

公司研究/首次覆盖

2017年05月15日

商业贸易/电子商务 II

投资评级: 买入 (首次评级)

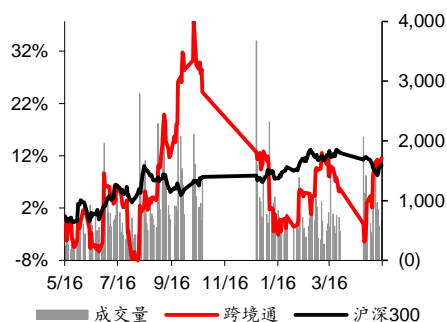
当前价格(元): 18.09  
合理价格区间(元): 24.3~27

**许世刚** 执业证书编号: S0570512080004  
研究员 025-83387508  
xushigang@htsc.com

**张坚** 0755 82364269  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

**丁浙川** 021-28972086  
联系人 dingzhechuan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 跨境电商龙头, 打造立体生态圈

## 跨境通(002640)

### 好行业: 传统外贸遭遇瓶颈, 出口 B2C 电商渗透率迅速提升

作为新兴贸易业态, 跨境电商缩短了流通环节, 提高了交易效率。同时随着扶持政策的密集落地、互联网技术的普及、支付及物流等基础设施的不断完善, 跨境电商交易规模快速提升, 中国制造业性价比优势及丰富的产品供给使得中国成为最受全球网购消费者欢迎的海淘国家。据阿里研究院数据统计, 2015 年我国出口 B2C 金额为 5032 亿元, 同比增长约 60%。预计 2020 年跨境电商 B2C 出口额将达到 2.16 万亿元, 2015-2020 年年均增幅约 34%, 出口 B2C 万亿空间仍待挖掘。

### 好公司: 出口 B2C 电商绝对龙头, 竞争优势明显

环球易购主营电子和服装产品, 得益于精准的产品、客户和营销定位, 环球易购自成立以来一直保持高速增长, 2016 年收入同比+92%, 净利润同比+104.7%, 远超行业平均增速。凭借领先的大数据分析能力及规模优势, 2016 年公司期间费用率减少 8.56 个百分点, 竞争优势逐步凸显。子公司前海帕拓逊以自有品牌为主, 目前已以高品质高性价比建立了一定的影响力, 目前业务已经覆盖 20 多个国家和地区, 在消费类电子产品的多个细分品类占据主导地位。2016 年帕拓逊收入 12.9 亿元, 同比增长 177%, 归母净利润为 1.14 亿元, 同比增长 158%, 业绩亮眼, 公司业绩屡超此前承诺。

### 新亮点: 发力进口电商, 打造跨境双向立体生态圈

公司 2015 年开始进军跨境进口业务, 打造进出口双向跨境平台, 以期发挥供应链、渠道方面的协同效应。“五洲会”采用原产地品牌直采的供货方式和自营的运营模式, 主打母婴用品、美妆个护、食品保健、居家个护等类目, 定位上专注于进口大牌商品的特卖。目前“五洲会”在最关键的供应链和物流方面已经具备一定竞争优势。此次公司拟收购的优壹电商是国内领先的全球优品专供与电商贸易综合服务商。主要围绕国内中高端家庭的生活消费场景, 深度挖掘目标群体的消费需求, 业务包括产品销售和电商服务。目前收入以母婴产品为主, 运营服务能力突出。优壹电商的收购将丰富公司供应链资源、提高品牌运营能力, 协同效应显著。

### 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

暂不考虑优壹电商业绩贡献, 预计 2017-2019 年收入分别为 146/214/291 亿元, 分别同比增长 70.66%、47.04%、35.78%。归母净利润分别为 7.79/12.37/18 亿元, 分别同比增长 97.74%、58.87%、45.47%。作为跨境电商唯一纯正标的, 目前行业尚无可对标公司, 从 PEG 角度出发, 考虑到公司 2016-2019 年利润年均复合增速为 66%, 给予公司 2017 年 45-50 倍 PE (PEG 为 0.68-0.76), 对应目标价 24.3-27 元。首次覆盖给予“买入”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: 跨境电商政策的不确定性; 海外政策风险; 并购整合效果不达预期; 行业竞争加剧。

## 公司基本资料

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股)     | 1,432       |
| 流通 A 股 (百万股)  | 743.09      |
| 52 周内股价区间 (元) | 14.91-33.13 |
| 总市值 (百万元)     | 25,896      |
| 总资产 (百万元)     | 6,806       |
| 每股净资产 (元)     | 3.06        |

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 3,961  | 8,537  | 14,569 | 21,422 | 29,087 |
| +/-            | 370.51 | 115.53 | 70.66  | 47.04  | 35.78  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 168.39 | 393.77 | 778.63 | 1,237  | 1,800  |
| +/-            | 403.39 | 133.85 | 97.74  | 58.87  | 45.47  |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.12   | 0.28   | 0.54   | 0.87   | 1.26   |
| PE (倍)         | 153.19 | 65.51  | 33.13  | 20.85  | 14.33  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 公司简介：跨境电商龙头，业绩高速增长，激励机制到位 .....        | 4  |
| 跨境电商龙头，营收利润高速增长 .....                  | 4  |
| 股权为纽带绑定核心高管，激励机制到位 .....               | 5  |
| 行业分析：传统外贸遭遇瓶颈，出口 B2C 电商渗透率迅速提升 .....   | 6  |
| 外贸新模式，出口 B2C 电商快速发展 .....              | 6  |
| 内在驱动因素：传统外贸遇冷，海外需求出现碎片化和网购化 .....      | 7  |
| 外在驱动因素：扶持政策密集落地，配套条件日益成熟 .....         | 9  |
| 竞争格局：大行业、小公司，行业集中度提升空间大 .....          | 14 |
| 发展趋势：品牌化、强供应链、精细化管理是必然趋势 .....         | 16 |
| 新兴市场呈高速增长态势，品类从 3C、服装向多品类延伸 .....      | 16 |
| 社交媒体改变了信息传播的规律，品牌化是必然趋势 .....          | 17 |
| 强供应链资源、精细化管理，自营出口电商进入拼效率阶段 .....       | 18 |
| 出口电商板块：行业绝对龙头，竞争优势明显 .....             | 19 |
| 环球易购：规模优势逐步凸显；精细化营销费用率显著降低 .....       | 19 |
| 前海帕拓逊：自有品牌为主导，业绩快速增长，已经具备一定品牌影响力 ..... | 22 |
| 进口电商板块：“出口+进口”打造跨境双向立体生态圈 .....        | 23 |
| 受益消费升级，进口电商蓬勃发展 .....                  | 23 |
| 搭建进口电商平台“五洲会”，打造跨境双向立体生态圈 .....        | 23 |
| 收购优壹电商，切入母婴领域跨境进口 .....                | 24 |
| 增资跨境翼，优化供应链服务水平 .....                  | 28 |
| 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级 .....                | 30 |
| PE/PB - Bands .....                    | 30 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1：公司发展历程图 .....                       | 4  |
| 图表 2：跨境通收入及同比增速 .....                    | 5  |
| 图表 3：跨境通归母净利润及同比增速 .....                 | 5  |
| 图表 4：公司前十大股东（截止 2017 年一季度） .....         | 5  |
| 图表 5：公司股权激励情况 .....                      | 5  |
| 图表 6：中国跨境电商交易规模快速增长 .....                | 6  |
| 图表 7：中国跨境电商零售（B2C）出口规模 .....             | 7  |
| 图表 8：近年来我国进出口贸易出现明显下滑 .....              | 7  |
| 图表 9：跨境电商最直观的改变是流通环节的缩短和交易效率的提高 .....    | 8  |
| 图表 10：全球跨境 B2C 电商与其他相关指标增速比较 .....       | 8  |
| 图表 11：2014-2020 年全球跨境 B2C 电商市场增长趋势 ..... | 9  |
| 图表 12：出口电商相关政策 .....                     | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 13: 不同物流模式对比 .....                                  | 11 |
| 图表 14: 海外仓储模式.....                                     | 11 |
| 图表 15: 跨境支付体系日益完善 .....                                | 12 |
| 图表 16: 出口电商主要结汇方式 .....                                | 12 |
| 图表 17: 亿赞普跨境电商服务框架 .....                               | 13 |
| 图表 18: 各开放式平台优劣势对比 .....                               | 14 |
| 图表 19: 2016 年主要跨境出口电商收入及增速.....                        | 15 |
| 图表 20: 2016 年主要跨境出口电商利润及增速.....                        | 15 |
| 图表 21: 主要自营出口电商比较 .....                                | 15 |
| 图表 22: 分地区跨境 B2C 电商市场规模与增长率 (%) .....                  | 16 |
| 图表 23: 2015 年中国出口跨境电商卖家品类交易额分布情况表 .....                | 17 |
| 图表 24: Facebook 分地区月活跃用户数 .....                        | 17 |
| 图表 25: 环球易购经营模式 .....                                  | 19 |
| 图表 26: 跨境通运用大数据分析, 选取销量高、利润率高、受欢迎程度高且用户满意度高的明星产品 ..... | 20 |
| 图表 27: 环球易购用户数量快速增长 .....                              | 20 |
| 图表 28: 环球易购月访问量和转化率快速提升 .....                          | 20 |
| 图表 29: 环球易购 SKU 数量 (2012-2016) .....                   | 20 |
| 图表 30: 环球易购平台月均重复购买率 (2012-2016) .....                 | 20 |
| 图表 31: 环球易购收入及同比增速 .....                               | 21 |
| 图表 32: 环球易购利润及同比增速 .....                               | 21 |
| 图表 33: 跨境通各项支出收入比 .....                                | 21 |
| 图表 34: 中国跨境电商零售 (B2C) 进口规模 .....                       | 23 |
| 图表 35: 五洲会海外自建仓库.....                                  | 24 |
| 图表 36: 优壹电商业生态 .....                                   | 25 |
| 图表 37: 优壹电商主营产品品牌 .....                                | 25 |
| 图表 38: 优壹电商主要合作母婴品牌 .....                              | 25 |
| 图表 39: 优壹电商主营营养保健品牌 .....                              | 25 |
| 图表 40: 优壹电商主要个护美妆品牌 .....                              | 25 |
| 图表 41: 优壹电商渠道体系 .....                                  | 26 |
| 图表 42: 优壹电商各渠道主营收入占比 .....                             | 26 |
| 图表 43: 优壹电商各渠道主营毛利占比 .....                             | 26 |
| 图表 44: 优壹电商运营服务能力突出 .....                              | 27 |
| 图表 45: 优壹电商净利润预测 (业绩承诺数据) .....                        | 27 |
| 图表 46: 跨境翼业务生态 .....                                   | 28 |
| 图表 47: 盈利预测 .....                                      | 30 |
| 图表 48: 跨境通历史 PE-Bands .....                            | 30 |
| 图表 49: 跨境通历史 PB-Bands .....                            | 30 |

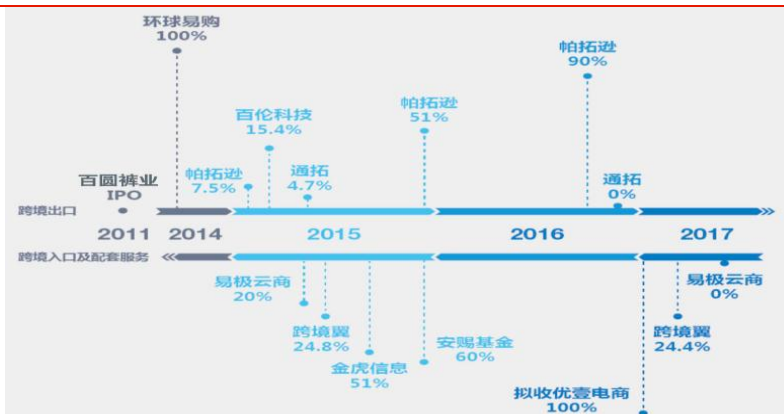
## 公司简介：跨境电商龙头，业绩高速增长，激励机制到位

### 跨境电商龙头，营收利润高速增长

跨境通前身为百圆裤业连锁经营股份有限公司，是国内最早从事连锁经营的服装销售企业之一。公司通过特许加盟与直营销售相结合的连锁经营模式，通过品牌推广、终端渠道建设、产品设计开发和供应链管理，组织公司自有品牌百圆裤装的批发与零售，产品包括男女西裤、休闲裤、牛仔裤。近年来，公司多次获得了中国特许经营领域的最高奖项——“中国特许奖”，是国内服装行业中唯一获得该奖项的企业。

2014年公司以10.32亿“现金+股权”方式收购出口电商龙头环球易购100%的股权，自此公司主业从服装销售转型为跨境电商业务，跨境电商业务成为公司收入、利润主要来源。继收购环球易购跻身出口电商龙头之后，公司又收购了前海帕拓逊（90%的股权）、广州百伦（15.4%的股权），出口电商龙头地位进一步夯实。同时从2015年开始公司又启动进口电商项目，上线了自营进口电商平台“五洲会”、陆续投资了跨境翼（22.874%的股权）、优壹电商（本次收购完成后将拥有优壹电商100%股权），“出口+进口”跨境双向立体生态圈初具雏形。

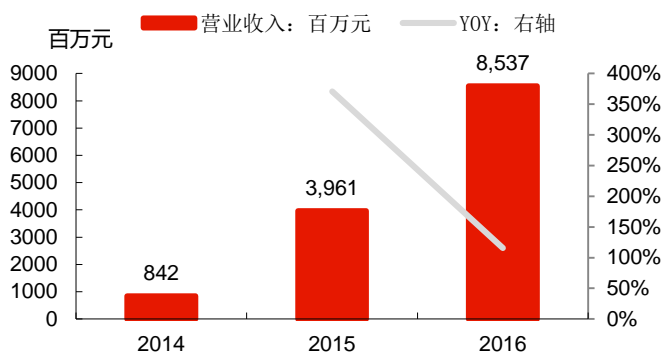
图表1：公司发展历程图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所（百分比表示公司持股比例）

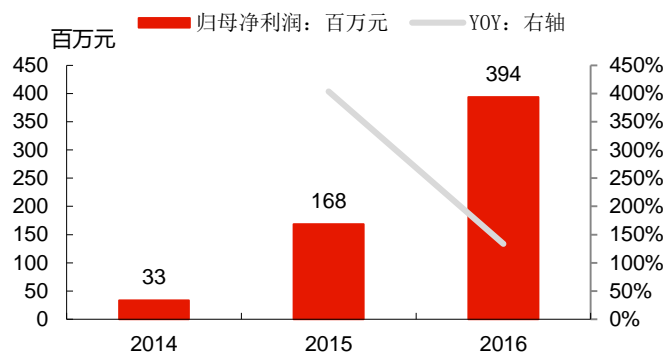
**出口 B2C 业务为主导，营收、利润双双高速增长。**2016 年公司收入 85.4 亿元，同比增长 50.72%；归母净利润为 3.9 亿元，同比增长 82.05%。目前公司以跨境出口 B2C 业务为主，其中环球易购 2016 年跨境出口业务收入 67.4 亿元，同比增长 85%，归属于母公司净利润 3.9 亿元，同比增长 135.47%。前海帕拓逊实现收入 12.9 亿元，同比增长 177%，归母净利润为 1.14 亿元，同比增长 158%。环球易购 70% 以上收入来自于自营网站销售，30% 收入来自于第三方平台，前海帕拓逊目前大部分收入来自于自有品牌收入。进口业务方面，2016 年环球易购进口（五洲会）实现收入 4.2 亿元，同比增长 426%，2016 年进口业务亏损 0.5 亿元，但 2016 年 12 月已经实现单月盈利。

图表2: 跨境通收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 跨境通归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 股权为纽带绑定核心高管, 激励机制到位

公司实际控制人为杨建新、樊梅花夫妇。杨建新为新余睿景企业管理服务有限公司实际控制人, 拥有睿景公司 90.62% 的股权。截止 2017 年 3 月 31 日, 杨建新、樊梅花夫妇合计持有公司 31.43% 的股权。从公司前十大股东来看, 公司副董事长、副总经理、环球易购董事长、总经理徐佳东持股 18.47%, 环球易购董事李鹏臻持股 4.3%。同时, 公司积极实施股权激励计划, 先后于 2015 年 4 月和 2015 年 12 月向徐佳东及公司中层管理人员、核心骨干授予 1800 万份股票期权、1800 万股限制性股票。公司以股权为纽带, 绑定收购标的核心高管, 激励机制到位。

图表4: 公司前十大股东 (截止 2017 年一季度)

| 股东名称                         | 持股数量(股)     | 占总股本比例(%) | 备注                        |
|------------------------------|-------------|-----------|---------------------------|
| 杨建新                          | 283,360,500 | 19.79     | 公司实际控制人, 董事长, 总经理         |
| 徐佳东                          | 264,470,320 | 18.47     | 公司副董事长, 副总经理; 环球易购董事长、总经理 |
| 樊梅花                          | 166,639,500 | 11.64     | 公司实际控制人                   |
| 李鹏臻                          | 61,485,514  | 4.30      | 环球易购董事                    |
| 珠海横琴安赐文化互联叁号股权投资基金企业(有限合伙)   | 33,566,430  | 2.34      | 定增基金                      |
| 招商银行股份有限公司-富国低碳环保混合型证券投资基金   | 33,344,766  | 2.33      |                           |
| 新余睿景企业管理服务有限公司               | 25,980,000  | 1.81      | 实际控制人杨建新                  |
| 吴斌                           | 22,957,461  | 1.60      |                           |
| 信达澳银基金-上海银行-定增 19 号资产管理计划    | 20,979,018  | 1.47      | 定增基金                      |
| 中国工商银行股份有限公司-富国新兴产业股票型证券投资基金 | 14,576,859  | 1.02      |                           |
| 合计                           | 927,360,368 | 64.77     |                           |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司股权激励情况

| 方式   | 数量                                 | 激励对象                                | 业绩条件   | 授权日             | 行权价/转让价                                 | 行权/解锁方式                         | 执行情况                                      |
|------|------------------------------------|-------------------------------------|--|-----------------|---|---------------------------------|---|
| 股票期权 | 300 万份<br>(2016 年 11 月调整为 1800 份)  | 共 12 人。公司部分董事、核心骨干; 环球易购董事、高管、核心骨干。 | 以 2014 年业绩为基准: 2015 年公司净利润增长不低于 200%; 环球易购净利润不低于 1 亿 (已实现); 2016 年公司净利润增长不低于 350%; 环球易购净利润不低于 1.55 亿 (已实现); 2017 年公司净利润增长不低于 550%; 环球易购净利润不低于 2.25 亿   | 2015 年 4 月 28 日 | 40.75 元/份<br>(2016 年 11 月调整为: 6.76 元/份) | 未来 36 个月内按 20%:20%:60% 的比例分三期行权 | 目前已有 240 万份期权行权, 行权股份已于 2017 年 3 月 28 日上市 |
| 股票   | 900 万股<br>(2016 年 11 月调整为 1800 万股) | 共 15 人。公司部分董事、核心骨干; 环球易购董事、高管、核心骨干。 | 以 2015 年业绩为基准: 2016 年公司净利润增长不低于 20%; 环球易购净利润不低于 2.05 亿 (已实现); 2016 年公司净利润增长不低于 70%; 环球易购净利润不低于 2.85 亿 (已实现); 2017 年公司净利润增长不低于 100%; 环球易购净利润不低于 3.55 亿。 | 2015 年 12 月 4 日 | 22.72 元<br>(2016 年 11 月调整为 11.3335 元/股) | 未来 36 个月内按 20%:30%:50% 的比例分三期解锁 |   |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



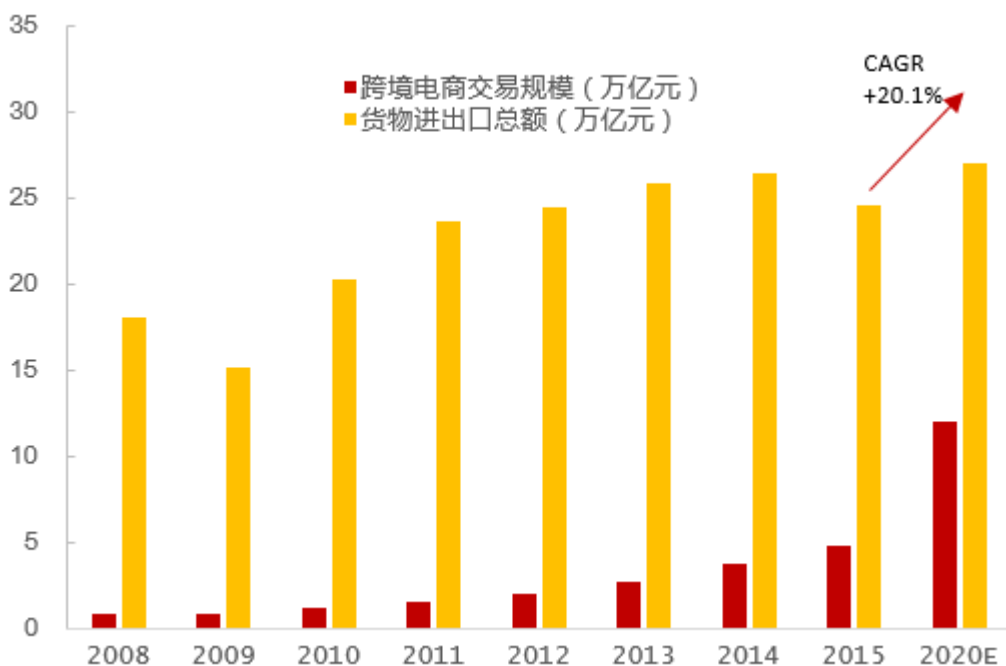
## 行业分析：传统外贸遭遇瓶颈，出口 B2C 电商渗透率迅速提升

### 外贸新模式，出口 B2C 电商快速发展

跨境电商是指分属于不同关境的交易主体通过电子商务平台达成交易，进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。依照进出境货物的流向，跨境电商可以分为出口电商和进口电商两个类别。其中，出口电商是指卖家基于电子商务平台完成信息发布、订单确认、支付、结汇等（部分或全部）步骤，借助跨境物流将我国生产的商品出口至国外，卖家（出口主体）一般为生产厂商或自营式电商平台本身；与之相反，进口电商是指国内买家在（国内或国外的）电子商务平台上挑选、购买国外商品，由跨境物流直接完成配送，买家（进口主体）多为终端消费者。

受全球经济增速放缓，国内劳动成本上升等多重因素影响，近年来我国进出口贸易增速出现下滑，但作为新兴贸易业态，跨境电商交易规模却大放异彩，占进出口贸易份额比重持续提升。据阿里研究院发布的《2016年跨境电商发展报告》，2015年，中国跨境电商交易规模达4.8万亿元，同比增长28%。预计2020年，跨境电商市场交易规模将达12万亿元，2015-2020年年均复合增速为20.1%。跨境电商交易额占中国进出口总额比重将从2015年的19.5%提升到2020年的37.6%。

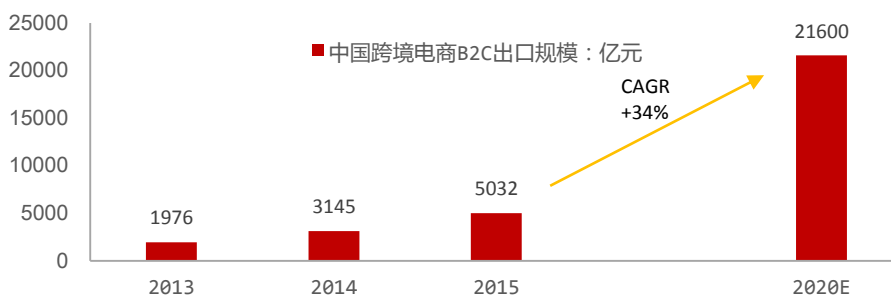
图表6：中国跨境电商交易规模快速增长



资料来源：商务部，海关总署，艾瑞，易观，阿里研究院，华泰证券研究所

**市场瓶颈远未到，出口 B2C 万亿空间待挖掘。**按业务模式分，中国跨境电商目前以 B2B 为主，2015 年 B2B 占跨境电商总额的 84.3%，跨境电商零售(B2C)市场份额仅占 15.7%。但跨境电商 B2C 增长强劲，根据阿里研究院数据统计，2015 年我国跨境电商 B2C 交易额为 7512 亿元，同比增长 69%，其中出口 B2C 金额为 5032 亿元，同比增长约 60%；进口 B2C 金额 2480 亿元，同比增长 92%。预计 2020 年跨境电商 B2C 出口额将达到 2.16 万亿元，2015-2020 年年均增幅约 34%，出口 B2C 万亿空间仍待挖掘。

图表7：中国跨境电商零售（B2C）出口规模



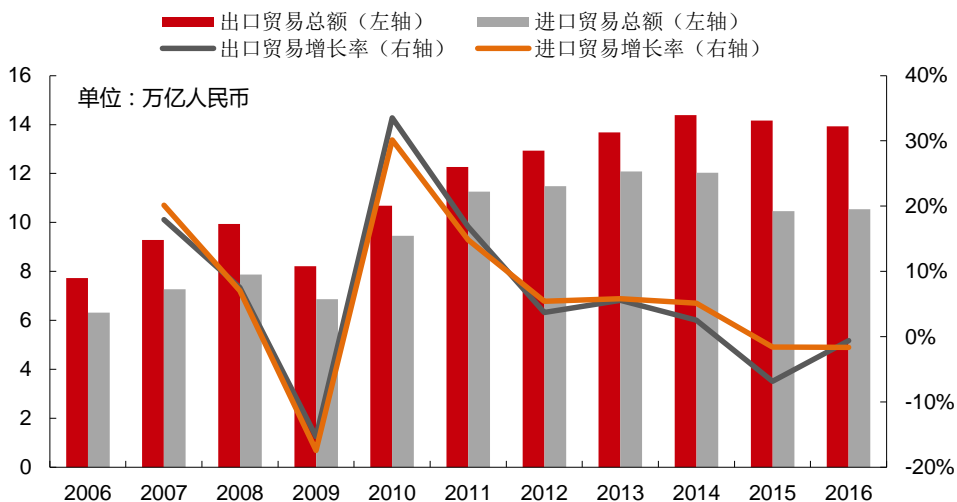
资料来源：商务部，阿里研究院，华泰证券研究所

### 内在驱动因素：传统外贸遇冷，海外需求出现碎片化和网购化

改革开放以来，依靠低廉的劳动力、土地成本等比较优势，我国迅速建立起以“三来一补”为特色的出口导向型经济。对外出口常年保持快速增长，国家也因连年顺差积累了大量外汇储备。2001年入世的成功，进一步奠定了我国作为出口大国的全球地位，“中国制造”性价比全球领先。

但受到世界经济复苏缓慢、国内劳动力成本上升以及贸易摩擦加剧等影响，近年来我国外贸进出口额出现明显下滑。全球市场对价廉物美的中国制造需求仍在，但趋于更加谨慎，具体表现即为国内企业所接订单开始碎片化，以往依赖国外大订单的出口模式路越走越窄。传统外贸模式过度依赖传统销售、流通环节众多、订单周期长、利润空间低等问题逐渐暴露出来，制约着中小传统外贸型企业的发展。

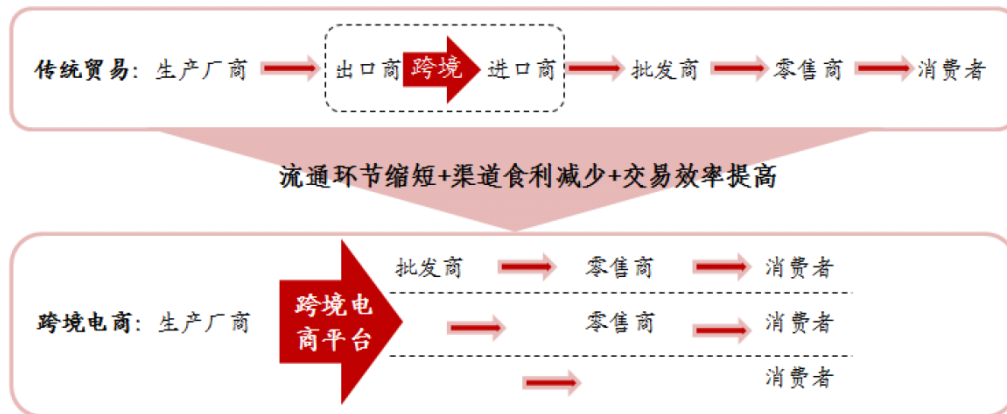
图表8：近年来我国进出口贸易出现明显下滑



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**跨境电商缩短了流通环节，提高了交易效率，交易规模持续提升。**相较于传统的国际贸易，跨境电商通常具有信息获取成本降低、支付便捷等优势；通过跨境电商这一载体，一国商品跨境交易能有效减少大量中间环节，提高交易效率。一些敏锐意识到这一变化并眼光前瞻的企业，包括早前主营OEM、ODM代工的工厂、贸易公司，纷纷将视野拓展到出口电商，以适应新的贸易环境。面向中小企业的交易型出口B2B平台和B2C平台迎来了高速增长期，传统外贸“集装箱”式的交易逐渐被碎片化的新型出口模式替代。跨境电商作为基于互联网的新兴运营模式，正在重塑中小企业国际贸易格局。

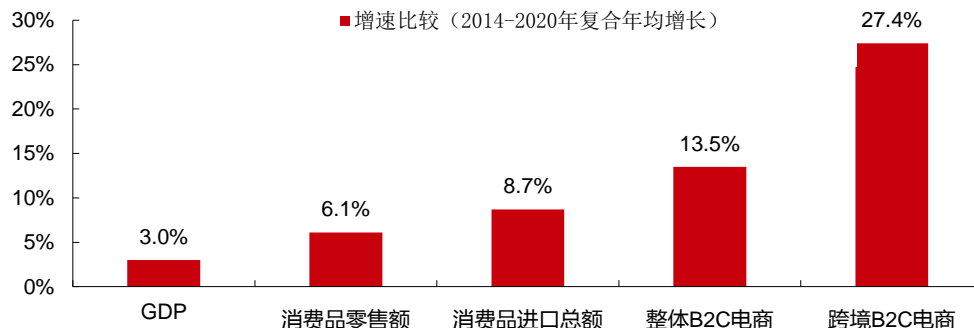
**图表9：跨境电商最直观的改变是流通环节的缩短和交易效率的提高**



资料来源：华泰证券研究所

与外贸供给渠道变革相对应的是，海外消费者全球网购需求在近年得到快速发展。根据阿里研究院与埃森哲联合发布的全球跨境 B2C 电商趋势报告，随着互联网，尤其是基于智能手机和平板电脑的移动互联网不断渗透，以及支付和物流等基础设施不断完善，近年来全球跨境 B2C 电商市场增长迅速，2014 年全球跨境 B2C 电商市场规模超过 2300 亿美元，2020 年将达到近 1 万亿美元，2014-2020 年年均复合增速高达 27.4%。届时跨境 B2C 电商消费者总数也由 2014 年的 3.09 亿人增加到 2020 年的 9.43 亿人，年均增幅 20.4%。到 2020 年，接近半数的网上消费者会进行跨境网上消费。

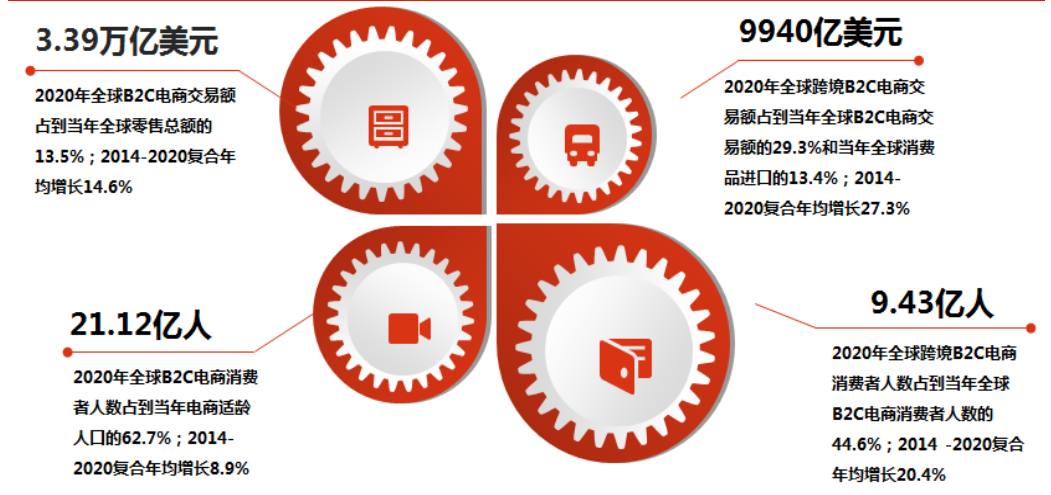
**图表10：全球跨境 B2C 电商与其他相关指标增速比较**



资料来源：EIU, World Bank&埃森哲分析, 华泰证券研究所



图表11： 2014-2020 年全球跨境 B2C 电商市场增长趋势



资料来源：EIU, ISI, World Bank&amp;埃森哲分析, 华泰证券研究所

中国制造大受全球市场欢迎，中国已经成为最受全球网购消费者欢迎的海淘国家。2016年11月 PayPal 和 Ipsos 联合发布了《2016 第三届全球跨境贸易报告》，该研究调查了来自 32 个国家 28,000 多名国内和跨境网购消费者的消费习惯，研究发现自 2013 年 PayPal 发布全球跨境贸易报告以来，中国已经成为最受全球网购消费者欢迎的海淘国家（21% 的受访消费者表示过去一年曾在中国网站进行海淘），选择中国网站进行海淘的消费者比例最高，其次是美国（17% 的受访消费者表示过去一年曾在美国网站进行海淘）和英国（13%）。而 2013 年 7 月发布的首次全球跨境贸易报告中，美国（45%）排名第一（即选择美国网站海淘的消费者比例最高）、英国（37%）排名第二、中国（26%）排名第三。在全球所有受访消费者中，有 76% 的消费者表示之所以选择海淘而不是在本国购物是因为前者的价格更加优惠，65% 表示是因为海淘可以买到许多本国没有的商品，价格更加优惠和产品品类更加丰富是消费者选择海淘的重要原因。中国制造业性价比优势及丰富的产品供给使得中国成为了最受全球网购消费者欢迎的海淘国家。

### 外在驱动因素：扶持政策密集落地，配套条件日益成熟

#### 软环境之政策：规范+保驾，奠定跨境电商发展基础

扶持政策为出口电商快速发展保驾护航。随着跨境电商的发展，国家出台了一系列相关政策法规规范出口的流程，在加强监管的同时，为出口电商的通关、支付、汇兑、税收等环节提供便利化措施。跨境电商政策法规的制定和完善，是跨境电子商务快速发展的基础。特别是 2013 年 9 月商务部等 9 部委发布的《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》，首次明确指出需要为出口电商制定新的针对性监管模式，扶持出口电商发展。新的监管模式均要求出口电商与监管机构实现数据对接和信息共享，在此基础上便于监管机构对电商企业进行更全方位的监管和提供更便捷的服务措施。

**图表12： 出口电商相关政策**

| 时间          | 制定单位       | 政策名称   | 意义   |
|-------------|------------|--|--|
| 2012 年 12 月 | 发改委、海关总署   | 中国跨境贸易电子商务服务试点工作部署会                              | 中国跨境贸易电子商务服务试点工作全面启动，郑州、上海、重庆、杭州、宁波，作为五个试点城市将“先行先试”。                     |
| 2013 年 2 月  | 国家外汇管理局    | 《支付机构跨境电子商务外汇支付业务试点指导意见》                         | 确定在上海、北京、重庆、浙江、深圳等 5 个地区开展支付机构跨境电子商务外汇支付业务试点。                            |
| 2013 年 8 月  | 商务部等 9 个部门 | 《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》                        | 将跨境电子商务零售出口纳入海关的出口贸易统计，提出了对跨境电子商务零售出口的支持政策以及出口检验、收结汇等 6 项具体措施。           |
| 2013 年 11 月 | 质检总局       | 《国家质检总局关于支持跨境电子商务发展的意见》                          | 提出出台措施，使跨境电商贸易便利化的原则性意见。   |
| 2013 年 12 月 | 财政部、税务总局   | 《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》                            | 明确出口跨境零售的退税细则。   |
| 2014 年 1 月  | 海关总署       | 海关总署公告 2014 年第 12 号《关于增列海关监管方式代码的公告》             | 海关总署特别针对跨境电商增设了监管方式代码“9610”。   |
| 2014 年 4 月  | 国家税务总局     | 《关于外贸综合服务企业出口货物退(免)税有关问题的公告》                     | 明确了外贸综合服务企业可作为退税主体的情形，明确了对外贸综合服务企业作为退税主体的要求。                             |
| 2014 年 5 月  | 国务院        | 《关于支持外贸稳定增长的若干意见》                                | 提出出台措施使跨境电商贸易便利化的原则性意见。  |
| 2014 年 7 月  | 海关总署       | 海关总署公告 2014 年第 56 号《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》 | 进一步明确对跨境电商的监管，区分了货物和物品的概念，对于两者将采用不同的监管方案。                                |
| 2014 年 7 月  | 海关总署       | 海关总署公告 2014 年第 57 号《关于增列海关监管方式代码的公告》             | 增列海关监管方式代码“1210”，全称“保税跨境贸易电子商务”，赋予了跨境电商保税进口合法身份。                         |
| 2015 年 3 月  | 国务院        | 《关于同意设立中国(杭州)跨境电子商务综合试验区的批复》                     | 重点突破，着力在跨境电子商务各环节先行先试，打造跨境电子商务完整的产业链和生态链                                 |
| 2015 年 5 月  | 国家质检总局     | 《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》                  | 对跨境电子商务的检验检疫工作进行了针对性的安排和举措   |
| 2015 年 5 月  | 海关总署       | 《关于调整跨境贸易电子商务监管实行“全年监管海关作业时间和通关时限要求有关事宜的通知》      | 海关对跨境贸易电子商务监管实行“全年(365 天)无休日、货到海关监管场所 24 小时内办结海关手续”的作业时间和通关时限要求          |
| 2016 年 1 月  | 国务院        | 关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复                  | 同意在天津市、上海市、重庆市、合肥市、郑州市、广州市、成都市、大连市、宁波市、青岛市、深圳市、苏州市等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区。 |

资料来源：国务院，海关总署，华泰证券研究所

**硬环境之物流：成本与效率持续优化**

跨境电商是分属不同关境的交易主体之间的贸易活动，因而在跨境电商经营中，物流成为至关重要的一个环节。物流成本与物流效率关乎跨境服务的用户体验，成为影响跨境电商行业发展的关键性因素之一。

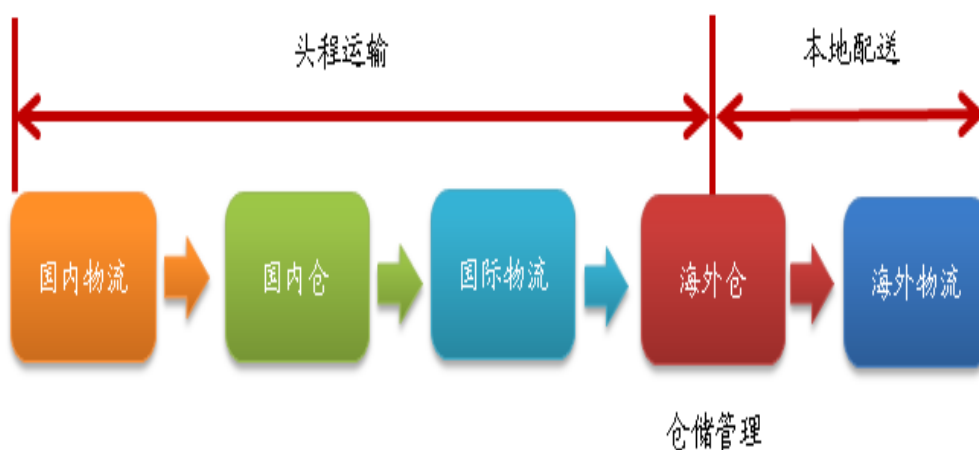
对于出口 B2C 电商而言，由于多为金额小频次高的订单且讲求运达时效，国内卖家多采用空运的方式。根据承运方不同和套餐差异，目前已有邮政包裹、国际快递、专线物流、传统外贸物流+海外仓等多种物流服务可供选择，物流成本和效率持续优化。

**图表13： 不同物流模式对比**

| 方式                           | 优点  | 缺点   |
|------------------------------|---|--|
| 中国邮政小包                       | 邮政网络基本覆盖全球，比其他任何物流渠道都要广。而且，由于邮政一般为国营，有国家税收补贴，因此价格非常便宜   | 重量（限重 2 千克）尺寸限制；一般以私人包裹方式出境，不便于海关统计，也无法享受正常的出口退税；速度相对较慢；丢包率高 |
| 四大国际快递：<br>DHL/FedEx/UPS/TNT | 速度快、服务好、丢包率低，尤其是发往欧美发达国家非常方便。   | 价格昂贵，且价格资费变化较大。一般跨境电商卖家只有在客户强烈要求时效性的情况下才会使用，且会向客户收取运费        |
| 中邮 EMS 及国内快递公司国际快递业务         | 速度较快，费用低于四大国际快递巨头，EMS 在中国境内的出关能力强   | 由于并非专注跨境业务，相对缺乏经验，对市场的把控能力有待提高，路向（目的国）数量比较有限                 |
| e 邮宝（ePacket, EMS）           | 速度较快，费用远低于普通国际 EMS，出关能力强  | 仅限 2 千克以下包裹；路向（目的国）数量相对更少；上门取件城市有限                           |
| 专线物流                         | 集中大批量货物发往目的地，通过规模效应降低成本，因此，价格比商业快递低，速度快于邮政小包，丢包率也比较低。   | 相比邮政小包来说，运费相对较高，而且在国内的揽收范围相对有限                               |
| 传统外贸物流+海外仓                   | 用传统外贸方式走货到仓，可以降低物流成本；可提供灵活可靠的退换货方案，提高了海外客户的购买信心；发货周期缩短，发货速度加快，可降低跨境物流缺陷交易率。此外，海外仓可以帮助卖家拓展销售品类，突破“大而重”的发展瓶颈。 | 有库存压力，最佳适用于库存周转快的热销单品；对卖家在供应链管理、库存管控、动销管理等方面提出了更高的要求         |

资料来源：全球速卖通，出口易，华泰证券研究所

**图表14： 海外仓储模式**



资料来源：华泰证券研究所

**硬环境之资金流：第三方支付越发完善**

跨境电商的发展离不开在线支付的支持。在跨境电子商务的高速增长的刺激下，网上支付的需求日益强烈，特别是第三方支付的应用大大提升了境外购物时支付的交易效率，实现快速的发展。

伴随着跨境支付市场的不断扩大,跨境电商收付汇/结售汇问题成为制约跨境电商进一步发展的因素。对于出口 B2C 电商而言,在 2013 年扶持政策出台前,由于通常采取不走商业报关的形式(报样品、赠品走邮件报关)的方式,因此无法按照一般出口贸易模式在收到外币付款后进行结汇。面对此结汇难题,出口电商平台及卖家通常采取以下四种方式进行应对:(1)通过境内个人账户、(2)在境外设立离岸公司、(3)境内汇丰 ATM 取现、(4)“地下钱庄”。个人账户以及汇丰 ATM 机取现均有金额限制,费时繁琐,因而不适于交易额较大的企业;境外离岸公司存在进入壁垒,地下钱庄则处于法律灰色地带。

随着第三方支付机构的业务扩张和监管部门对其相关外汇业务进行规范性松绑,支付的汇兑难题预计将得到解决。第三方支付为跨境电商企业提供更加阳光的资金交易通道,有望成为主要的支付方式。

图表15: 跨境支付体系日益完善

| 企业类型      | 企业名称   | 服务/产品             | 服务类别        | 服务对象                        | 支付卡/币种  | 结算币种    | 覆盖地区                |
|-----------|--------|-------------------|-------------|-----------------------------|---|---------|---------------------|
| 境内第三方支付企业 | 支付宝    | 海外购               | 进口 B2C      | 支付宝会员                       | 人民币   | 外币      | 港澳台、日韩、英美、意大利、澳大利亚等 |
|           |        | 外卡支付              | 出口电商        | 境外持卡人                       | MasterCard、VISA 国际信用卡(人民币通道)                            | 人民币     | 全球主要国家和地区           |
|           | 快钱     | 国际收汇              | 出口电商        | 需拓展国际业务的外商企业                | Visa、MasterCard、American Express、JCB 等主流国际信用卡、PayPal 账户 | 人民币     | 全球主要国家和地区           |
| 境内传统金融机构  | 银联     | 互联网认证支付服务(银联在线支付) | 进口 B2C、出口电商 | 银联卡持卡人                      | 人民币/银联卡   | 外币      | 香港、日本、美国等           |
|           |        | 境外 ATM 取款和刷卡消费    | 国际卡业务       | 银联卡持有人                      | 外币/银联卡(开通境外受理业务)  | 人民币     | 亚太、欧美、非洲、澳洲等        |
| 境外支付企业    | PayPal | 外贸一站通             | 出口电商、国际卡业务  | 需拓展国际业务的外商企业、PayPal 合作银行卡用户 | 全球超过 15,000 家银行卡、信用卡、PayPal 账户                          | 商家所在地货币 | 全球主要国家和地区           |

资料来源:艾瑞咨询,华泰证券研究所

图表16: 出口电商主要结汇方式

| 结汇方式                 | 优势              | 缺点                         |
|----------------------|-----------------|----------------------------|
| 境内个人账户结汇             | 流程简单,易操作        | 年度结汇总额为 5 万美元              |
| 离岸公司收汇+境内办事处/贸易代理结汇等 | 资金进出自由,无金额限制    | 需设立离岸公司,成本大,不适合小型电商企业      |
| 境内汇丰 ATM 机取现         | 流程简单,易操作        | 每天只能取 2 万港币或者等值人民币         |
| 地下钱庄                 | 迅速,无金额限制        | 存在钱庄卷款潜逃的可能,风险大,且在我国尚属违法行为 |
| 第三方支付                | 安全便捷,操作简单,无金额限制 | 仅指试点跨境支付的第三方支付企业,尚属于新业务    |

资料来源:国家外汇总局,华泰证券研究所

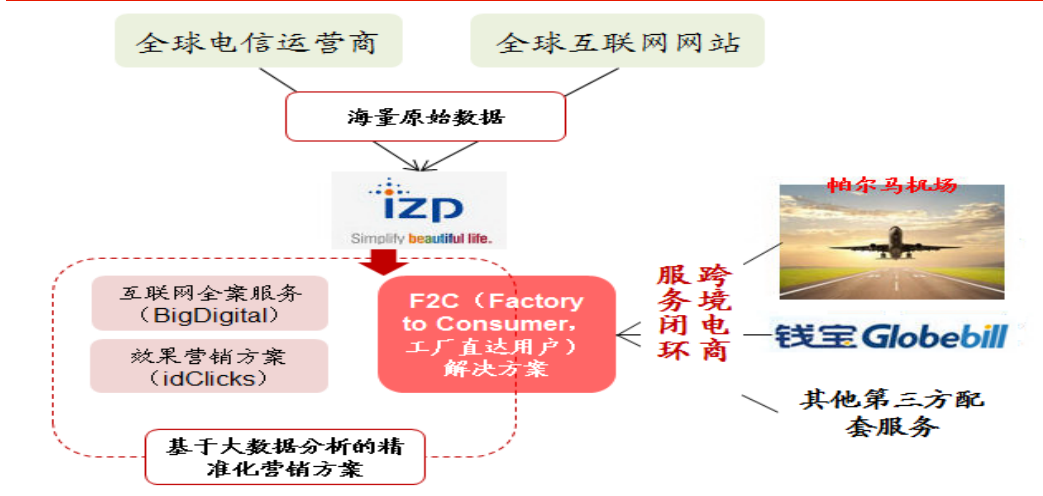
**硬环境之信息流：大数据+云计算作用日益突出**

电子商务用户的需求、购物环节的体验和反馈是电商运营的核心。从商品需求到后续的物流配送和售后服务，都会产生大量的数据和海量的信息流。随着社交网络、移动互联网和云计算技术的兴起，日志、音频、视频、图像等数据以指数级在增长，海量数据的收集与分析也成为现实。大数据时代的到来，正在给电商行业带来重大变革。

在传统国际贸易领域，由于既有的经营模式特点，贸易企业多年来并未形成深度的数据积累，因而在大数据时代到来后常显被动。而电子商务天生带着互联网的基因，其对互联网行业发展有着高度的敏感性，如今纷纷借助大数据，将过去基于直觉或者粗放式的经营决策替代成更为科学、精准的大数据范式。具体来看，跨境电商企业可以基于大数据对供需数据进行分析挖掘，预测需求量，测算供应量，在此基础上结合自身优势在搜索引擎 SEM/SEO、社交网络 SNS、广告联盟、邮件等维度实现更加精准的营销；通过采购市场的数据，商家可以及时调整产品生产乃至产品线，从而使得供应链更加灵活主动；此外，商家可以通过数据共享实现对物流与仓储的分析预测和实时管理，对实时物流订单进行监控，并对突发事件进行快速反应。

以亿赞普为例，该公司从合作的电信运营商及互联网网站获得海量原始数据，从中提炼出有价值信息来辅助营销决策。亿赞普已在全球 89 多个国家搭建了覆盖 21 个跨国电信运营商、数十万网站和 8 亿用户的大数据平台，通过领先的大数据挖掘技术实时掌握全球消费者动态，对不同国家和地区进行市场分析，为加入到该平台的企业提供基于大数据的端到端营销服务，企业的商品可以由此直接面向全球消费者进行销售。在大数据营销服务之外，亿赞普通过并购的方式对跨境支付（钱宝科技）和物流（帕尔马机场）进行布局，逐步建立起跨境电商的服务闭环。

图表17： 亿赞普跨境电商服务框架



资料来源：公司官网，华泰证券研究所



## 竞争格局：大行业、小公司，行业集中度提升空间大

从运营模式上看，出口 B2C 可以分为开放式和自营式，平台模式包括阿里速卖通、亚马逊、ebay、Wish 等，自营模式包括环球易购、兰亭集势、DX.com、海翼、傲基电商、波智高远等。

**开放型平台：**平台型电商为境内外贸易会员商户提供网络营销平台，传递供应商或采购商等合作伙伴的商品或服务信息，并帮助双方完成交易，盈利来源主要是通过交易价格上增加一定比例的佣金或者通过收取会员费、广告费等增值服务费。

目前开放型平台模式代表企业竞争格局相对稳定，亚马逊规模最大。除速卖通之外，其他三大平台主要盈利模式为交易佣金。在营销策略方面，除速卖通（类似外贸版淘宝）之外，其他开放式平台卖家营销推广方式不如淘宝丰富，搜索结果技术主导，平台给予新卖家更多展示机会，强调生态平衡。运营政策，其他开放式平台不鼓励过分运营（尤其是 Amazon），淡化店铺概念，每个卖家只能注册一个账号，在中国卖家擅长的品类上，同质化严重，复购率不高。

图表18：各开放式平台优劣对比

| 开放式平台 | 优势  | 劣势  |
|-------|---|---|
| 阿里速卖通 | 为消费者提供丰富的产品品类选项，涵盖服装配饰、鞋包、手机及通讯工具、美妆及健康、计算机网络、珠宝及手表、家居、玩具、户外用品等；用户流量较大，在部分新兴国家排名前列；拥有阿里巴巴、天猫、淘宝的卖家资源。   | 产品质量难以保证，物流/售后/退换货等客户体验方面一般，因此最初的目标市场欧美地区（服务要求较高）占比逐渐下降，新兴国家占比上升。 |
| ebay  | 品牌认同度高，买家资源丰富，在全球范围内拥有近 3 亿用户、1.2 亿的活跃用户，流量大，质量较好；品类丰富；支付系统强大，PayPal 拥有超过 1.32 亿活跃用户，支持 26 种货币；为吸引中国卖家入驻，成立专业团队提供一站式外贸解决方案，并提供跨境交易认证、业务咨询、专场培训、洽谈物流优惠等服务。 | 对产品掌控能力较弱，售后服务质量一般。   |
| 亚马逊   | 品类丰富，可选品种超过 500 万；品牌认同度高，用户流量大，质量较好；对入驻卖家要求较高，品质相对优于其他平台；自建物流中心，在全球有超过 80 个物流中心，除自营商品外，也为第三方卖家提供物流服务，物流体验较好。  | 尽管对卖家要求较高，但依然无法 100% 保证平台类商品的质量，若第三方卖家不选用亚马逊物流，物流体验也无法保证。         |

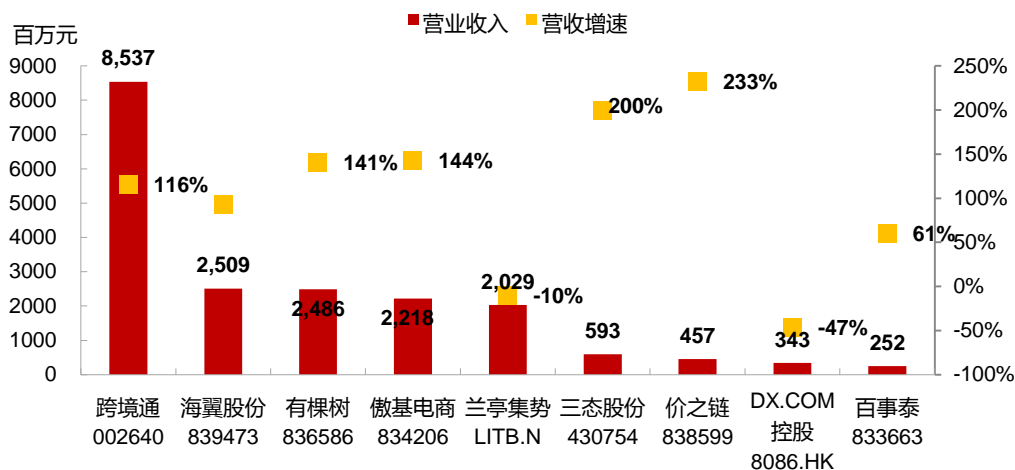
资料来源：中国电子商务研究中心，华泰证券研究所

**自营模式：**通过立足全球化、细分市场与创新模式，自营出口电商异军突起。与开放式平台企业提供信息+交易平台撮合交易，收取会员费或按交易额提成不同，自营电商往往采取买断式经营，拥有自己的供应商体系，盈利主要来自于经销差价。优质高效的供应链，强大的成本费用控制能力，以及精准营销是自营电商保有市场地位，获取市场竞争力的核心要素。目前业内较为知名的自营出口电商的代表有环球易购、兰亭集势、DX.com 等。

自营 B2C 平台呈高度分散情况，目前仍处于群雄逐鹿阶段，市场集中度低，即使是已经登陆资本市场的行业龙头，其规模较整个市场空间（万亿级别）相比仍显著偏小，仍然存在开拓和整合潜力。

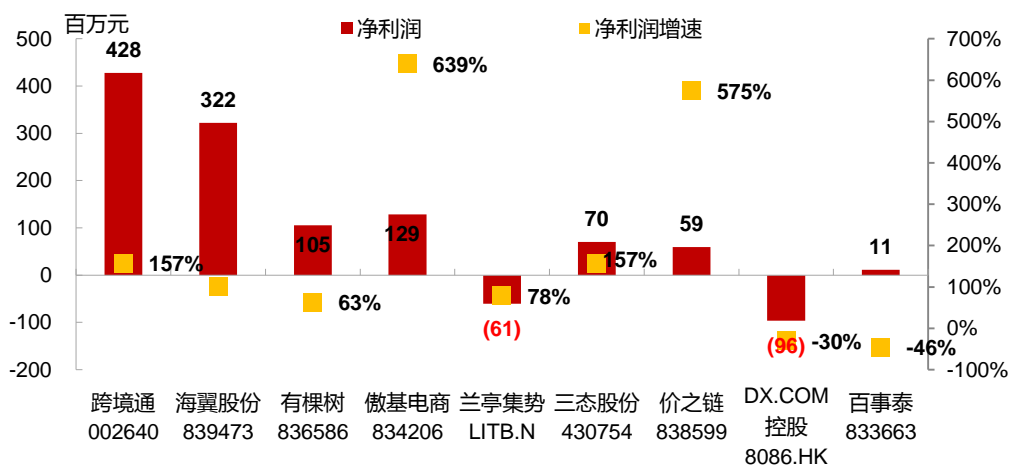
我们筛选了在已经上市的主流跨境出口 B2C 电商进行统计，在资本的助力下，除兰亭集势和 DX.COM 控股之外，2016 年其余主流出口跨境电商企业都实现了收入和利润的高速增长。但从行业集中度看，国内规模最大跨境出口 B2C 电商为跨境通，2016 年营收规模 85.4 亿元，相比于跨境电商零售出口 5000+ 亿元的总规模，目前行业集中度非常分散。

图表19: 2016年主要跨境出口电商收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 2016年主要跨境出口电商利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表21: 主要自营出口电商比较

| 项目    | 盈利模式   | 运营模式  | 产品特性           | 客户群体差异                | 物流模式  | 采购模式 |
|-------|--------|-------|----------------|-----------------------|-------|------|
| 环球易购  | 赚取采销差价 | 自营类为主 | 垂直类 (专注于服装、3C) | 海外客户, 直销全球200多个国家和地区  | 第三方物流 | 买断式  |
| 兰亭集势  | 赚取采销差价 | 自营类为主 | 综合类            | 海外客户, 主要集中于西欧、北美地区    | 第三方物流 | 买断式  |
| DX 控股 | 赚取采销差价 | 自营类为主 | 综合类            | 海外客户, 俄罗斯、巴西等新兴市场优势明显 | 第三方物流 | 买断式  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

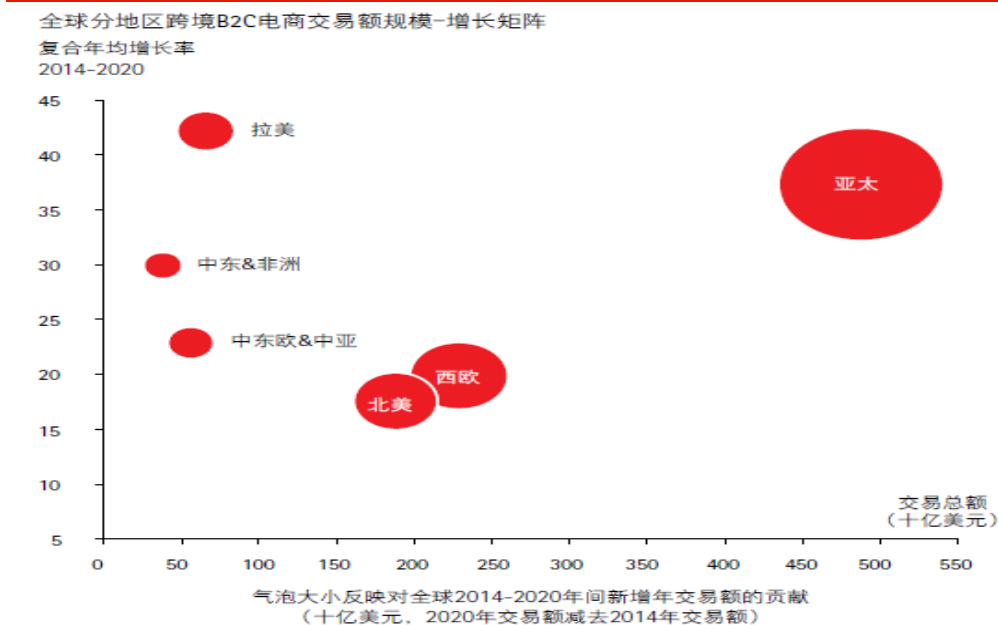
## 发展趋势：品牌化、强供应链、精细化管理是必然趋势

### 新兴市场呈高速增长态势，品类从3C、服装向多品类延伸

目前我国出口电商目标市场以欧美为主，主要是这些地区网购普及率较高、基础设施完善及相关政策的支持。近年来，随着新兴市场网购习惯的不断养成，互联网技术的普及和基础设施的完善，来自巴西、拉美等新兴市场的需求将进一步打开我国出口电商的空间。

据阿里研究院发布的《全球跨境 B2C 电商市场展望》，预计 2014-2020 年拉美、亚太、中东&非洲、中东欧&中亚、西欧、北美跨境 B2C 电商市场交易规模年均复合增速分别为 43%/38%/30%/23%/20%/18%。预计 2020 年亚太地区将成为全球最重要的跨境电商交易市场，跨境 B2C 电商交易规模将占到全球的 30%，西欧和北美尽管增速较缓，但庞大的基础仍然确保两个市场总共超过 30% 的新增市场交易额贡献。拉美、中东欧和中亚和中东、非洲则是快速增长的新兴市场。其中，拉美是继亚太之后的第二大新兴市场，超过 40% 的年均增速使之成为全球跨境 B2C 电商增长最快的地区。

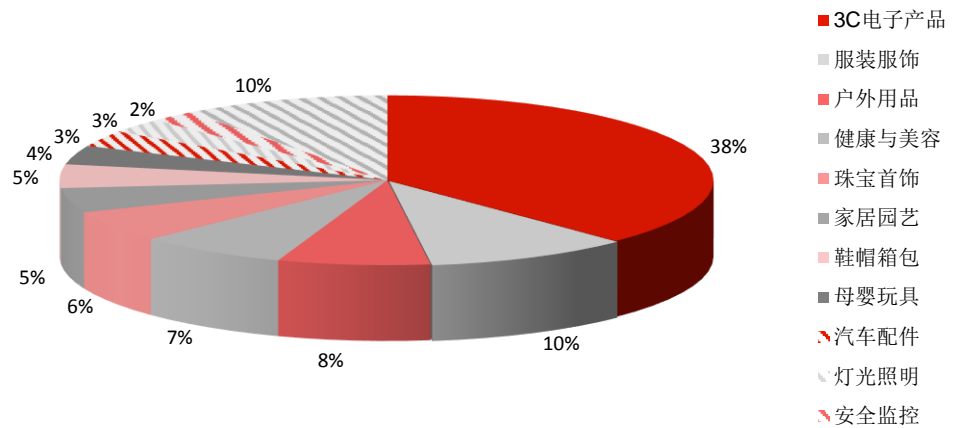
图表22：分地区跨境 B2C 电商市场规模与增长率（%）



资料来源：EIU, World Bank&埃森哲分析, 华泰证券研究所

**品类从3C、服装为主导向其他品类逐步延伸。**由于成本优势及商品本身标准化程度较高，3C 电子产品和服装一直是我国出口电商主导产品。根据中国电子商务研究中心统计，2015 年我国 3C 电子产品、服装服饰两大品类卖家在出口电商交易额中占比分别为 37.7%/10.2%，两者之和占比 47.9%。但户外用品、健康美容产品、家居园艺及汽配等毛利率相对较高的品类交易量也在不断提升，出口电商品类更加多元化

**图表23： 2015年中国出口跨境电商卖家品类交易额分布情况表**



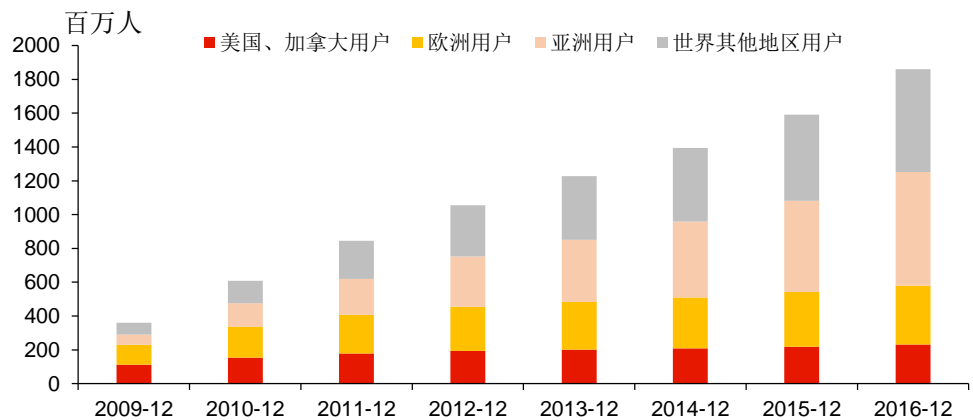
资料来源：中国电子商务中心，华泰证券研究所

### 社交媒体改变了信息传播的规律，品牌化是必然趋势

社交媒体改变了信息传播的规律，有利于品牌的塑造和传播。在 Facebook 为代表的社交媒体兴起之前，搜索引擎一直是跨境电商消费者获取信息的主要入口。几乎所有的出口电商都是通过搜索引擎关键字组合获取客户。搜索引擎获取客户的缺点是获客成本较高，并且品牌难以传播，竞争壁垒不容易积累。相较于从搜索引擎上得到的流量，社交媒体的留存和价值也很高（针对性更强，相对于搜索引擎更多依赖低价作为吸引手段，社交媒体通过口碑、品牌吸引消费者，这部分消费者不仅仅关注价格，更加关注品质，属于主流用户，对出口电商而言，粘性更高、价值也更高）。2007年 Facebook 月活跃用户数仅 5800 万，2016 年 Facebook 全球月活达到了 18.6 亿。社交媒体已改变了信息传播的规律，有利于品牌的塑造和传播。

另一方面，欧美经济重新复苏，海外消费者将开始思量品牌形象与价值，出口商品品牌化成为趋势。2008 年金融危机推动了出口电商的快速发展，海外消费者更多的是基于中国制造的低价和高性价比购买商品。但目前以美国为代表的欧美经济已经开始重新复苏，消费者将开始重新思量品牌形象与价值，而这部分人群是消费主流人群，社交媒体的发展也使得出口电商更容易接触到这部分人群，出口商品品牌化是趋势。

**图表24： Facebook 分地区月活跃用户数**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 强供应链资源、精细化管理，自营出口电商进入拼效率阶段

### 整合供应商资源，打造高效供应链

与平台式电商不同，自营电商盈利来源主要来自于进销差价，这就要求其必须具备高效的供应链整合能力。自营出口电商除了围绕电商平台的 IT 运营、支付、客服之外，还需对采购、仓储、物流等供应链前后端环节进行体系构建与效能提升。通过打造高效供应链，自营出口电商能够实现对采购成本更好的控制，同时还能够提高客户需求的响应效率。

### 立体营销吸引流量，提升粘性和复购率

对于所有的电商企业而言，流量是生命之本；而对于自营式出口电商，由于 SKU 规模相对平台式电商相对薄弱，盈利模式倚赖进销差价而更显得更“重”，因此，能否获得足够的流量来实现销售至为关键。

流量的来源主要分为免费和付费两大类，其中免费流量包括自然搜索、引荐流量、邮件营销、直接访问等方式；付费流量包括在线搜索和联盟广告等广告方式。不同的企业之间，会因为经营品类、思路等方面的差别而存在营销方式的差异，最终体现为费用水平的高低不同。通过合理运用适合自身平台的多种引流方式提高营销投资回报 ROI，提升客户粘性与复购率，在可控的费用率范围内增加营收规模，是自营出口电商有效引流、可持续扩张规模的关键。

### 借助大数据、海外仓等实现运营创新

从产品广告素材制作、网络媒体流量监控到在线广告投放和流量导入，依靠数据挖掘、用户行为分析和兴趣定位，大数据技术正在有效地提升自营出口电商所在整个产业链条的效率。打造领先大数据运营能力正成为环球易购等自营出口电商龙头的核心竞争力。除了更好的实现精准营销，降低无效营销投入，在大数据技术帮助之下，自营出口电商还可以紧盯乃至预判消费潮流来制定经营采购计划，提高商品的周转效率。

物流模式创新是自营出口电商正在积极探索的方向，建立海外仓、进行海外备货是其中之一。在出口电商经营中，直接与跨境物流机构（如 DHL、Fedex、UPS、邮政小包等）合作，由其在国内接单、取货后直接发往国外是主流方式。随着电商平台规模的扩大，对于配送速度、配送成本以及经营品类等方面提出新的需求。

在当地市场建立海外仓进行海外备货，有助于扩大经营品类（如更大更重的商品），提升买家的客户体验（发货更快，退换货更方便），也有助于物流成本的可控。



## 出口电商板块：行业绝对龙头，竞争优势明显

### 环球易购：规模优势逐步凸显；精细化营销费用率显著降低

环球易购成立于2007年，是专注于出口B2C行业的垂直类电商，主营产品为电子和服装产品。公司通过自营平台为主+第三方平台为辅的方式，以高性价比的中国制造产品，为全球用户提供物美价廉的海量选择，产品直销美国、加拿大、英国等全球200多个国家和地区。目前环球易购70%以上的收入来自于自营网站销售，30%收入来自于第三方平台。

图表25：环球易购经营模式



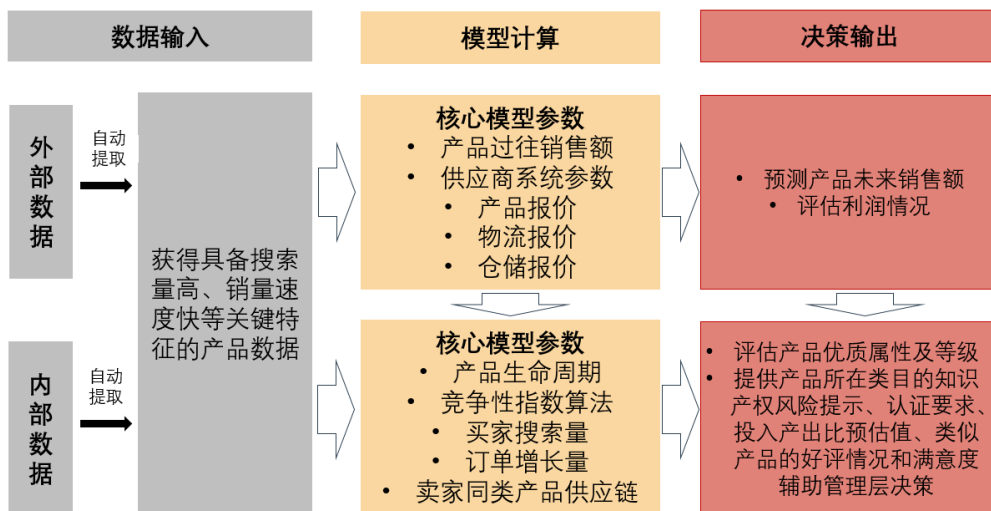
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前公司服装自营网站包括 Zaful、Rosegal、Dresslily、Sammydress，公司服装自营网站以设计师+买手制为主导模式，在线SKU 20余万个，日上新300余款，通过垂直细分，全方位覆盖欧美主要国家市场人群。电子为主营的自营网站 Gearbest，是跨境B2C领域绝对的第一大自营网站，是中国产品品牌出口首选电商合作伙伴。

环球易购30%收入来自于第三方平台（自营网站之外的销售平台统称为第三方平台，如Ebay，Amazon等），公司以代理的国内一二线品牌及自有品牌在各大平台进行运营，已合作的牌如中兴、华为、海尔、联想等，自有品牌如 Suaoki、langria 等数十个自有孵化品牌。目前自有品牌GMV占比超第三方平台收入的20%。合作的第三方平台除成熟的全球性平台之外，还积极拓展新兴市场及地方性平台，并基本实现本地化运营。公司以产品功能创新为驱动，以技术产权专利为壁垒，以树立客户体验超预期为宗旨，真正实现了多国家多语言多渠道多品类运营。公司在各大平台中也屡获殊荣，获Ebay 2016年销售额第一名金奖。

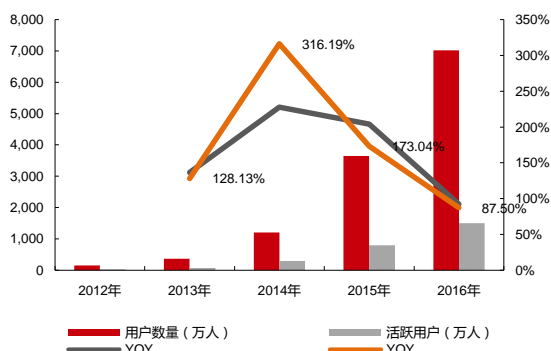
公司采用数据驱动型精准营销模式，利用数据挖掘、分析用户行为和兴趣，从产品广告素材制作、网络媒体流量监控、在线广告投放和流量导入进行大数据分析和精准营销推广。得益于精准的产品、客户和营销定位，环球易购自成立以来收入、利润一直保持高速增长。截止2017年3月31日，公司主要网站注册人数7830万人，月活跃用户人数1600万人，在线SKU37.2万个，流量转化率为1.43%，各项指标均逐年快速上升。2016年环球易购收入同比增长92%，净利润同比增长104.7%，远超行业平均水平。

图表26： 跨境通运用大数据分析，选取销量高、利润率高、受欢迎程度高且用户满意度高的明星产品



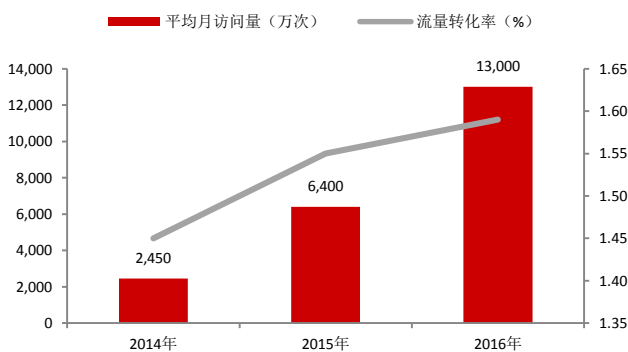
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 环球易购用户数量快速增长



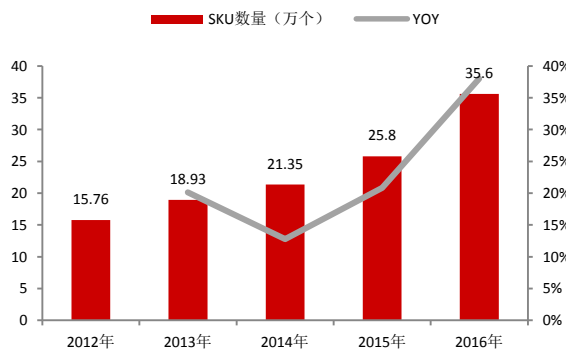
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28： 环球易购月访问量和转化率快速提升



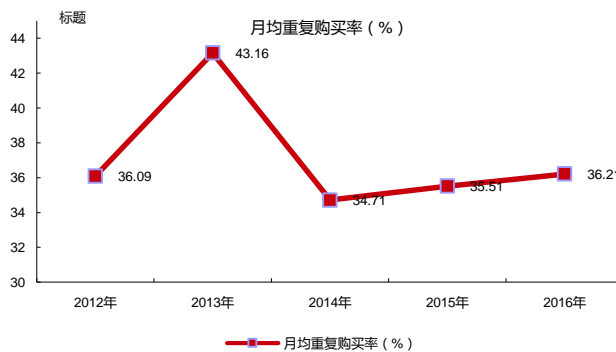
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29： 环球易购 SKU 数量 (2012-2016)



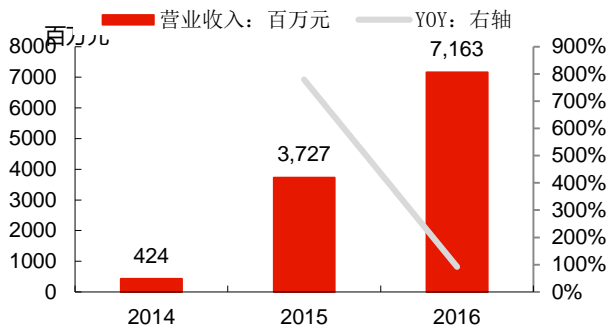
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表30： 环球易购平台月均重复购买率 (2012-2016)



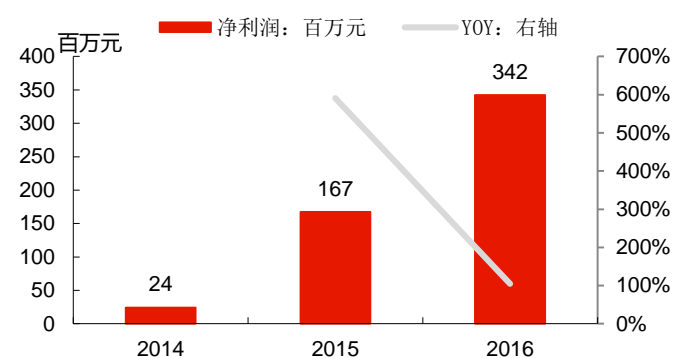
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表31: 环球易购收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

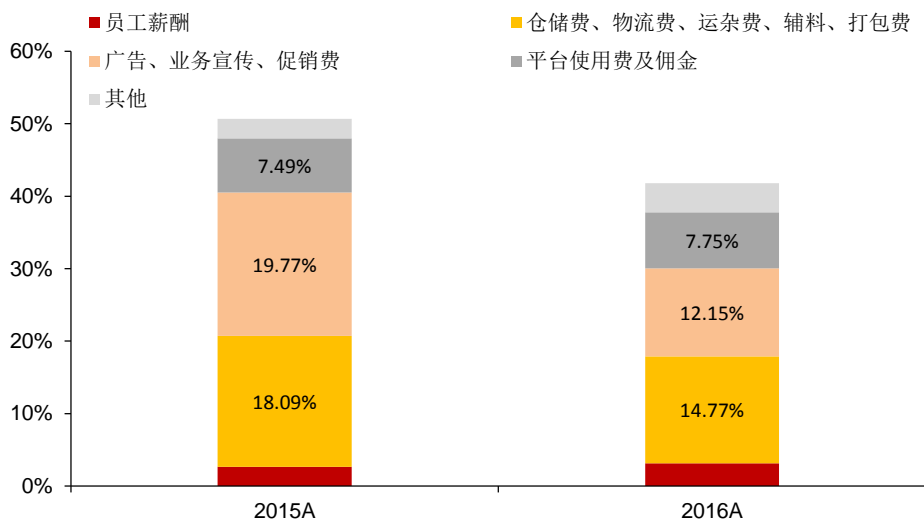
图表32: 环球易购利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

规模化逐步凸显, 精准营销, 仓储物流、广告及业务宣传费用率显著降低。对于电商企业, 仓储物流费、广告业务宣传费及平台使用费及佣金是其最大的费用支出, 从跨境通年报数据可以明显看出, 随着公司收入规模的扩张及公司自身对物流渠道的不断优化, 2016年公司仓储物流费用率从2015年的18.09%下降至14.77%, 同比减少3.32个百分点。同时公司越来越重视免费流量导入, 通过大数据进行精准营销, 2016年公司广告、业务宣传及促销费用率从2015年的19.77%下滑12.15%, 同比减少7.62个百分点。

图表33: 跨境通各项支出收入比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**前海帕拓逊：自有品牌为主导，业绩快速增长，已经具备一定品牌影响力**  
为了延伸公司在跨境电商领域的布局完整性，公司从2015年2月开始通过多次交易收购了前海帕拓逊90%的股权。

**依托第三方平台，打造自有品牌，目前已经具备一定影响力。**帕拓逊致力于将中国高品质的产品（各类基于无线和蓝牙电子产品，包括但不限于手机配件、汽车配件等）销售到全世界各地。公司收入主要来自 Amazon 等第三方平台收入，产品以自有品牌为主，营销方面已经建立多个基于欧美本土的营销模式（如基于社交网络的粉丝集群转化），未来将会朝着以本土化、品牌化、粉丝化的方向进一步深入发展。公司以设计创新为驱动，目前已经孵化三个基于欧美电商网络的品牌，如 mpow，以高品质高性价比建立了一定的影响力。目前公司业务已经覆盖 20 多个国家和地区，在消费类电子产品的多个细分类目占据了主导地位。

**业绩快速增长，屡超之前承诺。**2015年2月7日公司第一次注资帕拓逊，前海帕拓逊相关股东承诺，帕拓逊2015、2016年的净利润分别不低于2600万元和3900万元。2015年12月14日跨境通第二次注资，帕拓逊原股东将2015-2018年度净利润分别上调至不低于3800万元、6000万元、8000万元及10000万元。2016年10月8日，公司完成对帕拓逊90%的股权的收购，帕拓逊原股东再次上调业绩承诺，承诺帕拓逊在2016-2018年可实现的净利润分别不低于7000万元、8800万元及11200万元。

从实际经营情况看，2015年前海帕拓逊实现营业收入46,589万元，归属于母公司净利润4418万元。2016年实现营业收入128,878万元，比上年同期增长176.63%，归属于母公司净利润11,374万元，比上年同期增长157.48%。帕拓逊业绩表现非常亮眼，屡次远超业绩承诺。

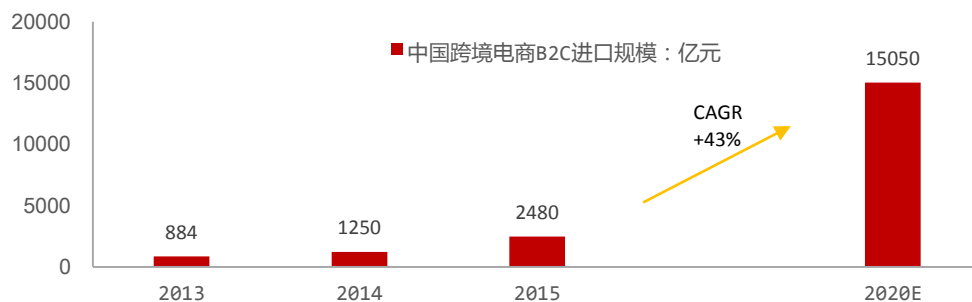
未来帕拓逊将计划继续深耕海外市场，开拓日本、俄罗斯、中东等新市场。与此同时，公司将进一步深化产品挖掘，强化目前主导产品，同时开发基于蓝牙的其他电子产品，发展前景广阔。从利润率角度看，近年来前海帕拓逊毛利率较为稳定，保持在55%-60%之间，2016年销售费用率为45.22%，为前海帕拓逊主要费用支出，其中，佣金及平台费、仓储物流费占比达到90%。随着公司收入规模的扩大，佣金及平台费、仓储物流费率有降低可能，为利润的进一步增长提供了动力。

## 进口电商板块：“出口+进口”打造跨境双向立体生态圈

### 受益消费升级，进口电商蓬勃发展

在居民消费升级、食品安全、个性化需求等因素共同驱动下，近年来我国海外商品消费需求呈现爆发式增长。为提高居民消费水平、减少海淘/代购造成的税收流失，推动国内消费和就业，政府不断出台政策推动跨境电商的发展。从阿里研究院统计的数据看，2015年我国进口B2C电商规模达2480亿元，预计2015-2020年年均复合增速将达43%，进口电商发展迅猛。

图表34：中国跨境电商零售（B2C）进口规模



资料来源：商务部，艾瑞，阿里研究院，华泰证券研究所

### 搭建进口电商平台“五洲会”，打造跨境双向立体生态圈

2015年8月环球易购旗下的子公司建立跨境进口电商平台“五洲会”，开始进军跨境进口业务，打造进出口双向跨境平台，以期发挥供应链、渠道方面的协同效应。“五洲会”采用原产地品牌直采的供货方式和自营的运营模式，主打母婴用品、美妆个护、食品保健、居家个护等类目，定位上专注于进口大牌商品的特卖。

### 资金到位布局全渠道，打造线下O2O门店

2015年8月13日和12月3日环球易购分两次向五洲会注资17.7亿元，又于2016年9月，定增募投11.77亿用于跨境进口电商平台建设项目，未来公司将要搭建覆盖自有平台、第三方平台、移动端、微商、O2O线下体验店的全渠道进口电商体系，并重点布局海外商品资源、跨境供应链、保税区仓储等资源。

资金到位后，五洲会积极发展线下门店，建立起独特的O2O分销体系。2015年12月，首家O2O体验店于深圳北站开业；2016年4月，首家全球购生活馆开业，并启动全国百城千店加盟计划。全球购精品生活馆精选全球优质商品，以海外直采为主(占比约60%)。O2O体验店的开设一方面将通过线上线下相互导流，全面提升客户消费体验，实现消费闭环；另一方面，有利于扩大品牌影响力，树立良好品牌形象。



### 仓储物流全球布局，优势显著

“五洲会”作为一家进口电商平台，在最关键的供应链和物流方面具备制胜优势。供应链方面，公司打造的多维供货体系涵盖自营海外直邮、自营保税区发货、保税区第三方供应商发货、海外第三方供应商直邮、海外代购，多维供货体系为公司应对“四八新政”提供了足够的灵活性。

仓储物流方面，五洲会目前主要采取保税备货形式，海外仓发货后直接进入国内保税仓，国内外仓库直接接驳。公司在广州、杭州地区和国内几大保税仓库——广州南沙、流花仓，杭州下沙、萧山仓以及宁波保税仓进行了合作，仓储面积超过 50000 平米，与京东、网易考拉等平台的规模不相上下。此外五洲会还依托环球易购的供应链优势，在美国、法国、英国、德国、澳大利亚等地建立了完善的供应链仓储服务体系。

图表35：五洲会海外自建仓库



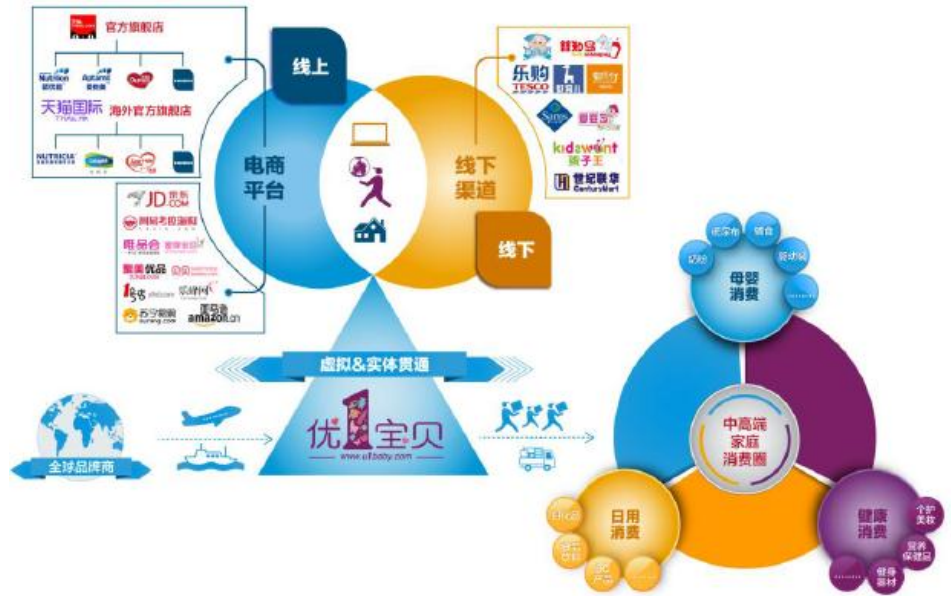
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 收购优壹电商，切入母婴领域跨境进口

为扩充跨境进口产品品类，通过在进口供应链以及渠道上的资源积累进一步形成协同效应。2016年12月8日，公司与周敏、龚炜、江伟强、沈寒、陈巧芸、李侃签署《资产购买协议》，拟以 17.9 亿元的对价，通过发行股份及支付现金的方式购买周敏、龚炜、江伟强、沈寒、陈巧芸、李侃分别持有的优壹电商 44.00%、35.00%、16.00%、2.50%、1.25% 和 1.25% 的股权。交易完成后，优壹电商将成为上市公司的全资子公司。

优壹电商成立于 2011 年 4 月，是国内领先的全球优品专供与电商贸易综合服务商。公司主要围绕国内中高端家庭的生活消费场景，深度挖掘目标群体的消费需求，业务包括产品销售和电商服务。目前公司销售产品以母婴产品为主，母婴产品销售额占据公司收入 90% 以上，在深度挖掘母婴群体需求同时，公司也正积极拓展营养保健品、个护美妆品等健康消费市场领域的家庭消费品市场。目前优壹电商已与达能集团、雀巢公司、蒙牛集团、辉瑞公司等世界 500 强知名企业，以及世界知名皮肤科药物品牌商高德美公司等多家境内外知名品牌建立良好的合作关系，为之提供一站式电商贸易与渠道运营综合服务，向消费者提供合作品牌商旗下的优质产品。

图表36： 优壹电商业生态



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37： 优壹电商主营产品品牌



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38： 优壹电商主要合作母婴品牌



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39： 优壹电商主营营养保健品牌



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表40： 优壹电商主要个护美妆品牌



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

线上线下全方位覆盖，运营服务能力突出。为实现优质产品的精准覆盖，优壹电商着力打造多渠道销售模式，线上线下渠道全方位开发。目前已覆盖包括电商直销平台（B2C）、第三方电商平台分销渠道（B2B 线上分销）以及线下实体终端如综合商超、专卖连锁店、个体商铺等（B2B 线下分销）在内的多种销售渠道。

公司 B2C 模式主要采用在天猫商城、天猫国际上开设线上品牌旗舰店方式，直面终端消费者销售产品。公司旗下诺优能官方旗舰店、爱他美官方旗舰店、dumex 多美滋官方旗舰店在天猫上婴幼儿奶粉及零食等细分行业内服务水平排名前列，且销量、流量转化率，销售业绩远超行业平均水平。

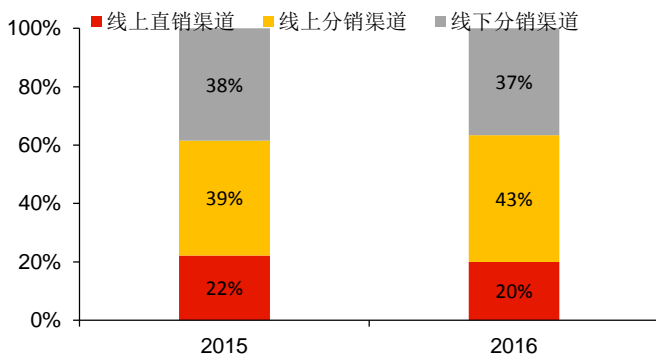
B2B 模式客户则既包括京东、苏宁易购、唯品会、聚美优品等第三方大型综合电商平台、平台注册分销商，也包括孩子王、爱婴岛、沃尔玛、Sam's Club 等国内大型综合零售商店、综合商超等以及社区终端店铺的实体店。

图表41： 优壹电商渠道体系



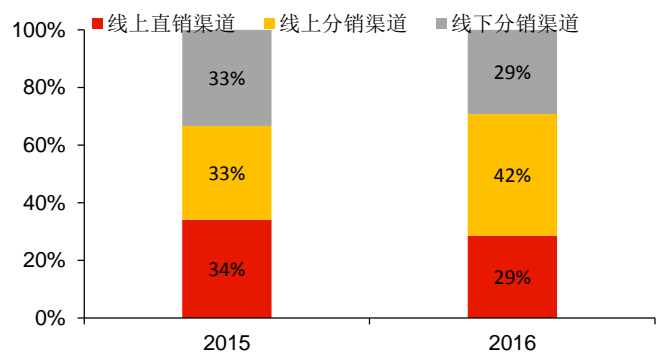
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42： 优壹电商各渠道主营收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43： 优壹电商各渠道主营毛利占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表44： 优壹电商运营服务能力突出**

| 店铺名称            | Nutrilon 官方旗舰店 | 爱他美官方旗舰店 | dumex 多美滋官方旗舰店 | 纽迪希亚官方海外旗舰店 |
|-----------------|----------------|----------|----------------|-------------|
| 平均回复时间（秒）       | 45             | 46       | 35             | 43          |
| 天猫店铺平均回复时间均值（秒） | 60             | 60       | 60             | 60          |
| 流量转换率           | 42.20%         | 31.45%   | 39.49%         | 29.16%      |
| 流量转换率行业均值       | 26.00%         | 26.00%   | 26.00%         | 26.00%      |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

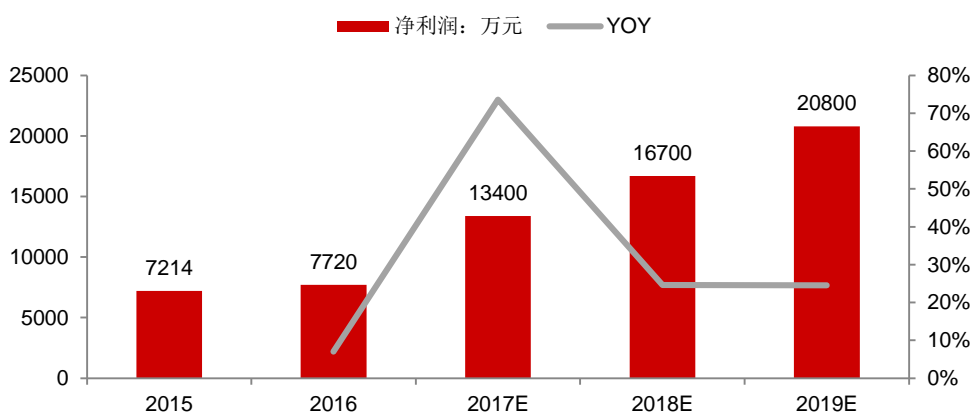
优壹电商电商服务业务主要包括供应链管理解决方案（涵盖从协助供应商货物进口代理报关、检验检疫采样并取得卫生许可，到实施货品入库前质量检查、货物存储保管监护，以及根据品牌商要求完成货品向其他经销商的物流配送等全方位服务）和营销服务（新品市场拓展、营销活动推广、销售服务等）。目前优壹电商已与纽迪希亚、多美滋等品牌商开展相关业务合作。

**协同效应显著，优壹电商 2015-2019 年净利润复合增速将近 30%**

通过收购优壹电商（目前处于证监会受理阶段），公司有望实现跨境电商领域的业务补充与完善，汲取行业丰富的管理经验和人才，降低跨境电商业务延伸及纵深布局带来的管理和运营风险。2016年优壹电商营业收入 201,122 万元，净利润 7,720 万元。根据业绩承诺，优壹电商 2017 年度、2018 年度、2019 年净利润分别为不低于 13,400 万元、16,700 万元、20,800 万元，2015-2019 年公司净利润复合增长率将达到 30%。

公司旗下跨境进口电商自营平台“五洲会”网站于 2015 年 8 月上线运营，以母婴用品、个护美妆、进口食品等与母婴消费社群关联度较高的消费品为跨境进口电商市场切入点。但公司跨境进口电商业务板块处于新兴发展期，在产品挑选、业务流程管理与服务能力管理等方面仍有较大提升空间。此次通过将优壹电商纳入跨境电商生态版图，公司不仅能充分利用优壹电商在奶粉、化妆品以及保健品等产品的全球优选能力，也将借鉴优壹电商与品牌商的深度合作模式，即为品牌商提供一站式的电子商务解决方案，从战略方针、营销策划、渠道拓展、供应链管理与客户服务等多维度与品牌商展开深度协同合作。同时在销售渠道方面，并购优壹电商也有利于公司拓展第三方平台进口渠道并加大与母婴消费社群的接触面，收购优壹电商也有利于带动自营平台的发展，协同效应显著。

**图表45： 优壹电商净利润预测（业绩承诺数据）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所



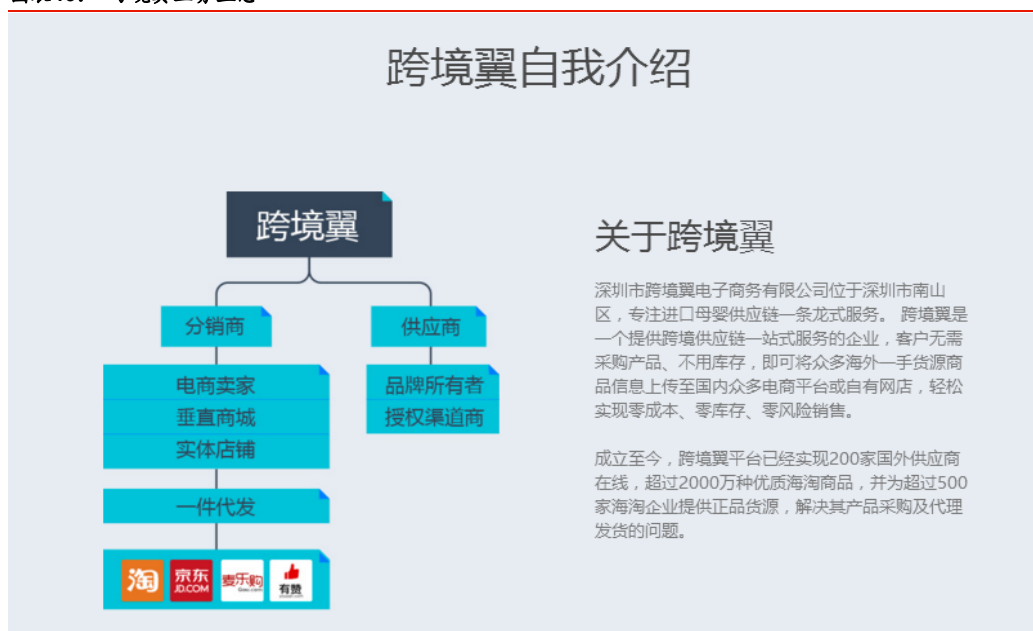
### 增资跨境翼，优化供应链服务水平

为了挖掘跨境进口业务利润增长点，发挥一站式供应链综合服务优势，与现有进口业务形成的协同效应，2017年1月8日，公司与深圳市跨境翼电子商务股份有限公司等当事方签订了《附生效条件的股份认购协议》，拟以现金2,000万元对跨境翼进行增资。公司在本次交易前持有跨境翼22.874%的股权，本次交易完成后公司将持有跨境翼24.3705%的股权。

跨境翼通过为跨境电商提供一站式服务，包括海外优质货源、国际物流、国际国内仓储、清关、国内配送、电商ERP系统等。跨境翼主营业务包括云仓库及物流平台、供销平台两大业务板块。云仓库及物流平台以强大的互联网技术开发能力为支撑，以保税进口、快件进口、直购进口等多元化和多口岸的服务模式，为跨境电商提供保税仓储、海外仓储、备案清关、国内快递、电商金融、电商ERP等高效率、低成本的全程供应链解决方案，并收取服务费用。目前，跨境翼已在珠三角地区建立起较为成熟的业务体系，同时在其他多个跨境电商进口试点城市进行了战略布局。

供销平台主要服务于海外供应商和国内电商，解决供应商无法发展中国市场、国内电商拿不到差异化商品的问题。跨境翼利用海外仓、保税仓和国际物流平台，推出了一站式的供销平台，为海外优质货源扎根中国市场提供了一条全新的互联网渠道，让国内电商和海外供应商互联互通，协助其实现全球采购和销售。目前，该业务板块的海外商品与分销商已初具规模，平台交易额也呈现出快速增长的趋势。

图表46：跨境翼业务生态



资料来源：公司官网，华泰证券研究所



**技术优势奠定竞争壁垒，品牌及服务优势持续发力**

跨境翼的核心优势之一在于，基于拥有自主知识产权的系统服务平台，无缝对接跨境供应链的各个服务环节，实现高效、低成本的服务模式，摆脱旧商业模式中依靠人工整理和传递信息的低效模式，去除传统跨境贸易中层层加价的环节，优化跨境电商供应链中各个环节的服务效率，降低跨境电商运营成本，帮助国内大中小跨境电商平台提升消费者的跨境购物体验。跨境翼拥有自主研发仓储系统、清关系统（保税、快件、直购等）、供销平台（分销商、供应商、管理中心）、货代系统、多店铺商城管理平台等，致力于构建针对跨境电商全产业链的 SaaS 服务平台，目前公司已经拥有 12 项软件著作权。

跨境翼自成立起便立足于跨境电商行业，旗下“跨境翼”、“魔速达”等在行业内已具备一定的品牌知名度。另外，公司作为跨境供应链综合服务商，提供的服务范围涵盖了跨境贸易的各个核心服务，为中小型跨境电商、贸易企业提供个性化、差异化跨境贸易供应链解决方案。目前通过平台整合的产业链服务资源涵盖海外厂商、进口商、国际货运服务商、清关服务商、仓储服务商、国内客户等，可以快速解决客户的跨境进口服务需求。

## 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

暂不考虑优壹电商业绩贡献，预计 2017-2019 年收入分别为 146/214/291 亿元，分别同比增长 70.66%、47.04%、35.78%。归母净利润分别为 7.79/12.37/18 亿元，分别同比增长 97.74%、58.87%、45.47%。

其中环球易购 2017-2019 年收入分别为 115.84/167/225 亿元，分别同比增长 62%、44%、35%。前海帕拓逊 2017-2019 年收入分别为 29/46/65 亿元，分别同比增长 125%、60%、40%。随着公司收入规模的扩张及从粗放式增长向精细化管理发展，预计公司物流、广告、营销等费用率将进一步降低，假设 2017-2019 年销售费用率分别为 37.2%、36%、35%，管理费用率分别为 2.6%、2.6%、2.6%。

作为跨境电商唯一纯正标的，目前行业尚无可对标公司，从 PEG 角度出发，考虑到公司 2016-2019 年利润年均复合增速为 66%，给予公司 2017 年 45-50 倍 PE (PEG 为 0.68-0.76)，对应目标价 24.3-27 元。首次覆盖给予“买入”评级，建议投资者积极关注。

图表47： 盈利预测

|           | 2015  | 2016  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入：百万元  | 3,961 | 8,537 | 14,569 | 21,422 | 29,087 |
| YOY       |       | 116%  | 71%    | 47%    | 36%    |
| 毛利率       | 55.6% | 48.3% | 47.8%  | 47.0%  | 46.4%  |
| 销售费用率     | 47.8% | 39.2% | 37.2%  | 36.0%  | 35.0%  |
| 管理费用率     | 2.9%  | 2.6%  | 2.6%   | 2.6%   | 2.6%   |
| 归母净利润:百万元 | 168   | 394   | 779    | 1237   | 1800   |
| YOY       |       | 134%  | 98%    | 59%    | 45%    |

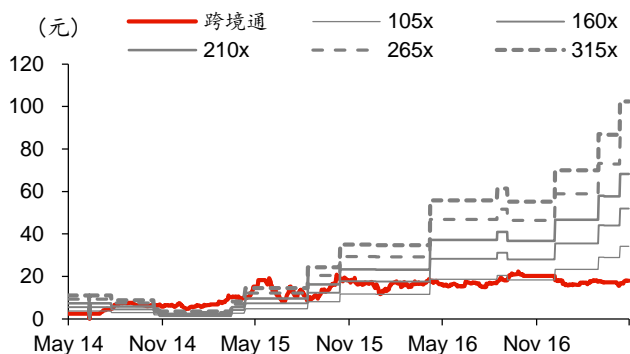
资料来源：华泰证券研究所

### 风险提示：

- 1) 跨境电商政策的不确定性；
- 2) 海外政策风险，比如税收政策、贸易纠纷；
- 3) 并购整合效果不达预期；
- 4) 行业恶性竞争；
- 5) 行业出现电子产品安全事故波及公司出口电商业务；
- 6) 食品安全风险。

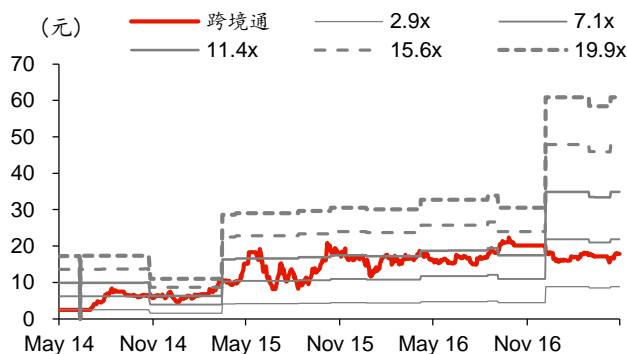
### PE/PB - Bands

图表48： 跨境通历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49： 跨境通历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 1,908  | 5,567  | 7,854  | 10,749 | 13,236 |
| 现金         | 516.12 | 1,493  | 2,479  | 2,785  | 3,490  |
| 应收账款       | 272.05 | 560.77 | 1,006  | 1,468  | 1,998  |
| 其他应收账款     | 43.27  | 149.90 | 233.40 | 359.87 | 481.09 |
| 预付账款       | 244.40 | 494.92 | 921.28 | 1,342  | 1,858  |
| 存货         | 809.33 | 2,573  | 3,009  | 4,560  | 5,184  |
| 其他流动资产     | 22.39  | 295.31 | 204.33 | 234.66 | 224.55 |
| 非流动资产      | 1,215  | 1,542  | 1,493  | 1,477  | 1,462  |
| 长期投资       | 72.74  | 45.18  | 54.36  | 51.30  | 52.32  |
| 固定投资       | 74.76  | 122.68 | 110.03 | 96.18  | 81.73  |
| 无形资产       | 22.03  | 24.85  | 24.85  | 24.85  | 24.85  |
| 其他非流动资产    | 1,045  | 1,349  | 1,303  | 1,304  | 1,303  |
| 资产总计       | 3,122  | 7,108  | 9,346  | 12,225 | 14,698 |
| 流动负债       | 1,074  | 2,356  | 2,466  | 4,083  | 4,743  |
| 短期借款       | 189.00 | 640.65 | 0.00   | 840.89 | 550.55 |
| 应付账款       | 416.67 | 855.69 | 1,584  | 2,311  | 3,198  |
| 其他流动负债     | 468.49 | 859.44 | 882.11 | 931.30 | 994.05 |
| 非流动负债      | 4.87   | 503.39 | 1,594  | 1,594  | 1,593  |
| 长期借款       | 0.00   | 391.16 | 391.16 | 391.16 | 391.16 |
| 其他非流动负债    | 4.87   | 112.23 | 1,203  | 1,202  | 1,202  |
| 负债合计       | 1,079  | 2,859  | 4,060  | 5,677  | 6,337  |
| 少数股东权益     | (0.64) | 42.96  | 96.96  | 160.96 | 236.96 |
| 股本         | 644.40 | 1,429  | 1,429  | 1,429  | 1,429  |
| 资本公积       | 1,201  | 2,152  | 2,152  | 2,152  | 2,152  |
| 留存公积       | 385.09 | 744.70 | 1,608  | 2,806  | 4,544  |
| 归属母公司股     | 2,044  | 4,206  | 5,189  | 6,387  | 8,125  |
| 负债和股东权益    | 3,122  | 7,108  | 9,346  | 12,225 | 14,698 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | (12.94)  | (1,059)  | 298.21   | (387.35) | 1,180    |
| 净利润        | 166.37   | 428.04   | 832.63   | 1,301    | 1,876    |
| 折旧摊销       | 15.28    | 24.94    | 14.68    | 14.86    | 14.95    |
| 财务费用       | (3.73)   | 10.58    | 68.74    | 110.29   | 121.75   |
| 投资损失       | 0.26     | (41.38)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运资金变动     | (255.31) | (1,619)  | (582.22) | (1,813)  | (832.19) |
| 其他经营现金     | 64.19    | 137.76   | (35.62)  | (0.26)   | (0.08)   |
| 投资活动现金     | (171.62) | (817.82) | (3.90)   | 1.20     | (0.40)   |
| 资本支出       | 26.13    | 81.11    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资       | 143.34   | 499.06   | 3.60     | (1.20)   | 0.40     |
| 其他投资现金     | (2.15)   | (237.65) | (0.30)   | 0.00     | 0.00     |
| 筹资活动现金     | 391.29   | 2,851    | 692.26   | 691.68   | (473.94) |
| 短期借款       | 61.20    | 451.65   | (640.65) | 840.89   | (290.34) |
| 长期借款       | 0.00     | 391.16   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加      | 432.60   | 784.71   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | (195.66) | 951.51   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | 93.15    | 271.54   | 1,333    | (149.22) | (183.60) |
| 现金净增加额     | 207.51   | 997.12   | 986.57   | 305.53   | 705.59   |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 3,961  | 8,537  | 14,569 | 21,422 | 29,087 |
| 营业成本       | 1,758  | 4,410  | 7,605  | 11,354 | 15,591 |
| 营业税金及附加    | 2.23   | 3.27   | 6.46   | 9.06   | 12.50  |
| 营业费用       | 1,892  | 3,348  | 5,419  | 7,705  | 10,183 |
| 管理费用       | 114.52 | 220.44 | 378.79 | 556.98 | 756.27 |
| 财务费用       | (3.73) | 10.58  | 68.74  | 110.29 | 121.75 |
| 资产减值损失     | (7.03) | 48.83  | 52.00  | 60.00  | 80.00  |
| 公允价值变动收益   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益      | (0.26) | 41.38  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润       | 203.95 | 536.75 | 1,039  | 1,627  | 2,343  |
| 营业外收入      | 1.64   | 5.20   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业外支出      | 0.55   | 4.53   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额       | 205.03 | 537.41 | 1,039  | 1,627  | 2,343  |
| 所得税        | 38.67  | 109.37 | 206.26 | 325.66 | 467.84 |
| 净利润        | 166.37 | 428.04 | 832.63 | 1,301  | 1,876  |
| 少数股东损益     | (2.02) | 34.27  | 54.00  | 64.00  | 76.00  |
| 归属母公司净利润   | 168.39 | 393.77 | 778.63 | 1,237  | 1,800  |
| EBITDA     | 215.50 | 572.28 | 1,122  | 1,752  | 2,480  |
| EPS (元)    | 0.26   | 0.28   | 0.54   | 0.87   | 1.26   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2015   | 2016   | 2017E | 2018E  | 2019E |
|---------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 成长能力          |        |        |       |        |       |
| 营业收入          | 370.51 | 115.53 | 70.66 | 47.04  | 35.78 |
| 营业利润          | 349.83 | 163.18 | 93.55 | 56.58  | 44.06 |
| 归属母公司净利润      | 403.39 | 133.85 | 97.74 | 58.87  | 45.47 |
| 获利能力 (%)      |        |        |       |        |       |
| 毛利率           | 55.60  | 48.34  | 47.80 | 47.00  | 46.40 |
| 净利率           | 4.25   | 4.61   | 5.34  | 5.77   | 6.19  |
| ROE           | 8.24   | 9.36   | 15.00 | 19.37  | 22.15 |
| ROIC          | 10.97  | 12.21  | 21.08 | 23.11  | 28.90 |
| 偿债能力          |        |        |       |        |       |
| 资产负债率 (%)     | 34.56  | 40.22  | 43.44 | 46.44  | 43.11 |
| 净负债比率 (%)     | 17.52  | 36.09  | 9.63  | 21.70  | 14.86 |
| 流动比率          | 1.78   | 2.36   | 3.18  | 2.63   | 2.79  |
| 速动比率          | 1.02   | 1.25   | 1.96  | 1.52   | 1.70  |
| 营运能力          |        |        |       |        |       |
| 总资产周转率        | 1.49   | 1.67   | 1.77  | 1.99   | 2.16  |
| 应收账款周转率       | 11.66  | 19.81  | 18.42 | 17.32  | 16.79 |
| 应付账款周转率       | 6.76   | 6.93   | 6.23  | 5.83   | 5.66  |
| 每股指标 (元)      |        |        |       |        |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.12   | 0.28   | 0.54  | 0.87   | 1.26  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.01) | (0.74) | 0.21  | (0.27) | 0.83  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 1.43   | 2.94   | 3.63  | 4.47   | 5.69  |
| 估值比率          |        |        |       |        |       |
| PE (倍)        | 153.19 | 65.51  | 33.13 | 20.85  | 14.33 |
| PB (倍)        | 12.62  | 6.13   | 4.97  | 4.04   | 3.17  |
| EV_EBITDA (倍) | 117.00 | 44.06  | 22.47 | 14.39  | 10.17 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com