

青木科技（301110）

2025 年三季报点评：AI 赋能代运营主业，自有品牌持续高增

增持（维持）

2025 年 10 月 27 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	118.30	186.19	260.41
同比（%）	(20.95)	73.84	30.67	57.38	39.86
EPS-最新摊薄（元/股）	0.56	0.98	1.28	2.01	2.81
P/E（现价&最新摊薄）	127.67	73.44	56.21	35.71	25.53

投资要点

■ **公司发布 2025 年三季报：**25Q1-Q3 公司实现营收 10.2 亿元，同比+26.3%，实现归母净利 7962 万元，同比+10.2%，实现扣非归母净利 7468 万元，同比+19.5%。单拆 Q3，公司实现营收 3.5 亿元，同比+33.7%，归母净利 2796 万元，同比+439.7%，扣非归母净利 2615 万元，同比+1217.3%。

■ **25Q3 销售净利率同比+5.6pct，盈利能力大幅提升：**①**毛利率：**25Q1-Q3 为 56.3%，同比+5.3pct；25Q3 毛利率为 55.0%，同比+5.0pct。②**期间费用率：**25Q1-Q3 为 48.3%，同比+4.8pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 31.8%/13.3%/3.0%，同比分别+6.2pct/-0.6pct/-1.4pct；25Q3 期间费用率为 49.4%，同比-0.7pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 33.1%/13.2%/2.8%，同比分别+2.0pct/-1.9pct/-1.3pct。③**销售净利率：**25Q1-Q3 为 7.3%，同比-1.2pct；25Q3 销售净利率为 7.5%，同比+5.6pct，得益于代运营服务等业务规模效应，降本增效显著，盈利能力大幅提升。

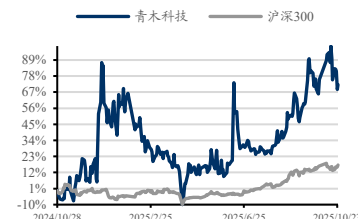
■ **品牌孵化与管理业务持续高增：**公司品牌孵化管理业务主要由西班牙女性私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵和意大利自然膳食营养品牌 Zuccari 意卡莉带动增长。2025 年 3 月，公司与欧洲知名药企 Dermofarm 正式签署战略合作协议，共同开拓中国大健康市场。Dermofarm 旗下拥有多个享誉欧洲的皮肤健康品牌，包括女性私护品牌珂蔓朵、护肤品牌 Sensilis 等，产品线涵盖皮肤护理、皮肤治疗等多个领域。公司此前助力珂蔓朵及意卡莉实现高速增长的成功经验，为此次战略合作奠定了坚实基础，品牌孵化与管理业务有望进一步增长。

■ **电商代运营业务协同发力：**公司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，为品牌商在天猫、抖音、京东等电商平台提供全链条或核心环节的代运营服务，直播基地覆盖上海、广州和杭州三座城市，三地直播运营核心优势深度整合联动，其中，上海直播团队深耕中高端服饰赛道；广州直播团队主要运营运动户外、黄金珠宝、个护保健等高潜品类；杭州直播团队关注主播孵化与精准流量运营。公司大力推进 AI 技术，自主研发了青木啄木鸟等技术工具，持续提升数字化服务水平。

■ **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业务爬坡较好，电商代运营业务协同发力，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测由 1.1/1.5/2.2 亿元至 1.2/1.9/2.6 亿元，同比分别+31%/+57%/+40%，对应最新收盘价 PE 为 56/36/26X，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)	71.86
一年最低/最高价	35.80/86.00
市净率(倍)	4.56
流通 A 股市值(百万元)	4,697.24
总市值(百万元)	6,649.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.76
资产负债率(%，LF)	16.05
总股本(百万股)	92.54
流通 A 股(百万股)	65.37

相关研究

《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》

2025-08-30

《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	1,254	1,353	1,479	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	814	808	801	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	891
合同资产	0	0	0	0	管理费用	166	238	320	432
其他流动资产	58	65	75	90	研发费用	52	79	104	140
非流动资产	497	488	471	450	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	143	225	318
其他非流动资产	49	56	56	56	营业外净收支	1	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,729	1,742	1,824	1,929	利润总额	110	143	224	318
流动负债	228	216	265	322	减:所得税	21	24	38	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	27	27	27	净利润	89	118	186	260
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	118	186	260
其他流动负债	93	109	134	159	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.28	2.01	2.81
非流动负债	81	84	84	84	EBIT	77	130	213	307
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	118	152	236	327
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	7.46	8.95	9.65
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	300	348	406	归母净利润增长率(%)	73.84	30.67	57.38	39.86
归属母公司股东权益	1,415	1,436	1,470	1,518					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	1,420	1,442	1,476	1,523					
负债和股东权益	1,729	1,742	1,824	1,929					

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	21	117	157	每股净资产(元)	15.29	15.52	15.89	16.40
投资活动现金流	10	20	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)	(102)	(157)	(217)	ROIC(%)	4.15	7.00	11.32	15.67
现金净增加额	73	(61)	(5)	(7)	ROE-摊薄(%)	6.40	8.24	12.66	17.16
折旧和摊销	41	22	23	21	资产负债率(%)	17.86	17.22	19.10	21.05
资本开支	(150)	(7)	(7)	(1)	P/E (现价&最新股本摊薄)	73.44	56.21	35.71	25.53
营运资本变动	65	(95)	(59)	(75)	P/B (现价)	4.70	4.63	4.52	4.38

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>