

拟收购前海帕拓逊 10% 股权，精细化管理卓有成效，渠道及品牌优势愈加突出

买入(维持)

2018 年 01 月 15 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：

S0600517050002

01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：

S0600517070001

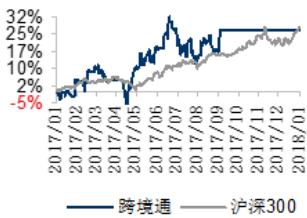
02160199793

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

zhangxj@dwzq.com.cn

股价走势



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	65.6	34.5	21.9	14.2
P/B	6.08	5.02	4.05	3.12

事件

跨境通发布公告，拟以 2.7 亿元以现金方式收购帕拓逊 10% 股权，帕拓逊 17、18 年承诺业绩为 1.8 亿、2.7 亿，本次收购按照标的 17、18 年可实现净利润平均数的 12 倍 PE 确定整体估值。交易完成后，跨境通将持有帕拓逊 100% 股权。截至 17 年 11 月 30 日，前海帕拓逊营业收入 20.1 亿，净利润 1.4 亿，经营活动产生的现金流净额 -2780 万元。

点评

较为看好前海帕拓逊的发展，对帕拓逊的进一步收购有望提升公司的品牌优势，增强持续成长及盈利能力。前海帕拓逊主要模式为通过亚马逊平台销售品牌化电子产品。帕拓逊在国内以设计创新为驱动，与优质的一线品牌代工厂战略合作，同时进行本土化品牌营销运作，将自有品牌产品在全球多个渠道进行销售。目前业务覆盖 20 多个国家和地区，在消费类电子产品的多个细分类目占据了主导地位。帕拓逊在 2015 年、2016 年均超额实现了前期承诺的净利润，分别为承诺净利润的 116% 和 162%，且 2016 年净利润较 2015 年增长 157%，表现出良好的持续盈利能力 and 业绩增长趋势。

前海帕拓逊发展 mpow 等品牌，深度挖掘供应链，参考海翼股份发展路径，有望不断开拓新地区、新品类、拓展线下市场等多种渠道，发挥产品及品牌优势，快速成长。前海帕拓逊多款单品成为亚马逊的 Bestseller，在日常及黑色星期五等促销大季获得平台流量支持，销量喜人，彰显了公司打造爆品、电商运营、供应链管理的能力。

看好跨境出口行业的发展，行业资本并购频繁，值得关注。海翼股份 17 年 11 月发布公告，进入上市辅导阶段。得兴股份 18 年 1 月 11 日发布公告，拟转让拉链业务，专注高速增长的跨境电商行业，强化公司核心竞争力，夯实公司可持续经营基础，优化公司资产质量，切实提升公司价值，提升公司综合竞争力和盈利能力。山鼎设计拟筹划重大资产重组，收购跨境出口电商萨拉摩尔 100% 股权。

市场数据

收盘价 (元)	18.00
一年最低/最高价	14.86/24.78
市净率 (倍)	5.56
流通 A 股市值 (百万元)	18,302

基础数据

每股净资产 (元)	3.24
资产负债率 (%)	33.91
总股本 (百万股)	1,435
流通 A 股 (百万股)	1,018

相关研究

- 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 -20171114
- 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
- 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

跨境通四季度流量数据持续向好，精细化管理卓有成效，渠道及平台优势进一步彰显，维持全年盈利预期。参考 similarweb 等网站数据，Gearbest 独立站四季度访问量同比增速在 100%以上，12 月延续 10 月、11 月高速增长态势，远远甩开了国内同类型网站棒谷等。公司在规模端及渠道端优势较为明显，平台化建设不断加强。服装事业部管理调整逐步到位，流量、客单价、客户评价大幅提高，有望维持高速增长。17 年公司人员增加仅约为 300 人，我们预计公司全年利润增幅有望高达 90%，人效大幅提高，公司整体的竞争力不断加强。

公司定增收购国际品牌全渠道代运营商优壹电商，标的资产已过户，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 余个品牌全网 GMV 超过 5 亿元，我们预计优壹电商业绩实现有望超过承诺值。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、营销等方面潜力释放，达到双方互惠共赢的状态，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

我们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%；公司当前市值为 258 亿，对应 17-19 年 PE 分别为 35、22、14 倍。考虑到优壹电商（定增配套融资尚未完成）以及前海帕拓逊 10% 股权对应利润的并表，18、19 年备考净利润分别约为 13.8 亿、20.8 亿；在不考虑收购优壹电商增发的情况下，18、19 年备考 PE 为 19 倍、12 倍。在 18 年利润 50%+ 的增长预期下，公司当前估值仍有修复及提升空间，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

知识产权及交易纠纷风险

品类竞争及第三方平台政策风险

承诺业绩未能实现风险

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					
少数股东权益	43.0	68.6	114.6	193.0					
归属母公司股东权益	4,206.2	5,150.5	6,377.1	8,273.5					
负债和股东权益总计	7,108.3	7,909.6	10,286.4	13,050.8					
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	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
投资活动现金流	(817.8)	(452.5)	(307.3)	(156.4)	每股收益(元)	0.29	0.52	0.82	1.27
筹资活动现金流	2,850.6	406.0	152.7	(30.7)	每股净资产(元)	2.97	3.59	4.44	5.77
现金净增加额	997.1	16.4	385.8	483.3	发行在外股份(百万股)	1429.1	1435.1	1435.1	1435.1
折旧与摊销	24.9	44.3	69.6	102.0	ROIC(%)	8.4%	12.5%	16.3%	20.0%
资本开支	81.1	(42.7)	9.1	8.1	ROE(%)	12.5%	16.0%	20.5%	24.8%
营运资本变动	(1,619.4)	(902.0)	(919.6)	(1,523.7)	毛利率(%)	48.3%	49.5%	48.9%	48.7%
企业自由现金流	(1,068.9)	(94.6)	408.5	500.9	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	65.6	34.5	21.9	14.2
					P/B	6.08	5.02	4.05	3.12
					EV/EBITDA	46.1	26.7	17.2	11.3

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>