

2025 年 08 月 31 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

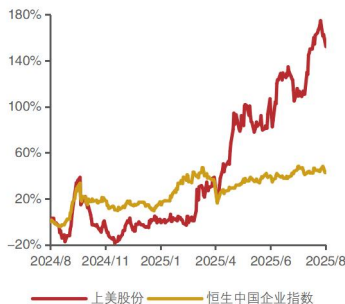
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 29 日

收盘价（港元）	90.40
一年内最高/最低（港元）	99.95/29.20
总市值（百万港元）	35,985.70
流通市值（百万港元）	18,651.27
资产负债率（%）	36.66

资料来源：聚源数据

上美股份(02145.HK)

——25H1 业绩表现亮眼 多品牌稳步协同发展

投资要点：

- **事件：**公司公布 25H1 中报，实现营收 41.08 亿元，同比增长 17.3%；实现净利润 5.56 亿元，同比增长 34.7%。
- **多品牌战略运营，收入稳步增长。**分品牌来看，1) **韩束：**实现营收 33.44 亿元，同比增长 14.3%，占总营收比重 81.4%，韩束继续维持线上渠道美妆行业的领先地位，25H1 韩束在抖音平台 GMV 每月均位居美妆品牌榜首，且取得“抖音电商护肤品牌总榜 H1”首位的亮眼成绩；2) **newpage 一页：**实现营收 3.97 亿元，同比大幅增长 146.5%，占总营收比重 9.6%，营收高增系 newpage 一页旗下明星单品销售表现较好，25 年 618 期间，newpage 一页品牌位于天猫婴童护肤榜单 TOP2、洗护 TOP3；3) **一叶子：**实现营收 0.89 亿元，同比下降 29.0%，占总营收比重 2.2%，系转型调整；4) **红色小象：**实现营收 1.59 亿元，同比下降 8.7%，占总营收比重 3.9%，营收跌幅收窄，红色小象持续加强品牌力建设，品牌转型成效渐显。
- **推行“六六战略”，布局六大板块，实现可持续发展。**战略维度聚焦组织、研发、AI、营销、智能生产、平台化发展；业务基于现有多品牌矩阵基础上持续搭建大众护肤、母婴&青少年、洗护个护、彩妆、功效护肤、高端护肤六大板块，拓展业务边界，提高营收增长天花板。
- **净利率趋势向好，销售费用率有所下降。**25H1 公司毛利率同比+1.0pct 至 75.5%，期间费用方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-0.7/+0.5/+0.3pct 至 56.9%/3.7%/2.5%，销售费用率下降反映规模效应释放。净利率方面，25H1 公司净利率同比+1.7pct 至 13.5%，公司盈利能力小幅提升。
- **盈利预测与评级：**基于公司线上渠道靓丽销售表现，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.2/12.8/15.5 亿元，同比增速分别为 31.1%/25.3%/20.9%，公司作为多品牌国货优质美妆龙头之一，主品牌韩束势能强劲，在抖音渠道已成功塑造极强品牌势能，其余品牌有望复制其成功模式，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业竞争加剧风险；渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,190.7	6,792.5	8,678.9	10,137.9	11,704.5
同比增长率（%）	56.6%	62.1%	27.8%	16.8%	15.5%
归母净利润（百万元）	461.10	781.2	1,023.9	1,282.9	1,551.1
同比增长率（%）	213.5%	69.4%	31.1%	25.3%	20.9%
每股收益（元/股）	1.16	1.96	2.57	3.22	3.90
ROE（%）	23.0%	35.7%	31.8%	28.5%	25.6%
市盈率（P/E）	20.4	16.2	32.0	25.6	21.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,793	8,679	10,138	11,704	货币资金	459	1,493	2,681	4,000
增长率	62.1%	27.8%	16.8%	15.5%	应收款项	1,076	1,249	1,445	1,658
营业成本	1,683	2,014	2,311	2,634	存货	691	811	912	1,024
%销售收入	24.8%	23.2%	22.8%	22.5%	其他流动资产	244	264	284	304
毛利	5,109	6,665	7,826	9,071	流动资产	2,471	3,817	5,322	6,986
%销售收入	75.2%	76.8%	77.2%	77.5%	权益性投资	110	135	165	200
其他收入	0	0	0	0	固定资产	674	719	778	858
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	63	75	92	123
销售费用	3,947	4,973	5,758	6,590	非流动资产	1,126	1,209	1,352	1,548
%销售收入	58.1%	57.3%	56.8%	56.3%	资产总计	3,597	5,026	6,674	8,535
管理费用	243	304	345	398	应付款项	638	749	848	951
%销售收入	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%	短期借款	60	160	260	360
研发费用	180	226	274	328	其他流动负债	643	781	862	936
%销售收入	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	流动负债	1,342	1,691	1,969	2,247
财务费用	6	-9	-32	-60	长期债务	0	40	100	100
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	其他长期负债	20	16	16	16
息税前利润 (EBIT)	933	1,206	1,490	1,791	非流动负债	20	56	116	116
%销售收入	13.7%	13.9%	14.7%	15.3%	负债总计	1,362	1,746	2,085	2,363
投资收益	-2	0	0	0	归属母公司股东权益	2,191	3,215	4,498	6,049
%税前利润	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	43	64	91	122
除税前利润	927	1,215	1,522	1,851	负债股东权益合计	3,597	5,026	6,674	8,535
利润率	13.6%	14.0%	15.0%	15.8%					
所得税	124	170	213	268					
所得税率	13.3%	14.0%	14.0%	14.5%					
净利润(含少数股东损益)	803	1,045	1,309	1,583					
少数股东损益	22	21	26	32					
归属于母公司的净利润	781	1,024	1,283	1,551					
增长率	69.4%	31.1%	25.3%	20.9%					
净利率	11.5%	11.8%	12.7%	13.3%					

现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					2024A				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	781	1,024	1,283	1,551	每股指标				
少数股东损益	22	21	26	32	每股收益	1.96	2.57	3.22	3.90
营运资金变动	-394	-44	-118	-148	每股净资产	5.51	8.08	11.30	15.20
其他变动	137	30	32	15	每股经营现金净流	1.37	2.59	3.07	3.64
经营活动现金流量净额	547	1,031	1,224	1,450	每股股利	1.50	0.00	0.00	0.00
资本开支	-243	-170	-200	-230	回报率				
投资	45	-70	-88	-105	净资产收益率	35.65%	31.85%	28.52%	25.64%
其他	11	107	101	117	总资产收益率	21.72%	20.37%	19.22%	18.17%
投资活动现金流量净额	-187	-133	-187	-218	投入资本收益率	35.24%	29.82%	25.90%	23.09%
股权募资	0	0	0	0	增长率				
债权募资	-78	140	160	100	营业收入增长率	62.08%	27.77%	16.81%	15.45%
其他	-518	-4	-9	-13	EBIT增长率	64.83%	29.29%	23.53%	20.16%
筹资活动现金流量净额	-596	136	151	87	净利润增长率	69.42%	31.07%	25.30%	20.90%
现金净变动	-238	1,034	1,188	1,319	总资产增长率	14.95%	39.74%	32.79%	27.88%

资产管理能力					偿债能力				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	19.8	20.3	21.1	20.8	流动比率	1.84	2.26	2.70	3.11
存货周转天数	128.5	134.2	134.2	132.3	速动比率	1.33	1.78	2.24	2.65
应付账款周转天数	123.7	124.1	124.4	122.9	净负债/股东权益	-17.87%	-39.42%	-50.58%	-57.35%
固定资产周转天数	33.6	28.9	26.6	25.1	EBIT利息保障倍数	153.7	294.1	163.7	134.6
					资产负债率	37.87%	34.75%	31.24%	27.69%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。