

2025年04月19日

自有品牌持续放量，打造新消费孵化平台

若羽臣 (003010)

► 代运营起家，自有品牌强势崛起

公司代运营业务起家，主要服务于国际品牌，聚焦美妆个护、保健品、母婴等品类，2022年起随行业β呈现收缩趋势。但公司依托于在电商代运营行业长期深厚积累，在选品、营销、运营等方面形成了成熟机制，在自有品牌打造方面展现出了强大的赋能实力，围绕家清品牌绽家、保健品品牌斐萃接连打造爆品出圈，自有品牌业务高速增长，24H1公司自有品牌业务同比增长67%。2025年至今绽家、斐萃仍保持高速增长。

► 代运营全链路能力沉淀，自有品牌具有高天花板

总结公司自有品牌培育成功的原因，我们认为有如下因素：1) 选品方面，挖掘较为成熟的消费品中高速成长的细分赛道，推出差异化单品；2) 定价方面，定位中高端客群，高毛利为产品营销提供基础；3) 营销方面，代运营全链路能力沉淀，公司在内容种草、达人宣传、多平台联动等方面形成完整打法。关于绽家品牌，泛家清领域市场空间广阔，绽家仍有极大的拓品类空间，且中高端市场竞争格局预计好于大盘，我们测算绽家中长期体量可超过60亿元。关于斐萃品牌，抗衰保养为我国保健品市场的重要分支，麦角硫因作为抗衰新贵24年开启爆发式增长，斐萃已跻身头部行列，未来有望持续受益于行业β和产品α共振。公司在保健品领域能力储备丰富，近期进一步夯实原料端能力，未来有望持续推出新品。

► 个性化消费背景下，品牌管理业务大有可为

相较于传统代运营，品牌管理业务赋予公司更大的自主运营权，特定区域和一段时间内享有品牌的专营权，相比一般的分销代销业务具有更高的毛利率水平。公司品牌管理业务合作品牌拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌销售全面开花。根据公司24H1财报，上半年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；康王上半年全网销售同比增长434%，已赶超23年全年销售。

► 投资建议

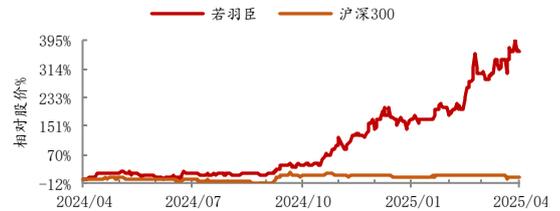
我们预计公司24-26年实现营业收入分别为1793/2516/3074百万元，实现归母净利润100/164/215百万元，EPS分别为0.61/1.00/1.31元，对应最新PE分别为77/47/36倍（参照2025年4月18日收盘价47.27元）。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

(1) 行业竞争加剧；(2) 新品推广不及预期；(3) 产品迭代不及预期。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	47.27
股票代码：	003010
52周最高价/最低价：	54.0/10.03
总市值(亿)	77.54
自由流通市值(亿)	57.16
自由流通股数(百万)	120.93



分析师：刘文正
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120007
联系电话：

分析师：许光辉
邮箱：xugh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523020002
联系电话：

分析师：徐晴
邮箱：xuqing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523080002
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,217	1,366	1,793	2,516	3,074
YoY (%)	-5.5%	12.3%	31.2%	40.4%	22.2%
归母净利润(百万元)	34	54	100	164	215
YoY (%)	15.6%	60.9%	84.5%	63.7%	31.2%
毛利率 (%)	33.6%	40.2%	46.9%	53.7%	56.9%
每股收益 (元)	0.28	0.45	0.61	1.00	1.31
ROE	3.1%	4.9%	9.1%	13.7%	15.3%
市盈率	168.82	105.04	77.42	47.30	36.06

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 代运营+自有品牌，驱动业绩快速增长	5
1.1. 公司发展历程：代运营起家，自有品牌强势崛起	5
1.2. 主营业务分析：自有品牌占比持续提升	6
1.3. 公司股权结构及管理层分析	8
1.4. 公司财务分析	9
2. 传统代运营需求萎缩，品牌管理接力新需求	11
2.1. 公司代运营起家，聚焦服务于国外品牌	11
2.2. 近年来代运营业务发展受阻，模式亟待升级	12
2.3. 个性化消费背景下，品牌管理业务大有可为	13
3. 自有品牌：代运营全链路能力沉淀，差异化定位带动高速发展	15
3.1. 绞家：定位中高端客群，扩品类驱动持续成长	17
3.2. 保健品：产品力强，内服调养赛道空间广阔	25
4. 投资建议	32
5. 风险提示	33

图表目录

图 1 公司发展历程	6
图 2 公司各业务收入表现	7
图 3 公司各业务毛利率表现	7
图 4 24H1 各品类线上销售占比	7
图 5 24H1 各平台线上销售占比	7
图 6 公司自有品牌产品系列	8
图 7 公司股权结构（截止 24Q3）	8
图 8 公司高管团队	9
图 9 公司营收及归母净利润情况	10
图 10 公司毛利率及净利率表现	10
图 11 公司费用率水平	10
图 12 公司经营净现金流水平	10
图 13 公司代运营业务模式	11
图 14 公司合作品牌及行业情况（截止 20 年 3 月招股书披露）	12
图 15 我国电商代运营市场规模	13
图 16 阿里巴巴 GMV 呈现放缓趋势	13
图 17 上市代运营公司营收增长表现	13
图 18 上市代运营公司归母净利润（单位：百万元）	13
图 19 品牌管理业务 VS 代运营业务	14
图 20 天猫 2022 年双十一婴童类目排行榜	15
图 21 淘宝天猫头皮护理 top 榜单（24 年 9 月）	15
图 22 我国母婴护理市场保持稳定增长	15
图 23 2024 年天猫三季度新入驻品牌环比大幅增长	15
图 24 绞家抖音销售额同比增速	16
图 25 斐萃抖音销售额统计（万元，取区间中值）	16
图 26 绞家发展历程	17
图 27 2019-2024H1 我国衣物洗护市场规模（亿元）	18
图 28 我国洗护行业 TOP5 品牌市占率	18
图 29 2021 年 1-11 月社交电商平台内衣洗液 TOP5	18
图 30 2021 年 1-11 月衣物清洁行业社交电商细分市场	18
图 31 2022 年 8 月抖音内衣洗液销售额 TOP10	19
图 32 2024 年 10 月抖音内衣洗液销售额 TOP 10	19

图 33 我国香氛市场规模预期（亿元）	19
图 34 消费者购买洗衣产品时关注的因素	19
图 35 绽家市场份额有所提升	20
图 36 绽家四季繁花洗衣液定价相对较高	21
图 37 绽家抖音渠道购买者分析	22
图 38 绽家抖音渠道购买者分析	22
图 39 公司自有品牌业务毛利率	22
图 40 绽家产品价格带	22
图 41 公司各平台收入占比	23
图 42 绽家各平台旗舰店粉丝数	23
图 43 明星及主播带货绽家内衣洗衣液	23
图 44 绽家产品中腰部达人宣发文案	23
图 45 绽家抖音平台自播销售额占比	24
图 46 明星及主播带货绽家内衣洗衣液	24
图 47 高收入家庭对更专业的洗护产品支付意愿较强	24
图 48 绽家抖音渠道 SPU 数量保持提升	25
图 49 25Q1 绽家抖音渠道 SPU 数量 VS 蓝月亮	25
图 50 个护家清抖音渠道分价格段产品占比	25
图 51 家清个护市场 CR3	25
图 52 我国保健品市场规模（亿元）	26
图 53 我国保健品人均消费处于较低水平	26
图 54 我国不同细分领域的保健品电商渠道表现情况	26
图 55 跨境保健品第一大消费人群标签	26
图 56 麦角硫因作用效果	27
图 57 含麦角硫因的护肤品	27
图 58 斐萃产品线	28
图 59 斐萃各渠道销售额（万元）	28
图 60 斐萃 25Q1 TOP5 SKU（抖音渠道）	30
图 61 斐萃 25Q1 销售商品价格带分布（抖音渠道）	30
图 62 斐萃小蓝瓶中山三院临床实测	30
图 63 斐萃麦角硫因 6 大专利认真	30
图 64 斐萃抖音直播间销售额主要由小达人贡献	31
图 65 小红书围绕斐萃 28 天打卡实测进行内容种草	31
图 66 2024 年 4 月-2025 年 3 月天猫淘宝、京东、抖音口服美容市场各成分表现	32
表 1 2024 年绽家抖音渠道销售额 TOP5 商品	20
表 2 以麦角硫因为核心成分的保健品对比	29
表 3 公司收入及毛利率预测拆分	33
表 4 可比公司估值	33

1. 代运营+自有品牌，驱动业绩快速增长

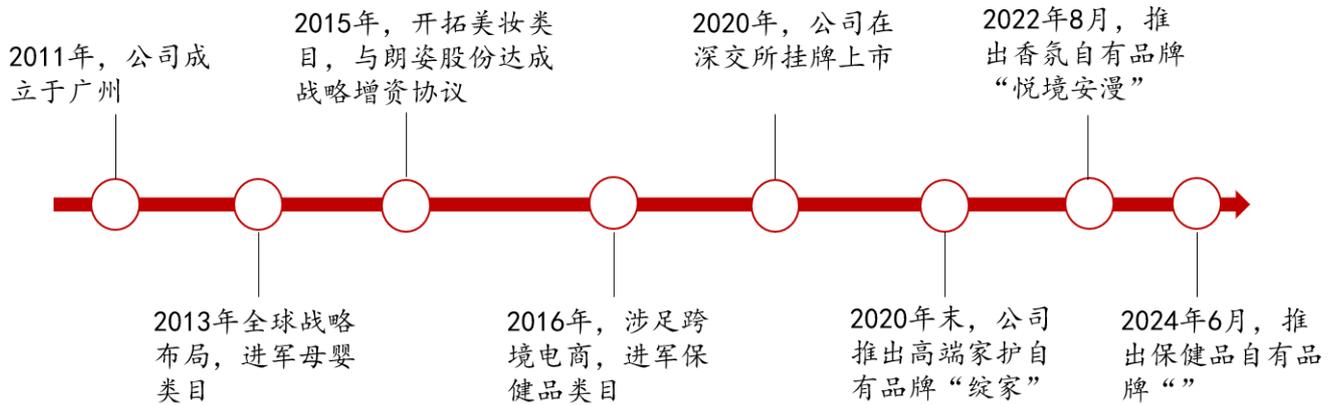
1.1. 公司发展历程：代运营起家，自有品牌强势崛起

2011年成立，期初聚焦电子商务综合服务提供商定位。公司成立于2011年，诞生于广州，以“为全球优质消费品牌链接每个中国消费者”为使命，致力于通过全链路、全渠道的数字化能力，赋能品牌业务的全生命周期增长，主要聚焦于保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等细分行业。公司主要业务包括线上代运营、渠道分销及品牌策划，服务内容涵盖品牌定位、店铺运营、渠道分销、整合营销、数据挖掘、供应链管理。2020年9月，公司登陆深交所，并确立了“广州+上海”的双总部发展格局。

2020年推出自有高端家清品牌“绽家”，打开新成长空间。依托于公司在消费品数字化服务长期沉淀，公司积累了国内外新锐消费品牌客户资源，基于自身深厚的新消费行业洞察力，敏锐捕捉到了高端家清护理市场的潜在需求。公司于2019年陆续收购新西兰美护集团，正式切入自有品牌业务赛道。2020年末，公司推出自有品牌“绽家”、专注于内衣洗护高端品牌脱颖而出，成为现象级大单品。2021年双十一期间，绽家荣登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。随后绽家持续拓展香氛衣物护理喷雾、洗衣凝珠、洗衣液等品类，2024年上半年，公司自有品牌业务实现收入达1.76亿元，同比+67.11%，营收占比提升至22.39%，以绽家为代表的自有品牌业务已经成为公司成长的核心驱动。

自有品牌打造能力持续验证，新消费品牌运营平台型公司初具雏形。除高端洗护、香氛领域外，公司长期深耕保健品行业，2024年下半年推出“斐萃”保健品品牌，以抗衰新贵麦角硫因为核心成分，2025年起持续放量增长。公司依托于在电商代运营行业长期深厚积累，在选品、营销、运营等方面形成了成熟机制，在自有品牌打造方面展现出了强大的赋能实力，实现从1-N的持续突破，让我们看到了公司在新消费品牌创造方面的独特know-how，新消费品牌运营平台型公司初具雏形。

图 1 公司发展历程



资料来源：百度百科，公司公告，华西证券研究所

1.2. 主营业务分析：自有品牌占比持续提升

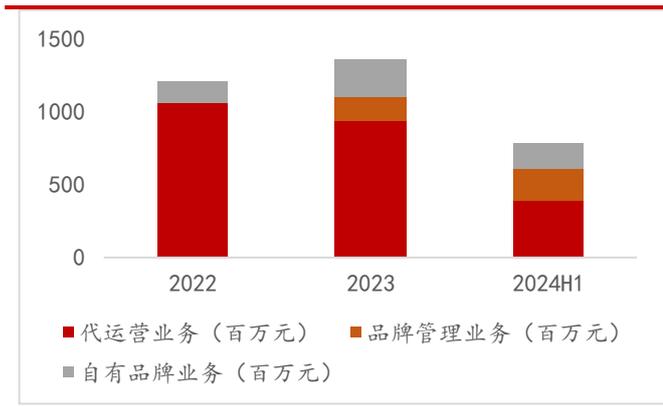
根据公司 24H1 财报，公司目前主营业务包括：代运营业务、品牌管理业务和自有品牌业务。从收入占比来看，分别为 49.69%、27.92%和 22.39%。自有品牌业务收入占比短期内呈现快速提升趋势。

品牌管理业务：公司引入优质消费品品牌和产品，全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，拥有该地区的销售定价权和客户资源。根据合作模式的不同分为总代、经营权买断及合资品牌三类。总代模式下目前公司运营的品牌包括强生旗下艾惟诺、拜耳旗下康王、Floradapt 及 Grass&co 等。自 2022 年公司开展该业务以来，品牌管理收入增长快速，收入占比从 23 年的 11.7%大幅提升至 24H1 的 27.9%。

代运营业务：主要包括店铺代运营、渠道分销及品牌策划。店铺代运营业务是公司品牌方在天猫、京东、拼多多、抖音等第三方电商平台运营品牌旗舰店，盈利模式根据结算方式不同，分为零售模式和服务费模式。渠道分销是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，盈利模式主要为购销差价。品牌策划是公司基于品牌方的营销需求，以提升品牌热度为目标而提供数字营销服务，盈利模式为品牌策划服务费。代运营业务近年来发展呈现放缓态势，我们认为主要系传统电商流量见顶，附加值偏低的代运营业务市场竞争趋于加剧。24H1 公司代运营业务收入占比为 49.7%。

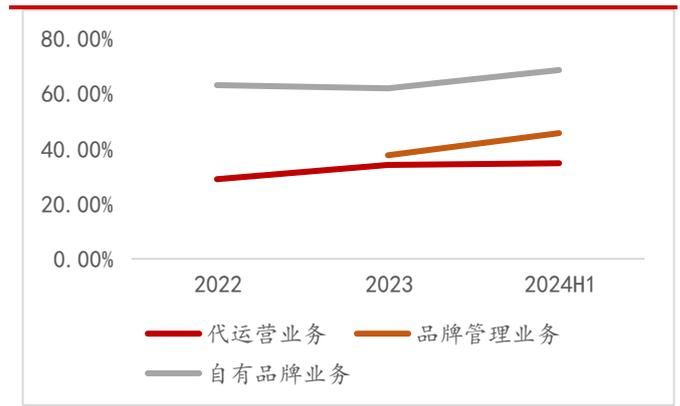
自有品牌业务：目前公司自有品牌包括“绽家”、“斐萃”等。绽家产品主要包括内衣洗液、香氛衣物喷雾、香氛洗衣凝珠等一系列深受消费者喜爱的高端家清明星产品。斐萃主打“口服抗衰老”保健品。自有品牌业务盈利模式主要为产品 DTC 销售和分销利润（线上渠道为主）。近年来公司自有品牌业务发展呈现加速态势，24H1 自有品牌业务收入占比达 22.39%。

图 2 公司各业务收入表现



资料来源: wind, 华西证券研究所

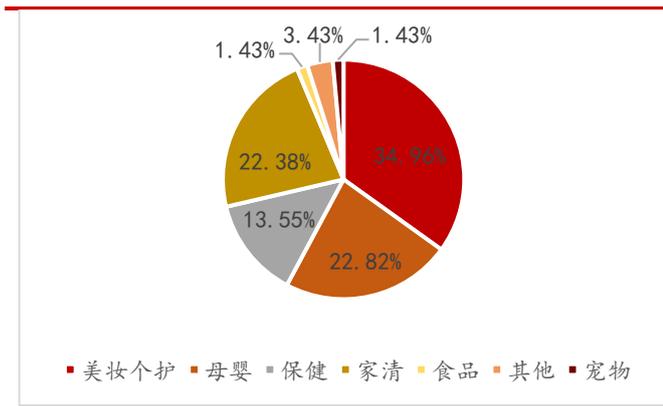
图 3 公司各业务毛利率表现



资料来源: wind, 华西证券研究所

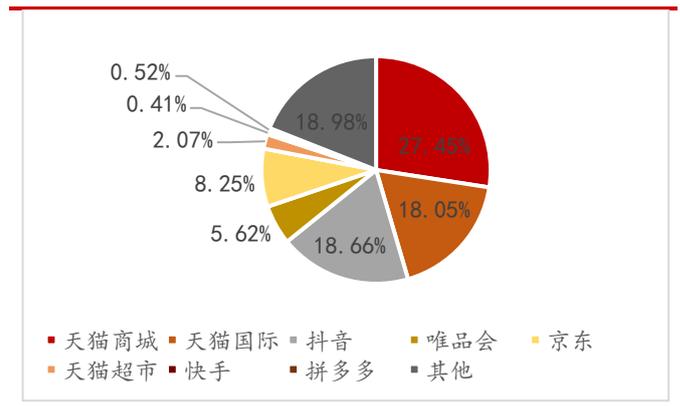
根据 24H1 财报数据, 公司目前各品类线上销售占比拆分来看, 美妆个护、母婴、家清等占比相对较高。从线上渠道拆分来看, 目前公司在天猫商场、天猫国际、抖音占比较高, 分别为 27.45%、18.05%和 18.66%。

图 4 24H1 各品类线上销售占比



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 24H1 各平台线上销售占比



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 公司自有品牌产品系列

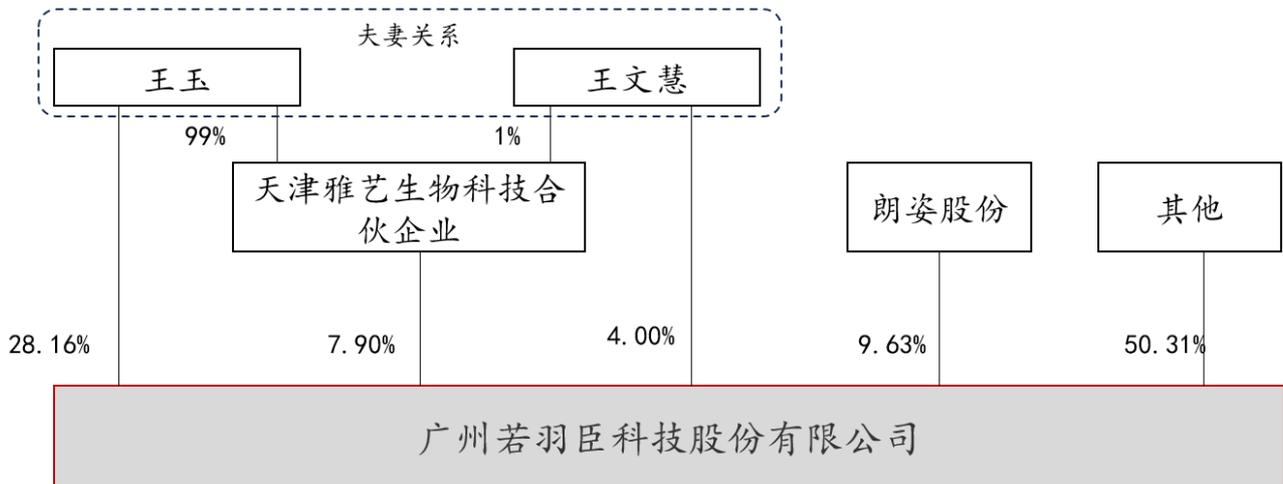


资料来源：淘宝旗舰店，华西证券研究所

1.3. 公司股权结构及管理层分析

截止到 24Q3，公司实际控制人为王玉，直接持股比例为 28.16%，王玉妻子王文慧直接持股 4%，此外双方还通过天津雅艺生物科技合伙企业间接持股公司 7.90%股份，双方合计持有上市公司 40.06%股权。

图 7 公司股权结构（截止 24Q3）



资料来源：wind，华西证券研究所

管理层方面，董事长兼总经理王玉为公司创始人，2011 年创办公司，长期深耕品牌代运营及零售市场；副总经理徐晴从创业初期便加入公司，从基层做到副总经理，

伴随公司一路成长壮大；而财务总监兼董事会秘书罗志青也是在 2012 年便加入公司。公司高管团队长期稳定。

图 8 公司高管团队

姓名	职位	年龄	简介
王玉	董事长	40	2011年5月至2015年5月担任若羽臣有限公司执行董事兼总经理；2015年5月至今担任公司董事长、总经理。
徐晴	副总经理	37	自2012年2月至2013年5月担任若羽臣有限项目经理；2013年6月至2014年6月担任若羽臣有限运营经理；2014年7月至2015年3月担任若羽臣有限商务拓展中心总监；2015年4月至2015年7月担任若羽臣有限副总经理；2015年7月至今担任公司董事、副总经理，现兼任上海京京业营销策划顾问有限公司、纽益倍（上海）贸易有限公司、若羽臣株式会社执行董事，广州海通达信息科技有限公司与广州京旺网络科技有限公司执行董事、经理，香港宝莉国际品牌管理有限公司董事。
罗志青	副总经理、财务总监、董事会秘书	42	自2006年9月至2010年7月担任广州联悦信息科技有限公司财务经理；2010年10月至2012年12月担任广州库巴电子科技有限公司华南区财务经理；2012年12月至2015年7月担任若羽臣有限财务经理；2017年4月至今担任公司董事会秘书；2018年9月至今担任公司副总经理；2021年2月至2021年9月、2022年1月至今担任公司董事；2015年7月至2021年9月、2022年9月至今担任公司财务总监。

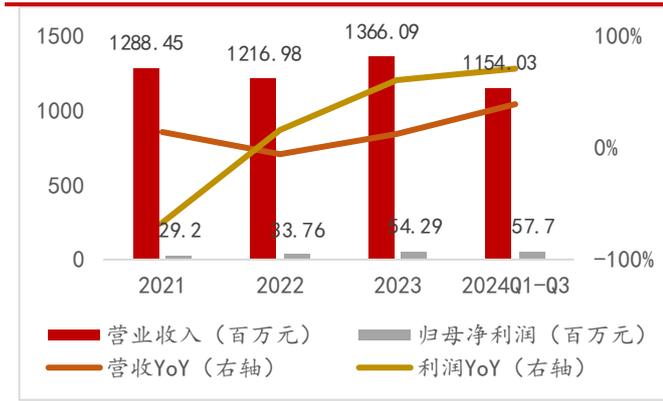
资料来源：wind，华西证券研究所

1.4. 公司财务分析

自 2022 年公司自有品牌业务、品牌管理业务快速发展以来，公司收入及利润均呈现快速增长态势。2024 年 1-3Q 公司实现营收及归母净利润分别为 11.54 亿元和 5770 万元，同比+39.25%和+71.08%。毛利率和归母净利率方面，21 年以来公司毛利率及归母净利率快速提升，2024 年 1-3Q 毛利率和归母净利润分别为 46.50%和 5.00%，同比分别提升 6.26pct 和 1.03pct。

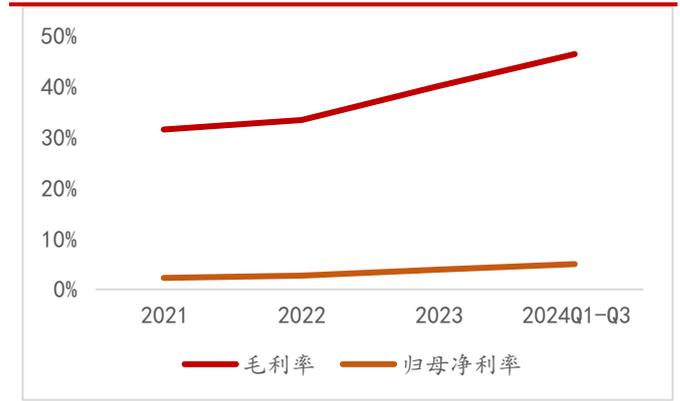
三费率方面，由于自有品牌及品牌管理业务的快速增长，公司销售费用率过去 3 年有较大提升，而管理费用率小幅下滑。现金流方面 2024Q1-Q3 公司经营活动净现金流为 2.05 亿元，较 2023 年显著改善。

图 9 公司营收及归母利润情况



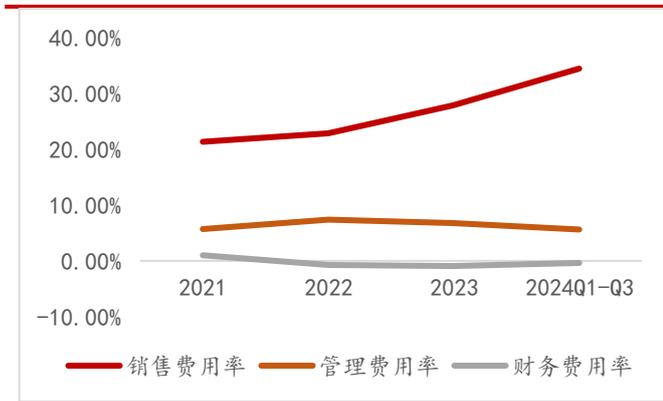
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 10 公司毛利率及净利率表现



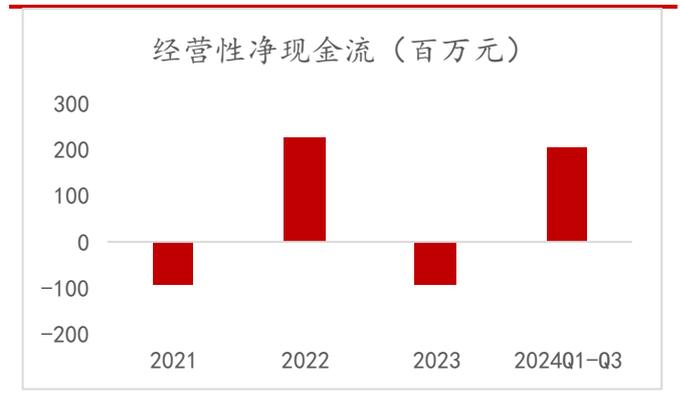
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 公司费用率水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 公司经营净现金流水平



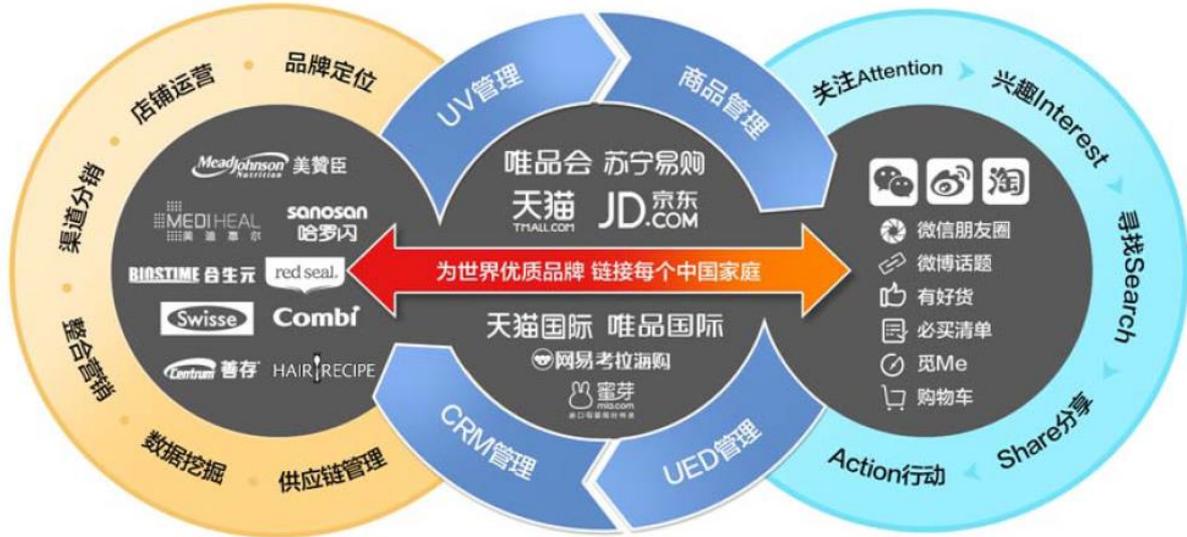
资料来源: wind, 华西证券研究所

2. 传统代运营需求萎缩，品牌管理接力新需求

2.1. 公司代运营起家，聚焦服务于国外品牌

传统线上代运营模式主要基于品牌方授权在天猫、京东等第三方电商平台运营品牌旗舰店，公司可提供品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、供应链管理等服务，亦可根据品牌方或其授权代理商需求提供前述服务的特定组合。线上代运营业务分为零售模式和服务费模式，两种模式下公司提供的服务内容基本一致。

图 13 公司代运营业务模式



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

从合作的品牌商来看，根据公司 20 年招股说明书披露，2019 年前三季度，公司合作的品牌数量达 86 个，其中国际品牌数占比 91.86%，主要聚焦于母婴、美妆个护、保健品品类。我们认为，公司从服务于外资品牌起家，在海外品牌拓展、全链路品牌运营管理等方面积累了突出的 know-how，也为后期拓展品牌管理业务以及自有品牌业务奠定了坚实基础。

图 14 公司合作品牌及行业情况（截止 20 年 3 月招股书披露）

	母婴品类	美妆个护品类	保健品品类	其他品类	
欧洲 美国	 	 	 	 	
日本 韩国	 	 			
澳大利亚 新西兰			 		
中国		 			

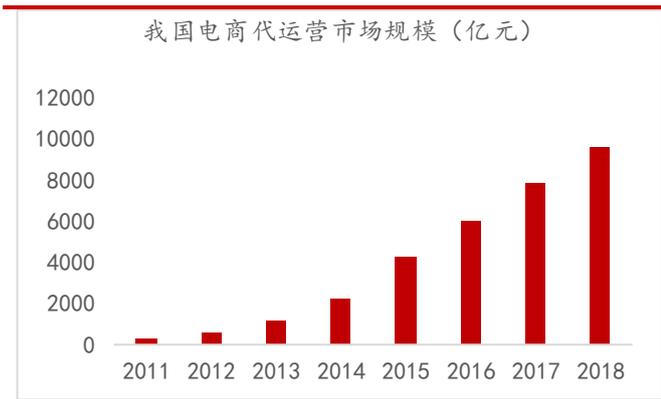
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.2. 近年来代运营业务发展受阻，模式亟待升级

2011-2020 年，我国电商业务蓬勃发展，消费升级的带动下，新品牌层出不穷，海外品牌也在加速开拓我国电商渠道。由于缺乏必要的团队和经验，品牌商多选择代运营企业搭建电商模块，快速切入电商渠道，这为代运营行业带来了行业发展红利期，期间若羽臣、壹网壹创等一批头部代运营公司都实现了快速发展。

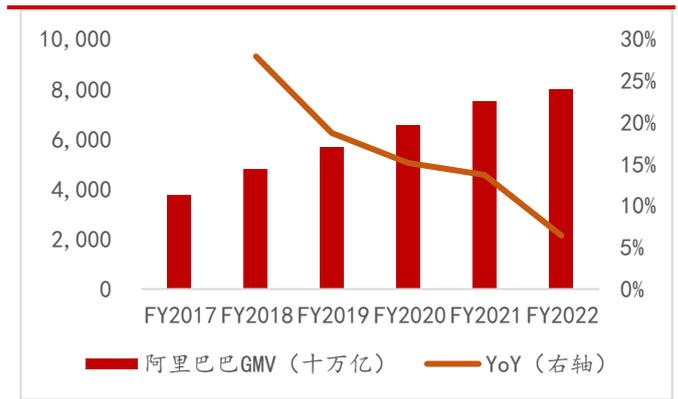
2020 年之后，以天猫为代表的传统电商发展进入瓶颈期，一方面是电商渗透率趋于饱和，另一方面消费降级背景下，以拼多多、抖音为代表的新电商模式快速崛起，对传统货架电商模式发起较大冲击，代运营模式面临较大挑战。此外，消费需求低迷下品牌方营销投放收缩，品牌商也在各自建立自有电商部门和团队，力争营销环节能够自主可控和成本优化，这也使得市场对代运营模式的价值壁垒产生一定质疑。

图 15 我国电商代运营市场规模



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 16 阿里巴巴 GMV 呈现放缓趋势



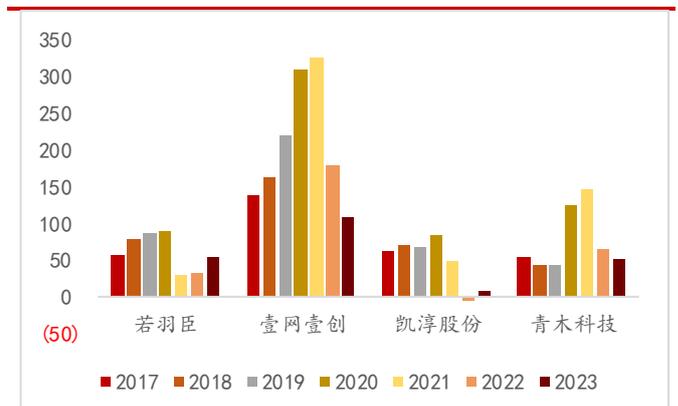
资料来源：wind，华西证券研究所

图 17 上市代运营公司营收增长表现



资料来源：wind，华西证券研究所

图 18 上市代运营公司归母净利润 (单位：百万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

公司近年来代运营业务发展呈现放缓态势，2024H1 公司代运营业务实现营收 3.91 亿元，同比下滑 17.82%，代运营业务呈现持续小幅下滑态势，而品牌管理业务却异军突起，成为公司品牌营销及零售新的增长点。

2.3. 个性化消费背景下，品牌管理业务大有可为

公司自 2023 年开始，积极拓展品牌管理业务，相较于品牌代运营，品牌管理业务赋予公司更大的自主运营权，特定区域和一段时间内享有品牌的专营权，并拥有该区域的销售定价权和客户资源。品牌管理业务适用于海外优质新消费品牌及产品，可以充分利用公司长期积累的消费品品牌数字化管理经验，助力新品牌和产品完成跨越式发展。

图 19 品牌管理业务 VS 代运营业务

	品牌管理	代运营
权限差异	拥有更大的自主权。全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源。	公司基于授权代理商的授权在特定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。一般不拥有产品定价权和客户资源。
合作模式	总代、经营权买断以及合资品牌三种类型。	店铺代运营、渠道分销及品牌策划
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。	分为零售模式和服务费模式。零售模式下，公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，盈利来源体现为货品的购销差价；服务费模式下，公司一般不向品牌方或其授权代理商采购货物，主要根据客户的不同服务需求向其收取运营服务费。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司品牌管理业务合作品牌拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌销售全面开花。根据公司 24H1 财报，上半年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；新品夏季冷萃霜上线 4 个月全渠道销售破 30 万件；夏季主推系列产品婴儿洗发沐浴露全渠道售出超 80 万件。康王上半年全网销售同比增长 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%，上半年稳居天猫头皮护理品牌榜 TOP4。抖音官方旗舰店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，防脱洗发水稳居养护洗发水好价榜 TOP1。

受核心合作品牌的快速增长带动，公司品牌管理业务迅猛增长，24H1 营业收入 21,977.65 万元，营收占比从 2023 年年底 11.75% 提升至 27.92%。

图 20 天猫 2022 年双十一婴童类目排行榜

婴童护肤 TOP 10		宝宝洗浴 TOP 10	
排名	品牌名称	排名	品牌名称
1	普诺博宝贝	1	普爱
2	Aveeno/艾惟诺	2	EMXEE/福熙
3	DEXTER/戴可思	3	Aveeno/艾惟诺
4	松达	4	红色小象
5	贝亲/Pigeon	5	Purcotten/全棉时代
6	Mama&Kids	6	YEEHOO/英氏
7	Evereden	7	贝亲/Pigeon
8	红色小象	8	bodcrme/贝德美
9	Giving/启初	9	Mama&Kids
10	mustela	10	DEXTER/戴可思

资料来源：儿研所 Club，华西证券研究所

图 21 淘宝天猫头皮护理 top 榜单（24 年 9 月）

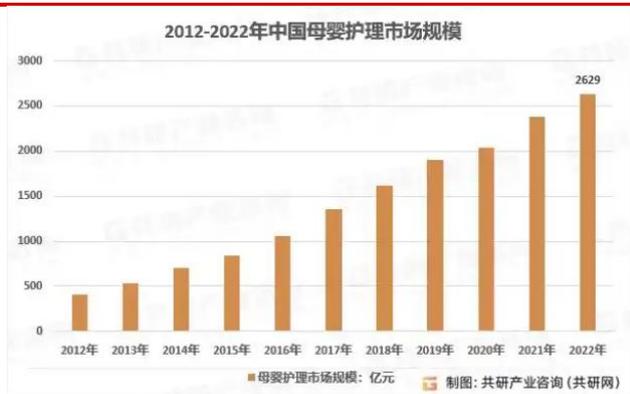
MAT2024年9月 淘宝天猫头皮护理类TOP10品牌			
排名	品牌	商品均价 (元)	市场份额
1	kerastase/卡诗	355.0	13.8%
2	rene furterer/馥绿德意	409.0	11.0%
3	grow gorgeous	401.3	5.2%
4	韩伦美司	142.0	5.0%
5	康王	341.2	4.7%
6	lorane/康如	262.9	4.7%
7	off&relax	193.0	4.4%
8	folliculo/密思丝密	1973.5	3.5%
9	aveda/艾凡达	136.3	3.4%
10	mentholatum/曼秀雷敦	257.8	2.7%

资料来源：化妆品报，华西证券研究所

根据中国网科技报道，2024 年三季度天猫新入驻品牌环比大涨 70%，其中，9 月入驻品牌最多，环比 8 月大增 239%。海外品牌也在持续加码中国市场，前三季度有 1700 多海外商家在天猫国际开出中国首店。天猫已经越来越成为国际品牌进入中国市场的首选。

我们认为，品牌管理业务的机会在于，一方面是国内母婴护理、美妆、保健品等新消费市场不断趋于细化，个性化需求突出。另一方面是海外众多优质细分品牌想要打开国内市场，但在国内市场营销及渠道方面不具备相关经验和较大投入的能力。品牌管理业务很好地满足了这一需求，极大降低了海外优质细分品牌进入国内市场的门槛。而对于若羽臣来说，在品牌营销及零售方面具备了更大的自主权，可以充分利用自身长期积累的品牌全链路运营能力，最大化提升新消费品牌声量，实现更好的 ROI。

图 22 我国母婴护理市场保持稳定增长



资料来源：共研产业咨询，华西证券研究所

图 23 2024 年天猫三季度新入驻品牌环比大幅增长

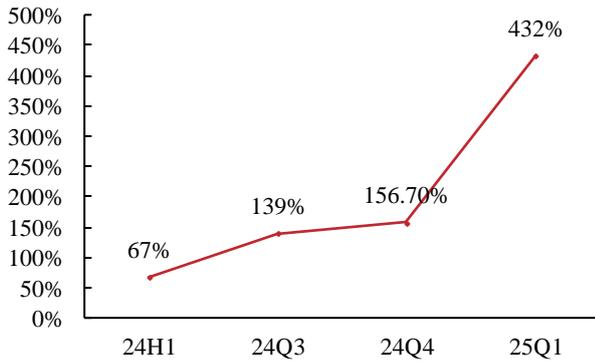


资料来源：中国网科技，华西证券研究所

3. 自有品牌：代运营全链路能力沉淀，差异化定位带动高速发展

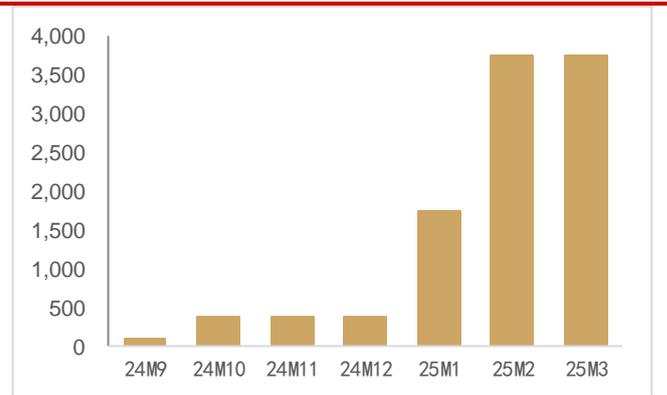
公司自有品牌快速起量。公司目前自有品牌业务主要集中在两个品牌：1) 家清品牌绽家；2) 保健品品牌斐萃。绽家品牌自 2020 年末引入中国，根据深氦新消费报道，上线一年全网销售额及突破 8000 万元，2024 年上半年公司自有品牌业务实现收入 1.76 亿元（主要由绽家贡献）；斐萃（FineNutri）品牌自 2024 年下半年推出，上线首月抖音销售额突破 1000 万元，2025 年年初以来持续放量，根据蝉妈妈数据，2025 年 Q1 斐萃抖音销售额在 5000 万元-7500 万元，环比增长 604%。

图 24 绽家抖音销售额同比增速



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 25 斐萃抖音销售额统计（万元，取区间中值）



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 26 纹家发展历程

年份	事件
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	若羽臣收购新西兰美护集团旗下 LYCOCELLE 品牌，获得其品牌所有权
2020 年	若羽臣以“纹家”为中文名将 LYCOCELLE 品牌正式引入中国市场，以子公司“摩亚方舟”作为运营主体公司，实现品牌在中国的运营和生产
2021 年	纹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	纹家 LYCOCELLE 荣获“2022 年度天猫金妆奖新锐之星品牌奖”
	纹家 LYCOCELLE 入选 2022 年度上海网络新消费品牌榜单 TOP50
	纹家 LYCOCELLE 入选 FUTURE 2022 消费新势力名单，获评高潜力消费品牌
	纹家入选腾讯 2022「域见超新星」新锐品牌榜单 - 行业新星品牌日百家清行业
2023 年	纹家入选新妆大赏 2022 - 2023 年度内生力品牌
	纹家荣登第三届毕马威中国消费 50 企业榜单 - 赛道特别奖
	纹家入选 2023 消费新势力年度品牌榜

资料来源：公司官网，华西证券研究所

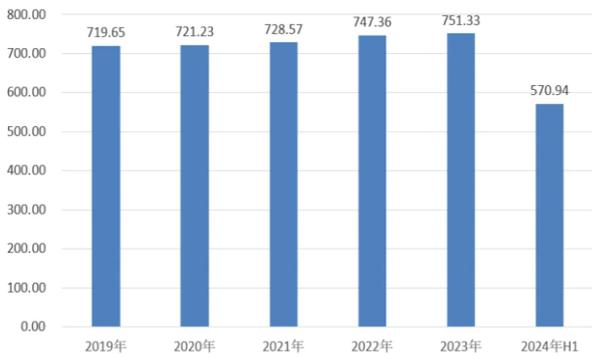
总结公司自有品牌培育成功的原因，我们认为有如下因素：1) 选品方面，挖掘较为成熟的消费品中高速成长的细分赛道，推出差异化单品；2) 定价方面，定位中高端客群，高毛利为产品营销提供基础；3) 营销方面，代运营全链路能力沉淀，公司在内容种草、达人宣传、多平台联动等方面形成完整打法。后文我们分别针对纹家和斐翠进行展开阐述。

3.1. 纹家：定位中高端客群，扩品类驱动持续成长

3.1.1. 选品策略：抓住嗅觉经济，以内衣洗液打开市场

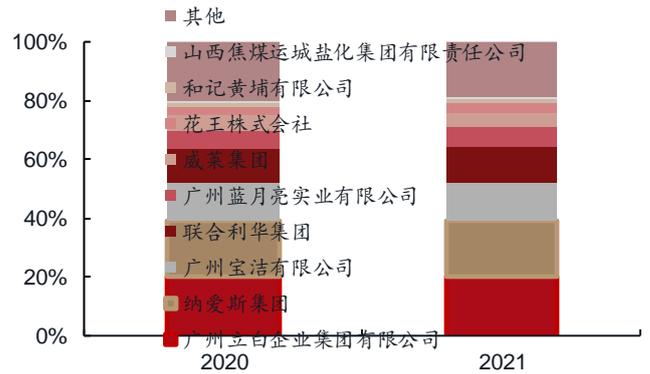
洗衣液行业竞争格局历经数十年发展，竞争格局较为稳固。根据前瞻产业研究院数据，2023 年我国衣物洗护市场规模约 751 亿元，市场竞争格局相对稳定。根据英敏特数据，我国衣物洗护行业前三名分别为立白、纳爱斯、宝洁，2020-2021 年 CR3 均超过 50%且基本保持稳定。

图 27 2019-2024H1 我国衣物洗护市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华西证券研究所

图 28 我国洗护行业 TOP5 品牌市占率



资料来源: 英敏特, 华西证券研究所

2020 年以前内衣洗为相对空白的细分市场, 以新锐品牌为主。根据果集数据, 2021 年之前内衣洗液属于衣物洗护领域的偏小众市场, 市场份额相对较低。消费升级叠加健康意识的提升, 内衣洗液市场开始放量增长, 2021 年初开始市场规模直线上升。根据 2021 年社交电商内衣洗液 TOP5 品牌来看, EVERSHINE、标奇、植护等新锐品牌抢先发力。

图 29 2021 年 1-11 月社交电商平台内衣洗液 TOP5

		TOP 1	TOP 2	TOP 3	TOP 4	TOP 5
抖音	品牌	EVERSHINE	标奇	植护	立白	惠寻
	市场份额	50.54%	21.07%	6.19%	1.94%	1.49%
快手	品牌	欧秀妮	南极人	植护	任佰	鲜美物语
	市场份额	13.23%	13.19%	9.39%	4.37%	4.19%

资料来源: 果集, 华西证券研究所

图 30 2021 年 1-11 月衣物清洁行业社交电商细分市场



资料来源: 果集, 华西证券研究所

绽家以内衣洗液这一品类进入市场, 卖点具备差异化, 市场份额迅速提升。绽家品牌 2020 年末进入中国市场, 主推内衣洗液这一品类, 主打天然成分+特调香氛+靶向分解长效防护技术, 与竞品呈现差异化卖点。在成分方面, 品牌定位源自新西兰的高端自然植萃品牌, 新西兰卡瓦油+蓝桉叶精油具备高清洁力并对敏感性皮肤友好; 香型方面, 邀请国际调香师以四季为主题调制香型, 如“桂花与清酒”(东方清甜)、“与白檀”(木质优雅), 留香长达 120 小时。2021 年(推出首年)绽家获得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; 后续市场份额迅速取得突破, 根据钹镜数据, 2022 年 8 月绽家位列抖音内衣皂/内衣洗涤剂销售额第 7 名, 2024 年 10 月进一步上升至第三名。

图 31 2022 年 8 月抖音内衣洗液销售额 TOP10



资料来源: 铭镜, 华西证券研究所

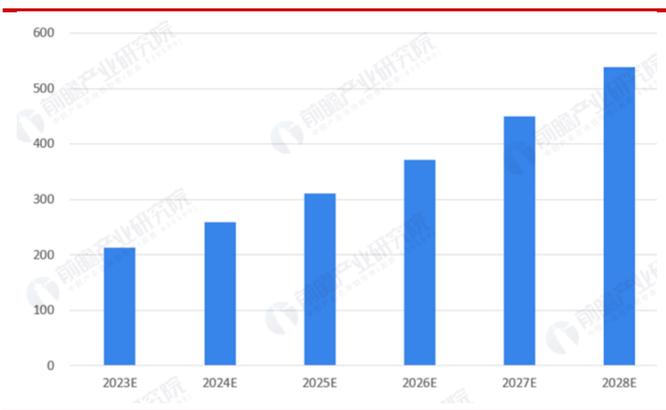
图 32 2024 年 10 月抖音内衣洗液销售额 TOP 10



资料来源: 星图, 华西证券研究所

嗅觉经济在洗护领域快速崛起, 公司围绕香氛持续扩品类。公司的内衣洗液卖点之一即为特调香型, 根据小红书 2023 年洗护行业用户洞察报告, 64%的消费者在选购洗衣产品时会将香味纳入考量因素。后续绽家相继推出了香氛衣物喷雾、香氛洗衣凝珠和香氛地板清洁水等多款爆品。

图 33 我国香氛市场规模预期 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华西证券研究所

图 34 消费者购买洗衣产品时关注的因素



资料来源: 小红书 2023 年·洗护行业用户洞察报告, 华西证券研究所

随着品类扩张, 绽家在衣服洗护领域市场份额快速提升。2020 年底绽家进入中国市场, 根据英敏特数据, 2023 年绽家在我国衣物洗护市场市占率跻身前十, 市场份额约 0.5%, 同比提升约 2pct。根据蝉妈妈数据库, 2024 年绽家销售额前五名的单品分别为四季繁花香氛洗衣液、地板清洁剂、内衣裤专用洗衣液、香氛喷雾和洗衣凝珠。

图 35 绽家市场份额有所提升

生产商	重点品牌	2022 年份额 (%)	2023 年份额 (%)	2022 - 23 百分点变化
联合利华集团	奥妙、金纺、花木星球	9.9	10.1	0.2
广州蓝月亮实业有限公司	蓝月亮	9.6	9.4	-0.2
广州立白企业集团有限公司	立白、好爸爸	7.7	9.4	1.7
广州宝洁有限公司	汰渍、碧浪、Downy	9.5	9.3	-0.2
威莱（广州）日用品有限公司	威露士、妈妈壹选、菁华、威洁士	9.5	7.7	-1.8
纳爱斯集团	雕牌、超能	4	4.6	0.6
利洁时集团	滴露、Vanish	1.6	1.7	0.1
湖北活力集团有限公司	活力 28	1.1	0.9	-0.2
广东丹姿科技有限公司	蔬果园	0.9	0.9	0.1
广州若羽臣科技股份有限公司	绽家	0.3	0.5	0.2
其他	-	45.9	45.6	-0.3

资料来源：英敏特， 华西证券研究所

表 1 2024 年绽家抖音渠道销售额 TOP5 商品

产品	容量	单品售价/元	每 100ml 或 1kg 售价	功效	适用对象
四季繁花香氛洗衣液	1700ml（单桶）	99.9	5.88	去污、除螨、持久留香	棉麻织物
绽家地板清洁剂	750ml	69.9	9.32	清洁地板	各种地板
绽家轻松搓洗除菌抑菌香氛内裤专用洗衣液	200ml（单瓶）	24.75	12.38	除菌、抑菌、清洁	内衣裤
香氛喷雾	200ml	69	34.5	除臭	衣物床品
六合一洗衣凝珠	70 颗（含赠品 10 颗）	99.9	1.67	持久留香、去污、护色、纤维养护、柔顺	丝绸/毛料、棉麻织物、贴身内衣、婴儿衣物、通用

资料来源：蝉妈妈， 华西证券研究所

3.1.2. 定价策略：定位中高端客群，保持高毛利

横向对比来看，公司定位中高端洗护品牌，定价相对较高。我们对比衣物洗护头部品牌热门商品的定价，根据蝉妈妈数据（抖音渠道）统计，绽家四季繁花香氛洗衣液每 100ML 价格为 58 元，高于蓝月亮、立白、奥妙、滴露等品牌。

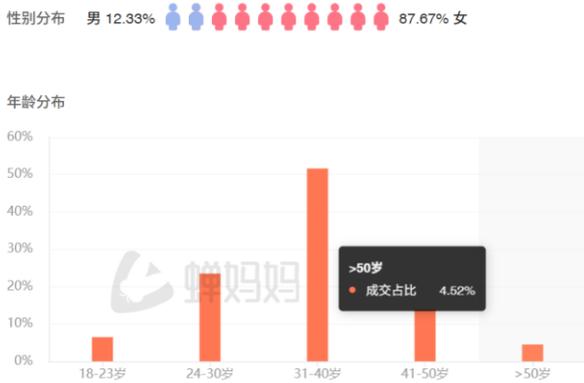
图 36 绽家四季繁花洗衣液定价相对较高

品牌	抖音官方旗舰店粉丝/万	国家	产品名称	含量	单品均价/元	每100ml或1kg售价	特点
绽家	62.2	新西兰	四季繁花香氛洗衣液（自用2桶装）	1.7kg（单桶）	99.9（总价/2桶）	58.24	去污、除螨、持久留香
蓝月亮	1982.8	美国	深层洁净护理洗衣液（促销组合装1瓶2kg+4瓶1kg）	1kg（取单位最小含量）	13.32（总价/单位最小含量）	13.32	去污
立白	682.7	中国	立白大师香氛洗衣液（促销组合装2瓶2kg+4袋500g+3瓶内衣洗80g）	2kg（取销售额最高的独立单品）	32（总价/总重量*2kg）	16	持久留香、去污
奥妙	81	英国	除菌除螨洗衣液（促销组合装950g*3+3kg+400g*6+400g金纺*2+香氛1.8kg）	1kg（取销量组合最多的独立单品）	11.05（总价/总重量）	11.05	除菌
滴露	143.5	英国	滴露消毒液（750ml+1.8L组合装）	1800ml（取销售额最高的单品）	37.37（总价/总量*1.8L）	20.76	消毒

资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

绽家产品核心受众为31-40岁一线及新一线城市女性，支付能力较强。根据蝉妈妈统计，绽家消费者女性客群占比88%，其中31-40岁消费者占比超过50%，按地域分布来看，一线及新一线城市占比较高，前五大城市为上海、北京、深圳、天津、杭州。核心受众经济能力较强，对价格敏感度相对较低，对“精致生活”、“香氛疗愈”等概念新品支付意愿较强。

图 37 绽家抖音渠道购买者分析



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

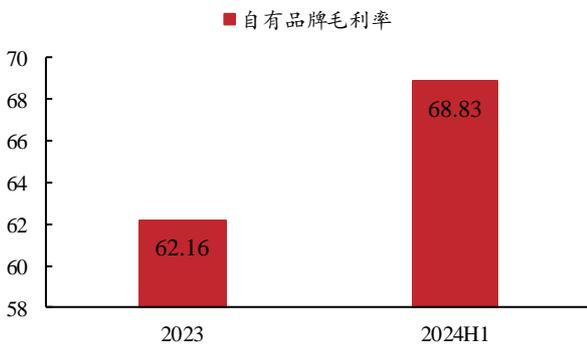
图 38 绽家抖音渠道购买者分析



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

绽家毛利率相对较高，净利率呈现健康水平。根据蝉妈妈数据显示，25Q1 绽家在售商品单价主要在 100-300 元区间，高客单价保障了其高毛利率水平。2024H1 公司自有品牌毛利率为 68.83%，根据公司 2024 半年报，公司子公司摩亚方舟（上海）（经营公司自有品牌业务）净利率 5%。我们认为品牌发展初期对研发、投流等投入要求较高，随着规模优势释放，绽家净利率有望持续优化。

图 39 公司自有品牌业务毛利率 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 40 绽家产品价格带

价格带分布
LYOCCELLE/绽家，全部品类，01/01-03/31

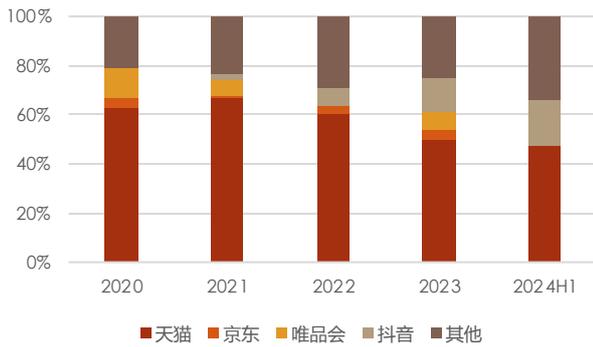
名称	商品数	销售额	销量
>6000元	0	0	0
1000-5000元	0	0	0
500-1000元	0	0	0
300-500元	12	750w-1000w	2.5w-5w
100-300元	142	1亿+	50w-75w
50-100元	74	1000w-2500w	25w-50w
10-50元	37	500w-750w	10w-25w
0-10元	4	7.5w-10w	1w-2.5w

资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

3.1.3. 营销推广：代运营业务能力沉淀，全渠道联动

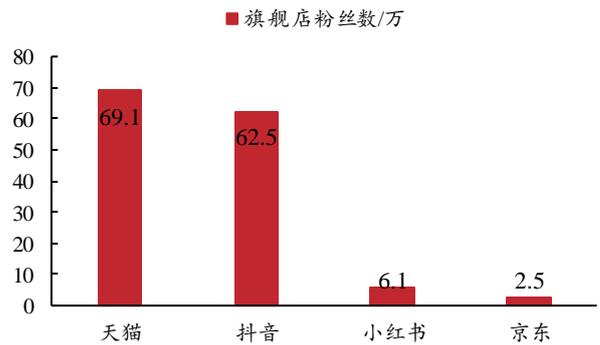
公司代运营业务覆盖大部分主流电商平台，产品运营经验丰富。公司业务涵盖天猫、京东、唯品会、抖音、小红书等主流电商平台，拥有多平台联动运营经验，2020-2024 年公司的渠道结构趋于均衡，对单一平台依赖度降低。绽家目前在天猫、抖音、小红书、京东均开设旗舰店，天猫、抖音官方旗舰店分别有 69 万、62 万粉丝。

图 41 公司各平台收入占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 42 绽家各平台旗舰店粉丝数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

达人带货与内容种草全面铺开。绽家以小红书作为产品种草基地，内容种草不局限于图文，还有定制的话题、视频、互动活动和直播。初期会围绕产品卖点精准推送关键词（如内衣洗液为白雪公主洗衣液、赵露思白雪公主等），根据 36Kr 报道，绽家新品推广素材既有品牌自己制作的，也有用户参与共创的，这样既保证了内容的权威性，又增加了内容的趣味性和可信度，每月联合用户共创的优质内容达 100+ 条。在新品冷启动期，绽家并未找头部 KOL 或者明星，而是先找腰部 KOL 和 KOC 进行内容合作。先通过她们发布一些产品内容，测试哪些文章具备成为爆款的潜力，再针对性地去找头部达人（赵露思、奚梦瑶、伊能静等），从而提升投流宣发的 ROI。

图 43 明星及主播带货绽家内衣洗液



资料来源：36Kr，华西证券研究所

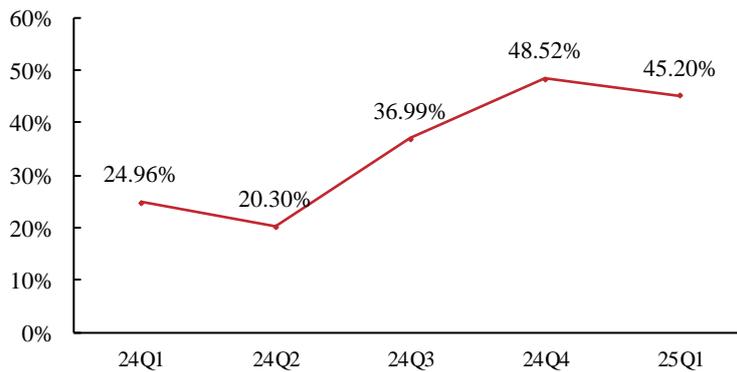
图 44 绽家产品中腰部达人宣发文案



资料来源：36KR，华西证券研究所

组建自播团队，自播销售额占比逐渐提升。联合达人带货的同时，公司也注重自身对产品的运营能力建设。根据蝉妈妈数据，绽家抖音渠道销售额自播销售额占比从 24Q1 的 25% 提升至 24Q4 的 49%。公司对达人带货依赖度较低，聚焦产品力，构筑自身竞争力。

图 45 绽家抖音平台自播销售额占比



资料来源：蝉妈妈， 华西证券研究所

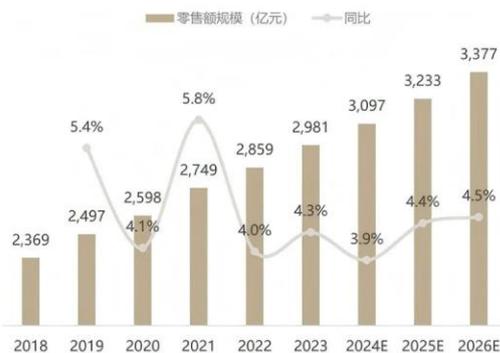
3.1.4. 长期发展：行业天花板较高，扩品类空间广阔

泛家清行业规模超过 2000 亿元，产品向多元化、精致化发展。根据 36Kr 报道，泛家清（厨房清洁、衣物清洁等）2023 年市场规模 2981 亿元。行业消费向多元化、专业化、精致化发展，根据 36KR 报道，中高端客群（家庭月收入 2.4 万以上）对内衣洗护、内衣柔顺、留香珠等产品支付意愿较高。

图 46 明星及主播带货绽家内衣洗护

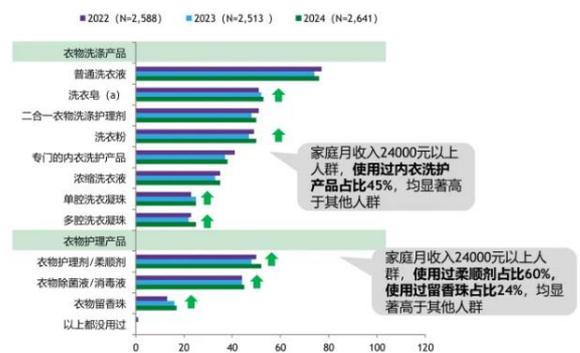
图 47 高收入家庭对更专业的洗护产品支付意愿较强

2018-2023年中国家清产业市场规模及趋势预测



资料来源：《2024 家清产业带趋势洞察》，华西证券研究所

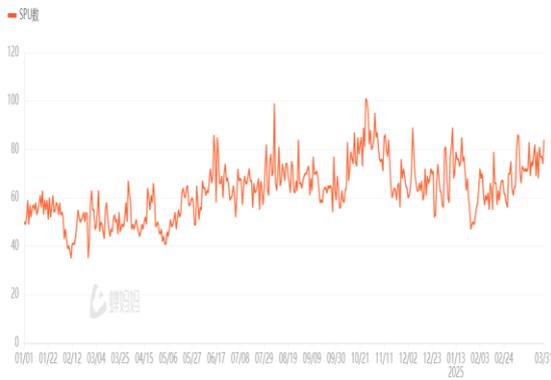
中国：衣物洗护用品的使用情况，2022年-2024年



资料来源：日化智云，华西证券研究所

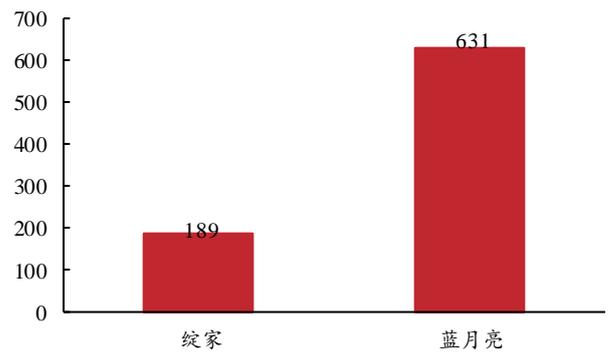
绽家品类持续扩张，未来仍有较大空间。根据蝉妈妈数据，绽家日销 SPU 数量由 24 年年初的 50 个左右上升至 25 年 3 月底的 80 个左右，品类持续扩充。25Q1 绽家品牌累计销售商品 SPU 数量为 180 个，同期蓝月亮 SPU 数量由 631 个。我们认为绽家扩品类仍有较大空间。

图 48 绽家抖音渠道 SPU 数量保持提升



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 49 25Q1 绽家抖音渠道 SPU 数量 VS 蓝月亮



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

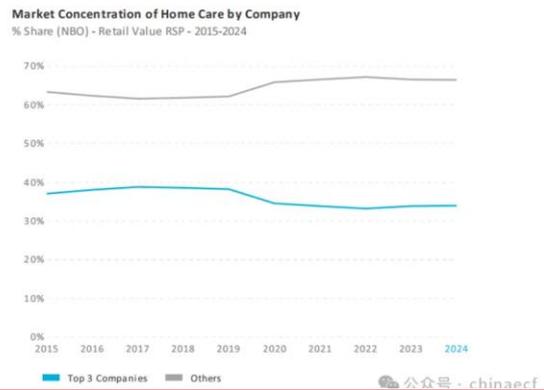
中高端家清市场竞争格局好于大盘，公司有望持续获得市场份额提升。根据有米有数发布的报告，2024 下半年抖音家清个护电商销售额中中高端商品（价格高于 100 元，为绽家商品主要价格带）销售额占比 20% 左右，按此比例计算 2024 年中高端家清市场规模约 619 亿元。根据魔镜数据库统计，2024 年公司在中高端家清市场市占率尚不足 1%，未来仍有较大提升空间。由于中高端家清市场对原料、宣发等方面投入要求更高，故我们认为行业竞争格局好于大盘，龙头有望取得较高的市场份额。根据 Euromonitor 数据，2024 年我国家清洗护行业前五公司立白、纳爱斯、联合利华、蓝月亮、庄臣的市占率依次为 14.7%、11.8%、7.3%、7.1%、5.9%。我们认为绽家品牌从大单品到扩品类形成了完整的打法，在研发及投流宣传等方面形成壁垒，有望跻身中高端家清领域前列，若市占率达到 10%，则绽家潜在的收入规模为 62 亿元。

图 50 个护家清抖音渠道分价格段产品占比



资料来源：有米有数，华西证券研究所

图 51 家清个护市场 CR3



资料来源：欧睿，华西证券研究所

3.2. 保健品：产品力强，内服调养赛道空间广阔

3.2.1. 选品策略：深耕抗衰赛道，斐萃成功推出六大单品

我国保健品市场规模超过 2000 亿元，人均消费支出相对较低。根据艾媒咨询数据，我国保健品市场 2022 年规模达到 2989 亿元，每年保持稳定的增长。欧睿数据显示，我国保健品人均消费水平低于美国、韩国、日本、新加坡等国家，有较大提升空间。

图 52 我国保健品市场规模 (亿元)



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

图 53 我国保健品人均消费处于较低水平



资料来源：欧睿，华西证券研究所

抗衰保养是保健品行业中的重要分支，与医美客群重合度高。根据魔镜数据，美容养颜产品为我国保健品市场的重要分支，在电商渠道销售额中美容养颜产品占比最高。保健品消费第一大人群为 36-35 岁一线城市女性，跟前文分析提到的医美核心客群高度重合。

图 54 我国不同细分领域的保健品电商渠道表现情况



资料来源：魔镜、博观研究，华西证券研究所

图 55 跨境保健品第一大消费人群标签

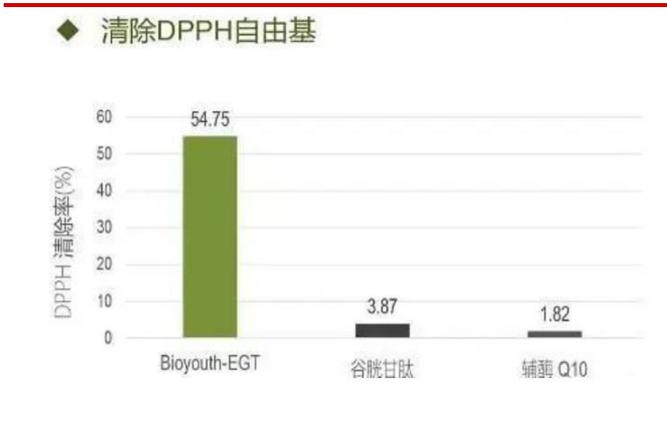


资料来源：京东国际、博观研究，华西证券研究所

麦角硫因过去被广泛应用于高端护肤品中，近年来提纯工艺进步引入内服保养市场。麦角硫因是人体天然存在的细胞保护剂和抗氧化剂，自由基清除能力是同等浓度谷胱甘肽的 14 倍，辅酶 Q10 的 30 倍。麦角硫因之前被应用在国内及海外的中高端护肤品中，在中高端美护客群中有一定的认知基础。根据未来大健康产业公众号报道，2023 年 7 月，以仅三生物为代表的合成生物学科技公司大规模生产麦角硫因，

使它的价格从 30 万直接降到 3 万以内。提纯成本的优化推动麦角硫因应用率提升，逐步进入到口服调养领域。

图 56 麦角硫因作用效果



资料来源：美塑研究所公众号，华西证券研究所

图 57 含麦角硫因的护肤品

品牌	产品名称	产品功效
雅诗兰黛	鲜养焕亮凝霜	含麦角硫因，抗氧化，保护肌肤
雅诗兰黛	多效智妍面霜	含麦角硫因，抗氧化、保护肌肤
雅诗兰黛	白金精粹	含高纯麦角硫因，融合多种植物提取物，提升皮肤光泽度和弹性
珀莱雅	双抗精华	美白抗氧化
伊丽莎白雅顿	橘灿精华	美白淡斑紧致淡纹

资料来源：36KR，品牌官旗，华西证券研究所

公司在保健品领域深耕多年，在大健康领域积累了丰富的项目经验。根据沥金公众号报道，公司自 2016 年涉足保健品市场以来，紧密围绕消费者需求，与近 50 个大健康品牌建立了稳固的合作关系，为大健康行业的战略布局积累了深厚的渠道与类目经验。公司已围绕保健品赛道沉淀出超过 20 个渠道以及 100 个子类目的深耕经验，核心业务团队中，保健行业人才超过半数，居于行业前列。

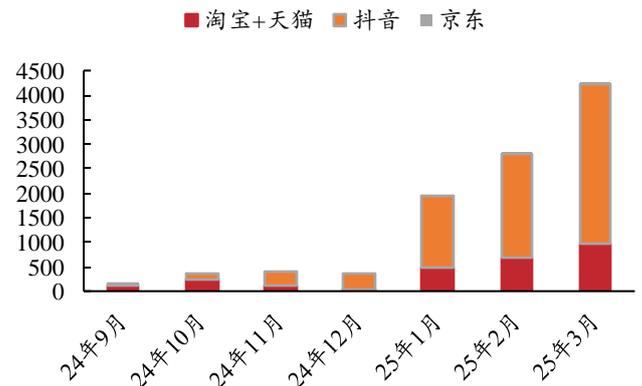
2024 年公司推出以麦角硫因为核心成分的保健品品牌斐萃，全平台持续放量。目前斐萃品牌已推出六大单品，分别针对抗衰、护肝、护宫巢、美白、舒缓助眠等功效，均以麦角硫因为核心成分。根据魔镜数据显示，斐萃销售额自 2025 年 1 月开始持续放量，2025 年 3 月抖音+淘系+京东平台销售额已突破 4000 万元，以抖音为主要销售渠道。

图 58 斐萃产品线



资料来源：斐萃天猫旗舰店，华西证券研究所

图 59 斐萃各渠道销售额(万元)



资料来源：魔镜，华西证券研究所

3.2.2. 定价策略：定价梯度合理，兼具性价比和进阶需求

斐萃产品价格梯度设置合理，产品力强。从产品定价来看，性价比款小蓝瓶单位售价（每 mg 麦角硫因售价）在最高纯度（99.99%）可比品牌中最低，价格优势强；进阶版小紫瓶，定价略高，但复配具有吸引力，实现差异化竞争。

表 2 以麦角硫因为核心成分的保健品对比

品牌	代表麦角硫因产品	单品定价 / 元	天猫国际 官旗粉丝	单 mg 麦角硫 因价格 / 元	除麦角硫因复配	麦角硫因纯度
斐萃	麦角硫因胶囊 (小蓝瓶)	298 元 (60 粒)	3.7 万	0.199	无	99.99%
	PQQ 抗衰胶囊 (小紫瓶)	498 元 (60 粒)		0.55	PQQ(10mg)、辅酶 Q10(50mg)	99.99%
GeneII	麦角硫因胶囊	559 元 (60 粒)	3.7 万	0.31	无	99.99%
Goldsky	EGT-25-N2	258 元 (60 粒)	3.0 万	0.287	L-肌肽、玻尿酸、月见草提取物匙羹藤提 取物松茸提取物、VC、VE、VA	99.90%
Mkule	麦角硫因复合 胶囊	985 (60 粒)	5.3 万	0.657	亚精胺、吡咯喹啉醌二钠 (PQQ) 盐、 IMTX 专有混合物、水解胶原蛋白、透明 质酸钠、抗性糊精、硬脂酸镁、二氧化硅	99.99%
Foobody	高含量 EGT 麦 角硫因胶囊	549 (60 粒)	1.3 万	0.183	无	99.90%
Swisse	Swisse 斯维诗 超光瓶	339 (30 片)	620 万	0.753	胶原蛋白肽、透明质酸钠、维生素 C、维 生素 E、铜	-

资料来源：各品牌官方旗舰店， 华西证券研究所

目前小紫瓶销售额占比最高，高客单价有望保障高毛利。根据蝉妈妈数据，斐萃抖音销售额（25Q1）TOP5 商品组合中均包含抗衰小紫瓶，占比在 60%左右。小紫瓶为斐萃产品线的高定价产品，斐萃 25Q1 所售商品平均客单价主要集中在 1000 元-5000 元区间。我们认为高客单价下斐萃的利润率水平同样值得期待。

图 60 斐萃 25Q1TOP5SKU (抖音渠道)

商品	SPU	商品销售TOP5	更多 >
		商品	销售额
1		【拒绝断崖式衰老】FineNutri斐萃... 2500w-5000w 占比36.40%	
2		【抗衰护肝焕活】FineNutri斐萃麦... 1000w-2500w 占比18.71%	
3		【美白+抗衰】FineNutri斐萃羟基... 250w-500w 占比6.18%	
4		【视频同款】FineNutri斐萃舒缓睡... 250w-500w 占比4.24%	
5		【拒绝断崖式衰老】FineNutri斐萃... 100w-250w 占比2.43%	

资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 61 斐萃 25Q1 销售商品价格带分布 (抖音渠道)

名称	商品数	销售额	销量
>6000元	0	0	0
1000-5000元	49	5000w-7500w	2.5w-5w
600-1000元	29	750w-1000w	1w-2.5w
300-600元	34	750w-1000w	1w-2.5w
100-300元	10	100w-250w	5000-7500
60-100元	0	0	0
10-60元	0	0	0
0-10元	0	0	0

资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

3.2.3.营销推广：科学背书+内容种草+精准投放

除了围绕麦角硫因推出多个产品以满足不同人群的需求外，考虑到斐萃为保健品的品类特性，斐萃在营销推广上更强调科学与权威背书，弱化明星代言：

1) 科学背书：2025年3月，斐萃联合中山三院对其商品“小蓝瓶”进行临床实测，为首款人体实测麦角硫因产品。此次临床数据显示：1) 动态细纹 28 天-30.1%；56 天-31.6%；2) 胶原蛋白 28 天+15.0%；56 天+24.2%；3) 水润细腻 28 天+20.2%，56 天+37.8%。同时，根据斐萃官方旗舰店介绍，产品通过 5 大类安全检测与 10 大国际资质。临床实测+安全资质认证占领消费者心智。

图 62 斐萃小蓝瓶中山三院临床实测



资料来源：斐萃公众号，华西证券研究所

图 63 斐萃麦角硫因 6 大专利认证



资料来源：斐萃天猫旗舰店，华西证券研究所

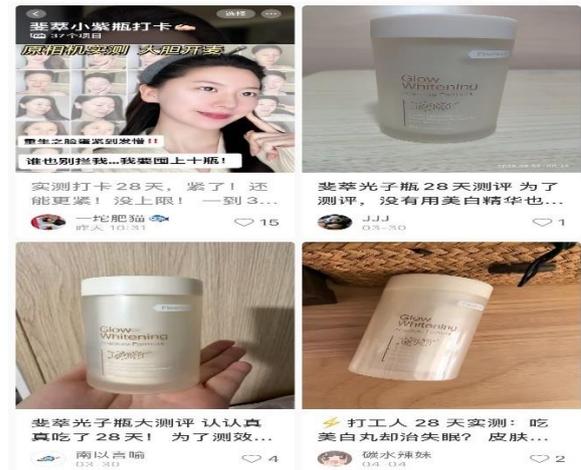
2) 内容种草与精准投放：①直播带货：以抖音渠道为例，斐萃直播以小达人（粉丝数量 10W 以下）为主；②短视频种草：投放美妆、健康类 KOL，发布“麦角硫因功效解析”“用户 28 天对比”等内容，强化产品科技感。

图 64 斐萃抖音直播间销售额主要由小达人贡献

粉丝量级	抖音号	销售额
头部 >500w	0	0
肩部 100w-500w	5	10w-25w
腰部 10w-100w	40	75w-100w
小达人 人均销售额最高 1w-10w	213	5000w-7500w
尾部 <1w	389	750w-1000w

资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 65 小红书围绕斐萃 28 天打卡实测进行内容种草

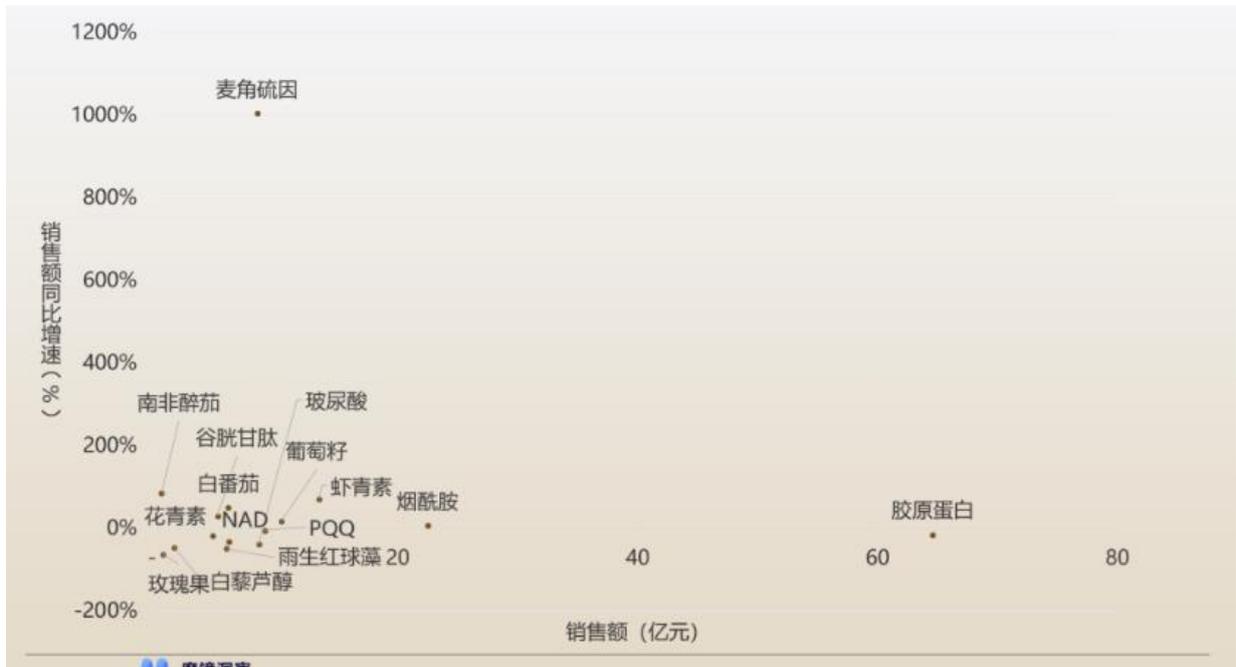


资料来源：小红书，华西证券研究所

3.2.4. 长期发展：麦角硫因赛道占据头部份额，持续布局原料端能力

麦角硫因细分赛道爆发式增长，斐萃已跻身头部。根据魔镜数据，2024 年 4 月到 2025 年 3 月，淘宝天猫、京东、抖音口服美容市场中胶原蛋白赛道为最大的细分市场，市场规模约 65 亿元；麦角硫因为增长最快的细分赛道，增速超过 1000%，市场规模在 8.2 亿元，Swisse、斐萃、宝芝林等品牌是该市场的头部品牌。我们认为麦角硫因相关产品正处于爆发期，斐萃有望受益于 β 和 α 的共振。

图 66 2024 年 4 月-2025 年 3 月天猫淘宝、京东、抖音口服美容市场各成分表现



资料来源：魔镜， 华西证券研究所

公司持续深耕保健品市场，加强原料端布局。根据沥金公众号报道，公司 2025 年首次从原料端入手，与红宝石油建立了长达十年的长期战略合作关系。通过携手挪威 Zooca Calanus，成为红宝石油在大中华地区的总经销商，开创了 TP 公司产业链发展的新合作模式。近期，若羽臣官宣与 MetaNovas 达成战略合作，进一步深入原料研发的腹地，向原料研发层面深化布局。

4. 投资建议

基本假设：

- (1) 分业务预测：结合上文分析，我们认为 2024 年公司对代运营业务聚焦资源，优化核心品牌客户，2024 年上半年收入略有收缩，我们预计 2025 年-2026 年代运营业务仍有所收缩，但幅度收窄。品牌管理业务方面，2024 年公司取得迅猛增长，拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌销售全面开花，我们预计品牌管理业务 25 年及 26 年增速有望高于传统代运营业务。自有品牌方面，家清与保健品行业天花板高，公司市占率提升空间大，我们预计 24-26 年保持高速增长，我们预计 2024-2026 年公司自有品牌收入分别同比增长 111%、120%、41%。
- (2) 毛利率预测：我们预计公司毛利率将持续提升，主要来自毛利率高的品牌管理及自有品牌收入占比提升。
- (3) 三费率&研发费用率预测：由于自有品牌业务处于高速成长阶段，产品研发、种草、投流等投入要求较高，我们预计公司销售费用率及研发费用率保持增长，管理费用率保持稳定。

表 3 公司收入及毛利率预测拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1,366.10	1,792.54	2,516.46	3,074.24
yoy	12%	31%	40%	22%
代运营	942.33	804.11	732.14	677.85
Yoy	-23%	-15%	-9%	-7%
品牌管理	160.49	433.32	563.32	675.98
yoy		170%	30%	20%
自有品牌	263.28	555.1	1221	1720.41
yoy		111%	120%	41%
毛利率	40.24%	46.93%	53.65%	56.88%

资料来源: wind, 华西证券研究所

我们预计公司 24-26 年实现营业收入分别为 1793/2516/3074 百万元, 实现归母净利润 100/164/215 百万元, EPS 分别为 0.61/1.00/1.31 元, 对应最新 PE 分别为 77/47/36 倍 (参照 2025 年 4 月 18 日收盘价 47.27 元)。我们认为公司自有品牌业务处于起步阶段, 具有高成长性, 新消费品牌孵化能力接连得到验证, 有望持续获得估值溢价。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 4 可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
003010.SZ	若羽臣	78	0.5	1.0	1.6	2.2	77	47	36
301110.SZ	青木股份	44	0.5	1.2	1.6	2.1	36	27	21
300740.SZ	水羊股份	44	2.9	2.0	2.9	3.7	22	15	12

资料来源: wind 一致预期, 华西证券研究所 注: 截止时间为 2025 年 4 月 18 日收盘价

5. 风险提示

- (1) 行业竞争加剧;
- (2) 新品推广不及预期;
- (3) 产品迭代不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,366	1,793	2,516	3,074	净利润	54	100	164	215
YoY (%)	12.3%	31.2%	40.4%	22.2%	折旧和摊销	22	5	5	5
营业成本	816	951	1,166	1,326	营运资金变动	-170	-21	-82	7
营业税金及附加	4	5	7	9	经营活动现金流	-92	89	95	235
销售费用	380	613	964	1,217	资本开支	-4	-10	-10	-10
管理费用	93	99	151	215	投资	-12	0	0	0
财务费用	-13	10	10	10	投资活动现金流	-15	-1	-5	-4
研发费用	24	27	63	92	股权募资	8	-98	-69	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	124	0	0	0
投资收益	2	9	5	6	筹资活动现金流	66	-111	-82	-14
营业利润	59	105	173	226	现金净流量	-32	-23	8	217
营业外收支	-3	0	0	0					
利润总额	57	105	173	226	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	2	5	9	11	成长能力				
净利润	54	100	164	215	营业收入增长率	12.3%	31.2%	40.4%	22.2%
归属于母公司净利润	54	100	164	215	净利润增长率	60.9%	84.5%	63.7%	31.2%
YoY (%)	60.9%	84.5%	63.7%	31.2%	盈利能力				
每股收益	0.45	0.61	1.00	1.31	毛利率	40.2%	46.9%	53.7%	56.9%
					净利率	4.0%	5.6%	6.5%	7.0%
					总资产收益率 ROA	4.0%	7.4%	11.1%	12.7%
					净资产收益率 ROE	4.9%	9.1%	13.7%	15.3%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
货币资金	345	322	330	547	流动比率	4.27	4.16	4.26	4.91
预付款项	137	152	187	212	速动比率	2.31	2.40	2.09	3.06
存货	319	268	380	283	现金比率	1.42	1.28	1.22	1.96
其他流动资产	238	302	258	331	资产负债率	18.5%	18.9%	18.8%	16.8%
流动资产合计	1,039	1,045	1,155	1,374	经营效率				
长期股权投资	48	48	48	48	总资产周转率	1.07	1.33	1.78	1.94
固定资产	177	183	187	192	每股指标 (元)				
无形资产	6	6	6	6	每股收益	0.45	0.61	1.00	1.31
非流动资产合计	306	311	316	321	每股净资产	8.97	6.70	7.28	8.59
资产合计	1,346	1,356	1,471	1,695	每股经营现金流	-0.75	0.54	0.58	1.43
短期借款	171	171	171	171	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	20	22	30	29	估值分析				
其他流动负债	53	58	70	80	PE	105.04	77.42	47.30	36.06
流动负债合计	243	251	271	280	PB	2.26	7.05	6.49	5.50
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	5	5	5	5					
非流动负债合计	5	5	5	5					
负债合计	249	256	276	285					
股本	122	161	158	158					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,097	1,100	1,195	1,410					
负债和股东权益合计	1,346	1,356	1,471	1,695					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。