

积极拓展品牌孵化业务，经营杠杆有望加速释放

■ 青木科技深度报告

青木科技(301110)
 批零贸易业/可洗消费品
301110 CH
Qingmu Tec
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb93.42

Yuenan Liu
 yn.liu@htisec.com

本报告导读：

公司积极拓展品牌孵化业务，有望于 2026 年开始迎来经营杠杆释放、带动业绩提速增长。

投资要点：

- 投资建议：**给予优于大市评级。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 15.4/24.7/29.6 亿元，分别同增 34%/60%/20%；预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.33/2.47/3.02 亿元，分别同增 47%/86%/22%。品牌孵化业务的收入快速增长、经营杠杆释放为公司业绩增长主要驱动。给予公司 2026 年 35xPE，目标价 93.42 元。
- 公司主营电商服务和品牌孵化与管理服务，合作多个国内外知名消费品牌，2024 年以来业绩实现较好复苏，主要来自积极拓展品牌孵化业务（西班牙女性私护品牌珂蔓朵、意大利自然膳食营养品牌意卡莉等），以及代运营业务的稳健增长（主要增量来自代运营泡泡玛特、Jellycat 等）。2024/2025Q1-3，公司实现收入 11.5/10.2 亿元，分别同增 19%/26%，实现归母净利润 0.91/0.80 亿元，分别同增 74%/10%，归母净利率分别为 7.9%/7.8%。**
- 公司品牌孵化与管理业务聚焦大健康领域，目前主要由珂蔓朵、意卡莉两个品牌构成，并有望于 2026 年完成对挪威保健食品品牌 Noromega 的收购及并表，且取得该品牌的中国区总经销权。公司品牌孵化业务于 2022 年开始逐步拓展合资公司形式，加深与品牌方的合作绑定，有助于提升业绩稳定性。2025H1 珂蔓朵实现收入同比增长超 70%，意卡莉收入同比增长超 95%，带动该业务板块实现收入 2.33 亿元/yoY+86%，且取得 79.6% 的高毛利率。我们预计 2025-2027 年该业务板块收入 6.0/14.6/18.8 亿元，同增 96%/143%/29%。**
- 电商代运营业务增长稳健，大服饰品类为占比最大品类，主要品牌包含 Skechers、ECCO、新秀丽、安德玛等，预计维持稳健增长。潮流贡献主要增量，公司分别于 2023、2024 年开始合作泡泡玛特、Jellycat 两大潮流及毛绒玩具龙头，获益于情绪消费崛起，两大品牌在中国的销售规模快速增长贡献了公司电商代运营业务主要增量。我们预计 2025-2027 年该业务板块收入 6.5/7.0/7.3 亿元，同增 15%/7%/5%。**
- 风险提示：**品牌孵化业务发展不及预期；品牌合作风险；电商渠道发展趋于饱和、竞争加剧风险。

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	967	1,153	1,542	2,466	2,960
(+/-)%	14.3%	19.2%	33.7%	59.9%	20.0%
净利润(归母)	52	91	133	247	302
(+/-)%	-20.9%	73.8%	47.1%	85.6%	22.2%
每股净收益(元)	0.56	0.98	1.44	2.67	3.26
净资产收益率(%)	3.7%	6.4%	9.1%	16.7%	19.6%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	133.31	76.68	52.15	28.09	22.98

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	502	568	522	315	325	营业总收入	967	1,153	1,542	2,466	2,960
交易性金融资产	458	307	307	307	307	营业成本	562	575	657	868	993
应收账款及票据	227	163	209	333	396	税金及附加	3	4	5	8	9
存货	90	91	95	125	143	销售费用	172	279	481	915	1,131
其他流动资产	80	103	139	152	153	管理费用	137	166	225	360	432
流动资产合计	1,357	1,232	1,273	1,231	1,323	研发费用	54	52	46	54	59
长期投资	27	44	54	64	74	EBIT	14	77	157	301	373
固定资产	11	10	262	233	206	其他收益	3	4	5	7	7
在建工程	19	218	0	0	0	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产及商誉	54	54	53	249	298	投资收益	22	24	31	39	38
其他非流动资产	116	172	166	124	89	财务费用	-9	-7	-8	-7	-3
非流动资产合计	227	497	535	670	667	减值损失	-29	-4	-7	-8	-9
总资产	1,583	1,729	1,808	1,901	1,990	资产处置损益	0	1	0	0	0
短期借款	0	7	26	26	26	营业利润	46	108	164	307	376
应付账款及票据	31	102	115	152	174	营业外收支	0	1	1	1	1
一年内到期的非流动负债	21	24	20	20	20	所得税	3	21	33	62	75
其他流动负债	92	95	112	145	158	净利润	44	89	132	246	301
流动负债合计	144	228	273	343	378	少数股东损益	-8	-2	-1	-1	-1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	52	91	133	247	302
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁债券	14	79	66	66	66	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	2	2	4	4	4	ROE(摊薄,%)	3.7%	6.4%	9.1%	16.7%	19.6%
非流动负债合计	16	81	71	71	71	ROA(%)	2.7%	5.4%	7.5%	13.3%	15.5%
总负债	160	309	344	414	449	ROIC(%)	0.9%	4.1%	8.0%	15.0%	18.0%
实收资本(或股本)	67	93	93	93	93	销售毛利率(%)	41.9%	50.1%	57.4%	64.8%	66.5%
其他归母股东权益	1,352	1,322	1,367	1,392	1,447	EBIT Margin(%)	1.4%	6.7%	10.2%	12.2%	12.6%
归属母公司股东权益	1,419	1,415	1,459	1,484	1,539	销售净利率(%)	4.5%	7.7%	8.5%	10.0%	10.2%
少数股东权益	5	6	4	3	2	资产负债率(%)	10.1%	17.9%	19.0%	21.8%	22.5%
股东权益合计	1,424	1,420	1,463	1,487	1,541	存货周转率(次)	4.8	6.3	7.1	7.9	7.4
总负债及总权益	1,583	1,729	1,808	1,901	1,990	应收账款周转率(次)	5.1	5.9	8.3	9.1	8.1
						总资产周转率(次)	0.6	0.7	0.9	1.3	1.5
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润现金含量	0.7	2.0	1.0	0.7	0.9
经营活动现金流	34	180	132	184	280	资本支出/收入	8.6%	13.0%	6.0%	8.0%	1.7%
投资活动现金流	-142	10	-91	-167	-21	EV/EBITDA	41.34	44.49	26.82	18.08	15.41
筹资活动现金流	-92	-118	-86	-225	-249	P/E(现价 & 最新股本摊薄)	133.31	76.68	52.15	28.09	22.98
汇率变动影响及其他	-1	0	0	0	0	P/B(现价)	4.89	4.91	4.76	4.68	4.51
现金净增加额	-201	73	-45	-208	10	P/S(现价)	7.18	6.02	4.50	2.82	2.35
折旧与摊销	40	41	87	72	64	EPS-最新股本摊薄(元)	0.56	0.98	1.44	2.67	3.26
营运资本变动	-53	65	-63	-104	-57	DPS-最新股本摊薄(元)	0.43	0.80	1.18	2.18	2.67
资本性支出	-83	-150	-92	-197	-50	股息率(现价, %)	0.6%	1.1%	1.6%	2.9%	3.6%

数据来源: Wind, 公司财报, HTI

目录

1. 投资建议	4
1.1. 盈利预测	4
1.2. 估值	5
2. 积极拓展品牌孵化业务、代运营业务稳健增长, 2024 年以来业绩实现较好复苏	6
2.1. 公司概况: 主营电商服务和品牌孵化与管理服务, 合作多个国内外知名消费品牌	6
2.2. 财务复盘: 品牌孵化业务贡献主要收入增长, 盈利结构变化, 随销售规模增长利润有望加速释放	7
2.3. 董事长及总经理为南开大学校友、公司实控人	10
3. 品牌孵化业务: 聚焦大健康、宠物等新兴消费赛道	12
3.1. 珂蔓朵: 西班牙女性私护品牌, 合资经营模式首个成功案例	12
3.2. 意卡莉、Noromega: 布局高潜力健康膳食及保健品赛道	16
3.3. 宠物食品: 高成长赛道, 未来公司有望进行重点开拓	21
4. 电商代运营业务: 增长稳健, 潮玩贡献主要增量	21
4.1. 电商行业增速放缓, 结构性机会仍存	21
4.2. 潮玩: 情绪消费高成长赛道, 公司合作泡泡玛特、Jellycat 两大头部品牌	23
4.3. 大服饰类目: 主要品牌电商 GMV 规模总体稳健	25
5. 风险提示	27

1. 投资建议

1.1. 盈利预测

关键假设:

电商代运营服务: 核心品类大服饰类目预计增长稳健, 潮玩类目由泡泡玛特、Jellycat 带动延续较快增长, 预计 2025-2027 年收入同比增长 15%/7%/5%, 毛利率相对稳定, 保持在约 45%。

品牌孵化与管理业务: 一方面, 两大核心品牌珂蔓朵和意卡莉继续保持较快增速, 2026 年 Noromega 并表并取得中国区总经销权后, 凭借公司在天猫、抖音等线上平台优异运营能力, 我们预计其 toC 端业务将进一步贡献公司收入及业绩增量, 预计品牌孵化与管理业务 2025-2027 年收入同比增长 96%/143%/29%, 毛利率稳定在 79.6%。

经销代理业务: 2025 年以来, 主要来自宠物食品品牌 Hills 贡献, 2025H1 板块收入增长 12%, 毛利率为 37%。预计 2025-2027 年收入同比增长 15%/13%/12%, 毛利率稳定在约 35%。

基于以上关键假设, 我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 15.4/24.7/29.6 亿元, 增速分别为 34%/60%/20%, 毛利率分别为 57.4%/64.8%/66.5%, 主要来自高毛利品牌孵化业务的收入占比提升。

表1: 青木科技收入及毛利预测 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	967.45	1153.16	1541.95	2466.02	2960.04
yoy	14%	19%	34%	60%	20%
毛利额	405.52	578.08	885.05	1598.11	1967.12
毛利率	41.9%	50.1%	57.4%	64.8%	66.5%
电商代运营服务	486.50	565.12	649.89	695.38	730.15
yoy	23%	16%	15%	7%	5%
占比	50%	49%	42%	28%	25%
毛利率	44.3%	41.0%	45.0%	45.0%	45.0%
品牌孵化与管理业务	135.39	306.67	600.00	1455.00	1882.45
yoy		127%	96%	143%	29%
占比	14%	27%	39%	59%	64%
毛利率	76.2%	79.6%	79.6%	79.6%	79.6%
经销代理业务	224.54	167.48	192.60	217.63	243.75
yoy	-37%	-25%	15%	13%	12%
占比	23%	15%	12%	9%	8%
毛利率	18.5%	28.5%	35.0%	35.0%	35.0%
品牌数字营销	66.81	48.07	33.65	26.92	26.92
yoy	72%	-28%	-30%	-20%	0%
占比	7%	4%	2%	1%	1%
毛利率	13.8%	18.7%	8.0%	8.0%	8.0%
技术解决方案及消费者运营服务	54.21	65.82	65.82	71.08	76.77
yoy	-4%	21%	0%	8%	8%
占比	6%	6%	4%	3%	3%
毛利率	66.2%	69.3%	68.0%	68.0%	68.0%

数据来源: 公司公告、HTI

预计 2025-2027 年随品牌孵化业务收入占比的提升，该业务板块呈现高毛利率、高销售费用率特征，带动公司毛利率、销售费用率有较为明显的逐年提升，管理费用率总体稳定，研发费用率随规模效应逐步小幅下降。综上，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.33/2.47/3.02 亿元，增速分别为 47%/86%/22%，其中 2026 年增速较快主要考虑 Noromega 并表及其中国区总经销权取得带来的增量。

表2：青木科技归母净利润预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	967	1,153	1,542	2,466	2,960
%增长率	14.3%	19.2%	33.7%	59.9%	20.0%
营业成本	562	575	657	868	993
%销售收入	58.1%	49.9%	42.6%	35.2%	33.5%
毛利	406	578	885	1,598	1,967
%销售收入	41.9%	50.1%	57.4%	64.8%	66.5%
销售费用	172	279	481	915	1,131
%销售收入	17.8%	24.2%	31.2%	37.1%	38.2%
管理费用	137	166	225	360	432
%销售收入	14.1%	14.4%	14.6%	14.6%	14.6%
研发费用	54	52	46	54	59
%销售收入	5.6%	4.5%	3.0%	2.2%	2.0%
归母净利润	52	91	133	247	302
%增长率	-20.9%	73.8%	47.1%	85.9%	22.2%
净利率	5.4%	7.9%	8.6%	10.0%	10.2%

