

2017年03月17日

## 跨境通 (002640.SZ)

## 动态分析

### 营收高速增长符合预期，电子产品占比提升致毛利率下滑

#### 事件：

公司发布 2016 年年报，实现营收 85.37 亿元，同比增长 115.53%；实现归母净利润 3.94 亿元，同比增长 133.85%；EPS 为 0.29 元。其中 2016 年四季度实现营收 30.11 亿元，同比增长 63.67%；实现归属母公司净利润 1.21 亿元，同比增长 171.09%。2016 年分红预案为每 10 股派发现金红利 0.56 元（含税）。此外，公司发布 2017 年 1 季度业绩预告，净利润 1.53 亿元-1.88 亿元，同比增长 75%-115%。

#### 投资要点

◆ **跨境电商业务用户数量快速增长，跨境电商龙头地位进一步稳固：**2016 年公司旗下环球易购的自营平台合计注册用户数量超过 7,018 万人，月均活跃用户数超过 1,500 万人，在线产品 SKU 数量超过 35.6 万个，形成明显的规模优势。公司跨境出口电商业务近三年流量转化率分别为 1.45%、1.55%、1.59%，处于行业领先水平。

跨境通旗下控股子公司环球易购对公司业绩贡献最大，占 2016 年营业收入 83.91%，公司 2016 年环球易购跨境出口业务实现营业收入 674,037.13 万元，比上年同期增长 84.86%，归属于母公司净利润 39,472.62 万元，比上年同期增长 135.47%。前海帕拓逊对跨境通的收入贡献仅次于环球易购，占比达到 15.10%，实现营业收入 128,878.65 万元，比上年同期增长 176.63%，归属于母公司净利润 11,374.61 万元，比上年同期增长 157.48%。

◆ **主营收入增速维持高增长、电子产品占比相对提升，毛利率下降：**2016 年，公司实现营收 85.37 亿元，同比增长 115.53%，2016 年维持了高增长，分产品来看，公司电子产品的毛利率相对服饰家居较低，16 年服饰家居的毛利率为 69.75%，电子产品的毛利率仅为 38.39%，但是从营业收入结构及各自增速看，电子产品增速明显高于服饰家居，公司的整体毛利率由于电子占比增加而下降 7.26 个百分点至 48.34%。

◆ **期间费用率明显改善，存货随营收增长：**2016 年，公司期间费用率 41.93%较 2015 年的 50.57%有所下降，主要得益于销售费用率的下降。从库存来看，公司 2016 年底存货金额为 25.73 亿元，同比上升 217.92%，存货上升主要是前海帕拓逊并表及备货所致，应收账款增速明显提升。

◆ **分季度看，四季度营收增速环比放缓，毛利率环比微升：**公司四季度营业收入 30.11 亿元，同比增长 63.67%，相比于前三季度的 205.4%、167.84%、127.35%有明显放缓，毛利率 47.33%，与三季度的 46.42%相比微幅上涨。

◆ **深耕跨境电商业务，不断在各个领域进行综合战略布局：**公司目前主要业务为跨境电商业务。受益于行业的快速增长，以及公司的内生增长+外延收购，公司业务快速发展。公司全资子公司环球易购拥有 Sammydress、Gearbest 等多个自建专业

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

**买入-B(维持)**

6 个月目标价

25 元

股价(2017-03-17)

17.84 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	25,495.33
流通市值 (百万元)	13,213.96
总股本 (百万股)	1,429.11
流通股本 (百万股)	740.69
12 个月价格区间	14.61/38.08 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.58	-17.59	0.52
绝对收益	3.67	-13.05	10.85

#### 分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

跨境通：并购加速，完善进口跨境电商布局，巩固出口龙头地位 2016-12-16

品类垂直电子商务销售平台，形成多品类、多语种、多维度的垂直电商平台体系，并在 eBay、Amazon 等第三方平台上拥有优质账号。另外，公司控股子公司前海帕拓逊致力于将中国高品质的产品销售到全球各地。目前前海帕拓逊已孵化出三个基于欧美电商网络的品牌，如 mpow，以高品质高性价比建立了一定的影响力。2015 年 8 月，公司开始运营跨境电商进口业务，搭建了跨境电商进口自营平台“五洲会”，并依托“五洲会”自营平台相继推出 PC 网站、移动端 App 并于 2015 年末构建 O2O 体验店实现线上线下多渠道发展。报告期内，公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买优壹电商 100%股权和百伦科技 100%股权，预计并购完成后将丰富公司出口电商品类、完善进口电商布局。

◆ **投资建议：**基于跨境电商行业的快速增长、公司在“B2C+B2B”、“出口+进口”、“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”等领域进行综合战略布局，打造立体、多元的跨境电商综合生态圈，看好公司发展前景，给予买入-B 评级。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.46、0.73 和 0.97 元。6 个月目标价为 25 元，相当于 2018 年 34 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**跨境电商行业增速放缓风险、政策变化风险；外延收购标的业绩低于预期的风险；规模扩大后带来的管理风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,960.8	8,536.9	17,073.8	27,318.1	35,513.5
同比增长(%)	370.5%	115.5%	100.0%	60.0%	30.0%
营业利润(百万元)	203.9	536.8	884.8	1,423.6	1,877.9
同比增长(%)	349.8%	163.2%	64.8%	60.9%	31.9%
净利润(百万元)	168.4	393.8	652.3	1,048.5	1,382.9
同比增长(%)	403.4%	133.8%	65.7%	60.7%	31.9%
每股收益(元)	0.12	0.28	0.46	0.73	0.97
PE	148.7	63.6	38.4	23.9	18.1
PB	12.3	6.0	5.2	4.4	3.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

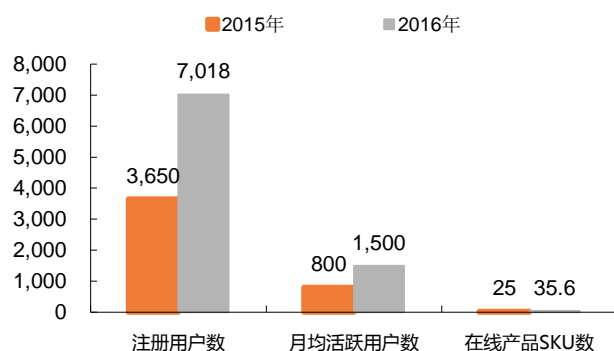
## 一、跨境电商“出口”“进口”业务双轮驱动

### 1. 跨境电商平台用户数量快速增长

2016 年公司旗下环球易购的自营平台合计注册用户数量超过 7,018 万人，月均活跃用户数超过 1,500 万人，在线产品 SKU 数量超过 35.6 万个，形成明显的规模优势。公司跨境出口电商业务近三年流量转化率分别为 1.45%、1.55%、1.59%，处于行业领先水平。

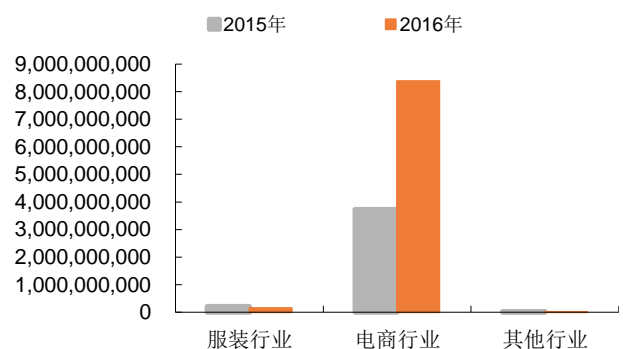
跨境通旗下控股子公司环球易购对公司业绩贡献最大，占 2016 年营业收入 83.91%，公司 2016 年环球易购跨境出口业务实现营业收入 674,037.13 万元，比上年同期增长 84.86%，归属于母公司净利润 39,472.62 万元，比上年同期增长 135.47%。而以主营出口 B2C 为核心业务的前海帕拓逊对跨境通的业绩贡献仅次于环球易购，占比达到 15.10%，实现营业收入 128,878.65 万元，比上年同期增长 176.63%，归属于母公司净利润 11,374.61 万元，比上年同期增长 157.48%。

图 1：2015-2016 年环球易购旗下自营平台情况（单位：万）



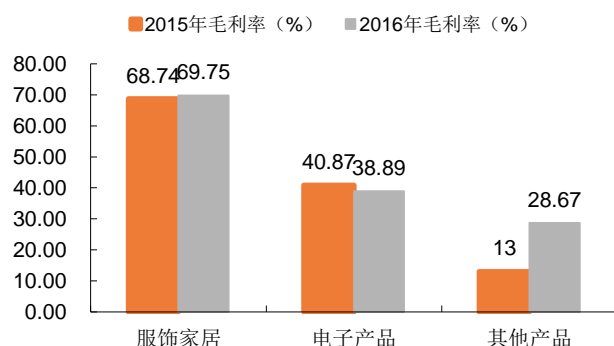
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 2：2015-2016 年公司分行业营收变化情况（单位：元）



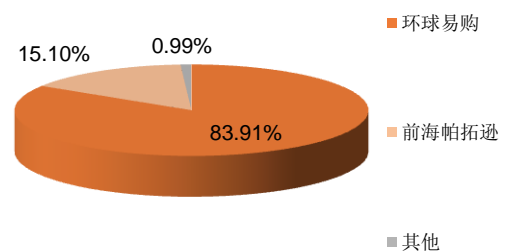
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：2015-2016 年公司分产品毛利率变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：2016 年公司分品牌营收构成比例

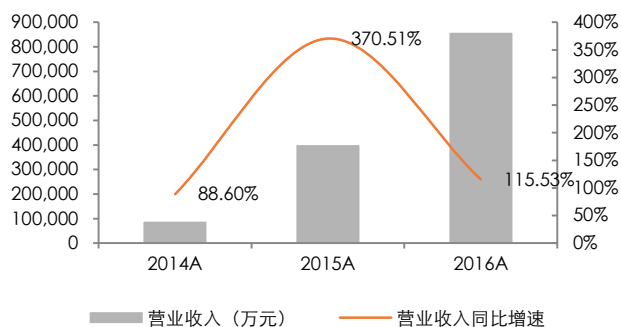


资料来源：wind, 华金证券研究所

## 2. 主营收入增速维持高增长、电子产品占比相对提升毛利率下降

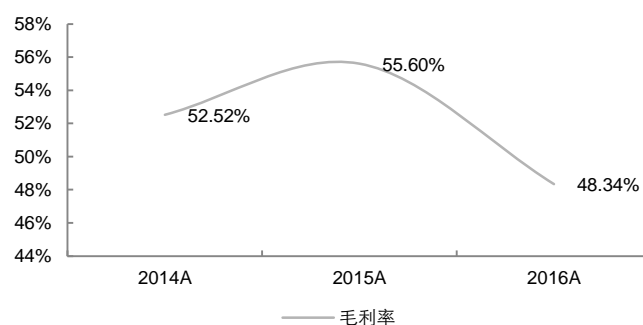
2016 年，公司实现营收 85.37 亿元，同比增长 115.53%，增速较 2015 年的 370.51% 明显放缓，但仍然维持了较高增速。分产品来看，公司电子产品的毛利率相对服饰家居较低，16 年服饰家居的毛利率为 69.75%，而电子产品的毛利率仅为 38.39%，但是从营业收入及营业成本同比增加的角度来看，电子产品增速明显高于服饰家居，两相比较公司的毛利率被其拉低。

图 5：2016 年公司营业收入增长 115.53%



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 6：2016 年公司毛利率下滑至 48.34%

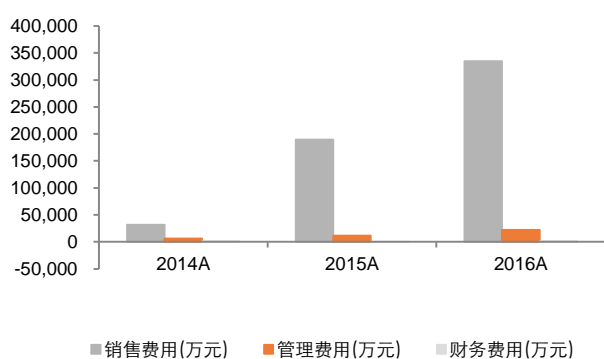


资料来源：wind, 华金证券研究所

## 3. 期间费用率下降，存货管理有待改善

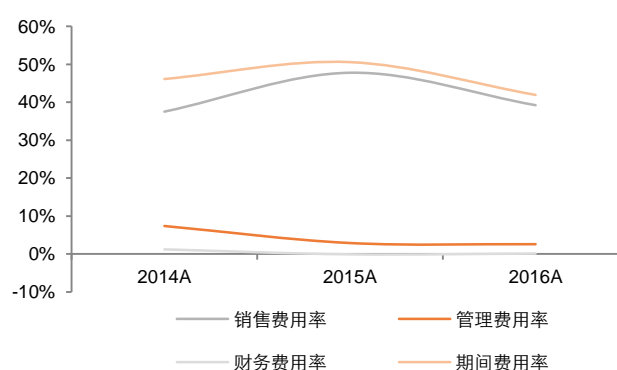
2016 年，公司期间费用率 41.93% 较 2015 年的 50.57% 有所下降，主要得益于销售费用率的下降。从库存来看，公司 2016 年底存货金额为 25.73 亿元，同比上升 217.92%，存货上升主要原因在于前海帕排拓逊并表以及备货原因，应收账款增速明显提升。

图 7：2014-2016 年公司三项费用变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

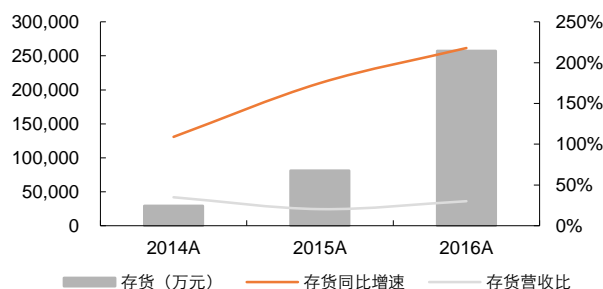
图 8：2014-2016 年公司三项费用率变化情况



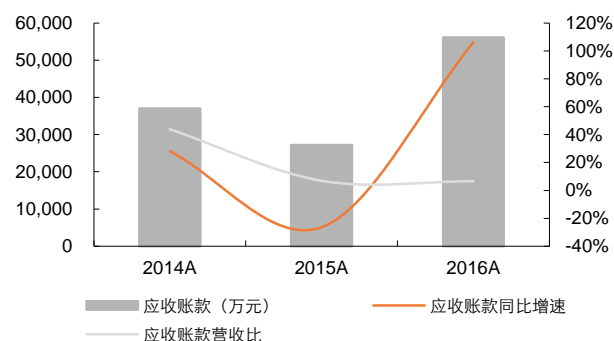
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 9：2014-2016 年公司存货变化及存货营收比 (%)

图 10：2014-2016 年公司应收账款变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

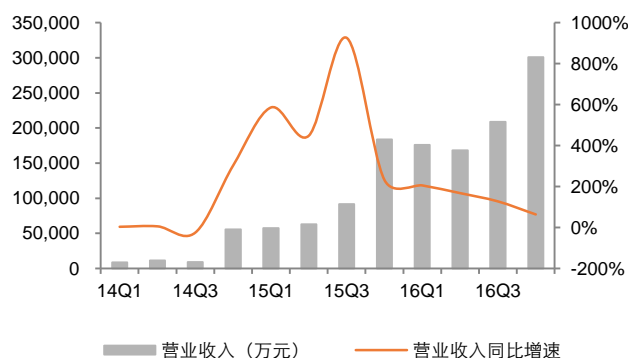


资料来源：wind, 华金证券研究所

## 二、四季度营收增速环比放缓，毛利率微升

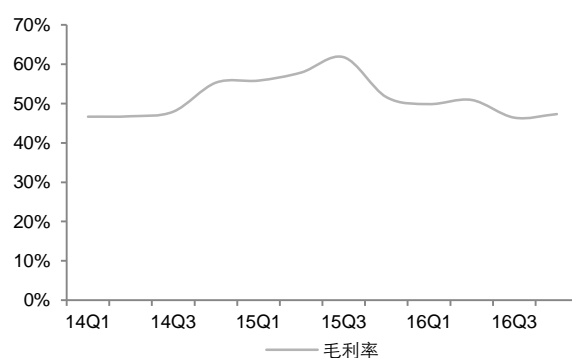
分季度来看，公司四季度实现营业收入 30.11 亿元，同比增长 63.67%，相比于第三季度的 127.35%有明显下降，毛利率环比上升 1.95 个百分点至 47.33%。四季度期间费用率 41.99%与三季度基本持平，小幅上升。从单项费用看，管理费用率环比上升 20.44 个百分点至 2.96%，销售费用率环比上升 9.18 个百分点至 39.12%。

图 11：2016 年四季度公司营收增长 63.67%



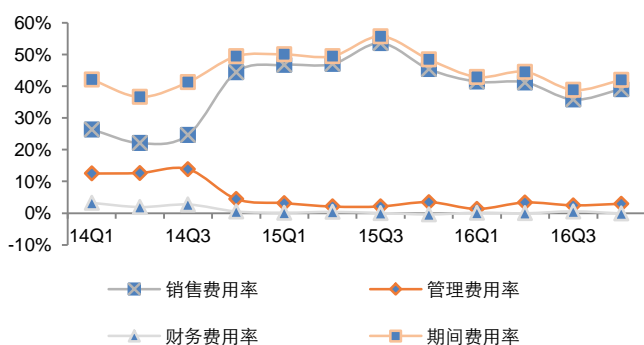
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 12：2016 年四季度公司毛利率为 47.33%



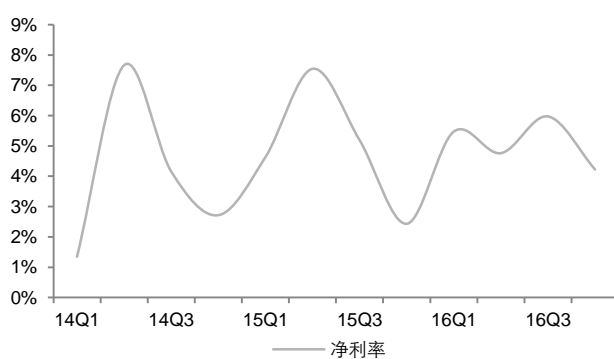
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 13：2016 年四季度公司期间费用率 41.99%



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 14：2016 年四季度公司净利率为 4.22%



资料来源：wind, 华金证券研究所

### 三、深耕跨境电商业务，不断在各个领域进行综合战略布局

公司目前主要业务为跨境电商业务。目前跨境电商行业正在蓬勃发展，公司属于跨境电商领先企业，在伴随行业快速增长的同时，市占率也在逐步提升

公司全资子公司环球易购拥有 Sammydress、Gearbest 等多个自建专业品类垂直电子商务销售平台，形成多品类、多语种、多维度的垂直电商平台体系，并在 eBay、Amazon 等第三方平台上拥有优质账号。另外，公司控股子公司前海帕拓逊致力于将中国高品质的产品销售到全球各地。目前前海帕拓逊已孵化出三个基于欧美电商网络的品牌，如 mpow，以高品质高性价比建立了一定的影响力。

在跨境出口电商龙头企业的地位逐步稳定的基础上，2015 年 8 月，公司开始运营跨境电商进口业务，搭建了跨境电商进口自营平台“五洲会”，并依托“五洲会”自营平台相继推出 PC 网站、移动端 App 并于 2015 年末构建 O2O 体验店实现线上线下多渠道发展。

报告期内，公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买优壹电商 100%股权和百伦科技 100%股权，预计并购完成后将进一步丰富出口电商的产品品类、并拓展了公司跨境进口电商布局。

### 四、盈利预测

公司在“B2C+B2B”、“出口+进口”、“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”等领域进行综合战略布局，打造立体、多元的跨境电商综合生态圈。看好公司发展前景，给予买入-B 评级。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.46、0.73 和 0.97 元。6 个月目标价为 25 元，相当于 2018 年 34 倍的动态市盈率。

### 五、风险提示

1. 跨境电商行业增速放缓风险、政策变化风险；
2. 外延收购标的业绩低于预期的风险；
3. 规模扩大后带来的管理风险等。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,960.8	8,536.9	17,073.8	27,318.1	35,513.5	年增长率					
减:营业成本	1,758.4	4,410.3	8,878.4	14,205.4	18,467.0	营业收入增长率	370.5%	115.5%	100.0%	60.0%	30.0%
营业税费	2.2	3.3	8.5	13.7	17.8	营业利润增长率	349.8%	163.2%	64.8%	60.9%	31.9%
销售费用	1,892.2	3,348.1	6,829.5	10,927.2	14,205.4	净利润增长率	403.4%	133.8%	65.7%	60.7%	31.9%
管理费用	114.5	220.4	426.8	655.6	816.8	EBITDA 增长率	233.7%	169.5%	69.0%	62.4%	32.3%
财务费用	-3.7	10.6	55.7	112.6	158.7	EBIT 增长率	260.1%	173.4%	71.8%	63.3%	32.6%
资产减值损失	-7.0	48.8	40.0	40.0	40.0	NOPLAT 增长率	392.0%	168.3%	72.6%	63.3%	32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.0%	131.6%	18.4%	50.6%	1.2%
投资和汇兑收益	-0.3	41.4	50.0	60.0	70.0	净资产增长率	11.5%	108.0%	16.6%	18.8%	20.8%
营业利润	203.9	536.8	884.8	1,423.6	1,877.9	盈利能力					
加:营业外净收支	1.1	0.7	1.6	1.1	1.1	毛利率	55.6%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%
利润总额	205.0	537.4	886.3	1,424.7	1,879.0	营业利润率	5.1%	6.3%	5.2%	5.2%	5.3%
减:所得税	38.7	109.4	177.3	284.9	375.8	净利润率	4.3%	4.6%	3.8%	3.8%	3.9%
净利润	168.4	393.8	652.3	1,048.5	1,382.9	EBITDA/营业收入	5.3%	6.6%	5.6%	5.7%	5.8%
						EBIT/营业收入	5.1%	6.4%	5.5%	5.6%	5.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	34.6%	40.2%	44.2%	54.9%	51.7%
货币资金	516.1	1,492.8	1,365.9	2,185.4	2,841.1	负债权益比	52.8%	67.3%	79.1%	121.6%	107.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.78	2.36	1.97	2.19	2.00
应收帐款	315.3	710.7	712.1	1,564.4	1,395.1	速动比率	1.02	1.27	1.01	1.08	1.03
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-53.62	51.72	16.87	13.64	12.84
预付帐款	244.4	494.9	1,379.4	1,619.5	2,279.1	营运能力					
存货	809.3	2,573.1	3,592.5	5,877.8	6,433.6	固定资产周转天数	5	4	2	1	1
其他流动资产	22.4	295.3	300.0	300.0	300.0	流动营业资本周转天数	49	60	56	53	52
可供出售金融资产	81.4	92.5	100.0	100.0	100.0	流动资产周转天数	139	158	136	125	126
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	22	15	15	15
长期股权投资	72.7	45.2	45.2	45.2	45.2	存货周转天数	50	71	65	62	62
投资性房地产	62.8	68.5	68.5	68.5	68.5	总资产周转天数	242	216	169	144	141
固定资产	74.8	122.7	111.3	99.9	88.5	投资资本周转天数	139	108	82	70	65
在建工程	-	4.1	4.1	4.1	4.1	费用率					
无形资产	22.0	24.8	22.1	19.3	16.6	销售费用率	47.8%	39.2%	40.0%	40.0%	40.0%
其他非流动资产	900.8	1,183.8	1,174.6	1,160.0	1,162.8	管理费用率	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
资产总额	3,122.1	7,108.3	8,875.6	13,044.1	14,734.5	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
短期债务	189.0	640.6	699.4	1,021.7	1,457.0	三费/营业收入	50.6%	41.9%	42.8%	42.8%	42.7%
应付帐款	774.7	1,429.5	2,269.8	3,649.1	4,045.5	投资回报率					
应付票据	10.0	4.1	390.5	240.9	579.9	ROE	8.2%	9.4%	13.4%	18.4%	20.3%
其他流动负债	100.5	281.5	366.6	352.4	555.2	ROA	5.3%	6.0%	8.0%	8.7%	10.2%
长期借款	-	391.2	153.2	1,842.1	916.5	ROIC	10.8%	28.3%	21.1%	29.1%	25.6%
其他非流动负债	4.9	112.2	41.0	52.7	68.6	分红指标					
负债总额	1,079.0	2,859.2	3,920.5	7,158.9	7,622.7	DPS(元)	0.02	-	0.09	0.15	0.19
少数股东权益	-0.6	43.0	99.7	190.9	311.1	分红比率	20.3%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	644.4	1,429.1	1,429.1	1,429.1	1,429.1	股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%
留存收益	1,585.9	2,897.0	3,426.4	4,265.2	5,371.5						
股东权益	2,043.1	4,249.1	4,955.2	5,885.2	7,111.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	166.4	428.0	652.3	1,048.5	1,382.9	EPS(元)	0.12	0.28	0.46	0.73	0.97
加:折旧和摊销	15.3	24.9	14.2	14.2	14.2	BVPS(元)	1.43	2.94	3.40	3.98	4.76
资产减值准备	-7.0	48.8	-	-	-	PE(X)	148.7	63.6	38.4	23.9	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.3	6.0	5.2	4.4	3.7
财务费用	14.7	62.3	55.7	112.6	158.7	P/FCF	125.4	-31.7	-137.3	27.1	30.7
投资损失	0.3	-41.4	-50.0	-60.0	-70.0	P/S	6.3	2.9	1.5	0.9	0.7
少数股东损益	-2.0	34.3	56.7	91.2	120.3	EV/EBITDA	51.4	43.2	25.6	16.6	12.0
营运资金的变动	-195.1	-1,624.7	-660.3	-2,135.9	-94.8	CAGR(%)	89.9%	52.0%	191.4%	89.9%	52.0%
经营活动产生现金流量	-12.9	-1,059.5	68.6	-929.4	1,511.2	PEG	1.7	1.2	0.2	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-171.6	-817.8	42.5	60.0	70.0	ROIC/WACC	1.0	2.7	2.0	2.8	2.5
融资活动产生现金流量	391.3	2,850.6	-238.0	1,688.9	-925.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn