# 百圆裤业 002640.SZ

# A 股跨境电商稀缺标的，未来业绩有望持续高增长

东方证券 ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **公司于 14 年 10 月 31 日完成了对跨境零售电商环球易购的收购。**环球易购是国内领先的跨境出口零售电商之一，通过自建专业品类垂直电子商务销售平台和第三方平台进行线上 B2C 销售，盈利模式采用买断式自营产品直销美国、加拿大、英国等全球 200 多个国家和地区。13 年和 14 年 1 季度环球易购实现营收 4.66 亿元和 2.01 亿元，同比增长 135.06%和 109.62%，实现净利润 3014.61 万元和 1163.54 万元，13 年同比增长 116.72%。
- **国内跨境出口零售电商行业未来两年年均增长在 30%左右。**13 年跨境出口 B2C 电商模式占我国跨境出口电商 6.1%的市场规模，未来在扶持政策不断出台、传统外贸加速转型、网购模式逐渐渗透等多重利好的刺激下，预计到 16 年 B2C 模式占比将增长至 10.4%,未来两年行业年均增长率在 30%左右。
- **环球易购拥有五大竞争优势。**1）规模位列行业前三，2）销售收入结构按产品分较为均衡，3）市场主要集中在欧洲市场和北美市场，受速卖通影响很小，4）盈利能力在行业前三中是最强的，5）海外仓占地超 1 万平方米。
- **环球易购 15 和 16 年营收和净利润年均复合增长有望超过 57%和 39%，**首先，作为行业龙头增速有望远超行业，其次，配套募集资金中 6500 万元增资用于补充环球易购运营资金，有利于公司尽快投入营运建设，实现快速发展，第三，高毛利率服装家居占比提高，包括高毛利率新品类拓展，有望推升公司未来整体毛利率，第四，规模效应不断显现，物流及仓储费用率和管理费用率有望下降，第五，对赌条款背后反映出环球易购管理层的信心。

## 财务预测与投资建议

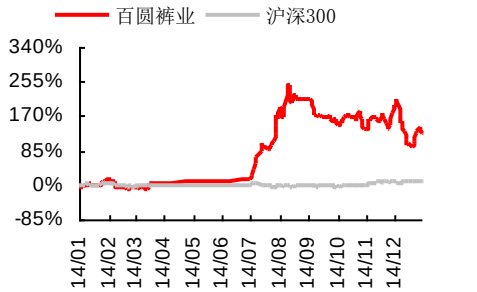
- 我们预计公司 14-16 年每股收益分别为 0.16 元、0.57 元和 0.79 元，按市销率分部估值，原百圆裤业参考国内 A 股服装类上市公司 15 年市销率 2.5 倍，对应总市值 10.93 亿，环球易购参考国外 B2C 上市公司 15 年平均市销率，并基于其规模小增速高的特性给予一定溢价，给予 4.6 倍市销率，对应总市值 78.25 亿，合计 89.18 亿，目标价 42.11 元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

- 收购整合风险、行业竞争加剧风险、宏观经济波动风险、负面报道风险等。

| 投资评级 | 买入 增持 中性 减持 (首次) |
|---|---|
| 股价（2015 年 01 月 15 日） | 33.28 元 |
| 目标价格 | 42.11 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 50.10/13.20 元 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 21,180/13,334 |
| A 股市值（百万元） | 7,049 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 纺织服装 |
| 报告发布日期 | 2015 年 01 月 16 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|---|---|---|---|---|
| 绝对表现（%） | 1.5 | -17.5 | -12.1 | 127.5 |
| 相对表现（%） | 0.3 | -29.6 | -58.4 | 64.3 |
| 沪深 300（%） | 1.3 | 12.0 | 46.3 | 63.2 |




资料来源：WIND、东方证券研究所

**公司主要财务信息**

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 485 | 446 | 580 | 2,138 | 2,889 |
| *同比增长* | *-0.3%* | *-8.0%* | *29.9%* | *268.6%* | *35.1%* |
| 营业利润（百万元） | 63 | 42 | 39 | 160 | 221 |
| *同比增长* | *-23.7%* | *-32.6%* | *-7.3%* | *308.9%* | *37.6%* |
| 归属母公司净利润（百万元） | 52 | 31 | 33 | 120 | 166 |
| *同比增长* | *-23.8%* | *-39.9%* | *4.1%* | *267.5%* | *37.5%* |
| 每股收益（元） | 0.25 | 0.15 | 0.16 | 0.57 | 0.79 |
| 毛利率 | 45.4% | 46.3% | 49.0% | 53.6% | 53.6% |
| 净利率 | 10.8% | 7.1% | 5.7% | 5.6% | 5.7% |
| 净资产收益率 | 8.1% | 4.6% | 2.6% | 6.3% | 8.1% |
| 市盈率（倍） | 132.9 | 221.0 | 212.4 | 57.8 | 42.0 |
| 市净率（倍） | 10.4 | 10.0 | 3.8 | 3.6 | 3.3 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，


**证券分析师** **糜韩杰**
021-63325888*6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512030002
**施红梅**
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001


首次报告

【公司·证券研究报告】


东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
**有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。**

# 目 录

一、公司概况：主业下滑，跨境电商成新增长点 ..... 5
二、跨境出口零售电商行业：行业仍将高增长，内部发生深刻变化 ..... 7
1、跨境出口零售电商行业未来两年年均增长在 30%左右 ..... 7
2、跨境出口零售电商行业内部正在发生深刻变化 ..... 8
三、环球易购的竞争优势 ..... 11
1、规模位列行业前三 ..... 11
2、产品结构比较均衡 ..... 14
3、出口零售市场以欧美为主 ..... 15
4、盈利能力强 ..... 16
四、环球易购 2015 年和 2016 年业绩有望延续高增长 ..... 17
1、龙头增速有望远超行业 ..... 17
2、互联网营销获得资金支持 ..... 17
3、毛利率提升受益品类格局变化 ..... 18
4、规模效应不断显现 ..... 19
5、对赌条款彰显管理层信心 ..... 19
五、裤装主业有望在 2015 年实现复苏 ..... 20
六、盈利预测和投资评级 ..... 21
七、风险因素 ..... 23
1、收购整合的风险 ..... 23
2、行业竞争加剧的风险 ..... 23
3、宏观经济波动的风险 ..... 23
4、核心人才流失的风险 ..... 23
5、负面报道的风险 ..... 23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

# 图表目录

图 1：百圆裤业收购环球易购前营收和净利润情况 ..... 5
图 2：截至 2014 年 1 季度百圆裤业渠道情况 ..... 5
图 3：百圆裤业收购环球易购前毛利率情况 ..... 6
图 4：百圆裤业收购环球易购前期间费用率情况 ..... 6
图 5：环球易购近年营业收入和净利润情况 ..... 7
图 6：环球易购近年毛利率情况 ..... 7
图 7：环球易购近年期间费用率情况 ..... 7
图 8：环球易购经营模式示意图 ..... 7
图 9：跨境出口 B2B 及 B2C 模式市场规模情况 ..... 8
图 10：全球最主要的五大跨境电子商务市场 ..... 8
表 1：2010 年至今中国跨境 B2C 电商领域重点投融资事件 ..... 8
图 11：兰亭集势 2013 年 3 季度营收增速大幅放缓 ..... 9
图 12：DX.com2014 年 1 季度收入出现大幅下滑 ..... 9
图 13：兰亭集势在南美及其他地区的收入占比 ..... 10
图 14：兰亭集势在南美及其他地区的收入及增速 ..... 10
图 15：DX.com 在南美洲的收入占比 ..... 10
图 16：DX.com 在南美洲的收入及增速 ..... 10
表 2：速卖通流量来源前 15 位国家（2014 年 8 月数据） ..... 11
图 17：三大电商平台 2014 年销售收入预测 ..... 12
表 3：各年度用户数比较 ..... 12
表 4：各年度 SKU 数比较 ..... 13
表 5：最近 6 个月月均访问量（2014 年 7 月至 12 月） ..... 13
表 6：平均页面浏览数、浏览时间、跳出率对比（2014 年 12 月） ..... 13
表 7：各电商平台过去三个月流量来源 ..... 14
表 8：各年度重复购买率 ..... 14
图 18：环球易购近年收入按产品分 ..... 15
图 19：环球易购近年收入按地区分 ..... 15
图 20：三大电商平台净利润率对比 ..... 16
图 21：三大电商平台毛利率对比（兰亭集势已按照配送费调整） ..... 16
图 22：三大电商平台销售费用率（兰亭集势已按照配送费调整） ..... 17
图 23：环球易购营业收入和广告宣传费情况 ..... 18
表 9：配套募集资金中 6500 万用于补充环球易购运营资金的用途 ..... 18
图 24：环球易购分产品毛利率情况 ..... 19
图 25：环球易购分产品收入占比情况 ..... 19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 26：服装鞋帽、针纺织品限额以上单位商品零售额月度同比（%）.....20
表 10：服装类可比上市公司.....22
表 11：B2C 可比上市公司.....22

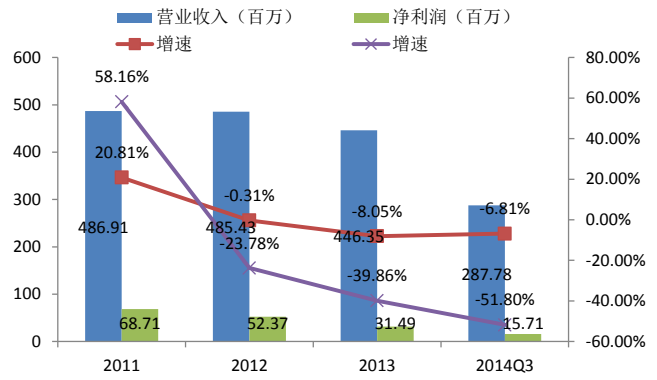
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

# 一、公司概况：主业下滑，跨境电商成新增长点

公司采用加盟与直营销售相结合的方式，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。公司目标客户群体为 25-55 岁的中青年人，主要产品为男女裤装，涵盖各类西裤、休闲裤和牛仔裤。截止 2014 年 3 月 31 日，公司拥有直营与加盟店共计 1615 家，其中直营店 207 家，加盟店 1408 家，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市。

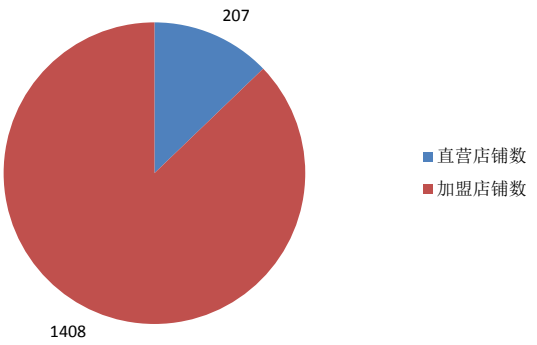
2012 年、2013 年和 2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 4.85 亿元 、4.46 亿元和 2.88 亿元，分别较上年同期下降 0.31%、下降 8.05%和下降 6.81%，实现归属于母公司所有者净利润 5236.63 万元、3149.07 万元和 1571.09 万元，分别较上年同期下降 23.78%、下降 39.86%和下降 51.80%，公司近年业绩持续下滑主要是由于 1）受宏观经济的影响，消费终端购买力持续低迷，对公司未来经营业绩有不利影响。2）劳动力成本及店铺租金仍持续上涨，带来了较大的成本压力，使终端利润下降。3）电子商务的发展，对线下销售网络造成一定冲击。

**图 1：百圆裤业收购环球易购前营收和净利润情况**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

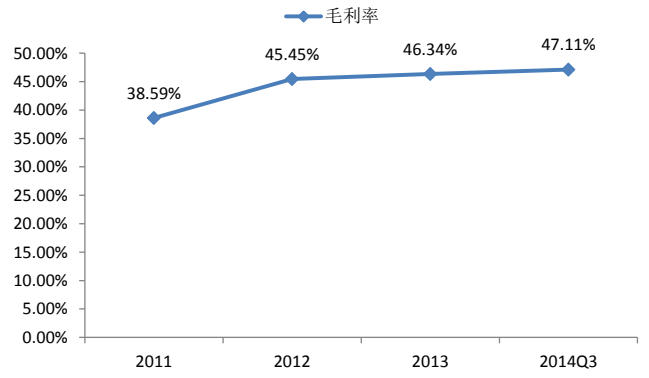
**图 2：截至 2014 年 1 季度百圆裤业渠道情况**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

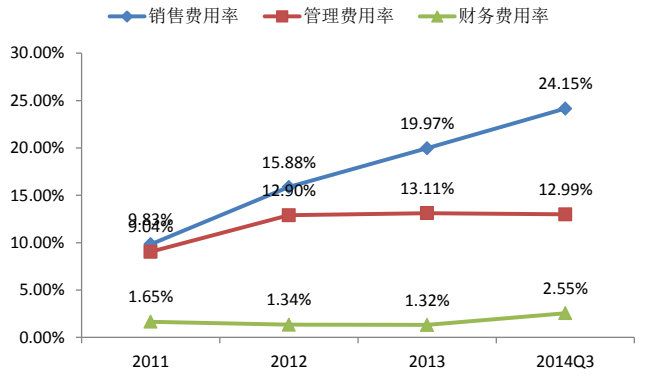
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**图 3：百圆裤业收购环球易购前毛利率情况**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

**图 4：百圆裤业收购环球易购前期间费用率情况**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

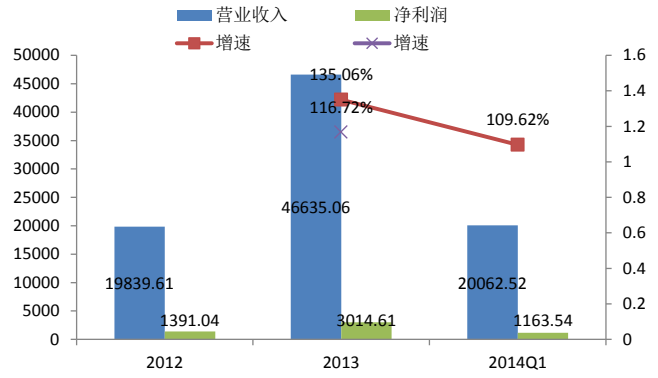
2014 年 10 月 31 日公司通过对跨境零售电商环球易购的股东徐佳东先生、李鹏臻先生、田少武先生、深圳市创新投资集团有限公司和深圳市红土信息创业投资有限公司发行 6797.20 万股股票，同时向徐佳东先生、李鹏臻先生、田少武先生合计支付现金对价 6000 万元完成了对环球易购的收购。为公司未来的发展寻找到了新的利润增长点。

环球易购是国内领先的跨境出口零售电商之一，环球易购通过自建专业品类垂直电子商务销售平台（Everbuying.com 和 Sammydress.com）和 eBay、Amazon 等第三方平台进行线上 B2C 销售，以高性价比的中国制造产品，为全球用户提供物美价廉的海量选择，产品直销美国、加拿大、英国等全球 200 多个国家和地区。在盈利模式方面，环球易购主要采用买断式自营方式运营，直接面对海外终端消费者，以网上零售的方式将产品销售给终端客户，盈利来源主要是产品销售收入。

环球易购自成立以来一直保持高速增长，2013 年和 2014 年 1-3 月环球易购实现营业收入 4.66 亿元和 2.01 亿元，分别较上年同期增长 135.06%和 109.62%，实现净利润 3014.61 万元和 1163.54 万元，其中 2013 年净利润较上年同期增长 116.72%。截至 2014 年 6 月底，环球易购旗下平台合计注册用户数量超过 600 万人，在线产品 SKU 数量超过 20 万个；最高月访问量超过 1,600 万次；2014 年第一季度，环球易购旗下主要平台重复购买率达 38%左右,流量转化率为 1.66%，已形成一定的平台优势和知名度。同时，为了充分抓住移动电子商务发展红利，环球易购于 2013 年推出 IOS 版本和 Android 版本的 Sammydress APP，并取得了突出业绩，2014 年一季度移动端月均访问量为 213.75 万次、月均客单价为 352.66 元。2014 年 6 月底，Sammydress APP 在 Apple Store 全美生活类 APP 排名达到前 20，在 Google Store 全美购物类 APP 排名 100 名左右。

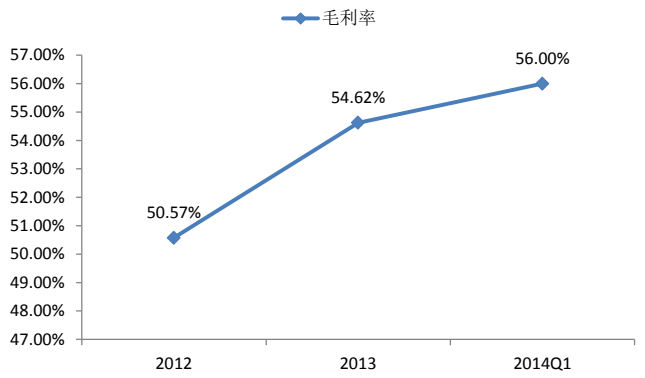
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**图 5：环球易购近年营业收入和净利润情况**



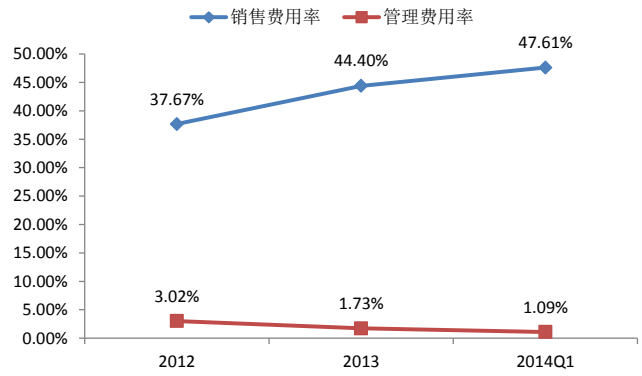

资料来源：公司财报，东方证券研究所

**图 6：环球易购近年毛利率情况**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

**图 7：环球易购近年期间费用率情况**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

**图 8：环球易购经营模式示意图**

资料来源：公司财报，东方证券研究所

# 二、跨境出口零售电商行业：行业仍将高增长，内部发生深刻变化

## 1、跨境出口零售电商行业未来两年年均增长在 30%左右

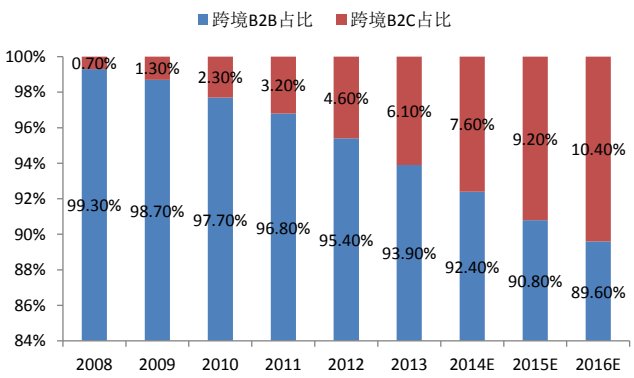
目前，中国跨境出口电商以 B2B 和 B2C 模式为主，其中 2013 年跨境出口 B2C 电商模式占我国跨境出口电商 6.1%的市场规模。未来在扶持政策不断出台、传统外贸加速转型、网购模式逐渐渗透等多重利好的刺激下，我国跨境电商 B2C 企业有望持续受益于行业发展红利，利用发展小众、长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

尾、细分的利基产品市场，在全球贸易中扮演更加重要的角色，预计到 2016 年 B2C 模式占跨境出口电商比例将增长至 10.4%,未来两年行业年均增长率在 30%左右。

中国跨境出口电商的主要市场是以美国和欧洲为代表的成熟市场，根据 eBay 内部数据显示，2013 年大中华区跨境电商零售出口产业十五大目的地市场中，以美国、英国、澳大利亚、德国为代表的成熟市场包揽了前四位，因为成熟市场跨境网购观念普及、消费习惯成熟、整体商业文明规范程度较高、物流配套设施完善，在未来我们预计成熟市场仍是中国跨境出口电商主要的目的地市场。根据 PayPal 2013 年 7 月发布的《PayPal 全球跨境电子商务报告》显示：2013 年，全球五大市场（美国、英国、德国、澳大利亚和巴西）对中国商品的网购需求在 2013 年将达 679 亿人民币；至 2018 年，这一数字预计将翻两倍，激增至 1440 亿人民币。

**图 9：跨境出口 B2B 及 B2C 模式市场规模情况**




资料来源：商务部，东方证券研究所

**图 10：全球最主要的五大跨境电子商务市场**

资料来源：PayPal 全球跨境电子商务报告，东方证券研究所

## 2、跨境出口零售电商行业内部正在发生深刻变化

**虽然行业整体向好，但内部正在发生一些深刻的变化，我们简要归纳如下，**

首先，行业集中度较低，据统计，在深圳仅 2012 年收入超过 1 个亿的跨境出口电商数量就超过 50 家，行业龙头兰亭集势的市场占有率低于 3%，未来随着个别龙头电商逐渐受到资本市场的青睐，获得融资，我们预计市场份额将不断向龙头公司集中。

**表 1：2010 年至今中国跨境 B2C 电商领域重点投融资事件**

| 企业 | 时间 | 投资机构 | 披露金额 | 单位 |
|---|---|---|---|---|
| 大龙网 | 2011.9.27 | 北极光创投 | 2395 | 万美元 |
| | 2011.1.1 | 海纳亚洲 | N/A | |
| | 2010.6.5 | 北极光创投 | 400 | 万美元 |
| 兰亭集势 | 2013.3.23 | 联创策源、金沙江创投 | 800 | 万美元 |
| | 2010.10.25 | 金沙江创投/挚信资本/联创策源/Banean | 3500 | 万美元 |

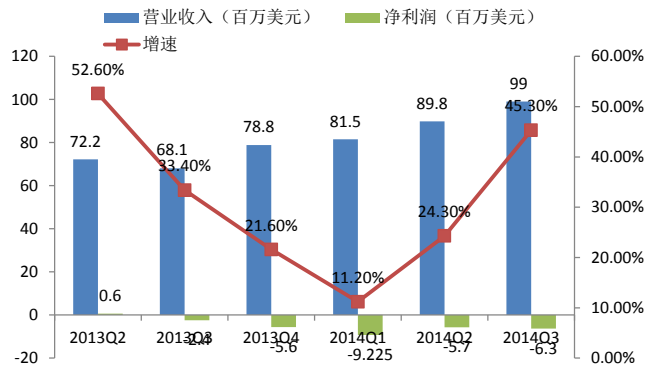
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 米兰网 | 2011.4.6 | 红杉资本 | 千 | 万美元 |
| 环球易购 | 2011.7.20 | 深创投、红土创投 | 5000 | 万元 |
| Wish | 2014.6.28 | Founders' Fund、君联资本、Formation8、GGV 和雅虎联合创始人杨致远 | 5000 | 万美元 |
| | 2014.4.1 | 纪源资本（GGV Capital）和 Formation 8 | 1900 | 万美元 |
| 找库科技 | 2014.9.1 | 国海坚果资本 | 数千 | 万元 |
| | 2013.10.1 | 青松基金 | 百万 | 元 |

资料来源：艾瑞咨询;东方证券研究所

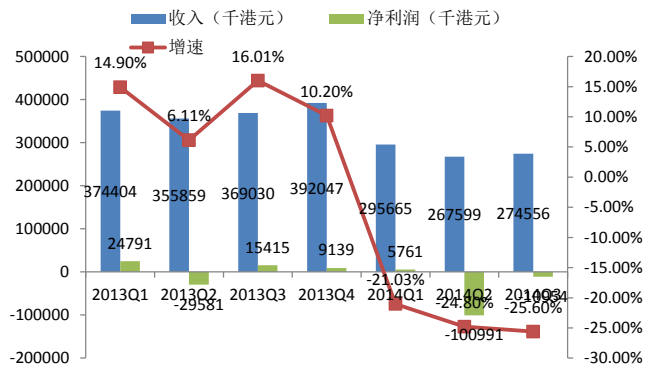
其次，单品类突出的公司容易受到业绩的波动，业内两家最大的公司兰亭集势和 DX 都曾经或者正在遭受类似风险的冲击，2013 年 3 季度兰亭集势服装收入同比下降 8.1%，导致公司当季营收增速大幅放缓至 33.4%，而且在之前连续盈利几个季度后，出现了 240 万美元的净亏损，其背后的原因主要是当时一度占公司收入比重 40%的婚纱品类，随着新进入者不断增多，外贸婚纱由蓝海快速进入红海，竞争异常激烈导致公司在婚纱品类的销售出现下滑。核心品类以电子产品为主的 DX.com（2014 年初才开始筹备其他电子商务分站全面拓展产品线至婚纱、小商品、生活用品及创意产品）2014 年 1 季度（非财务年度）收入出现 21%的下跌，主要由于电子产品竞争日趋激烈所致。

**图 11：兰亭集势 2013 年 3 季度营收增速大幅放缓**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

**图 12：DX.com2014 年 1 季度收入出现大幅下滑**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

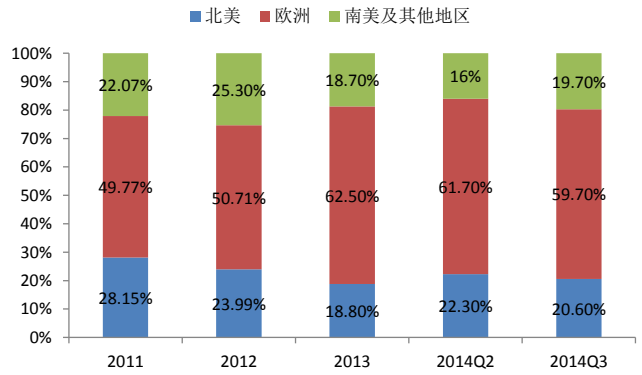
第三，对海外仓的重视程度不断提高，以前国内的跨境出口电商主要通过邮政小包的形式给买家发货，这主要和跨境出口电商的产品以 3C 电子产品和服装服饰为主，通常体积小，重量轻，单价低有关，但随着海外买家对网购中国商品的习惯养成，对产品品类和服务需求的增多，包括跨境出口电商自身也有拓展品类，增加收入，提升毛利率，提高服务质量的需求，小包的弊端越发明显，重量限制，时效慢，客户体验差，随着海外仓的发展，可以使海外买家可选的品类增多，同时收到包

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

裹的时间大为缩短。大部分国内跨境出口电商也可以突破小包时代 2 公斤、不超过多少厘米总长等等一系列的限制，从卖婚纱、电子产品等扩展到家居和汽车用品等品类。

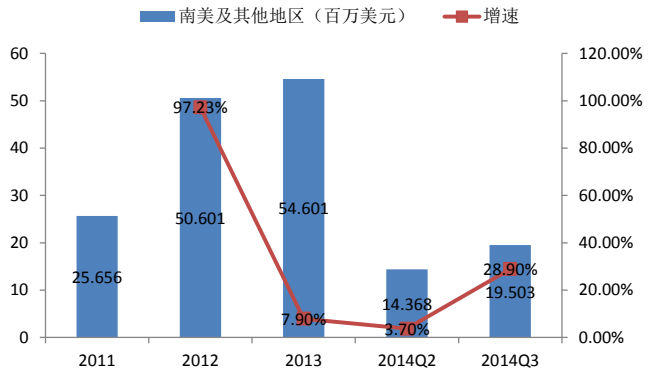
第四，速卖通为代表的跨境电商平台的迅速崛起，导致市场竞争更加激烈，由于速卖通给卖家设置的门槛较低，吸纳了很多中低端的卖家，从而分食了市场份额，特别是在俄罗斯和巴西等速卖通流量增长迅速的地区，国内跨境出口电商受到一定冲击面临增长放缓的现实。

**图 13：兰亭集势在南美及其他地区的收入占比**



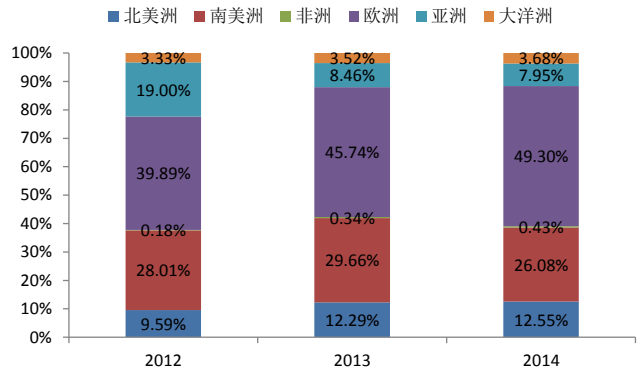

资料来源：公司财报；东方证券研究所

**图 14：兰亭集势在南美及其他地区的收入及增速**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

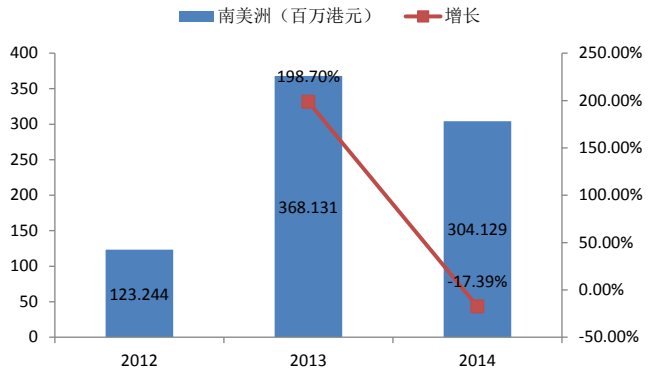
**图 15：DX.com 在南美洲的收入占比**




注：此处 DX.com 的数据为截至当年 6 月份的财务年度

资料来源：公司财报；东方证券研究所

**图 16：DX.com 在南美洲的收入及增速**




注：此处 DX.com 的数据为截至当年 6 月份的财务年度

资料来源：公司财报；东方证券研究所

速卖通自 2010 年成立以来获得了极大的增长。2013 年全年，速卖通平台通过支付宝（Alipay）产生的交易总额达到 20 亿美元。根据阿里巴巴集团的招股说明书，截至 2012 年 12 月 31 日的 9 个月中，阿里巴巴国际零售业务规模为 2.64 亿元，而 2013 年同期为 6.53 亿元（约 1.05 亿美元），

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长了 147.3%。这一增长来自速卖通平台交易总额的增长，主要产生于俄罗斯、美国及巴西买家。未来速卖通将继续开发全球市场，尤其是俄罗斯、东欧及南美等新兴市场。目前除了全球通用的英语网站，速卖通还分别在俄罗斯和巴西运营着两个本土语言网站。

**表 1：速卖通流量来源前 15 位国家（2014 年 8 月数据）**

| 来源国家 | 所占比重 | 增减变化 | 平均停留时间 |
|---|---|---|---|
| 俄罗斯 | 14.89% | 3.17% | 0:07:22 |
| 美国 | 13.65% | -9.28% | 0:14:13 |
| 巴西 | 10.41% | 1.89% | 0:09:45 |
| 西班牙 | 3.56% | 26.26% | 0:11:04 |
| 乌克兰 | 3.52% | -1.12% | 0:12:49 |
| 法国 | 2.50% | 0.73% | 0:09:22 |
| 印度 | 2.41% | -23.14% | 0:08:59 |
| 加拿大 | 2.26% | 3.41% | 0:10:56 |
| 中国 | 2.12% | -3.05% | 0:02:44 |
| 英国 | 2.06% | 5.18% | 0:15:07 |
| 白俄罗斯 | 2.06% | 8.18% | 0:10:11 |
| 意大利 | 1.70% | -12.52% | 0:06:41 |
| 阿根廷 | 1.70% | 11% | 0:15:31 |
| 墨西哥 | 1.50% | -36.45% | 0:11:29 |
| 印度尼西亚 | 1.33% | -34.82% | 0:02:15 |

资料来源：比邻互动，东方证券研究所

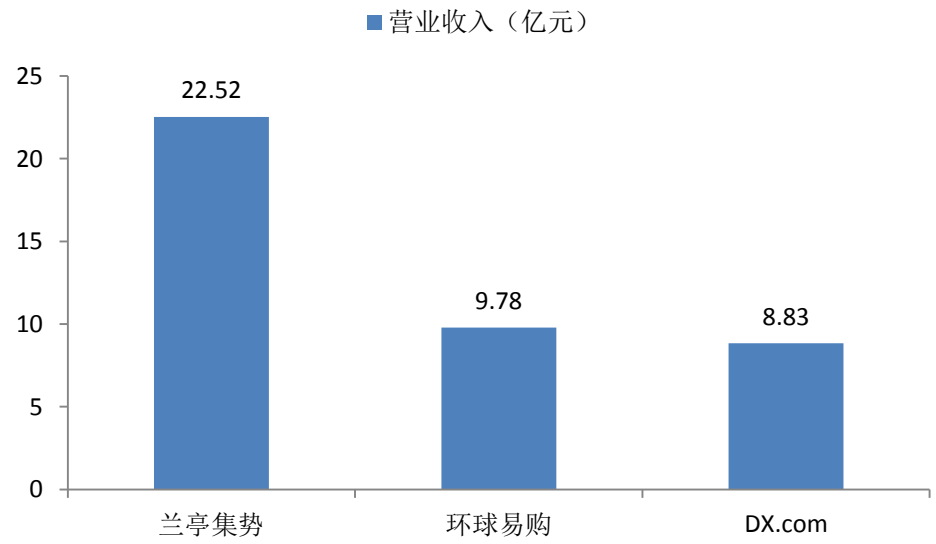
# 三、环球易购的竞争优势

## 1、规模位列行业前三

环球易购是国内领先的跨境出口零售电商之一，不论是收入规模还是各项电商运营指标在行业内均位列前三。公司 2014 年预计销售收入 9.78 亿元，已经超过了行业老牌跨境出口电商 DX.com，DX.com 在 2014 年前三季度的销售收入同比去年下滑了 24.03%，如果全年维持这一状况，则全年预计销售收入 11.03 亿港元，折合人民币 8.83 亿元，略低于环球易购，成为仅次于兰亭集势的国内第二大跨境出口零售电商，兰亭集势预计 2014 年的销售收入为 22.52 亿元（兰亭集势公告前三季度销售收入 2.70 亿美元，第四季度销售收入预计 9300 万美元，汇率按 6.2 计算），

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**图 17：三大电商平台 2014 年销售收入预测**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

**三大电商平台数据对比：**1）用户数，截止 2013 年底，环球易购注册用户数 366.30 万人，同比增长 136.68%（2014 年 6 月底，注册用户数量已超过 600 万人），兰亭集势用户数为 429.1 万人（兰亭集势将用户数定义为在相关期间内至少发生过一次购买行为的用户账户数量），同比增长 73.09%，DX.com 在 2013 年 6 月（2013 财年）购买用户逾 500 万。

**表 3：各年度用户数比较**

| 单位：万人 | | 2012 | 2013 | 2014Q1 |
|---|---|---|---|---|
| 兰亭集势 | 用户数 | 247.9 | 429.1 | 190 |
| | 增长率 | 161.50% | 73.09% | 53.90% |
| 环球易购 | 注册用户数 | 154.76 | 366.3 | 467.71 |
| | 增长率 | - | 136.68% | 27.68% |
| DX.com | 购买用户数 | - | 500 | - |
| | 增长率 | - | - | - |

注：DX.com 的购买用户数截至 2013 年 6 月（2013 财年）

资料来源：公司财报，东方证券研究所

2）在线 SKU，截止 2013 年底，环球易购的在线 SKU 为 18.93 万、兰亭集势在线 SKU 为 52 万，DX.com 在线 SKU 为 12 万（截至 2013 年 6 月，2014 年 6 月则超过 20 万），差异较大主要是产品定位导致，兰亭集势为综合品类电商，环球易购为专业品类电商，主要专注于服装服饰和消费类

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

电子产品，DX.com 在 2014 年前专注于消费类电子产品，于 2014 年初开始筹备其他电子商务分站全面拓展产品线至婚纱、小商品、生活用品及创意产品。

**表 4：各年度 SKU 数比较**

| | | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|
| 兰亭集势 | 在线 SKU | 20.5 | 52 |
| | 增长率 | — | 153.66% |
| 环球易购 | 在线 SKU | 15.76 | 18.93 |
| | 增长率 | — | 20.11% |
| DX.com | 在线 SKU | — | 12 |
| | 增长率 | — | — |

资料来源：公司财报，东方证券研究所

3）平台访问量，2014 年 7 月至 12 月，环球易购旗下主要垂直类电商平台 sammydress.com 和 ever buying.com 的月均总访问量为 1003 万，低于兰亭集势的 4617 万和 DX.com 的 2675 万。由于市场定位不同，环球易购的市场定位是差异化、多层次专业品类电商平台，目前拥有服装服饰零售的 sammydress 和电子产品零售的 everbuying 等多个垂直类电商平台，而兰亭集势和 DX.com 均属于综合品类电商平台，旗下主要运营一个平台，因此环球易购月均访问量数据较兰亭集势和 DX.com 低。

**表 5：最近 6 个月月均访问量（2014 年 7 月至 12 月）**

| 单位：万次 | 7 月 | 8 月 | 9 月 | 10 月 | 11 月 | 12 月 | 月均 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| sammydress.com | 530 | 625 | 630 | 650 | 635 | 555 | 604 |
| everbuying.com | 345 | 375 | 370 | 390 | 435 | 475 | 398 |
| lightinthebox.com | 3090 | 2920 | 3350 | 4340 | 7800 | 6200 | 4617 |
| dx.com | 2350 | 2400 | 2860 | 2790 | 2530 | 3120 | 2675 |

资料来源：SimilarWeb，东方证券研究所

4）平均页面浏览数、浏览时间、跳出率，2014 年 12 月环球易购在网站平均浏览时间和浏览数上都远高于兰亭集势和 DX.com，而在页面跳出率上则低于兰亭集势和 DX.com，显示出环球易购高效、准确的获得流量。

**表 6：平均页面浏览数、浏览时间、跳出率对比（2014 年 12 月）**

| | 环球易购 | | 兰亭集势 | DX.com |
|---|---|---|---|---|
| | sammydress.com | everbuying.com | lightinthebox.com | dx.com |
| 全球排名 | 2944 | 5564 | 402 | 733 |
| 美国排名 | 1478 | 7548 | — | — |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| 主要品类 | 购物/服装 | 购物/消费类电子产品 | 购物/综合类产品 | 购物 |
|---|---|---|---|---|
| 浏览时间（分钟） | 9:48 | 5:39 | 1:31 | 2:54 |
| 平均页面浏览数 | 15.1 | 6.41 | 4.46 | 6.07 |
| 跳出率 | 33.24% | 42.86% | 84.78% | 69.67% |

资料来源：SimilarWeb，东方证券研究所

5）过去三个月流量来源，环球易购旗下主要的两个电商网站直接访问流量占比分别达到 54.34%和 57.34%，为四个跨境电商平台中最高。 同时，环球易购来自社交平台流量的占比远高于兰亭集势和 DX.com，体现出环球易购是跨境出口零售电商中社区化营销领先者。

**表 7：各电商平台过去三个月流量来源**

| | 直接访问 | 引流 | 搜索引擎 | 社交平台 | 邮件 | 广告 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| sammydress.com | 54.34% | 18.56% | 14.84% | 6.57% | 0.76% | 4.93% |
| everbuying.com | 57.34% | 14.13% | 7.99% | 16.78% | 0.89% | 2.86% |
| lightinthebox.com | 17.10% | 16.68% | 10.20% | 2.03% | 1.10% | 52.88% |
| dx.com | 35.70% | 26.32% | 19.81% | 4.05% | 2.09% | 12.03% |

资料来源：SimilarWeb，东方证券研究所

6）重复购买率，环球易购用户重复购买率高于兰亭集势，主要是由于产品结构差异所致。兰亭集势主要销售产品品类之一为婚纱，其重复购买需求较低。

**表 8：各年度重复购买率**

| 重复购买率 | 2012 | 2013 | 2014Q1 |
|---|---|---|---|
| 兰亭集势 | 24.70% | 33.60% | 37.80% |
| 环球易购 | 36.09% | 43.16% | 38.63% |

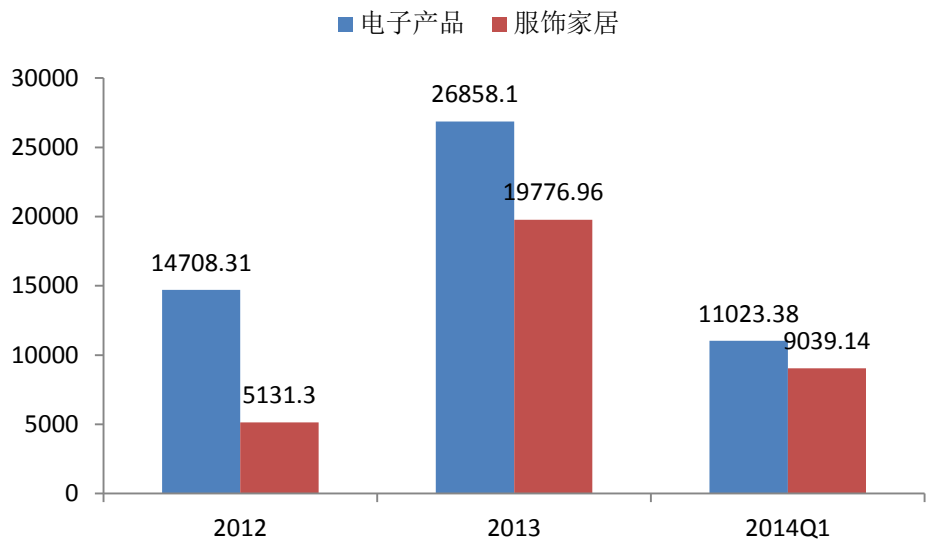
资料来源：公司财报，东方证券研究所

## 2、产品结构比较均衡

公司销售收入结构按产品分较为均衡，截止 2014 年 1 季度，公司电子产品销售收入占比 54.95%，服饰家居占比 45.05%，因此出现由于某单一品类市场竞争激烈导致销售收入和业绩大幅波动的概率较低。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**图 18：环球易购近年收入按产品分**

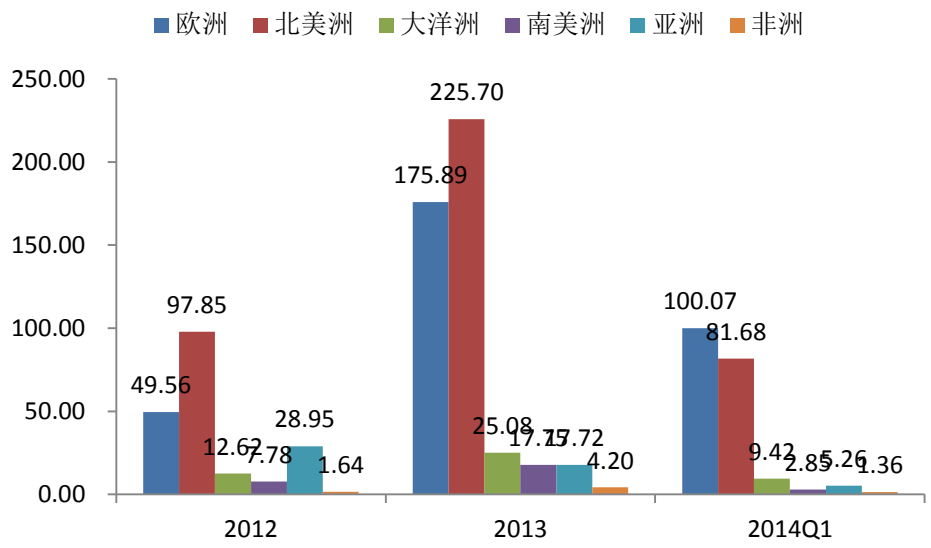



资料来源：公司财报，东方证券研究所

## 3、出口零售市场以欧美为主

环球易购的出口零售市场主要集中在欧洲市场和北美市场，2014 年 1 到 3 月份，公司欧洲市场占比大约 50%，北美大约 40%，考虑到速卖通主要的市场集中在俄罗斯、美国和巴西，其中巴西和俄罗斯速卖通流量增长迅速，但美国已经出现下滑，而且速卖通在美国还没有 ebay 那么大，因此不会对公司造成非常重大的影响。

**图 19：环球易购近年收入按地区分**




有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资料来源：公司财报，东方证券研究所

## 4、盈利能力强

环球易购的盈利能力是行业前三中最强的，2012、2013 和 2014Q1 公司的净利润率分别为 7.01%、6.46%和 5.80%，远远高于兰亭集势的净利润率-2.11%、-1.65%和-11.32%，也高于 DX.com 的净利润率 7.75%、1.33%和 1.95%。我们认为其原因主要为以下几点：

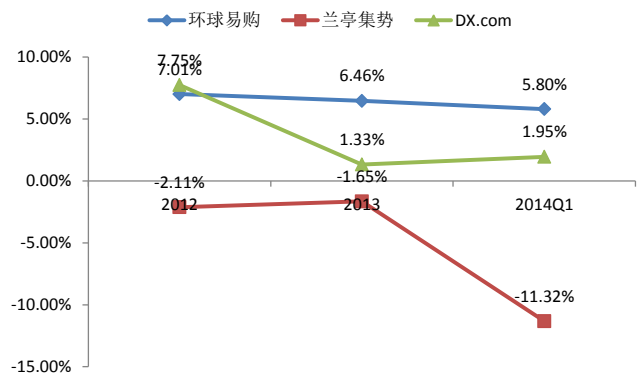
1）公司收入结构按产品分较为均衡抗风险能力强，主要出口零售市场集中在欧洲和北美市场未收到速卖通冲击；

2）公司擅长低成本社交平台营销，使其销售费用率低于兰亭集势（环球易购 2012、2013 的销售费用率为 37.67%和 44.40%，兰亭集势为 52.10%和 56.13%，兰亭集势 2014 年一季度未公告运费数据），虽然兰亭集势由于品类的原因（高毛利率婚纱品类占比较高），整体毛利率要高于环球易购（环球易购 2012、2013 的毛利率为 50.57%、54.62%和 56%，兰亭集势为 62.12%和 65.34%）；

3）公司低调务实的管理风格使其管理费用率低于兰亭集势和 DX.com，这一方面是由于环球易购所处的发展阶段不同于兰亭集势和 DX.com（兰亭集势和 DX.com 很早便是行业的龙头，而环球易购彼时仍处于创业期），另一方面是由于公司各管理岗位更看重企业内部培养的企业文化。当然也和兰亭集势、DX.com 于 2012 年至 2013 年 1 季度受内外部因素的影响收入增速放缓甚至下滑有关。

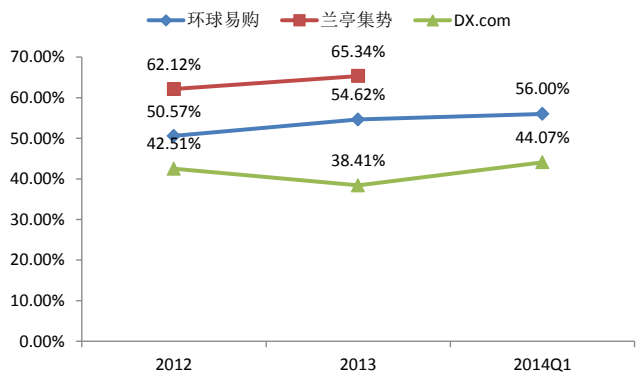
5、海外仓占地超 1 万平方米，环球易购在美国、德国、英国、法国、澳洲以及日本均设有海外仓储，仓储占地超 1 万平方米，为全球消费者提供更加便利的在线购物环境和服务，从未来看我们认为有利于公司进一步拓展商品品类，增加家居园艺、汽车零配件等大体积产品的投入，和高单价高毛利率产品的投入，因为高质量的海外仓服务可以将破损率、丢件率控制在很低的水平，降低销售高价值商品的风险。

**图 20：三大电商平台净利润率对比**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

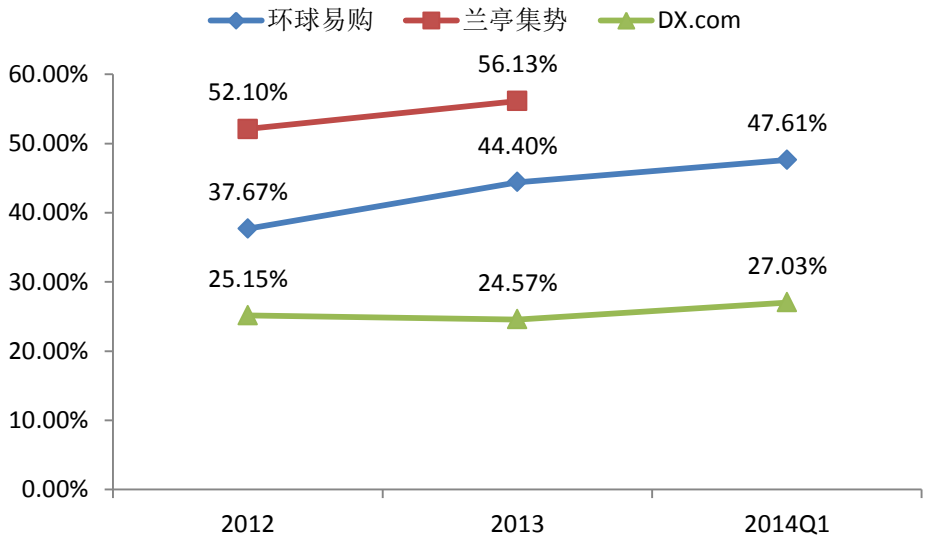
**图 21：三大电商平台毛利率对比（兰亭集势已按照配送费调整）**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 22：三大电商平台销售费用率（兰亭集势已按照配送费调整）




资料来源：公司财报，东方证券研究所

# 四、环球易购 2015 年和 2016 年业绩有望延续高增长

**我们预计环球易购 2015 年和 2016 年营业收入和净利润的年均复合增长有望超过 57%和 39%**，主要是基于以下几点判断：

## 1、龙头增速有望远超行业

环球易购 2013 年、2014 年一季度销售收入同比增长率为 135.06%和 109.62%，均高于行业平均增速。作为国内领先的跨境出口零售电商之一，公司充分受益行业的高速增长，同时凭借其在营销推广、产品开发、供应链管理等方面的优势，有望获得高于行业平均的增速。

## 2、互联网营销获得资金支持

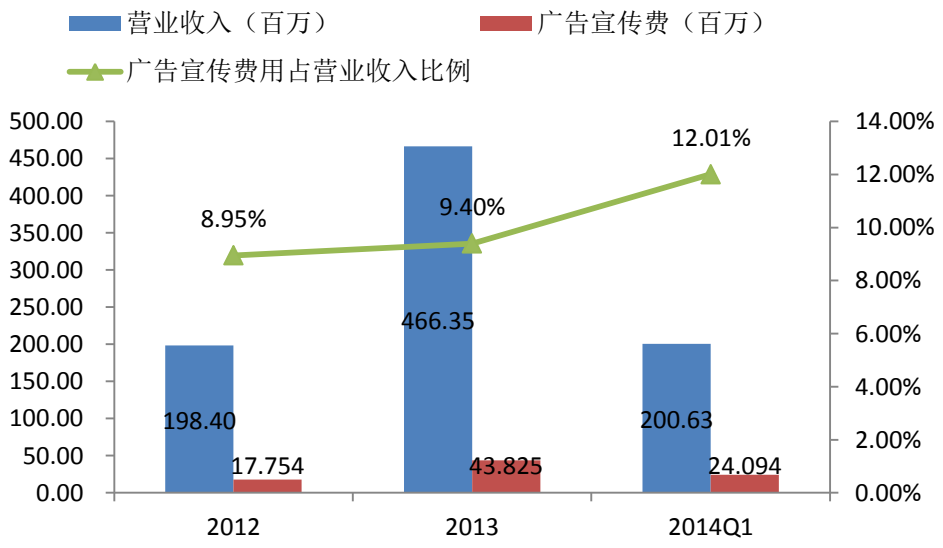
电子商务的逻辑是要通过新增用户和重复购买，实现规模化运营，从而在规模化的基础上降低可变成本，产生持续性的现金流，支撑再投入，形成生态循环圈。由于整个行业正处在高速增长期，因此通过不断吸引新增客户来实现营收的快速增长显得更加重要，当然跨境出口电商的客群目前来讲相对价格敏感度高，较难形成用户粘性和实现高比例的重复购买，从短期看重复购买率也很难大幅提高。

跨境出口电商吸引新增客户主要靠各种互联网营销手段，而其中相当部分是需要资金支持的（有些如搜索引擎营销，参与竞价的多了，关键字价格还不断上涨），环球易购在被百圆裤业收购后，一方面于 2014 年 11 月 29 日获得了 6500 万元增资用于补充运营资金，其中有 2200 万元用于市场推广，包括 Google 广告平台、Facebook 广告平台和其他论坛平台上的营销推广将分别投入 1000

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

万元、1000 万元和 200 万元，有利于环球易购尽快投入营运建设，实现公司快速发展，另一方面，控股股东的上市公司身份，也为环球易购未来持续快速增长提供了坚实的资本后盾。

**图 23：环球易购营业收入和广告宣传费情况**




资料来源：公司财报，东方证券研究所

**表 9：配套募集资金中 6500 万用于补充环球易购运营资金的用途**

| 项目 | 用途 | 金额（万元） |
|---|---|---|
| 市场推广 | Google 广告平台、Facebook 广告平台和其他论坛平台上的营销推广将分别投入 1,000 万元、1,000 万元和 200 万元 | 2200 |
| 仓储能力升级 | 仓储设施建设投入 200 万元，深圳仓储库存占用资金增加 1,200 万元，海外仓储库存占用资金增加 800 万元 | 2200 |
| ERP 系统优化 | 优化 ERP 内供应商模块 | 700 |
| 人才引进 | 高端人才引进 | 300 |
| 流动资金储备 | 日常流动资金需求 | 1100 |
| 合计 | | 6500 |

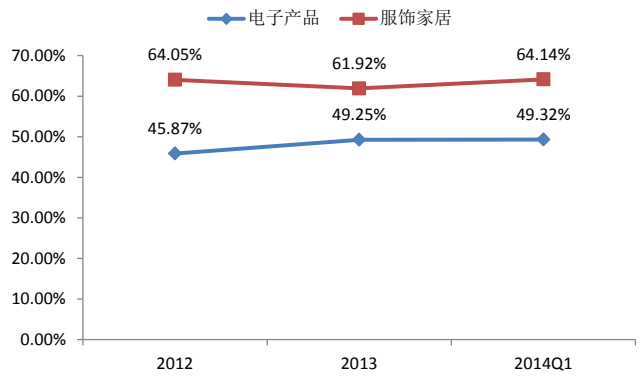
资料来源：公司财报，东方证券研究所

## 3、毛利率提升受益品类格局变化

从环球易购的两大品类来看，服装家居的毛利率平均在 60%以上，远高于电子产品的 40%，而且近年服装收入的增速明显要快于电子产品，占比不断提升，考虑到电子产品的标准化程度较服装强

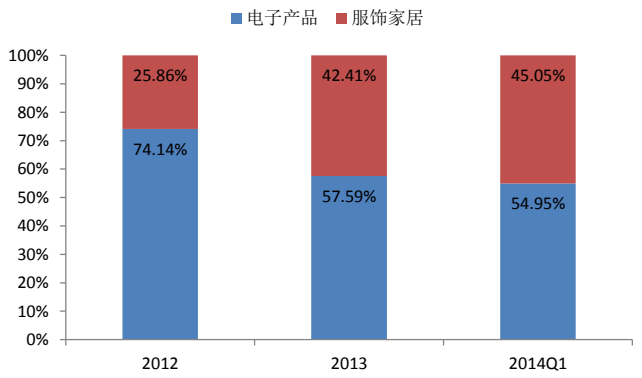
很多，竞争更加激烈（更容易比价），因此我们预计这一趋势在未来有望延续。随着高毛利率服装家居占比的提高，我们预计公司未来毛利率有望小幅提升。

**图 24：环球易购分产品毛利率情况**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

**图 25：环球易购分产品收入占比情况**




资料来源：公司财报；东方证券研究所

另外环球易购未来规划，依托较为完善的海外仓储和物流体系，适当增加家居园艺、汽车零配件等大体积产品的投入，并开拓如婚纱礼服定制化产品、可穿戴设备、珠宝饰品等配饰类产品，加大新品类的推广力度，考虑到这些新品类通常毛利率较高，随着其贡献逐渐增加，这些也都将推升环球易购的毛利率。

## 4、规模效应不断显现

规模效应显现，随着环球易购销售收入的快速增长，销售费用中的物流及仓储费，和管理费用占销售收入的比重预计有望出现不同程度的下降趋势，前者体现随着公司规模的扩大，和物流仓储公司的议价能力的增强，后者体现管理效率的提升

## 5、对赌条款彰显管理层信心

此次百圆裤业收购环球易购的同时，环球易购原股东徐佳东先生和李鹏臻先生承诺环球易购 2014 年度、2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的净利润分别不低于人民币 6500 万元、9100 万元、12600 万元、17000 万元，分别较上年同期增长 115.62%、40%、38.46%、34.92%。如在承诺期内，环球易购截至当期期末累积实现净利润数低于截至当期期末累积承诺净利润数，则向上市公司支付补偿。对赌条款背后反映出环球易购管理层足够的信心。

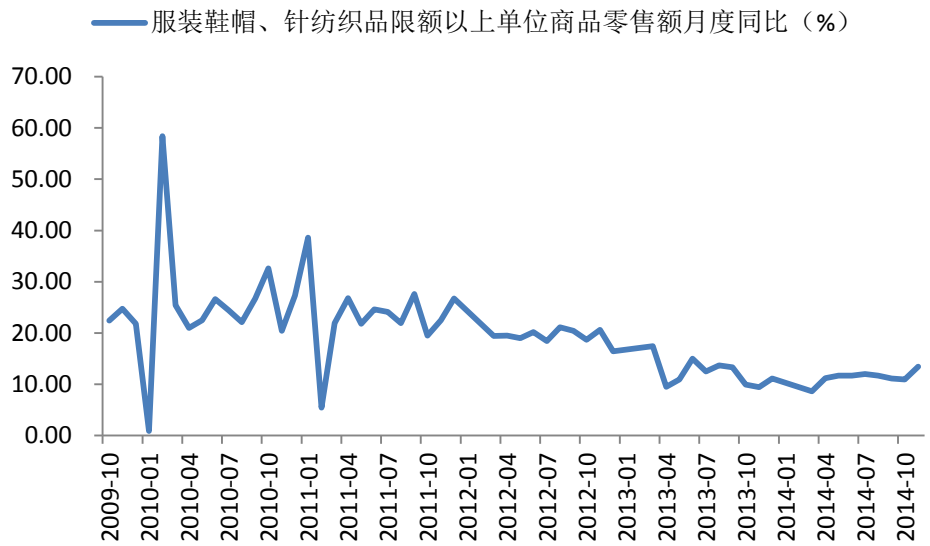
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

# 五、裤装主业有望在 2015 年实现复苏

**我们预计公司裤装主业有望在 2015 年企稳复苏。**首先，公司 2011 年底上市后业绩经历连续下滑，基本伴随着国内宏观经济增速下行，消费终端购买力持续低迷的大周期，另外也和包括电子商务的蓬勃发展对线下销售网络的冲击，劳动力成本及店铺租金仍持续上涨，经营成本压力增加有关，同时也由于公司之前经营管理较为粗放，零售终端竞争力较弱，抗风险能力不足。

其次，从目前看 2015 年国内宏观经济增速预计较 2014 年保持平稳，服装鞋帽、针纺织品限额以上单位商品零售额当月同比增速自 2012 年初下滑以来，最近几个月已有见底回升的迹象。

**图 26：服装鞋帽、针纺织品限额以上单位商品零售额月度同比（%）**




资料来源：东方证券研究所

第三，近年公司自身除了通过采取措施，积极推动加盟商经营管理水平的提高，加快终端门店升级改造、提升公司对分店的服务能力之外，更是从内部管理入手，加强产品研发能力，提升产品适销性，加强辅销产品与主力产品的配销，优化产品物流管理，完善内部目标激励体系，多方拓展网络销售渠道，不断强化公司的竞争力，为公司未来的发展打下了较为扎实的基础。

第四，公司裤装主业 2014 年第四季度预计是业绩拐点，根据公司三季报对全年归属于母公司股东净利润的预测是 2804.22 万元至 3738.96 万元，第四季度单季度净利润预计是 1233.13 万元至 2167.87 万元（前三季度净利润累计 1571.09 万元），考虑到环球易购在 2014 年 11 月起纳入合并范围，假设环球易购 2014 年全年完成业绩承诺 6500 万元，各月业绩较为平均，那么 2 个月的净利润预计为 1083.33 万元，由此推测公司裤装主业 2014 年第四季度单季净利润为 149.80 万元至 1084.54 万元，有望同比 2013 年第四季度单季-110.18 万元实现大幅增长，环比 2014 年第三季度单季 431.50 万元降幅收窄甚至是较大幅度增长。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

# 六、盈利预测和投资评级

**我们对公司的盈利作如下假设：**

1、公司原百圆裤业的营业收入 2014 年至 2016 年预计分别为 4.17 亿、4.37 亿和 4.67 亿，分别较上年同期增长-6.56%、4.8%和 6.74%，其中 2014 年较 2013 年下降主要是 2014 年前三季度经济形式未见好转，终端零售行业压力依旧，公司前三季度营业收入下降 6.81%，2015 年和 2016 年营业收入增速小幅回升主要是基于我们对于公司裤装主业 2014 年四季度业绩拐点，2015 年有望实现复苏的判断。

2、公司原百圆裤业的毛利率 2014 年至 2016 年预计分别为 46.40%、46.36%和 46.30%，毛利率小幅下降主要是由于公司主业裤装业务收入预计 2014 年有所下滑后，2015 年开始将逐步复苏，收入占比提高，而公司毛利率较高的其他业务收入（主要是公司对加盟商的品牌使用费收入和货架销售收入）占比下降有关。

3、公司原百圆裤业的销售费用率 2014 年至 2016 年预计分别为 24.15%、24%、23.50%，销售费用率小幅下降主要是基于营业收入增速预计小幅回升所带来的摊薄作用。管理费用率 2014 年至 2016 年预计分别为 13%、13%、13%，基本保持稳定。

4、全资子公司环球易购的营业收入 2014 年至 2016 年预计分别为 9.78 亿、17.01 亿、24.22 亿，分别较上年同期增长 109.63%、74.01%和 42.40%，收入预计保持高速增长主要是基于国家政策对跨境出口零售电商的支持、公司的历史发展情况、公司的竞争力和未来的发展规划，收入增速下降主要是反映了销售规模扩大带来的基数效应。

5、全资子公司环球易购的毛利率 2014 年至 2016 年预计分别为 55.59%、55.48%、55.03%，毛利率小幅下降主要基于行业竞争未来会逐步增加的判断。

6、全资子公司环球易购的销售费用率 2014 年至 2016 年预计分别为 46.05%、46.97%和 46.74%，销售费用率基本逐年增加主要是考虑到为了获取新客户，公司互联网营销投入加大，另外像搜索营销的成本不断上涨。管理费用率 2014 年至 2016 年预计分别为 1.36%、1.04%、0.90%，管理费用率逐年下降主要是考虑到营业收入快速增长的摊薄作用和管理效率的提升。

7、原百圆裤业的所得税率 2014 年至 2016 年预计分别为 25%、25%、25%。全资子公司环球易购的所得税率 2014 年至 2016 年预计分别为 15%、25%、25%。环球易购作为深圳高新技术企业 15%的所得税优惠税率 2014 年底到期，2015 年之后按照保守假定不续期 25%计算。

我们预计公司 2014 年至 2016 年每股收益分别为 0.16 元、0.57 元和 0.79 元，其中 2015 年大幅增长主要是由于环球易购于 2014 年 11 月初完成收购，2014 年仅 11 月和 12 月两个月纳入合并范围的缘故。

对于公司的估值，我们认为按市销率分部估值较为合理，因为市销率估值适用于像原百圆裤业传统品牌业务业绩较差的时候和像环球易购作为互联网公司在行业高速发展期更加看重规模的时候，公司原百圆裤业的业务，参考国内 A 股服装类上市公司平均 2015 年市销率 2.5 倍，4.37 亿收入对应总市值 10.93 亿，公司全资子公司环球易购，由于国内 A 股没有类似的标的可以参考，我们选取国外上市的主要的服装类、其他类和综合类 B2C 公司包括 Zulily、ZALANDO、Yoox、Start Today、BOOHOO、唯品会、聚美、Amazon、eBay、阿里巴巴（我们剔除了 2015 年市场预期不盈利的兰亭集势和京东，包括市场预期收入增速低于 10%的 ASOS），这 8 家公司调整后平均市销率 2015

年为 2.5，同时考虑到（1）环球易购整体收入规模，包括发展阶段都要小于和早于国外可比公司，（2）环球易购 2015 年的预计收入增速远高于国外可比公司，（3）国外可比公司在收入高速增长的企业发展的早期整体市销率都非常高，因此我们认为可以给予环球易购 85%以上的估值溢价，即 2015 年平均 4.6 倍市销率，17.01 亿收入对应总市值 78.25 亿，两者合计 89.18 亿，对应目标价 42.11 元，首次给予公司“买入”评级。

**表 10：服装类可比上市公司**

| 公司 | 代码 | 最新市值(亿元) | 营业收入（百万元） | | | | 市销率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2015/1/9 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
| 卡奴迪路 | 002656 | 30.46 | 799.09 | 781.03 | 858.81 | 935.81 | 3.81 | 3.90 | 3.55 | 3.25 |
| 森马服饰 | 002563 | 233.96 | 7293.72 | 8081.64 | 9180.42 | 10456.36 | 3.21 | 2.90 | 2.55 | 2.24 |
| 奥康国际 | 603001 | 69.83 | 2796.21 | 2827.60 | 3103.12 | 3512.88 | 2.50 | 2.47 | 2.25 | 1.99 |
| 罗莱家纺 | 002293 | 73.50 | 2524.21 | 2763.04 | 3093.63 | 3496.37 | 2.91 | 2.66 | 2.38 | 2.10 |
| 九牧王 | 601566 | 77.29 | 2501.54 | 2193.80 | 2337.93 | 2574.00 | 3.09 | 3.52 | 3.31 | 3.00 |
| | 最大值 | | | | | | 3.81 | 3.90 | 3.55 | 3.25 |
| | 最小值 | | | | | | 2.50 | 2.47 | 2.25 | 1.99 |
| | 平均数 | | | | | | 3.10 | 3.09 | 2.81 | 2.52 |
| | 调整后平均 | | | | | | 3.07 | 3.03 | 2.74 | 2.45 |

资料来源：朝阳永续一致预期，东方证券研究所

**表 11：国外 B2C 可比上市公司**

| 公司 | 总市值（亿美元） | 营业收入（百万美元） | | | | 市销率 | | | | 2015 收 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2015/1/13 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 入增速 |
| Zulily | 26.60 | 3.31 | 6.96 | 12.18 | 17.96 | 8.03 | 3.82 | 2.18 | 1.48 | 47.49% |
| ZALANDO | 69.24 | 14.90 | 23.41 | 26.23 | 32.31 | 4.65 | 2.96 | 2.64 | 2.14 | 23.18% |
| Yoox | 12.25 | 4.83 | 6.05 | 6.27 | 7.47 | 2.53 | 2.02 | 1.95 | 1.64 | 19.01% |
| Start Today | 23.51 | 4.24 | 3.85 | 3.56 | 4.15 | 5.55 | 6.10 | 6.61 | 5.67 | 16.55% |
| BOOHOO | 4.18 | 1.07 | 1.73 | 2.16 | 2.66 | 3.91 | 2.41 | 1.93 | 1.57 | 23.16% |
| 唯品汇 | 121.39 | 6.92 | 16.97 | 36.51 | 60.76 | 17.54 | 7.15 | 3.32 | 2.00 | 66.41% |
| 聚美 | 18.62 | 2.33 | 4.83 | 6.63 | 9.56 | 7.98 | 3.86 | 2.81 | 1.95 | 44.07% |
| Amazon | 1364.67 | 610.93 | 744.52 | 894.21 | 1059.65 | 2.23 | 1.83 | 1.53 | 1.29 | 18.50% |
| eBay | 684.92 | 140.72 | 160.47 | 179.26 | 201.07 | 4.87 | 4.27 | 3.82 | 3.41 | 12.17% |
| 阿里巴巴 | 2483.99 | 54.89 | 85.83 | 125.74 | 173.91 | 45.25 | 28.94 | 19.76 | 14.28 | 38.31% |
| 最大值 | | | | | | 45.25 | 28.94 | 19.76 | 14.28 | 66.41% |
| 最小值 | | | | | | 2.23 | 1.83 | 1.53 | 1.29 | 12.17% |
| 平均数 | | | | | | 10.25 | 6.34 | 4.65 | 3.54 | 30.89% |
| 调整后平均 | | | | | | 6.88 | 4.07 | 3.16 | 2.48 | 28.78% |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 环球易购 | | | | | | | | | | 74.01% |

资料来源：彭博，东方证券研究所

# 七、风险因素

## 1、收购整合的风险

上市公司需与环球易购在企业文化、经营管理、业务拓展等多方面进行融合，如果整合过程中上市公司未能及时制定与环球易购相适应的企业文化、组织架构、财务管理与内控流程、人力资源管理、技术研发管理等方面的具体整合措施，可能会对环球易购的经营产生不利影响。

## 2、行业竞争加剧的风险

跨境出口零售电商行业虽仍处于快速发展阶段，但竞争激烈，环球易购除了需应对行业已上市跨境出口零售电商如兰亭集势、DX 控股的竞争外，市场份额也面临如 EBAY、Amazon、速卖通等综合门户类跨境出口零售电商的挤压，同时未来行业的新进入者也会对行业造成冲击。如果未来环球易购不能准确的把握市场和行业发展趋势，及时进行技术引进升级和业务创新，会发生竞争优势减弱、经营业绩下滑等经营风险。

## 3、宏观经济波动的风险

如果未来国际经济形势发生重大变化，特别是在环球易购主要的出口零售市场美国和欧洲的经济增长出现放缓或停滞，将制约环球易购服装服饰、消费类电子产品的市场需求。

## 4、核心人才流失的风险

作为互联网电商运营企业，核心技术和管理人员是其未来技术、业务模式和产品不断创新、保持企业持续盈利的重要因素。如果环球易购与上市公司在管理制度及企业文化方面未能有效地融合，可能会造成环球易购技术和管理人员的流失，以及相应的技术和业务信息流失和泄密，将对环球易购的经营产生不利，影响其实现未来的盈利目标。

## 5、负面报道的风险

2014 年 12 月 19 日，证监会通报了对涉嫌操纵包括公司在内的 18 支股票的涉案机构和个人立案调查的相关情况，同时央视媒体也进行了相关报道。之后公司根据自查情况在 12 月 23 日公告澄清公告，主要内容包括“截至公告发出之日，公司、公司控股股东、实际控制人、公司董监高人员均未收到证监会关于立案调查的任何书面文件。”“公司自上市以来，一直严格按照相关规定做好

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

内幕信息知情人登记工作，不存在内幕信息知情人员利用内幕信息买卖公司股票行为，也不存在配合机构及个人操纵股价的行为。公司未与任何机构签订市值管理协议，没有发布选择性信息配合操纵股价。”截至本证券研究报告发布，证监会还未有对上述事项的后续处理情况。

## 附表：财务报表预测与比率分析

**资产负债表**

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 281 | 201 | 342 | 442 | 729 |
| 应收账款 | 202 | 289 | 399 | 427 | 422 |
| 预付账款 | 168 | 199 | 186 | 177 | 48 |
| 存货 | 112 | 141 | 132 | 147 | 160 |
| 其他 | 12 | 17 | 20 | 61 | 81 |
| **流动资产合计** | **775** | **846** | **1,080** | **1,254** | **1,440** |
| 长期股权投资 | 0 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 固定资产 | 43 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 在建工程 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 12 | 12 | 11 | 10 | 10 |
| 其他 | 52 | 73 | 965 | 958 | 958 |
| **非流动资产合计** | **109** | **132** | **1,023** | **1,016** | **1,015** |
| **资产总计** | **884** | **978** | **2,103** | **2,270** | **2,454** |
| 短期借款 | 108 | 122 | 109 | 109 | 109 |
| 应付账款 | 10 | 20 | 22 | 51 | 66 |
| 其他 | 90 | 133 | 124 | 145 | 161 |
| **流动负债合计** | **207** | **275** | **255** | **305** | **336** |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| **非流动负债合计** | **2** | **2** | **0** | **0** | **0** |
| **负债合计** | **209** | **277** | **255** | **305** | **336** |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 4 | 4 | 4 |
| 股本 | 133 | 133 | 212 | 212 | 212 |
| 资本公积 | 366 | 366 | 1,409 | 1,409 | 1,409 |
| 留存收益 | 169 | 196 | 222 | 340 | 493 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **股东权益合计** | **675** | **701** | **1,848** | **1,965** | **2,118** |
| **负债和股东权益** | **884** | **978** | **2,103** | **2,270** | **2,454** |

**现金流量表**

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 51 | 29 | 31 | 120 | 166 |
| 折旧摊销 | 8 | 11 | 12 | 9 | 2 |
| 财务费用 | 7 | 6 | 5 | 3 | 1 |
| 投资损失 | 0 | 0 | (1) | (1) | (1) |
| 营运资金变动 | (272) | (105) | (105) | (27) | 133 |
| 其它 | 74 | 11 | 17 | 2 | (0) |
| **经营活动现金流** | **(133)** | **(48)** | **(41)** | **106** | **300** |
| 资本支出 | (22) | 6 | (1) | (1) | (1) |
| 长期投资 | (7) | (25) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (68) | (14) | (914) | 1 | 1 |
| **投资活动现金流** | **(97)** | **(33)** | **(915)** | **(0)** | **(0)** |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 1,122 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | (5) | (24) | (6) | (13) |
| **筹资活动现金流** | **1** | **(5)** | **1,098** | **(6)** | **(13)** |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | **(229)** | **(86)** | **141** | **100** | **287** |

**利润表**

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **485** | **446** | **580** | **2,138** | **2,889** |
| 营业成本 | 265 | 240 | 296 | 992 | 1,340 |
| 营业税金及附加 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 营业费用 | 77 | 89 | 176 | 904 | 1,242 |
| 管理费用 | 63 | 59 | 56 | 74 | 82 |
| 财务费用 | 7 | 6 | 5 | 3 | 1 |
| 资产减值损失 | 7 | 7 | 5 | 2 | (0) |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| **其他** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **营业利润** | **63** | **42** | **39** | **160** | **221** |
| 营业外收入 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **71** | **43** | **40** | **161** | **221** |
| 所得税 | 20 | 14 | 9 | 40 | 55 |
| **净利润** | **51** | **29** | **31** | **120** | **166** |
| 少数股东损益 | (1) | (3) | (2) | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利润** | **52** | **31** | **33** | **120** | **166** |
| 每股收益（元） | 0.25 | 0.15 | 0.16 | 0.57 | 0.79 |

**主要财务比率**

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | -0.3% | -8.0% | 29.9% | 268.6% | 35.1% |
| 营业利润 | -23.7% | -32.6% | -7.3% | 308.9% | 37.6% |
| 归属于母公司净利润 | -23.8% | -39.9% | 4.1% | 267.5% | 37.5% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 45.4% | 46.3% | 49.0% | 53.6% | 53.6% |
| 净利率 | 10.8% | 7.1% | 5.7% | 5.6% | 5.7% |
| ROE | 8.1% | 4.6% | 2.6% | 6.3% | 8.1% |
| ROIC | 6.6% | 4.0% | 2.4% | 6.1% | 7.7% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 23.7% | 28.3% | 12.1% | 13.4% | 13.7% |
| 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 3.74 | 3.07 | 4.23 | 4.11 | 4.29 |
| 速动比率 | 3.20 | 2.56 | 3.71 | 3.63 | 3.81 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.3 | 1.7 | 1.6 | 4.9 | 6.5 |
| 存货周转率 | 2.8 | 1.9 | 2.2 | 7.1 | 8.7 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 1.0 | 1.2 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.25 | 0.15 | 0.16 | 0.57 | 0.79 |
| 每股经营现金流 | -0.63 | -0.23 | -0.20 | 0.50 | 1.42 |
| 每股净资产 | 3.17 | 3.29 | 8.74 | 9.29 | 10.02 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 132.9 | 221.0 | 212.4 | 57.8 | 42.0 |
| 市净率 | 10.4 | 10.0 | 3.8 | 3.6 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 89.7 | 115.9 | 124.5 | 40.2 | 31.0 |
| EV/EBIT | 99.9 | 143.5 | 158.0 | 42.4 | 31.2 |

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

**公司投资评级的量化标准**

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

**行业投资评级的量化标准：**

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

**东方证券研究所**

**地址：** 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
**联系人：** 王骏飞
**电话：** 021-63325888*1131
**传真：** 021-63326786
**网址：** www.dfzq.com.cn
**Email：** wangjunfei@orientsec.com.cn