

浔兴股份 (002098.SZ)

拉链行业龙头，拟现金收购跨境电商公司价之链

核心观点：

- 公司是国内拉链行业龙头企业，产销量多年保持前列

公司产品以内销为主，80%以上的产品销往国内市场。近年伴随公司加速推进国际化战略，海外收入也实现较快增长。16年公司营收和净利润11.75亿元和1.18亿元，同比增长12.87%和64.65%，17年一季度营收和净利润2.43亿元和769万，同比增长24.81%和28.47%，继续保持快速增长。

- 拉链行业空间广阔，公司主业有望稳步增长

2014年拉链国内需求量459亿米，全球需求量840亿米。国内消费升级，中小企业退出，公司市占率有望提升；公司产品质量和设计能力逐步提升，与国际品牌相比，人力成本具备优势，未来拓展国际市场空间广阔。

- 公司拟以现金10.14亿收购跨境出口电商价之链65%股权

价之链是以品牌电商+电商软件+电商社区为主营的跨境出口电商。16年营收和净利润分别为4.57亿和0.55亿元，同比增长232.34%和520.66%。原实际控制人承诺价之链在17-19年净利润不低于1、1.6和2.5亿元。基于1)行业空间广阔且高增长；2)价之链目前处于快速发展阶段；3)推行精品化路线、打造爆款和拓展产品结合；3)供应商关系稳定，议价能力较强；4)跨境电商软件服务或成为新利润增长点；看好未来发展前景。

- 17-19年业绩预计分别为0.40元/股、0.45元/股、0.52元/股(不含收购)

对应17/18年PE为36x和31x。我们看好主业稳健增长，目前现金收购价之链还需获得股东大会表决通过，若完成收购，将产生一定财务费用，但考虑并表或对业绩有一定正面影响，首次覆盖给予“谨慎增持”评级。

- 风险提示

汇率波动风险、服装消费下滑风险、收购未能完成风险、整合风险、电商服务竞争激烈风险、存货风险；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1041.46	1175.49	1384.21	1564.44	1771.72
增长率(%)	-0.77%	12.87%	17.76%	13.02%	13.25%
EBITDA(百万元)	172.25	210.37	240.53	270.52	304.26
净利润(百万元)	71.97	118.50	141.84	162.74	186.24
增长率(%)	-7.97%	64.65%	19.70%	14.73%	14.44%
EPS(元/股)	0.20	0.33	0.40	0.45	0.52
市盈率(P/E)	76.90	58.28	35.61	31.04	27.12
市净率(P/B)	5.32	6.11	3.97	3.52	3.12
EV/EBITDA	32.27	32.81	20.38	17.55	15.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格

14.11元

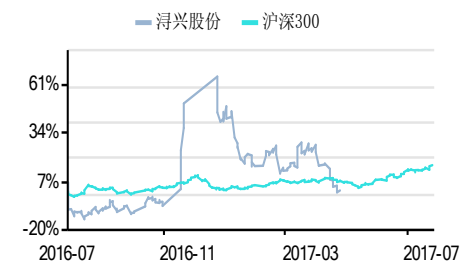
报告日期

2017-07-25

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	358/310
流通A股市值(百万元)	5,044
每股净资产(元)	3.16
资产负债率(%)	22.71
一年内最高/最低(元)	22.48/10.59

相对市场表现



分析师：糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：胡翔宇 010-59136632

huxiangyu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

1 浔兴股份：国内拉链行业龙头企业	4
1.1 国内拉链龙头，销量连续多年国内第一	4
1.2 历经调整，业绩实现快速增长	6
2 拉链行业升级趋势显现，公司主业有望稳步增长	7
2.1 拉链行业空间广阔	7
2.2 拉链行业消费升级，集中度有望提升	7
2.3 公司作为国内中高端拉链生产企业，有望充分受益于产业升级	9
3 公司拟现金收购跨境出口电商价之链 65%股权	9
3.1 价之链：以“品牌电商+电商软件+电商社区”为主营的跨境出口电商	9
3.2 跨境出口电商行业：空间广阔，有望持续快速增长	11
3.3 我们看好价之链未来发展前景	12
4 盈利预测和投资评级	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资评级	18
5. 风险提示	19
5.1 汇率波动的风险	19
5.2 服装消费下滑的风险	19
5.3 收购价之链交易未能完成的风险	19
5.4 整合风险	19
5.5 电商服务业务竞争风险	19
5.6 存货风险	19

图表索引

图 1: 2016 年公司主营收入按产品构成.....	5
图 2: 2016 年公司不同产品毛利率.....	5
图 3: 2016 年公司主营收入按地区构成.....	5
图 4: 2012-2016 年公司主营收入按地区构成.....	5
图 5: 2012-2017Q1 公司营业收入及增速.....	6
图 6: 2012-2017Q1 公司归母净利润及增速.....	6
图 7: 2012-2017Q1 公司毛利率及净利率.....	6
图 8: 2012-2017Q1 公司期间费用率.....	6
图 9: 2009-2014 我国拉链行业市场消费量.....	7
图 10: 2009-2014 全球拉链市场规模.....	7
图 11: 国内外拉链龙头企业对比.....	8
图 12: 价之链 2014-2017Q1 营收情况.....	10
图 13: 价之链 2014-2017Q1 归母净利润情况.....	10
图 14: 价之链 2016 各项服务营收占比.....	11
图 15: 价之链 2017Q1 各项服务营收占比.....	11
图 16: 2013-2018 中国跨境电商交易规模及预测.....	11
图 17: 各国电商渗透率对比.....	11
图 18: 2014-2016 跨境电商企业收入情况 (亿元).....	13
图 19: 2015-2016 跨境电商企业收入增长率情况.....	13
图 20: 2015-2016 跨境电商企业毛利率情况.....	13
图 21: 2015-2016 跨境电商企业净利率情况.....	13
图 22: 2015-2016 跨境电商企业人均营收情况 (万元).....	13
图 23: 2016 跨境电商企业人均营收增长率.....	13
图 24: 家居生活及汽车周边品类收入快速增长.....	14
图 25: 家居生活及汽车周边品类收入占比提高.....	14
图 26: 三位一体业务模式提升企业竞争力.....	15
图 27: 部分跨境电商经营性现金流量净额 (亿元).....	16
图 28: 部分跨境电商企业服饰销售收入占比.....	16
表 1: 公司各类主要拉链产品.....	4
表 2: 跨境电商独立站与第三方平台特点比.....	10
表 3: 2016 年价之链向前五大供应商采购情况.....	15

1 浔兴股份：国内拉链行业龙头企业

1.1 国内拉链龙头，销量连续多年国内第一

浔兴股份成立于1992年，2006年在深交所成功上市，经过20多年的发展，公司目前是中国拉链行业品种、规格最齐全，综合实力最强的生产企业，成为了中国拉链国家标准及行业标准制定的组长单位。公司拉链产销量已连续多年保持国内厂商第一（不包括YKK中国地区产销量）。

公司专注于向客户提供金属、尼龙、塑钢三大系列的各种优质码装和成品拉链，包括各种规格型号的拉头及拉链配件以及各种规格型号的金属、树脂、木质等系列扣具及箱包配件。公司生产的产品以中高档拉链为主，产品包括精品系列、金属系列、尼龙系列、塑钢系列、拉配系列、箱包帐篷系列以及纽扣系列，从产品构成来看，公司的条装拉链和码装拉链共占了83%的收入。

表 1：公司各类主要拉链产品

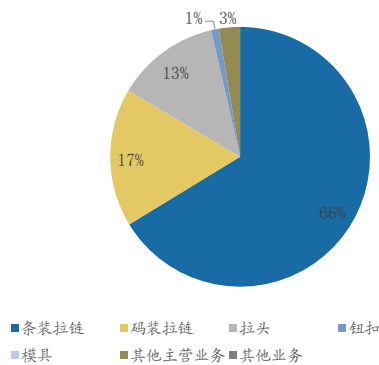
品种	产品名称		
尼龙拉链			
	尼龙系列拉头	尼龙系列拉片	尼龙注塑双开口链
	塑钢拉链		
塑钢系列拉头		塑钢系列拉片	塑钢开口链
金属拉链			
	金属系列拉头	金属系列拉片	金属铜闭口链

数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

产品生产方面：公司在国内拉链厂商中产品品类最齐全，工艺最完善。目前公司拥有福建、上海、东莞、成都、天津五大制造基地。公司生产模式有订单式和计划式两种，条状拉链主要采取订单式生产模式，根据客户订单进行打样，再安排生产制造；码装拉链则根据对市场的预判制定未来生产计划，并逐季根据市场情况进行调整。与生产相配套，公司设置专门的采购部门，根据销售计划采购原材料。近年来公司持续深入推进精益管理，减少资源浪费；大力推动生产自动化，提高生产效率；建立满足“快时尚”需求下的快速供应模式，强调交期控制，缩短交期。

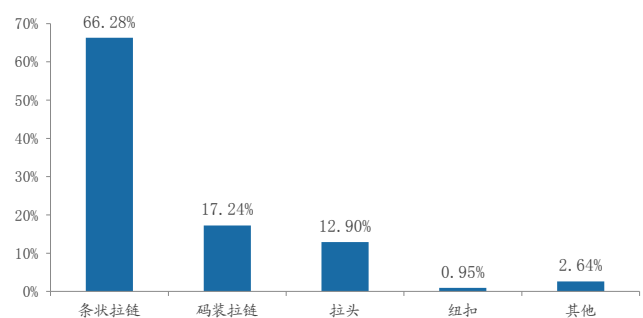
销售渠道方面：公司产品主要销售对象为服装、箱包、体育用品生产商等企业。公司已经形成覆盖全国、辐射全球的市场营销体系，产品远销欧美、中东、非洲、东南亚等70多个国家和地区，为公司未来持续发展奠定坚实基础。公司主要采取直销和经销相结合的销售模式，在海外主要采取经销模式，即通过经销商将产品销售给国外的终端客户，而国内则是经销、直销模式并行。公司产品以内销为主，80%以上的产品销往国内。近年来公司不断深耕国内市场，在国内的营收不断增加，16年达到了9.38亿，同比增长12.47%；同时，随着下游服装制造业产能转移，公司也在加速推进国际化战略，海外收入从12年的1.53亿增长到了16年的2.37亿，5年来实现了55.4%的增长。公司与全球众多知名服装品牌形成战略合作关系，主要合作伙伴包括adidas、ZARA、PUMA等众多国内外知名企业。

图1：2016年公司主营收入按产品构成



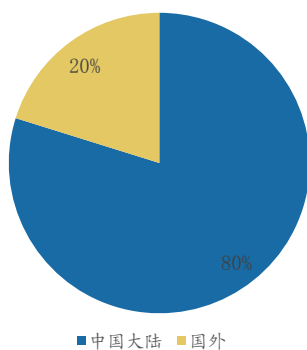
数据来源：wind；广发证券发展研究中心

图2：2016年公司不同产品毛利率



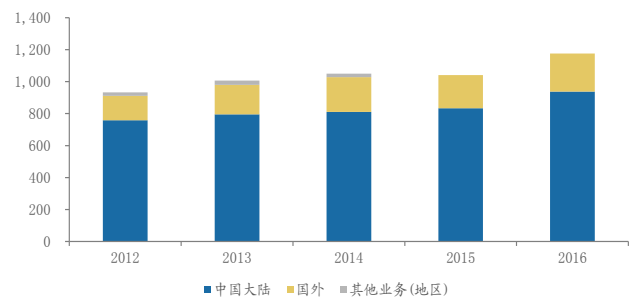
数据来源：wind；广发证券发展研究中心

图3：2016年公司主营收入按地区构成



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

图4：2012-2016年公司主营收入按地区构成



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

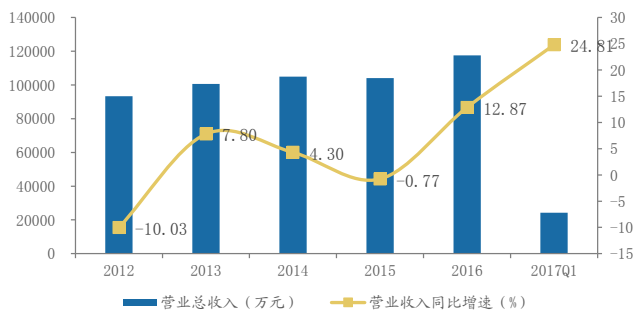
1.2 历经调整，业绩实现快速增长

近年来，受益于中国服装制造业的发展，拉链行业总体保持良好增长势头。公司业绩总体保持稳健增长态势。2007-2016年，公司营业收入从8.61亿元增长至11.75亿元，归母净利润从6482万元增长至1.19亿元。

2016年，公司大力进行市场拓展，坚持国际化战略，开拓海外市场；继续推进精益化管理，提升运营效率。在下游纺织服装行业景气度一般，整体经济较为低迷的情况下，2016年公司营业收入11.75亿元，同比增长12.87%；归母净利润1.19亿元，同比增长64.65%，扭转了15年业绩下的滑趋势，同时进一步巩固了行业的龙头地位。2017年一季度，公司业绩仍然保持着快速增长的势头，营业收入2.43亿元，同比增长24.81%，归母净利润769万，同比增长28.47%。

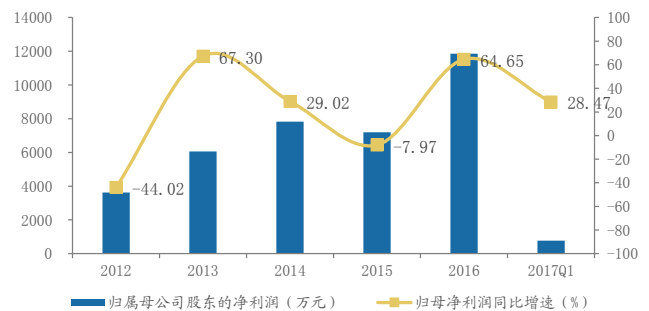
2016年公司毛利率、净利率均有较大幅度提升，其中毛利率从30.63%提升至33.04%，提升了2.41个百分点，净利率从6.91%提升至10.08%，提升了3.17个百分点。这也是公司16年利润高速增长的主要原因。毛利率提升主要是因为公司调整产品结构、优化客户结构，提升成品销售比重，并且提高自动化水平，提升生产效率，严格控制生产成本。净利率提升除了毛利率的影响之外，还受到财务费用率下降的影响。公司2015年募集资金3亿元，资金到位后显著优化了财务结构，16年公司利息支出大幅减少，财务费用率从2.30%下降至0.29%。2017年一季度，公司毛利率、净利率水平有所回调，这主要跟一季度是淡季相关，产品结构和全年存在差异，另一方面，因为产销量较少，所以期间费用率在全年来看处于相对较高水平。

图5：2012-2017Q1公司营业收入及增速



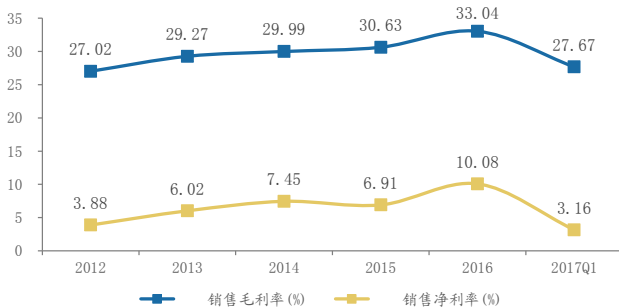
数据来源：wind；广发证券发展研究中心

图6：2012-2017Q1公司归母净利润及增速



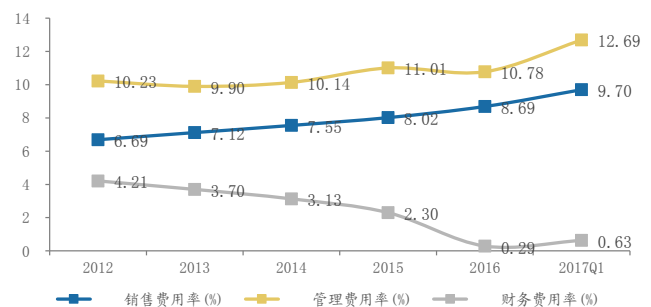
数据来源：wind；广发证券发展研究中心

图7：2012-2017Q1公司毛利率及净利率



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

图8：2012-2017Q1公司期间费用率



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

2 拉链行业升级趋势显现，公司主业有望稳步增长

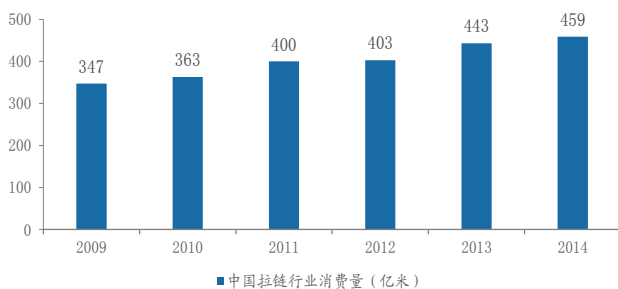
2.1 拉链行业空间广阔

拉链用途广泛，主要运用于下游服装、箱包、鞋子等多个领域。2014年全球拉链需求总量约为840亿元，我国拉链行业产量达到502亿米，进口量约3.01亿米，出口量约46.13亿米，国内消费量约在459亿米。根据智研咨询预测，到2018年，全球拉链需求总量将突破1000亿元。

中国目前是全球最大的拉链制品制造国和出口国，目前国内拉链生产企业约3000家，行业从业人口近百万人。这主要是跟中国是全球最大的服装、箱包生产制造国有关，国内下游产业对于拉链等原辅料的需求量非常大，这从我国拉链的产业布局也能得到印证。我国拉链企业主要位于东南沿海地区的广东、江苏、福建、浙江和上海，与纺织服装产业集群紧密联系。

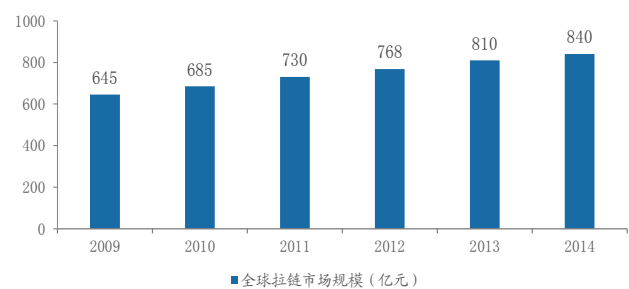
我们认为拉链行业未来仍有较大发展空间，主要是基于：1) 传统的服装、箱包制造业仍然保持稳定增长；2) 随着服装、箱包便捷化、个性化趋势，越发强调辅料的功能及配饰价值，单位服装箱包制品的拉链使用量稳步提升；3) 在传统的服装、箱包领域之外，拉链会向更多领域去渗透，如功能性制服、农业生产设备等等。

图9：2009-2014我国拉链行业市场消费量



数据来源：智研咨询；广发证券发展研究中心

图10：2009-2014全球拉链市场规模



数据来源：智研咨询；广发证券发展研究中心

2.2 拉链行业消费升级，集中度有望提升

在服装、箱包辅料中，最主要的是拉链和纽扣两种产品，辅料的共同特点就是单位价值低，占下游成本比例较低，单位毛利率较高的特点。但是与纽扣相比，拉链具有标准化程度高、功能性要求高、精密工艺技术水平高等特点，并且单位产品价值要高于纽扣，使用范围也要比纽扣更加广泛。因此拉链行业能够孕育出标准化生产，具备一定规模优势的大型企业。

目前全球的拉链企业主要可以分为四个层次：奢侈品市场由瑞士的RIRI拉链垄断；高端市场由日本的YKK占据龙头地位，中高端市场以中国的浔兴股份、伟星股份为代表型企业，低端市场分布在各个国家，尤其以中国的小企业为主。

中高端市场以设计及技术为核心：

中高端市场非常强调产品质量的稳定性和质感，对于规模化、精密化生产能力的要求非常高，如果想要在这一领域立足，就必须提升自己的设计研发能力，在精密生产技术上拥有核心竞争力。日本的YKK集团以精工制造著称，通过持续的科技研发投入、不断的专利技术创新维持自身的核心竞争力，是中高端拉链市场的代表，约占世界市场份额的35%，占中高端市场份额超过80%，是拉链行业鼻祖与行业标准的象征，Levis、lee、Gap、American Eagle等知名品牌均指定使用YKK拉链。

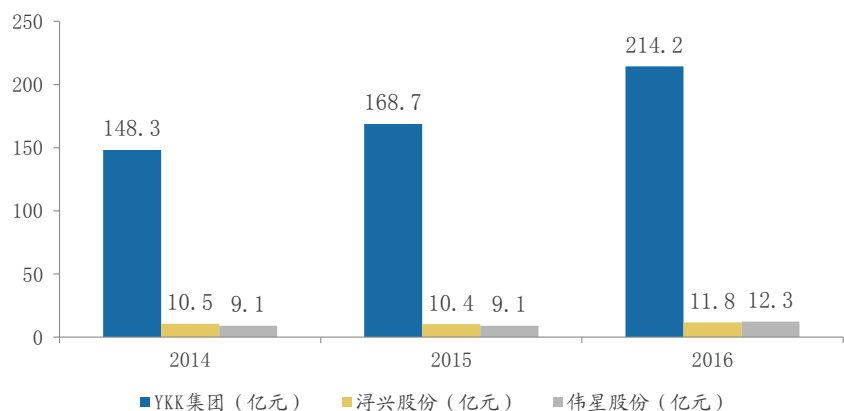
中低端市场以规模效应和成本优势为核心：

拉链行业的中低端市场主要依赖于低价销售竞争模式，中低端企业一般布局于劳动力成本具备优势的地区。尤其是在产业发展初期，因为下游产品普遍较为低端，所以对于上游辅料的质量要求也很低，但是市场进入门槛非常低，很多小企业纷纷进入，因此行业竞争激烈，利润微薄，市场集中度较低。我国的拉链产业是随着纺织服装代工业务的发展而兴起的，因为历史缘故，仍以中小企业为主，产业主体仍定位于中低端市场。当然在此过程中也涌现了浔兴股份、伟星股份等大型辅料生产企业，这些企业具备一定的技术优势和规模化效应，已经拓展了一些知名品牌客户。

消费升级趋势下，国内拉链产业竞争格局优化：

首先，近年来国内劳动力成本不断上升，低端服装、箱包加工业不断向外部产能转移，很多小企业经营困难，退出市场；其次，随着中国消费市场的发展，国内消费者对于品牌服饰、品牌箱包的要求愈发强烈，而且对于产品的设计、性能、质感提出了更高的要求。我们认为以上因素对于国内拉链行业竞争格局将产生深远影响：1) 以低廉价格为核心竞争力，靠着区域小企业客户存活的小型拉链企业将面临转型退出选择；2) 国内大型拉链生产企业，如浔兴股份、伟星股份等，经过多年的生产加工业务磨练，在机器设备、生产工艺、设计能力等方面已经有了较为明显的提升，龙头企业的专利数量和品牌客户不断丰富；另一方面，与国际品牌相比，国内企业在人力资源、企业管理等方面仍然具备一定的成本优势。我们认为国内龙头企业有望充分受益于下游服装、箱包产业消费升级，随着国内中小企业的逐步退出，预计未来国内拉链行业的集中度有可能进一步提升。

图11：国内外拉链龙头企业对比



数据来源：YKK集团年报；wind；广发证券发展研究中心

2.3 公司作为国内中高端拉链生产企业，有望充分受益于产业升级

浔兴股份是国内拉链生产行业的龙头企业，与国内同行相比有诸多优势：

首先，在技术方面积累了较大优势。公司是国家级高新技术企业，截至2016年，公司拥有发明、实用新型、外观设计专利数量471项，是国内技术研发积淀最雄厚的拉链企业。其次，在生产能力方面，公司有专门的产品设计部门，与国内外众多院校、机构进行深度合作，紧跟流行趋势，贴合客户需求进行产品设计和生产。再次，在市场拓展方面，公司在国内拥有五大生产基地，就近为客户提供产品服务，除了稳固国内市场之外，公司近年来加快国际化战略进程，增设海外办事处，凭借自身强大的生产能力参与到国际化市场的竞争中去。

我们认为公司未来在拉链领域仍能享受到较快增长，一方面是国内消费升级趋势下，中小型拉链企业面临竞争压力，不断退出市场，预计公司在拉链行业的市占率有望进一步提升；另一方面，随着多年的发展，公司在产品质量和设计方面提升明显，专利数量稳步增加，但是在人力资源、企业管理等方面仍具备一定的成本优势，我们预计公司参与到国际市场竞争之后，有望获得新的品牌客户资源，拉链业务有望打开新的增长空间。

3 公司拟现金收购跨境出口电商价之链 65%股权

公司拟以现金10.14亿元收购跨境电商企业价之链65%股权，对应价之链评估价值为15.68亿元。价之链原实际控制人甘情操、朱玲、深圳市共同梦想科技企业承诺，价之链在2017年、2018年、2019年净利润分别不低于1亿元、1.6亿元、2.5亿元（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低为准），如果三年价之链累计实现净利润数低于累积承诺净利润数5.1亿元，由甘情操、朱玲、共同梦想科技企业以现金方式向上市公司进行补偿，如果未能以现金方式足额补偿的，公司有权要求以其在交易完毕后仍持有的价之链股权进行补偿。

3.1 价之链：以“品牌电商+电商软件+电商社区”为主营的跨境出口电商

价之链是一家以“品牌电商+电商软件+电商社区”为主营业务的跨境出口电商企业。业务范围包括：

- 1) 通过Amazon等平台运营自有品牌产品，通过精品化、品牌化的产品运营路线，将产品销售到美国、欧洲、日本等地区，产品主要涵盖 3C 电子产品、家居生活用品、汽车周边产品及其他产品等多个领域。
- 2) 向全球的电商卖家销售Amztracker、全球交易助手等多款电商营销服务及管理软件，主要覆盖 Amazon、eBay、aliexpress 三大平台，为其他电商卖家提供选品、数据分析、搜索优化、推广营销、店铺运营管理等全方位、一站式的服务，价之链累计服务全球100多个国家近5万付费电商标铺以及10万以上免费商户；
- 3) 利用vipon.com、百佬汇在线(bihpro.com)以及线下社区，将自身跨境电商运营经验和全流程软件服务推向全球电商卖家，形成一个拥有广泛用户基础的跨境电商服

务平台。价之链由单一的电商企业逐步转变为集品牌电商、电商软件、电商社区为一体，线上线下互动的跨境出口电商综合服务商。

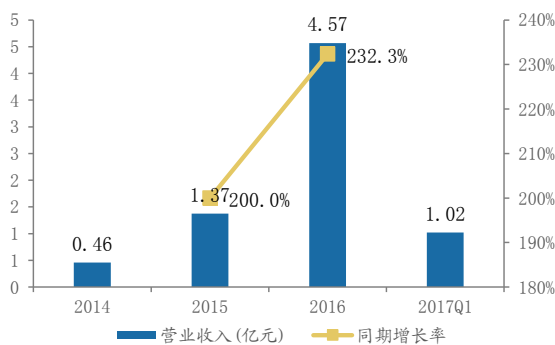
表 2: 跨境电商独立站与第三方平台特点比

	独立站	第三方平台
定义	卖家自己搭建网站平台，展示销售自己的产品，网站没有其他卖家	在亚马逊、ebay、速卖通、Wish 上开店销售自己的产品，网站上有其他卖家
流量来源	通过谷歌等搜索结果为主，或通过社交网站、邮箱等定向营销	平台内部流量为主，平台获取的流量通常比较大
服务器	需要自行搭建服务器，投入成本大	第三方平台，无需自己搭建服务器，投入成本小
安全性	需要聘请专业的人员保障网站安全	平台提供强大的技术支持
存续风险	对是否继续开设有自主选择权	若双方合作条款发生不利变动，将面临无法在第三方平台继续开展业务的风险
代表企业	环球易购、DX、兰亭集势等	有棵树、傲基电商、海翼股份、价之链等

数据来源：广发证券发展研究中心整理

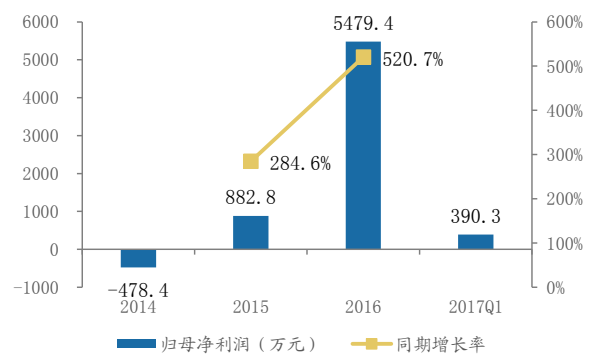
2015-2016年，价之链主营业务收入分别为1.37亿元、4.56亿元，净利润分别为882.60万元、5570.27万元，呈现快速增长趋势；2017年1-3月，价之链主营业务收入1.02亿元，净利润421.73万元。2015年，价之链基本以电商贸易业务为主，其中3C电子产品的销售额占比超过七成，是价之链的主力销售产品。2016年，随着推行精品化路线，价之链在打造爆款的同时拓展了产品系列，家居生活类和汽车周边类产品销售收入金额呈现大幅度增长。同时，价之链实施“品牌电商+电商软件+电商社区”的协同发展策略，为电商软件和社区服务业务提供经验和行业洞察力，提升用户体验，在2016年先后收购了多款跨境出口电商工具软件，包括Amztracker、全球交易助手等，当年电商服务收入金额超过4000万元。

