



买入（首次）

所属行业：商贸零售/互联网电商
当前价格(元)：29.53

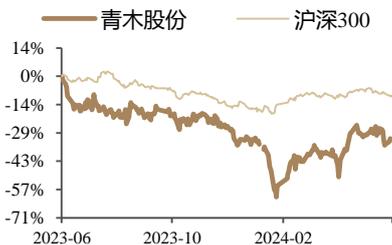
证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

邮箱：maxiao@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.77	13.48	12.88
相对涨幅(%)	0.39	11.59	13.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

青木股份（301110.SZ）：AI 赋能业务高成长，布局品牌与跨境未来可期

投资要点

- 青木股份：领先综合电商服务商，积极布局品牌孵化第二增长曲线，24Q1 经营情况显著好转。**公司改名青木科技，定位为一站式综合电商服务商，围绕品牌零售输出整体解决方案，服务多个国内外知名品牌客户，在大服饰行业优势明显。公司主营业务涵盖三大板块，分别为电商代运营服务、品牌孵化业务、技术解决方案及消费者运营服务，其中电商代运营业务基本盘稳定，稳定增长，同时积极拓展第二曲线品牌孵化业务。代运营方面利用 AI 技术，通过“场”“货”“人”结合，构筑多元化电商销售服务。
- 电商服务行业的趋势探析：服饰代运营+品牌出海+AI。**1) 电商交易平台服务营收增速高于电商服务业，且实物电商增速恢复。2) 品牌商运营需求复杂，行业增速放缓背景下，代运营服务商的专业价值进一步凸显，尤其是在大服饰品类尤为突出。3) 发力 AI 开发青木青灵，探索 AI+电商新场景，公司将青木数据中台结合 AI 技术进行了升级，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了有力的技术支持。
- 公司主业核心竞争力：品牌积累+平台合作+品牌合资+技术积累。**1) 品牌积累：大服饰领域积淀深厚，公司自 2011 年涉足电商行业以来，每年业务量保持快速增长；2023 年，公司新增代运营服务项目 6 个，包括知名文娱类项目泡泡玛特和知名体育用品类项目李宁运动户外等。2) 平台合作：横向联动天猫、京东、抖音等主流电商平台，对天猫、京东、抖音等电商平台理解渐深。公司与各大电商平台保持良好的战略合作关系，屡次获得电商平台和行业机构的殊荣和肯定。3) 品牌合资孵化：由代运营拓展至品牌孵化，扩展业务范畴，业务服务品类主要是大健康、宠物食品，公司 2021 年已经成功切入宠物食品品类和大健康品类。4) 公司积极拥抱 AI，全面赋能业务。
- 盈利预测及投资建议：**公司代运营业务稳步发展，品牌孵化和技术解决方案收入体量逐步扩大，业务结构有望持续优化。预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 1.53、2.33 亿元，以 2024 年 6 月 27 日收盘价计算，对应 PE 分别为 18.02x、11.83x。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**电商平台依赖风险；品牌商合作风险；宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险。

股票数据

总股本(百万股):	93.11
流通 A 股(百万股):	49.11
52 周内股价区间(元):	15.69-45.20
总市值(百万元):	2,749.54
总资产(百万元):	1,563.48
每股净资产(元):	21.43

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	847	967	1,173	1,553	2,078
(+/-)YOY(%)	-3.7%	14.3%	21.3%	32.4%	33.8%
净利润(百万元)	66	52	153	233	318
(+/-)YOY(%)	-55.4%	-20.9%	193.7%	52.4%	36.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.99	0.78	2.29	3.50	4.77
毛利率(%)	40.7%	41.9%	46.0%	46.7%	47.4%
净资产收益率(%)	4.7%	3.7%	9.8%	13.0%	15.1%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 青木股份：领先电商服务商，深耕服饰领域拓展新品类	5
1.1. 发展历程：定位为以数据和技术驱动的零售服务专家	5
1.2. 主营业务：代运营业务稳定增长，第二曲线已有初步成效	5
1.3. 股权架构：创始团队股份集中，高管团队深耕行业多年	7
1.4. 财务分析：公司现金储备扎实，24Q1 经营情况好转	7
2. 电商服务业趋势探析：服饰代运营+品牌出海+AI	9
2.1. 趋势 1：电商服务行业空间大，服饰品类潜力大	9
2.2. 趋势 2：代运营必要性提升，海外品牌需求明晰	11
2.3. 趋势 3：AI 赋能提效，探索 AI+电商新场景	14
3. 主业核心竞争力：品牌积累+平台合作+孵化品牌	14
3.1. 品牌积累：大服饰领域积淀深厚，23 年又添大单	15
3.2. 平台合作：保持良好的战略合作关系，对规则理解渐深	17
3.3. 孵化品牌：由代运营拓展至品牌孵化，扩展业务范畴	17
3.4. 技术积累：全渠道 IT 系统搭建，探索 AI+电商新机遇	18
4. 投资建议：安全垫足，成长性大，未来可期	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：青木股份业务架构	5
图 2：青木股份分业务收入构成	6
图 3：青木股份分业务收入占比	6
图 4：电商销售服务各业务商业模式对比	7
图 5：青木股份股权架构图	7
图 6：青木股份 2019-2023 年营业总收入	8
图 7：青木股份 2019-2023 年归母净利润	8
图 8：青木股份 2019-2023 年分业务毛利率	8
图 9：青木股份 2019-2023 年电商销售服务毛利率	8
图 10：青木股份 2019-2023 年费用率	9
图 11：青木股份 2021-2023 年人员构成（单位：人）	9
图 12：2011-2022 年全国电子商务交易额	10
图 13：2011-2022 年全国电子商务服务业交易额	10
图 14：2023 年社会消费品零售总额主要数据	10
图 15：2023 年网络零售分品类交易额占比	11
图 16：中国品牌电商产业链图谱	11
图 17：中国品牌电商运营服务内容	12
图 18：2017-2025 年中国品牌电商服务行业市场规模及预测	12
图 19：2019-2022 年中国纺织服装产品出口金额	13
图 20：2022 年中国品牌电商服务客户行业分布及佣金比例	13
图 21：青木股份自研系统具体情况	14
图 22：青木股份合作品牌	15
图 23：青木股份主要品牌保持长期合作年限	16
图 24：青木股份合作品牌数量持续增加	16
图 25：青木股份持续业务往来的品牌收入占比	16
图 26：公司多次获得电商平台认可	17
图 27：合资品牌 Cumlaude lab 登陆中国	18
图 28：青木股份技术积累沉淀多个软件	18
图 29：青木股份生产定制化电商解决方案	19
表 30：收入预测表（单位：百万元）	20
表 31：毛利率预测表	20
表 32：三费假设表（单位：百万元）	21

表 33：可比公司估值21

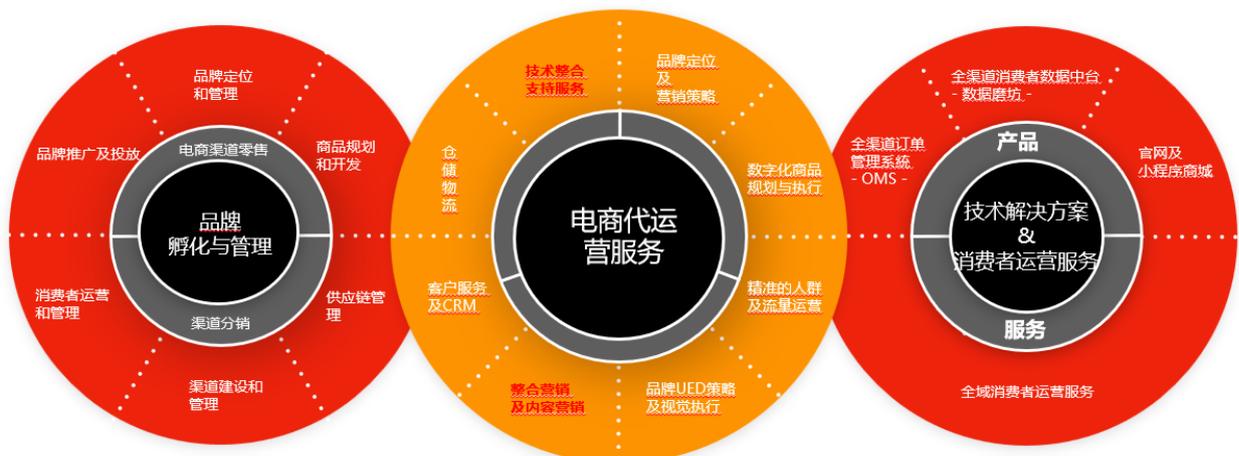
1. 青木股份：领先电商服务商，深耕服饰领域拓展新品类

1.1. 发展历程：定位为以数据和技术驱动的零售服务专家

青木股份定位为以数据和技术驱动的零售服务专家，围绕品牌零售输出整体解决方案，服务多个国内外知名品牌客户，并在大服饰行业优势明显。青木数字技术股份有限公司前身系广州青木信息科技有限公司，于2009年8月登记注册，2011年开始布局电商代运营服务，于2016年11月30日整体变更为股份有限公司，于2022年3月11日在深圳证券交易所创业板挂牌交易。

- **聚焦代运营（2011-2013年）：**1) 业务方向：以电商代运营为业务方向；2) 品类/品牌：深耕鞋服包类目；接入skechers等品牌，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、天猫鞋包类金牌淘拍档、京东运营类核心京拍档。
- **完善综合服务能力（2014-2016年）：**1) 成立上海公司；2) 业务方向：延伸品牌数字营销及仓网配送业务线，完善综合服务能力，技术大数据成为公司战略业务单元。
- **数据+技术驱动（2017-2019年）：**1) 确立广州和上海双总部；2) 业务方向：进入大快消领域；3) 品类/品牌：服装配饰类目快速增长，引入Armani、Mido、Stuart Weitzman、apm MONACO、Acne Studios、Michael Kors等国际轻奢品牌。
- **品类拓展+品牌孵化（2020年-至今）：**1) 业务技术方向：升级智能化的消费者全链路运营服务；并蝉联天猫六星服务商，获天猫品牌营销服务商资质；2) 品类/品牌：拓展个人护理、美妆等潜力品类，拓宽品类运营实力。

图 1：青木股份业务架构

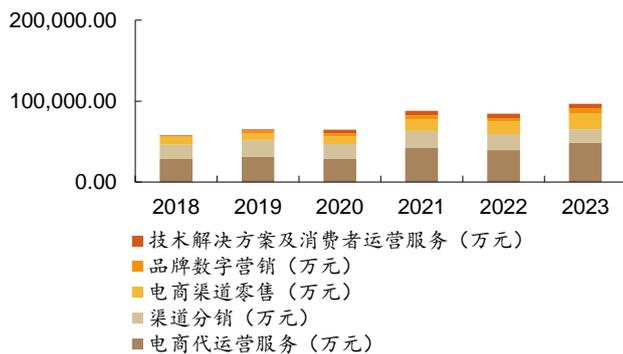


资料来源：公司2023年年报，德邦研究所

1.2. 主营业务：代运营业务稳定增长，第二曲线已有初步成效

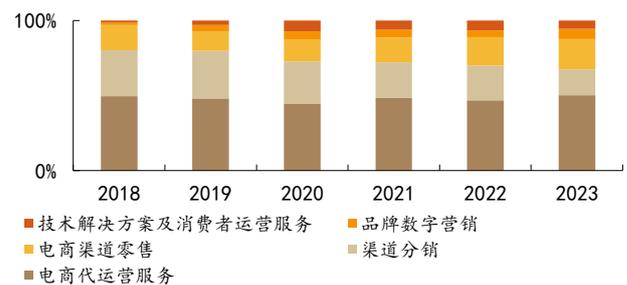
公司主营业务涵盖电商代运营服务、品牌孵化业务、技术解决方案及消费者运营服务三大板块。其中，1) 电商代运营服务包括传统电商平台运营服务和电商直播服务。电商代运营收入占比 2020 年后保持稳定增速，从 2020 年的 45% 增长至 2023 年的约 50%。2) 品牌孵化业务主要是针对在中国有成长潜力的海外新兴品牌，公司根据自身在电商零售行业多年的经验积累以及对在中国消费市场的判断，筛选品类和具体品牌，将之引入中国市场，全盘负责品牌在中国区域的品牌推广、线上线下全渠道销售工作，助力品牌在中国快速成长。合作模式包括总代理和合资运营两种方式。3) 技术解决方案及消费者运营服务的收入占比在 2020-2023 年稳定提升至 6-7%，有望成为收入另一大增速亮点。

图 2：青木股份分业务收入构成



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 3：青木股份分业务收入占比



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

1) 电商代运营服务：

■**电商代运营（场）**：商业模式是公司品牌商及品牌授权代理商提供在电商平台开店的相关服务并收取代运营服务费。竞争力在于其在天猫、京东、抖音等电商平台提供综合运营服务的多样性和特殊性（品牌定位、商品规划、人群及流量运营、视觉设计、整合营销、客户服务及管理、仓储物流、技术支持等）。本质是基于“场”的运营商，公司不采购货品，因此不承担库存风险。

2) 品牌孵化业务：

■**渠道分销（货）**：业务的本质是分销，分销链路为“品牌商/代理商——公司——第三方 B2C 电商平台/其他分销商——消费者”，商业模式是赚取购销差价，基于品牌商或品牌授权代理商的分销授权，向其采购商品后再分销给唯品会、京东自营等第三方 B2C 电商平台以及其他分销商，再由上述分销商销售给终端消费者。

■**电商渠道零售（货+场）**：业务模式类似于自己开店，链路为“品牌商/代理商——公司——消费者”，公司从品牌商或其代理商处采购商品，通过公司自有店铺直接销售给消费者，且通常为独家授权。

3) 技术解决方案及消费者运营服务：

■**技术解决方案业务**：服务对象为品牌商，向其销售标准化或定制化的自研技术产品，包括“青木 OMS”、“青木小白”、“官网及小程序”等系统。

■**消费者运营服务业务**：通过自研全渠道消费者数据中台“数据磨坊”和第

三方数据工具（如“阿里数据银行”、“阿里策略中心”、“京东数坊”），对品牌商各渠道数据进行融合处理，并对消费者进行标签化分析及数据建模，从而实现公域、私域人群精准营销。

图 4：电商销售服务各业务商业模式对比

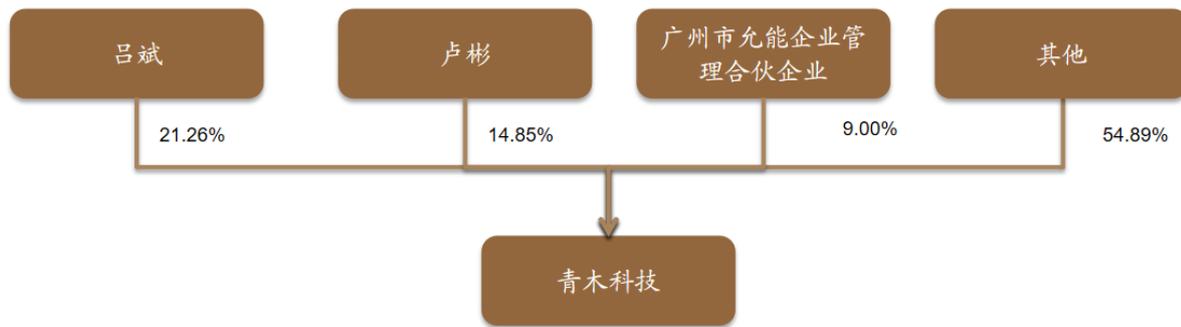
项目	电商代运营	渠道分销	电商渠道零售
公司是否采购商品	否	是	是
店铺权属	品牌商或品牌授权代理商	下游分销商	公司（合作终止后店铺需关闭或转让）
盈利模式	向品牌商收取代运营服务费扣除人力等成本	商品购销差价	商品购销差价
营销费用承担	品牌商或品牌授权代理商	通常由公司承担	通常由公司承担
授权范围	具体店铺，通常为独家授权	特定区域或渠道，通常为独家授权	特定区域或电商平台，通常为独家授权

资料来源：招股说明书，德邦研究所

1.3. 股权架构：创始团队股份集中，高管团队深耕行业多年

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 年一季报，控股比例为 21.26%；卢彬任公司董事、总经理，截止 2024 年一季报，控股比例为 14.85%，原任职阿里产品经理。两位股东自 2011 年起任职，股权结构稳定，实控人基于校友关系合作关系良好，有利于开展关于行业发展方向、公司业务定位、未来发展规划等工作。

图 5：青木股份股权架构图



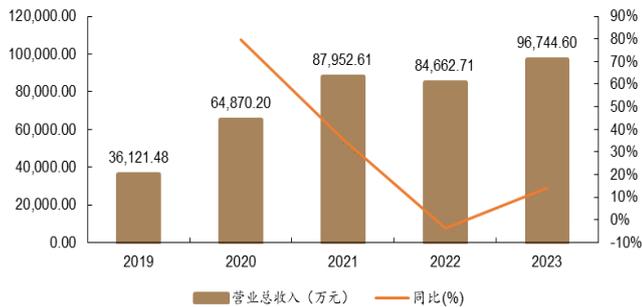
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所（截止 2024 年一季报）

高管团队经验丰富，营销及代运营团队来自顶尖大厂。营销团队的主要成员来自 4A 广告公司奥美广告、盛世长城、蓝色光标以及阿里巴巴，深谙不同社交平台及电商内容渠道策略，为品牌提供品效合一的综合营销方案；代运营团队来自阿里巴巴、其他电商平台和国际服装品牌公司，可以与品牌共创发展策略，保证消费者体验；公司具备高效、国际化的创意设计团队，严格把控品牌形象。

1.4. 财务分析：公司现金储备扎实，24Q1 经营情况好转

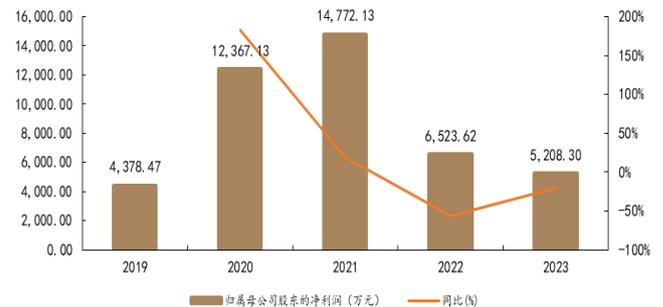
营收规模稳定增长，24Q1 归母净利润增长 147%。公司 2019-2023 年营业收入分别为 3.6/6.5/8.8/8.5/9.7 亿元，CAGR 为 28%，随着电子商务交易规模持续扩大，电子商务服务业蓬勃发展，公司营业收入金额整体保持增势；2019-2023 年对应归母净利润分别为 0.4/1.2/1.5/0.7/0.5 亿元，CAGR 为 4%。2022 年净利润下降比例高于收入下降比例，主要是由于电商代运营业务规模效应显著，运营收入减少的情况下运营成本增加，导致毛利率大幅下降；2023 年由于宠物食品项目 Nulo 等品牌结束合作后，清理库存导致毛利率下滑影响盈利水平。2023 年市场推广费及平台费用增加，销售费用同比增长 40.65%。24Q1 公司实现营业总收入 2.26 亿元，同比增长 6.35%；归母净利润 0.24 亿元，同比增长 147.47%；扣非归母净利润 0.20 亿元，同比增长 204.83%。

图 6：青木股份 2019-2023 年营业总收入



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

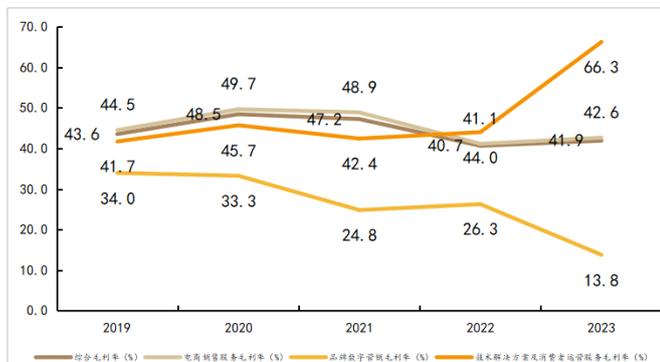
图 7：青木股份 2019-2023 年归母净利润



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

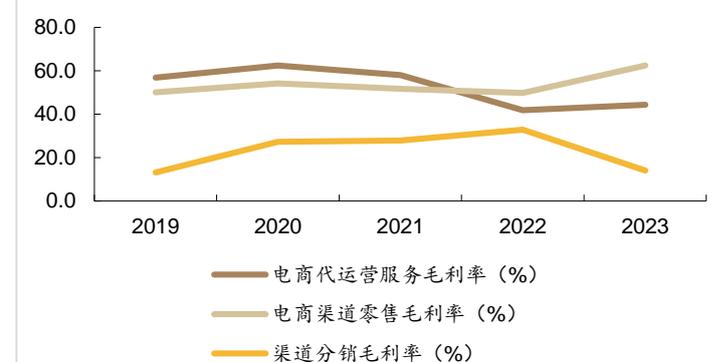
电商渠道零售毛利改善，技术解决方案毛利率继续提升。公司整体毛利率仍能基本维持稳定，主要是因为技术能力推动运营服务效率提升，电商代运营业务毛利率有所提升，同时具有较高毛利率的电商渠道零售业务快速增长，冲抵了新业务投入持续增加及降价清理库存（宠物食品项目 Nulo 等品牌结束合作后清理库存，主要表现为渠道分销销售的毛利率下滑）拉低毛利率的影响。技术解决方案及消费者运营服务毛利率显著抬升 22.3pct 至 66.3%；其他高毛利业务电商代运营和电商渠道零售收入占比也在持续提升，有望改善公司盈利结构。

图 8：青木股份 2019-2023 年分业务毛利率



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 9：青木股份 2019-2023 年电商销售服务毛利率

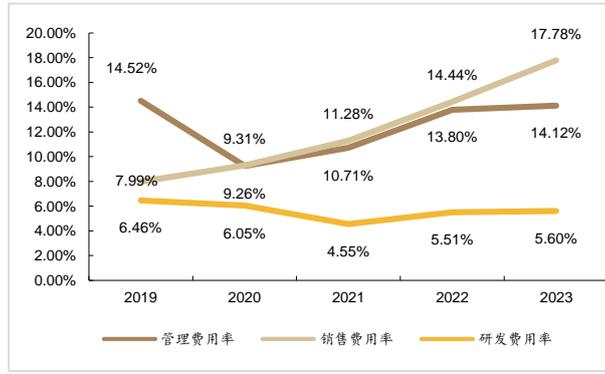


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

加大市场推广提升销售费用，研发费用率维稳。2023 年，销售费用同比增长 40.65%，增加金额约 4,970.71 万元，主要系 2023 年电商渠道零售的市场推广费、平台费增加所致，市场推广费及平台费用合计增加 5,397.65 万元。2023

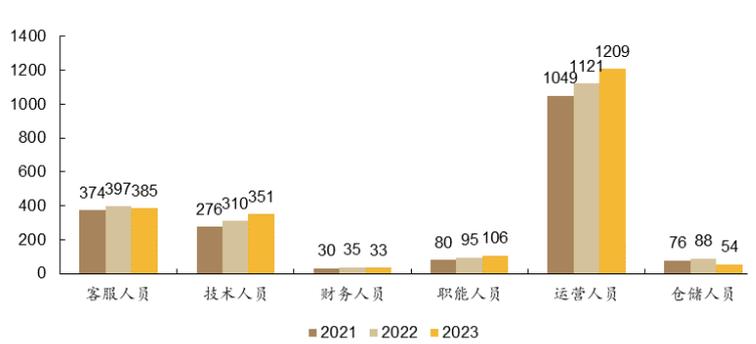
年企业加大了对 Cumlaude lab、zuccari 等健康消费品品牌的市场推广，相应的市场推广费大幅增加，也助推了 2023 年 Cumlaude lab、zuccari 等健康消费品品牌的业绩高增。

图 10：青木股份 2019-2023 年费用率



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 11：青木股份 2021-2023 年人员构成（单位：人）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

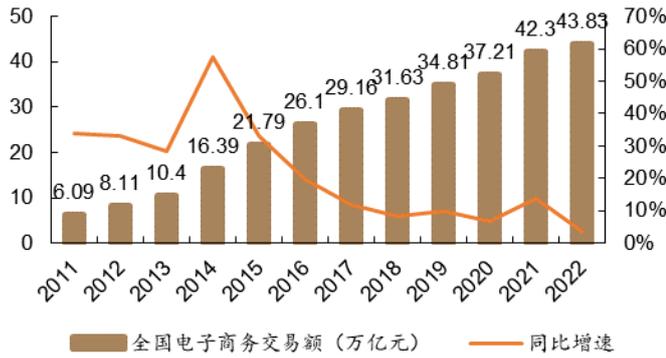
2. 电商服务业趋势探析：服饰代运营+品牌出海+AI

2.1. 趋势 1：电商服务行业空间大，服饰品类潜力大

电商行业市场持续扩容，仍具发展前景。根据《2023 年国民经济和社会发展统计公报》，2023 年电子商务交易额 468273 亿元，比上年增长 9.4%。网上零售额 154264 亿元，比上年增长 11.0%。根据 2022 年商务部、国家邮政局等八部门联合发布《关于加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系有关工作的通知》，提出深入推进电子商务与快递物流配送协同发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，推动下沉市场的电商基础设施建设和行业规模。

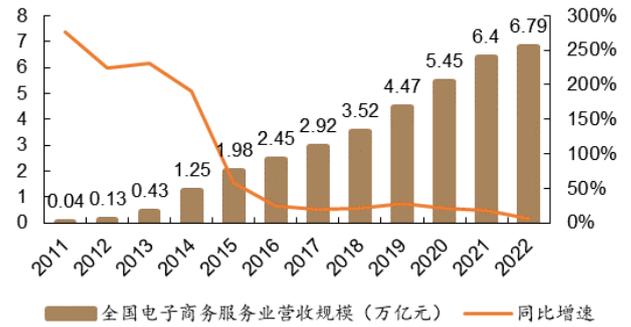
电商服务业交易额增速高于电商交易额增速。随着电子商务应用的深入发展，各类有着较高的服务水平及技术含量的专业服务应运而生，如电子商务代运营服务、电子商务品牌服务、电子商务咨询服务、电子商务教育培训服务、电子商务安全服务等。据《中国电子商务报告 2022》，2022 年我国电子商务服务业营收规模达到 6.79 万亿元，同比增长 6.1%，其中电商交易平台服务营收为 1.54 万亿元，同比增长为 10.7%。公司主营业务属于电商交易平台服务，根据艾媒咨询《2022 年中国品牌电商服务行业研究报告》，中国品牌电商服务行业市场规模持续增长，品牌电商服务商逐渐发展为具备综合服务能力的服务商。

图 12: 2011-2022 年全国电子商务交易额



资料来源:《中国电子商务报告 2022》, 国家统计局, 德邦研究所

图 13: 2011-2022 年全国电子商务服务业交易额



资料来源:《中国电子商务报告 2022》, 根据商务部、工业和信息化部、国家邮政局、中国人民银行数据和上市公司财报等综合测算, 德邦研究所

实物电商增速恢复, 服饰品类增速领先。商务部数据显示, 2023 年, 实物商品网上零售额比上年增长 8.4%; 占社会消费品零售总额的比重为 27.6%。在实物商品网上零售额中, 吃类、穿类和用类分别比上年增长 11.2%、10.8%和 7.1%。服装鞋帽、针织纺织品的网络零售额同比增速为 12.9%, 化妆品的同比增速为 5.1%, 日用品的同比增速为 2.7%。

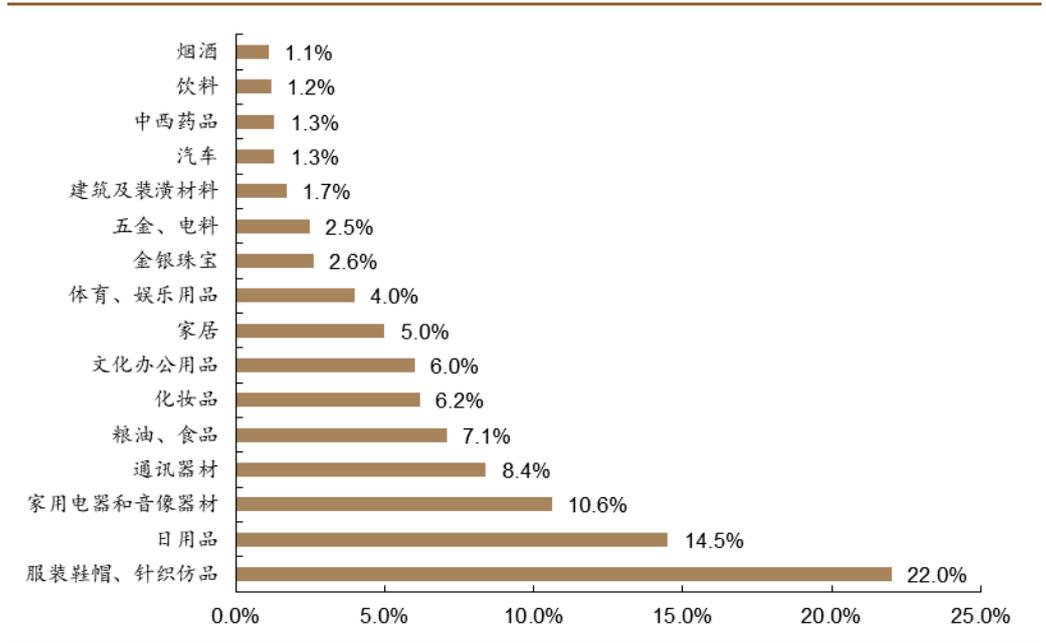
图 14: 2023 年社会消费品零售总额主要数据

指标	2023 年 1-12 月	
	绝对值 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	471495	7.2
其中: 实物商品网上零售额	130174	8.4
按消费类型分		
餐饮收入	52890	20.4
商品零售	418605	5.8
服装、鞋帽、针纺织品类	14095	12.9
化妆品类	4142	5.1
日用品类	7576	2.7

资料来源: 国家统计局, 电商报, 德邦研究所

服饰品类零售额排名第一。根据国家统计局数据, 从规模看, 2023 年服装鞋帽针纺织品、日用品、家用电器和音像器材网络零售额排名居前, 分别占实物网络零售额的 22.0%、14.5%和 10.6%。服装鞋帽针纺织品网络零售额排名第一。

图 15: 2023 年网络零售分品类交易额占比



资料来源:《2023 年中国网络零售市场发展报告》, 商务大数据, 德邦研究所

2.2. 趋势 2: 代运营必要性提升, 海外品牌需求明晰

电商巨头竞争加剧, 代运营必要性提升。中国电商市场经过 20 多年的高速发展, 用户流量红利不断减少。市场潜在需求依然较大, 从以增量为转向增量与存量并重阶段, 新发展模式探索提速。新兴流量渠道/平台不断壮大, 进一步加剧了电商平台巨头间的竞争激烈度。代运营早期规模比较小、技术薄弱, 运营较为粗糙, 为品牌简单搭建网站、做客服; 后期品牌商需求快速崛起, 行业向品质阶段发展, 为品牌系统化地运营各大电商渠道。

图 16: 中国品牌电商产业链图谱



注: 全链路服务商指选自艾媒咨询发布的《2022年中国品牌电商服务商排行榜Top15》
本图谱仅标注报告出版时的行业典型案例, 以主要业务类型进行了划分持续更新中。案例征集邮箱research@iiMedia.cn
艾媒报告中心: report.iiMedia.cn ©2023 iiMedia Research Inc

资料来源: 艾媒咨询, 德邦研究所

中国品牌电商服务包括: 策划服务、营销服务、运营服务、支持服务。其中创意先行, 服务商依据不同的品牌特色进行针对性的品牌形象塑造、产品宣传方

案策划，再根据策划设计方向进行中期全方位的运营。运营服务一般涉及行业洞察及大数据分析、电商或独立站的运营、会员体系 CRM 管理等。当前营销服务及运营服务的收费方式主要以“佣金+基础服务费”形式为主。

图 17：中国品牌电商运营服务内容



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

品牌商运营需求复杂，行业增速放缓背景下，代运营服务商的专业价值进一步凸显，尤其是在大服饰品类尤为突出。一方面，代运营商比品牌更懂平台规则、消费者消费行为习惯变化和行业趋势变化；且品牌方更能将精力投入在产品研发上。另一方面，我国居民消费从注重数量向追求质量和服务体验转变，品牌商为提升消费者品牌感知力和好感度，有可能选择和专业机构合作，由专业机构协助实现消费者触达。

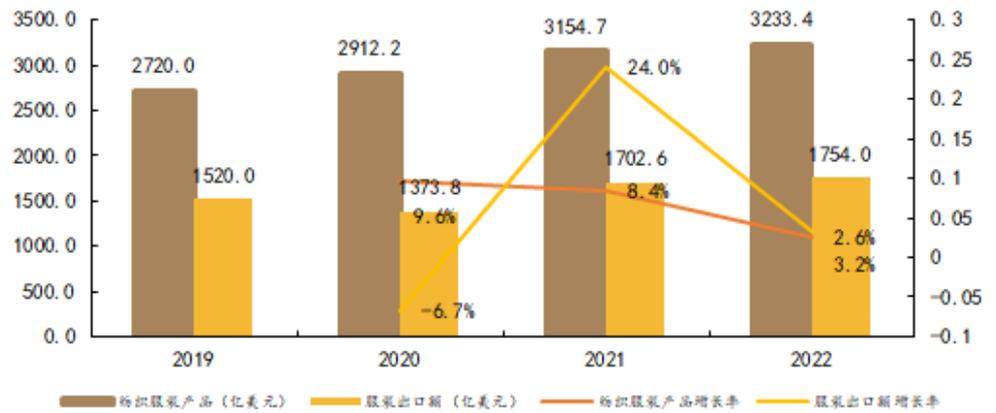
图 18：2017-2025 年中国品牌电商服务行业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

服装出口额稳居世界首位，服务佣金比例 5-8%，且国外品牌在国内电商平台销量与服务商能力息息相关。2022 年中国纺织服装产品出口金额为 3233.4 亿美元，保持稳定增长态势；2022 年中国服装出口金额为 1754.0 亿美元，连续多年稳居世界首位。国际品牌的进入拉动品牌销售，国外品牌对于国内电商行业运营规则不熟悉，因此为电商综合服务商创造合作机会，国际品牌的进入为电子商务服务业的快速、高质量发展添砖加瓦。

图 19：2019-2022 年中国纺织服装产品出口金额



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

图 20：2022 年中国品牌电商服务客户行业分布及佣金比例



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

青木股份为品牌商在天猫、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。公司与品牌商建立代运营服务合作后，综合评估品牌商的行业竞争力、销售趋势、品牌资产基础等因素，协助品牌商制定电商渠道的商品策略、渠道策略、营销策略，规划品牌在电商渠道的生意发展计划，并组织团队提供运营服务，协助品牌达成销售目标。

- **电商代运营具体服务：**包括品牌定位及竞争策略制定、商品规划与执行、人群及流量运营、视觉设计、整合营销、客户服务及管理、仓储物流等。
- **客服：**公司在广州和桂林分别设置了客户服务中心，进行线上客户的销售和服务接待工作。客户服务分为售前、售中、售后环节，售前环节接待线上客户的商品咨询，促进销售达成，售中环节接待已经下单客户的物流或订单咨询，售后环节主要接待购买后的用户在退换货方面的咨询，妥善解决问题，提升客户满意度。

- **仓储：**公司的仓库设于杭州余杭和富阳，为品牌商提供全国范围内的电商仓储物流服务。公司拥有全渠道 IT 订单管理能力，通过 OMS、WMS 系统跟踪销售情况和实时库存，提供匹配精细化运营的仓储管理服务和及时高效的物流配送服务。公司根据订单详情匹配发货计划，自动选取成本及配送时间最优的配送供应商，全程跟进付款、接货、物流跟踪、质检入库、产品上架、出库、签收、收款、退货等流程，实现商品效期管理、库龄管理和商品仓内库位管理。目前，公司在浙江义乌正在筹建自己的智能仓储中心，筹建完成后将大大提升公司的仓储综合服务能力。

2.3. 趋势 3：AI 赋能提效，探索 AI+电商新场景

通过技术手段提高人效，自研数字化项目。代运营业务最大痛点是人效不够高，公司自主研发了包括数据磨坊 CRM、青木 OMS、小白系统、青木啄木鸟、青木数据平台、启明星等软件，为客户在商品管理、页面制作、产品上下架、订单管理、库存管理、会员管理、会员互动、活动营销、流量营等电商业务的各种场景提供软件和技术支持。

发力 AI 开发青木青灵，探索 AI+电商新场景。公司将青木数据中台结合 AI 技术进行了升级，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了有力的技术支持。

- **客服的售前环节：**结合商品的特点进行卖点生成、咨询问答、客户流失分析，还能在售后环节进行客服问答质检和评价分析等；
- **设计环节：**能用人工智能技术对图片和短视频进行智能编辑、图片智能识别，并能简单对短视频进行剪辑；
- **店铺运营环节：**能够自动生成商品标题、营销文案等。

图 21：青木股份自研系统具体情况

系统	青木 OMS	门店 App	青木小白	官网及小程序系统
主要功能	订单处理系统，包括订单处理（同步平台订单到系统、识别异常订单、拆分订单、审核订单并同步到仓库、取消订单、退换货等），库存处理（采购入库、出库、库存预占和扣减等），业务报表的生成（销售退货报表，库存报表，商品报表等）	安排线上订单通过线下门店发货，包括订单推送，门店接单，扫码收货，发货，物流状态跟踪，单据及报表生成等	商品数据录入、编辑；商品详情页生成、编辑、导出；商品对接天猫平台实现自动化发布	搭建电商购物网站，实现包括会员注册、商品管理、下单、退货退款、营销页面、数据统计等功能
应用场景	订单执行，包括审核、取消、门店发货、退换货	线上订单通过线下门店发货	商品发布，商品信息及图片管理	电商网站搭建
解决问题	提高订单处理效率，实现全渠道供应链管理，生成日常报表	实现全渠道供应链管理	提高商品发布效率，统一管理商品和图片资源	电商网站搭建
定价模式	标准系统授权费，定制开发费用，运维费用	标准系统授权费，定制开发费用，运维费用	标准系统授权费，定制开发费用，运维费用	标准系统授权费，定制开发费用

资料来源：公司招股说明书（申报稿），德邦研究所

3. 主业核心竞争力：品牌积累+平台合作+孵化品牌

3.1. 品牌积累：大服饰领域积淀深厚，23 年又添大单

公司拥有众多国内外优质客户，主要品牌合作关系稳定。包括 Skechers、ECCO、Emporio Armani、Farfetch、Samsonite、波司登、泡泡玛特、APM、Toteme、ACNE Studios、探路者、Thom Browne、李宁、BOY LONDON、Zara Home、Grow Gorgeous、Niko and ...、例外、Cumlaude lab、Zuccari 等知名品牌，公司合作品牌涵盖服装、箱包、鞋履、配饰、大健康、美妆、宠物食品等类别，在大服饰领域优势明显。

公司在大服饰领域优势明显，大服饰行业具备典型的商品驱动特征。要求服务商深入市场，精准把握商品销售趋势，挖掘商品的销售机会并整合供应链。梳理品牌的不同商品线，挖掘商品特色和关联性，识别商品现有定位；之后通过商品销售信息、市场前瞻性行业研究、竞品属性和市场反馈，识别消费者偏好，判断市场需求，输出商品企划，快速反馈给供应链；新品发布后，公司分析商品销售情况和消费者反馈，复盘商品开发策略。

图 22：青木股份合作品牌



资料来源：公司 2023 年业绩会材料，德邦研究所

图 23：青木股份主要品牌保持长期合作年限

品牌名称	已经合作年限	2024年是否持续续约
斯凯奇	12年	是
ECCO	8年	是
Emporio Armani	8年	是
新秀丽	8年	是
Exception	7年	是
贝亲	7年	是
APM Monaco	6年	是
CHUCHU	6年	是
Zarahome	4年	是
宇津	4年	是（合资公司）
Acne	4年	是
Toteme	4年	是
niko and ...	4年	是
ba&sh	4年	是
Ganni	4年	是
Cumlaude lab	3年	是（合资公司）
THOM BROWNE	2年	是

资料来源：公司 2023 年业绩会材料，德邦研究所

2023 年，公司优化代运营服务项目 8 个，公司新增代运营服务项目 6 个，包括知名文娱类项目泡泡玛特和知名体育用品类项目李宁运动户外等。2019-2023 年合作品牌数量为 57 个，相较 2022 年虽然有部分品牌流失，但是持续与公司发生业务往来的 51 个品牌占电商代运营收入比重超 91%，流失品牌收入占比较低。

图 24：青木股份合作品牌数量持续增加

项目	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
合作品牌数量	57	59	48	39	34
增加	6	22	16	12	8
减少	8	11	7	7	9
减少品牌收入占比	4.08%	3.09%	2.53%	3.99%	13.69%

资料来源：公司 2023 年业绩会材料，德邦研究所

图 25：青木股份持续业务往来的品牌收入占比

时间	收入 (万元)	占电商代运营收入比
2023年度	40,278.20	91.68%
2022年度	36,388.79	91.91%
2021年度	39,509.66	92.53%
2020年度	26,494.91	91.59%
2019年度	16,681.31	80.51%

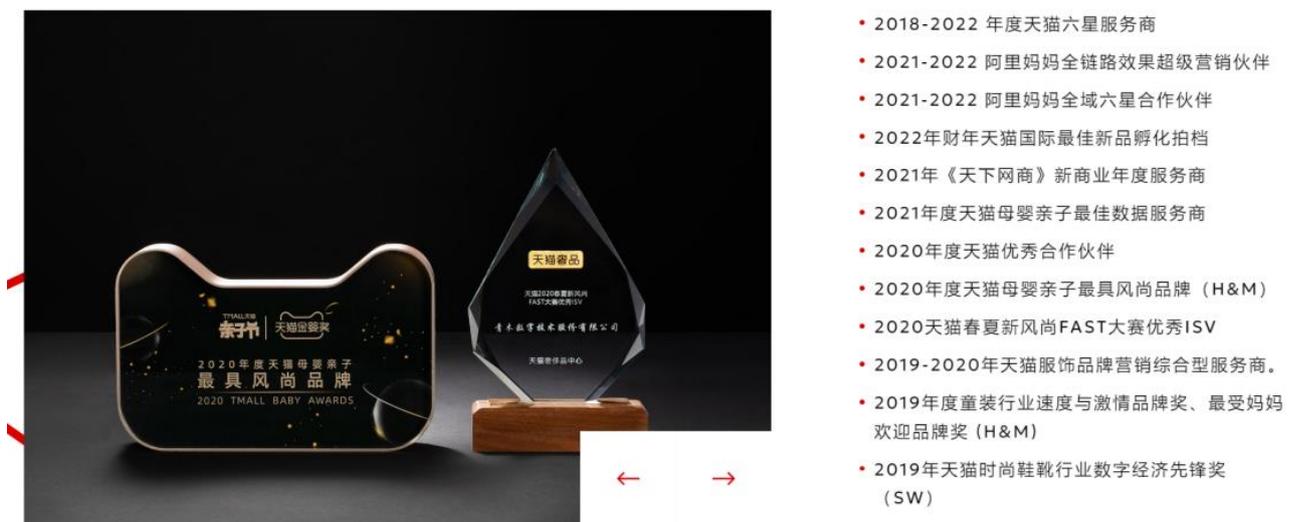
资料来源：公司 2023 年业绩会材料，德邦研究所

3.2. 平台合作：保持良好的战略合作关系，对规则理解渐深

横向联动天猫、京东、抖音等主流电商平台，对天猫、京东、抖音等电商平台理解渐深。在天猫平台，公司是首家同时拥有天猫六星资质（天猫平台最高级别）和天猫国际紫星资质（天猫国际平台最高级别）的服务商；在京东平台，公司代运营店铺被京东授予“2018 年最佳销售合作奖”、“2019 最佳经营店铺奖”等奖项。

公司与各大电商平台保持良好的战略合作关系，屡次获得电商平台和行业机构的殊荣和肯定。公司 2014 年起多次获得天猫“金牌淘拍档”称号，2018 年至今连续被评为“天猫六星服务商”（天猫平台最高级别），是“天猫国际紫星服务商”（天猫国际平台最高级别）；公司获得“天猫消费者运营优秀推荐服务商”、“京东数坊进阶能力认证”等资质认证；获得“2017 年度最佳天猫合作伙伴”、“品牌营销金服奖”等奖项；公司代运营店铺被京东授予“2019 最佳经营店铺奖”等奖项，公司被商务部评为“2017-2018 年度国家级电子商务示范企业”；2023 年，公司再度荣获天猫“天猫生态六星级服务商”、“阿里妈妈全域六星级服务商”等荣誉。

图 26：公司多次获得电商平台认可



资料来源：公司官网，德邦研究所

3.3. 孵化品牌：由代运营拓展至品牌孵化，扩展业务范畴

由品牌经销代理商向品牌方转变，注入全新增长动能。品牌孵化业务主要服务品牌为海外新兴品牌。1) 合作初期：公司会采取总代理方式，通过一定期限（通常不超过一年）的总代理合作模式和双方团队磨合，快速了解行业 and 品牌发展情况，评估品牌在中国区域的成长性和发展前景。2) 如果发展有良好增长预期，公司将合作模式升级到合资运营模式，合资运营模式是指公司与品牌方成立合资公司，并将品牌在中国区域所有业务和商标授权等装入合资公司，公司在合

资公司中拥有超过 50% 持股比例的控股权，公司组建团队负责合资公司的具体运营，辅助实现品牌在中国区域的快速增长。

业务服务品类主要是大快消品类，公司 2021 年已经成功切入的宠物食品品类和大健康品类，合作模式包括总经销代理模式以及合资联营模式。2023 年电商渠道零售收入同比增加 22.90%，主要因为公司合资孵化的健康消费品 Cumlaude lab 等项目的电商零售业绩快速增长。

图 27：合资品牌 Cumlaude lab 登陆中国



资料来源：Cumlaude Lab 官方微信公众号，德邦研究所

3.4. 技术积累：全渠道 IT 系统搭建，探索 AI+ 电商新机遇

公司全渠道 IT 系统搭建，2023 年继续加大技术投入。随着公司持续投入研发力量，公司已经形成了包括数据磨坊 CRM、青木 OMS、小白系统、青木啄木鸟、青木数据平台、启明星等软件，为客户在商品管理、页面制作、产品上下架、订单管理、库存管理、会员管理、会员互动、活动营销、流量运营等电商业务的各种场景提供软件和技术支持，这些系统既有利于提升公司整体的服务能力和运营效率，也可以为客户提供整体的数据和技术解决方案。2023 年，公司继续加大对智能投放工具青木啄木鸟、青木订单管理系统青木 OMS、青木小白、客户关系管理系统数据磨坊 CRM 的升级投入等，开发了青木 AI 系统青木青灵。

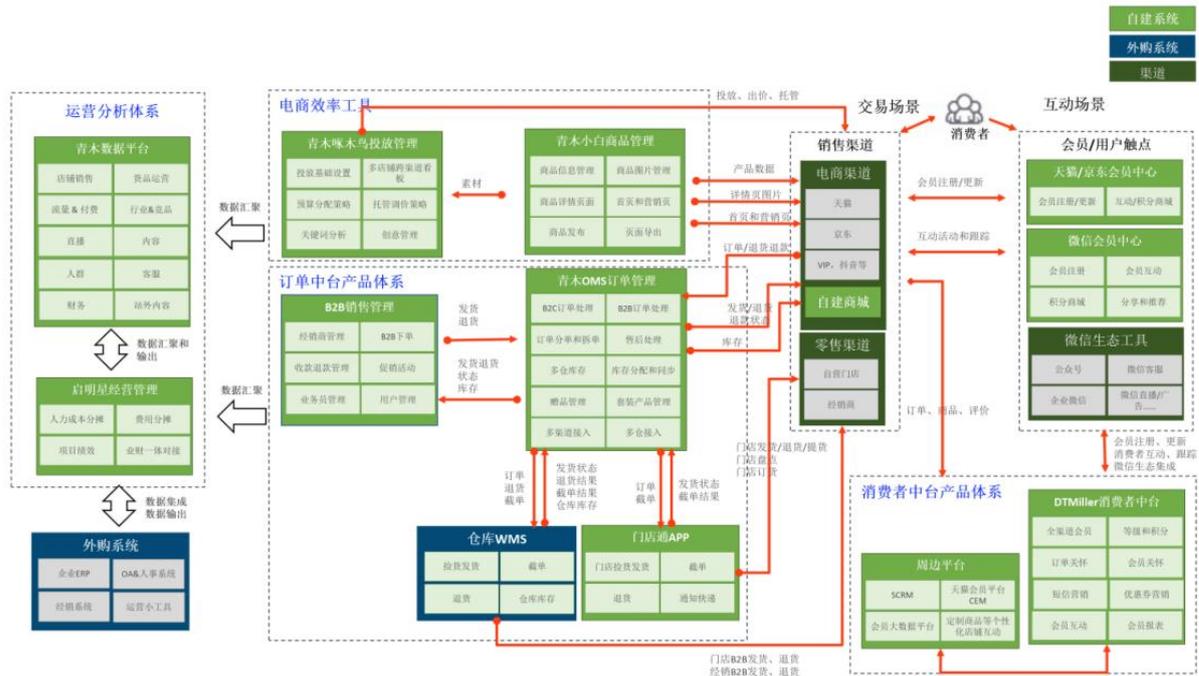
图 28：青木股份技术积累沉淀多个软件



资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

数据磨坊 CRM：公司利用自主研发消费者数据中台数据磨坊 CRM 及其他自动化工具，协助品牌商归集、整理、分析及应用消费者数据，进行业务数字化整合，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，从而实现消费者数据资产对品牌长期价值最大化。数据磨坊是公司帮助品牌进行业务数字升级整合和客户关系管理的 SaaS 工具能够直接向品牌客户进行销售或者搭配着服务销售，向客户收取服务费，从而为公司创收。随着人工智能技术的发展，数据磨坊会同步升级迭代，以提升客户的使用体验，不断为公司创收。

图 29：青木股份生产定制化电商解决方案



资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

青木青灵：公司积极探索 AI+电商的应用，以提升运营效率和服务效果。随着人工智能技术的不断迭代升级，公司对 AI 技术在电商运营环节的应用保持持续探索和投入，将青木数据中台结合 AI 技术进行了升级，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、营销策划等多个环节进行了应用尝试。1) 客服的售前环节，结合商品的特点进行卖点生成、咨询问答、客户流失分析，还能在售后环节进行客服问答质检和评价分析等；2) 在设计环节，能用人工智能技术对图片和短视频进行智能编辑、图片智能识别，并能简单对短视频进行剪辑；3) 在店铺运营和营销策划环节，能够自动生成商品标题，营销文案等。AI 工具应用能有效地提升各端口的工作效率，为公司降本增效和提升前端客户购买体验提供了有力的技术支持。

4. 投资建议：安全垫足，成长性大，未来可期

预计公司 2024-2026 年实现收入 1173/1553/2078 亿元，同比增长 21.3%/32.4%/33.8%。1) 电商代运营服务收入：得益于电商交易平台服务营收增速恢复，电商巨头竞争加剧，代运营必要性提升，存量及增量客户贡献收入增

长稳定，假设电商代运营服务收入增长率为 20%/20%/20%，实现收入 583.80/700.57/840.68 百万元；**2) 品牌孵化业务收入**：公司目前孵化多个合资品牌产品，部分品牌成果于今年显现；其他合资品牌正在孵化进行时，有望于明年开始逐步正式放量，假设品牌孵化业务收入增长率为 20%/50%/50%，实现收入 431.92/647.87/971.81 百万元；**3) 技术解决方案及消费者运营服务收入**：探索 AI+电商新场景，青木数据中台结合 AI 技术进行升级，技术解决方案能力不断提升，假设技术解决方案及消费者运营服务收入增长率为 30%/30%/30%，实现收入 70.47/91.61/119.09 百万元；品牌数字营销随技术解决方案的成熟化和精准化，投放效果提升，收入将保持较快增速，假设品牌数字营销收入增长率为 30%/30%/30%，实现收入 86.85/112.90/146.77 百万元。

表 30：收入预测表（单位：百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	967	1,173	1,553	2,078
YoY-%	14.3%	21.3%	32.4%	33.8%
其中：				
1-电商代运营服务	486.50	583.80	700.57	840.68
YoY-%	22.88%	20%	20%	20%
2-品牌孵化业务	359.93	431.92	647.87	971.81
YoY-%	1.24%	20%	50%	50%
3-技术解决方案及消费者运营服务	121.01	157.32	204.51	265.86
YoY-%	27.11%	30%	30%	30%
3a-技术解决方案及消费者运营服务	54.21	70.47	91.61	119.09
YoY-%	-3.80%	30%	30%	30%
3b-品牌数字营销	66.80	86.85	112.90	146.77
YoY-%	71.96%	30%	30%	30%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

成本端毛利率抬升，费用端控制良好释放利润。

- 在成本端：**1) 代运营业务：随着代运营服务经验积累和效率提升，电商代运营服务业务预计 2024-2026 年毛利率分别为 48%/49%/50%；2) 品牌孵化业务：电商渠道零售业务随着公司品牌能力积累，议价能力提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 46%/46.5%/47%。3) 技术解决方案前期研发投入较高，目前进入推广期，规模效应逐步显现，毛利率将维稳上行，预计 2024-2026 年毛利率分别为 67%/68%/69%。
- 在费用端：**我们的预测如下表所示，公司品牌口碑提升，销售费用率下降，2024-2026 年分别为 16.0%/15.5%/15.0%；研发费用率持续投资 AI+电商的技术产品，研发费用率 2024-2026 年分别为 5.6%/6.0%/6.3%；管理费用率预计保持稳定，管理费用率 2023-2025 年分别为 13.0%/13.0%/13.0%。

表 31：毛利率预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
--	-------	-------	-------	-------

1-电商代运营服务	44.32%	48.00%	49.00%	50.00%
2-品牌孵化业务	40.23%	46.00%	46.50%	47.00%
3a-技术解决方案及消费者	66.25%	67.00%	68.00%	69.00%
3b-品牌数字营销	13.80%	15.00%	16.00%	17.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

表 32：三费假设表（单位：百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	172	188	241	312
销售费用率-%	17.8%	16.0%	15.5%	15.0%
研发费用	54	66	93	131
研发费用率-%	5.6%	5.6%	6.0%	6.3%
管理费用	137	152	202	270
管理费用率-%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

估值分析及投资建议：预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 1.53、2.33 亿元，以 2024 年 6 月 27 日收盘价计算，对应 PE 分别为 18.02x、11.83x。根据业务类型，选取与公司代运营业务类似的公司壹网壹创、丽人丽妆，两家可比公司 2024-2025 年平均 PE 分别为 19.43/17.87 倍 PE（对应 2024 年 6 月 27 日收盘价）。公司代运营业务稳步发展，品牌孵化和技术解决方案收入体量逐步扩大，业务结构有望持续优化。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 33：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
300792.SZ	壹网壹创	36.32	1.08	1.53	1.64	33.65	23.70	22.14
605136.SH	丽人丽妆	22.59	0.30	1.49	1.66	76.49	15.16	13.61
	平均值					55.07	19.43	17.87
301110.SZ	青木股份	27.56	0.52	1.53	2.33	52.91	18.02	11.83

资料来源：各公司公告，德邦研究所测算 注：市值截至 6/27

5. 风险提示

电商平台依赖风险：公司代运营业务的服务平台主要集中在天猫、京东、抖音等大型电商平台，如未来电商市场格局发生重大变化，可能对公司业绩发生不利影响。

品牌商合作风险：公司与品牌商建立的运营服务或经销业务合作关系，如果未来公司不能达到品牌商的预期，或品牌商调整经营策略，从而导致品牌商与公司终止合作，或结束部分业务的合作，将对公司业务造成不利影响。

宏观经济波动风险：电商服务业受到宏观消费景气程度影响，若国内宏观经济波动，可能会导致业绩表现不及预期。

行业竞争加剧风险：电子商务服务行业有多个头部服务商，如果竞争赛道同质，出现价格战，可能导致业绩不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	2.29	3.50	4.77
每股净资产	21.28	23.37	26.87	31.64
每股经营现金流	0.51	0.73	1.09	1.45
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	51.47	18.02	11.83	8.67
P/B	1.89	1.77	1.54	1.31
P/S	2.91	2.40	1.81	1.35
EV/EBITDA	41.34	14.55	10.21	7.02
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	41.9%	46.0%	46.7%	47.4%
净利润率	4.5%	12.2%	13.2%	13.9%
净资产收益率	3.7%	9.8%	13.0%	15.1%
资产回报率	3.3%	8.9%	11.8%	13.7%
投资回报率	0.9%	9.0%	11.5%	13.9%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	14.3%	21.3%	32.4%	33.8%
EBIT 增长率	-77.8%	1056.1%	40.7%	41.8%
净利润增长率	-20.9%	193.7%	52.4%	36.3%
偿债能力指标				
资产负债率	10.1%	9.9%	10.9%	11.8%
流动比率	9.4	9.6	8.6	8.0
速动比率	8.4	8.2	7.4	6.6
现金比率	3.5	3.1	2.5	2.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	71.0	72.4	68.2	68.5
存货周转天数	75.2	65.8	65.4	63.6
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0
固定资产周转率	81.1	104.6	138.5	185.4

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	52	153	233	318
少数股东损益	-8	-10	-27	-30
非现金支出	68	0	0	0
非经营收益	-25	-20	-32	-41
营运资金变动	-53	-74	-101	-151
经营活动现金流	34	48	73	97
资产	-83	0	0	0
投资	-5	-78	-70	-74
其他	-53	18	26	34
投资活动现金流	-142	-61	-44	-41
债权募资	-17	-4	0	0
股权募资	1	-14	0	0
其他	-76	0	0	0
融资活动现金流	-92	-18	0	0
现金净流量	-201	-30	29	56

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	967	1,173	1,553	2,078
营业成本	562	634	828	1,094
毛利率%	41.9%	46.0%	46.7%	47.4%
营业税金及附加	3	4	5	7
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	172	188	241	312
营业费用率%	17.8%	16.0%	15.5%	15.0%
管理费用	137	152	202	270
管理费用率%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	54	66	93	131
研发费用率%	5.6%	5.6%	6.0%	6.3%
EBIT	14	159	224	317
财务费用	-9	0	0	0
财务费用率%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-20	0	0	0
投资收益	22	22	32	41
营业利润	46	159	224	317
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	46	159	224	317
EBITDA	54	159	224	317
所得税	3	16	18	29
有效所得税率%	5.9%	10.3%	8.1%	9.2%
少数股东损益	-8	-10	-27	-30
归属母公司所有者净利润	52	153	233	318

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	502	473	501	558
应收账款及应收票据	227	245	344	447
存货	90	142	159	228
其它流动资产	538	624	721	826
流动资产合计	1,357	1,483	1,725	2,058
长期股权投资	27	27	27	27
固定资产	11	11	11	11
在建工程	19	19	19	19
无形资产	49	49	49	49
非流动资产合计	227	239	248	261
资产总计	1,583	1,723	1,973	2,319
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	31	39	48	65
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	113	116	151	192
流动负债合计	144	155	200	257
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债总计	160	171	215	273
实收资本	67	67	67	67
普通股股东权益	1,419	1,558	1,791	2,109
少数股东权益	5	-6	-33	-63
负债和所有者权益合计	1,583	1,723	1,973	2,319

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师；2023年界面荣耀分析师传媒第一名。2023年21世纪金牌分析师传媒互联网第5名；港股及海外市场第5名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
	2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入
增持			相对强于市场表现5%~20%；
中性			相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持			相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。