

若羽臣 (003010)

代运营龙头破茧成蝶，自有品牌绽家快速发展

买入 (首次)

2024年12月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1217	1366	1841	2509	3384
同比 (%)	(5.55)	12.25	34.77	36.29	34.86
归母净利润 (百万元)	33.74	54.29	103.60	139.91	189.75
同比 (%)	15.55	60.93	90.83	35.04	35.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.21	0.33	0.63	0.85	1.16
P/E (现价&最新摊薄)	122.04	75.84	39.74	29.43	21.70

投资要点

电商代运营起家，自有品牌绽家快速放量。公司成立于2011年，发家于电商代运营业务，如今成功转型自有品牌建设和品牌管理领域，已在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等领域建立头部优势。2020年公司打造高端家清品牌“绽家”，2023年以来绽家迎放量，2024年品牌势能继续爆发，2024年618大促“绽家”霸榜细分品类前三。截至2024H1公司代运营/品牌管理/自有品牌业务营收占比分别为50%/28%/22%。2023年公司营收13.66亿元(yoy+12%)，归母净利润0.54亿元(yoy+61%)，自有品牌飞轮效应继续带动2024Q1-3营收/归母净利同增39%/71%。

破茧成蝶，双轮驱动开启增长新纪元。若羽臣作为电商代运营头部玩家，2023年以来“绽家”打造多款爆品在品牌孵化和运营上展现出一流的能力。我们认为公司及时把握市场机遇，未来自有品牌和品牌管理双轮驱动，有望快速成长。①**自有品牌**“绽家”以“家清+香氛”抢占消费者心智，品类场景双拓下有望长期高增；②**品牌管理业务**凭借对品牌全局的精细化布局 and 全渠道、全链路的数字化能力，携手拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌共同成长；③**代运营业务**依托品牌长期信任稳健发展，品牌矩阵、人才技术、精细管控多管齐下，有望实现降本增效。

乘大健康产业东风，保健品蓝海业务有望接力成长。伴随国民保健意识加速崛起，保健品行业增长潜力巨大。公司自2016年涉足大健康领域以来，服务近50个大健康品牌，沉淀深耕大健康赛道的经验。2024年公司推出“斐萃”品牌，主要销售以麦角硫因为主要成分的抗衰产品。同时与全球唯一生产红宝石油的挪威公司 Zooca Calanus 达成战略合作。未来公司有望推出更多中高端自有保健品品牌，在原料、技术上持续发力突破，构筑品牌壁垒，有望长期续航增长。

盈利预测与投资评级：若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，持续深耕电商行业，凭借先发优势积累良好口碑和丰富经验，加强合作绑定转型品牌管理，及时挖潜把握机遇布局家清、保健品行业。当前从0到1破茧成蝶验证品牌孵化力，新兴业务双轮驱动，长期发展前景明朗。我们给予公司2024-2026年归母净利润预测1.0/1.4/1.9亿元，同比+91%/+35%/+36%，对应PE分别为39/29/22X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：品牌商解约或产品质量不佳、自有品牌销售不及预期、行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.10
一年最低/最高价	10.03/28.93
市净率(倍)	4.07
流通A股市值(百万元)	3,035.24
总市值(百万元)	4,117.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.17
资产负债率(% ,LF)	27.46
总股本(百万股)	164.03
流通A股(百万股)	120.93

相关研究

内容目录

1. 电商代运营起家，引领品牌数字化管理	4
1.1. 公司简介：电商代运营转型，迎自有品牌爆发.....	4
1.2. 财务数据：成长迅速，23 年飞轮效应凸显业绩爆发.....	6
2. 未来发展：破茧成蝶，自有品牌开启增长新纪元	9
2.1. 自有品牌：十年电商经验蝶变，精准把握市场先机.....	9
2.1.1. 绽家：“家清+香氛”抢占消费者心智，品类场景双拓下有望长期高增	9
2.1.2. 保健品：借力洞察优势，把握续航机遇.....	16
2.2. 品牌管理：携手品牌大客户，开拓增长新曲线.....	18
2.3. 代运营：积累长期信任稳健发展，优化品牌矩阵.....	19
3. 盈利预测与投资建议	21
3.1. 盈利预测.....	21
3.2. 投资建议.....	22
4. 风险提示	23

图表目录

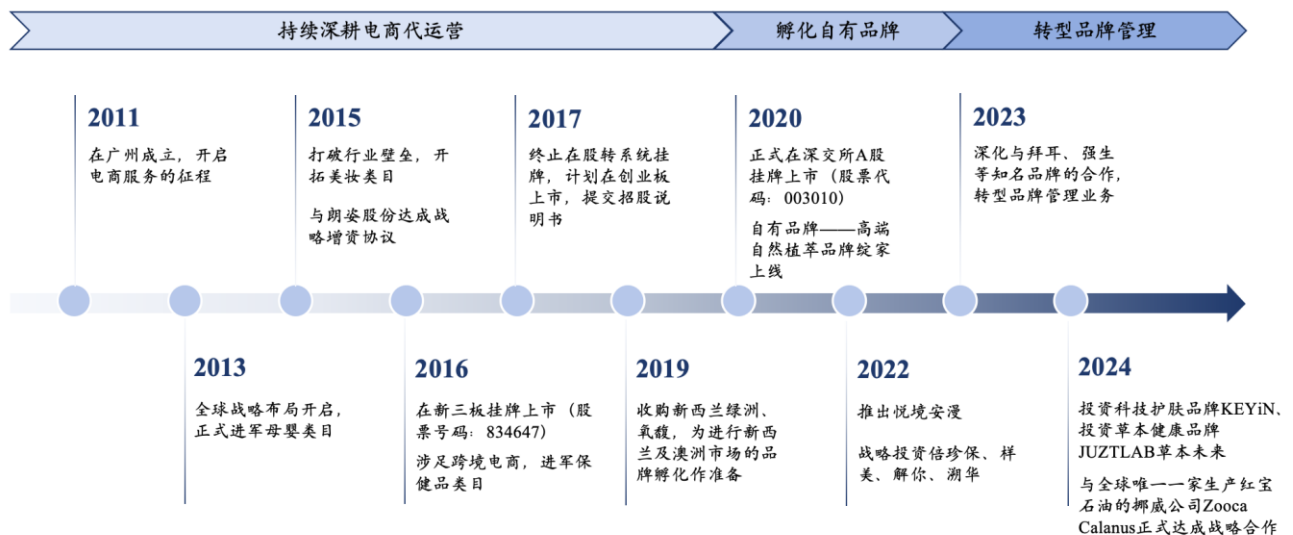
图 1:	若羽臣发展由代运营走向自有品牌建设和品牌管理转型	4
图 2:	公司多品牌代运营矩阵	5
图 3:	各业务营收占比	5
图 4:	2023 年各品类线上销售情况（不含策划服务）	6
图 5:	境内为主要销售市场（2023 年）	6
图 6:	23 年以来公司营收快速增长	7
图 7:	23 年以来公司利润快速增长	7
图 8:	公司盈利能力持续增强	7
图 9:	期间费用率中销售费用率占比较大	7
图 10:	线上各平台营收情况	9
图 11:	线上代运营/渠道分销盈利能力持续提升	9
图 12:	2015 年-2028E 中国家清行业市场规模	10
图 13:	家清产品消费者关注因素占比（2024 年 5 月）	10
图 14:	绽家产品不断横向延伸	13
图 15:	天猫渠道官旗舰销售额表现突出	14
图 16:	天猫渠道商品新增收藏量明显提升	14
图 17:	抖音渠道自播率上升	15
图 18:	抖音渠道自播转化效果较强	15
图 19:	中国保健品行业市场规模及增速	16
图 20:	居民医疗保健支出增加	17
图 21:	居民医疗保健支出占比上升	17
图 22:	公司旗下斐萃品牌主要销售麦角硫因成分的抗衰保健品	17
图 23:	若羽臣助推康王、艾惟诺业绩增长	19
图 24:	公司助力品牌成长的成功案例	21
表 1:	若羽臣三大业务	5
表 2:	公司分业务营收、增速及毛利率情况	8
表 3:	若羽臣自有品牌	9
表 4:	抖音 24 年双十一家清销售品牌情况	11
表 5:	绽家大单品一览	12
表 6:	2024 年绽家分季度抖音 TOP8 商品销售占比情况	12
表 7:	绽家近期营销事件	15
表 8:	若羽臣持续布局保健品市场	18
表 9:	资深 TP 玩家纷纷寻求转型出口	19
表 10:	2024-2026 年若羽臣盈利预测	22
表 11:	若羽臣与可比公司估值比较	23

1. 电商代运营起家，引领品牌数字化管理

1.1. 公司简介：电商代运营转型，迎自有品牌爆发

公司定位高端、从伴生到共生，引领品牌数字化管理。公司成立于 2011 年，为首批电商 TP（Third-party Platform，即第三方电商运营服务商），持续深耕电商代运营领域。目前作为头部数字化品牌管理公司，致力于链接全球优质品牌和消费者，赋能品牌全生命周期增长，与拜耳、强生等知名品牌保持长期深度合作，旗下拥有“绽家”自有品牌，已在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等领域建立头部优势。2020 年以来，公司推出家清自有品牌“绽家”，垂直衣物护理领域发展迅猛，成为公司第二增长曲线。2023 年公司营收 13.66 亿元（yoy+12%），归母净利润 0.54 亿元（yoy+61%），2024 年自有品牌继续实现声、销量齐升，618 及双十一大促“绽家”快速放量，霸榜细分品类前三。

图1：若羽臣发展由代运营走向自有品牌建设和品牌管理转型



数据来源：公司官网、官方公众号，东吴证券研究所

若羽臣发家于电商代运营业务，转型自有品牌构建和品牌管理业务。2023 年代运营业务贡献近 70% 营收，新兴业务占比持续提升。公司 23 年实现营收 13.66 亿元、归母净利 0.54 亿元，通过深化品牌合作覆盖大健康等领域。23 年若羽臣代运营/自有品牌业务/品牌管理业务营收占比分别为 68.98%/19.27%/11.75%，毛利率分别为 34.54%/62.16%/37.77%。代运营业务仍贡献主要营收，其余业务基数较小但营收占比明显提升。

图2: 公司多品牌代运营矩阵

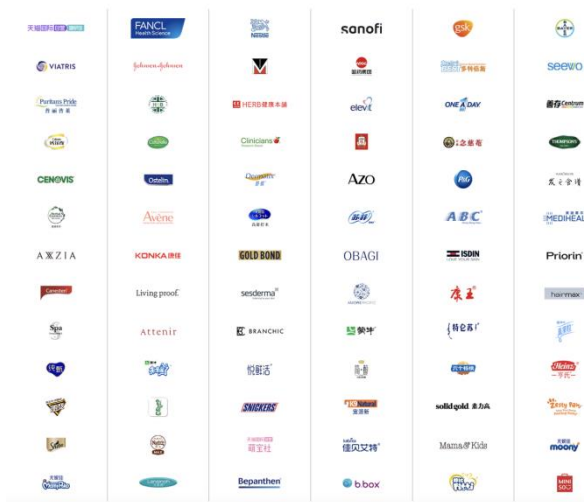
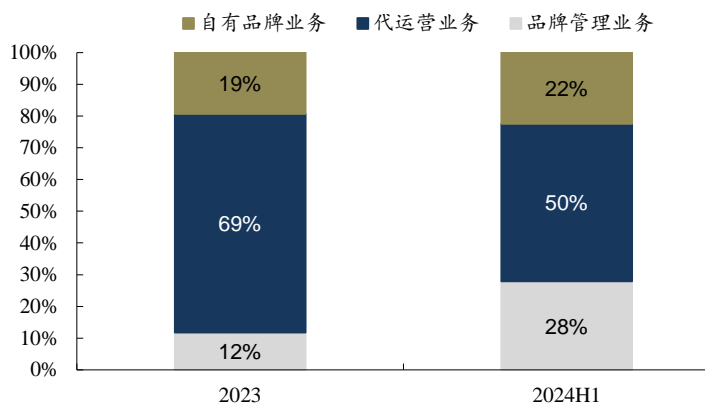


图3: 各业务营收占比



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 若羽臣三大业务

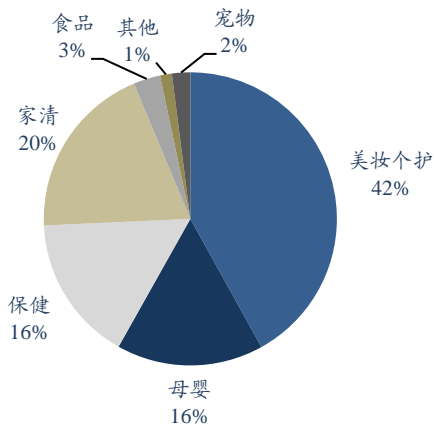
业务	内容	合作模式	盈利模式	利润来源
品牌管理	引进优质的消费品品牌及产品, 全权负责其在合作区域内的销售运营及营销推广, 拥有该区域的销售定价权和客户资源	①总代业务: 在特定区域和一段时间内享有品牌的专有权	取得品牌方授权→货品买断→推广销售	销售收入-采购成本-各项费用 +通过运营效率提高节省支出
		②经营权买断: 收购合作品牌在中国的经营权和商标使用权, 拥有合作品牌在国内市场的研发、生产及销售权	货品买断→推广销售	
		③合资品牌: 整合公司与合作品牌双方的技术、资金、管理、市场等资源, 共同生产和销售产品	品牌合作→共同生产+销售	
自有品牌	从产品设计到研发、生产制造、营销推广及销售运营全面掌控品牌价值链发展, 快速高效地应对消费者多元化需求	①产品 DTC 销售	官方线上商城面向消费者销售	零售销售收入-采购成本
		②分销利润	通过第三方零售商、分销商、代理商等渠道销售产品	批发销售收入-批发折扣
代运营	包括店铺代运营、渠道分销及品牌策划	①代运营: 基于授权代理商的授权在第三方电商平台运营专营店, 公司提供品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、供应链管理等服务	①零售模式: 向品牌方/其授权代理商采购→通过第三方电商平台开设店铺面向消费者销售	零售销售收入-采购成本

		②服务费模式：根据客户需求收取运营服务费	固定服务费/+提点服务费
	②渠道分销：公司向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商，由分销商对外销售	向品牌方/其授权代理商采购→销售至分销商	分销销售收入-采购成本
	③品牌策划：公司基于品牌方的营销需求提供数字营销服务，联动电商平台为品牌销售引流。	客户就公司提供的品牌策划服务方案支付服务费	服务费

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

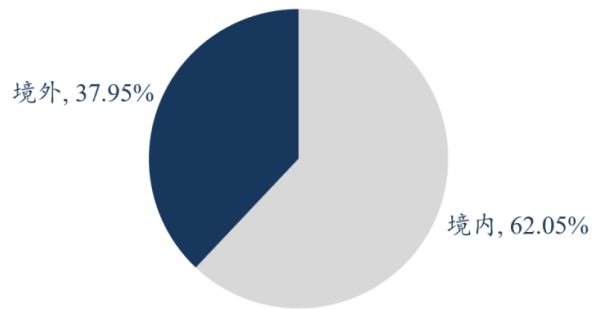
线上销售为主，美妆个护及家清占比较多。公司渠道模式上以线上销售为主，2023年线上销售占比为 99.06%。分产品看，2023 年公司美妆个护/家清/母婴/保健品营业收入占比分别为 42%/20%/16%/16%，自有品牌家清销售持续拓展。分地区看，境内/境外营收占比分别为 62.05%/37.95%，境内为主要销售市场。

图4：2023 年各品类线上销售情况（不含策划服务）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：境内为主要销售市场（2023 年）



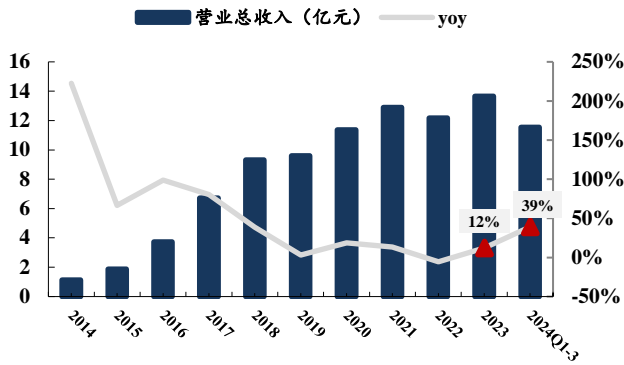
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务数据：成长迅速，23 年飞轮效应凸显业绩爆发

2023 年以来公司营收利润快速增长。2011-2018 年公司专注于电商代运营领域，通过母婴领域切入积累品牌全链路操盘经验，持续拓展合作品类，营收快速扩张并在 18 年突破 9 亿元。2019-2022 年业务调整时期增速放缓，叠加疫情影响，营收、归母净利润 CAGR 为+8.27%、-26.89%。2023 年以来深度绑定客户转型品牌管理、自有品牌飞轮效应业绩

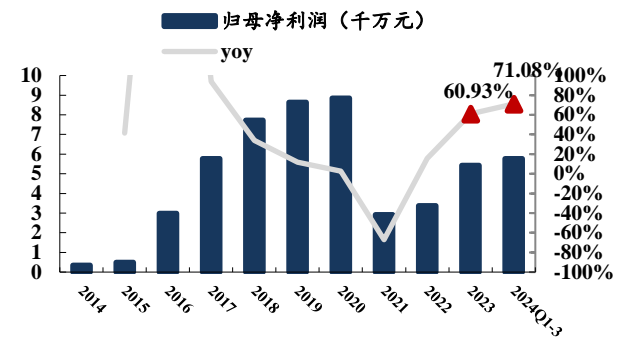
爆发,公司再次迎来快速增长,实现营收 13.66 亿元、归母净利润 0.54 亿元,同比+12.25%、+60.93%。2024Q1-3 营收、归母净利分别为同比+39.25%、+71.08%,增速进一步提升。

图6: 23 年以来公司营收快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 23 年以来公司利润快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

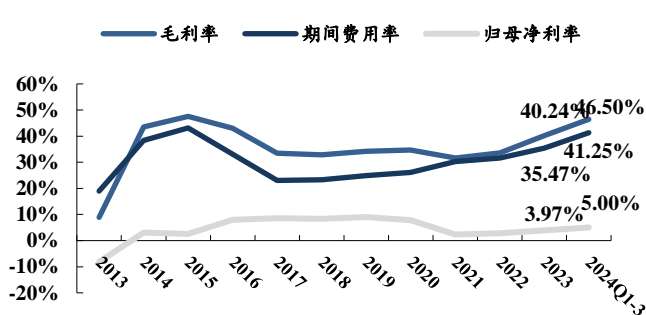
垂直延伸价值链多元化经营毛利率提升, 盈利能力持续增强。

①**毛利率:** 2020 年后打造自有品牌“绽家”, 挖掘家清个护市场蓝海, 内衣洗液、洗衣凝珠、洗衣液等单品持续高增, 同时依托专业优势, 深度合作拜耳等高端品牌转型品牌管理, 带动公司二次增长, 公司毛利率呈上升趋势, 目前基本稳定于 40% 水平。

②**期间费用率:** 20-23 年公司期间费用率从 26.10% 升至 35.47%, 管理、财务、研发费用率较稳定, 销售费用占比最大。销售费用率由 17.74% 上涨为 27.82%, 主因自有品牌业务增长市场推广增加所致。

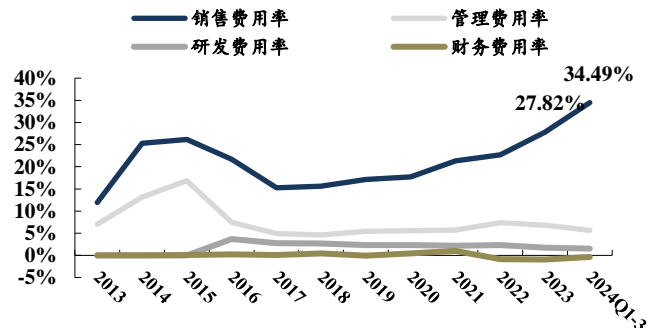
③**归母净利率:** 业务拓展下 2021 年后归母净利率有所增长, 至 2024Q1-3 归母净利率达 5%。

图8: 公司盈利能力持续增强



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 期间费用率中销售费用率占比较大



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分产品看，代运营仍贡献主要收入，自有品牌业务及品牌管理业务快速增长。①代运营业务高质量精进，业务布局良性发展，截至 24H1 代运营营收占比约 50%，毛利率约为 35%；②品牌管理业务迅猛增长，截至 24H1 营收 21,978 万元，营收占比从 2023 年的 11.7%提升至 27.9%。拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌销售全面开花，24H1 品牌管理业务毛利率约 46%；③自有品牌业务大幅增长，业绩口碑双线迸发，24H1 自有品牌业务实现营收 17,623 万元，同比增长 67.11%，营收占比从 23 年的 19.27%提升至 22.39%，绽家定位高端家清，23 年及 24H1 毛利率较高近 70%。

表2: 公司分业务营收、增速及毛利率情况

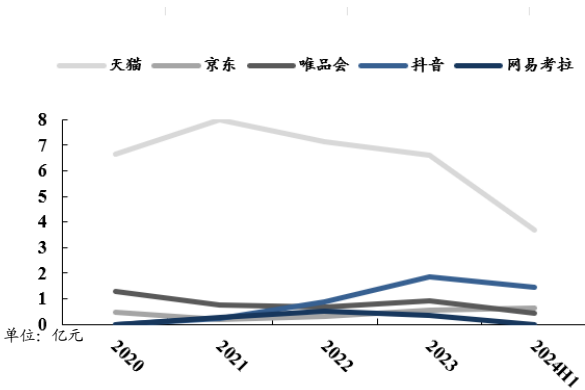
	2023	2024H1
品牌管理业务		
收入 (万元)	16048.6	21977.7
yoy	-	2091.1%
占比	11.7%	27.9%
毛利率	37.8%	45.8%
代运营业务		
收入 (万元)	94232.7	39119.1
yoy	-10.77%	-17.8%
占比	69.0%	49.7%
毛利率	34.5%	34.9%
自有品牌业务		
收入 (万元)	26327.8	17623.4
yoy	63.63%	67.1%
占比	19.3%	22.4%
毛利率	62.2%	68.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分平台看，公司覆盖全渠道，收入主要来自天猫。公司一方面做精做深原有平台，持续巩固在天猫、京东、唯品会的流量，另一方面加快渗透抖音、拼多多、网易考拉、快手等后起平台，实现品牌全方位曝光营销。2021 年后伴随电商市场竞争加剧、平台流量分化，抖音、京东等起势。23 年收入来源 TOP5 平台天猫/抖音/唯品会/京东/网易考拉占比分别为 50%/14%/7%/4%/3%。

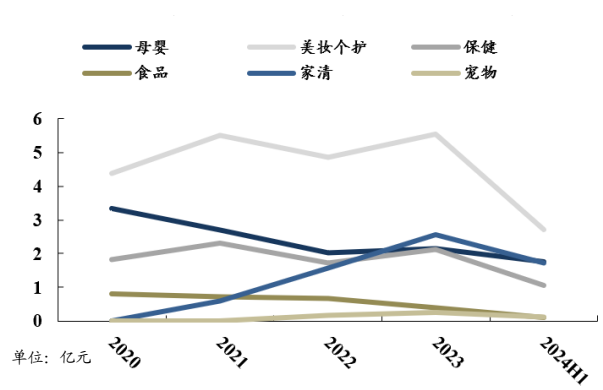
分品类看，公司覆盖多种消费品赛道，收入主要来自美妆个护。2013-2016 年公司前瞻性布局母婴、美妆、保健等消费品赛道，目前已建立起头部竞争优势。20 年依托长期积累的市场洞察力和品牌运营力，成功孵化“绽家”进军家清赛道，追赶成效显著。23 年收入来源 TOP4 品类美妆个护/家清/母婴/保健占比分别为 42%/20%/16%/16%。

图10: 线上各平台营收情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 线上代运营/渠道分销盈利能力持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 未来发展: 破茧成蝶, 自有品牌开启增长新纪元

2.1. 自有品牌: 十年电商经验蝶变, 精准把握市场先机

2.1.1. 绽家: “家清+香氛” 抢占消费者心智, 品类场景双拓下有望长期高增

若羽臣全链路、全渠道的数字化品牌赋能力源自十余年的实战积淀, 是当前国内电商行业的标杆企业。作为首批乘上电商行业发展快车道的代运营公司, 若羽臣的市场洞察力和资源整合力构筑起难以追赶的行业壁垒。2020 年公司面对环境不确定性, 果断布局自有品牌, 其战略转型具有前瞻性。2023 年公司成为国内电商行业中营收增速领先的公司, 618 期间自有品牌“绽家”多款爆品霸榜细分品类 TOP3, 在品牌孵化和运营上展现出一流的能力。我们认为公司积极转型、及时把握市场机遇, 未来自有品牌和品牌管理双轮驱动, 正在迎来增长新纪元。

表3: 若羽臣自有品牌

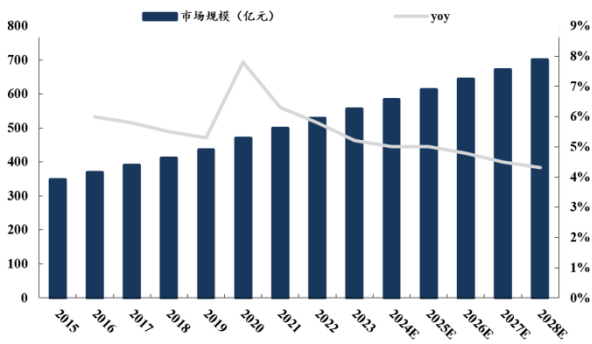
自有品牌	上线时间	赛道	客户画像	理念	热销产品
LYCOCELLE® 绽家	2020 年末	高端家清	新中产人群	专衣专护	酵素香氛洗衣液、内衣洗衣液、蓝桉叶精油洗衣凝珠、蓝桉叶精油地板水等

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

行业端：家清市场稳健增长，需求细分催化差异化品牌机遇。

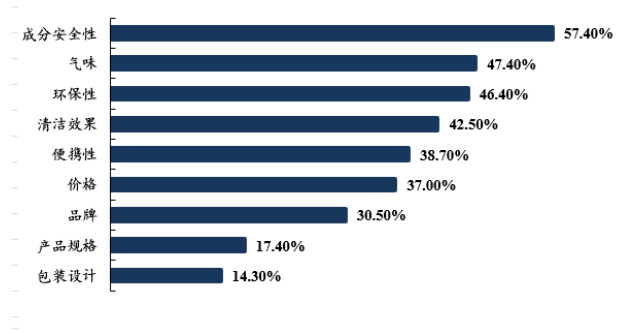
家清市场整体呈上升趋势，更注重品质、效能。据艾媒咨询统计，我国家清产品市场规模在 2023 年达到 556.1 亿元，预计于 2028 年攀升至 700.3 亿元，2023-2028 年 CAGR 约为 4%。作为生活必需品，家清产品凭借频繁的更换需求以及广泛的应用场景，为创新产品的市场渗透提供了充足的空间。伴随人们对生活品质的追求日益提升，消费者对成分安全性、气味、环保等因素关注更高，进一步激发对安全植萃成分、高品质、精细化家清产品的强烈需求。

图12: 2015年-2028E 中国家清行业市场规模



数据来源：艾媒数据中心，东吴证券研究所

图13: 家清产品消费者关注因素占比（2024年5月）



数据来源：艾媒数据中心，东吴证券研究所

内部细分赛道，各有可为。据蝉妈妈统计，家清品牌 2024 年双十一均实现了不同程度的增长，行业发展潜力大，各价位品牌均涌现佼佼者。绽家定位高端，聚焦衣物清洁剂/护理剂，以天然安全、长效留香、精致护理等特点深化消费者记忆，在一众定位中端、中低端的国货老牌中突出重围，实现近翻倍增长。

表4: 抖音 24 年双十一家清销售品牌情况

品牌	24 年抖音双十一销售额	价位	产品矩阵	主销产品	主销产品卖点
绽家 (2020)	5,535.9 万 (+99.43%)	高	衣物清洁剂/护理剂 92.54% 家庭环境清洁剂 4.14% 室内除臭/芳香用品 1.37%	四季繁花香氛洗衣液 199.60 元 /1700ml	伊能静同款 护色柔顺除菌除螨留香 云朵般柔软 顶空复制香氛技术 72 小时留香
蓝月亮 (1992)	4.43 亿 (+82.66%)	中	衣物清洁剂/护理剂 97.43% 身体清洁 1.15% 个人洗护清洁用具 0.78%	家用多效强力去污洗衣液 89.90 元/12 斤	薰衣草低泡易漂 深层洁净 强效去污 两套划算
活力 28 (1982)	2.37 亿 (+111%)	低	衣物清洁剂/护理剂 84.56% 家庭环境清洁剂 13.38% 汽车清洁/美容/养护 1.21%	山茶花香留香洗衣液 9.9 元/2kg	持久香氛去污护色 低价好物 山茶花香 民族品牌、品质国货
立白 (1994)	2.24 亿 (+19.12%)	中	衣物清洁剂/护理剂 93.73% 家庭环境清洁剂 6.19% 清新泡泡/慕斯 0.03%	大师香氛洗衣液套组 489.30 元/19 件	持久留香洁净 香氛柔顺护衣 顽渍轻松洁净
沫檬 (2022)	1.84 亿 (+49.43%)	中	家庭环境清洁剂 79.3% 足部护理 9.91% 室内除臭/芳香用品 6.85%	地板清洁剂 79.9/4 瓶	明星同款 水垢水渍去污 适用实木瓷砖地板留香 光亮地板、快干无痕
蔬果园 (2015)	1.07 亿 (+17.28%)	中	家庭环境清洁剂 59.9% 衣物清洁剂/护理剂 37.47% 身体清洁 2.36%	3 合 1 果蔬餐具 洁净精家庭装 39.9 元/800g*3	清新水果味 谷爱凌推荐 果蔬去农残、冷水去重油

数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

产品端: 大单品销售强劲, 应用场景迭代维持高成长性。

精准定位, 大单品贡献显著。公司精准把握新中产人群对产品品质、情绪价值和购物体验的细分需求, 打造爆品“内衣洗衣液”切入家清市场, 持续创新践行大单品战略, 引领消费者从洗涤向洗护升级。大单品火爆规律经市场验证, 至 2023 年四大单品 (三合一洗衣凝珠/香氛内衣洗衣液/护衣精华喷雾/蓝桉叶精油地板清洁剂) 占绽家品牌销售额超 45%, 其中占天猫平台销售额超 70%, 占抖音平台销售额超 58%。

表5: 绽家大单品一览

产品	价格	功能	成分/技术
四季繁花 香氛洗衣 液	99.9/1.7L	去渍、护色、柔顺、除 菌除螨、留香	七重生物酵素、高奢线调香师调香、微胶囊 PopScent 科技
三合一洗 衣凝珠	109.9/70 颗	留香、抑菌灭螨、去渍	蓝桉叶精油、荣誉调香师调香、微胶囊 PopScent 科技、4 重水解蛋白、高浓缩配方
蓝桉叶精 油地板清 洁剂	69.9/750ml	去污、抑菌、留香、宠 物友好、多场景适用	实际无毒级、蜂蜡复配雪松精油、蓝桉叶精油、 去渍因子 APG+添加灰尘吸附离子、三重去异味 科技、3 种精油香氛
香氛内衣 洗衣液	69/200ml*2	护衣不伤手、抑真菌、 去黄渍/白带、去 72h 顽固血渍	蓝桉叶精油、卡瓦油、FMEE+APG 洁净表活技 术、优诺 100 蛋白酶、顽固血渍剥脱技术去污增 效技术、3 重去异味技术、4 重水解蛋白因子
护衣精华 喷雾	69/200ml	去味、留香、除螨抑 菌、抗皱、抗静电	三重去异味技术、7 大护衣因子、抗皱护衣精 华、荣誉调香师调香、微胶囊 PopScent 科技

数据来源: 淘宝官方旗舰店, 东吴证券研究所

口碑累升, 新爆款单品成长更快。绽家前期大单品的成功为后续发展积攒了良好的品牌沉淀。据蝉妈妈统计, 2024 年新晋爆品四季繁花香氛洗衣液 (1L) 一经推出便跃升为绽家 24Q1-Q3 的 TOP3 单品, 24Q3 推出该系列衍生产品香氛洗衣液 (1.7L) 和古董香氛洗衣液, 均跃升为当季 TOP10 单品, 截至 24 年 11 月全系列占抖音平台 2024 年以来销售额占比超 34%。

表6: 2024 年绽家分季度抖音 TOP8 商品销售占比情况

排名	24Q1		24Q2		24Q3		24M10-11	
	商品	销售额 占比	商品	销售额 占比	商品	销售额 占比	商品	销售额 占比
Top1	三合一洗衣 凝珠	17%	香氛内衣洗 衣液	17%	四季繁花香 氛洗衣液 1.7L	29%	四季繁花香 氛洗衣液 1.7L	45%
Top2	香氛内衣洗 衣液	14%	双拼洗衣凝 珠	12%	双拼洗衣凝 珠	14%	双爆四腔洗 衣凝珠	9%
Top3	四季繁花香 氛洗衣液 1L	10%	四季繁花香 氛洗衣液 1L	12%	香氛内衣洗 衣液	12%	香氛内衣洗 衣液	7%
Top4	双拼洗衣凝 珠	9%	三合一洗衣 凝珠	10%	蓝桉叶精油 地板清洁剂	8%	双拼洗衣凝 珠	5%

Top5	双爆四腔洗衣凝珠 9%	蓝桉叶精油地板清洁剂 8%	玫瑰纯露湿厕纸女性专用 4%	蓝桉叶精油地板清洁剂 4%
Top6	护衣精华喷雾 8%	双爆四腔洗衣凝珠 4%	四季繁花香氛洗衣液 4%	四季繁花香氛洗衣液 4%
Top7	蓝桉叶精油地板清洁剂 7%	香氛洗手慕斯 3%	1L三合一洗衣凝珠 2%	1L香氛护衣喷雾 3%
Top8	私处洗护液 3%	玫瑰纯露湿厕纸女性专用 2%	护衣精华喷雾 2%	古董香氛洗衣液 3%
TOP8 总销售额占比	76%	69%	76%	80%

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

横向延伸方面，绽家以衣物洗护站稳脚跟，补齐产品矩阵渗透细分赛道，共享品牌流量。自打造内衣洗衣液切入市场后，公司不断创新，推进品类、场景双拓。一方面，捕捉内衣洗高转化人群细分需求，深化衣清专业性，从衣物专用化、功能侧重化和人群细分化切入，持续创新巩固消费者心智；另一方面，挖潜家清市场，加快渗透成熟竞品和下沉市场，拓展洗护和香氛优势至家居清洁、身体清洁、宠物清洁和香薰产品，品类丰富后有望提升连带率，横向衍生与绽家“家清+香氛”的定位一致，能强化信赖度和竞争力。

图14：绽家产品不断横向延伸



数据来源：淘宝官方旗舰店，东吴证券研究所

纵向延伸方面，大单品在气味、成分、配方等方面持续迭代升级。绽家秉持“以客

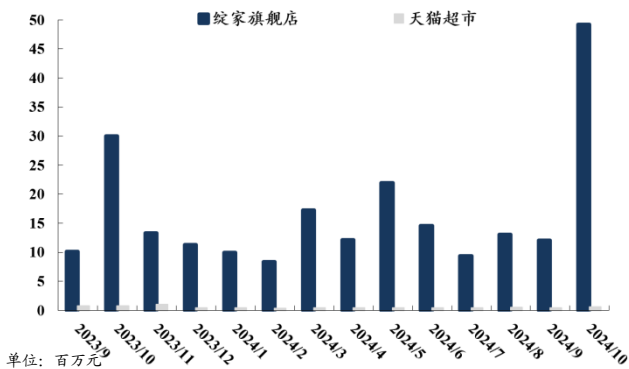
户为中心”的理念，持续洞察消费者需求，对核心大单品洗衣液、洗衣凝珠等进行升级，其中植萃内衣洗衣液已历经七次升级。①**气味**：与荣誉调香师 Karine Dubreui 合作，为双重爆香洗衣凝珠设计香水般前中后调的独特香型“桂花与清酒”“鸢尾与乌木”，从三腔升级为四腔，专研六效合一馒头珠，通过微胶囊 PopScent 科技实现衣物留香 30 天；②**成分**：内衣洗持续调整核心成分，采用高复配清洁体系，添加蓝桉叶精油，实现双重抑菌 99.9%，清洁力进一步提升 30%，能有效改善去血渍后黄斑问题；③**配方**：联名款香水洗衣液采用高成本 FMEE*配方，浓缩 7 重植物酶，实现柔顺、留香、去污、去油、除菌、除螨六效合一。

渠道端：自播团队成效显著，加快全渠道布局。

公司持续布局全渠道运营，GMV 高增。2023 年公司自有品牌高增，其中天猫/抖音渠道营收同比增长 46%/102%，小红书、京东等平台双位数增长，并拓展线下渠道，入驻品控严格的山姆超市。23 年 618 大促期间，绽家销售同比增长超 100%，多款爆品稳居细分品类 TOP3。

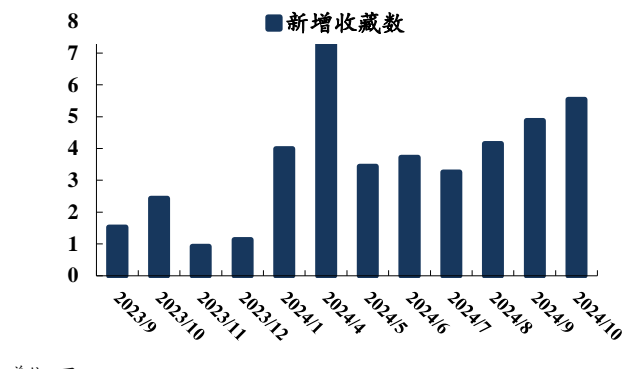
天猫渠道持续巩固优势，品牌认可提升。天猫是公司长期深耕的主阵地，旗下天猫官方旗舰店表现突出，2023-2024 单月店铺销售额稳定增长，至 24 年 10 月达到近 5 千万元；商品收藏量较 23 年提升明显，打开潜在用户市场。

图15：天猫渠道官旗舰销售额表现突出



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

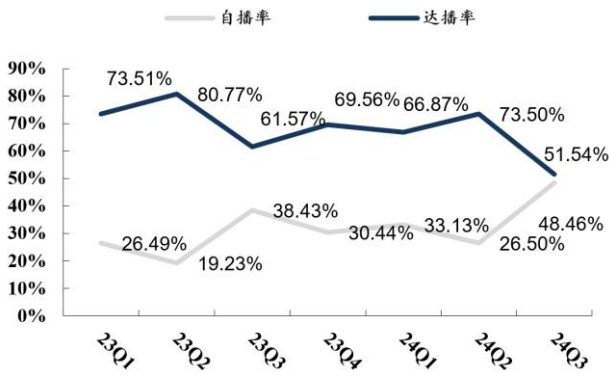
图16：天猫渠道商品新增收藏量明显提升



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

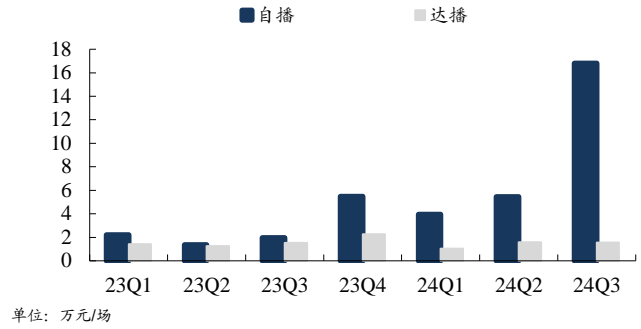
抖音渠道自播表现亮眼，转化率持续提升。公司在自播团队建设和达人合作推广上同时发力，打通公、私域流量，2022 年投资抖音生态服务商魔范璐玛。23-24 年，自播率呈上升趋势，至 24Q3 达到 48.46%；自播单场直播平均销售额均高于达播且差额有所扩大，转化效率和品牌影响持续增强。

图17: 抖音渠道自播率上升



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

图18: 抖音渠道自播转化效果较强



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

营销端: 契合品牌定位和用户画像, 塑造品牌调性。

双向契合, 营销增强情感共鸣。据蝉妈妈统计, 绽家的成交画像女性占比超过 87%, 31-40、41-50 岁居多; 受众视频内容偏好居家板块超过 75%。绽家的营销策略始终锚定高端精致家庭清洁品牌的定位, 推广“高效、天然、可持续”的理念, 让“生活美学”深入人心, 在明星合作的挑选上, 迎合对应女性群体的审美偏好, 将品牌形象与香味、时尚、高端、生活、安心等元素相联系, 塑造更具温度和质感的品牌形象。

表7: 绽家近期营销事件

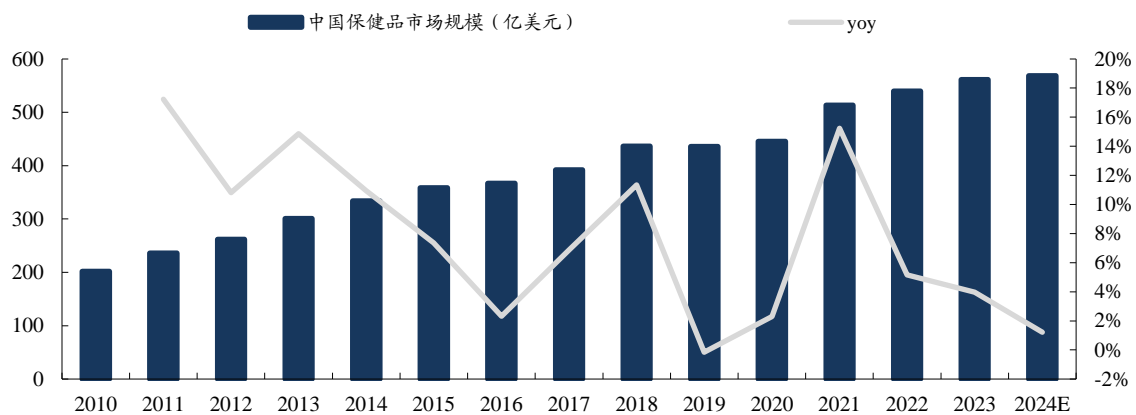
类型	主体	形象定位	主推产品	产品卖点	宣传语
明星合作	伊能静	知名歌手、演员, 时尚、坚韧、“梦中情妈”、“美丽教主”	四季繁花香氛洗衣液	高奢调香、72h留香、贵感、草本、去渍快准狠	“绽家就是家的味道”、“女人自带幸福的味道”
明星合作	papi 酱	视频播主, 多才, 创意, 幽默, 智慧, 独立女性	内衣洗衣液	植萃、安心守护、去渍、抑菌、持久留香	“好用”、“从去污到香味都非常好”
IP合作	Alex Merry&新西兰海洋动保组织	高奢线插画艺术家; 保护海洋生态、绿色可降解	香水洗衣液	高奢调香、可降解对海洋友好、深层去渍、丝毛专洗、柔护丝滑、天然抑菌、孕婴友好	“香水都省得喷了”、“沙龙级香水味”、“嗅觉享受”

数据来源: 淘宝官旗, 东吴证券研究所

2.1.2. 保健品：借力洞察优势，把握续航机遇

保健品市场潜力加速释放，细分需求给予新品牌机会。据欧睿统计，2021-2022年，我国消费者保健品行业 CAGR 为 7.79%，远超全球增速，预计 2027 年行业规模达到 639.10 亿美元。但 2022 年我国保健品人均支出仍低于全球人均支出，市场发展潜力较大。伴随养生需求年轻化和银发经济兴起，保健品市场的痛点需求愈发清晰，朝着新成分、新剂型、高含量等方向发展，多年的市场教育使消费者对保健品的认知累升，为新入局的品牌提供切入市场的机会。

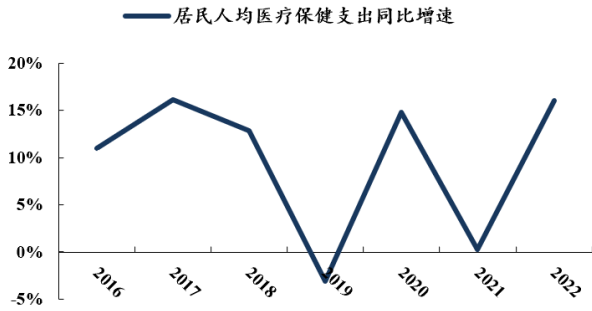
图19：中国保健品行业市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

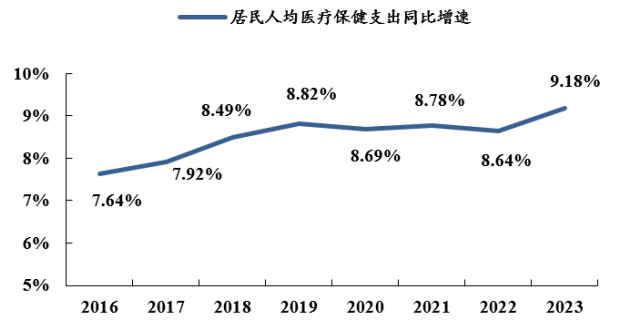
牢抓大健康东风，建立品牌管理头部优势。政策关注和消费升级催化大健康产业发展。自 2016 年《健康中国 2030》发布以来，国家不断强调“预防”的重要性，并作出相关决策部署，催生大健康产业预防到康复的全周期发展。中国消费者协会发布的《健康产业消费趋势发展报告》显示，预计 2024 年大健康产业总收入规模攀升至 9 万亿元，健康消费观念趋向“常态化”、“刚需化”。据国家统计局统计，2016-2022 年我国居民人均医疗保健支出同比持续提升，且占人均消费支出的比例持续提升。

图20: 居民医疗保健支出增加



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图21: 居民医疗保健支出占比上升



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

深耕保健品市场，提前布局构筑品牌壁垒。公司 2016 年进军保健品市场以来，先后服务近 50 个大健康品牌，沉淀超过 20 个渠道以及保健品 100 个叶子类目的经验，积累丰富的人才和知识资源。通过配方研发合作、战略投资并购、引进海外优质小众品牌，公司构建全产业链合作网络，加强行业资源整合话语权，打造以技术和创新为核心的品牌壁垒。2024 年公司推出“斐萃”品牌，主要销售以麦角硫因为主要成分的抗衰产品。同年若羽臣与全球唯一生产红宝石油的挪威公司 Zooca Calanus 达成战略合作，红宝石油以其抗氧化、抗炎、体重管理和保护心血管等多重功效备受瞩目。未来，公司将推出更多中高端自有保健品品牌，在原料、技术上发力突破，提供优质产品体验。

图22: 公司旗下斐萃品牌主要销售麦角硫因成分的抗衰保健品

FineNutri® 斐萃 双礼遇季

28天修护30%初老痕迹
口服黄金微针

- 30.53% 淡化细纹
- +20.85% 水润细腻
- +7.41% 光感焕亮

L-Ergothioneine Premium Ingredient

斐萃麦角硫因小蓝瓶 全面改善女性四大初老问题

- 淡化初老纹路
- 减少衰黑暗沉
- 强韧肌肤屏障
- 改善睡眠

数据来源: 淘宝官方旗舰店, 东吴证券研究所

表8: 若羽臣持续布局保健品市场

时间	类型	事件	定位	主推产品
2018年	签约合作	与拜耳健康消费品中国达成战略合作	全球领先的生命科学公司	营养品类、消化道健康品类、皮肤品类、过敏与发烧感冒咳嗽品类、止痛类
2022年	签约合作	引进健安喜作为合作伙伴	全球最大的膳食补充剂品牌之一	每日营养包、鱼油、辅酶Q10软胶囊、优骨片、钙片
2022年	战略投资	投资解你 Release U, 达成线上生意全链路管理合作	熬夜养护品牌	蓝莓叶黄素酯软糖、富铁软糖、即食型益生菌冻干粉、益生菌口腔爆珠糖
2024年	上游合作	与挪威公司 Zooca Calanus 达成合作	红宝石油全球唯一供应商	红宝石油
2024年	战略投资	投资新中式养生品牌 JUZTLAB 草本未来	基于中医药食同源的高附加值健康养生品牌	小铁盒解酒感糖果

数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

2.2. 品牌管理: 携手品牌大客户, 开拓增长新曲线

转型品牌管理, 构筑新的增长曲线。面对代运营行业的红海现状, 2023年公司果断转型品牌管理, 2024H1实现营收21,977.65万元, 同比增长2,091.08%, 总代模式发力明显。相比代运营, 品牌管理“反客为主”, 全权负责品牌的引进、销售运营及营销推广, 直接拥有销售定价权和客户资源, 更能提升利润空间和品牌塑造力, 也更加考验企业的品牌扶持能力。公司近几年与拜耳、强生集团达成深度战略合作, 赋能康王、艾惟诺等品牌全渠道生意增长, 洞悉行业趋势, 建立头部优势, 为业务转型打下坚实基础。

转型以来, 公司助推合作企业快速打开业绩天花板, 实现多渠道声、销量放量增长。以康王为例, 公司助力其差异化品牌布局, 2023年利用数字化平台快速测款、精准营销, 强化心智种草、人群蓄水, 实现首购新客同比增长203%, 开门红支付金额同比增长617%, 以多场景×多产品组合拳人货双爆发。艾惟诺专业婴儿护肤品牌2024年在公司推动下取得较好表现, 24年双十一大促期间官旗位居宝宝洗护和护肤品类Top6, 品牌位居Top5。

图23: 若羽臣助推康王、艾惟诺业绩增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 代运营：积累长期信任稳健发展，优化品牌矩阵

电商行业高基数下增速放缓，TP 元老寻求转型。国家统计局数据显示，我国电子商务交易额由 2014 年的 16.39 万亿攀升至 2023 年的 46.83 万亿，但同比增速呈放缓态势，市场增量与存量并重。当前，电商发展快车道红利逐渐消退，直播电商兴起、MCN 机构瓜分市场，TP 之间的竞争更为激烈，资深玩家纷纷寻求转型出口。

表9: 资深 TP 玩家纷纷寻求转型出口

公司	宝尊电商	丽人丽妆	若羽臣	壹网壹创	青木股份
2023 年营收 (亿元)	88.12	27.62	13.66	12.88	9.67
2023 年营收 YOY	4.90%	-14.78%	12.25%	-16.31%	14.27%
2023 年净利 (亿元)	-2.78	0.3	0.54	1.08	0.52
2023 年净利润 YOY	57.38%	121.19%	60.93%	-40.05%	20.95%
2023 年毛利率	72.66%	34.54%	40.26%	29.35%	42.09%

主要赛道	信息技术、家电、运动服饰、电子产品	美妆、母婴、食品	大健康、美妆个护、母婴、食品饮料	个护、美妆、大健康	时尚服饰、鞋履、家居用品、奢侈品
合作品牌	惠普、飞利浦、伊莱克斯、Nike、李宁、玖熙、Levi's、匡威、哈根达斯	雪花秀、后、施华蔻、芙丽芳丝、雅漾	钙尔奇、善存、Doctor's Best、倍舒痕、悦鲜活	百雀羚、伊丽莎白雅顿、宝洁、OLAY	Skechers、ECCO、Lacoste、Emporio Armani、Jellycat、Samsonite、波司登、泡泡玛特
应对策略	转型品牌管理 拓展线下网络	布局新兴渠道 发展自有美妆品牌	转型品牌管理 发展自有家清、香氛品牌	拓展代运营合作	转型品牌管理

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

逆流而上迎接挑战，“组合拳”优化业务经营。作为电商产业链中的关键一环，TP通过上游品牌建设和下游客户需求洞察催化中游平台流量转化，提升品牌商销售业绩来扩大服务收入。公司凭借一贯卓越的交付能力，赢得了品牌商的深厚信赖。面对当前的竞争，公司实施“组合拳”全面优化代运营业务，积极寻求降本增效。**①拓展品牌合作：**持续优化品牌矩阵，与宝洁、善存、钙尔奇、佳贝艾特等知名品牌长期合作，深化拓展与爱茉莉、蒙牛等头部集团的合作，增强客户粘性，拓展合作空间；**②优化智力支持：**实施“北极星计划”，加速员工成长，构建多元人才梯队，提高团队素质和效率，灵活应用前沿 AI 技术，优化需求识别、供应链管理的精准度，全面赋能数字化品牌管理能力；**③推动精细管理：**公司精简现存品牌，促进资源聚焦，加强成本管理，有效控制仓储物流费用和人力成本，23 年公司整体毛利率提升 6.63pct。

图24: 公司助力品牌成长的成功案例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

营收端：公司不断丰富细化品牌矩阵，自有品牌和品牌管理业务双轮驱动开拓若羽臣第二增长曲线，代运营业务保持稳定增长。我们以不同业务拆分，2023 年品牌管理/代运营/自有品牌营收占比 12%/69%/19%，2024H1 占比分别为 28%/50%/22%，后起业务增速快于代运营，伴随品牌合作深度绑定、自有品牌持续孵化，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 34.8%/36.3%/34.9%。

毛利率：市场竞争加剧，叠加业务转型，代运营业务在高基数上增速放缓。品牌管理业务拥有定价权，进一步扩大利润空间。自有品牌“绽家”向高频家清场景拓展产品，我们预计 25 年自有品牌毛利率持平，26 年保健品业务发力促进毛利率提升。因此我们预计公司毛利率受三大业务综合影响稳步上升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 45%/47%/50%。

期间费用率：2019-2023 年以来公司期间费用率逐渐提升，主因渠道拓展、业务推广导致销售费用率提升。目前公司酝酿更多自有品牌的建设，需要营销投入快速打开市场，品牌管理业务全权负责营销和销售，公司期间费用率或因销售费用率提升而提升。我们预计公司 2024-26 年期间费用率分别为 32.5%/34%/37%。

由于公司品牌合作深度加强、自有品牌持续孵化，业绩保持快速增长，我们预计公司 2024-26 年营收 18.41/25.09/33.84 亿元，同比+34.8%/+36.3%/+34.9%；2024-2026 年归母净利润预测 1.0/1.4/1.9 亿元，同比+91%/+35%/+36%。

表10：2024-2026 年若羽臣盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1366	1,841	2,509	3,384
yoy	12.3%	34.8%	36.3%	34.9%
毛利率	40.2%	45.3%	46.8%	50.2%
归母净利（百万元）	54	104	140	190
yoy	61%	90.8%	35.0%	35.6%
主营业务分业务划分				
品牌管理业务收入（万元）	16049	41726	68848	96388
yoy	/	160.0%	65.0%	40.0%
占比	12%	23%	27%	29%
代运营业务收入（万元）	94233	98944	103892	109086
yoy	-11%	5%	5%	5%
占比	69%	54%	41%	33%
自有品牌业务收入（万元）	26328	43441	78193	132929
yoy	64%	65.0%	80.0%	70.0%
占比	19%	23.6%	31.2%	39.3%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.2. 投资建议

若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，踩准赛道，成功转型自有品牌建设和品牌管理业务，已在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等领域建立头部优势。自有品牌“绽家”差异化先占消费者心智，从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，品类场景双拓下有望长期高增；公司提前布局保健品市场，构筑品牌壁垒，有望续航增长；品牌管理业务乘大健康产业东风，有效提升利润空间。未来随着公司自有品牌持续孵化、品牌管理矩阵拓展，双轮驱动有望进一步打开业绩天花板，长期发展明朗。

考虑公司电商行业赛道、龙头地位和业务拓展增速，我们选择电商代运营同业公司壹网壹创、青木科技，以及品牌势头逐渐向上的电商龙头南极电商作为可比公司。截至 2024 年 12 月 17 日，若羽臣 25 年 PE 估值 29 倍，不仅低于可比公司 2025 年归母净利润对应 PE 平均值 32 倍，同时考虑到若羽臣自有品牌未来高成长性和保健品业务长期发展空间广阔，我们认为公司估值与可比公司相比应具有一定估值溢价，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表11: 若羽臣与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
003010.SZ	若羽臣	41	0.54	1.04	1.40	1.90	76	40	29	22
可比公司平均估值							80	75	32	25
300792.SZ	壹网壹创	56	1.08	1.44	1.54	1.61	52	39	36	35
301110.SZ	青木科技	42	0.52	1.48	2.10	2.72	81	28	20	15
002127.SZ	南极电商	121	1.12	0.77	3.01	5.12	108	157	40	24

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测, 采用 2024/12/17 行情数据。壹网壹创、青木股份、南极电商盈利预测来自 wind 一致预期。

4. 风险提示

- 1) **品牌商解约或产品质量不佳:** 若品牌商解约或产品质量不佳, 影响品牌管理和代运营业务, 可能影响公司业绩。
- 2) **自有品牌销售不及预期:** 公司以自有品牌为新的业务增长点, 若销售不及预期或导致公司业绩不及预期。
- 3) **行业竞争加剧:** 若国内电商行业竞争者增加, 或其他公司降价竞争, 可能影响公司业绩。

若羽臣三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,039	1,015	1,114	1,237	营业总收入	1,366	1,841	2,509	3,384
货币资金及交易性金融资产	345	246	191	97	营业成本(含金融类)	816	1,007	1,334	1,685
经营性应收款项	307	351	450	587	税金及附加	4	6	8	10
存货	319	335	369	418	销售费用	380	598	853	1,252
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	101	138	191
其他流动资产	69	83	105	134	研发费用	24	22	30	47
非流动资产	306	288	271	254	财务费用	(13)	(2)	1	3
长期股权投资	48	48	48	48	加:其他收益	2	4	5	7
固定资产及使用权资产	183	166	149	131	投资净收益	2	1	1	2
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	6	7	7	7	减值损失	(6)	(3)	(3)	(3)
商誉	10	10	10	10	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	59	110	148	201
其他非流动资产	57	55	55	55	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,346	1,303	1,386	1,491	利润总额	57	109	147	200
流动负债	243	263	294	329	减:所得税	2	5	7	10
短期借款及一年内到期的非流动负债	176	180	180	180	净利润	54	104	140	190
经营性应付款项	20	28	41	56	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	4	6	8	10	归属母公司净利润	54	104	140	190
其他流动负债	44	49	65	83	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.63	0.85	1.16
非流动负债	5	4	4	4	EBIT	44	107	148	203
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	66	130	171	226
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.24	45.29	46.82	50.20
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	3.97	5.63	5.58	5.61
其他非流动负债	4	3	3	3	收入增长率(%)	12.25	34.77	36.29	34.86
负债合计	249	267	298	333	归母净利润增长率(%)	60.93	90.83	35.04	35.62
归属母公司股东权益	1,097	1,037	1,088	1,158					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,097	1,037	1,088	1,158					
负债和股东权益	1,346	1,303	1,386	1,491					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(92)	75	47	41	每股净资产(元)	8.97	6.32	6.63	7.06
投资活动现金流	(15)	(5)	(6)	(5)	最新发行在外股份(百万股)	164	164	164	164
筹资活动现金流	66	(169)	(97)	(129)	ROIC(%)	3.48	8.18	11.34	14.76
现金净增加额	(32)	(99)	(56)	(93)	ROE-摊薄(%)	4.95	9.99	12.86	16.39
折旧和摊销	22	22	23	24	资产负债率(%)	18.47	20.47	21.48	22.35
资本开支	(4)	(7)	(7)	(7)	P/E(现价&最新股本摊薄)	75.84	39.74	29.43	21.70
营运资本变动	(170)	(63)	(127)	(183)	P/B(现价)	2.80	3.97	3.78	3.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>