图 12: 价之链2014-2017Q1营收情况



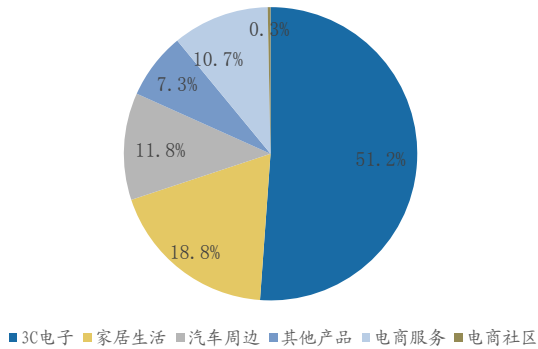
数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

图 13: 价之链2014-2017Q1归母净利润情况



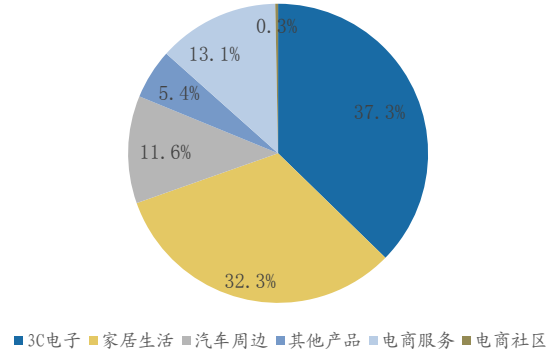
数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

图14: 价之链2016各项服务营收占比



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图15: 价之链2017Q1各项服务营收占比



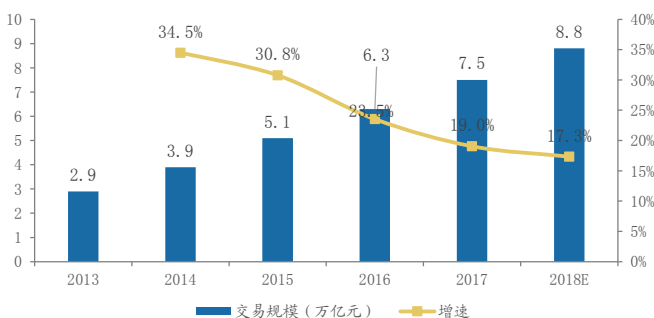
数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

3.2 跨境出口电商行业: 空间广阔, 有望持续快速增长

中国跨境电商交易规模持续增长, 对传统进出口贸易的渗透逐步增加。近年来, 在国家电子商务相关政策的大力支持及行业参与者的积极推动下, 国家电子商务行业产业链逐渐完善, 跨境电商行业快速发展。根据iiMedia Research数据显示, 2016年中国进出口跨境电商(含零售及B2B)整体交易规模达到6.3万亿, 至2018年, 中国进出口跨境电商整体交易规模预计将达到8.8万亿。此外, 跨境电商交易规模总额占国家进出口贸易总额比例逐年增长, 2016年占比为25.89%, 根据阿里研究院的预计, 2020年跨境电商交易规模占进出口总额比例将达到37.62%, 电子商务对传统贸易形势的渗透呈现逐年增加趋势。

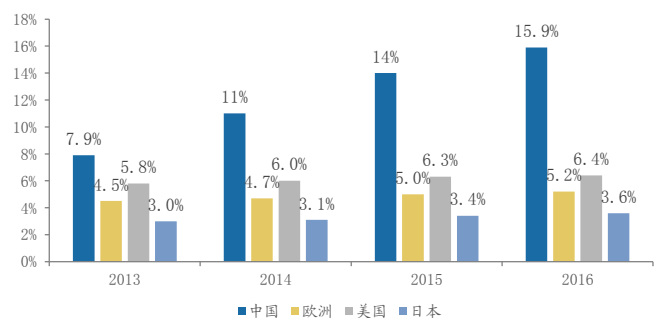
与国内高速发展的电商行业相比, 海外主要国家电商渗透率较低, 未来市场拓展空间广阔。根据美国电子商务发展现状分析、贝恩咨询、SMBC日兴等数据, 截至2016年, 美国的电商渗透率为6.4%, 欧洲的电商渗透率为5.2%, 日本的电商渗透率为3.6%。我们认为随着未来海外线上零售平台的进一步丰富, 产品品类持续扩充, 以及消费习惯的改变, 电商渗透率提升空间值得期待, 而主要市场为美国、欧洲、日本等国家的价之链将受益于消费市场扩张以及电商渗透率进一步提高。

图16: 2013-2018中国跨境电商交易规模及预测



数据来源: iiMedia Research; 阿里研究院; 广发证券发展研

图17: 各国电商渗透率对比



数据来源: 美国电子商务发展现状分析; 贝恩咨询; SMBC日

3.3 我们看好价之链未来发展前景

3.3.1 对标行业内其他上市公司，价之链目前规模较小，但处于快速发展阶段

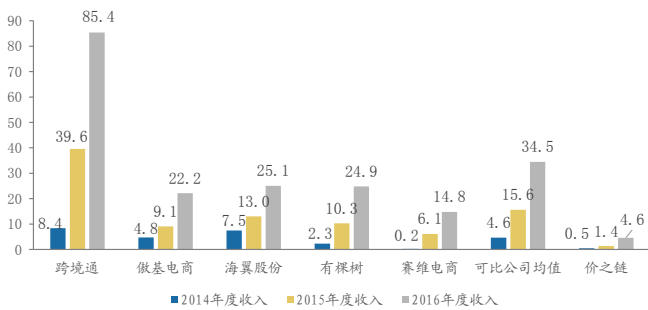
目前A股和新三板与价之链从事相同业务的上市公司包括A股跨境通(002640.SZ)、傲基电商(834206.OC)、海翼股份(839473.OC)、赛维电商 (839586.OC) 以及有棵树(836586.OC)等。因为价之链是主营自主品牌和第三方平台出口电商的公司，其商业模式与海翼股份更加相似。

2016年，跨境通、傲基电商、海翼股份、赛维电商、有棵树的营业收入分别为85.4亿元、22.2亿元、25.1亿元、14.8亿元、24.9亿元，而价之链的营业收入为4.6亿元，与这些公司相比还处于发展初期，规模较小；2016年，跨境通、傲基电商、海翼股份、赛维电商、有棵树的毛利率分别为48.3%、58.3%、53.9%、61.0%、37.9%，净利率分别为5.0%、5.8%、12.8%、2.6%、4.2%，而价之链的毛利率为56.5%，净利率为12.2%，在同行之间处于较高水平，主要是因为价之链 2016 年进一步拓展了跨境电商软件服务业务，该类业务的销售毛利较高，导致2016年毛利率、净利率稍高于可比公司；2016年，跨境通、傲基电商、海翼股份、有棵树的人均营收分别为181万元、135万元、400万元、165万元，而价之链的人均营收191万元，高于同行平均水平。

以上五家同行可比公司近三年收入均高速增长，2015年较2014年的收入平均增长率约为223.24%，2016年较2015年的收入平均增长率约为126.69%。从业务所处发展阶段来看，价之链目前的收入规模、毛利率、净利润率、人效等，与上述几家可比公司2014年、2015年所处的发展阶段是较为相似的。2017年6月，价之链完成1.65

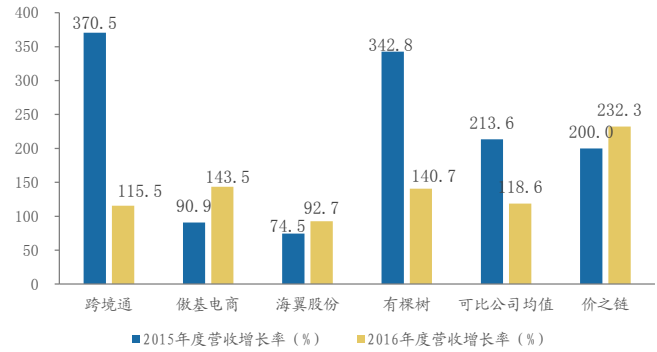
亿元融资，能够较好地支持公司扩品类、拓爆款。

图18: 2014-2016跨境电商企业收入情况 (亿元)



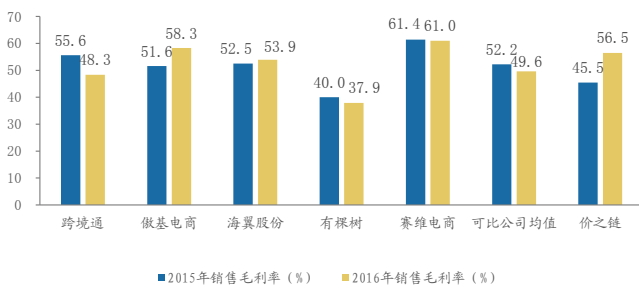
数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

图19: 2015-2016跨境电商企业收入增长率情况



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心 (未包含赛维电商)

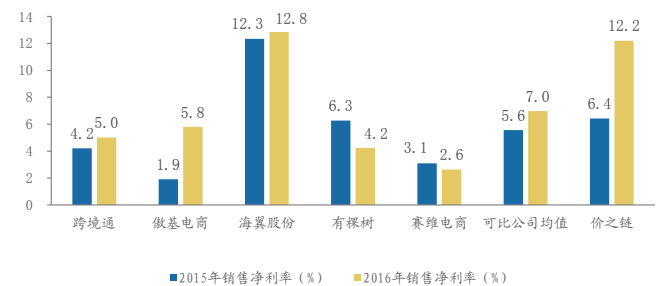
图20: 2015-2016跨境电商企业毛利率情况



备注: 价之链 2016 年进一步拓展了跨境电商软件服务业务, 该类业务的销售毛利较高, 导致2016年毛利率稍高于可比公司
数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

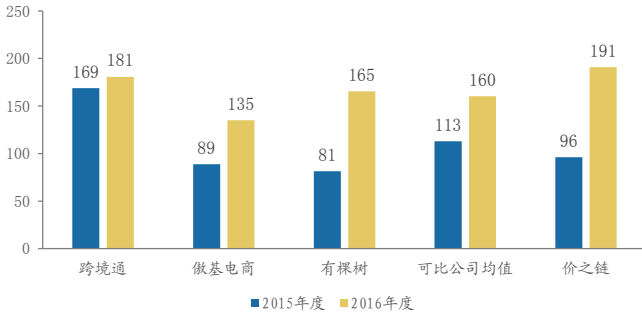
图22: 2015-2016跨境电商企人均营收情况 (万元)

图21: 2015-2016跨境电商企业净利率情况

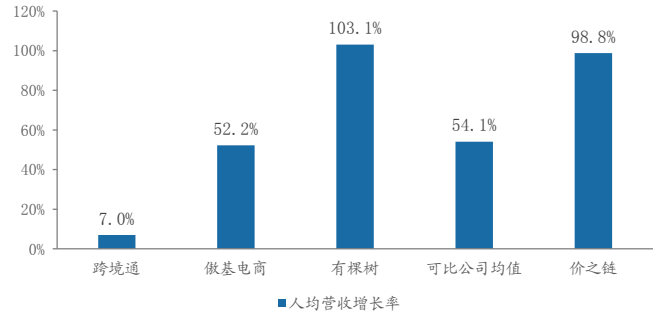


备注: 价之链 2016 年进一步拓展了跨境电商软件服务业务, 该类业务的销售毛利较高, 导致2016年净利率高于可比公司
数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

图23: 2016跨境电商企业人均营收增长率



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心 (未包含海翼股份和赛维电商)



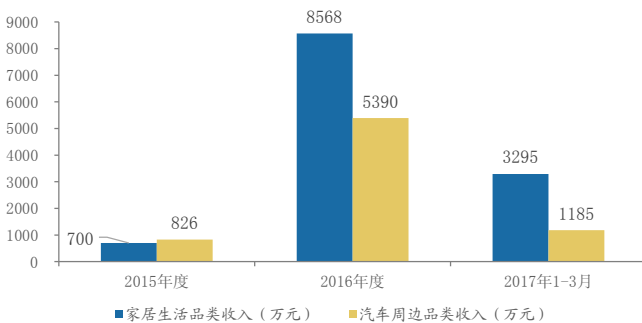
数据来源: wind; 广发证券发展研究中心 (未包含海翼股份和赛维电商)

3.3.2 既推行精品化路线、打造爆款，又拓展产品系列

一方面，价之链坚持品牌化以及精品化经营策略，打造主力爆品。通过数据分析和市场调研，提升选品能力，减少SKU数量，将主要资源集中投放在精品爆品上，从而可以提升运营效率，优化资源配置，有效防范产品线战线过长导致的库存及经营风险。例如，2016年迷你运动摄像机经历了2015年度的快速增长后竞争加剧且市场容量并没有明显的扩大，价之链便将该细分品类SKU数从33个减少至14个。

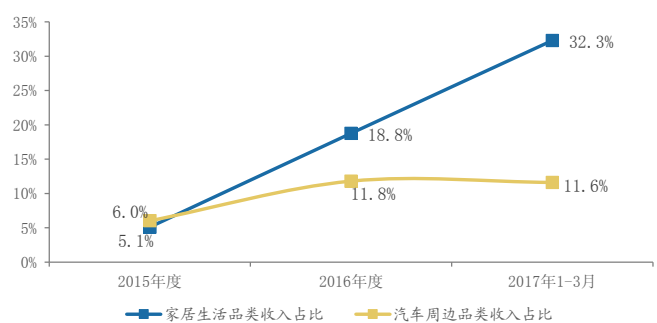
另一方面，在推行精品化路线的同时，价之链还积极拓展产品系列，2016年新开拓了仪器仪表系列及营养品系列，前些年开拓的家居生活类和汽车周边类产品的销售收入金额持续呈现大幅度增长。产品系列的扩充增加了目标客户群体，带动了整体业务的增长。

