

跨境通 (002640.SZ) 服装行业

评级：买入 维持评级

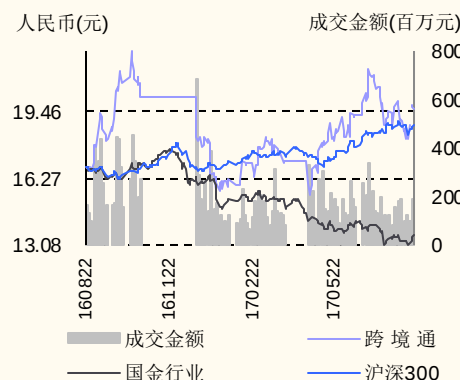
公司点评

市场价格 (人民币): 19.58 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)	746.19
总市值(百万元)	28,099.46
年内股价最高最低(元)	22.35/15.48
沪深 300 指数	3724.67
深证成指	10614.08



相关报告

- 1.《帕托逊董事长拟增持彰显信心，上半年主推服装站流量排名显著提升...》，2017.6.29
- 2.《蓝海市场真龙头：先发优势+核心竞争力助力长期高速增长-蓝海市...》，2017.5.25

跨境通 2017 中报点评：业绩持续高速增长，经营性现金流大幅改善，股权激励彰显信心

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.265	0.276	0.550	0.835	1.156
每股净资产(元)	3.17	2.94	3.65	4.48	5.64
每股经营性现金流(元)	-0.03	-0.75	1.04	-0.05	-0.12
市盈率(倍)	125.66	66.42	33.14	21.83	15.76
行业优化市盈率(倍)	17.74	17.74	17.74	17.74	17.74
净利润增长率(%)	403.39%	133.85%	99.56%	51.78%	38.51%
净资产收益率(%)	8.24%	9.36%	15.08%	18.62%	20.50%
总股本(百万股)	635.40	1,429.11	1,429.11	1,429.11	1,429.11

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017 年上半年，公司总体实现营业收入 557,181.43 万元，同比增长 62.02%；实现营业利润 41,804.88 万元，同比增长 91.18%；归属于上市公司股东的净利润 31,489.79 万元，同比增长 98.87%。

经营分析

- **跨境出口业务实现营业收入 491,033.74 万元，同比增长 53.72%。**其中一季度跨境电商出口业务实现营业收入 234,999.68 万元，同比增长 39.88%；二季度实现 256,034.06 万元，同比增长 69.07%。欧洲和北美洲占公司跨境电商出口业务收入的比例为 49.75%和 35.82%，两者合计占跨境电商出口业务收入的 85.57%。
- **环球易购自营平台注册用户数等指标同比大幅增长。**公司目前拥有 Gearbest、Zaful、Rosegal、Dresslily 等多个自建专业品类垂直电子商务销售平台。截止 2017 年 6 月 30 日，旗下平台合计注册用户数量超过 8,142 万人，公司 2016H1 注册用户数 4505 万人，2017H1 同比增长 80%。2017H1 月均活跃用户数超过 1,680 万人，同比增长 40%。在线产品 SKU 数量超过 39.1 万个，公司旗下主要平台重复购买率 35.1%，流量转化率为 1.52%。2016 年 H1 复购率为 33.23%，流量转化率为 1.48%。
- **电子类自营高速增长，服装类自营二季度增速转正。**报告期内公司自营平台共计实现营业收入 258,384.25 万元，同比增长 36.28%，占环球易购跨境电商出口业务收入的 64.12%。Gearbest 在同领域竞争对手中已经具有明显的竞争优势，报告期内共计实现营业收入 130,742.92 万元，同比增长 110.20%。服装类自营平台 Zaful, Rosegal, Dresslily 共计实现营业收入 127,641.33 万元，同比增长 0.19%。其中一季度实现营业收入 57,312.26 万元，同比增长-23.99%；二季度实现营业收入 70,329.07 万元，同比增长 35.25%。
- **环球易购第三方平台收入保持快速增长。**公司在自营平台快速发展的同时，报告期内公司第三方平台共计实现营业收入 144,608.12 万元，同比增长 62.83%，占环球易购跨境电商出口业务收入的 35.88%。公司第三方平台收入主要来自于 eBay、Amazon 等第三方平台，凭借公司多年积累的第三方

姜琳 联系人
jiang_lin@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

平台运营经验、成熟的经营管理团队以及高效的供应链管理体系，第三方平台收入逐年保持快速增长。目前公司在 Ebay、Amazon、阿里的收入占比分别为 28.70%、27.99%、16.51%。

- **前海帕拓逊收入净利润大幅增长，股权激励彰显公司信心。**控股子公司前海帕拓逊目前业务覆盖 20 多个国家和地区。报告期内，前海帕拓逊共计实现营业收入 88,041.37 万元，同比增长 114.59%；净利润 8,320.43 万元，同比增长 127.28%。前海帕拓逊营业收入主要来自于 Amazon 等第三方平台。公司公告拟向帕拓逊 13 位高管授予 400 万份股票期权激励，行权价格为 19.51 元/股。行权要求 17/18 年帕拓逊净利润为 1.8/2.8 亿元。
- **持续打造进口业务核心竞争力。**报告期内，跨境电商进口业务实现营业收入 43,525.27 万元，同比增长 141.82%。五洲会目前搭建了覆盖自有平台、第三方平台、手机 APP、O2O 线下店等全渠道进口电商体系，公司未来将重点解决目前进口项目运营过程中存在的问题，在供应链、终端运营等方面持续优化，逐步打造进口业务核心竞争力。
- **经营性现金流大幅改善，存货水平依旧较高。**本报告期公司经营性现金流为 -51,969,247.96 元，去年同期净现金流 -401,463,063.41 元，同比改善 87.06%。本报告期存货为 2,476,307,755.58 元，周转天数为 156 天，去年同期为 124 天，存货水平依旧较高。

盈利调整

- 我们维持公司原有预测，17-19 年公司净利润增速分别为 99.56%、51.78%、38.51%，EPS 分别为 0.55 元、0.84 元、1.16 元。

投资建议

- 核心推荐逻辑是海外 B2C 电商市场发展为中早期阶段，增长潜力巨大。在蓝海市场背景下，环球易购作为跨境 B2C 龙头，内生增长强劲。后期依靠公司的数据分析、供应链精细化管理等精细化管理，公司业绩有望持续高速增长。优壹收购过会，业务协同效应将加码公司跨境业务双向发展。不考虑优壹电商收购，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 99.56%、51.78%、38.51%，EPS 分别为 0.55 元、0.84 元、1.16 元，对应 PE 为 36X、23X、17X。维持“买入评级”，目标价为 25 元（对应 2017 年 45 倍，对应 2018 年 30 倍）。

风险提示

- 跨境电商政策变动风险；公司存货、现金流得不到改善；全球贸易环境发生变化；新兴市场开拓不及预期

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	842	3,961	8,537	18,939	31,608	46,598
增长率		370.5%	115.5%	121.8%	66.9%	47.4%
主营业务成本	-400	-1,758	-4,410	-11,005	-19,021	-30,008
%销售收入	47.5%	44.4%	51.7%	58.1%	60.2%	64.4%
毛利	442	2,202	4,127	7,934	12,586	16,590
%销售收入	52.5%	55.6%	48.3%	41.9%	39.8%	35.6%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-8	-16	-28
%销售收入	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
营业费用	-316	-1,892	-3,348	-6,439	-10,272	-13,280
%销售收入	37.5%	47.8%	39.2%	34.0%	32.5%	28.5%
管理费用	-62	-115	-220	-530	-885	-1,305
%销售收入	7.4%	2.9%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	61	193	555	957	1,413	1,977
%销售收入	7.2%	4.9%	6.5%	5.1%	4.5%	4.2%
财务费用	-10	4	-11	11	52	48
%销售收入	1.2%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-6	7	-49	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	41	0	0	0
%税前利润	1.3%	n.a	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	204	537	968	1,464	2,025
营业利润率	5.4%	5.1%	6.3%	5.1%	4.6%	4.3%
营业外收支	3	1	1	1	1	1
税前利润	48	205	537	969	1,465	2,026
利润率	5.7%	5.2%	6.3%	5.1%	4.6%	4.3%
所得税	-20	-39	-109	-174	-264	-365
所得税率	40.6%	18.9%	20.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	29	166	428	795	1,202	1,661
少数股东损益	-5	-2	34	9	9	9
归属于母公司的净利润	33	168	394	786	1,193	1,652
净利率	4.0%	4.3%	4.6%	4.1%	3.8%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	29	166	428	795	1,202	1,661
少数股东损益	-5	-2	34	9	9	9
非现金支出	13	2	66	18	22	26
非经营收益	13	17	-2	55	19	19
营运资金变动	-79	-204	-1,559	625	-1,318	-1,881
经营活动现金净流	-25	-19	-1,067	1,493	-77	-176
资本开支	-7	-26	-81	1,089	-36	-37
投资	-18	-146	-763	0	0	0
其他	5	0	26	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-172	-818	1,089	-36	-37
股权募资	144	204	2,050	0	0	0
债权募资	6	61	833	-751	0	0
其他	-28	126	-9	179	-20	-20
筹资活动现金净流	122	392	2,874	-571	-20	-20
现金净流量	77	202	990	2,011	-132	-232

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	329	516	1,493	3,504	3,371	3,139
应收款项	380	315	711	830	1,386	2,043
存货	294	809	2,573	3,316	5,732	9,044
其他流动资产	145	267	790	1,321	2,283	3,601
流动资产	1,148	1,908	5,567	8,971	12,772	17,826
%总资产	52.1%	61.1%	78.3%	95.5%	96.7%	97.6%
长期投资	65	217	206	206	206	206
固定资产	38	75	127	140	150	156
%总资产	1.7%	2.4%	1.8%	1.5%	1.1%	0.9%
无形资产	896	896	1,171	51	57	63
非流动资产	1,057	1,215	1,542	418	434	446
%总资产	47.9%	38.9%	21.7%	4.5%	3.3%	2.4%
资产总计	2,205	3,122	7,108	9,389	13,205	18,272
短期借款	128	189	641	0	0	0
应付款项	206	811	1,469	3,245	5,526	8,444
其他流动负债	33	74	246	489	822	1,310
流动负债	367	1,074	2,356	3,734	6,349	9,754
长期贷款	0	0	391	391	391	391
其他长期负债	6	5	112	0	0	0
负债	373	1,079	2,859	4,125	6,740	10,145
普通股股东权益	1,830	2,044	4,206	5,212	6,405	8,057
少数股东权益	1	-1	43	52	61	70
负债股东权益合计	2,205	3,122	7,108	9,389	13,205	18,272

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.158	0.265	0.276	0.550	0.835	1.156
每股净资产	8.642	3.172	2.943	3.647	4.482	5.637
每股经营现金净流	-0.116	-0.029	-0.746	1.045	-0.054	-0.123
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.83%	8.24%	9.36%	15.08%	18.62%	20.50%
总资产收益率	1.52%	5.39%	5.54%	8.37%	9.03%	9.04%
投入资本收益率	1.84%	7.03%	8.36%	13.88%	16.90%	19.03%
增长率						
主营业务收入增长率	88.60%	370.51%	115.53%	121.85%	66.89%	47.43%
EBIT增长率	10.37%	219.02%	186.79%	72.53%	47.61%	39.91%
净利润增长率	6.22%	403.39%	133.85%	99.56%	51.78%	38.51%
总资产增长率	125.50%	41.61%	127.67%	32.08%	40.65%	38.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	142.7	29.6	17.8	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	198.7	114.5	140.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	56.4	54.0	52.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	16.6	6.9	5.2	2.6	1.7	1.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.97%	-16.01%	-10.85%	-59.13%	-46.09%	-33.81%
EBIT利息保障倍数	5.9	-51.8	52.4	-86.2	-27.4	-41.3
资产负债率	16.92%	34.56%	40.22%	43.93%	51.04%	55.52%

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	1	4	7	7	11
增持	0	3	3	3	4
中性	0	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.78	1.58	1.58	1.47

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
2	2016-04-22	增持	36.82	N/A
3	2017-05-25	买入	18.67	23.10~23.10
4	2017-06-29	买入	20.15	25.00~25.00

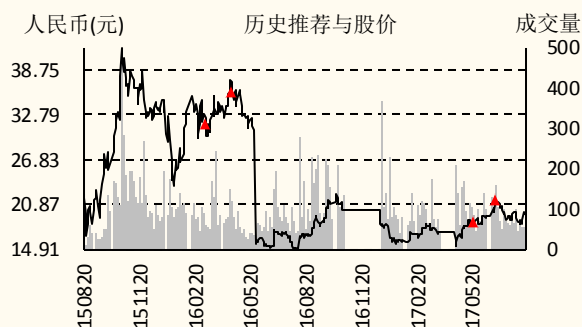
来源：国金证券研究所

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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