

# 拟以 20.22 元行权价向 151 名骨干发行股票， 优壹电商业绩有望超预期 买入(维持)

2017 年 11 月 13 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 张娴静

021-60199793

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)	393.8	749.8	1,180.6	1,818.0
同比(%)	133.8	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	73.6	38.7	24.6	15.9
P/B	6.82	5.63	4.55	3.50

## 事件

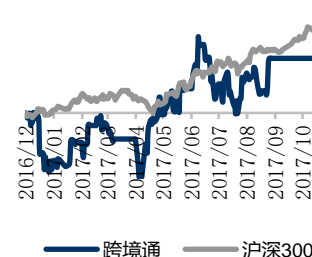
跨境通发布第四期股权激励计划，拟向 151 名核心骨干发行股票，授予股票期权总量 1200 万份，行权价格为每股 20.22 元。其中首次授予 1002 万份，占公司股本总额 0.7%；预留 198 万份，占公司股本总额的 0.14%。股票期权的行权条件为环球易购 2018 年-2020 年净利润实现值分别达到 4.92 亿元、5.62 亿元、6.32 亿元；对应 19 年、20 年利润增长分别为 14%，12%。股权激励计划涉及到 151 名核心骨干，占公司员工总数 5243 人的 2.88%。

## 点评

股权激励计划的落实有利于保持团队的稳定性，发挥人才优势，充分调动核心骨干的积极性，促进公司持续、稳健、快速的发展。跨境出口电商是人才密集型行业，具体的公司业绩取决于公司管理层的战略布局、操盘能力以及运营能力。跨境通仍处于快速成长、扩大收入规模的关键时期，对相关管理、技术、运营能人才需求量较大，但市场上具备相关经验和资质的人才较为匮乏，股权激励计划的实施将最大程度激发核心骨干的动力及创造力，巩固人才优势，保障公司抓住行业发展机遇，取得较快成长。

进入电商旺季，跨境通独立站流量等数据相对 3 季度提升明显。跨境出口电商即将迎来黑色星期五、圣诞等重大购物狂欢日，四季度也是传统电商旺季，推荐关注相关数据。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。Gearbest 流量来源主要集中在巴西、西班牙、俄罗斯、意大利等国，10 月份流量数据保持稳定上升。服装独立站在中东地区的增长尤为显著。以 Zaful 为例，参考 similarweb 的数据，在以色列 10 月份流量相对 9 月增长 3 倍；参考 App annie 的数据，在沙特阿拉伯、阿联酋等国，Zaful 在 IOS 及 Google Play 等 APP 下载量跃居前 3 名。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	20.20
一年最低/最高价	14.86/24.78
市净率(倍)	6.23
流通 A 股市值 (百万元)	20572

## 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)	1018

## 相关研究

1. 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 -20171023
2. 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

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。电子产品的第三方平台销售收入维持稳定增长。我们预计公司整体收入结构不断优化调整，逐步沉淀渠道及品牌价值，为持续性成长打下基础。

公司拟收购国际品牌全渠道代运营商优壹电商，优壹 17 年上半年实现收入 14.2 亿，净利润 7724 万元，双 11 期间优壹代运营的 20 余个品牌双 11 全网 GMV 超过 5 亿元，我们预计优壹电商业绩实现完成将大幅超过业绩承诺，有望超预期。优壹电商有望借助跨境通的市场声誉、业务资源、供应链体系及终端客户流量入口，实现在渠道、运营、营销等方面的潜力释放，达到双方互惠互赢的状态，业绩承诺 16-19 年分别为 1 亿、1.34 亿、1.67 亿、2.08 亿。公司进口业务线下门店布局逐步推进，有望扭亏为盈，快速增长，逐步贡献净收益。

### 盈利预测与投资评级

看好跨境出口电商行业的发展及公司的战略卡位和核心竞争优势。暂不考虑优壹并表，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 290 亿，对应 17-19 年 PE 分别为 39、25、16 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)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>5,566.7</b>	<b>6,437.4</b>	<b>8,846.3</b>	<b>11,488.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,536.9</b>	<b>14,155.1</b>	<b>23,035.1</b>	<b>35,657.8</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>1,541.5</b>	<b>1,472.1</b>	<b>1,440.1</b>	<b>1,562.8</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>536.8</b>	<b>934.2</b>	<b>1,477.9</b>	<b>2,284.8</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>7,108.3</b>	<b>7,909.6</b>	<b>10,286.4</b>	<b>13,050.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>537.4</b>	<b>934.2</b>	<b>1,477.9</b>	<b>2,284.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,355.8</b>	<b>1,804.8</b>	<b>2,912.4</b>	<b>3,719.3</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>393.8</b>	<b>749.8</b>	<b>1,180.6</b>	<b>1,818.0</b>
其他	859.4	458.0	556.8	734.1	EBIT	558.0	970.8	1,505.1	2,306.5
<b>非流动负债</b>	<b>503.4</b>	<b>954.3</b>	<b>996.8</b>	<b>1,058.0</b>	EBITDA	583.0	1,015.1	1,574.8	2,408.5
长期借款	391.2	519.0	519.0	519.0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	112.2	435.3	477.8	539.0	每股收益(元)	0.29	0.52	0.82	1.27
<b>负债总计</b>	<b>2,859.2</b>	<b>2,759.1</b>	<b>3,909.3</b>	<b>4,777.3</b>	每股净资产(元)	2.97	3.59	4.44	5.77
少数股东权益	43.0	68.6	114.6	193.0	发行在外股份(百万股)	1429.1	1435.1	1435.1	1435.1
归属母公司股东权益	4,206.2	5,150.5	6,377.1	8,273.5	ROIC(%)	8.4%	12.5%	16.3%	20.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,108.3</b>	<b>7,909.6</b>	<b>10,286.4</b>	<b>13,050.8</b>	ROE(%)	12.5%	16.0%	20.5%	24.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	48.3%	49.5%	48.9%	48.7%
	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	6.5%	6.9%	6.5%	6.5%
经营活动现金流	(1,059.5)	63.0	540.4	670.4	销售净利率(%)	4.6%	5.3%	5.1%	5.1%
投资活动现金流	(817.8)	(452.5)	(307.3)	(156.4)	资产负债率(%)	40.2%	34.9%	38.0%	36.6%
筹资活动现金流	2,850.6	406.0	152.7	(30.7)	收入增长率(%)	115.5%	65.8%	62.7%	54.8%
现金净增加额	997.1	16.4	385.8	483.3	净利润增长率(%)	133.8%	90.4%	57.5%	54.0%
折旧与摊销	24.9	44.3	69.6	102.0	P/E	73.6	38.7	24.6	15.9
资本开支	81.1	(42.7)	9.1	8.1	P/B	6.82	5.63	4.55	3.50
营运资本变动	(1,619.4)	(902.0)	(919.6)	(1,523.7)	EV/EBITDA	51.5	29.8	19.2	12.6
企业自由现金流	(1,068.9)	(94.6)	408.5	500.9					

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>