

**安克创新 (300866.SZ) 买入 (首次评级)**
**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 元

目标价格 (人民币): 157.00-157.00 元

市场数据 (人民币)

沪深 300 指数

4719

**快速发展中的消费电子跨境电商龙头**
**公司基本情况 (人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,232	6,655	8,512	11,464	15,118
营业收入增长率	34.06%	27.19%	27.91%	34.67%	31.88%
归母净利润 (百万元)	427	721	868	1,164	1,519
归母净利润增长率	32.76%	68.85%	20.38%	34.09%	30.50%
摊薄每股收益 (元)	1.169	1.973	2.136	2.864	3.737
每股经营性现金流净额	0.79	0.78	0.95	1.64	1.96
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.77%	36.71%	17.15%	20.21%	22.77%
P/E	N/A	N/A	31.05	23.16	17.75
P/B	N/A	N/A	5.33	4.68	4.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **消费电子跨境电商龙头, 近几年发展快速:** 公司产品主要包括充电 (移动电源、充电器、充电线材、无线充电)、无线音频 (无线耳机、无线音箱) 和智能创新 (智能影音、智能车载、智能家居、智能安防) 三大类产品, 公司 2019 年 98% 以上的产品出口海外, 其中出口北美占比 56%, 是国内营收规模最大的出海消费电子品牌企业之一, 根据 WPP 和谷歌发布的 “2020 年 BrandZ™ 中国全球化品牌 50 强”, 公司位列第 11 位。2019 年, 公司 71% 的产品通过线上销售, 主要平台是亚马逊、日本乐天、天猫、京东等, 29% 的产品通过线下销售, 主要客户有沃尔玛、塔吉特等, 近几年公司发展快速, 2016~2019 年营收 CAGR 达 38%, 净利 CAGR 达 47%。
- **全球电商零售快速发展, 公司优势明显, 将积极受益。** 全球电商零售保持快速增长, 预计 2019-2021 年复合增速 19.8%。公司在研发、产品、品牌及渠道方面优势明显。研发优势, 2019 年技术研发人员共 822 名, 占总人数的 53%, 高于可比公司均值 (19%), 2019 年研发投入占营收比 5.92%, 高于可比公司均值 (1.2%); 产品优势, 品类丰富, 已取得 389 项外观专利, 其设计精良的产品广受市场好评, 已累计 37 次荣获德国红点设计 (Red dot) 奖、汉诺威工业 (iF) 设计奖等; 品牌优势, 公司形成了以 “Anker” 为核心的多个品牌, 2019 年荣获亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强榜第三名等; 渠道优势, 公司 2019 年在亚马逊销售占比 66%, 在美国亚马逊中排名第三, 德国亚马逊中排名第五。公司盈利能力领先行业可比公司, 2019 年净利润率达到了 10.85%, 大幅高于可比公司均值 (3.8%)。
- **募投项目投向技术研发、产品测试及运营, 增长动能强劲。** 公司计划募集资金 14.14 亿元, 计划加大产品技术研发、测试研发及软件研发及运营的投入力度。公司将加大研发力度, 进一步提升快充技术, 提高无线耳机、无线音箱音质、音效和续航, 进一步开发场景化交互式计算设备研发技术等。

**盈利估值与估值**

- 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.13、2.86、3.73 元, IPO 首发价格 (66.32 元) 对应 PE 为 31.0、23.1、17.7 倍, 给予公司 2021 年 55 倍估值, “买入” 评级, 目标价 157 元。

**风险**

- 中美贸易摩擦、海外疫情, 新产品推出不达预期, 存货增加失控风险。

**樊志远** 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
(8621)61038318  
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

**刘妍雪** 联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

**邓小路** 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003  
dengxiaolu@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、快速发展中的消费电子跨境电商龙头	4
1.1 公司具有较强的品牌影响力，产品 98% 销往海外	4
1.2 公司股权结构清晰，深度绑定核心管理层	6
1.3 自主设计，生产外包，轻资产运营，产能不受制约	6
1.4 公司成长能力、盈利能力卓越	7
二、新兴电子产品需求旺盛，中国电子产品出口保持快速增长	8
2.1 全球电商零售蓬勃发展，中国跨境电商出口增长快速	8
2.2 电子行业创新层出不穷，新兴电子产品前景广阔	10
三、拓品类、拓渠道、拓市场，助力公司继续保持快速增长	12
3.1 公司在同行业公司中核心优势明显	12
3.2 公司研发优势、产品优势、品牌优势及渠道优势明显	14
3.3 公司各产品价格及采销率持续提升	16
3.4 拓品类、拓渠道、拓市场，打开发展新空间	17
四、募投项目加大研发和运营，增长动能强劲	18
五、盈利预测与投资建议	19
5.1 盈利预测	19
5.2 投资建议	21
六、风险提示	21

## 图表目录

图表 1：公司在全球化品牌 50 强中位列 11 位	4
图表 2：公司主要产品及收入结构一览	5
图表 3：公司产品主要销往海外	5
图表 4：公司以线上销售为主	5
图表 5：2019 年公司销售渠道情况	6
图表 6：2019 年公司前五大客户情况	6
图表 7：公司股权结构	6
图表 8：公司 2019 年前五大供应商情况	7
图表 9：2019 年各电芯供应商占比情况	7
图表 10：公司营收快速增长	7
图表 11：公司归母净利润增长迅速	7
图表 12：公司净资产收益率总体较为稳定	8
图表 13：公司净利率维持稳定增长水平	8
图表 14：公司毛利率略有下滑	8
图表 15：近年来公司销售费率、管理费持续下降	8
图表 16：公司总资产周转率略有下降	8
图表 17：公司资产负债率较低	8
图表 18：全球电商零售业务保持持续增长	9
图表 19：中国跨境电商零售出口规模及增长率	9
图表 20：全球不同市场电子商务复合增长率及 2018 年电子商务占比	10
图表 21：2018 年中国跨境电商出口商品分布	10
图表 22：2023 年全球智能手机出货量预测（亿台）	11
图表 23：全球移动电源市场规模（按产品储能大小）	11
图表 24：全球移动电源市场规模（按区域）	11
图表 25：全球无线耳机市场规模（十亿美元）	12
图表 26：全球无线音箱市场规模（十亿美元）	12
图表 27：2018-2020 年中国智能硬件市场规模预测	12
图表 28：公司同行业可比公司情况	13
图表 29：2019 年营收与同行业公司对比情况（亿元）	13
图表 30：2019 年利润与同行业公司对比情况（亿元）	13
图表 31：2019 年毛利率与同行业公司对比情况	14
图表 32：2019 年净利润率与同行业公司对比情况	14
图表 31：2018 年存货周转率与行业可比公司对比	14
图表 32：2019 年存货周转率与行业可比公司对比	14
图表 33：公司研发投入远超同行业其他公司	14

图表 34：公司品牌影响力大，多次获得国际知名奖项 .....	15
图表 35：公司亚马逊销售平台各区域的排名 .....	16
图表 36：2017-2019 年产品销售价格变化情况 .....	16
图表 37：2017-2019 年充电类产品单价变化情况 .....	16
图表 38：2017-2019 年无线音频类产品价格变化情况 .....	17
图表 39：2017-2019 年智能创新类产品单价变化情况 .....	17
图表 40：2017-2019 年各类业务的采销率情况 .....	17
图表 41：2017-2019 年无线音频产品营收增长（亿元） .....	18
图表 42：2017-2019 年智能创新产品营收增长（亿元） .....	18
图表 43：公司募集资金项目投向 .....	19
图表 44：深圳产品技术研发中心升级项目预测收益情况 .....	19
图表 45：2019-2021 年公司分产品营收预测（亿元） .....	20

## 一、快速发展中的消费电子跨境电商龙头

### 1.1 公司具有较强的品牌影响力，产品 98% 销往海外

- 公司成立于 2011 年，于 2016 年挂牌新三板，于 2020 年挂牌创业板。公司是国内营收规模最大的出海消费电子品牌企业之一，根据 WPP 和谷歌发布的“2020 年 BrandZ™ 中国全球化品牌 50 强”，公司位列第 11 位。

图表 1：公司在全球化品牌 50 强中位列 11 位




## BRANDZ™ 中国全球化品牌 50 强

	品牌	类别	品牌力得分	成长率 %
1	 HUAWEI 华为	消费电子	1,938	+4%
2	 Lenovo 联想	消费电子	1,881	+11%
3	 Alibaba Group 阿里巴巴集团	电子商务	1,666	+3%
4	 ByteDance 字节跳动	内容型 App	1,368	+56%
5	 小米	消费电子	1,098	+3%
6	 Haier 海尔	家电	835	+8%
7	 Hisense 海信	家电	821	0%
8	 一加手机	消费电子	771	+20%
9	 AIR CHINA 中国国际航空	航空	713	-2%
10	 Tsingtao 青岛啤酒	酒类	674	NEW
11	 ANKER 安克	消费电子	546	-10%
12	 oppo OPPO	消费电子	518	+51%

来源：WPP，国金证券研究所

- 公司产品主要包括充电（移动电源、充电器、充电线材、无线充电）、无线音频（无线耳机、无线音箱）和智能创新（智能影音、智能车载、智能家居、智能安防）三大类产品，2019 年营收占比为 57%、19% 和 23%。
- 充电类产品：主要为“Anker”品牌的移动电源系列、USB 充电器和线材系列。其中，移动电源系列产品主要包括便携式移动电源、二合一超级充、大功率储能设备电源等；USB 充电器产品系列主要包括桌面充电器、车载充电器、无线充电器等；充电线材产品系列主要包括 Lightning 数据线、Micro 数据线及 USB-C 数据线。
- 无线音频类产品：主要包括无线音箱和无线耳机两大产品系列。目前，公司无线音频类产品包括“Anker”、“Soundcore”和“Zolo”三大品牌，产品具有高品质的音效、优异的设计、优质的质量以及持久耐用的特点。
- 智能创新类产品：主要包括“Eufy”品牌的智能家居产品以及“Roav”和“Nebula”品牌的智能创新产品。其中，公司的智能家居产品以“智简生活”为理念，涵盖智能安防产品、智能语音控制音箱、智能扫地机、智能开关、灯泡和插座等多种智能化消费电子产品，为消费者提供触手可及的智能家居生态产品。智能创新产品包括高清安防摄像机、车载智能语音助手、智能便携式家庭影院等产品。

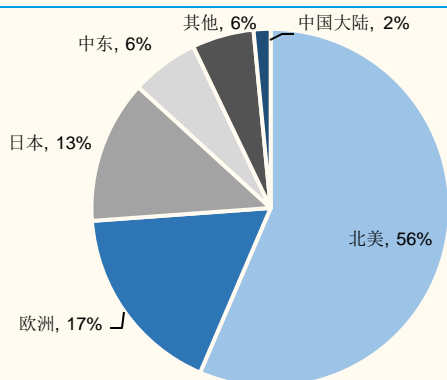
图表 2：公司主要产品及收入结构一览

充电类 (57.33%)		无线音频类 (19.25%)	智能创新类 (22.72%)
移动电源系列 (22.63%) 	充电器 (11.39%) 	无线耳机 (11.33%) 	智能影音 (3.69%) 
充电线材 (18.69%) 	无线充 (4.16%) 	无线音箱 (7.93%) 	智能车载 (2.74%) 
			智能家居 (13.74%) 
			智能安防 (2.53%) 

