

# 透视跨境龙头：电子类销售驱动收入高增长， 报表质量改善明显

## 买入(维持)

2018年05月01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

跨境通发布17年报及18年一季报。17年公司收入140.18亿元/+64.2%，归母净利润为7.51亿元/+90.72%。其中17Q4单季度收入为52.77亿/+75.27%，归母净利润为2.56亿/+111.42%。18年Q1公司收入46.22亿/+74.38%；归母净利润为2.63亿元/+65.05%。

此外，公司预计2018年上半年公司的归母净利润增长在50%-80%。

### 点评

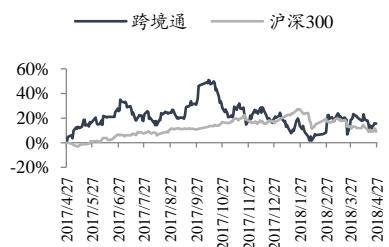
**一、多维度透视公司增长源泉：无惧高基数，跨境出口收入增速保持50%+。**

(1) 从渠道上看，电子类自营网站与主营自有品牌三方平台业务的前海帕拓逊分别保持了2017年全年115%/88%的高增速，带动公司整体出口业务实现59%的高速增长。17H2除前海帕拓逊及电子类自营网站收入继续高歌猛进之外，服装类自营网站经过调整后自Q2以来的复苏持续到了年末，下半年同比增长达41%。环球易购三方平台业务增速有所放缓，下半年同比增长21%。18Q1环球易购出口收入增速达48%，增速环比有所放缓，前海帕拓逊仍保持近80%的收入增速，增速环比略有提升。18年Q1优壹电商实现7.93亿的收入。

图表 1：跨境通收入拆分-分业务板块

	2017	2017H1	2017H2	2018Q1
总收入	14,017.90	5,571.81	8,446.08	4,621.65
YOY	64%	62%	66%	74%
出口业务收入	12,996.82	4,910.34	8,086.48	3,700.45
YOY	59%	54%	63%	54%
环球易购出口业务	10,578.66	4,029.92	6,548.74	2,949.40
YOY	54%	45%	60%	48%
电子类自营网站	4,292.52	1,307.43	2,985.09	
YOY	115%	110%	117%	
服装类自营网站	3,152.06	1,276.41	1,875.65	
YOY	21%	0%	41%	
环球易购-三方平台	3,134.08	1,446.08	1,688.00	
YOY	38%	63%	21%	
前海帕拓逊-三方平台	2,424.53	880.41	1,544.12	751.05
YOY	88%	115%	76%	80%
进口业务收入				
环球易购进口	675.74	435.25	240.49	94.77
YOY	59.76%	141.82%	-1.03%	-52.74%

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	18.45
一年最低/最高价	15.40/24.78
市净率（倍）	4.65
流通A股市值（百万元）	17943

### 基础数据

每股净资产（元）	3.97
资产负债率（%）	48.2
总股本（百万股）	1,547
流通A股（百万股）	973

### 相关研究

1. 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-20180422
2. 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
3. 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

## 优壹电商

792.72

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：优壹电商 18 年 2 月并表；17 年各业务增速系根据 17 年年报估算

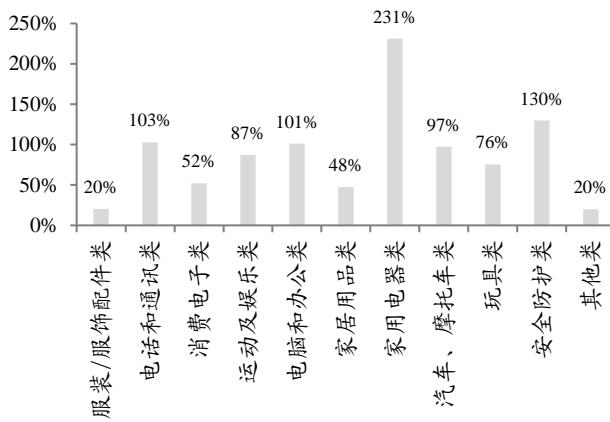
(2) 分品类看，大部分品类均取得了超过 50% 的增长，其中电话和通讯类、电脑和办公类、家用电器类以及安全防护类、家用电器五个品类产品实现了 100% 以上的增长。综合来看，电子类产品对公司收入增速的拉动作用较大。

图表 2：跨境通收入拆分-分品类

	2015	2016	2017
电子产品	1,692.40	5,363.40	10,013.80
YOY	702.90%	216.90%	86.71%
服饰家居	2,165.30	2,738.80	3,297.20
YOY	250.60%	26.50%	20.39%

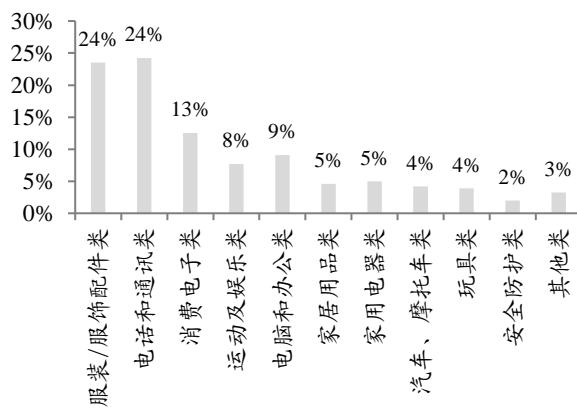
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：跨境通产品分品类增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：跨境通产品分品类收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 二、电子产品毛利率大幅提升带动综合毛利率向好，管理提升、规模效应显现，整体盈利能力增强。

2017 年公司电子产品毛利率同比上升 8.67pp 至 47.56%，服装产品毛利率同比下降 7.07pp 至 62.68%，但由于电子产品收入占比已超过 70%，因此综合毛利率同比上升 1.43pp 至 49.77%。

## 费用方面：

1) 销售费用上，整体保持了与收入同步增长的态势，同比增长 61%，销售费率略有降低。细拆来看，公司在仓储物流及营销类（广告、推广、平台使用费、网站维护费、佣金等）相关费用控制较好，这与公司持续优化广告投放与引流策略，并通过信息化、流程化、精准化管理，有效提升了仓储与物流管理水平相关。

2) 管理费用上，同比仅增长 38%，占收入比重下降 0.41pp 至 2.17%。这是公司管理效率持续提升与规模效应逐步发挥的印证。17 年公司人员增加仅约为 600 人，同比仅增加不到 15%，实现了人效的大幅提升。

3) 财务费用上，公司有息负债的增长带来 3000 万左右的利息支出增量，因公司主营跨境出口业务，账上外币资产较多，受到人民币升值影响，产生 1.1 亿汇兑损益（因公司销售和采购端均采用外币结算，因此汇率波动对公司业务不造成实质性影响）。

4) 此外，基于公司业务的快速增长，公司的存货规模也在持续增加，基于审慎考虑，公司计提了 1.13 亿存货跌价准备，比去年同期多计提约 6,000 万。

**2018 年 Q1，基于优壹电商并表，销售费用与管理费用均有增长 (50%+)**，但仍显示出了较好的规模效应，费用增速显著低于 74.38% 的收入增长。但 **18Q1 人民币的持续升值对于汇兑损益项目有压力，财务费用上 Q1 达 1.11 亿元，同比增幅较大。**

从净利润水平看，公司 17 年净利润率达到 5.36%，同比上升 0.75pp，同比增长 90.72%。其中，环球易购净利润率 6.24%，同比提升 1.46pp，归母净利润同比增长 108.57%，改善显著；前海帕拓逊处于扩张期，费用投入较大，净利润率 7.92%，同比下降 0.91pp，归母净利润同比增长 68.85%。

在大额汇兑损失影响下，**2018 年 Q1 公司净利润率为 5.7%，同比下降 0.32pp，归母净利润同比增长 65.05%**，若排除汇兑损益影响，利润率上升可观，规模效应凸显。其中，环球易购净利润同比上升 44.24%；前海帕拓逊净利润同比增长 44.61%；优壹电商贡献净利润 4953 万元，考虑到 2 月开始并表，预计贡献利润 2000-3000 万。剔除优壹电商并表影响，预计公司原有业务 Q1 净利润增速约 50%。

### 三、资产负债表显露改善迹象，经营性现金流显著好转。

公司 2017 年末存货 38.80 亿元，同比增长 50.81%，但驱动了 2017 年 64% 的收入增速（2017Q4 收入增速达 75%），2018 年 Q1 存货为 43.75 亿元，这其中包含了优壹电商并表的影响。从库存量上看，2017 年电子商务库存量同比仅增长 13.31%，同期销量增长 51.51%，改善明显。总体而言，库存规模随业务增长良性扩张。

公司 2017 年经营性现金流 -2.92 亿元，与 16 年 -10.59 亿元相比大幅改善，17 年 Q4 单季度经营性现金流已转正，达 2.35 亿元，18 年 Q1 整体经营性现金流为 -2.49 亿元（扣除优壹电商后仅 -1.3 亿元），相比 17 年 Q1 的 -5.66 亿元，仍在持续改善。

我们认为这样的表现与公司在保持业务规模持续扩张的前提下，通过采销模式的升级、自营平台向第三方供应商有序开放、备货算法优化、产品 SKU 分级管控、库存管理流程优化、供应商账期优化、现金管理等多方面措施努力实现的，是公司逐步形成自身业务核心竞争力的有力证明。

### 四、控制权变更将理顺公司治理结构，关注公司战略与经营目标的持续落地。

公司 18 年 4 月 22 日曾公告实际控制人杨建新、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，每股转让价格不低于人民币 28 元/股。股权转让完成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，公司治理结构将彻底理顺，为未来长远发展提供动力。

图表 5：股份转让后跨境通持股结构

姓名	转让后持股比例	持股比例变动	当前持股比例
徐佳东	24.50%	7.09%	17.41%
杨建新	17.34%	-0.97%	18.31%
邓少炜	5.18%	0	5.18%
李鹏臻	3.79%	0	3.79%
周敏	3.21%	0	3.21%
其它	45.98%		45.98%
樊梅花	0	-6.12%	6.12%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

在这样的背景下，为对公司做出正确的价值判断，更应密切关注公司的战略规划与经营目标的落实情况。

图表 6：公司战略规划与 2018 年经营目标

业务战略规划	借助技术和业务双轮驱动，紧紧围绕打造全球领先的跨境电商零售企业战略，持续加大对跨境电商产业链的投入与布局。
市场渠道	重点打造跨境电商自营平台，最终实现全球跨境电商零售渠道的全覆盖。出口端，以本地化为导向，深耕新兴国家市场；在欧美主要国家，通过服务升级、品牌化建设，向主流消费人群渗透；进口端，以海外一线优质品牌线上营销服务为切入点，积极布局跨境进口电商渠道。
供应链管理	加强全球采购体系建设，实现“全球采全球卖”的供应商采购体系，加强与一线优质品牌的直接合作；持续完善全球仓储物流服务体系建设，在现有“海外仓”的部署基础上，优化仓储物流管理体系，提升“海外仓”的运行效率，降低综合仓储物流成本。
品牌建设	重点打造自有渠道品牌和自有产品品牌，以品牌运营为导向，对外输出营销宣传体系、客户服务体系、质量控制体系和品牌整体形象管理体系，对内输出核心资源匹配体系、品牌协同管理体系、品牌供应链管理体系等。
研发建设	重点围绕大数据、人工智能、云计算、区块链等互联网技术进行研发投入，提升公司日常业务运营管理的自动化和数据化，逐步形成技术在业务战略层的牵引能力，实现公司业务发展从“业务推动”到“技术驱动”的战略性升级。
用户运营	持续优化用户引流模型，提高用户质量，提升用户转化率。根据不同产品和线上用户分布的特性，实行差异化引流策略，提升公司在不同区域市场主流人群的渗透率。通过完善会员体系、售后服务体系等，进一步提升注册用户规模，盘活现有注册用户活跃度，提升自营网站运营效率。
2018 经营目标	<p>1、关注公司整体财务状况的稳健性，提升公司整体抗风险能力：在保持业务规模持续扩张的前提下，通过采销模式的升级、自营平台向第三方供应商有序开放、备货算法优化、产品 SKU 分级管控、库存管理流程优化、供应商账期优化、现金管理等措施，实现库存、现金流等核心财务指标的改善。</p> <p>2、加大研发投入预算，持续加大研发团队建设，大力引进高端技术人才，完成公司研发体系升级改造的论证与基础性投入。</p> <p>3、推动三方面品牌化建设，进一步提升综合运营管理效率：渠道品牌方面将重点打造 Gearbest、Zaful、Rosegal 等优秀品牌，力争将自有渠道品牌 Gearbest 在多个国家和地区打造成本土排名靠前的电商渠道品牌，将自有服装渠道品牌 Zaful 打造为全球服装类 B2C 跨境电商网站中的知名品牌。产品品牌方面，建设自有品牌矩阵（Langria、Mpow、Excelvan、Floureon、Souaiki 等），对外提升公司综合溢价能力，对内提升公司内部资源匹配效率。在品牌供应商合作方面，进一步加大一二线品牌供应商的拓展力度，适度提升品牌采购集中度，提升供应商管理综合效率。</p> <p>4、推进出口电商业务本地化进程：围绕提升消费者购物体验为核心，通过建立本地化买手团队，落实本地化仓储、客服、售后服务、运维服务等职能，通过本地化服务落地与本地产品的融合，获得本地主流用户群体的认可。</p> <p>5、强化管理团队建设：通过引入高端管理人才、高端技术人才、高端大数据分析师与应用人才等，以管理提效率，提升核心技术研发的攻关克难能力，提升大数据挖掘、建模与应用能力，提升精细化管理能力、仓储和客服环节的自动化办公能力，降低人工损耗，提升人均产出。</p>

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 18-20 年收入为 231 亿、318 亿、420 亿，同比增长 65%、38%、32%；对应归母净利润分别为 12.3 亿/17.3 亿/24.3 亿，同比增长 64%、40%、41%。对公司目前 285 亿市值，18 年/19 年/20 年为 23 倍/17 倍/12 倍。在未来三年 40%以上复合增速预期下，公司当前估值有较大修复空间（徐佳东受让价格对应 18 年市盈率 35 倍）。我们看好跨境电商行业的高成长性、公司的战略卡位以及核心竞争能力的累积，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** 贸易摩擦影响公司业务、行业竞争加剧等。

## 财务报表预测

资产负债表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>6,804.0</b>	<b>9,045.7</b>	<b>10,852.5</b>	<b>13,289.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,017.9</b>	<b>23,110.6</b>	<b>31,795.7</b>	<b>42,049.2</b>
现金	1,561.1	1,821.8	2,101.2	2,476.6	营业成本	7,041.0	12,706.9	17,653.4	23,294.1
应收款项	663.1	1,325.9	1,985.7	2,651.4	营业税金及附加	4.4	6.9	9.5	12.6
存货	3,880.4	4,929.5	5,448.6	6,443.6	销售费用	5,390.9	8,052.0	10,947.1	14,393.4
其他	699.4	968.6	1,317.0	1,718.0	管理费用	304.6	482.3	652.1	868.4
<b>非流动资产</b>	<b>1,796.9</b>	<b>3,099.6</b>	<b>3,155.2</b>	<b>3,221.1</b>	<b>财务费用</b>	<b>219.5</b>	<b>170.7</b>	<b>187.4</b>	<b>210.4</b>
长期股权投资	62.0	60.0	55.7	59.2	投资净收益	7.0	20.0	20.0	20.0
固定资产	120.7	134.8	171.8	207.3	其他	84.3	166.0	206.4	262.9
无形资产	226.9	218.6	210.2	201.8	<b>营业利润</b>	<b>966.2</b>	<b>1,505.9</b>	<b>2,119.7</b>	<b>2,987.3</b>
其他	1,387.3	2,686.3	2,717.6	2,752.8	营业外净收支	6.7	2.1	1.3	1.6
<b>资产总计</b>	<b>8,600.9</b>	<b>12,145.4</b>	<b>14,007.7</b>	<b>16,510.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>972.9</b>	<b>1,505.9</b>	<b>2,119.7</b>	<b>2,987.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,739.4</b>	<b>3,757.2</b>	<b>4,079.0</b>	<b>4,389.5</b>	所得税费用	206.4	256.0	360.3	507.8
短期借款	706.6	1,999.9	1,977.0	1,889.9	少数股东损益	15.5	20.2	32.4	47.0
应付账款	874.5	1,188.5	1,490.5	1,792.7	<b>归属母公司净利润</b>	<b>751.0</b>	<b>1,229.6</b>	<b>1,727.0</b>	<b>2,432.5</b>
其他	1,158.3	568.8	611.5	706.9	EBIT	1,281.4	1,869.5	2,543.1	3,493.3
<b>非流动负债</b>	<b>942.4</b>	<b>1,230.0</b>	<b>1,267.3</b>	<b>1,313.4</b>	EBITDA	1,315.7	1,895.1	2,569.5	3,521.1
长期借款	276.3	461.0	461.0	461.0					
其他	666.1	769.0	806.3	852.4	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>3,681.8</b>	<b>4,987.2</b>	<b>5,346.3</b>	<b>5,702.9</b>	每股收益(元)	0.52	0.79	1.12	1.57
少数股东权益	52.9	73.1	105.5	152.5	每股净资产(元)	3.39	4.63	5.60	6.99
归属母公司股东权益	4,866.3	7,158.2	8,661.4	10,807.9	发行在外股份(百万股)	1435.1	1547.2	1547.2	1547.2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,600.9</b>	<b>12,145.4</b>	<b>14,007.7</b>	<b>16,510.9</b>	ROIC(%)	15.8%	18.2%	21.6%	25.3%
					ROE(%)	16.4%	20.4%	21.8%	25.0%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	49.8%	45.0%	44.5%	44.6%
经营活动现金流	(292.1)	34.1	989.8	1,283.3	EBIT Margin(%)	9.1%	8.1%	8.0%	8.3%
投资活动现金流	(72.0)	112.3	(663.2)	(632.6)	销售净利率(%)	5.4%	5.3%	5.4%	5.8%
筹资活动现金流	445.5	114.2	(47.3)	(275.2)	资产负债率(%)	42.8%	41.1%	38.2%	34.5%
现金净增加额	33.5	260.7	279.3	375.5	收入增长率(%)	64.2%	64.9%	37.6%	32.2%
折旧与摊销	34.4	25.6	26.4	27.8	净利润增长率(%)	90.7%	63.7%	40.4%	40.9%
资本开支	149.8	36.3	60.0	60.0	P/E	35.5	23.2	16.5	11.7
营运资本变动	(1,372.8)	(1,615.8)	(1,228.0)	(1,726.5)	P/B	5.44	3.99	3.30	2.64
企业自由现金流	(152.9)	315.6	1,401.4	1,854.6	EV/EBITDA	22.9	16.7	12.3	9.0

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、意见及推測不一致的报告。

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>