

多品牌国货美妆集团，梯队清晰看点充足

核心观点

- 上美股份是国内领先的多品牌美妆公司。上美股份成立于 2002 年，先后打造了韩束、一叶子、红色小象等多个大众知名护肤品牌，品类涵盖护肤、母婴护理和洗护等高景气赛道。公司实控人为吕义雄先生，直接+间接合计持有公司超 70%股份。
- 核心优势 1：多品牌矩阵成型，新品牌构建多重增长曲线。公司九大品牌覆盖护肤、母婴、洗护三大细分领域，价格涵盖从大众到高端价格带。**护肤**：公司通过 5 大差异化品牌完成护肤品从大众到高端价格带的覆盖，满足不同消费者消费需求。主品牌韩束主打抗衰功效，产品持续升级，近期抖音渠道亮眼，大单品红蛮腰产品系列持续亮眼，新品白蛮腰、防晒看点多；一叶子品牌焕新升级，主打纯净美妆，转型升级后表现可期；Bio-G 高肌能、安敏优切入敏感肌赛道；山田耕作定位高端抗衰，即将推出。**母婴护理**：红色小象为大众母婴护理品牌，连续多年位居母婴品类第二，90 分系列为核心产品，品牌形象深入人心；除红色小象外，公司推出中高端的 asnami 和一页，其中“医研共创”母婴护理品牌 Newpage 一页品牌近期表现亮眼，全年表现可期。**洗护**：行业层面头发护理赛道增速平稳，高端产品占比提升，公司顺应行业趋势推出定位中高端的头皮洗护品牌极方。
- 核心优势 2：重视研发和供应链，打造三大核心成分。公司具有中日双研发布局，供应链体系高效完备。公司从事研发有 18 年历史，在上海环球港和日本 Port Island 设置双研发中心，并在上海和日本配置完备的供应链。**重视研发投入，打造三大基础研究成果**。截至 2022H1 公司研发团队超 200 人，由黄虎、胡新城、付子华、山田耕作等 7 位行业大咖领军，平均经验超 30 年。公司有 TIRACLE 双菌发酵、AGSE 活性葡萄籽提取物和青蒿素 AN+ 三项基础研究成果，应用于上百款产品中。
- 核心优势 3：自我更新迭代能力强，适应多变市场环境。渠道迭代：线上占比持续提升，抓住抖音渠道实现快速增长。韩束品牌在抖音护肤领域持续亮眼，自 2022 年 10 月起多月进入抖音美容护肤类目品牌榜前十，2023 年 5 月预估 GMV 超 2.5 亿元。营销迭代：顺应营销发展趋势，布局抖音和小红书渠道。公司早期借助卫视/平面广告崛起，后顺应营销发展趋势，从大屏转向社媒渠道，取得优秀效果。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-2025 年每股收益为 0.86、1.11、1.39 元，参照可比公司（选取化妆品领域公司）平均估值，给予公司 2023 年 33 倍估值，对应目标价 30.93 港元（人民币 28.27 元，1 人民币=1.09 港元），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，品牌焕新不及预期，行业监管政策风险，新品牌推广不及预期，毛利率修复不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,619	2,675	3,612	4,499	5,437
同比增长(%)	7.0%	-26.1%	35.0%	24.5%	20.9%
营业利润(百万元)	357	101	340	461	584
同比增长(%)	44.6%	-71.6%	235.1%	35.6%	26.8%
归属母公司净利润(百万元)	339	147	341	440	553
同比增长(%)	66.6%	-56.6%	131.8%	29.1%	25.7%
每股收益(元)	0.85	0.37	0.86	1.11	1.39
毛利率(%)	65.2%	63.5%	64.5%	64.5%	64.5%
净利率(%)	9.4%	5.5%	9.4%	9.8%	10.2%
净资产收益率(%)	35.7%	8.6%	16.7%	17.7%	18.2%
市盈率(倍)	27.2	62.7	27.1	21.0	16.7
市净率(倍)	9.7	5.4	4.5	3.7	3.0

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。

投资评级 增持（首次）

股价（2023年06月27日）	25.35 港元
目标价格	30.93 港元
52 周最高价/最低价	36.4/22.8 港元
总股本/流通 H 股（万股）	39,796/19,734
H 股市值（百万港币）	10,088
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 06 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.36	-2.74	-0.09	
相对表现	0.98	-4.88	2.05	
恒生指数	-2.34	2.14	-2.14	-13.86



证券分析师

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860511010001
证券分析师	朱炎
	021-63325888*6107
	zhuyan3@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521070006
	香港证监会牌照：BSW044
证券分析师	杨妍

yangyan3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523030001

目录

公司概况	6
主营简介：公司是国内领先的多品牌美妆公司	6
股权及管理团队：公司股权集中，管理层经验丰富	8
行业展望	10
整体特征：行业增速放缓，龙头表现优异；关注高景气优质细分赛道	10
护肤子行业：线上红利尾声，抖音渠道高增，弱消费背景下看好国产替代	11
母婴护理：赛道景气度高，看好龙头品牌市占率提升	12
头发护理：大众赛道饱和，看好行业高端化趋势	14
核心优势 1：多品牌矩阵成型，新品牌构建多重增长曲线	15
韩束：主打抗衰功效，大单品初见成效，抖音渠道表现亮眼	16
红色小象：升级产品线，推出明星单品	17
一叶子：品牌重新定位，主打纯净美妆	20
其他品牌：新品牌储备丰富，护肤/母婴/洗护赛道均有前瞻布局	21
核心优势 2：重视研发和供应链，打造三大核心成分	24
中日双研发布局，供应链体系高效完备	24
重视研发投入，打造三大基础研究成果	25
核心优势 3：自我更新迭代能力强，适应多变市场环境	27
渠道迭代：线上占比持续提升，抓住抖音渠道实现快速增长	27
营销迭代：顺应营销发展趋势，布局抖音和小红书渠道	30
盈利预测与投资建议	32
盈利预测	32
投资建议	33
风险提示	33

图表目录

图 1：公司营业收入及增速（亿元）	6
图 2：公司归母净利润及增速（亿元）	6
图 3：公司毛利率及净利率变化	7
图 4：公司费用率变化	7
图 5：公司品牌概览	7
图 6：上美股份股权结构（截至 2022 年 12 月）	8
图 7：化妆品行业规模（十亿元）及增速	10
图 8：化妆品分品类零售额占比（2022 年）	10
图 9：香氛、防晒、儿童护理、彩妆未来有望复合增速靠前	10
图 10：护肤品规模（十亿元）与增速	11
图 11：护肤品行业 CR5 与 CR10	11
图 12：新生儿数量和出生率	12
图 13：线上 B2C 整体渠道母婴消费支出占比（%）	12
图 14：母婴护理品规模（十亿元）及增速	13
图 15：头发护理用品规模（十亿元）及增速	14
图 16：头发护理用品大众、高端品牌占比	14
图 17：上美股份分品牌收入占比	15
图 18：上美股份分品牌毛利率（2022H1）	15
图 19：韩束收入（百万元）及增速	16
图 20：韩束毛利率变化	16
图 21：韩束产品系列展示	17
图 22：红蛮腰产品展示	17
图 23：红蛮腰产品功效	17
图 24：红色小象收入（百万元）及增速	17
图 25：红色小象毛利率	17
图 26：红色小象 90 安心霜强调成分精简	19
图 27：红色小象推出“轻养新一代”品牌活动	20
图 28：一叶子收入（百万元）及增速	20
图 29：一叶子毛利率	20
图 30：一叶子品牌焕新后产品展示	21
图 31：211 面霜成分精简，添加积雪草等陈芬	21
图 32：小白盒次抛精华添加橄榄叶提取物	21
图 33：Newpage 产品展示	22
图 34：Newpage 核心产品展示	22

图 35: asnami 安弥儿产品展示.....	22
图 36: asnami 安弥儿核心成分展示.....	22
图 37: Bio-G 高机能产品展示.....	22
图 38: Bio-G 高机能核心成分展示.....	22
图 39: 安敏优产品展示.....	23
图 40: 青蒿油功效.....	23
图 41: 极方产品展示.....	23
图 42: 极方主要成分.....	23
图 43: 上美环球港研发中心.....	24
图 44: 公司日本神户科研中心.....	24
图 45: 上美科技园.....	24
图 46: 海外生产基地.....	24
图 47: 公司研发费用（百万元）及增速.....	25
图 48: 公司研发费用率.....	25
图 49: 公司 TIRACLE 双菌发酵专利.....	26
图 50: 韩束白蛮腰产品添加 TIRACLE 成分.....	26
图 51: Bio-G 高机能产品添加 TIRACLE 成分.....	26
图 52: 公司青蒿油专利成果.....	26
图 53: 安敏优青蒿次抛小白管产品应用青蒿油 AN+成分.....	26
图 54: 公司渠道情况（2022 年）.....	28
图 55: 公司主要渠道占比.....	28
图 56: 公司主要渠道毛利率.....	28
图 57: 公司线上渠道占比情况.....	29
图 58: 公司线上渠道毛利率.....	29
图 59: 抖音美容护肤类目品牌月榜 TOP10.....	29
图 60: 韩束早期借助卫视崛起，投放广告.....	30
图 61: 韩束现阶段通过社媒、KOL 等营销.....	30
图 62: 韩束零售额（亿元）.....	30
表 1: 上美股份发展历程.....	6
表 2: 上美股份高管经验丰富.....	8
表 3: 中国护肤品 TOP10 品牌市占率变化.....	12
表 4: 母婴护理品 TOP10 品牌市占率变化.....	13
表 5: 中国头发护理品牌 TOP10 品牌市占率变化.....	14
表 6: 上美股份品牌概览.....	15
表 7: 红色小象母婴部份热卖产品.....	18
表 8: Newpage 创始人背景.....	21

表 9：公司核心研发团队人员	25
表 10：化妆品渠道流量变革	27
表 11：行业可比公司估值（截至 2023 年 6 月 21 日）	33

公司概况

主营简介：公司是国内领先的多品牌美妆公司

上美股份是领先的国货多品牌公司。上美股份成立于 2002 年，先后打造了韩束、一叶子、红色小象等多个大众知名护肤品牌，2022 年开发 asnami、Bio-G、极方、安敏优、Newpage 一页等新品牌，打造多品牌矩阵。2023 年，上美股份斩获 InnoCosme 2023 原料、配方双项大奖、美国 MUSE 五项设计大奖。

表 1：上美股份发展历程

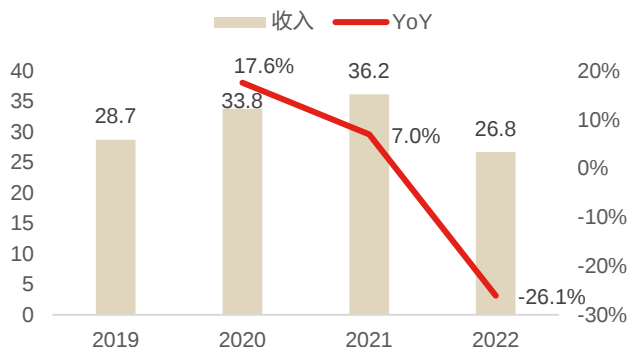
年份	内容
2002	吕义雄先生于上海开始从事化妆品行业，创办上海上美。
2003	公司开始布局自主研发生产，创立品牌“韩束”。
2005	公司开始布局自主供应链，于苏州黎姿建立首个工业园区。
2006	苏州黎姿生产基地正式投产。
2014	品牌“一叶子”成立，签约鹿晗为代言人。
2015	母婴品牌“红色小象”成立。 韩束成为领先的国货化妆品品牌。
2016	公司投入基础研发，成立日本神户研发中心。 一叶子成为中国市场份额第一的面膜品牌。
2018	上美科技园（中翊日化）开始运营。
2019	日本冈山工厂正式投产。 红色小象成为中国市场份额第一的母婴护理品牌。
2020	上美旗下中翊日化获国家药品监督管理局高级研修学院“教学基地”称号，帮助国家日化行业培养人才。 公司完成股份制改制，并更名为上海上美化妆品股份有限公司。 将人才培养提升至企业战略高度，在其推动下，上美颁布了《薪酬体系制度》《人才引进管理制度》《英才奖金计划》三大人才文件，为人才梯队建设提供了科学的基础。
2021	韩束成为中国游泳队合作伙伴，打造出“韩束=优质国货”的标签。
2022	于港交所上市，成为“港股国货美妆第一股”。 持续开发新品牌如 asnami、Bio-G、极方、安敏优、Newpage 一页、山田耕作（待推出）等。

数据来源：上美股份官网，东方证券研究所

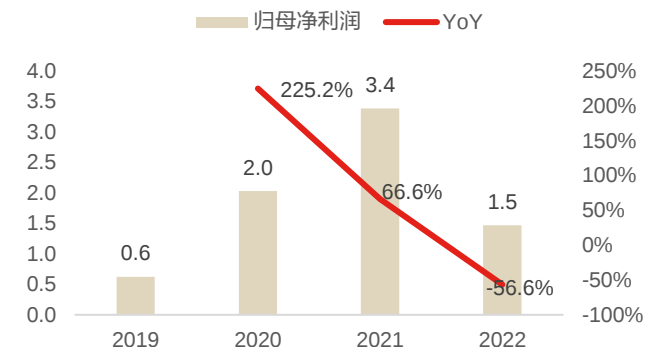
公司 2019-2021 年收入和利润稳健增长，2022 年受疫情影响业绩承压。2022 年公司实现营业收入 26.8 亿元，同比下降 26.1%，主要受疫情影响物流发货、以及终端需求减弱等；2022 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比下降 56.6%，业绩承压。公司 2019-2022 利润复合增速为 33%，总体保持较快增长。

图 1：公司营业收入及增速（亿元）

图 2：公司归母净利润及增速（亿元）



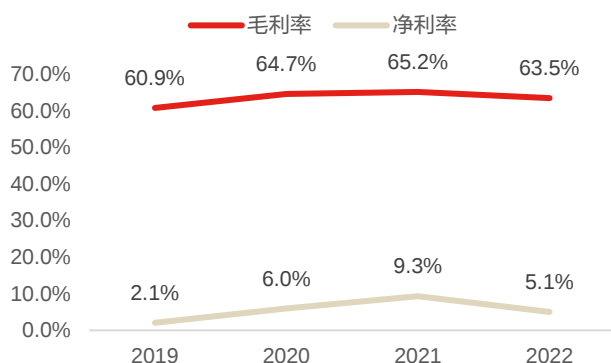
数据来源：wind，东方证券研究所



数据来源：wind，东方证券研究所

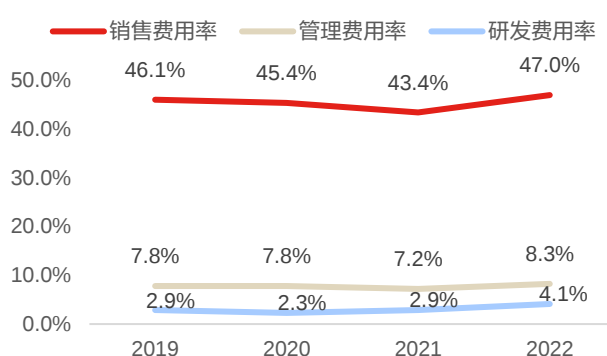
公司毛利率和净利率 2019-2021 稳步上升，2022 年受外部环境影响下滑。公司 2022 年毛利率为 63.5%，同比下降 1.7pct，较 2019 年提升了 2.6pct。2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 47.0%/8.3%/4.1%，同比分别提升 3.6pct/1.1pct/1.2pct，2019-2021 年公司期间费用率呈下降趋势。净利率方面，公司净利率从 2019 年的 2.1% 提升 7.2pct 至 2021 年的 9.3%，2022 年同比下滑 4.2pct 至 5.1%。随着外部不利影响消退，公司盈利能力有望逐步修复。

图 3：公司毛利率及净利率变化



数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：公司费用率变化



数据来源：wind，东方证券研究所

公司旗下共 9 大品牌，细分领域涵盖护肤、母婴护理和洗护，价位带涵盖大众至高端。目前韩束、一叶子和红色小象为公司核心品牌，贡献超九成销售收入。其中 2022 年韩束、一叶子、红色小象品牌收入分别为 12.7 亿、5.3 亿和 6.6 亿，收入占比分别为 47.4%、19.8%和 24.5%。在三大主品牌大众价格带基础上，公司持续推出 asnami、New page 一页、极方、山田耕作（待推出）等品牌，布局中高端、高端，公司品牌矩阵持续完善。

图 5：公司品牌概览

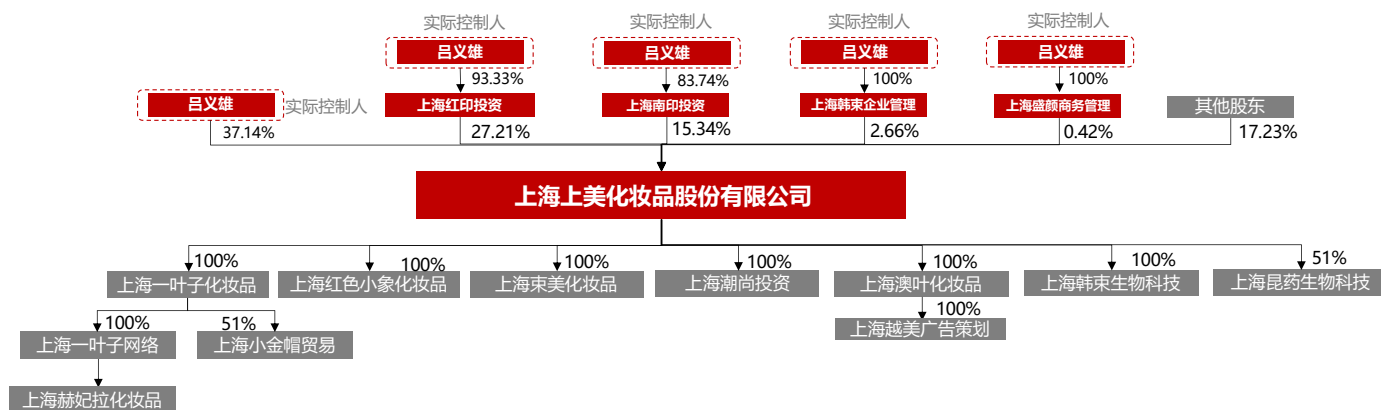


数据来源：公司公告，东方证券研究所

股权及管理团队：公司股权集中，管理层经验丰富

公司实控人持股比例高，通过员工持股平台绑定核心团队人员。截至 2022 年 12 月，公司实控人吕义雄直接持有公司 37.14% 股权，并通过上海红印投资、上海南印投资间接持有公司超过 42.6% 股权，股权结构集中。红印投资、南印投资、上海诚印股份为公司员工持股平台；焦汉伟先生、罗燕女士分别持股上海红印投资 1.67% 股权，俞瑛女士、张进先生分别持股 1%；冯一峰先生、周倩静女士、宋洋女士分别持股上海南印投资 1.77% 股权，吕丽纯女士持股 1%。谷口登志也先生、胡新成先生、付子华先生分别持股上海诚印股份 1.18% 股权。

图 6：上美股份股权结构（截至 2022 年 12 月）



数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

公司管理层行业经验丰富。公司董事长为吕义雄先生，于 2004 年公司成立以来担任首席执行官，负责公司的整体战略规划和一般管理。韩束品牌的整体管理及营销由执行董事罗燕女士负责；一叶子品牌的整体管理及营销由执行董事宋洋女士和部门副经理施滕花女士负责。公司管理层均具有丰富的行业经验，在领域内深耕多年，有利于公司长期发展。

表 2：上美股份高管经验丰富

姓名	职务	主要职责	加入集团时间	简介
吕义雄	董事长、执行董事、首	整体战略管理及发展、业务规划	2004/6	吕先生自上海上美(前称上海卡卡化妆品有限公司)于 2004 年 6 月成立以来一直担任其首席执行官，负责本公司的一般管理。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	席执行官			
罗燕	执行董事、 副行政总裁	负责韩束的整体 管理及营销	2012/3	罗女士自 2021 年 1 月起担任上海束美的执行董事，自 2021 年 3 月起担任上海韩束生物科技的执行董事。罗女士于 2020 年 6 月取得上海立信会计金融学院的国际贸易与经济专科的学历。
宋洋	执行董事、 副行政总裁	负责一叶子的整 体管理与营销	2013/12	宋女士于 2020 年 2 月获委任为执行董事。宋女士自 2020 年 8 月起亦一直担任上海昆药的董事，并于 2022 年 6 月起担任一叶子的总经理。
施滕花	部门副经理	负责一叶子的整 体管理及营销	2017/9	施女士曾任本公司财务部经理。自 2021 年 7 月担任一叶子的副总经理。
冯一峰	执行董事、 首席财务官	负责财务事宜	2017/6/29	冯先生于 2012 年 8 月至 2016 年 8 月曾任国药集团一致药业股份有限公司的监事会主席。冯先生于 2015 年 10 月取得中国中欧国际工商学院的工商管理硕士学位。
李寒穷	非执行董事		2020/10/17	李女士于 2014 年 2 月至 2016 年 6 月曾任雅戈尔服装控股有限公司的首席执行官，李女士于 2010 年 9 月取得中国中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士学位。
孙昊			2022/9/30	孙先生于 2017 年 5 月加入上海铭耀股权投资管理有限公司，主要专注于消费及零售分部投资。孙先生于 2013 年 5 月在香港取得香港城市大学商业经济学学士学位。
梁浩新	独立非执行 董事		2021/12/21	梁先生自 2018 年 12 月起一直担任麦迪逊太平洋信托有限公司的董事。梁先生于 2002 年 12 月取得香港大学工商管理(会计及金融)学士学位。梁先生亦为香港会计师公会会员。
刘毅			2021/12/21	刘先生自 2009 年 7 月起一直担任上海市光大律师事务所的高级合伙人。刘先生于 2008 年 3 月在中国取得法律执业资格。
罗妍			2021/12/21	罗女士目前担任复旦大学管理学院的教授。罗女士获香港大学经济金融学院聘任为博士后研究人员。
李涛	审计总监	审计事务	2016/11	李先生于 2011 年 7 月至 2013 年 4 月曾任欧普照明审计总监。李先生于 2016 年 6 月获关岛会计委员会认可为注册会计师。
曹瑛	法律事务总 监	法律事务	2020/6	曹女士曾受雇于妙可蓝多食品，曾担任法务部总监兼证券事务代表。曹女士于 2014 年 1 月取得中国复旦大学法律硕士学位。
李健威	公司秘书		2022/12/22	李先生于会计、审计及公司秘书服务方面拥有逾 10 年经验。一直为香港上市公司以及跨国、私人及离岸公司提供专业企业服务。
廉明			2022/12/22	廉先生于 2010 年 7 月至 2020 年 7 月于广东丸美生物技术股份有限公司担任董事、董事会秘书及行政助理。廉先生于 2009 年 7 月取得中国清华大学法律硕士学位。

数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

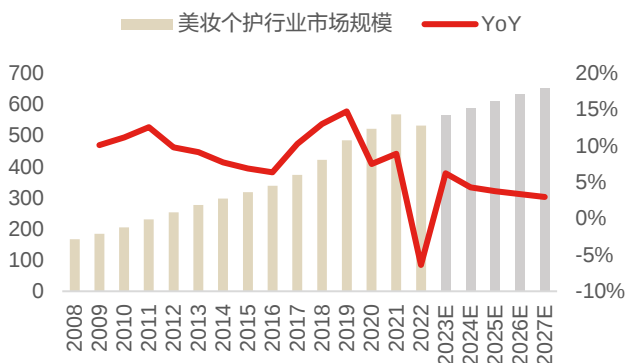
行业展望

整体特征：行业增速放缓，龙头表现优异；关注高景气优质细分赛道

化妆品行业受多重因素影响增速放缓，行业龙头业绩端表现优异。根据欧睿数据，2022 年我国化妆品行业规模为 5318 亿元（-6.4%），受疫情影响行业同比下滑。2023 年 1-4 月化妆品社零行业整体两年复合增速（+2.6%）表现弱于社零整体（+4.1%），行业表现偏弱。我们认为主要源于行业整体线上渗透率较高（疫情三年以来线上基数较高，头部化妆品公司线上渠道销售占比普遍已经超过 70%）消费者在大型线上购物节的囤货仍在消化过程中；与此同时，行业线上促销力度有所减弱，平台和品牌方更注重线上渠道的盈利能力，也在一定程度上造成需求相对疲软。长期看，根据欧睿数据，2022-2027E 复合增速有望达 4.1%。**在行业表现偏弱的背景下，以珀莱雅为代表的少数龙头企业业绩端持续表现优异。**珀莱雅在多渠道运营能力、明星单品和多品牌矩阵的带动下，女王节表现亮眼，Q1 收入/利润同比分别+29.3%/+31.3%，单 Q1 表现明显优于行业。

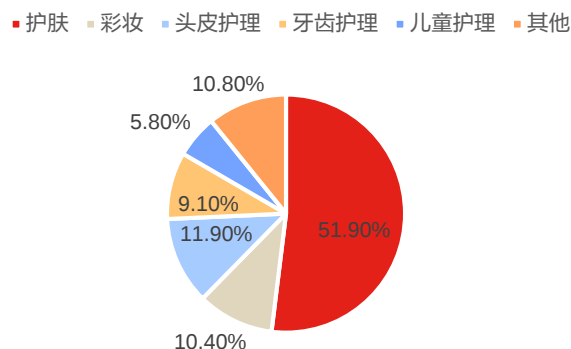
关注母婴护理等优质细分赛道。根据欧睿数据，2022 年化妆品细分赛道中占比前五的品类分别为护肤/头皮护理/彩妆/牙齿护理/儿童护理，占比分别为 51.9%/11.9%/10.4%/9.1%/5.8%；从增速看，香氛、防晒、儿童护理、彩妆 2022-2027E 复合增速有望靠前。

图 7：化妆品行业规模（十亿元）及增速



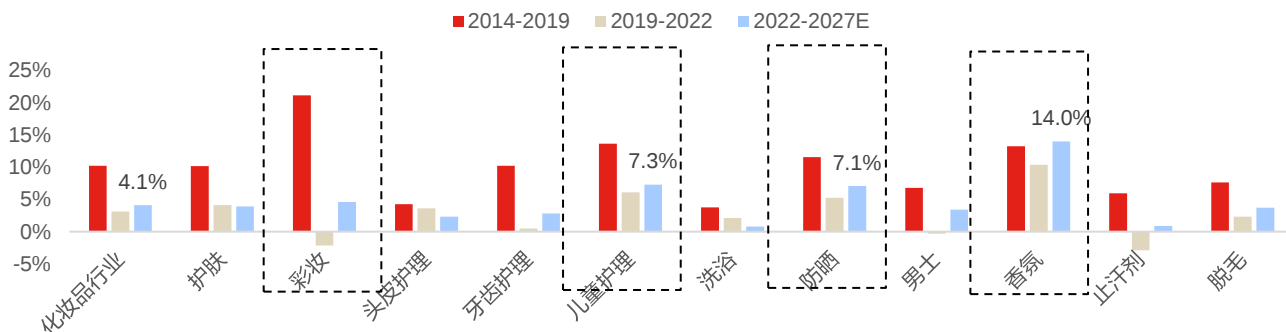
数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 8：化妆品分品类零售额占比（2022 年）



数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 9：香氛、防晒、儿童护理、彩妆未来有望复合增速靠前



数据来源：欧睿，东方证券研究所

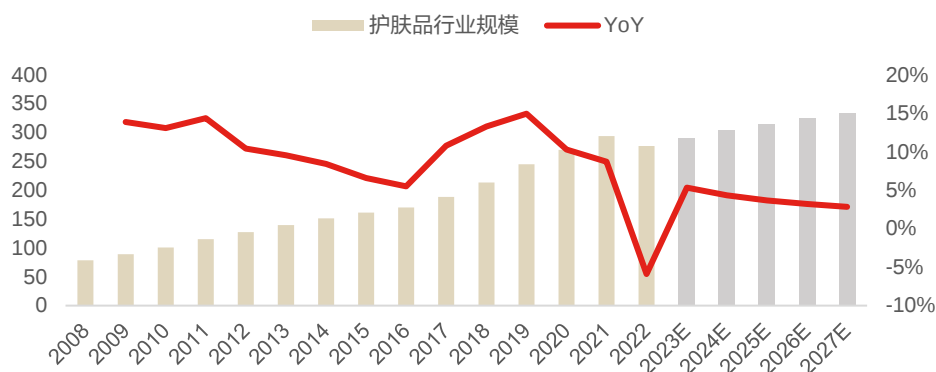
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

护肤子行业：线上红利尾声，抖音渠道高增，弱消费背景下看好国产替代

护肤品类是化妆品赛道中的第一大品类，近年来增速有所放缓。根据欧睿数据，2022 年护肤品零售规模为 2,762.7 亿元（-5.9%），受疫情影响 2022 年出现下滑。从增速看，2017-2022CAGR 为 8.0%，2022-2027E 复合增速有望为 3.9%，增速有所放缓。**线上红利尾声，天猫疲软，抖音高增。**线上红利接近尾声，天猫渠道增长疲软，2023 年 618 购物节美妆预售 GMV 约 85.9 亿元（+0.03%）；值得注意的是，抖音渠道表现突出，2023 年 618 预售阶段护肤 GMV 为 15-20 亿元（+47.2%），彩妆为 5-10 亿元（+65.7%）。

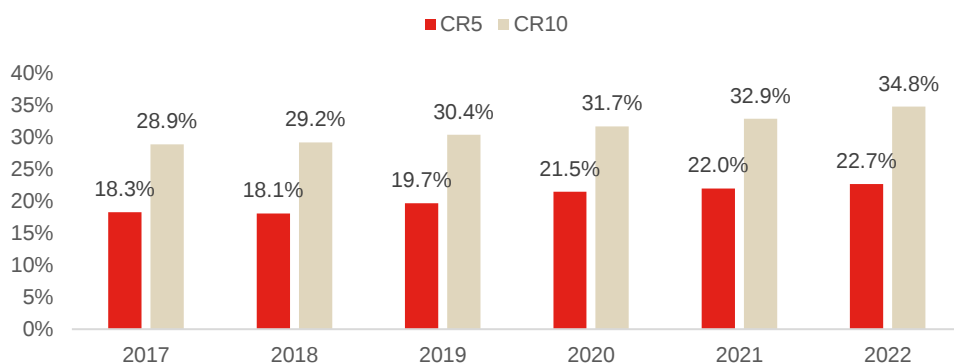
在护肤品类表现整体平淡的背景下，行业品牌集中度提升，以珀莱雅、薇诺娜为代表的国货龙头表现亮眼，在弱消费背景下看好国产大众品牌替代。2022 年行业 CR5/CR10 分别为 22.7%/34.8%，同比 2017 年分别提升 4.4/5.9pct，行业集中度持续提升。行业价格带方面，高端价格带占比持续提升。分品牌看，海外品牌中兰蔻、欧莱雅、Lamer 市占率持续提升；国货品牌方面，珀莱雅、薇诺娜表现优异，2022 年品牌市占率分别为 2.5%/2.4%，同比 2017 年分别提升 1.4/1.8pct。我们认为随着行业流量红利竞争加剧，将更加考验品牌运营能力，具备强品牌力、多渠道运营能力和优秀营销能力的公司有望脱颖而出。

图 10：护肤品规模（十亿元）与增速



数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 11：护肤品行业 CR5 与 CR10



数据来源：欧睿，东方证券研究所

表 3：中国护肤品 TOP10 品牌市占率变化

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
欧莱雅	4.1%	4.1%	4.5%	5.1%	5.3%	5.7%
兰蔻	2.5%	3.0%	3.7%	4.7%	5.1%	5.6%
雅诗兰黛	2.4%	2.9%	3.6%	4.4%	4.8%	4.6%
百雀羚	4.4%	4.5%	4.5%	4.1%	3.8%	3.5%
Olay	2.9%	3.1%	3.4%	3.2%	3.0%	3.3%
自然堂	3.3%	3.4%	3.4%	3.1%	3.0%	2.7%
珀莱雅	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	2.5%
薇诺娜	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2.4%
SK-II	1.1%	1.6%	1.9%	2.3%	2.4%	2.3%
海蓝之谜	0.6%	0.8%	1.2%	1.7%	2.1%	2.2%

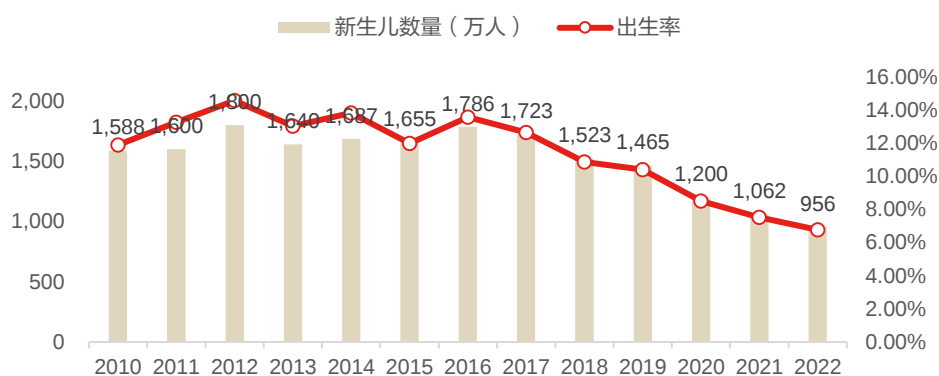
数据来源：欧睿，东方证券研究所

母婴护理：赛道景气度高，看好龙头品牌市占率提升

尽管生育率下降，但父母对育儿重视度提升，未来中高端产品有望增长更快。一方面我国生育率下降，新生儿数量下降，对需求端造成一定不利影响；另一方面，父母对育儿重视度也较之前有所提升，根据《宝宝树母婴行业洞察报告》，2022 年 6 月线上 B2C 整体渠道婴儿护肤高端和超高端消费占比较 2021 年同期明显提升。

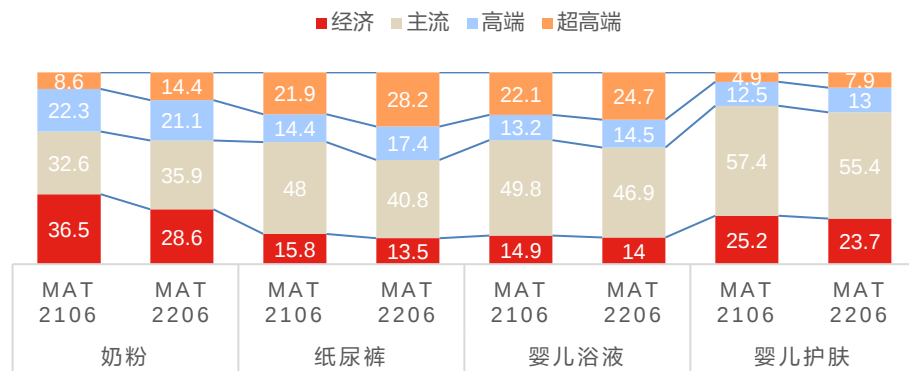
根据涵盖产品范围不同，我国母婴护理品 2021 年市场规模在 300 亿-500 亿元之间，增速领先于化妆品其他细分领域，2021-2027 年预期增速有望继续领跑。

