



若羽臣 (003010.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

新枝已绽华，斐启新纪元

公司定位

若羽臣商业模式介于互联网电商企业和传统品牌企业之间，既可通过电商打法快速起量，又借助代运营经验将爆品转化为可持续品牌，从而兼顾短期爆发与长期价值。25H1 公司业绩表现亮眼，收入 13.19 亿元，同比+67.55%；净利润 0.72 亿元，同比+85.6%。

投资逻辑

“代运营+品牌管理+自有品牌”三轮驱动模式。自有品牌成为核心增长引擎，25H1 收入 6.03 亿元，同比大增 242.42%，营收占比翻倍至 45.75%，绽家、斐萃 25H1 毛利率分别为 66.5%、86.81%；代运营业务 25H1 营收 3.80 亿元，品牌结构优化推动毛利率提升 9.52pct，提供稳定现金流；品牌管理业务 25H1 营收 3.35 亿元，同比+52.53%，总代模式深度合作国际品牌，毛利率回升至 44.24%。
爆品是如何炼成的？——精准切入高速增长细分赛道，依托强大供应链整合能力实现快速产品落地与赛道切换。自有品牌以人群需求为导向，锁定资深中产、新锐白领、精致妈妈、小镇贵妇等高消费力年轻女性，推动定价模式从成本定价转向人群需求定价，抢占中高端细分市场。国际大牌规模限制其快速响应细分需求，而白牌涌入则提升行业热度带来 beta 红利，实现白牌种草、龙头收割。
爆品接力驱动自有品牌持续非线性增长。目前品类接力路径清晰：内衣洗衣液（2021 年高收入占比）→洗衣液（2024 年爆发，2025 年持续放量）→抗衰小紫瓶/红宝石油（2025 年推广，2026 年利润释放），持续验证多品类协同战略。绽家 25H1 收入 4.44 亿，同比+157.11%；斐萃 25H1 收入 1.6 亿，二季度环比高增，红宝石油新品牌 VitaOcean 已上线。

盈利预测

若羽臣电商基本盘稳固，自有品牌新品推出节奏稳定，绽家洗衣液等爆品持续放量，斐萃定位中高端女性抗衰市场打开新增量空间。我们预计 25-27 年公司净利润分别 1.70/2.46/3.29 亿元，当前股价对应 PE 83.95/58.11/43.34 倍，考虑到公司具备高成长性（2025E-2027E 净利润 CAGR39%），中高端定位下给予 2026 年 65 倍 PE，对应目标价 71.97 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

自有品牌推广不达预期；宏观经济不确定因素下消费信心减弱；细分赛道行业竞争加剧。

纺织服装组

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：64.23 元

目标价 (人民币)：71.97 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,366	1,766	2,960	4,137	5,356
营业收入增长率	12.25%	29.26%	67.61%	39.78%	29.48%
归母净利润(百万元)	54	106	170	246	329
归母净利润增长率	60.83%	94.58%	60.93%	44.47%	34.07%
摊薄每股收益(元)	0.444	0.644	0.765	1.105	1.482
每股经营性现金流净额	-0.75	2.03	0.21	0.88	1.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.95%	9.57%	18.38%	22.46%	29.80%
P/E	45.65	43.32	83.95	58.11	43.34
P/B	2.26	4.14	15.43	13.05	12.92

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、代运营多年沉淀，赋能自有品牌多点开花.....	4
1.1、代运营起家，发力自有品牌.....	4
1.2、“轻研发+供应链整合”模式下轻资产运行.....	5
1.3、股权结构稳定，筹划 H 股上市.....	6
二、增量怎么实现：老业务托底，新爆品的重复打造.....	6
2.1、代运营和品牌管理带来了什么？.....	7
2.2、爆品是怎么打造的？.....	9
(1) 选赛道：以人群需求为原点，锁定高消费力年轻女性.....	9
(2) 选品：供应链能力+人群细分需求痛点进行差异化选品.....	10
(3) 营销：结合平台流量规则+目标用户+产品特性三大差异.....	11
2.3、自有品牌如何实现非线性增长？.....	12
(1) “量”的空间哪里来：新中产的细分需求蓝海.....	12
(2) “价”的空间哪里来：“人群定价”下的产品力支撑.....	13
(3) 家清：绽家.....	14
(4) 保健品：斐萃+VitaOcean.....	16
盈利预测.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：分业务营收（百万元）及增速（%）.....	4
图表 2：公司营收（百万元）与增速（%）对比.....	4
图表 3：代运营聚焦产业链中下游，自有品牌向上游延伸至品牌端.....	4
图表 4：分产品毛利（百万元）及毛利率（%）.....	5
图表 5：依托自有品牌，公司毛利率水平位于行业前列.....	5
图表 6：销售费用率对比（%）.....	5
图表 7：毛销差对比（%）.....	5
图表 8：存货周转天数对比（单位：天）.....	6
图表 9：公司股权结构（截止 2025 年 9 月 1 日）.....	6
图表 10：深度合作国际品牌积淀经验，反哺自有品牌建设.....	7
图表 11：针对不同年龄人群需求的细分 NMN 品类.....	8
图表 12：瞄准备孕女性选取还原型辅酶 Q10.....	8
图表 13：新媒体平台渗透率渐趋天花板.....	8
图表 14：电商平台流量规则差异化.....	8



图表 15: 代运营+品牌管理业务营收规模 (百万元) 与增速 (%)	9
图表 16: 中美保健品渗透率差距明显	9
图表 17: 抑菌、留香均为抖音衣物清洁消费热点	9
图表 18: 若羽臣在家清、保健品等赛道具备丰富的合作经验, 相关赛道具备强数据洞察力与供应链整合能力	10
图表 19: 绽家产品矩阵	10
图表 20: 斐萃产品矩阵	10
图表 21: 小红书、抖音用户多为 35 岁以下女性, 小红书发达城市高消费人群更集中	11
图表 22: 抖音高流量适合短期高曝光, 小红书高收藏倾向适合软广种草、长期“蓄水”	11
图表 23: 小红书上多粉丝数中小型生活博主, 抖音多高流量主播	11
图表 24: 香氛洗衣液宣传重“感性宣传”, 内衣洗衣液重“功效宣传”	11
图表 25: 2021-2024 年各平台销售情况占比	12
图表 26: 斐萃营销侧重功效检验与专业背书	12
图表 27: 天猫收入 (百万元) 稳健, 抖音、京东高增长	12
图表 28: 绽家抖音渠道快速放量, 天猫稳健增长	12
图表 29: 绽家、立白、蓝月亮香型对比	13
图表 30: 绽家、立白、蓝月亮产品定价区间 (均换算为单位定价) 对比	14
图表 31: 内衣洗衣液 (绽家) - 洗衣凝珠 (绽家) - 香氛洗衣液 (绽家) - 抗衰小紫瓶/红宝石油 (斐萃) 的爆品接力路径 (单位: 百万元)	14
图表 32: 中国衣物护理、洗衣液市场规模 (百万元)	15
图表 33: 2024 年主流电商平台线上销售收入占比高于 1% 品类	15
图表 34: 绽家细分品类成长梯队清晰 (主流电商平台 GMV 增速%)	15
图表 35: 主流电商平台分品类 GMV (百万元)	16
图表 36: 绽家大促期间 GMV (百万元) 占全年比重约 25%	16
图表 37: 中国维生素与膳食补充剂市场规模 (亿元) 与增速 (%)	16
图表 38: 口服美容细分赛道规模领跑且持续增长	16
图表 39: 斐萃抖音平台 618 期间快速放量 (单位: 百万元)	16
图表 40: 分品类拆分	17
图表 41: 可比公司估值	18



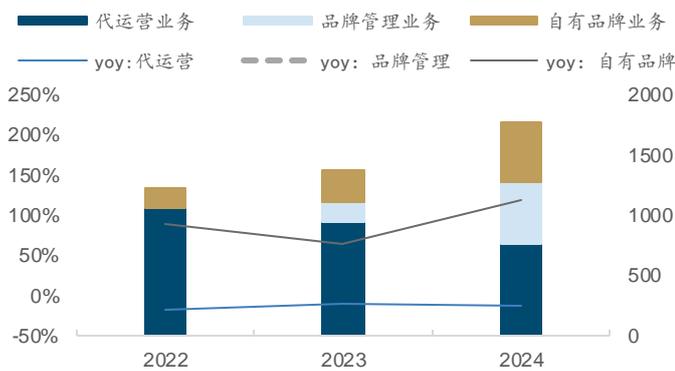
一、代运营多年沉淀，赋能自有品牌多点开花

1.1、代运营起家，发力自有品牌

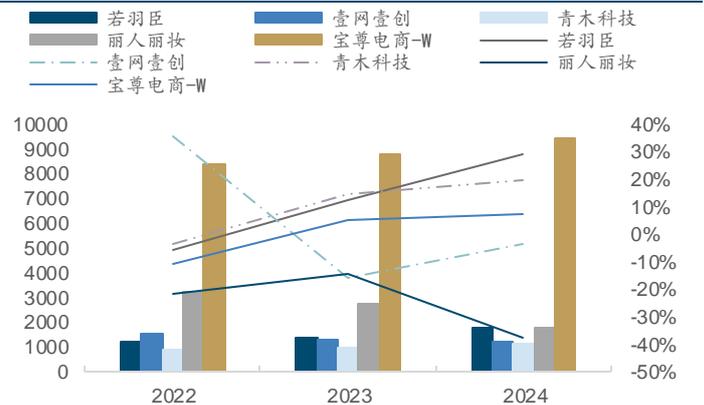
若羽臣成立于2011年，是中国领先的全球消费品牌数字化管理公司，以电商代运营业务起家，逐步拓展至品牌管理及自有品牌孵化领域。公司代运营业务由母婴逐步拓展至美妆、大健康、宠物食品等高增长品类，并与拜耳、宝洁、强生等超百家国际知名品牌建立深度合作。公司于2020年推出自有香氛家居品牌“Lycocelle”，2024年推出主打女性抗衰的自有保健品品牌“斐萃 FineNutri”，其战略布局已拓展为以老业务托底、新业务驱动的“代运营+品牌管理+自有品牌”三轮驱动模式。

目前自有品牌已成为公司核心增长引擎，驱动整体业绩显著超越行业水平。自有品牌通过全产业链布局展现强劲发展动能，2024年收入4.96亿元，同比增加117.53%，增速创近三年新高，22-24年收入占比三年内实现翻倍，25H1收入占比45.75%较24H1占比22.4%再次翻倍；2025H1收入6.03亿元，同比大增242.42%，营收占比45.75%。相比之下，传统代运营业务受电商流量红利消退影响持续承压，2024年营收7.64亿元，同比下滑13.04%，收入占比从2022年的86.78%大幅收缩至43.25%。品牌管理业务通过总代、买断及合资模式向上游延伸，成功掌握定价权，实现212%的同比增速，2024年营收达5.01亿元，占比28.38%。在自有品牌的强势带动下，公司2024年整体营收同比增长29.26%，显著高于以代运营为主的电商行业平均增速13.92%。

图表1：分业务营收（百万元）及增速（%）



图表2：公司营收（百万元）与增速（%）对比



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表3：代运营聚焦产业链中下游，自有品牌向上游延伸至品牌端

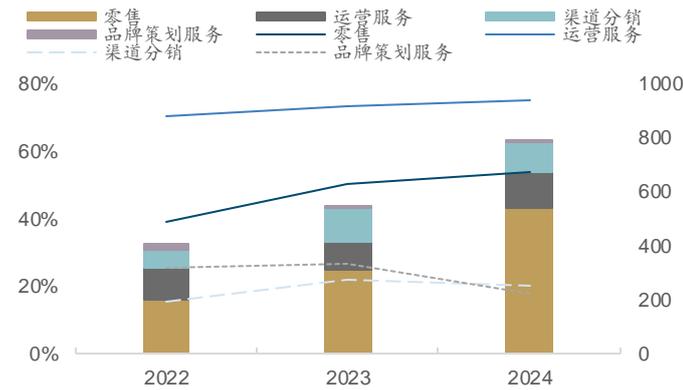
业务类型	核心模式	盈利模式	产业链覆盖
代运营	①代运营店铺：为品牌方在天猫、京东、抖音等电商平台运营旗舰店或专营店，提供品牌定位、店铺运营、营销推广、数据挖掘等服务（包括零售模式和服务费模式）	购销差价：向品牌方或其授权代理商采购货物后，销售给分销商/通过第三方电商平台开设的店铺销售至终端消费者（包含分销和部分店铺代运营）	
	②分销：向品牌方采购商品后，分销至京东自营、唯品会、天猫超市等平台或线上分销商，部分提供运营支持		中游（服务端）：营销策划、数据运营、供应链管理
	③品牌策划：以提升品牌热度为目标而提供数字营销服务，联动电商平台为品牌进行销售引流	收取服务费：收取固定服务费或按销售额提成，不涉及商品采购	下游（销售端）：电商平台运营、渠道分销、消费者触达
品牌管理	①总代业务：获得品牌区域独家代理权，负责采购、销售及营销（如艾惟诺、拜耳康王）		上游（品牌端）：品牌授权、部分参与产品研发
	②经营权买断：收购品牌在中国的经营权，拥有研发、生产及销售权	（具备定价权下的）购销价差：买断商品后通过全渠道销售，通过品牌增值（通过营销提升品牌溢价能力）赚取差价	中游：采购、库存管理
	③合资品牌：与品牌方合资，共享资源（技术、渠道等），共同开发产品		下游：全渠道销售（线上+线下）
自有品牌	自主品牌全链路运营	品牌溢价下全渠道销售利润	上游：原料采购、配方研发（与全球实验室合作）
	①蚊香Lycocelle	DTC零售价差：品牌直接向消费者销售产品，从中获取产品零售差价作为利润	中游：生产制造（委托代工厂）
	②斐萃Finenutri	分销批发利润：产品按照一定折扣批发给第三方零售商、分销商、代理商等渠道，获得批发利润	下游：品牌建设、DTC（直接面向消费者）运营



来源：公司年报，国金证券研究所

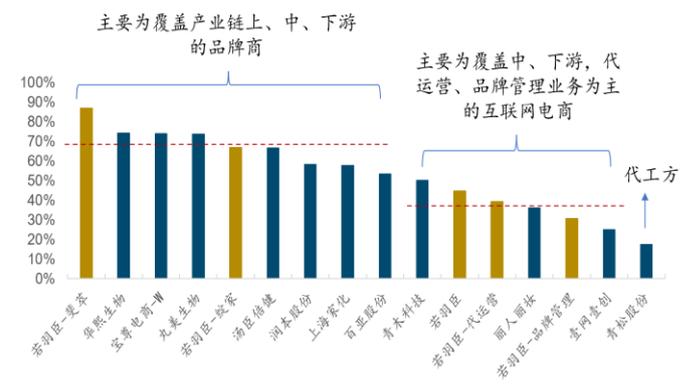
公司三大业务毛利率呈现显著分化，自有品牌高毛利。自有品牌通过品牌溢价与直销模式避免渠道加价，斐萃、绽家分别实现 86.81%、66.92% 的高毛利率，接近高于对应行业全产业链品牌盈利水平，有效拉动公司 2024 年整体毛利率升至 44.6%，高于行业均值 38.85%。品牌管理业务毛利率受线下渠道运输成本拖累，2024 年毛利率仅 30.5%，同比降低 7.2pct；代运营业务 2024 年毛利率 39.3%，接近互联网服务企业盈利水平。25H1 代运营、品牌管理业务毛利率均展现出回升趋势，毛利率分别为 44.38%、44.24%，在自有品牌持续驱动下，公司整体毛利率有望进一步提升。

图表4：分产品毛利（百万元）及毛利率（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表5：依托自有品牌，公司毛利率水平位于行业前列



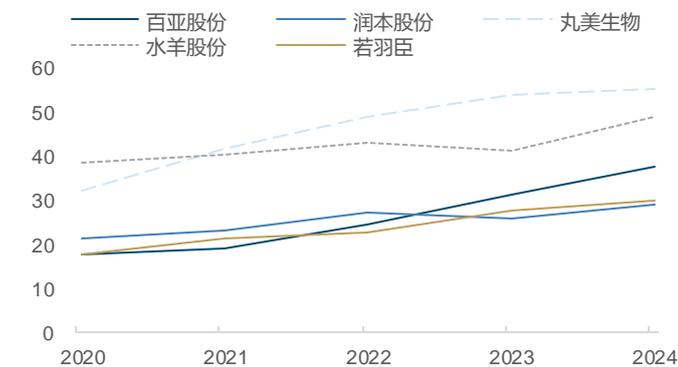
来源：iFinD，国金证券研究所；注：斐萃毛利率为 25H1 数据，其他均为 24 年

1.2、“轻研发+供应链整合”模式下轻资产运行

公司自有品牌采用轻资产运营模式，显著区别于传统品牌商的重资产模式。公司专注产品定义与品牌运营，生产环节全部外包，研发端聚焦应用而非技术层创新，绽家依托新西兰品牌基础联合国际实验室开发香氛配方；斐萃专注成分复配技术。生产端通过全球供应链实现高效协同，绽家优选国际原料与国内顶尖代工厂，斐萃合作 GMP 认证工厂。

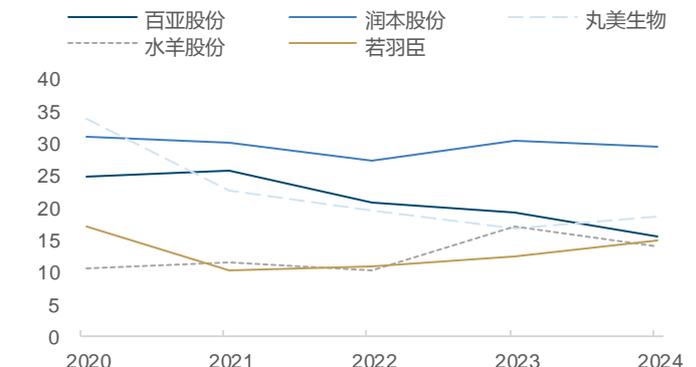
公司持续强化营销投入的同时保持毛销差稳定，费用管控能力与营销效率优秀。尽管线上流量成本攀升，公司销售费用率仍处于行业较低水平。2025H1 因新品牌斐萃处于孵化期，销售费用率提升至 45.40%，但毛销差 11.51% 与 24H1 持平，表明费用投入效率可控。预计 2026 年斐萃进入利润释放阶段，销售费用率将逐步回落。

图表6：销售费用率对比（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表7：毛销差对比（%）

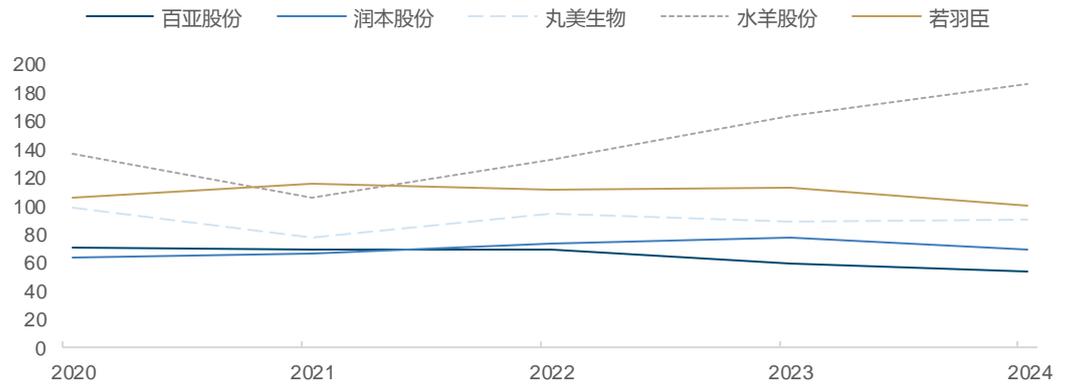


来源：iFinD，国金证券研究所

公司存货周转天数保持行业领先水平，且呈现优化趋势。2025H1 公司存货周转率进一步下降至 80 天，较 2024H1 同比减少 40 天。随着代运营业务有序收缩，低周转率业务占比减少，同时自有品牌强势增长，绽家洗衣液持续放量、斐萃 2025H1 收入超预期，公司存货周转效率有望进一步提升，经营效率持续优化。



图表8：存货周转天数对比（单位：天）

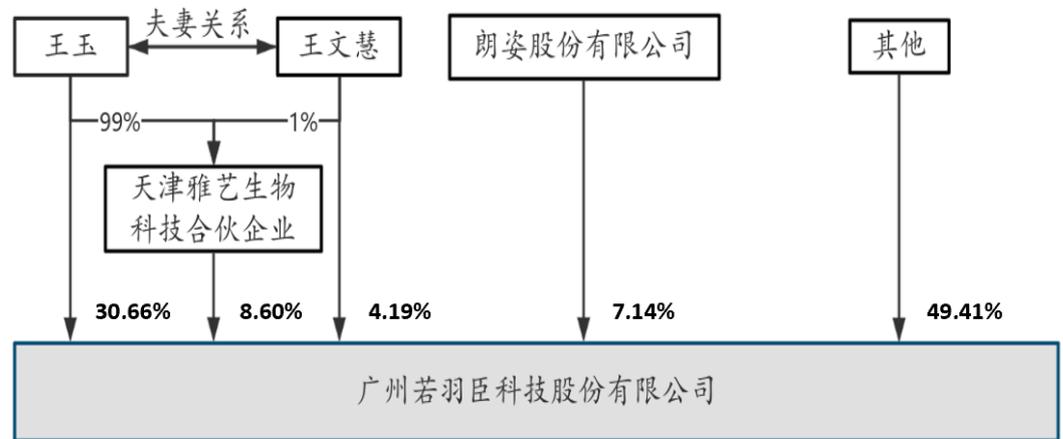


来源：iFind，国金证券研究所

1.3、股权结构稳定，筹划H股上市

截止至 2025 年 9 月 1 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 30.66%的股份；王文慧系王玉妻子，同时作为公司实控人直接持有公司 4.19%的股份；天津雅艺生物科技合伙企业（有限合伙）系由王玉、王文慧夫妇共同设立的有限合伙企业，王玉、王文慧分别持有天津雅艺生物科技合伙企业（有限合伙）99%、1%的股权。双方合计持有上市公司 43.45%股权。

图表9：公司股权结构（截止 2025 年 9 月 1 日）



来源：iFind，国金证券研究所

公司正在筹划发行 H 股并在香港联交所主板上市。港股上市有助于其对接国际资本，提升国际影响力，并为海外优质资产收购提供便利，尤其关注大健康、个护领域。

公司管理层保持较高稳定性，核心团队具备行业经验。董事长兼总经理王玉为公司创始人，在 2011 年创立若羽臣，正式进入电商代运营行业；副总经理徐晴 2012 年加入若羽臣任职至今，2015 年起担任公司副总经理；公司董秘兼财务总监罗志青拥有丰富的财务管理经验，2012 年加入若羽臣并任职至今。

二、增量怎么实现：老业务托底，新爆品的重复打造

若羽臣商业模式介于互联网电商企业和传统品牌企业之间，其独特之处在于既通过电商打法快速起量，又借助供应链能力将爆品转化为可持续品牌，从而兼顾短期爆发与长期价值。市场普遍认知中，电商企业强在“快”但弱于品牌沉淀，传统企业强在“稳”但弱于流量适应。这一差异本质上反映了品牌力构建中“信息密度”的媒介作用——即单位时间内品牌信息触达消费者的频次和强度。传统品牌依赖时间复利（如可口可乐的百年广告重复）实现认知沉淀，而电商品牌通过互联网渠道（如抖音、小红书的多平台饱和曝光）在短时间



内集中释放高信息强度，以渠道密度替代时间积累，快速完成消费者心智占领。若羽臣正是通过高效整合两种路径，实现品牌价值的加速构建。

2.1、代运营和品牌管理带来了什么？

代运营和品牌管理业务作为电商模式的代表性业务，积累了三大核心能力，为自有品牌发展奠定坚实基础：

- (1) **全渠道运营能力**：通过服务宝洁、拜耳、强生等超 100 个国际品牌，熟悉天猫、京东、抖音、小红书等平台的流量规则和运营策略，能够快速为自有品牌制定精准的渠道策略。尤其在新兴电商平台积累了丰富的内容营销、达人合作、直播运营经验，自有品牌可复用成熟的方法论。合作品牌拜耳康王 24 年全网销售同比增长 283%，抖音自营 GMV 同比增长 706%，抖音自播 GMV 增长 738%，小红书店铺增长 365%；艾惟诺天猫旗舰店全年 GMV 同比增长超 31%，抖音旗舰店 GMV 同比增长超 75%，双十一期间通过精准投放，天猫 GMV 爆发式增长 1508%。
- (2) **优质的供应链资源**：依托国际品牌合作积累的优质供应商资源（如宝洁、拜耳、强生），赋能自有品牌研发与生产。在后续自有品牌的建设中，绽家与国际香料公司合作开发沙龙级香氛，由国内顶尖工厂代工；斐萃与海外原料商（如挪威 Zooca Calanus）合作，独家引入红宝石油成分，构建技术壁垒。

图表10：深度合作国际品牌积淀经验，反哺自有品牌建设

合作品牌	业务类型	主要产品	合作方法
Mama&Kids	母婴护肤	UV防晒乳液、婴儿泡沫洗发液、MamaKids妊娠霜	货品调整提高人均贡献值 CRM精细化人群运营 市场洞察寻找品类机会
ONE A DAY (拜耳旗下)	医药保健	女士复合维生素低卡软糖、男士复合维生素、儿童复合维生素	不同阶段主打不同产品与人群 紧握直播流量风口 挖掘抖快流量助力发展
善存	医药保健	善存女性多维片、善存男性多维片	打破单品类限制，细分人群创增量 策略拉新，新会场新渠道增曝光 巩固老客，提升复购
拜耳	医药保健	拜耳止痛片、拜耳养发胶囊、拜耳通便粉	优化旗舰店运营策略，提效增产 合理把控供应链及客服策略 挖掘行业机会，抢占品类头部榜单
Herb健康本铺	医药保健	植物酵素	力争平台资源提升免费流量 素材优化改善店铺转化率 进销存的科学管控
Free	个人护理用品	Free日用卫生巾、Free迷你卫生巾	玩转整合营销，成功缔造营销爆款 覆盖年轻群体，精准流量获客
FANCL	护肤及健康食品	蓝莓护眼丸、FANCL辅酶Q10	策略人群渗透判断 细分人群渗透测试
蒙牛	食品制造	全脂灭菌乳纯牛奶、脱脂纯牛奶	借助平台玩法实现流量爆发 改善产品布局 多样化组合提升店铺客单价

来源：公司官网，国金证券研究所

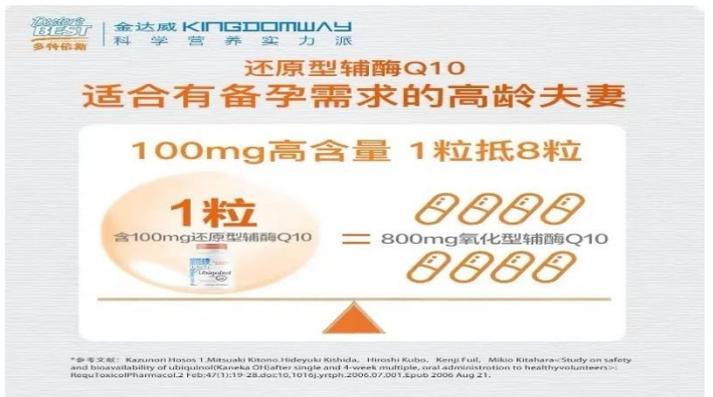
- (3) **精准的消费洞察**：期间沉淀大量消费数据，帮助公司精准捕捉用户精细化需求，指导自有品牌的产品研发。早在 2020 年公司合作品牌已实现覆盖 71 个零售模式、77 个服务费模式、88 个渠道分销品牌，国际品牌占比超 78%，通过多年沉淀在 2024 年成功打造拜耳康王防脱洗发水、米诺地尔搽剂等天猫超级单品，艾惟诺舒缓精华露、抚触油等爆款。

细分赛道的拓展上若羽臣已在代运营中积攒成功经验，公司通过精准细分 NMN 赛道及差异化辅酶 Q10 产品矩阵，成功助力金达威旗下 Doctor's Best 实现品类突围。在 NMN 领域，若羽臣基于人群与需求分层，将单一产品拓展为覆盖不同年龄、性别及功效的细分矩阵，如活力版（NMN3000）、轻奢版（NMN6000）、尊贵版（NMN12000），并推出女性抗衰专属“小仙弹”，精准匹配 Z 世代抗初老及高龄用户延衰需求。在辅酶 Q10 红海市场中，公司在 Doctor's Best 原先的辅酶 Q10 产品基础上，挖掘出 90、95 后新生代备孕女性高净值人群，以“高吸收+备孕调理”差异化卖点破局，推动还原型辅酶 Q10 成为细分爆款。



图表11: 针对不同年龄人群需求的细分NMN品类

图表12: 瞄准备孕女性选取还原型辅酶Q10



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

代运营业务受电商行业冲击明显, 2022-2024 年公司代运营业务营收占比从 86.78% 降至 43.25%, 营收规模由 10.56 亿元收缩至 7.64 亿元。2020 年后, 我国传统电商增速放缓, 互联网渗透率超 70%, 用户规模接近天花板, 新增流量有限, 在此背景下若羽臣代运营业务面临多方压力: ①竞争加剧挤压利润率: 电商服务商数量增加, 价格战压缩服务费模式的盈利空间; ②品牌方自建团队趋势, 业务量减少: 部分国际品牌如宝洁、欧莱雅逐步收回电商运营权, 转向自营; ③平台规则变化与流量成本上升: 抖音、天猫等平台算法频繁调整, 运营不确定性增加; ④代运营需垫资存贷与资金周转压力。

图表13: 新媒体平台渗透率渐趋天花板

图表14: 电商平台流量规则差异化



平台	淘	京东	拼多多	抖音
战略特色定位	商品类齐全	正品高质量	性价比	内容电商
主要品类	品牌服饰、美妆、母婴等	3C数码、家电家居等	生鲜、日用百货等	日用百货、美妆护肤、珠宝饰品等
主要商家类型	品牌商、中小商家等	自营、品牌商、有品牌授权的商家等	中小商家	品牌商、中小商家等
主要盈利模式	佣金+广告收入	买卖价差+佣金+广告收入	佣金+广告收入	佣金+广告收入
流量分发逻辑	由低价优先, 转向GMV导向与低价导向并重的流量分发模式	低价优先	坚持低价优先的底层逻辑, 但2024年, 百亿补贴、秒杀等流量引擎会进一步向优质好物进行倾斜	由低价优先, 转向GMV导向与低价导向并重的流量分发模式

来源: 公开资料, 艾瑞咨询研究院研究及绘制。

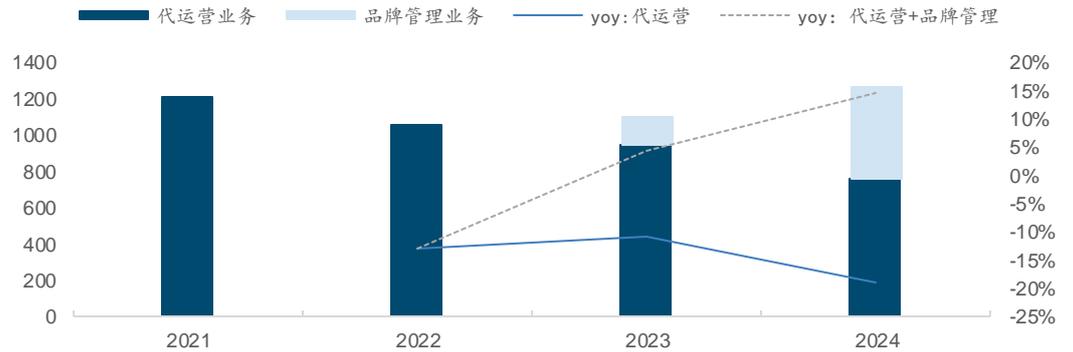
来源: Quest Mobile, 国金证券研究所

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

公司代运营业务 2024 年营收占比 43.25%, 2025 年上半年实现营收 3.80 亿元, 占比 28.83%, 持续为公司提供稳定现金流。通过优化品牌结构, 聚焦高潜力国际品牌并缩减低效投入, 代运营业务毛利率显著提升, 25 年上半年同比上升 9.52pct。品牌管理业务依托代运营资源向全链路服务延伸, 通过总代模式与国际头部品牌深化合作, 25 年上半年营收达 3.35 亿元, 同比增长 52.53%, 营收占比提升至 25.42%。虽 24 年因拓展山姆、永辉 Bravo 等精品渠道导致运输成本上升, 毛利率短期承压, 但有效触达高净值客群并提升品牌曝光度。2025 年上半年品牌管理毛利率已回升至 44.24%, 未来毛利率与销量均具备显著提升空间。



图表15: 代运营+品牌管理业务营收规模(百万元)与增速(%)



来源: iFind, 国金证券研究所

2.2、爆品是怎么打造的?

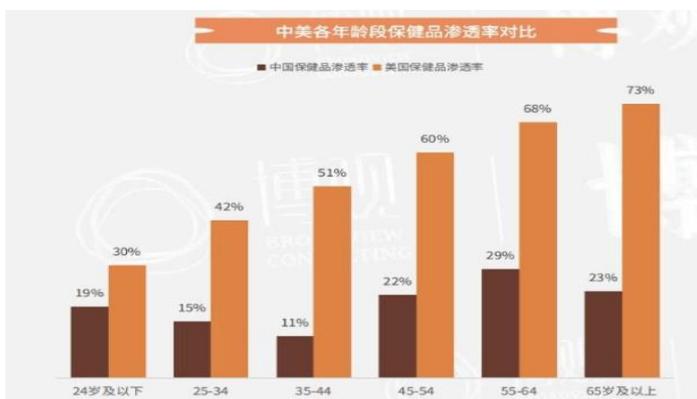
流量红利见顶的后电商时代下,公司自有品牌的赛道选择、产品定位及营销策略与传统电商流量模式存在本质差异。虽然立足于成熟行业,但并不追求诸如“大牌平替”的短期流量逻辑,而是通过绞家、斐萃等自有品牌践行一条更接近DTC品牌本质的道路:避开主流市场的红海竞争,通过深刻洞察发现一个细分群体的痛点,用极致的产品力予以解决,并通过高效的流量工具与目标用户建立直接、信任、长期的关系,从而构建一个具有健康盈利能力和强大壁垒的品牌。

(1) 选赛道:以人群需求为原点,锁定高消费力年轻女性

在自有品牌的赛道选择上,公司以人群需求为原点,锁定以“高消费力年轻女性”为代表的高潜力人群,目标用户画像包括资深中产、新锐白领、精致妈妈、小镇贵妇等。“选赛道”本质上是回答“哪里有机会”,公司的赛道选择基于市场供需缺口与自身能力适配性的双重考量:市场供需缺口上聚焦成熟行业中的结构性机会,如家清、保健品等行业渗透率较发达国家低,且新中产崛起下推动精致护理、健康管理等细分需求;能力适配性上具备多年家清、美护电商代运营经验及消费洞察能力。基于此,公司锁定高消费力年轻女性为核心人群,通过三大标准筛选高增长赛道:

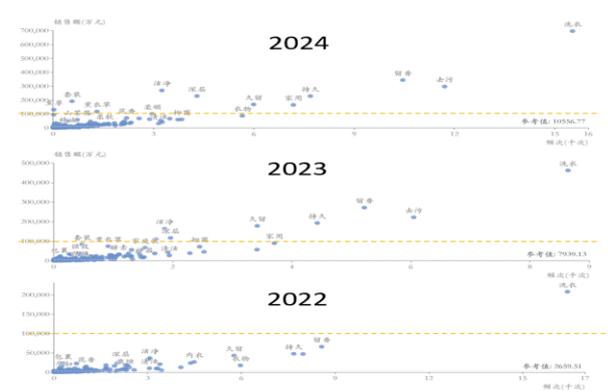
- 电商适配性: 优先布局线上渗透率快速提升、且目标人群与电商主力用户重合的赛道;
- 代运营数据覆盖: 凭借代运营业务积累,能够精准捕捉的供需失衡节点;
- 避开红海竞争: 规避传统品牌主导的红海,聚焦低集中度细分市场。

图表16: 中美保健品渗透率差距明显



来源: 博观研究院, 国金证券研究所

图表17: 抑菌、留香均为抖音衣物清洁消费热点



来源: 久谦, 国金证券研究所



图表18: 若羽臣在家清、保健品等赛道具备丰富的合作经验, 相关赛道具备强数据洞察力与供应链整合能力

赛道	合作品牌	(续表)	
药品/医疗器械	美纳里尼 (Menarini) 赛诺菲 (Sanofi) 晖致 (Viartis) 拜耳 (BAYER) 哈药集团 (HPGC) Canesten (凯妮汀) 康王 京都念慈庵	倍舒痕 (Dermatix) 高博颜究室 (gold bond) 植德哲学	
	膳食补充剂/保健品	科立纯 (Clinicians) Puritan's Pride普丽普莱 钙尔奇 Cenovis 天猫国际自营健研馆 FANCL Ostelin(奥斯特林) 善存 (Centrum) 汤普森 (THOMPSON'S) 正官庄 (Korean Red Ginseng) Azo 多特倍斯 (Doctor's Best) One a day (拜耳旗下) Holland&Barrett 荷柏瑞 Culturelle (康萃乐) 健康本铺 (HERB)	尤妮佳moony mama&kids b. box 贝乐欣 (Bepanthen) 兰思诺 (Lansinoh) 菲比 (Fitti) 佳贝艾特 (kabrita) 爱乐维 (elevit) 萌宝社 蒙牛未来星
护肤/药妆		赛斯黛玛 (sesderma) 欧邦琪 (OBAGI) 怡思丁 (ISDIN) AVENE雅漾 美迪惠尔 (Mediheal) AXXZIA (晓姿) Spa Treatment (蛇毒) 艾天然 (ATTENIR)	蒙牛 悦鲜活 特仑苏 纯甄 简醇 蒙牛真果粒
		护发/头皮护理	缤熙 (branchic) 发之食谱 (Hair Recipe) LivingProof (缕灵) priorin (拜耳旗下) 光研氏 (Hairmax)
			宠物用品 宠源新 (K9 NATURAL) 索力高 (Solid Gold) 希宝 (Sheba) 美士 (Nutro) 快乐一爪 (zesty paws) 宝洁 (P&G) ABC 苏菲 (Sofy) 尤妮佳舒蔻 (Silcot) 名创优品 (miniso)

来源: 公司官网, 国金证券研究所

(2) 选品: 供应链能力+人群细分需求痛点进行差异化选品

在选定赛道内, 通过供应链能力与人群细分需求痛点的结合实现差异化选品。选品本质是解决"提供什么产品"的问题, 即供给端"能做什么"与需求端"做什么好"的交叉点。公司基于家清、保健品等赛道多年运营积累, 具备强供应链整合能力, 可快速实现产品落地。需求端则聚焦高消费力年轻女性细分场景, 如内衣洗护抗细菌残留、精致洗护、熬夜、抗初老等, 精准切入细分需求。

在家清领域, 公司通过服务国际品牌发现国内传统洗衣市场饱和, 但"精致洗衣护理"需求空白, 同时复用积累的全球原料资源开发植物基配方, 避开"全效洗衣"红海。绽家从高端内衣护理切入, 逐步拓展至香氛洗衣赛道。斐萃复刻相同路径: 在与Azo、THOMPSON'S等保健品品牌合作经验的基础上, 通过分析销售数据, 锁定护肝、女性健康等高增长方向, 避开Centrum等合作品牌主导的复合维生素市场, 聚焦熬夜护肝、女性抗衰等场景需求。该策略既规避了与宝洁、善存等国际巨头在主流市场的直接竞争, 又通过供应链和数据分析的复用实现产品快速落地。

图表19: 绽家产品矩阵



图表20: 斐萃产品矩阵





来源：缤家官网，国金证券研究所

来源：斐萃官网，国金证券研究所

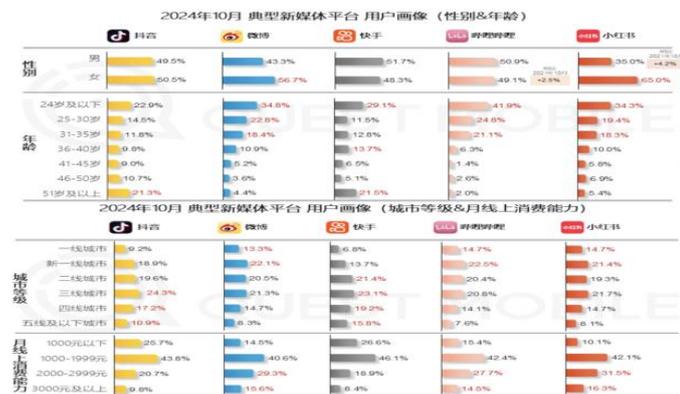
(3) 营销：结合平台流量规则+目标用户+产品特性三大差异

公司营销策略注重精准与高效，而非盲目追求流量广度。与依靠“大牌平替”等标签吸引价格敏感人群的策略不同，公司避开低毛利价格战，专注中高端细分赛道，目标客群具备高支付意愿与低价格敏感特征，流量投入主要用于精准触达，再凭借产品力转化为高黏性、高复购的核心用户。这种“细分赛道对抗公约数”的策略，使其在成熟行业中成功破局，避免陷入流量困境——依赖持续流量投入却难以留存客户、低毛利难以覆盖营销成本的恶性循环。

公司通过精准匹配平台特性、用户画像与产品优势，实现高效营销转化。公司覆盖天猫、京东、抖音、小红书等超 20 个电商及内容平台，针对不同平台差异化布局：1) 抖音：以 35 岁以下女性为核心，侧重短视频与直播带货，主打视觉冲击强、易传播品类；2) 小红书：聚焦 25-40 岁精致女性，强调成分安全与真实测评，构建信任消费；3) 天猫/京东：偏向高价值核心用户与家庭采购决策者，突出品牌口碑与长期功效，强化复购粘性。多平台策略既保障短期爆发力，如抖音快速起量，又通过天猫/京东实现长期复购，形成完整的营销闭环。

图表21：小红书、抖音用户多为 35 岁以下女性，小红书发达城市高消费人群更集中

图表22：抖音高流量适合短期高曝光，小红书高收藏倾向适合软广种草、长期“蓄水”



来源：Quest Moblie, 国金证券研究所

来源：Quest Moblie, 国金证券研究所

缤家摒弃硬核流量带货模式，转向场景化渗透与明星形象适配的策略。渠道上采用抖音高流量主播与小红书轻量级生活类博主互补：在香氛洗衣液等感性品类中，弱化功效宣传，以“精致洗衣”概念营造生活场景，通过中小型家居博主自然植入及高契合度明星背书（如伊能静的居家形象、张柏芝的冻龄女神形象、奥黛丽·赫本联名款的经典优雅）强化情感共鸣；在内衣洗护等功效型品类中，则强调去污、抑菌等技术卖点，并优先投放天猫、京东等注重性能的平台。平台布局上形成协同，抖音依托百万级头部达人实现短期爆发，小红书通过十万级轻量博主构建长效转化。目前缤家小红书粉丝数达 6.7 万，显著高于立白 3.4 万和蓝月亮 2.6 万，为持续增长奠定基础。

图表23：小红书上多粉丝数中小型生活博主，抖音多高流量主播

图表24：香氛洗衣液宣传重“感性宣传”，内衣洗衣液重“功效宣传”

ID	时间	推广方式	粉丝量	产品
小红书				
网红	康姐变美日记	2024/6/13-1 视频和文本	2.8w	洗衣液, 洗衣凝珠
	我们家小艾呀	2024/12/3 视频	42.5w	缤家香氛洗手慕斯
	方脸小颜	2025/5/23 视频	13.6w	缤家衣物香氛喷雾
	刘真Eeeeeee_L	2024/1/24 视频	115.2w	缤家内衣清洗液
	倪倪在上课	2025/8/1 视频	1.6w	洗衣液、洗衣凝珠
	不吃蛋黄苏	2025/5/17 视频	1.1w	洗衣液
	土土土土	2025/5/13 视频	5.4w	洗衣液
	半颗切糖	2025/8/2 文本	1.5w	洗衣液
	RR软软	2025/4/19 文本	1.8w	洗衣液
	星夜柿香	2025/7/3 文本	3.6w	洗衣液
明星	范文芳	2025/3/6 直播	33w	内衣洗衣液
	伊能静	频繁出现 直播	336.7w	洗衣液
抖音				
明星	张柏芝	2024/8/3 视频	2735w	洗衣液
	伊能静	2024/10/22 直播	573w	洗衣液
网红	霹雳乌贼	2025/3/25 视频	230.1w	洗衣凝珠、香氛喷雾、洗衣液
	清子美好生活	2025/7/25 视频	183.9w	洗衣凝珠
	小熊出没	2025/4/7 视频	312.5w	洗衣凝珠
	莉姐的女儿	2025/5/12 视频	24.1w	洗衣凝珠、香氛喷雾、洗衣液
	鲫鱼	2024/9/19 视频	12.3w	洗衣液
37		2025/4/7 视频	302w	内衣洗衣液





来源：小红书，抖音，国金证券研究所

来源：小红书，抖音，京东旗舰店，国金证券研究所

斐萃营销策略在整体打法上与绽家保持高度一致，均采用跨平台协同+精准人群触达的核心逻辑，但针对保健品更强的功效属性作出内容上的调整：其一，强调专业机构背书，弱化明星代言权重，同时所选明星更为年轻，普遍处于 25-35 岁年龄区间，以匹配具有抗初老等需求人群的年龄特征；其二，将绽家的生活场景渗透转化为功效实证营销，通过“天对比实测”、成分机理科普等硬核内容建立专业认知。这种调整既保持了若羽臣成熟的“抖音爆发+小红书沉淀”渠道策略，又精准契合了保健品消费者对技术可信度的核心诉求，实现从“情感驱动”到“功效驱动”的针对性变化，进一步验证了公司可复制的品牌孵化能力。

图表25：2021-2024 年各平台销售情况占比

图表26：斐萃营销侧重功效检验与专业背书

ID	时间	推广方式	粉丝量	产品	
小红书					
网红	肯尼的健康笔记	2025/6/8	视频	44w	斐萃小紫瓶
	小豹霏霏	2025/7/17	视频	2.6w	斐萃北叔红宝石油
	白雪公主的后妈_	2025/3/5	视频	4.9w	斐萃根源双抗小紫瓶
	陶子逆龄笔记	2025/4/13	视频	2.9w	斐萃根源双抗小紫瓶
抖音					
明星	宋轶	2025/8/1	视频	514.4w	斐萃北叔红宝石油
	孙怡	2025/7/2	视频	1208w	斐萃光子瓶
	王琳	2025/5/24	视频	340w	斐萃麦角硫因小紫瓶
	李若彤	2025/8/3	视频	1140w	斐萃麦角硫因小紫瓶
网红	欣怡Cindy	2025/7/16	视频	46w	斐萃光子瓶
	辣味chili	2025/3/7	视频	240w	斐萃麦角硫因小紫瓶
	主持人百克力	2025/7/23	视频	40.7w	斐萃麦角硫因小紫瓶



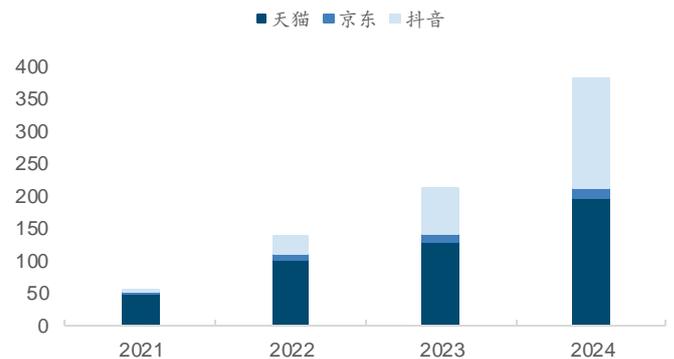
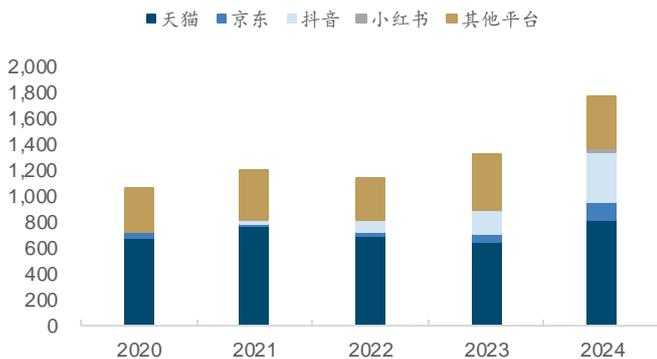
来源：小红书，抖音，国金证券研究所

来源：天猫旗舰店，小红书，国金证券研究所

天猫作为公司传统优势渠道保持稳健增长，抖音、京东作为新兴渠道快速放量。爆品需要精准把握不同平台的运营特性：天猫的销量增长相对稳定但转化较慢，由于搜索流量需持续投入且转化率较低，增长更多依赖赛道整体β的带动，呈现渐进式特征；而抖音则凭借其强内容营销属性成为爆发性增长的主要支撑，在与小红书高价值用户的高重合度下，实现“小红书种草蓄能-抖音爆款点燃”的流量闭环。公司 2021-2024 年天猫（含天猫商城、天猫国际、天猫超市）、京东、抖音渠道销售额三年 CAGR 分别为 2%、96%、159%。截至 2024 年，线上渠道销售构成中，天猫、京东、抖音占比分别为 48%、8%、22%，抖音渠道占比迅速提升。自有品牌绽家、斐萃重点布局运营成熟的天猫及高增长的抖音渠道，抖音渠道实现快速放量。

图表27：天猫收入（百万元）稳健，抖音、京东高增长

图表28：绽家抖音渠道快速放量，天猫稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：久谦，国金证券研究所

2.3、自有品牌如何实现非线性增长？

(1) “量”的空间哪里来：新中产的细分需求蓝海

中国消费市场的快速演变催生了多元化的细分需求，公司核心竞争力在于精准捕捉新消费群体的代际需求变迁，并通过营销能力将隐性需求显性化。当前新中产群体的精细化需求仍存在巨大供给缺口，优秀企业能够通过强大的营销能力将潜在需求转化为具体产品，从而开辟新赛道。若羽臣的“新”体现在三个方面：一是聚焦代际切换产生的新消费群体；二是精准识别并满足新生代消费者在新时代背景下衍生的伴生性需求，通过差异化产品回应其“被看见、被理解”的情绪价值；三是在产品策略上开创全新细分赛道，而非局限于传统品类技术迭代。这一模式突破了传统消费品企业依赖成分升级或技术突破的路径，成功切入高成长性赛道，进入垂直消费趋势催生的精细化蓝海市场。



公司自有品牌在赛道选择上均精准卡位高增长细分市场。(1) 家清赛道中绽家聚焦的香氛洗衣液、专衣专护等细分领域持续高增。京东数据显示, 2021-2023 年香氛洗衣液消费金额增速超 100%, 衣物留香喷雾超 60%, 内衣/真丝/羽绒服专用洗衣液增速均超 50%, 孕婴童、养宠及白领细分需求强劲, 验证公司布局前瞻性。(2) 保健品赛道中斐萃受益于行业扩容红利。欧睿数据显示, 2021 年全球保健品规模达 2732 亿美元, 预计 2025 年中国市场规模增至 624 亿美元。对比日本, 中国人均保健品消费金额仅为日本 20%, 潜在空间广阔。双赛道均具备“高增长+低渗透”特征, 为自有品牌持续放量提供结构性机会。

公司自有品牌的增长潜力不仅限于单一品类, 其核心优势在于依托强大的供应链整合能力, 能够精准选择高潜力赛道并快速实现新品落地, 同时通过高效营销能力显著缩短品牌孵化周期。在赛道快速切换、品牌快速孵化模式下, 公司能够持续捕捉新兴消费趋势, 构建多品类、跨赛道的品牌矩阵, 为长期增长打开空间。

(2) “价”的空间哪里来：“人群定价”下的产品力支撑

公司自有品牌的定价能力本质上体现了“按人群定价”模式对传统“按成本定价”的超越。其核心客群新中产阶级具备高支付意愿和低成本敏感特征, 消费决策的参照系已从产品性价比转向生活方式性价比。例如, 绽家 99 元洗衣液在传统视角下较 50 元竞品显贵, 但通过重构为“日均 1 元”的生活消费概念(相当于 3 个月 5 杯奶茶), 从而突破传统按成本定价的天花板。这种定价策略的底层逻辑是价值锚点的转变: 如宝洁和完美日记遵循“价格实惠又好用”的成本价值锚定, 而若羽臣采用“需求价值锚定”, 通过解决特定场景需求(如精致内衣护理)支撑溢价和客户黏性。持续增长的核心在于精准切入细分赛道的能力, 若羽臣借助长期电商运营积累的流量洞察与供应链整合体系, 构建可规模化复制的爆品机制, 兼具互联网企业的爆发力和传统品牌的持续经营能力。

绽家的产品力核心在于通过统一的香调语言串联多场景体验, 将功能性清洁升级为生活美学。绽家目前推出 20 多款独特香型, 与立白主打经典玫瑰香型与技术留香、蓝月亮覆盖大众基础需求形成差异化竞争, 以独特香型、沙龙级调香和 IP 联名强化情感价值, 精准触达追求个性化品质的用户群体, 而非局限于性价比或单一功能卖点。

图表29: 绽家、立白、蓝月亮香型对比

品牌	系列名称	主要香型	特点	品牌	系列名称	主要香型	特点
绽家	四季繁花酵素香氛洗衣液	多种创新香型, 如桂花与清酒、檀木与小花茉莉、沉香木玫瑰、杏仁奶檀	沙龙级调香, 72小时长效留香, 香型独特且富有情感和场景联想	蓝月亮	深层洁净护理洗衣液	薰衣草香、自然清香、清雅丁香、茉莉清香	基础香型, 满足日常洁净和留香需求
	香氛洗衣液(限定系列)	奶檀甜香系列(无花果与奶檀、杏仁奶檀)	融合东方元素, 限定新香		亮白增艳洗衣液	薰衣草香	在洁净护色基础上提供清新香型
	奥黛丽·赫本联名系列	小黑裙(致敬《蒂凡尼的早餐》)、花瓣舞裙等4款联名香型	IP联名, 将电影场景、人物场景与香氛结合, 故事性强		内衣专用洗衣液	柔润樱花	专为内衣设计, 香气清新
立白	大师香氛系列	格拉斯玫瑰	法国调香师调制, 添加格拉斯玫瑰精油, 72小时持久留香	除菌去味洗衣液	橙花香	添加除菌因子, 可去除衣物异味	

来源: 天猫旗舰店, 国金证券研究所

公司凭借轻资产运营模式及灵活的市场策略, 在细分赛道竞争中展现出显著优势, 而传统大品牌受制于固有定位和规模导向, 难以快速响应细分市场需求。传统大品牌往往采取“大渗透、大分销”的公约数策略, 品牌定位追求广泛人群覆盖; 即便推出新品, 消费者认知仍锚定于主品牌的传统形象, 价格提升空间有限; 若试图通过新建子品牌破局, 则又面临高成本投入与资源分散的问题, 不符合大企业效率优先的原则。相比之下, 若羽臣的轻资产模式使其能够快速切入新兴细分领域, 以更试错成本完成赛道切换, 精准捕捉细分需求, 避免了与大品牌的直接规模竞争, 从而在差异化市场中实现溢价能力与增长潜力。绽家主打的香氛品类本身即具备显著的溢价能力, 以洗衣凝珠为例, 立白“香氛洗衣凝珠”较其原有“沙龙及香水洗衣凝珠”实现 17.3%的溢价, 而绽家香氛洗衣凝珠在此基础上进一步溢价 9.2%; 而绽家四季繁华系列洗衣液较立白、蓝月亮等同类型香氛高端产品的溢价幅度分别高达 63.9%和 78.8%。



图表30：绽家、立白、蓝月亮产品定价区间（均换算为单位定价）对比

	洗衣液	内衣洗衣液	洗衣凝珠
立白	山茶花香茶籽除菌洗衣液	22元/kg	内衣专护除菌洗衣液 86元/kg
	山茶花青竹香去污渍洗衣液	36元/kg	香氛洗衣凝珠 1.83元/颗
	卫仕天然植物除菌洗衣液	23元/kg	沙龙级香水洗衣凝珠 1.56元/颗
蓝月亮	薰衣草香深层洁净洗衣液	33元/kg	蓝月亮内衣专用洗衣液 95元/kg
	蓝月亮自然清香型洁净洗衣液	25元/kg	
绽家	四季繁花洗衣液	59元/L	香氛内衣洗衣液 0.1975/ml
			香氛洗衣凝珠 2元/颗

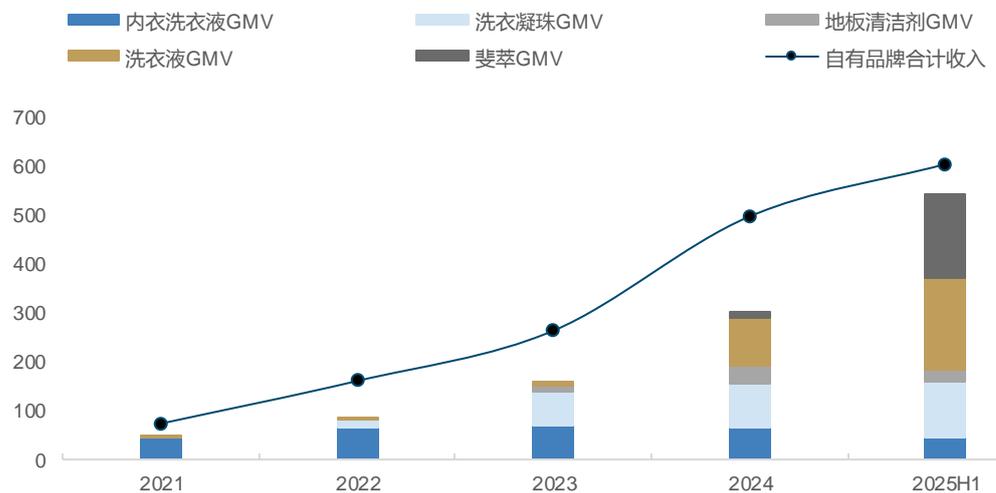
来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

同时，新白牌的涌入有利于提升赛道曝光度与搜索热度，为公司带来行业 beta 红利。若羽臣凭借“强选品+强营销”模式已形成竞争壁垒：一方面通过差异化卖点（如香型、形态、场景）强化内容传播，另一方面以渠道运营将话题热度转化为复购，并在高端价带实现稳定成交。相比之下，新白牌若主打性价比，客群易被蓝月亮、立白等主流品牌分流；若对标若羽臣旗下高端品牌，则面临供应链、研发能力及营销能力的短板，获客成本更高、起量更慢。此外，赛道热度上升后，平台流量投放与用户搜索行为会进一步向已站稳脚跟的若羽臣集中，使其成为行业扩张的主要受益者，实现销量与溢价能力的同步提升。

——如何解释自有品牌的非线性增长与持续性？

公司自有品牌增长依托多品类接力而非单一爆品驱动。当某爆品进入成熟期增速放缓时，新培育爆品恰进入爆发期，形成梯次接力格局，有效规避单品类增速瓶颈，推动业绩非线性增长。公司轻资产模式支持赛道内及跨赛道快速切换，凭借供应链优势迅速捕捉市场机会。尽管产品并不依赖高研发壁垒，市场跟进速度较快，但其快速切换和落地能力难以被传统制造商或新电商复制。核心优势在于赛道切换与爆品复制能力，而非单一品牌深耕。当前品类接力路径清晰：内衣洗衣液（2021、2022 年高收入占比）→洗衣凝珠（2023 年高收入占比）→洗衣液（2024 年爆发，2025 年持续放量）→抗衰老小紫瓶/红宝石油（2025 年推广，2026 年利润释放），持续验证其多品类协同战略。

图表31：内衣洗衣液（绽家）-洗衣凝珠（绽家）-香氛洗衣液（绽家）-抗衰老小紫瓶/红宝石油（斐萃）的爆品接力路径（单位：百万元）



来源：久谦，公司年报，国金证券研究所；注：GMV 数据包括天猫、抖音、京东三大主流电商平台数据；斐萃 2024 年 GMV 数据受数据库限制仅计算 2024 年 9 至 12 月。

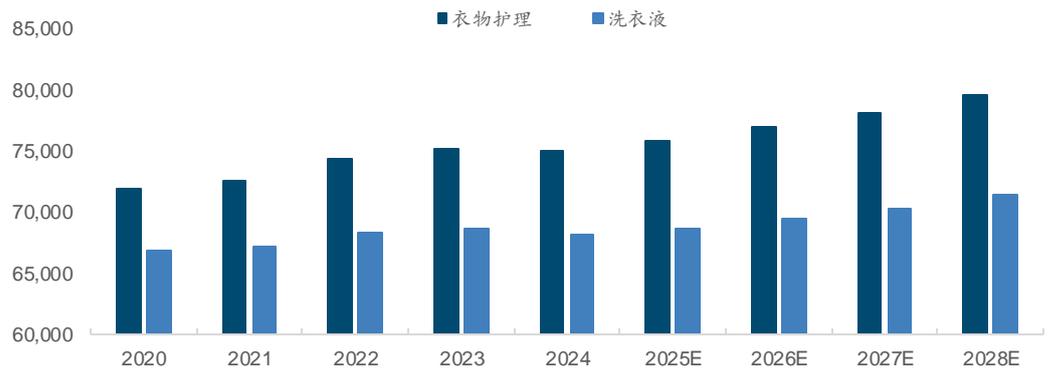
基于公司已验证的赛道选择能力和营销实力，我们认为判断其自有品牌高增长可持续性有两个关键因素：一是新品储备及推出节奏，二是新品市场表现是否符合爆品预期。

(3) 家清：绽家

中国家清行业市场规模保持稳健增长。根据 Nint 任拓《2024 家清行业趋势快速报告》，2024 年上半年家清行业电商销售额突破 1100 亿元，同比增长近 20%，预计 2025 年市场规模将接近 2600 亿元。据欧睿数据预测，2024-2028 年衣物护理市场规模将以 1.53% 的复合增长率增长，2028 年市场规模有望达到 797 亿元。



图表32：中国衣物护理、洗衣液市场规模（百万元）



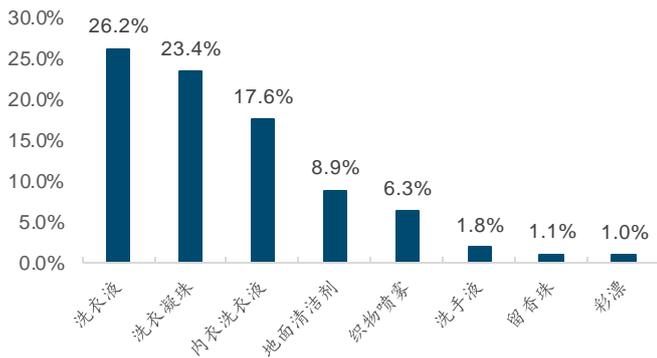
来源：欧睿，国金证券研究所

绽家品牌以“自然植萃科技+沙龙级香氛”双核心定位为基础，通过多品类梯队布局实现持续增长。产品生命周期呈现规律性：在经过消费者认知转化、市场检验的准备期后进入爆发，随后步入稳定期。久谦数据显示，2024年前五大单品占比82.4%，品类间形成清晰增长梯队：

- ①爆发期品类：香氛洗衣液作为战略大单品持续放量，2024年GMV增速1165%，预计2025年增速维持100%+；
- ②稳定期品类：洗衣凝珠、内衣洗衣2024年GMV增速分别为31%、-3%，共同支撑基本盘；
- ③培育期品类：地板清洁剂、衣物柔顺剂成为新增长点，2024年GMV分别同比+125%、+90%，其中柔顺剂GMV在2025H1较2024全年增加162%，预计2025年全年增速可达300%+。

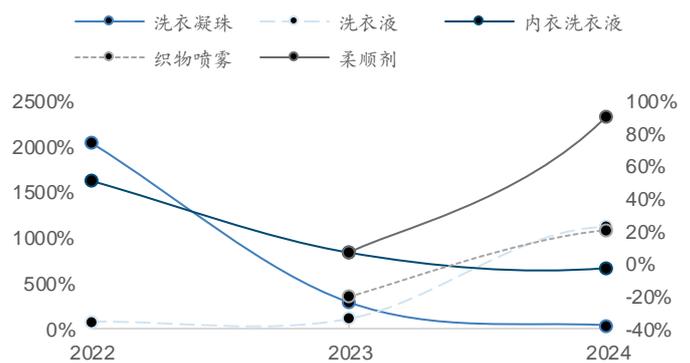
这种成熟期托底、爆发期拉动、培育期储备”的梯队结构，有效规避单品类增速放缓风险。公司通过优化营销投放精准度，以及拓展盒马、山姆等线下优质渠道，有望进一步缩短新品孵化周期，加速新爆品向爆发期的跃迁。

图表33：2024年主流电商平台线上销售收入占比高于1%品类



来源：久谦，国金证券研究所

图表34：绽家细分品类成长梯队清晰（主流电商平台GMV增速%）

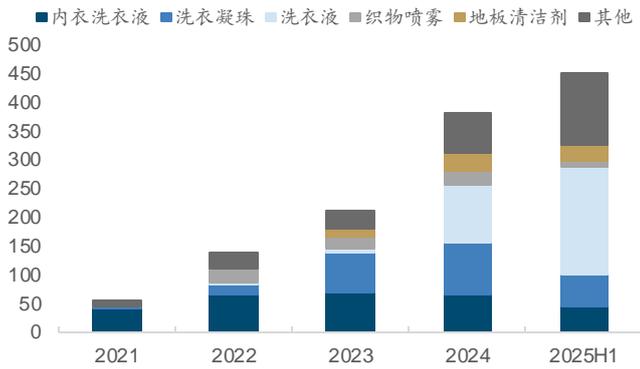


来源：久谦，国金证券研究所；注：洗衣液、洗衣凝珠对应左侧坐标轴

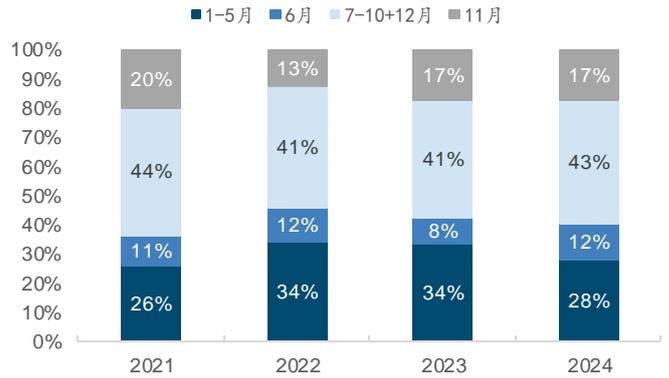
绽家业绩呈现明显的季节性特征。根据久谦数据，618和双11两大促销节点分别贡献全年约11%和17%的销售额，下半年整体GMV占比达60%。2025年上半年，绽家GMV已实现2024年全年水平的119%，增长势头强劲。基于此销售态势及季节性规律，预计2025年绽家品牌营收有望实现翻倍增长。



图表35: 主流电商平台分品类 GMV (百万元)



图表36: 旺季大促期间 GMV (百万元) 占全年比重约 25%



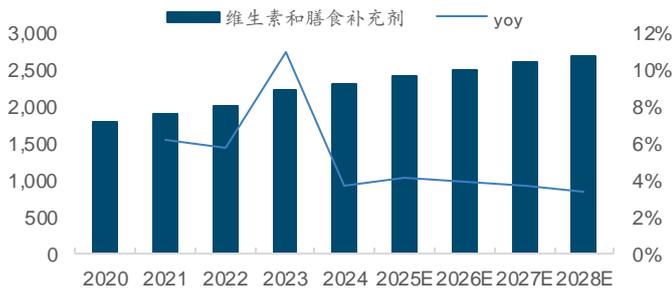
来源: 久谦, 国金证券研究所

来源: 久谦, 国金证券研究所

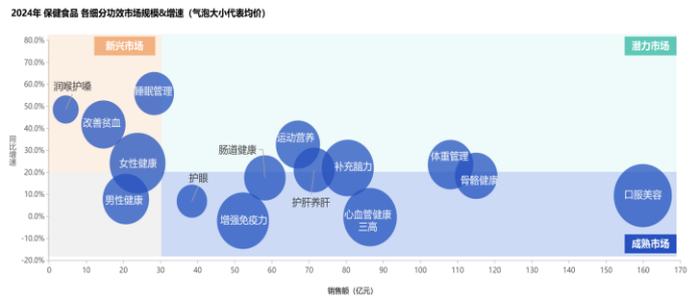
(4) 保健品: 斐萃+VitaOcean

中国保健品市场规模稳步增长, 据欧睿数据 2025 年中国维生素与膳食补充剂市场规模达 2419 亿元, 2020-2024 年复合增长率为 6.64%。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37: 中国维生素与膳食补充剂市场规模 (亿元) 与增速 (%)



图表38: 口服美容细分赛道规模领跑且持续增长

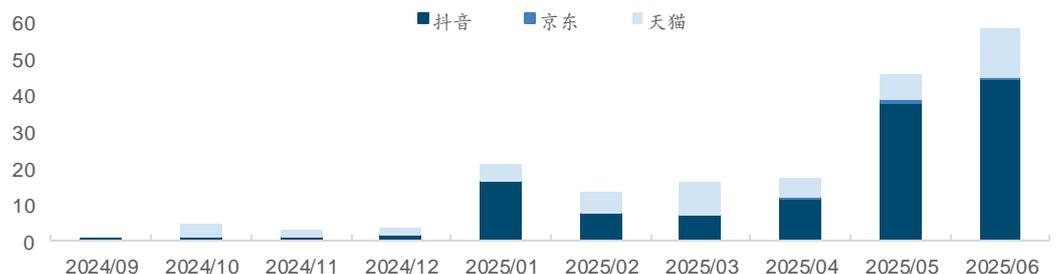


来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 魔镜洞察, 国金证券研究所

斐萃自 2024 年 9 月上线以来快速放量, 2025 年上半年实现营收 1.60 亿元, 二季度环比高速增长。渠道表现亮眼: 抖音平台截至 2025 年 3 月, 位列海外保健品类第 18 名, 品牌自播间第 9 名; 天猫平台访客流量稳居行业第一梯队, 口服美容营养品类店铺第 2 名, 国际直播榜第 10 名, 营养补充食品热度榜及引流榜 TOP1、成交榜 TOP5; 2025 年 618 大促前期间全渠道 GMV 较 2024 年双十一增长超 2000%, 斩获天猫内容榜膳食营养补充食品类目热度、引流、成交榜 TOP1, 以及抖音海外膳食营养补充类目 TOP1。单品表现同样突出, 麦角硫因小蓝瓶位列天猫国际口服麦角硫因好评榜、回购榜双 TOP1, 光子瓶位列口服美容营养品新品榜 TOP1。

图表39: 斐萃抖音平台 618 期间快速放量 (单位: 百万元)





来源：久谦，国金证券研究所

斐萃聚焦中高端女性抗衰市场，以成分创新为核心，在升级现有产品线的同时拓展细分赛道。根据公司规划，将系统性布局女性全生命周期抗衰需求，推出红宝石油、代谢/体重管理及抗糖等产品，完善产品矩阵与价格体系。营销上强调成分独特性，未来有望通过国际化整合产业链资源，推动独占性成分相关收并购。

• **VitaOcean**: 原红宝石油产品线成功孵化出新品牌 VitaOcean，该系列于 2025 年 7 月上线抖音旗舰店，上线一个月登顶天猫鱼油新品榜 TOP1。新品主打女性专属鱼油，聚焦抗氧化、抗炎和代谢管理功能，定价与斐萃红宝石油小红瓶一致（抖音旗舰店 VitaOcean 定价 498 元/60 颗，斐萃小红瓶到手价格约 504 元/60 颗），高于 Swisse 黑绷带鱼油（抖音旗舰店定价 239 元/60 粒）为代表的大众线，有望快速抢占女性专属高端鱼油新兴细分市场。

• **NuiBay**: 定位普惠性价比市场（抖音旗舰店定价 99 元/30 粒），针对麦角硫因赛道阻击白牌上攻，保障斐萃中高端品牌定位。

盈利预测

分产品：

1) 电商业务板块

- ① 代运营业务：战略聚焦高毛利服务模式，通过优化客户结构提升盈利质量，预计未来三年规模有序收缩但毛利率持续提升。2025H1 代运营稳健发展，实现营收 3.80 亿元，同比-2.79%，毛利率 44.38%，较去年同期提升近 9.52 pct。预计 25-27 年代运营业务营收同比-3%/-3%/-3%，毛利率分别为 40.0%/40.5%/41.5%。
- ② 品牌管理业务：合作品牌数业绩持续表现优异，同时通过优质线下渠道扩张提升品牌曝光度，带动收入高增，短期让利换取市场规模。2025 年 618 期间，合作品牌康王全渠道 GMV 同比增长 165%，艾惟诺 618 开售首天猫渠道销售同比增长超 38%。2025 H1 品牌管理业务整体延续增长态势，实现营业收入 3.35 亿元，同比增长 52.53%，营收占比达 25.42%，毛利率回升至 44.24%。预计 25-27 年品牌管理业务收入同比+60%/+40%/+30%，毛利率 42%/42%/42%。

2) 自有品牌业务

- ① 绽家：洗衣凝珠、内衣洗衣液支撑绽家规模基本盘，洗衣液仍处于快速放量阶段，维持短期品牌业绩高增速，地板清洁剂、柔顺剂等新潜力爆品提供新增量。25H1 绽家收入 4.44 亿，同比+157.11%。预计 25-27 年绽家收入 9.68/13.56/16.95 亿元，同比+110%/+55%/+30%，毛利率分别为 66.5%/66.5%/66.5%。
- ② 斐萃+VitaOcean：完善女性抗衰产品线布局，通过差异化价格带覆盖更广客群，新品上市后增长动能强劲。25H1 斐萃收入 1.6 亿，毛利率 86.81%，参考绽家上半年 GMV 平均占比 40%，预计斐萃 25 年收入达 4 亿，25-27 年保健品线实现收入 4.0/6.38/8.95 亿元，同比+3197%/+80%/+60%。多品牌覆盖中高端-大众价格带，斐萃稳定放量下高毛利率维持，预计 25-27 年保健品线毛利率分别为 87%/87%/87%。

费用端：

- 1) 销售费用率：自有品牌建设需营销持续投入，销售费用率提高，但毛销差基本维持稳定。2025H1 斐萃新品推广推动销售费用提升至 45.40%，但毛销差 11.51%与 24H1 持平，预计 2026 年斐萃开始释放利润，销售费用率可控。预计 25-27 年销售费用率 40.5%/43.6%/46%。
- 2) 管理费用率：公司管理层结构稳定，预计 25-27 年管理费用率 5.5%/5.5%/5.6%。
- 3) 研发费用率：轻研发策略持续，投入集中在平台数字化技术，预计 25-27 年研发费用率 1.0%/0.8%/0.7%。

图表40：分品类拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收合计（百万元）	1366	1766	2960	4137	5356
yoy	12%	29%	68%	40%	29%
成本合计（百万元）	816	979	1302	1700	2090
毛利率	40.24%	44.57%	56.00%	58.90%	60.98%



代运营					
营收合计 (百万元)	942	764	741	719	697
yoy	-11%	-19%	-3%	-3%	-3%
毛利率	34.54%	39.26%	40.00%	40.50%	41.50%
品牌管理					
营收合计 (百万元)	160	501	802	1122	1459
yoy		212%	60%	40%	30%
毛利率	37.77%	30.47%	42.00%	42.00%	42.00%
自有品牌					
营收合计 (百万元)	263	501	1417	2296	3200
yoy	63.63%	90.28%	182.85%	62.03%	39.39%
毛利率	62.16%	66.78%	72.28%	72.92%	73.87%
家清: 绽家					
营收合计 (百万元)	255	484	1017	1576	2049
yoy		90%	110%	55%	30%
毛利率	62.16%	66.92%	66.50%	66.50%	66.50%
保健品: 斐萃+VitaOcean					
营收合计 (百万元)		12	400	719	1151
yoy			3197%	80%	60%
毛利率			87.00%	87.00%	87.00%
其他					
营收合计 (百万元)	9	5	0	0	0
yoy			-90%	-20%	-20%
毛利率			62.00%	62.00%	62.00%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

我们选取华熙生物、丸美生物、润本股份与百亚股份作为可比公司,与若羽臣在个护家清、保健品等领域存在业务重叠且线上渠道占比较高。华熙生物、丸美生物作为抗衰龙头,与斐萃同属高毛利抗衰赛道;润本股份从驱蚊、婴童护理延伸至家庭健康领域,与绽家在细分市场定位相似;百亚股份作为个护龙头,其中高端卫生巾业务的大单品策略及电商渠道布局与若羽臣模式相近。可比公司 25-27 年 PE 均值为 39/30/23 倍。基于若羽臣电商基本盘稳固,自有品牌新品推出节奏稳定、爆品持续放量,公司成长性优(2025-2027 净利润 CAGR 39%),给予若羽臣 2026 年 65 倍估值,对应目标价 71.97 元,首次覆盖给予"买入"评级。

图表41: 可比公司估值

市场	证券代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				25-27 年			
				24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E	CAGR%
美容 抗衰	688363.SH	华熙生物	283.71	1.74	4.60	6.19	7.83	61.71	45.85	36.22	31%
	603983.SH	丸美生物	162.45	3.42	4.58	5.98	7.59	35.47	27.16	21.40	29%
		均值	-	-	-	-	-	48.59	36.51	28.81	
家清 个护	003006.SZ	百亚股份	129.41	2.88	3.58	4.59	5.99	36.15	28.19	21.60	29%
	603193.SH	润本股份	119.23	3.00	3.51	4.40	5.44	33.99	27.08	21.92	25%
		均值	-	-	-	-	-	38.55	29.74	23.44	
	003010.SZ	若羽臣	142.71	1.06	1.70	2.46	3.29	83.95	58.11	43.34	39%

来源: ifind, 国金证券研究所; 注: 1) 市值更新至 9 月 1 日; 2) 丸美生物、百亚股份盈利预测采用国金证券预测, 其他采用同花顺一致预期。



风险提示

自有品牌推广不达预期。新品牌孵化存在较高不确定性，易受消费趋势变化、监管政策调整及竞品冲击等因素影响。

宏观经济不确定因素下消费信心减弱。绞家、斐萃定位中高端市场，在宏观经济承压背景下，消费者购买力减弱可能影响终端动销表现。

细分赛道行业竞争加剧。随着国际品牌与本土竞品持续加码细分赛道，主力品类市场份额可能面临挤压压力。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	1,217	1,366	1,766	2,960	4,137	5,356	货币资金	375	345	607	684	957	1,246	
增长率	-5.5%	12.3%	29.3%	67.6%	39.8%	29.5%	应收款项	165	217	244	365	499	631	
主营业务成本	-808	-816	-979	-1,302	-1,700	-2,090	存货	194	319	226	336	398	464	
%销售收入	66.4%	59.8%	55.4%	44.0%	41.1%	39.0%	其他流动资产	162	158	112	138	161	196	
毛利	409	550	787	1,657	2,437	3,266	流动资产	896	1,039	1,189	1,522	2,015	2,537	
%销售收入	33.6%	40.2%	44.6%	56.0%	58.9%	61.0%	总资产	74.4%	77.2%	76.6%	81.8%	85.7%	88.6%	
营业税金及附加	-4	-4	-8	-13	-18	-23	长期投资	64	87	122	122	122	122	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	184	177	171	161	160	153	
销售费用	-276	-380	-526	-1,199	-1,804	-2,464	总资产	15.3%	13.2%	11.0%	8.6%	6.8%	5.3%	
%销售收入	22.7%	27.8%	29.8%	40.5%	43.6%	46.0%	无形资产	21	19	15	18	20	22	
管理费用	-90	-93	-98	-163	-228	-300	非流动资产	307	306	362	338	336	327	
%销售收入	7.4%	6.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.6%	总资产	25.6%	22.8%	23.4%	18.2%	14.3%	11.4%	
研发费用	-28	-24	-26	-30	-33	-37	资产总计	1,203	1,346	1,551	1,860	2,352	2,864	
%销售收入	2.3%	1.8%	1.5%	1.0%	0.8%	0.7%	短期借款	55	176	283	711	965	1,394	
息税前利润 (EBIT)	10	49	130	254	355	442	应付款项	30	40	77	125	168	212	
%销售收入	0.9%	3.6%	7.3%	8.6%	8.6%	8.2%	其他流动负债	30	28	46	65	90	118	
财务费用	10	13	11	-2	-6	-8	流动负债	116	243	407	901	1,224	1,725	
%销售收入	-0.8%	-0.9%	-0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	1	-6	-14	-18	-27	-7	其他长期负债	9	5	40	34	34	34	
公允价值变动收益	-1	0	-5	-15	-15	-15	负债	124	249	447	935	1,258	1,759	
投资收益	0	2	2	0	0	0	普通股股东权益	1,079	1,097	1,104	925	1,094	1,105	
%税前利润	n.a	4.2%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	122	122	164	164	164	164	
营业利润	24	59	131	218	307	412	未分配利润	328	350	414	420	420	421	
营业利润率	2.0%	4.3%	7.4%	7.4%	7.4%	7.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	-3	-3	-6	0	0	负债股东权益合计	1,203	1,346	1,551	1,860	2,352	2,864	
税前利润	23	57	128	212	307	412	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	1.9%	4.2%	7.3%	7.2%	7.4%	7.7%	每股指标							
所得税	10	-2	-22	-42	-61	-82	每股收益	0.277	0.444	0.644	0.765	1.105	1.482	
所得税率	-44.9%	4.3%	17.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	8.863	8.968	6.732	4.163	4.922	4.972	
净利润	34	54	106	170	246	329	每股经营现金净流	1.862	-0.750	2.034	0.209	0.880	1.363	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.250	0.300	0.500	1.000	1.500	2.000	
归属于母公司的净利润	34	54	106	170	246	329	回报率							
净利率	2.8%	4.0%	6.0%	5.7%	5.9%	6.1%	净资产收益率	3.13%	4.95%	9.57%	18.38%	22.46%	29.80%	
							总资产收益率	2.81%	4.03%	6.81%	9.14%	10.44%	11.50%	
							投入资本收益率	1.33%	3.66%	7.71%	12.39%	13.78%	14.14%	
							增长							
							主营业务收入增长率	-5.55%	12.25%	29.26%	67.61%	39.78%	29.48%	
							EBIT 增长率	-62.39%	367.14%	166.42%	95.59%	39.84%	24.60%	
							净利润增长率	15.62%	60.83%	94.58%	60.93%	44.47%	34.07%	
							总资产增长率	-2.77%	11.86%	15.25%	19.96%	26.41%	21.77%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	37.9	38.5	38.1	36.0	35.0	34.0	
							存货周转天数	112.7	114.5	101.5	99.0	95.0	90.0	
							应付账款周转天数	9.7	8.0	12.5	20.0	20.0	20.0	
							固定资产周转天数	55.2	47.4	35.3	19.8	14.2	10.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-30.58%	-15.48%	-29.31%	2.99%	0.70%	13.44%	
							EBIT 利息保障倍数	-1.0	-3.8	-11.3	106.2	59.3	55.9	
							资产负债率	10.34%	18.47%	28.80%	50.28%	53.50%	61.42%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	17	24	39
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.11	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究