

若羽臣 (003010.SZ)

传统电商代运营到自有品牌孵化，新消费转型效果显著

公司以电商代运营业务起家，凭借全渠道运营能力优势积极布局自有品牌业务，于2025年实现业绩爆发式增长，并通过品类扩充及精细化运营实现GMV的持续增长，新消费趋势下有望进一步打开增量空间。

- **新消费趋势下坚定转型，从传统电商代运营到自有品牌的破局之路。**公司成立于2011年，以代运营起步，2013年切入母婴领域，后涉足跨境电商，进军保健品类目，服务强生、拜耳、宝洁等国际巨头，成长为头部电商服务商。2020年深交所上市后，公司孵化家清自有品牌绽家，正式向品牌商转型；2023年启动品牌管理业务，2024年推出大健康自有品牌斐萃，布局AI研发与红宝石油供应链；2025年完善自有品牌矩阵，推出VitaOcean、纽益倍等，形成自有品牌、品牌管理、代运营三大核心业务格局。
- **多年代运营经验奠定优势，自有品牌孵化转型实现业绩高增。**公司凭借多年电商代运营经验，积累了强大的全渠道运营能力、丰富的品牌资源、精准的消费者习惯洞察力，以此为核心在新消费趋势下实现转型。2025年全年，公司实现营收34.32亿元，同比大幅增长94.35%，增长核心来自自有品牌业务的爆发式增长：自有品牌收入达18.13亿元，同比激增261.94%，占总营收比重升至52.83%，成为公司第一增长引擎；其中，绽家实现收入10.69亿元(同比+120.80%)，斐萃实现收入6.96亿元(同比+5645.39%)，新推品牌纽益倍半年内实现营收4700万元，三大自有品牌矩阵协同发力，品牌化转型成效显著。
- **全渠道运营能力优势显著，差异化打法下迎来商业化新篇章。**公司自2020年开始打造自有品牌“LYCOCELLE 绽家”，定位高端自然植萃家清品牌，精准切入高毛利香氛家清赛道，主打“香氛+清洁+护衣+情绪价值”四重价值，聚焦25-40岁高净值都市人群，依托前期代运营积累的全域运营、用户洞察及供应链整合能力，从产品配方、香氛调香、场景化体验等维度构建差异化壁垒，实现快速放量；2024年9月，公司推出自有品牌“FineNutri 斐萃”，聚焦口服科学抗衰赛道，主打“高纯度专利成分+科研背书”，其目标与用户与绽家消费群体重合度较高，以核心大单品麦角硫因抗衰小紫瓶、红宝石油等填补国内高端口服抗衰空白，成功跃升为口服抗衰赛道头部玩家。此外，公司还推出“NuiBay 纽益倍”等新品牌，通过持续上线新品贡献增量。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**公司凭借优秀的全渠道运营能力、丰富的品牌资源、精准的消费者习惯洞察力在新消费趋势下实现转型，自有品牌新品推出节奏稳定，品牌管理业务通过深化品牌合作实现稳定增长，代运营业务聚焦利润率改善，综合来看我们预期公司2026-2028年营业收入有望达到58.2/77.2/94.3亿元，同比增长70%/33%/22%，归母净利润有望达到3.9/5.8/7.7亿元，同比增长103%/47%/33%，对应PE为24.6/16.7/12.6x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：自有品牌运营效果不及预期、消费疲软、竞争加剧、流量成本上升、行业政策监管趋严等。**

强烈推荐 (首次)

TMT及中小盘/传媒

目标估值: NA

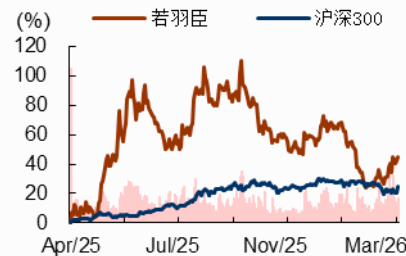
当前股价: 31.12元

基础数据

总股本(百万股)	311
已上市流通股(百万股)	226
总市值(十亿元)	9.7
流通市值(十亿元)	7.0
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	27.0
资产负债率	67.1%
主要股东	王玉
主要股东持股比例	30.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-28	31
相对表现	1	-33	5



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

刘晓珊 S1090525050004

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1766	3432	5820	7720	9430
同比增长	29%	94%	70%	33%	22%
营业利润(百万元)	131	227	459	677	897
同比增长	121%	73%	103%	47%	33%
归母净利润(百万元)	106	194	394	581	770
同比增长	95%	84%	103%	47%	33%
每股收益(元)	0.34	0.62	1.27	1.87	2.48
PE	91.6	49.8	24.6	16.7	12.6
PB	8.8	13.5	10.4	8.1	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司介绍.....	5
1、 从传统电商代运营到自有品牌的转型之路.....	5
2、 业绩实现加速增长，自有品牌+品牌管理双轮驱动.....	6
二、 代运营业务奠定核心优势，品牌管理实现突破.....	8
1、 电商代运营起家，后红利时期增长面临挑战.....	8
2、 积极谋求业务多元化转型，品牌管理新模式增收.....	9
三、 自有品牌孵化全面加速，开启商业化新篇章.....	11
1、 LYCOCELLE 绽家：定位高端洗护，深耕精细化运营.....	11
2、 FineNutri 斐萃：聚焦口服抗衰，完善大健康品类矩阵.....	13
四、 盈利预测.....	17
五、 风险提示.....	18

图表目录

图 1: 若羽臣发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构（截至 2025 年年报）.....	6
图 3: 若羽臣 2016-2025 营业收入（百万元）及同比增长率.....	7
图 4: 若羽臣 2016-2025 归母净利润（百万元）及 yoy.....	7
图 5: 公司分业务收入（百万元）.....	7
图 6: 公司分业务毛利率.....	7
图 7: 公司整体毛利率及净利率.....	8
图 8: 公司整体费用率.....	8
图 9: 公司代运营模式.....	8
图 10: 公司合作主要品牌.....	9
图 11: 公司代运营业务营收占比下降.....	9
图 12: 中国电商市场增长压力凸显.....	9
图 13: 拜耳康王腺苷防脱洗发水宣传图.....	11
图 14: 30-39 女性和高收入家庭对香氛购买占比显著较高.....	12
图 15: 绽家旗下产品布局.....	12
图 16: 公司各平台收入占比.....	13

图 17: 2013-2025 年中国保健品市场规模 (亿元) 及 yoy.....	13
图 18: 2025 年中国口服美容品细分品类渗透率.....	13
图 19: 斐萃产品矩阵.....	15
图 20: 新剂型产品和强功效产品快速增长.....	16
图 21: 纽益倍主打平价+高含量.....	16
表 1: 代运营及品牌管理业务对比.....	10
表 2: 国内外抗衰保健品龙头.....	14
表 3: 分业务收入.....	17
附: 财务预测表.....	19

一、公司介绍

1、从传统电商代运营到自有品牌的转型之路

代运营起步，与国内外知名品牌深度合作。公司成立于 2011 年，以代运营起步，2013 年切入母婴领域，与德国母婴品牌哈罗闪合作一战成名。后涉足跨境电商，进军保健品类目，服务强生、拜耳、宝洁等国际巨头，成长为头部电商服务商。2020 年深交所上市后，公司孵化家清自有品牌绽家，正式向品牌商转型；2023 年启动品牌管理业务，2024 年推出大健康自有品牌斐萃，布局 AI 研发与红宝石油供应链；2025 年完善自有品牌矩阵，推出 VitaOcean、纽益倍，同步推进港股上市，形成自有品牌、品牌管理、电商代运营三大核心业务架构。

自有品牌孵化转型下实现业绩高增。2025 年全年，公司实现营收 34.32 亿元，同比大幅增长 94.35%，增长核心来自自有品牌业务的爆发式增长：自有品牌收入达 18.13 亿元，同比激增 261.94%，占总营收比重升至 52.83%，成为公司第一增长引擎；其中，绽家实现收入 10.69 亿元（同比+120.80%），斐萃实现收入 6.96 亿元（同比+5645.39%），新推品牌纽益倍半年内实现营收 4700 万元，三大自有品牌矩阵协同发力，品牌化转型成效显著。

公司核心业务介绍：

1) 电商代运营

主要包括电商代运营、渠道分销及品牌策划，代运营业务是公司品牌方在天猫、京东、拼多多、抖音等第三方电商平台运营品牌旗舰店，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；渠道分销是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；品牌策划则是公司基于品牌方需求提供营销服务。

2) 品牌管理业务

主要包括总代、经营权买断及合资品牌三种模式，总代业务是公司获取品牌的专营权，目前主要包括艾惟诺、拜耳康王和达益喜，以及和丽康 Herbs of Gold、DHC、贝乐欣、魅尚萱、ALOBABY 等；经营权买断一般是收购相关品牌在中国的经营权、商标使用权，以及国内市场研发、生产及销售权等；合资品牌则是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。

3) 自有品牌业务

公司旗下孵化的自有品牌，目前主要包括“绽家”、“斐萃”、“纽益倍”等，盈利模式以 DTC 销售及分销为主。绽家聚焦高端香氛家居清洁护理，目前已推出香氛洗衣液、洗衣凝珠、内衣洗衣液、香氛护衣喷雾、地板水、柔顺剂等品类；斐萃则专注口服抗衰，主打麦角硫因核心成分，针对抗衰、美白、助眠、护肝等功能上市多款产品；纽益倍以合成生物技术、共晶还原技术等前沿科技，整合全球最优质的供应链与科研成果，已上市麦角硫因胶囊、姜黄素胶囊等产品。

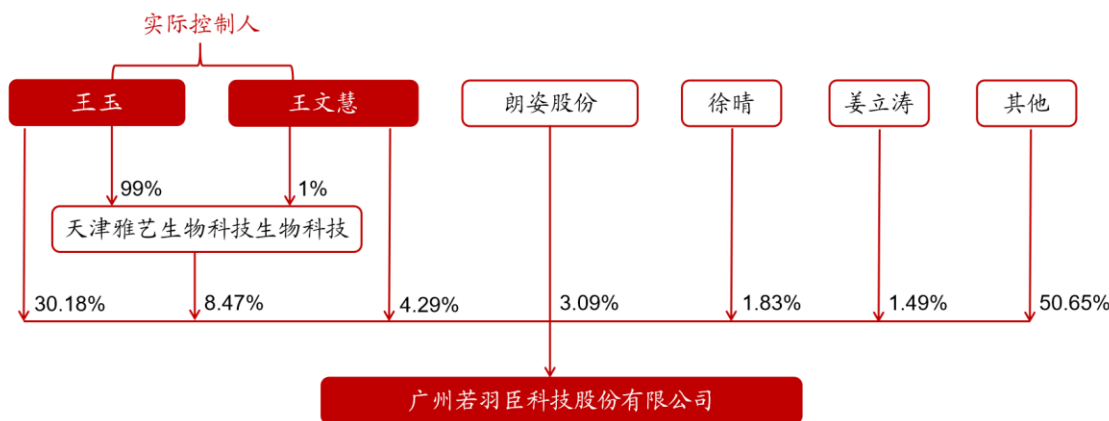
图 1: 若羽臣发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

股权结构稳定。公司实控人为王玉、王文慧夫妇，截至 2025 年分别直接持股 30.18%、4.29%。并通过天津雅艺生物科技合伙企业间接持股 8.47%，总计持股 42.94%。控制权集中且稳定，为公司长期战略推进与品牌化转型提供了坚实的治理基础。

图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年年报)



资料来源：公司公告，招商证券

2、业绩实现加速增长，自有品牌+品牌管理双轮驱动

电商行业红利消退，启动品牌化转型。公司 2016-2019 年依托电商行业红利及代运营业务优势，实现收入、利润的持续高增，完成早期业务规模积累。2020-2022 年，公司收入增速放缓，主要系：1) 代运营行业增速回落，传统平

台优势弱化，抖音等内容电商引发流量迁移，公司代运营业务竞争承压；2) 自有品牌转型投入前置，盈利支撑不足。2020 年起公司启动品牌化转型，集中资源在产品研发、市场推广、团队搭建等方面加大投入，推高费用规模，但自有品牌尚处市场开拓期，未形成规模效应覆盖前期成本，导致阶段性盈利承压。

2023 年以来，随着自有品牌收入较快增长，同时公司启动品牌管理业务，深度绑定拜耳（康王）、强生（艾惟诺）等知名品牌，完善商业模式，盈利持续改善，利润实现快速修复。2024 年公司收入、利润均创新高，同年推出大健康自有品牌斐萃；2025 年延续爆发式增长态势，全年实现营业收入 34.32 亿元，同比增长 94.35%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 84.03%，业绩高增主要得益于自有品牌及品牌管理双轮驱动，绽家大单品持续放量，斐萃等新品牌表现优异，品牌化转型成效全面兑现。

图 3: 若羽臣 2016-2025 营业收入 (百万元) 及同比增长率

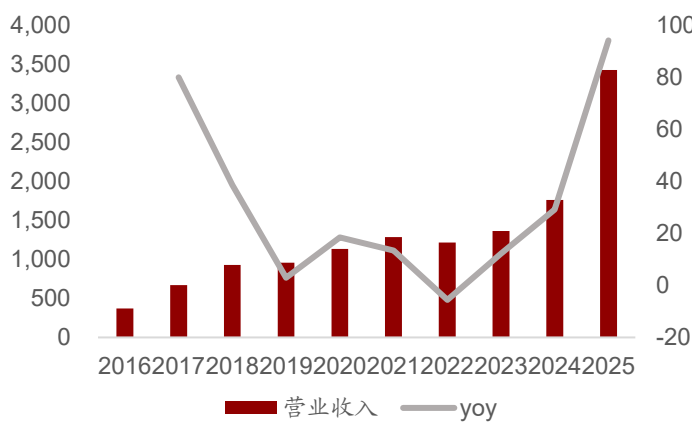
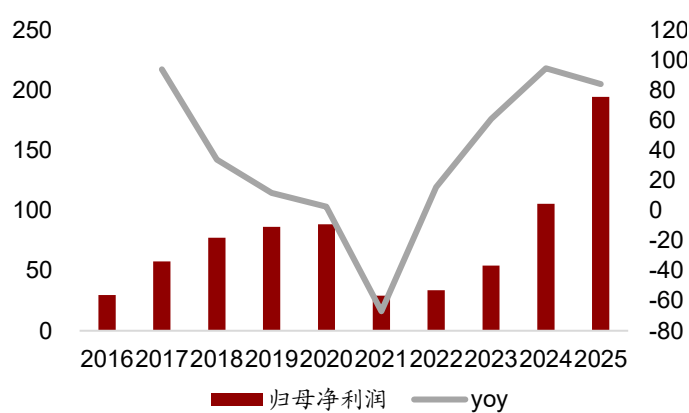


图 4: 若羽臣 2016-2025 归母净利润 (百万元) 及 yoy

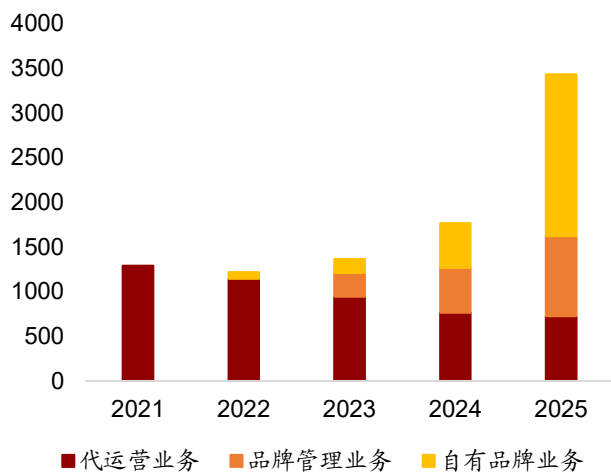


资料来源: 公司年报, 招商证券

资料来源: 公司年报, 招商证券

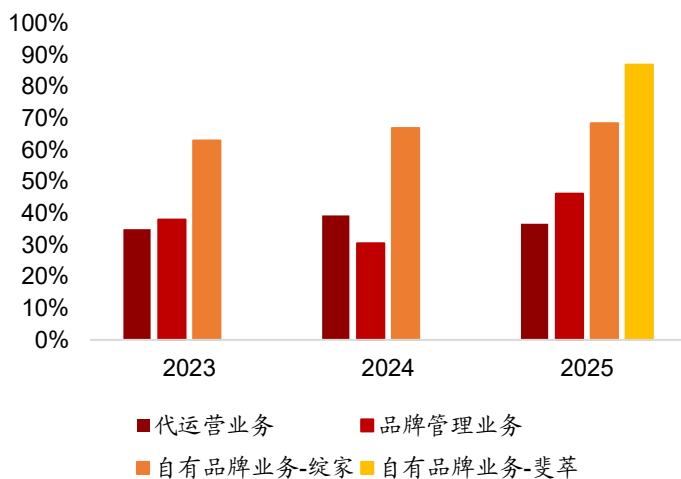
自有品牌业务发展迅速，利润率改善明显。公司 2016-2025 年毛利率从 32.66% 升至 59.85%，自有品牌业务毛利率显著高于代运营业务及品牌管理业务，其中斐萃 2025 年毛利率 86.96%，自有品牌收入占比提升带来公司整体利润率改善。三费方面，2025 年销售费用率提升至 48%，主要是由于公司自有品牌业务快速扩张，带来市场推广费用投入增加。

图 5: 公司分业务收入 (百万元)



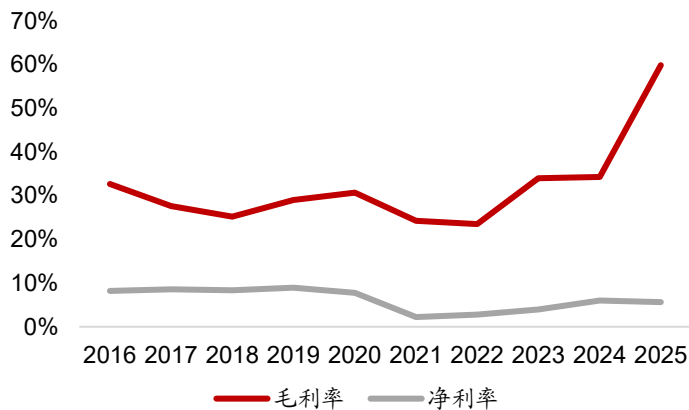
资料来源: 公司年报, 招商证券

图 6: 公司分业务毛利率



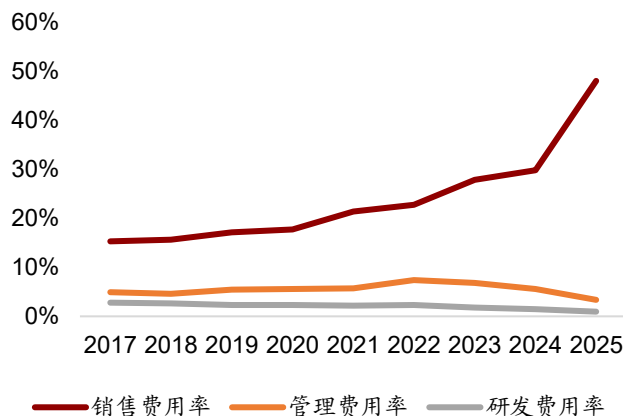
资料来源: 公司年报, 招商证券

图 7：公司整体毛利率及净利率



资料来源：公司年报，招商证券

图 8：公司整体费用率



资料来源：公司年报，招商证券

二、代运营业务奠定核心优势，品牌管理实现突破

1、电商代运营起家，后红利时期增长面临挑战

代运营业务起家，国际品牌资源及深厚运营经验奠定良好基础。公司 2011 年成立，代运营业务主要包括线上代运营、渠道分销、品牌策划三个方向，初期以母婴品牌为突破口，签约德国哈罗闪，切入高客单、高复购、外资依赖度高的细分赛道，抓住天猫、京东、唯品会等传统电商平台爆发期，做品牌定位、店铺运营、渠道分销、整合营销、数据挖掘、供应链管理全链路服务，快速建立精细化运营、数据化选品、平台规则深耕三大基础能力。短短 1 年内，哈罗闪天猫店从月销 2 万暴涨至月销百万，成为母婴类目现象级爆款，并长期稳居天猫婴儿洗护类目 TOP 梯队。2013 年，公司凭借哈罗闪项目的成功，首次荣获天猫“五星服务商”称号。此后公司获得朗姿资金注入，签约一众知名品牌，根据公司招股说明书，至 2019 年，公司签约品牌 88 个，其中国际品牌 81 个，占比 92.05%。代运营业务为公司带来稳定营收与现金流，积累了国际品牌资源、全链路运营经验及消费洞察能力，为后期公司战略转型、品牌管理与自有品牌孵化奠定基础。

图 9：公司代运营模式



资料来源：公司招股说明书，招商证券

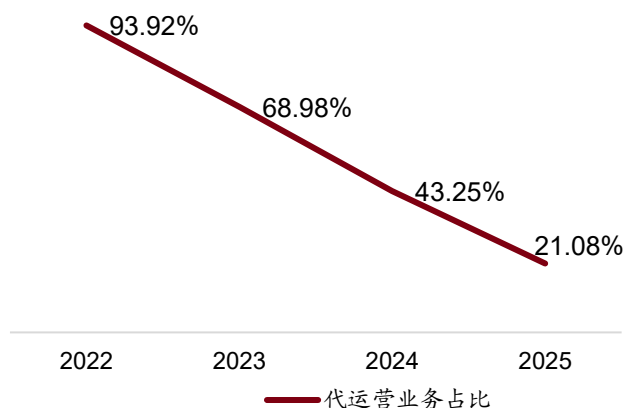
图 10: 公司合作主要品牌



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

后红利时期增长遇瓶颈。2022-2025 年公司代运营业务发展受阻, 营收占比大幅下降至 21.08%, 营收规模由 11.43 亿元收缩至 7.24 亿元。2020 年后, 我国传统电商增速放缓、用户饱和, 据艾瑞咨询, 618 全网销售额增速逐年降低, 至 2024 年首次出现负增长-7.0%, 流量从增量变存量, 获客成本持续上涨, 服务费与分销利润被严重挤压。其次, 抖音、小红书等内容电商崛起, 流量逻辑、运营能力要求完全重构, 对公司业务造成挤压。品牌方近年也开始“去代运营化”, 宝洁、欧莱雅等国际品牌自建电商团队、收回运营权, 公司代运营业务发展面临瓶颈。

图 11: 公司代运营业务营收占比下降



资料来源: 公司年报, 招商证券

图 12: 中国电商市场增长压力凸显



资料来源: 星图数据、艾瑞咨询、招商证券

2、积极谋求业务多元化转型, 品牌管理新模式增收

积极谋求业务多元化转型, 品牌管理深化合作维度。公司品牌管理业务从 2023 年起开展, 营业收入从 2023 年 2.63 亿增长至 2025 年 8.95 亿元, 2025 年同比

增长 78.63%，营收占比提升至 26.08%。相较代运营业务，品牌管理业务赋予公司的自主权更高，通过深度介入品牌运营、营销与供应链环节，能够实现高毛利与高增长。公司依托代运营业务积累的品牌资源、运营经验及渠道优势，逐步向全链路服务延伸，通过总代合作模式，进一步与更多国际头部品牌建立了深度合作联系。

表 1：代运营及品牌管理业务对比

	代运营业务	品牌管理业务
核心定位	主要执行品牌方线上运营，聚焦基础运营落地，核心价值在于高效完成品牌方既定策略，不参与品牌定位、定价等核心决策，本质是服务型配套业务，作为公司现金流稳定的基础支撑。	权限更高，可主导品牌全生命周期，深度参与品牌定位、产品规划及定价，不仅承担运营执行职能，更主导品牌成长路径。
核心服务内容	线上店铺代运营、渠道分销及品牌策划三种类型，主要负责店铺运营、渠道分销、营销执行、供应链辅助，聚焦线上店铺日常运营及维护，确保服务落地。	总代、经营权买断以及合资品牌三种类型，主要负责品牌定位、产品规划、全域营销、渠道管控，涵盖从产品设计到用户运营的全流程，掌控定价及运营主导权。
盈利模式	以服务费、分销差价为主，盈利结构单一，依赖服务执行效率，整体盈利空间有限。	以购销差价、品牌增值收益为主，盈利渠道多元，依托全链路运营能力实现更高盈利空间。
毛利率水平	偏低，2025 年 36.71%，受行业竞争挤压，盈利空间有限。	相对偏高，2025 年 46.23%，盈利空间充足。
品牌话语权	较弱，被动执行品牌方策略，议价能力有限，核心依赖品牌方需求。	较强，拥有品牌运营主导权，可自主制定运营策略，客户粘性更高。
业务风险	较高，受平台规则、流量成本及品牌自营化影响较大，抗风险能力较弱。	较低，依托全链路运营能力与品牌深度绑定，受外部环境波动影响较小。

资料来源：公司公告、招商证券

进一步绑定国际知名品牌，深度运营效果显著。2023 年，公司与拜耳康王以及强生艾维诺签订中国区总代协议，将两品牌代运营业务协议转为品牌管理业务。公司将康王从传统“药用去屑”形象，升级为专业头皮健康管理品牌，拓展至防脱、控油、滋养等多元场景。同时发力抖音自播与达播，2024 年品牌抖音自播 GMV 同比增长 738%，全网销售同比+283%，天猫 GMV+184%、抖音自营 GMV+706%、小红书 GMV+365%；2025 年，品牌核心“去屑系列”销售额+347%，“腺苷防脱系列”营收破亿，同比+40%，618 全渠道 GMV+165%，双 11 抖音渠道 GMV+400%。艾维诺则在 2025 年以“差异化+系统化”打法持续突围，双 11 期间天猫官方旗舰店短视频触达超 1000 万人，支付金额同比+330%，创历史新高。

此外，2025 年与贝乐欣、DHC、Herbs of Gold（和丽康）等合作品牌表现也可圈可点。贝乐欣深耕母婴赛道，通过与达人深度联动共创内容，打造出播放量突破百万的爆款素材，精准契合当下市场趋势与用户核心需求，其新品上市仅三个月 GMV 便成功突破百万级别；DHC 新开设店铺运营仅三个月便成功跻身抖音维矿类目第四名，借助达人合作与精细化运营，核心单品长期稳居该赛道爆款榜单首位；和丽康则通过 KOC 场景化种草模式，构建起高效的转化闭环，618 期间全渠道 GMV 较上年同期增长 138%，双 11 期间更是持续领跑全平台硒片类目，蝉联榜单首位。

图 13: 拜耳康王腺苷防脱洗发水宣传图



资料来源：淘宝官网，招商证券

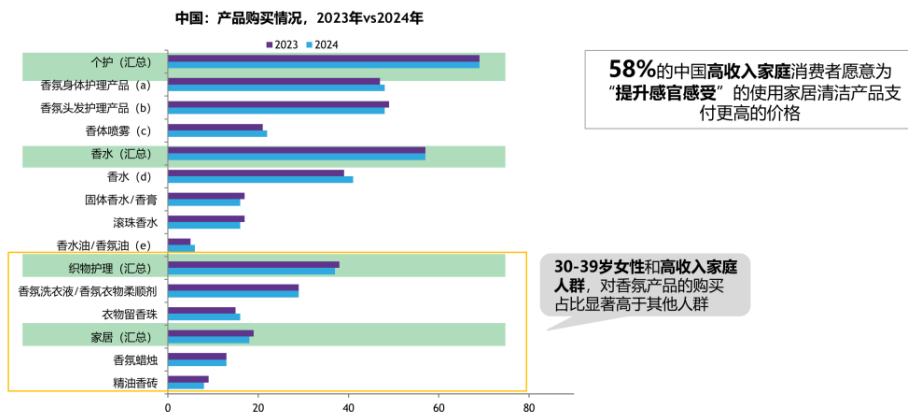
三、自有品牌孵化全面加速，开启商业化新篇章

1、LYCOCELLE 绽家：定位高端洗护，深耕精细化运营

定位高端洗护，精细化运营精准把控新消费趋势。公司自 2020 年开始打造自有品牌“LYCOCELLE 绽家”。2019 年，公司收购新西兰品牌后，2020 年末以“绽家”为中文名将正式引入中国市场，定位高端自然植萃家清品牌，由子公司摩亚方舟全权运营，是公司自有品牌矩阵的核心支柱。根据日化智云数据，58% 的中国高收入家庭消费者愿意为“提升感官感受”的使用家居清洁产品支付更高的价格，30-39 岁女性和高收入家庭人群，对香氛产品的购买占比显著高于其他人群。基于对消费者需求的精准洞察，公司切入高端香氛家清赛道，定位高端香氛家清标杆，主打“香氛+清洁+护衣+情绪价值”四重价值，聚焦 25-40 岁高净值都市人群，依托前代运营积累的全域运营、用户洞察及供应链整合能力，从产品配方、香氛调香、场景化体验等维度构建差异化壁垒，通过精细化产品矩阵与全渠道品牌化运营，实现从功能型清洁向情绪价值型消费的升级，推动自有品牌快速放量。

2025 年绽家实现营业收入 10.69 亿元，同比大幅增长 120.80%，营收占比 31.15%，毛利率 68.40%，成为公司主要营收来源之一，其中洗衣液占比 50%，洗衣凝珠占比 20%，其余包括内衣洗、地板清洁剂等。2025 年双 11 期间，绽家全渠道 GMV 同比增长超 80%，位居天猫家清品牌成交榜（去除纸品）TOP4、抖音衣物清洁品牌榜 TOP4，京东家清品牌榜 TOP5，小红书家清店铺红榜 TOP4。核心单品香氛洗衣液、香氛护衣喷雾、香氛洗衣凝珠等均稳居天猫细分品类榜单 TOP1。

图 14: 30-39 女性和高收入家庭对香氛购买占比显著较高



资料来源：日化智云，招商证券

多元生活场景持续渗透，产品实现品类矩阵式扩张。公司积极探索产品品类扩张，从香氛洗衣这一核心原点持续向多元生活场景渗透，构建矩阵式扩张路径。基于对香氛洗护赛道的深度立体化布局，公司进一步推进品类边界的横向延伸，深挖目标消费群体需求，形成覆盖家居清洁、衣物护理、个人护理的全场景产品矩阵。推出从除菌液、沐浴油、洗洁精等基础家清用品，到鞋袜除臭喷雾、地板清洁剂等深度场景产品，再延伸至香氛精油、湿厕纸、衣物留香液等情绪与护理类产品。2025年8月上线液态马赛皂洗洁精，全方位焕新厨房清洁体验，凭借香氛与古法配方，连续多周位列天猫 88VIP 甄选洗洁精好评榜 TOP1。

图 15: 绽家旗下产品布局

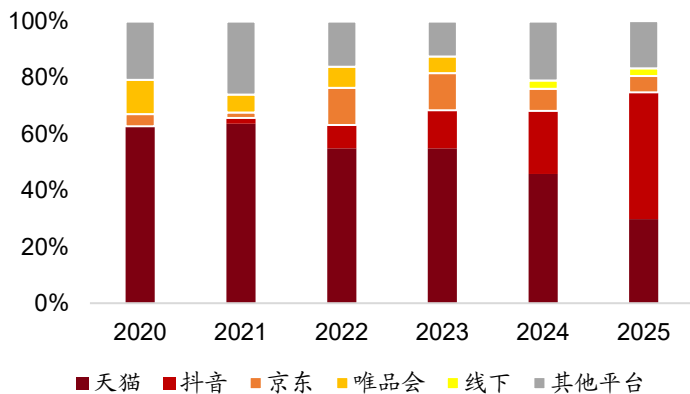


资料来源：淘宝官网，招商证券

深厚代运营经验实现有效复用，流量转化效果优秀。营销推广方面，前时代运营业务为公司积累了深厚的运营经验。在传统电商平台方面，公司持续深耕天猫等

核心平台，依托成熟的店铺运营、大促操盘与会员体系能力，巩固存量基本盘，通过精细化运营提升流量转化效率与用户复购率，保障业务现金流稳定；在内容端，公司全面加码抖音、小红书等新兴内容平台，构建“达人种草+品牌自播+内容矩阵”的全链路营销闭环，通过场景化内容、爆品打造与直播运营，实现品牌声量与销售规模的同步爆发。

图 16: 公司各平台收入占比

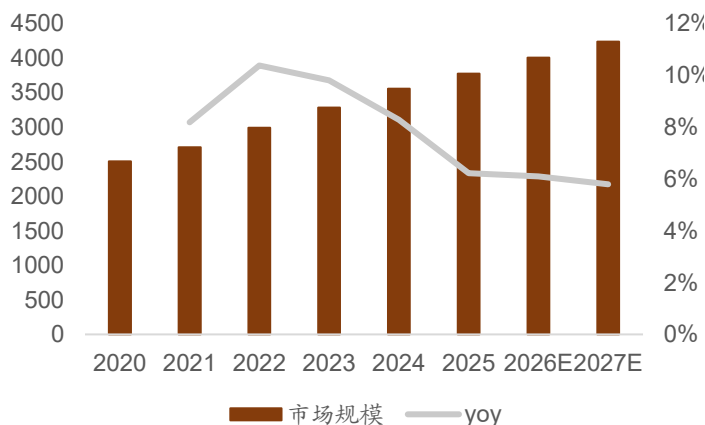


资料来源: 公司公告, 招商证券

2、FineNutri 斐萃: 聚焦口服抗衰, 完善大健康品类矩阵

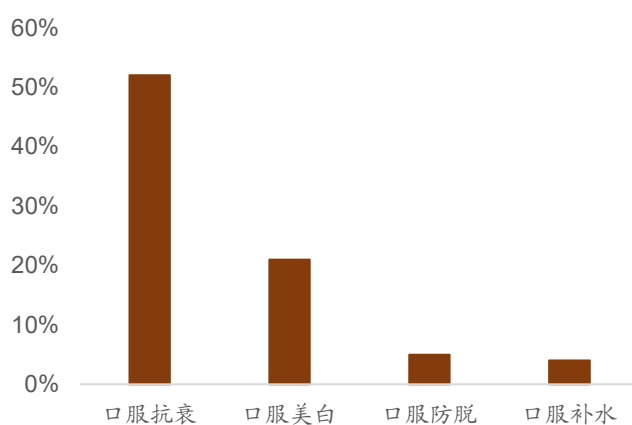
保健品产业稳步增长, 口服抗衰市场空间广阔。保健品行业经过多年发展, 已成长为规模庞大、增长稳定的健康产业支柱, 根据艾媒咨询数据, 2025 年保健品市场规模达 3775 亿元, 预计到 2027 年, 保健品市场规模有望达到 4237 亿元。其中, 口服美容品市场在保健品市场的扩张中发挥着重要作用。根据前沿产业研究院, 2025 年中国口服美容品市场规模突破 255.7 亿元, 2022-2025 年年均增长率为 3.8%。口服美容品可进一步分为口服抗衰品、口服美白品、口服防脱品、口服补水品。根据 FDL 数食主张, 从各细分品类渗透率来看, 口服抗衰品以 52% 的渗透率占据绝对主导地位, 成为品类核心主力; 口服美白品渗透率为 21%, 位列第二但不足抗衰品类的一半; 口服防脱品和口服补水品渗透率则分别仅为 5% 和 4%, 处于渗透率较低水平。

图 17: 2013-2025 年中国保健品市场规模 (亿元) 及 yoy



资料来源: 艾媒咨询, 招商证券

图 18: 2025 年中国口服美容品细分品类渗透率



资料来源: FDL 数食主张, 招商证券

差异化竞争，海内外品牌分庭抗礼。保健品市场中的国内企业有汤臣倍健、若羽臣、金达威、五个女博士等，国外企业有 Swisse、GNC、W+端粒塔、POLA 等。其中汤臣倍健作为保健品巨头，全渠道、全品类布局口服抗衰赛道，凭借原料自主可控与大众品牌心智占据市场主导地位；五个女博士聚焦女性口服美容抗衰，以胶原蛋白肽为核心单品，深耕抖音等线上渠道实现高销量与细分赛道高市占率；金达威的辅酶 Q10 系列产品较为突出，同时依托合成生物技术布局 NMN、麦角硫因等高端抗衰原料及终端产品，供应链与成本优势突出；Swisse 作为澳洲口服抗衰头部品牌，以 NAD+、麦角硫因系列为核心，凭借强品牌力与全渠道布局稳居中国跨境抗衰保健品市场领先地位；POLA 为日本高端贵妇级口服抗衰标杆，具有抗糖丸、抗糖口服液等标志性产品；GNC 是美国老牌膳食补充剂品牌，抗衰产品矩阵覆盖全品类；W+端粒塔的 NMN 产品已成为高端抗衰市场复购率与用户认可度双高的明星品牌。

表 2: 国内外抗衰保健品龙头

区域	企业/品牌	核心产品	布局种类	收入规模
国内	汤臣倍健	1. 胶原蛋白肽口服液 2. 健力多硫酸氨基葡萄糖胶囊（关节抗衰） 3. 健安适护肝片（抗炎抗衰） 4. 蓝罐蛋白粉（基础营养抗衰）	胶原抗衰、关节健康、护肝、基础营养、益生菌等全品类	2025 年营收 62.65 亿元，胶囊类产品营收 22.72 亿元，毛利率 67.95%；片剂类产品营收 18.5 亿元，毛利率 74.41%
	斐萃	1. 斐萃抗衰小紫瓶（麦角硫因） 2. 斐萃光子瓶、女性抗衰老胶囊 3. 纽益倍麦角硫因胶囊	麦角硫因抗衰、美白、护肝、卵巢养护	2025 年，斐萃品牌收入 6.96 亿元，毛利率 86.96%
	金达威	1. 辅酶 Q10 系列 2. 维生素 AD3、烟酰胺系列	辅酶 Q10、维生素系列、营养保健食品成品，覆盖细胞能量、基础营养抗衰	2025 上半年，辅酶 Q10 系列营业收入 3.81 亿元，毛利率 55.95%；营养保健品营收 9.43 亿元，毛利率 34.35%
	五个女博士	胶原蛋白肽维 C 饮品 2.0	胶原蛋白肽、专项抗衰、女性健康	中国胶原蛋白肽饮市场市占率位居前列
国外	Swisse	1. Swisse 麦角硫因抗衰系列 2. Swisse NAD+ 前体 NR 系列 3. Swisse 胶原蛋白肽口服液	麦角硫因、NAD+ 前体、胶原肽、维生素、草本补充剂等，覆盖肌肤、细胞、基础营养抗衰	2025 年，ANC 营收达 69.5 亿元，同比增长 4.4%，占集团总收入的 48.4%
	GNC	1. GNC Fish Oil Xtra 多重抗衰鱼油 2. GNC Beautypak 极光焕颜包 3. 葡萄籽精华胶囊、还原型谷胱甘肽胶囊	综合营养包、心脑血管健康、母婴营养、高端植萃、骨关节养护、维矿家族，覆盖全链路抗衰	\
	W+端粒塔	1. 第五代 PLUS 系列 NMN 2. 复合 NMN 增效配方	全人群 NMN 抗衰，覆盖细胞能量、干细胞再生、睡眠改善	多年稳居京东 NMN 类目销量冠军
	POLA	1. BA 抗糖口服液 2. BA 抗糖丸 3. 胶原蛋白肽舒缓晚安饮 4. INNER LIFTIA 胶原核心片	抗衰抗糖、胶原肽系列、美白焕亮线粒体修护、女性健康、机能抗衰	2025 上半年美容护理板块净销额 802 亿日元，同比减少 1.4%

资料来源：公司年报，招商证券

推出斐萃布局口服抗衰赛道，精准定位下品牌成长迅速。公司自 2016 年起布局

大健康赛道，累计服务超 50 个全球保健品品牌，积累渠道资源与运营经验，为自有品牌孵化奠定基础。2024 年 9 月，公司推出 FineNutri 斐萃，聚焦口服科学抗衰赛道，主打“高纯度专利成分+科研背书”，核心客群为 25-45 岁高知女性，与缙家消费群体重合度较高，定价带 300-800 元，填补国内高端口服抗衰空白。主要有核心大单品麦角硫因抗衰小紫瓶（天猫口服抗衰类目销量第一）、红宝石油（北极浮游生物独家成分，升级版鱼油，护肝抗炎）；以及细分爆品美白光子瓶、NAD+ 鎏金瓶、舒压修颜瓶、AKK 小银瓶（肠道健康）、雌马酚小粉瓶（更年期管理）等。2025 年斐萃营收 6.96 亿元，毛利率高达 86.96%，双 11 全渠道 GMV 同比增 35 倍，稳居口服抗衰赛道头部。

图 19：斐萃产品矩阵

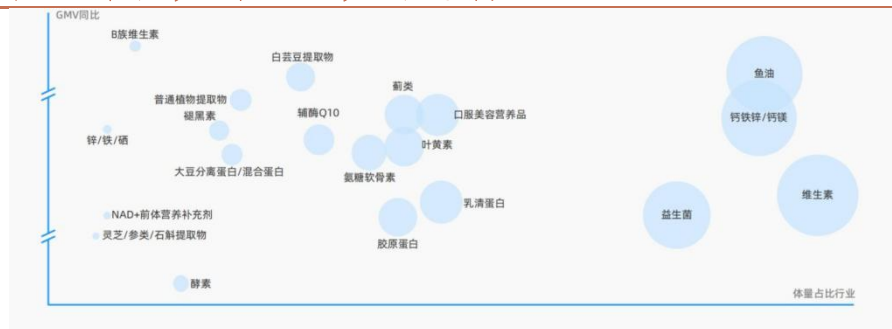
抗老美容系	 <p>光子瓶 核心成分：还原型谷胱甘肽、麦角硫因 共晶羟基酪醇、SOD 卖点：抗光老修光损，提升皮肤白皙细腻度 售价：498元/瓶，60粒</p>	 <p>小蓝瓶 核心成分：麦角硫因 卖点：口服“黄金微针”，首个人体临床实测麦角硫因，减少30%细纹。 售价：298元/瓶，60粒</p>	 <p>小紫瓶 核心成分：麦角硫因、PQQ、共晶还原型辅酶Q10、羟基酪醇 卖点：抗氧化、护卵巢、改善肌肤状态。售 售价：498元/瓶，60粒</p>	 <p>鎏金瓶 核心成分：NR、麦角硫因、PQQ、白藜芦醇 卖点：专利NR，针对应酬多，提升精力脑力，提高内活力 售价：1499元/瓶，60粒</p>			
	 <p>小粉瓶 核心成分：S-雌马酚 卖点：高龄女性内调更年期 售价：399元/瓶，60粒</p>	 <p>养肝小绿瓶 核心成分：麦角硫因、水飞蓟素、谷胱甘肽 卖点：通过肝脏养护改善熬夜脸和口气。 售价：498元/瓶，60粒</p>	 <p>小红瓶 核心成分：北极红宝石油 卖点：女性专属，吸收率高，虾青素含量高 售价：498元/瓶，60粒</p>	 <p>舒眠瓶 核心成分：南非醉茄、麦角硫因 卖点：舒缓情绪，提升睡眠质量 售价：388元/瓶，60粒</p>	 <p>小银瓶 核心成分：AKK菌 卖点：人体天然存在菌株、肠道健康 售价：1199元/瓶，60粒</p>	 <p>共晶还原型辅酶Q10 核心成分：还原型辅酶Q10 卖点：养护心脏和卵巢调节激素，改善多囊、帮助备孕 售价：358元/瓶，60粒</p>	 <p>代谢小绿瓶 核心成分：麦角硫因、水飞蓟素、岩藻黄素、维生素B族 卖点：进阶版，经常应酬，深度养肝。 售价：498元/瓶，60粒</p>

资料来源：淘宝官网，招商证券

定位中高端市场，线上销售模式成熟。面对竞争激烈的口服抗衰老产品市场，斐萃品牌定位中高端市场，聚焦成分敏感型女性与精准营养价值需求人群，以麦角硫因、红宝石油等核心成分，结合极简足量配方和人体临床实测建立功效信任背书。此外，依托若羽臣十余年大健康品牌服务经验与全域高效运营能力，斐萃成功以抖音为核心渠道构建了高效的“种草-转化-复购”闭环，2025 年斐萃品牌达到 6.96 亿元，同比增长 5,645.39%，为国内最快破 5 亿的美容类膳食补充剂品牌。

深耕女性赛道，产品全品类升级。相比国内外其他保健品品牌，斐萃围绕女性全生命周期抗衰需求，拓展 AKK 菌、雌马酚、NAD+、红宝石油等创新成分与细分品类，同时深化抖音、天猫等线上精细化运营并切入屈臣氏等线下美妆健康渠道，通过提升复购、拓展客群与推进核心原料自主化，持续扩大麦角硫因赛道领先优势与整体营收规模。此外，斐萃可从单一成分爆品品牌向科学精准抗衰的全品类品牌升级，持续强化科研验证与产品迭代，依托数字化运营能力深耕国内市场并探索出海机会，有望成长为国内中高端口服抗衰领域兼具科研壁垒、渠道效率与品牌溢价的标杆企业。

图 20: 新剂型产品和强功效产品快速增长



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》, 招商证券

上线纽益倍进一步完善产品矩阵。2025年6月, 公司进一步推出 NuiBay 纽益倍, 定位大众膳食营养补充剂, 主打“超级成分+高纯度+亲民定价”(100-200元), 与斐萃形成价格带互补, 覆盖全年龄段健康需求。核心产品主要包括麦角硫因胶囊、共晶姜黄素胶囊、AKK 菌益生菌等, 聚焦免疫、抗炎、肠道健康等基础健康场景, 核心产品麦角硫因胶囊定价 279/瓶。2025年上市半年营收 4700 万元, 2026年初有望延续高增, 抖音 GMV 快速放量, 成为大众营养赛道黑马。

图 21: 纽益倍主打平价+高含量



资料来源: 淘宝官网, 招商证券

渠道运营双品牌形成互补, 实现生态化产品布局。斐萃依托抖音自播矩阵、天猫高端店铺运营及线下屈臣氏等渠道, 打造品牌高端形象与高复购壁垒; 纽益倍则聚焦抖音内容电商, 通过达人场景化种草、大促精准投放, 快速渗透下沉市场, 驱动抖音渠道 GMV 持续放量。此外, 双品牌共享公司 AI 数据中台、全域营销体系及全球供应链资源, 在原料端实现挪威北极浮游生物、高纯度麦角硫因等优质成分的规模化集采, 降低采购成本; 在营销端复用“科研背书+成分科普+场景化内容”的标准化打法, 提升全渠道营销 ROI, 实现资源复用与效率协同。推动大健康板块从“单一增长极”向“生态化增长极”升级, 持续完善大健康产品矩阵。

四、盈利预测

我们预期公司 2026-2028 年营业收入有望达到 58.2/77.2/94.3 亿元，同比增长 70%/33%/22%，其中自有品牌业务毛利率较高（2025 年绽家/斐萃分别为 68.40%/86.96%），2025 年代运营/自有品牌业务毛利率分别为 36.7%/46.2%，随着公司自有品牌业务持续扩张，其总收入内占比有望进一步提升至 65%以上，带来整体毛利率改善，预期 2026-2028 年公司整体毛利率有望达到 61.6%/62.4%/63.1%，归母净利润有望达到 3.9/5.8/7.7 亿元，同比增长 103%/47%/33%。分业务来看：

1) 自有品牌业务：

预期 2026-2028 年该业务收入有望达到 37.7/52.9/67.6 亿元，同比增长 108%/40%/28%，其中绽家凭借洗衣凝珠、洗衣液奠定稳固基本盘，持续扩充如地板清洁剂、柔顺剂等品类放量，收入有望达到 15.8/20.5/24.6 亿元，斐萃持续扩充口服抗衰赛道，精准运营核心用户群体，收入有望达到 14.9/21.4/25.5 亿元。

2) 品牌管理业务：

预期 2026-2028 年该业务收入有望达到 13.4/17.5/19.9 亿元，同比增长 50%/31%/14%，公司通过国内外头部品牌合作深化实现稳定业绩贡献，通过优质线上线下渠道运营带动收入增长，有望成为稳定现金流来源。

3) 电商代运营业务：

预期 2026-2028 年该业务收入有望达到 7.1/6.8/6.8 亿元，现有客户结构稳定提供基本盘，长期聚焦利润率提升，有望推动公司整体盈利能力改善。

表 3：分业务收入

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
自有品牌业务	5.01	18.13	37.70	52.90	67.60
yoy	90%	262%	108%	40%	28%
绽家	4.84	10.69	15.80	20.50	24.60
yoy	90%	121%	48%	30%	20%
斐萃	0.12	6.96	14.90	21.40	25.50
yoy		5645%	114%	44%	19%
其他	0.05	0.48	7.00	11.00	17.50
yoy	-46%	929%	1374%	57%	59%
品牌管理业务	5.01	8.95	13.40	17.50	19.90
yoy	212%	79%	50%	31%	14%
代运营业务	7.64	7.23	7.10	6.80	6.80
yoy	-19%	-5%	-2%	-4%	0%
总营业收入	17.66	34.32	58.20	77.20	94.30
yoy	29%	94%	70%	33%	22%

资料来源：公司年报，招商证券

五、风险提示

（1）自有品牌孵化运营不及预期风险。公司自有品牌运营及新品孵化存在一定不确定性，若新品上线及运营效果不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

（2）消费疲软风险。公司自有品牌业务为新消费业务，在整体宏观经济环境影响下，有可能受到消费者消费信心、消费需求及购买力减弱的不利影响。

（3）竞争加剧风险。传统电商代运营及自有品牌均易受到竞争影响，各类竞争对手的加入可能带来市场占有率下降的风险。

（4）流量成本上行风险。流量成本持续上行，有可能带来公司销售费用持续增加，压缩整体盈利空间。

（5）行业政策监管风险。电商行业税务合规、宣传规范、平台监管趋严，保健品在广告宣传、成分标注、功效宣称等方面的监管要求不断细化。若行业政策出现调整或合规标准升级，公司业务开展或将受限，进而带来经营与合规压力。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1189	1824	2172	2775	3291
现金	607	859	588	705	796
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	199	157	266	353	431
其它应收款	45	58	98	130	159
存货	226	462	748	972	1165
其他	112	288	471	615	740
非流动资产	362	360	355	350	346
长期股权投资	91	68	68	68	68
固定资产	171	168	165	162	159
无形资产商誉	5	4	4	3	3
其他	95	120	118	117	116
资产总计	1551	2184	2526	3125	3637
流动负债	407	1109	1244	1577	1783
短期借款	274	664	731	974	1103
应付账款	47	176	286	371	445
预收账款	2	8	13	17	20
其他	83	261	214	214	215
长期负债	40	356	356	356	356
长期借款	0	315	315	315	315
其他	40	41	41	41	41
负债合计	447	1464	1599	1932	2139
股本	164	311	311	311	311
资本公积金	497	(84)	(84)	(84)	(84)
留存收益	444	492	699	965	1271
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1104	719	927	1193	1498
负债及权益合计	1551	2184	2526	3125	3637

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	334	152	(75)	219	456
净利润	106	194	394	581	770
折旧摊销	14	16	12	12	11
财务费用	(2)	40	30	30	30
投资收益	(2)	(4)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	213	(66)	(504)	(396)	(348)
其它	4	(29)	0	0	0
投资活动现金流	(55)	17	1	1	1
资本支出	(15)	(11)	(7)	(7)	(7)
其他投资	(40)	28	8	8	8
筹资活动现金流	(25)	112	(196)	(102)	(366)
借款变动	32	751	20	243	129
普通股增加	42	147	0	0	0
资本公积增加	(109)	(580)	0	0	0
股利分配	(37)	(175)	(187)	(315)	(465)
其他	46	(30)	(30)	(30)	(30)
现金净增加额	253	281	(271)	118	91

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1766	3432	5820	7720	9430
营业成本	979	1380	2235	2903	3480
营业税金及附加	8	11	19	25	30
营业费用	526	1647	2805	3721	4545
管理费用	98	115	196	260	317
研发费用	26	33	87	116	141
财务费用	(11)	30	30	30	30
资产减值损失	(14)	3	3	3	3
公允价值变动收益	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	8	5	5	5	5
投资收益	2	4	4	4	4
营业利润	131	227	459	677	897
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	128	226	458	676	896
所得税	22	31	64	95	126
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	106	194	394	581	770

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	29%	94%	70%	33%	22%
营业利润	121%	73%	103%	47%	33%
归母净利润	95%	84%	103%	47%	33%
获利能力					
毛利率	44.6%	59.8%	61.6%	62.4%	63.1%
净利率	6.0%	5.7%	6.8%	7.5%	8.2%
ROE	9.6%	21.3%	47.9%	54.9%	57.3%
ROIC	7.4%	14.1%	22.6%	27.3%	29.5%
偿债能力					
资产负债率	28.8%	67.1%	63.3%	61.8%	58.8%
净负债比率	18.3%	47.0%	41.4%	41.3%	39.0%
流动比率	2.9	1.6	1.7	1.8	1.8
速动比率	2.4	1.2	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.8	2.5	2.7	2.8
存货周转率	3.6	4.0	3.7	3.4	3.3
应收账款周转率	9.6	19.3	27.5	24.9	24.0
应付账款周转率	29.2	12.3	9.7	8.8	8.5
每股资料(元)					
EPS	0.34	0.62	1.27	1.87	2.48
每股经营净现金	1.07	0.49	-0.24	0.70	1.47
每股净资产	3.55	2.31	2.98	3.83	4.82
每股股利	0.26	0.60	1.01	1.49	1.98
估值比率					
PE	91.6	49.8	24.6	16.7	12.6
PB	8.8	13.5	10.4	8.1	6.5
EV/EBITDA	82.5	40.0	21.3	14.9	11.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。