

投资评级 **中性** 维持

## 20Q2 收入同增 8%，库存、现金流改善

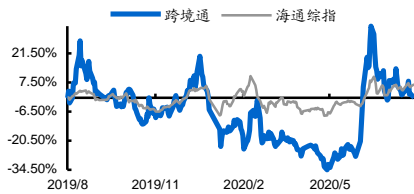
### 股票数据

08月26日收盘价(元)	6.88
52周股价波动(元)	4.78-10.40
总股本/流通A股(百万股)	1558/1234
总市值/流通市值(百万元)	11826/9369

### 相关研究

《19H1 优壹电商增长稳健，坚持自有品牌建设》2019.08.28

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.6	41.6	55.5
相对涨幅 (%)	-7.3	26.6	31.2

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

分析师:刘溢

Tel:(021)23219748

Email:ly12337@htsec.com

证书:S0850520080002

### 投资要点:

- **20Q2 收入、净利润增速分别为+8%、-41%**。20H1 公司实现收入 90.87 亿元，同比增加 1.31%，归母净利润 2.71 亿元，同比减少 40.02%，毛利率为 37.12%，同比降低 2.87pct，净利率为 2.98%，同比降低 2.15pct。20Q2 收入 45.91 亿元，同比增加 8.08%，归母净利润 1.40 亿元，同比减少 40.97%，毛利率为 41.06%，同比降低 4.75pct，净利率为 3.05%，同比降低 2.53pct。
- **受益于疫情影响，Q2 收入增速环比改善**。20Q2 收入同比增加 8.08%，较 Q1 同比增速 (-4.79%) 明显改善，我们认为主因疫情期间消费者倾向于选择线上购物，消费习惯发生改变，跨境电商业务受益，收入同比增速由负转正。20H1 公司收入同比增加，主因进口业务实现收入 33.79 亿元，同增 14.72%，出口业务收入同减 4.53%至 56.96 亿元。按子公司分：

**环球易购：布局直播联名 IP，聚焦运营服装业务。**20H1 实现收入 39.77 亿元，同比减少 13.37%，由于出口业务同比减少 16.77%至 36.49 亿元，进口业务同比增加 61.65%至 3.28 亿元。环球易购重点投入服装垂直类网站运营，旗下品牌覆盖客户各异，并布局网红直播，期内服装站 Zafu 与 10 万+全球网红合作，1500 万+社交渠道粉丝建立合作，搭建站内社群 Z-Me 分享潮流穿搭，并与迪士尼、NASA 等世界知名 IP 合作，提升了品牌曝光度，疫情期间服装客单价与转化率进一步提升。

**帕拓逊：深耕消费电子，疫情期间运营状况回暖。**20H1 实现收入 20.47 亿元，同增 29.39%，受疫情影响，动销情况改善，单 Q2 收入增速高达 63.96%，香薰机、加湿器、太阳能草坪灯等品类销售额大幅增长，其中话务耳机、无线鼠标等家居办公品类销售额同比增速亮眼。

**优壹电商：切入母婴市场，提高电商运营效率。**20H1 实现收入 30.51 亿元，同增 11.25%，持续挖掘品牌客户合作机会，同时加强渠道管理能力及运营能力。

- **库存状况、现金流改善**。20H1 公司毛利率同比降低 2.87pct，因为公司采用薄利多销策略，折扣力度增加，毛利率同比降低；净利率同比降幅 (-2.15pct) 窄于毛利率降幅 (-2.87pct)，主因期间费用率同比降低 0.73pct 至 33.15%，其中销售费用率为 29.33%，同比降低 0.78pct，管理费用率同比降低 0.17pct 至 2.22%，系工资、租赁、股权激励、折旧和摊销减少。截止 20H1 末，公司存货为 28.42 亿元，较 19 年末减少 7.65%，库存管控显成效，其中环球易购、帕拓逊、优壹电商存货较 19 年末分别-0.61%、+7.70%、-26.75%。20H1 公司经营性净现金流 (1.10 亿元) 改善，19H1 为-0.97 亿元，主因帕拓逊经营性净现金流同比增长 111.98%，环球易购、优壹电商经营性净现金流同减 20.90%、18.55%。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21534	17874	18468	20164	21982
(+/-)YoY(%)	53.6%	-17.0%	3.3%	9.2%	9.0%
净利润(百万元)	623	-2708	548	666	815
(+/-)YoY(%)	-17.1%	-534.8%	120.2%	21.5%	22.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.40	-1.74	0.35	0.43	0.52
毛利率(%)	40.6%	33.6%	36.3%	36.3%	36.6%
净资产收益率(%)	8.5%	-59.2%	10.7%	11.5%	12.3%

资料来源：公司年报 (2018-2019)，海通证券研究所 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**乘跨境电商之风，业绩有望稳增长。**B2C 跨境业务蓬勃发展，根据跨境通中报援引前瞻产业研究院数据，前瞻产业研究院预计 2020-2025 年全球 B2C 跨境电商交易规模将从 9499 亿美元增加至 20214 亿美元，CAGR 为 16.30%，2019 年中国出口跨境电商 B2C 市场交易规模为 1.73 万亿元，同比增长 23.57%，增速高于出口跨境电商 B2B 市场交易规模增速 (+10.5%)。疫情影响消费习惯，跨境电商蓬勃发展，跨境通长期积累跨境电商运营能力，背靠中国产业链优势和政策支持，在跨境电商行业竞争中处于领先地位，或将收益。

1) 围绕品牌和产品深入打造品牌化运作能力。公司拥有优秀的自有产品品牌和自营电商网站，根据 2020 年度“BRANDZ 中国出海品牌 50 强”榜单显示，环球易购旗下 ZAFUL 位列中国出海品牌综合排名第 38 名，线上快时尚类第 2 名，Gearbest 位列中国出海品牌综合排名第 47 名，电子商务排名第 3 名，仅次于阿里巴巴和京东。

2) 围绕“人-货-场”进行大数据化运营，提升公司运营推广能力。

3) 公司打造了进出口双向驱动的贸易链条，并建立高效仓储物流系统，截止 20H1 末公司仓储面积达 28.47 万平，国内、海外仓分别为 13、51 个。

品牌+营销+供应链，公司自有网站收入表现亮眼，20H1 收入同增 1.79%。从月均访问量来看，Gearbest、ZAFUL 同比分别增长 11.64%、3.43%至 2.11、1.72 亿次；从平均客单价来看，三个自营网站较 19H1 均有所提升，Gearbest、Zaful、Rosegal 客单价分别为 70、50.9、62.3 美元，同比+18.6、+6.0、+14.4 美元。

**盈利预测与估值。**我们预计 2020、21 年公司归母净利润分别为 5.48、6.66 亿元，给予公司 2020 年 19-21XPE，对应合理价值区间 6.68-7.39 元（2020 PS 为 0.56-0.62 倍），“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 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)				市销率 (X)
				2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	2020E
南极电商	002127.SZ	454	18.51	886	1206	1,529	1,945	51	38	30	23	10.00
苏宁易购	002024.SZ	907	9.74	13,328	9843	1,489	2,736	7	9	61	33	0.31
<b>平均值</b>								<b>29</b>	<b>23</b>	<b>45</b>	<b>28</b>	<b>5.15</b>

资料来源：Wind，海通证券研究所；收盘价取 2020/8/26 数据，归母净利润、收入为一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>17874</b>	<b>18468</b>	<b>20164</b>	<b>21982</b>
每股收益	-1.74	0.35	0.43	0.52	营业成本	11862	11767	12845	13934
每股净资产	2.94	3.29	3.72	4.24	毛利率%	33.6%	36.3%	36.3%	36.6%
每股经营现金流	0.02	0.46	0.38	0.47	营业税金及附加	10	10	11	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	5355	5387	5882	6412
P/E	-3.96	19.56	16.10	13.16	营业费用率%	30.0%	29.2%	29.2%	29.2%
P/B	2.34	2.09	1.85	1.62	管理费用	515	501	547	596
P/S	0.60	0.58	0.53	0.49	管理费用率%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	84.68	14.28	12.64	10.28	EBIT	52	719	787	929
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	104	122	25	24
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.6%	0.7%	0.1%	0.1%
毛利率	33.6%	36.3%	36.3%	36.6%	资产减值损失	-2759	-38	-76	-57
净利润率	-15.1%	3.0%	3.3%	3.7%	投资收益	-10	-10	-11	-12
净资产收益率	-59.2%	10.7%	11.5%	12.3%	<b>营业利润</b>	<b>-2968</b>	<b>565</b>	<b>693</b>	<b>855</b>
资产回报率	-25.8%	5.7%	6.3%	7.0%	营业外收支	30	30	30	30
投资回报率	0.7%	11.2%	11.0%	11.6%	<b>利润总额</b>	<b>-2939</b>	<b>595</b>	<b>723</b>	<b>884</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	140	795	863	1004
营业收入增长率	-17.0%	3.3%	9.2%	9.0%	所得税	-215	44	53	65
EBIT 增长率	-96.6%	1293.6%	9.5%	17.9%	有效所得税率%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
净利润增长率	-534.8%	120.2%	21.5%	22.4%	少数股东损益	-16	3	4	5
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-2708</b>	<b>548</b>	<b>666</b>	<b>815</b>
资产负债率	56.6%	46.5%	45.2%	43.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
流动比率	1.21	1.41	1.51	1.64	货币资金	1245	213	655	1241
速动比率	0.54	0.50	0.60	0.71	应收账款及应收票据	1165	1204	1314	1433
现金比率	0.22	0.05	0.15	0.26	存货	3036	3012	3288	3567
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	1338	1345	1445	1548
应收帐款周转天数	23.79	23.79	23.79	23.79	流动资产合计	6785	5775	6703	7789
存货周转天数	93.43	93.43	93.43	93.43	长期股权投资	54	54	54	54
总资产周转率	1.70	1.93	1.91	1.88	固定资产	376	422	468	513
固定资产周转率	47.52	43.77	43.12	42.81	在建工程	0	0	0	0
					无形资产	315	338	362	386
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	非流动资产合计	3727	3792	3858	3923
净利润	-2708	548	666	815	<b>资产总计</b>	<b>10511</b>	<b>9567</b>	<b>10561</b>	<b>11712</b>
少数股东损益	-16	3	4	5	短期借款	1501	0	0	0
非现金支出	2956	113	151	132	应付票据及应付账款	1702	1688	1843	1999
非经营收益	-106	104	8	9	预收账款	138	143	156	170
营运资金变动	-91	-54	-238	-225	其它流动负债	2262	2276	2432	2594
<b>经营活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>715</b>	<b>591</b>	<b>736</b>	流动负债合计	5603	4107	4432	4764
资产	-40	-111	-111	-111	长期借款	326	326	326	326
投资	-4	0	0	0	其它长期负债	20	20	20	20
其他	-153	-10	-11	-12	非流动负债合计	346	346	346	346
<b>投资活动现金流</b>	<b>-196</b>	<b>-122</b>	<b>-123</b>	<b>-124</b>	<b>负债总计</b>	<b>5949</b>	<b>4453</b>	<b>4777</b>	<b>5109</b>
债权募资	2498	-1501	0	0	实收资本	1558	1558	1558	1558
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4576	5124	5790	6605
其他	-2155	-124	-26	-26	少数股东权益	-14	-11	-7	-2
<b>融资活动现金流</b>	<b>343</b>	<b>-1624</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>10511</b>	<b>9567</b>	<b>10561</b>	<b>11712</b>
<b>现金净流量</b>	<b>181</b>	<b>-1032</b>	<b>442</b>	<b>586</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

梁希 纺织服装行业  
刘溢 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,滔搏,地素时尚,开润股份,七匹狼,若羽臣,台华新材,锦泓集团,比音勒芬,太平鸟,健盛集团,安踏体育,跨境通,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。