



证券研究报告·上市公司简评

纺织服装

电商业务高歌猛进，外延并购完善电商全产业链布局

事件

公司发布 2016 年年报。2016 年公司实现营业收入 85.37 亿元，同比增长 115.53%，实现归母净利润 3.94 亿元，同比增长 133.85%。其中 2016Q4 实现营业收入 30.11 亿元，同比增长 63.67%，当季实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 171.09%。

公司董事会审议通过 2016 年度利润分配预案为：以未来实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.56 元（含税）。

简评

1、进出口全面增长，跨境电商业务继续高歌猛进

（1）2016 年公司电子商务业务总体实现营业收入 83.82 亿元，同比大幅增长 124.79%，占总体营业收入 98.18%，占比继续攀升。电商业务总体毛利率 48.74%，比上年同比减少 7.46pct。销量提升带动收入大幅增长，2016 年电商业务销售量达 6790.69 万件、个、台等，同比增加 97.53%。

（2）出口方面，公司全资子公司环球易购出口 B2C 业务作为公司最核心业务，贡献绝大部分盈利，2016 年取得较快增长，实现营业收入 67.40 亿元，同比增长 84.86%，归母净利润 3.95 亿元，同比增长 135.47%。另一出口平台控股子公司前海帕拓逊 2016 年实现营业收入 12.89 亿元，同比增长 176.63%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 157.48%。其中服装服饰类、3C 电子类、安防产品类、家居园艺类、运动类产品均保持快速增长。进口业务收入占比目前较小，但增长迅速。2016 年环球易购跨境进口业务实现营业收入 4.23 亿元，比上年同期增长 425.71%，归母净利润-5,257.24 万元，年末已实现单月盈利。

（3）2016 年公司三费增长幅度较大，但收入增加使得比率下降，盈利效益有所提升。销售费用、管理费用和财务费用分别为 33.48 亿元、2.20 亿元和 1058.16 万元，分别同比增加 76.95%、92.48%和 383.38%。销售费用率和管理费用率分别为 39.22%和 2.58%，较 2015 年减少 8.55pct、0.31pct，主要因为营业收入增长幅度较大。期间费用的增加与公司销售规模增加带来的管理支出、营销推广费、物流费增加相关，财务费用增加乃公司 2016 年短期及长期借款均大幅增加所导致。

跨境通 (002640)

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2017 年 3 月 17 日

当前股价：17.52 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3/1.26	-13.05/-17.90	9/-5.12
12 月最高/最低价 (元)		38.08/14.61
总股本 (万股)		142911.04
流通 A 股 (万股)		73494.27
总市值 (亿元)		250.38
流通市值 (亿元)		128.76
近 3 月日均成交量 (万)		801.28
主要股东		
杨建新		19.83%

股价表现



相关研究报告



(4) 库存周转率有所下降, 应收账款周转率提升。由于销售规模的扩大、公司销售旺季及春节前进行储备存货以及子公司并表等因素, 2016 年末公司存货金额 25.73 亿元, 同比增加 217.92%, 存货周转率为 2.61, 较 2015 年末 3.19 有所降低。同时公司应收账款和应付账款均有所上升, 分别同比增加 106.13%、105.36%, 应收账款周转率提升幅度较大, 2016 年末 20.50, 较 2015 年末的 12.35 有所提高, 周转天数由 29.16 天下降为 17.56 天, 盈利实现能力得到提升。公司 2016 年应付账款周转率为 6.93, 较 2015 年末的 6.76 有所增加。

2、国内跨境电商行业规模高速增长, 公司作为龙头企业, 积极外延并购, 未来前景广阔

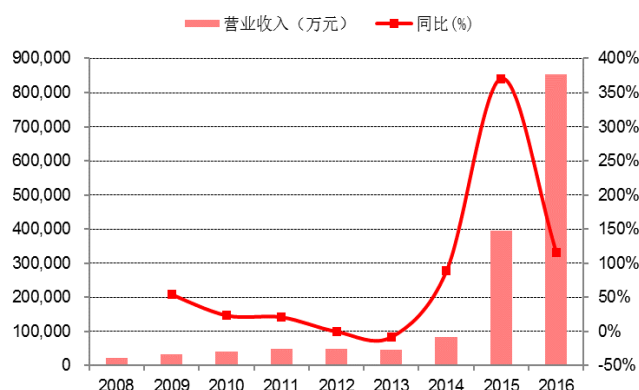
(1) 国内跨境电商行业规模高速增长, 据商务部和海关总署, 2015 年我国跨境电商的交易规模为 4.8 万亿元, 同比增长约 28%, 2011-2015 年的 CAGR 高达 40%。据艾媒咨询《2016-2017 中国跨境电商市场研究报告》显示, 2016 年中国跨境电商交易规模达到 6.3 万亿元, 预计 2018 年交易规模将继续增加至 8.8 万亿元, 其中以跨境出口为主流。据商务部和海关总署统计, 2015 年我国跨境出口电商交易额占整体 83.1%, 且近年来 B2C 模式占比不断提升, 从 2013 年 1976 亿元提升至 2015 年 5032 亿元, 占出口跨境电商 GMV 的比重从 8.32% 提升至 12.62%。同时受国内消费结构升级的影响, 2012 年以来进口电商保持向上高速发展, 据艾瑞咨询统计, 2015 年进口电商市场交易规模达 9 千亿元, 增长率为 38.5%, 渗透率达 8.6%。

(2) 国内跨境电商龙头, 进出口综合布局全面发展。公司作为目前国内跨境电商龙头企业, 在“B2C+B2B”、“出口+进口”、“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”等领域进行综合战略布局, 打造立体、多元的跨境电商综合生态圈。出口方面, 公司依靠环球易购为主平台, 形成多品类、多语种、多维度的垂直电商平台体系, 其旗下自营平台截止 2016 年末合计注册用户数量超过 7018 万人, 月均活跃用户数超过 1500 万人, 在线产品 SKU 数量超过 35.6 万个, 规模优势明显。2016 年 10 月公司增资另一出口平台前海帕拓逊, 持股比例达到 90%, 其专注中国高品质高性价比产品, 目前已孵化出三个基于欧美电商网络的品牌, 如 mpow。进口方面, 公司 2015 年 8 月开始经营跨境电商进口业务, 依托跨境电商进口自营平台“五洲会”实现线上线下多渠道发展。同时通过投资易极电商、跨境翼、优壹电商等跨境进口公司, 不断深化和完善跨境进口链条。

投资建议: 国内进出口跨境电商飞速发展, 公司作为 A 股市场唯一主营业务为跨境电商的公司, 业务能力强劲, 现有跨境出口电商核心业务增长稳定, 优势明显, 未来向跨境出口 B2B 业务、跨境进口电商业务延伸。同时公司积极进行外延并购, 不断扩大规模、增厚利润, 持续提升公司全产业链的核心竞争力, 跨境电商生态链布局未来潜力巨大。我们预计公司 2017-2018 年业绩将持续高速增长, 分别实现净利润 8.04 亿元、11.29 亿元, 考虑定增摊薄后总股本的 EPS 分别为 0.56、0.79 股, 对应 PE 分别为 31.2、22.2 倍。考虑到公司进出口业务增长稳健, 盈利能力持续向好, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

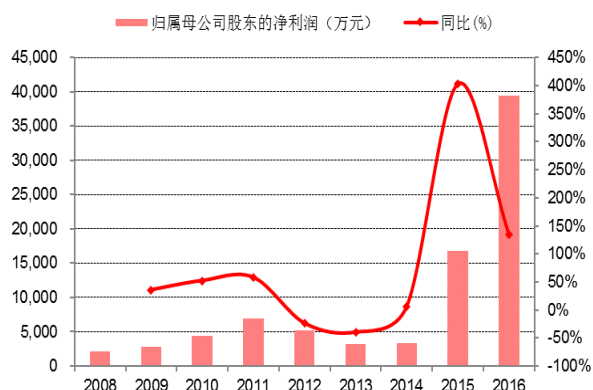
风险因素: 外部需求不振导致出口业务增长不达预期; 公司布局跨境电商进口业务、跨境电商出口 B2B 业务等带来的管理风险; 电子商务与大型商场等实体店的市场竞争风险。

图 1：公司营业收入及增速



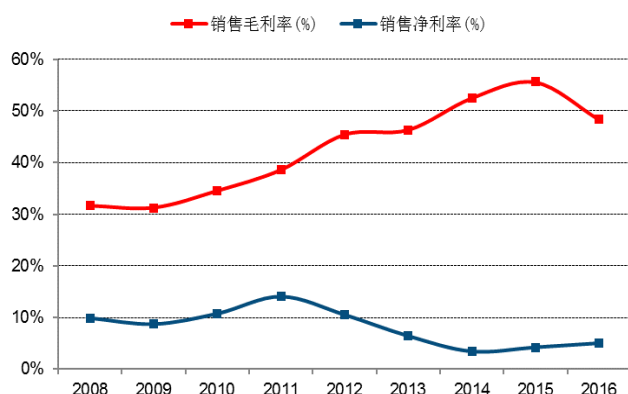
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：公司归母净利润及增速



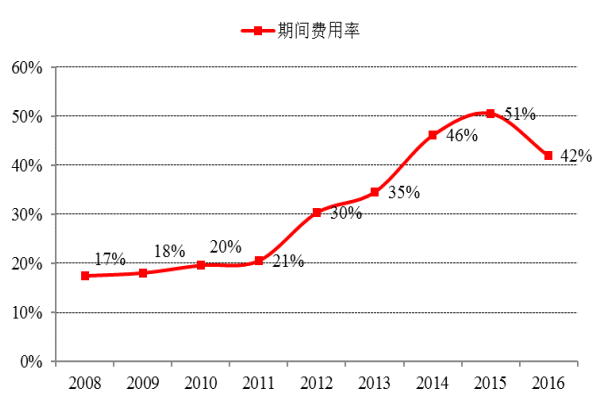
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：公司销售毛利率及销售净利率情况



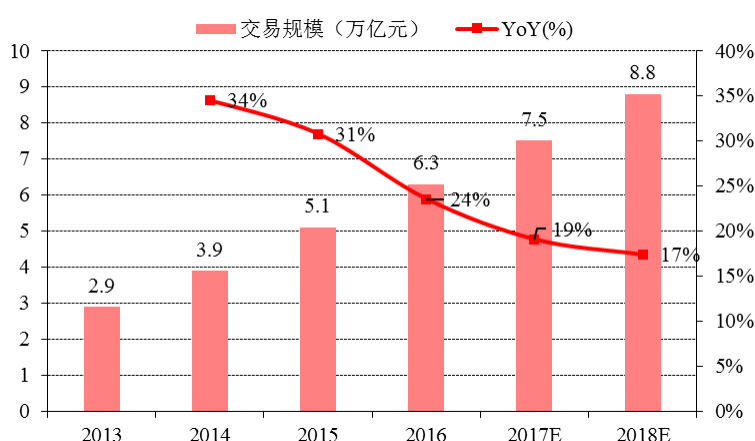
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：2013-2018 年中国跨境电商交易规模及预测



资料来源：商务部，海关总署，艾媒咨询，中信建投证券研究发展部



表 1：公司收购平台盈利规模及业绩承诺一览

类型	名称	持股	主营业务	收入规模（亿）		净利润规模（百万）		业绩承诺（百万）		
				2015	2016 年	2015	2016 年	2017	2018	2019
跨境出口	环球易购	100%	自营出口零售	39.61	71.63	166.37	342.15	-	-	-
	广州百伦	100%	第三方平台出口零售 +综合服务	1.22	-	11.34	24	43.5	61	79
	前海帕拓逊	90%	第三方平台出口零售	4.70	12.89	44.18	113.75	88	112	-
跨境进口	优壹电商	100%	进口电商综合服务	15.92	1	70.46	100	134	167	208
	跨境翼	24.86%	进口电商综合服务	4.28	-0.01	-9.72	-5	-5	30	-
	易极电商	20.08%	进口电商综合服务	1.69	0.03	11.52	-	60	-	-

注：粗体数字为承诺数值。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 2：公司 2017-2018 年主要财务指标展望（单位：百万元）

利润表	2016	2017E	2018E	财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	8,536.9	19,718.3	25,940.2	成长性			
减:营业成本	4,410.3	10,825.3	14,319.0	营业收入增长率	115.5%	131.0%	31.6%
营业税费	3.3	7.9	10.4	营业利润增长率	163.2%	88.2%	40.7%
销售费用	3,348.1	7,374.6	9,546.0	净利润增长率	133.8%	104.1%	40.5%
管理费用	220.4	493.0	648.5	EBITDA 增长率	169.5%	86.4%	41.1%
财务费用	10.6	12.1	12.9	EBIT 增长率	173.4%	86.8%	40.3%
资产减值损失	48.8	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	168.3%	87.6%	40.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	131.6%	52.4%	1.1%
投资和汇兑收益	41.4	10.0	22.8	净资产增长率	108.0%	18.2%	18.2%
营业利润	536.8	1,010.4	1,421.2	利润率			
加:营业外净收支	0.7	4.5	4.5	毛利率	48.3%	45.1%	44.8%
利润总额	537.4	1,014.9	1,425.7	营业利润率	6.3%	5.1%	5.5%
减:所得税	109.4	203.0	285.1	净利润率	4.6%	4.1%	4.4%
净利润	393.8	803.8	1,129.2	EBITDA/营业收入	6.6%	5.3%	5.7%
资产负债表	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入	6.4%	5.2%	5.5%
货币资金	1,492.8	1,971.8	2,594.0	运营效率			
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	4	2	2
应收帐款	710.7	1,261.2	1,188.7	流动营业资本本周转天数	60	52	47
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	158	136	130
预付帐款	494.9	1,189.0	799.7	应收帐款周转天	22	18	17



				数			
存货	2,573.1	4,643.8	4,504.4	存货周转天数	71	66	63
其他流动资产	295.3	295.0	295.0	总资产周转天数	216	173	164
可供出售金融	92.5	95.0	95.0	投资资本周转天	108	82	76
资产				数			
持有至到期投	-	-	-	投资回报率			
资				ROE	9.4%	16.2%	19.2%
长期股权投资	45.2	418.2	418.2	ROA	6.0%	6.9%	9.6%
投资性房地产	68.5	68.5	68.5	ROIC	28.3%	22.9%	21.1%
固定资产	122.7	122.0	224.2	费用率			
在建工程	4.1	71.5	15.1	销售费用率	39.2%	37.4%	36.8%
无形资产	24.8	136.8	119.7	管理费用率	2.6%	2.5%	2.5%
其他非流动资				财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%
产				三费/营业收入	41.9%	40.0%	39.3%
资产总额	7,108.3	11,794.3	11,835.3	偿债能力			
短期债务	640.6	1,448.6	1,687.3	资产负债率	40.2%	57.4%	49.8%
应付帐款	1,429.5	3,682.5	3,079.3	负债权益比	67.3%	134.7%	99.2%
应付票据	4.1	56.0	23.5	流动比率	2.36	1.70	1.84
其他流动负债				速动比率	1.27	0.86	0.96
长期借款	391.2	1,148.7	670.4	利息保障倍数	51.72	84.50	111.17
其他非流动负				分红指标			
债				DPS(元)	-	0.11	0.16
负债总额	2,859.2	6,766.6	5,887.8	分红比率	0.0%	20.0%	20.0%
少数股东权益	43.0	51.1	62.5	股息收益率	0.0%	0.6%	0.9%
股本	1,429.1	1,429.1	1,429.1	业绩和估值指标	2016	2017E	2018E
留存收益	2,897.0	3,542.5	4,445.8	EPS(元)	0.28	0.56	0.79
股东权益	4,249.1	5,022.7	5,937.4	BVPS(元)	2.94	3.48	4.11
现金流量表	2016	2017E	2018E	PE(X)	63.6	31.2	22.2
净利润	428.0	803.8	1,129.2	PB(X)	6.0	5.0	4.3
加:折旧和摊销	24.9	30.4	51.2	P/FCF	-31.7	50.6	30.4
资产减值准备	48.8	5.0	5.0	P/S	2.9	1.3	1.0
公允价值变动	-	-	-	EV/EBITDA	45.2	24.2	16.6
损失				CAGR(%)	-381.2%	204.8%	90.0%
财务费用	62.3	12.1	12.9	PEG	-0.2	0.2	0.2
投资收益	-41.4	-10.0	-22.8	ROIC/WACC	2.2	1.8	1.7
少数股东损益	34.3	8.1	11.4				
营运资金的变	-1,624.7	-960.9	-29.1				
动							
经营活动产生							
现金流量	-1,059.5	-111.6	1,157.7				
投资活动产生	-817.8	-924.5	-57.2				



现金流量

融资活动产生

现金流量	2,850.6	1,515.1	-478.3	REP	3.2	2.6	2.7
------	---------	---------	--------	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队，所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622