

纺织服装业/可选消费品

跨境通 (002640)

从“量、质、效”看跨境电商龙头成长

——跨境通 2017 年年报&2018 年一季报点评

	瞿猛 (分析师)	李梓语 (研究助理)	彭瑛 (分析师)
	021-38676442	021-38032691	021-38674933
	ziming@gjtjas.com	liziyu@gjtjas.com	pengying@gjtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880117090058	S0880517120002

本报告导读:

业绩高增长,经营效率改善显著,优壹电商并表增厚业绩,技术升级+机制优化助力跨境龙头高增长良性发展。

投资要点:

- **增持评级。**业绩高增长,经营效率改善显著,优壹并表增厚业绩,技术升级+机制优化助力跨境龙头高增长良性发展。上调 18-19 年 EPS 至 0.81(+0.03)/1.14(+0.07),预计 20 年 EPS 1.50 元,维持目标价 29.4 元。
- **业绩符合预期。**2017 年实现营收/净利 140.18/7.51 亿元,同比 +64.20%/90.72%,EPS 0.49 元;Q4 单季度营收/净利 75.27%/111.42%,环比提升显著;2018Q1 营收/净利 46.22/2.63 亿元,同比 +74.38%/65.05%,优壹电商 100% 股权 2 月并表增厚业绩,扣除优壹和前海帕托逊 10% 股权,内生业绩增长 45%。
- **存货与现金流优化,焕发生机再起航。**经过 2017 年一系列调整,公司存货消化效果显著,占营收比重同比-2.46pct 至 27.68%;与此同时 2017 年底应付账款规模大幅提升至 8.74 亿元,对供应商话语权持续提升,从而使经营性现金净流出大幅收窄至 2.92 亿元,其中 Q4 单季度转正为 2.35 亿元。品牌升级叠加自有品牌建设,跨境电商业务毛利率大幅 +1.33pct 至 50.07%,仓储物流费用率、广告费用率同比-1.67pct/-1.8pct 至 13.1%/10.4%,带动销售/管理费用率 0.7/0.4pct。
- **2018 年高增长可期。**Q1 环球易购/帕拓逊销售保持高增长,营收分别 +39%/80%,经营性现金净流出收窄至 2.5 亿元,扣除优壹仅-1.5 亿元。目前公司出口+进口布局完善,2017 年机制变革、技术改造、仓储优化为 2018 年规模扩张、经营优化奠定基础,有望持续保持高增长。
- **风险因素:**行业竞争加剧、中美贸易政策波动等。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,537	14,018	24,117	33,342	43,965
(+/-)%	116%	64%	72%	38%	32%
经营利润 (EBIT)	555	1,277	1,792	2,449	3,185
(+/-)%	187%	130%	40%	37%	30%
净利润 (归母)	394	751	1,261	1,768	2,327
(+/-)%	134%	91%	68%	40%	32%
每股净收益 (元)	0.25	0.49	0.81	1.14	1.50
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	6.5%	9.1%	7.4%	7.3%	7.2%
净资产收益率 (%)	9.4%	15.4%	20.6%	22.4%	22.8%
投入资本回报率 (%)	12.3%	20.4%	20.5%	20.9%	21.4%
EV/EBITDA	44.7	20.5	15.1	11.2	8.7
市盈率	72.5	38.0	22.6	16.1	12.3
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **29.40**

上次预测: 29.40

当前价格: 18.45

2018.04.30

交易数据

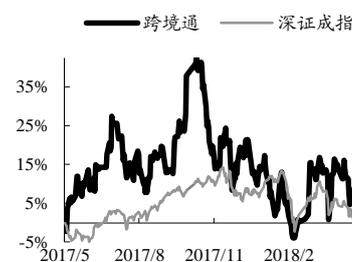
52 周内股价区间 (元)	15.40-24.78
总市值 (百万元)	28,547
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,547/973
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	63%
日均成交量 (百万股)	9.07
日均成交值 (百万元)	166.57

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,986
每股净资产	3.87
市净率	4.8
净负债率	15.98%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.10	0.17
Q2	0.10	0.17
Q3	0.12	0.19
Q4	0.17	0.29
全年	0.49	0.81

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	2%	11%
相对指数	2%	13%	10%

相关报告

《控股权转让,蓄势再腾飞》2018.04.22

《2017 年业绩符合预期,风雨彩虹方显龙头本色》2018.02.28

《高管增持强化信心,低谷已过曙光将现》2017.12.26

《数据好转,多重利好驱动高成长》2017.12.10

《期权激励再度启动,彰显龙头发展信心》2017.11.15

模型更新时间: 2018.04.30

股票研究
 可选消费品
 纺织服装业
跨境通 (002640)**评级:** **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **29.40**

上次预测: 29.40

当前价格: 18.45

公司网址

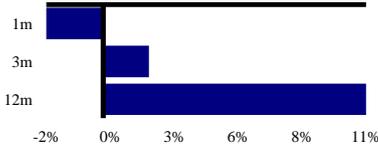
www.kjtbao.com

公司简介

公司是国内最早从事连锁经营的服装销售企业之一。

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.40-24.78

市值 (百万)

28,547

财务预测 (单位: 百万元)**损益表**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,537	14,018	24,117	33,342	43,965
营业成本	4,410	7,041	13,607	18,979	24,964
税金及附加	3	4	10	13	18
销售费用	3,348	5,391	8,130	11,172	14,958
管理费用	220	305	578	729	841
EBIT	555	1,277	1,792	2,449	3,185
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	41	7	3	8	8
财务费用	11	219	87	76	86
营业利润	537	942	1,595	2,267	2,983
所得税	109	182	335	499	656
少数股东损益	34	16	0	0	0
净利润	394	751	1,261	1,768	2,327
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,493	1,561	1,688	1,435	1,468
其他流动资产	295	89	0	0	0
长期投资	206	247	247	247	247
固定资产合计	127	122	98	74	51
无形及其他资产	1,171	1,378	1,570	1,757	1,940
资产合计	7,108	8,601	12,022	15,240	19,136
流动负债	2,356	2,739	4,752	6,203	7,771
非流动负债	503	942	109	1,089	1,089
股东权益	4,206	4,866	6,127	7,896	10,223
投入资本(IC)	3,584	5,046	6,912	9,145	11,610
现金流量表					
NOPLAT	442	1,031	1,415	1,910	2,484
折旧与摊销	25	34	29	34	38
流动资金增量	-1,582	-1,359	-182	-2,069	-2,305
资本支出	-81	-150	-196	-197	-197
自由现金流	-1,197	-444	1,067	-323	20
经营现金流	-1,059	-292	-320	-200	138
投资现金流	-818	-72	-193	-189	-189
融资现金流	2,851	446	640	136	83
现金流净增加额	973	81	127	-253	32

财务指标**成长性**

收入增长率	115.5%	64.2%	72.0%	38.3%	31.9%
EBIT 增长率	186.8%	130.2%	40.3%	36.7%	30.1%
净利润增长率	133.8%	90.7%	67.9%	40.3%	31.6%
利润率					
毛利率	48.3%	49.8%	43.6%	43.1%	43.2%
EBIT 率	6.5%	9.1%	7.4%	7.3%	7.2%
净利润率	4.6%	5.4%	5.2%	5.3%	5.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.4%	15.4%	20.6%	22.4%	22.8%
总资产收益率(ROA)	5.5%	8.7%	10.5%	11.6%	12.2%
投入资本回报率(ROIC)	12.3%	20.4%	20.5%	20.9%	21.4%

运营能力

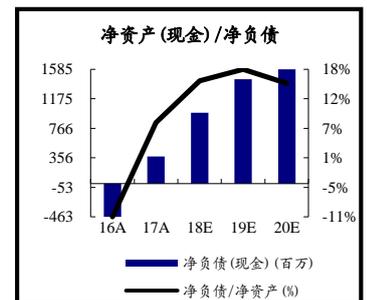
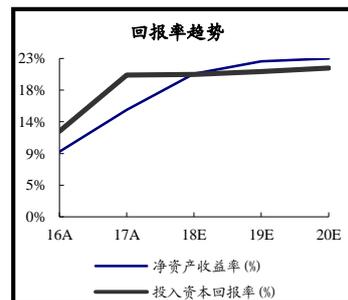
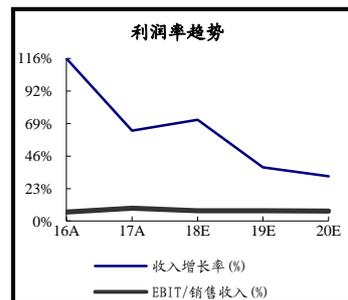
存货周转天数	140	167	167	167	167
应收账款周转天数	18	16	16	16	16
总资产周转天数	219	205	156	149	143
净利润现金含量	-2.69	-0.39	-0.25	-0.11	0.06
资本支出/收入	1%	1%	1%	1%	0%

偿债能力

资产负债率	40.2%	42.8%	48.6%	47.8%	46.3%
净负债率	-11.0%	7.7%	16.0%	18.3%	15.5%

估值比率

PE	72.5	38.0	22.6	16.1	12.3
PB	6.3	5.4	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA	44.7	20.5	15.1	11.2	8.7
P/S	3.1	1.9	1.1	0.8	0.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



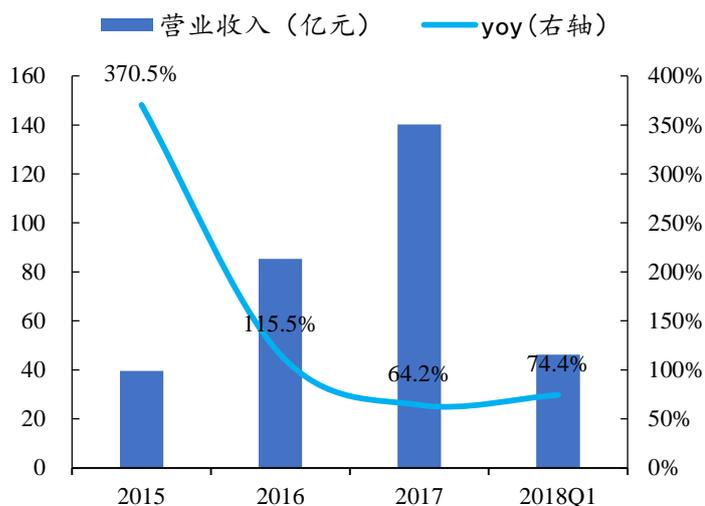
目 录

1. 经营总量: 业务规模持续提升, 并表优壹业绩	4
2. 经营质量: 现金压力缓解, 存货周转加快	6
3. 经营效率: 全方位优化效率提升	7
4. 投资建议	8
5. 风险提示	9

1. 经营总量：业务规模持续提升，并表优壹业绩

营收规模继续大步提升，业绩维持高增长。2017 年公司实现营收/归母净利润 140.2/7.5 亿元，同比+64.2%/90.7%；其中，Q4 单季度营收/净利增速 75.27%/111.42%，环比提升显著。2018Q1 实现营收/净利 46.22/2.63 亿元，同比+74.38%/65.05%，其中优壹电商 100%和帕拓逊 10%股权 2 月起并表增厚业绩，扣除后业绩内生增长 45%。

图 1：公司收入规模持续大步提升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 2：业绩维持高增长



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

从业务口径出发，我们对 2017 年公司营收进行详细分拆：

1) 跨境出口业务高增长，自营与第三方占比基本持平：营收同比+61.9%至 130 亿元，其中自营部分营收同比+60.7%至 74.45 亿元，第三方平台业务同比+60.75%至 55.59 亿元，从占比来看自营（占 57.27%）与第三方（42.76%）无显著变动。

2) 自营部分电子站高成长，占比上升；服装站显著回暖：以 Gearbest 为代表的电子站同比大增+120%至 42.93 亿元，占比+8.77pct 至 33%；以 Zaful、Rosegal 等为代表的服装站营收同比+17%至 31.52 亿元，占比-9.2pct 至 24.25%。

3) 第三方业务中，帕拓逊维持高增长：第三方平台业务整体同比+60.8%至 55.59 亿元，其中环球易购第三方业务同比+24.1%至 31.34 亿元，帕拓逊营收同比+88%至 24.25 亿元，仍保持较快增长。

4) 进口业务规模有所提升：营收同比+60%至 6.76 亿元。

表 1：经营业务营收情况详解

按经营业务细分		2016	2017
跨境电商业务	I + II + III	84.52	136.76
1、跨境出口业务	I + II	80.29	130.00

yoy			61.91%
1) 环球易购自营	I = ①+②	46.32	74.45
占比跨境出口业务比例		57.69%	57.27%
yoy			60.73%
其中: 电子	①	19.47	42.93
占比跨境出口业务比例		24.25%	33.02%
yoy			120%
服装	②	26.85	31.52
占比跨境出口业务比例		33.44%	24.25%
yoy			17%
2) 第三方	II = ③+④	34.58	55.59
占比跨境出口业务比例		43.07%	42.76%
yoy			60.75%
其中: 环球易购	③	21.69	31.34
占比跨境出口业务比例		27.02%	24.11%
yoy			44%
帕拓逊	④	12.89	24.25
占比跨境出口业务比例		16.05%	18.65%
yoy		176%	88%
2、进口业务	III	4.23	6.76
yoy			60%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

从经营主体出发对业绩进行拆分:

- 1) **环球易购** 2017 年整体营收 114.41 亿元, 同比+59.7%, 2018 年 Q1 营收同比+38.96%至 30.44 亿元, 预计 2018 年整体收入将维持 40%+增长。2017 年净利润同比大增+108.6%至 7.14 亿元, 2018 年 Q1 净利润增速有所放缓, 同比+44%至 1.74 亿元。
- 2) **帕拓逊** 营收高增长, 2017 年营收同比+68.8%至 1.92 亿元, 2018 年 Q1 营收维持高增长, 同比+79.6%至 7.5 亿元。2017 年帕拓逊实现净利润 1.9 亿元, 同比 68.8%; 2018 年 Q1 净利同比 44.61%至 0.6 亿元。自 2018 年 2 月起, 前海帕拓逊 10% 剩余股权开始并表, 预计帕拓逊 Q1 整体并表利润 6000 万元左右。
- 3) **优壹电商** 2017 年净利大增 106.8%至 2.1 亿元, 2018 年 Q1 实现净利润 0.5 亿元, 从 2018 年 2 月起开始优壹电商 100% 股权并表, 预计优壹电商 Q1 贡献利润 2700-3000 万元。

表 2: 经营主体财务情况详解

按经营主体细分	2016	2017	2018Q1
营业收入			
环球易购	71.6	114.4	30.4
yoy		59.7%	39.0%
帕拓逊	12.9	24.3	7.5
yoy		88.2%	79.6%
优壹电商	20.1	预计 30-32 亿	7.9
yoy		55%-60%	79.58%
毛利 (预测数据)			

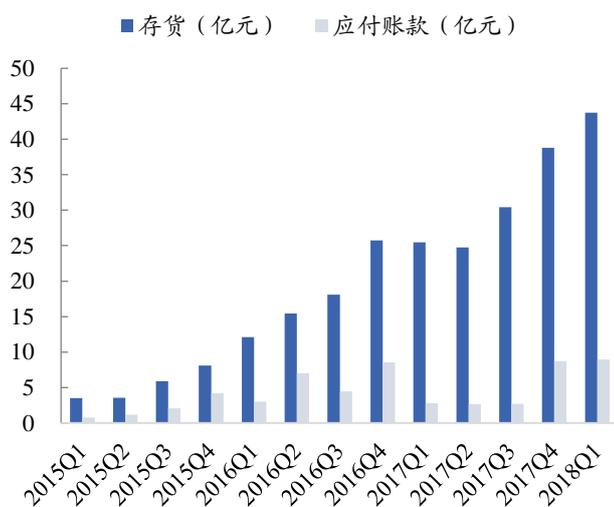
环球易购		31.7	57.7	15.2
	毛利率	44.3%	50.4%	50.0%
帕拓逊		5.5	11.6	3.4
	毛利率	43.0%	48.0%	45.0%
优壹电商		2.8	4.6	1.1
	毛利率	14.1%	14.5%	14%
跨境电商综合毛利率		48.7%	50.0%	-
净利润				
环球易购		3.4	7.1	1.7
	yoy		108.6%	44.24%
帕拓逊		1.1	1.9	0.6
	yoy		68.8%	44.61%
优壹电商		0.8	2.1	0.5
	yoy		166.8%	-

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 经营质量：现金压力缓解，存货周转加快

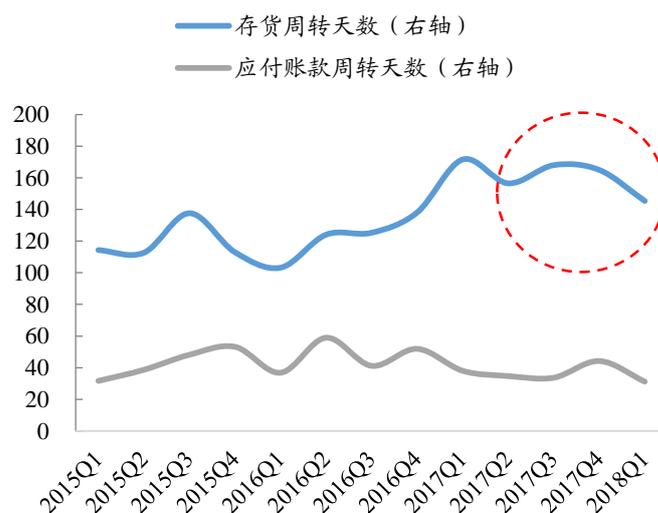
存货消化效果显著，供应商资源与品牌升级持续优化。从绝对数额来看，2017年公司存货余额38.8亿元，同比+50.81%，但存货增长速度低于营收64.2%的增速，存货占营收比重同比-2.46pct至27.68%，规模优化效果显著。随着公司2017年存货管理系统信息化与流程化升级，采购端成本优势开始逐步凸显，一方面携手小米、华为、海尔等优质国产品牌化升级助力中国制造出海加速推进；另一方面公司全五大供应商采购金额占采购总额比例12.15%，采购集中度有所提升。2018年Q1存货增加至43.75亿元，主要由于优壹电商并表所致。从周转情况来看，自2017年Q2起存货周转天数持续下滑，为后续经营奠定了健康的发展基础。

图 3：存货规模逐步消化，应付规模逐渐上升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究注：累计值

图 4：存货周转加快



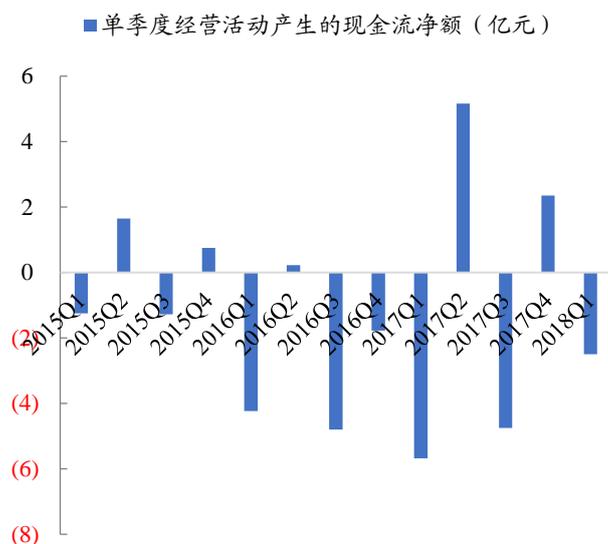
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

应付账款规模上升，对上游话语权有望持续提升。从应付规模来看，截止2017年12月31日应付账款规模大幅提升至8.74亿元，对上游供应商话语权加强。2018年Q1应付账款规模8.98亿元，应付规模扩张为现

金流健康发展坚实基础。

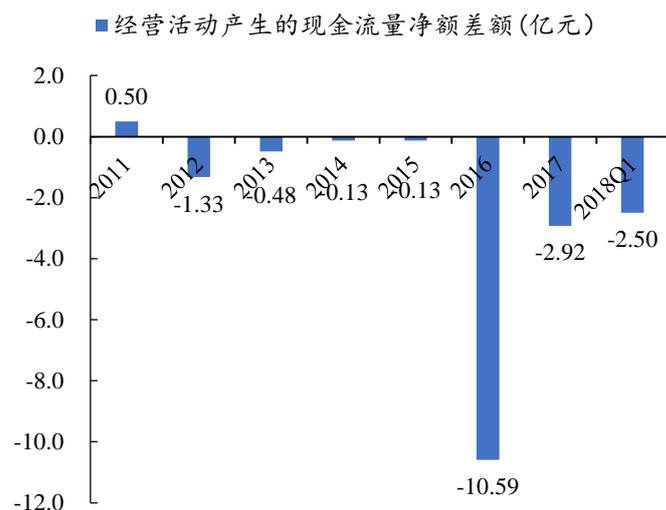
经营性现金大幅收窄，经营质量显著提升。截止 2017 年底经营性现金净流出大幅收窄至 2.92 亿元，其中 Q4 单季度转正为 2.35 亿元。2018 年 Q1 经营性现金净流出 2.5 亿元，其中预计优壹电商经营性现金净流出 1 亿元。可以看到，存货与应付优化带来了经营性现金的大幅收窄，随着公司规模扩张、算法优化、技术改造持续推进，未来有望进入良性现金情况下的加速成长时代。

图 5: Q4 单季度经营性现金转正



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 6: 截止 2017 年底经营性现金净流出大幅收窄



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3. 经营效率: 全方位优化效率提升

自营网站经营成果显著。2017 年公司通过在线精准营销,网络活跃客群,线上经营成果显著: 1) 活跃用户数大幅增加, 2017 年 Gearbest 月均活跃用户数达 4533 万人, 同比公司整体增长 202%; 2) 品类拓展, Gearbest 在线 SKU 达 39 万, 同比公司整体增加 3.4 万。3) 流量转化能力增强, Gearbest 月均流量转化率 2.09%, 同比公司整体增加 0.5pct。

表 3: 公司自营网站的运营数据显著向好

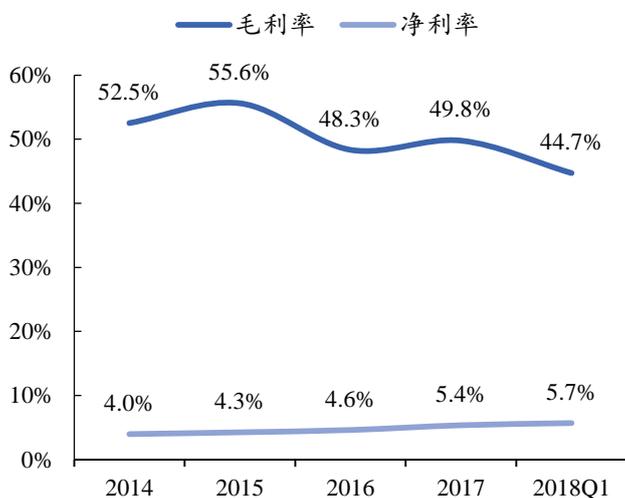
	2015	2016	2017		
			Gearbest	Zuful	Rosegal
注册用户数 (万人)	3650	7018	3195	1083	1307
月均活跃用户数 (万人)	800	1500	4533	1779	1662
在线 SKU 数 (万)	25	35.6	39	4.8	15
90 天复购率 (%)	35.51%	36.21%	49.50%	26.82%	29.38%
月均流量转化率 (%)	1.55%	1.59%	2.09%	1.79%	2.10%
月均客单价 (美元)	--	--	58.83	51.69	40.38

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究。

毛利率、净利率双升, 盈利能力提升显著。公司 MPOW、LANGRIA、SOUAIKI 等自有品牌知名度持续提升, 2017 年自有品牌营业收入达到 42.98 亿元, 占营收比重 30.66%, 优质品牌升级与自有品牌建设促使 2017

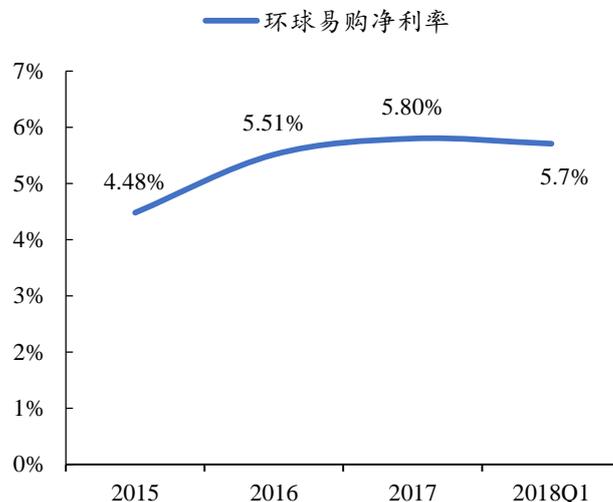
年跨境电商业务毛利率大幅提升 1.33pct 至 50.07%，整体毛利率同比 +1.5pct 至 49.8%，2018Q1 由于优壹电商并表有所下滑至 44.7%。公司净利率持续上行，17 年净利率同比 +0.8pct 至 5.4%，18Q1 净利率较 17 年增长 0.3pct。

图 7: 毛利率结构影响有所下降, 净利率持续提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

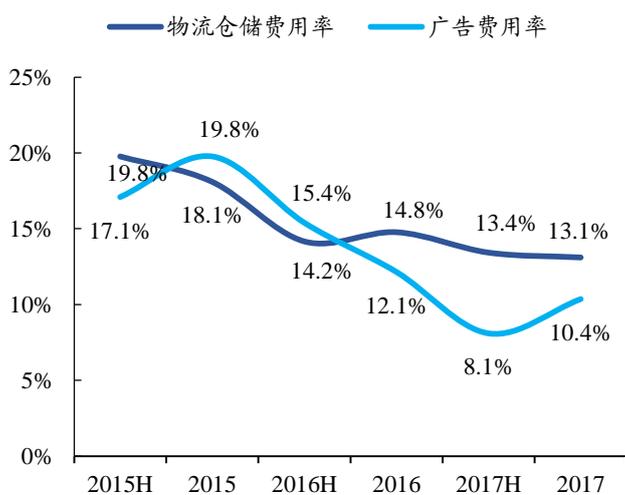
图 8: 2017 年环球易购盈利能力增强



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

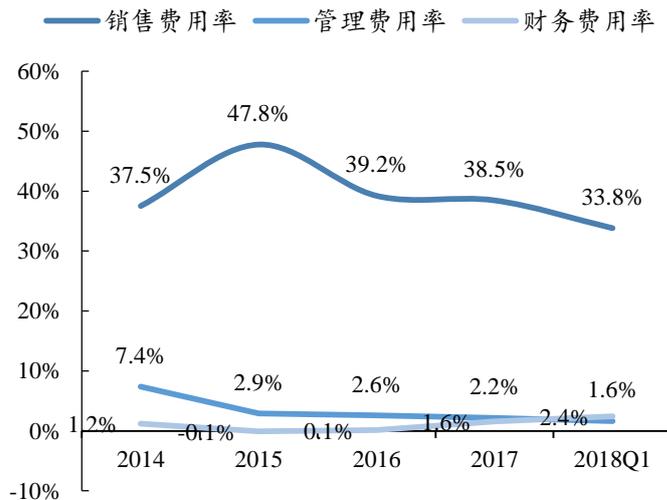
经营效率提升, 销售费用率和管理费用率下行。2017 年仓储物流费用率同比下降 1.7pct 叠加广告费用率下降 1.7pct 驱动销售费用率同比下降 0.7pct 至 38.5%，管理费用率同比下降 0.4pct 至 1.6%，未来公司技术与数据化升级继续推进有望持续优化库存、物流、现金等。财务费用率同比 +1.5pct 至 1.6%，主要系报表折算产生部分汇兑损益。18Q1 公司销售费用率与管理费用率继续下行，分别为 33.8% 和 1.6%。

图 9: 物流与营销两大核心运营指标向好



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 10: 公司销售费用率和管理费用率持续改善



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 投资建议

维持增持评级。业绩高增长，经营效率改善显著，优壹电商并表增厚业绩，技术升级+机制优化助力跨境龙头高增长良性发展。上调 18-19 年 EPS 至 0.81(+0.03)/1.14(+0.07)，预计 20 年 EPS 1.50 元，维持目标价 29.4 元。

5. 风险提示

- 1、行业竞争加剧；
- 2、跨境税收政策趋严；
- 3、并购整合不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		