



# 上美股份 (02145.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 多品牌向上，长期主义尽善尽美

### 公司亮点

公司为我国美妆行业领先企业，旗下拥有在护肤、婴童护理、洗护等赛道的多品牌矩阵。公司以线上渠道为主，25H1 线上占比接近 93%，近两年主品牌韩束发力抖音渠道实现快速破圈，2024 年实现收入 55.91 亿元，同比增长 80.90%，占比超 82%，25H1 营收同增 14.3%至 33.44 亿元。新品牌如一页快速破圈，23/24 全年/25H1 增速分别为 498%/146%/147%。复盘公司发展的历程，我们认为公司多品牌拓展方法论与运动龙头安踏体育有几个主要相似之处：

- 1) 市场化主导。**公司旗下品牌定位精准，可以快速发掘消费者痛点，推出针对性产品的同时进行魄力营销，绑定顶流 IP，助力品牌快速破圈。主品牌韩束成功后将这一方法论推广到其他品牌。
- 2) 渠道精细化运营趋势。**随着内容电商成为化妆品消费的核心场景，公司以抖音为核心重构渠道战略，通过创新营销玩法与提升自播比例等精细化运营，实现收入与利润的双高增长。
- 3) 人才内部输血+合理引才。**公司通过自主培养+外部引才双轨并进的方式保障核心管理人才的稳健，同时通过人才妥善委任为旗下各品牌的差异化发展提供坚实保障。

### 投资逻辑

我们充分看好公司依托较为成熟的品牌运营方法论打造多品牌集团，我们按照护肤、婴童护理、洗护三大板块对公司中长期成长空间进行测算，预计韩束 3 年有望破百亿，多品牌快速增长：

**护肤业务：**近两年韩束依托抖音渠道爆发，市占率明显提升，2024 年韩束营收增长超 80%，25H1 受达播渠道收缩影响营收有所降速，但 Q3 线上 GMV 依旧强劲，根据久谦数据，2025 年 Q3 韩束 GMV 同比增长 50%。韩束大众、中高端产品线齐头并进，3 年维度营收有望破百亿，一叶子营收有望企稳加速。

**婴童护理业务：**一页品牌依托独特的“医研共创”模式正处于高速增长阶段，过去两年市占率快速提升，一页凭借高端定位和差异化代言人享有竞争优势，预计未来三年复合增速超 50%。红色小象自 2023 年转型中大童市场后仍在调整，预计营收增速先降后升。

**洗护业务：**有望诞生大品牌。1) 垂类赛道较多，定位清晰且善于建设消费者心智的品牌能够脱颖而出，公司极方、2032 等洗护品牌有望复刻韩束、一页等品牌的方法论。2) 公司切入功效防脱等增速更快的赛道，且行业集中度较高，有助于孵化大品牌。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 2.68/3.33/4.09 元，对应 26 年估值为 24 倍，考虑到公司多品牌增长势能强劲，我们认为无论是韩束未来的发展以及新品牌培育都具备较强的确定性，给予公司 2025 年 PE 30 倍估值，目标价 109.78 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

品牌拓展不及预期、营销费用对比同行偏高、未来业绩增长可能具有不可持续性。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：86.500 元

目标价 (港币)：109.78 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,191	6,793	8,626	10,710	13,163
营业收入增长率	56.64%	62.08%	26.99%	24.17%	22.90%
归母净利润(百万元)	461	781	1,068	1,326	1,630
归母净利润增长率	213.45%	69.42%	36.70%	24.17%	22.90%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.96	2.68	3.33	4.09
每股经营性现金流净额	1.87	1.37	2.48	3.24	4.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.95%	35.65%	41.92%	44.76%	46.80%
P/E	20.58	16.28	29.56	23.81	19.37
P/B	4.72	5.80	13.52	11.62	9.89

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、多品牌矩阵快速成长的国牌化妆品企业	4
1.1、公司多品牌矩阵快速成长	4
二、复盘安踏多品牌矩阵发展之路看上美未来发展方向	6
2.1、安踏成功密钥 1：品牌成功运营方法论的复制到优化	6
2.2、安踏成功密钥 2：渠道变革——先依托经销商起量，再收归直营提升运营精细度	13
2.3、安踏成功密钥 3：自主人才培养+全球引才双轨并进保障多品牌运行	15
三、盈利预测与投资建议	17
投资建议及估值	18
四、风险提示	19

## 图表目录

图表 1：公司近年营收和净利润整体保持快速增长（亿元）	4
图表 2：公司多品牌矩阵涵盖多重赛道和定位	4
图表 3：公司多品牌收入快速发展（亿元）	4
图表 4：韩束红蛮腰、X 肽、次抛等大单品	5
图表 5：韩束产品定位大众市场	5
图表 6：韩束主要用户群体为 18-35 岁年轻消费者	6
图表 7：韩束抖音渠道 GMV 保持高速增长	6
图表 8：安踏构建差异化多品牌矩阵	7
图表 9：安踏营销费用高于同业（%）	7
图表 10：FILA 门店数量快速增长（单位：家）	8
图表 11：FILA 充分挖掘细分市场	8
图表 12：红 BB 霜通过顶流节目冠名快速破圈	10
图表 13：公司营销费率领跑行业（%）	10
图表 14：抖音短剧+种草助力 GMV 大爆发	10
图表 15：婴童护肤赛道增速较快	11
图表 16：防脱洗护市场增长快速	11
图表 17：红色小象从大单品扩充到多元产品矩阵	12
图表 18：一页依托安心霜大单品起量扩展产品线	12
图表 19：红色小象挖掘用户痛点实现精准营销	13
图表 20：安踏 2013 年开启零售化转型	13
图表 21：安踏通过零售变革较早走出库存危机	14
图表 22：安踏 DTC 占比快速提升	14



图表 23: 公司经营质量大幅优化 ..... 15

图表 24: 2024 年公司人均薪酬领跑行业主要上市公司（万元） ..... 16

图表 25: 公司各品牌负责人充分赋能品牌发展 ..... 16

图表 26: 公司分品牌预测（亿元） ..... 17

图表 27: 公司财务数据预测表（亿元） ..... 18

图表 28: 可比公司估值比较（市盈率法） ..... 18



## 一、多品牌矩阵快速成长的国牌化妆品企业

### 1.1、公司多品牌矩阵快速成长

公司是我国领先的化妆品企业。公司成立于2004年，成功打造了大众护肤品牌韩束，并逐步扩充品牌矩阵实现对不同消费群体需求的覆盖，布局大众至高端价格带，形成了韩束+一叶子、红色小象、一页等国民品牌的“1+N”品牌矩阵。2024年，公司实现营收67.9亿元，同比增长62.1%，归母净利润7.8亿元，同比增长69.4%。25H1公司营收41.1亿元，同比增长17.3%，归母净利润5.2亿元，同比增长30.7%。

图表1：公司近年营收和净利润整体保持快速增长（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025H1
营业收入	36.19	26.75	41.91	67.93	41.08
yoy	7.01%	-26.08%	56.67%	62.09%	17.30%
归母净利润	3.39	1.47	4.61	7.81	5.24
yoy	66.18%	-56.64%	213.61%	69.41%	30.67%

来源：公司公告，国金证券研究所

主品牌韩束增长势能强劲，其他品牌提供多维成长引擎。主品牌韩束通过差异化价格与精准客群画像避开国际品牌主导的高端市场竞争，逐步建立国货大众护肤龙头地位。2024年韩束实现收入55.91亿元，同比增长80.90%，25H1韩束实现营收33.44亿元，同比增长14.25%；其他品牌依托“2+2+2”战略（即由2大护肤百亿超级品牌、2大母婴强势品牌，以及2大洗护超级品牌构建多元化的品牌矩阵，助力集团实现多领域协同发展。）快速发展，通过差异化定位与价格带覆盖满足多样化消费需求，形成多维度增长引擎，其中新品牌NEWPAGE一页增长势能强劲，24年实现营收3.76亿元，同比增长超146%，25H1延续强劲的增长趋势。

图表2：公司多品牌矩阵涵盖多重赛道和定位

	护肤	母婴护理	洗护	彩妆
高端	TAZU			
中高端	安敏优	一页	KYOCA	NAN beauty
大众	韩束、一叶子	红色小象、OU、面包超人	韩束洗护、一叶子洗护	韩束彩妆

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司多品牌收入快速发展（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025H1
韩束	16.31	12.67	30.90	55.91	33.44
yoy	22.36%	-22.32%	143.88%	80.94%	14.25%
占比	45.1%	47.4%	73.7%	82.3%	81.4%
一叶子	8.31	5.30	3.57	2.29	0.89
yoy	-17.48%	-36.22%	-32.64%	-35.85%	-28.80%
占比	23.0%	19.8%	8.5%	3.4%	2.2%
红色小象	8.71	6.55	3.76	3.76	1.59
yoy	13.71%	-24.80%	-42.60%	0.00%	-8.62%
占比	24.1%	24.5%	9.0%	5.5%	3.9%
一页	-	-	1.53	3.76	3.97
yoy	-	-	498%	145.75%	146.58%
占比	-	-	3.6%	5.5%	9.6%
其他品牌	2.86	2.23	2.16	2.21	1.19
yoy	3.62%	-22.03%	-3.14%	2.31%	3.48%
占比	7.8%	8.3%	5.2%	3.3%	2.9%

来源：公司公告，国金证券研究所



## 1.2、主品牌韩束：通过差异化竞争成长的大众护肤龙头

2024 年韩束品牌占比达到 82.3%。自 2003 年成立以来，韩束始终定位“大众护肤”，通过差异化价格与精准客群画像避开国际品牌主导的高端市场竞争，逐步成为国货大众护肤领先品牌。从行业地位看，2024 年韩束线上主要平台（淘天、抖音、快手、京东等）GMV 位列“国货美妆品牌第二”（仅次于珀莱雅），其中抖音渠道 GMV 达 54.8 亿元，同比增长 96.0%，2024 年 11 月-2025 年 10 月连续 12 个月蝉联抖音美妆类目 GMV 第一。韩束定位与核心特征可概括为以下四点：

**1) 核心功效定位：**从基础护理到科学抗衰。品牌初期以“补水保湿”为核心功效，推出 BB 霜、巨补水系列等基础护理产品；韩束定位“科学抗衰”护肤品牌，专注满足各年龄段亚洲女性的抗衰需求，持续深耕抗衰领域研究，凭借环六肽-9、Tiracle Pro 等研究成果与红蛮腰系列、X 肽面霜等功效型产品满足消费者抗皱、抗糖、紧致等进阶需求，实现从“基础护肤”到“科学抗衰”的心智升级。红蛮腰套盒为核心单品，2024 年全年累计销售 1400 万套；中高端单品快速起量，X 肽超频霜 2024 年双 11 销售额超 4000 万元，次抛系列（亮白棒、闪充棒等）贡献年轻客群增量，2025 年 H1 韩束男士升级 2.0 控油紧致多效精华成为上半年爆款之王，其销量在抖音男士护肤类产品中排名首位，品牌矩阵持续丰富。

图表4：韩束红蛮腰、X 肽、次抛等大单品



来源：公司官网，国金证券研究所

**2) 价格带定位：**高性价比大众市场，适配下沉需求。为避开国际品牌价格带，韩束在创立之初便锚定 200 元以下大众价格带，核心产品以“套盒+高赠品”模式强化性价比优势，例如含爽肤水、乳液、精华、面霜、洁面的明星产品红蛮腰套盒的全时段价格稳定在 299 元，并且大促期间额外赠送原装赠品，精准匹配下沉市场消费需求。

图表5：韩束产品定位大众市场

	功效	天猫官方旗舰店价格
红蛮腰礼盒	护肤（抗老、改善细纹）	299 元
白蛮腰礼盒	护肤（美白、补水）	249 元
X 肽眼霜 (25g)	塑扬眼阔、淡纹	119 元
377 亮白棒 (5 支)	美白	9.9 元
水乳面霜 (50g)	护肤（保湿、淡纹、紧致）	100 元

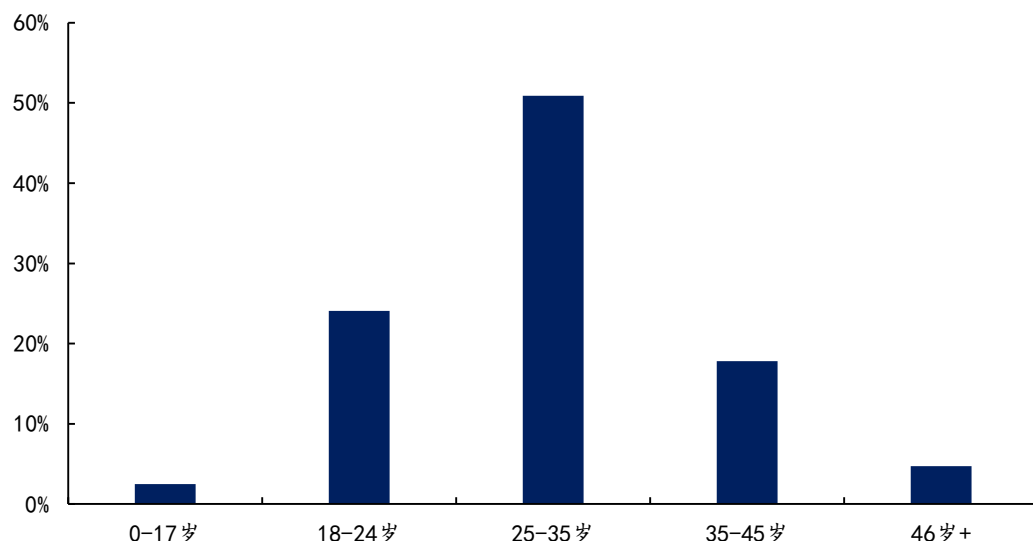
来源：公司官网，国金证券研究所

**3) 客群定位：**聚焦三四线城市，覆盖年轻与抗衰需求群体。韩束从三四线城市起家，通过专卖店、电视购物等渠道渗透下沉市场；抖音渠道崛起后，韩束进一步聚焦 18-35 岁价格敏感的三四线城市女性，用户画像中 18-35 岁消费者占比 74.95%，这一部分群体是美妆消费市场的主力人群，其中 25-35 岁消费者占比超 50%，这一部分群体对抗衰有需求，契合“科学抗衰”的品牌定位。此外，韩束在 2024 年推出男士护肤、彩妆系列产品，逐步拓展客群边界，覆盖男性与年轻彩妆用户。





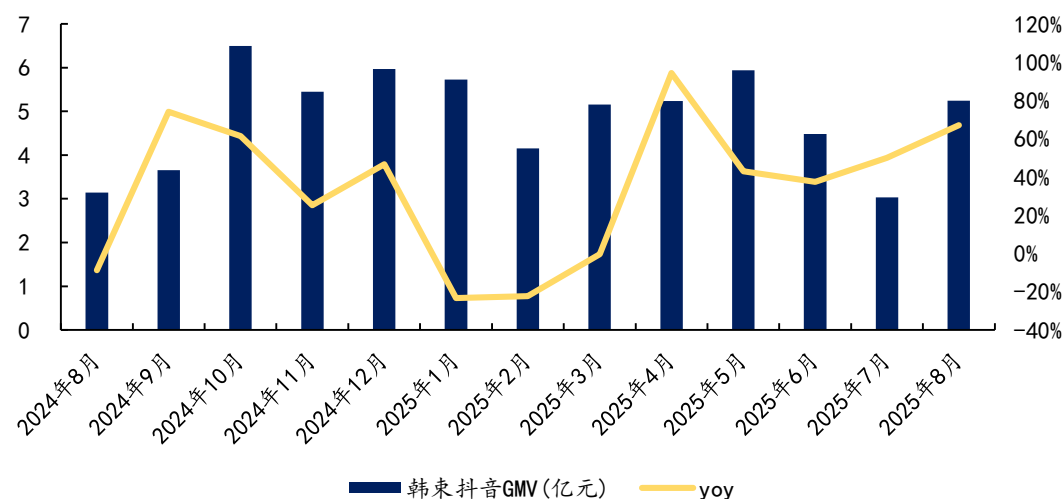
图表6：韩束主要用户群体为 18-35 岁年轻消费者



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

**4) 渠道定位：**韩束以线上渠道为主，2024 年公司线上渠道营收 61.50 亿元，占比超 90%，公司 2023 年开始以抖音为核心渠道，根据久谦数据，2024 年公司抖音 GMV 达 54.82 亿元，同比增长 96%，排名美妆板块 TOP1；2024 年 11 月-2025 年 10 月韩束连续 12 个月抖音渠道 GMV 均位列行业 TOP1。线下方面，2024 年，韩束在上海虹桥、北京南站、杭州东站高铁站的提货点开业，打造线上引爆+线下提货全新商业模式，一站式解决消费者出差、旅行、送礼的化妆品需求，追求线上线下均衡发展，2024 年公司线下渠道营收 5.78 亿元，占比 8.5%。

图表7：韩束抖音渠道 GMV 保持高速增长



来源：久谦，国金证券研究所

## 二、复盘安踏多品牌矩阵发展之路看上美未来发展方向

我们复盘安踏体育多品牌运营成功经验，认为公司和安踏体育在多品牌拓展思路、渠道开拓、人才培养方面有相似之处，我们看好公司多品牌复刻安踏体育的发展道路。

### 2.1、安踏成功秘诀 1：品牌成功运营方法论的复制到优化

**核心结论：**我们认为在竞争较为激烈的运动、化妆品等赛道品牌初期的定位、品牌力的建设等因素至关重要，关系到品牌初期面临市场竞争的激烈程度以及品牌心智的建设速度，安踏体育多品牌建设以市场为导向，在充分发挥自身优势的同时管理层兼具较大的魄力，安踏体育的成功可以归因为：



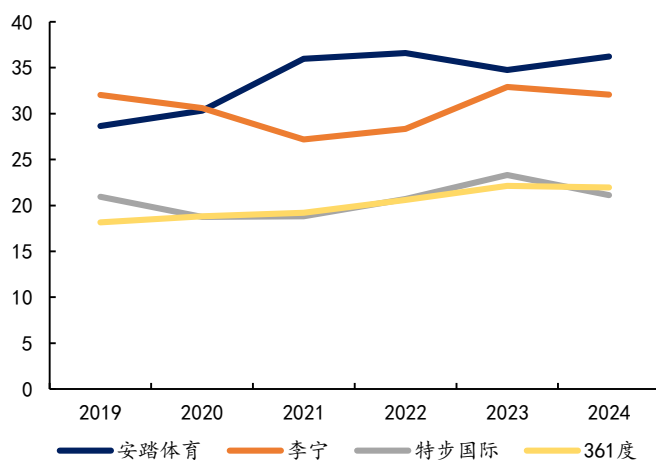
- 差异化定位（从安踏主品牌选择大众市场避开中高端竞争，到 FILA2009 年锚定市场竞争格局更好的中高端运动时尚等）。
- 魄力营销宣传（安踏主品牌抓住央视、奥运等核心渠道赛事，以及重金签约孔令辉进行宣传。）
- 品牌力建立后拓展多品类/子品牌。

安踏的大众定位源于创始人丁世忠对早期中国市场的洞察。1990 年代初，晋江鞋品质较优但缺乏品牌，售价仅为国际知名品牌的约五分之一。在 1994 年创立后，安踏初期以代工为主，1997 年金融危机促使公司转向内销，并选择与国际大牌差异化的高性价比战略。安踏主品牌定位大众赛道取得快速发展主要由于：1) 通过自建鞋底厂控制成本，产品较国际品牌具备明显成本优势。2) 互联网时代之前流量渠道较为集中，安踏重金签下孔令辉并赞助央视广告，凭借“我选择我喜欢”的营销口号迅速打开知名度。2000-2009 年我国运动行业快速发展，公司在获得一定品牌知名度后通过快速铺渠道扩大规模，2009 年末公司门店数量达 6591 家，实现营收 58.75 亿元。

图表8：安踏构建差异化多品牌矩阵



图表9：安踏营销费用高于同业（%）



来源：安踏公告，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

## 2.1.1、安踏多品牌发展道路：从大众定位主品牌拓展到多元中高端品牌再反哺主品牌

### 第一阶段：从大众品牌拓展中高端品牌（FILA）

为突破主品牌的大众定位天花板并覆盖全消费层级，安踏在 2009 年启动多品牌战略，收购了当时年亏损超 3900 万港元、仅 50 家店的 FILA 中国业务，并通过本土化运营将其重塑为高端运动时尚品牌，成为体育史上最为成功的收购案例之一，大众市场定位的安踏是如何运营好高端定位的 FILA 的？

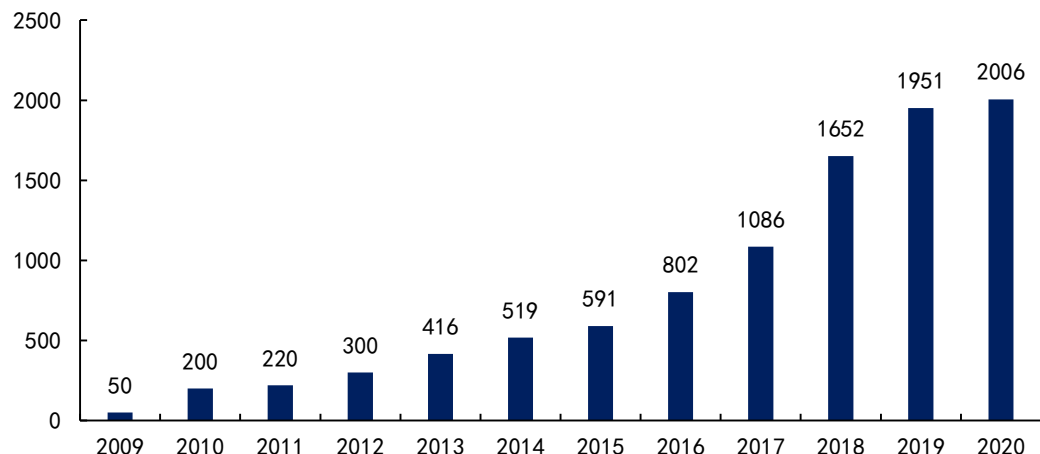
1) 品牌定位：精准锚定运动时尚，避开国际巨头锋芒。安踏延续了自身发展过程中与国际巨头差异竞争的思路，收购 FILA 后准确看到了运动时尚领域的机遇，叠加 FILA 品牌诞生于百年前的意大利，具有时尚基因，因此 2011 年安踏举办“百年 FILA 时尚回归活动”，正式确立高端运动时尚品牌定位，得以同 Nike、Adidas 等国际品牌进行错位竞争。

2) 渠道扩展：借助主品牌渠道帮助 FILA 快速复制，直营掌控品牌力。FILA 经过三年时间从经销商手中收回几乎所有的门店，率先在行业内采用 DTC 模式，其优势在于。①便于品牌对市场消费趋势进行快速反应，尤其是对定位时尚潮流的 FILA 非常重要。②实现了线上与线下的库存统一管理，消除了渠道之间的利益冲突。③公司对于 FILA 品牌终端门店在店铺形象、销售服务等方面统一管控，强化品牌高端定位。

渠道数量方面，安踏主品牌利用自身的商场资源带动 FILA，FILA 渠道数量从 2009 年的 50 家提升至 2020 年 2006 家。此外 FILA 可以借助安踏的谈判权与工厂洽谈小批量生产。在人才库、费用分担上有部分的协同效应。



图表10: FILA 门店数量快速增长 (单位: 家)



来源: 安踏公告, 国金证券研究所

3) 品类拓展: 品牌心智建立后进一步细分场景, 提升市占率。FILA 在原有消费客群的基础上进一步挖掘细分市场空间: 分别于 2015/2017 年推出 FILAKIDS/FILAFUSION 子品牌, 定位于 1—13 岁儿童/15—25 岁潮流人群; 此外, FILA 在守住时尚运动优势的基础上, 积极开拓专业运动市场。分别于 2018/2022 年推出 FILAATHLETICS/FILAGOLF 子品牌, 定位于 25—45 岁运动人群/30—45 岁高尔夫人群。发力时尚运动、中高端儿童、专业运动三大市场, 打造全场景全周期产品矩阵。

因此安踏和 FILA 在品牌定位上均较早地切入竞争相对没有那么激烈的赛道, 同时依靠精细化运营持续迭代, 提升市占率。

图表11: FILA 充分挖掘细分市场

FILA 品牌	定位
FILA	25-45 岁时尚人群
FILA FUSION	15-25 岁潮流人群
FILA KIDS	1-13 岁儿童
FILA ATHLETICS	25-45 岁运动人群
FILA GOLF	30-45 岁高尔夫人群

来源: 公司官网, 国金证券研究所

## 第二阶段: 两个品牌成功方法论带动品牌矩阵持续复制

在成功孵化 FILA 之后, 安踏已形成了可复制的品牌运营系统方法论。2016 年起, 安踏陆续收购迪桑特、可隆体育、狼爪等国际品牌, 并收购亚玛芬体育。安踏继续沿用之前的成功方法论:

- 1) 精准定位: 迪桑特/可隆精准锚定高收入、高学历、高消费意愿的“三高”人群, 填补耐克、始祖鸟等品牌之间的价格空白 (主力产品定价 2000-4000 元)。迪桑特避开大众运动市场, 专注滑雪、高尔夫、铁人三项等小众但高净值的运动领域, 可隆则定位“轻户外”, 兼顾户外爱好者和都市通勤穿搭需求。
- 2) 渠道拓展: 迪桑特/可隆均由安踏直营, 定位顶级商圈。渠道数量呈现先增长后稳定的趋势, 主要因为①迪桑特/可隆客群跟更高端, 公司更注重会员体系运营。②高端商圈有限, 公司更倾向做高店效而不是盲目开店影响品牌调性。
- 3) 品类拓展: 在产品端, 配合目标人群与地域的拓展, 迪桑特持续丰富产品矩阵, 并推出高尔夫子品牌。

## 第三阶段: 多品牌反哺主品牌, 助力主品牌调性再提升

安踏在培育多品牌矩阵的同时也积极将其他品牌的成功经验应用到主品牌中:

品牌宣传改进: 安踏主品牌在 2023 年迎来始祖鸟负责人的徐阳回归, 徐阳将其成功打造运动奢侈品牌始祖鸟的经验反哺主品牌改革。他提出“大众定位, 品牌向上”的发展战略,





核心是让大众行为的产品看起来不大众,也即顺应当前消费趋势做出品质性价比更高的产品,通过用顶尖的资源和技术赋能到大众市场,让安踏产生平替大牌的价值,从而获得大众市场最大的市场份额。

渠道改进:安踏通过ILA、迪桑特等品牌的运营感受到渠道精细化带来的益处,2020年,安踏启动DTC转型,将旗下3500家门店中的60%转为直营,40%由加盟商按统一标准运营,实现多品牌共享仓储物流与终端管理资源。同时2023年之后安踏开启渠道优化战略,强调“每开一家高效店关停十家低效店”,重组近万家门店并建立渠道分级运营体系(包括Arena、Palace、Elite、AES和AS非规店等)。安踏主品牌的改进使得品牌力又一次升级,从原来的大众市场客群进一步拓展至品质中产客群,并通过新业态如超级安踏、安踏冠军、SV等的拓展进一步带来增量。

## 2.1.2、上美股份:差异化定位建设品牌,以市场为导向抓住成长机遇

**核心结论:**我们认为上美股份和安踏体育相似的点在于都非常以市场为导向,品牌发展初期避开竞争最为激烈的赛道,如韩束、一页等品牌均选择了合适的赛道,并注重营销投放提升品牌知名度,选择消费者认可的产品和发展适合自身品牌的渠道,非常有魄力和眼光的抓住市场风口投入营销实现品牌破圈。

韩束品牌发展策略的本质是恰当品牌定位+捕捉渠道风口+适配产品的循环演进,从线下到线上、从传统电商到内容电商,构建了一套较为完善的方法论,并将这一经验复用:

### 1) 初创期:(2003-2009年):线下专卖店+韩流营销,完成原始积累

渠道策略:避开高线竞争,深耕三四线专卖店。在国际品牌聚焦一二线城市商超、百货渠道的背景下,韩束以“办事处模式”切入三四线城市的化妆品专卖店,在全国设立数十个办事处并通过价格优惠和自由定价激发渠道积极性,该策略奠定了下沉市场基础。

营销破圈:借势韩流,强化品牌认知。2003年韩国化妆品出口中国激增,韩束紧抓“韩流风口”,将品牌名“束”关联韩国束草市;2009年签约韩国女星崔智友代言“超能系列”,借助韩流明星影响力实现品牌破圈。

### 2) 扩张期(2010-2019年):发力流量渠道+高举高打营销,成为大众标杆

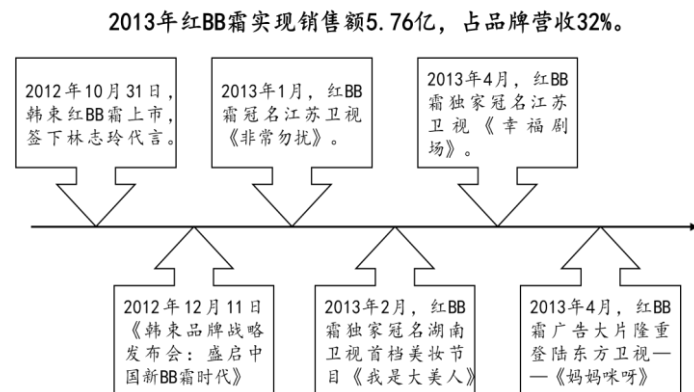
渠道迭代:建立全渠道体系。韩束对新兴流量渠道嗅觉敏锐,具备“早切入,快成长”的能力,从电视购物到传统电商再到微商,韩束证明了1)自身是一个非常市场化导向的品牌。2)在多渠道都有一套快速打造品牌力的方法论。这一阶段品牌构建了“线下代理+电视购物+电商+微商”全渠道体系。

- 2008年创始人吕义雄敏锐察觉电视购物风口,2009年正式切入该渠道,为契合电视购物短时间高转化的特点主推“套盒+高赠品”模式,2010年成为电视购物化妆品品类销售第一。
- 同期布局传统电商,2010年入驻淘宝,2014年跻身天猫双11化妆品榜单前十。
- 2014年微商兴起后成立微商事业部,曾创下单月销售额近3亿的业绩,一度被冠以“第一微商”的称号。

营销升级:综艺冠名+明星代言,放大品牌声量。创始人吕义雄曾表示“打广告,不一定能做成品牌,不打广告,很难做成品牌”,彰显了公司对于营销的重视和魄力,从公司与其他化妆品龙头的对比来看,营销费用率显著领跑。2013年后品牌开启“高举高打”营销,冠名《非诚勿扰》《快乐大本营》《蒙面歌王》等现象级综艺。同时2012年开始签约林志玲、郭采洁、鹿晗等流量明星,打造红BB霜、墨菊巨补水等大单品。营销高投入也带动公司大单品放量和品牌力提升,2013年红BB霜实现销售额5.76亿,占品牌营收32%,可见韩束在打造爆品方面有可复制的经验。

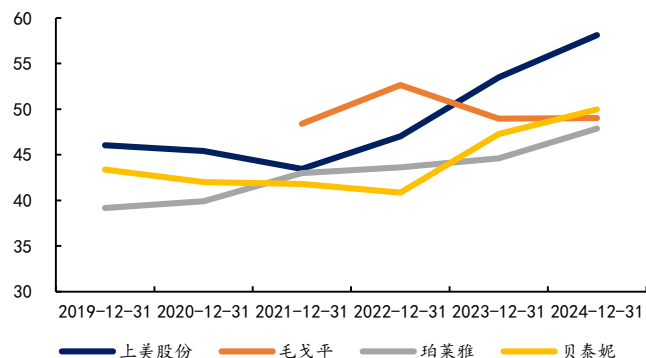


图表12：红BB霜通过顶流节目冠名快速破圈



来源：国金证券研究所

图表13：公司营销费率领跑行业（%）

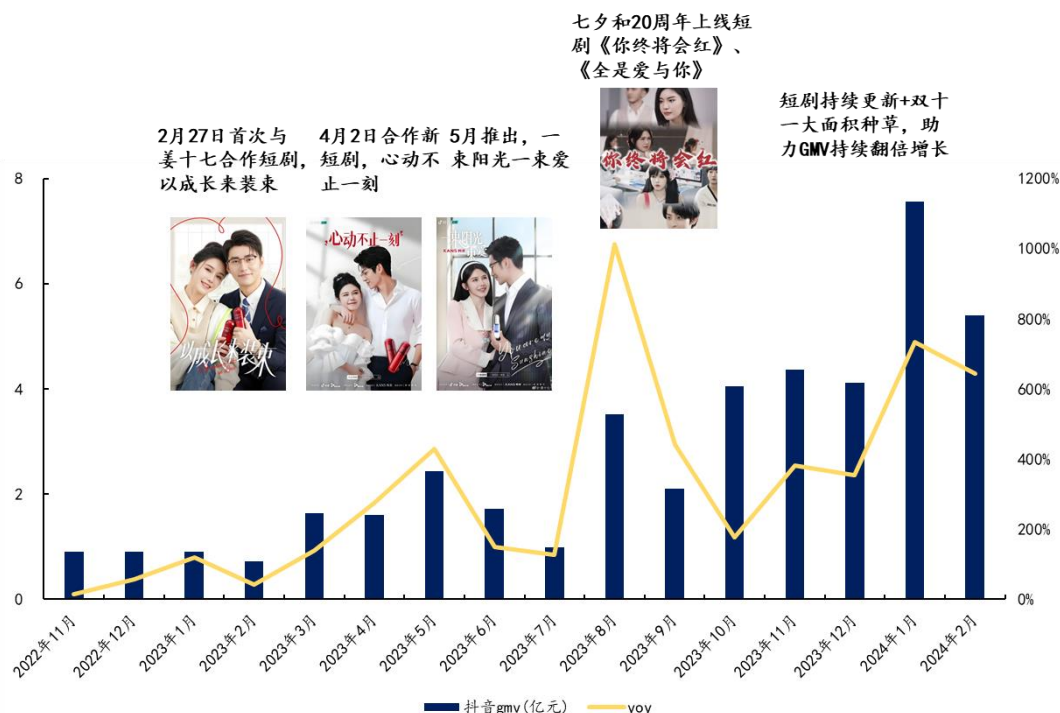


来源：ifind，国金证券研究所

### 爆发期（2020年至今）：押注抖音渠道，增长重回快车道

渠道迭代：押注抖音内容电商，方法论积淀助力再爆发。2022年管理层察觉抖音渠道潜力，确立“以抖音为核心阵地”策略，通过“短剧种草+直播转化”构建销售闭环。2023年与抖音达人姜十七合作定制多部短剧，累计播放量超70亿，剧名多带“束”与“红”，强化品牌心智，剧中软植入红蛮腰套盒，精准触达三四线城市客群。同时建立“一店一品”自播矩阵并采用“黄金五分钟”讲解战术，最终2023年抖音GMV达28.2亿元，同比增长270%，位列抖音美妆年度第一。

图表14：抖音短剧+种草助力GMV大爆发



来源：久谦，艺思营销智库，国金证券研究所

产品+渠道扩张：从大众套盒到中高端单品，从抖音到多平台延伸。2022年韩束围绕“抗衰”定位推出红蛮腰套盒，2024年销量破1400万套；2024年起韩束布局中高端市场，推出X肽面霜、闪充棒次抛等单品，多品类拓展进一步提升品牌增速；在建立抖音渠道优势后公司发力天猫、京东及线下CS渠道，实现“抖音为基、多渠道协同”的增长格局。

### 韩束到多元化品牌矩阵搭建：核心成功链路提炼，从韩束经验到集团方法论

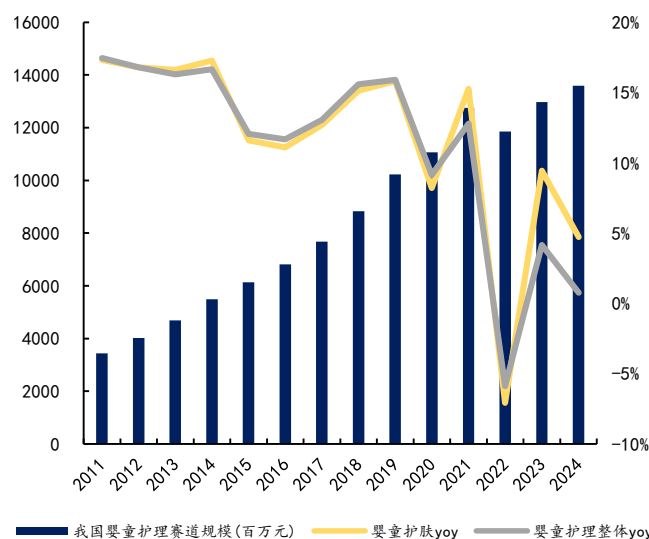
渠道、运营等优势复用到其他子品牌。主品牌韩束对新品牌的赋能，可对标安踏主品牌为FILA、迪桑特等高端品牌提供的渠道与运营支撑，核心为成熟经验复用与资源协同。韩束



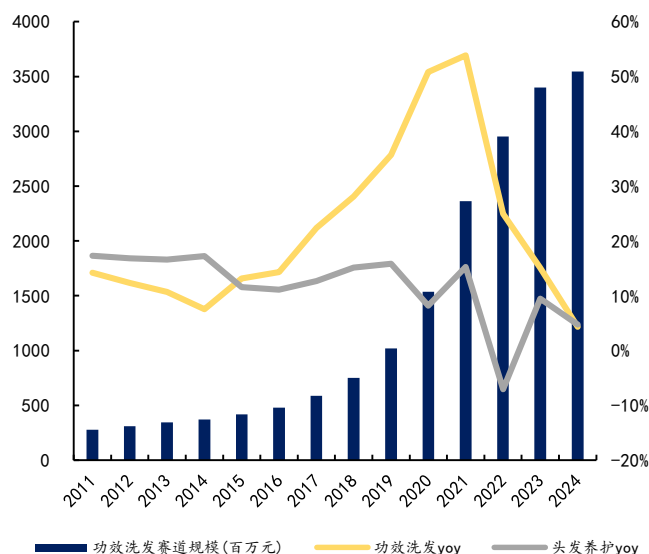
作为上美股份首个核心品牌，历经电视购物、传统电商、抖音直播等多轮渠道变革，积累了品牌赛道选择、全渠道运营、爆品打造、流量转化的丰富经验，这套打法可复用到子品牌。

**方法论 1) 赛道选择：抓细分趋势赛道，初期避免头部竞争。**韩束早期避开国际品牌主导的一二线高端市场，聚焦三四线大众护肤，2021 年抓住抗衰赛道实现再定位，避开红海补水市场。在扩张过程中，公司并非简单复制韩束模式，而是根据“品牌定位（大众/中高端/高端）、赛道属性（护肤/母婴/洗护）、人群特征（年轻/母婴/敏感肌）”调整打法，例如 15/19/21 年创立的红色小象/一页/极方均选择高增长、行业格局较好的细分赛道，婴童护肤/功效洗发增速均优于行业整体，2022 年，公司发现在校小学生（6 岁以上的儿童）相关产品拥有较高的景气度，而儿童市场却产品单一，亟需专业且具有针对性的产品填补空白，基于对市场机遇的捕捉，红色小象专研定制了“小学系列”产品，主打精准防御、高效护肤，充分体现了公司对市场痛点的敏锐性。

图表15：婴童护肤赛道增速较快



图表16：防脱洗护市场增长快速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

公司 2025 年推出“面包超人”IP 母婴护理品牌，借助 IP 自带的“亲子人群认知度”，快速切入母婴礼品市场；同时布局孕产、康复、护理等细分场景，与月子中心、孕产医院合作建立“专业护理”心智。在功效护肤领域深化敏感肌赛道布局，安敏优将联合昆药集团升级“青蒿油 AN+”成分；同时探索“男士功效护肤”，针对男性需求研发产品。

**方法论 2) 产品策略：以爆款大单品为基础，再拓品类打开成长空间。**韩束早期通过电视购物渠道的“高性价比套盒”快速起量，后期通过红蛮腰套盒占领抖音下沉市场，同时推出 X 肽面霜、次抛精华等中高端单品扩充品类矩阵，其他品牌也普遍采取这一策略：

- 红色小象打造爆款单品宇宙奇趣彩妆礼盒、南极冰藻霜，随着品牌知名度的提升迅速扩展产品线，覆盖到婴童护肤、青少年护理、婴童彩妆、婴童清洁等多品类，完成了从大单品突破到全品类布局的升级。
- 一页则依托安心霜单品起量后推出“安心霜+修护乳”套盒。





图表17：红色小象从大单品扩充到多元产品矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

图表18：一页依托安心霜大单品起量扩展产品线



来源：界面，国金证券研究所

**方法论 3) 渠道布局：先抓红利渠道+后补全渠道，韩束渠道运营经验予以赋能。**韩束历经“专卖店→电视购物→电商/微商→抖音”的渠道迭代，核心是“提前布局高增长渠道，再向全渠道渗透”。这一经验复制效果显著：

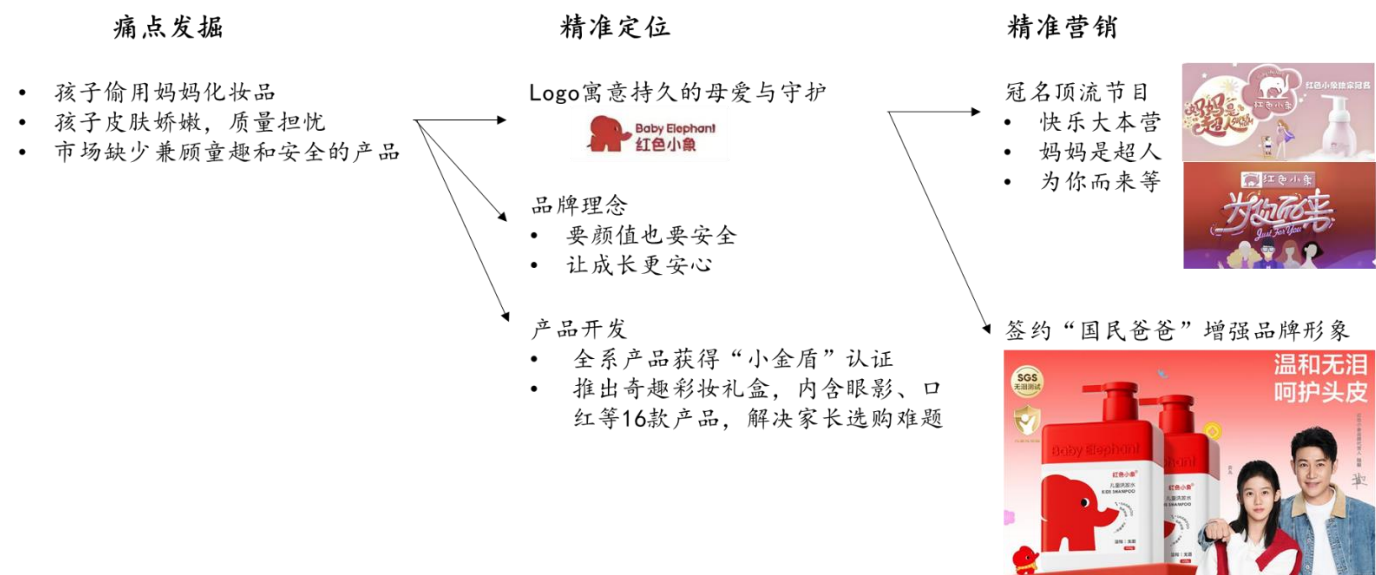
- 一页于 2022 年推出后依托韩束在抖音的流量运营经验，同时结合自身“医研共创”的定位，通过与母婴类达人合作、布局专业场景等举措快速打开中高端母婴市场。先抓抖音流量红利，2023 年抖音 GMV 增长超 16 倍，2024 年合计实现营收 3.76 亿元，同比增长 146.3%，市占率快速提升至 2.3%。
- 极方于 2021 年先布局天猫、抖音等线上渠道，2024 年切入线下 CS 渠道，与百强门店合作专供产品。
- 红色小象早期依托线上微商和电视冠名（如 2016 年《妈妈是超人》）起量，随后又与天猫、京东、唯品会等线上平台合作，加强线上布局。而后进驻了大润发、沃尔玛等 KA 卖场，2020 年在线下与月子中心、孕婴摄影场景合作。

**方法论 4) 营销打法：高流量 IP 绑定+精准客群洞察+高效种草建设消费者心智。**韩束的营销经历从韩流代言→综艺冠名→抖音短剧的迭代，其中变化的是术的层面，也就是根据不同媒介选择对应的营销方式，不变的道的层面，即 1) 绑定高流量 IP，且无论是何种媒介背景都是韩束红，强化品牌心智。2) 精准洞察用户群体（如当前韩束 18-35 岁消费人群占比约 75%，韩束敏锐观察到客群基本特征是抗衰需求达、抖音日均在线时长较长且喜欢“成分测评”“功效实测”等类型的内容、喜欢观看直播间种草等。3) 制定对应营销策略，如配合自研环六肽-9 产品宣传抗衰平权理念，并加大抖音短剧广告植入与直播种草力度以及投流推广。这一逻辑在子品牌中得到差异化应用：

- 大众品牌高举高打，如红色小象洞察新生代父母对儿童彩妆、护肤的需求，同时儿童皮肤更为娇嫩，对化妆品质量有更高要求，宣传“要颜值也要安全”，同时命名红色小象，借用大象妈妈对小象呵护寓意持久的母爱与守护，并在 2016 年冠名《快乐大本营》，实现与顶流 IP 的绑定，同时签约国民爸爸林志颖、陆毅等进一步强化品牌形象。
- 中高端品牌专业背书，如一页精准洞察用户“做题式育儿”、“品质难保障”的痛点，通过宣传全年龄段功效护肤以及绑定育儿专家崔玉涛、明星妈妈章子怡，让客户可以省心买、放心买。



图表19：红色小象挖掘用户痛点实现精准营销



来源：公司公告，砍柴网，读娱，什么值得买，国金证券研究所

**方法论 5) 供应链支撑：自主柔性供应链保障供给。**韩束 2005 年布局苏州生产基地，2018 年启用上海上美科技园，日产能 200 万瓶，为中国首个 AI 智能化妆品无人车间。2019 年海外工厂投产，形成“中外双供应链”以确保产品供应。这一供应链能力全面赋能子品牌，保障新品类起量的供应：一页的“安心霜”通过上海工厂实现小批量试产到快速放量，极方的防脱产品通过海外工厂保障原料品质，可以在产能方面给予品牌高端定位支持。这与安踏主品牌供应链对 FILA 和始祖鸟规模化生产的支撑作用较为相似。此外，韩束在品牌建设与科研上的积累也为子品牌提供了技术和心智背书。

## 2.2、安踏成功秘钥 2：渠道变革——先依托经销商起量，再收归直营提升运营精细度

**核心结论：**在渠道战略方面，安踏体育较好地结合了“量”与“质”，2012 年之前运动行业快速发展安踏体育先依托经销渠道扩张，随后在行业竞争加剧、行业增速放缓的背景下通过 2013 年正式启动零售导向变革，优化经销商运营表现和店效，并逐步提升直营门店占比，取得了良好的运营效果。我们认为上美股份和安踏体育在渠道战略上较为相似，如抖音渠道上公司先通过与达人合作提升品牌心智，再逐步提升自播比例提升运营精细度，保证渠道发展的速度与质量。

安踏的渠道策略经历了从依赖经销商快速扩张到直营化提升效率的转型。早期，安踏通过分销模式实现规模扩张，2009 年之前，安踏凭借 32 家一级分销商迅速开出约 6000 家门店，2011 年门店数便突破 7000 家。这一阶段，安踏采用多级分销体系，由分销商负责门店管理，品牌对终端控制力较弱，导致货品配送效率低、品牌形象不统一，安踏在此后多年间做出针对性调整：

- 2013 年，安踏在行业内首先开启零售导向策略，以提升对公司零售商的控制，以及促进零售商的竞争力、对急速变化的市场的反应速度和提升店效。具体举措包括 1) 建立零售导向思维及考核系统。2) 与供应商及零售商分享零售数据和市场趋势。3) 向提供零售商提供精准的订货指引，以防止库存积压。4) 严格要求零售商遵守公司的零售相关政策。5) 优化零售商的营运表现及店效。6) 跟据实际市场情况，与零售商一同制定最佳开店计划。在零售改革的带动下，安踏率先走出库存危机，2013-2016 年增速领跑全行业。
- 2020 年安踏启动 DTC 改革。斥资 20 亿元回购 11 家经销商旗下约 3500 家门店，其中 60%转为集团直营，40%由加盟商按统一标准运营。转型核心目标是解决分销层级冗余问题，直营模式打通存货，提升终端运营效率，并通过数字化中台提升供应链响应效率。2023 年末 DTC 渠道占比大幅提升至 77%。

图表20：安踏 2013 年开启零售化转型

举措	说明
建立零售导向思维及考核系统	公司的企业文化和价值皆讲求零售效益，并已建立一套以消费者为主导的零售管理及考核体系，根据零售营运数据来衡量表现。



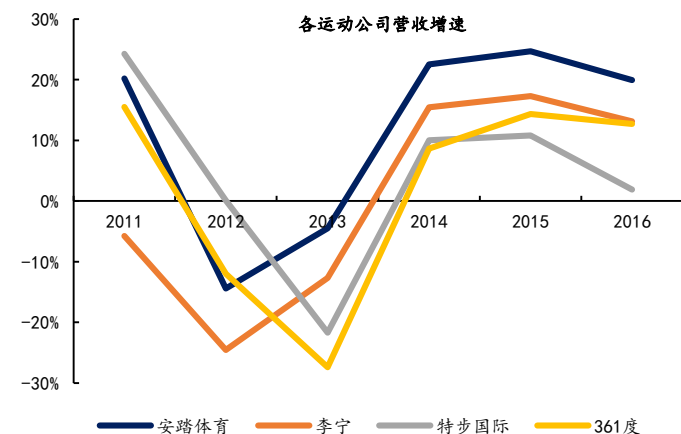


举措	说明
与供应商及零售商分享零售数据和市场趋势	产品规划阶段，公司与零售商紧密合作，收集顾客反馈的意见，从而开发更受大众市场欢迎的产品。定期与零售商分享公司监控到的产品销售表现以及分析意见。这些及时的市场信息及零售数据让公司紧贴消费者需求，为零售商制定更准确的产品开发规划、订货指引和补单预测。
向提供零售商提供精准的订货指引，以防止库存积压	健康的库存水平能避免零售大幅打折，同时有助稳定零售商的盈利能力和可持续发展。因此，公司以单店为基础提供精准的订货指引，让订单的准确性更高，从而稳定其店内的库存水平。公司亦鼓励我们的零售商灵活地采取补单，以降低他们的库存风险而又能把握市场机会。同时，公司管理良好的清货渠道（包括工厂店、折扣店和电子商贸平台等），让公司的分销商能更快速地舒缓库存压力。
严格要求零售商遵守公司的零售相关政策	除了针对库存管理和产品知识的定期培训，公司仔细检阅零售商的开店计划，同时严格要求他们遵从公司的零售折扣政策，以加强他们的竞争力和盈利能力。此外，公司坚持全国性分销网络统一店铺形象，并规范季度营销主题的产品陈列设备和店内宣传物品。
优化零售商的营运表现及店效	公司已采用扁平化的销售管理，并优化公司向来精简有效的分销架构以促进公司与零售商的互动。透过公司全面的监察系统（包括实时的ERP系统、销售网点提交的每周报告，以及公司销售人员的经常性渠道巡查），让公司能密切监察零售商的表現，并推出即时措施协助他们改善店铺营运效益。
跟据实际市场情况，与零售商一同制定最佳开店计划	公司认为分销网络的可持续发展，店铺质素（即位置、大小、店内装潢等）比店铺数目更为重要。因此，公司于本年度策略性地优化所有形式的零售商店铺，在千变万化的市场中提升店效和盈利能力。

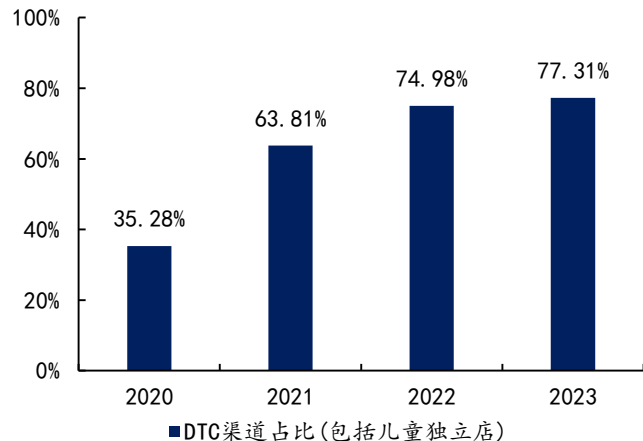
来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：安踏通过零售变革较早走出库存危机

图表22：安踏DTC占比快速提升



来源：ifind，国金证券研究所



来源：安踏公告，国金证券研究所

### 上美股份：精准捕捉渠道红利实现快速增长后逐步提升运营精细度

随着内容电商成为化妆品消费的核心场景，上美股份以抖音为核心重构渠道战略，通过创新营销玩法与精细化运营，实现收入与利润的双高增长，完成从“渠道跟随者”到“渠道引领者”的转变，在业绩高增的同时，公司逐步提升运营精细度，核心体现为以数据为核心、以用户为中心、以效率为目标：

**1) 营销：从“大水漫灌”到“精准滴灌”。**这是公司最显著的变化，也是其运营精细度提升的核心体现。在线上渠道进行平台差异化运营在抖音上，充分利用直播电商特性，与头部达人（如贾乃亮）、品牌自播间形成矩阵，通过内容种草和即时转化相结合的模式，精准触达目标人群。同时逐步优化达播与自播比例，25H1 收缩达播 GMV，自播占比提升，降低对高费率达播的依赖，提升渠道盈利能力，品牌抖音直播间的流量获取、话术设计、产品组合都经过数据分析和反复测试，实现从达播新客到品牌忠实客群的转化。

在用户洞察方面利用大数据分析不同平台、不同人群的消费偏好，进行精准的广告投放，



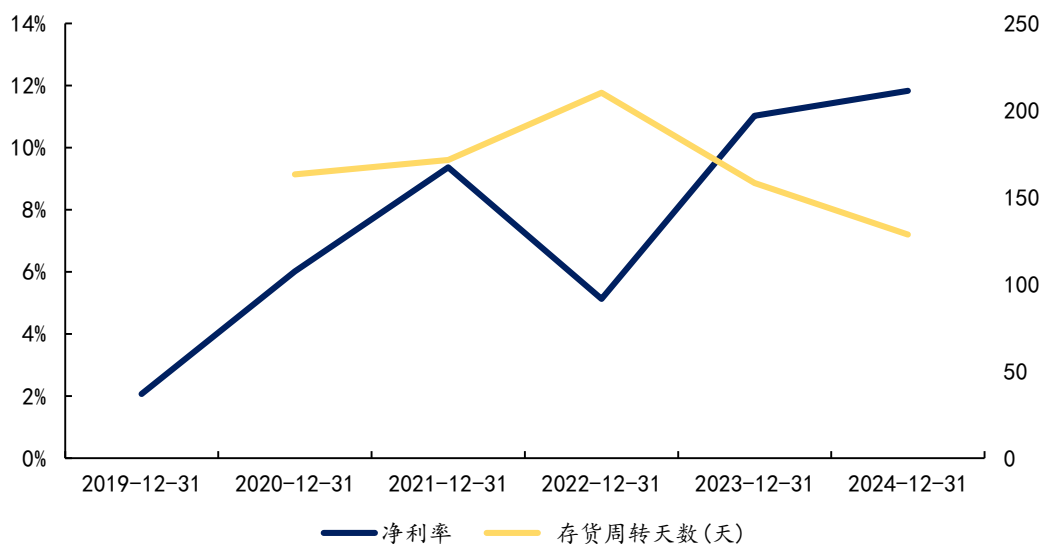
如成分党解析、使用体验分享、短视频教程等差异化营销，以及针对抗老产品广告会定向推送给有抗初老需求的 25-35 岁女性，而补水产品则会面向更年轻的学生群体。同时通过 CRM 系统对会员数据进行精细化分析，实现分层营销。针对高价值会员提供专属服务和产品，针对沉睡会员设计唤醒活动。

**2) 供应链：降本增效与快速响应。**过去公司线上、线下渠道库存分隔，容易导致库存积压和断货现象。2019 年开始公司开始全面数字化转型，整合所有渠道的库存，建立中央仓库进行统一管理。当线上或线下产生订单时，都由这个中央仓库直接发货，此举减少了渠道间的冗余库存，降低资金占用以及仓库的管理成本。在生产端引入自动化生产线和智能管理系统，减少人为误差，提高生产效率和品质稳定性，同时可以精确追踪每一批次产品的原料、工艺和数据。

**3) 组织管理：放权品牌，以数据决策。**公司实行了品牌事业部制，赋予每个品牌团队（如韩束事业部、一叶子事业部）更大的自主权，包括产品开发、营销策略等，使得每个品牌都能像一家独立的创业公司一样，快速响应市场变化，决策更加精准和高效。同时公司投入资源构建数据中台，整合来自销售、营销、供应链等各环节的数据，为管理层提供统一的决策看板。

**阶段成果：**核心品牌在抖音渠道销量连续 3 年位居行业第一，线上整体销售额跃居国货美妆前列，2024 年公司整体收入与净利润均实现 60% 以上的高速增长，净利率近五年实现大幅提升，存货周转天数近两年显著优化，成功建立起内容电商时代的竞争壁垒。

图表 23：公司经营质量大幅优化



来源：ifind, 国金证券研究所

### 2.3、安踏成功秘钥 3：自主人才培养+全球引才双轨并进保障多品牌运行

**核心结论：**安踏体育人才的培养与妥善委任是战略高效运行的核心保障，人才自主培养是企业凝聚力的重要保障之一，同时人才的妥善委任保证品牌差异化良性发展。我们认为公司在人才培养和使用方面和安踏体育有相似之处，公司核心能力之一便是构建了与多品牌战略深度适配的自主人才培养体系，既留存核心管理人才，又为新品牌孵化、成熟品牌升级输送专业团队，最终实现品牌矩阵扩张与人才梯队建设的双向驱动，为旗下各品牌的差异化发展提供坚实保障。

**安踏通过自主培养与全球引才双轨并进。**安踏体育构建了完善的“安踏学园”平台和内训师团队，自主开发课程，持续为高管梯队输送人才。如徐阳自 2006 年加入安踏后历任品牌总监、篮球事业部总经理、始祖鸟大中华区总经理等职，2023 年接任安踏主品牌 CEO，推动安踏主品牌形象升级；同时安踏也在全球范围内积极寻找有经验的管理人才，如姚剑在运动服饰行业拥有超 20 年从业经验，曾在耐克大中华区任职超 10 年，2019 年加入亚玛芬体育后，历任大中华区总经理、总裁，2025 年任安踏旗下 JACK WOLFSKIN（狼爪）品牌的全球总裁，安踏通过将有成功经验的管理人才委派到其他品牌，推动品牌运营成功方法论复刻。

**上美股份：内部培养与外部引才兼顾**

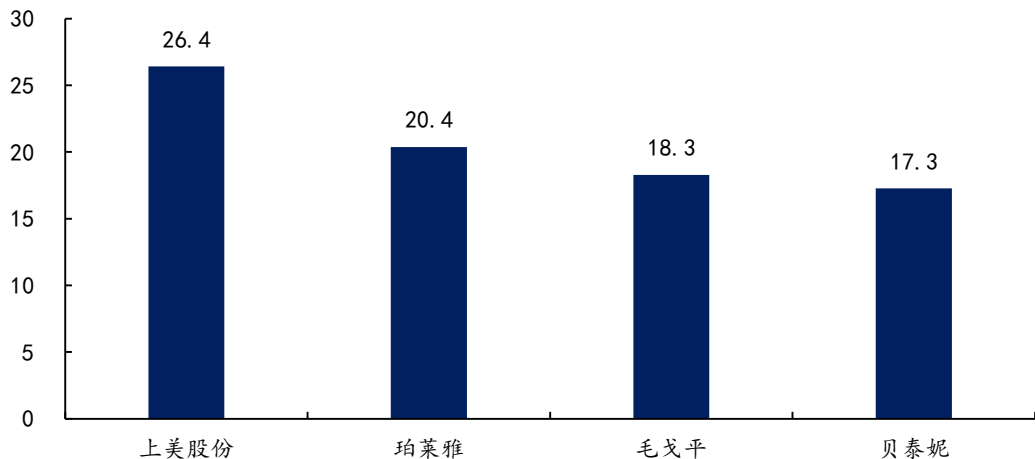


在化妆品行业的竞争中，人才是连接战略、产品与渠道的关键纽带。公司从单一品牌发展为覆盖护肤、母婴、洗护等多赛道的美妆集团，其核心能力之一便是构建了与多品牌战略深度适配的自主人才培养体系，既留存核心管理人才，又为新品牌孵化、成熟品牌升级输送专业团队，最终实现品牌矩阵扩张与人才梯队建设的双向驱动，为旗下各品牌的差异化发展提供坚实保障。

### 1) 人才培养策略：归属感文化+激励并重

公司将自主人才培养作为多品牌协同的核心支撑，构建系统化培养与激励体系。公司以“因为喜欢”为核心企业文化，践行“多元、乐观、创新、传承”价值观，从文化层面打破品牌间壁垒，确保人才与不同品牌调性相匹配。在激励留存层面，通过“薪酬+股权+福利”三重机制绑定核心人才。自 2016 年起已实施六期股权激励计划，覆盖董事及核心员工，通过制度化方式保障人才留存与成长。此外，公司注重人才梯队建设，董事长吕义雄提出“分工明确、以军团作战、板块运作推动”的团队建设方向，为不同品牌、不同赛道储备专业人才，且以超越市场基准的薪资竞争力吸引优质人才，2024 年人均员工薪酬达 26.4 万元，领跑行业主要上市公司，此外还设立 1000 万元“家庭婚育保障基金”，为员工职业可持续发展提供支持。

图表24：2024 年公司人均薪酬领跑行业主要上市公司（万元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

### 2) 各品牌人才应用战略：匹配定位与阶段，实现差异化赋能

不同品牌的赛道属性、目标客群、发展阶段存在差异，公司针对不同品牌的定位与发展阶段配置适配的专业人才团队，实现差异化赋能。

- 韩束作为核心主品牌，由入司超 12 年的罗燕女士担任品牌总经理，其丰富的渠道运营与营销经验支撑韩束在抖音渠道的快速起量及全渠道扩张，2019 年 2 月担任上海一叶子的执行董事；2019 年 3 月起担任红色小象化妆品的执行董事，将电商运营及营销经验推广到其他品牌。
- 宋洋自 2012 年毕业后加入公司，曾担任公司全球新产品创新中心的总经理，2022 年，一叶子品牌全面焕新，聚焦纯净美容，定位“倡导中国纯净美容精简护肤领先品牌”，将来自植物的活性成份与专利技术相结合。2022 年 6 月起宋洋担任一叶子的总经理，将研发经验赋能一叶子发展。
- 一页创始人刘明于 2019 年加入公司，曾是一家著名母婴电商自有品牌的创业合伙人，凭借于章子怡、崔玉涛的好友关系创立一页品牌，并推动“医研共创”（医学专家与科研机构共同研发创新）模式落地。

图表25：公司各品牌负责人充分赋能品牌发展

姓名	职务	履历
罗燕	执行董事、副行政总裁，韩束品牌总经理	2012 年 3 月加入公司，曾任首席运营官，主要负责新兴媒体平台电商，自 2019 年 1 月起担任上海韩束化妆品销售的执行董事；自 2019 年 2 月起担任上海一叶子的执行董事；自 2019 年 3 月起担任红色小象化妆品的执行董事。





姓名	职务	履历
宋洋	执行董事、副行政总裁，一叶子品牌总经理	2013 年 12 月加入公司，曾任公司全球新产品创新中心的总经理，2019 年 9 月起任副行政总裁。2020 年 2 月任执行董事。于 2022 年 6 月起担任一叶子的总经理，负责一叶子的整体管理与营销。
刘明	副总裁	2019 年加入公司，负责集团多品牌的市场营销，曾是一家著名母婴电商自有品牌的创业合伙人。2019 年底孵化创立婴童功效护肤品牌 newpage 一页。

来源：公司官网，国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 上美股份未来展望：韩束有望破百亿，多品牌矩阵有望打开成长空间

我们按照护肤、婴童护理、洗护三大板块对公司中长期成长空间进行测算：

##### 护肤品业务空间测算：韩束有望延续高增，一叶子等品牌有望助力增长

护肤品为公司最大业务板块，相对市场也更大，根据欧睿预测，中国护肤品行业市场规模预计将由 2024 年的 2712 亿元增长至 2027 年的 2928 亿元，复合增速约 2.7%。近两年韩束依托抖音渠道的爆发市占率有明显提升，2024 年营收增速超 80%，25H1 受达播渠道收缩影响营收有所降速，但 Q3 线上 GMV 依旧强劲，根据久谦数据，2025 年 Q3 韩束天猫京东抖音平台合计 GMV 同比增长 58%。韩束大众、中高端产品线齐头并进，我们预计未来韩束有望延续高增长趋势，之后一叶子等品牌有望接力。预计 2025-2027 年韩束营收为 69.89/85.26/103.17 亿元，同增 25%/22%/21%，实现三年破百亿。

##### 婴童护理业务空间测算：一页势能强劲，红色小象转型调整

婴童护理为公司目前第二大业务板块，根据欧睿预测，中国婴童护理行业市场规模预计将由 2024 年的 314 亿元增长至 2027 年的 344 亿元，复合增速约 3.1%。目前公司婴童护理板块下的一页品牌正处于高速增长阶段，过去两年市占率快速提升。我们预计 2025-2027 年一页营收为 8.65/12.97/16.86 亿元，同增 25%/22%/21%。红色小象在 2023 起实施战略转型，聚焦中大童学龄市场后仍处于调整过程，我们预计未来三年红色小象营收增速呈现先下降后提升趋势，预计 2025-2027 年红色小象营收为 3.46/3.39/3.56 亿元，同比-8%/-2%/+5%

##### 洗护业务空间测算：有望诞生大品牌

公司于 2021 年后开始发力洗护市场，先后创立极方、2032 等品牌，根据欧睿预测，中国洗护市场规模预计将由 2024 年的 634 亿元增长至 2027 年的 683 亿元，复合增速约 2.5%，且市场集中度较高。目前公司洗护品牌处于孵化阶段，但我们对该业务发展充满信心。1) 洗护赛道垂类赛道较多，定位清晰且善于建设消费者心智的品牌能够脱颖而出，洗护品牌有望复刻韩束、一页等品牌的方法论。2) 公司切入功效防脱等增速更快的赛道，有望借助行业β快速发展，且行业集中度较高，有助于孵化大品牌。同时公司计划推出面包超人等 IP 联名新品牌，有望较好补充品牌矩阵。我们预计 2025-2027 年其他品牌营收为 2.43/3.65/5.47 亿元，同比增长 10%/50%/50%。

##### 彩妆业务：未来集团重要引擎

2025 年 8 月 14 日，公司与明星化妆师春楠联手打造的化妆师彩妆品牌 NAN beauty，在上海隆重举办了一场主题为《楠木之光·点睛之笔》的品牌发布会。9 月 9 日 NAN beauty 首批产品在抖音平台正式上线发售。NAN beauty 是公司旗下首个化妆师彩妆品牌，作为公司旗下中高端彩妆品牌具有双重战略价值 1) 以化妆师 IP 的差异化定位，为国货彩妆突破高端市场提供新范式。2) 依托公司独特的“从个性化发展走向共性化发展”品牌孵化体系和“坚持长期主义”的运营韧性，为国牌美妆探索新的可持续发展方法论。

NAN beauty 过去由中国顶级化妆师春楠与零售界传奇操盘手古迈创立，此次公司与两位创始人联手诠释了吕义雄董事长“顶流顶配顶级人才”理念，即要么有科学背景，要么有资源，要么有流量，然后配上顶级人才，用合理化的风险结构展开项目。我国彩妆市场规模较大，看好公司孵化成熟彩妆品牌。

图表26：公司分品牌预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
护肤市场规模	2763.4	2819.5	2712.4	2784.5	2855.2	2928.4



	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	-5.87%	2.03%	-3.80%	2.66%	2.54%	2.56%
韩束	12.67	30.90	55.91	69.89	85.26	103.17
yoy	-22.32%	143.88%	80.94%	25.00%	22.00%	21.00%
一叶子	5.30	3.57	2.29	1.83	1.83	2.56
yoy	-36.22%	-32.64%	-35.85%	-20.00%	0.00%	40.00%
婴童护理						
市场规模	299.5	311.9	314.3	322.4	332.1	343.7
yoy	-5.90%	4.16%	0.76%	2.58%	2.99%	3.51%
一页	-	1.53	3.76	8.65	12.97	16.86
yoy	-	-	145.75%	130.00%	50.00%	30.00%
红色小象	6.55	3.76	3.76	3.46	3.39	3.56
yoy	-24.80%	-42.60%	0.00%	-8.00%	-2.00%	5.00%
洗护市场规模	636.2	635.0	626.9	645.5	663.4	682.9
yoy	-2.30%	-0.19%	-1.28%	2.96%	2.79%	2.92%
其他	2.23	2.16	2.21	2.43	3.65	5.47
yoy	-22.03%	-3.14%	2.31%	10.00%	50.00%	50.00%

来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：25-27年市场规模数据为欧睿预测值）

**总毛利率：**随着韩束中高端产品线放量，公司毛利率有望提升，同时新品牌培育短期内可能对毛利率产生一定影响，预计公司毛利率维持平稳。我们预计 25-27 年公司毛利率分别为 76.00%/76.00%/76.00%。

**费用率：**随着公司规模效应逐步释放，我们预计 25-27 年公司销售费用率均为 55.50%。管理费用能维持较低水平，预计 25-27 年公司管理费用率均为 3.57%。

预计公司 25-27 年营收分别为 86.26/107.10/131.63 亿元，同增 26.98%/24.17%/22.90%；归母净利润分别为 10.68/13.26/16.30 亿元，同增 36.70%/24.17%/22.90%。

图表27：公司财务数据预测表（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	41.91	67.93	86.26	107.10	131.63
yoy	56.67%	62.09%	26.98%	24.17%	22.90%
毛利率	72.06%	75.22%	76.00%	76.00%	76.00%
销售费用率	53.46%	58.11%	55.50%	55.50%	55.50%
管理费用率	5.00%	3.57%	3.57%	3.57%	3.57%
所得税率	17.44%	13.34%	13.34%	13.34%	13.34%
归母净利润	4.61	7.81	10.68	13.26	16.30
yoy	213.45%	69.42%	36.70%	24.17%	22.90%
净利润率	11.00%	11.50%	12.38%	12.38%	12.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 投资建议及估值

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 2.68/3.33/4.09 元，对应 25 年估值为 24 倍，考虑到公司多品牌增长势能强劲，我们认为无论是韩束未来的发展以及新品牌培育都具备较强的确定性，给予公司 2025 年 PE 30 倍估值，目标价 109.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表28：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元/港元）	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	87.35	1.35	1.80	2.46	3.33	4.46	32.31	23.87	17.82





603605.SH	珀莱雅	69.06	3.01	3.92	4.71	5.54	6.39	14.66	12.47	10.81
300957.SZ	贝泰妮	40.59	1.79	1.19	1.15	1.44	1.65	35.34	28.13	24.65
600315.SH	上海家化	22.93	0.74	-1.24	0.38	0.57	0.73	60.34	40.23	31.41
平均值								35.66	26.18	21.17
2145.HK	上美股份	86.50	1.16	1.96	2.68	3.33	4.09	29.56	23.81	19.37

来源：ifind，国金证券研究所（上美股份、毛戈平、珀莱雅、上海家化采用国金预测数据，贝泰妮使用12月5日同花顺一致预期）

## 四、风险提示

**新品牌拓展不及预期：**公司未来的成长性依赖多品牌矩阵的发展，若其他品牌发展不及预期，可能会降低公司整体增速。

**营销费用对比同行偏高、未来业绩增长可能具有不可持续性：**公司营销费用率高于同业，业绩增长与营销投放相关度较高，若营销投放减少，可能会对业绩有影响。



## 附录：三张报表预测摘要

**损益表(人民币 百万)**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,675</b>	<b>4,191</b>	<b>6,793</b>	<b>8,626</b>	<b>10,710</b>	<b>13,163</b>
增长率	-26.1%	56.6%	62.1%	27.0%	24.2%	22.9%
主营业务成本	976	1,171	1,683	2,070	2,570	3,159
%销售收入	36.5%	27.9%	24.8%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>毛利</b>	<b>1,700</b>	<b>3,019</b>	<b>5,109</b>	<b>6,556</b>	<b>8,140</b>	<b>10,004</b>
%销售收入	63.5%	72.1%	75.2%	76.0%	76.0%	76.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,258	2,240	3,947	4,787	5,944	7,305
%销售收入	47.0%	53.5%	58.1%	55.5%	55.5%	55.5%
管理费用	223	210	243	308	383	470
%销售收入	8.3%	5.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	110	126	180	228	284	349
%销售收入	4.1%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>175</b>	<b>575</b>	<b>933</b>	<b>1,257</b>	<b>1,561</b>	<b>1,919</b>
%销售收入	6.5%	13.7%	13.7%	14.6%	14.6%	14.6%
财务费用	20	16	6	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	-0.8%	-1.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>70</b>	<b>410</b>	<b>690</b>	<b>1,171</b>	<b>1,454</b>	<b>1,787</b>
营业利润率	2.6%	9.8%	10.2%	13.6%	13.6%	13.6%
营业外收支						
税前利润	154	559	927	1,257	1,561	1,919
利润率	5.8%	13.3%	13.6%	14.6%	14.6%	14.6%
所得税	17	98	124	168	208	256
所得税率	11.1%	17.4%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
净利润	137	462	803	1,090	1,353	1,663
少数股东损益	-10	1	22	22	27	33
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>147</b>	<b>461</b>	<b>781</b>	<b>1,068</b>	<b>1,326</b>	<b>1,630</b>
净利率	5.5%	11.0%	11.5%	12.4%	12.4%	12.4%

**现金流量表(人民币 百万)**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	147	461	781	1,068	1,326	1,630
少数股东损益	-10	1	22	22	27	33
非现金支出	54	116	54	-64	-80	-98
非经营收益						
营运资金变动	-258	69	-394	-15	46	144
<b>经营活动现金净流</b>	<b>37</b>	<b>746</b>	<b>547</b>	<b>988</b>	<b>1,292</b>	<b>1,676</b>
资本开支	-60	-88	-243	-80	-80	-80
投资	-12	-373	45	-71	-71	-71
其他	5	4	11	106	107	132
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-67</b>	<b>-457</b>	<b>-187</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>	<b>-19</b>
股权募资	808	18	0	0	0	0
债权募资	434	-579	-78	0	0	0
其他	-214	-176	-518	-717	-916	-1,115
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,028</b>	<b>-737</b>	<b>-596</b>	<b>-717</b>	<b>-916</b>	<b>-1,115</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,003</b>	<b>-450</b>	<b>-238</b>	<b>232</b>	<b>337</b>	<b>547</b>

**资产负债表(人民币 百万)**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,148	698	459	691	1,028	1,575
应收款项	575	653	1,076	1,232	1,363	1,470
存货	518	511	691	748	821	878
其他流动资产	12	217	244	272	299	327
<b>流动资产</b>	<b>2,252</b>	<b>2,078</b>	<b>2,471</b>	<b>2,942</b>	<b>3,511</b>	<b>4,249</b>
%总资产	71.6%	66.4%	68.7%	70.6%	72.3%	74.3%
长期投资	2	67	110	153	197	240
固定资产	601	594	674	754	834	914
%总资产	19.1%	19.0%	18.7%	18.1%	17.2%	16.0%
无形资产	93	79	63	63	63	63
非流动资产	894	1,051	1,126	1,225	1,348	1,471
%总资产	28.4%	33.6%	31.3%	29.4%	27.7%	25.7%
<b>资产总计</b>	<b>3,146</b>	<b>3,129</b>	<b>3,597</b>	<b>4,167</b>	<b>4,859</b>	<b>5,720</b>
短期借款	590	100	60	60	60	60
应付款项	424	519	638	661	714	790
其他流动负债	299	433	643	817	1,015	1,247
流动负债	1,314	1,051	1,342	1,539	1,789	2,097
长期贷款	60	0	0	0	0	0
其他长期负债	65	48	20	16	16	16
负债	1,439	1,100	1,362	1,554	1,804	2,113
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,705</b>	<b>2,009</b>	<b>2,191</b>	<b>2,547</b>	<b>2,962</b>	<b>3,482</b>
其中：股本	397	398	398	398	398	398
未分配利润	1,316	1,623	1,812	2,168	2,583	3,103
少数股东权益	2	20	43	65	92	126
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,146</b>	<b>3,129</b>	<b>3,597</b>	<b>4,167</b>	<b>4,859</b>	<b>5,720</b>

**比率分析**

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.41	1.16	1.96	2.68	3.33	4.09
每股净资产	4.30	5.05	5.51	6.40	7.44	8.75
每股经营现金净流	0.09	1.87	1.37	2.48	3.24	4.21
每股股利	0.25	0.95	1.50	1.80	2.30	2.80
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.63%	22.95%	35.65%	41.92%	44.76%	46.80%
总资产收益率	4.68%	14.74%	21.72%	25.63%	27.29%	28.49%
投入资本收益率	6.59%	22.31%	35.24%	40.77%	43.44%	45.34%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-26.07%	56.64%	62.08%	26.99%	24.17%	22.90%
EBIT 增长率	-59.28%	229.38%	62.14%	34.77%	24.17%	22.90%
净利润增长率	-56.59%	213.45%	69.42%	36.70%	24.17%	22.90%
总资产增长率	38.30%	-0.54%	14.95%	15.85%	16.62%	17.72%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.4	29.9	19.8	18.4	16.2	14.4
存货周转天数	210.2	158.1	128.5	125.1	109.8	96.8
应付账款周转天数	182.7	144.9	123.7	113.0	96.3	85.7
固定资产周转天数	83.3	51.4	33.6	29.8	26.7	23.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-25.32%	-37.76%	-27.91%	-33.96%	-40.98%	-50.61%
EBIT 利息保障倍数	8.5	35.5	153.7	—	—	—
资产负债率	45.75%	35.14%	37.87%	37.30%	37.14%	36.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	8	32
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

### 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

#### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

#### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

#### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心



紫竹国际大厦 5 楼

新闻大厦 8 层南侧

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究