

➤ **若羽臣：国内领先的全球消费品品牌数字化管理公司，积极拓展自有品牌。**若羽臣于2011年在广州成立，为国内首批代运营公司。公司业务从代运营起家逐步实现向品牌管理转型，同时成功孵化出自有品牌“绽家”和“斐萃”等。公司实控人董事长王玉&王文慧夫妇持股41.54%，股权结构整体较为集中稳定。

➤ **精细化调整代运营业务，寻求稳健发展。**若羽臣以电商代运营业务起家，构建了涵盖全渠道运营、数字营销等服务的全方位数字化解决方案，该业务具体包括电商代运营、渠道分销和品牌策划。公司代运营业务深耕母婴、美妆、保健品等领域，积累了深厚的运营操盘经验，代运营行业，公司主动优化合作策略，重点与业内优异品牌合并做积极推进全渠道发展策略，22-24年公司代运营业务营收占比从86.78%下降至43.25%。

➤ **绽家差异化卡位香氛家庭洗护，把握新时代情绪价值消费，增长可期。**绽家能够实现快速破圈，主要原因在于：1) 布局家清护理赛道空间广阔，卡位高端家清这一相对蓝海的细分品类。根据欧睿数据，中国家清市场规模24-29年CAGR为2.4%，29年行业规模有望达1490亿元；竞争格局较为集中，24年行业CR5达66.7%，且前五大品牌（立白、雕牌、奥妙、蓝月亮和汰渍）多定位大众市场，中高端品牌稀缺。2) 把握“香氛”差异化卖点+内衣洗等细分产品实现品牌突围；3) 全渠道布局助力销售增长：线上覆盖天猫、抖音等二十余个电商平台；线下成功入驻山姆、盒马等商超。4) 定位洗借助内容营销精准破圈。由于小红书平台使用人群与绽家目标客群高度重合，绽家选择小红书作为核心种草阵地并在该平台实现优异的运营表现，绽家品牌小红书平台粉丝数位居行业前列，考虑到家清市场规模较大且绽家品牌稀缺成长势能较好，我们看好品牌未来发展空间。

➤ **多年保健品运营操盘经验为基石，发力自有保健品品牌“斐萃”。**若羽臣于2016年正式进军保健品市场，沉淀出丰富的人才资源和知识储备，为推出自有保健品品牌“斐萃”奠定了基础。斐萃于24年9月上线，聚焦20-45岁女性的中高端抗衰需求，前期以“麦角硫因”为核心成分，主打女性抗衰产品，25年5月推出以“红宝石油”为核心成分的产品，主打抗氧抗炎提代谢。目前，品牌已推出七款产品，全面覆盖女性健康多维需求，单品价格区间定位于288-498元。整体来看，中国保健品市场未来空间广阔，斐萃未来增长潜力较大。

➤ **投资建议：**公司是代运营业务龙头，运营能力优异，发力自有品牌“绽家”及“斐萃”布局家清及保健品业务，打开增长空间。预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.84/2.72/3.84亿元，yoy分别为74.0%/48.1%/41.0%，对应PE为71/48/34X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，营销模式无法适应市场，新产品销售不及预期，生产与研发风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,766	2,957	3,930	4,882
增长率(%)	29.3	67.5	32.9	24.2
归属母公司股东净利润(百万元)	106	184	272	384
增长率(%)	94.6	74.0	48.1	41.0
每股收益(元)	0.46	0.81	1.20	1.69
PE	123	71	48	34
PB	11.8	13.7	12.0	10.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年6月27日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：
57.19元
分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

目录

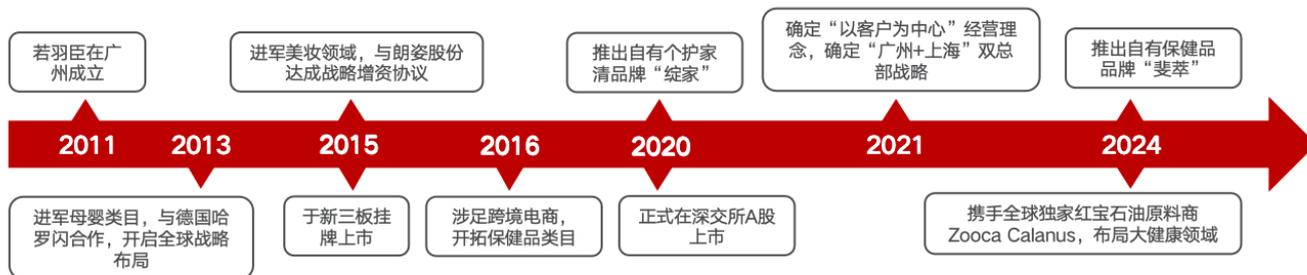
1 若羽臣：国内领先的全球消费品品牌数字化管理公司，积极拓展自有品牌	3
1.1 公司基本情况：代运营起家，品牌管理和自有品牌业务发展迅速	3
1.2 股权结构：股权结构集中，实控人夫妇持股比例为 41.45%	4
1.3 管理团队：核心管理团队经验丰富且稳定，赋能公司长期发展	5
2 代运营业务调整聚焦，持续深化服务质量	6
3 绽家：公司运营能力护航、差异化品牌卡位香氛家庭洗护，把握新时代情绪价值消费，品牌增长可期	9
3.1 家清行业规模稳健增长，衣物护理行业稳步提升	9
3.2 香氛消费时代已至，悦己+情绪具备双重价值	14
3.3 布局香氛家清，把握新生代消费者新需求	16
4 布局保健品赛道，看好斐萃未来的放量	28
5 财务分析	32
6 盈利预测与投资建议	36
6.1 盈利预测假设与业务拆分	36
6.2 估值分析	39
6.3 投资建议	39
7 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	42

1 若羽臣：国内领先的全球消费品品牌数字化管理公司，积极拓展自有品牌

1.1 公司基本情况：代运营起家，品牌管理和自有品牌业务发展迅速

若羽臣以电商代运营业务起家，加速发展自有品牌+品牌管理业务，是一家面向全球的消费品品牌数字化管理公司。2011年，若羽臣科技股份有限公司在广州成立，以电商代运营业务起家。最初公司向母婴类公司提供代运营服务，而后逐步拓展至美妆、保健品等高增长类目，并与拜耳、宝洁、强生等超百家国际知名品牌建立深度合作。此外，公司积极转型发展品牌管理业务并孵化自有品牌。自有品牌方面，公司于2020年推出自有个护家清品牌“绽家”并于2024年推出自有保健品品牌“斐萃”。

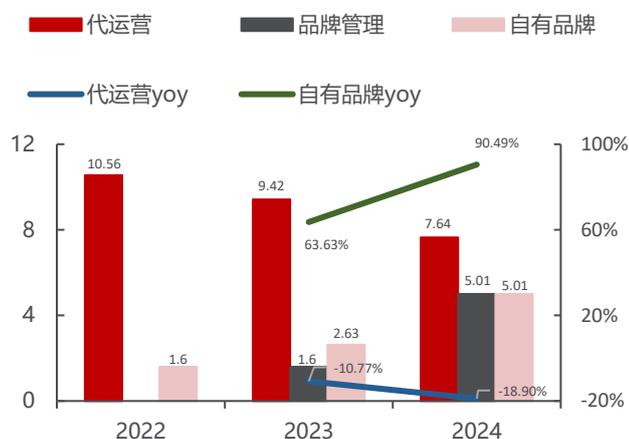
图1：若羽臣发展历程



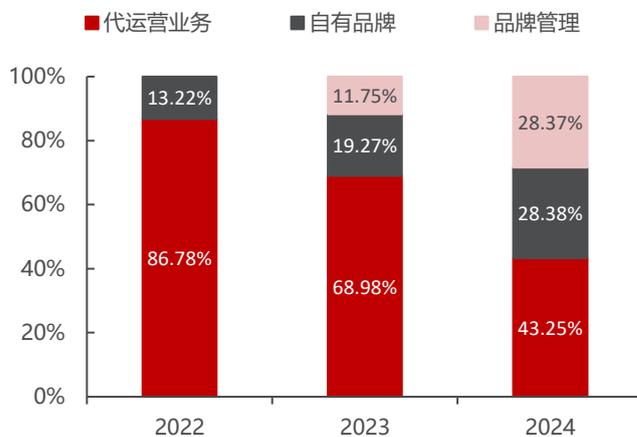
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

公司业务主要涵盖三个板块，分别为品牌管理、自有品牌和代运营业务：1) **品牌管理**：指公司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，根据不同合作模式分为总代、经营权买断以及合资品牌三种类型，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额，主要合作品牌包括艾惟诺、拜耳、康王等。根据公司公告，该业务 23-24 年营收从 1.60 亿元增至 5.01 亿元，同比增加 212.24%，营收占比从 11.75% 增至 28.38%，营收和占比呈增长趋势。2) **自有品牌**：指公司全面掌握品牌价值链发展，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，包括绽家和斐萃等品牌。其中，高端家清品牌绽家于 2020 年末正式在中国市场上线，该品牌 23-24 年营收从 2.55 亿元增至 4.84 亿元，同比增加 90.09%，营收占比从 18.65% 增至 27.42%；自有保健品品牌斐萃于 24 年 9 月推出，24 年实现营收 0.12 亿元，营收占比为 0.69%。3) **代运营业务**：公司代运营业务包括店铺代运营、渠道分销及品牌策划。其中，店铺代运营包括零售模式和服务费模式，盈利来源分别为货品的购销差价和运营服务费；渠道分销盈利来源为货品的购销差价。

23-24 年，公司代运营业务营收从 9.42 亿元降至 7.64 亿元，同比减少 18.95%，营收占比从 68.98%降至 43.25%，营收和占比呈现下行趋势。

图2：2022-2024 年公司分业务营收（亿元）及增速


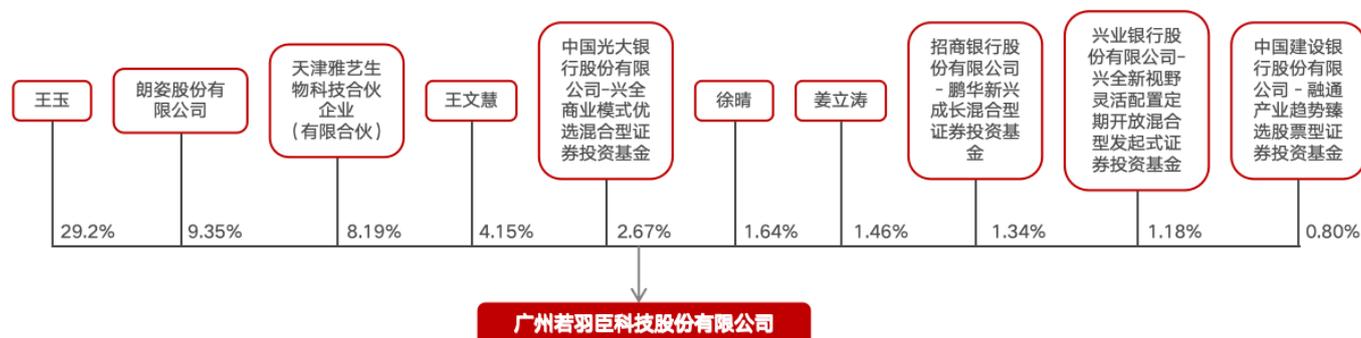
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2022-2024 年公司分业务营收占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权结构集中，实控人夫妇持股比例为 41.45%

实控人夫妇控股 41.54%，股权结构集中。截止 2025 年 3 月 31 日，公司第一大股东为董事长王玉，为公司实控人，直接持有公司 29.2%的股份；王文慧与王玉系夫妻关系，同时作为公司实控人，直接持有公司 4.15%的股份；公司第二大股东为朗姿股份有限公司，直接持有公司 9.35%的股份，此公司主营业务为女装生产、设计与销售，实控人为申东日；公司第三大股东为天津雅艺生物科技合伙企业，王文慧和王玉通过分别控股该企业 99%、1%的股份间接控股公司 8.19%的股份；此外，徐晴、姜立涛两位公司董事持有公司股份比例分别为 1.64%、1.46%。整体看来，公司股权结构集中稳定。

图4：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 管理团队：核心管理团队经验丰富且稳定，赋能公司长期发展

核心管理团队从业多年，行业经验丰富。公司创始人王玉先生在校期间创办校园区域 B2C 平台“爱购网”，与电子商务结缘，而后在 2011 年创立若羽臣，正式进入电商代运营行业。此外，公司其他高管也有丰富的行业经验，如副总经理徐晴 2012 年加入若羽臣并任职至今，先后任职项目经理、运营经理、商务拓展中心总监等职位，2015 年起任职公司副总经理，现兼任上海京京业业与纽益倍执行董事、广州海通达与广州京旺执行董事、经理以及香港宝莉董事；公司董秘罗志青先后任职与广州联悦信息科技有限公司、广州库巴电子科技有限公司，拥有丰富的财务管理经验，2012 年加入若羽臣并任职至今，2017、2018 年起任职公司董秘、副总经理。整体看公司高管从业经验丰富，有利于公司长期稳定发展。

