

2025 年 04 月 23 日

若羽臣 (003010.SZ)

投资评级： 增持（首次）

——代运营根基稳固 自有品牌释放潜力

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

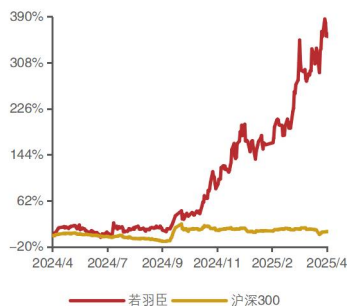
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 18 日

收盘价（元）	47.27
一年内最高/最低（元）	54.00/10.03
总市值（百万元）	7,753.72
流通市值（百万元）	5,716.17
总股本（百万股）	164.03
资产负债率（%）	27.46
每股净资产（元/股）	6.17

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **国内领先的消费品品牌数字化管理公司。**公司成立于 2011 年，深耕电商代运营领域十余载，当前公司致力于通过全链路、全渠道的数字化能力，赋能品牌业务的全生命周期增长，在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等多个领域建立起头部竞争优势，并持续向宠物、医疗健康等多个高潜品类扩张，23 年以来公司营收及利润端快速增长，成功实现由传统代运营向全链路品牌管理的“升维”。
- **“自有品牌+品牌管理+代运营”构筑核心竞争优势。**1) **自有品牌业务大幅增长，业绩口碑双线迸发。**截至 24H1，自有品牌业务实现营收 1.8 亿元，同比增长 67.1%，营收占比从 23 年的 19.3%提升至 24H1 的 22.4%，自有品牌业务当前已成为拉动公司业绩的又一增长引擎，且其毛利率水平较高，24H1 毛利率达 68.8%，较 2023 年增长 6.7pct。自有品牌定位中高端精致家清品牌，当前已构建线上线下零售体系及品牌营销矩阵，线下入驻山姆会员店、盒马等优质线下销售渠道，线上渠道覆盖天猫、京东、抖音、小红书及有赞等 20 余个电商平台，且天猫、抖音、小红书等多个渠道持续维持双位高增。品牌自推出以来其多款产品长期领跑天猫等细分品类市场排名，2024H1 产品线持续拓展，凭借对市场细分需求的深刻洞察和产品极致打磨，实现业绩及品牌声量的双丰收；2) **大力发展品牌管理业务，开启公司业绩新增长曲线。**23 年公司转型品牌管理，实现由品牌运营向品牌管理的跨越，截至 24H1 品牌管理业务实现营收 2.2 亿元，同比大幅增长 2091.1%，其营收占比由 2023 年的 11.7%提升至 24H1 的 27.9%，毛利率为 45.8%，同期拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌销售全面开花，品牌管理业务已成为公司业绩新的增长曲线。3) **代运营业务高质量发展，业务健康度持续提升。**基于电商行业去中心化叠加线上红利放缓的趋势下，具备全渠道运营能力的代运营商竞争优势凸显。截至 24H1，代运营业务实现营收 3.9 亿元，营收占比由 2023 年的 69.0%下降至 24H1 的 49.7%，同期毛利率为 34.9%，较 2023 年增长 0.3pct。分渠道来看，24H1 淘外渠道业务占比已达 52.4%，抖音渠道贡献营收占比提升至 18.7%，较 2023 年增长 4.6pct。整体而言，全渠道布局持续强化驱动代运营业务的抗风险能力不断提升，公司通过对代运营业务的精细化管理，在维持稳健发展的同时，实现毛利率和业务健康度的双重优化。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 24–26 年实现营收 18.1/23.4/27.6 亿元，同比增速分别为 32.4%/29.2%/18.1%，实现归母净利润 1.1/1.7/2.2 亿元，同比增速分别为 96.5%/57.3%/28.9%，当前股价对应 PE 分别为 73/46/36 倍。我们选取同为电商代运营的青木科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 26 倍，考虑到公司作为国内头部数字化品牌管理优质公司，已在保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等品类成功建立起显著竞争优势，未来随着公司持续孵化自有品牌及拓展品牌管理矩阵，或有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**品牌商解约风险；电商行业竞争加剧风险；自有品牌投入市场不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,217	1,366	1,809	2,338	2,762
同比增长率（%）	-5.55%	12.25%	32.42%	29.25%	18.11%
归母净利润（百万元）	34	54	107	168	216
同比增长率（%）	15.62%	60.83%	96.45%	57.33%	28.86%
每股收益（元/股）	0.21	0.33	0.65	1.02	1.32
ROE（%）	3.13%	4.95%	9.39%	14.01%	16.93%
市盈率（P/E）	229.70	142.82	72.70	46.21	35.86

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 24-26 年实现营收 18.1/23.4/27.6 亿元，同比增速分别为 32.4%/29.2%/18.1%，实现归母净利润 1.1/1.7/2.2 亿元，同比增速分别为 96.5%/57.3%/28.9%，当前股价对应 PE 分别为 73/46/36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

代运营业务作为公司增长基本盘，预计 24-26 年代运营业务营收增速为-15%/2%/2%，预计经 24 年调整后营收增速由负转正；自有品牌业务和品牌管理业务双轮驱动，打开公司第二增长曲线，未来随着公司持续孵化自有品牌以及与品牌合作进一步加深，其增速或将快于代运营业务，预计 24-26 年品牌管理业务营收增速为 200%/30%/15%，自有品牌业务营收增速为 100%/70%/35%。

投资逻辑要点

我们选取同为电商代运营的青木科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 26 倍，考虑到公司作为国内头部数字化品牌管理优质公司，已在保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等品类成功建立起显著竞争优势，未来随着公司持续孵化自有品牌及拓展品牌管理矩阵，或有望进一步打开业绩增长空间。

核心风险提示

品牌商解约风险；电商行业竞争加剧风险；自有品牌投入市场不及预期风险。

内容目录

1. 国内领先的消费品品牌数字化管理公司，深耕行业十余载	5
2. “自有品牌+品牌管理+代运营”构筑核心竞争优势	8
2.1. 自有品牌业务大幅增长，业绩口碑双线迸发	8
2.2. 全渠道精细化布局，品牌管理业务高速增长	10
2.3. 代运营业务稳健发展，多品牌实现强势增长	10
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 盈利预测	12
3.2. 相对估值	13
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司合作品牌	5
图表 2: 公司三大业务模式及盈利模式梳理	6
图表 3: 2015-2024Q3 公司营收(亿元)及 yoy	7
图表 4: 2015-2024Q3 公司归母净利润(亿元)及 yoy	7
图表 5: 2015-2024Q3 公司毛利率及净利率情况	7
图表 6: 2015-2024Q3 公司期间费用率情况	7
图表 7: 公司按业务拆分营收及毛利率情况 (百万元)	8
图表 8: 2023 年在各平台线上销售情况 (不含策划服务收入)	8
图表 9: 2023 年公司各品类线上销售情况 (不含策划服务收入)	8
图表 10: 绽家大单品主要卖点	9
图表 11: 斐萃小蓝瓶功效	10
图表 12: 斐萃小蓝瓶主要成分麦角硫因功效	10
图表 13: 品牌管理业务公司合作代表品牌成绩	10
图表 14: 2024 年度中国十大电商运营公司榜单	11
图表 15: 公司助力国内外知名品牌运营	12
图表 16: 分业务拆分公司营收预测 (百万元)	12
图表 17: 公司盈利预测 (百万元)	13
图表 18: 可比公司估值表	13

1. 国内领先的消费品品牌数字化管理公司，深耕行业十余载

国内领先的消费品品牌数字化管理公司。公司成立于 2011 年，深耕电商代运营领域十余载，当前公司以“为全球优质消费品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，在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等多个领域建立起头部竞争优势，并持续向宠物、医疗健康等多个高潜品类拓张，公司年度 GMV 超百亿，并保持着近五年年均 GMV 增幅超 50% 的高增长，业务半径遍及全球 30 多个国家和地区，为宝洁、拜耳、强生、赛诺菲等超百个国内外知名企业及品牌提供高质量数字化服务。

图表 1：公司合作品牌

天猫国际	FANCL Health Science	Nestle	sanofi	gsk	BLAEN
VIATRIS	Johnson & Johnson	M	国民康	百多可	seevo
Puritan's Pride 普丽普莱	1111	HERB 健康本舖	elevit	ONE A DAY	善存 Centrum
1111	1111	Clinicians	1111	1111	THAKSON
CENOVIS	Ostelin	Dermatix	AZO	1111	发之会
1111	Avene	1111	1111	ABC	MEDIHEAL
A X Z I A	KONKA 康佳	GOLD BOND	OBAGI	ISDIN	Priorin
Canesten	Living proof	sesderma	AMORE PACIFIC	1111	hairmax
Spa	Attenir	BRANCHIC	1111	1111	1111
1111	1111	悦鲜活	1111	1111	1111
1111	1111	SNICKERS	1111	solidgold 泰力高	1111
1111	1111	1111	1111	Mama & Kids	1111
1111	1111	Bepanthen	b box	1111	1111

资料来源：公司官网，华源证券研究所

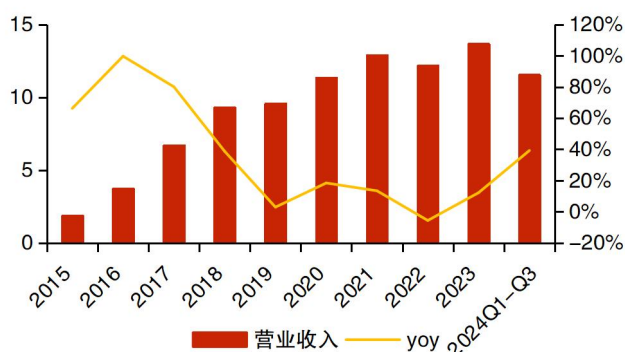
图表 2：公司三大业务模式及盈利模式梳理

业务模式		合作模式	盈利模式
品牌管理业务	总代业务	在特定区域和一段时间内享有品牌的专营权	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营权和商标使用权，拥有合作品牌在国内市场的研发、生产及销售权	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	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
自有品牌业务	全面掌控品牌价值链发展，从产品设计到研发、生产制造、营销推广及销售运营，快速高效地应对消费者多元化需求。		DTC 销售：为品牌通过官方线上商城等不同生态平台官方旗舰店，直接面向消费者销售产品，从中获取产品零售差价作为利润；分销利润：通过与第三方零售商、分销商、代理商等渠道销售产品，品牌通常按照一定折扣批发给这些渠道，渠道商再以建议零售价销售给终端消费者，品牌由此获得批发利润。
代运营业务	代运营	公司为品牌方在天猫、京东、拼多多、抖音等第三方电商平台运营品牌旗舰店，对于部分品牌，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	零售模式下，公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，后通过第三方电商平台开设的店铺面向终端消费者进行货品销售，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，服务费一般采取固定服务费、提点服务费或两者结合的方式
	渠道分销	公司向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商，由分销商对外销售。分销商一般包括京东自营、唯品会、天猫超市等电商平台和在电商平台上开设店铺的线上分销商。其中对于电商平台客户，公司可根据其需求提供不同程度的运营支持服务，包括品牌定位、流量运营、整合营销、数据洞察等，但仓储物流仍由电商平台负责；对于其他分销商，公司仅向其销售商品，无需提供运营支持服务	公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，再销售至分销商，盈利来源为货品的购销差价
	品牌策划	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，以塑造品牌形象、推动品牌传播为目标，联动电商平台为品牌进行销售引流	客户就公司提供的品牌策划服务方案支付服务费

资料来源：公司公告，华源证券研究所

23 年以来公司营收及利润端快速增长，成功实现由传统代运营向全链路品牌管理的“升维”。2011–2018 年公司致力于电商代运营赛道，该阶段营收及归母净利润快速增长，2015–2018 年营收/归母净利润 CAGR 分别达 70.9%/151.0%，随后业务进入调整期叠加疫情影响。2019–2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别达 8.3%/–26.9%。自 2023 年以来，公司坚定推进品牌管理战略，由传统代运营向全链路品牌管理模式成功实现“升维”，2024Q1–Q3 营收/归母净利润实现 11.5/0.6 亿元，同比大幅增长 39.3%/71.1%。

图表 3：2015-2024Q3 公司营收(亿元)及 yoy



资料来源：wind, 华源证券研究所

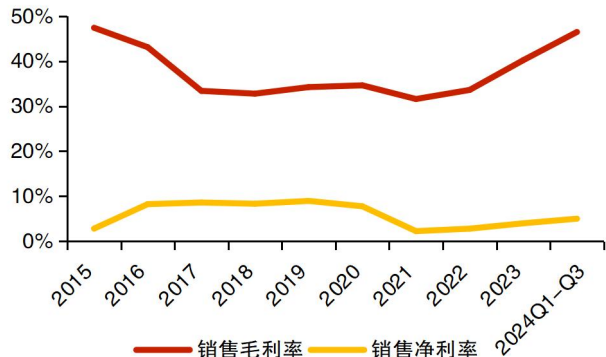
图表 4：2015-2024Q3 公司归母净利润(亿元)及 yoy



资料来源：wind, 华源证券研究所

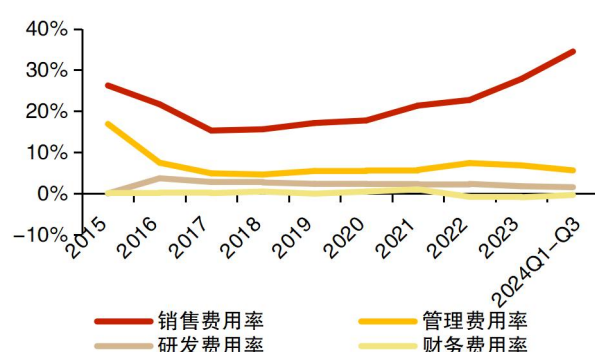
自有品牌业务驱动综合盈利水平稳步提升。2024Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 46.5%/5.0%，同比提升 6.5/0.9pct，原因系一方面 2020 年开始打造自有品牌“绽家”，快速在精致衣物护理垂直领域实现突围，另一方面公司加速布局总代业务，2023 年与拜耳、强生等高端品牌合作，驱动盈利能力稳步提升。期间费用率方面，公司期间费用率从 21 年的 30.3% 上升至 24Q1-Q3 的 41.3%，其中管理、研发及财务费用率相对稳定，主要系销售费用占比较大且增长较快，原因系自有品牌业务增长致使市场推广费用提升。

图表 5：2015-2024Q3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 6：2015-2024Q3 公司期间费用率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

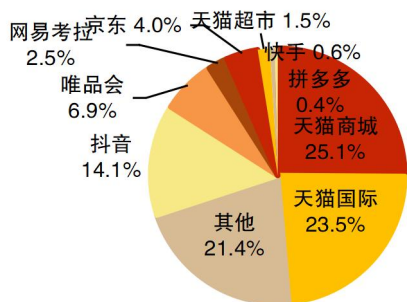
图表 7：公司按业务拆分管收及毛利率情况（百万元）

时间	2023	24H1
代运营业务		
营收	942.3	391.2
占比	69.0%	49.7%
毛利率	34.5%	34.9%
品牌管理业务		
营收	160.5	219.8
占比	11.7%	27.9%
毛利率	37.8%	45.8%
自有品牌业务		
营收	263.3	176.2
占比	19.3%	22.4%
毛利率	62.2%	68.8%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

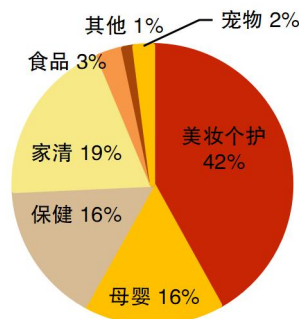
渠道以线上销售为主，品类以美妆个护及家清为主。渠道方面，公司渠道以线上销售为主，2023 年线上销售贡献营收占比 99.1%，其中天猫商城/天猫国际占比较高，分别达 25.1%/23.5%；**品类方面**，2023 年美妆个护/母婴/保健/家清分别贡献营收比重达 41.9%/16.2%/16.1%/19.4%，较 22 年同比变动-1.1pct/-1.8pct/1.0pct/5.6pct，其中家清品类占比提升较大系自有品牌家清营收增速较快。

图表 8：2023 年在各平台线上销售情况（不含策划服务收入）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：2023 年公司各品类线上销售情况（不含策划服务收入）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. “自有品牌+品牌管理+代运营”构筑核心竞争优势

2.1. 自有品牌业务大幅增长，业绩口碑双线迸发

自有品牌业务持续发力，毛利率表现优异。截至 24H1，自有品牌业务实现营收 1.8 亿元，同比增长 67.1%，营收占比从 23 年的 19.3%提升至 24H1 的 22.4%，自有品牌业务当前已成为拉动公司业绩的又一增长引擎，且其毛利率水平较高，24H1 毛利率达 68.8%，较 2023 年增长 6.7pct。

自有品牌绽家定位高端精致家清品牌，揽获行业多重赞誉。绽家源自新西兰高端自然植萃品牌，创始人经八余年研究后于 2017 年正式成立品牌，公司于 2020 年末基于战略转型叠加对家清行业洞察将其引入国内。绽家定位高端精致家清品牌，当前已构建线上线下零售体系及品牌营销矩阵，线下入驻山姆会员店、盒马等优质线下销售渠道，线上渠道覆盖天猫、京东、抖音、小红书及有赞等 20 余个电商平台，且天猫、抖音、小红书等多个渠道持续维持双位高增。品牌自推出以来其多款产品长期领跑天猫等细分品类市场排名，2024H1 产品线持续拓展，由专衣专护线进一步拓宽至环境清洁线、专业消毒杀菌线、环境香氛线及身体个护线，凭借对市场细分需求的深刻洞察和产品极致打磨，连续荣获“金麦品质奖”及“金麦品质 Pro 大奖”双奖以及天猫、抖音等多个生态平台的荣誉认可，实现业绩及品牌声量的双丰收。

图表 10：绽家大单品主要卖点



资料来源：淘宝，华源证券研究所

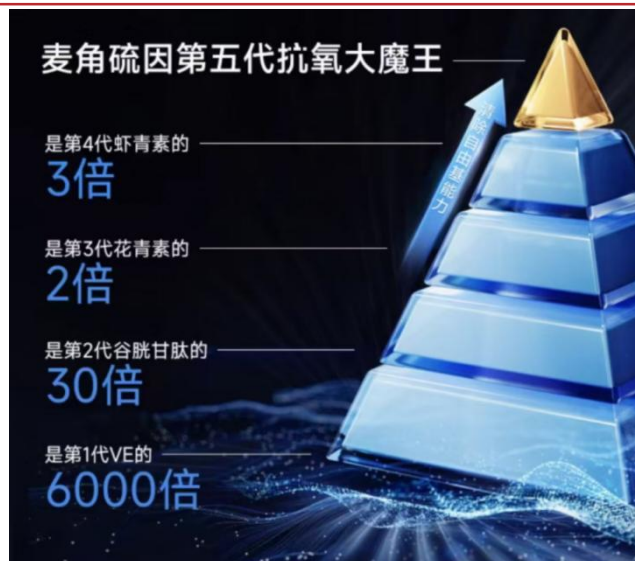
战略加码大健康行业，整合产业链优质资源。公司于 2016 年正式进军保健品市场，并开启跨境业务，已积累丰富的专业人才资源及深厚知识储备，公司先后与近 50 个大健康品牌建立合作，沉淀超 20 个渠道以及保健品 100 个叶子类目的深耕经验。24 年公司推出自有品牌“斐萃”，其主要成分为抗衰麦角硫因，同期公司与全球唯一一家生产 Zooca Calanus 油的挪威公司 Zooca Calanus 达成战略合作，公司成为 Zooca 品牌在大中华区的总代以及红宝石油原料的总经销商。整体而言，公司在大健康行业增长红利和自身优势的共振下，以高含量、强功效、新成分为重点方向，在全球整合产业链优质资源，打造自有品牌第二增长曲线。

图表 11：斐萃小蓝瓶功效



资料来源：淘宝, 华源证券研究所

图表 12：斐萃小蓝瓶主要成分麦角硫因功效



资料来源：淘宝, 华源证券研究所

2.2. 全渠道精细化布局，品牌管理业务高速增长

大力发展品牌管理业务，开启公司业绩新增长曲线。公司作为头部数字化品牌管理优质公司，已具备将全场景、全渠道的营销经验渗透至品牌前端的能力，23 年公司转型品牌管理，实现由品牌运营向品牌管理的跨越，截至 24H1 品牌管理业务实现营收 2.2 亿元，同比大幅增长 2091.1%，其营收占比由 2023 年的 11.7%提升至 24H1 的 27.9%，毛利率为 45.8%，同期拜耳康王、强生艾惟诺 Aveeno 等品牌销售全面开花，品牌管理业务已成为公司业绩新的增长曲线。

图表 13：品牌管理业务公司合作代表品牌成绩

品牌	康王	艾惟诺
2023 年	业务从零起步，5 个月销售破千万，并实现多渠道的声量、销量双丰收。小红书总投放笔记超 250 篇，总曝光超 7,291 万，类目词从 0 跃居第 4,成为唯一入榜 TOP10 的新品，抖音渠道爆款内容频出，曝光破 600 万，单条播放量破 9 万。	接手三个月增势迅猛，获 2023 天猫双十一 TOP 品牌奖
2024H1	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%，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。2024 年 618 期间，天猫洗护旗舰店销量同比增长 323%，核心产品头皮腺苷防脱精华液和腺苷防脱洗护套装分别位列热卖榜 TOP4 和头发洗护套装榜 TOP4，成为洗护领域的明星产品。	24H1 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。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高速增长，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。

资料来源：公司公告, 华源证券研究所

2.3. 代运营业务稳健发展，多品牌实现强势增长

代运营业务高质量发展，业务健康度持续提升。基于电商行业去中心化叠加线上红利放缓的趋势下，具备全渠道运营能力的代运营商竞争优势凸显。根据《2024 年中国十大电商运营公司榜单》，公司在资金实力、经营能力、资源实力、爆品能力、直播能力、变现能力六个维度的评价上以综合 93.58 分位列第五，公司行业地位稳固，截至 24H1，代运营业务实现营收 3.9 亿元，营收占比由 2023 年的 69.0%下降至 24H1 的 49.7%，同期毛利率为 34.9%，较 2023 年增长 0.3pct。分渠道来看，24H1 淘外渠道业务占比已达 52.4%，抖音渠道贡献营收占比提升至 18.7%，较 2023 年增长 4.6pct。整体而言，全渠道布局持续强化驱动代运营业务的抗风险能力不断提升，公司通过对代运营业务的精细化管理，在维持稳健发展的同时，实现毛利率和业务健康度的双重优化。

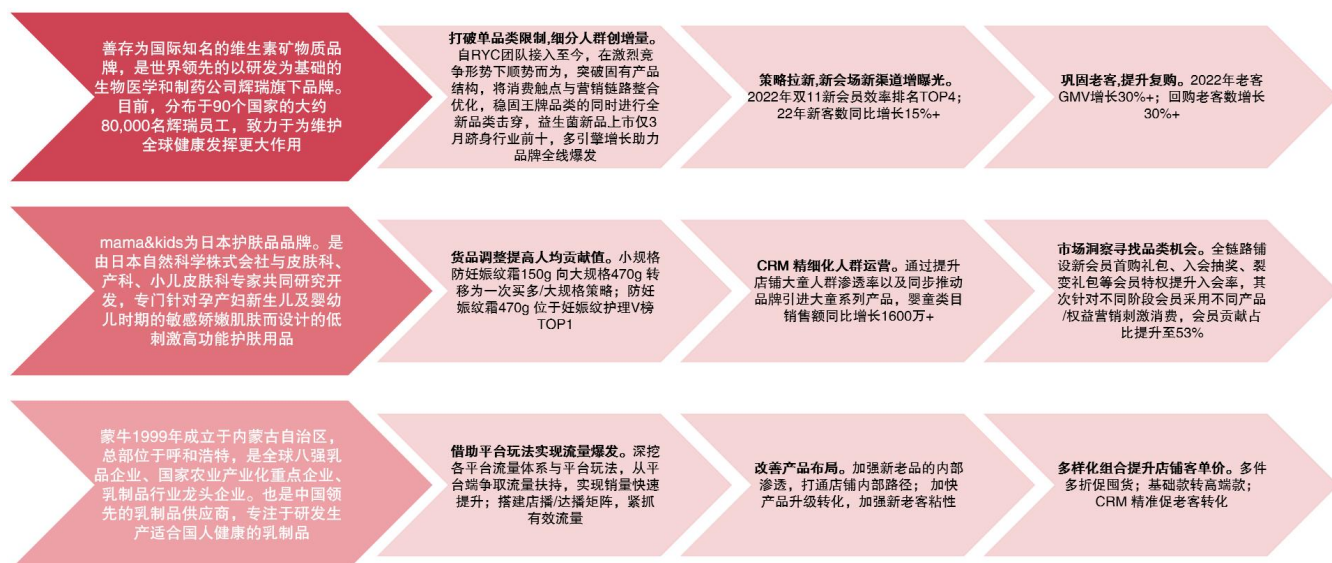
图表 14：2024 年度中国十大电商运营公司榜单

名称	资金实力	经营能力	资源实力	爆品能力	直播能力	变现能力	综合评分
宝尊电商	97.25	97.98	96.09	96.12	97.26	93.94	96.44
索象电商	97.34	96.89	96.98	96.62	96.02	93.77	96.27
壹网壹创	95.12	95.02	95.41	96.49	96.16	94.64	95.47
丽人丽妆	95.23	95.18	95.79	95.01	96.02	90.45	94.61
若羽臣	93.12	94.56	93.65	93.24	94.99	91.91	93.58
青木股份	93.11	93.58	94.92	94.13	93.81	89.91	93.24
悠可	94.28	93.99	94.77	93.54	92.03	90.72	93.22
凯诒电商	94.23	94.12	94.22	91.21	93.12	88.38	92.55
百秋	95.76	92.13	93.34	91.67	93.18	87.21	92.22
碧橙数字	96.11	93.88	94.17	91.19	91.08	85.09	91.92

资料来源：天猫联合中国品牌榜, 智研瞻产业研究院, 华源证券研究所

基于精准的品牌市场定位、创新的营销打法及高效的策略执行，公司成功助力多家国内外知名品牌实现亮眼业绩。24 年 618 期间，钙尔奇官方旗舰店连续三年同期实现超三位数增长；善存官方旗舰店蝉联维生素类目 TOP1，旗下女士维生素成为千万级爆款产品。Doctor's Best 品牌在多个核心类目中实现了显著的同比增长，其中维生素 K 类目同比大幅增长 377%。倍舒痕海外旗舰店和倍舒痕旗舰店在祛疤产品领域取得了大幅同比增长，全程增长超过 45%；悦鲜活品牌店铺销售同比增长 40%，并在 618 全时间段内低温乳制品类目中排名 TOP1，单品销售也荣获类目 TOP1，公司成功赋能多家知名品牌实现亮眼业绩。

图表 15：公司助力国内外知名品牌运营



资料来源：公司官网，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

关键假设：代运营业务作为公司增长基本盘，预计 24-26 年代运营业务营收增速为 -15%/2%/2%，预计经 24 年调整后营收增速由负转正；自有品牌业务和品牌管理业务双轮驱动，打开公司第二增长曲线，未来随着公司持续孵化自有品牌以及与品牌合作进一步加深，其增速或将快于代运营业务，预计 24-26 年品牌管理业务营收增速为 200%/30%/15%，自有品牌业务营收增速为 100%/70%/35%。

图表 16：分业务拆分公司营收预测（百万元）

时间	2023	2024E	2025E	2026E
代运营业务				
营收	942.3	801.0	817.0	833.3
yoy	-10.8%	-15.0%	2.0%	2.0%
毛利率	34.5%	34.9%	34.9%	34.9%
品牌管理业务				
营收	160.5	481.5	625.9	719.8
yoy		200.0%	30.0%	15.0%
毛利率	37.8%	45.8%	45.8%	45.8%
自有品牌业务				
营收	263.3	526.6	895.1	1208.4
yoy	63.6%	100.0%	70.0%	35.0%
毛利率	62.2%	68.8%	69.0%	69.2%
总收入	1366.1	1809.0	2338.0	2761.6
yoy	12.3%	32.4%	29.2%	18.1%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 24-26 年实现营收 18.1/23.4/27.6 亿元，同比增速分别为 32.4%/29.2%/18.1%，实现归母净利润 1.1/1.7/2.2 亿元，同比增速分别为 96.5%/57.3%/28.9%，当前股价对应 PE 分别为 73/46/36 倍。

图表 17：公司盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1217.0	1366.1	1809.0	2338.0	2761.6
营业收入 yoy	-5.6%	12.3%	32.4%	29.2%	18.1%
毛利	409.1	549.7	862.3	1189.4	1456.7
毛利 yoy	0.5%	34.4%	56.9%	37.9%	22.5%
归母净利润	33.8	54.3	106.7	167.8	216.2
归母净利润 yoy	15.6%	60.8%	96.5%	57.3%	28.9%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们选取同为电商代运营的青木科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 为 26 倍，考虑到公司作为国内头部数字化品牌管理优质公司，已在保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等品类成功建立起显著竞争优势，未来随着公司持续孵化自有品牌及拓展品牌管理矩阵，或有望进一步打开业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS		PE		
		2025/4/18	24E	25E	26E	24E	25E	26E
301110.SZ	青木科技	47.28	1.31	1.8	2.32	36.1	26.3	20.4
003010.SZ	若羽臣	47.27	0.65	1.02	1.32	72.7	46.2	35.9

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价及 eps 为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，若羽臣盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 4 月 18 日收盘价）

4. 风险提示

- 1) 品牌商解约风险：**若品牌商与公司解约，或对公司整体经营业绩产生不利影响；
- 2) 电商行业竞争加剧风险：**电商行业竞争较为激烈，若竞争对手降价竞争且公司未能及时应对，或将对公司业绩产生较大影响；
- 3) 自有品牌投入市场不及预期风险：**公司推新受渠道、产品及营销等多重因素影响，若自有品牌投入市场效果不及预期，或将对公司业绩产生较大影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	345	372	395	421
应收票据及账款	169	213	256	295
预付账款	137	164	205	235
其他应收款	48	55	58	64
存货	319	272	252	250
其他流动资产	21	24	30	36
流动资产总计	1,039	1,099	1,196	1,301
长期股权投资	48	58	68	78
固定资产	183	184	192	206
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6	7	11	18
长期待摊费用	3	6	5	5
其他非流动资产	67	85	106	131
非流动资产合计	306	339	381	439
资产总计	1,346	1,438	1,577	1,740
短期借款	171	221	281	351
应付票据及账款	20	21	25	29
其他流动负债	53	55	68	78
流动负债合计	243	297	374	458
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	4	4	4	4
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	249	302	379	463
股本	122	164	164	164
资本公积	634	592	592	592
留存收益	341	380	441	521
归属母公司权益	1,097	1,136	1,198	1,277
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,097	1,136	1,198	1,277
负债和股东权益合计	1,346	1,438	1,577	1,740

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	54	101	163	211
折旧与摊销	22	28	38	43
财务费用	-13	7	10	13
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-183	-29	-57	-66
其他经营现金流	30	5	5	5
经营性现金净流量	-92	111	158	205
投资性现金净流量	-15	-60	-79	-99
筹资性现金净流量	66	-25	-56	-79
现金流量净额	-32	26	23	27

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,366	1,809	2,338	2,762
营业成本	816	947	1,149	1,305
税金及附加	4	5	6	7
销售费用	380	606	818	994
管理费用	93	105	136	160
研发费用	24	28	40	50
财务费用	-13	7	10	13
资产减值损失	-1	-2	-2	-3
信用减值损失	-5	-3	-3	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	2	4	4	4
营业利润	59	112	179	231
营业外收入	0	2	2	2
营业外支出	3	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	57	112	179	231
所得税	2	6	12	15
净利润	54	107	168	216
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	54	107	168	216
EPS(元)	0.33	0.65	1.02	1.32

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	12.25%	32.42%	29.25%	18.11%
营业利润增长率	142.37%	89.01%	60.00%	28.90%
归母净利润增长率	60.83%	96.45%	57.33%	28.86%
经营现金流增长率	-140.52%	221.33%	41.50%	30.16%
盈利能力				
毛利率	40.24%	47.67%	50.87%	52.75%
净利率	3.97%	5.90%	7.18%	7.83%
ROE	4.95%	9.39%	14.01%	16.93%
ROA	4.03%	7.42%	10.64%	12.43%
估值倍数				
P/E	142.82	72.70	46.21	35.86
P/S	5.68	4.29	3.32	2.81
P/B	7.07	6.82	6.47	6.07
股息率	0.44%	0.87%	1.37%	1.77%
EV/EBITDA	37	52	35	28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。