

青木科技（301110）

2025 年半年报点评：25H1 营收同比+22.8%，自有品牌近翻倍增长

增持（维持）

2025 年 08 月 30 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	967.45	1,153.16	1,585.81	2,080.82	2,699.18
同比（%）	14.27	19.20	37.52	31.21	29.72
归母净利润（百万元）	52.08	90.54	105.14	149.98	220.47
同比（%）	(20.95)	73.84	16.13	42.64	47.00
EPS-最新摊薄（元/股）	0.56	0.98	1.14	1.62	2.38
P/E（现价&最新摊薄）	120.28	69.19	59.58	41.77	28.42

投资要点

■ **公司发布 2025 年中报：**25H1 公司实现营收 6.7 亿元，同比+22.8%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比-23.0%，扣非后归母净利 0.49 亿元，同比-19.8%。25Q2 公司实现营收 3.9 亿元，同比+23.8%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比-2.9%，扣非后归母净利 0.4 亿元，同比-1.1%。

■ **品牌孵化与管理业务增长强劲：**分业务看，25H1 电商代运营/品牌孵化与管理/经销代理分别收入 3.0/2.3/0.9 亿元，同比分别+7.2%/+86.5%/+11.9%，占比分别 44.9%/34.8%/14.2%，毛利率分别 47.0%/79.6%/37.4%，毛利率同比分别-1.2pct/+0.6pct/+12.5pct。其中经销代理业务由宠物食品品牌 Hills 及其他新增合作项目贡献收入；品牌孵化与管理业务主要由西班牙女性私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵和意大利自然膳食营养品牌 Zuccari 意卡莉带动增长。25H1 珂蔓朵收入同比增长 70+%，在天猫与抖音平台私处保养类中高端品牌线中排名第一，线下入驻胖东来、调色师等进行销售；25H1 意卡莉收入同比增长 95+%。

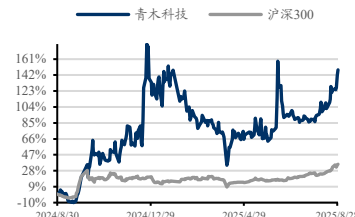
■ **25H1 抖音渠道收入高增：**分渠道看，25H1 天猫/抖音分别收入 1.9/0.95 亿元，同比分别+8.3%/+144.6%，占比分别 28.6%/14.2%，抖音渠道实现高增。25 年 618 大促期间，公司提供抖音直播服务的全资子公司“旺兔柏”实现总 GMV 同比增长 80%，其中抖音商城 GMV 同比增长 100%，截至 25H1 末，公司直播间数量超 75 个，拥有超 450 人的全职直播业务团队。公司已经搭建了完整的电商生态服务体系，合作覆盖天猫、京东、抖音、小红书、唯品会等电商平台。

■ **25H1 毛利率同比+5.4pct，期间费用率上升：**①**毛利率：**25H1 毛利率 57.0%，同比+5.4pct；25Q2 毛利率 60.4%，同比+6.8pct，主要系业务结构优化。②**费用率：**25H1 期间费用率 47.7%，同比+7.4pct，主要系销售费用率同比+8.1pct；25Q2 期间费用率 47.5%，同比+9.3pct，主要系销售费用率同比+9.7pct，主要由于品牌孵化与管理业务市场推广与平台费投放加大所致。③**净利率：**25H1 归母净利率 7.7%，同比-4.6pct；25Q2 归母净利率 10.6%，同比-2.9pct。

■ **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。考虑到公司品牌孵化与管理等业务放量初期销售费用投放等加大，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测从 1.2/1.7 亿元至 1.1/1.5 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 2.2 亿元，2025-2027 年归母净利润同比分别+16%/+43%/+47%，对应最新收盘价 PE 为 60/42/28X，维持“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.54
一年最低/最高价	25.28/80.94
市净率(倍)	4.50
流通 A 股市值(百万元)	3,375.49
总市值(百万元)	6,434.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.45
资产负债率(%，LF)	16.68
总股本(百万股)	92.54
流通 A 股(百万股)	48.54

相关研究

《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》

2025-01-26

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,232	1,257	1,349	1,468	营业总收入	1,153	1,586	2,081	2,699
货币资金及交易性金融资产	875	816	804	790	营业成本(含金融类)	575	720	842	976
经营性应收款项	208	267	344	441	税金及附加	4	6	8	12
存货	91	109	127	147	销售费用	279	444	635	850
合同资产	0	0	0	0	管理费用	166	254	354	499
其他流动资产	58	65	75	90	研发费用	52	79	114	162
非流动资产	497	484	467	446	财务费用	(7)	(13)	(11)	(11)
长期股权投资	44	44	44	44	加:其他收益	4	3	4	5
固定资产及使用权资产	115	103	91	76	投资净收益	24	32	42	54
在建工程	218	218	218	218	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	48	44	39	34	减值损失	(4)	(3)	(3)	0
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	108	128	182	270
其他非流动资产	49	52	52	52	营业外净收支	1	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,729	1,741	1,816	1,914	利润总额	110	127	181	269
流动负债	228	218	266	324	减:所得税	21	22	31	48
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	29	29	29	净利润	89	105	150	220
经营性应付款项	102	72	93	126	减:少数股东损益	(2)	0	0	0
合同负债	2	8	10	10	归属母公司净利润	91	105	150	220
其他流动负债	93	109	134	159	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.14	1.62	2.38
非流动负债	81	84	84	84	EBIT	77	114	170	258
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	118	136	193	279
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.13	54.58	59.55	63.85
租赁负债	79	79	79	79	归母净利率(%)	7.85	6.63	7.21	8.17
其他非流动负债	2	4	4	4	收入增长率(%)	19.20	37.52	31.21	29.72
负债合计	309	301	350	408	归母净利润增长率(%)	73.84	16.13	42.64	47.00
归属母公司股东权益	1,415	1,434	1,461	1,501					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	1,420	1,439	1,467	1,507					
负债和股东权益	1,729	1,741	1,816	1,914					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	180	8	80	117	每股净资产(元)	15.29	15.49	15.79	16.22
投资活动现金流	10	23	35	53	最新发行在外股份(百万股)	93	93	93	93
筹资活动现金流	(118)	(90)	(127)	(185)	ROIC(%)	4.15	6.15	9.03	13.28
现金净增加额	73	(59)	(12)	(14)	ROE-摊薄(%)	6.40	7.33	10.26	14.69
折旧和摊销	41	22	23	21	资产负债率(%)	17.86	17.31	19.25	21.29
资本开支	(150)	(7)	(7)	(1)	P/E (现价&最新股本摊薄)	69.19	59.58	41.77	28.42
营运资本变动	65	(95)	(59)	(75)	P/B (现价)	4.43	4.37	4.29	4.17

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>