

宝尊电商 (BZUN US)

分析师大会：GAP 战略推进，焕新提效显著

我们于上周五（11 月 10 日）参加宝尊分析师大会，公司从 GAP 中国战略规划、全面升级、门店表现等维度展现了收购后业务焕新及提效成果，并阐述了商品+营销+渠道+系统的升级策略。集团业务层面以交流方式分享了双十一销售趋势、直播电商进展、品类拓展等，并对技术赋能及商业化展开了深度探讨。我们认为会议亮点如下：1) 提出 GAP “2025 年扭亏为盈、2027 年营收翻番”的 5 年战略目标，新店在选址、服务、品牌力等维度升级后坪效及毛利率显著提升；2) 双十一销量符合预期，其中户外及健康大类韧性增长；3) 在多年技术投资及积淀下，宝尊技术赋能的同时通过宝舵实现技术商业化。我们看好 GAP 升级后利润率改善趋势，并期待 BEC 多渠道边际增量。维持买入评级，目标价 7.6 美元。

■ **GAP：预计 2025 年扭亏为盈、品牌力+产品供应链升级双轮驱动。**公司提出 GAP “2025 年扭亏为盈、2027 年营收翻番”的 5 年战略目标，且目前 GPM >50%，同比显著提升，经营利润减亏 >50%，单店坪效平均 +22%（新店坪效翻倍），预计 2023 GPM 改善中单位数，2024 改善高单位数。围绕传统美式风格的现代化本土化诠释，GAP 目标客户聚焦都市青年和年轻辣妈，运营策略从过往折扣促销、转向由品牌力和产品供应链能力驱动。GAP 将从品牌、营销、渠道、系统等维度全方位升级：1) 新商品：产品层面，在男、女、童装层面进行平衡（女装目标占比 20%-30%）；在本土供应链生产能力大幅提升下，实现 50%+本土设计新品的新品销售贡献。在折扣减少、品牌调性升级后，客户圈层转向年轻化、更高消费力人群。目前会员总数超 2.800 万，贡献总体销售 77%，其中 18-29 岁会员占比提升 7ppts；2) 新营销：全新品牌形象，包括欧阳娜娜代言扭转过往只有男装形象；时装周等品牌大事件带动声量；3) 新渠道：新开门店重回核心商圈，且店铺形象全面升级改造、店效大幅提升，预计 4Q23E 目标新开 4-5 家；且结合抖音超品日吸引大量年轻用户、王牌单品策略得到验证；4) 新系统：通过宝尊技术团队合作，已完成系统升级，实现线上线下一体化、盘活 Omni 库存、数智化营销分析。

■ **集团业务进展：双十一符合预期、品类、渠道分化。**宝尊双十一销量符合预期，其中户外及健康大类韧性增长，其余部分行业存在持平或下降趋势，短视频直播流量上升、品牌注重价格力打造。其中直播电商基地在投入使用后，抖音渠道呈现三位数增长，且轻奢品类表现突出（如某轻奢品牌抖音占比已达天猫 1/3），未来会依托宝尊 IT、营销、物流能力做多渠道和流量迁移。在当前追求性价比消费环境下，宝尊会在性能及品牌认知层面深耕（如视觉呈现、视频内容等），并通过员工办公迁移、物流精密管理、AI 工具等降本增效，品类拓展层面将发掘白酒、奢品家居、健康等方向。

■ **技术：从技术赋能到技术商业化。**凭借 IT 领域多年投资和沉淀（1,000+技术工程师、2 个技术中心），宝尊实现业务技术赋能，包括 400+品牌接入宝尊 IT 体系、30+平台渠道接入、运营提效 >50%。同时，宝尊通过宝舵将技术输出，聚焦全渠道零售数字化转型，服务品牌客户，实现人货场匹配及长效价值最大化。

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	9,149	9,753	10,241
同比增长 (%)	6.2	(11)	8.9	6.6	5.0
调整后净利润(百万人民币)	200	132	(78)	151	400
调整后每股收益(人民币)	2.7	2.1	(1.2)	2.3	6.2
同比增长 (%)	(68)	(22)	NA	NA	163.5
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	1.5	5.0	7.5
市盈率(倍)	7.7	9.8	NA	8.3	3.1
市销率(倍)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
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

买入（维持）

目标价	US\$7.6
(此前目标价)	US\$7.6)
潜在升幅	+162%
当前股价	US\$2.9

中国传媒与文娱

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)	174
3 月平均流通量(百万美元)	1.62
52 周内股价高/低(美元)	8.62/2.64
总股本(百万)	55

资料来源：彭博

股东结构

Schroders	5.63%
TIAA	5.29%
Franklin Resources	3.76%

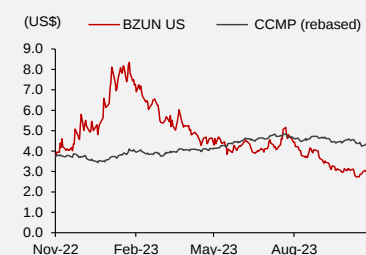
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	-4.6%	-4.9%
3- 月	-34.8%	-33.9%
6- 月	-34.6%	-41.1%

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

图 1: 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 EPS CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
宝尊	BZUN US	174	USD	2.9	BUY	7.6	NA	8.3	3.1	0.1	0.1	0.1	NA
电商服务商													
丽人丽妆	605136 CH	565	CNY	10	NA	NA	21.5	18.0	14.3	1.2	1.1	1.0	22%
若羽臣	003010 CH	344	CNY	21	NA	NA	52.2	42.2	35.1	1.8	1.7	1.5	22%
壹网壹创	300792 CH	801	CNY	24	NA	NA	24.9	20.8	18.1	3.3	2.8	2.5	18%
大宇宙	9715 JP	999	JPY	3,100	NA	NA	11.8	10.8	10.5	0.4	0.4	0.4	9%
平均							19.4	16.5	14.3	1.2	1.1	1.0	18%
中国电商													
拼多多	PDD US	136,971	USD	108	BUY	109	18.8	14.5	11.2	4.9	3.8	3.0	25%
阿里巴巴	BABA US	210,417	USD	83	BUY	155	9.1	8.5	7.5	1.6	1.5	1.3	12%
京东	JD US	40,466	USD	26	BUY	57	9.1	7.9	6.9	0.3	0.3	0.2	13%
唯品会	VIPS US	7,666	USD	14	NA	NA	6.6	6.5	6.2	0.5	0.5	0.5	4%
苏宁	002024 CH	2,388	CNY	2	NA	NA	NA	NA	11.0	0.2	0.2	0.1	NA
美团	3690 HK	88,505	HKD	111	BUY	178	29.1	19.2	12.8	2.3	1.9	1.6	51%
逸仙电商	YSG US	456	USD	1	NA	NA	NA	13.0	8.1	0.8	0.7	0.7	NA
平均							10.9	11.6	9.1	1.0	0.8	0.7	14%
国际电商													
亚马逊	AMZN US	1,452,965	USD	141	NA	NA	40.7	30.8	23.4	2.5	2.3	2.0	25%
易趣	EBAY US	20,724	USD	40	NA	NA	9.2	9.1	8.8	2.1	2.0	1.9	6%
Groupon	GRPN US	431	USD	14	NA	NA	NA	30.0	10.6	0.8	0.8	0.8	NA
平均							9.2	19.6	9.7	1.8	1.7	1.6	15%
SaaS													
有赞	8083 HK	285	HKD	0	NA	NA	NA	NA	NA	1.4	1.4	1.3	NA
微盟	2013 HK	1,249	HKD	3	NA	NA	NA	NA	28.4	3.7	3.1	2.6	NA
平均							NA	NA	28.4	2.5	2.2	1.9	NA
总平均							15.6	14.4	13.5	1.3	1.2	1.1	16%

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	9,149	9,753	10,241
产品销售	3,874	2,644	3,724	3,962	4,160
服务	5,523	5,756	5,425	5,791	6,081
其他					
营业成本	(3,277)	(2,256)	(2,626)	(2,750)	(2,827)
毛利	6,120	6,145	6,523	7,003	7,415
履约费用	(2,661)	(2,720)	(2,821)	(2,905)	(2,961)
销售费用	(2,550)	(2,674)	(2,653)	(2,731)	(2,765)
研发费用	(448)	(428)	(485)	(488)	(492)
行政费用	(526)	(371)	(823)	(829)	(840)
其他收入	73	82	91	49	51
经营利润	7	33	(168)	99	409
其他收入	(161)	(614)	(79)	(63)	(64)
税前利润	(154)	(580)	(247)	36	345
所得税	(55)	(26)	49	(7)	(69)
净利润	(220)	(653)	(197)	29	276
经调整净利润	200	132	(78)	151	400

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(220)	(653)	(197)	29	276
摊销	207	197	179	200	222
运营资本变动	(653)	(59)	393	163	(431)
其他	570	899	178	194	187
经营活动现金流	(96)	383	552	586	253
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)	375	401	59
年初现金及现金等价物	3,731	4,700	2,246	2,621	3,021
汇兑	(61)	120	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,700	2,246	2,621	3,021	3,080

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	7,303	7,594	8,153
现金	4,700	2,246	2,621	3,021	3,080
短期投资	-	895	895	895	895
应收账款	2,261	2,293	2,293	2,016	2,509
库存	1,074	943	768	911	904
其他	1,170	1,020	726	750	765
流动负债	4,777	3,682	3,920	3,985	4,057
应付账款	494	475	984	1,002	1,039
其他应付款	1,642	1,560	1,654	1,701	1,736
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	1,592
净资产总额	6,481	5,676	6,490	6,701	6,977
股东权益	4,896	4,084	4,898	5,109	5,385

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	40.7	40.6	40.6
服务	58.8	68.5	59.3	59.4	59.4
其他					
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	6.2	(10.6)	8.9	6.6	5.0
毛利	10.8	0.4	6.2	7.4	5.9
经营利润	(98.7)	374.1	NA	NA	312.8
调整后净利润	(62.7)	(33.8)	NA	NA	165.0
利润表比率 (%)					
经营利润率	0.1	0.4	(1.8)	1.0	4.0
税前利润率	(1.6)	(6.9)	(2.7)	0.4	3.4
调整后净利润率	2.1	1.6	(0.9)	1.5	3.9
有效税率	35.9	4.6	(20.0)	(20.0)	(20.0)
回报率 (%)					
ROE	3.1	2.3	(1.2)	2.3	5.7
ROA	1.6	1.3	(0.8)	1.5	3.8
每股					
每股净利 (RMB)	0.9	0.7	(0.4)	0.8	2.1
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	34.6	35.8

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。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。