

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：36.82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)	97.92
总市值(百万元)	7,798.53
年内股价最高最低(元)	41.74/16.50
沪深 300 指数	3160.60
深证成指	10058.80
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

1.《出口自营 B2C 龙头，构建跨境电商大生态-跨境通公司深度研究》，2016.3.9

廖德高

联系人
(8621)61038286
liaodegao@gjzq.com.cn

陈旭

联系人
(8621)61038319
chen_xu@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S11130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

业绩增长符合预期，跨境电商大生态持续完善**公司基本情况(人民币)**

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.155	0.265	0.501	0.710	0.931
每股净资产(元)	8.64	3.17	6.56	7.15	7.93
每股经营性现金流(元)	-0.06	-0.02	-0.55	0.05	-0.05
市盈率(倍)	187.13	125.46	73.55	51.89	39.57
行业优化市盈率(倍)	89.94	31.28	32.23	32.23	32.23
净利润增长率(%)	4.30%	413.46%	91.28%	41.73%	31.16%
净资产收益率(%)	1.79%	8.25%	6.35%	8.26%	9.78%
总股本(百万股)	211.80	635.40	644.40	644.40	644.40

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015 年年度报告期内，公司实现营业收入 39.61 亿元，同比增长 370.51%；归母净利润为 1.68 亿元，同比增速为 403.39%；扣非净利润同比增长 437.34% 至 1.67 亿元；基本每股收益为 0.27 元；2016 年第一季度公司营收 17.58 亿元，同比增幅达 205.40%，业绩增速基本符合预期。
- 利润分配方案：以公司总股本 6.44 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金股利人民币 0.53 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司总股本变更为 1,288,809,210 股。

经营分析

- **保持爆发性的高速增长，盈利能力趋于优化：**公司 2015 第四季度营收同比增长 232%，2016 年第一季度营收同比增长也高达 205%；同时 2015 年公司的整体毛利率水平提升了 3.09 个百分点，达到 55.60%；净利率为 4.3%，2016 年 1 季度净利增长到了 5.47%。
- **环球易购已成为出口 B2C 自营类电商龙头：**公司 2015 年跨境出口 B2C 电商业务共计实现营收 36.46 亿元，客户已覆盖了全球 200 多个国家和地区。截至 2015 年底，公司旗下平台合计注册用户数量超过 3650 万人，较上年同期增长 204.17%，月均活跃用户数超过 800 万人，其在线产品 SKU 数量超过了 25 万个，主要平台的复购率达到 35.51%，流量转化率为 1.55%，具体的电商运营数据呈现良性健康增长。
- **积极构建“跨境电商生态体系”：**2015 年 8 月，公司开始运营跨境进口电商业务，搭建了跨境进口电商自营平台“五洲会（www.wzhouhui.com）”，正式进入跨境进口电商领域。目前，公司在出口自营 B2C 电商中已拥有最大的营收规模、较优的盈利能力及较强的费用成本控制力，其中较优的流量结构是环球易购营销费用占比更低的主要原因。再加上新近增资控股的前海帕拓逊，跨境通将继续扩大出口电商受众面，实现出口规模化效应。

盈利调整及投资建议

- 基于公司的经营状况和目前的行业形势，我们预测跨境通 16-18 年的营业收入将达到 86.58、138.46、195.84 亿元；净利润同比增速分别为 91.28%、41.73%、31.16%，对应 EPS 分别为 0.50、0.71、0.93 元。
- 暂不考虑增发和转增股本因素，我们测算跨境通的目标价为 43.0 元，给予“增持”评级。

图表 1：跨境通盈利预测 (百万人民币)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
服装行业 (原百圆裤业)					
营业收入	400	209	188	179	170
营业成本	216	114	104	99	95
毛利率 (%)	45.9%	45.3%	45.0%	44.5%	44.0%
占比 (%)	48.3%	5.3%	2.2%	1.3%	0.9%
出口 B2C 业务					
营业收入	429	3,646	7,420	11,617	16,264
营业成本	178	1,571	3,246	5,112	7,156
毛利率 (%)	58.6%	56.9%	56.3%	56.0%	56.0%
占比 (%)	51.7%	92.6%	85.7%	83.9%	83.0%
服饰家居					
营业收入	218	1,956	4,036	6,415	9,020
营业成本	102	685	1,412	2,245	3,157
毛利率 (%)	53.1%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
占比 (% 出口 B2C 业务)	50.8%	53.6%	54.4%	55.2%	55.5%
电子产品					
营业收入	211	1,692	2,690	4,277	6,013
营业成本	75	965	1,534	2,438	3,428
毛利率 (%)	64.2%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
占比 (% 出口 B2C 业务)	49.2%	46.4%	36.3%	36.8%	37.0%
前海帕拓逊					
营业收入	-	-	694	925	1,231
营业成本	-	-	319	426	566
毛利率 (%)	0.0%	0.0%	54.0%	54.0%	54.0%
占比 (% 出口 B2C 业务)	0.0%	0.0%	9.4%	8.0%	7.6%
进口 B2C 业务					
营业收入	-	83	1,000	1,900	2,850
营业成本	-	62	746	1,417	2,126
毛利率 (%)	0.0%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
占比 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	14.6%
其他业务					
营业收入	-	-	50	150	300
营业成本	-	-	43	128	255
毛利率 (%)	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
占比 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.5%
总计					
营业收入	828	3,938	8,658	13,846	19,584
营业成本	394	1,748	4,138	6,756	9,632
毛利率 (%)	52.4%	55.6%	52.2%	51.2%	50.8%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	446	842	3,961	8,658	13,846	19,584							
增长率	88.6%	370.5%	118.6%	59.9%	41.4%		货币资金	201	329	516	1,761	1,836	1,852
主营业务成本	-240	-400	-1,758	-4,157	-6,756	-9,632	应收账款	306	380	315	470	569	751
%销售收入	53.7%	47.5%	44.4%	48.0%	48.8%	49.2%	存货	141	294	809	1,276	2,073	2,956
毛利	207	442	2,202	4,501	7,090	9,952	其他流动资产	199	145	267	386	379	453
%销售收入	46.3%	52.5%	55.6%	52.0%	51.2%	50.8%	流动资产	846	1,148	1,908	3,892	4,857	6,011
营业税金及附加	-4	-3	-2	-4	-4	-5	%总资产	86.5%	52.1%	61.1%	65.5%	70.3%	74.6%
%销售收入	1.0%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	长期投资	53	65	217	218	217	217
营业费用	-89	-316	-1,892	-4,000	-6,397	-9,048	固定资产	37	38	75	66	56	47
%销售收入	20.0%	37.5%	47.8%	46.2%	46.2%	46.2%	%总资产	3.8%	1.7%	2.4%	1.1%	0.8%	0.6%
管理费用	-59	-62	-115	-190	-277	-353	无形资产	29	896	896	1,767	1,773	1,777
%销售收入	13.1%	7.4%	2.9%	2.2%	2.0%	1.8%	非流动资产	132	1,057	1,215	2,054	2,048	2,042
息税前利润（EBIT）	55	61	193	307	412	547	%总资产	13.5%	47.9%	38.9%	34.5%	29.7%	25.4%
%销售收入	12.3%	7.2%	4.9%	3.5%	3.0%	2.8%	资产总计	978	2,205	3,122	5,946	6,905	8,054
财务费用	-6	-10	4	17	37	38	短期借款	122	128	189	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	应付款项	128	206	811	728	1,164	1,647
资产减值损失	-7	-6	7	0	0	0	其他流动负债	25	33	74	171	275	389
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	275	367	1,074	899	1,439	2,036
投资收益	0	0	0	26	47	62	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	9.5%	9.6%	其他长期负债	2	6	5	0	0	0
营业利润	42	45	204	350	497	647	负债总计	277	373	1,079	899	1,439	2,037
营业利润率	9.5%	5.3%	5.2%	4.0%	3.6%	3.3%	普通股股东权益	695	1,830	2,044	5,077	5,534	6,134
营业外收支	0	3	1	1	1	1	少数股东权益	6	1	-1	-30	-68	-117
税前利润	43	48	205	351	498	648	负债股东权益合计	978	2,205	3,122	5,946	6,905	8,054
利润率	9.5%	5.7%	5.2%	4.1%	3.6%	3.3%	比率分析						
所得税	-14	-20	-39	-58	-79	-97	2013						
所得税率	32.8%	41.1%	18.8%	16.5%	15.8%	15.0%	每股指标						
净利润	29	28	167	293	419	551	每股收益	0.236	0.155	0.265	0.501	0.710	0.931
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	5.211	8.642	3.172	6.560	7.150	7.925
非现金支出	22	24	8	14	15	15	每股经营现金流	-0.363	-0.062	-0.020	-0.552	0.047	-0.050
非经营收益	6	13	17	-9	-48	-63	每股股利	0.045	0.030	0.000	0.000	0.000	0.000
营运资金变动	-105	-79	-204	-725	-349	-542	回报率						
经营活动现金净流	-48	-13	-13	-427	36	-39	净资产收益率	4.53%	1.79%	8.25%	6.35%	8.26%	9.78%
资本开支	-31	-7	-26	-866	-8	-9	总资产收益率	3.22%	1.49%	5.40%	5.43%	6.62%	7.45%
投资	0	-18	10	-1	0	0	投入资本收益率	4.48%	1.82%	7.03%	5.08%	6.35%	7.72%
其他	9	5	0	26	47	62	增长率						
投资活动现金净流	-22	-20	-16	-841	39	53	主营业务收入增长率	-8.05%	88.60%	370.51%	118.60%	59.92%	41.44%
股权募资	3	144	204	2,711	0	0	EBIT 增长率	-28.04%	10.37%	219.02%	58.65%	34.36%	32.58%
债权募资	14	6	61	-192	0	1	净利润增长率	-39.86%	4.30%	413.46%	91.28%	41.73%	31.16%
其他	-22	-28	126	-6	0	0	总资产增长率	10.58%	125.50%	41.61%	90.43%	16.13%	16.64%
筹资活动现金净流	-5	122	392	2,513	0	1	资产管理能力						
现金净流量	-75	89	363	1,245	75	15	应收账款周转天数	200.5	142.7	29.6	15.8	11.0	10.0
							存货周转天数	192.5	198.7	114.5	112.0	112.0	112.0
							应付账款周转天数	23.0	56.4	54.0	54.0	54.0	54.0
							固定资产周转天数	30.1	16.6	6.9	2.7	1.5	0.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-11.17%	-10.97%	-16.01%	-34.89%	-33.60%	-30.76%
							EBIT 利息保障倍数	9.3	5.9	-51.8	-17.7	-11.1	-14.3
							资产负债率	28.30%	16.92%	34.56%	15.11%	20.84%	25.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

来源：国金证券研究所

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



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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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