

星徽精密 (300464.SZ)

乘跨境电商之风，打造出海品牌标杆

核心观点：

- **精密金属连接件引领者，跨界进军跨境电商领域。**星徽精密是我国家居五金行业首家上市公司，主营滑轨、铰链等金属连接件。2019年公司收购泽宝进军跨境电商领域，当年实现营收和归母净利润 34.9/1.5 亿元，其中跨境电商业务贡献 28.3/1.5 亿元。2020H1 公司营收和归母净利润分别为 20.5/1.3 亿元，跨境电商业务贡献 17.8/1.5 亿元。
- **跨境电商出口行业高速发展，B2C 卖家尽享红利。**根据电子商务研究中心数据，2019 年我国跨境电商 B2C 出口行业规模达 1.7 万亿元，2013-2019 年复合增速为 28.7%，占比从 12% 提升至 21.5%。疫情影响下，海外电商渗透率持续提升，叠加我国强大的制造业优势和政策支持，我国跨境电商出口行业市场规模将进一步扩大、持续释放红利。
- **供应链+品牌+渠道，精细化运营铸就竞争优势。**泽宝定位“精品”路线，在亚马逊等电商平台从事 B2C 业务，为发达国家中产阶级消费者提供高质量、高性价比商品。公司持续追求高性价比和极致客户服务，营运能力强于 A 股可比同行。多年来深耕特定品类供应链，通过产品占有率和口碑的长期渗透，已打造出多个具备一定市场影响力的亚马逊线上品牌，品类聚焦音频、电源、小家电等，除传统优势品类外，公司今年 TWS 耳机、充气泳池、小家电等产品有较大突破，未来公司将进一步精简 SKU、拓宽品类，打造更多业绩增长点，实现更大发展。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润分别为 3.11、4.03、5.39 亿元，同比增长 109.5%、29.7%、33.6%，结合行业高景气度和公司综合实力，参考可比公司估值，给予公司 21 年 30XPE，对应合理价值为 34.28 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**亚马逊平台规则趋严；行业景气度下降；新品类、新品牌拓展不及预期；下半年旺季不旺影响泽宝业绩导致商誉减值。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	711	3,491	5,677	7,430	9,775
增长率（%）	35.2	390.9	62.6	30.9	31.6
EBITDA（百万元）	67	275	444	559	708
归母净利润（百万元）	2	149	311	403	539
增长率（%）	-86.5	7167.7	109.5	29.7	33.6
EPS（元/股）	0.01	0.42	0.88	1.14	1.53
市盈率（P/E）	788.67	35.63	22.21	17.13	12.82
ROE（%）	0.4	8.2	14.7	16.1	17.7
EV/EBITDA	25.82	19.61	15.63	12.11	9.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	19.57 元
合理价值	34.28 元
报告日期	2020-09-20

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	353.12/258.20
总市值/流通市值（百万元）	6910.6/5053.1
一年内最高/最低（元）	30.10/9.00
30 日日均成交量/成交额（百万）	13.25/315.72
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	91.86/51.18

相对市场表现



分析师： 洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师： 嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、精密金属连接件引领者，跨界进军跨境电商领域.....	5
（一）精密金属连接件业务：生产研发技术领先，行业龙头壁垒深厚.....	6
（二）跨境电商业务：精品模式经营，业绩高速增长.....	9
（三）股权结构：收购泽宝后公司实际控制人不变.....	12
二、疫情环境下，跨境出口 B2C 电商逆势发展.....	14
（一）双引擎推动跨境 B2C 电商高速发展.....	14
（二）跨境电商行业百花齐放，但尚未出现绝对龙头.....	16
（三）制造产业链优势造就高依赖度，疫情加速消费习惯养成.....	17
三、供应链+品牌+渠道，精细化运营铸就竞争优势.....	21
（一）模式：深耕供应链，坚持精品路线.....	21
（二）品牌：持续加强研发投入，实力打造自有品牌.....	24
（三）渠道：深耕海外线上渠道，加速全球扩张.....	30
四、盈利预测和投资建议.....	36
五、风险提示.....	38
（一）亚马逊平台规则趋严.....	38
（二）跨境电商行业景气度下降.....	38
（三）公司新品类、新品牌拓展不及预期.....	38
（四）商誉减值.....	38

图表索引

图 1: 星徽精密发展历程.....	5
图 2: “家居生活+消费电子”双轮驱动.....	6
图 3: 全自动生产线与传统工艺对比图.....	7
图 4: 星徽精密营业收入及同比（剔除泽宝）.....	7
图 5: 星徽精密归母净利润及同比（剔除泽宝）.....	7
图 6: 星徽精密毛利率及净利率（剔除泽宝）.....	8
图 7: 星徽精密三费率.....	8
图 8: 星徽精密存货周转率（次/年）.....	8
图 9: 星徽精密应收账款周转率（次/年）.....	8
图 10: 2018 年金属连接件业务营收结构（分产品）.....	9
图 11: 2018 年金属连接件业务营收结构（分地区）.....	9
图 12: 泽宝发展历程.....	10
图 13: 泽宝营业收入及同比（亿元）.....	10
图 14: 泽宝归母净利润及同比（亿元）.....	10
图 15: 泽宝 2020H1 各产品营收占比.....	11
图 16: 泽宝毛利率及净利率.....	11
图 17: 泽宝三费率.....	11
图 18: 泽宝杜邦分析.....	11
图 19: 泽宝存货周转率（次/年）.....	11
图 20: 泽宝应收账款周转率（次/年）.....	11
图 21: 星徽精密股权结构（2020H1）.....	13
图 22: 跨境出口 B2B、B2C 占比.....	14
图 23: 跨境电商出口行业规模及增速情况.....	15
图 24: 跨境电商进出口交易额增速.....	15
图 25: 各地区线上零售额变化（亿美元）.....	16
图 26: 各国线上销售和线下销售占比（2019 年）.....	16
图 27: 中国全球化品牌 50 强中的跨境电商品牌.....	16
图 28: 2018 年中国跨境出口国家分布情况.....	17
图 29: 2018 年中国跨境出口卖家品类分布情况.....	17
图 30: 2018 年跨境电商企业销售额分布.....	17
图 31: 2018 年跨境电商企业销售单数分布.....	17
图 32: 中国—世界经济依存度指数.....	18
图 33: 世界主要国家出口占比.....	18
图 34: 中国网络零售规模在全球的占比.....	19
图 35: 2019Q3 中国网络零售 B2C 市场交易份额.....	19
图 36: 疫情下海外消费者倾向于减少线下购物的比例.....	21
图 37: 美国线上零售额占总零售额比重（%）.....	21
图 38: 主要公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）.....	24
图 39: 经营活动产生的现金流量净额与营收之比.....	24
图 40: 泽宝六大自有品牌.....	25
图 41: 2019 亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强榜.....	25

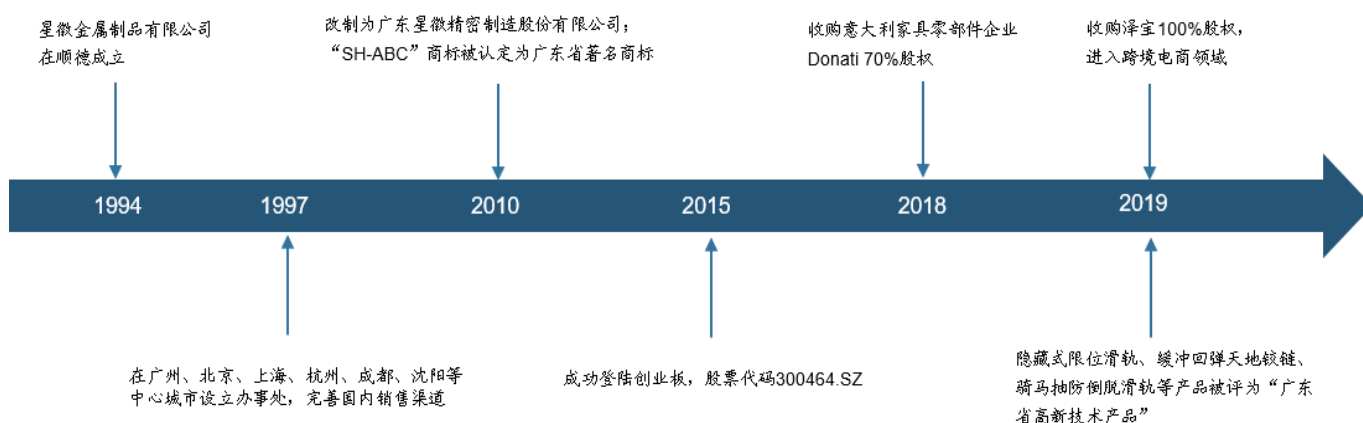
图 42: 泽宝营收结构 (分品类)	26
图 43: 泽宝各品类毛利率情况	26
图 44: 亚马逊平板阅读灯销售排行榜 (2020 年 7 月 25 日)	27
图 45: TWS 耳机全球出货量及同比 (万副)	27
图 46: 全球耳机市场规模 (亿美元)	27
图 47: 充气泳池过去三个月搜索热度 (美国)	29
图 48: 充气泳池销量 (亚马逊美国站)	29
图 49: 2020 年最受欢迎充气泳池前三名	30
图 50: 泽宝 Sable 两款充气泳池销量位居第 5 和第 15	30
图 51: 各跨境电商研发费用率对比	30
图 52: 泽宝孵化的智能美甲机 (第一代, 2019 年上市)	30
图 53: 泽宝销售平台费用及同比 (亿元)	33
图 54: 各跨境电商销售平台费用/营业收入	33
图 55: 亚马逊卖家排名	33
图 56: 泽宝店铺星级评分	33
图 57: 亚马逊净销售额 (分区域, 亿美元)	34
图 58: 2019 年亚马逊各区域净销售额及同比 (亿美元)	34
图 59: 美国各电商的市场份额 (2020 年 5 月)	34
图 60: 德国各电商的市场份额 (2017)	34
图 61: 英国各电商的市场份额 (2019)	35
图 62: 日本各电商的市场份额 (2017)	35
图 63: 泽宝的全球布局	35
表 1: 泽宝交易对价	12
表 2: 限制性股票激励对象明细	13
表 3: 各地区电商发展 (2020 年)	15
表 4: 世界主要国家地区对华贸易情况	18
表 5: 中国出台的涉及跨境电商的政策	20
表 6: 跨境出口电商运营模式对比	21
表 7: 2019 公司前五大供应商	22
表 8: 跨境出口电商物流模式对比	23
表 9: 各电商营运能力对比 (2019 年)	23
表 10: 2020 年 7 月美国电商市场 TWS 品牌销量排名	28
表 11: 主要品牌 TWS 耳机价格	28
表 12: 过去 30 天充气泳池销量 Top10	29
表 13: 中国跨境 B2C 电商线上销售渠道对比	31
表 14: 主要电商平台对比	31
表 15: 主要电商平台的佣金费率情况	32
表 16: 核心假设与盈利预测	36
表 17: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2020 年 9 月 18 日)	37

一、精密金属连接件引领者，跨界进军跨境电商领域

星徽精密成立于1994年，是一家集研发、设计、生产、销售及服务于一体的专业精密金属连接件供应商，主营产品为各种多功能、高精度的滑轨、铰链等金属连接件，拥有多项核心技术专利，产品远销欧美日韩等近百个国家和地区。2015年6月登陆创业板，成为中国家居五金行业首家上市公司。

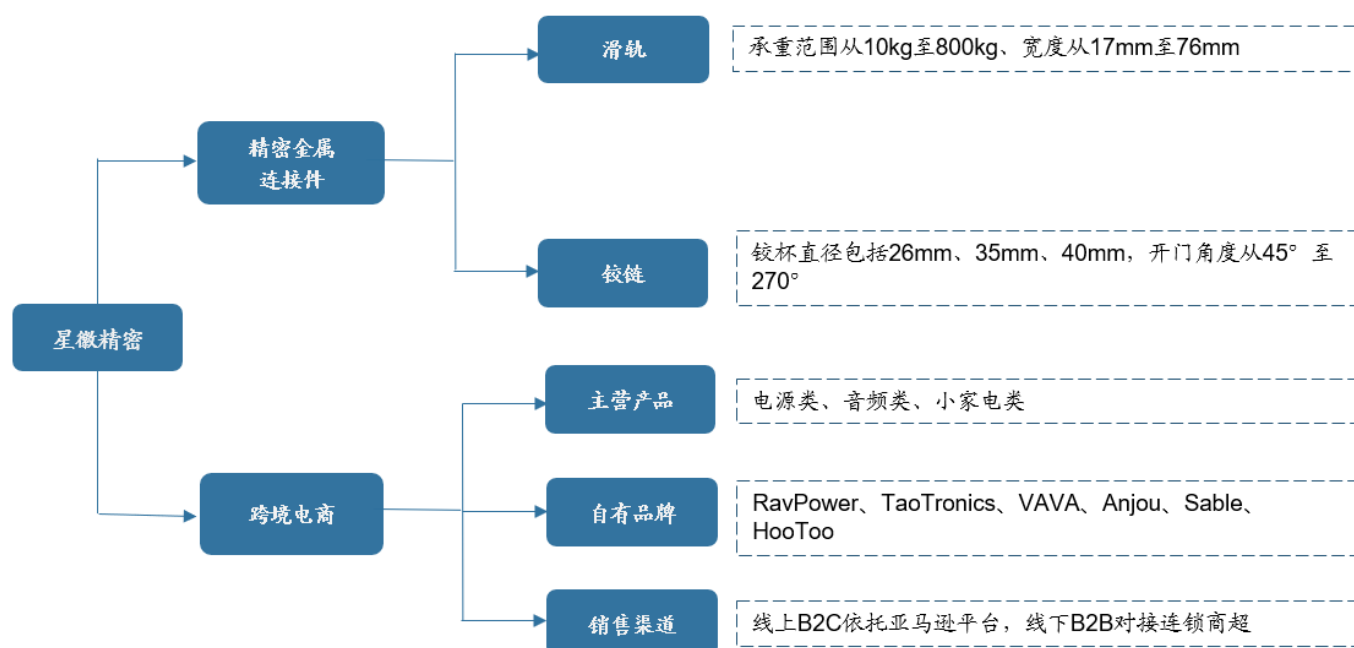
公司于2019年2月完成收购泽宝股份100%股权，正式进军跨境电商行业。泽宝是国内领先的“互联网+”品牌型产品公司，业务主要包括提供全球产品供应及本地化物流配送仓储等一站式供应链管理服务等、提供电子商务服务的IT平台及软件技术支持服务、电子商务零售以及自有品牌网站运营。公司采用B2C模式通过亚马逊等第三方平台进行销售，目前拥有六大自有品牌、约200个核心SKU，核心市场为欧洲、美国和日本。收购完成后公司形成“家居生活板块+消费电子板块”双轮驱动的业务格局，有利于优化公司业务结构，增强盈利能力，降低公司单一业务面对市场环境波动的风险。

图1：星徽精密发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图2: “家居生活+消费电子”双轮驱动



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(一) 精密金属连接件业务：生产研发技术领先，行业龙头壁垒深厚

