

【广发零售&海外】宝尊电商 (BZUN.O)

硬核 IT、扎实物流为特色的品牌电商服务龙头

核心观点:

- **宝尊电商为国内规模最大的品牌电商服务商。**宝尊电商 2019 年总 GMV 达 444 亿元 (人民币, 下同), 同比增长 51%, 2015-2019 年 CAGR 达 60%; 2019 年营收 72.8 亿元, non-GAAP 归母净利润 3.6 亿元。至 2020 年中报品牌合作伙伴达 250 个, 规模领先同行。
- **运营支持以系统建设、技术工具、仓储物流为特色。**宝尊电商组织架构分为三大事业群, 科技创新中心为增长引擎, 电商事业群为品牌合作伙伴创造增长价值, 物流供应链事业群提供运营支持。除了扎实的仓储物流服务, 宝尊更稀缺的价值在于为品牌提供全渠道数字化解决方案、搭建 IT 系统, 赋予品牌方全渠道零售能力。重资产投入搭建的服务能力使宝尊能承接诸多其他同行难以满足的品牌需求。
- **仓储物流、IT 系统产品的通用性强, 服务标准化程度高, 能够胜任各品类、各渠道运营, 拓展性好、发展空间大。**从三个方向看宝尊未来增长点: 客户层级上, 借助深度系统定制服务绑定大型客户, 对中小品牌输出高性价比的模块化服务; 品类上, FMCG、家居线上增速快、物流要求高, 宝尊已经切入头部客户; 渠道上, 宝尊在天猫以外平台的服务能力同样优秀, 微信小程序、抖音、快手等渠道的运营, 多平台联动所需的数据打通, 都将成为宝尊电商的成长机遇。
- **盈利预测与估值:**我们预计 2020-2022 年宝尊电商 GMV 分别为 570/740/923 亿元, 营收分别为 91/118/146 亿元, non-GAAP 归母净利润分别为 5.5/8.0/11.0 亿元。参考可比公司估值, 考虑宝尊电商的成长性, 我们给予 2021 年 non-GAAP 归母净利润 30XPE, 对应公司合理总市值 35.3 亿美元, 合理价值 55.88 美元/ADS, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**品牌将电商渠道收归自营或变更服务商; 新品牌拓展不达预期; IT 物流成本摊薄效果不达预期; 电商行业景气度下降, 阿里大盘增长放缓。

盈利预测:

元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,393	7,278	9,100	11,770	14,648
增长率(%)	30.0%	35.0%	25.0%	29.3%	24.5%
EBITDA(百万元)	413	504	753	1,055	1,428
non-GAAP 归母净利润(百万元)	346	357	549	802	1,101
增长率(%)	29%	3%	54%	46%	37%
non-GAAP EPS(元/ADS)	6.1	6.2	8.7	12.7	17.4
non-GAAP 市盈率(P/E)	43.3	34.9	29.6	20.2	14.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

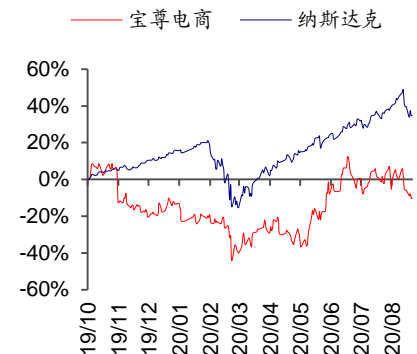
识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	37.69 美元
合理价值	55.88 美元
报告日期	2020-09-15

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

童若琰 021-38003652

tongruoyan@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、电商服务商业模式成熟，行业保持较快增长	5
（一）品牌电商服务伴随电商大盘增长	5
（二）龙头具备成本及经验优势，集中度提升	6
二、宝尊电商：技术为 DNA 的品牌电商服务商	9
（一）概况：软件公司出身，成长为全品类综合运营服务商	9
（二）股权结构：同股不同权，阿里为最大股东	11
（三）业务模式：以技术创新为引擎，为品牌创造增长、提供运营支持	11
（四）竞争壁垒：仓储物流扎实，技术成就规模化运营	15
（五）未来增长：深度定制绑定大客户，成本优势赋能新品牌	20
（六）财务分析：规模效应将带动费用率下降，释放利润	22
三、盈利预测与投资建议	24
四、风险提示	26

图表索引

图 1: 三大电商广告佣金收入情况.....	5
图 2: 全媒体广告刊例花费增长为负	5
图 3: 2018 年品牌电商服务市场交易规模约 1613 亿元	6
图 4: 天猫生态的服务商情况	6
图 5: TP 发展路径.....	6
图 6: 不同规模服务商分布	6
图 7: 2018 年中国品牌电商服务市场竞争格局	8
图 8: 2016-2018 年第一梯队服务商 GMV 占比情况.....	8
图 9: 头部玩家实现盈利进入正循环, 长尾玩家增速及盈利能力被淘汰.....	8
图 10: 宝尊电商发展历程.....	9
图 11: 宝尊服务品牌涵盖 8 大品类.....	10
图 12: 公司总 GMV 高速增长	10
图 13: 品牌合作伙伴不断增加	10
图 14: 公司总营收逐年增长	10
图 15: 公司归母净利同比略有提升	10
图 16: 部分龙头的体量对比	11
图 17: 宝尊电商股权情况 (2019 年年报)	11
图 18: 宝尊电商组织架构的三大事业群.....	12
图 19: 宝尊五大服务模块.....	12
图 20: 宝尊店站运营为品牌提供的技术工具	13
图 21: 碧然德运营案例	13
图 22: 宝尊数字营销模块.....	13
图 23: 宝尊提供的特色技术中心服务产品	14
图 24: 宝尊的全链式仓储物流服务项目	14
图 25: 宝尊三大业务模式: 经销模式、代销模式、服务费模式	15
图 26: 非经销模式占主导且比例持续提升	15
图 27: 商品收入及服务收入变动.....	15
图 28: 全球某知名运动品牌——魔方自动化仓案例	17
图 29: 宝尊前中后台的专利技术.....	18
图 30: 2019 年员工人数对比	18
图 31: 服务品牌数对比	18
图 32: 宝尊员工数量变化.....	19
图 33: 研发投入变化 (百万元, YoY 为右轴)	19
图 34: 宝尊研发费用金额和比例远高于其他服务商	19
图 35: 宝尊对创新和产品化保持投入力度	19
图 36: 部分服务商人员结构对比 (2019)	20
图 37: 宝尊合作品牌数量持续增加	20
图 38: 平均单个品牌 GMV 情况	20
图 39: 宝尊前十大客户营收贡献 6 成	21

图 40: 平均单个品牌 GMV 情况	21
图 41: 宝尊为耐克定制的客服解决方案	22
图 42: 宝尊净利润/GMV 有提升空间	23
图 43: 技术内容费用增长趋缓	23
图 44: 宝尊履约费用变化	23
图 45: 宝尊市场费用变化	23
图 46: 宝尊信息技术人员变化	23
图 47: 宝尊仓储物流人员变化	23
图 48: 宝尊各项费用/GMV 处于下降趋势	24
图 49: 宝尊各项费用/收入比例因收入结构变化上升	24
图 50: 非经销模式货币化率因品类结构变化下降	24
图 51: 宝尊各项费用/收入比例因收入结构变化上升	24
图 52: 宝尊市盈率变化情况	26
表 1: 2020H1 天猫头部服务商	7
表 2: 宝尊电商仓储物流情况	16
表 3: 宝尊电商关键经营指标预测	25
表 4: 可比公司估值表	26

如无特别说明，以下元均指人民币。

一、电商服务商业模式成熟，行业保持较快增长

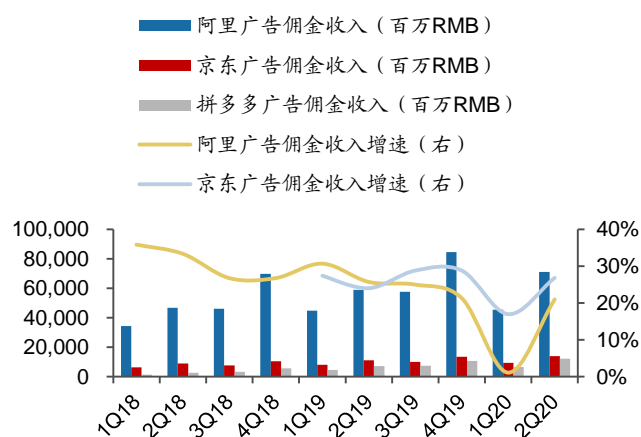
品牌电商服务的商业模式伴随电商发展而持续迭代，如今已经进入较为成熟的阶段。电商作为增长最快、份额有望超越线下的渠道，依然为品牌服务商们提供了良好的发展土壤。龙头公司受益于规模效应，拥有成本和经验优势，持续提高市占率，多家头部服务商已证明自身的 α 能力。

由于服务商往往服务于一揽子品牌，其增长分散了单一品牌的运营风险，表现更加稳健；头部服务商可通过不断增加服务品牌数量、服务增速更快的优质品牌获得超越大盘增速的成长。

（一）品牌电商服务伴随电商大盘增长

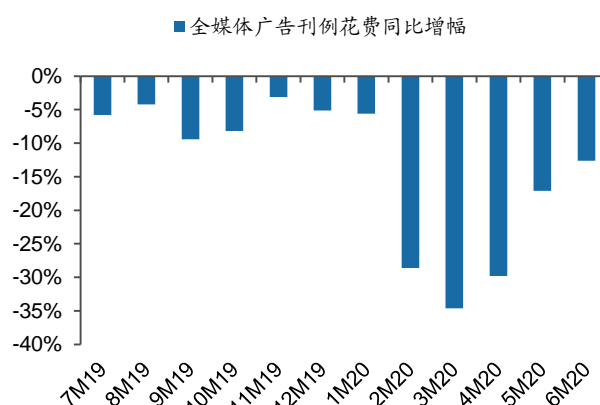
品牌电商运营服务的增长源于品牌在电商渠道的增长，伴随电商崛起而兴盛。线上平台持续提升的渗透率、寡头垄断的流量格局、无可比拟的消费者触达能力已使电商成为任何品类、任何品牌都无法忽视的重要渠道。以淘宝天猫为代表的交易平台经过长期发展，形成复杂但有规律可循、随用户习惯和传播媒介不断迭代的运营规则、营销产品和方法论，增加了线上渠道管理的隐性门槛；线上渠道，B2C电商份额不断提升的背景下，为品牌方提供解决方案的运营服务行业景气度维持高位。

图1：三大电商广告佣金收入情况



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图2：全媒体广告刊例花费增长为负



数据来源：CTR，广发证券发展研究中心（电视、报纸、杂志、广播、传统户外、电梯电视、电梯海报、影院视频）

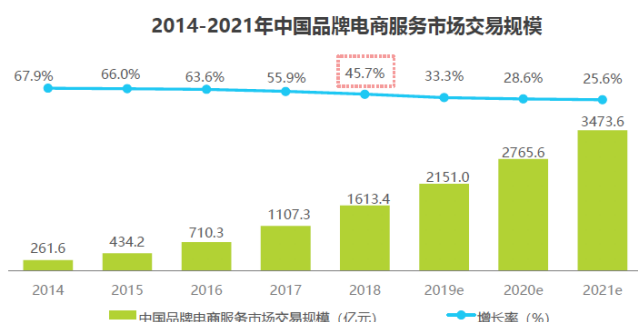
营销渠道日益复杂，专业服务外包需求始终存在。电商服务的需求本质是品牌方将运营流程外包。电商平台站内的运营越发精细、站外引流渠道不断增加，在天猫京东等电商平台上运营网点已形成相当高的人员门槛，大多数品牌方难以自建团队管理好全部线上渠道，对运营服务的需求始终存在。在电商销售品效合一的大趋势下，能够将营销落地为实际销售的运营服务商正在切走4A公司的生意，替品牌商完成更大比例的推广投放。

快速增长的千亿级市场。参考艾瑞咨询数据，2018年品牌电商服务市场交易规模约

1613亿元，同比增速46%，其中天猫为最主要平台。

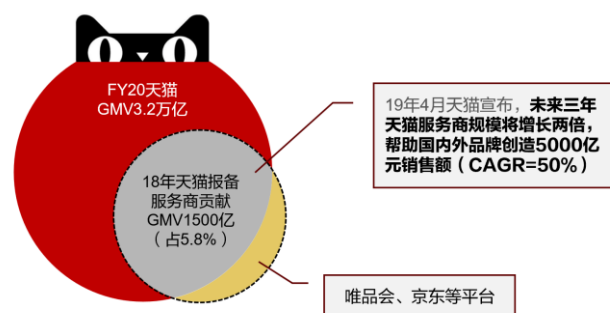
电商平台有动机给予优质服务商资源支持。服务商帮助品牌提高在电商平台上的经营效率，有利于品牌将电商平台作为线上甚至全渠道的核心销售阵地。以天猫为例：据2019年天猫生态服务商大会公布的数据，2018年天猫报备服务商贡献GMV约1500亿元，对应在天猫平台的渗透率约为5.8%（FY2019天猫全年GMV为2.6万亿元）；“18年天猫服务商引入新品牌843个，店均成交是大盘新商家近3倍，服务商代运营的店铺GMV增长要高出整体20%”；19年4月天猫宣布，“未来三年天猫服务商规模将增长两倍，帮助国内外品牌创造5000亿元销售额，扶持50家10亿规模服务商，开放2000家品牌招商名额”。

图3：2018年品牌电商服务市场交易规模约1613亿元



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图4：天猫生态的服务商情况

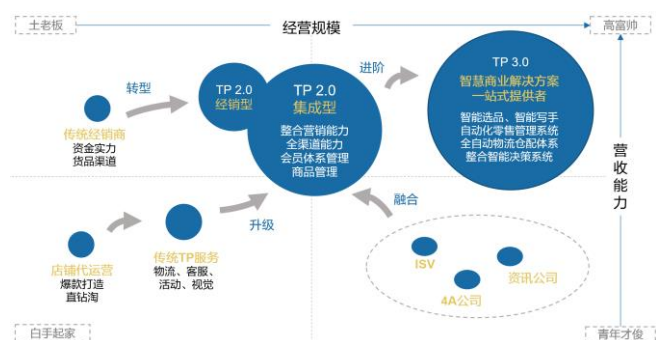


数据来源：2019 天猫生态服务商大会，阿里巴巴财报，广发证券发展研究中心

（二）龙头具备成本及经验优势，集中度提升

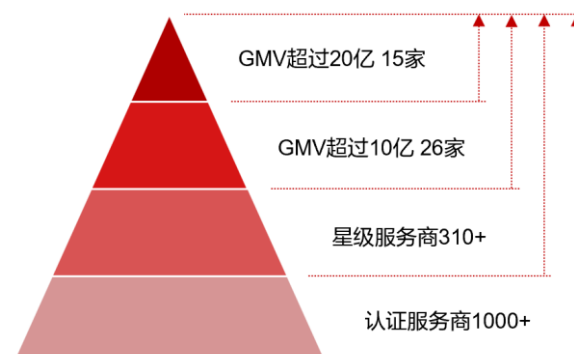
电商服务市场进入门槛不高，但龙头与小玩家差距明显：从客观数据来看，大小玩家规模有量级差别。以天猫为例，目前天猫平台上报备服务商超过1000家，其中310余家获得星级认证（起评门槛为GMV超过1000万元），但仅15家2018年GMV超过20亿元；1H20仅9家获得天猫六星级认证，且获评六星的玩家少有变动。规模越大的服务商越能享受天猫的资源支持，如对符合资质的服务商发放数据银行等各类牌照，开放更多消费者数据功能。

图5：TP发展路径



数据来源：2019 天猫生态服务商大会，广发证券发展研究中心

图6：不同规模服务商分布



数据来源：2019 天猫生态服务商大会，广发证券发展研究中心

表 1: 2020H1 天猫头部服务商

六星级（不分先后）		五星级举例（每年约 40-50 家量级）	
名称	主力运营品类	名称	主力运营品类
凯诒电商	宠物 母婴 保健品	若羽臣	母婴 美妆 保健品
兴长信达	3C 家电 美妆 母婴 食品	乐其网络	食品 母婴 美妆
青木科技	箱包鞋履	杭州悠可	化妆品
百秋网络	箱包服饰轻奢	网营科技	健康 服装
宝尊电商	全品类	韩都动力	服装
碧橙电商	家电 健康 母婴	小冰火人	3C 家电
壹网壹创	美妆日化	水羊国际	化妆品
上佰电商	家电家居		
丽人丽妆	美妆		

数据来源：天猫 TEP，广发证券发展研究中心

我们将品牌电商服务商的基础能力从两个方向进行拆解：

（1）前端能力：主要为运营、营销投放能力。同样的营销投入，不同的运营团队会投出不同的 ROI、塑造不同的品牌形象。一般来说，更多的经验可以丰富运营人员的经历、积累更多的数据从而优化模型提高运营效率；过往案例体现了团队的运营风格，是品牌选择服务商的直观标准。电商运营属于人力密集型产业，员工薪酬水平、组织架构及考核设定、原始的专业人员积累都会影响公司运营能力。

（2）后端能力：①托盘能力（资金），部分品类或品牌对各个渠道均采用 2B 管理，服务商即电商平台的经销商，需要为品牌承担库存及账期压力，资金成本是关键要素。**②仓储物流，**物流交付是电商消费体验的最重要环节，服务商需要保障商品发货时效（大促阶段不爆仓）、不错单漏发，同时控制成本；自建仓储物流资产较重、早期投入大，但后期存在规模效应，取决于先发优势，后进入者则无需再自建体系，以采购物流云仓自运营或完全外包为主，规模化后采购物流服务同样存在成本优势。**③中后台成本控制能力，**组织架构设计、经营理念影响公司运营管理成本，进而决定了对品牌的报价。

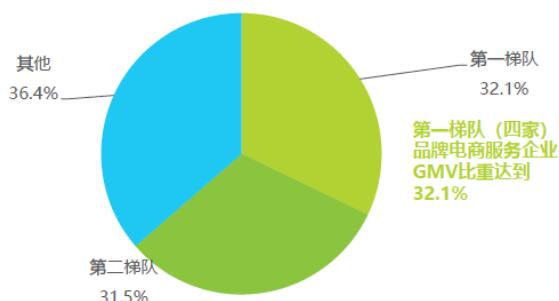
进阶能力上，优秀的服务商可基于数据、技术，帮助品牌提升产品开发效率及供应链管理效率：

（1）服务商依据大数据分析，预判行业流行趋势与消费者需求变化，在产品升级方向、包装物料、促销节奏等方面为品牌方作出规划，提高促销爆单概率、新品首发成功率、优化品牌形象；

（2）服务商提供全渠道服务、打通 CRM，帮助品牌进入小程序等新销售渠道并搭建相对应的中后台系统，赋予品牌方全渠道营销能力。

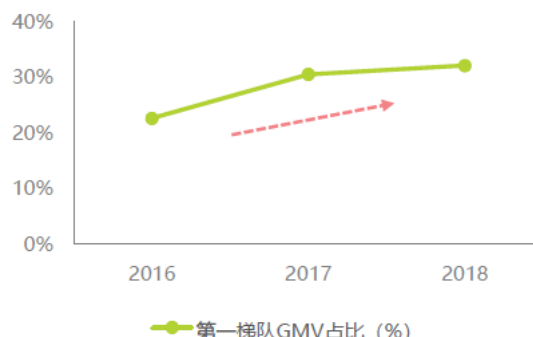
头部服务商已形成品牌，受益于规模、经验、技术，不断提高市场集中度。规模更大的服务商具备规模效应下的成本优势，同时交付更好的流程管控和营销效果，自然吸引更多品牌需求，带来行业的头部集中。艾瑞咨询统计的数据印证这一观点。

图7：2018年中国品牌电商服务市场竞争格局



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图8：2016-2018年第一梯队服务商GMV占比情况



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图9：头部玩家实现盈利进入正循环，长尾玩家增速及盈利能力被淘汰

	收入（百万元）							收入增速							净利润（百万元）							利润增速						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
宝尊电商	1,522	1,584	2,598	3,390	4,149	5,393	7,278	4%	64%	30%	22%	30%	35%	(38)	(60)	23	85	209	270	281	58%	-138%	278%	145%	29%	4%		
丽人丽妆	382	716	1,217	2,016	3,420	3,615	3,874	87%	70%	66%	70%	6%	7%	5	6	33	81	226	252	284	11%	476%	147%	180%	12%	13%		
壹网壹创	-	24	260	507	704	1,013	1,451		983%	95%	39%	44%	43%	-	0	18	47	138	163	219		11731%	162%	190%	18%	35%		
若羽臣	35	112	187	373	671	931	959	223%	66%	100%	80%	39%	3%	(3)	3	5	31	58	77	86	-211%	51%	488%	88%	34%	11%		
杭州悠可				511	1,017	782											40	117	99									
凯洁电商(退市)	128	198	388	671	1,124	1,538		55%	95%	73%	68%	37%		2	4	7	13	22	52	-	119%	51%	86%	77%	135%			
熙浪股份	51	61	70	50	82	87	45	20%	15%	-29%	64%	7%	-48%	(1)	(5)	(4)	1	3	5	(4)					219%	37%	-194%	
悦为电商	97	79	37	17	26	38	62	-18%	-54%	-54%	53%	46%	63%	(0)	4	(9)	(13)	10	17	25		-315%						
ST龙席	-	5	24	73	51	38	39		365%	208%	-30%	-26%	4%		(4)	(11)	25	(24)	(22)	(9)						-196%		
海通科技(退市)	52	99	268	572	1,086	-	-	89%	170%	114%	90%			0	(1)	14	27				-1553%		88%					
嗨购科技(退市)	12	15	15	26	104	-	-	31%	1%	68%				0	1	1	8	12			1106%	-5%	598%	51%				
韩都电商(退市)	-	831	1,260	1,432	-	-	-		52%	14%					(38)	33	85						156%					
乐麦技术(退市)	137	359	822	752	-	-	-	161%	129%	-9%				(6)	(6)	8	11						30%					
小冰火人(退市)	347	463	261	377	-	-	-	33%	-44%	45%				6	21	15	15				229%	-28%	1%					
网营科技(退市)	36	86	205	-	-	-	-	143%	137%					(5)	(4)	1												

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

在电商服务行业的竞争中，我们并未见到头部玩家之间凶猛的价格战，本质上是服务产品存在差异化，且交付质量高的服务在市场是稀缺资源，这两点支撑着电商服务商享有相对合理的利润率。于是我们见到，头部服务商各有各的优势，各自服务契合的品牌客户，“错位竞争”可能是对现阶段市场格局更为恰当的描述。

（1）虽然各家服务商提供的基础服务都是“店铺运营”，但是品牌方的需求并不整齐划一，有的品牌只需要标准化的店铺装修、物流、CRM、客服、流程化的直通车与品销宝，有的则需要精细的内容营销、站外种草、品牌形象重塑，在深度服务需求上更是差异明显。（2）对于部分技术要求高（全流程数字化建设）、运营难度大（品牌形象老化的改善）的环节，小作坊式的团队完全无法胜任。

站在品牌方角度，品牌选择服务商要考虑核心问题有二：价格，效果。对于高毛利率的品类或者知名度高的品牌，交付效果往往是更重要的因素：与营销投放总量相比，品牌付给运营商的服务费用只是很小一部分，服务费价格敏感度不高；运营商提供的服务直接影响品牌的销售额增长、市场地位和消费者心目中的品牌形象，价格略高但质量更有服务是更具性价比的选择。

二、宝尊电商：技术为 DNA 的品牌电商服务商

与营销见长的服务商不同，宝尊更像是一家供应链服务商，强于系统和全链路流程管理。“我们公司内部九成的员工都是来自传统零售行业。”2015年上市之际，时任宝尊副总裁的马烈称自己为零售代理商，相比其他互联网公司，宝尊对于招聘员工的要求并非基于互联网思维：“只是换了一个平台，但零售的本质是一样的，是对行业特征、消费者思维的理解，用合适的产品和服务去满足消费者的需求。”

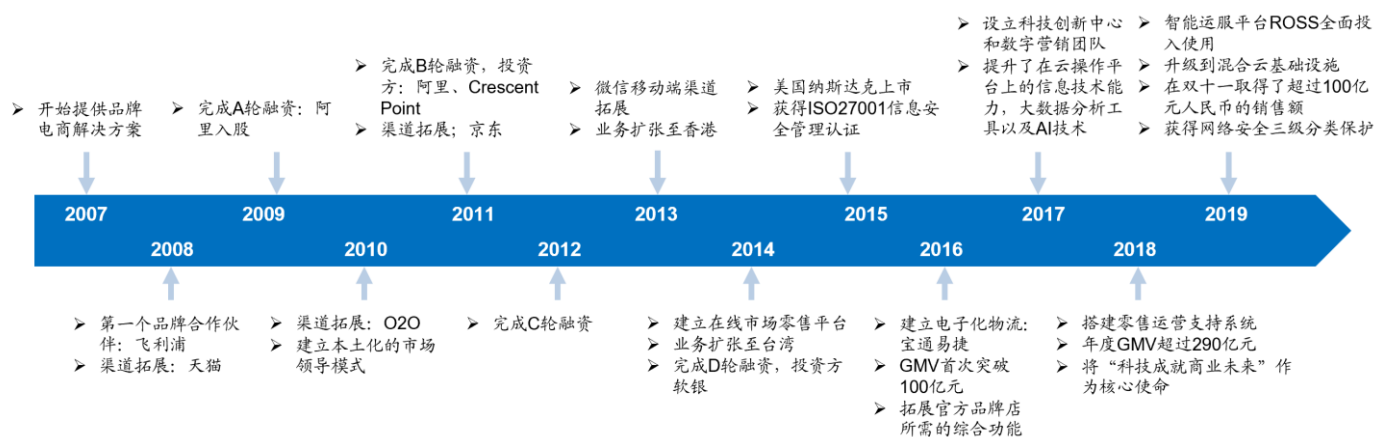
除了扎实的仓储物流服务，宝尊最强的能力在于基于技术为品牌提供打通的全渠道数字服务，定制搭建相对应的中后台系统，赋予品牌方全渠道营销能力。重资产搭建的服务优势，是轻资产型竞争对手难以突破的壁垒。

（一）概况：软件公司出身，成长为全品类综合运营服务商

宝尊专注提供以品牌电子商务为核心的一站式商业解决方案，涉及店铺运营、数字营销、IT解决方案、仓储配送、客户服务等5大内容。业务覆盖从品牌官方商城，到天猫与京东及社交移动商城，线下智能门店等全渠道的构建。

发展历程：2006年底宝尊成立于中国上海。宝尊电商创始人、CEO 仇文彬于 2000 年成立软件开发外包公司，为联合利华等企业提供SCM供应链管理系统开发服务，在技术领域积累了丰富的经验。2007年，宝尊开始为品牌提供电商解决方案，2008 年入驻天猫商城。此后，宝尊凭借成功的运营案例吸引了更多国际知名企业与其合作，并不断扩张覆盖品类、拓展渠道布局。

图10：宝尊电商发展历程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

目前，公司为八大品类品牌商提供一站式服务，并提供全渠道的店站管理、跨渠道零售运营能力、整合的库存体系以及贸易和结算系统，助力消除不同渠道间的边界，为消费者提供无缝购物场景，提高用户粘性。

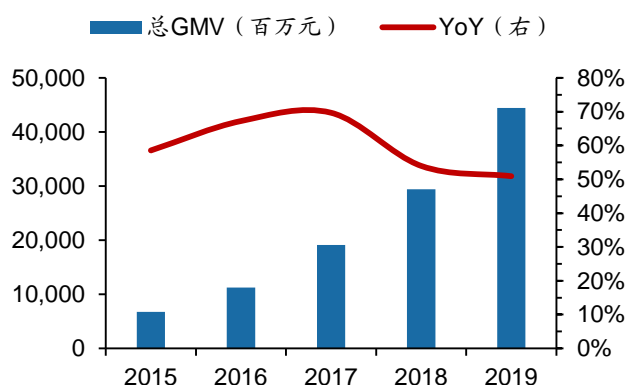
图11: 宝尊服务品牌涵盖8大品类



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

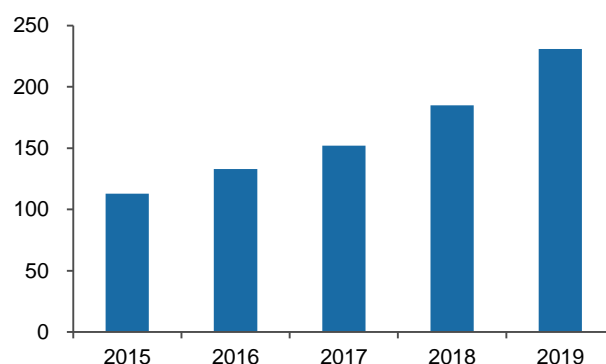
GMV规模、服务客户数量领先。2019年宝尊总GMV达444.1亿元，同比增长50.9%，2015-2019年CAGR约60%；公司品牌合作伙伴2019年达231个，相比2015年（113个）增长超过100%，2020年中报已达250个。2019年总营收72.8亿元，归母净利润2.8亿元，non-GAAP归母净利润3.6亿元，在服务品牌数量、交易规模、收入利润体量等方面，宝尊电商均领先业内竞争对手。

图12: 公司总GMV高速增长



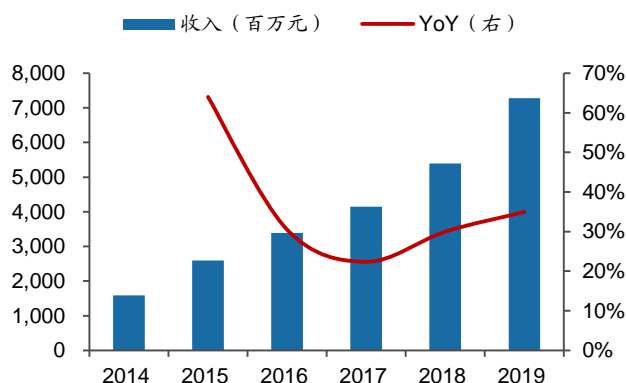
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13: 品牌合作伙伴数量不断增加(个)



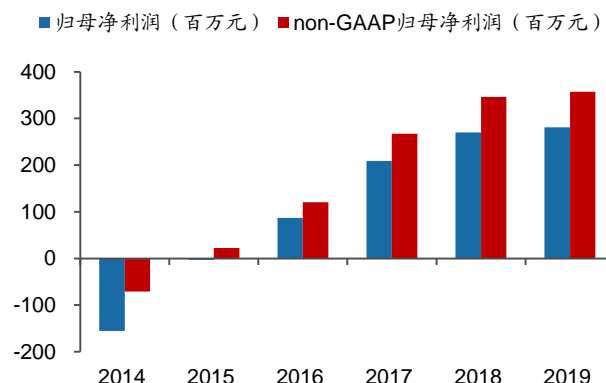
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14: 公司总营收逐年增长



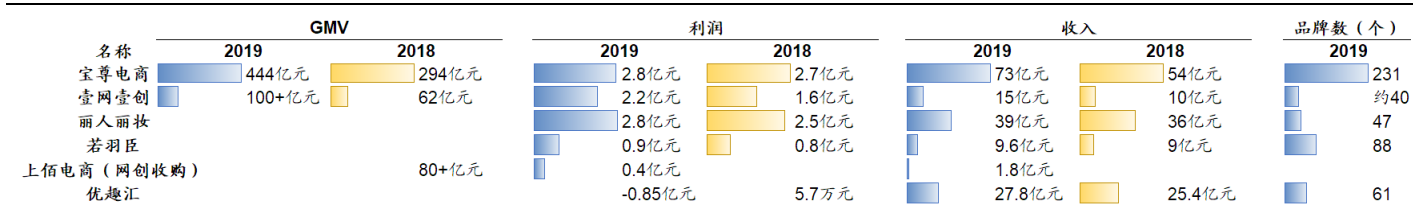
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图15: 公司归母净利润情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图16: 部分龙头的体量对比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

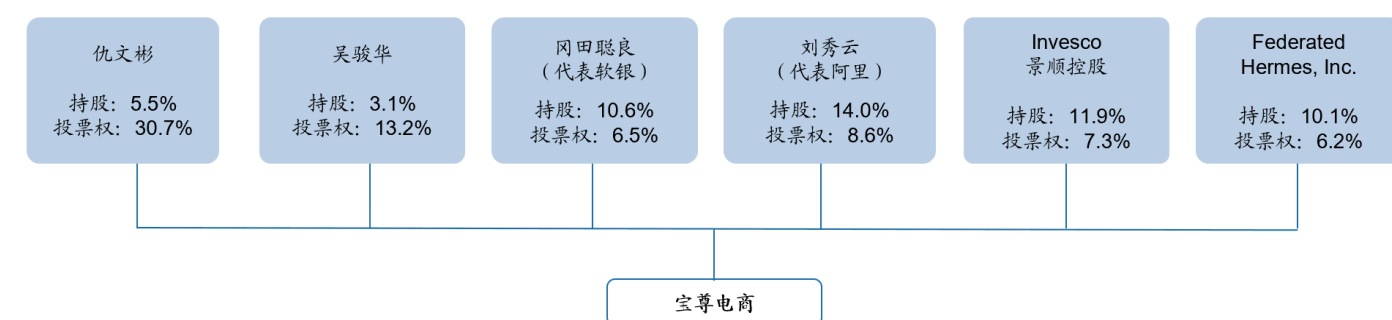
(二) 股权结构: 同股不同权, 阿里为最大股东

同股不同权架构保障管理团队控制权。根据2019年财报, 董事长、CEO仇文彬持股5.5%、投票权30.7%, CGO吴骏华持股3.1%、投票权13.2%, 二者投票权合计43.9%; 冈田聪良(阿里巴巴非执行董事, 代表软银持股)持股10.6%, 掌握投票6.5%; 刘秀云(天猫服饰总裁, 代表阿里巴巴持股)持股14.0%, 掌握投票8.6%。其他机构投资者股东中Invesco持股11.9%, 掌握投票权7.3%; Federated Hermes持股10.1%, 掌握投票权6.2%。

阿里为最大股东。阿里巴巴曾在2009年A轮、2011年B轮两次参与宝尊融资, 宝尊上市前阿里持有其23.5%股权。上市后, 阿里派出高管吴倩女士担任宝尊董事, 2017年7月起由天猫服饰总裁刘秀云女士接任董事。

公司具备先发优势, 在发展初期得到阿里的资本及资源支持。2015年上市之际, 宝尊时任副总裁马烈在接受《好奇心日报》采访时表示, 阿里帮助公司解决发展中的资金难题, 并为公司带来广阔的客户源(宝尊有机会先接触到新入驻天猫的品牌商), 也有机会参与到阿里众多战略项目的试验中(宝尊能力匹配, 但无活动特批)。

图17: 宝尊电商股权情况(2019年年报)

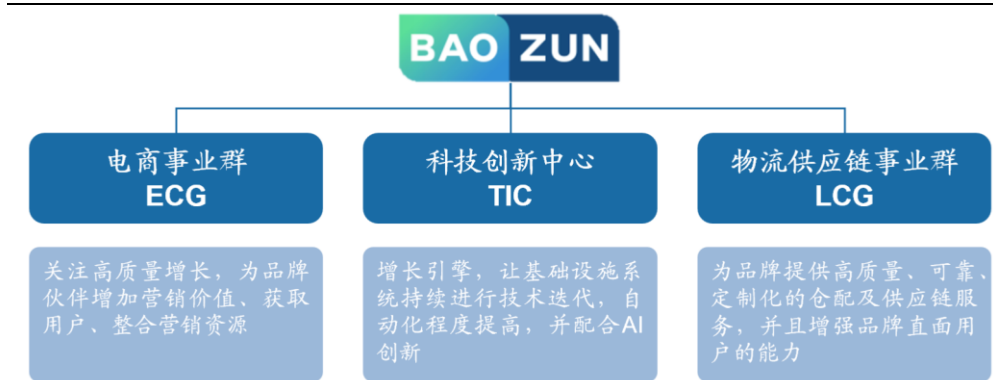


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 业务模式: 以技术创新为引擎, 为品牌创造增长、提供运营支持

2019年初宝尊电商将组织架构调整为三大事业群: 电商事业群、物流供应链事业群、科技创新中心, 以科技创新中心为增长引擎, 电商事业群为品牌合作伙伴创造增长价值、物流供应链提供支持保障运营质量。

图18: 宝尊电商组织架构的三大事业群



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

宝尊电商主要为品牌方提供店站运营、数字营销、技术中心、客户服务、仓储物流五大服务，技术工具是每项服务中有别于竞争对手的突出特点：

图19: 宝尊五大服务模块



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（1）店站运营：宝尊的运营服务覆盖全渠道。包括平台店铺（如天猫、京东、小红书、亚马逊等），品牌官网、社交电商（微信商城、小程序）和O2O等全渠道。服务内容包括**内容式流量运营**（内容运营、媒体投放、会场流量资源、直播）、**全周期人群运营**（人群场景细分、新老客运营）、**全局性商品运营**（订货策略制定、商品上下架、页面UED、产品拍摄、产品推广、产品结构、季节性策略）、**整合化数据分析**（进度数据、同期对比、平台数据、活动数据）。

宝尊在店站运营中为品牌提供一系列自主研发的自动化工具，涵盖从店铺基础信息维护，视觉设计，商品上下架，活动管理，订单处理，报表分析，退款处理等每一个环节，并提供专家团队的数据分析下，提升店站运营效率、提升品牌从消费者信息到供应链管理的数字化程度。

图20：宝尊店站运营为品牌提供的技术工具



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图21：碧然德运营案例



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（2）数字营销：营销方面，宝尊的数据驱动、流程自动化同样是鲜明特点，对阿里资源的全面调用及高水准数据建模、运算能力极强。公司是阿里全域生态认证服务伙伴（认证MCN机构，阿里数据银行首批认证服务商等等）。

宝尊数字营销团队现已超300人，包括电商策略、媒体投放、内容社交、视觉创意、大数据营销、CRM、Mar-Tech小组7大核心部门，为品牌客户实现从策略输出到效果执行的全整合营销服务。

我们认为宝尊的数字营销服务更偏向基于数据的执行落地和操作优化、汇集营销数据成果等方面。从服务品牌的类型来看，宝尊电商的服务对象多是全球知名品牌，国际品牌拥有成熟的营销团队、也与大型4A公司合作，与中腰部、日韩系、国产品牌的服务需求不同。

图22：宝尊数字营销模块



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（3）技术中心：技术中心是宝尊的核心优势，也是其他服务商难以提供的服务。服务内容包括搭建官网商城、分析订单数据等基础IT服务，此外还对品牌的全渠道销售提供技术支撑，能够为品牌搭建高端定制化产品。如果说多数服务商是能熟练使用各种电商工具的“熟练工”，那么宝尊具备的额外能力是为品牌造出定制化的更顺手的工具配件，提高全渠道管理效率。

解决方案的稳定、安全、可扩展、灵活非一日之功，宝尊在该业务投入已超过十年，拥有将近800名工程师，系统的稳定性已经受时间考验。2019年，宝尊云作为宝尊系统的双保险，具备秒级弹性伸缩的特性，尤其保证了大促期间的系统稳定性。

图23: 宝尊提供的特色技术中心服务产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(4) 客户服务: 为品牌配备专属客服团队确保产品、相关流程的专业性，并对客服团队集中化管理。宝尊拥有1000+客服人员团队，服务天猫、京东、官方商城等平台。近年来更在客服业务中使用科技创新赋能，如CRM&CEM数据分析、VOC客户之声分析技术，宝尊通过深度定制的各类工具（如码栈、店小秘）支持及专业数据训练，大幅提升了客户服务的自动化水平、沟通效率及询单转化率。例如，为耐克运用智能机器人覆盖73%工作量，总计完成210万次在线咨询，缓解人员压力。

(5) 仓储物流: 宝通易捷为宝尊旗下全资子公司，目前已发展成为拥有近千名员工的综合性供应链公司，创建50多万平方米物流中心，业务网络覆盖包含港澳台在内的全国地区。

宝尊帮助品牌通过改善供应链，以实现销售和利润提升，在提高库存管理水平的同时，优化成本控制。对于服装等SKU复杂的品类，仓储管理效率将很大程度影响履约成本和响应速度。

图24: 宝尊的全链式仓储物流服务项目



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

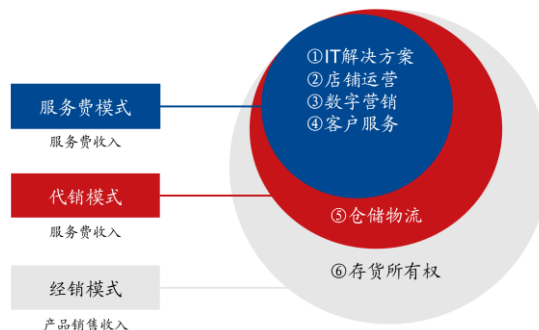
从收费模式、存货归属方面来看，公司业务模式可分为经销模式、代销模式、服务费模式三种：

(1) 服务费模式: 公司为品牌合作方提供店铺运营、数字营销、IT解决方案、客户服务中的一个或多个以收取服务费，其中包括基础费用、按GMV或完成订单量计算的佣金分成。除了品牌合作方，公司也会为其他客户提供数字营销等服务。该模式主要适用于食品/保健品、汽车和互联网金融类客户。

(2) 代销模式：与服务费模式的收费模式相同，但除了提供上述所有服务外，公司还提供仓储物流服务。该模式主要适用于服饰、美妆/快消类客户。

(3) 经销模式：公司扮演类似经销商的角色，买断品牌商的产品，然后代表品牌合作方通过其运营的品牌旗舰店直接销售给消费者。在该模式下，因为公司拥有产品所有权、定价权并承担了库存风险，将产品销售收入（扣除折扣、退货返还、增值税及相关附加费）确认为公司收入，利润来源于进销差价。该模式主要适用于3C家电和家居建材类客户。

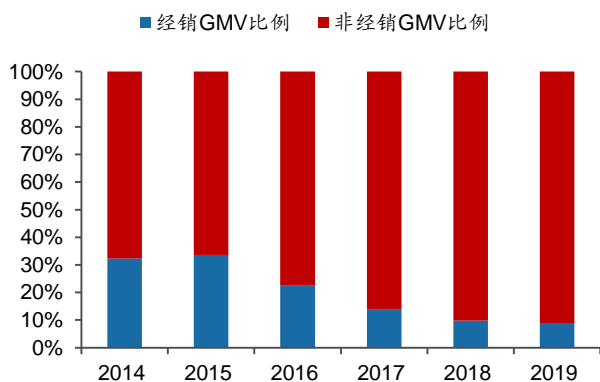
图25：宝尊三大业务模式：经销模式、代销模式、服务费模式



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

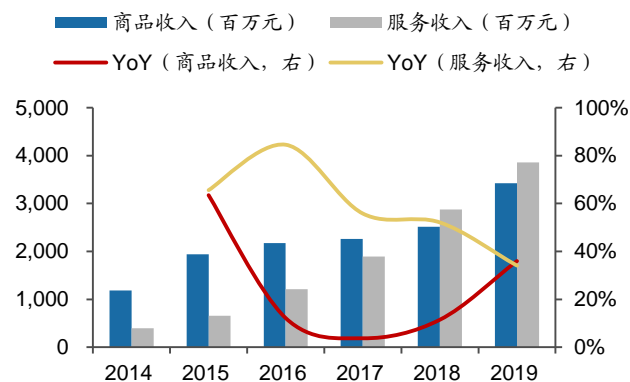
经销模式逐步转向非营销，减小存货风险、降低营运资本。宝尊电商从2016年开始加快从经销向非经销转变，2018年初开始经销、非经销模式占比趋于稳定，2018年GMV中经销占比10%，2019年占比9%。部分3C家电及服饰类商品的库存存在较高的过时跌价风险，将经销模式转变为非经销有利于降低公司存货风险，同时释放存货占用的营运资金。

图26：非经销模式占主导且比例持续提升



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图27：商品收入及服务收入变动



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(四) 竞争壁垒：仓储物流扎实，技术成就规模化运营

除了扎实的仓储物流服务，宝尊更稀缺的价值在于基于技术为品牌提供打通的全渠道数字服务，定制相对应的中后台系统，赋予品牌方全渠道营销能力。

重资产投入搭建起更宽厚的壁垒。营销型服务商的差别在于服务结果“好”或者“不

好”，宝尊重投入建立的壁垒，更在于“能”承接其他竞争对手“不能”承接的品牌需求。

例如，2020年IKEA宜家在天猫上开出全球首个第三方渠道的官方店铺，由宝尊进行运营，需求与线下门店联通等管理技术服务，非宝尊的中后台能力难以承接。

1. 仓储物流：可靠

宝尊物流体系以自营为主，相比擅长营销、外包物流的服务商，宝尊自营仓库的处理能力强大、可靠性突出：

（1）资产投入及规模：硬件：宝尊在廊坊、无锡、苏州、成都、深圳和香港6大主要城市拥有仓库，2019年自运营仓库15个、第三方仓库8个，自营总面积约50万平米，同比扩张43%。次日达覆盖超过200个城市。**团队：**宝尊物流团队持续扩大，2019年仓储物流员工数达661人；物流及供应链负责人Daniel Zhiguo Duan曾担任菜鸟高级董事、天猫供应链物流总监、凡客物流总监。**软件：**宝尊的4.0版本仓储管理系统WMS可确保系统在极端环境下平稳运行，自主研发的LMIS物流管理系统可智能快速地为每一订单选择最合适的快递公司、产品类型等。

（2）订单处理能力：2019年，宝尊全年履单数达5040万件，同比增长21%，订单量已增长至接近2015年的5倍。高峰期订单处理量（最大处理量）是仓储物流能力的标志，电商大促期间尤为考验运营商的调度处理能力。2019年宝尊每日入站快件最大处理量达到282万件，出站最大处理量达到249万件；双十一期间自营仓处理订单量达到1620万单。

（3）基于know-how的流程控制能力和多种物流服务产品：不同的产品适用于不同的仓储物流标准。例如耐克、匡威等运动品牌，公司设有专用的服饰、鞋类、配件存储架，并存放于特定仓库中，湿度和温度均有严格控制；Burberry、Coach等奢侈品牌被统一存放于“奢侈品区”；对于大件商品如家居建材，公司则会提供包括木架运输等特殊服务。

（4）末端与快递公司高效合作：宝尊的配送交付由快递公司完成，与国内主流快递公司均有合作。对于品牌产品，宝尊采用顺丰快递保证用户体验（宝尊是顺丰国内重要客户之一；2016年顺丰曾披露与宝尊的销售合同为对顺丰控股生产经营活动、未来发展或财务状况具有重要影响的六份合同之一）。宝尊运营的店铺主要为天猫旗舰店，宝尊与菜鸟可实现数据对接（2016年起即是菜鸟联盟的合作伙伴），保证平稳高效的履约。

表2：宝尊电商仓储物流情况

	2015	2016	2017	2018	2019
仓储物流员工数（人）	392	303	499	797	661
自营仓库面积（万平米）	10.4	17.5	27.8	35.0	50.0
YOY(%)		68%	59%	26%	43%
自营仓库数量（个）	7	7	10	11	15
第三方仓库数量（个）	3	3	3	6	8
次日达覆盖城市数（个）	100+	100+	100+	200+	200+
每日入站快件最大处理量（万件）	30	60	80	227	282

每日出站快件最大处理量（万件）	50	110	150	230	249
全年履件数（万件）	1070	1780	2840	4170	5040
YOY(%)	114%	66%	60%	47%	21%
双十一期间订单处理量（万件）	40	460	800	1450	1620
YOY(%)		1050%	74%	81%	12%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图28：全球某知名运动品牌——魔方自动化仓案例

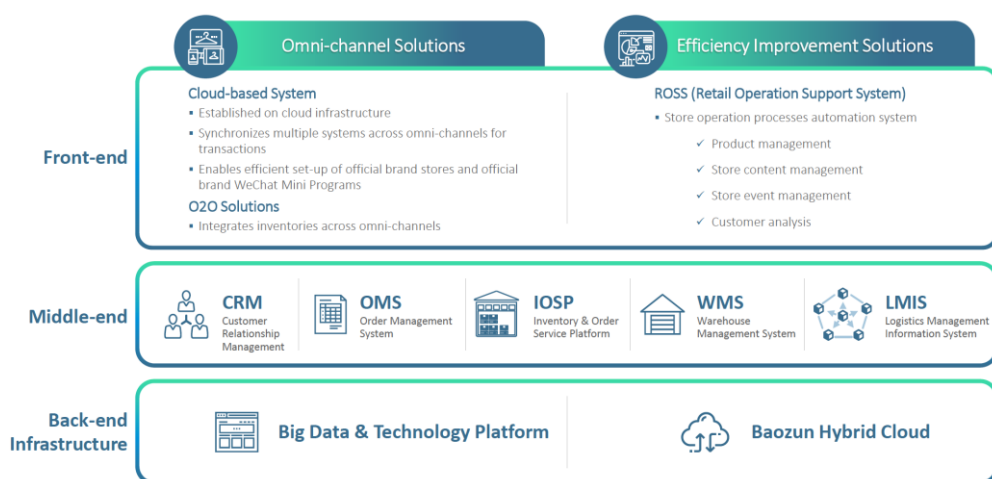


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2. IT系统：赋能

宝尊IT系统为品牌提供自动化、智能化的操作工具，提高品牌运营效率。2019年宝尊发布了ROSS系统（零售操作支持系统），为品牌提供产品、店铺内容、营销事件、用户数据管理等一整套数字化自动系统，优化品牌的运作效率。宝尊同时提供全渠道解决方案，帮助品牌建立云端基础设施，提供前端的旗舰店管理、小程序渠道、线下店管理工具，打通库存及用户信息。对于品牌方，自建团队开发整套支持系统成本高、时间长，投入产出效率偏低；宝尊提供的服务则可以以较低成本快速提高品牌方的数字化能力，类SaaS化的服务又可以保障品牌数据资产的安全性。

图29: 宝尊前中后台的专利技术

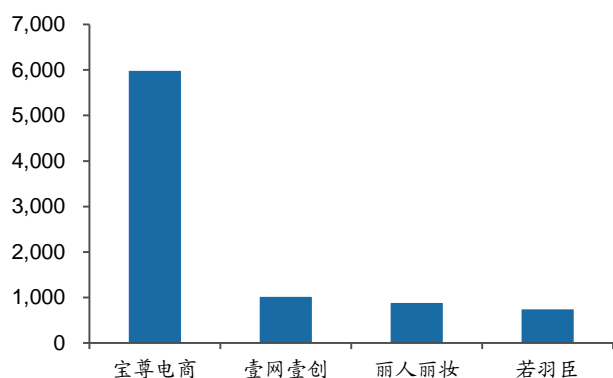


数据来源: Baozun Corp Presentation - June 2020, 广发证券发展研究中心

更多嵌套系统将公司的IT能力模块化, 赋能更多中小品牌。中小品牌的数字化运营面临更大的成本压力。近期公司推出BOC系统(商业运营中心), 深度嵌套ROSS系统, 及运营单元的集约化、共享化、标准化, 提高中型品牌的运作效率; 成立GBO(新锐品牌运营)帮助新锐和本土品牌运营。本质上, 宝尊都是通过技术手段将运营过程拆解为模块、提高单一模块的标准化程度, 方便品牌进行灵活调用, 并通过使用量的提升不断摊薄成本。

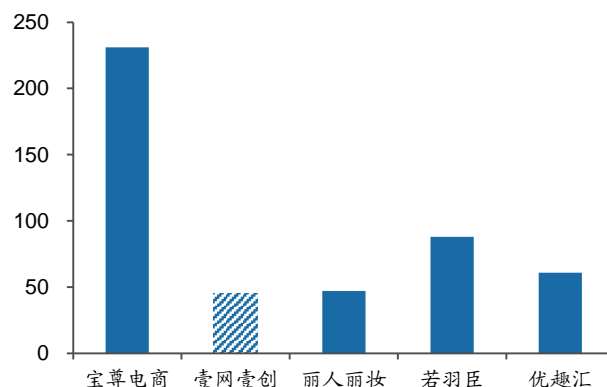
宝尊的标准化服务易于复制, 带来更大的运作规模; 对比部分人力密集型同行, 宝尊偏重资产的运作模式更容易受益于规模效应。仓储物流、IT系统的优势通用性强, 使得宝尊具备服务各品类的能力; 从团队人数、服务的品牌数与品类数、GMV体量来看, 宝尊均大幅领先业内竞争对手。

图30: 2019年员工人数对比(人)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (宝尊其中 661 人为仓储物流人员)

图31: 服务品牌数对比(个)

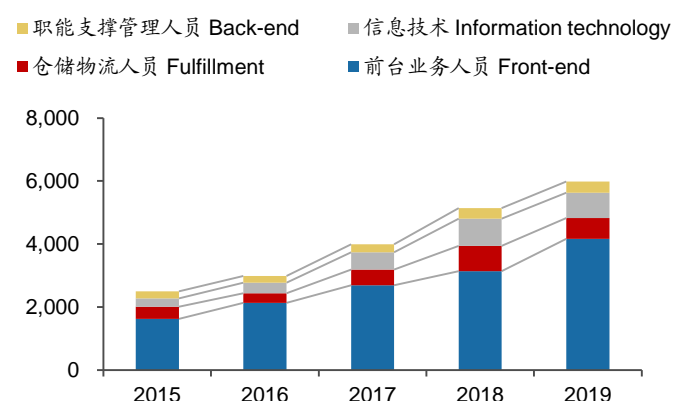


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (斜线填充为估计值)

宝尊电商强大的仓储物流及IT能力由持续的研发投入支撑。2019年，公司研发费用达到3.9亿元，其中约8800万投资于创新及产品化方向；拥有803名信息技术人员，投入金额及团队规模均明显超过行业中其他玩家，近年的信息技术费用增速均超过40%。

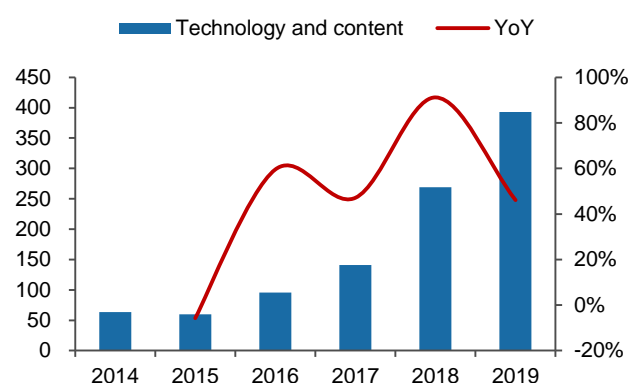
龙头品牌服务商均有“技术能力”，但技术方向有所不同。宝尊采用高研发投入，结果反映为更高效的通用型管理工具、复杂案例的承接能力；网创与丽妆等反映为营销运营技术，通过数据、系统、人的能力结合，优化ROI、改善品牌形象、提高新品发行成功率等。

图32: 宝尊员工数量变化(人)



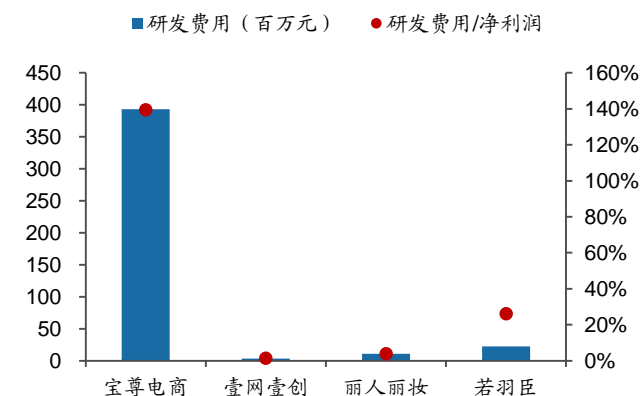
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图33: 研发投入变化(百万元, YoY为右轴)



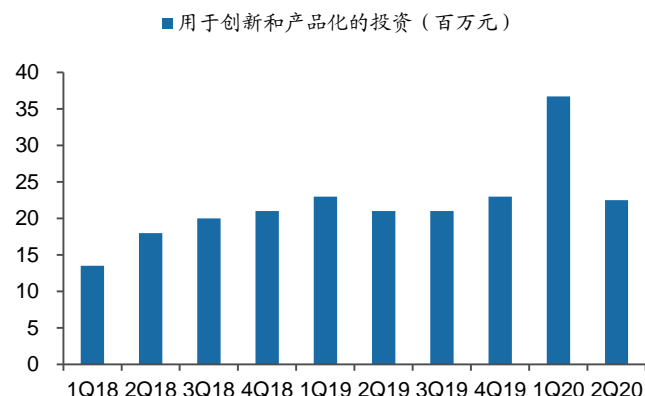
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图34: 宝尊研发费用金额和比例高于同业(2019)



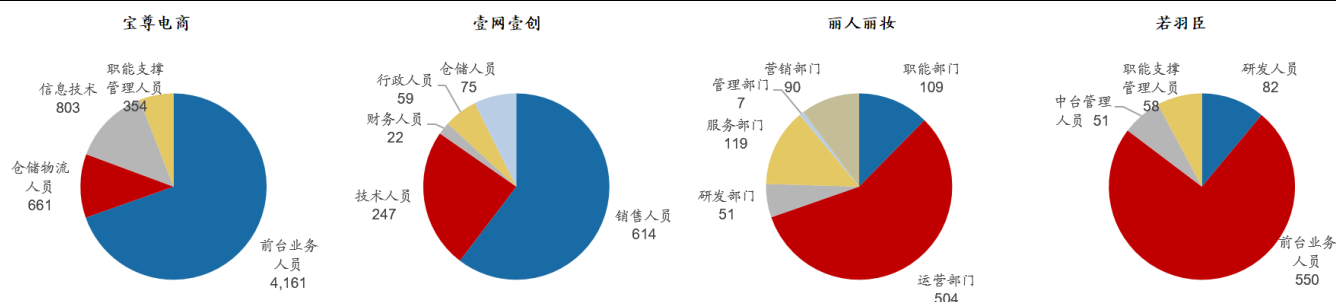
数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图35: 宝尊对创新和产品化保持投入力度



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图36: 部分服务商人员结构对比 (2019)



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

(五) 未来增长: 深度定制绑定大客户, 成本优势赋能新品牌

仓储物流、IT系统的优势通用性强, 服务产品标准化程度高, 能够胜任各品类、各渠道运营, 拓展性好。

(1) 从客户(品牌方)需求匹配的角度, 我们认为宝尊擅长的是销量大、偏重执行、对全渠道数字化运营有需求但对个性化营销要求不强的品牌; 对于全球500强一类的大型客户, 宝尊可借助深度系统定制服务绑定品牌, 对于中小品牌, 则是输出高性价比的模块化服务, 赋能客户。

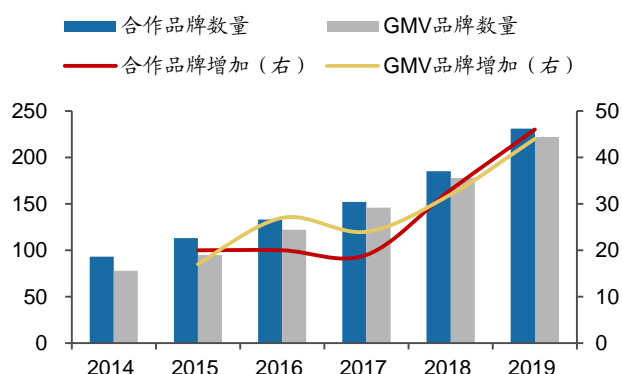
(2) 从品类的角度, FMCG、家居线上增速快、物流要求高, 且宝尊已经切入头部客户, 或将成为下一阶段重点发力的品类。

(3) 从渠道的角度, 除去天猫旗舰店, 微信小程序运营已经逐步成为品牌方标配, 包括抖音、快手等渠道的运营、广告投放、客户管理(可能由其他渠道承接), 多平台联动、打通库存和用户体系, 宝尊在非天猫渠道的系统搭建中亦领先于行业。

2019年宝尊合作品牌达231个(GMV品牌222个), 2020Q2分别达到250/241个。2019年平均每个品牌贡献2亿元GMV。

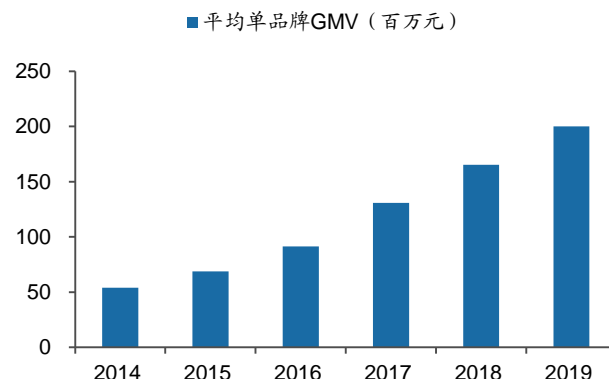
整体来看, 2019年新店贡献率在提升, 表明新客户质量较高。2019年宝尊开店短于12个月的店铺贡献了超过10%的GMV(2019年GMV品牌净增了44个), 贡献度比2018年提高一倍以上。市场中仍有高质量客户可供挖掘。

图37: 宝尊合作品牌数量持续增加(个)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

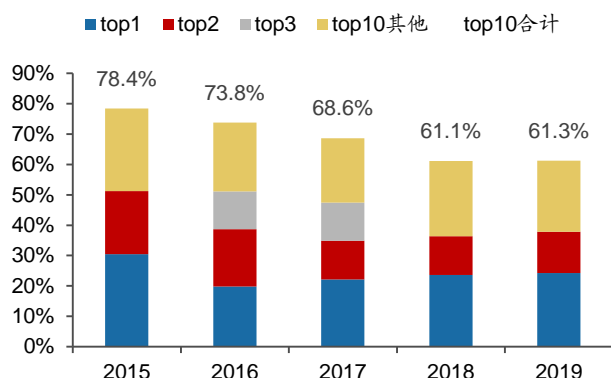
图38: 平均单个品牌GMV情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

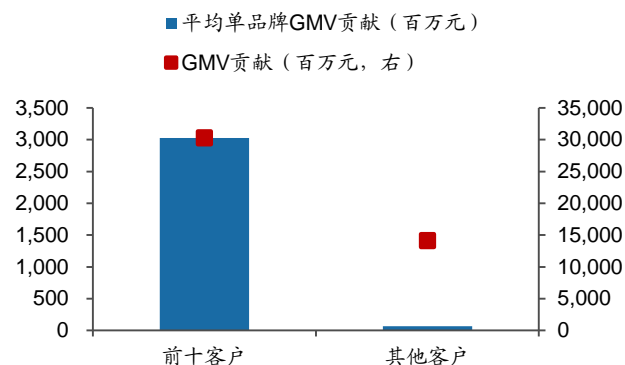
头部客户贡献度高。2019年，前十大客户贡献营收61.3%，其中前两大客户贡献24.3%、13.6%（其他客户的收入贡献均低于10%），以GMV排名的前十大客户贡献68.2%GMV。头部客户与其他客户的GMV体量悬殊。

图39：宝尊前十大客户营收贡献6成



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图40：平均单个品牌GMV情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

头部客户以高定制化深度服务绑定。耐克是宝尊最重要的合作伙伴之一，二者从2012年耐克入驻天猫即开始合作；宝尊官网列举的案例显示，宝尊为Nike提供了客服专属化服务，为品牌带来销售量和客户满意度的全方位提升，绝大多数客服工作由智能机器人解决，缓解高峰期的工作压力。

宝尊凭借最完善的系统功能、扎实的服务质量和丰富的服务经验，已成为国际大品牌进入中国线上市场的首选。以Adobe和任天堂为例，两个品牌在宝尊运营下均为首次正式进入中国大陆市场：（1）2019年8月底Adobe推出面向专业摄影师及摄影爱好者的Creative Cloud中国摄影计划，与天猫及宝尊达成战略合作，在天猫落户全球唯一网上旗舰店，促进Adobe软件在中国大陆的正版化进程。（2）任天堂SWITCH是时下最热门的家用游戏机之一，其由宝尊运营的天猫旗舰店于2019年10月底注册，并在12月向消费者开放。

与现有头部客户的合作不止步于“既有品牌”，更可以联合孵化更多细分子品牌，宝尊ROSS系统中嵌套的GBO正适用于此种需求。

图41：宝尊为耐克定制的客服解决方案

品牌背景

Nike天猫官方旗舰店作为Nike在全球范围内增长最为迅猛的在线销售店铺之一，深受广大国内消费者的热爱。

面临挑战

交易量为全年峰值，人员及服务压力巨大。

团队整合协作能力要求更高。

解决方案

运用智能机器人（Smart Robot）覆盖73%工作量，总计完成210万次在线咨询。

运用精密化的现场管理、配备应急保障预案。

同时建立客服驻仓售后处理特别小组，加速处理异常疑难包裹。

最终效果

高度整合、协作运行的宝尊运营服务体系，为NIKE带来销量销售和客户满意度的全方位提升。

通过完备、精细化的流程设计以及客服团队管理，实现行业领先的售后处理效率（得到阿里巴巴首席客户体验官签发的感谢函，获评2017年天猫极致体验店铺奖）2017双十一创下天猫首个服饰类目单店单日破10亿元人民币销售的历史记录。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

与国内头部品牌合作持续加强：

（1）2019年4月立白集团旗下全资子公司广州立壹科技创新投资有限公司与宝尊电商签署战略合作协议，联合成立宝立公司：立白集团将把行业优势、品牌背书以及在日化行业深耕多年的经验，与宝尊在技术服务、店站运营、数字营销、供应链物流、客户服务方面的优势相结合，强强联合打造国内领先的日化、快消品行业电商运营及推广平台。除去为立白提供服务，宝立将专注于日化、快消品行业，为国内日化、快消品牌提供线上渠道的一体化服务，探索新的盈利机会；2020年上半年天猫TEP星级评选中，宝立电商已经获三星级评分。

（2）2020年上半年新增的品牌中，超过半数国内品牌，且有相当的储备资源。国内深度分销的快消品牌正值线上化、数字化改造阶段，通过与立白的合作，宝尊树立了与国内品牌合作的标杆，有望吸引更多潜在合作伙伴。

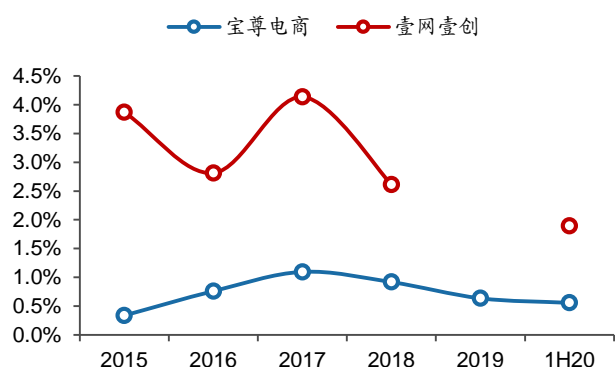
（六）财务分析：规模效应将带动费用率下降，释放利润

从净利润/GMV指标的角度，目前宝尊低于典型竞争对手；2019年宝尊电商的净利润/GMV约0.6%，2018年为0.9%，低于壹网壹创2018年2.6%的水平。我们判断此现象一方面与服务商所经营的主力品类（美妆在渠道和营销方面的投入大，服务商有更多利润空间）、服务模式（标准化产品输出更注重薄利多销）相关，一方面与宝尊在过往年份保持高强度研发投入相关。

技术开支增速高峰已过，有望进入利润释放阶段。从宝尊电商分季度技术内容费用变化来看，2018年下半年开始投入增速逐渐放缓，2019年以来投入的绝对金额保持小幅增加；2020年6月，宝尊电商在2020Q1业绩后交流会中表示，IT人员的增长速度低于15%，全年来看人员规模增长较少。

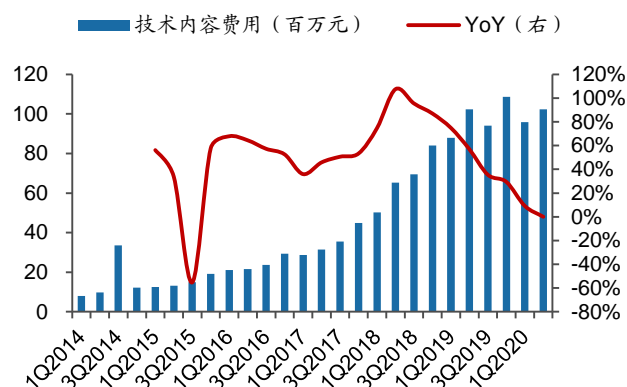
费用/GMV角度，受益于规模效应，履约、市场费用率下行，2019年分别为3.8%/4.1%，同比下降0.5pp/0.5pp，除研发费率、管理费基本同比持平。

图42: 宝尊净利润/GMV有提升空间



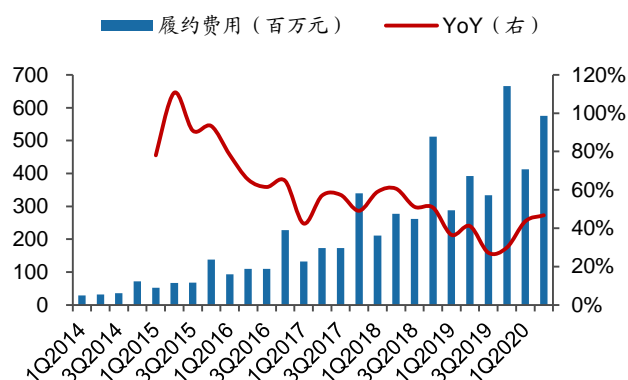
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图43: 技术内容费用增长趋缓



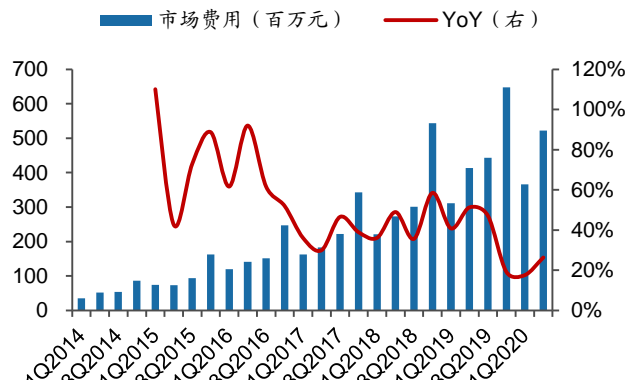
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图44: 宝尊履约费用变化



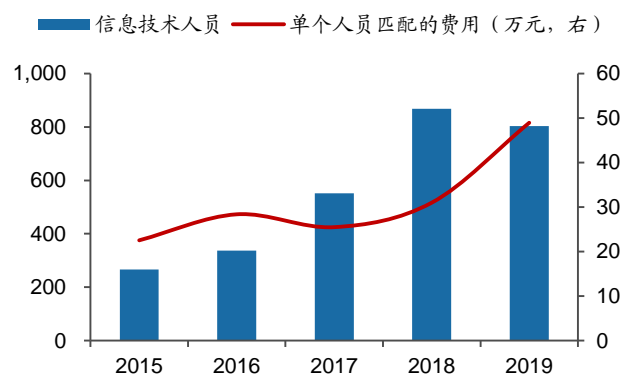
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图45: 宝尊市场费用变化



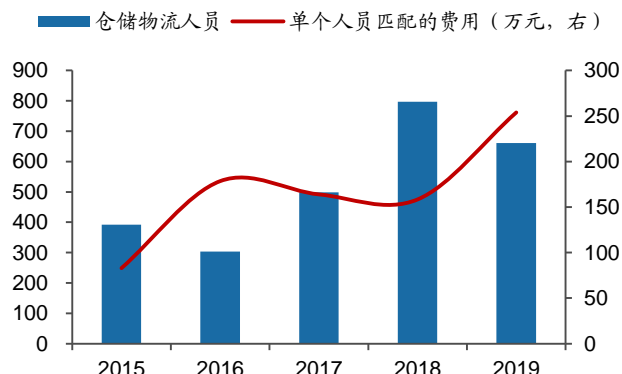
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 宝尊信息技术人员变化 (人)



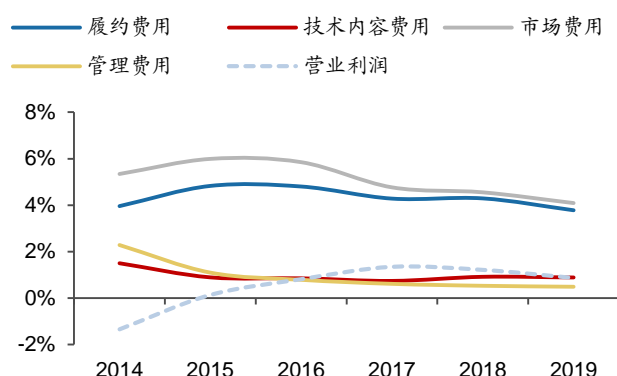
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (单个人员匹配的费用以该项费用/对应员工数计算)

图47: 宝尊仓储物流人员变化 (人)



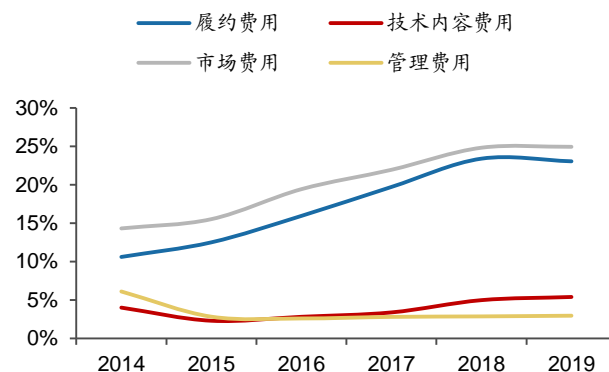
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (单个人员匹配的费用以该项费用/对应员工数计算)

图48: 宝尊各项费用/GMV处于下降趋势



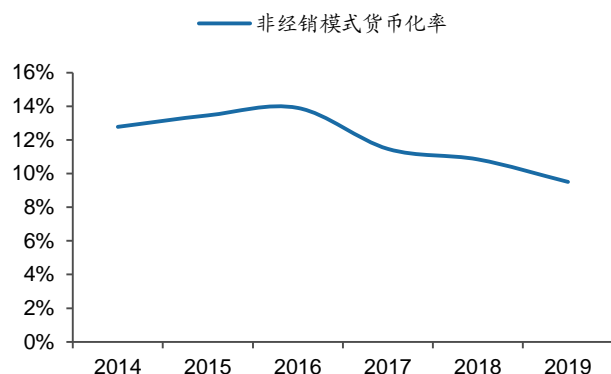
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图49: 宝尊各项费用/收入比例因收入结构变化而上升



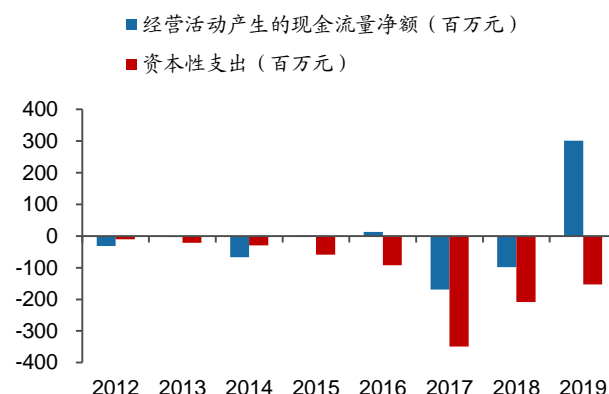
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图50: 非经销模式货币化率因品类结构变化下降



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图51: 宝尊电商现金流及资本开支情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

2019年初以来, 宝尊经历了组织架构调整, 推出BOC等系统升级, 调整所服务的品牌层次、品类结构, 未来有望在GMV保持高增长的情况下逐步修复利润率。

我们预计2020-2022年宝尊电商GMV分别为570/740/923亿元, 营收分别为91/118/146亿元, non-GAAP归母净利润分别为5.5/8.0/11.0亿元:

(1) GMV分别为570/740/923亿元, 同比增长28.5%/29.7%/24.8%, 其中非经销模式增速更快, 经销模式占比降低至7.8%/7.6%/7.4%。2020年因疫情影响了上半年的规模增速, 预期2021年在低基数情况下实现更快增长。

(2) 营业收入增速25.0%/29.3%/24.5%, 服务性收入增长快于商品收入, 带来营收增速慢于GMV增速; 综合毛利率变动同样源于收入结构变化。

(3) 随规模扩张, 仓储物流进一步提效, 履约费用增速慢于GMV、营收增速, 2020-2022年占GMV比率逐步下降至4.1%/3.9%/3.8%; 2020年因疫情影响, 上半年的履约费率有所增加。

(4) 市场费用占GMV比率微幅下降, 分别为3.9%/4.0%/4.0%; 流量成本上升是大趋势。

(5) 我们认为技术是宝尊电商将持续投入的方向, 但费用增速最高峰已过, 2020年疫情影响导致投入谨慎, 2021-2022年保持25%稳健上升; 管理费用, 2020年疫情影响团队扩张, 2021-2022年管理费用保持20%稳健上涨。

(6) 以上对应宝尊电商2020-2022年归母净利润4.5/6.8/9.5亿元, non-GAAP营业净利润7.1/10.2/14.1亿元, non-GAAP营业利润率7.8%/8.7%/9.6%, non-GAAP净利润5.5/8.0/11.0亿元, non-GAAP净利率6.0%/6.8%/7.5%。

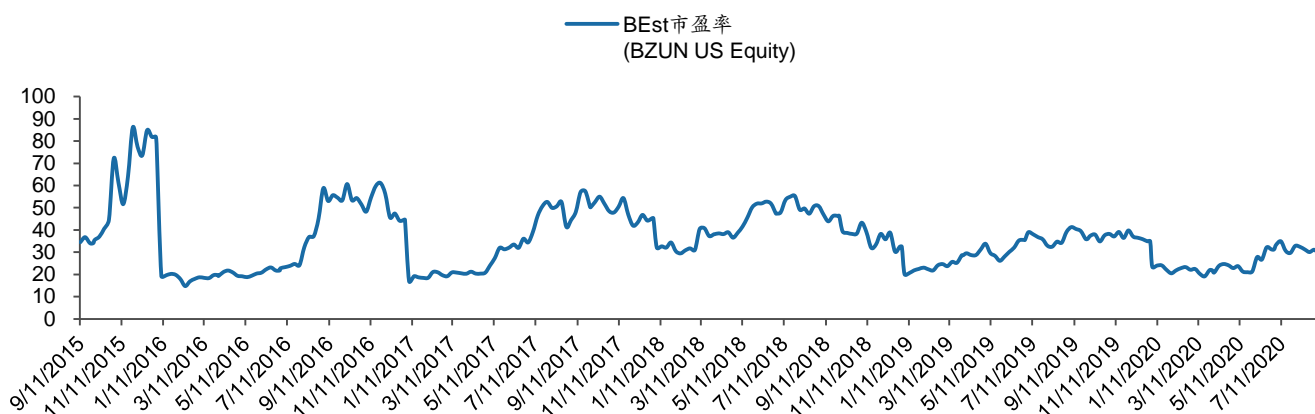
表3: 宝尊电商关键经营指标预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总 GMV	29,426	44,410	57,046	73,982	92,309
YoY	54.0%	50.9%	28.5%	29.7%	24.8%
经销 GMV	2,902	3,850	4,438	5,593	6,823
非经销 GMV	26,524	40,561	52,607	68,389	85,486
营业收入	5,393	7,278	9,100	11,770	14,648
YoY	30.0%	35.0%	25.0%	29.3%	24.5%
商品收入	2,517	3,422	3,968	4,999	6,099
服务收入	2,876	3,856	5,132	6,771	8,549
综合毛利率	62.3%	61.9%	63.2%	63.9%	64.6%
履约费用	1,262	1,678	2,326	2,900	3,525
YoY	54%	33%	39%	25%	22%
占营收%	23.4%	23.1%	25.6%	24.6%	24.1%
市场费用	1,339	1,816	2,212	2,927	3,699
YoY	47%	36%	22%	32%	26%
占营收%	24.8%	24.9%	24.3%	24.9%	25.3%
占 GMV%	4.6%	4.1%	3.9%	4.0%	4.0%
技术内容费用	269	393	411	514	642
YoY	91%	46%	5%	25%	25%
管理费用	155	216	234	281	337
YoY	33%	39%	9%	20%	20%
其他运营净收入	23	(18)	42	-	-
营业利润	356	384	612	899	1,260
营业利润率	6.6%	5.3%	6.7%	7.6%	8.6%
归母净利润	270	281	454	681	952
归母净利率	5.0%	3.9%	5.0%	5.8%	6.5%
non-GAAP 营业利润	433	460	706	1,020	1,408
YoY	37%	6%	53%	44%	38%
non-GAAP 营业利润率	8.0%	6.3%	7.8%	8.7%	9.6%
non-GAAP 净利润	346	357	549	802	1,101
YoY	29.5%	3.2%	53.6%	46.2%	37.3%
non-GAAP 净利率	6.4%	4.9%	6.0%	6.8%	7.5%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

估值：考虑宝尊电商2020-2022年non-GAAP归母净利润复合增速45%、GMV复合增速27%的成长性，参考可比公司估值，我们给予宝尊电商2021年non-GAAP归母净利润30XPE，对应公司合理总市值35.3亿美元，合理价值55.88美元/ADS(1ADS=3股普通股)，首次覆盖给予“买入”评级。

图52：宝尊市盈率变化情况



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心（采用彭博一致预期 GAAP 归母净利润，1FY leading PE）

表4：可比公司估值表

公司名称	公司代码	市值（百万元）		（non-GAAP）净利润（百万元）			（non-GAAP）	PE 倍数
			货币单位	2020E	2021E	货币单位	2020E	2021E
阿里巴巴	BABA.N	741,615	USD	171,429	216,264	RMB	29.5	23.4
京东	JD.O	119,855	USD	16,389	23,651	RMB	49.9	34.6
拼多多	PDD.O	116,305	USD	-5,306	3,871	RMB		205.0
唯品会	VIPS.N	11,330	USD	5,858	6,957	RMB	13.2	11.1
壹网壹创	300792.SZ	19,846	RMB	326	460	RMB	60.8	43.1

数据来源：wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心（盈利预测为一致预期，美股为 Non-GAAP 口径）

四、风险提示

品牌将电商渠道收归自营或变更服务商；

新品牌拓展不达预期；

IT物流成本摊薄效果不达预期；

电商行业景气度下降，阿里大盘受到其他电商平台冲击。

资产负债表		单位：人民币百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3,252	5,690	6,335	7,459	8,902	
现金及现金等价物	513	1,526	1,129	726	522	
其他短期投资	57	844	1,055	1,365	1,699	
应收款项合计	2,021	2,423	3,029	3,918	4,876	
存货	650	897	1,121	1,450	1,805	
其他流动资产	12	0	0	1	1	
非流动资产	763	1,406	1,686	2,022	2,421	
固定资产	403	416	470	505	528	
权益性投资	34	37	47	60	75	
商誉及无形资产	146	605	787	1,023	1,330	
其他长期资产	181	348	383	433	488	
资产总计	4,016	7,097	8,022	9,481	11,323	
流动负债	1,749	2,324	2,798	3,494	4,243	
应付账款及票据	913	1,088	1,360	1,759	2,189	
应交税金	71	82	102	133	165	
短期与即期借款	436	428	428	428	428	
其他流动负债	328	726	907	1,174	1,461	
非流动负债	72	2,173	2,065	2,013	1,986	
负债合计	1,821	4,497	4,864	5,506	6,229	
归属母公司股东权益	2,178	2,578	3,134	3,948	5,063	
少数股东权益	17	22	24	27	31	
股东权益合计	2,195	2,600	3,158	3,975	5,094	
负债和股东权益	4,016	7,097	8,022	9,481	11,323	

利润表		单位: 人民币百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
销售收入	5,393	7,278	9,100	11,770	14,648	
销售成本	2,035	2,774	3,347	4,250	5,184	
销售费用	2,601	3,494	4,539	5,827	7,224	
管理费用	155	216	234	281	337	
研发费用	269	393	411	514	642	
营业利润	356	384	612	899	1,260	
营业外收入	-15	-17	-4	-9	-9	
利息收入	8	43	38	34	22	
税前利润	336	348	573	844	1,185	
所得税	-65	-71	-117	-169	-237	
净利润	270	282	456	684	957	
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	
归母净利润	270	281	454	681	952	
EBITDA	413	504	753	1,055	1,428	
non-GAAP 归母净利	346	357	549	802	1,101	

现金流量表	单位：人民币百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-99	301	338	446	717
净利润	270	281	456	684	957
折旧摊销	72	137	146	165	177
营运资金变动	-549	-279	-357	-523	-563
其他非现金调整	109	163	93	119	147
投资活动现金流	38	-1,133	-637	-810	-910
资本支出	-209	-153	-211	-216	-217
投资变动	246	-980	-426	-595	-693
筹资活动现金流	331	1,777	-98	-39	-11
债务变动	328	-77	-108	-53	-27
权益变动与股利	4	1,850	9	14	16
现金净增加额	289	944	-397	-404	-204
期初现金余额	294	583	1,526	1,129	726
期末现金余额	583	1,527	1,129	726	522

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.0%	35.0%	25.0%	29.3%	24.5%
营业利润增长	6.6%	5.3%	6.7%	7.6%	8.6%
净利润增长	29.0%	4.5%	61.7%	50.1%	39.9%
获利能力(%)					
毛利率	62.3%	61.9%	63.2%	63.9%	64.6%
净利率	5.0%	3.9%	5.0%	5.8%	6.5%
ROE	12.4%	10.9%	14.5%	17.2%	18.8%
ROIC	10.3%	5.8%	8.7%	11.6%	13.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	45.3%	63.4%	60.6%	58.1%	55.0%
流动比率	0.81	0.80	0.79	0.79	0.79
速动比率	1.49	2.06	1.86	1.72	1.67
营运能力					
总资产周转率	1.54	1.31	1.20	1.34	1.41
存货周转率	10.42	9.41	9.02	9.15	9.00
应收款项周转率	3.09	3.28	3.34	3.39	3.33
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.59	1.62	2.40	3.60	5.03
每股经营现金流	-0.58	1.73	1.79	2.35	3.79
每股净资产	12.92	14.95	16.68	21.00	26.91
估值比率					
P/E(non-GAAP)	43.29	34.85	29.57	20.23	14.74
EV/EBITDA	34.15	23.78	22.86	16.56	12.27

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。