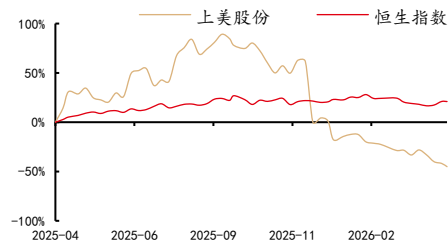


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	46.34
总股本/流通股本(亿股)	3.98 /
总市值/流通市值(亿港元)	184.49 /
52周内最高/最低价	76.95 / 45.68
资产负债率(%)	37.87%
市盈率	15.11
第一大股东	罗燕

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

上美股份(2145.HK)

韩束恢复性增长，多品牌矩阵成型

● 事件

公司发布 2025 年度业绩公告，2025 年公司实现营收 91.78 亿元，同比增长 35.1%，归母净利润 11.03 亿元，同比增长 41.1%，净利率 12.6%，同比+1.1pct。

● 投资要点

收入拆分：多品牌结构优化，线上自营能力突出。拆分来看：

1) 分品牌：韩束恢复性增长，第二梯队爆发。25 年公司主品牌韩束实现收入 73.6 亿元，同比增长 31.6%，占总收入 80.2%；一页收入 8.8 亿元，同比增长 134.2%，占总收入 9.6%；安敏优收入 1.98 亿元，同比增长 62.7%，占总收入 2.2%；红色小象收入 2.98 亿元，同比下降 20.8%，占总收入 3.2%，受益于大单品持续放量及新品推出，韩束与第二梯队品牌均实现良好增长。

2) 分品类：护肤品类仍为收入支柱，母婴及其他品类提升。25 年护肤品类收入 72.89 亿元，占比 79.4% (2024 年为 87.2%)；母婴护理收入 11.78 亿元，占比 12.8% (2024 年为 11.3%)；其他品类收入 7.11 亿元，占比 7.8% (2024 年为 1.5%)。

3) 分渠道：线上主导，自营能力突出，线下探索新模式。25 年线上收入 86 亿元，因公司加大抖音、天猫等直播电商及自营渠道投入占比提升至 93.9%；线下传统渠道收缩调整，占比下降至 6.1%，公司正通过韩束旗舰店等新零售模型探索线下增量，为未来渠道均衡布局蓄力。

利润分析：盈利能力持续优化，研发投入加码。25 年公司归母净利润达 11.03 亿元，同比+41.1%，净利润率 12.6%，同比+1.1pct。其中毛利率提升 1.21pct 至 76.43%，我们认为主要驱动因素：1) 多品牌结构优化，中高端产品占比提升；2) 供应链效率提升，AI 智能工厂实现日产能 200 万瓶；3) 规模效应摊薄固定成本。营销费用率 58.43%，较去年提升 0.32pct，管理费用率 3.49%，略降 0.08pct，研发费用同比增长 24.9% 至 2.25 亿元，首次突破 2 亿大关。公司经营现金流 12.05 亿元，现金充沛。

未来展望：多品牌战略持续深化，三大增长方向明确。

1) 多品牌布局：新品牌密集落地，梯队结构清晰。韩束锚定 100-200 亿空间，持续拓展男士、洗护、彩妆等品类；一页以“快高长大”策略切入 0-18 岁全年龄段，目标 50 亿；安敏优进入收获期，2027 年有望爆发；崔玉涛品牌、Hello Kitty、奥特曼等新品牌将于 2026 年下半年密集上市，覆盖洗护、护肤、彩妆等多条线，品牌矩阵持续丰满。

2) 海外深耕：2026 年正式启动东南亚市场销售。印尼工厂建设中，以本地化团队+本地化供应链推进“入海”战略，优先选择华人聚集、对中式护肤接受度高的市场。未来目标实现海外收入成为集团重要增长极，海外利润率有望持续优化。

3) 渠道与组织升级：线上提效，线下建模，组织驱动。线上坚持自播+内容驱动，持续优化达播结构，追求健康生意；线下进入“建模测试期”，通过韩束旗舰店、OTC 渠道等探索新模型，未来有望实现线上线下均衡发展。公司形成“新人做老项目、老人做新项目”的人才轮动机制，吸引超 20 位 500 强背景高管加盟，组织驱动力持续增强。同时积极探索 AI 在内容生成、运营提效中的应用，提升人效与经营质量。

● 投资建议

我们预计公司 26-28 年营业收入为 112、136、160 亿元，分别同比增长 22%、21%、17%，归母净利润为 13.8、17.2、20.8 亿元，同比增长 26%、24%、21%，EPS 分别为 3.5、4.3、5.2 元/股，当下股价对应 PE 分别为 12x、9x、8x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策超预期风险；产品放量不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9178	11241	13608	15967
(+/-)	35%	22%	21%	17%
归母净利润（百万元）	1103	1384	1722	2084
(+/-)	41%	26%	24%	21%
EPS（元/股）	2.77	3.48	4.32	5.24
P/E	22.86	11.60	9.32	7.70

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,162	5,007	7,230	9,820	成长能力				
现金	802	2,136	3,793	5,828	营业收入	35.12%	22.48%	21.05%	17.34%
应收账款及票据	366	448	542	636	归属母公司净利润	41.14%	25.55%	24.37%	21.08%
存货	653	814	978	1,133	获利能力				
其他	1,341	1,609	1,916	2,223	毛利率	76.43%	76.00%	76.20%	76.50%
非流动资产	1,805	1,744	1,685	1,628	销售净利率	12.01%	12.31%	12.65%	13.05%
固定资产	928	882	838	796	ROE	39.83%	33.34%	29.31%	26.19%
无形资产	511	496	481	466	ROIC	36.67%	31.21%	27.52%	24.55%
其他	366	366	366	366	偿债能力				
资产总计	4,967	6,751	8,914	11,449	资产负债率	42.13%	35.95%	31.27%	27.42%
流动负债	1,709	2,044	2,404	2,756	净负债比率	-17.82%	-42.69%	-57.18%	-66.65%
短期借款	290	290	290	290	流动比率	1.85	2.45	3.01	3.56
应付账款及票据	678	846	1,016	1,177	速动比率	1.46	2.05	2.60	3.15
其他	741	908	1,099	1,289	营运能力				
非流动负债	384	384	384	384	总资产周转率	2.14	1.92	1.74	1.57
长期债务	0	0	0	0	应收账款周转率	23.19	27.62	27.48	27.09
其他	384	384	384	384	应付账款周转率	3.29	3.54	3.48	3.42
负债合计	2,093	2,427	2,788	3,139	每股指标(元)				
普通股股本	398	398	398	398	每股收益	2.77	3.48	4.32	5.24
储备	2,370	3,754	5,476	7,560	每股经营现金流	0.00	2.38	2.99	3.73
归属母公司股东权益	2,768	4,152	5,874	7,958	每股净资产	6.95	10.43	14.75	19.99
少数股东权益	106	172	253	351	估值比率				
股东权益合计	2,875	4,324	6,127	8,309	P/E	22.86	11.60	9.32	7.70
负债和股东权益	4,967	6,751	8,914	11,449	P/B	9.11	3.87	2.73	2.02
					EV/EBITDA	17.60	7.87	5.72	4.03
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	0	949	1,190	1,485	营业收入	9,178	11,241	13,608	15,967
净利润	1,103	1,384	1,722	2,084	其他收入	0	0	0	0
少数股东权益	52	65	81	98	营业成本	2,163	2,698	3,239	3,752
折旧摊销	0	62	59	56	销售费用	5,363	6,520	7,892	9,261
营运资金变动及其	-1,154	-562	-672	-754	管理费用	320	393	476	559
投资活动现金流	0	393	476	559	研发费用	225	281	340	399
资本支出	0	0	0	0	财务费用	7	-11	-45	-86
其他投资	0	393	476	559	除税前溢利	1,396	1,754	2,181	2,641
筹资活动现金流	0	-9	-9	-9	所得税	242	304	378	458
借款增加	0	0	0	0	净利润	1,154	1,449	1,803	2,183
普通股增加	0	0	0	0	少数股东损益	52	65	81	98
已付股利	0	-9	-9	-9	归属母公司净利润	1,103	1,384	1,722	2,084
其他	0	0	0	0	EBIT	1,404	1,742	2,136	2,555
现金净增加额	0	1,334	1,657	2,035	EBITDA	1,404	1,804	2,195	2,611
					EPS(元)	2.77	3.48	4.32	5.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048