

强烈推荐-A (维持)

跨境通 002640.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 15.98 元
2017 年 04 月 27 日

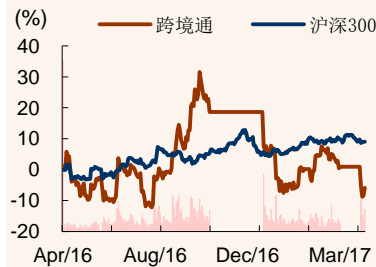
精细化管控致收入增速放缓 净利润保持高速增长

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	143151
已上市流通股(万股)	74309
总市值(亿元)	229
流通市值(亿元)	119
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	40.2%
主要股东	杨建新
主要股东持股比例	19.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-23	-11
相对表现	-9	-26	-19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《跨境通(002640)一调整优化效果有望逐步显现 资金到位资源整合将持续推进》2017-03-17
- 2、《跨境通(002640)一优化背景下 Q4 增速略有放缓 改革效果有望在 Q1 末逐步显现》2017-02-28
- 3、《跨境通(002640)一加强进口供应链端布局 业绩高成长性可期》2017-01-10

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
S1090516090006

17Q1 在高基数、供应链整合及精细化管控(削减盈利性差的品类)的背景下,收入增速放缓不及预期,但今年更重效益提升,净利润仍保持高速增长。目前公司总市值 229 亿,对应 17 年 PS1.5X, PE31X。我们认为公司 Q1 收入端低于预期或对短期股价造成一定影响,该预期消化后,考虑到精细化整合更利于公司长期发展,此外公司积极引入外部专家资源、开拓免费流量渠道等措施成效已逐渐显现,该趋势有望在 Q2/3 逐季加强,利润增速有望保持较快增长。且当前定增及公司债资金已到位,雄厚的资金实力将对后期业务的发展起到关键性作用,有助于推进新老业务的发展及业内资源的整合,进一步推进“跨境电商综合生态圈”战略的实施。加之即将进入环球董事长增持期,股价回调仍可考虑在底部为下半年布局。

- 17Q1 收入同比增长 51%, 净利润增长 82%。17Q1 公司实现营业收入 26.50 亿元, 同比增长 50.72%, 营业利润及归属母公司净利润分别为 2.27 亿元和 1.59 亿元, 同比增长 90.54%和 82.05%, 基本每股收益 0.11 元。其中, 环球易购实现收入约为 22.5 亿, 同比增长 44%, 净利润约为 1.1-1.2 亿左右, 同比增长约为 57%。前海帕拓逊收入 4 亿左右, 同比增长 100%, 净利润 4000 多万, 同比增长 344%。
- 在高基数、供应链整合、精细化管控、削减盈利性差的品类的背景下, 收入增速有所放缓, 但利润仍保持高速增长。公司今年整体进行精细化调整, 包括自有网站和第三方平台, 削减了部分只为做大规模但盈利性差的品类, 因此规模方面增速有所放缓, 但利润仍维持快速增长。分业务看, 环球易购出口业务实现收入 20 亿+, 同比增长 41%+, 净利率 5.5%左右, 其中, B2B 业务刚起步, 预计千万规模; 进口业务收入 2 亿左右, 同比增长 100%, 其中, 线上占比约 60%-70%, 线下占比 30%-40%, 该业务基本处于盈亏平衡状态; 百圆贡献很小。
- 毛利率较为平稳, 精细化运营致费用率下降, 增厚 Q1 净利润。17 年 Q1 综合毛利率同比降低 0.56PCT 至 49.31%, 主要是因去年 Q1 服装业务占比较高。期间费用率下降 2.23PCT 至 40.71%, 其中, 由于公司提高营销推广效率, 销售费率同比下降 3.27PCT 至 38.20%; 管理费率小幅增加 0.51PCT 至 1.85%; 财务费率由于银行贷款增加, 利息支出增加上升 0.53PCT 至 0.67%。公司费用控制有效, 净利率同比增加 0.70PCT 至 6.17%, 净利润弹性增大。

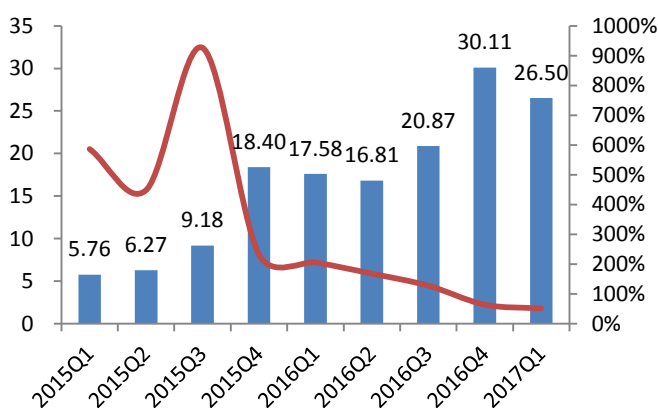
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3961	8537	15355	22468	29633
同比增长	371%	116%	80%	46%	32%
营业利润(百万元)	204	537	1011	1605	2196
同比增长	350%	163%	88%	59%	37%
净利润(百万元)	168	394	744	1170	1598
同比增长	403%	134%	89%	57%	37%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.52	0.82	1.12
PE	61.2	58.0	30.7	19.5	14.3
PB	5.0	5.4	4.7	3.9	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

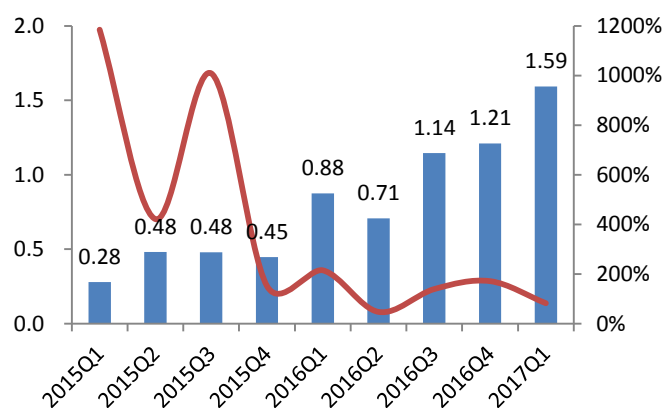
- 与期初相比，存货和应收账款略有减少，经营性现金流改善。17年Q1存货由16年末2.57亿元减少至2.55亿元，下降0.95%，同比增长110.23%。17年Q1应收账款5.48亿元，较年初下降2.32%，同比增长72.87%。17Q1经营性现金净额-5.68亿元，较期初增加4.91亿元，同比减少34.14%，主要是支付供应商货款、营销推广费、物流费等增加所致。
- 环球易购董事长增持彰显信心。公司二股东环球董事长徐佳东先生在已持2.64亿股，持股比例18.47%（低于控股股东1.32PCT）的情况下，宣布自2017年5月3日起两个月内通过自筹资金增持不低于5000万元的公司股份，并承诺增持完成6个月内不减持。管理层增持，充分凸显经营决心，以及对公司内在价值和未来发展前景的信心。
- 盈利预测和投资评级。暂不考虑优壹及百伦的影响，根据一季报情况，预计17-19年EPS分别为0.52、0.82、1.12元，目前公司总市值229亿，对应17年PS为1.5X，PE为31X。我们认为公司Q1收入端低于预期或对短期股价造成一定影响，若该预期消化后，考虑到精细化整合更利于公司长期发展，此外公司积极引入外部专家资源、开拓免费流量渠道等措施成效已逐渐显现，该趋势有望在Q2/3逐季加强，利润增速有望保持较快增长。且当前定增及公司债资金已到位，雄厚的资金实力将对后期业务的发展起到关键性作用，有助于推进新老业务的发展及业内资源的整合，进一步推进“跨境电商综合生态圈”战略的实施。加之即将进入环球董事长增持期，股价回调仍可考虑在底部为下半年布局，维持“强烈推荐-A”的评级。
- 风险提示：行业政策风险超预期；进口等新业务培育低于预期。

图 1：公司分季度营业收入及增速（亿）



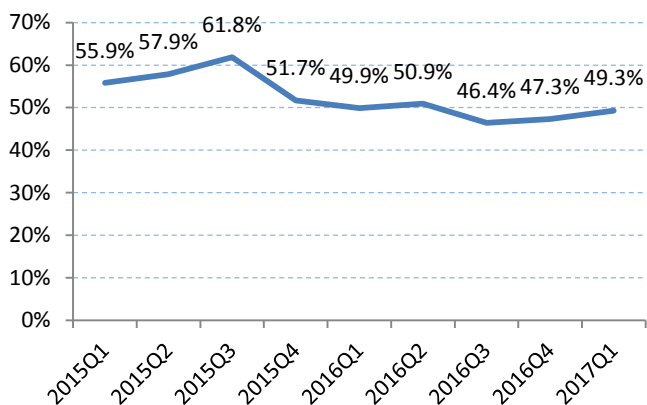
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司分季度净利润及增速（亿）



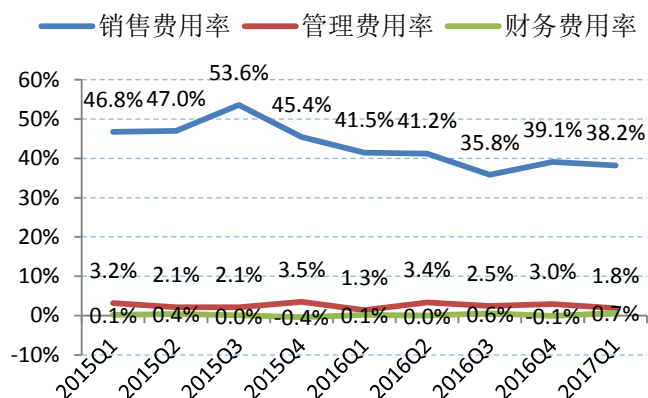
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 公司分季度毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司分季度费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司 17Q1 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	1758	3011	2650	51%	-12%
营业毛利	877	1425	1307	49%	-8%
销售费用	729	1178	1012	39%	-14%
管理费用	24	89	49	108%	-45%
财务费用	2	(3)	18	643%	-739%
营业利润	119	161	227	91%	41%
归属母公司净利润	88	121	159	82%	32%
EPS (元)	0.14	0.08	0.11		

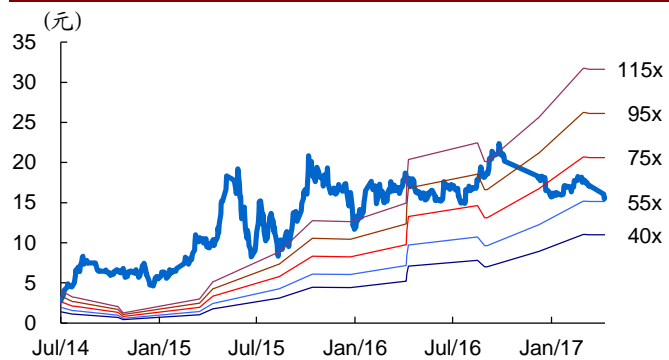
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	576	627	918	1840	1758	1681	2087	3011	2650
营业毛利	322	363	567	950	877	856	969	1425	1307
销售费用	269	295	492	836	729	693	748	1178	1012
管理费用	18	13	19	64	24	56	51	89	49
财务费用	1	3	0	(7)	2	(1)	12	(3)	18
营业利润	34	57	55	58	119	99	157	161	227
归属母公司净利润	28	48	48	45	88	71	114	121	159
EPS (元)	0.13	0.23	0.08	0.07	0.14	0.05	0.08	0.08	0.11
主要比率									
毛利率	56%	58%	62%	52%	50%	51%	46%	47%	49%
销售费用率	47%	47%	54%	45%	41%	41%	36%	39%	38%
管理费用率	3%	2%	2%	3%	1%	3%	2%	3%	2%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%
营业利润率	6%	9%	6%	3%	7%	6%	8%	5%	9%
有效税率	23%	18%	13%	24%	20%	19%	21%	21%	28%
净利率	5%	8%	5%	2%	5%	4%	5%	4%	6%
YoY									
收入	586%	448%	926%	232%	205%	168%	127%	64%	51%
归属母公司净利润	1185%	421%	1009%	152%	215%	47%	139%	171%	82%

