

# 品牌管理渐入佳境

## 核心观点

公司是目前行业内代理品牌最多的代运营商，为各类消费品提供全渠道运营策略，积累丰富的消费品渠道经验。在面临传统电商平台进入成熟阶段的趋势下，诸多头部代运营公司均选择自己下场经营品牌获取成长收益，公司选择线上+线下结合的模式，在2023年收购GAP大中华区业务，同年与ABG集团合作运营Hunter品牌，相比于纯线上可能慢热，但塑造品牌的成长持续性和增长稳定性有望逐渐显现。

## 事件

公司2025年第三季度实现收入21.56亿元，同比+4.82%；实现经调整经营损失0.11亿元，同比-87.36%，其中电商业务经调整经营盈利0.28亿元，同比扭亏，品牌管理业务经调整经营亏损0.39亿元，同比减亏33%。公司实现扣非（non-GAAP）归母净亏损0.40亿元，同比-39.77%。

## 简评

### 品牌管理业务维持高增，持续拓展线下网点

公司在从传统电商代运营向品牌业务发展中选择了独树一帜的线下品牌门店路径，25Q3品牌管理业务收入为3.96亿元，同比+19.8%，公司目前线下店铺共171家，包括163家GAP和8家Hunter门店，较25Q2环比净增15家。公司引入品牌代言人成毅，并且开设Pop-up体验店，促进GAP品牌的年轻化改造，年轻客群同比增长25%，伴随门店数量和销售额的提升，规模效应逐步体现，带动业务亏损同比减少约30%。

### 电商业务保持稳健，品类结构逐步优化

公司电商产品销售业务在25Q3实现收入4.13亿元，同比减少9%；公司克服小家电及大健康品类的下滑，积极提升美妆(+20%)，持续优化品类结构。公司电商服务业务25Q3实现收入13.48亿元，同比增长6%，其中运动(+6%)、奢侈品(+14%)、其他服饰(+25%)表现突出。伴随公司降本增效，该季度电商业务的经调整营业利润为0.28亿元，同比扭亏。

## 宝尊电商 (BZUN.O)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025年12月16日

当前股价：2.76美元

### 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
-13.21/-12.04	-38.12/-43.34	0.73/-15.04
12月最高/最低价(美元)	4.77/2.20	
总股本(万股)	5,799.53	
流通股本(万股)	5,356.17	
总市值(亿美元)	1.60	
流通市值(亿美元)	1.60	
近3月日均成交量(万)	25.27	
主要股东		
Jun Wang	15.28%	

### 股价表现



### 相关研究报告

**投资建议：**公司品牌管理业务正在走向良性循环，明后年有望大幅扭亏并实现盈利，我们预计公司 2025-2027 年经调整净利润分别为 0.27/1.35/2.27 亿元，对应 PE 分别为 45X/9X/5X，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,812.01	9,422.23	9,738.83	10,335.96	11,004.44
YoY(%)	4.90%	6.92%	3.36%	6.13%	6.47%
经调整净利润(百万元)	-65.09	-40.37	26.84	135.10	226.51
YoY(%)	-149.23%	-37.98%	-166.48%	403.35%	67.66%
毛利率(%)	44.21%	47.62%	49.96%	50.40%	50.82%
经调整净利率(%)	-0.74%	-0.43%	0.28%	1.31%	2.06%
ROE(%)	-1.53%	-0.98%	0.67%	3.29%	5.33%
EPS(摊薄/元)	-1.08	-0.68	0.43	2.16	3.63
P/E(倍)	-4.19	-6.65	45.34	9.01	5.37
P/B(倍)	0.29	0.31	0.30	0.30	0.29

资料来源：公司财报，中信建投证券

## 风险分析

1. 公司目前品牌管理业务仍处于亏损状态，伴随线下门店的不断拓展，相应的成本也在增加，但线下时尚产业竞争激烈，公司有可能面临品牌业务投入未获得理想产出的风险，进而导致业绩拖累。

2. 电商行业头部集中效应明显，主要电商平台已经进入成熟阶段，品牌商存在脱离公司电商服务业务并自行进行电商运营的可能性，进而导致公司电商业务增长低于预期。

3. 公司收购业务产生的无形资产摊销的体量仍对利润具有较大影响，导致公司 GAAP 和 non-GAAP 口径的利润差距较大，过去的股权投资及商誉可能存在减值风险。

4. 公司电商服务业务仍然是最主要的收入来源，其毛利率波动对利润影响较大，我们预计该业务毛利率如果出现-1pct/-2pct/-3pct 的变化，则对应 2026 年预测利润分别为 0.91/0.48/0.04 亿元，对应利润变化分别为 -32%/-65%/-97%。

## 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。

### 向锐

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

## 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受到任何形式的补偿。

## 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告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