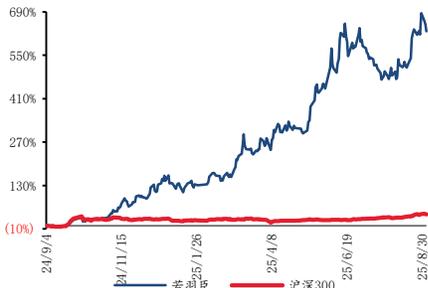


若羽臣：自有品牌绽家延续高增，品牌运营能力持续凸显

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	2.22/1.62
总市值/流通(亿元)	136.56/99.28
12个月内最高/最低价(元)	82.5/10.9

相关研究报告

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100003

事件：公司发布2025年中报，2025H1公司实现总营收13.19亿元，同比+67.55%，实现归母净利润0.72亿元，同比+85.60%。其中2025Q2实现总营收7.45亿元，同比+79.57%，实现归母净利润0.45亿元，同比+71.72%。

自有品牌绽家保持高增，家清+保健品业务结构进一步完善。分业务来看，公司2025H1自有品牌/代运营/品牌管理业务分别实现收入6.0/3.8/3.4亿元，分别同比+242.4%/-2.8%/+52.5%。具体拆分自有品牌来看，1)绽家：25H1绽家收入同比+157.11%至4.4亿元，25H1绽家线上保持高增，618大促期间绽家全渠道GMV同比增长超160%，天猫、抖音、小红书、京东均实现翻倍增长；线下持续深化山姆合作，并入驻永辉Bravo等优质渠道。2)斐萃：保健品品牌斐萃于2024年9月推出，25H1斐萃实现收入1.6亿元，斐萃斩获“口服麦角硫因全网销量第一”行业认证，目前已上线8款产品，其中25H1累计上新4款产品，25年618大促期间全渠道GMV较24年双11增长超2000%。3)新品牌：公司今年新增布局NuiBay和VitaOcean两大品牌，其中NuiBay定位高性价比麦角硫因等抗衰产品；VitaOcean主打为女性专属设计的红宝石油成分产品，定价略低于斐萃红宝石油产品。两大价格带更亲民的保健品品牌的推出，未来有望覆盖更广泛女性消费群体，阻击低价白牌冲击的同时，支撑斐萃中高端抗衰定位。

运营效能有效提升，2025H1盈利水平稳中有升。2025H1/Q2公司毛利率分别56.9%/59.2%，分别同比+11.4/-5.1pct，其中绽家/品牌管理/代运营业务毛利率分别为66.5%/44.2%/44.4%，分别同比-3.4/-1.59/+9.52pct，斐萃毛利率为86.8%（2024年9月推出，故无同比数据），Q2整体毛利率下滑主因618等大促活动期间，洗衣液产品旺销，销售占比提升所致，25H1绽家大单品“四季繁花洗衣液”已累计推出18款香型，占整体品牌销售比例超40%。费用方面，销售/管理费用率分别为45.0%/3.9%，分别同比-4.8/-1.2pct。2025H1/Q2公司净利率分别为5.5%/6.0%，分别同比+0.5/-0.3pct。

投资建议：公司作为国内领先的代运营龙头，成功抓住家清与保健品两大高景气赛道，孵化绽家与斐萃两大高增自有品牌，持续彰显其品牌运营能力，并通过持续产品创新与品类拓展打开业务增长空间，看好公司未来发展潜力。我们预计公司2025-2027年分别实现收入28.8/38.0/46.9亿元，分别同比+63%/+32%/+24%，实现归母净利润1.8/2.5/3.1亿元，分别同比+66%/41%/26%，对应PE 81/57/45，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧；新品推广不及预期；自有品牌建设不及预期；流量投放效果不及预期；监管政策变化；品牌舆情风险；海外扩张不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,766	2,877	3,796	4,693
营业收入增长率(%)	29.26%	62.91%	31.95%	23.64%
归母净利润（百万元）	106	176	249	314
净利润增长率(%)	94.58%	66.31%	41.45%	26.23%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.79	1.12	1.41
市盈率（PE）	42.92	81.23	57.43	45.49

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	345	607	153	142	125
应收和预付款项	307	302	493	635	779
存货	319	226	354	441	529
其他流动资产	69	54	91	114	140
流动资产合计	1,039	1,189	1,092	1,330	1,572
长期股权投资	48	91	91	91	91
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	177	171	161	151	141
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	6	5	4	3	2
长期待摊费用	3	10	10	10	10
其他非流动资产	1,112	1,274	1,160	1,382	1,624
资产总计	1,346	1,551	1,426	1,637	1,868
短期借款	171	274	274	274	274
应付和预收款项	20	47	50	71	81
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	58	125	161	196	220
负债合计	249	447	486	542	576
股本	122	164	222	222	222
资本公积	634	536	473	473	473
留存收益	369	440	540	696	892
归母公司股东权益	1,097	1,104	940	1,096	1,292
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,097	1,104	940	1,096	1,292
负债和股东权益	1,346	1,551	1,426	1,637	1,868

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-92	334	-131	79	97
投资性现金流	-15	-55	1	2	3
融资性现金流	66	-25	-313	-93	-117
现金增加额	-32	264	-454	-12	-17

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,366	1,766	2,877	3,796	4,693
营业成本	816	979	1,249	1,656	1,943
营业税金及附加	4	8	11	15	18
销售费用	380	526	1,208	1,583	2,041
管理费用	93	98	172	209	272
财务费用	-13	-11	0	0	0
资产减值损失	-1	-8	0	0	0
投资收益	2	2	4	4	6
公允价值变动	0	-5	0	0	0
营业利润	59	131	205	294	368
其他非经营损益	-3	-3	-3	-3	-3
利润总额	57	128	202	291	365
所得税	2	22	26	42	51
净利润	54	106	176	249	314
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	54	106	176	249	314

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	40.24%	44.57%	56.59%	56.37%	58.59%
销售净利率	3.97%	5.98%	6.11%	6.55%	6.68%
销售收入增长率	12.25%	29.26%	62.91%	31.95%	23.64%
EBIT 增长率	187.13%	200.75%	53.06%	43.89%	25.51%
净利润增长率	60.93%	94.58%	66.31%	41.45%	26.23%
ROE	4.95%	9.57%	18.69%	22.68%	24.28%
ROA	4.26%	7.29%	11.80%	16.23%	17.90%
ROIC	3.30%	7.66%	13.76%	17.35%	19.26%
EPS (X)	0.33	0.65	0.79	1.12	1.41
PE (X)	61.39	42.92	81.23	57.43	45.49
PB (X)	2.26	4.14	15.18	13.03	11.04
PS (X)	1.81	2.59	4.96	3.76	3.04
EV/EBITDA (X)	35.20	27.67	60.68	45.48	38.52

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。