

# 深耕跨境电商细分领域 提高平台优势降本增效

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

## ● 跨境贸易持续增长,跨境电商行业增长可期:

跨境电商持续增长,choice 数据显示 2009 年占进出口贸易总额比例 6%, 2017 年占比 28%。跨境电商零售数据增长更明显, 阿里跨境电商研究中心报告数据显示, 2015 年中国跨境电商零售交易额同比增长约 69%, 其测算, 预计 2020 年, 跨境电商零售交易额将超过 3.6 万亿元, 在 2015-2020 年区间, 年均增幅约 37%。

## ● 跨境通出口 B2C 业务为主 自有品牌占比 30%以上:

公司以跨境出口 B2C 业务为主, 公司是跨境自营 B2C 龙头。2016 年公司自营服装站、自营电子站、eBay 平台销售规模均为行业第一。公司自有品牌 2016 年占比 22.86%, 2017 年占比 30.66%, 公司已经建立跨境电商零售完整全流程, 便于公司自营、自主品牌推广进一步提高占比。

## ● 理顺股权 强化核心竞争力:

徐佳东先生拟以 28 元/股高溢价从实控人杨建新夫妇手中受让 7.27% 股权, 转让完成后徐佳东先生将成为公司实控人。徐佳东先生从 2015 年到 2018 年从业务角色转为管理角色, 业务模式转变有利于公司突破管理瓶颈。股权理顺, 有助于持续引进高端管理人才, 促进公司成为一个有激情、创新、现代化、科技化电商企业, 激励公司管理团队释放更多活力。

## ● 2018-2020 年收入复合增速 49%, 首次覆盖给予“推荐”评级:

公司具备先发优势, 垂直细分领域龙头地位稳健, 公司通过物流时效核心竞争力的打造, 保持与电商巨头差异化竞争策略, 深耕海外本地化市场。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 12.35、17.70、24.34 亿元, 对应 EPS 分别为 0.8、1.14 和 1.57 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 23、16 和 12 倍。公司 2017 年营收 140 亿, 未来三年复合增速有望保持 49%, 远高跨境电商零售行业平均增速。首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 风险提示: 行业增长低于预期, 跨境电商竞争激烈, 平台规模优势发挥不足。

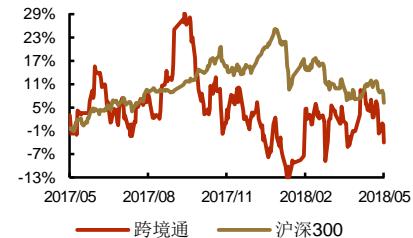
### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8537	14,018	23,878	33,983	46,070
增长率(%)	115.5	64.2	70.3	42.3	35.6
净利润(百万元)	393.8	751	1,235	1,770	2,434
增长率(%)	133.8	90.7	64.4	43.4	37.5
毛利率(%)	48.3	49.8	45.9	45.3	45.5
净利率(%)	4.6	5.4	5.2	5.2	5.3
ROE(%)	10.1	15.6	20.8	22.9	24.3
EPS(摊薄/元)	0.25	0.49	0.80	1.14	1.57
P/E(倍)	72.22	37.9	23.0	16.1	11.7
P/B(倍)	6.76	5.8	4.6	3.6	2.8

## 推荐 (首次评级)

市场数据	时间 2018.05.30
收盘价(元):	17.88
一年最低/最高(元):	15.4/24.78
总股本(亿股):	15.47
总市值(亿元):	276.65
流通股本(亿股):	9.77
流通市值(亿元):	174.67
近 3 月换手率:	60.06%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	0.43	8.43	-7.72
绝对	1.68	2.97	1.58

## 相关报告

## 目 录

1、 行业层：跨境电商行业竞争格局相对稳定，细分领域存在增量空间 .....	4
1.1、 跨境贸易持续增长，跨境电商行业增长可期.....	4
1.2、 出口跨境电商：出口交易为主体，新兴市场增量可观.....	5
1.3、 进口跨境电商：消费升级与新生代消费主体双股驱动.....	6
1.4、 竞争格局：龙头地位巩固，2C 增长快于 2B.....	6
2、 公司层：进出口双线深入布局，优化供应链品牌建设构筑竞争壁垒 .....	7
2.1、 公司先发布局，进入跨境电商领域 .....	7
2.2、 公司主营跨境出口业务：“自营+三方” 多渠道输出 .....	8
2.3、 跨境进口业务：“自建+并购”搭建线上线下全渠道消费场景 .....	9
2.4、 商业运营：“高效供应链体系+自有品牌矩阵” 构筑商业壁垒 .....	10
3、 财务分析：实现高位快速增长，库存管理持续优化.....	11
3.1、 经营业绩持续领先行业增速 .....	11
3.2、 盈利能力持续改善，库存管理持续优化 .....	12
4、 公司经营不断改善 2018 年打造核心竞争力 .....	14
4.1、 打造核心竞争力 .....	14
4.2、 股权关系理顺 管理瓶颈突破 .....	14
4.3、 加强互联网技术团队投入 支持各环节业务效率提升 .....	15
4.4、 销售规模优势下做好自营和自主品牌运营 .....	15
5、 业绩预测 .....	15
6、 风险提示 .....	16
附：财务预测摘要.....	17

## 图表目录

图 1： 全球商品贸易指数进口金额 .....	4
图 2： 全球商品贸易指数出口金额 .....	4
图 3： 我国进出口规模、跨境电商交易规模占比及增速 .....	5
图 4： 跨境电商消费目的地分布（% ） .....	5
图 5： 全球分地区跨境电商交易规模增长矩阵 .....	5
图 6： 我国出境旅游人数及增长率 .....	6
图 7： 我国出国留学人数及归国人数 .....	6
图 8： 中国海淘用户规模及预测 .....	6
图 9： 进口跨境电商市场份额 .....	7
图 10： 跨境电商产业链图谱 .....	7
图 11： 中国跨境电商发展历程 .....	7
图 12： 公司发展历程 .....	7
图 13： 公司自营服装网站 ZAFUL .....	8
图 14： 公司自营电子商品网站 GEARBEST .....	8
图 15： 优壹电商全渠道覆盖体系 .....	9
图 16： 仓储体系构成 .....	10
图 17： 海外仓构成占比 .....	10
图 18： 公司近五年营业收入及增速（亿元， % ） .....	11
图 19： 公司近五年归母净利润及增速（亿元， % ） .....	11
图 20： 环球易购近两年营业收入及增速（万元， % ） .....	11
图 21： 帕拓逊近两年净利润及增速（万元， % ） .....	11

图 22: 按产品划分公司营业收入构成 (%) .....	12
图 23: 按区域划分公司营业收入构成 (%) .....	12
图 24: 公司毛利率 (%) .....	12
图 25: 公司三费比率 (%) .....	13
图 26: 公司库存分析 .....	13
表 1: 进出口商品总值表(人民币值)A:年度表 .....	4
表 2: 公司主要自营网站的运营数据 .....	8
表 3: 电子类自营网站流量结构 .....	8
表 4: 服装类自营网站流量结构 .....	9

