

若羽臣（003010.SZ）

领先的电商综合服务商，转型自有品牌孵化持续放量

公司是领先的全球消费品牌数字化管理公司。起始业务为电商代运营业务，2020 年打造自有品牌“LYCOCELLE 绽家”，当前自创品牌还

“FineNutri 斐萃”，销量均取得快速增长。开启“代运营业务+自有品牌业务”双驱动战略，自有品牌业务占比逐年提高。

电商代运营行业为我国电商高速发展时期的产物，初期为单纯的网店代运营，2011-2018 年电商代运营行业 CAGR 达 64%。代运营服务商的出现，提高了品牌的效率。当前代运营业务增速放缓但仍稳步增长，2023 年代运营行业市场规模达 1.78 万亿元，2018-2023 年 CAGR 为 14%。

公司已经成为代运营行业的龙头。根据《2024 年度中国十大电商运营公司榜单》，公司排在第五。代运营的品牌多为国际大牌，主要覆盖母婴、美妆、个护、保健品等行业，为日后自有品牌的选品、运营打下坚实基础。在代运营业务依赖品牌方，渐遇瓶颈的情况下，公司代运营业务逐步转型为品牌管理业务。在行业增速放缓情况下，部分代运营公司逐步转型，转型方向分为两类：一是从代运营转变为管理商，旨在为品牌提供更多元的服务；二是发力自有品牌，试图讲出更多关于企业自身的品牌故事。品牌管理服务更像是代运营的升级版，与代运营最核心的差异为品牌管理拥有品牌所有权，需要通过商品采购和销售赚取差价。2023 年品牌管理市场规模达 4077 亿元，随着电商渗透率提升和品牌方数字需求增强，预计 2023-2028 年预计 CAGR 为 7.53%，2028 年将超 5800 亿元。公司传统的代运营业务已更多的转向了品牌管理，并与多个知名品牌达成合作。

公司从 2020 年开始培育自有品牌，当前已成功孵化出“LYCOCELLE 绽家”和“FineNutri 斐萃”两个自有品牌。（1）“绽家”持续围绕香氛推出产品，打造香氛家家清产品矩阵。1）2020 年，绽家推出主打天然植萃成分的内衣洗衣液，2021 全年销量破百万，为公司带来 8000 万营收。2）随后，又针对各种细分场景，融合香氛元素，推出了衣物喷雾、洗衣凝珠、地板清洁剂等明星产品。3）2024 年，推出战略单品香氛洗衣液，正式切入常规洗衣液赛道，推出香氛洗衣液，客单价超行业均值 2-3 倍，却凭借香氛的差异化体验实现高速增长，上线几个月销售额即破亿元。（2）保健品品牌 FineNutri 斐萃，聚焦女性抗衰，以麦角硫因为核心成分，根据不同场景下的抗衰细分需求，提供精准高效的解决方案。自 2024 年 9 月上线以来，销售快速放量，已在多个平台成为麦角硫因销售 TOP 品牌。公司作为代运营龙头，已验证其自有品牌孵化能力，看好未来自有品牌进一步发展。预计公司 2025-2027 年实现营收 26.89/36.25/44.98 亿元，同比+52.3%/+34.8%/+24.1%，归母净利润 1.80/2.50/3.38 亿元，同比+70.4%/+38.6%/+35.5%。对应当前股价 2025/2026/2027 年 PE 分别为 63.6X/45.8X/33.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：品牌运营风险；自有品牌孵化风险；宏观经济波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,366	1,766	2,689	3,625	4,498
增长率 yoy（%）	12.3	29.3	52.3	34.8	24.1
归母净利润（百万元）	54	106	180	250	338
增长率 yoy（%）	60.9	94.6	70.4	38.6	35.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.25	0.48	0.82	1.14	1.55
净资产收益率（%）	4.9	9.6	20.2	26.2	32.6
P/E（倍）	210.7	108.3	63.6	45.8	33.8
P/B（倍）	10.4	10.4	12.9	12.0	11.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 08 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	互联网电商
08 月 08 日收盘价（元）	52.31
总市值（百万元）	11,438.64
总股本（百万股）	218.67
其中自由流通股（%）	72.40
30 日日均成交量（百万股）	8.64

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

分析师 程子怡

执业证书编号：S0680524080004

邮箱：chengziyi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1039	1189	1159	1404	1744
现金	345	607	312	283	358
应收票据及应收账款	169	199	303	409	508
其他应收款	48	45	69	92	115
预付账款	137	103	146	191	237
存货	319	226	320	419	518
其他流动资产	21	9	9	9	9
非流动资产	306	362	325	298	287
长期投资	48	91	91	91	91
固定资产	177	171	161	151	141
无形资产	6	5	4	3	2
其他非流动资产	75	95	69	53	53
资产总计	1346	1551	1485	1702	2032
流动负债	243	407	559	715	960
短期借款	171	274	374	479	679
应付票据及应付账款	20	47	67	88	109
其他流动负债	53	85	118	148	172
非流动负债	5	40	36	36	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	40	36	36	36
负债合计	249	447	595	750	995
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	122	164	227	227	227
资本公积	634	536	473	473	473
留存收益	369	440	485	547	631
归属母公司股东权益	1097	1104	890	952	1036
负债和股东权益	1346	1551	1485	1702	2032

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-92	334	16	69	149
净利润	54	106	180	250	338
折旧摊销	22	23	36	27	11
财务费用	-6	-2	11	14	19
投资损失	-2	-2	-1	-2	-1
营运资金变动	-170	184	-214	-224	-222
其他经营现金流	11	25	4	4	4
投资活动现金流	-15	-55	-1	-1	-2
资本支出	-4	-14	-3	-3	-3
长期投资	-12	-41	0	0	0
其他投资现金流	1	0	2	2	1
筹资活动现金流	66	-25	-310	-96	-72
短期借款	125	104	100	105	200
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	42	63	0	0
资本公积增加	20	-98	-63	0	0
其他筹资现金流	-79	-73	-410	-201	-272
现金净增加额	-32	264	-295	-29	74

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1366	1766	2689	3625	4498
营业成本	816	979	1394	1825	2261
营业税金及附加	4	8	12	16	19
营业费用	380	526	860	1160	1394
管理费用	93	98	167	236	292
研发费用	24	26	48	83	112
财务费用	-13	-11	-7	5	10
资产减值损失	-1	-8	-1	-1	-1
其他收益	2	8	5	4	4
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0
投资净收益	2	2	1	2	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	131	221	305	413
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	57	128	218	303	410
所得税	2	22	38	53	72
净利润	54	106	180	250	338
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	106	180	250	338
EBITDA	66	155	247	334	431
EPS (元/股)	0.25	0.48	0.82	1.14	1.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	29.3	52.3	34.8	24.1
营业利润(%)	142.4	120.6	69.0	38.2	35.2
归属母公司净利润(%)	60.9	94.6	70.4	38.6	35.5
获利能力					
毛利率(%)	40.2	44.6	48.2	49.7	49.7
净利率(%)	4.0	6.0	6.7	6.9	7.5
ROE(%)	4.9	9.6	20.2	26.2	32.6
ROIC(%)	3.3	7.7	13.3	17.2	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	18.5	28.8	40.1	44.1	49.0
净负债比率(%)	-15.4	-26.2	11.8	25.1	35.2
流动比率	4.3	2.9	2.1	2.0	1.8
速动比率	2.3	2.1	1.2	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.8	2.3	2.4
应收账款周转率	9.5	9.6	10.7	10.2	9.8
应付账款周转率	45.6	29.2	24.5	23.6	23.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.48	0.82	1.14	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.42	1.53	0.07	0.31	0.68
每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.05	4.07	4.35	4.74
估值比率					
P/E	210.7	108.3	63.6	45.8	33.8
P/B	10.4	10.4	12.9	12.0	11.0
EV/EBITDA	35.2	27.7	46.8	34.9	27.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 08 日收盘价

内容目录

1 代运营切入自有品牌，行业积累深厚	5
1.1 领先消费品牌数字化管理公司，自有品牌和品牌管理业务快速发展	5
1.2 主营业务分析：自有品牌和品牌管理业务快速发展	6
1.3 股权结构稳定	7
2 公司为代运营头部企业，现转向品牌管理	9
3 凭借历史沉淀，自有品牌孵化快速放量	12
3.1 家清自有品牌—绽家	12
3.2 保健食品自有品牌—斐萃	18
4.盈利预测	26
风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司分业务情况	5
图表 2: 各业务板块营收（亿元）及占比	6
图表 3: 各业务板块毛利率	6
图表 4: 总营收及增速	6
图表 5: 归母净利润及增速	6
图表 6: 毛利率和净利润率	7
图表 7: 费用率	7
图表 8: 2024 年各线上平台销售占比	7
图表 9: 2024 年线上销售中各品类占比	7
图表 10: 股权结构（截至 2025 年 8 月 5 日）	8
图表 11: 管理层情况	8
图表 12: 线上零售额及增速	9
图表 13: 电商代运营行业市场规模及增速	10
图表 14: 电商代运营服务商运作模式	10
图表 15: 代运营助力多个品牌登顶类目第一	11
图表 16: 代运营和品牌管理模式区别	11
图表 17: 品牌管理服务市场规模及增速	12
图表 18: 2018-2026 年中国家清产业市场规模及趋势预测	13
图表 19: 2019-2023 年中国家清产业线上线下销售渠道市场份额分布	13
图表 20: 新时代洗衣流程消费者关注因素变化	14
图表 21: 中国消费者购买家清产品关注因素（调研时间 2024 年 5 月）	14
图表 22: 消费者的购物动机转变	14
图表 23: 绽家天猫旗舰店产品及销量一览	15
图表 24: 各品牌洗衣液对比	15
图表 25: 抖音香氛洗衣液品牌集中度（统计区间为 2024/8/9-2025/8/9）	16
图表 26: 抖音香氛洗衣液店铺集中度（统计区间为 2024/8/9-2025/8/9）	16
图表 27: 绽家用户画像	16
图表 28: 绽家抖音、小红书、天猫渠道	17
图表 29: 抖音 2025 年 6 月衣物除菌剂、洗衣液、内衣皂/内衣洗涤剂热卖品牌榜单	18
图表 30: 中国衣物洗护用品市场头部生产商销售额市场份额	18
图表 31: 中国营养健康食品零售规模（亿元）	19
图表 32: 2013-2023 重点市场 GDP 增速与营养健康食品行业增速对比	19
图表 33: 2022-2023 年淘宝天猫+京东+抖音平台保健食品市场规模	20
图表 34: 斐萃产品图	21
图表 35: 2024 年-2025Q1 线上麦角硫因产品销售规模（亿元）	22
图表 36: 绽家抖音渠道用户画像（统计区间 2024/8/9-2025/8/9）	22
图表 37: 斐萃抖音渠道用户画像（统计区间 2024/8/9-2025/8/9）	23

图表 38:	斐萃抖音渠道 GMV (取数据库中销售额区间的中位数)	23
图表 39:	天猫国际麦角硫因销量榜	24
图表 40:	抖音 618 全民营养周热销榜	24
图表 41:	FineNutri 斐萃 X 中山三院人体临床实证	25
图表 42:	斐萃携手香港中文大学 (深圳) 产品实证	25
图表 43:	小红书大人推荐斐萃	25
图表 44:	李小冉成为斐萃品牌大使	25
图表 45:	斐萃红宝石油抖音渠道销售额 (取数据库中销售额区间的中位数)	26
图表 46:	收入假设及盈利预测 (除特殊标注外, 单位: 亿元)	27

1 代运营切入自有品牌，行业积累深厚

1.1 领先消费品牌数字化管理公司，自有品牌和品牌管理业务快速发展

公司是领先的全球消费品牌数字化管理公司。2011 年诞生于广州，1) 公司起始业务为电商代运营业务，基于品牌方授权在天猫、京东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，公司可提供品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、供应链管理等服务。2) 2020 年开始打造自有品牌“绽家”，初期为精致衣物护理产品。当前自有品牌包括“LYCOCELLE 绽家”和“FineNutri 斐萃”，其中绽家包括内衣洗液、香氛衣物喷雾、香氛洗衣凝珠、香氛洗衣液等一系列产品，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%；斐萃则聚焦女性抗衰，以麦角硫因为核心成分的保健品。

公司以“为全球优质消费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。

图表1: 公司分业务情况

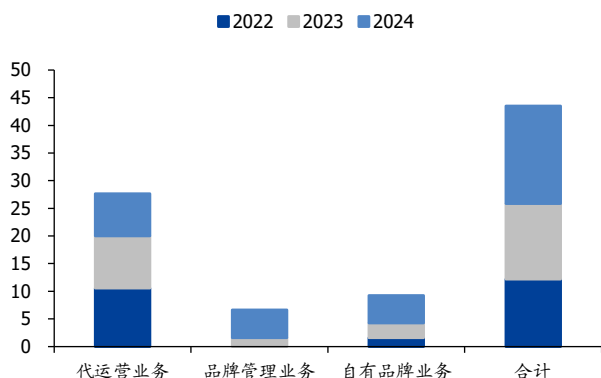
分类	权利	品牌	盈利模式
品牌管理业务	总代业务	在特定区域和一段时间内享有品牌的专有权。	艾惟诺、拜耳康王和达益喜，和丽康 Herbs of Gold、DHC 等。公司在取得合作品牌方授权后，以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上及线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
	经营权买断	收购合作品牌在中国的经营权和商标使用权，拥有合作品牌在国内市场的研发、生产及销售权。	以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上及线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
	合资品牌	整合公司与合作品牌双方的技术、资金、管理、市场等资源，共同生产和销售产品。	利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
自有品牌业务	洗护、日常清洁	LYCOCELLE 绽家	
	保健品	FineNutri 斐萃	
代运营业务	店铺代运营	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。	零售模式：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：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。	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		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 主营业务分析：自有品牌和品牌管理业务快速发展

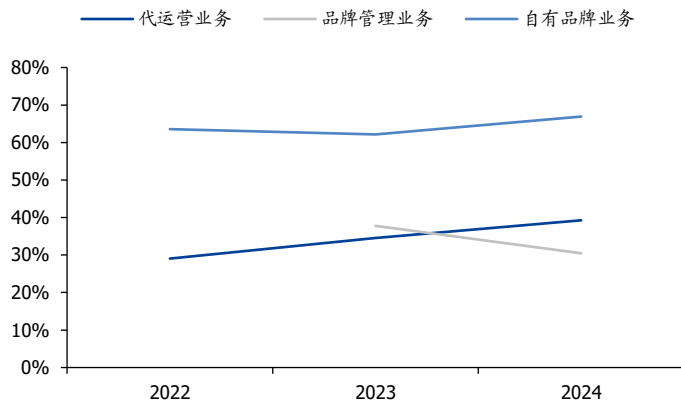
公司主营业务包括代运营业务、品牌管理业务及自有品牌业务，其中代运营业务占比逐渐下降，2022 年-2024 年分别为 86.78%/68.98%/43.25%。2022 年，公司开始孵化自有品牌布局，开启“代运营业务+自有品牌业务”双驱动战略，自有品牌业务占比逐年提高，2022 年-2024 年分别为 13.22%/19.27%/28.37%。2023 年拆分出品牌管理业务，占比从 2023 年的 11.75%提升至 2024 年的 28.38%。2024 年代运营业务、品牌管理业务及自有品牌业务收入分别为 7.64/5.01/5.01 亿元，同比增速分别为 -18.95%/+212.24%/+90.28%。

图表2：各业务板块营收（亿元）及占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

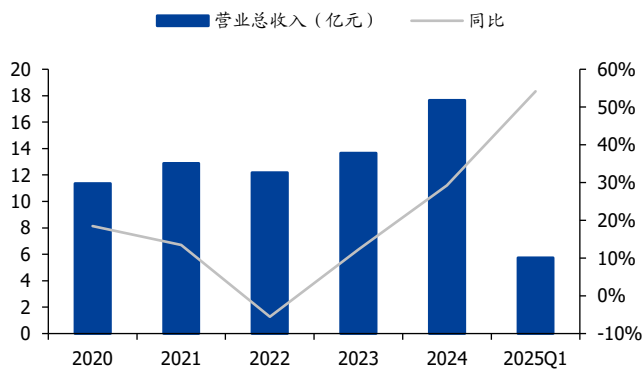
图表3：各业务板块毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

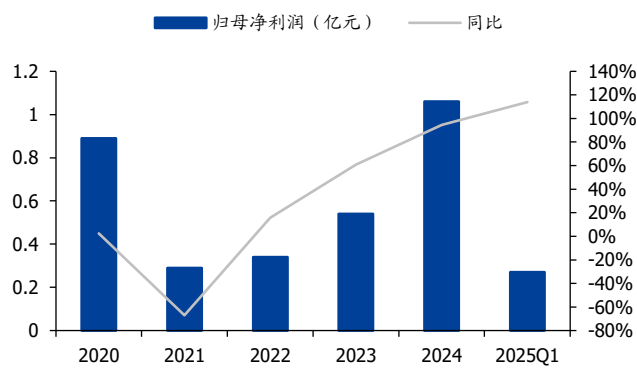
随着公司战略性收缩代运营业务、发展自有品牌，毛利率不断优化，整体营收和归母净利润增长。2024 年，公司实现营收 17.66 亿/同比+29.26%，归母净利润为 1.06 亿/同比+94.58%。毛利率和归母净利率持续提升，2024 年分别为 44.57%和 5.98%，较 2021 年分别提升 12.97pct 和 3.75pct。

图表4：总营收及增速



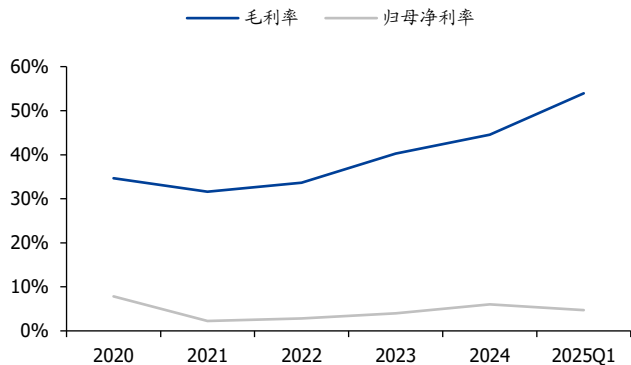
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表5：归母净利润及增速



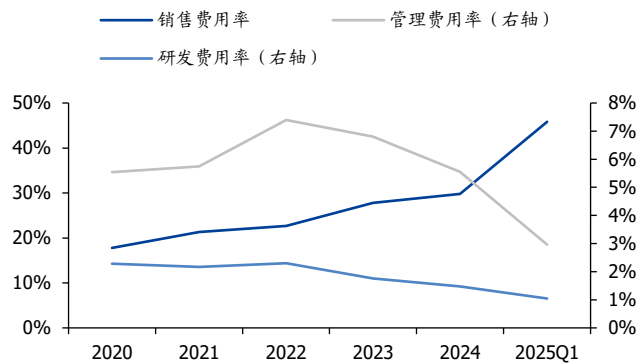
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6: 毛利率和净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

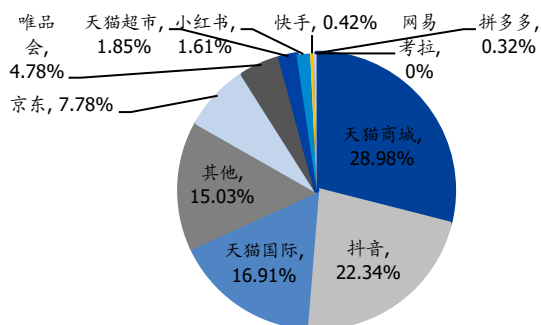
图表7: 费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

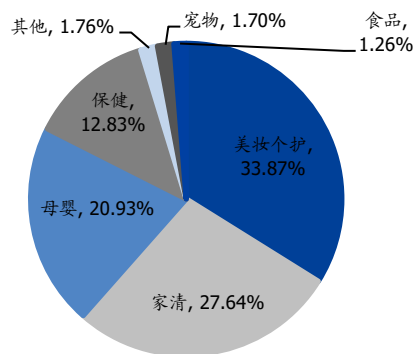
公司主要渠道为抖音、天猫, 品类主要为美妆个护、家清。2024 年线上销售 115 亿元, 同比增长 26.72%, 占总营收的 97.11%, 同比下降 1.95pcts。线上销售渠道中, 天猫商城、抖音、天猫国际为最主要的三个销售平台, 合计占比超过 68%; 线上销售中美妆个护、家清和母婴品类占比最高, 分别占 33.87%、27.64%和 20.93%。

图表8: 2024 年各线上平台销售占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2024 年线上销售中各品类占比

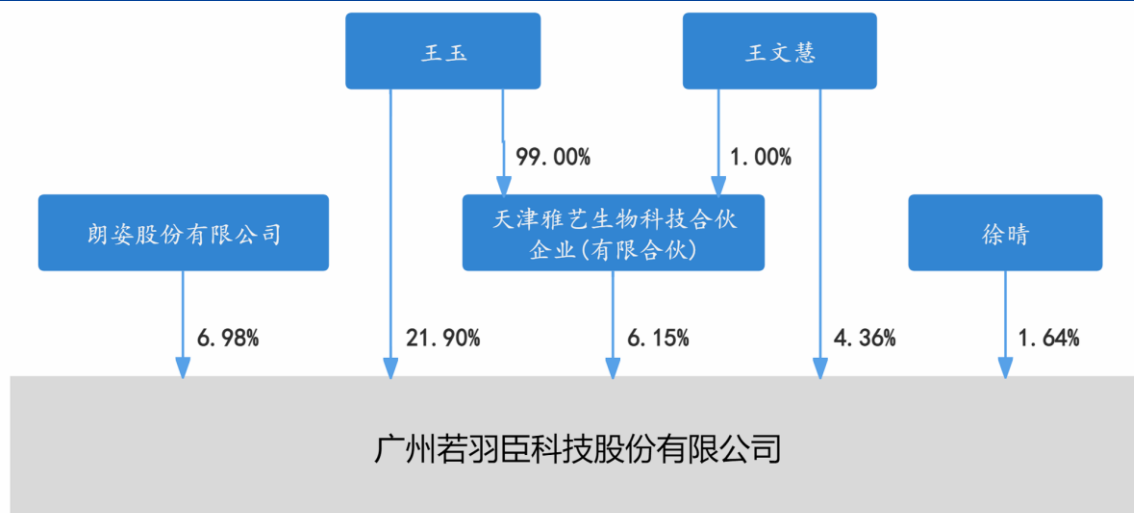


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 股权结构稳定

公司实控人稳定, 朗姿股份于 2015 年对公司进行财务投资。公司实际控制人为王玉, 直接持股比例为 21.90%, 王玉妻子王文慧直接持有公司 4.36%股权, 二人直接持有上市公司 26.26%股权。二人通过天津雅艺生物科技合伙企业(有限合伙)间接持有公司 6.15%, 总计持有 32.41%股权。此外, 朗姿股份有限公司还持有公司 6.98%股权。

图表10: 股权结构 (截至 2025 年 8 月 5 日)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

管理层较为年轻、结构简单, 多位高管在公司内多年, 电商行业经验丰富。

图表11: 管理层情况

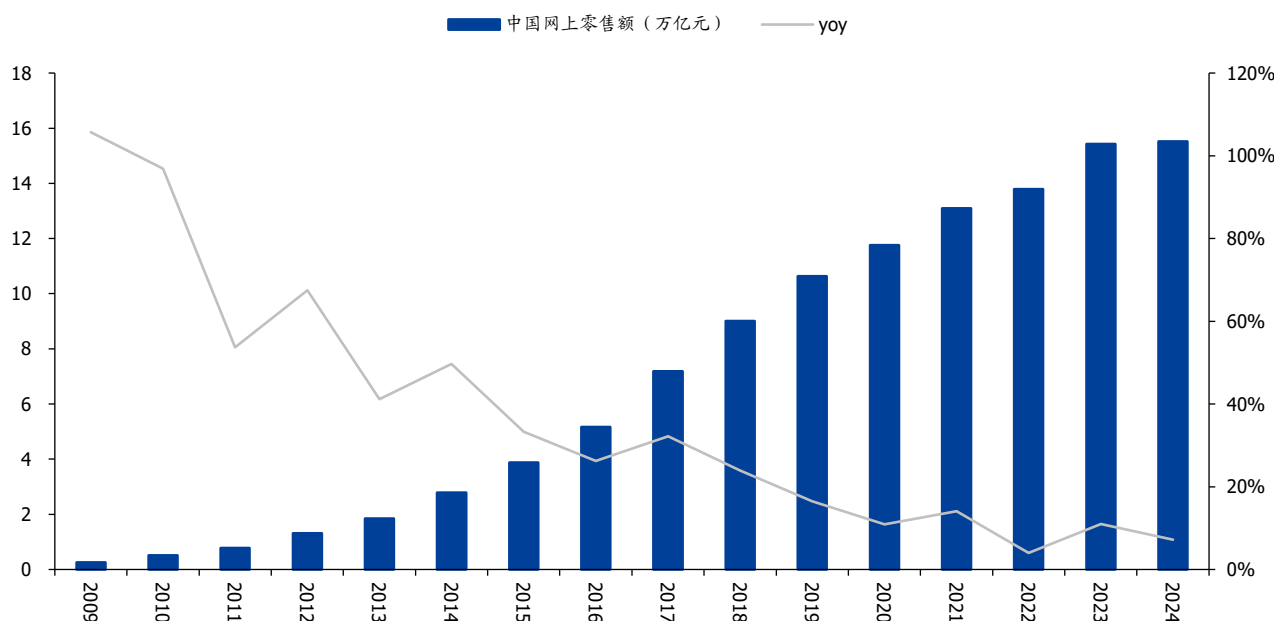
姓名	职务	年龄	经历
王玉	董事长,董事,总经理	40	中国国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历。2011 年 5 月至 2015 年 5 月担任若羽臣有限执行董事兼总经理; 2015 年 5 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限董事长兼总经理; 2015 年 7 月至今担任公司董事长、总经理。
徐晴	董事,副总经理	37	中国国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历。自 2012 年 2 月至 2013 年 5 月担任若羽臣有限项目经理; 2013 年 6 月至 2014 年 6 月担任若羽臣有限运营经理; 2014 年 7 月至 2015 年 3 月担任若羽臣有限商务拓展中心总监; 2015 年 4 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限副总经理; 2015 年 7 月至今担任公司董事、副总经理, 现兼任上海京京业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。
王文慧	董事	40	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2011 年 5 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限监事; 2016 年 7 月至今担任公司员工职业发展高级顾问; 2015 年 4 月至今担任天津雅艺生物科技合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人; 2017 年 5 月至今担任公司董事, 2021 年 3 月至今担任广州毅杨健康管理咨询有限公司执行董事、经理, 2022 年 10 月至今担任广州恒峰健康管理咨询有限公司执行董事、经理。
罗志青	董事,副总经理,财务总监, 董事会秘书	42	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。自 2006 年 9 月至 2010 年 7 月担任广州联悦信息科技有限公司财务经理; 2010 年 10 月至 2012 年 12 月担任广州库巴电子科技有限公司华南区财务经理; 2012 年 12 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限财务总监; 2015 年 7 月至今担任公司董事会秘书; 2018 年 9 月至今担任公司副总经理; 2021 年 2 月至 2021 年 9 月、2022 年 1 月至今担任公司董事; 2015 年 7 月至 2021 年 9 月、2022 年 9 月至今担任公司财务总监。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2 公司为代运营头部企业，现转向品牌管理

自 2003 年淘宝成立以来，中国电商市场持续扩张。2009 年，天猫首创“双 11”，成功打造线上促销的经典范式；2012 年京东正式注册物流公司，自营模式逐步跑通；2013 年微信支付加入战局，移动购物全面提速；2014 年阿里赴美 IPO，标志中国电商开始走向全球；2016 年直播电商兴起，淘宝、蘑菇街等平台布局此模式；2020 年公共卫生事件推动社区团购发展，电商渗透更下沉的市场。随后几年，内容电商、社交电商轮番上场，小红书、抖音等平台成为新流量入口，SHEIN、Temu 等跨境品牌跑出加速度；而到 2023 年，“双 11”声量下滑，消费者更加理性，电商行业也在从“卷规模”转向“卷效率”和生态整合。

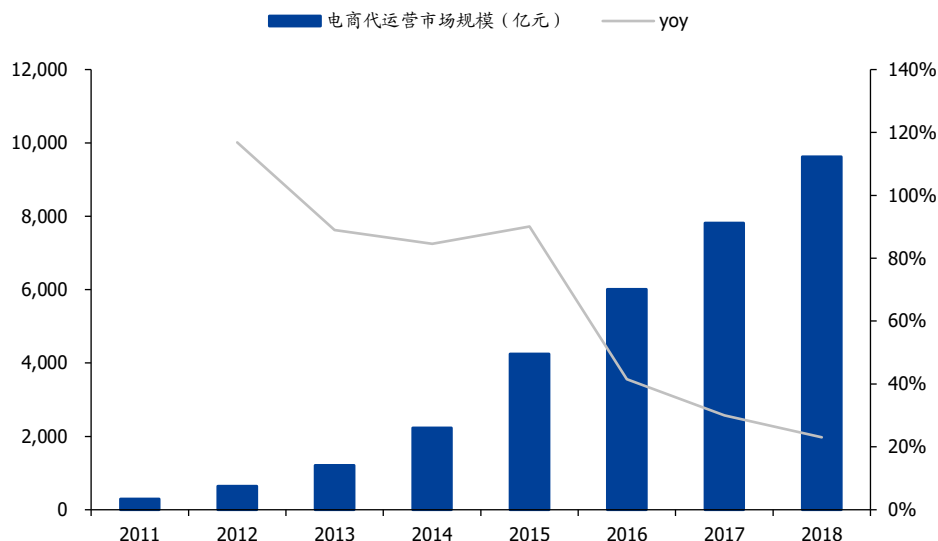
图表12: 线上零售额及增速



资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

电商代运营行业为我国电商高速发展时期的产物，初期为单纯的网店代运营。1) 2019 年我国网络零售额达 10.63 万亿元，2009-2019 年 CAGR 为 45%，处于快速发展阶段。2) 随着电商行业快速发展，大量电子商务服务商伴随着线下企业线上化转型逐渐兴起，以电商代运营为核心的电商综合服务商快速增长，2011-2018 年电商代运营行业 CAGR 达 64%。

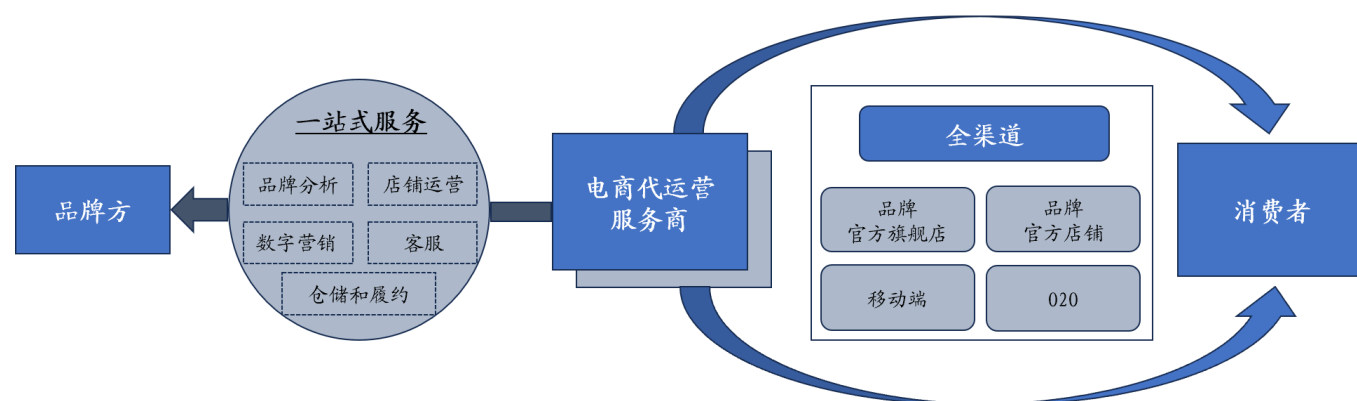
图表13: 电商代运营行业市场规模及增速



资料来源: 商务部《中国电子商务报告 2018》, 易观千帆、艾瑞咨询、中国服务外包研究中心、若羽臣招股书, 国盛证券研究所

代运营服务商的出现, 提高了品牌的效率。电商代运营产业链中, 上游主要是品牌商, 中游是代运营商, 下游则是电商平台和消费者。传统品牌企业以合同的方式委托专业电子商务服务商为其提供部分或全部的电子商务运营服务或网络营销服务, 包括店铺开设、页面设计、营销推广、物流管理等, 解决了电商运营成本高、跨平台拓展慢、数据有效利用率低的难题, 为品牌方降本增效的同时, 优化消费者体验。

