

审慎推荐-A (下调)

跨境通 002640.SZ

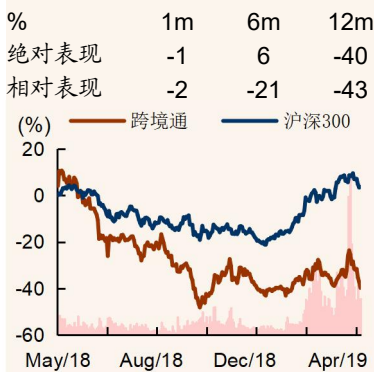
当前股价: 11.08元
2019年04月30日

银行信贷政策调整导致公司短期业绩承压

基础数据

上证综指	3062
总股本(万股)	155804
已上市流通股(万股)	105863
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	117
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	38.2%
主要股东	杨建新
主要股东持股比例	18.19%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《跨境通(002640)——中美贸易战阶段性缓解“黑五”自营业务销售势头旺盛》2018-12-03
- 2、《跨境通(002640)——Q3淡季收入增长超预期 精细化整合推动经营质量好转》2018-10-30
- 3、《跨境通(002640)——精细化提效改革稳步推进 环球库存及现金流有所改善》2018-08-28

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

受银行抽贷影响, 资金紧缺导致环球及前海均存在旺季铺货不足的现象, 公司18Q4及19Q1收入增速分别放缓至9%/2%。同时受存货跌价计提增加影响, 公司18年/19Q1净利润分别下滑17%/15%。短期看银行信贷政策调整导致公司短期业绩承压, 预计Q2开始公司贷款压力将略有好转, 但考虑公司已经持续2个季度备货不足, 预计C端购买活跃度的提升会略有滞后, 因此, 预计近期股价将处于底部盘整; 中长期看, 公司从数据与技术端入手, 在物流体系、供应链体系、自有品牌体系、智能客服、智能营销体系等层面打造的核心竞争力仍处于行业领先水平, 可待公司资金压力缓解GMV增速有所恢复后布局。

□ 18年收入保持高增长, 利润受存货跌价计提大幅增加影响出现下滑。18年公司实现收入215.34亿元, 同比增长53.62%, 利润端受存货跌价计提大幅增加影响, 营业利润/归母净利润金额同比下降19.71%/17.07%, 实现每股收益0.41元, 分配方案为每10股派发现金红利0.45元(含税)。分季度看, Q4受银行抽贷影响, 营销投入以及备货资金减少, 拖累单季度收入增速放缓至8.83%; 同时资产减值金额增加4.7亿元, 导致营业利润/归母净利润分别亏损2.26亿元、2.05亿元。19Q1延续弱势局面, 收入/营业利润/归母净利润同比增幅分别为2.19%/-14.94%/-15.29%。

受银行抽贷影响, 营销推广以及备货资金不足, 18Q4/19Q1收入同比增速放缓至8.83%/2.19%。

1) 环球易购18Q4收入明显下滑: 18年环球易购收入同比增长8.44%至124亿元, 受存货跌价计提影响, 实现归母净利润2.48亿元, 同比降低65.31%。其中18Q4收入下滑25.60%。分业务来看, 全年跨境出口自营同比增长9.19%, 其中电子站GB收入同比增长6.96%至45.91亿元, 服装网站收入同比增长12.23%至35.38亿元。三方出口同比增长25.68%至39.39亿元。跨境进口业务收入下滑45.35%至3.69亿元。

2) 前海帕拓逊受新品开发及亚马逊平台提价影响, 利润增速不及收入增速。18年收入同比增长40.95%至34.17亿元, 归母净利润同比增长23.78%至2.38亿元。其中18Q4收入及净利润增速为13.52%/-13.64%。利润增速不及收入增速的原因在于公司自18年下半年起加大新品开发及推广力度, 同时随着销售规模提升, 物流仓储费用也相应提升, 叠加亚马逊平台提价影响, 费率提升较快所致。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	14018	21534	25410	30992	38854
同比增长	64%	54%	18%	22%	25%
营业利润(百万元)	948	751	1301	1704	2322
同比增长	77%	-21%	73%	31%	36%
净利润(百万元)	751	623	1025	1331	1803
同比增长	91%	-17%	65%	30%	35%
每股收益(元)	0.52	0.40	0.66	0.85	1.16
PE	22.4	29.27	17.79	13.69	10.11
PB	3.5	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

- 3) 优壹发展稳健, 已完成全年承诺业绩目标。2018 年 2-12 月收入同比增长 57.88% 至 56.11 亿元, 归母净利润同比增长 52.16% 至 2.9 亿元。
- 优壹并表导致毛利率下滑, 但精细化管理控费能力增强费用率下降。同时受到存货跌价计提大幅增加影响, 18 年净利润率下降 2.62pct 至 2.85%。
 - 1) 18 年公司综合毛利率同比下降 9.19PCT 至 40.58%, 主要是受优壹电商低毛利并表影响。
 - 2) 在优壹并表以及原有主业精细化运营背景下期间费用率大幅下降 7.86PCT 至 34.34%, 其中销售费用同比下降 6.95PCT 至 31.51%, 营业费用率同比下降 0.20PCT 至 1.97%, 财务费用同比下降 0.71PCT 至 0.86%。
 - 3) 18 年资产减值损失增加 4.68 亿元, 其中坏账损失增加 3394 万元, 存货跌价损失增加 4.33 亿元。
 - 19Q1 受毛利率降幅大于费用率降幅, 资产减值小幅增加影响, 净利润率同比下降 1.01pct 至 4.66%。
 - 1) 受优壹于 18 年 2 月份并表影响, 19Q1 公司综合毛利率同比下降 1.41pct 至 43.3%。
 - 2) 期间费用率下降 0.91pct 至 36.95%, 其中销售费用率/管理费用率/期间费用率分别 -2.2pct/+1.93pct/-0.63%。
 - 3) 存货跌价损失增加 409 万元, 坏账损失增加 1659 万元。
 - 精细化管理能力加强, 存货及现金流指标好转, 但受三方平台回款周期延长影响, 应收账款规模快速增长。
 - 1) 18 年存货增幅慢于收入增速, 18 年末公司存货净额同比增长 30.57% 至 50.66 亿元, 主要由于优壹并表以及主业销售规模扩大备货增加导致。19Q1 末存货规模达 47.14, 同比增长 7.74%, 处于良性区间。
 - 2) 18 年末/19Q1 末应收账款同比增幅分别为 153.98%/56.86%。应收账款快速增长的原因在于优壹并表以及三方平台款项结算周期延长所致。
 - 3) 经营活动净现金流转正。18 年末及 19Q1 末, 公司经营活动净现金流金额分别为 1.83 亿元/0.53 亿元, 现金流状况有所好转。
- 投资建议与盈利预测:** 中长期看, 公司从数据与技术端入手, 在物流体系、供应链体系、自有品牌体系、智能客服、智能营销体系等层面打造的核心竞争力仍处于行业领先水平。但短期看银行信贷政策调整导致公司短期业绩承压, 预计 Q2 开始公司贷款压力将略有好转, 但考虑公司已经持续 2 个季度备货不足, 预计 C 端购买活跃度的提升会略有滞后, 暂下调 2019-2012 年 EPS 至 EPS 为 0.66、0.85 和 1.16 元, 当前市值 173 亿, 对应 19PE18X, 受短期资金压力影响, 预计近期股价将在底部盘整, 暂下调评级至“审慎推荐-A”
- 风险提示: 行业政策风险超预期; 进口等新业务培育低于预期; 质押风险。

表 1: 19Q1 业绩环比及同比增长情况

(百万元)	18Q1	18Q4	19Q1	同比	环比
营业收入	4622	5743	4723	2%	-18%
营业毛利	2066	2659	2045	-1%	-23%
营业费用	1563	2153	1493	-4%	-31%
管理费用	75	118	138	83%	17%
财务费用	111	84	84	-24%	0%
营业利润	319	-226	273	-14%	-221%
归母公司净利润	263	-205	223	-15%	-208%
EPS (元)	0.17	-0.13	0.14		

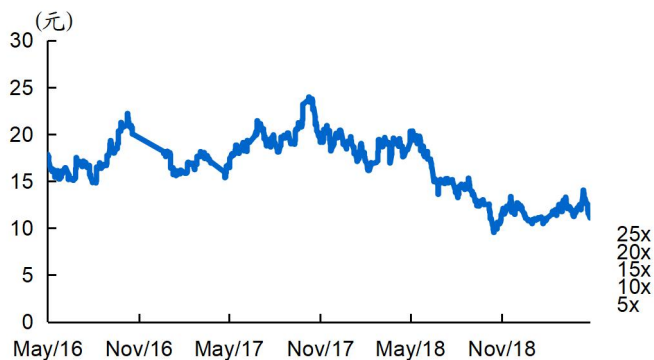
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业收入	5277	4622	5253	5916	5743	4723
营业毛利	2748	2066	1880	2134	2659	2045
营业费用	2138	1563	1430	1639	2153	1493
管理费用	79	75	118	94	118	138
财务费用	158	111	(8)	(2)	84	84
营业利润	291	319	306	362	(226)	273
归属母公司净利	256	263	244	321	(205)	223
EPS (元)	0.18	0.17	0.16	0.21	-0.13	0.14
主要比率	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
毛利率	52%	45%	36%	36%	46%	43%
营业费用率	41%	34%	27%	28%	37%	32%
管理费用率	1%	2%	2%	2%	2%	3%
财务费用率	3%	2%	0%	0%	1%	2%
营业利润率	6%	7%	6%	6%	-4%	6%
有效税率	10%	21%	24%	17%	8%	24%
净利率	5%	6%	5%	5%	-4%	5%
YoY	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
收入	75%	74%	80%	87%	9%	2%
归属母公司净利	111%	65%	57%	78%	-180%	-15%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 跨境通历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 跨境通历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《跨境通-低成本战投跨境易强化“出口+进口”全产业链布局》2015/07/14
- 2、《跨境通-低成本参股易极云商继续强化“出口+进口”双轮驱动》2015/07/21
- 3、《跨境通-高增长持续兑现 非理性杀跌提供战略买点》2015/8/27
- 4、《跨境通-拟大手笔增发及债券融资 打造“跨境电商综合生态圈”》2015/10/8
- 5、《跨境电商-行业红利加速释放 出口格局初步成型 进口仍处起步阶段》2015/10/11
- 6、《跨境通-高增长符合预期 规模导向及新业务投入致净利率略降》2015/10/29
- 7、《跨境通-二次股权激励彰显信心, 业绩高增长预期明确》2015/11/16
- 8、《跨境通-出口业务高增长可期, 持续推进跨境电商综合生态圈建设》2015/12/12
- 9、《跨境通-环球易购上升趋势明显 持续超预期加大估值弹性》2016/2/28
- 10、《跨境通-业绩高增长符合预期 跨境电商生态圈建设持续推进》2016/4/21
- 11、《跨境通-阵痛调整修炼内功 定增获批助力高成长延续》2016/8/10
- 12、《跨境通-短期优化调整无碍全年高成长 定增落地有望加快生态圈建设》2016/8/30
- 13、《跨境通-全年高成长确定性高 拟发债再融资持续推进生态圈建设》2016/10/25
- 14、《跨境通-拟收购优壹电商+百伦 夯实“出口+进口”全产业链布局》2016/12/10
- 15、《跨境通-加强进口供应链端布局 业绩高成长性可期》2017/1/10
- 16、《跨境通-优化背景下 Q4 增速略有下滑 改革效果有望在一季度逐步显现》2016/2/28
- 17、《跨境通-调整优化效果有望逐步显现 资金到位资源整合将持续推进》2017/3/17
- 18、《跨境通-精细化管理致收入增速放缓 净利润保持高速增长》2017/4/28
- 19、《跨境通-股权结构进一步理顺, 前海帕拓逊利益绑定促共赢》2017/6/29
- 20、《跨境通中报点评-精细化背景下 Q2 业绩如期提速 激励机制完善促共赢》2017/8/20
- 21、《跨境通-发行可转债加强仓储及产业园建设 巩固长期运营实力》2017/12/18
- 22、《跨境通-收购前海帕拓逊剩余 10% 股权 发展潜力进一步加强》2018/1/15
- 23、《跨境通-二股东高溢价获取控股权 有望提振市场中长期信心》2018/4/23
- 24、《跨境通-精细化管理初见成效 全年高增长可期》2018/5/3
- 25、《跨境通-龙头核心优势持续强化 底部震荡迎来布局时机》2018/7/23
- 26、《跨境通 2018 中报点评-精细化提效改革稳步推进 环球库存及现金流有所改善》2018/8/28
- 27、《跨境通 (002640) —Q3 淡季收入增长超预期 精细化整合推动经营质量好转》2018-10-30
- 28、《跨境通 (002640) —中美贸易战阶段性缓解 “黑五” 自营业务销售势头旺盛》2018-12-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6804	8718	12404	15066	18567
现金	1561	1071	2412	3045	3654
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	663	1684	1944	2371	2972
其它应收款	167	388	457	558	699
存货	3880	5066	7002	8385	10365
其他	533	509	589	708	877
非流动资产	1797	3578	3547	3519	3494
长期股权投资	62	58	58	58	58
固定资产	121	330	331	332	333
无形资产	227	291	262	236	212
其他	1387	2899	2896	2893	2891
资产总计	8601	12296	15950	18585	22061
流动负债	2739	4162	6816	8218	9998
短期借款	707	1074	3640	4686	5955
应付账款	874	1453	1675	2006	2480
预收账款	54	93	107	128	158
其他	1104	1542	1393	1398	1404
长期负债	942	810	810	810	810
长期借款	276	119	119	119	119
其他	666	691	691	691	691
负债合计	3682	4973	7626	9028	10808
股本	1435	1558	1558	1558	1558
资本公积金	2016	3804	3804	3804	3804
留存收益	1416	1956	2973	4227	5952
少数股东权益	53	5	(12)	(33)	(61)
归属于母公司所有者权益	4866	7318	8336	9589	11314
负债及权益合计	8601	12296	15950	18585	22061

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(292)	0	(894)	(67)	(250)
净利润	751	623	1025	1331	1803
折旧摊销	34	55	67	64	61
财务费用	139	166	146	242	306
投资收益	(7)	(8)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1265)	(1263)	(2338)	(1843)	(2626)
其它	56	427	216	150	216
投资活动现金流	(72)	0	(26)	(26)	(26)
资本支出	(150)	0	(36)	(36)	(36)
其他投资	78	0	10	10	10
筹资活动现金流	446	275	2261	726	885
借款变动	202	(1400)	2414	1046	1270
普通股增加	6	123	0	0	0
资本公积增加	(17)	1789	0	0	0
股利分配	(80)	(76)	(7)	(78)	(78)
其他	335	(160)	(146)	(242)	(306)
现金净增加额	81	275	1341	633	609

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14018	21534	25410	30992	38854
营业成本	7041	12795	14751	17664	21836
营业税金及附加	4	10	11	14	18
营业费用	5391	6785	8131	10165	12899
管理费用	259	362	503	620	816
财务费用	219	185	146	242	306
资产减值损失	123	591	500	500	550
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	13	8	10	10	10
营业利润	948	751	1301	1704	2322
营业外收入	4	65	50	50	50
营业外支出	4	12	10	10	10
利润总额	948	805	1341	1744	2362
所得税	182	192	333	433	588
净利润	767	613	1008	1310	1774
少数股东损益	16	(10)	(16)	(21)	(29)
归属于母公司净利润	751	623	1025	1331	1803
EPS (元)	0.52	0.40	0.66	0.85	1.16

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	64%	54%	18%	22%	25%
营业利润	77%	-21%	73%	31%	36%
净利润	91%	-17%	65%	30%	35%
获利能力					
毛利率	49.8%	40.6%	41.9%	43.0%	43.8%
净利率	5.4%	2.9%	4.0%	4.3%	4.6%
ROE	15.4%	8.5%	12.3%	13.9%	15.9%
ROIC	15.2%	8.2%	9.0%	10.2%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	40.4%	47.8%	48.6%	49.0%
净负债比率	14.8%	10.9%	23.6%	25.9%	27.5%
流动比率	2.5	2.1	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	1.6	1.8	1.6	1.7	1.8
存货周转率	2.2	2.9	2.4	2.3	2.3
应收帐款周转率	22.9	18.3	14.0	14.4	14.5
应付帐款周转率	8.1	11.0	9.4	9.6	9.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.52	0.40	0.66	0.85	1.16
每股经营现金	-0.20	0.00	-0.57	-0.04	-0.16
每股净资产	3.39	4.70	5.35	6.15	7.26
每股股利	0.05	0.00	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	22.4	29.3	17.8	13.7	10.1
PB	3.5	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	20.7	25.6	16.2	12.2	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，9年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。