

跨境通 (002640.SZ)

电商行业

评级: 增持 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 32.50 元
 目标价格 (人民币): 38.00-38.40 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	97.92
总市值(百万元)	6,883.55
年内股价最高最低(元)	41.74/14.71
沪深 300 指数	3107.67
深证成指	9732.73



相关报告

1. 《2016 年电商行业投资策略——全渠道、多屏、跨境》，2016.1.6
2. 《狂飙突进之后的融合与创新——从双 11 看电商行业发展》，2015.11.12

廖德高 联系人 15914005033
 (8621)61038286
 liaodegao@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

出口自营 B2C 龙头, 构建跨境电商大生态

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.236	0.155	0.260	0.406	0.587
每股净资产(元)	5.21	8.64	3.10	6.48	7.06
每股经营性现金流(元)	-0.36	-0.06	0.15	-0.28	-0.18
市盈率(倍)	65.29	187.13	126.35	81.08	56.08
行业优化市盈率(倍)	N/A	89.94	31.28	29.07	29.07
净利润增长率(%)	-39.86%	4.30%	410.86%	84.98%	44.58%
净资产收益率(%)	4.53%	1.79%	8.40%	6.18%	8.21%
总股本(百万股)	133.34	211.80	644.40	764.98	764.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **环球易购已成为出口 B2C 自营类电商龙头:** 公司正处于规模快速扩张阶段, 15 年营收高达 39 亿人民币, 拥有大约 3500 万注册用户。目前, 公司在出口自营 B2C 电商中已拥有最大的营收规模、较优的盈利能力和较强的费用成本控制力, 其中较优的流量结构是环球易购营销费用占比更低的主要原因。再加上新近增资控股的前海帕拓逊, 跨境通将继续扩大出口电商受众面, 实现出口规模化效应。
- **跨境电商行业正迎来一波发展热潮, 而跨境通是 A 股唯一纯正标的:** 宏观上看, 跨境电商将是推动中国对外贸易发展的新动能, 各级政府对跨境电商的利好政策不断。我们预计接下来两年将是我国跨境电商的快速发展期和行业整合期, 2018 年之后较稳定的市场格局将会形成。跨境通身为该领域目前唯一的 A 股上市公司, 我们看好其未来在行业整合中的规模优势和资本运作优势。
- **积极构建“跨境电商大生态”:** 公司搭建了以“五洲会”海购电商平台为中心, 与跨境易、易极云商发挥协同效应的跨境进口电商体系; 先后投资了广州百伦、通拓科技、上海飞书, 并通过控股金虎信息获取了支付牌照, 为出口电商 B2B 综合服务平台助力并形成协同。同时, 公司增发募集 27 亿资金, 拟用于建设进口 B2C、出口 B2B 和仓储及配套运输等项目, 进一步完善跨境电商生态圈的建设。

投资建议

- 预测跨境通 16-17 年的营业收入将达到 86.37、138.67 亿元; 净利润同比增速分别为 84.98%、44.58%; 对应 EPS 分别为 0.41、0.59 元。
- 我们将曾处于高速增长期的自营电商 PS 均值 3.4 作为参考, 对应市值约为 294 亿元, 考虑增发 1.3 亿股本, 测算跨境通的目标价为 38.4 元, 给予“增持”评级。

风险

- 新业务拓展不达预期、流量成本上升压力、汇率大幅度波动风险。

内容目录

一、跨境电商将是推动中国对外贸易发展的新动能	4
跨境电商高速发展，B2C 模式成长空间巨大	4
支持政策扶持力度强，行业环境渐明朗	5
复制杭州成功经验，国家新设第二批跨境电商综试区	6
跨境电商模式的价值分析	6
二、环球易购已成长为出口自营 B2C 龙头	8
营收高速增长，市场用户不断扩张	8
环球易购的盈利能力优于同行	9
环球易购的两大旗舰网站	11
三、积极布局，构建跨境电商大生态	13
搭建进口电商体系，实现“进口+出口”双业务驱动	13
“B2B+B2C”布局，扩大出口电商受众面	14
“运营+服务”战略布局，打造“跨境电商生态圈”	14
定增募集 27 亿，强化生态圈布局	16
仓储规模业内领先，海外仓建设契合国家导向	17
四、盈利与估值	17
股票激励计划新近推出，授予价格 22.7 元	19
可比公司估值分析	19
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：中国跨境电商交易规模	4
图表 2：中国出口 B2C 电商交易规模	4
图表 3：2014-2020 全球跨境 B2C 市场增长趋势	4
图表 4：全球跨境 B2C 电商与其他相关指标增速比较	4
图表 5：跨境出口相关政策一览	5
图表 6：杭州模式跨境电商综试区——“六大平台+两大体系”	6
图表 7：跨境 B2C 基于电商平台的生态系统	7
图表 8：B2C 电商使链条式的交易过程扁平化	7
图表 9：跨境通股权结构	8
图表 10：跨境通营收规模（2013-2015Q4）	8
图表 11：环球易购平台分类	8
图表 12：2012-2015 上半年环球易购营业收入	9
图表 13：环球易购营收产品占比（2012-2015 上半年）	9
图表 14：环球易购市场分布（2013 年）	9
图表 15：环球易购注册用户数	9
图表 16：出口 B2C 电商模式分析：第三方 VS 自营	10

图表 17: 2015 上半年出口 B2C 自营类电商营收对比	10
图表 18: 环球易购产品毛利率 (2012-2015 上半年)	10
图表 19: 兰亭集势毛利率 (2011-2015 上半年)	10
图表 20: DX.com 毛利率 (2012-2015 上半年)	10
图表 21: 环球易购费用及费用率 (2012-2015 上半年)	11
图表 22: 兰亭集势费用及费用率 (2011-2014)	11
图表 23: 出口 B2C 自营电商月访问量对比	12
图表 24: Gearbest.com 页面展示	12
图表 25: 出口 B2C 自营类电商流量对比 (2015 年 1 月)	13
图表 26: 出口 B2C 电商流量来源构成 (近 3 个月)	13
图表 27: 社交平台流量主要来自于 Facebook.....	13
图表 28: “五洲会海购”进口电商体系与优势	14
图表 29: “B2B+B2C”出口电商运营	14
图表 30: 跨境通投资公司一览	15
图表 31: 跨境通控股前海帕拓逊	15
图表 32: 跨境通打造“跨境电商生态圈”	16
图表 33: 跨境通投资公司一览	16
图表 34: 跨境通盈利预测 (百万人民币)	18
图表 35: 唯品会季度营收增速及 PS 值	19
图表 36: 环球易购营业收入及增速	19

一、跨境电商将是推动中国对外贸易发展的新动能

跨境电商高速发展，B2C 模式成长空间巨大

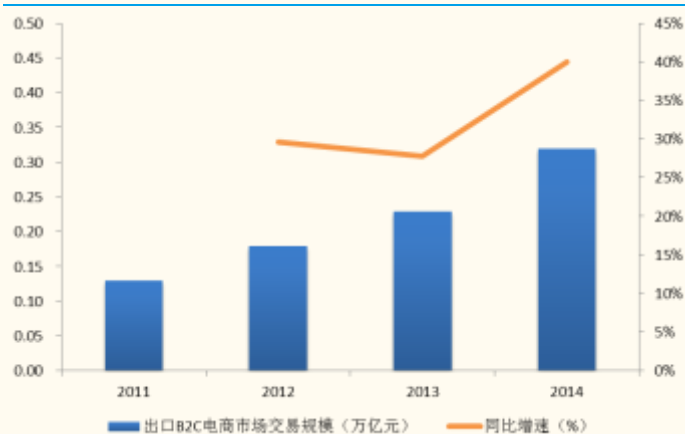
- 2015 年整体来看，中国对外贸易呈现低迷态势，而跨境电子商务则逆势蓬勃发展。2015 年上半年中国进出口贸易总额为 11.53 万亿人民币，同比下降 6.9%；中国跨境电商交易规模为 2 万亿，同比增长 42.8%，渗透率达到 17.3%。
- 从进出口比例来看，2015 年上半年，中国跨境电商的进出口结构出口占比达到 84.8%，进口比例 15.2%。出口电商占据 80% 以上的交易规模，而进口电商虽然近几年来占比有所增加，但目前比重依然较低。
- 从交易模式来看，跨境电商分为批发（跨境 B2B）与零售（第三方跨境平台或独立 B2C 跨境网站）两种形式。目前，中国跨境电商 B2B 业务的交易量极大，且订单稳定，所以该种方式在未来仍是主流。近年来，跨境电商 B2C 业务增长迅速，其订单虽趋向碎片化和小额化，占比仍然较低，但需求强劲，增速远高于 B2B 模式，发展潜力不可限量，我们预计 B2C 占比未来几年将会逐步提升。
- 特别是出口 B2C 电商交易规模，2010 年前几乎没有多少交易量，从 2011 年开始呈现爆发式的增长，2014 年达到了 3202 亿元，增速高达 40%，远高于进口 B2C 的交易规模。

