

主品牌贡献核心增量，加速构建多品牌矩阵

上美股份 2025 年报点评

核心观点

- **营收与利润高增，韩束继续贡献核心增量，新品牌多矩阵高增。** 1)公司 2025 年实现收入 91.78 亿元/+35.1%，全年利润 11.54 亿元/+43.7%。2)分品牌看，韩束收入 73.60 亿元/+31.6%，25H2 增长 50.7%，环比提速。其中红蛮腰系列持续夯实大众市场基本盘，X 肽高端系列补充精华、水乳、次抛及洁面等产品，强化“科学抗衰”心智。子品牌一页收入 8.80 亿元/+134.2%，25H2 收入 4.83 亿/+125.1%，品牌势能延续。安敏优收入 1.98 亿元/+62.7%，明星单品修红棒精华驱动增长。红色小象 25 年收入 2.98 亿/-20.8%，短期仍在调整。3)分渠道看，25 年公司线上/线下 86.18/4.95 亿元，同比+40.1%/-14.3%。其中，线上自营 78.38 亿元，同比 +47.6%，韩束&一页持续增长；线下零售/分销 2.80/2.16 亿元，同比-14.8%/-13.6%，线下渠道持续优化。
- **毛利率继续提升，费用管控有效，盈利能力改善。** 1)公司 2025 年销售毛利率 76.43%，同比+1.21pct，得益于公司的产品结构优化、供应链效率提升；销售净利率 12.58%，同比+ 0.75pct。2) 2025 年 25 年销售/管理/财务/研发费用率分别 58.43%/3.49%/0.08%/2.45%，同比+0.32/-0.08/-0.01/-0.20pct，销售费率增长主要因公司持续加大品牌投入。
- **展望 2026 年及中长期，公司正依托强大的平台化运营能力，加速转向多品牌矩阵支撑的“全域增长体系”。** 核心主品牌韩束将持续丰富高质价比的产品线，通过推出高功效的玻色因系列，并纵深布局香氛等细分品类，进一步挖掘主力基本盘的生命周期与客单价潜力；一页：通过拓展 612、1218 等全周期系列，实现从婴幼儿到青少年的多年龄层跨度覆盖，以人群破圈有效打破单一品牌的成长天花板；新品牌密集接力：紧扣市场趋势，未来将推出大众护肤和彩妆的“Hello Kitty”，聚焦母婴&青少年的“光之守护”、崔玉涛“等，精准卡位差异化细分赛道，扩充品牌货盘。

盈利预测与投资建议

- 我们小幅调整公司盈利预测数据，预计公司 2026-28 年每股收益分别 3.29/4.10/4.92 元(此前预测 2026-27 年分别 3.55/4.37 元，本次新增 2028 年预测)，将可比公司 2026 年调整后平均 16 倍 PE 作为 2026 年估值，对应目标价约 60.80 港元（汇率为 1 人民币=1.155 港元），维持“买入评级”。
- 风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求持续减弱、新品销售不及预期

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,793	9,178	11,324	13,494	15,909
同比增长(%)	62.1%	35.1%	23.4%	19.2%	17.9%
营业利润(百万元)	695	1,085	1,270	1,614	1,968
同比增长(%)	67.8%	56.2%	17.0%	27.1%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	781	1,103	1,311	1,634	1,961
同比增长(%)	69.4%	41.1%	18.9%	24.6%	20.0%
每股收益(元)	1.96	2.77	3.29	4.10	4.92
毛利率(%)	75.2%	76.4%	75.5%	75.9%	75.9%
净利率(%)	11.5%	12.0%	11.6%	12.1%	12.3%
净资产收益率(%)	35.7%	39.8%	27.7%	26.3%	24.5%
市盈率	18.2	12.9	10.8	8.7	7.2
市净率	6.5	5.1	3.0	2.3	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

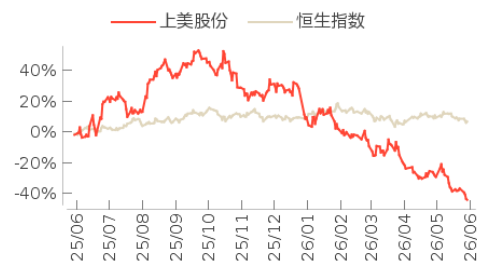
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年05月29日）	36.36 港元
目标价格	60.80 港元
52 周最高价/最低价	102.32/35.82 港元
总股本/流通 H 股（万股）	39,813/20,638
H 股市值（百万港币）	14,476
国家/地区	中国
行业	美容护理
报告发布日期	2026 年 05 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-11.75	-22.03	-38.58	-44.29
相对表现%	-10.1	-18.47	-33.14	-51.12
恒生指数%	-1.65	-3.56	-5.44	6.83