图24: 家居生活及汽车周边品类收入快速增长



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图25: 家居生活及汽车周边品类收入占比提高



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

3.3.3 供应商关系稳定，具有较强的议价能力

根据公司公告，价之链凭借其销售规模以及在跨境电商行业所积累的丰富经验，在

主要供应商中占比较高，具备较强的议价能力。2016年前三名供应商为深圳市纽尚精密电子有限公司、深圳市贝克影音数码科技有限公司、东莞市巨星电池有限公司，价之链已经成为这几家公司的重点客户，在采购成本方面较这些供应商的其他客户有较优惠的价格。随着公司规模扩大以及未来销售的增长，价之链在采购方面的议价能力会越来越强，优势更加明显。

表3: 2016年价之链向前五大供应商采购情况

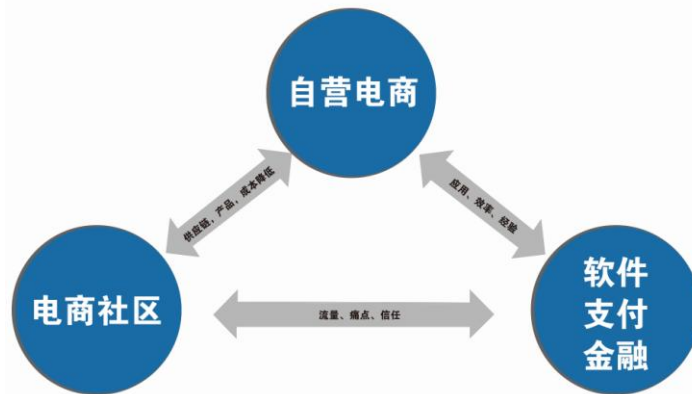
供应商名称	采购金额(万元)	占同期采购比例
深圳市贝克影音数码科技有限公司	4133	19.5%
深圳市纽尚精密电子有限公司	2285	10.8%
东莞市巨星电池有限公司	1914	9.0%
优迪实业有限公司	875	4.1%
深圳市思源数码技术有限公司	763	3.6%

数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

3.3.4 拓展跨境电商软件服务业务，有望成为新的利润增长点

价之链2016年将业务范围拓展至跨境电商软件服务，形成“品牌电商+电商软件+电商社区”三位一体的业务模式。2016年价之链先后收购、研发多款跨境出口电商工具软件，包括AMZtracker、全球交易助手、AMAZOOKA、MerchantMetricsio等软件工具，主要覆盖Amazon、eBay、aliexpress三大平台，价之链以Amztracker软件为核心，逐步将MerchantMetrics.io等其他软件功能集成到Amztracker中，希望通过Amztracker、全球交易助手统一平台，为平台卖家提供综合性的B2C跨境电商软件服务、数据分析、精准数据营销等服务。公司是目前业内少有的覆盖品牌运营和软件服务的综合性跨境电商企业，通过线下组织电商行业论坛、交流沙龙，线上研发及收购多款电商服务软件，并通过线上社区vipon.com等为跨境电商企业提供选品、数据分析、搜索优化、推广营销、运营等方面的服务，有效帮助广大卖家降低运营成本，提升经营业绩。而且“品牌电商+电商软件+电商社区”三大业务互相促进，能有效提升价之链的可持续竞争力。品牌电商可以为电商软件和社区服务业务提供经验和行业洞察力，提升用户体验；电商软件和社区服务能提升品牌电商的运营效率，聚集行业资源。因此我们预计跨境电商软件服务有望成为价之链未来新的利润增长点。

图26: 三位一体业务模式提升企业竞争力



数据来源：36氪；广发证券发展研究中心

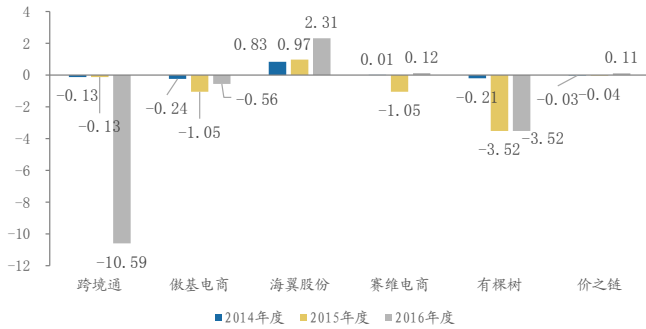
3.3.5 如果收购完成，上市公司和价之链的协同效应显现

根据公司重大资产购买报告书，跨境电商出口行业属于资金密集型行业，行业内公司多数经营性现金流为负值，业务发展需要资金支持。且现阶段价之链正处于业务快速增长期，在备货、市场推广、仓储物流建设、品牌营销、软件功能研发等方面均需要大量资本投入。浔兴股份作为A股上市公司，一方面主业拉链业务成熟，现金流充裕，自身具备较强的资金实力，另一方面拥有多样化融资渠道，融资成本相对较低。如果收购完成，浔兴股份可以根据价之链业务发展和资金需求情况，适时通过多种方式为价之链提供必要的资金或其他资源支持，促进其业务持续快速发展。

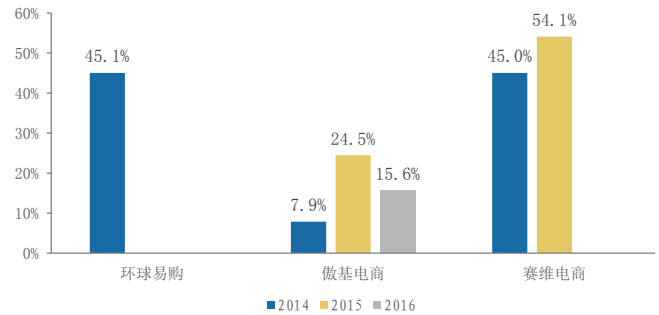
浔兴股份在服装领域深耕多年，是国内国内拉链行业规模最大、技术最为领先的专业生产厂商之一。与服装产业上下游厂商联系广泛、合作紧密，行业资源优势明显；价之链以亚马逊等海外在线零售平台为载体，通过互联网技术将国内优质产品销往海外终端消费者，平台优势明显。价之链在3C电子、家居生活用品方面已建立起初步竞争优势，而服装是跨境电商销售的重要产品品类之一，随着浔兴股份对价之链进行业务整合，可以发挥其在服装产业内的资源优势，协助价之链快速进入国内服装领域，拓展跨境电商服饰业务，成为行业中的有力竞争者。

图27：部分跨境电商经营性现金流量净额（亿元）

图28：部分跨境电商企业服饰销售收入占比



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

3.3.6 价之链原实际控制人有权将1.60亿元用于购买浔兴股份的股票

根据《股权转让协议》，上市公司将支付款项中的1.6亿元支付至共管资金账户用以约定的业绩承诺的担保，而价之链原实际控制人甘情操、朱铃、共同梦想有权将该共管资金用于购买浔兴股份的股票，以停牌时浔兴股票的市场价格计算，1.6亿元可持有上市公司股票的比例约为3.17%。我们认为如果一旦实施的话，有利于价之链管理层的利益和浔兴股份股东利益绑定，保障公司未来发展。