表1：公司管理层履历一览

姓名	职务	履历
王玉	董事长兼总经理	2011 年 5 月至 2015 年 5 月担任若羽臣有限执行董事兼总经理；2015 年 5 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限董事长兼总经理；2015 年 7 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事长、总经理。
徐晴	副总经理	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 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事、副总经理。
罗志青	副总经理，财务总监，董事会秘书	2012 年 12 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限财务经理；2017 年 4 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事会秘书；2018 年 9 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司副总经理；2021 年 2 月至 2021 年 9 月、2022 年 1 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事；2015 年 7 月至 2021 年 9 月、2022 年 9 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

2 代运营业务调整聚焦，持续深化服务质量

公司以电商代运营业务起家。经过十数年的积累，公司成功构筑了全方位服务的能力，能够为品牌提供涵盖全渠道精细化运营、数字营销、用户运营、IT 技术、客服管理及供应链管理在内的全方位数字化解决方案。目前，代运营业务包括店铺代运营、渠道分销和品牌策划。

表2：代运营业务类型及商业模式

类型	商业模式	盈利模式
店铺代运营	公司为品牌方在第三方电商平台运营旗舰店，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，公司向品牌方采购货物后通过第三方电商平台向终端消费者销售，盈利来源于货物的购销差价；服务费模式下，公司向客户收取运营服务费，一般采用固定服务费、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。对电商平台客户，公司提供运营支持服务，仓储物流由平台负责；对其他分销商，公司仅向其销售商品。	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，盈利来源为货物的购销差价。
品牌策划	公司为品牌方提供数字营销服务，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，民生证券研究院

公司不断优化业务品牌矩阵，深化服务质量。2013 年，公司代运营业务战略性切入母婴品类，当年与德国高端婴儿洗护品牌哈罗闪合作，后续服务美赞臣、强生、帮宝适等知名母婴品牌。2015 年，公司进军美妆个护领域，服务雪肌精、苏菲等品牌。2016 年，公司涉足保健品领域，与善存、钙尔奇、Swisse 等大健康品牌达成合作。目前，若羽臣已在保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等品类建立起头部竞争优势，未来将持续向宠物、医疗健康等多个高潜品类拓张。从公司核心合作品牌生意交付结果来看，2024 年，公司通过精准的品牌市场定位、创新的营销打发和高效的策略执行，已助力钙尔奇、赛逸、佳贝艾特等多家合作品牌增长。24 年双十一期间，公司近 50 家代运营店铺 GMV 显著增长，近 20 家合作品牌店铺入选类目 TOP5，多家店铺实现客单价的双位数增长。

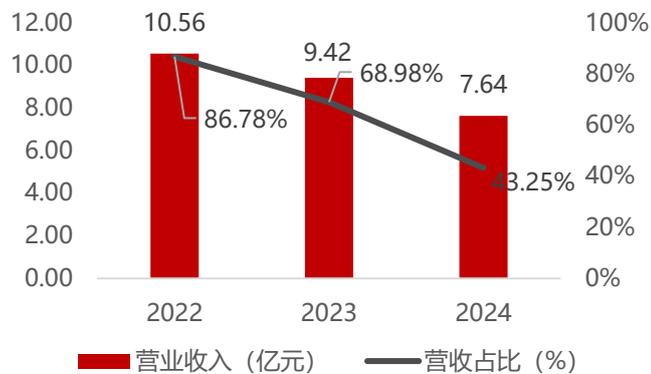
图5：公司合作品牌



资料来源：公司官网，民生证券研究院

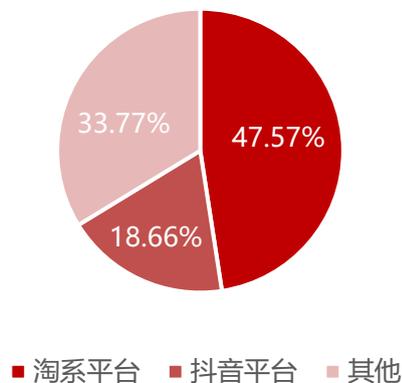
代运营业务步入稳健增长期，未来将持续聚焦全渠道布局。在电商行业利润逐步走低及增速放缓，开拓电商渠道的品牌方大多拥有醇熟的电商运营团队的背景下，代运营行业的增速也逐步放缓。在此环境下，公司代运营业务正处于稳步前进的阶段，2022-2024年，若羽臣代运营业务营收占比从86.78%降低至43.25%。面对代运营行业的发展趋势，公司近年作出相应调整：1) 避免盲目拓展合作品牌的数量，重点选择行业内表现优异的品牌开展深度合作。2) 公司持续推进全渠道发展战略，提升代运营业务的抗风险能力。除淘系平台外，公司持续深化抖音、快手、小红书等内容社交平台的能力。2024上半年，公司淘外渠道业务占比达52.43%，其中抖音平台占比提升至18.66%，较23年全年增长4.57pct。

图6: 2022-2024 年公司代运营业务营收及占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 24 年上半年线上分渠道业务销售额占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 绽家：公司运营能力护航、差异化品牌卡位香氛家庭洗护，把握新时代情绪价值消费，品牌增长可期

3.1 家清行业规模稳健增长，衣物护理行业稳步提升

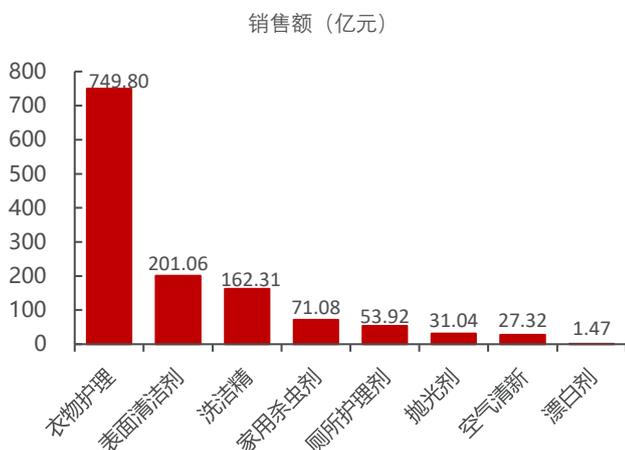
中国家居清洁行业市场规模保持稳健增长态势，其中衣物护理行业占比最高。根据欧睿数据，2024年中国家居清洁行业市场规模达1298亿元，同比增长0.6%，预计2024-2029年市场规模将以2.24%的CAGR持续稳健增长，至29年实现1450亿元。从细分市场来看，24年中国家居清洁行业前三大品类分别为衣物护理、表面清洁剂、洗洁精。其中衣物护理市场规模达749.8亿元，占比58%。

图8：2010-2029E 中国家清行业市场规模及增速



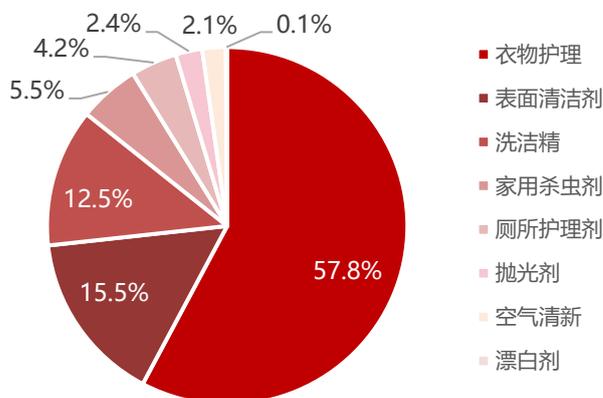
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图9：2024年中国家清行业分类市场规模



资料来源：欧睿，民生证券研究院

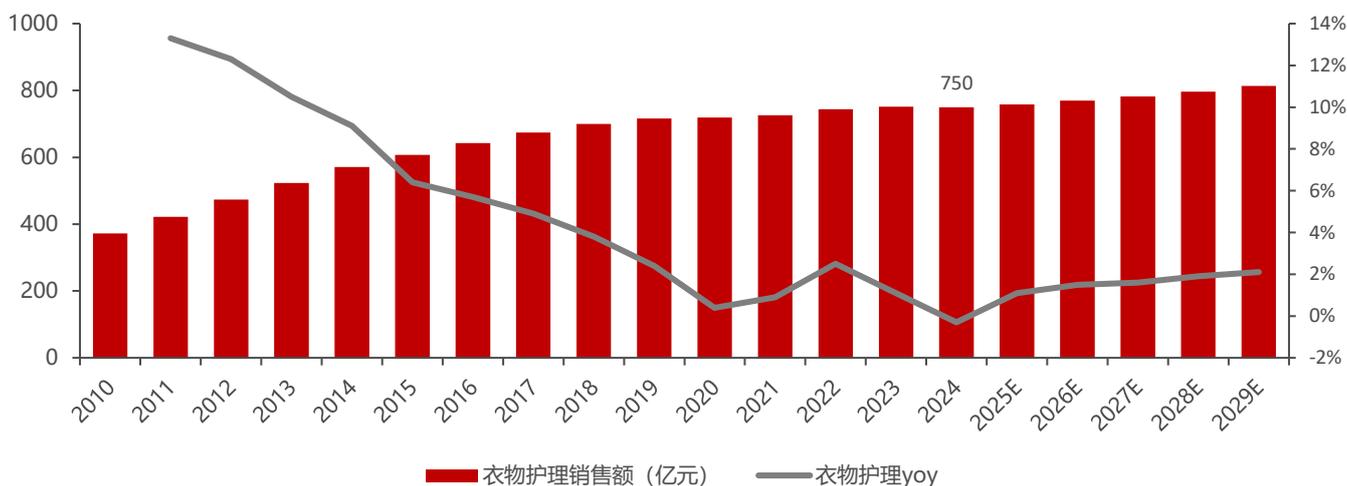
图10：2024年中国家清行业分类市场占比情况



资料来源：欧睿，民生证券研究院

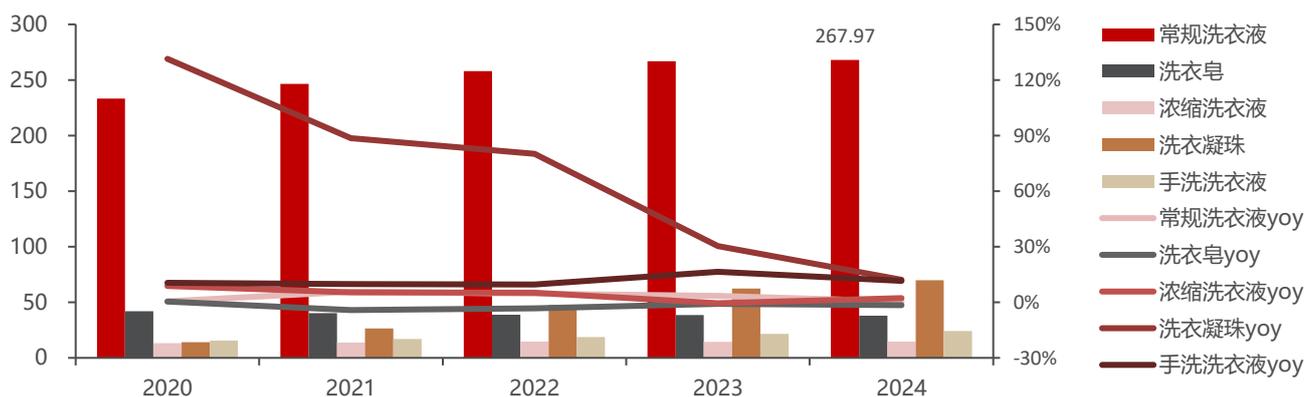
中国衣物护理行业规模稳步提升，洗衣液品类市场规模位居各细分品类之首。2010-2024年，中国衣物护理行业规模从372亿元提升至750亿元，对应CAGR为5.13%；根据欧睿数据，预计2024-2029年市场规模将以1.64%的CAGR稳步增长，到2029年达到913亿元。其中，常规洗衣液作为大多数家庭的日常必备品，在衣物护理行业中是规模最大的品类。2020-2024年常规洗衣液市场规模从233.25亿元增至267.97亿元，占比从32%增至36%。与此同时，一些主打高效便携、天然环保、专洗专护的新品类，如洗衣凝珠、内衣洗衣液、留香珠等，也为市场注入新活力。其中，洗衣凝珠品类高速增长，2020-2024年洗衣凝珠市场规模从14.07亿元增至69.85亿元，对应CAGR为49.28%。

图11：2010-2029E 中国衣物护理行业市场规模及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图12：2020-2024年洗衣产品细分品类市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

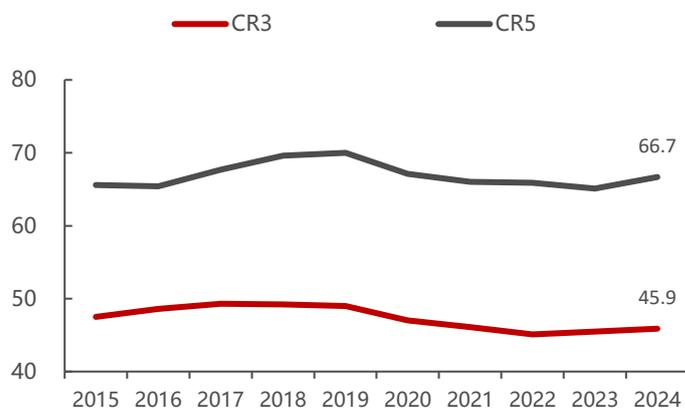
衣物护理行业集中度高，24 年行业 CR5 达 66.7%。欧睿数据显示，2024 年衣物护理行业 CR3 实现 45.9%，CR5 实现 66.7%，竞争格局较为集中。2015-2024 年，行业前五大公司均为广州立白、纳爱斯、联合利华、蓝月亮和宝洁，其中广州立白、纳爱斯和宝洁市场份额有所下滑。2024 年，立白、纳爱斯、蓝月亮分别占据行业第一、第二和第四的位置，体现出中国本土品牌的实力强劲。

表3：2015-2024 年衣物护理行业前五大公司市占率 (%)

公司	广州立白	纳爱斯	联合利华	蓝月亮	宝洁
2015	18.1	17.2	12.2	7.6	10.5
2016	18.3	18.2	12.1	6.4	10.4
2017	18.8	18.4	12.1	7.9	10.5
2018	19.0	18.2	12.0	9.3	11.1
2019	19.2	17.9	11.9	9.6	11.4
2020	17.8	17.2	12.0	8.8	11.3
2021	17.1	16.7	12.3	9.7	10.2
2022	17.3	15.5	12.3	10.4	10.4
2023	17.6	15.5	12.4	9.8	9.8
2024	17.8	15.5	12.6	11.2	9.6

资料来源：欧睿，民生证券研究院

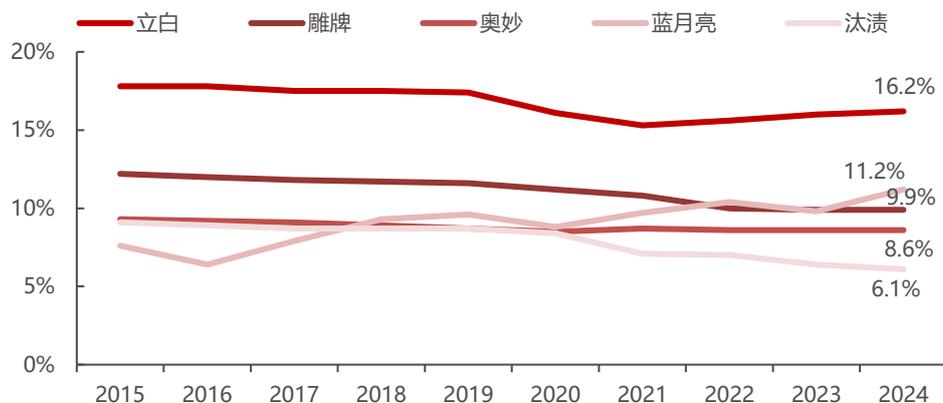
图13：2015-2024 年衣物护理行业 CR3 及 CR5 的变化 (%)



资料来源：欧睿，民生证券研究院

衣物护理行业以大众品牌为主，高端定位品牌相对稀缺。衣物护理行业前五大公司立白、纳爱斯、联合利华、蓝月亮和宝洁旗下对应的核心衣物清洁品牌分别为立白、雕牌、奥妙、蓝月亮和汰渍，前五大品牌核心产品多定位大众，如蓝月亮核心产品深层洁净薰衣草洗衣液及立白核心产品大师香氛洗衣液定价约为 38 元/2KG。

图14: 2015-2024 年衣护行业前五大品牌市占率 (%)



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

表4: 2024 年衣物护理行业前五大品牌

品牌	介绍
立白	立白创立于 1994 年, 是立白集团旗下第一大品牌, 同时也是中国洗涤用品领域的天然洗护领导品牌。近年已经成功推出一系列高端、有差异化的副产品, 如立白御品, 立白大师香氛等。
雕牌	雕牌创立于上世纪 90 年代初, 隶属于纳爱斯集团。目前洗衣液产品主要有除菌有氧系列、除菌系列和高奢香水香氛系列。
奥妙	奥妙在 1993 年正式进入中国, 是联合利华中国旗下第一家庭护理品牌, 目前核心产品包括除菌除螨洗衣液和玫瑰香氛洗衣液。
蓝月亮	蓝月亮品牌诞生于 1992 年, 致力为消费者提供全套家居清洁方案, 目前核心产品包括深层洁净洗衣液和内衣洗衣液。
汰渍	汰渍于 1995 年进入中国, 是宝洁旗下著名洗涤品牌, 致力于为中国家庭主妇提供最好的洗护方案, 目前核心产品为上一代洗衣液和新推出的洗衣原液。

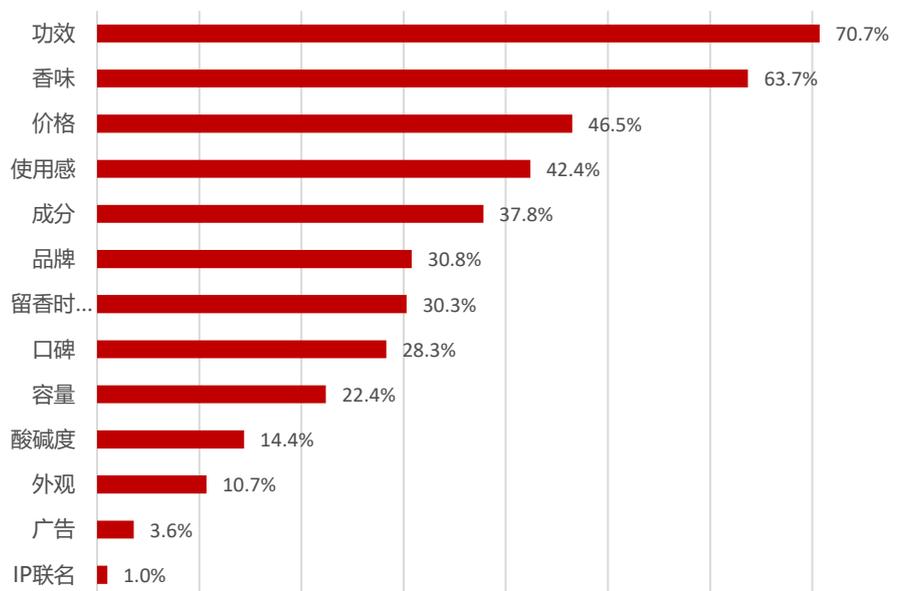
资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

产品细分化需求增强, 功效和香味逐步成为市场主流趋势。 1) 产品品类细分化趋势显著。首先, 消费者更加关注创新升级型产品, 京东消费趋势显示, 24 年胶囊凝珠、活氧爆炸盐等产品关联搜索量同比增长 143%。其次, 消费者对细分品类的洗涤需求增强, 根据《小红书 2023 年洗护行业用户洞察报告》, 使用洗衣凝珠和内衣/内裤洗衣液用户分别占比 46.5%/40.4%, 其中女性用户渗透率分别占 50.2%/48.2%, 显示出“千人千面”的洗涤需求。 2) 功效与留香成为市场主流趋势。首先, 消费者对功效细分化需求快速增长, 据京东消费数据显示, 2024 年带有除菌、护色、留香、专用等关键词的搜索量同比增长 178%, 其中, 有留香功效的洗衣粉、真丝羊毛洗衣液等产品成交额同比增长超 2 倍; 同时, 功效和香味成为消费者核心购买决策因素, 根据《小红书 2023 年洗护行业用户洞察报告》, 关注洗衣产品功效的用户占比 70.7%, 关注香味的用户占比 63.7%。

表5：2023 年用户洗衣产品消费偏好 (%)

细分品类	整体	男	女	18-22岁	23-25岁	26-30岁	31-40岁
洗衣液	87.3	81.8	89.6	86.5	88.8	85.8	88.3
洗衣凝珠	46.5	37.5	50.2	38.7	45.9	50.3	51.3
内衣/内裤洗衣液	40.4	21.3	48.2	38.4	39.2	41.3	42.1
柔顺剂	29.2	19.5	33.2	21.0	23.3	29.3	40.1
洗衣粉	25.1	28.9	23.6	33.7	25.1	20.9	20.4
洗衣肥皂	24.7	22.0	25.9	33.8	19.2	19.3	23.6
留香珠/片	21.7	10.1	26.5	18.8	20.1	24.7	23.2
消毒液	21.6	15.7	24.0	12.2	17.6	25.3	29.9

资料来源：《小红书 2023 年洗护行业用户洞察报告》，民生证券研究院

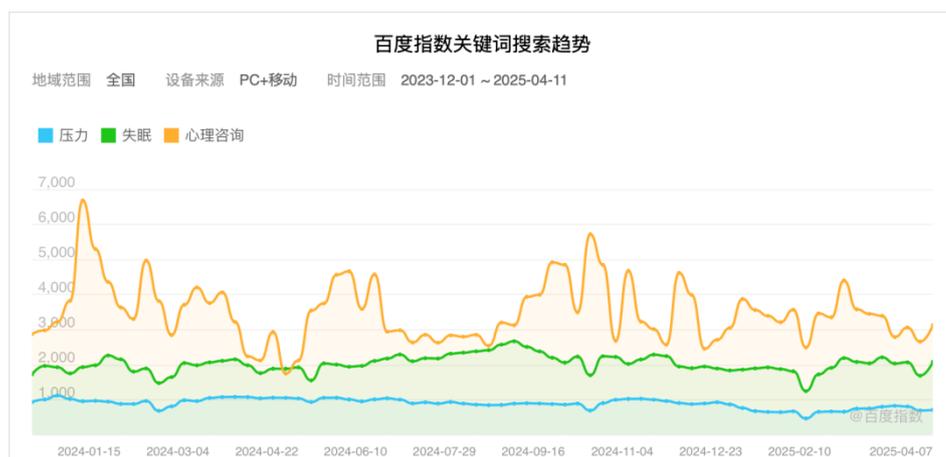
图15：2023 年消费者洗衣产品关注因素 (%)


资料来源：《小红书 2023 年洗护行业用户洞察报告》，民生证券研究院

3.2 香氛消费时代已至，悦己+情绪具备双重价值

中国情绪消费市场规模持续扩大，更多消费者为消费情绪买单。快节奏的生活和职场压力使人们寻求情绪慰藉，当生理需求满足后，消费者不再满足于商品的基本功能和实用性价值，而是更加注重精神满足和情感愉悦。在此背景下，消费者消费能力的提升助力其对情绪消费的投入增加，根据智研咨询的数据，2024年上半年全国居民人均可支配收入名义增长6.5%，表明消费者有更多资金满足非物质需求；此外，由于Z世代消费观转变，注重自我表达并追求独特的消费体验，因此更愿意为满足情感需求的商品买单；叠加互联网和社交媒体的普及以及企业营销策略的创新，情绪消费市场的发展得到进一步推进。《2025年情绪消费研究报告》显示，2013年以来情绪消费相关产业CAGR实现12%，预计2025年中国情绪消费市场规模将突破2万亿。

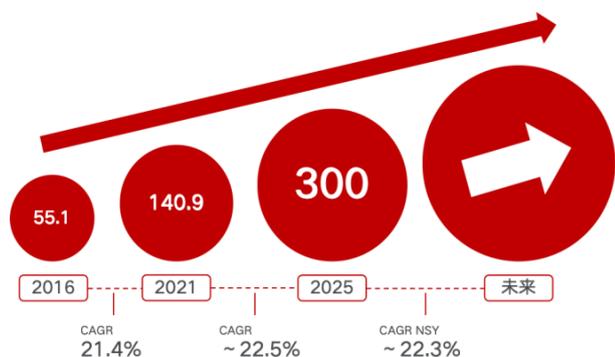
图16：百度搜索指数显示近年压力、失眠等关键词搜索量较高



资料来源：百度指数，民生证券研究院

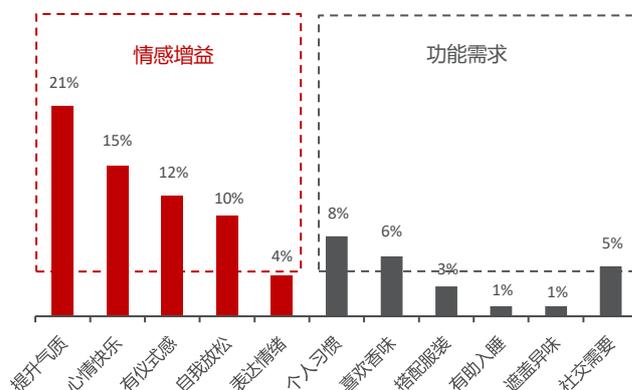
中国香氛市场高增，预计25年市场规模有望超300亿元。根据凯度咨询数据显示，2016-2021年中国香氛市场规模由55.1亿元增长至140.9亿元，对应CAGR为21.4%，预测21-25年将以22.5%的CAGR增长，至2025年市场规模达到300亿元。在新时代消费者更侧重于生活品质提高和乐于“悦己”这一背景下，香氛市场以其独特的感官表达和情绪赋能为消费者提供多重附加价值。消费者使用香氛带来提升气质、愉悦心情、仪式感等情感增益需求明显高于个人习惯、搭配服装、社交等功能需求，根据《2024香水香氛品类趋势洞察》，21%的消费者使用香氛是为了提升气质展现品味，为愉悦心情、增加仪式感、自我放松而使用香氛的消费者占比均超过10%。由此可见，香水香氛产品传递的情绪价值已成为消费者表达自我，追求品质生活的重要选择。

图17: 2016年起中国香氛市场规模及未来预测(亿元)



资料来源:《知人寻香—2024 香水香氛趋势白皮书》, 民生证券研究院

图18: 个人香氛使用需求调研情况



资料来源:《2024 香水香氛品类趋势洞察》, 民生证券研究院

香氛类产品消费提升, 消费者愿意为香氛带来的情绪价值买单。市场表现方面, 24年香氛类产品在社交媒体热度提高, 据2024年1-4月小红书平台“香氛”关键词热度数据显示, 香氛相关笔记数和互动量大幅提升, 其中“香氛个护”相关话题互动量占比33.1%; 截止2024年5月30日, 抖音平台关于“香氛”话题播放次数达到28.2亿次, 其中香氛洗衣液和植物香氛洗衣液分别上榜TOP10。从人群画像看, 根据炼丹炉数据显示, 香薰市场中更注重情绪价值的女性群体是消费主力, 占比68.5%; 在年龄层面, 香薰市场31-40岁群体是消费主力, 占比35.65%, 这一年龄段消费者具有较强的消费能力和生活品质需求, 更愿意为香薰产品带来的情绪价值买单。整体来看, 根据《中国香氛个护消费趋势报告》, 超过97%的消费者愿意为喜欢的调香支付溢价。

表6: 2024年1-4月小红书“香氛”关键词相关热度

笔记数	数据	互动量	数据
新增笔记数	15.23万篇	互动总量	1228.73万次
笔记数同比	23.2%	互动总量同比	24.7%
香氛个护笔记数占比	28.3%	香氛个护互动量占比	33.1%

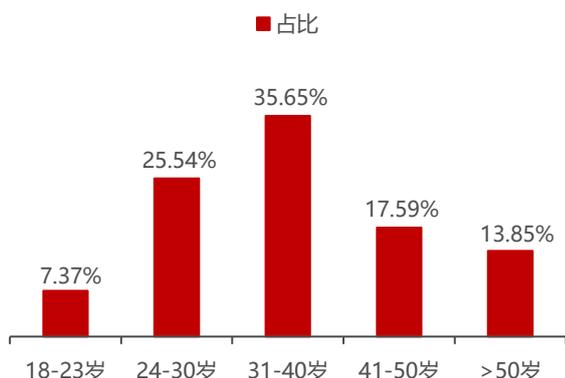
资料来源:《小红书2023年洗护行业用户洞察报告》, 民生证券研究院

表7: 截止 2024 年 5 月 30 日抖音“香氛”相关话题

话题	播放次数	话题	播放次数
香氛	28.2 亿次	KONO 香氛小 K 瓶	4.2 亿次
香氛洗衣液	27.9 亿次	独特艾琳沐浴露	3.7 亿次
香氛沐浴露	15.3 亿次	香氛身体乳	3.1 亿次
香氛喷雾	10.7 亿次	植物香氛洗衣液	2.4 亿次
室内香氛	5.1 亿次	独特艾琳香氛护手霜	2.1 亿次

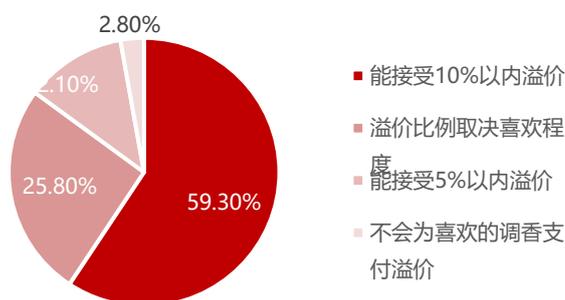
资料来源:《中国香氛个护消费趋势报告》, 民生证券研究院

图19: 香薰市场消费者年龄分布 (%)



资料来源: 炼丹炉大数据整理, 民生证券研究院

图20: 消费者为调香支付溢价的意愿度 (%)



资料来源:《中国香氛个护消费趋势报告》, 民生证券研究院

3.3 布局香氛家清, 把握新生代消费者新需求

3.3.1 绽家产品以“香氛”“高端”切入, 具备独特性, 满足消费者情绪价值的需求

绽家定位高端精致家庭清洁品牌, 提供全方位的家庭清洁解决方案。绽家源自新西兰高端植萃家清品牌, 致力于以更高效、天然、可持续的洁净方式, 为消费者提供全方位的家庭清洁解决方案。2020 年末, 绽家由若羽臣正式作为自有品牌引入中国市场, 以其“高端”、“香氛”的核心标签, 定位高端家清领域。产品方面, 绽家内衣洗液、香氛护衣喷雾、除菌液、洗衣凝珠、精油地板清洁剂、香氛洗衣液等多款产品自上市以来持续热销。绽家从细分领域切入, 目前已在不同细分赛道排名领先, 24 年 9 月推出战略大单品香氛洗衣液正式进入洗衣液市场。

图21：绽家产品矩阵



资料来源：绽家天猫旗舰店，民生证券研究院

绽家提供较多情绪价值，定位中高端。1) 香氛方面，绽家携手知名高奢线调香师，通过对多元植物原生香气的精妙复配，推出沉香玫瑰、白花香、桂花香、茉莉香、雪松木质香五种香调，呈现具备不同季节特色的嗅觉体验。相比行业头部品牌如立白香氛大师洗衣液仅有四种香型，奥妙精油香氛洗衣液仅有两种香型，绽家目前已成功打造出 18 款独特香型，能为消费者提供足够丰富的选择。2) 产品价格方面，绽家四季繁花洗衣液单价约为 60 元/L，明显高于市场主流洗衣液 10-20 元/L 的定价；绽家洗衣凝珠单价约为 1.71 元/颗，明显高于市场主流凝珠产品 0.7-1.2 元/颗的定价。

图22：绽家携手高奢线调香师共创香氛



资料来源：绽家天猫旗舰店官网，民生证券研究院

表8：绽家品牌洗衣液及洗衣凝珠香型

系列	香型	系列	香型
四季繁花酵素洗衣液	甜橙翡翠百里香	绽家洗衣凝珠	栀子花与白沉香
	白兰花与栀子花		红玫瑰与沉香木
	檀木与小花茉莉		花梨与白檀
	杏仁奶檀		香根木煮雪松
	沉香木玫瑰		仲夏葡萄与柚子
	桂花与清酒		山茶黑骑士
	无花果与奶檀		桂花与清酒
联名款洗衣液/凝珠	香根木煮雪松	联名款洗衣液/凝珠	鸢尾与乌木
	蝴蝶夫人与玫瑰		月光白檀与白玫瑰
	橙花与葡萄藤		天使草与白樱花
	依兰与橡木玫瑰		香草茉莉与晚香玉

资料来源：绽家天猫旗舰店，民生证券研究院

表9：绽家产品与竞品对比表

品牌	产品	价格(元)	规格	单 ml/颗价格(元)	香氛类型	推出时间	产品图片
绽家	四季繁花洗衣液	199.8	1.7L*2	0.06	九种花香	2024年9月	
立白	香氛大师洗衣液	79.9	2KG*2	0.02	玫瑰/乌木/蓝风铃/薰衣草	2022年3月	
奥妙	精油香氛洗衣液	59.9	3.2KG	0.02	玫瑰/木兰	2024年8月	
蓝月亮	深层洁净洗衣液	37.9	5斤	0.01	薰衣草	2008年	
绽家	洗衣凝珠	119.9	70颗	1.71	九种花香	2024年	
立白	柔顺净护凝珠	37.9	52颗	0.72	橙花小苍兰/薰衣草/茶树	2017年	
立白	沙龙香氛凝珠	54.4	58颗	0.94	甜香草与橙花	2024年	
奥妙	三合一洗衣凝珠	63.9	54颗	1.18	桉树香/薰衣草/樱花香	2020年	

资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

满足目标人群的情绪价值已成为品牌实现溢价升级的核心突破口。2008年，蓝月亮以突破性的深层洁净护理洗衣液，打破十几亿中国人的洗衣习惯。目前，洗衣液进入中国市场已经17年，消费者已经建立了对洗衣液的基础认知。在此背景下，洗衣液产品的升级溢价主要存在功能和情绪价值两条路径。就功能而言，实现产品溢价的路径较为狭隘。由于消费者已经形成“洗衣液均能有效清洁衣物，满足日常洗涤需求”的共识，仅主张“洗净力”难以激发消费者的消费意愿。从情绪价值来看，其更具溢价潜力。从绽家目标群体来看，其主要为20+岁的年轻人和30+岁以家庭为单位的女性。一方面，20+岁的新生代独立消费者逐渐开始独立生活，自主采购家清产品，并且大多承受经济大环境和工作各方面的压力，导致对情绪价值需求很大；另一方面，而三十多岁的女性消费群体逐渐成为家庭的主力军，对家清产品需求不断增长，因此是家庭中购买洗衣液的核心人群。因此，绽家在确保去污性能的基础上，通过为消费者提供独特香氛体验注入情感附加值，满足目标人群情绪价值的生活小确幸，是几十块钱就能买到的生活幸福感。

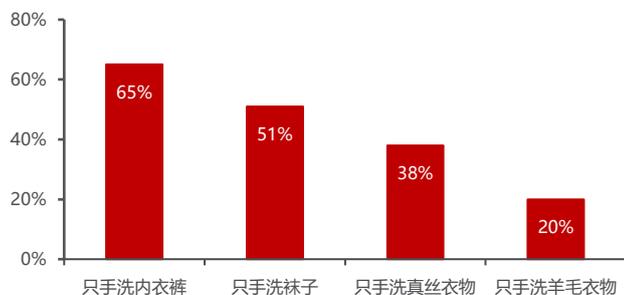
表10: 绽家代表产品定价及核心卖点

代表产品	定价	产品卖点
四季繁花洗衣液	199.8元/1.7L*2	顶空复刻香氛技术、七重生物酵素去渍、四重蛋白护衣、双层微胶囊技术 72 小时持久散香
蓝桉叶精油洗衣凝珠	119.9元/70颗	灭螨率 100%、除菌率 99%、十倍浓缩洁净力、持久爆香 30 天、柔软护色、去味
四小花旦内衣洗衣液	69元/200ml*2	有效去除 72 小时顽固血污、99.9%植萃抑真菌、椰油提取表活柔护不伤手、专业精油调香
地板清洁剂	69.9元/750ml	经口无毒、轻松去污、三重去异味科技、三种精油香氛、99.9%抑菌
衣物洗护系列	89-99元/500ml	专衣专护包含真丝、亚麻、牛仔、白色衣物、羊毛、羽绒服、运动衣物专用洗衣液

资料来源: 绽家天猫旗舰店, 民生证券研究院

聚焦细分赛道, 绽家以内衣洗突围市场。家居清洁赛道中, 面对常规洗衣液这一竞争红海, 当时作为全新品牌的绽家缺乏品牌机制和市场基础, 难以直接切入。因此, 绽家转而聚焦当时属于空白的内衣洗细分市场。绽家首轮产品内衣洗衣液一经推出即成为爆品助力绽家站稳脚跟, 主要基于两个关键因素: 1) 消费主力迭代。随着 Z 世代消费人群崛起, 相较于一味追求性价比, 他们更追求产品的高品质和高性能, 倾向购买更好的洗护产品管理更为高级的衣物材质, 而当时市场上缺乏针对细分化、精致化场景的品牌, 因此绽家推出的内衣洗衣液填补了市场空白。2) 消费习惯奠定基础。中国女性普遍存在内衣与外衣分开清洗的卫生习惯, 根据 2022 年中国消费者洗衣习惯调查, 65%的消费者只手洗内衣裤, 表明消费者对贴身面料护理产品的支付意愿更高。基于此, 绽家以女性群体为核心目标用户, 通过强调内衣洗衣液“高活性去渍”、“柔护不伤手”、“特调香氛”等特质支撑起产品溢价。在此之后, 绽家迅速延伸至专衣专护、衣物喷雾等其他细分市场的单品, 这种策略在细分市场帮助品牌验证了消费者需求, 逐步积累品牌势能, 为后续推出战略大单品香氛洗衣液奠定市场基础。

图23: 中国消费者拥有手洗内衣及特殊材质衣物习惯



资料来源: 英敏特咨询, 民生证券研究院

图24: 绽家早期布局差异化细小品类



资料来源: 绽家天猫旗舰店, 民生证券研究院

3.3.2 功能刚需与情绪价值双重赋能，持续巩固品牌高端定位

以情绪价值赋能功能性刚需品，立足高端市场。京东《2024 洗涤清洁线上消费趋势报告》显示，2021-2023 年间香氛类洗衣液的消费金额增速超过 100%，同时超过一半的用户因香型选择产品，更注重产品带来的情绪价值和乐趣。而绽家致力于打造高端家居清洁产品，通过高质量的香氛体验和天然成分，依靠留香时长和功效复合等特点，满足当代消费者对品质生活的需求。此外，专衣专护品类增长迅速，消费者对丝绸、羊毛等材质衣物会选择专用产品。京东消费数据显示，有留香功效的真丝羊毛洗衣液等产品成交额同比增长超两倍、羽绒服洗衣液成交额同比增长超三倍。在此趋势下，绽家内衣洗衣液及专衣专护系列产品能够满足消费者持续升级的个性化需求。基于高端化发展的战略，品牌注重消费者心智的培养和定价权的把控，以维护价格体系的稳定作为品牌高端定位的重要保障。

图25：消费者从绽家产品中获得的的情绪价值



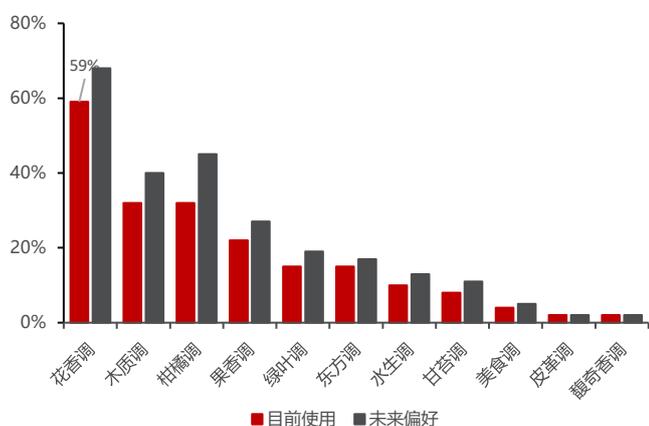
资料来源：绽家微信公众号，民生证券研究院

香氛衣物护理市场供给端竞争蓝海，绽家以高端定位破局。目前香氛衣物护理市场主要参与者为立白、绽家等品牌。对于衣物护理行业头部品牌来说，目前从洗衣液切入做香氛的品牌较少，其产品的调香也与绽家存在明显差距，即使这些头部品牌已推出一些中端价位的产品，但既定的品牌定位导致与绽家高端线的价格带仍有较大差异，因此头部品牌如蓝月亮、立白与绽家的客群重合度较低。此外，即使头部品牌想通过收购进入高端洗护市场，他们需要重新打造品牌并请职业经理人运营品牌，这样的策略与绽家从细分市场切入通过精准的市场和产品定位逐渐在高端市场占领一席之地的方式不同，新进入市场的品牌必须从零开始建立影响力。在如今融资环境难、流量成本高的背景下，白牌及新品牌想进入市场代价不菲，难以从市场突围。另外，做调性的香氛品牌目前路径仍然是在护手霜、洗手液等个护领域延伸，很少下沉到洗护领域。整体来看，在香氛衣物护理的赛道上目前尚未出现一个真正意义上的高端头部品牌，绽家有望填补这一空白。

3.3.3 绽家的差异化优势

绽家产品在香氛方面存在差异化优势。留香时长而言，传统家清产品香氛停留时间仅为四小时，而绽家根据不同场景定制多样香氛，通过蒸馏萃取技术提纯天然精油分子，叠加微胶囊缓释专利，能够实现 72 小时持久散香。就香氛处理而言，两大自然香料公司奇华顿、IFF 为绽家提供植物香料，打造出不同于工业香精的植物香精，市场接受度更高。就香型选择而言，行业头部品牌如蓝月亮旗下深层洁净洗衣液仅有一款香型，而绽家目前香型达 18 种，能够为消费者提供更加丰富的香型选择。其中，桂花与清酒、檀木与小花茉莉、沉香木玫瑰等多款香型产品满足大多中国消费者的香调偏好，已成为消费者的独特“嗅觉记忆”。

图26：中国消费者香调偏好



资料来源：2023 年中国香水行业研究白皮书，民生证券研究院

图27：绽家四季繁花洗衣液植物香氛调香技术



资料来源：绽家天猫旗舰店，民生证券研究院

植物精粹和专衣专护双引擎，打造差异化高端洗护壁垒。首先，绽家的产品与其他品牌的不同之处在于其一改传统洗衣液使用化工配方清洁的思路，以植物精粹为基底护理衣物。例如，绽家提炼霍比托叶、蓝桉叶精粹，摒弃多余的化学添加，实现植萃抑菌，带来始于细节的洁净体验。此外，绽家结合前沿科技和新西兰天然植萃复配而成的精致衣物保养配方，根据不同植物的毛纤维特性，为不同面料的衣物研制出清洁、护理、防御三维立体的解决方案，将生物科技力量融入到日常洗护生活中，渗透“专衣专护”的理念。例如，绽家羊绒真丝洗护系列产品根据珍贵面料的特性，调试出能够柔顺、阻静电的配方。

图28: 绽家产品植萃抑菌

蓝桉叶精油复配卡瓦油

添加植萃除菌成分

除菌率高达
99.9%



PRODUCT
REPORT

资料来源: 绽家天猫旗舰店, 民生证券研究院

图29: 绽家专衣专护系列产品矩阵

专衣专护 面料细分 >

 真丝衣物 洗衣液	 亚麻衣物 洗衣液	 白色衣物 洗衣液	 羽绒服洗 衣液
 运动衣物 洗衣液	 牛仔衣物 洗衣液	 羊绒羊毛 洗衣液	 宝宝专用 洗衣液

资料来源: 绽家天猫旗舰店, 民生证券研究院

通过自研配方和供应链优势, 以生产端差异化破局。绽家以自己研发的独特配方, 在全球范围内甄选优质原料商如奇华顿、IFF 进行合作, 并委托国内顶尖工厂代加工, 精心打造出如内衣洗液、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, 引领行业的细分发展趋势。

3.3.4 营销推广: 线上全渠道运营, 把握小红书流量红利精准切入目标客群

线上线下全渠道布局, 各平台差异化运营。目前品牌线上渠道全面覆盖包括天猫、京东、抖音、小红书及有赞等二十余个电商平台, 线下渠道成功入驻山姆会员店及盒马等商超。作为公司首个自有品牌, 绽家在发展初期主要聚焦天猫平台, 着力夯实运营基础; 2022 年起逐步开始布局抖音, 并于 2023 年 9 月在抖音成功跑通自播模式后实现规模化增长。其中, 天猫平台作为品牌营销推广的大本营, 通过自身的营销推广保障稳定性和利润水平, 2025 年三八大促期间, 绽家位列天猫衣物清洁护理品类 TOP2, 天猫渠道销量同比增长 140%。在抖音渠道, 绽家目前采用“自播+达播”的双轮驱动模式, 凭借高品质的产品和优秀口碑实现高质量增长, 2025 年三八大促期间, 绽家位列抖音衣物清洁护理品类 TOP3, 在抖音渠道销量同比增长 340%。线下渠道方面, 绽家 2024 年上半年销售同比增长 15 倍。其中, 绽家为山姆会员店开发渠道定制产品, 包括羊毛烘衣球、洗衣片等定制专属产品。由于山姆会员店用户画像为城市中产, 与绽家的目标人群高度契合, 因此品牌在山姆销售效率表现优秀。从全渠道整体来看, 2025 年一季度, 绽家全渠道销售额同比实现三位数增长。

表11：绽家品牌店铺会员数 vs 竞对

品牌	淘宝官旗粉丝数	品牌	抖音官方粉丝数
绽家	75.8 万	绽家	67.2 万
蓝月亮	415.2 万	蓝月亮	1973.5 万
立白集团	780.5 万	立白	689.8 万

资料来源：各品牌抖音旗舰店，各品牌淘宝官方旗舰店，民生证券研究院

表12：绽家 2024 年-25Q1 销售情况

时间段	销售情况
2024 年双十一	天猫家清新品成交总榜第一名，GMV 同比增长 139%。地板清洁剂、内衣洗衣液等产品位列 TOP 榜单
2025 年三八大促	位列天猫衣物清洁护理品类 TOP2，天猫同比增长 140%； 位列抖音衣物清洁护理品类 TOP3，抖音同比增长 340%
2025 年一季度	绽家全渠道销售额同比实现三位数增长

资料来源：公司公告，民生证券研究院

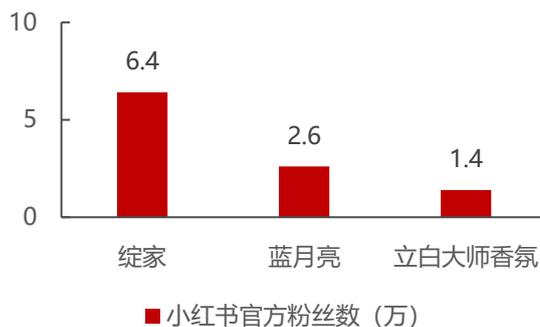
小红书平台以“内容种草”为核心，逐渐成为目标客群聚集地。小红书主打中产人群及买手电商模式，为绽家提供了与品牌调性相符的精准客户。绽家品牌在小红书内容运营表现优异，目前粉丝规模已超越衣物护理行业的头部品牌。在内容策略上，绽家不仅依托传统图文进行种草，还通过定制话题、视频、互动活动和直播等多种形式，同时包含品牌自制和用户共创，从而保证种草内容的权威性、趣味性和可信度。从小红书平台销售情况来看，2024 年绽家在小红书整体销售同比增长 109%，长期霸榜家清类目成交排行榜 TOP1，实现在用户心智渗透与消费决策效能的双层提升。

图30：绽家小红书品牌账号宣发文案



资料来源：小红书，民生证券研究院

图31：绽家与竞对小红书官方粉丝数



资料来源：小红书，民生证券研究院

绽家借势达人明星精准种草，助推品牌知名度。在产品前期的种草阶段成熟后，绽家进一步通过与达人明星的合作实现规模扩张。在达人合作策略上，品牌注重根据达人定位输出与其特质相匹配的内容。具体而言，绽家侧重选择具有专业性和权威性的测评类博主，围绕私物分享、产品评测、成分科普等维度构建内容话题。2023年4月，绽家在李佳琦直播间惊艳圈粉，限量发售的10000套产品上架即售罄。同时，抖音绽家官方账号达人林怡伦种草视频获得最高点赞量。此外，品牌在内容合作中同时布局中腰部达人及素人，这些合作通过分享真实的使用体验，以客观中立的方式为产品沉淀丰富的内容池和用户口碑。在明星合作方面，绽家建立了严格的筛选标准，除考量知名度、亲和力及路人缘等基础要素外，更注重合作对象与品牌形象及理念的契合度。例如，在品牌初期推广内衣洗衣液产品时，选择与形象清新的赵露思合作，基于其个人形象与品牌“白雪公主”关键词的高度契合。而与超模奚梦瑶及明星章小蕙的合作，则源于她们追求精致生活品质的态度与绽家品牌定位的深度匹配。其中，章小蕙的直播首秀创下单场销售超万套的亮眼业绩。目前，绽家选择伊能静作为品牌代言人，主要系其个人形象与品牌目标客群的高度匹配。

图32：明星及头部达人带货绽家产品



资料来源：小红书，抖音，民生证券研究院

图33：绽家产品中腰部达人宣发文案



资料来源：小红书，民生证券研究院

3.3.5 高端家清赛道市场容量大，绽家品牌空间广阔

高端家清市场扩容，绽家29年有望实现7.25亿元销售额。根据欧睿数据，中国家清市场24年总体规模为1298亿元，29年预计实现1450亿元。从市场格局分析，英敏特调查数据显示，23年绽家市场份额在中国衣物洗护用品市场排名第十，市占率为0.5%，相较22年提升0.2pct。因此，我们预计绽家作为高端家清市场的先行者，29年有望实现7.25亿元销售额。整体来看，随着产品矩阵的持续完善和市场接受度的不断提升，绽家发展空间广阔。

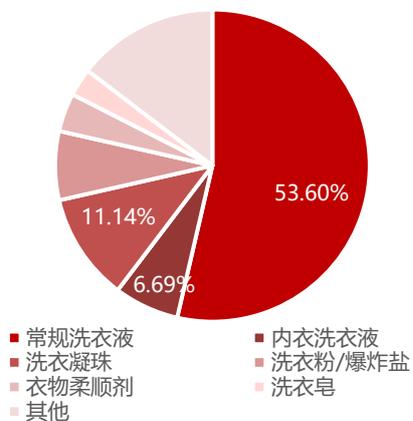
表13：22-23 年中国衣物洗护用品市场头部公司市场份额 (%)

公司	重点品牌	2022 年	2023 年	变化 (pct)
联合利华	奥妙、金芳	9.9	10.1	0.2
蓝月亮	蓝月亮	9.6	9.4	-0.2
立白	立白、好爸爸	7.7	9.4	1.7
宝洁	汰渍、碧浪	9.5	9.3	-0.2
威莱	威露士、妈妈壹选	9.5	7.7	-1.8
纳爱斯	雕牌、超能	4.0	4.6	0.6
利洁时	滴露	1.6	1.7	0.1
活力	活力 28	1.1	0.9	-0.2
丹萌	熟果园	0.9	0.9	0.1
若羽臣	绽家	0.3	0.5	0.1
其他		45.9	45.6	-0.3

资料来源：英敏特咨询，民生证券研究院

衣物护理市场高速增长，绽家迎来发展良机。根据欧睿数据，衣物护理市场目前总体规模约为 750 亿元，预计 2029 年增长至 913 亿元。从细分市场来看，常规洗衣液作为衣护市场核心品类，2024 年在织物洗护市场占据 53.6% 的市场份额，目前市场规模约为 600 亿元。其中，香氛洗衣液目前占比洗衣液市场约 20%，预计未来一年将快速提升至 30% 以上，市场规模有望突破 180 亿元，展现出强劲的增长动能。与此同时，新兴细分产品保持快速发展态势，内衣洗衣液和洗衣凝珠在织物洗护市场份额分别占比 6.69% 和 11.14%，虽然当前规模均未过百亿，但持续保持两位数稳健增长。此外，衣物护理行业消费升级趋势日益显露，根据蝉妈妈数据，定价在 300-500 元区间的衣物护理产品 2024 年销量同比增速超 1000%。在此高品质洗衣产品潜力较大，“成熟品类升级+新兴品类扩容”的背景下，定位中高端的绽家品牌将迎来更大的发展机遇。

图34：2024 年织物洗护市场品类市场份额占比



资料来源：魔镜洞察，飞瓜数据，民生证券研究院

图35：23-24 年衣护产品不同价格段销量占比



资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

4 布局保健品赛道，看好斐萃未来的放量

若羽臣自 2016 年正式进军保健品市场，沉淀出充沛的专业人才资源和深厚的知识储备，为公司打造自有保健品品牌奠定坚实基础。自涉足保健品领域以来，公司先后服务近 50 个保健品品牌，积累超过 20 个渠道以及保健品 100 个叶子类目的深耕经验，多次荣获营养星球大赏奖、天猫国际医药保健双十一“最佳服务商奖”等行业殊荣。同时，公司还帮助十余个海外品牌进入中国市场，并取得食品经营资质、医疗器械经营许可证等多项门槛服务资质。人才方面，公司核心业务团队中，保健品行业人才占比超过一半，且稳定性强。整体来看，公司在保健品赛道深耕十年，目前已沉淀出对保健品市场和消费人群的深刻理解，以及深厚的全产业链资产整合能力，助力公司在保健品服务商行业中持续领跑。

表14：若羽臣代运营的部分保健品品牌案例

品牌	成果	品牌	成果
拜耳	藻油 DHA 在孕产妇营养品类目夺得第一名；软糖产品成果卫冕海外保健机能软糖类目冠军；睡眠片产品抢占褪黑素类目 TOP2	Swisse	17 年接手 Swisse 官方海外旗舰店运营；2020 年店铺连续 12 个月保持行业第一；21 年 618 期间品牌七大爆品获各类目 TOP1
善存	益生菌新品上市仅 3 月跻身行业前十；2022 年双 11 新会员效率排名 TOP4，新客数同比增长 15%+；2022 年老客 GMV 增长 30%+，回购老客数增长 30%+；2024 年荣获天猫健康行业“年度最佳营销奖”	FANCL	22 年 618 期间获得复合维生素品类第一，双十一期间累计销量突破 2500 万，同比增长 38%，店铺连续两年蝉联海外膳食营养补充食品/复合维生素排名第一
钙尔奇	2022 年双十一期间，助力钙尔奇品牌店铺新增会员 5.8 万人，目标达成率 221%，同比增长 36%，整体会员拉新为竞店 1.05 倍；同时，店铺会员首购率达 65%，新会员效率行业排名 TOP5	Red seal	2017 年 9 月品牌与若羽臣达成合作，red seal 海外旗舰店接店第一个月 GMV 即超越同年大促月六月，接店后 GMV 同比增长超 100%，实现天猫国际黑糖和茶销量排名第一
健康本铺	平台闪购、秒杀月均上线 6 档；产品长期稳坐类目第一；通过素材优化改善店铺转化率	双心	2022 年品牌与若羽臣达成合作，同年 618 期间获得叶黄素类目排名第一
Doctor's Best	2022 年 618 期间，助力 doctorsbest 海外旗舰店 GMV 超 1000 万，其 NMN 类目获得品牌榜、店铺榜、单品榜三项第一，辅酶类商品排名 TOP2，辅酶销售同比增长 101%	美纳里尼	2021 年 618 大促期间，助力 Menarini 美纳里尼海外旗舰店正式第一波销售同比增长 500%

资料来源：若羽臣官网，若羽臣微信公众号，民生证券研究院

斐萃为公司 24 年 9 月上线的自有保健品牌，以麦角硫因、红宝石油作为核心成分，主要面向 20-45 岁女性人群，定位于中高端抗衰领域。在原料方面，斐萃依托公司强大的供应链管理体系，与国际头部原料供应商达成战略合作。其中，24 年 10 月，公司成为 Zooca Calanus 独家原料红宝石油在大中华地区的总代。在研发层面，斐萃联合国内外知名医学院及高校，整合专家智库资源及循证医学研究体系，推进产品共研，严格测试筛选配方。从产品来看，截至 2025 年 5 月，斐萃累计在售 SKU 达 7 个，涵盖麦角硫因胶囊、女性抗衰老胶囊、光子瓶胶囊、共晶还原型辅酶 Q10 胶囊、女性护肝胶囊、舒缓睡眠胶囊和红宝石油胶囊，单品定价区间为 288-498 元，全面覆盖女性健康多维需求。销售方面，斐萃自上线以来销售快速放量，24 年营收实现 0.12 亿元；25 年 3 月，斐萃在天猫品牌位列口服美容营养品类店铺第二名，天猫国际平台直播榜第 10 名。

图36：斐萃产品矩阵



斐萃小蓝瓶
-麦角硫因胶囊-
核心成分：麦角硫因
功效：全面改善女性四大老问题
卖点：28天减少30%细纹
价格：288元/瓶（60粒）



斐萃小紫瓶
-女性抗衰老胶囊-
核心成分：麦角硫因、PQQ、还原型辅酶Q10
功效：线粒体激活 卵巢功能维护
卖点：抚纹提拉 重塑年轻
价格：488元/瓶（60粒）



斐萃小黄瓶
-共晶还原型辅酶Q10胶囊-
核心成分：还原型辅酶Q10
功效：焕活心脏动力
护宫巢 调激素
卖点：突破36倍吸收力
价格：348元/瓶（60粒）



斐萃红宝石油
-红宝石油胶囊-
核心成分：红宝石油100mg
功效：抗氧、抗焱、提升代谢
卖点：2倍高效吸收 氧焱双抗焕年轻
价格：478元/瓶（60粒）



斐萃小白瓶
-光子瓶胶囊-
核心成分：麦角硫因、羟基酪醇、SOD、谷胱甘肽
功效：防黑 阻黑 去黑
卖点：全链路美白 全身匀透亮
价格：498元/瓶（60粒）



斐萃小绿瓶
-女性护肝胶囊-
核心成分：麦角硫因 谷胱甘肽 水飞蓟素
功效：保护肝脏健康
改善脂肪代谢
卖点：护肝提代谢 脸净腰腹纤
价格：288元/瓶（60粒）



斐萃舒睡瓶
-舒缓睡眠胶囊-
核心成分：南非醉茄 麦角硫因
功效：降低皮质醇
改善情绪和睡眠指数
卖点：专利南非醉茄 降低皮质醇
价格：388元/瓶（60粒）

资料来源：绽家天猫旗舰店，民生证券研究院

斐萃品牌产品核心成分之一为麦角硫因，该成分主要有以下优点：1) 抗氧化，硫咪唑环结构赋予麦角硫因强大的抗氧化能力，使得其能及时将人体内的有害自由基清除，保护细胞免受伤害。2) 改善细胞，麦角硫因能够维持线粒体膜电位，减少线粒体氧化损伤。3) 抗皮肤老化，由于导致人体衰老的自由基 90%来自于线粒体，抗初老问题的关键在于线粒体抗氧，麦角硫因作为唯一可以进入线粒体的抗

氧化剂，99.99%纯度的麦角硫因能够清除 82%的自由基。4) 保护神经，麦角硫因能够穿过血脑屏障，减少神经细胞氧化损伤。5) 抗炎，麦角硫因有助于调节身体的炎症反应，可能降低心脏病和关节炎等炎症性疾病的风险。6) 安全高效，L 型麦角硫因因为高活性动植物同源结构，是生物合成的唯一形式，同时其安全性已被欧盟、FDA 等权威机构认定，可以添加至药品和膳食补剂中。

图37：麦角硫因抗氧化能力极强



资料来源：斐萃微信公众号，民生证券研究院

2025年5月斐萃推出重磅新品红宝石油胶囊。斐萃上新红宝石油胶囊，该产品定位为“鱼油升级款”，定价为498元/60粒，每两粒含1000mg红宝石油。在产品成分方面，红宝石油成分为公司与挪威“Zooca Calanus”独家合作，同时具有显著的差异化优势：1) 红宝石油拥有独特的酯结构，可直达肠道末端促进代谢；2) 红宝石油富含天然虾青素和普利醇，能够协同降低多种促炎因子；3) 红宝石油富含40多种脂肪酸，比普通鱼油含有更多种Omega，以清除自由基，阻断氧化反应。

图38: 斐萃红宝石油主打卖点

鱼油	斐萃红宝石油	磷虾油
无效果保证	功效升级 抗氧、抗衰、提代谢	无效果保证
EPA、DHA	营养升级 虾青素、SDA、普利醇、EPA、DHA	微量虾青素 EPA、DHA
偏低	吸收升级 2倍吸收	中等
有污染风险 原料容易富集 重金属	纯净升级 0重金属0化学试剂	有污染风险 原料容易富集 重金属
有腥味	口感升级 无腥味	有腥味

红宝石油胶囊

净含量: 60粒 食用量: 2-4粒/天, 餐后食用

适宜人群:
有减重、皮肤问题改善、发质改善、提高运动效果需求人群

主要成分 (每2粒):
红宝石油1000mg
内含:
-omega3: 200mg (EPA 48mg、DHA 50mg、SDA 72mg)
-虾青素: 1.37mg
-普利醇: 310mg

保质期: 36个月



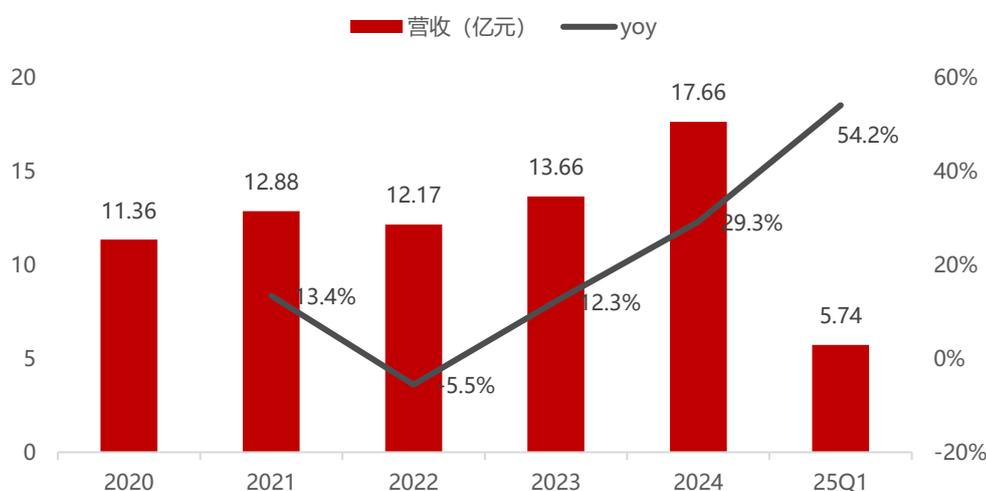
资料来源: 斐萃淘宝官方旗舰店, 民生证券研究院

斐萃品牌有望为公司未来带来新的增长曲线。欧睿数据显示, 全球保健品市场正在稳步增长, 2021 年全球消费者保健品行业规模 2732.42 亿美元, 预计 2025 年中国保健品市场规模达 624.01 亿美元, 该市场在近几年成为消费赛道中为数不多保持两位数增长的领域, 为品牌提供更广阔的市场机遇。另外, 保健品市场处于成分党崛起的阶段, 人群精细化和功效细分化的趋势不断凸显, 肠胃保健、体重管理、口服美容、改善睡眠等需求持续高增。其中, 在口服美容方面, 消费者主要为发达城市的女性, 在抗衰、美白方面需求强烈。因此, 综合市场仍有较大空间以及消费者需求高增, 斐萃发展空间广阔。

5 财务分析

22年起公司营收稳健增长，至24年营收达到17.66亿元。2020-2024年，公司营业收入从11.36亿元增至17.66亿元，对应CAGR为11.66%；2023年，公司实现营收17.66亿元，同比+29.26%；其中，代运营业务实现营收7.64亿元，占比43.25%；品牌管理业务实现营收5.01亿元，占比28.38%；自有品牌业务实现营收5.01亿元，占比28.37%。25Q1，公司营收为5.74亿元，同比+54.16%，主要系自有品牌及品牌管理业务增加所致。

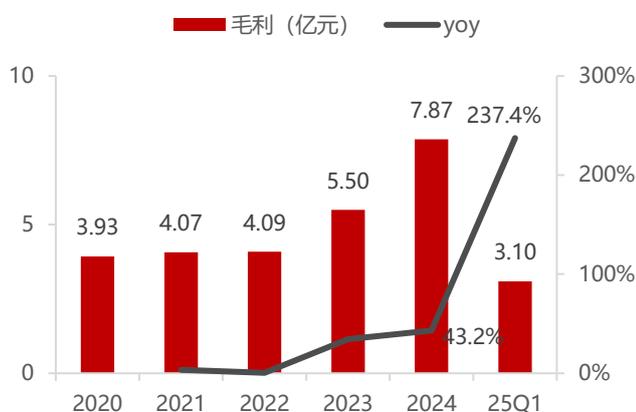
图39：2020年至25Q1公司营收及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

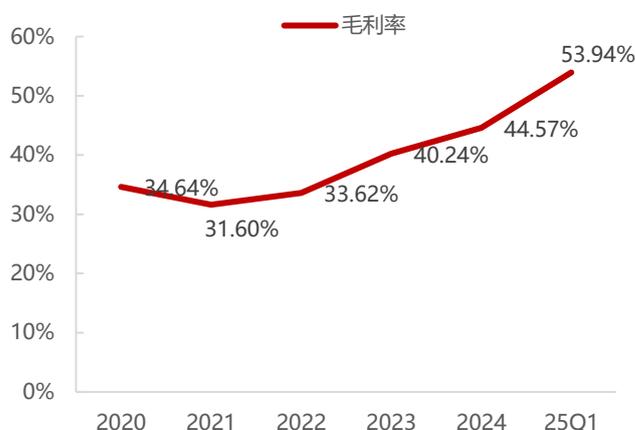
毛利率整体稳健增长，25Q1毛利率为53.94%。2020年来公司毛利率整体呈现上升趋势，2020-2024年毛利率分别为34.64%/31.60%/33.62%/40.24%/44.57%。

图40：2020年至25Q1公司毛利及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

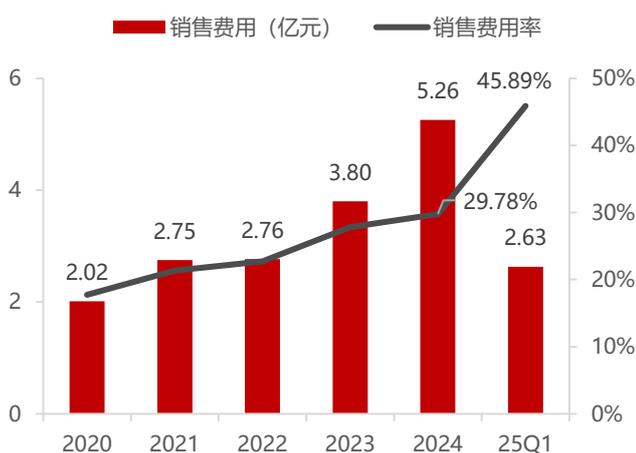
图41：2020年至25Q1公司毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售费用持续增加，24年销售费用率为29.78%。公司销售费用主要包含职工薪酬、市场推广费、仓储物流费、办公及差旅费等。2020-2024年，公司销售费用从2.02亿元增至5.26亿元，对应CAGR为27.09%，销售费用率从17.74%增至29.78%。2024年，公司销售费用为5.26亿元，同比+38.37%，对应销售费用率为29.78%，同比+1.96pct，主要系业务增长导致市场推广费用的增加所致。25Q1，公司销售费用为2.63亿元，同比+337.66%，对应销售费用率为45.89%，同比+29.72pct。

图42：2020年至25Q1公司销售费用及销售费用率



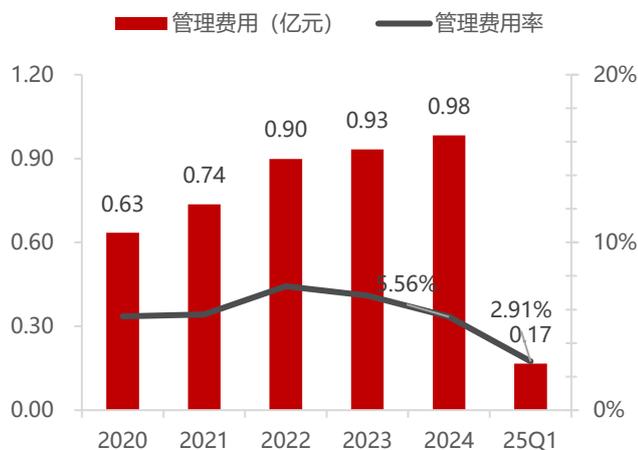
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43：2020-2024年公司销售费用拆分

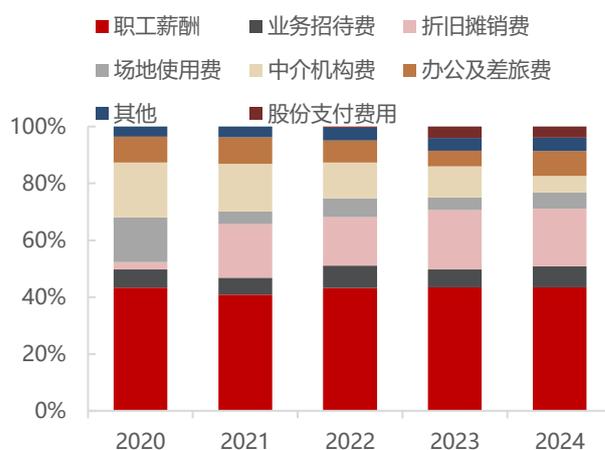


资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理费用率呈下降趋势，24年管理费用率为5.56%。公司管理费用主要包含职工薪酬、业务招待费、折旧摊销费、场地使用费、中介机构费、办公及差旅费等。2020-2024年，公司管理费用从0.63亿元增至0.98亿元，对应CAGR为11.57%，管理费用率从5.58%到5.56%。25Q1，公司管理费用为0.17亿元，同比+1.72%，对应管理费用率为2.91%，同比-1.5pct。

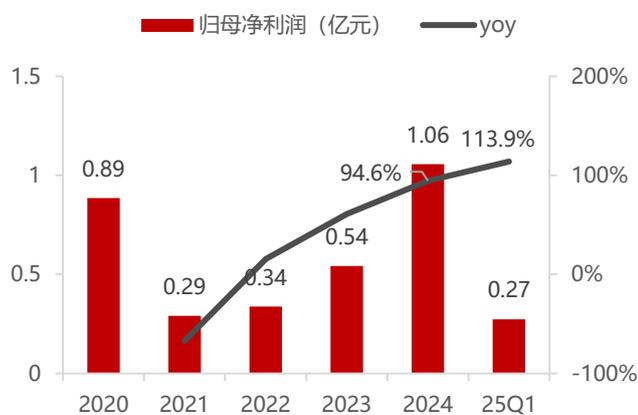
图44: 2020年至25Q1公司管理费用及销售费用率


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图45: 2020-2024年公司管理费用拆分


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2024年归母净利润率同比+2.01pct至5.98%。2021-2024年, 公司归母净利润稳步增长, 从0.29亿元增至1.06亿元, 2024年公司归母净利润实现5.98%。25Q1, 公司归母净利润实现0.27亿元, 同比+113.88%, 对应归母净利润率为4.78%, 同比+1.33pct。

图46: 2020年至25Q1公司归母净利润及增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图47: 2020年至25Q1公司归母净利润率


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2024年公司ROE为9.60%。2020-2021年, 公司ROE从11.1%降至2.76%, 主要系销售净利率出现较大波动, 从2020年的7.75%降至2021年的2.23%。2021-2024年, 公司ROE回升, 从2.76%上升至9.60%。

表15: 公司 ROE 拆解

	2020	2021	2022	2023	2024
权益乘数	1.12	1.16	1.12	1.23	1.40
资产周转率(次)	1.25	1.07	1.00	1.07	1.22
销售净利率(%)	7.75%	2.23%	2.78%	3.97%	5.98%
ROE(%)	11.11%	2.76%	3.15%	4.99%	9.60%

资料来源: ifind, 民生证券研究院; 注: 此处 ROE 是归属母公司股东的净利润与平均净资产的百分比

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

高毛利的自有品牌放量持续驱动公司整体毛利率水平稳步提升。公司自有高端家清品牌“绽家”和自有保健品品牌“斐萃”毛利较高，2023年和2024年分别实现毛利率62.16%/66.92%，显著高于代运营业务和品牌管理业务毛利率。同时，得益于泛家清市场的广阔空间和公司积极运营，绽家仍有较大拓展新品类和应用场景的空间；保健品领域，公司积极孵化“斐萃”品牌，其产品主成分麦角硫因于24年开启高增长，并且公司在保健品领域能力储备丰富，未来有望持续推出新品。因此，未来自有品牌业务将持续放量，自有品牌业务占比将进一步提升，驱动公司整体毛利率水平稳步提升。

销售费用率提升。公司自有品牌“绽家”计划进一步加大战略单品香氛洗衣液的投入力度，对内衣洗衣液、洗衣凝珠、香氛衣物喷雾、地板清洁剂等明星单品持续迭代升级，布局衣物柔顺剂等高潜力细分品类，另外还会山姆为代表的线下渠道开发定制产品，公司将会持续加大广告投放与全渠道营销，深化绽家品牌香氛心智打造。同时，公司自有保健品品牌“斐萃”推出以红宝石油为核心原料的新产品，并通过抖音自播、专业内容种草等方式强化消费者教育。因此，公司销售费用率将有所提升。

公司持续布局投入新原料新产品的研发，研发费用率将进一步攀升。目前斐萃已与多家头部原料企业达成战略合作，依托合成生物技术推进原料和产品的深度联合研发，并在全球范围内发掘了“红宝石油”这一兼具抗氧、抗炎以及提升代谢等多重功效的超级原料。2025年5月27日，若羽臣与暨南大学衰老与再生医学研究院达成战略合作，双方将发挥彼此优势成立“抗衰老研究中心”，推进行业顶尖抗衰成果的产业化应用。

1) 品牌管理业务：24年公司品牌管理业务持续释放增长动能，公司深度参与到合作品牌的全链路业务流程中，为拜耳、康王等合作品牌生意增长提供赋能，并帮助其完成品牌升级焕新和客单价提升。24年品牌管理业务实现营收5.01亿元，同比增长29.26%。考虑到24年公司已引进魅尚萱、DHC蝶翠诗、Herbs of Gold和丽康等新的品牌管理合作伙伴，未来公司还将拓展近场零售等新兴渠道业态，预计25-27年公司品牌管理业务有望维持高增长，分别实现收入9.02/12.63/16.41亿元，同比增速分别为80.00%/40.00%/30.00%。毛利率方面，24年品牌管理业务毛利率实现30.47%，未来随合作品牌矩阵进一步扩大，预计该业务毛利率有望进一步提升，预计25-27年毛利率分别为32.00%/33.00%/34.00%。

2) 代运营业务：24年代运营业务实现营收7.64亿元，同比增长43.25%。随着代运营行业增速放缓，公司代运营业务步入稳健增长阶段，该业务收入水平或将稳定发展，预计25-27年代运营业务收入分别为6.87/6.32/5.94亿元，同比增

速分别为-10.00%/-8.00%/-6.00%。毛利率方面，24 年代运营业务毛利率为 39.26%，考虑公司对代运营业务持续进行精细化调整，不断深化服务质量，预计 25-27 年毛利率水平有望持续提升，分别为 40.00%/41.00%/42.00%。

3) 自有品牌业务：公司自有品牌主要包括自有高端家清品牌“绽家”和自有保健品品牌“斐萃”。24 年自有品牌业务实现营收 5.01 亿元，同比增长 90.28%；其中绽家实现营收 4.84 亿元，同比增长 90.09%；斐萃实现营收 0.12 亿元。考虑到 1) 绽家主打品质化香氛、专衣专护、环保配方等理念，符合家清市场的消费趋势，自上线以来持续保持高增态势；2) 24 年绽家产品矩阵拓展至洗衣液品类，洗衣液品类作为衣物护理行业中规模最大的细分品类，有望为绽家带来新的增长空间，因此我们预计 25-27 年绽家有望实现高速增长，分别实现收入 9.68/13.55/16.94 亿元，同比增速分别为 100.00%/40.00%/25.00%。3) 自有品牌业务布局保健品领域，24 年 9 月公司推出全新品牌“斐萃”，该品牌以强大的产品打造能力崭露头角，在以麦角硫因为主成分的产品矩阵基础上，25Q2 品牌再推出以红宝石油为核心原料的新产品，进一步强化品牌竞争力，预计 25-27 年斐萃有望高速增长，分别实现收入 4.0/6.8/9.5 亿元，同比增速分别为 3233%/70.00%/40.00%。因此，整体看来，我们预计自有品牌业务 25-27 年将高速增长，分别实现收入 13.68/20.35/26.46 亿元，同比增速分别为 173.05%/48.77%/30.01%。毛利率方面，24 年该业务实现毛利率 66.92%，考虑到绽家和斐萃产品快速放量，预计未来毛利率水平将持续提升，25-27 年分别为 68.00%/70.00%/72.00%。

表16：若羽臣分业务收入预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1366.1	1765.8	2957.1	3930.1	4881.7
yoy	12.25%	29.26%	67.47%	32.90%	24.21%
1) 品牌管理业务					
营业收入 (百万元)	160.5	501.1	901.8	1262.5	1641.3
营业占比	11.75%	28.38%	30.50%	32.12%	33.62%
yoy		212.24%	80.00%	40.00%	30.00%
毛利率	37.77%	30.47%	32.00%	33.00%	34.00%
2) 代运营业务					
营业收入 (百万元)	942.3	763.7	687.3	632.4	594.4
营业占比	68.98%	43.25%	23.24%	16.09%	12.18%
yoy	-10.77%	-18.95%	-10.00%	-8.00%	-6.00%
毛利率	34.54%	39.26%	40.00%	41.00%	42.00%
3) 自有品牌业务					
营业收入 (百万元)	263.3	501.0	1368.0	2035.2	2646.0
营业占比	19.27%	28.37%	46.26%	51.79%	54.20%
yoy	63.63%	90.28%	173.05%	48.77%	30.01%
毛利率	62.16%	66.92%	68.00%	70.00%	72.00%
-绽家 (百万元)		484.2	968.0	1355.2	1694.0
yoy		90.09%	100.00%	40.00%	25.00%
-斐萃 (百万元)		12.1	400.0	680.0	952.0
yoy			3233.33%	70.00%	40.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面，1) 销售费用率：公司不断拓展自有品牌业务，强化全渠道运营，预计在扩大业务规模的同时，市场推广费用持续增加，因此销售费用率或将小幅增加，预计 25-27 年销售费用率分别为 36.0%/38.0%/39.0%。**2) 管理费用率：**预计 25-27 年管理费用率将随公司规模扩大而稳步降低，分别为 5.5%/5.5%/5.5%。**3) 研发费用率：**预计 25-27 年研发费用率会保持相对平稳，分别为 1.6%/1.6%/1.6%。**4) 财务费用率：**预计 25-27 年财务费用率分别为 -0.2%/-0.1%/-0.1%。

表17：若羽臣费用率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	22.7%	27.8%	29.8%	36.0%	38.0%	39.0%
管理费用率	7.4%	6.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用率	2.3%	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用率	-0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

6.2 估值分析

预计公司 25-27 年分别实现营收 29.57/39.30/48.82 亿元，归母净利润 1.84/2.72/3.84 亿元，对应 PE 分别为 71/48/34 倍。可比公司方面，选择国内领先的企业丸美生物、润本股份与百亚股份，三者分别与若羽臣在个护家清、保健品等领域存在业务重合。其中，丸美生物是国内抗衰龙头企业，深耕眼部护理领域，与若羽臣抗衰品牌“斐萃”相关业务类似，二者均瞄准高毛利抗衰市场，依托专利成分实现差异化竞争。润本股份定位驱蚊、婴童护理、精油等细分赛道，近年通过“润本”品牌向孕产妇护理、家庭健康领域延伸，与若羽臣自有品牌“绽家”聚焦香氛和内衣清洁等细分领域类似。百亚股份属于国内个护龙头企业，聚焦高毛利卫生巾业务，主打中高端产品，并且采用大单品策略+电商渠道，与若羽臣类似。可比公司 25-27 年 PE 平均水平分别为 33/26/21 倍，可比公司平均 PEG 分别为 1.58，若羽臣 PEG 低于可比公司均值水平，考虑到公司积极发力布局自有品牌，绽家与斐萃景气度高，公司成长性被显著低估。

表18：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
603983.SH	丸美生物	41.26	0.85	1.14	1.45	1.81	48	36	29	23	1.53
603193.SH	润本股份	31.62	0.74	0.97	1.23	1.52	43	33	26	21	1.30
003006.SZ	百亚股份	26.73	0.67	0.88	1.14	1.46	40	30	23	18	1.92
平均							44	33	26	21	1.58
003010.SZ	若羽臣	57.19	0.46	0.81	1.2	1.69	123	71	48	34	1.30

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2025 年 06 月 27 日

6.3 投资建议

若羽臣是国内领先的全球消费品品牌数字化管理公司，逐渐从代运营业务向自有品牌管理转型，一方面精细化调整代运营业务，进一步寻求稳健发展；另一方面自有品牌“绽家”以大单品香氛洗衣液差异化切入洗护赛道，定位中高端市场，同时布局保健品赛道，发力自有保健品品牌“斐萃”，销售势能强劲，公司未来增长空间广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，功效性护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 营销模式无法顺应市场变化的风险。化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。

3) 新产品销售不及预期。公司后续的增长较为依赖新业务新产品，若新产品的市场推广及消费者的接受度不及预期可能会对公司的收入和利润造成影响。

4) 生产与研发风险。自有品牌目前处于市场拓展阶段，后续公司仍需要持续投入，生产与研发的能力及稳定性会对公司自有品牌业务的开展有较大影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,766	2,957	3,930	4,882
营业成本	979	1,463	1,830	2,169
营业税金及附加	8	12	16	20
销售费用	526	1,065	1,493	1,904
管理费用	98	163	216	268
研发费用	26	47	63	78
EBIT	132	213	320	453
财务费用	-11	-5	-4	-5
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	2	6	8	10
营业利润	131	225	332	467
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	128	223	330	465
所得税	22	39	58	81
净利润	106	184	272	384
归属于母公司净利润	106	184	272	384
EBITDA	155	237	345	478

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	607	462	543	681
应收账款及票据	199	246	328	407
预付款项	103	117	146	174
存货	226	325	407	482
其他流动资产	54	50	50	50
流动资产合计	1,189	1,201	1,474	1,794
长期股权投资	91	91	91	91
固定资产	171	171	171	171
无形资产	5	5	5	5
非流动资产合计	362	361	360	358
资产合计	1,551	1,561	1,834	2,152
短期借款	274	398	498	598
应付账款及票据	47	81	102	120
其他流动负债	85	97	115	135
流动负债合计	407	576	715	853
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	40	36	36	36
非流动负债合计	40	36	36	36
负债合计	447	612	750	889
股本	164	227	227	227
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,104	949	1,084	1,263
负债和股东权益合计	1,551	1,561	1,834	2,152

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.26	67.47	32.90	24.21
EBIT 增长率	200.75	61.50	50.12	41.34
净利润增长率	94.58	74.01	48.07	41.00
盈利能力 (%)				
毛利率	44.57	50.51	53.45	55.57
净利润率	5.98	6.22	6.93	7.86
总资产收益率 ROA	6.81	11.77	14.84	17.83
净资产收益率 ROE	9.57	19.36	25.12	30.39
偿债能力				
流动比率	2.92	2.08	2.06	2.10
速动比率	2.09	1.31	1.28	1.33
现金比率	1.49	0.80	0.76	0.80
资产负债率 (%)	28.80	39.20	40.91	41.31
经营效率				
应收账款周转天数	37.58	27.13	26.29	27.08
存货周转天数	100.10	67.76	71.99	73.74
总资产周转率	1.22	1.90	2.32	2.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.81	1.20	1.69
每股净资产	4.85	4.17	4.76	5.55
每股经营现金流	1.47	0.42	0.61	1.15
每股股利	0.50	0.61	0.90	1.27
估值分析				
PE	123	71	48	34
PB	11.8	13.7	12.0	10.3
EV/EBITDA	81.89	53.61	36.81	26.52
股息收益率 (%)	0.87	1.06	1.57	2.22

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	106	184	272	384
折旧和摊销	23	23	24	26
营运资金变动	184	-111	-154	-143
经营活动现金流	334	94	139	261
资本开支	-14	-16	-17	-18
投资	-41	0	0	0
投资活动现金流	-55	-10	-9	-8
股权募资	17	0	0	0
债务募资	104	123	100	100
筹资活动现金流	-25	-230	-48	-115
现金净流量	264	-145	82	138

插图目录

图 1: 若羽臣发展历程.....	3
图 2: 2022-2024 年公司分业务营收 (亿元) 及增速.....	4
图 3: 2022-2024 年公司分业务营收占比.....	4
图 4: 公司股权结构 (截至 2025 年 3 月 31 日)	5
图 5: 公司合作品牌.....	7
图 6: 2022-2024 年公司代运营业务营收及占比	8
图 7: 24 年上半年线上分渠道业务销售额占比	8
图 8: 2010-2029E 中国家清行业市场规模及增速.....	9
图 9: 2024 年中国家清行业分类市场规模.....	9
图 10: 2024 年中国家清行业分类市场占比情况.....	9
图 11: 2010-2029E 中国衣物护理行业市场规模及增速.....	10
图 12: 2020-2024 年洗衣产品细分品类市场规模 (亿元) 及增速.....	10
图 13: 2015-2024 年衣物护理行业 CR3 及 CR5 的变化 (%)	11
图 14: 2015-2024 年衣护行业前五大品牌市占率 (%)	12
图 15: 2023 年消费者洗衣产品关注因素 (%)	13
图 16: 百度搜索指数显示近年压力、失眠等关键词搜索量较高	14
图 17: 2016 年起中国香氛市场规模及未来预测 (亿元)	15
图 18: 个人香氛使用需求调研情况	15
图 19: 香薰市场消费者年龄分布 (%)	16
图 20: 消费者为调香支付溢价的意愿度 (%)	16
图 21: 绽家产品矩阵	17
图 22: 绽家携手高奢线调香师共创香氛.....	18
图 23: 中国消费者拥有手洗内衣及特殊材质衣物习惯.....	20
图 24: 绽家早期布局差异化细小品类.....	20
图 25: 消费者从绽家产品中获得的情绪价值.....	21
图 26: 中国消费者香调偏好.....	22
图 27: 绽家四季繁花洗衣液植物香氛调香技术.....	22
图 28: 绽家产品植萃抑菌.....	23
图 29: 绽家专衣专护系列产品矩阵	23
图 30: 绽家小红书品牌账号宣发文案	24
图 31: 绽家与竞对小红书官方粉丝数	24
图 32: 明星及头部达人带货绽家产品	25
图 33: 绽家产品中腰部达人宣发文案	25
图 34: 2024 年织物洗护市场品类市场份额占比.....	27
图 35: 23-24 年衣护产品不同价格段销量占比	27
图 36: 斐萃产品矩阵	29
图 37: 麦角硫因抗氧化能力极强.....	30
图 38: 斐萃红宝石油主打卖点.....	31
图 39: 2020 年至 25Q1 公司营收及增速	32
图 40: 2020 年至 25Q1 公司毛利及增速	33
图 41: 2020 年至 25Q1 公司毛利率.....	33
图 42: 2020 年至 25Q1 公司销售费用及销售费用率	33
图 43: 2020-2024 年公司销售费用拆分.....	33
图 44: 2020 年至 25Q1 公司管理费用及销售费用率	34
图 45: 2020-2024 年公司管理费用拆分.....	34
图 46: 2020 年至 25Q1 公司归母净利润及增速.....	34
图 47: 2020 年至 25Q1 公司归母净利率	34

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层履历一览	5
表 2: 代运营业务类型及商业模式	6
表 3: 2015-2024 年衣物护理行业前五大公司市占率 (%)	11
表 4: 2024 年衣物护理行业前五大品牌	12
表 5: 2023 年用户洗衣产品消费偏好 (%)	13
表 6: 2024 年 1-4 月小红书“香氛”关键词相关热度	15
表 7: 截止 2024 年 5 月 30 日抖音“香氛”相关话题	16
表 8: 绽家品牌洗衣液及洗衣凝珠香型	18
表 9: 绽家产品与竞品对比表	19
表 10: 绽家代表产品定价及核心卖点	20
表 11: 绽家品牌店铺会员数 vs 竞对	24
表 12: 绽家 2024 年-25Q1 销售情况	24
表 13: 22-23 年中国衣物洗护用品市场头部公司市场份额 (%)	26
表 14: 若羽臣代运营的部分保健品品牌案例	28
表 15: 公司 ROE 拆解	35
表 16: 若羽臣分业务收入预测	38
表 17: 若羽臣费用率预测	38
表 18: 可比公司 PE 数据对比	39
公司财务报表数据预测汇总	41

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048