

宝尊电商 (BZUN US)

深度交流：全链路赋能品牌，三大业务协同可期

我们于上周五（6月16日）参加宝尊管理层深度交流会议，此次交流会议从公司战略发展、三大板块运营思路、渠道增量、AIGC 应用等多维度展现宝尊未来增长空间、全链路服务+专业化平台壁垒、技术沉淀及品牌运营能力，并对 618 表现、电商复苏趋势、各渠道策略及 BBM+BZI 业务拓展进行了深度探讨。围绕三大业务线，我们认为会议亮点如下：1) 618 竞争激烈促进行业增长，宝尊平台 GMV 目前符合预期/略超出预期；2) BEC 业务保持稳健增长及利润率提升，BBM 及 BZI 打开第二增长曲线、且 BBM 预计未来 2-3 年扭亏为盈；3) BZI 主战场为东南亚，预计 2024 年开始贡献显著收入及利润(2023 年主要任务为团队人才搭建及培养)；4) 内容/直播电商优先级提升，发挥“人货品”高匹配度优势加强直播间能力，以期打开直播电商增量。此次交流会议梳理了三大业务运营思路，细节展示了创意直播中心建设等，加强了市场对主业稳健增长的信心以及 BBM 架构优化、本地化升级下增量空间及利润率改善的预见性。我们看好宝尊业务升级下的协同效益，BBM 业务在 2H23E 产品优化、差异化策略下有望释放长期增长潜力，主业在巩固市场领先优势的同时稳步释放利润。维持买入评级，目标价 8.4 美元。

■ **高护城河：全链路服务+专业化平台+科技沉淀。**作为中国品牌电商最大的服务商和数字商业伙伴(>400 个品牌合作)，宝尊构建了行业领先的全链路服务、专业化平台及技术沉淀。全链路服务面向 KA 大客户进行全品牌、全链路、全渠道赋能，且提供深度定制；专业化平台面向普通客户/SME 客户(更加注重效率及质量)，通过仓储物流、技术服务、数字营销、区域运营中心等优势拓客。科技沉淀方面包括数字运营中台、数字化转型工具、人货场交易沉淀，在技术赋能和创新服务层面帮助宝尊为 KA 及 SME 品牌客户全链路赋能。

■ **三大业务协同：BEC 业务稳健增长，BBM+BZI 业务打开第二增长曲线。**宝尊在三大业务线升级后，业务重心及战略方向清晰化：1) BEC 宝尊电商：主业持续深耕品牌价值及服务，以“收入稳健增长、利润率改善”为主要目标；2) BBM 宝尊品牌管理：以 GAP 业务开篇，全方位赋能品牌实现数字化转型，并用数字化工具连通供应链和需求链及线上线下融合新零售；预期 GAP 实现两位数以上的收入贡献，并在未来 2-3 年扭亏为盈；不追求品牌管理数量，但也对互补机会保持积极关注；3) BZI 宝尊国际：主要承接 TP+BBM 海外业务，捕捉现有客户资源+中国品牌出海机会；当前主战场为东南亚，2023 年核心人物为培养人才及能力，收入贡献较小，预计 2024 年开始贡献显著收入及部分利润。

■ **探讨一：618 电商复苏趋势？**管理层认为今年是历年来竞争最激烈的 618 大促(平台补贴力度加大、各平台营销策略多样化)，但竞争加剧反而促进行业 GMV 增长。宝尊服务品牌 GMV 表现目前大致符合预期或略超出预期。管理层认为大促期间，其 GMV 增长及营销效果和品牌力及运营能力强相关。而在当前宏观环境下，用户消费行为存在演变：虽然大体倾向实用性、性价比高产品，但不同品类也出现分化(如奢品、户外保持强韧性)。

■ **探讨二：BEC 渠道布局及策略？**管理层认为多平台多渠道是大方向，宝尊提供全渠道运营策略是一大核心优势。从品牌维度，天猫作为主要产粮区，对天猫用户较为认可(经营确定性及效率较高，尤其体现在奢品及品牌服饰品类)。宝尊会在天猫渠道持续深耕、稳定合作的同时，积极拓展非天猫渠道增量(包括京东、腾讯、抖音、小红书等)。其中兴趣/内容电商增长势头强劲(2023 年重点布局渠道)，随着商城功能上线后与货架电商存在部分趋同。腾讯视频号层面，认为腾讯体系作为重要的私域流量，兼顾品牌宣传和交易，如若运营向好，GMV 占比较为可观且利润率较为吸引。

买入（维持）

目标价 US\$8.4
 (此前目标价 US\$8.4)
 潜在升幅 +86.7%
 当前股价 US\$4.5

中国互联网

黄群

(852) 3900 0889
 sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849
 easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	269
3 月平均流通量(百万美元)	2.17
52 周内股价高/低(美元)	11.45/3.41
总股本(百万)	55

资料来源：彭博

股东结构

Morgan Stanley	4.93%
TIAA	4.75%
Schroders	3.63%

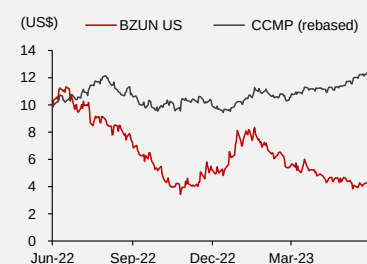
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	-3.2%	-13.2%
3- 月	-17.2%	-31.3%
6- 月	-13.4%	-32.0%

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

- **探讨三：内容电商策略及增量空间？** 宝尊将内容电商及直播带货发展优先级提升，成立了创新内容事业部，侧重直播间能力建设。宝尊将发挥货品与人群高匹配度优势、系统对接能力，提升直播带货 GMV 及销量。今年宝尊在上海已开设 3500 平米直播间(7/8 月开始运行)，且同时成立了 MCN 公司，未来通过内容大促、明星活动等方式将高端品牌带至抖音，并有望将直播能力在多个平台复用。
- **探讨四：BBM 本土化及品牌升级策略？** BBM 预计未来为品牌矩阵模式，但更加关注质量，侧重中端品牌。GAP 作为 BBM 开篇，目前本地化已卓有成效(收购后团队和架构做了迅速升级)，渠道融合为下一阶段重点。2H23 将会推出更多联名新品、店面更新、新开旗舰店，助推品牌力提升及销量增长。有别于台湾业务及环境差异(欧美品牌竞争较小)，内地打法将更为本地化，在折扣调整下进行线下店铺提效、利润率提升。
- **探讨五：BZI 合作模式及财务预期？** BZI 业务已在多个国家建立团队和办公室，包括香港、台北、新加坡、马来西亚、菲律宾、法国，且 2H23 将于印尼、越南、泰国、韩国开设办公室。当前主要任务为团队建设和人才培养，预计从 2024 年开始贡献收入(当前盈利不是主要目标)。BZI 将承接 TP 和 BBM 出海业务，服务已有品牌为主，当前东南亚行业运营水平较低，存在较大精细化、专业化提升机会。合作平台包括 Lazada, Shopee 等，以及直播电商、DTC 渠道。
- **探讨六：AIGC 应用及提效空间？** 宝尊过去五年在各个板块均有 AIGC 相关运营及积累(如文档图片生成、智能客服等)，提效空间可期。比如 GPT + Midjourney 可与 BEC 整合，员工可随时触及/进入相关内容。未来将在梳理流程下进一步用好 AIGC 并提效。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	9,396	8,401	10,472	11,483	12,351
同比增长(%)	6.2	(11)	24.7	9.7	7.6
调整后净利润(百万人民币)	200	132	(82)	276	617
调整后每股收益(人民币)	2.7	2.1	(1.3)	4.3	9.5
同比增长(%)	(68)	(22)	NA	NA	121.9
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	0.8	4.0	6.9
市盈率(倍)	13.7	17.4	NA	8.7	3.9
市销率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
杠杆率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

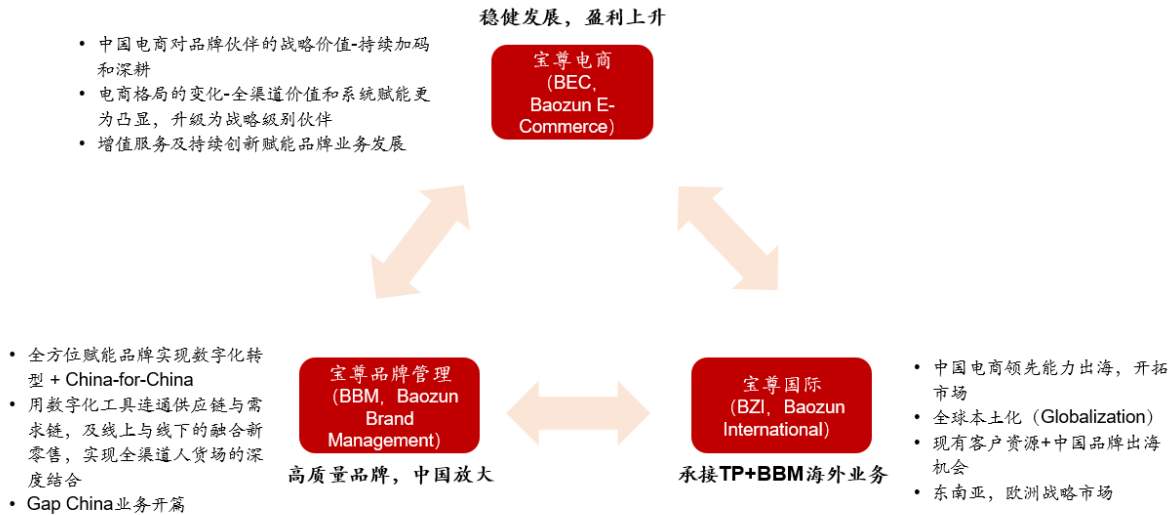
资料来源: 公司数据, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 1: 宝尊公司成就



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场整理

图 2: 三大业务战略方向



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场整理

图 3: 可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	CMBI 评级	目标价	PE			PS			FY23-25 CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
宝尊电商	BZUN US	267	USD	4.5	BUY	8.4	NA	8.7	3.9	0.7	0.6	0.6	NA
电商服务商													
丽人丽妆	605136 CH	742	CNY	13	NA	NA	19.6	16.4	12.3	1.2	1.1	1.0	13%
若羽臣	003010 CH	383	CNY	22	NA	NA	66.7	41.6	34.4	1.9	1.8	1.7	39%
壹网壹创	300792 CH	1,025	CNY	31	NA	NA	23.3	21.0	11.9	4.2	3.6	3.1	42%
Transcosmos	9715 JP	1,249	JPY	3,630	NA	NA	12.0	11.3	10.1	0.5	0.4	0.4	9%
平均							18.3	16.2	17.2	1.2	1.1	1.0	20%
中国电商													
拼多多	PDD US	100,986	USD	80	BUY	109	15.9	12.5	10.1	4.1	3.3	2.8	22%
阿里巴巴	BABA US	238,083	USD	92	BUY	157	11.1	10.0	8.5	1.8	1.6	1.5	14%
京东集团	JD US	62,720	USD	40	BUY	63	14.0	11.9	10.1	0.4	0.4	0.3	17%
唯品会	VIPS US	10,017	USD	18	NA	NA	9.0	8.7	8.2	0.6	0.6	0.6	4%
苏宁易购	002024 CH	2,560	CNY	2	NA	NA	NA	31.8	11.8	0.2	0.2	0.1	NA
美团	3690 HK	110,132	HKD	138	BUY	172	43.0	25.1	16.6	2.8	2.3	1.9	59%
逸仙电商	YSG US	674	USD	1	NA	NA	NA	16.9	36.6	1.2	1.0	1.1	NA
平均							12.5	12.0	10.9	1.4	1.2	1.1	14%
国际电商													
亚马逊	AMZN US	1,287,572	USD	125	NA	NA	49.1	35.0	25.1	2.3	2.1	1.8	41%
eBay	EBAY US	24,085	USD	45	NA	NA	10.7	10.2	9.7	2.4	2.3	2.2	9%
Groupon	GRPN US	152	USD	5	NA	NA	NA	10.8	5.7	0.3	0.3	0.3	NA
平均							10.7	10.5	7.7	1.7	1.6	1.4	25%
SaaS													
中国有赞	8083 HK	382	HKD	0	NA	NA	NA	NA	NA	1.8	1.7	1.5	NA
微盟集团	2013 HK	1,586	HKD	4	NA	NA	NA	NA	56.5	4.8	3.9	3.3	NA
平均							NA	NA	56.5	3.3	2.8	2.4	NA
平均							14.5	13.0	12.5	1.4	1.2	1.1	19%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

利润表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	9,396	8,401	10,472	11,483	12,351
产品销售	3,874	2,644	2,248	2,293	2,338
服务	5,523	5,756	6,724	7,585	8,344
其他	-	-	1,500	1,605	1,669
营业成本	(3,277)	(2,256)	(2,827)	(2,871)	(2,903)
毛利润	6,120	6,145	7,644	8,612	9,449
履约费用	(2,661)	(2,720)	(3,872)	(4,116)	(4,386)
销售费用	(2,550)	(2,674)	(3,000)	(3,215)	(3,335)
研发费用	(448)	(428)	(555)	(586)	(593)
行政费用	(526)	(371)	(471)	(494)	(506)
其他收入	73	82	105	69	62
经营利润	7	33	(149)	271	691
其他收入	(161)	(614)	(79)	(63)	(64)
税前利润	(154)	(580)	(228)	208	627
所得税	(55)	(26)	46	(42)	(125)
净利润	(220)	(653)	(182)	166	501
经调整净利润	200	132	(82)	276	617

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(220)	(653)	(182)	166	501
摊销	207	197	179	200	222
运营资本变动	(653)	(59)	(106)	677	(1,091)
其他	570	899	185	165	205
经营活动现金流	(96)	383	75	1,208	(163)
资本开支	(1,240)	(1,115)	(128)	(136)	(144)
投资购买	-	-	-	-	-
其他	1,616	(192)	(49)	(50)	(50)
投资活动现金流	376	(1,307)	(177)	(186)	(194)
股票发行	-	-	-	-	-
债券变动	548	468	-	-	-
可转债发行	-	-	-	-	-
其他	201	(2,118)	-	-	-
融资活动现金流	749	(1,650)	-	-	-
现金增加净额	1,030	(2,574)	(102)	1,022	(357)
年初现金及现金等价物	3,731	4,700	2,246	2,143	3,165
汇兑	(61)	120	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,700	2,246	2,143	3,165	2,808

资产负债表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	3,115	2,725	2,331	2,317	2,289
固定资产	653	694	527	551	569
使用权资产	1,096	847	847	847	847
无形资产	395	311	84	46	0
其他	971	873	873	873	873
流动资产	9,204	7,397	7,678	8,011	8,953
现金	4,700	2,246	2,143	3,165	2,808
短期投资	-	895	895	895	895
应收账款	2,261	2,293	2,878	2,196	3,261
库存	1,074	943	996	981	1,208
其他	1,170	1,020	765	774	780
流动负债	4,777	3,682	4,298	4,281	4,517
应付账款	494	475	1,096	977	1,119
其他应付款	1,642	1,560	1,920	2,022	2,116
短期贷款	2,288	1,016	1,016	1,016	1,016
其他	352	631	266	266	266
非流动负债	1,061	764	702	702	702
长期贷款	-	-	-	-	-
递延负债	52	28	28	28	28
长期经营租赁	883	674	674	674	674
少数股东权益	1,585	1,592	1,592	1,592	1,593
净资产总额	6,481	5,676	6,487	6,823	7,325
股东权益	4,896	4,084	4,895	5,231	5,732

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
产品销售	41.2	31.5	21.5	20.0	18.9
服务	58.8	68.5	64.2	66.1	67.6
其他	0.0	0.0	14.3	14.0	13.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入					
毛利	6.2	(10.6)	24.7	9.7	7.6
经营利润	10.8	0.4	24.4	12.7	9.7
调整后净利润	(98.7)	374.1	NA	NA	155.2
(62.7)	(33.8)	NA	NA	123.3	
利润表比率 (%)					
经营利润率					
税前利润率	0.1	0.4	(1.4)	2.4	5.6
调整后净利润率	(1.6)	(6.9)	(2.2)	1.8	5.1
有效税率	2.1	1.6	(0.8)	2.4	5.0
35.9	4.6	(20.0)	(20.0)	(20.0)	
回报率 (%)					
ROE					
3.1	2.3	(1.3)	4.0	8.4	
ROA	1.6	1.3	(0.8)	2.7	5.5
每股					
每股净利 (RMB)	0.9	0.7	-0.4	1.4	3.2
每股分红 (RMB)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净值 (RMB)	29.5	31.0	33.7	35.2	37.6

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。