图表 1：中国跨境电商交易规模



来源：商务部，易观智库，国金证券研究所

图表 2：中国出口 B2C 电商交易规模



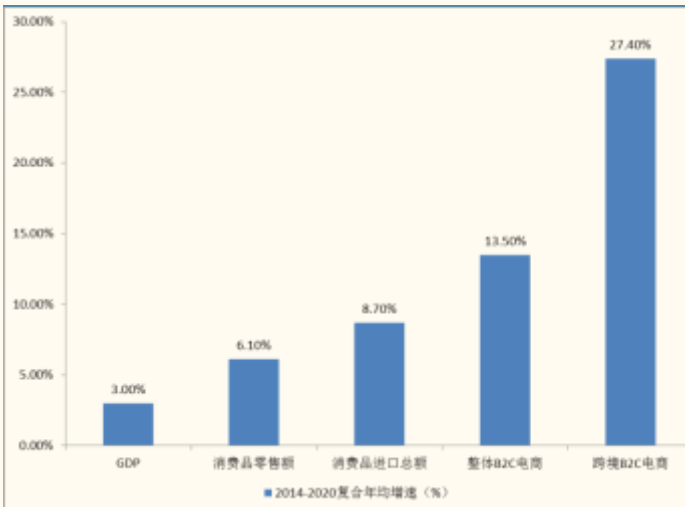
来源：商务部，易观智库，国金证券研究所

图表 3：2014-2020 全球跨境 B2C 市场增长趋势



来源：埃森哲，国金证券研究所

图表 4：全球跨境 B2C 电商与其他相关指标增速比较



来源：埃森哲，国金证券研究所

- 全球跨境电商 B2C 市场空间巨大。全球跨境 B2C 电商市场规模在 2014 年超过 2,300 亿美元，并将于 2020 年达到近 1 万亿美元，年均增长高达 27%，在整体 B2C 电商中的比重也由 2014 年的 14% 增为 2020 年的 29%。同时跨境 B2C 电商消费者总数也由 2014 年的 3.09 亿人增加到 2020 年的超过 9 亿人，年均增幅超过 20%。到 2020 年，全球接近半数的网上消费者会进行跨境网上消费。
- 而与其他零售形式相比，跨境 B2C 电商市场的增长速度最快，是整体电商增长速度的 2 倍有余。作为新兴的跨境消费方式，跨境 B2C 电商以其强劲的增长动力，将成为跨境消费品贸易增长的引擎。

支持政策扶持力度强，行业环境渐明朗

- 近两年来，国家对跨境电商的利好政策不断，推动行业加速发展的同时，也使得行业不断规范，环境逐渐明朗。

图表 5：跨境出口相关政策一览

法律法规	出台时间	发布单位	内容	备注
关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见	2013.9	商务部等	建立电子商务出口新型海关监管模式，出口商品进行集中监管，并采取清单核放、汇总申报的方式办理通关手续，降低报关费用；建立电子商务出口检验检疫监管模式，实施集中申报、集中办理相关检验检疫手续的便利措施；支持电子商务出口企业正常收结汇，加强跨境电子商务收结汇的监管；鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务；建立电子商务出口信用体系，严肃查处商业欺诈	通关、检验检疫、结汇、支付、税收、信用
关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知	2014.1	财政部、国家税务总局	规定了电子商务出口企业增值税、消费税退（免）税政策的条件	税收
2014 年第 12 号（关于增列海关监管方式）	2014.2	海关总署	增列海关监管方式代码“9610”，全称“跨境贸易电子商务”，适用于境内个人或电子商务企业通过电子商务交易平台实现交易，并采用“清单核放、汇总申报”模式办理通关手续的电子商务零售进出口商品	通关
关于支持外贸稳定增长的若干意见	2014.5	国务院	支持外贸稳定增长的十六条措施，着力优化外贸结构，改善外贸环境，并提出进一步出台跨境电子商务贸易便利化措施	通关、结汇
2014 年第 45/68 号（京津冀区域通关一体化）	2014.7/ 2014.10	海关总署	北京、天津、石家庄海关启动京津冀海关区域通关一体化改革	通关
2014 年第 65 号（长江经济带区域通关一体化）	2014.9	海关总署	上海、南京、杭州、宁波、合肥、南昌、武汉、长沙、重庆、成都、贵阳、昆明海关启动长江经济带海关区域通关一体化改革	通关
2014 年第 66 号（广东地区区域通关一体化）	2014.9	海关总署	广州、深圳、拱北、汕头、黄埔、江门、湛江海关启动区域通关一体化改革	通关
支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见	2015.1	国家外汇管理局	提高单笔业务限额，网络购物单笔交易限额由等值 1 万美元提高至 5 万美元，放宽支付机构开立外汇备付金账户户数的限制	支付
关于进一步发挥检验检疫职能作用促进跨境电子商务发展的意见	2015.5	质检总局	大力支持中国（杭州）跨境电子商务综合实验区发展；建立跨境电子商务清单管理制度；构建跨境电子商务风险监控和质量追溯体系；创新跨境电子商务检验检疫监管模式；实施跨境电子商务备案管理；加强跨境电子商务信息化建设	检验检疫

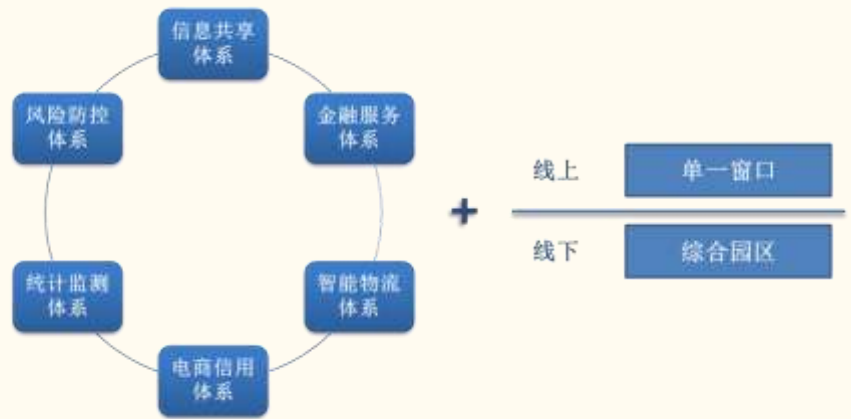
来源：国金证券研究所

- 政策从通关、检验检疫、结汇、支付、税收、信用六个方面给予跨境出口 B2C 电商便利化。从国家层面明确对跨境电商的政策支持，陆续解决了跨境 B2C 的贸易碎片化下，海关报关难、海关货物监管缺失、通关安检、结汇等方面的问题，放宽跨境支付限额，享受跨境电商零售出口退免税政策，建立跨境电商出口信用体系。
- 发放试点城市采用“清单核放、汇总申报”的管理模式，解决电商出口退税、结汇问题。并通过“区域通关一体化”政策打破地域限制和关区的行政界线，让企业自主选择通关方式、申报口岸和查验地点，提高效率，降低时间与物流成本。

复制杭州成功经验，国家新设第二批跨境电商综试区

- 2015 年 3 月 7 日，国务院正式批复了设立杭州综试区，而后跨境电子商务在杭州的市场规模飞速增长。截至 2015 年 11 月底，杭州市跨境电子商务交易规模从 2014 年不足 2000 万美元增长至 30.4 亿美元。这一举措助力了地方外贸和经济增长，并带动了物流、金融、支付、通关等相关服务行业的蓬勃发展。

图表 6：杭州模式跨境电商综试区——“六大平台+两大体系”



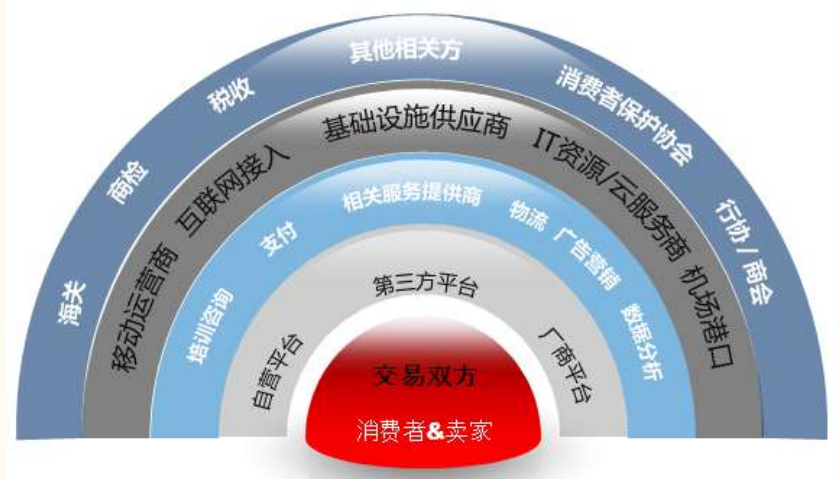
来源：国金证券研究所

- 2016 年 1 月 6 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议决定，将先行试点的中国（杭州）跨境电子商务综合试验区初步探索出的相关政策体系和管理制度，向更大范围推广。按照合理布局、注重特色和可操作性原则，在东中西部选择一批基础条件较好、进出口和电子商务规模较大的城市，新设跨境电子商务综合试验区，复制推广以下经验做法：一是构建六大体系，包括企业、金融机构、监管部门等信息互联互通的信息共享体系，一站式的在线金融服务体系，全程可验可测可控的智能物流体系，分类监管、部门共享和有序公开的电子商务信用体系，以及为企业经营、政府监管提供服务保障的统计监测体系和风险防控体系。二是建设线上“单一窗口”和线下“综合园区”两个平台，实现政府部门间信息互换、监管互认、执法互助，汇聚物流、金融等配套设施和服务，为跨境电子商务打造完整产业链和生态圈。以更加便捷高效的新模式释放市场活力，促进企业降成本、增效益，支撑外贸优进优出、升级发展。
- 第二批国家跨境电商综合试验区名单为：天津、上海、重庆、合肥、郑州、广州、成都、大连、宁波、青岛、深圳、苏州。