证券分析师

陈笑	执业证书编号：S0860525100005 chenxiao2@orientsec.com.cn 021-63326320
郑紫舟	执业证书编号：S0860526050001 zhengzizhou@orientsec.com.cn 021-63326320
李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

主品牌抖音龙头地位稳固 多品牌多品类布局日益完善	2025-09-04
上半年业绩增长靓丽 坚定看好公司多品牌发展战略	2025-08-07
业绩符合预期，“多品牌+多品类”布局逐步成熟	2025-03-24

图 1：可比公司估值表（截至 2026/5/29）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
林清轩	2657.HK	40.50	2.8700	4.01	5.51	7.24	14	10	7	6
毛戈平	1318.HK	59.85	2.4600	3.20	4.07	5.10	24	19	15	12
巨子生物	2367.HK	30.06	1.8100	1.89	2.14	2.33	17	16	14	13
调整后平均							16	14	14	12

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	459	802	2,955	4,086	5,704	营业收入	6,793	9,178	11,324	13,494	15,909
存货	691	653	1,506	1,357	2,012	营业成本	-1,683	-2,163	-2,775	-3,259	-3,835
应收账款	426	366	818	1,179	1,175	毛利	5,109	7,015	8,548	10,235	12,074
预付款项	651	1,185	815	916	1,125	销售费用	-3,947	-5,363	-6,568	-7,786	-9,147
其他	-	7	7	7	7	管理费用	-243	-320	-374	-445	-509
流动资产合计	2,471	3,162	6,249	7,694	10,171	研发费用	-180	-225	-277	-330	-389
固定资产	674	928	762	864	989	其他收入	251	333	230	232	230
有使用权资产	126	481	91	78	65	其他支出	-49	-26	-64	-64	-64
无形资产	14	30	26	29	32	财务成本净额	-6	-7	40	69	97
商誉	-	-	-	-	-	应占联营公司损益	-2	1	1	1	1
其他	313	366	310	315	327	除税前溢利	927	1,396	1,525	1,900	2,280
非流动资产合计	1,126	1,805	1,189	1,287	1,413	所得税	-124	-242	-213	-266	-319
资产总计	3,597	4,967	7,438	8,980	11,584	净利润(含少数股东权益)	803	1,154	1,311	1,634	1,961
短期借款	60	290	-	-	-	净利润(不含少数股东权益)	781	1,103	1,311	1,634	1,961
应付账款	638	678	1,492	1,544	2,035	少数股东损益	22	52	-	-	-
租赁负债	42	17	43	48	52	综合收益总额	796	1,148	1,305	1,628	1,954
应付税项	129	164	164	164	164	综合收益总额(母公司)	774	1,096	1,253	1,576	1,902
其他	472	559	812	817	1,103	综合收益总额(少数股东)	22	52	52	52	52
流动负债合计	1,342	1,709	2,512	2,572	3,355	每股收益	1.96	2.77	3.29	4.10	4.92
递延所得税负债	-	-	-	-	-						
长期借款	-	37	-	-	-						
其他	20	346	90	96	114						
非流动负债合计	20	384	90	96	114						
负债合计	1,362	2,093	2,602	2,668	3,470	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
股本	398	398	398	398	398	成长能力					
储备	1,793	2,370	4,332	5,808	7,610	营业收入	62.1%	35.1%	23.4%	19.2%	17.9%
少数股东权益	43	106	106	106	106	营业利润	67.8%	56.2%	17.0%	27.1%	21.9%
股东权益合计	2,235	2,875	4,836	6,312	8,115	归属于母公司净利润	69.4%	41.1%	18.9%	24.6%	20.0%
负债和股东权益总计	3,597	4,967	7,438	8,980	11,584	获利能力					
						毛利率	75.2%	76.4%	75.5%	75.9%	75.9%
						归母净利率	11.5%	12.0%	11.6%	12.1%	12.3%
						ROE	35.7%	39.8%	27.7%	26.3%	24.5%
						偿债能力					
						资产负债率	37.9%	42.1%	35.0%	29.7%	30.0%
						流动比率	1.84	1.85	2.49	2.99	3.03
						速动比率	1.33	1.47	1.89	2.46	2.43
						营运能力					
						应收账款周转率	18.25	15.87	14.60	13.52	13.52
						存货周转率	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
						总资产周转率	2.02	2.14	1.83	1.64	1.55
						每股指标(元)					
						每股收益	1.96	2.77	3.29	4.10	4.92
						每股经营现金流	1.23	3.02	3.30	3.52	4.77
						每股净资产	5.50	6.95	11.88	15.59	20.12
						估值比率					
						市盈率	18.18	12.88	10.83	8.69	7.24
						市净率	6.48	5.13	3.00	2.29	1.77

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。