图 12：新生儿数量和出生率



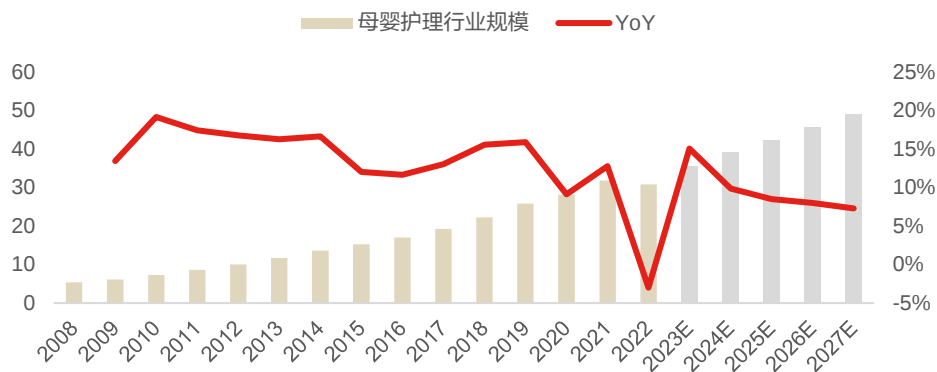
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 13：线上 B2C 整体渠道母婴消费支出占比 (%)



数据来源：《母婴行业洞察报告，宝宝树》，东方证券研究所

图 14：母婴护理品规模（十亿元）及增速



数据来源：欧睿，东方证券研究所

产品端看，相对成人而言，婴幼儿皮肤具有结构尚未完善、更新速度更快、含水量更高、屏障功能不全等特点，因此婴幼儿护肤也与成人护肤有所差异。婴童护肤品的购买决策者通常是妈妈，试错成本较高，产品肤感、功效和成分安全为重要考量因素。

从竞争格局上看，格局持续改善，外资第一龙头衰落背景下，以红色小象、启初为代表的国货品牌市占率总体呈现上升态势，2022年红色小象、启初市占率分别为3.9%/2.5%，参照海外国家头部品牌均以本土品牌为主，我国国货品牌具备较大发展空间。

表 4：母婴护理品 TOP10 品牌市占率变化

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
强生	10.6%	9.2%	7.8%	6.6%	5.8%	5.1%	4.1%
红色小象	1.5%	2.7%	3.8%	3.4%	4.5%	4.7%	3.9%
戴可思		-	0.0%	0.1%	0.4%	1.7%	2.8%
艾维诺	0.3%	0.7%	1.3%	2.1%	2.5%	2.7%	2.8%
贝亲	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	2.8%	3.0%	2.7%
启初	1.2%	2.1%	2.6%	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%
青蛙王子	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	2.4%	2.1%
郁美净	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	1.8%
皮皮狗	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
孩儿面	2.8%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%

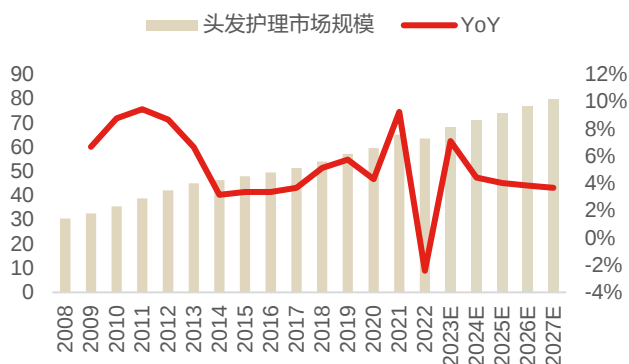
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：欧睿，东方证券研究所

头发护理：大众赛道饱和，看好行业高端化趋势

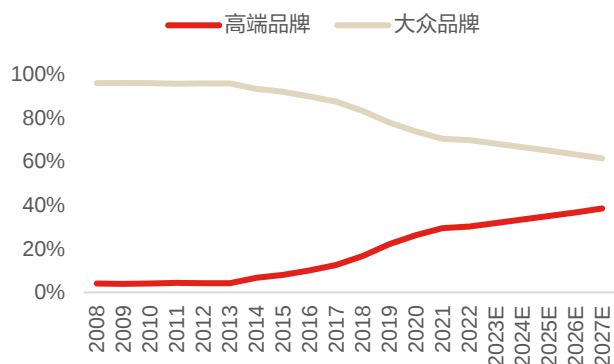
大众赛道较为饱和，产品升级为未来趋势。根据欧睿数据，头发护理行业 2022 年规模为 63.5 亿元（-2.4%），2022-2027E 行业复合增速有望为 4.6%，总体进入平稳发展阶段。从品牌角度看，行业品牌以大众价格大为主，竞争已经相对激烈，高端品牌销售占比在快速提升，未来高端品牌具备发展空间。国货龙头美妆公司在中高端洗护领域积极布局，如珀莱雅推出 OR，上美股份推出极方。

图 15：头发护理用品规模（十亿元）及增速



数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 16：头发护理用品大众、高端品牌占比



数据来源：欧睿，东方证券研究所

表 5：中国头发护理品牌 TOP10 品牌市占率变化

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
海飞丝	15.0%	14.9%	14.7%	13.7%	13.1%	12.7%
潘婷	7.1%	7.0%	6.9%	7.7%	8.6%	9.4%
飘柔	10.8%	10.5%	10.1%	9.7%	9.6%	8.2%
清扬	7.8%	7.6%	7.3%	7.0%	6.8%	6.6%
巴黎欧莱雅	4.0%	4.0%	4.1%	4.4%	5.2%	6.0%
阿道夫	1.9%	5.3%	8.5%	10.6%	7.6%	5.9%
施华蔻	4.0%	3.9%	3.8%	3.9%	4.1%	4.7%
卡诗	0.3%	0.4%	0.8%	1.6%	2.5%	3.4%
滋养	4.1%	4.1%	3.8%	3.2%	3.2%	3.2%
力士	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.9%

数据来源：欧睿，东方证券研究所

核心优势 1：多品牌矩阵成型，新品牌构建多重增长曲线

公司九大品牌，覆盖护肤、母婴、洗护三大细分领域，价格涵盖大众、中高端、高端价格带。护肤品类方面，公司韩束、一叶子、高肌能主打大众价格带；安敏优定位中高端，主打敏感肌护肤；山田耕作即将推出，定位高端；公司通过 5 大差异化品牌完成护肤品从大众到高端价格带的覆盖，满足不同消费者消费需求。母婴护理品类方面，公司首先推出红色小象，目前是母婴护理第二大市占率品牌，随后推出中高端的 asnami 和一页。洗护方面，公司极方品牌，定位中高端，主打防脱护发。

表 6：上美股份品牌概览

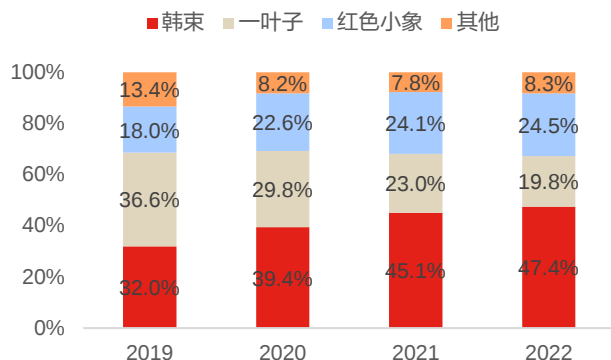
品牌	推出时间	细分领域	定位	SKU 数量	零售价区间(元)	2022 年收入占比及收入同比增速
韩束	2003 年	护肤	大众抗衰护肤品牌	87	6.9-2100	占比：47.4% YoY=-22%
一叶子	2014 年	护肤	大众护肤品牌，主打自然、精简护肤	78	19-388	占比：19.8% YoY=-36%
红色小象	2015 年	母婴护理	大众母婴洗护品牌	79	7.9-318	占比：24.5% YoY=-25%
Bio-G 高肌能	2019 年	护肤	大众敏感肌护肤品牌，主打双菌发酵精粹 TIRACLE	38	29-299	
安敏优	2019 年	护肤	中高端敏感肌微生态护肤品牌，主打青蒿油 AN+成分	18	29-458	
极方	2021 年	洗护	中高端洗护品牌，主打腺苷氨基酸洗发水、护发素	24	9.9-507	
Newpage 一页	2022 年	母婴护理	中高端“医研共创”婴儿敏感肌护理品牌	18	59-259	
asnami 安弥儿	2022 年	母婴护理	中高端孕产妇护理品牌，主打成分核心成分 Omiaco EX 矿物赋活精萃	7	30-1048	
山田耕作	尚未推出	护肤	高端抗衰护肤品牌			

数据来源：公司官网，东方证券研究所

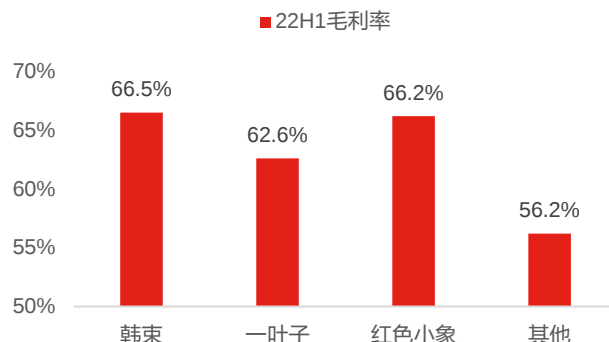
韩束、红色小象、一叶子是公司的三大核心品牌，2022 年收入占比超 90%。2022 年韩束/红色小象/一叶子在收入中占比分别为 47.4%/24.5%/19.8%，高肌能、安敏优、Newpage 一页等其他品牌 2022 年收入占比共 8.3%。毛利率方面，韩束、红色小象毛利率较高，22H1 年韩束/一叶子/红色小象/其他毛利率分别为 66.5%/62.6%/66.2%/56.2%。