4 盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

我们对于浔兴股份的盈利做如下预测：

营业收入：我们预计公司未来的营业收入增长主要来自于条装拉链以及码装拉链销售量的上升。在2016年公司分别销售条装拉链和码装拉链12.98亿条，4.22亿条，分别同比增长21.3%和22.2%。我们预计公司条装拉链和码装拉链的销售量在2017-2019年的增速均为15%/15%/15%。

毛利润：我们预计公司毛利润的增长将主要来自于营收的增长。除此之外，我们预

计公司的毛利率在2017-19年间将略有上升。公司作为中端拉链市场的龙头企业，制造技术和产品研发能力不断提升，开始逐步具备了进入高端拉链市场的能力。我们预计公司产品结构的改善将对毛利率产生积极影响。

费用率：我们预计公司的管理费用率和销售费用率将保持稳定。此外公司在2015年12月完成非公开发行后，2016年财务费用率由2015年的2.3%下降至0.3%。考虑到公司当前并无重大资本支出项目，我们预计财务费用率将会保持在较低的水平上。

所得税率：我们预计公司17-19年的所得税率将于2016年保持持平。

归母净利润：公司归母净利润水平的增长将主要来自于营业收入的增长，产品结构优化所带来的毛利率改善。

4.2 投资评级

根据以上假设，我们预测公司2017-19年的EPS分别为0.40元，0.45元和0.52元，同比增长19.7%，14.7%，14.4%。当前股价对应2017/18年市盈率为36x和31x。此次现金收购价之链还需要股东大会表决通过，如果现金收购价之链的交易能够完成，则公司还需要承担一定的财务费用支出，考虑到价之链65%股权并表的影响，对公司业绩有一定正面影响。我们认为公司主业将会持续稳健增长，考虑到公司未来将涉足跨境电商行业，看好跨境电商未来发展前景，首次覆盖公司给予“谨慎增持”评级。

5. 风险提示

5.1 汇率波动的风险

公司产品出口主要以美元和欧元结算。人民币对美元和欧元的汇率波动将对公司形成一定的汇兑风险。

5.2 服装消费下滑的风险

公司的主要产品拉链是服装辅料，需求量与服装、箱包等下游消费品的需求直接相关。如果国内经济放缓导致服装业需求下滑，则会对公司业绩形成不利影响。

5.3 收购价之链交易未能完成的风险

浔兴股份拟收购深圳价之链跨境电商股份有限公司65%的股权。价之链的主营业务包括品牌电商、电商软件以及电商社区。通过本次交易，浔兴股份将快速进入跨境电商行业，在主业稳健发展的同时，培育新的利润增长点。本次交易尚需得到公司股东大会以及标的公司股东大会的审议通过。目前本次交易是否能够顺利完成存在不确定性。

5.4 整合风险

交易完成后，浔兴股份需要和价之链在公司管理、业务、财务、文化等方面进行进一步整合，整合过程是否顺利以及整合结果是否达到预期存在一定的不确定性。此外，由于交易完成后公司的资产及业务规模大幅增长，公司在组织管理、经营决策以及风险控制上的难度将大大提高，如果公司未能良好应对以上问题，将会对公司的生产经营以及业绩提升带来不利影响。

5.5 电商服务业务竞争风险

价之链是较早进入电商服务业务的公司之一，随着电商贸易迅速发展，线上卖家对于数据分析，营销推广的需求未来将进一步提高，不排除将有更多潜在竞争者进入该领域，可能对价之链的电商服务业务带来不利影响。同时，目前价之链的电商服务软件主要针对亚马逊、eBay等平台的服务，如未来第三方平台修改商业或交易规则，可能对服务软件的有效性产生较大影响，从而影响公司未来的经营发展。

5.6 存货风险

价之链近年营收及净利润快速增长，为了保障业务发展，公司加大了备货力度，导致存货大幅提升。如果公司未来销售情况不达预期，将会导致存货积压，影响公司的盈利能力。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	683	627	867	1,094	1,371
货币资金	173	89	233	390	569
应收及预付	291	315	364	409	464
存货	215	220	270	296	338
其他流动资产	4	4	0	0	0
非流动资产	793	834	718	678	623
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	529	582	523	487	436
在建工程	53	22	22	22	22
无形资产	86	84	80	76	72
其他长期资产	126	146	94	94	94
资产总计	1,477	1,462	1,586	1,773	1,995
流动负债	386	286	314	338	373
短期借款	197	85	85	85	85
应付及预收	188	201	229	253	288
其他流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	50	46	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	46	0	0	0
负债合计	435	332	314	338	373
股本	358	358	358	358	358
资本公积	310	310	310	310	310
留存收益	374	462	604	767	953
归属母公司股东权	1,041	1,130	1,271	1,434	1,620
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,477	1,462	1,586	1,773	1,995

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1041	1175	1384	1564	1772
营业成本	722	787	923	1039	1171
营业税金及附加	8	13	15	17	20
销售费用	84	102	120	136	154
管理费用	115	127	149	169	191
财务费用	24	3	4	4	4
资产减值损失	14	11	12	14	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	76	133	161	186	214
营业外收入	20	14	14	14	14
营业外支出	8	5	5	5	5
利润总额	87	142	169	194	222
所得税	16	23	28	32	36
净利润	72	118	142	163	186
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	72	118	142	163	186
EBITDA	172	210	241	271	304
EPS (元)	0.20	0.33	0.40	0.45	0.52

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	175	163	143	179	187
净利润	72	118	142	163	186
折旧摊销	60	64	65	67	69
营运资金变动	7	-35	-80	-60	-81
其它	37	16	17	9	13
投资活动现金流	-87	-102	50	-18	-5
资本支出	-101	-104	50	-18	-5
投资变动	-1	2	0	0	0
其他	14	0	0	0	0
筹资活动现金流	-24	-142	-50	-4	-4
银行借款	417	146	0	0	0
债券融资	-700	-258	-46	0	0
股权融资	302	0	0	0	0
其他	-42	-30	-4	-4	-4
现金净增加额	64	-82	144	157	179
期初现金余额	109	173	89	233	390
期末现金余额	173	92	233	390	569

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-0.8%	12.9%	17.8%	13.0%	13.2%
营业利润增长	-7.4%	75.3%	21.0%	15.5%	15.1%
归属母公司净利润增长	-8.0%	64.7%	19.7%	14.7%	14.4%
获利能力(%)					
毛利率	30.6%	33.0%	33.3%	33.6%	33.9%
净利率	6.9%	10.1%	10.2%	10.4%	10.5%
ROE	6.9%	10.5%	11.2%	11.3%	11.5%
ROIC	9.4%	11.9%	14.3%	16.4%	18.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	29.5%	22.7%	19.8%	19.1%	18.7%
净负债比率	2.3%	-0.4%	-11.7%	-21.3%	-29.8%
流动比率	1.77	2.19	2.76	3.24	3.67
速动比率	1.19	1.35	1.85	2.30	2.70
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.80	0.91	0.93	0.94
应收账款周转率	4.46	4.61	4.53	4.57	4.55
存货周转率	3.24	3.62	3.42	3.52	3.47
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.33	0.40	0.45	0.52
每股经营现金流	0.49	0.45	0.40	0.50	0.52
每股净资产	2.91	3.16	3.55	4.01	4.53
估值比率					
P/E	76.9	58.3	35.6	31.0	27.1
P/B	5.3	6.1	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	32.3	32.8	20.4	17.5	15.0

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇：联系人，南洋理工大学工程学学士，3年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。