上美股份（02145.HK）2025 年半年报点评

业绩高增，韩束领跑，多品牌蓄势待发

2025 年 08 月 31 日

➢ **事件：上美股份发布 2025 年半年度报告。**25H1 实现营收 41.08 亿元，同比+17.29%；毛利润 31.02 亿元，同比+15.77%；净利润 5.56 亿元，同比+34.72%；公司拥有人应占溢利 5.24 亿元，同比+30.65%；每股基本盈利 1.32 元，同比+30.69%。此外，拟派发中期股息每股 0.5 元。

➢ **韩束再创新高，newpage 营收翻倍。**分品牌来看：25H1，**1）主品牌韩束**，实现营收 33.44 亿元，同比+14.3%，占总营收 81.40%，主要系韩束品牌整体升级和扩充品类带来的收入增长，及各渠道收入的持续增长。**2）婴童功效护肤品牌 newpage 一页**，实现营收 3.97 亿元，同比+146.5%，占总营收 9.6%，明星单品“一页婴童安心霜”带动整体销量快速增长。**3）一叶子品牌**，实现营收 0.89 亿元，同比-29.0%，占总营收 2.2%，由品牌转型调整导致。**4）红色小象品牌**，实现营收 1.59 亿元，同比-8.7%，占总营收 3.9%，转型调整初见成效，跌幅收窄。

➢ **25H1 毛利率为 75.52%，净利率同比+1.75pct。1）毛利率方面**，25H1 毛利率为 75.52%，同比-0.99pct。**2）费用率方面**，25H1 销售/管理/研发费用率分别为 56.88%/3.72%/2.51%，同比变化-0.69pct/+0.47pct/+0.27pct。**3）净利率方面**，25H1 净利率为 13.52%，同比+1.75pct。

➢ **韩束持续强化抗衰定位，线上渠道表现出色。**韩束品牌在上半年持续巩固其科学抗衰领域的市场领导地位，线上渠道表现尤为突出，每月 GMV 均位居抖音美妆品牌榜首，并获上半年“抖音电商护肤品牌总榜”TOP1。多品类拓展取得突破性进展，新品净颜清透洁面膏、控油蓬松洗发水及焕白紧致身体精华液分别位于抖音各自品类榜单 TOP1。上半年入选福布斯中国“美业卓越品牌 100”榜单及中国美妆“年度护肤品牌”奖项，核心产品 X 肽面霜斩获 C2CC 传媒“ICIC 科技创新抗衰产品奖”等三项殊荣。

➢ **NewPage 势头强劲，彰显公司新业务新品牌打造能力。**品牌依托“医研共创”模式，主打天然精简、安心有效的护肤解决方案，产品覆盖 0-18 岁儿童护肤、洗沐及清洁三大品类。上半年在天猫婴童护肤榜单持续领先，“618”期间位列婴童护肤 TOP2、洗护 TOP3，其中**婴童安心霜**销售超 33 万瓶，**叮叮舒缓喷雾**与**爽身露**分别售出 21 万瓶和 18 万瓶，显著拉动销量与口碑增长。

➢ **投资建议：**公司主品牌韩束增长强劲，其余品牌 Newpage 等接力高增，同时积极进行多品类多品牌布局进一步夯实竞争力，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 10.4 亿元/13.5 亿元/16.6 亿元，同比增速分别为+33.2%/+29.3%/+23.5%，对应 25-27 年 PE 分别为 32X/25X/20X，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**新品推广不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,793	8,705	11,052	13,659
增长率(%)	62.1	28.2	27.0	23.6
净利润	781	1,041	1,346	1,663
增长率(%)	69.4	33.2	29.3	23.5
EPS	1.96	2.61	3.38	4.18
P/E	42	32	25	20
P/B	15.1	10.2	7.2	5.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐 维持评级

当前价格： 90.40 港元

分析师 解慧新
执业证书：S0100522100001
邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.上美股份(02145.HK)2024 年度业绩点评：韩束持续高增，多品牌、全渠道持续推进-2025/03/25

2.上美股份（2145.HK）深度报告：20 年发展深度复盘：穿越周期，韧性增长-2024/10/20

3.上美股份（2145.HK）2024 年半年报点评：韩束持续高增，一页潜力逐步释放，期待多品牌裂变模式带来的增长空间-2024/08/26

4.上美股份（2145.HK）2023 年年报点评：23 年收入利润均达预告上限，韩束势能强劲，公司长期增长可期-2024/03/24

5.上美股份（2145.HK）2023 年业绩预告点评：韩束品牌抖音高增，23 年公司归母净利润同比增长超 180%-2024/03/03

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	**2,471**	**4,119**	**5,737**	**7,707**
现金及现金等价物	459	1,715	2,856	4,197
应收账款及票据	426	542	686	831
存货	691	747	845	1,069
其他	895	1,115	1,349	1,610
非流动资产合计	**1,126**	**1,139**	**1,150**	**1,158**
固定资产	674	673	672	671
商誉及无形资产	63	77	89	98
其他	389	389	389	389
资产合计	**3,597**	**5,258**	**6,887**	**8,865**
流动负债合计	**1,342**	**1,962**	**2,243**	**2,557**
短期借贷	60	60	60	60
应付账款及票据	638	704	616	895
其他	643	1,198	1,567	1,602
非流动负债合计	**20**	**20**	**20**	**20**
长期借贷	0	0	0	0
其他	**20**	**20**	**20**	**20**
负债合计	**1,362**	**1,982**	**2,263**	**2,577**
普通股股本	398	398	398	398
储备	1,812	2,853	4,199	5,862
归属母公司股东权益	**2,191**	**3,232**	**4,578**	**6,241**
少数股东权益	43	45	46	47
股东权益合计	**2,235**	**3,277**	**4,624**	**6,288**
负债和股东权益合计	**3,597**	**5,258**	**6,887**	**8,865**

现金流量表（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**547**	**1,160**	**1,055**	**1,250**
净利润	781	1,041	1,346	1,663
少数股东权益	22	1	1	1
折旧摊销	106	102	104	107
营运资金变动及其他	-362	17	-396	-520
投资活动现金流	**-187**	**102**	**92**	**97**
资本支出	-243	-115	-115	-115
其他投资	56	217	207	212
筹资活动现金流	**-596**	**-7**	**-7**	**-7**
借款增加	-40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-522	0	0	0
其他	-34	-7	-7	-7
现金净增加额	**-238**	**1,256**	**1,140**	**1,341**

利润表（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**6,793**	**8,705**	**11,052**	**13,659**
其他收入	0	32	26	12
营业成本	1,683	2,013	2,309	2,871
销售费用	3,947	5,136	6,686	8,264
管理费用	243	305	387	423
研发费用	180	226	287	355
财务费用	6	0	-19	-36
权益性投资损益	-2	-27	-37	-32
其他损益	195	195	195	195
除税前利润	927	1,226	1,585	1,958
所得税	124	184	238	294
净利润	803	1,042	1,347	1,664
少数股东损益	22	1	1	1
归属母公司净利润	**781**	**1,041**	**1,346**	**1,663**
EBIT	933	1,225	1,566	1,921
EBITDA	1,039	1,327	1,670	2,028
EPS（元）	1.96	2.61	3.38	4.18

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	62.08	28.16	26.96	23.60
归属母公司净利润	69.42	33.23	29.33	23.54
盈利能力(%)				
毛利率	75.22	76.88	79.11	78.98
净利率	11.50	11.96	12.18	12.17
ROE	35.65	32.20	29.40	26.65
ROIC	35.24	31.22	28.41	25.73
偿债能力				
资产负债率(%)	37.87	37.69	32.86	29.07
净负债比率(%)	-17.87	-50.52	-60.46	-65.79
流动比率	1.84	2.10	2.56	3.01
速动比率	1.33	1.72	2.18	2.60
营运能力				
总资产周转率	2.02	1.97	1.82	1.73
应收账款周转率	18.19	18.00	18.00	18.00
应付账款周转率	2.91	3.00	3.50	3.80
每股指标（元）				
每股收益	1.96	2.61	3.38	4.18
每股经营现金流	1.37	2.91	2.65	3.14
每股净资产	5.50	8.12	11.50	15.68
估值比率				
P/E	42	32	25	20
P/B	15.1	10.2	7.2	5.3
EV/EBITDA	31.46	24.63	19.57	16.12

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048