图 17：上美股份分品牌收入占比

图 18：上美股份分品牌毛利率（2022H1）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

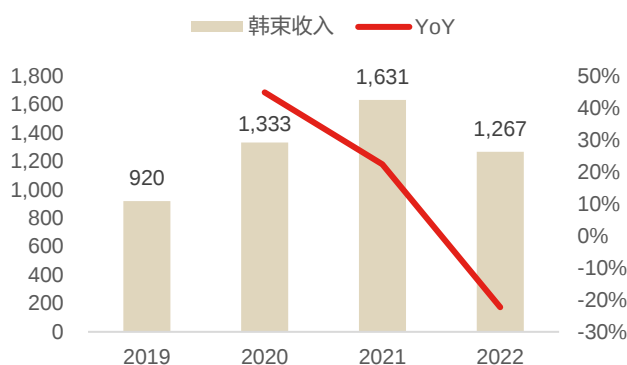


数据来源：公司公告，东方证券研究所

韩束：主打抗衰功效，大单品初见成效，抖音渠道表现亮眼

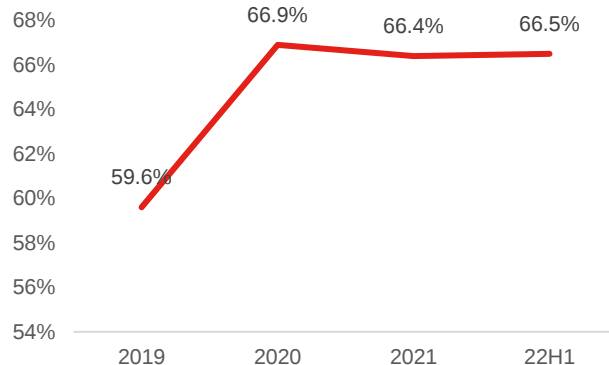
韩束品牌主打抗衰功效，产品持续升级，近期抖音渠道亮眼，大单品表现优异。2021 年韩束品牌收入达到 16 亿元，2022 年受疫情影响营收有所下滑，品牌毛利率稳定。**1) 品牌发展历程：**韩束是创立于 2003 年的科学抗衰护肤品牌，“专研亚洲肌肤之美”的品牌理念。**2) 研发：**拥有坐落于上海环球港总部和日本神户“医疗硅谷”Port Island 的双科研中心，与日本东京工业大学、日本大阪府立大学等高等学府有深度合作。**3) 营销：**于 2021 年邀请佟丽娅成为公司品牌代言人，同年成为“中国国家游泳队”官方合作伙伴并提出新 slogan “韩束，为年轻提供一份底气”；2022 年韩束邀请檀健次作为品牌实力代言人。**4) 渠道：**韩束品牌在抖音渠道表现亮眼，自 2022 年 10 月以来持续销售额在护肤品类领先。

图 19：韩束收入（百万元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 20：韩束毛利率变化



数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

产品：品牌涵盖多个产品系列，新推出大单品红蛮腰系列，受到消费者欢迎。

- **产品系列：**针对不同需求打造多系列产品。韩束天猫官方旗舰店共 87 个 SKU，产品涵盖护肤精华水、乳液、面霜、眼霜、面膜、保湿凝胶、保湿喷雾、防晒霜、洁面等多款产品。同时针对不同肌肤状况和诉求推出了水光红胶囊系列（高润补水）、亮白银胶囊系列（淡斑美白）、臻奢聚时光系列（淡纹抗衰）、御龄黑金系列（充盈弹润）、水氧蓝胶囊系列（水油平衡）和紧致紫胶囊系列（淡纹紧致），满足消费者不同护肤需求。

- **大单品：推出红蛮腰系列，受到消费者欢迎。**红蛮腰使用韩束革新专研促生胶原技术，陈芬方面，阿魏酸、虾青素和维 C 实现多维抗氧，肌肽和脱羧肌肽可以抑制糖化产物生成，实现有效抗糖，维护肌肤弹性。红蛮腰能够在有效抗氧抗糖的同时保持肌肤水润，使得肌肤通透细腻、水润透亮，主要针对紧致肌肤的抗老祛皱功能。红蛮腰系列主要包括柔肤水、柔肤乳、精华液、精华霜和眼霜产品。近期品牌推出白蛮腰，添加公司专利 TIRACLE 成分，主要针对美白淡斑需求，产品推出以来销售表现优秀，618 期间白蛮腰套装销售超 2000 件。

图 21：韩束产品系列展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 22：红蛮腰产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 23：红蛮腰产品功效



数据来源：公司官网，东方证券研究所

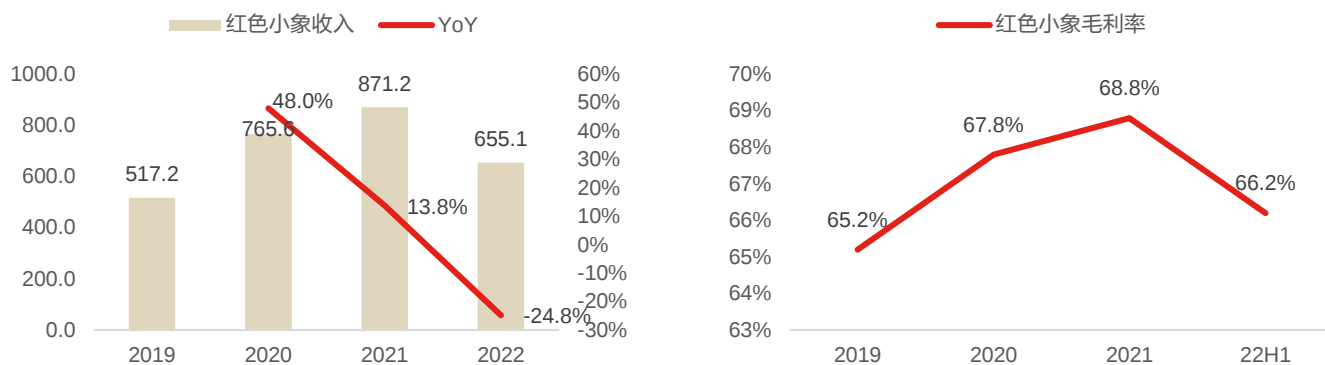
红色小象：升级产品线，推出明星单品

红色小象品牌为上海上美 2015 年推出的专注母婴护理品牌，自推出以来受到市场欢迎，位列婴童护理品牌市占率第二名。品牌依靠日本红道科研中心技术，使用安全、无添加剂的天然成分，打造适合中国儿童肌肤的专业护肤品，主张“至简成分、安心有效”，提出符合当代年轻人极简追求的“轻养新一代”品牌理念。2021 年红色小象品牌实现收入 8.7 亿元，同比增长 13.8%，2022 年受疫情影响出现下滑（-24.8%）。毛利率方面，2019 年-2021 年品牌毛利率持续上升，22H1 受疫情影响环比 2021 全年下滑，但仍保持在 65%以上水平。

图 24：红色小象收入（百万元）及增速

图 25：红色小象毛利率

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。



数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

公司产品线持续升级，目前主要涵盖婴童洗护、婴童护肤、孕妈三大产品线。

- **婴童洗护产品线**，主要包括洗发水、沐浴露、婴幼儿二合一洗发沐浴露，主打滋养发丝与滋养表层皮肤。
- **婴童护肤产品线**，产品有身体乳、面霜、防晒霜、洁面乳、护手霜、按摩油、护臀霜等。针对大众儿童提供天然安全的护肤品。
- **孕妈产品线**，为孕期妈妈和哺乳期妈妈提供护肤品和洗护产品，产品有面部护肤品、身体油、防晒霜等，性质温和，可日常使用。

表 7：红色小象母婴部份热卖产品

产品图片	系列名称	价格区间 (元)	详细介绍
	婴童洗护产品线	53-239	婴童洗护产品线主要包括洗发水、沐浴露和婴幼儿二合一洗发沐浴露。结合植物成分，婴童洗护产品有效强韧发丝和滋润表层皮肤。
	婴童护肤产品线	29-329	婴童护肤产品包括身体乳、面霜、防晒霜、洁面乳、护手霜、按摩油、护臀霜等。为婴童提供更天然安全的护肤产品。
	孕妈产品线	9-649	为孕期妈妈及哺乳期妈妈提供护肤品及洗护产品，包括面部护肤产品、身体油和防晒霜，全部性质温和，可每天使用。
	一般产品线		提供清洁产品，如洗衣液、湿巾和奶瓶清洁剂，口腔护理产品（如牙刷和牙膏），以及夏季产品（如驱蚊产品）。清洁产品采用酶配方，可去除婴儿衣服上的污渍。口腔产品富含氨基酸和木糖醇，可防止蛀牙。夏季产品可有效防止蚊虫叮咬。

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。

清洁产品			
			
口腔产品			
			
夏季产品			
	舒安特护霜	169-329	舒安特护霜合共含有九种成分。得力于由巴西有机天然提取物红没药醇经证明的舒缓功效，每瓶均真空包装的舒安特，可舒缓受刺激的皮肤并加强皮肤屏障。
	儿童洗发沐浴露	60-70	儿童洗发沐浴露采用葡萄柚提取物和油橄榄果油提取物配制而成，可温和洗净宝宝的皮肤、头发和头皮，能有效清洁宝宝娇嫩的头发和皮肤，使用方便且适合新生儿。

数据来源：招股说明书，天猫旗舰店，东方证券研究所

90 分安心霜是红色小象明星单品。公司产品以成分安全简单、舒缓功效为卖点。90 分安心双产品主打极简成分、舒缓敏感，其全成分仅 9 种，0 添加，通过精简科学配方，舒缓肌肤不适，舒润特护。产品价格为 139 元/50g 和 99 元/30g，价格带向上延伸，迎合行业发展趋势。

图 26：红色小象 90 安心霜强调成分精简



数据来源：红色小象官方旗舰店，东方证券研究所

营销转型：推出“轻养新一代”品牌活动，效果好。红色小象作为头部母婴护理品牌，2022 年 9 月品牌官宣王子文为全新代言人，并发起“轻养新一代”品牌活动，通过与代言人王子文携手打造具有故事性的育儿观念话题，以父母、子女之间的互相理解为核心，提倡“轻”养子女，其中有关接受父母的不完美打动了现阶段年轻父母的心，成功塑造了极简的品牌形象，并实现品牌进一步转型升级。

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。

图 27：红色小象推出“轻养新一代”品牌活动



数据来源：红色小象官网，东方证券研究所

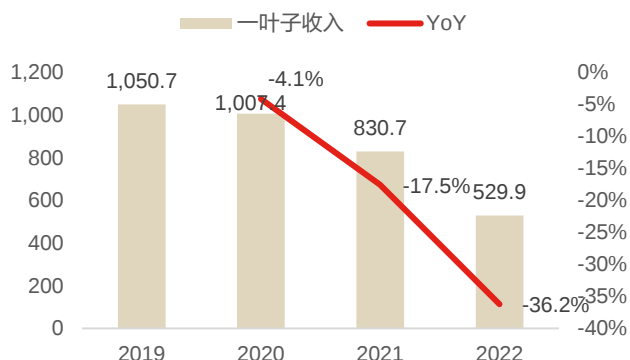
一叶子：品牌重新定位，主打纯净美妆

一叶子创立于 2014 年，以自然、环保、生活为品牌理念，产品主打植物活性成分。

品牌发展：从主营面膜品类焕新升级为纯净美妆。一叶子于 2016 年成为中国面膜销售额排名第一的品牌，但受面膜行业整体增速放缓等因素影响，公司一叶子品牌收入自 2019 年以来持续下滑。公司积极对品牌进行调整，2022 年，一叶子品牌全面焕新升级，由之前的自然、环保定位升级为“倡导中国纯净美容植物护肤领先品牌”，专研“修护肌肤屏障”。

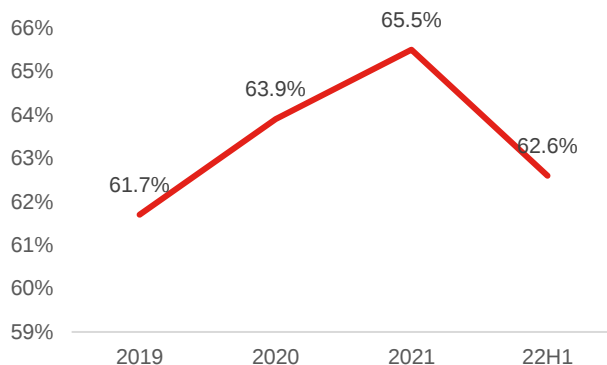
产品及成分：品牌焕新后推出多个主打皮肤屏障修护的产品，产品定位大众价格带。品牌推出多款针对皮肤屏障修护的产品，如为油敏皮专研的 211 面霜，选用蚕丝油、馨鲜酮御氧剂、油橄榄叶提取物等更安全、适合油敏皮的配方，能够有效补充角质流失、修护受损皮肤屏障；B5 小白盒次抛精华，添加了 20% 油橄榄叶提取物，成分中 93% 为天然植物成分，能够快速修护皮肤泛红。产品主打大众价格带，产品主要价格在 100-300 元之间。

图 28：一叶子收入（百万元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：一叶子毛利率



数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

图 30：一叶子品牌焕新后产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 31：211 面霜成分精简，添加积雪草等陈芬



数据来源：一叶子官方旗舰店，东方证券研究所

图 32：小白盒次抛精华添加橄榄叶提取物



数据来源：一叶子官方旗舰店，东方证券研究所

其他品牌：新品牌储备丰富，护肤/母婴/洗护赛道均有前瞻布局

母婴护理：公司通过一页 Newpage 和 asnami 安弥儿布局高端母婴护理赛道。

Newpage 一页：“医研共创”母婴护理品牌，2023 年以来表现优异。1) **品牌创立及理念：**Newpage 由演员章子怡、育儿专家崔玉涛和科学家黄虎博士联合创立，秉持“PAGE”的品牌理念：天然精简（Pure）、科普专业（Attractive）、安全有效（Genuine）、环境友好（Eco-friendly）。2) **产品系列：**Newpage 产品主要覆盖婴幼儿护肤霜、身体乳、按摩油、洗发水、洗衣液等洗护、护肤产品。3) **研发及专利：**研发方面，Newpage 采用国际化自动生产设备、全品类自主生产，拥有最高 10 万级洁净度，保障生产过程中的产品安全。品牌采用 Omega-Pro™ 强韧屏障专利技术，能够从天然成分中提取活性 Omega 成分，多维调控炎症因子，改善干痒红肿、湿疹红疹等敏感肌肤问题。4) **渠道：**Newpage 目前已入驻全国 4000 多家屈臣氏门店、30 多家三甲医院以及 3000 余家专业母婴店铺。

表 8：Newpage 创始人背景

创始人	简介
-----	----

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。

章子怡	知名演员，作为妈妈深知婴幼儿护理的痛点。
崔玉涛	1986 年毕业于首都医科大学儿科系，中国著名的儿科专家。为崔玉涛诊所创办者，多年深耕婴童护理。曾出版《崔玉涛-宝贝健康公开课》等育儿书籍，深受中国家长信赖。
黄虎	前宝洁美国总部全球首席科学家、清华大学化学系教授；宝洁全球开放性创新平台奠基人；宝洁可转移性技术平台奠基人和核心领导者；拥有数百项全球专利。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 33: Newpage 产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 34: Newpage 核心产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

asнами 安弥儿：为日本红道株式会社研发的高端母婴护理品牌。研发层面由公司研发团队全程研制，2022 年上市。1) 主打核心成分：Omiaco EX 矿物赋活精萃，采用多藻活菌技术，从深海海藻（紫球微藻、皱波角叉菜、软毛松藻、裙带菜、墨角藻）中提取出嗜热栖热菌发酵产物。2) 旗下产品系列：面部护肤系列、宝宝护肤系列和洗涤系列。

图 35: asнами 安弥儿产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 36: asнами 安弥儿核心成分展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

护肤：推出 Bio-G 高肌能和安敏优，主要针对敏感肌，其中安敏优定位中高端。

Bio-G 高肌能：2019 年上市，为专研敏感肌科学养肤方案的品牌，主要针对 KA 渠道。1) 品牌理念“科学养肤 SGEP”、“科学、温和、精致、愉悦”，希望每一次日常护肤开始都科学、严谨、有效。2) 产品系列：舒安特护系列、控油系列、防晒系列。3) 核心成分：产品添加 A 醇、多肽，使用上美核心专利技术 TIRACLE 双菌发酵。

图 37: Bio-G 高肌能产品展示

图 38: Bio-G 高肌能核心成分展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

安敏优：2019年上市，为国内首个使用青蒿素原料的护肤品品牌、首个将传统中草药成分运用在皮肤微生态领域内的品牌。1) 产品系列：已推出洁面乳、次抛修护精华、次抛维稳精华、维稳水乳、维稳组合次抛六款产品，主打舒缓维稳和修护屏障。2) 核心成分：青蒿油 AN+，经实验能够有效抑菌、抗炎，修护皮肤屏障。

图 39：安敏优产品展示

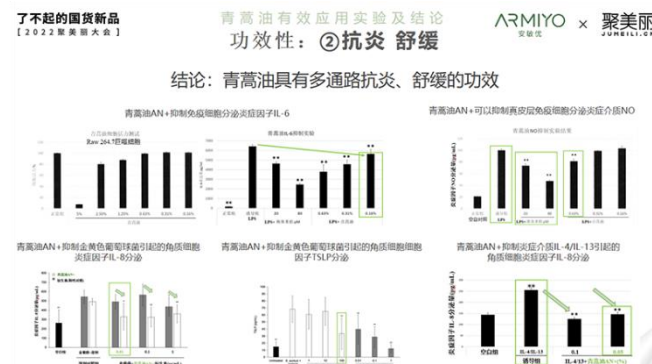


数据来源：公司官网，东方证券研究所



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 40：青蒿油功效



数据来源：公司官网，东方证券研究所

头发护理：极方品牌布局中高端头发护理赛道

极方：2021年上市，为在日本神户研究所首席配方师山田耕作先生的带领下，由日本顶尖科研团队十余年的潜心研发出的产品，致力于打造最适合亚洲人的洗护产品。1) 产品系列：目前已推出 100 水润滋养系列、200 染烫修护系列、300 清爽控油系列和 400 赋活柔韧系列。2) 核心成分：核心科技成分 scalreacle，促进头皮微生态循环，构筑头皮保护屏障，由内滋养，由外修护，改善头皮环境，孕育健康秀发。

图 41：极方产品展示



图 42：极方主要成分



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声明。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

数据来源：公司官网，东方证券研究所

核心优势 2：重视研发和供应链，打造三大核心成分

中日双研发布局，供应链体系高效完备

中日双研发布局：中国研发中心位于上海环球港，占地 7,000 平方米，科室包括稳定性实验室、分析实验室、原料开发实验室、中央洗护实验室、彩妆实验、中试实验室等，先进仪器包括高效液相色谱仪、气相色谱仪、混合型流变仪、VISIA-CR 等。上海环球港研发中心研发团队已成功孵化出 TIRACLE、PP2A、微生态平台等多项专利技术，并助力上美旗下韩束、一叶子、红色小象等产品的品质不断提升。**日本研发中心**位于日本“医疗硅谷”Port Island，研发中心具备医药部外品研究背景，自成立以来引进业界权威领军人物，如山田耕作、谷口登志也、Dr.Fu 等。研发中心产品品类包括护肤、面膜、洗护、彩妆、新品孵化等，与国际高等学府、知名原料供应商、生物科技公司达成深度战略合作，具备完整的科研生态链路

图 43：上美环球港研发中心



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 44：公司日本神户科研中心



数据来源：公司官网，东方证券研究所

供应链体系高效完备：上美科技园位于奉贤区东方美谷，一期二期占地面积达 150 亩，被评为国家药监局高级研修学院“教学基地”。**日本冈山生产基地**遵循日本化妆品生产标准，坚持日本配方、原料直采、当地生产，距上美神户科研中心仅 2 小时车程，实现产研一体。

图 45：上美科技园



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 46：海外生产基地



数据来源：公司官网，东方证券研究所

重视研发投入，打造三大基础研究成果

公司重视研发投入，研发团队实力雄厚。研发团队：公司研发由7位行业大咖领军，截至2022H1公司研发团队共204人，其中81人持硕士及以上学历，约占研发团队总人数的39.7%。研发团队背景主要包括生物、化学、药学以及化学工程等。核心研发团队由黄虎、胡新城、付子华、内川惠一、山田耕作、谷口登志也和板谷行生组成，这七位国际知名科学家在化妆品领域的平均经验超过30年。**研发投入：公司保持较高的研发投入，研发费用率保持在较高水平。**2022年公司研发费用为1.1亿元（+5.3%），研发费用率为4.1%，在行业内处于较高水平。

表 9：公司核心研发团队人员

姓名	从业年限	职务	负责内容	过往履历
黄虎	近 28 年	首席科学家	领导半乳酸菌发酵液研究平台的工作，负责整体管理及加强基础研究能力。	博士学位，曾任宝洁首席科学家、清华大学化学系教授。
胡新成	近 27 年	全球研发中心总监	专注于开发新成分、配方及工艺。参与了 9 项专利的申请并发布 3 篇学术论文。	博士学位，曾任职宝洁，先后担任宝洁神户及北京研发中心护肤产品开发部门的部门负责人。
付子华	近 27 年	日本红道科研中心总监	负责核心配方的改良及创新、成分的基础研究、建立公司日本研发能力。	博士学位，曾任宝洁的护肤技术总监和联合利华的工艺开发全球总监。日本经济产业省国家项目研发技术顾问。
内川惠一	35 年	中国科研中心首席科学家	负责配方创新开发、研究和指导有关工作。目前领导一叶子新清洁产品的设计、开发测试。	曾于资生堂全球创新中心担任经理，专精于乳化技术、护肤产品配方开发及护发产品配方开发。
山田耕作	超 30 年	日本红道科研中心护肤首席科学家	负责基础研究和护肤配方及工艺，已成功开发具有增强美白效果的配方。	曾于宝洁新加坡担任 SKII 品牌护肤产品科学家。
谷口登志也	近 40 年	日本红道科研中心副总监及彩妆品首席科学家	为年轻研究员提供指导培训，参与粉底液配方开发及升级，参与多款粉底液产品的推出。	曾于宝洁担任高级科学家。
板谷行生	36 年	日本红道科研中心洗护用品首席科学家	负责成分基础研究和洗护用品技术开发指导及就有关医药及生产设备的日本法规提供技术支持。	曾任佳宝丽专业研究员，专注研究日本不同护肤及化妆品产品。

数据来源：上美股份招股说明书，上美股份官网，东方证券研究所

图 47：公司研发费用（百万元）及增速

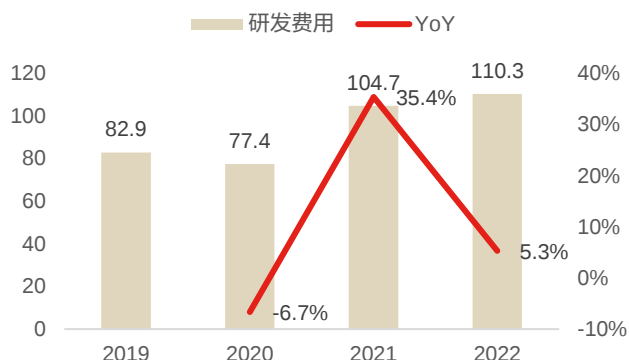
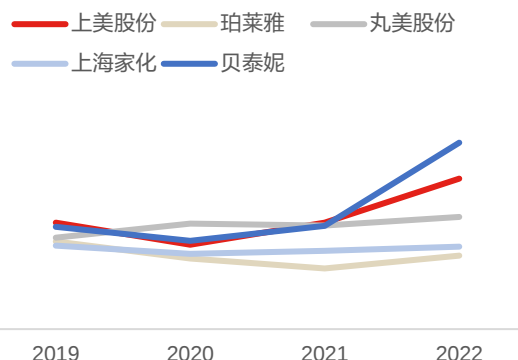


图 48：公司研发费用率



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。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司具有 TIRACLE 双菌发酵、AGSE 活性葡萄籽提取物和青蒿素 AN+三项基础研究成果，应用于公司上百款产品中。

TIRACLE 双菌发酵：双菌发酵技术使用活火山口的嗜热栖热菌和清酒酵母菌两种菌种进行发酵，由于栖热菌具有嗜热性，在高温发酵中不会失去活性，能够有效解决生物发酵在高温下易臭易失活的问题，从而实现减少皮肤炎症因子的作用。目前公司已成功开发第二代发酵产物 TIRACLE PRO，能够有效促进细胞自噬，抵御肌肤衰老。截止 2022 年 6 月 30 日，TIRACLE 已成功运用在超过 500 种产品中。

图 49：公司 TIRACLE 双菌发酵专利



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：韩束白蛮腰产品添加 TIRACLE 成分



数据来源：公司官方旗舰店，东方证券研究所

图 51：Bio-G 高肌能产品添加 TIRACLE 成分



数据来源：公司官方旗舰店，东方证券研究所

AGSE 活性葡萄籽提取物：该成分由公司与普林斯顿大学分子生物学系教授 Jeffrey B. Stock 博士合作开发。通过分子生物学技术，富集葡萄籽提取物中可以活化 PP2A 的黄酮类物质，进而大大提升 PP2A 活性。根据临床试验，乳酸刺痛实验显示含有 AGSE 的产品在增加肤色个体类型（ITA）值、降低水分散失（TEWL）、减少皱纹和增加皮肤耐受度方面有显著功效。

青蒿油 AN+：公司于 2019 年开展青蒿油在化妆品中的应用调研工作，发现青蒿油能够上调丝聚蛋白基因的表达，并且能够抑制炎症因子以及炎症介质的释放。目前青蒿油 AN+成分主要应用于安敏优品品牌产品。

图 52：公司青蒿油专利成果

图 53：安敏优品青蒿次抛小白管产品应用青蒿油 AN+成分

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。



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司官方旗舰店，东方证券研究所

核心优势 3：自我更新迭代能力强，适应多变市场环境

渠道迭代：线上占比持续提升，抓住抖音渠道实现快速增长

行业层面，化妆品行业在每轮渠道变革中都会涌现出众多代表性品牌，抓住历史性的发展机遇快速成长，现阶段抖音渠道在快速增长。

1) 商超渠道（1990-2000）：以宝洁、六神、百雀羚为代表的海内外大众日化品牌进入消费者视线，行业开始萌芽。

2) 百货、购物中心、CS 渠道（2000-2009）：百货和购物中心快速发展；以雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅等为代表的外资品牌入驻专柜渠道。与此同时，CS 渠道兴起，珀莱雅、自然堂等国货品牌依托于线下渠道快速崛起。在这一阶段，行业规模迅速增长。

3) 电商渠道（2009-2018）：淘系、京东、唯品会快速发展。以御泥坊、膜法世家为代表的淘品牌快速崛起，线上布局较晚的头部品牌则受到一定冲击。在这一过程中，淘系渠道实现了从淘 C 向品牌旗舰店的过渡，品牌也赋予线上渠道更丰富的职能，包括产品推新、数字营销、触达新消费群体等。

4) 网红经济、直播电商（2018-2021）：2018 年起，网红经济崛起，小红书、抖音等社媒成为重要流量入口。以完美日记、花西子、HFP 为代表的国货新锐品牌抓住流量红利迅速崛起。与此同时，2019 年以李佳琦、薇娅为代表的超头直播达到巅峰，薇诺娜、润百颜、夸迪、珀莱雅等国货品牌也积极加码布局，通过与超头主播联合以加大品牌知名度。

5) 2021-今：线上渠道变革的尾声，行业红利逐步消退，抖音快速增长，贡献重要增量。在这一阶段，更考验品牌方的渠道运营能力，具备多渠道运营能力、抓住抖音渠道红利的公司有望脱颖而出。

表 10：化妆品渠道流量变革

	商超	百货 购物中心	CS	电商	社媒 直播电商	抖音等兴趣电商
兴起/快速发展	1990	2000	2000	2009	2018	2021
特点/事件	便利 海内外日化品牌迅速入驻	消费升级，消费者对购物环境提出要求，	专业、便捷、选址贴近消费者、多品牌集	淘品牌抓住线上红利崛起	小红书等 APP 成为流量入口，完美日记等新锐品	6 月字节跳动将电商作为战略方向布局；8 月举

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		海外中高端品牌纷纷布局	合和体验式服务		牌崛起 直播电商 2019 年达到巅峰	办抖音奇妙好物种；10 月开始禁止外链，打造内部完整购买链路闭环
代表品牌	  	  	 	 	 	 

数据来源：各品牌官网、东方证券研究所

随着渠道流量变化，公司线上渠道占比持续提升。随着线上成为化妆品第一大销售渠道，上美股份对线上渠道积极布局，2022 年公司线上渠道占比达到 74.9%。公司线下渠道主要分为线下零售商和线下分销商，主要包括屈臣氏、CS 等；其他渠道主要指公司承接的 ODM 业务。

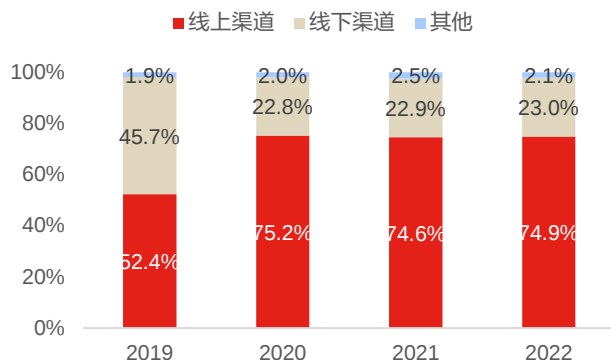
图 54：公司渠道情况（2022 年）



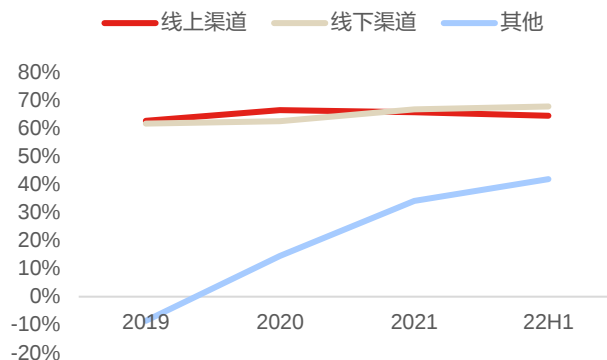
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 55：公司主要渠道占比

图 56：公司主要渠道毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

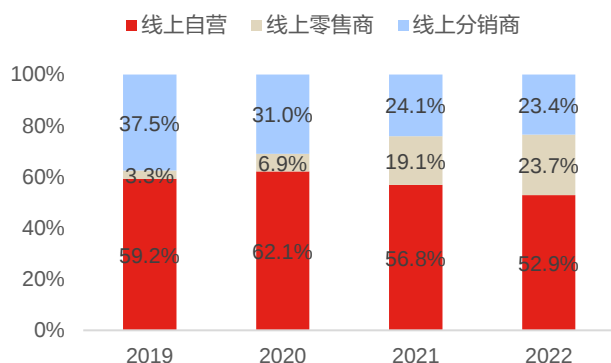


数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

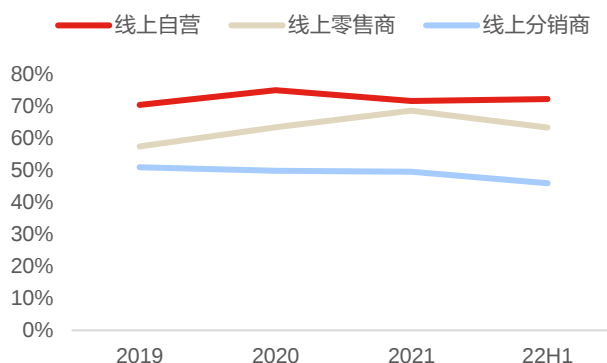
线上自营是公司线上第一大销售渠道，线上零售商渠道占比在持续提升。公司线上渠道包括线上自营、线上零售商、线上分销商；线上自营是公司通过第三方电商平台（主要指天猫、抖音、京东商城以及快手）的自营网店直接向终端消费者销售产品；线上零售商主要包括天猫超市、京东商城以及唯品会等主要电商平台及其他第三方线上卖家；线上分销商指的是公司销售给通过线上平台经营的分销商，再由分销商直接向终端消费者进行销售。

图 57：公司线上渠道占比情况

图 58：公司线上渠道毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：上美股份招股说明书，东方证券研究所

公司适应渠道变革，发力抖音渠道，近期持续表现亮眼。韩束品牌于 2019 年入驻抖音渠道，并于 2022 年正式发力抖音渠道，并开展品牌自播，目前抖音自营渠道表现亮眼。自 2022 年 10 月起，韩束多月进入抖音美容护肤类目品牌榜前十，且销售额保持在 7500 万元以上，2023 年 5 月韩束抖音预估销售额超 2.5 亿元。我们预计公司全年抖音渠道高速增长，占比持续提升。

图 59：抖音美容护肤类目品牌月榜 TOP10

	2022年6月		2022年7月		2022年8月		2022年9月		2022年10月		2022年11月	
	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额
TOP1	后	1亿-2.5亿	SKII	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	欧诗漫	1亿-2.5亿	后	1亿-2.5亿
TOP2	雅诗兰黛	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	欧诗漫	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	雅诗兰黛	1亿-2.5亿
TOP3	SKII	1亿-2.5亿	欧诗漫	7500w-1亿	SKII	1亿-2.5亿	欧诗漫	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	SKII	1亿-2.5亿
TOP4	珀莱雅	1亿-2.5亿	欧莱雅	7500w-1亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	雅诗兰黛	1亿-2.5亿	雅诗兰黛	1亿-2.5亿	海蓝之谜	1亿-2.5亿
TOP5	欧莱雅	1亿-2.5亿	纯妆	5000w-7500w	后	1亿-2.5亿	SKII	7500w-1亿	韩束	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿
TOP6	润百颜	7500w-1亿	仁和匠心	5000w-7500w	自然堂	1亿-2.5亿	薇诺娜	7500w-1亿	玉兰油	1亿-2.5亿	欧诗漫	1亿-2.5亿
TOP7	兰蔻	7500w-1亿	薇诺娜	5000w-7500w	玉兰油	7500w-1亿	HBN	7500w-1亿	自然堂	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿
TOP8	赫莲娜	7500w-1亿	后	5000w-7500w	谷雨	7500w-1亿	可复美	5000w-7500w	薇诺娜	1亿-2.5亿	赫莲娜	1亿-2.5亿
TOP9	欧诗漫	7500w-1亿	德玛贝尔	5000w-7500w	HBN	7500w-1亿	谷雨	5000w-7500w	SKII	7500w-1亿	玉兰油	1亿-2.5亿
TOP10	玉兰油	7500w-1亿	HBN	5000w-7500w	可复美	7500w-1亿	后	5000w-7500w	HBN	7500w-1亿	自然堂	1亿-2.5亿
	2022年12月		2023年1月		2023年2月		2023年3月		2023年4月		2023年5月	
	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额	品牌	销售额
TOP1	欧莱雅	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	欧莱雅	2.5亿-5亿
TOP2	雅诗兰黛	1亿-2.5亿	珀莱雅	7500w-1亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	雅诗兰黛	1亿-2.5亿	韩束	1亿-2.5亿	韩束	2.5亿-5亿
TOP3	珀莱雅	1亿-2.5亿	韩束	7500w-1亿	欧诗漫	1亿-2.5亿	韩束	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿	珀莱雅	1亿-2.5亿
TOP4	后	1亿-2.5亿	后	7500w-1亿	SKII	1亿-2.5亿	欧莱雅	1亿-2.5亿	赫拉	1亿-2.5亿	海蓝之谜	1亿-2.5亿
TOP5	海蓝之谜	7500w-1亿	SKII	7500w-1亿	海蓝之谜	7500w-1亿	欧诗漫	1亿-2.5亿	面肌时光	1亿-2.5亿	SKII	1亿-2.5亿
TOP6	SKII	7500w-1亿	雅诗兰黛	7500w-1亿	雅诗兰黛	7500w-1亿	赫莲娜	1亿-2.5亿	谷雨	7500w-1亿	赫莲娜	1亿-2.5亿
TOP7	韩束	7500w-1亿	谷雨	7500w-1亿	谷雨	7500w-1亿	HBN	1亿-2.5亿	后美国际	7500w-1亿	兰蔻	1亿-2.5亿
TOP8	奥伦纳素	5000w-7500w	兰蔻	7500w-1亿	NYNY	7500w-1亿	蜜丝婷	1亿-2.5亿	蜜丝婷	7500w-1亿	雅诗兰黛	1亿-2.5亿
TOP9	欧诗漫	5000w-7500w	海蓝之谜	5000w-7500w	兰蔻	7500w-1亿	兰蔻	7500w-1亿	雅诗兰黛	7500w-1亿	欧诗漫	1亿-2.5亿
TOP10	兰蔻	5000w-7500w	奥伦纳素	5000w-7500w	赫莲娜	7500w-1亿	SKII	7500w-1亿	海蓝之谜	7500w-1亿	玉兰油	1亿-2.5亿

