

现金流状况改善业绩稳步增长，运营效率提升竞争力增强

买入(维持)

2018年08月28日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,017.9	24,528.5	32,348.5	41,203.0
同比(%)	64.2%	75.0%	31.9%	27.4%
归母净利润(百万元)	751.0	1,238.1	1,690.5	2,284.3
同比(%)	90.7%	64.9%	36.5%	35.1%
每股收益(元/股)	0.52	0.79	1.09	1.47
P/E(倍)	28.2	18.4	13.5	10.0

投资要点

■ **事件:** 公司公布 18 年半年报, 18H1 收入/归母净利润同增 77.2%/61.0%至 98.7/5.1 亿, 18Q2 收入/归母净利润同增 79.8%/56.9%至 52.5/2.44 亿; 剔除优壹并表影响后, 18H1 收入/归母净利润同增 29.9%/15.9%至 72.4/3.6 亿。

■ **跨境通 18H1 出口业务收入增速稳健, 服装独立站收入增速回升成为亮点:** 18H1 公司收入/归母净利润同增 77.2%/61.0%至 98.7/5.1 亿, 18Q2 收入/归母净利润同增 79.8%/56.9%至 52.5/2.44 亿; 剔除优壹并表影响后, 18H1 收入/归母净利润同增 29.9%/15.9%至 72.4/3.6 亿。

(1) 环球易购收入同增 27%, 其中出口业务同增 39.2%至 56.1 亿。各平台中, 服装独立站在 18 年 3 月清理无效流量提升引流效率之后, 收入同增 29.5% (去年同期增长 0.2%); 电子/环球易购第三方收入同增 55.4%/33.2%。环球易购综合净利率同比增长 0.05pct 至 6.1%, 净利润同增 28%, 与收入增速基本持平。

(2) 前海帕拓逊收入同增 66%至 14.6 亿, 净利润同增 57%至 1.27 亿, 净利率 8.7%。

(3) 优壹电商贡献收入 26.4 亿, 贡献净利润 1.42 亿, 净利率 5.4%

■ **存货现金流状况得到改善:** 公司 18H1 通过优化库存管理流程与备货算法, 加强产品动销比考核等方式提升对存货的管理, 库存和现金流状况均有所改进。环球易购库存较年初下降 2.18 亿至 31.98 亿, 同时 18Q2 公司核心业务环球易购和帕拓逊现金流转正, 为 1.52 亿元。

■ **运营能力进步明显, 服装站流量质量提升, 自有品牌占比稳步向上:** (1) 公司在 18 年 3 月底清理了服装站无效流量, 同时通过大数据和算法有效提升销售效率, 公司服装站复购率数据、流量转化率在 18H1 明显提升。(2) 公司自有品牌收入接近 35 亿, 占整体收入比 35.3%, 这主要得益于公司数百人的自有品牌研发设计团队, 我们预计这有望进一步提升公司利润率和客户粘性。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们可以看到公司 18H1 在保持增速整体稳健的同时, 在现金流和库存方面正在努力提升。同时在运营能力上我们看到公司在引流效率和自有品牌打造上均在 18H1 获得了明显进步, 我们看好公司基础打扎实后的长期发展。我们预计公司 18-20 年收入为 245 亿、323 亿、412 亿, 同比增长 75%、32%、27%, 若剔除优壹同比增长为 36%/35%/29%; 归母净利润分别为 12.4 亿/16.9 亿/22.8 亿, 同比增长 65%/37%/35%, 若剔除优壹同比增长为 32%/37%/36%。对应公司目前 228 亿市值, 18 年/19 年/20 年为 18 倍/14 倍/10 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, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 公司自有品牌扩张不及预期、贸易摩擦影响公司业务、存货资产减值损失影响业绩

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.64
一年最低/最高价	12.88/24.69
市净率(倍)	3.23
流通 A 股市值(百万元)	14430.30

基础数据

每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	41.10
总股本(百万股)	1558.04
流通 A 股(百万股)	985.68

相关研究

- 1、《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》2018-05-02
- 2、《跨境通: 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》2018-04-23
- 3、《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》2018-04-09

事件

公司公布 18 年半年报, 18H1 收入/归母净利润同增 77.2%/61.0%至 98.7/5.1 亿, 18Q2 收入/归母净利润同增 79.8%/56.9%至 52.5/2.44 亿; 剔除优壹并表影响后, 18H1 收入/归母净利润同增 29.9%/15.9%至 72.4/3.6 亿。

1. 收入稳健增长服装站收入回升成为亮点, 存货现金流得到改善

18H1 环球易购出口收入同增 39%, 前海帕拓逊同增 66%。公司以出口电商业务为主, 同增 44.0%实现收入 70.7 亿, 占总收入 71.60%; 其中, 环球易购出口业务在电子类自营网站的快速增长(+55.4%)带动下, 获得 39%的稳健增长。值得一提的是, 服装自营站 Zaful、Rosegal 等平台在 18 年 3 月清理无效流量、同时加强大数据运营提升引流效率之后, 收入增速相较 17H1 出现明显回升。

进口业务方面, 受益于优壹电商 2 月并表, 贡献收入 26.37 亿, 进口业务大幅增长(17H1 进口业务 4.35 亿)。

表 1: 跨境通收入分渠道拆分

	2017H1	2018H1
跨境通总收入	5,571.81	9,874.82
YOY		77.20%
出口电商业务	4,910.34	7,070.51
YOY		44.00%
环球易购出口业务	4,029.92	5,609.45
YOY		39.20%
服装类自营网站	1,276.41	1,652.67
yoy		29.50%
电子类自营网站	1,307.43	2,031.28
yoy		55.40%
环球易购-三方平台	1,446.08	1,925.50
yoy		33.20%
前海帕拓逊-三方平台	880.41	1,461.06
YOY		66.00%
进口业务		
环球易购进口	435.25	213.65
YOY	141.80%	-50.90%
优壹电商 (18.2 并表)		2,637.18
YOY		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

具体到 18Q2, 公司出口业务增速略有下降, 同比增长 34.7%; 其中, 环球易购出

口业务同比增长 30.4%。

表 2：跨境通平台收入拆分

(单位：亿元)	17H1	18Q1	18Q2	18H1
环球易购总收入	46.06	30.44	27.87	58.31
YOY		39.00%	15.40%	26.60%
环球易购出口收入	40.3	29.49	26.6	56.09
YOY		48.20%	30.40%	39.19%
环球易购进口收入	4.35	0.95	1.19	2.14
YOY		-52.74%	-49.10%	-50.91%
前海帕拓逊	8.8	7.51	7.1	14.61
YOY		79.58%	53.60%	65.95%
优壹电商		7.93	18.44	26.37
YOY				125.81%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司库存和现金流状况逐步得到改善。公司通过优化库存管理流程与备货算法，加强产品动销比考核等方式提升对存货的管理。公司利用促销活动、批量打折处理等方法处理存货，18H1 期末存货余额为 45.13 亿元，剔除优壹的 7.52 亿元后，存货余额为 37.61 亿元，较年初的 38.80 亿元有所下降；其中环球易购库存较年初下降 2.18 亿至 31.98 亿。

表 3：跨境通报表期末存货情况

单位：亿元	2017	2018H1
存货余额	38.80	45.13
其中：环球易购	34.16	31.98
帕拓逊	3.13	4.76
优壹	3.43	7.52

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在存货得到控制的情况下，公司在 Q2 经营性现金流回正。公司 18H1 经营性现金流-1.64 亿元，剔除优壹为-0.23 亿元，较去年同期-0.52 亿元有所改善。具体到 Q2，公司核心业务环球易购和帕拓逊现金流转正，为 1.52 亿元，相较 18Q1 的-1.30 亿元，现金流状况持续向好。

表 4：跨境通现金流拆分

(单位：亿元)	17Q1	17Q2	17H1	18Q1	18Q2	18H1
经营性现金流	-5.68	5.16	-0.52	-2.50	0.86	-1.64
环球易购				-1.24	1.41	0.17
前海帕拓逊				-0.06	0.11	0.05
优壹				-1.06	-0.35	-1.41

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 母婴类占比提升毛利率下滑，环球易购单体利润率有所提升

毛利率方面，在自有品牌占比提升带动下公司电子类产品毛利率有所提升，但是随

着优壹并表及其主营的母婴产品低毛利率特点使公司综合毛利率同比有所下降

表 5：跨境通毛利率拆分

	17H1	18H1
整体毛利率	48.16%	40.13%
服饰家居收入	14.4	17.58
毛利率	67.70%	65.89%
电子品类收入	36.89	52.57
毛利率	44.30%	47.05%
YOY	90.73%	42.50%
母婴品类		25.17
毛利率		10.22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率方面，公司销售和管理费用率基本保持稳定。资产减值损失较去年增加 1544 万，主要由于 18H1 坏账损失同比增加 1037 万。

同时，公司财务费用同比提升 7790 万，主要由于长期+短期借款较去年同期增加 85.96 亿元致利息支出增加 3340 万至 6766 万元，同时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 1746 万元汇兑损失（去年同期为汇兑收益 1953 万），财务费用率有所提升。

净利率方面，由于新并购的优壹业务毛利率较低，以及新增的资产减值损失和财务费用影响，18H1 公司整体归母净利率下降 0.6pct 至 5.1%，归母净利润增速慢于收入增速。

表 6：跨境通盈利能力拆分

(单位：亿元)	17Q1	17Q2	17H1	18Q1	18Q2	18H1
公司总收入	26.5028	29.2153	55.72	46.22	52.53	98.75
YOY			62.0%	74.4%	79.8%	77.2%
毛利率	49.3%	46.6%	48.2%	44.7%	40.0%	40.1%
销售费用率	38.2%	35.9%	37.0%	33.8%	27.2%	30.3%
管理费用率	1.8%	3.2%	2.6%	1.6%	2.2%	2.0%
资产减值损失	0.00	0.21	0.21	0.03	0.33	0.36
财务费用	0.18	0.07	0.25	1.11	-0.08	1.03
归母净利润	1.59	1.56	3.15	2.63	2.44	5.07
YOY	82%	120%	99%	65%	57%	61%
归母净利率	6.0%	5.3%	5.7%	5.7%	4.64%	5.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

刨除财务费用、资产减值损失之后，环球易购利润率略有提升。我们看到环球易购整体净利率在 18H1 较去年同期略微上升 0.05pct，我们认为这与公司自有产品占比提升以及服装站引流效率提升有关。

表 7：跨境通分业务盈利拆分

(单位：亿元)	17H	18H1
环球易购收入	46.06	58.32
YOY		27%
净利润	2.79	3.56
YOY		28%
环球易购净利率	6.06%	6.11%
前海帕拓逊收入	8.8	14.61
YOY		66%
净利润	0.81	1.27
YOY		56.8%
前海帕拓逊净利率	9.20%	8.69%
优壹电商收入		26.42
净利润		1.42
优壹电商净利率		5.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 运营能力不断进步：服装站流量质量提升明显，自有品牌占上升

在竞争力的打造上，公司通过加速在研发及基础设施上的投入不断提升精细化运营能力，其在网站引流效率、自有品牌发展、以及仓储物流建设上均不断有所提升。截止 18/6/30，公司共拥有研发人员 1196 人（去年年底 689 人），其中网络技术人员 740 人、产品品牌设计人员 290 人、产品研发人员 189 人（来自华为、海尔、小米、TCL 等）、大数据研发人员 168 人。在这样的人员投入下，公司的引流效率以及自有品牌的研发和生产能力均持续提升。

公司 18H1 清理服装站无效流量同时改进引流方式之后，服装站的流量质量提升明显。公司在 18 年 3 月底清理了服装站无效流量，从第三方数据观测到公司服装站网站平均访问时长及网页浏览量均提升明显。同时，公司通过大数据和算法在精准营销、智能选品、智能推荐、算法优化等方面的持续升级，有效提升销售效率，我们可以看到服装站月活人数、复购率数据、流量转化率均在 18H1 获得明显提升，公司服装站整体引流效率得到明显改善。

表 8：跨境通用户数据

	服装类：ZAFUL		服装类：Rosegal	
	2018 年 6 月	2017 年 12 月	2018 年 6 月	2017 年 12 月
注册用户数（万人）	1,694	1,083	1,501	1,083
月均活跃用户数（万人）	2,401	1,779	2,018	1,779
月均访问量（万次）	11,825	8,563	9,686	8,563
90 天复购率（%）	27.3	26.82	33.7	26.82

月均流量转化率 (%)	1.91	1.79	1.98	1.79
在线 SKU 数 (万)	4.85	4.8	13.39	4.8
月均客单价 (美元)	48.9	51.69	36.8	40.38

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司自有品牌占比不断加大，平台粘性有望逐步提升。18H1 公司自有品牌收入接近 35 亿，占整体收入比 35.3%，这主要得益于公司数百人的自有品牌研发设计团队，包括帕拓逊的 MPOW、环球易购的 ZAFUL、LANGRIA、SOUAIKI、iHaper 在内知名产品品牌，不断成为线上爆款。随着自有品牌占比的提升，我们预计公司平台的利润率和客户粘性将会获得逐步提升。

同时，公司持续投入仓储物流建设，18H1 环球易购及帕拓逊仓储物流费用占收入比 14.23% (17 年末为 13.10%)。截止 18H1，公司仓储面积达到 31 万平 (去年年末 28 万平)，其中，国内仓 9 个 (去年年末 6 个)，仓储面积达到 22 万平；通过与第三方合作的模式，在 20 个国家建立了 61 个海外仓，海外仓的仓储面积达到 9 万平 (去年年末 8 万平)。

4. 投资建议

从基本角度，我们可以看到公司 18H1 在保持增速整体稳健的同时，在现金流和库存正在努力做出改进，提升整体周转健康程度。同时在运营能力上我们看到公司在引流效率和自有品牌打造上均在 18H1 获得了明显进步，整体运营能力正在逐步增强。

贸易战方面，公司受到征税影响的产品占比极小 (业绩影响不超过 2%)，同时贸易战对线下商品价格的提升下，公司直邮小包模式将会获得更多的价格优势，我们认为贸易战对公司的影响并不明显。

我们预计公司 18-20 年收入为 245 亿、323 亿、412 亿，同比增长 75%、32%、27%，若剔除优壹同比增长为 36%/35%/29%；归母净利润分别为 12.4 亿/16.9 亿/22.8 亿，同比增长 65%/37%/35%，若剔除优壹同比增长为 32%/37%/36%。对应公司目前 228 亿市值，18 年/19 年/20 年为 18 倍/14 倍/10 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，维持“买入”评级。

5. 风险提示

公司自有品牌扩张不及预期、贸易摩擦影响公司业务、存货资产减值损失影响业绩

跨境通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,804.0	8,725.1	10,334.7	12,506.3	营业收入	14,017.9	24,528.5	32,348.5	41,203.0
现金	1,561.1	1,774.5	2,023.8	2,358.7	营业成本	7,041.0	14,532.7	19,337.8	24,770.3
应收款项	663.1	1,445.9	1,925.6	2,621.5	营业税金及附加	4.4	7.4	9.7	12.4
存货	3,880.4	4,417.6	4,961.2	5,717.5	销售费用	5,390.9	7,712.0	9,976.3	12,459.8
其他	699.4	1,087.1	1,424.1	1,808.6	管理费用	304.6	482.8	622.5	797.0
非流动资产	1,796.9	3,104.7	3,157.2	3,218.1	财务费用	219.5	84.7	98.8	78.2
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	154.4	190.2	239.0
无形资产	226.9	218.6	210.2	201.8	营业利润	966.2	1,534.6	2,093.2	2,826.3
其他	1,387.3	2,691.4	2,719.5	2,749.7	营业外净收支	6.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	8,600.9	11,829.8	13,491.9	15,724.4	利润总额	972.9	1,534.6	2,093.2	2,826.3
流动负债	2,739.4	3,443.1	3,630.4	3,852.0	所得税费用	206.4	291.6	397.7	537.0
短期借款	706.6	(70.8)	(103.7)	(675.3)	少数股东损益	15.5	5.0	5.0	5.0
应付账款	874.5	1,492.8	1,693.3	2,390.7	归属母公司净利润	751.0	1,238.1	1,690.5	2,284.3
其他	1,158.3	2,021.1	2,040.8	2,136.6	EBIT	1,281.4	1,801.1	2,411.9	3,175.9
非流动负债	942.4	1,225.9	1,256.0	1,290.2	EBITDA	1,315.7	1,826.8	2,438.3	3,203.7
长期借款	276.3	461.0	461.0	461.0					
其他	666.1	764.9	795.0	829.2					
负债总计	3,681.8	4,669.0	4,886.4	5,142.2	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	52.9	57.9	62.9	67.9	每股收益(元)	0.52	0.79	1.09	1.47
归属母公司股东权益	4,866.3	7,160.8	8,605.6	10,582.2	每股净资产(元)	3.39	4.60	5.52	6.79
负债和股东权益总计	8,600.9	11,829.8	13,491.9	15,724.4	发行在外股份(百万股)	1435.11	1558.04	1558.04	1558.04
					ROIC(%)	15.8%	21.9%	25.1%	28.8%
					ROE(%)	16.4%	20.5%	21.4%	23.8%
					毛利率(%)	49.8%	40.8%	40.2%	39.9%
					EBIT Margin(%)	9.1%	7.3%	7.5%	7.7%
					销售净利率(%)	5.4%	5.0%	5.2%	5.5%
					资产负债率(%)	42.8%	39.5%	36.2%	32.7%
					收入增长率(%)	64.2%	75.0%	31.9%	27.4%
					净利润增长率(%)	90.7%	64.9%	36.5%	35.1%
					P/E	28.2	18.4	13.5	10.0
					P/B	4.32	3.19	2.65	2.16

数据来源：贝格数据，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>