

# 跨境通 (002640.SZ) 服装行业

评级：买入 首次评级

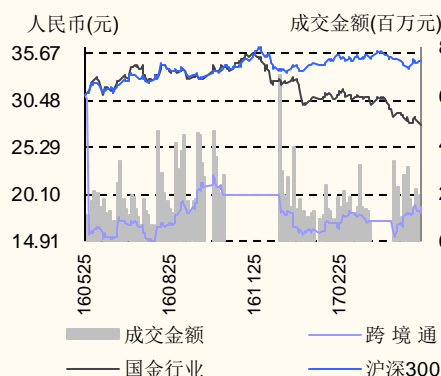
公司深度研究

市场价格(人民币)：18.67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)	740.69
总市值(百万元)	26,681.49
年内股价最高最低(元)	31.18/14.91
沪深300指数	3424.17
深证成指	9812.46



## 蓝海市场真龙头：先发优势+核心竞争力助力长期高速增长

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.265	0.276	0.550	0.835	1.156
每股净资产(元)	3.17	2.94	3.65	4.48	5.64
每股经营性现金流(元)	-0.03	-0.75	1.04	-0.05	-0.12
市盈率(倍)	125.66	66.42	33.14	21.83	15.76
行业优化市盈率(倍)	17.74	17.74	17.74	17.74	17.74
净利润增长率(%)	403.39%	133.85%	99.56%	51.78%	38.51%
净资产收益率(%)	8.24%	9.36%	15.08%	18.62%	20.50%
总股本(百万股)	635.40	1,429.11	1,429.11	1,429.11	1,429.11

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 我们认为出口 B2 行业处于中早期发展阶段，行业高增长可持续：国内处于电商流量红利后时代，但海外 B2C 电商市场增长潜力巨大。国内跨境电商政策红利不断加码，“一带一路”战略助力“海外仓”建设将加速跨境电商行业发展，跨境 B2C 出口市场 2020 年预期规模超两万亿元，CAGR 有望达 34%。
- 蓝海市场背景下，跨境通先发优势助力公司领跑行业：在市场仍处于中早期阶段的背景下，目前主要跨境电商公司均处于高速增长的阶段，相互之间的竞争关系较弱，跨境通在进入时间以及资本市场的先发优势助力公司领跑行业，B2C 各渠道销售规模排第一。
- 市场担忧的存货、现金流、净利润率等财务指标与行业平均相当：公司 2016 年报告期内经营规模快速成长，销售旺季及春节提前备货等因素增加导致存货、现金流情况不太理想。我们对比了同行业其他公司的财务指标，公司存货周转率、净利润率、销售现金比例基本与同行业公司平均水平持平，公司今年将致力于精细化管理，财务指标有望好转。
- 看未来：核心竞争力助量质齐升+打造跨境双向立体生态圈：公司的数据分析、供应链管理、品牌、团队等核心竞争力将改善公司财务指标，进一步加强精细化管理，保驾公司持续高速增长。优壹电商的业务协同效应将加码公司跨境双向业务，公司将向着平台化、本地化、移动化、精细化的方向快速发展。

### 投资建议

- 核心推荐逻辑是海外 B2C 电商市场发展为中早期阶段，增长潜力巨大。在蓝海市场背景下，环球易购作为跨境 B2C 龙头，内生增长强劲。后期依靠公司的数据分析、供应链精细化管理等精细化管理，公司业绩有望持续高速增长。公司拟收购优壹电商，业务协同效应将加码公司跨境业务双向发展。不考虑优壹电商和百伦科技收购，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 99.56%、51.78%、38.51%，EPS 分别为 0.55 元、0.84 元、1.56 元，对应 PE 为 33X、22X、16X，首次覆盖给予“买入评级”。

### 估值

姜琳 联系人  
jiang\_lin@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

- 我们给予公司未来 6-12 个月目标价 23.1 元（对应 2017 年 42 倍，对应 2018 年 28 倍）。

### 风险

- 跨境电商政策变动风险；公司存货、现金流得不到改善；全球贸易环境发生变化；新兴市场开拓不及预期。

## 内容目录

一、公司业务梳理 .....	5
二、为什么我们认为出口 B2C 处于中早期阶段，行业高增长可持续 .....	6
1. 国内处于电商流量红利后时代，但海外 B2C 电商市场增长潜力巨大 .....	6
2. 发展中国家互联网电商渗透率高速增长，发达国家网络购买率提升空间大 .....	8
3. 政策红利不断加码，“一带一路”战略助力“海外仓”建设 .....	9
4. 未来增速：跨境 B2C 出口市场 2020 年预期规模超两万亿元，CAGR 有望达 34% .....	11
三、蓝海市场龙头，先发优势助力公司领跑行业 .....	12
1. 中早期阶段：主要电商平台均保持高速增长，目前相互竞争关系较弱 .....	12
2. 蓝海市场背景下，先发优势助力公司领跑出口 B2C 行业 .....	13
四、看未来增长：精细化管理助量质齐升+跨境双向立体生态圈 .....	14
1. 财务指标与行业平均持平，精细化管理有望改善存货及现金流 .....	14
2. 核心竞争优势保驾持续增长：数据分析能力+品牌+团队+供应链 .....	16
3. 打造双向立体生态圈完善跨境产业布局 .....	17
五、盈利预测与投资建议 .....	17
1. 核心假设 .....	17
2. 盈利预测 .....	17
3. 估值与投资建议 .....	18
六、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：跨境通股权结构 .....	5
图表 2：跨境通主营业务业务一览 .....	5
图表 3：跨境通电商业务布局进程 .....	5
图表 4：2016 年跨境通各主营业务营收构成 .....	6
图表 5：2016 年跨境通各主要类型产品 销售额构成 .....	6
图表 6：中国网上零售市场增速逐年下降 .....	7
图表 7：2008-2016 年中美德三国网上零售额变化趋势 .....	7
图表 8：2016 年世界各国网上零售购买率（网络零售额/社会总零售额）对比 .....	7
图表 9：2016 年各国社会总零售额全球占比 .....	8
图表 10：2016 年各国网上零售额全球占比 .....	8
图表 11：发达国家电商高渗透率与低购买率 .....	8
图表 12：2016 年美国居民线上线下购物偏好 .....	8
图表 13：2017 年全球互联网普及率及增长速度 .....	9
图表 14：2018 年各国预期网购用户人数及增长速度 .....	9
图表 15：2013-2017 年跨境电商相关政策梳理 .....	9
图表 16：中国跨境电商交易额及进出口总额变化情况 .....	11

图表 17: 2012-2020 年跨境电商进出口占比情况.....	11
图表 18: 跨境 B2B 与跨境 B2C 业务链对比.....	12
图表 19: 2012-2020 年跨境 B2C 与 B2B 业务结构变化.....	12
图表 20: 2013-2020 年跨境电商零售出口市场规模 (亿元) .....	12
图表 21: 2015 年全球电商行业集中度 CR2=40%.....	13
图表 22: 2015 年国内电商行业集中度 CR2=90%.....	13
图表 23: 2016 年主要出口 B2C 自营平台营收 (亿人民币) .....	13
图表 24: 2013-2016 年各出口 B2C 自营平台营收增速.....	13
图表 25: 2014-2016 跨境电商各公司营业收入情况 (单位: 百万元) .....	14
图表 26: 2014-2016 跨境电商平台存货水平 (百万元) .....	15
图表 27: 2014-2016 跨境电商平台存货周转天数.....	15
图表 28: 跨境电商各公司净利润率水平.....	15
图表 29: 跨境电商各公司现金流情况 (百万元) .....	16
图表 30: 各公司销售现金比例 (经营活动产生的现金流量净额/营业收入) ..	16
图表 31: 业务拆分 (单位: 百万元) .....	17

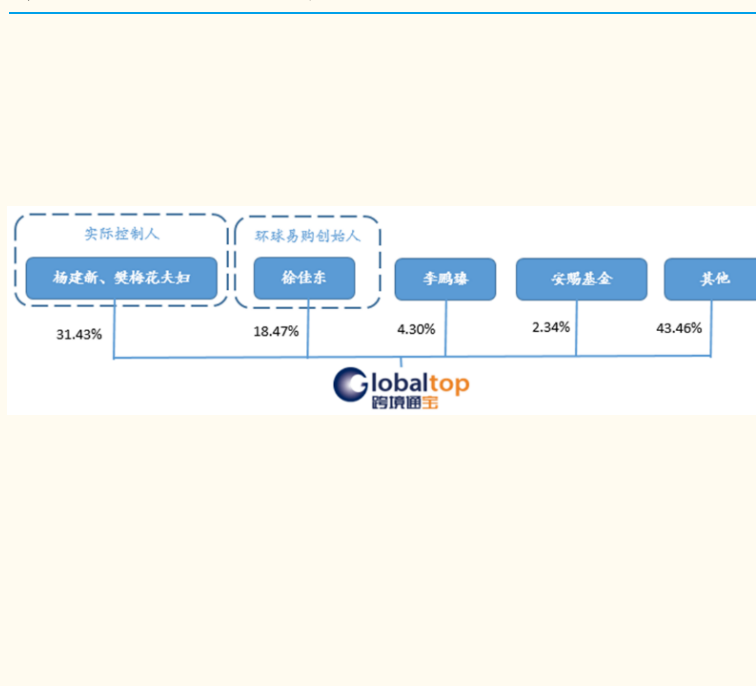
## 一、公司业务梳理

### 1. 出口 B2C 跨境电商龙头，进出口双向发展综合布局

公司前身“百圆裤业”于 2014 年 11 月完成对跨境电商“环球易购”的收购。2015 年 6 月，公司正式更名为“跨境通”，公司主营业务构成由单一的裤装营销发展到互联网跨境电子商务领域，跨境电商行业收入已成为公司总收入的主要来源。目前公司旗下拥有全资子公司环球易购，控股子公司前海帕拓逊（90%），拟通过发行股份及支付现金的方式全资收购电商服务公司优壹电商。