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

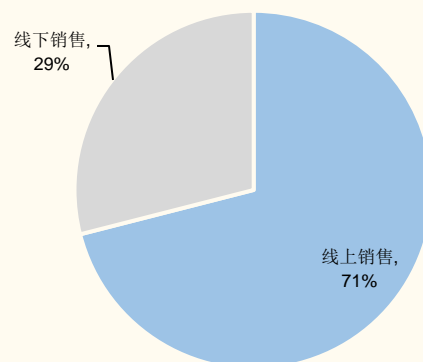
- 公司产品主要销往海外，以线上销售为主。公司产品主要销往海外，2019 年公司海外营收占比达 98%；公司主要销售渠道为 Amazon、Ebay、天猫、京东等海内外线上平台，2019 年公司线上销售模式（B2C）营收占比达 71%，线下销售部占比 29%，线下客户主要有沃尔玛等商超卖场等。

图表 3：公司产品主要销往海外



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 4：公司以线上销售为主

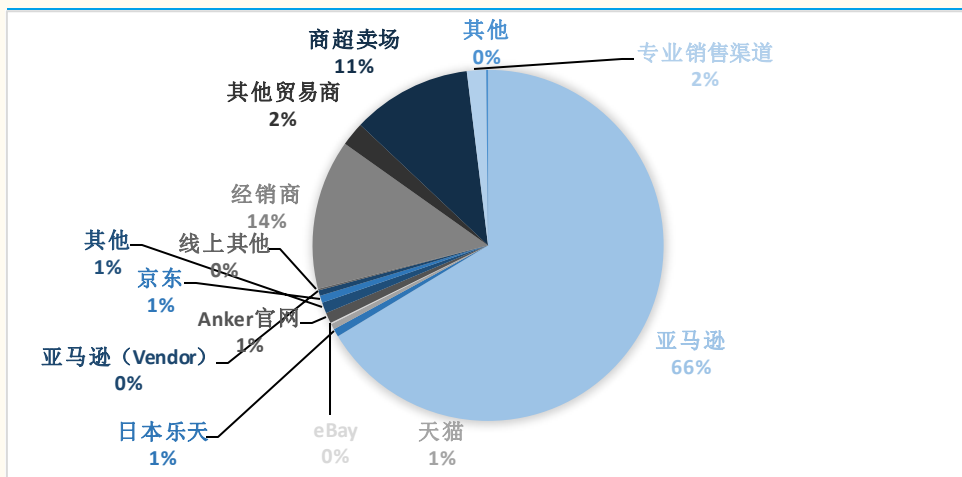


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 2019 年，公司在亚马逊销售占比 66%，经销商销售占比 14%，商超卖场占比 11%，专业销售渠道占比 2%，其他贸易商占比 2%，京东占比 1%，公司官网占比 1%，天猫占比 1%。
- 针对亚马逊平台的产品销售以及部分其他境外平台的销售，公司选择使用亚马逊所提供的物流仓储服务（即 FBA，Fulfillment by Amazon 服务）。FBA 模式下，自发行人相关产品由亚马逊 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。



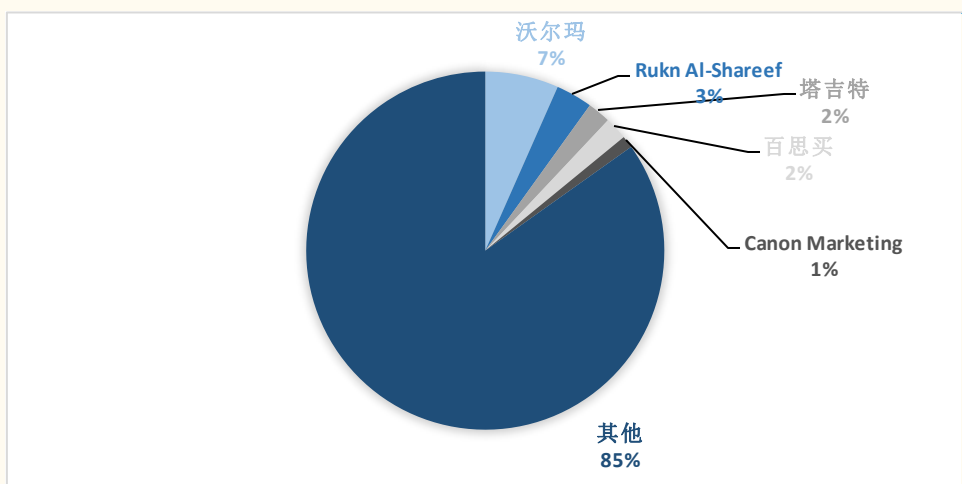
图表 5：2019 年公司销售渠道情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **前五大客户占比 15.16%：**2019 年第一大客户是沃尔玛，营收占比 6.6%，第二大客户 Rukn Al-Shareef，营收占比 3.3%，第三大客户是塔吉特，营收占比 2.08%。

图表 6：2019 年公司前五大客户情况

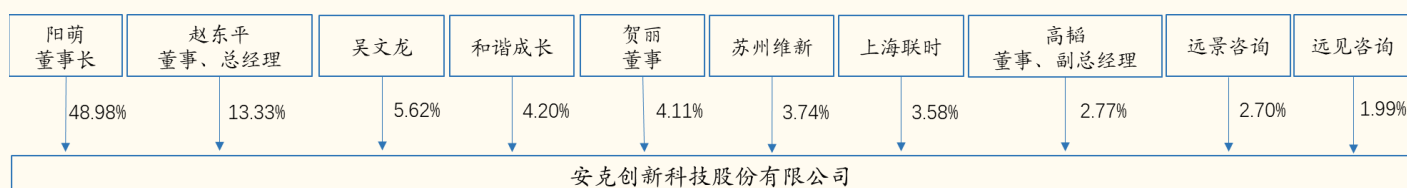


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 1.2 公司股权结构清晰，深度绑定核心管理层

- **公司股权结构清晰，深度绑定核心管理层。**公司实际控制人为阳萌、贺丽夫妇，合计持有公司 53.6%的股份，其中阳萌先生为北京大学计算机系学士、美国德克萨斯大学奥斯汀分校计算机硕士，曾任 Google 高级软件工程师，为公司创始人、现任董事长。公司核心高管赵东平、高韬、张山峰分别持股 13.3%、2.8%、1.9%。

图表 7：公司股权结构

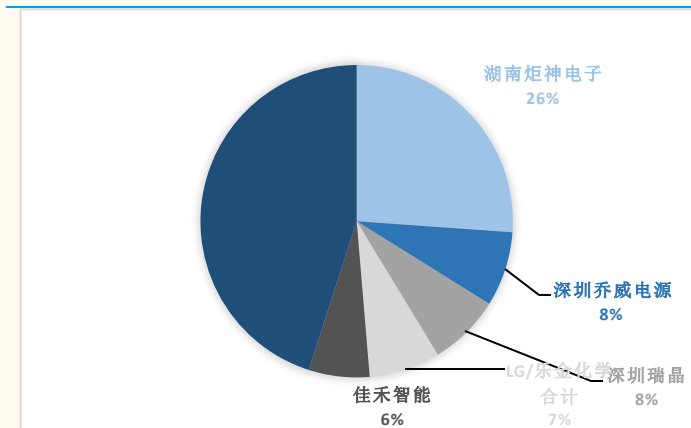


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 1.3 自主设计，生产外包，轻资产运营，产能不受制约

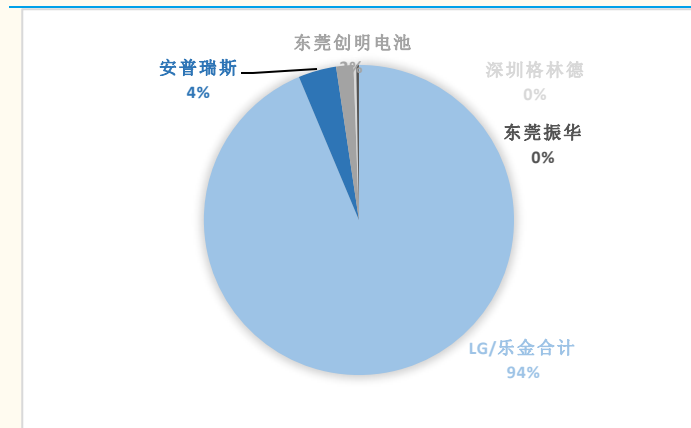
- 公司生产经营过程中采用自主研发设计+生产外包方式，即公司产品全部由外协厂商负责生产，公司仅负责产品的研发设计和质量把控。2019 年前五大供应商合计占比 45%，2019 年，公司第一大供应商是湖南炬神电子，采购占比 26%，第二大供应商是深圳乔威电源，采购占比 8%，第三大供应商是深圳瑞晶，采购占比 8%，前三大供应商主要供应充电类产品，第四大供应商是 LG/乐金，采购占比 7%，主要供应电芯。第五大供应商是佳禾智能，采购占比 6%，主要供应无线音频类产品。电芯供应商主要是 LG/乐金，2019 年电芯采购占比 94%。

图表 8：公司 2019 年前五大供应商情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 9：2019 年各电芯供应商占比情况

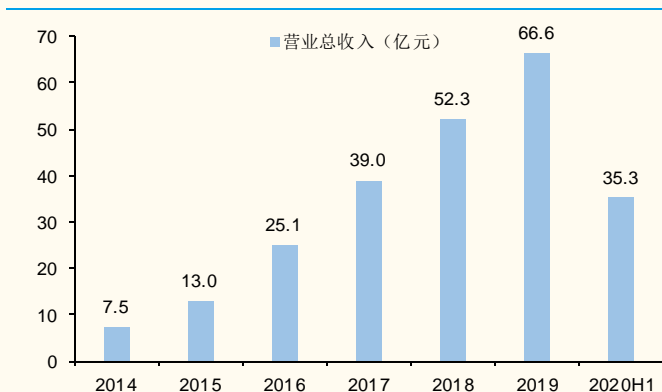


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

#### 1.4 公司成长能力、盈利能力卓越

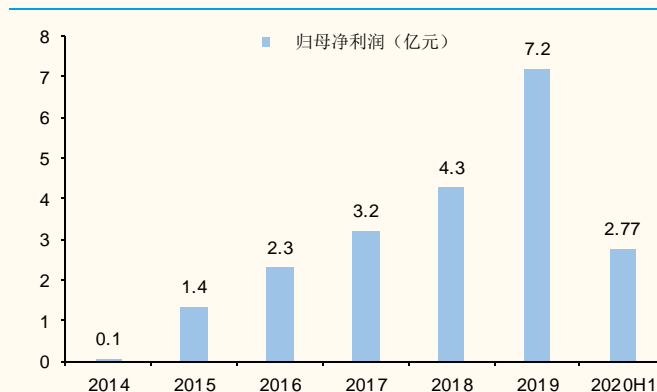
- 公司成长能力卓越。2019 年公司营收达 66.6 亿元，同增 27%；公司归母净利润达 7.21 亿元，同增 69%。2016~2019 年公司营收 CAGR 达 38%，净利 CAGR 达 47%。
- 2020 年上半年，虽然受到海外疫情影响，但是公司营收和利润仍保持了增长，营收同比增长了 24.52%，净利率同比增长 8.2%，扣非净利润同比增长 17.4%。

图表 10：公司营收快速增长



来源：wind，国金证券研究所

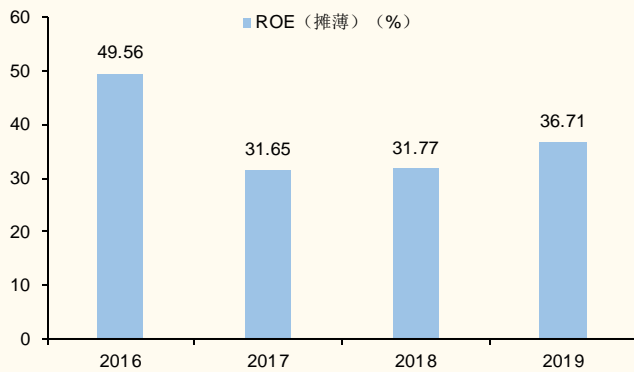
图表 11：公司归母净利润增长迅速



来源：wind，国金证券研究所

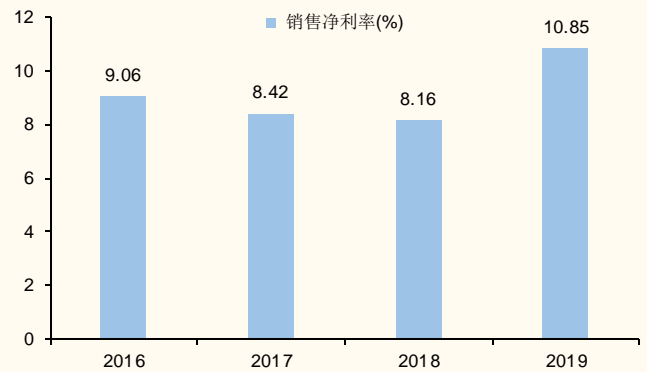
- 公司盈利能力稳中有增。2019 年公司 ROE 达 37%，净利率达 10.85%，近年来公司 ROE、净利率稳中有增。毛利率略有下滑主要系毛利率更低的线下销售渠道收入占比提升、毛利率更低的无线音频类和智能创新类产品收入占比提升所致。伴随公司规模增长，公司销售费率有所下降；近年来管理费率逐年下降主要系股权激励费用摊销逐年降低。

图表 12：公司净资产收益率总体较为稳定



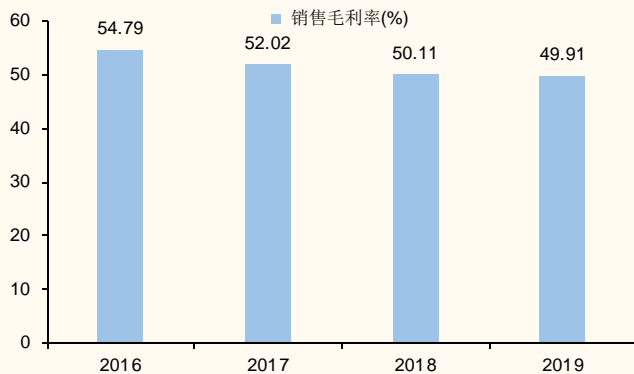
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：公司净利率维持稳定增长水平



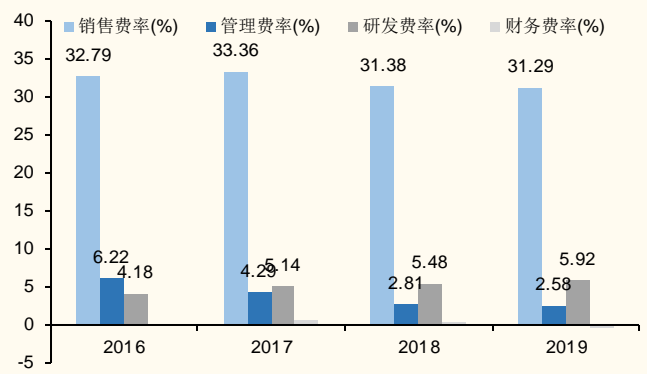
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：公司毛利率略有下滑



来源：wind，国金证券研究所

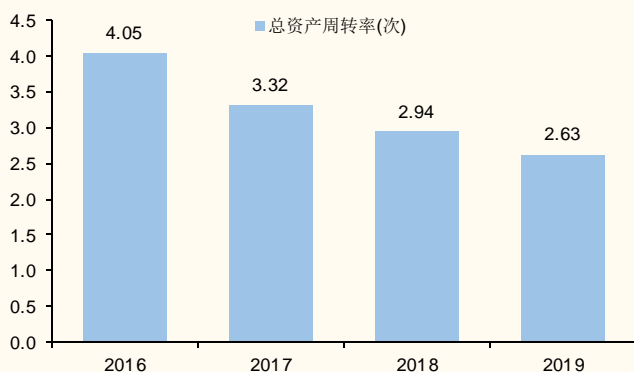
图表 15：近年来公司销售费率、管理费率持续下降



来源：wind，国金证券研究所

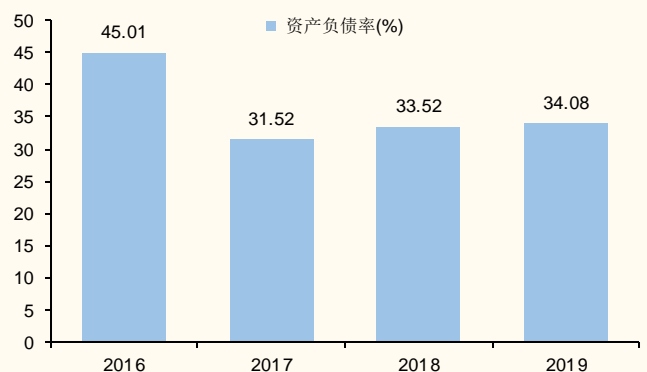
- 2019 年公司总资产周转率为 2.63 次，近年来资产周转率持续下降主要系账期更长的线下业务收入占比提升。
- 2019 年公司资产负债率较低，为 34%，近年来保持稳定。

图表 16：公司总资产周转率略有下降



来源：wind，国金证券研究所

图表 17：公司资产负债率较低



来源：wind，国金证券研究所

## 二、新兴电子产品需求旺盛，中国电子产品出口保持快速增长

### 2.1 全球电商零售蓬勃发展，中国跨境电商出口增长快速



- 全球电商销售零售业务保持快速增长，预计 2019 年增速 21.5%，2020 年增速 19.8%，2021 年增速 18%。

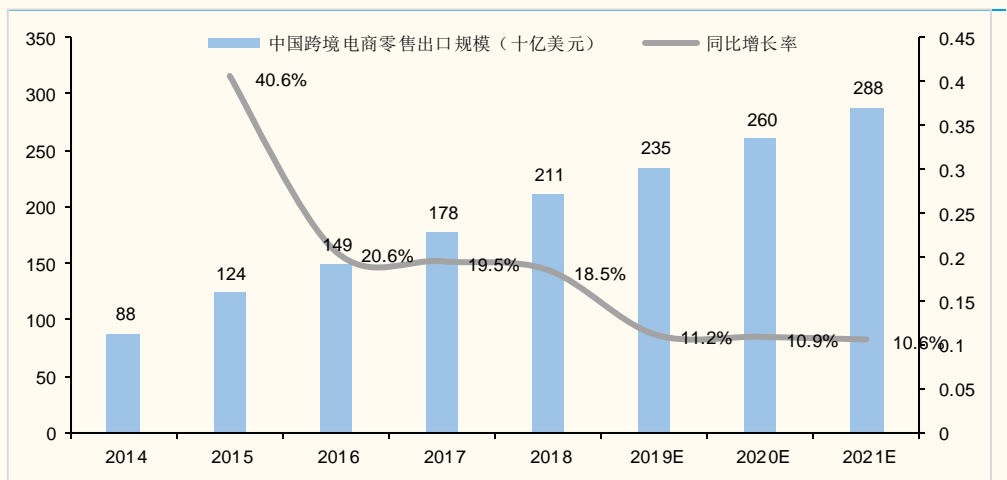
图表 18：全球电商零售业务保持持续增长



来源：Kantar，国金证券研究所

- 预测 2019-2021 年中国跨境电商出口复合增长 11%。跨境电商进入迅猛发展阶段，近年来，随着互联网基础设施的完善和全球性物流网络的构建，跨境电商一直保持高速增长，交易规模日益扩大。预计 2019 年，中国跨境电商出口规模将达到 2350 亿美元，预期 2019-2021 年，中国跨境电商零售出口规模复合增长率 11%。

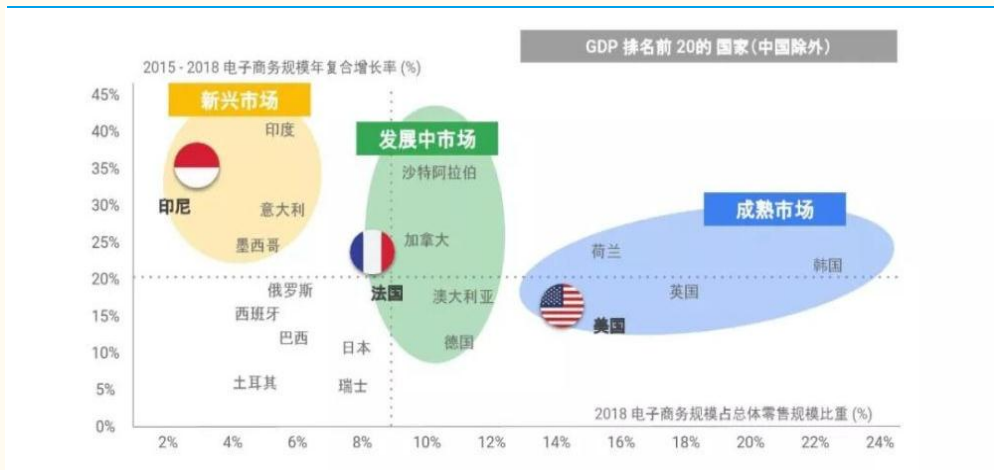
图表 19：中国跨境电商零售出口规模及增长率



来源：Kantar，国金证券研究所

- 2015-2018 年电子商务规模年复合增长率较高的是新兴市场（印度、印尼、意大利、墨西哥）及发展中国家（沙特、加拿大等），复合增长率达 20-40%，这些区域，电子商务规模占总体零售规模的比重还不高，2018 年占比约 2-12%；美国、英国、韩国、荷兰等电子商务成熟市场电子商务规模占比逐渐提升，2018 年占比约 13-25%，发展逐渐成熟。

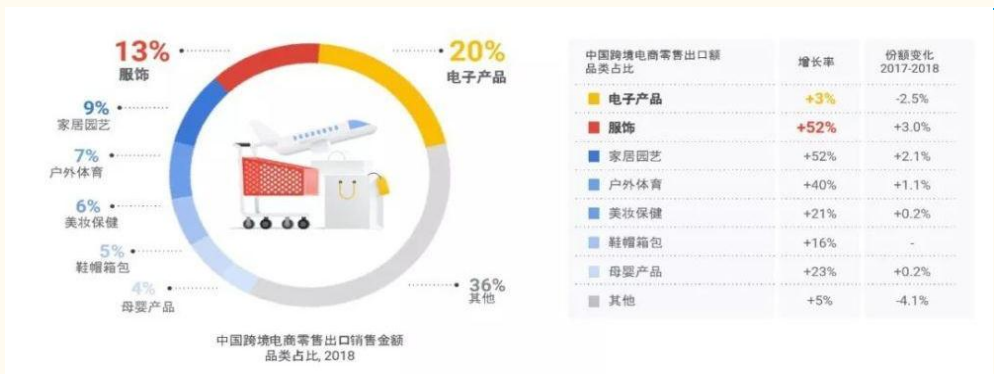
图表 20：全球不同市场电子商务复合增长率及 2018 年电子商务占比



来源：Kantar，国金证券研究所

- 电子产品是跨境电商领头羊，2018 年在中国所有跨境电商零售出口商品中，电子产品占比第一，高达 20%。

图表 21：2018 年中国跨境电商出口商品分布

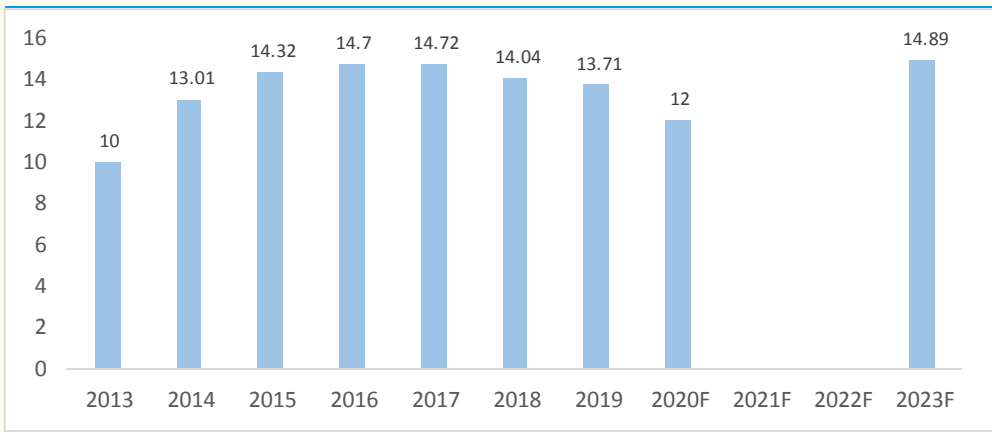


来源：Kantar，国金证券研究所

## 2.2 电子行业创新层出不穷，新兴电子产品前景广阔

- 全球消费电子行业规模近 7000 亿美元。消费电子在各种创新的驱动下，新产品层出不穷，也充满了各种机会。据 Euromonitor 的统计，2017 年全球消费电子产品零售额已接近 7,000 亿美元，其中亚太、北美和欧洲市场占比较高，合计占本行业全球市场份额 80% 以上，市场容量巨大。
- 5G 有望带动全球智能手机需求重返增长，根据 IDC 数据，2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部，2020 年受到疫情的影响，预计出货量在 12 亿台左右，未来在 5G 换机的需求驱动下，将重返增长，预计到 2023 年，全球智能手机出货量将上升至 14.89 亿部，呈现在高基数基础上继续稳步发展的态势。

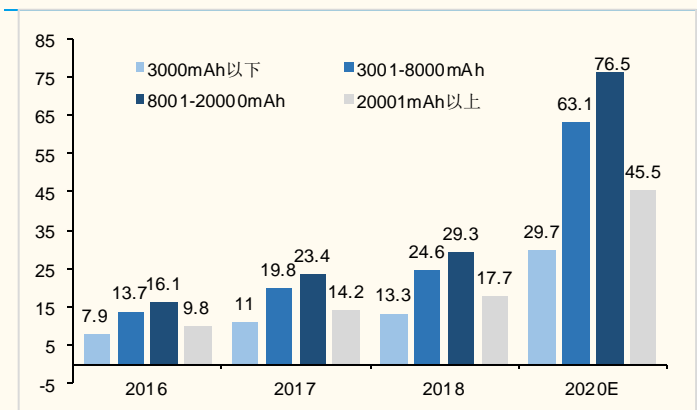
图表 22：2023 年全球智能手机出货量预测（亿台）



来源：IDC，国金证券研究所

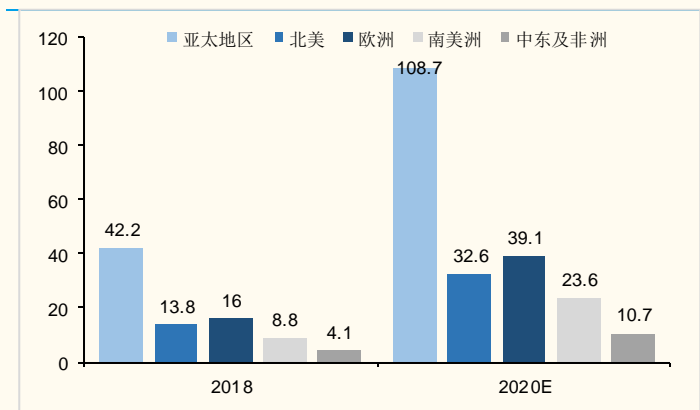
- **全球移动电源 2018-2022 年复合增长达 26.1%。** Grand View Research 统计，2018 年全球移动电源市场规模已达 84.90 亿美元，预计到 2022 年全球移动电源的市场规模将增加至 214.70 亿美元，年复合增长率达 26.10%。
- **8001-20000 毫安时移动电源将从 2018 年的 29.30 亿美元增长到 2022 年的 76.5 亿美元。** 按产品储能大小划分，移动电源可分为：（1）3000 毫安时（mAh）以下；（2）3001-8000 毫安时（mAh）；（3）8001-20000 毫安时（mAh）；（4）超过 20000 毫安时（mAh）四类产品，其中 8001-20000 毫安时（mAh）为移动电源市场的主要产品，符合大多数消费者客户的使用需求。据统计，2018 年全球 8001-20000 毫安时（mAh）移动电源市场规模已达 29.30 亿美元，占全球移动电源市场规模的 34.51%，预计到 2022 年其市场规模将达 76.50 亿美元，具备较大的增长空间。
- **从市场地域分布上看，亚太、北美和欧洲为移动电源的主要市场所在地。** 2018 年亚太、北美和欧洲市场规模分别为 42.20 亿美元、13.80 亿美元和 16.00 亿美元。预计到 2022 年，上述三大区域市场规模将分别上升至 108.70 亿美元、32.60 亿美元和 39.10 亿美元，年复合增长率将分别达到 26.69%、23.98%和 25.03%，全球移动电源市场规模将超过 200 亿美元，市场发展空间巨大。

图表 23：全球移动电源市场规模（按产品储能大小）



来源：Grand View Research，国金证券研究所

图表 24：全球移动电源市场规模（按区域）

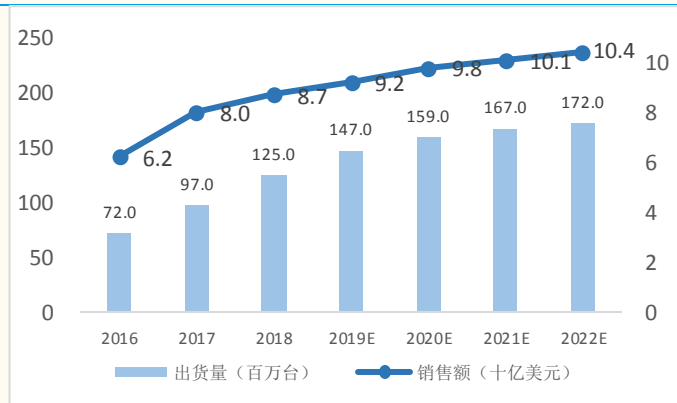


来源：Grand View Research，国金证券研究所

- **移动设备充电器和线材产品行业规模迅速提升。** 据 Research and Markets 统计，智能手机充电器、线材等周边产品市场规模预计至 2022 年将达到 1,040 亿美元。依托于全球移动设备市场规模的快速增长，移动设备充电器和线材产品为代表的移动设备周边产品市场规模增长迅速。其中，充电器、线材等产品已成为移动设备周边主流、必备产品。

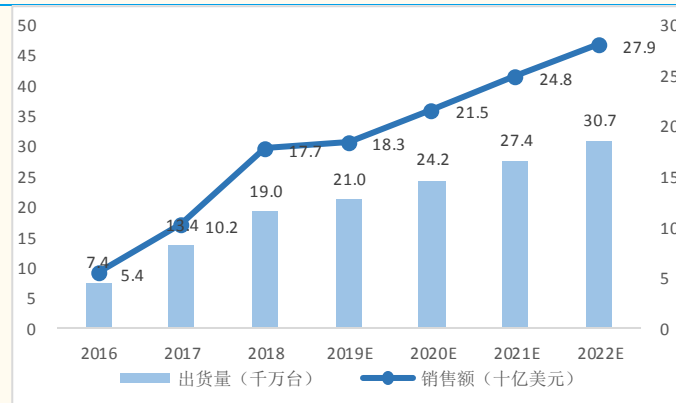
- **全球无线音频类产品发展迅猛。**
- 据 FutureSource 的统计，2018 年全球无线耳机出货量近 1.90 亿副，较 2017 年上升约 29%，其对应销售金额由 2017 年的 102 亿美元提升至 2018 年的 177 亿美元。预计到 2022 年，全球无线耳机出货量和销售额将分别达 3.07 亿副和 279 亿美元，较 2018 年相比年化增长率近 12% 左右，市场规模增速较快。
- 全球无线音箱产品逐渐成为广受市场欢迎的家用音箱产品之一，市场规模增长较快。2018 年全球无线音箱出货量和销售额已分别达近 1.25 亿台和 87 亿美元，较 2017 年分别同比上升 28.87% 和 8.75%。预计到 2022 年，全球无线音箱的出货量将达到 1.72 亿台，销售额约近 104 亿美元。

