

自有品牌高增长，业绩持续释放

若羽臣(003010)

评级:	增持	股票代码:	003010
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	54.0/10.03
目标价格:		总市值(亿)	84.31
最新收盘价:	51.4	自由流通市值(亿)	62.16
		自由流通股数(百万)	120.93

事件概述:

公司发布2024年年报以及2025年一季报。2024年公司实现总营业收入17.66亿元，同比增长29.26%；利润总额达到1.28亿元，同比增长125.87%；实现归母净利润1.06亿元，同比增长94.58%。2025年一季度公司实现总营业收入5.74亿元，同比增长54.16%；利润总额达到0.27亿元，同比增长112.42%；实现归母净利润0.27亿元，同比增长113.88%。

分析判断:

► 2024年公司自有品牌以及品牌管理业务高增长，收入结构优化带动毛利率提升

分板块来看，2024年公司代运营/品牌管理/自有品牌收入分别为7.6/5.0/5.0亿元(自有品牌中绽家/斐萃分别取得收入4.8亿元、0.12亿元)，分别同比-19%/+212%/+95%(其中绽家收入同比+91%)，自有品牌业务占比进一步提升至29%。毛利率方面，2024年公司毛利率44.57%，同比提升4pct，毛利率提升主要由于代运营业务毛利率改善以及毛利率更高的自有品牌业务收入占比提升，2024年公司代运营/品牌管理/自有品牌毛利率分别为39%/30%/67%，分别同比+4.7pct/-7.3pct/+4.2pct。

► 绽家及斐萃选品及运营表现亮眼，扩品类空间广阔

根据公司2024年报，绽家品牌自上线以来，持续保持高增态势，品牌在2024年全渠道销售额同比再次实现翻倍增长，天猫、抖音、小红书等多个渠道GMV同比增长均超100%。品牌深度布局内容电商生态矩阵，抖音自播快速放量驱动渠道高增，并带动品牌人群持续扩容；小红书整体销售同比增长109%，长期霸榜家清类目成交排行榜TOP1，实现了在用户心智渗透与消费决策效能的双重提升；斐萃自2024年9月上线以来，销售快速放量，公司持续推进产业链端的深度布局，赋能自有品牌高质量发展。2024年10月，公司携手挪威公司Zooca Calanus，成为其独家原料红宝石油在大中华地区的总代；12月，与AI原料研发公司MetaNovas达成战略与投资合作。通过进一步完善整体产业链端的业务布局，为自有品牌长远发展建立起原料、配方端的独家优势，深化护城河建设。

根据公司发展战略与经营计划，绽家继续加大战略单品香氛洗衣液的投入力度，提升销售占比，同时发力衣物柔顺剂等细分高潜品类，引领香氛衣物护理市场发展；斐萃方面，升级现有核心单品，并持续挖掘中高端女性人群在不同生命周期的细分抗衰需求，陆续推出如红宝石油、代谢/体重管理、抗糖等新品，进一步丰富产品线。

► 2025年自有品牌继续放量，带动利润大幅增长

公司2025Q1收入同比+54%，归母净利润同比+114%。我们认为收入利润大幅增长主要来自自有品牌斐萃和绽家的持续放量，根据公司2024年报，2025年一季度，绽家全渠道销售额同比实现三位数增长，再创新高。2025年一季度，斐萃继续呈现迅猛增长态势。在天猫平台，截至3月，斐萃位列天猫口服美容营养品类店铺第2名，天猫国际平台直播榜第10名；位列天猫营养补充食品店铺热度榜、引流榜TOP1，成交榜TOP5。抖音平台上，截至3月，斐萃店铺位列海外保健品类店铺第18名，品牌自播间位列海外保健品排名第9名，在消费者触达、沉淀和转化上均展现出亮眼成绩。2024年公司子公司摩亚方舟(上海)(主要负责公司自有品牌业务)净利率11%，我们认为随着规模效应释放自有品牌盈利能力仍有提升空间。

投资建议

我们维持 25-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。我们预计公司 25-27 年实现营业收入分别为 2516/3074/3748 百万元，实现归母净利润 164/215/268 百万元，EPS 分别为 1.00/1.31/1.63 元，对应最新 PE 分别为 51/39/31 倍（参照 2025 年 4 月 24 日收盘价 51.40 元），维持“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。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,366	1,766	2,516	3,074	3,748
YoY (%)	12.3%	29.3%	42.5%	22.2%	21.9%
归母净利润(百万元)	54	106	164	215	268
YoY (%)	60.9%	94.6%	55.6%	30.8%	24.7%
毛利率 (%)	40.2%	44.6%	53.7%	56.9%	59.3%
每股收益 (元)	0.33	0.65	1.00	1.31	1.63
ROE	4.9%	9.6%	13.7%	15.2%	15.9%
市盈率	155.76	79.08	51.28	39.22	31.45

资料来源：wind，华西证券研究所

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：

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,766	2,516	3,074	3,748	净利润	106	164	215	268
YoY (%)	29.3%	42.5%	22.2%	21.9%	折旧和摊销	23	5	5	5
营业成本	979	1,166	1,326	1,524	营运资金变动	184	-29	-41	-47
营业税金及附加	8	11	13	16	经营活动现金流	334	150	195	241
销售费用	526	961	1,211	1,544	资本开支	-14	-10	-10	-10
管理费用	98	151	212	281	投资	-41	0	0	0
财务费用	-11	16	16	14	投资活动现金流	-55	3	-4	-3
研发费用	26	63	92	112	股权募资	17	-69	0	0
资产减值损失	-8	0	0	0	债务募资	104	0	0	0
投资收益	2	13	6	7	筹资活动现金流	-25	-91	-22	-22
营业利润	131	173	226	282	现金净流量	264	61	169	216
营业外收支	-3	0	0	0					
利润总额	128	173	226	282	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	22	9	11	14	成长能力				
净利润	106	164	215	268	营业收入增长率	29.3%	42.5%	22.2%	21.9%
归属于母公司净利润	106	164	215	268	净利润增长率	94.6%	55.6%	30.8%	24.7%
YoY (%)	94.6%	55.6%	30.8%	24.7%	盈利能力				
每股收益	0.65	1.00	1.31	1.63	毛利率	44.6%	53.7%	56.9%	59.3%
					净利率	6.0%	6.5%	7.0%	7.2%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.8%	10.0%	11.5%	12.4%
货币资金	607	668	838	1,054	净资产收益率 ROE	9.6%	13.7%	15.2%	15.9%
预付款项	103	117	133	152	偿债能力				
存货	226	163	205	218	流动比率	2.92	3.19	3.59	4.09
其他流动资产	253	324	326	358	速动比率	2.09	2.46	2.76	3.22
流动资产合计	1,189	1,272	1,501	1,783	现金比率	1.49	1.67	2.00	2.42
长期股权投资	91	91	91	91	资产负债率	28.8%	26.8%	24.5%	22.1%
固定资产	171	176	181	185	经营效率				
无形资产	5	5	5	5	总资产周转率	1.22	1.58	1.75	1.86
非流动资产合计	362	367	372	377	每股指标 (元)				
资产合计	1,551	1,639	1,873	2,159	每股收益	0.65	1.00	1.31	1.63
短期借款	274	274	274	274	每股净资产	6.73	7.32	8.63	10.26
应付账款及票据	47	50	60	67	每股经营现金流	2.03	0.91	1.19	1.47
其他流动负债	85	75	84	95	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	407	399	418	436	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	79.08	51.28	39.22	31.45
其他长期负债	40	40	40	40	PB	4.14	7.03	5.96	5.01
非流动负债合计	40	40	40	40					
负债合计	447	439	459	476					
股本	164	162	162	162					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,104	1,200	1,415	1,683					
负债和股东权益合计	1,551	1,639	1,873	2,159					

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。