

2018年10月28日

出口业务稳健增长，现金流状况大幅改善 买入（维持）

盈利预测预估值	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）	21.7	13.2	9.6	7.1

投资要点

- **事件：**跨境通公布18年三季报，前三季度公司收入158亿，同增80.7%；归母净利润，8.3亿，同增67.2%。

单三季度，公司收入同增87%至59.2亿，归母净利润同增78%至3.2亿；扣除优壹并表影响，18Q3收入同增39%，归母净利润同增40%。

分平台看，(1) 环球易购出口业务 Q3 收入加速增长，同增 41%至 32.6 亿，Q3 净利润同增 24%至 1.95 亿，净利率 5.7%。公司电子站精细化运营内容，服装站提升流量质量效果逐步显现，同时公司自有品牌收入占比达到 40% 左右，逐步从商品端积累公司运营护城河。(2) 前海帕拓逊同增 38%至 8.7 亿，Q3 净利润同增 16%至 0.59 亿，净利率 6.9%；(3) 优壹电商 Q3 贡献收入接近 15 亿，贡献净利润 6800 万，净利率 4.5%。我们预计未来优壹电商将会保证稳定的增长态势。

- **存货现金流状况得到大幅改善：**18Q3 公司经营性现金流大幅转正至 3.13 亿，在 Q3 进入备货旺季的情况下存货环比基本持平，公司精细化运营效果初现。同时，公司应付账款大幅增长充分反映出在贸易战背景下公司体量规模的优势，以及在集中供应商后公司正在逐步享受对供应商更高的谈判溢价。

- **盈利预测与投资评级：**我们可以看到公司 18Q3 在保持出口业务增速整体稳健的同时，在现金流、库存和应付账款方面得到大幅提升，整体运营能力和供应链地位提升明显。同时在贸易政策方面，环球易购通过邮政出口美国的货物量占比仅为 5%，折合占公司出口业务发货总量 1%，影响较小。

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 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 163 亿市值，18 年/19 年/20 年为 13 倍/10 倍/7 倍。虽然存在中美贸易战等因素影响，但是考虑到公司对美出口仅占收入 20% 左右，同时全球其他地区跨境电商行业依旧保持快速增长，作为行业龙头有望继续保持健康增速，考虑到公司的估值，我们维持“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

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

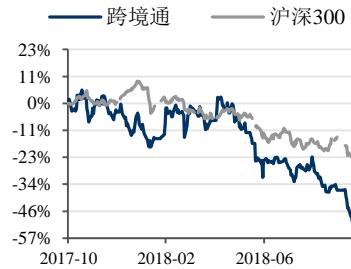
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.45
一年最低/最高价	8.91/23.61
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	10300.36

基础数据

每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	40.31
总股本(百万股)	1558.04
流通 A 股(百万股)	985.68

相关研究

1、《跨境通 (002640) 18 中报：现金流状况改善业绩稳步增长，运营效率提升竞争力增强》

2018-08-28

2、《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

3、《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

事件

跨境通公布18年三季报，前三季度公司收入158亿，同增80.7%；归母净利润8.3亿，同增67.2%。单三季度，公司收入同增87%至59.2亿，归母净利润同增78%至3.2亿；扣除优壹并表影响，18Q3收入同增39%，归母净利润同增40%。

1. 出口业务收入稳健增长，整体业务保持健康

18Q3 环球易购出口业务收入加速增长，环球易购保持稳定。公司出口业务同增40%，相较Q2加速明显，其中值得一提的是环球易购出口业务同增41%，出现加速增长的局面。我们认为，**(1)**公司电子站在年初完成系统升级后，开始依靠包括购物城智能化、详情页设置等方式精细化运营内容，已经逐步取得成效。同时Gearbest也加大在新兴国家与地区APP端推广的力度，保证在新市场的流量提升，提升内容运营不断提升流量。**(2)**公司服装站在流量优化后，流量使用效率得到明显提升。**(3)**同时公司自主品牌销售持续推进，针对第三方平台的发达国家用户开发精品，其销售占比预计已经从去年的30%提升至接近40%。

另一方面，帕托逊继续通过自主研发产品持续上新，渠道扩张持续发力，依旧保持稳定增长。

表1：公司单季度出口业务拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3
出口业务总计	3,700	3,370	4,128
YOY	57%	32%	40%
环球易购出口业务	2,949	2,660	3,261
同比	48%	30%	41%
前海帕托逊	751	710	867
YOY	79%	54%	38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

优壹电商收入增速未来预计保持稳定。前三季度优壹贡献收入41.4亿，从公司公布的流量增速来看，7、8月份优壹依旧保持了较快的增长，9月份增速相对较为平稳。我们认为未来优壹的收入增速预计将会保持在平稳状态。

表2：公司单季度进口业务拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3
进口业务总计	888	1,963	1,635
优壹电商收入	793	1,844	1,498

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 现金流情况大幅好转，逆势下龙头优势显现

18Q3 跨境通经营性现金流在备货旺季下出现大幅转正至 3.13 亿，存货得到控制，应付账款增长明显，龙头地位逐步显现。18Q3 跨境通旗下三大业务的经营性现金流均出现明显转正，在 Q3 进入备货旺季的情况下存货环比基本持平，公司精细化运营效果初现。

同时，公司应付账款环比大幅增长超过 4 亿，充分反映出在贸易战背景下公司体量规模的优势，以及在集中供应商后公司正在逐步享受对供应商更高的谈判溢价。

表 2：公司单季度经营性现金流、存货及应付账款情况（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3
经营性现金流	(250)	86	313
环球易购	(124)	141	180
帕拓逊	(6)	11	28
优壹电商	(106)	(35)	91
存货	4,375	4,513	4,664
环球易购		3,198	
帕拓逊		476	
优壹电商		752	
应付	918	786	1,222

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 费用率保持稳定，盈利能力稳健

毛利率方面，由于优壹并表公司 18Q3 毛利率同比下降明显，环比上则相对稳定。

费用率方面，公司销售和管理费用率基本保持稳定，资产减值损失较在 Q3 较小。

净利率方面，各个业务部门归母净利率同比均略有下降，但受益于 3700 万的营业外收入，18Q3 公司整体归母净利率同比略微下降 0.3pct 至 5.4%，整体归母净利润增速与收入增速基本持平。

表 3：公司单季度费用及利润情况（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
毛利率	49%	47%	49%	52%	45%	36%	36%
销售费用	1,012	1,050	1,191	2,138	1,563	1,430	1,639
YOY					54%	36%	38%

占收入	38%	36%	38%	41%	34%	27%	28%
管理费用(18Q3 包含研发费用)	49	95	82	79	75	118	136
占收入	2%	3%	3%	1%	2%	2%	2%
资产减值损失	(0)	21	15	87	3	33	(2)
归属于母公司所有者的净利润	159	156	180	256	263	244	321
YOY	82%	120%	58%	111%	65%	57%	78%
归母净利率	6.0%	5.3%	5.7%	4.8%	5.7%	4.6%	5.4%
环球易购净利润	120	159	157	277	174	182	195
YOY					44%	15%	24%
环球易购净利率	4.9%	7.4%	6.2%	6.5%	5.7%	6.5%	5.7%
帕托逊净利润	44	37	51	60	64	62	59
YOY					45%	70%	16%
帕托逊净利率	10.5%	8.0%	8.7%	6.3%	8.5%	8.8%	6.9%
优壹净利润					50	92	68
优壹净利率					6.2%	5.0%	4.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

从基本角度，我们可以看到公司 18Q3 出口业务持续保持着健康的发展态势；与此同时，18Q3 公司现金流大幅转正，库存得到有效控制，应付账款提升明显。这一方面说明公司精细化运营效果已经逐步显现，同时也充分反映出在贸易战背景下公司体量规模的优势，以及在集中供应商后公司正在逐步享受对供应商更高的谈判溢价。

贸易政策方面，环球易购通过邮政出口美国的货物量占比仅为 5%，折合占公司出口业务发货总量 1%，影响较小。

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 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 163 亿市值，18 年/19 年/20 年为 13 倍/10 倍/7 倍。虽然存在中美贸易战等因素影响，但是考虑到公司对美出口仅占收入 20%~，同时全球其他地区跨境电商行业依旧保持快速增长，作为行业龙头有望继续保持健康增速，考虑到公司的估值，我们维持“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)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	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					
少数股东权益	52.9	57.9	62.9	67.9					
归属母公司股东权益	4,866.3	7,160.8	8,605.6	10,582.2					
负债和股东权益总计	8,600.9	11,829.8	13,491.9	15,724.4					
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(292.1)	1,500.8	868.8	1,575.0	每股收益(元)	0.52	0.79	1.09	1.47
投资活动现金流	(72.0)	(1,402.8)	(581.6)	(991.0)	每股净资产(元)	3.39	4.60	5.52	6.79
筹资活动现金流	445.5	115.3	(37.9)	(249.2)	发行在外股份(百万股)	1435.11	1558.04	1558.04	1558.04
现金净增加额	33.5	213.3	249.3	334.9	ROIC(%)	15.8%	21.9%	25.1%	28.8%
折旧与摊销	34.4	25.6	26.4	27.8	ROE(%)	16.4%	20.5%	21.4%	23.8%
资本开支	149.8	36.3	60.0	60.0	毛利率(%)	49.8%	40.8%	40.2%	39.9%
营运资本变动	(1,372.8)	(39.7)	(1,183.5)	(1,093.4)	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	21.68	13.15	9.63	7.13
					P/B	3.35	2.27	1.89	1.54

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>