

2018年08月27日

公司研究●证券研究报告

跨境通 (002640.SZ)

并表优壹电商推升业绩，出口业务现金流好转

事件

8月27日，公司发布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入98.75亿元，较上年同期增加77.23%；归属于上市公司股东的净利润5.07亿元，较上年同期增加61.00%。EPS为0.34元，较上年同期增加54.55%。

其中第二季度公司营业收入52.53亿元，同比增长79.81%，实现归母净利润2.44亿元，同比增长56.86%。

投资要点

◆ **2月起跨境进口母婴优壹电商并表，上半年实现较快业绩增速：**上半年，公司营收收入、归母净利分别实现77.23%与61.00%的较快增长。分季度看，前两季度营收增速分别为74.38%、79.18%，净利润增速分别为65.05%、56.86%。我们认为，公司上半年的营收净利较快增长，主要源于今年2月并表的跨境进口公司优壹电商。优壹电商是主打母婴产品进口的跨境进口电商，报告期内优壹电商实现跨境进口营业收入26.37亿元，占公司营收约26.70%。若剔除并表因素，公司原业务约实现营收约72.38亿元，同比增速约29.90%，实现归母净利约3.65亿元，同比增速约15.89%。

盈利能力方面，并表优壹电商带动毛利率、净利率下行。上半年优壹电商主要母婴业务毛利率为10.22%，而2016年优壹电商净利率约3.84%，均低于公司17年对应利润率。因此，上半年公司毛利率同比降低7.92pct至39.96%，期间费用降低6.73pct至33.31%，资产减值损失占营收约0.37%，与去年同期保持大致稳定，最终净利率同比降低0.66pct至5.12%。

存货方面，上半年公司存货占营收同比略有提升。报告期末公司共有存货45.13亿元，较去年末环比增加16%，较去年同期同比增加82%。报告期末占营收比例约45.70%，较去年同期增加1.26pct。其中环球易购存货余额31.98亿元，较期初减少2.18亿元；帕拓逊存货余额4.76亿元，较期初增加1.63亿元；优壹电商存货余额7.52亿元，较期初增加4.09亿元。

现金流方面，上半年，公司经营活动现金流量净额为流出1.64亿元，较去年同期流出增多215%。其中，环球易购经营活动现金流量净额为1737万元，其中第二季度经营活动现金流量净额为1.41亿元；帕拓逊经营活动现金流量净额为545万元；优壹电商经营活动现金流量净额为-1.41万元。除新并购的优壹电商外，环球易购、帕拓逊现金流量净额均逐步转正，出口业务现金流好转。

◆ **跨境出口保持较快增长，并表优壹电商推升进口规模：**分渠道看，上半年占公司营收约71%的跨境出口业务实现营收70.71亿元，同比增长43.99%，其中，环球易购营收增长39.19%至56.09亿元，帕拓逊营收增长65.95%至14.61亿元，跨境出口维持较快增速。跨境进口方面，公司实现营收28.51亿元，占营收比例约29%，较去年同期公司口径的4.35亿元增长逾5倍，其中优壹电商并表带来26.37亿元营收增量，开拓跨境进口业务规模。

公司快报

商贸零售 | 贸易 III

投资评级 买入-B(维持)

股价(2018-08-27) 14.64元

交易数据

总市值(百万元)	22,809.73
流通市值(百万元)	14,406.87
总股本(百万股)	1,558.04
流通股本(百万股)	984.08
12个月价格区间	12.88/24.78元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	1.15	-5.88	-11.81
绝对收益	-6.21	-22.18	-28.14

分析师

王冯
SAC执业证书编号: S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

跨境通：跨境出口数据向好，多类目推动利润增长，并表优壹电商助力18年业绩提升
2018-05-02

跨境通：电子品类收入持续高增长，现金流好转
2017-08-21

跨境通：电子业务持续高增长，服装业务开始恢复发展
2017-07-19

跨境通：营收高速增长符合预期，电子产品占比提升致毛利率下滑
2017-03-17

跨境通：并购加速，完善进口跨境电商布局，巩固出口龙头地位
2016-12-16

分产品看，上半年，占营收约 17.81%的服饰家居产品实现 22.08%的营收增长，占营收约 53.24%的电子产品实现 42.50%的营收增长，并表优壹电商带来母婴用品业务已占公司营收约 25.49%。整体来看各项业务均保持较快增速。

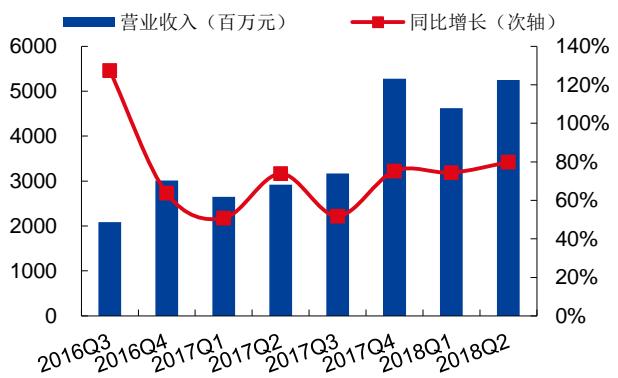
- ◆ **流量下行不改营收增长趋势，自有品牌营收占比逐步提升：**二季度，公司主要自营平台进行了垃圾流量清理，网站流量有所下行，其中 Gearbest.com、Zaful.com、Rosegal.com 的 6 月月流量分别较 3 月月流量降低 24.5%、68.5%、63.9% 至 1.06 亿、9.03 亿、7.62 亿。而流量清理带来流量质量提升，二季度公司营业收入及其增速均较一季度略有提升，上半年自有品牌营收维持增长趋势。上半年公司自有品牌实现营收 34.87 亿元，约为去年全年自有品牌营收的 81%，且自有品牌营收占比较去年全年提升 4.65pct 至 35.31%。
- ◆ **仓储物流建设稳步推进，为公司业绩夯实基础：**跨境电商依赖跨境仓储物流体系，公司持续优化其物流服务体系。截止 6 月末，公司仓储面积达 31 万平方米，较 17 年末的 28 万平方米提升约 11%。其中，国内方面，公司拥有国内仓 9 个，仓储面积达 22 万平方米，面积较 17 年末增加约 10%；国外方面，公司持续与第三方合作，在 20 个国家建立了 61 个海外仓，仓储面积达 9 万平方米，覆盖国家数量较 17 年末增加 3 个，仓库数量增加 7 个，面积增加约 12%。仓储物流建设的稳步推进，逐步扩张公司业务覆盖范围，并提升公司仓储物流效率，为公司未来业绩增长夯实基础。
- ◆ **投资建议：**跨境电商较传统跨境贸易具有优势，行业增速较快，公司依托国内外优秀供应链，跨境进出口业务快速增长。2018 年，优壹电商收购并表，环球易购与帕拓逊经营活动现金流净额逐步转正，为公司业绩较快增长奠定基础，公司前三季度业绩指引为同比增长 50%~80%。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.79、1.12 和 1.47 元。净资产收益率分别为 20.0%、22.9% 和 24.2%。目前股价对应 2018 年 EPS 约 18 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**国内外跨境电商政策或有变动；电商流量持续龙头向集聚；存货占营收比例有所提升；新品类的扩张仍存不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	8,536.9	14,017.9	24,730.3	32,823.8	42,305.5
同比增长(%)	115.5%	64.2%	76.4%	32.7%	28.9%
营业利润(百万元)	536.8	948.2	1,578.5	2,220.7	2,915.3
同比增长(%)	163.2%	76.7%	66.5%	40.7%	31.3%
净利润(百万元)	393.8	751.0	1,238.1	1,741.0	2,285.4
同比增长(%)	133.8%	90.7%	64.9%	40.6%	31.3%
每股收益(元)	0.25	0.48	0.79	1.12	1.47
PE	57.9	30.4	18.4	13.1	10.0
PB	5.4	4.7	3.7	3.0	2.4

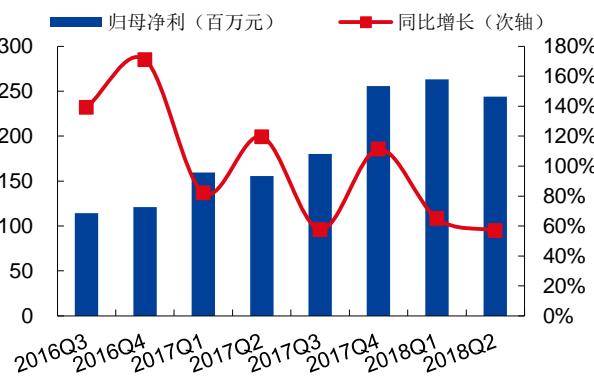
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司分季度营收及其增长



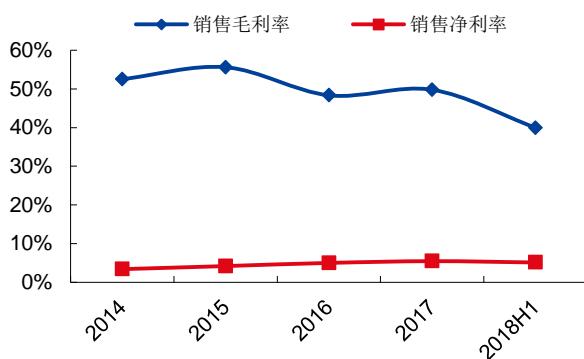
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2：公司分季度归母净利及其增长



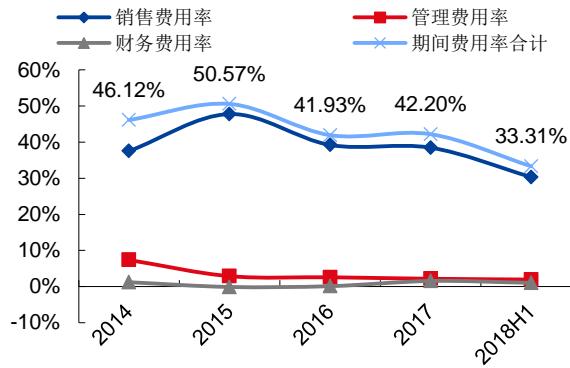
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：公司利润率情况



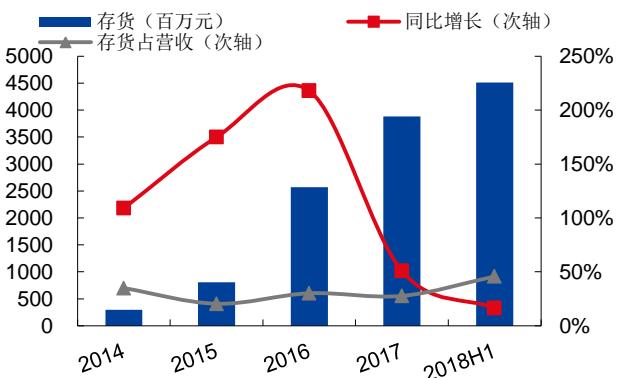
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：公司期间费用率情况



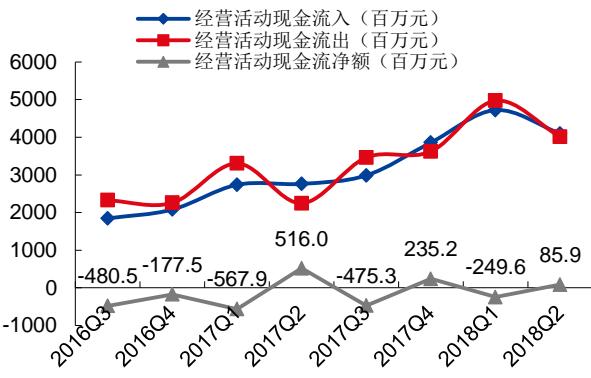
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5：公司存货及其占营收比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6：公司分季度经营活动现金流情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,536.9	14,017.9	24,730.3	32,823.8	42,305.5	年增长率					
减：营业成本	4,410.3	7,041.0	14,822.4	20,121.1	25,961.1	营业收入增长率	115.5%	64.2%	76.4%	32.7%	28.9%
营业税费	3.3	4.4	222.6	295.4	380.7	营业利润增长率	163.2%	76.7%	66.5%	40.7%	31.3%
销售费用	3,348.1	5,390.9	7,419.1	9,289.1	11,930.2	净利润增长率	133.8%	90.7%	64.9%	40.6%	31.3%
管理费用	220.4	304.6	494.6	656.5	846.1	EBITDA 增长率	169.5%	110.0%	45.0%	38.3%	28.9%
财务费用	10.6	219.5	66.3	71.8	53.5	EBIT 增长率	173.4%	112.2%	41.6%	39.4%	29.5%
资产减值损失	48.8	122.5	129.7	172.1	221.9	NOPLAT 增长率	168.3%	116.5%	39.4%	39.4%	29.5%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	131.6%	40.9%	-2.0%	0.5%	-2.0%
投资和汇兑收益	41.4	7.0	2.9	3.0	3.3	净资产增长率	108.0%	15.8%	27.5%	22.9%	24.4%
营业利润	536.8	948.2	1,578.5	2,220.7	2,915.3						
加：营业外净收支	0.7	0.2	0.8	-	-0.2						
利润总额	537.4	948.4	1,579.3	2,220.7	2,915.1						
减：所得税	109.4	181.9	315.9	444.1	583.0						
净利润	393.8	751.0	1,238.1	1,741.0	2,285.4						
资产负债表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
货币资金	1,492.8	1,561.1	3,709.5	4,923.6	6,345.8	盈利能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	毛利率	48.3%	49.8%	40.1%	38.7%	38.6%
应收帐款	710.7	829.7	1,643.3	1,456.7	2,421.3	营业利润率	6.3%	6.8%	6.4%	6.8%	6.9%
应收票据	-	-	-	-	-	净利润率	4.6%	5.4%	5.0%	5.3%	5.4%
预付帐款	494.9	444.2	1,367.4	868.2	1,727.9	EBITDA/营业收入	6.6%	8.5%	7.0%	7.2%	7.3%
存货	2,573.1	3,880.4	6,413.0	6,106.8	9,037.2	EBIT/营业收入	6.4%	8.3%	6.7%	7.0%	7.0%
其他流动资产	295.3	88.7	93.1	97.7	102.6	偿债能力					
可供出售金融资产	92.5	113.5	119.2	125.1	131.4	资产负债率	40.2%	42.8%	58.2%	49.3%	55.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	负债权益比	67.3%	74.8%	139.2%	97.4%	122.9%
长期股权投资	45.2	62.0	62.0	62.0	62.0	流动比率	2.36	2.48	1.78	1.98	1.67
投资性房地产	68.5	71.5	71.5	71.5	71.5	速动比率	1.27	1.07	0.92	1.08	0.90
固定资产	122.7	120.7	123.1	120.9	115.7	利息保障倍数	51.72	5.29	24.81	31.92	55.50
在建工程	4.1	1.3	0.7	0.3	0.2	营运能力					
无形资产	24.8	226.9	202.2	174.9	144.1	固定资产周转天数	4	3	2	1	1
其他非流动资产	1,183.8	1,201.0	1,203.4	1,206.7	1,215.1	流动营业资本周转天数	60	75	50	38	29
资产总额	7,108.3	8,600.9	15,008.3	15,214.5	21,374.8	流动资产周转天数	158	159	146	146	141
短期债务	640.6	706.6	1,312.2	1,726.3	1,887.2	应收账款周转天数	22	20	18	17	17
应付帐款	1,429.5	1,167.4	5,338.0	4,163.7	8,672.7	存货周转天数	71	83	75	69	64
应付票据	4.1	37.6	127.1	208.2	368.7	总资产周转天数	216	202	172	166	156
其他流动负债	281.5	827.8	650.2	699.3	851.0	投资资本周转天数	108	110	72	54	42
长期借款	391.2	276.3	640.2	41.0	-						
其他非流动负债	112.2	666.1	667.0	668.0	6.0						
负债总额	2,859.2	3,681.8	8,734.7	7,506.5	11,785.6						
少数股东权益	43.0	52.9	78.1	113.7	160.3						
股本	1,429.1	1,435.1	1,558.0	1,558.0	1,558.0						
留存收益	2,897.0	3,641.3	4,637.5	6,036.3	7,870.9						
股东权益	4,249.1	4,919.2	6,273.7	7,708.0	9,589.3						
现金流量表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	428.0	766.5	1,238.1	1,741.0	2,285.4	业绩和估值指标					
加：折旧和摊销	24.9	34.4	76.1	86.8	98.6						
资产减值准备	48.8	122.5	-	-	-	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EPS(元)	0.25	0.48	0.79	1.12	1.47
财务费用	62.3	138.9	66.3	71.8	53.5	BVPS(元)	2.70	3.12	3.98	4.87	6.05
投资损失	-41.4	-7.0	-2.9	-3.0	-3.3	PE(X)	57.9	30.4	18.4	13.1	10.0
少数股东损益	34.3	15.5	25.3	35.5	46.6	PB(X)	5.4	4.7	3.7	3.0	2.4
营运资金的变动	-1,624.7	-1,064.0	73.6	-59.0	54.2	P/FCF	-28.8	117.8	11.2	14.9	12.4
经营活动产生现金流量	-1,059.5	-292.1	1,476.5	1,873.2	2,535.1	P/S	2.7	1.6	0.9	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-817.8	-72.0	-55.8	-60.0	-65.5	EV/EBITDA	35.9	17.8	12.5	8.5	5.9
融资活动产生现金流量	2,850.6	445.5	727.8	-599.2	-1,047.4	CAGR(%)	60.7%	44.9%	96.6%	60.7%	44.9%

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn