

投资评级 中性 调低

## 19H1 优壹电商增长稳健，坚持自有品牌建设

### 股票数据

08月27日收盘价(元)	6.77
52周股价波动(元)	6.16-15.46
总股本/流通A股(百万股)	1558/1082
总市值/流通市值(百万元)	10548/7327

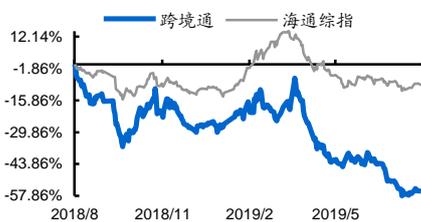
### 相关研究

《注重提升出口业务质量，环球、帕拓逊现金流均转正》2018.08.29

《推第五期期权激励计划，覆盖核心骨干推动业务高增》2018.07.06

《管理梳理效果显，存货、现金流指标显著改善》2018.05.05

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.2	-19.1	-21.6
相对涨幅(%)	-5.2	-18.6	-26.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

联系人:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

### 投资要点:

- 上半年收入、净利润均同减9%，Q2毛利率、净利率改善。**19H1公司实现收入89.70亿元，同比减少9.16%，净利润4.60亿元，同比减少9.25%，毛利率为39.99%，与去年同期基本持平，净利率为5.13%，与去年同期基本持平。19Q2收入42.47亿元，同比减少19.15%，净利润2.37亿元，同比减少2.74%，毛利率为36.31%，同比提升0.52pct，净利率为5.59%，同比提升0.94pct。
- 19H1 优壹电商增长稳健，净利率同比提升。**19Q2收入同比减少19.15%，由于电商业务增速放缓，叠加受欧美与中国贸易摩擦影响，跨境电商业务波动。19H1环球易购实现收入45.87亿元，同比减少21.23%，净利润2.63亿元，同比减少26.10%，净利率5.72%，同比降低0.37pct；帕拓逊收入达15.82亿元，同比增加8.29%，净利润1.15亿元，同比减少8.84%，净利率为7.29%，同比减少1.37pct；优壹电商收入为27.43亿元，同比增加3.99%，净利润1.52亿元，同比增加6.71%，净利率为5.53%，同比提升0.15pct。
- 环球下属站点收入同比减少。**19H1环球自营网站实现收入28.24亿元，同比减少23.33%，第三方收入15.60亿元，同比减少19.00%，跨境进口2.03亿元，同比减少4.99%。其中自营业务中电子站、服装站收入分别为15.12、13.12亿元，同比减少25.55%、20.61%。19H1 Gearbest、Zaful、Rosegal月活分别为3961、3314、1086万人，同比增速分别为-6.49%、38.03%、-46.18%；90天复购率分别为50.9%、27.4%、26.9%，同比+7.7pct、+0.1pct、-6.8pct；转化率分别为1.40%、1.21%、1.11%，同比-0.79pct、-0.70pct、-0.87pct；三网站常备SKU数量分别为86.2万、10.8万、18.2万，同比+44.9万、+6.0万和+4.8万；客单分别为51.4、44.9、47.9美金，同比-2、-4、+11美金。
- 19Q2 计提的资产减值损失减少，利好净利。**19Q2净利率提升，主因1)19Q2计提的资产减值损失占收入的比重为0.01%，同比降低0.63pct，2)19Q2所得税占利润总额的比重同比降低6.81pct至16.69%。19H1公司合理管理存货和现金流，改善运营能力。截止19H1，公司跨境出口存货较18年末下降3.67亿元，19H1经营性净现金流为-0.97，较18H1(-1.64亿元)有所改善。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14018	21534	21170	22191	23418
(+/-)YoY(%)	64.2%	53.6%	-1.7%	4.8%	5.5%
净利润(百万元)	751	623	826	1016	1087
(+/-)YoY(%)	90.7%	-17.1%	32.6%	22.9%	7.0%
全面摊薄EPS(元)	0.48	0.40	0.53	0.65	0.70
毛利率(%)	49.8%	40.6%	40.4%	40.8%	40.9%
净资产收益率(%)	15.4%	8.5%	10.5%	11.4%	11.0%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**打造物流体系建立成本优势，持续推进自有品牌建设。**19H1 公司重点打造自有物流专线服务体系，建立仓储成本优势，包括：1) 仓储物流体系，截止上半年末，公司仓储面积达 40+ 万平，其中国内仓、海外仓分别为 16、67 个，仓储面积为 30+、10+ 万平，2) 自主物流专线，截止 19H1 公司建成自主物流专线 60 多条。此外公司持续推进自有品牌建设，19H1 公司旗下品牌近 200 个，自有品牌营收同比提升 5.11%，占比同比提升 5.55pct 至 40.86%。

**盈利预测与估值。**我们预计 19、20 年公司净利润分别为 8.26、10.16 亿元，截止至 2019/8/27 收盘对应市盈率 13、10X，给予公司 2019 年 13-14X PE，对应合理价值区间 6.89~7.42 元，“中性”评级。

**风险提示。**海外消费环境变化，存货积压风险，进口业务拓展不达预期。

表 1 营业收入拆分预测表 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8536.91	14017.90	21533.87	21170.09	22191.17	23418.10
营业收入 YoY	115.53%	64.20%	53.62%	-1.69%	4.82%	5.53%
电子产品	5363.38	10013.84	12180.31	11829.63	12215.27	12724.65
母婴用品		706.85	5958.54	6646.74	7260.89	7820.71
服饰家居	2738.76	3297.21	3395.02	2693.72	2715.01	2872.74
其他产品	423.41					
其他业务	11.36					

资料来源：跨境通 2016-2018 年年报，海通证券研究所

表 2 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	254	10.34	534	886	1,215	1,595	48	29	21	16
苏宁易购	002024.SZ	1,005	10.80	4,213	13,328	11,889	3,638	24	8	8	28
<b>平均值</b>								<b>36</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>22</b>
跨境通	002640.SZ	105	6.77	751	623	826	1016	14	17	13	10

资料来源：Wind，海通证券研究所；收盘价取 2019/8/27 数据，跨境通为海通预测，南极电商、苏宁易购为一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>21534</b>	<b>21170</b>	<b>22191</b>	<b>23418</b>
每股收益	0.40	0.53	0.65	0.70	营业成本	12795	12610	13136	13839
每股净资产	4.70	5.04	5.72	6.37	毛利率%	40.6%	40.4%	40.8%	40.9%
每股经营现金流	0.12	0.37	0.66	0.66	营业税金及附加	10	10	10	11
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.05	营业税金率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	6785	6671	6992	7379
P/E	16.94	12.77	10.39	9.70	营业费用率%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
P/B	1.44	1.34	1.18	1.06	管理费用	362	356	373	393
P/S	0.49	0.50	0.48	0.45	管理费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	7.29	7.47	6.39	5.60	EBIT	1520	1463	1615	1729
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	财务费用	185	213	208	178
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
毛利率	40.6%	40.4%	40.8%	40.9%	资产减值损失	591	223	147	197
净利润率	2.9%	3.9%	4.6%	4.6%	投资收益	8	-3	4	3
净资产收益率	8.5%	10.5%	11.4%	11.0%	<b>营业利润</b>	<b>761</b>	<b>1024</b>	<b>1269</b>	<b>1361</b>
资产回报率	5.1%	6.5%	7.6%	7.6%	营业外收支	43	43	43	43
投资回报率	14.2%	12.7%	13.4%	13.7%	<b>利润总额</b>	<b>805</b>	<b>1067</b>	<b>1312</b>	<b>1405</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1575	1536	1699	1835
营业收入增长率	53.6%	-1.7%	4.8%	5.5%	所得税	192	254	313	335
EBIT 增长率	19.0%	-3.7%	10.4%	7.0%	有效所得税率%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
净利润增长率	-17.1%	32.6%	22.9%	7.0%	少数股东损益	-10	-13	-16	-17
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>623</b>	<b>826</b>	<b>1016</b>	<b>1087</b>
资产负债率	40.4%	38.3%	33.4%	31.0%					
流动比率	2.1	2.2	2.2	2.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	货币资金	1071	1298	1376	1783
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.4	应收账款及应收票据	1684	1154	1210	1276
<b>经营效率指标</b>					存货	5066	5780	6020	6342
应收账款周转天数	19.9	19.9	19.9	19.9	其它流动资产	897	879	910	949
存货周转天数	127.6	167.3	167.3	167.3	流动资产合计	8718	9111	9516	10351
总资产周转率	2.1	1.7	1.7	1.7	长期股权投资	58	57	57	57
固定资产周转率	95.5	57.4	47.2	40.9	固定资产	330	407	533	614
					在建工程	41	55	72	95
					无形资产	291	349	402	450
					非流动资产合计	3578	3620	3815	3966
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>12296</b>	<b>12731</b>	<b>13331</b>	<b>14317</b>
净利润	623	826	1016	1087	短期借款	1074	1295	1410	1249
少数股东损益	-10	-13	-16	-17	应付票据及应付账款	1453	1165	1214	1279
非现金支出	646	296	231	303	预收账款	93	91	96	101
非经营收益	86	175	164	136	其它流动负债	1542	1520	1581	1659
营运资金变动	-1162	-700	-360	-477	流动负债合计	4162	4072	4301	4288
<b>经营活动现金流</b>	<b>183</b>	<b>584</b>	<b>1035</b>	<b>1031</b>	长期借款	119	119	119	119
资产	-317	-178	-236	-215	其它长期负债	691	691	28	28
投资	-768	106	1	1	非流动负债合计	810	810	147	147
其他	58	-4	3	2	<b>负债总计</b>	<b>4973</b>	<b>4882</b>	<b>4449</b>	<b>4435</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1026</b>	<b>-75</b>	<b>-232</b>	<b>-212</b>	实收资本	1558	1558	1558	1558
债权募资	-367	220	-548	-161	普通股股东权益	7318	7858	8907	9924
股权募资	708	0	0	0	少数股东权益	5	-8	-25	-42
其他	-65	-502	-177	-251	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12296</b>	<b>12731</b>	<b>13331</b>	<b>14317</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>275</b>	<b>-282</b>	<b>-725</b>	<b>-412</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-568</b>	<b>227</b>	<b>78</b>	<b>407</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 27 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,地素时尚,七匹狼,台华新材,锦泓集团,新野纺织,比音勒芬,健盛集团,太平鸟,森马服饰,海澜之家

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。