图表14: 电商代运营服务商运作模式



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

当前代运营业务增速放缓但仍稳步增长, 公司仍然是代运营行业前列企业。1) 根据智研咨询, 2023 年代运营行业市场规模达 1.78 万亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 14%。2) 根据《2024 年度中国十大电商运营公司榜单》, 公司排在第五, 前面分别是宝尊、索象、一网一创、丽人丽妆, 当前未进入前三, 也跟公司逐步缩减代运营业务体量有关。3) 公司与哈罗闪 Sanosan、红印 Red Seal、发之食谱 Hair Recipe、美赞臣 Mead Johnson、Swisse 等国际知名品牌合作, 并为品牌方取得了显著的业绩成效。

公司代运营品牌多为国际大牌, 主要覆盖母婴、美妆个护、保健品等行业, 为日后自有品牌的选品、运营打下坚实基础。1) 2017-2019 年之间, 代运营和渠道分销合作的品牌中, 国际品牌数占比分别为 87.32%、89.61%和 92.05%。2) 代运营时期合作品牌中母婴及美妆个护品类对营收贡献超过 70%。3) 公司当前已经在保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等类目建立起头部竞争优势, 高质量地为宝洁、拜耳、强生、赛诺菲等超百个国内外知名企业及品牌提供了数字化服务, 帮助不同品牌在 0-1、1-10、10-100 等发展阶段实现销量突围。

图表15: 代运营助力多个品牌登顶类目第一



资料来源: 公司宣传材料, 国盛证券研究所

在代运营业务依赖品牌方, 渐遇瓶颈的情况下, 部分代运营公司逐步转型。代运营公司转型方向分为两类: 一是从代运营转变为管理商, 旨在为品牌提供更多元的服务; 二是发力自有品牌, 试图讲出更多关于企业自身的品牌故事。

品牌管理服务更像是代运营的升级版, 与代运营最核心的差异为, 品牌管理相较代运营拥有更多权力, 全权负责品牌的运营、营销、定价权、客户资源。2023 年品牌管理市场规模达 4077 亿元, 随着电商渗透率提升和品牌方数字需求增强, 根据艾媒咨询, 预计 2023-2028 年预计 CAGR 为 7.53%, 2028 年将超 5800 亿元。

图表16: 代运营和品牌管理模式区别

	电商代运营	电商品牌管理
服务对象	多为成熟品牌(如国际知名品牌或国内成熟品牌)	多为新兴品牌(如海外新兴品牌或国内潜力品牌)
业务模式	提供全链条或模块化代运营服务(如店铺运营、营销策划、仓储物流等), 店铺所有权归属品牌方	引入品牌并全权负责区域运营(如采购、定价、分销), 拥有销售定价权和客户资源
合作深度	基于服务协议, 合作关系较浅, 以完成品牌方销售目标为主	深度绑定品牌, 拥有区域专营权或品牌所有权, 涉及全渠道销售和品牌战略规划
收入来源	服务费(服务模式)或购销差价(零售模式)	货品买断或合资

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 品牌管理服务市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

公司传统的代运营商业已更多的转向了品牌管理, 并为多个知名品牌达成合作。1) 根据艾媒金榜发布的《中国品牌电商服务商排行榜 TOP15》, 公司连续三年上榜, 2022 至 2024 年分别位列第 5、第 6、第 6, 行业地位稳固。2) 公司通过深度品牌管理服务, 在品牌定位、产品设计、市场营销及全渠道销售等环节展现出强劲能力。2024 年公司总代理的拜耳康王全网销售同比增长 283%; 艾惟诺的天猫旗舰店和抖音旗舰店 GMV 分别同比增长 31% 和 75%。此外, 在稳固现有品牌合作的基础上, 不断拓展合作边界, 2024 年与爱茉莉太平洋旗下魅尚莹签署战略合作协议, 并与 DHC 蝶翠诗、Herbs of Gold 和丽康等国际品牌建立合作关系, 持续强化其在保健品及个护领域的全渠道品牌管理能力。

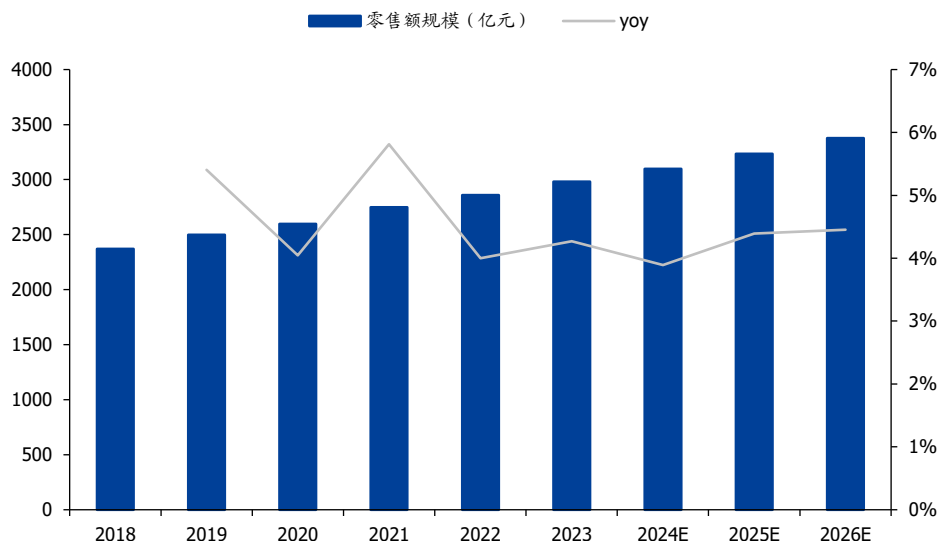
3 凭借历史沉淀, 自有品牌孵化快速放量

公司从 2020 年开始培育自有品牌, 主要从两个角度筛选自有品牌的细分行业: (1) 该行业线上渗透率; (2) 该行业的人货场是否仍然可以有变化。

3.1 家清自有品牌—绽家

我国家清行业市场规模大、增速稳定。根据《智篆 GI: 2024 家清产业带趋势洞察》, 2018-2023 年我国家清行业规模 CAGR 达 5%, 预计 2024 年行业规模达 3097 亿元, 未来几年还将保持稳定增速。

图表18: 2018-2026 年中国家清产业市场规模及趋势预测

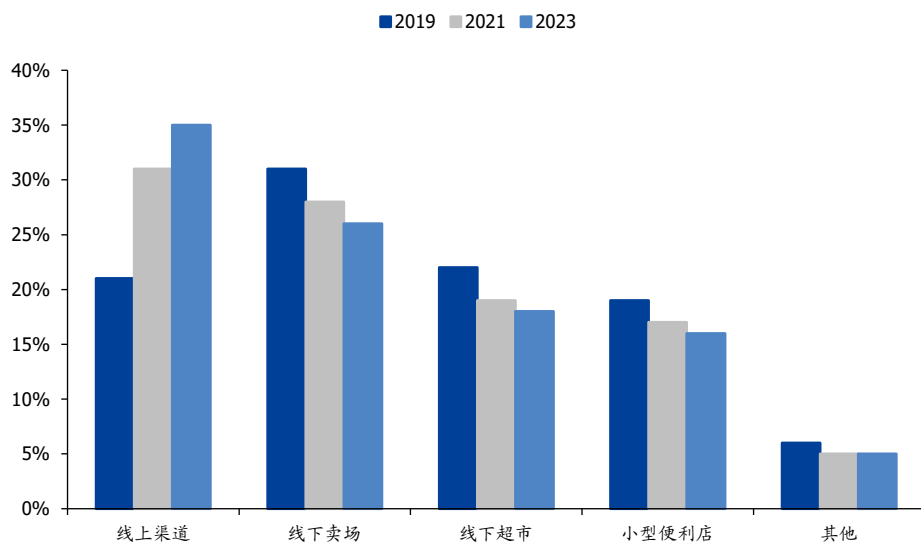


资料来源: Euromonitor 欧睿数据库, 国盛证券研究所

备注: 家清产业包含纸品湿巾、衣物清洁、家居清洁、清洁用具等细分市场

渠道方面, 线上渠道逐渐成为消费者购买家清产品的主流渠道。家清产品的销售渠道逐步从线下货架转至线上, 线上占比从 2019 年 21% 提升至 2023 年 35%, 成为主流的购买渠道。

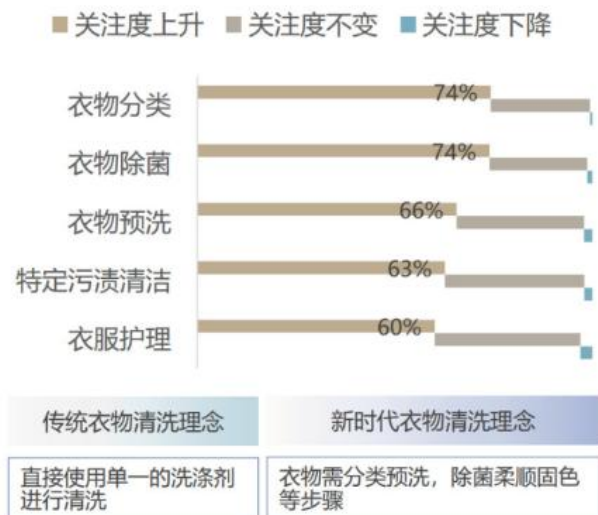
图表19: 2019-2023 年中国家清产业线上线下销售渠道市场份额分布



资料来源: Euromonitor 欧睿数据库, 国盛证券研究所

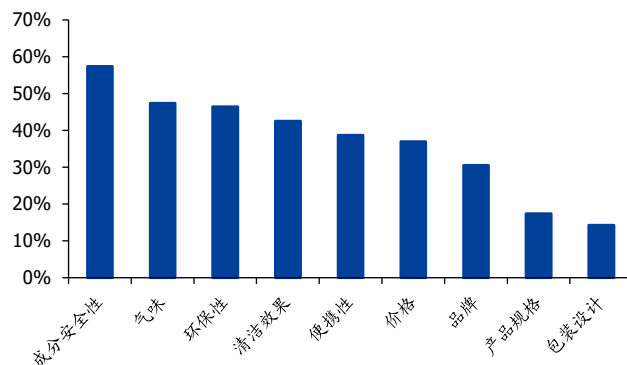
产品方面, 由于需求端的推动, 家清行业正发生着变革。(1) 消费者衣物清洗理念进阶。随着人均可支配收入的提升, 人们的生活方式发生改变, 洗衣理念逐步精细, 洗衣细致化升级。消费者开始重视衣物清洗分类、除菌、预洗、特定污渍清洁以及保养护理, 出现了各种品类的专用衣物清洁剂满足消费者精致生活方式。(2) 从单一的功能导向转向综合考量健康、环保、体验的多元化需求。根据艾媒咨询的统计, 我国消费者购买家清产品关注因素排名前三的为, 成分安全性、气味、环保性。

