

## 星徽股份 (300464.SZ) 新星徽：打造“跨境电商版小米生态链”模式

2021年05月27日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

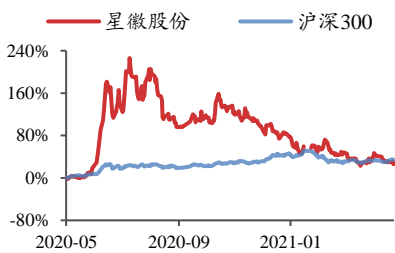
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/5/27
当前股价(元)	13.96
一年最高最低(元)	30.40/8.95
总市值(亿元)	40.93
流通市值(亿元)	33.65
总股本(亿股)	3.53
流通股本(亿股)	2.90
近3个月换手率(%)	114.16

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### ● 跨境电商业务成为公司业绩核心驱动力，维持“买入”评级

跨境业务逐渐成为公司核心驱动力，随着出口跨境电商行业集中度提高，泽宝有望充分受益。“出口跨境电商版小米生态链”模式将进一步巩固公司品牌、产品、渠道等既有优势，“扩品类，扩渠道”战略将带来持续业绩增长。维持盈利预测不变，预计2021-2023年归母净利润为4.52/6.29/8.71亿元，以当前股本计算EPS为1.28/1.78/2.47元，当前股价对应PE为10.9/7.8/5.7倍，维持“买入”评级。

### ● 品牌、产品、渠道优势打造公司核心竞争力

品牌端：泽宝2012年开始品牌转型战略，形成六大自主品牌，屡获亚马逊优质卖家奖项。目前，公司集中资源打造以VAVA为主的三大国际化品牌并推出智能设备类产品，以实现品牌效应的快速提升。产品端：数字化的选品与产品创新机制，精品模式下爆款产品频现，激光电视、香薰机、塔扇等多款产品表现亮眼。渠道端：泽宝主打线上渠道，充分利用亚马逊B2C平台资源积累品牌势能；稳定的物流合作关系保证产品配送高效率，进一步强化公司渠道优势。

### ● “跨境电商版小米生态链”模式进一步巩固品牌、产品、渠道优势

泽宝通过股权投资形式投资具有优质供应链资源和技术的企业，并为其赋能，提供品牌、渠道、营销、用户群等关键性资源。目前，公司已与美的、格力等头部供应链企业以及大象声科、光峰科技等科技型企业建立稳定的合作关系。我们认为，“投资+孵化”合作模式下，公司在帮助合作企业打通海外市场的同时，能够快速拓展自身产品线，提升产品力，实现长期共赢。

### ● 展望：扩品类、扩渠道带来增长动力

扩品类：视频图像、小家电等方向的智能产品研发创新计划不断落实。未来公司拟进入家庭机器人、家具等高潜力行业。扩渠道：深化亚马逊平台运营的同时寻求线上线下协同的多元化渠道拓展，积极布局新兴市场。此外，随着传统业务数字化、智能化转型完成，家具五金大客户渠道打通，未来业绩有望稳定增长。

### ● 风险提示：贸易政策变化，行业竞争加剧，亚马逊平台规则趋严、汇率风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,491	5,523	6,940	8,423	10,231
YOY(%)	390.9	58.2	25.7	21.4	21.5
归母净利润(百万元)	149	212	452	629	871
YOY(%)	7167.7	42.5	113.6	39.2	38.4
毛利率(%)	44.0	36.9	47.6	47.8	48.0
净利率(%)	4.3	3.8	6.5	7.5	8.5
ROE(%)	8.2	11.4	20.6	23.2	23.1
EPS(摊薄/元)	0.90	0.22	1.28	1.78	2.47
P/E(倍)	15.5	63.5	10.9	7.8	5.7
P/B(倍)	2.7	2.5	2.0	1.6	1.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 精密制造深耕者+跨境电商小龙头：协同赋能品牌进化 .....	5
1.1、 发展历程：收购泽宝完成公司战略转型，从精密制造到跨境电商 .....	5
1.2、 主营看点：跨境电商业务把握行业风口，明星品类高速增长 .....	6
1.3、 财务分析：跨境电商业务成为业绩核心增长点 .....	9
1.3.1、 精密制造业务收入端增速稳定，利润端有待改善 .....	9
1.3.2、 跨境电商业务收入利润双升，智能创新设备提振核心品类营收增长 .....	10
1.3.3、 盈利能力稳步提升，运营指标良好，现金流改善空间较大 .....	11
1.4、 股权结构：治理团队稳定衔接，股权激励助力千亿目标 .....	14
2、 品牌、产品、渠道优势打造公司核心竞争力 .....	15
2.1、 品牌端：多品牌运营，重点品牌精耕细作 .....	15
2.2、 产品端：以用户为中心，以创新为驱动，精品模式打造产品力 .....	17
2.2.1、 选品与创新：科学配套体系巩固产品优势 .....	19
2.2.2、 产品供应：科学采购供应模式提高运营效率 .....	20
2.3、 渠道端：线上传统优势厚积薄发，助推线下业务不断拓展 .....	21
2.3.1、 线上渠道：充分利用亚马逊 B2C 平台资源积累品牌势能，巩固北美市场半壁江山 .....	21
2.3.2、 线下渠道：因地制宜展开 2B 业务合作，分公司建设助力全球市场本土化运营 .....	24
2.3.3、 运力支持：头程物流合作稳定，高效配送放大渠道优势 .....	26
3、 核心逻辑：打造出口跨境电商版“小米生态链”模式 .....	27
3.1、 小米生态链模式：“投资+孵化”实现快速布局，全方位赋能生态链企业 .....	27
3.2、 独特海外品牌、渠道、运营优势：助力星徽打造“类小米生态链模式” .....	29
4、 未来展望：“扩品类”、“扩渠道”的两端集中战略 .....	32
4.1、 产品端：加大产品研发投入，信息系统建设支持品类快速扩张 .....	32
4.2、 市场端：平台、区域、线下多元化拓展，持续强化营销优势 .....	34
4.2.1、 线上业务：打造多平台协同的线上销售网络，降低单一平台依赖度。 .....	34
4.2.2、 线下业务：持续深耕美日欧成熟市场，积极布局中东亚太新兴市场。 .....	35
5、 盈利预测与投资建议 .....	37
6、 风险提示 .....	37
附：财务预测摘要 .....	38

## 图表目录

图 1： 智能制造打造高品质家居五金品牌 .....	5
图 2： 公司形成“跨境电商+精密五金”双轮驱动格局 .....	5
图 3： 坚持打造自主品牌，不断深化海外渠道布局 .....	6
图 4： 我国 B2C 跨境电商行业成熟期渐进 .....	6
图 5： 跨境电商发展政策红利逐步消退 .....	6
图 6： 泽宝跨境电商业务 GMV 保持高速增长 .....	7
图 7： 2019 年泽宝并表后收入贡献度不断提升 .....	7
图 8： 2019 年泽宝产品以小家电、蓝牙音频等品类为主 .....	8
图 9： 2020 年蓝牙音频、电源等品类增长迅速 .....	8
图 10： 2019 年公司并表泽宝，营业收入大幅提升 .....	9
图 11： 2019 年泽宝业务拉动公司净利润逆势上涨 .....	9
图 12： 2016-2020 年精密制造业务收入较稳定 .....	10

图 13: 2016-2020 年精密制造业务净利润下滑明显 .....	10
图 14: 2016-2020 年泽宝营业收入 CAGR 39.66%.....	10
图 15: 2016-2020 年泽宝归母净利润 CAGR 87.46%.....	10
图 16: 小家电、手机电脑周边等核心产品品类收入显著提升 .....	11
图 17: 跨境电商业务占比提升推动综合毛利率上升 .....	11
图 18: 跨境电商业务毛利率稳中有升 .....	11
图 19: 小家类、电源类、家私类和个护类产品毛利率有所改善.....	12
图 20: 泽宝毛利率稳中有升, 维持在较高水平 .....	12
图 21: 海外拓展加大销售费用投放, 期间费用率有所提升 .....	13
图 22: 2016-2020 年跨境电商业务净利率贡献提升 .....	13
图 23: 公司股权结构稳定, 实际控制人为蔡耿锡与谢晓华夫妇 .....	14
图 24: 公司组织建设、文化建设计划逐步落地 .....	15
图 25: 视频类产品收入规模增长强劲 .....	17
图 26: VAVA、TaoTronics, RAVpower 实现较高增长.....	17
图 27: 产品线多元化布局 .....	18
图 28: 良性闭环持续提升产品力 .....	20
图 29: 泽宝获 2020 年度亚马逊全球峰会“全球布局年度卖家奖” .....	21
图 30: 亚马逊平台促销活动积累品牌 .....	22
图 31: 亚马逊“飞轮效应”理论.....	22
图 32: VAVA 激光电视 PDA+Coupon+Prime 推广组合拳.....	23
图 33: Baby Thermometer 采用 SP+Coupon 精准获客.....	23
图 34: 立足中国制造的泽宝全球化运营网络 .....	25
图 35: 泽宝以事业部制组织结构实现全球化战略, 不断完善后台服务支撑体系 .....	25
图 36: 2018-2020 年泽宝物流费用占营业收入比重有所下降 .....	26
图 37: 泽宝以亚马逊 FBA 仓为主, 自营仓比重逐年提升 .....	26
图 38: 小米生态链模式为生态链企业提供多角度支撑.....	27
图 39: 2016 年研发中心正式落地 .....	30
图 40: 泽宝旗下产品屡获红点设计大奖 .....	30
图 41: 亚马逊站点流量增长强劲 .....	31
图 42: TaoTronics 在 Facebook 平台上推广 .....	31
图 43: 泽宝研发费用逐年增长 .....	32
图 44: 2020 年泽宝拥有海内外多项专利授权 .....	32
图 45: 管理系统数字化转型拥有多种应用场景 .....	33
图 46: VAVA、TaoTronics、RAVpower 等品牌已拥有官方独立站.....	35
图 47: 欧美日地区开拓线下市场, 新兴市场加速业务布局.....	36
表 1: 2019-2020 年泽宝细分品类主要产品及 GMV 情况.....	7
表 2: 2019 年, 泽宝整体营运能力高于可比公司平均水平 .....	13
表 3: 公司针对泽宝高管以及核心管理人员推出股权激励计划 .....	14
表 4: 泽宝旗下六大品牌分工明确, 各具优势 .....	15
表 5: 泽宝科技屡获亚马逊奖项 .....	16
表 6: 公司升级创新的视频类产品具备较好的市场规模预期.....	17
表 7: 泽宝坚定精品路线, 精简 SKU 爆款频现 .....	18
表 8: 泽宝旗下爆款产品频现 .....	19
表 9: 公司定向募集资金用于提升产品功能性能 .....	20

表 10: 亚马逊三种主要促销工具的特点 .....	22
表 11: 亚马逊针对不同需求商家提供多种广告形式.....	22
表 12: 2020 年泽宝深耕北美市场, 实现高速增长 .....	23
表 13: 亚马逊渠道 VC 与 SC 模式特点对比 .....	23
表 14: 多渠道赋能米家产品销售 .....	28
表 15: 功能定义、外观设计、高性价比打造爆款产品.....	28
表 16: 深化供应链合作, 提升产品竞争力 .....	29
表 17: 公司计划 2021 下半年重启六亿定增方案加强研发体系建设.....	33
表 18: 产品研发以用户为中心, 以持续微创新为驱动力.....	34
表 19: 公司平台、区域、线下多元化的合作伙伴关系.....	35
表 20: 星徽股份 2021-2022 年估值低于同行业可比公司 .....	37

## 1、精密制造深耕者+跨境电商小龙头：协同赋能品牌进化

### 1.1、发展历程：收购泽宝完成公司战略转型，从精密制造到跨境电商

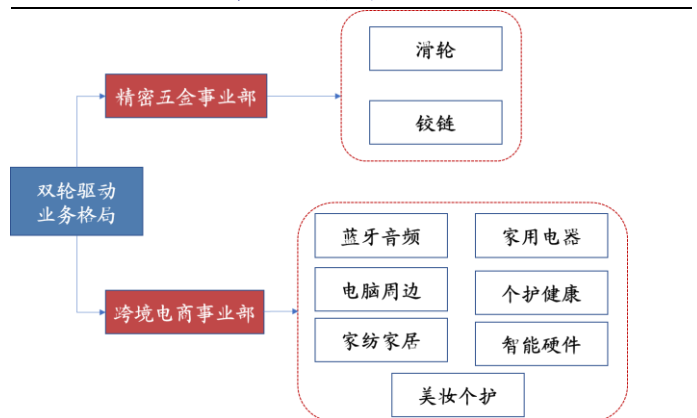
星徽股份创始于1994年，深耕精密金属连接件领域。公司坚持以智能制造、数字化管理为基础，加大智能化、自动化的设备投入，并对标国际领军企业打造高品质产品，不断做强企业价值。2015年星徽股份于科创板上市，成为国内“家具五金第一股”。2019年2月收购泽宝科技100%股份进行公司战略转型，形成了“跨境电商板块+精密五金板块”双轮驱动的业务格局。2019年公司并表后营业收入大幅提升，净利润逆势上涨，泽宝跨境电商业务逐渐成为公司业绩的核心增长点。

图1：智能制造打造高品质家居五金品牌



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司形成“跨境电商+精密五金”双轮驱动格局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

泽宝创新（Sunvalley 集团）是“互联网+”品牌型跨国公司。公司于2001年在美国硅谷成立，2007年运营总部从美国硅谷迁回深圳，开启立足中国制造的全球化发展战略。泽宝发展初期借力亚马逊平台营销优势，依托数据分析、高效的海外市场预判、产品微创新以及高效的供应链管理快速拓展市场。2011年泽宝开始实施品牌战略的转型，成立了 RavPower、TaoTronics 等早期品牌，向线上个人消费者、线下大型连锁商超和经销商提供自有品牌产品。2016年，泽宝开始向产品研发端转型，建立了先进的产品研发体系，致力于打造先进制造业公司，目前已成立自主设计研发的产品已具备差异化竞争优势。

#### 泽宝发展主要分为三个阶段：

**出海探索阶段（2007-2009）：** Sunvalley 集团（泽宝创新）成立于2007年，使用 eBay 平台进行销售业务；2008年，公司通过亚马逊进入美国、英国等欧美市场；2009年与 DHL，UPS 和 FedEx 等大型物流公司建立合作关系。

**品牌布局阶段（2011-2017）：** 泽宝先后成立 RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable 五大品牌，主要产品品类包括电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边类、个人健康类、家纺家居类。

**渠道拓展阶段（2017-至今）：** 在深耕亚马逊渠道的基础之上，泽宝致力于降低单一渠道依赖性，积极进行多渠道拓展与区域布局。2017年，Ravpower 入驻日本软银与 Best Buy 实体店，并建立天猫和京东官方旗舰店；2018年，TaoTronics 入驻沃尔玛，Ravpower 入驻 Costco、Virgin，拓展欧洲、中东线下市场；2019年，Ravpower



进驻 KDDI 线下实体店、沙特运营商 Saudi Telecom 以及 Costco 中国，Taotronics 入驻匈牙利运营商 MediaMarkt；2020 年，Taotronics 建立天猫、京东官方旗舰店。

图3: 坚持打造自主品牌, 不断深化海外渠道布局

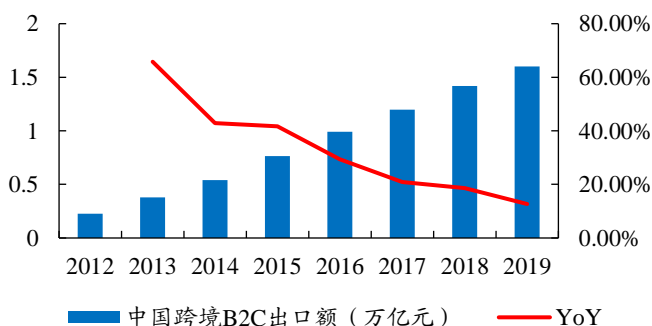


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、主营看点: 跨境电商业务把握行业风口, 明星品类高速增长

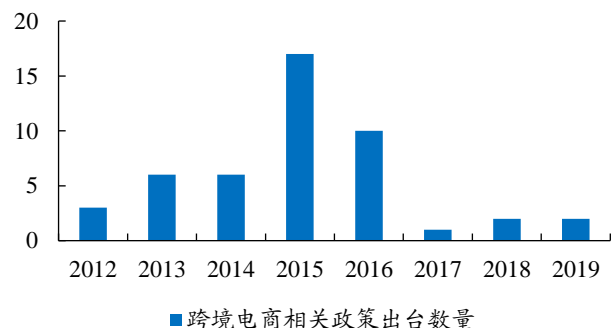
**B2C 跨境电商行业成熟期渐进, 行业壁垒初现利好龙头企业。**根据智库网经社数据统计, 近年来我国跨境电商出口额同比增速不断下滑。2012年至2019年增速累计下降53pct, 2019年同比增速12.68%, 预示着我国出口跨境电商行业蓝海不再, 进入平稳发展期。随着行业领军企业品牌、技术、渠道等方面的壁垒逐渐形成, 龙头企业的地位角逐将会加速。此外, 中国跨境电商发展的政策红利逐步消退, 随着有关部门在税务、清关、支付等环节实现标准化, 打造自有品牌、产品质感好、盈利模式清晰的企业将会具有更强的政策适应力及市场竞争力。

图4: 我国 B2C 跨境电商行业成熟期渐进



数据来源: 《2019 年度中国跨境电商市场数据监测报告》、开源证券研究所

图5: 跨境电商发展政策红利逐步消退

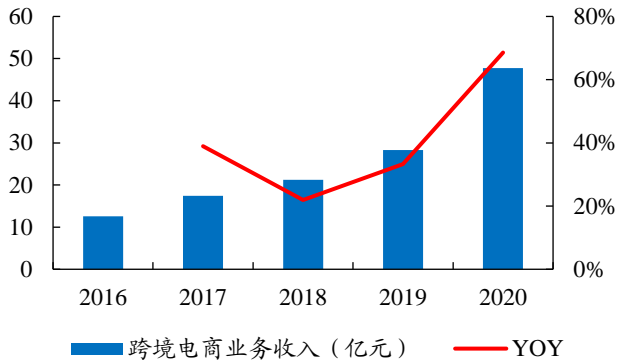


数据来源: 商务部、开源证券研究所

公司跨境电商业务收入增速领先行业, 成为业绩新驱动力。近年泽宝跨境电商

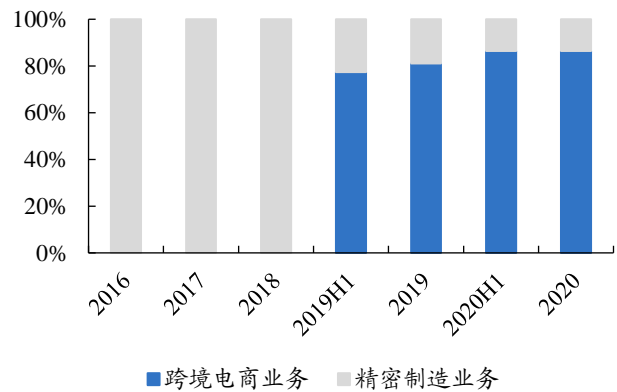
业务收入持续增长，三年 CAGR 达 39.90%。并表后跨境电商业务占公司总收入比重由 2019H1 的 77.34% 上升至 2020 年的 86.43%，业务占比提升带动公司总体收入增长。2020 年，公司在受疫情影响的情况下全年营业收入达到 55.23 亿元，同比增长 58.19%。其中，泽宝跨境电商业务收入高速增长，实现收入 47.73 亿元，同比增长 68.57%。

图6: 泽宝跨境电商业务 GMV 保持高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2019年泽宝并表后收入贡献度不断提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司跨境电商业务主营产品品类包括电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边类、个护健康类与家私类六大类，其中电源类、蓝牙音频类与小家电类三个核心品类收入贡献度最高：

**(1) 电源类产品：**泽宝 2011 年开始布局电源品类，是公司最早布局的品类之一。电源类产品集中在“RAVPower”品牌，旗下产品种类丰富，包括移动电源、充电器、数据线、集线器、车载配件等。公司自研无线充移动电源、户外移动电源、逆变移动电源等产品。公司在业内率先推出氮化镓充电器，并在快充领域自研 iSmart 智能充电技术和 Multiprotect 安全防护系统，系列产品研发实力走在行业前沿。

**(2) 蓝牙音频类产品：**公司音频类产品主要在 Taotronics 旗下，主要包含蓝牙音响和蓝牙耳机两大类。目前公司蓝牙耳机在技术上已实现主动降噪及智能唤醒两大核心功能。TWS 真无线蓝牙耳机 2020 年 GMV 占比大幅提升。

**(3) 家电系列产品**主要包括 LED 灯具、塔扇、加湿器、空气净化器和暖风机等，部分家电采用了智能控制技术，根据外界条件的变化自动作出调节以追求用户的极致体验。公司研发团队智能小家电产品理解深刻，LED 灯具、塔扇等产品市场占有率领先。

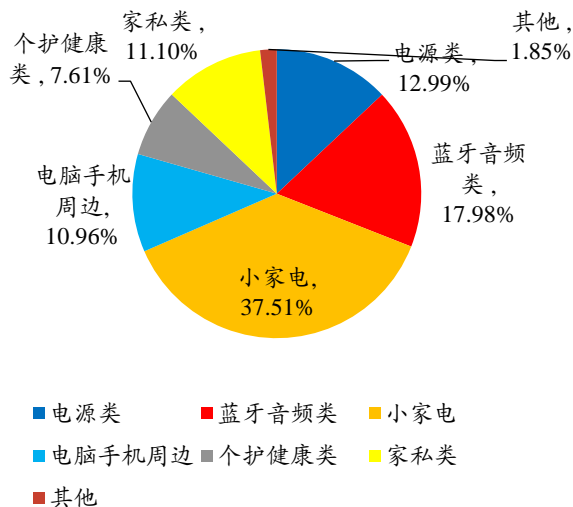
表1: 2019-2020 年泽宝细分品类主要产品及 GMV 情况

	具体产品	2020 年 1-9 月 GMV		具体产品	2019 年 GMV	
		(亿元)	占比 (%)		(亿元)	占比 (%)
小家电类	台灯	2.01	23.02%	台灯	2.10	34.11%
	加湿器	1.40	15.97%	加湿器	1.73	28.12%
	空气炸锅	0.76	8.71%	奶泡机	0.59	9.67%
	落地灯	0.59	6.72%	光疗灯	0.38	6.23%

	光疗灯	0.48	5.45%	Baby 灯	0.38	6.19%
	真无线蓝牙耳机	2.52	39.02%	头戴耳机	1.99	29.41%
蓝牙音频类	头戴耳机	1.11	17.17%	蓝牙耳机	1.53	22.66%
	蓝牙适配器	0.88	13.56%	真无线蓝牙耳机	1.22	18.05%
	蓝牙耳机	0.87	13.53%	蓝牙适配器	0.74	10.89%
	蓝牙音箱	0.78	12.14%	蓝牙音箱	0.71	10.51%
	移动电源	0.96	23.21%	移动电源	2.78	39.12%
电源类	桌充	0.72	17.58%	桌充	1.14	15.98%
	墙充	0.64	15.63%	相机电池与充电器	0.77	10.84%
	相机电池与充电器	0.48	11.74%	无线充	0.59	8.32%
	车充	0.17	4.15%	墙充	0.49	6.91%
手机电脑周边	智能设备	0.68	27.86%	便携集线器	0.68	30.94%
	便携集线器	0.67	27.22%	旅行路由器	0.38	17.39%
	激光电视	0.16	6.52%	激光电视	0.34	15.52%
	旅行路由器	0.16	6.41%	行车记录仪	0.31	14.18%
	存储设备	0.11	4.35%	智能设备	0.21	9.49%
个护健康类	香薰机	0.60	21.56%	精油	0.34	28.66%
	冲牙器	0.60	21.37%	浴盐球	0.17	14.21%
	精油	0.46	16.58%	润滑油	0.09	7.38%
	筋膜枪	0.42	15.07%	化妆刷	0.07	5.57%
	化妆刷	0.22	7.92%	鼻毛器	0.04	3.74%
家私及其他	水池	1.95	38.91%	充气床垫	0.66	13.47%
	加热垫/毯	0.60	12.00%	冲牙器	0.45	9.09%
	充气床垫	0.53	10.65%	加热垫/毯	0.39	7.87%
	首饰柜	0.28	5.56%	汽车车载支架	0.35	7.11%
	Mini 折叠桌	0.15	2.92%	体脂秤	0.24	4.91%

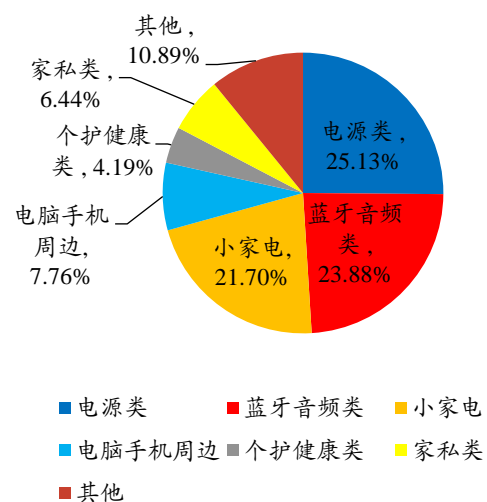
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2019年泽宝产品以小家电、蓝牙音频等品类为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020年蓝牙音频、电源等品类增长迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

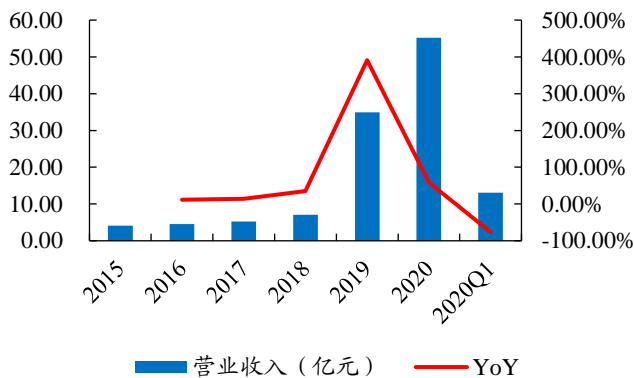


2020 年公司产品结构加快调整，智能创新设备类产品带动品类收入占比提升。公司近年来在持续向创新型产品公司方向转型发力，大力投入对视频影音类智能创新设备的研发。公司自主设计研发智能创新设备新品持续推出，在小家电、电脑周边及家私等品类中均有分布。目前智能创新设备均集中在 VAVA 品牌旗下推出，主要产品包括 4K 激光电视、行车记录仪以及家庭监视器等。

### 1.3、财务分析：跨境电商业务成为业绩核心增长点

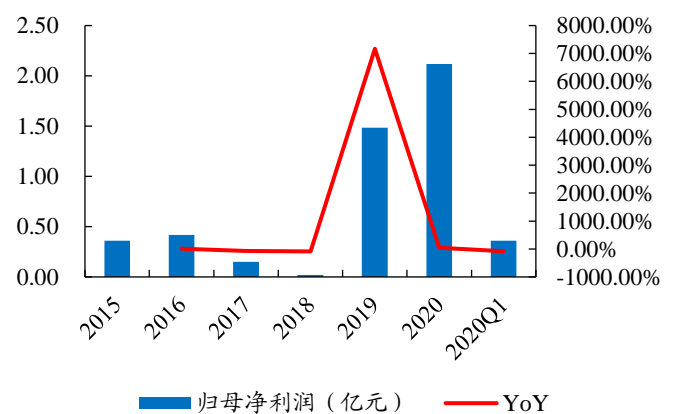
跨境电商业务收入与利润贡献度持续提升，成为公司业绩核心增长点。2019 年公司并表后营业收入大幅提升，净利润逆势上涨，整体营收和归母净利润分别同比增长 390.94%、7167.66%。2020 年公司实现收入 55.23 亿元，其中泽宝跨境电商业务实现收入 47.73 亿元，收入贡献率达到 86.4%。自收购泽宝以来，跨境电商业务收入贡献度持续提升，跨境电商业务逐渐成为公司业绩核心增长点。

图10：2019 公司并表泽宝，营业收入大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

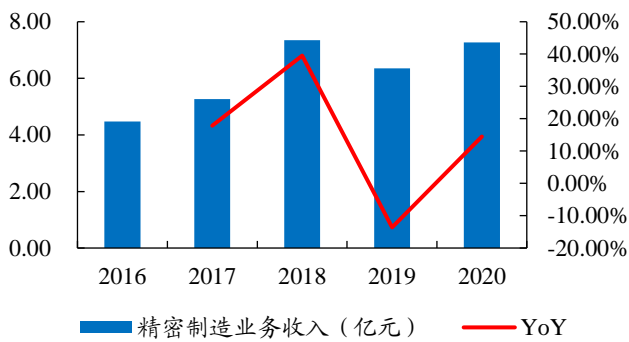
图11：2019 泽宝业务拉动公司净利润逆势上涨



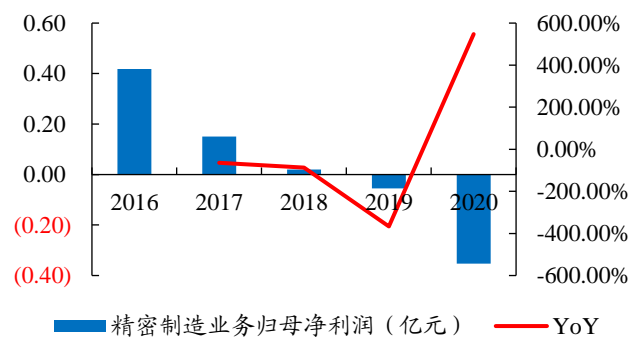
数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 1.3.1、精密制造业务收入端增速稳定，利润端有待改善

公司精密制造业务营收整体较为稳定，2021Q1 实现微盈利。2016-2020 年，公司精密制造业务营收由 4.59 亿元提升至 7.49 亿元，CAGR 为 35.12%，整体规模较为稳定；同期归母净利润由 0.42 亿元下降至 -0.35 亿元，下降比较明显，主要系环保去产能等导致上游原材料价格居高，而经济下行环境下客户订单质量不佳，销售价格未能传导上游原材料价格上涨压力。2020 年公司精密制造业务实现营收 7.27 亿元（+60.39%），2020 归母净利润 -0.35 亿元，较 2019 年下降 0.3 亿元，主要系疫情影响导致费用率上升。随着渠道端大客户合作逐渐落地与费用端影响因素的减弱，公司披露 2021Q1 精密制造业务已实现微盈利。

**图12: 2016-2020年精密制造业务收入较稳定**


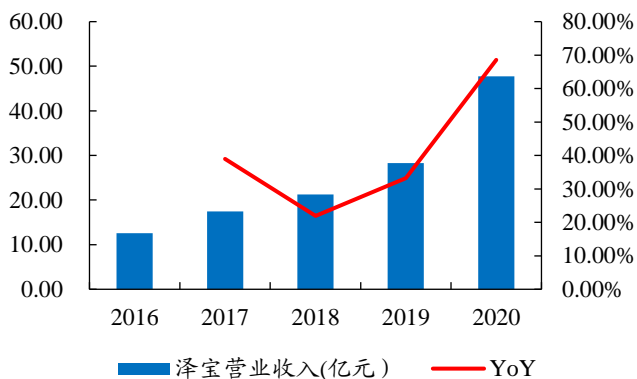
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 2016-2020年精密制造业务净利润下滑明显**


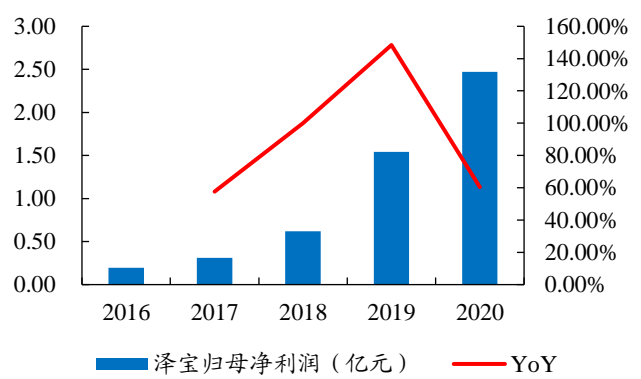
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3.2、跨境电商业务收入利润双升，智能创新设备提振核心品类营收增长

泽宝跨境电商业务营业收入与归母净利润均保持高增速。2016-2020年，泽宝营业总收入由12.55亿元提升至47.74亿元(+68.57%)，CAGR为39.66%；同期归母净利润由0.2亿元提升至2.47亿元，CAGR为87.46%，增长势头强劲。

**图14: 2016-2020年泽宝营业收入 CAGR 39.66%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 2016-2020年泽宝归母净利润 CAGR 87.46%**


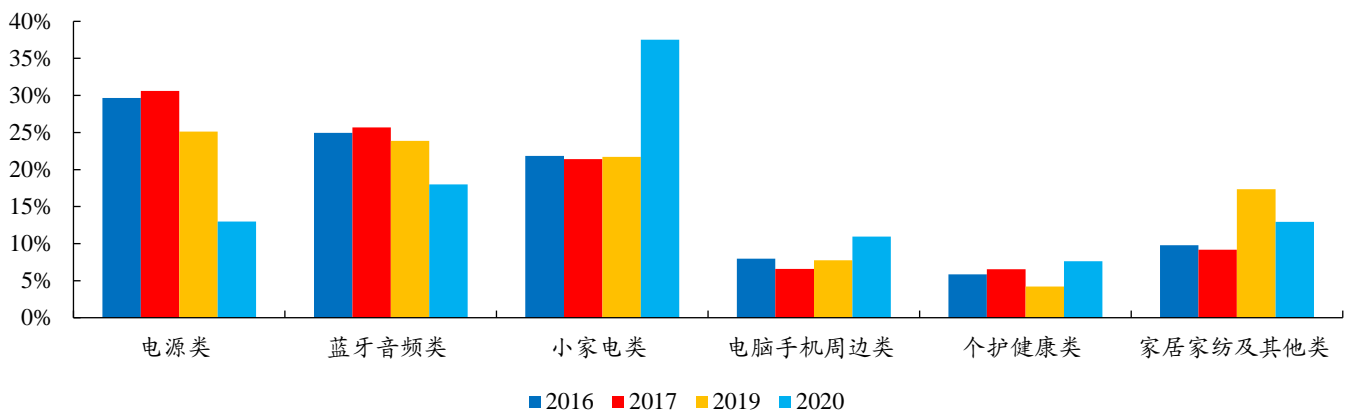
数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 分品类看，小家电、手机电脑周边等核心产品品类增速亮眼：

(1) 2020年度小家电、电脑手机周边类受智能创新设备明星产品带动，收入增长迅速：小家电类收入17.96亿元，同比增长192.23%；电脑手机周边类产品收入5.25亿元，同比增长138.79%。

(2) 家私类、个护类产品收入成长迅速：家私类产品2020年收入5.32亿元，较2019年同期增长191.92%，占营业收入比重为13.93%；个护健康类产品收入3.64亿元，较2019年同期增长205.88%。

(3) 2017-2020年，蓝牙音频类产品和电源类产品占比均有所下降：蓝牙音频类产品收入占比由26%下降至17.98%，电源类产品收入占比由31%下降至12.99%。电源类产品收入6.22亿元，较2019年同期下降12.64%。

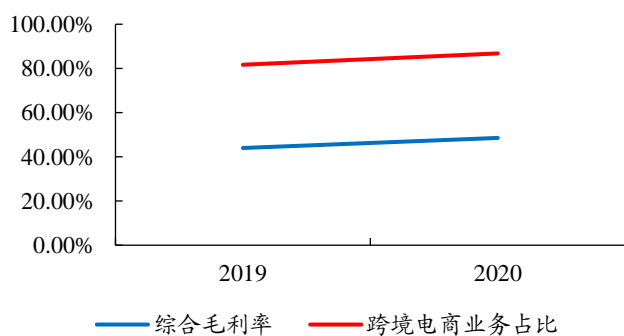
**图16: 小家电、手机电脑周边等核心产品品类收入显著提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

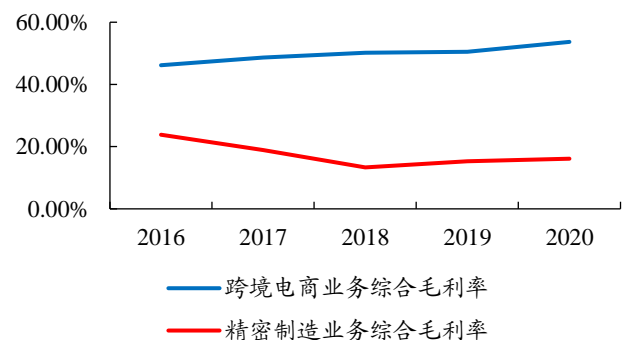
### 1.3.3、盈利能力稳步提升,运营指标良好,现金流改善空间较大

跨境电商业务占比提升,叠加品类毛利率普升,推动综合毛利率上扬。剔除会计准则变更影响,2020年公司综合毛利率较2019年提升4.56 pct至48.54%。其中跨境电商业务综合毛利率较2016年提升7.51 pct至53.69%。我们认为公司综合毛利率上升主要系跨境电商业务占比提升所致,2016-2020年公司跨境电商业务占比由73.74%提升至86.78%。

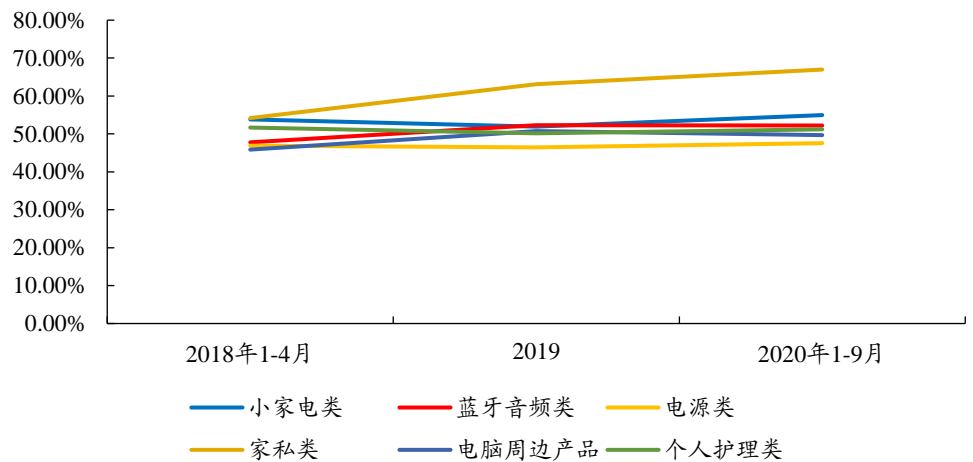
此外,除蓝牙音频类、电脑周边产品毛利率略有下降,其余产品品类2020年毛利率普遍提升。其中,小家电类毛利率增幅最为明显,截至2020年1-9月毛利率较2019年提升3.04 pct至54.96%。随着公司未来进一步调整产品结构,加快产品研发创新节奏以及退货率降低,我们认为公司毛利率仍有提升空间。

**图17: 跨境电商业务占比提升推动综合毛利率上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

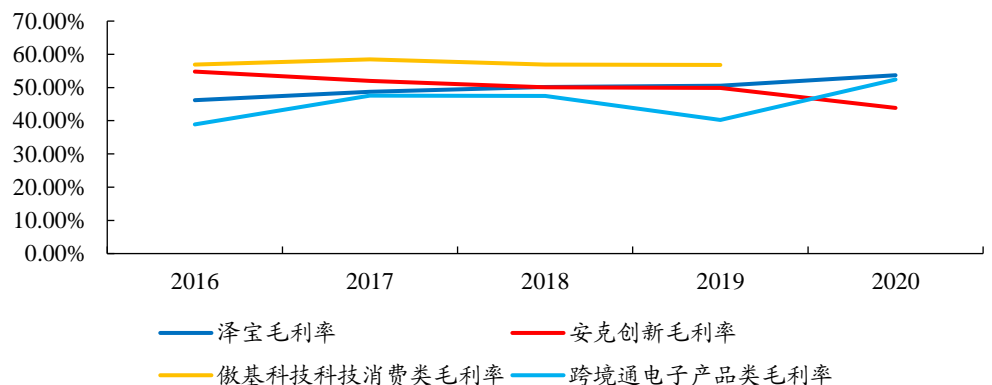
**图18: 跨境电商业务毛利率稳中有升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图19: 小家类、电源类、家私类和个护类产品毛利率有所改善**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

泽宝毛利率水平高于同行，稳中有升。同安克创新、傲基科技、跨境通公司的可比业务毛利率相比，泽宝毛利率稳中有升且维持在较高水平，主要系其专注于打造自有品牌，产品快速迭代带来较高溢价率。此外，泽宝收入来源主要为线上亚马逊渠道，线上 B2C 业务“高毛利、高费用率”的特点凸显。

**图20: 泽宝毛利率稳中有升，维持在较高水平**


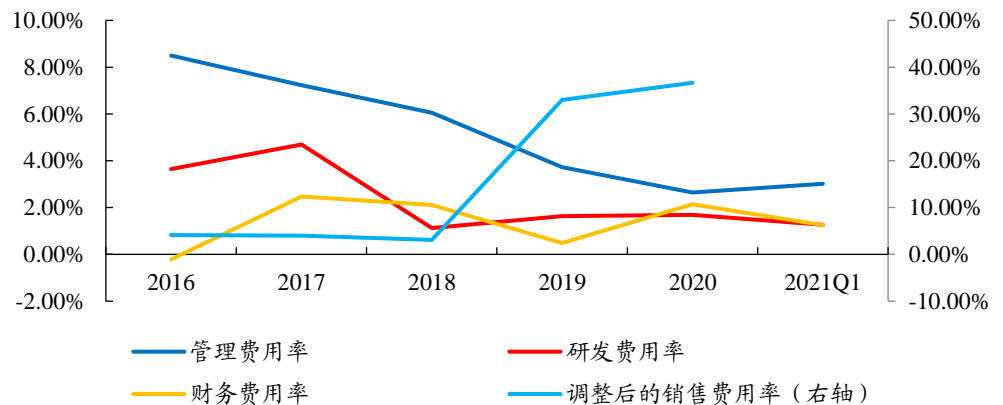
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司期间费用率和销售费用率较为稳定。剔除新会计准则影响，2019-2020 年，公司调整后期间费用率由 38.87% 上升至 43.12%，调整后销售费用率由 33% 上升至 37%。销售费用率的提升主要系加强跨境电商产品宣传和品牌推广。

(1) **研发费用:** 2019、2020 公司研发费用率增速分别达到 612.5%、63.16%，主要系公司持续加大新品的自主研发力度，构建多维度研发体系所致。

(2) **管理费用:** 自收购泽宝以来，公司管理费用率呈持续下降趋势，由 2016 年的 8.5% 下降至 2020 年的 2.64%，主要系信息化建设持续提升管理效率。

(3) **财务费用:** 受汇率变化影响，财务费用率波动幅度较大。未来公司将充分利用适时结汇、外汇衍生产品等方式和工具，努力规避汇率波动对费用率的影响。

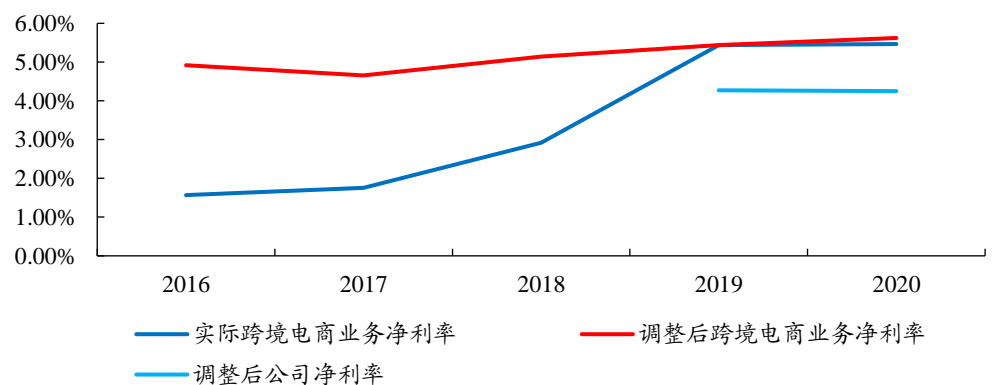
**图21: 海外拓展加大销售费用投放, 期间费用率有所提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**跨境电商业务净利率持续提升, 营运指标良好。**

(1)净利率方面, 2016-2020年, 跨境电商业务实际净利率由1.57%提升至5.47%, 剔除股份支付影响后, 跨境电商业务净利率由4.92%提升至5.62%, 跨境电商部净利率持续提升。

(2)泽宝整体营运能力高于可比公司平均水平。与可比公司相比, 2019年泽宝存货、应收账款周转率较高, 分别达3.26次、20.24次, 存货周转能力更强, 下游回款周期更短; 应付账款周转率较低, 2019年为4.9次, 在产业链中处于优势地位, 整体营运能力高于可比公司平均水平。

**图22: 2016-2020年跨境电商业务净利率贡献提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (2019年并表泽宝, 前期净利率无可比性)

**表2: 2019年, 泽宝整体营运能力高于可比公司平均水平**

电商名称	存货周转率 (次)	应收账款用转率 (次)	应付账款周转率 (次)
跨境通	2.93	12.55	7.87
安克创新	3.51	15.62	6.65
均值	3.22	14.09	7.26



电商名称	存货周转率（次）	应收账款用转率（次）	应付账款周转率（次）
泽宝技术	3.26	20.24	4.9

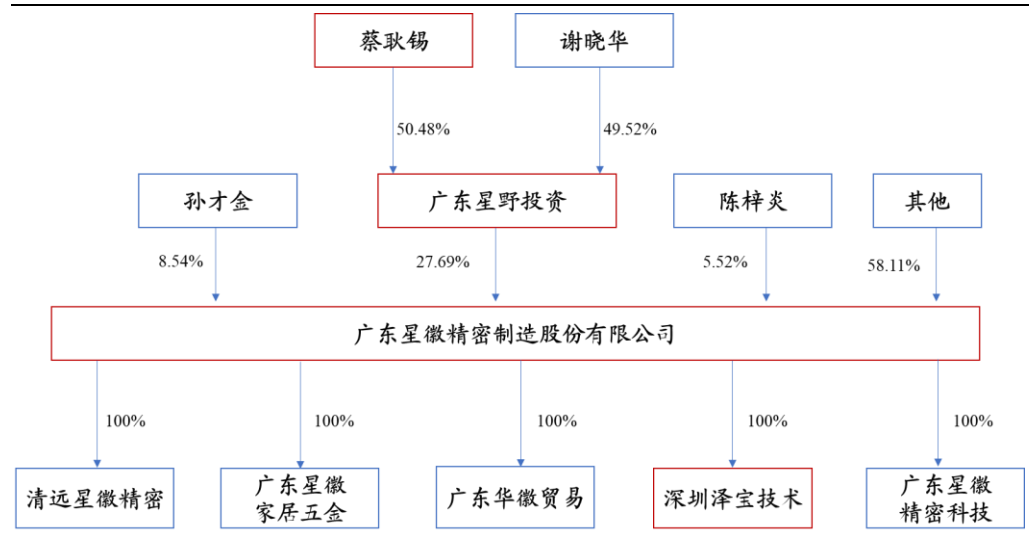
数据来源：Wind、开源证券研究所

**（3）2021Q1 公司经营活动产生的现金流量净额大幅改善**，较 2020 年同期的-0.80 亿元上涨至 0.20 亿元，主要系 2020Q4 应收账款正常回款所致。我们认为 2020 年公司经营活动产生的现金流量净额波动为正常营业规模扩张所致，未来随着回款能力的提升以及库存商品的放量，公司经营活动产生的现金流量净额将持续改善。

#### 1.4、股权结构：治理团队稳定衔接，股权激励助力千亿目标

公司股权结构集中，并购后高层管理顺利衔接。截至 2020 年末，公司实际控制人为蔡耿锡、谢晓华夫妇，通过广东星野投资有限责任公司间接持有公司 27.69% 的股份，为公司共同实际控制人（蔡耿锡持股 13.98%，谢晓华持股 13.72%）。原泽宝创新董事长及创始人孙才金持股 8.54%，为公司第二大股东。

图 23：公司股权结构稳定，实际控制人为蔡耿锡与谢晓华夫妇



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**绑定公司核心人员利益，股权激励助力千亿目标。**2020 年公司提出跨境电商事业部未来 10 年营业收入超过千亿的战略目标，预计 CAGR 将达到 35%。2020 年 8 月，公司发布《广东星微精密制造股份有限公司 2020 年限制性股票激励计划》，限制性股权激励对象主要为泽宝高管以及核心管理人员，设置泽宝净利润目标为激励条件。此次股权激励绑定了泽宝核心骨干人员利益，充分调动团队积极性，通过共享公司发展成果牵引员工聚焦价值创造。

表 3：公司针对泽宝高管以及核心管理人员推出股权激励计划

归属安排	考核年度	考核指标
第一个归属期	2020 年	泽宝技术 2020 年净利润不低于 2.5 亿元
第二个归属期	2021 年	泽宝技术 2021 年净利润较 2020 年净利润增长率不低于 30%
第三个归属期	2022 年	泽宝技术 2022 年净利润较 2021 年净利润增长率不低于 30%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司组织建设、文化建设计划落地，促进泽宝稳定发展。泽宝联合创始人团队孙才金、朱佳佳于2020年9月离职。公司为保证员工稳定性，做了以下工作：(1) 建立 Oracle 业财一体化管理系统，旨在打通管理环节，提高员工管理工作效率。目前该系统已经落地；(2) 公司对泽宝原管理团队和成员采取了系统的培养计划，包括角色认知、管理技巧等，旨在实现价值观、思想文化的统一。(3) 打通职业发展通道，设置目标导向的考核管理体系，不断加大人才梯队建设，通过管培生体系建立候补人才资源。截至2020年末，公司在职工较2019年同期增加11名至1926名。

