

经营效率大幅提升，电商业务保持高增长

投资要点

- 事件:**公司2018年1-9月实现营业收入157.9亿元，同比+80.7%（其中第三季度同比+86.7%），归母净利润8.3亿元，同比+67.2%（其中第三季度同比+78.1%），扣非后归母净利润同比+59.8%（其中第三季度同比+68.0%）。剔除优壹电商影响，公司收入增速+33.4%，利润增速+24.9%。公司前三季度营业收入增加的主要原因是公司原有跨境电商营业收入增长以及上海优壹并表所致。
- 期间费用率大幅下降:**与上年同期相比，公司前三季度期间费用率同比下降8.98pp至31.5%，比上半年环比下降1.79pp。其中销售费用率同比下降7.89pp至29.3%，管理费用率同比下降1.04pp至1.5%，财务费用率同比下降0.06pp至0.6%。费用率下降的主要原因是，公司经营效率提升，营业收入增速高于费用增速，且在今年2月份并表低费用率的优壹电商所致。
- 跨境出口业务持续高增长:**(1)帕拓逊实现营业收入23.3亿元(占总营业收入的17.7%)，同比增长58.9%，实现归属于母公司股东净利润1.9亿元，同比增长40.8%。(2)环球易购实现营业收入92.2亿元(占总营业收入的58.4%)，同比增长28.8%，其中跨境出口业务同比增长39.7%；实现归属于母公司股东净利润5.5亿元，同比增长26.1%。
- 跨境进口业务贡献新的利润增长点:**进口业务除原有的环球易购之外，公司收购优壹电商为进口业务贡献了新的增长点。1-9月上海优壹实现营业收入41.4亿元(占总营业收入的26.2%)，实现归属于母公司股东净利润2.1亿元。
- 盈利预测与评级:**预计公司2018-2020年归母净利润分别为12.6亿元、18.0亿元、24.4亿元，对应的EPS分别为0.81元、1.11元、1.48元。考虑到公司跨境电商继续保持增长以及上海优壹电子商务有限公司合并报表，维持“增持”评级。
- 风险提示:**国际政治经济环境不稳定带来的波动性风险；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。

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

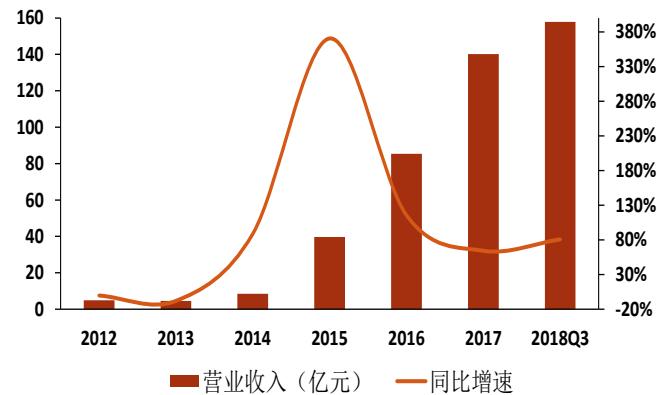
总股本(亿股)	15.58
流通A股(亿股)	9.86
52周内股价区间(元)	9.54-21.02
总市值(亿元)	162.82
总资产(亿元)	126.53
每股净资产(元)	4.84

相关研究

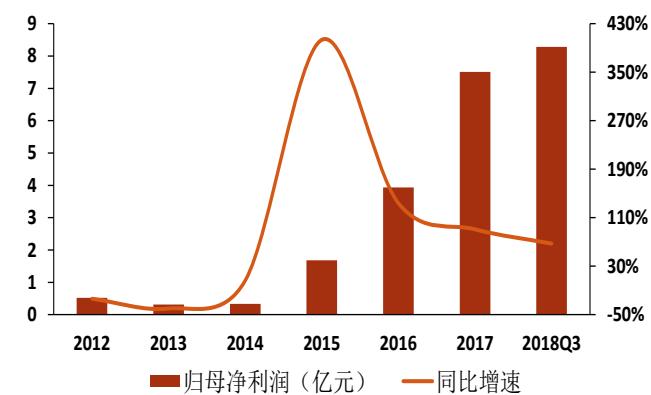
- 跨境通(002640):新平台促业绩大增，经营改善稳固龙头地位(2018-08-28)

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14017.90	24130.79	34519.19	47843.14
增长率	64.20%	72.14%	43.05%	38.60%
归属母公司净利润(百万元)	750.99	1255.56	1797.78	2438.87
增长率	90.72%	67.19%	43.19%	35.66%
每股收益EPS(元)	0.52	0.81	1.11	1.48
净资产收益率ROE	15.58%	21.02%	23.89%	25.37%
PE	20	12	8	6
PB	3.08	2.49	1.98	1.56

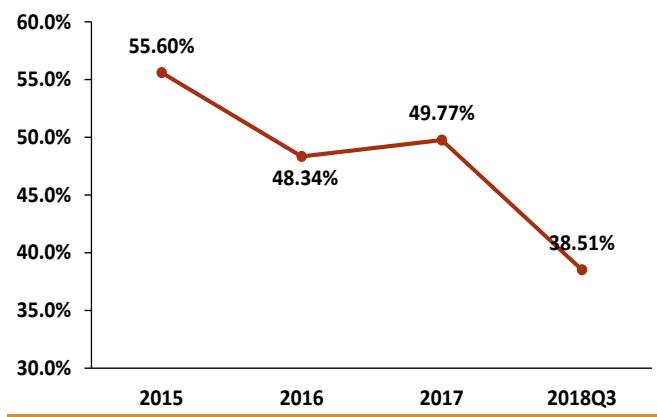
数据来源:Wind, 西南证券

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速


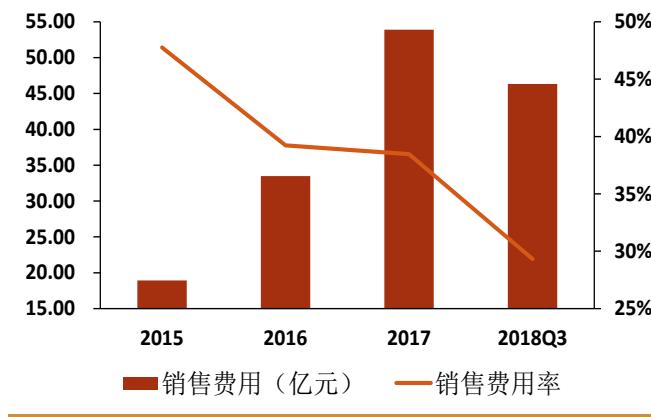
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速
图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速


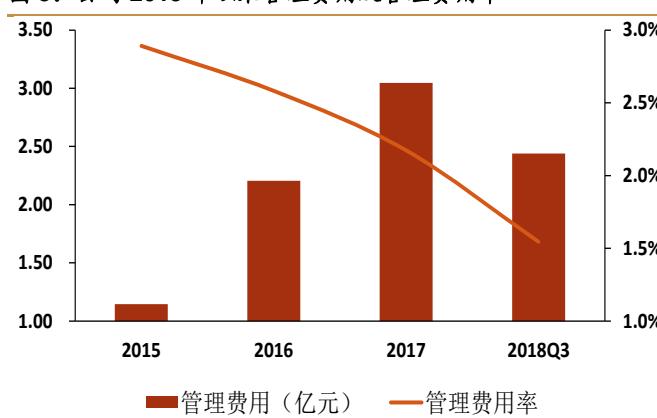
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2015 年以来销售毛利率


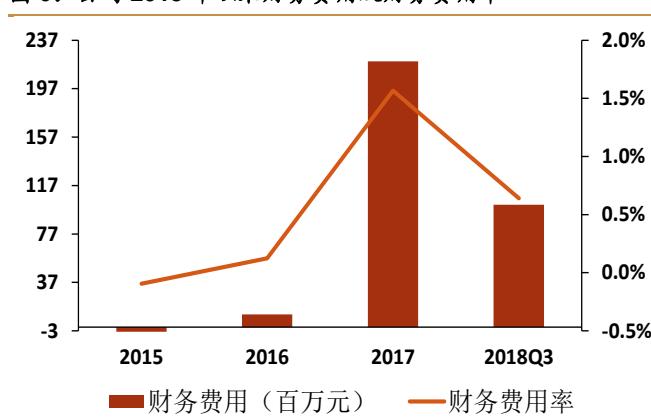
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来销售费用及销售费用率
图 4：公司 2015 年以来销售费用及销售费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2015 年以来管理费用及管理费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来财务费用及财务费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利预测

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 年环球易购进口销量增速分别为 20%、15%、10%，出口销量增速分别为 40%、35%、30%，帕拓逊销量增速分别为 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 年优壹电商销量增速分别为 70%、70%、65%。

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% 不变。

表 1：分公司收入拆分（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
收入	3960.81	8536.91	14017.9	24130.79	34519.2	47843.15
yoy	370.5%	115.5%	64.2%	72.1%	43.1%	38.6%
成本	1758.6	4410.168	7041.191	14478.47	20711.52	28705.89
毛利率	55.6%	48.3%	49.8%	40.0%	40.0%	40.0%
环球易购						
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%
帕拓逊						
收入	465.9	1288.8	2424.5	3879.2	5818.8	8146.32
yoy	12%	177%	88%	60%	50%	40%
优壹电商						
收入	1592	2011.2	2533.9	4307.63	7322.971	12082.9
yoy		26%	26.0%	70.0%	70.0%	65.0%
其他						
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

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	24130.79	34519.19	47843.14	净利润	766.52	1281.53	1834.96	2489.30
营业成本	7041.00	14478.47	20711.52	28705.88	折旧与摊销	34.37	32.26	32.26	23.99
营业税金及附加	4.38	7.53	10.78	14.94	财务费用	219.48	365.82	521.49	742.46
销售费用	5390.91	7239.24	10355.76	14352.94	资产减值损失	122.53	72.00	80.00	90.00
管理费用	304.61	434.35	621.35	909.02	经营营运资本变动	-1202.11	-2170.77	-2249.71	-2432.28
财务费用	219.48	365.82	521.49	742.46	其他	-232.91	-72.61	-88.00	-95.00
资产减值损失	122.53	72.00	80.00	90.00	经营活动现金流净额	-292.12	-491.78	130.99	818.48
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	投资活动现金流净额	-71.95	10.35	1.00	0.00
营业利润	948.20	1548.37	2233.30	3042.90	短期借款	65.95	2090.40	1679.45	1615.93
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
利润总额	948.38	1585.57	2270.30	3079.90	股权融资	79.51	0.00	0.00	0.00
所得税	181.86	304.05	435.35	590.60	支付股利	-80.16	-150.20	-251.11	-359.56
净利润	766.52	1281.53	1834.96	2489.30	其他	495.14	-606.83	-521.49	-742.46
少数股东损益	15.53	25.96	37.17	50.43	筹资活动现金流净额	445.55	1333.37	906.85	513.92
归属母公司股东净利润	750.99	1255.56	1797.78	2438.87	现金流量净额	33.49	851.94	1038.84	1332.39
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	2413.08	3451.92	4784.31	成长能力				
应收和预付款项	1273.90	2943.96	3969.71	5406.27	销售收入增长率	64.20%	72.14%	43.05%	38.60%
存货	3880.36	4601.46	6694.80	9322.94	营业利润增长率	76.66%	63.30%	44.24%	36.25%
其他流动资产	88.65	386.09	552.31	765.49	净利润增长率	79.08%	67.19%	43.19%	35.66%
长期股权投资	61.97	61.97	61.97	61.97	EBITDA 增长率	110.05%	61.93%	43.19%	36.68%
投资性房地产	71.55	76.00	80.00	85.00	获利能力				
固定资产和在建工程	121.98	105.68	89.37	73.06	毛利率	49.77%	40.00%	40.00%	40.00%
无形资产和开发支出	1360.99	1353.30	1345.61	1337.92	三费率	42.20%	33.32%	33.31%	33.45%
其他非流动资产	180.41	172.34	174.08	184.08	净利率	5.47%	5.31%	5.32%	5.20%
资产总计	8600.94	12113.88	16419.77	22021.06	ROE	15.58%	21.02%	23.89%	25.37%
短期借款	706.60	2797.00	4476.45	6092.38	ROA	8.91%	10.58%	11.18%	11.30%
应付和预收款项	1435.53	1698.32	2491.60	4027.44	ROIC	17.49%	19.42%	19.94%	20.87%
长期借款	276.27	276.27	276.27	276.27	EBITDA/销售收入	8.58%	8.07%	8.07%	7.96%
其他负债	1263.36	1245.24	1494.56	1814.33	营运能力				
负债合计	3681.76	6016.83	8738.88	12210.42	总资产周转率	1.78	2.33	2.42	2.49
股本	1435.11	1435.11	1435.11	1435.11	固定资产周转率	115.21	214.47	358.80	598.78
资本公积	2225.79	2225.79	2225.79	2225.79	应收账款周转率	22.91	19.52	16.34	16.60
留存收益	1415.53	2520.90	4067.57	6146.88	存货周转率	2.13	3.32	3.58	3.52
归属母公司股东权益	4866.32	6018.22	7564.88	9644.20	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	78.83	116.01	166.44	资本结构				
股东权益合计	4919.19	6097.05	7680.89	9810.64	资产负债率	42.81%	49.67%	53.22%	55.45%
负债和股东权益合计	8600.94	12113.88	16419.77	22021.06	带息债务/总负债	44.70%	62.10%	61.97%	57.59%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	2.48	2.04	1.88	1.80
EBITDA	1202.04	1946.45	2787.06	3809.35	速动比率	1.07	1.13	1.02	0.97
PE	19.97	11.94	8.34	6.15	股利支付率	10.67%	11.96%	13.97%	14.74%
PB	3.08	2.49	1.98	1.56	每股指标				
PS	1.07	0.62	0.43	0.31	每股收益	0.52	0.81	1.11	1.48
EV/EBITDA	12.47	8.18	5.94	4.41	每股净资产	3.39	4.12	5.07	6.33
股息率	0.53%	1.00%	1.67%	2.40%	每股经营现金	-0.20	-0.23	0.34	0.89
					每股股利	0.06	0.10	0.16	0.22

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。

本报告版权归西南证券所有，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzhiy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn