

品牌孵化快速增长

核心观点

公司不仅在传统货架电商合作泡泡玛特, jellycat 等知名品牌, 亦在抖音兴趣电商平台取得快速成长。公司上半年品牌孵化业务实现 86% 的快速增长, 经过数年培育, 旗下珂曼朵、意卡莉品牌已经初具声望, 在线上线下渠道打开空间, 证明公司从代运营到自主品牌打造的转型路径清晰可验证。另外, 公司持续研发投入到 AI+应用中, 为持续高效运营电商产业打下坚实基础。

事件

2025 年前三季度公司实现营业收入 10.21 亿元, 同比增长 26.34%, 其中第三季度实现营业收入 3.53 亿元, 同比增长 33.73%。

2025 年前三季度公司实现归属股东净利润 0.80 亿元, 同比增长 10.22%; 扣非净利润 0.75 亿元, 同比增长 19.49%。其中, 2025 年第三季度归属股东净利润 0.28 亿元, 同比增长 439.71%; 扣非净利润 0.26 亿元, 同比增长 1217.32%。

简评

品牌孵化带动收入快速增长

公司上半年品牌孵化业务取得 86% 的高速增长, 旗下珂曼朵 2025 年上半年天猫私处保养类目中排名全品牌第二位, 在中高端品牌线中排名第一。珂曼朵产品还入驻了包括胖东来、调色师等线下渠道进行销售。旗下意卡莉品牌产品矩阵包括以桦树汁为代表的美容抗衰线, 以及代谢饮为代表的身材管理线, 取得 95% 的快速增长。我们认为一方面新兴的抖音兴趣电商对公司所投的各类新消费赛道采取积极的扶持政策, 存在品类流量红利; 另一方面, 公司凭借扎实的新兴品牌策划能力和数据科技功底, 将代运营的优势发挥到了自主品牌上。公司单三季度实现 34% 的增长, 环比单二季度 24% 的增速进一步提升, 也证明了品牌孵化业务的增长潜力。

投流费用稳定可控, 保持研发投入强度

伴随公司品牌孵化业务的占比提升, 公司前三季度毛利率和销售费用率分别提升 5.25pct 和 6.19pct, 并且第三季度有所优化, 带动利润明显增长。公司持续研发投入保持稳定, 处于业内领先水平, 打造青灵 AI 中台并伴随开发多款应用场景, 提升效率。

青木科技(301110.SZ)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期: 2025 年 10 月 27 日

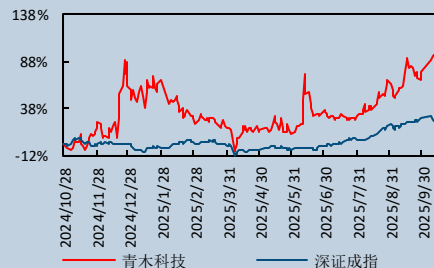
当前股价: 71.86 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.64/-2.72	37.06/26.79	69.68/50.08
12 月最高/最低价 (元)		82.89/37.99
总股本 (万股)		9,253.53
流通 A 股 (万股)		6,536.66
总市值 (亿元)		66.50
流通市值 (亿元)		46.97
近 3 月日均成交量 (万)		472.23
主要股东		
吕斌		21.45%

股价表现



相关研究报告

【中信建投社服商贸】青木科技(301110):抖音业务渐有成效, 品牌孵化硕果累累
24.09.08

投资建议：考虑到自有品牌的快速发展，我们预计 2025~2027 年实现归母净利润 1.35 亿元、1.81 亿元、2.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 49X、37X、28X，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	967.45	1,153.16	1,481.42	1,851.03	2,176.77
YoY (%)	14.27	19.20	28.47	24.95	17.60
净利润(百万元)	52.08	90.54	135.14	181.01	240.11
YoY (%)	-20.16	73.84	49.26	33.94	32.65
毛利率 (%)	41.92	50.13	55.83	59.79	62.11
销售净利率 (%)	5.38	7.85	9.12	9.78	11.03
ROE (%)	3.67	6.40	9.20	11.72	14.61
EPS (摊薄/元)	0.56	0.98	1.46	1.96	2.59
P/E (倍)	127.67	73.44	49.20	36.74	27.69
P/B (倍)	4.69	4.70	4.52	4.31	4.05

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、今年货架电商双十一销售伴随淘系闪购业务上线带来的日活/月活用户增加可能有所回暖，但品牌方投入营销资源和广告预算有可能依旧偏谨慎，公司所处的代运营行业主要收入来自于品牌方的营销开支，因而双十一的流量红利可能存在传导不畅的风险；

2、公司品牌孵化业务的品牌潜在受众更多来自于兴趣电商范畴，增长更多有赖于抖音平台的流量分化规则，如果平台认为行业增长潜力有限，可能会影响投流效率以及品牌盈利潜力；

3、公司在 AI 方面的投入可能面临各类大模型技术的快速变迁带来的扰动，因而研发费用存在不能转化为实际效率提升工具的风险。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk