

跨境通(002640)

三季报点评：收入结构优化，沉淀渠道及品牌价值，为持续性成长打下基础

买入(维持)

2017 年 10 月 22 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)	8,536.9	14,155.1	23,035.1	35,657.8
同比(%)	115.5	65.8	62.7	54.8
净利润(百万元)	393.77	749.8	1,180.6	1,818.0
同比(%)	133.85	90.4	57.5	54.0
毛利率(%)	48.3	49.5	48.9	48.7
ROE(%)	12.5	16.0	20.5	24.8
每股收益(元)	0.29	0.52	0.82	1.27
P/E	83.5	43.8	27.8	18.1
P/B	7.73	6.38	5.15	3.97

事件

跨境通发布 2017 三季报，Q3 实现营业收入 31.7 亿元，同增 52%；归母净利润 1.8 亿元，同增 57.6%。2017 前 3 季度实现营业收入 87.4 亿元，同增 58%；归母净利润 4.95 亿元，同增 81.54%；经营活动产生现金流为-5.27 亿，存货为 30.4 亿。

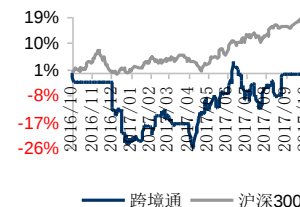
点评

公司收入结构更加优化，17 年前 3 季度，电子独立站 Gearbest 及前海帕拓逊同比都有 100%左右的增长，逐渐沉淀渠道及品牌价值，未来有望保持良好成长性。第三方平台业务砍掉了盈利能力低的产品，服装独立站业务仍有较大提升空间。

Gearbest 是目前中国出口电商最大的电子独立站，是小米等中国品牌出海的重要合作渠道，渠道价值将逐渐凸显，有望加速成长。随着收入规模的扩大，Gearbest 有望进一步改善物流等用户体验，提升竞争门槛与壁垒，强渠道价值有望不断凸显，增强对供应链的议价能力以及对消费者的了解，快速发展。客单价及复购率的提升，新类目、新地区的拓展，对供应链的深挖，都将驱动 Gearbest 营收、利润快速增长。我们预计 Gearbest 全年收入约为 39 亿，同增 100%以上，存在超预期的可能。

前海帕拓逊发展 mpow 等品牌，深度挖掘供应链，类似于小米供应链+网易严选的模式，参考海翼股份发展路径，有望不断开拓新品、全渠道销售，凸显品牌价值，快速成长。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）。我们预计帕拓逊全年可实现收入 25 亿+，同比有望翻番。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.9
一年最低/最高价	14.86/24.78
市净率(倍)	7.07
流通 A 股市值(百万元)	20400

基础数据

每股净资产(元)	3.24
资本负债率(%)	33.91
总股本(百万股)	1,435
流通 A 股(百万股)	890

相关研究

1. 出口电商多模式齐发力业绩保持快速增长，精细化运营成效显著迎现金流拐点
-20170821
2. 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

服装独立站业务相对稳定，有较大改善提高空间。17Q3 相较 17Q2 环比增长约为 14%，相较 16Q3 同比增长 30%，服装独立站未来发展取决于公司的供应链把控、开发设计、选品、柔性生产、产业链组织运营等能力。我们预计 17 年服装独立站有望实现收入约 32 亿。

电子产品的第三方平台销售收入有所收缩，主要在于公司砍掉了盈利能力差的 SKU。与独立站销售或品牌模式出口相比，第三方平台销售电子产品尚处于跨境出口电商的初级阶段，产品以白牌商品为主，主打廉价特点，面临着同质化竞争且净利率降低的问题，对整体利润贡献较为有限。收入结构的优化更加有利于公司集中优势资源，长远发展。

随着供应商合作模式的调整，未来供应商铺货的寄售模式占比有望持续提升，此举有望提升跨境通整体运营效率，缓解公司高速成长期的管理及资金瓶颈，库存及经营性现金流预计也将得到显著优化。3 季度库存约 30.4 亿，同比增长 68%，相对二季度库存增长约 5 亿，主要是为四季度旺季备货。

看好跨境出口电商的行业前景及跨境通的竞争优势。跨境出口电商行业空间尚大，优质供应链+电商模式助力中国品牌走向世界，取代一般贸易，新品类、新市场空间较为广阔，35%+行业增速，16 年出口电商 B2C 约 9000 亿，跨境通 80 亿占比不足 1%，有较大提升空间。价之链、有棵树、通拓等标的跨境出口电商标的逐步走向 A 股，板块关注度提升。跨境通规模远大于其它跨境出口电商，在供应链、物流、营销、流量运营等领域竞争优势明显。

盈利预测与投资评级

公司主营业务为跨境出口电商，具备良好的发展潜力与空间，涉及多个事业部，收入、利润的实现跟公司的具体战略、实际操盘能力、综合管理能力有关，公司尚处于快速成长期，短期可能存在一定的波动性，仍坚定看好公司的战略卡位与长期发展前景。

公司收入结构调整对其短期收入、利润有一定影响，我们略微下调公司 17 年全年的营收及利润预期。暂不考虑优壹电商并表，我们预计公司 17、18、19 年可实现收入 142 亿、230 亿、357 亿，增速分别为 66%、63%、55%；归母净利润 7.5 亿、11.8 亿、18.2 亿，同比增长 90%、58%、54%；当前市值为 329 亿，对应 17-19 年 PE 分别为 44、28、18 倍。在 18 年利润 50% 的增长预期下，当前估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

风险提示

供应链管理风险，出口目的国政策法规、税收制度风险，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)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,566.7	6,437.4	8,846.3	11,488.0	营业收入	8,536.9	14,155.1	23,035.1	35,657.8
现金	1,492.8	1,509.2	1,895.0	2,378.3	营业成本	4,410.3	7,147.1	11,767.2	18,274.8
应收款项	560.8	770.5	1,052.2	1,660.6	营业税金及附加	3.3	5.7	9.2	14.3
存货	2,573.1	3,046.4	4,183.1	5,271.8	销售费用	3,348.1	5,612.1	9,189.0	14,160.2
其他	940.1	1,111.3	1,716.1	2,177.4	管理费用	220.4	425.1	573.8	916.2
非流动资产	1,541.5	1,472.1	1,440.1	1,562.8	财务费用	10.6	36.6	27.2	21.8
长期股权投资	45.2	45.2	54.4	48.2	投资净收益	41.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	122.7	115.5	104.9	92.9	其他	(33.9)	(5.7)	(9.2)	(14.3)
无形资产	24.8	22.5	20.1	17.7	营业利润	536.8	934.2	1,477.9	2,284.8
其他	1,348.8	1,289.0	1,260.7	1,403.9	营业外净收支	0.7	4.0	1.9	2.2
资产总计	7,108.3	7,909.6	10,286.4	13,050.8	利润总额	537.4	934.2	1,477.9	2,284.8
流动负债	2,355.8	1,804.8	2,912.4	3,719.3	所得税费用	109.4	158.8	251.3	388.4
短期借款	640.6	400.0	400.0	400.0	少数股东损益	34.3	25.6	46.1	78.3
应付账款	855.7	946.7	1,955.6	2,585.2	归属母公司净利润	393.8	749.8	1,180.6	1,818.0
其他	859.4	458.0	556.8	734.1	EBIT	558.0	970.8	1,505.1	2,306.5
非流动负债	503.4	954.3	996.8	1,058.0	EBITDA	583.0	1,015.1	1,574.8	2,408.5
长期借款	391.2	519.0	519.0	519.0					
其他	112.2	435.3	477.8	539.0					
负债总计	2,859.2	2,759.1	3,909.3	4,777.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	43.0	68.6	114.6	193.0	每股收益(元)	0.29	0.52	0.82	1.27
归属母公司股东权益	4,206.2	5,150.5	6,377.1	8,273.5	每股净资产(元)	2.97	3.59	4.44	5.77
负债和股东权益总计	7,108.3	7,909.6	10,286.4	13,050.8	发行在外股份(百万股)	1429.1	1435.1	1435.1	1435.1
					ROIC(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	12.5%	16.0%	20.5%	24.8%
					毛利率(%)	48.3%	49.5%	48.9%	48.7%
					EBIT Margin(%)	6.5%	6.9%	6.5%	6.5%
					销售净利率(%)	4.6%	5.3%	5.1%	5.1%
					资产负债率(%)	40.2%	34.9%	38.0%	36.6%
					收入增长率(%)	115.5%	65.8%	62.7%	54.8%
					净利润增长率(%)	133.8%	90.4%	57.5%	54.0%
					P/E	83.5	43.8	27.8	18.1
					P/B	7.73	6.38	5.15	3.97
					EV/EBITDA	58.1	33.6	21.7	14.2
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	(1,059.5)	63.0	540.4	670.4					
投资活动现金流	(817.8)	(452.5)	(307.3)	(156.4)					
筹资活动现金流	2,850.6	406.0	152.7	(30.7)					
现金净增加额	997.1	16.4	385.8	483.3					
折旧与摊销	24.9	44.3	69.6	102.0					
资本开支	81.1	(42.7)	9.1	8.1					
营运资本变动	(1,619.4)	(902.0)	(919.6)	(1,523.7)					
企业自由现金流	(1,513.3)	(900.4)	(840.8)	(1,413.5)					

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>