

商贸零售

2025 年 02 月 07 日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 02 月 06 日

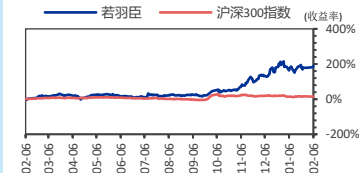
收盘价 (元)	28.45
一年内最高/最低 (元)	31.78/10.03
市净率	4.4
股息率% (分红/股价)	1.05
流通 A 股市值 (百万元)	3,440
上证指数/深证成指	3,270.66/10,393.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	6.17
资产负债率%	27.46
总股本/流通 A 股 (百万)	164/121
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

联系人

王立平
(8621)23297818×
wanglp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

若羽臣 (003010)

——代运营根基稳健，自有品牌“绽家”绽放未来

投资要点：

- **公司深耕电商代运营业务，延伸发展品牌管理积累经验，厚积薄发成就自有品牌业务高增。**公司成立于 2011 年，以电商运营服务为主，先后拓展母婴、美妆、大健康等品类，成为国内知名电商代运营公司，并于 2020 年成功登陆深交所。2019 年公司收购高端家清品牌“绽家”并凭借十余年电商经验，对“绽家”进行赋能，2023 年以来品牌 GMV 快速增长，带动业绩高增。同时，品牌管理的业务也于 2023-2024 年迎爆发性增长。三大业务助公司 2023-2024Q1-3 营收增速转正，增速 12%/39%，增速势头向上，净利润端再迎 61%/71% 的强劲增长。
- **三轮驱动，“绽家”向上打开业绩天花板。1) 自有品牌：**“绽家”2020 年国内上市，以差异化打法迅速在家清行业占据一席之地，天然植萃、香氛清洁、专衣专护等心智抢占消费者。预计 2024 年在淘系、抖音两大平台取得约 6 亿 GMV。大健康布局充分，“斐萃”保健品与红宝石油原料蓄势。**2) 品牌管理：**已实现从电商运营向品牌管理的跨越，积累操盘品牌的全链路经验，深度陪伴品牌从“0-1”和“1-100”的成长，康王、艾惟诺品牌为业务树立典范；**3) 代运营业务：**精细化、智能化绑定品牌，与时俱进拓展新合作板块，不断延展代运营的能力圈，预计未来随着微信小店送礼功能的推广，各大品牌再度迎来电商代运营需求的热潮。
- **高端化、差异化、情绪化吸引精致新人客群，成熟电商打法助力“绽家”业绩绽放。**95 后、00 后等 Z 世代开始为自己的生活空间采购生活/家清用品，其对生活用品不仅有品质需求，还有更多更深层的身份认同与情绪共鸣需求。“绽家”品牌以香氛清洁、天然植萃等特点，为年轻客群提供生活与情绪双重满足。同时产品延伸全面覆盖常规衣物、内衣专用、婴童/宠物专用，丰富产品矩阵。公司运营经验赋能品牌，合作伊能静等精致生活达人主播，种草与直播销售相辅相成。
- **公司代运营业务起家，积淀深厚助力品牌管理和自有品牌腾飞。**结合三大业务板块发展，预计 24-26 年营收分别为 18.18/23.75/28.77 亿元，归母净利润分别为 1.12/1.64/2.15 亿元。考虑南极电商等 3 家可比公司 25 年平均 PE 为 38X，相比公司 25 年 PE 的 28X 仍有 20% 以上上涨空间，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**居民收入预期下行、渠道费用高企、行业竞争加剧、自有品牌新品表现不及预期、代理品牌解约或销售下滑。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,366	1,154	1,818	2,375	2,877
同比增长率 (%)	12.3	39.3	33.1	30.6	21.1
归母净利润 (百万元)	54	58	112	164	215
同比增长率 (%)	60.9	71.1	106.1	46.4	31.0
每股收益 (元/股)	0.45	0.35	0.68	1.00	1.31
毛利率 (%)	40.2	46.5	47.3	50.4	52.1
ROE (%)	4.9	5.5	9.7	12.6	14.5
市盈率	86		42	28	22

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司代运营业务起家，积蓄经验为品牌管理和自有品牌腾飞提供养分。结合三大业务板块发展，预计 24-26 年营收分别为 18.18/23.75/28.77 亿元，归母净利润分别为 1.12/1.64/2.15 亿元。考虑南极电商等 3 家可比公司 25 年平均 PE 为 38X，相比公司 25 年 PE 的 28X 仍有 20%以上上涨空间，首次覆盖，给与“买入”评级。

关键假设点

营收端：将营收拆分为代运营业务、品牌管理、自有品牌业务三大板块。1) 代运营业务：合作品牌持续发展，预计整体业务稳健发展，24-26 年营收增速分别为 -5%/0%/+5%，营收金额分别为 8.95 亿/8.95 亿/9.40 亿元。2) 品牌管理业务：预计高速增长，24-26 年营收增速分别为 180%/50%/20%，营收金额分别为 4.49 亿/6.74 亿/8.09 亿元。3) 自有品牌业务：“绽家”持续放量，自有第二品牌接力增长，预计 24-26 年营收增速分别为 80%/70%/40%，营收金额分别为 4.74 亿/8.06 亿/11.28 亿元。

毛利率：24-26 年预计公司毛利率分别为 47.3%/50.4%/52.1%。期间费用率：1) 销售费用率由于自有品牌的品牌建设和营销投入，预计 24-26 年销售费用率逐步提升至 34%/36%/37%。2) 管理费用率：预计 24-26 年管理费用率整体平稳略降为 5.1%/5.1%/5.0%。3) 研发费用率：预计 24-26 年研发费用率基本持平为 1.8%/1.8%/1.8%。

有别于大众的认识

市场认为家清产品以平价大众产品为主，高端产品天花板不高。我们认为 Z 时代为住所购买家清用品时，不仅考虑功能、价格等常规因素，品质、情绪、共鸣等也是重要的决策因素，同时 Z 世代会为能带来精神、情绪共鸣的高端产品买单，未来高端将会成为家清消费主流之一。

市场认为随着电商自主运营的品牌增多，代运营业务将持续萎靡。我们认为，其一随着电商渠道流量的快速变化，代运营公司全渠道稳定的运营能力，仍是品牌的最佳选择之一；其二随着微信小店送礼等新兴流量渠道蓄势待发，将会为代运营业务带来新的增长点。

股价表现的催化剂

自有品牌 GMV 继续高增；微信小店送礼带来新一轮电商运营热潮；新孵化/收购自有品牌；合作品牌业绩高增。

核心假设风险

居民收入预期下行、渠道费用高企、行业竞争加剧、自有品牌新品表现不及预期、代理品牌解约或销售下滑。

目录

1. 代运营为根，延伸品牌管理与自有品牌业务	6
2. 未来看点：开启自有品牌崛起之路，三轮驱动高效协同...	10
2.1 自有品牌：电商经验厚积薄发，“绽家”为后续孵化样板	10
2.1.1 消费者家清需求愈发细分，高端赛道备受精致新人瞩目	10
2.1.2 绽家：双渠道 GMV 爆发，多维度延展品类成就产品矩阵	11
2.1.3 押注大健康赛道，斐萃品牌与红宝石油原料蓄势待发.....	16
2.2 电商代运营：深度合作+品牌拓展双管齐下，有望在“小店送礼”等新流量渠道助力下，企稳回升	17
2.3 品牌管理：全方位参与品牌经营，拓展能力边界.....	19
3. 盈利预测与投资分析意见	20
3.1 盈利预测	20
3.2 投资分析意见	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1：从电商代运营积累经验，历经品牌管理等业务磨练，成就自有品牌业绩腾飞6	
图 2：24Q1-3 营收再迎 39%高增长	7
图 3：战略投入成效显著，24Q1-3 净利润增速 71%.....	7
图 4：自有品牌高毛利的助力下，公司高利率大幅提高.....	7
图 5：自有品牌费用带高公司销售费用率	7
图 6：抖音/京东等平台占比提升，渠道覆盖全面	9
图 7：美妆品类占比第一，家清/母婴品类提升中	9
图 8：公司对品牌的操盘与掌控力度层层深入，三项业务协同共进	9
图 9：24 年国内家清市场预计为 584 亿	11
图 10：成全、气味等概念成为消费者关注重点	11
图 11：家清市场六大策略人群.....	11
图 12：十余年发展，公司助力“绽家”从新西兰走入中国高端家清客群市场	12
图 13：绽家品牌产品延展思路.....	14
图 14：邀请伊能静、章小蕙等精致生活主播为品牌推广	15
图 15：多平台全渠道入驻，将不同渠道消费客群“一网打尽”	15
图 16：绽家品牌 24 年抖音 GMV 高速增长.....	16
图 17：经过数年积累，24 年绽家淘系双 11 周期大爆	16
图 18：代运营产业链.....	17
图 19：强化中后台绑定合作品牌，拓展新品类新品牌，企稳代运营基本盘	18
表 1：三大业务三足鼎立，自有品牌快速增长成为最大亮点	8
表 2：公司拥有“绽家”、“斐萃”等自有品牌，“绽家”GMV 大放异彩成为公司新的成长极	10
表 3：卡位精准，凭借新西兰天然心智与若羽臣国内强大运营内核，迅速在众多海内外品牌中获一席之地.....	12
表 4：“绽家”品牌 5 大单品 GMV 位列 24 年抖音前五.....	14
表 5：斐萃 5 大单品，麦角硫因预计将成为下一美容、保健热门成分	16
表 6：公司布局红宝石油及保健品牌，抢占新原料风口	17
表 7：微信小店送礼开启微信商城运营新热点，为代运营开辟新“战场”	18
表 8：品牌管理业务细分 3 大类别，总代/买断/合资，对品牌控制层层深入	19

表 9：品牌管理业务两大代表性品牌成绩斐然	19
表 10：2024-2026 年公司营收/毛利率预测表	21
表 11：可比公司估值表	21

1. 代运营为根，延伸品牌管理与自有品牌业务

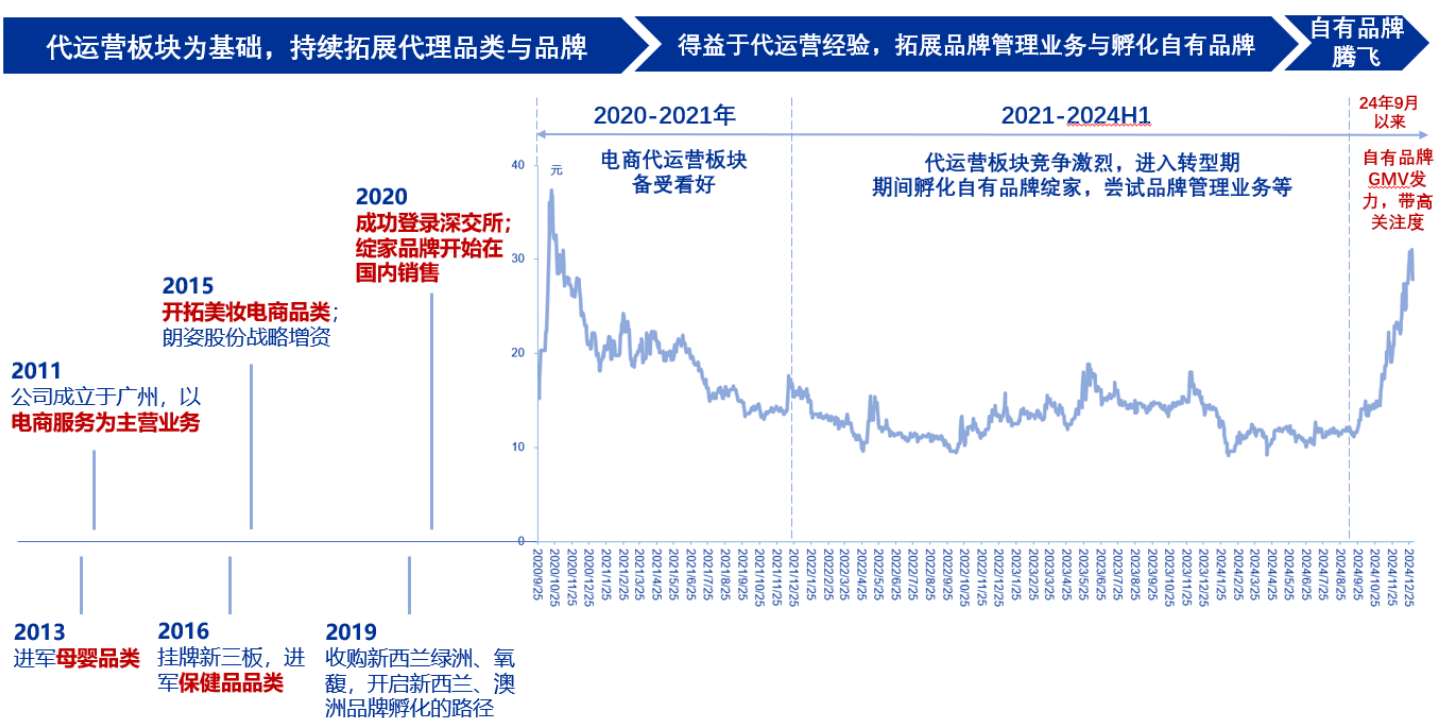
公司深耕电商代运营业务，延伸发展品牌管理积累经验，厚积薄发成就自有品牌业务高增。公司成立于 2011 年，彼时移动互联网电商快速崛起，各大品牌尤其是国际大品牌入驻天猫等平台，对电商 TP（Third-party Platform，第三方电商运营服务商）需求激增。公司凭借精细化的服务、可快速复制的运营打法等优势，迅速成为国内头部 TP 之一，与拜尔、蒙牛等知名企业保持稳定合作。

崛起期（2011-2020 年）：2011 年在广州成立，以电商服务为主，先后拓展母婴、美妆、保健品等品类，成为国内知名电商代运营公司，并于 2020 年成功登陆深交所。

转型期（2021-2023 年）：代运营板块竞争红海，增长乏力，公司积极转型发展品牌管理与孵化自有品牌，其中自有品牌“绽家”于 19 年成功收购并于 20 年开始国内孵化销售，充分反应公司战略前瞻性与战略转型的决心。

再次腾飞期（2024-至今）：2024 年自有品牌“绽家”GMV 高速增长，预计全年取得约 6 亿 GMV，成为最受关注的高端家清品牌之一，品牌势能持续向上；品牌管理业务高速增长，拓展新品牌合作顺利；公司关注度/股价/业绩三升。

图 1：从电商代运营积累经验，历经品牌管理等业务磨练，成就自有品牌业绩腾飞



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，申万宏源研究；注：图中曲线采用前复权收盘股价。

代运营业务助力公司业绩高速增长，至 2021 年左右遇发展困境，转型品牌管理与自有品牌后，公司业绩一扭颓势再度向上。公司 2015 年开始业绩高增，2015-2021 年营收 CAGR 高达 38%，2022 年由于代运营业务乏力，公司业绩出现下滑。2023 年-2024Q1-3，公司延展品牌管理与自有品牌业务顺利，营收增速转正，增速 %/%，增速势头向上。

净利润端表现凸显公司未雨绸缪的创业精神。2021 年公司受自有品牌投放带高销售费用率与公司毛利率下行等因素影响，归母净利润下滑。但在 2021-2022 年的持续投入下，自有品牌与品牌管理业务成功跑出，助力 2023-24Q1-3 净利润端再迎 61%/71%的强劲增长。

图 2：24Q1-3 营收再迎 39%高增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

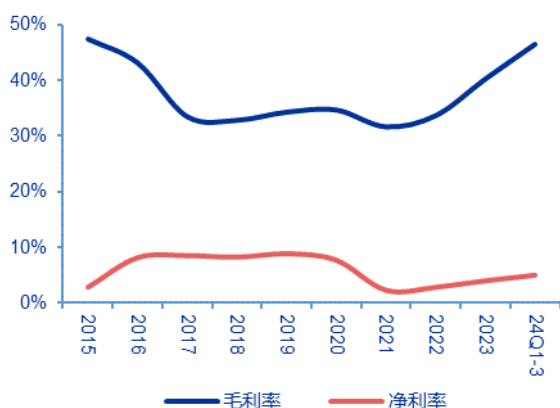
图 3：战略投入成效显现，24Q1-3 净利润增速 71%



资料来源：Wind，申万宏源研究

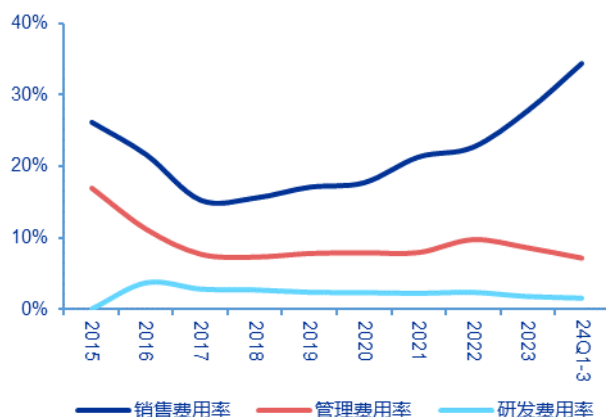
在高毛利的自有品牌助力下，公司毛利率净利率双增，组织变革成功，管理费率下行。2023 年-24Q1-3 公司毛利率提升至 40.2%/46.5%，得益于毛利率超 60%的自有品牌营收占比提高，公司毛利率同比大幅提升 5-10pct，同时带动净利率稳步上涨。费用率端，自有品牌营销投入提升带高消费费用率，2023 年-24Q1-3 销售费用率升至 27.8%/34.5%。2021 年以来公司实行精细化运营、组织架构变革、人才体系建设等多方位战略改革，至 23 年变革取得成效，管理费用率稳步下行，2023 年-24Q1-3 管理费用率降至 8.6%/7.1%。

图 4：自有品牌高毛利的助力下，公司高利率大幅提高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：自有品牌费用带高公司销售费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

代运营业务仍为基本盘，营收占据半壁江山，品牌管理与自有品牌成就第二增长曲线。

1) 代运营业务：与合作品牌深度互信，与时俱进拓展新合作板块，不断延展代运营的能力圈，先后拓展母婴、美妆、保健品等类目，合作品牌涵盖国内外知名品牌，预计未来随着

微信小店送礼功能的推广，各大品牌再度迎来电商代运营需求的热潮，公司新业务开拓顺利。24H1 公司代运营业务营收 3.9 亿元，占比约 49%，毛利率 35%基本持平。

2) 品牌管理业务：公司已实现从品牌运营向品牌管理的跨越，沉淀了操盘品牌的全链路经验，能更好地将全场景、全渠道的营销优秀经验渗透到品牌前端，充分利用在资金、人才、运营、渠道等方面的优势，深度赋能品牌的全方位价值提升。2023 年公司品牌管理业务快速增长，至 24H1 贡献营收 2.2 亿元，相比去年同期增加 2.1 亿元，占比 28%，快速成为公司业务重要一环，毛利率 46%，高于代运营业务。

3) 自有品牌业务：公司自有品牌业务自 2020 年末正式推出以来，经过三年多的战略布局，持续保持高速增长，在各个渠道均取得亮眼业绩。“绽家”淘系抖音双平台 GMV 增速爆发，助力 2024H1 公司自有品牌业务占公司营业收入比例已达 23%，较去年同期增长 67%，成为拉动公司业绩的又一增长引擎。

表 1：三大业务三足鼎立，自有品牌快速增长成为最大亮点

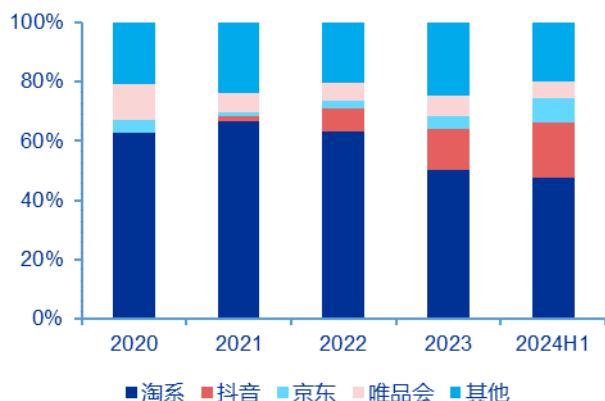
业务拆分	2022	2023	2024H1
代运营（亿元）	10.6	9.4	3.9
YOY		-11%	-18%
毛利率		35%	35%
占比		69%	49%
品牌管理（亿元）	-	1.6	2.2
YOY			2091%
毛利率		38%	46%
占比		12%	28%
自有品牌（亿元）	1.6	2.6	1.8
YOY		63%	67%
毛利率		62%	69%
占比		19%	23%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

淘系稳扎稳打仍未基本盘，及时布局抖音京东把握流量趋势。分平台来看，公司全渠道覆盖充分，淘系为根基，流量变动嗅觉敏锐，先后及时布局唯品会、抖音、京东等新型流量渠道。2023 年营收平台分布占比淘系/抖音/京东/唯品会分别为 50%/14%/4%/7%，至 24H1 占比分布为 48%/19%/8%/6%，淘系稳健，抖音与京东提升明显。

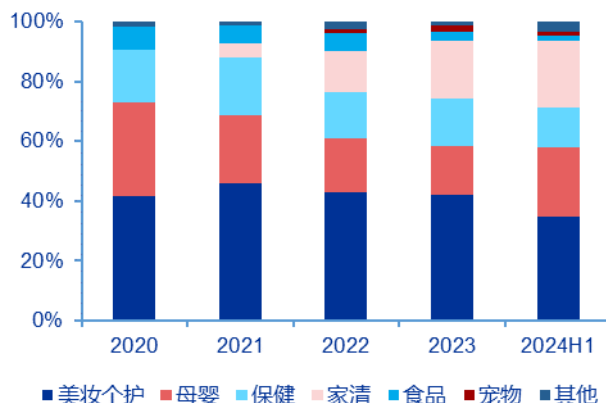
自有品牌助力家清品类崛起，品类分布以消费品为主。公司以代运营起家，先后拓展母婴、美妆、保健品等品类，2023 年美妆/母婴/保健品营收占比 42%/16%/16%，自有品牌“绽家”23 年快速崛起，助力家清品类占比提升至 19%，美妆/母婴/保健品/家清四大品类合计占比约 94%，为公司核心。24H1 家清/母婴占比进一步提升至 22%/23%。

图 6：抖音/京东等平台占比提升，渠道覆盖全面



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：美妆品类占比第一，家清/母婴品类提升中

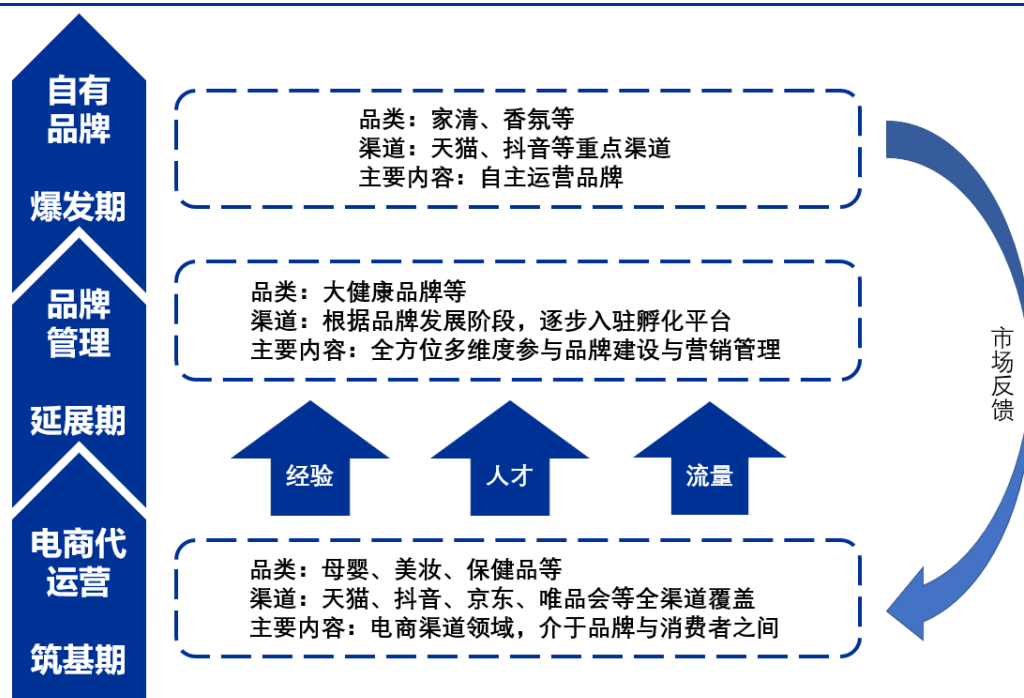


资料来源：公司公告，申万宏源研究

从代理电商运营积累深厚经验，延展品牌管理全方位塑造品牌能力，势能积淀一朝爆发，成就自有品牌快速打爆。公司在电商领域全渠道、全链路赋能合作品牌，以数字化、精细化运营闻名。在此优势之上，公司延伸品牌管理业务，更深入、更多维、更全面的合作品牌，以陪伴成长的方式，深度绑定品牌，同时也拓宽自己对品牌“操盘”的能力。

代理运营-多维度陪伴-品牌自有，公司实现品牌能力自有化。十数年经验用于自身品牌，“绽家”不负众望 GMV 快速爆发，为公司贡献业绩的同时，打开公司业务天花板，验证公司品牌能力的可移植、可复制性。基于公司美妆、母婴、保健品等多品类的经验与资源积累，未来自有品牌圈预计持续壮大。

图 8：公司对品牌的操盘与掌控力度层层深入，三项业务协同共进



资料来源：申万宏源研究

2. 未来看点：开启自有品牌崛起之路，三轮驱动高效协同

2.1 自有品牌：电商经验厚积薄发，“绽家”为后续孵化样板

“代理优则自有”，经过公司数年自有品牌孵化，公司目前拥有 2 大主要的自有品牌。

1) 于 2019 年收购的新西兰高端家清品牌“绽家”，2020 年国内正式上市，以差异化打法迅速在家清行业占据一席之地，天然植萃、香氛清洁、专衣专护等心智抢占消费者关注。依靠四季繁花香氛洗衣液、蓝桉叶地板清洁剂等件单价在百元左右的大单品，预计 24 年在淘系、抖音两大平台取得约 6 亿 GMV。

2) 斐萃品牌于 2024 年 9 月上市，主打口服抗衰美容保健品，以麦角硫因为主要卖点，目前麦角硫因抗初老的小蓝瓶、小紫瓶、护肝小绿瓶等在线上打开市场，产品件单价在 300 元左右。

表 2：公司拥有“绽家”、“斐萃”等自有品牌，“绽家”GMV 大放异彩成为公司新的成长极

品牌	LOGO	上市时间	品类	特点	大单品	价位	24 年 GMV
绽家		2020 年国内上市	高端家清	专衣专护、新西兰天然植萃	四季繁花香氛洗衣液、蓝桉叶地板清洁剂、香氛内衣洗衣液	件单价 100 元左右	抖音约 2.2 亿；淘系约 3.7 亿
斐萃		2024 年 9 月上市	抗衰保健品	麦角硫因、美容保健、抗氧化、抗衰	小紫瓶、小蓝瓶、小绿瓶、小金瓶	约 300 元每件	-

资料来源：公司公告，品牌官网，魔镜数据，蝉妈妈数据，品牌官方旗舰店，申万宏源研究

2.1.1 消费者家清需求愈发细分，高端赛道备受精致新人瞩目

国内家清行业市场增长稳健，2024 年增速跑赢社零。据艾媒数据，预计 2024 年我国家清市场规模约 584 亿元，同比增长 5%左右，跑赢社会零售总额增速的 3.5%，预计 25-28 年我国家清市场仍以 5%左右的增速持续扩容，28 年市场规模将至 700 亿元左右。

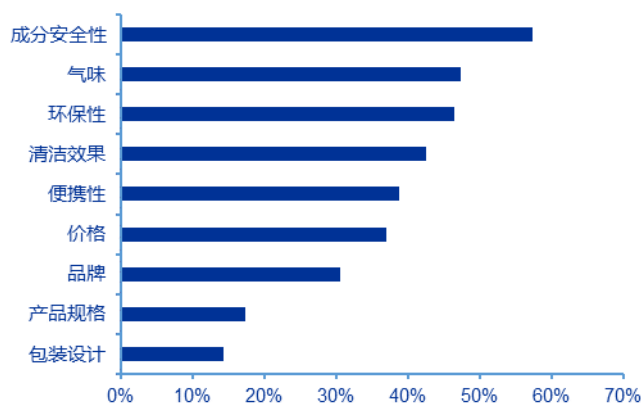
国货为家清市场主导者，高端化、差异化、细分化成为新一代消费者关注点。我国家清市场国货与外资同场竞艳，2009 年以蓝月亮为代表的新兴国货品牌快速崛起，给过往以外资品牌为主导的家清市场，带来新的亮点。同时，随着我国新一代消费者的需求的转变，在家清市场中，产品形态由粉状向液体、凝珠等更便捷的形式转变，主要卖点由高效清洁向杀菌消毒、洗衣护衣、天然成分、芳香洗衣等方向延伸。据艾媒数据，成分安全性与气味等已成为新一代消费者选购家清产品考虑的最主要的因素。

图 9：24 年国内家清市场预计为 584 亿



资料来源：艾媒数据中心，申万宏源研究

图 10：成全、气味等概念成为消费者关注重点



资料来源：艾媒数据中心，申万宏源研究

“得家庭消费新人者得天下”，精致新人成为各大品牌客户画像重点。随着 95 后、00 后等 Z 世代初入社会，开始为自己的生活空间采购生活/家清用品，其物质生活相对充裕的成长经历，让他们对生活用品不仅有品质需求，还有更多更深层的身份认同与情绪共鸣需求。Nint 任拓将他们归类为精致新人消费客群，他们年轻、消费意愿高，消费客单价高，尝试新品牌的意愿高，精致新人成为各高端、细分、新兴品牌客户画像的重点。

图 11：家清市场六大策略人群



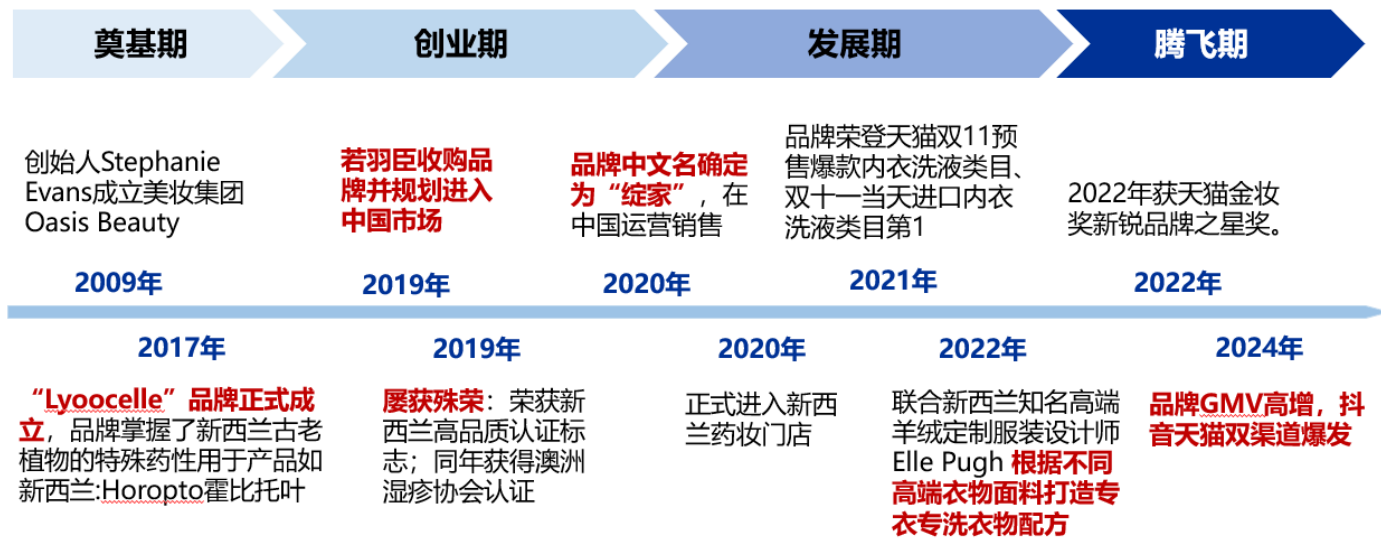
资料来源：Nint 任拓，申万宏源研究

2.1.2 绽家：双渠道 GMV 爆发，多维度延展品类成就产品矩阵

品牌自带绿色清洁 DNA，生于新西兰，2019 年遇伯乐。2009 年，品牌创始人 Stephanie Evans 开始企划绿色高效的个人清洁护理品牌 LYCOCELLE，2019 年公司收购 LYCOCELLE 品牌，并于 2020 年底以中文名“绽家”正式在国内市场上市。

上市即打爆，21-24 年“绽家”发展势不可挡。凭借十余年电商运营经验，“绽家”在公司主力下，上市即爆，几年来在电商领域屡获殊荣。2021 年，绽家荣登天猫双十一预售爆款内衣洗液类目、双十一当天进口内衣洗液类目 TOP1，位列高增速品牌 TOP1。2022 年，绽家 LYCOCELLE 荣获“2022 年度天猫金妆奖新锐之星品牌奖”。2023 年，绽家入选 2023 消费新势力年度品牌榜，且全网 GMV 突破 3 亿元。2024 年，绽家继续保持良好发展态势，双 11 期间荣登天猫家清新品牌成交榜第一名，全年 GMV 预计约 6 亿。

图 12：十余年发展，公司助力“绽家”从新西兰走入中国高端家清客群市场



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，申万宏源研究

品牌精准定位，凭借新西兰天然植萃等心智与国内公司的运营能力，迎合精致新人客群，脱离大众家清市场的红海竞争，跻身相对蓝海的高端市场。目前我国家清市场国货与外资品牌共同竞争，国货代表性品牌蓝月亮、立白与外资代表性品牌汰渍、奥妙深耕国内市场多年，拥有成熟的品牌认知与渠道能力。以上 4 大代表性品牌主要集中在大众家清市场，以清洁能力为主要卖点，占据大众家清市场重要份额，大众市场竞争激烈。

随着我国经济实力与 Z 世代年轻人的消费能力崛起，高端家清市场规模扩容，“绽家”及时把握，以新西兰高端品牌心智与国内本土化操盘运营的优势，快速在相对蓝海的高端市场崛起。以过硬的成分、配方，设计感与实用性兼具的包装，植物与香氛带来的情绪价值，获得对应消费者的认可。

表 3：卡位精准，凭借新西兰天然心智与若羽臣国内强大运营内核，迅速在众多海内外品牌中获一席之地

分类	品牌	公司/发源国家	定位	价位	特色卖点/成分	产品展示
国货细分中高端	绽家	若羽臣/新西兰	高端	约 100 元/件	香氛、天然植萃	

分类	品牌	公司/发源国家	定位	价位	特色卖点/成分	产品展示
国货大众	沫檬	沫檬/中国	中高端	约 50 元/件	有质感、有温度	
	蓝月亮	蓝月亮/中国	大众	约 30 元/件	洗衣液品牌先驱、专业高性价比	
	立白	立白/中国	大众	约 30 元/件	老国货、香氛、高性价比	
外资大众	汰渍	宝洁/美国	大众	约 30 元/件	专业高效去渍	
	奥妙	联合利华/英国	大众	约 30 元/件	高效、环保	
外资细分中高端	滴露	利洁时/英国	中高端	约 50 元/件	消毒除菌	
	当妮	宝洁/美国	中高端	约 40 元/件	香氛、天然	

资料来源：各品牌天猫旗舰店，各品牌官网，申万宏源研究

“绽家”以高端香氛洗衣液为核心，不断进行延伸，逐步发展成完善的产品矩阵。1) 品类拓展：从洗衣液到大家清。品牌以洗衣液品类最为知名，而后顺势延伸，陆续发展出地板清洁剂、洗衣机清洗剂、护衣喷雾等，借助品牌天然植萃、芳香护理等心智，顺利连带销售；**2) 包装与容量延展：**推出洗衣凝珠、小容量包装等，顺应年轻人方便快捷、独居等生活习惯；**3) 客群延伸：**从成人衣物清洁产品到婴童专用产品/宠物专用产品，陪伴年轻人从独居走向新家庭生活，提供一站式消费产品；**4) 多种创新香气/原材料延展：**多种花香、木质香气运用，丰富可选 SKU。

图 13：绽家品牌产品延展思路



资料来源：品牌天猫旗舰店，品牌官网，申万宏源研究

大单品带高 GMV，在内衣洗涤、地板清洁等细分领域已跑出新标志性产品。据蝉妈妈数据，2024 年“绽家”抖音渠道合计取得约 2.2 亿 GMV，其中全年 GMV TOP5 为四季繁花洗衣液、洗衣凝珠、内衣洗衣液、地板清洁剂和护衣喷雾。大单品巩固品牌“天然植萃”、“微胶囊 PopScent 科技”等心智，在各细分赛道别具苗头。脱身与品牌心智和核心大单品洗衣液，又别具特点获消费者好评，反哺品牌与品牌共振。目前，日常衣物清洗、护理；内衣洗护；婴童/宠物用品洗护；洗衣机、地板等设施清洁产品，各品类均有标志性新大单品跑出，方便消费者连带消费。

表 4：“绽家”品牌 5 大单品 GMV 位列 24 年抖音前五

产品名称	图片	价格/规格	2024 年抖音 GMV 及占比	适用场景/用途	产品特色
四季繁花香氛洗衣液		99.9 元/1.7L	6250 万 /24%	适用于各种日常衣物清洗，适合对衣物香味和柔软度有较高要求的消费者	七重生物酵素、含四重护衣成分、高奢线调香师调香、微胶囊 PopScent 科技
三合一洗衣凝珠		109.9 元/70 颗	375 万/2%	留香、抑菌灭螨、去渍	超浓缩配方、添加蓝桉叶精油和霍比托叶提取物、微胶囊 PopScent 科技、含四重水解蛋白和新西兰亚麻籽油
香氛内衣洗衣液		69 元/200ml*2	625 万/2.5%	适合女性日常内衣护理、抑菌、去黄渍/白带、去顽固血渍	采用植物杀菌配方、添加新西兰植物霍罗彼托叶提取原液、卡瓦油、FMEE+APG 洁净表活技术、德国天然活性蛋白醇和植萃 apg 表活

产品名称	图片	价格/规格	2024 年抖音 GMV 及占比	适用场景/用途	产品特色
蓝桉叶精油地板清洁剂		69.9 元/750ml	875 万/4%	去污、抑菌、留香、宠物友好	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
护衣精华喷雾		69 元/200ml	375 万/2%	去味、留香、抗皱	采用植萃配方、孕婴可用、有多种香型可选、三重去异味技术、7 大护衣因子、抗皱护衣精华

资料来源：公司官网，蝉妈妈，品牌抖音旗舰店，申万宏源研究

渠道端：借助公司电商运营能力和资源，“绽家”种草、主播、销售服务一条龙，多渠道全面开花。**平台端：**线上渠道天猫、抖音、微信店、京东、拼多多等渠道齐全，覆盖线上各不同客群平台，向上天猫、京东等客单价相对高的平台与拼多多等客单相对低的平台全对接，充分释放不同价位 SKU 的销售潜力。线下入驻山姆、盒马等高客单超市，线上线下共振。**种草端：**邀请伊能静、章小蕙等以生活达人、优雅女性等人设而知名的主播/明星，进一步强化品牌心智，品牌建设与销售一举多得。

图 14：邀请伊能静、章小蕙等精致生活主播为品牌推广



资料来源：品牌直播，品牌小红书官方账号，申万宏源研究

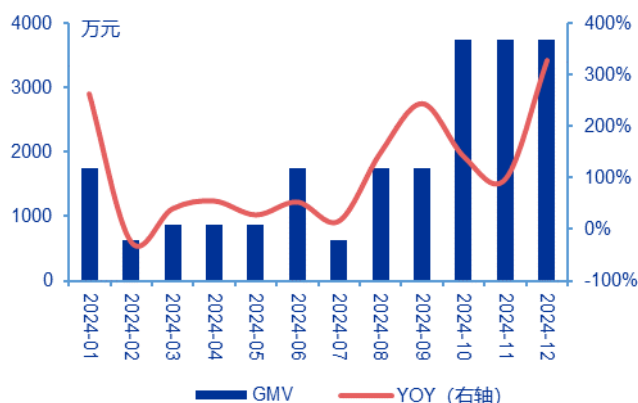
图 15：多平台全渠道入驻，将不同渠道消费客群“一网打尽”

渠道	畅销产品
天猫	内衣裤洗衣液、地板清洁剂、洗衣凝珠
抖音	四季繁花洗衣液、地板清洁剂、女性专用厕纸
微信官方	护衣精油留香珠、护衣喷雾、地板清洁剂
京东	护衣喷雾、内衣裤洗衣液、洗衣凝珠
拼多多	护衣喷雾、内衣洗衣液、洗衣凝珠
山姆	内衣洗衣液、香樟木条、羊毛烘衣球
盒马	内衣洗衣液、洗衣凝珠、护衣喷雾

资料来源：品牌各平台官旗，申万宏源研究；注：畅销产品为 25 年 1 月按销量排序前三位单品，山姆盒马为 APP 数据。

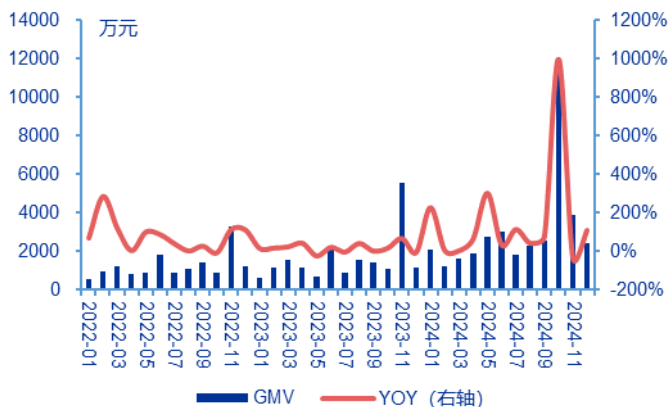
淘系抖音双平台 GMV 爆发，增速势能持续向上。**抖音渠道：**2024 年共计取得约 2.2 亿 GMV，同比增长约 112%。24 年 8 月以来，随着四季繁花洗衣液的热销，带动抖音取得月均 GMV 近 3000 万。**淘系：**近 3 年销售势头不断向上，24 年双 11 大促实现爆发性增长，24 年 10 月销售额过亿，同比增速 1000%。同时，销售热度与产品口碑相辅相成，高效清洁、天然植萃、香氛舒缓等标签，也逐步印在品牌心智中。随着口碑效应与规模效应，看好 25 年“绽家”销售。

图 16：绽家品牌 24 年抖音 GMV 高速增长



资料来源：蝉妈妈，申万宏源研究；注：取 GMV 均值

图 17：经过数年积累，24 年绽家淘系双 11 周期大爆



资料来源：魔镜数据，申万宏源研究

2.1.3 押注大健康赛道，斐萃品牌与红宝石油原料蓄势待发

斐萃品牌涵盖抗衰、护肝、美白等功效，产品矩阵日益完善。据艾媒咨询，我国保健品市场规模于 2023 年突破 3000 亿元，其中保健与美容一体的产品概念，成为消费热门。公司 24 年 9 月上市斐萃皮牌，以新一代抗氧化成分麦角硫因作为重要卖点，推出抗衰产品小蓝瓶、小紫瓶，女性护肝产品，护卵巢保健品等 5 大单品。据蝉妈妈数据，自 24 年 9 月上市以来，在抖音平台取得约 3000 万元 GMV，其中 25 年 1 月 GMV 爆发。单月 GMV 超 1500 万。看好在麦角硫因助力下，斐萃品牌在“保健*美容”赛道站稳脚跟。

表 5：斐萃 5 大单品，麦角硫因预计将成为下一美容、保健热门成分

产品	图片	单瓶售价 (元)	功效
麦角硫因胶囊（小蓝瓶）		288	减少细纹、水润细腻、光感焕亮
高浓度麦角硫因胶囊（小紫瓶）		488	淡化细纹、水润细腻、提拉紧致
女性护肝胶囊（小绿瓶）		288	护肝提代谢、脸净腰腹纤、净化减负
还原型辅酶 Q10 胶囊（小金瓶）		348	养护卵巢、加速内在清排、降低雄激素
焕亮美白胶囊（光子瓶）		488	内服“超声炮”、抗色素沉着、抗黑度

资料来源：品牌天猫旗舰店，申万宏源研究

合作挪威 Zooca Calanus 公司，布局新一代原料红宝石油。公司 24 年 10 月与挪威 Zooca Calanus 公司达成合作，通过总代/总经销模式合作其独家成分红宝石油。红宝石油具有抗氧化、抗炎、保护心血管、辅助体重管理等功效。

表 6：公司布局红宝石油及保健品牌，抢占新原料风口

合作品类	品牌	模式	产品/卖点	备注
品牌	Zooca	总代理	保健品，红宝石油为亮点	-
原料	红宝石油原料	总经销商	从挪威飞马哲水蚤中提取，富含蜡酯、40 多种不同脂肪酸和虾青素。具有抗氧化、抗炎、保护心血管、辅助体重管理等功效。	飞马哲水蚤仅分布在挪威非工业化海域，合作公司拥有原料的独家捕捞授权

资料来源：公司公告，消费纪公众号，申万宏源研究

2.2 电商代运营：深度合作+品牌拓展双管齐下，有望在“小店送礼”等新流量渠道助力下，企稳回升

代运营是链接品牌方和线上终端渠道或线上消费者的重要通道，传统代运营一体两面。面向品牌方：提供品牌表达与传播、市场布局与营销、数据分析与选品、资源获取与整合等服务。面向消费者：提供客服咨询与服务、产品定制与开发、客户体验与配送、仓配体验与交付等服务。

经过时间的沉淀和市场的洗礼，传统代运营模式 and 代理业务有了新的突破，由此业绩也迎来第二春。1) TP：由美妆到大消费，拥抱宠物、潮玩等热潮，通过不断拓展新领域新品牌赢得业绩焕新，如青木科技与潮玩的相互成就；2) CP：以水羊为代表的 CP 模式，深度合作，全方位扶持代理品牌；3) 代理+自有品牌结合：代运营掌握的核心打法与营销资源，运营在自有品牌中，迎接业绩第二曲线，如若羽臣与绽家品牌，水羊与伊菲丹品牌。

图 18：代运营产业链



资料来源：各公司官网，申万宏源研究

深度绑定+拓展新品牌双管齐下，代运营板块力争企稳回升。公司代运营业务自成立之初，便在发展中状态与更新，先后拓展母婴、美妆、保健品等品类，品牌涵盖国内外知名品牌与新锐品牌。公司积累消费品板块运营经验多年，现向潮流消费、零食消费等更多板块扩展。为更好服务于合作品牌，公司加强组织建设与管理效率，后台方面，将人才梯队建设、内部讲师培养等重点关注，强化内部人才的同时，管理费用下行。中台不断创新，在 AI 浪潮下，公司已采用 AI 图片与语音技术等辅助产品展示与引流。同时，AI 帮助公司全链路优化，在库存、物流等方面，效率提升明显。拓新+更优质服务共助代运营板块企稳回升。

图 19：强化中后台绑定合作品牌，拓展新品类新品牌，企稳代运营基本盘



资料来源：公司官网，各品牌官网，公司公告，申万宏源研究；注：仅展示部分合作品牌 LOGO。

微信小店因送礼功能带高热度，代运营渠道版图再下一城。微信小店于 24 年 12 月陆续上线送礼功能，在流量趋于平稳的货架电商和增速放缓的直播电商的“二分天下”中，成为下一个流量争夺新“战场”，为品牌商/代运营商的新业务平台。同时，微信小店送礼功能，借助微信高渗透率、社交属性强等优势，有望创造新的消费场景，拉高消费需求。

表 7：微信小店送礼开启微信商城运营新热点，为代运营开辟新“战场”

平台	天猫	抖音	微信商城（小店）
品牌	国内外相对成熟品牌，客单价相对较高	成熟品牌于 21-24 年快速布局，客单价相对天猫略低	品牌快速布局/重新重视中
崛起时间	2011 年	2020-2021 年	预计 2025 年
模式	货架电商，站外种草站内搜索/购买曝光流量等为销售关键	直播电商，直播种草带动消费，算法精准导流	微信导流
社交消费场景	人找货，社交属性偏弱	货找人，大社交	人找货，熟人社交

资料来源：各平台公告，Tech 星球公众号，申万宏源研究

2.3 品牌管理：全方位参与品牌经营，拓展能力边界

深度参与品牌运营，接力业务增长。深耕代运营板块十余年，公司品牌操盘能力横向拓展，可以更深入参与品牌运营与市场决策。在此背景下，公司顺利推出品牌管理业务，通过总代理、经营权买断、品牌合资等方式，全面负责品牌引进、品宣、定价、推广、销售等，启动品牌尤其是海外成熟品牌但国内初启的品牌，公司扶持其完成“0到1”及“1到100”的蜕变。更深程度的参与品牌，意味着更深度的绑定与更高的利润空间，同时也是品牌操盘的“经验”训练。品牌管理业务自23年启动以来，快速成长为公司营收一大力量。

表 8：品牌管理业务细分 3 大类别，总代/买断/合资，对品牌控制层层深入

业务	细分	盈利模式
品牌管理	总代业务：在特定区域和一段时间内享有品牌的专营权，如强生旗下艾惟诺、拜耳旗下康王、Floradapt 及 Grass&co 等品牌。	盈利模式：公司在取得合作品牌方授权后，以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上及线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入、采购成本及各项费用的差额。
	经营权买断：收购合作品牌在中国的经销权和商标使用权，拥有合作品牌在国内市场的研发、生产及销售权。	盈利模式：以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上及线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入、采购成本及各项费用的差额。
	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	盈利模式：利润来源于销售收入、采购成本及各项费用的差额。同时，以合资的方式可以实现采购渠道共享、优化生产流程、降低原材料成本等方式提高运营效率，从而获取更高利润。

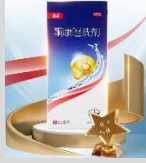
资料来源：公司公告，申万宏源研究

康王与艾惟诺为公司品牌管理“招牌”，成绩斐然，为合作品牌吃下定心丸。拜耳旗下康王品牌，24H1 全网销售同比增长 434%，已赶超 23 年全年销售。康王天猫洗护旗舰店全店销售同比增长 245%，24H1 稳居天猫头皮护理品牌榜 TOP4。抖音官方旗舰店 24H1 销售同比增长 854%，去屑洗发水稳居抖音清爽洗发水榜单 TOP5，防脱洗发水稳居养护洗发水好价榜 TOP1。

艾惟诺天猫旗舰店 24H1 销售同比增长 41%，抖音旗舰店销售同比增长高达 7 倍。24 年 618 期间，天猫、抖音、京东三大平台旗舰店分别同比增长 164%、317%、12%；天猫旗舰店荣登婴童洗护进口粉丝榜 TOP2 及婴童洗护进口品牌店铺榜 TOP3，抖音渠道上半年实现销量两度爆发，24 年 3 月以冷萃霜为代表的核心单品迅速打开声量，4 月底精华露销售放量，霸榜类目 TOP1 近两个月。

表 9：品牌管理业务两大代表性品牌成绩斐然

品牌	拜耳康王	强生艾惟诺
LOGO		

品牌	拜耳康王	强生艾惟诺
经典产品		
成绩	24H1 全网销售同比增长 434%，已赶超 23 年全年销售。	24H1 艾惟诺天猫旗舰店销售同比增长 41%，抖音旗舰店销售同比增长高达 7 倍。
	康王天猫全店销售同比增长 245%，24H1 稳居天猫头皮护理品牌榜 TOP4。	24 年 618 天猫、抖音、京东三大平台旗舰店分别同比增长 164%、317%、12%。
	抖音官旗上半年销售同比增长 854%，去屑洗发水稳居抖音清爽洗发水榜单 TOP5。	天猫旗舰店荣登婴童洗护进口粉丝榜 TOP2 及婴童洗护进口品牌店铺榜 TOP3，抖音渠道上半年实现销量两度爆发。

资料来源：公司公告，品牌天猫官旗，品牌官网，申万宏源研究

3. 盈利预测与投资分析意见

3.1 盈利预测

营收端：将营收拆分为代运营业务、品牌管理、自有品牌业务三大板块。1) **代运营业务：**合作品牌持续发展，新品牌新渠道拓展中，虽行业竞争激烈但预计未来公司营收止跌回升，24-26 年营收增速分别为-5%/0%/+5%，营收金额分别为 8.95 亿/8.95 亿/9.40 亿元。2) **品牌管理业务：**24H1 已取得 2.2 亿营收，预计全年营收相比 24H1 翻倍及以上，同时考虑板块业务势能向上，新合作品牌拓展中，预计 25-26 年保持相对高增长，24-26 年营收增速分别为 180%/50%/20%，营收金额分别为 4.49 亿/6.74 亿/8.09 亿元。3) **自有品牌业务：**“绽家”持续放量，自有第二品牌“斐萃”接力增长。考虑到 24H2 “绽家”抖音、淘系双平台 GMV 高于 24H1，品牌增长不断向上加速。同时“斐萃”品牌 25 年 1 月抖音 GMV 超 1000 万元，开始放量助力板块未来增长。预计 24-26 年营收增速分别为 80%/70%/40%，营收金额分别为 4.74 亿/8.06 亿/11.28 亿元。

毛利率：预计未来公司三大板块业务毛利率整体稳健，但随着高毛利的自有品牌业务占比不断提升，公司整体毛利率预计上行。24-26 年预计公司毛利率分别为 47.3%/50.4%/52.1%。

期间费用率：1) **销售费用率**由于自有品牌的品牌建设和营销投流，预计 24-26 年销售费用率逐步提升至 34%/36%/37%。2) **管理费用率：**随着组织运营智能化、精细化建设的效果凸显，预计 24-26 年管理费用率整体平稳略降，24-26 年为 5.1%/5.1%/5.0%。3) **研发费用率：**预计 24-26 年研发费用率基本持平为 1.8%/1.8%/1.8%。

结合营收、毛利与费用率的表现，预计公司 24-26 年营收 18.18/23.75/28.77 亿元，同比增长 33.1%/30.6%/21.1%；2024-2026 年归母净利润预测 1.12/1.64/2.15 亿元，同比增长 106.1%/46.4%/31.0%。

表 10：2024-2026 年公司营收/毛利率预测表

	2023	24H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1366	787	1818	2375	2877
YOY	12.3%	33.1%	33.1%	30.6%	21.1%
毛利率	40.2%	45.5%	47.3%	50.4%	52.1%
代运营业务（百万元）	942	391	895	895	940
YOY	-10.8%	-17.8%	-5.0%	-0.0%	5.0%
占比	69.0%	49.7%	49.2%	37.7%	32.7%
毛利率	34.5%	34.9%	36.0%	36.0%	36.0%
品牌管理业务（百万元）	160	220	449	674	809
YOY		2091.1%	180.0%	50.0%	20.0%
占比	11.7%	27.9%	24.7%	28.4%	28.1%
毛利率	37.8%	45.8%	46.0%	46.0%	46.0%
自有品牌业务（百万元）	263	176	474	806	1128
YOY	63.6%	67.1%	80.0%	70.0%	40.0%
占比	19.3%	22.4%	26.1%	33.9%	39.2%
毛利率	62.2%	68.8%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.2 投资分析意见

公司代运营业务起家，经十几年深耕，已在美妆个护、母婴用品、保健品等领域建立护城河，并向数字化、精细化不断精进。代运营基本盘稳健外，公司延伸品牌管理、自有品牌业务。自有高端家清品牌“绽家”，借助公司丰富的电商运营经验与品牌香氛洗护、天然植萃等强心智，在淘系、抖音双平台高增长。同时，品牌管理业务高增，在国民健康意识与银发经济崛起的环境下，在公司运营经验的帮助下，保健品品牌管理业务有望享受贝塔和阿尔法共振。三轮驱动，看好公司未来业绩势能向上。

考虑到公司电商代运营/自有品牌业务等属性，我们选取电商代运营行业的壹网壹创、青木科技，以及具有电商与品牌双重基因的南极电商。至 2025 年 2 月 6 日，3 家可比公司 25 年平均 PE 为 38X，相比于若羽臣公司 25 年的 28X PE，仍有 20%以上的上涨空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 11：可比公司估值表

股票代码	股票名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE		
		2025/2/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002127.SZ	南极电商	116.1	1.12	-0.24	3.03	5.84	104	-	38	20
301110.SZ	青木科技	56.6	0.52	1.25	1.71	2.19	109	45	33	26
300792.SZ	壹网壹创	67.4	1.08	1.44	1.54	1.61	62	47	44	42

平均

003010.SZ	若羽臣	46.7	0.54	1.12	1.64	2.15	86	42	28	22
-----------	-----	------	------	------	------	------	----	----	----	----

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：南极电商、青木科技、壹网壹创采用 wind 一致预期。

4. 风险提示

- 1) 居民收入预期下行：**宏观经济不确定性加剧，居民收入预期下行，公司代理/自有等品牌以消费品为主，业绩表现受收入预期影响较大；
- 2) 渠道费用高企：**线上渠道流量费用高企，尤其是对于自有品牌来说，将大幅抬高销售费用率；
- 3) 行业竞争加剧：**代运营行业/家清日化行业均面临竞争加剧，如不能稳住业绩，将会被其他优质公司抢占市场份额；
- 4) 自有品牌新品表现不及预期：**家清行业产品迭代率高，新品若不能抢占消费者心智，将会影响公司业绩；
- 5) 代理品牌解约或销售下滑：**代运营合作品牌如解约或者因自身品牌力下滑导致业绩下滑，将会影响公司业绩。

财务摘要

合并损益表

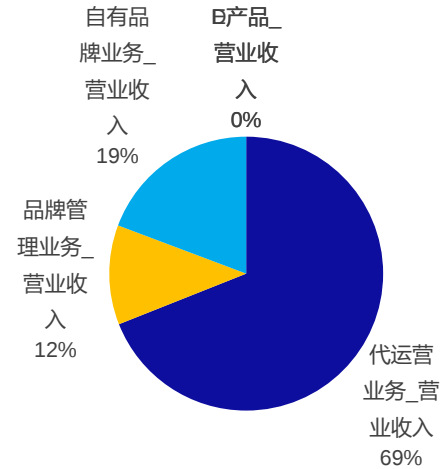
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,217	1,366	1,818	2,375	2,877
营业收入	1,217	1,366	1,818	2,375	2,877
代运营业务_营业收入	0	942	961	1,009	1,060
品牌管理业务_营业收入	0	160	401	602	782
自有品牌业务_营业收入	0	263	461	760	1,216
营业总成本	1,196	1,305	1,706	2,202	2,642
营业成本	808	816	958	1,179	1,377
代运营业务_营业成本	0	617	625	656	689
品牌管理业务_营业成本	0	100	217	319	407
自有品牌业务_营业成本	0	100	138	228	365
税金及附加	4	4	5	7	8
销售费用	276	380	618	855	1,064
管理费用	90	93	93	121	144
研发费用	28	24	33	43	52
财务费用	-10	-13	-1	-2	-3
其他收益	4	2	2	2	2
投资收益	0	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
信用减值损失	1	-5	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	24	59	117	177	239
营业外收支	-1	-3	0	-1	-1
利润总额	23	57	117	176	238
所得税	-10	2	6	12	24
净利润	34	54	111	164	214
少数股东损益	0	0	-1	0	0
归母净利润	34	54	112	164	215

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

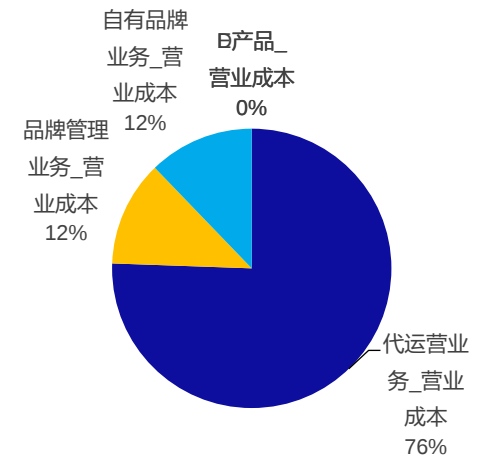
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	34	54	111	164	214
加：折旧摊销减值	6	20	18	18	18
财务费用	-10	-6	-1	-2	-3
非经营损失	-8	1	-2	-2	-2
营运资本变动	191	-183	25	-46	-87
其它	13	21	0	0	0
经营活动现金流	227	-92	150	130	140
资本开支	67	4	0	0	0
其它投资现金流	-73	-11	-18	-18	-18
投资活动现金流	-140	-15	-18	-18	-18
吸收投资	0	8	0	0	0
负债净变化	-52	124	-63	-5	20
支付股利、利息	27	32	11	22	33
其它融资现金流	-14	-34	-41	2	3
融资活动现金流	-92	66	-115	-25	-10
净现金流	-	-	-	-	-

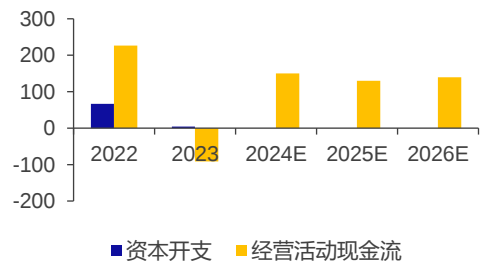
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	896	1,039	1,038	1,182	1,394
现金及等价物	385	345	364	451	564
应收款项	301	354	354	354	354
存货净额	194	319	299	356	455
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	16	21	21	21	21
长期投资	64	87	107	127	147
固定资产	184	177	160	142	124
无形资产及其他资产	60	42	42	42	42
资产总计	1,203	1,346	1,346	1,493	1,707
流动负债	116	243	185	190	223
短期借款	55	176	113	107	128
应付款项	37	44	49	59	71
其它流动负债	23	23	23	23	23
非流动负债	9	5	5	5	5
负债合计	124	249	190	196	228
股本	122	122	164	164	164
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	612	606	523	523	523
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	17	19	22	27	33
未分配利润	328	350	448	585	761
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
股东权益	1,079	1,097	1,156	1,297	1,479
负债和股东权益合计	1,203	1,346	1,346	1,493	1,707

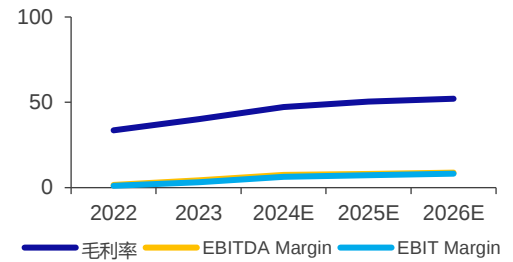
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

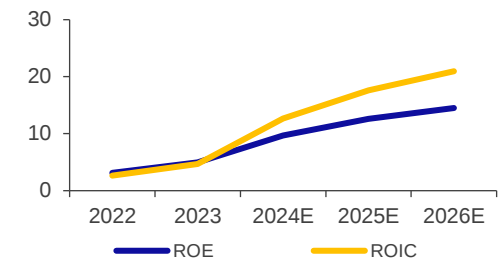
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.33	0.68	1.00	1.31
每股经营现金流	1.38	-0.56	0.92	0.80	0.85
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.14	0.20
每股净资产	6.58	6.69	7.05	7.91	9.02
关键运营指标(%)					
ROIC	2.6	4.7	12.7	17.6	21.0
ROE	3.1	4.9	9.7	12.6	14.5
毛利率	33.6	40.2	47.3	50.4	52.1
EBITDA Margin	1.6	4.2	7.4	8.1	8.8
EBIT Margin	1.1	3.2	6.4	7.3	8.2
营业总收入同比增长	-5.5	12.3	33.1	30.6	21.1
归母净利润同比增长	15.6	60.9	106.1	46.4	31.0
资产负债率	10.3	18.5	14.1	13.1	13.4
净资产周转率	1.13	1.25	1.57	1.83	1.94
总资产周转率	1.01	1.02	1.35	1.59	1.69
有效税率	-44.1	4.4	5.0	7.0	10.0
股息率	0.0	0.0	0.2	0.5	0.7
估值指标(倍)					
P/E	138.3	86.0	41.7	28.5	21.7
P/B	4.3	4.3	4.0	3.6	3.2
EV/Sale	3.9	3.6	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	236.1	83.9	35.7	25.0	19.0
股本	122	122	164	164	164

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

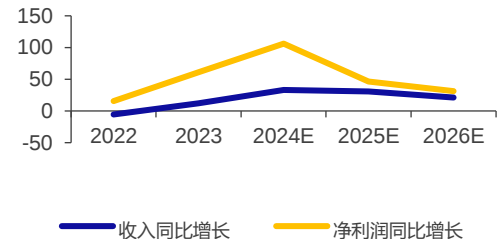
经营利润率(%)



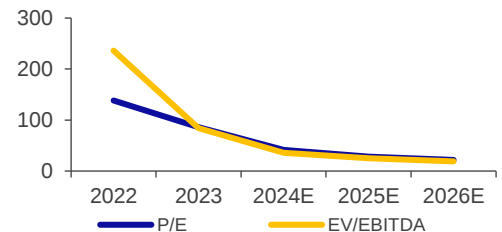
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。