

# 跨境电商范本，中国供应链品牌化大有可为 买入（首次）

2020年09月25日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

021-60199793

wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,655	8,585	11,416	14,645
同比（%）	27.2%	29.0%	33.0%	28.3%
归母净利润（百万元）	721	951	1,252	1,631
同比（%）	68.8%	31.9%	31.6%	30.3%
每股收益（元/股）	1.77	2.34	3.08	4.01
P/E（倍）	78.28	59.34	45.09	34.60

## 投资要点

- 疫情期间海外电商加速渗透+我国供应链优势凸显，跨境电商迎来机遇。**据 Kantar 统计，2018 年跨境电商零售出口规模达 2110 亿美元，2014-18 年 CAGR 为 24%。疫情期间全球电商渗透率大幅增长，我国产业链提早复工优势凸显，跨境电商行业有望迎来进一步发展。我们认为精品品牌商是综合下来最好的模式。目前跨境电商的三种主要模式为泛品大卖家、精品品牌商、独立站平台，精品品牌商平衡价值、积累、风险三要素，我们看好跨境电商品牌化发展大趋势。
- 全球移动设备基本普及，周边产品需求持续扩大。**据 IDC 数据，2014-2019 年全球智能手机出货量一直保持在 13 亿部以上，智能设备基本完成普及。因此电源等消耗类周边产品拥有稳定的市场基本盘；而智能家居等功能拓展类产品市场规模有望随智能设备用途的进一步探索而持续增长。这类消费数码产品由于具有高频使用、消耗性、SKU 多但具有标准性、售价没有统一锚定等特点，有望通过电商实现品牌化。
- Anker 品牌价值突出，同类产品价格+销量领先。**对比美国亚马逊的价格与评论数量，公司旗下 Anker 品牌的产品较 RAVPower（泽宝创新旗下）、Aukey（傲基电商旗下）等主要竞对同类产品定价高 20-50% 不等，核心充电类 SKU 的评论数超主要竞对产品 5 倍以上。我们认为这是公司品牌价值的直接体现。
- 重视研发、设计、运营，夯实品牌价值护城河。**研发方面，安克创新 2019 年研发费用率达 5.9%（泽宝、傲基均为~2%），深厚的技术储备使公司紧随行业潮流，如率先推出 GaN 充电头、迅速跟进推出 TWS 耳机等；设计方面，Anker 产品拥有精致的家族式外观，并屡次斩获红点设计奖等知名奖项；运营方面，公司组建本土化、专业化营销团队，通过与 YouTube 主播深度合作等方式积累下稳定的忠实用户群体。
- 拓品类+拓渠道+拓市场，公司业绩持续增长。**公司 2019 年实现收入 66.55 亿元/+27%YoY，归母净利润 7.21 亿元/+69%YoY。公司不断推出新品牌&新产品，持续开拓线下传统渠道，并向发展中国家新兴市场进发。多维度扩张战略下，公司业绩实现持续增长。
- 投资建议：**安克创新是跨境品牌商中的稀缺优质标的，其具有相对明显的品牌认知和定价能力，体现在公司产品的溢价、销量均明显高于竞品。我们认为公司品牌价值显著，应按照消费品品牌商给予估值。我们预计公司 2020/21 年归母净利润分别为 9.51 亿元/ 12.52 亿元，21 年 EPS 增速为 31.6%，按 21 年 1.85x PEG，得到目标 PE 为 58.5x，对应目标价 180.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**贸易摩擦，新业务拓展不及预期，疫情反复，库存风险等

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	138.88
一年最低/最高价	114.00/168.99
市净率(倍)	11.91
流通 A 股市值(百万元)	4941.58

## 基础数据

每股净资产(元)	11.76
资产负债率(%)	32.61
总股本(百万股)	406.43
流通 A 股(百万股)	35.58

## 相关研究

## 内容目录

1. 安克创新：2011年成立的跨境品牌商 .....	5
2. 从北美亚马逊中崛起，产品多点发力业绩高速增长 .....	8
2.1. 充电类为主要产品，智能创新产品迅速增长。 .....	8
2.2. 北美&欧洲为大本营，渠道以亚马逊为主向线下渗透 .....	12
3. 疫情加速海外电商渗透，数码周边跨境品牌商大有可为 .....	15
3.1. 跨境电商规模持续增长，品牌化发展大势所趋 .....	15
3.2. 疫情期间海外电商加速渗透+我国供应链优势凸显，跨境电商迎来机遇 .....	17
3.3. 全球移动设备基本普及，周边产品需求持续扩大 .....	20
4. 看点：品牌价值突出，“研发+设计+运营”夯实护城河 .....	23
4.1. 产品具备明显溢价，但对比海外本土品牌仍有价格优势 .....	23
4.2. 强研发+好设计精品战略，在标准品中发掘美和溢价 .....	27
4.3. 强运营造就品牌认知和溢价，关键在于“在对的时候做对的事” .....	29
5. 盈利预测与投资建议 .....	31
5.1. 核心假设 .....	31
5.2. 盈利预测 .....	32
5.3. 估值逻辑：应按照消费品品牌商进行估值 .....	33
5.4. 投资建议 .....	34
6. 风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1: 安克创新品牌&产品矩阵 .....	5
图 2: 安克创新整体经营模式 .....	6
图 3: 安克发展里程碑 .....	7
图 4: 2019 年实现收入 66.6 亿元, +27% YoY .....	7
图 5: 2019 年实现归母净利润 7.21 亿元, +69% YoY .....	7
图 6: 安克创新收入按产品类别拆分 .....	8
图 7: 各主要产品线毛利率基本保持稳定 .....	8
图 8: 充电类产品包括移动电源、充电头、数据线等 .....	8
图 9: 2019 年充电类产品收入 38.1 亿, +15% YoY .....	9
图 10: 2019 年充电类单价 103.12 元, +4% YoY .....	9
图 11: 无线音频类包括无线音响和无线耳机两大产品系列 .....	10
图 12: 2019 年无线音频类产品收入 12.8 亿, +25% YoY .....	10
图 13: 2019 年无线音频类单价同比增长 13% .....	10
图 14: 智能创新类产品包括智能影音、智能家居、智能安防等 .....	11
图 15: 智能创新产品快速成长, 2019 年收入+73% yoy .....	11
图 16: 智能创新类单价较高, 19 年达 429 元/+12% yoy .....	11
图 17: 安克创新主要销售渠道及占比 .....	12
图 18: 公司线上渠道主要为第三方 B2C 以及电商平台入仓 .....	13
图 19: 安克创新各线下渠道产品流向 .....	13
图 20: 线下渠道占比持续上升 .....	14
图 21: 线上渠道毛利率较高, 但产生额外的平台费用 .....	14
图 22: 安克创新各地区销售收入占比 .....	14
图 23: 渠道发展——从线上走到线下, 从欧美发达地区拓展至新兴市场 .....	15
图 24: 2018 年跨境电商零售出口规模达 2110 亿美元 .....	15
图 25: 18 年跨境电商出口额中电子产品占比最高 .....	15
图 26: “跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。 .....	16
图 27: 三种模式代表跨境电商发展的三个阶段, 我们预计未来主流是品牌商&独立站 .....	17
图 28: 全球零售市场电商规模、渗透率仍有提升空间 .....	18
图 29: 预计 2019 年各大地区零售电商增速均超过 10% .....	18
图 30: 各国零售电商渗透率仍有提升空间 .....	18
图 31: 2019 制造业增加值占 GDP 比重 .....	19
图 32: 我国制造业规模持续增长 .....	19
图 33: 国内已经形成数个优质产业链集群 .....	19
图 34: 疫情期间美国电商渗透率迅速提升 .....	20
图 35: 沃尔玛、塔吉特线上分部及亚马逊业绩大幅增长 .....	20
图 36: 疫情期间制造业 PMI 对比——中国恢复时间早、速度快 .....	20
图 37: 2019 年全球智能手机出货量 13.71 亿部, 未来仍有增长空间 .....	21
图 38: 按产品储能大小划分的全球移动电源市场规模 (亿美元) .....	21
图 39: 全球无线耳机市场规模 .....	22
图 40: 全球无线音响市场规模 .....	22
图 41: 中美各品类零售电商渗透率对比 .....	22
图 42: 消费数码产品具有如下特点, 使其适合通过电商实现“品牌化” .....	23

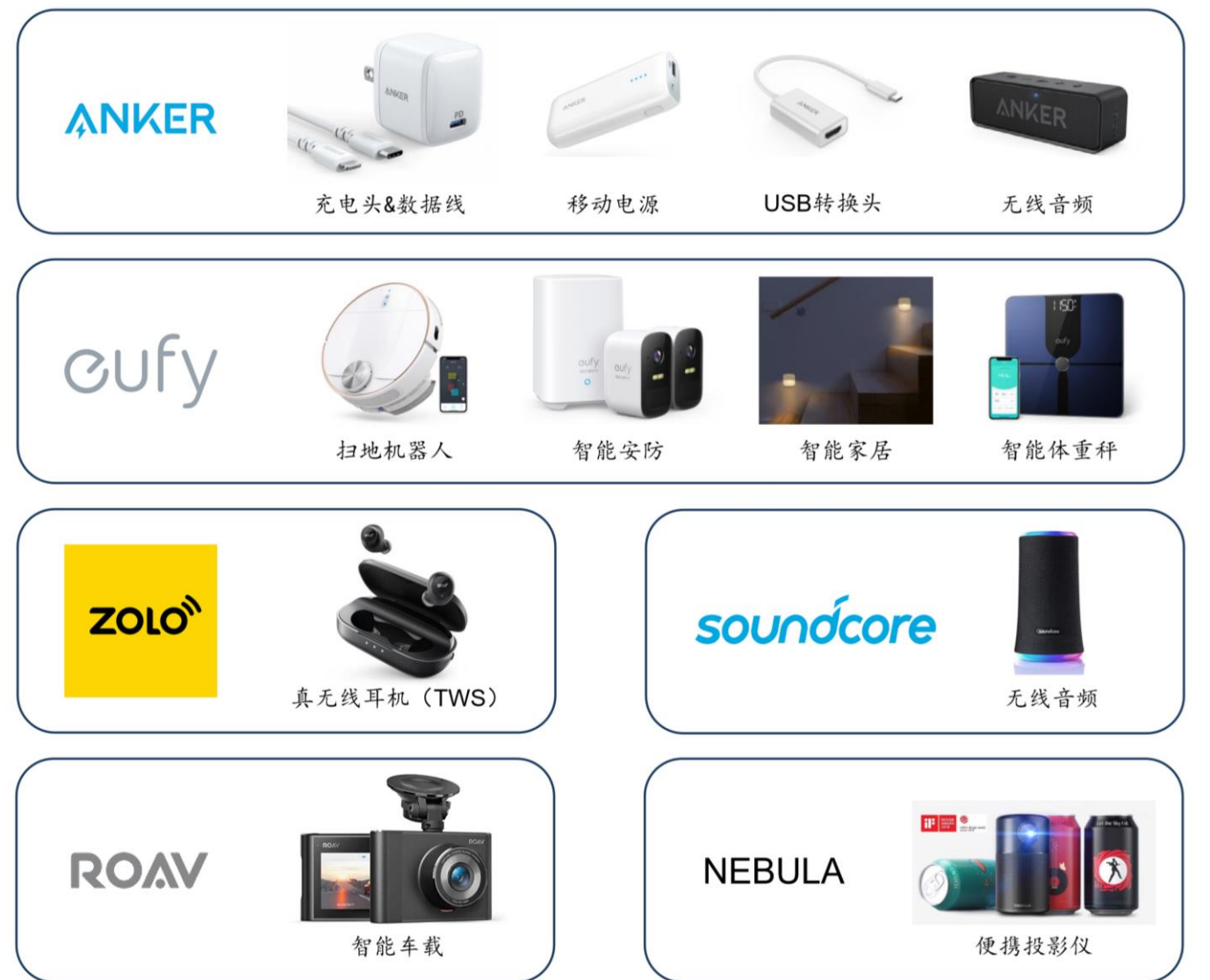
图 43: 跨境电商海外渠道、品牌溢价加价率 .....	24
图 44: 亚马逊“Power Bank”搜索结果前三位中, Anker 占两席, 评论数领先竞品.....	25
图 45: 安克创新研发费用率高于泽宝、傲基 .....	27
图 46: 安克研发人数占比高于傲基、跨境通 .....	27
图 47: Anker GaN 充电器(左)较普通充电器小 40% .....	28
图 48: 2017 年推出的 Zolo Liberty+ 全无线耳机.....	28
图 49: Anker 产品有统一设计风格, 美观大气具备辨识度 .....	29
图 50: 品牌溢价来源公式——“计分板”理论 .....	29
图 51: 安克宣称拉车线通过 3.5 万次弯折测试 .....	30
图 52: 2016 年的 Anker 数据线拉车视频获 25 万播放 .....	30
表 1: 2019 公司前 5 大供应商情况简介 .....	6
表 2: 跨境电商三种模式对比总结: 风险&溢价从低到高为泛品、精品、独立站 .....	16
表 3: 20,000mAh 充电宝比价——渠道及品牌均有较大溢价空间, 分别为 123%/79%.....	24
表 4: 美国亚马逊 10000mAh 充电宝比价——Anker 价格高于泽宝、傲基旗下品牌的产品 ...	25
表 5: 安克与苹果 30W 充电头价格对比.....	26
表 6: 安克与 Belkin 卧式无线充电器价格对比.....	27
表 7: 收入假设(百万元) .....	31
表 8: 分产品销量假设(万件) .....	32
表 9: 分产品单价假设(元) .....	32
表 10: 分产品销量假设(万件) .....	32
表 11: 盈利预测 .....	33
表 12: 相关跨境电商公司估值——可比性不强 .....	33
表 13: 相关消费品品牌公司估值——可比性较强 .....	33
表 14: 相关消费品品牌公司 PEG 估值——约为 1.5x - 2x.....	34

## 1. 安克创新：2011年成立的跨境品牌商

公司主要从事自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品的自主研发、销售和设  
计。公司主要产品分三类，包括①充电头、数据线、充电宝等充电类周边；②无线耳机、  
蓝牙音箱等音频类周边；以及③扫地机器人、智能监控摄像头等智能创新类设备。

安克产品销往全球，在发达国家市场拥有较高知名度，是一家跨境品牌商。公司旗  
下拥有 Anker（充电+音频类）、Roav（智能创新类）、Soundcore（音频类）等品牌。产  
品主要销售至发达欧美国家，在 Amazon 平台上占据行业领先的市场份额，此外在沃尔  
玛、百思买、塔吉特等线下知名渠道也有较高的市场覆盖。

图 1：安克创新品牌&产品矩阵

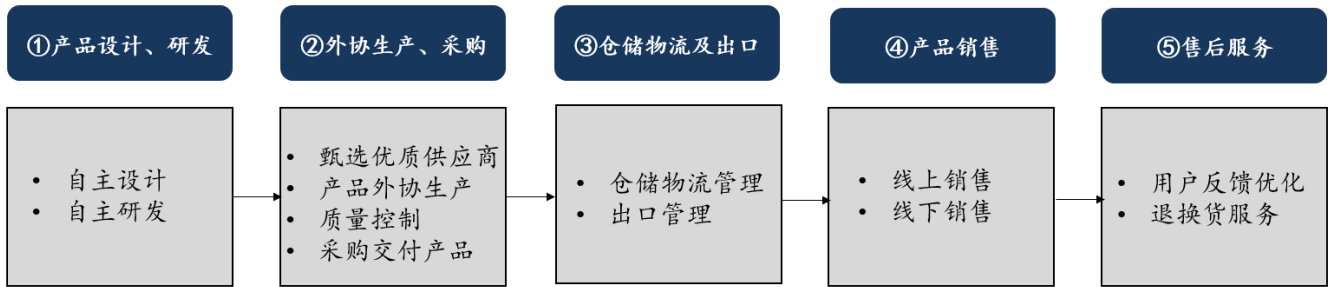


数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制



采取“自主研发+外协生产”模式。安克着力于产品的设计、研发与销售环节，而将生产环节交由优秀的供应商和外协厂商负责，不从事具体生产，因此公司的主营业务成本均为外协产品采购成本。完成产品的采购、质检环节后，公司通过完善的仓储物流体系将货物销往全球。公司在国内设有普通舱和保税仓，负责国内端的调拨备货、发货和退货等业务。公司与亚马逊签订 FBA（Fulfillment by Amazon）服务协议，在货物运抵至海外亚马逊仓库后，由亚马逊提供海外市场的货物选拣、储存、包装和终端配送。

图 2：安克创新整体经营模式



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

产品全部由外协厂商负责生产，供应商体系稳定。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，因此前 5 大供应商主要为外协生产商（炬神、乔威、瑞晶等）或主要原料提供商（LG 化学，提供电芯）。公司供应商体系稳定，2019 年公司向前 5 大供应商采购金额占采购总额的 55%；2019 年前 4 大供应商连续三年位居公司前 5 大供应商之列。

表 1：2019 公司前 5 大供应商情况简介

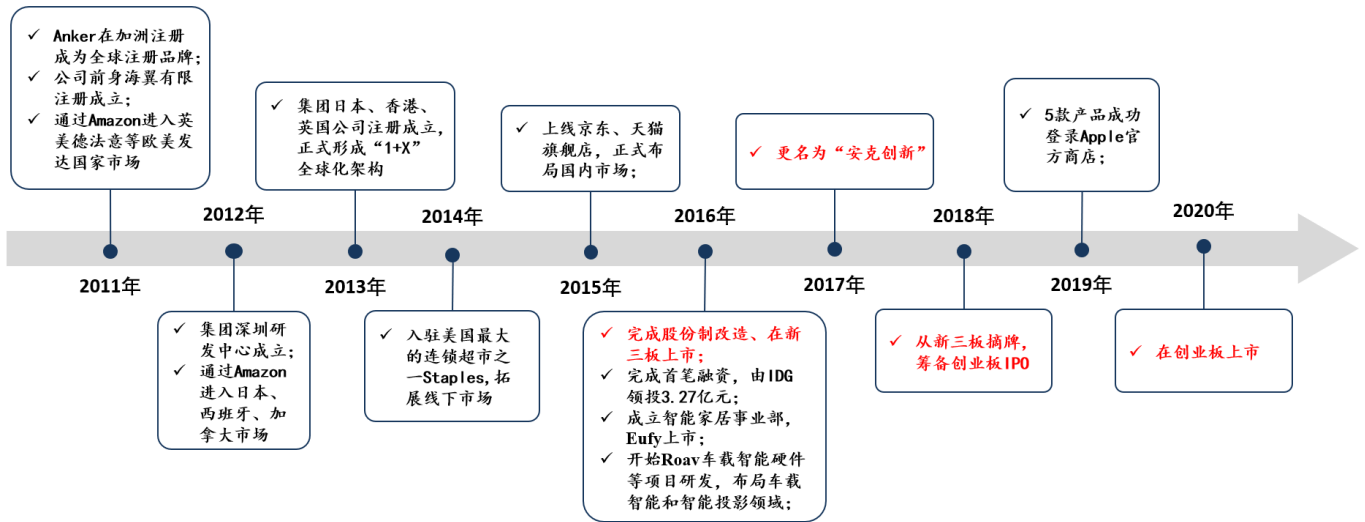
供应商名称	占采购总额比重	备注
湖南炬神电子有限公司	26.13%	位于湖南省郴州市
深圳市乔威电源有限公司	7.75%	位于深圳
深圳市瑞晶实业有限公司	7.43%	位于深圳
LG 化学	7.36%	电芯供应商
佳禾智能科技股份有限公司	6.29%	总部位于广东省东莞市
合计	54.97%	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2011 年 12 月公司前身海翼有限在湖南注册成立，注资 500 万元；同年 Anker 品牌首先在加州注册并成为全球注册品牌，并通过 Amazon 进入美、英、德、法、意等欧美发达国家市场销售 Anker 产品，月销售额突破 100 万美元。2014 年 Anker 入驻美国最大的连锁超市之一 Staples，拓展线下市场。2015 年上线国内京东旗舰店、天猫旗舰店，正式布局国内市场。

2016 年公司完成股份制改造，在新三板挂牌上市，并完成首笔融资，由 IDG 领投 3.27 亿元，整体估值达 36 亿元；成立智能家居事业部，并开始进行 Roav 车载智能硬件等新项目研发，布局车载智能和智能投影领域；同年入驻百思买和沃尔玛，拓宽线下渠道。2017 年公司更名为“安克创新”。2018 年，从新三板摘牌，筹备创业板 IPO。2020 年，公司在创业板挂牌上市。

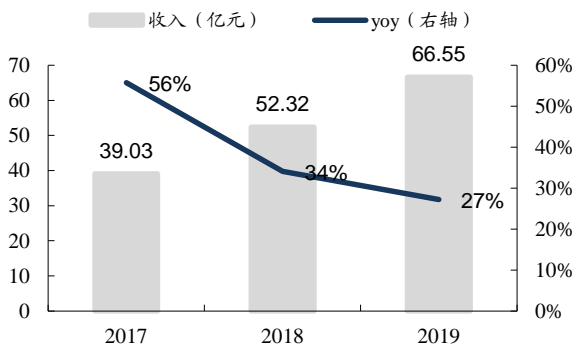
图 3: 安克发展里程碑



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

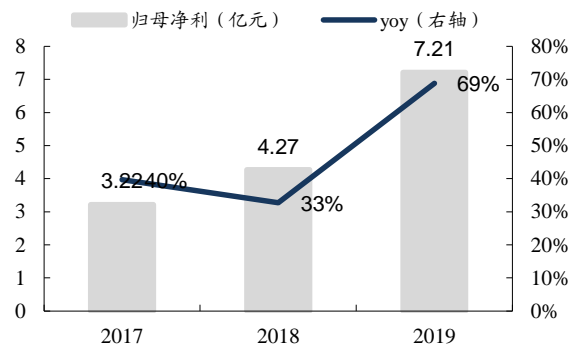
公司 2019 年实现收入 66.55 亿元，同比增长 27%；归母净利润 7.21 亿元，同比增长 69%。业绩高速增长的主要原因包括移动设备周边产品行业的高速发展以及公司不断拓宽产品线及渠道等。

图 4: 2019 实现收入 66.6 亿元，+27% YoY



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 5: 2019 实现归母净利润 7.21 亿元，+69% YoY



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

## 2. 从北美亚马逊中崛起，产品多点发力业绩高速增长

### 2.1. 充电类为主要产品，智能创新产品迅速增长。

安克创新产品主要分为①充电类、②无线音频类、③智能创新三大类。2019年三类产品占主营收入比分别为57.33%、19.25%、22.72%。充电类一直是最大的类别，而智能创新类近年来增长迅速。毛利构成方面，2019年充电类贡献62.14%，无线音频类贡献15.30%，智能创新类贡献21.65%，毛利构成与收入构成类似。2019年充电类整体毛利率最高，为54.1%；无线音频类毛利率最低，为39.6%；智能创新类毛利率为47.5%。2017-2019年各主要产品线毛利率基本保持稳定。

图 6: 安克创新收入按产品类别拆分

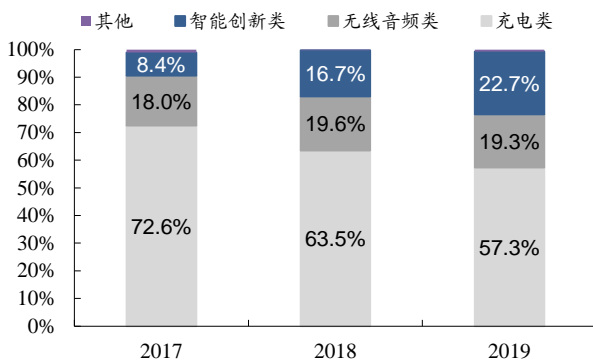
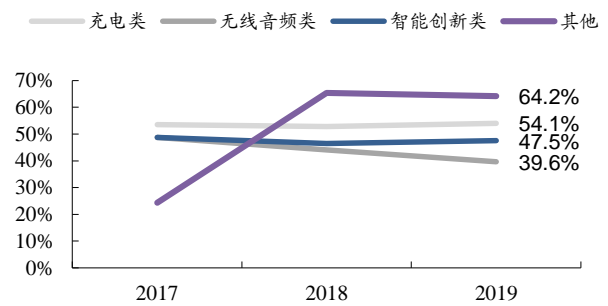


图 7: 各主要产品线毛利率基本保持稳定



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

①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。其中移动电源包括便携式移动电源、二合一超级充（充电头和移动电源一体化）、大功率储能设备电源等；充电器包括桌充、车载充、无线充等产品；线材产品包括各类数据线及 USB 转换插头等。

图 8: 充电类产品包括移动电源、充电头、数据线等



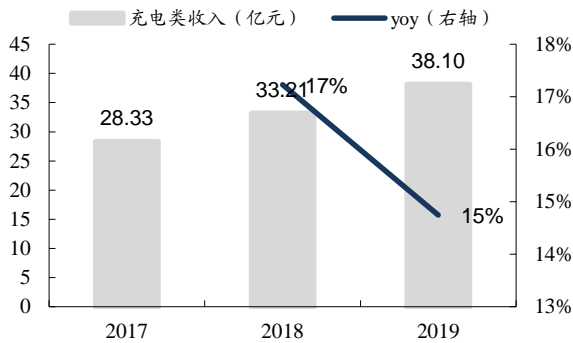
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



**2019年充电类产品收入38.10亿元，同比增长15%。**其中移动电源实现收入15.04亿元，同比增长2%，是充电类中最主要的产品。充电器实现收入7.57亿元，同比增长34.8%，部分得益于2018年底面世的新型 GaN（氮化镓）技术充电头提振销量。充电线材实现收入12.42亿元，同比增长17%，是充电类中第二大的子品类。无线充收入3.06亿元，同比增长39%，是增速最快的品类，随着未来手机无线充电的普及未来仍有望保持高速增长。

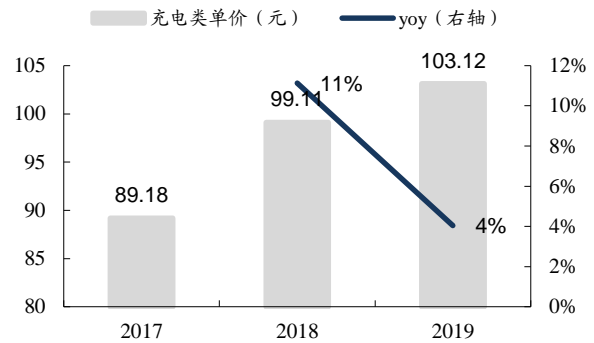
**充电类2019年单价平稳，收入增长主要来自于销量。**2019年充电类整体单价增长4%达103.1元，其中移动电源单价175.1元，同比增长3%；充电器单价99.6元，同比增长5.3%；线材单价67.9元，同比增长9.1%；无线充单价125.1元，同比增长1.5%。由于海外市场相关产品的价格普遍偏高，安克充电类产品平均单价明显高于国内小米、绿联等品牌的同类产品，但相比海外主要竞品苹果原装、贝尔金等品牌仍有价格优势。

图9：2019年充电类产品收入38.1亿，+15%YoY



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图10：2019年充电类单价103.12元，+4%YoY



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

②无线音频类包括无线音响和无线耳机两大产品系列。其中包括 Anker、Soundcore 和 Zolo 三大品牌。Anker 产品以智能蓝牙音箱为主，Soundcore 产品包括蓝牙音箱及蓝牙耳机。据公司官网，Zolo 最初为众筹品牌，主要产品为 Liberty 系列 TWS 真蓝牙无线耳机，其面世时获得 280 万美元众筹，打破中国公司海外众筹金额纪录。

图 11: 无线音频类包括无线音响和无线耳机两大产品系列



头戴式无线耳机

真无线耳机

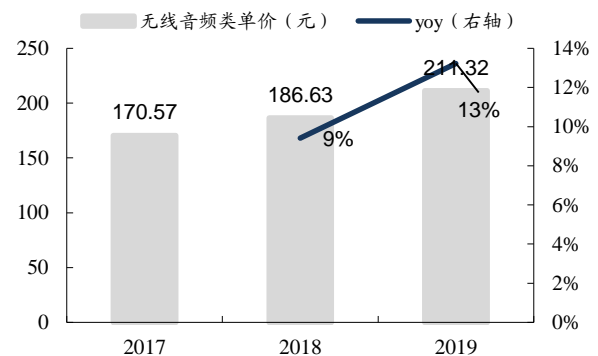
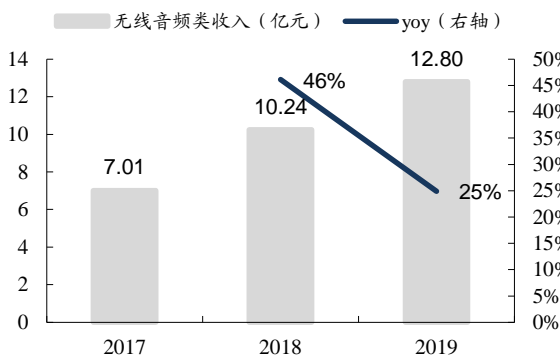
无线音箱

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2019 年无线音频类收入 12.8 亿元, 同比增长 25%。收入增长主要来源于无线耳机产品的爆发, 2019 年无线耳机收入为 7.5 亿元, 同比增长 37%; 无线音箱收入为 5.27 亿元, 同比增长 7%。该品类收入增长主要归功于单价增长, 2019 年单价增长 13%至 211.3 元, 其中无线耳机部分受益于价格较高的 Zolo 等品牌的 TWS 真无线耳机持续热销, 2019 年无线耳机平均单价同比增长 16%至 212.1 元。

图 12: 2019 年无线音频类产品收入 12.8 亿, +25%YoY

图 13: 2019 年无线音频类单价同比增长 13%



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

③智能创新类产品主要包括 Eufy 智能家居产品及 Roav 和 Nebula 品牌的智能创新产品。Eufy 智能家居产品以“智简生活”为理念, 涵盖智能安防、扫地机器人、智能开关、智能灯泡等可与手机 APP 相连的智能消费电子产品。Roav 以车载电子产品为主, 包括行车记录仪、车载 MP3 以及手机支架等。Nebula 主打智能便携投影仪, 其仅有可乐罐大小, 且内置 360 度扬声器。

图 14: 智能创新类产品包括智能影音、智能家居、智能安防等



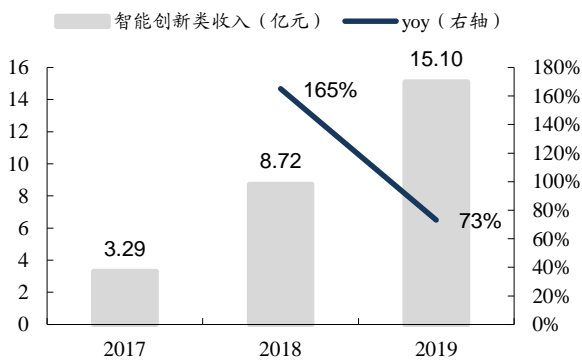
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2019 年智能创新类产品收入为 15.1 亿元, 同比增长 73%。该类别中大多数产品是 2016 年后立项开发上市的, 这是个较新的品类, 近年来增速较高。据公司官网, 2016 年公司成立智能家居事业部以及子公司深圳海翼智新, 后者进行 Roav 车载智能硬件、Nebula 智能屏显设备等新项目研发。当年智能家具品牌 Eufy 上市第一周获得亚马逊“Best New Release”。

其中收入占比最高的子品类产品为智能家居, 2019 年实现收入 9.1 亿元, 同比增长 53%; 智能影音收入 2.5 亿元, 同比增长 105%; 智能车载收入 1.8 亿元, 同比增长 54%; 智能安防于 2018 年上线, 2019 年收入已达 1.7 亿元。

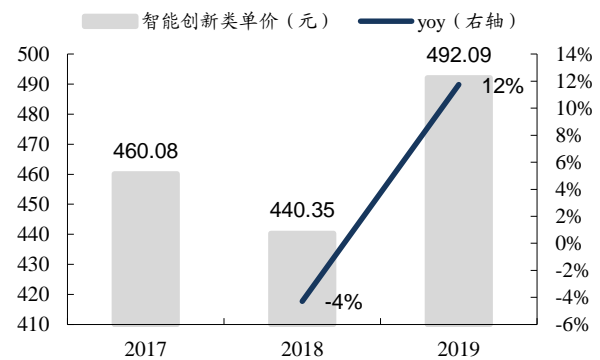
智能创新类产品单价普遍较高。除智能车载单价为 147.5 元外, 其余子品类单价均超过 500 元。智能影音单价为 1426 元, 同比增长 7.3%; 智能家居平均单价 610 元, 同比增长 27%; 智能安防单价 1039 元, 同比减少 15.2%。

图 15: 智能创新产品快速成长, 2019 年收入+73%yoy



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 16: 智能创新类单价较高, 19 年达 429 元/+12%yoy



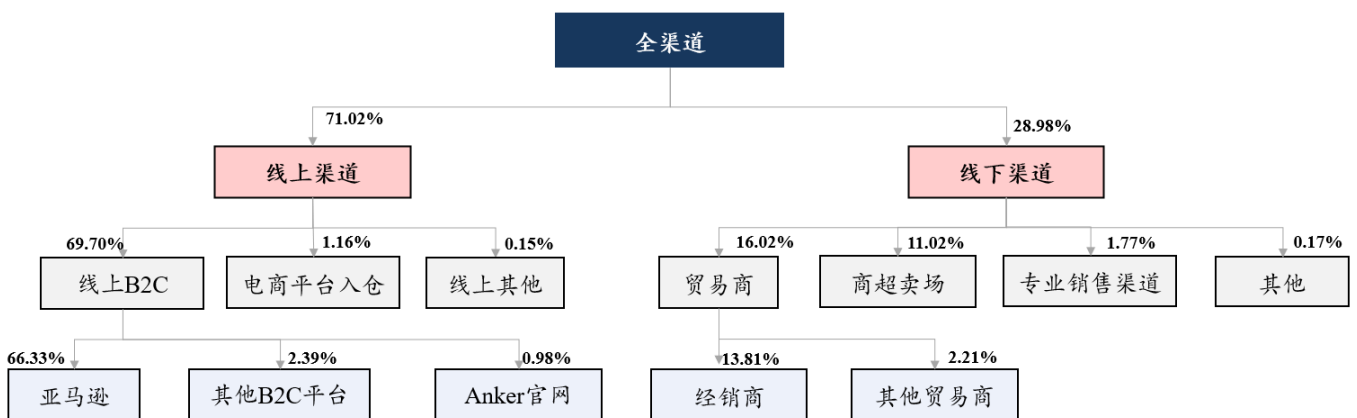
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

总的来看，安克业绩扩张基于后移动时代数码周边产品需求的不断挖掘，未来该趋势的延续有望持续推动安克业绩增长。2019年公司的收入增长主要来自销量增长，这是数码周边产品需求量提升的一个体现。分品类来看，业绩增量主要由近来较为火热的充电头、无线充、无线耳机子品类和2016年开拓的智能创新品类贡献。其中充电头主要受益于新型 GaN 小体积和多口充电器的普及；无线耳机主要受益于 TWS 技术的不断成熟以及手机取消耳机孔带来的市场规模增长；无线充主要得益于手机无线充电技术的普及和下放，而智能创新类设备是未来移动互联时代的新需求。这些品类的利好有望持续释放，在未来几年中继续推动安克业绩增长。

## 2.2. 北美&欧洲为大本营，渠道以亚马逊为主向线下渗透

公司产品销售以线上渠道为主。2019年公司线上渠道合计占比71.02%，其中线上B2C平台占比69.7%，包括亚马逊（66.33%）、日本乐天（0.74%）、天猫（0.53%）、eBay（0.13%）和Anker官网（0.98%）；电商平台入仓占比1.16%，包括京东（0.66%）和亚马逊Vendor（0.51%）。线下占比28.98%，其中经销商占比13.81%，其他贸易商占比2.21%，商超卖场占比11.02%，专业销售渠道占比1.77%。

图 17：2019 年安克创新主要销售渠道及占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

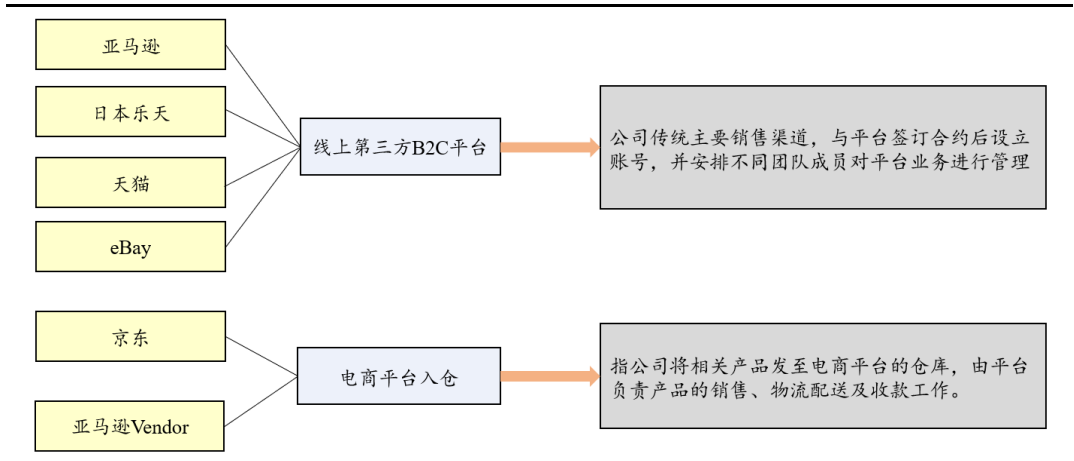
### 具体来看各个渠道：

线上 B2C 平台为公司传统主要销售渠道。公司与平台签订合同后设立账号，之后安排不同团队成员对平台业务进行管理，处理收发货和售后服务处理，并对相关业务的开展、费用管理、风险环节进行把控，至2019年底不存在以第三方自然人开立店铺的情形。第三方B2C之外，公司也通过Anker官方网站销售产品，但占比较低，2019年占公司全渠道收入之比仅为0.98%。

电商平台入仓是指公司将相关产品发至电商平台的仓库，由电商平台负责产品的销售、物流配送及收款工作。安克主要与京东自营商城开展电商平台入仓模式合作。与亚马逊存在少量电商平台入仓业务合作。



图 18: 公司线上渠道主要为第三方 B2C 以及电商平台入仓

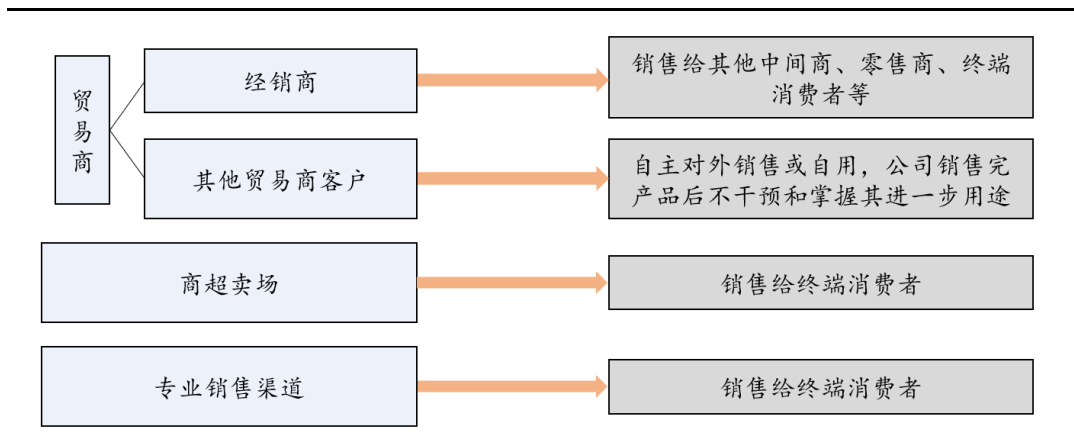


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所绘制

商超卖场仍是消费电子的重要渠道。公司在美国成功入驻沃尔玛和塔吉特（第一、第二大连锁超市）以及百思买（第一大电子产品零售商）。专业零售渠道包括日本电信运营商 KDDI 和 Softbank，以及娱乐厂商任天堂等，主要通过渠道商的自有渠道向终端消费者销售。商超卖场和专业销售渠道都是直接销售给终端消费者。

贸易商向安克批发采购，分为经销商和其他贸易商。经销商主要负责安克在特定区域（如中东、东南亚、南美）的市场开拓及零售业务，其他贸易商与安克建立简单购销关系，主要服务于中小客户。经销商和其他贸易商渠道均有部分货品流向中间商和零售终端，二者区别在于安克不会干预其他贸易商客户对商品的进一步销售用途。

图 19: 安克创新各线下渠道产品流向



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所绘制

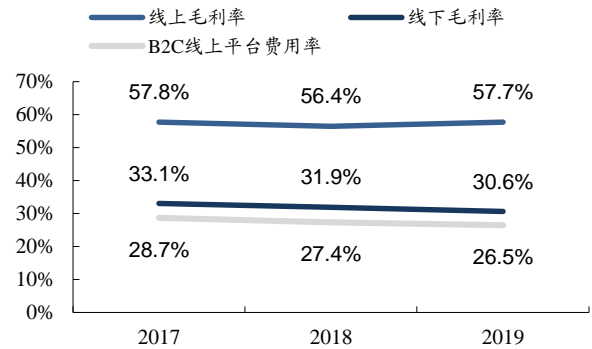
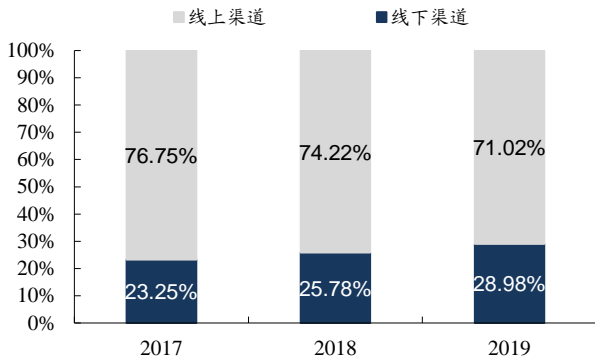
公司早年从线上渠道切入，近年开始开拓线下市场夯实护城河。公司成立之初就以线上渠道为主，从亚马逊切入欧美市场，至今线上仍是最主要销售渠道。近年来公司开始开拓线下渠道，线下占比不断增长，2017-19 年占比分别为 23.25%、25.78%、28.98%，其中增速最高的渠道是商超卖场和专业销售渠道，2019 年收入增幅分别为 71.2%、120.3%。



线上渠道毛利率更高，但伴随着较高的平台费用。2019 年线上平台综合毛利率为 57.7%，近 3 年来毛利率稳定在 56-58% 区间。而线下平台毛利率显著更低，2019 年为 30.6%。主要是因为线上销售为 B2C 零售模式，直接销售给消费者，因而定价较高；线下主要为批发模式，因此毛利率较低。又因为公司向线上平台支付一定的平台费用，因此销售费用率也更高。用公司销售费用中的平台费用除以 B2C 渠道收入后可算得，2019 年 B2C 平台费用率为 26.5%，同比减少 0.9pct。

图 20: 线下渠道占比持续上升

图 21: 线上渠道毛利率较高，但产生额外的平台费用

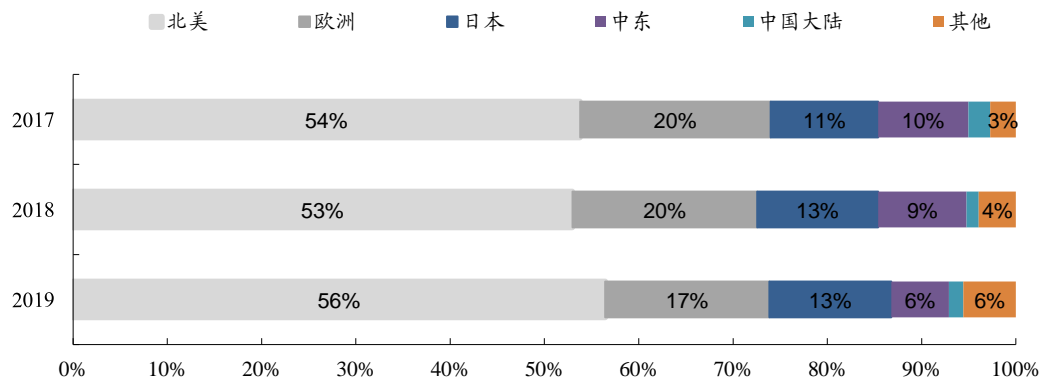


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

欧美发达国家为大本营，近年来开始向新兴市场进发。作为跨境电商，利润的一大来源是境内外价格水平差异。目前公司境外销售主要来自经济发达、消费力较强、运作规范的市场和地区。北美和欧洲作为公司最先开拓的市场，经营状况良好，2019 年占主营收入 56%、17%，在所有市场中位列前 2。近年来公司开始开拓新兴市场，其他市场占比逐年增长，2019 年占比为 6%。

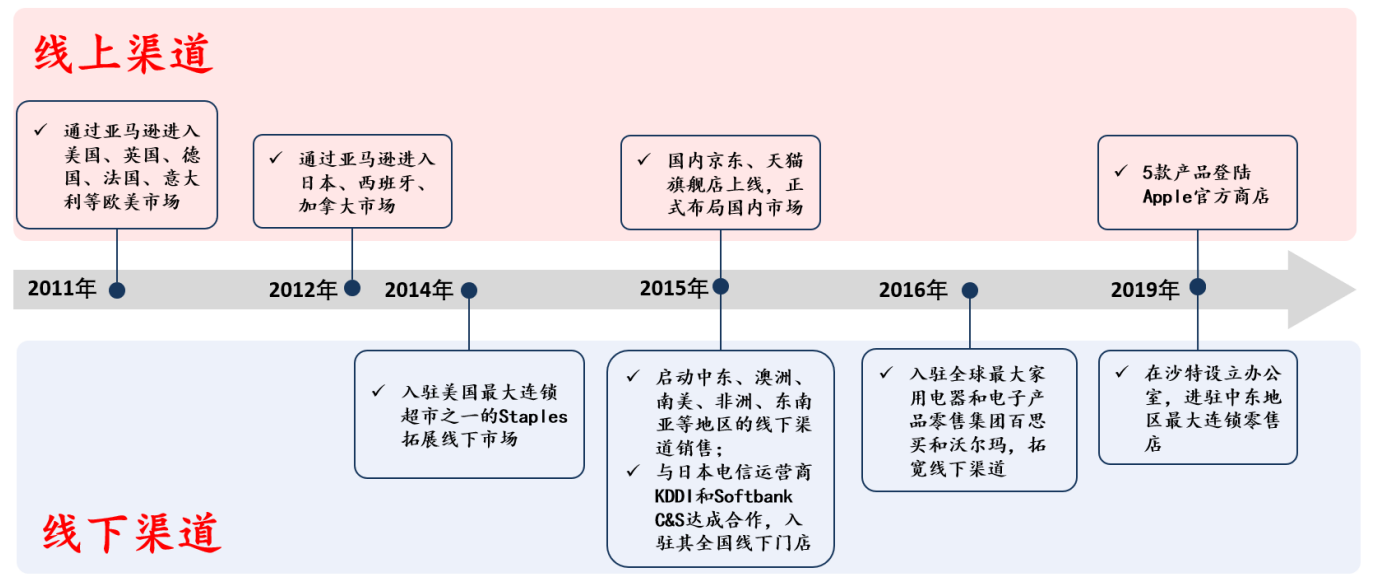
图 22: 安克创新各地区销售收入占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

总的来看，公司从线上渠道切入欧美发达国家市场后，开始向线下以及新兴市场扩张。公司向线下渗透效果较为明显，目前线下渠道占比持续增长；由于公司的品牌和产品定位中高端，更适合消费力强、运作规范的市场和地区，因此目前欧美地区仍是主要收入来源，而在国内及其他新兴国家和地区的销售额与知名度仍有提升空间。

图 23: 渠道发展——从线上走到线下，从欧美发达地区拓展至新兴市场



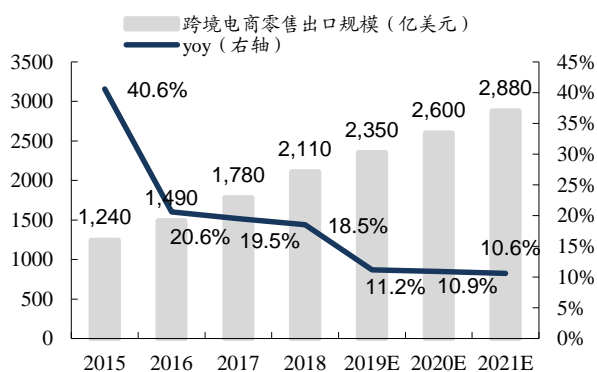
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 3. 疫情加速海外电商渗透，数码周边跨境品牌商大有可为

#### 3.1. 跨境电商规模持续增长，品牌化发展大势所趋

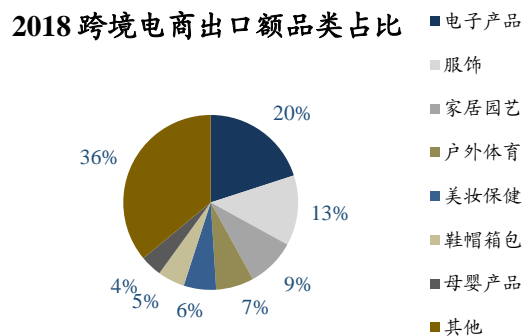
跨境电商交易规模稳健增长，消费电子产品为最大品类。跨境电商可分为跨境进口电商和跨境出口电商，其中跨境出口电商交易量更大，据网经社数据 2019 年，跨境出口电商交易规模占比为 77%。Kantar Research 统计，2018 年跨境电商零售出口规模已达 2110 亿美元，2014-18 年复合增速为 24%；预计未来将保持稳健增长，2021 年规模达 2880 亿美元，2019-21 年复合增速为 11%。分品类来看，2018 年跨境电商出口额中电子产品占比最高，达 20%。

图 24: 2018 年跨境电商零售出口规模达 2110 亿美元



数据来源：Kantar Research，东吴证券研究所

图 25: 18 年跨境电商出口额中电子产品占比最高



数据来源：Kantar Research，东吴证券研究所

“跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。近年来跨境出口电商也在经历品牌化过程：最初的出口电商大卖家以销售白牌商品为主；近年来安克创新、泽宝创新等跨境品牌商开始兴起，跨境电商品牌化进程持续深入。跨境电商品牌化（如

安克、泽宝)和国内电商品牌化(小米、南极、严选)是一体两面,其本质上都是中国优质供应链通过电商实现品牌化。二者区别在于前者对国外电商体系有一定的优化,而后者根植于国内的电商体系。

图 26: “跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。



数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

目前跨境电商主要由三种模式组成,分别为:①泛品大卖家——类似于经销商,同时在 eBay、亚马逊、Wish 等多个第三方平台上开店销售多种类目商品,店铺数量达数十家甚至上百家;②精品品牌商——聚焦于某些特定类目推出自有品牌,以“自主研发+外协生产”为主流生产模式;③独立站平台——通常为自建的直营垂直类平台模式。

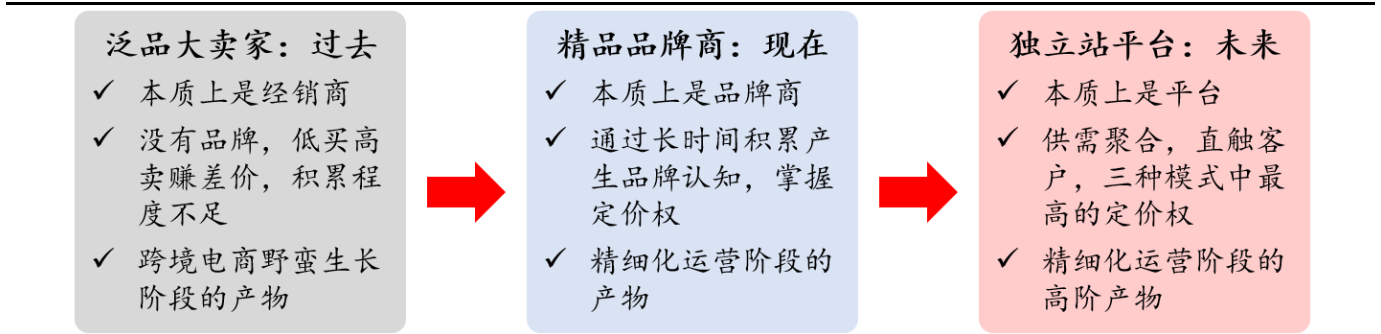
表 2: 跨境电商三种模式对比总结: 风险&溢价从低到高为泛品、精品、独立站

	泛品大卖家	精品品牌商	独立站平台
模式简介	同时在 eBay 等第三方综合性平台上开店销售,同时经营数十家店铺,覆盖数十万个 SKU	聚焦于某些特定品类,推出自有品牌,主流生产模式为“自主设计研发+外协生产”	自建、自营垂直类平台。部分平台拥有自己的品牌。
模式本质	经销商	品牌商	平台
风险	低	中	高
溢价	低	较高	高
代表公司	  通拓科技(华鼎股份旗下); 有棵树	 安克创新; 泽宝创新(星徽精密旗下)	 SheIn(未上市); Zaful(跨境通旗下)

数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

跨境电商进入稳健成长期，开始转向精细化运营注重效率，品牌化、平台化是该阶段的典型产物。2017年至今，跨境电商行业开始从粗放型成长中走出，愈发重视精品开发和品牌的精细化运营，比拼的不再是单纯铺货和价格，而是企业的综合能力。精品品牌商、独立站平台等新模式具有积累认知、形成溢价的能力，是该阶段的典型产物，也有望成为未来行业的主要发展方向。

图 27：三种模式代表跨境电商发展的三个阶段，我们预计未来主流是品牌商&独立站



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

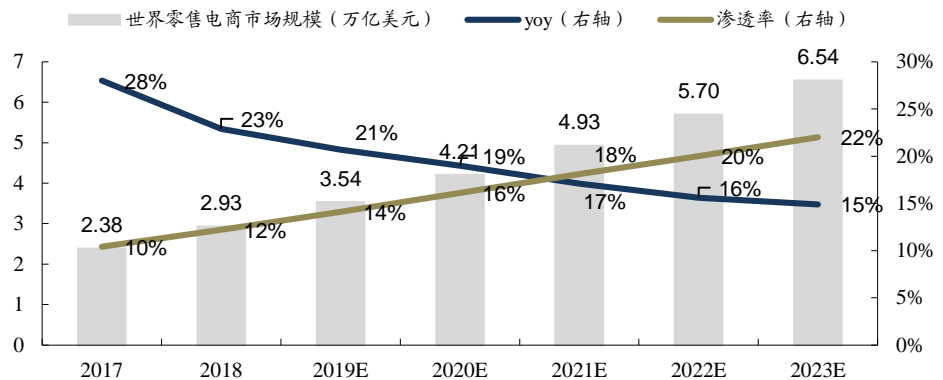
**品牌模式平衡积累、价值、风险，看好未来品牌商大发展。**泛品模式低买高卖赚取差价；品牌模式通过积累形成品牌溢价；独立站聚合资源形成平台。三种模式分别对应传统零售及电商模式中的经销商、品牌商、平台，分属于行业发展的三个阶段。泛品模式没有积累，风险与价值最低；平台模式风险与价值最高；品牌商模式在有所积累的同时平衡风险与价值，是目前综合下来最好的赛道。

### 3.2. 疫情期间海外电商加速渗透+我国供应链优势凸显，跨境电商迎来机遇

我们认为过去几年跨境电商得以持续发展的核心驱动有：①我国制造业强大，拥有多个优质产业链集群，出口产品具备价格优势；②海外零售电商渗透持续深入；③跨境电商模式环节少效率高、制造业发达、国内互联网思维领先等因素带来的快反+运营优势。疫情期间，海外电商渗透率大幅增长，国内供应链复工早，跨境电商行业有望迎来新机遇。具体来看：

近年来海外电商市场规模持续增长，这是跨境电商发展的稳定驱动之一。据 eMarketer，2018 年世界零售电商市场规模达 2.93 万亿美元，以当年平均美元汇率计约合人民币 19.38 万亿元。eMarketer 在疫情前预测全球零售电商市场将以每年 15% 以上的速度增长，至 2023 年市场规模将达到 6.54 万亿美元，2019-23 年 CAGR 为 16.6%。而零售电商的渗透率（占零售额之比）也将由 2018 年的约 12% 增长至 2023 年的 22%，平均每年增长 2pct。

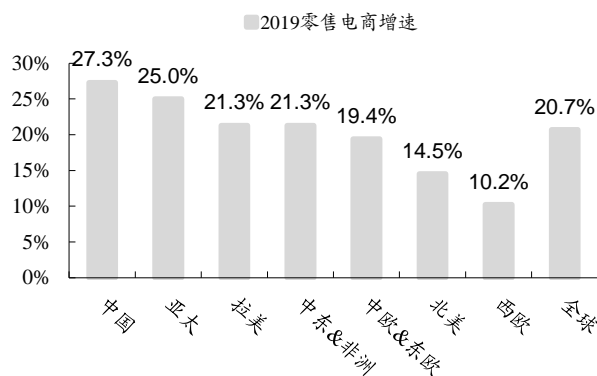
图 28: 全球零售市场电商规模、渗透率仍有提升空间



数据来源: eMarketer, 东吴证券研究所

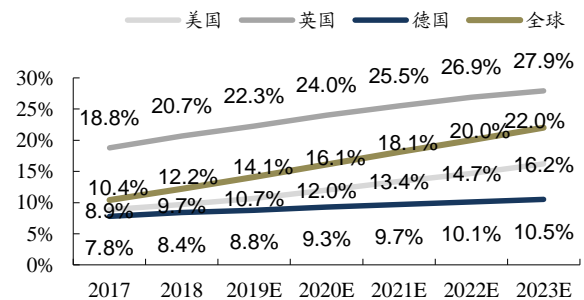
零售线上化是全球性的大趋势, 不仅在各大地区均有较高增速, 在发达国家也有进一步发展的空间。eMarketer 预测, 2019 年零售电商发展最快的地区为亚太地区, 增速为 25%, 其中我国零售电商增速达 27.3%; 北美、西欧等发达地区也有 10% 以上增速; 其他地区增速在 20% 左右。发达国家方面, 美国 2018 年零售电商市场同比增速达 14.4%, 预计 2019-23 年 CAGR 为 13.4%; 英国 2018 年增速达 14.9%, 预计 2019-23 年 CAGR 为 6.9%; 德国 2018 年增速达 14.9%。总体来看各国零售电商渗透率仍有一定提升空间, 有望驱动电商市场规模持续增长。

图 29: 预计 2019 年各大地区零售电商增速均超过 10%



数据来源: eMarketer, 东吴证券研究所

图 30: 各国零售电商渗透率仍有提升空间

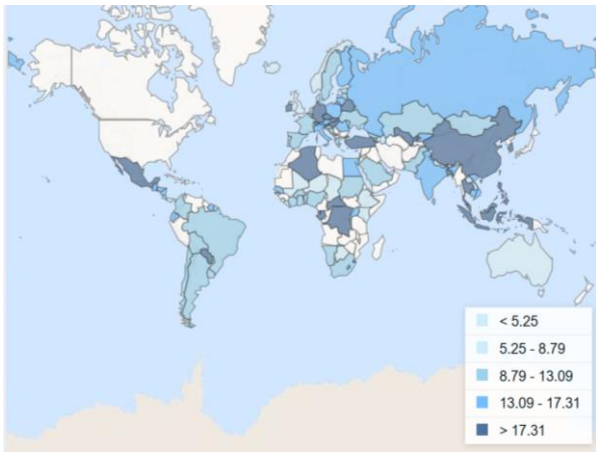


数据来源: eMarketer, 东吴证券研究所

我国强大的制造业为跨境电商大发展提供坚实基础。根据世界银行的数据, 2019 年我国制造业增加值占年度 GDP 的 27.2%, 在其统计的 200 多个国家中排名前列, 2019 年仅次于爱尔兰、瑞士。考虑到我国拥有更大的 GDP 基数, 我国的制造业整体实力位于世界前列。根据国家统计局, 2017-19 年我国规模以上制造业工业增加值同比增速分别为 7.2%、6.5%、6.0%, 可见我国制造业仍在持续增长的过程中。

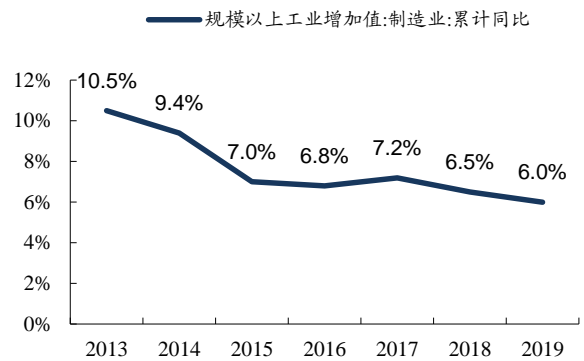


图 31: 2019 制造业增加值占 GDP 比重



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

图 32: 我国制造业规模持续增长



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

国内产业链拥有良好的地区分工, 已形成数个优质产业链集群。如广东省拥有服装、化妆品、数码产品、各类小家电、珠宝等优质产业链; 浙江省产业链以箱包、化妆品、宠物用品及各类小商品为主; 山东的毛巾、日用品, 江苏的服装家纺和福建的制鞋也有相当的优势。

天下武功唯快不破, 优质产业集群帮助企业实现“低价+快反”。如快消品牌的总部通常位于核心产业集群附近, 这是因为快消对灵活性要求高, 通常需要工厂做到快速交付、小批量下单生产。国内的多个优质产业集群是这类企业成长的上佳土壤, 也是跨境品牌商“快反”优势的重要基础。

图 33: 国内已经形成数个优质产业链集群

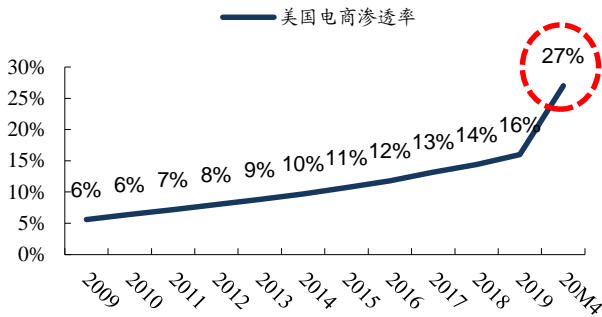
中国部分地区的优质产业链集群				
广东省	浙江省	山东省	江苏省	福建省
服装, 化妆品, 小家电, 珠宝 .....	箱包, 化妆品, 小家电, 宠物用品 .....	毛巾, 日用品 .....	服装, 家纺 .....	鞋, 服装 .....

数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

近期利好: ①疫情加速北美零售行业变革, 线上化、头部化程度迅速提升。疫情期间由于外出购物不便等因素, 美国市场线上化程度迅速提升。据美国商务部数据, 2019 年美国电商渗透率为 16%, 至疫情开始后不久的 2020 年 4 月份电商渗透率迅速提升至

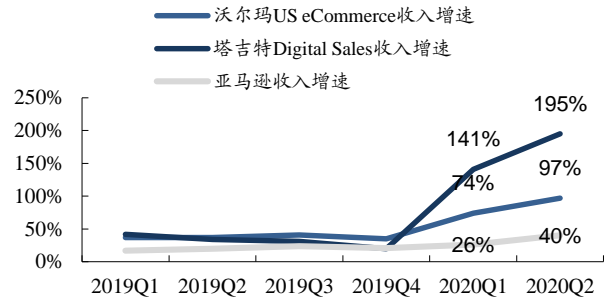
27%。由于疫情期间供应链受到影响以及小型商超被迫长时间歇业，部分中小型零售商被迫退出市场，而沃尔玛、塔吉特、亚马逊等拥有线上渠道的头部零售商从头部化过程中受益，最近一个季度的电商分部业绩均录得大幅增长。

图 34: 疫情期间美国电商渗透率迅速提升



数据来源：美国商务部，东吴证券研究所

图 35: 沃尔玛、塔吉特线上分部及亚马逊业绩大幅增长

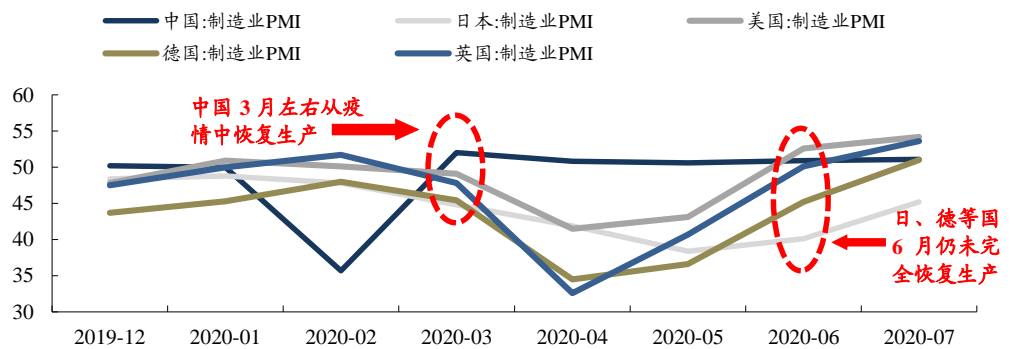


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：沃尔玛财期 0131，图中 20Q2 对应 FY21Q2

②我国产业链提早恢复，显示良好的韧性。从制造业 PMI 指数上看，我国仅在 2 月份受到一定影响：当月 PMI 指数跌至 35.7，次月就恢复至 52，此后一直保持在荣枯线之上。而英美日德等国家疫情开始晚，持续时间长，这些国家 3 月份开始遭受疫情打击，直到 6 月才陆续完成恢复。因此 2020 年 M3-M6 期间，跨境电商有机会利用海外供应链空档期大幅拓张市场份额。

图 36: 疫情期间制造业 PMI 对比——中国恢复时间早、速度快

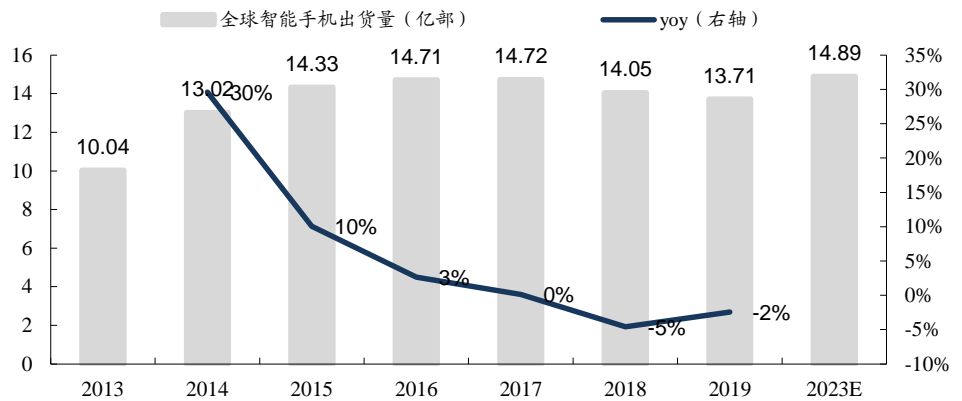


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 全球移动设备基本普及，周边产品需求持续扩大

随着消费电子产品制造技术的成熟和移动互联网应用的普及，以手机、平板、笔记本电脑等产品为代表的全球移动设备市场规模快速增长。根据安克创新招股书援引的 IDC 的数据，2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部，预计 2023 年将增至 14.89 亿部，在目前的高基数上仍有发展空间。

图 37: 2019 年全球智能手机出货量 13.71 亿部, 未来仍有增长空间

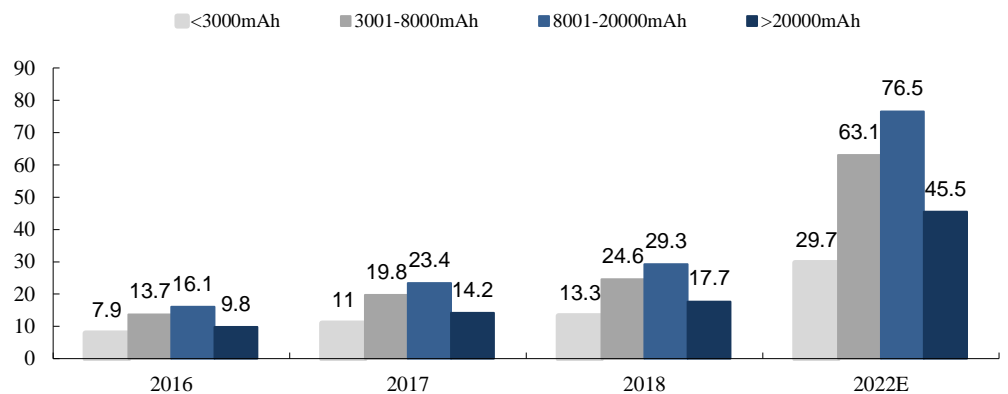


数据来源: 公司招股说明书, IDC, 东吴证券研究所

移动电子设备的普及为电源类、无线耳机等周边产品打开市场空间。周边产品是移动电子设备的互补品, 移动设备普及后其需求有望得到进一步开拓。周边产品中一部分是消耗品性质, 如数据线等, 这类产品长期需求与存量设备挂钩, 较为稳定; 另一部分是拓展功能用途, 如智能家居等, 这类产品的需求随着移动电子设备渗透的加深而增长。

设备功耗增长和快充技术普及推动充电类周边产品市场持续发展。据安克招股书援引的 Grand View Research 统计, 2018 年全球移动电源市场规模达 84.9 亿美元, 预计至 2022 年将增长至 214.7 亿美元, 2018-22 年 CAGR 为 26.1%。随着电池技术的发展和手机电池容量的增长, 未来需求增长主要集中在较大容量的移动电源产品上。

图 38: 按产品储能大小划分的全球移动电源市场规模 (亿美元)



数据来源: 招股说明书, Grand View Research, 东吴证券研究所

随着通用的 Type-C 接口和 PD、PPS 等充电协议的普及, 第三方充电头、充电线等市场有望加速增长。接口、协议的统一可使不同品牌的手机、电脑以及无线耳机等设备共用同一套充电头和数据线, 因此使用通用的充电套件精简行囊有望成为未来标配。在这个趋势下, 未来的移动设备包装中可能会直接取消附赠的充电头——就像更早之前取消附赠的耳机一样, 从而进一步促进市场增长。据安克招股书援引 Research and Market 的预计, 至 2022 年智能手机充电器、线材等产品市场规模将达 1040 亿美元。

无线耳机、无线音响需求有望持续释放。尽管随着无线传输及驱动芯片技术的成熟，无线音频设备的音质不再是瓶颈，消费者向无线化方向转变还需要时间。从市场规模上看，据安克招股书援引 FutureSource 的数据，2018 年全球无线耳机市场规模 177 亿美元，2016-18 年由于 TWS 真无线耳机的推出和手机取消耳机孔，销售额呈加速增长态势。无线音响方面，2018 年全球市场销售额达 87 亿美元，同比增长 8.75%。中高端无线音响近来向智能化方向尝试，如苹果的 HomePod 和亚马逊的 Alexa 等，目前仍是一片蓝海。

图 39: 全球无线耳机市场规模

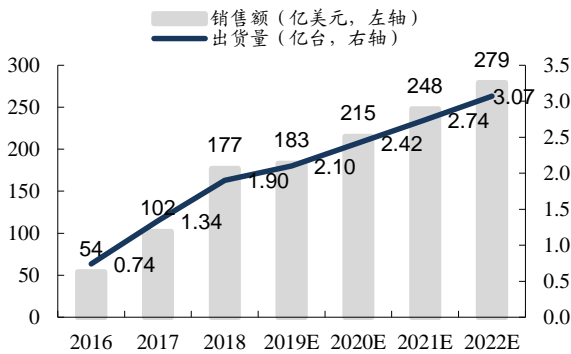
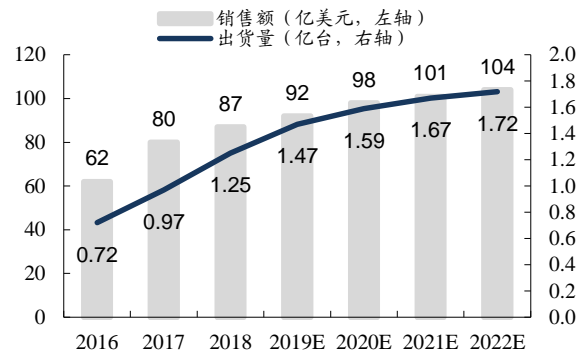


图 40: 全球无线音响市场规模

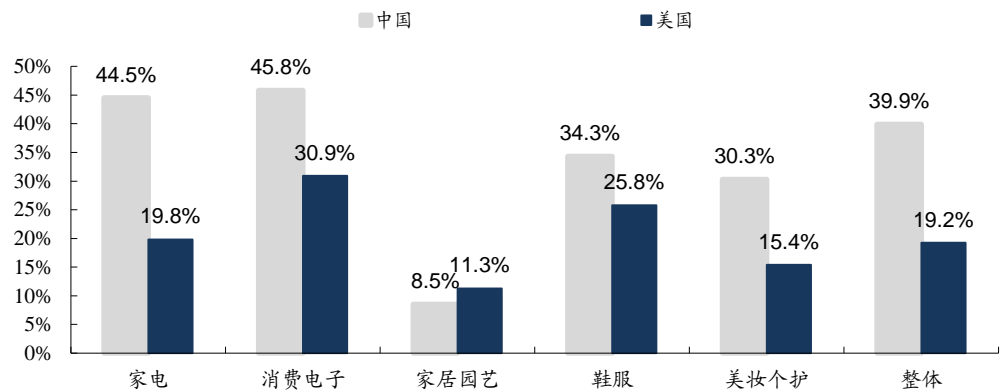


数据来源：招股说明书，FutureSource，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，FutureSource，东吴证券研究所

境外消费电子等品类线上渗透率有进一步提升的空间。以安克创新收入中占比最高的美国市场为例，据欧睿统计，2019 年美国市场消费电子渗透率为 30.9%，相较我国的 45.8% 有较大提升空间。而数码周边产品标准化程度较高，各项性能较容易通过参数指标反映，因此适合线上销售。安克创新有望从相关品类线上化程度进一步加深中受益。

图 41: 2019 年中美各品类零售电商渗透率对比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

综合来看，移动数码周边品类的总体需求有望随手机等移动设备渗透加深而持续释放。国内拥有世界领先的优质数码产业集群，带来了相对较低的生产成本，为跨境电商企业提供产品性价比优势和充足的利润空间。疫情期间国外电商渗透率迅速增长，零售行业马太效应加速凸显。这对于以线上渠道为主、持续布局线下渠道的安克创新而言是个较大的利好。

而消费数码是一个很有希望通过电商实现“品牌化”，诞生头部品牌的类目。主要原因是其具有如下特点：

①**使用频率高**：带来大量需求，许多客户会买多个同样的商品放置在不同场所，以备不时之需；

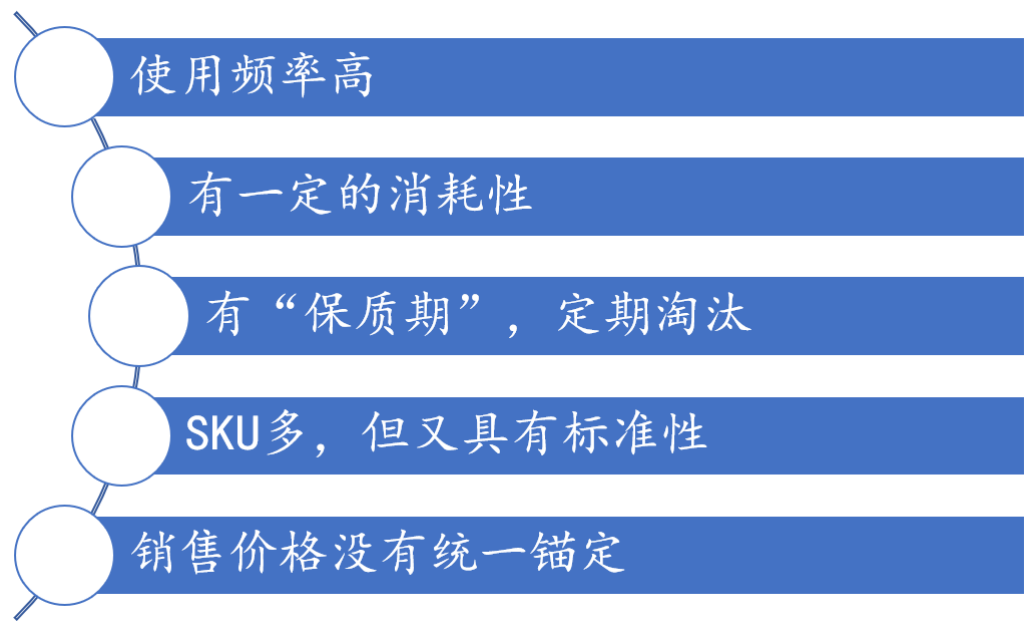
②**有一定的消耗性**：消费数码长时间使用后电池会出现不同程度的损耗，线材等周边商品也有一定的寿命，消耗性为这些产品的需求打下基本盘；

③**有“保质期”**：电子产品迭代快，产品可能会在短时间内更新换代，刺激用户产生新需求；

④**SKU 多，但功能上具有标准性**，因此需要通过品牌产生差异，带来溢价来保证利润；

⑤**销售价格没有统一锚定**，能产生较高的溢价空间。

图 42：消费数码产品具有如下特点，使其适合通过电商实现“品牌化”



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

#### 4. 看点：品牌价值突出，“研发+设计+运营”夯实护城河

##### 4.1. 产品具备明显溢价，但对比海外本土品牌仍有价格优势

若要用四个字总结安克旗下品牌的价格定位，那就是“高而不贵”。安克旗下品牌相比大多数传统外贸渠道及其他跨境电商的品牌价格更高；但又不如 Belkin 等传统国外品牌及苹果等官方产品昂贵。



溢价的两大来源：①渠道溢价；②品牌溢价。我们选取 20,000mAh 容量的移动电源产品，对比亚马逊 Anker 品牌、海外 Gearbest 网站上的白牌以及国内 1688 上的白牌价格。折合人民币后，海外 Anker 产品售价相对海外白牌高 79%，而海外白牌又比国内白牌高 123%。品牌产品也获得更高的销量：Amazon 上的 Anker 产品评价数达 1.04 万，而海外及国内电商上的白牌产品评价数均不足 10 个。

表 3: 20,000mAh 充电宝比价——渠道及品牌均有较大溢价空间，分别为 123%/79%

类型	产品图	平台	品牌	评价数	价格	加价率
海外品牌产品				1.04 万	290.9 元人民币 (42.97 美元)	79% (相比海外白牌)
海外白牌产品			白牌 (USAMS)	0	162.5 元人民币 (24.01 美元)	123% (相比国内白牌)
国内白牌产品			白牌 (USAMS)	6	73 元人民币	-

数据来源：亚马逊，1688，Gearbest，东吴证券研究所；注：数据抓取于 2020 年 9 月 18 日，RMB/USD=1:6.77

图 43: 跨境电商海外渠道、品牌溢价加价率



数据来源：亚马逊，1688，Gearbest，东吴证券研究所整理绘制；

注：加价率基于上表中的比价

对比其他跨境电商，Anker 通过更高的品牌定位撑起更贵的价格。对比锂聚合物电芯 10000mAh 移动电源：在美国亚马逊上 Anker 的产品售价 25.99 美元，显著高于星徽精密旗下 RAVPower 产品的 13.99 美元和傲基科技旗下 AUKEY 产品的 17.99 美元。功能方面，这三款产品均以锂聚合物电池为核心部件，输出功率在 12-18W 之间，在重量、尺寸等方面也没有显著差异，但 Anker 品牌的产品价格更高，反映的是品牌定位的差异。

表 4: 美国亚马逊 10000mAh 充电宝比价——Anker 价格高于泽宝、傲基旗下品牌的产品




Anker (安克创新旗下)	Ravpower (星徽精密旗下)	AUKEY (傲基科技旗下)
Anker PowerCore Slim 10000 Charger, High-Speed Charging	RAVPower 10000mAh Power Bank Dual USB Ports	AUKEY USB C Power Bank, 10000mAh Dual-Output
		
<b>US\$ 25.99</b>	<b>US\$ 13.99</b>	<b>US\$ 17.99</b>

数据来源: Amazon.com, 东吴证券研究所, 价格截取日期 8 月 23 日

品牌力显著, 安克产品搜索排名靠前&评论数显著高于其他品牌商。尽管定价较高, 安克旗下产品的销量及热度仍领先对手。我们在亚马逊上搜索“Power Bank”(移动电源)关键词, 排名前 3 的结果中有两款安克创新旗下产品, 这是产品热度的一个综合体现。

由于亚马逊页面上没有披露产品的具体销量, 我们通过评论数判断产品的大致销量。发现安克主打产品的评论数通常在一万以上, 其中最高的达 3.5 万; 而其他跨境品牌商主打产品的评论数在 1000-5000 不等。综合搜索排名和评论数, 我们认为安克产品在销量上较其他跨境品牌商存在明显优势, 这正是安克创新品牌认知的一个反映。

图 44: 亚马逊“Power Bank”搜索结果前三位中, Anker 占两席, 评论数领先竞品

	<p>Anker Portable Charger, PowerCore Essential 20000mAh Power Bank with PowerIQ Technology and USB-C (Input Only), High-Capacity External Battery Pack Compatible with iPhone, Samsung, iPad, and More.</p> <p>★★★★★ ~ 10,396</p> <p>\$42<sup>97</sup></p> <p>Ships to Singapore</p>	<b>第一位: Anker 品牌, 10,396 评论</b>
	<p>INIU Portable Charger, LED Display 20000mAh Power Bank, 18W PD 3.0 QC 4.0 USB C Battery Pack with Flashlight Compatible with iPhone 11 Pro XS X 8 7 Samsung Galaxy S20 Note 10 iPad Google AirPods etc.</p> <p>★★★★☆ ~ 3,813</p> <p>\$24<sup>99</sup></p> <p>Ships to Singapore</p> <p>Only 11 left in stock - order soon.</p>	<b>第二位: INIU 品牌, 3,813 评论</b>
	<p>Portable Charger Anker PowerCore 20100mAh - Ultra High Capacity Power Bank with 4.8A Output and PowerIQ Technology, External Battery Pack for iPhone, iPad &amp; Samsung Galaxy &amp; More (Black)</p> <p>★★★★★ ~ 35,377</p> <p>\$49<sup>99</sup></p> <p>Ships to Singapore</p> <p>More Buying Choices</p> <p>\$29.74 (3 used &amp; new offers)</p>	<b>第三位: Anker 品牌, 35,377 评论</b>



AUKEY 20000mAh Power Bank, Portable Charger with 2 Inputs, 3.4A Dual-USB Output Battery Pack Compatible iPhone Xs/XS Max / 8 / Plus, iPad Pro and More

★★★★☆ ~ 1,161

\$33.99 ~~\$43.00~~

**AUKEY (傲基电商旗下) 产品: 1,161 评论**

Get it as soon as Tue, Sep 29



Sponsored

RAVPower Portable Charger 20000mAh PD 3.0 Power Bank QC 3.0 18W USB C External Battery Pack Tri-input and Tri-output Cell Phone Charger Battery for iPhone, Samsung...

★★★★☆ ~ 5,303

\$39.99

Save \$8.00 with coupon

**RAVPower (泽宝创新旗下) 产品: 5,303 评论**

Get it as soon as Tue, Sep 29

数据来源: Amazon, 东吴证券研究所; 注: 数据抓取于 2020 年 9 月 18 日, 不包括赞助 (Sponsored) 商品

尽管安克创新的产品定价明显高于国内供应链的其他产品(如白牌、AUKEY等), 但较 Belkin 等传统品牌及苹果等官方周边产品价格优势明显, 这是优秀供应链加持下跨境电商“降维打击”的体现。对比苹果以较为通用的 30W USB-C PD 充电头为例, 苹果官方产品在 Apple Store 中售价 49 美元, 而 Anker 采用新一代 GaN 技术的 30W 迷你充电头在亚马逊上仅售 27.99 美元。对比 Belkin 以 10W 卧式快速无线充电器为例, Anker 售价为 10.99 美元, 而 Belkin 售价为 24.99 美元。Anker 价格几乎仅为国外本土品牌的一半, 价格优势显著。

表 5: 安克与苹果 30W 充电头价格对比

品牌	Anker	苹果
渠道	亚马逊	苹果官方商城
产品名	30W GaN Type-C Wall Charger	30W USB-C Power Adapter
产品图		
价格	<b>US\$ 27.99</b>	<b>US\$ 49.00</b>

数据来源: 苹果官网, 美国亚马逊, 东吴证券研究所, 价格截取日期 8 月 23 日

表 6: 安克与 Belkin 卧式无线充电器价格对比

品牌	Anker	Belkin (贝尔金)
产品名	10W Wireless Charger	10W Wireless Charging Pad
产品图		
价格	US\$ 10.99	US\$ 24.99

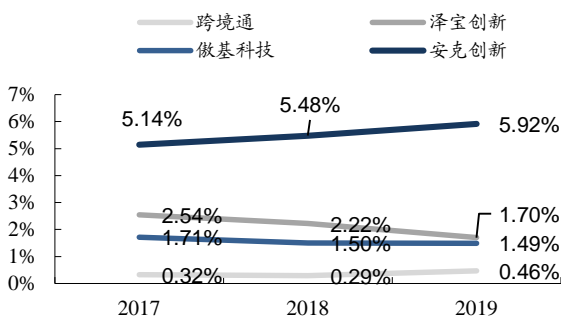
数据来源：美国亚马逊，东吴证券研究所，价格截取日期 8 月 23 日

从价格对比中可以看出，安克相比其他数码跨境电商是存在一定溢价的。我们认为，品牌溢价来源于品牌认知，而构筑品牌认知是一个长期沉淀的过程。安克做对了这么几件事：①通过较强的自主研发能力率先推出新款产品，抢占高端市场树立品牌形象；②重视产品设计和用户感官体验，并拥有统一的设计语言，产品外观具有辨识度；③通过高效的推广运营进一步提升品牌知名度和形象。具体来看：

#### 4.2. 强研发+好设计精品战略，在标准品中发掘美和溢价

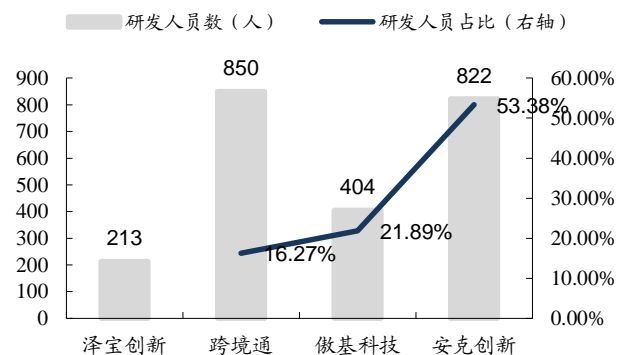
于研发端，公司比其他跨境电商品牌更看重研发。从研发费用上看，2017-19 年公司研发费用率分别为 5.1%/5.5%/5.9%，高于跨境通、泽宝创新、傲基科技等竞对。从研发人员上看，公司 2019 年拥有 822 名研发人员，占员工总数的 53.4%，研发人员比例高于跨境通、傲基科技。从专利数量上看，2019 年安克拥有 127 个实用新型专利和 7 个发明专利，高于跨境通、通拓科技、泽宝创新、傲基科技之和。

图 45: 安克创新研发费用率高于泽宝、傲基



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 46: 安克研发人数占比高于傲基、跨境通



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

强劲研发实力助公司迅速推出重磅新品，例如 GaN 充电头和 Zolo 真无线耳机等。

据专业评测机构充电头网，2019 年初上市的 Anker PowerPort Atom PD1 30W 充电器是业内首批基于 GaN 开发的充电器。此类新一代电源通过 GaN 元器件实现更高的开关频率，使电感电容器件得以缩小，从而显著缩小产品体积。此款 27W 的 GaN 充电器大小几乎苹果 iPhone 标配的 5W 迷你充电头相当。

苹果 2016 年 12 月推出 AirPods 开启真无线耳机市场后仅 10 个月，公司就迅速将 Zolo Liberty+ 全无线耳机推向市场。全无线耳机对技术要求较高，需要 LDS 天线等高难度核心技术，公司受益于强大的研发实力，迅速将产品推向市场。据公司官网，该产品在 Kickstarter 获得 280 万美元众筹，打破中国公司海外众筹金额纪录。Zolo 全无线耳机众筹价仅 99 美元，较售价 159 美元的苹果 AirPods 有明显价格优势。

综上，通过扎实的研发储备，公司得以迅速响应市场动态，使用划时代技术推出重磅“黑科技”产品，树立品牌的高端形象。

图 47: Anker GaN 充电器（左）较普通充电器小 40%



数据来源：公司官网，东吴证券研究所  
注：图中对比充电器为苹果 30W 充电器

图 48: 2017 年推出的 Zolo Liberty+ 全无线耳机



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

于设计端，重视产品设计打造精品，从产品外观中发掘差异和溢价空间。数码周边产品标准化程度较高，除部分尖货之外，安克通过精美的设计寻求差异和议价空间。公司拥有产品设计中心，力争从功能设计、包装设计等方面提供良好的视觉和感官体验。据招股说明书披露，目前公司产品共已获得 389 项外观专利，至 2019 年底已累计获得 37 次德国红点设计奖、汉诺威工业设计奖、CES 创新奖等国际性工业、消费电子产品设计大奖。

产品具有统一的设计风格，简洁美观且具备辨识度。由于公司为自行研发+外协代工的生产模式，对产品外观的自主权较高，从而得以形成统一的，具备包容性和辨识度的设计风格。以充电头为例，Anker 品牌充电头白色款外壳以亮面塑料为主，背面为磨砂灰色，背部上方为蓝色圆环指示灯，下方为充电口及标识，设计简洁统一大气。



图 49: Anker 产品有统一设计风格, 美观大气具备辨识度



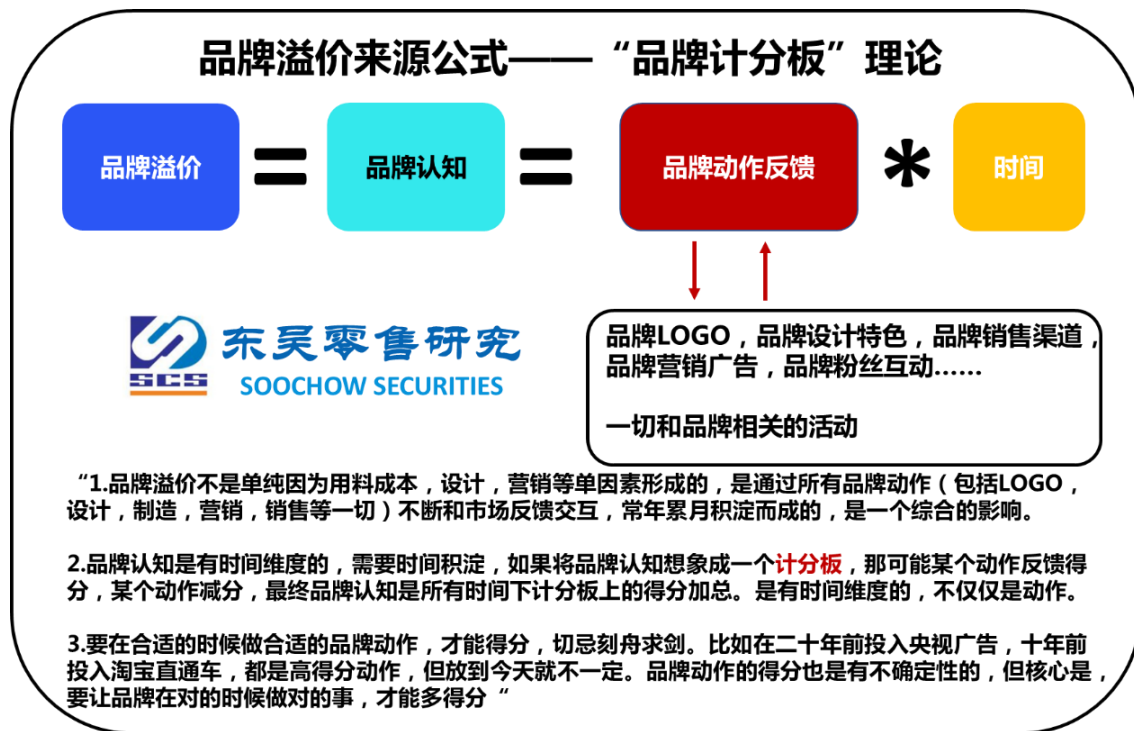
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 4.3. 强运营造就品牌认知和溢价, 关键在于“在对的时候做对的事”

公司的研发和设计实力为构建品牌认知提供基础, 而优秀的品牌运营最终造就安克的品牌溢价。

根据我们的品牌溢价“计分板”理论, 品牌溢价=品牌认知=品牌动作反馈\*时间。这不是由单个因素构成的, 而是随着时间沉淀下来的综合认知, 品牌要在对的时间做对的事才能得分。

图 50: 品牌溢价来源公式——“计分板”理论



数据来源: 东吴证券研究所绘制

安克之所以能立稳品牌，产生一定的溢价，在于其做了一系列“对的事”。

其中一个例子是“拉车线”。Anker Powerline+ “拉车线”是公司数据线拳头产品之一，推出于 2016 年，至今已更新至第三代。主要卖点是结实耐用，其在线材外部包裹强度较高的凯夫拉纤维，从而提升数据线的抗拉扯、抗弯折能力。由于在 Anker 大卖之后，Belkin（贝尔金）、Benks（邦克仕）等品牌商和黄刀等制造商都先后推出类似产品，可以认为拉车线的制造并不算非常复杂。因此相比优秀的技术和工艺，我们认为拉车线更是一个运营上的成功，是一个“在对的时间做对的事”的典型案列。

2016 年这个时间节点发生了一系列事件，包括：①最畅销 iPhone 之一的 iPhone 6 系列机主的数据线经过一年多的使用，陆续到达寿命上限；②由于苹果使用更环保的材料，其数据线的寿命逐渐下降，用户对数据线寿命的需求应运而生。

图 51: 安克宣称拉车线通过 3.5 万次弯折测试



数据来源：安克天猫旗舰店，东吴证券研究所

图 52: 2016 年的 Anker 数据线拉车视频获 25 万播放



数据来源：YouTube，东吴证券研究所

Anker 藉由“拉车线”这一浮夸程度相比“压路机压床垫”的营销词，成功引爆话题，并将这一款以耐用为卖点的数据线推向市场，提升消费者对安克产品“质量好”这一认知的同时，将该系列发展成公司的拳头产品。

安克品牌认知的价值即体现在高溢价、高销量；而竞争对手难以在短时间内复制。Anker 在前文价格、销量及搜索权重对比中展现出的领先优势是其品牌溢价的体现，这是公司多年以来通过强劲的推广、研发、设计实力积攒而来。竞争对手若想匹配，同样需要经历相当时间的积累。而目前美国电商市场上（以占比最高的 Amazon 为例），在充电类等数码周边领域尚未出现在价格/销量上能够与安克创新匹敌的品牌商。公司品牌认知有望持续释放，带来持久的业绩增长动力。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 核心假设

随着 2020 款 Apple Watch 取消包装盒内的充电头附件，未来苹果的部分主要产品可能不再附赠充电头，其他厂商亦可能跟随苹果取消充电头附件，因此 2021-22 年充电类产品需求有望加速增长；目前多数新款手机不在具有传统 3.5mm 耳机孔，因此无线耳机有望渐成主流，需求持续增长；智能创新类产品是公司 2016 年新上线的板块，近年来基数小，因此增速较高，预计未来将逐渐回归正常增速。

预计 2020/2021/2022 年公司总收入分别为 85.9 亿元/ 114.2 亿元/ 146.5 亿元，同比增长 29%/ 33%/ 28%。分品类来看：充电类收入同比增长 22%/ 31%/ 26%；无线音频类收入同比增长 23%/ 21%/ 19%；智能创新类收入同比增长 52%/ 45%/ 39%。

表 7: 收入假设 (百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	5232	6655	8585	11416	14645
yoy	34%	27%	29%	33%	28%
充电类收入	3321	3810	4641	6092	7655
yoy	17%	15%	22%	31%	26%
无线音频类收入	1024	1280	1577	1908	2266
yoy	46%	25%	23%	21%	19%
智能创新类收入	872	1510	2299	3331	4617
yoy	165%	73%	52%	45%	39%
其他	14	47	58	73	91
yoy	-66%	238%	25%	25%	25%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所预测

量价拆分，收入增长主要来自销量提升。近年来公司积极开拓新产品，丰富产品矩阵，进入传统商超等线下渠道打开销路，并开拓中东等新兴市场，三管齐下使得销量快速增长。未来随着新产品不断上市，新渠道和新市场进一步拓展，销量有望持续增长。预计 2020-22 年充电类销量同比增长 16%/ 25%/ 22%；无线音频类销量同比增长 12%/ 10%/ 8%；智能创新类销量同比增长 45%/ 38%/ 32%。公司研发上也进行较大投入，随着单价较高的新品 GaN 充电头、TWS 耳机以及智能创新类产品的不断推出和普及，未来各单价有望保持 5%-10% 的增速。

表 8: 分产品销量假设 (万件)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
充电类	3,351	3,695	4,287	5,358	6,537
yoy	5%	10%	16%	25%	22%
无线音频类	549	606	678	746	806
yoy	34%	10%	12%	10%	8%
智能创新类	198	307	445	614	810
yoy	177%	55%	45%	38%	32%

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所预测

表 9: 分产品单价假设 (元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
充电类	99.11	103.12	108.28	113.69	117.10
yoy	11%	4%	5%	5%	3%
无线音频类	186.63	211.32	232.45	255.70	281.27
yoy	9%	13%	10%	10%	10%
智能创新类	440.35	492.09	516.69	542.53	569.66
yoy	-4%	12%	5%	5%	5%

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所预测

## 5.2. 盈利预测

预计 2020-22 年总毛利率分别为 44.9%/ 43.0%/ 42.8%，销售费用率为 22.8%/ 21.9%/ 21.7%。2020 年毛利率与销售费用率均低于 2019 年，原因为口径调整，部分销售费用转移至成本端。2021/22 年毛利率与销售费用率继续下降原因为公司开拓线下渠道，线下渠道通常以批发模式为主，因此毛利率较以零售模式为主的线上渠道低；但线上渠道涉及较高的平台费用，因此销售费用率更高。随着线下渠道占比增长，毛利率/ 销售费用率均呈下降趋势。

表 10: 分产品销量假设 (万件)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
充电类	52.9%	54.1%	49.2%	47.7%	47.7%
无线音频类	44.0%	39.6%	35.7%	34.2%	33.9%
智能创新类	46.5%	47.5%	41.8%	38.9%	38.5%
其他	65.4%	64.2%	65%	65%	65%
<b>总毛利率</b>	<b>50.1%</b>	<b>49.9%</b>	<b>44.9%</b>	<b>43.0%</b>	<b>42.8%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>31.4%</b>	<b>31.3%</b>	<b>22.8%</b>	<b>21.9%</b>	<b>21.7%</b>

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所预测

综上，我们预测公司 2020-22 年归母净利润为 9.51 亿元/ 12.52 亿元/ 16.31 亿元，对应每股收益 2.34 元/ 3.08 元/ 4.01 元，同比增长 31.9%/ 31.6%/ 30.3%。

表 11: 盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	721	951	1,252	1,631
同比(%)	68.8%	31.9%	31.6%	30.3%
每股收益(元/股)	1.77	2.34	3.08	4.01

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所预测

### 5.3. 估值逻辑：应按照消费品品牌商进行估值

安克创新作为一个“跨境品牌商”，具有“跨境电商”和“品牌商”双重属性。我们认为公司更应该按照“品牌商”给予估值，而不是“跨境电商”。公司从跨境电商渠道中崛起，最终成为有相当价值的品牌，即安克创新的核心应是消费品品牌，因此公司在估值时应与其它消费品品牌商对标，例如珀莱雅、丸美股份等。

表 12: 相关跨境电商公司估值——可比性不强

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300866.SZ	安克创新	560.42	138.88	1.77	2.34	3.08	78.28	59.34	45.09	买入
300464.SZ	星徽精密	63.77	18.11	0.48	0.87	1.13	39.27	21.68	16.70	-
002640.SZ	跨境通	95.98	6.17	-1.74	0.31	0.42	-3.68	20.72	15.27	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测，注：除安克创新外均来自 Wind 一致预期（2020/09/24）

品牌商具有较高估值的基础是其掌握定价权，因此拥有长期增长的基础。根据经典的戈登模型，我们可以大致得到市盈率的合理范围： $PE = 1 / (r-g)$ ，其中  $r$  是贴现率， $g$  是永续增长率。而具有较强定价权的品牌公司也有较高的永续增长率。综上，从戈登模型的理论基础，可知未来长期具有涨价能力的强品牌消费品，理论上应该享有更高的估值。

珀莱雅、丸美等化妆品公司是较典型的消费品品牌公司。这些公司与安克创新可比性更强，PE 估值基本处于相似范围内。

表 13: 相关消费品品牌公司估值——可比性较强

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300866.SZ	安克创新	560.42	138.88	1.77	2.34	3.08	78.28	59.34	45.09	买入
603605.SH	珀莱雅	279.97	139.10	1.95	2.32	3.00	71.33	59.96	46.37	增持
603983.SH	丸美股份	253.03	63.10	1.28	1.49	1.77	49.30	42.35	35.65	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测，注：数据截至 2020/09/24



考虑到品牌商的 PE 估值与业绩增速相关，我们进一步计算了以上公司的 PEG 估值。可比公司珀莱雅、丸美股份 2021 年 PEG 分别为 1.58x/ 1.90x。我们按照 1.85x 的 PEG 对安克创新进行估值，得到 2021 年 PE 为 58.5x，对应目标价 180.2 元。

表 14: 相关消费品品牌公司 PEG 估值——约为 1.5x - 2x

代码	公司	EPS 增速				对应 PEG				投资评级
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
300866.SZ	安克创新	51%	32%	32%	30%	1.53	1.84	1.43	1.15	买入
603605.SH	珀莱雅	35%	19%	29%	24%	2.01	3.16	1.58	1.53	增持
603983.SH	丸美股份	11%	16%	19%	19%	4.38	2.58	1.90	1.62	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（数据截至 2020/09/24）

## 5.4. 投资建议

安克创新是跨境品牌商中的稀缺优质标的，其具有相对明显的品牌认知和定价能力，体现在公司产品的溢价、销量均明显高于竞品。我们认为公司品牌价值显著，应按照消费品品牌商给予估值。我们预计公司 2020/21 年归母净利润分别为 9.51 亿元/ 12.52 亿元，21 年 EPS 增速为 31.6%，按 21 年 1.85x PEG，得到目标 PE 为 58.5x，对应目标价 180.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**贸易摩擦：**若中国与美国等国家贸易摩擦进一步加剧、其它国家继续加大对中国出口产品的征税力度，将导致跨境电商利润降低、销量萎缩等。

**新产品/ 渠道/ 市场拓展不及预期：**公司业绩的增长驱动包括推出新产品（如智能创新类产品）、拓展新渠道（包括线下渠道）以及开拓新市场（如发展中国家新兴市场）。若新产品/ 渠道/ 市场拓展不及预期，将影响公司业绩增速。

**行业竞争加剧：**跨境电商/ 消费电子市场处于成长期，未来行业竞争有可能加剧。

**海外疫情不确定性：**部分国家疫情仍未得到控制，将影响物流、供应链复工，从而影响跨境电商企业正常运营。

**库存风险：**为保证海外用户购物体验，公司需在境外储备一定的库存，存在滞销影响现金流、库存跌价影响业绩等风险。

**汇率波动风险：**部分跨境电商主要收入来源于境外，业绩受汇率波动影响。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>