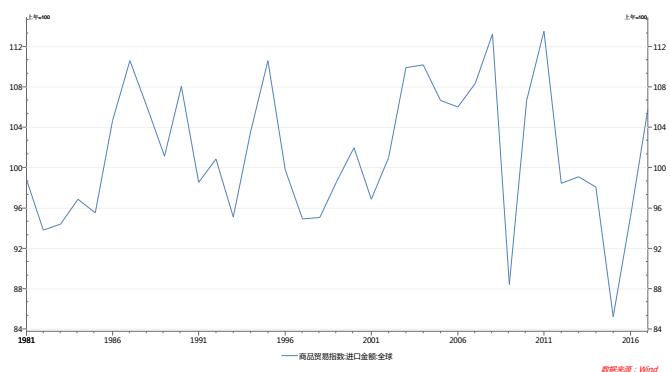
## 1、行业层：跨境电商行业竞争格局相对稳定，细分领域存在增量空间

### 1.1、跨境贸易持续增长，跨境电商行业增长可期

近几年世界贸易整体增速趋于收敛，外贸景气度下滑。根据海关总署统计，从2009年-2017年，我国进出口贸易总额从15万亿增长到27万亿，其中2012-2016年保持平稳，规模约25万亿。其中2015年，2016年国内进出口商品总额持续下降，同比分别下降7%和0.9%。尽管全球贸易增速放缓，国内进出口贸易下降，国内跨境电商增速也有所下降，但是跨境电商增速仍大幅高于货物贸易进出口增速，中国进出口贸易中的电商渗透率持续提高。越来越多的商家寻找新型渠道，外贸渠道持续转型为跨境电商发展提供了持续增长动力，行业可渗透空间大。

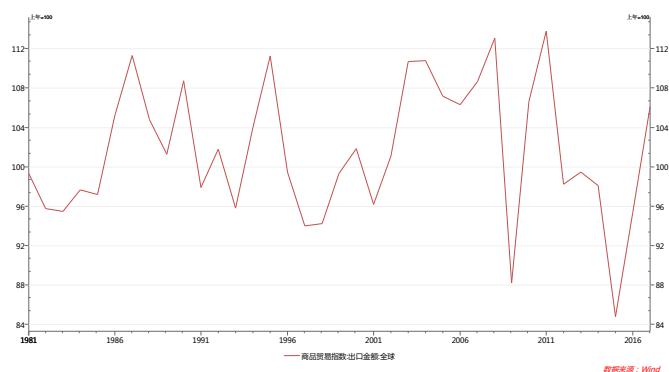
**跨境电商增量空间大，持续增长性确立。**跨境电商快速增长，choice数据显示2009年占进出口贸易总额比例为6%，2017年占比达到28.1%。跨境电商近三年复合增速达到21.86%。跨境电商零售数据增长更加明显，阿里跨境电商研究中心报告数据显示，2015年，中国跨境电商零售交易额达到7512亿元，同比增长约69%。其中，跨境电商零售出口额5032亿元，同比增长约60%；跨境电商零售进口额2480亿元，同比增长约92%。根据阿里跨境电商研究中心的测算，预计2020年，中国跨境电商交易的市场规模将达到12万亿，跨境出口的交易额将达到9万亿，跨境电商零售交易额将超过3.6万亿元。在2015-2020年区间，跨境电商零售交易额年均增幅约37%。其中，2020年跨境电商零售出口额将达到2.16万亿元，年均增幅约34%，占我国跨境电商总交易规模的30%；2020年跨境电商零售进口额1.5万亿元，年均增幅约43%。

图1：全球商品贸易指数进口金额



资料来源：wind，新时代证券研究所

图2：全球商品贸易指数出口金额



资料来源：wind，新时代证券研究所

表1：进出口商品总值表(人民币值)A:年度表

年度	进出口	出口	进口	贸易差额	比去年同期±%		
					进出口	出口	进口
2009	150,648	82,030	68,618	13,411	-16.3	-18.3	-13.7
2010	201,722	107,023	94,700	12,323	33.9	30.5	38
2011	236,402	123,241	113,161	10,079	17.2	15.2	19.5
2012	244,160	129,359	114,801	14,558	3.3	5	1.4

2018-05-30 跨境通

2013	258,169	137,131	121,037	16,094	5.7	6	5.4
2014	264,242	143,884	120,358	23,526	2.3	4.9	-0.6
2015	245,503	141,167	104,336	36,831	-7	-1.9	-13.2
2016	243,386	138,419	104,967	33,452	-0.9	-1.9	0.6
2017	277,962	153,299	124,663	28,636	14.2	10.8	18.8

资料来源：海关总署，新时代证券研究所

图3：我国进出口规模、跨境电商交易规模占比及增速



资料来源：Choice，新时代证券研究所

## 1.2、出口跨境电商：出口交易为主体，新兴市场增量可观

**中国跨境电商以出口为主。**根据艾瑞咨询数据，2016年出口跨境电商依然占据超过8成的比例，出口交易规模为5.5万亿元，同比增长22%，同年进口跨境电商交易规模为1.2万亿元，同比增长32%。

**以发达国家中低端客群为主体，新兴市场高速增长。**从国别看，目前出口跨境电商主要面向美国、欧美、东盟、日本等发达市场的中低端客群，其中美国和欧盟为主要市场，占比超过30%，同时俄罗斯、巴西、印度、东南亚、非洲等新兴市场呈高速增长态势。

图4：跨境电商消费目的地分布（%）

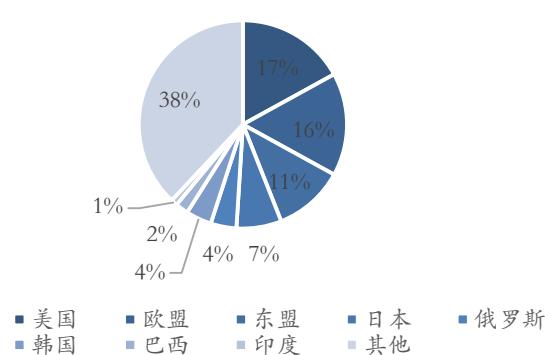
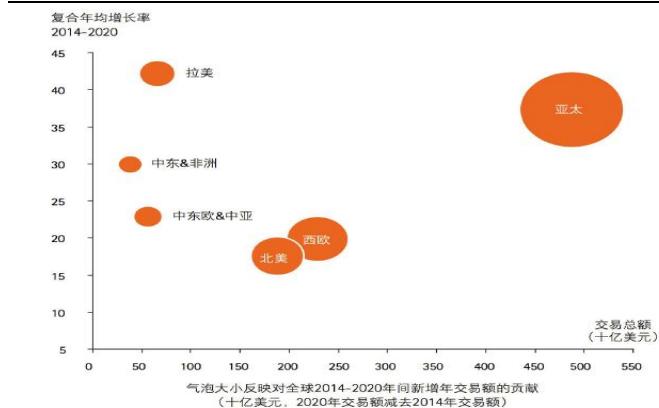


图5：全球分地区跨境电商交易规模增长矩阵



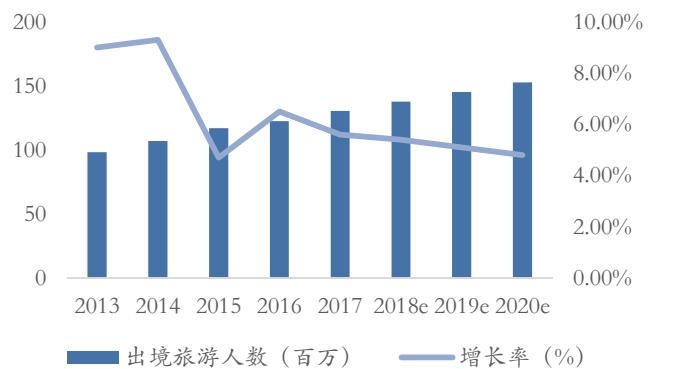
资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

资料来源：EIU，埃森哲分析，新时代证券研究所

### 1.3、进口跨境电商：消费升级与新生代消费主体双股驱动

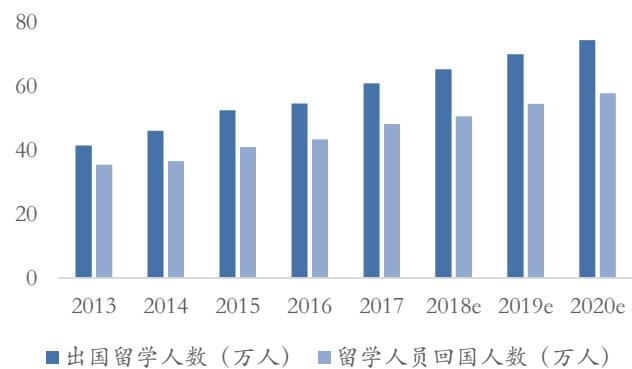
消费升级下，海外购习惯刺激国内跨境消费需求。消费升级下，居民文化娱乐支出比例逐渐增长，跨境旅游及出国留学人数不断增长。这部分群体逐渐形成对海外产品和品牌的消费习惯，随着这部分群体回国，将海外消费习惯感染周围人，刺激国内跨境消费需求。

图6：我国出境旅游人数及增长率



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

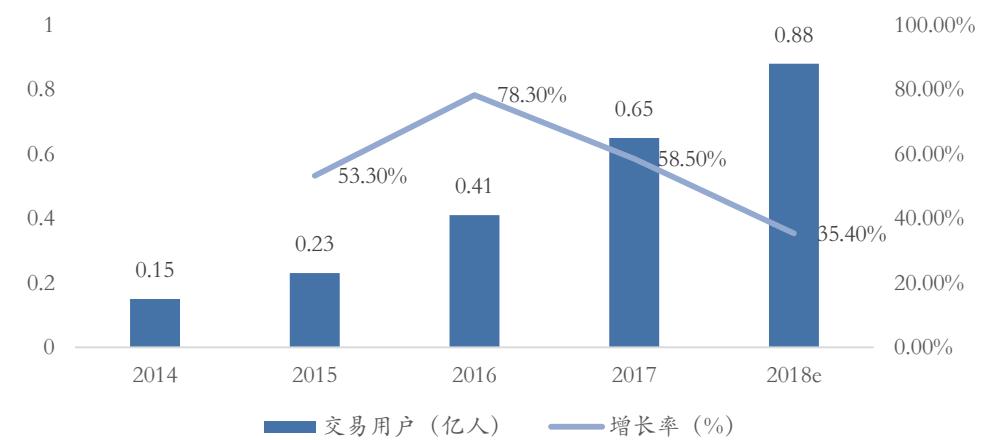
图7：我国出国留学人数及归国人数



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

**90后新生代消费主体跨境需求明显。**随着80,90群体成为消费主力军，该部分群体消费观超前，对跨境商品消费需求明显，截止2017年我国海淘用户规模升至0.65亿人，预计未来我国海淘用户规模有望持续扩大。

图8：中国海淘用户规模及预测



资料来源：艾媒北极星，新时代证券研究所

### 1.4、竞争格局：龙头地位巩固，2C增长快于2B

**出口B2B为主流，行业集中度较高。**由于B2B模式具有客源稳定、买卖双方合作时间长的优势，行业已经进入成熟阶段，行业集中度较高，阿里巴巴一家独大占据43%的市场份额，小语种国家或有突破机会。

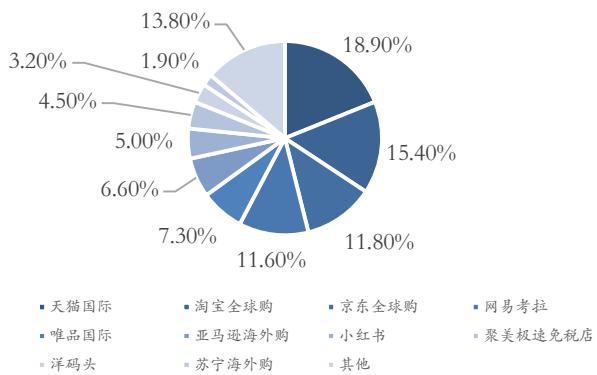
**出口B2C端：平台型竞争格局稳定，自营型市场高度分散。**平台型格局趋于稳定，市场主要被阿里速卖通、亚马逊、ebay、Wish四大平台瓜分；自营型高速扩张抢地盘，市场巨大亟待开发，龙头先发优势明显。

跨境通2014年全资并购环球易购属于自营型，公司是跨境自营B2C龙头，2016年自营服装站、自营电子站、ebay平台销售规模均为行业第一。其电子为主营的

自营网站 Gearbest, 是跨境 B2C 领域绝对的第一大自营网站, 是中国产品品牌出口首选电商合作伙伴。

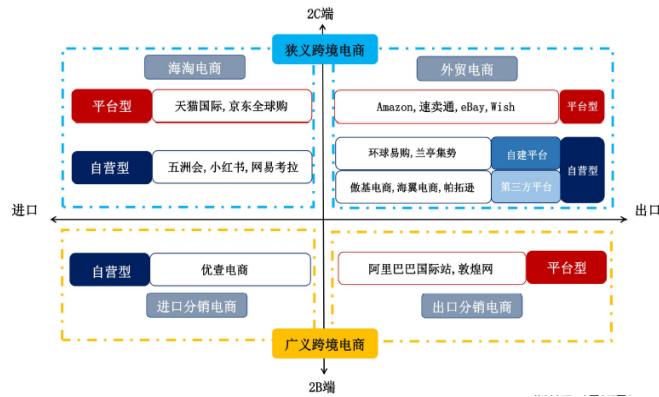
**进口 2C 端: 多巨头竞争, 格局基本稳定。**平台型龙头主要有天猫国际, 京东全球购等, 前四大平台占据六成市场份额; 自营型龙头十亿元级别的有网易考拉, 小红书, 优 1 电商, 五亿级别的有五洲会 (跨境通 2015 年搭建的进口平台) 等。

图9: 进口跨境电商市场份额



资料来源: 易观数据, 新时代证券研究所

图10: 跨境电商产业链图谱



资料来源: 公司投资者调研公告, 新时代证券研究所

## 2、公司层: 进出口双线深入布局, 优化供应链品牌建设构筑

### 竞争壁垒

#### 2.1、公司先发布局, 进入跨境电商领域

公司前身为百圆裤业, 前期主营业务为服装零售, 于 2011 年 12 月 8 日在深圳证券交易所挂牌上市。2014 年 7 月, 通过重大资产重组进入跨境电商, 同年 10 月收购环球易购 100% 股权, 以此进入跨境电商领域。此后公司加快了跨境电商布局, 先后参股跨境翼、易极云商等, 收购跨境电商帕拓逊和优壹电商、信息服务公司金虎信息等打造基于“B2B+B2C”、“进口+出口”、“平台+自营”、“运营+服务”等领域战略布局的立体、多元的跨境电商综合生态圈。

图11: 中国跨境电商发展历程



资料来源: 阿里研究院, 新时代证券研究所

图12: 公司发展历程



资料来源: 公司投资者调研公告, 新时代证券研究所

## 2.2、公司主营跨境出口业务：“自营+三方”多渠道输出

跨境出口业务为公司主要营收来源。2017年公司跨境出口B2C业务收入达130亿元，占总体业务收入的92.76%，主要由环球易购和前海帕拓逊贡献。

公司的跨境出口业务以线上自营渠道为主，公司自营网站运营效率逐年提升。公司坚持以自营渠道运营为主，2017年自营渠道收入占比为57.25%，在我国跨境电商行业内形成坚固的竞争优势和壁垒。环球易购70%以上的收入来自于自营网站销售，前海帕拓逊目前大部分收入来自于自有品牌收入。公司服装自营网站主要有Zaful, Rosegal, Dresslily, Sammydress，以设计师+买手制模式，在线SKU20余万个，日上新300余款，通过垂直细分，全方位覆盖欧美主要国家市场人群。

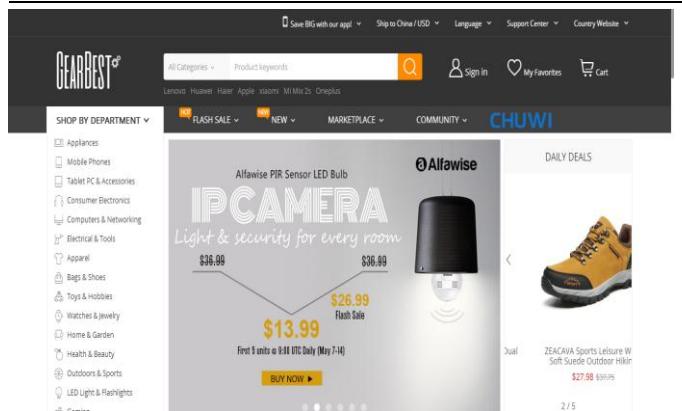
电子为主营的自营网站为Gearbest，是跨境B2C领域绝对的第一大自营网站，是中国产品品牌出口首选电商合作伙伴。其中Gearbest竞争优势主要在于，其主要布局小语种等新兴市场地区，避开了其他电商巨头优势市场区域，在新兴市场拥有区位布局优势；其次已经基本建成了全球供应链管理体系、全球仓储物流体系，拥有较完善的业务服务支撑体系。截止2017年底，公司自营网站注册用户总数达5585万，月活跃用户数达7974万人；自营网站月均流量转化率为2.02%较2017H1增加0.5个百分点。公司自营网站各项指标均呈上升趋势，网站流量运营效率：直接流量、付费流量都显著提升。

图13：公司自营服装网站ZAFUL



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图14：公司自营电子商品网站GEARBEST



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

表2：公司主要自营网站的运营数据

指标名称	Gearbest	Zaful	Rosegal
注册用户数（万人）	3,195	1,083	1,307
月均活跃用户数（万人）	4,533	1,779	1,662
月均访问量（万次）	16,743	8,563	9,750
90天复购率（%）	49.5	26.82	29.38
月均流量转化率（%）	2.09	1.79	2.1
在线SKU数（万）	39	4.8	15
月均客单价（美元）	58.83	51.69	40.38

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表3：电子类自营网站流量结构

	2015	2016	2017	2018Q1
直接流量	16.48%	23.55%	30.01%	34.59%
付费流量	50.77%	39.62%	43.08%	35.84%
其他流量	32.75%	36.83%	26.91%	29.57%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**表4：服装类自营网站流量结构**

	2015	2016	2017	2018Q1
直接流量	17.40%	18.92%	21.49%	22.31%
付费流量	24.80%	13.60%	13.50%	11.30%
其他流量	57.80%	67.68%	65.01%	66.39%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

依托全球供应链优势，积极拓展第三方平台业务。公司积极拓展 Amazon、eBay、aliexpress、Wish 等第三方平台渠道的跨境出口业务。公司代理的国内一二线品牌及自有品牌在各大平台进行运营，已合作的品牌如中兴、华为、海尔、联想、大疆等，自有品牌如 Suaoki、langria 等数十个自有孵化品牌。合作的第三方平台除成熟的全球性平台之外，还积极拓展新兴市场及地方性平台，实现多国家多语言多渠道多品类运营。

### 2.3、跨境进口业务：“自建+并购” 搭建线上线下全渠道消费场景

2015 年，公司成立了自有跨境进口电商品牌“五洲会”，开始从事跨境进口电商业务，标志着公司在全球主要零售市场的全覆盖。2018 年 1 月，公司收购了跨境进口电商企业优壹电商，是公司在国内跨境进口电商市场拓展的重要步骤。

**五洲会：自建跨境平台，构建线上线下多渠道跨境电商体系。**五洲会与国际上多个知名品牌建立授权合作关系，依托已有海外仓等供应链资源，从全球正规渠道直接采购母婴用品、个护美妆、进口食品等与母婴数字消费社群关联度较高的消费品。公司依托“五洲会”自营平台相继推出 PC 网站、移动端 App，并于 2015 年末构建 O2O 体验店，实现线上线下联动的多渠道消费体验。截止 2017 年底，五洲会”线下店铺 71 家，其中，直营店 12 家，加盟店 59 家。

**并购优壹电商，加深跨境进口业务布局。**优壹电商是国内领先的全球优品专供与电商贸易综合服务商。优壹电商以国内中高端家庭消费圈的需求偏好为导向，以母婴数字消费者为市场切入点在专注于婴幼儿奶粉、纸尿片等母婴用品的同时，积极拓展营养保健品、个护美妆品等健康消费市场领域的家庭消费品市场。经过多年快速发展，优壹电商已与多家境内外知名品牌建立良好的合作关系，同时在多维度电子商务数字渠道及传统实体终端渠道进行全方位开发，目前已覆盖包括电商直销平台、第三方电商平台分销渠道以及线下实体终端如综合商超、专卖连锁店、个体商铺等在内的多种销售渠道。此次收购使得优壹电商在供应链、仓储物流、营销等环节与五洲会形成有效互补，加深了公司在进出口业务的战略布局，筑就了以数据驱动精准运营模式为核心的跨境双向零售新业态。

**图15：优壹电商全渠道覆盖体系**

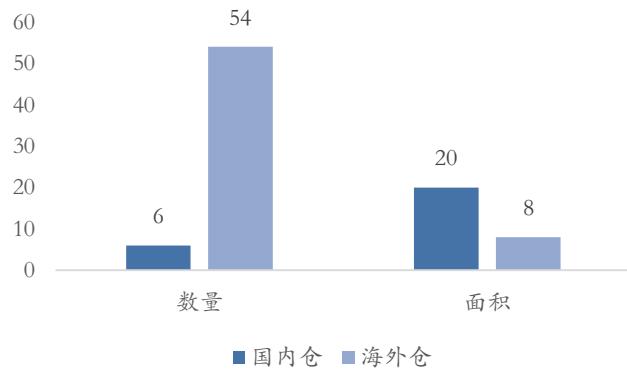


资料来源：公司投资者交流公告，新时代证券研究所

## 2.4、商业运营：“高效供应链体系+自有品牌矩阵”构筑商业壁垒

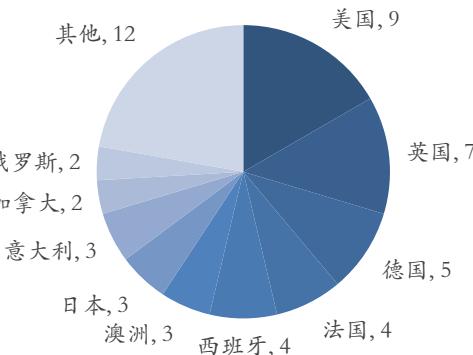
**全供应链管理，全球仓储物流体系建设成效显著。**公司进行全供应链管理，上游有效管理供应商的数量、产能、生产效率质量等，利用公司在业务规模、用户规模等规模优势形成议价能力，提升边际效益；同时中游通过仓储物流服务体系有效的支撑公司服务全球各市场的终端消费者。截止 2017 年底，公司跨境出口电商业务全球仓储物流体系基本建设完成，仓储面积达到 28 万平方米，其中，国内仓 6 个，仓储面积达到 20 万平方米；通过与第三方合作的模式，在 17 个国家建立了 54 个海外仓（其中环球易购 39 个，帕拓逊 15 个），海外仓的仓储面积达到 8 万平方米。预计 2018 年，公司日均处理订单量达到 23 万左右，日均处理出库货物达到 100 吨以上。

图16：仓储体系构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图17：海外仓构成占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**品牌运营能力显著提升，建设自有品牌矩阵提升溢价能力。**公司实现供应商品牌化升级，同其他品牌供应商的合作达成率明显提升，与小米、华为、海尔、联想、大疆、ilife、台电、cube、chuwi 等品牌供应商建立了良好的合作关系。同时进一步加大与一二线品牌供应商的采购合作力度，提升品牌采购的集中度。2017 年前五大供应商采购金额占比为 12.15%，同比增加 4.97%。公司建设自有品牌矩阵，拥有自有渠道品牌和产品品牌，其中根据“2018 年中国出海品牌五十强”排名榜显示，公司环球易购自营渠道品牌 Gearbest 排名 22，Zaful 排名 34，是中国跨境电商企业中唯一同时两个自有品牌入围的企业。公司 2017 年自有品牌产品销售实现同比快速增长，自有品牌销售占比达 30.66%，同比增长 34.12%。

### 3、财务分析：实现高位快速增长，库存管理持续优化

#### 3.1、经营业绩持续领先行业增速

公司营收、净利业绩亮眼。2017年公司实现营业收入140.18亿元，同比增长64.20%；营业利润完成9.49亿元，同比增长76.87%；归属于上市公司股东的合并净利润7.51亿元，同比增长90.72%；实现归属扣非净利润7.37亿元，较上年同期增长104.46%。公司近三年营业收入复合增速达到89%，净利润复合增速高达112%，净利润增速超过营业收入23个百分点，公司经营效率逐年提升。

2018年一季度，公司实现营业收入46.21亿元，同比增长74.38%；归属于上市公司股东的合并净利润2.63亿元，同比增长65.05%。

图18：公司近五年营业收入及增速（亿元，%）

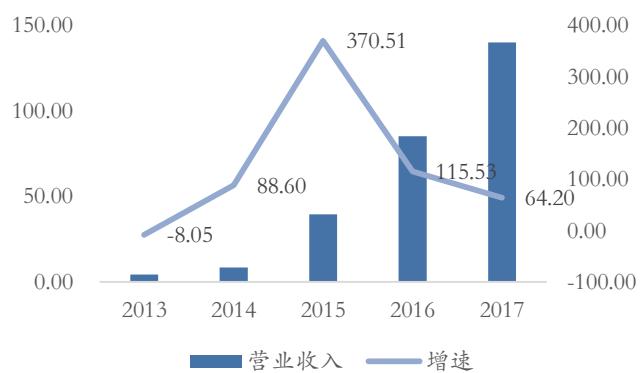
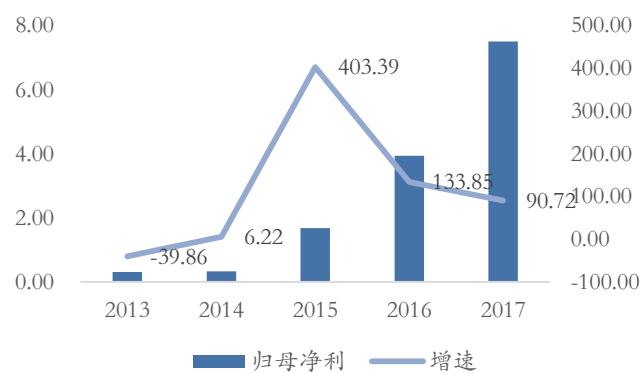


图19：公司近五年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

资料来源：wind，新时代证券研究所

**按平台划分：**2017年环球易购实现营业收入114.41亿元，同比增长59.72%，实现归母净利润7.13亿元，同比增长108.57%；帕拓逊营业收入达24.24亿元，增速达88.12%，归母净利润1.92亿元，同比增长68.85%。

图20：环球易购近两年营业收入及增速（万元，%）

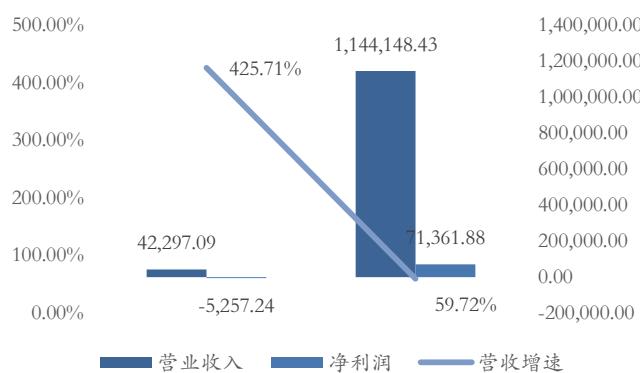
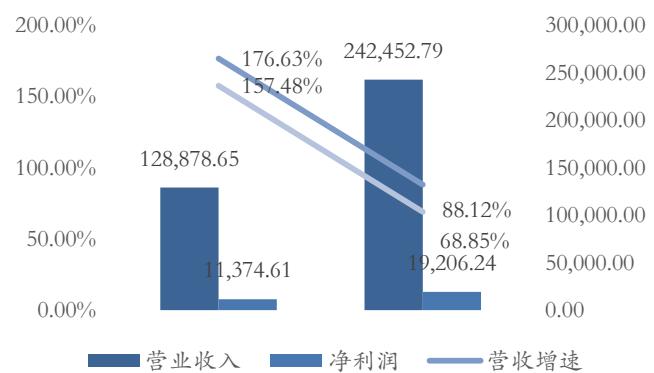


图21：帕拓逊近两年净利润及增速（万元，%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

资料来源：wind，新时代证券研究所

**按业务划分：**2017年公司仍以出口业务为主，跨境出口业务实现营业收入130亿元，同比增长62%。其中跨境出口业务由自营网站和第三方平台构成。1) 出口自营网站2017年实现营业收入74.44亿元，同比增长56.93%，占公司跨境出口业务营业收入的57.25%。其中电子类实现营业收入42.92亿元(+120%)，占比达33.01%较去年同期增长8.76，GMV达70.83亿元(+127.36%)，电子类实现高速增长，营收及交易额均实现120%以上增速；服装类实现营业收入31.52亿元(+20%)，占

比达 24.24% (-8.44%), GMV 达 47.89 亿元 (+20.60%)。2) 出口第三方平台实现营收 55.59 亿元增速达 65%, 占出口业务比例为 42.75%, 进出口比例基本稳定。其中环球易购/帕拓逊营业收入分别为 31.34/24.24 亿元, 同比增速为 44%/88%, 营收占比为 24.10%/18.65%, 环球易购维持稳定增长, 帕拓逊占比较 2016 年增长, 增速较高。

2017 年公司跨境进口业务实现营业收入 6.76 亿元, 占整体营业收入的 4.82%, 同比上升 59.76%, 其中线上/线下业务营收分别为 1.50/5.25 亿元, 营收占比分别为 22.22% (-25.87%) /77.78%(25.87%), 公司加大线下开拓力度, 占比大幅提升。其次完成收购的优壹电商 2017 年实现扣非归属净利 2.04 亿元, 随着双方业务资源的整合, 我们预计会形成较强的协同效应, 有效提升进口业务板块业绩。

**按产品区域划分:** 服装配饰、电话通讯和消费电子类为主要收入来源, 营收占比分别为 23.49%/24.22%/12.55%, 其中服饰和消费电子类占比较去年同期有微弱下降, 电话通讯类占比有所增长。欧洲/北美洲/亚洲/大洋洲/南美洲/非洲营收占比分别为 48.17%/33.26%/12.53%/3.62%/1.58%/0.83%, 欧洲和北美洲为主要收入贡献区域, 从区域收入占比来看, 营收结构稳定。

图22: 按产品划分公司营业收入构成 (%)

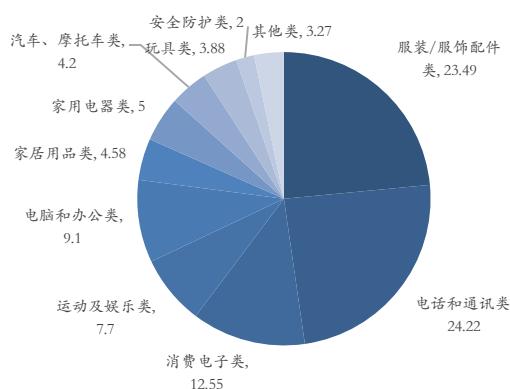
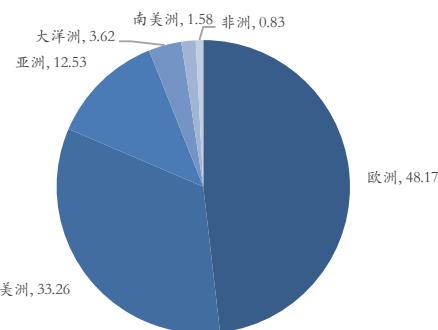


图23: 按区域划分公司营业收入构成 (%)



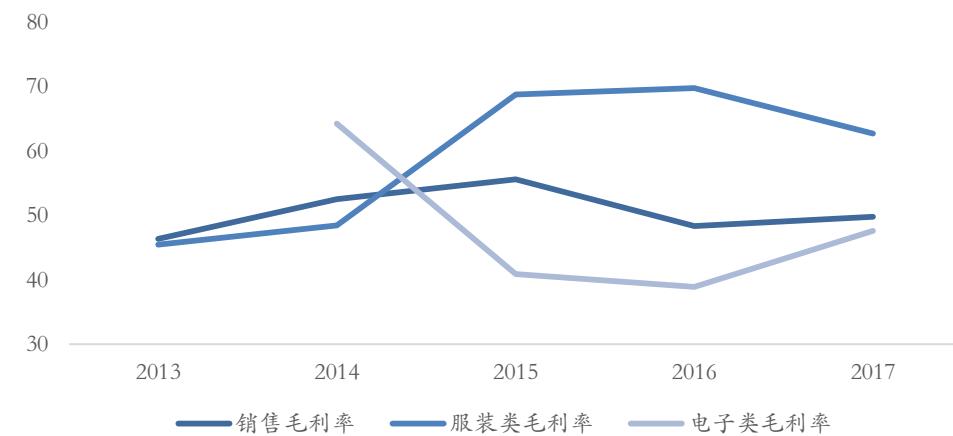
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 3.2、盈利能力持续改善, 库存管理持续优化

**毛利率持续改善。**2017 年公司综合毛利率为 49.77%, 较 2016 年增长 1.43%, 其中服饰家居毛利率较高为 62.68%, 但较去年同期下降了 7.07%; 电子产品毛利率为 47.56%, 较 2016 年有了显著提升增长了 8.67%。

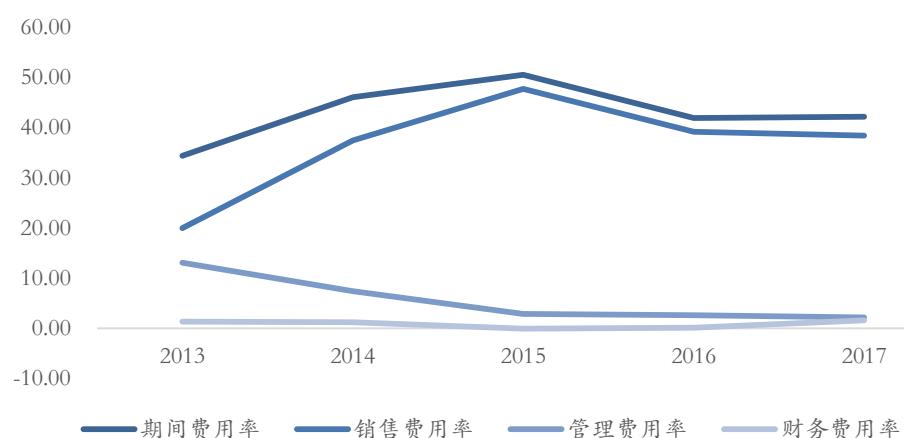
图24: 公司毛利率 (%)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从费用率角度，2017年公司期间费用率为42.20%，较2016年有微弱提升为0.27%，其中销售费用率为38.46%，较16年下降0.76%；管理费用率为2.17%，减少0.41%；财务费用率为1.57%，增长1.45%，财务费用的显著提升主要系2017年的汇兑损失达1.1亿元，比去年增加近1.5亿元。

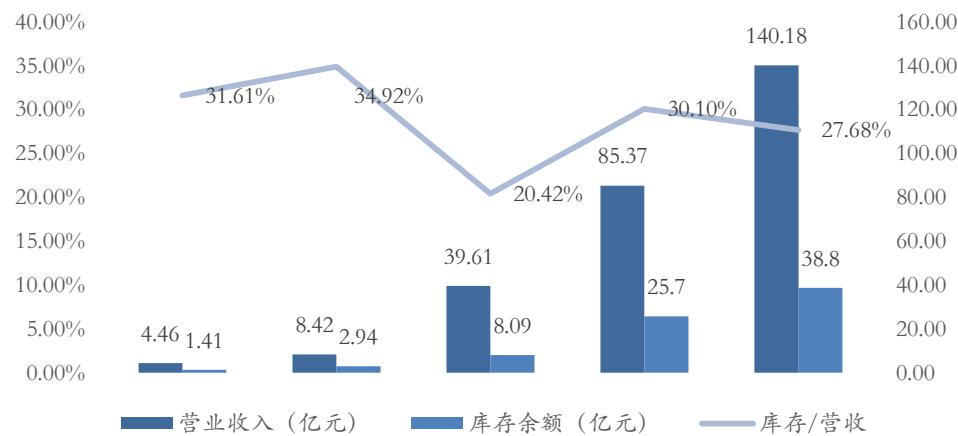
图25：公司三费比率（%）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

库存增长规模得到有效控制，库存管理持续优化。公司2017年存货余额为38.80亿元，占公司营业收入的27.68%，相比去年同期下降了2.46%。2017年公司营业收入较2016年增长率为64.20%，存货增长率为50.81%；2016年公司营业收入较2015年增长率为115.53%，存货增长率为217.92%，公司存货的增速相比营业收入的增速明显放缓，存货规模得到了有效控制。

图26：公司库存分析



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 4、公司经营不断改善 2018 年打造核心竞争力

公司打造智能化供应链体系、智能定价体系、智能客服体系协助促进各业务高速发展。同时在客户画像、移动互联网技术、电商技术上持续投入优化。物流体系持续投入创新，提升顾客体验的同时降低公司成本，提升利润。徐佳东先生在5月4日公司业绩交流大会上的发言提到，接下来公司会继续在物流的准入、考核标准等各个节点持续优化、时效优化、属性优化，系统实施监督更多的优势资源的引入。

### 4.1、打造核心竞争力

物流的时效是核心竞争力。提高物流时效的同时，降低销售价格，控制成本。核心是在技术和物流模块，建立强大体系，降低公司的成本和提高利润。通过海运铁路替代空运，本地仓替代邮政小包，优化创新，提高价格时效标准要求，让客户体验提升同时，价格具备竞争力。

### 4.2、股权关系理顺 管理瓶颈突破

2018年4月23日公告，公司实控人杨建新先生与樊梅花女士(两人夫妻关系)拟向徐佳东先生或其指定第三方转让股份合计10,963.95万股(约占截至意向书签署日4月21日跨境通总股本的7.27%，下称“该等股份”)。如该等股份发生实际转让，每股转让价格不低于人民币28元/股。截止一季报，杨建新、樊梅花持股比例分别为18.79%、6.27%，夫妇二人合计持股25.06%，徐佳东则持股17.86%，如该等股份转让完成，三人股权结构变化分别是徐佳东先生持股比例25.13%，杨建新先生持股比例17.79%，樊梅花女士持股比例0。徐佳东先生将成为拥有跨境通股份表决权数量最多的股东，杨建新、樊梅花夫妇不再是跨境通的实际控制人。

跨境通前身百圆裤业，2014年并购跨境电商环球易购，2015年正式改名跨境通，随后陆续参股收购前海帕拓逊、优壹电商跨境电商领域优质企业，完成公司转型成为跨境电商龙头企业。2017年3月杨建新先生辞去上市公司总经理职务，同年7月其妻子樊梅花女士向前海帕拓逊创始人邓少炜先生以每股18元价格转让7200万股，占比5.03%。上市公司也将旗下本就业绩占比不大的“百圆裤业”品牌裤装销售业务全部划转至子公司山西百圆裤业，母公司不再直接经营裤装销售相关业务。此次股权转让完成后，杨建新夫妇退居跨境通“二线”基本已成定局，跨境通从管理层到业务层也将全面聚焦跨境电商进出口业务。

徐佳东先生 1977 年出生，中国国籍，数学博士。2001 年毕业于北京大学数学系，2006 年毕业于美国加州大学戴维斯分校，获应用数学博士学位，主攻算法。2007 年创立环球易购，具有深厚的数据运营分析、软件开发专业背景，并牵头组建技术团队，自建环球易购电子商务平台及自主完成平台相关软件的开发。一直担任环球易购总经理。现任跨境通副董事长，总经理。徐佳东先生在参与企业运营管理中身份也实现转变。从 2015 年到 2018 年从业务角色转为管理角色，有利于公司突破管理瓶颈。

徐佳东先生此次将以 28 元每股的高溢价从杨建新夫妇手中接过公司控股权，也体现了徐佳东先生对跨境电商行业发展的信心。他认为公司的管理层运营思维才是公司的核心竞争力，算法是技术辅助手段。电商公司经营在于细节，能够将众多模块的细节串联起来，对领导的能力要求非常高。股权理顺，有助于持续引进高端管理人才，促进公司成为一个有激情、创新、现代化、科技化电商企业，激励公司管理团队释放更多活力。

#### 4.3、加强互联网技术团队投入 支持各环节业务效率提升

跨境电商行业已经进入精细化运营阶段。公司在年报中也强调将在 2018 年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。公司基于大数据能力和精细化管理能力，持续优化产品的生命周期管理，对每一个产品从新品期、成熟期、爆发期、平稳期、衰退期进行全周期的管理，动态实时匹配基于单一产品的备货和营销推广资源。在业务端，通过数据比对，一方面，从海量产品中有效挖掘潜在热销产品；另一方面，对成熟期产品结合其生命周期的数据表现，动态控制资源的投入。对长尾产品 SKU，公司则采取严格控制备货的原则，以订单带动采购备货，从而有效控制备货规模。

#### 4.4、销售规模优势下做好自营和自主品牌运营

通过多年的业务发展，公司具备供应链规模优势、技术及技术团队的积累、海外仓物流体系的搭建和完备、推广上的经验和竞争力，对跨境电商多品类多国家各种业务的理解和实践。能够做好自营 B2C 平台、有销售规模和采购体量又具备产品基因，能做好自主品牌，带领好一二线品牌。熟悉海外购物市场，在服装、电子各品类都具备领先和垄断优势。公司实现全供应链管理，全球仓储物流体系建设成效显著。公司平台规模效应显现，对供应商谈判能力增强，库存、账期等将朝着更有利于公司经营方向发展。后台算法持续完善优化，将继续提升公司库存周转管理水平。

### 5、业绩预测

公司先发优势，跨境电商业态复杂，同一流程体系很难适应不同市场。跨境通目前有相关支付渠道 50 多个，物流渠道 135 条、海外仓 54 个，即使有巨头想要进入，也需要较长时间才能优化好流程体系，并且专业管理人才稀缺。公司在 B2C 自营领域属于细分领域龙头，已经完成了从小做大，具有先发优势。

公司目前网站全世界覆盖，但考虑各个国家电商竞争格局不尽相同，公司将保持与电商巨头差异化竞争策略，深耕开发做的尚不足的国家区域，如澳大利亚、加拿大、意大利等地本地电商竞争力弱，公司力争成为 Amazon、eBay 两大巨头之后的第三，甚至抢占第一，做深做精海外市场本地化业务，模式成熟可持续复制到其他海外本地化市场。

公司通过核心竞争力的打造、海外本地化布局的深入和扩大，自主品牌占比提高，供应链挖掘和发展，厚积薄发。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 12.35、17.70、24.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.8、1.14 和 1.57 元。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 23、16 和 12 倍。看好跨境电商持续增长能力，公司 2017 年营收 140 亿，未来三年复合增速有望保持 49%，远高跨境电商行业平均增速，垂直细分领域龙头地位稳健，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 6、 风险提示

行业增长低于预期，跨境电商竞争激烈，规模优势发挥不足。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	5567	6804	15297	19070	26865	<b>营业收入</b>	<b>8537</b>	<b>14018</b>	<b>23878</b>	<b>33983</b>	<b>46070</b>
现金	1493	1561	6250	8895	12058	营业成本	4410	7041	12918	18585	25116
应收账款	561	663	1537	1510	2677	营业税金及附加	3	4	7	10	16
其他应收款	150	167	373	395	646	营业费用	3348	5391	8166	11588	15664
预付账款	495	444	1360	1053	2319	管理费用	220	305	501	714	967
存货	<b>2573</b>	<b>3880</b>	<b>5688</b>	<b>7129</b>	<b>9075</b>	财务费用	11	219	591	614	871
其他流动资产	295	89	89	89	89	资产减值损失	49	123	101	212	295
<b>非流动资产</b>	1542	1797	2168	2428	2660	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	45	62	79	96	112	投资净收益	41	7	27	18	22
固定资产	123	121	430	622	784	<b>营业利润</b>	<b>537</b>	<b>948</b>	<b>1620</b>	<b>2278</b>	<b>3163</b>
无形资产	25	239	271	308	352	营业外收入	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
其他非流动资产	<b>1349</b>	<b>1375</b>	<b>1388</b>	<b>1403</b>	<b>1412</b>	营业外支出	5	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>7108</b>	<b>8601</b>	<b>17465</b>	<b>21498</b>	<b>29525</b>	<b>利润总额</b>	<b>537</b>	<b>948</b>	<b>1620</b>	<b>2278</b>	<b>3163</b>
<b>流动负债</b>	2356	2739	10402	12833	18564	所得税	<b>109</b>	<b>182</b>	<b>320</b>	<b>444</b>	<b>621</b>
短期借款	641	707	5969	8680	11577	<b>净利润</b>	428	767	1300	1835	2543
应付账款	856	874	2300	2267	3905	少数股东损益	<b>34</b>	<b>16</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>109</b>
其他流动负债	<b>859</b>	<b>1158</b>	<b>2134</b>	<b>1886</b>	<b>3082</b>	<b>归属母公司净利润</b>	394	751	1235	1770	2434
<b>非流动负债</b>	503	942	807	650	483	<b>EBITDA</b>	<b>582</b>	<b>1041</b>	<b>1791</b>	<b>2601</b>	<b>3595</b>
长期借款	391	939	804	646	480	EPS (元)	0.25	0.49	0.80	1.14	1.57
其他非流动负债	<b>112</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2859</b>	<b>3682</b>	<b>11209</b>	<b>13483</b>	<b>19048</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	43	53	118	183	291	<b>成长能力</b>					
股本	1429	1435	1547	1547	1547	营业收入(%)	115.5	64.2	70.3	42.3	35.6
资本公积	2152	2226	2226	2226	2226	营业利润(%)	163.2	76.7	70.8	40.6	38.8
留存收益	745	1416	2584	4233	6518	归属于母公司净利润(%)	133.8	90.7	64.4	43.4	37.5
归属母公司股东权益	4206	4866	6137	7833	10186	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7108</b>	<b>8601</b>	<b>17465</b>	<b>21498</b>	<b>29525</b>	毛利率(%)	48.3	49.8	45.9	45.3	45.5
						净利率(%)	4.6	5.4	5.2	5.2	5.3
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	ROE(%)	10.1	15.6	20.8	22.9	24.3
<b>经营活动现金流</b>	-1059	-292	605	1092	1696	ROIC(%)	8.3	12.0	10.6	11.7	12.5
净利润	428	767	1300	1835	2543	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	25	34	57	82	114	资产负债率(%)	40.2	42.8	64.2	62.7	64.5
财务费用	11	219	591	614	871	净负债比率(%)	-10.8	7.6	11.6	8.0	2.1
投资损失	-41	-7	-27	-18	-22	流动比率	2.4	2.5	1.5	1.5	1.4
营运资金变动	-1619	-1373	-1316	-1420	-1809	速动比率	1.3	1.1	0.9	0.9	1.0
其他经营现金流	138	67	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-818	-72	-401	-324	-322	总资产周转率	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8
资本支出	<b>81</b>	<b>150</b>	<b>354</b>	<b>244</b>	<b>214</b>	应收账款周转率	20.5	22.9	21.7	22.3	22.0
长期投资	-499	-119	-17	-17	-17	应付账款周转率	6.9	8.1	8.1	8.1	8.1
其他投资现金流	-1236	-41	-64	-97	-125	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	2851	446	-777	-835	-1107	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.49	0.80	1.14	1.57
短期借款	<b>452</b>	<b>66</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.94	-0.09	0.39	0.71	1.10
长期借款	391	548	-135	-158	(166)	每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.15	3.97	5.06	6.58
普通股增加	785	6	112	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	952	74	0	0	0	P/E	72.22	37.87	23.03	16.07	11.68
其他筹资现金流	<b>272</b>	<b>-248</b>	<b>-754</b>	<b>-678</b>	<b>-941</b>	P/B	6.76	5.84	4.63	3.63	2.79
<b>现金净增加额</b>	<b>997</b>	<b>33</b>	<b>-573</b>	<b>-67</b>	<b>267</b>	EV/EBITDA	48.32	27.7	16.4	11.3	8.1

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学MBA，2009年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话: 010-69004649
	手机: 13811830164
	邮箱: haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	手机: 18221821684
	邮箱: lyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话: 0755-82291898
	手机: 13266864425
	邮箱: shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区: 北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编: 100086

上海地区: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编: 200120

广深地区: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>