

跨境通 (002640)

强烈推荐

行业：服装家纺

## 乘行业东风，做跨境龙头

**核心观点：**公司是跨境电商出口 B2C 细分领域龙头，在“B2C+B2B”、“出口+进口”、“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”等领域进行综合战略布局，是 A 股稀缺真成长电商标的，建议积极关注。

### 投资要点：

✦ **跨境电商市场规模迅速扩大，后续发展可期。**中国跨境电商交易规模由 2011 年的 17 万亿迅速增长至 2016 年的 6.3 万亿，近四年 CAGR33%。其中跨境出口近四年 CAGR 为 29%，规模达到 5.2 万亿。公司立足出口 B2C 业务，自营平台高速扩张，龙头先发优势明显。

✦ **公司核心竞争力在于强大的数据挖掘能力、规模优势和品牌化优势。**公司拥有近千人的技术团队，在大数据算法以及应用研究方面优势明显，实现有效挖掘客户需求和精准营销。目前在线 SKU 数近 40 万，服务全球 7800 万买家，日发包裹数超 30 万个，规模优势有效降低了物流成本和采购成本，是国内品牌首选合作伙伴。自营电子类平台 Gearbest 全球排名 300 名附近，有较强的自赋流量。

✦ **构建跨境电商综合生态圈，夯实龙头地位。**公司目前形成了以跨境 B2C 为主（环球易购出口业务以及前海帕拓逊，业务占比 95%），跨境进口 B2C 为辅（五洲会，拟收购优壹电商），出口 B2B（Chinabrands）、电商综合服务（跨境翼等）综合发展的战略格局。未来将推进移动化，大力推广手机终端 App；落实本土化：重点推出自营平台小语种网站，促进仓储物流、售后服务等充分本地化；实现品牌化：推进自营网站渠道品牌化，推进自主研发产品品牌建设。

**投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，预测 2017-2019 年净利润 7.41/11.62/15.74 亿元，对应 EPS0.052/0.81/1.10 元，目标价格 24.3 元。**

✦ **风险提示：**库存积压风险；并购推进不及预期；跨境电商政策变动风险

### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8537	15068	22078	29163
收入同比(%)	116%	77%	47%	32%
归属母公司净利润	394	741	1162	1574
净利润同比(%)	134%	88%	57%	35%
毛利率(%)	48.3%	44.0%	42.2%	40.1%
ROE(%)	9.4%	14.4%	18.4%	20.0%
每股收益(元)	0.28	0.52	0.81	1.10
P/E	64.93	34.50	22.01	16.24
P/B	6.08	4.96	4.05	3.24
EV/EBITDA	44	25	16	12

资料来源：中国中投证券财富研究部

### 作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 24.3

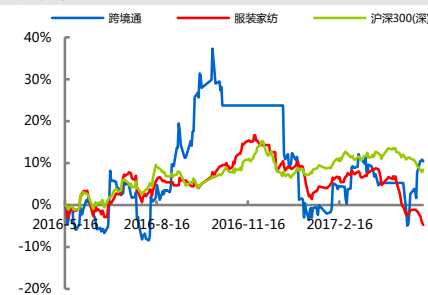
当前股价： 17.89

评级调整： 首次

### 基本资料

总股本(百万股)	1,432
流通股本(百万股)	743
总市值(亿元)	256
流通市值(亿元)	133
成交量(百万股)	5.70
成交额(百万元)	101.54

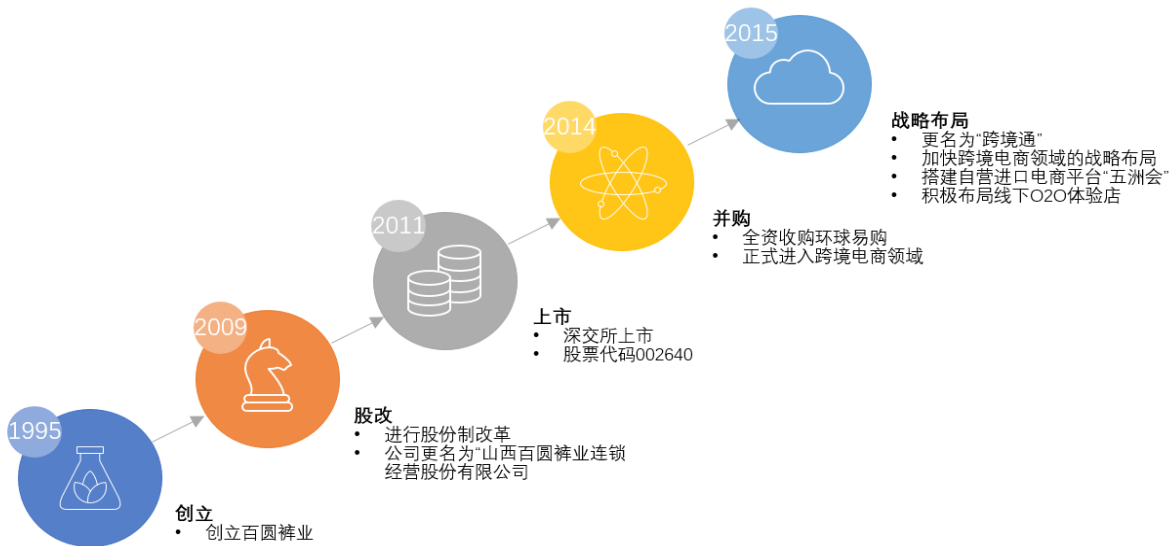
### 股价表现



### 相关报告

公司原名“百圆裤业”，早期从事服装连锁零售。2014 年公司收购环球易购，转型跨境电商，改名“跨境通”，后续控股参股前海帕拓逊、跨境翼等一系列跨境电商和综合配套服务企业，成为跨境自营 B2C 龙头企业，业务主要包括跨境出口，跨境进口以及仓储物流等。

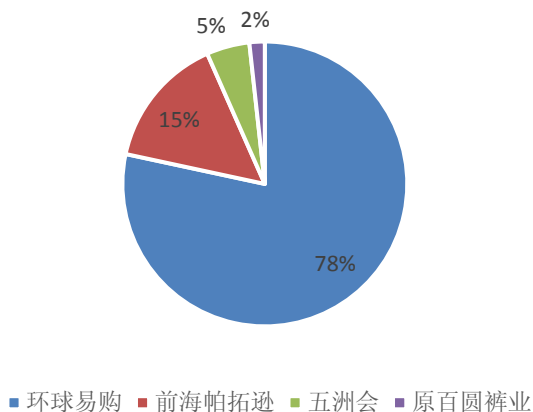
**图 1 公司历史沿革**



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

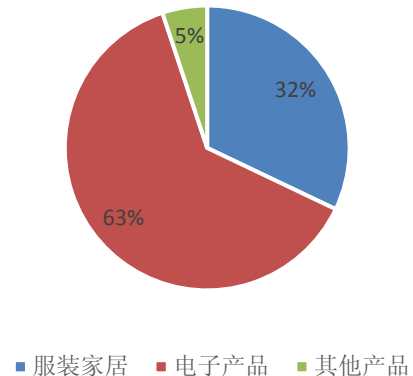
**盈利状况。**公司业绩持续高增长。2016 年公司总收入 85.4 亿元，同比增长 116%；实现归母近利润 3.9 亿元，同比增长 134%。其中服饰家居类产品销售收入 27.4 亿元，同比增长 26%，占比由 2015 年的 55%下降为 32%；电子产品销售收入 53.6 亿元，同比增长 217%，是业绩增长主要动力。

**图 2 2016 年分业务线营收比重**



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

**图 3 2016 年份分产品营收比重**



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

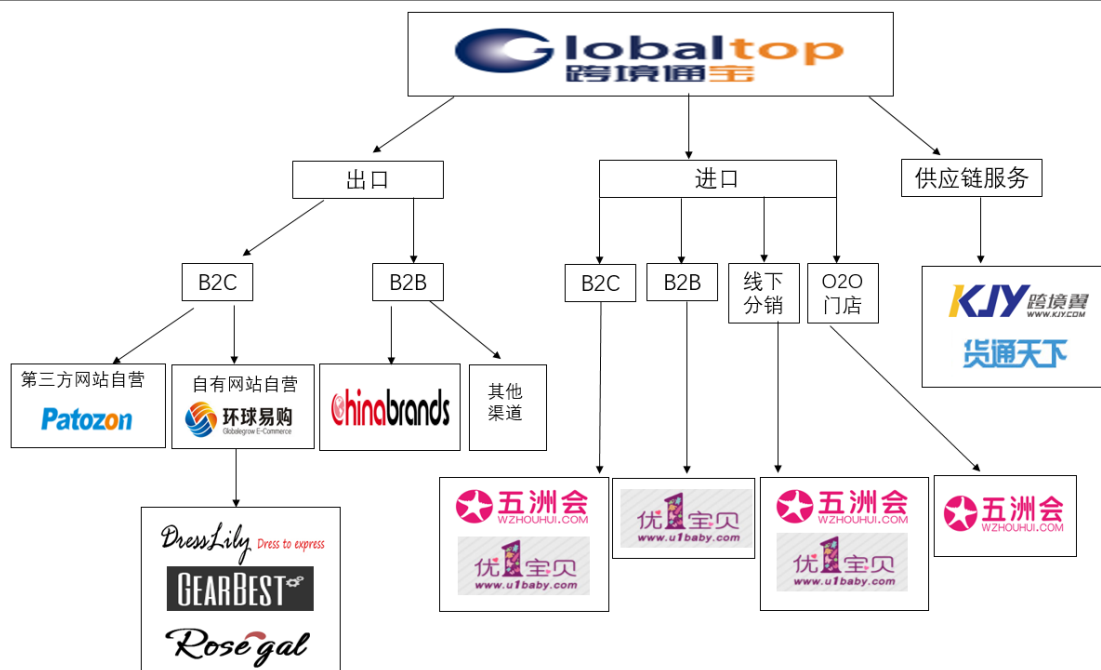
2017 年一季度，公司实现营业收入 26.5 亿元，同比增长 50.72%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 82.79%，继续保持快速增长。

运营方面，公司当前存货压力较大，存货周转天数从 2015 年的 113 天上升到 2017 年一季度的 172 天，主要是一季度春节提前备货以及服装销售增速下滑所致。

**业务结构。**根据 2016 年数据，1) 出口业务占营收 94%以上，主要由环球易购出口和前海帕拓逊贡献。其中环球易购旗下有数个自营平台（服装类：Zaful、Sammydress、Rosegal 等；电子类：Gearbest），前海帕拓逊通过第三方平台（亚马逊等）销售产品，盈利模式均为赚取产品进销差价。

2) 进口业务占营收 5%，主要由五洲会（环球易购旗下）完成，五洲会拥有自营平台，同时借助第三方平台如京东、天猫等进行销售，线下有分销商，目前有零售实体店约 100 家，主要产品包括母婴、个人护理和保健品。

图 4 公司业务结构一览



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

**出口 B2C 业务。**主要来自环球易购和前海帕拓逊两家公司，其中环球易购 70% 收入来自自营网站，30%收入来自第三方平台。前海帕拓逊收入来自第三方平台（以亚马逊店铺为主）。

**第一、环球易购**

环球易购跨境出口 2016 年实现营收 67.4 亿元（服装和电子类占比 3:7），同比增长 85%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 135%。

**自营网站。**目前自营服装网站包括 Zaful、Rosegal、Dresslily、Sammydress 等多平台，在线 SKU20 万+，日上新 300+ 款，通过垂直细分，全方位覆盖欧美主要国家消费者。服装站推进自主设计、品牌化和移动端发展。Zaful 注重品牌化，以泳衣为突破口，未来自主设计比例将提升到 70%，Rosegal 和 Dresslily 将打造成综合型服装网站。目前通过移动端 APP 的销售将近一半。

电子网站 Gearbest 是跨境 B2C 领域第一大自营网站，是欧洲最受欢迎的电子类购物网站，被称为欧洲版京东。平台化和本地化是电子站的发展方向。Gearbest 全球排名 300 名附近，有较强的自赋流量，2017 年将重点推出 15-20 个小语种，将物流仓储支付与当地资源对接。

截止到 2017 年 3 月 31 日，服装与电子类网站注册用户共 7830 万，月活用户 1600 万，在线 sku37.2 万个，流量转化率 1.43%，复购率 35.2%。

**第三方平台。** 环球易购 30%收入来自第三方平台（如亚马逊、eBay 等），代理国内一二线品牌以及自有品牌在各大平台运营，合作方包括中兴、华为、海尔、联想、大疆等，自有品牌有 Suaoki、Langria 等数十个，目前自有品牌占比超第三方平台收入 20%。

**第二、前海帕拓逊**

前海帕拓逊 2016 年实现营收 12.9 亿元，同比增长 177%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 157%。目前跨境通占有前海帕拓逊 90%股权，前海帕拓逊 2017/2018 年承诺净利润不低于 8800/11200 万元。

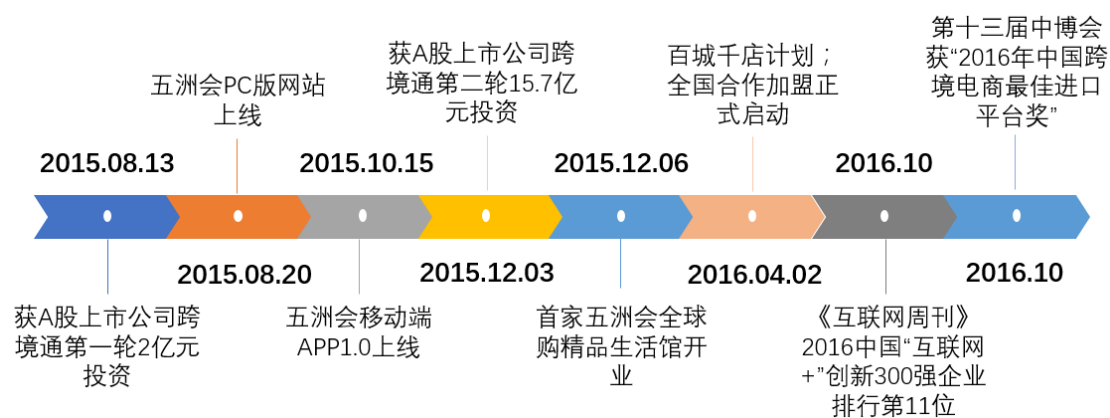
帕拓逊 80%产品在亚马逊平台销售，目前大部分收入源自自有品牌，旗下有 MPOW、VICTSING、VICTEC、PATUOXUN 等多个自有品牌，与优质一线品牌代工厂合作。帕拓逊以打造极致单品（智能电子产品）为模式，旗下的蓝牙运动耳机、香薰机均获得德国设计大奖，在欧美市场有良好口碑。

**进口 B2C 业务。** 环球易购旗下自营进口电商五洲会是目前进口 B2C 业务主体，另外公司拟收购优壹电商，扩大进口 B2C 业务布局。公司定增项目拟投入 11.8 亿元大力建设跨境进口电商平台。

**第一、五洲会**

2016 年五洲会实现营业收入 4.23 亿元，归母净利润-5300 万元，目前已实现单月盈利。五洲会产品涵盖母婴、个护美妆、营养保健、家居等多个品类

**图 5 五洲会发展历程**



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

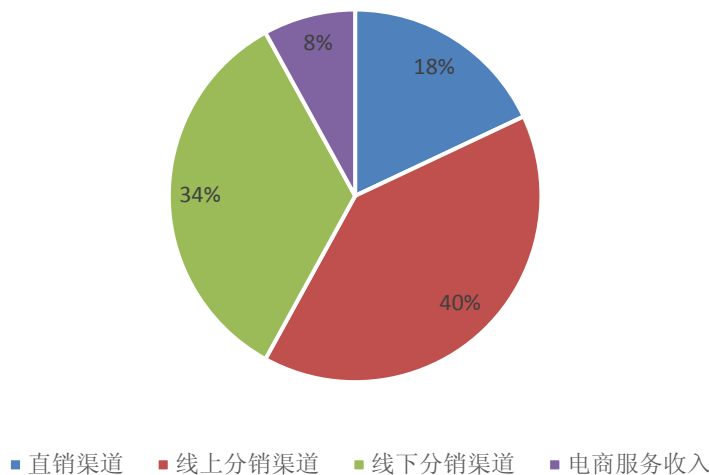
五洲会的渠道包括线上销售、线下分销和门店零售。线上由自营平台和第三方平台（京东商城、天猫国际、微信商城）保税或直邮销售，线下或者批发给经销商销售，或者设立门店零售。五洲会目前拥有 5 万平米的保税仓（广州、深圳、宁波、杭州）和线下门店约 100 家。线下门店分为五洲会全球购（大店）和五洲会 Ai+（小店），大店面积在 100-300 平米之间，2500 个 SKU，主要开设在万达广场等 Shopping Mall，小店面积在 50-60 平米之间，1200 个 SKU，开设在靠近消费者的社区。

## 第二、优壹电商

公司拟以 17.9 亿元收购优壹电商 100% 股权，设立业绩承诺 2017-2019 年净利润不低于 1.3/1.7/2.1 亿元。2016 年优壹电商实现营业收入 20.11 亿元，同比增长 26.33%，扣非后净利润 9795 万元，同比增长 44.95%。

优壹电商业务分为产品销售和电商服务，产品销售涵盖 B2C（第三方平台）以及 B2B 多渠道分销（线上如京东、苏宁、唯品会以及天猫次级分销商等，线下渠道如孩子王、爱婴岛、沃尔玛等），盈利来自于购销价差，是公司主要收入来源；另外公司提供全方位的电商代运营服务（涵盖物流、数字营销等），盈利来自于服务费。公司的客户主要有达能（奶粉）、辉瑞（保健品）、丝塔芙（个护）等等，母婴产品占收入额 90% 以上。

图 6 公司业务结构一览



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

未来的增长点：

1 母婴用品市场保持快速增长，尤其是线上母婴市场，受益于二胎政策放开以及对健康安全产品的需求，公司有望迎来新一轮增长。

2 拓展合作品牌，将与达能的成功合作经验推广应用到其他品牌。公司前五大供应商占总采购 99%，，第一大供应商是达能集团，占比 89%。公司陆续引入了辉

请务必阅读正文之后的免责条款部分

瑞（保健品）、雀巢（食品）等品牌合作方，单一供应商的业务占比逐渐降低，突破增长瓶颈。

3 升级电商代运营服务能力，进行多平台运营，提供一站式物流支持，介入数字营销领域。公司是菜鸟物流的合作伙伴，拥有超过 100 人的专业物流团队，超过 4 万平米的高标准仓库，涵盖从代理报关、检验检疫、入库检查、物流配送等全方位服务；另外公司与本土 4A 广告公司合作进入数字营销领域。

**出口 B2B 业务。**主流出口 B2B 盈利模式由通过信息撮合收取会员费演变为通过综合性服务（通关、仓储、后端金融支持）等提升附加值，收取交易佣金和服务费。2015 年公司着手通过 Chinabrands 和其他分销渠道，发展 B2B 出口业务，变更定增项目原用于进口“品牌推广”的 4 亿元建设 B2B 平台。

**供应链服务。**五洲会旗下跨境翼、货通天下提供供应链金融和仓储物流服务，目前体量较小。另外公司拟出资 1.4 亿元参与设立山西跨境通宝互联网小额贷款公司，占股 70%，为上游供应商提供融资（库存质押等形式），为下游消费者设计消费分期产品，助力电商主业发展。

#### 管理层股权激励到位，业绩条件大概率实现。

公司在 2015 年 4 月和 2015 年 12 月向包括总经理徐佳东在内的多名核心技术骨干授予 1800 万份股票期权和 1800 万股限制性股票。目前 2015/2016 年业绩均已兑现，2017 年 3 月已有 240 万份期权行权上市。

**表 1 跨境通股权激励计划**

授权日	数量	对象	行权/授予价格	业绩条件
2015.4	1800 万份期权	徐佳东及核心骨干 11 人	行权价 6.76 元/股	以 2014 年为基数 2015 年净利增速≥200%，环球易购净利≥1 亿（实现） 2016 年净利增速≥350%，环球易购净利≥1.55 亿（实现） 2017 年净利增速≥550%，环球易购净利≥2.25 亿
2015.12	1800 万股股票	徐佳东及核心骨干 14 人	转让价 11.33 元/股	以 2015 年为基数 2016 年净利增速≥20%，环球易购净利≥2.05 亿（实现） 2017 年净利增速≥70%，环球易购净利≥2.85 亿 2018 年净利增速≥100%，环球易购净利≥3.55 亿

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

#### 盈利预测：

我们看好公司在“B2C+B2B”、“出口+进口”、“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”等领域进行综合战略布局，打造立体、多元的跨境电商综合生态圈，未来仍有较强并购预期。暂不考虑优壹电商并表，预测 2017E/2018E/2019E 对应 EPS0.52/0.81/1.10 元，当前股价对应 2017 年 35xPE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

库存积压风险；并购项目推进不及预期；跨境电商政策变动风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5567	7371	8879	10796
现金	1493	1000	1000	1000
应收账款	561	734	1011	1307
其它应收款	150	211	318	381
预付账款	495	928	1022	1223
存货	2573	4498	5529	6885
其他	295	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1542	1539	1524	1509
长期投资	45	64	64	64
固定资产	123	110	96	82
无形资产	25	25	25	25
其他	1349	1340	1339	1338
<b>资产总计</b>	7108	8910	10403	12305
<b>流动负债</b>	2356	3181	3473	3750
短期借款	641	894	468	332
应付账款	856	1435	2043	2446
其他	859	852	961	973
<b>非流动负债</b>	503	504	504	504
长期借款	391	391	391	391
其他	112	113	113	113
<b>负债合计</b>	2859	3685	3977	4254
少数股东权益	43	73	113	163
股本	1429	1429	1429	1429
资本公积	2152	2152	2152	2152
留存收益	745	1570	2732	4306
归属母公司股东权益	4206	5152	6313	7887
<b>负债和股东权益</b>	7108	8910	10403	12305

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	-1059	-911	453	141
净利润	428	771	1202	1624
折旧摊销	25	15	15	15
财务费用	11	23	26	6
投资损失	-41	0	0	0
营运资金变动	-1619	-1743	-834	-1524
其它	138	23	44	21
<b>投资活动现金流</b>	-818	-19	0	0
资本支出	81	0	0	0
长期投资	-499	19	0	0
其他	-1236	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2851	437	-453	-141
短期借款	452	254	-426	-136
长期借款	391	0	0	0
普通股增加	785	0	0	0
资本公积增加	952	0	0	0
其他	272	184	-26	-6
<b>现金净增加额</b>	997	-493	0	0

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	8537	15068	22078	29163
营业成本	4410	8439	12772	17468
营业税金及附加	3	7	9	13
营业费用	3348	5274	7286	9041
管理费用	220	347	464	583
财务费用	11	23	26	6
资产减值损失	49	12	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	41	0	0	0
<b>营业利润</b>	537	967	1508	2038
营业外收入	5	3	3	4
营业外支出	5	2	2	3
<b>利润总额</b>	537	968	1509	2039
所得税	109	197	307	415
<b>净利润</b>	428	771	1202	1624
少数股东损益	34	30	40	50
<b>归属母公司净利润</b>	394	741	1162	1574
EBITDA	572	1004	1549	2058
EPS (元)	0.28	0.52	0.81	1.10

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	115.5%	76.5%	46.5%	32.1%
营业利润	163.2%	80.1%	56.0%	35.2%
归属于母公司净利润	133.8%	88.2%	56.8%	35.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.3%	44.0%	42.2%	40.1%
净利率	4.6%	4.9%	5.3%	5.4%
ROE	9.4%	14.4%	18.4%	20.0%
ROIC	12.2%	14.9%	20.2%	21.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.2%	41.4%	38.2%	34.6%
净负债比率	36.09%	34.88%	21.61%	17.00%
流动比率	2.36	2.32	2.56	2.88
速动比率	1.25	0.88	0.94	1.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.67	1.88	2.29	2.57
应收账款周转率	20	23	25	25
应付账款周转率	6.93	7.37	7.34	7.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.52	0.81	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.74	-0.64	0.32	0.10
每股净资产(最新摊薄)	2.94	3.60	4.42	5.52
<b>估值比率</b>				
P/E	64.93	34.50	22.01	16.24
P/B	6.08	4.96	4.05	3.24
EV/EBITDA	44	25	16	12

## 公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
**推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间  
**中性：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间  
**回避：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

## 行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
**中性：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
**看淡：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
高驰,中投证券纺织服装行业研究助理,香港城市大学应用经济学硕士,中山大学岭南学院金融学学士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司财富研究部**

公司网站:

<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编: 200082 传真: (021) 62171434