

自有品牌领航，开启品牌孵化新程

华泰研究

2025 年 10 月 21 日 | 中国内地

首次覆盖

商业贸易

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

52.13

首次覆盖公司并予以增持评级，目标价 52.13 元，对应 27E 约 40 倍 PE。作为发展十余年、面向全球的消费品牌数字化管理公司，公司在大健康/美妆个护等领域积累头部竞争优势及强大资源整合能力，已完成从品牌运营到品牌管理的战略跨越。个护领域 20 年自有高端家清品牌绽家上线，持续强化香氛心智，后续有望持续拓展多品类/全渠道；大健康领域以多品牌矩阵覆盖细分赛道：斐萃主打“超级成分+极简配方+足量添加”，专注女性抗衰；极地/纽益倍分别针对高端抗炎场景/普惠市场。公司在个护及大健康领域已沉淀多品类消费者洞察与丰富运营经验，悦己消费趋势下，我们看好高端家清/功能性保健品行业红利及公司自有品牌空间。公司若成功赴港上市，亦有助全球资源整合，助力国际化。

绽家：深挖需求痛点，重新定义“香氛植萃科技清洁力”

2024 年中国家清市场规模 1298 亿元，2016-2024 年 CAGR3.2% (欧睿)，线上红利/供给创新/高端升级带来新机遇。自有品牌绽家定位高端香氛家清，2020 年正式上线以来高速增长，至 25H1 营收已达 4.4 亿元 (24 年 4.8 亿元)。产品端，品牌以香氛心智切入高端市场，成功打造四季繁花香氛洗衣液大单品，内衣洗衣液/洗衣凝珠/地板清洁剂继续稳居细分品类前三，并延展洗洁精/洗手液等新品类；渠道端，强化全渠道协同，抖音已构建“自播+达播”双擎飞轮 (25M8 占比 52%/28%，飞瓜)，淘系/小红书等平台 25 年 618 亦实现翻倍增长；线下已入驻山姆/永辉等，并持续探索创新业态。

口服保健：内源性抗衰意识提升，原料普惠加速市场教育

2024 年中国保健品市场规模 3998 亿元，2016-2024 年 CAGR7.1% (欧睿)，消费者的需求重心从传统膳食补充剂逐渐向功能性保健品转移，内源性抗衰需求快速崛起，合成生物技术带来的原料普惠效应亦加速市场教育。若羽臣以多品牌矩阵切入：1) 斐萃：针对全年龄段女性不同生命周期中的细分抗衰需求，打造出多款科学抗衰产品，截至 25H1 已成为口服麦角硫因全网销量第一；2) 极地 VitaOcean：针对抗炎抗氧化需求，主打获独家授权成分红宝石油；3) 纽益倍 NuiBay：定位国民普惠级，持续渗透低价口服美容市场，25M9 抖音渠道已实现千万级销售额 (飞瓜数据)。

我们与市场观点不同之处

市场担忧市场竞争加剧及公司后续增长持续性，我们认为：1) 家庭清洁及功能性保健品行业兼备整体规模扩容势能 (25E-29E CAGR 分别为 2.2%/3.9%，欧睿) 与结构性红利，公司凭借鲜明定位产品与线上布局优势有望弯道超车。2) 公司品类选取/产品开发及全渠道/全链路操盘能力已得彰显，凭借前期积累的前瞻消费者洞察/丰富运营经验/资源整合能力，后续能力有望持续复制。

盈利预测与估值

预计自有品牌 25E-27E 实现归母净利润 1.07/2.04/3.42 亿元，代运营+品牌管理业务 25E-27E 实现归母净利润 0.80/0.82/0.59 亿元，考虑到二者增长潜力差异以及公司 25E-27ECAGR 55.9%高增预期，我们采用分部估值法基于 27E 分部净利润估值。自有品牌业务可比公司 27 年 iFinD 一致盈利预测 PE22 倍，考虑到公司处快增阶段，品类差异化，给予 27 年 44 倍 PE，目标市值 150.4 亿元；传统业务可比公司 27 年 iFinD 一致盈利预测 PE34 倍，考虑到业务模式差异，给予传统业务 27 年 20 倍 PE，目标市值 11.7 亿元；合计目标市值 162.1 亿元，对应目标价 52.13 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品爬坡较慢，市场投入费用加大。

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

孙丹阳

SAC No. S0570519010001
SFC No. BQQ696

研究员

sundanyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2038

洪洋*

SAC No. S0570125070021

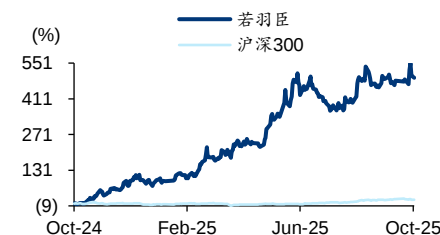
联系人

hongyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 20 日)	43.85
市值 (人民币百万)	13,640
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	479.35
52 周价格范围 (人民币)	14.19-79.21

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	1,766	3,009	4,505	6,072
+/-%	29.26	70.41	49.72	34.78
归属母公司净利润 (百万)	105.64	186.73	286.31	400.55
+/-%	94.58	76.77	53.33	39.90
EPS (最新摊薄)	0.34	0.60	0.92	1.29
ROE (%)	9.60	16.15	22.29	26.76
PE (倍)	129.12	73.05	47.64	34.05
PB (倍)	12.35	11.28	10.03	8.35
EV EBITDA (倍)	92.85	54.88	34.05	27.76
股息率 (%)	1.14	0.99	0.94	1.02

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,039	1,189	2,309	2,744	4,164
现金	345.45	607.08	907.78	1,349	1,913
应收账款	169.43	199.26	429.01	511.61	756.16
其他应收账款	47.60	45.02	143.72	128.73	224.68
预付账款	137.15	102.60	305.94	305.72	518.69
存货	318.58	225.71	504.30	432.66	735.97
其他流动资产	21.28	8.95	18.04	16.06	16.08
非流动资产	306.22	362.23	385.37	415.82	451.77
长期投资	47.54	91.50	112.83	141.57	170.51
固定投资	177.47	170.88	174.14	180.27	187.55
无形资产	6.36	4.93	3.72	2.45	1.08
其他非流动资产	74.85	94.92	94.67	91.53	92.63
资产总计	1,346	1,551	2,694	3,160	4,616
流动负债	243.37	406.58	1,445	1,759	2,943
短期借款	170.89	274.48	1,316	1,590	2,761
应付账款	19.97	46.99	42.82	72.45	71.32
其他流动负债	52.51	85.10	86.55	97.08	109.93
非流动负债	5.23	40.08	40.08	40.08	40.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.23	40.08	40.08	40.08	40.08
负债合计	248.60	446.66	1,485	1,799	2,983
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	122.33	164.03	311.06	311.06	311.06
资本公积	634.09	536.16	389.13	389.13	389.13
留存公积	368.92	440.18	424.31	468.46	507.56
归属母公司股东权益	1,097	1,104	1,209	1,360	1,633
负债和股东权益	1,346	1,551	2,694	3,160	4,616

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(91.79)	333.71	(558.48)	438.59	(336.70)
净利润	54.29	105.64	186.73	286.31	400.55
折旧摊销	21.69	22.82	33.84	47.24	23.06
财务费用	(12.75)	(11.45)	33.57	58.07	83.14
投资损失	(2.40)	(1.77)	(1.28)	(1.81)	(1.62)
营运资金变动	(182.52)	168.99	(821.71)	31.37	(864.69)
其他经营现金	29.90	49.47	10.37	17.41	22.86
投资活动现金	(14.82)	(54.83)	(57.65)	(78.26)	(60.63)
资本支出	(4.01)	(14.82)	(18.87)	(21.27)	(21.75)
长期投资	(11.74)	(41.05)	(21.33)	(28.74)	(28.94)
其他投资现金	0.93	1.04	(17.44)	(28.25)	(9.94)
筹资活动现金	66.18	(25.47)	916.83	80.95	960.82
短期借款	124.53	103.59	1,041	273.81	1,172
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.63	41.70	147.03	0.00	0.00
资本公积增加	19.89	(97.93)	(147.03)	0.00	0.00
其他筹资现金	(78.87)	(72.83)	(124.49)	(192.86)	(211.02)
现金净增加额	(32.25)	263.81	300.70	441.27	563.49

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,366	1,766	3,009	4,505	6,072
营业成本	816.32	978.73	1,313	1,685	2,101
营业税金及附加	3.81	7.57	10.41	15.82	22.78
营业费用	380.02	525.85	1,224	2,072	2,945
管理费用	93.24	98.27	150.45	225.25	303.59
财务费用	(12.75)	(11.45)	33.57	58.07	83.14
资产减值损失	(1.38)	(8.06)	(6.22)	(11.48)	(18.58)
公允价值变动收益	0.15	(5.40)	(2.00)	(2.42)	(3.27)
投资净收益	2.40	1.77	1.28	1.81	1.62
营业利润	59.25	130.72	211.65	336.15	460.42
营业外收入	0.05	0.12	0.12	0.10	0.12
营业外支出	2.59	2.76	2.22	2.52	2.50
利润总额	56.71	128.08	209.56	333.73	458.03
所得税	2.42	22.44	22.82	47.41	57.48
净利润	54.29	105.64	186.73	286.31	400.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	54.29	105.64	186.73	286.31	400.55
EBITDA	73.42	143.41	255.99	407.63	521.90
EPS (人民币, 基本)	0.45	0.65	0.60	0.92	1.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.25	29.26	70.41	49.72	34.78
营业利润	142.37	120.61	61.92	58.82	36.97
归属母公司净利润	60.83	94.58	76.77	53.33	39.90
获利能力 (%)					
毛利率	40.24	44.57	56.37	62.60	65.39
净利率	3.97	5.98	6.21	6.36	6.60
ROE	4.99	9.60	16.15	22.29	26.76
ROIC	5.64	14.45	13.17	21.19	18.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.47	28.80	55.13	56.94	64.62
净负债比率 (%)	(15.48)	(29.31)	33.75	17.68	51.98
流动比率	4.27	2.92	1.60	1.56	1.42
速动比率	2.31	2.09	1.02	1.13	0.98
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.22	1.42	1.54	1.56
应收账款周转率	9.48	9.58	9.58	9.58	9.58
应付账款周转率	45.65	29.23	29.23	29.23	29.23
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.34	0.60	0.92	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.30)	1.07	(1.80)	1.41	(1.08)
每股净资产(最新摊薄)	3.53	3.55	3.89	4.37	5.25
估值比率					
PE (倍)	251.24	129.12	73.05	47.64	34.05
PB (倍)	12.43	12.35	11.28	10.03	8.35
EV EBITDA (倍)	183.46	92.85	54.88	34.05	27.76

正文目录

投资要点	5
面向全球的消费品品牌数字化管理公司	7
以前瞻性的品牌战略发展为核心，全链路赋能品牌成长	7
股权架构与核心高管团队稳定	8
23 年以来业绩增长提速；拟赴港上市	8
悦己消费时代，家清和保健品市场迎来新机遇	11
绽家：深挖需求痛点，重新定义“香氛植萃科技清洁力”	11
家清行业：线上红利/供给创新/高端升级带来新机遇	11
绽家：突破传统产品，打造家清新体验	14
斐萃：深耕女性健康市场，口服抗衰赛道新秀	18
口服保健：内源性抗衰意识提升，原料普惠加速市场教育	18
斐萃：“超级成分+极简配方+足量添加”	22
核心竞争力：“经验积累—品类捕捉—产品开发—渠道打法”	25
盈利预测与估值	27
风险提示	31

图表目录

图表 1：报告核心逻辑	6
图表 2：若羽臣主营业务模式梳理	7
图表 3：若羽臣历史沿革（2011-2024）	7
图表 4：若羽臣股权架构	8
图表 5：核心高管团队稳定	8
图表 6：23 年以来营收增长提速	8
图表 7：23 年以来利润高速放量	8
图表 8：2022-2024 年若羽臣各业务营收占比	9
图表 9：2022-2024 年若羽臣各业务毛利率表现	9
图表 10：2014-2024 年毛利率与归母净利润率表现	9
图表 11：2014-2024 年费用率表现	9
图表 12：2015-2024 年中国与世界家清市场规模与增速	11
图表 13：2015-2024 年美护行业与家清行业线上渗透率趋势	11
图表 14：2015-2024 年中国家清市场销售渠道占比	12
图表 15：2020-1H25 年家清市场线上各渠道占比	12
图表 16：2020-2024 年家清线上市场各细分类目规模与增速	12
图表 17：2021-2022 年衣物清洁价格带分布变化	13
图表 18：2025 年常规洗衣液与高端洗衣液不同价位市场增长情况	13
图表 19：20-24 中国家清市场销售额 Top10 集团市场份额	13

图表 20: 2024 年线上渠道保健品销售额与增速 (单位: 百万元)	14
图表 21: 绽家品牌发展历程	14
图表 22: 绽家旗下产品矩阵与产品属性	15
图表 23: 2025 至今抖音渠道绽家产品结构变化	16
图表 24: 过去 12 个月抖音渠道地板清洁 Top10 排名	16
图表 25: 抖音衣物清洁剂/护理剂类目矩阵中绽家定位	16
图表 26: 绽家抖音渠道消费者年龄与城市线画像	17
图表 27: 25 年 8 月绽家抖音各销售渠道占比	17
图表 28: 2025 年绽家线上渠道与抖音渠道排名	17
图表 29: 21H1-25H1 绽家线上各渠道销售额	17
图表 30: 2015-2024 年中国与世界保健品市场规模与增速	18
图表 31: 2015-2024 年各类型保健品市场份额	18
图表 32: 2015-2024 年各类型保健品增速	18
图表 33: 25H1 线上渠道口服保健品各品类份额	19
图表 34: 25H1 口服保健品市场成分大类市场规模与增速	19
图表 35: 2015-2024 年中国保健品市场各渠道销售额占比及线上各平台份额与品类份额	19
图表 36: 我国备案制与注册制对比	20
图表 37: 对比保健食品市场高度成熟的日本, 我国保健食品准入机制与宣传规范上更严格	20
图表 38: 《保健食品原料目录》更新成分与主要功效	20
图表 39: 2008-2024 年中国营养保健食品进出口情况	21
图表 40: 2024 年口服保健品市场份额分布	21
图表 41: 保健品行业趋势与主要事件节点	21
图表 42: 24 年零销售额 Top10 保健品企业及其旗下主要品牌、产品与功能	22
图表 43: 25H1 不同线上渠道保健品销售额与增速 (单位: 百万元)	22
图表 44: 25H1 麦角硫因细分市场线上渠道份额	23
图表 45: 25M1-25M6 麦角硫因细分市场线上渠道市场规模	23
图表 46: 25M9 斐萃抖音消费者画像及行业对比	23
图表 47: 若羽臣口服保健品牌与产品矩阵	24
图表 48: 若羽臣历史服务品牌 (部分)、投资品牌	25
图表 49: 若羽臣代运营保健品品牌业绩表现	25
图表 50: 若羽臣投资并购版图	26
图表 51: 25H1 若羽臣各渠道销售情况 (不含策划服务收入)	26
图表 52: 25H1 若羽臣各品类线上销售情况 (不含策划服务收入)	26
图表 53: 若羽臣 2022A-2027E 收入拆解	28
图表 54: 若羽臣 22H1-25H2E 销售费用与销售费用率	29
图表 55: 若羽臣 2022A-2027E 成本与费用拆解	29
图表 56: 可比公司估值表	30
图表 57: 若羽臣 2025-2027E 分部净利润与分部估值	30
图表 58: 若羽臣 PE-Bands	31
图表 59: 若羽臣 PB-Bands	31

