

百圆裤业借助环球易购电商转型

百圆裤业
 (002640.SZ)

投资要点：

- 环球易购的综合经营优势明显，包括：丰富的商品SKU及低廉的价格；优异的供应链整合能力；较低的营销成本、销售成本、管理成本等。
- 尽管公司得益于精准的产品、客户和平台定位、领先的数据驱动型运营模式、多维立体的营销模式、优异的供应链整合能力、业内领先的人才优势和已经积累的平台品牌优势，目前已经成为我国跨境电商的B2C龙头，但是未来业绩的持续高成长仍会遇到较多挑战：如跨界电商市场竞争更加激烈，公司目前低廉的运营成本难以持续；产品经营的难度将来会更大。
- 以公司两部门业务分别估算，我们即使乐观假设环球易购的业务PE估值为60倍，对应A股市值大约为39亿，百圆裤业服装业务估值按照A股纺织PE估值只有24倍，对应的市值不超过5亿，因此公司的估值大约在44亿。。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	485	913	1,407	2,122
增长率(%)	-0.31%	88.02%	54.11%	50.89%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	52.37	58.76	83.22	118.18
增长率(%)	-23.78%	12.20%	41.64%	42.01%
毛利率%	45.45%	50.57%	53.25%	54.63%
净资产收益率(%)	7.83%	8.46%	5.97%	7.86%
EPS(元)	0.25	0.28	0.4	0.56
P/E(倍)	98	87.4	63.2	44
P/B(倍)	12.47	12.00	5.98	5.55

数据来源：民族证券

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel : 010-59355914

Email : chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	中性
跟踪评级：	维持
目标价格：	35

市场数据

市价(元)	38.63
上市的流通 A 股(亿股)	0.33
总股本(亿股)	1.33
52周股价最高最低(元)	44.4-12.96
上证指数/深证成指	2230.46/ 8010.71
2013 年股息率	0.3%

52周相对市场改变

13-8 13-10 13-12 14-2 14-4 14-6

相关研究

正文目录

公司综合经营优势明显.....	3
公司未来的经营挑战	4
公司盈利与价值分析	4
财务预测.....	5

图表目录

近日，百圆裤业收购环球易购成为市场关注的热点。我们参加了公司的投资人见面会，更为详细地了解了环球易购的经营状况。

公司综合经营优势明显

公司 2007 年成立，经过几年的发展，目前拥有以服装类平台 Sammydress、3C 电子产品类平台 Everbuying 为代表的多个自建专业品类垂直 B2C 电商平台，同时在 Amazon、eBay 等大流量综合门户类电商平台上开设旗舰店，销售覆盖全球逾 200 个国家和地区，累计拥有超过 600 万注册用户，2013 年环球易购实现主营业务收入 4.66 亿元，同比增速达 135.06%，目前已形成一定的平台优势和知名度，在业内排名第三，仅次于兰亭集势和 DX.com。

公司近年来快速成长除了受益于我国跨境电商的高速发展外，还主要得益于以下公司的经营策略。

第一，丰富的商品 SKU 及低廉的价格。环球易购截至 2014Q1 末拥有 21 万个 SKU (Sammydress SKU 超过 15 万个、Everbuying SKU 超过 12 万个)，虽然在三大代表性企业 SKU 数排名居中，落后于兰亭集势的 30 万 (2013 年底) 但考虑到公司 2013 年收入规模不及兰亭集势的三分之一，公司的商品数量优势非常明显。

丰富的SKU无疑给了公司目标客户：海外中低收入年轻人群体更好的购物体验，如他们可以很便利地在公司网站一站地购买本地很可能买不到的各类商品，而这是第三方购物平台，如EBAY等难以具备的，消费者完成购物往往需要与不同的卖家打交道。

当然，更吸引消费者的还在于公司产品的价格便宜。如公司服装类网站Sammydress上产品单价大多在12美元/件左右，大大低于当地专卖店的30美元，而虽然亚马逊和ebay等平价市场也有类似价格的产品销售，但其SKU数量却比较少。

第二，优异的供应链整合能力。如目前环球易购拥有超过 1000 个优质供应商，充足的选择余地和严格的供应商考核体系赋予环球易购良好的成本控制和产品周转能力。而在供应链整合方面，公司则根据产品的热门程度和销售情况采取不同的供应商及备货策略，如热卖商品合作好的供应商只有几十家，它们依据公司大数据分析预测提前备货到公司的仓库，非热卖产品则需要公司下订单后再生产，商品供应的周期也就更长，这样也就有利于公司供应链效率的提高及成本的降低。

第三，公司无论是营销成本、销售成本还是管理成本都比较低。

如公司已建立多维度立体式营销模式，包括 FACEBOOK 社区化营销、关键词竞价排名、搜索引擎优化、论坛营销、邮件营销等方式，能够全方位地覆盖目标消费群体。而由于公司擅长更为低成本的社区化营销，如截至 2014 年 6 月底，环球易购旗下 FACEBOOK 账号粉丝数量达 430 万人，为行业内社区化营销领先者，这也使得公司流量转化率更高，营销费用率更低：公司 2012-2014Q1 流量转化率分别为 1.90%、1.50% 和 1.66%；公司通过 FACEBOOK 获得的一个约 50 美元金额的订单平均成本只有 2 到 3 美元，而考虑所有营销渠道的推广成本也仅占销售收入的 11%-12%，都低于同行。

再如公司完善的物流设施也有利于降低销售成本。公司目前在美国、德国、英国、法国、澳洲以及日本均设有租赁的海外仓储，仓储占地超1万平方米，这些海外仓储货物都是当地市场的热卖品，价值大约5、6百万美元，它们不仅可以满足消费者更为迅捷的购物要求（从海外仓发货2、3天就可以达到消费者），也一定程度也降低了公司发货的物流成本，使得公司还可以从物流运输中获益，如公司物流成本占销售额的20%左右，但实际向客户收取了大约25%销售额的物流费用。

此外，公司独特的经营文化和管理风格也带来了较低的管理费用率。如不同与兰亭集势管理团队背景靓丽，公司管理团队是技术背景出身，管理风格上更加低调务实，中高层都是内部培养起来的，人员流失率很低，这也使得公司团队凝聚力更强，运营成本更低，如公司近几年管理费用率持续下降至1%。

公司未来的经营挑战

尽管公司得益于精准的产品、客户和平台定位、领先的数据驱动型运营模式、多维立体的营销模式、优异的供应链整合能力、业内领先的人才优势和已经积累的平台品牌优势，目前已经成为我国跨境电商的B2C龙头，但是未来业绩的持续高成长仍会遇到较多挑战。

第一，跨界电商市场竞争更加激烈。如环球易购除了应对行业已上市跨境出口零售电商如兰亭集势、DX控股的竞争外，市场份额也面临如EBAY、Amazon、速卖通等综合门户类跨境出口零售电商的挤压，而公司相比较于这些行业巨头在市场开拓、物流、品牌方面都没有明显优势。如若

第二，公司目前低廉的运营成本难以持续。

如以营销成本为例，公司引流成本较低是与公司的产品结构有密切关系，如公司服饰产品更适合采取社交化的营销方式，未来随着公司向国际消费者提供更为多样化的产品，更多的高成本引流方式也不得不采用，公司目前的营销成本也将上升；再如随着公司业务规模的扩大，以及跨境电商人才市场竞争程度的加剧，公司团队的稳定性也将受到较大的威胁，公司管理费用水平上升的可能性也较大。

第三，公司采购产品的成本有不断上升趋势。目前公司出口跨境电商中大部分都是低附加值或者无品牌的产品，产品价格低廉也就成为公司快速发展的根本动力，而未来随着国内人工成本的不断上升，国内过剩产能的清除，更多厂商品牌意识的增强，产品价格也将逐渐上升，公司低成本获得新品的能力也将下降，产品经营的压力也将增大。

公司盈利与价值分析

因此，虽然预计公司未来两年业绩将延续高增长，根据公司发布的业绩预测，预计2014、2015年外贸B2C 业务收入分别为9.77、17.0亿元，分别增长110%、74%，净利润同比分别增长116%、40%，但是2016年之后，业绩增速就将显著下滑，2016-2017年收入增速分别为42%、27%，净利润分别为38%、35%。以重组完成后的总股本2.11亿测算，2014-2016年预计将为公司每股收益分别贡献0.31元，0.43元，0.59元。

当然，对于合并后的公司估值，还需要考虑原百圆裤业的资产，而这部分业务的成长性不足，公司预计2014-2015 年服装业务收入分别为4.29、4.21亿元，净利润分别为0.20、0.28亿，以重组完成后的总股本2.12 亿测算，贡献每股收益分别为0.09 和0.13 元。

总体来看，重组后的公司每股收益2014、2015年将达到0.4，0.56元，目前公司39元的价格显然高估，部分投资人显然是把公司整体当作互联网服务商来估计（39元的价格增发除权后为24元，相当于2014年PE为60倍），而忽略了公司服装业务的低成长性。

更为合适的方法是将公司两部门业务分别估算，我们乐观假设环球易购的业务PE估值能到60倍，对应A股市值大约为39亿，百圆裤业服装业务估值按照A股纺织PE估值只有24倍，对应的市值不超过5亿，因此公司的估值大约在44亿，比目前大约53亿的估值要少17%。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	76,613	83,439	101,011	155,606	营业收入	485	913	1,407	2,122
现金	27,244	18,917	18,000	19,000	营业成本	265	451	658	963
应收账款	20,187	28,855	46,723	67,316	营业税金及附	5	4	4	4
其它应收款	1,197	1,713	2,771	3,995	营业费用	77	296	542	893
预付账款	16,802	19,873	9,140	33,349	管理费用	63	67	78	82
存货	11,183	14,081	24,377	31,946	财务费用	7	7	15	16
其他	0	0	0	0	资产减值损失	7	9	5	7
非流动资产	10,030	11,836	16,506	12,691	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	1,050	1,050	0	投资净收益	0	0	1	1
固定资产	4,293	3,687	2,658	1,384	营业利润	63	78	108	162
无形资产	1,169	1,181	1,021	860	营业外收支	9	1	2	0
其他	4,568	5,918	11,777	10,447					
资产总计	86,642	95,275	117,518	168,297	利润总额	71	79	111	162
流动负债	18,972	25,016	31,311	38,102	所得税	20	20	25	44
短期借款	10,800	12,230	12,230	12,230	净利润	51	59	86	118
应付账款	4,995	10,490	12,081	20,974	少数股东损益	-1	0	-1	-1
其他	3,177	2,296	7,000	4,898	归属母公司净	52	59	83	118
非流动负债	200	160	160	160	EBITDA	85	98	128	181
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.25	0.28	0.39	0.56
其他	200	160	160	160					
负债合计	19,172	25,176	31,471	38,262	主要财务比				
少数股东权益	605	617	548	450	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	13,334	13,334	21,179	21,179	成长能力				
资本公积金	36,587	36,587	90,925	90,925	营业收入	-0.31%	88.02%	54.11%	50.89%
留存收益	12,375	16,945	19,561	27,278	营业利润	-23.71%	24.51%	38.81%	49.37%
归属母公司股东权益	66,866	69,482	139,382	150,340	归属母公司净	-23.78%	12.20%	41.64%	42.01%
负债和股东权益	86,642	95,275	171,400	189,053	盈利能力				
					毛利率	45.4%	50.6%	53.3%	54.6%
					净利率	10.5%	6.4%	5.9%	5.5%
					ROE	7.8%	8.5%	6.0%	7.9%
					ROIC	20.4%	11.9%	12.5%	8.6%
					偿债能力				
					资产负债率	22.13%	26.42%	26.78%	22.73%
					净负债比率		0	0	0
					流动比率	4.04	3.34	3.23	4.08
					速动比率	3.45	2.77	2.45	3.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.96	1.20	1.26
					应收帐款周转	2.40	3.16	3.01	3.15
					存货周转率	2.37	3.20	2.70	3.01
					每股指标(元)				
					每股收益	0.25	0.28	0.39	0.56
					每股经营现金	-0.62	-0.10	-0.07	-1.53
					每股净资产	3.16	3.28	6.58	7.10
					估值比率				
					P/E	159.27	141.95	100.22	70.57
					P/B	12.47	12.00	5.98	5.55
					EV/EBITDA	59.95	52.98	65.01	45.78

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盈科大观 A 座 40 层(100101)