图表 25：全球无线耳机市场规模（十亿美元）



来源：Grand View Research，国金证券研究所

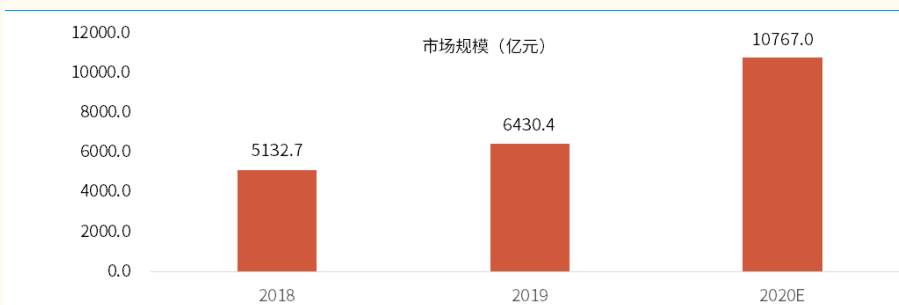
图表 26：全球无线音箱市场规模（十亿美元）



来源：Grand View Research，国金证券研究所

- **全球智能硬件需求强劲。**全球智能硬件行业消费电子产品市场广阔，包括智能可穿戴设备、智能家居及健康领域产品，涵盖智能音箱、智能插座、智能摄像头、智能照明和智能体重器等各类智能化消费电子产品。根据艾媒咨询发布的《2020 中国智能硬件行业发展全景研究报告》，2018 年中国智能硬件市场规模达 5132 亿元，2019 年达 6430 亿元。数据显示，2020 年中国智能硬件市场规模预计达到 10767.0 亿元，即将踏入万亿市场。当前，新一代 5G 通讯信息技术正与自动驾驶、智能穿戴、交通出行、医疗健康、生产制造等行业领域集成融合，全球智能硬件产业，特别是个人电子消费品市场蓬勃发展、市场空间巨大。

图表 27：2018-2020 年中国智能硬件市场规模预测



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

- 综合以上分析，消费电子市场规模庞大，创新产品带动了很多新的机会，中国制造优势明显，在全球电商零售业务快速发展的需求下，在 5G 的带动下，跨境电商核心龙头公司将积极受益。

### 三、拓品类、拓渠道、拓市场，助力公司继续保持快速增长

#### 3.1 公司在同行业公司中核心优势明显

- 公司同行业可比公司主要有 Belkin、ZAGG、Mophie、Incipio、Skullcandy、泽宝创新、傲基科技、跨境通、通拓科技等。

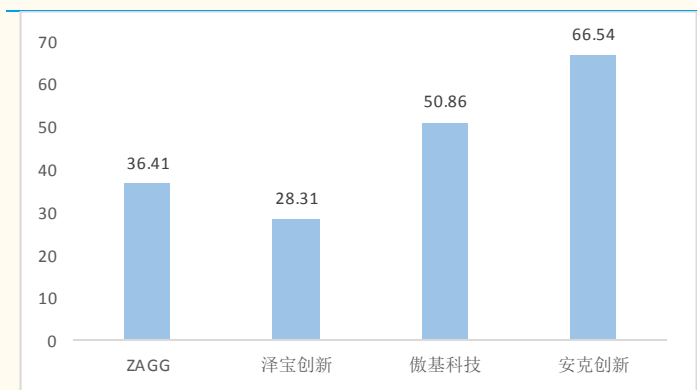
图表 28：公司同行业可比公司情况

海外公司	成立时间	主要产品	国内公司	成立时间	主要产品
Belkin	1983 年，美国	移动电源、充电器及线材、交换器、集线器、电缆线、不断电系统等，2018 年被鸿腾精密收购。	泽宝创新	2007 年	电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边类、个护健康类等。
ZAGG	2005 年，美国	保护套、屏幕贴膜、蓝牙键盘、移动电源、耳机和蓝牙音箱等。	傲基科技	2010 年	3C 数码、电动工具、智能家电、家居及大健康品类等领域打造了多个知名品牌。
Mophie	美国	智能手机移动电源、充电器、充电线和手机保护壳等产品，其中手机背夹电源为其主要产品。2017 年被 ZAGG 收购。	跨境通		跨境出口业务以线上自营渠道为主，同时拓展亚马逊、eBay、速卖通、Wish 等第三方电商渠道。
Incipio	1999 年，美国	保护壳、移动电源、充电器及线材等充电类产品，以及蓝牙耳机、键盘等智能设备周边产品。	通拓科技	2004 年	从事进出口双向跨境电商贸易，产品主要有游戏配件、电脑配件、手机配件、汽车配件、摄影器材、影音视频、家居等。
Skullcandy	2003 年，美国	入耳式、头戴式及蓝牙耳机和无线音箱。产品设计新颖，消费者受众主要为青年人群。			

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

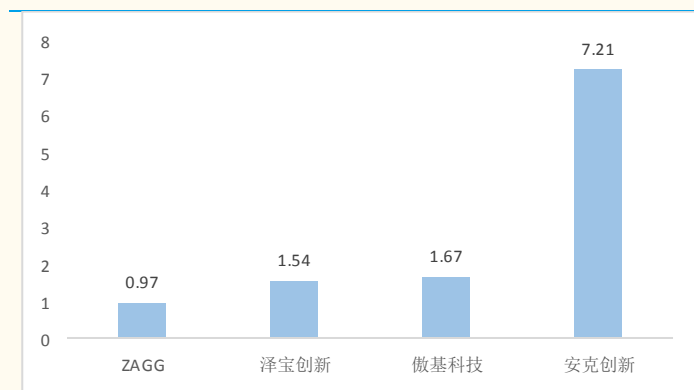
- 公司营收及利润规模高于同行业可比公司，公司经营情况良好，2019 年，公司实现营收 66.5 亿元，净利润 7.21 亿元，高于竞争对手，尤其是净利润。

图表 29：2019 年营收与同行业公司对比情况（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 30：2019 年利润与同行业公司对比情况（亿元）

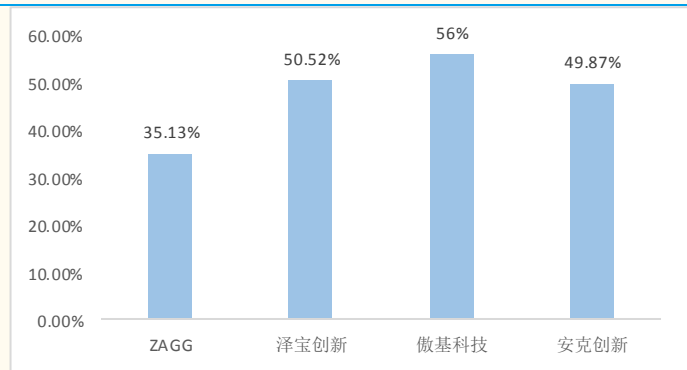


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司盈利能力大幅领先同行业可比公司，公司具有较好的盈利能力，近几年盈利能力持续提升，2019 年公司净利润率达到了 10.8%。

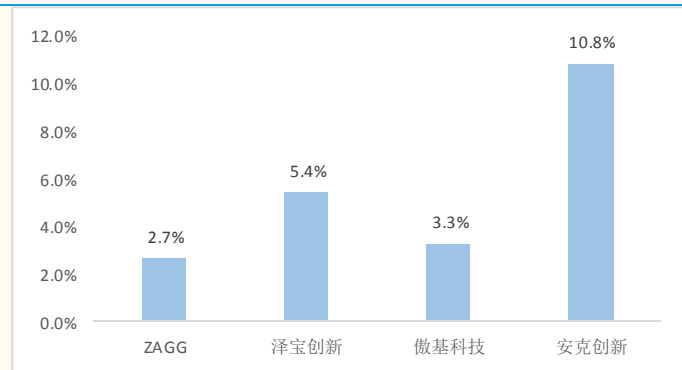


图表 31：2019 年毛利率与同行业公司对比情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

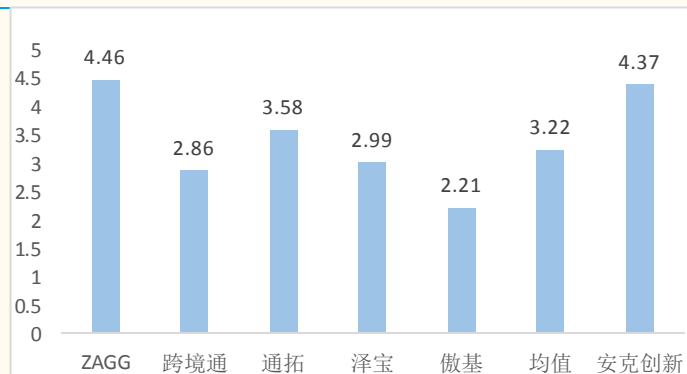
图表 32：2019 年净利润率与同行业公司对比情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

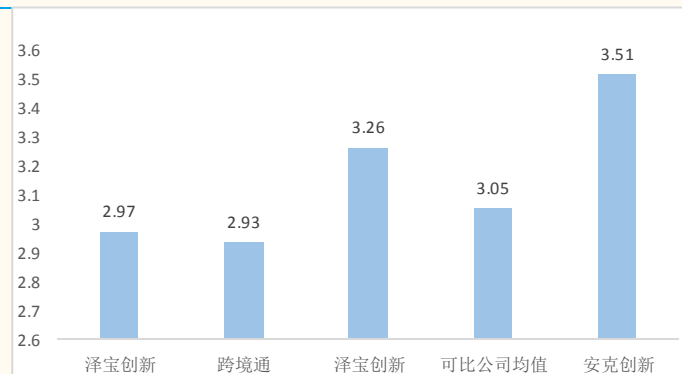
- **存货周转率优于行业可比公司。**2018 年，公司存货周转率 4.37%，仅次于 ZAGG，优于行业可比公司均值（3.22），2019 年，公司存货周转率 3.51，由于行业可比公司。公司存货周转率呈下降趋势，主要由于公司业务规模快速增长，渠道不断拓宽，销售区域亦日益增大，为保障及时供货，公司加大了备货量。

图表 33：2018 年存货周转率与行业可比公司对比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

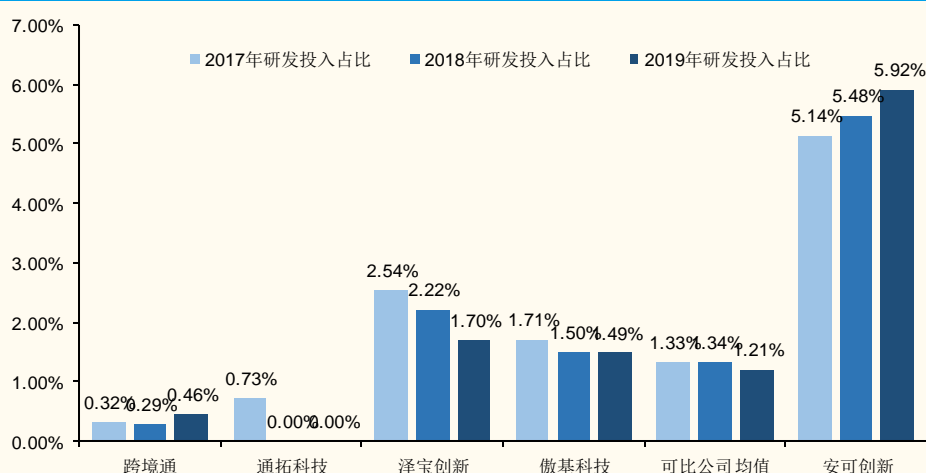
图表 34：2019 年存货周转率与行业可比公司对比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司注重研发投入。**近三年，公司研发投入占营收比例均超过 5%，2019 年达到 5.92%，远高于可比公司均值的 1.2%。

图表 35：公司研发投入远超同行业其他公司



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.2 公司研发优势、产品优势、品牌优势及渠道优势明显



- 公司兼具研发优势、产品优势、品牌优势、渠道优势，在境外发达国家拥有很高的知名度、美誉度。根据 Marketplace Pulse，2019 年公司在美国亚马逊第三方卖家排名第三。主要品牌“Anker”近年来被亚马逊评为“最受好评品”，移动电源、充电器等多个品类产品均长年位列亚马逊“最畅销品（Best Seller）”和“亚马逊之选（Amazon's Choice）”。
- **研发优势：**公司拥有行业一流、国际化、高素质的研发团队。截至 2019 年底，公司技术、研发人员共有 822 名，占总人数的 53.38%，专业能力较强且呈现年轻化的特点。近年来，公司保持较高的研发投入比例，以保证公司技术创新能力的持续提高和丰富，2019 年公司研发费用高达 3.9 亿元，占营业收入的比重为 5.92%。基于公司巨大的研发投入，公司在各个产品领域均形成了丰富的技术积累，并拥有诸多核心技术。截至 2019 年底，公司在全球范围内已取得 7 个发明专利、124 个实用新型专利和 389 个外观专利。
- **产品优势：**1) 产品设计优势：目前，公司充电类、无线音频类等移动设备周边产品以及智能创新类产品共已取得 389 项外观专利，其设计精良的产品广受市场好评。截至 2019 年底，公司产品已累计 37 次荣获德国红点设计（Red dot）奖、汉诺威工业（iF）设计奖、日本优良设计奖（Good Design Award）、台湾地区金点设计奖（Golden Pin Design Award）以及 CES（国际消费类电子产品展览会）创新奖等国际性工业、消费电子产品设计大奖。2) 产品质量优势：一方面，公司在内部建立了一套严谨、完整以及高标准的产品研发质量管控、供应链质量管控和售后质量管控体系，另一方面，公司针对外部供应商管控形成了高品质供应链体系，两套体系从公司内外协同确保了公司产品的优异质量。
- **品牌优势：**1) 品牌优势：公司已经建立起多品类、多品牌交叉发展的品牌体系。目前，公司拥有以“Anker”为核心的充电类和无线音频类产品品牌，以“Eufy”、“Roav”和“Nebula”为主的智能创新类产品品牌，以及“Zolo”、“Soundcore”等中高端音频类产品品牌。2) 营销优势：公司具备较强的全球化整合营销能力，营销手段和措施多样，目前已经在全球形成了较为稳定的忠实用户群体，成为支持公司各产品品类不断拓展、产品销量持续稳定增长的基础。

**图表 36：公司品牌影响力大，多次获得国际知名奖项**

获奖时间	获奖详情
2017 年	与 Nike、Benefit Cosmetics 一起被美国权威电商研究机构 Internet Retailer 提名入围年度全球电商奖
2017 年	被美国权威电商研究机构 Internet Retailer 提名入围年度全球电商奖
2018 年	知名媒体平台 Marketing 所颁发的灵眸奖（Marketing Award）之十大全球化领军企业第三名
2019 年	亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强榜第三名
2019 年	入选福布斯中国 AIoT 百强企业
2017-2019 年	在全球最大传播集团 WPP 与 Google 联合发布的 BrandZ™ 中国出海品牌 50 强三年榜单中分别位列第 8、第 7 名和第 10 名，并在 2018 年被评选为成长最快消费电子品牌

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **渠道优势：**公司已建立起了完善的境内外渠道体系，包括线上电商渠道、线下销售渠道等。线上方面公司深耕 Amazon、Ebay、天猫、京东等海内外线上平台，移动电源、充电器等多款产品在亚马逊平台上位列最畅销产品（Best Seller）和推荐产品（Amazon's Choice）。线下方面公司与美国沃尔玛、百思买、塔吉特等全球知名连锁卖场、超市、电子产品专营店等进行合作。
- **在亚马逊有多款畅销产品。**据独立第三方电子商务数据统计平台 Marketplace Pulse 监测结果，2018 年公司在美国亚马逊第三方卖家中排名第二，在日本、加拿大和德国亚马逊中分别排名第四、第五和第六；截至 2019 年 12 月 31 日，公司在美国、日本、加拿大和德国亚马逊中分别排名第三、第六、第八和第五。总体上，发行人在亚马逊平台上排名靠前，且排名情况持续稳定位于前列。

- 截至 2018 年 12 月，以美国亚马逊平台为例，公司移动电源类产品在平台销量排名前 10 款最畅销产品（Best Seller）中包揽 7 款，且最畅销产品排名前 4 款均为公司的产品；此外，车载充电器、蓝牙音箱产品排名中，公司所销售产品位列最畅销产品，排名第一。截至 2019 年 12 月，在美国亚马逊平台，公司移动电源类产品仍在平台销量排名前 10 款最畅销产品（Best Seller）中包揽 5 款。
- 据日本乐天发布的 2019 年平台最畅销产品排名，公司的“Zolo”品牌无线音频产品全平台排名第六，超越苹果“AirPods”等国际知名品牌无线耳机的销量；Soundcore2 无线音箱亦位列畅销排行榜第九。此外，公司已在线下销售渠道中，已覆盖了沃尔玛、百思买和塔吉特等境外主要境外线下销售渠道，并在中东等市场中拥有很高的市场覆盖和占有率。

图表 37：公司亚马逊销售平台各区域的排名

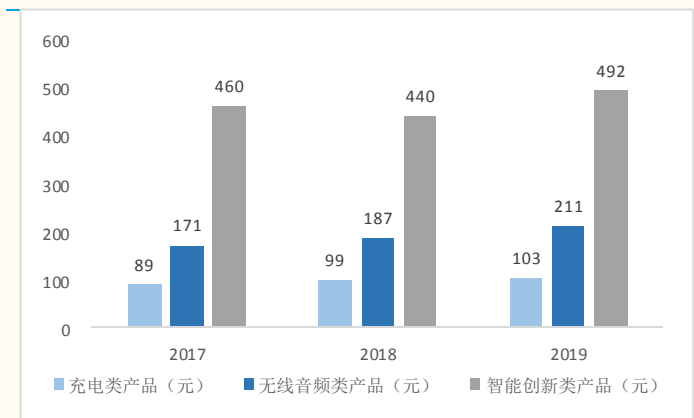
区域	2018 年	2019 年
美国	第二名	第三名
日本	第四名	第六名
加拿大	第五名	第八名
德国	第六名	第五名

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.3 公司各产品价格及采销率持续提升

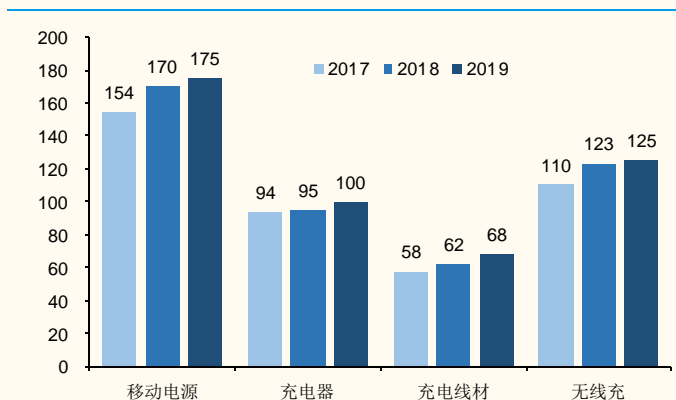
- 公司产品的销售单价持续提升：充电类产品的平均单价从 2017 年的 89 元提升到 2019 年的 103 元；无线音频类产品的平均单价从 2017 年的 171 元提升到 2019 年的 211 元，智能创新类产品的平均单价从 2017 年的 460 元提升到了 2019 年的 492 元。
- 充电类产品单价有不同程度的提升：移动电源单价从 2017 年的 154 元提升到 2019 年的 175 元，充电器单价从 2017 年的 94 元提升到 2019 年的 100 元，充电线材单价从 2017 年的 58 元提升到 2019 年的 68 元，无线充单价从 2017 年的 110 元提升到 2019 年的 125 元。

图表 38：2017-2019 年产品销售价格变化情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

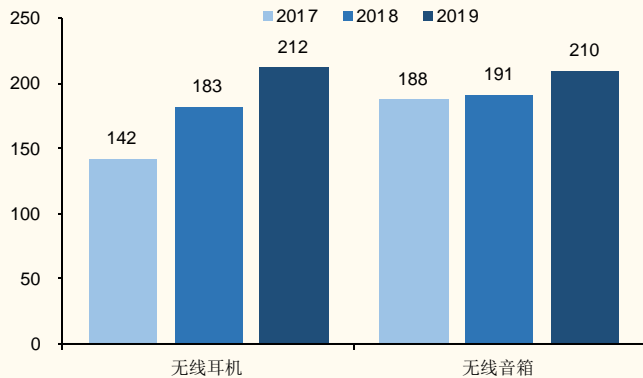
图表 39：2017-2019 年充电类产品单价变化情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

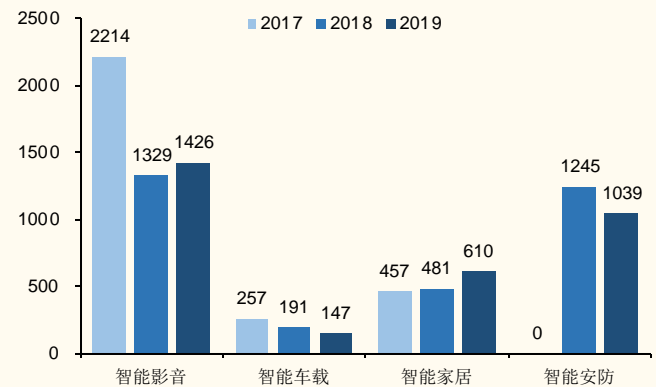
- **无线耳机价格提升显著：**无线耳机单价从 2017 年的 142 元提升到 2019 年的 212 元，无线音箱单价从 2017 年的 188 元提升到 2019 年的 210 元。
- **智能创新类产品价格有增有降：**智能影音及智能安防产品由于单价较高，这两年价格出现了下降，智能车载产品价格也出现了下降，从 2017 年的 257 元下降到 2019 年的 147 元，智能家居单价有所提升。

图表 40：2017-2019 年无线音频类产品价格变化情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

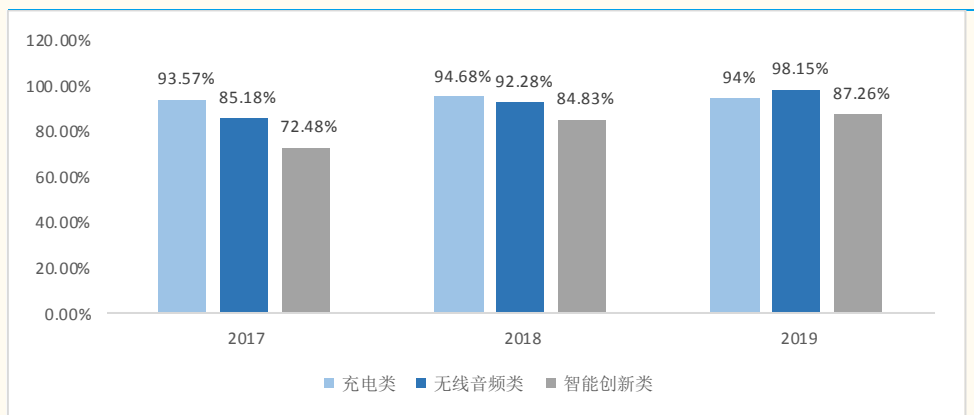
图表 41：2017-2019 年智能创新类产品单价变化情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司采销率持续提升：**充电类业务的采销率从 2017 年的 93.57%提升到了 2019 年的 94%，无线音频类业务的采销率从 2017 年的 85.18%提升到了 2019 年的 98.15%，智能创新类的业务采销率从 2017 年的 72.48%提升到了 2019 年的 87.26%。

图表 42：2017-2019 年各类业务的采销率情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

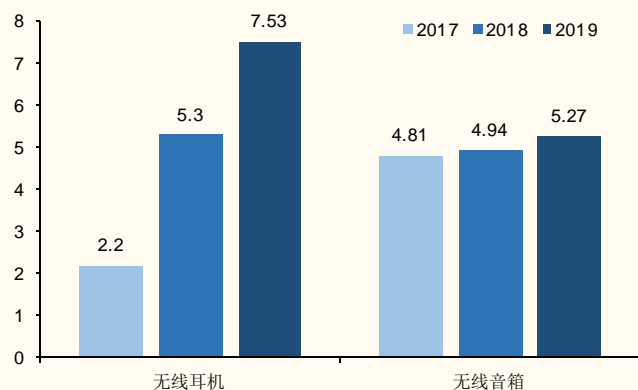
### 3.4 拓品类、拓渠道、拓市场，打开发展新空间

- **积极拓展新品类，取得快速发展：**公司 2014 年起推出无线音频类产品、2016 年起推出智能创新类产品，公司的产品种类与产品应用功能日益丰富，无线音频类和智能创新类产品作为新产品系列，占主营业务收入比重由 2017 年的 26.40%增长至 2019 年的 41.97%。无线耳机及智能家居表现较为亮眼，无线耳机营收从 2017 年的 2.2 亿元增长至 2019 年的 7.53 亿元，智能家居营收从 2017 年的 2.55 亿元增长至 2019 年的 9.13 亿元。
- **拓市场：**公司在北美市场的基础上，进一步拓展了欧洲、中东、日本等多个市场，欧洲市场，公司产品成功入驻英国第一大电子产品零售商 Dixons，英国高端百货巨头哈洛德百货（Harrods）和塞尔福里奇百货（Selfridges），德国家电零售巨头万得城（Media Markt），法国知名零售集团 Fnac Darty 等知名商超；日本市场，公司与日本三大电信运营商中的 Softbank 和 KDDI 合作，向其销售标准化和定制化的产品并在由其

线下门店进行销售。公司在日本、美国、中东等地均设有分支机构，汇聚大量业界精英和全球人才；通过打造包括拥有英国、法国、意大利、德国、荷兰、美国、韩国等国家的外籍工作人员的自有经营团队，能够更清晰的了解当地的文化和顾客需求，以及全球的技术和趋势。公司拥有超过300人的针对不同地区市场和渠道的专业市场和销售团队，对不同地区市场消费者的产品选择、销售价格敏感度、市场购买兴趣和售后服务进行本地化优化，以满足差异化的消费者需求。公司核心人员曾在谷歌（Google）、华为、中兴、联想、戴尔、谷歌、飞利浦、TCL、伊莱克斯、穆迪、马田等全球知名高科技公司担任研发、设计、销售和管理职务。公司未来将重点拓展新兴经济国家和地区的市场，提升品牌知名度和市场占有率。其中，东南亚以及拉丁美洲区域市场将是公司未来布局的重点区域。此外，公司亦将针对性、并审慎地在俄罗斯、印度和非洲等经济发展潜力巨大的新兴市场中通过线上及线下销售渠道进行市场布局。

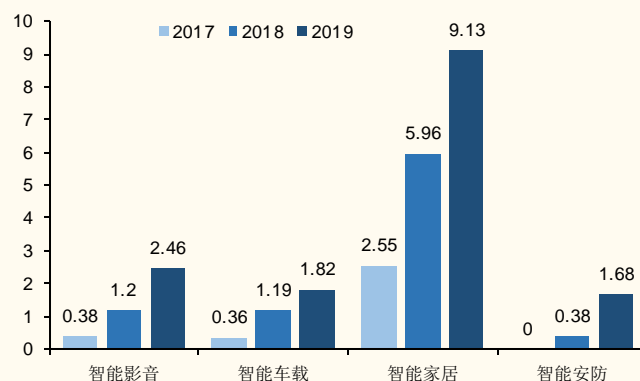
- **拓渠道：**公司在原有亚马逊平台的基础上，积极开拓 eBay、日本乐天、天猫等；线下渠道方面，公司在美国、日本、中东等国家和地区稳步展开线下渠道的推广，如美国地区沃尔玛等，线下渠道销售占主营业务收入的比重由从2017年度的23.25%上升到2019年度的28.98%，其中线下渠道销售涉及北美、欧洲、日本、中东、东南亚、非洲、南美等境外区域。公司未来将逐步推进在中国、东南亚、非洲、南美等新兴市场布局。

图表 43：2017-2019 年无线音频产品营收增长（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 44：2017-2019 年智能创新产品营收增长（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

- 我们认为公司的品牌在海外具有较好的影响力，在现有优势渠道和市场可以推广新的品类，公司具有较好的研发能力，未来有望根据市场需求积极推出新的创新产品；同时公司未来也有望将现有的优势产品通过渠道扩张及市场扩张销往新兴市场区域，公司未来有望继续保持快速增长。

#### 四、募投项目加大研发和运营，增长动能强劲

- **公司计划募集资金 14.14 亿元，计划加大产品技术研发、测试研发及软件研发及运营的投入力度。**
- 在产品升级上，充电类产品领域，公司将重点在移动电源产品充电速度、数据线传输效率等方面完善产品技术，并基于研发技术进一步优化移动电源、充电器和数据线等充电类产品的功能，并在无线充电领域和环保能源充电等领域不断拓展。无线音频类产品领域，公司将继续提高无线耳机、无线音箱等产品的音质、音效和产品续航能力。在智能创新类产品领域，公司将进一步开发场景化交互式计算设备研发技术，将智能家居产品布局更为有效地切入家庭和消费者日常生活场景。
- **在产品测试上，**公司计划基于现有的硬件检测能力，在产品品类增加、设计构造更为复杂的情况下增加更为丰富的检测项目，提高产品质量检测的效率、准确度。
- **在运营管理上，**公司将继续优化内部管理组织架构，加强前、中、后台各个部门的协调运营能力，持续规范各业务部门的流程管理制度，加强业务



流程体系建设。此外，公司计划持续广泛吸收来自于全球一流公司、制造企业以及咨询公司的优秀人才，为公司的高效的内部运营管理提供持续、有力的人力资源保证。

图表 45：公司募集资金项目投向

序号	项目名称	投资金额	募集资金投入	项目实施周期
1	深圳产品技术研发中心升级	46,141.15	46,141.15	2 年
2	长沙软件研发和产品测试中心项目	35,904.43	35,904.43	2 年
3	长沙总部运营管理中心建设和升级项目	19,415.50	19,415.50	2 年
4	补充营运资金项目	40,000.00	40,000.00	-
5	合计	141,461.07	141,461.07	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- “深圳产品技术研发中心升级项目”计划投资总额为 46,141 万元，其中研发设备费用 6,553.30 万元，人员成本 17,347 万元，房产购置成本 14,400 万元，项目达产后预测内部收益率所得税后 32.42%，静态投资回收期所得税后 3.11 年。

图表 46：深圳产品技术研发中心升级项目预测收益情况

序号	经济效益指标	单位	预期值	
			所得税前	所得税后
1	内部收益率 (IRR)	%	36.39%	32.42%
2	净现值 (i=15%)	万元	52,530.43	40,657.45
3	静态投资回收期	年	4.86	3.11
4	动态投资回收期 (i=15%)	年	5.8	6.44

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

- 预测 2020-2022 年公司分别实现营收 85.1、114.6、151.1 亿元，同比增长 27.9%、34.7%、31.9%；实现归母净利润 8.8、11.6、15.3 亿元，同比增长 22.1%、32.5%、31.3%。
- 可穿戴及智能创新硬件类产品需求强劲，我们预测，公司的无线耳机有望继续保持较高的增速，此外，智能创新类产品整体有望继续发力，尤其智能影音、智能家居及智能安防等产品，公司未来三年整体有望继续保持快速增长。

**图表 47：2019-2021 年公司分产品营收预测（亿元）**

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
充电类产品合计	收入（亿元）	28.33	33.21	38.09	45.21	53.10
	YOY		17%	15%	-1%	17%
	毛利（亿元）	15.18	17.56	20.59	24.42	28.67
	毛利率	53.6%	52.9%	54.1%	54.0%	54.0%
移动电源	营业收入（亿元）	12.22	14.75	15.04	13.95	17.09
	YOY		21%	2%	-7%	8%
充电器	营业收入（亿元）	5.58	5.62	7.57	7.41	11.00
	YOY		0.7%	34.7%	-2.1%	21.4%
充电线材	营业收入（亿元）	10.13	10.64	12.42	12.19	16.73
	YOY		5%	17%	-2%	20%
无线充	营业收入（亿元）	0.4	2.2	3.06	4.06	5.80
	YOY		450%	39%	33%	43%
无线音频类合计	收入（亿元）	7.01	10.24	12.80	19.66	30.30
	YOY		46%	25%	54%	54%
	毛利（亿元）	3.42	4.51	5.07	6.49	9.09
	毛利率	48.8%	44.0%	39.6%	33.0%	30.0%
无线耳机	营业收入（亿元）	2.2	5.3	7.53	13.85	23.90
	YOY		141%	42%	84%	73%
无线音箱	营业收入（亿元）	4.81	4.94	5.27	5.81	6.40
	YOY		3%	7%	10%	10%
智能创新类合计	收入（亿元）	3.29	8.73	15.09	27.26	38.53
	YOY		165%	73%	81%	41%
	毛利（亿元）	1.60	4.06	7.17	12.54	17.72
	毛利率	48.7%	46.5%	47.5%	46.0%	46.0%
智能影音	营业收入（亿元）	0.38	1.2	2.46	6.45	10.15
	YOY		216%	105%	162%	58%
智能车载	营业收入（亿元）	0.36	1.19	1.82	2.19	2.98
	YOY		231%	53%	20%	36%
智能家居	营业收入（亿元）	2.55	5.96	9.13	15.76	21.74
	YOY		134%	53%	73%	38%
智能安防	营业收入（亿元）		0.38	1.68	2.86	3.65
	YOY			342%	70%	28%
其他	收入（亿元）	0.40	0.14	0.47	0.50	0.50
	毛利（亿元）	0.10	0.09	0.30	0.33	0.33
	毛利率	24.3%	65.4%	64.2%	65.0%	65.0%
其他业务	收入（亿元）		0.01	0.08	0.10	0.10
	毛利（亿元）		0	0.07	0.06	0.06
	毛利率		33.6%	83.3%	60.0%	60.0%
总计	收入（亿元）	39.03	52.33	66.53	85.12	114.64
	YOY		34%	27%	28%	35%
	毛利（亿元）	20.30	26.22	33.21	39.72	51.61
	毛利率	52.0%	50.1%	49.9%	46.7%	45.0%

来源：wind，国金证券研究所



## 5.2 投资建议

- 预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 2.13、2.86、3.73 元，IPO 首发价格（66.32 元）对应 PE 为 31.0、23.1、17.7 倍。公司是消费电子跨境电商龙头，在北美、欧洲及日本等区域的品牌影响力较好，未来在三拓（拓品类、拓市场、拓渠道）的驱动下，具有较好的成长空间，给予公司 2021 年 55 倍估值，“买入”评级，目标价 157 元。

## 六、风险提示

- 公司 2019 年来自北美的营收占比 56%，存在中美贸易摩擦的不确定性风险。
- 公司 2019 年 98% 以上的产品出口海外，人民币汇率波动风险，海外疫情的反复会给公司的多项业务造成影响，对物流及运营也会造成一定的影响。
- 竞争激烈，毛利率下滑的风险。公司所处消费电子领域，价格竞争较为激烈，近两年，公司无线音频类及智能创新类产品毛利率出现了下滑的情况。
- 新技术层出不穷，存在公司技术跟不上节奏的风险。消费电子产品迭代较快，如果不能及时的推出新产品，则存在份额被抢，增长乏力的情况。
- 存货增加失控风险，2017 年公司存货为 4.14 亿元，2018 年存货为 7.8 亿元，2019 年存货为 11.17 亿元，消费电子存货跌价情况明显，存在存货贬值风险。
- 拓市场和拓渠道难度较大的风险，公司的产品定价较好，目前主要在发达区域销售，在拓展新兴市场及渠道时，若需求和产品价格不匹配，存在开发费用较大，收益较低的风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,903</b>	<b>5,232</b>	<b>6,655</b>	<b>8,512</b>	<b>11,464</b>	<b>15,118</b>
增长率		34.1%	27.2%	27.9%	34.7%	31.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,873</b>	<b>-2,610</b>	<b>-3,333</b>	<b>-4,540</b>	<b>-6,303</b>	<b>-8,413</b>
<b>%销售收入</b>	<b>48.0%</b>	<b>49.9%</b>	<b>50.1%</b>	<b>53.3%</b>	<b>55.0%</b>	<b>55.6%</b>
<b>毛利</b>	<b>2,030</b>	<b>2,622</b>	<b>3,321</b>	<b>3,972</b>	<b>5,161</b>	<b>6,705</b>
<b>%销售收入</b>	<b>52.0%</b>	<b>50.1%</b>	<b>49.9%</b>	<b>46.7%</b>	<b>45.0%</b>	<b>44.4%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>销售费用</b>	<b>-1,302</b>	<b>-1,642</b>	<b>-2,083</b>	<b>-2,128</b>	<b>-2,809</b>	<b>-3,628</b>
<b>%销售收入</b>	<b>33.4%</b>	<b>31.4%</b>	<b>31.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.0%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-168</b>	<b>-147</b>	<b>-172</b>	<b>-247</b>	<b>-332</b>	<b>-408</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.7%</b>
<b>研发费用</b>	<b>-201</b>	<b>-287</b>	<b>-394</b>	<b>-536</b>	<b>-711</b>	<b>-907</b>
<b>%销售收入</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>358</b>	<b>545</b>	<b>671</b>	<b>1,058</b>	<b>1,306</b>	<b>1,757</b>
<b>%销售收入</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>12.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.6%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-30</b>	<b>-27</b>	<b>10</b>	<b>41</b>	<b>60</b>	<b>53</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>-44</b>	<b>-178</b>	<b>-107</b>	<b>-143</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>114</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>投资收益</b>	<b>76</b>	<b>-1</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>%税前利润</b>	<b>19.5%</b>	<b>n.a</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.7%</b>
<b>营业利润</b>	<b>391</b>	<b>501</b>	<b>806</b>	<b>1,021</b>	<b>1,369</b>	<b>1,787</b>
<b>营业利润率</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>391</b>	<b>500</b>	<b>800</b>	<b>1,021</b>	<b>1,369</b>	<b>1,787</b>
<b>利润率</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-62</b>	<b>-74</b>	<b>-78</b>	<b>-153</b>	<b>-205</b>	<b>-268</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.9%</b>	<b>14.7%</b>	<b>9.7%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>329</b>	<b>427</b>	<b>722</b>	<b>868</b>	<b>1,164</b>	<b>1,519</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>322</b>	<b>427</b>	<b>721</b>	<b>868</b>	<b>1,164</b>	<b>1,519</b>
<b>净利率</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.0%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>329</b>	<b>427</b>	<b>722</b>	<b>868</b>	<b>1,164</b>	<b>1,519</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-31</b>	<b>209</b>	<b>198</b>	<b>303</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-70</b>	<b>1</b>	<b>-160</b>	<b>-59</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-188</b>	<b>-121</b>	<b>-244</b>	<b>-631</b>	<b>-636</b>	<b>-967</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>287</b>	<b>286</b>	<b>387</b>	<b>666</b>	<b>795</b>
<b>资本开支</b>	<b>-64</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>	<b>-407</b>	<b>-607</b>	<b>-507</b>
<b>投资</b>	<b>-18</b>	<b>-94</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-167</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-249</b>	<b>-111</b>	<b>8</b>	<b>-377</b>	<b>-577</b>	<b>-477</b>
<b>股权募资</b>	<b>767</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,576</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>-34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-322</b>	<b>-153</b>	<b>-136</b>	<b>-347</b>	<b>-466</b>	<b>-608</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>445</b>	<b>-152</b>	<b>-121</b>	<b>2,195</b>	<b>-466</b>	<b>-608</b>
<b>现金净流量</b>	<b>252</b>	<b>25</b>	<b>173</b>	<b>2,205</b>	<b>-376</b>	<b>-289</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>514</b>	<b>596</b>	<b>879</b>	<b>3,084</b>	<b>2,707</b>	<b>2,418</b>
<b>应收账款</b>	<b>232</b>	<b>359</b>	<b>527</b>	<b>606</b>	<b>817</b>	<b>1,077</b>
<b>存货</b>	<b>414</b>	<b>781</b>	<b>1,117</b>	<b>1,439</b>	<b>2,047</b>	<b>2,914</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>205</b>	<b>79</b>	<b>116</b>	<b>253</b>	<b>292</b>	<b>332</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,365</b>	<b>1,814</b>	<b>2,640</b>	<b>5,382</b>	<b>5,862</b>	<b>6,741</b>
<b>%总资产</b>	<b>90.7%</b>	<b>88.4%</b>	<b>87.6%</b>	<b>87.6%</b>	<b>82.1%</b>	<b>80.6%</b>
<b>长期投资</b>	<b>40</b>	<b>149</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>248</b>
<b>固定资产</b>	<b>66</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>416</b>	<b>927</b>	<b>1,270</b>
<b>%总资产</b>	<b>4.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>6.8%</b>	<b>13.0%</b>	<b>15.2%</b>
<b>无形资产</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
<b>非流动资产</b>	<b>139</b>	<b>237</b>	<b>372</b>	<b>760</b>	<b>1,276</b>	<b>1,623</b>
<b>%总资产</b>	<b>9.3%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.4%</b>	<b>17.9%</b>	<b>19.4%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,505</b>	<b>2,051</b>	<b>3,012</b>	<b>6,142</b>	<b>7,138</b>	<b>8,364</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>应付款项</b>	<b>331</b>	<b>497</b>	<b>773</b>	<b>751</b>	<b>952</b>	<b>1,151</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>106</b>	<b>129</b>	<b>166</b>	<b>243</b>	<b>327</b>	<b>428</b>
<b>流动负债</b>	<b>438</b>	<b>628</b>	<b>941</b>	<b>995</b>	<b>1,281</b>	<b>1,581</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>37</b>	<b>59</b>	<b>86</b>	<b>64</b>	<b>76</b>	<b>90</b>
<b>负债</b>	<b>474</b>	<b>687</b>	<b>1,027</b>	<b>1,059</b>	<b>1,357</b>	<b>1,672</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,016</b>	<b>1,344</b>	<b>1,964</b>	<b>5,061</b>	<b>5,760</b>	<b>6,671</b>
其中：股本	365	365	365	406	406	406
未分配利润	221	432	948	1,469	2,167	3,078
少数股东权益	14	19	22	22	22	22
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,505</b>	<b>2,051</b>	<b>3,012</b>	<b>6,142</b>	<b>7,138</b>	<b>8,364</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.880	1.169	1.973	2.136	2.864	3.737
每股净资产	2.781	3.678	5.375	12.453	14.171	16.414
每股经营现金净流	0.153	0.785	0.784	0.952	1.639	1.956
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.854	1.146	1.495
<b>回报率</b>						
净资产收益率	31.65%	31.77%	36.71%	17.15%	20.21%	22.77%
总资产收益率	21.38%	20.82%	23.94%	14.13%	16.31%	18.16%
投入资本收益率	29.13%	33.97%	30.23%	17.58%	19.10%	22.21%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	55.70%	34.06%	27.19%	27.91%	34.67%	31.88%
EBIT增长率	23.23%	52.14%	23.11%	57.68%	23.42%	34.57%
净利润增长率	39.72%	32.76%	68.85%	20.38%	34.09%	30.50%
总资产增长率	78.09%	36.29%	46.90%	103.90%	16.21%	17.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	16.0	20.0	23.4	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	66.4	83.6	103.9	130.0	135.0	145.0
应付账款周转天数	46.7	48.9	54.8	45.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	6.1	3.4	2.5	13.6	23.1	23.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-49.89%	-43.51%	-44.21%	-61.23%	-47.84%	-37.45%
EBIT利息保障倍数	12.1	20.3	-67.8	-25.8	-21.8	-33.1
资产负债率	31.52%	33.52%	34.08%	17.25%	19.01%	19.99%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH