

2018年10月29日

公司研究●证券研究报告

## 跨境通 (002640.SZ)

### 三季度业绩增长有所提速，经营现金流量净额已现好转

#### 事件

10月28日，公司发布2018年三季报。前三季度，公司实现营业收入157.90亿元，较上年同期增加80.66%；归属于上市公司股东的净利润8.28亿元，较上年同期增加67.23%。EPS为0.54元。

其中第三季度公司营业收入59.16亿元，同比增长86.70%，实现归母净利润3.21亿元，同比增长78.10%。

#### 投资要点

◆ **三季度业绩增长提速，并表及原业务增长均有贡献：**分季度看，前三季度公司营收分别增长74.38%、79.81%、86.70%，前三季度均保持较快的营收增速，我们认为，主要是2月起跨境进口优壹电商并表，以及公司跨境仓储物流、供应链体系等逐步完善提升公司核心竞争力所致。净利润端，前三季度公司分别实现营收增长65.05%、56.86%、78.10%，三季度净利润增速随营收增速的提升而提升。若剔除优壹电商并表因素，前三季度公司原业务实现营收同比增长约33.35%至116.55亿元，归母净利同比增长24.87%至6.18亿元，原业务在跨境电商保持较快增长背景下实现较快业绩增速。

**子公司方面**，环球易购前三季度实现营收同比增长28.80%至92.20亿元，其中跨境出口业务同比增长39.69%，海外仓储物流体系逐步完善推动竞争力提升，归母净利增长26.13%至5.51亿元。**帕拓逊**前三季度实现营收同比增长58.92%至23.28亿元，实现归母净利同比增长40.77%至1.86亿元。**优壹电商**实现营收41.35亿元，实现净利2.10亿元。主要子公司均保持良好增长态势。

◆ **优壹电商并表使利润率费用率均有所降低，前三季度经营活动现金流量净额转为正值：**盈利能力方面，优壹电商并表使毛利率、净利率下行。优壹电商上半年主要母婴业务毛利率约10.22%，并表范围净利率约5.07%，分别低于公司2017年的毛利率49.77%与净利率5.47%。因此前三季度公司毛利率同比下降9.88pct至38.51%，期间费用率同比下降8.44pct至32.06%，最终净利率同比略降0.55pct至5.25%。存货方面，三季度末存货较去年末增加20.20%至46.64亿元，占营收比例较去年同期减少5.25pct至29.54%，随着公司规模的逐步扩张，存货保持良好态势。现金方面，前三季度公司经营活动现金流量净额为1.49亿元，继上半年出口业务经营活动现金流量净额转正后，三季度公司整体经营活动现金流量净额转为正值。其中，环球易购实现经营活动现金流量净额1.97亿元，帕拓逊3317万元，优壹电商-5036万元。

◆ **美国启动退出万国邮政联盟程序，公司所受影响仅占净出口出货量约1%：**10月17日，美国宣布启动退出万国邮政联盟程序，经公司自查，公司受影响较小。环球易购持续进行专线建设，目前已建成百余条跨境物流专线，目前环球易购通过邮政体系发往美国的货物量不足环球易购发往美国货物总量的5%，约为公司跨境出口业

### 公司快报

商贸零售 | 贸易 III

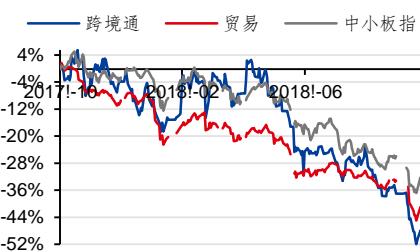
投资评级 买入-B(维持)

股价(2018-10-26) 10.45元

#### 交易数据

总市值(百万元)	16,281.53
流通市值(百万元)	10,283.59
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	8.91/21.47元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.18	-10.92	-16.84
绝对收益	-19.68	-31.07	-50.79

#### 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：并表优壹电商推升业绩，出口业务现金流好转 2018-08-28

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

务总发货量的约 1%。帕拓逊以亚马逊为主，发货模式以海外仓为主，优壹电商为跨境进口业务不受此影响。因此，整体来看此次事件对公司影响有限。并且该政策变动将冲击主要通过邮政物流体系的我国中小跨境电商，跨境电商更加依赖跨境物流体系建设，或将推动跨境电商集中度提升，利好跨境仓储物流布局较好的跨境通。

- ◆ **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，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，公司全年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 13 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；自有品牌及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	41.3	21.7	13.1	9.4	7.1
PB	3.9	3.3	2.6	2.1	1.7

数据来源：贝格数据，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%
<b>营业利润</b>	<b>536.8</b>	<b>948.2</b>	<b>1,578.5</b>	<b>2,220.7</b>	<b>2,915.3</b>						
加: 营业外净收支	0.7	0.2	0.8	-	-0.2						
<b>利润总额</b>	<b>537.4</b>	<b>948.4</b>	<b>1,579.3</b>	<b>2,220.7</b>	<b>2,915.1</b>						
减: 所得税	109.4	181.9	315.9	444.1	583.0						
<b>净利润</b>	<b>393.8</b>	<b>751.0</b>	<b>1,238.1</b>	<b>1,741.0</b>	<b>2,285.4</b>						
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
<b>资产总额</b>	<b>7,108.3</b>	<b>8,600.9</b>	<b>15,008.3</b>	<b>15,214.5</b>	<b>21,374.8</b>	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						
<b>负债总额</b>	<b>2,859.2</b>	<b>3,681.8</b>	<b>8,734.7</b>	<b>7,506.5</b>	<b>11,785.6</b>						
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						
<b>股东权益</b>	<b>4,249.1</b>	<b>4,919.2</b>	<b>6,273.7</b>	<b>7,708.0</b>	<b>9,589.3</b>						
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	费用率					
加: 折旧和摊销	24.9	34.4	76.1	86.8	98.6	销售费用率	39.2%	38.5%	30.0%	28.3%	28.2%
资产减值准备	48.8	122.5	-	-	-	管理费用率	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	财务费用率	0.1%	1.6%	0.3%	0.2%	0.1%
财务费用	62.3	138.9	66.3	71.8	53.5	三费/营业收入	41.9%	42.2%	32.3%	30.5%	30.3%
投资损失	-41.4	-7.0	-2.9	-3.0	-3.3	投资回报率					
少数股东损益	34.3	15.5	25.3	35.5	46.6	ROE	9.4%	15.4%	20.0%	22.9%	24.2%
营运资金的变动	-1,624.7	-1,064.0	73.6	-59.0	54.2	ROA	6.0%	8.9%	8.4%	11.7%	10.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,059.5</b>	<b>-292.1</b>	<b>1,476.5</b>	<b>1,873.2</b>	<b>2,535.1</b>	ROIC	28.3%	26.5%	26.2%	37.2%	47.9%
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-817.8</b>	<b>-72.0</b>	<b>-55.8</b>	<b>-60.0</b>	<b>-65.5</b>	DPS(元)	0.05	0.05	0.16	0.22	0.29
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2,850.6</b>	<b>445.5</b>	<b>727.8</b>	<b>-599.2</b>	<b>-1,047.4</b>	分红比率	20.3%	10.1%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.5%	0.5%	1.5%	2.1%	2.8%
业绩和估值指标											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
EPS(元)	0.25	0.48	0.79	1.12	1.47						
BVPS(元)	2.70	3.12	3.98	4.87	6.05						
PE(X)	41.3	21.7	13.1	9.4	7.1						
PB(X)	3.9	3.3	2.6	2.1	1.7						
P/FCF	-20.6	84.1	8.0	10.6	8.8						
P/S	1.9	1.2	0.7	0.5	0.4						
EV/EBITDA	25.3	12.8	8.7	5.7	3.8						
CAGR(%)	60.7%	44.9%	96.6%	60.7%	44.9%						
PEG	0.7	0.5	0.1	0.2	0.2						
ROIC/WACC	2.9	2.7	2.7	3.8	4.9						

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](http://www.huajinsc.cn)