



联合研究 | 公司深度 | 若羽臣 (003010.SZ)

若羽臣：自有品牌扬帆，多品牌业务起航

报告要点

公司以代运营精细化能力，持续赋能自有品牌发展，符合当前电商渠道趋于精细化投放的大趋势。当前两大自有品牌，绽家、斐萃仍处快速增长通道，大幅提振收入的同时，贡献较大利润弹性，后续围绕红宝石成分的新品牌的推出亦值得期待，持续看好公司以精细化运营赋能自有品牌打造的空间。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



罗祎

SAC: S0490520080019



陈硕旸

SAC: S0490524020002



曾维朵

若羽臣 (003010.SZ)

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

若羽臣：自有品牌扬帆，多品牌业务起航

若羽臣为领先的全球消费品牌数字化管理公司，以代运营业务起家，近年持续发力自有品牌，多品牌矩阵逐步构建。公司创立以来，逐步发展代运营业务，当前已建立起保健品、母婴、美妆个护等类目的头部竞争优势，并持续向宠物、医疗健康等高潜品类扩张；自有品牌端，已设立有绽家、斐萃两大品牌，分别定位香氛家清、保健品类目，近年实现了品牌势能的快速提升，成为收入增长及利润弹性的核心驱动。公司架构上，实控人持股稳定，团队经验丰富且年轻化程度高，股权激励计划人员覆盖度广、有望驱动公司持续高速增长。

电商服务业务：战略收缩代运营，夯实品牌管理

公司传统主业为电商服务，合作品牌涵盖美妆个护、母婴、保健等品类。电商服务业务依据服务范畴，可分为代运营及品牌管理两类，后者介入程度更高，由管理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。近年来，公司积极转型品牌管理模式，契合当前全渠道运营趋势，同时有望持续增强公司品牌运营核心能力。

家清业务：差异化定位高端香氛，品类延拓提升品牌上限

中国家清市场近年增长稳健，行业竞争格局稳固，高端价格带相对空白。绽家品牌把握家清市场内最大细分品类“洗衣清洁”，差异化定位高端香氛家清，以小众品类内衣洗、洗衣凝珠切入，实现了品牌势能的快速提升。2024年以来持续延拓香氛洗衣液、地板清洁剂等大家清品类，完成了几大核心单品构建，形成良性复购循环，后续品类端的持续拓展有望共同推高品牌上限。竞争力层面，品牌以差异化调香及留香技术赋能单品打造，相较同业竞品可选香型更加丰富，在命名及香调上更具差异化及高级感，同时通过季节限定+IP合作，持续夯实高端定位。

保健品业务：把握美容抗衰跨境高景气赛道，高粘性客群助力上行

我国保健品市场大盘需求稳健上行，其中的口服美容抗衰品类表现更为景气，2023年我国口服抗衰赛道达574亿元，2016-2023年CAGR达18%。口服美容赛道具有高复购、高客单价特点，亦是少数可以依赖原材料变化实现品牌破局的市场。公司聚焦口服美容市场打造斐萃品牌，并以此为基础推出红宝石鱼油等扩圈品类，快速实现了从0到1再到N的指数级增长。叠加公司长期积累的客户基础，我们有望看到公司在保健品业务上实现持续且强力的增长。

投资建议：看好公司精细化运营赋能自有品牌能力

公司以代运营精细化能力，持续赋能自有品牌发展，符合当前电商渠道趋于精细化投放的大趋势。当前两大自有品牌，绽家、斐萃仍处快速增长通道，大幅提振收入的同时、贡献较大利润弹性，后续围绕红宝石油成分的新品牌的推出亦值得期待，持续看好公司以精细化运营赋能自有品牌打造的空间，预计2025-2027年EPS分别为0.82、1.03、1.43元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、受品牌商经营情况和商品质量影响的风险；2、自有品牌推广不达预期风险；3、行业监管政策变动的风险；4、应收账款账面余额较大及发生坏账的风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	53.91
总股本(万股)	21,867
流通A股/B股(万股)	15,832/0
每股净资产(元)	6.49
近12月最高/最低价(元)	82.50/10.72

注：股价为2025年7月10日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



目录

若羽臣：自有品牌扬帆，多品牌业务起航.....	6
电商服务业务：战略收缩代运营，夯实品牌管理.....	8
家清业务：差异化定位高端香氛，品类延拓推升品牌上限.....	9
绽家：立足高端香氛家清，小品类扩圈至大品类.....	11
保健品业务：把握美容抗衰跨境高景气赛道，高粘性客群助力持续上行.....	14
斐萃：主打口服麦角硫因的跨境爆品.....	14
原材料蓝海+高客群粘性，看好产品持续放量.....	16
投资建议：看好公司精细化运营赋能自有品牌能力.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图 1：若羽臣营业收入规模及增速.....	7
图 2：若羽臣归母净利润规模及增速.....	7
图 3：若羽臣分业务增速（单位：%）.....	7
图 4：若羽臣毛利率及归母净利率，受自有品牌驱动显著优化.....	7
图 5：若羽臣电商服务合作品牌图谱（截至 2025 年 6 月）.....	9
图 6：若羽臣代运营、品牌管理业务规模及增速.....	9
图 7：中国洗衣护理市场规模及增速.....	10
图 8：2024 年中国家清市场细分规模及增速（规模，2019-2024 年复合增速）.....	10
图 9：2019-2024 年中国香水香氛市场，较其他个护家清类目实现高增.....	11
图 10：2021 年以来，绽家品牌营收实现了快速增长.....	11
图 11：以抖音为例，绽家客群高度年轻化.....	12
图 12：以抖音为例，绽家客群与主要竞品存在显著区隔.....	12
图 13：绽家四大核心单品驱动线上快速放量.....	14
图 14：斐萃麦角硫因相关单品列示.....	14
图 15：斐萃抖音渠道商品数及 SPU 数量变化（个）.....	15
图 16：斐萃抖音渠道均价（元）变化.....	15
图 17：斐萃抖音渠道销售收入来源情况（2025Q1）.....	16
图 18：斐萃抖音渠道按粉丝数量分的达人号数量占比（2025Q1）.....	16
图 19：斐萃抖音渠道单月销售收入（万元）.....	16
图 20：斐萃抖音渠道达人及关联直播（个）情况.....	16
图 21：我国抗衰相关产品（不含医美）的市场规模（亿元）及增长.....	17
图 22：斐萃及绽家消费者（以年龄分）画像比较（截至 2025Q1）.....	18
图 23：斐萃消费者客群画像（截至 2025Q1）.....	18
图 24：绽家消费者客群画像（截至 2025Q1）.....	18
图 25：我国口服抗衰市场 2025Q1（心脏健康、心脑血管等、抗老、美白祛黄等）增长较快.....	19
表 1：若羽臣发展历程.....	6

