仅供内部参考，请勿外传

纺织服饰

发布时间：2026-07-10

证券研究报告 / 行业深度报告

电商代运营：“电商+”模式趋成熟，分化成长

---电商行业系列深度

同步大势

上次评级:同步大势

报告摘要：

电商代运营行业历经十余年迭代，从渠道替代走向生态重构。电商市场呈现稳步增长、存量竞争的格局。根据国家统计局，2025 年网民规模已超过 11 亿人，互联网普及率高达 80%，增长瓶颈明显，中国网上零售额达到 15.97 万亿，同比增长 8.6%，线上占社会消费品零售额比重高达 26.1%。电商代运营行业作为平台、品牌与客户之间的连接者，现已形成集中度提升、多强竞合的生态体系。

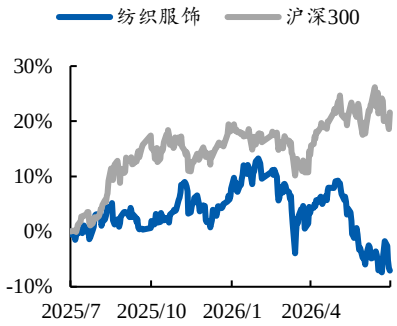
龙头企业分化出三种商业模式，迈入成长新阶段。伴随国内电商代运营行业告别流量红利、从单一店铺托管服务商向全域品牌经营伙伴深度转型，传统服务费模式增长见顶、佣金持续承压，头部代运营企业纷纷开启模式升级。路径一：坚守纯轻代理业务，深耕垂直高端赛道。代表企业为百秋科技。路径二：从零孵化自有品牌，短期打破电商瓶颈，中长期依托高毛利自有品牌打开盈利天花板。代表企业为若羽臣/丽人丽妆。路径三：收购海外知名品牌，构建“China for China”品牌发展新战略，多品牌易形成协同效应。代表企业为宝尊电商。

对标海外发展经验，GSI Commerce & Fanatics 同源分岔。GSI Commerce & Fanatics 两者的同创始人 Michael Rubin 于 1995 年同步起步；GSI 是 B2B 第三方全链路电商代运营鼻祖，纯服务商，全链路服务、技术、仓储体系成熟，但商业模式与客户绑定机制存在缺陷，易被品牌替代后续经营承压；Fanatics 是 GSI 分拆出的垂直体育一体化平台，继承 GSI 电商托管能力，向上掌控赛事 IP、自建柔性工厂、向下延伸球星卡、体育博彩多元变现，把“渠道服务商”升级为赛道不可替代的生态平台。

宝尊电商开启 BBM 业务，打造第二成长曲线。宝尊电商成立于 2007 年，是中国品牌电商服务行业的先行者与领军者。2022 年为集团核心战略拐点，宝尊收购 GAP 大中华区，正式成立 BBM 品牌管理业务板块，2025Q4 为收购后首次单季度盈亏平衡。2025Q4BBM 板块（以 GAP 为主）经调整经营利润 180 万元，去年同期亏损 3420 万元，正式摆脱持续亏损泥潭。2025 全年 BBM 板块毛利率稳定维持 52%以上，显著高于传统 BEC 代运营 18%左右产品销售毛利率。集团于 2023 年及 2025 年又接连收购 Hunter 以及 Sweaty Betty 两个极具标识的国际品牌，初步形成多品牌矩阵。宝尊构建的“BEC 电商服务+BBM 品牌自营”双轮驱动的商业模式，强协同，形成行业独有的闭环能力。

风险提示：行业竞争加剧的风险；宏观经济不景气的风险；品牌解约风险；员工流失风险；核心公司业绩不及预期风险等。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	-10%	-7%
相对收益	-4%	-17%	-29%

行业数据

成分股数量（只）	134
总市值（亿）	3165
流通市值（亿）	2794
市盈率（倍）	146.90
市净率（倍）	1.73
成分股总营收（亿）	
成分股总净利润（亿）	
成分股资产负债率（%）	244.99

相关报告

《从亚朵星球的成功看家纺消费新机遇》

--20260627

《睡眠经济驱动新增长，核心玩家发展空间广》

--20260511

证券分析师：刘家薇

执业证书编号：S0550520040001

liujiawei@nesc.cn

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1. 电商代运营：“电商+”模式带来新增长点 4
1.1. 何为电商代运营？ 4
1.2. 电商进入稳态增长，代运营公司分化 6
1.3. 寻求突破，迈入成长新阶段 10
2. 他山之石：GSI Commerce & Fanatics，同源分岔 12
2.1. GSI Commerce —— 电商代运营的鼻祖 12
2.2. Fanatics —— GSI 模式垂直一体化进化版 13
3. 宝尊电商：本土电商服务商鼻祖，开启新征程 15
3.1. 宝尊电商是一家什么样的企业？ 15
3.2. 如何稳坐电商代运营的龙头位置？ 18
3.3. 布局品牌管理业务，打开第二成长曲线 19
3.3.1. Gap：自带成熟国民品牌认知度 20
3.3.2. Hunter：百年英伦雨靴户外生活品牌 24
3.3.3. Sweaty Betty：英版 Lululemon，女性专业运动生活方式品牌 26
4. 风险提示： 28

图表目录

图 1：电商服务商的产业图谱 4
图 2：电商服务商的发展历程 6
图 3：2011~2025 年中国网民规模及互联网普及率 6
图 4：2015~2026 年中国社零及网上商品零售额表现 7
图 5：2017~2028 年中国品牌电商服务行业市场规模及测算（单位：亿元） 8
图 6：阿里集团中国商业分部收入同步增速 8
图 7：京东商品&服务分部收入同比增速 8
图 8：拼多多 2023~2024 年费用支出结构（亿元） 9
图 9：2021~2024 年抖音电商 GMV 同比增速 9
图 10：电商服务商的发展新阶段 12
图 11：GSI 商业模式拆解 13
图 12：Fanatics 的发展历程 13
图 13：Fanatics 三重垄断壁垒 14
图 14：宝尊电商服务众多国际大牌 16
图 15：宝尊电商 2012~2025 年营收及增速（亿元） 16
图 16：宝尊电商 2023~2025 年收入分拆情况 16
图 17：宝尊电商业务历史复盘 18
图 18：宝尊品牌管理业务发展复盘 20
图 19：GAP 历史复盘（单位：百万美元） 21
图 20：GAP×中国京剧联名款 22
图 21：GAP 新门店的店铺形象 23
图 22：成毅双城快闪店外立面 23
图 23：「为她留白」女性主题广告大片 23
图 24：成毅小红书宣传合计 24
图 25：Hunter 的品牌形象 25
图 26：Hunter 品牌在中国的门店形象 26
图 27：Sweaty Betty 品牌在中国的门店形象 27

仅供内部参考，请勿外传

表 1：龙头电商代运营的情况一览 10
表 2：宝尊电商 2023 年~2025 年收入拆分情况（单位：百万元） 16

仅供内部参考，请勿外传

1. 电商代运营：“电商+”模式带来新增长点

1.1. 何为电商代运营？

电商代运营（TP，Third-Party 服务商），指为品牌电商的全部或部分商业经营活动提供的商家，是品牌商、平台及消费者之前的连接器。

行业诞生的底层逻辑是：①品牌端痛点：线下传统品牌、海外国际品牌不熟悉国内电商平台规则、流量算法、直播合规体系，自建电商团队成本高、试错风险大，具备长期外包需求；②平台端需求：阿里、抖音等平台需要专业服务商规范品牌店铺运营，提升平台整体 GMV 与商家活跃度，官方持续认证头部服务商，扶持第三方服务生态；③流量环境变化：电商从单一货架流量转向货架+内容全域流量，运营复杂度指数级提升，单一品牌自营团队难以覆盖全渠道运营能力。

图 1：电商服务商的产业图谱



数据来源：艾媒咨询，东北证券整理绘制

我国品牌电商服务行业历经十余年迭代，从渠道替代走向生态重构：早期以天猫成立为起点，代运营模式解决品牌线上触网的基础需求；中期借移动浪潮完成服务升级，全域营销能力成为竞争壁垒；再到如今直播电商与供应链深度整合，推动行业从流量红利向价值创造跃迁。

- 萌芽初创期（2003~2008）：C 店散户托管，代运营雏形诞生
  2003 年淘宝上线，以 C2C 个人小店为主；传统线下品牌、海外品牌完全不懂线上规则，不会开店、修图、开直通车、客服，催生简单外包需求。

仅供内部参考，请勿外传

早期的业务形态主要以零散工作室、小型设计团队，只做店铺装修、商品上架、简单客服，无完整运营体系。

- 高速起步期（2008~2014）：天猫诞生，品牌 TP 正式成型

2008 年淘宝商城正式上线，2012 年改名为天猫。阿里主推品牌官方旗舰店，强制企业资质、规范品牌线上渠道；大量国际美妆、服饰、轻奢进入中国，但不熟悉国内电商玩法，专业代运营需求爆发，行业正式规模化。

网店服务模式从简单装修变为全店托管：开店、策划、直通车投放、大促活动、客服等，同时商业模式出现分化，如百草、百秋走纯代运营+代销模式，丽人丽妆、若羽臣走美妆买断路线。
在这一阶段，平台流量充足，品牌高度依赖 TP，行业处于红利期。

- 黄金资本化期（2015~2019）：流量红利顶峰，全域初现

这一阶段天猫和京东双平台成熟，电商代运营公司从之前单一平台到需要全域一盘货系统，精细化运营取代粗放投流，数据银行、用户分层、会员运营成为标配。

行业逐渐分层固化。第一梯队宝尊（综合全品类）于 2015 年在美股上市，百秋定位轻奢/奢侈品，壹网壹创（美妆服务）于 2019 年创业板上市，若羽臣登陆新三板，丽人丽妆（美妆买断）冲刺主板。

- 转型阵痛期，智能化新阶段（2020 至今）：内容电商崛起，AI+全域+出海

1、渠道格局重构。原有 TP 只擅长图文货架电商；抖音直播需要短视频、达人投放、直播间运营、实时直播风控，全新能力体系，DP 赛道独立出来；百秋 2021 年搭建直播中心，Futail 新增直播 AI 监控、短视频 AIGC 模块适配内容电商。

2、行业面临危机。① 流量成本暴涨，单纯代运营毛利率持续下滑；② 国际大牌加速 DTC 自营：雅诗兰黛、LV 等缩减外包，自建国内电商团队，削减 TP 合作份额；③ 中小劣质 TP 大量倒闭，低价内卷导致行业口碑下滑，马太效应加剧，资源向头部集中。

3、行业出现分化。①技术路线（百秋、宝尊）：持续投入自研零售系统（Futail / 宝舵 BOCDOP），用自动化降低人力成本；②自有品牌路线（丽人丽妆、若羽臣）：依托运营能力孵化国货自有品牌，对冲品牌撤资风险；③品牌收购路线（宝尊）：收购 GAP、Hunter 等品牌大中华区经营权，从服务商变成品牌持有方。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：电商服务商的发展历程



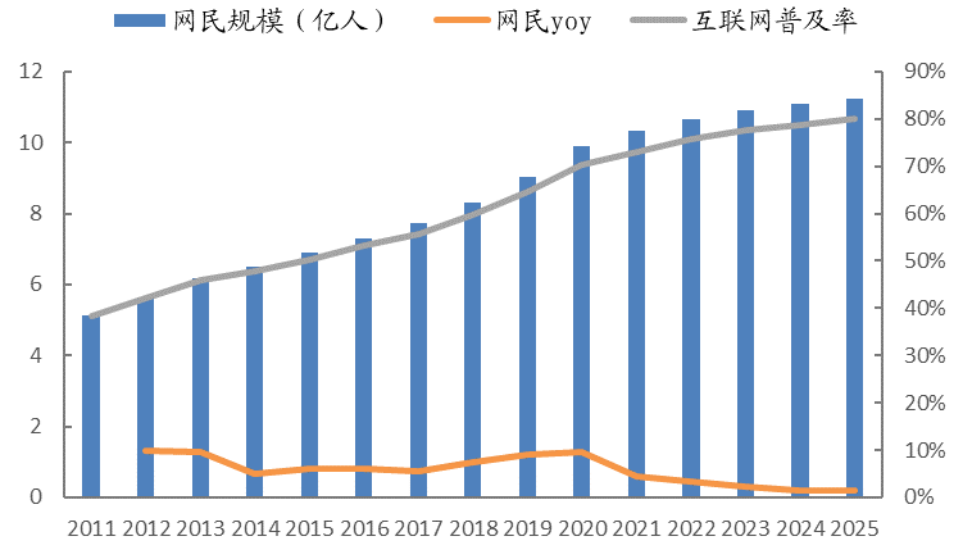
数据来源：艾媒咨询，东北证券

1.2. 电商进入稳态增长，代运营公司分化

电商市场现状：稳步增长，存量竞争。根据国家统计局，2025 年中国网上零售额达到 15.97 万亿元，同比增长 8.4%。其中，实物商品网络零售额达 13.09 万亿元，同比增长 5.2%。2025 年社零总额达 50.12 万亿元，线上占社会消费品零售额比重达 26.1%。

2025 年网民规模已超过 11 亿人，互联网普及率高达 80%，增长瓶颈明显。目前网络购物、即时零售、直播电商共同构成核心零售渠道，各大品牌持续加码线上布局与全域渠道开拓，倒逼电商服务商持续完善全链路、全渠道一体化服务能力。

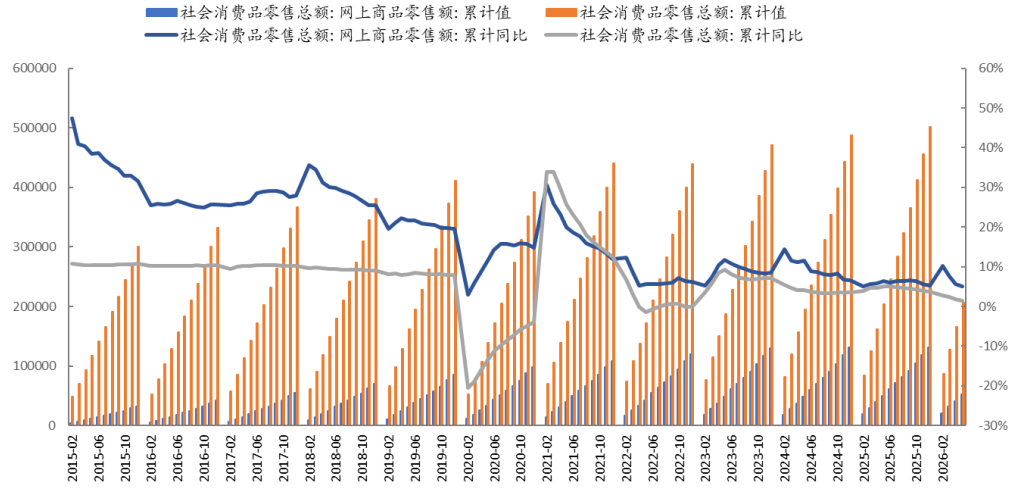
图 3：2011~2025 年中国网民规模及互联网普及率



数据来源：wind，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

图 4：2015~2026 年中国社零及网上商品零售额表现



数据来源：国家统计局，东北证券

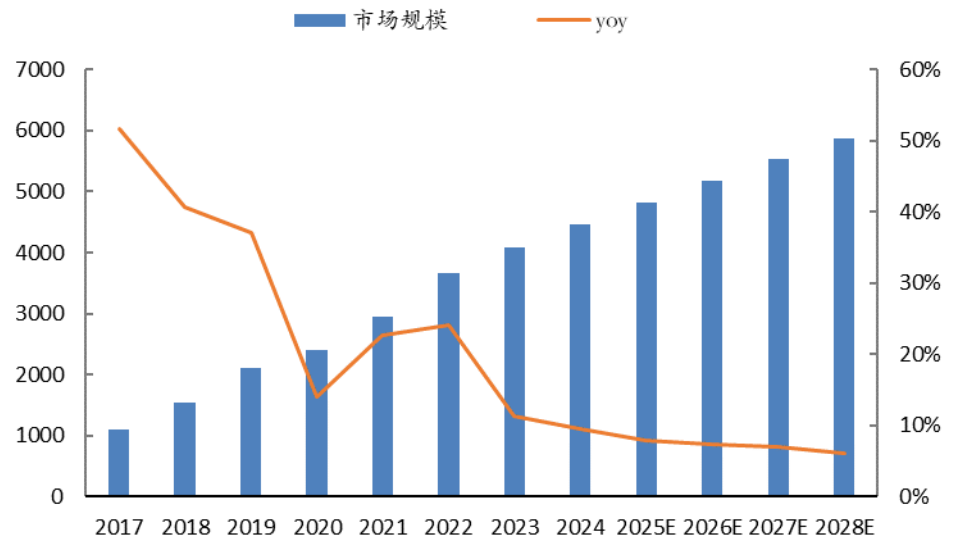
根据艾媒咨询数据显示，2024 年中国品牌电商服务行业市场规模为 4468.5 亿元，同比增长 9.6%，预计 2028 年将达到 5862.3 亿元。电商行业逐渐向去中心化、数字化转型，品牌方对电商精细化运作要求不断提高。进入稳健增长的存量时代，增长核心驱动力不再是平台新增店铺数量，而是品牌全域多渠道布局需求、AI 降本增效需求、跨境出海代运营需求。

中国品牌电商服务商的典型特征包括垂直整合、电商平台运营、数据驱动、跨渠道营销、供应链管理和跨境电商运营能力，其竞争重点集中在成熟的品牌运营体系、多元渠道布局、行业数据壁垒等方面。具体来看：

- 跨渠道营销：能够在多个电商渠道上进行跨渠道营销，包括主流的电商平台（如淘宝、京东、天猫等）以及社交媒体平台（如微信、微博、抖音等）
- 垂直整合：提供从品牌策划到产品供应链、营销推广、销售渠道等一系列服务，为品牌提供全方位的电商解决方案。
- 供应链管理：与供应商建立合作关系，提供供应链管理服务，帮助品牌解决库存、物流和订单处理等方面的问题，确保产品能及时交付给消费者。
- 电商品牌运营：通过自己的平台为品牌提供销售和推广渠道，并与品牌合作实施营销活动和促销策略。
- 跨境电商运营：部分品牌电商服务商拥有跨境电商能力，把主品牌拓展海外市场，提供海外仓储、物流、海外支付和海外市场推广等服务。
- 数据驱动：注重数据的收集、分析和利用，使用大数据和人工智能技术来了解消费者行为、市场趋势和销售数据。

仅供内部参考，请勿外传

图 5：2017~2028 年中国品牌电商服务行业市场规模及测算（单位：亿元）



数据来源：艾媒咨询，东北证券

正如我们前文所述，电商时代红利渐退，各平台开始战略分化。淘宝天猫与京东呈现出截然不同的发展路径，淘宝天猫正着力突破传统价格战框架，通过降低商家入住门槛、简化运营规则打破行业壁垒，重点扶持中小商家数字化能力建设，同时借助 AI 导购等工具重构消费体验，推动平台生态从交易场向价值创造场转型。而京东则持续深化价格竞争策略，2024 年进一步加码“百亿补贴”，针对 3C、家电核心品类实施“买贵双倍赔”政策，同步通过产业带源头直供、白牌商品流量扶持等措施强化供应链价格优势。

电商和内容平台双轨竞争。拼多多和抖音展现出差异化的增长逻辑，拼多多依托国内市场的绝对低价心智，降低商家运营成本，巩固下沉市场基本盘，同时以 Temu 为支点撬动海外市场，借助全托管供应链模式快速复制低价优势。抖音则回归内容本质，强化“短视频+直播”的场景渗透，打通创作者带货链路，以“商品内容指数”算法推动优质内容与高转化商品的精准匹配，构建“种草-交易-复购”闭环。

图 6：阿里集团中国商业分部收入同步增速



数据来源：艾媒咨询，东北证券

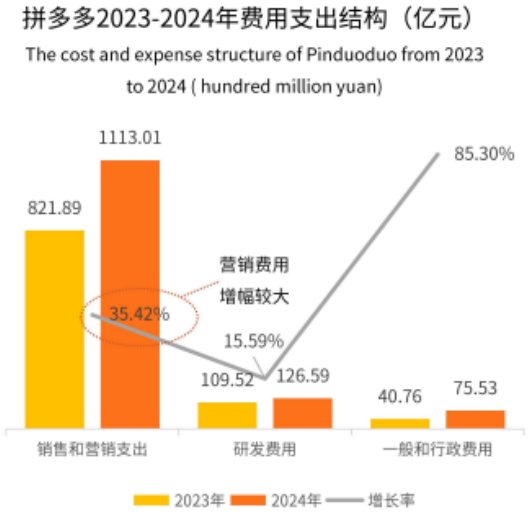
图 7：京东商品&服务分部收入同比增速



数据来源：艾媒咨询，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

图 8：拼多多 2023~2024 年费用支出结构（亿元）



数据来源：艾媒咨询，东北证券

图 9：2021~2024 年抖音电商 GMV 同比增速



数据来源：艾媒咨询，东北证券

相应的，品牌电商服务商市场已形成集中度提升、多强竞合的生态体系。行业集中度提升的过程中，具备资源整合优势的头部服务商通过构建“渠道+数据+技术”三位一体的核心能力矩阵，在供应链效能优化与全域营销赋能领域形成差异化壁垒，行业头部效应明显。品牌电商服务行业随着品牌方需求的多样性逐渐形成不同维度的市场细分，综合型品牌电商服务商覆盖多个行业及品类，而垂直型品牌电商服务则专注于美妆、家电 3C、母婴等个性化特征较为突出的少数品类。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：龙头电商代运营的情况一览

	成立时间	总部位置	天猫星级	涉及品类	主要合作品牌	现有运营渠道
宝尊电商	2007	上海	六星服务商	服饰、3C 数码、家电、食品、保健品、美妆、个护、家居、汽车	Nike, PUMA, Calvin Klein, Ralph Luaren, Canada Goose, Burberry, Armani, Philips, Disney, Nivea 等	天猫、京东、拼多多、微信小程序、小红书、抖音、快手等
百秋电商	2010	上海	六星服务商	奢侈品、轻奢、名表、高端美妆	LV、古驰、欧米茄、巴黎世家、YSL、雅诗兰黛等	天猫、抖音等
壹网壹创	2012	杭州	六星服务商	美妆、护肤、洗护、食品、玩具	毛戈平、Swise、林清轩、3M、舒适达、高洁丝等	天猫、京东、唯品会、抖音、小红书、微信小程序、拼多多等
丽人丽妆	2010	上海	六星服务商	美妆、护肤、洗护、食品、玩具、母婴	和路雪、吕、Marie Claire、TATCHA 等	天猫、拼多多、抖音、Lazada、快手、小红书等
青木科技	2009	广州	六星服务商	服饰、大健康、宠物食品、美妆个护	斯凯奇、Lacoste、阿玛尼 Farfetch、Samsonite、Jelly Cat、ACNE Studios 等	天猫、京东、唯品会等
若羽臣	2011	广州	阿里妈妈全域六星生态伙伴	美妆个护、母婴、保健、家清、食品、宠物	宝洁、强生、赛诺菲、Floradapt、康王等	天猫、抖音、唯品会、网易考拉、京东、拼多多等
凯诘电商	2010	上海	天猫及阿里妈妈双六星服务商、天猫国际紫星服务商、天猫新品创新中心认证金牌服务商	食品与饮料、美妆与个人护理、婴童、潮玩、宠物、户外等	亿滋、星巴克、格力高、瑞士莲、优色林、乐高乐园、蜜雪冰城、乐敦、李锦记等	天猫、京东、拼多多、微信小程序、抖音、唯品会、饿了么、美团等

数据来源：艾媒咨询，东北证券

1.3. 寻求突破，迈入成长新阶段

电商代运营行业已完成底层逻辑迭代，单纯渠道托管的旧时代彻底落幕，全域品牌价值经营成为新阶段唯一主线。行业正式告别流量运营 1.0 阶段、全链路 TP2.0 阶段，迈入品牌全域经营 3.0 新阶段。

我们整合分析了电商代运营龙头企业的发展路径，总结出以下三种战略：

- 路径一：坚守纯轻代理，深耕垂直高端赛道（百秋科技）

百秋科技成立于 2010 年，深耕中高端品牌全域数字零售 15 年，聚焦于时尚箱包、高端珠宝、美妆香氛、高端运动户外四大高壁垒赛道，服务全球前 20 大奢侈品集团

仅供内部参考，请勿外传

中 70%企业，雅诗兰黛、卡地亚、欧米茄、天梭、巴黎世家等均为核心客户，海外品牌收入占比长期超 95%。

复盘其发展历史，主要分为三个阶段：①箱包鞋履为突破点（2010~2016）：创始人依托软件技术背景，瞄准海外品牌入华不懂本土电商的痛点切入；自研 ERP、WMS 仓储系统落地，拿下 ELLE、Clarks 等箱包鞋履头部品牌，坐稳垂直类目头部，以纯代运营模式建立高端品牌信任，不囤货、不低价打折，契合奢侈品品牌调性；②重奢入局（2017~2020）：建成 3 万㎡自有高标仓储，形成 “运营 + 仓储 + 内容 + 系统” 一站式服务；2019 年引入红杉资本，签约 Cartier 正式切入重奢赛道；巴黎海外办公室落地，自建 MCN 直播团队，打通天猫、京东双平台全域运营，员工规模突破千人；③全域爆发期&AI 转型期：自建专业直播基地、上百人全职主播团队，抖音、视频号全域直播业务高速增长；拿下天猫六星、抖音钻石、京东大时尚顶级服务商资质；2025 年确立全链路 AI 数字零售服务商新战略，持续加码自研 Futail 系统与 AIGC 工具，目标落地无人值守店铺，定位国际品牌本土化全域服务商龙头。

➔ 模式：坚持纯服务收费模式，极少经销囤货，不买断品牌经营权，轻资产运营。
➔ 收入构成：全域店铺运营（DP 核心收入）+ 其他增值服务
➔ 短板：依赖电商平台及海外品牌的电商策略。

➢ 路径二：从零孵化自有品牌（若羽臣、丽人丽妆）

若羽臣是代运营企业中自有品牌转型最成功的标的之一，短期增长逻辑清晰、业绩高增，中长期依托高毛利自有品牌打开盈利天花板。

复盘其发展历史，主要分为两大阶段：①国际母婴代运营起家（2011~2019）：早期聚焦母婴类目电商代运营，拿下宝洁、拜耳、强生等国际快消品牌线上店铺运营；②战略转型（2020~至今）：2020 年推出自有香氛家清品牌绽家，正式启动“代运营 + 自有品牌”双轮转型；同步拓展品牌管理业务，承接海外新锐品牌入华全渠道运营，降低单一代运营业务依赖风险。2024 年推出口服抗衰自有品牌斐萃、膳食补充剂纽益倍；抖音渠道发力，自有品牌营收高速扩张，2025 年自有品牌收入占比达 52.8%，首次超过代运营业务，毛利率大幅提升。

➔ 模式：依托代运营积累的消费数据、供应链资源，自研孵化自主品牌，自主把控产品、定价、渠道；
➔ 收入构成：自有品牌+电商代运营收入
➔ 短板：前期研发、营销、供应链投入大，培育周期长，存在市场偏好不确定性。

➢ 路径三：海外品牌大中华区独家授权运营（宝尊电商）

宝尊电商通过收购成熟海外品牌区域独家经营权，搭建本土化商品、营销、线下零售团队，完整操盘品牌全链路生意，形成 “BEC 传统代运营（现金流）+BBM 品牌管理（利润增量）” 双引擎。

➔ 模式：收购已具知名度的品牌，复用原有代运营数字化、供应链、全域营销中台，重新推向国内市场。
➔ 优势：依托成熟海外品牌知名度，省去从零孵化的市场教育成本；完整掌握产品设计、定价、线上线下渠道决策权，成功几率更大；同一套体系可多品牌借鉴，容易形成协同效应。

仅供内部参考，请勿外传

图 10：电商服务商的发展新阶段



数据来源：东北证券整理绘制

2. 他山之石：GSI Commerce & Fanatics，同源分岔

GSI Commerce & Fanatics 两者的同创始人 Michael Rubin 于 1995 年同步起步；GSI 是 B2B 第三方全链路电商代运营鼻祖，纯服务商、无自有 IP、无自有制造；Fanatics 是 GSI 分拆出的垂直体育一体化平台，继承 GSI 电商托管能力，但向上掌控赛事 IP、自建柔性工厂、向下延伸球星卡、体育博彩多元变现。

2.1. GSI Commerce —— 电商代运营的鼻祖

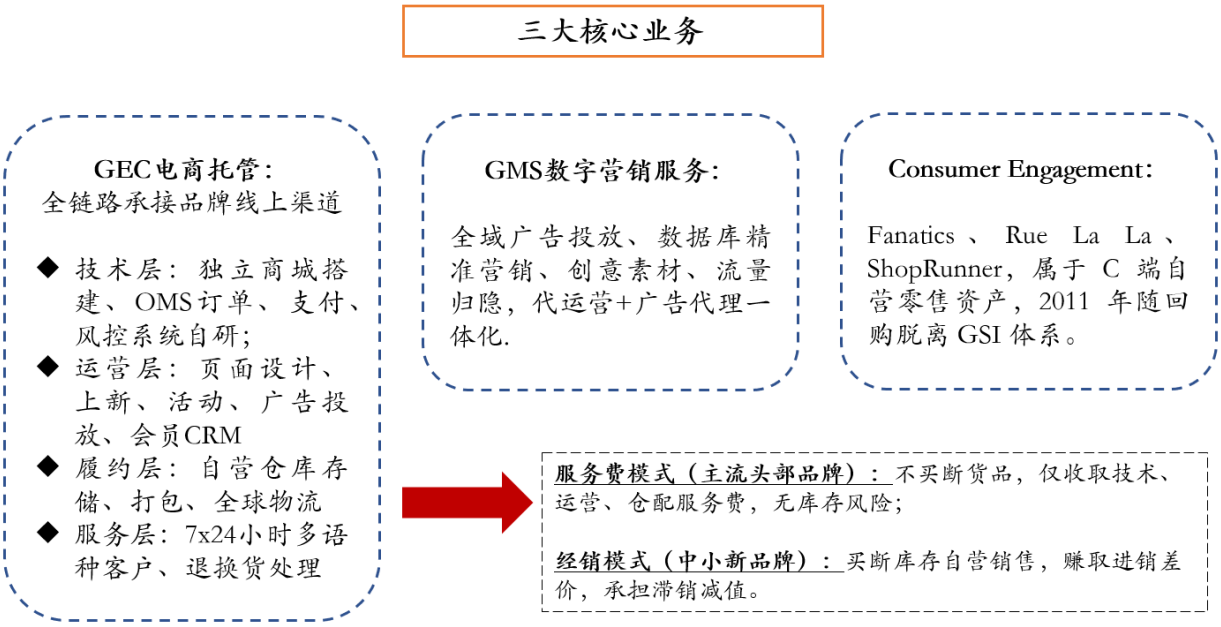
GSI Commerce 创立于 1995 年，原名 Global Sports，初期主营体育用品线上托管，服务球队官网；自建仓储、客服、电商系统，是北美最早做品牌官网全托管的服务商。

1999 年纳斯达克上市，业务从体育拓展至全品类：服饰、美妆、3C、消费品，客户包含阿迪、CK、惠普、NBA 联盟、玩具反斗城等 180+ 全球头部品牌，覆盖北美、欧洲。上市后，搭建三大事业部，自建 26 个履约仓、6 大呼叫中心、自研电商 SaaS 系统，形成“建站 - 运营 - 营销 - 仓储 - 客服”一站式闭环，奠定全球 TP 行业标准。2011 年收购 Fanatics（彼时仅线上球迷零售小店），纳入消费零售板块。

2011 年 6 约以溢价 51%被 ebay 收购，是 eBay 史上第二大收购（仅次于 Skype）。Rubin 以协议回购三大 C 端资产 ——Fanatics、闪购 Rue La La、物流会员 ShopRunner，成立控股集团 Kynetic；eBay 仅保留 B2B 代运营履约业务，更名 eBay Enterprise。

仅供内部参考，请勿外传

图 11：GSI 商业模式拆解

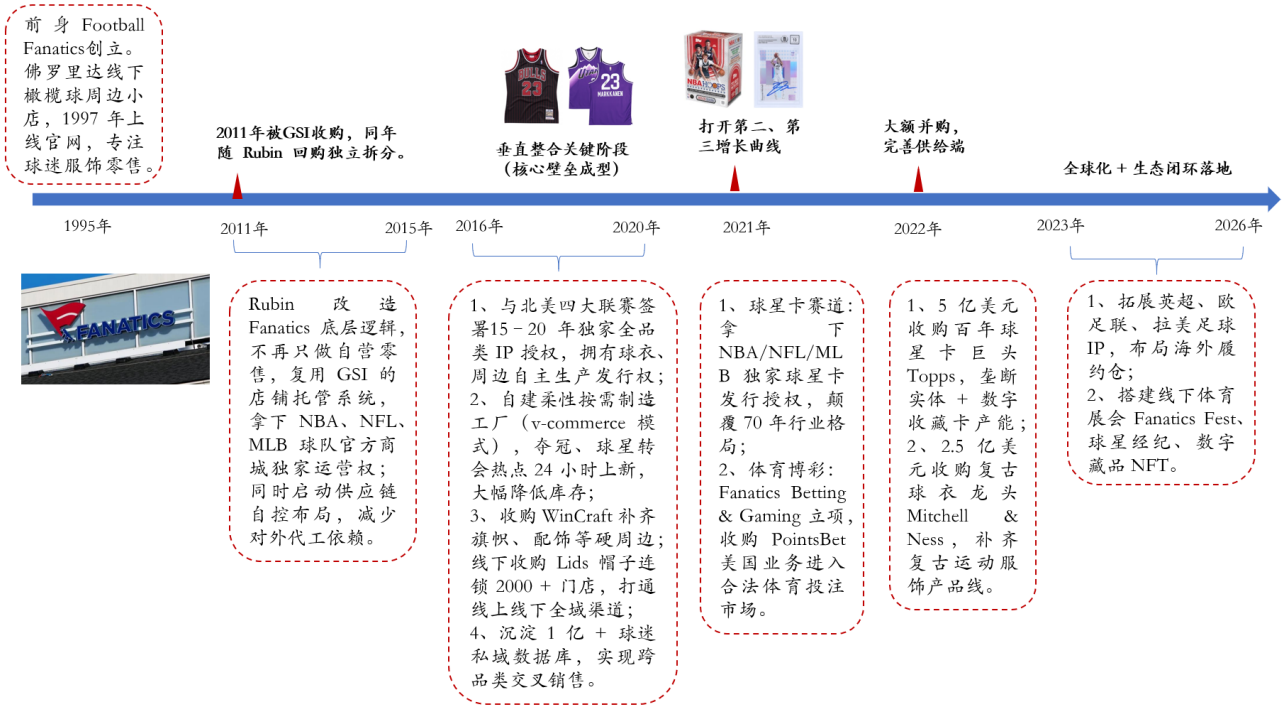


数据来源：东北证券

2.2. Fanatics —— GSI 模式垂直一体化进化版

Fanatics 是 GSI 分拆出的垂直体育一体化平台，继承 GSI 电商托管能力，但向上掌控赛事 IP、自建柔性工厂、向下延伸球星卡、体育博彩多元变现。

图 12：Fanatics 的发展历程



数据来源：Fanatics 官网历史页面（OUR HISTORY），东北证券整理绘制

仅供内部参考，请勿外传

Fanatics 从纯电商服务商到垂直一体化数字体育平台，拥有独立 IP 权限，直接与联赛签订 20 年独家全品类生产发行权；搭建自建柔性制造产线，自主生产球衣周边；同时，沉淀 1 亿全球球迷独立用户，跨品类交叉变现。目前公司主要拥有四大业务板块：

1、 Fanatics Commerce（基础盘）

兼具 B 端托管和自有 DTC 零售业务。独家运营 900+联盟、球队、高校官方线上商城，白标代运营服务，收取基础服务费；同时，Fanatics 自营官网、Lids 线下连锁、亚马逊等第三方店铺，自营销售官方授权球衣周边。

核心差异化在于 v-commerce 柔性自研制造。摆脱耐克、阿迪代工依赖，自有产线按需印花、快速上新；掌握 IP 生产权，联盟按销售额分成，拥有定价权；毛利率 40%+，远超传统零售与 GSI。

2、 Fanatics Collectibles

收购 Topps 后垄断北美主流联赛实体球星卡、数字藏品发行；卡牌毛利率远高于服饰，提供极强现金流，支撑跨赛道并购扩张。

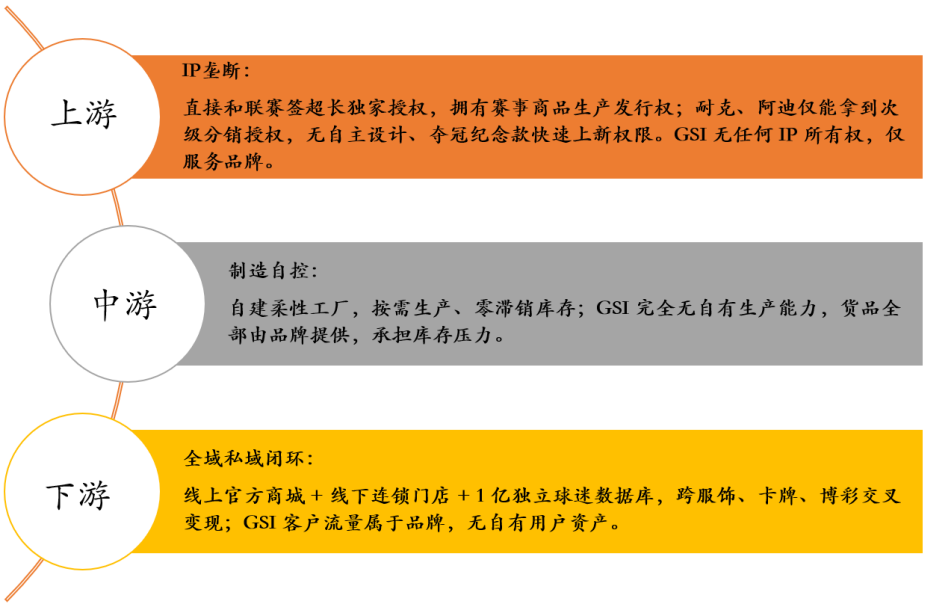
3、 Fanatics Betting & Gaming

美国多州合规体育博彩，打通“买周边→收藏球星卡→体育投注”用户生命周期；会员积分互通，用 1 亿球迷私域大幅降低获客成本，对标 DraftKings。

4、衍生配套生态

体育线下展会、球星经纪、媒体内容、NFT 数字藏品，最大化球迷单用户生命周期价值（LTV）。

图 13：Fanatics 三重垄断壁垒



数据来源：东北证券整理绘制

纵观 GSI 和 Fanatics 的发展历程，我们总结出以下三条经验：

- 商业模式方面：GSI 早期虽然为海外电商代运营巨头，但纯第三方渠道代运营存在天然天花板，并且品牌线上能力成熟后必然自建团队，长期易被品牌替代。

仅供内部参考，请勿外传

Fanatics 不靠单纯运营能力取胜，而是锁定细分赛道核心 IP 独家授权，把“服务商身份”升级为“赛道唯一经营伙伴”。

- 渠道拓展方面：GSI 早期绑定线下零售品牌线上官网，后期渠道分流、品牌自营直接冲击业绩；Fanatics 同步运营独立站、平台旗舰店、线下门店、赛事现场零售，线上线下打通。

- 竞争壁垒打磨方面：GSI 自建大规模仓储，单纯重资产模式难以成为长期护城河，但 Fanatics 将仓储履约与独家 IP、柔性生产、数据用户资产绑定，基础设施才形成协同价值。同时，GSI 更多的把数据用于店铺投放，而非深度挖掘用户数据，而 Fanatics 依托 1 亿 + 球迷用户数据，衍生球星卡、体育博彩等高附加值业务。

综上，GSI 代表传统代运营的上限与困境，全链路服务、技术、仓储体系成熟，但商业模式、客户绑定机制存在缺陷，容易被品牌替代、盈利持续承压；Fanatics 代表代运营商进化的方向，跳出第三方外包定位，通过细分赛道独家资源绑定、垂直产业链整合、全域用户数据运营，把“渠道服务商”升级为赛道不可替代的生态平台。对我国代运营企业颇具启示性。

3. 宝尊电商：本土电商服务商鼻祖，开启新征程

3.1. 宝尊电商是一家什么样的企业？

宝尊电商是中国品牌电商服务行业的先行者与领军者。公司成立于 2007 年，是国内品牌电商服务商的鼻祖，主要提供以品牌电子商务为核心的一站式商业解决方案，涉及店铺运营、数字营销、IT 解决方案、仓储配送、客户服务等 5 大内容，服务超 400+国际品牌，覆盖天猫、京东、官方商城、小程序等 30 多个主流电商品牌。2015 年于美国 NASDAQ 上市，2020 年于香港完成二次上市，2022 年转为香港美国两地主板上市。2022 年 11 月，公司完成对 GAP 中国的收购，开始进入宝尊 2.0 时代。将业务拓展至三条业务线，分别是宝尊电商（BEC）、宝尊品牌管理（BBM）以及宝尊国际（BZI）。

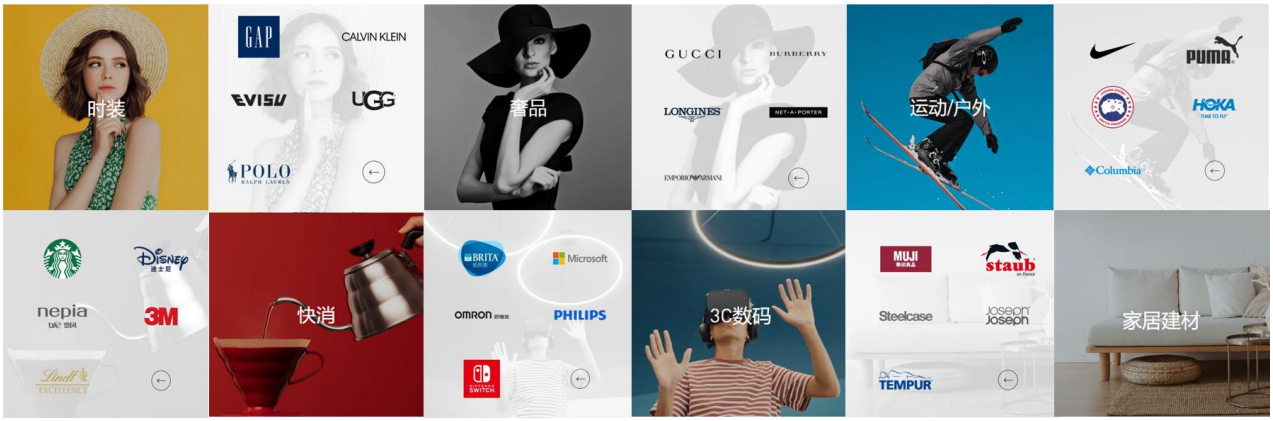
- 宝尊电商仍是集团的核心业务。公司在助力品牌合作伙伴加速数字化转型的同时，公司持续优化增值服务，并升级宝尊电商综合运营平台与中台办公系统，以此提升运营效率与业务灵活性。

- 品牌管理是未来 3~5 年驱动增长、提升盈利的核心板块。宝尊品牌管理服务聚焦中高端生活消费品牌，是面向全球品牌的全方位、综合型合作伙伴，助力海外品牌在华充分释放商业潜力。依托自身技术实力与行业视野，打通实体零售与线上电商，搭建可持续、互利共赢的合作生态，打造极致流畅的全渠道消费体验。

- 宝尊国际是长期深耕的未来增长引擎，携手品牌合作伙伴落地“全球本土化”发展理念。

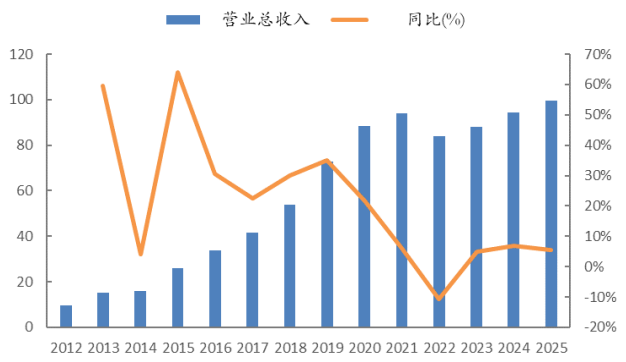
仅供内部参考，请勿外传

图 14：宝尊电商服务众多国际大牌



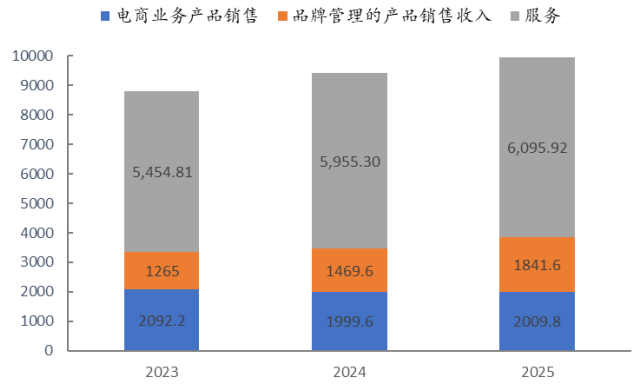
数据来源：公司官网，东北证券整理绘制

图 15：宝尊电商 2012~2025 年营收及增速（亿元）



数据来源：wind，东北证券

图 16：宝尊电商 2023~2025 年收入分拆情况



数据来源：wind，东北证券

表 2：宝尊电商 2023 年~2025 年收入拆分情况（单位：百万元）

		2023	2024	2025
产品销售	电商业务产品销售	2092.2	1999.6	2009.8
	小家电	936.3	852.5	671.6
	美容化妆品	378.2	397.3	501
	家居家装	169.9	201.9	230.1
	其他	607.8	547.9	607.1
	品牌管理（BBM）	1265	1469.6	1841.6
服务	线上店铺运营	1604.7	1765.4	1912
	服饰和配件	1134.8	1342.7	1495.3
	——奢侈品	406.4	407	464.9
	——运动服饰	419.1	487.1	501.4
	——其他服饰	309.3	448.6	529
	其他	469.9	422.7	416.7
	仓储物流	2194.4	2189.2	2051.7
	数字营销和技术服务	1735.8	2120.9	2301.5

数据来源：wind，东北证券（其中有跨分部交易的影响）

仅供内部参考，请勿外传

宝尊电商作为我国电商代运营行业的龙头，我们将其历史发展分为 4 个阶段进行分析：

- **第一阶段（2008 年之前）：赛道落地，商业模式初显**

国内电商行业处于萌芽阶段，淘宝商城尚未独立，海外入华品牌缺乏专业线上运营服务商。海外品牌入华、线上零售崛起的行业机遇已初现端倪。

2007 年宝尊电商正式创立，初期经过业务试错后，精准切入品牌电商托管（TP）核心赛道，成为国内首批专业化电商服务商。公司快速搭建店铺装修、在线客服、基础仓储、流量投放四大基础服务模块，聚焦海外品牌线上托管需求，2008 年深度绑定阿里生态。

- **第二阶段（2009~2019 年）：红利高速扩张期，全链路龙头成型**

电商代运营进入流量红利黄金十年。天猫独立、双十一持续爆发，海外品牌大规模入局中国市场，行业竞争核心为抢占品牌资源、扩张服务规模、完善全链路服务能力，头部企业迎来高速增长窗口期。

宝尊于 2009 年获得阿里 A 轮战略投资，深度绑定阿里生态，奠定行业龙头地位；搭建完成店铺运营、数字营销、IT 系统、仓储物流、客户服务五大标准化服务体系。2013 年拓展港澳台跨境业务，自建全国仓储物流网络与自研 ROSS 运营系统，实现运营数字化升级。后续持续拓展京东、唯品会、小程序等多渠道，2019 年服务品牌超 200 家，双十一代运营成交突破百亿，覆盖服饰、美妆、3C、奢品全品类。

十年间营收高速增长。2012 年~2019 年公司营收 CAGR 高达 34%，但经销模式拉低整体盈利能力，阶段毛利率仅 10%-13%，呈现“高营收、低利润”特征。

- **第三阶段（2020~2021 年）：行业成熟放缓，红利见顶**

线上流量成本持续攀升，品牌方自建电商团队趋势明显，传统代运营流量红利彻底消退。抖音、快手直播电商崛起，行业进入全域渠道竞争时代，同质化价格战加剧，头部企业普遍面临增长放缓、利润承压问题，同行纷纷启动第二曲线布局。

宝尊全面落地全域运营体系，打通短视频、直播、私域、线下 O2O 全渠道，升级 AI 投放、智能库存预测等数字化工具。主动优化业务结构，收缩低毛利 3C 经销业务，加码高毛利服饰、美妆、奢品服务，从“规模优先”转向“质量优先”。

营收增速放缓，盈利能力承压。2020 年营收 88.52 亿元（同比+21.6%），2021 年达到历史营收峰值 93.96 亿元（同比+6.1%）。规模见顶的同时，营销、仓储投入持续增加，企业净利润开始承压。

- **第四阶段（2022 年至今）：战略转型，双引擎落地**

消费市场持续疲软，品牌营销预算收缩，平台规则频繁变动，代运营行业内卷加剧、佣金费率持续下行。行业转型分化彻底显现，轻代理、自有品牌、品牌授权三大路线成型，市场倒逼头部企业摆脱纯服务商身份，向品牌价值经营升级。

2022 年为核心战略拐点，宝尊收购 GAP 大中华区全部业务，正式成立 BBM 品牌管理业务板块，构建“BEC 电商服务+BBM 品牌自营”双轮驱动商业模式，从第三方服务商升级为品牌全链路操盘方。而后又接连把 Hunter 以及 Sweaty Betty 两个国际品牌收入囊中。

仅供内部参考，请勿外传

双引擎格局走向成熟。BEC 为稳健现金流基本盘，BBM 为高增长、高利润第二曲线。2025 年全年总营收 99.45 亿元（同比+6%），其中 BEC 业务营收 81.45 亿元（同比+2%），BBM 业务营收 18 亿元（同比+25%），BBM 毛利率突破 50%，远超传统代运营业务。全年 Non-GAAP 经营利润 1.3 亿元，经营性现金流 4.2 亿元（同比+315%），集团彻底走出亏损周期。2026 年 Q1 营收 24 亿元（同比+15%），盈利持续提速，增长质量大幅优化。

图 17：宝尊电商业务历史复盘



数据来源：公司公告，品牌官网，东北证券整理绘制

3.2. 如何稳坐电商代运营的龙头位置？

◆ 客户端：深厚国际品牌客户资源与长期信任壁垒

1）先发优势，独占高端外资品牌心智

作为 2007 年国内首家品牌电商服务商，深耕外资品牌赛道近 20 年，是全球头部服饰、美妆、家居品牌入华首选合作方，积累 400+稳定合作客户，涵盖众多国际百年 IP。国际品牌对合规、数据安全、全域运营、全球协同要求极高，新进入者很难快速建立同等信任。

2）高客户转换成本

品牌与宝尊合作后，全渠道数据、会员资产、供应链资源、数字化系统全部沉淀于宝尊体系；若更换服务商，需重新搭建团队、对接平台、迁移千万级用户数据、重构供应链，时间成本、试错成本极高，因此头部客户续约率长期维持高位，形成客户锁定壁垒。

◆ 技术端：自研全栈数字化技术壁垒

1）长期高额研发投入形成代差

仅供内部参考，请勿外传

二十余年持续自研零售全链路系统，累计投入数十亿研发费用，搭建完整技术团队；中小代运营公司无独立研发能力，依赖外购标准化 SaaS 工具，无法针对复杂全渠道、多品牌、线上线下一体化场景深度定制，系统响应速度、数据打通能力存在显著差距。

2）技术数据飞轮效应
服务数百个品牌产生海量全域交易、用户、供应链数据，持续训练 AI 预测、智能调度算法，数据规模越大，算法精准度越高，运营效率持续领先；同行品牌数量少、数据样本不足，无法形成同等数据驱动能力。

3）Gartner 认证，全球级供应链系统资质壁垒
自研 OMS 系统连续入选 Gartner 零售市场指南，达到全球企业级软件标准，奢侈品、高端外资品牌对系统合规、数据安全、订单处理能力门槛极高，该资质与技术能力构成硬性准入壁垒。

◆ 供应链与渠道端：全链路本土化供应链+线下门店

1）柔性集采，供应链网络难以复刻
整合国内数千家工厂、多级仓储体系，多品牌联合采购形成议价权，同时具备快反柔性生产能力；新入局者缺少品牌规模支撑，无法拿到同等采购价格与短交期产能，商品成本、上新速度长期处于劣势。

2）全国分布式仓储履约网络
自建+合作多区域仓储中心，支撑全渠道一盘货履约，即时零售、大促峰值订单处理能力行业领先，中小服务商仅能外包第三方仓储，履约稳定性、成本控制存在明显短板。

3.3. 布局品牌管理业务，打开第二成长曲线

传统纯代运营（BEC）赛道增长见顶，存在天然商业模式天花板。国内电商渗透率见顶，新增品牌客户增速放缓，单纯靠多接品牌扩 GMV 无法带来利润同步增长。

仅供内部参考，请勿外传

图 18：宝尊品牌管理业务发展复盘



数据来源：公司公告，品牌官网，东北证券整理绘制

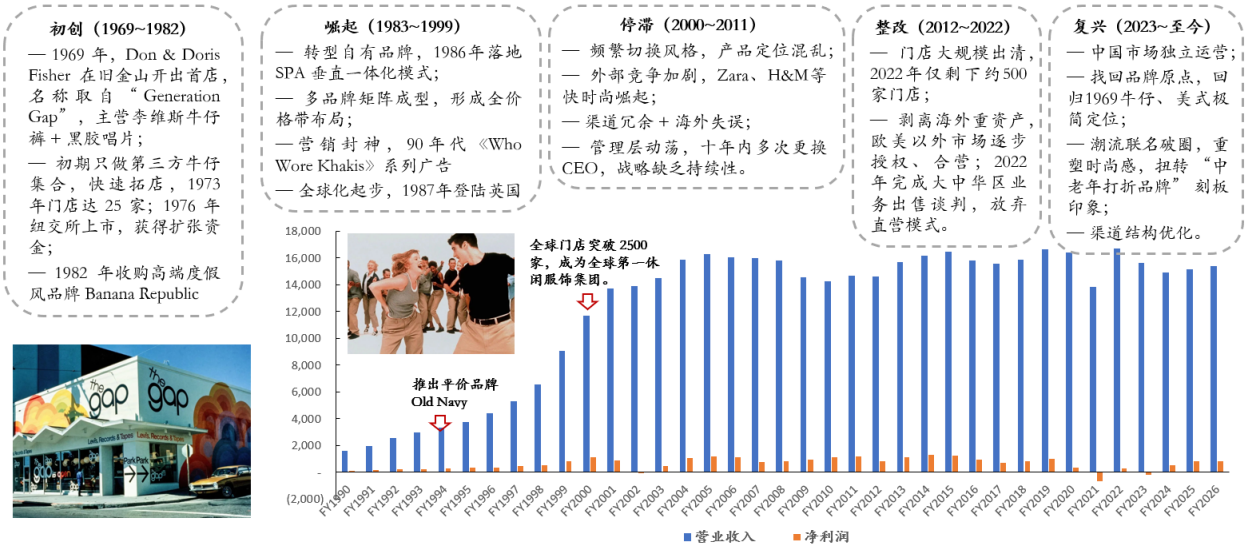
3.3.1. Gap：自带成熟国民品牌认知度

GAP——曾经红极一时的快时尚鼻祖。GAP 品牌于 1969 年诞生于美国旧金山，是全球美式休闲服饰开创品牌。标志性产品为基础 T 恤、丹宁牛仔、休闲卫衣三大经典品类，主打松弛简约美式日常穿搭，巅峰时期为全球大众休闲服饰龙头，门店覆盖全球数十个国家，依靠标准化基础款、平价休闲定位形成全球品牌认知。集团旗下同步拥有高端线 Banana Republic、平价线 Old Navy，形成完整价格带矩阵，长期依靠全球统一商品企划、集中海外供应链、标准化直营模式扩张。

2000 年达到运营巅峰。GAP 集团在 2000 年总营收达 116.35 亿美元，从 1990 年至 2000 年这十年的复合增速为 22%；净利润达 11.27 亿美元，复合增速为 28%，主要依托多品牌全覆盖、高效 SPA 供应链、购物中心渠道红利实现十年快速增长。2001 年后随核心品牌产品力衰退、渠道红利消退、战略频繁摇摆、库存与供应链管理失能，出现营收长期停滞、盈利能力承压。

仅供内部参考，请勿外传

图 19：GAP 历史复盘（单位：百万美元）



数据来源：wind，东北证券整理绘制

GAP 于 2010 年正式进入中国大陆市场，平价主力 Old Navy 品牌于 2014 年入华，Banana Republic 少量布局高端商场。但彼时我国服装市场正处于渠道冗余、库存累积、终端审货等行业饱和阶段。对比优衣库（2002 入华）、ZARA（2006 入华）、H&M（2007 入华），GAP 错过国内服饰消费黄金扩张期。

- 渠道占位滞后：彼时核心商圈优质铺位、下沉市场商场资源已被竞品抢占，门店高度集中一二线，下沉市场布局空白；
- 全球管控模式僵化：大中华区无商品设计、供应链自主决策权，所有款式、定价、上新节奏由美国总部远程审批，导致产品水土不服；
- 竞争挤压严重：快时尚逐渐退潮，休闲平价赛道被优衣库、森马分流，国潮、运动品牌逐渐成为新趋势。

2022 年宝尊收购 GAP 大中华区。2022 年 11 月，集团以 4000 万美元将大中华区 20 年独家运营权出售给宝尊电商，交割于 2023 年 2 月完成。收购后，宝尊将 GAP 作为 BBM 品牌管理标杆试验田，搭建原 Inditex 资深零售负责人牵头的全本土独立团队，围绕数字化重构、商品本土化、供应链再造、渠道全域升级、品牌营销焕新五大板块落地系统性改革，改造分为三阶段：2023 整合清库存、2024 运营优化、2025 规模扩张并实现季度盈利。

- 数字化底层重构：打通全链路统一系统，缩短决策链条

全面切换宝尊自研 BOCDOP 宝舵全渠道中台。统一 OMS 订单、WMS 库存、门店 POS、会员、BI 数据五大模块，实现线上线下一盘货实时数据互通；搭建本土数据洞察团队，依托宝尊跨品类消费者数据库，输出国内版型、流行色、价格带、细分人群量化报告，商品企划完全以本土数据驱动；上线 AI 智能预测、智能定价、自动素材生成工具，自动测算爆款补货量、动态折扣区间，减少人为低效决策。

仅供内部参考，请勿外传

- 商品端：全面本土化改革，重塑货盘结构

下放完整本土商品开发权，摆脱美国总部长周期审批。本土设计、商品团队独立主导新品开发，商品本土开发占比提升至 70%；上新周期由 9 个月压缩至 30-45 天，快速跟进美拉德、多巴胺、新中式等本土流行趋势宝尊。

版型与款式更加针对亚洲人身形，合理化价格带。重新调整衣长、肩宽、裤长，优化基础款合身度；划分三层价格带：79-168 元平价基础款、168-402 元主力盈利款、400 元以上高端联名胶囊系列，兼顾走量与毛利。

精简 SKU，强化核心品类淘汰滞销低效款式。聚焦牛仔、LOGO、卡其三大品牌标志性品类打造超级爆款；推出小批量快速测试胶囊系列，低风险验证市场需求，爆款快速追加，柔性补货。

本土 IP 联名拉升品牌调性。先后上线故宫、京剧等国风联名系列，搭配国内新锐设计师合作款，打破全球统一单调设计，重塑差异化本土品牌形象，高端联名系列上线即快速售罄。

图 20：GAP×中国京剧联名款



数据来源：ELLE，东北证券

- 供应链端：本土化再造，搭建柔性快反体系

国内供应商替代海外集中采购，降本增效。改为本土供应后大幅削减海运、关税、漫长交期等成本；搭建多工厂柔性快反产能，压缩爆款补货周期，避免断货与大规模库存积压；多品牌集采协同：GAP、Hunter、Sweaty Betty 联合采购面料，提升对工厂议价权，降低单件生产成本；全国分布式一盘货仓储网络，线上线下库存智能调拨，门店滞销货品快速调拨至线上渠道消化，减少深度打折。

仅供内部参考，请勿外传

- 渠道端：全域升级，线下优化拓店+线上多平台放量

线上线下同步发力。线下门店革新，清理低效亏损门店，保留核心优质商圈门店并完成形象重装。采用「一线直营+二三线联营」双线扩张模式，联营门店分摊租金、人力投入，大幅降低拓店资金压力；线上全域渠道布局深耕抖音渠道，搭建专业直播团队，同步布局小红书种草、得物潮流渠道、私域小程序会员运营，摆脱单一天猫依赖；门店打通 O2O 履约，线上下单门店发货、线下会员线上互通，实现全渠道流量互通；统一价格管控，严控常态化深度折扣，减少 5 折以下清仓活动，分层阶梯促销修复品牌价格形象，提升零售毛利率。

图 21：GAP 新门店的店铺形象



GAP×ATTEMPT 联名
快闪店



亲子主题门店「布莱纳的玩趣世界」
南京西路旗舰店

数据来源：公司公众号，东北证券

- 营销端：本土化品牌营销+用户运营

营销更加接地气。启用本土新生代代言人、短视频 KOL、小红书穿搭博主，打造适配国内年轻群体穿搭内容；精细化会员体系，沉淀 3000 万存量历史会员，搭建分层会员权益、专属上新、积分兑换体系，提升复购；线下快闪、城市主题门店活动落地，强化线下品牌体验，弱化“清仓打折”旧认知。

图 22：成毅双城快闪店外立面



数据来源：小红书，东北证券

图 23：「为她留白」女性主题广告大片



数据来源：小红书，东北证券

仅供内部参考，请勿外传

图 24：成毅小红书宣传合计



数据来源：小红书，东北证券

2025Q4 为收购后首次单季度盈亏平衡。2025Q4BBM 板块（以 GAP 为主）经调整经营利润 180 万元，去年同期亏损 3420 万元，正式摆脱持续亏损泥潭。2025 全年 BBM 板块毛利率稳定维持 52%以上，显著高于传统 BEC 代运营 18%左右产品销售毛利率。

展望未来，品牌形象上行，渠道仍具开店空间。GAP 品牌重塑后，卡位美式休闲牛仔+亲子基础款细分赛道，覆盖家庭客群，形成差异化竞争。2025 年底 BBM 部门拥有门店 177 家（其中 GAP164 家），对标优衣库、森马等品牌，GAP 仍具较大开店空间。

3.3.2. Hunter：百年英伦雨靴户外生活品牌

Hunter 创立于 1856 年英国，拥有百年橡胶雨靴核心 IP，标志性高筒雨靴具备强辨识度，定位高端城市轻户外生活方式。目标客群主要为一二线中产、潮流女性，主打雨天穿搭、城市露营、轻徒步场景；全球产品线覆盖雨靴、户外外套、背包、配饰，兼具功能性与英伦时尚设计，区别始祖鸟、北面硬核专业户外，走穿搭潮流路线。

仅供内部参考，请勿外传

图 25：Hunter 的品牌形象



数据来源：Hunter 官网，东北证券

2019 年宝尊与 Hunter 英国总部达成电商合作，从零搭建 Hunter 天猫官方旗舰店，同步布局小红书、抖音、京东线上矩阵。

2023 年 Hunter 全球母公司债务危机、进入破产重组，ABG 集团低价收购全球知识产权，同年 8 月宝尊与 ABG 成立合资公司，持有大中华和东南亚地区的 51%品牌知识产权，完整掌控商品开发、线上线下渠道、供应链、定价营销全链路，属于合资控股模式，经营权具备长期排他性。2023 年 10 月正式落地。

- 产品端：落地“China-for-China”本土化，自主开发适配国内气候、穿搭的轻量化雨靴、户外服饰，拓展非鞋类品类。

- 渠道端：先依托成熟线上流量，再分批落地线下直营店，线上线下会员、库存打通。线下：2024 年 11 月开出上海张园全国首店（网红限时地标店），同步落地上海来福士首家标准永久店，正式打通线下零售体系；截至 2025 年末，Hunter 海内外门店合计 8 家（内地 5 家、东南亚 3 家新加坡/马来西亚）。线上：全渠道补齐，重启抖音直播、小红书穿搭种草、小程序私域会员，摆脱单一天猫依赖；搭建自有直播团队，主打场景化穿搭内容。

- 营销端：本土艺术家联名、城市主题快闪、户外露营活动，重塑高端英伦户外品牌形象；

- 供应链端：国内供应链占比大幅提升，大幅降低海运、关税成本，单品生产成本下降；上新周期缩短，库存周转持续优化；搭建国内分布式仓储，实现线上线下一盘货智能调拨，缓解季节性库存积压。

仅供内部参考，请勿外传

图 26：Hunter 品牌在中国的门店形象



内地首家快闪店
@上海张园



首家标准永久零售门店
@上海来福士

数据来源：品牌公众号，东北证券

3.3.3. Sweaty Betty：英版 Lululemon，女性专业运动生活方式品牌

Sweaty Betty 于 1998 年在伦敦创立（与 Lululemon 同年诞生），被称为“英国版 Lululemon”，主打女性高端瑜伽、健身、跑步服饰。与 Lululemon 的核心差异化是丰富印花、女性化修身剪裁，而 Lululemon 多为极简纯色；定价 750－1180 元，定位轻奢专业女性运动生活方式品牌。

2021 年品牌进入中国，通过直营方式盲目快速开店、脱离本土需求，叠加终端消费环境承压，面临经营困境；2022 年后官方社媒全部停更、门店仅剩 1 家，持续低价清仓，致使品牌认知断层。

2025 年 7 月宝尊与品牌达成战略合作，获取完整线上线下运营、商品本土化开发权限，成为宝尊第三个 BBM 品牌，补齐高端女性瑜伽运动赛道。

收购后，产品端将进行本土化改造，打造亚洲专属产品线；渠道端线上先行、线下逐步落地，重启天猫旗舰店运营，沉淀 14.2 万品牌粉丝，2026 年 4 月落地上海静安嘉里中心概念快闪店，测试线下客流与转化；长期规划采用“快闪店+小型精品直营店”模式，降低拓店前期资金压力。

仅供内部参考，请勿外传

图 27：Sweaty Betty 品牌在中国的门店形象



2026 静安嘉里中心「BORN SWEATY 生而热汗」主快闪店（品牌内地首店）



2025 环贸iapm「Don’t Sweat It」限时体验空间

数据来源：品牌公众号，东北证券

综上，伴随国内电商代运营行业告别流量红利、从单一店铺托管服务商向全域品牌经营伙伴深度转型，传统服务费模式增长见顶、佣金持续承压，头部代运营企业纷纷开启模式升级：百秋坚守纯代理服务路线、若羽臣/丽人丽妆孵化自有品牌、青木布局品牌合资运营，而宝尊选择以 BBM 品牌管理业务作为第二增长曲线，通过获取海外品牌大中华区独家经营权，走出差异化转型路径。

仅供内部参考，请勿外传

4. 风险提示：

1）行业竞争加剧：如果行业竞争者持续增长，以及跨界竞争者增加，则会影响到公司竞争力和实际经营。

2）宏观经济不景气：如果宏观经济不景气，消费持续承压，则会导致销售不佳，盈利能力承压。

3）品牌解约风险：虽然目前代运营公司大多头部几家品牌占比逐步下降，如果重要品牌和集团公司与行业公司发生大规模解约，则会影响到公司短期的业绩稳定性。

4）员工流失风险：代运营行业是重人力行业，如果重要岗位的负责人离职，可能会对公司短期业务的正常运营产生较大冲击。



仅供内部参考，请勿外传

研究团队简介：

刘家薇：美国约翰霍普金斯硕士，中南财经政法大学学士，现任东北证券纺织服装分析师。曾任国盛证券分析师，两年消费品研究经验。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

仅供内部参考，请勿外传

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630