跨境电商模式的价值分析

- 出口/进口 B2C 电商的发展，促进了基于跨境电商平台的商业生态系统。跨境出口 B2C 电商给予厂商和终端消费者一个交流的平台，记录消费行为，并以提升消费者体验为最终目的，驱动培训咨询、支付、物流、营销、大数据、以及其他相关服务质量不断提升，进而形成法规制度健全、基础设施健全、服务优化增值的商业生态系统。

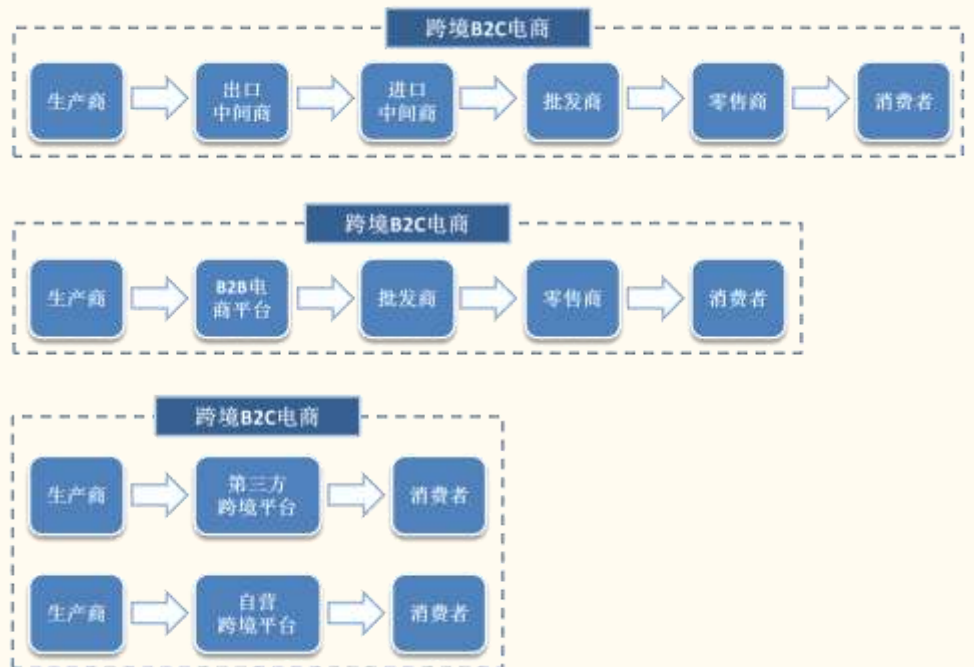
图表 7：跨境 B2C 基于电商平台的生态系统



来源：埃森哲，国金证券研究所

- **B2C 电商将链条式的交易过程扁平化。**传统跨境出口是以 B2...2B2C 的多环节链状模式进行的：商品需要经过厂商、进出口代理、批发商、零售商等多个环节才能到达海外消费者手中。在规模化出口的模式下，流程规范运作成熟，分工不断被细化；每个交易环节规模最大化以取得成本优势。
- 而 B2C 电商对传统出口零售模式的改变，使得交易流程扁平化，产品/服务提供商可以直接面对海外消费者：买卖双方重回整个交易流程的核心，在电商平台上直接互动，完成交易。传统模式下的各中间环节不再作为买卖双方交易完成过程的中介方，而相应的物流，支付等服务也会由基于平台的服务提供商完成。

图表 8：B2C 电商使链条式的交易过程扁平化



来源：国金证券研究所

二、环球易购已成长为出口自营 B2C 龙头

营收高速增长，市场用户不断扩张

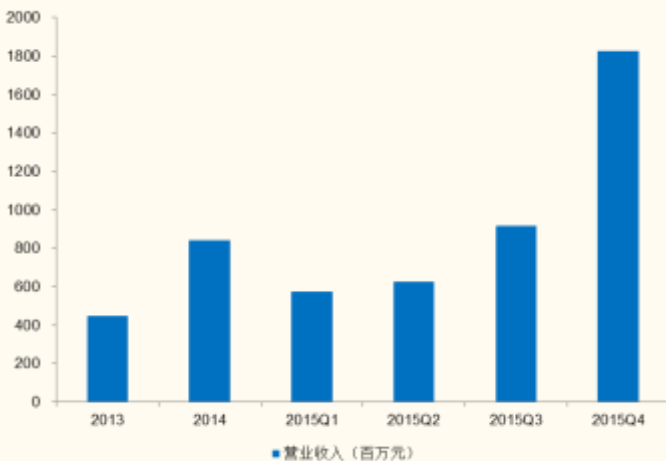
- 2014 年 10 月，公司（“百圆裤业”）向跨境零售电商环球易购的股东定增，购买环球易购 100% 股权，正式更名“跨境通”。如今跨境通的营收已经主要由环球易购的电商业务构成。2015 年上半年跨境通的营收达到近 12 亿，而其中电商业务营收为 10.84 亿，达到总营收规模的 90.64%；根据 2015 年业绩快报，跨境通全年实现营收 39 亿，电商业务营收占比继续上升至 94.07%。
- 环球易购成立于 2007 年 5 月，通过以服装类平台 sammydress.com 和 3C 电子产品类平台 gearbest.com、everbuying.net 为代表的多个自建专业品类垂直 B2C 电商平台，加上 eBay、亚马逊等第三方平台（占比约 20%）为全球 200 多个国家和地区的用户提供服装服饰和电子 3C 品类的高性价比商品。
- 环球易购正处于高速成长期，2015 年前三季度营收规模为 21.21 亿人民币，2013、2014 年的营收同比增长均超过 100%，注册用户已经超过 2600 万。环球易购的服装品类和电子 3C 产品收入占比分别为 60%、40%，北美、欧洲是环球易购的主要市场，公司在提升美国、欧洲等成熟市场占有率的基础上，也在积极拓展新兴市场的渗透率。

图表 9：跨境通股权结构



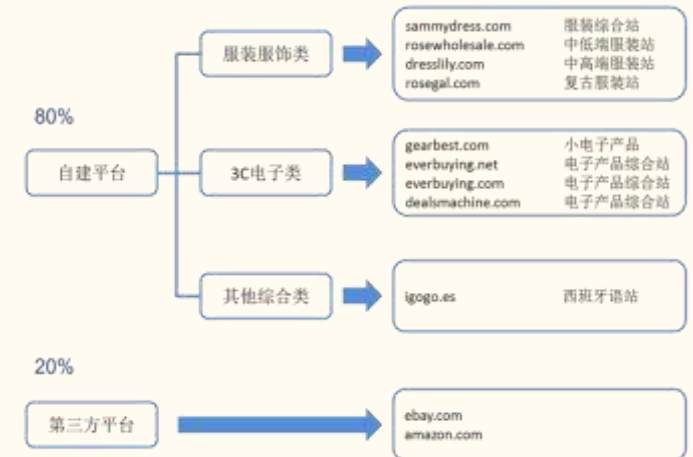
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：跨境通营收规模 (2013-2015Q4)



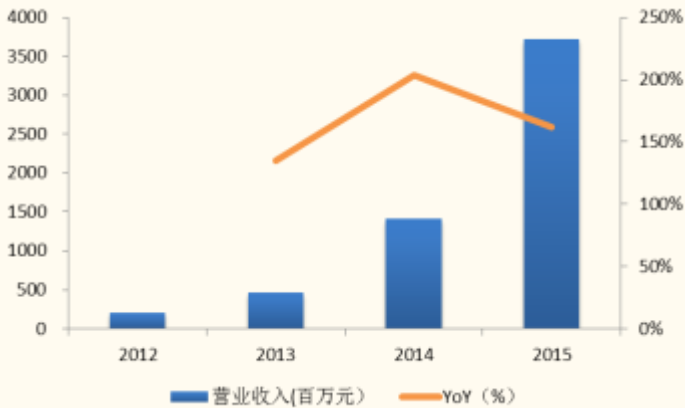
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：环球易购平台分类



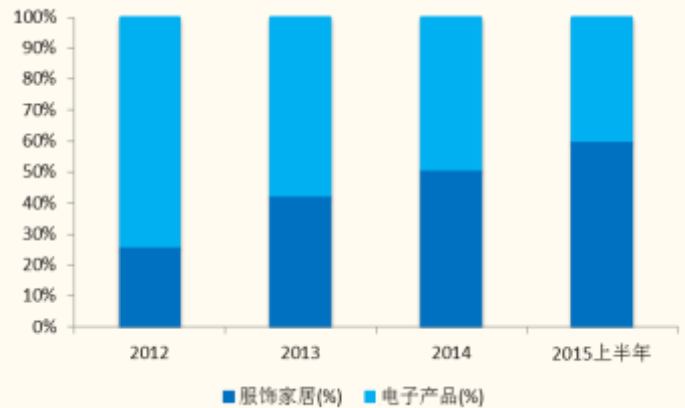
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 2012-2015 上半年环球易购营业收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 环球易购营收产品占比 (2012-2015 上半年)



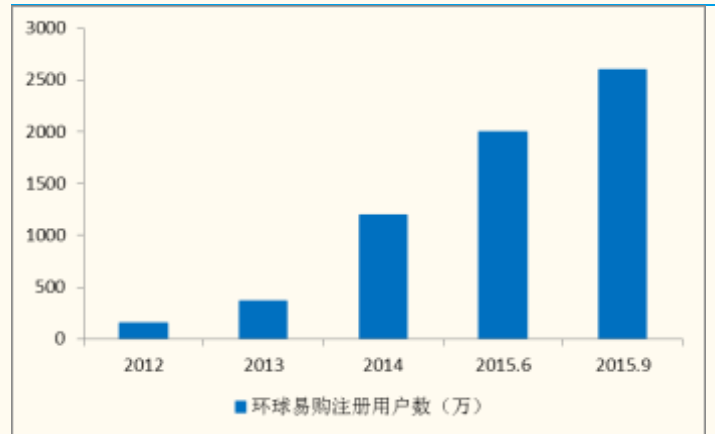
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 环球易购市场分布 (2013 年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 环球易购注册用户数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

环球易购的盈利能力优于同行

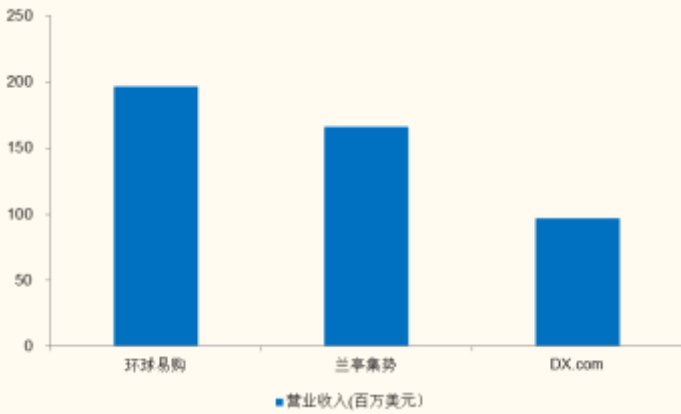
- 出口 B2C 电商可分为两种模式: 以速卖通、eBay、亚马逊为代表第三方跨境平台, 企业营收规模在数十亿美元的量级, 都已形成一定的平台影响力和市场份额, 具备较为完善的支付及物流解决方案, 是出口 B2C 电商的主力, 行业格局已达到相对稳定状态, 后来者机会不大; 以跨境通、兰亭集势、DX.com 为代表的自营跨境平台, 企业营收规模为几亿美元的量级, 以差异化竞争优势扩张海外空间, 而环球易购在营收增长、盈利能力、运营效率等方面上超过兰亭集势、DX.com 成为自营跨境平台龙头。
- 与兰亭集势、DX.com 的营业收入相比, 处于成长期的环球易购 2015 年上半年营收规模达 1.97 亿美元, 已超过兰亭集势的 1.66 亿美元, 并远远超过老牌出口电商 DX.com 的 0.97 亿美元。
- 从盈利能力来看, 环球易购的服装品类毛利率水平保持在 60% 以上, 电子产品毛利率保持 45% 左右, 环球易购毛利率一直处于 56% 左右。而兰亭集势的毛利率从 2013 年开始有下滑趋势, 2015 年上半年毛利率下降到 36%, 净利率也随着毛利率呈现下降趋势, 公司目前处于亏损状态。Dx.com 的毛利率同样低于环球易购, 保持在 40% 左右, 从 14 年开始公司也一直处于亏损状态中。
- 环球易购 2015 年上半年的仓储物流费用率、广告宣传费用率以及平台佣金费用率分别为 19.77%、17.09%、6.65%。其中, 仓储物流费用率与平台佣金费用率与 2014 年的相比有不同程度的降低, 而广告宣传费用率上升约 5 个百分点。总体上看来, 公司仍然保持了较高的利润水平。

图表 16: 出口 B2C 电商模式分析: 第三方 VS 自营

平台类型	代表企业	经营模式	竞争格局
第三方	速卖通、eBay、亚马逊	第三方B2C平台为出口厂商、企业提供网络基础设施、支付平台、安全平台、管理平台等,提供物流、支付以及售后等服务帮助出口厂商、企业有效低成本地完成交易。	企业已形成一定的平台影响力和市场份额,具备较为完善的支付及物流解决方案,是出口B2C电商的主力,行业格局已达到相对稳定状态,后来者机会不大
自营	环球易购、兰亭集势、DX.com	以自建网上商城的形式对经营产品进行统一生产或采购、产品展示、在线交易,并通过物流配送让产品接触到全球的C端消费者。自营跨境电商需要有符合平台品牌诉求和消费者需要的商品采购标准,管理和销售各类品牌的商品,来凸显自身电商品牌的价值。	企业正处于扩大规模、提升效率的阶段,后来者仍可以依托差异化竞争优势进入市场

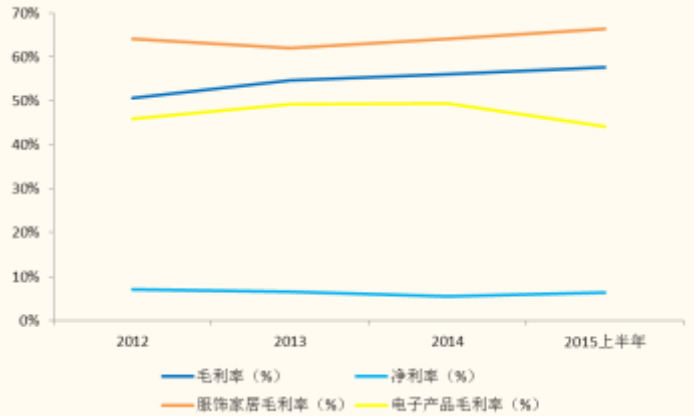
来源: 国金证券研究所

图表 17: 2015 上半年出口 B2C 自营类电商营收对比



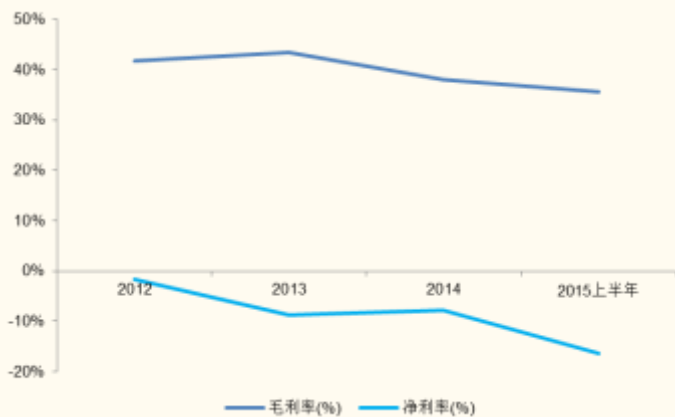
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 环球易购产品毛利率 (2012-2015 上半年)



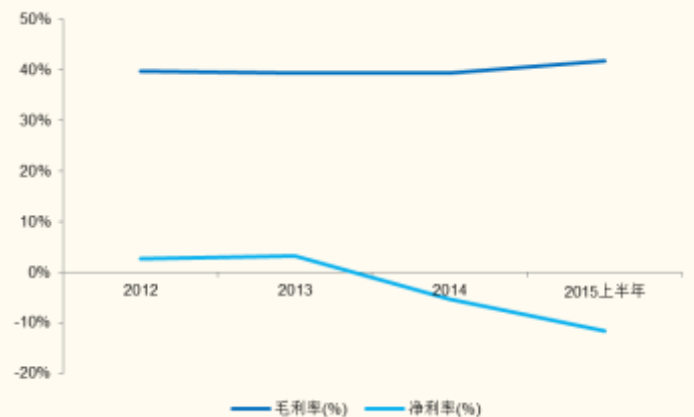
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 兰亭集势毛利率 (2011-2015 上半年)



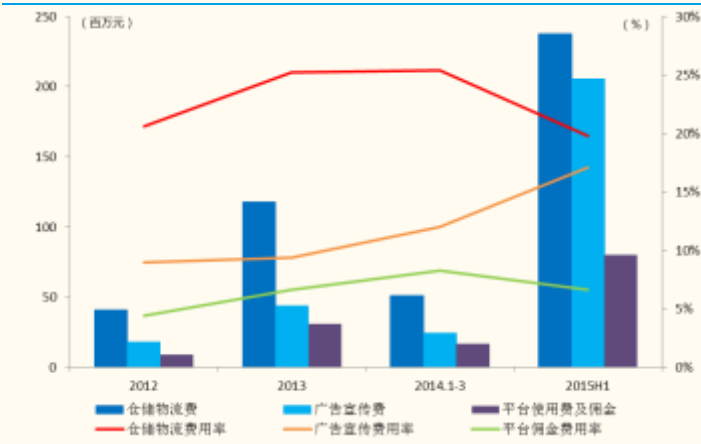
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: DX.com 毛利率 (2012-2015 上半年)

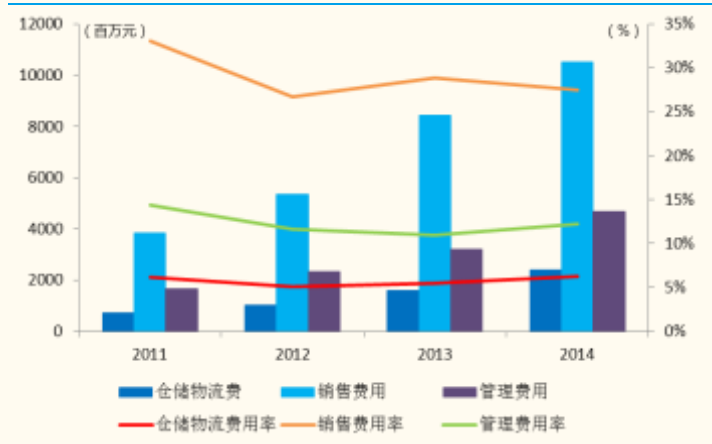


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21：环球易购费用及费用率（2012-2015 上半年）



