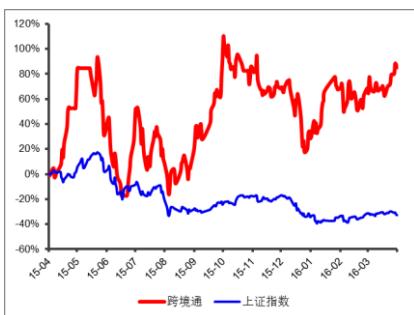




纺织服装 服装家纺

业绩爆发式增长，持续布局跨境电商综合生态圈

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	644/366
总市值/流通(百万元)	24,004/13,648
12 个月最高/最低(元)	115.50/23.37

《成功转型跨境电商，业绩表现超预期》—2015/08/27

证券分析师: 刘丽

电话: 010-88321609

E-MAIL: liuli@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516020001

2015 年公司实现营业收入 39.61 亿元，同比增长 370.51%；归属于上市公司股东的净利润 1.68 亿元，同比增长 403.39%；实现基本每股收益 0.27 元。分配方案为：每 10 股派发现金红利 0.53 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。2015 年业绩大幅度增长的原因主要是：（1）公司重组完成后，2014 年仅合并了子公司环球易购 11、12 月份的业绩，因此 14 年基数低；（2）公司跨境电商业务保持高速增长，2015 年全年跨境电商业务实现收入 37.12 亿元，比 2014 年全年增长 162.16%。

2016 年 Q1 公司实现营业收入 17.58 亿元，同比增长 205%；实现归属于上市公司净利润 8755 亿元，同比增长 215%；基本每股收益 0.14 元。2016 年 Q1 业绩大幅度增长的原因主要是由于一方面跨境电商业务保持高速增长，另一方面公司收购的前海帕拓逊 51% 股权于一季度并表。

裤装业务收入下滑明显：2015 年公司裤装业务实现收入 2.09 亿元，同比下降 47.72%，收入占比为 5.28%。截止至 2015 年 12 月 31 日，百圆裤装分店数量达到 1076 家，其中直营店 31 家。

环球易购经营数据靓丽：截止 2015 年 12 月 31 日，公司旗下平台合计注册用户数量超过 3650 万人，月均活跃用户数超过 800 万人，在线产品 SKU 数量超过 25 万个，重复购买率达 35.51%，流量转化率为 1.55%；2015 年度公司跨境出口 B2C 业务共计实现营业收入 36.46 亿元，处于行业领先水平；公司自营网站 Sammydress 在服装品类、Gearbest 在电子品类均保持行业领先，形成了较高的平台优势和知名度。

持续布局“出口+进口”、“B2B+B2C”、“自营+平台”、“运营+服务”相结合的综合跨境电商生态圈。在出口领域，公司在环球易购的基础上，先后参股了前海帕拓逊、广州百伦、通拓科技。进口领域，公司先后投资了跨境易、易极云商，并于 2015 年 8 月及 12 月，分两次合计出资 17.7 亿元人民币投资跨境进口电商平台“五洲会”。此外，公司非公开发行募集资金总额预计不超过 27 亿元，主要用于以下三个方面：1、跨境进口电商平台建设项目，该项目计划投资总额为 15.8 亿，主要用于电商系统搭建、人员投入和品牌推广等，服务客户为在国内有海外购物需求群体，实现国内消费者诉求，目前业务模式主要通过公司旗下五洲会实现，未来逐步建立直营店、加盟店。2、跨境出口电商 B2B 综合服务平台，该项目投资总额为 6.3 亿，主要客户

为跨境贸易代理、分销商；3、跨境电商仓储及配套运输项目，投资总额为3.4亿，目的是设立海外、国内保税仓和物流园区。目前公司非公开发行事项已经过会。

股权激励行权要求有所提升彰显发展信心：公司于2015年3月和11月进行了两次股权激励，特别是2015年11月启动的二次股权激励，其授予价格为22.59元，解锁条件为以15年业绩为基准，16-18年公司实现净利润增长分别不低于20%/70%/100%。环球易购16-18年净利润分别不低于2.05/2.85/3.55亿元（2015年3月首次股权激励对环球易购的净利润要求为15-17年分别不低于1/1.55/2.25亿元），自授予之日起满12个月后，激励对象可以在未来三年内按照20%/30%/50%的比例分三期解锁。可以看出第二次股权激励的行权条件中对于环球易购业绩增长的要求有所提升，彰显了公司未来发展信心。

投资建议：公司未来将依托行业领先的大数据运营能力、跨境出口B2C规模优势、业内领先的团队优势及良好的供应链整合能力，借助资本市场的优势，在“B2B+B2C”、“进口+出口”、“第三方平台+自营”、“运营+服务”、“线上+线下”等领域进行综合战略布局，并对公司业务链条中的推广、物流、支付等优势资源进行整合，持续提升公司全产业链的核心竞争力。公司目前总市值237亿元，暂不考虑进口电商新业务的收入贡献，预计公司16年-18年EPS分别为0.54元、0.80元、1.04元。按照4月21日收盘价36.82元计算，对应的市盈率分别为68倍、46倍、35倍。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。综合考虑跨境电商行业前景及公司中长期发展潜力（业绩持续高增长、板块稀缺），给予跨境通“买入”评级。

■ 主要财务指标：

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	842	3961	7922	11882
净利润(百万元)	29	166	343	509
摊薄每股收益(元)	0.05	0.26	0.54	0.80

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	306	452	79	119	154	营业收入	842	3961	7922	11882	15447
应收和预付款项	513	560	4305	2965	6450	营业成本	400	1758	3961	5882	7569
存货	294	809	2625	2475	4088	营业税金及附加	3	2	4	7	9
其他流动资产	12	22	22	22	22	销售费用	316	1892	3327	5050	6642
流动资产合计	1125	1843	7031	5581	10715	管理费用	62	115	107	162	212
长期股权投资	11	73	73	73	73	财务费用	10	-4	99	154	198
投资性房地产	53	63	63	63	63	资产减值损失	6	-7	0	0	0
固定资产	38	75	75	75	75	投资收益	1	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	888	892	892	892	892	营业利润	45	204	423	628	817
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	3	1	0	0	0
其他非流动资产	50	98	95	93	93	利润总额	48	205	423	628	817
资产总计	2165	3043	8229	6776	11910	所得税	20	39	80	119	155
短期借款	128	189	3781	2102	5488	净利润	29	166	343	509	662
应付和预收款项	206	811	2102	1880	3044	少数股东损益	-5	-2	-4	-6	-8
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	33	168	347	515	670
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	334	1000	5883	3982	8532						
股本	212	644	644	644	644	预测指标					
资本公积	1396	996	996	996	996		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	222	403	709	1165	1757	毛利率	53%	56%	50%	51%	51%
归母公司股东权益	1830	2044	2350	2805	3397	销售净利率	3%	4%	4%	4%	4%
少数股东权益	1	-1	-5	-11	-19	销售收入增长率	89%	371%	100%	50%	30%
股东权益合计	1832	2043	2345	2794	3378	EBIT 增长率	16%	301%	140%	50%	30%
负债和股东权益	2165	3043	8229	6776	11910	净利润增长率	0%	481%	106%	49%	30%
现金流量表(百万)						ROE	2%	8%	15%	18%	20%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROA	3%	7%	6%	12%	9%
经营性现金流	-9	-29	-3825	1933	-3074	ROIC	5%	11%	24%	10%	17%
投资性现金流	-20	-172	0	0	0	EPS(X)	0.05	0.26	0.54	0.80	1.04
融资性现金流	122	391	3452	-1893	3110	PE(X)	709.31	140.91	68.44	46.06	35.42
现金增加额	93	191	-373	40	36	PB(X)	12.96	11.61	10.10	8.46	6.98
						PS(X)	28.19	5.99	3.00	2.00	1.54
						EV/EBITDA(X)	104.57	100.65	52.29	32.81	28.67

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。