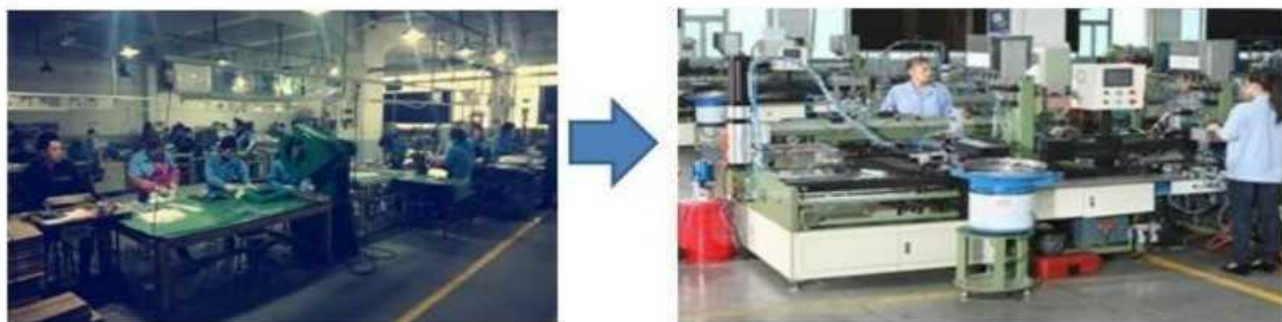
行业规模持续扩张，品牌化趋势明显。金属连接件产品制造是我国轻工业的重要组成部分，改革开放以来行业取得了持续快速的发展，很多产品的产量居世界第一，在全球市场占有率有较大份额。2015年我国已成为全球五金制品的生产与加工中心、采购中心和消费市场。随着“一带一路”、扩大内需、创新驱动、供给侧改革等政策对中国经济的拉动，精密金属连接件下游行业包括家居、家电、电子和通信等制造业，都已进入大的转型期，向行业集中度提升、产品品质提高、市场反应加快等方向演变。行业知名品牌市场份额逐年提高，自主品牌出口彰显新的活力，全行业正在努力实现由量的扩张向质的提升转变，通过品牌影响逐步扩大和提升国内外市场份额。

技术壁垒深厚，营销网络遍布全球。根据公司年报：在生产技术方面，公司在广东顺德、广东清远、江苏泰州和意大利都有生产基地，拥有行业领先的意大利全自动铰链生产线、台湾高精度滑轨滚压成型冲孔一体化自动生产线和全自动滑轨组装生产线。在产品研发方面，公司拥有高素质的意大利研发团队，是行业首家使用西门子UG三维模具设计软件的企业，通过高科技的软件应用，快速提高产品开发效率。截止2019年底具有有效专利248项，其中发明专利11项，实用新型235项，外观2项。在销售渠道方面，公司营销网络遍布全国各地，产品远销欧美日韩等近百个国家和地区。经过多年努力，公司已经成为欧派（603833.SH）、索菲亚、尚品宅配（300616.SZ）、科勒、好莱客（603898.SH）、伟经、美克家居、东芝（6502.T）、伊莱克斯（ELUXA.ST）、海尔（600690.SH）、美的（000333.SZ）等国内外知名企业供应商，在产品设计、两化融合、研发创新等方面处于同行业领先地位。

图3: 全自动生产线与传统工艺对比图



公司自动跳步模多元化冲压成型设备与传统滑轨冲压工艺对比图

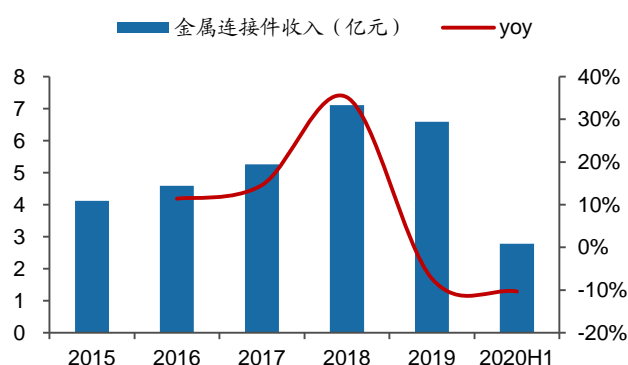


公司全自动多功能滑轨装配生产线与传统滑轨组装工艺对比图

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

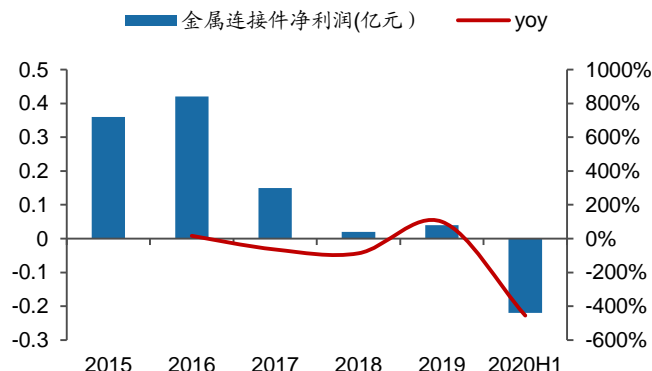
营收和归母净利润波动较大, 总体有所下滑。2015-2018年, 公司业务只有精密金属连接件制造这一项, 营业收入和归母净利润三年复合增速分别为19.97%、-61.84%, 平均毛利率19.98%, 归母净利润大幅下降主要是由于2018年经济下行, 上游原材料价格居高, 而公司产品销售价格不能及时传导原材料价格上涨压力, 导致公司产品销售毛利率下降。2019年公司原有业务实现营收6.59亿元、同降7.31%, 归母净利润0.04亿元、同增97.55%, 归母净利润增幅明显主要系2018年基数较低。2020上半年公司原有业务实现营收2.78亿元、同降10.33%, 归母净利润-0.22亿元、同降454.99%, 受疫情负面影响较大。

图4: 星徽精密营业收入及同比 (剔除泽宝)



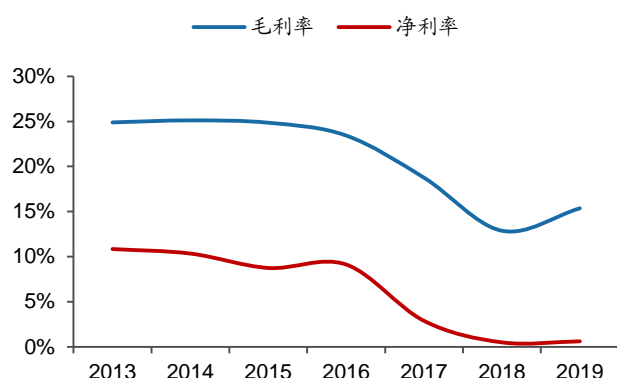
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 星徽精密归母净利润及同比 (剔除泽宝)



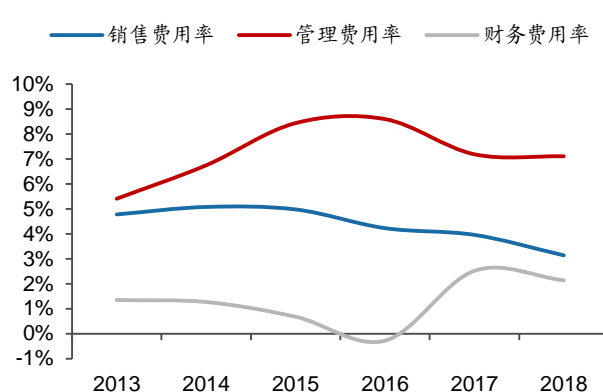
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 星徽精密毛利率及净利率 (剔除泽宝)



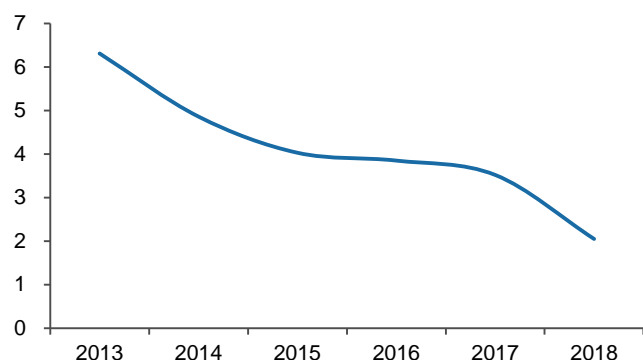
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 星徽精密三费率



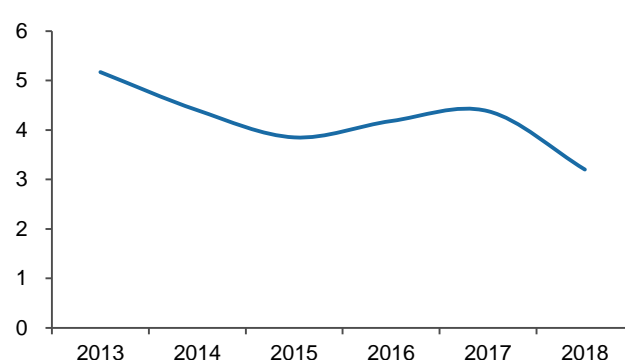
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 星徽精密存货周转率 (次/年)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

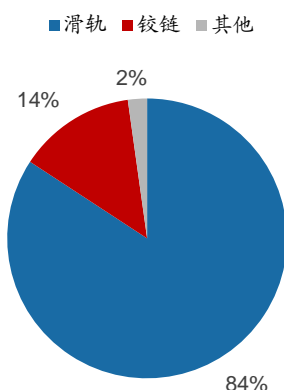
图9: 星徽精密应收账款周转率 (次/年)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

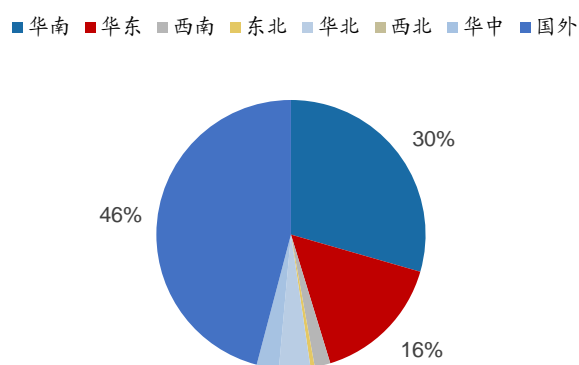
分产品看, 公司金属连接件业务主要产品为滑轨和铰链, 2018年滑轨、铰链营业收入占比分别为84.22%、13.57%, 同比增长率分别为39.28%、18.09%。**分地区看**, 公司金属连接件产品销售市场国内国外各约一半, 前五大客户合计销售金额占比26.45%, 不依赖于某个市场或某几个客户, 风险较低。2018年华南区、华东区、国外营收占比分别为29.45%、15.82%、45.90%, 同比增长率分别为32.36%、1.90%、46.92%。

图10: 2018年金属连接件业务营收结构(分产品)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 2018年金属连接件业务营收结构(分地区)



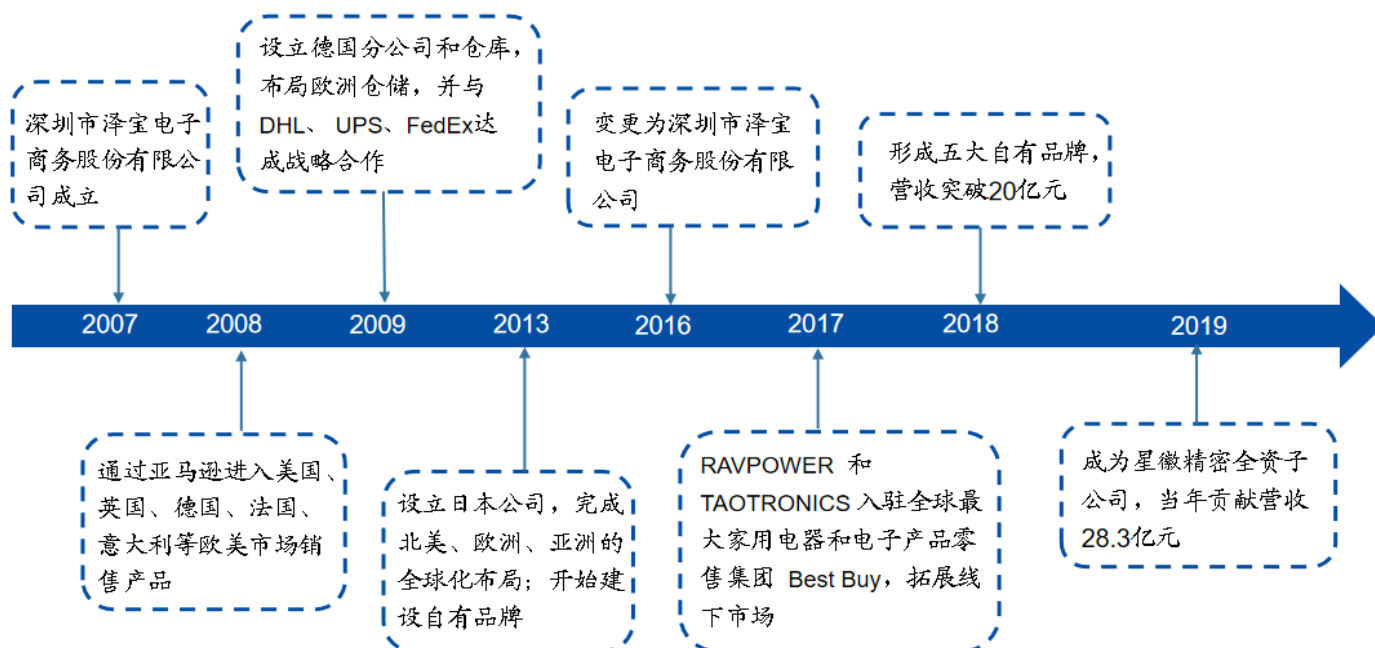
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 跨境电商业务: 精品模式经营, 业绩高速增长

泽宝成立于2007年, 最初主营传统B2B跨境贸易, 2008年转型为跨境电商B2C企业, 通过亚马逊平台销售商品。公司主打精品路线, 2013年开始研发设计自有品牌产品, 目前已形成RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo六大品牌, 品类集中在消费电子领域。其移动电源、LED台灯、加湿器、蓝牙耳机等产品在亚马逊的线上市场份额位于前列, 具有较强的品牌影响力和差异化竞争优势。

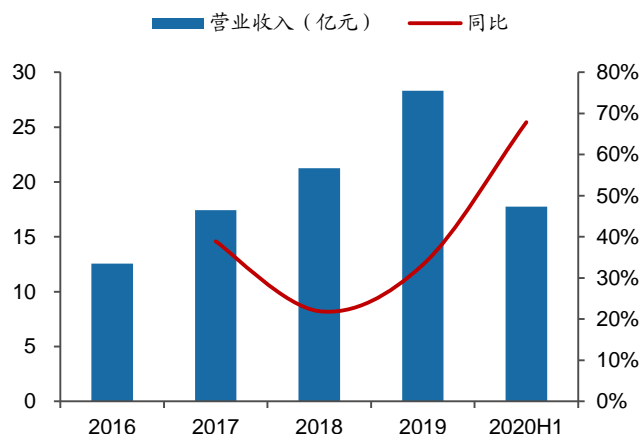
营收、归母净利润高速增长。2016-2019年泽宝营业收入、归母净利润年复合增速分别为31.16%和98.69%, 2019年实现营业收入28.32亿元, 同比增长33.22%, 占当年上市公司总体营收的81.10%; 实现归母净利润1.54亿元, 同比增长40.77%。2020上半年, 泽宝实现营业收入17.76亿元, 同比增长67.86%; 归母净利润1.48亿元, 同比增长200.81%。相比星徽精密原有金属连接件业务, 泽宝跨境电商业务业绩弹性大, 营收、归母净利润增长迅猛。**分品类看**, 小家电和蓝牙音频为核心品类, 2020H1营收占比分别为29.70%、22.60%, 并首次将家私品类单独划分出来, 占比13.93%。

图12: 泽宝发展历程



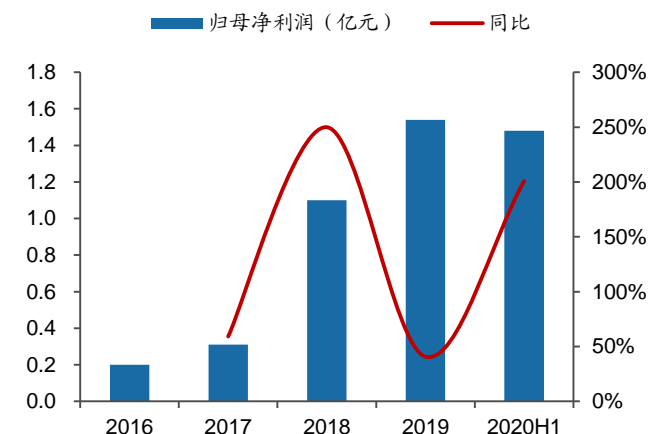
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图13: 泽宝营业收入及同比 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 泽宝归母净利润及同比 (亿元)

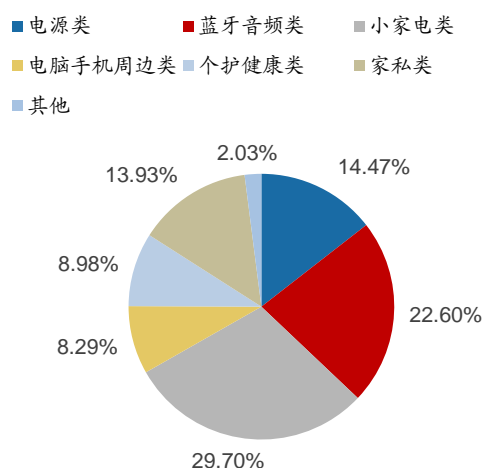


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

毛利率维持高水平、净利率不断提升, ROE进一步提高。泽宝2016-2019年主营业务综合毛利率分别为46.18%、48.68%、50.15%、50.52%，始终维持在较高的水平。净利率从2016年的1.57%上升到2019年的5.45%，主要系管理费用大幅下降。得益于净利率和权益乘数的上升，泽宝2019年ROE达到27.95%，同比增加1.63Pcts。2020H1泽宝净利率提升至8.34%，盈利能力充分展现。

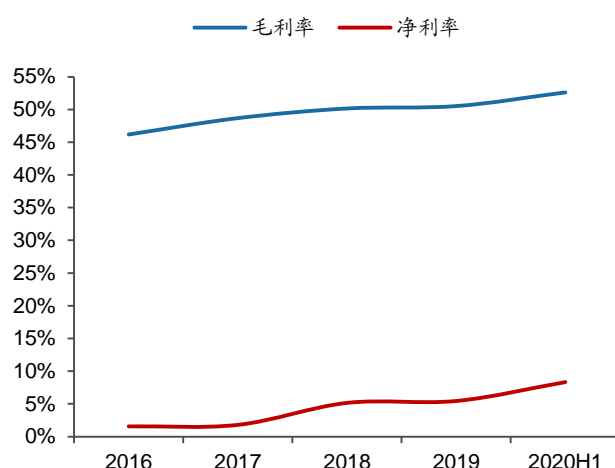
应收账款周转率有所下降, 存货周转率提升。应收账款周转率下降的原因主要是销售规模扩大，第三方平台回款有一定账期。存货周转率改善主要系市场需求旺盛、产品销售火爆，且泽宝在库存备货方面管控更加严格，减少资源消耗。

图15: 泽宝2020H1各产品营收占比



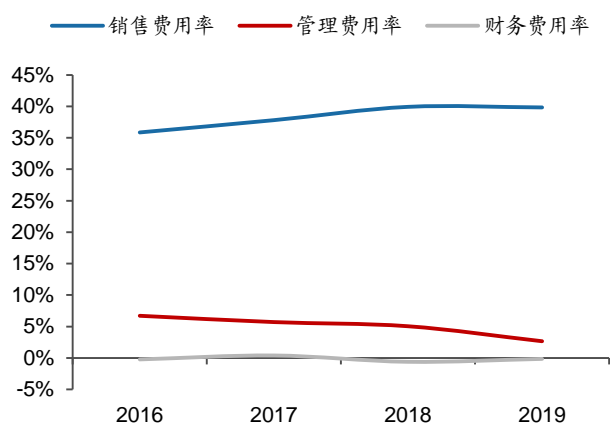
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 泽宝毛利率及净利率



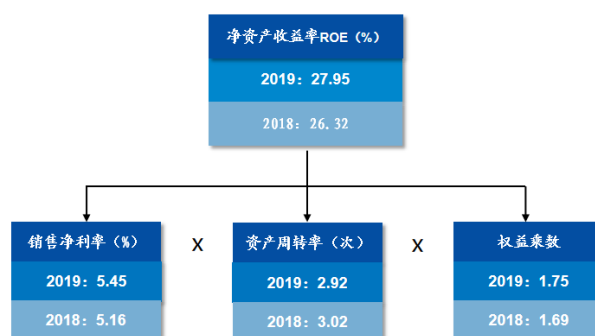
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 泽宝三费率



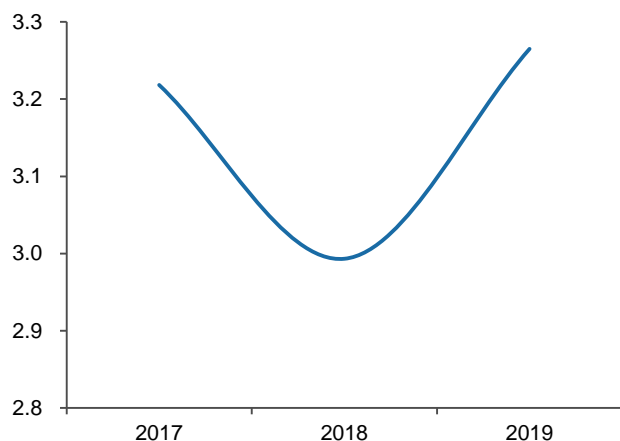
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 泽宝杜邦分析



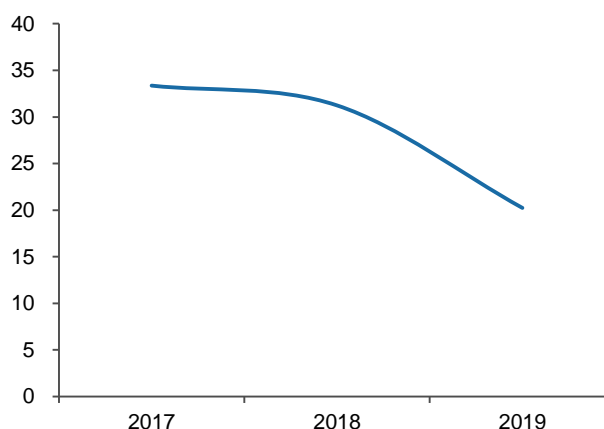
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 泽宝存货周转率 (次/年)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 泽宝应收账款周转率 (次/年)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）股权结构：收购泽宝后公司实际控制人不变

收购泽宝：2019年2月公司完成对孙才金、朱佳佳等27名交易对方合计持有的泽宝电子商务股份有限公司（现更名为泽宝创新技术有限公司）100%股份的收购，交易采用了资产基础法及收益法两种方法对泽宝进行估值，并采用收益法评估值作为评估结果，最终确定泽宝100%股份的交易价格为15.3亿元（其中以发行股份的方式支付8.91亿元，以现金方式支付6.39亿元）。此外，2019年9月公司向江志佳、珠海横琴悦坤企业管理合伙企业（有限合伙）、广东贵裕宝投资有限公司和娄江-元津一号分级私募投资基金非公开发行3513.2万股股份，募集资金总额2.8亿元，主要用于支付交易现金对价、交易相关费用和泽宝股份研发中心项目建设。

被收购时泽宝作出业绩承诺：承诺期的承诺净利润（即，经星徽精密指定的具有证券从业资格的会计师事务所审计的标的公司合并报表归属于母公司普通股股东税后净利润加上当年股份支付金额）为：2018年度不低于1.08亿元、2019年度不低于1.45亿元、2020年度不低于1.90亿元。从泽宝已取得业绩来看，2018和2019年分别实现归母净利润1.09亿元（其中报表归母净利润0.62亿元、股份支付0.47亿元）、1.54亿元，均超额完成业绩承诺。2020年上半年泽宝实现归母净利润1.48亿元，已经完成业绩承诺的78%，目标完成确定性高。

授予限制性股票充分绑定泽宝核心人才：公司发布《2020年限制性股票激励计划》，向51名泽宝的核心管理、技术和业务人员授予限制性股票共计1457万股，占公告日公司股本总额的4.13%，授予价格为11.71元/股。业绩考核目标为泽宝2020年净利润不低于 2.5 亿元，2021、2022年净利润同期增长均不低于30%。限制性股票在授予日起满 12 个月后分三期归属，每期归属的比例分别为 20%、30%、50%，方案有助于持续激发员工动力，为未来三年的业绩增长提供强大支撑。

此外，在并购过程中公司也制定了专门的条款，若业绩承诺期三年累计实际完成的承诺净利润超过三年累计的承诺净利润之和，则上市公司同意将超额部分的35%奖励给业绩承诺期满时还继续在泽宝留任的管理层人员。

表1：泽宝交易对价

交易对方	持有比例（%）	交易对价（亿元）	现金支付金额（亿元）	股份支付金额（亿元）	股份支付数量（万股）
孙才金	32.86%	5.03	2.01	3.02	3770.32
朱佳佳	4.49%	0.69	0.27	0.41	514.90
太阳谷（HK）	8.68%	1.33	0.53	0.80	995.98
亿网众盈、广富云网等其他 24 名交易对方	53.97%	8.26	3.58	4.26	5850.34

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2: 限制性股票激励对象明细

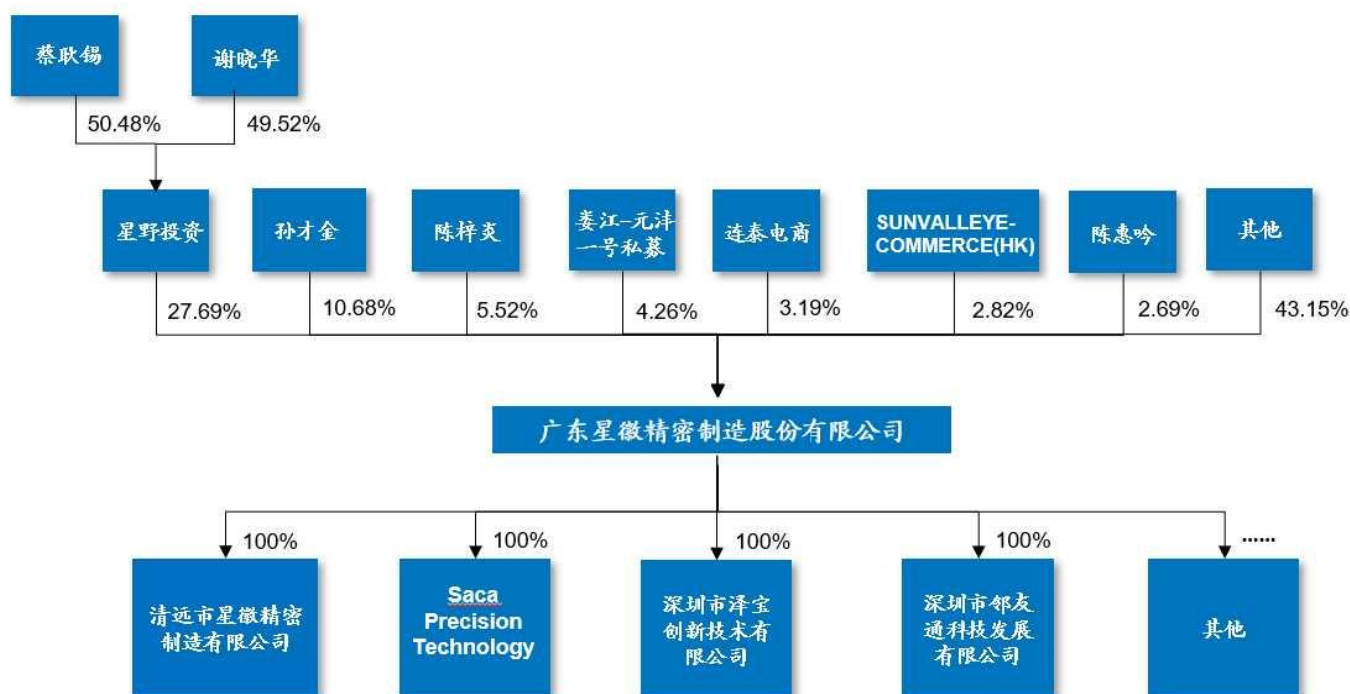
姓名	职务	获授数量(万股)	占当前总股本比例
吕亚丽	副总经理, 泽宝财务总监	50	0.14%
黄浩钦	泽宝核心管理人员	218	0.62%
魏立虎	泽宝核心管理人员	210	0.59%
董柏辰	泽宝核心管理人员	220	0.62%
陈文来	泽宝核心技术人员	50	0.14%
陆辉	泽宝核心业务人员	40	0.11%
泽宝核心管理、技术、业务人员(共45人)		669	1.89%
合计		1457	4.13%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

股权变动: 2019年以前, 公司前三大股东一直为广东星野投资有限责任公司、陈梓炎和陈惠吟。蔡耿锡和谢晓华夫妇合计拥有星野投资100%股权, 为星徽精密的实际控制人, 持股比例51.16%。2018年12月公司宣布向泽宝原有27名股东发行上市公司股份购买资产, 按照购买计划, 原泽宝董事长孙才金将成为公司第二大股东, 直接持股比例11.86%。

截止2020年6月30日, 公司前三大股东分别为广东星野投资有限责任公司、孙才金、陈梓炎, 直接持股比例分别为27.69%、10.68%、5.52%。蔡耿锡和谢晓华夫妇通过星野投资间接持有公司27.69%股权, 仍为公司的实际控制人。

图21: 星徽精密股权结构(2020H1)



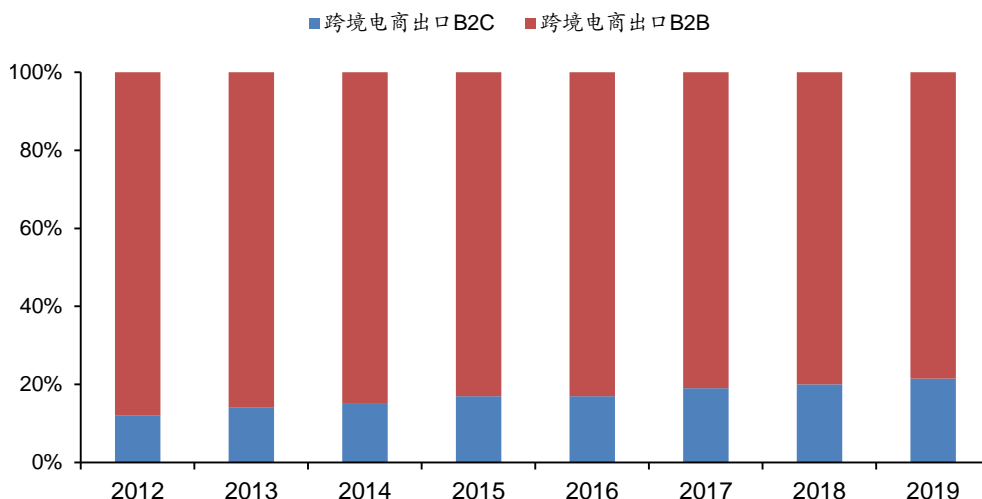
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、疫情环境下，跨境出口 B2C 电商逆势发展

（一）双引擎推动跨境 B2C 电商高速发展

借助线上消费增长红利，我国跨境B2C电商加快海外扩张步伐。从跨境电商行业规模来看，中国跨境电商出口规模快速增加，电子商务研究中心数据显示，2019年我国跨境电商出口贸易总额达8.03万亿元，2012-2019年复合年均增长率为23.2%。跨境出口电商占外贸比例则从2013年的10.6%提高到2019年的29.3%。**出口B2C业务占比逐年提升：**根据电子商务研究中心数据，2012年跨境出口B2C占比仅为12%，2019年已提升至21.5%。2013-2019年，跨境出口B2C规模从3800亿元增长为1.73万亿元，复合年均增速为28.7%。**从跨境B2C行业的渗透率来看，**出口B2C仍有较大提升空间，2019年跨境B2C的规模占比约为21.5%，占比提升较大。随着电子商务的持续发展、物流快递的便利化以及消费水平的提升，未来仍将有部分跨境B2B进一步碎片化转为跨境出口B2C；叠加跨境电商存量市场的不断增长，预计我国跨境出口B2C行业未来三年将保持20%以上的增长速度。

