



催化剂不断，2H 增长有望提速

华泰研究

2025 年 9 月 18 日 | 中国香港

动态点评

化妆品

公司 1H25 收入及利润增长表现均靓丽，进入 2H25 以来，我们观察到上美主品牌韩束继续拓展次抛精华/香氛沐浴露等多品类，8 月增长动能强劲，趋势有望延续；多品牌拓展亦顺利，2H 以来聚光白/面包超人/NAN beauty 陆续落地，催化剂不断。当前公司多品牌/多品类孵化及运营能力已得初步验证，若能力持续复制天花板上限有望再打开，内部高效能、强执行力组织架构奠定底层根基，维持买入评级。

韩束品类再拓展，维持强劲增长势头

韩束抖音 8 月实现 GMV7.72 亿，排名抖音美妆品牌榜第一，单月 yoy+70%（飞瓜），持续推新护肤/个护单品有望催化长期高增：1) 贴片面膜：第三代金刚侠面膜 8 月上线天猫/抖音官方旗舰店，主打抗氧/润泽/塑颜功效，截至 9 月 16 日近 30 天已实现抖音千万级 GMV，其中近 85% 由品牌自营渠道贡献（飞瓜）。2) 次抛精华：9 月上新 PDRN 水光棒，主打专利三文鱼 PDRN 实现深层修复；新品绷带式 30% 高浓度 S 型专利玻色因精华主打 7 天淡化全脸纹。3) 洗护品类：9 月上新氨基酸香氛沐浴露，覆盖清新花果/东方木质双重香型，现已进入天猫沐浴露新品榜前 10。

多品牌表现亮眼，多点开花

据久谦数据，综合淘系/抖音/京东三平台表现来看，上美股份旗下高端婴童护理品牌 newpage 8 月实现 GMV 近 3700 万元/yoy100+%，其中淘系渠道 yoy+89%，抖音/京东渠道 yoy 均超 100%。修复品牌安敏优 8 月 GMV 约 1100 万元/yoy+75%，其中抖音/淘系分别实现 yoy+64%/+70%，京东渠道因去年同期基数较低增速显著。防脱品牌极方 25M8 实现 GMV 近 700 万元，抖音渠道占比近 90%，驱动三平台环比增长 16%。

2H 新品牌落地动作不断，聚光白首秀亮眼

7 月底推出九院技术转化品牌聚光白，达播协助下上市初期快速放量，8 月抖音 GMV 超 5 千万（飞瓜）。8 月携手化妆师春楠推出化妆师品牌 NAN beauty，8.14 首次亮相并推出首批底妆系列黑咖啡妆前精华/新手粉霜/贴贴粉底液等，定位中高端专业底妆；9.11 李佳琦直播间首批带货粉底液小样套组销量过万（淘宝）。儿童护肤品牌面包超人 9 月上线，9 月 7 日上新高保湿修护面霜，解决婴幼儿肌肤干痒/脆弱/紧绷/晒红问题，期待后续身体乳/沐浴露等新品陆续上市（药监局已备案）。另有化妆师品牌单彩/高端抗衰品牌 TAZU 孵化中。

盈利预测与估值

考虑公司进入 2H 以来韩束主品牌品类拓展动能强劲、新品牌落地进展加速，我们上调 2025/2026/2027 年归母净利润至 11.01/13.79/17.17 亿元（较前值分别+8.0%/+7.4%/+10.1%），对应 25E-27E EPS 2.77/3.46/4.31 元。参考可比公司 iFind 一致预期 26E PE 31x，考虑公司内部多品牌/多品类孵化及运营能力已初步验证，给予公司 26E 32x PE，对应目标价 121.67 港币（1 港币=0.91 人民币；前值 111.3 港币，基于 25 年 40 倍 PE）。

风险提示：销售费用率提升、市场竞争加剧、新品销售不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

121.67

樊俊豪

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

孙丹阳

研究员

SAC No. S0570519010001
SFC No. BQQ696sundanyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2038

洪洋*

联系人

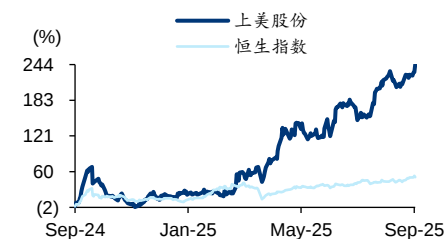
SAC No. S0570125070021

hongyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	121.67
收盘价(港币 截至 9 月 18 日)	101.80
市值(港币百万)	40,524
6 个月平均日成交额(港币百万)	115.73
52 周价格范围(港币)	29.20-102.50
BVPS(人民币)	6.10

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	6,793	8,700	11,018	13,546
+/-%	62.08	28.08	26.64	22.94
归属母公司净利润(百万)	781.21	1,101	1,379	1,717
+/-%	69.42	40.91	25.24	24.57
EPS(最新摊薄)	1.96	2.77	3.46	4.31
ROE(%)	37.20	44.71	44.68	43.56
PE(倍)	47.72	33.87	27.04	21.71
PB(倍)	17.01	13.64	10.85	8.38
EV EBITDA(倍)	35.58	25.28	20.13	15.88
股息率(%)	1.61	1.61	1.61	1.61

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

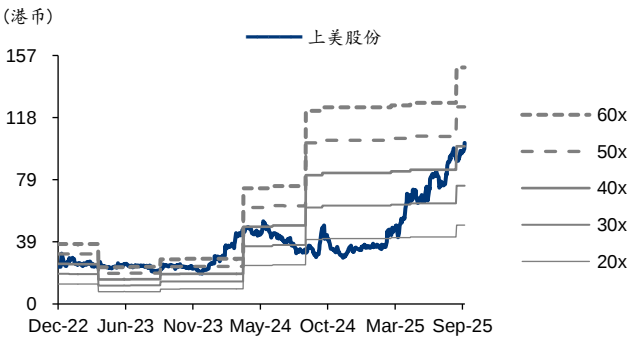


图表1：上美股份：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	2025E PE	2026E PE	2027E PE
603605 CH	珀莱雅	319.38	17.81	15.52	13.70
688363 CH	华熙生物	271.23	59.09	43.99	34.71
300957 CH	贝泰妮	201.04	31.90	26.36	22.88
603983 CH	丸美生物	160.00	36.80	28.91	23.13
600315 CH	上海家化	177.53	50.65	38.25	31.90
	均值	225.84	39.25	30.61	25.27

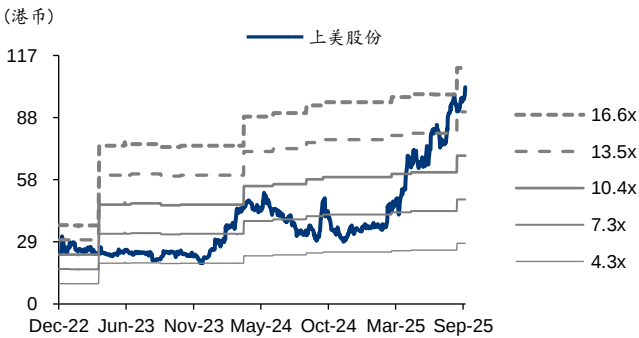
注：数据截至 2025.9.18 收盘，皆为一致预测
资料来源：同花顺 iFind，华泰研究

图表2：上美股份 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：上美股份 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,191	6,793	8,700	11,018	13,546
销售成本	(1,171)	(1,683)	(1,978)	(2,507)	(3,551)
毛利润	3,019	5,109	6,722	8,511	9,995
销售及分销成本	(2,240)	(3,947)	(4,676)	(5,916)	(6,841)
管理费用	(209.61)	(242.76)	(482.86)	(616.99)	(677.28)
其他收入/支出	1.47	15.33	(229.98)	(307.54)	(398.37)
财务成本净额	(5.76)	(6.07)	(60.90)	(77.12)	(94.82)
应占联营公司利润及亏损	(6.01)	(1.61)	(1.30)	(1.30)	(1.30)
税前利润	559.21	926.97	1,271	1,592	1,982
税费开支	(97.55)	(123.67)	(169.56)	(212.34)	(264.48)
少数股东损益	0.56	22.09	0.56	0.56	0.56
归母净利润	461.10	781.21	1,101	1,379	1,717
折旧和摊销	(99.38)	(101.94)	(113.78)	(119.95)	(126.76)
EBITDA	664.35	1,035	1,446	1,789	2,204
EPS (人民币, 基本)	1.16	1.96	2.77	3.46	4.31

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	510.76	690.64	737.81	1,073	1,492
应收账款和票据	653.06	1,076	1,340	1,720	2,042
现金及现金等价物	697.69	459.45	1,001	1,537	2,536
其他流动资产	216.81	244.32	200.00	200.00	200.00
总流动资产	2,078	2,471	3,279	4,529	6,271
固定资产	594.42	674.08	741.85	716.62	688.40
无形资产	16.86	13.51	31.06	41.06	51.06
其他长期资产	439.24	435.63	430.84	431.73	407.10
总长期资产	1,051	1,126	1,204	1,189	1,147
总资产	3,129	3,597	4,483	5,719	7,417
应付账款	785.44	1,111	1,197	1,728	2,415
短期借款	129.77	102.22	425.00	425.00	425.00
其他负债	136.20	129.19	35.00	35.00	35.00
总流动负债	1,051	1,342	1,657	2,188	2,875
长期债务	35.80	9.45	35.00	35.00	35.00
其他长期债务	12.39	10.52	14.00	14.00	14.00
总长期负债	48.19	19.96	49.00	49.00	49.00
股本	397.96	398.03	397.96	397.96	397.96
储备/其他项目	1,611	1,793	2,335	3,040	4,050
股东权益	2,009	2,191	2,733	3,438	4,448
少数股东权益	20.19	43.48	44.04	44.60	45.16
总权益	2,029	2,235	2,777	3,482	4,493

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	80.85	47.72	33.87	27.04	21.71
PB	18.56	17.01	13.64	10.85	8.38
EV EBITDA	55.13	35.58	25.28	20.13	15.88
股息率 (%)	1.02	1.61	1.61	1.61	1.61
自由现金流收益率 (%)	1.47	0.97	2.62	3.49	4.82

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	664.35	1,035	1,446	1,789	2,204
融资成本	5.76	6.07	60.90	77.12	94.82
营运资本变动	54.71	(278.14)	(224.62)	(184.10)	(54.00)
税费	(97.55)	(123.67)	(169.56)	(212.34)	(264.48)
其他	(572.57)	(92.24)	(171.10)	(153.00)	(203.39)
经营活动现金流	54.71	547.00	941.21	1,316	1,777
CAPEX	(76.65)	(275.29)	(75.00)	(90.00)	(90.00)
其他投资活动	(187.61)	(5.40)	(14.57)	(16.92)	4.78
投资活动现金流	(264.26)	(280.69)	(89.57)	(106.92)	(85.22)
债务增加量	(562.62)	(53.90)	348.33	0.00	0.00
权益增加量	1.00	0.07	(0.07)	0.00	0.00
派发股息	(299.49)	(378.06)	(597.04)	(597.04)	(597.04)
其他融资活动现金流	(5.76)	(6.07)	(60.90)	(77.12)	(94.82)
融资活动现金流	(866.87)	(437.97)	(309.68)	(674.16)	(691.86)
现金变动	(1,076)	(171.66)	541.97	535.21	999.83
年初现金	1,148	697.69	459.45	1,001	1,537
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	697.69	459.45	1,001	1,537	2,536

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	56.64	62.08	28.08	26.64	22.94
毛利润	77.65	69.22	31.57	26.61	17.43
营业利润	226.04	63.69	42.63	25.27	24.46
净利润	213.44	69.42	40.91	25.24	24.57
EPS	213.44	69.42	40.91	25.24	24.57
盈利能力比率 (%)					
毛利率率	72.05	75.22	77.27	77.25	73.79
EBITDA	15.85	15.24	16.62	16.23	16.27
净利润率	11.00	11.50	12.65	12.51	12.68
ROE	24.83	37.20	44.71	44.68	43.56
ROA	14.70	23.23	27.25	27.03	26.15
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(26.49)	(15.87)	(19.81)	(31.32)	(46.68)
流动比率	1.98	1.84	1.98	2.07	2.18
速动比率	1.49	1.33	1.53	1.58	1.66
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.34	2.02	2.15	2.16	2.06
应收账款周转天数	52.74	45.83	50.00	50.00	50.00
应付账款周转天数	222.11	202.76	210.00	210.00	210.00
存货周转天数	158.12	128.48	130.00	130.00	130.00
现金转换周期	(11.26)	(28.45)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	1.16	1.96	2.77	3.46	4.31
每股净资产	5.05	5.50	6.87	8.64	11.17

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员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活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 上美股份（2145 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1% 或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 上美股份（2145 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1% 或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司