

专注高质量发展，品牌管理业务持续减亏中

2024 年 3 月 24 日 | 美国

年报点评
互联网

投资评级(维持): 买入
目标价(美元): 4.18

收入基本符合 VA 一致预期，专注电商业务高质量发展转型
4Q23 宝尊电商总收入为 27.8 亿元，同比增长 8.9%，增速基本符合 Visible Alpha (VA) 一致预期的 9.8%。非 GAAP 归母净利润 0.3 亿元，对应于非 GAAP 归母净利率 1.0%，逊于 VA 一致预期的 2.1%，我们认为主因品牌电商消费情绪处于恢复过程中。展望 2024 年，我们预计公司将专注于电商业务高质量发展转型，举措包括积极拓展新业务模式和开拓高质量客户，或对短期利润释放带来部分压力。我们下调 2024/2025 年公司非 GAAP 归母净利润预测至 0.1/1.7 亿元(前值: 1.3/2.9 亿元)，引入 2026 年新值 2.8 亿元。基于分部估值模型的目标价为 4.18 美元(前值: 5.80 美元)。维持“买入”。

电商业务：持续优化低利润率产品销售与低增值服务收入项目
4Q23 宝尊的电商业务总收入为 23.2 亿元，同比下降 8.9%。其中产品销售收入为 6.0 亿元，同比下降 22.6%，主要由于小家电品类表现较弱，且公司优化了低利润率的产品销售并收缩了低增值服务收入项目。服务收入为 17.3 亿元，同比下降 3.0%。其中仓储和履约收入同比减少 6.3%至 7.1 亿元，主要受仓储业务量下降影响所致。数字营销与技术服务收入同比增加 6.9%至 5.5 亿元。电商业务分部非 GAAP 经营利润 1.2 亿元，对应非 GAAP 经营利润率 5.1%，同比下滑 2.1pp，我们认为主要归因于电商消费情绪仍在恢复中以及收入增长承压导致的经营杠杆释放放缓。

品类表现与渠道占比：各品类表现分化，运动服饰销售亮眼
4Q23 品类表现相对分化，产品销售方面：1) 小家电收入 2.6 亿元，同比下降 34.0%；2) 化妆品收入 1.3 亿元，同比增长 41.3%；3) 快消品收入 0.5 亿元，同比下降 42.8%；服务收入的线上店铺运营中，服饰与配件收入为 3.7 亿元，同比增长 1.5%；其中奢侈品收入为 1.2 亿元，同比下降 7.0%，运动服饰收入为 1.3 亿元，同比增长 10.2%。公司积极拓展多元化渠道布局，在 2024 年 3 月已完成对抖音合作伙伴洛氩迅的收购，并在抖音上与 Zara、Armani 和可口可乐等行业龙头签订了服务协议，我们期待其直播业务的健康发展为公司在中长期创造额外收入。

品牌管理业务：GAP 毛利率同比改善明显，Hunter 知识产权收购已完成
4Q23 品牌管理业务收入环比上升 53.7%至 4.6 亿元，毛利率 52.9%，环比下降 2.6pp，同比提升超 11pp，我们认为主要得益于 GAP 持续改善的新店经营效率和谨慎的折扣节奏。品牌管理业务非 GAAP 经营亏损 0.4 亿元，对应非 GAAP 经营利润率-9.3%，环比改善 7.6pp。此外，公司针对 Hunter 的知识产权收购已经完成，并成立与 Authentic Brands Group 的合资公司。

风险提示：消费复苏不及预期；头部合作品牌终止合作；电商增速不及预期。

经营预测指标与估值

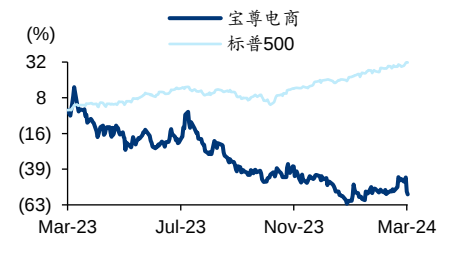
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	8,401	8,812	9,058	9,392	9,912
+/-%	(10.60)	4.90	2.80	3.68	5.54
归属母公司净利润 (人民币百万)	(653.29)	(278.42)	(137.81)	18.39	134.04
+/-%	197.18	(57.38)	(50.50)	(113.34)	629.02
EPS (人民币，最新摊薄)	(35.14)	(14.98)	(7.41)	0.99	7.21
ROE (%)	(14.55)	(6.81)	(3.42)	0.46	3.31
PE (倍)	(0.45)	(1.06)	(2.17)	16.28	2.23
PB (倍)	0.07	0.07	0.08	0.08	0.07
EV EBITDA (倍)	(7.28)	(55.42)	(51.60)	20.29	10.45

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (美元)	4.18
收盘价 (美元 截至 3 月 22 日)	2.30
市值 (美元百万)	138.97
6 个月平均日成交额 (美元百万)	1.58
52 周价格范围 (美元)	1.90-6.10
BVPS (美元)	9.57

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测与估值

盈利预测调整

我们将宝尊电商 2024/2025 年收入预测分别下调 2.3/3.3%至 90.6/93.9 亿元，主要考虑到产品销售品类中电子产品和小家电相关销售组合的优化带来的收入承压以及公司战略转型过程中主动出清低利润率业务一定程度上放缓了收入杠杆的释放速度，并推出 2026 年预测 99.1 亿元。

我们将宝尊电商 2024/2025 年非 GAAP 口径归母净利率调整至 0.1/1.8%(前值:1.4/2.9%)，2024/2025 年预测下调主要考虑到收入端承压所带来的利润释放节奏慢于我们此前预期，并推出 2026 年预测 2.9%。

图表1：华泰预测变动

(人民币百万)	2024E			2025E			2026E
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	新值
营业收入	9,274	9,058	-2.3	9,708	9,392	-3.3	9,912
毛利润	7,144	6,824	-4.5	7,692	7,241	-5.9	7,719
经营利润, GAAP	-1	-134	-8836.5	187	61	-67.4	204
归母净利润, GAAP	-23	-138	-499.4	130	18	-85.9	134
归母净利润, 非 GAAP	125	7	-94.3	285	169	-40.9	283

资料来源：华泰研究预测

图表2：华泰利润率预测变动

	2024E			2025E			2026E
	前值	新值	变动, pp	前值	新值	变动, pp	新值
毛利率	77.0%	75.3%	-1.7	79.2%	77.1%	-2.1	77.9%
经营利润率, GAAP	0.0%	-1.5%	-1.5	1.9%	0.6%	-1.3	2.1%
归母净利率, GAAP	-0.2%	-1.5%	-1.3	1.3%	0.2%	-1.1	1.4%
归母净利率, 非 GAAP	1.4%	0.1%	-1.3	2.9%	1.8%	-1.1	2.9%

资料来源：华泰研究预测

SOTP 估值

我们基于分部估值模型的新目标价为 4.18 美元（前值：5.80 美元），新目标价分别对应 254/10/6 倍 2024/2025/2026E 非 GAAP PE。考虑到公司电商业务在积极开拓新的商业模式和获取高价值用户的转型过程中对利润释放可能带来一定压力，我们调整 BEC 电商代运营业务估值方法从调整后 PE 变更为 PS，我们仍看好公司在中长期释放其服务品牌电商的全渠道和全链路价值。我们的分部估值结果主要包括：

1) BEC 电商代运营业务每 ADR 3.13 美元（前值 5.20 美元），基于 2024 年预测 0.2x PS，较电商产业链公司 2024 年一致预期均值 1.9x 有所折价，主因我们认为尽管公司为中国品牌电商代运营行业龙头，但考虑到品牌电商消费情绪不强造成品牌电商销售额增长短期承压，宝尊电商营收增长或慢于电商产业链公司均值（电商产业链公司 2024-2026 年营收 CAGR 均值为 14.6%，而我们预计宝尊电商 BEC 业务 2024-2026 年营收 CAGR 为 1.3%）

2) BBM 品牌管理业务每 ADR 1.05 美元（前值 0.60 美元），基于 2024 年预测 0.3x PS（前值：0.2x PS），估值倍数上调主因该业务 2023 年减亏效果优于我们此前预期。公司较潮流服饰行业五家公司 2024 年一致预期均值 1.1x 有所折价，主要原因为 GAP 中国业务仍处于亏损和业务调整状态。

图表3：宝尊电商：SOTP 估值

板块	2024E 收入 (百万人民币)	目标 PS	估值 (百万人民币)	估值 (百万美元)	总价值 (百万美元)	每股价值 (美元)
BEC	7540.4	0.2x PS	1357.3	191.2		
BBM	1518.0	0.3x PS	455.4	64.1		
宝尊电商					255.3	4.18

注：美元/人民币=7.10，基于美元/人民币 2024 年 3 月 22 日中间价；
资料来源：华泰研究预测

图表4：主站业务可比公司估值

公司	代码	市值 (百万元，当地货币)	收入 (百万元，当地货币)			PS(x)			2024-2026 年
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	收入 CAGR
阿里巴巴	BABA US	1,346,196.7	939,820.2	1,013,456.9	1,094,266.2	1.4	1.3	1.2	8.0%
拼多多	PDD US	1,231,097.9	337,967.3	430,849.7	529,821.1	3.6	2.9	2.3	30.8%
唯品会	VIPS US	66,996.1	118,865.7	124,957.0	130,667.5	0.6	0.5	0.5	5.0%
壹网壹创	300792 CH	4,820.1	1,705.0	1,948.0	NA	2.8	2.5	NA	NA
Shopify	SHOP US	99,571.8	8,559.4	10,276.7	12,379.6	11.6	9.7	8.0	20.6%
均值						1.9	1.6	1.4	14.6%

注：1) 数据截至 2024 年 3 月 22 日； 2) 阿里巴巴、拼多多、唯品会、壹网壹创和 Shopify 基于彭博一致预测； 3) 阿里巴巴使用的是 FY24-26 年预测数据； 4) 计算 PS 平均值与 2024-2026 年收入 CAGR 已剔除 Shopify； 5) 因彭博一致预期中无若羽臣相关预测，本次可比公司已将其剔除；
资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表5：品牌管理业务可比公司估值

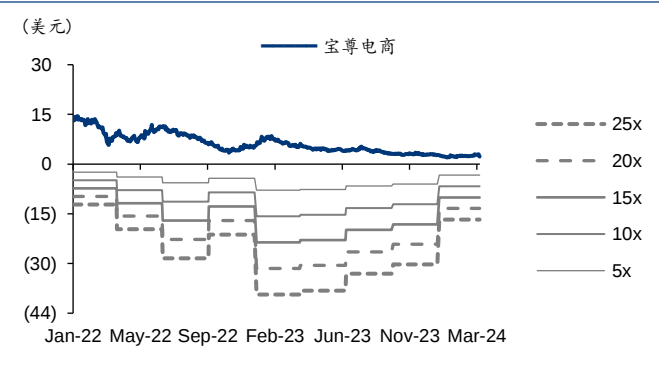
公司	股票代码	市值 (百万元，当地货币)	收入增长 (%)			PS (x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
李维斯	LEVI US	7,276.0	2.4%	5.4%	6.9%	1.2	1.1	1.0
太平鸟	603877 CH	7,808.9	12.3%	11.8%	4.7%	0.9	0.8	0.8
森马服饰	002563 CH	14,871.4	11.7%	10.8%	5.9%	1.0	0.9	0.8
报喜鸟	002154 CH	8,829.0	16.1%	15.0%	9.6%	1.4	1.2	1.1
H&M	HNNMY US	231,673.2	0.8%	3.2%	2.6%	1.0	0.9	0.9
均值			8.7%	9.2%	5.9%	1.1	1.0	0.9

注：1) 数据截至 2024 年 3 月 22 日； 2) 李维斯、太平鸟、森马服饰、报喜鸟、H&M 基于彭博一致预测；
资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

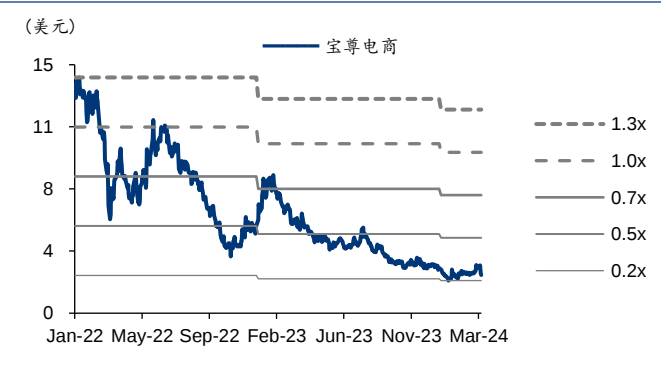
消费复苏不及预期；头部合作品牌终止合作；电商增速不及预期。

图表6：宝尊电商 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：宝尊电商 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,401	8,812	9,058	9,392	9,912
销售成本	(2,256)	(2,409)	(2,235)	(2,151)	(2,193)
毛利润	6,145	6,403	6,824	7,241	7,719
销售及分销成本	(5,394)	(5,336)	(5,476)	(5,659)	(5,952)
管理费用	(371.47)	(855.91)	(878.66)	(901.61)	(941.62)
其他收入/支出	(345.82)	(417.05)	(602.38)	(619.85)	(621.47)
财务成本净额	(11.10)	40.77	(30.31)	(29.48)	(27.88)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(580.31)	(217.03)	(172.27)	22.98	167.54
税费开支	(26.48)	(12.00)	34.45	(4.60)	(33.51)
少数股东损益	(0.84)	9.68	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(653.29)	(278.42)	(137.81)	18.39	134.04
折旧和摊销	(196.54)	(209.03)	(82.54)	(93.55)	(104.67)
EBITDA	(372.66)	(48.77)	(59.42)	146.01	300.10
EPS (人民币, 基本)	(35.65)	(15.19)	(7.52)	1.00	7.31

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	943.00	1,045	614.73	822.83	496.19
应收账款和票据	2,847	2,775	2,485	2,481	2,294
现金及现金等价物	2,246	2,352	1,656	1,592	1,337
其他流动资产	1,361	1,118	1,166	1,106	1,168
总流动资产	7,397	7,291	5,922	6,002	5,296
固定资产	694.45	851.15	1,023	1,212	1,420
无形资产	310.72	306.42	331.80	347.17	352.55
其他长期资产	1,720	2,026	1,963	1,963	1,963
总长期资产	2,725	3,184	3,318	3,523	3,736
总资产	10,122	10,474	9,240	9,525	9,032
应付账款	2,065	2,309	1,546	1,978	1,435
短期借款	1,252	1,449	1,282	1,199	1,157
其他负债	364.76	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	3,682	3,758	2,828	3,177	2,592
长期债务	673.96	799.10	632.60	549.36	507.74
其他长期债务	90.53	65.68	65.68	65.68	65.68
总长期负债	764.49	864.78	698.29	615.04	573.42
股本	5,129	4,571	4,571	4,571	4,571
储备/其他项目	(1,045)	(474.24)	(612.05)	(593.66)	(459.63)
股东权益	4,084	4,097	3,959	3,978	4,112
少数股东权益	1,592	1,755	1,755	1,755	1,755
总权益	5,676	5,852	5,714	5,732	5,866

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(0.45)	(1.06)	(2.17)	16.28	2.23
PB	0.07	0.07	0.08	0.08	0.07
EV EBITDA	(7.28)	(55.42)	(51.60)	20.29	10.45
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(56.17)	(8.72)	(44.41)	14.16	(10.08)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(372.66)	(48.77)	(59.42)	146.01	300.10
融资成本	11.10	(40.77)	30.31	29.48	27.88
营运资本变动	103.63	281.89	(90.89)	288.92	(92.45)
税费	(26.48)	(12.00)	34.45	(4.60)	(33.51)
其他	667.02	22.80	(30.31)	(29.48)	(27.88)
经营活动现金流	382.61	203.15	(115.85)	430.34	174.14
CAPEX	(259.24)	(304.90)	(280.07)	(298.08)	(317.88)
其他投资活动	(1,047)	0.00	312.46	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,307)	(304.90)	32.40	(298.08)	(317.88)
债务增加量	467.61	0.00	(332.98)	(166.49)	(83.25)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(2,118)	41.12	(30.31)	(29.48)	(27.88)
融资活动现金流	(1,650)	(41.24)	(363.29)	(195.97)	(111.13)
现金变动	(2,574)	(142.98)	(446.75)	(63.70)	(254.87)
年初现金	4,700	2,246	2,103	1,656	1,592
汇率波动影响	120.42	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,246	2,103	1,656	1,592	1,337

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(10.60)	4.90	2.80	3.68	5.54
毛利润	0.41	4.20	6.57	6.12	6.60
营业利润	374.11	(720.00)	(35.29)	(145.57)	234.91
净利润	197.18	(57.38)	(50.50)	(113.34)	629.02
EPS	250.84	(57.38)	(50.50)	(113.34)	629.02
盈利能力比率 (%)					
毛利率	73.15	72.66	75.33	77.10	77.88
EBITDA	(4.44)	(0.55)	(0.66)	1.55	3.03
净利润率	(7.78)	(3.16)	(1.52)	0.20	1.35
ROE	(14.55)	(6.81)	(3.42)	0.46	3.31
ROA	(5.82)	(2.70)	(1.40)	0.20	1.44
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(7.84)	(2.55)	6.54	3.92	7.97
流动比率	2.01	1.94	2.09	1.89	2.04
速动比率	1.75	1.66	1.88	1.63	1.85
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.75	0.86	0.92	1.00	1.07
应收账款周转天数	121.72	114.84	104.53	95.19	86.72
应付账款周转天数	341.13	326.86	310.51	294.99	280.24
存货周转天数	160.90	148.54	133.69	120.32	108.29
现金转换周期	(58.50)	(63.47)	(72.30)	(79.48)	(85.23)
每股指标 (人民币)					
EPS	(35.65)	(15.19)	(7.52)	1.00	7.31
每股净资产	222.84	223.56	216.04	217.04	224.35