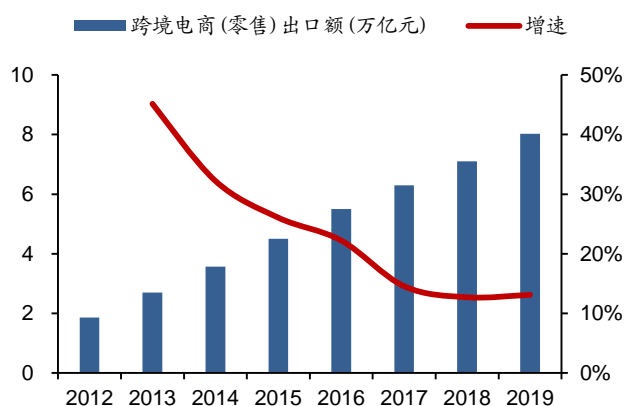
图22：跨境出口B2B、B2C占比



数据来源：电子商务研究中心，广发证券发展研究中心

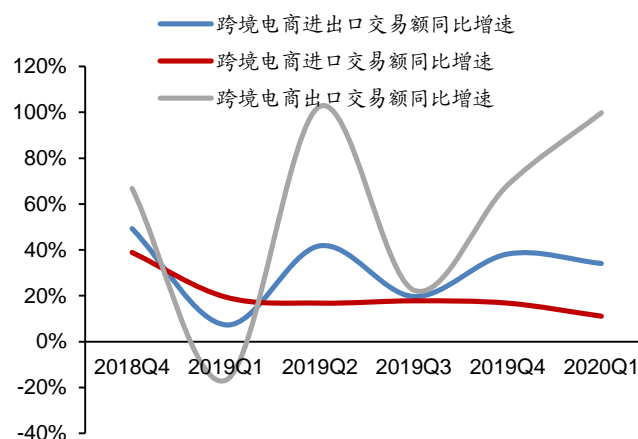
2020年初，受新冠疫情影响，跨境电商展现出巨大的发展潜力。疫情影响下，居民外出次数减少，线下消费大幅下降。为满足居民消费需求，线上消费渠道快速发展，填补线下消费缺口，交易额增速较往年同期大幅提升。商务部和海关总署数据显示，2020年1月份至2月份，我国跨境电商零售进出口额174亿元（海关总署统计数据），同比增长36.7%。20Q1跨境电商进出口总额同比增长34.1%，其中跨境出口电商交易额同比增速高达99.8%，为近年来出口电商增速峰值。

图23: 跨境电商出口行业规模及增速情况



数据来源：电子商务研究中心，广发证券发展研究中心

图24: 跨境电商进出口交易额增速



数据来源：商务部，海关总署，广发证券发展研究中心

随着互联网普及率上升，全球主要国家（地区）网购渗透率均呈上升趋势。分地区看，网购渗透率和地区经济发达程度呈正相关：Statista数据显示，美国经济水平高、网购基础成熟，2020年网购渗透率已超过77%；亚太地区日本、中国、印度分别为76.7%、64%和39.7%，平均网购渗透率在50%左右。以英国、法国为代表的西欧国家整体网购渗透率较高（70%+），而由于基础设施差距，东欧与西欧差距较大。与此同时，拉美、中东等新兴市场网购渗透率提升速度快，且由于人口基数大，网民数量众多，线上购物发展潜力巨大，是跨境B2C电商的潜在市场。从线上购物占比来看，根据彭博数据，中国是线上购物占比最高的国家，2019年占比达到21.8%。英国和美国紧随其后，分别为18.3%、15.2%。印度线上购物占比较低，仅为4.7%，但随着印度电商市场快速成长，线上购物占比提升空间巨大。

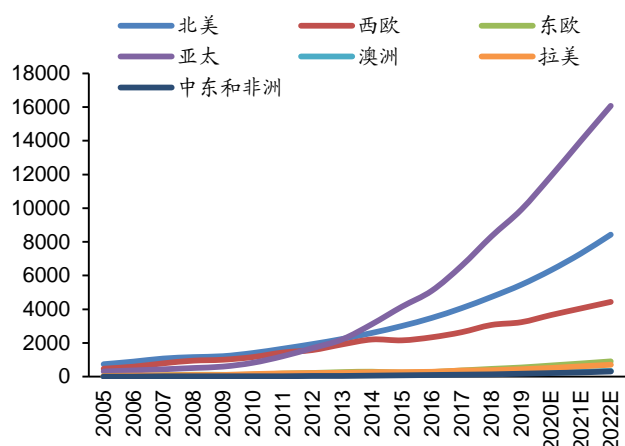
我们认为，网购渗透率和线上购物占比的提升将是跨境B2C电商发展的坚实基础。Bloomberg预计2020年全球线上零售消费额将达到23581亿美元，同比增速为17.8%，线上零售市场规模庞大且有新兴市场作为补充，仍将保持双位数增长。分地区看，2005年亚太地区线上零售额低于北美和西欧地区，但十余年来发展速度远超其他两个地区。截至2019年，亚太地区线上消费零售额为9908亿美元，占全球线下零售总额的49.5%，西欧和北美地区线上消费同样快速发展，2005-2019年CAGR分别为14.7%和15.3%。

表3: 各地区电商发展（2020年）

	北美		亚太			欧洲			澳洲	拉美
	美国	加拿大	中国	日本	印度	英国	法国	俄罗斯	澳大利亚	巴西
电商收入 (百万美元)	389620	28062	1057047	98946	43489	92845	49982	21626	25756	19224
网购人数 (百万人)	256	26.1	926.1	97.1	548.5	57.2	46.2	62.8	18.3	105
网购渗透率	77.3%	69.1%	64%	76.7%	39.7%	84.2%	70.7%	43.1%	71.7%	49.4%

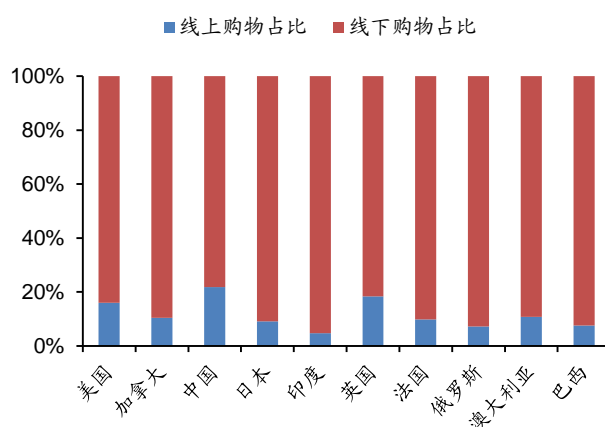
数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

图25：各地区线上零售额变化（亿美元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图26：各国线上销售和线下销售占比（2019年）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（二）跨境电商行业百花齐放，但尚未出现绝对龙头

经过多年积累，一批优秀的跨境出口电商品牌诞生。2020年7月，全球最大的传播服务集团WPP和凯度联合谷歌发布的《2020年BrandZ™中国全球化品牌50强》报告中，与跨境电商相关的品牌有：跨境电商品牌ANKER（第11名），跨境出口时尚品牌SHEIN（第13名），跨境电商品牌傲基AUKEY（第35名），跨境通旗下B2C出口网站ZAFUL（第38名），Gearbest（第47名）。这些跨境电商大潮中成长起来的品牌已经能够与华为、联想、海尔等品牌巨头并驾齐驱。

图27：中国全球化品牌50强中的跨境电商品牌

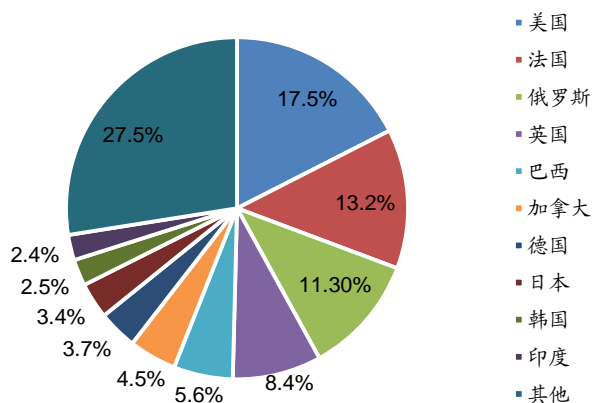


数据来源：Google，广发证券发展研究中心

拆分来看，跨境出口商品的品类红利和市场红利均在不断迁移。从品类分布看，3C和服装产品的占比下降，长尾产品的占比提升。电子商务研究中心数据显示，2018

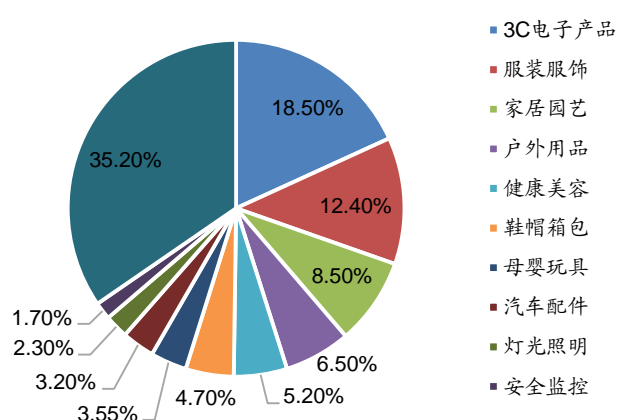
年 3C 电子和服装的占比分别为 18.5%和 12.4%，相对于 2017 年 3C 电子占比减少 19.2%，服装占比提升 2.2%。以家居园艺、户外用品、健康美容为代表的新兴品类占比快速提升，2018 年占比分别为 8.5%、6.5%和 5.2%。从细分市场看，跨境出口 B2C 的流量红利在海外市场不断迁移。我国最初的跨境电商卖家主要借助 eBay、亚马逊等平台在美国、欧洲等发达国家进行销售，但随着美国等电商市场竞争加剧和新兴市场的电商兴起，跨境电商的流量红利在不同国家之间迁移。

图28：2018年中国跨境出口国家分布情况



数据来源：电子商务研究中心，广发证券发展研究中心

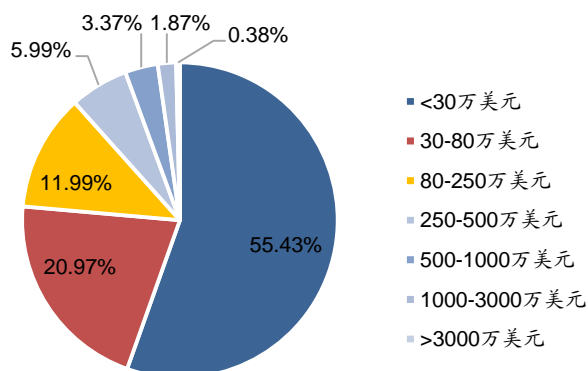
图29：2018年中国跨境出口卖家品类分布情况



数据来源：电子商务研究中心，广发证券发展研究中心

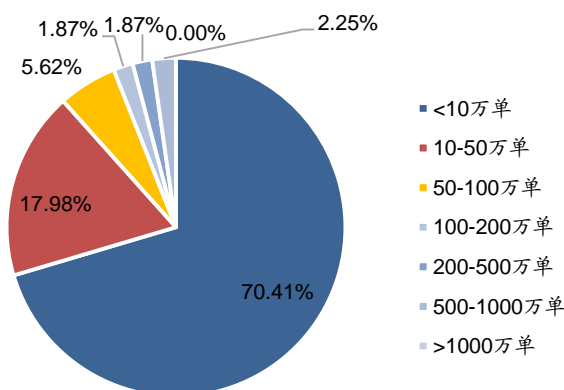
销售规模整体偏小，行业集中度有待提高。易观数据显示，2018年，年销售额在250万美元以下的电商超过85%，销售额超过1000万美元的大卖家仅占2.25%。从销售额和销量上看，小型卖家仍占市场主流，行业集中度偏低。随着竞争加剧和资本投入，行业集中度有望进一步提升。

图30：2018年跨境电商企业销售额分布



数据来源：易观数据，广发证券发展研究中心

图31：2018年跨境电商企业销售单数分布



数据来源：易观数据，广发证券发展研究中心

（三）制造产业链优势造就高依赖度，疫情加速消费习惯养成

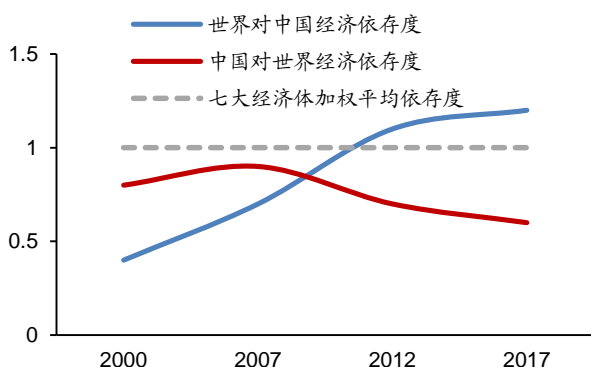
通过对比传统B2B贸易和跨境B2C贸易，我们认为：（1）传统B2B进出口贸易面对企业客户，采用订单销售模式，交易链条长，加价环节多，在疫情期间由于大量企业停工停产以及海外国家贸易政策限制，且传统进出口贸易周期长，无法满足

海外用户即时需求，因此订单量受到影响。（2）跨境B2C电商面对C端客户，采用存货销售模式，简化、剔除代购、海淘转运等中间环节，由买卖双方直接进行交易，税费透明、商品更有保证，疫情期间通过前期库存继续扩大销售，并通过海外仓或物流专机等形式，小包派送，确保商品流通顺畅。在这种情况下，跨境电商借助B2C模式，成功绕过To B端贸易限制，通过海外仓直或跨国物流接将商品送到海外客户手中，跨境电商出口销售额由此大幅提升。

由此，我们分析跨境B2C电商出口规模大幅提升，未来行业发展潜力大主要受以下四方面因素影响：

（1）中国拥有全球最完备的制造产业链，海外对中国产品的依赖度高。根据麦肯锡《中国与世界：理解变化中的经济联系》研究报告，2000-2017年，世界经济对中国依存度持续上升，2012年起超过七大经济体平均依存度。从全球出口数据来看，WTO数据显示，近十年来中国出口总额稳步增长，10-19年年均复合增长率为5.4%。从国家和地区数据来看，世界各主要经济体对中国商品的进口也在扩大，对华进口占国内消费比例普遍上升。根据麦肯锡研究报告，2003-2017年，美国、德国、英国等主要欧美国家对华进口占比提升1.5-2倍；日本、韩国、新加坡等亚洲国家对华商品进口依赖度平均提升1.5倍，其中新加坡对华进口占比达到18%，处于全球最高水平。

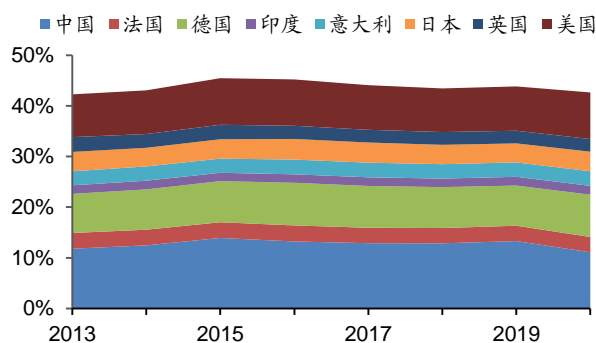
图32：中国—世界经济依存度指数



数据来源：麦肯锡，广发证券发展研究中心

注：七大经济体为中国、法国、德国、印度、日本、英国和美国。

图33：世界主要国家出口占比



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

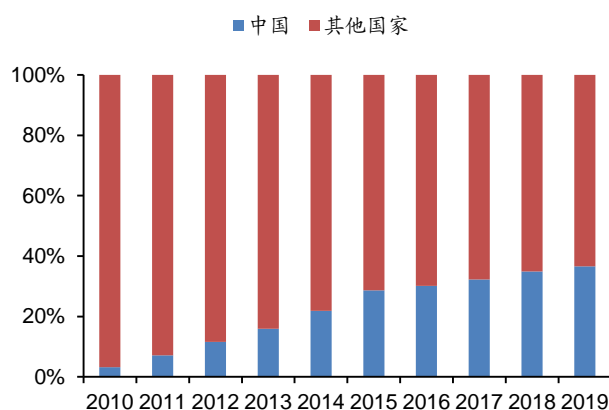
表4：世界主要国家地区对华贸易情况

国家/地区	对华出口占国内产值比例，%		对华进口占国内消费比例，%	
	2003-2007	2013-2017	2003-2007	2013-2017
美国	<1	2	3	6
德国	2	4	2	3
英国	<1	2	2	5
澳大利亚	4	16	3	7
日本	4	5	3	5
韩国	8	11	4	6

数据来源：麦肯锡，广发证券发展研究中心

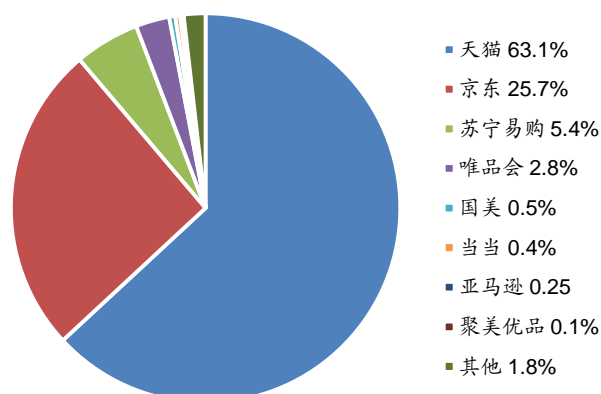
(2) 电商经验优势。线上零售效率较高，国内电商发达，有一批熟悉电商运营、供应链管理的人才。从全球范围来看，中国是世界上最大的电商市场。彭博数据显示，2010 年中国网络零售规模仅占全球的 3.1%，2019 年中国占比达到 36.6%，中国电商以惊人的速度成长起来，短短十年间成长为全球最大的网络零售市场。从国内市场份额来看，天猫是国内最大的电商平台，占比高达 63.1%，京东位居第二，占比为 25.7%。同时阿里巴巴和京东分别为全球第一和第三大电商，2019 年占全球电商市场比重分别为 16.2%和 10.8%。国内电商经过十年来的发展，积累了大量的运营经验以及电商管理人才。跨境电商在海外扩张的过程一边借鉴国内电商运营的经验，一边吸收营销推广和管理人才，为跨境电商出海打下坚实的基础。

图34：中国网络零售规模在全球的占比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图35：2019Q3中国网络零售B2C市场交易份额



数据来源：易观数据，广发证券发展研究中心

(3) 政策支持。国家政策鼓励出口模式创新，“一带一路”释放政策红利。随着互联网技术和全球电商平台的迅速发展，以及带来的新一轮跨境贸易、消费、服务和中小企业的全球化，跨境 B2C 电商零售正在发展成为国际贸易的新业态和重要组成部分。近年来，中国政府和社会各界高度重视跨境电商的发展，将其视为新时期中国经济发展的新引擎、产业转型的新业态和对外开放的新窗口。国家密集发布的针对跨境电商发展的相关海关政策、外汇政策、税务政策，都在明确释放一个信号，要保护自己国家的产业，让行业向更加规范的方向发展，鼓励和扶持一批更加优秀的企业成长为标杆，也让跨境 B2C 电商企业的资产和资金在更安全的环境下运作。经过几年发展，中国通过不断完善政策制度和创新商业模式，已经初步建立了“成体系、全方位”的跨境电商零售进口监管模式，为促进中国跨境电商发展创造了良好的基础。

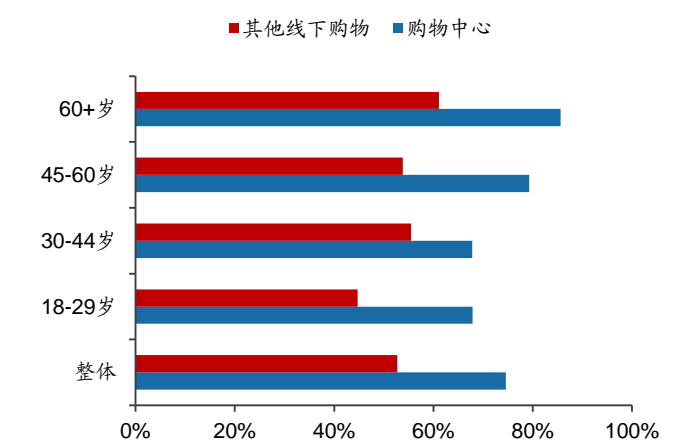
表5：中国出台的涉及跨境电商的政策

时间	制定单位	政策名称	意义
2013年8月	商务部等9个部门	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	将跨境电子商务零售出口纳入海关的出口贸易统计,提出了对跨境电子商务零售出口的支持政策以及出口检验、收结汇等6项具体措施。
2014年1月	海关总署	《关于增列海关监管方式代码的公告》	海关总署特别针对跨境电商增设了监管方式代码“9610”,跨境出口电商退税更加便利。
2015年3月	国务院	《关于同意设立中国(杭州)跨境电子商务综合试验区的批复》	重点突破,着力在跨境电子商务各环节先行先试,打造跨境电子商务完整的产业链和生态链。
2016年4月	财政部等11个部门	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	关税暂设为0%;进口环节增值税、消费税取消免征税额,暂按70%征收;个人单次交易限值为2000元,年度交易限值为20000元。
2017年9月	国务院	《国务院确定推进跨境电商综合试验区建设措施》	复制推广电商线上综合服务和线下产业园“双平台”;建设海外仓,加强物流网络等配套服务体系;健全交易风险防范和消费者权益保障机制。
2018年8月	国务院	《国务院关于同意在北京等22个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	新增22个城市为综合试验区,以跨境电商为突破口,在物流、仓储、通关等方面进一步简化流程、完善通关一体化。
2018年9月	财政部等4个部门	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物,同时符合相关条件的,试行增值税、消费税免税政策。
2019年10月	财政部	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》	跨境电商综合试验区内核定征收的跨境电商企业应准确核算收入总额,并采用应税所得率方式核定征收企业所得税。所得税率统一按照4%确定。
2020年1月	国务院	《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》	将石家庄等50个城市(地区)及海南全岛纳入跨境电商零售进口试点范围。

数据来源：国务院，财政部，商务部，海关总署，广发证券发展研究中心

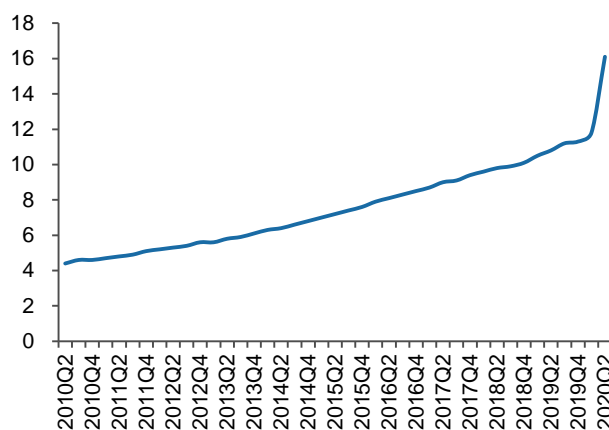
(4) 疫情影响消费习惯，海外电商销售额提高。疫情影响下，消费者考量自身安全和生活需求，购物习惯由线下转向线上，海外电商由此获得巨大流量。根据美国商务部数据，美国线上零售占比从4.6%提升到11.3%用了9年时间，而2020年疫情期间，线上零售占比仅用了3个月就从11.8%提升至16.1%，疫情对美国线上消费影响巨大。从主要平台数据来看，亚马逊2020年第二季度净销售额为889亿美元、同增40%，净利润52.4亿美元、同增97.7%。Shopify2020年第二季度营收为7.4亿美元、同增97%，GMV为301亿美元、同增119%。我国跨境电商在上半年纷纷展现出强劲的增长力，销售额屡创新高。

图36: 疫情下海外消费者倾向于减少线下购物的比例



数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

图37: 美国线上零售额占总零售额比重 (%)



数据来源: 美国商务部, 广发证券发展研究中心

三、供应链+品牌+渠道，精细化运营铸就竞争优势

(一) 模式：深耕供应链，坚持精品路线

泽宝属于典型的精品模式企业，深耕消费电子品类供应链，打造自有品牌，主要依靠产品质量和品牌效应积累用户。为保证产品质量、提升产品性价比，泽宝十分重视设计、研发、生产等上游环节，在原材料采购、委外生产、物流仓储等方面均建立了完善的管理制度，形成了较为成熟的运营模式，具备一系列竞争优势。

表6: 跨境出口电商运营模式对比

母公司名称	电商名称	运营模式	自主品牌	主营产品	产品数量
星徽精密	泽宝创新	精品	RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo	电源类、音频类、小家电类、个护类	核心 SKU 不到 200 个
跨境通	环球易购	大卖+精品	Gearbest、ZAFUL 等	主营服装，覆盖电子、家居类	SKU 超过 40 万个
	帕拓逊	精品	MPower 等	3C、户外、智能家居	SKU 超过 1000 个
安克创新		精品	Anker、Soundcore、ZOLO、Eufy、ROAV、NEBULA 等	充电类、无线音频类、智能创新类	PN 超过 1000 个
傲基科技		精品	AUKEY、Naipo、Tacklife 等	3C 数码类、家庭健康类、小家电类、园林工具类	每个品类几百个 SKU，多的有上千个
华鼎股份	通拓科技	大卖	CACAGOO、KOOGEER、DODOCOOL 等	智能家居、车用智能设备、数码产品、健身器材等	SKU 超过 30 万个
天泽信息	有棵树	大卖+精品	FPVRC、OUTAD、MARSPower 等	覆盖 3C、户外、家居等 19 大类、3000 个小类	SKU 超过 40 万个
华凯创意	易佰网络	大卖+精品	-	汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容、户外运动、3C 电子等	SKU 约 20 万个

数据来源: 公司年报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

在**供应商管理方面**，泽宝采购的原材料主要有电池、芯片、导线等基础元器件，相较于大卖模式的企业来说操作更为简单。其采用“前端开发+后端跟进+成本监控”的扁平化、模块化模式进行供应商管理，前端采购依据公司产品规划，把握一、二级核心供应商产品布局 and 成本构成；后端采购管控订单交付、二级物料供需，并结算供应商货款，实时监控产品库存水平；成本组对新旧产品BOM表物料价格进行对比分析，定期维护元器件资料库，监控成品采购价格，推动核心物料直采，提高产品成本竞争力。泽宝技术供应链管理中心全流程参与供应商管控，帮助供应商提高生产良率、改进生产工艺，确保快速交付。通过建立完善的产品品质控制体系，形成从供应商管理、成品品质管理、客户反馈管理的整个品质管理链。

2018年公司前五大供应商采购额合计1.61亿元，占总采购额的40.66%；2019年布局跨境电商业务后采购额有较大提升，前五大供应商采购额合计5.09亿元，占总采购额的33.12%，不存在对单一供应商的过度依赖。

表7：2019公司前五大供应商

序号	供应商名称	采购额（亿元）	占年度采购总额比例
1	供应商 A	1.78	11.59%
2	供应商 B	1.04	6.75%
3	供应商 C	0.95	6.19%
4	供应商 D	0.68	4.45%
5	供应商 E	0.63	4.13%
合计		5.09	33.12%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在**物流方面**，目前跨境电商物流一共有四种主流模式：①邮政小包。中国邮政小包是中国邮政开展的一项国际邮政小包业务服务，分为平邮小包以及挂号小包。适用于跨境电商，eBay，速卖通，Lazada，Wish，敦煌，Newegg等平台卖家。②海外专线。卖家一般首先将货物集货，然后通过航空包舱方式运输到国外，再通过当地公司进行目的地派送。③海外仓。卖家预先将国内货物通过海运等传统低成本方式运输到海外目的地仓库，随后在收到订单时再进行分拣、包装和派送。④国际快递。通过国际快递公司直接将货物直接发到客户手中。

泽宝主要采取**海外专线的模式**，运输方式为**海运与空运相结合**。单位重量的空运价格通常是海运价格的10-20倍，近几年泽宝不断优化运输结构，降低产品成本。以电源类产品为例，2016年电源类产品空运比例约64%，海运比例约36%，2017年海运比例上升到54%，2018年为63%，目前这一比例超过80%。空运方式中80%采用客运飞机，20%采用货运飞机，疫情影响下航班减少、飞机资源紧张，公司凭借较大的销售规模与亚马逊的长期合作关系，获得亚马逊专机运输服务，目前物流情况已经基本恢复正常。尽管前期疫情影响下空运价格涨幅较大，但由于国外消费者网购需求旺盛、产品提价容易，一定程度上弥补了增加的物流成本。此外，泽宝子公司深圳邻友通具有国家海关总署 AEO 高级认证，能够享受先行办理验放手续，提高了公司跨境供应链物流效率。

表8: 跨境出口电商物流模式对比

模式	典型服务商	派送范围	运费（中国-美国，0.5KG，元）	派送时间	优势	劣势
邮政小包	中国邮政	>200 个国家和地区	42.5	16-35 天	基本覆盖全球，价格相对较低	速度较慢，丢包率偏高，不能享受出口退税
海外专线	菜鸟专线	中美专线	69.5	10-15 天	价格相对便宜	时效稍慢于国际快递，旺季需要排仓
海外仓	出口易	北美洲，欧洲，澳洲	72	7-12 天	降低物流成本，速度较快	容易压货，库存管理要求高。
国际快递	DHL	>235 个国家和地区	372	3-7 天	时效快，安全可靠	价格高

数据来源：中国邮政 EMS，速卖通，出口易，DHL，广发证券发展研究中心

在仓储方面，泽宝主要使用亚马逊所提供的物流仓储服务（即 FBA, Fulfillment by Amazon）。FBA 模式下，泽宝相关产品由亚马逊 FBA 仓库接收后，后续针对终端消费者销售所涉及的拣货、配送、收款、客服和退货等相关产品服务皆由亚马逊负责完成。亚马逊相应地收取管理费用，主要包括订单配送费、移除订单费、退货处理费、FBA 库存仓储费、计划外服务费共 5 个部分，合计约占泽宝营收的 15%。

卖家使用 FBA 的优势主要有以下几点：①大大缩短了公司产品送达时间，提升消费体验；②亚马逊对 FBA 店铺的审查要求更宽松，店铺更稳定；③亚马逊在推荐商品时会优先推荐 FBA 商品，店铺产品曝光率更高。

综合来看，我们认为精品模式给泽宝带来了以下三点竞争优势：

（1）产品质量上乘，复购率高，有利于沉淀品牌。泽宝深耕消费电子产品，追求高度专业性，除自主研发设计以外，还积极与掌握相关高精尖技术的企业进行合作开发，比如利用纳微半导体公司的 AllGa_N™ 技术开发氮化镓充电头，将大象声科公司的新一代信号处理技术运用到 TWS 耳机开发当中，致力于打造最佳的产品体验，以过硬的产品质量赢得消费者认可，有利于提升客户粘性、增强品牌效应。

（2）存货占比低，周转速度快。泽宝主营品类较为集中，对单种原材料的采购量以及委托外部企业生产特定商品的规模都比较大，其与供应商建立了稳定的战略合作关系，部分量大的产品可由供应商生产完成后直接出货，不需要再进泽宝的仓库，大大降低成本费用。相较于典型大卖模式的有棵树，泽宝 2019 年存货占营业收入的比重仅为 17.67%，泽宝的存货周转速度也明显快于同行。

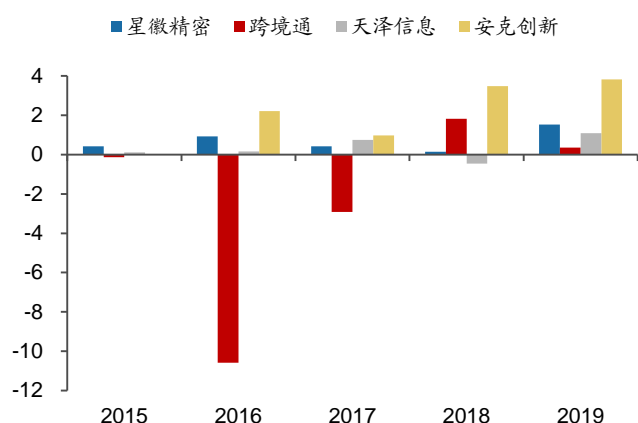
表9: 各电商营运能力对比（2019年）

母公司	电商名称	存货/营业收入	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	应付账款周转率（次）	现金周转期（天）
星徽精密	泽宝创新	17.67%	3.26	20.24	4.90	55.57
华凯创意	易佰网络	14.93%	2.70	22.75	10.21	115.47
跨境通	环球易购	17.33%	2.93	12.55	7.87	107.28
	帕拓逊	13.70%				
天泽信息	有棵树	24.80%	1.79	12.35	4.24	147.47
安克创新	安克创新	16.79%	3.51	15.62	6.65	72.51

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：有棵树数据为 2018 年）

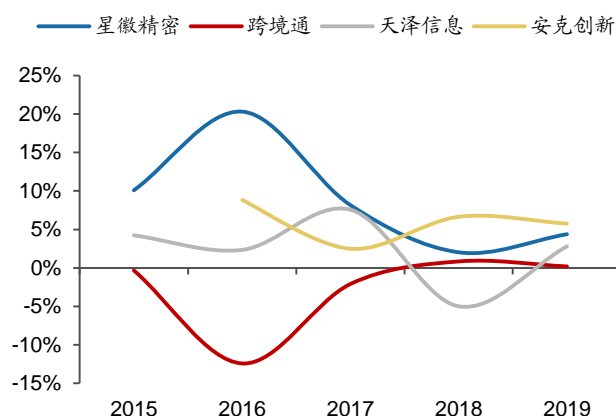
(3) 账期有利，现金流充裕。泽宝对上游的账期较长，2019年应付账款周转率仅为4.9%，低于行业平均水平；下游对泽宝的账期较短，2019年应收账款周转率为20.24%，高于行业平均水平。总体看，泽宝的现金周转期在行业内是最短的，其从采购到销售商品收回现金的时间较短，企业效益非常突出，充分体现了其在运营方面的竞争优势。此外，相较于大卖模式的企业，精品模式的企业在库存备货方面更为谨慎，所消耗的现金流较少，公司2019年经营活动产生的现金流量净额为1.53亿元。2019年公司经营活动产生的现金流量净额与营收之比为4.38%，仅与精品标杆企业安克创新相差1.38 Pcts，现金流充裕有利于公司后期业务持续扩张、实现更大发展。

图38: 主要公司经营活动产生的现金流量净额(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 经营活动产生的现金流量净额与营收之比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 品牌: 持续加强研发投入, 实力打造自有品牌

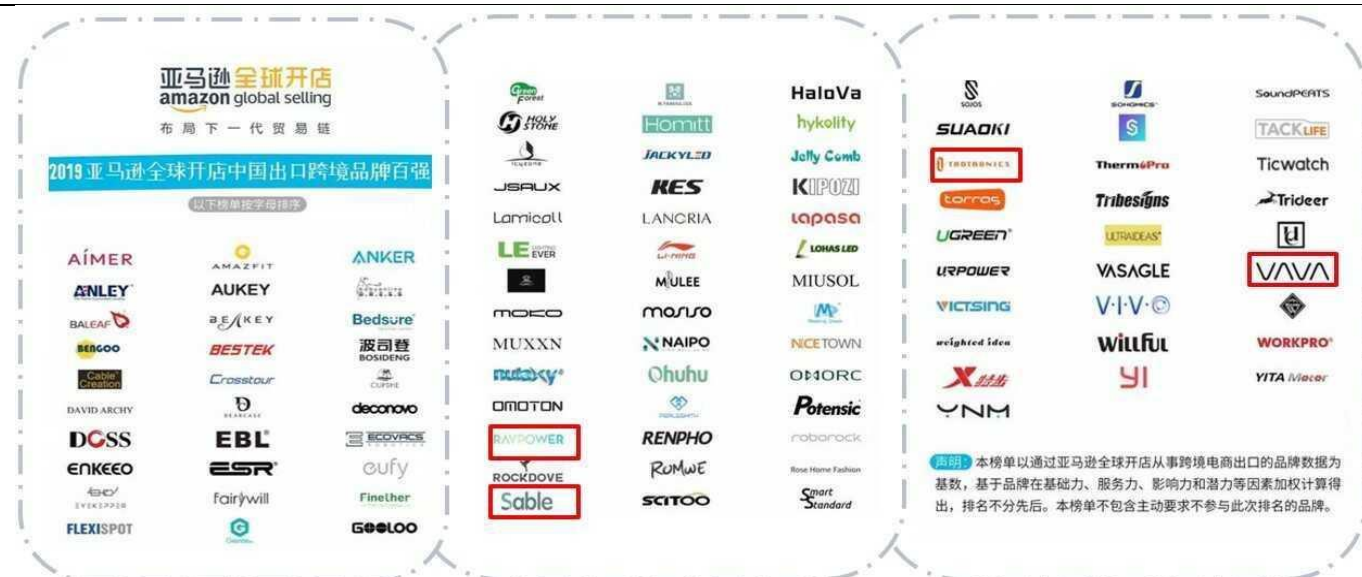
泽宝自2013年开始研发设计自有品牌产品, 目前已经成功打造六大品牌, 分别为RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo。通过产品占有率和口碑的长期渗透, 公司自有品牌已成为具备一定市场影响力的亚马逊线上品牌, 终端用户粘性高, LED台灯、蓝牙耳机、加湿器等产品在亚马逊的线上市场份额位于前列。在2019亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强中, 泽宝技术旗下RavPower、TaoTronics、VAVA、Sable四大品牌位列其中。

图40: 泽宝六大自有品牌



数据来源: 公司官网, 亚马逊官网, 广发证券发展研究中心

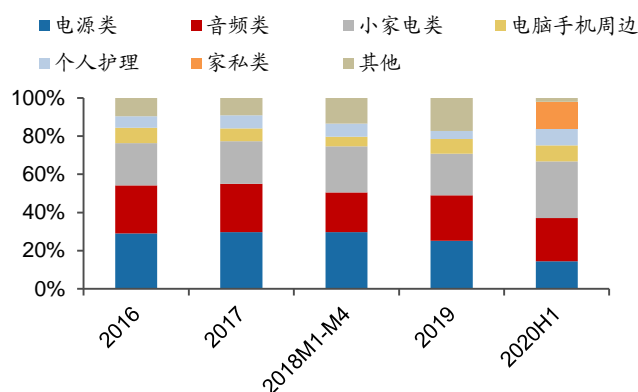
图41: 2019亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强榜



数据来源: 亚马逊全球开店, 广发证券发展研究中心

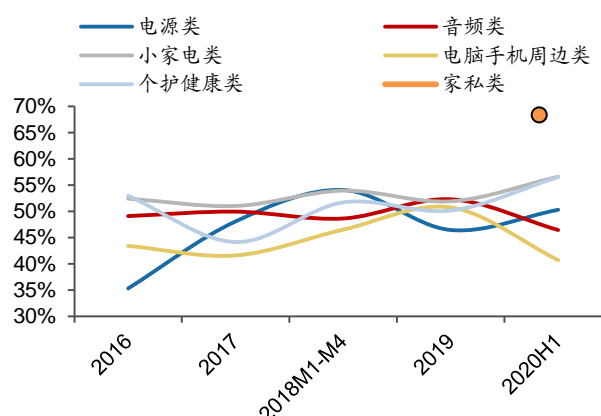
在产品品类方面，泽宝主打音频、电源、小家电等，核心SKU不到200个，各品类毛利率均超过40%。2016-2019年，电源类和个人护理类产品营收比重略有下降，小家电类占比稳定，音频类、电脑手机周边类和其他类的营收比重有所提升。2020H1小家电成为第一大品类，实现营收5.27亿元，同比增长143.72%，营收占比29.70%；上半年单独划分出家私品类，实现营收2.47亿元、占比13.93%，毛利率68.68%为所有品类中最高。泽宝一方面巩固传统优势品类发展，另一方面寻求差异化增长空间，针对消费者需求痛点不断开拓新品，具备较强的能动性。

图42：泽宝营收结构（分品类）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图43：泽宝各品类毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：右上方橙色圆点为2020H1首次划分出的家私类，毛利率68.68%）

（1）台灯。LED台灯为泽宝的强势品类，单价30-100美元之间，在亚马逊的台灯领域销量领先。根据亚马逊最佳销售排行榜，截止2020年7月25日，泽宝旗下的一款TaoTronics台灯累计销售量在平板阅读灯领域排名第23位，获得超过7700个买家评级，星级评分4.8。

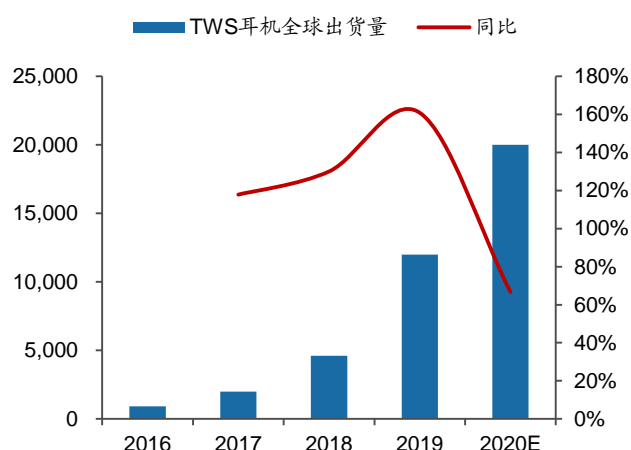
图44: 亚马逊平板阅读灯销售排行榜 (2020年7月25日)



数据来源: 亚马逊官网, 广发证券发展研究中心

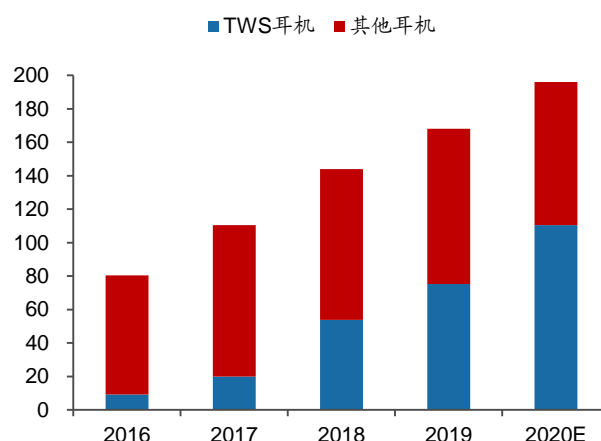
(2) TWS耳机需求旺盛, 成为新的业绩增长点。根据Counterpoint数据, 2016-2019年全球TWS耳机出货量从918万副增长至1.2亿副, 三年复合增速141%, 知名机构Canalys预计2020年出货量超过2亿副。全球耳机市场规模稳定增长, 其中TWS耳机占比快速提升, 2019年渗透率达到44.82%, 未来还有很大增长空间。泽宝2019年TWS耳机销售量190多万副, 销售收入超过6个亿。根据旭辉大数据统计的2020年7月美国电商市场TWS品牌销量排行, 泽宝旗下的Boltune和TaoTronics品牌分别位列第五名和第十八名, 预计未来TWS耳机对公司业绩的贡献将持续提升。且相比于其他知名品牌, 公司削减了过高的品牌溢价, 并凭借供应链优势降低自身成本, 产品价格颇具竞争力。

图45: TWS耳机全球出货量及同比 (万副)



数据来源: Counterpoint, Canalys, 广发证券发展研究中心

图46: 全球耳机市场规模 (亿美元)



数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

表10: 2020年7月美国电商市场TWS品牌销量排名

排名	品牌	排名	品牌
1	Apple	11	Conico
2	TOZO	12	Vankyo
3	MPow (帕拓逊)	13	Purity
4	Soundcore (安克创新)	14	BEBEN
5	Boltune (泽宝)	15	OKG
6	AUKEY (傲基)	16	Knipaimly
7	Kurdene	17	Spidoc
8	ENACFIRE	18	TaoTronics (泽宝)
9	Samsung	19	iLuv
10	LETSCOME	20	Skullcandy

数据来源: 旭日大数据, 广发证券发展研究中心

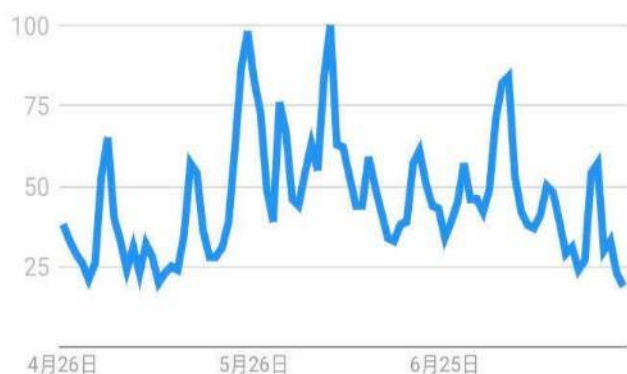
表11: 主要品牌TWS耳机价格

品牌	型号	价格 (美元)	品牌	型号	价格 (美元)
Apple 苹果	AirPods	135	Sony 索尼	WF-1000X	228
	AirPods2	222		WF-SP700N	180
	AirPodsPro	230		WF-1000XM3	243
Samsung 三星	GearIconX2018	214	Bose 博士	Bose SoundSport Free	217
	GalaxyBuds	130		Jabra Elite 75t	154
	GalaxyBuds+	143	Jabra 捷波朗	Jabra Elite Sport	100
	FreeBuds	114		TWS6	155
Huawei 华为	FreeBuds2	114	Edifier 漫步者	TWS5	105
	FreeBuds 悦享版	57		TWS5	105
	FreeBuds3	171	Audio-Technica 铁三角	ATH-CKR7TW	254
	荣耀 FlypodsPro	143		ATH-CKS5TW	149
Xiaomi 小米	AirDots 青春版	28	1MORE 万魔	万魔 STYLISHTRUE	100
	Air	57	Sunvalley 泽宝	Boltune	60
	Air2	57		TaoTronics (SoundLiberty53)	45
Sennheiser 森海塞尔	MOMENTUMTWS2	294	Anker 安克	Soundcore	110
				Anker Liberty Air	121

数据来源: 公司官网, 亚马逊官网, 广发证券发展研究中心

(3) 疫情影响下家居家纺类产品实现突破。受疫情限制, 人们无法外出锻炼、游玩, 绝大部分时间都在自己家庭范围内活动, 催生家纺类和居家休闲类产品的旺盛需求。以充气泳池为例, 谷歌趋势显示, 近三个月美国消费者谷歌搜索充气泳池的频率很高, 有两次热度指数达到100。根据Seller Motor统计, 亚马逊美国站内充气泳池从今年4月开始销量不断翻倍, 二季度总销量接近600万件, 成为爆品。

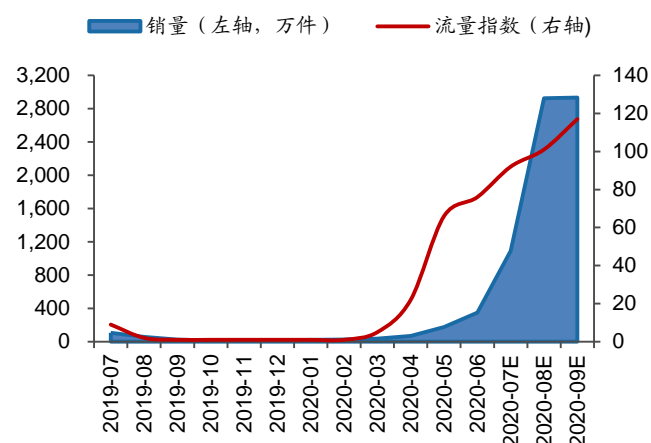
图47: 充气泳池过去三个月搜索热度(美国)



数据来源: Google Trends, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间截止 2020 年 7 月 26 日

图48: 充气泳池销量(亚马逊美国站)



数据来源: Seller Motor, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间截止 2020 年 7 月 26 日

泽宝于2019年初推出Sable品牌充气泳池, 目前已经建立较高知名度, 业内销量领先。根据Seller Motor统计, 过去30天亚马逊美国充气泳池销量排行中, Sable排名第七, 月销量2.46万件, 销售额达258万美元。户外活动评论经验网站Outside Pursuits发布文章指出, 2020年最受欢迎的充气泳池前三名分别为Homech、Tahvo和Sable, 从消费者体验角度切实证明Sable充气泳池的性价比与品牌力, 充分体现了泽宝前瞻性的选品眼光和打造爆品的强大实力。

表12: 过去30天充气泳池销量Top10

排名	品牌	所属国家	月销量(万件)	价格(美元)	评论数(条)	产品数量(个)	上线时间
1	Aqua	美国	67.46	20.29	126776	25	2016-03-16
2	Intex	美国	8.52	56.85	32976	96	2010-12-31
3	Jasonwell	中国	8.28	22.52	12446	30	2016-03-13
4	JOYIN	美国	6.13	28.19	6042	64	2017-08-02
5	SplashEZ	美国	3.53	27.99	4235	1	2019-08-10
6	Homech	中国	2.97	106.34	10817	3	2019-01-13
7	Sable	中国	2.46	104.72	12598	14	2019-02-12
8	GoFloats	美国	2.45	19.77	5607	14	2016-02-04
9	Etekcitcity	美国	2.34	25.66	2733	4	2017-10-09
10	ONG NAMO	-	1.86	16.77	1160	4	2019-03-06

数据来源: Seller Motor, 广发证券发展研究中心(注: 统计时间截止 2020 年 7 月 26 日)

图49：2020年最受欢迎充气泳池前三名

Best Inflatable Pools			
	HOMTECH FAMILY INFLATABLE POOL	TAHVO INFLATABLE SWIMMING POOL	SABLE FAMILY INFLATABLE POOL
	EDITORS' CHOICE		
			
Dimensions:	120" X 72" X 22"	12' x 36"	92" x 56" x 20"
Water Capacity:	312 Gallons	550 Gallons	200 Gallons
Swimmers:	2 Adults & 2 Kids	2 Adults & 5 Kids	2 Adults & 3 Kids
Min Age:	3+ Years	3+ Years	3+ Years

数据来源：Outside Pursuits，广发证券发展研究中心

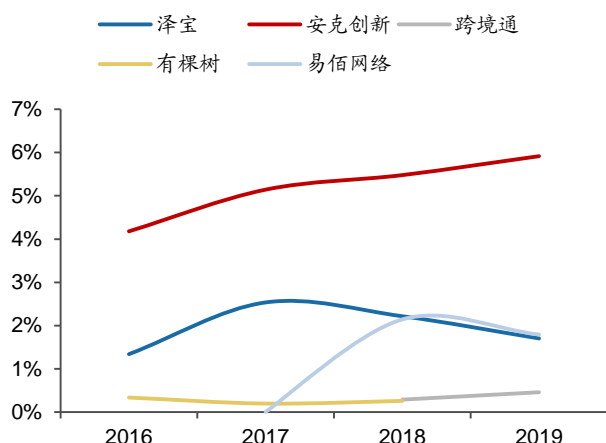
图50：泽宝Sable两款充气泳池销量位居第5和第15



数据来源：亚马逊官网，广发证券发展研究中心

总体来看，泽宝拥有较为充足的研发技术储备，未来将在维持传统优势品类的基础上，进一步扩充新品，打造更多业绩增长点。泽宝近三年研发投入累计超过1.96亿人民币，平均研发费用率达2.15%，研发团队超过200人。截至2020年6月30日，泽宝技术在境内拥有50件实用新型专利、144件外观设计专利、40件发明专利；在境外拥有401件外观设计专利、22件技术专利，其中包括18件发明专利，覆盖美国、欧洲、德国、英国、日本等国家；且拥有9项PCT国际专利合作条约。目前，泽宝在视频合成、视频处理、云端交互、图像解析、AI物体识别算法、负反馈算法、色彩管理算法、喷绘算法以及云端存储技术等方面均建立了技术储备，产品方向沿视频图像方向、美妆个护方向展开，泽宝自主研发的智能香薰机、4K低功耗摄像机等产品下半年将陆续上市。

图51：各跨境电商研发费用率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图52：泽宝孵化的智能美甲机（第一代，2019年上市）



数据来源：美甲涂涂，广发证券发展研究中心

（三）渠道：深耕海外线上渠道，加速全球扩张

泽宝主要依托第三方平台进行产品销售，线上营收99%来自亚马逊。我国大部分跨境B2C电商都采用借助第三方平台销售的模式，其中亚马逊是最重要的合作平台。相比于自建站，卖家通过亚马逊销售商品的优势主要有以下几点：

(1) 信誉度高，流量大。亚马逊是全美第一大电商网购平台，根据eMarketer数据，2020年5月亚马逊占据了美国电子商务领域38%的市场份额，在欧洲、亚洲等区域也均有较高占有率。亚马逊管理体系成熟规范，具备相当高的消费者信任度，仅Amazon.com就拥有超过3亿活跃用户，在美国有超过1亿Prime会员。Learn Bonds数据显示，2020年3月亚马逊的访客达到40.6亿人次，高于eBay、苹果、沃尔玛、乐天、三星的访客总和。借助亚马逊平台，卖家产品会有更多曝光，促进销量提升。

(2) 平台提供一系列基础设施服务。亚马逊平台可以追踪库存、管理税收以及处理信用卡等。如果使用FBA仓储，亚马逊也会处理仓储、物流、退货等客户服务，极大地降低了卖家的管理压力和运营门槛。

表13：中国跨境B2C电商线上销售渠道对比

公司	模式	自有网站	第三方平台
SHEIN	自建站为主	SHEIN	-
环球易购	自建站为主	Gearbest、Zaful、Rosegal、Dresslily、Sammydress、Rosewholesale、Everbuying、Globalegrow	Amazon、eBay、AliExpress、Wish
安克创新	第三方平台为主	公司官网	Amazon、eBay、日本乐天、天猫
通拓科技	第三方+自建站	Tomtop、Tooarts、Tomfeel、Koogeek、Abody	Amazon、eBay
傲基电商	第三方平台为主	Coolicool、Antelife、Myefox、eEox-shop	Amazon、eBay
易佰网络	第三方平台	-	Amazon、eBay
帕拓逊	第三方平台为主	-	Amazon、eBay、AliExpress、Wish
有棵树	第三方平台	-	Amazon、eBay、Wish、速卖通
泽宝创新	第三方平台	公司官网	Amazon
赛维电商	第三方平台为主	Dresslink、CNDirect、Newdress、Dressgal	Amazon、eBay

数据来源：公司官网，公司财报，eCommerce DB，广发证券发展研究中心

表14：主要电商平台对比

	eBay	Amazon	速卖通	Wish
开店门槛	低	高	低	低
开店材料	销售发票、银行账单、水电账单等	VISA或Mastercard	支付宝账号，身份证手持照	营业执照，税务登记证，法人身份证
开店费用	开店免费、上新收费，佣金率依品类而异，一般5%-10%	店铺月租模式，品类不同佣金率不同，一般在10%以上	16年推出年费及年费返还机制，佣金率5%左右	开店免费，按交易额收15%佣金
店铺审核周期	较长：初期只能拍卖，评价较多后才能卖一口价产品	3-7天	一周左右	公司卖家3天；个人卖家7-15天
产品限制	非违规商品、盗版商品	限制较多	速卖通禁售商品目录	限制仿品
出单周期	信誉需要积累	产品好，出单周期较快	受产品价格、排版影响，通常一月之内	受产品数量，店铺活跃度影响

竞争格局	竞争激烈，价格战	门槛较高，好产品高溢价	低价竞争激烈	算法推动，流量分配公平
平台推荐规则 (权重较高指标)	浏览、点击、销量	销量、售后服务、用户评价	浏览、点击、销量	发货速度、系统退单率
提现周期	Paypal收款，不同账号会冻结5%-8%的保证金，冻结期为45天-60天	每14天转入预留账户	通过国际支付宝提现	通过Paypal，易联，平台30天或90天后向公司网店所关联的支付平台账号结算
商品分类	商家可根据自己需要创建新SKU	已列出所有常见产品，无需要添加图片，商品名称以及描述	商家可按照自己需要创建新SKU	商家自己创建新SKU

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

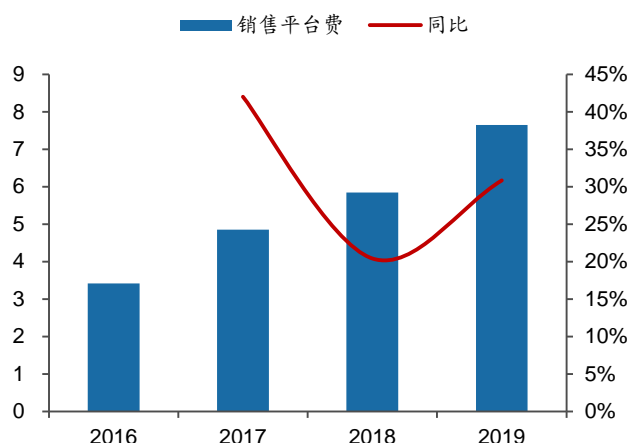
而依托亚马逊平台销售的劣势主要在于：（1）受平台规则限制大，依赖度过高存在较大经营风险。亚马逊对刷单、上架、售后等管控严格，一旦违规可能被封号。（2）佣金费率较高，成本优化空间不大。亚马逊的佣金费率在所有平台中最高，各品类佣金扣点率基本都在15%以上。2019年泽宝的销售平台费用为7.65亿元，占营收比例超过27%，远高于同行。（3）平台商品众多，消费者货比三家，客户容易流失。泽宝也有自己的独立站，但营收比重很低，主要发挥产品介绍和宣传功能。

表15：主要电商平台的佣金费率情况

品类	京东	天猫	亚马逊	速卖通	eBay	Wish
服装	8%	5%	17%	8%	9.15%	
珠宝	3-10%	5%	5-20%	5%	11%	
化妆品	6%	4-5%	15%	8%	9.15%	
家居	6-8%	2.5-5%	15%	8%	6-9%	每笔交易收取物品收入（售价+邮费）的15%作为佣金
厨具	6-8%	2.5-5%	15%	--	--	
家居建材	8%	2-5%	12%	8%	6-10%	
母婴	3-8%	2-5%	15%	8%	--	
玩具	5%	5%	15%	8%	9.15%	
食品饮料	3-5%	2%	15%	--	--	
生鲜	3%	2%	--	--	--	

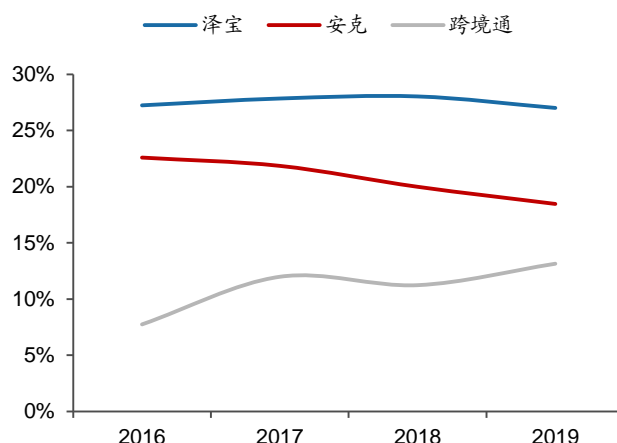
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图53: 泽宝销售平台费用及同比 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (注: 2018 年数据为依据 1-8 月得到的估计值)

图54: 各跨境电商销售平台费用/营业收入

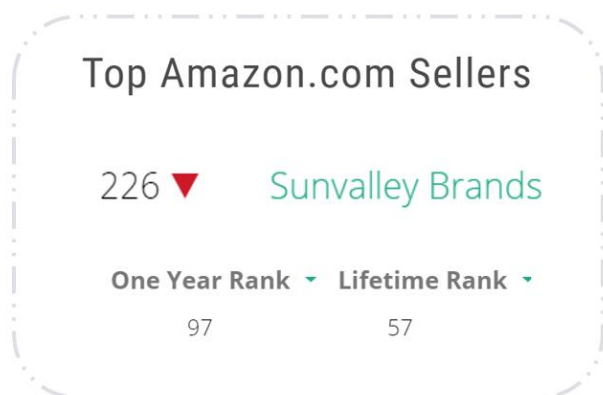


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (注: 泽宝 2018 数据指 2018 年 1-8 月)

泽宝自2008年开始在亚马逊平台进行销售，对平台规则十分熟悉，运营经验丰富。亚马逊主要依据销量、售后服务、用户评价这几项指标来推荐商品，泽宝长期以来重视消费者反馈，提供极致客户服务，建立了完善的售后体系。其在每件商品的包裹中配备售后保障卡并实时跟踪订单进度，对于差评，客服将在最短的时间内回复并给出具体解决方案，另外也提供电话咨询服务方便客户直接联系。目前泽宝已经是亚马逊平台的头部卖家，累计拥有超过43万条好评（美国店铺），最近30天获得的好评数量在亚马逊全美40万个卖家中排名第226。2019年公司平均退货率为5.32%，与安克创新4.52%水平接近。

此外，泽宝人才结构多元，运营团队包括美国、英国、德国、意大利、澳大利亚、瑞士、日本等国家的外籍工作人员，能够更清晰地了解当地的文化及客户需求，同时凭借多年的运营积累，在境外通关、物流仓储、客服、售后、推广渠道方面拥有较丰富的本土化运营经验。

图55: 亚马逊卖家排名



数据来源: Seller Ratings, 广发证券发展研究中心 (注: 统计时间截止 2020 年 9 月 10 日)

图56: 泽宝店铺星级评分

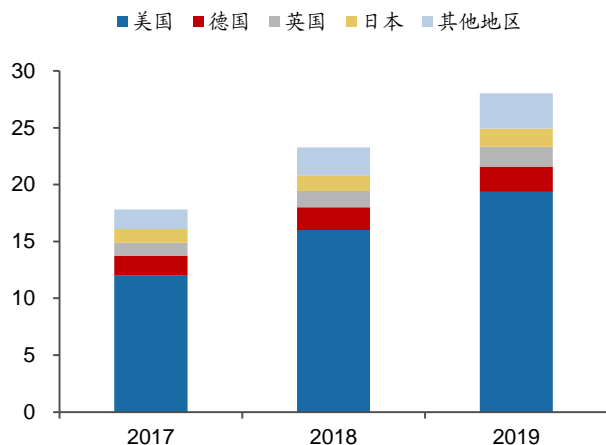


数据来源: 亚马逊官网, 广发证券发展研究中心 (注: 统计时间截止 2020 年 8 月 30 日)

亚马逊加速全球扩张，推动泽宝多元化市场布局。2019年亚马逊净销售额2805.22亿美元，同比增长20.44%。分区域看，除美国以外，亚马逊的主要收入来源国还包括德国、英国和日本，净销售额占比分别为7.91%、6.24%、5.70%。亚马逊在许多国家的电商市场都占据第一名的地位，尤其在美国、德国和英国市场份额遥遥领先。亚马逊具备很强的扩张实力，目前已在全球开设了17个站点，覆盖五大洲18个国家，其中北美区域、欧洲区域、日本、中东、印度、新加坡等14个站点对中国卖家开放。

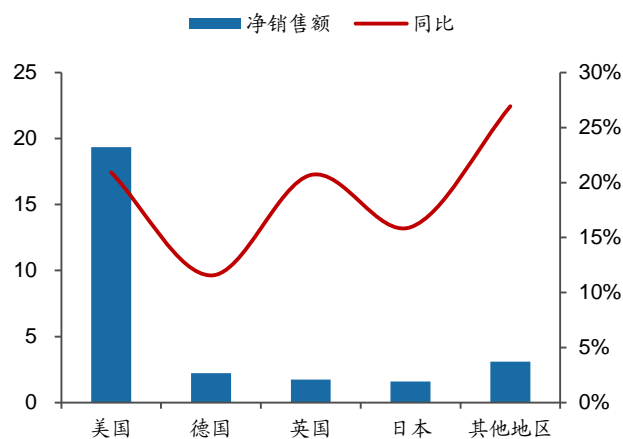
泽宝主要依托亚马逊平台销售商品，除美国、英国等传统英语市场外，也积极布局了德国、法国、意大利、西班牙、日本等小语种市场，目前已经完成北美、欧洲、日本等传统出口跨境电商市场的全覆盖，未来将借助亚马逊的全球扩张，进一步加大对中东、北非地区市场的开拓力度，实现更大的业绩增长。

图57：亚马逊净销售额（分区域，亿美元）



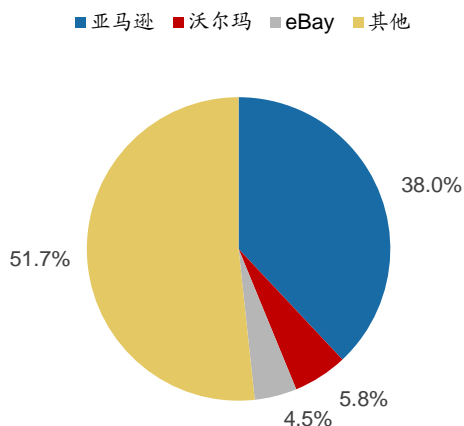
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图58：2019年亚马逊各区域净销售额及同比（亿美元）



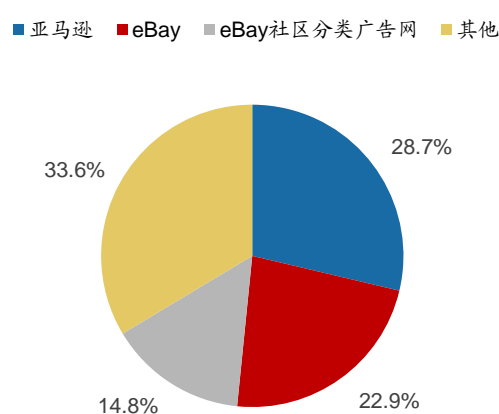
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图59：美国各电商的市场份额（2020年5月）



数据来源：eMarketer，广发证券发展研究中心

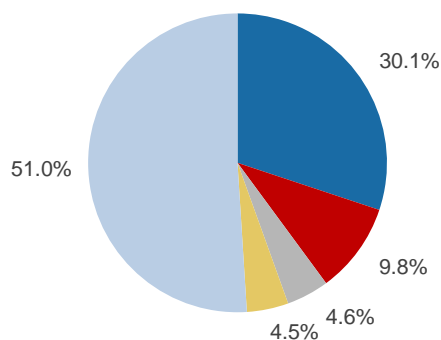
图60：德国各电商的市场份额（2017）



数据来源：EY-Parthenon，广发证券发展研究中心

图61: 英国各电商的市场份额 (2019)

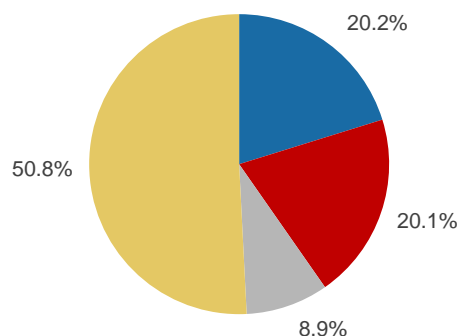
■ 亚马逊 ■ eBay ■ Sainsbury's ■ Tesco ■ 其他



数据来源: Edge by Ascential, 广发证券发展研究中心

图62: 日本各电商的市场份额 (2017)

■ 亚马逊 ■ 日本乐天 ■ 雅虎购物 ■ 其他



数据来源: JETRO, 广发证券发展研究中心

图63: 泽宝的全球布局



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

此外, 泽宝对线下渠道也有布局, 营收占比约10%。线下采取B2B模式, 与欧美日等发达国家和地区的大型连锁商超、电信运营商, 以及新兴市场的品牌代理商开展买断式销售业务, 有助于扩大品牌知名度, 减少对第三方平台的依赖, 降低经营风险。

总体来看, 泽宝坚持精品路线, 在供应链管理、品牌推广、新品研发等方面深耕已有成效, 具备较强的营运能力和较高的成长性, 未来有望进一步提升品牌知名度、优化成本费用管理, 尽享行业红利实现更大发展。

四、盈利预测和投资建议

我们按产品对公司业务做拆分和预测，公司主营业务分为精密金属连接件业务和跨境电商业务两大类，核心假设如下：

精密金属连接件业务：精密金属连接件主要为滑轨和铰链产品，原材料主要为钢材卷板和镀锌板，原材料价格对该业务收入利润影响较大，2018年经济下行叠加上游原材料价格上涨，对公司归母净利润、销售毛利率造成了较大冲击。从长期来看，公司作为行业龙头，技术壁垒深厚，营销网络广泛，有能力满足市场对于产品品质的要求，营收仍将保持上升趋势，但增速相对较慢。假设原材料价格20-22年价格以5%的增速逐年增长，则20-22年该业务收入以5%的增速逐年递增，预测20-22年该业务毛利率分别为13.5%、12.4%、11.4%。同时考虑公司精密金属连接件业务已发展至成熟阶段、产能、销量均相对稳定，且公司处于行业龙头地位，因此假设该业务未来3年期间费用率也将大致维持稳定。

跨境电商业务：跨境电商业务主体为被收购公司泽宝创新，公司主打精品路线，2013年开始研发设计自有品牌产品，目前已形成RavPower、TaoTronics等六大品牌，品类集中在消费电子领域，目前已具有较强的品牌影响力和差异化竞争优势。受疫情影响，电商加速完成对海外消费者的市场教育，线上购物占比和网购渗透率大幅提升，根据美国商务部数据，美国线上零售占比从4.6%提升到11.3%用了9年时间，而2020年疫情期间，线上零售占比仅用了3个月就从11.8%提升至16.1%，疫情对美国线上消费影响巨大；从主要平台数据来看，亚马逊2020年第二季度净销售额为889亿美元、同增40%，净利润52.4亿美元、同增97.7%，Shopify2020年第二季度营收为7.4亿美元、同增97%，GMV为301亿美元、同增119%；同时考虑国家对跨境出口业务的政策扶持，预计20-22年跨境电商收入同比增长76.9%、34.3%、34.3%。

基于以上假设，预计公司20-22年收入分别为56.8亿元、74.3亿元、97.8亿元，同比增长62.6%、30.9%、31.6%；归母净利润分别为3.11、4.03、5.39亿元，同比增长109.5%、29.7%、33.6%。

表16：核心假设与盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	711.15	3491.36	5676.52	7429.54	9775.13
YoY	35.22%	390.95%	62.59%	30.88%	31.57%
(1) 精密金属连接件业务					
滑轨	570.99	540.13	567.14	595.49	625.27
YoY	39.29%	-5.40%	5.00%	5.00%	5.00%
铰链	92.35	95.08	99.83	104.83	110.07
YoY	18.09%	2.96%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.33%	15.69%	13.54%	12.39%	11.39%
(2) 跨境电商业务					
电源类		711.52	640.37	672.39	739.63

YoY			-10.00%	5.00%	10.00%
音频类	676.32		1149.74	1494.67	1943.07
YoY			70.00%	30.00%	30.00%
小家电类	614.55		1474.92	2064.89	2890.84
YoY			140.00%	40.00%	40.00%
电脑周边产品	219.81		549.53	824.29	1154.00
YoY			150.00%	50.00%	40.00%
个人护理类	118.74		213.73	299.22	388.99
YoY			80.00%	40.00%	30.00%
其他	490.63		981.26	1373.76	1923.27
YoY			100.00%	40.00%	40.00%
毛利率	50.65%		51.47%	51.12%	50.88%
公司毛利率	12.87%	43.98%	47.01%	47.47%	47.91%
公司归母净利润	2.04	148.55	311.15	403.43	539.04
YoY	-86.45%	7167.66%	109.46%	29.66%	33.62%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司两大主业并行，但考虑精密金属连接件业务利润空间占比很小，故仍采用整体估值法。可比公司中，A股上市公司跨境通、吉宏股份、安克创新均属于跨境电商行业，小熊电器、三只松鼠、南极电商属于B2C电商行业，20年平均估值为46XPE，21年平均估值为34XPE；参考行业平均水平，给予公司整体业务21年30XPE，对应合理价值为34.28元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表17：可比公司盈利预测与估值（截至2020年9月18日）

公司类型	股票代码	公司名称	归母净利润 YoY			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
B2C 电商	002959.SZ	小熊电器	44.6%	64.0%	25.9%	70.8	43.2	34.3
	300783.SZ	三只松鼠	-21.4%	10.1%	37.6%	96.9	88.0	64.0
	002127.SZ	南极电商	36.1%	27.6%	27.0%	39.0	30.6	24.1
跨境电商	002640.SZ	跨境通	-534.8%	-117.8%	35.7%	-3.8	21.4	15.8
	002803.SZ	吉宏股份	53.1%	82.2%	35.1%	48.6	26.7	19.8
	300866.SZ	安克创新	68.8%	20.9%	36.3%	77.1	63.8	46.8
平均						54.8	45.6	34.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（备注：A股上市公司采用Wind一致预期）

五、风险提示

（一）亚马逊平台规则趋严

泽宝从事跨境电商 B2C 零售业务，线上业务主要在亚马逊平台实现销售，同时使用亚马逊 FBA 仓储和物流服务，存在对亚马逊平台的依赖。如果亚马逊平台提高服务费收费标准或收紧卖家经营规则，可能对公司盈利情况造成不利影响。

（二）跨境电商行业景气度下降

长期以来我国跨境电商行业保持稳定发展，疫情加速消费者线上购物习惯养成，进一步带动跨境电商业绩高增。如若未来国家对跨境电商支持力度减弱，或者美国进一步加征关税，将挫伤行业高景气度，对公司业绩产生不利影响。

（三）公司新品类、新品牌拓展不及预期

跨境电商行业具有节奏快、变化大的特点，较强的产品力和品牌力是促进公司持续发展的重要前提。如若泽宝未来产品研发成功率大幅下降，或者产品无法获得消费者青睐，将在竞争中处于劣势地位，对公司业绩产生不利影响。

（四）商誉减值

截止2019年12月31日，公司收购泽宝形成商誉账面原值10.1亿元，累计计提商誉减值0元，净值10.1亿元，占资产总额比例为29.7%。2019年末公司对该商誉进行减值测试，认为无需计提减值。中审华由于无法判断泽宝未来的经营情况，无法确定公司对商誉减值判断的准确性，对此出具了审计保留意见。

公司9月17日发布《关于星徽精密2019年保留意见涉及事项影响已消除的审核报告》，经中审华会计事务所审计，2020H1泽宝实现营收17.76亿元，同比增长67.77%，预测值完成率为58.74%；利润总额1.91亿元，预测值完成率为103.52%，即上半年就已完成商誉减值测试的利润指标。此外，下半年伴随着感恩节、黑五、圣诞节等重要西方节日，跨境电商将迎来销售旺季，公司预测2020全年可以较好完成商誉减值测试的各项指标，可以认为公司2019年度审计报告保留意见涉及事项影响已经消除。如若下半年出现海外疫情恶化、物流仓储无法跟进、亚马逊整体运作效率低下等情况，可能无法达到旺季预期，影响泽宝业绩，从而导致商誉减值。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,219	1,661	2,912	3,606	4,519	经营活动现金流	14	153	169	250	393
货币资金	239	296	854	1,029	1,262	净利润	3	149	312	405	541
应收及预付	360	508	702	874	1,149	折旧摊销	53	86	89	97	106
存货	464	617	1,047	1,356	1,710	营运资金变动	-57	-113	-255	-288	-279
其他流动资产	156	240	309	347	398	其它	15	30	23	36	25
非流动资产	1,686	1,741	1,732	1,695	1,641	投资活动现金流	108	-355	-74	-53	-45
长期股权投资	17	6	11	19	29	资本支出	-21	-118	-73	-50	-40
固定资产	426	481	450	395	325	投资变动	-16	-239	-7	-10	-12
在建工程	40	9	9	9	9	其他	146	1	6	7	7
无形资产	108	125	157	165	169	筹资活动现金流	27	260	463	-21	-116
其他长期资产	1,095	1,120	1,105	1,107	1,109	银行借款	16	39	484	5	-91
资产总计	2,905	3,402	4,644	5,301	6,160	股权融资	0	264	0	0	0
流动负债	2,259	1,442	2,374	2,626	2,943	其他	11	-44	-21	-26	-25
短期借款	288	284	768	773	682	现金净增加额	149	57	558	175	233
应付及预收	364	606	852	893	1,025	期初现金余额	58	209	296	854	1,029
其他流动负债	1,607	552	753	961	1,236	期末现金余额	209	267	854	1,029	1,262
非流动负债	125	152	152	152	152						
长期借款	59	60	60	60	60						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	66	92	92	92	92						
负债合计	2,383	1,594	2,526	2,778	3,095						
股本	207	353	353	353	353						
资本公积	103	1,094	1,094	1,094	1,094						
留存收益	201	352	663	1,067	1,606						
归属母公司股东权益	511	1,801	2,110	2,513	3,052						
少数股东权益	11	7	9	10	12						
负债和股东权益	2,905	3,402	4,644	5,301	6,160						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	711	3,491	5,677	7,430	9,775	成长能力					
营业成本	620	1,956	3,008	3,903	5,092	营业收入增长	35.2%	390.9%	62.6%	30.9%	31.6%
营业税金及附加	4	5	8	11	14	营业利润增长	-72.3%	3283.6%	103.4%	29.7%	33.6%
销售费用	22	1,153	1,941	2,556	3,402	归母净利润增长	-86.5%	7167.7%	109.5%	29.7%	33.6%
管理费用	43	130	238	334	430	获利能力					
研发费用	8	57	125	163	235	毛利率	12.9%	44.0%	47.0%	47.5%	47.9%
财务费用	15	17	10	10	5	净利率	0.5%	4.3%	5.5%	5.5%	5.5%
资产减值损失	-7	8	10	17	7	ROE	0.4%	8.2%	14.7%	16.1%	17.7%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	1.7%	9.2%	15.3%	17.9%	21.3%
投资净收益	8	6	6	7	7	偿债能力					
营业利润	5	173	352	456	609	资产负债率	82.0%	46.8%	54.4%	52.4%	50.2%
营业外收支	0	-5	0	0	0	净负债比率	12.6%	11.8%	19.1%	16.8%	13.0%
利润总额	5	168	352	456	609	流动比率	0.54	1.15	1.23	1.37	1.54
所得税	1	19	39	51	68	速动比率	0.32	0.71	0.77	0.84	0.94
净利润	3	149	312	405	541	营运能力					
少数股东损益	1	1	1	2	2	总资产周转率	0.36	1.11	1.41	1.49	1.71
归属母公司净利润	2	149	311	403	539	应收账款周转率	3.00	8.52	8.49	8.90	8.90
EBITDA	67	275	444	559	708	存货周转率	2.05	3.62	2.87	2.88	2.98
EPS (元)	0.01	0.42	0.88	1.14	1.53	每股指标 (元)					
						每股收益	0.01	0.42	0.88	1.14	1.53
						每股经营现金流	0.07	0.43	0.48	0.71	1.11
						每股净资产	2.47	5.10	5.97	7.12	8.64
						估值比率					
						P/E	788.67	35.63	22.21	17.13	12.82
						P/B	3.16	2.94	3.28	2.75	2.26
						EV/EBITDA	25.82	19.61	15.63	12.11	9.11

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。