

2025年04月28日

若羽臣 (003010)

——绽家持续绽放，斐萃接力增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点:

- **公司发布 24 年及 25Q1 财报，业绩符合预期。1) 24 年**营收 17.7 亿元，同比增长 29.3%；归母净利润 1.1 亿元，同比增长 94.6%；扣非归母净利润 1.1 亿，同比增长 97.5%。**2) 25 年 Q1** 营收 5.7 亿元，同比增长 54.2%，归母净利润 0.3 亿元，同比增长 113.9%，扣非归母净利润 0.3 亿，同比增长 107.6%。**3) A 股每 10 股拟派发 5 元现金股利 (含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。**
- **自有品牌带高毛利率，现金流改善增强公司经营韧性。1) 盈利能力：**24 年毛利率 44.6%，同比增长 4.3pct，归母净利率 6.0%，同比增长 2.0pct；**2) 费用率：**销售费用率 29.8%，同比上升 2.0pct，主要为业务增长导致市场推广费用的增加所致；管理费用率 5.6%，同比下降 1.3pct；研发费用率 1.5%，同比下降 0.3pct。**3) 运营能力：**24 年末应收账款 2.0 亿元，同比增长 17.6%；经营活动现金流净额 3.3 亿元，同比大幅改善，主要为库存周转优化，库存备货减少及部分供应商给予一定账期所致。
- **自有品牌成为最大亮点，绽家持续绽放，斐萃接力增长。**24 年代运营业务营收 7.6 亿，同比下滑 19.0%，毛利率同比增长 4.7pct 至 39.3%；品牌管理业务营收 5.0 亿元，同比增长 212.24%，毛利率同比下滑 7.3pct 至 30.5%。自有品牌业务中，家清品牌绽家营收 4.8 亿元，同比增长 90.1%，毛利率同比增长 4.2pct 至 66.9%。**分渠道看，线上多点发力，线下渠道强势起量。**24 年线上营收 17.1 亿元，同比增长 26.7%，毛利率同比增长 4.5pct 至 60.5%。线下营收 0.5 亿元，同比增长 295.34%，毛利率同比下滑 9.9pct 至 43.6%。
- **自有品牌打开业绩天花板，品牌管理吸引知名伙伴，代运营精细化升级。1) 自有品牌业务高增显著，**24 绽家天猫、抖音等多渠道 GMV 同比增长超 100%，战略单品香氛洗衣液爆品破亿；保健品斐萃快速放量，抖音天猫双渠道突破；**2) 品牌管理业务动能强劲，**深度赋能拜耳康王、艾惟诺等合作品牌实现 GMV 高速增长，并引入魅尚萱、DHC 等品牌合作伙伴，拓展个护与保健品渠道；**3) 代运营业务毛利率提升近 5pct，**SHEVEU、佳贝艾特等表现亮眼，多店铺跻身类目 TOP 榜，获平台多项服务认证。
- **公司代运营业务起家，积淀深厚助力品牌管理和自有品牌腾飞。**高端化、差异化、情绪化吸引精致新人客群，成熟电商打法助力“绽家”业绩绽放。保健品类斐萃接力增长，印证公司自有品牌打法可复制性。结合 25Q1 业绩，上调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 1.7/2.2/2.7 亿元 (原 25-26 年预测为 1.6/2.1 亿元)，对应 PE 为 47/37/30 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**居民收入预期下行、渠道费用高企、行业竞争加剧、自有品牌新品表现不及预期、代理品牌解约或销售下滑。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,766	574	2,549	3,162	3,656
同比增长率 (%)	29.3	54.2	44.4	24.0	15.6
归母净利润 (百万元)	106	27	174	219	273
同比增长率 (%)	94.6	113.9	64.9	25.5	24.7
每股收益 (元/股)	0.65	0.17	1.06	1.33	1.66
毛利率 (%)	44.6	53.9	47.5	49.8	51.6
ROE (%)	9.6	2.6	14.6	16.5	18.3
市盈率	77		47	37	30

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据: 2025年04月25日

收盘价 (元)	49.91
一年内最高/最低 (元)	54.00/10.03
市净率	7.7
股息率% (分红/股价)	0.60
流通 A 股市值 (百万元)	6,035
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年03月31日

每股净资产 (元)	6.49
资产负债率%	35.75
总股本/流通 A 股 (百万)	164/121
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

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

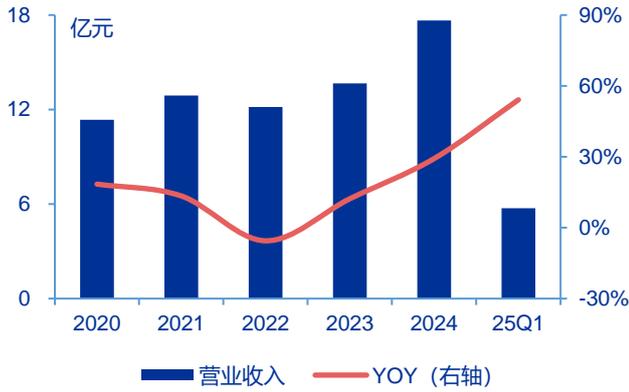
联系人

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



申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收 5.7 亿元, 同比增长 54.2%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润 0.3 亿元, 同比增长 113.9%



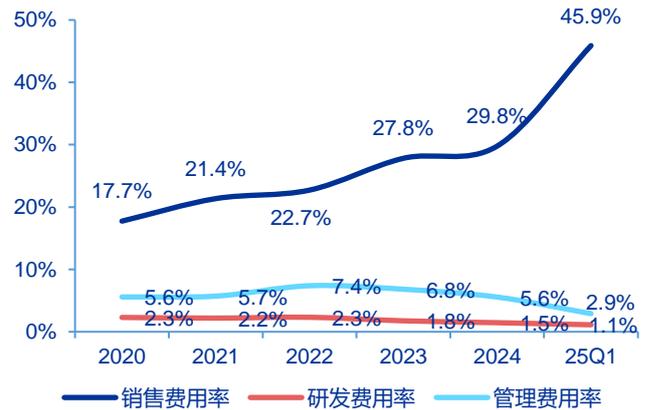
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1 毛利率 54.9%, 净利率 4.8%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1 销售费用率 45.9%, 研发费用率 1.1%, 管理费用率 2.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,366	1,766	2,549	3,162	3,656
其中: 营业收入	1,366	1,766	2,549	3,162	3,656
减: 营业成本	816	979	1,338	1,586	1,770
减: 税金及附加	4	8	11	14	16
主营业务利润	546	779	1,200	1,562	1,870
减: 销售费用	380	526	816	1,075	1,280
减: 管理费用	93	98	148	187	219
减: 研发费用	24	26	45	56	64
减: 财务费用	-13	-11	1	3	4
经营性利润	62	140	190	241	303
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-5	-6	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-1	-8	0	0	0
加: 投资收益及其他	4	10	10	10	10
营业利润	59	131	200	251	312
加: 营业外净收入	-3	-3	-2	-2	-2
利润总额	57	128	198	248	310
减: 所得税	2	22	24	30	37
净利润	54	106	174	219	273
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	54	106	174	219	273

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

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

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

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

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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