投资要点

公司在个护及大健康领域已沉淀多品类消费者洞察与丰富运营经验，悦己消费趋势下，我们认为公司有望把握高端家清功能性保健品行业发展红利，凭借自有品牌独特生态位实现弯道超车。

我们与市场观点的不同之处？市场担忧市场竞争加剧及公司后续增长持续性，而我们认为当前无论从其所处细分行业增长潜力还是从自身经验禀赋而言，若羽臣均具备可观增长空间。

行业角度：家清及功能性保健品行业内兼具整体规模扩容势能与结构性红利，新晋玩家有望凭借特色产品及渠道布局把握发展机遇。

家清行业：2024 年中国家清市场规模 1298 亿元，2016-2024 年 CAGR3.2%（欧睿），结构上看，头部品牌以传统日化品牌为主，近年来集中度略有松动（2024 年 CR10 61.6%vs2020 年 62.3%，欧睿）。家清行业线上渗透率持续提升、细分场景及高端衣清产品潜力十足，蕴含结构性亮点。

保健品行业：2024 年中国保健品市场规模达 3998 亿元，2016-2024 年 CAGR7.1%（欧睿），消费者的需求重心从传统膳食补充剂逐渐向功能性保健品转移，内源性抗衰需求快速崛起，合成生物技术带来的原料普惠效应亦加速市场教育。功能性保健品品类当前集中度较低（2024 年 CR5 17.8%/CR10 24.7%，欧睿），跨境电商进口保健品正对传统品类及售卖渠道形成补充，后进入者有望在差异化原料领域率先开辟新方向并实现弯道超车。

公司角度：创新产品力卡位独特细分赛道、布局全渠道销售，自有品牌业务快速发展。

差异化定位奠定品牌细分市场竞争力：目前公司家清行业自有品牌绽家定位“打破传统，家清新体验”，通过植萃香氛心智形成差异化壁垒，25M3 联名“亲密的奥黛丽·赫本”IP 强化香氛属性；保健品行业斐萃/纽益倍/极地构建多品牌矩阵，其中斐萃作为首个推出品牌已成细分市场龙头；

极致打磨构建创新产品力：绽家依托植物力量与香氛植萃科技，推出四季繁花洗衣液等战略大单品，持续拓展地板清洁、厨房清洁等多元家清品类，提升品牌天花板；斐萃以“超级成分+极简配方+足量添加”为核心策略，持续打造舒压修颜瓶、美白光子瓶等针对性抗衰解决方案，形成丰富产品矩阵；

全渠道销售布局协同共振：公司线上渠道表现强劲，2025 年 618 期间绽家全渠道 GMV 同比增长 160%，斐萃全渠道 GMV 较 2024 年双十一增长 2000%，并登顶淘系膳食营养补充食品类目热度榜、引流榜及成交榜 TOP1，抖音滋补保健品海外膳食类目 TOP1。线下渠道绽家深化与山姆、永辉 Bravo 等优质渠道合作，同步拓展盒马、HARMAY、KKV 等新零售业态，实现全域协同和品牌势能持续积累。

绽家和斐萃两个自有品牌的快速、持续增长，已能印证公司的全链路操盘能力，我们将若羽臣的核心竞争力总结为“经验积累—品类捕捉—产品开发—渠道打法”四大维度，凭借前期积累的前瞻消费者洞察/丰富运营经验/资源整合能力，我们预计后续公司的品牌孵化成果有较大概率持续复制。

图表1：报告核心逻辑



注：数据时间如无特殊说明，则为2024年数据，CAGR统计2016-2024年；衣清份额为其在非纸类家清市场中的份额。

资料来源：欧睿，久谦数据，飞瓜数据，中国医药保健品进出口商会，各公司公告，华泰研究

面向全球的消费品品牌数字化管理公司

以前瞻性的品牌战略发展为核心，全链路赋能品牌成长

面向全球的消费品品牌数字化管理公司。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，主要业务包括品牌管理、自有品牌及代运营业务。

品牌管理：积极引进优质的消费品品牌及产品，全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源，根据不同合作模式分为总代、经营权买断以及合资品牌三种类型。

自有品牌：包括 LYCOCELLE 绽家和 FineNutri 斐萃品牌，均是公司十余年品牌管理经验沉淀出的成功实操案例。LYCOCELLE 绽家于 2020 年末正式上线，基于“专衣专护”理念，打造内衣洗液、香氛衣物喷雾、香氛洗衣凝珠、香氛洗衣等洗护产品。FineNutri 斐萃于 2024H2 上线，定位以科学为驱动的营养品牌。

代运营：包括线上店铺代运营、渠道分销及品牌策划服务。分别对应为品牌方在天猫、京东、拼多多、抖音等第三方电商平台运营品牌旗舰店；销售至京东自营、天猫超市等分销商；为品牌提供数字营销服务等。

若羽臣的主营业务持续深入品牌价值链。若羽臣早期业务模式以代运营服务为主，2020 公司业务仅包括代运营服务，2021 年自有品牌绽家推出，开启自有品牌发展道路；2022 年开始将代运营业务客户向品牌管理业务转化，该业务转型特征反映若羽臣对品牌价值链的持续深化。

图表2：若羽臣主营业务模式梳理

业务模式	2024 年 营收比重	子分类	合作模式	商业模式	利润来源
自有品牌业务	28.4%	自有品牌	全面掌控品牌价值链，从设计到销售全流程管理	DTC 销售模式，直接面向消费者销售，或通过批发形式销售给第三档零售商/分销商/代理商等渠道	销售收入、采购成本及各项费用的差额
品牌管理业务	28.4%	总代业务	在特定区域和一段时间内享有品牌的专营权	货品买断制，线上线下多渠道布局	销售收入、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	货品买断制，线上线下多渠道布局	销售收入、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	合资方式实现提高运营效率提升，从而获取更高利润	销售收入、采购成本及各项费用的差额
代运营业务	43.3%	代运营	为品牌方在第三方电商平台（天猫/京东/拼多多/抖音等）运营品牌旗舰店；公司还提供品牌定位/店铺运营/整合营销/数据挖掘/供应链管理等服务	零售模式：事先向品牌方或授权代理商采购 服务费模式：不进行采购	零售模式：货品的购销差价 服务费模式：基于不同服务需求收取运营服务费
		渠道分销	向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商（京东自营/唯品会/天猫超市/其他线上分销商）；提供不包括仓储服务/运营支持服务的同上服务	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	货品的购销差价
		品牌策划	基于品牌方的营销需求，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	提供数字营销服务	基于品牌策划服务方案支付服务费

资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：若羽臣历史沿革（2011-2024）

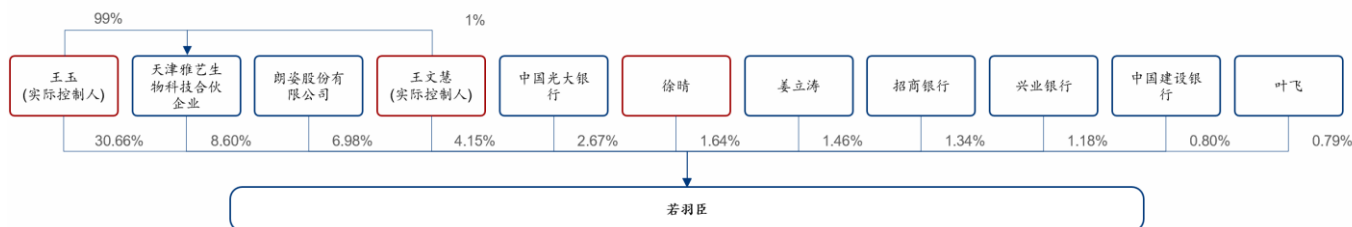


资料来源：公司公告，华泰研究

股权架构与核心高管团队稳定

股权架构稳定。公司实控人王玉、王文慧夫妇通过“直接持股+控股平台”双重路径持股，截至 2025 年 8 月 10 日，王玉直接持有 30.66% 股份，王文慧持股 4.15%，此外两人通过天津雅艺企业（有限合伙）间接控制 8.60% 股份，合并控制权达 43.41%。

图表4：若羽臣股权架构



注：信息截至 2025 年 8 月 10 日
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：核心高管团队稳定

姓名	职务	任职日期	学历	简介
王玉	董事,董事长,总经理	2015-07-08	硕士	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 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事长、总经理。
王文慧	董事	2017-05-18	本科	2011 年 5 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限监事；2016 年 7 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司员工职业发展高级顾问。
徐晴	董事,副总经理	2015-07-08	硕士	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 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事、副总经理。
罗志青	董事,副总经理,财务总监,董事会秘书	2017-04-28	本科	2012 年 12 月至 2015 年 7 月担任若羽臣有限财务经理；2017 年 4 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事会秘书；2018 年 9 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司副总经理；2021 年 2 月至 2021 年 9 月、2022 年 1 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司董事；2015 年 7 月至 2021 年 9 月、2022 年 9 月至今担任广州若羽臣科技股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，华泰研究

23 年以来业绩增长提速；拟赴港上市

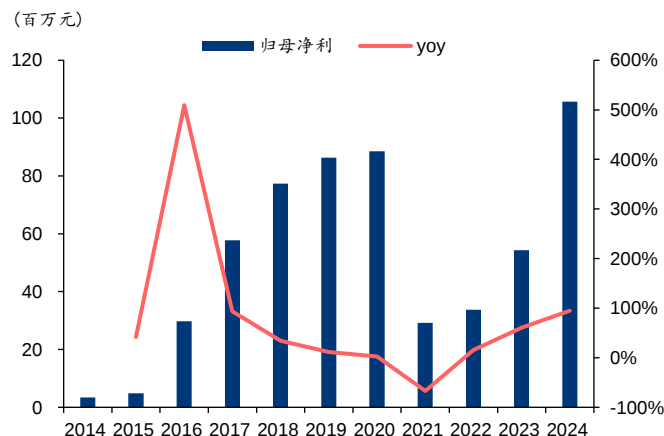
23 年以来营收利润快速放量。20 年以前，公司以代运营业务为主，营收利润稳健增长，20 年营收突破 10 亿元，16-24 年 CAGR28.4%；20 年起，公司开始孵化自有品牌，先后推出家清品牌“绽家”和保健品牌“斐萃”等。虽 21 年因自有品牌处于前期孵化与市场开拓阶段，公司产品研发、市场推广、人员招募等方面投入力度大，导致净利润下滑，但随着自有品牌持续健康发展，23 年自有品牌表现亮眼、品牌管理转型初见成效，营收 13.7 亿元/yoy12%，归母净利 0.54 亿元/yoy61%；24 年进入高增阶段，实现营收 17.7 亿元/yoy29%，归母净利 1.06 亿元/yoy95%，业绩增长持续提速。

图表6：23 年以来营收增长提速



资料来源：公司公告，华泰研究

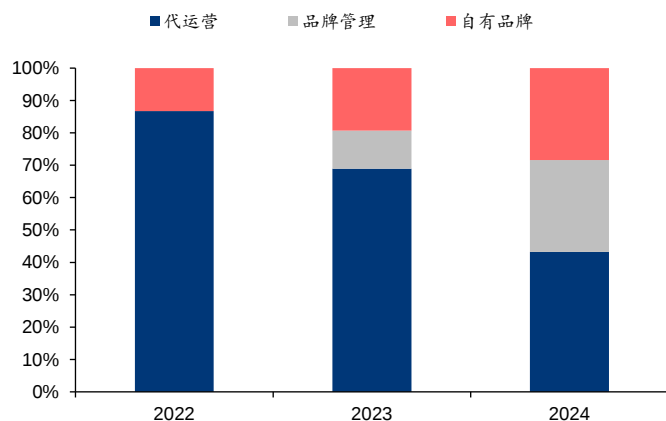
图表7：23 年以来利润高速放量



资料来源：Wind，华泰研究

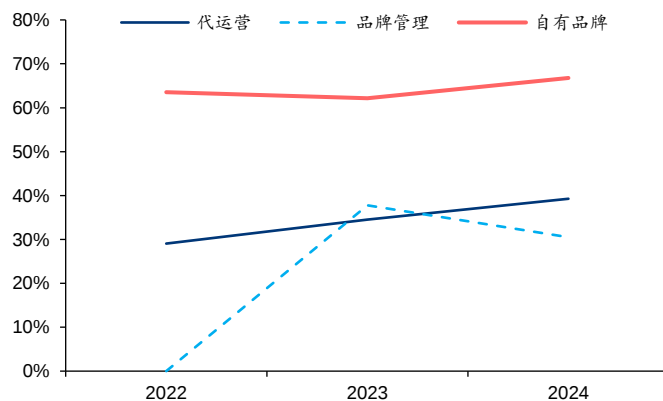
自有品牌、品牌管理业务高速增长，公司转型逐渐成熟。作为代运营业务起家的公司，若羽臣代运营业务始终占据最大业务板块，但随着近年来若羽臣深入价值链核心，业务向品牌管理与自有品牌转型加速，代运营业务占总业务比重下降，24 年占总业务比重 43.3%，实现营收 7.6 亿元/yoy-19.0%；自有品牌业务占业务比重持续提升，24 年占总业务比重 28.4%，实现营收 5.0 亿元/yoy90.3%；公司 23 年切入品牌管理业务，24 年高速增长，23 年/24 年分别实现营收 1.6 亿元/5.0 亿元，24 年占总业务比重 28.4%。

图表8：2022-2024 年若羽臣各业务营收占比



资料来源：公司公告，华泰研究

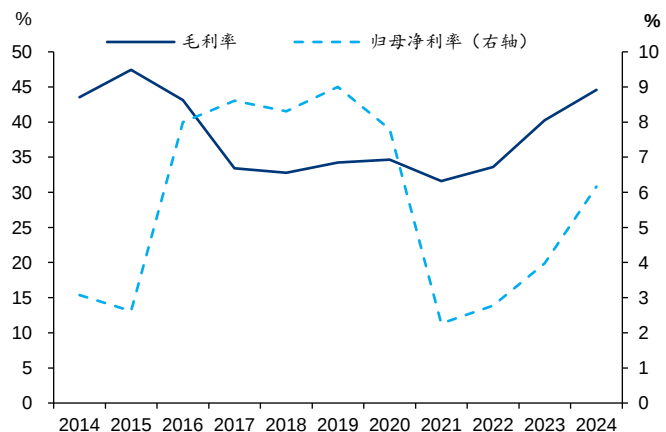
图表9：2022-2024 年若羽臣各业务毛利率表现



资料来源：公司公告，华泰研究

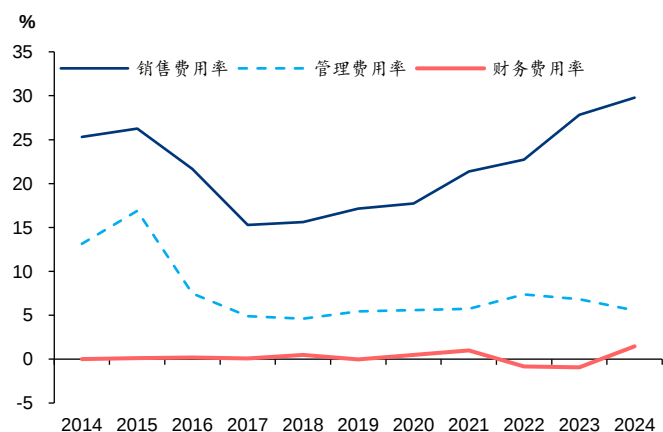
自有品牌释放盈利能力，销售费用率明显上升。自 20 年打造自有品牌并转型品牌管理业务，21 年起公司毛利率、归母净利率持续爬坡。2024 年毛利率攀升至 44.6%/yoy4.3pct，较 2020 年（仅有代运营业务时）提升 9.9pct；2024 年归母净利率 6.2%/yoy2.2pct，较 2020 年下降 1.6pct，主要因自有品牌带来的高销售费用率导致。其中，自有品牌贡献高毛利率表现，2024 年若羽臣毛利率 2024 年自有品牌毛利率为 66.8%/yoy4.6pct，销售费用率同样快速增长，24 年升至 29.8%/yoy1.7pct。

图表10：2014-2024 年毛利率与归母净利率表现



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：2014-2024 年费用率表现



资料来源：公司公告，华泰研究



公司计划赴港上市，强化全球资源布局。据公司 25 年 9 月 19 日公告，公司已于 2025 年 9 月 19 日向香港联合交易所有限公司递交了发行境外上市股份（H 股）并在香港联交所主板挂牌上市的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行的申请材料。另据《2025 年 9 月 19 日投资者关系活动记录表》，该次港股上市融资计划用于产品开发、品牌建设、全球化布局、数字化建设等，有利于进一步巩固公司优势，提升公司影响力。募资的主要目的之一，即用于全球资源的整合布局，也包括持续丰富品牌矩阵等。在收购方面，公司会在全球市场挖掘大健康等行业的优质品牌资源。

公司回购计划彰显长期发展信心。公司 25 年 2 月 20 日发布 2025 年度第一期回购公司股份方案公告，据 25 年 7 月 3 日公告该回购已实施完毕，共累计回购公司 3.7 百万股，成交总金额约 2 亿元。25 年 8 月 20 日发布 2025 年第二期回购公司股份方案公告，预计以不超过 76.8 元/股回购 1.3-2.6 百万股，将在董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内实施，因 2025 年半年度权益分派实施，回购价格调整为不超过 54.64 元/股，回购股份将全部用于股权激励或员工持股计划，旨在调动核心团队积极性，增强投资者信心。据 25 年 10 月 10 日公告，截至 25 年 9 月 30 日，公司已累计回购公司股份约 1.1 百万股，占公司目前总股本的 0.35%，成交总金额约为 44.7 百万元。

悦己消费时代，家清和保健品市场迎来新机遇

公司在个护及大健康领域已沉淀多品类消费者洞察与丰富运营经验，悦己消费趋势下，我们看好高端家清/功能性保健品行业增长红利及公司自有品牌发展空间。

家清行业：2024 年中国家清市场规模 1298 亿元，2016-2024 年 CAGR3.2%（欧睿），线上红利/供给创新/高端升级带来新机遇，品牌集中度相对较低，新品牌拥有更多的发展空间。线上红利/供给创新/高端升级带来新机遇；

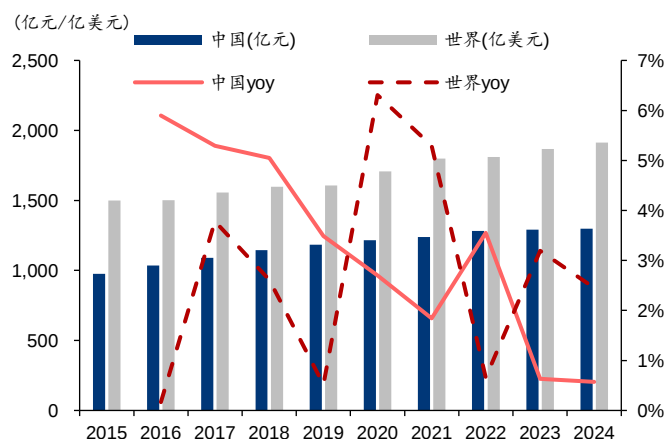
保健品行业：2024 年中国保健品市场规模已达近 3998 亿元，2016-2024 年 CAGR7.1%（欧睿），消费者的需求重心从传统膳食补充剂逐渐向功能性保健品转移，内源性抗衰需求快速崛起，合成生物技术带来的原料普惠效应亦加速市场教育。保健品市场竞争格局同样较分散，后进入者有望在差异化原料领域率先开辟新方向并实现弯道超车。

绽家：深挖需求痛点，重新定义“香氛植萃科技清洁力”

家清行业：线上红利/供给创新/高端升级带来新机遇

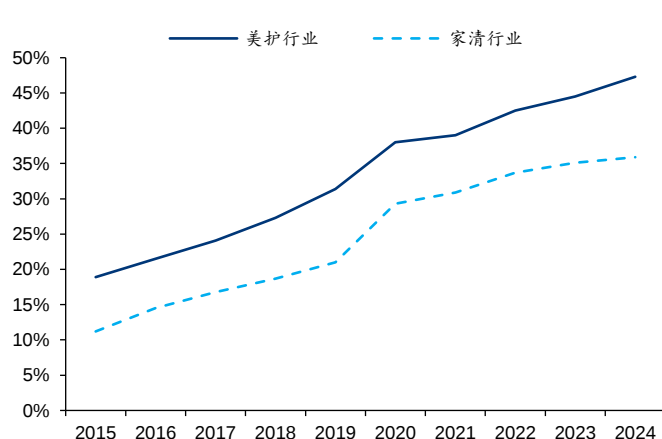
千亿市场规模，衣物清洁仍为核心品类，升级空间广阔。家庭清洁市场主要包括衣物清洁、家居清洁、清洁用具等细分市场。据欧睿国际数据，2024 年中国家清市场规模为 1298 亿元，2016-2024 年 CAGR3.2%，略高于全球市场 2.8% 的 CAGR 增速，保持稳定增长态势，欧睿预计 2029 年中国家清市场规模约 1450 亿元，2025-2029E 年 CAGR 达 3.9%。

图表12：2015-2024 年中国与世界家清市场规模与增速



资料来源：欧睿，华泰研究

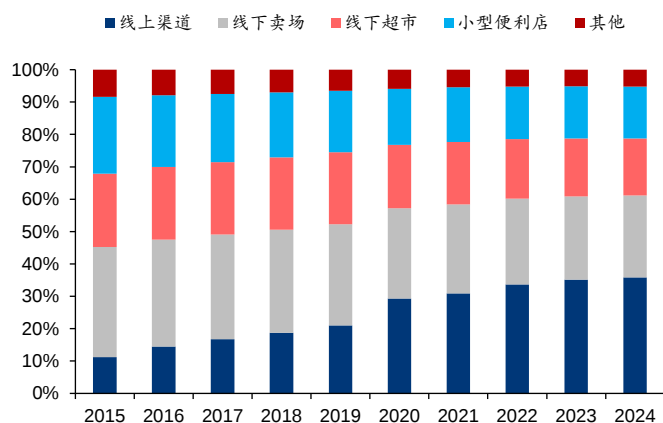
图表13：2015-2024 年美妆行业与家清行业线上渗透率趋势



资料来源：欧睿，华泰研究

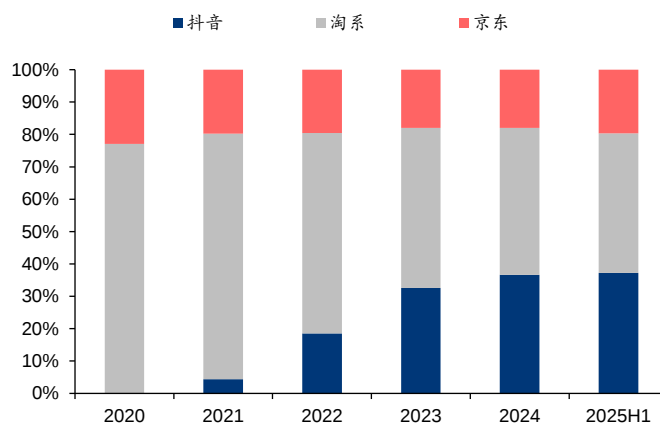
趋势一：近年来线上渗透率显著提升带来增长红利。分渠道来看，2024 年中国家清市场线上销售渠道占比 35.9%，线下卖场占比 25.4%，线下超市占比 17.5%，小型便利店占比 16.0%，其他占比 5.2%。受限于家清产品单位体积重量大、价值量低的特点，过往销售高度依赖线下渠道（2015 年线下合计占比 88.8%），伴随物流效率提升与直播电商渠道增长，线上渠道占比从 2015 年的 11.2% 持续攀升至 2024 年的 35.9%（规模从 109.6 亿元提升至 465.4 亿元，9 年 CAGR 达 17.4%，远超同期线下渠道整体 -0.5% 的负增长），相较线上渗透率提升更快的美妆（24 年线上渗透率已达 47.3%），我们认为后续还有提升空间。

图表14：2015-2024 年中国家清市场销售渠道占比



注：线下卖场指大型综合超级市场，如沃尔玛、家乐福等；线下超市指一般中小型超市；小型便利店为当地杂货商家、便利店等
 资料来源：欧睿，华泰研究

图表15：2020-1H25 年家清市场线上各渠道占比

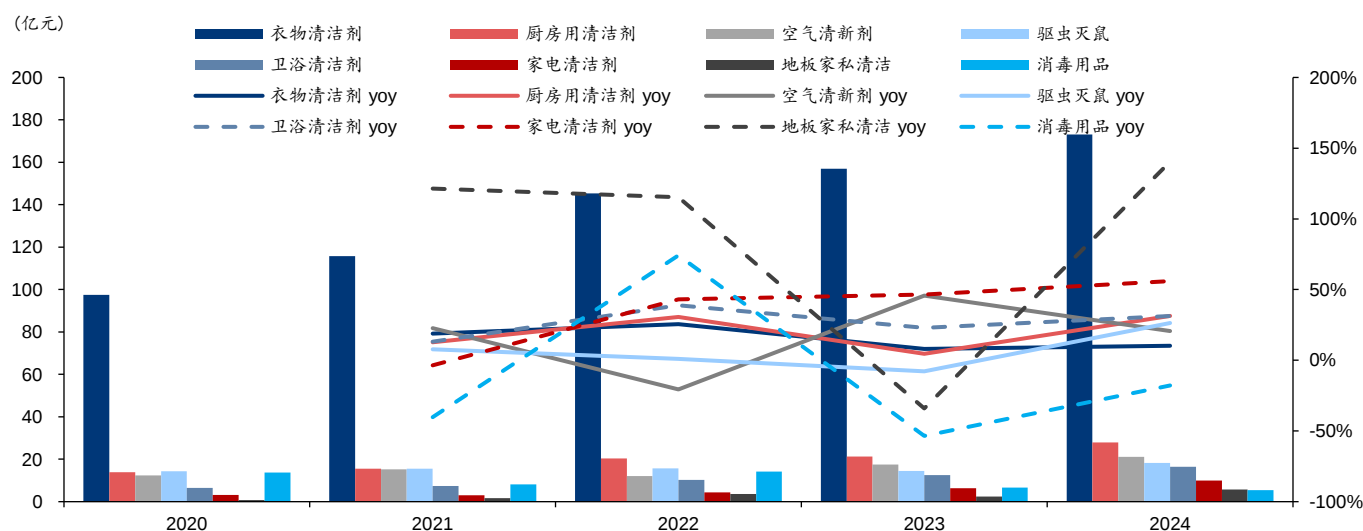


注：线上渠道占比以销售额计
 资料来源：久谦数据，华泰研究

线上销售渠道中，淘系为主要渠道，抖音高速增长。根据久谦数据，2024 年淘系/抖音/京东市场份额分别为 321.7/259.2/127.5 亿元，淘系为线上渠道主要市场，市场份额占比约 45.4%；而抖音则以 2022-2024 年 CAGR136% 的增速成为线上增速最快的渠道，2024 年市场份额占比为 36.6%，成为除淘系外的另一大线上销售渠道。

趋势二：清洁场景需求不断细分，带动供给创新、品类多元化。根据久谦数据，除纸类产品以外的家清市场中衣物清洁为主要市场并保持较高增速，2024 年线上市场规模达 173 亿元，占据 62% 市场份额，4 年 CAGR 达 15%；厨房清洁、空气清新、驱虫灭鼠市场分别占 10%/8%/7% 的市场份额，并保持 4 年 CAGR19%/14%/6% 的可观增速；卫浴清洁、家电清洁、地板家私清洁作为细分场景，虽市场份额较小（共占 10%），但以 4 年 CAGR 26%/33%/66% 的高速增长为市场注入新动能；消毒用品则在疫情结束后逐年降温，市场份额 2%，4 年 CAGR-21%。

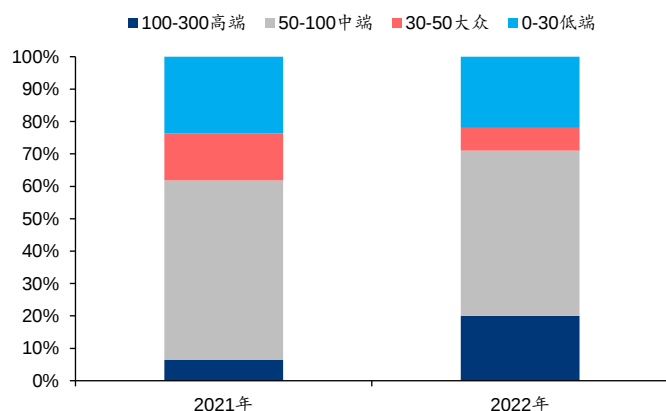
图表16：2020-2024 年家清线上市场各细分类目规模与增速



注：数据口径为不包括纸类用品的家庭清洁市场。
 资料来源：久谦数据，华泰研究

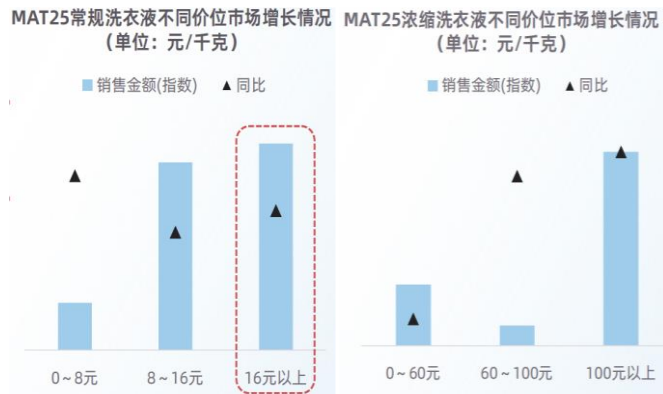
趋势三：高端化还有提升空间。随着中国居民人均可支配收入水平的逐步提升，我们认为消费者的偏好会转向高端产品，中国的家清高端市场已经历几年发展且仍有较大发展潜力。根据观研报告，2022 年价格带在 100-300 元的高端产品市场占比 20%，较 2021 年提升 13pct，可见自 2022 年起消费者对高价格区间的高端衣清产品有较高的接受度。高端化的趋势持续保持，根据 CBNDData，2025 年单价 16 元/千克以上的常规洗衣液增长动能强劲，浓缩洗衣液中 100 元/千克以上的产品同样具有最高的增速，印证衣物清洁行业高端化趋势。

图表17：2021-2022 年衣物清洁价格带分布变化



资料来源：观研报告，华泰研究

图表18：2025 年常规洗衣液与高端洗衣液不同价位市场增长情况

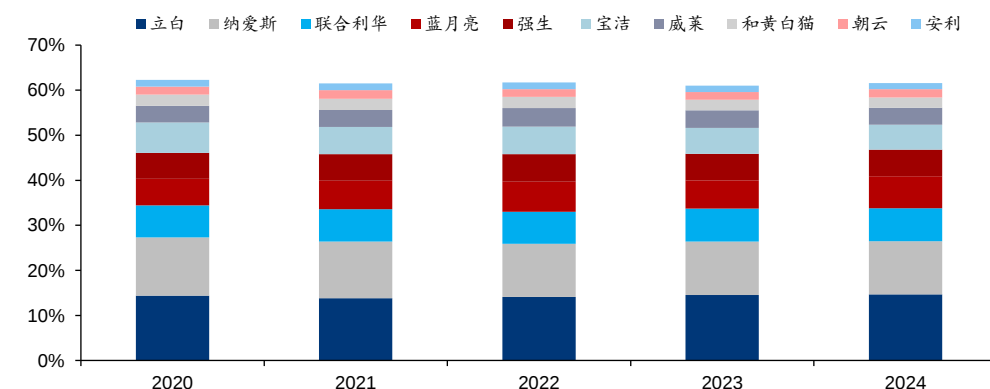


注：统计口径为 2024 年 4 月-2025 年 3 月淘系数据。

资料来源：CBNDData，华泰研究

家清行业 CR10 以传统日化龙头为主，近年来市场集中度略有下降，新玩家有望接力新渠道/新品类弯道超车。据欧睿国际，2024 年中国家清市场前十大品牌合计市场份额约为 61.6%（2020 年为 62.3%）。另根据久谦数据，立白、蓝月亮、纳爱斯（超能）、联合利华（奥妙）2024 年线上渠道销售均排名前十。同时，伴随消费者对使用体验的付费意愿增强，我们认为具备精准场景化产品开发能力的新品牌仍可依托差异化策略、借势线上红利，抢占细分市场。近年来，专注于地板清洁场景的沫檬、专注于除甲醛场景的希望树，以抖音渠道为主要分销渠道，抓住细分需求形成规模。

图表19：20-24 中国家清市场销售额 Top10 集团市场份额



资料来源：欧睿，华泰研究

图表20：2024 年线上渠道保健品销售额与增速（单位：百万元）

线上综合			淘系			抖音			京东		
品牌	GMV	yoy	品牌	GMV	yoy	品牌	GMV	yoy	品牌	GMV	yoy
立白	37.2	30%	立白	18.2	26%	蓝月亮	22.5	246%	立白	7.5	42%
蓝月亮	36.0	73%	蓝月亮	8.1	-18%	立白	11.5	29%	蓝月亮	5.4	24%
滴露	14.9	47%	威露士	6.8	-24%	沫檬	11.1	57%	滴露	4.7	46%
威露士	13.3	-15%	超能	6.7	10%	活力 28	10.0	338%	威露士	4.6	-13%
希望树	12.2	38%	奥妙	5.3	-15%	希望树	5.7	33%	奥妙	3.9	1%
沫檬	11.2	59%	希望树	5.0	50%	蔬果园	5.4	6%	超能	2.4	-38%
活力 28	11.0	370%	滴露	4.8	3%	滴露	5.3	138%	金纺	2.3	3%
奥妙	10.7	-4%	金纺	3.4	-21%	水卫仕	3.2	186%	希望树	1.5	25%
超能	10.5	-4%	雕牌	2.8	80%	老管家	2.4	1008%	亮碟	1.5	17%
蔬果园	7.0	9%	植护	2.2	66%	威露士	2.0	22%	汰渍	1.5	3%

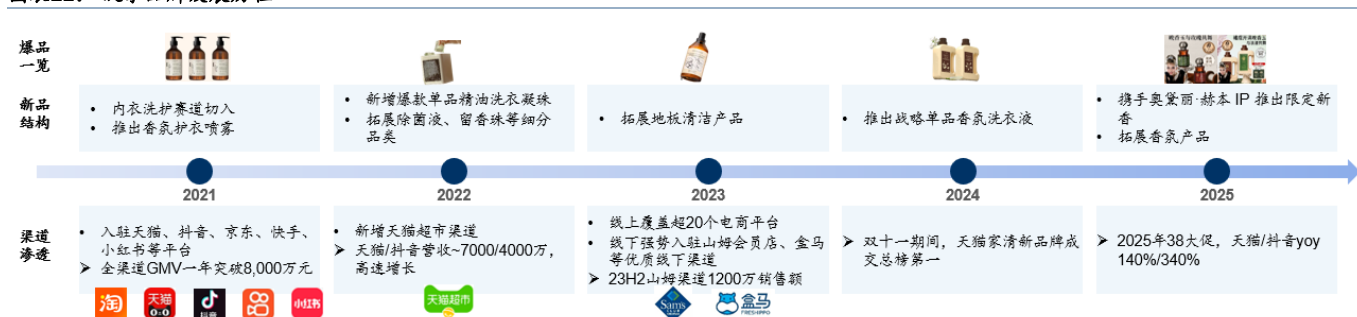
注：数据口径为不包括纸类用品的家庭清洁市场。

资料来源：久谦数据，华泰研究

绽家：突破传统产品，打造家清新体验

公司自主孵化的家清品牌绽家重新定义“香氛植萃科技清洁力”。据公司年报，在家清市场，产品同质化现象严重，绽家深挖消费者未被满足的痛点，打造创新的极致产品体验。其以植物力量为核心，应用天然绿色表活技术及精油香氛调查技术，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”。产品上，绽家自 2021 年以内衣洗护切入衣物清洁赛道，后续持续推出洗衣凝珠、地板清洁水、洗衣液等爆款单品。渠道上，从早期的淘抖京到实现线上 20 个平台的完整覆盖，同时入驻线下优质渠道，2023 年入驻山姆渠道，23H2 即实现千万级销售额。

图表21：绽家品牌发展历程



资料来源：公司公告，官方旗舰店，华泰研究

香氛洗护全品类产品矩阵+高端定位构建差异化竞争力。绽家产品矩阵构建核心围绕“香氛体验”，以更广的产品品类覆盖度和更高的市场定位与产品理念，构建差异化竞争力。目前，品类覆盖衣物清洁、地板家私清洁、卫浴清洁等各类家清场景，同时通过沐浴油、洗手液、香氛拓展个护大品类。

图表22： 纹家旗下产品矩阵与产品属性

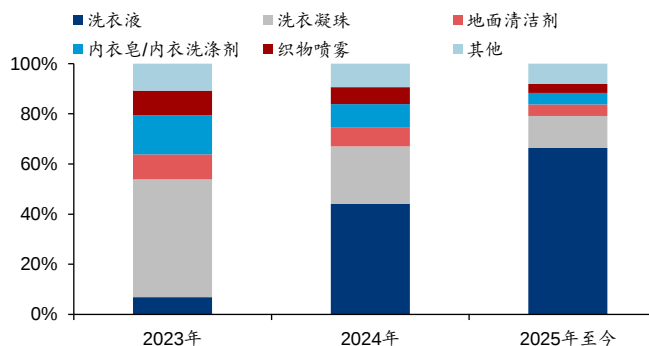
品类	代表产品	价格（元）/规格	特色卖点-香型	卖点宣传	产品外观
衣物清洁	四季繁花洗衣液	99.9/1700ml	繁花四季/奥黛丽赫本联名/阳光限定,截至 25H1 共 18 款香型	99%污渍去除率，72h 留香	
	内衣洗衣液	69/330ml	5 种香型	PH5.5 弱酸性，母婴适用，另有经期强效去渍	
	双重爆香精油六合一洗衣凝珠	119.9/60 颗	11 种香型	穿上艺术香氛，馒头珠持久爆香 30 天	
	蓝桉叶精油除菌液	65.1/800ml	3 种香型	除真菌细菌、无氯配方、无刺激气味、宠物友好	
	细分专用香氛洗衣液	69.9-99/不同面料	7 种细分服装类型各自专用	针对真丝/亚麻/羊绒羊毛/白色衣服/牛仔/羽绒服/运动衣物推出细分类别洗衣液	
个人护理	香氛护衣喷雾	79/200ml	7 种香型	强效去异味，护衣、抑菌除螨、8 小时精油留香、抗静电，还有便携大小、针对性解决火锅去味的场景	
	蓝桉叶香氛泡沫洗手液	55/250ml	3 种香型	指尖香氛萦绕、植物芬芳沙龙香、双手水嫩透亮	
	玫瑰纯露湿厕纸	49.9/60 片	2 种香型	99%抑菌、温和润养、玻尿酸精华	
	樱桃木沐浴油	99/300ml	1 种香型	水润肌肤、双重精油、易冲洗不假滑	
家居清洁	蓝桉叶精油地板水	66.9/750ml	4 种香型	泡沫持久，抑菌率 99.9%	
	液态马赛皂洗洁精	46/550ml	1 种香型	宝宝餐具碗碟、果蔬安全洗	
	蓝桉叶精油洗衣机清洗剂	50/500ml	1 种香型	除霉/抑菌/防异味 1 步到位	
宠物清洁	宠物除臭喷雾	55/250ml	2 种香型	植物提取，舔纸无害	
香氛	香薰精油，香氛护衣精华喷雾	80/240ml	3 种香型	知名调香师定制，解压舒缓	

资料来源：纹家旗舰店，公司公告，华泰研究

产品定位：基于“专衣专护”理念，打造差异化细分品类，以香氛心智突围。纹家以“专衣专护”为核心定位，精准切入高端家清市场的细分赛道，通过深度挖掘新中产群体对精致化生活的需求，巧妙规避与传统品牌在清洁力、容量和价格上的同质化竞争，转而以天然植萃配方和香氛心智构建差异化壁垒。品牌依托新西兰霍比托叶、蓝桉叶精油等植萃成分，针对内衣、真丝、牛仔等不同材质衣物研发专属护理产品，将基础清洁升维至“精致衣物保养”的体验层级。同时，将洗衣行为转化为“可穿着的私人香氛仪式”，满足消费者对感官愉悦与个性表达的双重诉求。

战略单品香氛洗衣液彰显公司优秀的产品开发与创新能力。2024 年，纹家推出战略单品香氛洗衣液，正式切入占据家清市场半壁江山的常规洗衣液赛道，上线几个月销量即破亿，进一步提升了纹家品牌天花板。据蝉妈妈，抖音渠道 2024 年该产品 GMV 在 5000-7500 万元左右，洗衣液品类占纹家全品类比重从 2023 年的 6.9%提升至 2025 年的 66.4%。2025 年以来，纹家持续推出阳光限定和奥黛丽赫本联名系列，拓展原本“繁花”系列香氛洗衣液香型，截至 25H1，核心产品“四季繁花洗衣液”已累计推出 18 款不同香型，在整体品牌中销售占比超 40%。

图表23：2025 至今抖音渠道绽家产品结构变化



注：2025 年至今统计截止至 2025 年 8 月 3 日。

资料来源：蝉妈妈，华泰研究

图表24：过去 12 个月抖音渠道地板清洁 Top10 排名

排名	品牌	销售额范围	销量(件)	商品数
1	沫檬	1 亿+	100w+	182
2	活力 28	1000w~2500w	100w+	88
3	LYCOCELLE/绽家	1000w~2500w	25w~50w	16
4	TAKIILA	1000w~2500w	100w+	16
5	律白 Lvbai/律白	1000w~2500w	50w~75w	21
6	哼爱 6	750w~1000w	10w~25w	8
7	倍尔洁	750w~1000w	100w+	53
8	菲碧清	500w~750w	5w~7.5w	13
9	老管家	500w~750w	25w~50w	36
10	SANGYOUAN/桑有田	250w~500w	25w~50w	10

注：统计 2024/08/04-2025/08/03 抖音渠道表现。

资料来源：蝉妈妈，华泰研究

新品类持续孵化。在香氛方面，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，深受用户喜爱。在家清大类目中，绽家也持续拓展子类目覆盖，在衣物清洁品类之外，绽家地面清洁剂同样有出色的销量表现，据蝉妈妈数据，过去一年绽家地面清洁剂在抖音渠道地面清洁剂中销售额排名第三。绽家目前产品还覆盖茶杯除垢、洗洁精、厕所香氛等各类家清细分场景产品并持续进行新品类与新产品孵化。

价格策略：定位高端。从绽家的产品包装来看，相比起传统日化品牌的桶装洗衣液，绽家包装采用棕色透光瓶、铁盒等强调质感的包装，视觉传达上更接近各类高端个护品牌，而非强调“实惠大碗”的家清品牌。绽家在定价上也高于同品类产品，根据飞瓜数据，截至 25 年 9 月 24 日数据，绽家在衣物清洁剂/护理剂品类中销售均价为行业领先。

图表25：抖音衣物清洁剂/护理剂类目矩阵中绽家定位

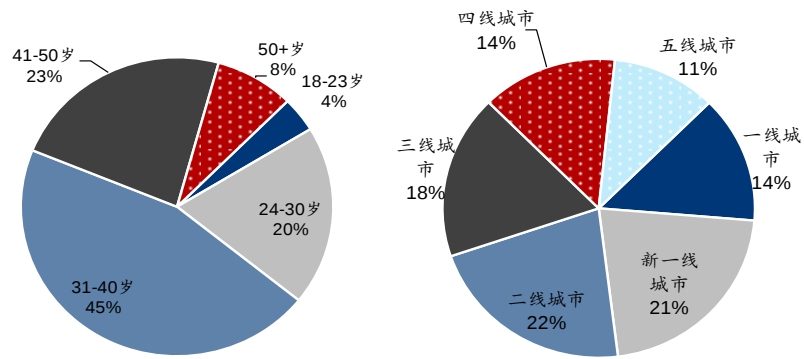
高 销售 均价	S	共26个品牌	共32个品牌	共20个品牌	共10个品牌	LYCOCELLE® 绽家 等共7个品牌
	A	共63个品牌	共45个品牌	共48个品牌	共26个品牌	立白大师香氛 等共18个品牌
	B	共122个品牌	共117个品牌	共73个品牌	共41个品牌	立白 等共25个品牌
	C	共214个品牌	共168个品牌	共112个品牌	共50个品牌	植护 等共25个品牌
	D	共500+个品牌	共207个品牌	共125个品牌	共63个品牌	377 等共20个品牌
		1	2	3	4	5
		低				
		销售额				
		高				

注：为截至 2025 年 9 月 24 日近 30 天数据。

资料来源：飞瓜数据，华泰研究

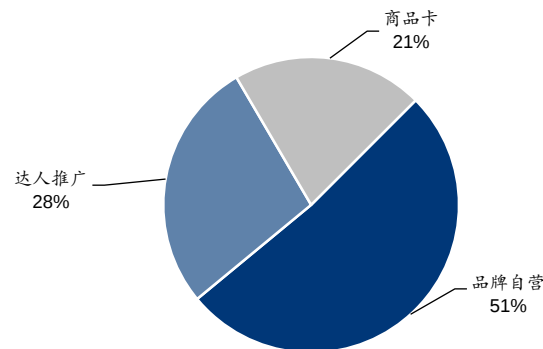
销售策略：达人带货助力品类教育，自播持续拉升销量。根据飞瓜数据，绽家品牌专注于高端衣物护理和家庭清洁领域，其目标消费群体主要是中高端女性群体（一二线城市 25-40 岁女性，家庭月收入 1.5 万+），这些消费者不仅关注产品的清洁效果本身，更注重产品的设计、成分和材质，追求“新精致主义”的生活方式和消费体验。在达人选择上，绽家合作明星伊能静/章小蕙/胡兵/papi 酱/胡可等，这类明星对“精致妈妈”和“资深中产”群体有较高覆盖度，通过大量 UGC 内容精准推流并推动目标客群转化。另外，25 年 8 月绽家在抖音渠道自营占比高达 72%，一定程度上降低达人依赖，保持品牌线上渠道销售韧性。

图表26： 绽家抖音渠道消费者年龄与城市线画像



资料来源：飞瓜数据，华泰研究

图表27： 25年8月绽家抖音各销售渠道占比



资料来源：飞瓜数据，华泰研究

绽家自推出以来快速成长。受益于差异化的市场定位、品牌持续推新能力以及渠道策略，绽家业绩表现逐年攀升。绽家 25H1 实现收入 4.4 亿元，趋近 2024 年全年 4.8 亿元收入水平。另根据蝉妈妈数据，绽家近一年（24 年 8 月-25 年 7 月）抖音销售额在衣物清洁领域排名第 5，绽家在家清市场线上渠道中已站稳脚跟。

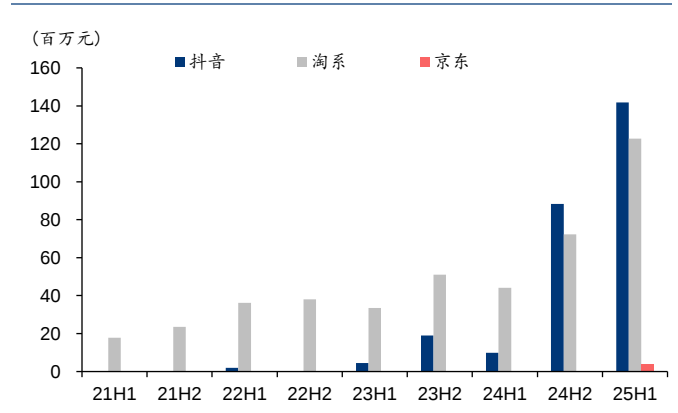
图表28： 2025 年绽家线上渠道与抖音渠道排名

线上渠道排名	品牌	销售额（百万元）	抖音排名	品牌
1	立白	729.3	1	蓝月亮
2	滴露	358.0	2	活力 28
3	蓝月亮	355.9	3	立白
4	威露士	278.7	4	超能
5	超能	247.2	5	绽家
6	奥妙	246.6	6	奥妙
7	希望树	158.4	7	蔬果园
8	雕牌	127.0	8	雕牌
9	绽家	122.7	9	立白小白白
10	六神	118.7	10	植护

注：线上渠道口径为非纸类家清，时间统计 25H1；抖音渠道口径为衣物清洁与护理，时间统计 24M8-25M7

资料来源：久谦数据，蝉妈妈，华泰研究

图表29： 21H1-25H1 绽家线上各渠道销售额



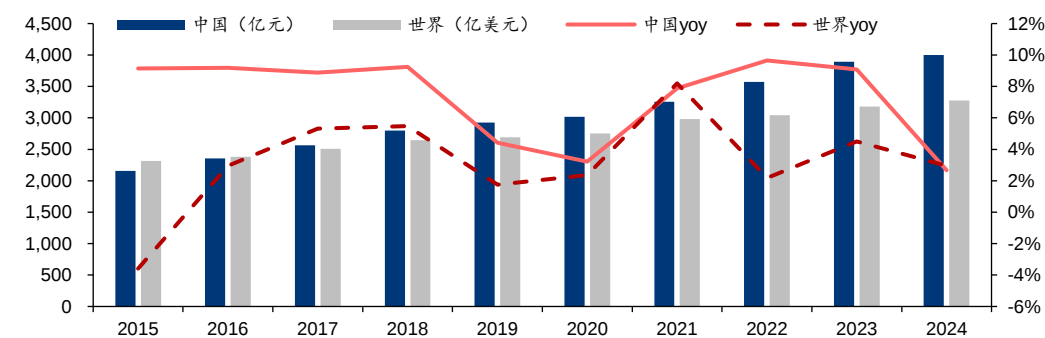
资料来源：久谦数据，华泰研究

斐萃：深耕女性健康市场，口服抗衰赛道新秀

口服保健：内源性抗衰意识提升，原料普惠加速市场教育

口服保健品行业指具有特定保健功能或者以补充营养元素为目的的食品，24 年中国口服保健品市场规模约为 4000 亿元，复合增速 7.1%。根据欧睿数据，16-24 年中国保健品市场 CAGR7.1%，24 年市场规模为 3998 亿元，29 年预计达到 4833 亿元。24 年中国口服保健品市场占全球市场规模 17%，较世界 3.9% 的 9 年 CAGR 高 3.2pct，市场规模增速较快。

图表30：2015-2024 年中国与世界保健品市场规模与增速

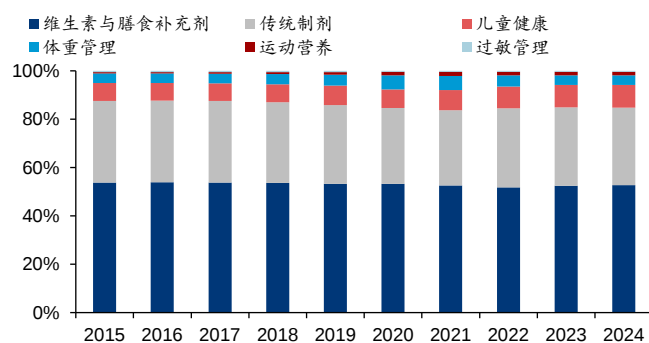


注：统计口径为 Consumer Health 类目。

资料来源：欧睿，华泰研究

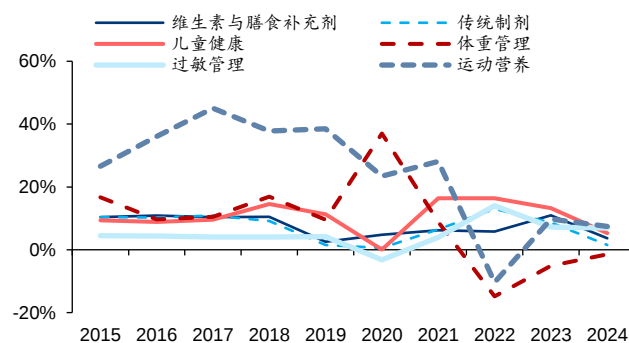
品类：维生素和膳食补充剂为主且增速较稳定，运动营养品类快速增长。根据欧睿统计，维生素和膳食补充剂（VDS）是中国消费者的主要需求，2024 年销售额占保健品总销售额比例为 53.5%，2016-2024 年 CAGR7.3%。运动营养品类虽规模尚小，2024 年销售额占比 1.4%，但增速较快，超越保健品市场平均增速，2016-2025 年 CAGR22.7%。

图表31：2015-2024 年各类型保健品市场份额



资料来源：欧睿，华泰研究

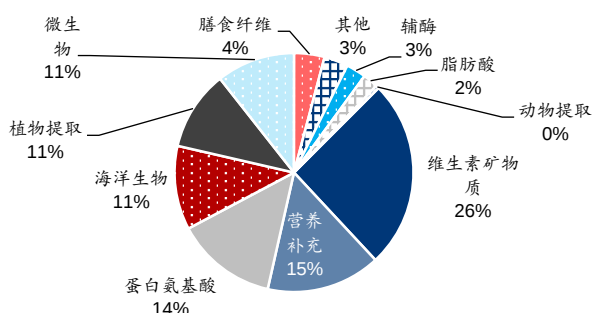
图表32：2015-2024 年各类型保健品增速



资料来源：欧睿，华泰研究

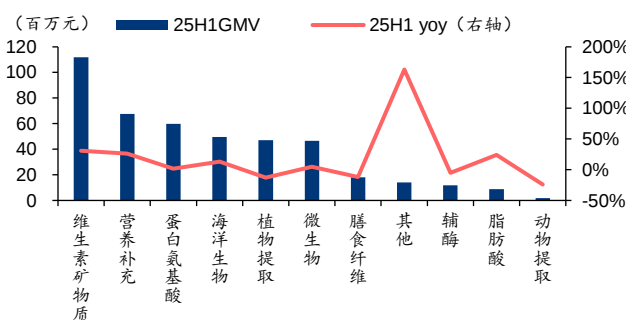
线上渠道中，复合维生素/益生菌/钙为前三大成分。另根据久谦数据，25H1 线上渠道口服保健品市场前三大成分分类目分别为维生素矿物质（包括各类维生素、钙等元素，占据 26.0% 的市场份额），营养补充（包括膳食食品、燃脂减肥、抗糖等，占 15.5%），蛋白氨基酸（包括乳清蛋白、胶原蛋白、精氨酸等，占 13.7%）。进一步细分，目前头部五大成分共占据 36% 的市场份额，分别为复合维生素（10.4%）、益生菌（9.5%）、钙（5.5%）、鱼油（5.3%）和胶原蛋白（5.1%）。头部十大成分中，维生素 D、复合维生素以 60%+ 的同比增速，为最高增长的口服保健品成分，包含了各类新兴成分的“其他”类目同样保持 60% 的高增速。

图表33：25H1 线上渠道口服保健品各品类份额



资料来源：久谦数据，华泰研究

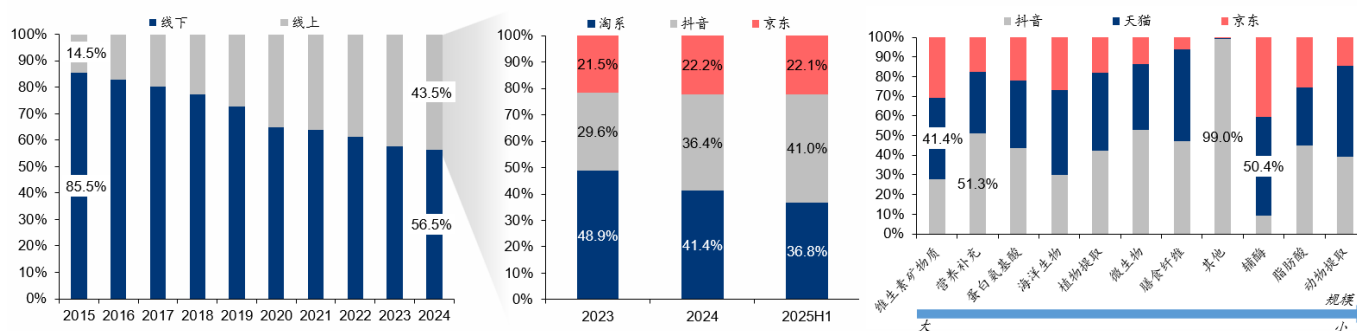
图表34：25H1 口服保健品市场成分大类市场规模与增速



资料来源：久谦数据，华泰研究

渠道：2024 年口服保健品线上渗透率 43.5%，2016-2024 年线上规模 CAGR20%。根据欧睿数据, 2024 年中国保健品线上渠道销售占比达 43.5%, 较 2022 年的 38.7%提升 4.8pct, 2016-2024 年线上规模 CAGR24.0%, 同期线下渠道规模增长 CAGR2.9%, 主要为健康美容专卖店渠道, 近年来不断萎缩, 2024 年占 40.5%的市场份额。进一步拆分线上, 2024 年淘系/抖音/京东占比 42%/36%/22%, yoy-6%/37%/15%。抖音高速增长、京东稳步攀升、淘系收缩开始的趋势同样延续到 2025 年上半年, 25H1 抖音渠道已超越淘系成为线上销售最主要的渠道, 抖音/淘系/京东占比 41%/37%/22%。

图表35：2015-2024 年中国保健品市场各渠道销售额占比及线上各平台份额与品类份额



注：最右图中国各品类保健品在各渠道销售份额为 2024 年数据。

资料来源：欧睿，久谦数据，华泰研究

淘系侧重传统维生素矿物质类目；抖音侧重美容减肥类目；京东细分赛道尚有竞争力。

淘系：受淘天“货架场”与抖音“内容场”的商业模式差异，淘系是维生素矿物质类保健品最主要的销售渠道；根据久谦数据，25H1 淘系在维生素矿物质类占 45.2%的比重。

抖音：“兴趣电商模式”与美容养颜、身材管理等大众话题有更好的相性，在创新品类方面有更突出表现；根据久谦数据，25H1 抖音在营养补充/蛋白氨基酸类目占 51.5%/43.5%，上述大类目下的典型子类目燃脂减肥/胶原蛋白抖音占线上渠道比重高达 60.0%/66.0%。根据蝉魔方统计，23 年 5 月-24 年 4 月抖音电商保健品行业功效分布中美容养颜与身材管理为规模最大的两个品类，其次为运动健康与儿童成长。

京东：根据久谦数据，25H1 京东在维生素矿物质/辅酶类目保持一定的市场份额。

中国保健品上市需经获保健食品认证（即“蓝帽子认证”），实行备案与注册双轨制。我国保健食品市场监管受国家市场监督管理总局及地方市场监管部门监督生产与销售，保健食品上市需获保健食品认证，即“蓝帽子认证”，且保健食品的功效宣传需严格限于国家批准的 24 种功能。根据 2016 年文件《保健食品注册与备案管理办法》，当前我国保健食品分为备案制与注册制，分别针对原材料为《保健食品原料目录》（下称《目录》）内产品与非《目录》内成分。备案制相较注册制审批流程更短，但可用成分相对局限；注册制创新空间较大，但审批流程相对更长。

图表36：我国备案制与注册制对比

类型	适用类目	审批时间	可使用成分	可宣传功效	蓝帽子认证
备案制	《保健食品原料目录》内原料/进口维生素/矿物质类	较短（通常为 1-3 个月）	《保健食品原料目录》内 24 个营养素及对应 85 个化合物，人参/西洋参/灵芝等 10 种非营养素补充剂原料	共 24 种可宣传功能，包括有助于增强免疫力、有助于抗氧化、辅助改善记忆、缓解视觉疲劳等	 保健食品 国家市场监督管理总局注册
注册制	目录外原料/首次进口非营养素	较长（通常以年为单位）	可使用非上述目录成分		

资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

图表37：对比保健食品市场高度成熟的日本，我国保健食品准入机制与宣传规范上更严格

国家	产品类别	定义	市场准入方式
中国	保健食品	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。	注册（目录外原料）或备案（目录内原料）
日本	营养功能食品（FNHC）	以补充特定营养成分为目的的食品。国家对营养成分的种类、摄入量以及营养成分的功能声称做出明确规定，企业根据规定生产和标示营养成分功能。	自行上市
	特定保健用食品（FOSHU）	具有调节机体功能或降低因生活习惯引起的健康风险，经审查要求，可以标示具体保健用途的食品。	注册
		常规型：在饮食生活中，消费者通过食用能达到所标示的保健目的。	注册
		有条件限制型：有效性依据虽然不能完全达到特定保健用食品（常规型）批准的审查要求，但经验证具有一定有效性，应对限制型条件进行明确标示。	注册
		降低疾病风险型：基于营养学界的广泛认知，降低疾病风险可作为标示内容。	简单注册
	功能性标示食品（FFC）	对未患病人群（不包括未成年人、孕产妇、计划怀孕妇女、乳母），以科学依据为基础，可以在包装容器上标示功能性相关成分及其以维持和改善健康为目的的特定保健功能（降低疾病风险除外）的食品。	简单注册
		规格标准型：作为特定保健用食品的批准产品数量比较多，已经积累较多的科学依据，有效成分等相关标准已经确定，无须经过个别审查。	简单注册
			上市前 60 日备案

资料来源：国家市场监督管理总局食品审评中心与中国营养保健食品协会 2023 年联合论文《中日保健食品备案管理制度比较研究》，华泰研究

近年来《保健食品原料目录》呈现扩容趋势。具体来看，《目录》于 2016 年发布首个清单，包括各类维生素（A/D/B 等）、钙、镁、铜等 20 种营养素化合物；2020-2023 年期间，先后补充 3 个批次，新增辅酶 Q10、褪黑素、灵芝等原料与成分。目前根据各项人大建议复文，我国正在积极推进盐酸氨基葡萄糖、天麻、铁皮石斛等其他成分。

图表38：《保健食品原料目录》更新成分与主要功效

批次	成分	主要功效
2016 年 初始清单	营养素补充剂，包括各类维生素（A/D/B 等）、钙、镁、铜等 20 种营养素化合物	补充维生素、矿物质
2020 年 新增 5 种原料与成分	鱼油	辅助降血脂
	辅酶 Q10	增强免疫力 抗氧化
	破壁灵芝孢子粉	增强免疫力
	褪黑素	改善睡眠
	螺旋藻	增强免疫力
2023 年 10 月 新增 2 种成分	大豆分离蛋白	增强免疫力
	乳清蛋白	增强免疫力
2023 年 12 月 新增 3 种中草药原料	人参	缓解体力疲劳、有助于增强免疫力
	西洋参	缓解体力疲劳、有助于增强免疫力
	灵芝	有助于增强免疫力
2025 年 6 月 24 日	天麻、铁皮石斛、黄精、薏苡仁	/
正在纳入备案可选原料名单	氨基葡萄糖类原料	/
拒绝纳入备案目录	刺梨、太子参（由于目前已获批准注册的保健食品数量较少）	

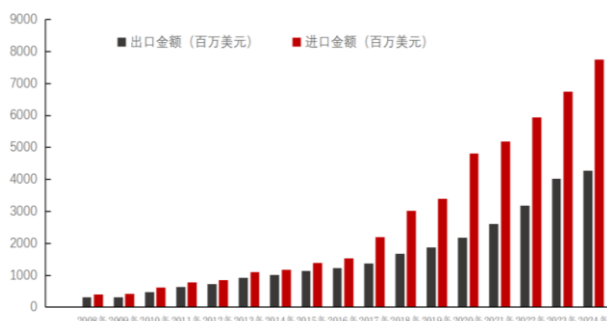
资料来源：国家市场监督管理总局，华泰研究

跨境电商进口保健品主要通过海关总署监管，形成丰富的品类补充。

1) 以麦角硫因为代表的创新成分目前主要跨境电商进入国内市场。跨境电商进口形式主要由海关总署、商务部等部门联合监管，复配保健品常使用 HS210690 或其他原料相关的 HS 编码。2016 年《跨境电子商务零售进口商品清单》出台后，作为“正面清单”的管理机制，允许海外保健品以“个人自用”为原则进入国内市场，通过跨境电商模式进行销售的健康食品如未进行“蓝帽子”认证则仅作为健康食品，但不可在线下渠道销售或二次出售，也不可进行保健功能宣传（上海市与广东省市场监督管理局政策解答）；

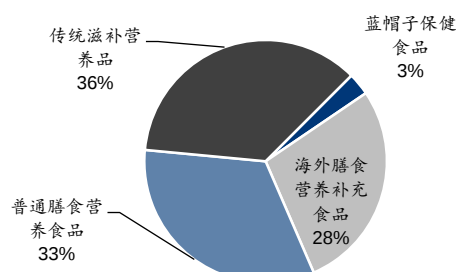
- 2) 2024 年我国营养保健食品进口额为 77.5 亿美元, yoy+6.3%。根据中国医药保健品进出口商会数据, 我国营养保健食品进口额在 2016 年后大幅提升, 2024 年达 77.5 亿美元, 同比增长 15.10%。另根据 Nint 数据, 当前我国保健品市场中海外膳食营养补充食品占 28% 市场份额, 为国内保健品市场提供重要补充。

图表39: 2008-2024 年中国营养保健食品进出口情况



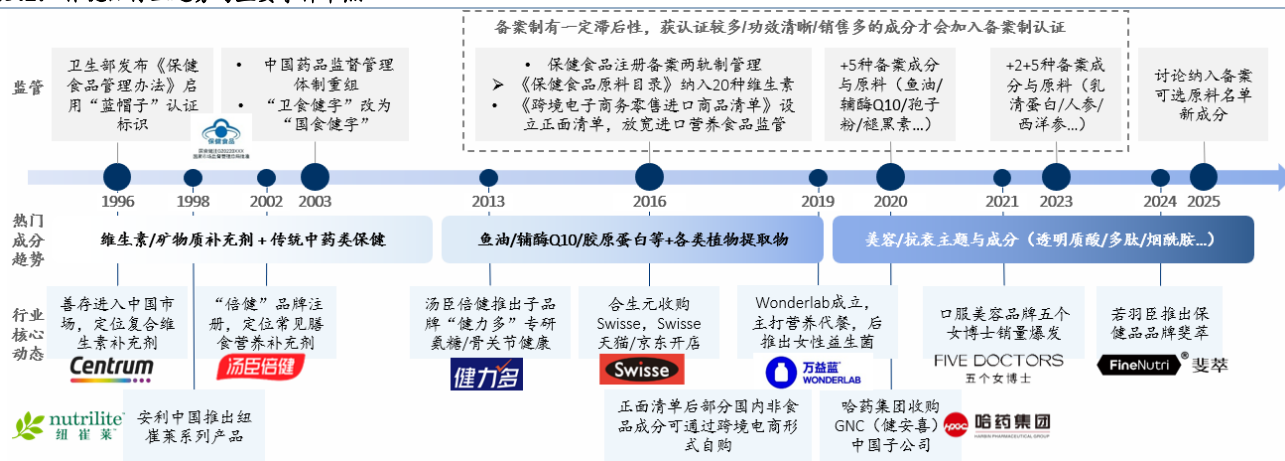
资料来源: 中国医药保健品进出口商会, 华泰研究

图表40: 2024 年口服保健品市场份额分布



资料来源: Nint 任拓, 华泰研究

图表41: 保健品行业趋势与主要事件节点



资料来源: 国家市场监督管理总局, 各品牌官网, 华泰研究

竞争格局: 保健品市场竞争格局较分散, 头部商家 CR5 仅 17.8%。根据欧睿数据, 当前收入规模在 100 亿以上的保健品公司共 5 家, 为汤臣倍健、安利、赫力昂、Swisse 与华润三九, 分别占据 5.6%/4.3%/2.7%/2.6%/2.5% 的市场份额, 共占据 17.8% 的市场份额; CR10 则为 24.7%, 整体市场格局仍较为分散。据久谦数据, 保健品市场头部品牌汤臣倍健、安利、赫力昂、Swisse25H1 在线上渠道均排名前 10, 而主打多 SKU 的大众营养品牌诺特兰德 (2018 年推出)、主打口服胶原蛋白肽的五个女博士 (2019 年推出) 等新兴品牌在线上渠道表现亮眼, 25H1 诺特兰德/五个女博士分别在线上综合渠道排名第 2/5。

图表42：24年零售额 Top10 保健品企业及其旗下主要品牌、产品与功能

排名	公司	主要品牌	主要产品	功能覆盖	销售额 (亿元)	市场份额
1	汤臣倍健	汤臣倍健、健力多	蛋白粉、氨糖软骨素钙片、益生菌胶囊、胶原蛋白肽口服液等	基础营养补充/关节保护/肠道健康美容抗衰	225.37	6%
2	安利	纽崔莱	蛋白质粉、维生素矿物质片、乳酸菌等	基础营养补充/免疫力提升/神经系统支持	171.95	4%
3	赫力昂	钙尔奇、善存	钙、各类维生素片、矿物质片	钙质补充/骨骼健康/全面维生素营养	109.89	3%
4	斯维诗	Swisse	护肝片、复合维生素、胶原蛋白液	护肝排毒/美容抗衰/基础营养补充	102.13	3%
5	华润三九	999 今维多、三九益普利生、桃白白、777	维生素矿物质片、益生菌、胶原蛋白肽、石斛/人参类保健食品等	基础营养补充/免疫调节/美容抗衰/护肝养胃/心脑血管养护	100.42	3%
6	无极限	无极限	灵芝皇胶囊、增健口服液	免疫调节/抗氧化/基础调理	82.25	2%
7	东阿阿胶	东阿阿胶	阿胶块、复方阿胶浆、阿胶糕	补血滋阴/润燥止血/改善睡眠	59.89	1%
8	完美	完美	芦荟矿物品、肽藻营养粉	排毒养颜/免疫调节/肠道健康	50.65	1%
9	哈药	三精、新盖中盖	葡萄糖酸钙口服液、钙+D 咀嚼片	钙质补充/骨骼健康	48.72	1%
10	云南白药	云南白药	气血康口服液、三七丹参粉	气血双补/改善疲劳/活血化瘀	36.48	1%

资料来源：欧睿，各品牌官网，华泰研究

图表43：25H1 不同线上渠道保健品销售额与增速（单位：百万元）

线上综合			淘系			抖音			京东		
品牌	GMV	yoy	品牌	GMV	yoy	品牌	GMV	yoy	品牌	GMV	yoy
斯维诗	1,566	14%	斯维诗	693	14%	诺特兰德	1,192	130%	斯维诗	646	9%
诺特兰德	1,288	120%	汤臣倍健	266	-47%	Wonderlab	612	45%	益节	252	18%
Wonderlab	923	24%	益节	204	12%	五个女博士	518	18%	汤臣倍健	225	-30%
益节	725	38%	Wonderlab	201	-16%	养能健	444	/	健安喜	194	21%
五个女博士	650	16%	善存	164	-1%	仁和药业	309	-24%	钙尔奇	194	10%
汤臣倍健	509	-46%	钙尔奇	158	49%	鸣咔实验室	309	1275%	善存	177	-17%
养能健	444	/	金凯撒	156	2%	益节	269	105%	星鲨	117	25%
钙尔奇	372	32%	万赫希	128	24%	小主	265	899%	雅培	116	-7%
善存	370	-3%	益倍适	109	-16%	氧气能量	249	112%	Wonderlab	110	31%
健安喜	347	-20%	21 金维他	106	262%	斯维诗	227	30%	哈药	88	-40%

资料来源：久谦数据，华泰研究

斐萃：“超级成分+极简配方+足量添加”

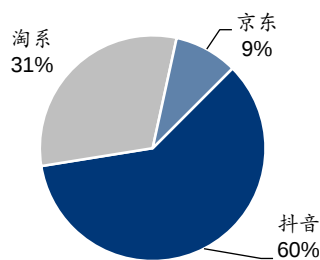
斐萃：深耕口服抗衰赛道，线上持续发力，成细分赛道龙头。24年9月，已有成功自有品牌纹家的若羽臣，在其具有丰富代运营经验的保健品行业推出自有品牌斐萃，瞄准女性保健品市场，通过最新成分响应前沿细分需求，主推以麦角硫因作为主要成分的口服抗衰胶囊，定位中高端市场。据公司 25H1 半年度业绩公告，25H1 斐萃持续实现营收 1.60 亿元，Q2 环比 Q1 高速增长。

“超级成分+极简配方+足量添加”：

- 1) 超级成分“麦角硫因”：**功效上，据斐萃官网介绍，麦角硫因作为微生物发酵提取物，可以直达线粒体，精准高效清除导致衰老的自由基，恢复细胞活力，提高 NAD+ 水平实现人体全面年轻化。作用机制上，麦角硫因搭乘“OCTN-1 转运蛋白”进入细胞，该转运蛋白将麦角硫因分配到红细胞、骨髓、肝脏、肾脏和眼睛等组织器官中，维持机体健康。
- 2) 斐萃以麦角硫因为核心成分，并搭配 PQQ/还原性辅酶等复配。**通过将珍稀的超级成分与现代生物科技深度融合，并基于医学研究与临床验证进行市场教育，已成口服麦角硫因龙头。据艾瑞咨询 25 年 8 月基于对口服美容行业的深度调研与数据监测，其正式授予斐萃“口服麦角硫因全网销量第一”的市场地位声明。另据久谦数据，麦角硫因关键词相关线上市场 25H1 规模约为 5.9 亿元，其中抖音渠道占 60% 市场份额。25M6 麦角硫因细分市场月 GMV400 万以上的品牌共 6 个，分别为斐萃(4500 万)、莱特维健(1800 万)、斯维诗(1300 万)、仅三(800 万)、Fcmzi(700 万)、Fantasycare(500 万)。

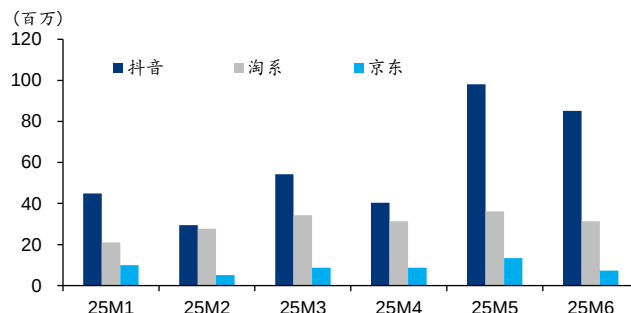
持续夯实“科学抗衰”心智，深度挖潜全年龄段女性人群在全生命周期细分需求：截至 25H1，斐萃在售 SKU 已达 8 款，相继上线舒压修颜瓶、美白光子瓶、红宝石油及护肝代谢小绿瓶等 4 款产品，为消费者提供针对性抗衰解决方案。其中，舒压修颜瓶针对睡眠不足引发的衰老问题；光子瓶聚焦光老化修护；红宝石油作为女性高阶美容鱼油，具备抗氧化、抗炎及代谢调节等多重功效；护肝代谢小绿瓶能提升代谢能力和脂肪分解能力，在抗炎的同时减少肝脏脂肪。

图表44：25H1 麦角硫因细分市场线上渠道份额



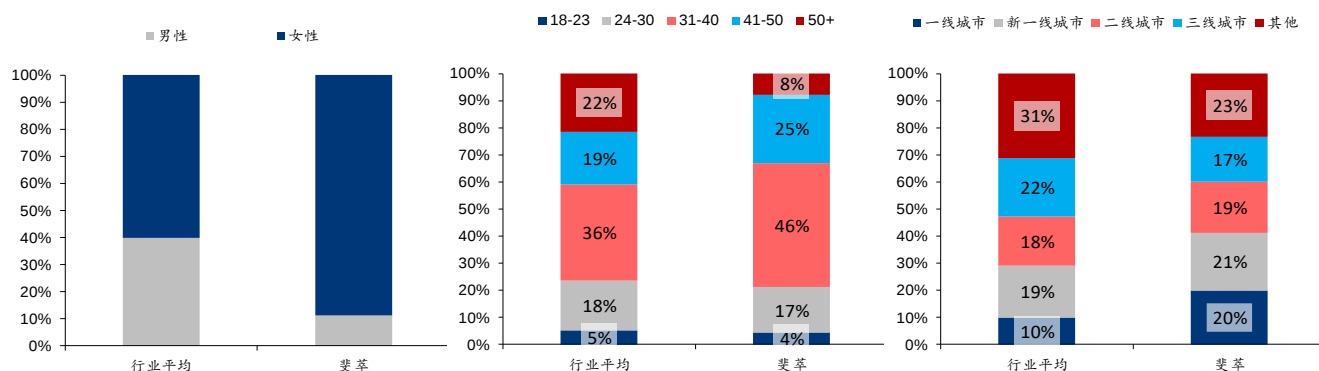
资料来源：久谦数据，华泰研究

图表45：25M1-25M6 麦角硫因细分市场线上渠道市场规模



资料来源：久谦数据，华泰研究

图表46：25M9 斐萃抖音消费者画像及行业对比



注：数据为截止至 2025 年 9 月 24 日的过去 30 天成交用户画像，行业平均指滋补保健品类平均水平。

资料来源：飞瓜数据，华泰研究

拓展新功效成份与新价格带，延伸多元场景，保健品多品牌矩阵逐渐成型。目前若羽臣除核心口服保健品品牌斐萃外，在 25 年 7 月相继推出两大新品牌 NuiBay 与 VitaOcean 极地。

NuiBay：主打国民普惠产品。据公司《2025 年 8 月 20 日投资者关系活动记录表》，该品牌目标人群更下沉、更年轻，预算有限但拒绝“低质低价”，渴望用平价获得高品质足量添加产品（新锐白领占比 11%，Z 世代 27.62%，小镇青年 22.07%，精致妈妈 12.4%，资深中产 8.17%）。我们认为该批品牌有望以质价比供给满足更广泛人群需求。

VitaOcean：主打抗炎抗氧化鱼油产品。短期由于同成分的斐萃红宝石油销售超预期，导致原料暂时短缺，目前优先供给斐萃红宝石油，尚未快速放量，预计 9 月供应链调整完毕，我们认为后续亦存在较大发展潜力。

图表47：若羽臣口服保健品牌与产品矩阵



资料来源：斐萃产品官网，NuiBay 店铺，VitaOcean 店铺，华泰研究

核心竞争力：“经验积累—品类捕捉—产品开发—渠道打法”

复盘若羽臣过往成长路径，我们将若羽臣的核心竞争力总结为“经验积累—品类捕捉—产品开发—渠道打法”四大维度。同时我们认为，公司全链路操盘能力已得彰显，凭借前期积累的前瞻消费者洞察/丰富运营经验/资源整合能力，我们预计后续公司的品牌孵化成果有较大概率持续复制。

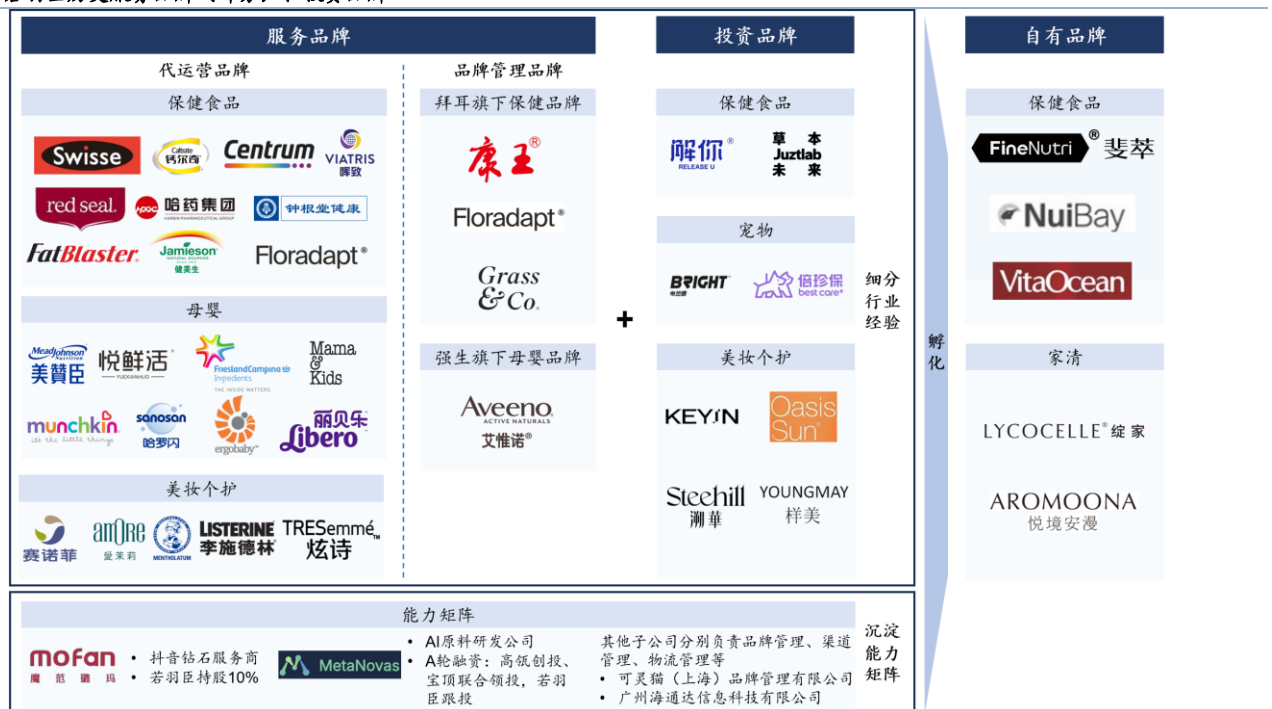
经验积累：已沉淀多品类的消费者洞察与丰富的运营经验。若羽臣在过去十余年的发展历程中，已完成从品牌运营到品牌管理的战略跨越，沉淀了多品类的消费者洞察与丰富的运营经验，能够从多维度、多视角为品牌方提供数字化管理服务。具体而言，其经验体现在：

1) 丰富品牌管理经验。公司在保健品、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，实现健康增长。

2) 专业人才资源和深厚的知识储备。以保健品为例，公司自 2016 年正式进军保健品市场，已沉淀起充沛的专业人才资源和深厚的知识储备。核心业务团队中，保健行业人才占比超过一半。公司先后服务了近 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。

3) 全产业链资源整合能力。公司与上游原料供应商达成紧密协作，发挥 AI 在原料研发、配方定制等方面的优势，持续提升公司产品开发效率和核心竞争力。

图表48：若羽臣历史服务品牌（部分）、投资品牌



资料来源：若羽臣历年年报，招股说明书，华泰研究

图表49：若羽臣代运营保健品品牌业绩表现

时间	品牌	突出业绩
2019 年	拜耳	获拜耳品牌创新突出贡献奖，主要由于双方携手共建 ONE A DAY 品牌，销售业绩跻身平台复合维生素前五
2021 年双 11	Swisse、钙尔奇	各保健品品牌霸榜多个保健类目细分排名，Swisse 拿下 4 个细分类目 TOP1；钙尔奇获钙铁锌类目 TOP1
2022 年 618	Swisse	若羽臣代理品牌在保健及母婴品类共有 15 个细分类目稳居 TOP1，近 90% 的店铺实现了同比快速增长
2023 年 618	善存、钙尔奇	若羽臣代理善存、钙尔奇等保健品品牌或各类细分类目 TOP1，维生素类目与钙镁锌类目产品 TOP10 中均占 5 位，同时抖音、天猫、拼多多三个平台同比增长分别为 157%/82%/72%

资料来源：搜狐新闻，环球财富网，艾瑞网，华泰研究

品类捕捉：把握快成长的红利方向。公司在自有品牌方向选择上，优先卡位仍具红利空间、但尚未形成强势垄断格局的赛道。家清行业，线上红利/供给创新/高端升级带来新机遇；保健品领域，消费者的需求重心从过去以基础营养补充为核心的传统膳食补充剂，逐渐向更具针对性、可感知的功能性保健品转移；合成生物技术带来的原料普惠效应，也为公司自有保健品牌的发展带来广阔的发展机遇。

图表50：若羽臣投资并购版图

时间	品牌	定位
2022 年	SPD 超级牙科	牙科健康服务
2022 年 6 月	魔范鹿玛	抖音服务商
2022 年 7 月	倍珍保	宠物健康管理
2022 年 8 月	YOUNGMAY 样美	生物科技/水光仪
2022 年 9 月	解你	功能性食品
2022 年 10 月	溯华	合成生物护肤
2023 年 1 月	BRIGHT 布兰德	宠物食品
2024 年 1 月	KEYIN	科技护肤
2024 年 2 月	JUZTLAB 草本未来	新中式养生品牌
2024 年	MetaNovas	AI 驱动大健康新原料开发

资料来源：壹览商业，华泰研究

产品打造：优秀的产品开发与创新能力，持续捕捉细分市场需求。绽家和斐萃两个自有品牌的快速、持续增长，已能印证公司在产品打造层面的卓越能力。在家清市场，产品同质化现象严重，绽家深挖消费者未被满足的痛点，打造创新的极致产品体验，继首款爆品内衣洗液之后，又接连推出了香氛衣物护理喷雾、香氛洗衣凝珠、地板清洁剂、香氛洗衣液等多款爆品；在保健品领域，不同于以基础膳食补充产品为主的品牌，斐萃聚焦消费者真实需求，以细分、专业化的布局，持续推出精准且高效的抗衰解决方案。

渠道打法：结合不同品牌定位，具备全渠道布局能力。除深耕天猫、抖音、京东、拼多多、唯品会等生态平台之外，公司还扎根天猫国际、天猫国际直营、唯品会国际等不同贸易形态的电商渠道，能够综合品牌定位、品类特性、赛道环境以及市场风向等多重因素，规划全渠道运营策略，具体而言：

- 1) 绽家：持续强化全渠道协同，天猫、抖音、小红书、京东等多个平台继续保持高速增长；抖音端通过“精细化运营+高质量内容”增长闭环，构建“自播+达播”双擎飞轮；25 年 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（25H1 中报）；线下持续深化与山姆的战略合作，同步强势入驻永辉 Bravo 等优质渠道。
- 2) 斐萃：上线以来已实现天猫、抖音等生态平台的销售爆发，25 年 618 大促期间，斐萃全渠道 GMV 较 2024 年双十一期间增长超 2000%（25H1 中报）。

图表51：25H1 若羽臣各渠道销售情况（不含策划服务收入）

平台	销售金额（百万元）	销售占比
抖音	489.99	37.24%
天猫商城	279.83	21.27%
天猫国际	173.91	13.22%
其他	173.63	13.20%
京东	85.88	6.53%
唯品会	42.83	3.25%
小红书	24.04	1.83%
阿里健康	22.03	1.67%
天猫超市	14.03	1.07%
快手	7.04	0.53%
拼多多	2.69	0.20%
合计	1315.90	100.00%

注：以上相关数据合计数与各明细数值之和不相等系由四舍五入造成。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表52：25H1 若羽臣各品类线上销售情况（不含策划服务收入）

品类	销售金额（百万元）	销售占比
美妆个护	388.86	29.55%
家清	443.55	33.71%
母婴	173.57	13.19%
保健	279.41	21.23%
其他	21.02	1.60%
宠物	3.08	0.23%
食品	6.40	0.49%
合计	1315.90	100.00%

资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值

我们预计公司 25E-27E 收入分别达 30.09/45.05/60.72 亿元，同比分别 +70.4%/+49.7%/+34.8%。对应 25E-27E 归母净利润分别达 1.87/2.86/4.01 亿元，同比分别 +76.8%/+53.3%/+39.9%，归母净利率分别达 6.2%/6.4%/6.6%。收入端拆分预测如下：

自有品牌：我们预计公司自有品牌 25E-27E 收入达 16.33/29.72/43.20 亿元，同比分别 +226.0%/+82.0%/+45.3%。公司 25H1 自有品牌实现收入 6.03 亿元，同比+242.4%，我们预计 25H2E 公司自有品牌将实现收入 10.30 亿元，同比+217.3%。拆分来看：

1) 绽家：25E-27E 绽家预计实现收入 10.37/15.98/23.33 亿元，同比分别 +114.2%/+54.1%/+46.0%。绽家 25H1 实现收入 4.44 亿元，同比+157.1%，我们预计绽家 25H2E 实现收入 5.94 亿元，同比+90.5%。参考目前绽家品类结构，核心大单品香氛洗衣液具备高复购属性，将贡献主要销售额，未来预计通过更多 IP 合作释放单品潜力，且未来如有出海计划，香氛洗衣液也将作为核心单品，预计 25E-27E 香氛洗衣液占绽家全品类销售额 40.8%/47.7%/52.2%。洗衣凝珠、内衣洗衣液、香氛护衣喷雾作为早期爆品 25-27 年增速预计放缓，其他家清与其他个护品类持续上新单品，预计还有高速增长空间。

2) 保健品：若羽臣目前正在积极构建保健品矩阵，旗下核心品牌斐萃实现广泛品类覆盖、VitaOcean 极地主攻红宝石油成分、NuiBay 纽益倍主打普惠市场。25E-27E 预计实现收入 5.91/13.68/19.80 亿元，同比分别+4772.1%/+131.7%/+44.7%。具体来看：

①斐萃：参考斐萃目前品类结构，25E-27E 预计实现收入 5.00/7.31/10.26 亿元，同比分别 +4025.4%/46.1%/40.5%。斐萃 24M9 上线并实现 24 年收入 0.12 亿元，后品牌高增长，至 25H1 实现收入 1.60 亿元，我们预计 25H2E 将实现收入 3.40 亿元。25E 预计大单品抗衰小紫瓶/单配小蓝瓶/护肝小绿瓶/美白小白瓶/红宝石油小红瓶/其他斐萃单品分别占比 45.0%/21.0%/10.0%/10.0%/10.0%/4.0%。其中抗衰小紫瓶作为科学抗衰品牌的核心单品，自推出后短期内迅速放量（2024 年 9 月推出，2025 年 9 月单月抖音 GMV 已突破 1 亿元，飞瓜），我们预计该单品仍为品牌主推并持续保持高增长，预计 26E-27E 实现同比增长 50.0%/40.0%，红宝石油作为拥有独家原材料成分的新品，上市 1 月即占据 3%以上的 GMV 比重（25H1 业绩会），有望成为品牌第二爆品，预计 26-27E 实现同比增长 100.0%/80.0%，其余单品分别针对各自细分市场，预计 26E-27E 将保持稳健增长。

②NuiBay 纽益倍：考虑到纽益倍普惠定位预计将实现更广的人群覆盖，25E-27E 预计实现收入 0.83/4.46/6.46 亿元，其中 25E 预计实现 1 亿 GMV，考虑到 NuiBay 为 25 年 7 月上新品牌，9 月开始销售额起量，据飞瓜数据，25 年 9 月 GMV 约 5 千万，我们预计品牌将延续高增趋势，实现品牌持续快速爬坡，26E-27E 同比增长 440.0%/45.0%。

③VitaOcean 极地：考虑到极地目前仅一款产品，其原料为若羽臣独家代理的红宝石油，该成分同样用于斐萃红宝石油小红瓶中。由于斐萃红宝石油单品 25H1 销售超预期，因此红宝石油供应暂时短缺且优先供给斐萃产品销售，25H2 完成供应链调整后预计释放销量，26 年极地销售额开始起量，25E-27E 预计实现 0.08/1.92/3.07 亿元，27E 同比增长 60%。

代运营业务：我们预计公司代运营业务 25E-27E 收入为 6.49/5.52/4.97 亿元，同比分别 -15.0%/-15.0%/-10.0%。若羽臣业务板块持续调整中，早期核心业务代运营业务进入提质增效阶段，代运营业务规模 22 年以来战略缩减，预计未来 2 年将延续战略缩减态势。

品牌管理业务：我们预计公司品牌管理业务 25E-27E 收入达 7.27/9.81/12.56 亿元，同比分别+45.0%/+35.0%/+28.0%。若羽臣 2023 年开始布局品牌管理服务，深度参与到合作品牌全链路业务流程中，并持续、针对性引入新的品牌管理合作伙伴，考虑到新合作伙伴引入带来的规模扩张，以及现有合作品牌出色的业绩表现，预计未来 2 年还有双位数增长潜力。

图表53：若羽臣 2022A-2027E 收入拆解

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入（百万元）	1216.98	1366.09	1765.78	3009.01	4505.00	6071.90
yoy	-5.5%	12.3%	29.3%	70.4%	49.7%	34.8%
一、自有品牌	160.90	263.28	500.96	1633.24	2972.30	4319.71
yoy		63.6%	90.3%	226.0%	82.0%	45.3%
占比	13.2%	19.3%	28.4%	54.3%	66.0%	71.1%
1) 纹家	120.58	254.73	484.22	1037.20	1597.93	2332.86
yoy		111.3%	90.1%	114.2%	54.1%	46.0%
自有品牌占比	74.9%	96.8%	96.7%	63.5%	53.8%	54.0%
2) 保健品			12.12	590.50	1368.00	1979.53
yoy				4772.1%	131.7%	44.7%
自有品牌占比			2.4%	36.2%	46.0%	45.8%
① 斐萃			12.12	500.00	730.50	1026.35
yoy				4025.4%	46.1%	40.5%
自有品牌占比			2.4%	30.6%	24.6%	23.8%
② 纽益倍				82.50	445.50	645.98
yoy					440.0%	45.0%
自有品牌占比				5.1%	15.0%	15.0%
③ 极地				8.00	192.00	307.20
yoy					2300.0%	60.0%
自有品牌占比				0.5%	6.5%	7.1%
3) 其他品牌	4.62	8.55	4.62	5.54	6.38	7.33
yoy		85.1%	-46.0%	20.0%	15.0%	15.0%
自有品牌占比	2.9%	3.2%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%
二、代运营	1056.08	942.33	763.71	649.15	551.78	496.60
yoy	-13.4%	-10.8%	-19.0%	-15.0%	-15.0%	-10.0%
占比	86.8%	69.0%	43.3%	21.6%	12.2%	8.2%
三、品牌管理		160.49	501.11	726.61	980.92	1255.58
yoy			212.2%	45.0%	35.0%	28.0%
占比		11.7%	28.4%	24.1%	21.8%	20.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

毛利端，我们预计 25E-27E 公司毛利率将分别达 56.4%/62.6%/65.4%，同比分别 11.8pct/6.2pct/2.8pct。主要因公司代运营业务提质增效，品牌管理业务与高毛利自有品牌业务规模效应逐渐释放。拆分来看，自有品牌 25E-27E 毛利率为 73.8%/76.7%/77.4%，同比分别+7.0pct/+2.9pct/+0.7pct，其中纹家为 67.5%/68.0%/68.5%，规模效应已逐步释放，未来预计毛利率将持续小幅提升，保健品 85.0%/87.0%/88.0%，多品牌矩阵有望持续释放规模优势；代运营业务提质增效，延续 25H1 毛利提升趋势，25E-27E 毛利率为 41.0%/41.0%/41.5%，同比分别+1.7pct/持平/+0.5pct；品牌管理业务规模扩张带来规模优势，25E-27E 毛利率为 31.0%/32.0%/33.5%，同比分别+0.5pct/+1.0pct/+1.5pct。

费用端，我们预计 25E-27E 公司销售费用率分别为 40.7%/46.0%/48.5%，同比分别+10.9pct/+5.3pct/+2.5pct，主要因公司自有品牌纹家/斐萃持续规模扩张，极地/纽益倍早期产品市场渗透中，预计将有较多的代言费/推广费等营销费用支出；25E-27E 管理费用率分别为 5.0%/5.0%/5.0%，研发费用率分别为 1.8%/2.0%/2.0%。

其中，销售费用率方面，公司 25H1 录得销售费用率 45.4%/yoy11.5pct，其中市场推广费用率为 40.5%/yoy14.0pct，费率同比增长主要受代言费/推广费支出增加驱动。我们预计 25H2 公司对于自有保健品牌翡翠、纽益倍等投入力度有望继续加强，销售费率端延续 25H1 同比提升趋势，故我们预计公司 25H2 市场推广费用率同比提升 10.0pct 至 31.3%，25H2E 销售费用率达 37.0%/yoy10.5pct，驱动 25E 销售费用率达 40.7%。

图表54：若羽臣 22H1-25H2E 销售费用与销售费用率

	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2E
销售费用	102.95	173.52	161.48	218.54	267.07	258.78	598.86	624.96
工资及福利	30.81	34.87	31.40	41.18	35.74	39.04	43.62	67.60
市场推广费	58.17	124.25	115.22	160.89	208.84	208.23	534.27	528.63
仓储费	10.88	9.68	10.38	6.39	9.35	9.63	12.89	16.90
其他	1.53	0.31	0.86	1.58	1.09	1.34	1.83	1.69
办公及差旅	1.56	3.38	2.93	4.01	4.34	3.46	4.75	10.14
股份支付费用	0.00	1.04	0.70	4.49	7.72	-2.93	1.51	0.00
销售费用率	19.2%	25.4%	27.3%	28.2%	33.9%	26.4%	45.4%	37.0%
工资及福利占收入%	5.8%	5.1%	5.3%	5.3%	4.5%	4.0%	3.3%	4.0%
市场推广费占收入%	10.9%	18.2%	19.5%	20.8%	26.5%	21.3%	40.5%	31.3%
仓储费占收入%	2.0%	1.4%	1.8%	0.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
其他占收入%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
办公及差旅占收入%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%
股份支付费用占收入%	0.0%	0.2%	0.1%	0.6%	1.0%	-0.3%	0.1%	0.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计 25E-27E 归母净利润分别达 1.87/2.86/4.01 亿元，同比分别 +76.8%/+53.3%/+39.9%，归母净利率分别达 6.2%/6.4%/6.6%，同比分别 +0.2pct/+0.2pct/+0.2pct。

图表55：若羽臣 2022A-2027E 成本与费用拆解

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业成本	807.88	816.32	978.73	1312.69	1684.81	2101.39
毛利	409.10	549.77	787.05	1696.32	2820.19	3970.51
yoy		34.4%	43.2%	115.5%	66.3%	40.8%
毛利率	33.6%	40.2%	44.6%	56.4%	62.6%	65.4%
各板块毛利率拆分：						
自有品牌毛利率	63.6%	62.2%	66.8%	73.8%	76.7%	77.4%
绽家毛利率		62.7%	66.9%	67.5%	68.0%	68.5%
保健品毛利率			66.8%	85.0%	87.0%	88.0%
其他自有品牌毛利率		45.7%	52.1%	52.0%	52.0%	52.0%
代运营毛利率	29.1%	34.5%	39.3%	41.0%	41.0%	41.5%
品牌管理毛利率		37.8%	30.5%	31.0%	32.0%	33.5%
销售费用率	22.7%	27.8%	29.8%	40.7%	46.0%	48.5%
管理费用率	7.4%	6.8%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	2.3%	1.8%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%
归母净利润	33.76	54.29	105.64	186.73	286.31	400.55
归母净利润yoy		60.8%	94.6%	76.8%	53.3%	39.9%
归母净利率		4.0%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

考虑到公司自有品牌模式与代运营+品牌管理业务（我们归类为“传统业务”）有较大商业模式差异，以及增长潜力存在显著差异，我们将使用分部估值法进行估值，同时由于公司归母净利润 25E-27ECAGR 达 55.9%保持持续高增长，其中 25-27E 净利润每年中双位数的同比增长，因此基于 27E 表现给予估值倍数。

1) 对于自有品牌, 25E-27E 预计实现归母净利润 1.07/2.04/3.42 亿元, 对应归母净利率 6.5%/6.9%/7.9%, 其中核心自有品牌之一的绽家归母净利率为 10.0%/10.2%/10.4%, 考虑到绽家自 20 年底开始运营, 至 25E 我们预计已有 10% 的归母净利率, 随品牌规模扩张与经营效益优化, 26-27E 预计归母净利率仍有提升空间。另一核心自有品牌斐萃为代表的保健品业务归母净利率为 0.5%/3.0%/5.0%, 考虑到斐萃品牌 24 年新推出并处于早期拓展阶段, 受益于品类高毛利特性, 25E 预计有望实现盈亏平衡, 随着品牌影响力逐步形成有望带来经济效益优化, 带来 26-27E 归母净利率持续提升。

2) 对于代运营+品牌管理业务, 25E-27E 实现归母净利润 0.80/0.82/0.59 亿元。其中, 代运营业务预计实现归母净利率 3.4%/4.2%/1.7%, 其归母净利率有下滑趋势, 主要由于该业务板块依赖外部品牌授权, 毛利空间不及自有品牌业务, 且已非公司后续发展重心。品牌管理业务预计实现归母净利率 8.0%/6.0%/4.0%, 该业务自 23 年开始正式运营, 预计有较高的净利空间, 但核心仍为代理外部品牌模式, 预计净利润表现趋势接近代运营业务。

基于业务模式差异, 我们分别选择自有品牌与代运营+品牌管理业务的可比公司。自有品牌业务可比公司丸美生物/毛戈平/上美股份作为美妆行业代表公司, 27 年 iFinD 一致盈利预测 PE22 倍。考虑到若羽臣自有品牌业务处快速增长阶段, 25E-27E 自有品牌业务净利润 CAGR106.6%, 高于可比公司一致预期 25E-27E 均值 28.7%; 另外考虑到品类具有差异化特征, 故我们给予自有品牌分部 27 年 44 倍 PE, 目标市值 150.4 亿元。传统业务可比公司壹网壹创/水羊股份同样拥有品牌代运营业务, 27 年 iFinD 一致盈利预测 PE 34 倍, 考虑到当前可比代运营与品牌管理公司估值倍数已涵盖未来自有品牌拓展预期, 估值倍数较高, 因此对传统业务给予 27 年 20 倍 PE, 对应目标市值 11.7 亿元。分部估值法下合计目标市值 162.1 亿元, 对应目标价 52.13 元, 首次覆盖给予增持评级。

图表56: 可比公司估值表

业务板块	证券代码	可比公司	货币单位	当前股价 (当地货币)	当前市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			25-27 年 CAGR
						25E	26E	27E	25E	26E	27E	
可比公司												
代运营&品牌管理	300792 CH	壹网壹创	RMB	33.31	78.9	67.4	52.8	44.5	1.2	1.5	1.8	32.7%
	300740 CH	水羊股份	RMB	23.14	90.2	34.6	27.5	23.0	2.6	3.3	3.9	52.8%
			平均值			51.0	40.2	33.7				42.7%
自有品牌	603983 CH	丸美生物	RMB	36.84	147.7	34.0	26.7	21.4	4.3	5.5	6.9	26.5%
	1318 HK	毛戈平	HKY	103.60	507.8	38.7	29.9	23.6	11.9	15.5	19.6	30.6%
	2145 HK	上美股份	HKY	97.00	386.2	32.4	25.8	21.0	10.8	13.6	16.7	28.9%
			平均值			35.0	27.5	22.0				28.7%
本公司	003010 CH	若羽臣	RMB	43.85	136.4	73.0	47.6	34.1	1.9	2.9	4.0	55.9%

注: 数据截至 2025 年 10 月 20 日, 其中可比公司 PE 与净利润数据为 iFinD 一致预测, 若羽臣自有品牌 PE 与净利润为华泰研究预测

资料来源: iFinD, 华泰研究预测

图表57: 若羽臣 2025-2027E 分部净利润与分部估值

分拆净利润 (假设)	2025E	2026E	2027E	给予 27 年 PE 倍数	分部市值 (亿元)
自有品牌	1.07	2.04	3.42	44	150.40
代运营	0.22	0.23	0.09	20	1.70
品牌管理	0.58	0.59	0.50	20	10.04
合计 (亿元)	1.87	2.86	4.01		162.15
总股本 (亿股)					3.11
目标价 (元)					52.13

资料来源: 华泰研究预测

风险提示

市场竞争加剧。若家庭清洁与保健品市场竞争加剧，可能给公司研发与销售端带来压力，或将导致销售费用率超预期上升，最终影响公司整体业绩水平。

新品爬坡较慢。公司自有保健品品牌矩阵中 NuiBay 纽益信与 VitaOcean 极地均为 25H2 推出的新品牌，若新品爬坡速度不及预期，将会影响公司整体自有品牌营收增长速度，从而影响公司整体业绩水平。

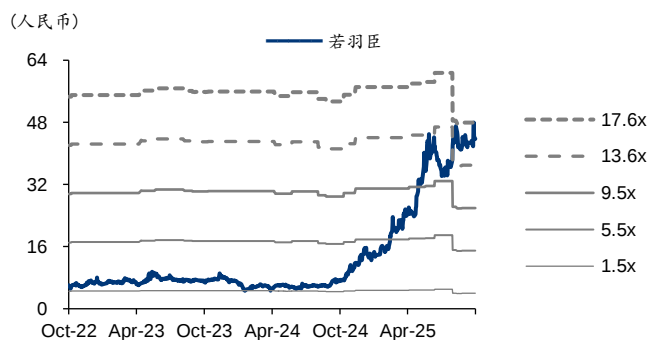
市场投入费用加大。公司自有品牌主要通过线上渠道中抖音与淘系平台销售，且代运营与品牌管理服务同样以线上渠道销售为主。品牌为提高曝光度以建立形象、拉升销量，需投入大量资金用于营销推广，如签约明星代言人、与达人合作推广，均将产生高昂销售费用，进而压缩利润空间，影响公司整体业绩水平。

图表58：若羽臣 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表59：若羽臣 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司