

## 若羽臣 (003010.SZ)

## “若”聚微光、“羽”化成蝶：缔造高端品牌新生态

2026年06月08日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

李昕恬（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

lixintian@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790526030002

日期	2026/6/5
当前股价(元)	24.11
一年最高最低(元)	66.61/23.90
总市值(亿元)	75.00
流通市值(亿元)	54.52
总股本(亿股)	3.11
流通股本(亿股)	2.26
近3个月换手率(%)	223.69

### ● 代运营向品牌化成功转型、自有品牌放量，首次覆盖给予“买入”评级

若羽臣是由代运营向品牌化成功转型的稀缺标的，依托全链路数字化能力，精准切入高端家清、大健康与护肤赛道孵化自有品牌，未来在稳固代运营基本盘基础上，推动自有品牌矩阵化延展，有望驱动持续成长。我们预计公司2026-2028年归母净利润为3.85/5.75/7.68亿元，对应EPS为1.24/1.85/2.47元，当前股价对应PE为19.5/13.0/9.8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 关于若羽臣值得关注的四个问题，以及我们的差异化思考

**（1）自有品牌何以维持长期生命力？** 供应链端，若羽臣通过上游资本锁定核心原料，确立技术排他性；产品端，实施“大单品带多品类”策略降低单一SKU依赖风险，绽家从内衣液向全品类家清延伸，斐萃围绕抗衰构建全维度健康产品矩阵；运营端，利用高客单价筛选高净值人群，提升复购率从而摊薄获客成本。

**（2）流量成本高企下如何获客？** GEO时代公司占据先发优势，实现将“内容资产”转化为“免费流量”。若羽臣作为老牌代运营商，积累沉淀海量专业内容，正被各大AI模型收录并作为优选语料，在去中心化流量分配机制下，公司能以较低边际成本获取精准流量，实现销售费用率的结构性优化，构筑坚实的护城河。

**（3）保健品红海中，斐萃如何突围？** 若羽臣精准锁定高端护肤人群，大幅降低教育成本和消费决策门槛，用“成分党”逻辑承接赛道高知流量。斐萃填补高端口服抗衰市场空白，以“超级成分+极简配方+足量添加”为原则，持续丰富产品矩阵，凭借“科学抗衰”品牌心智，抢占具备高毛利、高粘性的高端细分市场。

**（4）如何跳出内卷的价格战？** 若羽臣锚定“高试错成本”场景确立高定价权，绽家专注高价值面料护理、斐萃切入口服抗衰领域，公司通过独家原料背书，利用高定价强化“安全、有效”信号传递。公司构建“高价-优质”正循环，自有品牌70%以上毛利为公司提供资源冗余，使得公司在品牌建设和售后服务上持续投入，巩固品牌高端形象以抵御低价替代风险。

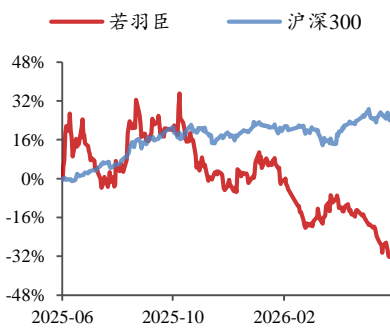
● **风险提示：** 市场竞争加剧、监管政策变化、品牌培育不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,766	3,432	5,919	7,727	9,465
YOY(%)	29.3	94.3	72.5	30.5	22.5
归母净利润(百万元)	106	194	385	575	768
YOY(%)	94.6	84.0	98.0	49.5	33.5
毛利率(%)	44.6	59.8	66.9	68.8	70.3
净利率(%)	6.0	5.7	6.5	7.4	8.1
ROE(%)	9.6	27.0	38.1	39.1	36.2
EPS(摊薄/元)	0.34	0.62	1.24	1.85	2.47
P/E(倍)	71.0	38.6	19.5	13.0	9.8
P/B(倍)	6.8	10.4	7.4	5.1	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

1、 若羽臣：电商代运营起家，自有品牌+品牌管理双轮驱动 .....	5
1.1、 公司概况：代运营起家，品牌管理赋能成长、自有品牌持续放量 .....	5
1.2、 股权结构：公司股权稳定，核心团队从业经验丰富 .....	6
1.3、 财务表现：公司营收利润持续高增，盈利能力出众 .....	7
2、 保健品业务：成分时代精准布局高端口服美容 .....	9
2.1、 高端口服抗衰市场有望迎来结构性增量及技术红利 .....	9
2.2、 斐萃构建生物科技护城河，AKK 与全渠道布局有望打开第二增长极 .....	13
2.3、 构建多品牌协同矩阵，打造全生命周期健康消费生态 .....	19
3、 家清业务：定位高端洗护场景，差异化切入高景气赛道 .....	21
3.1、 衣物护理行业高端化扩容，香氛化、专衣专洗成为趋势 .....	21
3.2、 绽家定位高端衣物洗护市场，差异性切入高景气细分赛道 .....	23
3.3、 深耕香氛化赛道建立壁垒，多元化品类布局持续突破 .....	24
4、 电商服务业务：由代运营转向品牌管理 .....	27
4.1、 代运营业务提质增效，品牌管理业务快速拓展 .....	27
4.2、 GEO:重构品牌营销新范式，若羽臣代运营基因有望承接 GEO 红利 .....	28
5、 四问四答：深度拆解若羽臣的成长性 .....	30
5.1、 品牌持续性：供应链掌控与品类拓展 .....	30
5.2、 流量变革：GEO 时代，公司代运营基因有望受益 .....	31
5.3、 赛道卡位：保健品红海中，为何看好“成分党”？ .....	32
5.4、 高毛利壁垒：如何跳出“内卷”的价格战？ .....	33
6、 盈利预测与投资建议 .....	34
6.1、 关键假设 .....	34
6.2、 盈利预测与估值 .....	35
7、 风险提示 .....	36
附：财务预测摘要 .....	37

## 图表目录

图 1： 公司以电商代运营起家，自有品牌持续放量，品牌管理协同发展 .....	5
图 2： 公司股权结构集中稳定，实控人双重路径持股 .....	6
图 3： 公司营业收入持续保持双位数增长 .....	7
图 4： 2025 年、2026Q1 公司净利润维持高增态势 .....	7
图 5： 毛利率和净利率保持在较高水平且有提升态势 .....	7
图 6： 销售费用率水平较高，其余费率相对稳定 .....	7
图 7： 自营店铺渠道占比最大 .....	8
图 8： 直销渠道占比上升，分销商渠道占比下降 .....	8
图 9： 绽家品牌贡献主要营收，斐萃强势增长 .....	8
图 10： 公司自有品牌业务毛利率更高 .....	8
图 11： 合成生物学现已有效应用于保健品行业 .....	9
图 12： 2015 年中国保健品行业 CR5 仅 34.9% .....	9
图 13： 跨境电商政策驱动场景化需求 .....	10
图 14： EGT/NAD+成分为海外抗衰营养品核心 .....	10
图 15： AKK 作用机制能有效应用于体重管理领域 .....	10

图 16: 预计 2029 年中国美容膳食补充剂市场规模将突破 584 亿元	11
图 17: 中美保健品渗透率差别较大	11
图 18: 高客单价保健品有望成为主力产品	11
图 19: 线上平台关注医美项目的关键因素为“产品效果反馈”	12
图 20: 超六成 Z 世代较为关注身体状态	12
图 21: 口服抗衰产品调研中 25-34 岁人群占比接近一半	12
图 22: 64% 消费者选择购买保健品来改善健康	13
图 23: Z 世代大健康消费围绕颜值、精力与身材管理	13
图 24: 若羽臣与暨南大学合作成立研究中心	13
图 25: 斐萃仅花 12 个月快速突破 5 亿元零售额	13
图 26: 斐萃产品矩阵实现从单一口服美容赛道向全维健康管理的跨越	14
图 27: 斐萃小紫瓶获“口服麦角硫因全网销量第一”	15
图 28: PQQ 属于优秀抗氧化剂能够为人体提供能量	15
图 29: 嗜黏蛋白阿克曼菌多方面益于人体健康	15
图 30: 斐萃推出 AKK 成分产品有望成为新热销单品	15
图 31: 斐萃客群成为品牌在社交媒体上的天然 KOC	16
图 32: 斐萃客群集中在 24-50 岁年龄段	16
图 33: 斐萃客群实现从“悦己消费”向“家庭健康管理”的商业裂变	16
图 34: Z 世代医疗保健需求增加较多	17
图 35: 跨境电商保健品能够率先早期需求, 形成差异化先发优势	17
图 36: 预计 2029 年膳食补充剂在内容电商平台销量规模有望达到 1451 亿元	18
图 37: 斐萃直播间通过拆解生物学知识建立品牌权威性	18
图 38: 斐萃入驻屈臣氏打造沉浸式线下体验场景	18
图 39: 斐萃持续深耕科学抗衰口服领域	19
图 40: 斐萃全线抗衰老产品亮相进博会	19
图 41: 纽益倍瞄准大众市场需求打造内源抗衰双子星	20
图 42: 纽益倍焕颜凝时“透光瓶”主打性价比麦角硫因	20
图 43: 美斯蒂克亮白饮为其核心产品	20
图 44: 美斯蒂克高端口服肤色管理销售额 TOP1	20
图 45: 衣物洗护为家清中占比较大的核心品类	21
图 46: 洗衣液在衣物洗护中占比较高	21
图 47: 沙利文预计未来洗衣液市场稳健增长	21
图 48: 洗衣液市场呈现高端扩容趋势	21
图 49: 消费者对香氛洗衣液期待从功效需求向情感需求	22
图 50: 线上香氛洗衣液渗透率呈现提升趋势	22
图 51: 衣物护理正从“普适清洁”迈向“专业护理价值”跃迁	22
图 52: 家清行业线上渗透率持续提升	23
图 53: 内容电商对线上增长的贡献度持续提升	23
图 54: 绽家定位行业内高价格带	23
图 55: 绽家产品展示留香心智	24
图 56: 绽家专衣专护布局多材质解决方案	24
图 57: 绽家洗衣液多香型矩阵强化香氛心智	24
图 58: 绽家香水油专利技术可视化展示产品壁垒	24
图 59: 洗衣液为绽家核心品类	25
图 60: 品牌合作达人进行生活化场景叙事触达消费者	26

图 61: 绽家通过 IP 合作实现人群触达及情感共鸣.....	26
图 62: 2025 年绽家洗衣液线上渠道排名第 7, 抖音第 4.....	26
图 63: 绽家洗衣液线上以抖音为核心阵地.....	26
图 64: 若羽臣与较多品牌均有电商服务合作.....	28
图 65: 若羽臣带动康王全网零售额增长.....	28
图 66: 若羽臣从传统代运营业务向品牌管理业务转型.....	28
图 67: AI 平台与超级 APP、电商、本地生活场景相融.....	29
图 68: GEO 优化赋能生成式 AI 信息处理全链路.....	29
图 69: 绽家与斐萃均实现品类矩阵化升级.....	30
图 70: 绽家通过高客单价和高复购率提升品牌优势.....	30
图 71: 传统 SEO 获客为“漏斗式筛选”而 GEO 实现“直达式推荐”.....	31
图 72: 绽家在社交媒体上的营销投入易被 AI 抓取.....	31
图 73: 斐萃沉淀 AI 喜好的专属高质量科普语料.....	31
图 74: 高端护肤人群向口服抗衰迁移.....	32
图 75: 斐萃斩获天猫国际双料大奖, 刷新膳食营养补充剂新品牌成长速度纪录.....	32
图 76: 绽家价值锚点转移, 基于“资产维护”的定价逻辑.....	33
图 77: 若羽臣“高价-优质”正循环 vs 行业低价竞品“低价-降质”负循环.....	33
表 1: 公司形成代运营+品牌管理+自有品牌的业务协同格局.....	5
表 2: 创始人王玉长期深度参与公司治理, 核心高管相关从业经历丰富.....	6
表 3: 若羽臣构建多品牌协同额保健品矩阵.....	19
表 4: 绽家以洗衣液为核心品类, 实现全品类产品矩阵布局.....	25
表 5: 若羽臣以代运营和品牌管理模式深耕电商服务行业, 建立头部竞争优势.....	27
表 6: GEO 营销模式直接影响用户认知和决策.....	29
表 7: 我们预计自有品牌大幅高增, 品牌管理增长较快, 代运营表现稳健.....	34
表 8: 我们预计高毛利自有品牌快速增长下公司毛利率进一步提升.....	35
表 9: 预计公司未来销售费用率提升、管理费用率摊薄下降.....	35
表 10: 若羽臣短期看业绩持续高增, 中长期看自有品牌矩阵进一步拓展, 成长性较高.....	36

## 1、若羽臣：电商代运营起家，自有品牌+品牌管理双轮驱动

### 1.1、公司概况：代运营起家，品牌管理赋能成长、自有品牌持续放量

电商代运营起家，布局高端衣护家清及高端口服美容保健品销售亮眼。公司发展经历三个关键阶段：（1）代运营服务主导期（2011-2019年）：公司2011年成立于广州，早期以电商代运营为主，致力于赋能品牌全生命周期增长。2020年9月25日在深交所主板成功上市，成为该板块的首家代运营公司，目前已在保健品、母婴、美妆个护等品类形成头部竞争优势，并持续向医疗健康等高潜力品类拓展。（2）多元转型探索期（2020-2022年）：2020年末公司启动自有品牌战略布局新赛道，孵化出高端衣护家清品牌“绽家”以及香氛品牌“悦境安漫”，初步构建多元化的收入结构。（3）品牌管理深化期（2023年至今）：2023年推出品牌管理业务，与康王、艾惟诺等品牌达成深度合作。此外，持续推出斐萃、纽益倍等自有品牌，电商运营能力从“服务外部”向“吸收内化”迭代，打造公司的第二增长曲线。2026年4月10日，公司宣布拟收购品牌奥伦纳素全球运营主体100%股权，补充高端护肤品类，形成“家清+保健品+护肤”的自有品牌矩阵，打开中长期业绩增长空间。

图1：公司以电商代运营起家，自有品牌持续放量，品牌管理协同发展



资料来源：公司招股说明书、公司公告、若羽臣情报局公众号、聚美丽公众号、开源证券研究所

公司聚焦品牌管理、自有品牌及代运营业务。公司在保持品牌管理与电商运营业务稳健发展的同时持续聚焦自有品牌建设，通过全链路、全渠道的数字化能力赋能品牌健康增长，驱动整体业绩高增，2025年自有品牌收入达18.13亿元，同比增长261.9%。

表1：公司形成代运营+品牌管理+自有品牌的业务协同格局

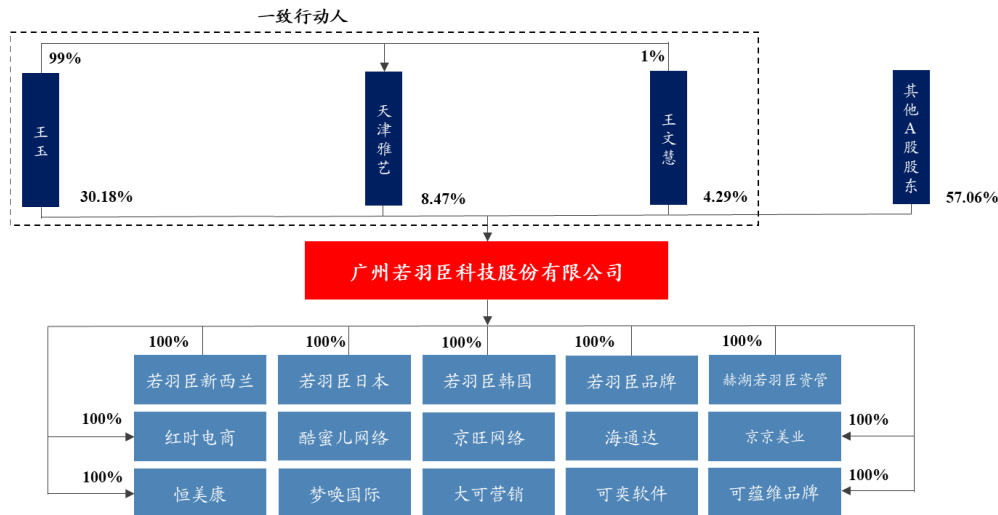
核心业务	分类	业务模式
代运营业务	代运营	公司为品牌方在第三方电商平台运营品牌旗舰店，对于品牌基于授权在特定电商平台运营专营店。
	渠道分销	向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商，由分销商对外销售。
	品牌策划	以驱动线上生意增长为目标，精准洞察市场趋势和消费者需求，为品牌提供全链路数字营销服务。
品牌管理业务	总代业务	在特定区域和一段时间内享有品牌的专营权，如艾惟诺、拜耳康王等品牌。
	经营权买断	收购合作品牌在中国的经营权和商标使用权，拥有在国内市场的研发、生产及销售权。
	合资品牌	整合公司与合作品牌双方的技术、资金、市场等资源，共同生产和销售产品。
自有品牌业务	绽家	提出“专衣专护”理念，抓住“香氛”核心卖点，打造了香氛洗衣液、六合一洗衣凝珠等大单品。
	斐萃	以科学为驱动的营养品牌，主打超级成分，以极简配方和足量添加为原则，提供可感知的产品体验。
	纽益倍	纽益倍以高性价比单方产品布局大众膳食补充剂市场，与斐萃的中高端定位形成差异化布局。
	奥伦纳素	定位“科技护肤”，核心产品包括冰白面膜、豆腐霜、蛋白水等，在院线级护肤领域有较强品牌认知。

资料来源：公司公告、若羽臣官网、若羽臣情报局公众号、开源证券研究所

## 1.2、股权结构：公司股权稳定，核心团队从业经验丰富

王玉及其配偶为公司实际控制人，持股比例较高。截至2026年5月底，王玉及配偶王文慧为公司实际控制人，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有公司8.47%股权，合计42.94%；其他A股股东持有股份57.06%。

图2：公司股权结构集中稳定，实控人双重路径持股



资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至2026年5月31日）

创始人王玉先生背景复合，核心管理层从业经验丰富。王玉先生具备计算机及产业经济学复合背景，2011年5月创立公司以来担任董事，2015年7月起担任执行董事、董事长兼总经理，长期负责公司董事会运作、战略规划及业务发展方向制定；管理层背景横跨科技、法律、财务，年龄均在35岁以上，行业资历较深，稳定性较高。

表2：创始人王玉长期深度参与公司治理，核心高管相关从业经历丰富

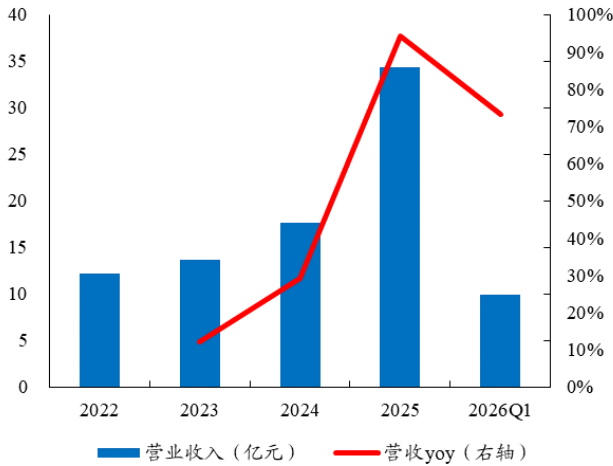
姓名	职务	出生年份	履历
王玉先生	董事长、执行董事 兼总经理	1985	公司创始人，2011年5月成立公司并一直担任董事，自2015年7月起担任执行董事、董事长兼总经理，2021年4月起兼任多家附属公司董事。
徐晴女士	执行董事兼副总经理	1988	2012年2月至2015年7月起担任运营管理人员、业务拓展总监、副总经理，并于2025年9月调任为执行董事，主要负责公司整体运营管理及品牌发展。
王文慧女士	非执行董事	1986	2011年5月加入公司，曾任监事及雇员职业发展高级顾问，自2025年9月起担任非执行董事，曾于多家生物科技及健康管理相关企业担任执行合伙人或执行董事。
廉小龙先生	非执行董事、职工代表董事	1990	2017年2月加入集团，历任高级数据专员及物流主管，自2021年10月起兼任多家附属公司监事，并于2025年9月调任为非执行董事，加入集团前曾从事独立创业活动。
黄添顺先生	独立非执行董事	1969	2021年9月至2025年9月先后担任独立董事、独立非执行董事，于法律行业有三十余年从业经验，现任广东岭南律师事务所律师，曾任上市公司独立董事及银行外部监事。
张春艳女士	独立非执行董事	1976	2021年9月获委任为独立董事，并于2025年9月调任为独立非执行董事，主要负责向董事会提供独立意见及判断，现任暨南大学附属医院总会计师。
郑颖女士	独立非执行董事	1979	2025年9月获委任为独立非执行董事，主要负责向董事会提供独立意见及判断。自2011年起任教于中山大学管理学院，现为副教授，并自2022年起担任上市公司独立董事。
罗志青女士	副总经理、财务总监兼董事会秘书	1984	2010年10月至2012年12月，曾担任广州库巴电子科技有限公司华南区财务经理，2012年12月至2022年先后担任公司财务经理、财务总监、董事会秘书、副总经理、董事。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、财务表现：公司营收利润持续高增，盈利能力出众

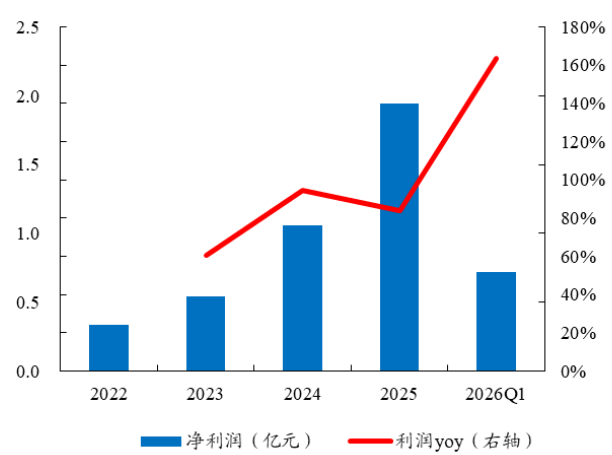
2025 年营收与利润均高双位数增长，2026Q1 业绩高增表现亮眼。2023-2025 年公司营收分别为 13.66/17.66/34.32 亿元，同比分别+12.3%/+29.3%/+94.4%；净利润分别为 0.54/1.06/1.94 亿元，同比分别+60.7%/+94.6%/+84.0%。2024 年营收显著跃升，主要得益于自有品牌业务（绽家、斐萃）进入放量阶段；2025 年公司营收在高基数背景下仍维持双位数增长；2026Q1 公司实现营收 9.95 亿元（+73.3%），净利润 0.72 亿元（+163.8%），业绩表现亮眼。

图3：公司营业收入持续保持双位数增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

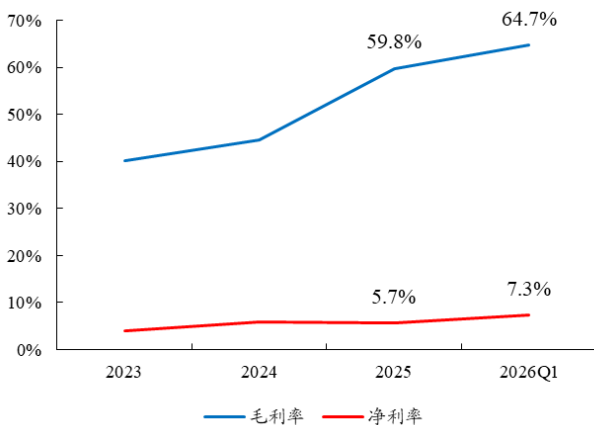
图4：2025 年、2026Q1 公司净利润维持高增态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

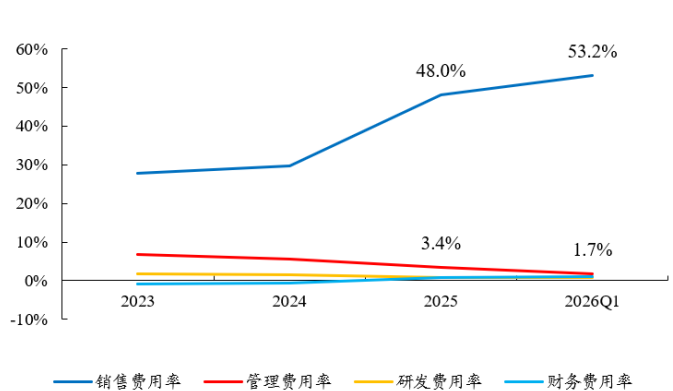
2025 年盈利能力保持在较高水平，费用率整体平稳。从盈利端看，2023-2026Q1 公司毛利率分别为 40.1%/44.6%/59.8%/64.7%，净利率分别为 4.0%/6.0%/5.7%/7.3%。伴随自有品牌收入占比提升，公司由传统代运营主导逐步转向“自有品牌+品牌管理”并行的发展路径，净利率中枢保持向上趋势，2025 年随着部分品牌进入成熟期，规模效应开始显现，净利率改善趋势进一步确认，盈利释放逻辑逐步清晰。从费用端看，公司销售费用率较高，2026Q1 销售费用率达到 53.2%，主要与新品牌孵化及推广相关；研发费用相对较低，与公司的轻资产运营模式有关，生产环节外包；管理费用率和财务费用率整体保持低位且波动有限。整体而言，公司销售费用与营收增长较为匹配，其余费用率整体保持平稳。

图5：毛利率和净利率保持在较高水平且有提升态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：销售费用率水平较高，其余费率相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，直销体量较大且占比上升，分销商渠道占比有所下降。公司构建了以直销+分销并行的全渠道销售体系，覆盖线上电商平台、线下零售商及商超客户，实现对终端消费者的广泛触达。其中，直销模式主要通过主流电商平台运营自营店铺，直接面向消费者销售；分销模式则通过第三方电商平台、零售商及商超客户完成产品销售。2025 年公司自营店铺/电商平台/零售商/商超客户的收入贡献占比分别为 75.9%/11.4%/10.2%/2.5%，直销和分销商渠道的占比分别为 75.9%/ 24.1%，其中自营店铺渠道占比逐步提升，直营盈利能力更强。

图7：自营店铺渠道占比最大

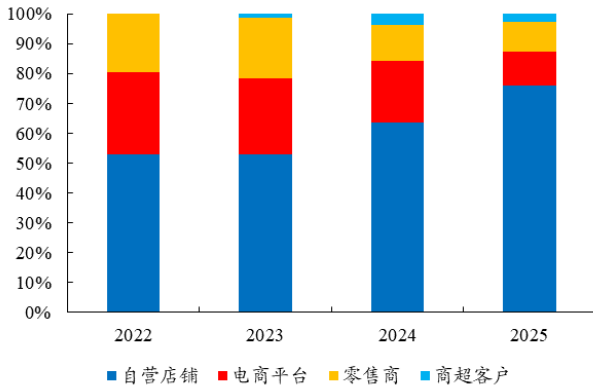
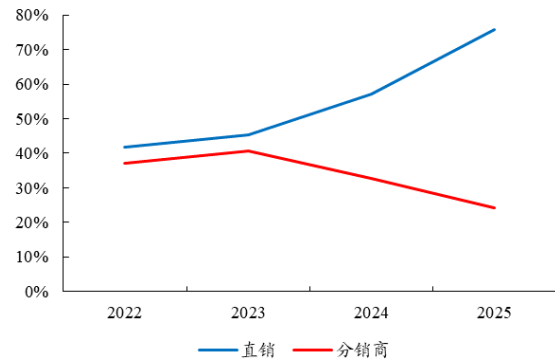


图8：直销渠道占比上升，分销商渠道占比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分业务看，**绞家贡献主要营收，斐萃高增，自有品牌盈利能力强。**公司现有的主要自有品牌包括绞家、斐萃，2025 年绞家与斐萃收入分别为 10.69 亿元(同比+120.8%)、6.96 亿元(同比+5645.4%)，公司收入以绞家品牌为主力，斐萃贡献显著增量。盈利能力方面，公司毛利率因业务分部而异，2025 年自有品牌的毛利率达到 75.7%，品牌管理和电商运营的毛利率则分别为 46.2%与 36.7%。

图9：绞家品牌贡献主要营收，斐萃强势增长

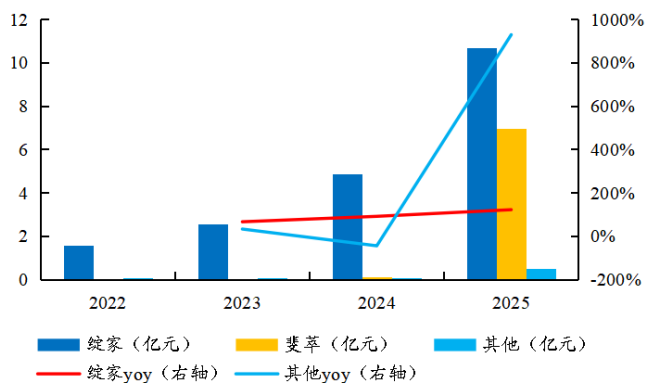
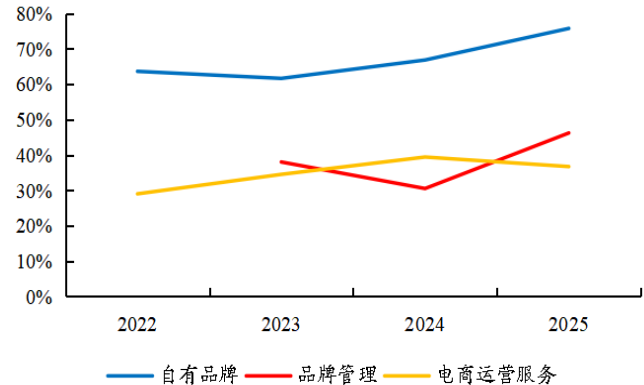


图10：公司自有品牌业务毛利率更高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

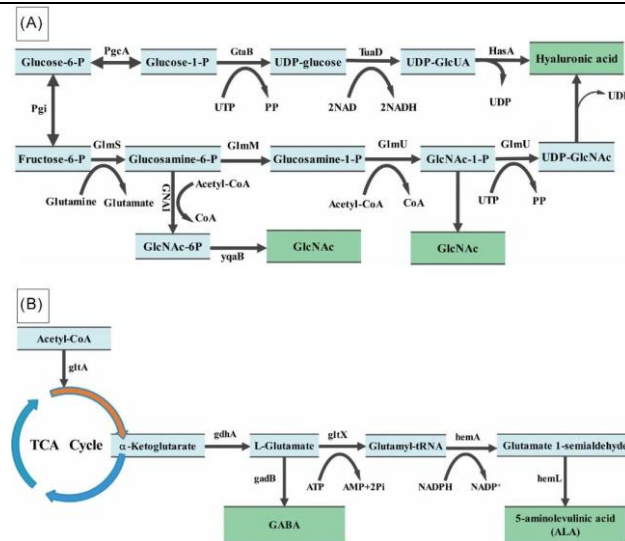
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、保健品业务：成分时代精准布局高端口服美容

### 2.1、高端口服抗衰市场有望迎来结构性增量及技术红利

中国保健品行业正经历由营养补充向机理干预的结构性转型。合成生物学等前沿技术在功能成分量产及成本优化上的成熟应用，推动了行业发展逻辑的迭代升级。目前，行业竞争不再单纯依赖营销驱动等传统模式，而是逐步迈向“机理明确、临床验证”的专业化赛道。

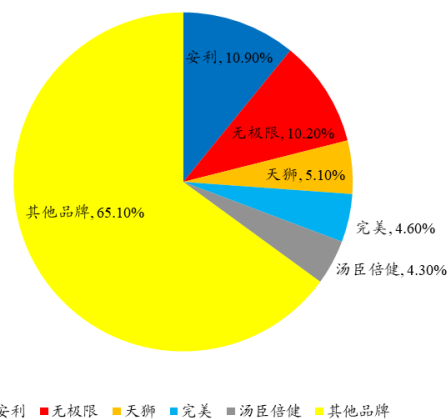
图11：合成生物学现已有效应用于保健品行业



资料来源：合成生物学网公众号

行业初期主要以维生素及矿物质为主的生存补给，解决“匮乏”问题。该阶段行业增长逻辑主要基于填补营养缺口需求，核心品类明确为蛋白质、维生素及钙、铁等矿物质补充剂等，产品形态表现为“千人一方的配方”，缺乏精细化设计。受限于较低的技术门槛与成熟的上游供应链，维矿类产品同质化严重，市场竞争激烈格局高度分散，2015年保健品行业CR5仅为34.9%。其中，安利以10.9%份额维持龙头地位，汤臣倍健等国内品牌份额虽迅速崛起但占比仍低。

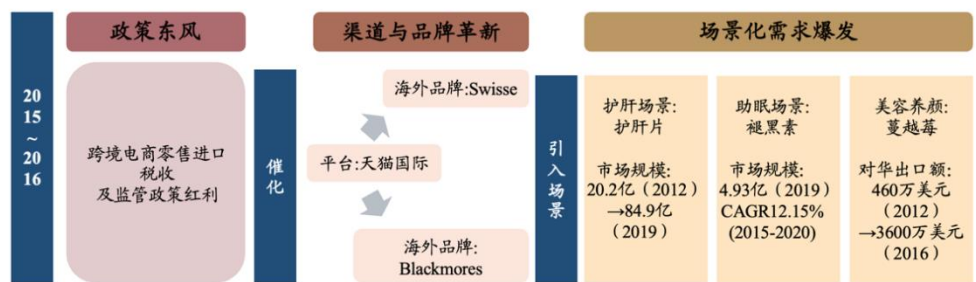
图12：2015年中国保健品行业CR5仅34.9%



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

行业深耕期是以场景为主的对症调理，解决“体感”问题。该阶段受益于2015-2016年间推出的跨境电子商务零售进口税收及监管政策红利，Swisse、Blackmores等海外品牌通过入驻天猫国际等平台正式进入中国市场，引入了“场景痛点”解决方案，推动针对肝脏健康、睡眠问题、美容养颜等具体生活场景的产品需求高增，护肝片、褪黑素、蔓越莓等产品成为市场主流。这一阶段产品具备了明确的功能指向性，消费者购买决策开始由泛补充转向对症调理，消费趋势呈现从普适向个性化、科学化演进的特征。尽管该阶段解决了具体痛点，但从配方构成来看，多数产品仍侧重于传统植物提取物，如奶蓟草、葡萄籽的简单复配，其协同作用机制往往缺乏生物学的明确验证。行业竞争因此呈现“营销驱动大于需求导向”的特征，竞争多集中于概念包装与营销推广，产品层面尚未形成坚实的核心技术壁垒来针对不同饮食人群的差异化需求并提供精准解决方案。

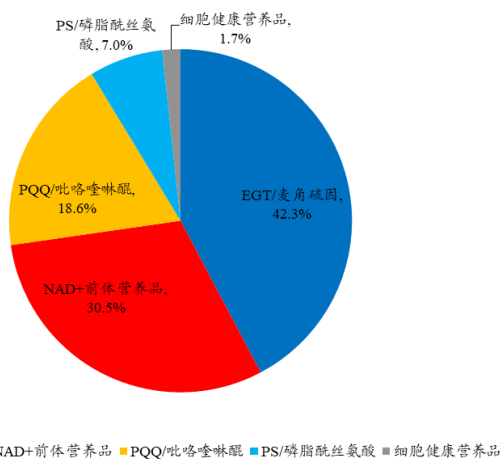
图13：跨境电商政策驱动场景化需求



数据来源：国务院、财政部、央广网、研观天下、药讯实录公众号、开源证券研究所

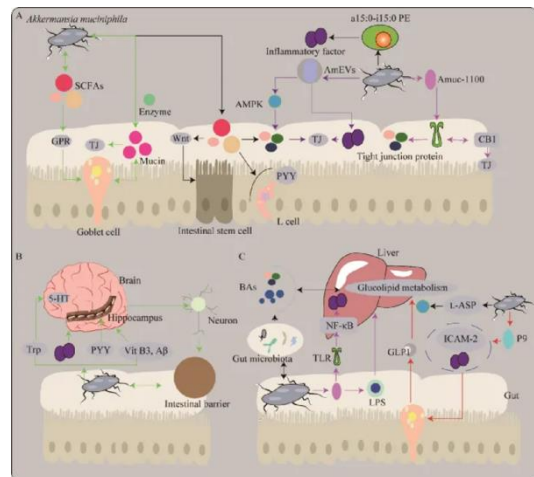
行业体系化阶段是以“前沿生物科技成分”驱动的精准干预，解决“机理”问题。行业进入分子生物学层面的技术竞争，以麦角硫因、PQQ、AKK菌为代表的前沿生物科技成分迅速崛起，成为驱动行业增长的新一代核心单品。根据魔镜洞察数据，PQQ吡咯喹啉醌2023年淘系平台销售额同比增长74.8%，麦角硫因2024年零售额8.6亿元并预计2024-2029年CAGR 44.1%。在此阶段，行业实现了商业逻辑的升级，超60%的消费者已将“科研背书”列为选购首要标准，核心成分的临床价值成为产品定价权的关键决定因素。因此，掌握此类前沿成分独家供应链与核心配方专利的品牌，能够构建基于稀缺原料与独家专利的高壁垒，获取品牌溢价能力。

图14：EGT/NAD+成分为海外抗衰营养品核心



数据来源：炼丹炉电商情报公众号、开源证券研究所

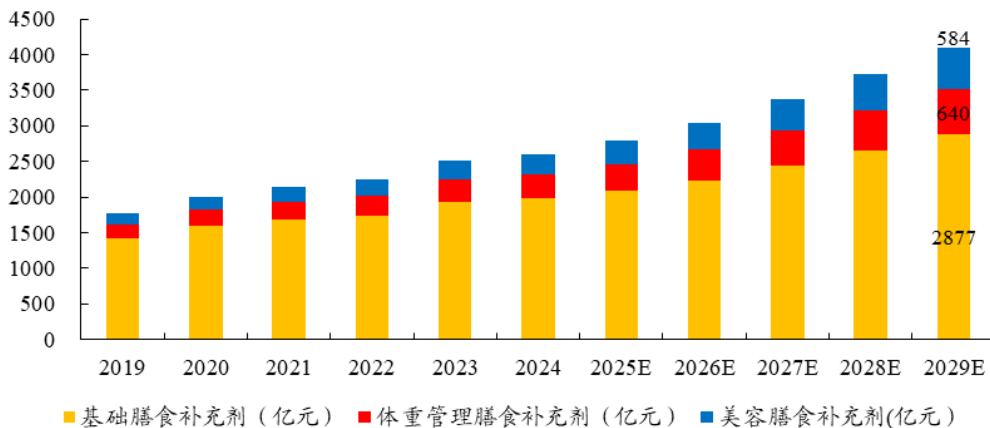
图15：AKK作用机制能有效应用于体重管理领域



资料来源：微生物学报公众号

高端口服美容，通过“高增速、高客单、低渗透”有望成为膳食补充剂行业未来核心增量赛道。根据弗若斯特沙利文数据，尽管2024年中国保健品行业整体市场规模已突破2600亿元，但传统维生素矿物质类基础产品市场日趋成熟，增速已普遍放缓至个位数水平。与之相对，高端口服抗衰领域受益于悦己消费与人口老龄化的双重驱动，正处于快速扩张期。中国美容类膳食补充剂市场2024-2029年复合年增长率有望达15.3%，将远高于基础膳食补充剂的增速，预计到2029年中国美容膳食补充剂规模将突破584亿元。

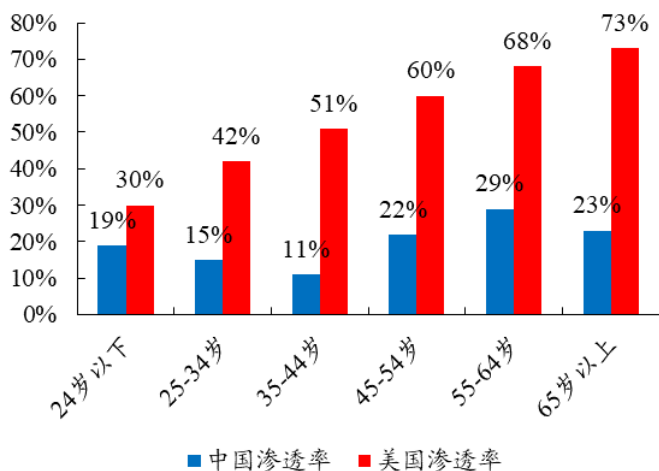
图16：预计2029年中国美容膳食补充剂市场规模将突破584亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

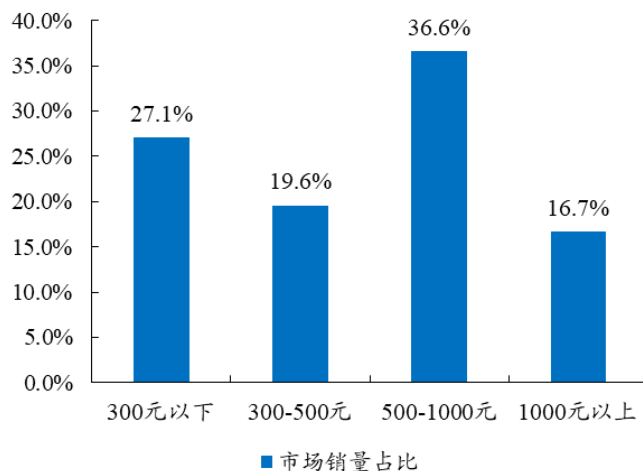
中美等市场间的消费能级差异，为国内抗衰品类预留扩容空间。根据若羽臣港股招股书数据显示，2024年中国膳食补充剂人均消费支出约为185元人民币，仅为美国人均消费支出的14%，且中美各年龄段保健品渗透率差距较大，中国市场具备长期高增的坚实基础。同时，随着国内高净值人群对抗衰管理的认知深化，其对高端补剂的消费意愿显著增强，据摩熵咨询数据显示，高客单价保健品备受青睐，500元以上价格带市占率达53.3%，整体呈现出“品质优先”的消费倾向，高端补剂有望凭借高技术附加值以及悦己消费趋势获得溢价。

图17：中美保健品渗透率差别较大



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

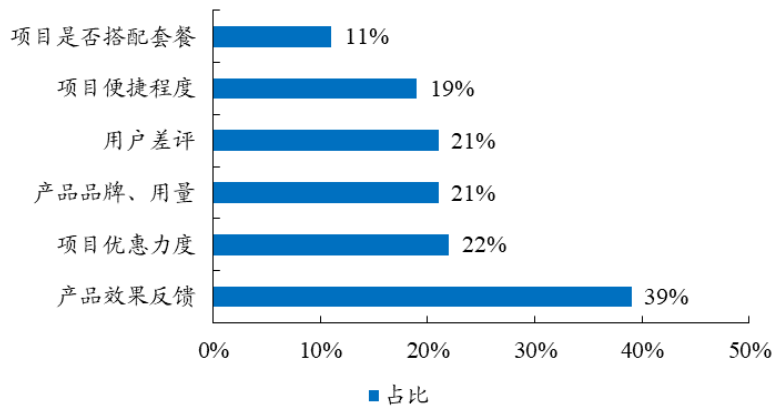
图18：高客单价保健品有望成为主力产品



数据来源：摩熵咨询、开源证券研究所

价值导向型消费者推动高端口服美容市场逐步从“可选消费”转向“日常刚需”。罗兰贝格《2025 医美行业白皮书》调研显示，高达 39% 的医美人群将“产品效果反馈”视为核心决策依据，推动了市场从价格向价值驱动转变。同时，随着医美人群愈发注重长期价值，周期性维护已成为核心消费习惯，口服抗衰产品凭借明确的修复机理，能够有效与医美项目协同增效，正逐渐成为其维持效果的重要一环。库润数据发布的《2025 口服抗衰消费者趋势洞察报告》显示口服抗衰产品复购用户达六成，其中 82% 的常年复购者保持每 2-3 个月购买一次的稳定频率。高频复购特性叠加其与高端护肤、医美消费人群的高度重合，口服抗衰有望加速从可选消费品转变为消费者日常健康管理的核心方案。

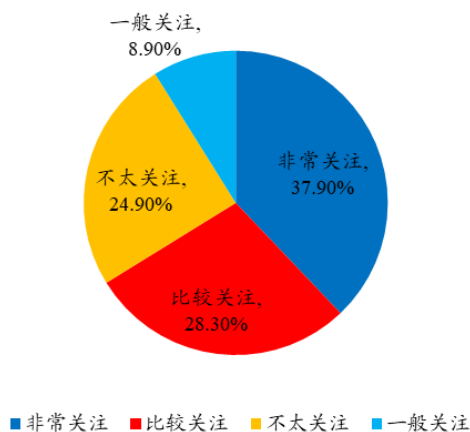
图19：线上平台关注医美项目的关键因素为“产品效果反馈”



数据来源：医与美前沿公众号、罗兰贝格《2025 医美行业白皮书》、开源证券研究所

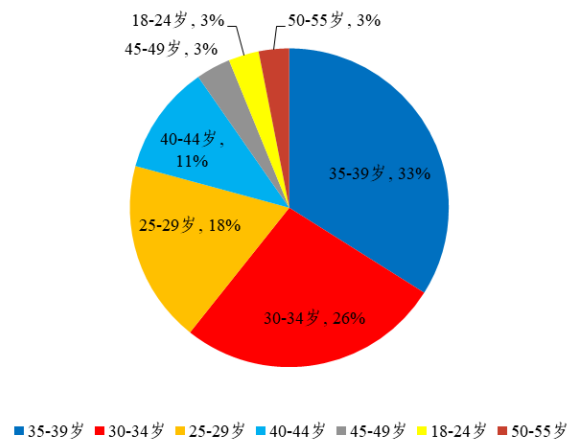
人群拓展的下一步，在于年轻群体“预防式抗衰”意识觉醒所带来的增量市场空间。知萌咨询《Z 世代健康消费趋势报告》显示，47% 的 Z 世代将健康消费视为习惯性支出，且超过六成对健康保持高度关注，共同印证了该群体“预防前置化”与“悦己化”的鲜明消费特征。同时，从口服抗衰人群来看，库润数据《2025 口服抗衰消费者趋势洞察报告》调研显示 90 后抗衰需求较为显著，但年轻一代的“预防式抗衰”意识在逐步增强，25-34 岁年龄段的消费者占比接近一半，该群体普遍面临高强度的职场竞争与不规律作息，导致脱发、慢性疲劳等亚健康体征提前出现，从而使得抗衰老与营养补充进阶为维持工作状态与生活品质的刚性需求。

图20：超六成 Z 世代较为关注身体状态



数据来源：知萌咨询、开源证券研究所

图21：口服抗衰产品调研中 25-34 岁人群占比接近一半

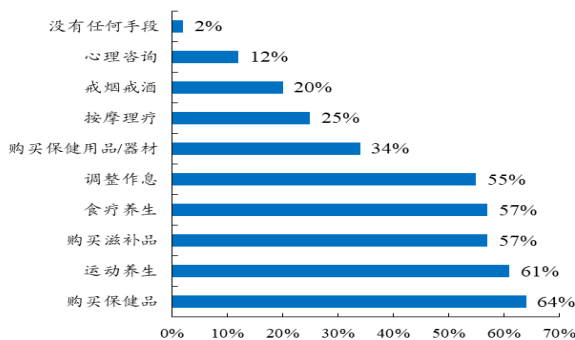


数据来源：库润数据、开源证券研究所

消费者需求从“泛健康”向“场景化痛点”裂变，催生差异化成分布局。2022年全民营养趋势消费者调研显示，有64%的消费者选择购买保健品来改善健康。当前，市场增长的核心动力来源于针对特定人群与生活场景的细分解决方案，推动产品供给向精细化、个性化快速演进。具体而言，核心成分正围绕三大关键场景进行差异化布局：（1）**颜值管理场景**：口服麦角硫因作为强效抗氧化剂，以其在促进肌肤健康、胶原蛋白生成及抗氧化等方面的明确功效，精准切入成分党对高效内服护肤的需求。（2）**精力管理场景**：PQQ（吡咯喹啉醌）被研究证实可增加线粒体DNA含量与数量，并激活对线粒体生物发生至关重要的AMPK信号通路，已成为相关产品的核心成分。（3）**代谢管理场景**：AKK菌（嗜黏蛋白阿克曼氏菌）的研究显示，其可通过外膜蛋白与特定代谢产物，增强肠道屏障完整性，并诱导肠道L细胞分泌GLP-1，从而在体重与代谢管理领域展现出应用潜力。

图22：64%消费者选择购买保健品来改善健康

图23：Z世代大健康消费围绕颜值、精力与身材管理



数据来源：功能食品圈公众号、开源证券研究所

数据来源：知萌咨询

## 2.2、斐萃构建生物科技护城河，AKK与全渠道布局有望打开第二增长极

斐萃差异化卡位“科学抗衰”，在中国美容类膳食补充剂赛道中快速完成零售突破。品牌端，斐萃敏锐地捕捉到高净值人群的进阶需求，将品牌锚点从传统的“食品属性”升维至“生物科技属性”。研发端，公司联合全球头部原料商共建实验室以锁定上游创新，并与暨南大学衰老与再生医学研究院成立“抗衰老研究中心”，确立了“产学研”一体化的研发范式，构建难以被低价白牌替代的专业壁垒。产品开发端，斐萃选品逻辑严格遵循“临床有效性”，聚焦于麦角硫因、AKK、PQQ等具有明确数据支撑的高潜成分。公司摒弃了多而杂的复方堆砌，转而推行“极简配方+足量添加”，“所见即所得”的配方透明度能够有效转化为强劲的品牌力。竞争格局方面，斐萃仅用12个月实现累计零售额达5亿元人民币，表现亮眼。

图24：若羽臣与暨南大学合作成立研究中心

图25：斐萃仅花12个月快速突破5亿元零售额



资料来源：若羽臣情报局公众号

中國前五大美容類膳食補充劑品牌，按達成累計零售額人民幣5億元的所需時間

排名	品牌	達成累計零售額人民幣5億元的所需時間 <sup>(1)</sup>
1	斐萃	12個月
2	品牌J	約2年
3	品牌K	約3年
4	品牌L	約4年
5	品牌M	約4年

资料来源：公司港股招股书

产品端，斐萃通过“大单品稳盘+爆品突围”策略，实现全维健康管理的产品布局。公司产品策略呈现出清晰演进路径，首先利用高认知度的麦角硫因切入“口服美容”赛道，快速获取泛抗衰流量并建立品牌信任，随后布局PQQ及高纯度鱼油以覆盖脑健康与心血管健康，承接存量用户的进阶机能修复需求，进而布局前沿成分AKK以精准卡位“代谢管理”风口。矩阵化打法能够有效分散单一品类的生命周期风险，还能够通过不同价格带与功能属性产品的组合，最大化挖掘单客价值，构建稳固的产品生态闭环。

**图26：斐萃产品矩阵实现从单一口服美容赛道向全维健康管理的跨越**

产品名称	产品图片	卖点	核心成分	价格带
麦角硫因胶囊		第五代超强抗氧化剂 线粒体级抗初老	每粒含：麦角硫因 (30mg)	298 元/60 粒
奶蓟草胶囊 (女性护肝胶囊)		为女性专研，护肝代谢， 30 倍净脸轻腰腹	每 2 粒含：麦角硫因 (30mg)； 水飞蓟素 (420mg)； 谷胱甘肽 (60mg)	298 元/60 粒
麦角硫因+辅酶 Q10+PQQ 胶囊 (女性抗衰胶囊)		卵巢保鲜，内源抗衰， 紧致肌肤重回年轻态	每 2 粒含：麦角硫因 (60mg)； PQQ (20mg)；Crystal QH 还原型辅酶 Q10 (100mg)； 羟基酪醇 (10.6mg)； 维生素 E (200mg)	538 元/60 粒
共晶还原型辅酶 Q10 胶囊		36 倍吸收率，焕活卵 巢，还原心脏活力	每粒含：Crystal QH 共晶还原型辅酶 Q10 (100mg)； 烟酰胺 (15mg)；维生素 E (20mg)	449 元/60 粒
舒缓安睡胶囊		舒压解虑，持续深睡， 一觉焕新颜	每 2 粒含：麦角硫因 (30mg)； Sensoril 南非醉茄提 取物 (250mg)；甘氨酸镁 (640mg)； 维生素 B6 (2.8mg)	398 元/60 粒
光子胶囊		首创内源三抗美白配 方全身匀净透亮	每 2 粒含：谷胱甘肽 (250mg)； 麦角硫因 (30mg)； 共晶羟基酪醇 (20mg)； SOD (500U)	498 元/60 粒
极地浮游生物油胶囊 (红宝石油胶囊)		焕颜养发塑轻盈，改善 代谢，重构系统正循环	每 2 粒含：红宝石油 (1000mg)， 内含 Omega3 (SDA、EPA、DHA)； Omega7、Omega9、Omega11； 虾青素；海洋普利醇	448 元/60 粒
护肝胶囊 plus (代谢小绿瓶)		2 倍加速堆积代谢，养 肝减负	每 2 粒含：麦角硫因 (30mg)； 水飞蓟素 (420mg)； 岩藻黄素 (2.4mg)； 维生素 B 族 (25mg)	498 元/60 粒
麦角硫因胶囊 PLUS		2 倍麦角硫因含量，维 持肌肤稳态，提高睡眠 质量	每粒含：麦角硫因 (60mg)	499 元/60 粒
nad+鎏金瓶		多维支持能量循环与 新生，焕颜充能，重启 内在活力	每 3 粒含：NR (1000mg)； 白藜芦醇 (150mg)； 麦角硫因 (60mg)； PQQ (20mg)	1499 元/90 粒
抗衰细胞再生胶囊 (女性小紫瓶 PLUS)		分层促进 5 大胶原，焕 发年轻紧致状态	每 3 粒含：Cartidyss 鳕鱼肽 (500mg)； 麦角硫因 (60mg)； 辅酶 Q10 (100mg)； 羟基酪醇 (10.6mg)； PQQ (20mg)； 维生素 E (200mg)	1499 元/90 粒
AKK 小银瓶		1000 亿专利 AKK 菌， 调养肠道，身材管理	每粒含：1000 亿 TFU(灭活型)AKK 阿克曼氏菌	1199 元/60 粒
AKK 护肝胶囊 (金标绿瓶)		甄选四大关键成分，肝 肠同养护	每 2 粒含：嗜黏蛋白阿克曼氏菌 (灭活型) 肝 (300TFU)； 岩藻黄素 (2.4mg)； 麦角硫因 (30mg)； 共晶姜黄素 (150mg) (其中姜黄素 90mg， 左旋肉碱 42mg)	698 元/60 粒
S-雌马酚胶囊		调节雌激素，三重焕启年 轻机能，舒缓更年期不适	每粒含：S-雌马酚 (5mg)	488 元/60 粒

资料来源：斐萃天猫官方旗舰店、京东旗舰店、FineNutri 斐萃官网、开源证券研究所

核心成分麦角硫因凭借高纯度原料与差异化功效定位，成功获得领先的市场份额。针对胶原蛋白等传统品类增长乏力的行业瓶颈，斐萃有效利用麦角硫因在高端护肤品领域已形成的成分认知，将其成功转化为口服抗衰解决方案。斐萃明星单品“小紫瓶”依托“99.9%高纯度”与科学复配的技术优势，精准满足医美人群术后修复以及成分党对于进阶抗衰的刚性需求。斐萃麦角硫因产品在天猫国际及抖音等核心平台长期保持品类销量前列，验证了公司在中高端价格带的产品运营能力，更为品牌积累了高粘性的种子用户与渠道资源。

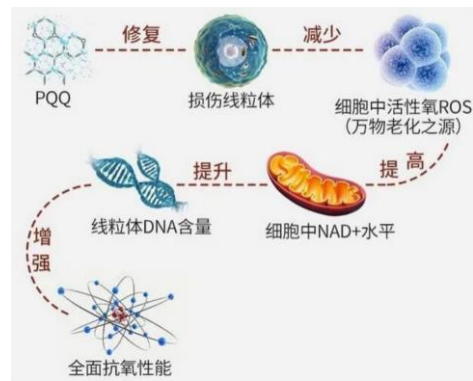
斐萃积极布局 PQQ 与脑健康赛道，夯实全维科学抗衰品牌形象。随着老龄化社会到来以及脑力劳动强度的普遍增加，脑健康与认知功能维护正成为消费者关注的新焦点。PQQ 成分核心作用在于其对细胞“能量工厂”即线粒体的优化与再生，有助于减缓因能量代谢衰退引发的细胞老化进程，为大脑的长期年轻态提供深层支持。斐萃布局 PQQ 推出针对脑健康方面的解决方案，夯实“全维科学抗衰专家”的品牌形象。

图27：斐萃小紫瓶获“口服麦角硫因全网销量第一”



数据来源：若羽臣情报局公众号

图28：PQQ 属于优秀抗氧化剂能够为人体提供能量



数据来源：新经济商学公众号

前沿布局新成分 AKK 菌，有望成为新一代爆品成分。博观研究院数据显示，2024年中国益生菌市场中占比 54%的肠胃健康功能品类或已增长见顶，而占比 19%的膳食补充剂品类是重要增长极。AKK 不仅能通过降解黏蛋白反向刺激肠道分泌更多 MUC2 黏蛋白，从而物理性增厚肠道屏障，更能有效促进人体自身 GLP-1 分泌，通过“屏障修复”与“代谢调节”双通路，实现从调节肠胃到系统健康管理的功能升级。斐萃利用先发优势快速抢占“代谢抗衰”用户市场，推出 AKK 产品有望成为新一轮热销单品，为品牌打开第二增长曲线。

图29：嗜黏蛋白阿克曼菌多方面益于人体健康



资料来源：中国食品学报公众号

图30：斐萃推出 AKK 成分产品有望成为新热销单品



资料来源：FineNutri 斐萃淘宝海外旗舰店

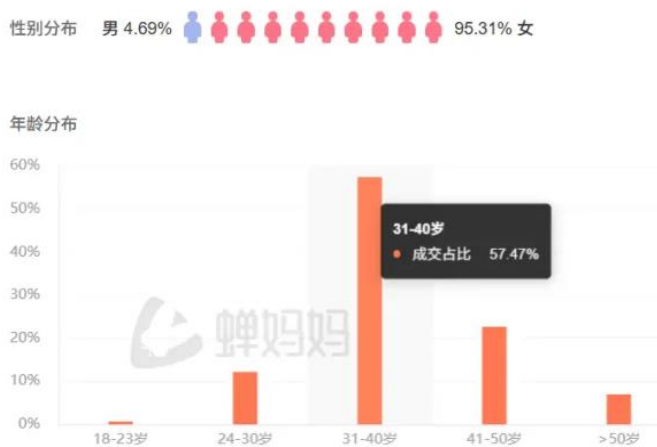
客群端，斐萃精准锁定一二线城市高净值女性。斐萃客群画像主要集中在 24-50 岁年龄段，多为资深中产、新锐白领、精致妈妈，他们对价格敏感度相对较低，但对产品的安全性、原料产地及配方科学性有较高的要求。品牌通过构建“全链路体系”及践行“超级成分+足量添加”策略，选用经过科学验证的优质原料，成功赢得了这部分高价值用户信任，他们不仅具有高复购粘性，也更是品牌在私域与社交媒体上传播高客单价产品理念的 KOC，高质量的口碑推荐降低边际获客成本并有效提升产品推荐信任度。

图31：斐萃客群成为品牌在社交媒体上的天然 KOC



数据来源：小红书

图32：斐萃客群集中在 24-50 岁年龄段



数据来源：运营研究社公众号

女性作为家庭决策核心，斐萃通过品类延伸实现从“悦己”向“家庭健康管理”的跨越。女性消费者通常掌握着全家人的健康预算与采购权，当她们通过麦角硫因产品认可了斐萃的品质后，更容易产生连带购买行为。例如，为存在脂肪肝或代谢困扰的配偶购买 AKK，为关注心脑血管健康与记忆力的年迈父母购买 PQQ 与深海鱼油。斐萃的裂变模式能够提升客单价，通过深耕存量用户，实现品类拓展，即从单一悦己产品延伸至全维度健康产品的连带购买，构建了高粘性、高产出的私域流量池，实现业绩增长。

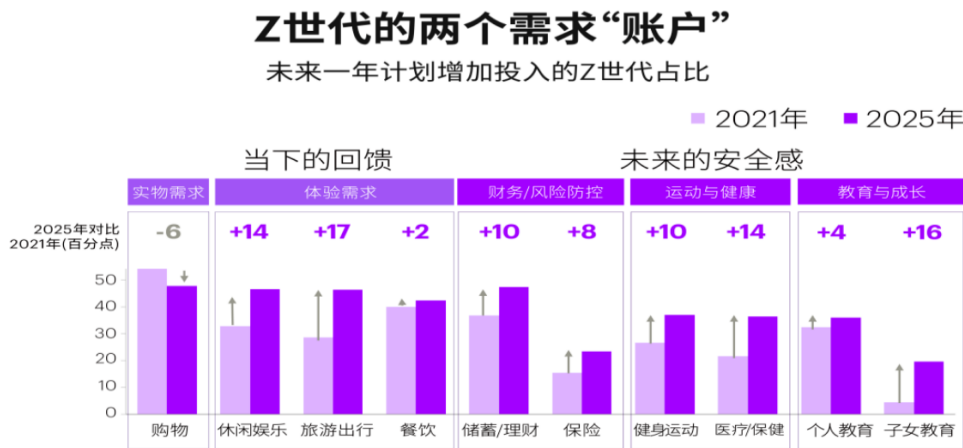
图33：斐萃客群实现从“悦己消费”向“家庭健康管理”的商业裂变



资料来源：开源证券研究所

斐萃瞄准年轻一代“前置抗衰”需求，凭借硬核科技属性驱动客群结构年轻化。越来越多的90、00后开始重视养生，有望成为斐萃新增用户，这部分人群面临着高强度的职场压力与不规律的生活作息，其对抗衰老的诉求不再局限于传统的除皱，而是延伸到了精力管理与代谢维护。斐萃AKK与PQQ产品以其明确的生物学机理与“黑科技”属性，契合了年轻一代科学养生的消费偏好。

图34：Z世代医疗保健需求增加较多



注：子女教育增幅主要由26-29岁群体驱动，而非来源于全体Z世代

资料来源：埃森哲中国

斐萃巧妙利用跨境电商模式构建了政策先发优势与时间窗口。跨境电商作为政策创新的产物，为斐萃开辟合规引入新西兰原产地标准产品的专属通道，使其能够在严格遵循跨境监管要求的前提下，率先承接AKK、PQQ等前沿生物科技成分的早期需求与话题热度，形成差异化先发优势。随着跨境监管与平台治理持续收紧，竞争焦点进一步转向企业的供应链资质、合规材料与全链条可追溯能力。斐萃凭借其新西兰源头品控、完备合规资质与数字化追溯体系等，将监管趋严转化为品牌信任壁垒。

图35：跨境电商保健品能够率先早期需求，形成差异化先发优势

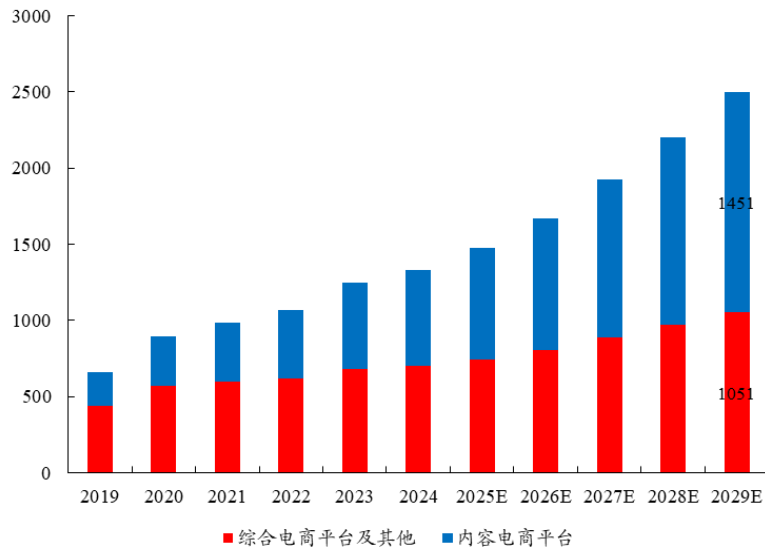
	内生跨境进口保健品	传统进口保健品
准入资质	免蓝帽子，仅需跨境电商企业备案	需蓝帽子（注册成功率 ≤ 40%，耗时2-3年）
爆款成功率	新品测试周期 ≤ 30天	需提前1年备货，试错成本高

资料来源：中国副食流通协会营销总监专委会、开源证券研究所

跨境监管合规化升级，斐萃依托跨境供应链积淀进一步夯实合规化供应链壁垒。政策端，2025年10月海关总署发布第280号令，进一步规范进口食品境外生产企业注册及后续监管，监管从抽查转向系统治理。平台端，2026年1月抖音电商全球购启动跨境膳食补充剂专项治理，对虚假宣传与违规经营从严处置，入驻与运营要求同步收紧，合规成本上行。通关端，2025年7月海关总署进一步细化重点成分监管，对新增12类成分不再仅认可海外可食用依据，要求提供产地官方证书及技术规范，审查趋严，供应链资质与材料门槛显著抬升。若羽臣作为深耕合规跨境大健康赛道的标杆，多年的电商代运营与供应链管理使其在整顿中更具抗压与承接能力，中小违规玩家出清也将显著优化竞争格局。

渠道端，膳食补充剂行业在内容电商赛道实现高速增长，与斐萃运营策略深度契合。根据弗若斯特沙利文数据，2019-2024年通过内容电商平台实现的膳食补充剂零售额CAGR约23%，显著高于综合电商平台及其他线上渠道。2024年，内容电商平台已贡献线上渠道约47.5%的零售额，并预计至2029年占比将进一步提升至58.0%。在内容电商赛道持续上行的背景下，斐萃的运营打法深度契合内容电商赛道的营销及推荐偏好，有望获得更高的流量转化效率。

图36：预计2029年膳食补充剂在内容电商平台销量规模有望达到1451亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

斐萃依托“专业内容+全链路运营”完善客群的精准触达及运营战略的升级，匹配内容电商逻辑。内容端，公司构建专家KOL矩阵进行硬核科普，直播间内容聚焦于深度拆解“线粒体衰老机制”、“GLP-1代谢路径”等硬核生物学知识，以“教育即销售”模式精准筛选高认知流量，并通过强化信任背书提升ROI水平；运营端，利用大数据精准锁定高潜人群，通过“场景化短视频触达-直播专业承接-私域沉淀复购”的数字化闭环，在激烈的线上流量竞争中维持高盈利能力。线下端，近期成功入驻屈臣氏等，通过“线上种草、线下履约”的O2O闭环，降低消费者沟通成本的同时，可以通过物理货架加快产品的市场接受度，实现人群破圈及业绩增长，持续构筑稳固的渠道护城河。

图37：斐萃直播间通过拆解生物学知识建立品牌权威性



资料来源：抖音、开源证券研究所

图38：斐萃入驻屈臣氏打造沉浸式线下体验场景



资料来源：若羽臣情报局公众号

## 2.3、构建多品牌协同矩阵，打造全生命周期健康消费生态

公司已构建保健品的多品牌矩阵，利用差异化的品牌定位实现对保健品全价格带与全人群的覆盖。公司对目标市场进行了精细化切分，以斐萃主攻高净值人群的科技抗衰，以纽益倍承接大众人群的基础营养升级，并协同美斯蒂克等国际顶尖合作品牌夯实专业医美心智。公司的矩阵化打法在研发端实现了全球供应链资源的共享与复用，在销售端通过全渠道运营策略高效触达消费者，在客户端则覆盖了从基础膳食补充到机能干预的全生命周期需求，从而构建了一个具有较强抗风险能力与高协同效应的健康消费生态圈。未来，随着各品牌在各自细分赛道的持续深耕与供应链协同效应的进一步释放，多品牌矩阵有望成为可持续高质量增长的核心引擎。

表3：若羽臣构建多品牌协同额保健品矩阵

品牌	产品	价格带	定位
斐萃		538 元/60 粒 1474 元/180 粒 2874 元/360 粒	作为自有品牌矩阵的高端旗舰，在集团布局中承担着拉升整体品牌与确立高技术溢价能力的战略任务
纽益倍		142 元/30 粒 380 元/90 粒 500 元/120 粒	采取“单一成分、高纯度、高性价比”的极简主义策略，精准切入大众膳食营养市场，旨在通过成分驱动逻辑获取广阔的中间阶层流量
美斯蒂克		1599 元/12 瓶 3999 元/24 瓶 5499 元/36 瓶	与自有品牌斐萃形成了完美的错位互补，强力补齐“医美口服”核心拼图

资料来源：天猫各品牌海外旗舰店、开源证券研究所

斐萃作为自有品牌矩阵的高端旗舰，通过拓展前沿成分矩阵与多元化功效场景深化专业壁垒。斐萃坚持“极简配方+足量添加”的原则，专注科学抗衰口服美容，聚焦成分敏感型女性与营养价值需求人群，围绕麦角硫因、红宝石油等活性成分，打造多 SKU 产品矩阵。斐萃不追求大众市场的规模化放量，而是专注于 300-1000 元的中高端价格带。依托产业资源、科研机构及 AI 技术公司 MetaNovas 协同，斐萃打造全链路科学实证体系，强化品牌和产品可信度，构筑可持续的差异化护城河。

图39：斐萃持续深耕科学抗衰口服领域



资料来源：若羽臣情报局公众号

图40：斐萃全线抗衰老产品亮相进博会



资料来源：若羽臣情报局公众号

纽益倍坚持“单方、高纯、精准”的产品理念，通过成分驱动获取高性价比市场。纽益倍定位国民普惠级膳食补充剂，专注于麦角硫因膳食补充剂品类，通过合成生物技术、共晶还原技术等前沿科技将单一成分功效最大化，满足消费者对高效可负担的膳食补充剂的需求。纽益倍强调精准定位高性价比市场，与斐萃形成差异化互补，降低消费者决策门槛，使其能够快速在天猫、抖音等大众电商渠道实现销量高增。2025年纽益倍旗下麦角硫因胶囊在“双十一”首秀中斩获天猫国际美白麦角硫因销量榜、新品榜、好评榜三榜TOP1。

图41：纽益倍瞄准大众市场需求打造内源抗衰双子星



资料来源：若羽臣情报局公众号

图42：纽益倍焕颜凝时“透光瓶”主打性价比麦角硫因



资料来源：天猫国际 NuiBay 纽益倍海外旗舰店

公司独家代理西班牙顶尖医美品牌美斯蒂克，强力补齐“医美口服”核心拼图。若羽臣于2026年1月1日正式成为西班牙顶尖医美品牌美斯蒂克核心口服美容产品线的中国区独家总代理，成功将“专业院线”的权威背书引入保健品矩阵，补齐了“高端口服美容”的关键拼图。美斯蒂克主攻高端美白细分市场，锁定高净值女性客群，其明星单品“亮白饮”曾连续三年蝉联抖音口服美白赛道榜单第一。美斯蒂克具备深厚“院线级”研发实力与深厚口碑，产品专业壁垒强，近年来实现强劲增长。

图43：美斯蒂克亮白饮为其核心产品



资料来源：若羽臣情报局公众号

图44：美斯蒂克高端口服肤色管理销售额TOP1



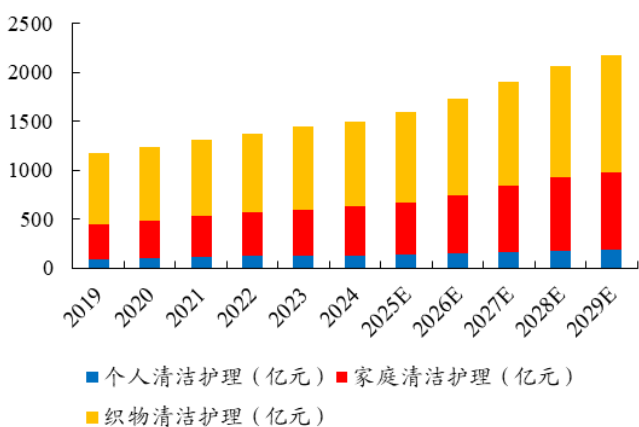
资料来源：若羽臣情报局公众号

## 3、家清业务：定位高端洗护场景，差异化切入高景气赛道

### 3.1、衣物护理行业高端化扩容，香氛化、专衣专洗成为趋势

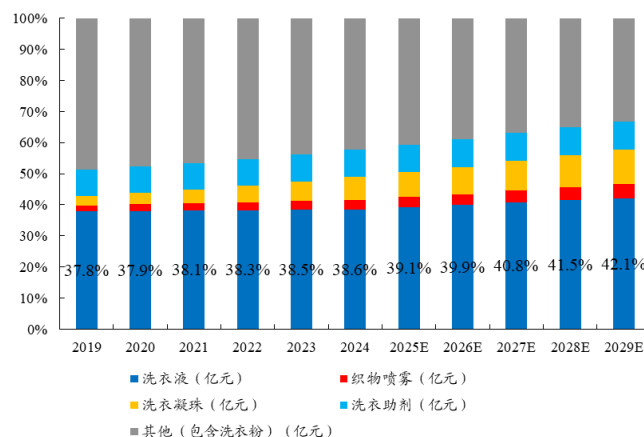
衣物洗护是家清中占比较大的品类，发展呈现由粉到液到多元化的结构升级趋势。据弗若斯特沙利文数据，2024年织物清洁护理在中国家居清洁护理市场中占比达58.2%、规模约874亿元；其中洗衣液凭借使用便捷、溶解度高、洗后残留少等优势成为主导细分，2024年零售额占织物清洁护理市场38.6%。品类结构来看，品类持续由洗衣粉向洗衣液、洗衣凝珠等更便捷、高浓度形态迁移，同时需求从“洗净”延伸至“留香、柔顺”等精细化护理，带动衣物香氛喷雾、衣物柔顺剂等品类渗透率提升，应用场景趋于精细化、多元化。

图45：衣物洗护为家清中占比较大的核心品类



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

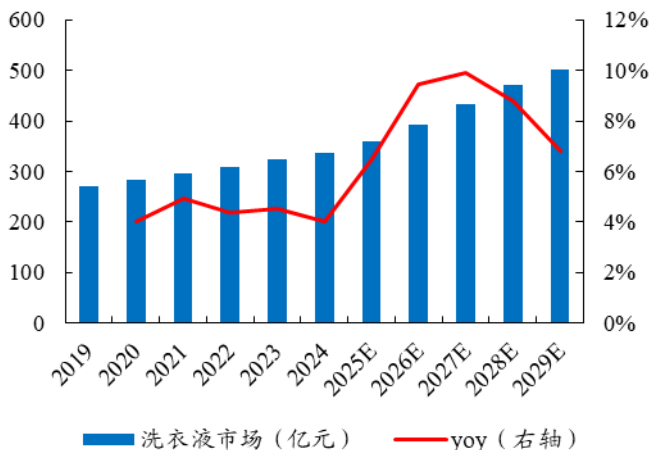
图46：洗衣液在衣物洗护中占比较高



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

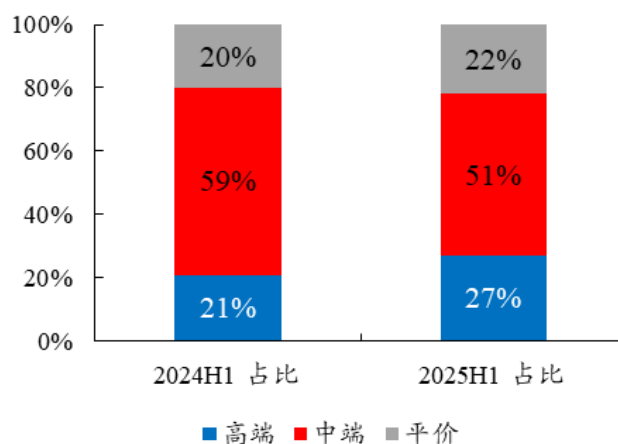
衣物护理整体市场表现相对平稳，高端化趋势为行业带来新机遇。据弗若斯特沙利文数据，洗衣液市场2019-2024年零售额年复合增速约4.4%增长至337亿元，并预计2024-2029年洗衣液市场将以约8.3%年复合增长率增长。分价格带看，8-16元/kg市场收缩、16元/kg以上高价格带份额提升，市场呈现中端收缩、高端扩容的结构性变化趋势，消费者价格接受度提升，更愿意为更优的洗衣体验付费买单。

图47：沙利文预计未来洗衣液市场稳健增长



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图48：洗衣液市场呈现高端扩容趋势

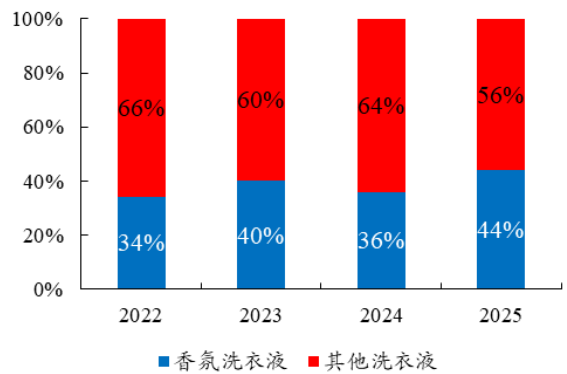


数据来源：任拓数据、开源证券研究所

悦己生活方式驱动下，香氛化推动洗衣液从功能清洁转向感官价值与情绪满足。香氛产品加速生活化渗透，由“感官体验”升级为“日常陪伴”，香味追求逐步成为生活方式的表达并嵌入更多日常场景。同时香氛洗衣液以更高频、低门槛的方式满足“日常留香”诉求，降低消费者获得留香体验的门槛。据第一财经商业数据中心研究，近50%“气味悦己”人群存在“持久留香”需求。消费决策层面，消费者对洗衣液的需求由单一功效诉求延伸至情感诉求，香氛洗衣液进一步承载愉悦心情、仪式感与个人品味等情绪价值，消费心智亦从“洗得干净”升级为“洗得有质感”，带动品类向场景化、精细化方向迭代。据魔镜洞察数据，2025年线上香氛洗衣液渗透率达44%、销售额同比增长44.9%，线上份额持续提升，细分赛道保持较强成长动能。

图49：消费者对香氛洗衣液期待从功效需求向情感需求

图50：线上香氛洗衣液渗透率呈现提升趋势



资料来源：日化智云、魔镜洞察

数据来源：魔镜洞察、开源证券研究所

专衣洗护需求增长，衣物护理正从“普适清洁”迈向“专业护理价值”跃迁。随着不同衣物材质与使用场景的精细化需求释放，消费者对清洁功效的关注点从洗得干净进一步延伸至护型护色、温和低刺激、去味除菌、抗静电等更细分的标准，专用型解决方案也推动消费者完成从“品类概念”到“功效标准”的认知进阶。在此趋势下，内衣洗衣液、真丝羊毛洗衣液、羽绒洗衣液/干洗剂等细分品类加速渗透，逐步向专材质+专场景扩展；人群端孕婴童“爆炸盐”、宠物友好除菌液等场景化品类需求增加，人群需求进一步拆解。整体来看，专衣专洗以更便捷的专业护理在家即可实现材质护理与高效去渍、去味，满足高端面料与特殊场景的专业级洗护诉求。

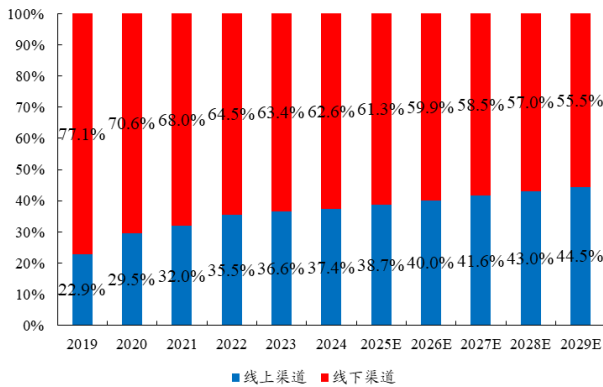
图51：衣物护理正从“普适清洁”迈向“专业护理价值”跃迁



资料来源：京东《2024家庭清洁线上消费趋势报告》

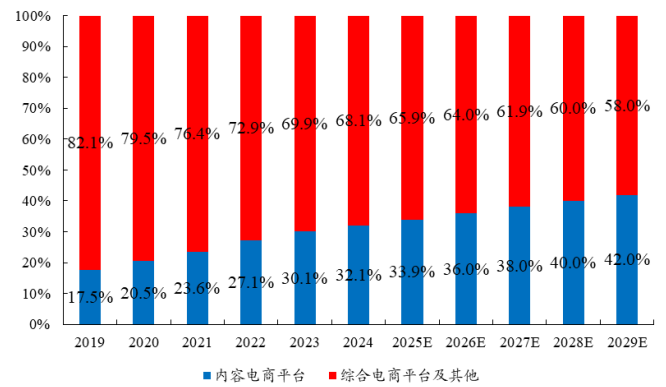
渠道端，电商逐步成为主要销售渠道，带来显著线上红利。伴随物流履约能力提升与电商供给体系完善，家清品类线上渗透率持续提升。据弗若斯特沙利文数据，2024年家清市场线上渠道占比37.4%，预计2024-2029年综合增速11.5%，显著快于线下。线上平台方面，以抖音为代表的內容电商通过直播带货、內容营销与精准推荐加速品类线上渗透。据弗若斯特沙利文数据，家清內容电商渠道2019-2024年零售额CAGR达30.7%，并预计2029年将从2024年180亿元进一步增至406亿元。內容电商对线上增长的贡献度持续提升，有望成为驱动线上扩张的关键增长引擎。

图52：家清行业线上渗透率持续提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图53：內容电商对线上增长的贡献度持续提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

### 3.2、绽家定位高端衣物洗护市场，差异性切入高景气细分赛道

公司自有品牌绽家以内衣洗切入洗衣液市场，定位高端衣物洗护。绽家以内衣洗衣液切入衣物护理赛道，通过从贴身衣物这一更具“精致生活”属性的细分诉求切入市场建立品牌认知。品牌以香氛为核心的品牌形象，香氛洗衣液建议零售价折算约52.6元/kg，显著高于大众洗衣液中低价位区间，从而形成清晰的高端香氛家清定位；同时通过香型体系的场景化讲述、产品视觉与更具质感的包装设计等持续强化品牌高端调性。整体客群以“都市白领”、“精致妈妈”、“小镇贵妇”等追求优质香氛体验的群体为主，消费画像与价格带高度匹配，高端心智持续巩固。

图54：绽家定位行业内高价格带

品牌	主推产品	单位价格	卖点&心智	产品展示
绽家	四季繁花洗衣液	0.0526元/g	72小时持久散香，Aromascope顶空复刻香氛技术，双层微胶囊技术72小时持续留香	
	大师香氛洗衣液	0.0159元/g	法国香水大师出品，防发黄变旧变硬	
立白	天然除菌洗衣液	0.0218元/g	去异味、汗味，72h长效抑菌	
蓝月亮	深层洁净护理洗衣液 (亮白增艳)	0.0122元/g	白衣更白，彩衣更鲜艳	
活力28	除菌除螨洗衣液	0.01元/g	多功能除菌	

资料来源：各品牌淘宝旗舰店、开源证券研究所

绽家围绕“香氛化+专衣专护”两条高景气主线占位行业结构升级赛道。香氛化对应洗衣液从功能清洁向感官体验升级，专衣专护对应衣物洗护从普适清洁向专业护理价值跃迁，两者共同指向更高客单、更强溢价与更易差异化的细分方向。绽家在品牌端以“大师调香”树立品牌心智，精准切入细分市场，以香氛体验为核心构建多香型矩阵并持续强化香氛占位。专衣专护方向同步布局运动、牛仔、亚麻等细分材质解决方案，覆盖精细化诉求。整体来看，绽家卡位于行业结构升级赛道并持续加深布局，细分领域差异化心智持续沉淀且直接竞对有限。

图55：绽家产品展示留香心智



资料来源：淘宝绽家官方旗舰店

图56：绽家专衣专护布局多材质解决方案



资料来源：淘宝绽家旗舰店

### 3.3、深耕香氛化赛道建立壁垒，多元品类布局持续突破

产品香氛化方面，绽家围绕香氛体验逐步沉淀心智与技术双重壁垒。香型矩阵方面，绽家仅四季繁花洗衣液即推出 20 余种香型，覆盖不同人群与场景偏好；同时香型以“沉香木玫瑰”、“桂花与清酒”等更具画面感与高级感的命名强化香氛叙事与调性表达，进一步拉高产品的香水化质感与辨识度，巩固“沙龙级香氛”的体验认知。香料添加方面，区别于传统的酒精基香精，绽家首创将“香水油”作为差异化香氛载体，通过添加以油为基底、融合多类香氛原料的高浓度复合香氛，强化香调气味的高级化呈现，进一步提升香氛美学心智与稀缺性认知。留香与体感方面，公司具备顶空复刻、双层微胶囊等锁香技术专利，可实现分层释香，并将“72 小时留香”打造成强记忆点，形成更难被短期复制的技术门槛。整体来看，绽家通过“香型矩阵+香水油差异化+锁香技术体系”，把香氛体验落实为可感知的产品力及技术壁垒。

图57：绽家洗衣液多香型矩阵强化香氛心智



资料来源：小红书






图58：绽家香水油专利技术可视化展示产品壁垒



资料来源：淘宝绽家官方旗舰店

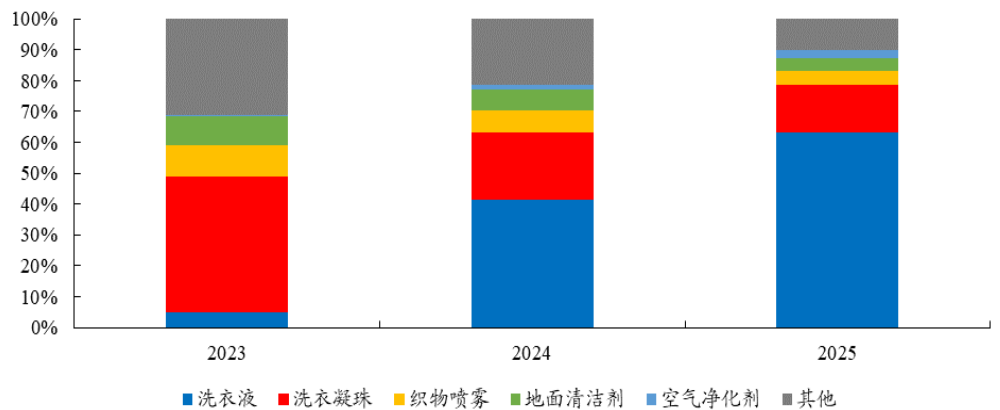
产品矩阵方面，绽家以洗衣液为核心品类，产品矩阵不断向细分需求外延。据久谦数据显示，洗衣液为绽家当前最核心的收入来源。在香氛洗衣液基础上，品牌进一步补齐洗衣凝珠、柔顺剂、香氛护理喷雾等配套品类，并向羽绒服及羊毛/丝绸等专材质的专业衣护延伸，以覆盖更细颗粒度的场景需求。此外，品牌同步覆盖高频家务与日常护理场景，产品包含地板清洁剂、洗洁精等家居清洁品类，香氛沐浴露、洗手液等日常护理产品及空间香氛等，实现全品类产品矩阵布局。

表4：绽家以洗衣液为核心品类，实现全品类产品矩阵布局

产品类型	产品图片	产品名称	核心卖点	价格带
经典衣护		四季繁花香氛洗衣液	持久留香+柔顺护衣 2 效合一、有效护色	99.9 元/1.7L
		双重爆香精油六合一洗衣凝珠	靶向清洁顽固污渍，有效去除异味	119.9 元/60 颗
		衣物柔顺剂	色彩呵护因子，对衣物有效护色；蚕丝蛋白复配氨基酸衣物柔护成分抗静电；四种护衣水解蛋白	79.9 元/1000ml
		香氛护理喷雾	蚕丝蛋白复配氨基酸衣物柔护因子；植物去味因子，有效改善 6 大异味；特调植物精油香氛	79 元/200ml
专业衣护		内衣洗衣液	植物基表活，添加蛋白酶与松针油	69 元/330ml
		羽绒服专用洗衣液	蛋白酶清洁衣物，护绒因子保持羽绒柔软蓬松	60.3 元/500ml
身体护理		香氛身体沐浴露	双重芳香精油，三重清洁表活，浴感轻盈	78.81 元/300ml
		蓝桉叶精油香氛洗手慕斯	含霍霍巴籽油，以油护手，植物清洁力，洁净保湿	51.9 元/250ml 85 元/750ml
		蓝桉叶精油地板清洁剂	分解厨卫油污，轻松吸附灰尘毛发，滋养地板，五重植物精油调香；光亮干爽成分；有效减轻异味	165 元/1750ml 79.9 元/750ml
家居清洁		液态马赛皂洗洁精	添加马赛皂液有效去油污，符合食品安全洗涤剂 A 类标准；温和护手配方	59 元/550ml
		精油香氛除臭蛋	异味中和因子，多场景适用；有效除霉	44.9 元/7ml
空间香氛		藤条精油香薰	三重香氛技术，减轻异味；情绪香氛技术舒缓身心	99 元/240ml

资料来源：天猫绽家旗舰店、公司公告、开源证券研究所

图59：洗衣液为绽家核心品类



数据来源：久谦、开源证券研究所

营销端，绽家通过生活方式内容种草与 IP 联名推动心智植入并实现人群破圈。内容端，品牌弱化单纯功效输出，更强调将产品融入“家的香气”等生活化场景叙事，通过达人/明星内容把香氛体验转译为可共情的日常故事，强化用户对高端香氛洗护的认知与偏好。联名端，绽家通过 IP 合作实现人群触达及情感共鸣，用奥黛丽·赫本经典人生瞬间命名为香型命名并构建香氛叙事，将文化符号嵌入产品表达，强化情感共鸣与高端调性绑定；近期进一步与 Hello Kitty 等大众 IP 联动，借助更强的社交传播属性与视觉识别度扩大覆盖圈层，带动新品快速出圈与声量提升。

图60：品牌合作达人进行生活化场景叙事触达消费者



资料来源：汤臣战略研究院

图61：绽家通过 IP 合作实现人群触达及情感共鸣



资料来源：小红书

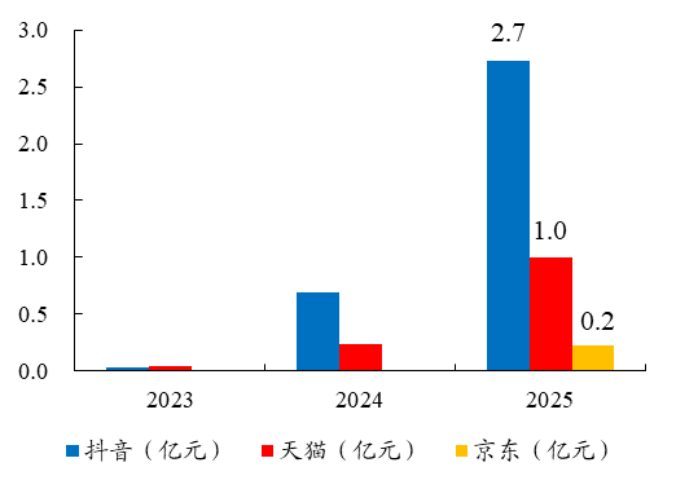
绽家洗衣液线上以抖音为核心阵地，品牌在细分赛道已进入线上头部梯队。根据久谦数据，2024 年起绽家洗衣液在抖音渠道明显放量，渠道占比在七成左右，成为销售额的主要来源；行业对比维度，2025 年绽家洗衣液品类线上综合排名第 7、抖音端排名第 4，品牌在内容电商渠道的销售表现更突出，线上渠道竞争力已得到验证且在持续增长。

图62：2025 年绽家洗衣液线上渠道排名第 7，抖音第 4

线上渠道排名	品牌	销售额 (亿元)	抖音排名	品牌	销售额 (亿元)
1	蓝月亮	25.92	1	蓝月亮	12.98
2	立白	21.5	2	立白	8.23
3	活力28	9.32	3	活力28	6.34
4	奥妙	9.22	4	绽家	2.73
5	威露士	7.76	5	超能	2.46
6	超能	6.03	6	奥妙	1.92
7	绽家	3.96	7	Rufi	1.88
8	植护	3.56	8	植护	1.79
9	雕牌	2.39	9	雕牌	1.32
10	Rufi	2.09	10	威露士	1.01

数据来源：久谦、开源证券研究所

图63：绽家洗衣液线上以抖音为核心阵地



数据来源：久谦、开源证券研究所

## 4、电商服务业务：由代运营转向品牌管理

### 4.1、代运营业务提质增效，品牌管理业务快速拓展

公司以代运营和品牌管理模式深耕电商服务行业，建立头部竞争优势。若羽臣的电商服务业务分为品牌管理和代运营两类，代运营模式贴近电商“加工”环节，品牌管理则体现“设计-加工”环节，赋能品牌业务全生命周期增长。代运营业务包括店铺代运营、渠道分销及品牌策划，品牌管理业务则引进优质品牌及产品，全权负责合作区域内销售运营与营销推广，并拥有销售定价权和客户资源。公司十余年深耕保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等类目，已建立头部竞争优势。在代运营与品牌管理的协同发展下，已积累多品类消费者洞察与全渠道资源、精细化运营能力，为自有品牌孵化提供了坚实基础。

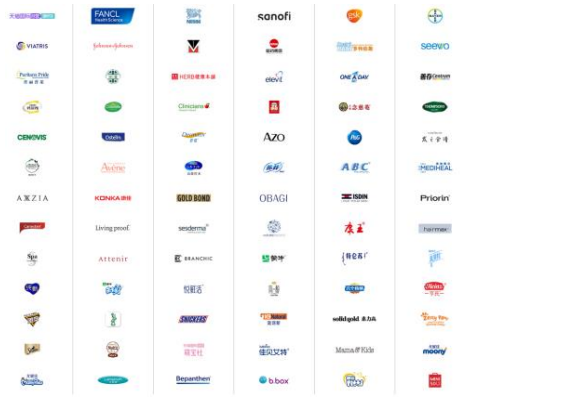
表5：若羽臣以代运营和品牌管理模式深耕电商服务行业，建立头部竞争优势

分类	运行模式	细分模式	品牌
品牌管理	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。	总代业务：在特定区域和一段时间内享有品牌的专有权，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。	艾惟诺、拜耳康
		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。利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。	王、达益喜、和丽康 Herbs of Gold、DHC、美斯蒂克、
		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，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。	爱茉莉太平洋集团旗下魅尚萱等
代运营	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，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。	经销模式，即解决方案提供商向品牌方采购商品后，通过电商平台销售给消费者，从买卖差价中获利	近 50 家代运营店铺，SHEVEU 赛逸、佳贝艾特等
		服务费模式，即解决方案提供商根据平台产生的销售额向品牌客户收取佣金，或固定的服务费用。	
渠道分销	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，盈利来源为货品的购销差价。		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司合作品牌领域广泛，精细化运营助力品牌业绩突破。**从合作范围看，若羽臣为拜耳、强生、赛诺菲等超百个国内外知名企业及品牌提供服务，业务半径遍布全球 30 多个国家和地区，领域涵盖大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等。从运营成效看，众多合作品牌实现业绩突破。2025 年双十一期间，公司助力合作品牌强势突围，累计登顶近 30 个细分类目榜单。公司对澳洲洗发品牌 SHEVEU 赛逸结合行业趋势进行赛道分析，大促节点联动社媒引爆声量，站内外投放承接流量转化，驱动品牌价值增长。2025 年双十一期间 SHEVEU 赛逸登顶天猫进口洗发水好评榜、热销榜双榜 TOP1。公司参与康王的产品设计，通过内容化、场景化营销强化去屑产品心智，2025 年双十一品牌实现天猫 GMV 同比增长超 50%，抖音 GMV 同比增长超 242%。针对母婴品牌艾惟诺，公司聚焦中高端母婴赛道，重点发力推广洗浴类目产品，通过策略性的货品组合强化早晚霜场景心智，驱动品牌销量增长，2025 年双十一天猫 GMV 环比 618 增长超 29%，拿下天猫婴童沐浴露热销榜 TOP1。

图64：若羽臣与较多品牌均有电商服务合作



资料来源：若羽臣官网

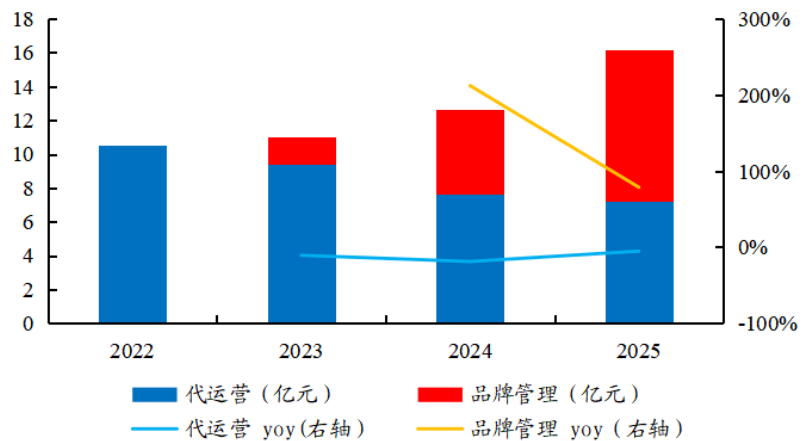
图65：若羽臣带动康王全网零售额增长



资料来源：康王天猫旗舰店

公司从传统电商代运营向品牌管理战略转型，业务结构优化趋势明确。公司主动收缩代运营业务，通过主动筛选高价值合作伙伴、提升服务质量，实现提质增效。自2023年品牌管理业务形成规模后，公司在持续深化既有品牌合作的同时，进一步引入新的品牌管理合作伙伴。2024年公司与爱茉莉太平洋集团旗下魅尚萱品牌签订战略合作协议，并与DHC蝶翠诗、Herbs of Gold和丽康等国际知名品牌达成战略合作。同时，自2026年1月1日起公司成为美斯蒂克核心口服美容产品线在中国区域的独家总代理，全面负责品牌推广与销售运营。若羽臣聚焦公司优势资源，强化在保健品与个护领域的全渠道布局。从业务结构看，代运营规模逐年收缩，品牌管理快速放量，业务重心加速向品牌管理倾斜，业务结构优化趋势明确。

图66：若羽臣从传统代运营业务向品牌管理业务转型



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、GEO:重构品牌营销新范式，若羽臣代运营基因有望承接 GEO 红利

生成式引擎优化 (GEO) 正迅速取代传统 SEO，成为品牌在 AI 时代的新营销方向。随着 AI 应用全球加速，GEO 正重构品牌营销，其核心逻辑在于通过结构化内容投喂，让 AI 大模型 (如 Kimi、ChatGPT、豆包、千问等) 将品牌信息作为最佳答案直接生成给用户，使得品牌自然占据需求场景推荐位。与传统搜索引擎 (SEO) 的链接列表模式不同，GEO 争夺的是在 AI 生成结果中的引用率和首推席位，其主动嵌入 AI 回答，缩短了消费者的决策链路，实现了从“提问到下单”的闭环。据 Gartner 预测，至 2026 年，传统搜索引擎流量将因 AI 分流而下降 25%，而掌握 GEO 能力的品牌有望实现获客转化率的提升及用户决策周期的缩短。

表6: GEO 营销模式直接影响用户认知和决策

维度	传统 SEO (搜索引擎优化)	GEO (生成式引擎优化)
针对对象	搜索引擎 (如 Google、Bing) + 流媒体平台	生成式 AI 引擎 (如 DeepSeek、豆包、Gemini 等)
主要目标	提升品牌在搜索排名中的展示	让 AI 在生成答案时引用或推荐你的内容
内容展示形式	搜索结果页上的网页链接或内容链接	AI 回答中的直接内容引用或品牌提及
用户行为路径	用户点击进入内容	直接从生成回答中获取信息, 无需点击及跳转
优化策略	关键词布局、外链建设、网站技术优化	结构化数据、可信内容、品牌实体权威
排名逻辑	基于 PageRank、关键词相关性与用户行为信号	基于内容质量、相关性、AI 易读性等匹配
内容形式	针对搜索页面结果而优化的文章与网页	针对 AI 理解与引用优化的可抓取知识内容
数据更新方式	爬虫抓取实时网页数据	模型训练数据+实时检索能力
成功衡量指标	流量 (点击率、会话数)、排名	被模型引用率、品牌在 AI 回答中的提及率等
挑战	搜索算法不断变化、竞争激烈	AI 黑箱机制、随机属性、平台差异、引用逻辑
用途场景	销售引流和转化, 品牌和产品宣传	品牌和产品传播, 心智建立, 流量入口

资料来源: 中欧 AI《GEO 白皮书》、开源证券研究所

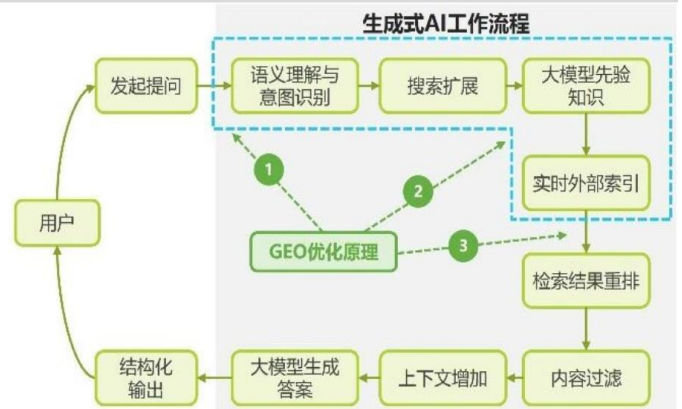
**GEO 改变传统投流方式, 赋能电商代运营转型。**国内 GEO 当前由 AI 平台与超级 APP 推动落地, 内容与电商、本地生活等场景打通并融合; 用户交易链路被显著压缩, 用户路径变为“搜索-内容推荐-点击-成交”。在此背景下, 代运营的增量来源不再只是投放技巧, 而是帮助品牌搭建权威信息网络, 把产品卖点、使用场景与证据链翻译为大模型易于解析、权威采信、决策首推的结构化数据。由此, 具备跨平台运营、数据沉淀、内容创作与结构化输出能力, 并能为不同 AI 生态制定数据供给方案的代运营服务商, 将更有望率先承接品牌新增预算, 实现业务增量。

图67: AI 平台与超级 APP、电商、本地生活场景相融



资料来源: 艾瑞咨询

图68: GEO 优化赋能生成式 AI 信息处理全链路



资料来源: 艾瑞咨询

公司已构建较为完善的 AI 运营能力体系, 并将相关能力延展至 GEO 新入口。内容生成方面, 公司 AI 内容生成系统可快速产出直播脚本、小红书笔记等素材, 卖点洞察系统提炼商品价值点, 驱动营销素材质量与速度提升。营销方面, 公司潜在用户分析预测系统能够根据用户画像实现精细化运营, 优化内容与需求的匹配度, 进而提升在 AI 推荐结果中的触达与转化表现。平台协同方面, 公司已于 2025 年 2 月通过阿里云接入 DeepSeek 并适配自研数智化系统, 强化全链路运营能力。在 GEO 渗透率提升的背景下, 若羽臣有望凭借高效内容生成、精细化营销、平台协同能力等方面构建优势, 提升在 AI 生成结果中的采信与推荐概率, 从而更有把握承接品牌新增预算并带来业务增量。

## 5、四问四答：深度拆解若羽臣的成长性

### 5.1、品牌持续性：供应链掌控与品类拓展

**问题一：市场普遍担心“绽家、斐萃”属于依赖流量的短期网红产品，若羽臣靠什么维持品牌的长期生命力？**

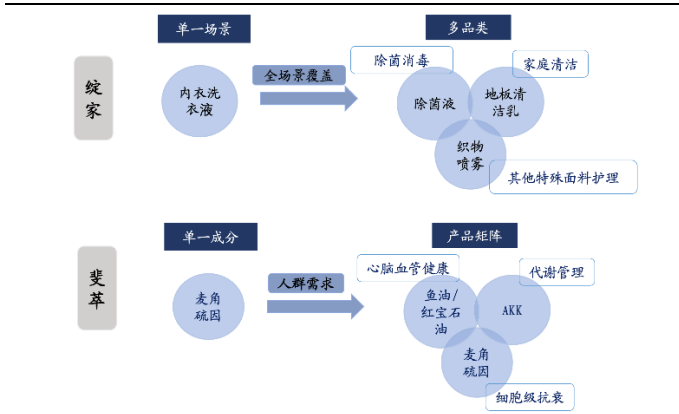
**我们的差异化思考：若羽臣通过上游资本绑定核心原料确立技术排他，下游借助矩阵化延展深耕单客价值，成功从流量变现转型为具备长期壁垒的产业链整合者。**

**供应链端看，公司通过股权投资与独家合作协议锁定核心原料，构建技术的排他性。**首先，若羽臣于2019年收购新西兰品牌LYCOCELLE，并于2020年将其以“绽家”引入中国市场，定位中高端。公司通过全资子公司（如若羽臣新西兰有限公司）在新西兰进行供应链布局，从而确保核心植萃原料的溯源与品控。其次，公司与生物科技原料独家合作，2024年若羽臣与挪威生物科技公司Zooca达成战略合作，锁定红宝石油等稀缺海洋原料的中国区权益。公司通过对上游原料商的投资和合作，实现了产品配方的差异化，阻断了竞争对手通过低价白牌进行同质化复制的路径。

**产品端看，公司实施“大单品带多品类”策略，降低单一SKU依赖风险。**首先，绽家实现品类泛化升级，初期凭借“内衣液”单一爆品，成功建立“不伤手、高活性”品牌心智，目前，除内衣液外，除菌液、地板清洁乳、织物喷雾等新品类销售占比显著提升，成功带动了高客单价家清周边产品的销售，证明了品牌具备跨品类复制能力，而非单一网红单品。其次，斐萃进行矩阵化升级，并未局限于“麦角硫因”单一成分，而是围绕“抗衰”场景构建了包括心脑血管健康、代谢管理在内的产品矩阵。公司整体基于满足人群需求而非“单一原料或单一品类”的产品开发逻辑，能够提升品牌的抗风险性。

**运营端看，公司利用高客单价筛选高净值人群，提升复购率以摊薄获客成本。**流量成本上升对低客单价品牌存在较大打击，但若羽臣自有品牌定位高端，具备更强的成本转嫁能力和客户留存能力。绽家洗衣液定价远高于市场平均水平，这道“价格门槛”自动筛选出了价格不敏感、追求品质的高净值女性用户，实现高净值客群沉淀。同时，公司自有品牌在天猫、抖音等核心渠道的复购率处于行业头部水平，即新品推广可以更多依赖私域流量和老客激活，而非单纯依赖昂贵的公域竞价广告，从而在流量红利见顶的环境下保持利润率的稳定。

图69：绽家与斐萃均实现品类矩阵化升级



资料来源：开源证券研究所

图70：绽家通过高客单价和高复购率提升品牌优势



资料来源：淘宝、开源证券研究所

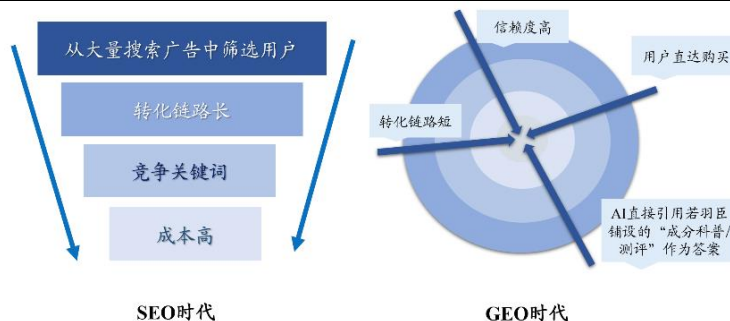
## 5.2、流量变革：GEO 时代，公司代运营基因有望受益

问题二：在流量成本高企的当下，若羽臣如何解决获客难题？

我们的差异化思考：GEO 时代的先发优势，将“内容资产”转化为“免费流量”。

市场普遍担心高营销费用会吞噬利润，但我们认为，在传统 SEO 时代，品牌争夺的是搜索排名，而在 GEOAI 搜索时代（如 Kimi、豆包、千问），用户直接获取“唯一答案”。据 Gartner 预测，至 2026 年，传统搜索引擎流量将因 AI 分流而下降 25%，而掌握 GEO 能力的品牌有望实现获客转化率的提升及用户决策周期的缩短。AI 大模型偏好引用权威度高、更新频率快、结构化程度好的内容。高权威引用源的内容更有可能在 AI 答案中呈现，而若羽臣作为老牌代运营商，较擅长生产详尽的详情页、深度的测评贴、专业的成分科普和科研背书，绽家和斐萃在过去几年在小红书、知乎、抖音沉淀的海量专业内容，正在被各大 AI 模型收录并作为优选语料。

图71：传统 SEO 获客为“漏斗式筛选”而 GEO 实现“直达式推荐”



资料来源：小红书、开源证券研究所

去中心化的流量分配，重塑低成本获客逻辑。公司提前布局的 AI 营销工具和结构化消费数据，使其能够批量生产符合 GEO 标准的优质内容。目前，公司已与奥飞数据合作，利用 AI 精准生成营销素材，提升大模型语义匹配度，抢占 AI 流量分发优势。当消费者询问 AI“什么抗衰老成分最有效”或“哪款洗衣液适合真丝”时，公司铺设的结构化内容容易被 AI 抓取并推荐，有效将公司过去投入的营销费用沉淀为品牌专属的高质量语料库。未来在 AI 主导的“去中心化”流量分配机制下，公司有望以较低的边际成本获得精准的自然流量，实现销售费用率的结构优化，构筑坚实的护城河。

图72：绽家在社交媒体上的营销投入易被 AI 抓取



资料来源：小红书

图73：斐萃沉淀 AI 喜好的专属高质量科普语料



资料来源：小红书

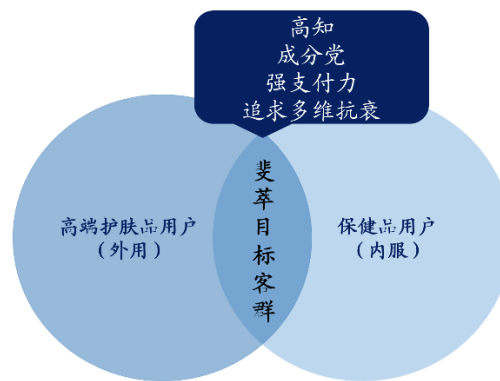
### 5.3、赛道卡位：保健品红海中，为何看好“成分党”？

问题三：保健品市场巨头林立，若羽臣的“斐萃”有机会突围吗？

我们的差异化思考：精准卡位高端护肤人群，用“成分党”逻辑降维打击。

中国保健品市场正处于从“泛保健”向“精准营养”的代际切换期，口服美容赛道更凸显硬科技核心竞争力。若羽臣采取差异化策略，避开在药店与传统品牌争夺老年市场，转而利用其在代运营领域经验，精准锁定“高端护肤品用户”进行降维打击。这群聚焦一二线城市的 30+ 女性用户习惯使用高价护肤品，对“麦角硫因、PQQ”等抗衰老成分有较高的认知度和支付意愿，斐萃借力美妆护肤领域成熟的成分认知，大幅降低教育成本与消费决策门槛，快速承接该赛道溢出的高知流量。

图74：高端护肤人群向口服抗衰老迁移



资料来源：开源证券研究所

斐萃填补高端口服抗衰老市场空白，形成广阔增量。据 Euromonitor 预测，2026 年中国抗衰老市场规模将攀升至 1532 亿元，斐萃正以科研为核心，以“超级成分+极简配方+足量添加”为原则，持续丰富产品矩阵，为消费者提供针对性抗衰老解决方案。公司针对光损伤、卵巢老化、肝脏负担、氧化应激等多个与衰老密切相关的通路，均已形成对应产品方案，以精准适配的体验带来体感改善。公司通过高纯度、临床验证的原料（如 99.99% 的麦角硫因）和极简配方，同时布局 S-雌马酚、AKK 菌、红宝石油、岩藻黄素等前沿成分并逐步落地，抢占具备高毛利、高粘性的高端细分市场，避开大众市场价格战的同时，凭借“科学抗衰老”的品牌心智，建立了独特的竞争壁垒。斐萃在抖音海外膳食榜单中迅速攀升，成为行业内最快突破 5 亿零售额的新品牌之一，充分验证了“成分党”策略的有效性。

图75：斐萃斩获天猫国际双料大奖，刷新膳食营养补充剂新品牌成长速度纪录



资料来源：若羽臣情报局公众号

### 5.4、高毛利壁垒：如何跳出“内卷”的价格战？

问题四：国货品牌普遍面临价格战，若羽臣如何保持高毛利且不被低价竞品替代？

我们的差异化思考：锚定“高试错成本”场景确立高定价权，依托“高毛利支撑高服务”的正向闭环构建壁垒，有效规避低价内卷。

公司实现了价值锚点的转移，锁定“高试错成本”场景，获取品类定义权。公司高定价能力，源于其选品逻辑专注于那些“一旦出错、代价巨大”的消费场景，消费者遵循“便宜没好货”的避险心理，低价反而成为被剔除的理由。绽家避开了普通衣物洗护卷基础功能的红海，专注于羊绒、真丝、高档内衣等高价值面料的护理，对于消费者而言，清洗一件价值昂贵的羊绒大衣，试错成本较高，如出现一旦洗坏即全损的情况。因此，消费者的对标锚点不再是超市里 15 元/瓶的普通洗衣液，而是干洗店近百元的服务费或衣物的重置成本，“资产维护”的心理支撑了绽家远超行业平均水平的定价，并确立了其在高端细分市场的品类定义权。斐萃则切入 PQQ、麦角硫因等口服抗衰领域，对于这类入口且追求长效抗衰的产品，高净值人群普遍存在价格与安全性挂钩的心理认知。公司通过独家原料背书，利用高定价强化了“安全、有效”的信号传递，反而赢得了对品质敏感人群的信任。

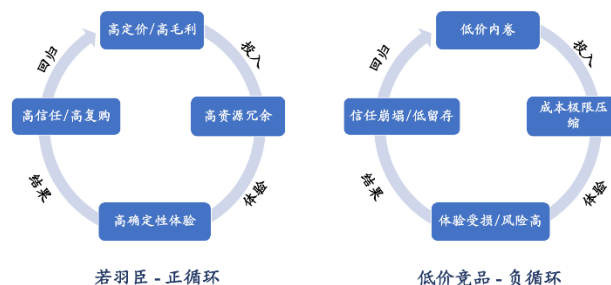
图76：绽家价值锚点转移，基于“资产维护”的定价逻辑



资料来源：开源证券研究所

商业模式具备反身性，即高毛利支撑高服务，构建“高价-优质”正循环。反身性在于高定价不仅仅是结果，更是维持高品质的手段，这与陷入“低价-降本-品质下滑”恶性循环的品牌形成了本质区别。公司具备正向循环机制，自有品牌 70% 以上的高毛利，为公司提供了充足的资源冗余，使得公司有能力在品牌建设上包括包装设计、内容营销及售后服务投入更多资源。“高投入带来的高体验”进一步巩固了品牌的高端形象，提升了用户复购率，从而抵御了低价品牌的降级替代风险。

图77：若羽臣“高价-优质”正循环 vs 行业低价竞品“低价-降质”负循环



资料来源：开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、关键假设

#### (一) 营收端假设：

##### (1) 自有品牌业务：

凭借绽家和斐萃两个品牌的快速增长，若羽臣自有品牌业务成为公司重要增长引擎。我们预计 2026-2028 年公司自有品牌业务营收分别为 36.02/49.73/63.75 亿元，增速分别为 99%/38%/28%。拆分来看：**绽家**深耕高端香氛家清赛道，已实现从内衣洗向全品类产品布局的跨越，接连推出多款爆品。受益于高复购率和高客单价筛选出的优质客群，预计绽家将快速增长。我们预计 2026-2028 年其营收分别为 16.04/21.65/27.06 亿元，同比增速分别为 50%/35%/25%。**斐萃**：聚焦科学抗衰口服美容，布局麦角硫因、PQQ、AKK 等高潜成分，新品 AKK 抢占代谢抗衰市场，有望成为新一代热销品。我们预计 2026-2028 年其营收分别为 13.58/19.69/25.60 亿元，同比增速分别为 95%/45%/30%。**奥伦纳素**：2025 年亏损收窄，公司代运营及自有品牌孵化经验有望促其实现利润转正，预计 2026-2028 年其营收分别为 4.50/5.40/6.75 亿元，2027-2028 年同比增速分别为 20%/25%。**其他**：主要包括纽益倍等，预计 2026-2028 年营收分别为 1.90/2.99/4.34 亿元，同比增速分别为 300%/57.4%/45.0%。

##### (2) 代运营业务：

公司提质增效筛选高价值合作伙伴，提高代运营服务质量。预计代运营业务规模将保持平稳略升趋势，假设 2026-2028 年公司代运营业务营收分别为 7.96/8.52/9.03 亿元，增速分别为 10%/7%/6%。

##### (3) 品牌管理业务：

公司完成从代运营向品牌管理的战略转型，随着合作矩阵的扩大及原有品牌的稳步放量，我们预计 2026-2028 年公司品牌管理业务业务营收分别为 15.22/19.02/21.87 亿元，增速分别为 70%/25%/15%。

表7：我们预计自有品牌大幅高增，品牌管理增长较快，代运营表现稳健

(单位：百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1366	1766	3432	5,919	7,727	9,465
YOY	12%	29%	94%	72%	31%	22%
自有品牌业务	255	496	1,813	3,602	4,973	6,375
YOY	58%	95%	265%	99%	38%	28%
绽家	255	484	1069	1,604	2,165	2,706
YOY		90%	121%	50%	35%	25%
斐萃		12	696	1,358	1,969	2,560
YOY			5645%	95%	45%	30%
奥伦纳素				450	540	675
YOY					20%	25%
其他			48	190	299	434
YOY				300.0%	57.4%	45.0%
代运营业务	942	764	723	796	852	903

(单位: 百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
YOY	-11%	-19%	-5%	10%	7%	6%
品牌管理业务	160	501	895	1522	1902	2187
YOY		212%	79%	70%	25%	15%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## (二) 利润端假设:

**毛利率:** 公司依托“高毛利支撑高服务”规避低价内卷, 高毛利自有品牌收入占比持续提升, 2025 年综合毛利率已达 59.8%。由于自有品牌快速发展, 预计毛利率将进一步提升。我们预计 2026-2028 年公司综合毛利率分别为 66.9%/68.8%/70.3%。

**表8: 我们预计高毛利自有品牌快速增长下公司毛利率进一步提升**

毛利率测算	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总毛利率	40.2%	44.6%	59.8%	66.9%	68.8%	70.3%
自有品牌业务	62.2%	67.4%	75.7%	77.7%	78.5%	79.1%
绽家		66.9%	68.4%	70.0%	70.1%	70.2%
斐萃			87.0%	88.2%	88.3%	88.4%
奥伦纳素				70.0%	72.0%	74.0%
其他				86.7%	86.9%	87.2%
代运营业务	34.5%	39.3%	36.7%	36.6%	36.2%	35.8%
品牌管理业务	37.8%	30.5%	46.2%	57.0%	58.0%	59.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

**费用率:** (1) 纽益倍、奥伦纳素等新品牌处于市场拓展期, 预期自有品牌将加大渠道投放、品牌推广力度, 我们预计销售费用率将维持在高位, 假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 55.8%/57.2%/58.2%; (2) 公司营收增长有望推动管理费用率摊薄, 我们预计 2026-2028 年公司管理费用率分别为 2.0%/1.6%/1.5%; (3) 此外, 我们预计 2026-2028 年公司研发费用率 0.8%/0.7%/0.6%, 财务费用率 0.4%/0.3%/0.3%。

**表9: 预计公司未来销售费用率提升、管理费用率摊薄下降**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	27.8%	29.8%	48.0%	55.8%	57.2%	58.2%
管理费用率	6.8%	5.6%	3.4%	2.0%	1.6%	1.5%
研发费用率	1.8%	1.5%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
财务费用率	-0.9%	-0.6%	0.9%	0.4%	0.3%	0.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 6.2、盈利预测与估值

若羽臣是国内领先的全球消费品品牌数字化管理公司, 主要业务包括代运营、品牌管理、自有品牌业务。我们认为, 公司自有品牌业务高速增长 (2025 年自有品牌营收占比已突破 52%), 成功构筑起业绩高增的第一引擎, 核心品牌“绽家”与“斐萃”分别卡位高端家清与口服抗衰赛道, 凭借差异化产品力精准卡位高净值客群, 确立市场领先地位。未来在多品牌矩阵的持续驱动下, 公司盈利能力有望进一步提升。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 59.19/77.27/94.65 亿元, 归母净利润为 3.85/5.75/7.68 亿元, 对应 EPS 为 1.24/1.85/2.47 元, 当前股价对应 PE 为 19.5/13.0/9.8 倍。我们考虑到公司兼顾高毛利美容抗衰业务与代运营业务, 故选取丸美生物、华

熙生物、水羊股份、壹网壹创作为可比公司，2026 年可比公司平均估值水平为 PE40.2X，若羽臣估值水平为 PE 19.5X，考虑其竞争壁垒和未来成长性均较高，我们认为当前估值具备性价比。

首次覆盖，给予“买入”评级。

**表10：若羽臣短期看业绩持续高增，中长期看自有品牌矩阵进一步拓展，成长性较高**

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			归母净利润同比增速		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603983.SH	丸美生物	买入	92	22.96	0.87	1.11	1.31	26.4	20.7	17.5	40.8%	27.9%	18.2%
688363.SH	华熙生物	买入	168	34.83	0.81	1.04	1.26	43.0	33.5	27.6	33.9%	28.6%	20.7%
300740.SZ	水羊股份	买入	90	23.05	0.56	0.73	0.91	41.2	31.6	25.3	47.6%	30.6%	24.8%
300792.SZ	壹网壹创	未评级	77	32.52	0.65	0.79	0.97	50.3	41.1	33.5	42.4%	22.4%	22.5%
平均								<b>40.2</b>	<b>31.7</b>	<b>26.0</b>			
003010.SZ	若羽臣	买入	75	24.11	1.24	1.85	2.47	19.5	13.0	9.8	98.0%	49.5%	33.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2026/6/5，其中丸美生物、华熙生物、水羊股份 EPS 均采用开源证券预测数据，壹网壹创采用 Wind 一致预期）

## 7、风险提示

**市场竞争加剧：**各大品牌间抢占市场份额加剧竞争；

**监管政策变化：**跨境保健品监管政策变动带来经营性风险；

**品牌培育不及预期：**公司旗下新品牌培育进展可能不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1189	1824	1845	2266	2861
现金	607	859	779	953	1313
应收票据及应收账款	199	157	457	345	638
其他应收款	45	58	168	91	247
预付账款	103	234	0	172	39
存货	226	462	410	662	588
其他流动资产	9	54	32	43	37
<b>非流动资产</b>	362	360	535	627	721
长期投资	91	68	68	68	68
固定资产	171	168	338	431	525
无形资产	5	4	3	1	-1
其他非流动资产	95	120	127	127	128
<b>资产总计</b>	1551	2184	2381	2893	3582
<b>流动负债</b>	407	1109	1090	1219	1340
短期借款	274	664	450	350	150
应付票据及应付账款	47	176	85	451	352
其他流动负债	85	269	555	419	837
<b>非流动负债</b>	40	356	279	201	122
长期借款	0	315	239	161	82
其他非流动负债	40	41	41	41	41
<b>负债合计</b>	447	1464	1370	1420	1462
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	164	311	311	311	311
资本公积	536	116	116	116	116
留存收益	440	489	601	796	1060
<b>归属母公司股东权益</b>	1104	719	1011	1472	2119
<b>负债和股东权益</b>	1551	2184	2381	2893	3582

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	334	152	486	609	908
净利润	106	194	385	575	768
折旧摊销	14	16	18	26	27
财务费用	(11)	30	25	27	30
投资损失	(2)	(4)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	169	(78)	63	(15)	86
其他经营现金流	58	(7)	(2)	(2)	(2)
<b>投资活动现金流</b>	(55)	17	(191)	(115)	(119)
资本支出	15	11	193	117	121
长期投资	(41)	24	0	0	0
其他投资现金流	1	4	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	(25)	112	(375)	(319)	(429)
短期借款	104	389	(214)	(100)	(200)
长期借款	0	315	(76)	(78)	(79)
普通股增加	42	147	0	0	0
资本公积增加	(98)	(420)	0	0	0
其他筹资现金流	(73)	(319)	(85)	(141)	(151)
<b>现金净增加额</b>	264	256	(80)	175	360

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1766	3432	5919	7727	9465
营业成本	979	1380	1961	2410	2811
营业税金及附加	8	11	19	25	30
营业费用	526	1647	3303	4420	5509
管理费用	98	115	118	124	137
研发费用	26	33	47	54	57
财务费用	(11)	30	25	27	30
资产减值损失	(8)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	8	5	3	3	3
公允价值变动收益	(5)	(1)	0	0	0
投资净收益	2	4	2	2	2
资产处置收益	0	(0)	0	0	0
<b>营业利润</b>	131	227	448	669	893
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	3	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	128	226	447	668	892
所得税	22	31	62	93	124
<b>净利润</b>	106	194	385	575	768
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	106	194	385	575	768
EBITDA	141	277	483	699	905
EPS(元)	0.34	0.62	1.24	1.85	2.47

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.3	94.3	72.5	30.5	22.5
营业利润(%)	120.6	73.3	97.8	49.4	33.4
归属于母公司净利润(%)	94.6	84.0	98.0	49.5	33.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.6	59.8	66.9	68.8	70.3
净利率(%)	6.0	5.7	6.5	7.4	8.1
ROE(%)	9.6	27.0	38.1	39.1	36.2
ROIC(%)	15.2	27.5	43.0	55.7	71.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.8	67.1	57.5	49.1	40.8
净负债比率(%)	-29.3	23.2	-1.0	-24.6	-47.2
流动比率	2.9	1.6	1.7	1.9	2.1
速动比率	2.1	1.0	1.3	1.1	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.8	2.6	2.9	2.9
应收账款周转率	9.6	19.3	19.3	19.3	19.3
应付账款周转率	29.2	12.3	22.2	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.62	1.24	1.85	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	0.49	1.56	1.96	2.92
每股净资产(最新摊薄)	3.55	2.31	3.25	4.73	6.81
<b>估值比率</b>					
P/E	71.0	38.6	19.5	13.0	9.8
P/B	6.8	10.4	7.4	5.1	3.5
EV/EBITDA	50.9	27.7	15.5	10.2	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn