

## 跨境电商持续推进，鲲鹏展翅高飞

### 投资要点

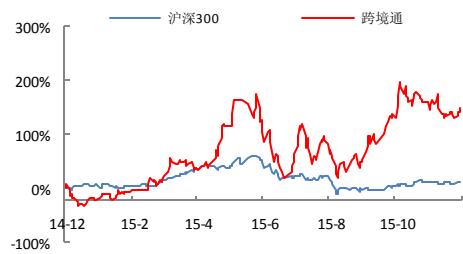
- 事件:**日前,我们与跨境通董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- 跨境出口第一股,仍处于高速成长期。**公司原名“百圆裤业”,于2014年决定转型。去年10月,公司向跨境零售电商环球易购的股东定增,购买环球易购100%股权,正式更名“跨境通”,旗下环球易购是国内最大的跨境出口零售电商之一。
- 跨境电商风起,行业整合加剧。**2014年被称为跨境电商元年,政策相继出台,行业升级不断加码,呈现爆发式发展态势,增长新高峰到来。近几年进口电商迅猛发展,出口电商相对低调,出口占比也有所下降,但出口电商拥有广阔的市场空间,在未来仍会扮演跨境电商的主角。
- 打造“跨境电商综合生态圈”。**公司全面深度转型,经营重点全面转向跨境电商领域。出口电商环球易购的规模已达行业前三,产品包括服装、电子配件、汽车配件、日用品等多个品类,未来将进一步丰富;公司业务已遍布六大洲,现主要集中在欧美。在深耕区域,开始建海外仓。公司重金搭建跨境进口电商体系“五洲会海购”,以“进口+出口”的跨境电商多维布局,实现进出口业务能力和渠道资源的优势互补;同时与参股公司跨境易、易极云商的一站式供应链综合服务业务形成协同效应,共同增强跨境进口领域的竞争能力,完成向跨境进口业务市场的快速切入。
- 实行股权激励计划,有效调动积极性。**激励计划的实施有效地将上市公司与收购的环球易购、易极云商、跨境易等公司的管理层利益绑定,避免跨境购业务的管理核心流失,进一步吸引优秀的技术人才和管理人才,保证公司战略的顺利实施。
- 估值与评级:**估算2015年、2016年和2017年每股收益0.28元、0.47元和0.72元,对应PE125倍、74倍和48倍。剔除以保健品销售、物流等为主营业务的公司后,根据电商指数上市公司的一致估计,我们给予公司2016年86倍PE,对应目标价40.42元,首次给予“增持”评级。
- 风险提示:**行业转型风险、人才及公司管理风险、投资风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师:熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

联系人:蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	6.35
流通A股(亿股)	3.67
52周内股价区间(元)	9.16-42.2
总市值(亿元)	219.66
总资产(亿元)	25.94
每股净资产(元)	3.08

### 相关研究

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	841.82	2808.15	5065.73	8248.58
增长率	88.60%	233.58%	80.39%	62.83%
归属母公司净利润(百万元)	33.45	175.96	297.46	458.15
增长率	6.22%	426.02%	69.05%	54.02%
每股收益EPS(元)	0.05	0.28	0.47	0.72
净资产收益率ROE	1.56%	8.79%	13.13%	17.17%
PE	657	125	74	48
PB	11.99	10.97	9.69	8.23

数据来源: 西南证券

## 目 录

1. 跨境出口第一股，仍处高速成长期.....	1
2. 跨境电商风起，行业整合加剧.....	2
3. 全面深度转型，构建“跨境电商综合生态圈” .....	4
3.1 跨境出口规模行业前三 .....	4
3.2 进军进口电商，实现海淘“五洲” .....	5
3.3 全面深度变革，打通整条产业链.....	6
3.4 实行股权激励计划，解锁条件促效率提升.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	8

## 图 目 录

图 1: 公司最新股权结构图 .....	1
图 2: 环球易购经营模式 .....	1
图 3: Everbuying.com 网站 .....	1
图 4: 环球易购 2012-2014 年营业收入 (百万元) 及增速 .....	2
图 5: 环球易购 2012-2014 年净利润 (百万元) 及增速 .....	2
图 6: 2010-2014 年我国跨境电商发展状况 .....	3
图 7: 2010-2014 年跨境进出口电商占比 .....	3
图 8: 2014 年行业前三跨境出口公司营业收入对比 .....	4
图 9: 2014 年行业前三跨境出口公司净利润对比 .....	4
图 10: 15H1 公司产品品类分布情况 .....	5
图 11: 公司外销市场占比情况 .....	5
图 12: 跨境通全领域战略布局 .....	7

## 表 目 录

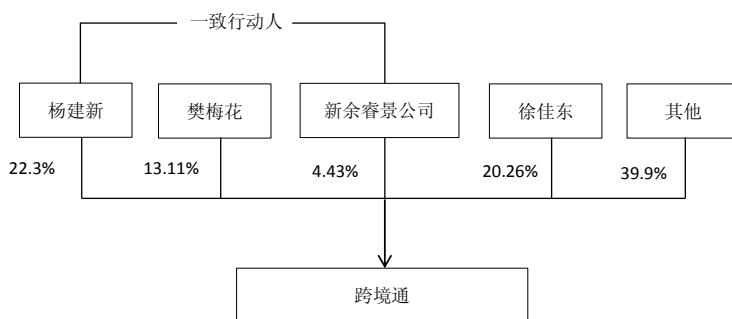
表 1: 公司最新对外投资情况 .....	6
表 2: 激励对象及获授股票数量 .....	7
表 3: 公司授予的限制性股票的解锁安排 .....	8
表 4: 限制性股票解锁条件——公司业绩考核要求 .....	8
表 5: 分业务收入 (百万元) 及毛利率 .....	8
附表: 财务预测与估值 .....	10

## 1. 跨境出口第一股，仍处高速成长期

公司原名“百圆裤业”，是国内最早从事连锁经营的服装零售企业之一。但受服装行业需求不振、终端销售持续低迷影响，公司于2014年决定转型。去年10月，公司向跨境电商环球易购的股东定增，购买环球易购100%股权，正式更名“跨境通”。

本次定增后杨建新先生直接持有上市公司22.30%的股权，同时杨建新先生通过睿景公司控制上市公司4.43%的股权；杨建新配偶樊梅花女士（一致行动人）直接持有上市公司的13.11%，杨建新、樊梅花夫妇合计控制上市公司40.60%的股权，仍为实际控制人。环球易购原实际控制人徐佳东先生现持有上市公司20.26%的股权，为公司第二大股东。

图 1：公司最新股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前最主要的看点在于环球易购，公司也将所有资源向这一平台倾斜。环球易购是国内最大的跨境电商之一，通过自建专业品类、多语种的垂直电子商务销售平台——Everbuying.com 和 Sammydress.com 以及 eBay、Amazon 等第三方平台进行线上B2C 销售，以高性价比的中国制造产品，为全球用户提供海量物美价廉的选择。产品直销美国、加拿大、英国等全球200多个国家和地区，已逐步形成自建平台品牌竞争优势。自2007年成立以来，环球易购充分享受了跨境电商发展红利，旗下网站注册用户数量超过2000万人，最高月访问量超过6000万次；2015年上半年重复购买率为36.07%，流量转化率为1.39%。

图 2：环球易购经营模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：Everbuying.com 网站

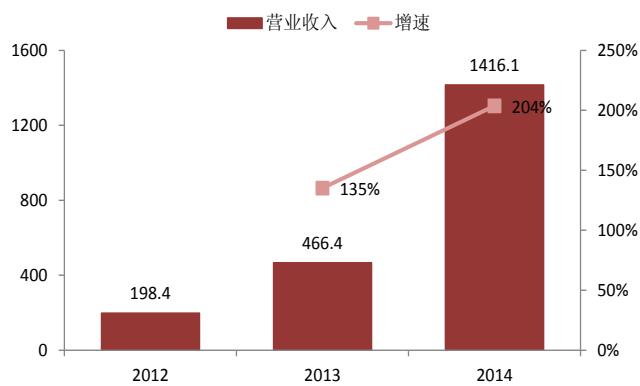


数据来源：公司公告，西南证券整理

在盈利模式方面，环球易购主要采用买断自营的模式，直接面对海外终端消费者，定位为具有互联网消费观念的年轻群体，以网上零售的方式将产品销售给终端客户，盈利来源主要是产品销售收入。产品类别主要是服装服饰、3C 电子产品等。将环球易购这一平台接入公司后，公司可利用环球易购在电子零售商务的精准营销和运营经验、沉淀的客户资源和已经取得的细分领域品牌优势，融合其 B2C、大数据运营、网络广告、垂直类和第三方电商平台零售经验等优质互联网基因，依托庞大的线下营销网络以及成熟的供应链资源整合能力，打造上市公司线上线下资源联动、数字营销与供应链优化相结合、内销跨境协同的立体零售生态圈。

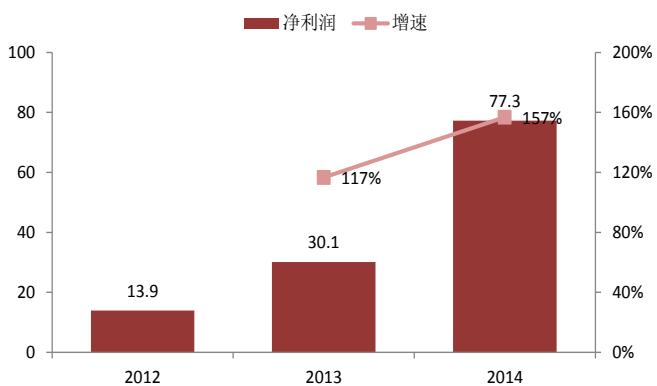
受益于跨境出口的政策红利、高性价比和物流支付等配套体系的完善，环球易购迅猛发展，晋升跨境出口行业龙头。到 15H1 环球易购收入达到 10.8 亿，同比增速达 148%，预计明年仍能实现翻倍增长。利润增速也连续两年保持在 100% 以上，预计今年全年也能达到这一水平。

图 4：环球易购 2012-2014 年营业收入（百万元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：环球易购 2012-2014 年净利润（百万元）及增速



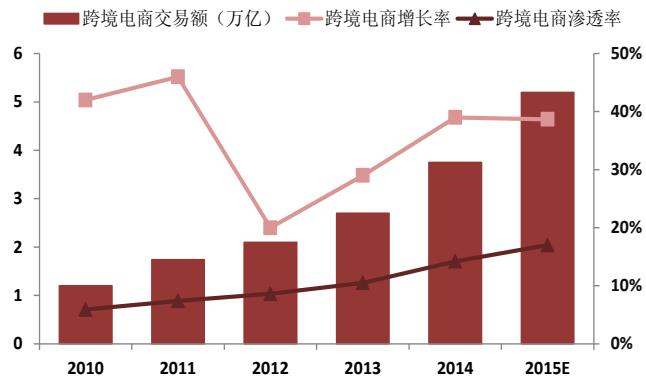
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2. 跨境电商风起，行业整合加剧

2015 年被称为跨境电商元年，政策相继出台，行业升级不断加码，呈现爆发式发展态势，增长新高峰到来。

根据易观智库产业数据库发布的《2014 年中国跨境电子商务市场数据监测报告》统计，我国 2014 年跨境电子商务交易额达到 3.75 万亿（人民币，下同），同比增长 38.9%。根据海关总署数据，2014 年中国进出口贸易总额为 26.4 万亿，因此跨境电商渗透率达到 14.2%，还有巨大上升空间。

跨境电商包括进口和出口两个方面，出口电商占绝对比重（2014 年为 87.3%），但进口电商占比逐年上升。在消费升级、政策支持、物流打通、配套成本降低、清关环节规范、效率提高，以及电商加强对采购终端的掌控等因素下，跨境进口电商供应链缩短，跨境进口进入高速发展通道，2010-2014 年进口电商交易额复合增长率近 60%。随着进口试点城市不断增多，产业政策加码，我们判断未来几年有望延续这一高增速。

**图 6：2010-2014 年我国跨境电商发展状况**


数据来源: Analysys 易观智库, 西南证券整理

**图 7：2010-2014 年跨境进出口电商占比**


数据来源: Analysys 易观智库, 西南证券整理

跨境出口模式以 2B 为主但 2C 增速更高，品类以 3C 和服饰为主。出口在模式上更为成熟，平台和自营两大模式的龙头格局已初步成型（平台以速卖通/eBay/亚马逊为代表，自营以环球易购和兰亭集势为代表）。目前行业集中度仍较低，出口额在 20 亿以上的有 4、5 家，整个行业增速在 25% 左右，未来差距会拉开，1-2 年后行业会更为集中。后进者在垂直细分领域依托差异化品类仍有机会。

跨境进口模式主要以母婴、化妆品等标准品为主，近来服饰和箱包的量也开始逐渐上升。2C 端发展潜力更大，整个行业增速在 30% 以上，目前刚进入高速发展期，行业非常分散，龙头还未显现。平台代表企业为天猫国际、洋码头，自营代表企业为聚美、蜜芽等，大多企业上线时间不长且规模不大，资本快速涌入致竞争激烈，核心品类重合度较高，龙头格局尚未成型；先发平台已有一定优势（尤其流量端），壁垒较高，而自营类后进者仍有较大机会。

#### 进口和出口有完全不同的格局：

1) 需求端：首先客户群需求不同。跨境进口的客户群集中在国内的中高端消费人群，针对这类客户的需求，提供母婴产品、化妆品、奢侈品等品类。而跨境出口的客户群是国外中低端收入群体，主要品类为服饰及 3C 类产品。其次，跨境出口的市场容量远大于进口市场容量。出口市场包括发达及发展中的一系列国家，人群基数更大，远未触及行业天花板，还有大量未开拓市场；而跨境进口迅猛增长的催化因素在于消费升级，市场只限在国内，针对的客户群是有限的。我们判断跨境进口在经历这几年高速发展期后，将进入平稳增长阶段。

2) 供给端：进口电商更注重产品的个性化、品牌和品质，对货源的真实性要求很高。因此，进口电商要扩大平台规模、丰富品类，就需要和多个国外供应商保持长期稳定的合作，才能保证有持续的货源。对进口电商而言，货源在先，渠道在后，稳定、正品的货源是进口电商最核心的竞争力。出口电商的货源主要是物廉价美的衣饰和电子产品，供应商主要为做出口的大量厂家，产能充足，批量化生产，不存在对货源的深度依赖。

3) 物流渠道：跨境进口快速发展，虽然国家已出台了一系列鼓励跨境进口的政策，设立自由贸易区、保税区等，但不同省市的执行标准和清关速度存在较大差距，进口过关仍比较麻烦。相比较而言，出口电商的程序会简化许多。另外，进口电商注重产品的正品保证，要严格控制，防止渠道串货的问题，出口电商本就是以低廉商品为主，在渠道管理控制上无须特别严格，随着物流配套的持续升级尤其是海外仓模式的兴起，出口电商在品类与区域扩张上更加迅速。

4) 政策端：“互联网+”的国家战略正加速跨境电商发展，而出口一直是过去30年中国经济腾飞重要力量，“一带一路”中的“一路”就是希望通过出口，把国内更多的商品销售到海外去。相比较而言，政策更多地向出口电商倾斜。

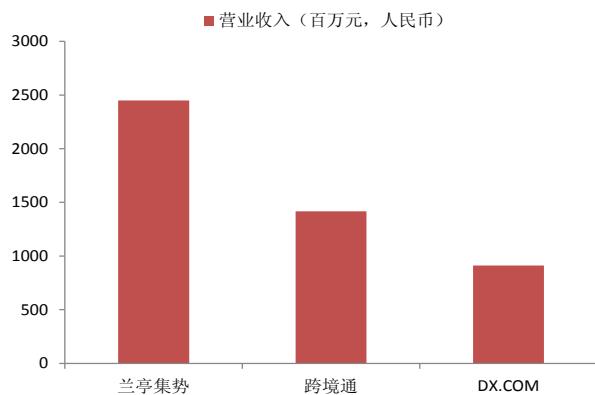
基于上述格局，虽然这几年出口电商相对低调，受进口电商迅猛发展的影响，出口占比有所下降，但我们认为出口电商拥有广阔的市场空间，在未来仍会扮演跨境电商的主角。就市场竞争格局而言，天猫、京东等借助本身平台流量，在进口电商领域具有天然优势，形成了行业壁垒，而出口电商仍处于“大行业小企业”的阶段，行业集中度低，是企业发展的大好时期。

### 3. 全面深度转型，构建“跨境电商综合生态圈”

#### 3.1 跨境出口规模行业前三

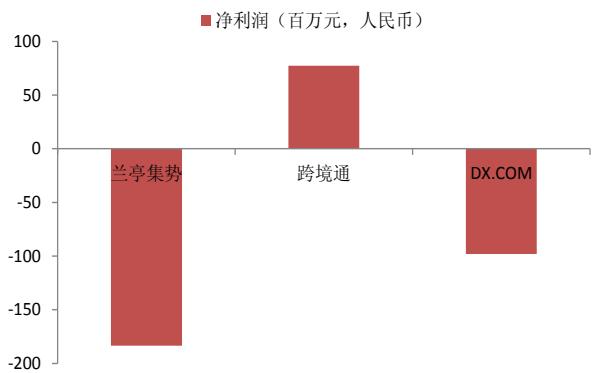
环球易购专注线上跨境出口零售贸易，是国内领先的跨境出口零售电商之一。2014年，环球易购销售收入14.2亿元，与上年同期相比增长203.6%，已经超过了行业老牌跨境出口电商DX.com，成为仅次于兰亭集势的国内第二大跨境出口零售电商（今年能够超过兰亭集势）；环球易购归属于母公司所有者的净利润为7727万元，与2013年同比增长156%，而兰亭集势，DX.COM均出现亏损。

图 8: 2014 年行业前三跨境出口公司营业收入对比



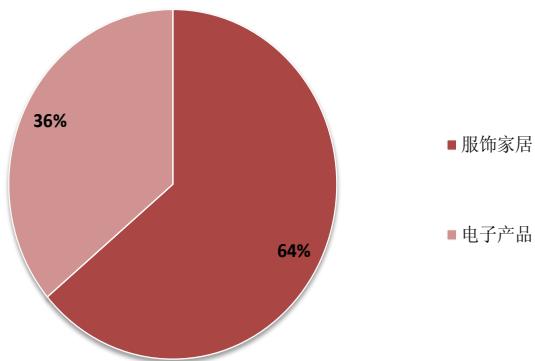
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9: 2014 年行业前三跨境出口公司净利润对比

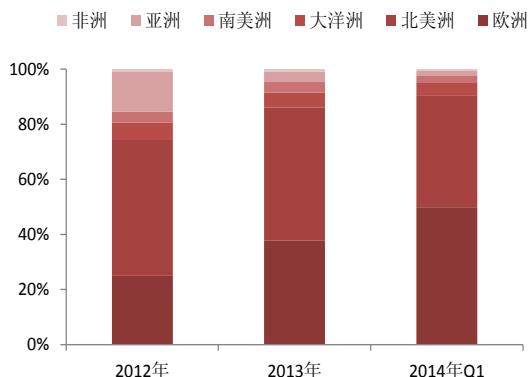


数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，环球易购各大平台的产品主要包括服装、电子配件、汽车配件、日用品等多个品类，未来将在目前产品品类基础上，不断丰富和拓展新的产品线。与 ebay、亚马逊等老牌跨境电商相比，公司虽在物流时间上不占优势（亚马逊5-6天到货，环球易购10-12天，这主要是因为亚马逊在美国销售，95%货物是存在美国仓库，少量是从中国现发过去），但公司的优势在于品类的多样及开拓的迅速。2015年，平台上已新增户外、家居园艺、汽车零配件等品类，上升速度非常快，还开拓了婚纱礼服定制化产品、可穿戴产品等。服装转化率比电子更高（服装1.5-2%，电子约1.5%），客单价都在50美元左右，差距不大。

**图 10: 15H1 公司产品品类分布情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11: 公司外销市场占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

营销推广方面，在智能手机和平板电脑等移动智能终端以及 4G 网络快速普及的基础上，环球易购围绕产品、客户、目标市场的定位构建了精准的营销模式：通过 facebook 和 google 进行社区化营销、关键词竞价排名、搜索引擎优化、论坛营销、邮件营销等方式全方位地覆盖目标群体。公司目前的营销团队有 200 多人，除了寻找广告渠道外兼做市场分析，以便更精确地寻找客户群。

市场开拓方面，在加大渗透对美国、欧洲、巴西、俄罗斯等成熟国家和地区市场的基础上，提高中东欧、拉丁美洲、中东和非洲等地区的渗透率。在深耕区域，如美国、德国、英国、法国、澳洲以及日本等地，公司开始建海外仓。海外仓总占地超 1 万平方米（大部分是租赁，海外仓占总销售额的 20% 左右），美国已经建了 2000 多平，配合入库、出库、上架运输等各方面系统支持，为全球消费者提供更加便利的在线购物环境和服务，缩短物流时间。高质量的海外仓服务可以将破损率、丢件率控制在很低的水平，降低销售高价值商品的风险，同时进一步拓展商品品类以快速发展高单价、高毛利产品。

### 3.2 进军进口电商，实现海淘“五洲”

跨境出口平台运作日益成熟，目前公司挖掘新的利润增长点——跨境进口。公司重金搭建跨境进口电商体系“五洲会海购”，以“进口+出口”的跨境电商多维布局，实现进出口业务能力和渠道资源的优势互补；同时与参股公司跨境易、易极云商的一站式供应链综合服务业务形成协同效应，共同增强跨境进口领域的竞争能力，完成向跨境进口业务市场的快速切入。

进口跨境电商网站五洲会已经上线，目前平台主打母婴与保健品等标准类产品，未来会朝着全品类与全渠道方向发展。本次非公开发行完成后，公司将利用募集资金重点打造集五洲会海购、第三方平台、移动端 APP、微商、O2O 线下体验店的多层次渠道（两年内计划在北京、上海、广州、深圳等一线城市建设 20 家 O2O 体验店），重点布局海外商品、跨境供应链、保税区仓储等重要资源。

在货源上，目前公司自建采购团队，尽量与海外品牌直接合作，保质保量。公司把握跨境进口全供应链，并广泛布局海外仓库，也将在国内跨境电商试点城市和口岸城市租赁厂房自建大型自动化保税仓，提升配送效率，增强用户体验。目前公司已在深圳、广州、宁波、杭州等地的保税区里租了几个保税仓，都是进口备货模式实现销售。

目前公司进口电商团队人数已超百人，由管理层、自营平台团队、微商 O2O 团队、第三方平台团队和供应链团队构成，团队成员具备丰富的海淘市场拓展经验，熟悉相关组织架构的搭建及业务运营流程，同时团队拥有专业的法律、财务人才，能够有效识别并管控相关业务风险，保证未来业务的稳健运营。

### 3.3 全面深度变革，打通整条产业链

2015 年上半年，为了充分分享新兴行业的成长红利，在收购环球易购后，公司加快了在跨境电商产业的布局，先后参股前海帕拓逊、广州百伦、通拓科技、跨境易、易极云商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，进一步强化跨境电商全领域的战略布局，为搭建“跨境电商综合生态圈”，公司做了全方位的准备。

公司此前未尝试过跨境进口业务，为迅速建立起跨境进口产业链，公司充分借助参股的两大优质公司资源。易极云商成立于 2014 年 11 月，主要为进口电商企业提供供应链服务，并开展自营业务，包括易极供应链、易极海外帮、易极乐宝三大业务模块。其中，易极供应链主要面向国内大中型 B2C 平台提供海外品牌采购、海外仓储、国际货运等全程式供应链购销服务，易极海外帮主要面向国内小型电商提供快件直邮、保税直邮等保税代发服务，易极乐宝则通过天猫、京东等店铺直接从事进口商品零售业务。由此来看，易极云商的核心竞争优势在于深植欧洲全境的供应链管理能力、自主研发的全程跟踪与服务平台、试点城市保税仓资源，可有效帮助公司解决货源、供应链、过关保税等业务难点。得益于进口电商大发展的时代背景、差异化的服务以及自身的竞争优势，易极云商正处于爆发式增长的起步阶段。

另一家公司跨境易，则通过其自身及境外三家关联企业（包括一通百电子商务有限公司、威易速递有限公司、互联易信息科技有限公司，根据增资扩股协议将整合进入跨境易）为跨境电商提供一站式供应链综合服务，涵盖海外优质货源、国际物流、国际国内仓储、清关、国内配送、电商 ERP 系统等综合服务。跨境易主营业务包括云仓库及物流平台、供销平台两大业务板块。跨境易的业务能够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。目前，跨境易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，可直接为“五洲会”平台服务。

我们认为，公司今年上半年的一系列措施直击行业痛点，在货源、物流、保税、过关等领域全方位布局，有助公司强化“B2B+B2C”、“进口+出口”、“平台+自营”、“运营+服务”的跨境电商多维体系，充分发挥资源协同性。

**表 1：公司最新对外投资情况**

公司名称	主要业务	上市公司占被投资公司权益比例
深圳市前海帕拓逊网络技术有限公司	跨境电子商务	5.69%
广州百伦贸易有限公司	跨境电子商务	12.13%
深圳市通拓科技有限公司	跨境电子商务	4.74%
上海飞书广告有限公司	互联网营销	10.58%
深圳市澎湃孵化器有限公司	跨境电商卖家、供应商孵化	16.00%
深圳市跨境易电子商务有限公司	跨境电子商务	24.9%
易极云商网络科技有限公司	跨境电子商务	20.1%

公司名称	主要业务	上市公司占被投资公司权益比例
山西金虎信息服务有限公司	支付机构	51%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：跨境通全领域战略布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.4 实行股权激励计划，解锁条件促效率提升

公司 12 月发布向激励对象授予限制性股票的公告，激励对象包括公司副总及核心技术（业务）骨干在内的 15 人，限制性股票总量为 900 万股，约占本激励计划签署时公司股本总额的 1.42%。依据草案摘要公告前 20 个交易日公司股票交易均价 37.86 元的 60% 定价，本次限制性股票价格为每股 22.72 元。

表 2：激励对象及获授股票数量

公司名称	职位	获授的限制性股票数量 (万股)	获授数量占 授予总数的比例	获授数量占 当前股本比例
徐桂东	董事、副总经理	350	38.89%	0.55%
核心骨干（包括子公司，共 14 人）		550	61.11%	0.87%
合计		900	100%	1.42%

数据来源：公司公告，西南证券整理

限制性股票授予后即行锁定，激励对象只有在上一年度达到公司业绩考核目标及个人绩效考核满足条件的前提下，才可解锁，具体解锁比例依据激励对象个人绩效考核结果确定。按照业绩考核目标，16-18 年公司净利润公司净利润较 15 年分别实现不低于 20%/70%/100% 的涨幅，个人绩效考核则采取打分评级制度，只有达到 S(95 以上) 才能全部解锁限制性股票。

**表 3：公司授予的限制性股票的解锁安排**

解锁期	解锁时间	可解锁数量 占限制性股票数量比例
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	50%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 4：限制性股票解锁条件——公司业绩考核要求**

解锁期	业绩考核标准
第一次解锁	以 2015 年业绩为基准， 2016 年公司实现的净利润较 2015 年增长不低于 20%，且全资子公司环球易购 2016 年实现的净利润不低于 20,500 万元。
第二次解锁	以 2015 年业绩为基准， 2017 年公司实现的净利润较 2015 年增长不低于 70%，且全资子公司环球易购 2017 年实现的净利润不低于 28,500 万元。
第三次解锁	以 2015 年业绩为基准， 2018 年公司实现的净利润较 2015 年增长不低于 100%，且全资子公司环球易购 2018 年实现的净利润不低于 35,500 万元。

数据来源：公司公告，西南证券整理

激励计划的实施对于公司未来发展经营有诸多利好，主要目的是有效地将上市公司与收购的环球易购、易极云商、跨境易等公司的管理层利益绑定，避免跨境购业务的管理核心流失，进一步吸引优秀的技术人才和管理人才，保证公司战略的顺利实施。

## 4. 盈利预测与投资建议

公司转型跨境电商后，营收规模迅速扩张，出口电商和进口电商平台相继搭建，产品品类不断丰富。对于公司未来几年的营收增长情况，我们做如下假定。

假设 1：电商行业市场依旧广阔，公司由于新搭建电商平台，产品品类处于快速丰富时期。根据 2015 年半年报和三季报，公司营收增速在 200% 以上，我们判断 16、17 年依旧能够保持较快增长，但由于前期基数较高，增速或低于峰值。

假设 2：电商行业由于简化渠道，毛利率比传统服装纺织行业有较大提高，2015-2017 年都能达到 55%-56% 的毛利率。

假设 3：由于营收规模增长迅速，管理费的增幅慢于收入增速，因此管理费用率或出现下跌，2015-2017 年的管理费用率维持在 2.5% 左右；电商由于其行业特性（特别是进口电商），销售费用率将有所提升，我们预计 2015-2017 年的销售费用率为 45%，45.5%，46%。

**表 5：分业务收入（百万元）及毛利率**

单位(百万元)		2014A	2015E	2016E	2017E
合计	营业收入	841.82	2808.15	5065.73	8248.58
	yoY	88.60%	233.58%	80.39%	62.83%
	营业成本	399.71	1244.28	2233.98	3625.19
	毛利率	52.52%	55.69%	55.90%	56.05%
服饰家居	收入	617.63	2161.71	3912.70	6377.71

单位(百万元)		2014A	2015E	2016E	2017E
	yoY	43.70%	250.00%	81.00%	63.00%
	成本	318.65	1026.81	1846.80	2997.52
	毛利率	48.41%	52.50%	52.80%	53.00%
电子产品	收入	210.79	632.37	1138.26	1855.36
	yoY	-	200.00%	80.00%	63.00%
	成本	75.44	211.84	381.32	621.55
	毛利率	64.21%	66.50%	66.50%	66.50%
其他	收入	13.40	14.07	14.77	15.51
	yoY	-19.01%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	5.62	5.63	5.86	6.13
	毛利率	58.04%	60.00%	60.30%	60.50%

数据来源：西南证券

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.28 元、0.47 元、0.72 元。我们认为，跨境电商仍在上升周期，出口电商空间依旧广阔，国家支持“走出去”的政策以及开放程度不断提升的经济环境也为行业发展带来利好；环球易购在规模、盈利、浏览量等指标均位于行业前三，在行业整合加剧的背景下具有较大优势，公司未来业绩将保持较高增长水平，虽然短期估值已不算便宜，但公司在高增长阶段应当享受估值溢价。剔除以保健品销售，物流等为主营业务的公司后，根据电商指数上市公司的一致估计均值，我们给予公司 2016 年 86 倍 PE，对应目标价 40.42 元，首次给予“增持”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	841.82	2808.15	5065.73	8248.58	净利润	28.66	175.96	297.46	458.15
营业成本	399.71	1244.28	2233.98	3625.19	折旧与摊销	18.69	8.99	9.83	10.66
营业税金及附加	3.47	11.57	20.87	33.98	财务费用	10.26	11.62	21.78	36.10
销售费用	315.88	1263.67	2304.91	3794.35	资产减值损失	5.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.13	73.01	136.77	222.71	经营营运资本变动	-79.01	-391.67	-473.77	-884.51
财务费用	10.26	11.62	21.78	36.10	其他	2.63	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-13.13	-195.10	-144.70	-379.60
投资收益	0.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-868.78	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	848.59	-108.56	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20.19	-123.56	-15.00	-15.00
<b>营业利润</b>	<b>45.34</b>	<b>204.00</b>	<b>347.42</b>	<b>536.25</b>	短期借款	5.50	147.43	327.89	646.52
其他非经营损益	2.92	3.01	2.53	2.75	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>48.26</b>	<b>207.01</b>	<b>349.95</b>	<b>539.00</b>	股权融资	1109.02	0.00	0.00	0.00
所得税	19.60	31.05	52.49	80.85	支付股利	-6.00	-6.37	-33.53	-56.68
<b>净利润</b>	<b>28.66</b>	<b>175.96</b>	<b>297.46</b>	<b>458.15</b>	其他	-986.61	-10.65	-21.78	-36.10
少数股东损益	-4.79	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	121.91	130.40	272.58	553.75
归属母公司股东净利润	33.45	175.96	297.46	458.15	<b>现金流量净额</b>	88.60	-188.26	112.88	159.14
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	328.67	140.41	253.29	412.43	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
应收和预付款项	513.14	746.33	1085.33	1764.15	<b>成长能力</b>				
存货	294.33	684.36	1228.69	1993.86	销售收入增长率	88.60%	233.58%	80.39%	62.83%
其他流动资产	11.51	14.04	25.33	41.24	营业利润增长率	7.26%	349.94%	70.30%	54.35%
长期股权投资	11.10	11.10	11.10	11.10	净利润增长率	0.16%	513.97%	69.05%	54.02%
投资性房地产	53.43	53.43	53.43	53.43	EBITDA 增长率	17.17%	202.37%	68.75%	53.81%
固定资产和在建工程	38.38	42.95	46.70	49.60	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	887.52	889.80	892.09	894.37	毛利率	52.52%	55.69%	55.90%	56.05%
其他非流动资产	66.59	174.29	173.44	172.59	三费率	46.12%	48.01%	48.63%	49.14%
<b>资产总计</b>	<b>2204.68</b>	<b>2756.73</b>	<b>3769.40</b>	<b>5392.78</b>	净利率	3.40%	6.27%	5.87%	5.55%
短期借款	127.80	275.23	603.12	1249.64	ROE	1.56%	8.79%	13.13%	17.17%
应付和预收款项	225.50	430.54	817.37	1344.93	ROA	1.30%	6.38%	7.89%	8.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.10%	10.19%	13.39%	15.37%
其他负债	19.67	48.71	82.73	130.56	EBITDA/销售收入	8.82%	8.00%	7.48%	7.07%
<b>负债合计</b>	<b>372.97</b>	<b>754.48</b>	<b>1503.21</b>	<b>2725.13</b>	<b>营运能力</b>				
股本	211.80	635.40	635.40	635.40	总资产周转率	0.53	1.13	1.55	1.80
资本公积	1396.43	972.83	972.83	972.83	固定资产周转率	22.38	69.05	113.01	171.31
留存收益	223.06	392.64	656.57	1058.04	应收账款周转率	2.56	7.10	10.92	12.39
归属母公司股东权益	1830.33	2000.87	2264.80	2666.28	存货周转率	1.84	2.54	2.34	2.25
少数股东权益	1.38	1.38	1.38	1.38	销售商品提供劳务收到的现金营业收入	93.27%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>1831.70</b>	<b>2002.25</b>	<b>2266.18</b>	<b>2667.65</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	2204.68	2756.73	3769.40	5392.78	资产负债率	16.92%	27.37%	39.88%	50.53%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	带息债务/总负债	34.27%	36.48%	40.12%	45.86%
EBITDA	74.28	224.61	379.03	583.00	流动比率	3.13	2.12	1.73	1.55
PE	656.66	124.84	73.85	47.94	速动比率	2.32	1.20	0.91	0.82
PB	11.99	10.97	9.69	8.23	股利支付率	17.94%	3.62%	11.27%	12.37%
PS	26.09	7.82	4.34	2.66	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	92.92	96.94	58.01	38.55	每股收益	0.05	0.28	0.47	0.72
股息率	0.03%	0.03%	0.15%	0.26%	每股净资产	2.88	3.15	3.57	4.20
					每股经营现金	-0.02	-0.31	-0.23	-0.60
					每股股利	0.01	0.01	0.05	0.09

数据来源：西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼  
邮编：200120  
邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼  
邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn