



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

## 转型自有品牌业务进展顺利，业绩高增长

— 若羽臣（003010.SZ）公司深度报告

2025年9月11日

## 证券研究报告

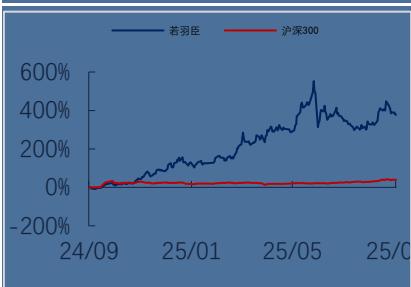
### 公司研究

#### 公司深度报告

若羽臣 (003010)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元) 57.90

52周内股价波动区间 79.21-11.11  
(元)

最近一月涨跌幅(%) 10.37

总股本(亿股) 3.11

流通A股比例(%) 72.70%

总市值(亿元) 129

资料来源：聚源，信达证券研发中心

蔡昕妤 商社分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编：100031

# 若羽臣 (003010.SZ) 深度报告：转型自有品牌 业务进展顺利，业绩高增长

2025年09月11日

#### 报告内容摘要：

◆由代运营转型品牌商取得初步成效，2024年以来业绩高增。公司成立于2011年，早期以品牌代运营业务为主，2020年末孵化家清自有品牌绽家，正式从代运营向品牌商进行转型，截至目前构建家清品牌绽家、保健品牌斐萃&VitaOcean为核心的自有品牌矩阵。2024年以来，自有品牌业务实现较快增长。2024年自有品牌收入5.01亿元，同增90.28%；25H1自有品牌收入6.03亿元，同增242.42%，占公司总营收的45.75%，其中绽家收入4.44亿元、同增157.11%，斐萃收入1.60亿元，远超公司预期。

◆绽家：把握家清赛道消费新趋势，围绕“情绪香氛”打造中高端家清品牌。中国家清市场规模稳健增长，新渠道、新需求创造机遇，据艾媒咨询，电商平台（52.1%）是最主要的信息来源，家清产品市场已进入数字化营销时代，消费者对衣物清洁产品的需求从基础的清洁力向留香时长、香味等迭代，在需求、品类细分的趋势下，中高端家清市场迎来新机遇。绽家品牌于2020年9月在国内上线，2024年3月推出战略大单品四季繁花香氛洗衣液，取得亮眼表现，成为带动绽家销售快速起量的主要贡献之一。与市场主流品牌&产品进行对比，绽家在产品卖点上更加强调大师调香、留香时长、香型细分等特点，定位中高端，更加精准把握细分人群需求痛点，实现突围。2024年绽家品牌收入4.84亿元，同增90.09%，毛利率66.92%；25H1实现收入4.44亿元，同增157.11%，毛利率66.50%。

◆斐萃：定位高端女性抗衰，2025年以来实现较快放量。中国保健品行业成长空间可观，并有以下趋势：1) 跨境带来保健品发展新机遇；2) 电商已成为主要购买渠道；3) 肠胃保健、体重管理、口服美容、改善睡眠等需求持续高增，尤其在口服美容方面，消费者主要为发达城市的女性，在抗衰、美白等方面需求强烈。若羽臣曾合作多个国内外知名保健品牌，具备丰富的保健品运营经验。公司于2024年9月孵化推出斐萃，专研女性抗衰，上市半年即获得多个营养保健行业奖项，登上天猫抖音等销售榜单，品牌目前在售8个SKU，核心成分包含红宝石油、麦角硫因等，此外，公司于今年7月推出专注红宝石油的新自有品牌VitaOcean，目前上线一款高纯度红宝石油胶囊产品。2024年10月公司成为红宝石油原料大中华区总代，未来有望通过品牌、产品矩阵形式最大化该原料价值。根据久谦数据，斐萃2025年以来电商实现较快放量，2024年品牌实现收入1200万元，25H1实现收入1.6亿元，毛利率86.81%。

◆盈利预测与投资评级：我们预计公司2025-2027年收入分别为30/42/54亿元，同增70%/40%/30%，归母净利润分别为1.77/2.50/3.28亿元，同增67%/42%/31%。我们预测若羽臣25-27年归母净利润CAGR2为36%，成长性优于A股个护美护可比公司，给予目标市值154亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险因素：电商竞争加剧，投流效率下降；产品推新、品牌推新不及预期；

消费力疲软。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,366	1,766	2,994	4,188	5,427
增长率 YoY %	12.3%	29.3%	69.6%	39.9%	29.6%
归属母公司净利润 (百万元)	54	106	177	250	328
增长率 YoY%	60.9%	94.6%	67.3%	41.7%	31.1%
毛利率%	40.2%	44.6%	58.3%	62.1%	64.4%
净资产收益率ROE%	4.9%	9.6%	17.6%	24.5%	31.1%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.64	0.57	0.80	1.05
市盈率 P/E(倍)	45.65	43.32	72.81	51.38	39.20
市净率 P/B(倍)	6.46	8.60	17.92	17.62	17.08

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 10 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	5
1、由代运营转型品牌商取得初步成效，2024年以来业绩高增 .....	5
2、绽家：把握家清赛道消费新趋势，围绕“情绪香氛”打造中高端家清品牌 .....	9
2.1 中国家清市场：规模稳健增长，新渠道、新需求创造机遇 .....	9
2.2 绽家：战略大单品强化品牌“高端香氛”心智实现突围，电商销售延续快速增长 .....	12
3、斐萃：定位高端女性抗衰，2025年以来实现较快放量 .....	17
3.1 中国保健品行业：成长空间可观，抗衰、美白等细分赛道潜力大 .....	17
3.2 斐萃：专研女性抗衰的高端保健品牌 .....	20
4、盈利预测及投资建议 .....	23
4.1 盈利预测 .....	23
4.2 估值及投资建议 .....	24
5、风险提示 .....	25

## 图 目 录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司代运营业务合作品牌 .....	7
图 3：公司历史营收及增速（百万元，%） .....	8
图 4：公司历史归母净利润及增速（百万元，%） .....	8
图 5：2023年以来公司自有品牌收入占比显著提升（百万元） .....	8
图 6：公司自有品牌业务收入快速放量 .....	8
图 7：公司历史毛利率、净利率 .....	9
图 8：公司历史三项费用率 .....	9
图 9：自有品牌业务毛利率显著高于代运营业务 .....	9
图 10：中国家清产品行业规模稳健增长 .....	10
图 11：电商为中国消费者了解家清产品的主要渠道 .....	10
图 12：消费者对衣物清洁产品的需求从基础的清洁力向留香时长、香味等迭代 .....	11
图 13：衣物清洁品类香氛悦己、专衣专护、人群细分为三大增长方向 .....	11
图 14：年轻群体更倾向把购买香氛个护产品视作“情绪消费” .....	12
图 15：绽家主要品类、大单品 .....	13
图 16：绽家联合四位香氛大师推出代表四季的“四季繁花”系列洗衣液 .....	13
图 17：绽家电商销售 24H2 以来实现较快放量 .....	14
图 18：花香调、四季香味为消费者喜爱度更高的香型 .....	17
图 19：我国保健食品市场具备较好成长性 .....	18
图 20：新剂型产品和强功效产品规模增速较快 .....	18
图 21：保健品消费从单一的功能驱动购买向多元生活场景需求演变 .....	19
图 22：斐萃主要产品矩阵 .....	20
图 23：斐萃电商销售 2025 年较快放量 .....	22
图 24：红宝石油相比普通鱼油、磷虾油的优势 .....	23

## 表 目 录

表 1：公司主要业务板块及经营模式 .....	6
表 2：绽家核心大单品卖点、价格与主要竞品对比 .....	15
表 3：若羽臣代运营过的主要保健品牌及销售成果 .....	19
表 4：斐萃核心大单品与主要竞品对比 .....	21
表 5：若羽臣盈利预测 .....	24
表 6：可比公司 PE 估值（股价为 2025 年 9 月 10 日收盘价） .....	24

## 投资聚焦

公司成立于 2011 年，早期以品牌代运营业务为主，2020 年末孵化家清自有品牌绽家，正式从代运营向品牌商进行转型，截至 2025 年 7 月，构建家清品牌绽家、保健品牌斐萃和 VitaOcean 为核的自有品牌矩阵。公司 21-22 年因原代运营业务竞争加剧、收入利润承压，2023 年以来，随着自有品牌收入较快增长，盈利改善，利润实现较快修复，我们看好公司业务转型初步成功带动的未来业绩成长性，以及估值体系由代运营向品牌商转变带来的投资机会。

本篇报告重点从公司自有品牌业务的赛道选择、品牌定位、同业对比角度出发，分析绽家、斐萃取得亮眼业绩表现的原因。公司凭借历史代运营业务积累的经验，实现对目标人群的精准定位和营销，例如绽家把握中高端人群对家清香氛的进阶需求，斐萃则定位女性高端抗衰。在当前激烈的电商竞争环境中，公司实现自有品牌的较快突围。我们看好公司优异运营能力验证后的自有品牌未来成长性。

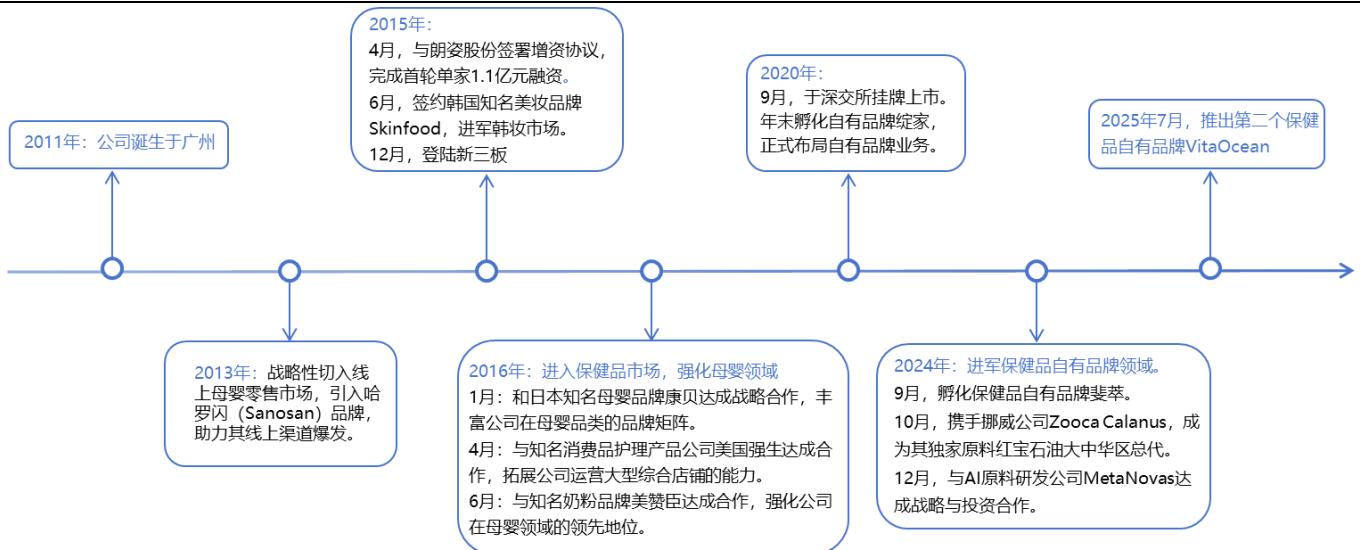
我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 30/42/54 亿元，同增 70%/40%/30%，归母净利润分别为 1.77/2.50/3.28 亿元，同增 67%/42%/31%。我们预测若羽臣 25-27 年归母净利润 CAGR2 为 36%，成长性优于 A 股个护美护可比公司，给予目标市值 154 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 1、由代运营转型品牌商取得初步成效，2024 年以来业绩高增

公司成立于 2011 年，早期以品牌代运营业务为主，2020 年末孵化家清自有品牌绽家，正式从代运营向品牌商进行转型。2024 年 3 月推出绽家战略大单品四季繁花酵素香氛洗衣液系列，9 月孵化保健品自有品牌斐萃。2025 年 7 月，公司推出第二个保健品自有品牌 VitaOcean，专注于红宝石油成分。

2024 年以来，自有品牌业务实现较快增长。2024 年绽家品牌收入 4.84 亿元，同增 90.09%，斐萃品牌自当年 9 月推出实现收入 1200 万元；25H1 公司实现收入 13.19 亿元，同增 67.55%，亦主要来自自有品牌业务快速增长贡献，自有品牌收入 6.03 亿元，同增 242.42%，占公司总营收的 45.75%，其中绽家收入 4.44 亿元、同增 157.11%，斐萃收入 1.60 亿元，远超公司预期。当前，公司形成布局家清+保健品的自有品牌业务、品牌管理业务、代运营业务三大业务板块。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

表1：公司主要业务板块及经营模式

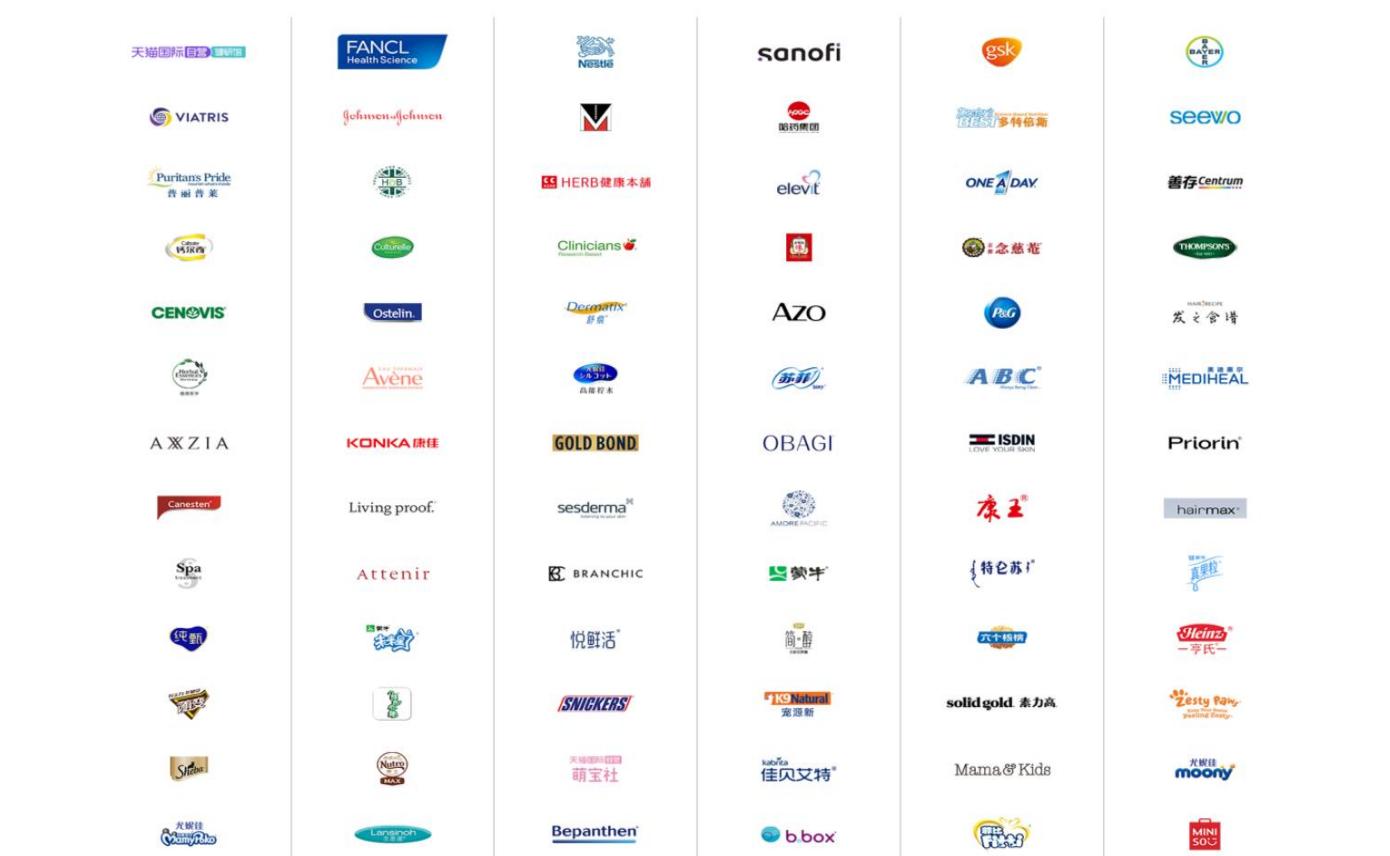
业务	分类	经营模式
品牌管理业务	<b>总代业务：</b> 在特定区域和一定时间内享有品牌的专营权，如艾惟诺、拜耳康王等品牌。	在取得合作品牌方授权后，以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
	<b>经营权买断：</b> 收购合作品牌在中国的经营权和商标使用权，拥有合作品牌在国内市场的研发、生产及销售权。	以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
	<b>合资品牌：</b> 整合公司与合作品牌双方的技术、资金、管理、市场等资源，共同生产和销售商品。	以合资的方式实现采购渠道共享、优化生产流程、降低原材料成本等，从而提高运营效率，获取更高利润。
代运营业务	<b>代运营：</b> 公司为品牌方在天猫、京东、抖音、拼多多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铺，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。	店铺代运营业务根据结算方式不同，分为零售模式和服务费模式。 <b>零售模式下：</b> 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； <b>服务费模式下：</b> 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。
	<b>渠道分销：</b> 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。
	<b>品牌策划：</b> 基于品牌方的营销需求，以提升品牌热度为目标提供数字营销服务，联动电商平台为品牌销售引流。	客户就公司提供的品牌策划服务方案支付服务费。



自有品 牌业务	<b>LYCOCELLE 绫家:</b> 于 2020 年末正式在中国市场上线销售，提出“专衣专护”理念	以科技环保理念为核心，结合自研配方（全球选材+顶尖代工）精心打造热销洗护产品。针对多元化社交平台定制差异化内容营销场景，充分满足消费者需求。同时构建完整的线上线下零售体系及品牌营销矩阵。
	<b>FineNutri 斐萃:</b> 以科学为驱动的营养品牌	致力于通过精准高效的超级成分，以极简配方和足量添加为原则，为消费者提供可感知的产品体验。目前，斐萃线上在天猫、抖音、京东、小红书等多个电商平台同时发力，针对不同的平台特点，定制差异化的运营及营销策略。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图2：公司代运营合作品牌



资料来源：若羽臣官网，信达证券研发中心

历史来看，根据可获得的数据，公司 2014-2018 年实现了收入、利润的快速增长，主要得益于电商行业红利及公司自身品牌运营能力快速提升、业务版图扩张。截至 2020 年 9 月深交所上市的时点，公司确立了“广州+上海”双总部发展格局，年度 GMV 超百亿，并保持着近 5 年年均 GMV 增幅超 50% 的快速增长，服务半径遍布全球 30 个国家及地区，合作品牌包含宝洁、拜耳、蒙牛等国内外知名品牌。

2019-2022年，公司收入增速放缓，利润呈现波动，主要系：1)传统头部电商平台竞争激烈、行业格局面临向社交电商、直播电商的转型，致代运营业务竞争激烈；2)2021年公司处于自身业务重心转变、自有品牌孵化期，在产品研发、市场推广、人员招募等方面投入较大，但由于收入尚未形成规模效应，因此净利润出现较大波动。