表 2: 若羽臣十大股东明细 (截至 2025Q1)	7
表 3: 若羽臣高管履历	8
表 4: 公司层面业绩考核目标	8
表 5: 若羽臣电商服务业务模式详情	9
表 6: 中国洗衣护理行业竞争格局	10
表 7: 核心品牌主要单品均价 (元/斤) 较为集中 (截至 2025 年 6 月)	11
表 8: 绽家大促家清榜排名进入 TOP20	11
表 9: 绽家四季繁花洗衣液合作调香师	12
表 10: 以洗衣液为例, 与同类竞品相比, 绽家的香型更加丰富且具备高级感	13
表 11: 通过添加不同的原材料搭配麦角硫因, 公司已初步形成有效的产品矩阵	15
表 12: 麦角硫因属于优质的第五代抗氧化剂	17
表 13: 市场上较为知名的麦角硫因口服产品主要来自于中国香港及美国	17
表 14: 公司收入及利润敏感性测算(亿元)	20

若羽臣：自有品牌扬帆，多品牌业务起航

若羽臣为领先的全球消费品牌数字化管理公司，以代运营业务起家，近年持续发力自有品牌，多品牌矩阵逐步构建。公司创立于 2011 年，逐步发展代运营业务，当前已建立起保健品、母婴、美妆个护等类目的头部竞争优势，并持续向宠物、医疗健康等多个高潜品类扩张；自有品牌端，已设立有绽家、斐萃两大品牌，分别定位香氛家清、保健品类目，近年实现了品牌势能的快速提升。

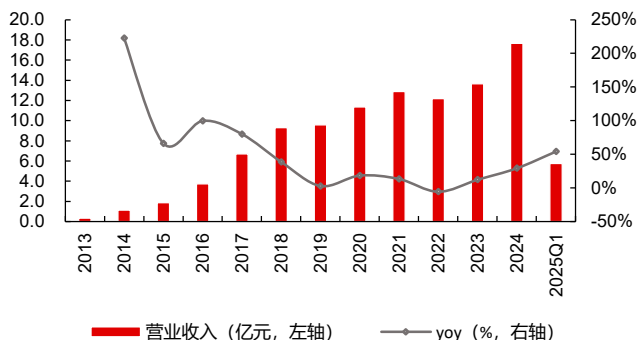
表 1：若羽臣发展历程

年份	公司事件	年份	运营事件
2011	公司于广州创立，主营代运营业务		
		2013	开启母婴板块代运营，合作品牌包括哈罗闪（2013）、美赞臣（2016）、妈咪宝贝（尤妮佳旗下，2018）等
		2015	开启美容个护代运营，合作品牌包括惑丽客（2015）、美迪惠尔（2016）、苏菲（2018）、ABC（2019）
2016	新三板上市	2016	开启保健品品类代运营，合作品牌包括 Swisses（2016）、善存（2017）、钙尔奇（2018）
2020	深交所上市	2020	推出自有品牌绽家
		2023	转型品牌管理业务，与艾惟诺、康王、等品牌签订合作
		2024	推出自有品牌斐萃，定位口服抗衰保健品

资料来源：公司公告，公司微信公众号，长江证券研究所

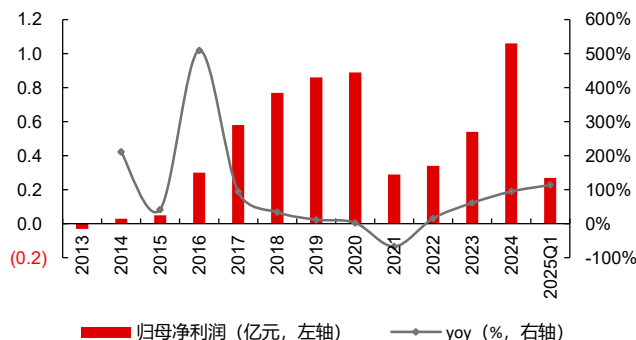
自有品牌高增，驱动营收业绩显著优化。2020 年公司推出自有品牌绽家以来，营业收入及归母净利润均有显著改善：2024 年，公司实现营业收入 17.7 亿元，同比增长 29%，其中自有品牌（绽家、斐萃）合计营收 5.0 亿元，同比增长 90%，成为收入增长的核心驱动。盈利端，2024 年公司实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 95%，3 年复合增速达 54%，毛利率及归母净利润率自自有品牌放量以来持续抬升。我们认为，两大自有品牌的高速发展，为公司后续收入及利润贡献了较大弹性空间。

图 1：若羽臣营业收入规模及增速



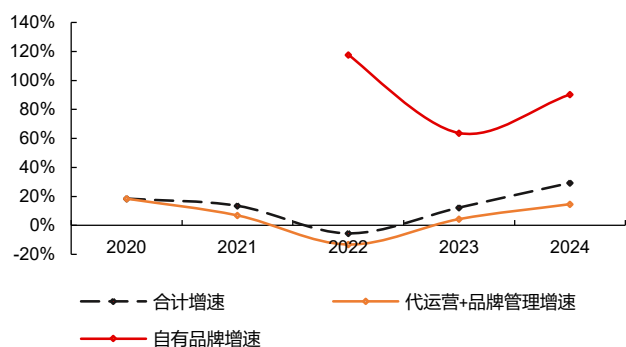
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：若羽臣归母净利润规模及增速



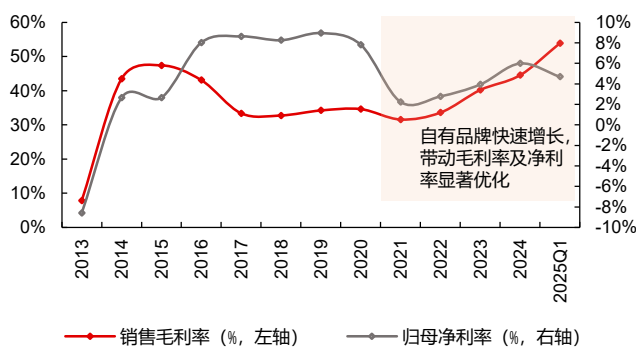
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：若羽臣分业务增速（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：若羽臣毛利率及归母净利润率，受自有品牌驱动显著优化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

控制权稳定，管理层年轻化程度高、任职时间长。实控人王玉、王文慧夫妇合计持有公司 41.5% 股份，控制权相对集中。同时公司高管年龄均在 40 岁左右，入司时间普遍大于 10 年、对公司业务熟悉度高，团队稳定性强。

表 2：若羽臣十大股东明细（截至 2025Q1）

股东名称	持股比例 (%)
王玉	29.2
天津雅艺生物科技合伙企业(有限合伙)	8.19
朗姿股份有限公司	7.07
王文慧	4.15
兴全商业模式优选混合型证券投资基金(LOF)	2.67
徐晴	1.64
姜立涛	1.46
鹏华新兴成长混合型证券投资基金	1.34
兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金	1.18
融通产业趋势臻选股票型证券投资基金	0.80

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3: 若羽臣高管履历 (截至 2025Q1)

姓名	职务	年龄	任职年份	性别	学历	简介
王玉	总经理	40	2015	男	硕士	2011 年至 2015 年担任若羽臣有限执行董事兼总经理； 2015 年至今担任公司董事长、总经理。
徐晴	副总经理	37	2015	女	硕士	2012 年至 2013 年担任若羽臣有限项目经理；2013 年至 2014 年担任若羽臣有限运营经理；2014 年至 2015 年担任若羽臣有限商务拓展中心总监； 2015 年至今担任公司董事、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	2017	女	本科	2006 年至 2010 年担任广州联悦信息科技有限公司财务经理；2010 年至 2012 年担任广州库巴电子科技有限公司华南区财务经理；2012 年至 2015 年担任若羽臣有限财务经理；2017 年至今担任公司董事会秘书；2018 年至今担任公司副总经理；2021 年至 2021 年、2022 年至今担任公司董事； 2015 年至 2021 年、2022 年至今担任公司财务总监。

资料来源: Wind, 长江证券研究所

股权激励覆盖面广，强化员工积极性。2022 年以来公司新推股权激励计划，激励对象涵盖 2 位副总经理、财务总监以及 142 位公司核心成员，人员覆盖面广、有望形成有效激励机制。依据本次激励计划，2025 年公司层面业绩考核目标为净利润不低于 1.8 亿元，对应同比增速约 70%，有望驱动公司持续高速增长。

表 4: 公司层面业绩考核目标

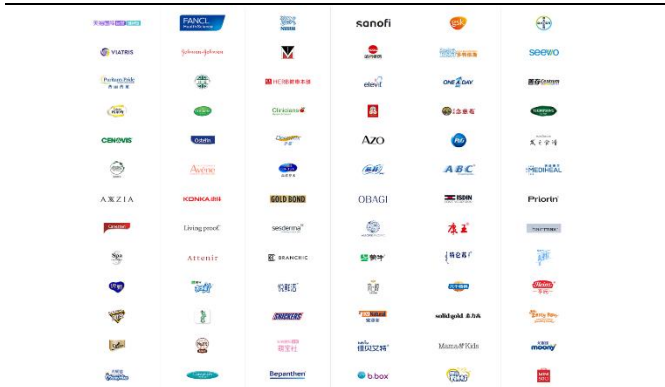
行权期	业绩考核目标	
首次授予及在 2022 年 第三季度报告披露前授予 的预留股票期权	第一个行权期	2022 年度公司净利润不低于 3,000 万元
	第二个行权期	2023 年度公司净利润不低于 6,000 万元
	第三个行权期	2024 年度公司净利润不低于 1.20 亿元
	第四个行权期	2025 年度公司净利润不低于 1.80 亿元
在 2022 年第三季度报 告披露后授予的预留股票 期权	第一个行权期	2023 年度公司净利润不低于 6,000 万元
	第二个行权期	2024 年度公司净利润不低于 1.20 亿元
	第三个行权期	2025 年度公司净利润不低于 1.80 亿元

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

电商服务业务：战略收缩代运营，夯实品牌管理

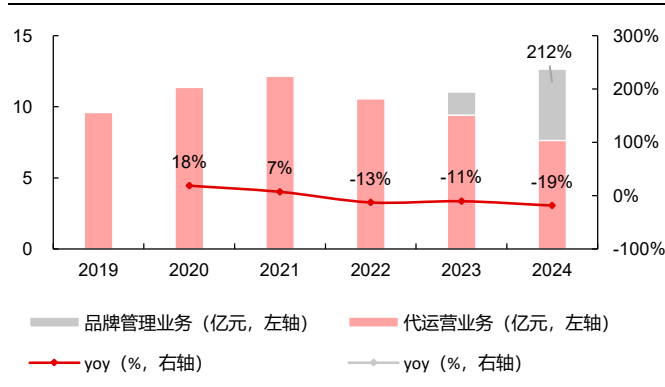
公司传统主业为电商服务，合作品牌众多，涵盖美妆个护、母婴、保健等品类。依据服务范畴可分为**代运营及品牌管理**两类，后者介入程度更高，由管理公司全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源。**近年来，公司积极转型品牌管理模式**，2024 年代运营及品牌管理业务分别实现营收 7.6、5.0 亿元，同比增长-19%、212%，后者实现快速增长。

图 5：若羽臣电商服务合作品牌图谱（截至 2025 年 6 月）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 6：若羽臣代运营、品牌管理业务规模及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 5：若羽臣电商服务业务模式详情

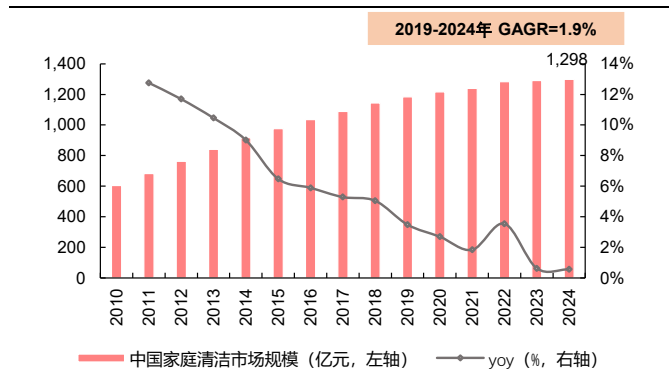
业务模式	详情
代运营	<p>代运营业务包括：店铺代运营、渠道分销及品牌策划，模式包括：</p> <p>①代运营：公司为品牌方在天猫、京东、拼多多、抖音等第三方电商平台运营品牌旗舰店，对于部分品牌，公司基于授权代理商的授权在特定电商平台运营专营店，公司提供品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、媒介采买、供应链管理等服务。</p> <p>②渠道分销：公司向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商，由分销商对外销售。分销商一般包括京东自营、唯品会、天猫超市等电商平台和在电商平台上开设店铺的线上分销商。</p>
品牌管理	<p>依托公司多年的消费品品牌数字化管理经验，以及对多品类生意增长模式的深度理解，公司积极引进优质的消费品品牌及产品，全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源。</p> <p>模式上涵盖：①总代业务：在特定区域和一段时间内享有品牌的专营权，如艾惟诺、拜耳康王和达益喜等品牌；②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；③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与采购成本及各项费用的差额。</p>

资料来源：公司公告，长江证券研究所

家清业务：差异化定位高端香氛，品类延拓提升品牌上限

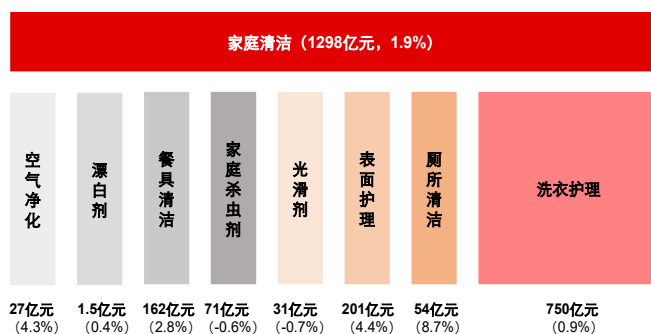
家清市场稳健增长，洗衣护理为其第一大细分品类。家庭清洁包含洗衣护理、表面护理、餐具清洁、杀虫剂、厕所清洁等多项细分类目。2024 年，中国家庭清洁市场规模达 1298 亿元，2019-2024 年复合增速为 1.9%，维持稳健增长。其中，第一大细分品类洗衣护理占比达 58%，2024 年市场规模为 750 亿元，增势平稳，2019-2024 年复合增速为 0.9%。

图 7：中国洗衣护理市场规模及增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 8：2024 年中国家清市场细分规模及增速（规模，2019-2024 年复合增速）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

行业格局相对稳定，价格带集中，高端品牌供给存在空缺。我们认为，过往衣物清洁行业受限于其刚需性及需求的相对同质化，整体工业品属性强于消费属性，即以成本为导向、强调规模化效益。从竞争格局来看，洗衣护理行业格局偏稳定，排名前五的品牌近 5 年稳定为立白、蓝月亮、雕牌、奥妙及汰渍。从价格带来看，主流品牌普遍定位大众，核心单品价格集中在 5-6 元/斤，同时产品多以清洁力为核心卖点，高端品牌供给仍存在相对空白。

表 6：中国洗衣护理行业竞争格局

中国市场规模 (亿元)	价格定位	2019	2020	2021	2022	2023	2024
立白	大众	124.7	115.6	111.0	116.3	120.0	121.1
蓝月亮	大众	68.5	63.5	70.3	77.2	73.6	83.6
雕牌	大众	82.8	80.3	78.1	74.7	74.2	74.0
奥妙	大众	62.0	61.2	63.0	64.3	64.5	64.2
汰渍	大众	62.0	60.7	51.6	51.7	47.8	45.8
超能	大众	45.1	43.4	42.8	40.8	42.6	42.2
金纺	大众	23.4	25.1	26.2	26.9	28.8	30.3
碧浪	大众	18.8	19.0	20.5	23.3	23.3	23.3
妈妈壹选	大众	10.3	11.3	12.3	14.5	15.1	15.3
好爸爸	大众	12.9	12.7	13.2	12.3	12.5	12.5
中国市占率 (%)	价格定位	2019	2020	2021	2022	2023	2024
立白	大众	17.4%	16.1%	15.3%	15.6%	16.0%	16.2%
蓝月亮	中高端	9.6%	8.8%	9.7%	10.4%	9.8%	11.2%
雕牌	大众	11.6%	11.2%	10.8%	10.0%	9.9%	9.9%
奥妙	大众	8.7%	8.5%	8.7%	8.6%	8.6%	8.6%
汰渍	大众	8.7%	8.4%	7.1%	7.0%	6.4%	6.1%
超能	大众	6.3%	6.0%	5.9%	5.5%	5.7%	5.6%
金纺	大众	3.3%	3.5%	3.6%	3.6%	3.8%	4.0%
碧浪	大众	2.6%	2.6%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%
妈妈壹选	大众	1.4%	1.6%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
好爸爸	大众	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%

资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 7：核心品牌主要单品均价（元/斤）较为集中（截至 2025 年 6 月）

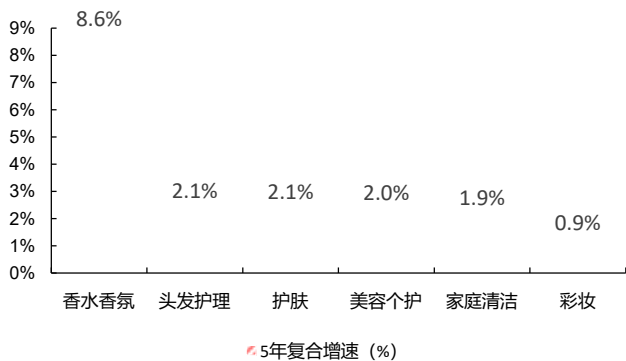
品牌名称	产品名称	单价（元/斤）
立白	天然茶籽洗衣液	5.0
蓝月亮	薰衣草洗衣液	7.0
雕牌	薰衣草洗衣液	4.3
奥妙	除菌除螨洗衣液	5.0
汰渍	基础款洗衣液	6.0
超能	绿色风铃草	5.9
碧浪	除菌洗衣液	5.7
好爸爸	好爸爸洗衣液	6.6

资料来源：品牌天猫旗舰店，长江证券研究所

绽家：立足高端香氛家清，小品类扩圈至大品类

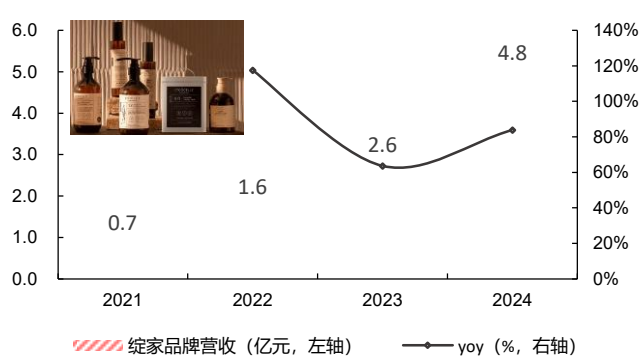
乘借嗅觉经济风口，差异化切入高端香氛家清空白市场。绽家品牌创立于 2017 年，定位新西兰高端自然植萃品牌，于 2019 年被若羽臣收购、2020 年末正式引入中国市场，由子公司“摩亚方舟贸易有限公司”为主体进行运营。进入中国市场以来，绽家乘借“嗅觉经济”以及家清市场高端化、细分化风口，差异化定位高端香氛家清，实现了品牌势能的快速提升：2024 年单品牌实现营收 4.8 亿元，3 年复合增速达 87%，2025 年 618 大促期间登录天猫家清榜第 17 名。

图 9：2019-2024 年中国香水香氛市场，较其他个护家清类目实现高增



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 10：2021 年以来，绽家品牌营收实现了快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 8：绽家大促家清榜排名进入 TOP20

排名	2024 年双 11	2025 年 618
1	维达	维达
2	立白	立白
3	心相印	心相印
4	蓝月亮	清风
5	清风	可心柔
6	洁柔	得宝

7	得宝	洁柔
8	植护	德佑
9	可心柔	滴露
10	全棉时代	奥妙
17	绽家	绽家

资料来源：天猫大美妆，长江证券研究所

差异化调香及留香技术赋能单品打造。绽家区别于传统以“清洁力”为核心卖点的洗衣产品，围绕“调香、留香”进行产品设计。品牌邀请资深调香师共创产品调香，核心单品香氛洗衣液截至目前共计 15 种香型，相较同业竞品可选香型更加丰富，同时在命名及香调上更具差异化及高级感。以此为基础，绽家依托“动态顶空分析技术”及“双层微胶囊技术”，实现了鲜花香味的还原及 72 小时持久散香。从客群维度来看，以抖音平台为例，绽家客群以 18-24 岁资深中产、新锐白领为主，与传统家清品牌形成显著区隔。

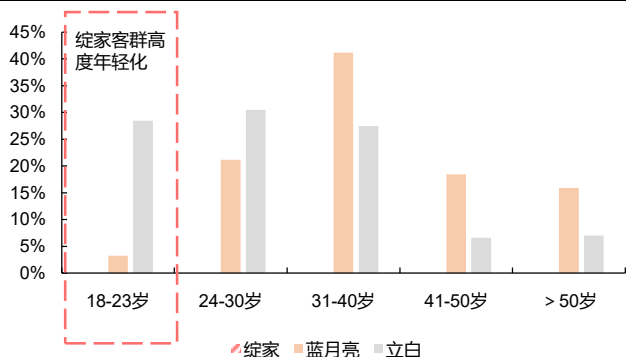
季节限定+IP 合作，持续强化品牌香氛心智。近年，品牌通过季节限定、IP 联名的方式，持续强化品牌香氛心智，包括：1) 推出夏季限定“假日系列洗衣液”，上新三款沁爽果香、营造夏季香氛场景；2) 联名“亲密的奥黛丽·赫本”，结合其生平创作四款香型，该系列已于天猫平台实现超 1 万件销售量。

表 9：绽家四季繁花洗衣液合作调香师

调香师	履历
顾正青	高砂首席调香师，海派文化与法国香氛艺术融合典范
Jacob Varela	法国资深香氛大师
Catherine Selig	瑞士调香家族香氛大师
Sylvie Fischer	法国资深香氛大师，法国香水世家御用调香师

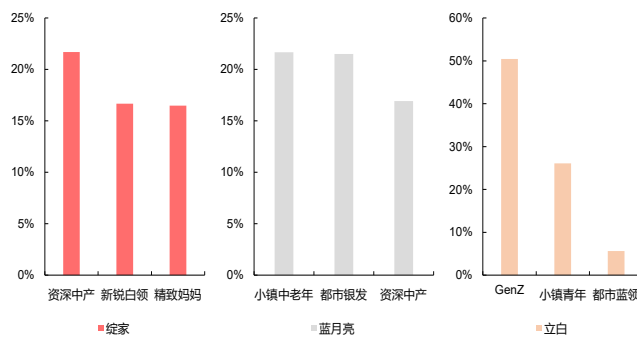
资料来源：品牌天猫旗舰店，长江证券研究所

图 11：以抖音为例，绽家客群高度年轻化¹



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

图 12：以抖音为例，绽家客群与主要竞品存在显著区隔²



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

¹ 参考蝉妈妈平台，为各品牌抖音截至 2025 年 6 月 26 日近 30 天客群结构。

² 参考蝉妈妈平台，为各品牌抖音截至 2025 年 6 月 26 日近 30 天客群结构。

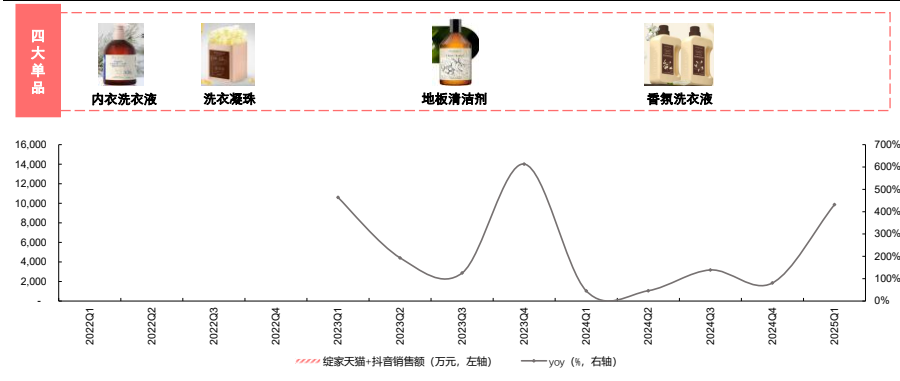
表 10：以洗衣液为例，与同类竞品相比，绽家的香型更加丰富且具备高级感

品牌	产品名称	图片	香型	单价 (元/斤)
绽家	四季繁花洗衣液		沉香木玫瑰、白兰栀子花、桂花清酒、檀木茉莉、无花果与奶檀、杏仁奶檀、蝴蝶夫人与玫瑰、甜橙与百里香	25.0
	奥黛丽赫本联名洗衣液		香草茉莉晚香玉、依兰黑琥珀玫瑰、天使草与白樱花、橙花与葡萄藤	25.0
	假日系列洗衣液		尤加利与马鞭草、柠檬与青提、佛手柑与橙花	24.8
立白	香氛大师洗衣液		乌木玫瑰、蓝风铃	9.0
奥妙	香氛大师洗衣液		玫瑰香氛、木兰香氛	7.0
植护	香水洗衣液		月殿山茶、清野苍兰、甜梦牧羊园、晨雾玫瑰	4.2

资料来源：品牌天猫旗舰店，长江证券研究所

小众类目切入、香氛洗衣液放量，大家清品类延拓构筑增长空间。绽家发展之初，以内衣洗、洗衣凝珠等小众类目切入，品牌逐步起势，2024 年通过明星+达人推荐实现了香氛洗衣液的快速放量。当前品牌核心单品包括香氛洗衣液、内衣洗、洗衣凝珠、地板水以及香氛护衣喷雾，此外还延拓有柔顺剂等家清类产品，后续品类端的持续拓展有望共同推高品牌上限。

图 13: 绽家四大核心单品驱动线上快速放量



资料来源：品牌天猫旗舰店，蝉妈妈，魔镜，长江证券研究所

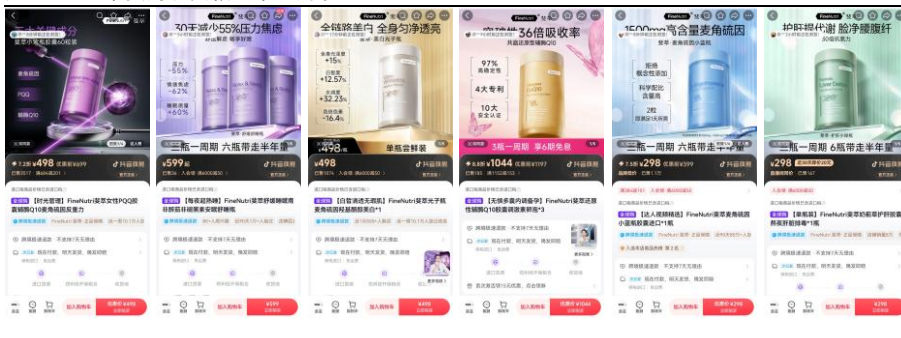
保健品业务：把握美容抗衰跨境高景气赛道，高粘性客群助力持续上行

公司近年来在自有品牌的扩张备受瞩目，2024年9月公司推出保健品品牌斐萃，以麦角硫因成分为核心卖点于电商平台进一步发挥多年代运营业务积累的运营能力优势。同时公司积极布局鱼油原材料，有望进一步打开保健品赛道新增量。

斐萃：主打口服麦角硫因的跨境爆品

聚焦麦角硫因抗衰功效，全面针对女性客户实现产品矩阵扩容。公司2024年9月打造全新品牌斐萃，主要以麦角硫因（EGT）这一成分作为主要卖点。麦角硫因具有较强的抗氧化作用，是市场上认可的第五代抗氧化剂。公司以其抗衰功能为切入点，搭配其他辅助性原材料逐步实现产品矩阵的有效搭建。

图 14: 斐萃麦角硫因相关单品列示



资料来源：抖音公司自营店铺，长江证券研究所

其中公司当前第一梯队产品为小紫瓶（+PQQ 及辅酶 Q10 等聚焦抗衰），第二梯队为小蓝瓶（25mg/粒麦角硫因且不包含其他辅助成分）、小绿瓶（+水飞蓟素等聚焦护肝），其次为光子瓶（+羟基酪醇等增强美白效果）、舒压瓶（+南非醉茄等辅助睡眠）和小金瓶（共晶还原型辅酶 Q10 等聚焦女性内分泌调整）。

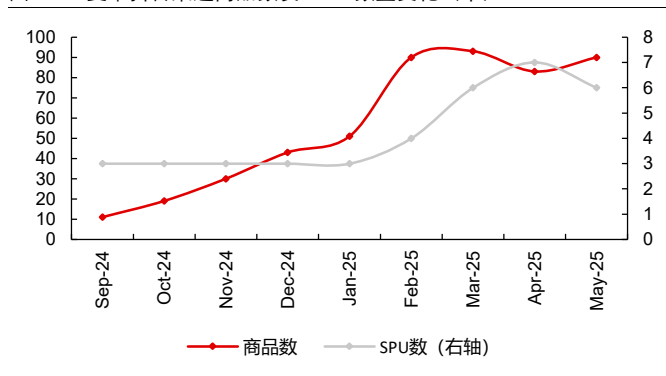
表 11: 通过添加不同的原材料搭配麦角硫因, 公司已初步形成有效的产品矩阵

简称	麦角硫因含量 (mg/粒)	辅助成分	主打功效
小紫瓶	15	PQQ 共晶还原型辅酶 Q10 共晶羟基酪醇 维生素 E	抗衰老
小蓝瓶	25	-	抗初老
小绿瓶	15	水飞蓟素 谷胱甘肽	护理肝脏
光子瓶	15	谷胱甘肽 羟基酪醇 SOD	提亮美白
舒压瓶	15	南非醉茄 蔗糖酸镁 甘氨酸镁 维生素 B6	舒压助眠
小金瓶	/	共晶还原型辅酶 Q10 烟酰胺 维生素 E	女性内调

资料来源: 抖音公司自营店铺, 长江证券研究所

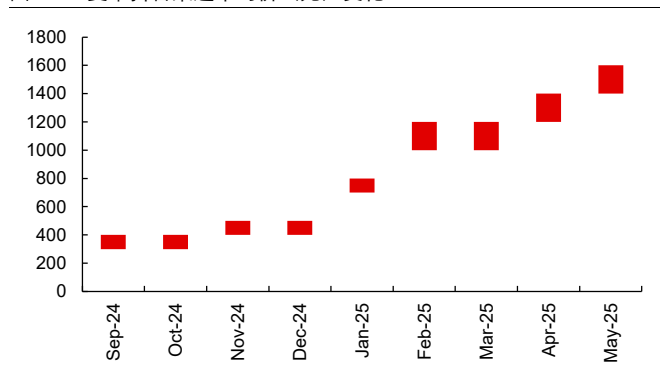
产品矩阵逐步搭建, 购买习惯优化带来均价突破。公司持续扩容核心产品, 2025 年 1 月以前保持 3 个 SPU, 至 2025 年 3 月达 6 个 SPU。同时, 矩阵的扩容与消费习惯的培育并行, 公司均价于 2025 年 2 月来时显著上行, 一方面系高价产品推出, 另一方面系消费者采购完整周期而非单瓶产品的习惯提升所致。

图 15: 斐萃抖音渠道商品数及 SPU 数量变化 (个)



资料来源: 蝉妈妈数据, 长江证券研究所

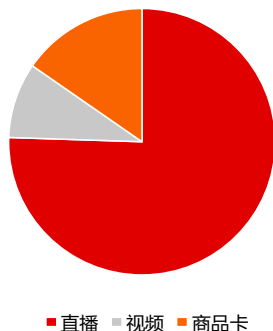
图 16: 斐萃抖音渠道均价 (元) 变化



资料来源: 蝉妈妈数据, 长江证券研究所

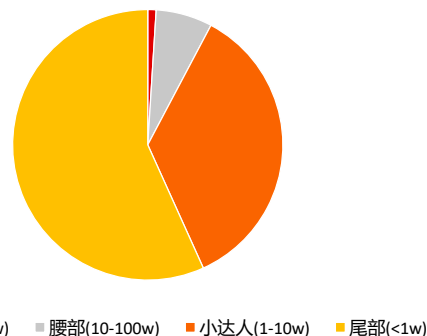
跨境电商模式搭建供应链架构, 抖音自播为核心收入来源。从产业链情况来看, 公司产品生产于中国香港地区, 原材料则来自世界多地。产品主要通过跨境电商模式销售, 主要集中于抖音、天猫平台。公司销售主要来自直播带货, 2025Q1 占公司抖音渠道收入的 75%左右, 其中又以海外旗舰店自播为主要销售方式, 达播营收中小达人 (1w-10w) 及尾部 (<1w) 占比相对较高。

图 17: 斐萃抖音渠道销售收入来源情况 (2025Q1)



资料来源: 蝉妈妈数据, 长江证券研究所

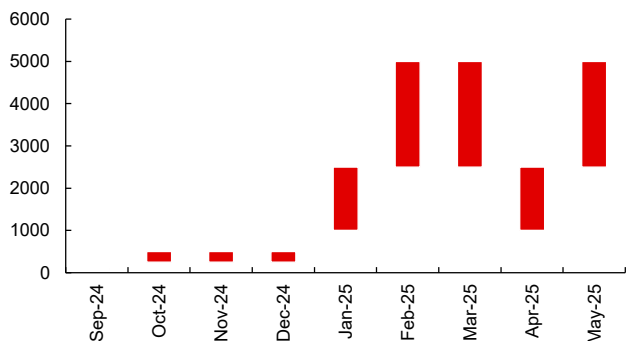
图 18: 斐萃抖音渠道按粉丝数量分的达人号数量占比 (2025Q1)



资料来源: 蝉妈妈数据, 长江证券研究所

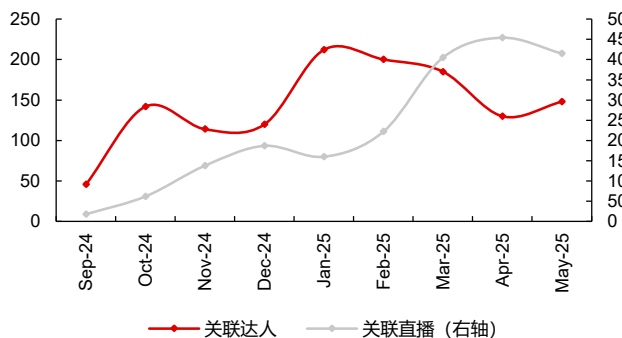
多渠道快速上量, 未来有望持续扩容。2024 年 9 月推出产品以来, 公司斐萃品牌采用多渠道起盘(天猫、抖音、小红书、京东等)的打法。抖音渠道产品实现的发展尤为值得关注, 根据蝉妈妈数据, 2025 年 3 月, 斐萃品牌抖音渠道收入达 2500-5000 万元。同时公司营销投入自 2025 年 1 月起开始加速, 公司逐步加强市场教育, 关联直播及视频数量上行, 后续有望继续加深消费者认知, 维持较好的收入状态。

图 19: 斐萃抖音渠道单月销售收入 (万元)



资料来源: 蝉妈妈数据, 长江证券研究所

图 20: 斐萃抖音渠道达人及关联直播 (个) 情况



资料来源: 蝉妈妈数据, 长江证券研究所

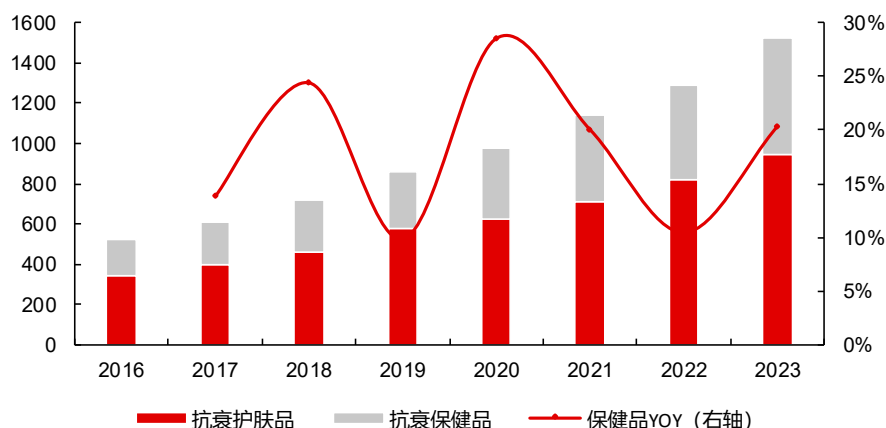
原材料蓝海+高客群粘性, 看好产品持续放量

我们对斐萃的持续成长有较强的信心, 主要系公司相关团队在品类选择的前瞻性、运营能力优势上领先同业。

锚定高粘性新蓝海, 美容口服市场大有可为

锚定优质赛道, 口服抗衰老市场增长趋势较强。从品类选择来看, 当前的保健品市场是一个大盘需求稳健上行、细分赛道景气、格局分散的市场。其中的美容抗衰老赛道是一个消费者高复购、高单价的赛道。在消费者追求质价比的时代, 美容抗衰老是少数可以依赖原材料变化实现品牌快速破局的品类。2023 年, 我国口服抗衰老市场规模达 574 亿元, 2016-2023 年 CAGR 达 18%。

图 21：我国抗衰相关产品（不含医美）的市场规模（亿元）及增长



资料来源：观天下数据，中商情报网，摩熵数据，长江证券研究所

从应用来看，我国的抗衰产品长期以来在外用（即护肤品领域）应用更广。然而卫生事件以来，消费者对口服产品的接受度在显著增加。最典型的例子为胶原蛋白肽口服液，其中的核心品牌五个女博士凭借相关产品长期位于抖音保健品 GMV 排行榜前列。

我们认为五个女博士成功的背景在于相关成分在进入保健品市场前已经于护肤品市场实现一定功能性认知，消费者心智从护肤品向保健品转化的门槛较低。**类比来看，我国的麦角硫因口服产品的认知具有较强可塑性。**麦角硫因相较于维生素、茶多酚等其亲水性和有效性更强，因此其已于多款护肤品中被使用，这一点和胶原蛋白类似。

表 12：麦角硫因属于优质的第五代抗氧化剂

原材料	
第一代	维生素 A、维生素 C、维生素 E
第二代	β-胡萝卜素、类胡萝卜素、超氧化物歧化酶(SOD)、辅酶 Q10
第三代	谷胱甘肽、白藜芦醇、原青花素、茶多酚、硫辛酸
第四代	虾青素、番茄红素、萝卜硫素、槲皮素、吡咯喹啉醌(PQQ)
第五代	麦角硫因(EGT)

资料来源：《2023 麦角硫因白皮书》，长江证券研究所

麦角硫因早期原材料成本高，因此早期仅概念化添加于护肤品中，但是近年来随着国内外生物合成技术的突破，麦角硫因成本大幅下滑，成为其高含量添加进食品的核心原因之一。当前相关产品主要通过跨境电商的方式销往中国大陆。其中主要产业链集中于中国香港、美国等国家及地区。

表 13：市场上较为知名的麦角硫因口服产品主要来自于中国香港及美国

产品	品牌	功能	产地
VitalErgo 抗衰胶囊	Beyond Nature	更安全的延寿 靶向清除自由基	美国
麦角硫因超光瓶	Swisse	支持健康衰老， 支持皮肤弹性	美国
麦角硫因胶囊	AIDEVI	支持健康衰老， 支持皮肤健康	美国
EGT-麦角硫因冰肌颜	莱特维健	修复年轻细胞，修复 DNA，改善皱纹，改 善松弛的皮肤	中国香港

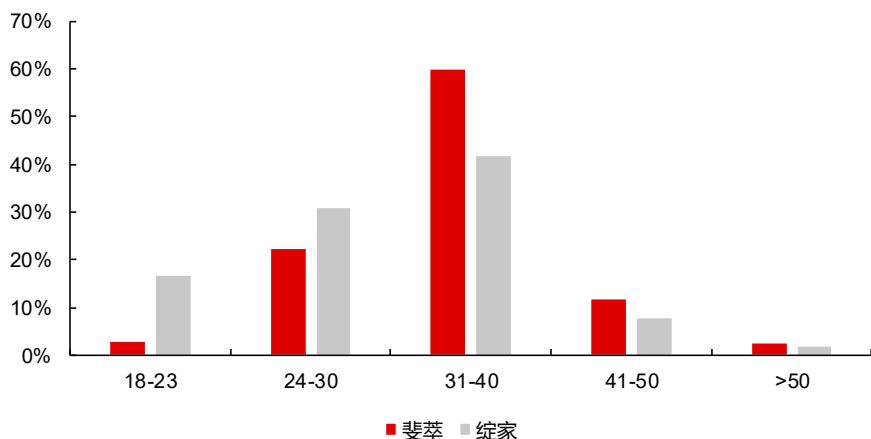
资料来源：《2023 麦角硫因白皮书》，长江证券研究所

运营能力优势带动流量转化，看好未来产品盈利优化

自有品牌并非一蹴而就，长期的保健品代运营业务为公司积累了较强的运营优势。公司因代运营和品牌管理业务的长期投入积累了较强的运营能力。目前若羽臣已在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等多个领域建立起头部竞争优势。尤其在大健康领域，若羽臣自 2016 年起就正式布局大健康业务，多年来累计服务超过 50 个大健康品牌，沉淀了 20 多个渠道，并搭建超过 200 人的保健品业务团队等，拥有了医疗器械、OTC、进出口等稀缺资质认证，建立起头部竞争优势和强大的资源整合能力，并连续多年蝉联天猫国际和天猫服务商 TOP1。这为公司搭建自由保健品品牌并实现快速放量奠定了基础。

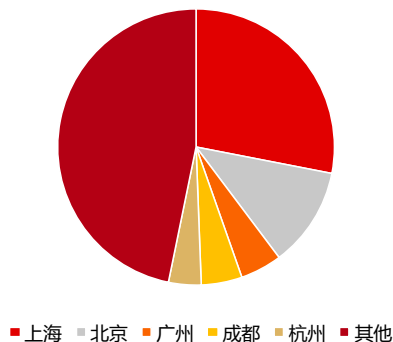
相比绽家的消费者客群，斐萃客群更为头部集中，未来实现扩张的机会也更大。从客群来看，公司的绽家及斐萃客群存在一定差异。相比较看，根据蝉妈妈数据，公司抖音渠道中 31-40 岁高线市场女性消费者显著更高，一方面系对应年龄、地区消费者消费能力较强，另一方面来自斐萃新品搭建时间较短，在跨境电商的模式下整体定位中高端消费者所致。因此，从行业的趋势来看，其受众的潜力群体（例如二线以下城市消费者）仍然较大，在未来有望实现品牌客群的持续扩张。

图 22：斐萃及绽家消费者（以年龄分）画像比较（截至 2025Q1）



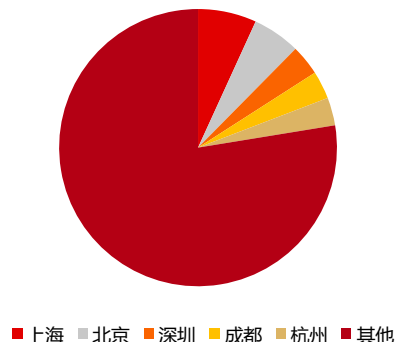
资料来源：蝉妈妈数据，长江证券研究所

图 23：斐萃消费者客群画像（截至 2025Q1）



资料来源：蝉妈妈数据，长江证券研究所

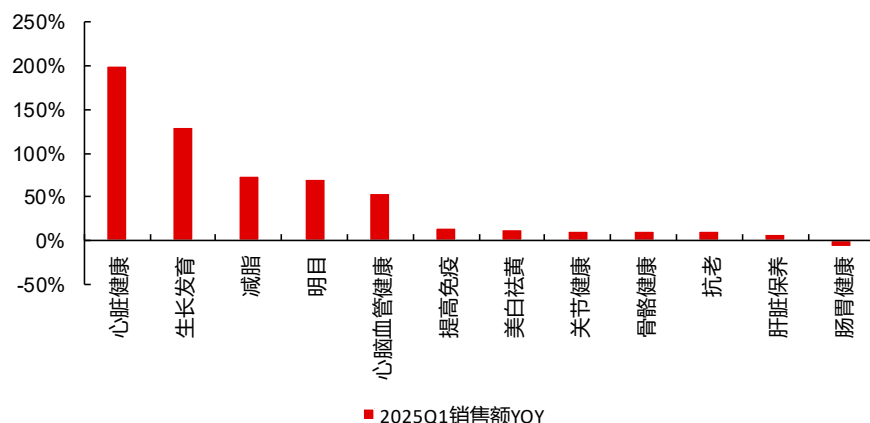
图 24：绽家消费者客群画像（截至 2025Q1）



资料来源：蝉妈妈数据，长江证券研究所

红宝石油原材料合作推进中，看好公司后续产品矩阵势。2025Q1 人类保健品抗衰需求增长趋势极强，而麦角硫因及鱼油都为优质的抗衰消炎成分。当前，公司已通过斐萃品牌推出红宝石油单品试水市场，也代表着公司从麦角硫因原材料向多种原材料跨越实现突破的强势突破。我们看好公司在该业务的持续扩容。

图 25：我国口服抗衰市场 2025Q1（心脏健康、心脑血管等、抗老、美白祛黄等）增长较快



资料来源：EarlyData 数据，长江证券研究所

投资建议：看好公司精细化运营赋能自有品牌能力

公司以代运营精细化能力，持续赋能自有品牌发展，符合当前电商渠道趋于精细化投放的大趋势。当前两大自有品牌，绽家、斐萃仍处快速增长通道，大幅提振收入的同时、贡献较大利润弹性，后续围绕红宝石油成分的新品牌的推出亦值得期待，持续看好公司以精细化运营赋能自有品牌打造的空间，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.82、1.03、1.43 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、受品牌商经营情况和商品质量影响的风险。公司采购的商品，面向众多的品牌方，从采购至最终商品送达消费者手中面临诸多环节，消费者有可能会因遭遇质量问题而向公司提出索赔，同时，若品牌商因自身经营问题出现供应链管理不善、市场声誉受损等情况，可能导致该品牌商品销售规模下降，从而影响公司的盈利收入。

2、自有品牌推广不达预期风险。自有品牌目前处于市场拓展期，除绽家品牌外，其余自有品牌推出时间较短，规模效应不明显，后续公司仍需要持续投入，若公司后续加大自有品牌的市场推广费用、研发费用、人力费用等投入，仍然可能对公司盈利产生影响。

3、行业监管政策变动的风险。中国电子商务行业处于快速发展和不断变化的过程中，电子商务行业监管法律法规不断完善。如果公司不能及时适应和应对这种变化，对公司的发展也会产生阻碍的可能。此外，随着国家对网络直播行业监管力度提升，监管愈趋严格，如果违反了监管的相关法律法规，公司也会面临相应处罚的风险。

4、应收账款账面余额较大及发生坏账的风险。公司的应收款项主要是应收代运营服务费、应收渠道分销款、应收供应商返利和应收品牌策划服务费，应收对象主要是具有良好信誉和较强资金实力的主流电商客户和知名快消品品牌方，整体资信状况良好。但随着公司经营规模的扩大，应收账款余额可能逐步增加，应收账款的大幅增加会造成公司的经营活动现金流入减少，可能导致应收账款周转率大幅下降，增加公司的经营风险。如公司采取的收款措施不力或客户履约能力发生变化，公司应收账款发生坏账的风险将加大。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，随着公司自有品牌绽家、斐萃的高速增长，利润率有望持续优化，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.8、34.4、43.3 亿元，同比增速为 52%、28%、26%；归母净利润分别为 1.8、2.3、3.1 亿元，同比增速为 70%、25%、38%。若上述假设不成立或者不及预期，我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若行业竞争格局进一步加剧、公司投产比不达预期，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 23.4、29.6、35.4 亿元，同比增速为 33%、26%、20%，归母净利润分别为 1.4、1.7、2.1 亿元，同比增速为 33%、20%、24%。

表 14：公司收入及利润敏感性测算(亿元)

	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	26.77	34.36	43.30	23.43	29.61	35.44
yoy	51.58%	28.39%	26.01%	32.69%	26.36%	19.71%
毛利率	52.42%	54.65%	56.40%	51.97%	55.09%	56.84%
归母净利润	1.80	2.26	3.12	1.40	1.68	2.08
yoy	70.48%	25.25%	38.32%	32.57%	19.69%	24.31%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。