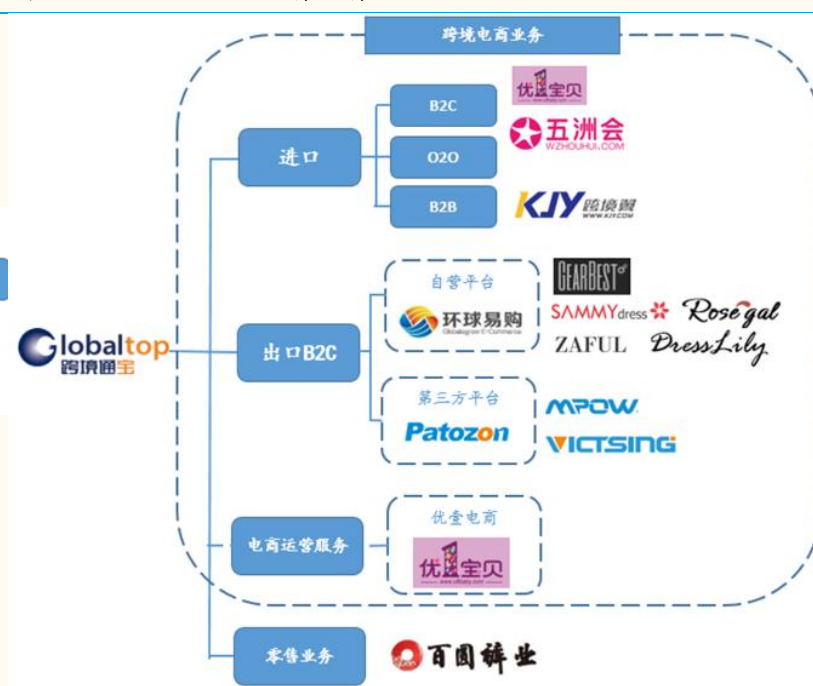
公司自 2015 年起搭建进口电商平台“五洲会”，从全球正规渠道直接采购母婴用品、个护美妆、进口食品等与母婴数字消费社群关联度较高的消费品。相继推出 PC 网站、移动端 App，构建 O2O 体验店，逐渐实现线上线下联动。

图表 1：跨境通股权结构



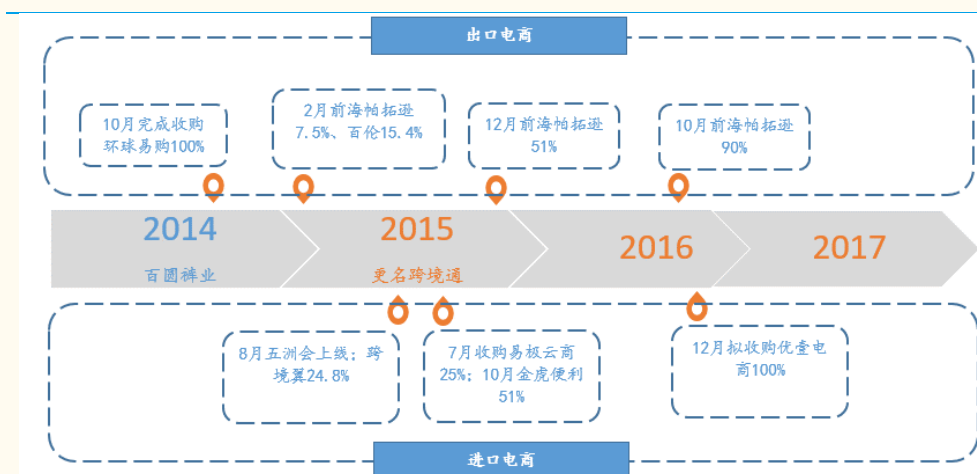
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：跨境通主营业务业务一览



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：跨境通电商业务布局进程



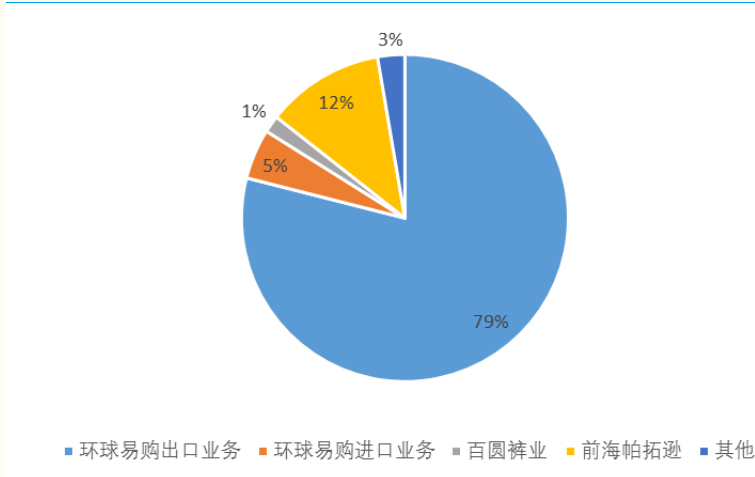
来源：公司公告、国金证券研究所

## 2. 收入结构：出口 B2C 占比 95%以上

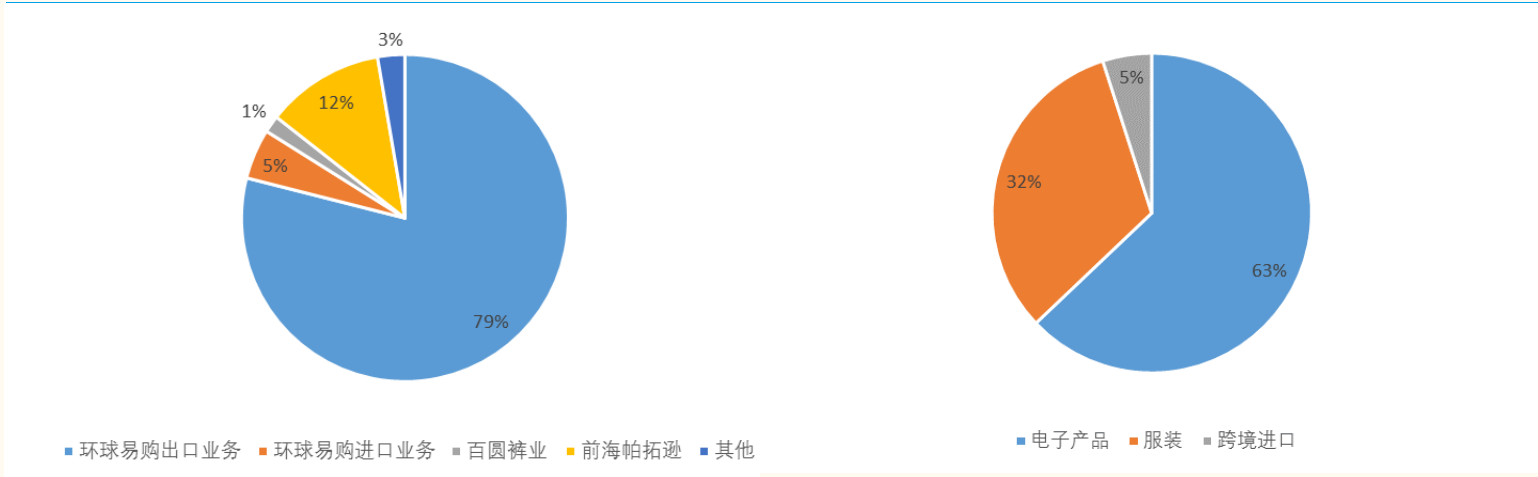
目前公司以跨境出口 B2C 业务为主，子公司环球易购和前海帕拓逊占公司总收入的 95%以上。其中环球易购出口 B2C 业务营收占公司总营收 79%，环球易购 70%以上的收入来自于自营网站销售，30%来自 Amazon 等第三方电商平台的自营店铺销售；前海帕拓逊目前大部分收入来自于自有品牌如 MPOW 的海外 B2C 收入，主要收入也来自于 Amazon 的销售。2016 年公司主要销售产品为电子产品，收入占比达 63%，主要来自环球易购旗下电子产品自营平台 GearBest 和帕拓逊自有品牌；服装收入占比 32%，主要来自环球易购旗下服装自营平台 Zaful、Rosegal、Dresslily、Sammydress 以及百圆裤业。

2016 年自营服装站、自营电子站、以及多家第三方平台上，销售规模均为国内出口 B2C 第一。跨境出口自营 B2C 规模为第一，其中电子站按母体计算全球第一，服装站自营全球第一；帕托逊在亚马孙上销售产品利润规模全国第一。2016 年公司实现总营收 85.37 亿元，同增 116%，归母净利润 3.94 亿元，同增 134%。2016 年营收为同期可比公司平均水平的 2.87 倍。

图表 4：2016 年跨境通各主营业务营收构成



图表 5：2016 年跨境通各主要类型产品销售构成



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

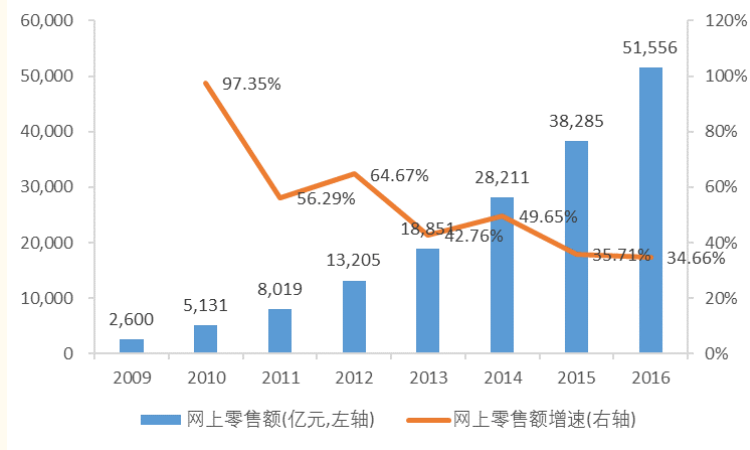
## 二、为什么我们认为出口 B2C 处于中早期阶段，行业高增长可持续

### 1. 国内处于电商流量红利后时代，但海外 B2C 电商市场增长潜力巨大

2016 年全球电商零售额 19150 亿美元，根据国家统计局数据，2016 年全国网上零售额 51556 亿元，按央行 2016 年平均汇率折算为 7762 亿美元，国内电商零售额占全球 40.5%，市场规模第二名的美国市场规模不足国内一半。

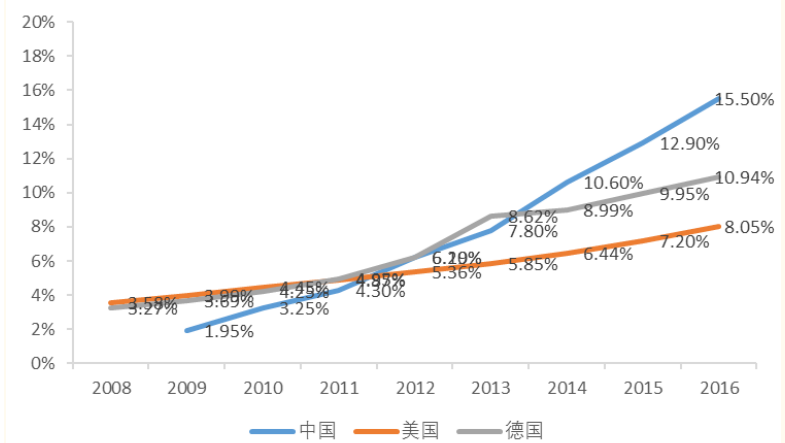
在过去的 2013 年-2016 年年全球电商零售快速增长，3 年 CAGR 高达 25.8%，其中主要增长动力来自中国市场。同时在早期高速发展后国内电商零售市场增速逐步下降，而欧美电商市场均保持稳定高速增长，同期美国网上零售市场 CAGR 超过 14%，德国网上零售市场 CAGR 达 10%，欧美主要发达国家仍存在较大增长空间。

图表 6：中国网上零售市场增速逐年下降



来源：国家统计局、国金证券研究所

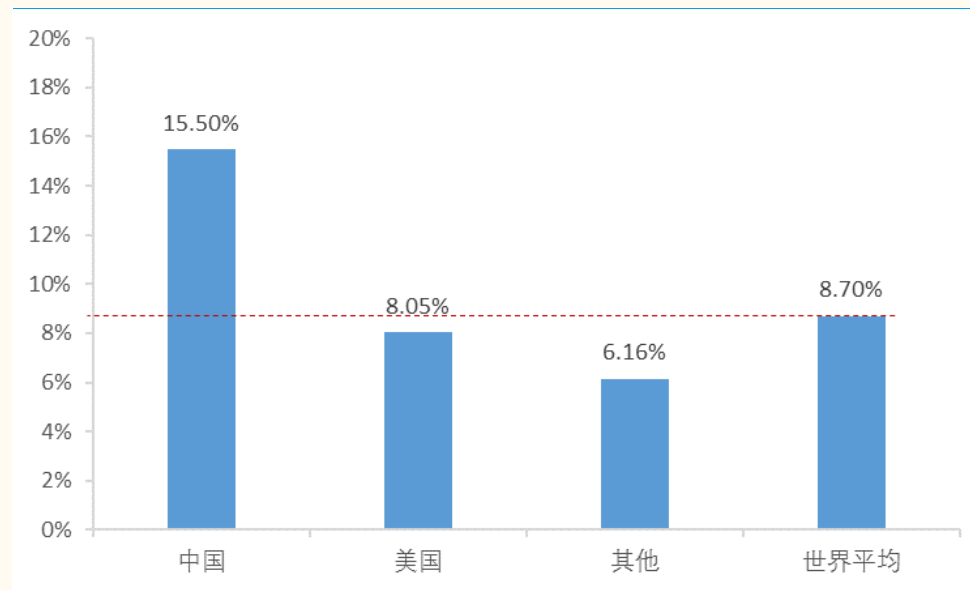
图表 7：2008-2016 年中美德三国网上零售额变化趋势



来源：wind、国家统计局、德国贸易协会、美国商务部普查局、国金证券研究所

海外 B2C 电商市场购买率仍有较大上升空间。网上零售购买率定义为同期网上零售额在社会总零售额中的占比，2016 年全球电商网上零售购买率为 8.7%，远低于同期国内市场 15.5% 的网络零售购买率。海外市场中，美国网上零售购买率为 8.05%，略低于全球平均水平，除中美市场外的世界其他地区网上零售购买率为 6.16%，低于世界平均水平 2.5pct。其他地区包括了互联网及电商渗透率较低的新兴国家及其他发展中国家。

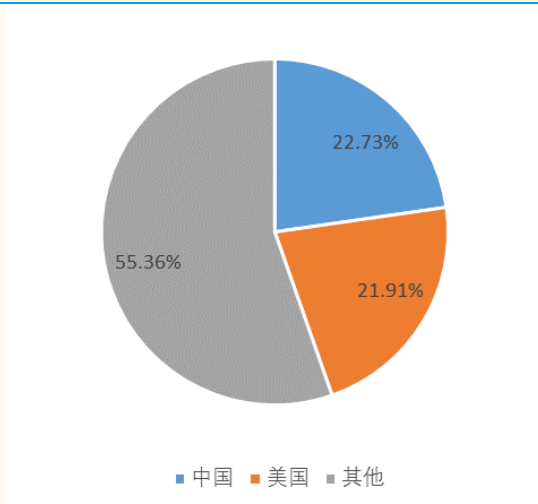
图表 8：2016 年世界各国网上零售购买率（网络零售额/社会总零售额）对比



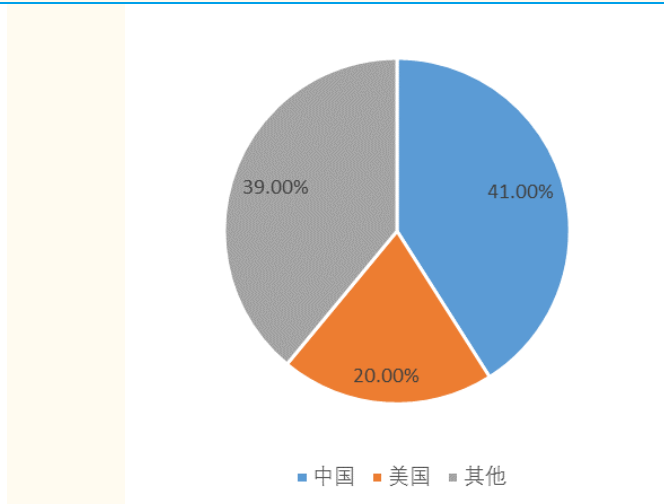
来源：国家统计局、美国商务部普查局、100EC、国金证券研究所

另外从结构上看，2016 年社会总零售额全球占比 23% 的中国超额贡献了 41% 的网上零售额，社会总零售额全球占比 22% 的美国贡献了水平相当的 20% 的网上零售额，而其余国家和地区在占全球 55% 的社会零售额的条件下只贡献了 39% 的网上零售额。未来随着电商渗透率和居民网络购买率的提高，其他国家的网上零售水平将会趋于均衡。

图表 9：2016 年各国社会总零售额全球占比



图表 10：2016 年各国网上零售额全球占比



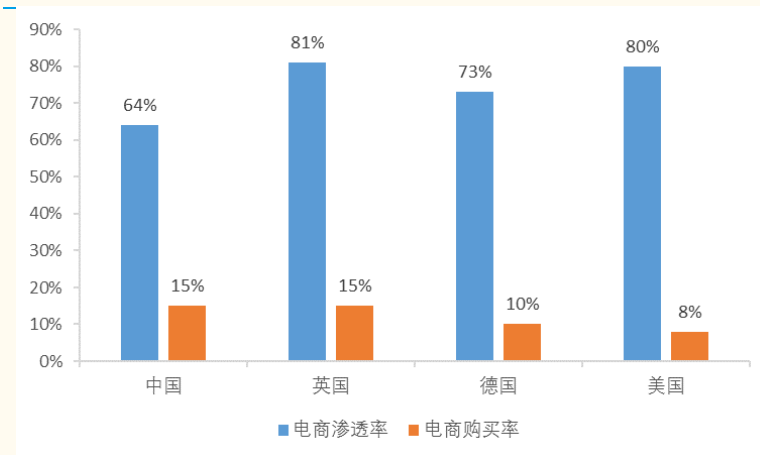
来源：国家统计局、美国商务部普查局、100EC、国金证券研究所

来源：国家统计局、美国商务部普查局、100EC、国金证券研究所

## 2. 发展中国家互联网及电商渗透率高速增长,发达国家网络购买率提升空间大

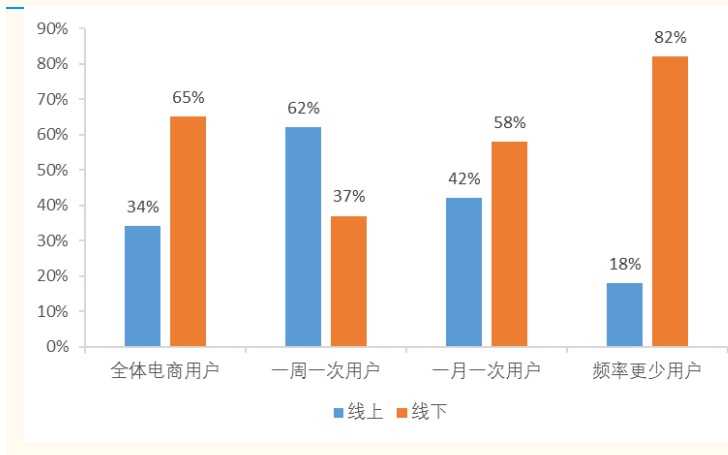
发达国家网络购物普及率高，但购买率相对较低。英国电商渗透率（电商用户/互联网用户）高达 81%，超过中国 17pct，但其网络零售的购买率只与中国相当。美国的电商渗透率为 80%，购买率仅为 8%。传统发达国家基础设施优越，国民教育水平良好，高互联网普及率带来高电商渗透率。高度发达的线下零售延缓了线上零售的增长速度，但线上购买率增长势头稳固，电商依靠提高重复购买率打开长期增长空间。

图表 11：发达国家电商高渗透率与低购买率



来源：eMarketer、UNCTAD、国金证券研究所

图表 12：2016 年美国居民线上线下购物偏好



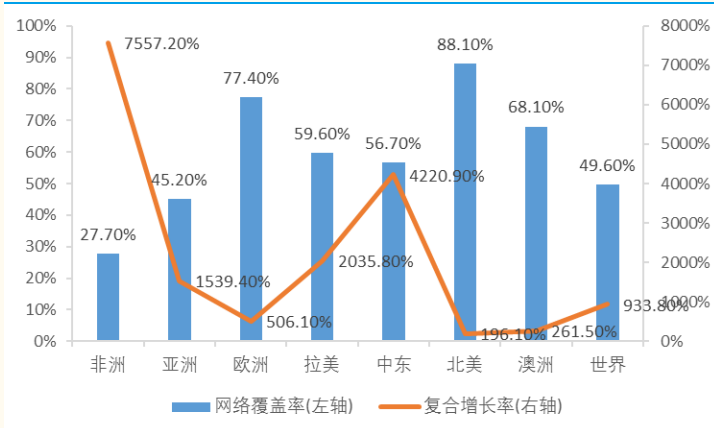
来源：Pew、国金证券研究所

发展中国家电商普及率低，网络发展迅速，急需开拓市场。2014 年南非网络零售购买率仅 1%，除了眼见为实的理由外，南非居民不使用网络购物的最主要理由是在线支付安全等基础设施问题。国内电商要抓住这一机遇，发展本地化机会，在新兴市场抢占份额。

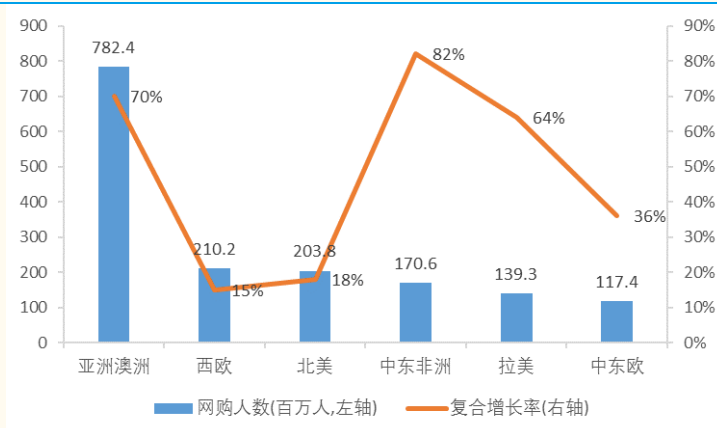
网络基础设施高速普及带来发展中国家电商市场人口红利。2017 年，亚洲网络覆盖率 45%，非洲 28%，中东 57%，远低于欧洲 77%和美国 88%的发达国家水平。但发展中国家网络覆盖增长率远超发达国家，非洲增速达 7557%，中东增速达 4220%，远超世界平均水平 934%。预计 2018 年，亚洲和澳洲电商用户 782.4 万人，5 年 CAGR 达 70%，中东和非洲电商用户 170.6 万人，5 年 CAGR 达 82%。



图表 13: 2017 年全球互联网普及率及增长速度



图表 14: 2018 年各国预期网购用户人数及增长速度



来源: internetworldstats、国金证券研究所

来源: eMarketer、国金证券研究所

### 3. 政策红利不断加码, “一带一路”战略助力“海外仓”建设

政府政策因素是影响跨境电商行业发展的重大影响因素, 我们梳理了 2013 年至 2017 年跨境电商的相关政策, 主要集中在税收通关、检验检疫、仓储物流、支付结汇等方面, 其中税收方面的“四八新政”对进口跨境电商影响较大, 而商务部已将其过渡期进一步延期至 2017 年年底。

仓储物流是出口跨境电商业务的主要影响因素, 海关总署 2017 年 5 月 11 日印发《2017 年海关推进“一带一路”建设重点工作》, 支持内陆“一口岸多通道”监管创新; 落实中欧班列数据交换和监管互认, 促进国际物流; 支持跨境电子商务企业在沿线物流枢纽布局设立其“海外仓”。

图表 15: 2013-2017 年跨境电商相关政策梳理

政策法规	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 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）	2014.7/10	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、结汇
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	2015.3	国务院	批准设立中国（杭州）跨境电子商务综合试验区，着力在跨境电子商务交易、支付、物流、通关、退税、结汇等环节的技术标准、业务流程、监管模式和信息化建设等方面先行先试，为推动全国跨境电子商务健康发展提供可复制、可推广的经验。	支付、物流、通关、税收
关于进一步发展检验检疫智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。	检疫
关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见	2015.6	国务院	支持国内企业更好地利用电子商务开展对外贸易；鼓励有实力的企业做大做强；优化配套的海关监管措施；完善检验检疫监管政策措施；明确规范进出口税收政策；完善电子商务支付结算管理；提供积极财政金融支持；建设综合服务体系；规范跨境电子商务经营行为；充分发挥行业组织作用；加强多双边国际合作；加强组织实施。	通关、税收
关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知（“四八新政”）	2016.4	财政部	从2016年4月8日起，进口跨境电商取消免征50元行邮税税额，改征关税、增值税和消费税。	税收
“四八新政”暂缓一年	2016.5	财政部	对《跨境电子商务零售进口商品清单》中规定的有关监管要求给予一年的过渡期，海关总署、质检总局日前已通知实施。	税收
“四八新政”过渡期再延缓至2017年底	2016.11	商务部	“四八新政”过渡期延至2017年底。	税收
2017年海关推进“一带一路”建设重点工作	2017.5	海关总署	5大方面、12项重点工作，全方位服务“一带一路”建设。支持跨境电商布局设立“海外仓”。	仓储物流

关于进一步推进开放型经济新体制综合试点试验的若干意见

2017.5

商务部、发改委、人民银行、海关总署、质检总局

支持试点地区依托海关特殊监管区域，开展保税展示交易业务，实行线下体验、线上销售电子商务模式，并采取电子化分段担保。创新海关事务担保形式，实行多元化的税收担保方式；海关特殊监管区域内具备条件的企业，采用先入区后报关模式，实现货物在口岸与试点地区内海关特殊监管区域之间的快速通关模式；申报特殊商品指定口岸，建设检验检疫综合改革试验区（国检试验区）。

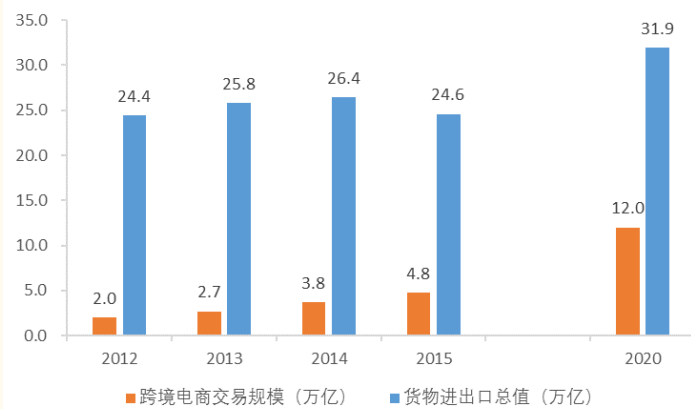
通关、税收、检疫

来源：商务部、海关总署、国务院、发改委等政府网站，国金证券研究所

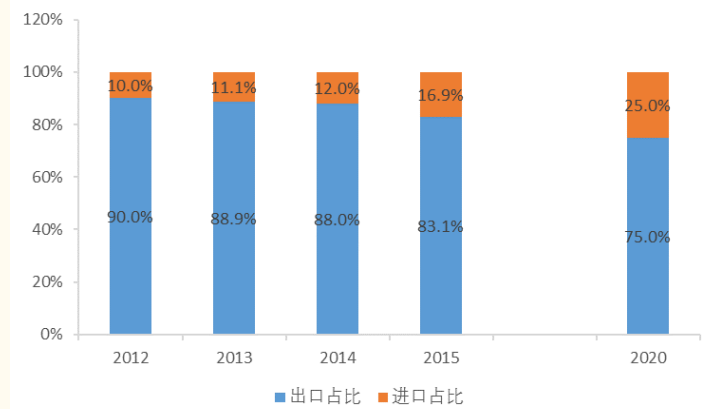
#### 4. 未来增速：跨境 B2C 出口市场 2020 年预期规模超两万亿元，CAGR 有望达 34%

传统外贸因为流通环节多、时间周期长等多方便问题，近几年面临较大危机，但是海外对于高性价比的中国制造仍存较大需求，跨境电商交易额逆市增长，进口占比扩大，但出口占比仍占绝对优势。2015 年，中国净出口贸易总额 24.6 万亿元，同比下降 6.82%，而跨境电商交易额达 4.8 万亿元，逆势增长 28%，占比 19.5%，较 2014 年扩大 5.3pct，显示出跨境电商市场增长的强劲动力。2015 年，跨境电商进口额占比 16.9%，较 2014 年上升 4.9pct，但中国作为世界工厂，跨境出口额仍占绝对比重。根据阿里研究院预测，2020 年跨境电商交易规模 12 万亿，出口占比 75%。

图表 16：中国跨境电商交易额及进出口总额变化情况



图表 17：2012-2020 年跨境电商进出口占比情况

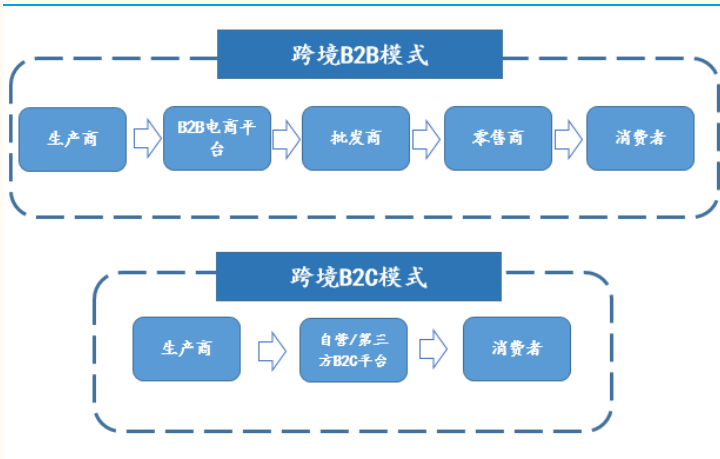


来源：商务部、海关总署、艾瑞、易观、阿里研究院、国金证券研究所

来源：商务部、海关总署、艾瑞、易观、阿里研究院、国金证券研究所

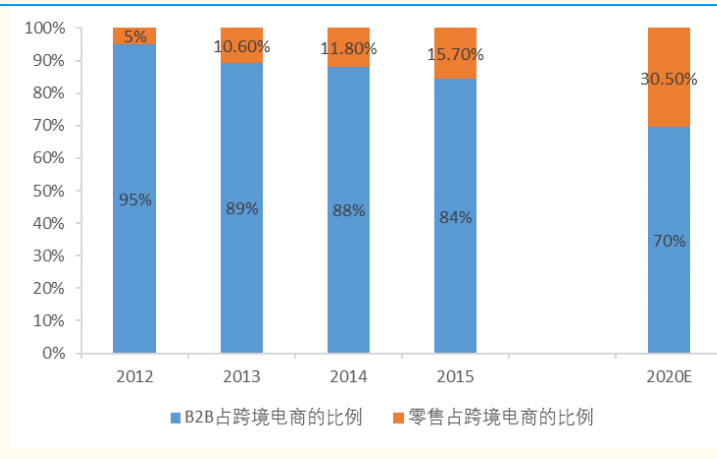
B2C 模式渠道扁平化降低中间环节成本，我们认为跨境电商 B2C 业务占比将逐年提高。B2C 模式相较 B2B 模式省去了“平台-批发商-零售商”的中间环节，节约成本带来的收益将在生产商与消费者之间分配，有利于供需两端健康增长。2015 年 B2C 业务在跨境电商业务中占比 15.70%，根据阿里研究院预测，到 2020 年 B2C 占比将超过 30%，2020 年跨境电商出口 B2C 市场 21600 亿元，CAGR 达 34%。

图表 18: 跨境 B2B 与跨境 B2C 业务链对比



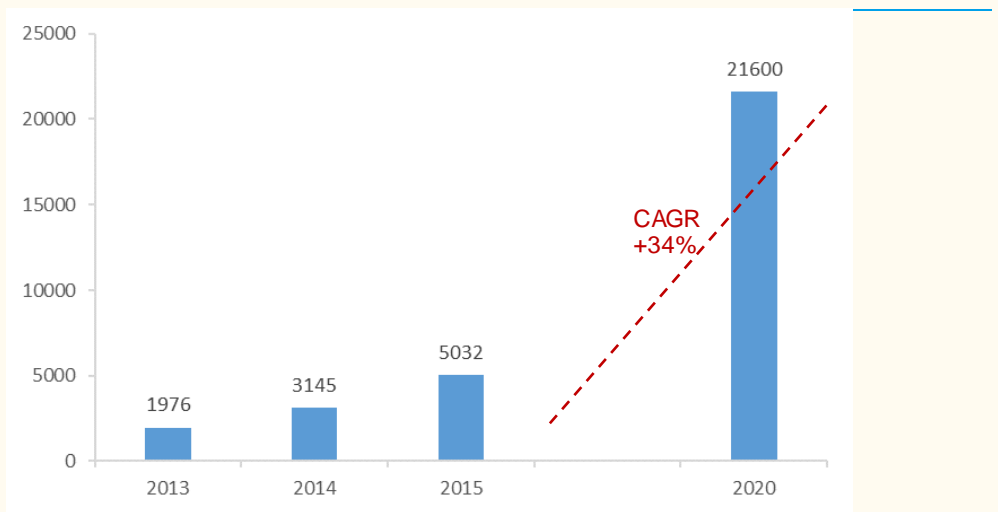
来源: 国金证券研究所

图表 19: 2012-2020 年跨境 B2C 与 B2B 业务结构变化



来源: 阿里研究院、国金证券研究所

图表 20: 2013-2020 年跨境电商零售出口市场规模 (亿元)



来源: 商务部、艾瑞、阿里研究院、国金证券研究所

### 三、蓝海市场龙头，先发优势助力公司领跑行业

#### 1. 中早期阶段：主要电商平台均保持高速增长，目前相互竞争关系较弱

a) 从集中度角度，海外 B2C 电商市场存在自营平台电商发展空间。国内 B2C 电商行业集中度高，2015 年 CR2 高达 90%，平台电商淘宝和京东已基本实现寡头垄断。而同期国际市场的行业集中度 CR2 为 40%，在欧美市场除了大而全的平台式 B2C 电商 Amazon 和 Ebay 外，还存在众多中小自营平台电商，行业整合度低。

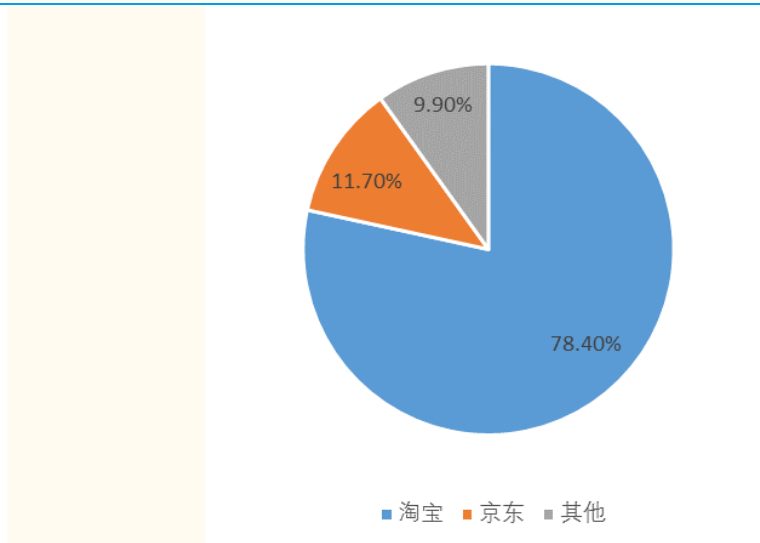
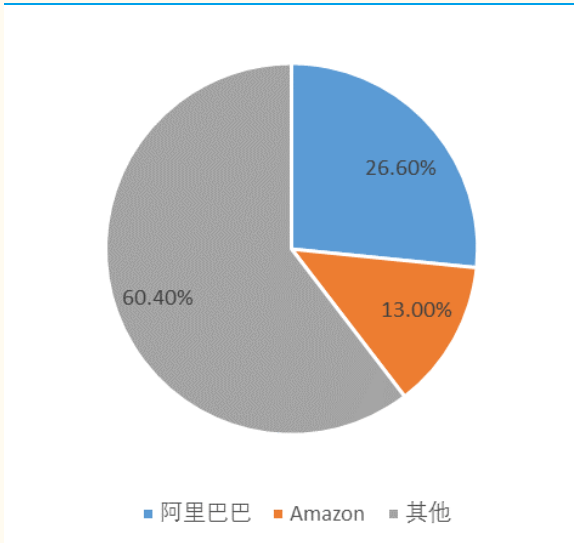
b) 从市场增量空间角度，跨境电商出口 B2C 市场仍处于发展期，市场格局未定带来业绩弹性。以跨境出口 B2C 自营平台公司为例，2016 年，环球易购营收最高，达 71.6 亿元；有棵树居次，营收达 24.86 亿元，均远超老牌跨境 B2C 自营商。有棵树营收增速达 140.66%，超过环球易购增速 92.11%，主要自营平台的增速波动幅度均较高，跨境电商出口 B2C 行业具有较高弹性。

海外电商在用户体验如售前咨询、售后服务、付款便利、商品分类导购，以及商品、手续费、邮费价格，营销手段等多方面较国内激烈竞争后的电商存在一定落后，海外相对宽松的蓝海市场对于拥有供应链和技术等多方面优势的

国内电商是一个巨大的发展机会。目前主要自营 B2C 平台均保持较高增速，平台间的竞争关系相对较弱。

图表 21：2015 年全球电商行业集中度 CR2=40%

图表 22：2015 年国内电商行业集中度 CR2=90%

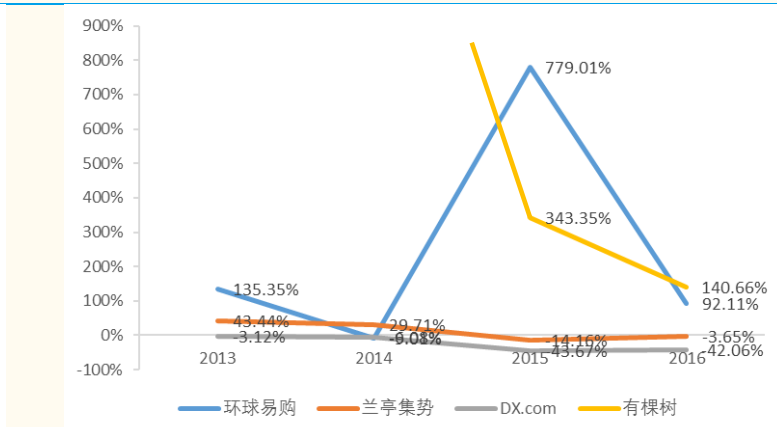
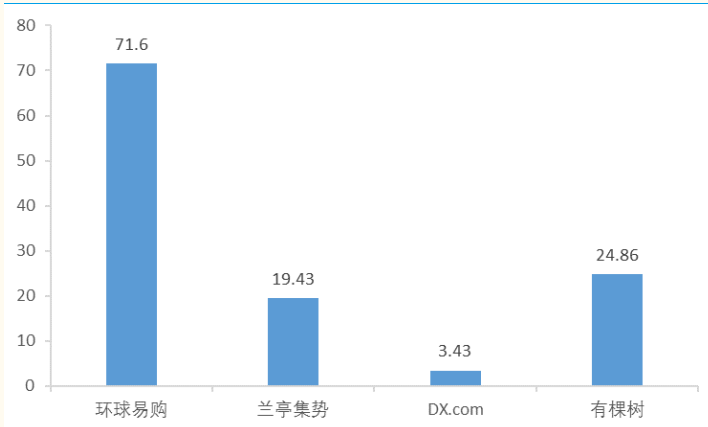


来源：公司公告、Internet Retailer、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 23：2016 年主要出口 B2C 自营平台营收（亿人民币）

图表 24：2013-2016 年各出口 B2C 自营平台营收增速



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

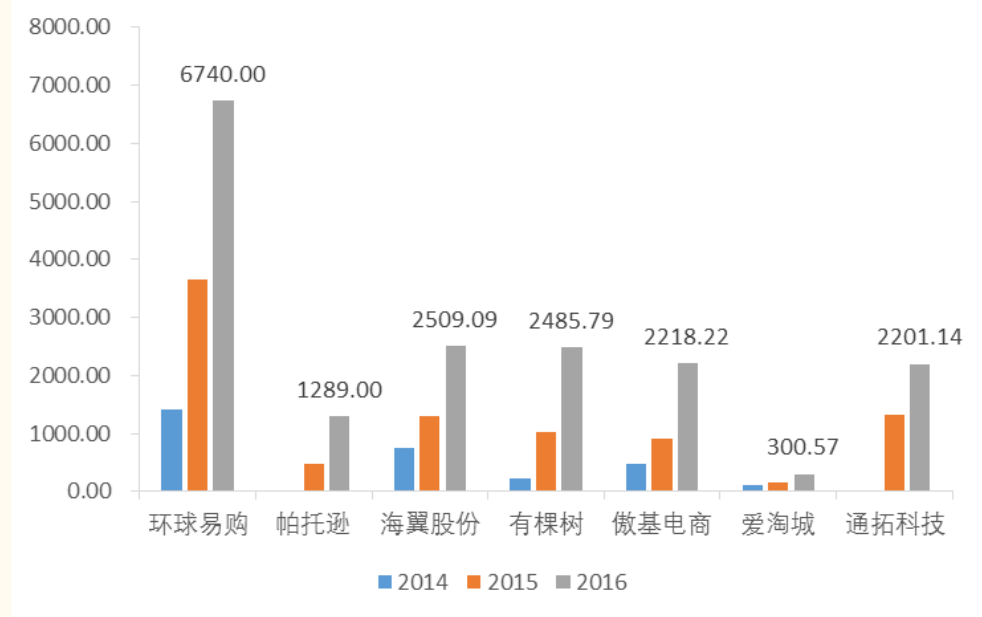
## 2. 蓝海市场背景下，先发优势助力公司领跑出口 B2C 行业

**时间先发优势：**环球易购 2007 年进入跨境出口零售电商领域，是最早进入该领域的企业之一，跨境出口零售电商涉及业务流程复杂特点决定行业中的较早进入者具有先发优势。凭借对互联网发展机遇的精准把握和多年的潜心经营，公司近几年跨境出口零售业务持续高速增长。在快速发展的同时，公司把握跨境电商的市场机遇，加快在“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”“B2C+B2B”、“出口+进口”、等领域的综合战略布局，保证未来业绩持续增长。

**资本市场先发优势：**资金的优势加快公司在跨境电商产业的综合布局，近几年的积累使公司在供应链、数据积累、团队建设、网站建设等方面领先行业竞争者。目前跨境通是国内 A 股市场唯一主营业务为跨境电商的公司，为 A 股市场稀缺标的。公司相继收购前海帕拓逊 90% 股权，并参股广州百伦、跨境翼等多家在进出口电商及综合配套服务领域优势互补的优质企业。近期，公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式，收购优壹电商，进一步强化跨境电商全领域战略布局的完整性，在扩大公司规模的同时，抢占行业制高点。

根据公司年报数据，截至 2016 年 12 月 31 日，公司旗下平台合计注册用户数量超过 7,018 万人，MAU 超过 1,500 万人，在线产品 SKU 数量超过 35.6 万个；2016 年公司旗下主要平台重复购买率 36.21%，流量转化率为 1.59%。2016 年度公司跨境出口 B2C 业务共计实现营业收入 674,037.13 万元，处于行业领先水平；公司自营网站在服装品类、电子品类均保持行业领先，形成较高的规模优势。利用规模优势，可以对行业内的优势资源进行整合，从而提高公司在行业内的竞争力。从 2014 年开始，与同行业其他平台对比，规模优势逐渐扩大。

图表 25：2014-2016 跨境电商各公司营业收入情况（单位：百万元）



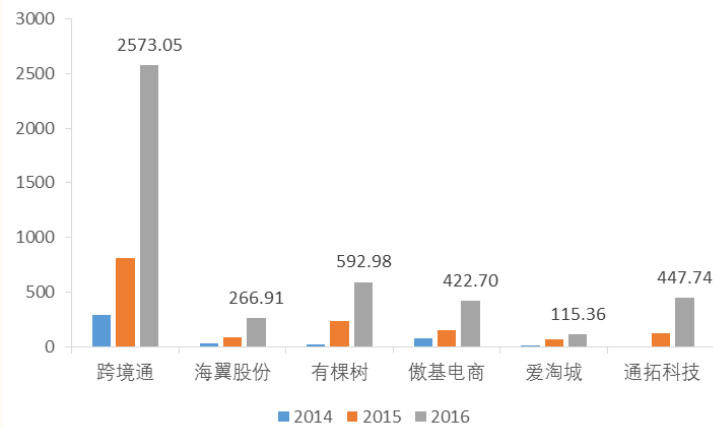
来源：wind, 国金证券研究所

#### 四、看未来增长：精细化管理助量质齐升+跨境双向立体生态圈

##### 1. 财务指标与行业平均持平，精细化管理有望改善存货及现金流

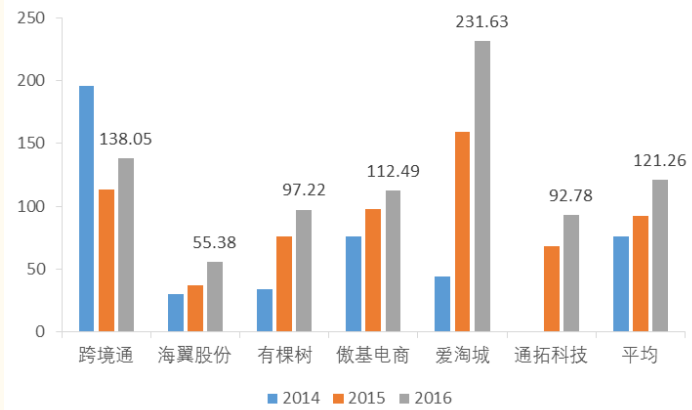
- 基于市场担忧的净利润率、存货、现金流，我们梳理、对比了同行业其他平台的财务指标。公司存货周转率、净利润率、销售现金比例基本与同行业公司平均水平持平，公司今年将致力于精细化管理，财务指标有望好转。
- 1) 存货：公司存货水平较高，但公司规模较大，另外受公司跨境电商业务销售旺季及春节工厂放假因素影响，公司需储备存货以应对销售高峰，提升公司销售额，增强客户体验。通过横向对比，跨境通的存货周转天数水平基本与行业平均相持平。

图表 26：2014-2016 跨境电商平台存货水平（百万元）



来源：wind, 国金证券研究所

图表 27：2014-2016 跨境电商平台存货周转天数

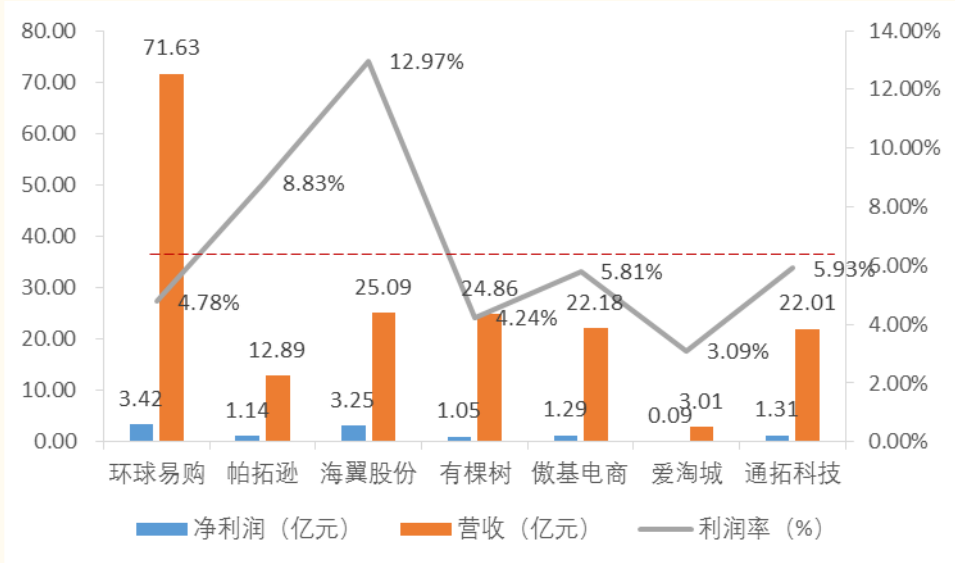


来源：wind, 国金证券研究所

## 2) 净利率率

帕拓逊、海翼股份净利率率水平较高，是处于行业平均以上，主要原因是这两个平台销售的产品以品牌口碑 3C 电子产品为主，具有较大的品牌溢价，也简介说明，如果要提高净利率率，后期品牌化、产品品质也是跨境 B2C 精细化管理的一个重要方向。环球易购作为服装、电子产品综合平台，净利率率水平基本与整体行业平均水平相当。

图表 28：跨境电商各公司净利率率水平

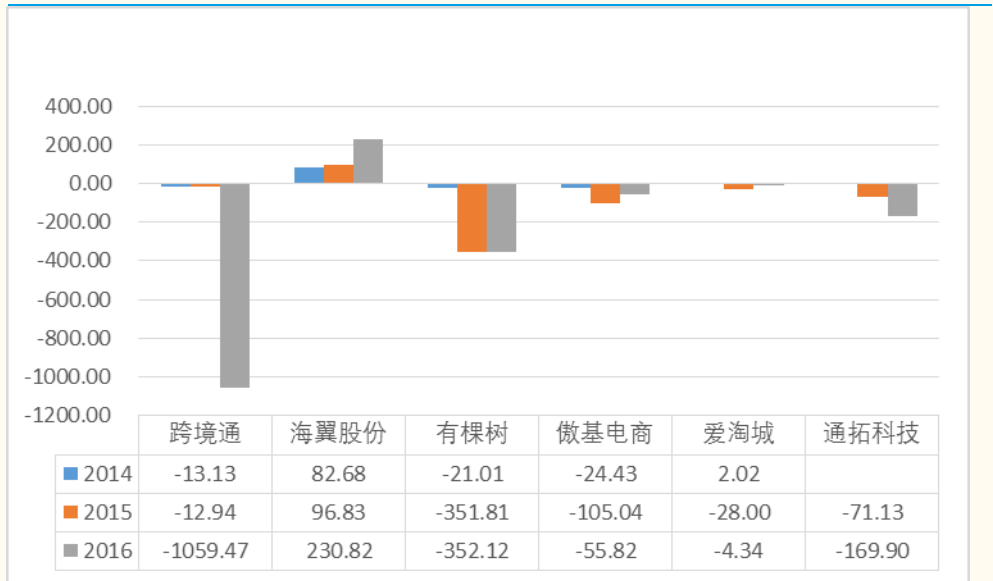


来源：wind, 国金证券研究所

## 3) 现金流

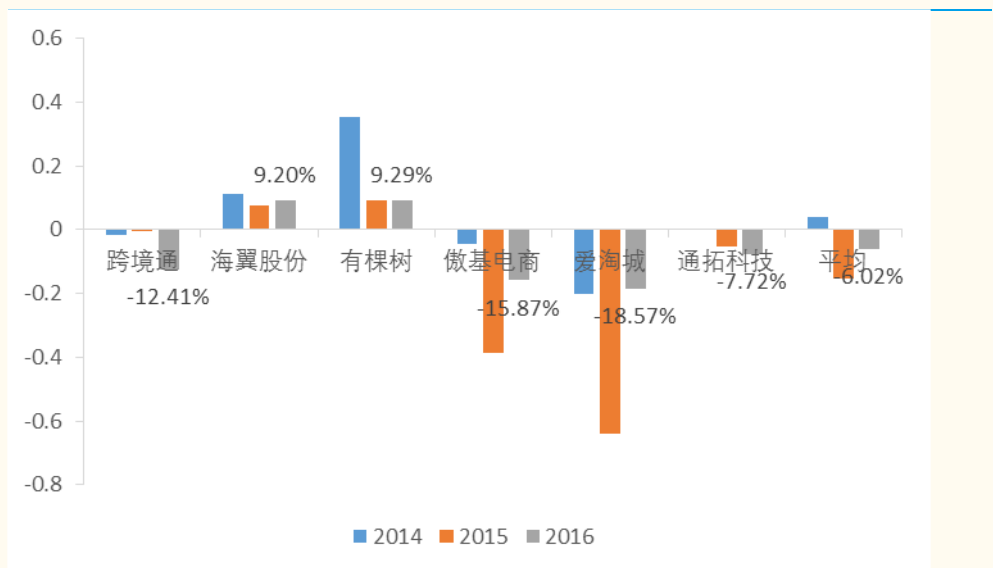
公司 2016 年报告期内经营规模快速成长，销售旺季及春节提前备货，支付供应商货款、营销推广费、物流费等增加所致现金流情况不太理想，我们对比了同行业的销售现金比例（经营活动产生的现金流量净额/营业收入），发现跨境通于行业平均偏离不大。

图表 29：跨境电商各公司现金流情况（百万元）



来源：wind, 国金证券研究所

图表 30：各公司销售现金比例（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）



来源：wind, 国金证券研究所

## 2：核心竞争优势保驾护航持续增长：数据分析能力+品牌+团队+供应链

- **数据分析能力：**公司的数据分析能力在行业内属于领先地位，大数据分析及运用贯穿公司销售、流量导入、采购、物流、客服等全业务链条。公司依靠数据分析来指导产品的采购、销售、备货、清仓等，实现公司良性库存周转。在精准营销方面，公司构建客户、媒体、商品等多维度大数据分析模型，通过对销售数据、转化数据、用户行为数据等进行综合分析，确保将合适的商品通过合适的媒体推送给合适的用户，达到精准投放的效果。公司跨境出口电商业业务近三年流量转化率分别为 1.45%、1.55%、1.59%，处于行业领先水平。
- **品牌优势：**在后续的跨境 B2C 竞争中，尤其是在目前社交化影响力日益变大的情况下，品牌化是公司必然的发展方向。目前公司帕托逊旗下的 Mpow Cheetach 蓝牙耳机、香薰机、鼠标等产品由于精美的工业设计、强



大的性价比，已在 Amazon 上取得良好口碑，Gearbest 目前已经被誉为欧洲京东，平台直接搜索流量已超过 50%。

- **团队：**公司股权激励机制到位，公司与 2015 年两次向包括董事长徐家东在内的核心骨干授予 1800 万股股票期权和 1800 万股限制性股票。公司经营管理团队大多自公司创立初期即已加入，在长期业务磨合中形成较强的凝聚力，同时具有年轻、执行力强、效率高、经验丰富等特点，对行业、技术、市场需求的发展有前瞻性的把握。公司绩效管理体系设计合理，能充分调动团队积极性。
- **供应链管理：**为了适应公司业务快速发展，公司建立了相应的供应链管理及考评体系，通过数据分析对供应商进行管理及考评，实现高效的供应链管控。通过对产品质量、价格、回货速度等进行综合考评，从而提高产品质量，提高客户的体验。在供应链整合方面，通过公司搭建的供应链管理系统，提升公司内部及公司与各供应商之间沟通效率，保障各项工作流程顺畅运行。公司拟收购优壹电商、跨境翼目前在保税仓储、申报报关、检验检疫、物流配送等方面已拥有专业团队，将大大提升客户体验。

### 3. 打造双向立体生态圈完善跨境产业布局

- 2015 年 8 月公司建立跨境进口电商平台“五洲会”，进入跨境进口行业，公司已公告拟收购优壹电商，拟打造进出口双向跨境立体生态圈，以期发挥供应链、渠道方面协同效应。
- **平台化、本地化、移动化、精细化：**未来公司将立足本地化，对于各国家电商自营平台进行精细化管理，雇佣当地员工、利用数据分析能力等进一步提升用户购物体验，增加复购率，提升销量。在网购移动化的大趋势下，公司各自营平台线后推出手机终端 app，顺应移动化的大趋势，也将为公司带来更多增长点。在经过了粗狂型扩张的早期发展，公司在未来的发展中将进一步加强精细化管理，做好购物体验、加强供应链管理、提高运营效率。未来公司将在跨境电商快速发展的机遇下，依靠核心竞争优势，加快在“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”“B2C+B2B”、“出口+进口”、打造跨境双向立体生态圈、完善跨境产业布局，保证未来业绩持续增长。

## 五、盈利预测与投资建议

### 1. 核心假设

- 1.1 不考虑优壹电商收购及并表
- 1.2 不考虑百伦科技的收购

### 2. 盈利预测

考虑跨境电商，尤其是 B2C 行业发展尚处于中早期阶段，公司为蓝海市场真龙头，以及公司的先发优势和核心竞争优势，预计公司在未来 2-4 年内将保持高速增长。不考虑优壹电商的利润增厚和业务协同效应，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 99.56%、51.78%、38.51%，EPS 分别为 0.55 元、0.84 元、1.56 元，对应 PE 为 33X、22X、16X。

**图表 31：业务拆分（单位：百万元）**

构成	项目	2014	2015	2016	2017E
环球易购(出口 B2C, 14 年 11 月份并表)	销售收入	1420.00	3300.00	6740.37	13292.01
	销售成本	667.40	1485.00	3489.58	7471.03
	毛利率	55.00%	56.00%	49.48%	44.88%
帕托逊(出口 B2C, 16 年 1 月份并表)	销售收入		465.90	1288.79	2835.34
	销售成本		204.30	567.07	1417.67
	毛利率		56.15%	55.00%	50.00%

出口 B2B	销售收入	0.00	0.00	800.00
	销售成本	0.00	0.00	640.00
	毛利率			20.00%
五洲会 (进口 B2C)	销售收入	100.00	422.97	1903.37
	销售成本	75.00	308.77	1389.46
	毛利率	25.00%	27.00%	27.00%
百圆裤业	销售收入	400.00	209.00	144.00
	销售成本	220.00	114.95	112.32
	毛利率	45.00%	45.00%	22.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

### 3. 估值与投资建议

核心推荐逻辑是海外 B2C 电商市场发展为中早期阶段，增长潜力巨大。在蓝海市场背景下，环球易购作为跨境 B2C 龙头，具有资本市场及地区先发优势，帕托逊口碑产品持续积累，极致单品助力业绩爆发，公司 B2C 业务内生增长强劲，后期依靠公司的数据分析核心竞争力以及供应链精细化管理，公司业绩有望持续高增长。公司拟收购优壹电商，业务协同效应加码公司跨境业务双向发展。不考虑优壹电商和百伦科技收购，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 99.56%、51.78%、38.51%，EPS 分别为 0.55 元、0.84 元、1.56 元，对应 PE 为 33X、22X、16X。首次覆盖给予“买入评级”，目标价 23.1 元（对应 2017 年 42 倍，对应 2018 年 28 倍）。

## 六、风险提示

跨境电商政策变动风险；公司存货、现金流得不到改善；全球贸易环境发生变化；新兴市场开拓不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	842	3,961	8,537	18,939	31,608	46,598
增长率		370.5%	115.5%	121.8%	66.9%	47.4%
主营业务成本	-400	-1,758	-4,410	-11,005	-19,021	-30,008
%销售收入	47.5%	44.4%	51.7%	58.1%	60.2%	64.4%
毛利	442	2,202	4,127	7,934	12,586	16,590
%销售收入	52.5%	55.6%	48.3%	41.9%	39.8%	35.6%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-8	-16	-28
%销售收入	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
营业费用	-316	-1,892	-3,348	-6,439	-10,272	-13,280
%销售收入	37.5%	47.8%	39.2%	34.0%	32.5%	28.5%
管理费用	-62	-115	-220	-530	-885	-1,305
%销售收入	7.4%	2.9%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	61	193	555	957	1,413	1,977
%销售收入	7.2%	4.9%	6.5%	5.1%	4.5%	4.2%
财务费用	-10	4	-11	11	52	48
%销售收入	1.2%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-6	7	-49	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	41	0	0	0
%税前利润	1.3%	n.a	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	204	537	968	1,464	2,025
营业利润率	5.4%	5.1%	6.3%	5.1%	4.6%	4.3%
营业外收支	3	1	1	1	1	1
税前利润	48	205	537	969	1,465	2,026
利润率	5.7%	5.2%	6.3%	5.1%	4.6%	4.3%
所得税	-20	-39	-109	-174	-264	-365
所得税率	40.6%	18.9%	20.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	29	166	428	795	1,202	1,661
少数股东损益	-5	-2	34	9	9	9
归属于母公司的净利润	33	168	394	786	1,193	1,652
净利率	4.0%	4.3%	4.6%	4.1%	3.8%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	29	166	428	795	1,202	1,661
少数股东损益	-5	-2	34	9	9	9
非现金支出	13	2	66	18	22	26
非经营收益	13	17	-2	55	19	19
营运资金变动	-79	-204	-1,559	625	-1,318	-1,881
经营活动现金净流	-25	-19	-1,067	1,493	-77	-176
资本开支	-7	-26	-81	1,089	-36	-37
投资	-18	-146	-763	0	0	0
其他	5	0	26	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-172	-818	1,089	-36	-37
股权募资	144	204	2,050	0	0	0
债权募资	6	61	833	-751	0	0
其他	-28	126	-9	179	-20	-20
筹资活动现金净流	122	392	2,874	-571	-20	-20
现金净流量	77	202	990	2,011	-132	-232

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	329	516	1,493	3,504	3,371	3,139
应收账款	380	315	711	830	1,386	2,043
存货	294	809	2,573	3,316	5,732	9,044
其他流动资产	145	267	790	1,321	2,283	3,601
流动资产	1,148	1,908	5,567	8,971	12,772	17,826
%总资产	52.1%	61.1%	78.3%	95.5%	96.7%	97.6%
长期投资	65	217	206	206	206	206
固定资产	38	75	127	140	150	156
%总资产	1.7%	2.4%	1.8%	1.5%	1.1%	0.9%
无形资产	896	896	1,171	51	57	63
非流动资产	1,057	1,215	1,542	418	434	446
%总资产	47.9%	38.9%	21.7%	4.5%	3.3%	2.4%
资产总计	2,205	3,122	7,108	9,389	13,205	18,272
短期借款	128	189	641	0	0	0
应付款项	206	811	1,469	3,245	5,526	8,444
其他流动负债	33	74	246	489	822	1,310
流动负债	367	1,074	2,356	3,734	6,349	9,754
长期贷款	0	0	391	391	391	391
其他长期负债	6	5	112	0	0	0
负债	373	1,079	2,859	4,125	6,740	10,145
普通股股东权益	1,830	2,044	4,206	5,212	6,405	8,057
少数股东权益	1	-1	43	52	61	70
负债股东权益合计	2,205	3,122	7,108	9,389	13,205	18,272

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.158	0.265	0.276	0.550	0.835	1.156
每股净资产	8.642	3.172	2.943	3.647	4.482	5.637
每股经营现金净流	-0.116	-0.029	-0.746	1.045	-0.054	-0.123
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.83%	8.24%	9.36%	15.08%	18.62%	20.50%
总资产收益率	1.52%	5.39%	5.54%	8.37%	9.03%	9.04%
投入资本收益率	1.84%	7.03%	8.36%	13.88%	16.90%	19.03%
增长率						
主营业务收入增长率	88.60%	370.51%	115.53%	121.85%	66.89%	47.43%
EBIT增长率	10.37%	219.02%	186.79%	72.53%	47.61%	39.91%
净利润增长率	6.22%	403.39%	133.85%	99.56%	51.78%	38.51%
总资产增长率	125.50%	41.61%	127.67%	32.08%	40.65%	38.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	142.7	29.6	17.8	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	198.7	114.5	140.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	56.4	54.0	52.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	16.6	6.9	5.2	2.6	1.7	1.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.97%	-16.01%	-10.85%	-59.13%	-46.09%	-33.81%
EBIT利息保障倍数	5.9	-51.8	52.4	-86.2	-27.4	-41.3
资产负债率	16.92%	34.56%	40.22%	43.93%	51.04%	55.52%

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	4	18
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.20	1.05

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。

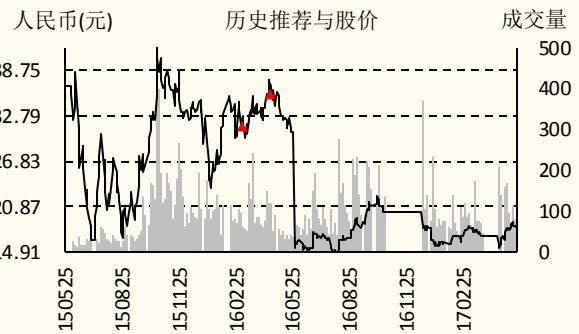
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-09	增持	32.50	38.00~38.40
2	2016-04-22	增持	36.82	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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