

公司拟溢价完成控制权变更，治理架构理顺，发展动力充足，有望催化估值修复行情

买入(维持)

2018年04月22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

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

zhangxj@dwzq.com.cn

事件

跨境通4月22日发布公告，公司实际控制人杨建新、樊梅花拟向徐佳东或其指定第三方（一致行动人）转让股份合计1.1亿股，约占跨境通总股本的7.27%，每股转让价格不低于人民币28元/股。

点评

公司治理架构有望彻底理顺，利益协调一致，未来发展动力更加充足。股权转让后徐佳东将合计持有公司25.1%的股份，成为公司第一大股东及实际控制人。徐佳东自08年以来为环球易购总经理，14年7月环球易购借壳百圆裤业上市后，在实际业务层面一直主导公司经营，2015年任跨境通副董事长，2017年任跨境通总经理。杨建新为原百圆裤业实际控制人，当前持有公司18.8%股份，转让后持股17.8%。转让完成后，公司治理结构将彻底理顺，为未来长远发展提供动力。

表1: 股份转让后跨境通持股结构

姓名	转让后持股比例	持股比例拟变动	当前持股比例
徐佳东	25.1%	+7.27%	17.9%
杨建新	17.8%	-1%	18.8%
邓少炜	5.3%	0	5.3%
李鹏臻	3.8%	0	3.8%
周敏	3.3%	0	3.3%
其它	44.7%		44.7%
樊梅花	0	-6.27%	6.27%

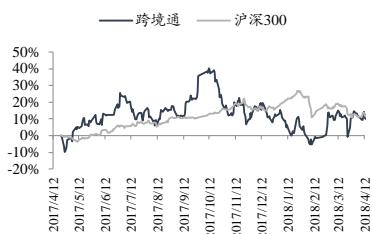
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

转让价格不低于28元/股，一方面系因为本次交易涉及上市公司控制权转让，另一方面体现了徐佳东作为实际控制人对于公司价值的认可以及对跨境电商业务前景的强烈信心。28元/股的转让价格相比签署协议书时17.74元/股的收盘价约有58%的溢价，对应18年业绩估值约31倍市盈率。

公司逐步向互联网和大数据驱动的全球电商零售企业迈进，在规模进一步快速增长的同时，有望通过持续在技术、数据方面的投入，做到营销、供应链、物流、客服等方面智能化，持续推进精细化管理，构筑竞争壁垒。

根据公司17年业绩快报与18年Q1业绩预告，公司基本面依然表现强劲：公司17年业绩维持了90.73%的高速增长，Q4收入、利润呈加速增长状态；公司预计18年Q1利润增长超过50%，我们预计出口电商业务对业绩贡献仍较大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.74
一年最低/最高价	14.95/24.78
市净率(倍)	5.19
流通A股市值(百万元)	17253

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. 美国发布建议增收中国产品关税清单对公司影响甚微，看好公司长期前景 -20180408
2. 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 -20180326
3. 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 -20180227

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，收入规模从15年的40亿到16年的85亿，再到17年的140亿，增长迅猛。为了获得供应商的支持，快速做大规模，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，因此过去经营性现金流为负数（2015、2016、2017Q3公司经营性现金流分别为-1294万、-10.6亿、-5.3亿），但已经大幅收窄。随着供应商铺货的增加（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、服装品牌的建设，公司的存货及现金流等各项指标有望持续优化。值得注意的是，17年公司人员增加仅约为300人，人效大幅提高，2018年计划员工数量增加约15%，人均产出进一步提高40-50%。以上诸多迹象表明，公司核心能力正在逐步增强。

公司定增收购国际品牌全渠道运营商优壹电商，标的资产已过户，18年2-3月业绩并表。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，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268亿，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、13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（徐佳东受让价格对应18年市盈率31倍）。叠加徐佳东拟以28元/股的价格受让1.1亿股获取实际控制人地位，理顺公司治理架构，预计公司的发展动力将更加充足，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

优壹电商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					
其他	112.2	1,411.6	477.8	539.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2,859.2	3,693.2	3,950.4	4,736.2	每股收益(元)	0.29	0.52	0.78	1.21
少数股东权益	43.0	68.6	114.6	193.0	每股净资产(元)	2.97	3.42	4.28	5.54
归属母公司股东权益	4,206.2	4,913.5	6,451.4	8,349.2	发行在外股份(百万股)	1429.1	1,435.1	1508.4	1508.4
负债和股东权益总计	7,108.3	8,606.7	10,401.9	13,085.4	ROIC(%)	8.4%	13.9%	16.2%	19.9%
					ROE(%)	12.5%	16.5%	20.8%	24.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	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	61.2	33.9	22.7	14.7
营运资本变动	(1,619.4)	(804.4)	(1,114.2)	(1,329.6)	P/B	5.97	5.19	4.15	3.20
企业自由现金流	(1,068.9)	57.8	213.8	695.0	EV/EBITDA	47.7	25.9	17.8	11.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (暂不考虑优壹电商并表)

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>