数据来源：公司公告、HTI

1.2. 估值

选取主营电商代运营及电商服务的若羽臣、水羊股份、壹网壹创、赛维时代、值得买为可比公司，2026 年可比公司平均估值为 45X。我们认为公司业务结构、发展阶段与 1-2 年前的若羽臣相似度较高，可参考若羽臣给予一定估值折价，给予公司 2026 年 35xPE，目标价 93.42 元。

表3：可比公司估值表（2026.1.8）

标的名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
若羽臣	003010.SZ	37.91	118	1.06	1.80	3.03	112	66	39
水羊股份	300740.SZ	24.22	94	1.10	1.98	2.99	86	48	32
壹网壹创	300792.SZ	33.00	78	0.76	1.11	1.46	103	70	54
赛维时代	301381.SZ	21.35	86	2.14	3.52	5.34	40	24	16
值得买	300785.SZ	46.55	93	0.75	0.90	1.09	123	103	85
平均值							93	62	45
青木科技	301110.SZ	75.03	69	0.91	1.33	2.47	77	52	28

数据来源：Wind, HTI

注：归母净利润采用 Wind 一致预期

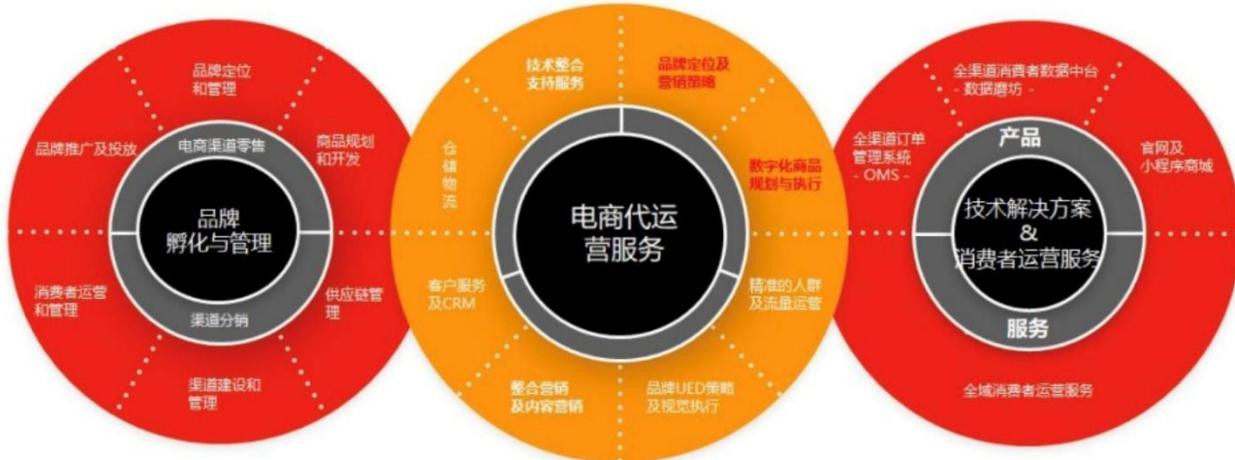
2. 积极拓展品牌孵化业务、代运营业务稳健增长，2024年以来业绩实现较好复苏

2.1. 公司概况：主营电商服务和品牌孵化与管理服务，合作多个国内外知名消费品牌

公司主要为品牌商提供电商服务和品牌孵化与管理服务，主营业务涵盖了电商代运营服务、品牌孵化与管理业务、经销代理业务、数字营销以及技术解决方案和消费者运营服务。经过在电商行业内十余年的发展，公司已经搭建了完整的电商生态服务体系，合作覆盖了天猫、京东、抖音、小红书、唯品会等电商平台，拥有成熟的全链条的电商综合服务能力。

公司长期合作多个国内外知名品牌，包括 Skechers、ECCO、Lacoste、Emporio Armani、新秀丽、泡泡玛特、Jellycat、安德玛、探路者、周大生、Thom Browne、New Balance、李宁、Champion、Zara Home、无印良品、博士伦、金达威、珂蔓朵、意卡莉、小米、OPPO、迪卡侬、凯乐石等。公司在电商行业大服饰领域的头部优势明显，近年来拓展品类至女性私护、健康消费品、宠物食品、潮玩和美妆等类目。

图1：公司主要业务布局



数据来源：公司财报

复盘公司发展历程，主要经历以下阶段：

2011-2016年：树立大服饰领域优势地位。公司自2011年开始，抓住电子商务行业快速发展的风口，专注于服务品牌线上零售，从电商代运营服务起步，以鞋服箱包为主要品类，先后合作斯凯奇、ECCO、班尼路、新秀丽、FION等鞋包品牌；2016年起，引入Emporio Armani、G2000、Exception、H&M、APMMonaco等品牌，从鞋包扩展到大服饰领域，逐步树立鞋服箱包品类行业优势地位。

2017年-2020年：代运营品类拓展至大快消领域。2017年，公司与贝亲品牌合作，为其提供唯品会渠道分销，开启新的合作品类及业务模式。随着母婴品牌分销经验的积累，公司陆续拓展Chuchu、Bfree、宇津等品牌，通过分销+零售的模式协助品牌进入中国市场。后进一步发展与Swagger、Tromborg、Solid Gold等美妆个护、宠物食品品牌的合作。

2021 年至今：1) 探索合资经营模式，积极发展品牌孵化业务，2) 代运营业务新增合作多个大消费领域知名品牌。

2021 年，公司为了稳固与服务品牌的合作稳定性，积极探索升级与代理品牌的合作模式，与母婴品牌宇津从总代理的合作模式升级到了合资经营的模式，公司与日本宇津共同成立了合资公司，将中国区所有业务和品牌商标资产注入到了合资公司内，并取得合资公司控股权。此举加深与品牌的合作绑定，公司也从代理商的角色转变成为了品牌商。

2022 年，公司就西班牙品牌珂曼朵中国业务的开展与品牌方 Dermoform 共同出资成立了合资公司珂蔓朵香港有限公司，并取得了对合资公司的控股权，合作模式从总代升级为合资经营。

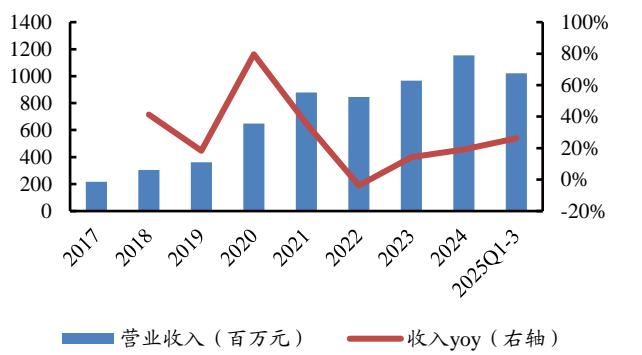
目前，公司品牌孵化与管理业务的合作模式通常分为总代理和合资运营两种方式。公司在与品牌合作的初期通常采用总代理模式，通过一定期限的合作使双方团队快速磨合，使公司进一步评估品牌在中国市场的成长性和发展前景。对有高增长潜力的品牌，公司会进一步将总代理模式升级为合资公司模式。公司与品牌方成立针对在中国区业务的合资公司，将品牌在中国区域的所有业务和商标授权装入合资公司。公司在合资公司中拥有超过 50% 的持股比例，对合资公司拥有控制权。公司品牌孵化业务主要收入贡献的两大品牌为女性私护品牌珂蔓朵、自然膳食营养品牌意卡莉。

电商代运营方面，2022 年来公司代运营业务新增合作多个知名品牌，包含 Thom Browne、Farfetch、泡泡玛特、Jellycat、博士伦、李宁、Champion、安德玛等，类目涵盖大服饰类、文娱类、体育用品类等。

2.2. 财务复盘：品牌孵化业务贡献主要收入增长，盈利结构变化，随销售规模增长利润有望加速释放

2024 年以来，公司收入、利润实现较好增长，主要与公司加大品牌孵化业务布局，以及电商代运营业务保持稳健增长有关。

图2：2018 年以来公司收入规模维持较快增长



资料来源：Wind，公司公告，HTI

图3：2024 年以来公司归母净利润实现较好修复



资料来源：Wind，公司公告，HTI

公司主要业务模式中，电商代运营服务、品牌数字营销、技术解决方案及消费者运营服务主要赚取服务费收入和仓储物流收入，成本主要为人力、仓储物理、项目服务采购成本；品牌孵化与管理业务、经销代理业务则以“全额法”记收入，主要赚取商品销售与商品采购和销售推广费用等成本费用的差额。

表4: 公司主要业务及盈利模式

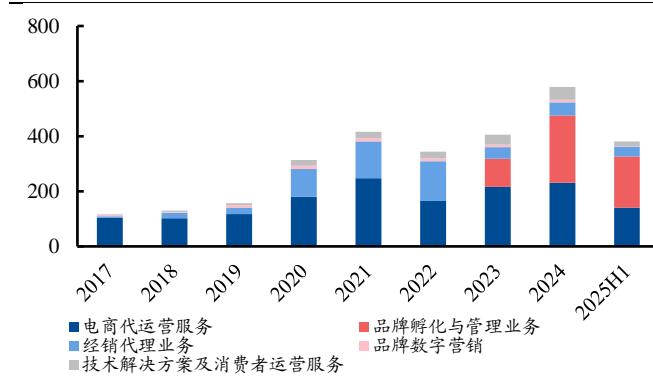
业务类型	收入构成	主要成本构成	盈利模式
电商代运营服务	服务费和仓储物流收入	人力和仓储物流成本	服务费与人力等成本的差额
品牌孵化与管理业务	商品零售和商品分销收入	商品采购成本	商品销售与商品采购和销售推广费用等成本费用的差额
经销代理业务	商品零售和商品分销收入	商品采购成本	商品销售与商品采购和销售推广费用等成本费用的差额
品牌数字营销	服务费收入	项目服务采购成本和人力成本	服务费与项目采购和人力等成本的差额
技术解决方案及消费者运营服务	服务费收入	项目服务采购成本和人力成本	服务费与项目采购和人力等成本的差额

资料来源: 公司公告, HTI

2023 年开始, 公司单独拆分“品牌孵化与管理业务”, 主要依托珂蔓朵和意卡莉的快速增长贡献收入和毛利增量。品牌孵化与管理业务于 2023/2024/2025H1 分别实现收入 1.35/3.07/2.33 亿元, 占总收入的比例分别为 14%/27%/35%, 2024/2025H1 收入分别同比增长 127%/86%。

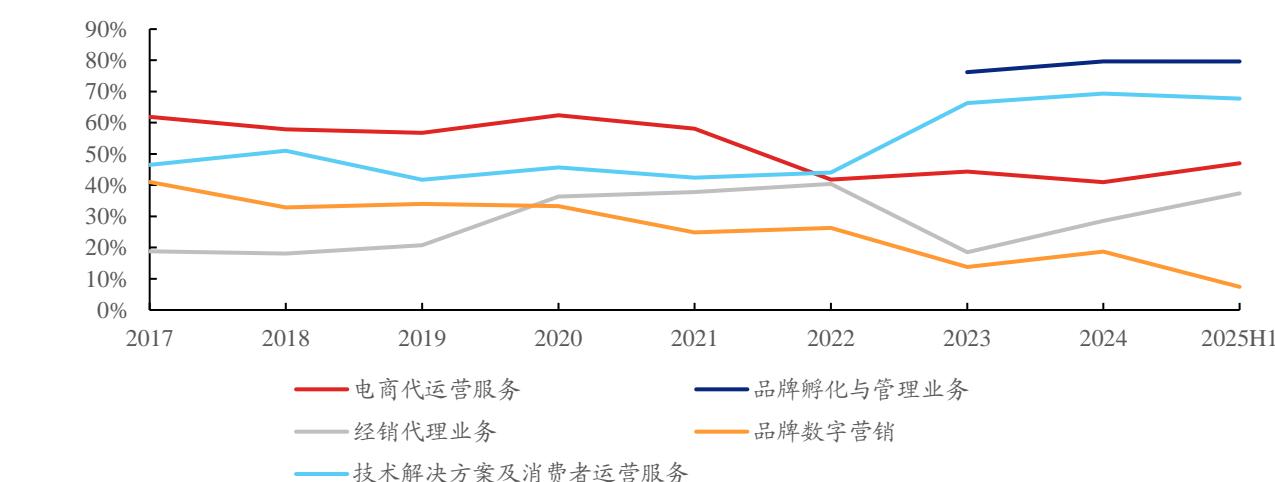
图4: 2024 年以来品牌孵化与管理业务贡献较多收入增量 (百万元)


资料来源: Wind, 公司公告, HTI

图5: 2024 年以来品牌孵化与管理业务贡献较多毛利额增量 (百万元)


资料来源: Wind, 公司公告, HTI

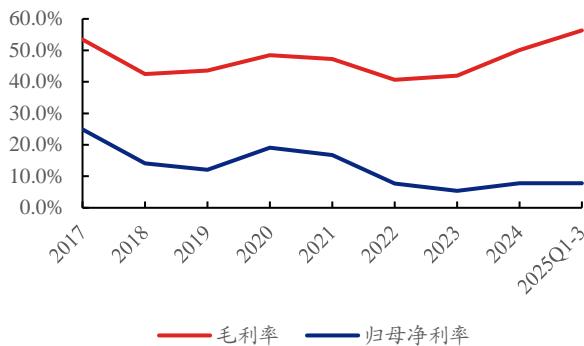
2023/2024/2025H1 品牌孵化与管理业务毛利率分别为 76%/80%/80%, 显著高于其他主营业务, 2023/2024/2025H1 品牌孵化与管理业务毛利额占比分别为 25%/42%/49%。

图6: 品牌孵化与管理业务毛利率显著高于公司其他业务


数据来源: Wind, 公司财报, HTI

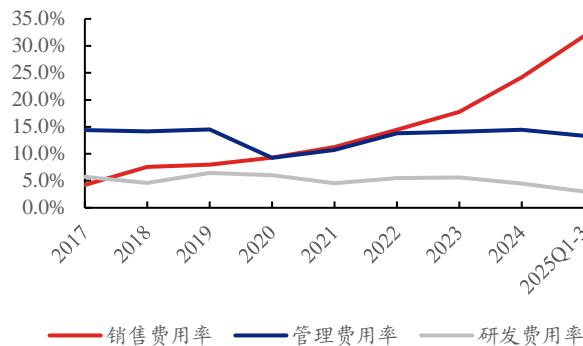
品牌孵化业务具备高毛利率、高销售费用率的特征，带动公司 2024 年以来毛利率、销售费用率提升明显，同时由于该业务尚处投入期，公司归母净利润相对平稳。未来，随着品牌孵化业务规模效应显现，我们预计公司净利率有望实现逐步提升。

图7：随品牌孵化与管理业务占收入比重提升，毛利率提升明显



资料来源：Wind，公司公告，HTI

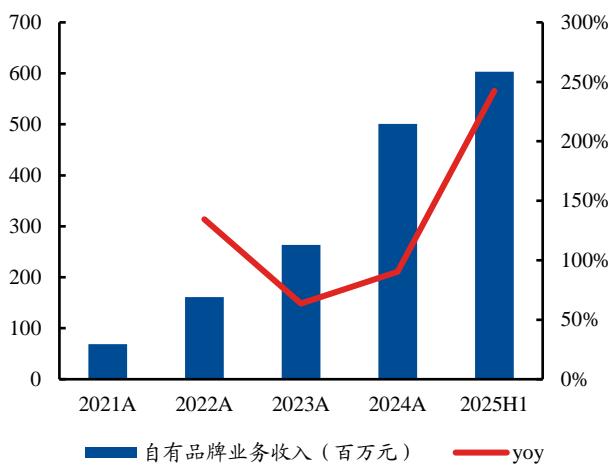
图8：随品牌孵化与管理业务占收入比重提升，销售费用率提升明显



资料来源：Wind，公司公告，HTI

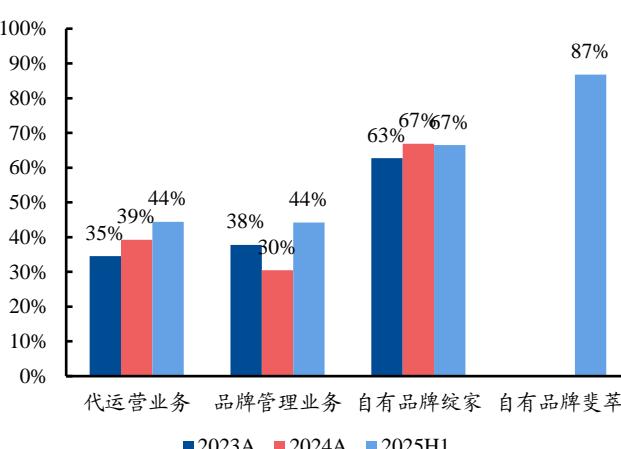
对比同样由电商代运营逐步转型自有品牌业务的若羽臣，其自有品牌业务发展早于青木科技，于 2023 年开始实现收入逐步放量、2024 年以来归母净利润规模快速增长。

图9：若羽臣自有品牌业务收入实现快速放量



资料来源：Wind，公司公告，HTI

图10：若羽臣自有品牌业务毛利率显著高于其代运营业务



资料来源：Wind，公司公告，HTI

从若羽臣历史业绩表现和发展阶段来看，2019-2022 年，公司收入增速放缓，利润呈现波动，一方面由于传统头部电商平台竞争激烈、行业格局面临向社交电商、直播电商的转型，致代运营业务竞争激烈；另一方主要系 2021 年开始公司寻求未来新增长点，业务重心转变，处在自有品孵化期，在产品研发、市场推广、人员招募等方面投入较大，但收入尚未形成规模效应。

2023 年以来，随着若羽臣自有品牌收入较快增长，盈利改善，利润实现较快修复。2024 年公司收入、利润均创新高，且 2025Q1-3 延续快增，利润同比大幅增长主要得益于自有品牌贡献。

图11：若羽臣自有品牌业务贡献了 2024 年以来收入的提速增长


资料来源：Wind, 公司公告, HTI

图12：若羽臣自有品牌业务贡献了 2024 年以来归母净利润的增长


资料来源：Wind, 公司公告, HTI

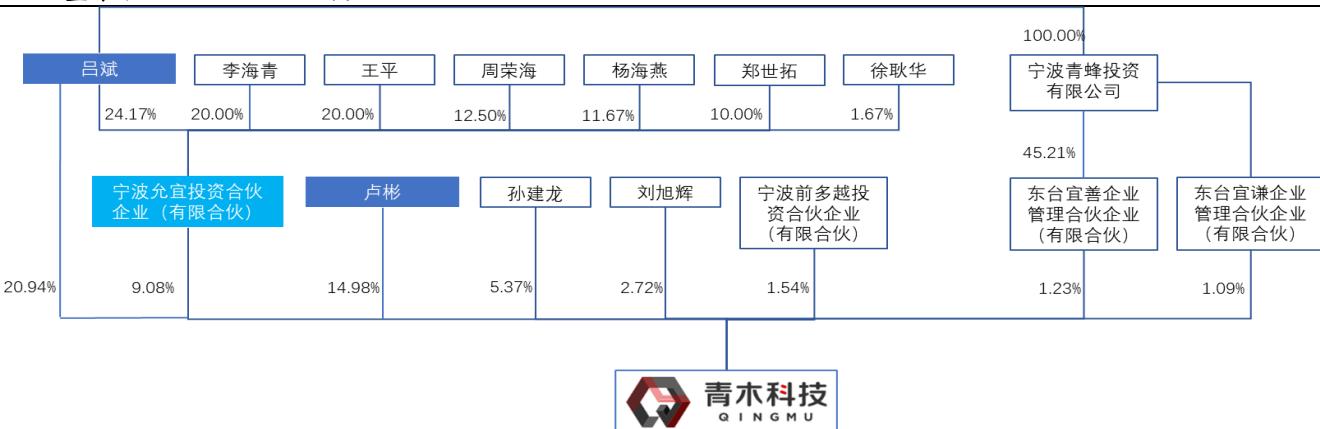
历史来看，若羽臣过去以代运营业务为主的盈利结构中，归母净利率维持在中高个位数，2021-2023 年因业务转型、电商行业竞争加剧等而出现下滑，2024/2025Q1-3 归母净利率分别为 6.0%/4.9%，较 2021-2023 年有明显改善。

图13：若羽臣自有品牌业务已形成规模效应，贡献公司 2024 年以来归母净利率的提升


数据来源：公司财报, HTI

2.3. 董事长及总经理为南开大学校友、公司实控人

公司实控人为董事长吕斌及总经理卢彬，截至 2025 年 12 月 30 日，吕斌直接持有上市公司 20.94% 股权，并通过宁波允宜、东台宜善、东台宜谦等间接持有公司股份。卢彬直接持有上市公司 14.98% 股权。

图14：董事长及总经理为公司实控人


数据来源：Wind, 公司公告, HTI

吕斌、卢彬作为共同毕业于南开大学的校友及好友，基于看好国内电商行业的发展前景及由此催生的电商代运营等业务机遇，在共同好友刘旭晖（现任公司董事）、孙建龙（现公司持股5%以上股东）的介绍下，吕斌、卢彬先后通过受让股权的方式入股青木股份，依托青木股份为创业平台，开拓和发展电商代运营等业务。

表5：公司核心高管、股东为南开大学校友及好友

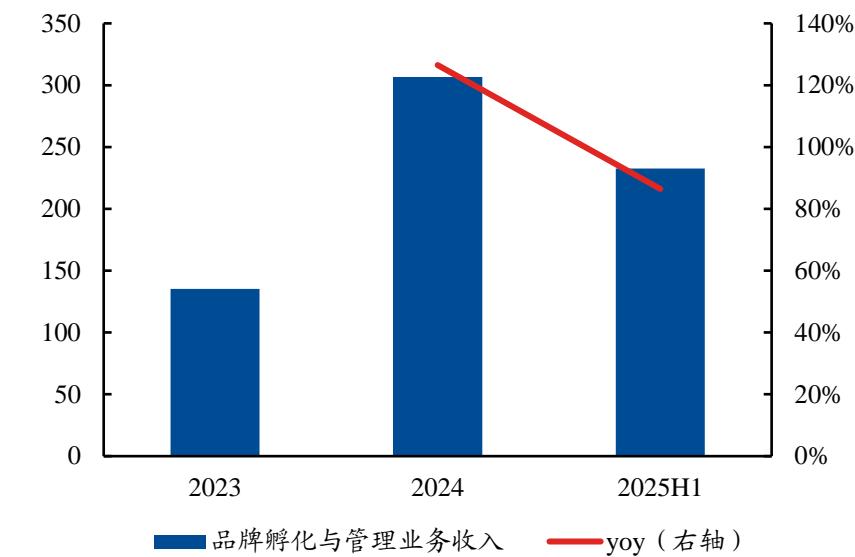
姓名	现任职务	主要背景
吕斌	董事长，董事	1981年出生，毕业于南开大学企业管理专业。 2006年7月至2008年4月任广东广信通信服务有限公司营销专员；2008年5月至2009年2月任七天连锁酒店集团公司上海徐家汇二店总经理；2009年3月至2011年2月任广州天运网络科技有限公司运营总监；2011年3月至今就职于青木股份，历任总经理、董事长。
卢彬	总经理	1983年出生，毕业于南开大学市场营销专业。 2007年7月至2009年6月任广东电信实业公司经营分析专员；2009年6月至2011年11月任阿里巴巴产品经理；2011年12月至今就职于青木股份，历任副总经理、总经理、董事。
刘旭晖	董事	1980年出生，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。 2003年6月至2004年7月任万向通信有限公司业务助理；2004年7月至2005年10月任北京易索得科技有限公司业务经理；2005年10月至2006年12月任北京联动纳维科技有限公司华南区总监；2006年12月至2019年12月任广州天运网络科技有限公司总经理；2020年1月至今就职于广州摩根森分选技术有限公司，担任董事长。2017年1月至今担任青木股份董事。
黄全能	副总经理	1982年出生，毕业于清华大学计算机专业，硕士研究生学历。 2005年7月至2010年8月任爱立信中国研究院高级工程师；2010年8月至2012年5月任北京祖睿科技有限公司技术经理；2012年8月至2016年9月任北京小唱科技有限公司高级总监；2016年9月至2019年12月参与移动互联网自主创业；2019年12月至2020年6月任北京海港城科技有限公司技术负责人；2020年6月至今就职于青木股份，担任副总经理。
王广翠	副总经理	1982年出生，毕业于中山大学工商管理专业，硕士研究生学历。 2004年7月至2014年6月任广东广信通信服务有限公司电商渠道中心总经理；2014年7月至今就职于青木科技。
王平	副总经理	1981年出生，毕业于南开大学企业管理专业。 2007年7月至2008年9月任沿海国际控股有限公司人事专员；2008年9月至2010年1月任广州智联博宇信息技术有限公司合伙人；2010年1月至2011年1月任广州天运网络科技有限公司项目经理；2011年3月至今就职于青木股份，担任品牌运营事业部总经理。现任公司副总经理。
任俊	副总经理	1982年出生，本科学历。 2008年至2022年就职于阿里巴巴集团，先后担任天猫箱包、男女鞋、运动户外等多个行业负责人。2022年4月至今就职于青木科技。
李克亚	副总经理、财务总监、董事会秘书	1984年出生，毕业于江西财经大学会计学专业，中国注册会计师。 2008年9月至2013年8月任毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计部助理经理；2013年8月至2015年8月任美林基业集团财务管理中心财务高级经理；2015年9月至2020年2月任广州酷旅旅行社有限公司财务副总裁。 2020年3月至今就职于青木股份，担任董事会秘书、财务总监。

资料来源：公司公告，HTI

3. 品牌孵化业务：聚焦大健康、宠物等新兴消费赛道

公司品牌孵化与管理业务目前主要收入由珂蔓朵、意卡莉两个品牌构成。

图15：2025H1公司品牌孵化与管理业务收入 2.33 亿元/yoY+86%



数据来源：公司公告，HTI

3.1. 珂蔓朵：西班牙女性私护品牌，合资经营模式首个成功案例

公司孵化与管理的品牌 Cumlaude Lab（“珂蔓朵”）是来自西班牙的女性私护健康品牌，由妇科医生和药剂师于 1998 年创立，致力于为全年龄段女性在私处健康、情绪、两性生活等问题上提供产品解决方案。其产品矩阵按使用场景可分为日常基础清洁产品、抗老美白养护类产品、维持菌群健康类产品、以及针对炎症消退的产品。按剂型可分为慕斯、洗液、凝胶、栓剂、润滑液以及外用霜等类型。

珂蔓朵在西班牙超过 4,000 家线下药房和 700 家妇科医院与诊所出售，销售渠道覆盖全球超过 30 个国家。2021 年公司通过总代理的模式将其引入中国市场，品牌实现较快发展并跻身于天猫国际私护保养类目和抖音进口身体护理爆款榜的第一名。2022 年公司与品牌方设立珂蔓朵合资公司，将品牌在中国区域所有的业务和商标授权装入合资主体中，由合资公司负责中国区的全部业务。

中国女性私护市场有较大发展潜力。根据艾瑞咨询统计，2023 年起，女性私密健康话题讨论度增加，2024 年起，相关话题搜索指数提升明显。艾瑞咨询预计 2024-2030 年中国女性私密健康市场规模复合增速 17.5%，2027 年规模将突破万亿，其中私密护理产品市场规模 2024 年为 356 亿元，艾瑞咨询预计其规模 2030 年将达到 951 亿元，复合增速 17.8%。具体细分需求中，各年龄段女性均对私密护理产品有较多偏好。

图16: 2023年以来,中国女性对私密健康的讨论度、认知度较快提升


©2025.2 iResearch Inc.

数据来源:艾瑞咨询

图17: 艾瑞咨询预计2024-2030年中国女性私密健康市场规模复合增速17.5%,2027年规模将突破万亿

2020-2030年中国女性私密健康市场规模



市场规模口径注释:1. 私密美容与整形:女性针对私处进行手术、注射玻尿酸、光子治疗等项目;2. 私密护理产品:私密洗液、凝胶、精油、喷雾等产品;3. 私密保健产品:女性益生菌等保健产品;4. 心灵疗愈:按摩、瑜伽、音乐疗法、芳香疗法等产品和服务;5. 心理咨询:线上、线下等心理咨询项目;6. 情趣用品:情趣内衣、玩具、避孕套等产品。

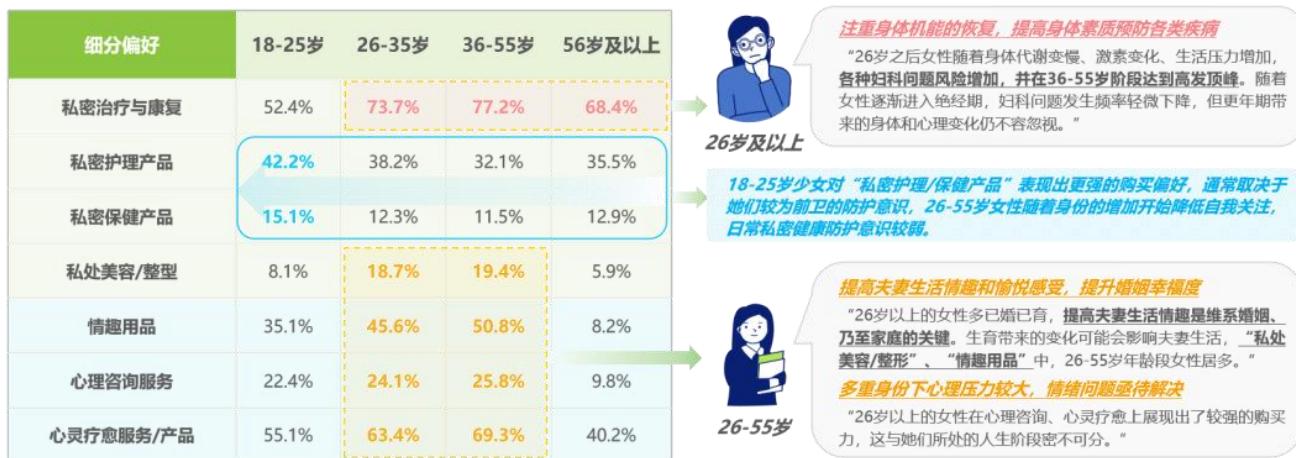
来源:国家统计局,卫健委,柳叶刀,专家访谈,艾瑞定期报告,艾瑞Click在线调研平台,公开资料,艾瑞咨询研究院自主建模测算及绘制。

www.iresearch.com.cn

数据来源:艾瑞咨询

图18: 私密护理及保健产品需求空间大

消费过私密健康产品/服务的女性的偏好



样本: 过去一年消费/使用过私密健康产品/服务的用户N=1241, 于2025年1月通过艾瑞调研获得。
注释: 请问我最近1年, 购买/使用过以下哪些私密健康产品/服务? “未使用任何私密健康产品/服务”的数据来源于问卷的甄别结果。

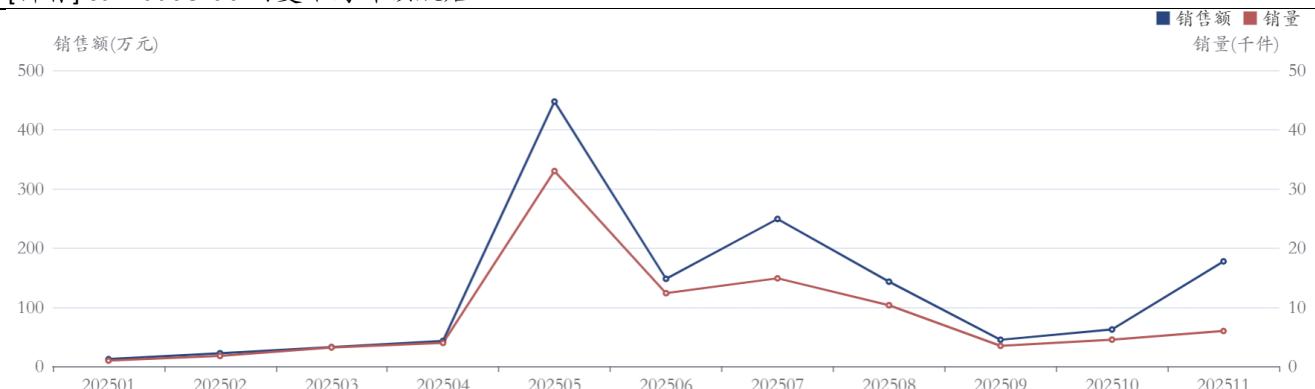
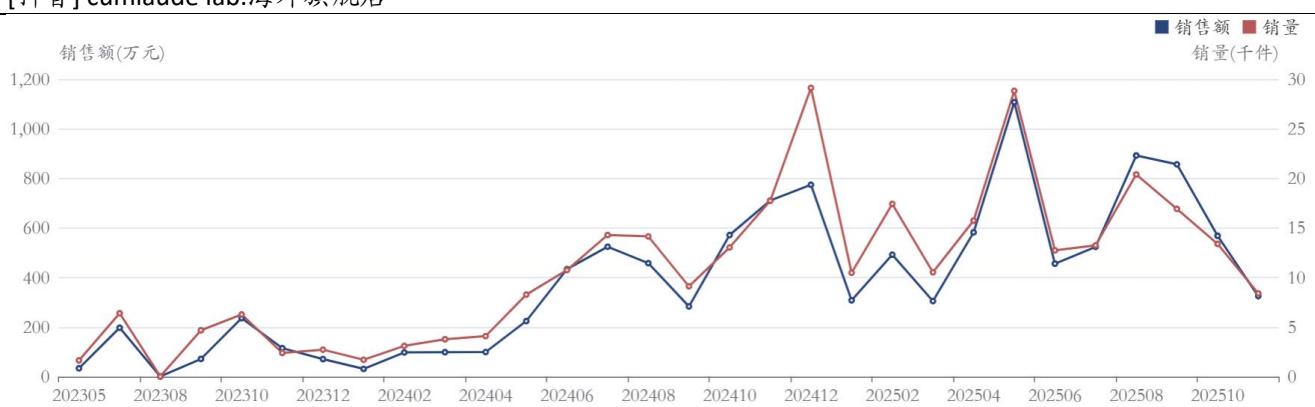
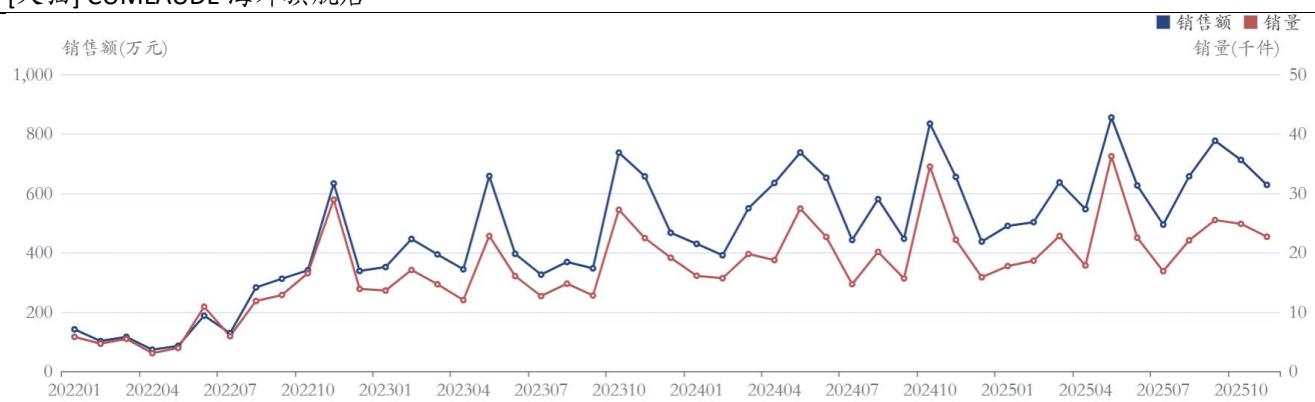
©2025.2 iResearch Inc.

www.iresearch.com.cn

数据来源: 艾瑞咨询

2025H1 珂蔓朵实现收入同比增长超 70%。根据天猫站内数据, 珂蔓朵在 2025H1 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。根据抖音渠道数据, 珂蔓朵在 2025H1 抖音私处保养的类目中排名全品牌第四位, 在中高端品牌线中排名第一。2025 上半年, 珂蔓朵新增入驻了胖东来、调色师等线下渠道。

根据久谦数据, 珂蔓朵品牌当前线上主要销售渠道为抖音及天猫, 京东体量尚较小, 抖音主要旗舰店 2025 年以来取得较为显著的销售规模增长, 天猫主要店铺则在 2023-2024 年实现较快起量, 并于 2025 年维持稳健增速。

图19: CUMLAUDE 珂蔓朵线上渠道以抖音和天猫为主
[抖音] cumlaude lab:珂蔓朵海外旗舰店

[抖音] cumlaude lab:海外旗舰店

[天猫] CUMLAUDE 海外旗舰店

[京东] CUMLAUDE LAB 珂蔓朵京东自营旗舰店

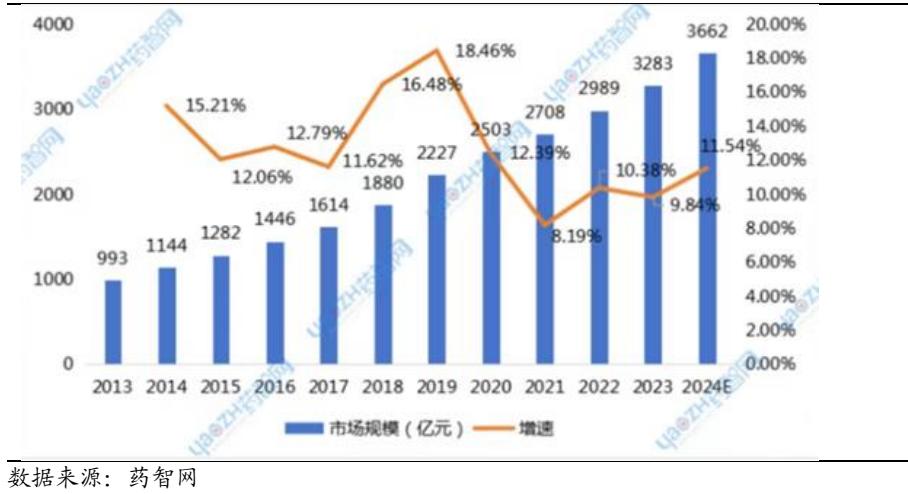
数据来源: 久谦
注: 第三方数据统计, 不代表公司收入口径, 仅供参考。

3.2. 意卡莉、Noromega: 布局高潜力健康膳食及保健品赛道

随着我国消费者生活水平提高、健康观念增强,中国保健食品行业实现较快发展,根据药智网,2023年中国保健食品市场规模3283亿元,2013—2023年复合增速12.7%。据Euromonitor预计,2025年中国保健品市场规模有望达到624亿美元。

我们认为未来我国保健食品市场有以下趋势:1)跨境带来保健品发展新机遇。中国医药保健品进出口商会数据显示,2024年我国营养保健食品进口额为77.53亿美元,同比增长15.10%,保健品已是跨境品类前三品类;2)电商已成为主要购买渠道。抖音、小红书等内容渠道的崛起,以及淘宝等平台在种草内容上的布局,丰富了消费者获取信息的渠道,线上“推荐+购买”的一站式服务有望成为保健品增长的重要引擎;3)细分需求方面,肠胃保健、体重管理、口服美容、改善睡眠等需求持续高增,尤其在口服美容方面,消费者主要为发达城市的女性,在抗衰、美白等方面需求强烈。这些人群有较强的消费能力,也在推动整个行业持续向高端化渗透。

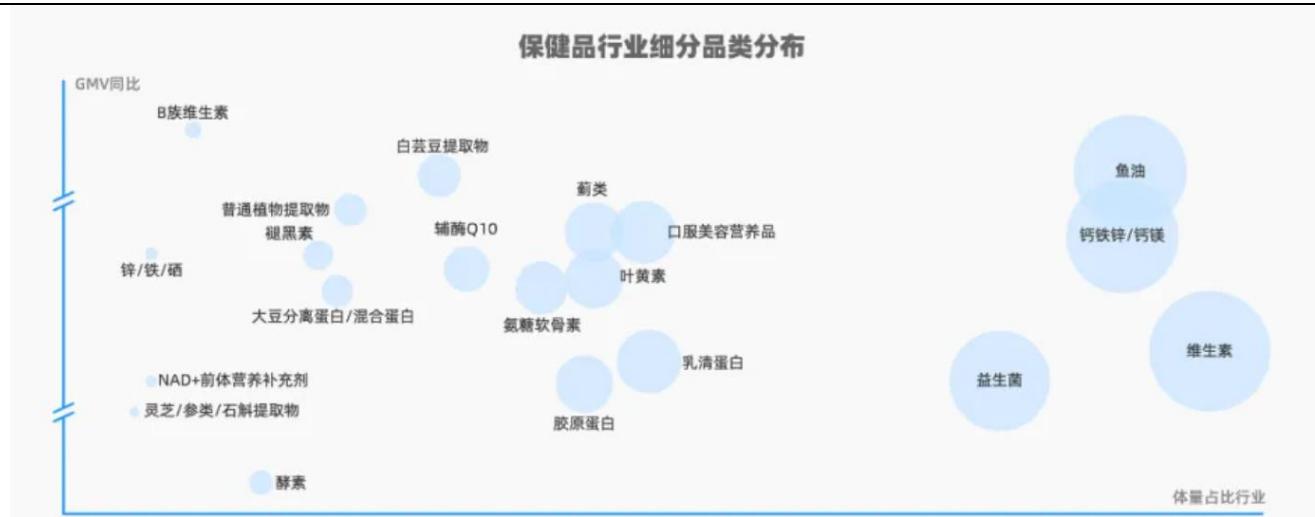
图20: 我国保健食品市场具备较好成长性



数据来源: 药智网

根据阿里健康《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》,近年来鱼油、辅酶Q10、口服美容营养品等品类增长潜力较大,功能涵盖日常膳食营养补充、护肝护眼、心血管护理、睡眠相关赛道。

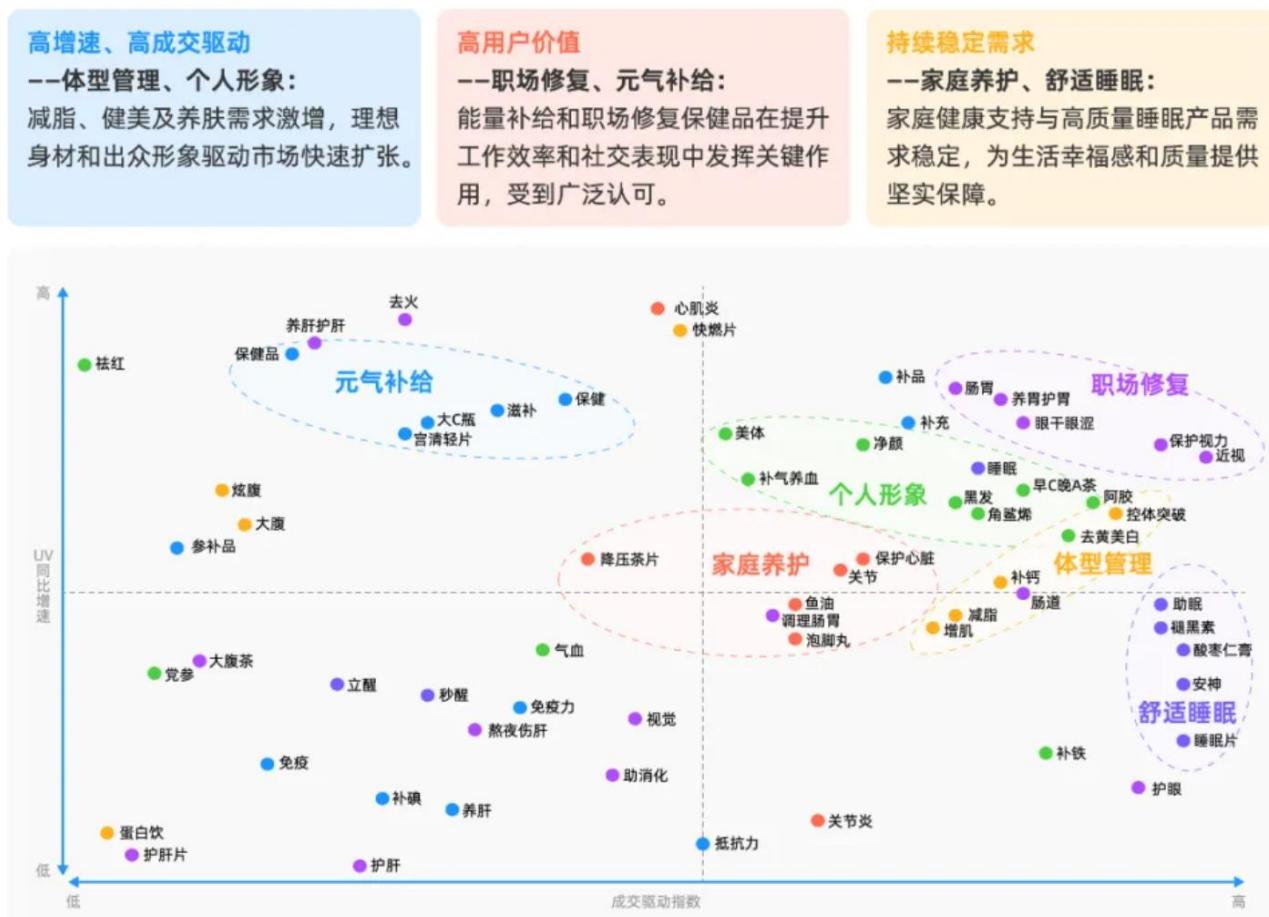
图21: 鱼油、辅酶Q10、口服美容营养品等品类增长潜力较大



数据来源: 阿里健康《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》

需求场景方面，消费者对保健品的购买从单一功能向多元生活场景演变，个人形象管理、职场修复补给、家庭养护等需求场景活跃，并有望成长为兼具高增速和高客单的消费场景。

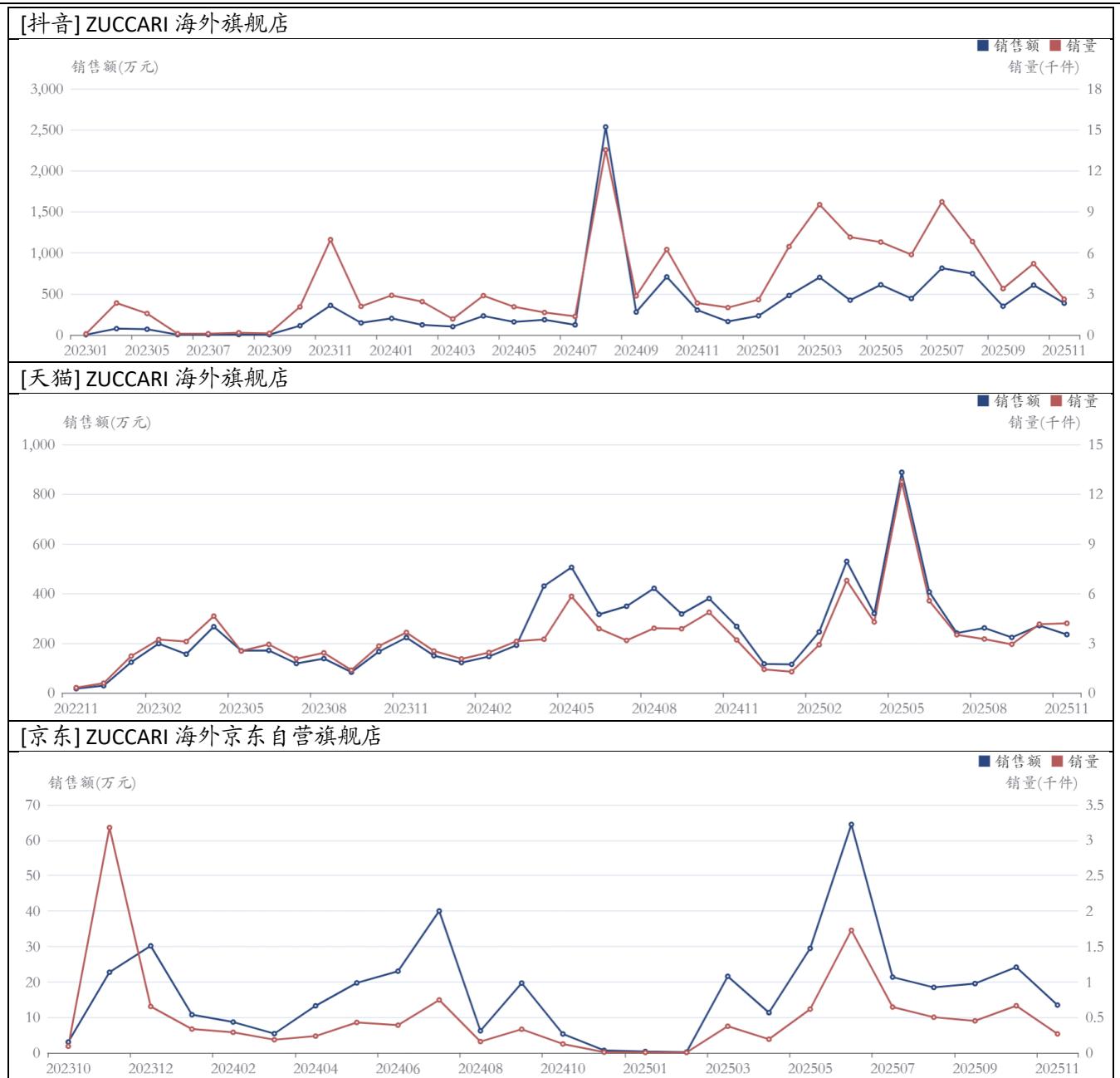
图22：个人形象管理、职场修复补给、家庭养护等需求场景活跃



数据来源：阿里健康《天猫保健滋补行业消费场景与人群洞察》

意卡莉：意大利自然膳食营养品牌。

ZUCCARI（“意卡莉”）是公司孵化与管理的自然膳食营养品牌，品牌于1993年在意大利创立，主要产品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等。截至2025H1，意卡莉在意大利线下超过4,000家药房出售，销售网络覆盖全球5大洲的34个国家。公司在2023年将意卡莉正式引入中国市场，25H1意卡莉收入同比增长超95%。

图23: ZUCCARI 意卡莉线上渠道以抖音和天猫为主


数据来源: 久谦

注: 第三方数据统计, 不代表公司收入口径, 仅供参考。

Noromega: 挪威保健食品品牌, 公司有望于 2026 年完成对其的收购及并表。

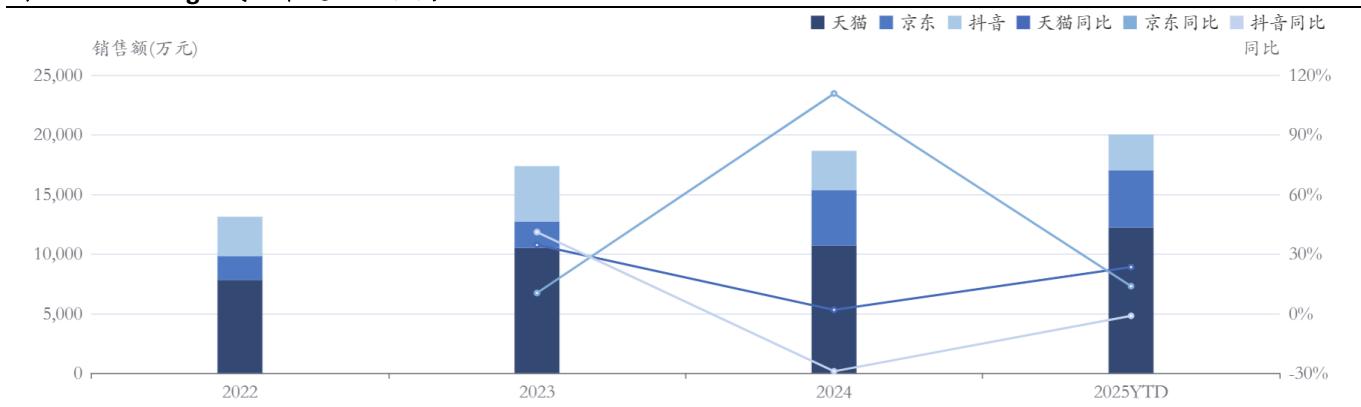
2025 年 11 月 23 日, 公司公告全资子公司 Qingmu Pte. Ltd. (青木新加坡) 拟以 1.5 亿挪威克朗 (约合人民币 1.06 亿元) 现金购买 Norsund Gruppen AS 持有的 Vitalis Pharma AS (标的公司) 49.0662% 的股权, 并以 1.5 亿挪威克朗 (约合人民币 1.06 亿元) 现金认购标的公司新发行的 32.9157% 的股权, 收购总价对应标的公司 2025 年业绩目标的 PE 约 15X。交易完成后, 青木新加坡将持有标的公司 65.8314% 的股权, 成为其控股股东, 公司的全资子公司亦将成为 Noromega 品牌的中国区总经销商。

Vitalis Pharma AS 成立于 2005 年 12 月 15 日，注册地及主要办公地点在挪威奥斯陆市，注册资本 30 万挪威克朗，其主要从事高端健康营养补充剂的研发、生产及销售，旗下拥有 Noromega 等品牌，主要产品包括海豹油、鱼油、虾青素、辅酶 Q10 等。2024/2025H1，VITALIS 公司的营业收入约合人民币 1.05/0.68 亿元，净利润约合人民币 1988/1623 万元。

根据业绩目标，VITALIS 公司 2025/2027/2028 年净利润约合人民币分别为 0.22/0.29/0.39 亿元，2027 年对比 2025 年增幅 35%，2028 年对比 2027 年增幅 35%。若达成上述业绩目标，预计 2027/2028 年该项目将增厚上市公司净利润 0.19/0.26 亿元。

根据久谦，Noromega 于 2025 年 1-11 月在主流电商平台天猫、京东、抖音合计 GMV 约 2 亿元/yoY+17%，其中天猫为占比最高渠道，2025 年 1-11 月 GMV 约 1.2 亿元/yoY+23%。收购完成后，随公司获得 Noromega 中国区总经销权，凭借其在天猫、抖音等线上平台优异运营能力，我们认为 toC 端业务将进一步贡献公司收入及业绩增量。

图24：Noromega 线上渠道以天猫为主



数据来源：久谦

注：第三方数据统计，不代表公司收入口径，仅供参考。

对比市场上主要鱼油类产品，传统保健品头部品牌如 siwsse、BLACKMORES、汤臣倍健等通常以高纯度 Omega-3、高吸收率、EPA 与 DHA 的黄金配比为卖点，且 SKU 丰富，通过不同配比及添加各类维生素等复配适用不同人群的产品。新锐/小众品牌则需要寻找差异化切入点，如若羽臣旗下斐萃定位于高阶女性鱼油，重点放在红宝石油相比普通鱼油的优势上；Noromega 核心成分为海豹油，其相较普通鱼油、磷虾油，额外含有 DPA、Omega7、Omega9 成分，尤其 DPA 修护血管内皮、改善脂质代谢等能力是鱼油 EPA 的 10 倍，并能 3 倍促进体内 DHA 和 EPA 的转化。

表6: Noromega 在鱼油品类中主要卖点为海豹油相比普通鱼油的差异化优势

品牌	产品	价格	成分/每粒含量	主要功效/卖点
Noromega	挪威金奖海豹油	409元/瓶 120粒 每粒1000mg	Omega-3: 220mg 其中: DHA: 90mg EPA: 70mg DPA: 38mg Omega-7: 130mg Omega-9: 270mg 维生素D3: 5µg	核心成分海豹油，相比普通鱼油和磷虾油，额外含有DPA、Omega7、Omega9成分，尤其DPA修护血管内皮、改善脂质代谢等能力是鱼油EPA的10倍，并能3倍促进体内DHA和EPA的转化 适合中老年人心脑血管日常养护、指数高人群、生活亚健康人群日常保养
	高含量多效深海鱼油	159元/瓶 100粒 每粒650mg	Omega-3: 585mg 其中: EPA: 357.4mg DHA: 162.5mg 维生素E: 5mg 维生素A: 125µg 维生素D: 7.5µg	90%高浓度Omega3，rTG结构124%利用率，EPA: DHA=2:1 协同作用心脑眼健康 适合经常熬夜人群、中老年人、指数异常、应酬外卖、易疲惫人群
	大脑鱼油	169元/瓶 80粒 每粒1000mg	Omega-3: 650mg 其中: DHA: 500mg EPA: 125mg	高DHA含量，DHA: EPA=4:1补脑配方，rTG型124%高吸收率 适合12岁以上学生、考生、职场人、中老年人、健身爱好者，有亚健康问题的人群
	儿童鱼油胶囊	139元/瓶 60粒 每粒550mg	Omega-3: 170mg 其中: DHA: 125mg EPA: 36mg 维生素A: 100µg 维生素D: 2.5µg	在鱼油DHA和EPA的基础上，添加鱼肝油所含有的维生素A、维生素D
斐萃	红宝石油胶囊	508元/瓶 60粒 每粒500mg	Omega-3: 100mg 其中: EPA: 24mg DHA: 50mg SDA: 72mg 虾青素: 0.685mg 海洋普利醇: 155mg	女性专属高阶鱼油，相较普通鱼油5倍抗氧、4.5倍吸收率、16倍虾青素含量
Swisse	Swisse深海鱼油	184元/瓶 400粒 每粒1000mg	Omega-3: 300mg 其中: EPA: 180mg DHA: 120mg	高浓度TG型鱼油，3倍高吸收率，每粒含EPA 180mg+DHA 120mg，3.2黄金配比，适合作为日常营养补充
	Swisse青少年鱼油软胶囊	239元/瓶 60粒	DHA: 300mg PS: 25mg EPA: 60mg	复配PS磷脂酰丝氨酸，与鱼油协同强化补充大脑营养，rTG型鱼油吸收率高，适合12-18岁青少年
	Swisse4倍高浓度深rTG海鱼油软胶囊	329元/瓶 120粒 每粒1800mg	Omega-3: 1260mg 其中: EPA: 720mg DHA: 486mg	强调Omega-3高浓度、高含量、rTG型高吸收率，EPA和DHA含量3.2的黄金配比
汤臣倍健	汤臣倍健小金堡鱼油	212元/瓶 100粒 每粒1000mg	EPA: 320mg DHA: 210mg	适合日常保养，rTG型高吸收率，EPA: DHA科学配比3:2
	汤臣倍健EPA鱼油96%高纯度omega3软胶囊	382元/瓶 100粒 每粒560mg	DHA: 0.056mg EPA: 537.6mg	96%高浓度EPA含量，专门针对血脂管理，适合血脂偏高、久坐内脏脂肪偏高人群
	汤臣倍健金装鱼油软胶囊	177元/瓶 60粒 每粒680mg	Omega-3: 612mg 其中: EPA: 333.2mg DHA: 210.8mg	96%+高纯度Omega-3，rTG精炼型鱼油约2倍吸收率，新鲜度高，适合上班族日常基础保养心脑眼，针对久坐不动、饮食油腻、长时间久坐面对电脑、血脂偏高的人群
澳佳宝 blackmores	澳佳宝小粒鱼油	264元/瓶 400粒 每粒1000mg	Omega-3: 330mg 其中: EPA: 180mg DHA: 120mg	浓度66%，小颗粒可咀嚼，柠檬香草味，易入口，适合大部分人群（包含2岁及以上儿童）服用
	澳佳宝4倍DHA鱼油	155元/瓶 60粒 每粒1000mg	Omega-3: 600mg 其中: EPA: 100mg DHA: 500mg	DHA含量超80%，是普通鱼油的4倍，针对高强度用脑、用眼人群，适合青少年
	澳佳宝3倍omega3浓缩中老年鱼油	366元/瓶 150粒 每粒1500mg	Omega-3: 900mg 其中: EPA: 540mg DHA: 360mg	高含量EPA针对心血管健康，DHA+EPA高能配比，保护关节健康，适合中老年人和上班族
	澳佳宝98%超浓缩深海精粹omega3金钻鱼油	255元/瓶 60粒 每粒1500mg	Omega-3: 1280mg 其中: EPA: 720mg DHA: 480mg d-a-生育酚: 3.75mg	98%高浓度鱼油+维生素E复合配方
WHC	小金高纯鱼油	418元/瓶 60粒 每粒1263mg	Omega-3: 1200mg 其中: EPA: 675mg DHA: 460mg 维生素D3: 1000IU	95%高浓度Omega-3，rTG型，EPA: DHA=3:2对心血管健康更合理有效 适合美颜养肤需求人群，改善皮肤和发质
	小金备考鱼油	223元/瓶 60粒 每粒632mg	Omega-3: 600mg 其中: EPA: 335mg DHA: 230mg 维生素D3: 500IU	95%高浓度Omega-3，rTG型，EPA: DHA=3:2对心血管健康更合理有效，添加维生素D3助益睡眠、补充精力
	白月光内调油	418元/瓶 60粒 每粒1000mg	Omega-3: 249mg Omega-6: 312mg Omega-7: 93mg Omega-9: 142mg	1粒白月光内调油包含1粒鱼油、4份沙棘果原浆、1粒琉璃苣油胶囊的营养，适合女性营养补充
	小超人儿童鱼油	269元/瓶 30片	Omega-3: 640mg 其中: EPA: 320mg DHA: 240mg 维生素D3: 500IU	适合3-12岁儿童，rTG结构，DHA+EPA协同，每日1片适合儿童吞咽无负担

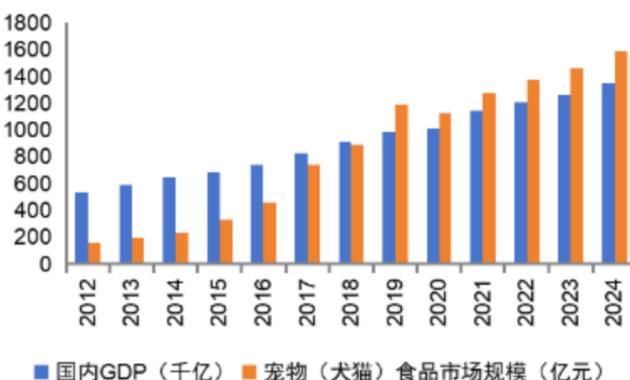
资料来源: Noromega 天猫海外旗舰店, FineNutri 斐萃天猫海外旗舰店, swisse 天猫官方旗舰店, 汤臣倍健天猫官方旗舰店, BLACKMORES 天猫海外旗舰店, WHC 天猫海外旗舰店, HTI

注: 价格均为 2026 年 1 月 2 日的各品牌天猫官方旗舰店, 所有价格为考虑普遍性优惠 (如满减等)、四舍五入到整数的价格, 并未考虑特殊折扣如 88vip、随机优惠券等, 不同用户账号、不同平台、不同时间的价格可能有差异, 仅供参考。

3.3. 宠物食品：高成长赛道，未来公司有望进行重点开拓

近年来，在我国经济水平提升、人均可支配收入增长、人们对宠物陪伴的精神需求增加等多重因素的影响下，宠物经济蓬勃发展。作为饲养宠物的刚性需求，宠物食品贯穿宠物整个生命周期，宠物食品行业规模也随之经历了快速增长。根据国家统计局和中国宠物行业白皮书，2012-2024 年中国 GDP 年均复合增速 7.9%，宠物食品行业市场规模从 2012 年的 157 亿元增长到 2024 年的 1,585 亿元。2012-2024 年市场规模年均增速 21.2%。

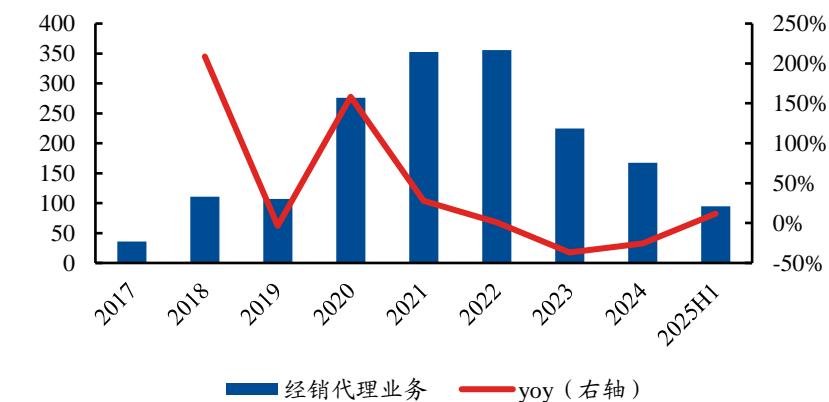
图25：我国宠物食品市场规模增长较快



数据来源：国家统计局，历年中国宠物行业白皮书，乖宝宠物 2024 年报

公司目前为宠物食品品牌 Hills 中国区总代，2025H1 公司经销代理业务收入增长 12% 主要由 Hills 品牌贡献。未来，基于对宠物行业发展前景的看好，公司有望加大宠物赛道的布局，包含宠物食品、宠物保健品等。

图26：2025H1 经销代理业务增长主要由宠物食品品牌 Hills 贡献（百万元）



数据来源：公司公告，HTI

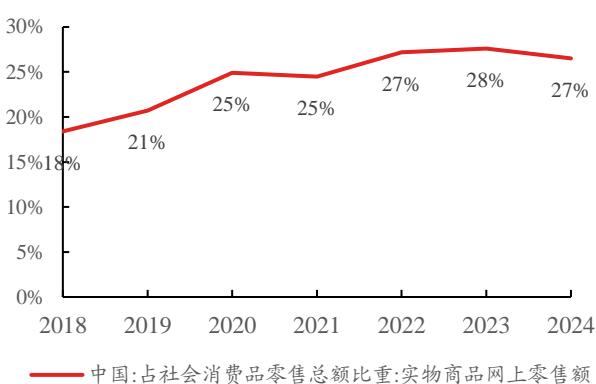
4. 电商代运营业务：增长稳健，潮玩贡献主要增量

4.1. 电商行业增速放缓，结构性机会仍存

根据国家统计局，我国实物商品网上零售 2021 年以来增速逐步放缓，行业发展步入成熟阶段，实物商品线上消费渗透率趋于稳定，2022-2024 年在 27-28%。

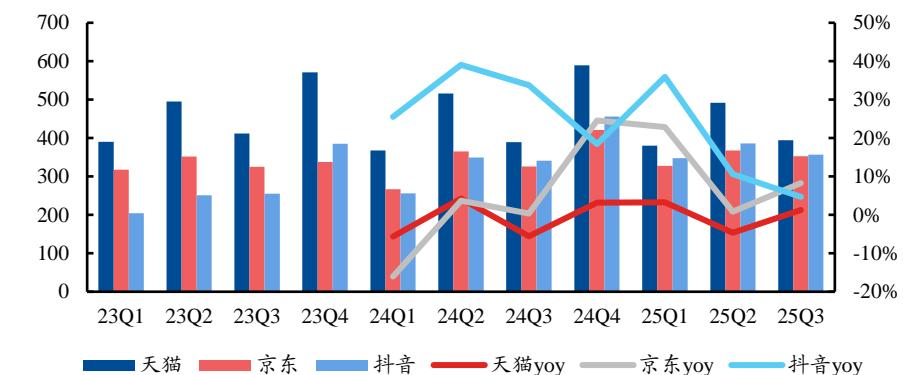
图27: 我国实物商品网上零售额增速放缓


资料来源: Wind, 国家统计局, HTI

图28: 我国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重趋于稳定


资料来源: Wind, 国家统计局, HTI

电商存结构性机会，根据久谦，2025Q1-3 天猫规模总体持平，抖音、京东平台销售额仍保持增长。

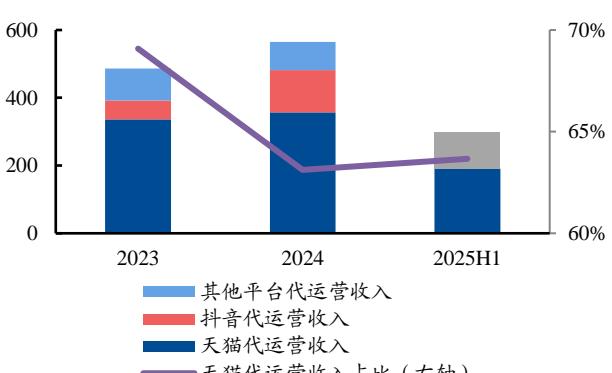
图29: 电商存结构性机会，抖音、京东等仍具增长潜力（销售额，十亿元）


数据来源: 久谦, HTI

公司电商代运营收入以天猫平台为主，25H1 天猫占代运营收入的 64%，公司电商代运营服务收入 2024&2025H1 分别同增 16%/7%，主要来自代运营的核心品类鞋服箱包品牌增长稳健+潮玩类目泡泡玛特、Jellycat 较快增长。

图30: 公司电商代运营服务收入 2024&2025H1 稳健增长（百万元）


资料来源: Wind, 公司公告, HTI

图31: 公司电商代运营收入以天猫平台为主（百万元）


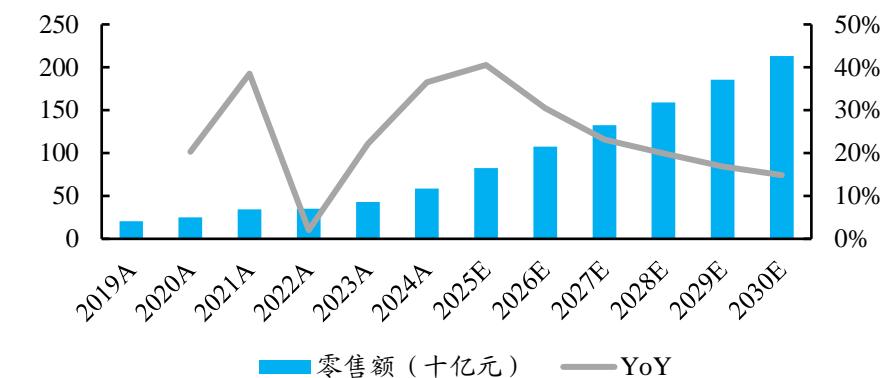
资料来源: Wind, 公司公告, HTI

注: 2025 中报代运营收入仅披露天猫，未披露抖音，因此 25H1 的“其他平台收入”包含抖音，而 2023、2024 年指除天猫、抖音以外的其他平台。

4.2. 潮玩：情绪消费高成长赛道，公司合作泡泡玛特、Jellycat 两大头部品牌

中国潮玩行业正经历高速增长，根据弗若斯特沙利文预计，市场规模将从2024年的人民币587亿元增至2030年的2,133亿元，年复合增速21%，核心驱动力源于Z世代的情感消费需求。未来，行业将聚焦于IP的多元化拓展和沉浸式零售体验的升级。在核心品类中，手办凭借其收藏价值将持续主导市场，市场份额预计在2030年增至51.2%；而搪胶毛绒则因其情感共鸣成为增长最快的板块，份额预计将同期上升至13.6%。

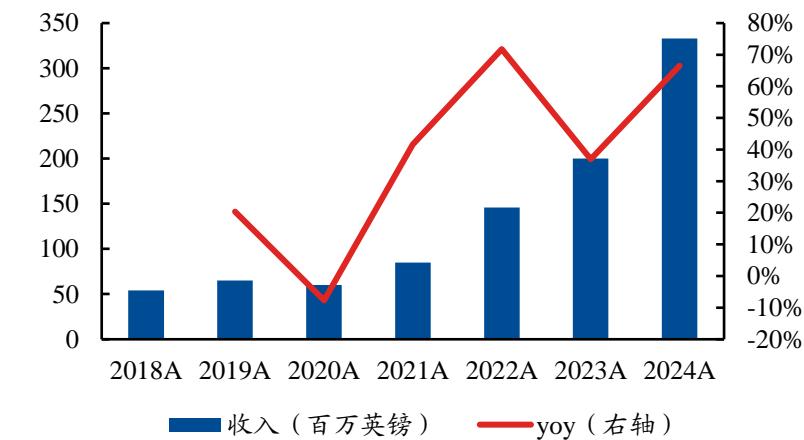
图32：2019年至2030年（估计）中国潮玩行业的市场规模（按零售额计）



数据来源：Top Toy 招股说明书，弗若斯特沙利文，HTI

Jellycat 为源自英国的全球知名玩具品牌，核心品类为毛绒，代表性单品包含巴塞罗熊、邦尼兔等。2024年，公司实现收入3.3亿英镑，同比增长66.5%，2022年以来规模增长显著。

图33：Jellycat 收入 2022-2024 年规模增长显著



数据来源：Jellycat 财报，HTI

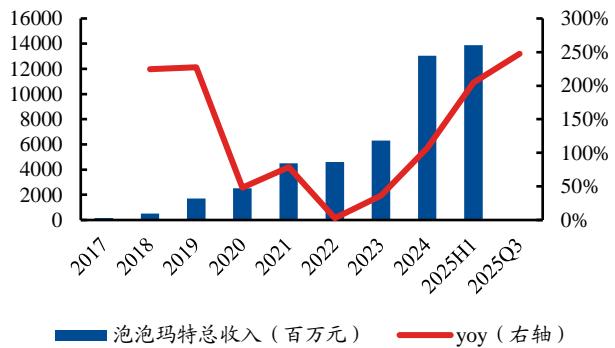
根据久谦，2025年，Jellycat 在天猫主要官方旗舰店延续较好增长势头。

图34: Jellycat 天猫旗舰店 GMV 2023 年以来持续较快增长


数据来源：久谦

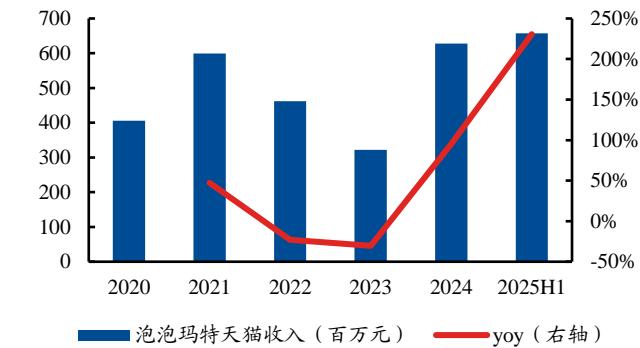
注：第三方数据统计，不代表公司收入口径，仅供参考。2025HTD 指 2025 年 7-11 月累计值。

泡泡玛特为我国潮玩产业链龙头，核心业务为自有 IP 的孵化、运营及潮玩商品零售，2024 年以来随旗下 IP 在全球的势能爆发，以及品牌知名度提升，公司收入规模迅速增长。青木科技于 2023 年开启与泡泡玛特的电商代运营业务合作，目前主要聚焦于泡泡玛特天猫旗舰店的合作。2024/2025H1，泡泡玛特天猫渠道收入分别为 6.3/6.6 亿元，同增 95%/231%。

图35: 泡泡玛特 2024 年以来收入迅速起量


资料来源：泡泡玛特财报，Wind，HTI

注：2025Q3 公司公告收入增速为 245%-250%，作图取中值。

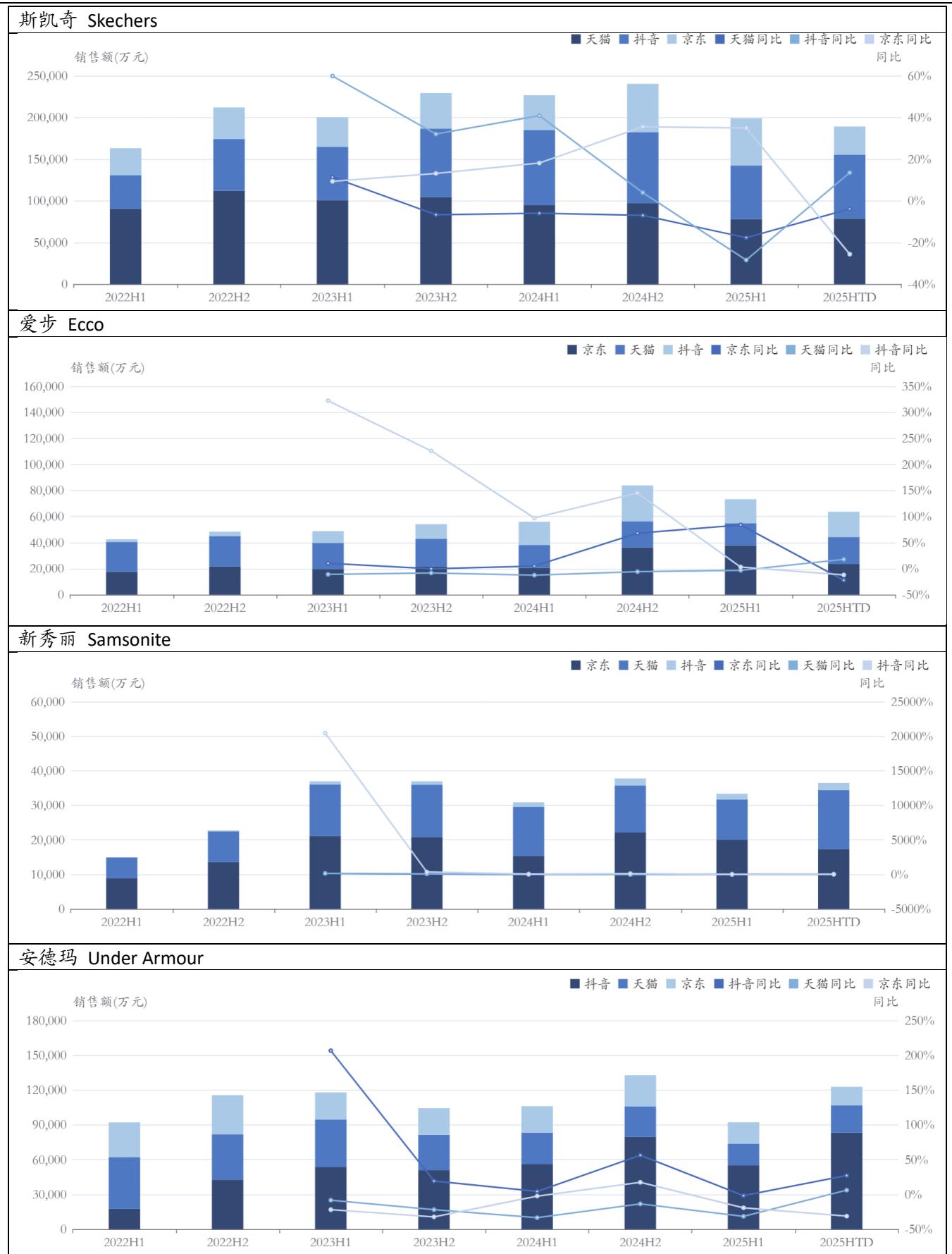
图36: 泡泡玛特天猫渠道收入快速增长


资料来源：泡泡玛特财报，HTI

随公司代运营两大头部潮玩品牌取得优异销售表现，未来我们认为公司有望进一步拓展潮玩领域合作品牌矩阵，且泡泡玛特、Jellcat 仍有较好增长预期，带动整体电商代运营业务板块的持续稳健增长。

4.3. 大服饰类目：主要品牌电商 GMV 规模总体稳健

大服饰品类为公司代运营业务服务的核心品类，主要品牌包含 Skechers、ECCO、新秀丽、安德玛等。根据久谦数据，2025 年以来公司合作的主要大服饰类目品牌在主流电商平台官方旗舰店的 GMV 规模总体稳健。

图37: 公司代运营的主要鞋服箱包品牌电商 GMV 规模总体稳健


数据来源: 久谦

注: 第三方数据统计, 不代表公司收入口径, 仅供参考。

5. 风险提示

品牌孵化业务发展不及预期。公司未来核心看点及主要业绩增长贡献来自品牌孵化业务，若该业务不能实现一定的销售增长，则可能因前期投入较大而影响公司整体盈利。

品牌合作风险。公司主要业务之一电商代运营服务，须与品牌方签订一定期限的合作合同，若未来公司未能达到品牌方预期，或品牌方因经营战略等调整而选择与公司终止合作，则可能对公司业绩产生负面影响。

电商渠道发展饱和、竞争加剧。公司主要布局主流电商渠道，若未来行业增长受限，且公司未能把握行业发展趋势及时调整经营决策，可能导致公司失去竞争优势、处于不利局面。

公司面向国内外知名品牌提供电商销售服务，主要包括电商代运营、渠道分销和电商渠道零售三种业务模式。公司作为行业领先的电子商务服务商，为国内外知名品牌提供一站式综合电商服务。经过多年的行业沉淀和积累，公司现已发展为中国电商服务行业顶级的服务商之一，尤其在大服饰行业内优势明显，是大服饰行业最具口碑的服务商之一。公司屡次获得天猫、京东等电商平台的服务商殊荣，是首家同时拥有天猫六星资质和天猫国际紫星资质的服务商。公司2014年起多次获得天猫“金牌拍拍档”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“天猫服饰-品牌营销综合型服务商”、“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“2018年最佳销售合作奖”、“2019最佳经营店铺奖”等奖项。除了电商平台的认可，公司也收获了来自国家及政府行业机构的肯定，被商务部评为“2017-2018年度国家级电子商务示范企业”。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
吕斌	21.2600
卢彬	14.8500
孙建龙	11.2500
广州市允能企业管理合伙企业(有限合伙)	9.0000
广州市陌仟投资合伙企业(有限合伙)	3.6000
广州市允嘉企业管理合伙企业(有限合伙)	3.6000
广州市允杰投资合伙企业(有限合伙)	2.8400
刘旭晖	2.7000
广州市穗晖投资合伙企业(有限合伙)	2.0100
广州市允培投资合伙企业(有限合伙)	1.0900
合计	72.2000

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment advice: Rated as Outperform. We forecast the company's 2025-2027 revenue at 1.54/2.47/2.96 billion RMB, increasing by 34%/60%/20% YoY; net profit attributable to shareholders at 133/247/302 million RMB, increasing by 47%/86%/22% YoY. Rapid growth in brand incubation and operational leverage are key drivers. Assign a 35x PE for 2026, target price 93.42 RMB.

The company focuses on e-commerce services and brand incubation, partnering with renowned brands. Since 2024, performance has rebounded due to brand incubation expansion (e.g., Spanish brand Comando, Italian brand Ecare) and stable growth in agency operations (e.g., Pop Mart, Jellycat). In 2024/2025 Q1-3, revenue was 1.15/1.02 billion RMB, up 19%/26% YoY, with net profit attributable to shareholders at 91/80 million RMB, up 74%/10% YoY, and NPAtS margin at 7.9%/7.8%.

Brand incubation focuses on health, mainly Comando and Ecare, with plans to acquire Norwegian brand Noromega by 2026. The joint venture model enhances stability. In 2025H1, Comando's revenue grew over 70% YoY, Ecare over 95%, leading to 233 million RMB revenue, up 86% YoY, with a 79.6% GPM. We expect 2025-2027 revenue at 600/1460/1880 million RMB, up 96%/143%/29% YoY.

E-commerce agency business grows steadily, with major brands like Skechers, ECCO, Samsonite International, and Under Armour. Pop Mart and Jellycat partnerships since 2023/2024 boost growth. We expect 2025-2027 revenue at 650/700/730 million RMB, up 15%/7%/5% YoY.

Risk Warning: Brand incubation may be weaker than expected; brand cooperation risks; e-commerce channel saturation and increased competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，刘越男，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuenan Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

国泰海通担任 9992.HK 有关证券的做市商或流通量提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 9992.HK.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Rating Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%	0.2%
投资银行客户*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX，韩国 – KOSPI，台湾 – TAIEX，印度 – Nifty100；其他所有中国概念股 – MSCI China。

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%	0.2%
IB clients*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-

ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或竞价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.hxisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定,否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请,证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIUSA, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIUSA, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIUSA 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIUSA 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIUSA, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIUSA, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIUSA or HTIJKK. The HSIPL, HTIUSA or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISPL”) 于新加坡提供。HTISPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)）第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项： Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar；电话: +91 22 43156803；电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Qingmu Tec - 301110 CH

