

## 新平台促业绩大增，经营改善稳固龙头地位

### 投资要点

- **事件:** 2018年上半年，公司实现营业收入 98.7 亿元，同比增长 77.2%，归母净利润为 5.1 亿元，同比增长 61.0%，扣非后归母净利润 4.7 亿元，同比增长 54.8%。剔除上半年优壹电商报表合并因素影响，公司原有业务实现营收 72.3 亿元，同比增长 29.8%，归母净利润 3.7 亿元，同比增长 15.9%。
- **并表致公司毛利率、期间费用率双降。**上半年公司毛利率下滑了 7.9pp 至 40%；期间费用率下降 6.7pp 至 33.3%，其中销售费用率下降 6.7pp 至 30.3%，管理费用率下降 0.6pp 至 2.0%，财务费用率上涨 0.6pp 至 1.0%。
- **进出口业务持续高速增长。**(1) 出口：公司跨境电商出口业务实现营业收入 70.7 亿元，同比增长 44.0%，其中，公司跨境出口自营网站（含移动端）实现营业收入 37.8 亿元，同比增长 42.6%，占公司跨境出口营业收入的 52.1%，公司跨境出口第三方平台营业收入达到 33.9 亿元，同比增长 45.6%，占公司跨境出口业务营业收入的 47.9%。(2) 进口：公司上半年跨境电商进口业务共计实现营业收入 28.5 亿元，同比增长 77.8%，主要因公司完成收购优壹电商，自 2018 年 2 月起优壹电商作为公司全资子公司，其营业收入、净利润等并入公司合并报表。
- **研发优势铸就公司核心竞争力。**2018H1 公司研发投入 4304.5 万元，同比增长 15.3%。公司目前拥有研发人员 1196 人，占员工总人数的 17.9%，公司通过加强数据算法技术的应用，有效的提升了整体业务的业绩及运营效率。
- **自有品牌建设进展显著。**公司重点打造 GearBest、ZAFUL、Rosegal、Mpow 等优秀品牌，力争将其打造成为多个国家和地区排名靠前的电商渠道品牌和产品品牌。上半年公司自有品牌营业收入达 34.9 亿元，占整体营收的 35.3%，根据“2018 年中国出海品牌五十强”排名榜显示，公司旗下全资子公司环球易购自营渠道品牌 Gearbest 排名第 22 名，Zuful 排名第 34 名，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。
- **盈利预测与投资建议。**预计跨境通 2018-2020 年的归母净利润为 11.6 亿、15.9 亿和 21.2 亿，同比增速为 54.0%、37.5%、33.6%，对应 PE 为 18 倍、13 倍和 10 倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 国际政治经济环境不稳定或导致业绩波动的风险，国际间跨境电商监管体系不完善带来的监管风险，收购标的承诺业绩不达预期的风险。

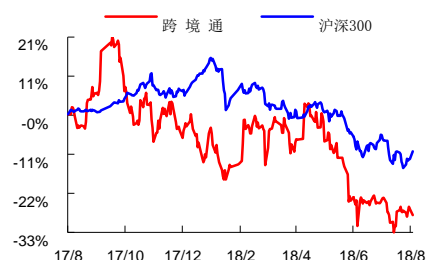
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14017.90	22965.19	31029.51	40360.18
增长率	64.20%	63.83%	35.12%	30.07%
归属母公司净利润(百万元)	750.99	1156.42	1589.61	2124.43
增长率	90.72%	53.99%	37.46%	33.64%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.81	1.11	1.48
净资产收益率 ROE	15.58%	19.69%	21.96%	23.47%
PE	28	18	13	10
PB	4.32	3.55	2.89	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
 执业证号: S1250517080002  
 电话: 023-67511807  
 邮箱: cxin@swsc.com.cn  
 联系人: 嵇文欣  
 电话: 021-58351812  
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	15.58
流通 A 股(亿股)	9.86
52 周内股价区间(元)	13.25-24.05
总市值(亿元)	228.10
总资产(亿元)	120.09
每股净资产(元)	4.53

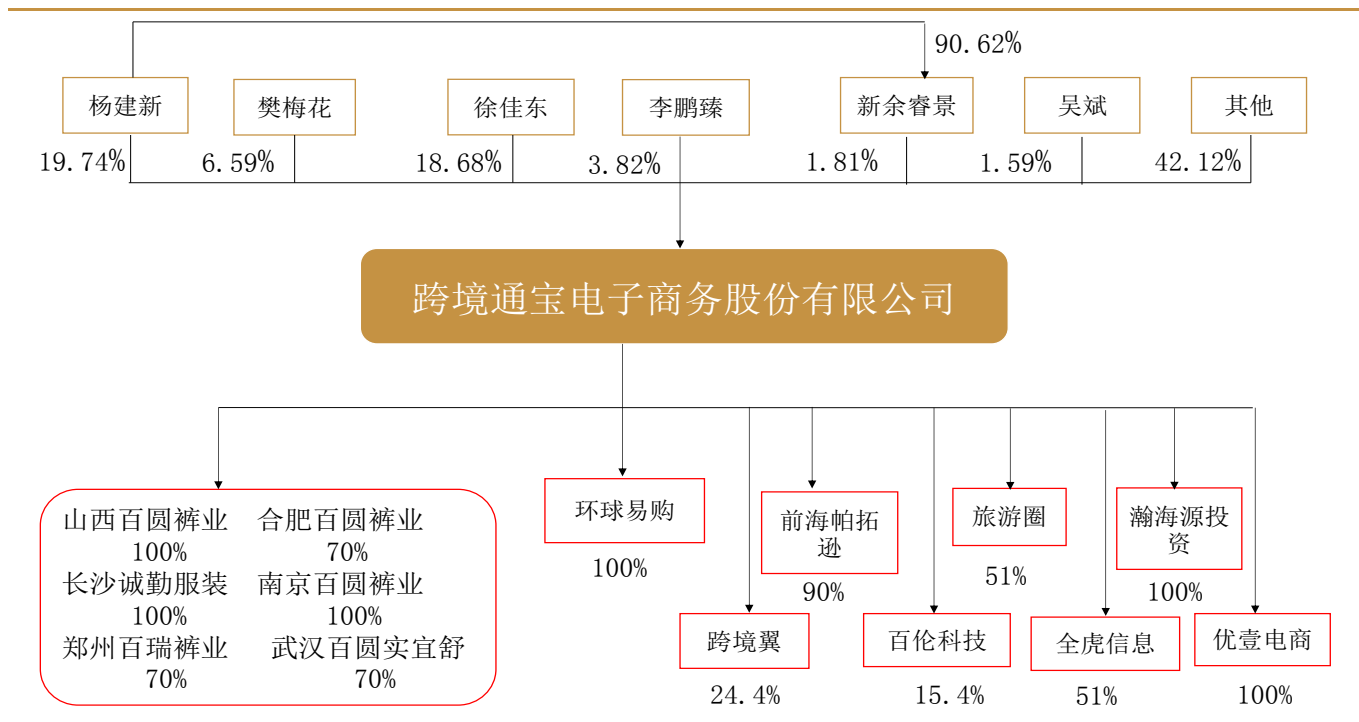
### 相关研究

## 1 公司简介

跨境通宝电子商务股份有限公司 (002640) 是国内最早从事连锁经营的服装销售企业之一。公司前身是创立于 1995 年的百圆裤业, 2011 年 12 月 8 日在深圳交易所 A 股市场挂牌上市。公司通过特许加盟与直营销售相结合的连锁经营模式, 通过品牌推广、终端渠道建设、产品设计开发和供应链管理, 组织公司自有品牌百圆裤装的批发与零售, 产品包括男女西裤、休闲裤、牛仔裤。近年来, 公司多次获得中国特许经营领域的最高奖项——“中国特许奖”, 是国内服装行业中唯一获得该奖项的企业。目前, 跨境通的跨境电商业务已覆盖到包括美国、加拿大、英国、德国、俄罗斯、法国、西班牙等全球 200 多个国家与地区。

公司通过资产重组完善全网络营销体系。公司的实际控制人为杨建新和樊梅花夫妇, 其中杨建新持股 19.7%, 樊梅花持股 6.6%, 前十大股东中的徐佳东和李鹏臻为原环球易购的股东。2015 年 6 月, 公司发生重大资产重组, 公司将打造线上线下资源联动、数字营销与供应链优化相结合、内销跨境协同的服装立体零售生态圈, 在巩固现有终端渠道建设的基础上, 积极拥抱互联网, 建立全网络营销体系, 实现“线上线下+内销跨境”多元化经营战略。2017 年 12 月, 公司发生重大资产重组, 2018 年 1 月, 公司完成了全资并购优壹电商, 拥有优壹电商 100% 股权, 进口业务板块销售模将得到明显的提升, 有利于增强未来可持续发展能力。

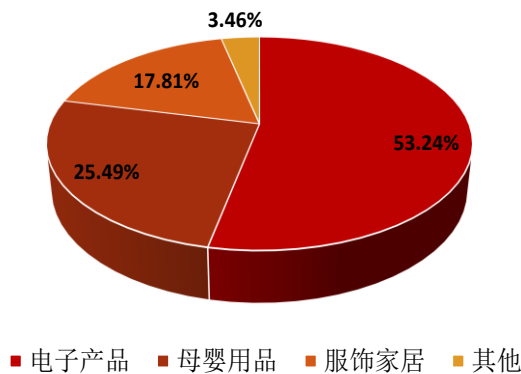
图 1: 股权结构示意图



数据来源: wind, 西南证券整理

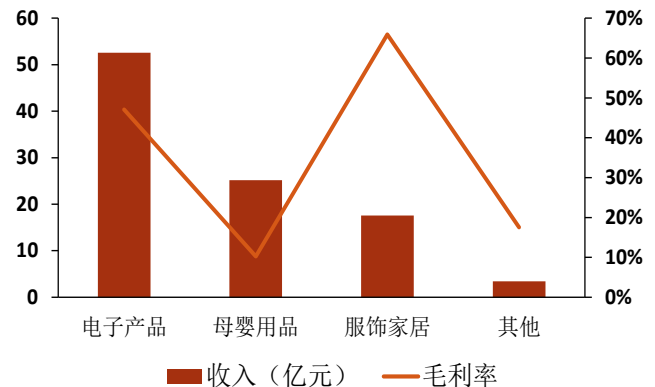
**公司主营业务:** 公司主营业务产品为服饰家居、电子产品和母婴用品等, 公司收入主要来自电子产品。2018H1 公司主营业务销售的稳定增长、营业利润的显著提升, 其中服饰家居、电子产品和母婴用品的收入占比分别为 17.8%、53.2% 和 25.5%, 毛利率为 65.9%、47.1% 和 10.2%, 为公司稳健发展奠定了良好基础。

图 2：2018H1 公司主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2018H1 公司主营业务收入及毛利率



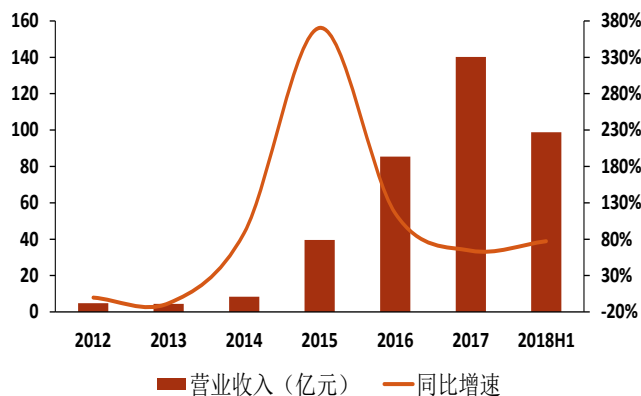
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 公司经营情况

**2017 年业绩高速增长符合预期。**公司营收及净利润表现自 2014 年出现拐点，主要系环球易购自 2014 年 11 月起并表引起，因此在 2015 年业绩大幅增加。2017 年公司业绩增长符合预期，实现营业收入 140.2 亿元，归母净利润 7.5 亿元，分别同比增长 64.2% 和 90.7%，主要是司跨境电商业务收入持续快速增长，跨境出口第三方电商渠道开设店铺所致。

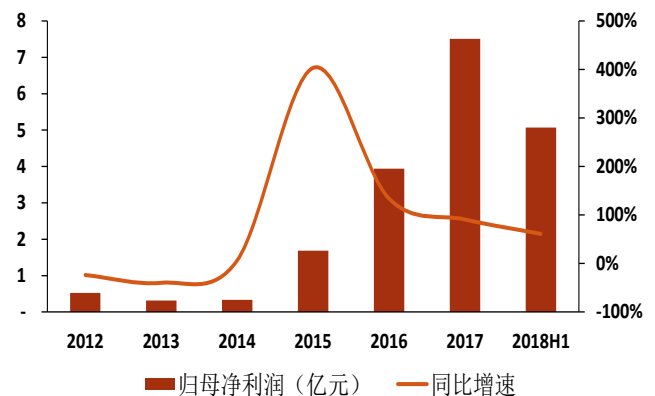
**2018H1 业绩稳健增长。**2018H1，公司实现营业总收入 98.7 亿元，同比增长 77.2%；营业成本 59.3 亿元，同比增长 104.1%；归属于上市公司股东净利润 5.1 亿元，同比增长 61%。主要是业务结构改善和管理经营效率提升，公司整体盈利能力提升，跨境业务的持续增长和优壹电商所致。从三费率来看，2018 年 H1 公司销售费用率为 30.3%，比 2017 年同期下滑了 6.3pp，管理费用率 2.0%，比 2017 年同期下滑了 0.6pp，二者主要是优壹电商业绩的并入和原有电商业务的增长所致；财务费用率为 1.0%，比 17 年同期上升了 0.6pp，主要是负债增加和相应利息支出增长所致。

图 4：2012 年以来公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2012 年以来公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

**跨境出口和跨境进口齐发力，上半年业绩稳健增长。**跨境出口龙头 B2C 为主，自营+第三方打造差异化优势，跨境出口业务为公司最核心收入来源，营收占比在 72%左右；跨境进口积极布局，多渠道齐发展。

**(1) 跨境出口业务：**以线上自营渠道为主，同时拓展 Amazon、eBay、Aliexpress、Wish 等第三方电商渠道，依托中国制造的强大生产供应能力，将中国优质产品通过自营渠道和第三方渠道输出到海外市场。2018H1 公司跨境电商出口业务实现营业收入 70.7 亿元，同比+44.0%；跨境出口自营网站（含移动端）实现营业收入 36.8 亿元，占公司跨境出口业务营业收入的 52.1%；跨境出口第三方平台营业收入达到 33.9 亿元，占公司跨境出口业务营业收入的 47.9%，同比+45.6%。

**表 1：2018H1 跨境出口营业收入情况**

公司名称	营业收入（亿元）	同比增长（%）	占跨境出口营业收入比例（%）
帕拓逊	14.61	65.95	20.66
环球易购	56.09	39.19	79.34
合计	70.71	43.99	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2：2018H1 跨境出口自营网站（含移动端）营业收入情况**

网站（含移动端）类别	营业收入（亿元）	同比增长（%）	占跨境出口营业收入比例（%）
电子类自营网站（含移动端）	20.31	55.36	28.73
服装类自营网站（含移动端）	16.53	29.48	23.37
合计	36.84	42.58	52.10

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 3：2018H1 跨境出口第三方平台营业收入情况**

公司名称	营业收入（亿元）	同比增长（%）	占跨境出口业务营业收入比例（%）
帕拓逊	14.61	65.95	20.66
环球易购	19.25	33.15	27.24
合计	33.87	45.56	47.90

数据来源：公司公告，西南证券整理

**(2) 跨境进口业务：**公司全资子公司优壹电商拥有十多个国际知名品牌的国内线上经销权及江浙沪地区的线下经销权，同时为国内外品牌及零售商提供从供应链支持、品牌营销到电子商务运营一体化服务能力的国内少数全球优品专供与电商贸易综合服务商。此外全资子公司环球易购与多个国际知名品牌建立了独家合作，直接采购和销售母婴用品、美妆个护、进口食品等品类，积极拓展国内市场。2018H1 公司跨境电商进口业务实现营业收入 28.5 亿元，同口径同比增长 77.8%。

**表 4：2018H1 跨境进口营业收入情况**

公司名称	营业收入（亿元）	同比增长（%）	占跨境进口营业收入比例（%）
优壹电商	26.37	125.81	92.51
环球易购	2.14	-50.91	7.49
合计	28.51	77.83	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

假设 1：公司原有业务保持快速增长，考虑业务体量已较大，未来增速会有所放缓。预计 2018-2020 年环球易购营收增速分别为 38.8%、34%、29.1%，帕拓逊营收增速分别为 60%、50%、40%。

假设 2：优壹电商营收保持稳定快速增长，结合公司收购优壹电商时的业绩评估，预计 2018-2020 年优壹电商营收增速分别为 24%、22%、20%。

假设 3：因优壹电商毛利率较低会拉低公司整体毛利率水平，预计 2018-2020 年公司毛利率分别为 40%、41%、42%。

**表 5：分产品收入拆分（百万元）**

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	3960.81	8536.91	14017.9	22965.2	31029.51	40360.18
YoY	370.5%	115.5%	64.2%	63.8%	35.1%	30.1%
营业成本	1758.6	4410.168	7041.191	13779.12	18307.41	23408.91
综合毛利率	55.6%	48.3%	49.8%	40.0%	41.0%	42.0%
<b>环球易购</b>						
营业收入	3726.7	7163.4	11441.5	15882.96	21279.83	27477.28
其中：进口收入	80.5	423	675.7	810.84	932.466	1025.713
进口 YoY		425.5%	59.7%	20%	15%	10%
出口收入	3646.2	6740.4	10765.8	15072.12	20347.36	26451.57
出口 YoY		84.9%	59.7%	40%	35%	30%
YoY	163%	92.2%	59.7%	38.8%	34.0%	29.1%
<b>帕拓逊</b>						
营业收入	465.9	1288.8	2424.5	3879.2	5818.8	8146.32
YoY	12%	177%	88%	60%	50%	40%
<b>优壹电商</b>						
营业收入	1592	2011.2	2533.9	3142.036	3833.284	4599.941
YoY		26%	26.0%	24.0%	22.0%	20.0%
<b>其它</b>						
营业收入	22.7	11.4	30.5	61	97.6	136.64
YoY	69.4%	-49.8%	167.5%	100%	60%	40%

数据来源：公司公告，西南证券。注：优壹电商 2018 年 2 月后合并入公司报表，2017 年营业收入为预估值

预计跨境通 2018-2020 年的归母净利润为 11.6 亿、15.9 亿和 21.2 亿，同比增速为 54.0%、37.5%、33.6%，对应 PE 为 18 倍、13 倍和 10 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

### 4 风险提示

国际政治经济环境不稳定或导致业绩波动的风险，国际间跨境电商监管体系不完善带来的监管风险，收购标的承诺业绩不达预期的风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14017.90	22965.19	31029.51	40360.18	净利润	766.52	1180.33	1622.48	2168.36
营业成本	7041.00	13779.11	18307.41	23408.90	折旧与摊销	34.37	32.26	32.26	23.99
营业税金及附加	4.38	7.17	9.69	12.60	财务费用	219.48	349.87	468.28	576.12
销售费用	5390.91	6889.56	9619.15	12915.26	资产减值损失	122.53	72.00	80.00	90.00
管理费用	304.61	459.30	589.56	726.48	经营营运资本变动	-1202.11	-1891.24	-1633.09	-1489.45
财务费用	219.48	349.87	468.28	576.12	其他	-232.91	-72.61	-88.00	-95.00
资产减值损失	122.53	72.00	80.00	90.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-292.12	-329.38	481.93	1274.02
投资收益	7.04	15.00	15.00	15.00	资本支出	-10.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-61.95	10.35	1.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-71.95	10.35	1.00	0.00
<b>营业利润</b>	948.20	1423.17	1970.42	2645.81	短期借款	65.95	1795.50	1023.06	553.09
其他非经营损益	0.18	37.20	37.00	37.00	长期借款	-114.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	948.38	1460.37	2007.42	2682.81	股权融资	79.51	0.00	0.00	0.00
所得税	181.86	280.04	384.94	514.45	支付股利	-80.16	-150.20	-231.28	-317.92
净利润	766.52	1180.33	1622.48	2168.36	其他	495.14	-590.89	-468.28	-576.12
少数股东损益	15.53	23.91	32.87	43.93	<b>筹资活动现金流净额</b>	445.55	1054.42	323.50	-340.96
归属母公司股东净利润	750.99	1156.42	1589.61	2124.43	<b>现金流量净额</b>	33.49	735.38	806.43	933.07
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1561.14	2296.52	3102.95	4036.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1273.90	2801.75	3552.88	4520.34	销售收入增长率	64.20%	63.83%	35.12%	30.07%
存货	3880.36	4372.77	5901.44	7574.94	营业利润增长率	76.66%	50.09%	38.45%	34.28%
其他流动资产	88.65	367.44	496.47	645.76	净利润增长率	79.08%	53.99%	37.46%	33.64%
长期股权投资	61.97	61.97	61.97	61.97	EBITDA 增长率	110.05%	50.19%	36.87%	31.36%
投资性房地产	71.55	76.00	80.00	85.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	121.98	105.68	89.37	73.06	毛利率	49.77%	40.00%	41.00%	42.00%
无形资产和开发支出	1360.99	1353.30	1345.61	1337.92	三费率	42.20%	33.52%	34.41%	35.23%
其他非流动资产	180.41	172.34	174.08	184.08	净利率	5.47%	5.14%	5.23%	5.37%
<b>资产总计</b>	8600.94	11607.78	14804.78	18519.10	ROE	15.58%	19.69%	21.96%	23.47%
短期借款	706.60	2502.10	3525.17	4078.25	ROA	8.91%	10.17%	10.96%	11.71%
应付和预收款项	1435.53	1616.29	2217.90	3324.63	ROIC	17.49%	18.44%	19.05%	20.43%
长期借款	276.27	276.27	276.27	276.27	EBITDA/销售收入	8.58%	7.86%	7.96%	8.04%
其他负债	1263.36	1217.26	1398.39	1602.45	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3681.76	5611.92	7417.72	9281.60	总资产周转率	1.78	2.27	2.35	2.42
股本	1435.11	1435.11	1435.11	1435.11	固定资产周转率	115.21	204.11	322.53	505.12
资本公积	2225.79	2225.79	2225.79	2225.79	应收账款周转率	22.91	19.25	15.94	16.15
留存收益	1415.53	2421.75	3780.08	5586.59	存货周转率	2.13	3.24	3.47	3.40
归属母公司股东权益	4866.32	5919.07	7277.40	9083.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.00%	—	—	—
少数股东权益	52.87	76.78	109.65	153.58	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4919.19	5995.86	7387.06	9237.49	资产负债率	42.81%	48.35%	50.10%	50.12%
负债和股东权益合计	8600.94	11607.78	14804.78	18519.10	带息债务/总负债	44.70%	61.32%	60.19%	54.06%
					流动比率	2.48	2.11	2.02	2.01
					速动比率	1.07	1.17	1.10	1.10
					股利支付率	10.67%	12.99%	14.55%	14.97%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1202.04	1805.30	2470.96	3245.93	每股收益	0.52	0.81	1.11	1.48
PE	27.98	18.17	13.22	9.89	每股净资产	3.39	4.12	5.07	6.33
PB	4.32	3.55	2.89	2.31	每股经营现金	-0.20	-0.23	0.34	0.89
PS	1.50	0.91	0.68	0.52	每股股利	0.06	0.10	0.16	0.22
EV/EBITDA	17.47	12.05	8.89	6.64					
股息率	0.38%	0.71%	1.10%	1.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn