

# 计提大增拖累 18 年净利，Q4 以来收入增速放缓

## ——跨境通 (002640.SZ) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

公司简报

### 增持 (下调)

当前价: 10.00 元

### 分析师

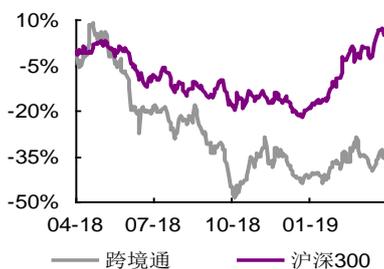
李婕 (执业证书编号: S0930511010001)  
021-52523339  
[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末 (执业证书编号: S0930517080001)  
021-52523672  
[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 15.58  
总市值(亿元): 155.80  
一年最低/最高(元): 8.91/20.70  
近 3 月换手率: 130.29%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.33	-22.80	-47.92
绝对	-17.63	-9.34	-50.31

资料来源: Wind

### 相关研报

业绩持续高增长+经营质量提升,核心竞争力逐步夯实——跨境通(002640.SZ) 2018 年三季报点评  
..... 2018-10-31  
存货、现金流好转,核心竞争力持续打磨——跨境通(002640.SZ) 2018 年中报点评  
..... 2018-08-28

### ◆业绩概况: 18Q4 以来收入增速放缓, 净利润端出现下滑

公司发布 2018 年报, 实现营业收入 215.34 亿元、同比增 53.62%, 归母净利润 6.23 亿元、同比降 17.07%, 扣非净利润 5.73 亿元、同比降 22.28%, EPS0.41 元, 拟 10 派 0.45 元(含税)。

分季度看, 18Q1~18Q4 单季度收入分别同比增 74.38%、79.81%、86.70%、8.83%, 归母净利润分别同比增 65.05%、56.86%、78.10%、-180.36%。

公司同时公布 19 年一季报, 收入 47.23 亿元、同比增 2.19%, 归母净利润 2.23 亿元、同比降 15.29%, 扣非净利润 2.10 亿元、同比降 16.77%, EPS0.14 元。

总体来看: 1) 优壹电商自 18 年 2 月开始并表对收入有一定增厚, 若扣除其影响, 18 年收入同比增 13.59%, 归母净利润降 55.70%。

2) 18Q4 以来收入增速明显放缓至个位数, 主要为受银行资金收紧影响、业务开展不及预期, 子公司环球易购收入下滑、帕拓逊放缓; 19Q1 考虑到优壹电商仍有并表效应, 估计原有业务收入仍同比下滑。

18Q4 净利润下滑幅度较大主要为资产减值计提大增所致、另外毛利率降幅超过费用率也有影响, 19Q1 净利润下滑主要为毛利率降幅超过费用率, 另外新增信用减值损失影响。

### ◆收入拆分: 18Q4 销售放缓明显

公司以跨境电商业务为主(收入占比 97.53%), 另有少量百圆裤业的服装国内销售业务。

1) 跨境电商主业按主体来看: 2018 年, 环球易购(出口业务为主、含少量进口)收入 124.07 亿元、同比增 8.44%, 归母净利润 2.48 亿元、同比降 65.31%, 净利率 2%, 净利润下滑幅度较大主要为资产减值计提大增拖累; 前海帕拓逊(出口业务)收入 34.17 亿元、同比增 40.95%, 归母净利润 2.38 亿元、同比增 23.78%, 净利率 6.96%; 优壹电商(进口业务, 18 年 2 月开始并表)贡献收入 56.11 亿元、归母净利润 2.90 亿元, 净利率 5.17%。

按上半年和下半年拆分来看, 各业务主体 18 年下半年收入增速均较上半年明显放缓、环球易购受影响最大出现下滑。其中环球易购 18H1/18H2 收入分别增 30.41%/-2.58%, 帕拓逊分别增 65.95%/26.70%, 优壹电商分别增 125.81%/24.63%。

下半年再分季度来看, 主要为 Q4 销售不及预期。环球易购 18Q3/Q4 收入分别增 26.13%、-21.46%; 帕拓逊分别+48.33%、+13.52%。

2) 跨境电商主业分出口进口来看: 2018 年, 公司出口收入仍占主导(主要为 B2C), 通过环球易购(通过自营网站+第三方平台, 经营服装和电子两大品类)和帕拓逊(第三方平台, 主营电子产品)实施。

公司出口电商业务合计收入 154.85 亿元、同比增 19.09%，其中环球易购出口业务收入同比增 14.08%至 120.68 亿元，再分拆来看，服装自营站、电子自营站、第三方收入分别同比增 12.23%、6.96%、25.68%。

分上下半年来看，电子自营站和服装自营站销售放缓明显。出口电商业务 18H1/18H2 分别增 43.99%/3.98%，其中占主导的环球易购出口业务 18H1/18H2 收入分别增 39.19%/-1.38%。出口业务再按渠道划分，服装自营站上下半年收入分别增 29.48%/0.49%，电子自营站分别增 55.36%/-14.24%，第三方收入分别增 33.15%/19.28%。

下半年再分季度来看，估计环球易购出口业务 18Q3/Q4 收入分别增 40%以上、下滑 20%以上。

进口电商业务合计收入 59.80 亿元、同比增 41.39%，除优壹电商外，环球易购进口业务目前体量较小（收入 3.69 亿元），对业绩贡献不大。

**◆财务指标：优壹电商并表影响多个财务指标，毛利率降幅超过费用率，资产减值计提大增，现金流向好**

**毛利率：**18 年毛利率同比下降 9.19PCT 至 40.58%，主要为优壹电商并表、其毛利率较低拉低总体所致。分品类来看，公司服饰家居、电子产品、母婴用品毛利率分别为 61.41%(-1.27PCT)、47.45%(-0.11PCT)、14.67%(-5.67PCT)，其中母婴用品品类主要为优壹电商销售。

18Q1~19Q1 单季度毛利率分别为 44.71%(-4.60PCT)、35.79%(-10.79PCT)、36.08%(-13.21PCT)、46.29%(-5.77PCT)、43.30%(-1.41PCT)。

**费用率：**公司 18 年期间费用率同比降 7.86PCT 至 34.34%，主要为优壹电商并表影响。其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 31.51%(-6.95PCT)、1.97%(-0.20PCT)、0.86%(-0.70PCT)。

19Q1 期间费用率同比降 0.91PCT 至 36.95%，其中销售、管理+研发、财务费用率分别-2.21/+1.93/-0.63PCT。

**其他财务指标：**1) 18 年末存货较 18 年初同比增 30.54%至 50.66 亿元，主要为优壹电商并表以及原有业务规模扩大所致，存货周转率为 2.86 较 17 年 2.16 有所加快。

存货跌价计提方面，2018 年计提存货跌价准备 5.46 亿元，主要为环球易购存货（2019.4.1 公告显示拟计提 5.31 亿元）。18 年末存货跌价准备/存货账面余额为 10.44%（较 17 年末上升 7.17PCT）。

19 年 3 月末存货较年初降 6.95%，周转率为 0.55、较 18Q1 的 0.62 略有放缓。

2) 18 年末应收账款较 18 年初增 153.98%至 16.84 亿元，主要为优壹电商并表及原有业务应收各收款平台款项余额增加所致，应收账款周转率为 18.35、较 17 年 22.91 放缓。

19 年 3 月末应收账款较年初增 9.20%，周转率为 2.68、较 18Q1 的 5.09 继续放缓。

3) 资产减值损失 18 年大增 382.31%至 5.91 亿元，主要为公司计提大额资产减值跌价准备、主要为存货跌价，其中存货跌价损失 5.46 亿元，坏账损失、商誉减值损失各为 4042 万元、448 万元。

19Q1 资产减值损失同比增 143.40%至 695 万元。

4) 经营活动净现金流 18 年转正至 1.83 亿元, 19Q1 继续同比转正、为 0.53 亿元。

◆业务仍受外部环境影响期待改善, 长期关注跨境电商龙头经营质量提升

我们认为: 1) 作为电商公司, 公司业务体现出低净利率、资金周转要求高的特点, 2018Q4 以来受银行资金收紧影响较大、业务开展不及预期, 销售端明显放缓。19Q1 收入端低个位数增长、未见明显好转, 预计业务增速修复还需一定时间, 收入端期待逐步改善。

2) 从主要网站运营指标来看, 2018 年 Gearbest、ZAFUL、Rosegal 注册用户数、月均活跃用户数、月均访问量、在线 SKU 数量相比 2017 年保持了增长, 但月均流量转化率、客单价、90 天复购率等指标上略有下滑。

3) 公司 18 年资产减值计提大增、明显拉低净利率。19 年在存货风险反映较充分的基础上轻装上阵, 净利润有望回升, 并因为低基数原因增速预计较高。

4) 从行业机会和公司发展思路来看, 跨境电商行业市场空间广阔、景气度高, 公司作为出口 B2C 领域龙头, 将在继续保持整体业务规模及现有市场份额的同时, 提高公司商品竞争力、控制成本支出、提升公司运营效率, 重点打造公司在跨境电商领域的核心竞争力, 尤其关注库存、现金流等指标的持续改善, 提升抗风险能力。业务上继续推动品牌化、本地化, 管理上推进精细化、规范化。

考虑到 19Q1 销售未见明显改善、未来好转的节奏存在一定不确定性, 我们下调 19~20 年、新增 21 年 EPS 为 0.64、0.90、1.10 元, 对应 19 年 PE16 倍, 下调至“增持”评级。

◆风险提示: 国外需求疲软、国际贸易环境或电商平台政策变化风险、并购整合不当。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,018	21,534	25,705	31,383	37,525
营业收入增长率	64.20%	53.62%	19.37%	22.09%	19.57%
净利润(百万元)	751	623	997	1,400	1,716
净利润增长率	90.72%	-17.07%	60.11%	40.39%	22.58%
EPS(元)	0.48	0.40	0.64	0.90	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.43%	8.51%	12.09%	14.74%	15.60%
P/E	21	25	16	11	9
P/B	3.2	2.1	1.9	1.6	1.4

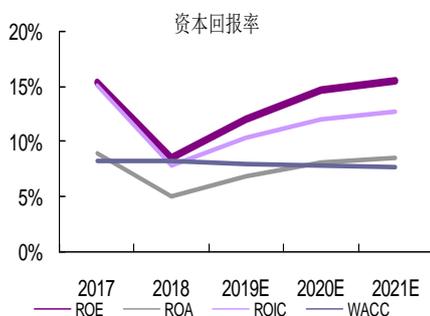
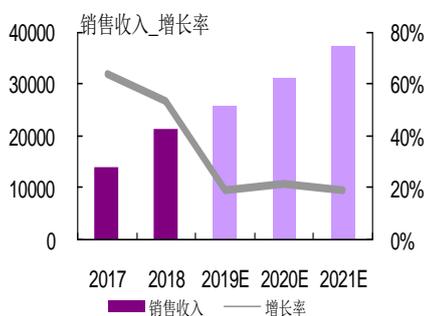
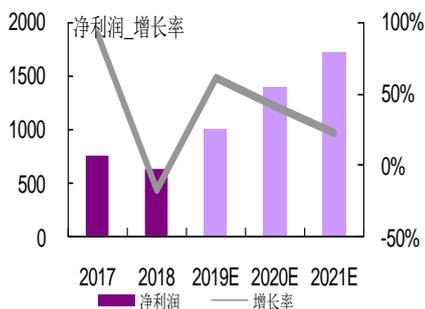
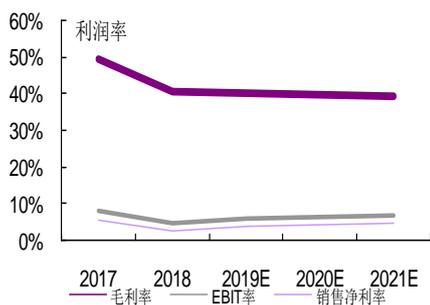
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 6 日

表 1: 2018 年公司分业务主体主要财务数据

	收入 (百万元)	收入 YOY	归母净利润 (百万元)	归母净利润 YOY	净利率%
环球易购	12406.68	8.44%	247.53	-65.31%	2.00%
前海帕拓逊	3417.41	40.95%	237.74	23.78%	6.96%
优壹电商	5611.08	57.88%	290.07	52.16%	5.17%

注: 优壹电商为 2018 年 2~12 月数据。

资料来源: 公司年报



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>14,018</b>	<b>21,534</b>	<b>25,705</b>	<b>31,383</b>	<b>37,525</b>
营业成本	7,041	12,795	15,347	18,852	22,755
折旧和摊销	34	55	51	53	55
营业税费	4	10	10	13	15
销售费用	5,391	6,785	8,033	9,603	11,295
管理费用	305	362	540	659	750
财务费用	219	185	187	217	242
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	8	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>948</b>	<b>761</b>	<b>1,330</b>	<b>1,867</b>	<b>2,289</b>
<b>利润总额</b>	<b>948</b>	<b>805</b>	<b>1,336</b>	<b>1,873</b>	<b>2,295</b>
少数股东损益	16	-10	5	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>751</b>	<b>623</b>	<b>997</b>	<b>1,400</b>	<b>1,716</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>8,601</b>	<b>12,296</b>	<b>14,855</b>	<b>17,418</b>	<b>20,251</b>
流动资产	6,804	8,718	11,278	13,844	16,683
货币资金	1,561	1,071	2,056	2,511	3,002
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	663	1,684	2,007	2,450	2,930
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	167	388	444	543	649
存货	3,880	5,066	6,077	7,508	9,113
可供出售投资	113	104	104	104	104
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	62	58	58	58	58
固定资产	121	330	344	355	361
无形资产	227	291	276	262	249
<b>总负债</b>	<b>3,682</b>	<b>4,973</b>	<b>6,600</b>	<b>7,908</b>	<b>9,232</b>
无息负债	1,748	2,964	3,545	4,204	5,020
有息负债	1,933	2,008	3,055	3,704	4,212
<b>股东权益</b>	<b>4,919</b>	<b>7,323</b>	<b>8,255</b>	<b>9,509</b>	<b>11,020</b>
股本	1,435	1,558	1,558	1,558	1,558
公积金	2,256	3,840	3,940	4,080	4,252
未分配利润	1,386	1,909	2,737	3,846	5,180
少数股东权益	53	5	10	15	20

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-292</b>	<b>183</b>	<b>246</b>	<b>221</b>	<b>486</b>
净利润	751	623	997	1,400	1,716
折旧摊销	34	55	51	53	55
净营运资金增加	1,577	1,814	1,328	1,907	2,023
其他	-2,655	-2,309	-2,131	-3,139	-3,309
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-72</b>	<b>-1,026</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>
净资本支出	-150	-317	-50	-50	-50
长期投资变化	62	58	0	0	0
其他资产变化	16	-768	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>446</b>	<b>275</b>	<b>789</b>	<b>282</b>	<b>54</b>
股本变化	6	123	0	0	0
债务净变化	902	75	1,046	649	507
无息负债变化	-79	1,216	581	659	816
<b>净现金流</b>	<b>33</b>	<b>-576</b>	<b>985</b>	<b>454</b>	<b>491</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	64.20%	53.62%	19.37%	22.09%	19.57%
净利润增长率	90.72%	-17.07%	60.11%	40.39%	22.58%
EBITDA 增长率	123.93%	-11.99%	49.81%	36.29%	21.02%
EBIT 增长率	128.18%	-14.10%	52.93%	37.36%	21.45%
<b>估值指标</b>					
PE	21	25	16	11	9
PB	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	13	17	12	9	8
EV/EBIT	14	18	12	9	8
EV/NOPLAT	17	24	16	12	10
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	2	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	49.77%	40.58%	40.30%	39.93%	39.36%
EBITDA 率	8.48%	4.86%	6.10%	6.81%	6.89%
EBIT 率	8.24%	4.61%	5.90%	6.64%	6.74%
税前净利润率	6.77%	3.74%	5.20%	5.97%	6.12%
税后净利润率 (归属母公司)	5.36%	2.89%	3.88%	4.46%	4.57%
ROA	8.91%	4.98%	6.75%	8.07%	8.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.43%	8.51%	12.09%	14.74%	15.60%
经营性 ROIC	15.13%	7.75%	10.27%	12.04%	12.65%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.48	2.09	1.95	1.95	1.98
速动比率	1.07	0.88	0.90	0.89	0.90
归属母公司权益/有息债务	2.52	3.64	2.70	2.56	2.61
有形资产/有息债务	3.71	4.65	3.90	3.91	4.11
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.48	0.40	0.64	0.90	1.10
每股红利	0.05	0.05	0.10	0.14	0.17
每股经营现金流	-0.19	0.12	0.16	0.14	0.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.41	-0.47	0.04	-0.11	0.04
每股净资产	3.12	4.70	5.29	6.09	7.06
每股销售收入	9.00	13.82	16.50	20.14	24.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