

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

2021-09-28 星期二

投资要点

目标价:	63.0 港元
现价:	46.2 港元
预计升幅:	36.3%

重要数据

日期	2021/9/27
收盘价 (港元)	46.2
总股本 (亿股)	2.34
总市值 (亿港元)	108.1
净资产 (亿元)	63.1
总资产 (亿元)	108.4
52 周高低 (港元)	148.1/80.8
每股净资产 (元)	26.3

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Federated Hermes, Inc	12.8%
Alibaba Investment Ltd.	11.3%
Tsubasa Corporation	8.5%
Jesvinco Holdings Ltd.	4.0%
Casvendino Holdings	1.7%

相关报告

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

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

Q2 GMV 同比+23.3%，收入和 Non-GAAP 净利同比+7.1%/ 3.3%:

Q2 尽管受新疆棉事件影响，在集团全渠道战略驱动下，GMV 呈现强劲增长，总 GMV 同比+23% 达 157 亿元，其中非经销 GMV 同比+25% 达 146 亿元。21Q2 宝尊电商实现 23.0 亿元收入，同比增长 7.1%。其中，产品销售收入为 9.7 亿元，同比+4.8%；服务收入为 13.3 亿元，同比增 8.8%。期内毛利率/履约/销售/研发/管理费用率分别为 64.6%/ 24.3%/ 28.1%/ 5.0%/ 4.3%，较去年同期变动+0.7/ -2.4/ +3.9/ +0.3/ +1.7 个百分点，经营比率的变动是由于集团履约效率提升，以及全渠道的营销投入。期内 Non-GAAP 经营利润率同比 -1.7 个百分点至 7.0%；公司实现 Non-GAAP 净利润 1.5 亿元，同比+3.3%。

电子/快消/奢品类引领增长，服饰品类承压；全渠道战略和品类拓展驱动未来增长:

分品类 GMV 来看，21Q2 电子/快消均实现超 100% 的增长，占 GMV 比分别约 25% 和 20%，奢品实现高双位数的同比增长。新疆棉事件影响国际品牌销售，服装类同比-23%，占 GMV 35%。值得注意的是，全渠道拓展支撑 GMV 快速增长，但非天猫新渠道的开拓导致短期非经销货币化率承压。未来随着新渠道规模经济逐步建立，预计货币化率将趋于稳定。21Q2 非经销货币化率为 9.1%，较去年同期的 10.4% 减少 1.3 个百分点。原因是新渠道竞争激烈，且新渠道开拓处于初期，实现规模经济尚需时日。

维持买入评级，调整目标价至 63.0 港元:

我们的观点: 预计新疆棉事件的影响将持续至 21 年下半年，导致下半年业绩承压。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，将受益于品牌商全渠道、精细化的增量电商布局需求。品类及渠道拓展为 GMV 提升带来动力，数字化能力将持续提升运营效率。预计 22E 至 24E 财年营收分别为 103/ 131/ 164 亿元，同比+16.6%/ 27.1%/ 25.3%；Non-GAAP 归母净利润分别为 5.2/ 7.6/ 10.9 亿元，同比增长-3%/ 47%/ 43%。调整公司目标价至 63.0 港元，维持买入评级，对应 21E 财年 PE(Non-GAAP) 约 23 倍。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,278	8,852	10,317	13,108	16,419
同比增长(%)	35.0%	21.6%	16.6%	27.1%	25.3%
归母净利润	281	426	435	677	1,008
同比增长(%)	4.3%	51.4%	2.0%	55.7%	48.9%
Non-GAAP 净利润	357	535	520	762	1,093
同比增长(%)	3.2%	49.8%	-2.9%	46.6%	43.4%
Non-GAAP 净利率	4.9%	6.0%	5.0%	5.8%	6.7%
PE (Non-GAAP)	19.1	13.7	16.7	11.4	8.0
PE@46.2HKD	24.2	17.3	20.0	12.8	8.6

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

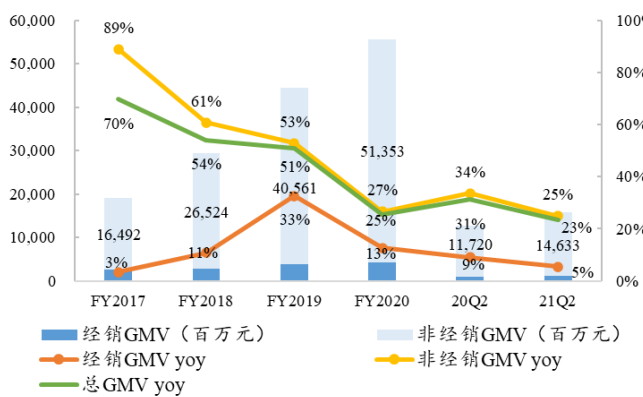
报告正文

Q2 GMV 同比+23.3%，收入和 Non-GAAP 净利润同比+7.1%/ 3.3%：

Q2 尽管受新疆棉事件影响，在集团全渠道战略驱动下，GMV 呈现强劲增长。总 GMV 同比+23% 达 157 亿元，其中非经销 GMV 同比+25% 达 146 亿元。21Q2 宝尊电商实现 23.0 亿元收入，同比增长 7.1%。其中，产品销售收入为 9.7 亿元，同比+4.8%；服务收入为 13.3 亿元，同比增 8.8%。

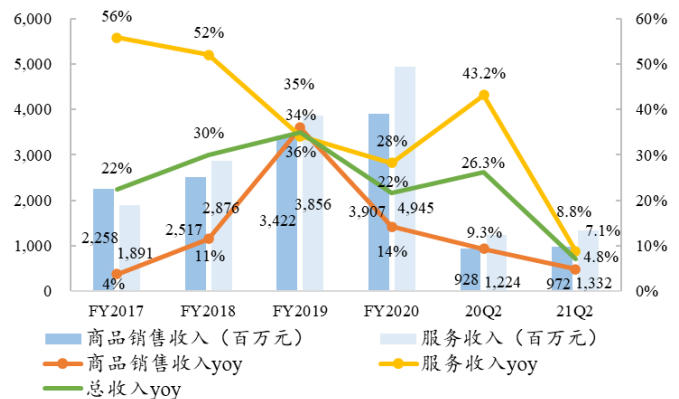
期内，毛利/履约/销售/研发/管理费用占收入之比分别为 64.6%/ 24.3%/ 28.1%/ 5.0%/ 4.3%，较去年同期变动+0.7/ -2.4/ +3.9/ +0.3/ +1.7 个百分点。履约费用占 GMV 之比从去年同期的 4.5% 优化至 3.6%，销售费用占 GMV 之比为 4.1%，与去年同期持平。经营比率的变动是由于①集团履约效率提升，以及②全渠道的营销投入。期内公司 Non-GAAP 经营利润率同比-1.7 个百分点至 7.0%；公司实现 Non-GAAP 净利润 1.5 亿元，同比+3.3%。

图 1：宝尊电商 GMV 变动情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：宝尊电商收入变动情况



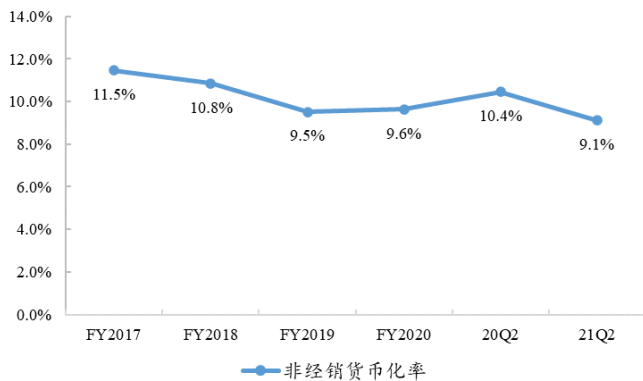
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

