩阵，实现多领域布局，成长为国货美妆领军企业。公司发展历程可分为以下三个阶段：

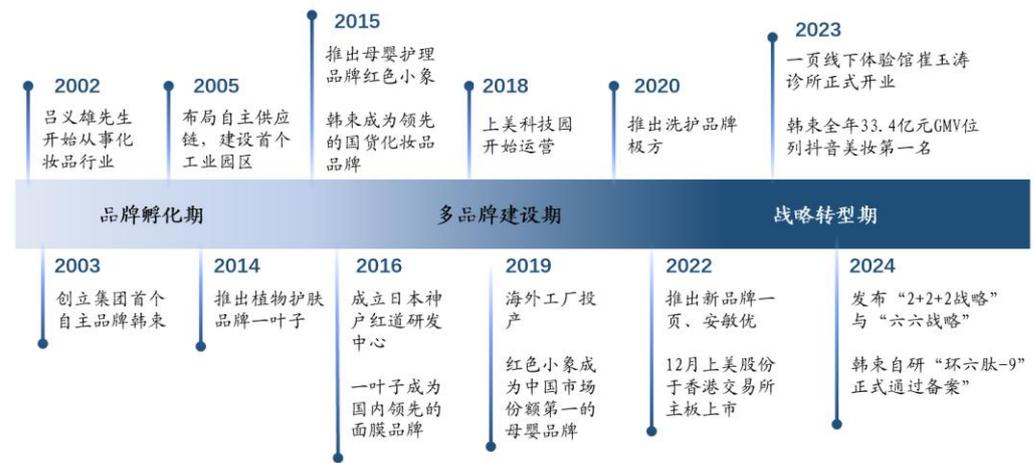
①2003-2013年：品牌孵化期，2003年公司创立韩束品牌，布局自主研发与自有供应链，通过电视购物和淘宝实现初步扩张。2011年，韩束在化妆品电视购物中占据38%的份额。

②2014-2019年：多品牌建设期，公司于2014年、2015年分别推出一叶子、红色小象等品牌，覆盖护肤、母婴、洗护等多领域，并建立研发中心，完善品牌矩阵。2016年，一叶子成为面膜市场的Top1品牌。红色小象在国内线上婴幼儿洗护市场占据领先地位，根据欧睿数据，截至2020年，其市场份额达到4.5%。

③2020年-至今：战略转型成效释放，公司完成股份制改革，提出“六六战略”，聚焦大众护肤、洗护个护、母婴用品等六大板块，通过科研领先、营销创新等六大竞争面

赋能可持续发展。公司推出洗护品牌极方、婴童护理品牌一页、敏感肌护理品牌安敏优等，填补中高端市场空白，形成涵盖各个价位的“2+2+2”品牌矩阵。

图2: 公司发展历程

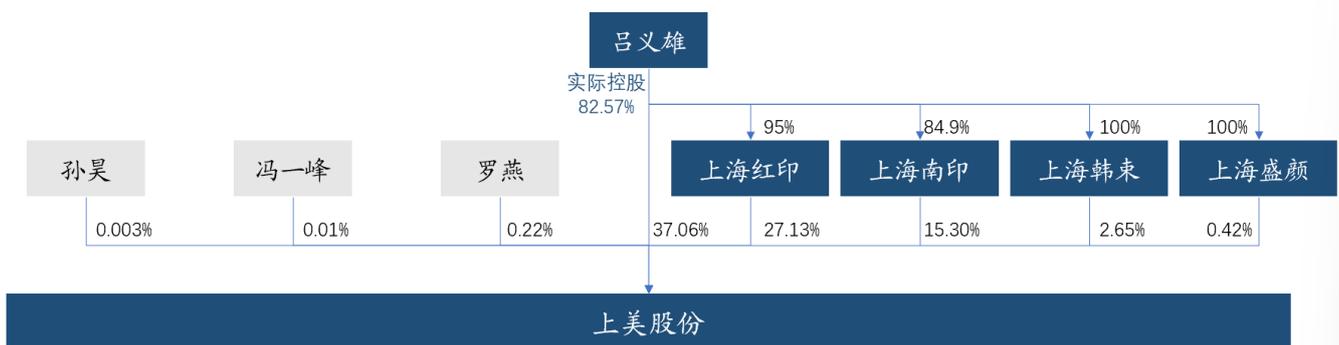


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司治理：股权集中，组织架构扁平灵活，管理层经验丰富

公司股权较为集中，股权激励计划提高员工积极性。截至2024年末，公司实际控制人吕义雄拥有上美股份37.06%的股权，并通过上海红印投资、上海南印投资等公司间接持股，实际控股达82.57%。高管罗燕、冯一峰等人也持有部分公司股权。2023年11月，公司发布公告实行限制性股票激励计划，激励员工成效显著，2023年迎来业绩拐点，2023/2024年公司营收分别实现55.6%/61.2%的高增。

图3: 上美股份股权结构（截至2024年末）

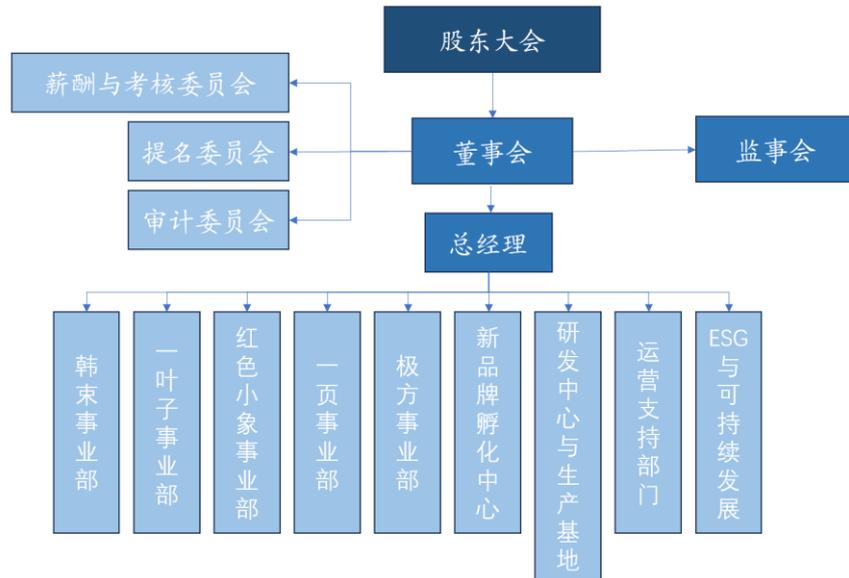


数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司组织架构扁平、灵活。公司采用品牌事业部机制，按照品牌划分管理，各品牌独立负责营销等具体事务，结构清晰、权责明确、决策高效。线下渠道则实行渠道制统一管理，科研与供应链等部门由公司统一整合，支撑多品牌高效运营。2025年韩束品牌

进行事业部制改革，成立男士、彩妆、洗护和个护四大独立细分事业部，完成前中后台品牌架构梳理及搭建，实现精细化运营与战略升级。

图4：上美股份组织架构



数据来源：上美股份官网、公司公告，东吴证券研究所

核心管理层深耕美妆行业多年，拥有丰富的行业经验，多次精准把握时代红利。吕义雄先生始终以敏锐的市场嗅觉把握行业趋势，带领韩束在不同时代抢占先机。在电视购物时代，推出韩束“墨菊巨补水套盒”，至2011年，韩束占据电视购物化妆品行业38%的市场份额；在微商时代，韩束曾创下40天销售破亿的记录；抖音等内容电商快速发展，韩束在管理层带领下实现业绩飞跃，2024年以来韩束品牌GMV蝉联抖音美妆护肤品类榜首。管理层品牌运营经验丰富，成功孵化新锐品牌NEWPAGE一页等。

表1：上美股份管理层简介

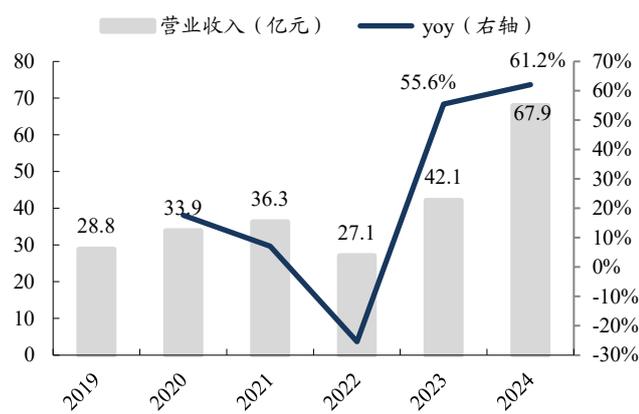
高管人员	职位	履历
吕义雄	创始人兼 CEO、 董事会董事长、 董事会执行董事	上美股份创始人，先后创立韩束、一叶子、红色小象等品牌，一直负责公司的日常经营事务。
伍斯睿	副总裁	负责管理韩束品牌，宝洁最早的电商总监之一，负责经销商、KA、市场等相关工作，曾任职蕉下 CEO。
冯一峰	副总裁、 首席财务官、 执行董事	曾任职于普华永道中天会计师事务所和国药控股，加入上美后负责财务事宜。
宋洋	副总裁、 执行董事	负责研发事宜。
刘明	副总裁	负责集团多品牌的市场营销，于2019年孵化创立 NEWPAGE 一页品牌。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务情况：业绩反弹势能强劲，结构优化驱动利润高增

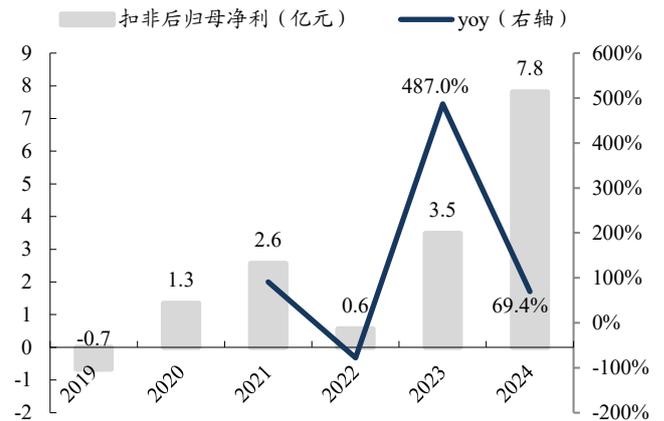
2023年后业绩强势反弹，营收与利润增长势能强劲。公司营业收入从2020年的33.9亿元增至2024年的67.9亿元，CAGR达19.0%，2023/2024年同比增速分别为55.6%/61.2%，主要系公司主品牌韩束爆发式增长，抖音短剧和直播间营销高效转化，以及新锐品牌newpage一页快速放量。2024年韩束收入占比82.3%，收入同比增长80.9%，一页同比增长146.3%；扣非后归母净利润从2020年的1.3亿元跃升至2024年的7.8亿元，CAGR达55.3%，2023/2024年同比增速分别达487.0%/69.4%，盈利弹性凸显。

图5：2019-2024年营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

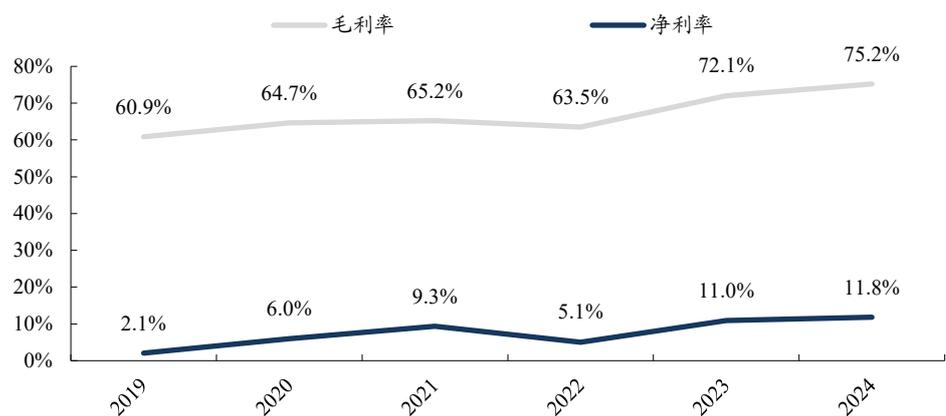
图6：2019-2024年扣非后归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率持续攀升，高端化战略成效显著。毛利率从2019年的60.9%提升至2024年的75.2%，2024年同比增长3.17pct，主要得益于主品牌韩束的高毛利产品收入占比大幅提升，销售净利率从2019年的2.1%提升至2024年的11.8%，2024年同比增长0.87pct。

图7：2019-2024年公司毛利率及销售净利率

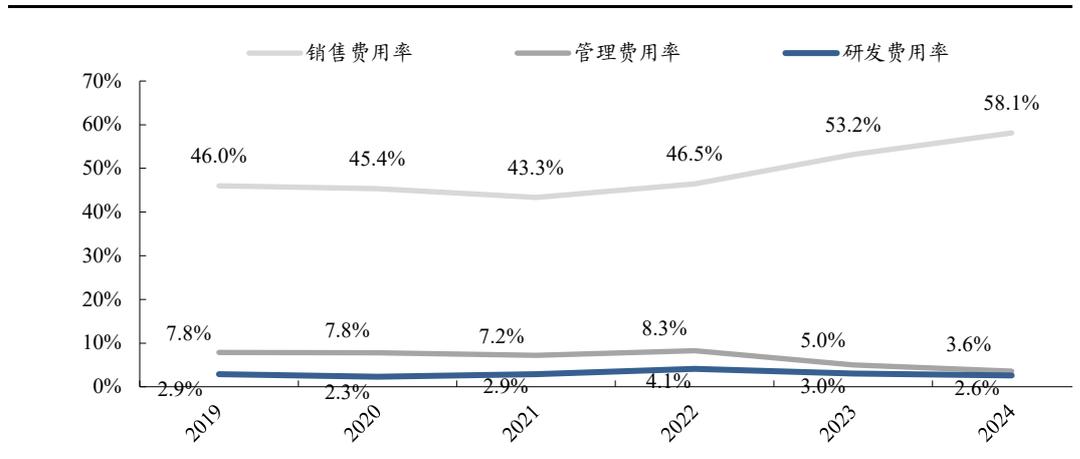


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售费用率高增，抖音渠道加大营销投放。2023/2024年公司销售费用率分别同比增长6.7pct/4.9pct，主要系抖音等新渠道营销投入激增，包括抖音短剧、达播合作等投入上升。2025年公司逐步优化抖音自播/达播结构，加之天猫等渠道陆续放量，预计未来

销售费用率会逐渐改善。2023/2024 年公司管理费用率分别同比下降 3.3pct/1.4pct，研发费用率分别同比下降 1.1pct/0.4pct。

图8：2019-2024 年公司费用率情况

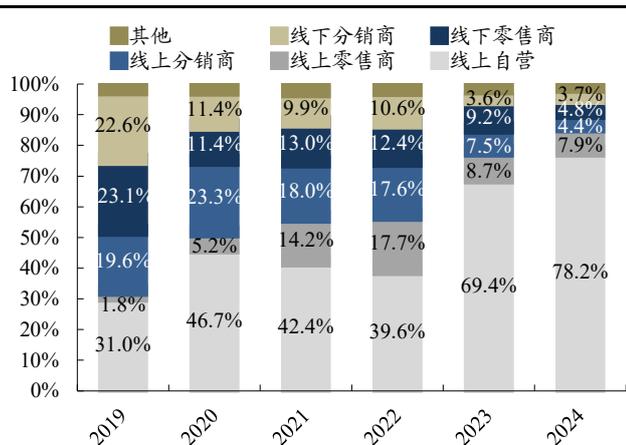


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 销售渠道：线上增长强劲，自营占比提升

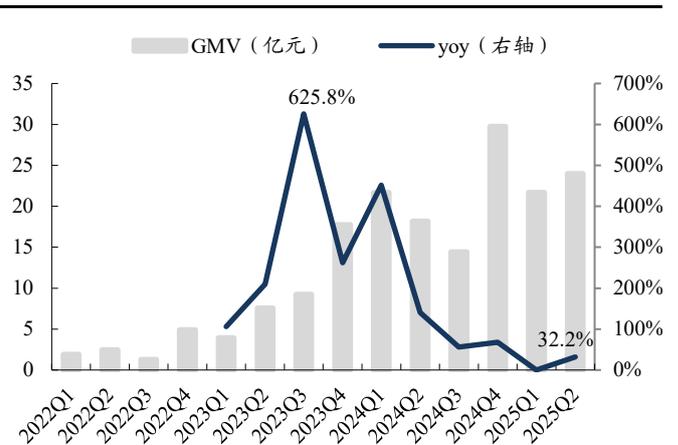
线上收入持续增长，自营占比提升迅猛。2020 年以来，上美股份线上渠道营收占比始终保持在 70%以上，2024 年线上渠道收入占比达 90.5%。其中线上自营收入占比由 2020 年的 46.7%显著增长至 2024 年的 78.2%，成为最主要的渠道收入来源，主要得益于韩束品牌势能强劲、抖音平台销售火爆、线上自营能力提升等。线上零售商收入从 2023 年的 3.6 亿元增加 48.0%至 2024 年的 5.4 亿元，主要是由于韩束、NEWPAGE 一页在京东、天猫超市等线上零售商带来的收入增加。线下分销商营收增加主要得益于集团不断加强线下分销商的合作，积极拓展线下市场。

图9：2019-2024 年上美股份各渠道营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2022-2024 年天猫+抖音分季度 GMV 及增速



数据来源：蝉妈妈、炼丹炉，东吴证券研究所

2. 全领域布局品牌矩阵，由 1 到 N 驱动增长

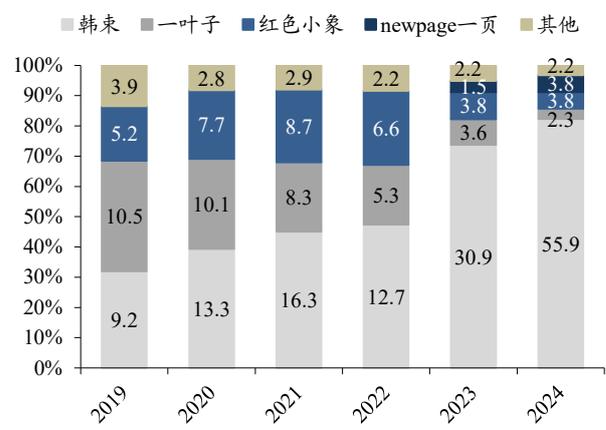
多品牌协同效应持续释放，核心赛道持续发力。上美股份依托“2+2+2”战略构建多品牌矩阵，聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道，通过差异化定位与价格带覆盖满足多样化消费需求，形成多维度增长引擎。“2+2+2”战略指通过整合两大百亿级护肤品牌、两大母婴强势品牌以及两大洗护超级品牌，构建多元化的品牌矩阵，助力集团实现多领域协同发展。2024 年，护肤板块收入占总收入的 87%，收入同比增长 64.4%，主要系主品牌韩束的增长势能驱动；母婴板块收入占 11%，收入同比增长 41.3%，新品牌 NEWPAGE 一页成为第二增长曲线。

图11: 护肤、母婴护理、洗护三大赛道销售占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 主要品牌销售收入（亿元）



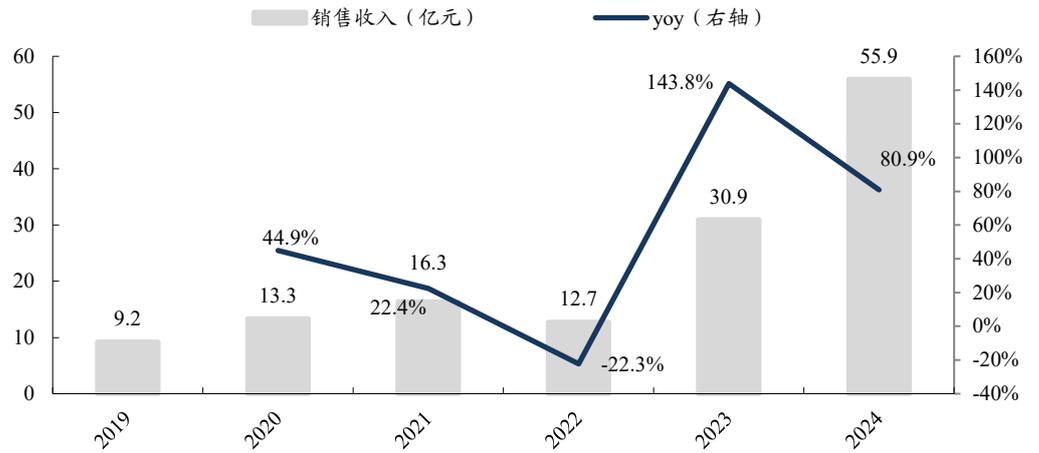
注：其他品牌主要包括安敏优、极方等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 主品牌韩束：定位性价比领跑抗衰下沉市场，渠道调整后利润释放

韩束主品牌营收占比约 80%，是公司经营基本盘。韩束定位大众抗衰市场，通过科学抗衰技术打造爆品红蛮腰系列等产品，性价比突出，大单品红蛮腰/白蛮腰套盒定位 399 元 12 件，位居抖音套盒销售第一。2024 年业绩表现强劲，全年营收达 55.91 亿元，同比增长 80.9%，占公司总营收的 82.3%。韩束品牌业绩增长主要受益于抖音高增带动线上快速放量。

图13: 2019-2024 年韩束销售收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

韩束精准把握下沉市场抗衰需求, 以套盒策略撬动多元消费场景。韩束凭借敏锐的市场趋势洞察力, 于 2019 年精准切入抗衰黄金赛道, 通过高能胶囊系列抢占先机, 并于 2021 年以"为年轻提供一份底气"的升级 slogan 强化抗衰定位; 基于对下沉市场的前瞻判断, 精准锁定三四线城市 24-40 岁主力消费群体, 匹配兼具消费能力与品质诉求的核心用户; 通过红蛮腰等高性价比套盒创新, 以"自用场景的便捷体验+送礼场景的精致仪式感"双重价值, 实现产品矩阵与消费场景的深度耦合, 完成从功能满足到情感联结的全链路市场渗透。

图14: 韩束抗衰护肤产品发展图



数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所

背靠全球双科研实验室和供应链体系, 研发创新实现产品力升级。韩束背靠中国、海外双科研中心和优质供应链体系, 以科研塑造产品力。公司自研的环六肽-9 成为全球首个品牌自研的环肽类抗衰成分, 打破国际原料商的垄断, 后续推出 X 肽系列持续升级更新产品线。打造红蛮腰(抗老)、白蛮腰(美白)等系列化产品, 通过神经肽、胶原原

等热门成分覆盖多功效护肤需求。2024 年全新上市添加有专研双菌双酵成分活肤因 (Tiracle Pro) 的活肤水, 体现品牌在抗衰领域的强劲研发力, 进一步深化韩束创新自研的产品力与品牌形象, 构筑专利技术护城河。

图15: 韩束产品及专利成分与技术



数据来源: 天猫旗舰店、韩束公众号, 东吴证券研究所

“短剧+自播+达播”三位一体协同效应, 线上渠道构建完整流量生态闭环。2023 年借势短剧风口, 韩束与姜十七共创播定制剧《以成长来装束》等, 通过软性内容植入实现精准种草。与此同时, 在抖音搭建 24 小时自播体系, 以“情感共鸣+功效解析”的卖场式直播配合“一波三折”赠品策略, 形成高效转化链路。除此之外, 韩束还联动贾乃亮等粉丝画像高度契合的头部达人, 构建起从兴趣激发到即时收割的品效销一体化生态。

图16: 韩束与姜十七合作短剧 (截至 25 年 7 月)

图17: 抖音平台自播与达播



数据来源: 抖音, 东吴证券研究所



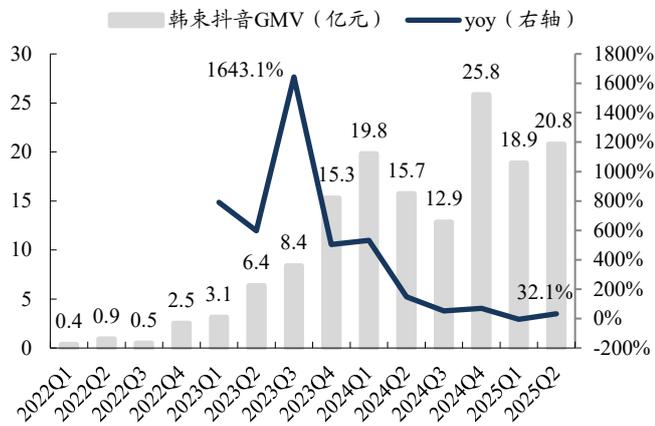
数据来源: 抖音, 东吴证券研究所

韩束内容电商与货架电商双线并行, 渠道调整后利润改善有成效。

内容电商: 自播占比提升, 利润率有望改善, 呈现健康增长。据蝉妈妈平台统计, 25Q1/Q2 韩束抖音自播占比较去年同期分别提升 22pct/19pct, 自播占比明显提升。同

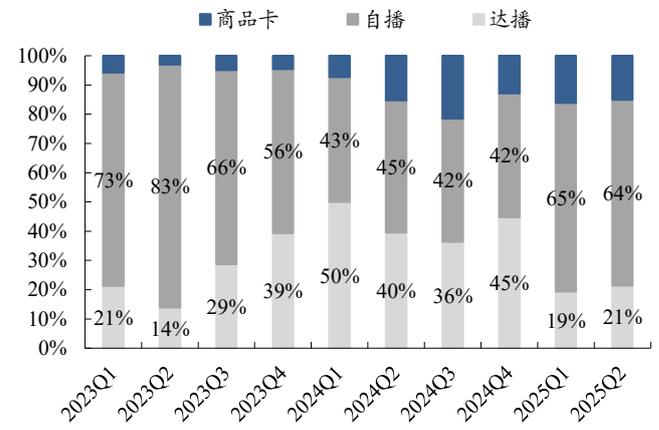
时，25Q1 韩束抖音在高基数、结构调整下 GMV 有所波动，但 25Q2 韩束抖音 GMV 同比重回+30%以上高增，渠道结构调整不影响品牌势能向上。

图18: 2022-2025Q2 韩束抖音平台分季度 GMV 及增速



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图19: 2023-2025Q2 韩束抖音达播/自播/商品卡占比



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

货架电商：承接抖音流量外溢，继续精细化运营。分品类、分团队、分职能全面布局，深度精细化运营。天猫团队拆分为 3 个垂直运营部分，推动“内容天猫抖音化”转型。抖音流量外溢至淘系，同样在货架电商端实现较好增长。根据上美官方战报，2025 年 618 韩束天猫销售额同比增长 46%，平台成交人数增长超 78%，品牌声量显著提升。

2.2. 新品牌一页切入婴童护肤新蓝海，红色小象&一叶子多元布局焕新势能

2.2.1. 领航婴童敏感肌赛道，一页有望成为第二增长曲线

一页以“医研共创”模式联合专家与明星，专利大单品领跑婴童敏感肌市场。一页精准切入中高端婴童敏感肌护理赛道，首创“医研共创”模式，建立“技术+渠道+信任”三位一体模式，联合育儿专家崔玉涛、科学家团队及章子怡打造专业可信的品牌形象。其自研专注改善脆弱敏感肌的 Omega-Pro 专利成分，应用于蛋黄油面霜等大单品，以强功效建立口碑。除此之外，一页还布局三甲医院、月子中心等专业渠道强化品牌背书，实现线上线下全域覆盖。2024 年一页实现营收 3.8 亿元，同比增长 146.3%，成为公司第二增长曲线。

图20: 联合育儿专家崔玉涛和章子怡等共创



数据来源: 一页公众号, 东吴证券研究所

图21: 崔玉涛诊所体验馆



数据来源: 一页公众号, 东吴证券研究所

2.2.2. 红色小象深耕母婴护理，一叶子转型纯净美妆探索新赛道

红色小象以精准定位、技术驱动和全域营销领跑母婴护理市场。1) 精准定位: 红色小象聚焦中国婴童肌肤需求, 依托日本红道科研中心技术打造安全无添加产品, 通过分季节、性别、年龄段的精细化布局填补市场空白, 并以百元内大众定价覆盖广泛消费群体; 2) 技术驱动: 品牌建立“4S 安心简护标准”, 从基础洗护延伸至儿童彩妆、孕妈护理等细分领域, 构建四大产品矩阵覆盖母婴全生命周期。3) 全域营销: 通过“明星+KOL”全域种草、私域运营及线下场景化合作实现破圈增长, 并以“大象之爱”IP 传递守护理念强化情感联结; 此外, DTC 模式深度洞察用户需求, 敏捷迭代产品, 紧跟消费趋势。

图22: 红色小象“4S 安心简护标准”



数据来源: 红色小象官网, 东吴证券研究所

图23: 红色小象四大产品矩阵



数据来源: 红色小象官网, 东吴证券研究所

一叶子转型纯净美容，科研有望驱动未来增长。一叶子凭借早期以植物面膜切入市场、通过高性价比和明星营销快速崛起成为行业龙头，后顺应护肤趋势转型“纯净美容”，聚焦屏障修护与极简配方，推出“B5光透修护精华”等功效单品，并联合全球原料商设立绿色研究中心、发布行业首份《纯净美容白皮书》强化技术背书。尽管当前因面膜市场竞争加剧、资源倾斜导致收入承压，但其通过抢占纯净美容赛道先机、深化植物成分基因及精准绑定Z世代可持续护肤需求，未来有望借势行业高增长红利，以功效创新与渠道优化实现品牌复苏，重塑国产纯净美容标杆地位。

图24：一叶子转型纯净美容



数据来源：上美股份公众号，东吴证券研究所

2.3. 新兴品牌：多元创新持续完善品牌矩阵，多赛道协同共筑未来增长

➤ 洗护赛道：极方、一叶子、韩束等品牌持续推进

专业专研毛囊脱发，极方进军养发洗护细分赛道。2021年集团推出防脱新品牌极方，定位为科技护发，为固韧而生，秉持“从根源解决掉发困扰”的护理之道，为亚洲人群的不同发质问题提出固韧方案，致力于打造“固韧养发&头皮减压”的专业科技洗护品牌。针对亚洲女性头皮脆弱的特点推出独家“固发三部曲”，目前主推产品有极方防脱控油洗发露、防脱修护洗发露、修护强韧护发素以及防脱固发头皮精华液。

图25: 极方防脱固发产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司通过差异化布局, 构建中高端与大众市场的洗护产品矩阵。在中高端洗护领域, 极方专注于“腺苷提取”技术, 解决头皮屏障问题; “2032”系列则以“科技植萃, 功效护发”为核心, 提供精准护理。在大众洗护领域, 一叶子和韩束拓展洗护品类, 瞄准头皮护理市场, 其中一叶子主打天然植物, 专研敏感头皮; 韩束推出了“多肽α角蛋白”控油蓬松洗发水等产品。在婴童洗护领域, 一页和红色小象分别覆盖中高端和大众市场。

图26: 上美洗护品牌矩阵



数据来源: 上美股份官网、天猫旗舰店, 东吴证券研究所

➤ 彩妆赛道：美护新市场有望再下一城

上美联手明星化妆师，打造国货美妆新锐品牌。2025年3月，上美股份首次对外披露即将与明星化妆师春楠联合推出彩妆品牌NAN beauty，品牌定位为中高端彩妆，意在借助专业化妆师IP打造专业化妆师品牌，寻求彩妆增长曲线。NAN beauty的推出作为上美“多品牌裂变”战略的一部分，是公司2025年向营收百亿目标冲刺的重要举措。原天猫美妆总经理古迈将担任NAN beauty合伙人，其丰富的电商与美妆零售经验将为公司彩妆板块注入强劲势能。截至2025年7月末，NAN beauty已在国家药品监督管理局备案了粉底液、粉霜、粉饼、提亮膏、遮瑕盘等12款彩妆产品。

图27: NAN beauty 备案产品



数据来源：国家药品监督管理局官网，东吴证券研究所

➤ 敏感肌赛道：大众与高端市场协同布局

公司持续多品牌布局，满足消费者多品类需求。公司已经推出了与昆药集团合作以青蒿油 AN+为核心成分的敏感肌护肤品牌安敏优，2024年抖音渠道品牌GMV破1亿元，其中大单品青蒿修红棒次抛精华贡献50+%销售额，定价369元/50支，根据上美官方战报，2025年618品牌抖音/天猫销售额同比分别+63%/+70%；公司正在筹备推出与科学家山田耕作合作研发的高端抗衰护肤品牌TAZU，品牌矩阵进一步由大众护肤向高端护肤市场突破。

图28：安敏优产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

➤ 婴童护理新品牌储备：IP 联名加码有助破圈

获授权使用知名知识产权面包超人 IP，系列联名品牌有待推出。公司计划将于 2025 年下半年推出与知名知识产权 IP 联名的母婴护理新品牌面包超人 Anpanman，借助 IP 的知名度提升品牌声量，迅速切入市场吸引消费者；后续还将陆续推出包括柯南、初音未来、奥特曼等知名 IP 品牌。

图29：面包超人 IP



数据来源：面包超人官方微信公众号，东吴证券研究所

图30：待推出 IP 联名



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

➤ **美白赛道：内生孵化 ATISER 聚光白品牌**

新品牌 ATISER 聚光白首发亮眼。公司于 2025 年 7 月推出 ATISER 聚光白品牌，该品牌核心产品为与上海九院共同研制的院线级 M22 水光面膜，其中添加有 PDRN 专利成分，具有焕亮、紧致等功效。25 年 7 月在抖音韦雪直播间首播，月销售额超 600 万元，表现亮眼。

图31：ATISER 聚光白 M22 水光面膜产品



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

➤ **家清、医美、原料赛道：通过财务投资等方式逐渐布局**

上美股份在多个领域积极布局，拓展业务版图，逐步完善产品矩阵。1) **家清日化领域：**2024 年 12 月，与冰泉联合投资成立上海上美家清日化用品有限公司，冰泉创始人程英奇担任新公司董事。2) **重组胶原蛋白领域：**2024 年 12 月，与聚源生物成立合资公司聚源上美生物，正式进军重组胶原蛋白赛道，推出新品牌胶源丽。3) **医美领域：**2025 年 1 月，通过投资设立上海朗慕达生物科技有限公司，联合磐缔创投等专业机构探索医美业务。

图32：胶源丽产品



数据来源：上美股份官网，东吴证券研究所

3. 未来增长驱动：多赛道释放长期增长红利，上美多点开花驱动跃迁

3.1. 把握抗衰赛道结构性机遇，韩束多维破圈拓宽增长边界

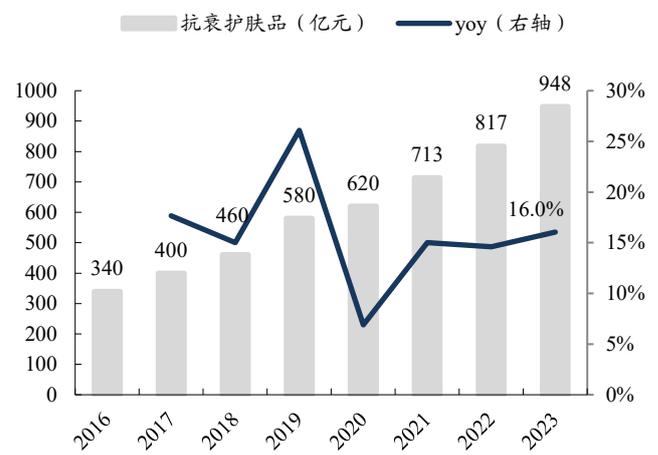
中国抗衰护肤行业呈迅速增长态势，未来增量空间可期。根据摩熵咨询，随着人口老龄化趋势和人们对个人健康与外表的日益关注，预计 2032 年全球抗衰行业市场规模将达到 4988 亿美元，预计 2023-2032 年均复合增长率将达到 8.1%。近年来，中国抗衰护肤品市场规模增长显著，2023 年其市场规模达到 948 亿元，同比增长 16.0%，2016-2024 年均复合增长率达 15.8%，目前属于迅速扩张阶段。随着抗衰意识逐渐提升，消费者群体不断扩大，抗衰产品不断涌现，预计未来抗衰市场将进一步扩大。

图33：2023-2032E 全球抗衰行业市场规模



数据来源：摩熵咨询，东吴证券研究所

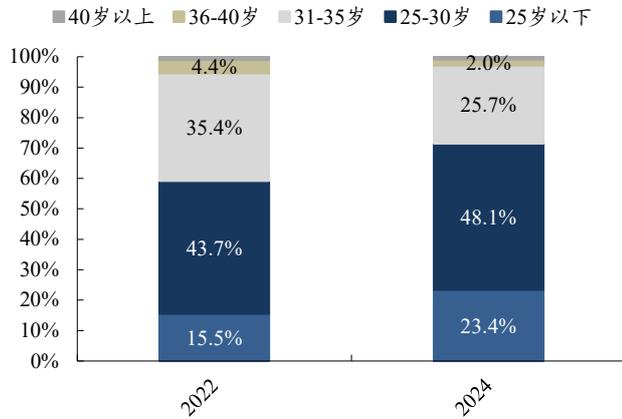
图34：2016-2023 年中国抗衰护肤品市场规模及增速



数据来源：摩熵咨询，东吴证券研究所

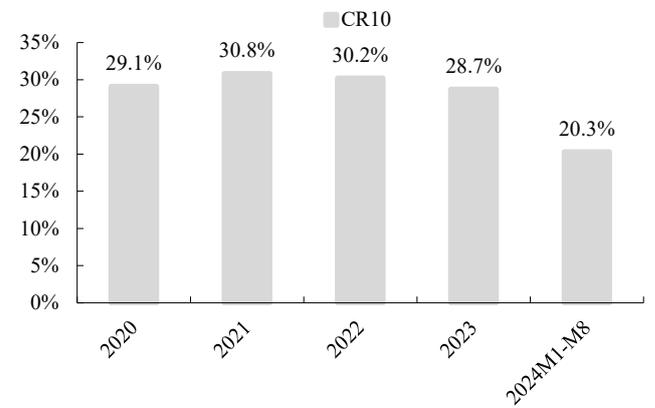
抗衰护肤市场消费者年轻化，行业集中度下降为大众品牌提供机遇。根据摩熵咨询，30 岁及以下开始使用抗衰护肤品的消费者占比从 2022 年的 59.2%提升至 2024 年的 71.5%，抗衰护肤市场呈现明显年轻化的结构性变化，年轻消费者群体正在成为抗衰市场的主力军。中国抗衰化妆品品牌市场集中度下降，消费者逐渐对高端品牌祛魅，更加关注产品科技、功效与性价比，给优质中端品牌崛起带来机遇。韩束长期以来定位 24-40 岁的核心消费群体，精准匹配市场消费者结构，其“科学抗衰”的定位与当前年轻消费者更注重产品功效与性价比的偏好高度契合，有望持续强化品牌心智，扩大市场渗透率。

图35: 消费者开始使用抗衰护肤品的年龄分布



数据来源: 摩熵咨询, 东吴证券研究所

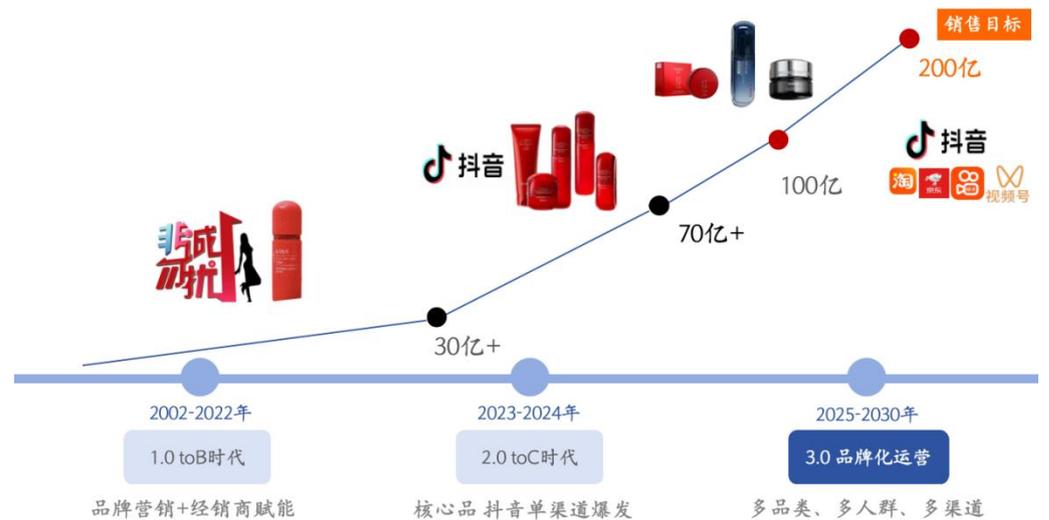
图36: 2020-2024 年中国抗衰老化妆品品牌市场集中度



数据来源: 摩熵咨询, 东吴证券研究所

韩束进入 3.0 品牌化经营时代, 以构建“超级品牌”为战略核心, 确立五年内实现 200 亿元的销售目标。该战略将通过四大关键维度展开: 1) 品类扩张: 从大单品策略向护肤、抗衰、彩妆等多品类矩阵拓展, 构建完整的产品生态圈。2) 人群破圈: 通过精准分层, 全面覆盖下沉市场与中高端差异化需求, 并积极抢占男士护肤新兴赛道。3) 渠道深耕: 重点突破内容电商, 精细化运营渠道电商。4) 营销升级: 从传统的渠道营销转变为基于品线的营销。

图37: 韩束 3.0 品牌化经营战略



数据来源: 上美业绩发布会, 东吴证券研究所

组织上, 多品类矩阵扩张, 事业部制改革驱动增长。韩束男士、彩妆、洗护及个护成为四大独立 BU, 分 BU 梳理搭建前中后台品牌架构, 实施精细化运营深挖细分市场潜力。韩束大力引进高级人才, 为管理团队注入新鲜血液, 2024 年 10 月至 2025 年 3 月上美业绩

发布会，新增品类总经理 4 人、内容电商总经理 3 人、总监级别人才 21 人，总体新增 459 人。公司分事业部制定销售目标，男士护肤以功效型产品为核心；彩妆依托“红运系列”拓展素颜霜、眼部彩妆等差异化产品矩阵。

图38：韩束事业部制改革



数据来源：上美业绩发布会，东吴证券研究所

产品上，突破高端技术线，X 肽、次抛等产品重塑增长引擎。韩束将预算分配向小红书等高潜力阵地倾斜，联动赵今麦、丁禹兮等新生代偶像，打造“年轻化国货”心智。大单品战略成效显著，抗衰王牌“X 肽”系列 2024 年双 11 首日直播间实现 4000 万元销售额，次抛类产品自播实现月销 4200 万元。

图39：韩束小红书品线营销矩阵



数据来源：小红书，东吴证券研究所

品类上,人群破圈,抢占男士护肤赛道结构性红利。中国男士护肤市场正处爆发期,行业规模2024年达到近200亿元且保持24%的年均复合增速,当前渗透率仅22%-25%,增量空间显著。韩束瞄准男性消费"精简流程+功效优先"的核心诉求,其男士产品购买者中男性自用比例从30%跃升至95%,成功切入年轻白领高净值人群。品牌以"专业男士护肤"为定位,推出三大精准产品线,新增素颜霜、精华次抛等,在抖音男士品类中稳居Top1。

图40: 韩束男士主要产品

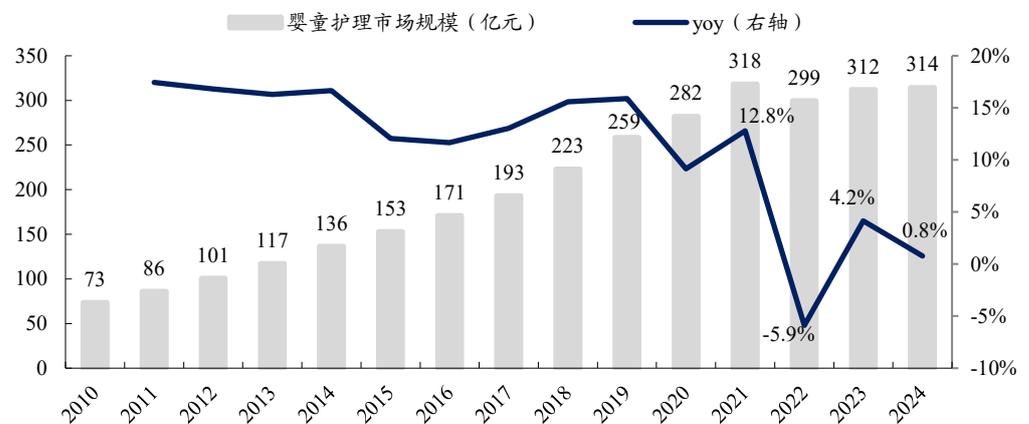
韩束男士主要产品					
名称	控油醒肤多效精华露	红色充能精华露	高保湿精华露	蓝次抛	*控油焕亮素颜霜
产品	 尝鲜装到手80ml ¥69 到手1件正装	 控油细腻 充能焕亮 ¥139 买80ml享160ml到手2件正装	 长效锁水 清爽保湿 ¥79 拍1到手1件正装	 紧致淡纹 稳住年轻 ¥99 拍1到手50支	 自然哑光 轻薄服帖 ¥69 拍1到手40ml
主要功效	控油保湿、收缩毛孔	控油保湿、抗皱紧致、修护舒缓	控油保湿、修护舒缓	控油保湿、抗皱紧致、修护舒缓	控油保湿、美容修饰
核心成分	棕榈酰三肽-5+肌肽+甘油葡糖苷+泛醇	水杨酸+壬二酸+精纯咖啡因+牛磺酸+乙酰基六肽-8+乙酰胺肌肽+肌肽	酶切寡聚透明质酸钠+水光肽+阿尔卑斯冰川水+复合水杨酸	专研胶原蛋白+玻色因+抗坏血酸葡糖苷+烟酰胺+控油3锌+泛醇+神经酰胺+依克多因	控油柔焦球型粒子+阿魏酸+二肽-15+烟酰胺+三重维C
价格	69元/支	69.5元/支	79元/支	99元/套(50支)	69元/支
*为彩妆, 其他为护肤产品					

数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所

3.2. 母婴护理市场稳健扩容, 一页锚定高潜赛道释放成长动能

我国母婴护理市场稳健增长。根据欧睿数据, 2024年我国婴童市场规模已达314亿元, 2018至2024年期间的复合增长率达到5.9%, 展现出稳健的增长趋势。

图41: 2010-2024年婴童护理市场规模及增速

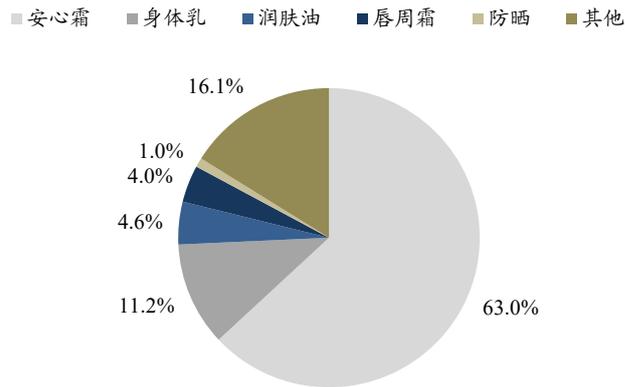


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

大单品安心霜切入婴童护肤市场, 逐步拓展至青少年护肤, 采用“2+N”策略提升

多品类经营效率。一页以婴童护肤市场份额最大的明星单品——安心霜作为切入点，通过小规模投放测试后逐步放量，将其打造为婴童面霜类目 Top 1 的超级单品。同时，公司正积极拓展中大童市场，推出 Newpage 612 学龄系列 和 Newpage 1218 青少年系列，构建全年龄段功效护肤体系。此外，一页计划将成功的大单品打造模式复刻至更多品类，采用“2+N”策略，在稳固 2 个亿级产出的前提下，拓展 N 个千万级产出增量，提升多品类经营效率。

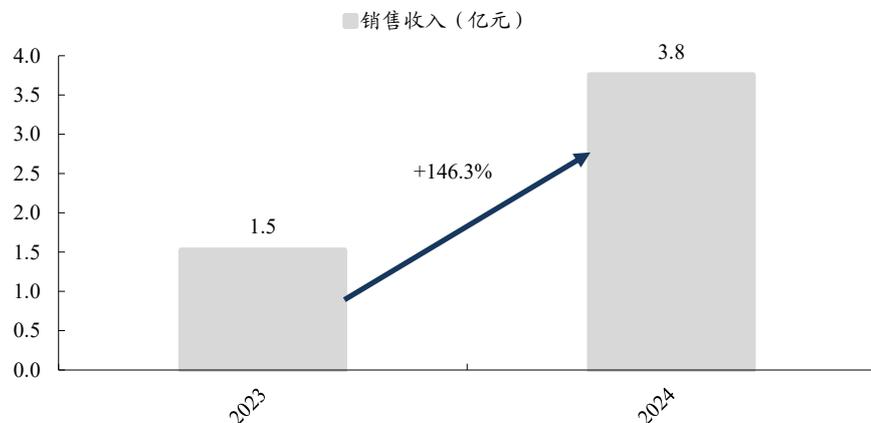
图42：2024 年一页各品销售贡献占比



数据来源：上美业绩发布会，东吴证券研究所

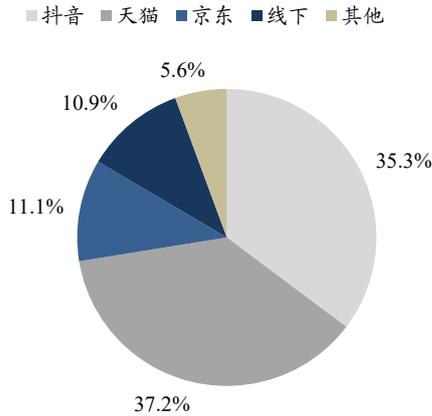
增速可观，渠道占比均衡，一页整体盈利能力健康可持续。一页作为国内唯一的高端功效性母婴品牌，已全面覆盖 0-12 岁婴童护肤市场，并在 2024 年 H2 拓展 12-18 岁青少年护肤领域。2024 年实现营收 3.8 亿元，同比增长 146.3%。一页销售渠道均衡分布，抖音、天猫、其他平台各占约 1/3 的份额，90%以上的销售来自自营渠道，公司在流量、人群和数据掌控方面的显著优势。

图43：2023-2024 年一页销售收入及增速



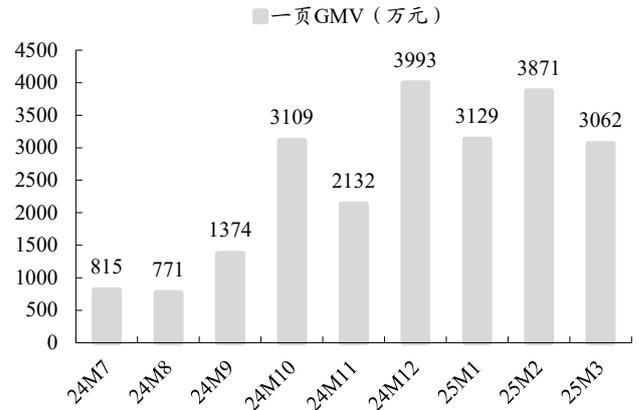
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图44: 2024 年一页 GMV 分渠道占比



数据来源: 上美业绩发布会, 东吴证券研究所

图45: 2024M7-2025M3 一页抖音平台月度 GMV

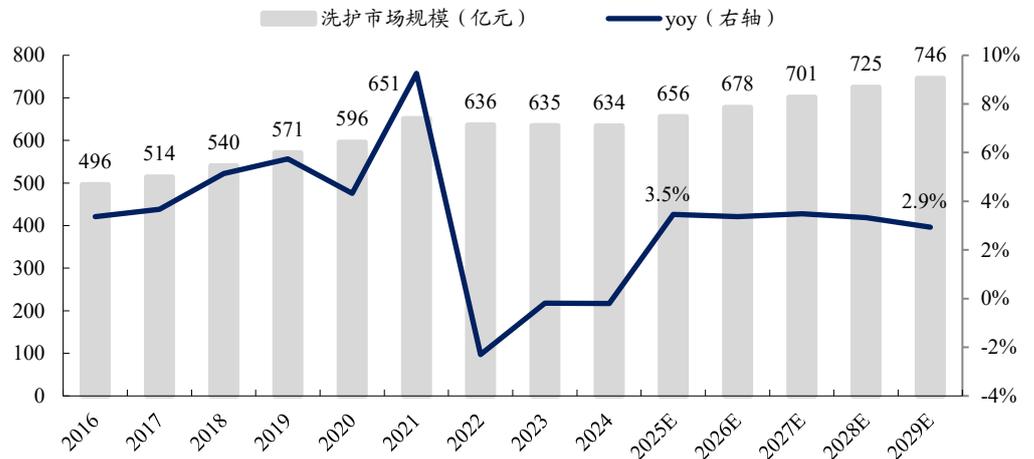


数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

3.3. 洗护市场迈入功能化转型期, 上美差异化布局全面覆盖

洗护行业面临转型, 向多元化高端化发展, 功能性需求增长。根据欧睿数据 2024 年头皮洗护市场规模达到 634 亿元, 2018 至 2024 年复合增长率为 2.7%。随着消费者健康意识和护发需求的多样化, 头皮洗护市场正从基础清洁型产品向功能性、养护型产品转变。具有防脱、修护等功效的洗护产品在电商渠道增长迅速, 展现出巨大的增长潜力。

图46: 2016-2029 年洗护市场规模及增速

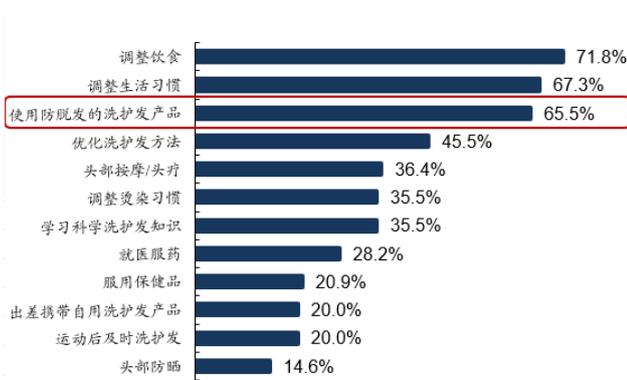


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

2025 年以来洗护发行业需求延续增长, 脱发困扰加剧带动抗衰细分洗护品类增长, 上美推出极方品牌分享增长红利。从品类维度观察, 基础清洁与深度养护板块销售额保持双位数稳健增长。随着人口结构变迁, 防脱需求刚性化进程加速, 年轻化趋势明显, 35 岁以下群体贡献近 8 成销售额, 防脱消费者需求与职场高压、昼夜节律紊乱等当代社会症候形成强关联。据青眼情报调研 2025 年调研显示, 65.5% 的消费者会选择“使用防

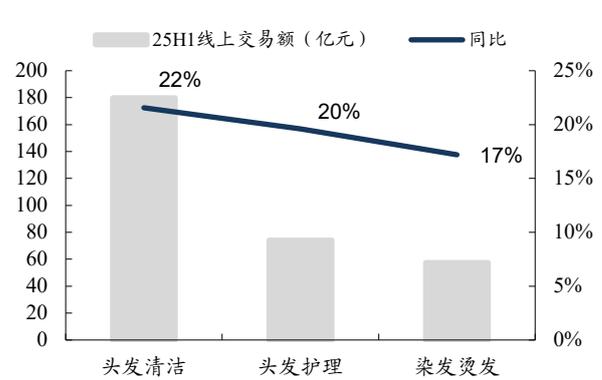
脱发洗发护发产品”，有望带动防脱品类增长，极方定位防脱赛道，或分享增长红利。

图47: 2024年消费者调研针对脱发烦恼的应对措施



数据来源: 青眼情报, 东吴证券研究所

图48: 25H1 洗发护发细分领域线上表现



数据来源: FBeauty 未来迹, 东吴证券研究所

25年以来国内外知名洗护品牌新品快速推新, 精细化、功能化、高端化成为主流。

我们统计了25年以来部分洗护品牌新品和主打功效及亮点, 发现①多数新品突出宣传成分功效性, “面护级”理念重构产品价值体系。头部品牌通过引入护肤领域的技术范式与活性成分, 推动洗护产品向精细化、功能化跃迁, 如卡诗海源黑钻系列搭载面护级抗老精粹; 馥绿德雅依托皮脂膜仿生研究成果; 吕、欧舒丹等品牌则相继推出含橄榄多酚等护肤级成分头皮精华, 成分之争已经拉开帷幕。②差异化赛道创新成为洗护扩容引擎, 涌现多款靶向型精油新品, 如卡诗头皮抗老新场景, 洗护行业正从基础清洁向头皮全周期产品迭代。

表2: 2025年部分国内外知名洗发护发品牌新品及功效

品牌	新品	主打功效	亮点
国际品牌			
卡诗	海源黑钻系列	头皮抗老	采用面护级抗老成分海源微生精粹
	焕盈塑芯洗发水	修复发质	高浓缩塑芯精粹重塑发芯
薇姿	绿标(水润版)	去屑保湿	新增玻尿酸精粹
欧莱雅 PRO	超蓬「云朵精华」	头皮控油蓬松	蕴含专利成分 99%+核心控油活性分子
吕	橄榄吕头皮精华	呵护头皮屏障	自然植萃配方与护肤级活性成分
	红吕发膜	强韧秀发	蕴含 180DA 微分子蛋白等
馥绿德雅	「臻萃韧养系列」琥珀护发精油	强化发丝屏障	甄选 6 重植萃精油
欧舒丹	“焕新瓶”头皮精华	紧致头皮	蕴含科西嘉岛黄金不凋花精油
潘婷	3分钟轻盈版护发素	蓬松、修护发根	PRO-V B5 精华
清扬	清扬头皮学专研	去除头屑、修护受损	二硫化硒 PRO 复配仿生氨基酸
国内品牌			
OFF&RELAX	春日花园限定香氛洗护系列	修护损伤	三重蓬松技术复配品牌专研舒缓成分
	净屑瓶洗发水	去屑	首发【磁能净屑技术 POLY-AD】
阿道夫	茶麸系列 2.0	强化屏障、控油	德国恒温破壁技术提取天然成分茶玻因

半亩花田	奢护水光洗发水 净屑瓶	滋养枯发 去屑	专利灵芝多糖因子 添加半瓶鲜花纯露专利
惊时	去屑净澈洗发水 去屑舒润洗发水	深层控油、修护 屏障 强韧屏障、抑制 干屑	专利发酵琥珀酸细胞亲脂元 植物修护元
贝德美	蓝甘菊蓬松洗发水	控油蓬松	专利净化红山茶 RED-SHOW 尾穗苋精 粹提取
拉芳	「小金条」发膜 奢护香氛洗发水	修护秀发累积损伤 解决油腻/毛躁/分叉	5重蛋白外滋养内修护 最新成果咖啡弹性蛋白肽
诗裴丝	SPES 多肽蓬蓬瓶 2.0	控油蓬松、修护	六重小分子能量多肽

数据来源：FBeauty 未来迹，东吴证券研究所

3.4. 空间测算：百亿为起点，长期成长空间广阔

上美聚焦护肤、婴童护理、洗护三大板块，持续孵化多品牌矩阵，我们按照三大板块对公司中长期成长空间进行测算，测算营收超 150 亿，若在各赛道孵化更多新超级品牌，破 300 亿营收可期。

➤ 护肤品空间测算：单品牌有望破百亿，矩阵扩充后空间更广

基于欧睿数据预测，中国护肤品行业市场规模预计将由 2024 年的 2712 亿元增长至 2029 年的 3057 亿元，复合增长率预计为 2.4%。2024 年上美股份护肤品行业市占率为 2.4%，其中韩束市占率为 2.2%。随着韩束核心护肤产品不断放量，电商渠道营销转化，公司不断拓展护肤产品线全面布局大众、中高端等差异化护肤市场，我们假设上美股份 2025-2026 年护肤品市占率每年增长 0.5pct，2027-2029 年每年增长 0.2pct 至 4.0%，测算可知韩束主品牌终端零售破百亿可期（2029 年约 120 亿）。同时参考成功布局多品牌矩阵的欧莱雅，拥有巴黎欧莱雅、兰蔻等知名护肤品牌，2024 年欧莱雅集团中国护肤品市占率高达 18.8%，多品牌战略下上美有望进一步打开天花板。

➤ 婴童护理空间测算：单品牌零售额预计破 20 亿元

根据欧睿数据，中国婴童护理市场规模预计将由 2024 年的 314 亿元增长至 2029 年的 367 亿元，年均复合增长率预计为 3.1%。2024 年上美股份婴童护理市场市占率为 4.2%，其中一页/红色小象市占率分别为 2.2%/2.0%。一页品牌正处于高速增长阶段，同时待推出面包超人等 IP 联名新品牌。我们假设上美股份 2025-2026 年婴童护理市占率每年增长 0.5%，2027-2028 年每年增长 0.3%，2029 年增长 0.2% 至 6.0%，测算预计 2029 年上美股份婴童护理零售额将达到 22 亿元左右。

➤ 洗护空间测算：单品牌零售额预计破 20-30 亿元，空间大集中度高

根据欧睿数据，中国洗护市场规模预计将由 2024 年的 634 亿元增长至 2029 年的 746 亿元，年均复合增长率预计为 3% 以上。目前上美洗护仍处于起步阶段，短期无市占率数据，但从整体市场竞争格局看，24 年品牌 CR10 高达 60%，定位清晰、风格独特的国内外品牌阿道夫、卡诗、施华蔻等市占率均有 3 个百分点以上，上美极方定位防脱有望脱颖而出。若我们按照 3% 市占率进行测算，洗护赛道有望达 20 亿以上。

宝洁系、欧莱雅、联合利华三大国际巨头在洗护赛道市占率分别高达 30%、12%、10%，均基本拥有 2-3 个超 30 亿洗护大品牌。从这个角度看，上美多品牌运营能力突出，若洗护赛道从 0 到 1 孵化出国民大品牌，有望连续复制成功经验，孵化出多个超 30 亿的大品牌，跻身洗护赛道强势集团。

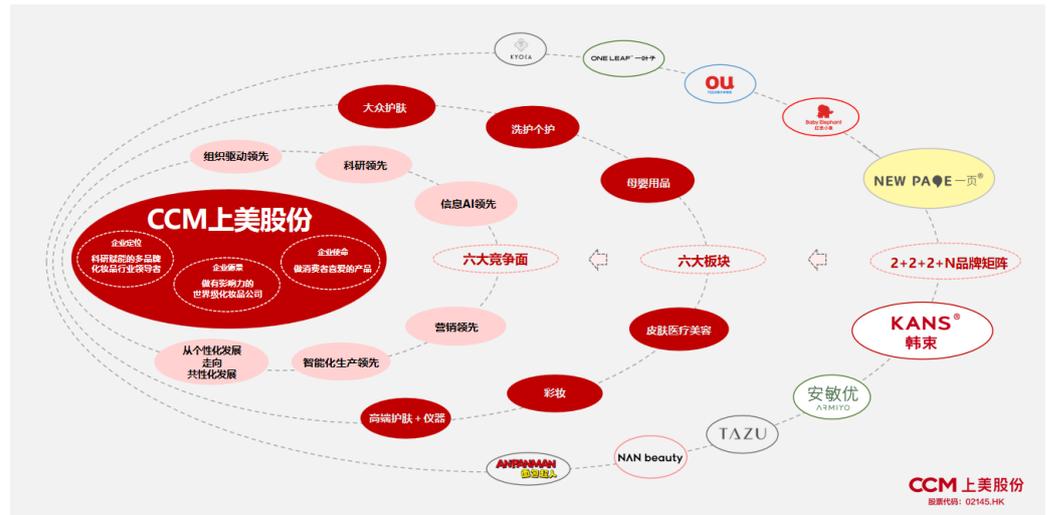
表3：上美股份三大板块空间测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
护肤											
中国护肤品市场规模（亿元）	2449	2701	2936	2763	2819	2712	2785	2855	2928	2997	3057
yoy		10.3%	8.7%	-5.9%	2.0%	-3.8%	2.7%	2.5%	2.6%	2.3%	2.0%
上美护肤品市占率（%）	1.6%	1.6%	1.6%	1.3%	1.4%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%
上美护肤品零售额（亿元）	39	43	47	36	39	65	81	97	105	114	122
yoy		10.3%	8.7%	-23.5%	9.9%	64.9%	24.0%	20.2%	8.6%	8.0%	7.4%
婴童											
中国婴童护理市场规模（亿元）	259	282	318	299	312	314	322	332	344	355	367
yoy		9.1%	12.8%	-5.9%	4.2%	0.8%	2.6%	3.0%	3.5%	3.4%	3.2%
上美婴童护理市占率（%）	3.4%	4.5%	4.7%	4.1%	3.2%	4.2%	4.7%	5.2%	5.5%	5.8%	6.0%
上美婴童护理零售额（亿元）	9	13	15	12	10	13	15	17	19	21	22
yoy		44.5%	17.8%	-17.9%	-18.7%	32.3%	14.8%	13.9%	7.5%	7.2%	6.9%
洗护											
中国洗护市场规模（亿元）	571	596	651	636	635	634	656	678	701	725	746
yoy		4.3%	9.3%	-2.3%	-0.2%	-0.2%	3.5%	3.4%	3.5%	3.3%	2.9%
上美洗护市占率（%）											3.0%
上美洗护零售额（亿元）											22

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

中长期医美、母婴、个护等多赛道布局，公司 N 个成长曲线多点开花。公司的“单聚焦，多品牌，全球化”战略持续推进，通过构建“主力品牌韩束+第二曲线品牌 newpage 一页+多个第 N 曲线品牌”的多品牌矩阵，围绕母婴 IP、医美、家清与原料等方向展开多元化布局，为中长期增长蓄能，有望驱动公司迈向**远期更高**收入目标，成长为世界级化妆品公司。

图49：上美股份远期发展方向



数据来源：上美官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

➤ 收入结构假设

(1) **韩束主品牌**：韩束依托红蛮腰等大单品爆发和电商渠道声量带动，强化研发打造 X 肽系列产品。未来品牌将以多品类矩阵和事业部制精细化运营为支撑，持续拓宽产品力与人群覆盖，推动从科学护肤向男士、彩妆、洗护等赛道延展。我们预计 2025-2027 年品牌营业收入分别为 71.6/86.6/102.2 亿元，同比增速分别为+28%/+21%/+18%。

(2) **NEWPAGE 一页**：一页品牌聚焦中高端婴童护理市场，采用“医研共创”模式构建品牌力，2024 年营收实现+146.3%的高增，成为上美股份的第二增长曲线。随着品牌未来大单品持续放量、新产品切入，我们预计 2025-2027 年品牌营收分别为 7.5/11.3/15.8 亿元，同比增速分别为+100%/+50%/+40%。

(3) **其他品牌**：上美股份依托“2+2+2”战略构建多品牌矩阵，已有品牌不断拓展放量，包括极方、一叶子、安敏优、红色小象、聚光白等；新品牌储备丰富，将陆续推

出面包超人、NAN beauty 等品牌，实现多领域全面布局。我们预计 2025-2027 年公司其他品牌营收分别为 8.5/9.8/11.3 亿元，同比增速分别为+3%/+14.6%/+15.6%。

➤ 毛利率及费用率假设

(1) 毛利率：随着韩束和一页品牌持续放量，新品牌不断推出，我们预计公司毛利率将呈现上升趋势。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 76.0%/76.5%/77.0%。

(2) 费用率：公司大力布局抖音、天猫等电商渠道，品牌推广力度持续加大，我们预计销售费用率将有所提升；随公司营收规模扩大，规模效应有助节省部分开支，我们预计管理费用率和研发费用率有所下降，公司费用率预计总体有所上升。

由于公司多品牌运营突出，业绩高增持续兑现，我们预计公司 2025-2027 年营收 87.6/107.6/129.2 亿元，同比+28.9%/+22.9%/+20.1%；2025-2027 年归母净利润预测 11.1/14.1/17.6 亿元，同比+42.3%/+26.5%/+24.8%。

表4：2025-2027 年上美股份盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	67.93	87.59	107.61	129.23
yoy	61.24%	28.95%	22.87%	20.08%
毛利率	75.20%	76.00%	76.50%	77.00%
归母净利（亿元）	7.81	11.12	14.07	17.56
yoy	69.42%	42.32%	26.53%	24.82%
营业总收入（亿元）	67.93	87.59	107.61	129.23
韩束品牌收入（亿元）	55.91	71.56	86.59	102.18
yoy	80.9%	28.0%	21.0%	18.0%
占比	82.3%	81.7%	80.5%	79.1%
一页品牌收入（亿元）	3.76	7.51	11.27	15.78
yoy	146.3%	100.0%	50.0%	40.0%
占比	5.5%	8.6%	10.5%	12.2%
其他品牌收入（亿元）	8.26	8.51	9.75	11.27
yoy	-12.9%	3.0%	14.6%	15.6%
占比	12.2%	9.7%	9.1%	8.7%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

上美股份作为国内领先的多品牌化妆品企业，依托“2+2+2”战略，构建聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道的多品牌矩阵，实现差异化定位和多领域覆盖。主品牌韩束持续放量，已在抖音平台建立领先优势。新品牌 NEWPAGE 一页聚焦中高端母婴护理市场，以

“医研共创”模式快速起量，已成为第二增长曲线。公司积极推动新业务如男士护肤、彩妆、IP 联名品牌等突破，打开长期增长空间。

考虑公司美妆行业赛道和龙头地位，我们选择美妆赛道的美妆龙头之一珀莱雅、重组胶原蛋白引领者巨子生物、高端美妆领军人毛戈平以及全球美妆龙头欧莱雅、资生堂作为可比公司。截至 2025 年 8 月 8 日，可比公司珀莱雅、毛戈平、巨子生物、欧莱雅、资生堂 2025 年归母净利润对应 PE 平均值为 48 倍，高于上美股份 25 年 PE 估值 29 倍，同时考虑上美股份成长确定性较强、多品牌矩阵搭建完整，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5: 上美股份与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2145.HK	上美股份	320	7.81	11.1	14.1	17.6	41	29	23	18
可比公司平均估值							34	48	24	20
603605.SH	珀莱雅	327	15.52	18.58	21.6	24.8	21	18	15	13
1318.HK	毛戈平	472	8.81	11.4	14.64	18.61	54	41	32	25
2367.HK	巨子生物	578	20.6	25.66	32.15	40.47	28	23	18	14
OR.PA	欧莱雅	15626	498.9	542.9	591.1	630.1	31	29	26	25
4911.T	资生堂	499	-5.14	3.92	17.9	22.9	-	127	28	22

数据来源: Wind, 彭博, 东吴证券研究所预测, 采用 2025/8/8 行情数据, 港元汇率为 2025 年 8 月 8 日的 0.91。珀莱雅、毛戈平、巨子生物盈利预测来自东吴证券研究所, 欧莱雅、资生堂净利润采取彭博 GAAP 净利润一致预期

5. 风险提示

国内消费市场复苏不及预期: 由于消费降级和经济压力, 整体消费回暖速度低于预期, 可能影响市场需求。

行业竞争加剧: 国内个人护理行业市场竞争日益激烈, 可能影响公司的市场份额。

多品牌矩阵运营管理风险: 公司正在加速多品牌、多品类拓展, 若经营管理不当可能出现效率下降等风险。

渠道扩张不及预期: 当前依赖抖音、天猫等电商渠道驱动增长, 若平台流量下降或投放 ROI 下滑可能影响公司销售转化。

上美股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,470.84	3,767.75	5,478.68	7,557.93	营业总收入	6,792.52	8,758.67	10,761.50	12,922.61
现金及现金等价物	459.45	919.33	2,178.43	3,603.27	营业成本	1,683.13	2,102.08	2,528.95	2,972.20
应收账款及票据	425.56	814.84	833.44	1,004.22	销售费用	3,947.29	4,948.65	6,080.25	7,301.27
存货	690.64	965.15	1,100.55	1,292.56	管理费用	242.76	175.17	204.47	232.61
其他流动资产	895.20	1,068.43	1,366.27	1,657.89	研发费用	179.87	204.95	269.04	323.07
非流动资产	1,125.76	1,153.08	1,203.03	1,256.56	其他费用	49.00	35.03	43.05	51.69
固定资产	674.08	663.41	658.88	659.64	经营利润	690.46	1,292.78	1,635.75	2,041.77
商誉及无形资产	62.95	64.80	71.12	81.39	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	110.10	146.25	194.40	236.90	利息支出	6.07	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	6.83	6.83	6.83	6.83	其他收益	242.58	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	271.80	271.80	271.80	271.80	利润总额	926.97	1,292.78	1,635.75	2,041.77
资产总计	3,596.60	4,920.84	6,681.71	8,814.49	所得税	123.67	180.99	229.00	285.85
流动负债	1,341.96	1,855.41	2,212.03	2,591.37	净利润	803.30	1,111.79	1,406.74	1,755.92
短期借款	60.08	70.08	85.08	105.08	少数股东损益	22.09	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	638.41	880.62	1,046.15	1,200.66	归属母公司净利润	781.21	1,111.79	1,406.74	1,755.92
其他	643.48	904.71	1,080.81	1,285.62	EBIT	933.04	1,292.78	1,635.75	2,041.77
非流动负债	19.96	19.96	19.96	19.96	EBITDA	1,038.99	1,401.60	1,743.95	2,150.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	19.96	19.96	19.96	19.96					
负债合计	1,361.93	1,875.38	2,232.00	2,611.33					
股本	398.03	398.03	398.03	398.03	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	43.48	43.48	43.48	43.48	每股收益(元)	1.96	2.79	3.53	4.41
归属母公司股东权益	2,191.19	3,001.98	4,406.23	6,159.67	每股净资产(元)	5.51	7.54	11.07	15.47
负债和股东权益	3,596.60	4,920.84	6,681.71	8,814.49	发行在外股份(百万股)	398.07	398.07	398.07	398.07
					ROIC(%)	36.55	41.10	36.78	32.39
					ROE(%)	35.65	37.04	31.93	28.51
					毛利率(%)	75.22	76.00	76.50	77.00
					销售净利率(%)	11.50	12.69	13.07	13.59
					资产负债率(%)	37.87	38.11	33.40	29.63
					收入增长率(%)	61.24	28.95	22.87	20.08
					净利润增长率(%)	69.42	42.32	26.53	24.82
					P/E	40.97	28.79	22.75	18.23
					P/B	14.60	10.66	7.26	5.20
					EV/EBITDA	11.76	22.23	17.15	13.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月8日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>