

跨境通(002640)

2018年03月25日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

zhangxj@dwzq.com.cn

中美贸易摩擦对公司影响甚微，一季报延续高增长，存货及现金流等指标有望持续改善买入(维持)

盈利预测与估值	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,536.9	13,999.7	23,035.1	35,657.8
同比(%)	115.5	64.0	64.5	54.8
净利润(百万元)	393.8	751.0	1,180.4	1,819.4
同比(%)	133.8	90.7	57.2	54.1
毛利率(%)	48.3	50.1	48.9	48.7
ROE(%)	12.5	16.5	20.8	24.6
每股收益(元)	0.29	0.52	0.78	1.21
P/E	58.6	32.5	21.7	14.1
P/B	5.7	5.0	4.0	3.1

事件

跨境通 3 月 25 日发布公告，美国发布计划“对来自中国进口商品加征关税的贸易政策”，公司认为该项计划，短期来看，对公司影响甚微，中长期来看对公司业务发展有一定促进作用。

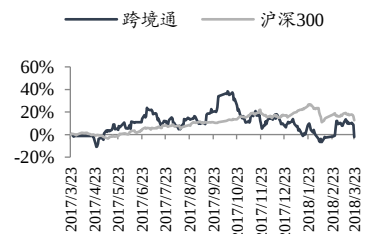
公司发布 18 年一季度业绩快报，预计 18 年一季度实现归母净利润 2.39 亿到 2.87 亿，同比增长 50%-80%。业绩增长主要原因为：1. 公司 2018 年在技术、大数据、仓储物流等方面加大投入，提升中长期核心竞争力，在营业收入快速增长的同时，保持净利润的稳定增长。2. 公司收购上海优壹 100%股权，收购前海帕拓逊剩余 10%股权，2018 年 2-3 月份业绩并入公司。

点评

中美贸易摩擦对公司业绩影响甚微。从行业层面讲，中国制造业及电商优势较为突出，短期内较难被取代；跨境出口电商 B2C 直接面向海外 200 多个国家终端消费者，且较容易将成本转嫁给终端消费者。**从公司层面来看**，跨境通 17 年收入规模约 140 亿，是行业第二名的 2-3 倍，具有较强的抗风险能力及规模优势，可在出口电商方式（小包直邮/海外仓）、区域及品类上更好的优化及应对，即使由于个别产品被征税，终端价格上涨，引致相关市场规模缩减，我们认为公司作为龙头也将进一步凸显渠道及成本优势，获取更大市场份额。此外，**参考过往的经验**，08 年金融危机时期，中国跨境电商产品反而由于价格优势得到了发展起步的机会；17 年，欧洲对中国跨境出口电商征收 VAT 税，公司业务较为规范，短暂调整后反而有利于公司市场份额的获取。

公司 17 年业绩维持了高速增长，符合我们的预期，17 年 Q4 收入、利润加速成长，基本面改善明显。公司预计 18 年 Q1 利润增长超过 50%，我们预计公司出口电商业务对业绩贡献仍较大，出口电商业务 18Q1 收入增速在 50%以上，有望保持强劲增长态势。我们预计，公司 17 年电子独立站 Gearbest 收入增速较为显著，从 16 年的 19 亿到 17 年约 38 亿，增速接近 100%，也是公司未来重点发展方向；前海帕拓逊收入增速预计接近 90%，从 16 年的 12.9 亿到 17 年的近 25 亿。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.00
一年最低/最高价	14.95/24.78
市净率(倍)	4.97
流通 A 股市值(百万元)	16,533

基础数据

每股净资产(元)	3.42
资产负债率(%)	42.9
总股本(百万股)	1,508
流通 A 股(百万股)	973

相关研究

1. 17 年业绩符合预期，Q4 收入利润增长加速，低估值高成长的跨境出口电商优质龙头投资价值已现-20180226
2. 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 -20180115

17年公司精细化运营卓有成效，核心竞争力日益突出，存货及现金流等项目持续改善，18年有望持续释放管理红利，强化竞争优势。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，人效大幅提高，公司整体的竞争力有望不断加强。2018年计划员工数量增加约15%，人均产出进一步提高40-50%。此外，公司将通过技术的投入、大数据的投入，做到营销、供应链、物流、客服等的智能化，持续推进精细化管理。在业务上，公司不断推行渠道的平台化，更好服务海外消费者。供应链上，公司与小米、华为、飞科、大疆等一线品牌达成合作，有望成为中国品牌出海的重要渠道。

公司仍处于快速扩大收入规模的时期，经营效率有望不断提高，在高速成长的同时逐步改善报表质量。公司收入规模增幅较大，扩张较快，从15年的40亿到16年的85亿，再到17年的140亿。为了获得供应商的支持，快速做大做强，公司对供应商付款政策较为宽松，以维持良好的供应链关系，叠加备货因素，经营性现金流为负数，但已经大幅收窄，未来有望不断优化，2015、2016、2017Q3公司经营性现金流分别为-1294万、-10.6亿、-5.3亿。供应商铺货的增加（18年有望提升10-20pct），大数据的应用，独立站平台化（分销直上）和本地化（仓储、物流、客服、售后等诸多方面）的推进、服装品牌化的建设都将改善公司的存货及现金流等各项指标。

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，18年2-3月业绩并入报表。优壹电商品牌运营能力较强，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，我们预计优壹电商业绩实现有望超过承诺值。优壹17年上半年实现收入14.2亿，净利润7724万元，优壹电商业绩承诺16-19年分别为1亿、1.34亿、1.67亿、2.08亿。

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140亿、230亿、357亿，增速分别为64%、65%、55%；归母净利润7.5亿、11.8亿、18.2亿，同比增长91%、57%、54%；公司当前市值为256亿，对应17-19年PE分别为33、22、14倍。考虑到优壹电商以及前海帕拓逊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；18、19年备考PE为19倍、12倍。在18年利润50%+的增长预期下，公司当前估值仍有较大修复及提升空间，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	7,135.6	8,961.8	11,522.6	营业收入	8,536.9	13,999.7	23,035.1	35,657.8
现金	1,492.8	2,344.0	1,874.4	2,549.0	营业成本	4,410.3	6,991.6	11,767.2	18,274.8
应收款项	560.8	756.3	1,065.9	1,646.8	营业税金及附加	3.3	5.6	9.2	14.3
存货	2,573.1	2,924.1	4,305.4	5,149.5	销售费用	3,348.1	5,550.4	9,189.0	14,160.2
其他	940.1	1,111.2	1,716.1	2,177.4	管理费用	220.4	420.4	573.8	916.2
非流动资产	1,541.5	1,471.1	1,440.1	1,562.8	财务费用	10.6	28.3	27.4	20.1
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)	37.2	(9.2)	(14.3)
无形资产	24.8	22.5	20.1	17.7	营业利润	536.8	966.2	1,477.7	2,286.5
其他	1,348.8	1,287.9	1,260.7	1,403.9	营业外净收支	0.7	6.7	1.9	2.2
资产总计	7,108.3	8,606.7	10,401.9	13,085.4	利润总额	537.4	972.9	1,477.7	2,286.5
流动负债	2,355.8	1,762.6	2,953.6	3,678.2	所得税费用	109.4	196.3	251.2	388.7
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	906.9	1,995.5	2,545.3	归属母公司净利润	393.8	751.0	1,180.4	1,819.4
其他	859.4	455.7	558.1	732.9	EBIT	558.0	1,037.3	1,505.1	2,306.5
非流动负债	503.4	1,930.6	996.8	1,058.0	EBITDA	583.0	1,081.2	1,574.8	2,408.5
长期借款	391.2	519.0	519.0	519.0	重要财务与估值指标				
其他	112.2	1,411.6	477.8	539.0	每股收益(元)	0.29	0.52	0.78	1.21
负债总计	2,859.2	3,693.2	3,950.4	4,736.2	每股净资产(元)	2.97	3.42	4.28	5.54
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	1,435.1	1508.4	1508.4
归属母公司股东权益	4,206.2	4,913.5	6,451.4	8,349.2	ROIC(%)	8.4%	13.9%	16.2%	19.9%
负债和股东权益总计	7,108.3	8,606.7	10,401.9	13,085.4	ROE(%)	12.5%	16.5%	20.8%	24.6%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	48.3%	50.1%	48.9%	48.7%
经营活动现金流	(1,059.5)	181.9	347.6	861.6	EBIT Margin(%)	6.5%	7.4%	6.5%	6.5%
投资活动现金流	(817.8)	268.8	(970.0)	(156.1)	销售净利率(%)	4.6%	5.4%	5.1%	5.1%
筹资活动现金流	2,850.6	400.6	152.7	(30.9)	资产负债率(%)	40.2%	42.9%	38.0%	36.2%
现金净增加额	997.1	851.3	(469.7)	674.6	收入增长率(%)	115.5%	64.0%	64.5%	54.8%
折旧与摊销	24.9	43.9	69.6	102.0	净利润增长率(%)	133.8%	90.7%	57.2%	54.1%
资本开支	81.1	(42.7)	9.1	8.1	P/E	58.6	32.5	21.7	14.1
营运资本变动	(1,619.4)	(804.4)	(1,114.2)	(1,329.6)	P/B	5.7	5.0	4.0	3.1
企业自由现金流	(1,068.9)	57.8	213.8	695.0	EV/EBITDA	45.8	24.9	17.1	11.2

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>

