

# 绽家放量，斐萃初见成效，代运营企稳回升

## ——若羽臣（003010.SZ）深度报告

股票投资评级：买入 | 首次覆盖

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美行业负责人

中邮证券研究所

中邮证券

2025年2月27日

- **国内首批代运营商，“品牌管理+自有品牌+代运营”带来收入业绩加速。**公司成立于2011年，是国内首批代运营服务商，位列行业第五，20年开启自有品牌建设，23年尝试品牌管理转型，经过多年打造，截止24H1公司代运营/品牌管理/自有品牌业务收入占比分别为50%/28%/22%，构建“品牌管理+自有品牌+代运营”三大业务板块。公司实际控制人王玉、王文慧夫妇，合计持有公司股份40.06%，股权较为集中，22年公司推出股权激励绑定核心员工，公司持续回购彰显未来信心。23年公司收入/归母净利润分别为13.66亿元/0.54亿元，同比分别+12.3%/60.8%，24Q1-Q3收入/归母净利润加速增长，分别同增+39.2%/+71.1%，公司预计24年归母净利润为0.9-1.2亿元，同增66%-121%，自有品牌放量&代运营业务提质驱动业绩持续爆发。
- **高端家清高景气度，绽家以“香氛”快速突围，成长空间广。**根据欧睿数据，24年中国家清市场规模约1300亿元，其中衣物清洁市场规模约750亿元，品类需求刚性，规模保持平稳；高端化、精致化为行业趋势，根据蝉妈妈，24H1抖音1-300元高价产品销售额同增2.9倍。行业整体集中度高，根据欧睿数据，24年衣物清洁市场中公司及品牌CR5为分别为67%/52%；高端市场缺乏玩家，利好率先布局品牌。公司20年末引入绽家，以“高端”、“香氛”切入，产品采用双层微胶囊技术、高奢线调香师调香，在高效清洁、护衣的基础上增加72小时持久留香，满足用户情绪价值，价格远高于行业，具备稀缺性。绽家打造香氛洗衣液、内衣洗衣液、精油洗衣凝珠等畅销大单品，线上线下齐发力，带动自有品牌23年/24H1以60%以上的增速高速增长。我们认为，绽家差异化定位及先发优势构筑壁垒，大单品放量+全品类发展驱动未来快速增长，参考欧睿数据，若假设行业未来5年复合增速为2%，高端市场占比15%，绽家份额为30%，则品牌零售额可超60亿元，远期成长空间大。
- **斐萃切入女性口服美容赛道，有望打造第二成长曲线，代运营业务企稳回升。**女性保健品&膳食营养品线上高景气度，根据蝉妈妈，抖音MAT21-24年（MAT24为23年5月到24年4月）保健品行业复合增速预计达到120%，以抗衰、美白为核心诉求，胶原蛋白肽类热度高。麦角硫因作为“第五代抗氧化剂”具备超强抗氧化能力，其相关的口服抗衰类产品逐步推广，有望成为新秀。斐萃打造以“麦角硫因”为核心成分的产品矩阵，涵盖抗衰、抗疲劳、护肝养肝、降压舒睡等功效，24年9月推出，25年1月GMV超过2000万，快速增长，有望成为公司自有品牌的第二成长曲线。此外，公司23年转型品牌管理，康王、艾惟诺作为标杆品牌高质量增长，通过新技术赋能、商品管理、人才梯队建设等多方面促进降本增效，代运营业务企稳回升。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计24年-26年公司归母净利润分别为1.05/1.61/2.17亿元，分别+92.5%/54.5%/34.5%；根据收盘价（2月25日），对应估值分别为48.6倍/31.6倍/23.4倍。我们看好高端家清景气度，绽家具备先发优势及稀缺性，有望抢占份额重塑格局；斐萃定位女性口服抗衰，行业空间大，有望成为第二成长曲线；品牌管理转型+精细化管理助力代运营业务企稳回升，看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 高端家清行业竞争加剧；2) 流量成本上行带来整体净利率下降；3) 斐萃复购率不及预期等。

# 目录

- 一 公司概况：转型见效，品牌管理+自有品牌+代运营带来收入业绩加速
- 二 看点一：高端家清高景气度，绽家以“香氛”快速突围
- 三 看点二：斐萃蓄势待发，代运营企稳回升
- 四 盈利预测及投资建议



公司概况：转型见效，品牌管理+自有品牌+代运营  
带来收入业绩加速

# 1.1 发展历程：国内首批代运营公司，品牌管理+自有品牌+代运营带来收入业绩加速

■ 首批代运营公司，构建“品牌管理+自有品牌+代运营”三大业务板块。公司成立于2011年，总部位于广州，是国内首批代运营公司，根据《2023/2024年中国十大电商代运营公司排行榜》公司位列行业第五，涉足母婴、美妆个护、大健康等多个品类，与国内外知名品牌商建立长期稳定合作关系，如拜耳、强生等企业。2023年公司强化与康王、艾惟诺等品牌合作，并尝试品牌管理业务转型，优化代运营业务模型。2020年公司推出自有高端家清品牌“绽家”，主攻衣物护理领域，开始代运营业务向自有品牌业务探索；2024年，公司凭借对保健品行业多年洞察及经验，推出专注女性抗衰的保健品品牌斐萃；截止24H1，自有品牌收入占比提升至22%，业务战略转型初见成效，实现双轮驱动。

图表1：公司发展历程

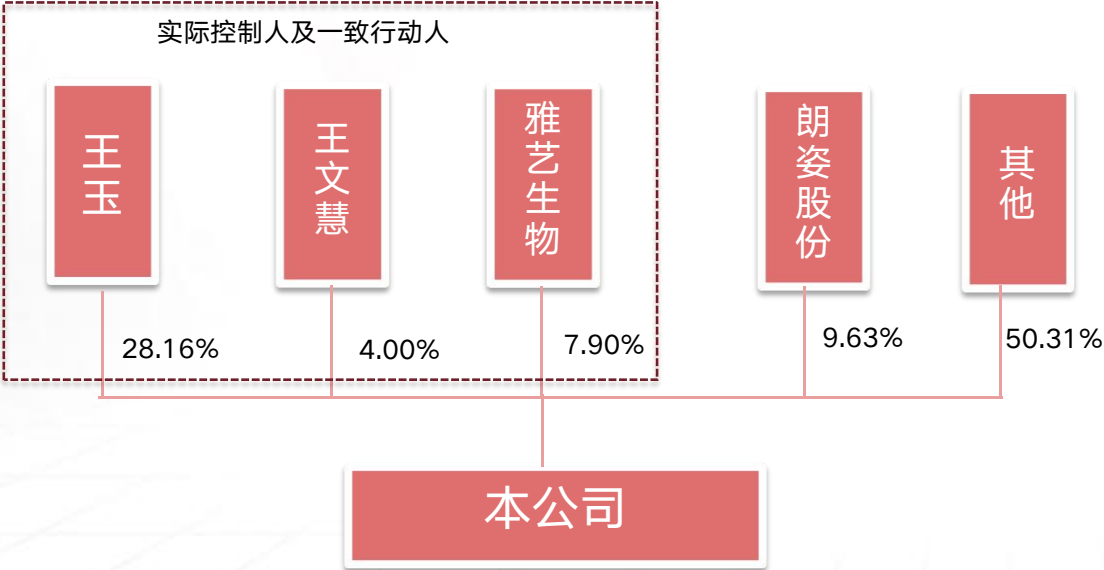
| 时间    | 事件                                                             |
|-------|----------------------------------------------------------------|
| 2011年 | 公司成立，总部位于广州，为国内首批代运营公司                                         |
| 2013年 | 公司战略性切入母婴品类，当年与德国哈罗闪合作（高端婴儿洗护品牌），后续与美赞臣、强生、帮宝适、康贝、合生元等多个知名品牌合作 |
| 2015年 | 1) 引入美妆个护品类，合作过品牌包括雪肌精、李施德林、苏菲、free等；<br>2) 与朗姿股份达成战略增资协议      |
| 2016年 | 1) 新三板挂牌上市；<br>2) 引入大健康品类，合作过品牌包括善存、钙尔奇、swisse等                |
| 2017年 | 新三板终止上市，拟创业板上市                                                 |
| 2020年 | 1) 推出自有高端家清品牌“绽家”；<br>2) 实现深交所上市；<br>3) 成立品牌直播中心               |
| 2023年 | 转型品牌管理业务，与康王、艾惟诺等品牌合作，实现品牌快速成长                                 |
| 2024年 | 推出自有品牌斐萃，进入中高端女性口服抗衰保健食品赛道                                     |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.1 股权结构及高管：股权较为集中，核心高管团队稳定

- 公司实际控制人为王玉、王文慧夫妇，截止24Q3合计持有公司股份40.06%，持股比例较高。公司核心高管团队自公司创立以来较为稳定，公司董事及副总经理徐晴女士、董事/副总经理/财务总监/董秘罗志青女士均在2012年加入公司，并获得一定股权，激励机制较好。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所（备注：截止24Q3）

请参阅附注免责声明

图表3：公司主要高管团队介绍

| 姓名    | 简介                                                                                                       |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 王玉先生  | 公司董事长总经理，1985年生，中国国籍，研究生学历，2011年至今先后担任若羽臣执行董事兼总经理、董事长及总经理                                                |
| 王文慧女士 | 公司董事，1985年生，中国国籍，本科学历，2011年至今先后担任若羽臣监事、职工发展高级顾问、董事、执行事务合伙人                                               |
| 徐晴女士  | 公司董事、副总经理，1988年生，中国国籍，研究生学历，自2012年起加入公司，先后担任项目经理、运营经理、商务拓展中心总监、副总经理&董事。                                  |
| 罗志青女士 | 公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书，1983年生，中国国籍，本科学历，曾就职于广州联悦信息科技有限公司、广州库巴电子科技有限公司，2012年加入公司，先后担任财务经理、财务负责人、董事会秘书、副总经理等 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



# 1.1 员工激励：股权激励绑定核心员工，持续回购彰显未来信心

- 公司2022年推出股权激励计划，拟授予147名激励对象900万份股票期权，占激励计划草案公布日公司总股本1.2亿股的7.4%，分4期行权，对应22年-25年业绩（扣非归母净利润）考核目标分别为0.3亿元/0.6亿元/1.2亿元/1.8亿元，公司注重员工激励，共享未来发展。此外，公司2022年9月以来以自有资金为主持续进行股票回购，用于实施股权激励及员工持股计划，其中22年9月-23年9月、24年1月-25年1月分别回购122万股、900.4万股，持续回购彰显管理层对未来发展充满信心。

图表4：公司股权激励情况

| 行权期                     |               | 业绩考核目标                 |
|-------------------------|---------------|------------------------|
| 首次授予及22Q3季报披露前授予的预留股票期权 | 第一个行权期（占比10%） | 22 年度公司净利润不低于 3,000 万元 |
|                         | 第二个行权期（占比20%） | 23 年度公司净利润不低于 6,000 万元 |
|                         | 第三个行权期（占比30%） | 24 年度公司净利润不低于 1.20 亿元  |
|                         | 第四个行权期（占比40%） | 25 年度公司净利润不低于 1.80 亿元  |
| 在22Q3季报披露后授予的预留股票期权     | 第一个行权期（占比20%） | 23 年度公司净利润不低于 6,000 万元 |
|                         | 第二个行权期（占比30%） | 24 年度公司净利润不低于 1.20 亿元  |
|                         | 第三个行权期（占比50%） | 25 年度公司净利润不低于 1.80 亿元  |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（备注：净利润为归母扣非净利润）

图表5：公司上市以来集中竞价方式持续回购股票情况

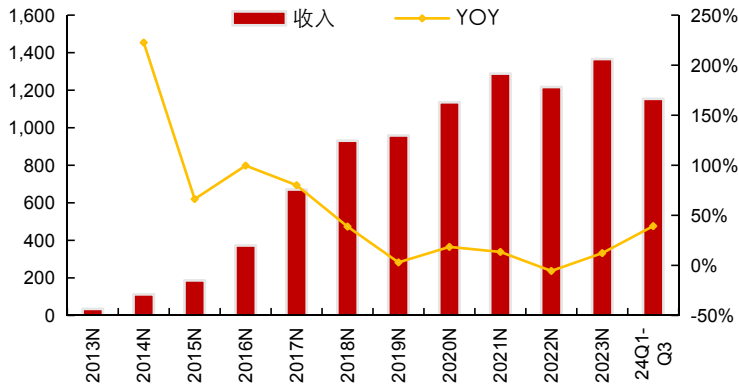
| 时间       | 用途            | 金额                                    | 价格及数量区间                                                   | 实际情况                                               |
|----------|---------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 2025年2月  | 实施股权激励或员工持股计划 | 不低于1亿元（含）-不超过2亿元（含）；自有资金              | 不超过42.4元/股（含）；回购数量235.85万股-471.7万股，占比总股本的1.44%-2.88%      | ——                                                 |
| 2024年12月 |               | 不低于0.3亿元（含）-不超过0.6亿元（含），自有资金及股票专项回购贷款 | 不超过27.1元/股（含）；回购数量110.70万股—221.40万股，占比总股本的0.67%-1.35%     | 截止25年1月，实际回购164.8万股，占总股本的1.0%，成交金额4367万元（不含交易费用）   |
| 2024年4月  |               | 不低于0.25亿元（含）-不超过0.5亿元（含），自有资金         | 不超过23.99元/股（含）；回购数量104.21万股—208.42万股，占比总股本的0.85%-1.70%    | 截止24年12月，实际回购283.1万股，占总股本的1.73%，成交金额3699万元（不含交易费用） |
| 2024年2月  |               | 不低于0.15亿元（含）-不超过0.3亿元（含），自有资金         | 不超过28.0元/股（含）；回购数量53.57万股—107.14万股，占比总股本的0.44%-0.88%      | 截止24年2月，实际回购237.3万股，占总股本的1.94%，成交金额2993万元（不含交易费用）  |
| 2024年1月  |               | 不低于0.15亿元（含）-不超过0.3亿元（含），自有资金         | 不超过30.2元/股（含）；回购数量49.67万股—99.34万股，占比总股本的0.41%-0.81%       | 截止24年2月，实际回购215.2万股，占总股本的1.76%，成交金额2999万元（不含交易费用）  |
| 2022年9月  |               | 不低于0.2亿元（含）-不超过0.3亿元（含），自有资金          | 不超过23.58元/股（含；调整后）；回购数量83.93万股—125.89万股，占比总股本的0.69%-1.03% | 截止23年9月，实际回购121.7万股，占总股本的1%，成交金额2302万元（不含交易费用）     |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.2 财务分析：23年以来收入/业绩重回高增，盈利能力提升

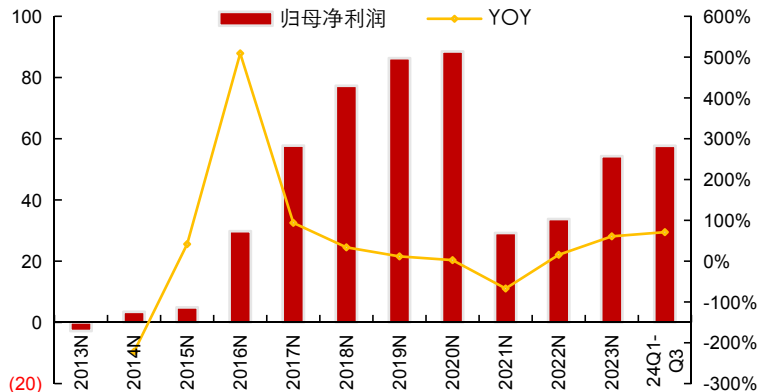
■ 23年以来收入业绩重回高增，盈利能力提升。公司14-20年期间收入业绩保持稳健增长，复合增速分别为47%/72%，以传统代运营业务为主，展现出扎实的数字化运营能力以及良好的客户扩展能力；20-22年期间公司探索业务转型，面临线上流量费用提升以及天猫大盘景气度回落等多重压力，业绩大幅回落；23年以来，公司自有品牌孵化见效+转型品牌管理及精细化管理提升代运营业务质量，公司收入业绩重回高增，23年实现收入/归母净利润分别为13.66亿元/0.54亿元，同比分别+12.3%/60.8%，24Q1-Q3收入/归母净利润分别为11.5亿元/0.58亿元，同比增速分别为+39.2%/+71.1%，加速增长。截止24Q1-Q3，公司毛利率/归母净利率分别为46.5%/5.0%，较23年毛利率（40.2%）及归母净利率（4.0%）保持提升态势，盈利能力提升。根据业绩预告，24年公司预计归母净利润0.2-1.2亿元，同增66%-121%，自有品牌放量&代运营业务提质驱动业绩持续爆发。

图6：公司收入及增速（百万元）



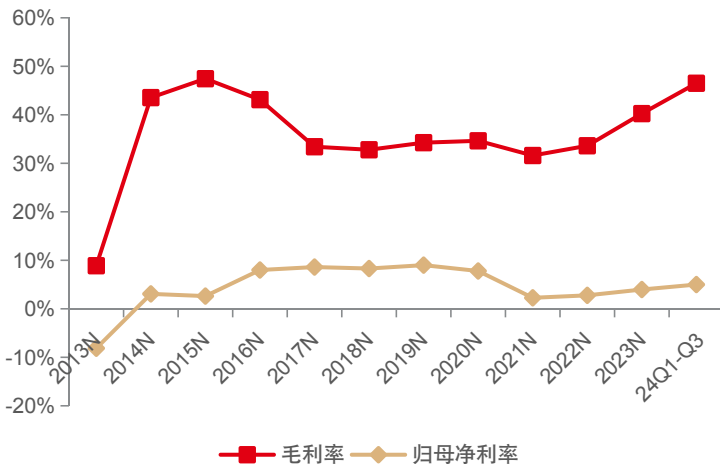
资料来源：ifind，中邮证券研究所

图7：公司归母净利润及增速（百万元）



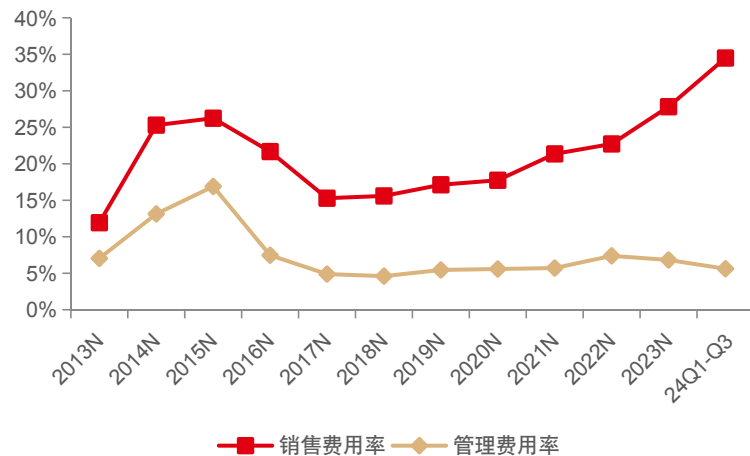
资料来源：ifind，中邮证券研究所

图8：公司毛利率及归母净利率



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图9：公司销售费用率及管理费用率



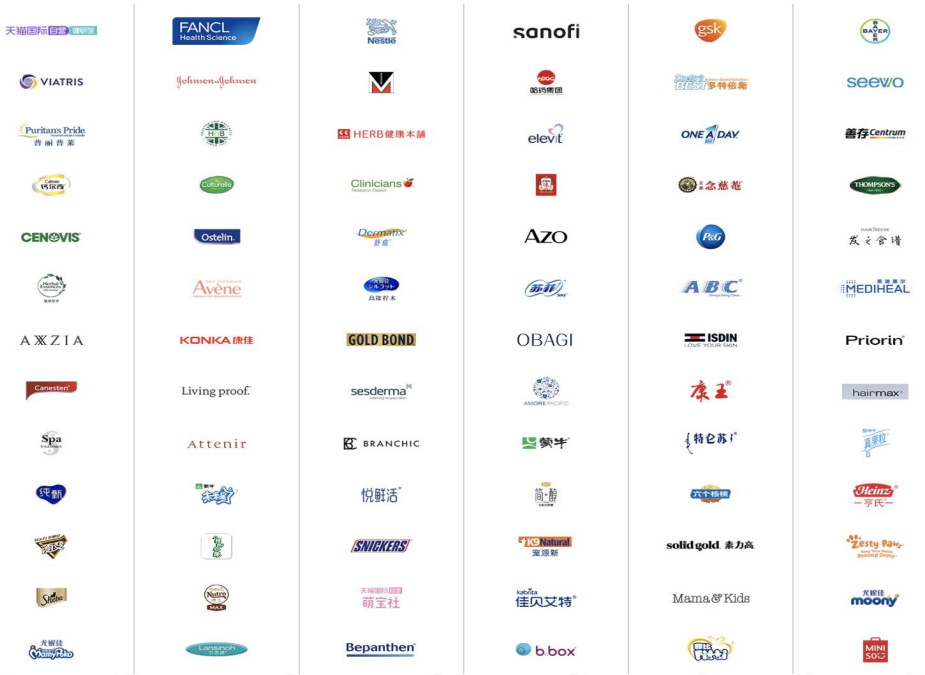
资料来源：ifind，中邮证券研究所



1.2 业务分析：24H1代运营/品牌管理/自有品牌收入占比分别为50%/28%/22%，自有品牌收入业绩贡献不断提升

■ 公司业务分为三大部分：代运营业务、品牌管理业务、自有品牌业务。早期公司以代运营业务为主，20年之后相继切入自有品牌业务（高端家清品牌绽家以及女性抗衰保健品牌斐萃）以及品牌管理业务；截止24H1，公司代运营/品牌管理/自有品牌业务收入分别为3.9亿元/2.2亿元/1.8亿元，占比分别为50%/28%/22%，自有品牌收入占比不断提升，逐步成为业绩贡献的核心来源。

图表10：公司合作品牌图谱



图表11：公司业务框架及商业模式

| 业务类型   | 商业模式                                                                | 利润来源                                      | 代表品牌    | 24H1财务数据                  |
|--------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------|---------------------------|
| 代运营业务  | 包括店铺代运营（包括需采购货物模式以及服务费模式）、渠道分销（针对特定平台承担需采购货物的分销商职能）、品牌策划（提供数字营销服务等） | 1) 销售收入-采购成本-各项费用；2) 固定服务费+提成；3) 服务费      | 大部分合作品牌 | 收入3.9亿元，同比-18%，毛利率为34.9%  |
| 品牌管理业务 | 全权负责所引入品牌的特定市场的销售及营销推广，拥有定价权等，自主权限高于代运营业务，包括总代模式、经营权买断、合资品牌。        | 销售收入-采购成本-各项费用开支，相比于代运营业务自主权限更高，如定价权、客户信息 | 康王、艾惟诺  | 收入2.2亿元，同比+2091%，毛利率45.8% |
| 自有品牌   | 掌控产品研发设计、生产及营销推广、定价等全链路流程，自营为主                                      | 销售收入-成本-各项费用                              | 绽家、斐萃等  | 收入1.8亿元，同比+67.1%，毛利率68.8% |

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 业务分析：天猫抖音为主要平台，覆盖美妆个护、母婴、家清、保健品等多消费品类

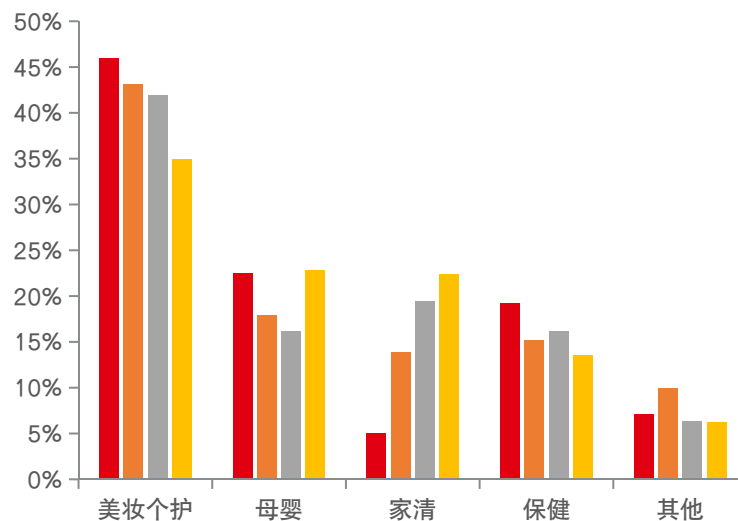
- **天猫抖音为主要平台。**公司从淘系起家，凭借良好的流量洞察能力以及数字化运营能力已实现线上多平台覆盖，截止24H1公司线上各平台销售收入（不含策划服务收入）占比前五的平台分别为天猫、天猫国际、抖音、京东、唯品会，占比分别为27.5%/18.1%/18.7%/8.3%/5.6%，合计占比78.2%，抖音占比持续提升。
- **美妆个护、母婴、家清品类占比高，深耕多消费品类。**公司从母婴品类切入，实现美妆个护、家清、大健康、食品等多消费品类覆盖；截止24H1公司线上销售收入（不含策划服务收入）占比前五的品类分别为美妆个护、母婴、家清、保健品、食品&宠物，占比分别为35.0%、22.8%/22.4%/13.6%/1.43%（食品与宠物比例相当）。

图12：公司分业务类型收入毛利率拆分（百万元）

|      |     | 2022年  | 2023年  | 24H1    |
|------|-----|--------|--------|---------|
| 自有品牌 | 收入  | 161    | 263    | 176     |
|      | yoy |        | 63.7%  | 67.1%   |
|      | 毛利率 | 63.6%  | 62.2%  | 68.8%   |
| 品牌管理 | 收入  |        | 160    | 220     |
|      | yoy |        |        | 2091.1% |
|      | 毛利率 |        | 37.8%  | 45.8%   |
| 代运营  | 收入  | 1056   | 942    | 391     |
|      | yoy | -18.0% | -10.8% | -17.82% |
|      | 毛利率 | 29.1%  | 34.5%  | 34.9%   |

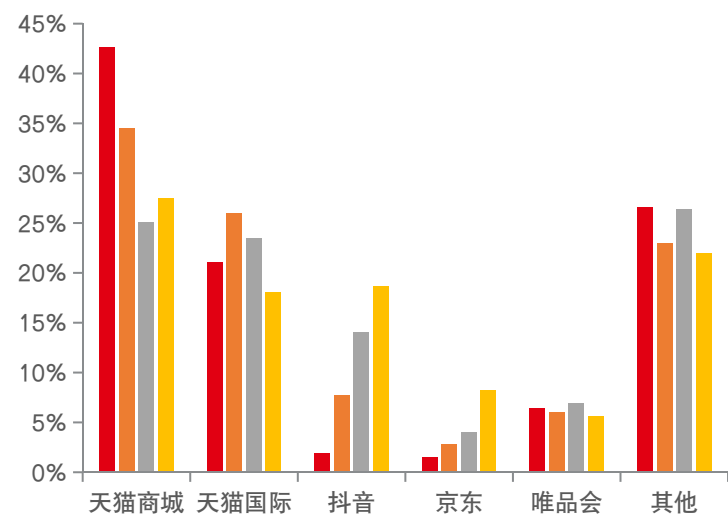
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图13：公司线上分品类收入占比（不含策划收入）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图14：公司线上分平台收入占比（不含策划收入）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

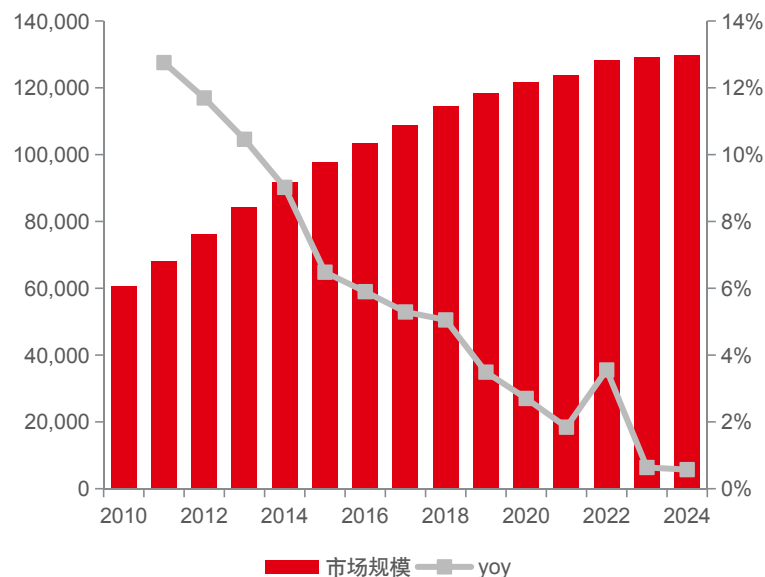
# 二

看点一：高端家清高景气度，绽家以“香氛”快速突围

## 2.1 行业：家清市场规模约1300亿元，需求刚性，保持平稳增长，衣服清洁为最大子类目，市场规模约750亿元

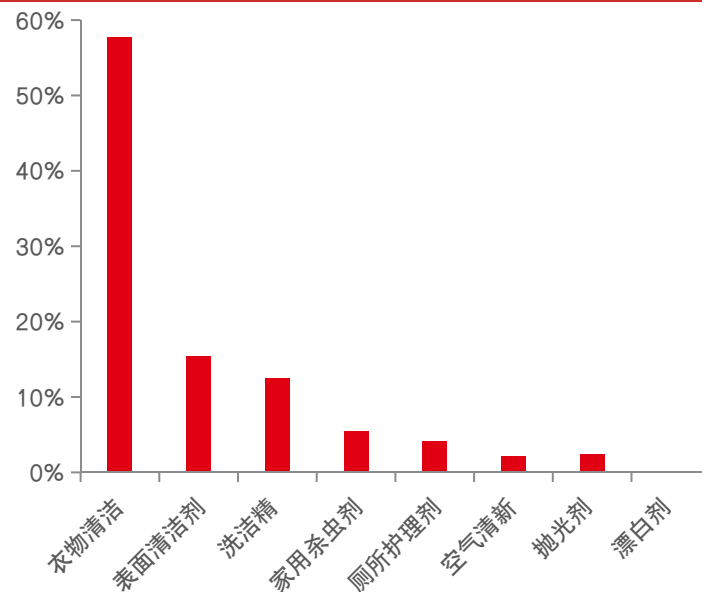
- 家清市场规模约1300亿元，需求刚性，保持平稳。根据欧睿数据，2024年中国家清市场规模为1298亿元，同比+0.6%，19年以来行业步入低单增长，得益于品类刚需属性，整体规模保持稳健；其中衣物清洁、表面清洁、洗洁精为家清市场三大品类，24年占比分别为58%、15%、13%。2024年中国衣物清洁市场规模为750亿元，早期洗衣液替代洗衣粉带动产业发展，伴随品类迭代接近尾声、新一轮创新趋势不明朗，22年以来市场进入平稳阶段。

图表15：家清行业市场规模及增速（百万元）



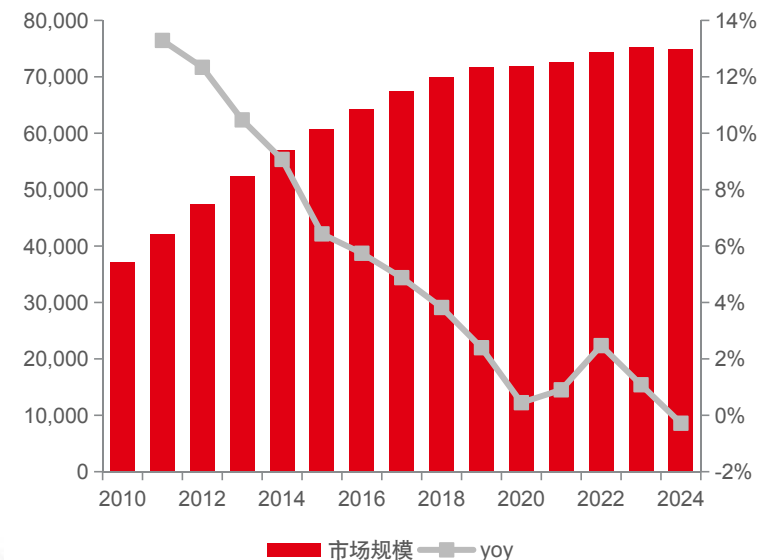
资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表16：2024年家清行业分类



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表17：衣物清洁市场规模及增速（百万元）

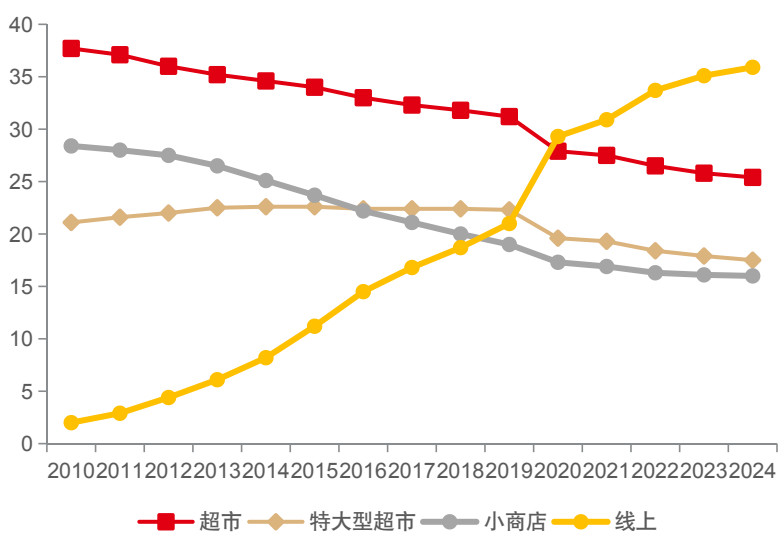


资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

## 2.1 行业：家清线上高景气度，抖音3年复合增速超80%，高端化、精致化为衣物清洁趋势，24H1抖音1-300元价格带销售同增2.9倍

- **线上景气度尚可，抖音引领增长。**根据欧睿数据，24年中国家清线上渗透率达35.9%，19-24年线上市场规模复合增速为13.4%，远好于同期大盘1.9%增速，抖音引领增长。根据蝉妈妈预测，24年抖音家清GMV预计为175亿元，21-24年复合增速超过80%，抖音保持高景气度。
- **高端化、精致化驱动衣物清洁细分领域高景气度。**根据蝉妈妈，24H1抖音衣物清洁领域100-300元区间客单价产品销售额同增2.9倍，300元以上客单价产品实现从0到1的突破，高端产品呈现高景气度。根据线上（天猫、京东、抖音）家清行业洞察，精致化成为衣物护理的趋势；从功效上，留香、柔顺护色、除菌、专用等为基础清洁功能外核心卖点，从产品形态创新上，洗衣凝珠、爆炸盐等需求高涨，从个性化需求上，内衣洗衣液、干洗剂、婴童洗衣液等特定场景及人群的细分产品保持较高热度。

图表18：中国家清行业渠道结构（%）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表19：抖音衣物清洁分价格带增速



资料来源：《衣物清洁行业报告2408》，蝉魔方，中邮证券研究所（备注：时间为半年度）

图表20：中国衣物护理领域消费趋势

| 平台 | 趋势                                                                                                                |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 天猫 | 1) 洗衣液复合功效需求高涨，如内衣洗衣液、干洗剂、爆炸盐等；2) 多效合一（留香、去渍、除菌等）、精准定量的凝珠受欢迎；3) 专用衣物清洁剂（预涂、柔顺固色等）增速可观，满足精致化需求。                    |
| 京东 | 1) 留香、降损等功效需求大增，带有除菌、护色、留香、专用等关键词的搜索量同比增长178%；2) 适合老年人及适合儿童、婴幼儿的洗衣产品关联搜索量同比增长230%；3) 胶囊凝珠、活氧爆炸盐等创新产品关联搜索量同比增长143% |
| 抖音 | 1) 高品质洗衣液潜力大，呈现消费升级态势；2) 持久留香、深层清洁、温和护色为消费者在洁净基础上的三大关注点                                                           |

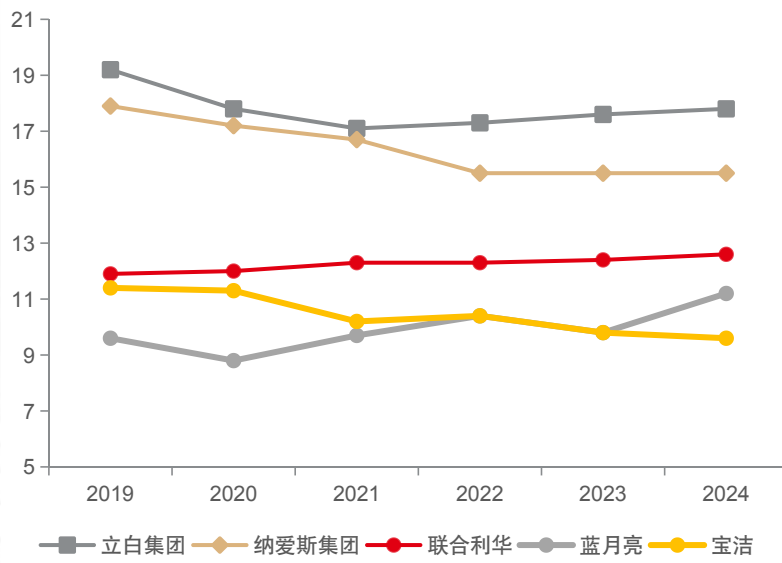
资料来源：《2024洗涤清洁线上消费趋势报告》、《衣物清洁行业报告2408》蝉妈妈，京东，天猫，中邮证券研究所



## 2.1 行业：衣物清洁市场集中度高，龙头公司地位较为稳固，本土品牌整体强劲，高端市场较为空白有望发力

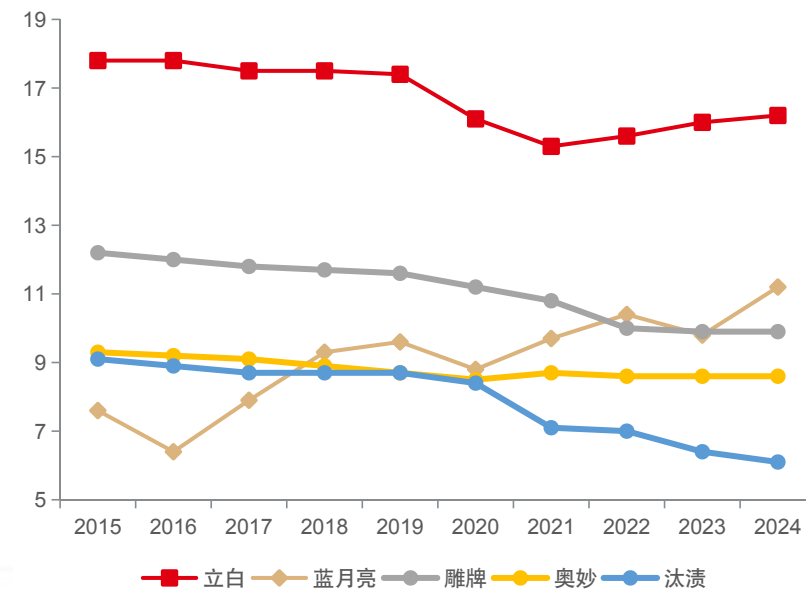
- **行业集中度高，本土品牌强劲。**根据欧睿数据，2024年衣物清洁市场公司及品牌CR5为分别为67%/52%，20年以来有所分散，行业集中度仍较高；近五年纳爱斯、宝洁份额有所下降，头部公司/品牌凭借强劲的渠道掌控力以及高效供应链管理整体地位较为稳固，其中立白集团、纳爱斯集团、蓝月亮集团位居行业TOP4，本土品牌强劲。
- **高端市场较为空白，有望发力。**近十年来行业陆续涌现新品牌，如蔬果园、妈妈壹选等，主打生态家清、天然健康等理念，产品定位有所差异化但价位偏大众；行业在高端领域缺乏玩家，高端市场较为空白，高端化+精致化为产业升级方向，未来在细分领域布局玩家有望追赶，重塑格局。

图表21：衣物清洁市场公司份额变化（%）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表22：衣物清洁市场品牌份额及变化（%）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表23：线上份额提升较快的头部品牌

| 品牌   | 介绍                                                                           |
|------|------------------------------------------------------------------------------|
| 活力28 | 1982年创立的老牌国货品牌，23年借助老牌国货势能通过直播带动销售，24年保持高增进入TOP6                             |
| 蔬果园  | 品牌成立于2015年，19年产品陆续上市，定位高端生态家清，致力于绿色健康、生态环保产品，拥有洗衣凝珠、洗衣液、内衣洗、留香珠等产品系列，产品销售全球。 |
| 植护   | 成立于2014年，以“植物护养，天生滋润”为品牌理念，覆盖生活用纸、湿巾、清洁洗护、母婴用品等日化产品。                         |
| 绽家   | 起源于新西兰高端自然植萃品牌，20年进入中国市场，涵盖香氛洗衣液、内衣洗衣液、洗衣凝珠、地板清洁剂等品类。                        |

资料来源：天猫旗舰店，百度百科，中邮证券研究所

## 2.2 绽家：以“高端”、“香氛”切入，具备稀缺性，成长迅速

■ 2020年末公司基于对家清行业洞察以及战略转型等因素推出自有品牌“绽家”，绽家是源自新西兰高端自然植萃的品牌，创始人经过8年研究于2017年正式成立品牌，公司在2020年末将品牌引入国内。品牌以“高端”、“香氛”为核心标签，其TOP1单品四季繁花洗衣液单位价格为40-59元/L，远高于行业主流价格15-20元/kg定价，以“持久留香72小时”为差异化卖点，采用双层微胶囊技术、四大调香家族调香，在保障高效清洁（生物酶去渍）、护衣（四重蛋白酶护衣）的基础上满足情绪价值，夯实高端定位，在行业内具备稀缺性。品牌一经推出，快速放量，23年公司自有品牌收入2.6亿元，+64%，24H1保持67%增速加速增长，份额获得快速增长。

图表24：绽家核心单品卖点



### 四大调香家族

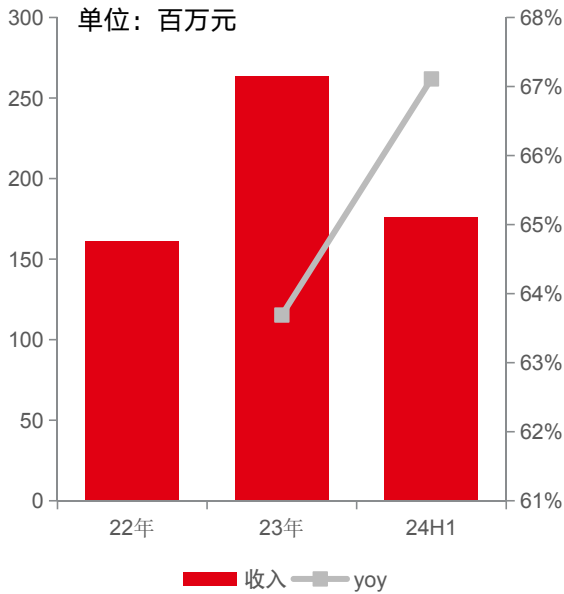
- 顾正青：高砂首席调香师
- Jacob Varela：法国资深香氛大师
- Catherine Seling：瑞士香氛大师
- Sylvie Fischer：奢侈品御用调香大师

七重生物  
酶去渍

四重蛋白  
酶护衣

双层微胶囊  
持久留香

图表25：公司自有品牌收入及增速



图表26：绽家产品单位价格与行业比较

| 品牌  | 系列      | 定价 (元) | 瓶数  | 合计重量  | 单位价格        |
|-----|---------|--------|-----|-------|-------------|
| 绽家  | 四季繁花洗衣液 | 269.9  | 4瓶装 | 6.8L  | 39.7 (元/L)  |
| 绽家  | 四季繁花洗衣液 | 99.9   | 1瓶装 | 1.7L  | 58.8 (元/L)  |
| 立白  | 大师香氛洗衣液 | 40.75  | 1瓶装 | 2KG   | 20.4 (元/KG) |
| 奥妙  | 精油香氛洗衣液 | 36.9   | 1瓶装 | 2KG   | 18.5 (元/KG) |
| 蓝月亮 | 深层清洁洗衣液 | 52.2   | 1瓶装 | 3KG   | 17.4 (元/KG) |
| 蔬果园 | 香氛洗衣液   | 94     | 3瓶装 | 6KG   | 15.7 (元/KG) |
| 绽家  | 内衣洗衣液   | 69     | 2瓶装 | 0.4L  | 172.5 (元/L) |
| 蓝月亮 | 内衣洗衣液   | 37.9   | 1瓶装 | 0.5KG | 75.8 (元/KG) |
| 绽家  | 柔顺剂     | 56.9   | 1瓶装 | 1L    | 56.9 (元/L)  |
| 绽家  | 柔顺剂     | 148.7  | 3瓶装 | 3KG   | 49.6 (元/L)  |
| 金纺  | 柔顺剂     | 65     | 2瓶装 | 5KG   | 13.0 (元/KG) |

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所（备注：采用天猫旗舰店日销价格，时间为2025年2月）

## 2.2 绽家：从内衣洗衣液切入，打造香氛洗衣液大单品，逐步全品类铺开，构造衣物清洁、地板清洁、环境清洁等产品矩阵

- 从内衣洗衣液切入，打造香氛洗衣液大单品，逐步全品类铺开。绽家进入中国市场初期聚焦天猫官旗，以小众类目内衣洗衣液、洗衣凝珠等品类切入，2021年双十一内衣洗衣液位列天猫高增品牌TOP1，23年洗衣凝珠快速放量成为TOP2品类，24年通过加码抖音+明星推广等方式打造香氛洗衣液，成为品牌最大的单品。目前，品牌构建衣物清洁（内衣洗衣液、洗衣液、洗衣凝珠、柔顺剂、喷雾、留香珠、专衣专护系列）、地板清洁剂、空气清洁剂、厨房用清洁剂等全系列产品线，香氛洗衣液成为品牌战略单品。
- 自研核心配方，与全球优质原料商合作，代工为主。公司掌控核心调香、留香等配方技术，产品主要委托“东莞健文洗涤”、“广州集芳丹生物科技”等厂家生产；我们认为国内家清供应链成熟完善，公司打造品牌早期借助国内成熟的供应体系轻装上阵，有助于集中资源精力于品牌建设、渠道建设、大单品打造以及构建更全面产品矩阵。

图表27：绽家代表产品及定价

| 类型    | 代表产品及定价                                         | 产品买点                                   |
|-------|-------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 内衣洗衣液 | 四小花旦抑菌留香 69元/200ml*2                            | 升级至第五代，拥有独家专利技术有效去除72小时血渍，其次抑真菌、去黄渍/白带 |
| 洗衣液   | 四季繁花洗衣液送柔顺剂 300ml（79.9元/1L、139.8元/2L、209.9元/4L） | 采用顶空复刻香氛技术，72小时持久散香，四重护衣，四季四种香调        |
| 洗衣凝珠  | 留香除菌灭螨护色六合一洗衣凝珠 109.9元/70颗                      | 10倍浓缩洁净力、30天衣物留香、灭菌除菌、柔软护色             |
| 地板清洁剂 | 蓝桉叶精油地板清洁抑菌清洁剂 69.9元/750ml                      | 去渍、抑菌、满屋清新、经口无毒                        |
| 其他    | 羊毛洗衣液 99元/500ml;羽绒服洗衣液 69.9元/500ml              | 专衣专护系列，包含真丝、亚麻、白色、运动、牛仔、羊绒、羽绒服、宝宝衣服    |

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

图表28：绽家产品矩阵



资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所



## 2.2 绽家：与伊能静/papi酱合作推广核心单品，迅速打开品牌知名度，线上线下齐发力

- **天猫为基，抖音放量，线下初见成效。**截止24年，绽家实现20余个线上平台以及线下山姆、盒马等高端KA布局。天猫为绽家起步平台，占比最高，布局全品类，其内衣洗衣液、洗衣凝珠、地板清洁剂及衣物喷雾进入类目TOP3，香氛洗衣液优势不断巩固；抖音24年实现爆发式增长，占比仅次于天猫，聚焦1.7L香氛洗衣液推广，自播占比逐步提升，双十一期间自播超过达播，平台内品牌势能不断提升，有望打造更全单品矩阵；线下山姆占比较高，采用渠道定制产品策略，主推内衣洗衣液、洗衣片等产品，24年实现高速增长。
- **明星推广迅速打开知名度，多层次达人合作积累大量粉丝。**绽家核心目标用户为高端、有调性的女性，主要通过“明星、达人、IP”合作等方式宣传推广，以线上为主，注重效果转化，其中papi酱合作推广的内衣洗衣液以及伊能静合作推广的四季繁花洗衣液迅速打开品牌知名度，实现破圈，带动单品销售快速放量；同时与医学专家、国际顶奢艺术大师IP跨界合作，将“不止清洁，更是生活美学”品牌理念传递。截止25年1月，绽家猫旗、抖音官旗、小红书累计粉丝量123万，沉淀优质用户。

图表29：绽家渠道策略

| 渠道 | 打法                                                                                                                                                         |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 线下 | 主要进驻山姆、盒马渠道，山姆采用渠道定制产品策略，主推产品包括香氛洗衣片（59元/2盒）、内衣洗衣液（79元/500ml*2）、香樟木条（29.9元/60根），羊毛烘衣球29.9元/12颗、洗洁精（49.9元/1L*3），品类与线上有所差异，定价低于线上日销价格。当前基数低，24H1同增15倍，成长空间广。 |
| 天猫 | 推广各个品类，洗衣凝珠、内衣洗衣液、地板清洁剂及喷雾进入类目TOP3，利润率较高                                                                                                                   |
| 抖音 | 当前主推1.7L洗衣液，自播占比提升，品效合一，大单品放量及平台高增长双重带动下占比大幅提升，略低于天猫，利润率低于天猫                                                                                               |

资料来源：山姆小程序，天猫，抖音，中邮证券研究所

图表30：绽家营销案例

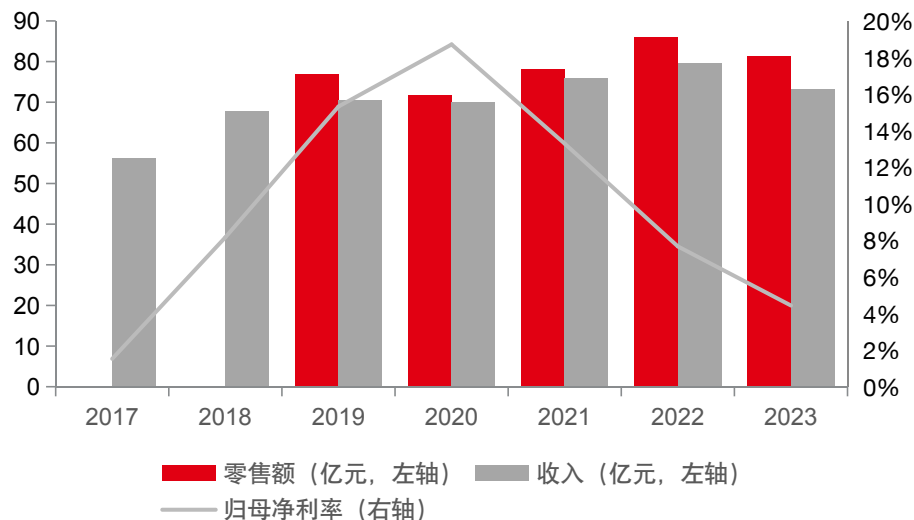
| 类型   | 事件                                                                                        |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 明星宣传 | 1) 与伊能静合作，主要推广四季繁花香氛洗衣液，宣传“穿衣也是穿香”，“尤其适合不希望有浓郁香水味的女性”等；<br>2) 与papi酱合作，主要推广内衣洗衣液，强调去渍抑菌等。 |
| IP合作 | 与医学专家、国际顶奢艺术大师IP跨界合作，将“不止清洁，更是生活美学”的生活方式传递                                                |
| 达人合作 | 在小红书、抖音等平台与达人合作推广品牌，截止25年1月末，猫旗累计粉丝63.1万，抖音官旗积累54.3万粉丝，小红书官方号积累5.7万粉丝                     |

资料来源：公司公告，天猫，抖音，小红书，中邮证券研究所

## 2.2 绽家：差异化定位及先发优势构筑壁垒，大单品放量+全品类发展带动品牌具备较高成长空间

- **差异化定位及先发优势构筑核心壁垒。**我们认为：1) 此前市场主流玩家均定位大众，以渠道及供应链效率为核心优势，绽家高端定位满足刚性家清市场升级需求，打开高端市场，同时避开清洁度功效的核心卖点宣传，强调“调香、留香”，赋予产品较高情绪价值支撑高端调性，与市场玩家拉开差距助力快速突围；2) 品牌20年末起步，经历小红书、抖音等内容平台流量高增期，实现优势用户的沉淀，构筑先发优势。
- **大单品放量+全品类发展驱动快速增长，对标龙头成长空间大。**我们认为：1) 从行业视角，高端家清市场正处于0-1过程，未来成长空间大，绽家作为先发者有望巩固优势持续放量；2) 从品牌视角，洗衣液单品人群扩容+复购率提升带动放量，全品类发展提升连带带动品牌扩容。以蓝月亮为例，该品牌聚焦大单品打造，22年收入体量达79.5亿元（参考渠道结构预计零售额高于欧睿口径下的86亿元），衣物清洁领域份额为10.4%，18年以来稳居TOP3；对标龙头，绽家成长空间广阔。参考欧睿数据，若假设行业未来5年复合增速为2%，高端市场占比15%，绽家份额为30%，则品牌零售额可达64亿元。

图表31：蓝月亮收入、零售额及归母净利率



资料来源：ifind，欧睿数据，中邮证券研究所  
备注：零售额=欧睿市场规模\*份额，与收入相比存在低估  
请参阅附注免责声明

图表32：绽家成长空间测算



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所预测



三

## 看点二：斐萃蓄势待发，代运营企稳回升

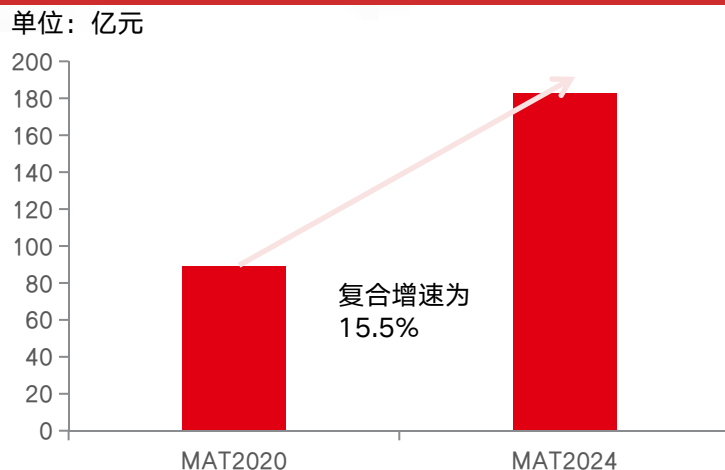
3.1 麦角硫因有望成为口服美容新秀，斐萃蓄势待发

3.2 品牌管理转型见效，代运营降本提效盈利企稳回升

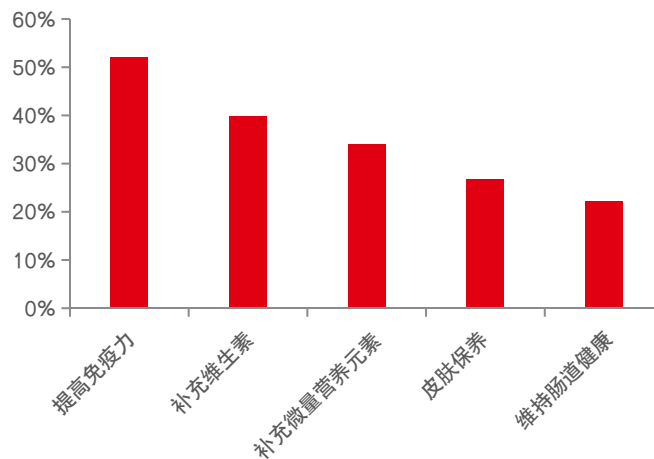
### 3.1 女性保健品&膳食营养品线上高景气度，美容养颜类热度高，高单价产品抖音高速增长

- **女性健康保健品线上高景气度，抖音尤为靓丽。**根据库润数据，淘系&京东MAT24（MAT24为23年6月到24年5月）女性保健品&膳食营养品淘系&京东市场规模为183亿元，5年复合增速为15.5%；根据蝉妈妈抖音保健品行业洞察数据，MAT21-24年（MAT24为23年5月到24年4月）抖音电商保健品行业复合增速预计达到120%，呈现高景气度。
- **美容养颜类是重要类目，高价保健食品呈现更强增长性。**根据库润数据，女性在购买膳食营养品&保健品原因排前四分别为提高免疫力、日常补充维生素&微量元素、皮肤保养；蝉妈妈数据显示，抖音MAT24（24为23年5月到24年4月）中美容养颜、身材管理、运动健身等“颜值经济”相关品类处于领先地位，同时行业整体高单价的产品呈现更强景气度，客单价在500元及以上的美容养颜类产品规模占优，用户接受程度高。

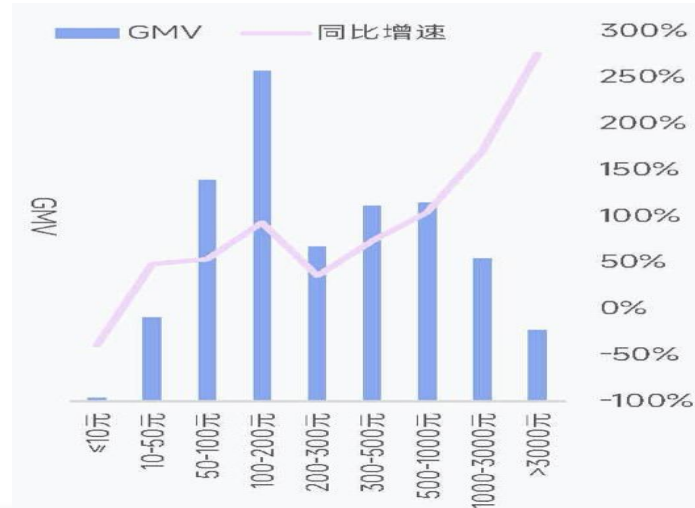
图表33：女性健康食品淘系及京东市场规模



图表34：女性保健品购买因素占比



图表35：抖音保健品分价格带增速



资料来源：库润数据，中邮证券研究所  
备注：来自《2024年女性营养健康食品618消费洞察报告》，检索包括保健食品、膳食营养补充以及传统滋补类目下检索“女”关键词

资料来源：库润数据，中邮证券研究所  
备注：来自《2024年女性营养健康食品618消费洞察报告》，样本量为1000

资料来源：蝉妈妈，中邮证券研究所  
备注：《蝉妈妈智库：2024抖音电商保健品行业趋势洞察报告》

### 3.1 女性美容养颜类健康食品“抗衰”需求旺盛，胶原蛋白肽类热度高，畅销品牌集中度较高

- “抗衰”为女性美容养颜类健康食品热门诉求，品牌集中度较高。根据蝉妈妈，抖音TOP2000商品统计中抗衰为口服美容养颜核心诉求，其次为美白诉求，MAT24（MAT24为23年5月到24年4月）前十大品牌中5个品牌专注胶原蛋白肽类饮品，对应品牌合计份额占比为40.5%；细分领域集中度整体较高，TOP2000所对应的品牌CR5份额为43.7%。我们认为，西式美容养颜处于发展早期，参与者较少，竞争环境相对温和，行业集中度较高。

图表36：抖音MAT2024女性口服美容养颜TOP2000商品所在品牌竞争情况

| 品牌            | 市占率   | 成交均价       | 热销产品            | 介绍                                                  |
|---------------|-------|------------|-----------------|-----------------------------------------------------|
| 五个女博士         | 19.5% | 400-500元   | 胶原蛋白肽饮50ml*30瓶  | 本土品牌，2019年创立，由北京大学营养学/生理学/皮肤科/妇产科/基础医学五位女博士为创始团队    |
| HECH/赫熙       | 7.7%  | 500-600元   | 胶原蛋白肽饮 25ml*12支 | 德国原装产品，由诺贝尔奖得主领衔联合专业领域专家团队背书，15年11月入驻天猫国际，抖音23年销售放量 |
| 180THECONCEPT | 5.7%  | 1000-2000元 | 反重力胶囊，紧塑小脸      | 西班牙专业口服美容品牌，高端医美诊所特供                                |
| 汤臣倍健          | 5.4%  | 800-900元   | 胶原蛋白肽饮 30ml*30瓶 | 本土综合保健品品牌，天猫京东为主                                    |
| 澳乐维他          | 5.4%  | 200-300元   | 雨生红球藻虾青素精华90粒/瓶 | 根植澳洲40年国民健康品牌，产品原装进口，获得澳洲药监局TGA认证                   |
| 美斯蒂克          | 5.0%  | 2000-3000元 | 亮白饮             | 源自西班牙专业院线，全球黑色素领域专家，第一代亮白饮始于2014年                   |
| AXXZIA        | 4.6%  | 3000-4000元 | 胶原蛋白抗糖口服液       | 日本品牌，东京女子医科大学名誉教授推荐，2016年发行第一代至今升级至第五代产品            |
| Biocyte       | 3.3%  | 400-500元   | 8抗精华丸 30粒       | 法国品牌，07年-22年连续10次获得维多利亚美容大奖                         |
| ALLPAIR       | 3.3%  | 5000-6000元 | 胶原细腻修复饮         | 日本品牌，无天猫国际旗舰店                                       |
| 诺特兰德          | 2.9%  | 600-700元   | 维生素CE烟酰胺咀嚼 60粒  | 本土品牌，2017年创立，主攻维生素类产品，各平台综合发展                       |

资料来源：蝉妈妈，天猫，中邮证券研究所（备注：《蝉妈妈智库：2024抖音电商保健品行业趋势洞察报告》）

# 3.1 麦角硫因具备超强抗氧化能力，作为口服类新成分逐步推广

- “麦角硫因”作为抗衰新秀涌入市场，参与者有限。麦角硫因是一种含硫氨基酸，可进入细胞能量工厂线粒体中清除自由基，具备超强抗氧化能力，为“第五代抗氧化大魔王”，抗氧化能力为第四代抗氧化剂虾青素的3倍、第三代花青素的2倍、第二代谷胱甘肽的30倍、第一代VE的6000倍。该成分在2017年通过欧盟食品认证，2019年其通过美国FDA的GRAS认证，可用于普通食品、化妆品、保健品。根据中国企业家日报，全球仅有两家食品级原料供应商通过美国FDA的GRAS认证，产品存在一定的稀缺性；近年国内麦角硫因相关的口服抗衰类产品进入起步阶段，凭借良好的抗氧化能力有望成为口服美容新秀；目前参与者较少，包括斐萃、Genell、Goldsky等。

图表37：麦角硫因在食品领域发展历程

| 时间    | 事件                                                                                     |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 2017年 | 欧盟（EU）2017/1281批准L-麦角硫因为新食品原料，可用于膳食补充剂，一般人群每天30毫克，3岁以上儿童每天20毫克，不能用于孕妇及步入期妇女            |
| 2018年 | 欧盟（EU）2018/462扩大了L-麦角硫因使用范围，除了膳食补充剂，还可以应用在饮料、谷物棒等普通食品中                                 |
| 2019年 | 麦角硫因通过了美国FDA的GRAS认证，可应用于普通食品中；目前通过FDA的GRAS认证的原料商仅2家，分别为上海麦角硫因生物科技集团和美国Blue California。 |
| 2020年 | 日本市场开始推出含EGT的功能性食品，主打改善老年人记忆功能                                                         |

资料来源：乐韬生物科技，中邮证券研究所

图表38：麦角硫因相关产品天猫国际TOP榜

| 品牌       | 国家   | 天猫国际官旗粉丝 | 代表麦角硫因单品定价 |
|----------|------|----------|------------|
| Genell   | 美国   | 3.6万     | 559元/（60粒） |
| 斐萃       | 中国香港 | 2.9万     | 298元/（60粒） |
| Goldsky  | 新西兰  | 2.0万     | 230元/（60粒） |
| Mkule    | 美国   | 5.2万     | 993元/（60粒） |
| Fooubody | 中国香港 | 1.2万     | 549元/（60粒） |

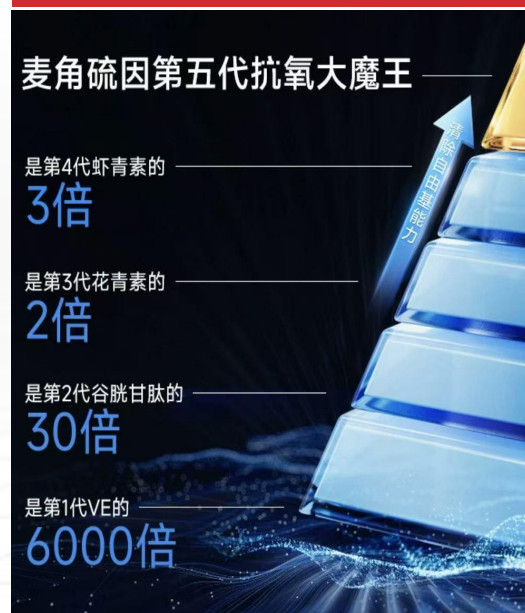
资料来源：天猫国际旗舰店，中邮证券研究所



# 3.1 斐萃专注女性口服美容，以“麦角硫因”为核心成分打造全面抗衰产品矩阵，具备创新性，开创自有品牌第二成长曲线

- 公司2016年进入保健品市场，先后服务近50个品牌，沉淀丰沛的专业人才；24年9月推出自有品牌斐萃，该品牌专注于女性口服抗衰保健类食品，构建以“麦角硫因”为核心成分的产品矩阵，核心功效包括抗衰、抗疲劳、护肝养肝、降压舒睡等，产品定价在298元-498元/瓶，在行业属于中高端定价。该品牌所采用的麦角硫因经过首个人体临床实测（合作机构为中山大学第三医院化妆品评价中心），公司产品获得国际权威认证（SGS安全检测），产品原料拥有15大国际专利认证（包括麦角硫因6大专利认证、PQQ5大专利认证以及辅酶Q10的4大专利认证），构建卓越的产品品质。
- 抖音发力，月销加速，打造自有品牌第二成长曲线。根据久谦数据，截止25年1月，斐萃自推出以来GMV突破3000万，其中抖音发力助力1月超2000万，成长速度快，彰显公司良好的品牌塑造以及精准的流量运营能力，有望打造第二成长曲线。

图表39：斐萃小蓝瓶及功效



资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

图表40：斐萃产品矩阵

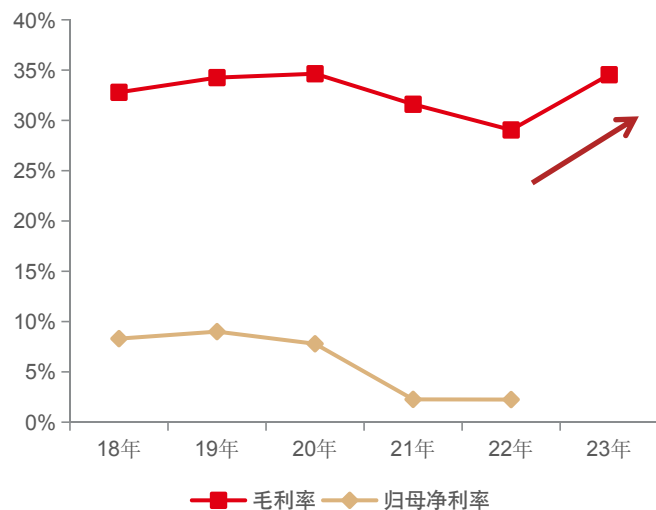
| 产品              | 定价            | 成分                            | 卖点                            |
|-----------------|---------------|-------------------------------|-------------------------------|
| 麦角硫因EGT小蓝瓶      | 298元/1瓶 (60粒) | 麦角硫因25mg/粒                    | 28天减少30%细纹                    |
| 麦角硫因PQQ辅酶Q10小紫瓶 | 498元/1瓶 (60粒) | PQQ/还原型辅酶Q10/麦角硫因 (10mg/粒)    | 抗疲劳，适合精神压力大、长期处于疲惫状态女性，延缓卵巢衰老 |
| 护肝片小绿瓶          | 298元/1瓶 (60粒) | 水分蓟提取物、水飞蓟素、麦角硫因 (20mg) 等     | 护肝养肝，适合熬夜加班、需要抗氧祛黄提亮人群        |
| 卵巢保养小黄瓶         | 358元/1瓶 (60粒) | 还原型辅酶Q10、烟酰胺、维生素E             | 适合内分泌紊乱、备孕人群                  |
| 舒睡瓶小紫瓶          | 398元/1瓶 (60粒) | 麦角硫因15mg、南非醉茄、苏糖酸镁、甘氨酸镁、维生素B6 | 降低压力激素皮质醇，舒缓解压助眠              |

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

## 3.2 品牌管理转型见效，代运营降本提效盈利企稳回升

- **代运营行业地位稳固，后电商时代综合性TP优势强化。**根据《2023/2024年中国十大电商代运营公司排行榜》，公司在“资金实力、经营能力、资源实力、爆品能力、直播能力、变现能力”五个维度的评价上以综合93.58分位列第五，近年来尽管前十大代运营商有所波动，公司地位稳固，彰显良好的综合实力。伴随线上流量红利放缓、电商行业逐渐向去中心化、数字化发展，具备较强多品类、全渠道运营能力的代运营商优势凸显，格局强化，有利于公司代运营业务的稳健发展。
- **品牌管理转型以及降本增效等动作传统代运营业务企稳回升。**公司从多方面致力于代运营业务提质：1）23年品牌管理转型，收入盈利能力双改善，代表品牌康王、艾惟诺接手后实现高速增长，品牌管理业务毛利率较代运营业务毛利率提升；2）新技术赋能各个业务环节，如AI覆盖多领域，率先接入deepseek等提升运营效率，同时对商品精细化管理，聚焦资源对现有品牌做瘦身，搭建梯队人才改善人效，降本综合成本，23年代运营业务毛利率提升5.4pct，预计带动净利率企稳回升；3）不断强化全渠道运营能力，淘外占比不断提升，24H1已提升至52.4%，适应去中心化发展趋势。

图表41：代运营业务毛利率及净利率



图表42：中国前十大代运营公司排名

| 排名 | 2020年 | 23-24年 |
|----|-------|--------|
| 1  | 宝尊    | 宝尊     |
| 2  | 索象    | 壹网壹创   |
| 3  | 悠可    | 索象     |
| 4  | 壹网壹创  | 丽人丽妆   |
| 5  | 若羽臣   | 若羽臣    |
| 6  | 百秋    | 青木股份   |
| 7  | 丽人丽妆  | 悠可     |
| 8  | 凯诒电商  | 凯诒电商   |
| 9  | 碧橙电商  | 百秋     |
| 10 | 上佰电商  | 碧橙数字   |

图表43：公司代运营业务提质动作

| 方向     | 成效                                                                                                                                                                              |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 品牌管理转型 | 1) 康王从零起步，23年5个月实现从0到破千万，24H1全网销售同增434%；<br>2) 艾惟诺23年接手3个月增长石头迅猛，23年天猫双十一获品牌奖24H1猫旗销售同比+ 41%，抖音旗舰店销售同比+ 7 倍；                                                                    |
| 降本动作   | 1) 新技术赋能：如23年起利用AI技术覆盖业务多领域，如图像生成、语音识别、影像分析、内容策划等，在交易、物流、客服等方面进行紧密结合，促进整体业务降本增效；25年率先接入deepseek等；<br>2) 精细化管理：主要体现在商品管理以及人员效率等方面，如23年对现有品牌盘点瘦身，聚焦资源，智能控制仓储及物流费用，降低成本，搭建梯队人才体系等； |
| 其他     | 公司全渠道能力不断强化，24H1淘外渠道占比提升至52.4%。                                                                                                                                                 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：《中国电商服务业发展报告》  
《2023/2024中国十大电商代运营公司排行榜》  
中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测及投资建议

- **盈利预测及投资建议：**我们预计24年-26年公司归母净利润分别为1.05亿元/1.61亿元/2.17亿元，分别+92.5%/54.5%/34.5%；根据最新收盘价（2月25日），对应估值分别为48.6倍/31.6倍/23.4倍；我们看好高端家清景气度，绽家具备先发优势及稀缺性，有望抢占份额重塑格局；斐萃定位女性口服抗衰，行业空间大，竞争温和，有望成为第二成长曲线；品牌管理转型+精细化管理助力代运营业务企稳回升，看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1）高端家清行业竞争加剧；2）流量成本上行带来整体净利率下降；3）斐萃复购率不及预期等。

图表44：公司盈利预测及估值

| 项目\年度         | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 1,366 | 1,801 | 2,338 | 2,834 |
| 增长率(%)        | 12.25 | 31.85 | 29.81 | 21.20 |
| EBITDA(百万元)   | 66    | 131   | 194   | 258   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 54    | 105   | 161   | 217   |
| 增长率(%)        | 60.93 | 92.50 | 54.01 | 34.77 |
| EPS(元/股)      | 0.33  | 0.64  | 0.98  | 1.32  |
| 市盈率(P/E)      | 93.60 | 48.62 | 31.57 | 23.43 |
| 市净率(P/B)      | 4.63  | 4.70  | 4.54  | 4.14  |
| EV/EBITDA     | 35.20 | 37.56 | 25.99 | 19.54 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测（时间为2025年2月25日）  
请参阅附注免责声明

图表45：分业务收入业绩预测（百万元）

|       | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 自有品牌  |       |       |       |       |
| 收入    | 263   | 516   | 928   | 1299  |
| yoy   | 64%   | 96%   | 80%   | 40%   |
| 毛利率   | 62.2% | 68.8% | 70.0% | 70.0% |
| 归母净利润 |       | 59    | 107   | 156   |
| 归母净利率 |       | 11.5% | 11.5% | 12.0% |
| 品牌管理  |       |       |       |       |
| 收入    | 160   | 498   | 623   | 747   |
| yoy   |       | 210%  | 25%   | 20%   |
| 毛利率   | 37.8% | 45.8% | 45.8% | 45.8% |
| 归母净利润 |       | 27    | 34    | 41    |
| 归母净利率 |       | 5.5%  | 5.5%  | 5.5%  |
| 代运营   |       |       |       |       |
| 收入    | 942   | 788   | 788   | 788   |
| yoy   | -11%  | -16%  | 0%    | 0%    |
| 毛利率   | 34.5% | 34.9% | 34.9% | 34.9% |
| 归母净利润 | 19    | 20    | 20    | 20    |
| 归母净利率 | 2.1%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测



| 财务报表(百万元)    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    | 主要财务比率         | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>利润表</b>   |          |          |          |          | <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入         | 1,366.09 | 1,801.24 | 2,338.21 | 2,833.93 | 营业收入           | 12.25%  | 31.85%  | 29.81%  | 21.20%  |
| 营业成本         | 816.32   | 943.55   | 1,128.71 | 1,307.52 | 营业利润           | 142.37% | 86.22%  | 57.15%  | 34.70%  |
| 税金及附加        | 3.81     | 5.95     | 7.01     | 8.50     | 归属于母公司净利润      | 60.93%  | 92.50%  | 54.01%  | 34.77%  |
| 销售费用         | 380.02   | 631.02   | 889.69   | 1,117.14 | <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 管理费用         | 93.24    | 93.94    | 120.42   | 141.70   | 毛利率            | 40.24%  | 47.62%  | 51.73%  | 53.86%  |
| 研发费用         | 24.04    | 20.12    | 26.89    | 33.16    | 净利率            | 3.97%   | 5.80%   | 6.88%   | 7.65%   |
| 财务费用         | -12.75   | 3.66     | 0.60     | 2.35     | ROE            | 4.95%   | 9.66%   | 14.37%  | 17.66%  |
| 资产减值损失       | -1.38    | 1.50     | 1.50     | 1.50     | ROIC           | 3.30%   | 8.08%   | 11.74%  | 14.77%  |
| 营业利润         | 59.25    | 110.34   | 173.40   | 233.57   | <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业外收入        | 0.05     | 0.01     | 0.01     | 0.01     | 资产负债率          | 18.47%  | 29.50%  | 29.03%  | 27.72%  |
| 营业外支出        | 2.59     | 0.34     | 0.34     | 0.34     | 流动比率           | 4.27    | 2.84    | 2.85    | 3.00    |
| 利润总额         | 56.71    | 110.01   | 173.07   | 233.24   | <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 所得税          | 2.42     | 5.50     | 12.11    | 16.33    | 应收账款周转率        | 9.48    | 10.46   | 11.62   | 11.27   |
| 净利润          | 54.29    | 104.51   | 160.96   | 216.92   | 存货周转率          | 3.19    | 2.75    | 2.86    | 2.92    |
| 归母净利润        | 54.29    | 104.51   | 160.96   | 216.92   | 总资产周转率         | 1.07    | 1.25    | 1.50    | 1.73    |
| 每股收益(元)      | 0.33     | 0.64     | 0.98     | 1.32     | <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          | 每股收益           | 0.33    | 0.64    | 0.98    | 1.32    |
| 货币资金         | 345.45   | 407.36   | 307.87   | 301.36   | 每股净资产          | 6.69    | 6.60    | 6.83    | 7.49    |
| 交易性金融资产      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| 应收票据及应收账款    | 169.43   | 175.12   | 227.33   | 275.52   | PE             | 93.60   | 48.62   | 31.57   | 23.43   |
| 预付款项         | 137.15   | 141.53   | 146.73   | 156.90   | PB             | 4.63    | 4.70    | 4.54    | 4.14    |
| 存货           | 318.58   | 366.94   | 423.27   | 472.16   | <b>现金流量表</b>   |         |         |         |         |
| 流动资产合计       | 1,039.48 | 1,173.43 | 1,195.56 | 1,297.10 | 净利润            | 54.29   | 104.51  | 160.96  | 216.92  |
| 固定资产         | 177.47   | 170.46   | 163.36   | 156.16   | 折旧和摊销          | 21.69   | 17.58   | 19.84   | 22.09   |
| 在建工程         | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 营运资本变动         | -170.24 | 54.96   | -116.08 | -95.14  |
| 无形资产         | 6.36     | 8.33     | 10.14    | 11.79    | 其他             | 2.47    | 1.63    | 1.89    | 0.89    |
| 非流动资产合计      | 306.22   | 361.57   | 383.26   | 402.68   | 经营活动现金流净额      | -91.79  | 178.69  | 66.60   | 144.76  |
| 资产总计         | 1,345.70 | 1,535.00 | 1,578.82 | 1,699.78 | 资本开支           | -3.93   | -39.46  | -15.98  | -15.98  |
| 短期借款         | 170.89   | 209.39   | 209.39   | 209.39   | 其他             | -10.89  | -30.17  | -21.20  | -20.20  |
| 应付票据及应付账款    | 19.97    | 157.26   | 156.76   | 163.44   | 投资活动现金流净额      | -14.82  | -69.63  | -37.17  | -36.18  |
| 其他流动负债       | 52.51    | 46.90    | 52.93    | 59.16    | 股权融资           | 8.27    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 流动负债合计       | 243.37   | 413.55   | 419.09   | 432.00   | 债务融资           | 124.04  | 78.63   | 0.00    | 0.00    |
| 其他           | 5.23     | 39.26    | 39.26    | 39.26    | 其他             | -66.13  | -175.90 | -168.92 | -145.09 |
| 非流动负债合计      | 5.23     | 39.26    | 39.26    | 39.26    | 筹资活动现金流净额      | 66.18   | -97.26  | -168.92 | -145.09 |
| 负债合计         | 248.60   | 452.81   | 458.35   | 471.25   | 现金及现金等价物净增加额   | -32.25  | 11.04   | -139.50 | -36.51  |
| 股本           | 122.33   | 164.03   | 164.03   | 164.03   |                |         |         |         |         |
| 资本公积金        | 634.09   | 588.26   | 588.26   | 588.26   |                |         |         |         |         |
| 未分配利润        | 350.15   | 421.42   | 494.81   | 570.34   |                |         |         |         |         |
| 少数股东权益       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |                |         |         |         |         |
| 其他           | -9.48    | -91.51   | -126.63  | -94.09   |                |         |         |         |         |
| 所有者权益合计      | 1,097.10 | 1,082.19 | 1,120.46 | 1,228.53 |                |         |         |         |         |
| 负债和所有者权益总计   | 1,345.70 | 1,535.00 | 1,578.82 | 1,699.78 |                |         |         |         |         |

# 感谢您的信任与支持！

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                       | 类型    | 评级   | 说明                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上      |
|                                                                                                                                                                                              |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|                                                                                                                                                                                              |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|                                                                                                                                                                                              | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上      |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|                                                                                                                                                                                              |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|                                                                                                                                                                                              | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上     |
|                                                                                                                                                                                              |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下     |

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048





**中 邮 证 券**  
CHINA POST SECURITIES