图表 22：兰亭集势费用及费用率（2011-2014）



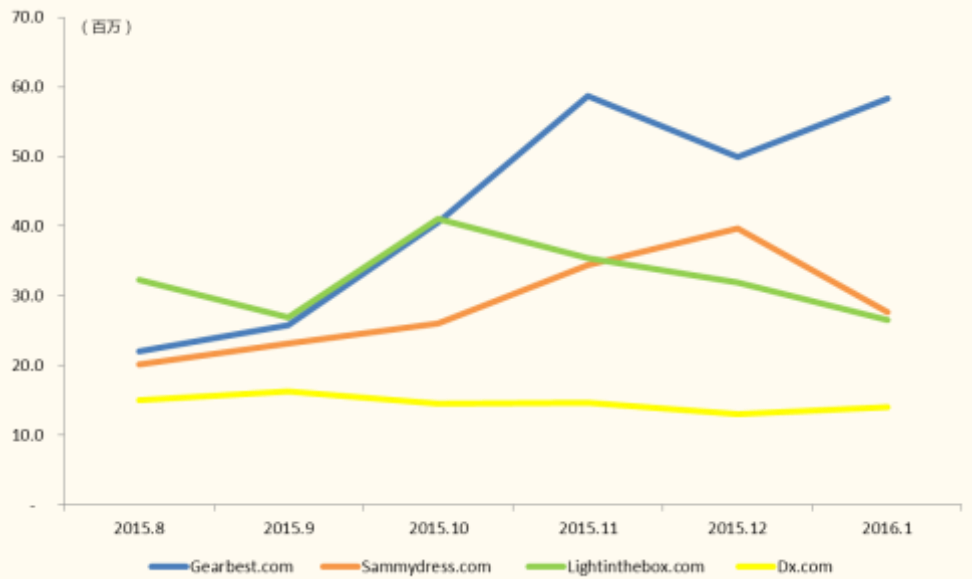
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

环球易购两大旗舰网站最新发展形势

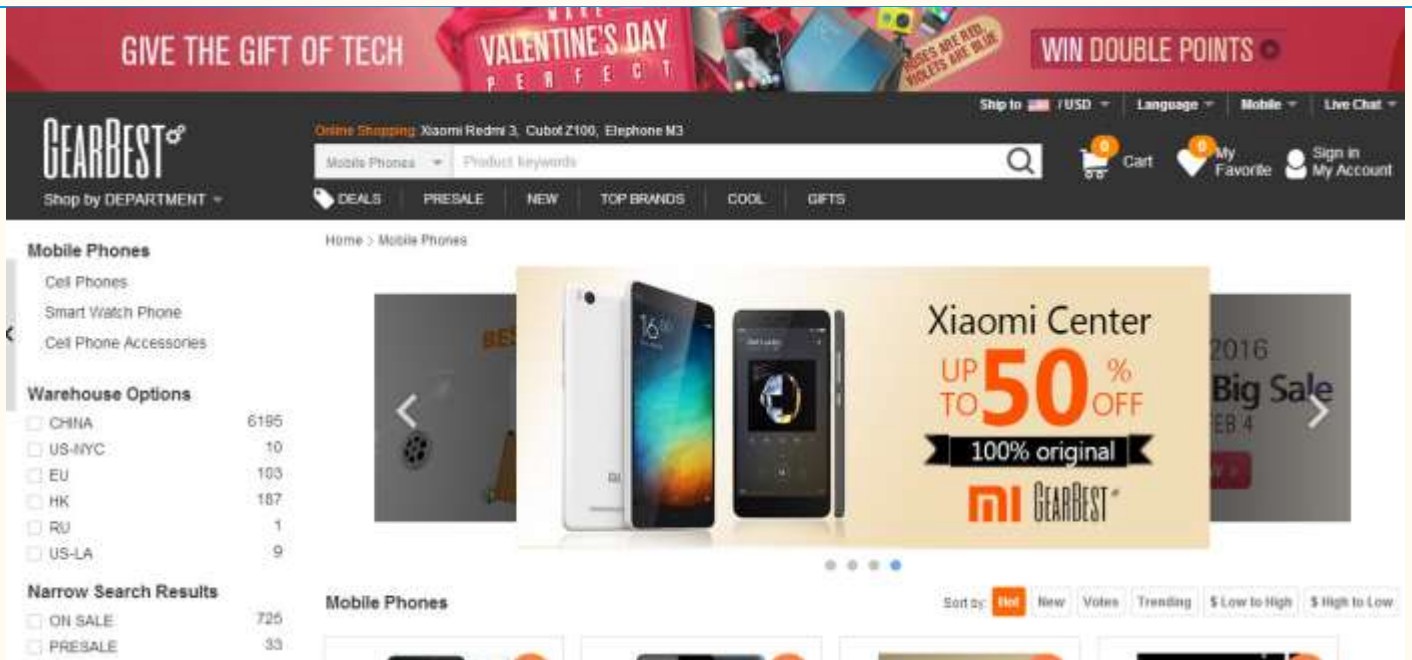
- **Gearbest.com** 是环球易购主要的电子产品网站之一，产品包括平板电脑、手机配件、手电筒、投影仪、电视盒，还有一些家居小工具、户外用品和男装，商品折扣高，全球范围内所有订单免费运送，如需加急，还可以付费选择不同的运送方式。
- 从网站流量等运营指标来看，Gearbest.com 今年 1 月份全球排名为第 527 位，在同类购物网站中排名第 53，1 月份访问量高达 5830 万。由于小米手机在网站的热卖，且“双 11”大促引爆了跨境电商了流量数据，从 2015 年 10 月份开始，其网站访问量直线飙升，11 月访问量更是接近 6000 万，远超其他跨境电商网站。
- **Sammydress.com** 是环球易购主要的经营服装品类的网站之一，产品品类丰富多样，包括男女服饰、珠宝首饰、挎包背包、鞋子、手表、美妆产品等。网站走的是平价路线，折扣力度较大。同时，Sammydress.com 还推出了自己的 App，并且用户可以经营自己的社区，拥有一定的社交功能。
- 2016 年 1 月，Sammydress.com 在全球网站中排名第 1181 位，在全球范围内相同品类的同类购物网站中排名第 7 位，1 月份的访问量为 2770 万，同样高于兰亭集势和 Dx 控股。
- 我们将环球易购两大网站与兰亭集势、Dx 控股网站的流量来源做对比分析发现：环球易购的网站直接访问量占比较相对较高，兰亭集势和 Dx 控股在搜索平台引流方面投入较大，占比超过 25%，而环球易购仅为 10% 左右。较优的流量结构是环球易购营销费用占比更低的主要原因。

图表 23: 出口 B2C 自营电商月访问量对比



来源: Similarweb.com, 国金证券研究所

图表 24: Gearbest.com 页面展示



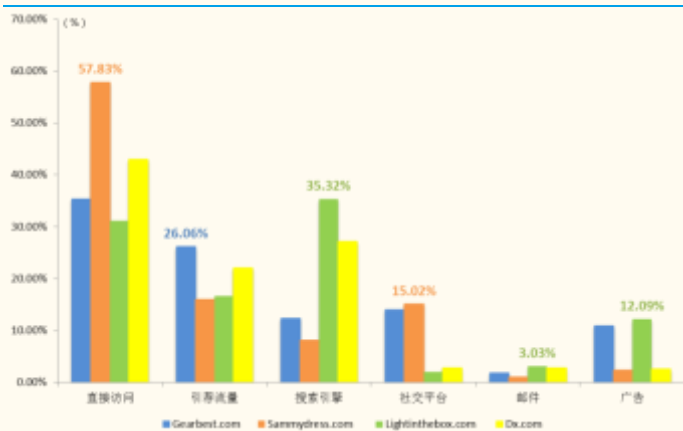
来源: Gearbest.com, 国金证券研究所

图表 25：出口 B2C 自营类电商流量对比（2015 年 1 月）

出口 B2C 自营电商	网址	全球排名	主要品类	品类排名	访问量
环球易购	Gearbest.com	527	小电子产品	53	58.3M
	Sammydress.com	1181	服装/综合	7	27.7M
	Rosegal.com	2948	服装	30	12.4M
兰亭集势	Lightinthebox.com	1394	综合类产品	28	26.6M
Dx 控股	Dx.com	2031	电子产品/综合	190	14.0M

