

跨境通(002640)

半年报点评：出口电商多模式齐发力业绩快速增长，精细化运营成效显著迎现金流拐点买入(维持)

2017 年 08 月 20 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张炯静

021-60199740

zhangxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8,536.91	16,071.0	26,195.7	37,983.8
同比（%）	115.53	88.3	63	45
净利润（百万元）	393.77	798.6	1,213.8	1,701.3
同比（%）	133.85	102.8	52.0	40.2
毛利率（%）	48.3	45.8	46.6	46.8
ROE（%）	12.5	16.9	20.9	23.3
每股收益（元）	0.29	0.56	0.85	1.19
P/E	71.10	35.0	23.1	16.4
P/B	6.59	5.39	4.34	3.42

事件

跨境通发布 2017 半年报，2017H1 营业收入 55.7 亿元，同增 62%；归母净利润 3.15 亿元，同增 99%；经营活动产生现金流为-5197 万，较去年同期-4 亿、2017Q1 的-5.7 亿大为改善。

点评

出口电商多模式齐发力业绩保持快速增长：环球易购电子独立站及前海帕拓逊营业收入增速同比超过 110%；服装独立站逐步改善，单季收入环比增幅 23%；第三方平台业务收入同增 63%，重在优化收入质量。跨境出口电商收入 49 亿，其中 Q1 收入为 23.5 亿，同增 39.88%；Q2 收入为 25.6 亿，同增 69.07%；2017Q2 相较于 Q1 环比增长 9%。服装自营网站收入 Q2 相比 Q1 环比增长 23%，印证了公司流量运营的能力与成果，H1 营业收入为 12.76 亿元，与去年基本持平，同增 0.19%。电子独立站 Gearbest 自营平台营业收入为 13 亿，同增 110%；Q2 和 Q1 分别为 6.3 亿/6.8 亿，同增 116%/105%。第三方平台销售业务，营业收入 14.5 亿，同增 63%。Q2 及 Q1 分别为 7.3 亿，7.2 亿，基本持平，主要系公司精选 SKU，砍掉了一些盈利能力差的产品，促进 Q2 存货的下降及现金流的改善。前海帕拓逊业务保持快速成长，H1 收入为 8.8 亿，同增 115%，净利润 8,320 万，同增 127.28%，净利润率为 9.5%；品牌化跨境电商模式仍维持高歌猛进状态，股票期权激励将进一步保障该项业务的快速增长（17 年、18 年业绩指标分别为 1.8 亿、2.8 亿）。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	19.58
一年最低/最高价	14.86/22.68
市净率（倍）	6.26
流通 A 股市值（百万元）	14610

基础数据

每股净资产（元）	3.13
资产负债率（%）	34.54
总股本（百万股）	1,435
流通 A 股（百万股）	749

相关研究

1. 服装业务触底反弹，电子业务翻倍增长，跨境进口有序推进，构建跨境进出口大生态 -20170428
2. 跨境通：业绩高速增长符合预期，跨境 B2C 出口电商龙头地位夯实 -20160901

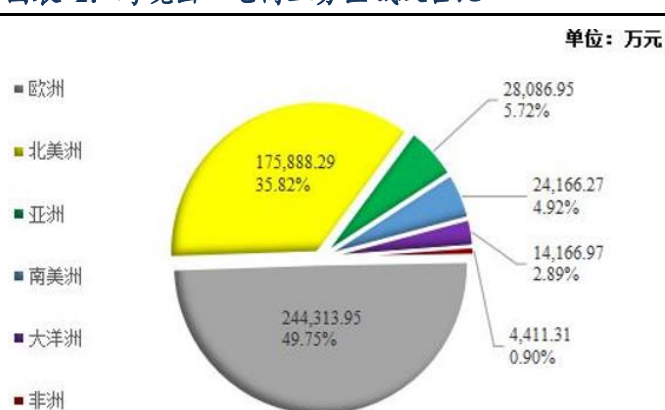
图表 1: 跨境通收入拆分

	2017Q1	2017Q2	单季环比	17H1
出口业务合计/亿元	23.5	25.6	8.94%	49
	39.88%	69.07%		53.72%
环球易购收入/亿元	19.3	21	8.81%	40.3
	30.29%	61.23%		44.75%
服装独立站收入/亿元	5.73	7.03	22.69%	12.76
YOY	-24%	35%		0.19%
电子独立站收入/亿元	6.3	6.8	7.94%	13.1
YOY	116%	105%		110%
第三方业务/亿元	7.27	7.17	-1.38%	14.46
YOY	-	-		62.83%
电子合计	13.57	13.97	2.95%	
前海帕拓逊/亿元	4.2	4.6	9.52%	8.8
YOY				114.59%
进口业务收入/亿元	1.84	2.42		4.35
裤装业务等	1.17	1.18		2.35
总收入/亿元	26.5	29.2		55.7

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

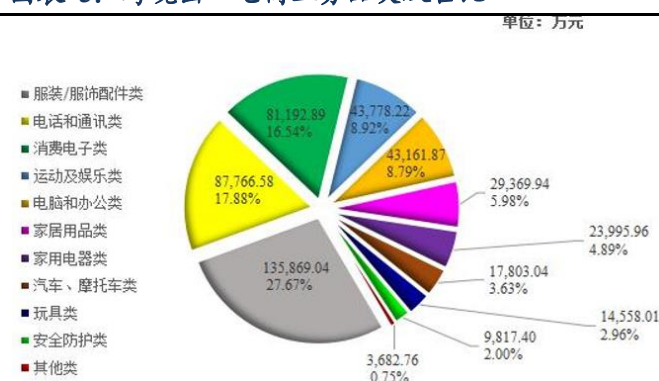
出口电商业务以欧洲和北美为主, 热销品牌不断丰富。公司跨境电商出口业务的主要销售区域为欧洲和北美洲, 在当地拥有一定的规模和品牌优势, 两者合计占跨境电商出口业务收入的 85.57%。随着跨境电商行业的快速发展, 销往海外的热销产品的品类越来越丰富, 包括服装服饰、电话和通讯类、消费电子类等 10 余个类目。

图表 2: 跨境出口电商业务区域及占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 跨境出口电商业务品类及占比

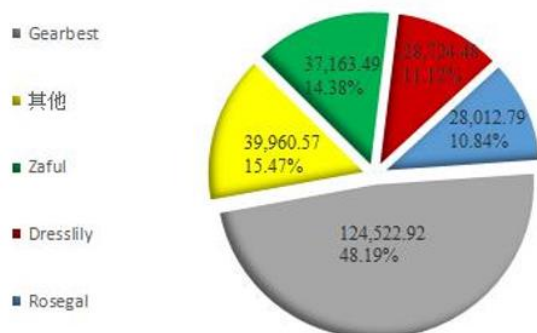


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

独立站点服装业务 Zaful, Rosegal, Dresslily 等网站通过垂直细分, 全方位覆盖欧美主要国家市场人群; 以电子品类为主营的自营平台 Gearbest 在同领域竞争对手中已经具有明显的竞争优势。

图表 4: 跨境出口电商业务区域及占比

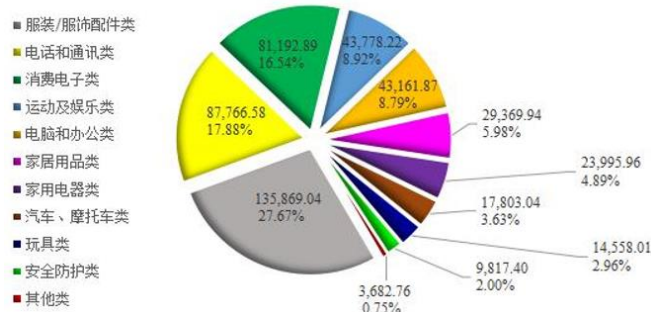
单位: 万元



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 跨境出口电商业务品类及占比

单位: 万元



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

精细化运营成效显著, 存货改善, 销售费用率降低, 迎现金流拐点。经营活动现金流的改善主要来自于存货管理的优化、营销推广费、物流费的节约。销售费用率为 37%, 同比降低 4 个百分点, 主要原因为公司对免费流量的获取能力不断增强, 导致“广告、业务宣传及促销费”不升反降; 管理费用率为 2.6%, 上升 0.3 个百分点, 管理费用增量主要体现在人员薪酬及研发费用上, 显示了公司对于人才及内生能力建设方面的重视, 有利于后续发展。毛利率同比降低 0.2 个百分点, 主要在于电子业务相较服装业务增速更为显著, 电子产品毛利率较低。H1 期末存货 24.8 亿, 环比 Q1 期末下降约 0.7 亿, 这是在 Q2 收入环比增长 9% 的情况下取得的, 结合销售费用 (特别是推广费用) 的节约, 公司在 Q2 现金流大幅改善; 我们认为随着公司规模的扩大、寄售制的持续推广, 17 年有望扭转市场对于公司现金流不佳这一情况的诟病。

跨境进口业务稳步推进。H1 收入 4.35 亿, 同比增长 142%; 进口业务五洲会的拓展将保持稳健的风格, 在盈利前提下稳步扩张; 新并购的优壹电商预计将保持快速增长。

公司发布股权激励计划,股票期权 400 万份, 行权价格 19.51 元/股。对象为前海帕拓逊 13 名核心业务骨干。行权方式, 授予日满 12 月后, 在 24 个月内按 50%: 50% 分两期行权。行权业绩指标: 17 年、18 年前海帕拓逊业绩达 1.8 亿、2.8 亿。(16 年前海帕拓逊业绩为 1.14 亿, 该业绩指标远高于承诺业绩)

公司预计 2017 年 1-9 月净利润同增 80%-110%, 为 4.9 亿元-5.7 亿元。

盈利预测与投资评级

暂不考虑优壹电商并表, 预计公司 17、18、19 年实现收入 161 亿、262 亿、380 亿, 增速分别为 88%、63%、45%; 归母净利润 8 亿、12 亿、17 亿, 同比增长 103%、52%、40%; 当前市值为 281 亿, 对应 PE 分别为 35、23、16 倍。在 18 年 50% 增长预期下, 当前估值仍有提升空间, 维持“买入”评级。

风险提示

出口目的国政策法规、税收制度风险, 存货及供应链管理风险, 品类竞争及第三方平台政策风险

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,566.7	6,443.2	8,742.5	12,115.5	营业收入	8,536.9	16,071.0	26,195.7	37,983.8
现金	1,492.8	843.1	1,396.9	2,221.2	营业成本	4,410.3	8,710.0	14,000.7	20,200.8
应收款项	560.8	945.7	1,127.5	1,767.5	营业税金及附加	3.3	6.4	10.5	15.2
存货	2,573.1	3,541.6	4,799.5	6,547.6	销售费用	3,348.1	5,954.3	10,006.8	14,661.8
其他	940.1	1,112.9	1,418.6	1,579.2	管理费用	220.4	421.1	694.2	1,021.8
非流动资产	1,541.5	1,485.3	1,461.9	1,578.8	财务费用	10.6	33.4	29.4	29.5
长期股权投资	45.2	45.2	54.4	48.2	投资净收益	41.4	40.0	40.0	40.0
固定资产	122.7	115.5	104.9	92.9	其他	(33.9)	(86.4)	(90.5)	(95.2)
无形资产	24.8	22.5	20.1	17.7	营业利润	536.8	992.3	1,504.6	2,110.0
其他	1,348.8	1,302.1	1,282.5	1,419.9	营业外净收支	0.7	4.0	1.9	2.2
资产总计	7,108.3	7,928.6	10,204.4	13,694.3	利润总额	537.4	992.3	1,504.6	2,110.0
流动负债	2,355.8	2,660.1	3,638.8	5,321.6	所得税费用	109.4	168.7	255.8	358.7
短期借款	640.6	500.0	500.0	500.0	少数股东损益	34.3	25.0	35.0	50.0
应付账款	855.7	1,347.5	1,724.4	2,736.8	归属母公司净利润	393.8	798.6	1,213.8	1,701.3
其他	859.4	812.6	1,414.4	2,084.8	EBIT	558.0	985.6	1,494.0	2,099.5
非流动负债	503.4	75.9	124.1	180.0	EBITDA	583.0	1,034.7	1,571.5	2,207.2
长期借款	391.2	300.0	300.0	300.0					
其他	112.2	(224.1)	(175.9)	(120.0)					
负债总计	2,859.2	2,735.9	3,762.9	5,501.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	43.0	68.0	103.0	153.0	每股收益(元)	0.29	0.56	0.85	1.19
归属母公司股东权益	4,206.2	5,192.6	6,441.5	8,192.7	每股净资产(元)	2.97	3.63	4.51	5.73
负债和股东权益总计	7,108.3	7,928.6	10,204.4	13,694.3	发行在外股份(百万股)	1,429.1	1,435.11	1,435.11	1,435.11
					ROIC(%)	8.4%	13.7%	17.1%	19.4%
					ROE(%)	12.5%	16.9%	20.9%	23.3%
					毛利率(%)	48.3%	45.8%	46.6%	46.8%
					EBIT Margin(%)	6.5%	6.1%	5.7%	5.5%
					销售净利率(%)	4.6%	5.0%	4.6%	4.5%
					资产负债率(%)	40.2%	34.5%	36.9%	40.2%
					收入增长率(%)	115.5%	88.3%	63.0%	45.0%
					净利润增长率(%)	133.8%	102.8%	52.0%	40.2%
					P/E	71.1	35.0	23.1	16.4
					P/B	6.59	5.39	4.34	3.42
					EV/EBITDA	49.8	27.8	18.3	13.0
现金流量表 (百万元)									
	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	(1,059.5)	243.0	680.9	1,010.1					
投资活动现金流	(817.8)	(458.8)	24.3	119.0					
筹资活动现金流	2,850.6	(433.9)	(151.4)	(304.9)					
现金净增加额	997.1	(649.7)	553.8	824.2					
折旧与摊销	24.9	49.0	77.4	107.7					
资本开支	81.1	(42.7)	9.1	8.1					
营运资本变动	(1,619.4)	(740.2)	(781.3)	(1,043.9)					
企业自由现金流	(1,068.9)	84.2	545.3	814.6					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>