

2017 年 08 月 21 日

公司研究·证券研究报告

跨境通 (002640.SZ)

公司快报

电子品类收入持续高增长，现金流好转

事件

跨境通 2017 年上半年实现营收 55.72 亿元、归母净利润 3.15 亿元，同比分别增长 62.02%、98.87%，EPS 为 0.22 元；其中，二季度实现营收 29.22 亿元、归母净利润 1.56 亿元，同比分别增长 73.85%、119.67%。

公司发布第三期股票期权激励计划（草案），拟以 19.51 元/股的行权价向 13 名帕拓逊管理层及核心骨干授予 400 万份股票期权、占总股本的 0.28%，业绩考核指标为帕拓逊 2017/2018 年实现的归母净利润分别达到 1.8/2.8 亿元。

投资要点

◆ **跨境电商出口如期大幅增长，费用率、存货控制良好：** 2017 年 6 月 30 日公司旗下环球易购的自营平台合计注册用户数量超过 8142 万人（较 2016 年末+16%），月均活跃用户数超过 1680 万人（较 2016 年末+12%），在线产品 SKU 数量超过 39.1 万个（较 2016 年末+9.8%），形成明显的规模优势。2017 年上半年公司旗下主要平台的重复购买率 35.1%，流量转化率为 1.52%，两项指标相较于 2016 年末略有下降。

公司自营平台实现营业收入 25.8 亿元，同比 36.28%，占环球易购跨境电商出口业务收入的 64.12%，其中 Q1、Q2 分别实现收入 12.0 亿元、13.8 亿元，同比增长 14.88%和 62.56%。分品类看，服装类自营平台共计实现营收 12.8 亿元，同比增长 0.19%。其中 Q1、Q2 分别实现营收 5.73 亿元、7.03 亿元，同比增长-23.99%和 35.25%。服装 Q2 有明显好转。电子品类为主的自营平台实现收入 13.07 亿元，同比增长 110%。Q1 和 Q2 增速相当，分别为 115.6%和 105.5%。电子的高速增长带去主营收入快速增长。

第三方平台实现收入 14.46 亿元，同比增长 62.83%，占环球易购跨境电商出口业务的 35.88%。

控股子公司**前海帕拓逊**延续了 2016 年的高增长，2017 年 H1 实现营收 8.8 亿元，同比增长 114.59%；净利润 0.83 亿元，同比增长 127.28%。此外，在跨境进出口业务方面，公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 141.82%。

从毛利率看，上半年公司调整产品结构，提升电子产品的盈利水平，电子产品毛利率上升 4 个百分点至 44.30%，服饰家居毛利率保持稳定，微增 0.12 个百分点至 67.7%。由于低毛利率的电子产品增速较快，拉低整体毛利率 2.36 个百分点至 48.16%。

从费用来看，上半年销售费用率 37.01%较去年同期的 41.36%有明显下降，管理费用率由去年同期的 2.33%小幅上升至 2.58%。费用整体上控制良好，上半年公司实现归母净利润 3.15 亿元，同比增长 98.87%。

上半年存货控制良好，由 2016 年底的 25.73 亿元下降至 24.76 亿元，经营活动产生的现金流量净额仍然为 0.52 亿元，但相比于去年同期的 -4 亿元有所好转。

◆ **第三期股权激励计划发布（草案），股票期权行权价格为 19.51 元，解锁业绩条件设置高：**公司发布第三期股权激励，股票期权行权价格为 19.51 元，解锁条件为帕拓逊 2017、2018 年净利润 1.8、2.8 亿元。帕拓逊 2016 实现营业收入 12.9 亿元，

商贸零售 | 贸易 III

投资评级

买入-B(维持)

6 个月目标价

25.2 元

股价(2017-08-18)

19.58 元

交易数据

总市值（百万元）

28,099.46

流通市值（百万元）

14,673.10

总股本（百万股）

1,435.11

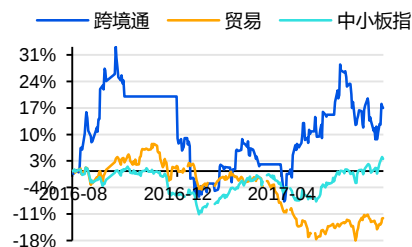
流通股本（百万股）

749.39

12 个月价格区间

14.91/22.75 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.67	-6.69	13.57
绝对收益	2.62	3.59	15.59

分析师

王冯

SAC 执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

齐莉娜

qilina@huajinsec.cn

021-20377037

相关报告

跨境通：电子业务持续高增长，服装业务开始恢复发展 2017-07-19

跨境通：营收高速增长符合预期，电子产品占比提升致毛利率下滑 2017-03-17

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

实现净利润 1.14 亿元，即业绩目标为 2017、2018 增速分别要达到 58%和 55%。此次股权激励计划分 2 年解锁，每年各解锁 50%，未来 3 年合计 1652 万元期权费用，2017 - 2019 年分别摊销 394 万元、945 万元、313 万元。此外，2017 年 6 月底公司公告帕拓逊董事长邓少炜以 18 元/股受让公司实际控制人之一樊梅花 5.03%股权，加上此次股权激励，深度绑定管理层利益，促进公司长期发展。

◆ **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，打造跨境电商生态圈，看好公司发展前景，维持买入-B 评级。我们预测公司 2017 年至 2019 年每 EPS 为 0.55、0.84 和 1.06 元。6 个月目标价为 25.2 元，相当于 2018 年 30 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	16,930.1	25,395.1	33,063.8
同比增长(%)	370.5%	115.5%	98.3%	50.0%	30.2%
营业利润(百万元)	203.9	536.8	1,075.9	1,628.2	2,067.8
同比增长(%)	349.8%	163.2%	100.4%	51.3%	27.0%
净利润(百万元)	168.4	393.8	793.0	1,199.2	1,522.7
同比增长(%)	403.4%	133.8%	101.4%	51.2%	27.0%
每股收益(元)	0.12	0.27	0.55	0.84	1.06
PE	166.9	71.4	35.4	23.4	18.5
PB	13.7	6.7	5.6	4.7	3.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

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	16,930.1	25,395.1	33,063.8	年增长率					
减:营业成本	1,758.4	4,410.3	8,803.1	13,204.6	17,201.5	营业收入增长率	370.5%	115.5%	98.3%	50.0%	30.2%
营业税费	2.2	3.3	8.5	12.7	16.5	营业利润增长率	349.8%	163.2%	100.4%	51.3%	27.0%
销售费用	1,892.2	3,348.1	6,433.4	9,599.4	12,498.1	净利润增长率	403.4%	133.8%	101.4%	51.2%	27.0%
管理费用	114.5	220.4	507.9	761.9	991.9	EBITDA 增长率	233.7%	169.5%	112.6%	54.1%	29.7%
财务费用	-3.7	10.6	111.3	208.4	317.9	EBIT 增长率	260.1%	173.4%	116.9%	54.7%	29.9%
资产减值损失	-7.0	48.8	40.0	40.0	40.0	NOPLAT 增长率	392.0%	168.3%	117.9%	54.7%	29.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.0%	131.6%	17.2%	22.6%	36.3%
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%	19.7%	20.9%	22.0%
营业利润	203.9	536.8	1,075.9	1,628.2	2,067.8						
加:营业外净收支	1.1	0.7	1.6	1.1	1.1	盈利能力					
利润总额	205.0	537.4	1,077.4	1,629.3	2,068.9	毛利率	55.6%	48.3%	48.0%	48.0%	48.0%
减:所得税	38.7	109.4	215.5	325.9	413.8	营业利润率	5.1%	6.3%	6.4%	6.4%	6.3%
净利润	168.4	393.8	793.0	1,199.2	1,522.7	净利润率	4.3%	4.6%	4.7%	4.7%	4.6%
						EBITDA/营业收入	5.3%	6.6%	7.1%	7.3%	7.3%
						EBIT/营业收入	5.1%	6.4%	7.0%	7.2%	7.2%
						偿债能力					
						资产负债率	34.6%	40.2%	53.0%	56.8%	60.3%
						负债权益比	52.8%	67.3%	112.7%	131.7%	151.8%
						流动比率	1.78	2.36	2.05	2.01	1.96
						速动比率	1.02	1.27	1.27	1.30	1.18
						利息保障倍数	-53.62	51.72	10.66	8.81	7.51
						营运能力					
						固定资产周转天数	5	4	2	1	1
						流动营业资本周转天数	49	60	56	48	53
						流动资产周转天数	139	158	158	156	164
						应收帐款周转天数	32	22	15	15	15
						存货周转天数	50	71	65	57	62
						总资产周转天数	242	216	191	178	180
						投资资本周转天数	139	108	82	66	66
						费用率					
						销售费用率	47.8%	39.2%	38.0%	37.8%	37.8%
						管理费用率	2.9%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
						财务费用率	-0.1%	0.1%	0.7%	0.8%	1.0%
						三费/营业收入	50.6%	41.9%	41.7%	41.6%	41.8%
						投资回报率					
						ROE	8.2%	9.4%	15.9%	20.2%	21.3%
						ROA	5.3%	6.0%	8.0%	9.1%	8.8%
						ROIC	10.8%	28.3%	26.6%	35.1%	37.2%
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.06	0.11	0.17	0.21
						分红比率	20.3%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.1%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	516.1	1,492.8	3,386.0	5,079.0	6,612.8	EPS(元)	0.12	0.27	0.55	0.84	1.06
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	1.42	2.93	3.47	4.13	4.98
应收帐款	315.3	710.7	700.2	1,416.1	1,339.2	PE(X)	166.9	71.4	35.4	23.4	18.5
应收票据	-	-	-	-	-	PB(X)	13.7	6.7	5.6	4.7	3.9
预付帐款	244.4	494.9	1,363.5	1,424.1	2,207.3	P/FCF	140.7	-35.5	15.2	15.5	16.4
存货	809.3	2,573.1	3,540.2	4,529.3	6,938.4	P/S	7.1	3.3	1.7	1.1	0.8
其他流动资产	22.4	295.3	300.0	300.0	300.0	EV/EBITDA	57.8	48.4	22.7	14.7	11.6
可供出售金融资产	81.4	92.5	100.0	100.0	100.0	CAGR(%)	98.6%	57.0%	211.0%	98.6%	57.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.7	1.3	0.2	0.2	0.3
长期股权投资	72.7	45.2	45.2	45.2	45.2	ROIC/WACC	1.1	2.8	2.7	3.5	3.7
投资性房地产	62.8	68.5	68.5	68.5	68.5						
固定资产	74.8	122.7	111.3	99.9	88.5						
在建工程	-	4.1	4.1	4.1	4.1						
无形资产	22.0	24.8	22.1	19.3	16.6						
其他非流动资产	900.8	1,183.8	1,174.6	1,160.0	1,162.8						
资产总额	3,122.1	7,108.3	10,815.6	14,245.5	18,883.3						
短期债务	189.0	640.6	1,542.4	2,545.8	3,879.3						
应付帐款	774.7	1,429.5	2,238.5	3,263.5	3,903.9						
应付票据	10.0	4.1	387.1	199.8	564.8						
其他流动负债	100.5	281.5	364.2	322.8	544.0						
长期借款	-	391.2	1,156.4	1,711.5	2,422.6						
其他非流动负债	4.9	112.2	41.0	52.7	68.6						
负债总额	1,079.0	2,859.2	5,729.7	8,096.0	11,383.2						
少数股东权益	-0.6	43.0	111.9	216.2	348.6						
股本	644.4	1,429.1	1,435.1	1,435.1	1,435.1						
留存收益	1,585.9	2,897.0	3,538.9	4,498.2	5,716.4						
股东权益	2,043.1	4,249.1	5,085.9	6,149.5	7,500.1						
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	166.4	428.0	793.0	1,199.2	1,522.7						
加:折旧和摊销	15.3	24.9	14.2	14.2	14.2						
资产减值准备	-7.0	48.8	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	14.7	62.3	111.3	208.4	317.9						
投资损失	0.3	-41.4	-50.0	-60.0	-70.0						
少数股东损益	-2.0	34.3	69.0	104.3	132.4						
营运资金的变动	-195.1	-1,624.7	-617.3	-943.2	-1,875.6						
经营活动产生现金流量	-12.9	-1,059.5	320.2	522.8	41.5						
投资活动产生现金流量	-171.6	-817.8	42.5	60.0	70.0						
融资活动产生现金流量	391.3	2,850.6	1,530.6	1,110.2	1,422.2						

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