

# 青木科技 (301110)

## 电商代运营龙头，潮玩代运营+品牌孵化打开成长曲线

增持 (首次)

2025年01月26日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

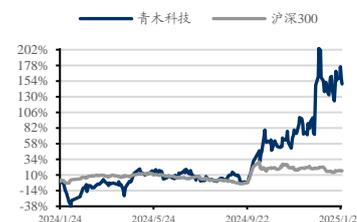
证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	846.63	967.45	1,161.57	1,452.24	1,779.26
同比 (%)	(3.74)	14.27	20.07	25.02	22.52
归母净利润 (百万元)	65.88	52.08	88.02	122.58	166.26
同比 (%)	(55.40)	(20.95)	68.99	39.26	35.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.71	0.56	0.95	1.32	1.80
P/E (现价&最新摊薄)	90.80	114.86	67.97	48.81	35.98

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	64.65
一年最低/最高价	22.22/80.94
市净率(倍)	4.32
流通A股市值(百万元)	3,138.13
总市值(百万元)	5,982.41

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.98
资产负债率(% ,LF)	10.35
总股本(百万股)	92.54
流通A股(百万股)	48.54

### 投资要点

**电商服务业界领先，布局发展多元业态。**公司成立于2011年，围绕品牌零售输出整体解决方案，2024Q1-3 营收 8.08 亿元 (yoy+20%)，归母净利润 0.72 亿元 (yoy+62%)，公司业务主要分为三大板块：**①电商代运营业务 23 年营收占比 50.3%**，为众多优质品牌提供天猫、京东等传统电商平台上官方旗舰店代运营服务，在大服饰领域优势明显，潮玩领域合作 Jellycat、泡泡玛特等；**②品牌孵化与管理业务 23 年营收占比 37.2%**，由总代理向成立合资公司转变，引入成长初期的海外品牌，全盘负责品牌推广销售工作，聚焦小而美的大健康、宠物食品赛道；**③技术解决方案与消费者运营管理板块 23 年营收占比 12.5%**，提高公司电商代运营及品牌孵化业务工作效率，实现降本增效。

**电商运营服饰品类优势明显，潮玩有望成为品牌电商服务新增量。**电商代运营是公司主要的收入来源，青木科技作为头部电商服务企业，积累十余年丰富的代运营经验，不断吸引增量品牌签订合同，2019 年-2023 年，公司合作品牌数量从 34 个增至 57 个，涵盖 Skechers、ACNE Studios、Under Armour、李宁等。同时，公司着力向潮玩品类拓展，连续承接潮玩品牌泡泡玛特、jellycat 线上代运营，潮玩品类市场潜力巨大，情绪价值不断吸引年轻消费客群，公司与头部品牌泡泡玛特、Jellycat 合作不仅开拓公司新的盈利能力增长点，同时成功积累潮玩行业运营经验和先发优势。

**品牌孵化卡位小而美赛道，培育第二增长曲线。**品牌孵化业务主要聚焦在大健康产业和宠物食品两个新兴赛道，公司与在国内仍处于发展初级阶段的品牌共同成立合资公司（青木科技持股 50% 以上），拥有品牌在中国区域所有业务和商标的授权。公司组建团队负责合资公司的具体运营，以实现品牌在中国区域的快速增长。目前公司已经成功孵化多个国际知名品牌，包括西班牙私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵、意大利自然膳食品牌 Zuccari 等，伴随公司引入的新兴品牌增多，以及原有品牌规模增长，品牌孵化业务虽基数较小但未来有望迎爆发。

**技术解决方案与消费者运营管理赋能主业，有望实现降本增效。**公司构造全渠道 IT 系统，包括“青木 OMS”、“青木小白”及“数据磨坊 CRM”等系统。青木科技人工成本占比较高，2023 年公司劳务及其他成本占营业成本比重达 62%，AI 赋能下有望提升效率，优化成本。

**盈利预测与投资评级：**青木科技布局多元电商服务业态，代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作，横向布局潮玩行业，挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道，高增可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/1.2/1.7 亿元，对应 2025/1/23 收盘价 PE 约 68/49/36X，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

## 内容目录

<b>1. 电商服务领先者，布局拓展多元业态</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司简介：布局多元电商服务业态，致力成为全方位零售服务专家.....	4
1.2. 财务数据：营收稳定高增，利润近年有所波动.....	8
1.3. 股权架构：持股结构集中，高管经验丰富.....	10
<b>2. 业务看点：代运营稳健增长，品牌孵化业务贡献新增量</b> .....	<b>11</b>
2.1. 电商代运营：服饰品类优势明显，潮玩有望贡献新增量.....	12
2.1.1. 大服饰领域纵向延伸，公司头部优势地位显著.....	12
2.1.2. 横向扩展潮玩品类，开拓品牌盈利新增长点.....	13
2.2. 品牌孵化：卡位小而美赛道，培育第二增长曲线.....	16
2.2.1. 国内宠物食品行业成长性较强，公司积极合作海外高端品牌.....	16
2.2.2. 大健康产业成长空间广阔，公司成功孵化珂蔓朵、Zuccari .....	17
2.3. 技术解决方案与消费者运营服务：AI 赋能主业，实现降本增效 .....	19
<b>3. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>20</b>
3.1. 盈利预测.....	20
3.2. 投资建议.....	21
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1:	公司主营业务三大板块.....	5
图 2:	主营业务板块占比情况.....	5
图 3:	主营业务板块 23 年营收占比.....	5
图 4:	公司主要代运营服务品牌.....	6
图 5:	公司主要品牌孵化管理服务品牌.....	7
图 6:	公司自研平台应用业务.....	8
图 7:	19 年以来公司营收规模.....	9
图 8:	19 年以来公司归母净利规模.....	9
图 9:	2019-2024Q1-3 公司盈利能力.....	9
图 10:	2019-2024H1 分业务毛利率情况.....	9
图 11:	2019-2024Q1-3 期间费用变动情况.....	10
图 12:	2019-2024Q1-3 期间费用占比.....	10
图 13:	2024Q3 公司股权结构图.....	10
图 14:	公司主要代运营的服装品牌矩阵.....	12
图 15:	公司主要代运营的服装品牌矩阵.....	13
图 16:	公司为泡泡玛特天猫旗舰店独家服务商.....	14
图 17:	青木科技为 Jellycat 打造完整服务生态体系.....	14
图 18:	2020 年 jellycat 用户画像为年轻消费群体.....	14
图 19:	2024 年 jellycat 用户画像实现人群破圈.....	14
图 20:	社交媒体网友二次创作的表情包推动 jellycat 出圈.....	14
图 21:	公司品牌孵化业务主要的合作品牌.....	16
图 22:	2012-2023 年宠物（犬猫）食品行业规模（亿元）.....	17
图 23:	居民对医疗保健支出较为重视.....	18
图 24:	2024 年珂蔓朵抖音商城销量品类占比 TOP4/用户画像.....	19
图 25:	公司具备全链路综合 IT 解决方案.....	19
表 1:	青木科技发展历程.....	4
表 2:	青木科技各业务盈利模式梳理.....	6
表 3:	青木科技高管具有丰富的从业经验.....	11
表 4:	Jellycat 天猫官方旗舰店单品销售占比情况.....	15
表 5:	2024-2026 年青木科技盈利预测.....	20
表 6:	青木科技与可比公司估值比较.....	21

## 1. 电商服务领先者，布局拓展多元业态

### 1.1. 公司简介：布局多元电商服务业态，致力成为全方位零售服务专家

布局多元电商服务业态，致力于成为以数据和技术驱动的全方位零售服务专家。青木科技股份有限公司成立于 2009 年，2011 年开始着力发展电商代运营业务，2017 年起拓展品牌孵化管理等业务。

公司为围绕品牌零售输出整体解决方案，致力于成长为数据和技术驱动的零售服务专家，旗下服务品牌有 Jellycat、泡泡玛特、Skechers、Cumlaudelab、Zuccari 等国内外知名品牌，涵盖大服饰、大健康、宠物食品、美妆个护等产品类目，大服饰领域优势较为显著。

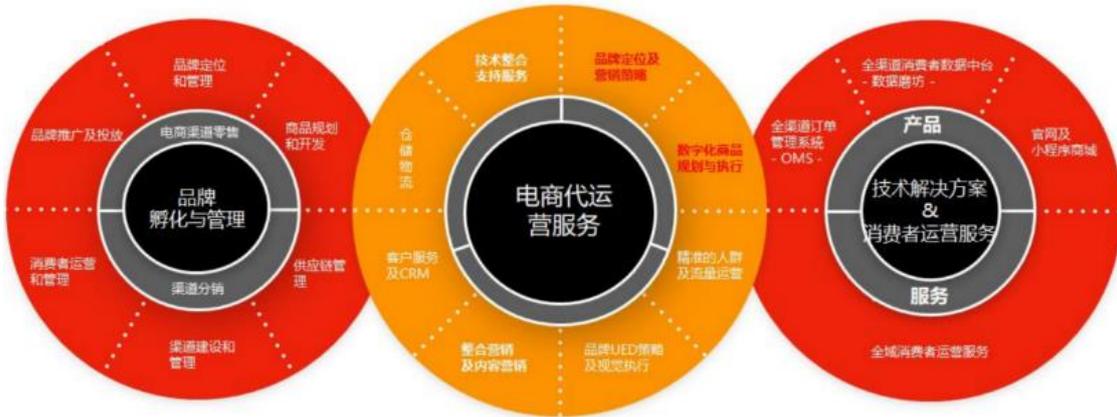
表1：青木科技发展历程

时间	阶段	内容
2009-2013	起步	<b>深耕代运营领域：</b> (1) 业务上：确定电商代运营的业务方向 (2) 品类上： <b>深耕鞋包类目；接入 skechers 等品牌</b> ，从服务本土品牌向国际品牌迈进，成为天猫鞋服包类目代运营服务第一品牌
2014-2017	探索	<b>业务探索：</b> (1) 成立上海公司 (2) 确定以电商运营服务为主营业务，延伸品牌数字营销及仓网配送业务线，软件大数据成为公司战略业务单元
2017-2019	业务拓展	<b>拓展业务品类维度：</b> (1) 确立广州和上海双总部的战略布局 (2) 业务上：代运营业务通过服务 <b>INDITEX 及 H&amp;M 集团</b> ，国际化服务能力进一步延展，拓展 <b>母婴、美妆等类目的经销及全渠道分销业务</b> ，开展跨境电商业务；持续加强对数据和技术研发的投入，“数据磨坊 TM”消费者运营平台，和青木 OMS、青木 BI 等助力优秀品牌搭建信息化解决方案 (3) 品类上： <b>服装成为公司又一主营类目；相继引入 Armani、AcneStudios、MichaelKors 等国际轻奢品牌</b> ，同步拓宽配饰品类运营 (4) 升级青木愿景“成为数据和技术驱动的零售服务专家”
2020-至今	快速发展	<b>业务品类升级，拓展潜力领域：</b> (1) 蝉联天猫六星服务商，获天猫品牌营销服务商资质 (2) 业务上：智能化的消费者全链路运营服务升级，为品牌客户带来人群资产的持续提升 (3) 品类上： <b>多品类积极布局潮玩赛道</b> ，先后承接泡泡玛特、jellycat 代运营业务，品牌孵化着力拓展 <b>个人护理、美妆、宠物食品等潜力品类</b> ，拓宽品类运营实力。

数据来源：公司公告，东吴研究所

公司主营业务涵盖综合电商代运营服务、品牌孵化与管理业务、技术解决方案和消费者运营服务三大业务板块，其中电商代运营包括传统电商代运营服务、电商直播服务；品牌孵化与管理业务包括渠道分销、电商渠道零售业务；技术解决方案与消费者运营服务包括品牌数字营销、技术解决方案和会员运营服务等业务形式。

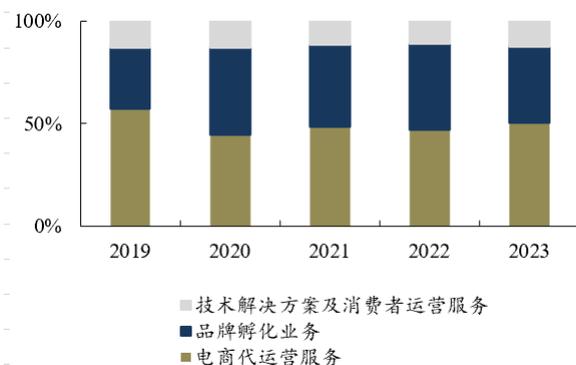
图1：公司主营业务三大板块



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

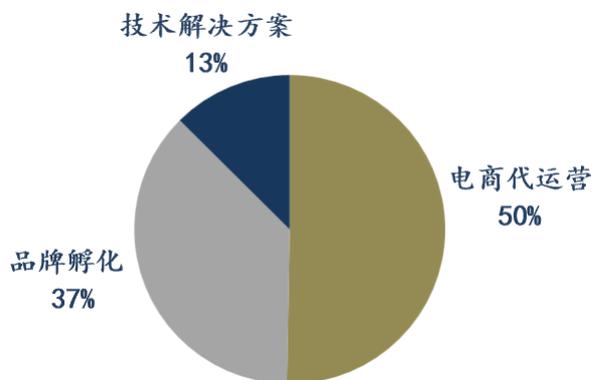
23年电商代运营业务贡献超50%营收，品牌孵化未来预计增速亮眼。公司23年实现营收9.67亿元(yoy+14.27%)、归母净利0.52亿元(yoy-20.95%)，其中①电商代运营业务营收占比50.3%，是公司主要的收入来源，业务增速持续增长，2023年同比+22.9%；②品牌孵化与管理业务营收占比37.2%，2023年同比+1.2%，增速较低主因公司品牌孵化业务由总代理向合资转变，结束部分品牌合作并清理库存有关，我们预计未来随着合作品牌逐渐放量，规模效应下品牌孵化业务有望快速成长；③技术解决方案与消费者运营管理板块占比12.5%，提高公司电商代运营及品牌孵化业务效率，同时提供前瞻性行业数据支持。

图2：主营业务板块占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：主营业务板块23年营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 青木科技各业务盈利模式梳理

业务类型	收入来源	成本构成	盈利模式	是否采购产品
电商代运营服务	服务费与仓储物流收入	人力成本和仓储物流成本	向品牌商收取代运营服务费、扣除人力等成本	否
品牌孵化与管理	商品销售收入	商品采购成本	商品购销差价	是
技术解决方案与消费者运营服务	服务费收入	项目服务采购成本及人力成本	收取的服务费与项目服务采购成本、人力成本的差额	否

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

如上表所示, 公司主要提供的产品及服务包括:

(一)、电商代运营服务

电商代运营服务包括传统电商代运营服务和电商直播服务, 是公司品牌商在天猫、京东等传统电商平台上的单个或多个官方旗舰店提供全链条或核心环节的代运营服务。

在盈利模式上, 代运营服务属于轻资产运营模式, 该类服务模式下, 店铺所有权归属品牌商, 公司无需向品牌商采购商品, 不承担库存风险。公司收入来源于服务费收入和仓储物流收入。

图4: 公司主要代运营服务品牌



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## （二）品牌孵化与管理

品牌孵化与管理业务，是公司引入在中国有成长潜力的海外新兴品牌，全盘负责品牌在中国区域的品牌推广、线上线下全渠道销售工作。销售方式包括电商渠道零售和渠道分销两种，品类主要聚焦在健康消费品和宠物食品两个品类。

合作模式包括总代理和合资运营两种方式：

- **总代理模式：**通常公司在与品牌合作初期会采取总代理的合作方式，通过一定期限（通常不超过一年）快速进一步了解行业和品牌发展情况。对于有良好增长预期的品牌，公司再进一步将总代理的合作模式升级到合资运营模式。
- **合资运营模式：**公司与品牌方成立合资公司，公司在合资公司中拥有超过 50% 持股比例的控股权，并拥有品牌在中国区域所有业务和商标的授权。公司组建团队负责合资公司的具体运营，以实现品牌在中国区域的快速增长。

在盈利模式上，品牌孵化管理属于经销模式，企业从品牌制造商处购买产品，然后将这些产品转售给零售商或最终消费者，以此赚取购销差价。

图5：公司主要品牌孵化管理服务品牌



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## （三）技术解决方案与消费者运营服务

技术解决方案与消费者运营服务涵盖品牌数字营销、技术解决方案与消费者运营服务三个电商服务业态。

- **品牌数字营销：**根据品牌商诉求，提供单项或整合的品牌数字营销服务。
- **技术解决方案服务：**向品牌商销售标准或者定制的自主研发技术产品，包括“青木 OMS”、“青木小白”等系统。

- **消费者运营服务:** 公司利用自主研发消费者数据中台“数据磨坊 CRM”及第三方工具, 协助品牌商归集、整理、分析及应用消费者数据, 以实现更精细化的消费者洞察, 实现全链路的会员营销及运营管理。

技术解决方案与消费者运营服务业务收入来源为向品牌商收取的服务费。

图6: 公司自研平台应用业务



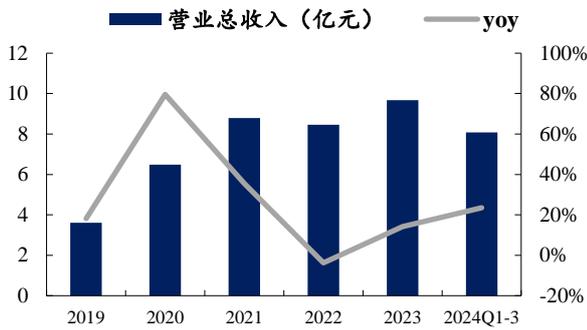
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 财务数据: 营收稳定高增, 利润近年有所波动

**2019年至2023年公司营收CAGR为27.93%, 24Q1-3营收同比+20%。**2019-2022年疫情催化线上销售, 公司营收CAGR为32.8%, 23年公司营收同比+14.27%, 主要受益于宏观环境因素好转后, 户外活动复苏, 运动类服饰以及箱包消费回暖, 相关电商代运营品类的业绩同比增加。24Q1-3营收为8.08亿元, 同比+19.68%, 增长主要来源于电商代运营和品牌孵化业务, 电商代运营服务继续发挥在大服饰领域的优势地位, 并引进了jellycat、博士伦等新兴品牌, 24H1品牌孵化管理业务同比+99%, 大健康消费品类Cumlaudelab、Zuccari积极拓展销售渠道, 增加销售收入。

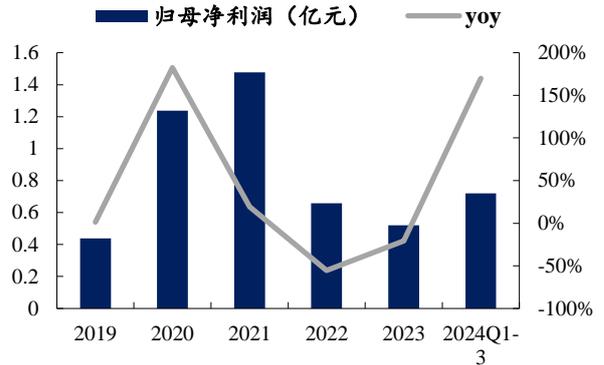
**2019年至2023年归母净利润CAGR为4.43%, 24Q1-3大幅增长。**2022年净利润下降主要系疫情影响, 2023年由于宠物食品品牌Nulo等品牌结束经销代理合作后, 清理库存导致毛利率下滑影响盈利水平, 同时2023年市场推广费及平台费用有所增加。24Q1-3实现归母净利润0.72亿元, 同比+62.37%, 主要系毛利率同比提升12pct。

图7: 19年以来公司营收规模



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

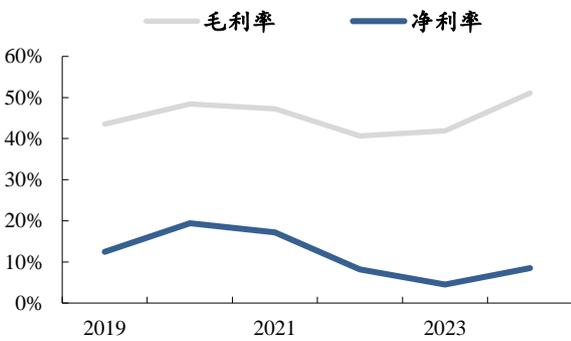
图8: 19年以来公司归母净利润规模



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

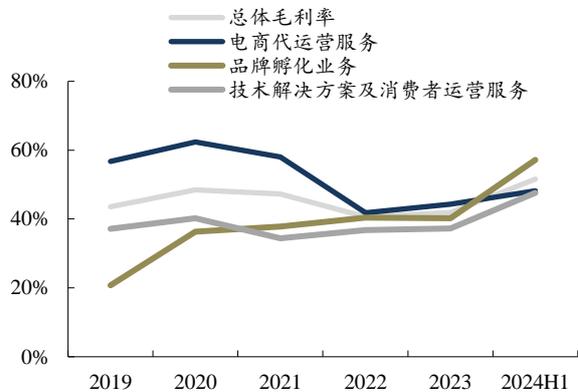
电商运营毛利稳健增长, 品牌孵化规模优势拉动毛利率提升。公司毛利率基本稳定在40%以上, 24年以来逐步改善, 主要系①公司利用技术能力推动运营服务效率提升方面取得一定成效, 电商代运营业务毛利率有所提升; ②积极调整业务结构, 高毛利率的品牌孵化业务占比提升, 持续发挥规模优势。

图9: 2019-2024Q1-3 公司盈利能力



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

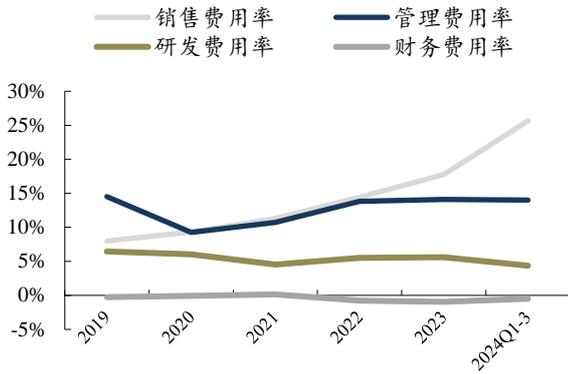
图10: 2019-2024H1 分业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

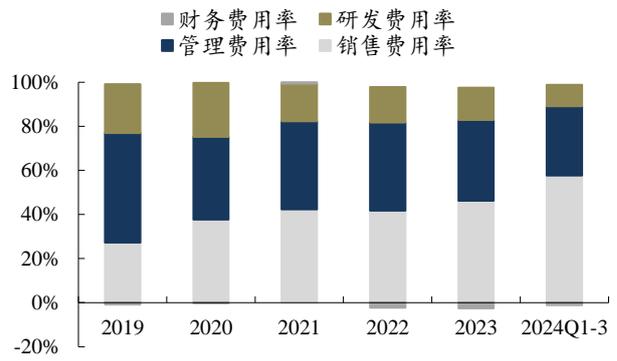
销售费用率逐年提升, 整体期间费用率缓慢增长。期间费用中销售费用占比逐年增长, 23年销售费用同比增长40.65%, 主要是加大了对Cumlaudlab、zuccari等健康消费品品牌的市场推广。研发费用率2019年至2023年基本维持在5.5%-6.5%, 目前已经完成经销商销售管理系统、电商商品策略中心等系统研发。2024Q1-3期间费用率为43.5%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为25.7%/14.0%/4.4%/-0.5%。

图11: 2019-2024Q1-3 期间费用变动情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 2019-2024Q1-3 期间费用占比

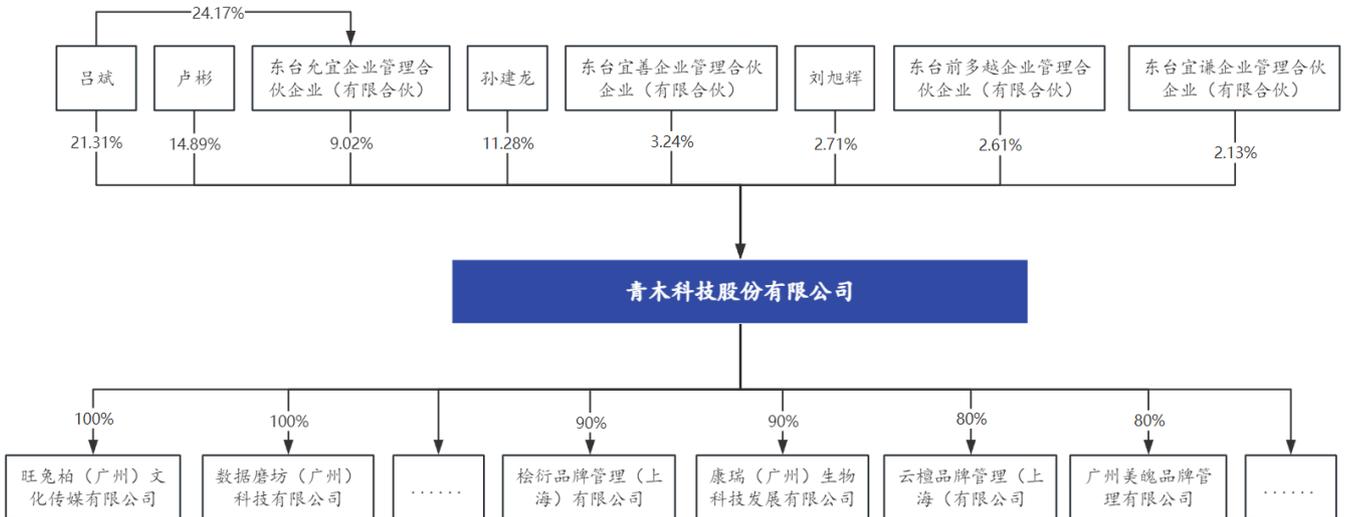


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 股权架构: 持股结构集中, 高管经验丰富

公司实控人为吕斌和卢彬, 股权结构稳定。吕斌任公司董事长, 截止 2024 年三季度报, 控股比例为 21.31%; 卢彬任公司总经理, 截止 2024 年三季度报, 控股比例为 14.89%, 两位股东合计持股约 36.2%, 其它持股 5%以上的股东主要为孙建龙 11.28%、东台允宜企业管理合伙企业(有限合伙) 9.02%。

图13: 2024Q3 公司股权结构图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

高管团队深耕行业多年, 对行业发展趋势、公司未来战略规划有着深刻认知。公司创始人、董事长卢斌先生曾在互联网企业任职, 曾敏锐抓住电商发展的先机并发展电商

运营业务。公司的核心高管团队均具有丰富从业经验，深耕于互联网技术、品牌方运营，市场营销和企业管理等不同领域，对电商运营、品牌孵化等业务具有深刻理解和丰富知识储备。

表3: 青木科技高管具有丰富的从业经验

姓名	职位	履历
吕斌	董事长	毕业于南开大学企业管理专业，硕士研究生学历，曾任七天连锁酒店集团公司上海徐家汇二店总经理；广州天运网络科技有限公司运营总监；2011年3月至今在公司任职。现任公司董事长。
卢彬	董事、总经理	毕业于南开大学市场营销专业，硕士研究生学历，曾任广东电信实业公司经营分析专员，阿里巴巴产品经理；2011年12月至今就职于公司。现任公司总经理、董事。
刘旭晖	董事	毕业于中山大学岭南学院/明尼苏达大学卡尔森学院 EMBA 专业，硕士研究生学历，曾任万向通信有限公司业务助理；北京易索得科技有限公司业务经理；北京联动纳维科技有限公司华南区总监；广州天运网络科技有限公司总经理；广州摩根森分选技术有限公司董事长，2017年1月至今担任公司董事。
吴志伟	董事	硕士研究生学历，曾任上海诺伟其创业投资有限公司董事总经理；上海凯珩投资管理有限公司总经理；上海栈道私募基金管理有限公司总经理；莲花健康产业集团股份有限公司第八届董事会独立董事。现任公司董事。
周荣海	监事会主席，非职工	毕业于南开大学，硕士研究生学历。2011年3月至2023年1月期间，先后担任公司部门总监、事业部副总经理职务。现任公司监事会主席。
王平	副总经理	毕业于南开大学企业管理专业，硕士研究生学历。2011年3月至今就职于公司，先后担任品牌运营事业部总经理、公司副总经理等。现任公司副总经理。
王广翠	副总经理	毕业于中山大学工商管理专业，硕士研究生学历。2014年7月至今就职于公司，先后担任事业部总经理、副总经理等职务。现任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 业务看点：代运营稳健增长，品牌孵化业务贡献新增量

公司主营业务包含电商代运营，品牌孵化与管理，技术解决方案和消费者运营服务三大板块。我们认为受益于品类向潮玩等领域拓展，公司电商代运营业务有望维持较高增速；品牌孵化业务伴随公司引入的新兴品牌增多，以及原有品牌规模增长，虽基数较小但未来有望迎爆发；技术解决方案和消费者运营服务板块预计未来会维持平稳增长。

## 2.1. 电商代运营：服饰品类优势明显，潮玩有望贡献新增量

### 2.1.1. 大服饰领域纵向延伸，公司头部优势地位显著

大服饰领域积淀深厚，不断吸引品牌增量。公司旗下运营 Skechers、ECCO、Lacoste、Emporio Armani、Farfetch、Samsonite、APM、Toteme、ACNE Studios、Under Armour、探路者、Thom Browne、李宁、BOY LONDON、Zara Home、Grow Gorgeous 等大服饰品牌（衣服，鞋子，箱包，珠宝配饰等），与众多品牌建立深厚的合作互信关系，不断积累行业经验和资源。

公司合作品牌的数量、质量持续增长。2019 年-2023 年，公司合作品牌数量从 34 个增至 57 个，期间新增 64 个品牌，减少 42 个，净增 23 个。2023 年，公司新增 6 个合作品牌，涵盖知名文娱项目泡泡玛特和知名体育品牌李宁等；2024 年上半年，公司再度新增 4 个合作品牌，其中包括热门品牌 Jellycat 和 Under Armour 等。

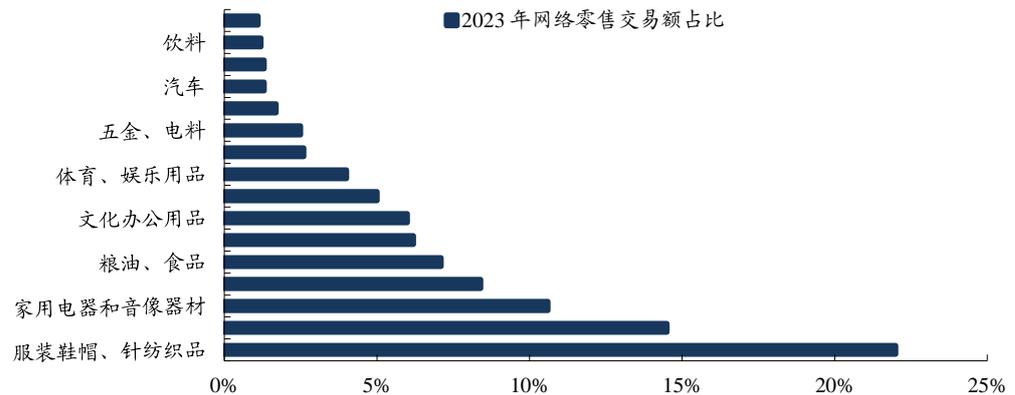
图14：公司主要代运营的服装品牌矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

电商服装品类销售占比高，潜力加速释放。根据国家统计局的数据，2023 年服装鞋帽针纺织品网络零售额占实物网络零售额的 22.0%，排名第一；2023 年服装鞋帽、针织纺织品的网络零售额同比增速为 12.9%，服装品类网络零售规模排名第一。

图15: 公司主要代运营的服装品牌矩阵



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**服饰行业非标程度高, 品牌需要代运营提供精细化服务。**从行业特性来看, 服饰行业的线上渗透率相对较低, 且产品非标准化程度高, 这决定其运营复杂度较大。近年来, 随着行业整体增速放缓, 品牌商多元化需求崛起, 更加注重品牌运营的精细化。青木科技作为头部电商服务企业, 积累十余年丰富的代运营经验, 具有跨渠道数据化运营, 全链路数据营销, 全渠道 IT 系统构建等核心竞争力, 不断吸引增量品牌签订合同。2024 年公司助 ECCO 爱步、ChuChu、lesportsac 等入驻抖音平台, 积极拓展抖音渠道代运营业务, 带动原有服务品牌持续保持增长。

### 2.1.2. 横向扩展潮玩品类, 开拓品牌盈利新增长点

**潮玩品类市场潜力巨大, 情绪价值吸引年轻消费客群。**公司着力向潮玩品类拓展, 于 2023 年承接盲盒零售龙头品牌泡泡玛特线上代运营, 2024 年上半年承接高端毛绒玩具 jellycat 线上代运营服务。

- **合作潮玩品牌 1:** 泡泡玛特成立于 2010 年, 核心产品是“盲盒”系列, 除了推出各种盲盒和潮玩系列外, 泡泡玛特还通过线上线下渠道拓展其品牌影响力, 涵盖包括艺术家合作、跨界联名、以及自有 IP 的打造等多元化业务, 包含限量版、艺术家联名款等, 在国内外市场取得突破性发展, 2024H1 泡泡玛特营收同比+62%, 净利润同步+93%。
- **合作潮玩品牌 2:** Jellycat 创立于 1999 年英国, 主要产品是材质亲肤的毛绒玩偶, 最初 Jellycat 的定位是“婴幼儿安抚玩具”, 2014 年品牌转型, 定位为高端礼品, 覆盖全年龄段人群, 产品包括经典的 Animal 系列, 如邦尼兔、巴塞

罗熊等，且将绿植、食物、饮料、运动装备等物品设计为毛绒玩具，造型可爱，手感柔软，深受消费者喜爱，人群不断破圈，由年轻消费群体向。

图16: 公司为泡泡玛特天猫旗舰店独家服务商



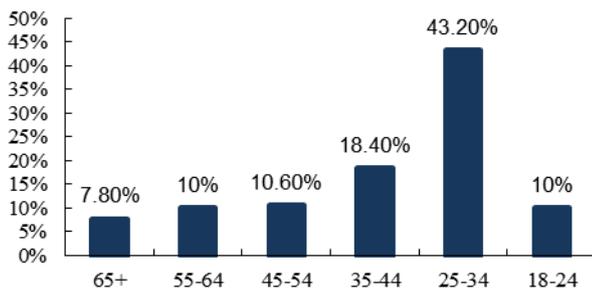
数据来源: 公司公告, 天猫, 东吴证券研究所

图17: 青木科技为 Jellycat 打造完整服务生态体系



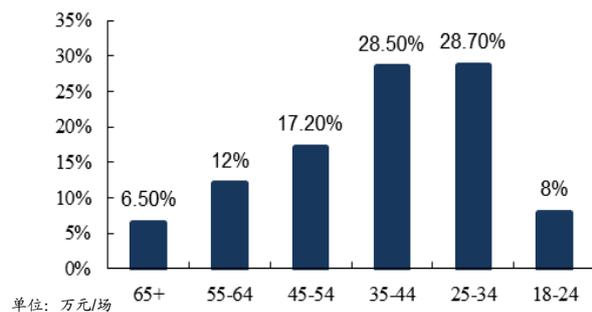
数据来源: 公司公告, 天猫, 东吴证券研究所

图18: 2020年jellycat用户画像为年轻消费群体



数据来源: 钛媒体, 东吴证券研究所

图19: 2024年jellycat用户画像实现人群破圈



数据来源: 钛媒体, 东吴证券研究所

图20: 社交媒体网友二次创作的表情包推动jellycat出圈



数据来源: 小红书, 东吴证券研究所

**Jellycat 聚焦高价值品类，大单品贡献显著。**以公司承接线上全渠道运营的 Jellycat 为例，根据炼丹炉数据显示，jellycat 品牌销售量主要由高价值单品带动。2024 年 5-11 月单价 305 元以上的产品贡献当月最高销量。24 年双十一炼丹炉数据显示，jellycat 预售均价达 349.8 元，成交单品价格集中在 175-265 元价格区间，远高于毛绒玩具市场均价。其中明星大单品巴塞罗熊断层第一，与邦尼兔乳白色、门罗苏格兰梗组成 TOP3 单品，销售额占品牌双十一总销售额超 37%。

**口碑累升引领新爆款单品成长，营收业绩亮眼。**Jellycat 多款大爆品产品推出为品牌 IP 积攒良好的口碑沉淀，大规模出圈。据炼丹炉统计，2024 年巴塞罗熊持续稳居天猫旗舰店销售榜第一，销售额占比约为 10%以上（包含茄子装、草莓装等），新晋爆品告白门罗苏格兰梗一经推出便跃升为 jellycat 24Q3 的 TOP3 单品，双十一开售 7000 件秒罄。24Q3、Q4 分别推出圣诞节系列产品驯鹿花生和怦然心动巴塞罗熊，均跃升为当季 TOP10 单品，毛绒玩具大单品不断出圈，助 Jellycat IP 持续火爆。

表4: Jellycat 天猫官方旗舰店单品销售占比情况

24Q1		24Q2		24Q3		24Q4		
排名	商品	销售额占比	商品	销售额占比	商品	销售额占比	商品	销售额占比
Top1	巴塞罗熊毛绒玩偶	9.1%	巴塞罗熊毛绒玩偶	10.1%	巴塞罗熊毛绒玩偶	7.7%	巴塞罗熊毛绒玩偶	13.2%
Top2	太妃糖狗狗毛绒玩具	2.4%	巴塞罗熊草莓装	4.2%	巴塞罗熊茄子装	3.8%	告白门罗苏格兰梗毛绒玩具	3.7%
Top3	活泼茄子可爱蔬菜毛绒玩具	2.3%	活泼茄子可爱蔬菜毛绒玩具	3.4%	巴塞罗熊草莓装	2.9%	米色邦尼兔毛绒玩具	3.6%
Top4	雪龙毛绒玩偶公仔	2.2%	花生企鹅毛绒玩具	3.3%	驯鹿花生毛绒玩具	2.7%	巴塞罗熊 2025 情人节新品	3.3%
Top5	米色邦尼兔毛绒玩具	2.0%	门罗苏格兰梗西高地玩偶公仔	2.9%	花生企鹅包包毛绒玩具礼物钥匙扣	2.0%	吉利猫毛绒玩具 25 周年新品	2.2%
Top6	巴塞罗熊背包斜挎包	2.0%	米色邦尼兔毛绒玩具	2.6%	乳白色邦尼兔毛绒玩具	1.7%	乳白色邦尼兔毛绒玩具	2.0%
Top7	乳白色邦尼兔毛绒玩具	1.9%	乳白色邦尼兔毛绒玩具	2.3%	玫瑰龙公仔毛绒玩具	1.6%	克莱德水豚毛绒玩具	1.9%
Top8	门罗苏格兰梗西高地挂件公仔	1.8%	巴塞罗熊背包斜挎包	2.1%	雪龙毛绒玩偶公仔	1.5%	巴塞罗熊茄子装毛绒玩具	1.9%
Top9	波浪毛狮子毛绒玩具	1.8%	咖啡随行杯包包	1.7%	网球背包挂件公仔	1.4%	钻石戒指毛绒玩具	1.5%
Top10	吉利猫毛绒玩具	1.7%	银色邦尼兔毛绒玩具	1.7%	银色邦尼兔毛绒玩具	1.4%	紫龙毛绒玩具	1.5%
Top10 总占比	27.1%		34.2%		26.7%		34.8%	

数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

**Jellycat、泡泡玛特等潮玩开启公司代运营新增长点。**承接 Jellycat 的线上代运营工作以来，高毛利大单品销量持续攀升，开拓公司新的盈利能力增长点，在潮玩玩具行业建立强大的市场声誉。公司培育潮玩品牌线上运营化内容输出能力，有望复制赋能到其他潮玩品牌，在谷子经济等概念不断破圈过程中持续受益。

## 2.2. 品牌孵化：卡位小而美赛道，培育第二增长曲线

**前瞻性孵化成长初期品牌，建立合资公司携手品牌共同进步。**公司品牌孵化覆盖多种品类赛道，前瞻性布局宠物食品、大健康产业等高毛利高成长的消费品类，并且与在国内仍处于发展初级阶段的品牌共同成立合资公司（青木科技持股 50%以上），深度绑定成长性品牌，携手发力打造品牌产品矩阵，加速品牌推广，建立起独特竞争优势。目前已经成功孵化多个国际知名品牌，包括西班牙私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵、意大利自然膳食品牌 Zuccari 等。

图21：公司品牌孵化业务主要的合作品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.1. 国内宠物食品行业成长性较强，公司积极合作海外高端品牌

根据《中国宠物行业白皮书》，我国宠物食品行业在近十余年快速发展。2012-2023 年宠物食品市场规模由 2012 年 157 亿元增至 2023 年 1461 亿元，CAGR 为 8.4%，且在国内悦己消费、未来少子化趋势下，宠物食品行业有望持续增长，消费者认知不断成熟，宠物食品品牌有望迎来持续增长机会。

图22: 2012-2023年宠物(犬猫)食品行业规模(亿元)



数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

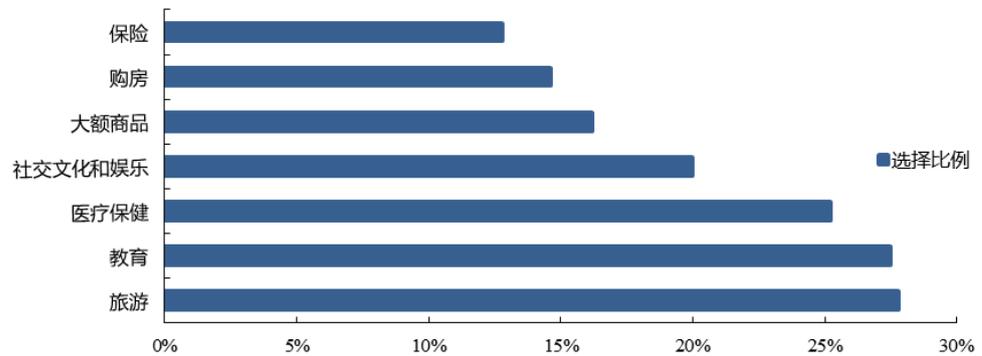
**公司积极布局宠物食品赛道, 前瞻签约海外高端宠物食品品牌。**2021年, 公司以中国独家总代理的身份成功引入了美国宠物食品品牌 Tiki Pets、美国高端宠物食品品牌 Vital Essentials 和加拿大高端宠物食品品牌 Open Farm, 树立起在国内宠物食品行业的优势。同时与品牌在天猫渠道持续巩固优势, 品牌认可度不断提升。以 Vital Essentials 品牌为例, 旗下天猫官方旗舰店表现突出, 2023-2024 单月店铺销售额稳定增长, 至 24 年 10 月达到近 5 千万; 商品收藏量较 23 年提升明显。

### 2.2.2. 大健康产业成长空间广阔, 公司成功孵化珂蔓朵、Zuccari

**健康消费成为当前消费者的生活习惯, 大健康产业前景可观。**随着居民生活水平不断提升, 消费者对保健食品、特医食品、婴幼儿辅食、精准营养补充、家居健康、汽车室内空气健康等大健康产品都有较强消费需求, “健康消费”已经逐渐成为消费者的日常消费习惯, 并且有着从“选择性消费”向“健康刚需”方向演变的趋势。根据中国消费者协会 2024 年 8 月 30 日发布的《健康产业消费趋势发展报告》显示, 2024 年中国大健康产业总收入规模预计将达到 9 万亿元, 与发达国家相比, 我国的健康产业仍处于起步阶段, 产业发展前景可期。

**我国居民对医疗保健较为重视。**国家统计局公布的数据显示, 2024 年上半年, 我国医疗保健的居民消费价格同比增长 1.4%。人均医疗保健消费支出 1271 元, 同比增长 4.2%, 占人均消费支出的比重为 9.3%。央行近日发布的《2024 年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示, 未来 3 个月准备增加支出的项目, 居民选择比例最高的为旅游, 占比 27.8%, 其次是教育, 占比 27.5%, 医疗保健紧随其后, 占比 25.2%。

图23: 居民对医疗保健支出较为重视



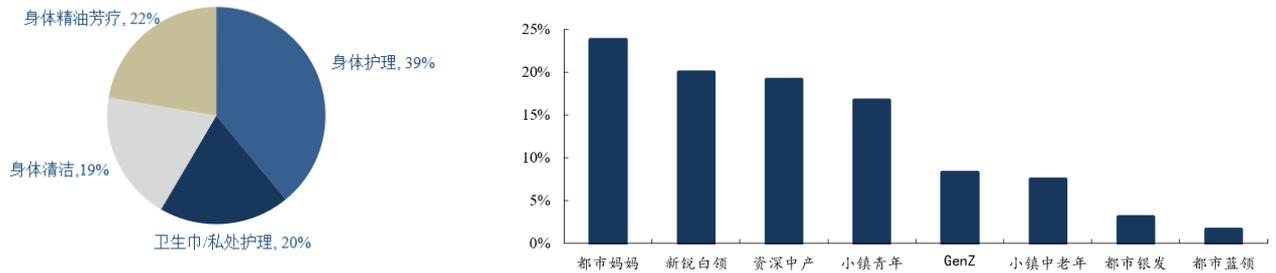
数据来源:《2024年第二季度城镇储户问卷调查报告》, 东吴证券研究所

**珂蔓朵、Zuccari 定位高净值人群, 渠道端发力抢占大健康蓝海。**24H1 公司品牌孵化与管理业务同比增长 99.03%, 增长主要来自于西班牙小众个护品牌珂蔓朵、体重管理品牌 Zuccari。进口健康消费品行业在我国属于导入期, 女性健康个护赛道有望成为未来 3-5 年美丽健康产业中的高增蓝海, 公司成功孵化出珂蔓朵、zuccari, 在女性护理赛道份额靠前。

- **珂蔓朵 (Cumlaude)**: 专注于女性私护健康的国际品牌, 成立于 1998 年, 隶属于西班牙知名集团 Dermofarm。在早期便建立了专门的实验室, 致力于为女性提供全面的私护健康解决方案, 覆盖女性在不同生命阶段的私护需求, 涵盖儿童期、育龄期、孕产期及更年期等各个阶段, 是西班牙私护市场的领军品牌。珂蔓朵目前的产品线包括清洁护理、保养、炎症预防、两性愉悦以及口服保健等多个领域。
- **意卡莉 (Zuccari)**: 成立于 1993 年, 是意大利领先的自然膳食和功能性营养品牌。品牌拥有独立的研发中心, 并与意大利多所大学合作, 推出了多个专利配方意卡莉产品涵盖了体重管理、酵素排毒、美容防衰等多个领域。

**公司加大抖音宣传力度, 珂蔓朵有效触达目标人群。**2024 年公司借助抖音平台投放宣传推广, 加大自播比率, 强化清洁、保养、治理、防护四大品牌理念, 抢占消费者心智, 拓宽触达人群。珂蔓朵抖音平台双十一日均销售额 7.5w-10w, 累计观看人次超 45w 人, 带货转化率可达 5%。用户成交画像中女性占比达 85%, 以高阶保养需求精致女性者为主, 品牌价值属性契合用户需求。

图24: 2024年珂蔓朵抖音商城销量品类占比 TOP4/用户画像

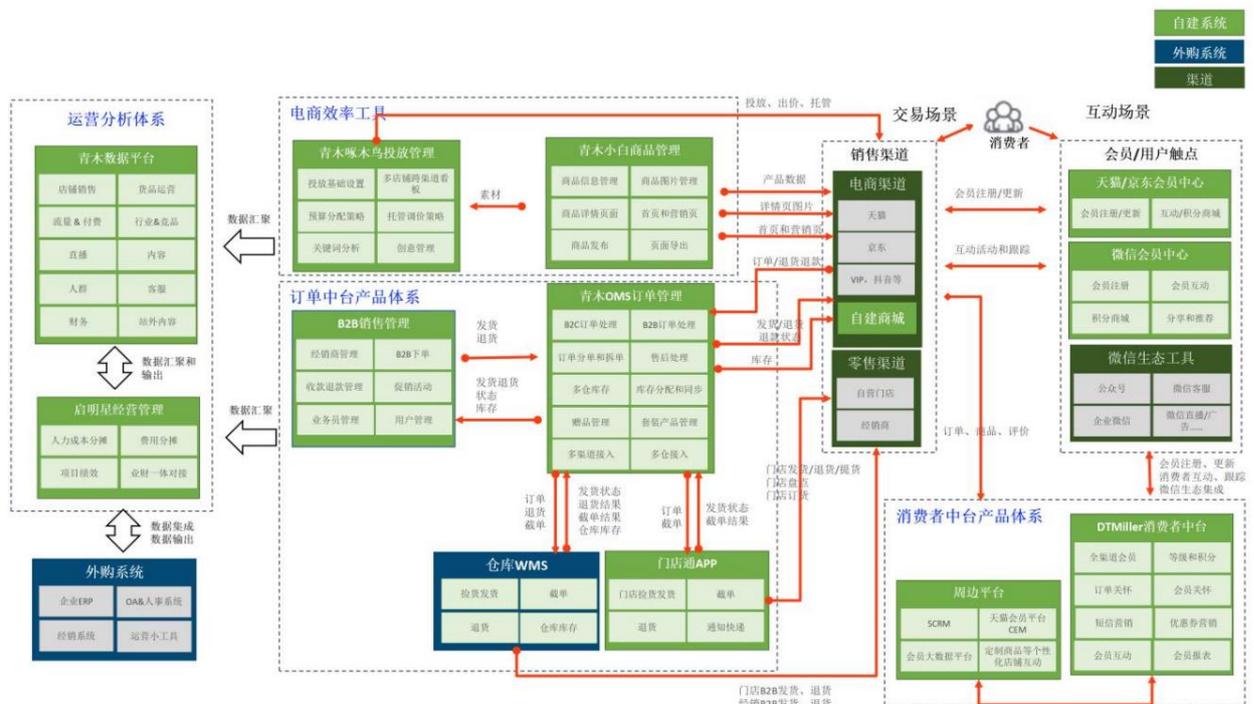


数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

### 2.3. 技术解决方案与消费者运营服务: AI 赋能主业, 实现降本增效

公司构造全渠道 IT 系统, 为品牌商提供更专业高效的整体技术解决方案。公司自主研发的 IT 系统覆盖电商运营全流程: 青木 OMS 提升订单处理效率; “小白系统”加速商品页面制作与发布; 青木数据运营平台整合电商数据, 强化分析; 数据磨坊 CRM 实现精准客户管理; 青木啄木鸟通过高级算法优化广告投放, 提高投资回报率; 品牌私域运营产品如微商城和微信会员方案, 则高效管理私域流量。这些系统协同工作, 全面增强电商运营效能。

图25: 公司具备全链路综合 IT 解决方案



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

代运营业务人工成本占比较大，AI 赋能有望实现降本增效。作为电商代运营公司，青木科技人工成本占比较高，2023 年公司劳务及其他成本占营业成本比重达 62%，AI 赋能下有望提升效率，优化成本。公司将青木数据中台结合 AI 技术进行升级，开发了青木青灵，在电商运营服务的客服环节、设计环节、店铺运营环节等进行了应用，AI 工具应用能有效地提升各端口的工作效率，为公司降本增效提供有力的技术支持。

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1. 盈利预测

**营收端：**公司布局多元电商业态，不断丰富细化产品矩阵，持续迭代更新。我们以不同业务拆分，电商代运营端继续发挥大服饰领域的优势地位，新承接潮玩品牌 jellycat 等有望贡献收入增量，我们预计代运营业务 2023-2026 年维持营收 CAGR 17% 的稳健增速；品牌孵化端聚焦大健康+宠物食品赛道，贡献第二增长曲线，我们预计成为公司未来业绩爆观点，2023-2026 年维持营收 CAGR 约为 35%；技术解决方案与消费者运营服务端营收较为平稳，年化营收增速 2% 左右。综合来看我们预计 2023-2026 年营收同比增速分别为 20.1%/25.0%/22.5%。

**毛利率：**公司数据化运营赋能代运营业务成长，毛利率稳中有升；品牌孵化管理业务具有强劲发展潜力，随着未来规模扩展，盈利能力不断增强；技术解决方案利润率维持稳定状态，预计整体毛利率稳步上升。

伴随公司品牌合作深度加强、品牌持续孵化，业绩保持快速增长，我们预计公司 2024-26 年营收 11.6/14.5/17.8 亿元，同比增长 20.1%/25.0%/22.5%；2024-2026 年归母净利润 0.9/1.2/1.7 亿元，同比增长 68.9%/39.3%/35.6%。

表5：2024-2026 年青木科技盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	967	1162	1452	1779
yoy	14.3%	20.1%	25.0%	22.5%
毛利率	41.9%	50.4%	53.0%	56.7%
归母净利（百万元）	52	88	123	166
yoy	-20.9%	68.9%	39.3%	35.6%
主营业务分业务划分				
代运营业务收入（百万元）	487	559	666	772
yoy	22.9%	15.0%	19.0%	16.0%
占比	50.3%	48.2%	45.8%	43.4%
品牌孵化业务收入（百万元）	360	479	661	879
yoy	1.2%	33.0%	38.0%	33.0%

	占比	37.2%	41.2%	45.5%	49.4%
技术解决方案与消费者运营服 务业务收入（百万元）		121.0	123.4	125.9	128.4
	yoy	27.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	占比	12.5%	10.6%	8.7%	7.2%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 投资建议

青木科技布局多元电商服务业态，为全方位零售服务专家，代运营横向布局潮玩业态，挖掘代运营品类盈利新增量，纵向守住大服饰品牌头部地位，同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道，高增可期。考虑公司电商行业赛道、龙头地位和业务拓展情况，我们选择电商代运营同业公司壹网壹创、若羽臣，以及品牌势头逐渐向上的电商龙头南极电商作为可比公司。

由于青木科技高增的品牌孵化业务仍处于放量初期，未来随着老品牌放量+合作品牌数量增长，未来持续高增可期。同时青木科技的代运营业务深耕大服饰行业，稳健增长可见度较高，横向拓展的潮玩代运营业务在谷子经济等催化下，打开公司成长的想象空间，因此青木科技 25 年 PE 估值 49 倍，高于可比公司 2025 年归母净利润对应 PE 均值 38 倍（截至 2025 年 1 月 23 日）。但考虑到青木科技代运营业务稳步增长及品牌孵化未来高成长性，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表6：青木科技与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301110.SZ	青木科技	60	0.5	0.9	1.2	1.7	115	66	49	35
可比公司平均估值							85	82	38	29
300792.SZ	壹网壹创	66	1.1	1.4	1.5	1.6	61	46	43	41
003010.SZ	若羽臣	43	0.5	1.0	1.4	1.9	83	42	31	23
002127.SZ	南极电商	123	1.1	0.8	3.0	5.1	110	159	41	24

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测，采用 2025/1/23 行情数据。壹网壹创、南极电商盈利预测来自 wind 一致预期，若羽臣盈利预测来自东吴证券研究所。

## 4. 风险提示

- 1) 品牌商合作风险:** 若品牌商解约或产品质量不佳,影响品牌管理和代运营业务,可能影响公司业绩。
- 2) 宏观经济环境波动风险:** 电商运营受国内经济环境影响,若经济低迷,市场需求收缩,可能导致公司业绩不及预期。
- 3) 行业竞争加剧:** 若国内电商行业竞争者增加,或其他公司降价竞争,可能影响公司业绩。

## 青木科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,357</b>	<b>1,377</b>	<b>1,480</b>	<b>1,607</b>	<b>营业总收入</b>	<b>967</b>	<b>1,162</b>	<b>1,452</b>	<b>1,779</b>
货币资金及交易性金融资产	960	951	965	997	营业成本(含金融类)	562	576	682	770
经营性应收款项	264	291	360	436	税金及附加	3	3	4	5
存货	90	87	102	115	销售费用	172	290	385	516
合同资产	0	0	0	0	管理费用	137	160	199	244
其他流动资产	43	47	53	59	研发费用	54	52	65	80
<b>非流动资产</b>	<b>227</b>	<b>209</b>	<b>197</b>	<b>184</b>	财务费用	(9)	(14)	(14)	(15)
长期股权投资	27	27	27	27	加:其他收益	3	2	3	4
固定资产及使用权资产	46	39	32	23	投资净收益	22	12	15	18
在建工程	19	19	19	19	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	49	45	40	36	减值损失	(29)	(3)	(3)	(3)
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	21	21	21	21	<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>104</b>	<b>145</b>	<b>196</b>
其他非流动资产	60	53	53	53	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>1,583</b>	<b>1,585</b>	<b>1,677</b>	<b>1,791</b>	<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>104</b>	<b>144</b>	<b>196</b>
<b>流动负债</b>	<b>144</b>	<b>117</b>	<b>137</b>	<b>155</b>	减:所得税	3	16	22	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	21	11	11	11	<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>88</b>	<b>123</b>	<b>166</b>
经营性应付款项	31	24	28	32	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	8	3	4	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>52</b>	<b>88</b>	<b>123</b>	<b>166</b>
其他流动负债	84	79	94	107	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.95	1.32	1.80
非流动负债	16	15	15	15	EBIT	14	89	130	181
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	54	107	148	199
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.92	50.41	53.03	56.70
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	5.38	7.58	8.44	9.34
其他非流动负债	2	1	1	1	收入增长率(%)	14.27	20.07	25.02	22.52
<b>负债合计</b>	<b>160</b>	<b>132</b>	<b>152</b>	<b>170</b>	归母净利润增长率(%)	(20.95)	68.99	39.26	35.64
归属母公司股东权益	1,419	1,449	1,520	1,616					
少数股东权益	5	5	5	5					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,424</b>	<b>1,454</b>	<b>1,525</b>	<b>1,621</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,583</b>	<b>1,585</b>	<b>1,677</b>	<b>1,791</b>					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	34	54	58	92	每股净资产(元)	21.28	15.66	16.43	17.47
投资活动现金流	(142)	6	8	11	最新发行在外股份(百万股)	93	93	93	93
筹资活动现金流	(92)	(68)	(52)	(71)	ROIC(%)	0.88	5.16	7.31	9.64
现金净增加额	(201)	(9)	14	32	ROE-摊薄(%)	3.67	6.07	8.06	10.29
折旧和摊销	40	17	18	18	资产负债率(%)	10.09	8.30	9.06	9.49
资本开支	(83)	(7)	(7)	(7)	P/E(现价&最新股本摊薄)	114.86	67.97	48.81	35.98
营运资本变动	(53)	(49)	(72)	(80)	P/B(现价)	3.04	4.13	3.94	3.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>