电子/快消/奢品品类引领增长，服饰品类承压；全渠道战略和品类拓展驱动未来增长：

分品类 GMV 来看，21Q2 电子/快消均实现超 100% 的增长，占 GMV 比分别约 25% 和 20%，奢品实现高双位数的同比增长。新疆棉事件影响国际品牌销售，服装类同比-23%，占 GMV 35%。从终端动销情况来看，新疆棉事件对国际服饰品牌的影响于 21 年下半年仍在持续，但影响已逐步减弱。

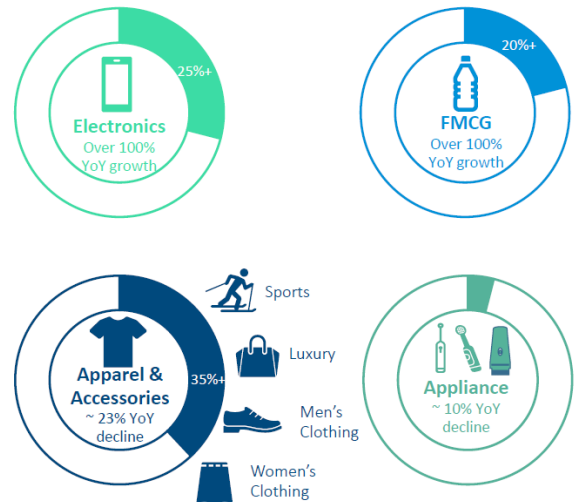
值得注意的是，全渠道拓展支撑 GMV 快速增长，但非天猫的新渠道开拓导致短期非经销货币化率承压。未来随着新渠道规模经济逐步建立，预计货币化率将趋于稳定。21Q2 非经销货币化率为 9.1%，较去年同期的 10.4% 减少 1.3 个百分点。原因是新渠道竞争激烈，且新渠道开拓处于初期，实现规模经济尚需时日。21Q2 宝尊电商非天猫渠道 GMV 占比为 32%，较去年同期的 25% 大幅提升。

图 3: 宝尊电商非经销货币化率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 4: 宝尊电商 21Q2 的品类结构及增长情况(按 GMV 计)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

维持买入评级, 调整目标价至 63.0 港元:

我们的观点: 预计新疆棉事件的影响将持续至 21 年下半年, 导致下半年业绩承压。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, 将受益于品牌商全渠道、精细化的增量电商布局需求。品类及渠道拓展为 GMV 提升带来动力, 数字化能力将持续提升运营效率。预计 22E 至 24E 财年公司营收分别为 103/ 131/ 164 亿元, 同比+16.6%/ +27.1%/ +25.3%; Non-GAAP 归母净利润分别为 5.2/ 7.6/ 10.9 亿元, 同比增长-3%/ +47%/ +43%。调整公司目标价至 63.0 港元, 维持买入评级, 对应 21E 财年 PE(Non-GAAP) 约 23 倍。

风险提示:

代运营货币化率承压、新疆棉影响持续致国际品牌销售不利、新渠道拓展不及预期、电商行业监管政策变动、疫情反复影响消费意愿及购买力。

财务报表摘要

资产负债表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,690	9,159	10,052	11,498	13,393
货币资金	1,144	3,580	3,914	4,415	5,253
预付款	388	438	482	530	583
应收账款及其他应收款	1,801	2,189	2,479	3,015	3,625
存货	897	1,026	1,180	1,451	1,756
其他流动资产	1,460	1,926	1,997	2,086	2,176
非流动资产	1,406	1,316	1,450	1,546	1,661
固定资产	416	430	447	466	488
使用权资产	441	525	604	664	730
无形资产	151	146	156	166	186
递延税项资产	54	55	60	66	73
其他非流动资产	344	160	184	184	184
资产总计	7,097	10,475	11,502	13,044	15,055
流动负债	2,324	2,196	2,537	3,166	3,911
应付账款	877	422	491	624	782
应付票据	211	501	584	742	929
应付负债-经营租赁	138	165	182	200	220
应付费用	581	991	1155	1468	1839
其他流动负债	517	118	125	133	142
非流动负债	2,173	2,136	2,349	2,584	2,842
长期借款	1,860	1,763	1,939	2,133	2,346
递延税项负债	3	3	3	3	3
经营租赁义务	310	370	407	448	493
负债合计	4,497	4,332	4,886	5,750	6,753
可赎回的少数股东权益	9	9	9	9	9
股本及股本溢价	2,014	5,208	5,208	5,208	5,208
留存收益	526	952	1,387	2,065	3,073
其他综合收益	28	-49	-10	-10	-10
少数股东权益	22	23	23	23	23
所有者权益合计	2,591	6,134	6,607	7,285	8,293
负债及权益合计	7,097	10,475	11,502	13,044	15,055

现金流量表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	282	427	435	677	1,008
折旧	120	141	162	186	214
股权激励费用回拨	75	108	85	85	85
营运资金的变动	-176	-538	-378	-440	-450
经营活动产生现金流量净额	301	137	304	509	857
投资活动产生现金流量净额	-1,133	-546	-188	-215	-257
融资活动产生现金流量净额	1,777	2,668	219	208	238
现金净变动	945	2,259	335	501	838
现金的期初余额	583	1,527	3,731	4,066	4,567
汇率变动对现金影响	-1	-55	-	-	-
现金的期末余额	1,527	3,731	4,066	4,567	5,405

利润表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,278	8,852	10,317	13,108	16,419
产品销售收入	3,422	3,907	4,493	5,526	6,686
服务收入	3,856	4,945	5,824	7,582	9,732
营业成本	-2,774	-3,326	-3,841	-4,708	-5,683
毛利	4,504	5,525	6,475	8,399	10,735
仓储物流费用	-1,678	-2,259	-2,666	-3,470	-4,373
销售费用	-1,816	-2,131	-2,528	-3,172	-3,990
管理费用	-216	-224	-299	-354	-410
技术和内容开支	-393	-410	-459	-577	-722
营业利润	384	559	524	826	1,240
利息净收入(支出)	-187	-248	135	135	135
除税前溢利	348	549	537	840	1,253
所得税及其他	-66	-122	-102	-163	-245
净利润	282	427	435	677	1,008
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归母净利润	281	426	435	677	1,008
EPS(元)	1.62	2.27	1.97	3.06	4.55
Non-GAAP净利润	357	535	520	762	1,093

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性(%)					
营业收入增长率	35.0%	21.6%	16.6%	27.1%	25.3%
毛利增长率	34.1%	22.7%	17.2%	29.7%	27.8%
净利润增长率	4.5%	51.3%	2.0%	55.6%	48.8%
Non-GAAP净利润增长率	3.3%	49.7%	-3.0%	46.5%	43.4%
盈利能力(%)					
毛利率	61.9%	62.4%	62.8%	64.1%	65.4%
净利率	3.9%	4.8%	4.2%	5.2%	6.1%
Non-GAAP净利润率	4.9%	6.1%	5.0%	5.8%	6.7%
ROE	11.9%	9.8%	6.8%	9.7%	12.9%
ROA	5.1%	4.8%	4.0%	5.5%	7.2%

偿债能力(%)

资产负债率	63.4%	41.4%	42.5%	44.1%	44.9%
流动比率	2.45	4.17	3.96	3.63	3.42
经营现金流/流动负债	-48.8%	-24.9%	-7.4%	-6.8%	-6.6%

营运能力(次)

存货周转次数	100.4	104.1	-	-	-
--------	-------	-------	---	---	---

每股资料(元)

每股收益	1.62	2.27	1.97	3.06	4.55
每股净资产	13.65	24.81	29.83	32.89	37.44

估值比率(倍)

PE@46.2HKD	24.2	17.3	20.0	12.8	8.6
PE(Non-GAAP)	19.1	13.7	16.7	11.4	8.0
PB	2.9	1.6	1.3	1.2	1.0

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指，投资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>