



上美股份 (2145.HK): 多品牌、多渠道、多系列延续主品牌的强势增长

上美股份是国内领先的化妆品企业之一。公司旗下的韩束品牌根据品牌特性主攻抖音渠道，自 2023 年 8 月起连续 14 个月成为抖音渠道 GMV 第一的美妆品牌。上美股份长期践行多品牌策略，多个品牌有望在调整和爬坡期后快速增长。我们认为，在公司多渠道、多品牌、多系列的建设下，公司持续深耕下沉市场，带来未来持续增长动力。我们首次覆盖上美股份，给予“买入”评级，目标价 44.0 港元，潜在升幅 41.9%。

- 践行多品牌战略的领先国产企业：**上美集团成立近 20 年，目前主要收入来自韩束品牌，不过公司长期以来也践行多品牌战略，旗下品牌涵盖护肤品、洗护以及母婴产品三个赛道，价格带也覆盖从大众到高端的各层消费者需求。自 2023 年韩束品牌在抖音迅速崛起，品牌已连续 14 个月成为抖音第一的美妆品牌，带动公司收入的快速增长。子品牌方面，公司旗下的母婴品牌红色小象以及护肤品品牌一叶子仍处于调整阶段，而 2022 年推出的新品牌“newpage 一页”则凭借较强的科技力、明星背书，主攻敏感肌婴童护肤赛道，实现较快增长，成为公司高速增长新动能。
- 匹配品牌特性，抓住渠道红利：**我们认为，韩束在抖音平台的成功并不仅仅是因为公司抓住了抖音电商快速增长的红利，更多的是由于：
 - 根据消费者画像选择主营平台：韩束品牌的消费者画像（大部分是 18-34 岁在 3 线以下城市的消费者）与抖音平台的用户画像基本相符；
 - 借助短剧红利重回大众视野：2023 年韩束品牌与多位抖音短剧创作达人合作，利用嵌入剧情的产品营销提高品牌知名度，利用闭环式销售场景带动销量提升；
 - 套装产品匹配消费趋势：公司以套装方式进行产品销售与营销，符合平台和短剧观众的消费习惯和需求。
- 长期的增长能否持续？**尽管韩束达成了超预期的抖音连冠成绩，但是市场对于单一渠道、单一品牌、单一系列以及其长期延续低价策略是否能支持公司收入和利润的长期增长有一定怀疑。我们认为公司现有战略以及发展策略将助力公司实现长期增长：(1) 主要渠道（抖音）的用户与品牌消费者画像相匹配，同时公司也在不断拓展淘天及线下渠道；(2) 践行“2+2+2”的多品牌策略，并开发多系列产品；(3) 坚定利用低价策略发展规模大、增长快的下沉市场；(4) 通过系列和品牌升级带动利润水平的提升。
- 估值与评级：**目前韩束品牌是公司收入的主要动力。公司深耕规模庞大的下沉市场，通过构建新系列带动价格带的提升，进一步打开韩束品牌收入的上升空间。同时公司践行多品牌战略，有望构建第二增长曲线。我们首次覆盖上美股份，给予“买入”评级。根据 15x 2025 PE（相对国产化妆品龙头珀莱雅 20% 的折价）得到目标价 44 港元。
- 投资风险：**整体化妆品行业需求继续放缓；下沉市场消费意愿下降；渠道拓展不及预期，新品推出不及预期。

2024 年 11 月 20 日

评级

买入

目标价 (港元)	44.0
潜在升幅/降幅	+41.9%
目前股价 (港元)	31.0
52 周内股价区间 (港元)	18.8-57.0
总市值 (十亿港元)	12,593
近 3 月日均成交额 (百万港元)	18.0

市场预期区间



截至 2024 年 11 月 18 日收盘价

资料：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料：Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,675	4,191	7,031	8,550	10,504
同比变动 (%)	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
股东应占净利	147	461	792	1,092	1,430
同比变动 (%)	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%
PE (x)	75.4	24.7	14.4	10.4	8.0
ROE (%)	11.1%	24.7%	37.4%	46.9%	54.9%

E=浦银国际预测

资料 : 公司报告、浦银国际

目录

多品牌战略的践行者	6
匹配品牌特性，抓紧渠道趋势崛起	12
公司持续增长的可能性	17
盈利预测	24
目标价与估值	28
投资风险	28
SPDBI 乐观与悲观情景假设	31
公司背景	32
财务报表	36

财务报表分析与预测 - 上美股份

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,675	4,191	7,031	8,550	10,504
同比	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
销售成本	-976	-1,171	-1,824	-2,189	-2,658
毛利	1,700	3,019	5,207	6,361	7,846
毛利率	63.5%	72.1%	74.1%	74.4%	74.7%
销售费用	-1,258	-2,240	-3,991	-4,701	-5,662
管理费用	-223	-210	-229	-290	-382
研发费用	-110	-126	-176	-222	-284
核心经营溢利	108	444	812	1,148	1,518
经营利润率	4.0%	10.6%	11.5%	13.4%	14.5%
其他经营收入和损失	83	100	149	179	220
经营溢利	192	544	960	1,327	1,738
净融资成本	-20	-7	-3	-4	-2
其他	-18	22	10	10	10
税前溢利	154	559	967	1,333	1,746
所得税开支	-17	-98	-174	-240	-314
所得税率	11.1%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	-10	1	1	1	2
归母净利润	147	461	792	1,092	1,430
归母净利率	5.5%	11.0%	11.3%	12.8%	13.6%
同比	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	601	594	592	590	588
使用权资产	144	131	118	107	98
投资资产	9	8	8	8	8
预付款	17	19	19	19	19
投资附属公司	2	64	60	60	60
金融资产损益	0	101	101	101	101
递延税资产	101	113	113	113	113
其他	19	20	21	21	22
非流动资产	894	1,051	1,031	1,019	1,009
存货	518	511	800	959	1,165
应收贸易款项	374	321	796	1,032	1,337
预付款	201	332	300	300	300
金融资产	0	217	217	217	217
现金及等同现金项目	1,159	698	632	732	854
其他	0	0	0	0	0
流动资产	2,252	2,078	2,744	3,241	3,873
应付贸易款项	424	519	1,023	1,268	1,582
银行贷款	590	100	130	130	130
其他应付款项及应计费用	236	267	200	200	200
租赁负债	27	30	30	30	30
应付税款	37	136	136	136	136
其他	0	0	0	0	0
流动负债	1,314	1,051	1,519	1,764	2,078
租赁负债	51	36	36	36	36
银行贷款	60	0	0	0	0
其他应付款项	14	12	12	12	12
非流动负债	125	48	48	48	48
股本	397	398	398	398	398
储备	1,308	1,611	1,790	2,028	2,334
非控制性权益	2	20	21	22	24
权益	1,707	2,029	2,209	2,448	2,756

E=浦银国际预测

资料 : Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	154	559	967	1,333	1,746
减值	46	11	10	10	10
折旧	83	80	77	0	0
摊销	2	2	2	0	0
融资开支净额	20	7	3	4	2
存货减少/(增加)	70	-19	-289	-160	-206
应收贸易款项(增加)/减少	-12	70	-474	-237	-304
其他应收款项减少/(增加)	-3	-138	32	0	0
应付贸易款项(减少)/增加	-140	94	505	244	315
其他应付款项及应计费用增加	-160	50	-67	0	0
已付所得税	-21	-5	-174	-240	-314
其他	-1	34	30	106	105
经营活动所得(所用)现金净额	37	746	621	1,061	1,353
购入物业、机器及设备	-54	-88	-74	-74	-74
卖出物业、机器及设备	5	4	0	0	0
购入无形资产	-5	0	-3	-3	-3
投资/卖出联营或附属机构	-1	-71	0	0	0
购入金融资产	-11	-302	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-67	-457	-73	-77	-77
股份发行	808	18	0	0	0
股东注资	8	19	0	0	0
借款	460	-550	30	0	0
已付股利	-200	-179	-634	-874	-1,144
已付利息	-20	-16	-10	-10	-10
其他	-28	-28	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	1,028	-737	-613	-884	-1,154
现金及现金等价物变动	998	-449	-65	100	122
于年初的现金及现金等价物	145	1,148	697	632	732
现金及现金等价物汇兑差额	5	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,148	697	632	732	854

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.38	1.16	1.99	2.75	3.60
每股销售额	7.41	10.53	17.67	21.48	26.39
每股股息	0.25	0.95	1.59	2.20	2.87
同比变动					
收入	-26.1%	56.6%	67.8%	21.6%	22.9%
核心经营溢利	-74.3%	309.8%	82.9%	41.5%	32.2%
归母净利润	-56.6%	213.5%	71.8%	37.8%	30.9%
费用与利润率					
毛利率	63.5%	72.1%	74.1%	74.4%	74.7%
经营利润率	4.0%	10.6%	11.5%	13.4%	14.5%
归母净利率	5.5%	11.0%	11.3%	12.8%	13.6%
回报率					
平均股本回报率	11.1%	24.7%	37.4%	46.9%	54.9%
平均资产回报率	4.7%	14.7%	22.9%	27.2%	31.3%
资产效率					
库存周转天数	213.1	160.3	160.0	160.0	160.0
应收账款周转天数	78.4	56.9	56.9	56.9	56.9
应付账款周转天数	246.9	244.8	244.8	244.8	244.8
财务杠杆					
流动比率(x)	1.7	2.0	1.8	1.8	1.9
速动比率(x)	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3
现金比率(x)	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4
负债/权益(%)	84.3%	54.2%	71.0%	74.0%	77.2%
估值					
市盈率(x)	75.4	24.7	14.4	10.4	8.0
市销率(x)	3.9	2.7	1.6	1.3	1.1
股息率	0.9%	3.3%	5.6%	7.7%	10.0%

上美股份(2145.HK): 多品牌、多渠道、多系列延续主品牌的强势增长

上海上美化妆品股份有限公司（上美股份）的创始人吕义雄自 2002 年开始从事化妆品行业，并于 2003 年创立集团第一个自主品牌——韩束。集团旗下品牌韩束及一叶子精准把握多个时代主流渠道红利，利用多种营销活动打响品牌名号，成为行业内领先化妆品品牌。

公司在创立初期，以韩束品牌的线下渠道直销为主，后续通过电视购物、微商以及提早入驻淘宝，在各个渠道均颇有建树。营销方面，公司以签约代言人、冠名电视节目等方式提高品牌声量。

自 2023 年起，韩束凭借着对抖音平台规则、消费者画像匹配以及创新营销方式的深入了解，在抖音渠道大举发力，实现了高速增长。自 2023 年 8 月起，连续 14 个月成为抖音平台 GMV 第一护肤品品牌。

短期内单品牌、单渠道的高速增长让市场在认可韩束凭借抖音平台实现快速增长的实力的同时，也对这样的高速增长是否可以持续持怀疑态度。市场疑虑主要集中在渠道的依赖性、品牌的单一性、以及低价策略的延续性。在本文中，我们将分析市场对公司的几点顾虑，讨论韩束以及公司持续增长的可能性以及业绩的稳定性，进而确认上美股份长期的投资可能。

多品牌战略的践行者

上美股份践行多品牌战略。公司践行着“2+2+2 战略”，利用 2 大护肤百亿品牌、2 大母婴强势品牌，以及 2 大洗护超级品牌，品牌定位由大众延展至高端，提升上美多品牌、多赛道、多价格带在多受众人群中的影响力。

图表 2：上美股份品牌矩阵

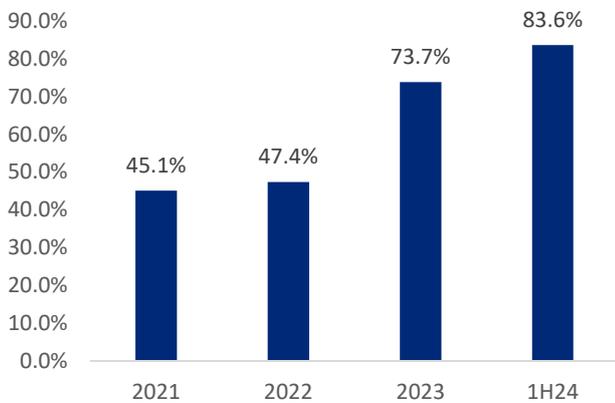
	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护
luxury 高端	TAZU ▲		
mid-to-high 中高端	安敏优 ARMIYO	asнами NEW PAGE 一页	KYOKA 2032 AVENUE ▲
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象	韩束洗护 一叶子洗护

▲ 待推品牌 ◆ 参股品牌

资料：公司资料、浦银国际

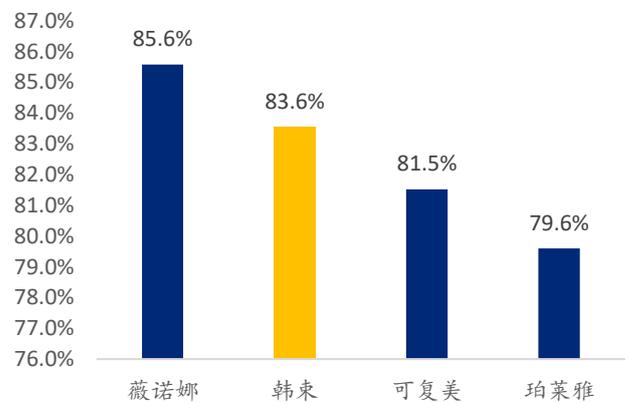
标志性品牌韩束的收入贡献率较高。截至 2024 年上半年，韩束品牌对公司的收入贡献达到 83.6%，相较同业，单一品牌的集中度较高。

图表 3：上美股份收入中韩束的贡献，2021-1H24



资料：公司数据、浦银国际

图表 4：主要国产品牌主品牌收入贡献对比，1H24



资料：公司数据、浦银国际

● 韩束：主品牌奠定集团发展基础

韩束自成立之初就成为公司探索市场的主要品牌。从建立自主生产工厂到开设自研机构，公司一步一步地夯实韩束在中国化妆品市场中的竞争力。根据 Euromonitor 数据，韩束在 2015 年已跻身中国国产化妆品品牌前十，并于 2023 年在中国化妆品市场以 1.1% 的占有率，成为第五大中国护肤品品牌。

韩束扎根线下渠道多年，拥有深厚的线下门店运营和营销经验。韩束品牌的线下门店数量曾一度超 17,000 家，大规模线下门店的成功体现了韩束对线下消费者需求，门店体系以及运营的成熟认知。

在电视媒体时代，韩束熟练运用传统广告方式，签约代言人、冠名综艺、电视剧和投资电视广告，为韩束打响名号。同时韩束也通过电视购物、微商渠道进行宣传和销售，自 2014 年起进一步拓展这两个渠道，获得较好的销售业绩。

图表 5：韩束早期代言人：林志玲



资料：凤凰网、浦银国际

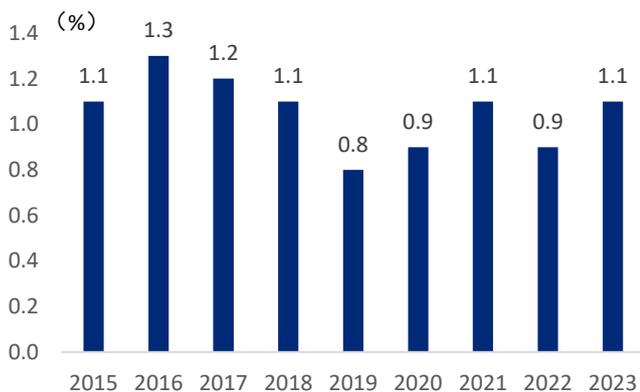
图表 6：韩束冠名《非诚勿扰》



资料：上美股份官网、浦银国际

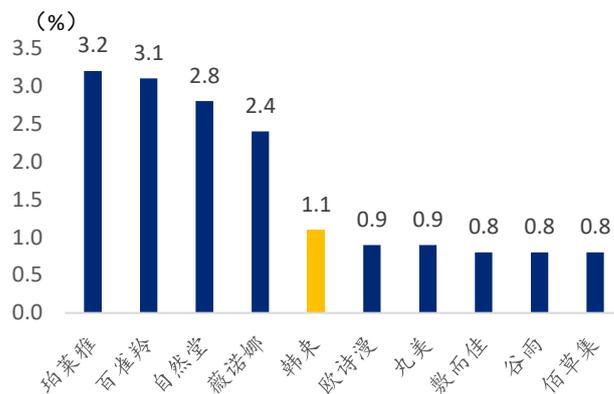
韩束品牌受多种因素影响一度增长乏力。尽管韩束是第一批入驻淘宝的化妆品品牌，并多次位居淘宝美妆榜单第一，但由于品牌形象老化、转型困难、市场竞争加剧等问题，韩束自 2018 年起发展放缓，难以跟上竞品公司的快速发展步伐，市场占有率 2019 年跌至 0.8%。

图表 7：韩束品牌的市场占有率，2015-2023



资料：Euromonitor、浦银国际

图表 8：国产护肤品品十大品牌市占率，2023

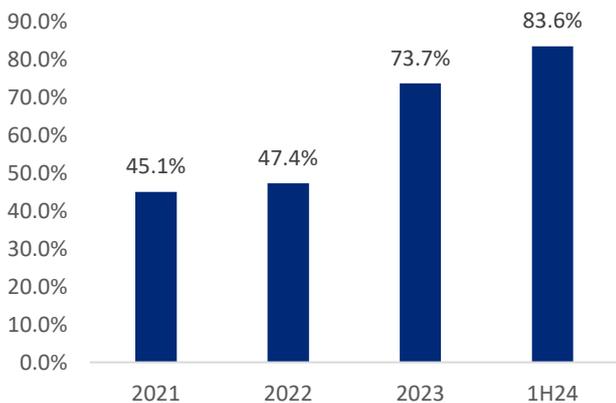


资料：Euromonitor、浦银国际

借助在抖音渠道的精准布局，韩束品牌开启了在抖音渠道的领先之旅。韩束以自播达播配合，结合套盒销售的方式，自2023年8月起，连续14个月霸榜抖音美妆榜第一，更是在2024年上半年，成为全平台线上销售额第五的品牌。

2024年上半年，韩束品牌仍是公司最主要的收入来源，占公司整体收入的83.6%。随着品牌的热度提升，韩束的收入占比持续提升。

图表 9：韩束对公司整体的收入贡献



资料：公司数据、浦银国际

图表 10：2024年上半年线上化妆品 GMV 前十品牌

排名	品牌	GMV (人民币亿元)	GMV 同比增
1	欧莱雅	63.5	23.2%
2	珀莱雅	56.2	87.0%
3	兰蔻	49.3	41.3%
4	雅诗兰	44.8	37.9%
5	韩束	43.2	222.8%
6	海蓝之	28.8	43.5%
7	玉兰油	27.5	25.0%
8	SK-II	26.4	28.9%
9	赫莲娜	24.4	52.6%
10	后	22.8	70.5%

资料：青眼情报、浦银国际

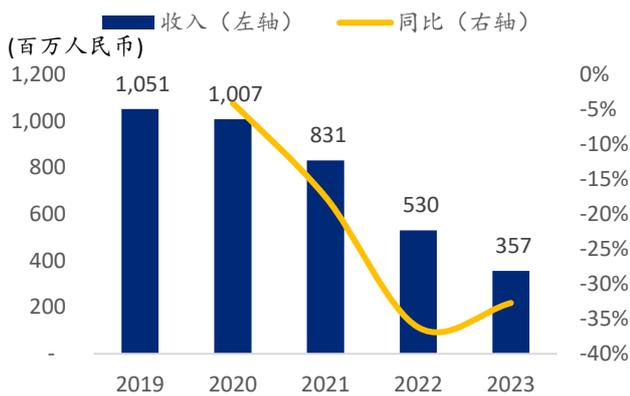
● 多个子品牌仍处于培育或转型过程中

除韩束主品牌外，上美股份长期践行多品牌战略，产品覆盖包含护肤品、母婴、洗护三大赛道。旗下子品牌中，一叶子、红色小象、newpage 一页三大主要品牌发展较好，对公司的收入贡献均接近 5%。

- (1) **一叶子**：一叶子曾经是国产面膜巨头，在转型至清洁化妆品品牌的过程中遇到一定阻力，收入规模自 2019 年的 10 亿元下降至 2023 年的 3.6 亿元。

令人期待的是，2024 年 8 月上美与拥有丰富电商渠道与化妆品品牌打造经验的杭州芒垦一同成立合资公司，我们认为这有助于提高一叶子品牌的品牌运营效率和销量。

图表 11：一叶子收入及同比增速，2019-2023



资料：公司数据、浦银国际

图表 12：一叶子双修系列产品



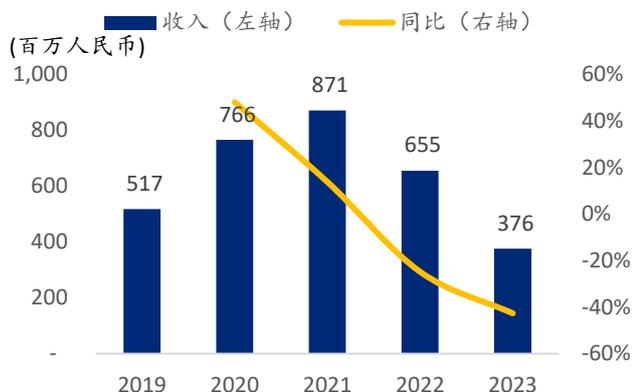
资料：上美股份官网、浦银国际

- (2) **红色小象**：红色小象是公司在 2015 年创建的全品类母婴品牌，在 2019 年成为中国母婴护理品市场的第一品牌。红色小象覆盖从儿童护肤、洗浴、驱蚊、日常清洁到妈妈护肤等的产品品类。

近两年，红色小象陷入负增长困境，在 2023 年仅录得 3.8 亿元的收入。红色小象的产品策略经历多次调整，公司对营销策略、产品品类等均进行了更新，取得成效。品牌新推出的儿童彩妆也获得了消费者的喜爱。

2024 年上半年，红色小象收入为 1.7 亿元，相较 2023 年同期下降 8%，收入占比更是缩窄至 5%。我们认为这主要是由于调整尚未完全落实，调整效果仍待未来展现。

图表 13：红色小象收入及同比增速，2019-2023



资料：公司数据、浦银国际

图表 14：红色小象多效霜



资料：上美股份官网、浦银国际

(3) **newpage 一页**：“newpage 一页”是上美股份在 2022 年推出的母婴品牌，专注婴童敏感肌护理。品牌拥有明星妈妈章子怡、育儿专家崔玉涛以及科学家黄虎联合背书，采用“医研共创”的模式，打造具备科技性的品牌调性。

newpage 一页的产品类别覆盖了护肤、洗护以及日常清洁，并根据婴童年龄段，将产品细分为新生儿、婴童以及儿童三类，更精确地通过不同配方服务不同年龄段的护肤需求。

在红色小象收入放缓时，newpage 一页接替支撑了母婴板块的快速增长。2024 年上半年，newpage 一页在抖音、天猫、京东渠道的 GMV 均实现同比增长超 100%，并在线下拓展，与超过 6000 家母婴店达成合作。

2024 年上半年，newpage 一页收入为 1.6 亿元，同比增长超 170%，收入贡献达到 4.6%。我们认为，newpage 一页在较高的明星曝光度以及科学家与育儿专家的科研支持下，是当前公司子品牌最大的增长助力。

图表 15: newpage 一页收入及同比增速, 1H23-1H24



资料 : 公司数据、浦银国际

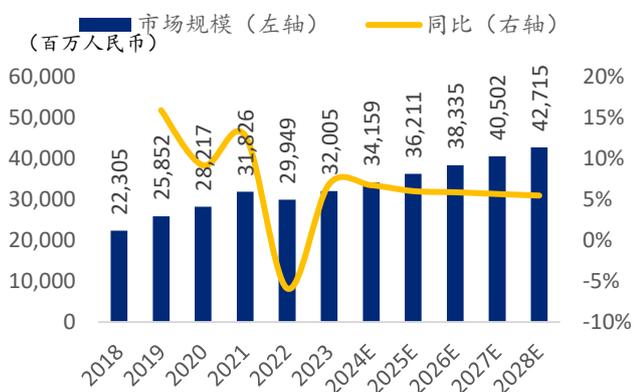
图表 16: newpage 一页产品线



资料 : 上美股份官网、浦银国际

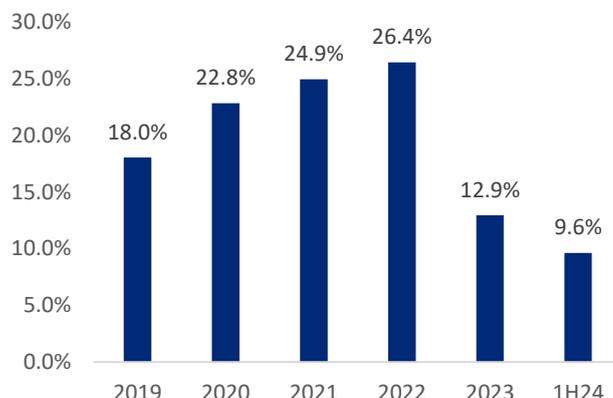
值得关注的是, 护肤品企业在主品牌外均会尝试开拓新赛道和新品牌, 但却鲜有公司涉足母婴板块。根据 Euromonitor 预测, 中国婴童护肤规模将在 2024-2028 年间复合增长 5.9% 达到 427 亿元, 增速高于护肤品 (4.6%)。我们认为, 上美以红色小象和 newpage 一页这两个母婴护肤品品牌在母婴赛道的布局, 将为上美带来别样的增长动能。尽管受到韩束业绩大幅提升的影响, 截至 2024 年上半年, 公司母婴板块收入占公司收入比重仍然接近 10%。

图表 17: 中国婴童护肤市场规模, 2018-2028E



E=Euromonitor 预测; 资料 : Euromonitor、浦银国际

图表 18: 上美股份母婴产品收入贡献, 2019-1H24



资料 : 公司数据、浦银国际

尽管公司的多品牌产品矩阵尚未完全成型, 但是公司对于建成矩阵的决心较强, 覆盖品类、价格带逐渐完善。其中, 除新品牌 newpage 一页仍处于爬坡期外, 老品牌一叶子以及红色小象也在进行系统性的产品和策略调整, 公司预期再次将品牌引向正向增长。

匹配品牌特性，抓紧渠道趋势崛起

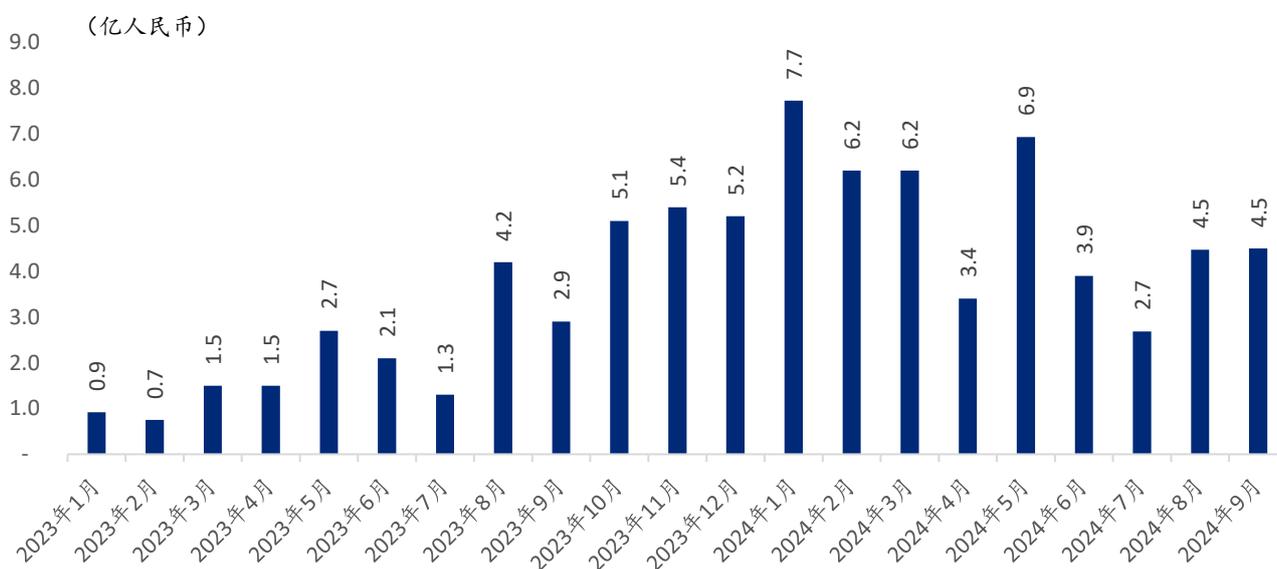
韩束的再度成功得益于公司调性与当下消费趋势的高度吻合，以及销售渠道上的专注。公司先于同业大举布局以抖音为首的直播电商，其品牌定位和产品架构适配于当下的消费趋势和平台特点。

2023 年起，美妆销售转弱，淘系平台化妆品销售面临挑战，国际品牌销售也遇冷。不过，抖音平台上的国产化妆品品牌表现仍旧强劲。在 2023 年美妆销售转弱的大背景下，不论是淘系平台或是外资美妆的销售都面临挑战，但抖音平台和国产品牌在 2023 年表现仍旧强劲，提供了快速的增长动力。

我们认为韩束的成功不仅是因为站在了抖音爆发的风口上，而是在风口爆发前，韩束已在直播电商平台提前布局，进行了销售模式的验证和沉淀。

上美早在 2019 年就开始布局直播电商，在 2021 年建立起独立的直播部门负责抖音快手的销售业务。从韩束抖音的销售数据来看，韩束品牌经历了缓慢爬坡和快速攀升两个阶段，才霸榜美妆榜第一。

图表 19：韩束月度销售 GMV



资料：青眼情报、浦银国际

我们认为，韩束在抖音平台上的成功主要取决于以下 3 点：

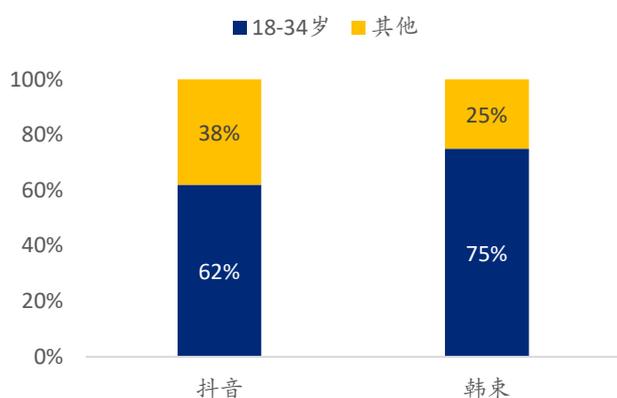
- (1) 根据消费者画像选择主营平台；
- (2) 借助短剧红利重回大众视野；
- (3) 套装产品匹配消费趋势。

(1) 主要线上平台表现与消费者画像相符

不同于国产化妆品竞品以淘天作为主要的线上销售平台，韩束以抖音为主的兴趣电商平台作为主战场。根据我们的调研，抖音销售对公司收入的贡献在 6 成左右。我们认为这是韩束将自身消费者画像与平台用户画像进行匹配的结果，也让韩束在抖音商城的销售如鱼得水。

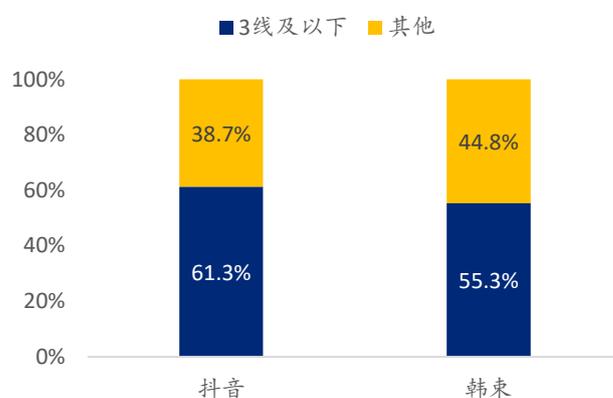
根据青眼情报数据，在韩束的消费者中，18-34 岁消费者占比超 75%，三四线城市占比为 55.3%。根据 MobTech 以及抖音数据的用户画像，抖音用户中 18-34 岁的用户占比为 62%，按城市层级来看，3 线以下城市占比为 61.3%，与韩束的消费者画像基本相符合。

图表 20：韩束与抖音消费者画像，按年龄分布



注：抖音数据截至 2023 年，韩束数据截至 2024 年 2 月
资料：抖音、青眼报告、浦银国际

图表 21：韩束与抖音消费者画像，按城市分布



注：抖音截至 2023 年 6 月，韩束数据截至 2024 年 2 月
资料：MobTech、青眼报告、浦银国际

(2) 短剧红利

韩束曾因品牌老化和化妆品市场竞争加剧而落后于竞争对手。而得益于短剧营销的爆红，韩束重新得到消费者的关注。公司从 2023 年 2 月起开始定制短剧营销，在 2023 年全年共与 6 名抖音达人合作超过 22 部短剧，播放量超 70 亿。

图表 22：韩束 2023 年合作短剧

合作达人	短剧名称	开播时间
姜十七	以成长来装束	2月28日
姜十七	心动不止一刻	4月2日
姜十七	一束阳光一束爱	5月19日
秦苒	那束照耀你的光	6月6日
林鸽	十二页	6月22日
秦苒	与光同行	7月14日
姜十七	全是爱与你	7月16日
林鸽	后来	7月25日
秦苒	心跳玩家	8月10日
姜十七	你终将会红	8月21日
林鸽	别来无恙	9月9日
秦苒	当地闪耀时	9月14日
魔女月野	乌龙罗曼史	9月21日
糖一	猫先生的攻略日记	10月7日
魔女月野	这一次恋爱吧	10月18日
林鸽	回不去的从前	10月20日
秦苒	璀璨人生	10月22日
秦苒	爱的节拍	11月23日
莫邪	三十而悦	11月23日
林鸽	被偷走的时光	12月1日
林鸽	无法攻略的她	12月20日
莫邪	心动同居	12月23日

资料来源：蝉妈妈、浦银国际

整体来看，韩束之所以能够通过短剧软性植入，成功地为产品引流主要得益于以下三点：

- 短剧以及合作达人的受众与品牌消费者画像一致：**根据宏盟媒体 COE 数据显示，2023 年短剧用户以年轻人为主，尤其是女性，80 后以及更年轻的群体占比超 6 成，与韩束品牌的消费者画像基本匹配；
- 定制剧情自然介绍贴合品牌和产品特点：**短剧的故事情节紧凑，剧情会快速反转，让观众对剧情更加专注，因此也更容易接受植入的产品。韩束利用定制剧情将韩束产品作为推动剧情的道具，自然融入到故事情节中，让观众直观地了解到产品的优点和用法；
- 搭建短剧到交易的销售闭环：**品牌在达人短剧下添加商品链接，方便观众进行购买，并通过邀请短剧主演进行品牌专场直播实现粉丝效应的联动，提升购买体验。

图表 23：姜十七短剧中嵌入韩束产品广告



资料：抖音、浦银国际

图表 24：姜十七在韩束直播间带货



资料：抖音、浦银国际

随着韩束借助短剧迅速获得成功，更多的竞争对手也布局了这一宣传途径。平台上利用短剧植入越来越多，但是观众人数却相对固定，令短剧的投资回报率相比以往有明显的下降。因此，韩束在 2024 年相比上一年减少了短剧的投资，更专心打造品牌形象，支持直播间的建立。

(3) 套装产品匹配渠道特点

对韩束品牌来说，最畅销的产品向来不是某一款单品，而是产品套装。从韩束产品在抖音的销量来看，韩束红蛮腰套装是销量最高的产品，售价 399 元，含有包括爽肤水、乳液、眼霜、面霜和洁面，并赠送包括正装爽肤水、乳液、眼霜等在内产品，共 15 件产品。

考虑到目标人群的购买力和抖音使用者的购买力，韩束在抖音上以套装方式进行推广，以低价策略抢占消费者心智，提供高性价比。

我们认为这样的售价符合下沉市场消费者的需求，同时也具有竞争力。例如，同样主打保湿抗衰功效的珀莱雅主推单品红宝石面霜单价超过 200 元、红宝石系列的套装价格接近 700 元，而韩束套装价格仅为 399 元。

图表 25：韩束红蛮腰套装价格

韩束多肽胶原挚享礼盒
洁面100g+水100ml+乳100ml+精华30ml+面霜50g

金瓶奖
99%认可
改善皱纹

买即赠

预估到手价 ¥399 至高到手15件

资料来源：韩束天猫旗舰店、浦银国际

图表 26：珀莱雅红宝石套装价格

PROYA | 天猫双11

¥0.01锁定会员确权礼
*礼赠不可指定，随机发货

到手价 ¥679 水120ml+乳120ml+滋润霜3.0/50g

资料来源：珀莱雅天猫旗舰店、浦银国际

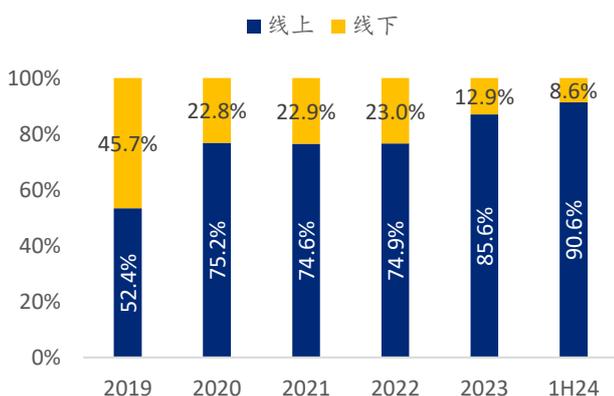
公司持续增长的可能性

尽管韩束在过去数月交出了超出市场预期的收入增长的答卷，但是市场仍对韩束品牌以及上美长期增长的稳定性存疑。市场主要对公司当下对于单一渠道、单一品牌、单一系列的依赖以及长期坚持低价策略的可持续性抱有一定的怀疑。我们认为，针对上述问题，公司均已采取措施改善现状，可有效推动公司长期的稳定增长。

我们认为市场对于上美的质疑主要可以归纳为以下三点：

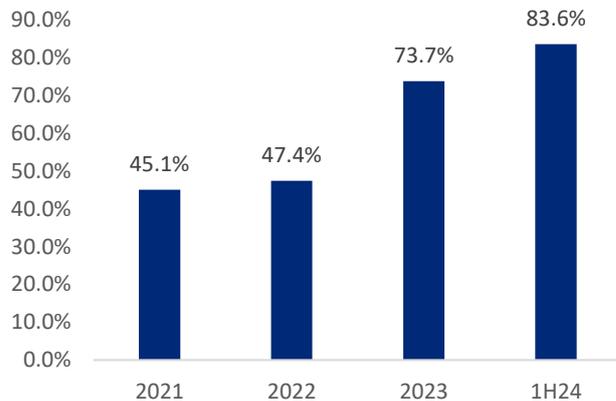
- 1. 渠道上的“偏科”：**目前上美的最大销售额贡献来自抖音渠道。从销售渠道来看，2024年上半年上美的线上和线下销售额占比分别为90.6%和8.6%，而线上销售中，约6成来自抖音渠道，淘天的比例仅为10%。因此，市场质疑公司在抖音渠道外的其他渠道的运作能力，同时也担忧如果抖音渠道的增速放缓可能会对公司的营收表现产生较大影响。
- 2. 高度依赖单品牌、单一系列：**2024上半年，韩束品牌贡献了公司接近84%的收入，这其中红蛮腰系列更是占整体韩束收入的6成左右。公司对于单品牌和单一系列的高度依赖，令市场关心公司多品牌策略的可行性，同时也让市场产生担忧：如果韩束或红蛮腰系列的收入增长下滑，将会影响公司整体的表现。

图表 27：上美销售渠道占比



资料：公司数据、浦银国际

图表 28：韩束收入占收入比例



资料：公司数据、浦银国际

3. **低价策略的可持续性:** 韩束的主要消费者画像是下沉市场的年轻女性消费者,因此定价策略与销售方式相对应地更加关注这些消费群体的需求。但市场担心,较低的定价无法在激烈竞争的市场中支持公司长期的收入增长以及利润率水平。

从公司的产品和系列架构、公司和品牌的定位、产品和渠道发展潜力等方面来分析,我们认为公司当下已经采取相应措施应对市场的质疑:

1. 选择匹配消费者画像的渠道,并推进其他渠道拓展

虽然抖音渠道销售占比较高确实会造成集中度较高问题,但正如上文所述,韩束品牌消费者画像和抖音用户的年龄层、城市层级等方面的匹配度较高,抖音是当下较符合公司品牌发展的渠道之一。

公司因此将更多资源放在抖音渠道的布局上,乘上抖音电商快速发展的风口。抖音电商在过去4年间异军突起,平台交易规模增长迅速。抖音电商总裁魏雯雯2024年9月在“抖音电商作者盛典”上表示,过去一年的抖音GMV同比增长率为46%,远低于2022和2023年320%和80%的同比增长。在抖音电商快速增长的驱动下,韩束在2024年上半年抖音GMV增速超250%。

同时我们也必须指出,公司也重视其他线上渠道的建设。一方面是由于公司重视减少渠道的集中度,另一方面也是由于品牌在关注收入规模增长的同时也重视提高利润。抖音的渠道投放效率、定价情况都弱于淘天,因此公司在今年加强了淘宝旗舰店的建设,并按渠道特性投入产品,在淘宝渠道投入相对更为高端的X肽超频系列,定价与珀莱雅红宝石系列面霜相近。

线下渠道是韩束的传统优势,目前正在重启之中。韩束品牌的网点曾最多超过17,000家,具备较强的线下门店的运营能力。尽管韩束已经缩减了网点数量,但集团在2024年宣布回归线下,开启CS渠道新模式,用线下渠道的服务和更具品质和性价比的产品,来承接线上的流量和热度。

图表 29：韩束 X 肽面霜及定价



资料：韩束天猫旗舰店、浦银国际

图表 30：韩束在上海虹桥高铁站的线下提货点



资料：浦银国际

综上，我们认为韩束的渠道上“偏科”是品牌经过消费者匹配之后的选择，并且公司也在着力打造其他渠道的竞争力。因此，我们相信，韩束品牌在抖音渠道的增长仍将快于抖音平台本身，叠加淘天和线下渠道的增长也将驱动韩束品牌的高速增长。

2. 拓展主品牌产品线，坚持“2+2+2”的多品牌策略

我们认为，公司内韩束品牌和红蛮腰的收入贡献水平较高，主要是由于公司将资源倾斜给品牌力更强的韩束和红蛮腰系列，让它们拥有更好的曝光率、更强的广告推广，从而带动公司收入在短期内快速增长，并期望于以主推品牌和系列拉动其他品牌的知名度。

单从韩束的产品系列来看，公司在持续丰富系列线以及价格带。自 2023 年下半年起，韩束力推白蛮腰产品线，补充了大众价格带中的美白淡斑的功效产品，白蛮腰也成为了韩束品牌的第二大系列。另外，2024 年 8 月韩束推出抗初老的超频 X 肽系列，利用韩束自研的环六肽专利原料，其定价相比蛮腰系列更高。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/858026015061007001>