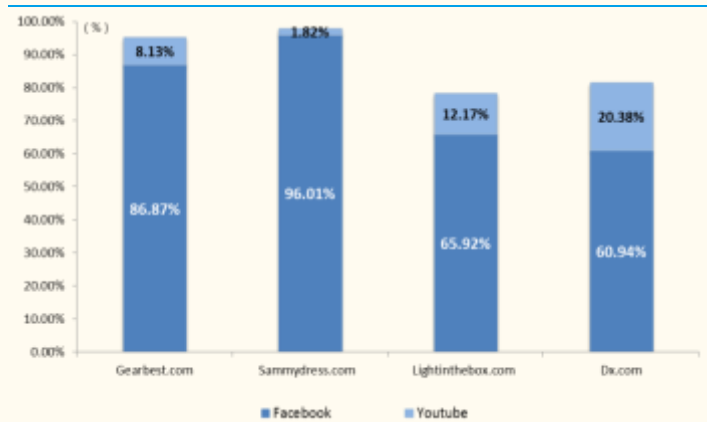
来源：Similarweb，国金证券研究所

图表 26：出口 B2C 电商流量来源构成（近 3 个月）



来源：Similarweb，国金证券研究所

图表 27：社交平台流量主要来自于 Facebook



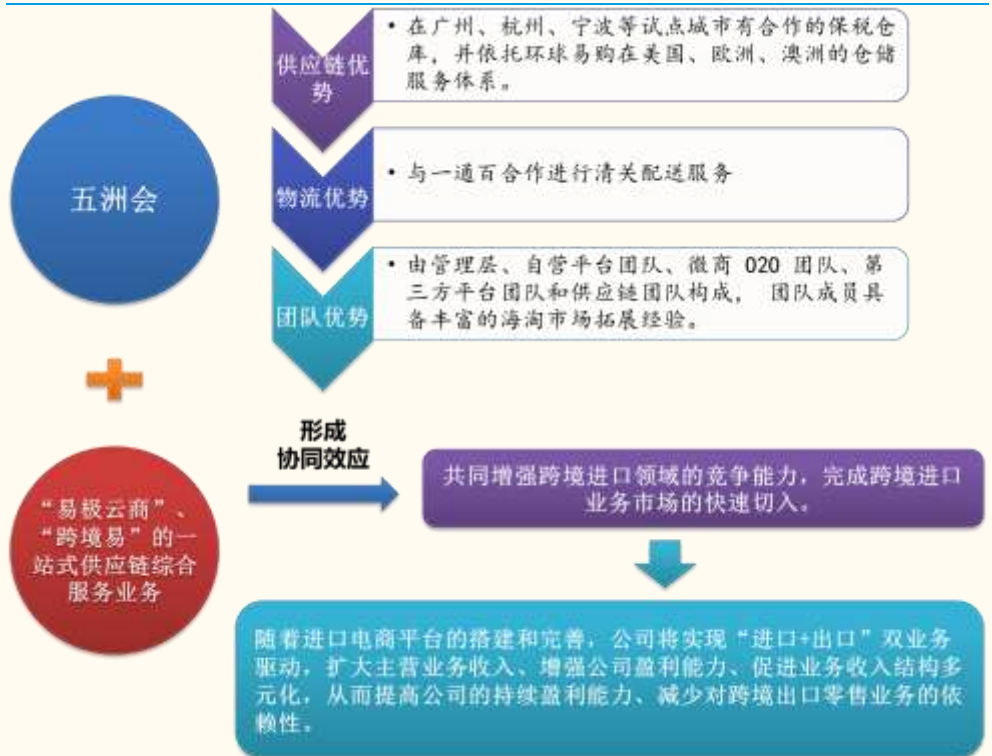
来源：Similarweb，国金证券研究所

三、积极布局，构建跨境电商大生态

搭建进口电商体系，实现“进口+出口”双业务驱动

- 公司 2015 年 6 月以 4840 万元收购“跨境易”25%的股权，7 月以 2610 万元增资入股进口电商企业“易极云商”20%股权，为公司的进口电商业务打下了基础。
- 2015 年 8 月，进口 B2C 自营电商平台五洲会海购正式上线运营，12 月环球易购向五洲会注资 15.7 亿元，合计投资达 17.7 亿多元。
- 五洲会有三个优势：供应链优势、物流优势和团队优势。在供应链方面，五洲会在广州、杭州、宁波等试点城市有合作的保税仓库，并依托环球易购在美国、欧洲、澳洲的仓储服务体系；在物流方面，五洲会与一通百合作进行清关配送服务；在团队方面，由管理层、自营平台团队、微商 O2O 团队、第三方平台团队和供应链团队构成，团队成员具有丰富的海淘市场拓展经验。
- 五洲会海购将会与“易极云商”、“跨境易”的一站式供应链综合服务业务形成协同效应，共同增强跨境进口领域的竞争能力，完成跨境进口业务市场的快速切入。随着进口电商平台的搭建和完善，公司将实现“进口+出口”双业务驱动，扩大主营业务收入、增强公司盈利能力、促进业务收入结构多元化，从而提高公司的持续盈利能力、减少对跨境出口零售业务的依赖性。

图表 28：“五洲会海购”进口电商体系与优势

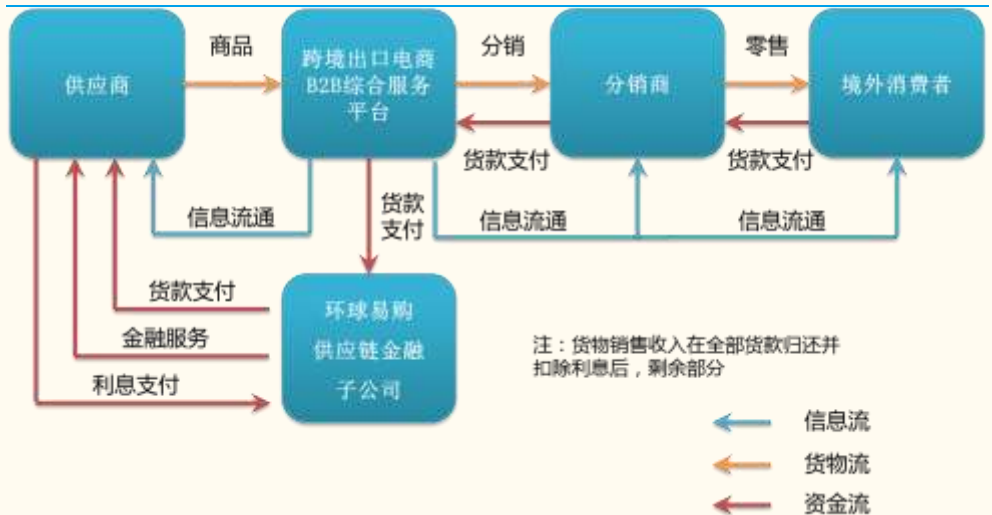


来源：国金证券研究所

“B2B+B2C”布局，扩大出口电商受众面

- 公司将向拓展出口电商 B2B 分销和服务业务。在自营式 B2C 模式基础上向平台式 B2B 模式拓展，进一步扩大出口电商业务的受众面和业务整体规模，有效填补现有出口电商平台在企业客户数量不足、整体业务规模偏低的短板，实现出口电商规模化效应。

图表 29：“B2B+B2C”出口电商运营



来源：国金证券研究所

“运营+服务”战略布局，打造“跨境电商生态圈”

- 2015 年 12 月 14 日，跨境通公告将对前海帕拓逊增资 2500 万，并以 2.7 亿的对价收购 40% 的股权，从而持有 51% 的股权，成为前海帕拓逊的控股股东。2016 年 2 月 27 日，跨境通公告称前海帕拓逊一季度业绩将并入公司。

- 前海帕拓逊网络技术有限公司是一家出口型跨境电商企业，主营基于无线和蓝牙的电子产品，包括手机配件、汽车配件等。曾孵化了以 MPOW 为代表的三个基于欧美电商网络的品牌，并在欧美本土有着自身的营销模式，有望向着本土化、品牌化、粉丝化的方向发展。2015 年 1-8 月营业收入 2.27 亿元，净利润 1963 万元。前海帕拓逊管理层盈利承诺在 2015 年度、2016 年度、2017 年度及 2018 年度分别可实现的净利润分别不低于 3,800 万元、6,000 万元、8,000 万元及 10,000 万元
- 我们认为跨境通控股前海帕拓逊将有助于公司出口 B2C 电商的协同效应，并且前海帕拓逊以其在电子产品设计、销售上的优势，有望扩大跨境通电子产品的市场并提高电子产品的毛利率。
- 此外公司还先后投资了广州百伦和通拓科技等各具特色的跨境电商企业，并投资了跨境数字营销企业上海飞书，并通过控股金虎信息获取了支付牌照，为出口电商 B2B 综合服务平台助力并形成协同。
- 以提高消费者体验为宗旨，针对支付、营销（数字营销、品牌推广等）、大数据、物流以及其他跨境电商相关服务需求进行布局，形成以“进口+出口”电商平台为基础的“B2B+B2C”、“运营+服务”生态，着力打造立体、多元的跨境电商生态圈。

图表 30：跨境通投资公司一览

公司名称	主要业务	目前占被投资公司权益比例	交易完成时间	交易完成后股权比例	承诺净利润（万元）		
					2015	2016	2017
深圳市前海帕拓逊网络技术有限公司	基于欧美本土的跨境电商	7.50%	2015.8.12/一季度并表	51.00%	3,800	6,000	8,000
广州百伦贸易有限公司	跨境贸易、跨境商务及跨境物流服务	15.39%	2015.8.17	15.39%	1,100	1,600	-
深圳市通拓科技有限公司	跨境电子商务	4.74%	2015.9.1	4.74%	10,000	20,000	-
上海飞书广告有限公司	互联网营销	10.58%	2015.7.7	10.58%	-	-	-
深圳市澎湃孵化器有限公司	跨境电商卖家、供应商孵化	16.00%	2015.12.2	16.00%	-	-	-
深圳市跨境易电子商务有限公司	跨境进口供应链服务	16.58%/24.86%	2015.8.17/2015.11.16	24.86%	-1,000	500	3,000
易极云商网络科技有限公司	跨境进口电商一站式服务	14.46%/20.08%	2015.9.9/未确定	20.10%	3,000	6,000	-
山西金虎信息服务有限公司	支付机构	-	未确定	51.00%	-	-	-

备注：前海帕拓逊、金虎信息交易后将并表

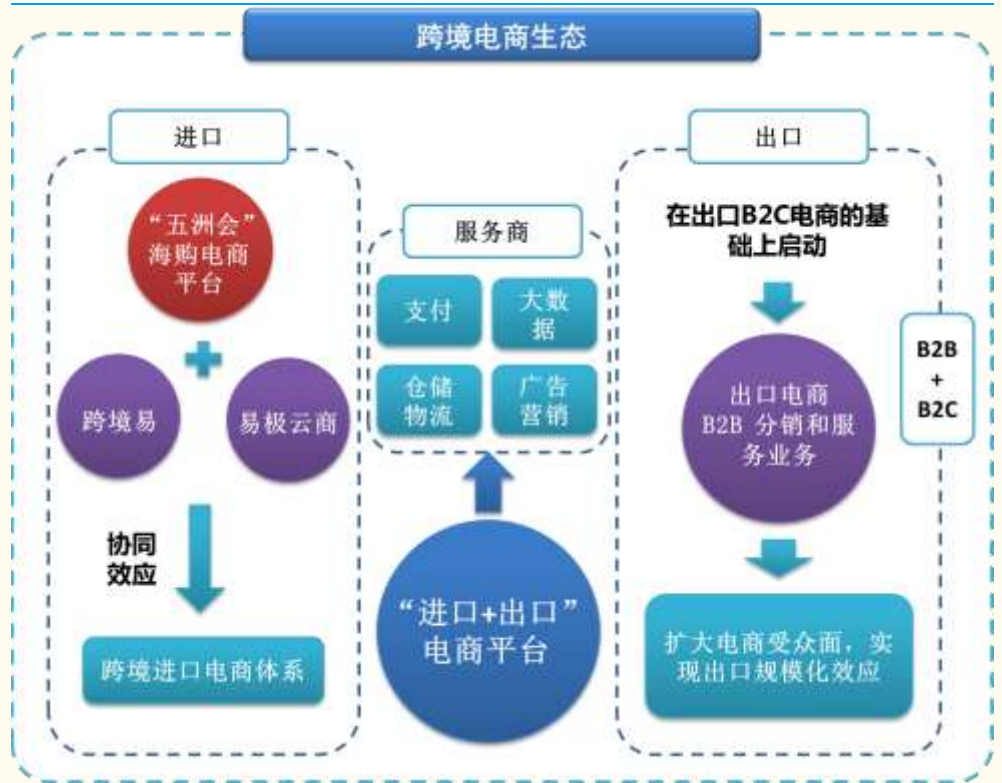
来源：国金证券研究所

图表 31：跨境通控股前海帕拓逊



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：跨境通打造“跨境电商生态圈”



来源：国金证券研究所

定增募集 27 亿，强化生态圈布局

- 2016 年 2 月 2 日，公司通过定增募集 27 亿资金，将用于建设进口 B2C、出口 B2B 和仓储及配套运输等项目。

图表 33：跨境通投资公司一览

项目名称	项目建设内容	项目总投资 (万元)	拟投入募集 资金 (万元)
跨境进口电商平台建设项目	开发运营跨境进口电商平台和移动端APP，在北京、上海、广州、深圳等一线城市建设20家O2O体验店。旨在开拓跨境进口电商业务，落地公司的跨境电商综合生态圈战略，提高经济效益，降低运营风险。	157786	157786
跨境出口电商B2B综合服务平台建设项目	搭建跨境出口电商B2B综合服务平台，并在风险可控的前提下开展供应链金融服务。对下游分销商，公司通过该平台提供出口货源分销服务；对上游供应商，公司拟设立供应链金融子公司，提供基于商品或信用为担保的有偿供应链金融服务。	63281	63281
跨境电商仓储及配套运输建设项目	搭建公司跨境电商仓储管理平台及完善国内外仓储及配套运输体系。项目建成后，公司将从自身内、外部两方面构建全面、完善的仓储及配套运输管理体系。	34025	30000
偿还银行贷款		20000	20000
项目合计		275092	271067

来源：公司公告，国金证券研究所

- 此次项目的建设，围绕着公司拓展跨境电商综合生态圈战略，有助于提升经济效益，降低运营的风险。在继续拓展进口业务的同时，进一步扩大出口电商业务的受众面和业务整体规模，向出口电商 B2B 分销和服务领域进军，在原本自营 B2C 模式基础上向平台式 B2B 模式拓展，并且在风险可控的前提下开展供应链金融服务，有效地填补现有出口业务在企业客户数量不足、整体业务规模偏低的短板，为公司实现出口电商的规模化效应夯实基础。

仓储规模业内领先，海外仓建设契合国家导向

- 截至 2015 年第三季度，环球易购拥有的仓储面积超过 5 万平方米，海外仓面积接近 2 万平方米，大部分是以租赁形式获得，保税仓则有大约 6000 平方米。公司高度重视，并且持续布局仓储物流的配套建设。
- 在年初募集资金投入的项目中，还特意强调将募集的 3 亿资金用于美国、英国、德国等多个海外发达国家的海外仓建设，在上海、重庆、杭州、宁波、郑州、广州、深圳及天津等国内跨境电子商务进口试点城市启用大型电商保税仓，在国内发达口岸深圳设立一个大型仓储物流园区，旨在形成符合自身业务发展的全球分仓体系。
- 环球易购不仅本身的仓储体系庞大，构建完整，其投资的公司仓储设施方面的能力也十分出众，与其形成了一定的协同效应。子公司前海帕拓逊在欧美有独立的仓储体系资源，利于公司的出口业务。
- 随着国家对于跨境电商的愈加重视，利好政策的陆续出来，对于海外仓的重视也提到了一个全新的高度。3 月 5 日国务院总理李克强的政府工作报告中明确指出，应“促进外贸创新发展，鼓励商业模式创新，扩大跨境电子商务系统，支持企业建设一批出口产品‘海外仓’，促进外贸综合服务企业发展。”

四、盈利与估值

- 预测跨境通的 16-17 年的营业收入将达到 86.37 亿、138.67 亿人民币。我们将跨境通的业务分为了四部分：原百圆裤业的“服装业务”，环球易购的“出口 B2C 业务”和“进口 B2C 业务”（主要是五洲会海购），还有其他服务业务等在内的“其他业务”，暂不考虑对跨境小 B 商家服务业务实现爆发式增长的情况。
- 由于环球易购正处于快速扩张的黄金阶段，我们估测“电子商务行业”即环球易购的出口电商业务在 16-17 年将以 119%、61% 的速度增长，占总营收的份额将高达 97-98%。

图表 34：跨境通盈利预测（百万人民币）

	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
服装行业（原百圆裤业）					
营业收入	400	112	234	211	200
营业成本	216	56	128	115	109
毛利率（%）	45.9%	49.7%	45.5%	44.5%	43.5%
占比（%）	48.3%	9.4%	5.9%	2.4%	1.4%
出口 B2C 业务					
营业收入	429	1,085	3,712	7,376	11,617
营业成本	178	461	1,641	3,257	5,127
毛利率（%）	58.6%	57.6%	55.8%	55.8%	55.9%
占比（%）	51.7%	90.6%	94.1%	85.4%	83.8%
服饰家居					
营业收入	218	652	2,265	4,076	6,522
营业成本	102	219	815	1,427	2,283
毛利率（%）	53.1%	66.4%	64.0%	65.0%	65.0%
占比（% 出口 B2C 业务）	50.8%	60.1%	61.0%	55.3%	56.1%
电子产品					
营业收入	211	433	1,448	2,606	4,170
营业成本	75	242	825	1,512	2,418
毛利率（%）	64.2%	44.2%	43.0%	42.0%	42.0%
占比（% 出口 B2C 业务）	49.2%	39.9%	39.0%	35.3%	35.9%
前海帕拓逊					
营业收入	-	-	-	694	925
营业成本	-	-	-	319	426
毛利率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	54.0%	54.0%
占比（% 出口 B2C 业务）	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	8.0%
进口 B2C 业务					
营业收入	-	-	-	1,000	1,900
营业成本	-	-	-	746	1,417
毛利率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	25.4%	25.4%
占比（%）	0.0%	0.0%	0.0%	11.6%	13.7%
其他业务					
营业收入	-	-	-	50	150
营业成本	-	-	-	43	128
毛利率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
占比（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%
总计					
营业收入	828	1,197	3,947	8,637	13,867
营业成本	394	517	1,768	4,161	6,780
毛利率（%）	52.4%	56.8%	55.2%	51.8%	51.1%

来源：国金证券研究所预测

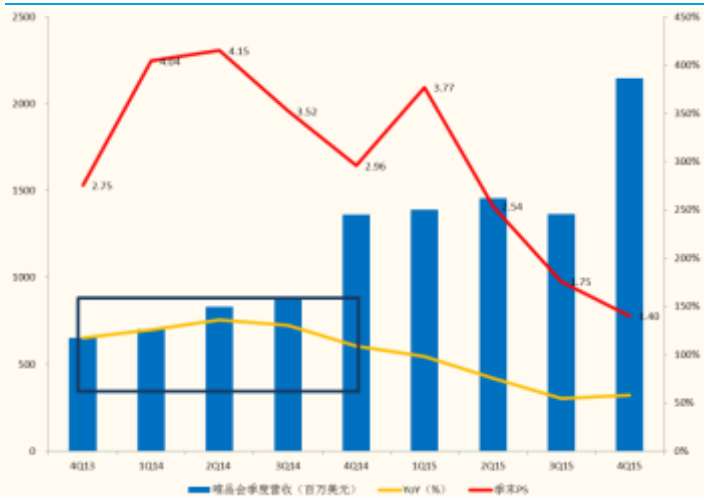
股票激励计划新近推出，授予价格 22.7 元

- 公司 2015 年 12 月发布关于向激励对象授予限制性股票的公告，拟授予的限制性股票总量为 900 万股，约占本激励计划签署时公司股本总额的 1.42%。股票来源为公司向激励对象定向发行公司股票。
- 本激励计划授予的限制性股票授予价格为 22.72 元，激励计划涉及的激励对象共计 15 人，包括公司部分董事、高级管理人员及核心技术(业务)骨干。限制性股票的解锁条件为：以 2015 年业绩为基准，2016 年、2017 年、2018 年公司实现的净利润较 2015 年增长分别不低于 20%、70%、100%；全资子公司环球易购 2016 年、2017 年、2018 年实现的净利润分别不低于 20,500 万元、28,500 万元、35,500 万元。

可比公司估值分析

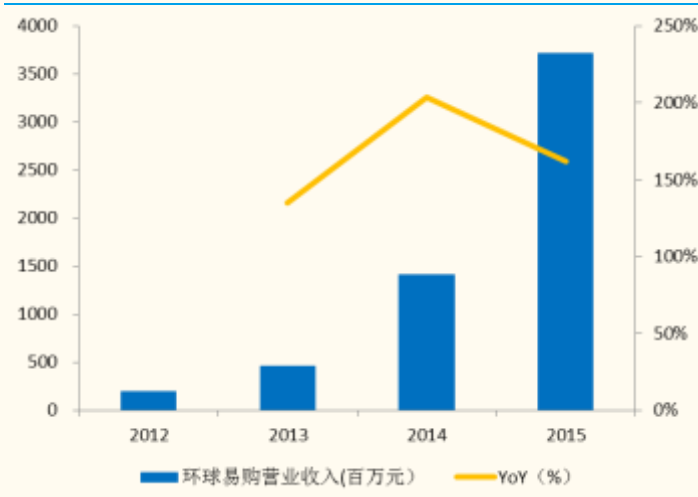
- 由于唯品会属于自营类 B2C 电商，平台类销售仅占很小的一部分，与跨境通的业务模式较为相近，且净利率类似。我们对唯品会在不同阶段的营业收入增长情况和市值表现进行了分析，截取其中同样处于三位数高速增长时间段内公司 PS 值的均值作为估值参考。

图表 35：唯品会季度营收增速及 PS 值



来源：国金证券研究所

图表 36：环球易购营业收入及增速



来源：国金证券研究所

- 我们选取了唯品会 2013 年第四季度至 2014 年第四季度的 PS 均值 3.4 作为参考，并且预测跨境通 2016 年的营业收入为 86.37 亿元，对应市值约为 294 亿元，同时考虑 16 年定向增发约 1.3 亿股本，测算跨境通的目标价为 38.4 元，给予“增持”评级。
- 我们预测跨境通 2016-2017 年归属母公司的净利润分别为 3.1、4.5 亿元，利润同比增速分别为 84.98%、44.58%；对应 EPS 分别为 0.41、0.59 元。

五、风险提示

- 新业务拓展不达预期：B2B 服务业务和进口电商业务都难以在短期内实现爆发，其中进口电商业务将可能经历较长一段时间的零利润，甚至负利润。
- 流量成本压力：若自有流量占比和客户粘性难有本质提升，未来的新客获取成本将有可能继续增长，导致营销费用占比持续攀升。
- 汇率大幅度波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	485	446	842	3,947	8,637	13,867	货币资金	281	201	329	350	1,929	1,829
增长率		-8.0%	88.6%	368.8%	118.8%	60.6%	应收款项	214	306	380	354	492	608
主营业务成本	-265	-240	-400	-1,767	-4,162	-6,787	存货	112	141	294	547	1,277	2,083
%销售收入	54.6%	53.7%	47.5%	44.8%	48.2%	48.9%	其他流动资产	168	199	145	165	234	320
毛利	221	207	442	2,179	4,475	7,080	流动资产	775	846	1,148	1,416	3,932	4,839
%销售收入	45.4%	46.3%	52.5%	55.2%	51.8%	51.1%	%总资产	87.6%	86.5%	52.1%	43.2%	67.9%	72.2%
营业税金及附加	-5	-4	-3	-2	-5	-8	长期投资	28	53	65	66	65	65
%销售收入	0.9%	1.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	45	37	38	37	34	31
营业费用	-77	-89	-316	-1,851	-3,990	-6,393	%总资产	5.1%	3.8%	1.7%	1.1%	0.6%	0.5%
%销售收入	15.9%	20.0%	37.5%	46.9%	46.2%	46.1%	无形资产	27	29	896	1,758	1,761	1,764
管理费用	-63	-59	-62	-94	-177	-277	非流动资产	109	132	1,057	1,863	1,862	1,862
%销售收入	12.9%	13.1%	7.4%	2.4%	2.1%	2.0%	%总资产	12.4%	13.5%	47.9%	56.8%	32.1%	27.8%
息税前利润 (EBIT)	76	55	61	232	302	402	资产总计	884	978	2,205	3,279	5,794	6,701
%销售收入	15.7%	12.3%	7.2%	5.9%	3.5%	2.9%	短期借款	108	122	128	920	0	0
财务费用	-7	-6	-10	-27	-7	39	应付款项	82	128	206	214	481	778
%销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	0.7%	0.1%	-0.3%	其他流动负债	18	25	33	148	324	523
资产减值损失	-7	-7	-6	0	0	0	流动负债	207	275	367	1,282	805	1,301
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	1	41	47	其他长期负债	2	2	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.1%	9.7%	负债	209	277	373	1,282	805	1,302
营业利润	63	42	45	205	337	488	普通股股东权益	669	695	1,830	1,998	5,019	5,468
营业利润率	12.9%	9.5%	5.3%	5.2%	3.9%	3.5%	少数股东权益	6	6	1	-1	-30	-68
营业外收支	9	0	3	1	0	0	负债股东权益合计	884	978	2,205	3,279	5,794	6,701
税前利润	71	43	48	206	337	488	比率分析						
利润率	14.7%	9.5%	5.7%	5.2%	3.9%	3.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-20	-14	-20	-40	-56	-77	每股指标						
所得税率	28.4%	32.8%	41.1%	19.5%	16.5%	15.8%	每股收益	0.393	0.236	0.155	0.260	0.406	0.587
净利润	51	29	28	166	281	411	每股净资产	5.015	5.211	8.642	3.101	6.485	7.065
少数股东损益	-1	-3	-5	-2	-29	-38	每股经营现金净流	-0.996	-0.363	-0.062	0.150	-0.277	-0.178
归属于母公司的净利润	52	31	33	168	310	449	每股股利	0.040	0.045	0.030	0.000	0.000	0.000
净利率	10.8%	7.1%	3.9%	4.3%	3.6%	3.2%	回报率						
							净资产收益率	7.83%	4.53%	1.79%	8.40%	6.18%	8.21%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.92%	3.22%	1.49%	5.12%	5.36%	6.70%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	6.98%	4.48%	1.82%	6.40%	5.06%	6.26%
净利润	51	29	29	166	281	411	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-0.31%	-8.05%	88.60%	368.82%	118.85%	60.55%
非现金支出	16	22	24	8	9	10	EBIT 增长率	-17.29%	-28.04%	10.37%	282.51%	30.33%	32.89%
非经营收益	2	6	13	46	-11	-47	净利润增长率	-23.78%	-39.86%	4.30%	410.86%	84.98%	44.58%
营运资金变动	-201	-105	-79	-124	-494	-511	总资产增长率	11.36%	10.58%	125.50%	48.74%	76.71%	15.65%
经营活动现金净流	-133	-48	-13	96	-214	-138	资产管理能力						
资本开支	-97	-31	-7	-828	-9	-10	应收账款周转天数	107.3	200.5	142.7	27.7	15.8	11.0
投资	0	0	-18	-1	0	0	存货周转天数	130.8	192.5	198.7	113.0	112.0	112.0
其他	0	9	5	1	41	47	应付账款周转天数	14.6	23.0	56.4	31.1	30.6	30.6
投资活动现金净流	-97	-22	-20	-829	32	37	固定资产周转天数	32.3	30.1	16.6	3.3	1.4	0.8
股权募资	6	3	144	0	2,711	0	偿债能力						
债权募资	10	14	6	788	-920	1	净负债/股东权益	-25.68%	-11.17%	-10.97%	28.51%	-38.66%	-33.86%
其他	-15	-22	-28	-34	-30	0	EBIT 利息保障倍数	11.7	9.3	5.9	8.5	45.7	-10.3
筹资活动现金净流	1	-5	122	754	1,761	1	资产负债率	23.69%	28.30%	16.92%	39.08%	13.90%	19.42%
现金净流量	-229	-75	89	21	1,579	-100							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD