

## 批文到手，助力跨境综合电商腾飞

### 投资要点

- **上半年业绩持续高增长，下半年旺季来临更加看好：**公司上半年实现营收 34.4 亿元，同比增长 185.8%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 108.6%。其中，二季度公司实现营收 16.8 亿元，同比增长 167.8%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 47.1%。公司预计 1-9 月份归母净利润同比增幅为 100%-150%。
- **期间费用率控制良好，资产质量健康稳健。**公司上半年整体毛利率 50.4%，同比下滑 6.5PCT，主要是由于上半年高毛利率的服装收入占比略有下降及前海帕拓逊毛利率较低所致。上半年公司期间费用率下降 6 PCT 至 43.73%，主要由于海外仓发货占比提升，物流成本有所下降，销售费用率大幅下降 5.6PCT，管理费用受股权激励成本影响有所增长，但幅度不及收入增幅。上半年存货较年初增长 90.6%，主要是收入的大幅增长以及 3C 品类海外仓备货增加，反映了公司对下半年销售旺季准备充分，总体而言，公司资产质量健康，经营稳健。
- **环球易购持续高增长，服务质量改善，活跃用户猛增。**环球易购上半年营收 29.65 亿元，同比增长 173.4%，净利润 1.39 亿元，同比增长 103%。其中出口业务占比仍占 90% 以上。上半年旗下主要平台重复购买率 33.23%，流量转化率为 1.48%，较 15 年分别下跌 2.3PCT 和 0.07PCT，复购率和流量转化率略有下滑主要是因为公司将部分广告投入转为提升用户满意度方面，在推动用户数增长方面已取得良好效果。上半年平台注册用户超过 4505 万人，较年初增长约 855 万人，月均活跃用户数超过 1200 万人，较年初增长约 400 万人。
- **定增批文到手，进口业务加速推进。**上半年进口业务收入约 2 亿元，占比仍不足 10%。定增落地后，下半年的电商旺季尤其是进口业务将获得充分的资金支持。公司旗下跨境进口 O2O 体验店“五洲会”目前已开店十几家，定增资金到位后将线上线下同时发力，积极寻找优质的供应商资源和品牌代理权。
- **前海帕拓逊品牌优势明显，并表大幅增厚公司利润。**公司上半年完成对帕拓逊公司的并表。其产品主要以蓝牙周边为主，品牌优势明显，帕拓逊上半年营收 4.1 亿元（去年 1-8 月营收 2.3 亿元），全年业绩有望实现翻倍增长。帕拓逊正处于高速增长阶段，并表将为公司业绩带来增厚，且未来协同效应可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016、2017 年摊薄 EPS 分别为 0.27 元、0.43 元，对应 PE 分别为 67 倍、41 倍，我们看好公司“跨境电商综合生态圈”的战略布局，给予公司 2016 年 80 倍估值，对应目标价 21.6 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**进口业务培育低于预期的风险，出口业务增长低于预期的风险。

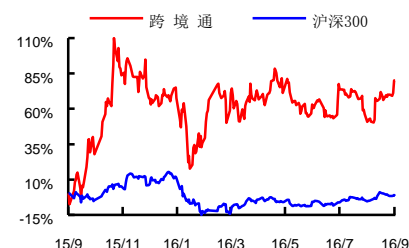
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3960.81	8899.37	16141.42	25449.33
增长率	370.51%	124.69%	81.38%	57.66%
归属母公司净利润（百万元）	168.39	342.30	559.49	770.45
增长率	403.39%	103.28%	63.45%	37.71%
每股收益 EPS（元）	0.13	0.27	0.43	0.60
净资产收益率 ROE	8.14%	11.49%	16.10%	18.62%
PE	137	67	41	30
PB	11.27	7.73	6.63	5.57

数据来源：Wind，西南证券

### 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：xiongli@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：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.89
流通 A 股(亿股)	7.25
52 周内股价区间(元)	14.91-83.53
总市值(亿元)	230.31
总资产(亿元)	42.06
每股净资产(元)	1.70

### 相关研究

1. 跨境通 (002640)：从出口到进口，完善跨境电商生态布局 (2016-04-22)
2. 跨境通 (002640)：完善产业链，持续高增长 (2016-02-29)
3. 跨境通 (002640)：跨境电商持续推进，鲲鹏展翅高飞 (2015-12-18)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3960.81	8899.37	16141.42	25449.33	净利润	166.37	342.30	559.49	770.45
营业成本	1758.45	3677.22	6133.74	9416.25	折旧与摊销	15.28	12.23	13.07	13.90
营业税金及附加	2.23	5.02	9.10	14.35	财务费用	-3.73	29.67	69.76	117.84
销售费用	1892.17	4494.18	8603.38	13920.78	资产减值损失	-7.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.52	266.98	581.09	954.35	经营营运资本变动	77.74	-1905.04	-926.36	-1888.23
财务费用	-3.73	29.67	69.76	117.84	其他	-261.57	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-7.03	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-12.94</b>	<b>-1520.84</b>	<b>-284.05</b>	<b>-986.04</b>
投资收益	-0.26	0.00	0.00	0.00	资本支出	-50.98	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-120.64	-27.12	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-171.62</b>	<b>-42.12</b>	<b>-15.00</b>	<b>-15.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>203.95</b>	<b>426.30</b>	<b>744.35</b>	<b>1025.75</b>	短期借款	61.20	927.02	795.93	1690.55
其他非经营损益	1.08	1.57	1.63	1.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>205.03</b>	<b>427.87</b>	<b>745.98</b>	<b>1027.27</b>	股权融资	236.94	644.40	0.00	0.00
所得税	38.67	85.57	186.50	256.82	支付股利	-6.35	-31.99	-65.02	-106.28
净利润	166.37	342.30	559.49	770.45	其他	99.50	-47.63	-69.76	-117.84
少数股东损益	-2.02	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>391.29</b>	<b>1491.81</b>	<b>661.15</b>	<b>1466.44</b>
归属母公司股东净利润	168.39	342.30	559.49	770.45	<b>现金流量净额</b>	<b>207.51</b>	<b>-71.15</b>	<b>362.10</b>	<b>465.40</b>
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	516.12	444.97	807.07	1272.47	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	559.72	2298.71	3212.14	5000.79	销售收入增长率	370.51%	124.69%	81.38%	57.66%
存货	809.33	2022.47	3373.56	5178.94	营业利润增长率	349.83%	109.03%	74.61%	37.80%
其他流动资产	22.39	44.50	80.71	127.25	净利润增长率	480.51%	105.75%	63.45%	37.71%
长期股权投资	72.74	72.74	72.74	72.74	EBITDA 增长率	190.10%	117.26%	76.67%	39.93%
投资性房地产	62.81	62.81	62.81	62.81	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	74.76	75.95	76.30	75.82	毛利率	55.60%	58.68%	62.00%	63.00%
无形资产和开发支出	891.77	893.78	895.78	897.79	三费率	50.57%	53.83%	57.33%	58.91%
其他非流动资产	112.50	139.19	138.77	138.34	净利率	4.20%	3.85%	3.47%	3.03%
<b>资产总计</b>	<b>3122.14</b>	<b>6055.11</b>	<b>8719.88</b>	<b>12826.95</b>	ROE	8.14%	11.49%	16.10%	18.62%
短期借款	189.00	1116.02	1911.95	3602.51	ROA	5.33%	5.65%	6.42%	6.01%
应付和预收款项	527.16	1205.72	2079.98	3164.03	ROIC	10.09%	13.28%	13.66%	13.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.44%	5.26%	5.12%	4.55%
其他负债	362.87	753.51	1253.63	1921.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1079.03</b>	<b>3075.26</b>	<b>5245.56</b>	<b>8688.45</b>	总资产周转率	1.49	1.94	2.18	2.36
股本	644.40	1288.81	1288.81	1288.81	固定资产周转率	70.02	118.10	212.04	334.60
资本公积	1200.77	1200.77	1200.77	1200.77	应收账款周转率	12.35	11.08	10.95	12.24
留存收益	385.09	695.40	1189.86	1854.04	存货周转率	3.19	2.60	2.27	2.20
归属母公司股东权益	2043.75	2980.50	3474.97	4139.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.84%	—	—	—
少数股东权益	-0.64	-0.64	-0.64	-0.64	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2043.11</b>	<b>2979.86</b>	<b>3474.32</b>	<b>4138.50</b>	资产负债率	34.56%	50.79%	60.16%	67.74%
负债和股东权益合计	3122.14	6055.11	8719.88	12826.95	带息债务/总负债	17.52%	36.29%	36.45%	41.46%
					流动比率	1.78	1.57	1.43	1.33
					速动比率	1.02	0.91	0.78	0.74
					股利支付率	3.77%	9.34%	11.62%	13.79%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.13	0.27	0.43	0.60
					每股净资产	1.59	2.31	2.70	3.21
					每股经营现金	-0.01	-1.18	-0.22	-0.77
					每股股利	0.00	0.02	0.05	0.08
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	215.50	468.20	827.18	1157.49					
PE	136.77	67.28	41.16	29.89					
PB	11.27	7.73	6.63	5.57					
PS	5.81	2.59	1.43	0.90					
EV/EBITDA	50.54	49.93	28.79	21.63					
股息率	0.03%	0.14%	0.28%	0.46%					

数据来源: Wind, 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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn