

美容护理

2025 年 08 月 30 日

上美股份

(02145)

——净利润同增 35%，营收百亿目标指日可待

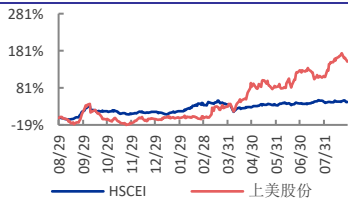
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 08 月 29 日

收盘价，港币)	90.40
恒生中国企业指数	8947.79
52 周最高/最低，港币)	99.95/29.20
H 股市值，亿港元)	359.86
流通 H 股，百万股)	206.32
汇率，人民币/港币)	1.0970

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818×
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **业绩符合预期，盈利弹性显著释放。**1) **整体表现**：25H1 实现营业收入 41.08 亿元，同增 17.3%；净利润 5.56 亿元，同增 34.7%，逆势强劲增长；2) **分红预案**：每 10 股派 5 元，现金分红约 1.99 亿元，分红比例约 38%。
- **盈利能力维持高位，研发投入加码技术壁垒。**1) **盈利水平**：25H1 毛利率 75.5%，同比-1pct，小幅下滑但仍位于行业高位；净利率 13.5%，同比+1.75pct；2) **费用水平**：销售费用率 56.9%，同比-0.7pct；管理费用率 3.7%，同比+0.5pct；研发费用率 2.5%，同比+0.3pct，期内新申请专利 27 项，基础研究与应用转化能力持续强化。
- **多品牌矩阵分化增长，核心品牌领跑&新兴品牌破局。**1) **主品牌韩束**：25H1 营收 33.44 亿元，同比+14.3%，占总营收 81.4%，作为核心增长引擎，其抖音平台月均 GMV 稳居美妆品类第一，多品类新品(洁面膏、洗发水) 跻身细分品类 TOP1，品牌力与产品力双升；2) **新锐品牌 newpage**：25H1 营收 3.97 亿元，同比+146.5%，成为婴童赛道核心增长点，618 期间安心霜销量超 33 万瓶，叮叮舒缓喷雾、爽身露销量均破 18 万瓶，市场认可度快速提升；3) **调整期品牌**：25H1 一叶子营收 0.89 亿元，同比-29.0%、红色小象 1.59 亿元，同比-8.7%，系品牌战略转型调整，其中红色小象跌幅较此前收窄，转型成效初显。
- **线上增长势能仍强，线下新模式待启。**1) **线上渠道**：25H1 营收 38.09 亿元，同比+20.1%，占总营收 92.7%，其中线上自营收入 34.21 亿元，同比+24.6%，受益于韩束在抖音渠道的头部优势，同时快手、拼多多等平台布局成效显现；2) **线下渠道**：25H1 营收 2.69 亿元，同比-10.6%，战略转型深化，未来线下也将成为发力点，以新模式突破。
- **“单聚焦，多品牌，全球化”战略推进，长期增长蓝图清晰。**1) **韩束产品结构优化拓展边界**：25H1 线上 GMV45 亿元（淘天+抖音+京东），抖音破亿商品翻倍至 6 个，除红/白蜜腰套盒等爆款外，次抛精华、男士护肤套盒破亿，看好后续新品突围，单品牌百亿近在眼前。2) **多品牌与 IP 布局**：25 年三大新品牌待推，高端抗衰 Tazu、彩妆 Nan Beauty、母婴面包超人，填补品类空白；后续计划孵化柯南、初音未来等 IP 品牌，多品类、多赛道扩张路径明确，支撑 2030 年三百亿营收目标。3) **全球化“入海”**：首站落子东南亚，已投资 3 亿元建厂；未来计划拓展北美、欧洲，长期规划明确，目标打造千亿级国际美妆集团。
- **多品牌协同&渠道优化&研发加码构筑长期优势。**公司战略落地成效持续显现，研发加码同时聚焦核心赛道，进行渠道结构升级、品类多元拓展、新品牌精准卡位，既受益于国货崛起与性价比消费趋势，又在中高端与细分赛道打开增量。根据公司 25H1 业绩，我们上调盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 11.49/14.96/18.06 亿元（原预测为 10.61/13.64/16.54 亿元），对应 PE 为 29/22/19 倍，维持“买入”评级。

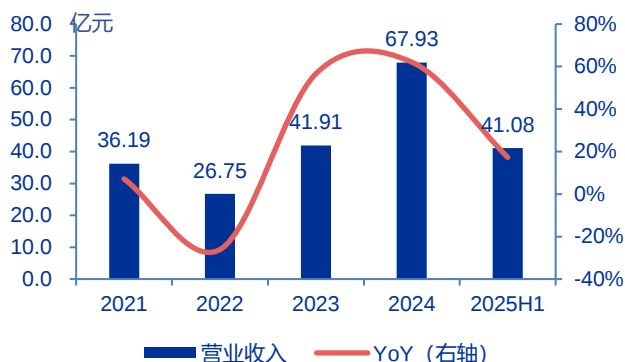
风险提示：销售渠道拓展不及预期；新品牌培育进度不及预期；单一平台依赖程度较高；消费复苏不及预期；原材料成本涨价等风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,191	6,793	8513	10641	12786
同比增长率（%）	57	62	25%	25%	20%
归母净利润（百万元）	461	781	1149	1496	1806
同比增长率（%）	213	69	47%	30%	21%
每股收益（元/股）	.	.	.	.	.
净资产收益率（%）	22.95	35.65	36%	34%	31%
市盈率	70.7	42.7	29	22	19

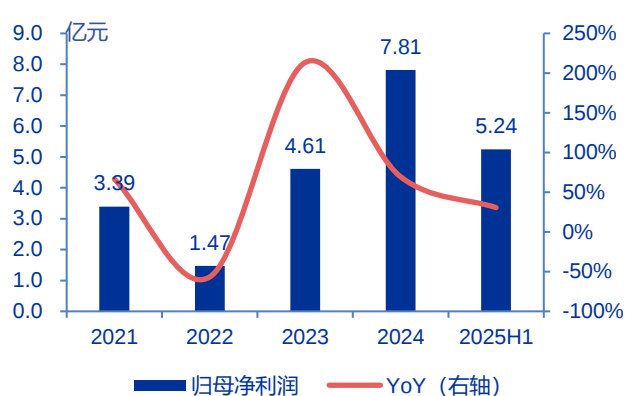
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1: 25H1 营收同比增 17.3%



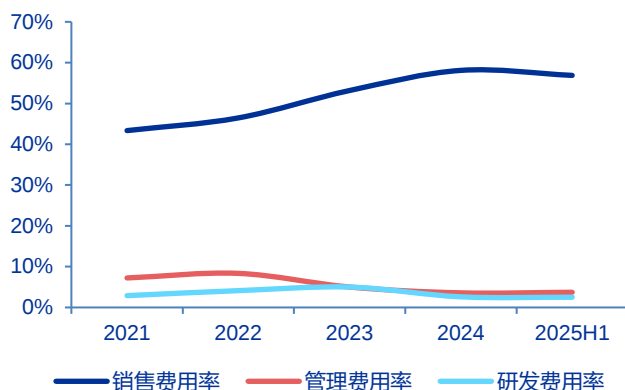
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 25H1 归母净利润同比增长 30.6%



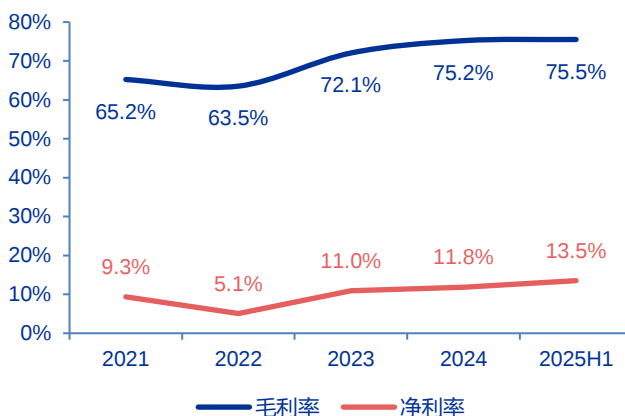
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 25H1 销售费用率 56.9%，管理费用率 3.7%，研发费用率 2.5%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 25H1 毛利率 75.5%。净利率 13.5%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

合并利润表

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4191	6793	8513	10641	12786
营业成本	1171	1683	2104	2573	3081
毛利	3019	5109	6409	8068	9706
销售费用	2240	3947	4690	5831	6981
管理费用	210	243	298	372	435
研发费用	126	180	255	282	330
其他收入	22	0	150	150	150
息税前利润	466	739	1315	1733	2110
投资收益	-6	-2	6	7	7
所得税支出	98	124	203	264	318
净利润	462	803	1148	1495	1804
归母净利润	461	781	1149	1496	1806
少数股东损益	1	22	-1	-1	-2

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。