

上美股份 (02145.HK)

主品牌筑基+多赛道突破，国货龙头的扩圈潜力与成长远景

核心观点

上美股份以主品牌“韩束”为核心，构建覆盖护肤、母婴、洗护等多品类的品牌矩阵，并通过平台化组织能力实现从大众到中高端市场的延伸。公司2022年经历短期调整后，2023年通过聚焦抖音渠道以及套盒品类实现业绩爆发，2024年营收达67.9亿元（2022-2024年CAGR 59%），归母净利润7.8亿元（2022-2024年CAGR 130%）。分品牌看，韩束作为核心支柱，24年收入占比82.3%；分渠道看，公司线上化转型迅速，2024年线上占比已达90.5%。

美妆行业弱 β 下强 α 凸显，平台化能力成破局核心。化妆品行业自疫情后进入平稳增长阶段，渠道红利萎缩的同时，新品牌仍层出不穷，导致行业竞争持续激烈，单一产品的增长生命周期持续缩短。在此背景下，平台化运营能力成为美妆企业突破增长瓶颈的关键，通过搭建能够紧密围绕消费者需求为核心的组织架构，灵活应对市场变化，并逐步构建多品牌/品类持续迭代的业务矩阵。曾经的上海家化、珀莱雅，以及当前的上美，均是通过搭建了这样一套平台化体系，实现了穿越行业波动周期的可持续增长。

主品牌全品类扩容+多品牌精定位。目前公司已在渠道、研发、营销等方面实现了可复用的底层能力，从而形成多品类和多品牌的平台化发展态势。其中主品牌韩束从红蛮腰套盒（2023年8个月蝉联抖音美妆榜首）切入，并自去年推出X肽面霜实现大单品突破，同时向洗护（控油洗发水抖音爆款榜TOP1）、男士（2025H1核心精华抖音销量TOP1）、彩妆（红运系列）扩容品类。同时多品牌精耕细分赛道：一页（中高端母婴，24年营收3.76亿元，618平台增速超100%）、极方（防脱洗护，25年7月自播GMV超1000万元）、聚光白（院线级PDRN成分，25年8月GMV破5000万元）、安敏优（敏感肌，25年8月GMV1700万元），共同构建了公司多品牌增长曲线。

盈利预测与投资建议：整体来看，公司作为国货美妆龙头，依托机制包容性、研发深入性与渠道多元性的底层能力，一方面通过主品牌韩束以套盒破圈、全品类扩容巩固业绩基本盘，另一方面借助多品牌精准切入中高端母婴、防脱洗护等细分赛道贡献业绩增量。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润11.07/13.88/17.02亿元，EPS为2.78/3.49/4.27元/股。综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为104.5-120.9港元/股，对应10月10日收盘价有11.7%-29.3%上行空间，给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观环境风险，新品推出不及预期，渠道单一风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,191	6,793	8,528	10,406	12,239
(+/-%)	56.6%	62.1%	25.5%	22.0%	17.6%
归母净利润(百万元)	461	781	1107	1388	1702
(+/-%)	213.5%	69.4%	41.8%	25.3%	22.6%
每股收益(元)	1.16	1.96	2.78	3.49	4.27
EBIT Margin	10.5%	10.8%	12.0%	12.6%	13.5%
净资产收益率(ROE)	23.0%	35.7%	44.9%	49.3%	52.5%
市盈率(PE)	75.2	44.4	31.3	25.0	20.4
EV/EBITDA	75.0	48.0	35.4	28.2	22.6
市净率(PB)	17.26	15.83	14.06	12.32	10.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

港股·港股II

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

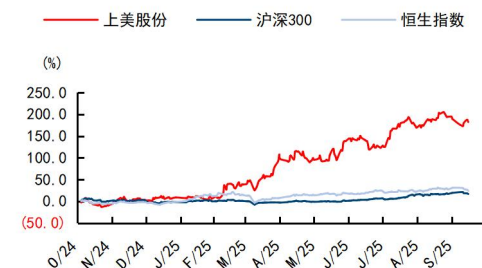
证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	104.50 - 120.90 港元
收盘价	94.20 港元
总市值/流通市值	37502/19439 百万港元
52周最高价/最低价	104.22/28.68 港元
近3个月日均成交额	85.42 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

写在前面:	5
公司历史发展复盘: 一个典型国货品牌的非典型成长之路	6
公司现况: 多品牌多渠道布局的国货美妆集团	11
公司经营情况: 多品牌全渠道运营的国货美妆龙头	11
公司财务数据: 业绩稳健增长, 主品牌优势显著	12
股权结构: 创始人控股集中, 员工持股绑定核心团队	13
行业现状: 弱 β 强 α , 唯有平台化保障持续性	14
行业概况: 美妆市场整体弱复苏, 行业增速低于消费大盘	14
竞争格局: 美护行业品牌竞争依旧激烈	15
走出恶劣格局与行业放缓的突破口: 平台化的运营能力	16
公司分析: 主品牌全品类, 多品牌精定位	19
底层能力: 机制的包容性, 研发的深入性, 渠道的多元性	19
主品牌: 基于韩束品牌势能下的品类扩容。	21
➢ 成果一: 定位跃升: 从套组到大单品, 客单价与人群的扩圈	22
➢ 成果二: 品类扩容—从护肤到全品类的覆盖	23
多品牌精定位: 针对性布局多品牌, 切入细分高粘性人群	24
盈利预测与投资建议	28
假设前提	28
盈利预测的敏感性分析	30
估值与投资建议	31
绝对估值: 103.6–145.3 港元/股	31
相对估值: 101.5–107.4 港元/股	32
投资建议	33
风险提示	34
附表: 财务预测与估值	35

图表目录

图 1: 韩束代言人韩国明星崔智友	6
图 2: 电视购物快速发展	6
图 3: 韩束 BB 霜打法	7
图 4: 韩束冠名非诚勿扰	7
图 5: 公司历史多品牌矩阵	8
图 6: 2017-2019 年化妆品进口关税调整政策	9
图 7: 中国美护市场中外资品牌市场份额	9
图 8: 韩束直播间转化拆解	10
图 9: 公司营收按类别拆分 (亿元)	11
图 10: 公司营收按品牌拆分 (亿元)	11
图 11: 公司营收按渠道拆分 (亿元)	11
图 12: 公司线上、线下渠道营收及增速 (亿元, %)	11
图 13: 公司营收及其增速 (亿元、%)	12
图 14: 公司归母净利润及其增速 (亿元、%)	12
图 15: 可比公司营收增速	12
图 16: 可比公司净利率水平	12
图 17: 可比公司存货周转天数	13
图 18: 可比公司经营性现金流净额/营业收入	13
图 19: 公司股权结构	13
图 20: 我国美护行业整体市场规模及增速	14
图 21: 限额以上社零化妆品销售总额增速 (%)	14
图 22: 我国美护市场规模按细分品类划分	14
图 23: 细分品类市场规模同比增速	14
图 24: 直播电商市场规模及增速	15
图 25: 直播电商渗透率及增速	15
图 26: 珀莱雅的主品牌实现多产品线迭代增长	17
图 27: 珀莱雅的多品牌迭代增长	17
图 28: 珀莱雅收入 2018 年以来显著跑赢行业整体水平	18
图 29: 平台化顶层设计决定日化企业能走多远	19
图 30: 公司近年来基础科研成果	20
图 31: 韩束抖音自播及达播占比变化	21
图 32: 上美的抖音渠道发展紧扣行业趋势	21
图 33: 公司 2025H1 分平台增速情况	21
图 34: 2024 年主要线上平台美妆套盒销售情况	22
图 35: 2024 年抖音美妆礼盒分类销售情况	22
图 36: 韩束品牌核心产品比例情况	22
图 37: 洗发护发市场规模变化	23

图 38: 2024 年抖音美妆礼盒分类销售情况	23
图 39: 2025H1 韩束男士核心产品销售排名抖音前列	24
图 40: 韩束彩妆“红运”系列	24
图 41: 公司目前品牌矩阵	24
图 42: 一页品牌收入变化	25
图 43: 一页品牌客单价情况	25
图 44: 母婴品牌价格带划分	25
图 45: 中国母婴人群购买母婴产品时关注因素	25
图 46: 产品介绍	26
图 47: 极方品牌今年以来线上销售情况	26
图 48: 聚光白品牌特点	27
图 49: 安敏优主要产品围绕核心成分青蒿油开发	27
表 1: 2019-2023 年公司线上各渠道占比	9
表 2: 2021-2024 年抖音平台美妆类目品牌榜单	15
表 3: 2018-2023 年中国美护行业 top12 市占率竞争格局 (%)	16
表 4: 家化旗下多品牌布局极为完善	17
表 5: 盈利预测拆分	29
表 6: 未来 3 年盈利预测表	29
表 7: 盈利预测的敏感性分析	30
表 8: 公司盈利预测假设条件 (%)	31
表 9: 资本成本假设	31
表 10: 可比公司财务数据	32
表 11: 可比公司盈利预测及估值情况	33

写在前面：

在超过 7 年的美妆行业研究历程中，我们见证了行业的快速发展，也见证了多家国货龙头的崛起与成长。也在近年来，我们明显看到，随着行业进入平稳期，虽然仍常有爆发崛起的新品类和新品牌，但整体单品的生命周期正在缩短，依赖单品牌和单品类的企业，其增长的持续性受到了较大的挑战。原因既有渠道红利的退潮，也有产品基础创新的瓶颈。在这样背景下，我们认为国产美妆企业越发需要平台化的机制和体系的打造，才能具备多品牌和多品类的持续迭代成长能力。

我们对平台型日化企业的认识是：无论从公司领导的思路、内部的语言、企业的文化，还是组织架构的设置、内部考核的指标、相关支持系统的支撑，一切都是围绕着消费者需求在展开。**以消费者为核心，而且有系统来保证经营围绕消费者展开**，而不是依赖某些个人对市场的把握能力，其进入不同细分品类市场的成功率就会大幅提升。

而目前来看，上美股份已经初步打造出了这样的组织力，并在具体经营端，如渠道、研发、营销等方面，实现了可复用的底层能力。这也是我们看好当前公司多品牌、多品类成功的核心原因，即：公司并不能保证每一个项目都成功，但用一个围绕消费者需求展开的学习型组织，保证新品牌的孵化成功是大概率事件。

在这样的一套体系之上，公司近年来无论是主品牌在进入新品类的扩圈能力，还是新品牌孵化成功率和快速起盘能力，都已经展示出亮眼成绩，进而支撑了公司在已较大的收入规模基数上，仍然实现了持续稳定的高于行业平均水平的增长。而下文我们也将就此对公司的能力构建，以及未来的发展前景做详细分析。

公司历史发展复盘：一个典型国货品牌的非典型成长之路

上美股份作为国内领先的多品牌化妆品集团，成立于 2004 年，以主品牌“韩束”为核心构建了覆盖护肤、母婴、洗护等多品类的品牌矩阵。同时，将公司整体品牌定位从大众向中高端延伸，驱动未来高增长。

◆ 2003-2010 年：品牌创立初期，依托韩流和三四线 CS 渠道推向市场

2002 年 10 月公司创始人吕义雄在上海开始从事化妆品行业，成立上海黎姿化妆品有限公司，初期以代工贴牌为主。2003 年公司创立化妆品品牌韩束，依托当时盛行韩流之风，通过品牌名以及代言人——韩国明星崔智友（《冬季恋歌》和《天国的阶梯》女主），将韩束品牌快速推向市场。

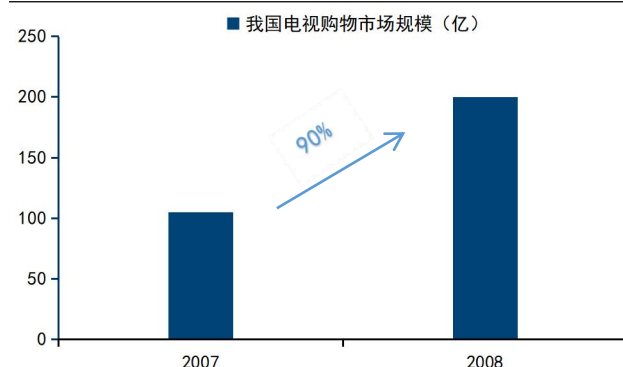
同时由于在该时期，资生堂、雅诗兰黛等国际大牌已充分占据国内一二线城市的百货渠道市场。因此韩束先进入三四线城市的 CS 渠道而后相继布局百货、KA 卖场。2010 年线下网点超过 1 万家。

图1：韩束代言人韩国明星崔智友



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：电视购物快速发展



资料来源：《中国电视购物发展报告 2008-2009》、国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2012 年：营销端，率先布局电视购物

2007 年随着数字电视普及及广电总局对行业整顿的完成，上海东方 CJ、湖南快乐购等专业平台崛起，据《中国电视购物发展报告 2008-2009》，电视购物市场规模从 2007 年 100 亿元（播出量近 10 万小时）飙升至 2008 年超 200 亿元，成为仅次于零售、超市的第三大渠道。同时欧莱雅、雅诗兰黛等外资品牌仍聚焦传统百货，电视购物里充斥着大量三无、短平快产品，为国货品牌提供了差异化机会。

2008 年行业爆发初期韩束开始积极布局湖南快乐购、CCTV 中视购物、东方 CJ 等 30+ 电视购物频道，实现 24 小时全覆盖，面对电视台的每分钟产值考核机制，韩束通过堆组合、低价卖大套产品等强场景化组合策略与高性价比，在短时间内实现可观销量。据 36 氪，2009 年，韩束进军电视购物一年，全年销售额达到 9000 万；2010 年登顶电视购物行业榜首，2011 年在电视购物化妆品市场占有率达 38%，渠道销售额 12 亿元；2013 年整体营收突破 5 亿元。

◆ 2013-2017 年：产品端，布局大单品 BB 霜；营销端，加码综艺投放扩大品牌知名度

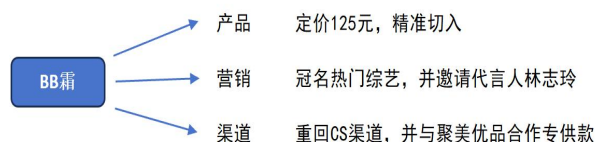
随着消费者对“多效合一”产品的需求激增，兼具护肤与彩妆功能的 BB 霜迎来爆发

式增长机遇，据 CMM、KWP 及百度数据研究中心，BB 霜中国市场销售额从 2008 年仅 56.23 万元一路飙升至 2013 年的 115 亿元，2014 年突破 150 亿元，占据面部彩妆市场份额超 35%。据化妆品报，彼时，除美宝莲以 2012 年年销 4 亿元暂居领先外，行业尚未形成稳固的品牌格局，巨大的市场空白亟待填补。

韩束通过三大策略构建增长闭环：1) 产品上，首创“7 分养 3 分妆”理念，以 125 元的定价，这一价格仅为阿玛尼同类产品的 1/10，高于美宝莲的 98 元精准切入中端市场；2) 渠道上，重新布局 CS 渠道，回归线下实体通路，并针对聚美优品推出 28 色号专供产品；3) 营销上，2 亿元重金冠名《非诚勿扰》，签约林志玲为品牌代言人，并持续冠名《我是大美人》《幸福剧场》《妈妈咪呀》等热门节目，引爆品牌声量。

2013 年，韩束红 BB 霜单品类销售额达 5.76 亿元，占总营收的 32%，用户月均回购率高达 90%。爆款效应不仅带动韩束整体业绩同比增长 78%，更推动 BB 霜产品线持续迭代升级——2016 年推出韩束红 CC，2017 年联合日本彩妆专家谷口登志推出水光红 BB 等新品，进一步巩固其在细分市场的竞争优势。

图3：韩束 BB 霜打法



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

图4：韩束冠名非诚勿扰



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

而在营销端，公司精准把握当时综艺这一营销机遇，由于 2013 年移动互联网、4G 成为核心流量，视频平台版权采购、自我孕育出《中国好声音》、《爸爸去哪儿》等大批优质综艺节目，消费品牌紧跟流量迁移趋势，逐步将营销重心转向综艺广告领域。

韩束 2013 年起开始冠名江苏卫视《非诚勿扰》，主要基于：1) 作为现象级国民 IP，《非诚勿扰》收视表现长期领跑，35 城首播+复播平均收视达 3.5%，位列 top1；2) 最重要的是其受众画像与品牌客群高度匹配，节目传递的独立女性形象与韩束“释放你的美”天然契合。价值观层面的共鸣使得品牌传播效果远超普通硬广投放。据化妆品财经在线，2013 年-2015 年韩束零售额依次为 18/31/90 亿元，而广告投入由 2012 年的 1.5 亿攀升到后三年的 5.5/10/13 亿元。

冠名效果也呈指数级增长：2014 年韩束以 2.4 亿元冠名《非诚勿扰》后，仅两个月就带动聚美优品单日销售破 1500 万元，全年电商同比增长 300%；2015 年耗资 5 亿续约，刷新了中国电视广告的纪录。这一模式被快速复制到多品牌战略中：2016 年一叶子 2.28 亿冠名湖南卫视钻石剧场，并借势《天天向上》短暂登顶面膜品类第一。

◆ 2015 年起开始布局多细分赛道多品牌

2015 年美妆市场进入百花齐放时期，据艾瑞咨询，全年零售交易规模达 4843.9 亿元，同比增幅超 10%。在国民消费立体声以及护肤意识增强下，国货品牌通过电商渠道和本土化创新在美妆大众市场实现份额跃升。2015 年 12 月天猫护肤榜中，百雀羚、韩束、自然堂包揽前三。

虽然当时韩束品牌已成为国货龙头，但单一品牌对于人群的覆盖仍有所欠缺，因此公司开始通过多品牌去覆盖不同的细分赛道。其中国内面膜市场中，美即以 26% 市占率领先但缺乏挑战者，且“早晚各一片”的高频消费习惯养成；男性护理市场 2009-2014 年 CAGR 为 20.1%（同期女性护理为 11.7%），潜力巨大；母婴市场更因品类创新需求与育儿观念升级，2016-2020 年 CAGR 达 13.6%。因此公司聚焦细分赛道的多品牌战略，推出不同品牌完成细分赛道覆盖。

图5：公司历史多品牌矩阵

品牌	成立时间	品牌定位	大单品
韩束	2003年	科学抗衰护肤品牌	红蛮腰、白蛮腰、X肽面霜
索薇娅	2004年	专注头皮护理的洗护品牌	红景天强韧养发洗发水
韩粉世家	2007年，最新备案 停留在2018年	简约彩妆品牌	bb霜
一叶子	2014年	草本植物护肤品牌	补水面膜
吾尊	2015年	专业男士护理品牌	动能多效洁面膏、爽肤水
必优兰	2015年	微商高端护肤品牌	蓝漾保湿套组、滋润嫩肤套装
红色小象	2015年	适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌	儿童洗发水、冰雪霜、ou青少年系列
安弥尔	2019年	孕期专用母婴护理品牌	身体护理油
安敏优	2021年	敏感肌护肤品牌	青蒿修红棒次抛精华
极方	2021年	专业科技洗护发品牌	300小黄瓶洗发水
一页	2022年	专注敏感肌宝宝的婴童功效护肤品牌	婴童安心霜、612学龄修护系列
面包超人	筹备中	母婴护理	
NAN beauty	筹备中	彩妆品牌	
TAZU	筹备中	高端抗衰护肤品牌	

资料来源：公司公告、企查查、天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

◆ 2017-2019 年：创始人重心转移海外市场，同时国内竞争加剧

2017 年，创始人吕义雄将战略重心转向海外市场，亲自操盘韩国子公司 Cosmetea 和日本子品牌 Ms. Su 的拓展；中国市场交由职业经理人鲍燕悦管理。

与此同时在国际品牌加大发力的影响下，前期由国货品牌为主的大众美妆市场逐渐被外资品牌占据。2017 年起，化妆品进口关税持续降低，同时这些国际品牌也陆续登陆线上平台，通过参与大促活动增强了外资品牌产品价格竞争力，加速其在中国市场的扩张，带动外资美妆品牌在国内销售占比由 2017 年的 47% 持续提升至 2022 年的 50.80%。同时外资品牌通过降价策略，如欧莱雅平价线“欧莱雅男士”、理肤泉等渗透大众市场，导致韩束竞争压力加剧。

图6：2017-2019 年化妆品进口关税调整政策

时间	举措
2017/12/1	降低部分消费品进口关税，唇膏、眼影、香水等化妆品关税由10%降至5%；指甲油、烫发剂、定型剂等关税由15%降至5%；洗发剂、其他美容品或化妆品及护肤品等关税由6.5%降至2%
2018/5/1	进口化妆品适用的增值税税率由17%下调16%
2018/7/1	香水及花露水的进口关税从10%降低到3%；唇用、眼用、指（趾）甲化妆品及粉的进口关税从10%-15%降低到5%；护肤品和其他美容品的进口关税从6.5%降低到1%。洗涤用品和护肤、美发等化妆品及部分医药健康类产品进口关税平均税率由8.4%降至2.9%。
2019/4/1	进口化妆品适用的增值税税率进一步下调至13%

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

图7：中国美护市场中外资品牌市场份额



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

◆ 2019-2022 年：线上渠道占比持续提升，摸索运营抖音渠道

依托于淘宝、京东电商的快速崛起，我国化妆品市场渠道正在发生重大变革，化妆品电商渠道占比由 2016 年的 21.5%提升至 2020 年的 38%。

因此在 2019 年吕义雄重新接手集团中国区 CEO 后，公司提出“全力拥抱线上渠道”的战略，带动公司 2019 年首次线上收入占比超 50%，2020 年快速攀升至 75.2%，2021-2022 年线上收入占比维持在 74%左右。

表1：2019-2023 年公司线上各渠道占比

营收占比	2019	2020	2021	2022	2023
线上	52.4%	75.2%	74.6%	74.9%	85.6%
线上自营	31.0%	46.7%	42.4%	39.6%	69.4%
线上零售商	1.7%	5.2%	14.2%	17.7%	8.7%
线上分销商	19.6%	23.3%	18.0%	17.6%	7.5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

但从线上渠道结构可以发现，虽然 2020 年后公司线上占比大幅提升，但线上分销占比仍维持在 20%左右，同时天猫、京东等自营平台仍由代运营运作，直至 2024 年天猫和京东才完全收回自己运营，因此公司实际并未实现由 T0 B 向 T0 C 实质运营的转变。

与此同时，公司也开始积极布局新兴的抖音渠道。自 2019 年下半年公司建立抖音直播间，开始不断探索直播电商运营模式，2021 年上半年，公司明确将直播电商作为核心增长引擎，成立抖音直播部和快手直播部等专门部门，并加速培养自有主播、打造主播 IP，持续提升对抖音渠道的战略重视，系统化运营全面展开。

◆ 2023 年-至今：借助抖音渠道快速爆发，国货龙头地位不断稳固

在经历 3 年左右的渠道摸索后，依托“重兵抖音、聚焦韩束、全渠道统一价”策略，公司于 2023 年迎来业绩爆发期。我们分析公司成功原因如下：

1) **产品定位高性价比，与抖音消费人群契合**：在抖音渠道架构调整的背景下（2023 年对白牌商家的重视度提升、2024 年上半年启动低价战略），抖音用户以 18-34 岁下沉市场为主（占比超 60%），与韩束“高性价比抗老”的定位高度契合。通

过分析抖音用户对“送礼场景”“强效抗衰”的需求，推出红蛮腰套盒（399 元含 8 件套），以“极致性价比”抢占市场。

2) 创新性采用“短剧植入”模式：与 MCN 合作推出以姜十七 IP 为核心的《以成长来装束》《心动不止一刻》等五部微短剧，紧扣“甜宠”“霸总”剧情，每部 16 集、单集 1-5 分钟的短平快节奏精准适配抖音用户观看习惯。短剧利用抖音算法规则，将观众归类为 A3 人群（深度交互人群），再通过系统推荐与品牌推流导入自播间实现转化。

3) 达人分层运营：通过头部达人造势如疯狂小杨哥等合作，利用其粉丝粘性扩大品牌声量；同时利用腰尾部达人扩量，2023 年公司合作的腰部及以下达人占比达 62.7%，通过高频次、低成本的切片内容覆盖长尾流量；并与贾乃亮、黄宥明等明星合作“品牌 X 明星”账号（如@贾乃亮国货美妆馆），利用明星切片内容吸引自然流量，付费流量占比仅 20%，远低于行业平均 70%。

4) 标准化直播间+日不落自播模式：通过 6 个主播+4 个投流+4 个场控+4 个助播+3 个策划和标准化的自播流程，由“韩束官方旗舰店”主账号（截至 2025 年 6 月粉丝数已达 1172.4 万）与 30+ “美白号”、“洗护号”等细分自播账号、200 名主播组成的直播矩阵，每日超 18 小时不间断直播，实现流量承接与转化闭环。据品数咨询，韩束自播销售占比高达 70%-80%。

图8：韩束直播间转化拆解

韩束直播间-拆解转化



资料来源：品数、国信证券经济研究所整理

这种“强内容营销+领先自播矩阵”的组合策略成效显著，韩束 2023 年抖音 GMV 达 33.4 亿元，同比激增 374.4%，次年翻倍至 67.49 亿元，连续两年稳居美妆榜首，成为首个突破 30 亿量级的美妆品牌，领先第二名欧莱雅近十亿。在投入产出比上，韩束以不到 5000 万的短剧投入撬动 50 亿播放量，带火高性价比的 399 元的红蛮腰礼盒——2023 年 8 个月蝉联抖音美妆类目销售额榜首。

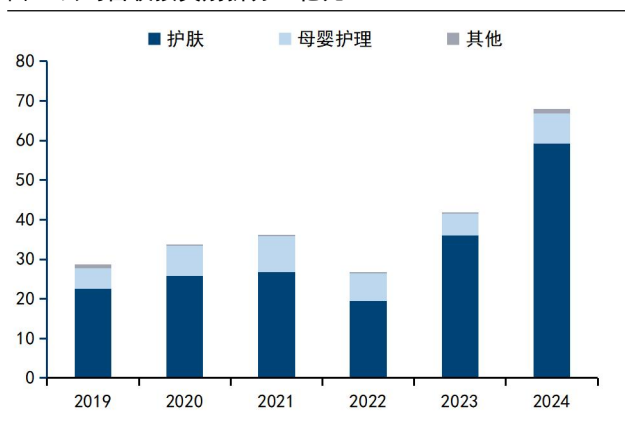
公司现况：多品牌多渠道布局的国货美妆集团

公司经营情况：多品牌全渠道运营的国货美妆龙头

分品牌来看：公司以韩束品牌为主，随着公司战略性聚焦韩束品牌，同时借助抖音快速增长，2024 年收入占比达 82.3%。早期优势品牌一叶子与红色小象受品牌形象老化与产品创新滞后拖累，收入占比分别萎缩至 2024 年 3.4%/5.5%。中高端母婴品牌一页增长迅猛，2024 年收入同比增长 146.3%，占比突破 5%。

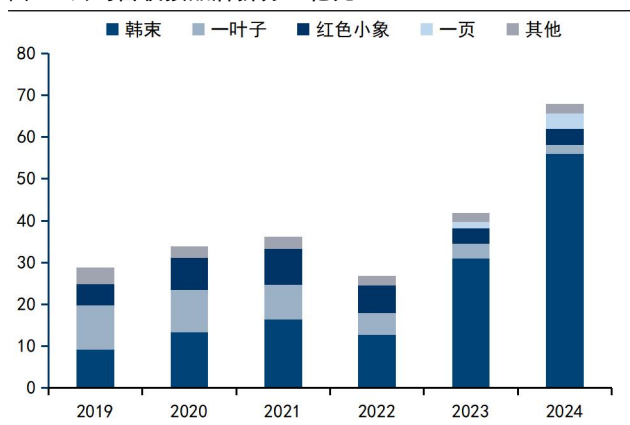
其他品牌包括专业功效型孕肌护理品牌安弥尔、与敏感肌护肤品牌安敏优、专研洗发护发品牌极方，以及计划推出的高端·抗衰护肤品牌 TAZU、母婴护理品牌面包超人、彩妆品牌 NANbeauty 等。整体实现了大众市场的抗衰、草本护肤护肤、母婴护理及中高端的母婴护理领域的全面覆盖。

图9：公司营收按类别拆分（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

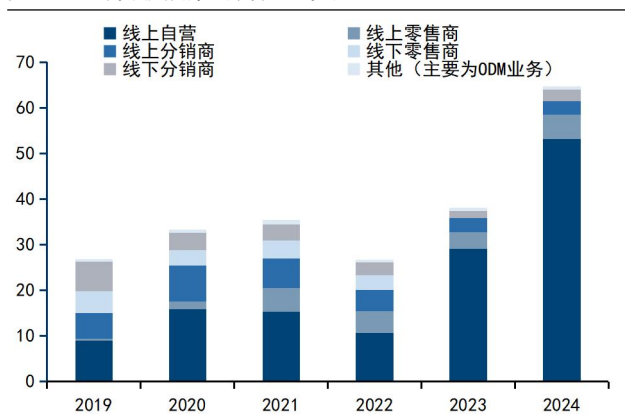
图10：公司营收按品牌拆分（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

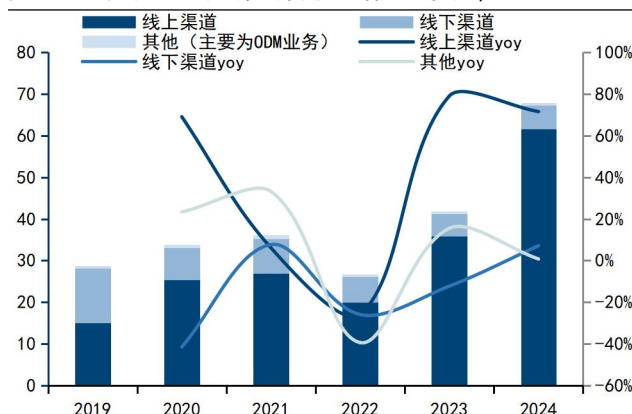
分渠道：线上渠道收入占比持续攀升，2019 年为 52.4%，2020-2022 年维持在 75% 左右，2024 年提升至 90.5%；其中线上自营 2022-2024 年 CAGR 为 124%，2024 年占比高达 78.2%。这一增长主要受益于公司自 2023 年起加码布局抖音等电商平台，2024 年韩束抖音 GMV 超 67 亿元，蝉联抖音美妆类目 TOP1，同时持续优化淘系、京东、快速等多平台布局。

图11：公司营收按渠道拆分（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：公司线上、线下渠道营收及增速（亿元，%）

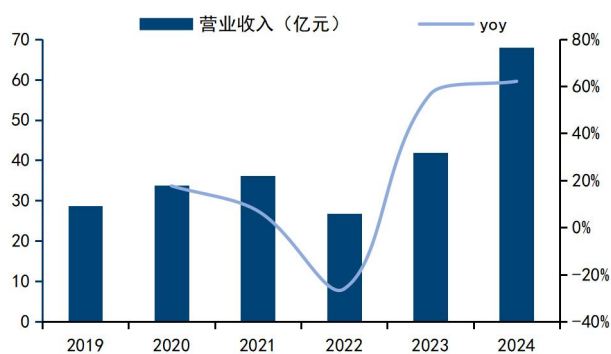


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司财务数据：业绩稳健增长，主品牌优势显著

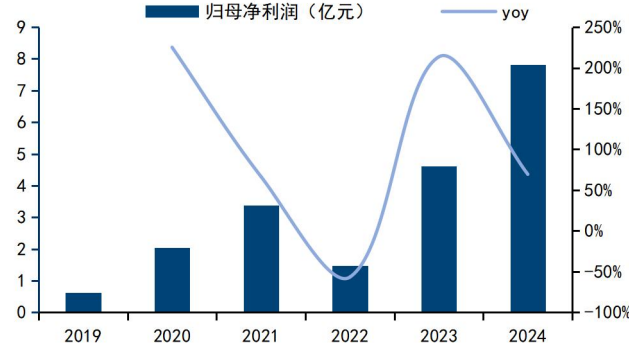
公司业绩波动明显，呈现 V 型反转态势。正如前文复盘所述，公司 2022 年以前收入与净利润保持稳健增长，2022 年受疫情冲击及公司调整期业绩短期承压，2023 年依托抖音渠道迎来爆发式增长，归母净利润同比大增 213.45%。2024 年实现收入 67.9 亿元，22-24 年 CAGR 为 59%；归母净利润 7.8 亿元，22-24 年 CAGR 为 130%。

图13：公司营收及其增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14：公司归母净利润及其增速（亿元、%）

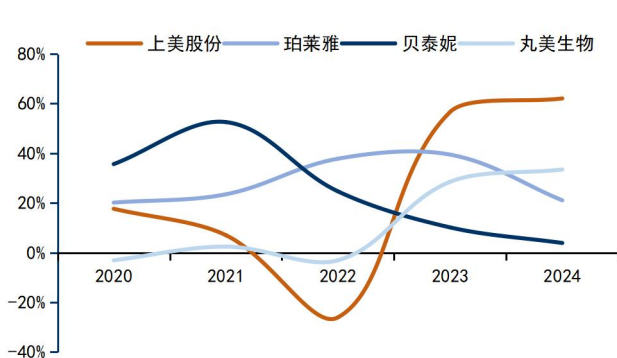


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 同业对比：营收快速增长，盈利能力稳步提升

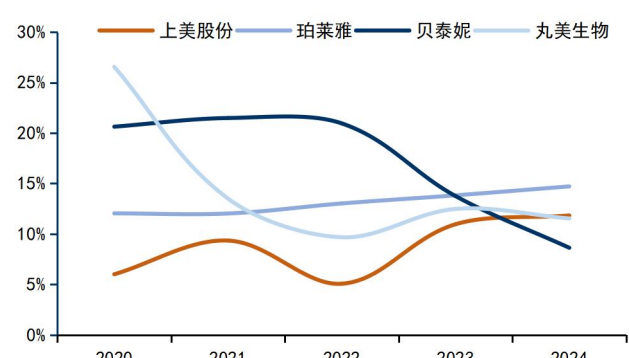
从收入水平来看，依托于 2023 年公司抢先布局抖音渠道，并在抖音渠道实现快速发展，因此近两年公司整体收入增速高于同业，并带动公司整体营收 24 年实现约 68 亿，仅次于珀莱雅。从盈利能力来看，随着公司渠道调整完成，同时聚焦红蛮腰套装系列，毛利率持续提升，目前已经高于可比公司，但同时考虑到公司抖音渠道占比较高，销售费用率亦较高，因此净利率处于同业中等水平。

图15：可比公司营收增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

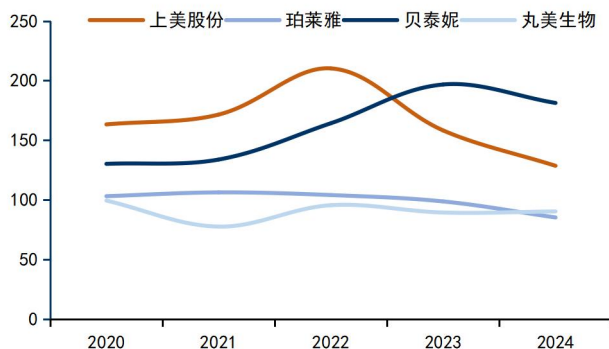
图16：可比公司净利率水平



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

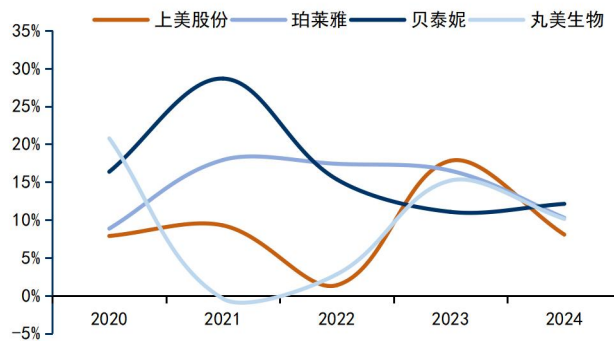
从营运能力来看，公司存货周转天数较高，预计系公司一季度为销售旺季，公司年底提前备货，而这个时间点和与其他公司的销售峰值时期存在差异，导致公司存货周转天数高于其他公司，从现金流来看，目前公司处于行业正常水平。

图17: 可比公司存货周转天数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 可比公司经营性现金流净额/营业收入



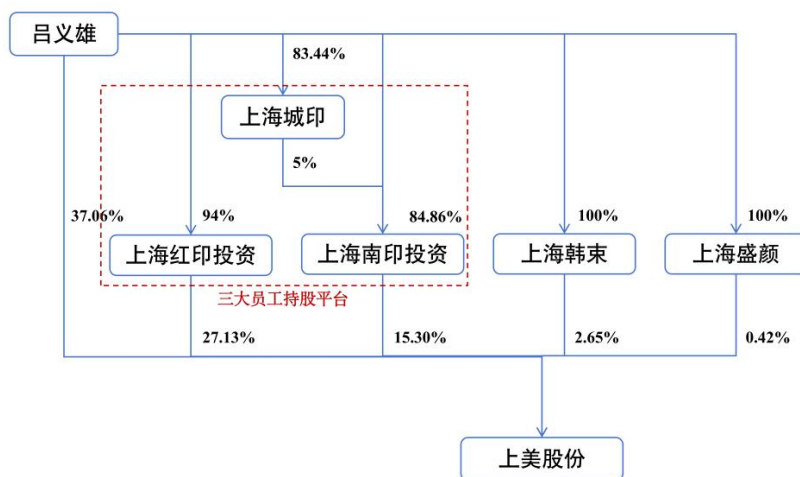
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构: 创始人控股集中, 员工持股绑定核心团队

公司股权结构高度集中, 创始人吕义雄直接持股 37.06%, 通过红印投资、南印投资、上海韩束、上海盛颜等平台间接持股 42.48%, 合计持股比例高达 79.54%。吕总自 1999 年于西安从事化妆品批发零售业务以来, 持续多年深耕美妆行业, 具备深厚行业运营经验积累。

公司通过员工持股平台实现核心团队利益绑定。公司 2016 年起成立员工持股计划, 红印投资、南印投资、上海诚印三大平台覆盖管理层及骨干员工, 其中罗燕于红印投资持股 1.67%、首席财务官冯一峰于南印投资持股 1.77%、一叶子品牌核心负责人宋洋于南印投资持股 1.77%等均通过持股平台持有公司股份, 形成“创始人主导+管理层跟投”利益共同体。

图19: 公司股权结构



资料来源: 企查查、公司公告、国信证券经济研究所整理

行业现状：弱 β 强 α ，唯有平台化保障持续性

行业概况：美妆市场整体弱复苏，行业增速低于消费大盘

据欧睿数据，美护行业增速在 2017-2019 年保持双位数高增长，受疫情影响 2020-2022 年整体增速放缓，2023 年之后回归 5%左右的平稳增长阶段，2023 年国内市场规模达 5480 亿元，后续预计仍维持以 5%左右的低速增长。

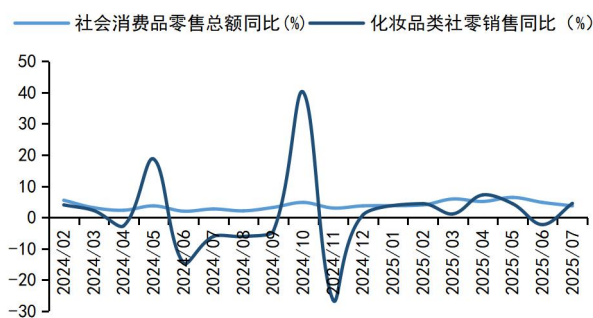
从今年来看，受到宏观经济疲软以及行业竞争加剧的影响，美护行业 2025 年整体行业增速表现较为平淡。从社零数据来看，2025 年 1-6 月社零化妆品销售额 2290.8 亿元，同比增长 2.9%，低于社零总额 1-6 月的 5%增速。

图20：我国美护行业整体市场规模及增速



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图21：限额以上社零化妆品销售总额增速（%）



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

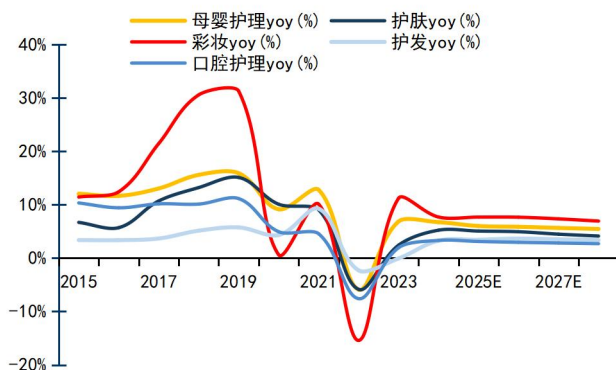
从细分品类看，据欧睿数据，护肤品类销售额自 2009 年起占美护行业整体便超 50%，2023 年占比达 53%，但增速平稳。而彩妆、口腔护理、母婴护理、护发品类分别占比 11%/9%/6%/12%。2023-2028 年彩妆与母婴护理增速相对领先，CAGR 预计达 7.5%/5.9%。趋势上看，近两年虽有波动，但整体也呈现趋于稳定的态势。

图22：我国美护市场规模按细分品类划分



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图23：细分品类市场规模同比增速

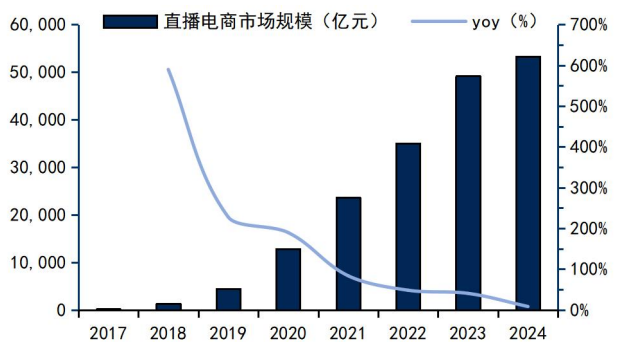


资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

我们认为，行业自 2023 年以来从此前的高速增长进入平缓期，既有外部环境因素的影响，同时也是商业发展的必然。2018 年开始的行业快速扩容，实质上是社媒电商红利爆发下，助力了美妆品类实现渗透率的快速提升。美妆以其时尚性、内容性、高复购，低客单的特点，完美匹配了新媒体种草模式，而内容电商也依托其高效的转化和广范的传播，帮助美妆实现了消费人群扩容。

但在近年来，内容电商也已步入存量竞争期。数据显示，直播电商行业规模从 2017 年的 196 亿元爆发式增长至 2023 年的 4.9 万亿元，CAGR 高达 151%，渗透率从 0.3% 快速提升至 31.9%。但 2024 年规模增速明显放缓至 8.3%，渗透率扩展达 34.3%，标志着行业由规模扩张转向高质量发展阶段。以韩束为代表的国货品牌成功抓住直播电商红利，通过达播实现品牌曝光后，快速建立自播体系，目前自营占比超 60%；其直播间爆品 299 元的红蛮腰套装更是成为 2024 年护肤套装品类 TOP1。未来，随着流量红利减弱，直播电商将更注重内容专业化与渠道协同。

图24: 直播电商市场规模及增速



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

图25: 直播电商渗透率及增速



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

竞争格局：美护行业品牌竞争依旧激烈

竞争格局来看，虽然在 2021 年化妆品新规，以及一级市场投融资热潮过后，部分依赖资本输血，且过度重视投流的新锐牌，阶段性被市场出清，但实际后期在抖音等内容渠道的崛起下，白牌依旧层出不穷。我们认为这与美妆品牌的属性有关，兼具时尚属性和快消属性的美妆行业，在面临一波又一波的消费理念变迁和渠道商业模式变迁下，品牌格局会迎来一轮又一轮的洗牌。因此从下文欧睿数据来看，我们始终没有看到市占率突破 5% 的单一品牌。

表2: 2021-2024 年抖音平台美妆类目品牌榜单

排名	2021	2022	2023	2024
1	后	雅诗兰黛	韩束	韩束
2	花西子	花西子	欧莱雅	珀莱雅
3	雅诗兰黛	后	珀莱雅	欧莱雅
4	欧诗漫	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	珀莱雅	欧莱雅	极萌	赫莲娜
6	韩束	SK-II	海蓝之谜	兰蔻
7	雪花秀	欧诗漫	兰蔻	海蓝之谜
8	SK-II	觅光	赫莲娜	谷雨
9	自然堂	海蓝之谜	花西子	自然堂
10	兰蔻	兰蔻	觅光	后
11	薇诺娜	雅萌	SK-II	可复美
12	庭秘密	肌先知	娇润泉	欧诗漫

资料来源：品观、国信证券经济研究所整理

近几年来看，据青眼发布的《2023 年中国化妆品年鉴》数据显示，2023 年国货美妆的年度销售额同比增长 9.96%，市场份额达到 50.4%，首次超过外资品牌。未来一段时间内，国货替代已经成为国内化妆品市场发展的主要叙述。

但我们需要知道的是，国货替代并不是必然的，而是每一个国货个体的努力而来的。新的年轻消费者并不会对国货品牌产生偏见，但也并不是非国货不买，核心还是在于国货品牌的差异化产品力和内容力在过去几年实现了显著的提升。

从具体品牌表现看，据欧睿数据，2023 年美护行业按全渠道零售额计，TOP12 中国产品牌共有 5 家。其中，珀莱雅、薇诺娜等本土品牌增速远超外资头部品牌。而这些品牌也均或是产品功效上，或是新原料上，具备了领先于国际品牌的产品力，才得以实现弯道超车。也因此，国货品牌在未来若要继续实现持续成长，仍需要持续推动产品的创新，并不存在一劳永逸的产品红利。这也进一步拔高了品牌的经营能力门槛。

表3: 2018-2023 年中国美护行业 top12 市占率竞争格局 (%)

品牌	公司	2018	2019	2020	2021	2022	2023
巴黎欧莱雅	欧莱雅化妆品集团公司	3.6	3.6	3.9	3.9	4.2	4.3
兰蔻	欧莱雅化妆品集团公司	2.1	2.7	3.2	3.5	3.8	3.8
雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	1.7	2.1	2.6	2.8	2.7	2.4
珀莱雅	珀莱雅化妆品股份有限公司	0.6	0.7	0.8	0.9	1.3	1.7
Olay	宝洁公司	1.8	1.9	1.8	1.7	1.9	1.7
百雀羚	上海百雀羚日用化学有限公司	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9	1.6
自然堂	上海自然堂集团有限公司	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6
迪奥	LVMH 集团	1.4	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5
海飞丝	宝洁公司	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
海蓝之谜	雅诗兰黛集团	0.4	0.7	1.0	1.2	1.2	1.4
薇诺娜	贝泰妮生物科技集团股份有限公司	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3	1.4
云南白药	云南白药集团股份有限公司	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
top12 中国产品牌市占率		6.2	6.5	6.6	6.7	7.2	7.5

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

走出恶劣格局与行业放缓的突破口：平台化的运营能力

因此，虽然在充分竞争的市场领域，国内日化企业在早期均通过采取差异化的策略实现突围，但如前文所分析的，美妆企业的成长难点往往不在于短期快速上量爆发，而在于能否在极为恶劣的竞争环境，以及层出不穷的产品概念和渠道商业模式下，在一轮又一轮的行业洗牌中，始终屹立潮头，保持持续成长。

在这样的背景下，公司某种程度上需要做的是搭建一个资源平台，这一平台上的每个品牌面对一个细分市场，品牌经理核心精力放在其目标消费者需求的研究和把握之上，同时内部的市场化机制形成了一个评价和资源配置体系。这种平台具有极强的可复制能力，进入不同的细分市场，推出不同的品牌和产品系列。我们在过去的研究分析中也看到，曾经的上海家化与珀莱雅均是通过平台化体系的构建，实现较长一段时间内的穿越行业周期的增长：

➤ 上海家化：品牌事业部责任制，打造多品牌矩阵

早年的上海家化就是依靠这一套体系，成功进入了以清凉为主诉求的花露水和个人清洁用品领域（六神）、中草药护肤品（佰草集）、基础功能护肤品（美加净）、男士护肤（高夫）、家居护理用品（家安）等多个细分市场领域。

当时，上海家化的葛董事长是这个资源平台的缔造者，虽然未必熟悉每个细分市场的情况，而是品牌经理负责各个细分市场和各个品牌，这种资源平台下，具体的运作尽可能地摆脱了对于领导人个人的依赖性。

表4: 家化旗下多品牌布局极为完善

品牌	品牌定位	品类	品牌成立时间
六神	主打中草药配方的花露水、沐浴露、香皂、洗手液、大众个护品牌 粉系列、宝宝系列、随身系列、洗发露系列在内的各类个人护理产品		1990 年
佰草集	中高端中草药配方护肤品牌	中草药面部皮肤护理品牌	1998 年
汤美星（收购）	中高端婴幼儿喂哺品牌	婴幼儿喂哺用具	2017 年
美加净	大众中低端护肤品品牌	面霜、手霜等护肤品	1962 年
高夫	大众护肤品品牌	男士护肤品、洗发沐浴、香氛	1992 年
玉泽	大众功能性护肤品品牌	修护皮肤屏障的皮肤学级护肤品牌	2002 年
家安	大众家居清洁护理品牌	家居护理类，包括织物清洁、家电除菌、厨房清洁和卫浴清洁	1993 年
启初	大众婴幼儿皮肤护理品牌	婴幼儿面霜、身体乳，沐浴露、洗发露等	2013 年
片仔癀	中高端口腔护理品牌	牙膏等口腔护理品类	2015 年
双妹	高端美妆品牌	目前以护肤品为主	1898 年

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 珀莱雅：高效机制实现多品类多品牌迭代成长

通过向国际巨头学习和改造，2018 年以后的珀莱雅内部逐步构筑了以品牌经理为核心、以消费者需求研究为出发点，以及一整套相配合的内部支持体系。

- 1) 敏锐且经验丰富的领导层。上市之初构建的“铁三角”管理层。董事长、CEO、常务副总分工明确，且从业经验丰富，具备敏锐抓住每波市场红利的能力。
- 2) 高效运行的事业部制：放权事业部，并在集团内构筑了一整套相配合的内部支持体系。在实操推品中会构建网格化的有效提升执行效率，对市场变化快速反应。
- 3) 合理充分的激励机制：底薪+奖金+股权的薪酬体系，上市不久就启动股权激励对重点团队中层以上干部基本覆盖，充分有效的绑定了公司核心骨干利益。

图26: 珀莱雅的主品牌实现多产品线迭代增长



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

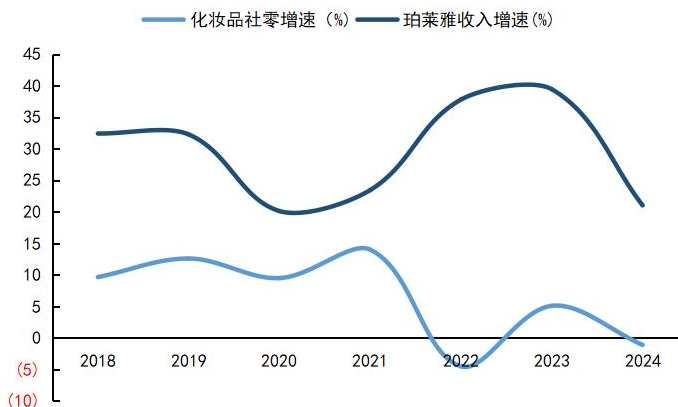
图27: 珀莱雅的多品牌迭代增长



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

在这套机制之上，公司基于消费形势的变化，以及自身的发展不断汰换组织架构，并在过程中也吸引来了如前研发总监蒋丽刚，前 CMO 叶伟等核心人才，也为后期“早 C 晚 A”系列大单品的打造打下了基础。并最终在产品的持续创新，以及多品牌持续迭代下，公司业绩实现了持续稳定的高增，特别是在 22 年后的行业下行期仍逆势表现优异。

图28: 珀莱雅收入 2018 年以来显著跑赢行业整体水平



资料来源：国家统计局、公司公告、国信证券经济研究所整理

总结来看，我们认为平台是有溢价的。以消费者为核心，而且有成熟的体系来保证，因此国内日化企业平台在规模上尚不能与国际日化巨头相比，但内在的逻辑和路径是类似的，这种平台之上的强大的可复制能力，是未来成长的最强大动力。海外的平台类公司也证明了这一点。

公司分析：主品牌全品类，多品牌精定位

底层能力：机制的包容性，研发的深入性，渠道的多元性

如前文所述，我们认为长期来看，只有具备平台化能力的企业，才能在不断迭代变化的美妆行业中实现持久增长。而目前来看，上美股份已经初步打造出了这样的组织力，并在具体经营端，如渠道、研发等方面，实现了可复用的底层能力。

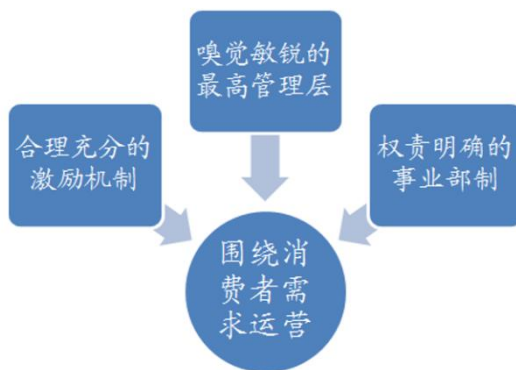
1) 组织管理：平台化机制，广泛吸纳行业人才实现品牌与品类的共创

首先，经验丰富的最高管理层：以吕总为核心的公司最高管理层，不仅经历了中国美妆行业从无到有的全历程，也在具体经营企业的过程中，有过辉煌也经历过低谷，有着完整的品牌全生命周期的运营经验。因此，在当前作出企业未来发展决策的过程中，考虑问题的全面性与可行性均有一定保障。

其次，充分授权共创发展：从我们的多年企业管理层观察来看，一把手的丰富经验和能力，对于企业长期发展的价值，不完全在于亲力亲为，更在于用之以精准识别适合的人才和利用声望笼络优秀的人才。公司在 25 年中报交流中就明确表示，上美 CEO 的主要任务在于制定公司未来 3-10 年的中长期发展战略，确定重点推进的业务单元，而在具体的执行过程中将充分授权于合适的人才。

此外，积极的激励机制和梯队建设：找到合适的人才只是第一步，而充分的激励机制，才能留下并最大化激发人才的能力，并在此基础上搭建出一套可持续的人才建设梯队，降低对个人的依赖。目前来看，如前文所述，公司在上市前就已经进行了股权上的激励，并且基本的薪酬体系，也是市场中具备极强的竞争力。这些都为公司实现企业从个性化到共性化的发展打下了坚实的基础。

图29：平台化顶层设计决定日化企业能走多远



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

2) 科研赋能：塑造差异化产品力，为持续推新打下坚实基础

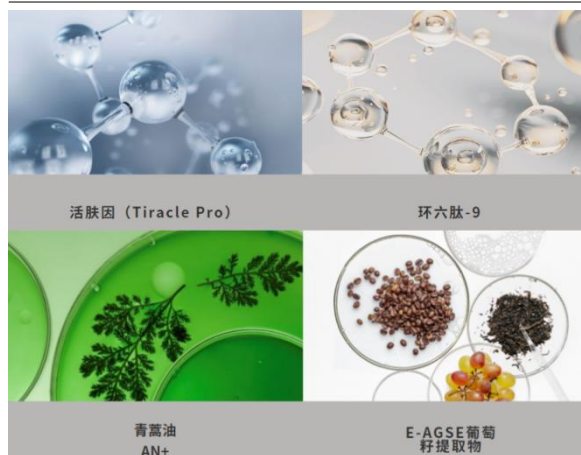
自 2023 年以来化妆品公司均极为重视研发，在越发内卷的市场下，其意义有二：一是在营销端用研发的高度带动品牌的高度，二是，在快节奏的产品推新中提供持续的成果转化。因此好的美妆研发需要同时具备独家性和应用性。

从上美的实践来看：公司较早的搭建起了全球双科研实验室和供应链体系。公司在早期就确定了以科研塑造产品力。在 2024 年公司开始全面升级科研 3.0 战略，通过“1+N”的产学研平台，形成科学、市场的双驱动体系，2024 年公司新申请专利 76 项。同时在今年 9 月，全球多肽护肤“教父”Karl Lintner 博士正式签约

上美集团，出任新设立的“上美科学委员会首席科学顾问”。

一方面，不断强化独家专研原料和成分的开发。去年公司自研的环六肽-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。在近期的欧洲皮肤学会上，携青蒿油 AN+敏感肌解决方案和 X 肽抗技术两大科研成果，成为首个且唯一参会的中国美妆企业。并在科学传播上，韩束与李佳琦合作《成分中国-弯道竞速》短片强化“肽类成分科研”认知，与电商主播朱旺旺合作参与新华网《寻真实验室》对韩束 X 肽超频霜的真人实测，产品功效验证得到支持。

图30：公司近年来基础科研成果



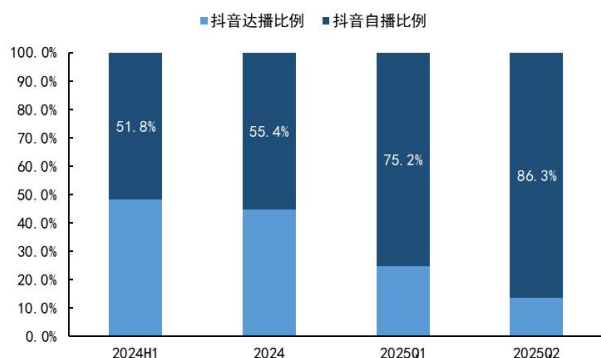
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

另一方面，公司研发成果向产品的推新升级转化也较为突出。前文中公司推出的 X 肽系列持续升级，从而更新了 X 肽系列产品线。2024 年上市添加有专研双菌双酵成分活肤因的活肤水，体现品牌在抗衰领域的强劲研发力，进一步深化了韩束创新自研的产品力与品牌形象。

3) 渠道：公司已经建立一套敏锐洞察流量趋势的方法论

顺应行业变化，寻找渠道突破口。2014-2023 年美妆行业的线上渠道年复合增速为 20%，占比由 15.8%攀升至 43.6%。而从平台来看，主要为抖音平台近年来表现较强势。据久谦数据，2022-2024 年抖音平台分别实现增速 234.9%/54.5%/27.4%，凭借内容电商领先优势持续领跑全渠道。并从市场份额来看，2025Q1 占比提升至 33.1%。而上美股份旗下的韩束快速抓住这一渠道红利，2023 年就借由短剧的风口，通过内容植入实现精准种草，并在后续通过高效的商业转化实现营收突破。公司在 2023-2024 年抖音平台榜单蝉联第一，2025 年前八个月也实现断层第一。

图31：韩束抖音自播及达播占比变化



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

图32：上美的抖音渠道发展紧扣行业趋势

2025年1-6月持续霸榜，实现断层式领先

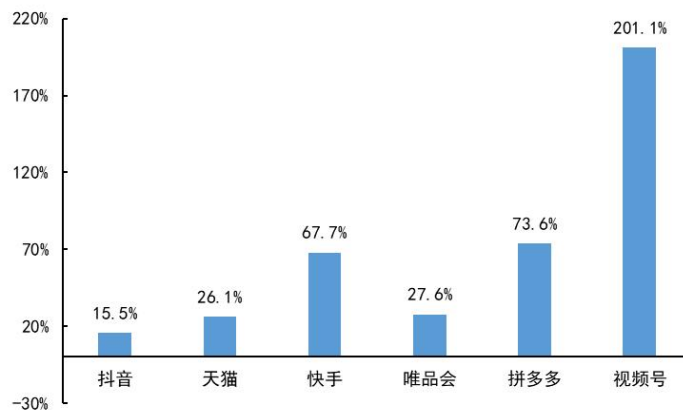
月份	品牌	总GMV (亿)
2025年1-6月	KANS 韩束	36.3
	第二名	17.4
2025年1月	KANS 韩束	5.9
	第二名	2.3
2025年2月	KANS 韩束	5.0
	第二名	2.7
2025年3月	KANS 韩束	5.5
	第二名	3.2
2025年4月	KANS 韩束	5.4
	第二名	2.1
2025年5月	KANS 韩束	7.1
	第二名	4.6
2025年6月	KANS 韩束	7.4
	第二名	3.3

资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

公司较早的敏锐把握了新渠道红利。在内容电商领域，搭建了达播+自播的销售策略，形成高效转化链路。并根据抖音平台规则的变化，以及自身发展的需求，灵活调整布局。如去年下半年开始，公司逐步降低达播占比，提升盈利能力更佳但对品牌运营要求更高的自播渠道，从而在维持了在抖音渠道领先优势的同时，实现盈利水平的优化。

此外，在抖音等内容平台突破的同时，公司也利用符合自身优势的方法论，布局货架电商，积极推动“内容天猫抖音化”，在天猫平台分品类、分团队、分职能全面布局，有效承接了抖音流量的外溢，进而实现较好增长。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%。

图33：公司2025H1分平台增速情况



资料来源：公司公告、久谦咨询、天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

主品牌：基于韩束品牌势能下的品类扩容。

主品牌韩束是公司23年实现经营突破的核心抓手，在之后也一直都是公司业绩的压舱石。目前韩束在多个平台实现领先地位，品牌势能持续强化。但随着品牌营收规模的持续扩大，如何持续发展突破天花板，则需要借助已有的品牌势能，不断迭代核心产品系列，并适时切入符合其发展定位的细分品类赛道。

➤ 成果一：定位跃升：从套组到大单品，客单价与人群的扩圈

强化套盒品类优势，实现品牌破圈

随着消费者对美妆产品功效协同及一站式护肤需求的增长，近年来护肤套装成为国货呈现产品质价比的重要载体。2024 年，淘天、抖音等主流电商平台的护肤、洗护发、彩妆、香水、口腔护理五大品类的套盒总销售额达 874.42 亿。

韩束品牌也在 23 年借助这一趋势，依托“红蛮腰”“白蛮腰”系列套装，跻身护肤品类礼盒销售 top1，并借此推动品牌整体破圈。并在之后，持续对红蛮腰等核心单品进行迭代升级，如 24 年将自研抗衰成分环六肽-9（2024 年 4 月通过备案）应用于红蛮腰 2.0 系列，实现抗皱紧致功效升级。

图34：2024 年主要线上平台美妆套盒销售情况

品类	2024年销售额（亿元）	销售额同比
美容护肤	764	2.26%
洗发护发	68.6	15.32%
彩妆	36.14	-14.23%
香水	3.51	-50.25%
口腔护理	2.17	-1.70%
总计	874.42	1.91%

资料来源：FBeauty、国信证券经济研究所整理

图35：2024 年抖音美妆礼盒分类销售情况

品类	TOP5 品牌
美容护肤	韩束
	珀莱雅
	欧莱雅
	后
	自然堂
彩妆	圣罗兰
	花知晓
	三薰玉
	花西子
	华伦天奴
洗发护发	8+minutes
	赫系
	高缇娜
	天淑
	欧莱雅

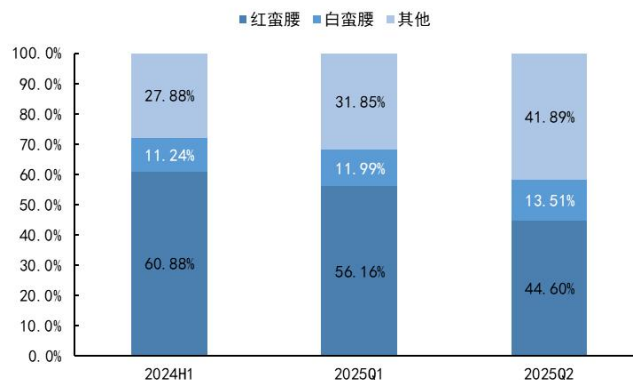
资料来源：FBeauty、国信证券经济研究所整理

进阶大单品：扩大价格覆盖面及用户粘性

在套盒破圈的基础上，公司 24 年进一步推出由环六肽-9、2.8k 胶原肽与神经肽组成的 X 肽复合体，搭载于 X 肽面霜抢占中高端市场。逐步打造核心大单品系列。而 X 肽面霜在 2024 年天猫双 11 期间爆卖 12.5 万件，销售额超 4000 万，跻身天猫面霜新品榜 Top2，2025 年 618 该系列销售破亿。

通过产品线的持续扩容和升级，公司不仅逐步降低了对单一产品线的依赖，同时也实现护肤品类的进一量价齐升。

图36：韩束品牌核心产品比例情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 成果二：品类扩容—从护肤到全品类的覆盖

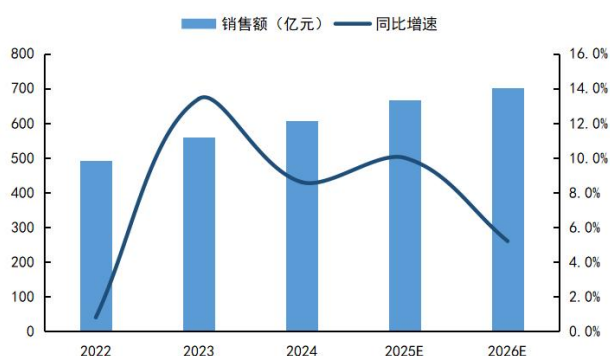
在护肤这一核心品类之外，韩束品牌也积极向洗护、个护、男士及彩妆等品类扩散布局，在加强和延长品牌生命周期的基础上，实现多元增长曲线的拉动。

1) 韩束洗护及个护

今年以来，个护板块国产替代趋势明显，并呈现快速爆发之势。个护行业电商渗透率仍相对较低，原因在于传统个护龙头如国际大型企业宝洁、联合利华等缺乏产品创新升级，导致缺乏与当前新媒体电商所匹配的具备强内容属性的新品，同时较低的产品售价也无法为品牌提供能够覆盖高昂电商成本的毛利水平。

而这些特征对于美妆龙头来说，恰恰可以充分利用自身优势进行布局切入：一方面，本身美妆品类近年来产品概念迭出，这些功效、成分和使用理念，均可以较好的沿用至个护品类；另一方面，在产品创新的基础上，美妆企业的成熟线上运营经验，也可以用以将这些创新产品进行内容化的包装，切入杠杆效应较高的内容平台，以实现份额的快速获取。且从远期来看，如下图所示，洗护的市场规模容量大，也为国货提供更大的规模成长空间。

图37：洗发护发市场规模变化



资料来源：艺恩咨询、国信证券经济研究所整理

图38：2024年抖音美妆礼盒分类销售情况



资料来源：FBeauty、国信证券经济研究所整理

目前，韩束品牌已经在洗护和个护领域取得一定知名度和声量。2025年上半年公司在扎实的研发基础上，密集推出了相关新品，如控油蓬松洗发水、焕白紧致身体精华液等。并借助公司现有成熟的抖音渠道能力，实现快速起盘，且目前均已在各自细分品类中登顶抖音榜单第一。

未来公司预计将在核心单品的势能破圈下，通过持续的产品推新，以及多元化渠道推广，进一步强化在洗护及个护品类下的产品心智。

2) 韩束男士及彩妆：进一步扩大人群并覆盖消费需求

韩束男士：积极布局增量赛道，快速登顶平台销售

中国男士护肤市场正处爆发期，据头豹研究院数据，2024年中国男士护肤品市场规模突破170亿元，同比增长17%，增速高于整体美妆个护市场的平均水平，预计2029年市场规模将达到292亿元。

韩束男士产品，主要瞄准男性消费“精简流程+功效优先”的核心诉求，以“专业男士护肤”为定位，推出三大精准产品线，品牌目前已经稳居抖音男士品类第1。2025年上半年，根据蝉妈妈数据，韩束品牌下的韩束男士升级2.0控油紧致多效精华，以“100万+”的半年销量和“1亿+”的销售额陈伟品类第1。产品主打“双肽保

湿提亮”功效，并凭借“总裁特批破价”“冲百亿专场”等营销策略实现高效获客。

图39: 2025H1 韩束男士核心产品销售排名抖音前列

排行	商品	半年销量	半年销售额	近1年销量	30天转化率
1	[总裁特批破价]韩束男士升级2.0控油紧致多效精华双肽保湿提亮	100w+	1亿+	100w+	0%~5%
2	[许华升推荐]左颜右色美白洁面奶洁面控油持证祛斑亮肤黄黑皮肤	75w~100w	2500w~5000w	75w~100w	0%~5%
3	[许华升推荐]左颜右色美白洁面奶洁面控油持证祛斑亮肤黄黑皮肤	25w~50w	1000w~2500w	25w~50w	25%~30%
4	[品牌保障]润肤后黄氏霜国货面霜保湿补水养肤中干黄皮改善肌肤	25w~50w	2500w~5000w	100w+	0%~5%
5	[“油王”去油同款]欧豪代言海洋至尊控油三棱洁面去黑头洗面奶	25w~50w	2500w~5000w	50w~75w	5%~10%

资料来源：蝉妈妈、国信证券经济研究所整理

图40: 韩束彩妆“红运”系列



资料来源：公司品牌公众号、国信证券经济研究所整理

韩束彩妆：借原有研发优势快速切入，布局核心人群多元需求

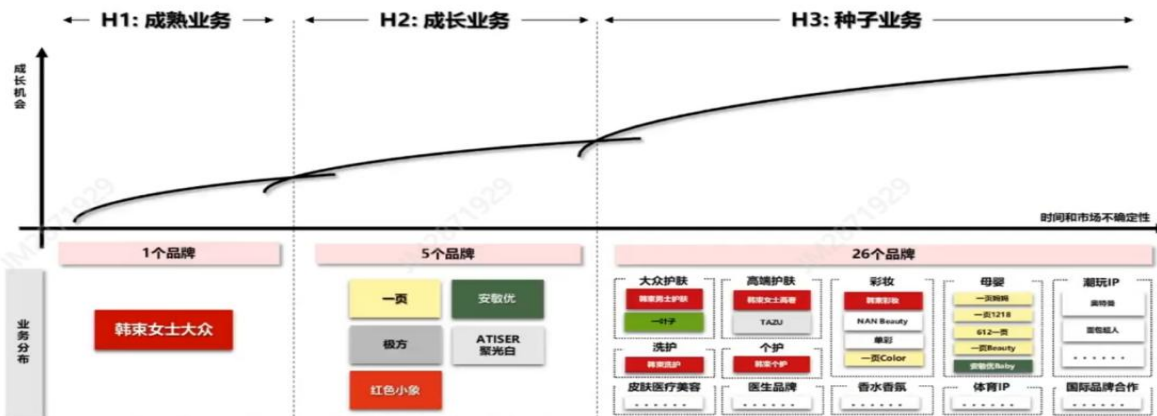
彩妆市场虽然在整体行业增长已在近年有所放缓，但整体仍是仅次于护肤及洗护的第三大细分赛道，同时由于其产品时尚度较高，客单价较低的特点，更加适配于内容电商渠道，产品的爆发力也极强，也是目前各大护肤品牌着力布局的细分板块。但由于护肤品牌的产品特点，很多品牌在布局过程中，主要通过标准化程度较高的“底妆”赛道选择切入。

韩束品牌今年则陆续上线了红运气垫、红运粉饼、红运粉底液等系列产品，其中气垫定价 235 元、粉饼定价 139 元，仍主要围绕品牌核心的中端市场，产品本身突出专为亚洲肤质设计，且包装外观辨识度较高。而除此之外，公司年初也相继备案了眉笔、蜜粉饼等多款新品，未来进一步丰富其彩妆产品线。

多品牌精定位：针对性布局多品牌，切入细分高粘性人群

在主品牌的持续稳定增长之外，公司利用核心运营能力的复用，逐步孵化打造了多品牌矩阵，以更加全面的布局美妆全品类，并丰富不同定位下的客群选择，实现真正的集团化发展。

图41: 公司目前品牌矩阵



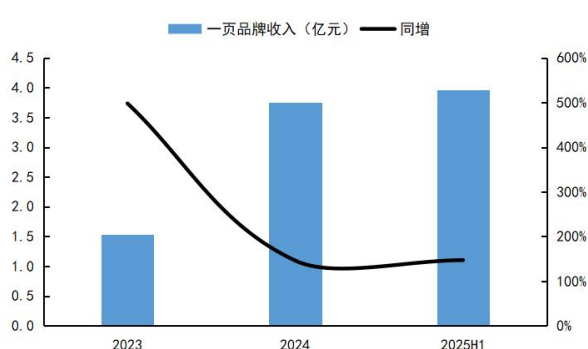
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 中高端母婴品牌一页已然起势

公司此前已依托红色小象布局婴童赛道，但主要定位中低端市场。而此前中高端母婴产品在我国市场较为空白，因此公司牵头章子怡（用户需求洞察）+崔玉涛（临床经验）+黄虎（科学家）组成核心团队，基于 10 万+儿童皮肤临床数据开发专利成分 Omega-Pro 屏障因子，实现“用户痛点-临床验证-科学配方”闭环。

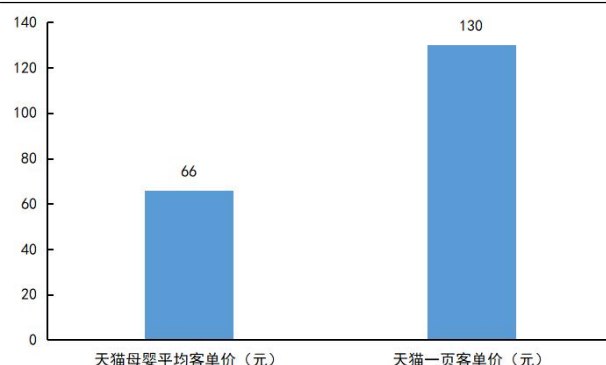
从结果来看，2024 年一页 newpage 营收 3.76 亿元，同比增长 146.3%。今年 618 期间一页 newpage 在京东、抖音、天猫三大主流电商渠道均斩获三位数的强劲增长。天猫平台开卖 3.5 小时就超去年整个 618，销售额同比增长 106%，斩获天猫婴童护肤行业 TOP2 和天猫婴童洗护行业 TOP3；在抖音平台销售额同比增长 190%，成为抖音婴童洗护行业 TOP5；京东平台销售额同比增长 158%，荣登京东婴童洗护竞速榜 TOP3。

图42：一页品牌收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图43：一页品牌客单价情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

母婴护理市场高端化供需错配，发展空间大。从供求段来看，均价 90 元以上的母婴护理品牌较少，中高端价格带供给不足。而在消费者需求端，对“成分安全、无刺激”的关注度位居首位，其次是功效、气味，价格、折扣等因素仅排在第 6、7 位，这种“重品质轻价格”的消费升级为中高端价格带品牌提供了发展机遇。在此背景下，一页以“医研共创”专注敏感肌护理定位切入，既能契合消费者对安全成分的核心诉求，又可抢占百元以上价格带的空白市场。

图44：母婴品牌价格带划分

价格区间	品牌	均价（元）
0-49r	皮皮狗母婴	19
	青蛙王子	28
	润本	32
	郁美净	35
	强生婴儿	35
50-89r	贝德美	49
	戴可思	50
	兔头妈妈	51
	启初	59
	红色小象	63
	贝亲	70
	白贝壳	77
90r以上	艾维诺	92
	海龟爸爸	93
	薇诺娜宝贝	99
	一页	109

资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

图45：中国母婴人群购买母婴产品时关注因素

关注度排名	因素
1	成分安全性
2	温和和无刺激
3	功效效果
4	味道清淡/无味道
5	品牌知名度
6	价格
7	是否有折扣促销
8	品牌属地
9	容量
10	产品包装可爱/颜值高

资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

➤ 洗护品牌：极方专注于中高端固发防脱市场

在洗护领域公司已有多个布局，在原有品牌韩束、一叶子洗护外，也通过极方，“2032”等品牌的差异化布局，完善了品类创新矩阵，构建了中高端与大众市场的洗护产品矩阵。

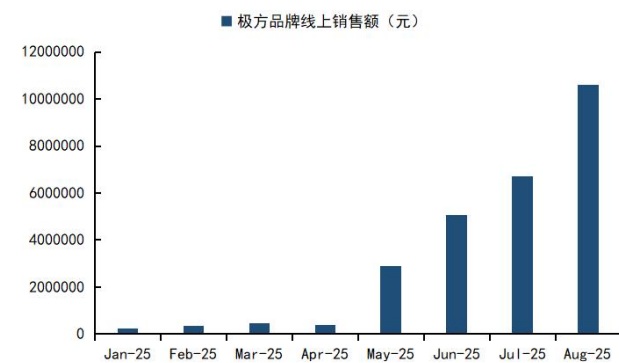
相较于主打清洁、保湿、柔顺等基础功能的产品，更多当下的年轻人对防脱、固发乃至个性产品，有着较大需求。极方正是通过专注于“腺苷提取”技术，解决头皮屏障问题，精准切入“功能型洗护”和“固韧养发”细分市场。

图46: 产品介绍



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图47: 极方品牌今年以来线上销售情况



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

在配方上，极方的核心成分腺苷赋活精华 Scalrecle™，在新发和现有毛发的生长中起重要作用，实现强韧发丝，固韧发根。正是基于“固发”这一核心功效，极方专研推出多款产品—主打水润固韧，适合干枯分叉发质的水润 100 系列；主打修护固韧，适合染烫受损发质的修护 200 系列；主打净油固韧，适合发根出油、细软扁塌发质的净油 300 系列；主打头皮不稳、稀疏脆弱发质的赋活 400 系列等。

并且，极方和国际顶级调香师携手，为每一款产品调配了专属香调，赋予产品在功效以外的疗愈和减压等情绪价值功能。

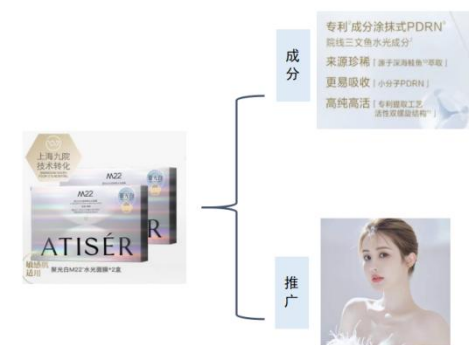
目前来看，极方品牌在今年取得了良好开局，2025 年 7 月在抖音平台的自播 GMV 达到 1000 万元以上，环比 6 月的 800 万元稳步提升。

➤ 功效护肤：聚光白&安敏优

聚光白 ATISER：是公司于 2025 年 7 月推出的新品牌，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 这一当前快速出圈的美妆新成分，具有焕亮、紧致等功效。25 年 7 月在抖音韦雪直播间首播，根据蝉妈妈数据，当月销售 GMV 超 600 万，8 月更是实现快速破圈，GMV 达到 5000 万以上，表现亮眼。

聚光白的快速破圈，一定程度更是体现了公司平台化的品牌孵化能力。公司在品牌推广过程中，一是敏锐的捕捉到了消费者今年开始的对于美妆新原料 PDRN 的关注度，在研发生产环节快速反应出品；二是，精准的选择了与客群匹配度较高的 KOL 带货，两者充分体现了公司研发生产和渠道营销两端的超强灵活布局能力，和这些能力在平台化机制下的持续复用能力。

图48: 聚光白品牌特点



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图49: 安敏优主要产品围绕核心成分青蒿油开发



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

安敏优品牌: 主要针对当前需求持续提升的敏感肌赛道，品牌所属的上海昆药生物科技有限公司，由上美股份控股，和昆药集团共同成立，依托昆药集团的专业研发技术背书，以中国修护成分「青蒿油 AN+」为产品配方核心，实现「科研共创」产品研发模式。

根据久谦最新数据，安敏优 8 月在天猫、京东极抖音三大线上平台的月销爬坡至新高，约 1700 万元，已初步实现品牌的破圈，未来有望围绕核心成分的持续产品推新，继续实现稳步成长。

➤ 彩妆: NANbeauty

NANbeauty: 2025 年 8 月品牌亮相，定位中高端专业彩妆，与知名化妆品春楠合作，同时引入前天猫美妆总经理古迈为品牌合伙人，首批底妆系列黑咖啡妆前精华/CP 遮瑕盘/新手粉霜/贴贴粉底液/智研蜜粉饼，预计 9 月将在抖音上线发售。这一品牌的布局目前虽处于早期，但是也体现了公司平台化机制下，对于找到适配人才的能力，和对行业内高端人才的吸引力。

盈利预测与投资建议

假设前提

收入端，我们分品牌进行分拆预测：

正如前文所述，公司主要从事美容日化大类产品销售，目前主要涉及美妆、婴童护理等细分赛道，并通过不同品牌进行产品矩阵的差异化布局。其中，公司主要依托韩束品牌进行美妆全品类覆盖，同时其他新品牌切入精细化细分赛道，高端婴童一页、敏感肌安敏优、防脱极方等，为公司中长期成长注入动能。2025H1 公司整体实现营收 41.08 亿/yoy+17.3%。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 85.28/104.06/122.39 亿，同比增长 25.5%/22.0%/17.6%，具体分品牌来看：

1) **韩束**：为公司目前主要收入来源，去年收入占比超 80%。目前公司主要依托韩束品牌作为公司业绩基本盘，在此前迅速增长的护肤套装的基础上，开始进行单品如 X 肽系列、次抛等单品布局，并切入至男士护肤、头发护理和身体护理等细分领域，目前在低基数下快速增长，有望为品牌长期发展带来新动力，上半年韩束品牌实现营收 33.44 亿/yoy+14.3%，预计 2025-2027 年整体实现收入 68.20/81.82/96.48 亿，同比增长 22.0%/20.0%/17.9%。

2) **一页**：公司精准切入中高端婴童护理类目，以“医研共创”模式为核心竞争力，以核心成分蛋黄油聚焦婴童敏感肌护理，推出安心霜、高保湿身体乳等明星产品。2025H1 一页实现营收 3.97 亿/yoy+146.5%，目前仍处于快速发展时期，预计 2025-2027 年整体实现收入 8.26/12.81/16.01 亿，同比增长 120.0%/55.0%/25.0%。

3) **一叶子**：目前品牌正处于战略转型期，目前正通过品牌升级和渠道调整逐步重塑市场定位，立志打造纯净美容的植物修护领先品牌，并通过代言人、IP 联名等吸引年轻消费者。2025H1 一叶子实现营收 0.89 亿/yoy-29.0%，预计后续品牌跌幅不断缩减，并保持稳定，预计 2025-2027 年整体实现收入 2.13/2.22/2.31 亿，同比增长-7.0%/4.0%/4.0%。

4) **红色小象**：作为专业母婴护理品牌，红色小象在行业整体竞争加剧下，整体业绩有所承压，但通过向“全龄功效护肤标杆”转型，在去年收入已实现企稳，2025H1 实现 1.59 亿/yoy-8.7%，未来有望维持品牌稳定发展，预计 2025-2027 年整体实现收入 3.95/4.16/4.35 亿，同比增长 5.0%/5.0%/5.0%。

5) **其他**：公司深耕美容个护大领域，并不断推出新品牌布局细分赛道，如敏感肌护肤品牌安敏优、防脱洗护品牌极方等，未来有望推出彩妆品牌、IP 联名婴童护理品牌等完善公司品牌矩阵，预计 2025-2027 年整体实现收入 2.74/3.06/3.25 亿，同比增长 24.0%/12.0%/6.0%。

表5: 盈利预测拆分

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	2874.3	3381.6	3618.9	2675.3	4190.7	6792.5	8,527.58	10,405.65	12,239.11
营收增速		17.6%	7.0%	-26.1%	56.6%	62.1%	25.5%	22.0%	17.6%
韩束	919.7	1,332.5	1,631.1	1,267.4	3,090.4	5,591.0	6,819.7	8,182.2	9,647.4
yoy		44.9%	22.4%	-22.3%	143.8%	80.9%	22.0%	20.0%	17.9%
占比	32.0%	39.4%	45.1%	47.4%	73.7%	82.3%	80.0%	78.6%	78.8%
一页				25.5	152.5	375.6	826.3	1,280.8	1,601.0
yoy					498.0%	146.3%	120.0%	55.0%	25.0%
占比				1.0%	3.6%	5.5%	9.7%	12.3%	13.1%
一叶子	1,050.7	1,007.4	830.7	529.9	356.5	229.3	213.2	221.8	230.7
yoy		-4.1%	-17.5%	-36.2%	-32.7%	-35.7%	-7.0%	4.0%	4.0%
占比	36.6%	29.8%	23.0%	19.8%	8.5%	3.4%	2.5%	2.1%	1.9%
红色小象	517.2	765.6	871.2	655.1	375.7	376.0	394.8	414.5	435.3
yoy		48.0%	13.8%	-24.8%	-42.6%	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
占比	18.0%	22.6%	24.1%	24.5%	9.0%	5.5%	4.6%	4.0%	3.6%
其他品牌	386.7	276.1	285.9	197.4	215.6	220.6	273.5	306.4	324.8
yoy		-28.6%	3.5%	-30.9%	9.2%	2.3%	24.0%	12.0%	6.0%
占比	13.5%	8.2%	7.9%	7.4%	5.1%	3.2%	3.2%	2.9%	2.7%

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润端预测: 驱动盈利水平提升

毛利率方面: 如上文所述, 公司通过在更高毛利渠道、更高毛利品类、更高毛利品牌的加速布局, 有望带动毛利率持续提升, 预计 2025-2027 年毛利率为 76.1%/76.6%/77.0%。

费用率方面: 随着公司线上渠道占比不断提升, 叠加公司加大线上营销投放, 预计未来公司销售费用率处于上行态势, 预计 2025-2027 年销售费用率为 58.2%/58.4%/58.5%; 而在规模效应下, 管理费用率有望稳定下降。

表6: 未来 3 年盈利预测表

单位 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4191	6793	8528	10406	12239
营业成本	1171	1683	2038	2435	2815
销售费用	2240	3947	4963	6077	7160
管理+研发费用	338	425	506	586	615
营业利润	559	927	1309	1640	2011
利润总额	559	927	1309	1640	2011
归属于母公司净利润	461	781	1107	1388	1702

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综上，根据以上假设预测，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 85.28/104.06/122.39 亿，同比增长 25.5%/22.0%/17.6%；实现归母净利润 11.07/13.88/17.02 亿元，分别同比增长 41.8%/25.3%/22.6%，EPS 为 2.78/3.49/4.27 元/股。

盈利预测的敏感性分析

由于公司业务种类较多，此处我们分析中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速和销售费用率。其中 2025-2027 年乐观场景下收入增速提升 2pct，销售费用率降低 0.5pct；悲观情况下收入增速降低 2pct，销售费用率提升 0.5pct，敏感性测试结果如下表所示：

表 7：盈利预测的敏感性分析

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4,191	6,793	8,663	10,745	12,853
(+/-%)	56.6%	62.1%	27.5%	24.0%	19.6%
归母净利润(百万元)	461	781	1158	1470	1827
(+/-%)	213.5%	69.4%	48.2%	26.9%	24.3%
每股收益(元)	1.16	1.96	2.91	3.69	4.59
中性预测					
营业收入(百万元)	4,191	6,793	8,528	10,406	12,239
(+/-%)	56.6%	62.1%	25.5%	22.0%	17.6%
归母净利润(百万元)	461	781	1107	1388	1702
(+/-%)	213.5%	69.4%	41.8%	25.3%	22.6%
每股收益(元)	1.16	1.96	2.78	3.49	4.27
悲观预测					
营业收入(百万元)	4,191	6,793	8,392	10,072	11,645
(+/-%)	56.6%	62.1%	23.5%	20.0%	15.6%
归母净利润(百万元)	461	781	1058	1309	1584
(+/-%)	213.5%	69.4%	35.4%	23.8%	21.0%
每股收益(元)	1.16	1.96	2.66	3.29	3.98

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：103.6–145.3 港元/股

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，公司依托自身敏锐捕捉渠道风口能力，和精细化运营能力，不断夯实主品牌韩束在抖音渠道的美容个护龙头地位，并不断辐射至线上全渠道，稳固业绩基本盘，并切入男士护肤、个护等其他品类，扩大韩束品牌的覆盖范围。同时利用其他品牌精准切入功能性细分赛道，构成完善的品牌矩阵。毛利率有望在渠道结构和产品结构改善下持续提升；销售费用率预计受渠道结构调整及推广宣传力度加强而有所上升，管理费用率预计随着规模效应的显现而稳步下行。

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	56.6%	62.1%	25.5%	22.0%	17.6%	15.0%	13.0%	12.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%
营业成本/营业收入	27.9%	24.8%	23.9%	23.4%	23.0%	22.0%	21.5%	21.0%	20.0%	19.5%	19.0%	18.0%
管理费用/营业收入	8.0%	6.2%	5.9%	5.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%
销售费用/销售收入	53.5%	58.1%	58.2%	58.4%	58.5%	59.0%	58.7%	58.6%	58.5%	58.4%	58.3%	58.2%
所得税税率	17.4%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用 0.98；无风险利率取 10 年期国债收益率 1.72%；股票风险溢价 6.20%；债务成本采用 4.90%，由此计算得出公司的 WACC 为 7.80%。

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	13.00%
无风险利率	1.72%	Ka	7.80%
股票风险溢价	6.20%	有杠杆 Beta	0.98
公司股价（人民币）	93.5	Ke	7.82%
发行在外股数	398	E/(D+E)	99.52%
股票市值(E)	37223	D/(D+E)	0.48%
债务总额(D)	178	WACC	7.80%
Kd	4.90%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设，注：股价采用 10 月 10 日收盘价，且为港元

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

		WACC 变化				
		6.8%	7.3%	7.80%	8.3%	8.8%
永续 增长 率变 化	3.0%	170.06	147.83	130.31	116.15	104.49
	2.5%	153.73	135.43	120.65	108.49	98.30
	2.0%	140.79	125.37	112.67	102.04	93.02
	1.5%	130.30	117.04	105.94	96.54	88.47
	1.0%	121.61	110.03	100.21	91.79	84.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析，并采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间为 96.54-135.43 元/股，中值为 112.67 元/股，折合港币合理估值区间为 103.6-145.3 港元/股，中值为 120.9 港元/股。

相对估值：101.5-107.4 港元/股

由于上美股份为国内美护行业细分龙头，同时涉足母婴护理、男士护肤、个护等领域，因此我们选取与公司主营业务类似的毛戈平、欧莱雅、丸美生物作为可比公司，其中 1) 毛戈平和公司行业地位具有类似性，均为国货美妆龙头；2) 欧莱雅为全球美妆龙头，涉及彩妆、护肤、个护等领域，和公司整体经营品类类似；3) 丸美生物作为国货化妆品龙头之一，近两年业绩增速表现与公司相当。

相关财务数据如下表所示：公司经过这两年快速发展，整体收入和利润体量高于毛戈平和丸美股份，但远小于全球美妆集团欧莱雅；从增速水平来看，由于公司精准把握渠道红利风口期，并利用自身运营优势进行扩大，带动业绩快速发展，增速远高于其他可比公司。

从盈利水平的角度来看，由于公司前几年处于转型快速发展期，线上自营占比快速提升带动毛利率和净利率上行，目前毛利率和净利率已超过丸美生物，但仍低于毛戈平，主要由于毛戈平的商业模式是通过线下体验式服务串联起品类连带形成高门店运营效率，区别于其他公司类型。

表10: 可比公司财务数据

		上美股份	毛戈平	欧莱雅	丸美生物
2022	营收（亿）	27.1	18.3	382.6	17.3
	yoy	-25%	16%	19%	-3%
	净利润（亿）	1.5	3.5	57.1	1.7
	yoy	-57%	6%	24%	-30%
	毛利率	63.5%	83.8%	72.4%	68.4%
2023	净利润率	5.1%	19.2%	14.9%	9.7%
	营收（亿）	42.1	28.9	411.8	22.3
	yoy	56%	58%	8%	29%
	净利润（亿）	4.6	6.6	61.8	2.6
	yoy	214%	88%	8%	49%
2024	毛利率	72.1%	84.8%	73.9%	70.7%
	净利润率	11.0%	23.0%	15.0%	12.5%
	营收（亿）	67.9	38.8	434.8	29.7
	yoy	62%	35%	5%	33%
	净利润（亿）	7.8	8.8	64.8	3.4
2024	yoy	69%	33%	4%	32%
	毛利率	75.2%	84.4%	74.2%	73.7%
	净利润率	11.8%	22.7%	14.9%	11.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：欧莱雅为欧元，上美股份、毛戈平和丸美生物为人民币

从可比公司估值情况来看，可比公司 2025-2027 年平均 PE 水平分别为 35/29/24

倍，我们给予公司 2025 年 PE 为 34-36x，对应市值为 404.0-427.8 亿港元，股价为 101.5-107.4 港元/股，中值为 104.5 港元/股。

表11: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
		2025/10/10	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
OR.PA	欧莱雅	369.65	12.66	12.83	13.89	14.80	29.44	28.81	26.62	24.98
1318.HK	毛戈平	99.55	2.18	2.43	3.15	3.99	29.31	40.97	31.60	24.95
603983.SH	丸美生物	38.76	0.85	1.08	1.37	1.71	37.87	35.89	28.29	22.67
	平均值						32.21	35.22	28.84	24.20

资料来源：彭博、wind、国信证券经济研究所整理，注：欧莱雅为欧元，毛戈平、丸美生物为人民币，毛戈平股价为港元，其中毛戈平、丸美生物采取 wind 一致预期，欧莱雅采取彭博一致预期

最终综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为 104.5-120.9 港元/股，对应 10 月 10 日收盘价有 11.7%-29.3%上行空间。

投资建议

整体来看，公司作为国货美妆龙头，依托机制包容性、研发深入性与渠道多元性的底层能力，一方面通过主品牌韩束以套盒破圈、全品类扩容巩固业绩基本盘，另一方面借助多品牌精准切入中高端母婴、防脱洗护等细分赛道贡献业绩增量。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 11.07/13.88/17.02 亿元，EPS 为 2.78/3.49/4.27 元/股。综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为 104.5-120.9 港元/股，对应 10 月 10 日收盘价有 11.7%-29.3%上行空间，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在104.5-120.9港元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、WACC的计算、TV的假定和可比公司估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值存在出现偏差的风险,具体来说:

可能对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

WACC对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为1.72%、风险溢价6.20%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年发生影响较大的不利变化,使得公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:选取了与公司主营业务类似或者行业地位类似的公司欧莱雅、毛戈平、丸美生物作为可比公司,具体选择了2025年平均PE做为相对估值的参考,最终给予公司2025年34-36倍PE估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年主品牌韩束能够持续稳健增长,假设前提是公司能够通过扩充细分品类带动品牌增长,如果新增品类销售不及预期,将使收入、利润被高估;
- ◆ 我们预计公司未来3年销售费用率呈现稍许提升态势,但如果整体线上流量成本愈发提升,同时公司持续加大费用投放,可能会导致销售费用率被低估;
- ◆ 我们预计公司未来3年公司毛利率持续提升,但如果公司推新不及时,或者新品不受市场欢迎导致销售不佳,可能会导致毛利率被高估。

经营风险

美妆个护行业景气度下行的风险。美容个护行业消费需求下降带来整个环境景气度下行,对公司相关业务造成不利影响。

渠道单一风险。目前公司主要依托抖音渠道进行快速发展,但如果后续抖音渠道自身出现一定风险,可能会对公司整体业绩造成影响。

新品推出不及预期风险。如果公司后续推出新品牌、新品类节奏放缓,或者推出的新产品不符合目前市场消费者需求,可能会对收入及毛利率均造成一定影响。

销售费用超预期扩大的风险。如果公司后续在品牌投放、产品宣发、渠道销售等方面加大力度,可能会带来销售费用率上行,可能对业绩产生负面影响;

利润率下降风险。后续如果公司不断通过和外部合作方式进行多品牌矩阵搭建,可能会导致归母净利润率下降。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	698	459	600	800	900	营业收入	4191	6793	8528	10406	12239
应收款项	653	1076	1285	1482	1677	营业成本	1171	1683	2038	2435	2815
存货净额	511	691	800	939	1072	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	2240	3947	4963	6077	7160
流动资产合计	2078	2471	2929	3515	4000	管理费用	338	425	506	586	615
固定资产	594	674	875	1088	1297	财务费用	(7)	0	3	8	10
无形资产及其他	79	63	60	57	54	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	201	272	272	272	272	资产减值及公允价值变动	0	0	20	30	30
长期股权投资	176	117	127	147	167	其他收入	111	190	271	310	342
资产总计	3129	3597	4263	5078	5789	营业利润	559	927	1309	1640	2011
短期借款及交易性金融负债	100	60	178	337	302	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	696	818	966	1132	1265	利润总额	559	927	1309	1640	2011
其他流动负债	255	464	550	667	776	所得税费用	98	124	170	213	261
流动负债合计	1051	1342	1694	2136	2343	少数股东损益	1	22	31	39	48
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	461	781	1107	1388	1702
其他长期负债	48	20	27	14	44						
长期负债合计	48	20	27	14	44	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1100	1362	1720	2149	2387	净利润	461	781	1107	1388	1702
少数股东权益	20	43	75	114	162	资产减值准备	0	0	4	0	1
股东权益	2009	2191	2468	2815	3240	折旧摊销	70	67	81	90	102
负债和股东权益总计	3129	3597	4263	5078	5789	公允价值变动损失	0	0	(20)	(30)	(30)
						财务费用	(7)	0	3	8	10
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	139	(372)	(74)	(66)	(53)
每股收益	1.16	1.96	2.78	3.49	4.27	其它	0	5	28	39	47
每股红利	0.95	1.50	2.09	2.61	3.21	经营活动现金流	670	481	1126	1421	1768
每股净资产	5.05	5.51	6.20	7.07	8.14	资本开支	0	(143)	(263)	(270)	(278)
ROIC	18%	35%	41%	44%	48%	其它投资现金流	(217)	(28)	0	(49)	(59)
ROE	23%	36%	45%	49%	53%	投资活动现金流	(382)	(112)	(273)	(339)	(357)
毛利率	72%	75%	76%	77%	77%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	12%	13%	13%	负债净变化	(60)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	12%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(377)	(596)	(831)	(1041)	(1276)
收入增长	57%	62%	26%	22%	18%	其它融资现金流	137	584	118	159	(35)
净利润增长率	213%	69%	42%	25%	23%	融资活动现金流	(738)	(608)	(713)	(882)	(1311)
资产负债率	36%	39%	42%	45%	44%	现金净变动	(450)	(238)	141	200	100
息率	1.0%	1.6%	2.2%	2.8%	3.4%	货币资金的期初余额	1148	698	459	600	800
P/E	75.2	44.4	31.3	25.0	20.4	货币资金的期末余额	698	459	600	800	900
P/B	17.3	15.8	14.1	12.3	10.7	企业自由现金流	573	190	632	892	1205
EV/EBITDA	75	48	35	28	23	权益自由现金流	650	773	748	1044	1162

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032