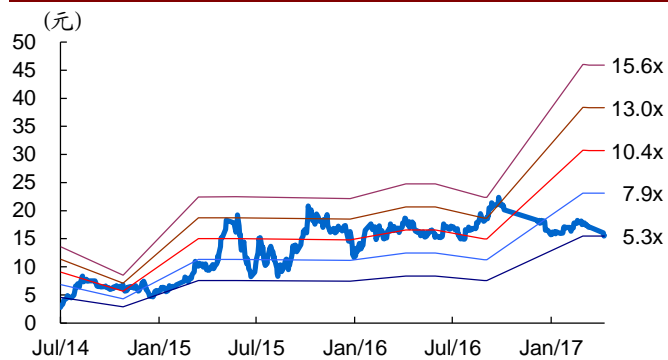
数据来源: 公司公告、招商证券

图 5: 跨境通历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 跨境通历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百圆裤业-收购带来质变首家上市跨境电商有望持续快速增长》2014/7/22
- 2、《百圆裤业-业绩延续高增长借解禁机会择机为明年布局》2014/12/11
- 3、《百圆裤业-环球易购旺季销售超预期持续并购加大估值弹性》2015/02/26
- 4、《百圆裤业-环球考核条件较重组承诺明显上调彰显持续高增长信心》2015/03/05
- 5、《百圆裤业-环球易购 14 年表现优异收入加速高增长且超预期》2015/03/31
- 6、《百圆裤业-环球易购上升趋势明显 15Q1 业绩延续超预期高增长》2015/04/27
- 7、《跨境通-低成本战投跨境易强化“出口+进口”全产业链布局》2015/07/14
- 8、《跨境通-低成本参股易极云商继续强化“出口+进口”双轮驱动》2015/07/21
- 9、《跨境通-高增长持续兑现 非理性杀跌提供战略买点》2015/8/27
- 10、《跨境通-拟大手笔增发及债券融资 打造“跨境电商综合生态圈”》2015/10/8
- 11、《跨境电商-行业红利加速释放 出口格局初步成型 进口仍处起步阶段》2015/10/11
- 12、《跨境通-高增长符合预期 规模导向及新业务投入致净利率略降》2015/10/29
- 13、《跨境通-二次股权激励彰显信心，业绩高增长预期明确》2015/11/16
- 14、《跨境通-出口业务高增长可期，持续推进跨境电商综合生态圈建设》2015/12/12
- 15、《跨境通-环球易购上升趋势明显 持续超预期加大估值弹性》2016/2/28
- 16、《跨境通-业绩高增长符合预期 跨境电商生态圈建设持续推进》2016/4/21
- 17、《跨境通-阵痛调整修炼内功 定增获批助力高成长延续》2016/8/10
- 18、《跨境通-短期优化调整无碍全年高成长 定增落地有望加快生态圈建设》2016/8/30
- 19、《跨境通-全年高成长确定性高 拟发债再融资持续推进生态圈建设》2016/10/25
- 20、《跨境通-拟收购优壹电商+百伦 夯实“出口+进口”全产业链布局》2016/12/10
- 21、《跨境通-加强进口供应链端布局 业绩高成长性可期》2017/1/10
- 22、《跨境通-优化背景下 Q4 增速略有下滑 改革效果有望在一季度逐步显现》2016/2/28
- 23、《跨境通-调整优化效果有望逐步显现 资金到位资源整合将持续推进》2017/3/16

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1908	5567	6373	8368	10616
现金	516	1493	1742	1890	2290
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	272	561	974	1389	1774
其它应收款	43	150	270	395	520
存货	809	2573	2396	3388	4310
其他	267	790	991	1307	1722
非流动资产	1215	1542	1574	1603	1628
长期股权投资	73	45	45	45	45
固定资产	75	123	162	196	226
无形资产	22	25	22	20	18
其他	1045	1349	1345	1341	1339
资产总计	3122	7108	7947	9971	12244
流动负债	1074	2356	2449	3404	4262
短期借款	189	641	0	0	41
应付账款	417	856	1554	2461	3243
预收账款	26	36	65	95	125
其他	442	824	829	847	853
长期负债	5	503	503	503	503
长期借款	0	391	391	391	391
其他	5	112	112	112	112
负债合计	1079	2859	2952	3907	4766
股本	644	1429	1429	1429	1429
资本公积金	1014	2032	2032	2032	2032
留存收益	385	745	1417	2363	3610
少数股东权益	(1)	43	117	239	407
归属于母公司所有者权益	2044	4206	4878	5825	7072
负债及权益合计	3122	7108	7947	9971	12244

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(13)	(1059)	1014	403	740
净利润	168	394	744	1170	1598
折旧摊销	15	25	25	30	34
财务费用	15	62	30	9	8
投资收益	0	(41)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(211)	(1510)	163	(911)	(1047)
其它	(1)	11	93	145	188
投资活动现金流	(172)	(818)	(23)	(23)	(23)
资本支出	(26)	(81)	(63)	(63)	(63)
其他投资	(145)	(737)	40	40	40
筹资活动现金流	391	2851	(742)	(232)	(318)
借款变动	348	983	(641)	0	41
普通股增加	433	785	0	0	0
资本公积增加	(381)	1018	0	0	0
股利分配	(11)	(32)	(71)	(223)	(351)
其他	3	97	(30)	(9)	(8)
现金净增加额	207	973	249	148	400

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3961	8537	15355	22468	29633
营业成本	1758	4410	8011	11720	15441
营业税金及附加	2	3	6	9	11
营业费用	1892	3348	5881	8515	11172
管理费用	115	220	396	580	765
财务费用	(4)	11	30	9	8
资产减值损失	(7)	49	60	70	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	41	40	40	40
营业利润	204	537	1011	1605	2196
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	205	537	1012	1606	2197
所得税	39	109	194	313	431
净利润	166	428	817	1292	1765
少数股东损益	(2)	34	74	123	168
归属于母公司净利润	168	394	744	1170	1598
EPS (元)	0.26	0.28	0.52	0.82	1.12

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	371%	116%	80%	46%	32%
营业利润	350%	163%	88%	59%	37%
净利润	403%	134%	89%	57%	37%
获利能力					
毛利率	55.6%	48.3%	47.8%	47.8%	47.9%
净利率	4.3%	4.6%	4.8%	5.2%	5.4%
ROE	8.2%	9.4%	15.2%	20.1%	22.6%
ROIC	7.3%	8.1%	15.5%	20.0%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	40.2%	37.1%	39.2%	38.9%
净负债比率	6.1%	14.5%	4.9%	3.9%	3.5%
流动比率	1.8	2.4	2.6	2.5	2.5
速动比率	1.0	1.3	1.6	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	1.3	1.2	1.9	2.3	2.4
存货周转率	3.2	2.6	3.2	4.1	4.0
应收帐款周转率	12.3	20.5	20.0	19.0	18.7
应付帐款周转率	6.8	6.9	6.6	5.8	5.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.26	0.28	0.52	0.82	1.12
每股经营现金	-0.02	-0.74	0.71	0.28	0.52
每股净资产	3.17	2.94	3.41	4.08	4.95
每股股利	0.05	0.05	0.16	0.25	0.34
估值比率					
PE	61.2	58.0	30.7	19.5	14.3
PB	5.0	5.4	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	82.0	30.3	16.0	10.4	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。