



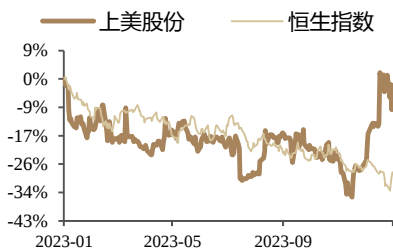
增持（首次）

所属行业：美容护理
当前价格(港币)：30.55 元

证券分析师

赵雅楠
资格编号：S0120523070002
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn
易丁依
资格编号：S0120523070004
邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	33.70	29.18	24.69
相对涨幅(%)	34.48	36.85	29.28

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

上美股份：渠道转型现成效，打造多品牌的化妆品集团

投资要点

- 导语：主品牌韩束升级产品及品牌形象，发力抖音渠道积攒成功方法论；红色小象卡位母婴细分赛道，把握消费者痛点，看好品牌企稳回升；搭建平台型组织架构，研发赋能各品牌，“3+N”品牌矩阵层次分明，品牌赛马机制，一页品牌表现亮眼，首次覆盖给予“增持”评级。
- 上美股份：多品牌国货化妆品先行者。公司成立于 2002 年，发展期间从早期的营销及渠道驱动，逐渐转为产品驱动，搭建“3+N”品牌矩阵，韩束/一叶子/红色小象 23H1 营收占比 64.8%/12.8%/11.9%、合计近 90%，子品牌一页逐步突围。公司近几年受到疫情影响+渠道转型+品牌调整多因素业绩明显承压，23 年在渠道及产品端均展现业绩拐点，但净利率较历史峰值仍有空间，看好未来业绩拐点。
- 如何经营多品牌？上美经验：矩阵多层次、差异化竞争。国内主流化妆品公司构成“1+N”品牌矩阵，主品牌发展强劲但第二曲线尚待培育。而上美构建“3+N”品牌矩阵进行划分，布局护肤/彩妆/洗护三大品类，价格带从大众往中高端延伸，更突显层次分明。（1）韩束：19 年全新定位“科学抗衰”从大众转向中高端，扭转品牌老化问题；产品端打造红蛮腰爆款系列，同时推出白蛮腰、蓝蛮腰系列，未来将套组拆分单品提升复购率；渠道端重点投入抖音，抖音自播+达播合作实现声量扩大，与头部达人合作短剧实现人群拓圈，转型效果明显，23H1 营收达 10.3 亿/+70.3%，抖音平台单月峰值 GMV 突破 5 亿，未来将发力天猫及 CS 渠道。（2）红色小象：成立于 2015 年便迅速跻身国货母婴护理品牌头部，人口出生率下滑，未来婴幼儿护肤将更趋于精细化，22-27 年行业市场规模 CAGR 保持 11.5%；红色小象积极转型，新推小学生系列捕捉空白市场，同步发力电商及线下母婴店，韩束团队接手红色小象进行转型，发挥边际溢出效应，看好品牌回升。（3）其他品牌：铺设抗敏、防脱等细分赛道，瞄准中高端人群，强科研驱动+知名人物联动提升品牌形象。23H1 婴童抗敏护肤品牌一页实现营收 5900 万元、高增长。
- 平台化组织架构为核，研发+营销+渠道全方位发展。（1）组织架构：三大主品牌设置独立事业部，高度自主权有利品牌敏锐捕捉发展趋势，内部给予股权激励绑定核心团队。（2）加强科研投入，提高品牌创新力：22 年研发费率超 4%，加强科研平台建设，自研 Tiracle-Pro、蓝铜肽、环肽等新成分，夯实长期发展实力。（3）收缩线下规模发力线上，抖音新玩法成效显著：23H1 线上自营渠道营收占比提升到 62%，从传统淘系、京东平台转向抖音直播及小红书，加强私域产品推荐，提升品牌曝光频次与形象定位；转变传统宽屏冠名到网剧、直播投放，利用兴趣电商机制捕捉潜在目标客户，抖音渠道高增长验证渠道转型成功。
- 投资建议：上海上美打造集团化组织，未来有望延续品类优势持续开拓美妆行业新品牌，在强营销实力与成熟渠道加持中开启二次成长。预计 23-25 年营收分别为 39.48 亿/51.74 亿/63.34 亿，净利润分别为 3.69 亿/5.49 亿/7.19 亿，对应 PE 分别为 30.3X/20.4X/15.6X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期、获客成本上升。

股票数据

总股本(百万股):	397.96
流通股(百万股):	197.34
52 周内股价区间(港元):	20.050-31.750
总市值(百万港元):	12,157.61
总资产(百万港元):	3,060.95
每股净资产(港元):	4.71

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3619	2675	3948	5174	6334
(+/-)YOY(%)	7.02%	-26.07%	47.56%	31.07%	22.41%
净利润(百万元)	339	147	369	549	719
(+/-)YOY(%)	66.56%	-56.59%	151.06%	48.63%	30.97%
全面摊薄 EPS(元)	0.85	0.37	0.93	1.38	1.81
毛利率(%)	65.23%	63.53%	71.60%	72.13%	72.39%
净资产收益率(%)	35.67%	8.63%	19.70%	25.26%	27.52%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 上美股份：积极转型，多品牌战略践行者	5
1.1. 公司历程：主品牌积极转型，新营销赋能多品牌之路	5
1.2. 主营业务：核心品类覆盖大众，新品深钻细分机会	6
1.3. 财务分析：23 年业绩恢复性增长，展现利润拐点	7
2. 搭建“3+N”品牌矩阵，层次分明、差异化竞争	8
2.1. 韩束：推进品牌转型，开拓抖音新渠道	8
2.1.1. 品牌端：关注年轻市场，品牌形象从大众走向高端化	8
2.1.2. 产品端：产品功效化升级，主推套盒模式实现捆绑销售	9
2.1.3. 渠道端：打造抖音自播平台和兴趣推送模式，做屏幕营销先驱者	11
2.2. 红色小象：深耕母婴赛道，做国货母婴引领者	13
2.2.1. 精准把握增量市场，成分安全品牌理念捕获消费者心理	13
2.2.2. 捕捉小学生人群需求更新产线，爆品打造实现量名齐升	14
2.2.3. 以线上渠道为行业切入点，韩束团队接管赋能新增长点	15
2.3. 其他品牌：定位中高端市场，探索更多市场可能性	16
3. 平台化组织架构为核，研发+营销+渠道全方位发展	19
3.1. 组织结构：搭建中台结构，股权激励绑定核心员工	19
3.2. 持续高研发投入，自研多个独家新原料	20
3.3. 创新营销维持品牌生命力	21
3.4. 全渠道输送提升品牌曝光度	23
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1. 盈利预测	25
4.2. 投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 发展历程: 二十载风雨发展, 推动上海上美引领行业.....	5
图 2: 品牌矩阵覆盖多价格带和功能区	6
图 3: 三大主品牌营收占绝对地位 (亿元)	6
图 4: 护肤仍是最大品类, 母婴板块营收下滑 (亿元)	6
图 5: 2022 年受疫情影响营收承压 (亿元, %)	7
图 6: 2019-23H1 净利润及增速 (亿元, %)	7
图 7: 产品毛利率水平较好, 净利率提升仍受高销售费用影响.....	7
图 8: 销售费用持续维持高水平	7
图 9: 韩束全新 slogan“为年轻提供一份底气”.....	9
图 10: 韩束品牌 2019-23H1 品牌营业收入 (亿元, %)	9
图 11: 营销围绕“韩束红”概念, 红蛮腰礼盒成为爆品.....	10
图 12: 2023 年韩束多次位列抖音平台护肤类目 top1.....	10
图 13: 韩束面部护理套装发挥营销优势, 比重持续上升 (%)	10
图 14: 抖音红蛮腰成为增长主力, 胶原礼盒销量抬头 (万元)	10
图 15: 韩束一系列屏幕营销组合拳.....	11
图 16: 韩束品牌在天猫及抖音 GMV (亿元)	11
图 17: 韩束商业化定制短剧刷新平台记录.....	12
图 18: 韩束定制短剧《以成长来装束》	12
图 19: 巨量千川实现浅层客群向深度客户转化	12
图 20: 抖音直播间带货机制	12
图 21: 2017-2027E 国内婴童护理市场规模 (亿元)	13
图 22: 2022 年前红色小象收入高速增长 (亿元, %)	14
图 23: 红色小象安心霜成为爆品	15
图 24: 言安堂红色小象安心霜试用报告整体满意度高达 91.92%.....	15
图 25: 红色小象立体式营销布局	16
图 26: 红色小象 GMV 承压, 营销战略静候推新 (千万元)	16
图 27: 各新锐品牌聚焦不同细分领域.....	17
图 28: 一页 2023 上半年实现超高速增长 (万元、%)	17
图 29: 一页: 明星+专家+科学家”三重背书	17
图 30: 一页婴童安心霜和婴童舒缓特护精华露产品	18
图 31: 一页强韧屏障独家成分 Omega-Pro	18
图 32: 一页抖音平台持续更新营销.....	18

图 33: 一页线下端渠道布局崔玉涛诊所及小贝拉母婴中心	18
图 34: 公司股权集中	19
图 35: 公司研发费用及研发费率持续上升 (亿元)	20
图 36: 截至 2022 年底公司研发人员数占比约 7.8%	20
图 37: 公司逐渐降低对大 KOL 与明星代言的依赖 (%)	22
图 38: 韩束 2022 科学发布蓝铜肽等新成果	22
图 39: 公司线上渠道收入占比持续增长 (%)	23
图 40: 线上自营与传统零售仍是毛利率水平最高的渠道 (%)	23
图 41: 线上零售商数量 2020 年达到峰值 (个)	24
图 42: 线上分销商数目 2020 年达到峰值 (个)	24
图 43: 线下零售商数量收缩 (个)	24
图 44: 线下分销商数目持续减少 (个)	24
表 1: 品牌矩阵逐渐完善	8
表 2: 韩束产品系列持续更新, 走高端化、年轻化路线	9
表 3: 中国母婴护理品牌集中度低, 国货品牌取代趋势明显 (%)	14
表 4: 红色小象主分母婴四大产品线, 8 月全新推出小学生系列	15
表 5: 公司核心团队经验丰富, 履历面广	19
表 6: 核心研发团队资历雄厚	20
表 7: 公司拥有代表性三大研发成果及 2023 年最新研发成果	21
表 8: 公司营销手段发展历程	21
表 9: 截至 2023.8 公司及可比品牌四大平台粉丝数 (个)	22
表 10: 上美股份盈利预测 (亿)	25
表 11: 上美股份及可比公司盈利预测及 PE 对比 (收盘价为 2024 年 1 月 25 日)	26

1. 上美股份：积极转型，多品牌战略践行者

1.1. 公司历程：主品牌积极转型，新营销赋能多品牌之路

上美集团为多品牌国货化妆品的领先者。公司前身上海黎姿化妆品有限公司成立于2002年，自成立以来公司积极奉行多品牌战略，历经20年发展已成功打造出韩束、一叶子、红色小象等知名大众美护品牌，以及一页、安弥儿、极方等中高端洗护品牌。当前公司已成为我国化妆品行业内拥有全面的多品牌发展、运营能力和专业知识的领跑者之一，于2015年-2021年间连续7年位列国货化妆品零售额前5名，其中2021年公司是国内唯一拥有两个零售额超15亿元护肤品品牌的国货化妆品公司。

回顾上美集团发展历程，可以分为1.0时代(2002-2012年)与2.0时代(2013年至今)两大阶段，1.0时代公司集中发展“韩束”品牌；2.0时代公司重视自主研发创新，发展多品类矩阵，并进行全球化布局。

1.0时代(2002年-2012年)：强营销加持塑造主品牌流量光环。公司于2003年6月创立科学抗衰品牌“韩束”，产品定位大众，主攻三四线城市消费人群，并于次年成立上海卡卡化妆品有限公司，三年间实现韩束品牌销售额破亿。韩束品牌渠道及营销打法紧跟潮流，2008年起通过电视购物频道迅速积累原始资金，并成为最早一批入驻淘宝电商平台的品牌，迅速捕捉电商时代早期流量红利。

2.0时代(2013年-至今)：研产并重，新营销赋能多品牌之路。公司重点打造多品牌战略，由“韩束”主品牌向外延伸拓展，并于2014和2015年分别创立面膜品牌“一叶子”以及母婴品牌“红色小象”，形成涵盖化妆品、个护、母婴等多个领域的产品矩阵。期间公司营销策略与渠道布局持续更新迭代，自2013年起深度绑定多款一线综艺节目，以大屏内容营销提升品牌可见度，并于2014年成立微商事业部，登顶国货品牌流量宝座。强势营销打法下，“一叶子”与“红色小象”分别于2016年和2019年登顶国产第一面膜品牌与第一母婴护理品牌。当前公司在多品牌之路中加入全球化战略，在日本设立研发中心与生产厂房并拟合作支持产品开发及生产活动。

图1：发展历程：二十载风雨发展，推动上海上美引领行业



资料来源：公司招股说明书、公司官网、新浪财经、新京报等、德邦研究所

1.2. 主营业务：核心品类覆盖大众，新品深钻细分机会

多品牌战略差异化布局，覆盖各年龄细分领域。公司以多品牌战略深度布局护肤、母婴、洗护等美妆多领域，韩束、一叶子、红色小象三大核心品牌覆盖大众市场，其中韩束品牌目标客群定位各年龄段抗衰女性，专研亚洲肌肤之美；一叶子主打植物科技理念，面向年轻消费者；红色小象针对母婴用户开发洗护产品应用，三大核心品牌协同实现人群覆盖。消费升级趋势下，公司以新品牌紧抓细分领域中高端用户，合作开发推出安敏优、一页、山田耕作 TAZU 三大中高端护肤品牌，满足功效护肤、敏感肌及抗衰等升级需求。

图 2：品牌矩阵覆盖多价格带和功能区

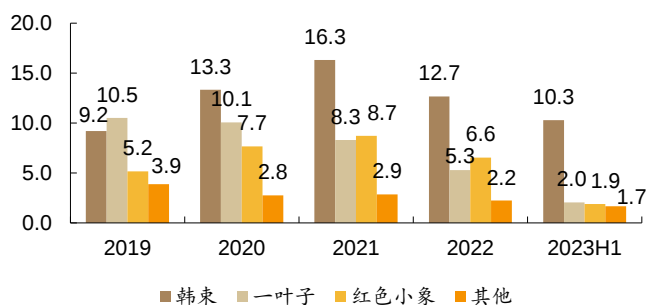


资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

分品牌看，核心品牌韩束收入占比逐年提升。公司韩束、一叶子及红色小象三大主品牌合计收入约 90%：1) 韩束：营收贡献持续提升，占比由 2019 年的 32% 提升至 23H1 的 64.8%，22 年疫情影响下略有下滑，23 年电商渠道拉动下恢复性增长，2) 一叶子与红色小象 23H1 营收占比分别为 12.8%、11.9%。一页、安弥儿、极方等其他品牌仍处建设初期，23H1 累计营收为 1.66 亿、占比为 10.47%，其中一页营收为 0.59 亿，增速领先其他品牌。

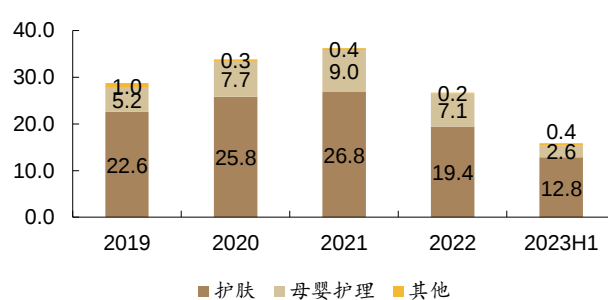
分品类看，护肤占据绝对主导，母婴护理收入比重出现下滑。品类拆分中，护肤品相关收入仍占主导地位，2023 年上半年合计收入达 12.8 亿元，占总营收比重 80.9%。收入结构中，母婴护理品牌红色小象 2022 年起业绩承压，导致公司母婴品类收入占比下降，2023 年上半年母婴护理类产品收入仅为 2.6 亿元，占比仅为 16.3%，同比下滑 9.1pcts，彩妆及其他洗护用品合计收入约 0.4 亿元，占收入比重为 2.8%，同比上升 1.8pcts。

图 3：三大主品牌营收占绝对地位（亿元）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 4：护肤仍是最大品类，母婴板块营收下滑（亿元）



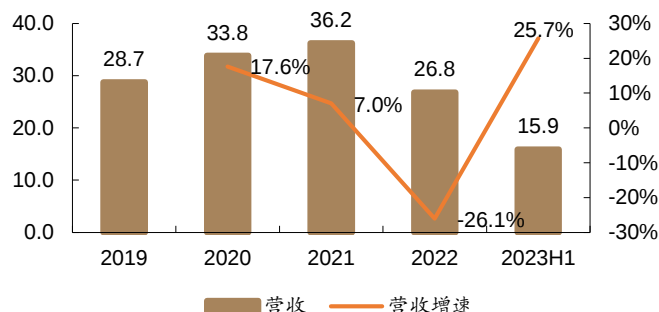
资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

1.3. 财务分析：23 年业绩恢复性增长，展现利润拐点

22 年多重因素扰动，带动业绩承压。22 年营收/盈利 26.8/1.5 亿元，同比下降 26.1%/56.6%，业绩短期内出现明显承压：（1）经销渠道承压，线上渠道受到影响；（2）上海地区疫情对奉贤工厂的生产与物流造成影响，影响发货节奏；（3）一叶子处于品牌转型调整阶段，母婴护理行业竞争加剧扰动红色小象品牌表现。

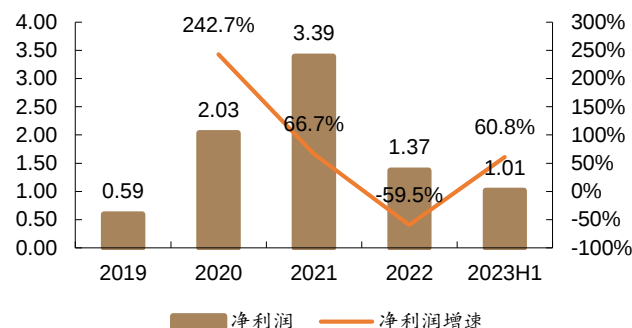
经营策略全方位调整，展现业绩拐点。23 年随着疫情逐渐结束以及消费逐渐回暖，公司调整经营战略：（1）渠道端：打通兴趣电商模式，以韩束品牌为主发力抖音渠道，布局多个品牌自播号，通过热剧投放与自播收获目标客户。（2）产品端：韩束品牌的主力爆品“红蛮腰礼盒”在抖音多个排行榜上位列第一，通过“韩束红”套装打开线上销量；并陆续推出“白蛮腰系列”及“蓝蛮腰系列”，推新产品品类。23 上半年公司营收 15.9 亿/+25.7%，净利润为 1.0 亿/+60.8%，展现业绩拐点。

图 5：2022 年受疫情影响营收承压（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

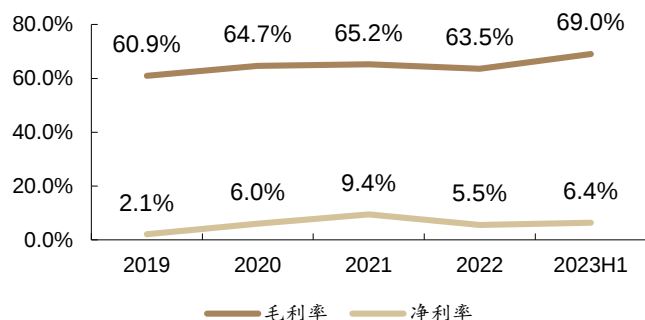
图 6：2019-23H1 净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

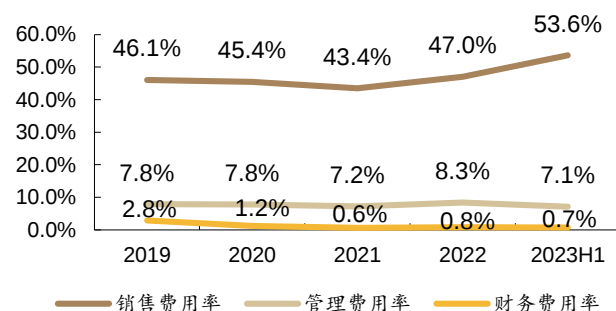
盈利能力持续回升。23H1 毛利率提升 4.1pcts 至 69%：产品生产和物流恢复正常，工厂产能利用率提高并发挥规模效益，韩束品牌套装模式放量拉高整体客单价。公司营销费用持续走高，占比 53.6%/同比+5.40pcts，电商平台流量基本坚定、抖音平台竞争激烈，公司通过平台营销投放实现有效转化。净利率水平达到 6.4%，同比增长 1.4pcts，公司 DTC 模式下逐渐实现自营店覆盖，营销费用转化率提高。

图 7：产品毛利率水平较好，净利率提升仍受高销售费用影响



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 8：销售费用持续维持高水平



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

2. 搭建“3+N”品牌矩阵，层次分明、差异化竞争

搭建“3+N”品牌矩阵，品类全、价格带广、生命周期分明。与国内化妆品公司相比，相同的是上美实现多品牌覆盖，不同的是品牌矩阵更突显层次分明，分明体现在三方面：一是品类分明，以护肤为基础，发力母婴和洗护；二是定价分明，从大众走向中高端市场；三是品牌发展周期分明，稳定成熟品牌、发展新锐品牌、孵化新兴品牌。

- (1) **品牌矩阵：三大成熟品牌实现广泛人群覆盖。**核心品牌韩束 2003 年推出，2019 年产品形象调整扭转品牌下滑颓势，2023 年营销活动加持提升天猫、抖音等平台声量；一叶子主打植物科技理念，面向年轻消费者；红色小象 2015 年成立，至今已发展为母婴护理品类头部品牌，2020 年营收 7.7 亿/yoy+48.0%，占比 22.6%；19-21 年三大品牌毛利率均呈现不同程度的提升，核心来自于高毛利率的线上自营渠道占比提升。
- (2) **品类布局：从护肤走向母婴及洗护赛道。**2019 年推出大众敏感肌护肤品牌高肌能，对标薇诺娜、理肤泉、玉泽等品牌，切入近 200 亿皮肤学级市场；安弥儿则精准定位为孕肌敏感肌护理，满足年轻妈妈们护理精细化需求；极方 2021 年推出专研固发领域，完善多品类布局。
- (3) **价格分层：持续发力中高端，需求更细分。**在大众敏感肌定位的高肌能基础上，推出中高端敏感肌护肤品安敏优；结合红色小象及安弥儿的特点，新推出品牌一页专注于宝宝敏感肌护肤，且 23H1 实现营收 0.59 亿、占比为 3.72%，不同价格带的差异化布局、实现较好补充。

表 1：品牌矩阵逐渐完善

主品牌	推出时间	定位	价格区间 (元)	档次	2022 收入 (亿元)	2022 收入 占比 (%)
韩束	2003	国内老牌领先科学抗衰品牌，研发更尖端技术，以及提升韩束产品的质量与功效。	100-400	大众	12.67	47.4%
一叶子	2014	中国植物科学纯净美容领先品牌，满足年轻一代对有机护肤及环保的意识和偏好，将植物提取技术和修护肌肤屏障作为核心技术。	80-290	大众	5.30	19.8%
红色小象	2015	中国母婴护理板块的领先地位，打造适合中国婴童皮肤类型的护肤产品，应对高质量母婴护理产品日益增长的需求。	60-260	大众	6.55	24.5%
次品牌	推出时间	定位	价格区间 (元)	档次	2022 收入 (亿元)	2022 收入 占比 (%)
高肌能	2019	配方温和无添加的大众敏感肌护肤品牌。	80-400	大众	/	/
安弥儿	2019	专业的孕肌敏感肌护理品牌。	170-420	中高端	/	/
极方	2021	极方品牌定位“科技护发，为固韧而生”，致力于打造“固韧养发&头皮减压”的专业科技洗护品牌。	160-210	中高端	/	/
安敏优	2022	与青蒿素研究团队合作推出的针对敏感肌人群的专业护肤品牌。	119-439	中高端	/	/
一页	2022	专注宝宝敏感肌的中国婴童功效护肤品牌。	99-569	中高端	/	/
山田耕作	计划中	与科学家山田耕作合作推出的高端抗衰同名品牌。	/	高端	/	/

资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

2.1. 韩束：推进品牌转型，开拓抖音新渠道

2.1.1. 品牌端：关注年轻市场，品牌形象从大众走向高端化

重铸品牌定位，精准锚向年轻化抗初老市场。韩束品牌成立于 2003 年，成立之初定位面向大众市场的抗衰老产品。韩束在 2020 年全新定位“科学抗衰”，以

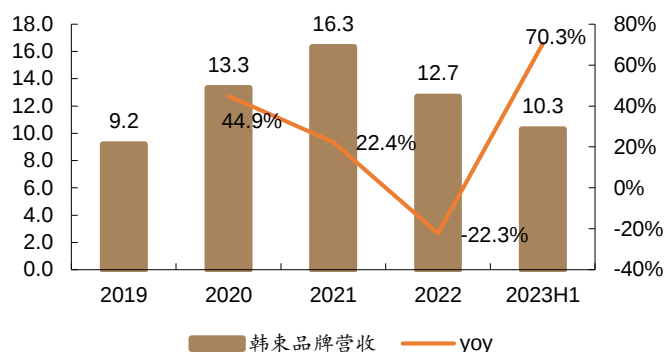
“科技时尚、简约有效”为品牌调性，提出全新口号“为年轻提供一份底气”。产品主要面向 20-45 岁女性，深耕抗初老市场，并转销售驱动为研发驱动，带动 23H1 收入同增 70.3%至 10.3 亿元。

图 9：韩束全新 slogan “为年轻提供一份底气”



资料来源：韩束宣传海报、德邦研究所

图 10：韩束品牌 2019-23H1 品牌营业收入（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

2.1.2. 产品端：产品功效化升级，主推套盒模式实现捆绑销售

优化产品结构，精简数量同时更加注重质量口碑打造。为了打造更具市场竞争力的单品，韩束邀请原宝洁首席科学家 ROBERT BAO HA 入职韩束护肤首席科学家，负责韩束旗下产品的开发与优化工作。韩束升级旗下产品体系，推出红蛮腰系列、白蛮腰系列和蓝蛮腰系列，并推出结合新一代 TIRACLE PRO 与蓝铜肽技术的白金系列产品。红蛮腰系列主打“抗衰老+紧致抗皱”；白蛮腰系列主打“抗衰老+美白淡斑”；蓝蛮腰系列主打“抗衰老+舒缓紧致”；蓝铜肽系列促进皮肤营养物质吸收与皮层修复，提供更深层的抗衰老体验。

表 2：韩束产品系列持续更新，走高端化、年轻化路线

2019 升级系列名称	主要成分	功能	零售价
红胶囊系列	专利成份 TIRACLE	基本保湿及抗衰需要	899 元/套
银胶囊系列	TIRACLE 和余甘子提取物	解决肌肤暗沉和不均匀	459 元/套
聚时光奢养紧致系列	酵母提取物，胶原蛋白，98%金箔	抗衰老	1250 元/套
黑金臻养系列	蜂蜜及小果咖啡籽提取物	抗氧化、抗蓝光、抗糖	1099 元/套
2022 升级系列名称	主要成分	功能	零售价
红蛮腰系列	虾青素，阿魏酸肌肽，脱羧肌肽	紧致抗皱，充盈透亮	600 元/套
白蛮腰系列	专利成分 TIRACLE	美白淡斑，透亮抗光老	600 元/套
蓝蛮腰系列	TIRACLE PRO 和乙酰基六肽-8	舒缓紧致，强韧维稳，改善动态纹	600 元/套
蓝铜肽系列	TIRACLE PRO 和蓝铜肽	修复屏障，提升面部紧实度	/
聚光白系列	谷胱甘肽，传明酸，烟酰胺，TIRACLE	紧致焕亮，淡化黑色素，打造光感肌	549 元/套
控油细肤系列	水杨酸，VC+VE，棕榈酰三肽-8	平衡水油，水光透亮，细腻紧致	399 元/套

资料来源：韩束天猫旗舰店、公司招股说明书、德邦研究所

套盒模式销售量价齐升，积极推动大单品策略。2023 年韩束更改了产品的销售模式，在线上渠道将旗下全新系列产品从传统零售转成主推套装礼盒的营销战略，如主打传统吸睛“韩束红”的红蛮腰套装礼盒。（1）套装礼盒覆盖全系列产品，功效形成协同效应发挥更大优势；（2）一次性捆绑销售能够有效提高单笔销

售的营业额，并对同类竞品形成排他效应；(3) 套装带来的价格优惠为消费者带来更高性价比吸引力，会员附赠产品的模式有效吸引新人注册，推动品牌会员制发展，加强客户粘性。

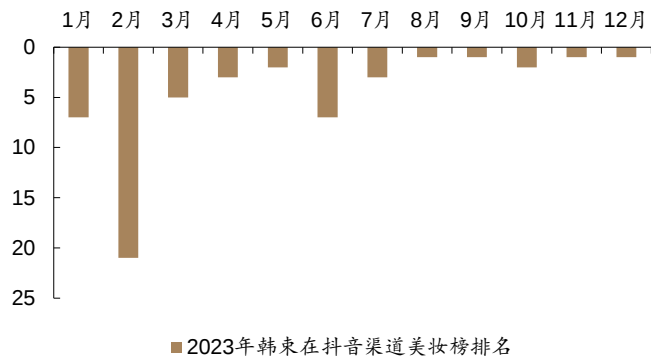
在品牌自播和短剧投放的打法推动下，2023 年韩束多次夺得抖音美妆第一，并且一直位居国货前 10，根据青眼数据显示，2023 年韩束品牌在抖音上 GMV 为 33.4 亿，同比增长 374.38%，位居第一，高出了第二名欧莱雅近 10 亿元，实现断层式领先。主推产品“红蛮腰”系列，在双十一大促期间累计销售超 26 万套，同比增长达 550%，在释放销量的同时不断提升产品形象与定位。

图 11：营销围绕“韩束红”概念，红蛮腰礼盒成为爆品



资料来源：韩束天猫旗舰店、韩束抖音旗舰店、德邦研究所

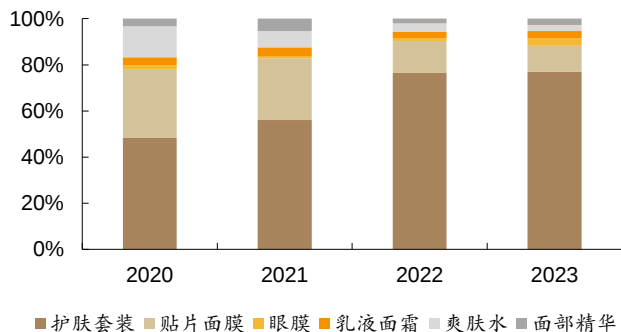
图 12：2023 年韩束多次位列抖音平台护肤类目 top1



资料来源：青眼微信公众号、德邦研究所

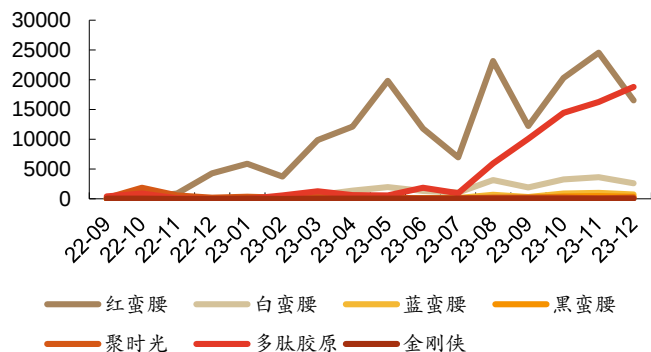
从品类结构来看，韩束每个产品系列下覆盖面霜、洁面乳、精华水、精华液、精华乳等多种美妆品类，建立了产品系列认可度高，系列下品类齐全的产品模式。2023 年韩束淘系平台前五大品类销售额占比约 90%，其中面护套装销售额占比 71.3%，品类结构较为集中。面护套装往往对会员提供额外赠品，与韩束会员制捆绑紧密，是韩束产品销售的重要战略，成为销量增长的主要贡献因素。根据久谦数据，韩束红蛮腰自上线抖音平台销量持续增长，23 年 8 月及 11 月 GMV 均超过 2 亿，主打特色鲜明的“韩束红”，持续释放品牌力；多肽胶原礼盒围绕“韩束红”标志，包含红蛮腰系列水、乳、霜、精华、洁面多个品类，通过 399 元/套的极致定价迅速吸引消费者，23 年 9 月开始产品逐步放量。

图 13：韩束面部护理套装发挥营销优势，比重持续上升 (%)



资料来源：久谦数据、德邦研究所

图 14：抖音红蛮腰成为增长主力，胶原礼盒销量抬头 (万元)



资料来源：久谦数据、德邦研究所

2.1.3. 渠道端：打造抖音自播平台和兴趣推送模式，做屏幕营销先驱者

代言+冠名+KOL，复合手段打通线上渠道玩法。在渠道打磨上，韩束没有把重心放在传统的线下分销渠道拓展，而是集中资源投放一系列屏幕营销渠道，跟随时代变化追踪流量热点：（1）电视购物热潮消退后，韩束布局微商与天猫、京东等电商平台，营销手段从单一明星代言转向大规模冠名热门综艺和电视剧，2015 年冠名热播综艺《非诚勿扰》，一跃成为国民品牌；（2）流媒体时代投资网剧植广，重心转向移动屏幕。2017 年冠名网络综艺《火星情报局》，“黑面膜”关键词在各大搜索平台激增；（3）刻画深度代言，2021 年与国家游泳队建立合作关系，用冠军精神为韩束赋予全新意义。与头播和全平台 KOL 建立合作，积极布局抖音直播与小红书种草平台，大媒介投放，“全域内容种草+效果投放+电商营销+直播引爆+客户推广”形成全覆盖营销闭环。

图 15：韩束一系列屏幕营销组合拳

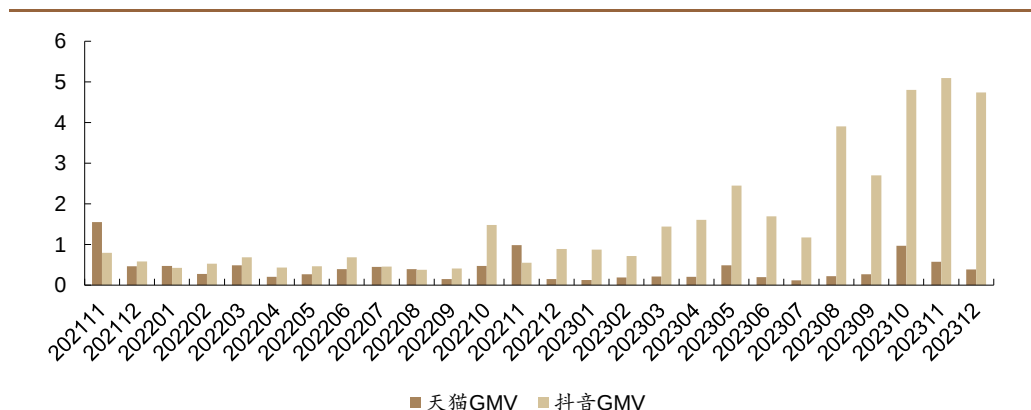


资料来源：微博、抖音、小红书、淘宝、优酷、澎湃新闻、红星资本局、化妆品财经在线、CBO、德邦研究所

根据久谦数据显示，天猫+抖音平台 2023 年 GMV 为 35.21 亿/yoy+190%，其中天猫平台 3.98 亿/-15.7%，抖音平台 31.23 亿/+312%，公司在抖音平台上已经取得显著成功，随着韩束的品牌心智建立，看好 24 年天猫渠道的增长，部分或来自于抖音平台的客流溢出以及客群开拓。

积极推行 DTC 模式，建设抖音自播平台减少主播依赖。韩束推动直播流量向官方自营账号转移，减少对主播和头部 KOL 的依赖，降低营销费用开支。根据飞瓜数据显示，近 30 天销售（2023.11.8-2023.12.7）通过直播、商品卡与视频三种方式进行销售，分别占比 88.85%/10.50%/0.65%。在直播带货渠道上，自播/达播 GMV 占比分别为 51.40%/38.11%，销售额增长主要来源于品牌自播。8 月份韩束抖音渠道销量实现高速增长，23 年 11 月单月 GMV 达到 5.1 亿，自营体系下产品销售力得到市场认可。

图 16：韩束品牌在天猫及抖音 GMV（亿元）



资料来源：久谦数据、德邦研究所

数字化兴趣电商推送机制，种草转化浅层人群为深度客户。韩束在抖音通过内容/货架双轮驱动，打造“日不落直播间”充分承接并转化种草用户，实现营销全域增长。2023年，韩束独家冠名热门短剧达人“姜十七”多部短剧，剧情里恰到好处地植入主推品——韩束红蛮腰套盒，进而传递品牌理念，累计播放量50亿次。其中：《心动不止一刻》播放量均达11.9亿，刷新了抖音短剧的最高播放记录；《以成长来装束》剧中韩束红蛮腰展现51次，品牌职场展现19次。

图 17：韩束商业化定制短剧刷新平台记录



资料来源：抖音短剧、品观公众号、德邦研究所

图 18：韩束定制短剧《以成长来装束》



资料来源：抖音短剧、品观公众号、德邦研究所

观众在观看过程中与品牌产品反复接触，由浅层互动人群（A1）转化为深层用户人群（A3），且视频观众与品牌目标客群契合度较高，大多数为24-40岁来自新一线的女性，品牌实现精准营销。被打上韩束目标客户标签后，平台通过自动推荐或巨量千川、AD的定向投放将观众引入品牌自播的直播间，完成从兴趣客户到购买者（A4）与拥护粉丝（A5）的转化。

图 19：巨量千川实现浅层客群向深度客户转化



资料来源：中国营销网、德邦研究所

图 20：抖音直播间带货机制



资料来源：品数、搜狐新闻、德邦研究所

抖音平台的势能逐步溢出，2024年品牌重回CS渠道。品牌在抖音平台已经取得显著成功，品牌势能正在溢出到线下，韩束红白蛮腰系列上架屈臣氏40天，销售额突破3000万元。韩束扎根线下渠道多年，拥有深厚的经验，韩束CS网点超过17000个，但在疫情期间，线下渠道受到扰动，且线上渠道通过直播电商迅速兴起，成为化妆品行业的主流渠道。展望未来，好货平价的生意大有可为，且电商流量见顶的背景下，线下渠道或迎来新的机遇。韩束在2024年开年大会中提出

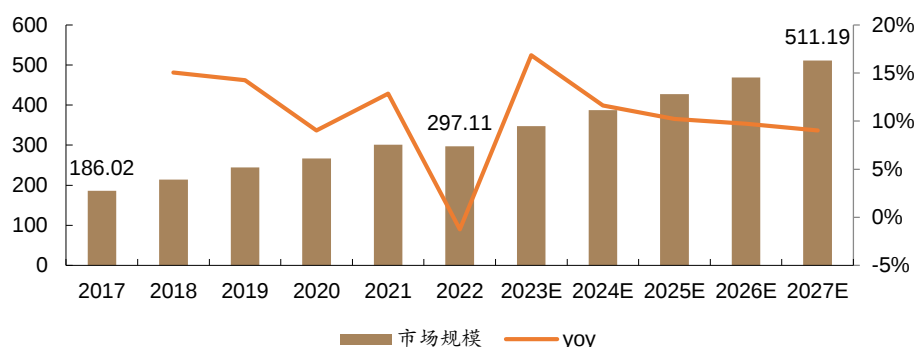
重回 CS 渠道，将打造四大 CS 专供系列产品——红石榴巨补水系列、积雪草舒缓盈润系列、光果甘草光感焕亮系列、红景天焕亮紧致系列，产品主打极致性价比，且提供代理商丰厚利润。我们预计在行业系统性变革，叠加韩束历史经验的借鉴，通过品牌力+产品力+服务力的叠加，未来 CS 渠道将贡献新增长。

2.2. 红色小象：深耕母婴赛道，做国货母婴引领者

2.2.1. 精准把握增量市场，成分安全品牌理念捕获消费者心理

婴童护理行业快速发展，育儿理念升级带来新增长。中国 90 后父母追求品质生活的标准不断提高，科学精细化的育儿成为主流观点，婴童产品的安全有效是考察产品质量的重要指标。伴随着 CPI 指数上涨与消费认知改变，新的消费需求带来婴童行业整体质量提升和市场细分化趋势加速。2022 年婴童护理行业规模约为 297.11 亿元，相比 2017 年的 186.02 亿元，CAGR 达到 9.82%。未来母婴护理行业进入质量驱动时代，分应用场景的细分产品成为行业热点，婴童产品的核心关注点将从性价比转向安全性和功效性，年轻一代父母消费品质追求的提高利好高毛利产品的销售。据灼识咨询数据，预计 2027 年中国婴童护理行业规模达到 511.19 亿元，未来 5 年 CAGR 为 11.46%。

图 21：2017-2027E 国内婴童护理市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询、《关于润本生物技术股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函之回复》、德邦研究所

竞争格局：Top10 国货品牌占据半壁江山，首位“争夺战”持续进行。新一代中国父母育儿观念中，母婴产品选择更多的考量是安全与品质而非品牌是否来自国际，这削弱了国际品牌的先发抢占优势，为国货替代提供更多可能。1) 婴儿表达能力仍处培育阶段，使用反馈更多通过其父母传达，与其他消费品相比反馈链条更长且准确度受限，而本土品牌更贴近市场，得以深入洞察真实需求变化，加之研发加持，有先于国际品牌针对性推新的市场基础；2) 近年来国内营销渠道日新月异，国际品牌多侧重于与天猫京东等传统强势平台合作，国货品牌则在渠道选择与流量追踪方面更加灵活、迅速，抖音、小红书等内容电商平台以及近期兴起的私域流量恰恰满足了母婴产品消费者对专业科普内容的获取与社交经验分享需求；3) 基于对品质的高要求，兼具比货及体验的线下消费场景也是“兵家必争之地”，加之国内已近成熟的化妆品行业供应链，国货品牌在 KA、母婴店等线下渠道的入驻方面同具优势，多方原因共同放大国货品牌在婴幼儿护理市场的东道主优势，在 Top10 品牌中占据半壁江山，迅速崛起国货品牌红色小象更是快速逼近市占率第一的国际品牌强生。

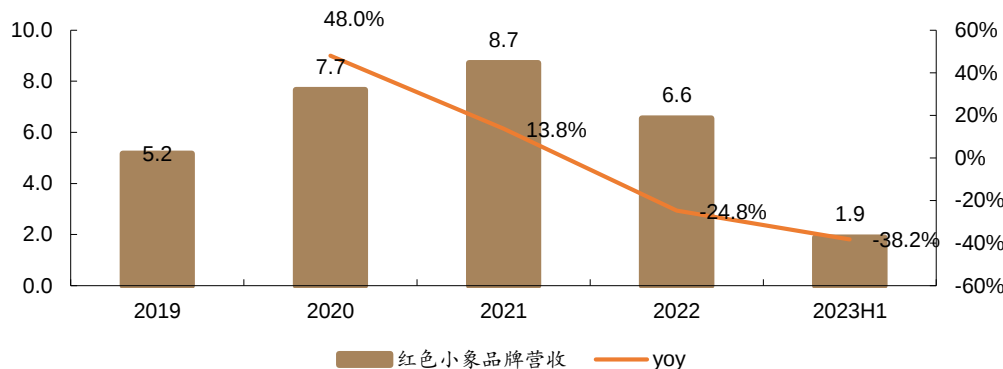
表 3：中国母婴护理品牌集中度低，国货品牌取代趋势明显（%）

品牌	品牌类型	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
强生	国际品牌	17.9%	14.8%	12.2%	10.6%	9.2%	7.8%	6.6%	5.8%	5.1%	4.1%
红色小象	国货品牌	/	/	/	1.5%	2.7%	3.8%	3.4%	4.5%	4.7%	3.9%
戴可思	国货品牌	/	/	/	/	/	/	0.1%	0.4%	1.7%	2.8%
艾维诺	国际品牌	/	/	/	0.3%	0.7%	1.3%	2.1%	2.5%	2.7%	2.8%
贝亲	国际品牌	4.1%	3.8%	3.6%	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	2.8%	3.0%	2.7%
启初	国货品牌	0.1%	0.5%	1.0%	1.2%	2.1%	2.6%	3.2%	2.5%	2.6%	2.5%
青蛙王子	国货品牌	14.7%	11.0%	6.1%	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	2.4%	2.1%
郁美净	国货品牌	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	1.8%
皮皮狗	国货品牌	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
孩儿面	国货品牌	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%

资料来源：欧睿咨询、德邦研究所（注：孩儿面原为国货品牌，现为德国汉高收购）

概念主打安心护理，全渠道运营打造母婴领域快速成长的国货品牌。红色小象成立于 2015 年，以“至简成分，安心有效”为品牌理念，致力于打造适合中国婴童肌肤、满足母婴洗护及护肤需求的专业护理产品。红色小象敏锐抓住国内母婴市场增速高，成熟竞品少的机遇，宣扬“陪伴宝宝健康快乐成长，承诺使用基于技术的无添加剂天然成分”的定位迅速赢得广大消费者好感，建立起安心养护的品牌口碑。依托日本红道研究所的科研实力，通过线上线下多渠道营销的模式，迅速抢占国内母婴市场。2021 年，红色小象零售额突破 18 亿元，成为国产母婴护理市场份额第一的品牌，在弗若斯特沙利文市场调查中荣获国货母婴护理品牌排名受欢迎程度和回购意愿两项 top1，2022 年品牌总营收为 6.55 亿元。22 年后未能及时捕捉市场兴趣，品牌形象和渠道均出现不同程度老化，营收表现承压。

图 22：2022 年前红色小象收入高速增长（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

2.2.2. 捕捉小学生人群需求更新产线，爆品打造实现量名齐升

细分母婴四大产品线，打造品类齐全的专业细分。红色小象致力于生产适合中国婴童肌肤的专业母婴护肤品，主要涵盖四大产品线：（1）婴童洗护产品线——主要涵盖针对婴幼儿设计的洗发乳、沐浴液产品，运用植物成分保证适用于婴儿；（2）婴童护肤产品线——包含婴幼儿用润肤乳、防晒霜、面霜等皮肤护理产品，注重原料成分天然安全；（3）孕妈产品线——覆盖多类面部护理产品、身体油与防晒霜，基于孕期与哺乳期妈妈日常生活需求，主张成分性质温和，日常使用方便，迎合准妈妈和新妈妈的美护心理；（4）一般产品线——包括清洁产品、口腔产品与夏季用品，如酵素洗衣液、木糖醇牙膏、驱蚊液等各类生活用品，该线主要覆盖家庭日常生活使用，满足各类日常生活需求。红色小象通过旗下四条产

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/915041341210011100>