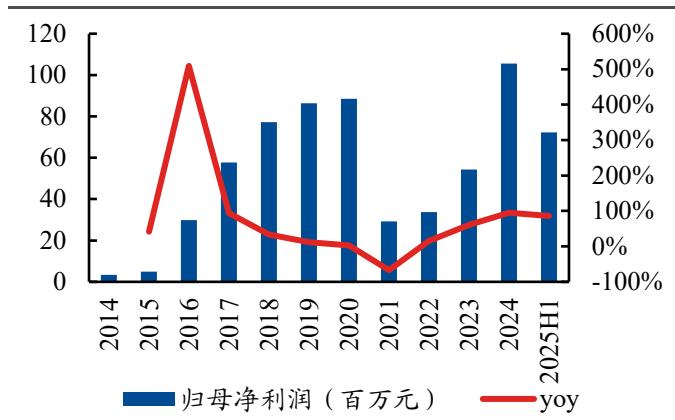
2023年以来，随着自有品牌收入较快增长，盈利改善，利润实现较快修复。2024年公司收入、利润均创新高，且25H1延续快增，25H1公司实现收入13.19亿元、同增67.55%，归母净利润0.72亿元、同增85.60%，利润同比大幅增长主要得益于自有品牌贡献，绽家大单品香氛洗衣液持续放量，斐萃亦有优异表现。

图3：公司历史营收及增速（百万元，%）



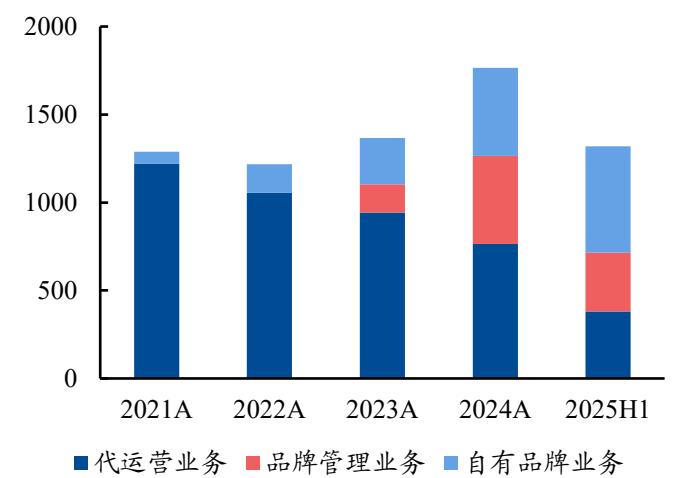
资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

图4：公司历史归母净利润及增速（百万元，%）



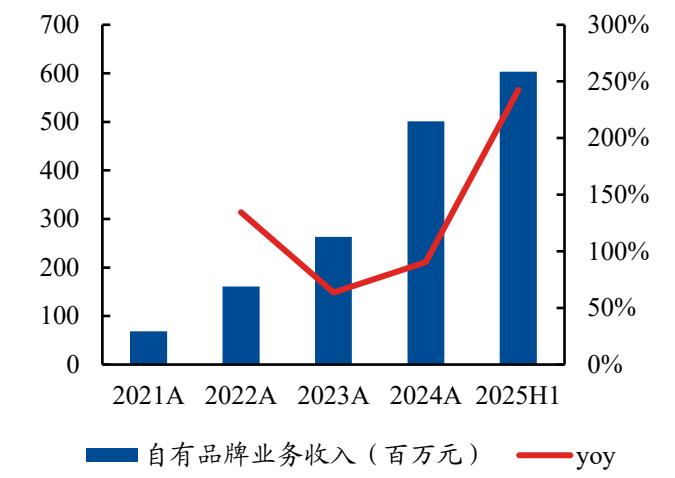
资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

图5：2023年以来公司自有品牌收入占比显著提升（百万元）



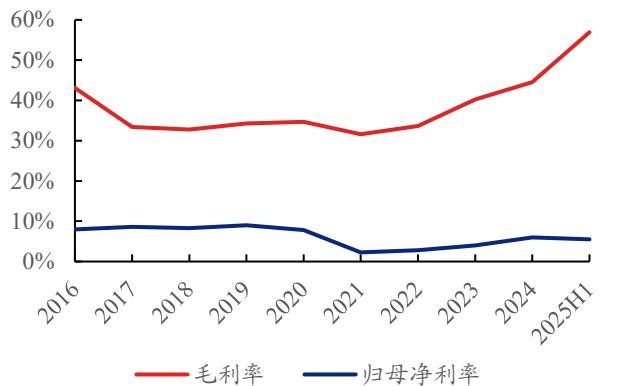
资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

图6：公司自有品牌业务收入快速放量

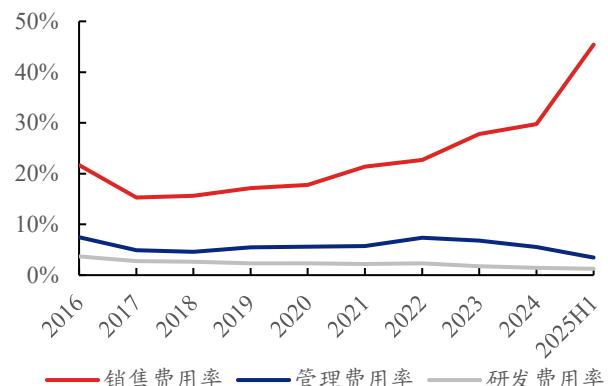


资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

代运营与自有品牌业务盈利结构有明显差异，自有品牌业务高毛利率、高费用率，代运营业务毛利率、费用率均低于自有品牌业务。历史来看，公司以代运营业务为主的结构中毛利率在33-35%，销售费用率在15-18%，归母净利率在高个位数。

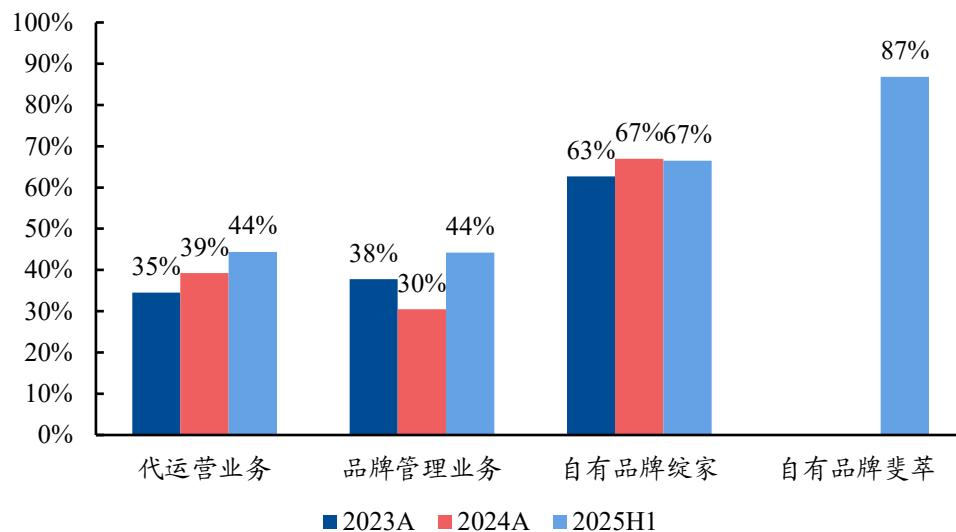
**图7：公司历史毛利率、净利率**


资料来源：ifind，信达证券研发中心

**图8：公司历史三项费用率**


资料来源：ifind，信达证券研发中心

2024年，随自有品牌收入占比提升，公司综合毛利率提升至45%，销售费用率提升至30%；2024年自有品牌绽家的毛利率为67%，而品牌管理业务、代运营业务毛利率分别为30%、39%。

**图9：自有品牌业务毛利率显著高于代运营业务**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

## 2、绽家：把握家清赛道消费新趋势，围绕“情绪香氛”打造中高端家清品牌

### 2.1 中国家清市场：规模稳健增长，新渠道、新需求创造机遇

根据艾媒咨询，2015-2023年中国家清产品行业市场规模从347.7亿元增长到556.1亿元，艾媒咨询预计其规模2024年达到583.9亿元，2024-2028年将保持年化个位数的规模增长。

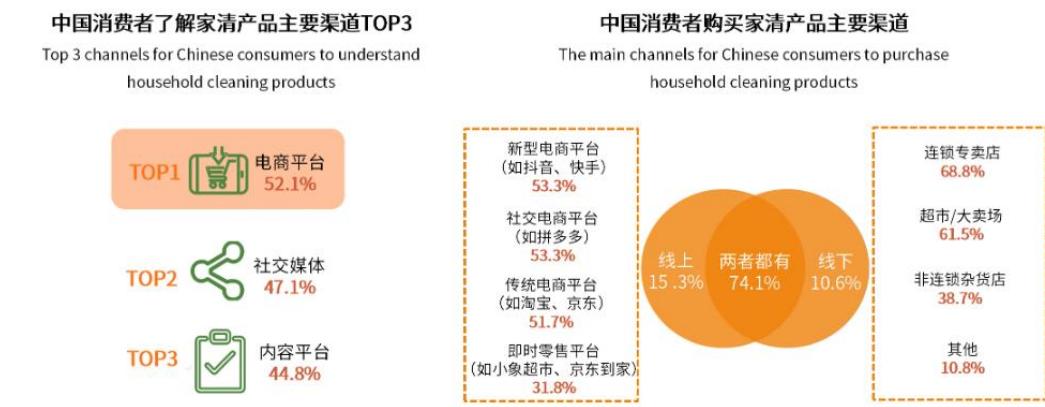
图10：中国家清产品行业规模稳健增长



资料来源：艾媒咨询《2024年中国家清产品消费趋势洞察报告》，信达证券研发中心

在家清产品信息获取渠道上，据艾媒咨询统计，电商平台（52.1%）是最主要的信息来源，74.1%的消费者选择线上线下结合购买家清产品，家清产品市场已进入数字化营销时代，新兴社交电商、直播电商为新品牌崛起创造机遇。网络购物用户规模也在持续突破，据中国互联网络信息中心（CNNIC）《中国互联网络发展状况统计报告》，截至2024年12月，网络购物用户规模达9.74亿人，较2023年12月增长5947万人。

图11：电商为中国消费者了解家清产品的主要渠道



数据来源：艾媒数据中心 (data.iimedia.cn)

样本来源：草莓派数据调查与计算系统 (Strawberry Pie)

样本量：N=1436；调研时间：2024年5月

艾媒报告中心：report.iimedia.cn

©2024 iiMedia Research Inc

资料来源：艾媒咨询《2024年中国家清产品消费趋势洞察报告》，信达证券研发中心

根据京东《2024洗涤清洁线上消费趋势报告》，消费者对衣物清洁产品的需求从基础的清洁力、易清洗、无残留等向持久留香、柔软亲肤、中高端香氛等迭代，衣物清洁方面的香氛类产品受欢迎，2021-2023年香氛类洗衣液和衣物留香喷雾的消费金额增速分别超过100%和60%，超过半数用户因香型选择产品，更加注重其带来的情绪价值和生活乐趣。同时，专衣专护品类增长迅速，内衣、真丝羊毛、羽绒服洗衣液消费金额增速均超过50%。

孕婴童、养宠人士、精致白领等细分市场增长强劲，体现了消费者需求的升级和个性化。

图12：消费者对衣物清洁产品的需求从基础的清洁力向留香时长、香味等迭代

衣物清洁领域消费者搜索关键词	洗衣凝珠品类消费者搜索关键词
<p>成熟趋势关键词</p> <p><b>深层洁净</b> <b>无残留</b> <b>持久留香</b> 顽固污渍 深入衣物纤维 温和配方 随机发货 新升级 呵护衣物 易漂洗</p> <p>潜力趋势关键词</p> <p><b>柔软亲肤</b> <b>去污蓬松</b> <b>加倍留香</b> 轻松收纳 开口设计 速干无痕 温和易清洗 护衣去污渍 差旅出行 高端包装</p>	<p>潜力趋势关键词</p> <p><b>香气四溢</b> <b>放心购买</b> <b>持久留香20天</b> 清洁不浪费 清洁污垢 味道清新舒适 香味扑鼻 多种香型 护理型护色 轻松方便</p>

资料来源：发现报告网，京东消费及产业发展研究院《2024 家庭清洁线上消费趋势报告》，信达证券研发中心

图13：衣物清洁品类香氛悦己、专衣专护、人群细分为三大增长方向

香氛悦己	专衣专护	人群细分												
<p>“香氛成为驱动衣消大盘重要趋势，强调衣物香水概念，强调大牌香型同款”</p> <p><b>香氛类洗衣液</b> 2021-2023年 消费金额增速 &gt; 100%            香氛品牌延伸至衣清产品，跨界出品</p> <table border="1"> <tr> <td>碧浪洗衣液</td> <td>雅诗兰黛香水</td> </tr> <tr> <td>汰渍洗衣液</td> <td>祖马龙 茄蒂娜</td> </tr> <tr> <td>威露士洗衣液</td> <td>VSL 反转巴黎</td> </tr> <tr> <td>碧浪洗衣液</td> <td>阿玛尼 品鉴</td> </tr> <tr> <td>立白洗衣液</td> <td>三丽一生之水</td> </tr> <tr> <td></td> <td>祖马龙 小夜曲</td> </tr> </table> <p>市面上的衣物清洁产品逐渐配备与香水大牌同款香型</p>	碧浪洗衣液	雅诗兰黛香水	汰渍洗衣液	祖马龙 茄蒂娜	威露士洗衣液	VSL 反转巴黎	碧浪洗衣液	阿玛尼 品鉴	立白洗衣液	三丽一生之水		祖马龙 小夜曲	<p>“针对不同衣物、不同场景，用户有了更细致的清洁诉求。内衣洗衣液、真丝羊毛特殊材质及羽绒洗衣液、漂白干洗剂等产品数量及销量双增长”</p> <p><b>内衣洗衣液</b> 2021-2023年 消费金额增速 &gt; 50%          关注点：除菌、抑菌、留香、温和</p> <p><b>真丝羊毛洗衣液</b> 2021-2023年 消费金额增速 &gt; 100%          关注点：护型、防缩、还原、固色</p> <p><b>羽绒洗衣液、干洗剂</b> 2021-2023年 消费金额增速 &gt; 200%          关注点：洗的干净、不伤材质</p>	<p><b>孕婴童</b> 爆炸盐          2021-2023年 消费金额增速 &gt; 200%          关注点：温和安全、强力去渍          代表产品：婴幼儿洗衣液、爆炸盐</p> <p><b>养宠人士</b> 宠物友好除菌液          2021-2023年 消费金额增速 &gt; 80%          关注点：防粘除毛、成分不伤宠          代表产品：除毛洗衣液、宠物友好除菌液</p> <p><b>精致白领</b> 吸色片          2021-2023年 消费金额增速 &gt; 100%          关注点：便携、复合功效、即时性          代表产品：去渍笔、洗衣凝珠、吸色片、羽绒服清洁湿巾</p>
碧浪洗衣液	雅诗兰黛香水													
汰渍洗衣液	祖马龙 茄蒂娜													
威露士洗衣液	VSL 反转巴黎													
碧浪洗衣液	阿玛尼 品鉴													
立白洗衣液	三丽一生之水													
	祖马龙 小夜曲													

资料来源：发现报告网，京东消费及产业发展研究院《2024 家庭清洁线上消费趋势报告》，信达证券研发中心

在需求、品类细分的趋势下，中高端家清市场迎来新机遇。若羽臣认为，未来家清产品将通过注重采用优质原料、运用先进技术、结合香氛以及提升产品品质来实现升级。根据小红书发布的《2025 年香水香氛行业趋势灵感图鉴报告》，57%的用户将香水香氛类产品视为舒缓情绪的方式，另有 44%的人将它用作精神赋能的工具；中国香水渗透率仅 5%（欧洲 42%），但增速领跑美妆市场，2024 年小红书香水香薰类目兴趣人群达 1.7 亿+，阅读量同比增 34%。我们认为该目标群体亦有机会将香氛需求从个护向家清品类延伸。

图14：年轻群体更倾向把购买香氛个护产品视作“情绪消费”

作为拥有 120 年历史的全球香氛行业拓新者，科蒂欣喜见证中国香水市场三大变革机遇：一、蓝海赛道突围。中国香水渗透率仅 5%，但增速领跑美妆大盘，下沉市场年轻群体（18-24 岁）消费力比肩一 / 二线城市，Z 世代正重构行业格局。二、情绪价值觉醒。57% 消费者通过香水舒缓情绪，44% 寻求精神赋能，香氛已成为情感表达的载体。线上线下融合体验需突破交易属性，构建精神共鸣场域。三、科技赋能未来。科蒂通过两大核心技术驱动产品创新：分子香氛技术延长留香 30%，碳捕获环保酒精技术实现可持续香水生产。依托与小红书平台的战略合作，我们将深化中国消费者实时趋势研究，以精准洞察驱动产品创新与场景化营销，携手把握全球香氛产业最大增长极——中国市场的黄金机遇！



**Eymeric Monange**  
科蒂集团·科蒂中国高端美妆与电商总经理

资料来源：小红书《2025 香水香氛行业灵感趋势图鉴》，发现报告，信达证券研发中心

## 2.2 绯家：战略大单品强化品牌“高端香氛”心智实现突围，电商销售延续快速增长

绯家品牌于 2020 年 9 月在国内上线，早期定位“新西兰天然植物家居生活品牌”，主打天然、安全、健康，并推出内衣洗衣液、无香洗衣液两款产品。2023 年陆续推出羊毛羊绒洗衣液、香氛洗衣凝珠、地板清洁液、香氛护衣喷雾、香氛洗手液等产品，在强化专衣专护、天然温和的品牌理念基础上，增加了“高端香氛”“宠物友好”等卖点，更加契合年轻消费人群对家清产品“情绪价值”的需求，亦迎合内容电商种草-转化的新消费链路。



信达证券  
CINDA SECURITIES

图15：绽家主要品类、大单品

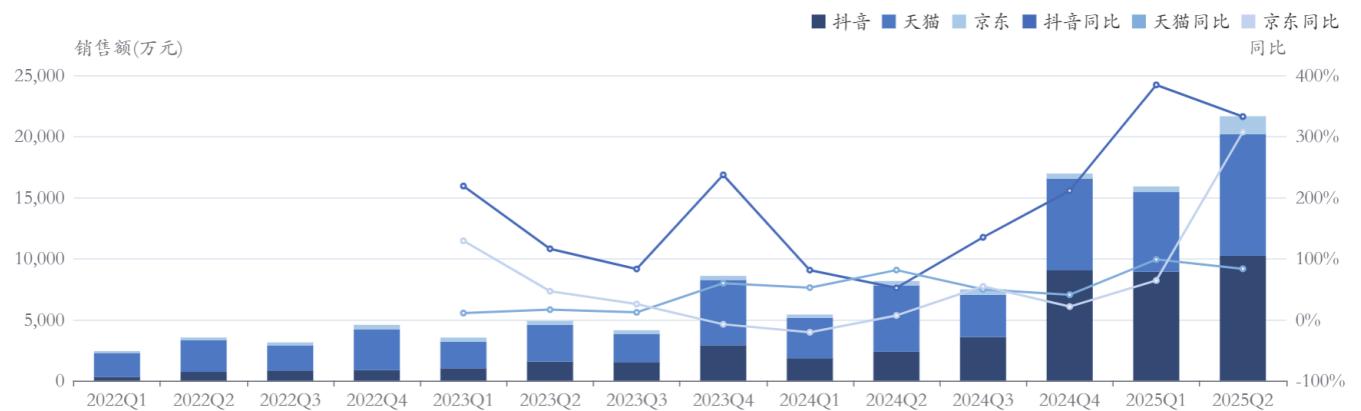
资料来源：若羽臣官网，绽家天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

2024年3月，品牌推出战略大单品四季繁花香氛洗衣液，取得亮眼表现，成为带动绽家销售快速起量的主要贡献之一。根据久谦数据，绽家电商销售渠道以天猫和抖音为主，抖音于24Q3开始出现明显提速增长，天猫亦保持了较快增速。四季繁花系列以一年四季为主题，每个季节对应一种香型，合作四位国际顶尖调香大师，在“情绪香氛”基础上再引入“大师调香”卖点，进一步明确其中高端家清品牌的定位。

图16：绽家联合四位香氛大师推出代表四季的“四季繁花”系列洗衣液

资料来源：LYCO 绯家微信公众号，信达证券研发中心

图17：绽家电商销售 24H2 以来实现较快放量



资料来源：久谦，信达证券研发中心

注：数据来源第三方平台统计，不代表公司收入口径，仅供参考。

我们将绽家洗衣液、洗衣凝珠等核心大单品与市场主流品牌&产品进行对比，绽家在产品卖点上更加强调大师调香、留香时长、香型细分等特点，定位中高端，产品单位价格高于蓝月亮、立白、活力 28，产品容量也更小，包装设计更精致。蓝月亮、立白作为传统头部衣物清洁品牌，总体以洁净、柔顺、易清洗等基础功能来做重点宣传；电商头部品牌活力 28 则更加强调大容量、性价比优势。值得注意的是，部分品牌如立白也开始重视香氛方向，推出大师香氛系列洗衣液、洗衣凝珠等产品，同样强调大师调香、精油添加、更持久的留香时长，然而立白的大师香氛系列从单位定价来看虽高于传统品牌&产品线，但仍低于绽家，我们预计主要与品牌的目标客群差异有关，绽家在家清领域香氛赛道定位更细分和聚焦，人群亦更精准。

表 2：绽家核心大单品卖点、价格与主要竞品对比

品类	品牌	主推产品	产品图示	价格/规格	单位价格	主要卖点
洗衣液	绽家	四季繁花洗衣液		99.9元/1700ml	0.06元/ml	高奢线调香大师共创，香氛层次高级；双层微胶囊技术72小时精油持久散香；Aromascope 顶空复刻香氛技术还原鲜花香气；7重植物酶，精准去污。
	蓝月亮	亮白增艳洗衣液（深层洁净）		32.9元/2000g	0.02元/g	保护衣物原色彩；总活性物含量高于国家标准洗衣液、去污力更强；自然清香。
	立白	除菌去渍洗衣液（全效馨香）		54.9元/5000g	0.01元/g	全效洁净、洁净柔顺，专利防发黄变旧变硬。
	活力28	大师香氛洗衣液		34.9元/2000g	0.02元/g	法国香水大师出品，添加格拉斯玫瑰精油，72小时留香；深层洁净、护衣护手、无残留。
	活力28	超浓缩洗衣液		19.9元/2600g	0.01元/g	温和易清洗，24小时留香。
洗衣凝珠	绽家	蓝桉叶精油洗衣凝珠		109.9元/70颗	1.57元/颗	三段式爆香，留香30天；10倍浓缩清洁力+除菌+灭螨+留香+去味；蓝桉叶精油复配卡瓦油，除菌率99.9%。
	立白	除菌除螨小苍兰洗衣凝珠		43.9元/104颗	0.42元/颗	香水级高定香氛；48小时留香；10倍浓缩洁净。
	立白	大师香氛洗衣凝珠		109.9元/75颗	1.47元/颗	法国香水大师出品，持久留香超33天；纳米级深层洁净、护色防串染、柔顺防静电。
	活力28	超浓缩洗衣凝珠		29.6元/104颗	0.28元/颗	99.9%除菌率，8倍洁净力，75%活性物含量，防串色染色。

内衣洗衣液	绽家	内衣专用洗衣液		69元/400ml	0.17元/ml	独创专利技术有效去除72h血渍；蓝桉叶精油复配瓦卡油双重抑菌99.9%；椰油表活+角鲨烷不伤手；特调精油香氛。
	蓝月亮	内衣专用洗衣液(樱花香)		39.9元/500g	0.08元/g	去血渍、高效除菌、无刺激、放发黄、去异味。
	立白	Miss内裤专用洗衣液(蜜桃香)		37.9元/480g	0.08元/g	澳洲茶树油精华除菌率99.9%，3倍去血渍，48小时长效抑菌。
	活力28	山茶花内衣洗衣液		29.9元/1000g	0.03元/g	高效除菌除螨、安全无添加。
柔顺剂	绽家	衣物香水柔顺剂		29.9元/480ml	0.07元/ml	添加四重水解蛋白“衣物保鲜膜”，降低衣物经典生成，30天留香。
	蓝月亮	浓缩衣物柔顺剂		37.9元/1000g	0.04元/g	柔顺除菌，留香30天。
	立白	大师香氛柔顺剂		35.9元/2000g	0.02元/g	大师香氛30天持久留香；立白品类首创专效去毛球。
	活力28	衣物柔顺剂		24.9元/2000g	0.01元/g	柔顺舒适、持久留香、防止静电、深层护衣。

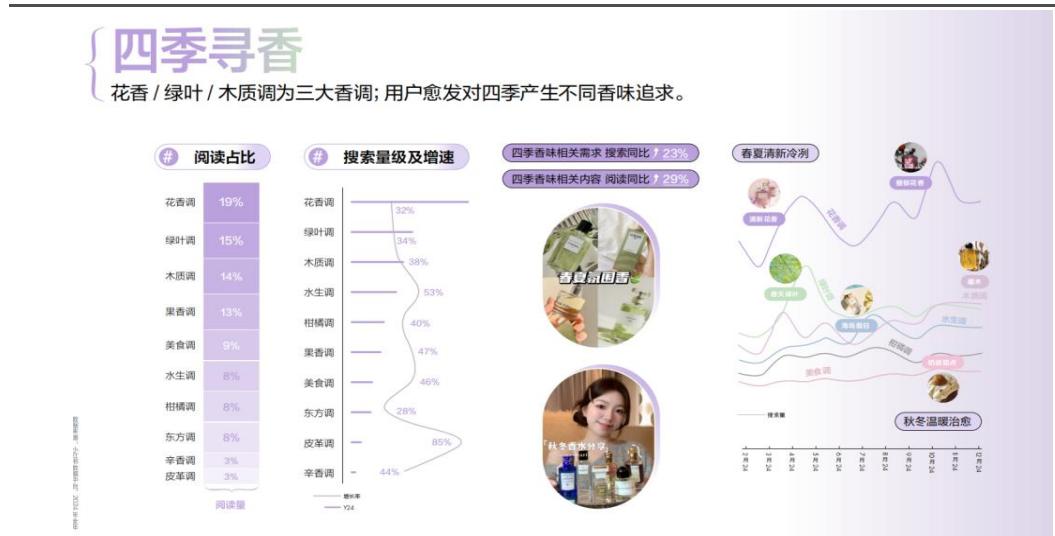
资料来源：绽家、蓝月亮、立白、活力28天猫旗舰店，信达证券研发中心

注：产品价格均取自7月25日天猫官方旗舰店价格。

消费者对家清个护产品香氛的核心考量主要在香味、留香时长。从香型来看，虽然对香味的喜好千人千面，但花香、木质香、果香等为大部分人更易接受/喜爱的香型，对于从传统的家清用品领域挖掘香氛需求的品牌来说为较好的切入方向。根据小红书《2025 香水香氛行业灵感趋势图鉴》，花香调的关键词搜索量级远高于其他香调，阅读占比亦最高，同时消费者对四季的不同香味兴趣程度高。

绽家以植物力量为核心，应用天然绿色表活技术及精油香氛调香技术，联合国际实验室共创香氛绿色配方，突破传统家清产品配方现状，重新定义“香氛植萃科技清洁力”，在全球范围内甄选顶尖合作伙伴，依托多项技术专利储备，构建高效研发体系，实现技术转化效率翻倍，以沙龙级香氛体验和天然温和的植萃配方，打造出多款明星产品，实现长期稳定于细分品类热销榜单TOP3。截至2024年末，绽家已成功打造出18款独特香型，为消费者提供了丰富的选择。

图18：花香调、四季香味为消费者喜爱度更高的香型



资料来源：小红书《2025 香水香氛行业灵感趋势图鉴》，发现报告，信达证券研发中心

在营销推广上，绽家合作多位行业头部主播和意见领袖，针对多元化的社交平台定制差异化内容营销场景，巩固天猫、抖音、小红书、京东等线上渠道优势，挖掘平台流量和用户资源，结合平台特性制定精细化策略，实现品牌曝光与销量的协同增长。内容营销上，以“高端生活美学”为锚点，强化的“高端”“香氛”标签，通过高质感的视觉语言与生活方式展现，深化品牌及产品理念，实现从功能认知到情感认同的用户心智升级。当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，线上覆盖天猫、京东、抖音、小红书以及有赞等超 20 个主流货架&兴趣电商平台，线下亦入驻山姆会员店等优质渠道。

### 3. 斐萃：定位高端女性抗衰，2025 年以来实现较快放量

#### 3.1 中国保健品行业：成长空间可观，抗衰、美白等细分赛道潜力大

随着人民生活水平提高、消费者健康观念增强，我国保健食品行业实现较快发展，根据药智网，2023 年中国保健食品市场规模 3283 亿元，2013—2023 年复合增长率为 12.7%，药智网预计 2024 年其市场规模将达到 3662 亿元。据 Euromonitor 预计，2025 年中国保健品市场规模有望达到 624 亿美元。

未来我国保健食品市场有以下趋势：1) 跨境带来保健品发展新机遇。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；2) 电商已成为主要购买渠道。抖音、小红书等内容渠道的崛起，以及淘宝等平台在种草内容上的布局，丰富了消费者获取信息的渠道，线上“推荐+购买”的一站式服务有望成为保健品增长的重要引擎；3) 细分需求方面，肠胃保健、体重管理、口服美容、改善睡眠等需求持续高增，尤其在口服美容方面，消费者主要为发达城市的女性，在抗衰、美白等方面需求强烈。这些人群有较强的消费能力，也在推动整个行业持续向高端化渗透。

图19：我国保健食品市场具备较好成长性



资料来源：药智网，信达证券研发中心

据阿里健康《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》，除基础营业和普善品类如钙铁锌、维生素、益生菌等保持增长以外，重功效潜力品类增长空间大，包含鱼油等辅助降血脂品类、辅酶Q10、护肝护眼、睡眠相关赛道。

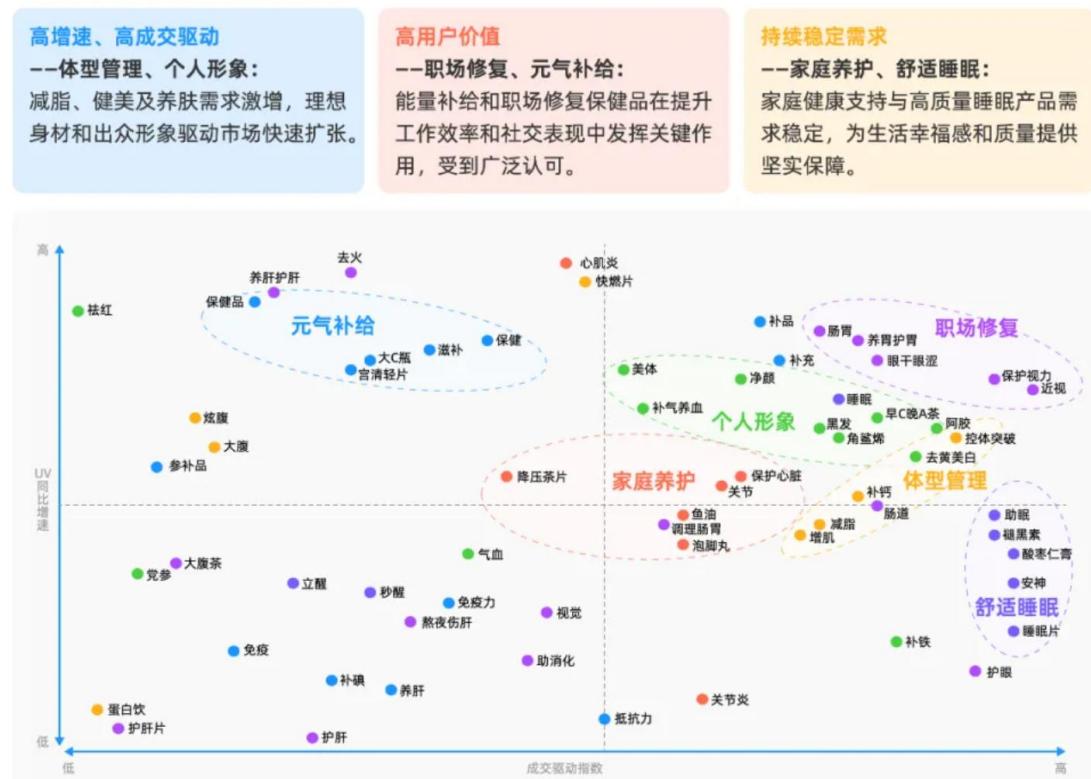
图20：新剂型产品和强功效产品规模增速较快



资料来源：阿里健康《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》，信达证券研发中心

需求场景方面，消费者对保健品的购买从单一功能向多元生活场景演变，包含体型、个人形象管理，职场修复，家庭保养&睡眠等，其中职场修复、元气补给为高增速、高客单消费场景。

图21：保健品消费从单一的功能驱动购买向多元生活场景需求演变



资料来源：阿里健康《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》，信达证券研发中心

若羽臣曾合作多个国内外知名保健品牌 Swisse、善存、钙尔奇等，具备丰富的保健品运营经验。

表3：若羽臣代运营过的主要保健品牌及销售成果

合作伙伴	销售成果
Swisse	2017年起，若羽臣开始接手 Swisse 官方海外旗舰店的运营，至 2022 年，接店 5 年 Swisse 官方海外期间的连续 5 年业绩较快增长。2020 年 Swisse 海外旗舰店连续 12 个月保持行业第一；2021 年 618 期间 Swisse 三大旗舰店销售持续增长，再度成为行业第一，7 大爆品获得各类目 Top1；2022 年 618，Swisse 蝉联天猫国际跨境保健品牌及店铺双料冠军，8 大爆品横扫叶子品类 No.1。
Doctor's Best	2022 年 618，Doctor's Best GMV 同比增长超 86%，旗舰店 NMN 类目连获品牌榜、店铺榜、单品榜三项第一，辅酶类产品排名 TOP2，辅酶销售同比 101%
钙尔奇	2022 年 618 期间，钙镁锌类目店铺交易排名第二，消费者资产增长超 70%。
善存	2022 年 618 期间善存爆款女士复合维生素交易排名第一，持续领先。
MamaAndKids	2022 年 618 开门红前 2 个小时，MamaAndKids 销售同比增长 109%，618 第一波销售额同比增长 59%，618 消费者总量比 21 年增长 194%。
双心	2022 年 618 成为叶黄素类目排名第一
美纳里尼	海外旗舰店在 2021 年 618 第一波销售同比增长 500%
FANCL	2022 年 618 成为复合维生素品类第一

资料来源：若羽臣情报局微信公众号，公司公告，信达证券研发中心



### 3.2 斐萃：专研女性抗衰的高端保健品牌

斐萃于2024年9月孵化推出，专研女性抗衰，上市半年即获得多个营养保健行业奖项，登上天猫抖音等销售榜单。斐萃目前共有8个SKU，围绕麦角硫因、辅酶Q10、红宝石油等核心成分，形成主要单品包含麦角硫因小蓝瓶、光子瓶、红宝石油小红瓶等，聚焦女性抗衰，功效涵盖护肤抗初老、护肝、美白、舒缓助眠等，契合当代职场女性群体因熬夜、应酬、光损伤等产生的保养需求。

图22：斐萃主要产品矩阵



资料来源：天猫, FineNutri 斐萃海外旗舰店, 信达证券研发中心

我们将斐萃品牌的主要成分/产品与市场上主要可比产品进行对比，包含鱼油类、口服麦角硫因类、辅酶Q10类产品。斐萃同类产品定价偏高端，核心成分单粒含量/浓度高，优势在于功效的针对性强，市场主流保健品品牌swisse、汤臣倍健等，会通过推出大众到高端的多个SKU覆盖不同需求人群。以鱼油产品为例，斐萃红宝石油胶囊核心卖点在于红宝石油之于鱼油、磷虾油的成分优势，以及成分的精简；swisse、汤臣倍健、澳佳宝核心宣称在于鱼油的浓度&纯度，以及针对不同年龄和需求的人群推出不同产品，包含专门针对中老年人血脂管理的高EPA鱼油，复配维生素的鱼油等。



表4：斐萃核心大单品与主要竞品对比

品类	品牌	产品	价格	成分/每粒含量	主要功效/卖点
鱼油类产品	斐萃	红宝石油胶囊	508元/瓶 60粒 每粒500mg	Omega-3: 100mg 其中: EPA: 24mg DHA: 50mg SDA: 72mg 虾青素: 0.685mg 海洋普利醇: 155mg	女性专属高阶鱼油，相较普通鱼油5倍抗氧、4.5倍吸收率、16倍虾青素含量
	Swisse	Swisse深海鱼油	184元/瓶 400粒 每粒1000mg	Omega-3: 300mg 其中: EPA: 180mg DHA: 120mg	高浓度TG型鱼油，3倍高吸收率，每粒含EPA 180mg+DHA 120mg，3:2黄金配比，适合作为日常营养补充
		Swisse青少年鱼油软胶囊	239元/瓶 60粒	DHA: 300mg PS: 25mg EPA: 60mg	复配PS磷脂酰丝氨酸，与鱼油协同强化补充大脑营养，rTG型鱼油吸收率高，适合12-18岁青少年
		Swisse4倍高浓度深rTG海鱼油软胶囊	329元/瓶 120粒 每粒1800mg	Omega-3: 1260mg 其中: EPA: 720mg DHA: 486mg	强调Omega-3高浓度、高含量、rTG型高吸收率，EPA和DHA含量3:2的黄金配比
	汤臣倍健	汤臣倍健小金堡鱼油	212元/瓶 100粒 每粒1000mg	EPA: 320mg DHA: 210mg	适合日常保养，rTG型高吸收率，EPA: DHA科学配比3:2
		汤臣倍健EPA鱼油95%高纯度omega3软胶囊	382元/瓶 100粒 每粒560mg	DHA: 0.056mg EPA: 537.6mg	96%高纯度EPA含量，专门针对血脂管理，适合血脂偏高、久坐内脏脂肪偏高人群
		汤臣倍健全藻鱼油软胶囊	177元/瓶 60粒 每粒680mg	Omega-3: 612mg 其中: EPA: 332.2mg DHA: 210.8mg	96%高纯度Omega-3，rTG精炼型鱼油约2倍吸收率，新鮮度高，适合上班族日常基础保养心脑眼，针对久坐不动、饮食油腻、长时间久坐面对电脑、血脂偏高的人群
	澳佳宝 blackmores	澳佳宝小粒鱼油	264元/瓶 400粒 每粒1000mg	Omega-3: 330mg 其中: EPA: 180mg DHA: 120mg	浓度66%，小颗粒可咀嚼，柠檬香草味，易入口，适合大部分人群（包含2岁及以上儿童）服用
		澳佳宝4倍DHA鱼油	155元/瓶 60粒 每粒1000mg	Omega-3: 600mg 其中: EPA: 100mg DHA: 500mg	DHA含量超80%，是普通鱼油的4倍，针对高强度用脑、用眼人群，适合青少年
		澳佳宝3倍omega3浓缩中老年鱼油	366元/瓶 150粒 每粒1500mg	Omega-3: 900mg 其中: EPA: 540mg DHA: 360mg	高含量EPA针对心血管健康，DHA+EPA高能配比，保护关节健康，适合中老年人和上班族
		澳佳宝98%超浓缩深海精粹omega3全钻鱼油	255元/瓶 60粒 每粒1500mg	Omega-3: 1280mg 其中: EPA: 720mg DHA: 480mg d-a-生育酚: 3.75mg	98%高浓度鱼油+维生素E复合配方
麦角硫因	斐萃	斐萃小蓝瓶	298元/瓶 60粒	麦角硫因: 30mg	口服“黄金微针”，首个人体临床实测麦角硫因，28天减少30%细纹
		斐萃小紫瓶	498元/瓶 60粒	麦角硫因: 15mg PQQ: 10mg 共晶还原型辅酶Q10: 50mg 羟基酪醇: 5.3mg 维生素E: 100mg	抗氧化、护卵巢、改善肌肤状态
		斐萃光子瓶	498元/瓶 60粒	谷胱甘肽: 125mg 麦角硫因: 15mg 共晶羟基酪醇: 10mg 其中: 羟基酪醇: 5.3mg 烟酰胺: 4.2mg	中山三院实测8倍抗光老修光损，提升皮肤白皙细腻度
		斐萃舒睡瓶	388元/瓶 60粒 每粒360mg	麦角硫因: 15mg 甘氨酸镁: 320mg 镁: 35mg 南非酸范提酮: 125mg 维生素B6: 1.4mg	舒缓情绪，提升睡眠质量
		斐萃养肝小绿瓶	298元/瓶 60粒	麦角硫因: 15mg 水飞蓟素: 210mg 还原型谷胱甘肽: 30mg	通过肝脏养护改善熬夜和口气
		斐萃代谢小绿瓶	498元/瓶 60粒 每粒530mg	麦角硫因: 15mg 水飞蓟素: 210mg 盐藻黄素: 1.2mg	进阶版，适合经常应酬、亚健康、有深度养肝需求人群
	Swisse	Swisse超光瓶	320元/瓶 30粒	胶原蛋白肽: 833.33mg 玻尿酸: 40mg 麦角硫因: 1.67mg 维生素C: 26.67mg 维生素E: 1.62mg 铜: 0.17mg	核心成分为专利胶原蛋白肽+玻尿酸，升级版额外添加了麦角硫因，复配VC、VE，重塑轮廓线14天紧致上扬
		SwissePLUS nad+细胞新生瓶时光胶囊	2299元/瓶 30粒	NR: 300mg PQQ: 20mg 麦角硫因: 25mg	专利NR+PQQ+麦角硫因三种成分复配，连续服用7天，体内NAD+水平提升73.5%，强脑力、提精力、紧轮廓
		Swisse二代超光瓶	366元/瓶 30粒	胶原蛋白肽: 833.33mg 透明质酸钠: 40mg L-麦角硫因: 8.33mg RAE维生素A: 0.13mg 维生素C: 26.67mg；维生素E: 1.62mg 铜: 0.17mg	99高纯麦角硫因，重塑皮肉骨三相，麦角硫因含量为一代超光瓶的5倍



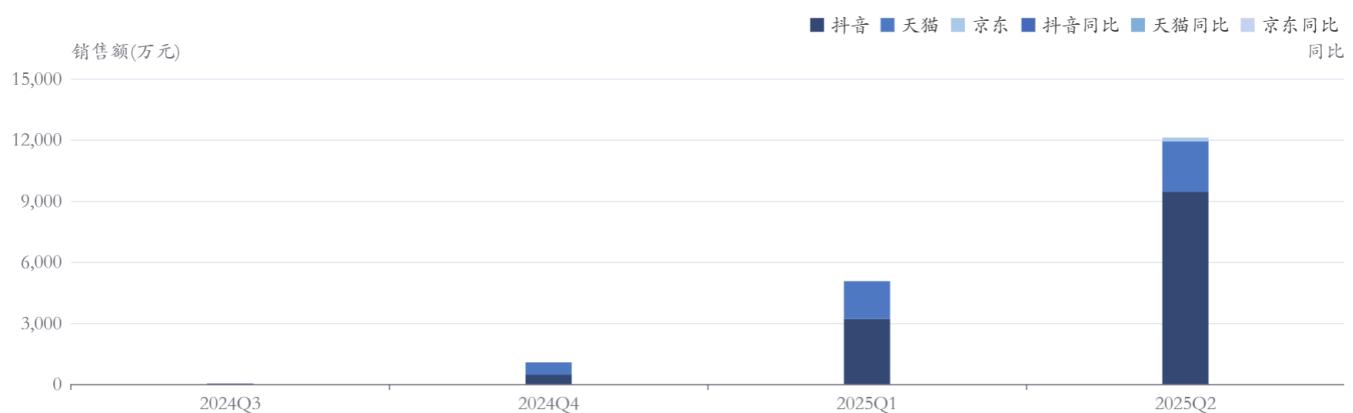
	华熙生物 bloomage health	动能丸		994元/瓶 30粒		麦角硫因：50mg 亚精胺：10mg	单粒50mg高含量、99.99%高纯度华熙专研超活麦角硫因，10mg、98%高纯度亚精胺，从线粒体K <sub>m</sub> /端粒修复/激活细胞自噬3个维度根源抗老，适合成人尤其是35岁以上人群日常养护。
	金达威 Doctor's Best	麦角硫因光 紫瓶		564元/瓶 60粒		L-麦角硫因：15mg PQQ：5mg 烟酰胺（烟酰胺）：50mg 胶原蛋白肽：355mg 硫辛酸（来自R-硫辛酸钠）：25mg	五一成分抗老，每粒含15mg 纯度99.99%的专利L-麦角硫因，以及PQQ、烟酰胺、R-硫辛酸、胶原蛋白肽，适合25岁以上抗初老女性。
辅酶Q10	斐萃	共晶还原型 辅酶Q10胶囊		358元/瓶 60粒		Crystal QH 共晶还原型辅酶Q10：100mg 烟酰胺：15mg 维生素e：20mg	养护心脏和卵巢，调节激素，改善多囊、帮助备孕。
	汤臣倍健	辅酶Q10软 胶囊		213元/瓶 90粒 每粒400mg		辅酶Q10：38mg	增强免疫力、抗氧化，适合成人日常补充。
	Swisse	辅酶Q10胶 囊		143元/瓶 50粒		辅酶Q10：150mg	专利还原型辅酶Q10吸收率，辅酶、锌、维生素D3、维生素A四种成分复配。
	金达威 Doctor's Best	辅酶 Q10+PQQ含 黑胡椒胶囊		309元/瓶 60粒 每粒100mg		辅酶Q10（泛醌）：100mg PQQ：20mg 黑胡椒提取物（胡椒）（果实）：5mg	辅酶Q10+PQQ复配，协同赋能线粒体，焕发细胞，添加黑胡椒籽额外提升吸收率32%。高纯度配方，辅酶Q10纯度99.8%，PQQ纯度99%

资料来源：天猫，FineNutri 斐萃海外旗舰店、swisse 斯维诗海外旗舰店、汤臣倍健官方旗舰店、BLACKMORES 海外旗舰店、doctorsbest 海外旗舰店、BlooomageHealth 海外旗舰店，信达证券研发中心

注：产品价格均取自 8 月 15 日天猫官方旗舰店价格。

斐萃品牌 2024 年 9 月推出，2025 年以来电商销售实现较快放量，我们预计 2025 年销售贡献有望显著提升。

图23：斐萃电商销售 2025 年较快放量



资料来源：久谦，信达证券研发中心

注：数据来源第三方平台统计，不代表公司收入口径，仅供参考。

此外，公司于今年 7 月推出专注红宝石油的新自有品牌 VitaOcean，目前上线一款高纯度飞马哲水蚤油（红宝石油）胶囊产品，天猫官方旗舰店售价 712 元/60 粒，定价高于斐萃的红宝石油小红瓶。红宝石油提取自北极深海浮游生物飞马哲水蚤，作为海洋食物链的底端而避免了污染风险，形成独特蜡酯结构，富集天然虾青素、普利醇及 Omega 等多重营养成分。相比于普通鱼油、磷虾油，红宝石油具备以下优势：1) 更显著的抗氧、抗炎、提代谢功效；2) 除普通鱼油、磷虾油所含有的 EPA、DHA 以外，还含有 SDA、普利醇，以及更高含量虾青素，营养价值更高；3) 红宝石油人体吸收利用率是高纯浓缩鱼油的 2 倍；4) 无重金属和化学试剂，更纯净安全；5) 口感无腥味。

图24：红宝石油相比普通鱼油、磷虾油的优势

鱼油	VitaOcean红宝石油	磷虾油
无效果保证	<b>功效升级↑</b> 抗氧、抗炎、提代谢	无效果保证
EPA、DHA	<b>营养升级↑</b> 虾青素、SDA、普利醇、EPA、DHA	微量虾青素 EPA、DHA
偏低	<b>吸收升级↑</b> 2倍吸收	中等
有污染风险 原料容易富集 重金属	<b>纯净升级↑</b> 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	<b>口感升级↑</b> 无腥味	有腥味

资料来源：天猫，VitaOcean 海外旗舰店，信达证券研发中心

## 4、盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

我们将公司业务拆分为自有品牌、代运营、品牌管理三大板块，公司自 2020 年末上线绽家品牌开始重点发力自有品牌业务，形成以家清、保健品赛道为核心的品牌矩阵，包含绽家、斐萃，以及 2025 年 7 月新推出的 Vita ocean。我们预计 2025-2027 年自有品牌销售增长贡献公司主要收入、利润增长，并带动综合毛利率、费用率结构的变化。我们预计自有品牌业务 2025-2027 年收入为 15.5/26.0/37.0 亿元，同增 209%/68%/42%，其中绽家收入 10/15/20 亿元，保持快增；斐萃 2025 年有望实现放量，并在 26-27 年延续绽家销售爬坡的节奏；其他品牌 23-24 年收入体量较小，2025-2027 年主要包含对 2025 年 7 月推出的保健品牌 Vita ocean、以及未来有望推出的其他保健品牌的收入预测。

盈利能力方面，考虑公司收入结构中自有品牌销售占比的持续提升，自有品牌业务相较代运营、品牌管理业务，具备更高毛利率和销售费用率的特征，因此我们预计 2025-2027 年公司费用率呈提升趋势，公司净利率总体平稳。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 30/42/54 亿元，同增 70%/40%/30%，归母净利润分别为 1.77/2.50/3.28 亿元，同增 67%/42%/31%。

**表 5：若羽臣盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>1216.98</b>	<b>1,366.09</b>	<b>1,765.78</b>	<b>2,994.25</b>	<b>4,187.50</b>	<b>5,426.56</b>
YOY	-6%	12%	29%	70%	40%	30%
<b>毛利率</b>	<b>33.6%</b>	<b>40.2%</b>	<b>44.6%</b>	<b>58.3%</b>	<b>62.1%</b>	<b>64.4%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>106</b>	<b>177</b>	<b>250</b>	<b>328</b>
净利润同比增速	16%	61%	95%	67%	42%	31%
<b>净利率</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>22.72%</b>	<b>27.82%</b>	<b>29.78%</b>	<b>44.20%</b>	<b>49.60%</b>	<b>52.30%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>7.39%</b>	<b>6.83%</b>	<b>5.56%</b>	<b>3.80%</b>	<b>3.20%</b>	<b>2.90%</b>
<b>研发费用率</b>	<b>2.33%</b>	<b>1.76%</b>	<b>1.46%</b>	<b>1.30%</b>	<b>1.20%</b>	<b>1.20%</b>
<b>自有品牌</b>	<b>160.90</b>	<b>263.28</b>	<b>500.96</b>	<b>1,550.00</b>	<b>2,600.00</b>	<b>3,700.00</b>
YOY	134%	64%	90%	209%	68%	42%
其中：绽家		254.73	484.22	1,000.00	1,500.00	2,000.00
yoy			90%	107%	50%	33%
斐萃		-	12.12	500.00	1,000.00	1,500.00
yoy				4025%	100%	50%
其他品牌		8.55	4.62	50.00	100.00	200.00
yoy				982%	100%	100%
绽家毛利率		62.72%	66.92%	65.00%	65.00%	65.00%
保健品毛利率				85.00%	85.00%	85.00%
<b>代运营业务</b>	<b>1056.08</b>	<b>942.33</b>	<b>763.71</b>	<b>702.61</b>	<b>660.46</b>	<b>660.46</b>
YOY	-13%	-11%	-19%	-8%	-6%	0%
代运营毛利率	29.05%	34.54%	39.26%	44.00%	44.00%	44.00%
<b>品牌管理业务</b>	<b>-</b>	<b>160.49</b>	<b>501.11</b>	<b>741.64</b>	<b>927.05</b>	<b>1,066.10</b>
YOY	-	-	212%	48%	25%	15%
品牌管理毛利率	-	37.77%	30.47%	43.00%	43.00%	43.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

## 4.2 估值及投资建议

由于我们认为公司核心看点在于代运营向品牌商的转型，未来3年收入、业绩增长预期主要来自自有品牌业务，因此我们选择A股个护板块品牌商润本股份、登康口腔、百亚股份，美护板块品牌商珀莱雅、丸美生物作为可比公司。根据Wind一致预期，可比公司均具备较好未来业绩成长性，25-27年CAGR2平均为23%，采用PEG估值法，以2025年9月10日收盘价计算的可比公司对应2026年PEG平均为1.1，我们预测若羽臣25-27年归母净利润CAGR2为36%，成长性优于可比公司，给予2026年PEG 1.7，对应目标市值154亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 6：可比公司 PE 估值（股价为 2025 年 9 月 10 日收盘价）**

公司	代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (人民币元)				PE				25-27 年 CAGR2	PEG
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
润本股份	603193.SH	117	28.93	0.74	0.83	1.03	1.27	39	35	28	23	24%	1.2
登康口腔	001328.SZ	70	40.62	0.94	1.19	1.47	1.82	43	34	28	22	24%	1.2
百亚股份	003006.SZ	126	29.28	0.67	0.85	1.11	1.44	44	34	26	20	30%	0.9
珀莱雅	603605.SH	323	81.64	3.92	4.50	5.15	5.8	21	18	16	14	14%	1.2
丸美生物	603983.SH	160	39.96	0.85	1.06	1.35	1.69	47	38	30	24	26%	1.1
可比公司平均								32	26	21	23%	<b>1.1</b>	
若羽臣	003010.SZ	129	57.90	0.64	0.57	0.80	1.05	43	73	51	39	36%	1.4

资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：可比公司盈利预测来自Wind一致预期）

## 5、风险提示

- **电商竞争加剧，投流效率下降：**公司转型自有品牌业务以电商为核心销售渠道，若电商投流竞争加剧则影响自有品牌 ROI 及经营效率。
- **产品推新、品牌推新不及预期：**公司自有品牌业务增长主要依靠大单品的持续推出、以及保健品品牌矩阵建设，若无法持续推出消费者欢迎的产品，将拖累自有品牌业务业绩增长。
- **消费力疲软：**公司自有品牌定位均属于消费升级赛道，若国内消费力走弱，将影响公司业绩。

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,039	1,189	1,552	1,609	1,682		营业收入	1,366	1,766	2,994	4,188	5,427
货币资金	345	607	897	869	874		营业成本	816	979	1,249	1,588	1,933
应收票据	0	0	0	0	0		营业税金及附加	4	8	13	18	23
应收账款	169	199	212	232	240		销售费用	380	526	1,323	2,077	2,838
预付账款	137	103	112	127	135		管理费用	93	98	114	134	157
存货	319	226	276	323	375		研发费用	24	26	39	50	65
其他	69	54	55	58	57		财务费用	-13	-11	16	19	20
非流动资产	306	362	331	323	316		减值损失合计	-1	-8	-29	-5	-5
长期股权投资	48	91	67	67	67		投资净收益	2	2	3	4	5
固定资产(合计)	177	171	162	152	143		其他	-3	-4	4	8	11
无形资产	6	5	4	3	2		营业利润	59	131	218	307	402
其他	75	95	98	101	104		营业外收支	-3	-3	-3	-2	-2
资产总计	1,346	1,551	1,882	1,932	1,997		利润总额	57	128	215	305	400
流动负债	243	407	675	708	740		所得税	2	22	39	55	72
短期借款	171	274	474	474	474		净利润	54	106	177	250	328
应付票据	0	0	0	0	0		少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	20	47	92	94	94		归属母公司净利润	54	106	177	250	328
其他	53	85	109	140	172		EBITDA	66	155	286	353	447
非流动负债	5	40	202	202	202		EPS(当年)(元)	0.33	0.65	0.57	0.80	1.05
长期借款	0	0	162	162	162							
其他	5	40	40	40	40							
负债合计	249	447	877	910	942							
少数股东权益	0	0	0	0	0							
归属母公司股东权益	1,097	1,104	1,005	1,022	1,055							
负债和股东权益	1,346	1,551	1,882	1,932	1,997							
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					单位:百万元	
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		经营活动现金流	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,366	1,766	2,994	4,188	5,427		经营利润	-92	334	233	240	334
同比 (%)	12.3%	29.3%	69.6%	39.9%	29.6%		净利润	54	106	177	250	328
归属母公司净利润	54	106	177	250	328		折旧摊销	22	23	15	15	16
同比 (%)	60.9%	94.6%	67.3%	41.7%	31.1%		财务费用	-6	-2	22	28	28
毛利率 (%)	40.2%	44.6%	58.3%	62.1%	64.4%		投资损失	0	-2	-2	-3	-4
ROE%	4.9%	9.6%	17.6%	24.5%	31.1%		营运资金变动	-170	184	-15	-62	-45
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.64	0.57	0.80	1.05		其它	11	25	37	12	12
P/E	45.65	43.32	72.81	51.38	39.20		投资活动现金流	-15	-55	-8	-6	-5
P/B	6.46	8.60	17.92	17.62	17.08		资本支出	-4	-14	-6	-5	-5
EV/EBITDA	35.20	27.67	62.27	50.49	39.86		长期投资	-12	-41	-3	-3	-3
							其他	1	0	1	2	3
							筹资活动现金流	66	-25	64	-262	-324
							吸收投资	8	17	-89	0	0
							借款	125	104	362	0	0
							支付利息或股息	-32	-38	-208	-262	-324
							现金流净增加额	-32	264	289	-28	5

## 研究团队简介

范欣悦，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

蔡昕妤，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~15%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。