

**持有**
**预计短期承压，全渠道及新品类驱动成长**
**宝尊电商-SW (9991.HK)**

2022-08-04 星期四

**投资要点**

 目标价: **26.0 港元**  
 现价: 22.65 港元  
 预计升幅: 14.8%

**重要数据**

日期	2022/8/3
收盘价 (港元)	22.65
总股本 (亿股)	2.03
总市值 (亿港元)	45.9
净资产 (亿港元)	59.5
总资产 (亿港元)	128.3
52 周高低 (港元)	68.25/14.02
每股净资产 (港元)	28.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

**主要股东**

Alibaba Investment Ltd.	13.1%
Jesvinco Holdings Ltd.	4.6%
Casvendino Holdings	1.9%

**相关报告**

宝尊电商(9991.HK)深度报告: 进攻中的品牌电商服务龙头-210603

宝尊电商-SW (9991.HK) 更新报告: 新疆棉事件致短期承压, 全渠道推进未来-20210928

**研究部**

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

**展望 22Q2, 非天猫渠道持续开拓, 预计 GMV 稳健增长但收入承压:**

我们预计 2Q 2022GMV 为 186.4 亿元, 同比+19%; 预计 2Q FY22 营收为 20.7 亿元人民币, 同比-10.4%; 预计季度 Non-GAAP 经营利润为 3,332 万元, 对应 Non-GAAP 经营利润率为 1.6%; 季度 Non-GAAP 净利润为 2,668 万元人民币, 对应 Non-GAAP 净利润率 1.3%。公司持续开拓新渠道及奢侈品等新品类以布局未来增长, 考虑到短期疫情反复和消费意愿低迷等扰动因素, 预计新渠道货币化率优化及盈利能力提升尚需时日。

**22Q1 GMV+28.4%, 收入-1.8%, 新渠道开拓致货币化率承压:**

Q1 尽管受疫情及消费疲软扰动, 受电子产品及快消品品类的带动, 总 GMV 同比+28.4% 达 170 亿元, 其中非经销 GMV 同比+33% 达 162 亿元。

收入端: 22Q1 宝尊电商实现 19.8 亿元收入, 同比-1.8%。其中, 产品销售收入为 6.8 亿元, 同比-29.9%; 服务收入为 13.0 亿元, 同比+24.3%, 货币化率同比下降 0.6pp 至 8.0%, 主要原因是渠道结构变动和短期服饰等可选消费品类受冲击, 非天猫渠道 (京东/小程序/抖音等) 的品牌客户在服务深度及玩法成熟度仍有提升空间, 新渠道货币化率较天猫渠道相对低。

费用及利润端: 履约/销售/研发/管理费用占收入之比分别为 31.7%/ 31.0%/ 5.3%/ 4.6%, 较去年同期变动+6.6/+7.7/+0.7/+0.6 个百分点, 期间费用占收入之比提升主要是由于服务收入占比提升、新渠道开拓所致。履约费用和销售费用占 GMV 之比分别为 3.7% 和 3.6%, 与去年同期大致持平。期内公司实现 Non-GAAP 经营利润 466 万元, Non-GAAP 归母净利润 116 万元。

**维持买入评级, 目标价 26.0 港元:**

**我们的观点:** 中长期反垄断浪潮下电商平台充分竞争, 宝尊作为行业龙头, 将受益于品牌客户全渠道、精细化的增量电商布局需求。预计 22E 至 24E 财年公司营收分别为 99.3/ 113.4/ 130.4 亿元, 同比+5.7%/ +14.3%/ +14.9%; Non-GAAP 归母净利润分别为 3.0/ 4.7/ 6.9 亿元, 同比+49.2%/ +56.1%/ +49.4%。公司目标价为 26.0 港元, 给予持有评级, 目标价对应 22E 财年 PE(Non-GAAP) 约 16 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,852	9,396	9,928	11,350	13,042
同比增长(%)	21.6%	6.2%	5.7%	14.3%	14.9%
归母净利润	426	-220	148	315	544
同比增长(%)	51.4%	-151.6%	-167.2%	113.1%	72.9%
Non-GAAP 净利润	535	200	298	465	694
同比增长(%)	49.8%	-62.7%	49.2%	56.1%	49.4%
Non-GAAP 净利率	6.0%	2.1%	3.0%	4.1%	5.3%
PE (Non-GAAP)	6.8	20.9	14.0	9.0	13.1

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

**展望 2Q 2022，考虑到非天猫渠道持续开拓，预计 GMV 稳健增长但收入端承压：**

我们预计 2Q 2022GMV 为 186.4 亿元，同比+19%；预计 2Q FY22 营收为 20.7 亿元人民币，同比-10.4%；预计季度 Non-GAAP 经营利润为 3,332 万元，对应 Non-GAAP 经营利润率为 1.6%；季度 Non-GAAP 净利预计为 2,668 万元人民币，对应 Non-GAAP 净利润率 1.3%。公司持续开拓新渠道及奢侈品等新品类以布局未来增长，考虑到短期疫情反复和消费意愿低迷等扰动因素，预计新渠道货币化率优化及盈利能力提升尚需时日。

**22Q1 GMV 同比+ 28.4%，收入同比-1.8%，新渠道开拓致货币化率承压：**

Q1 尽管受疫情及消费疲软扰动，受电子产品及快消品品类的带动，总 GMV 同比+28.4% 达 170 亿元，其中非经销 GMV 同比+33% 达 162 亿元，非经销业务 GMV 占比达新高至 96%（去年同期为 92%）。

**收入端：**22Q1 宝尊电商实现 19.8 亿元收入，同比-1.8%。其中，产品销售收入为 6.8 亿元，同比-29.9%；服务收入为 13.0 亿元，同比+24.3%，货币化率同比下降 0.6pp 至 8.0%，主要原因是渠道结构变动和短期服饰等可选消费品类受冲击，非天猫渠道（京东/小程序/抖音等）的品牌客户在服务深度及玩法成熟度仍有提升空间，新渠道货币化率较天猫渠道相对低。

**费用及利润端：**履约/销售/研发/管理费用占收入之比分别为 31.7%/ 31.0%/ 5.3%/ 4.6%，较去年同期变动+6.6/ +7.7/ +0.7/ +0.6 个百分点，期间费用占收入之比提升主要是由于服务收入占比提升、新渠道开拓所致。履约费用占 GMV 之比从去年同期的 3.8% 优化至 3.7%，销售费用占 GMV 之比为 3.6%，与去年同期持平，运营效率稳健提升。期内公司实现 Non-GAAP 经营利润 466 万元，Non-GAAP 经营利润率为 0.2%；公司实现 Non-GAAP 归母净利润 116 万元，Non-GAAP 归母净利润率为 0.1%。

**Q1 电子/快消/奢品引领增长而服饰品类承压，非天猫渠道延续高增，深化服务渗透：**

**分渠道：**非天猫渠道 GMV 占比较去年同期的 31.9% 提升 8.1pp 至 40%，其中 JD、微信小程序及抖音均取得三位数增长。

**分业务：**线上店铺运营在总收入占比 53%，其中小家电/服饰/电子分别同比 -6%/+6%/-37%，新疆棉事件对国际运动品牌客户仍呈负面影响；奢侈品作为公司战略型品类，录得 30% 的强劲增长，22Q1 奢侈品占宝尊线上店铺运营收入比例约 7%。公司持续深化品牌客户服务渗透，22Q1 仓储物流/数字营销和 IT 解决方案收入分别同比 +26%/+39%，占总收入之比分别为 26% 和 19%，技术解决方案输出成为增长动力。

**表 1：宝尊电商季度营收情况**

	2021-3-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2Q 22E
单位：人民币百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	
<b>总 GMV (人民币百万元)</b>	13,241	15,727	16,078	26,008	16,998	18,640
经销 GMV	1,074	1,094	786	1,382	765	788
非经销 GMV	12,167	14,633	15,292	24,626	16,233	17,852
<b>收入 (人民币百万元)</b>	<b>2,020</b>	<b>2,304</b>	<b>1,899</b>	<b>3,173</b>	<b>1,984</b>	<b>2,066</b>
产品销售收入	972	972	700	1,230	681	700
服务营收	1,049	1,332	1,199	1,943	1,303	1,366
经营利润	53	107	-157	4	-41	-12
归母净利润	1	80	-293	-8	-122	-18
<b>Non-GAAP 经营利润</b>	<b>76</b>	<b>162</b>	<b>-84</b>	<b>71</b>	<b>5</b>	<b>33</b>
<b>Non-GAAP 归母净利润</b>	<b>61</b>	<b>151</b>	<b>-88</b>	<b>76</b>	<b>1</b>	<b>27</b>
<b>Non-GAAP 经营利润率</b>	<b>3.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.6%</b>
<b>Non-GAAP 归母净利润率</b>	<b>3.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.3%</b>
<b>同比变动 (%)</b>						
<b>总 GMV</b>	<b>44%</b>	<b>23%</b>	<b>48%</b>	<b>14%</b>	<b>28%</b>	<b>19%</b>
经销 GMV	37%	5%	-9%	-16%	-29%	-28%
非经销 GMV	44%	25%	53%	16%	33%	22%
<b>收入</b>	<b>33%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>-5%</b>	<b>-2%</b>	<b>-10.4%</b>
产品销售收入	39%	5%	-13%	-17%	-30%	-28%
服务营收	27%	9%	17%	4%	24%	3%
Non-GAAP 经营利润	106%	-14%	-175%	-79%	-94%	-79%
Non-GAAP 归母净利润	136%	3%	-179%	-72%	-98%	-82%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**给予持有评级，目标价为 26.0 港元：**

**我们的观点：**中长期反垄断浪潮下电商平台充分竞争，宝尊作为行业龙头，将受益于品牌客户全渠道、精细化的增量电商布局需求。预计 22E 至 24E 财年公司营收分别为 99.3/ 113.4/ 130.4 亿元，同比+5.7%/ +14.3%/ +14.9%；Non-GAAP 归母净利润分别为 3.0/ 4.7/ 6.9 亿元，同比+49.2%/ +56.1%/ +49.4%。公司目标价为 26.0 港元，给予持有评级，目标价对应 22E 财年 PE(Non-GAAP)约 16 倍。

**风险提示：**

疫情反复影响物流及消费意愿、新渠道拓展不及预期、行业竞争格局恶化、电商行业监管政策变动。

## 财务报表摘要

### 资产负债表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,159</b>	<b>9,204</b>	<b>7,013</b>	<b>7,503</b>	<b>8,068</b>
货币资金	3,580	4,607	2,352	2,381	2,877
预付款	438	573	630	693	762
应收账款及其他应收款	2,189	2,261	2,363	2,634	2,634
存货	1,026	1,074	939	990	990
其他流动资产	1,926	690	729	805	805
<b>非流动资产</b>	<b>1,316</b>	<b>3,115</b>	<b>3,277</b>	<b>3,452</b>	<b>3,643</b>
固定资产	430	653	686	720	756
使用权资产	525	1096	1205	1326	1458
无形资产	146	395	403	411	419
递延税项资产	55	114	126	138	152
递延税项负债	3	52	52	52	52
经营租赁义务	370	883	972	1,069	1,176
其他非流动资产	160	857	857	857	857
<b>资产总计</b>	<b>10,475</b>	<b>12,319</b>	<b>10,290</b>	<b>10,955</b>	<b>11,711</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,196</b>	<b>4,777</b>	<b>2,636</b>	<b>2,887</b>	<b>2,991</b>
应付账款	422	494	522	597	597
应付票据	501	530	560	640	640
应付负债-经营租赁	165	278	306	337	370
应付费用	991	985	1034	1085	1140
其他流动负债	118	2490	215	229	244
<b>非流动负债</b>	<b>2,136</b>	<b>1,061</b>	<b>1,023</b>	<b>1,121</b>	<b>1,227</b>
长期借款	1,763	-	-	-	-
<b>负债合计</b>	<b>4,332</b>	<b>5,838</b>	<b>3,659</b>	<b>4,008</b>	<b>4,218</b>
<b>可赎回的少数股东权益</b>	<b>9</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>379</b>
股本及股本溢价	5,208	6,000	6,000	6,000	6,000
留存收益	952	425	574	891	1,436
其他综合收益	-49	-100	-100	-100	-100
少数股东权益	23	163	163	163	163
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,134</b>	<b>6,102</b>	<b>6,252</b>	<b>6,568</b>	<b>7,114</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>10,475</b>	<b>12,319</b>	<b>10,290</b>	<b>10,955</b>	<b>11,711</b>

### 现金流量表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>427</b>	<b>-206</b>	<b>149</b>	<b>316</b>	<b>546</b>
折旧	152	207	241	250	259
股权激励费用回拨	108	197	-	-	-
营运资金的变动	-377	-294	-42	-245	-5
<b>经营活动产生现金流量净额</b>	<b>310</b>	<b>-96</b>	<b>348</b>	<b>321</b>	<b>800</b>
<b>投资活动产生现金流量净额</b>	<b>-616</b>	<b>376</b>	<b>-282</b>	<b>-292</b>	<b>-303</b>
<b>融资活动产生现金流量净额</b>	<b>2,667</b>	<b>750</b>	<b>-2,414</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
现金净变动	2,360	1,030	-2,348	29	496
现金的期初余额	1,527	3,731	4,700	2,352	2,381
汇率变动对现金影响	-156	-61	-	-	-
现金的期末余额	3,731	4,700	2,352	2,381	2,877

### 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,852</b>	<b>9,396</b>	<b>9,928</b>	<b>11,350</b>	<b>13,042</b>
产品销售收入	3,907	3,874	3,389	3,572	3,787
服务收入	4,945	5,523	6,538	7,777	9,255
营业成本	-3,326	-3,277	-2,932	-3,090	-3,276
<b>毛利</b>	<b>5,525</b>	<b>6,120</b>	<b>6,996</b>	<b>8,260</b>	<b>9,766</b>
仓储物流费用	-2,259	-2,661	-3,151	-3,718	-4,350
销售费用	-2,131	-2,550	-2,710	-3,042	-3,489
管理费用	-224	-526	-546	-602	-678
技术和内容开支	-410	-448	-467	-511	-574
<b>营业利润</b>	<b>559</b>	<b>7</b>	<b>172</b>	<b>388</b>	<b>676</b>
利息净收入(支出)	-248	61	99	57	65
营业收入增长率	21.6%	6.2%	5.7%	14.3%	14.9%
毛利增长率	22.7%	10.8%	14.3%	18.1%	18.2%
<b>除税前溢利</b>	<b>549</b>	<b>-154</b>	<b>182</b>	<b>394</b>	<b>682</b>
所得税及其他	-122	-52	-33	-77	-137
<b>净利润</b>	<b>427</b>	<b>-206</b>	<b>149</b>	<b>316</b>	<b>546</b>
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2
<b>归母净利润</b>	<b>426</b>	<b>-220</b>	<b>148</b>	<b>315</b>	<b>544</b>
EPS(元)	2.27	-1.02	0.68	1.45	2.52
<b>Non-GAAP净利润</b>	<b>535</b>	<b>200</b>	<b>298</b>	<b>465</b>	<b>694</b>

### 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性(%)</b>					
收入增长率	22%	6%	6%	14%	15%
净利润增长率	51%	-148%	-172%	112%	73%
Non-GAAP净利润增长率	50%	-59%	38%	56%	49%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	62.4%	65.1%	70.5%	72.8%	74.9%
净利率	4.8%	-2.2%	1.5%	2.8%	4.2%
Non-GAAP净利润率	6.1%	2.3%	3.0%	4.1%	5.3%
ROE	9.8%	-3.6%	2.4%	4.9%	8.0%
ROA	4.8%	-1.9%	1.3%	3.0%	4.8%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	41.4%	47.4%	35.6%	36.6%	36.0%
流动比率	4.17	1.93	2.66	2.60	2.70
经营现金流/流动负债	-28.1%	7.9%	-10.7%	-10.1%	-10.1%
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	2.27	-1.02	0.68	1.45	2.52
每股净资产	24.81	28.20	28.89	30.35	32.88
<b>估值比率(倍)</b>					
PE@22.65HKD	8.6	-18.9	28.2	13.2	16.7
PE (Non-GAAP)	6.8	20.9	14.0	9.0	13.1
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	1.3

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>