

品牌電商服務業龍頭，雙十一概念首選

品牌電商服務業龍頭 估计全国合共有 1,333 家品牌电商服务供货商，当中只有 3 家能提供全渠道、全方位服务，而宝尊正是其中之一家，而且其是全国最大的品牌电商服务供货商，市占率达 7.9%，截至 2020 年 6 月底，宝尊有 250 名品牌合作伙伴，当中包括多家全球顶尖品牌拥有者。宝尊覆盖天猫、京东、拼多多、微信小程序、小红书、以及抖音和快手等平台。其向品牌拥有者提供包括 IT 解决方案、网店运营、数字营销、客户服务及仓储配送等服务的电商整合一站式解决方案。其物流网络覆盖全国 500 多座城市中，并于苏州、深圳、天津、广州、廊坊、成都、无锡及香港等八市直接运营 15 个仓库。

预期盈利增长强劲 宝尊股东应占净利润 2017 年度-2019 年度两年复合式增长率 16.1%。其 2020 年上半年股东应占净利润较 2019 年上半年水平增长 20.7% 至人民币 1.2 亿。根据 Bloomberg 综合各券商估计，宝尊 2020 年度的股东应占净利润及经调整利润，将分别较 2019 年度水平增长 56.1% 及 44.0%，至人民币 4.4 亿及人民币 5.1 亿。而其 2021 年度的股东应占净利润及经调整利润，将分别较 2020 年度水平增长 46.6% 及 43.7%，至人民币 6.4 亿及人民币 7.4 亿。

持續理恐提升評級及目標價 由于疫情令施工受阻，从而导致项目延迟入账，集团 FY20E 上半年收入及盈利分别较去年同期下降 29.2% 及近 55.0%。数据显示河北地区建设投资及活动自 2020 年次季起扩张，我们因而估计集团收入及盈利可望在 2020 年度下半年恢复增长，我们亦因而上调集团 FY20E 盈利预测 24.9% 至近 7.7 亿人民币。估计集团有很大部份原定在 FY20E 内入账的项目将推至 FY21F 入账，因此我们把 FY21E 盈利预测上调 71.6% 至近 10.5 亿人民币。我们预测集团 FY19EA-FY22F 收入及盈利复式增长率分别为 21.6% 及 22.2%。

雙十一概念首選 2019 年阿里巴巴各电商平台于双十一的总 GMV 高达人民币 2,684.0 亿元。由于今年疫情关系，大部份我国居民暂不能出国购物，只能在电商平台上购买海外品牌产品，料今年双十一海外品牌产品的销情将因而走俏。据阿里巴巴称，天猫平台今年将引入超过 2,600 个新的海外品牌。另一方面，疫情促进培养我国消费者今后安坐家中，于电商平台选购海外品牌产品的习惯，而减少亲自出境购物。这些短线及长线因素均非常利好宝尊的盈利增长。

估值吸引 同样在美国上市，与宝尊份属同行，以加拿大为基地的 Shopify，2021 年度预测市盈率高达 269.3 倍，今年以来其股价已上升 132.8%。而宝尊于美国上市的存托股今年以来股价升幅仅 10.5%，而且在港交所上市的 SW 股 2021 年度预测市盈率仅 20.4 倍。与 Shopify 相比，宝尊非常估值吸引。建议买入宝尊 SW，12 个月目标价 HK\$150.0 元。

基本資料

评级	买入
目标价(港元)	150.0
SW 代号	9991. HK
ADS 代号	BZUN. US
行业	电商
SW 现价(港元)(10月30日)	93.4
SW 上市价(港元)	82.9
ADS 现价(美元)(10月30日)	36.6
ADS/A 股比例	1 对 3
2020 年度市盈率	18.0X
2021 年度市盈率	13.2X
B/A 股投票比例	10:1
ADS 市值(美元百万)	1590.2
SW 市值(港元百万)	4098.5
总市值(港元百万)	23,029.2
总发行股数(百万股)	246.3
B 股(百万股)	13.3
A 股:ADS(百万股)	189.2
A 股:SW(百万股)	43.8
主要股東(投票比例,百万股)	
B 股: 仇文彬	9.4(38.2%)
B 股: 吴骏华	3.9(15.8%)
A 股:管理层	50.0(20.3%)
A 股:阿里巴巴	26.5(10.7%)
A 股:软銀	20.0(8.1%)
A 股: Federated Hermes	19.1(7.7%)

信息来源: 宝尊电商、Bloomberg



竞争优势

- 宝尊是中国品牌电商服务行业中的领导者，按 GMV 计，其于 2019 年占中国品牌电商服务行业 7.9% 市场份额。
- 目前，宝尊是中国唯一一间不仅在整個电商价值链上提供全方位服务，而且在全渠道提供最多样化的产品类别电商服务提供商。
- 宝尊是天猫「六星级」电商服务合作伙伴，亦是唯一一间在阿里巴巴平台上获得 12 项证书、在京东数字营销平台上获得 4 项证书以及在小红书、抖音、快手及微博等多个社交平台获得数字营销证书的服务提供商。
- 截至 2020 年 6 月底，宝尊有 250 名品牌合作伙伴，当中包括根据 BrandZ 全球品牌价值 100 强的排名中，非公共服务界别按 2019 年品牌价值计的 50 个全球最具价值品牌中的 15 个。其亦为飞利浦、耐克和微软等全球翘楚提供服务。
- 其向客户提供整合一站式解决方案，包含 IT 解决方案、网店运营、数字营销、客户服务及仓储配送等配套服务。
- 其覆盖天猫、京东和拼多多等主要网购平台、微信小程序和小红书等社交媒体渠道，以及抖音和快手等新兴直播和短视频平台。
- 拥有 100 项软件程序版权，并已开发出云和数据基础架构。其专有的云平台宝尊云，于 2019 年的双十一促销中，支持超过人民币 100.0 亿元的单日 GMV。
- 其物流网络覆盖全国 500 多座城市中，并能够向当中的 200 多座城市提供次日送货服务。其在苏州、深圳、天津、广州、廊坊、成都、无锡及香港等八市直接运营 15 个仓库，总建筑面积约 500,000 平方米，其亦与八间第三方仓储服务提供商合作，将货品存储在彼等仓库。

往绩及市场预测

- 宝尊的品牌合作伙伴数量由 2017 年底的 152 家增加至 2020 年 6 月底的 250 家。
- 宝尊的 GMV 由 2017 年的人民币 191.1 亿增至 2019 年的人民币 444.1 亿，两年复合增长率为 52.4%。其 2020 年上半年 GMV 达人民币 219.7 亿，较 2019 年上半年的人民币 175.6 亿增长 25.1%。
- 宝尊的总净营收由 2017 年度的接近人民币 41.5 亿增至 2019 年的人民币 72.8 亿，两年复合式增长率高达 32.4%。其 2020 年上半年总净营收接近人民币 36.8 亿，较 2019 年上半年水平增长 22.9%。
- 宝尊的股东应占净利润由 2017 年度的接近人民币 2.1 亿增至 2019 年的人民币 2.8 亿，两年复合式增长率 16.1%。其 2020 年上半年股东应占净利润人民币 1.2 亿，较 2019 年上半年水平增长 20.7%。
- 按非公认会计准则，宝尊的经调整利润由 2017 年度的接近人民币 2.7 亿增至 2019 年的接近人民币 3.6 亿，两年复合式增长率 15.6%。其 2020 年上半年经调整利润达人民币 1.7 亿，较 2019 年上半年水平增长 25.7%。
- 根据 Bloomberg 综合各券商估计，宝尊 2020 年度的股东应占净利润及经调整利润，将分别较 2019 年度水平增长 56.1%及 44.0%，至人民币 4.4 亿及人民币 5.1 亿。而其 2021 年度的股东应占净利润及经调整利润，将分别较 2020 年度水平增长 46.6%及 43.7%，至人民币 6.4 亿及人民币 7.4 亿。

服务概述

- **IT 解决方案:** 宝尊电商帮助品牌合作伙伴设立迎合中国消费者的电商网站，并向彼提供专有的电商技术解决方案。其亦助合作伙伴就电商运营建立本身的 IT 基础架构，或提高彼等 IT 基础架构的适用性。宝尊所提供的技术系统及应用程序赋予合作伙伴在店面销售、后台配送、用户获取、提升效率及获得信息等方面之数字化能力。其架设在云平台上的专有操作系统，可为合作伙伴高效地设立具备数字营销、订单管理、产品推荐及会员管理等功能的官方品牌商城及微信小程序。由于其云系统与其电商支持系统衔接，实现了全渠道同步。
- **网店运营:** 宝尊的运营团队设有采购人员，负责采购在品牌合作伙伴的网店上销售的货品，并根据需求预测策划进货量，助彼网店维持适当的存货水平。其运营团队亦协助合作伙伴发布产品、管理产品列表及处理网店的销售订单。宝尊的设计服务团队定期与合作伙伴合制包括产品摄影、网站横幅及其他推广用的数字内容，以保持网店之吸引力。其店铺活动管理系统监察及识别电商市场或其他渠道上之事件和互动，并管理大量处理中的申请及注册程序。于 2020 年 6 月底，宝尊运营 45 间品牌官方商城。
- **数字营销:** 宝尊向品牌合作伙伴提供包括活动统策及媒体服务、社会营销、创意内容以及利用大数据等多项数字营销服务及功能，并且能够在多个在线平台设计及执行营销计划。
- **客户服务:** 宝尊面向其合作伙伴的客户，提供售前咨询服务及售后服务。
- **仓储配送:** 宝尊建立了强大的物流网络及仓储能力，以配送品牌合作伙伴的电商订单，及向彼提供防伪码保护、定制化包装、B2B 线下门店配送及 O2O 集成存货管理等增值服务。宝尊采用灵活的外包物流模式，并与多名第三方物流商建立了合作伙伴关系。其物流网络覆盖全国 500 多座城市中，并能够向当中的 200 多座城市提供次日送货服务。宝尊在苏州、深圳、天津、广州、廊坊、成都、无锡及香港等八市直接运营 15 个仓库，总建筑面积约 500,000 平方米。其亦与八间第三方仓储服务提供商合作，将货品存储在彼运营的仓库。宝尊亦是菜鸟的合作伙伴。通过其专有的仓库管理系统，宝尊能全程监控货品物流及库存水平。

经营模式

- **经销模式:** 宝尊向品牌合作伙伴或其授权经销商选购货品，并通过其运营的官方品牌商城或官方平台店铺向消费者直接出售货品。在经销模式下，品牌合作伙伴为其供货商，其收入来自产品销售，其亦需存货。
- **服务费模式:** 其向品牌合作伙伴及客户提供 IT 解决方案、网店运营、数字营销及客户服务等电商服务及功能。在服务费模式下，宝尊们的品牌合作伙伴被视为其客户，其收入来自因提供服务而获得的营收。
- **寄售模式:** 宝尊提供向品牌合作伙伴提供服务费模式内所包括的服务，外加仓储配送服务。据此，品牌合作伙伴将货品存放在宝尊的仓库以备销售，而宝尊则负责管理库存货及向消费者交付货品。其不享有产品所有权，亦无定价及选择商品的自由度，也没有选择供货商的酌情权，并且通常不参与厘定产品规格。在寄售模式下，宝尊的品牌合作伙伴为其客户，其收入来自因提供服务而获得的营收，其亦可作为代理人协助品牌合作伙伴在线销售货品，并根据预定公式向彼收取佣金。

品牌合作伙伴 截至 2020 年 6 月底，宝尊向 250 名品牌合作伙伴提供电商解决方案，涵盖服装及配饰；电器；电子产品；家居及摆设；食品及保健品；美容及化妆品；快消及母婴产品；及汽车等产品。宝尊合作伙伴包括根据 BrandZ 全球品牌价值 100 强排名，非公共服务界别按 2019 年品牌价值计的 50 个全球最具价值品牌中的 15 个，以及括飞利浦、耐克和微软等。

多平台及付款方式 宝尊覆盖天猫、京东和拼多多等主要网购平台、微信小程序和小红书等社交媒体渠道以及抖音和快手等新兴直播和短视频平台。此外，宝尊在第三方平台及为品牌合作伙伴设立的官方商城接受多种付款方式，包括以中国主要银行发行的信用卡和借记卡进行在线付款、支付宝和微信支付等第三方在线付款平台付款。



品牌电商服务行业增长前景

- 中国在线购物市场的交易总额由 2015 年的人民币 38,039.0 亿元增至 2019 年的人民币 99,043.0 亿元，年复合增长率为 27.0%，预期于 2025 年将达到人民币 268,320.0 亿元，年复合增长率为 18.1%
- 2019 年，中国在线购物渗透率为 24.1%，由于消费习惯改变、物流基础设施及在线交易环境更趋完善、以及电商深耕市场等因素，预期在线购物渗透率于 2025 年将增至 42.1%。
- 中国电商行业在发展初期专注 C2C 商业模式，即个人或小型公司通过电商平台向消费者出售货品，其中淘宝便是著名的例子。近年来，B2C 模式的市场规模逐渐扩大，品牌通过天猫、京东等电商平台以及品牌官方商城直接向消费者出售商品。2019 年，中国 B2C 电商市场规模为人民币 53,698.0 亿元，预期于 2025 年将达人民币 148,918.0 亿元，年复合增长率为 18.5%，占中国在线购物市场总额的 55.5%。
- B2C 电商市场规模增加，带动品牌电商服务市场发展。预测品牌电商服务市场的规模将由 2019 年的人民币 5,635 亿元增长至于 2025 年的币 20,419 亿，6 年复合增长率为 23.9%。品牌电商服务的渗透率预期将由 2019 年的 10.5% 增至 2025 年的 13.7%。
- 品牌电商服务行业的门坎甚高，而中国的品牌电商服务提供商可以分为 A 类有限能力、B 类有限服务的多渠道覆盖、C 类基本端到端电商服务及 D 类全渠道、全方位服务模式。估计现时中国的品牌电商服务行业有超过 600 名 A 类参与者、超过 600 名 B 类参与者、约 130 名 C 类参与者及仅三名 D 类参与者。宝尊是 D 类全渠道、全方位服务提供商，亦是中国最大品牌电商服务提供商，市占率达 7.9%。



免责声明

本报告由京基证券集团有限公司(“京基”)研究部刊发,内容基于其认为可靠的来源,但就其是否公平、准确、完整或正确,京基概不作出或发出任何明示或默示的保证或承诺。本报告中的所有意见如有更改,恕不另行通知。所提供的信息仅供参考和阅览,并非就本文提及的证券或投资进行买卖或交易的建议、要约或招揽。在市场惯例允许的情况下,京基及其员工和亲属或联系人,可不时就本报告中提及的公司的证券或相关产品或投资持有头寸,以及进行买卖。投资涉及风险。投资者应注意,投资的价值和证券的价格可以上升或下跌,过往表现不一定未来表现的指标。投资者应寻求独立专业意见,京基在任何情况下,就投资者使用此报告的信息而可能蒙受的利润损失,概不在任何方面承担责任。本报告的内容的版权属于京基所有。未经京基许可,任何人不得就任何目的复制、发佈或分发本报告的全部或部分內容。本报告所载观点,由证监会持牌分析师拟备,并准确反映分析师对有关证券的个人意见。除非另有披露,否则于本报告刊发日期,就本文谈及的公司或与该等公司属同一集团的成员公司的证券,本报告的分析师并无持有任何权益。

京基证券集团有限公司

地址: 香港湾仔港湾道 1 号会展广场办公大楼 44 楼

电话: (852)3423 0090

传真: (852)3423 0099

电邮: kksg.info@kkgroup.com.hk