图表20: 新时代洗衣流程消费者关注因素变化



资料来源: TMIC 消费者调研, 智蒙 GI, 国盛证券研究所

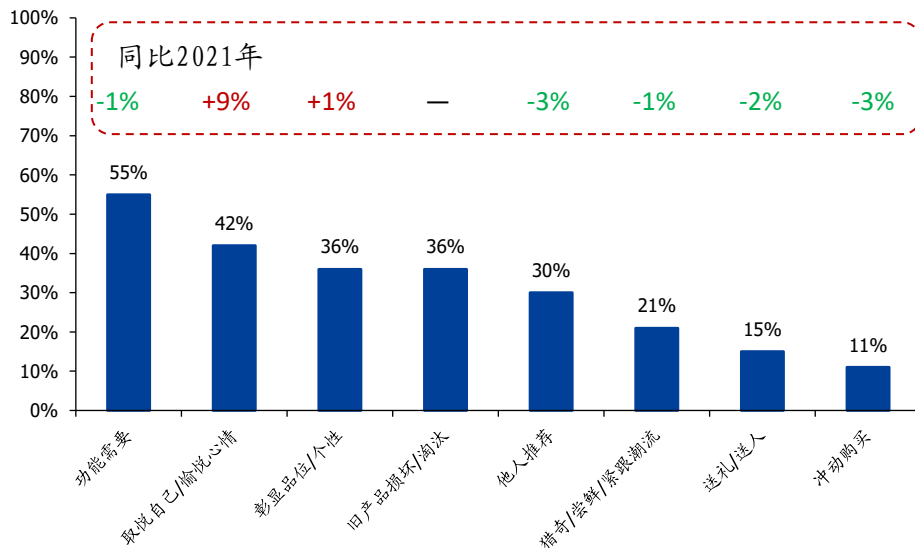
图表21: 中国消费者购买家清产品关注因素 (调研时间 2024 年 5 月)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

(3) 随着消费者从基础功能需求转向重视情感满足, 消费者对家清产品的需求也已从基础清洁转向情感体验。1) 消费者更愿意为能够提供情感共鸣的商品支付溢价。根据 MobTech 研究院《2024 年情绪经济消费人群洞察》报告, 2024 年有 42% 的消费者将“取悦自己、愉悦心情”作为核心购物动机, 较 2021 年增长 9%, 成为增长最快的消费驱动力。2) 消费者愿意为提升感官价值的家清产品支付溢价。根据日化智云报告显示, 43% 的消费者将打扫卫生视为减压方式, 52% 愿为提升感官体验 (如香氛、色彩设计) 的产品支付溢价, 甚至将其重要性提升至与杀菌消毒功能同等级地位。当前, 香氛已经成为驱动衣物清洁大盘的重要趋势, 香氛类衣物清洁产品增长显著, 根据京东消费及产业发展研究院数据, 2021-2023 年, 香氛洗衣液消费金额增速超 100%, 衣物留香喷雾增速超 60%。

图表22: 消费者的购物动机转变



资料来源: MobTech, 国盛证券研究所

公司代运营家清行业积累深厚经验。早期与日本王子制纸集团旗下生活用纸品牌妮飘 (nepia)、新西兰个人洗护品牌宜可诚 (Eco Store) 等家清品牌有密切合作。2017 年, 宜可诚 (Eco Store) 双十一大促销销售额约为 535 万元, 2018 年经公司代运营后双十一大促销销售额即突破 1100 万元, 同比增长 106%, 使该品牌成功晋升为 2018 年天猫国际羊毛类清洁品类第一名。

公司于 2020 年推出的品牌“绽家”持续围绕香氛推出产品，打造香氛家家清产品矩阵。

1) LYCOCELLE 绽家原为 2017 年诞生于新西兰的衣物清洁护理与环境清洁品牌，产品成分使用天然植萃的精油香氛，2019 年被公司收购，2020 年以“绽家”为中文名引入国内。2) 2020 年，绽家推出主打天然植萃成分的内衣洗衣液，该产品在 2021 年双十一期间，荣登双十一预售爆款内衣洗液类目、双十一当天进口内衣洗液类目 TOP1，2021 全年销量破百万，为公司带来 8000 万元营收。3) 随后，绽家又针对各种细分场景，融合香氛元素，推出了衣物喷雾、洗衣凝珠、地板清洁剂等明星产品。

图表23: 绽家天猫旗舰店产品及销量一览

	产品名称	价格	销量
1	绽家香氛内衣洗衣液	200ml/39.9 元	20W+
2	绽家四季繁花洗衣液	1.7L*2/199.8 元	20W+
3	家蓝桉叶地板清洁剂	750ml/79.9 元	20W+
4	绽家蓝桉叶洗衣凝珠	70 颗/119.9 元	20W+
5	绽家香氛护衣精华喷雾	200ml*2/118 元	7W+
6	绽家蓝桉叶香氛洗手液	250ml*3/109 元	5W+
7	绽家四季繁花柔顺剂	1L/79.9 元	4W+
8	绽家蓝桉叶洗衣机清洗剂	250ml*2/59.9 元	4W+

资料来源: 天猫官方旗舰店, C2CC, 国盛证券研究所

以香氛赋予产品更高的附加值。2024 年，绽家推出战略单品香氛洗衣液，正式切入常规洗衣液赛道，客单价超行业均值 2-3 倍，却凭借香氛的差异化体验实现高速增长，上线几个月销售额即破亿元。虽然在此之前一些大牌家清也推出过香氛洗衣液，但多是玫瑰、薰衣草等传统香型。为此，绽家携手国际顶尖香料公司和高奢线调香师共创，持续推出多款小众沙龙香产品，采用蒸馏萃取技术实现香气分子提纯，如新品“奶檀甜香”系列通过 3D 调香技术，将东方檀木醇香与无花果/杏仁奶香精准配比，实现前中后调层次感。同时叠加微胶囊缓释技术，使香氛分子可附着织物纤维达 72 小时。

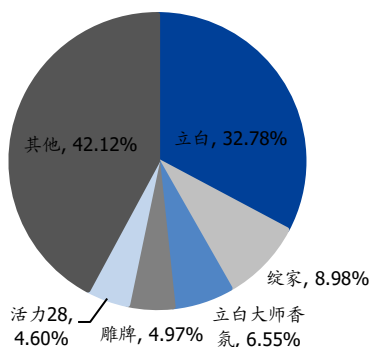
图表24: 各品牌洗衣液对比

品牌	产品	香型	定价	单价
立白	立白大师香氛洗衣液	2 种	94.9 元/6kg	0.02 元/g
奥妙	奥妙玫瑰香氛大师	2 种	40.91 元/3kg	0.01 元/g
绽家	四季繁花洗衣液	4 种	99.9 元/1.7kg	0.06 元/g

资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

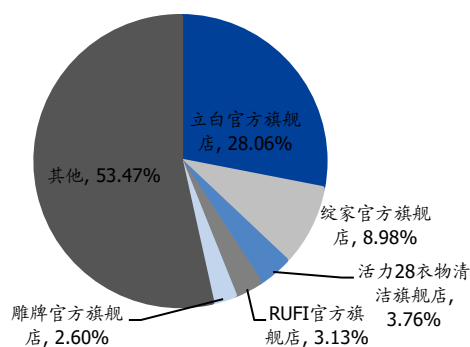
当前绽家洗衣液已经在细分“香氛洗衣液”子行业取得头部地位。根据蝉妈妈数据，抖音渠道香氛洗衣液细分行业中，品牌 CR5 集中度为 57.88%（统计区间为 2024/8/9-2025/8/9），其中立白销售额第一（占子行业 32.78%），绽家销售额第二（占子行业 8.98%）。

图表25: 抖音香氛洗衣液品牌集中度(统计区间为 2024/8/9-2025/8/9)



资料来源: 蝉妈妈, 国盛证券研究所

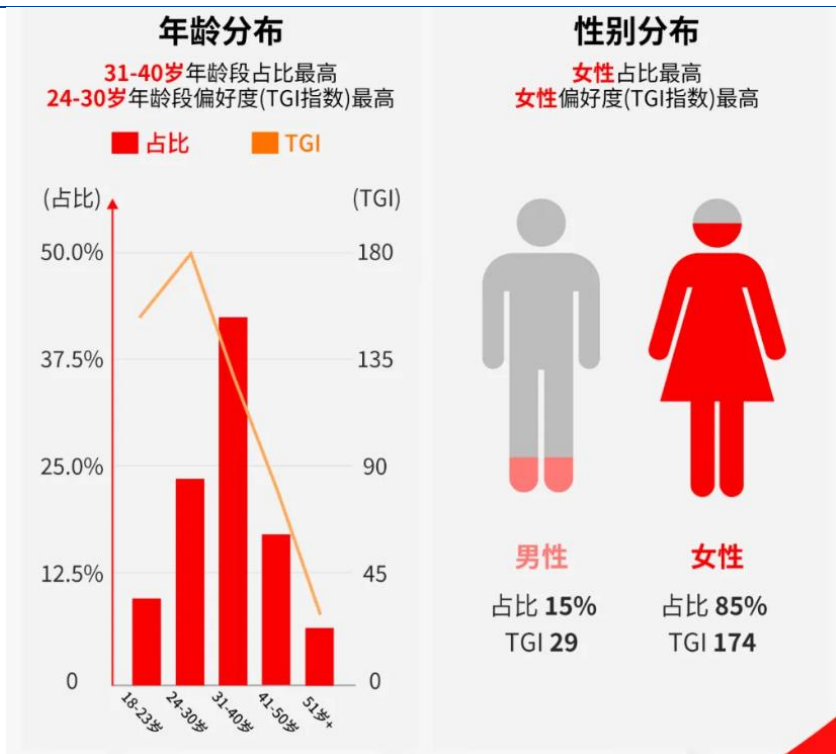
图表26: 抖音香氛洗衣液店铺集中度(统计区间为 2024/8/9-2025/8/9)



资料来源: 蝉妈妈, 国盛证券研究所

绽家洗衣液得以更高的定价, 还来源于其过往积累的客户群体。绽家此前的细分产品例如内衣洗衣液、地板清洁剂, 均是对家清产品有细致追求的群体才会选择购买。因此, 绽家的主要购买人群是“都市白领”“精致妈妈”“小镇贵妇”等追求优质香氛体验的群体。从绽家主要销售渠道抖音上的用户画像看, 24-40 岁用户占比超 65%, 横跨 85 后到 00 后, 女性占比达 85%。

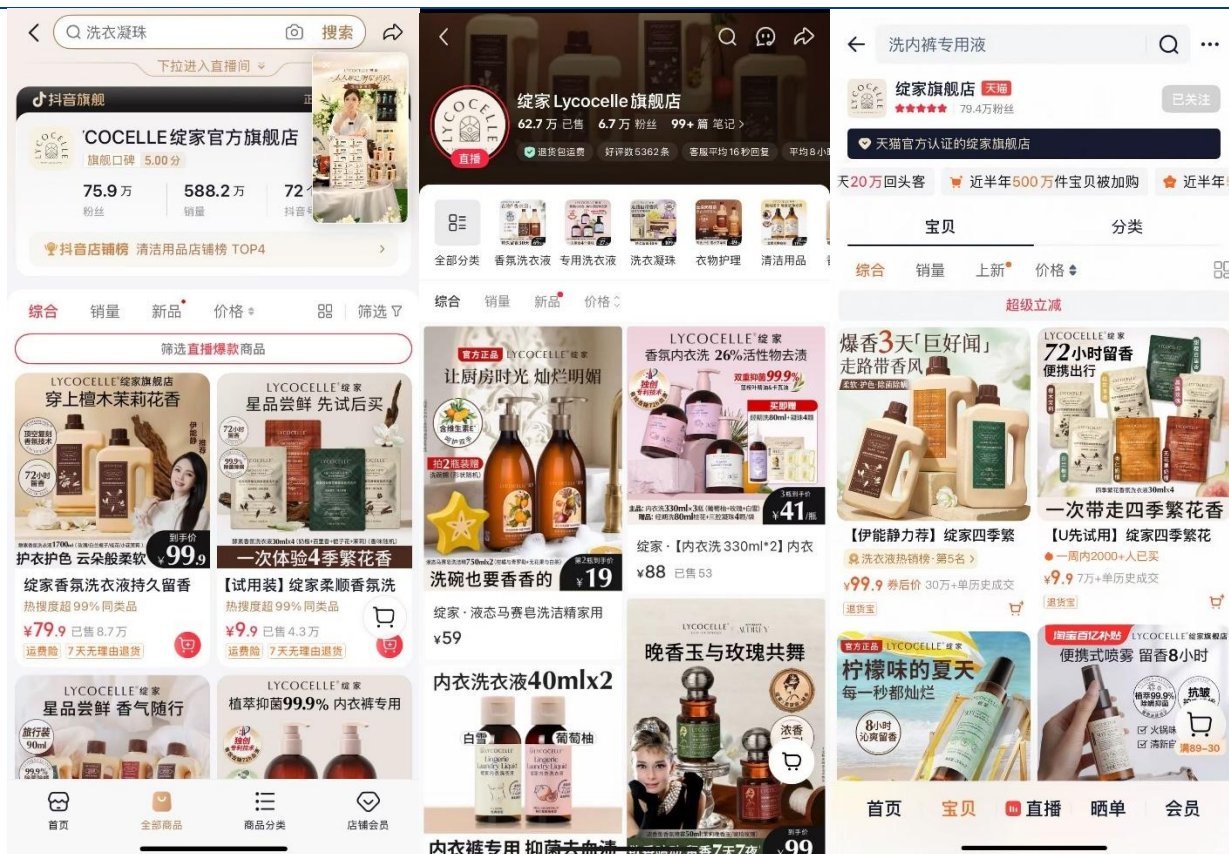
图表27: 绽家用户画像



资料来源: 巨量算数, 国盛证券研究所

目前, 绽家已构建起完整的线上线下零售体系及品牌营销矩阵。(1)线上全面覆盖天猫、京东、抖音、小红书以及有赞等超 20 个电商平台。深度布局内容电商, 抖音自播快速放量驱动渠道高增; 2024 年小红书整体销售同比增长 109%。(2)线下强势入驻山姆会员店等优质线下销售渠道。

图表28: 绽家抖音、小红书、天猫渠道



资料来源: 抖音、小红书、天猫, 国盛证券研究所

在营销推广方面, 通过明星种草的方式, 精准触达其目标群体。选择贴合品牌品质生活形象的伊能静, 及其他生活达人, 强化“高奢香水洗衣”。在抖音平台, 通过明星买手直播 (如伊能静、章小蕙等) 和二创贴片内容, 精准触达目标人群。

多个产品在抖音细分品类中销售额 TOP10, 绽家有望在高端家清领域实现市占率提升。1) 根据星图数据显示, 抖音平台 2025 年 6 月衣物除菌剂、洗衣液、内衣皂/内衣洗涤剂热卖品牌榜单 TOP10, 绽家产品分别以销售额 4 万元、3845 万元、312 万元上榜。2) 根据英敏特, 2023 年绽家在我国衣物洗护市场市占率 0.5%, 同比提升 1ct, 排名第十。根据《智篆 GI: 2024 家清产业带趋势洞察》, 家清产业中消费水平高的人群占 11%, 结合前文预计 2024 年行业规模达 3097 亿元, 则高端家清产业规模约 341 亿元, 假设远期公司能逐步在高端家清产业中提升市占率至 30%, 约有 102 亿元规模, 绽家未来市场空间广阔。

图表29: 抖音 2025 年 6 月衣物除菌剂、洗衣液、内衣皂/内衣洗涤剂热卖品牌榜单

抖音2025年6月衣物除菌剂热卖品牌榜单			抖音2025年6月洗衣液热卖品牌榜单			抖音2025年6月内衣皂/内衣洗涤剂热卖品牌榜单		
No.	品牌名称	销售额 (万元)	No.	品牌名称	销售额 (万元)	No.	品牌名称	销售额 (万元)
1.	滴露	1294	1.	蓝月亮	25366	1.	亲肤膜颜	553
2.	活力28	212	2.	活力28	7645	2.	植护	399
3.	立白	72	3.	立白	4273	3.	绽家	312
4.	威露士	40	4.	绽家	3845	4.	蓝月亮	267
5.	洁美芬	22	5.	奥妙	3674	5.	妇炎洁	266
6.	蓝月亮	13	6.	超能	3568	6.	周管家	262
7.	芝芝象	11	7.	植护	2023	7.	立白	215
8.	奥妙	6	8.	雕牌	1583	8.	活力28	207
9.	泰克斯乐	4.4	9.	袋鼠妈妈	992	9.	芝芙莲	150
10.	绽家	4	10.	贝纯	917	10.	ABC aibichen cosmetics	117
SYNTUN 星图数据 数据来源: 星图数据 统计日期: 2025年6月1日-2025年6月30日			SYNTUN 星图数据 数据来源: 星图数据 统计日期: 2025年6月1日-2025年6月30日			SYNTUN 星图数据 数据来源: 星图数据 统计日期: 2025年6月1日-2025年6月30日		

资料来源: 星图数据, 国盛证券研究所

图表30: 中国衣物洗护用品市场头部生产商销售额市场份额

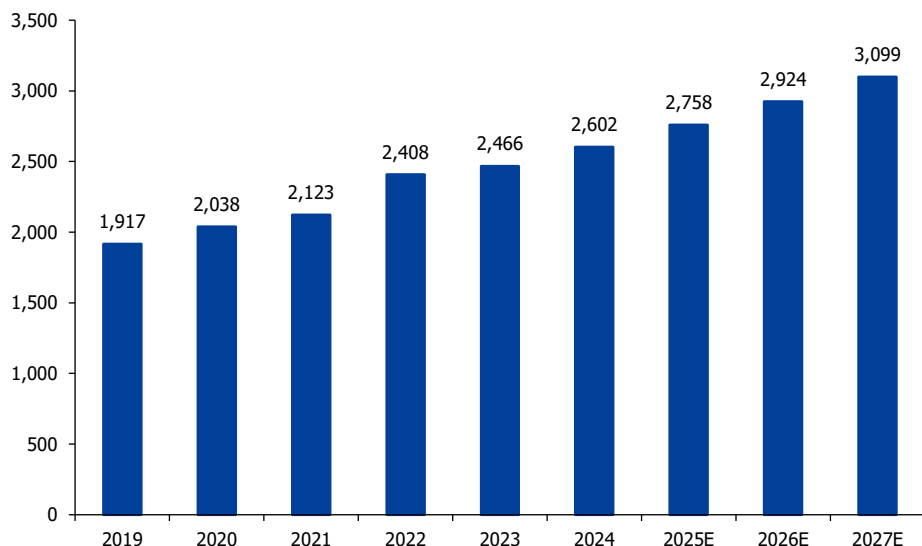
生产商	重点品牌	2022 年	2023 年	2022-23
		%	%	百分点变化
联合利华集团	奥妙, 金纺, 花木星球	9.9	10.1	0.2
广州蓝月亮实业有限公司	蓝月亮	9.6	9.4	-0.2
广州立白企业集团有限公司	立白, 好爸爸	7.7	9.4	1.7
广州宝洁有限公司	汰渍, 碧浪, Downy	9.5	9.3	-0.2
威莱(广州)日用品有限公司	威露士, 妈妈壹选, 菁华, 威洁士	9.5	7.7	-1.8
纳爱斯集团	雕牌, 超能	4.0	4.6	0.6
利洁时集团	滴露, Varish	1.6	1.7	0.1
湖北活力集团有限公司	活力 28	1.1	0.9	-0.2
广东丹萌科技有限公司	蔬果园	0.9	0.9	0.1
广州若羽臣科技股份有限公司	绽家	0.3	0.5	0.1
其他		45.9	45.6	-0.3

资料来源: 英敏特, 国盛证券研究所

3.2 保健食品自有品牌—斐萃

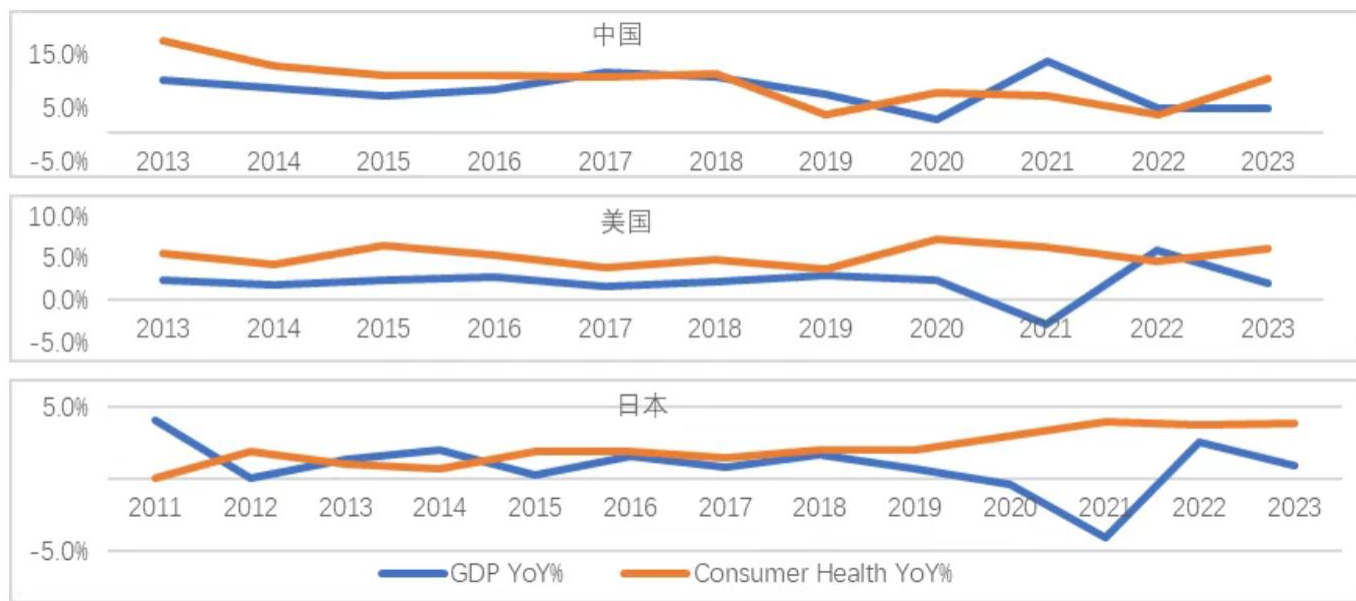
保健食品行业规模大、增速快，未来将进一步扩大。1) 根据欧睿数据，2024 年中国营养健康食品市场规模达到 2,602 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 6.3%。2) 对比全球来看，美日澳等成熟市场人均营养健康食品消费金额多在 430 元/年以上，且 2019-2024 年 CAGR 仍有 4-6%。而中国、泰国等市场人均消费金额大多在 215 元/年以下。3) 预计在经济发展与老龄化推进下，行业在 2025-2027 年将继续以 6%的 CAGR 持续稳健增长。

图表31: 中国营养健康食品零售规模 (亿元)



资料来源: 摩熵咨询, 国盛证券研究所

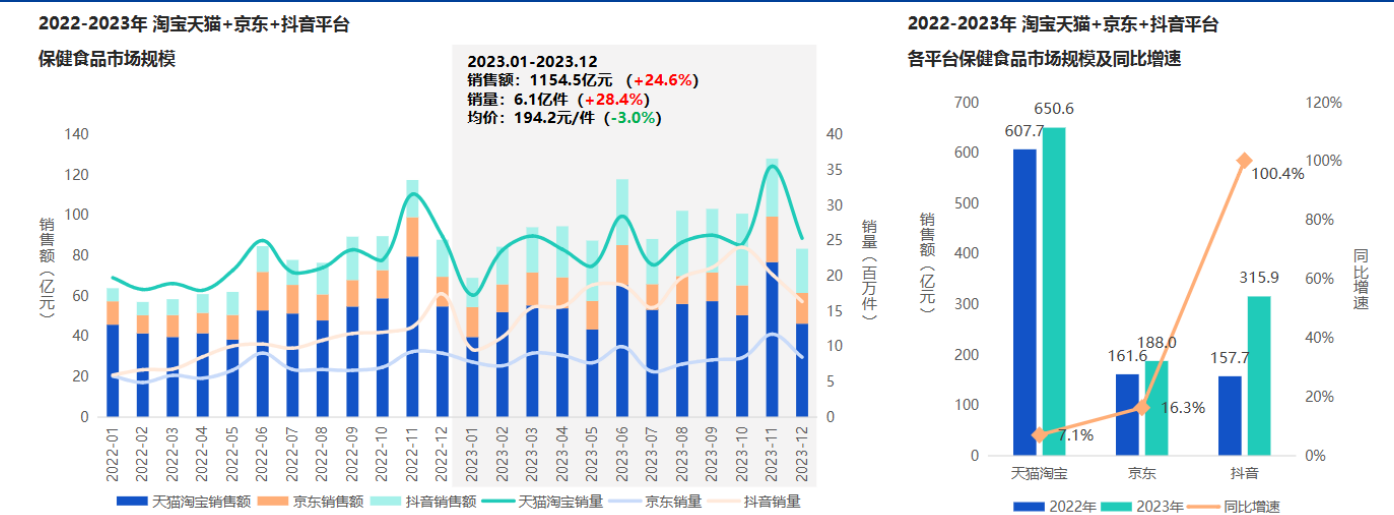
图表32: 2013-2023 重点市场 GDP 增速与营养健康食品行业增速对比



资料来源: 欧睿信息咨询, 国盛证券研究所

随着电商基础设施进一步成熟与消费者习惯转变, 保健品销售渠道正从线下向线上迁移。中国营养健康品市场线上渗透率从 2020 年的 46% 增长至 2024 年的 58%。1) 其中, 直播电商取得迅速增长, 其通过更加生动的宣传强化心智教育, 也弥补其未经“蓝帽子”认证、无法进行功能声称的劣势: 2023 年, 淘宝、京东与抖音三平台合计保健食品销售额超 1154 亿元, 同比增长约 25%, 抖音平台增长逾 100%。2) 跨境电商表现同样亮眼, 跨境电商渠道可以降低进口营养健康食品进入国内市场的准入门槛, 免去了冗长的注册备案流程以及认证费用, 产品功能更加多样化。电商渠道中跨境占比从 2022 年的约 43% 增长至 2024 年的约 50%, 三年间增长近 7 个百分点。中国医药保健品进出口商会数据显示, 2024 年我国营养保健食品进口额为 77.53 亿美元, 同比增长 15.10%, 保健品已是跨境品类前三品类。

图表33: 2022-2023 年淘宝天猫+京东+抖音平台保健食品市场规模



资料来源: 魔镜洞察, 国盛证券研究所

公司在保健品行业经验深厚。2016 年公司正式进军保健品市场, 已沉淀出充足的专业人才和深厚的知识储备。1) 核心业务团队中, 保健行业人才占比超过一半。2) 先后服务了近 50 个大健康品牌, 沉淀出超过 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, 并助力多个服务品牌成功加入天猫国际亿元俱乐部, 帮助十余个海外品牌成功进入中国市场, 还取得了食品经营资质、医疗器械经营许可证等多项门槛服务资质。

公司自有保健品品牌 **FineNutri 斐萃**, 聚焦女性抗衰, 以麦角硫因为核心成分, 根据不同场景下的抗衰细分需求, 提供精准高效的解决方案。FineNutri 斐萃当前已上架 8 个 SKU, 分别针对抗初老、护肝、护心护宫巢、抗断崖式衰老、美白、舒睡、抗氧缓炎品矩阵丰富, 除小蓝瓶为麦角硫因单一配方外, 其他 SKU 均为复合配方。

图表34: 斐萃产品图

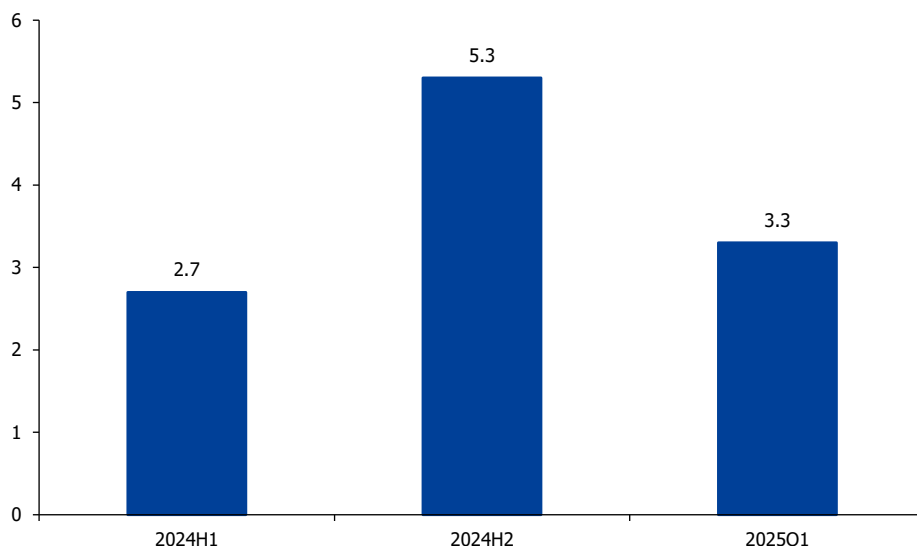


资料来源: 天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

抗衰在保健品中属于增速较快细分领域。根据欧睿信息咨询, 中国保健品中抗衰功能市场规模 2020-2023 年 CAGR 达 29%, 预计 2024-2026 年 CAGR 达 38%。

麦角硫因成为近年来抗衰赛道增长最快的黑马原料。1) 麦角硫因 (Ergothioneine, EGT) 是 1909 年发现的氨基酸 L-组氨酸的含硫衍生物, 以其强大的抗氧化特性而闻名。哺乳动物不能合成 EGT, 主要来源于食物。在人血液中, 随着年龄的增长, 它的含量降低。ET 在人类血液中减少已经被确定是一种潜在的虚弱的标记。ET 的特性使其有别于其他已知的抗氧化剂。2) 根据魔镜洞察数据显示: 2024 年上半年线上平台麦角硫因产品销售额 2.7 亿元, 2024 年下半年销售额突破 5.3 亿元, 环比大涨 96%; 2025 年上半年继续保持增长势头, 第一季度销售额已达到 3.3 亿元。

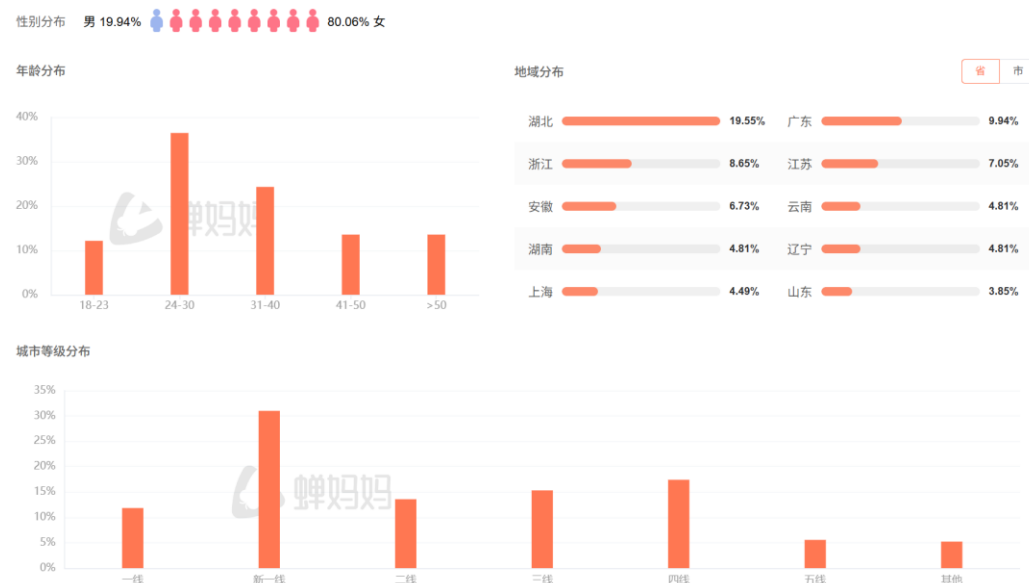
图表35: 2024 年-2025Q1 线上麦角硫因产品销售规模 (亿元)



资料来源: 魔镜洞察, 国盛证券研究所

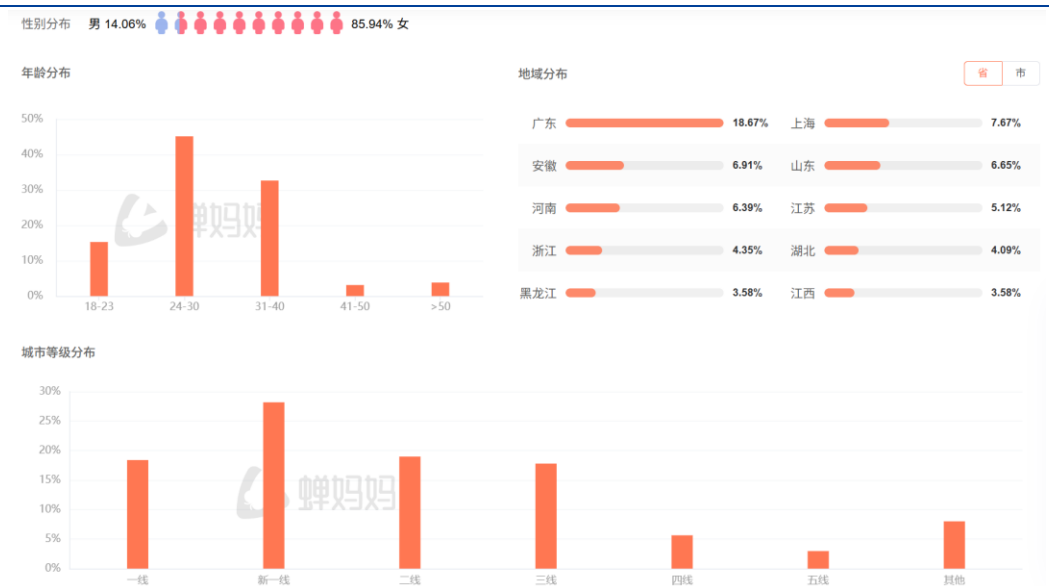
由于斐萃聚焦抗衰, 因此与绽家客户群体相似度较高。绽家客户群体多为一线、新一线城市女性, 并且由于其客单价较高, 客户群体不是价格敏感人群, 这样的客户画像天然的适合聚焦“女性抗衰”的斐萃品牌。绽家所积累的客户运营经营可以再次运用在斐萃之中。根据蝉妈妈数据, 绽家和斐萃用户中, 女性达 80%, 一线及新一线合计占比达 40%+。

图表36: 绽家抖音渠道用户画像 (统计区间 2024/8/9-2025/8/9)



资料来源: 蝉妈妈, 国盛证券研究所

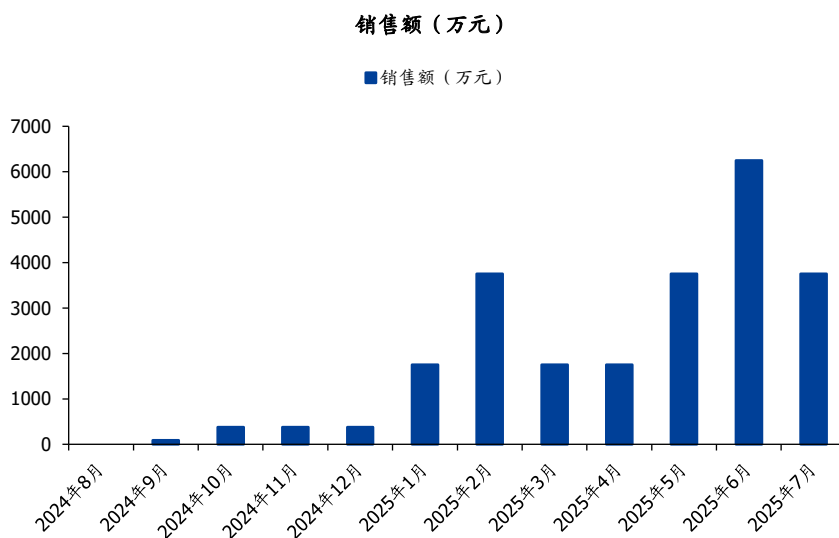
图表37: 斐萃抖音渠道用户画像 (统计区间 2024/8/9-2025/8/9)



资料来源: 蝉妈妈, 国盛证券研究所

斐萃自 2024 年 9 月上线以来, 销售快速放量, 已在多个平台成为麦角硫因销售 TOP 品牌。1) 在天猫平台, 斐萃店铺访客流量稳居行业第一梯队, 截至 2025 年 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; 斐萃小紫瓶位列天猫国际麦角硫因销量榜 TOP2 (截至 2025 年 8 月 1 日)。2) 抖音平台截至 2025 年 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。在抖音 2025 年 618 好物节的全民营养周中, 斐萃小紫瓶位列热销商品榜第九。根据蝉妈妈数据, 抖音渠道斐萃 2025 年 7 月 GMV 已达 2500w~5000w, 其中自播 GMV 占比达 69% (统计区间 2024/8/5-2025/8/5), 验证了公司在流量运营和品牌建设上的成熟度, 凸显其在新消费赛道中通过组织效能提升与资源整合实现差异化竞争的核心优势。

图表38: 斐萃抖音渠道 GMV (取数据库中销售额区间的中位数)



资料来源: 蝉妈妈, 国盛证券研究所

图表39: 天猫国际麦角硫因销量榜



资料来源: 天猫国际, 盛证券研究所

图表40: 抖音 618 全民营养周热销榜



资料来源: 抖音电商营销观察, 国盛证券研究所

在斐萃的营销推广中, 科研背书、达人明星推荐并行。(1) 科研背书: 1) 斐萃联合中山三院的人体临床实证, 斐萃小紫瓶 84 天实现全面年轻: 胶原蛋白+28.47%、面部色斑-35.85%、肌肤水润+88.43%、皮肤弹性+20.71%、面部细纹-31.65%; 并且突破传统面部抗衰, 不同年龄段均能显著提升全身紧致度: 改善小腿后侧 24.86%、前臂内侧 22.05%、颈部 20.98%。2) 斐萃携手香港中文大学(深圳), 共同开展抗衰小紫瓶《对卵巢衰老的作用及机制研究》, 其实实验实证, 抗衰小紫瓶能显著改善卵巢健康。(2) 达人明星推荐: 1) 小红书邀请多位营养、健康领域博主推荐产品; 2) 邀请与产品功效相契合的明星进行代言。

图表41: FineNutri 斐萃 X 中山三院人体临床实证



资料来源：斐萃公众号，国盛证券研究所

图表42: 斐萃携手香港中文大学（深圳）产品实证



资料来源：斐萃公众号，国盛证券研究所

图表43: 小红书大人推荐斐萃



资料来源：小红书，国盛证券研究所

图表44: 李小冉成为斐萃品牌大使

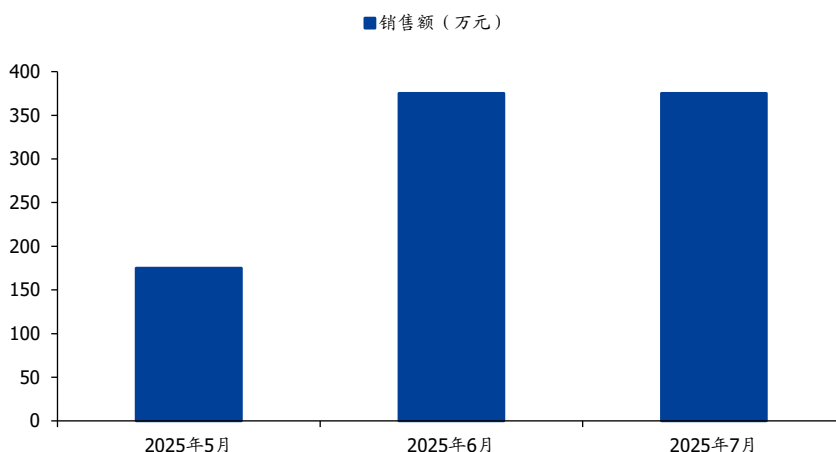


资料来源：天猫官方旗舰店，国盛证券研究所

此外，公司向上游推进产业链端的深度布局，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。2024 年 10 月，公司携手挪威公司 ZoocaCalanus，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。

公司持续扩大保健品产品矩阵。在斐萃品牌下推出红宝石油，5 月中旬推出后放量较快，已冲到天猫国际鱼油新品榜 TOP10（截至 2025 年 8 月 1 日）。产品主要成分为红宝石油，定位为女性专属鱼油。红宝石油源自北极深海的浮游生物飞马哲水蚤，独特蜡酯结构富集了天然虾青素、普利醇及 Omega 等多重精粹，赋予了红宝石油 2 倍鱼油的吸收率，以及抗氧、抗焱、促代谢的强大功效。将培养消费者心智，我们预计红宝石油将同样取得快速增长。

图表45: 斐萃红宝石油抖音渠道销售额（取数据库中销售额区间的中位数）



资料来源：蝉妈妈，国盛证券研究所

4. 盈利预测

代理运营业务：由于该业务竞争激烈，公司主动收缩该板块业务，预计 2025-2027 年分别实现营收 6.87/6.19/5.57 亿元，同比增长 -10%/-10%/-10%，毛利率为 38.26%/36.26%/34.26%。

品牌管理业务：由于该业务需要引入品牌并全权负责区域运营，较代理运营业务公司拥有更多主导权，后续公司将更多发展该业务，预计 2025-2027 年分别实现营收 6.51/8.47/11.01 亿元，同比增长 +30%/+30%/+30%，毛利率为 30.47%/30.47%/30.47%。

自有品牌业务：目前自有品牌已经起量的包括绽家和斐萃，此外还已上新新的保健品品牌。由于绽家推出时间较长，且已形成完整的打法，预计后续将随着新品上新持续放量。斐萃基于公司多年保健品代运营经验，去年上线后迅速增长，预计将持续放量。新的保健品品牌 VitaOcean 在拥有斐萃成功的运营经验后，可与斐萃共同培养消费者心智，未来预计取得较好成绩。预计 2025-2027 年分别实现营收 13.50/21.60/28.40 亿元，同比增长 +169%/+60%/+31%，毛利率为 61.74%/61.01%/60.23%。

综合来看，预计公司 2025-2027 年实现营收 26.89/36.25/44.98 亿元，同比 +52.3%/+34.8%/+24.1%，归母净利润 1.80/2.50/3.38 亿元，同比 +70.4%/+38.6%/+35.5%。对应当前股价 2025/2026/2027 年 PE 分别为 63.6X/45.8X/33.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46: 收入假设及盈利预测 (除特殊标注外, 单位: 亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12.17	13.66	17.66	26.89	36.25	44.98
yoy	-5.55%	12.25%	29.26%	52.27%	34.84%	24.06%
代理运营商业业务	10.56	9.42	7.64	6.87	6.19	5.57
yoy	-18.03%	-10.77%	-18.96%	-10%	-10%	-10%
品牌管理		1.60	5.01	6.51	8.47	11.01
yoy			212.24%	30%	30%	30%
自有品牌	1.61	2.63	5.01	13.50	21.60	28.40
yoy		63.63%	90.28%	169%	60%	31%
Lycocelle 绽家		2.63	4.84	9.60	14.40	17.60
Finenutri 斐萃			0.12	3.90	7.20	10.80
毛利率	33.62%	40.24%	44.57%	48.16%	49.66%	49.73%
代理运营商业业务		34.54%	39.26%	38.26%	36.26%	34.26%
品牌管理		37.77%	30.47%	30.47%	30.47%	30.47%
自有品牌		62.16%	66.78%	61.74%	61.01%	60.23%
Lycocelle 绽家			66.92%	66.92%	67.02%	67.12%
Finenutri 斐萃			48.51%	49.00%	49.00%	49.00%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、品牌运营风险: 品牌合作存在变化或中止风险, 合作方可能因市场环境或战略调整不再续约, 影响公司收入稳定性。
- 2、自有品牌孵化风险: 自有品牌的孵化效果可能不及预期, 需持续关注市场接受度及供应链管理能力。
- 3、宏观经济波动风险: 消费需求疲软、汇率波动及国际贸易政策等变化, 可能影响品牌方预算和业务表现。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com