数据来源：飞瓜，东方证券研究所

营销迭代：顺应营销发展趋势，布局抖音和小红书渠道

随着营销从大屏转向抖音、小红书，公司顺应营销发展趋势，对抖音和小红书等社媒渠道积极布局。公司早期借助卫视和平面广告崛起，2018-2019年在渠道流量变革下公司销售承压，面对外部环境变化，2019年公司积极转型，把线上渠道销售作为战略重点，公司打造专门线上运营团队。现阶段公司采用社媒投放、全渠道产品推广、KOL直播矩阵等方式进行品牌营销；对于抖音等新媒体平台营销活动，公司采用FACT营销模型，通过商家自播、达人矩阵、营销活动和头部大V进行推广。随着公司营销模式迭代，公司直接销售给消费者的收入也持续提升

图 60：韩束早期借助卫视崛起，投放广告



数据来源：韩束官方微博，东方证券研究所

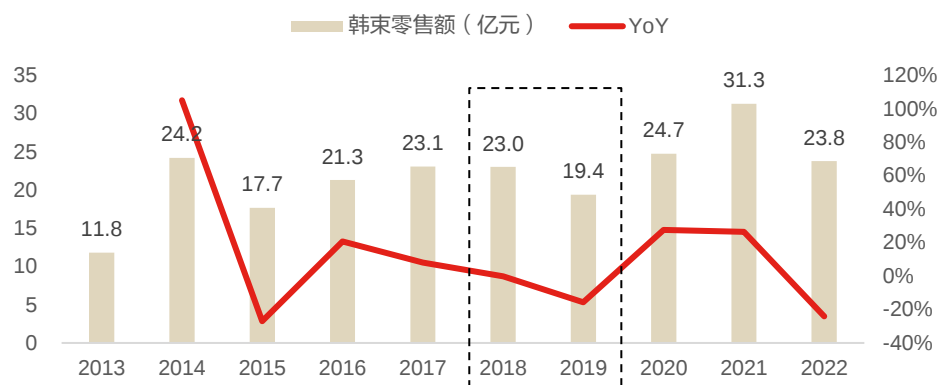
图 61：韩束现阶段通过社媒、KOL 等营销



数据来源：李佳琦直播间，抖音韩束品牌号，小红书，东方证券研究所

图 62：韩束零售额（亿元）

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。



数据来源：欧睿，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司总体收入预计同比增长 35.0%、24.5%与 20.9%。具体品牌看，韩束收入预计同比增长 36%、20%与 18%，2023 年随着外部不利影响减弱，恢复至 2021 年水平，2024、2025 年保持稳健增长；红色小象收入预计同比增长 27%、22%与 15%，2023 年逐渐恢复，2024、2025 年稳健增长；一叶子收入预计同比增长 30%、20%与 18%，随着品牌焕新，收入逐步回暖；其他品牌收入预计同比增长 65%、60%与 45%，保持较快增长，一方面各品牌 2023 年有望逐步恢复，另一方面一页有望贡献重要增量，2024、2025 年其他品牌保持较快增长。
- 2) 我们预测，2023-2025 公司总体毛利率为 64.5%、64.5%与 64.5%，2023 年随着外部环境好转，叠加品牌高端化，公司盈利能力向上修复，2024、2025 年总体保持稳定。
- 3) 公司 23-25 年销售费用率分别为 43.6%、43.2%与 43.1%，公司保持稳定的营销投入，营销费用率随着规模效应略有下降。管理费用率分别为 7.0%、6.8%与 6.5%，公司费用管控良好，管理费用率下降；研发费用率分别为 3.5%、3.5%和 3.5%，公司注重研发投入，研发费用率保持稳定。

收入分类预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
韩束					
销售收入（百万元）	1,631	1,267	1,724	2,068	2,441
增长率	22.4%	-22.3%	36.0%	20.0%	18.0%
毛利率	66%	65%	66%	66%	66%
红色小象					
销售收入（百万元）	871	655	832	1,015	1,167
增长率	13.8%	-24.8%	27.0%	22.0%	15.0%
毛利率	69%	66%	67%	67%	67%
一叶子					
销售收入（百万元）	831	530	689	827	975
增长率	-17.5%	-36.2%	30.0%	20%	18%
毛利率	65%	62%	63%	63%	63%
其他					
销售收入（百万元）	286	223	368	588	853
增长率	3.5%	-22.0%	65.0%	60%	45%
毛利率	47%	55%	57%	57%	57%
合计	3,619	2,675	3,612	4,499	5,437
增长率	7.0%	-26.1%	35.0%	24.5%	20.9%
综合毛利率	65.2%	63.5%	64.5%	64.5%	64.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2023-2025 年每股收益为 0.86、1.11、1.39 元，参照可比公司（选取化妆品领域公司）平均估值，给予公司 2023 年 33 倍估值，对应目标价 30.93 港元（人民币 28.27 元，1 人民币=1.09 港元），首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：行业可比公司估值（截至 2023 年 6 月 27 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
珀莱雅	603605.SH	111.0	2.88	2.63	3.31	4.12	38.5	42.2	33.5	26.9
华熙生物	688363.SH	89.4	2.02	2.63	3.37	4.15	44.3	34.0	26.6	21.5
贝泰妮	300957.SZ	89.7	2.48	3.13	3.99	5.00	36.2	28.6	22.5	17.9
丸美股份	603983.SH	32.6	0.43	0.77	0.97	1.17	75.8	42.1	33.6	27.9
上海家化	600315.SH	29.2	0.70	1.13	1.34	1.55	41.6	25.8	21.7	18.8
水羊股份	300740.SZ	16.1	0.32	0.63	0.84	1.05	50.2	25.4	19.0	15.4
调整后平均								33	26	21

数据来源：wind，东方证券研究所（单位均已换算至人民币，汇率按照 1 人民币=1.09 港币）

风险提示

1) 化妆品行业竞争加剧

化妆品行业竞争加剧，渠道、流量发生变革，若化妆品公司不能较快抓住渠道流量红利，则经营业绩承受压力。

2) 品牌焕新不及预期

公司一叶子品牌处于品牌焕新阶段，主打纯净美妆，若品牌焕新不及预期，可能对公司收入造成影响。

3) 行业监管政策风险

化妆品新规实施，对化妆品生产企业、注册备案人、功效宣称提出要求，行业整体监管趋严，若化妆品生产企业不能较好面对新规变化，则可能生产经营方面遇到较大困难。

4) 新品牌推广不及预期

公司山田耕作即将推出，一页等新品牌处于放量阶段，若新品牌推广不及预期，将对公司收入造成不利影响。

5) 毛利率修复不及预期

随着外部不利影响减弱，公司毛利率整体有望呈现向上修复态势，若毛利率修复不及预期，将对公司盈利能力造成影响。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	145	1,148	1,445	1,799	2,175	营业收入	3619	2675	3612	4499	5437
存货	621	518	980	884	1,372	营业成本	-1258	-976	-1283	-1597	-1932
应收账款	375	374	489	678	676	毛利	2361	1700	2329	2902	3505
预付款项	182	201	322	329	457	销售费用	-1572	-1258	-1574	-1942	-2341
其他	-	12	12	12	12	管理费用	-262	-223	-251	-304	-351
流动资产合计	1,323	2,252	3,247	3,702	4,692	研发费用	-105	-110	-126	-157	-190
固定资产	636	601	698	826	984	金融资产减值	-6	-12	-5	-5	-5
有使用权资产	162	144	139	137	141	其他收入	91	123	102	106	107
无形资产	18	19	21	22	23	其他支出	-78	-43	-64	-64	-64
商誉	-	-	-	-	-	财务成本净额	-21	-20	-8	-17	-8
其他	135	128	137	137	146	应占联营公司损益	-0	-1	-1	-1	-1
非流动资产合计	951	894	995	1,122	1,294	除税前溢利	408	154	401	518	651
资产总计	2,275	3,146	4,242	4,824	5,986	所得税	-69	-17	-60	-78	-98
短期借款	60	590	435	927	593	净利润(含少数股东权益)	339	137	341	440	553
应付账款	566	424	913	752	1,260	净利润(不含少数股东权益)	339	147	341	440	553
租赁负债	22	27	28	30	31	少数股东损益	-0	-10	0	0	0
应付税项	39	37	37	37	37	其他综合收益	-8	-1	-1	-1	-1
其他	413	236	629	448	854	综合收益总额	331	136	340	439	552
流动负债合计	1,100	1,314	2,042	2,193	2,774	综合收益总额(母公司)	331	146	340	439	552
递延所得税负债	-	-	-	-	-	综合收益总额(少数股东)	-0	-10	0	0	0
长期借款	130	60	60	60	60	每股收益	0.85	0.37	0.86	1.11	1.39
其他	89	65	91	83	110	主要财务比率					
非流动负债合计	219	125	152	143	170		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	1,320	1,439	2,194	2,336	2,945	成长能力					
股本	360	397	397	397	397	营业收入	7.0%	-26.1%	35.0%	24.5%	20.9%
储备	590	1,308	1,649	2,089	2,642	营业利润	44.6%	-71.6%	235.1%	35.6%	26.8%
少数股东权益	5	2	2	2	2	归属于母公司净利润	66.6%	-56.6%	131.8%	29.1%	25.7%
股东权益合计	955	1,707	2,048	2,488	3,041	获利能力					
负债和股东权益总计	2,275	3,146	4,242	4,824	5,986	毛利率	65.2%	63.5%	64.5%	64.5%	64.5%
						归母净利率	9.4%	5.5%	9.4%	9.8%	10.2%
						ROE	35.7%	8.6%	16.7%	17.7%	18.2%
						偿债能力					
						资产负债率	58.0%	45.7%	51.7%	48.4%	49.2%
						流动比率	1.20	1.71	1.59	1.69	1.69
						速动比率	0.64	1.32	1.11	1.28	1.20
						营运能力					
						应收账款周转率	10.11	7.14	8.37	7.71	8.03
						存货周转率	2.10	1.71	1.71	1.71	1.71
						总资产周转率	1.61	0.99	0.98	0.99	1.01
						每股指标(元)					
						每股收益	0.85	0.37	0.86	1.11	1.39
						每股经营现金流	0.84	0.09	1.66	0.32	2.56
						每股净资产	2.39	4.28	5.14	6.25	7.64
						估值比率					
						市盈率	27.22	62.70	27.05	20.96	16.68
						市净率	9.71	5.41	4.51	3.71	3.03

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。