图24：公司组织建设、文化建设计划逐步落地





资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、品牌、产品、渠道优势打造公司核心竞争力





### 2.1、品牌端：多品牌运营，重点品牌精耕细作

泽宝作为早期国内出海品牌重点企业，依托于亚马逊平台，在海外市场已经完成了一定的品牌力积累和自有品牌客户的沉淀。自2012年品牌化转型以来，目前泽宝已形成 RAVpower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo 六大品牌，覆盖移动电源、蓝牙音频、小家电、电脑手机周边、个护健康、家居家纺等多个细分市场。泽宝始终以用户体验为中心，坚持研发创新，多年以来屡获亚马逊优质卖家、年度最佳全球拓展卖家、年度最具产品创新卖家、亚马逊全球布局年度卖家等奖项，全球范围内已拥有4000多万粉丝及用户，同时旗下四个自有品牌入选了2019年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强。

表4：泽宝旗下六大品牌分工明确，各具优势

品牌	成立时间	产品分类	品牌优势	品牌成就
	2015年	激光电视、家庭监视器、行车记录仪、智能婴儿看护、3C智能配件等	拥有强大的研发、设计团队，其自研的 Baby Monitor、Dash Cam、Voom21 蓝牙音箱，曾荣获德国红点设计大奖。自研首款激光电视市场表现优异。	2019年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强
	2011年	智能音频、无线蓝牙耳机、LED灯具、智能家电、户外运动等设备	拥有主动降噪及智能唤醒两大突出优势，在音质、通话品质、防水、蓝牙稳定性上追求极致体验，外观设计个性化，全球拥有粉丝及用户	2019年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强

1700 万+

	2011 年	移动电源、充电器、数据线、相机电池、集线器、车载配件等	拥有 iSmart 智能充电, HyperAir 快充技术以及 Multiprotect 安全防护系统, 全球拥有粉丝及用户 1369 万+	2019 年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强
	2015 年	香薰机、精油、化妆刷、美发棒、按摩器械等美容工具	秉承让生活更美的原则, 为女性客户提供高颜值、高质量产品	-
	2017 年	家用纺织、电热毯、充气床垫、多功能手提包、儿童泳池等家居生活用品	坚持从材料源头控制品质, 为顾客提供最舒适、健康的家居生活体验	-
	2011 年	USB 集线器	产品具备较高客户评价, 具备推广优势	-

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 泽宝科技屡获亚马逊奖项

2016 年度 Amazon 区域优质卖家-日本站	2018 年度 Amazon 最佳全球拓展卖家	2018 年度 Amazon 卖家体验官	2019 年度 Amazon 年度最具产品创新卖家	2020 年度 Amazon 全球布局年度卖家
				

资料来源: 泽宝集团介绍 PPT、2020 年度亚马逊全球峰会、开源证券研究所

重点布局 VAVA, 计划打造全球影音硬件制造市中的龙头品牌, 实现与 TaoTronics、RAVpower 两大国际品牌的协同发展。VAVA 旗下主要涉及激光电视、行车记录仪、网络摄像头以及婴儿监视器, 这四类产品所处赛道的景气度较高, 相关研究预测的市场规模有望分别达到 83.2 亿美元 (2025 年)、75 亿美元 (2024 年)、293 亿美元 (2023 年)、17 亿美元 (2024 年)。视频产品领域快速增长的市场需求以及主打欧美日中产阶级终端用户的特点为公司视频类产品的发展奠定了坚实的基础, 公司拟在 2021 年下半年重启定增计划用于该视频类产品的研发创新, 预计将为公司提供长期竞争支撑点。2020 年 1-9 月, 激光电视、行车记录仪、网络摄像头及婴儿监视器累计实现销售收入 2 亿美元, 相比于 2019 年全年的 0.87 亿美元有较大幅度的上涨, 激光电视、行车记录仪及婴儿监视器均表现出较强的增长潜力。以 VAVA 为核心, 协同发展 TaoTronics、RAVpower 两大国际品牌, 根据 Jungle Scout 数据显示, 2020Q3、2020Q4、2020Q1 公司旗下 VAVA、TaoTronics、RAVpower 美亚渠道收入均

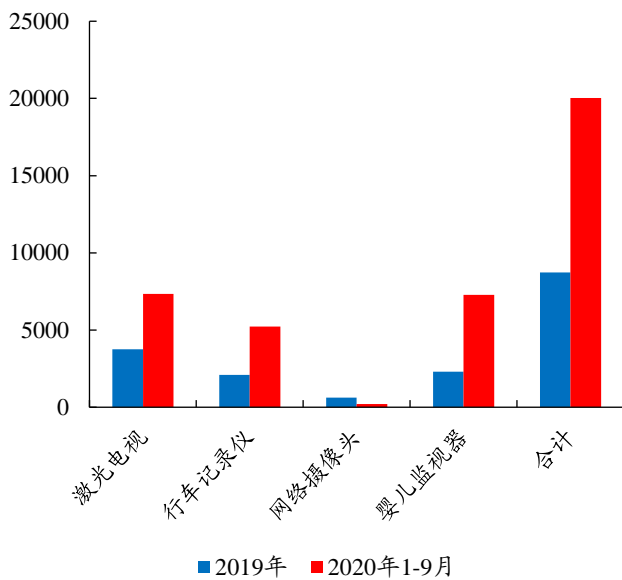
实现较高正增长，其中 VAVA 品牌同比增速最高。

表6: 公司升级创新的视频类产品具备较好的市场规模预期

视频产品	预测市场规模 年份	市场规模	备注	预测来源
激光电视	2025	83.2 亿美元	复合增速 16.37%	Market Research Future
行车记录仪	2024	75 亿美元	复合增速 12.9%	Grand View Research, Inc
网络摄像头	2023	293 亿美元	复合增速 13.29%	HIS Research
婴儿监视器	2024	17 亿美元	集中于欧美地区，美国市场规模预计 6 亿美元	Statista

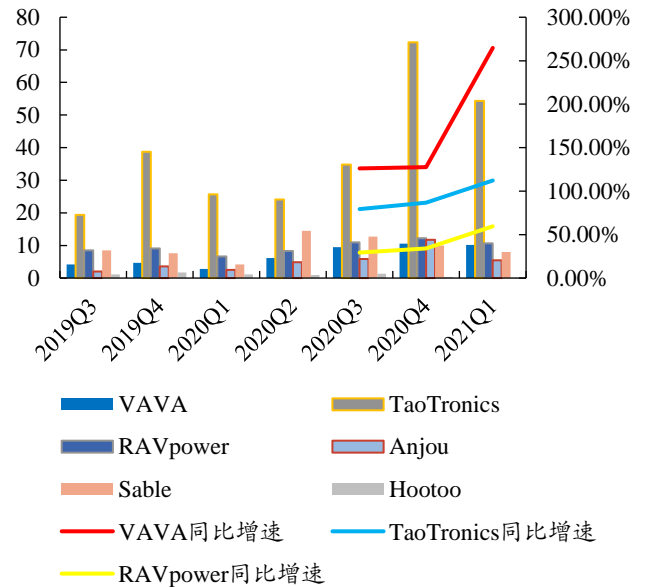
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图25: 视频类产品收入规模增长强劲



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26: VAVA、TaoTronics, RAVpower 实现较高增长



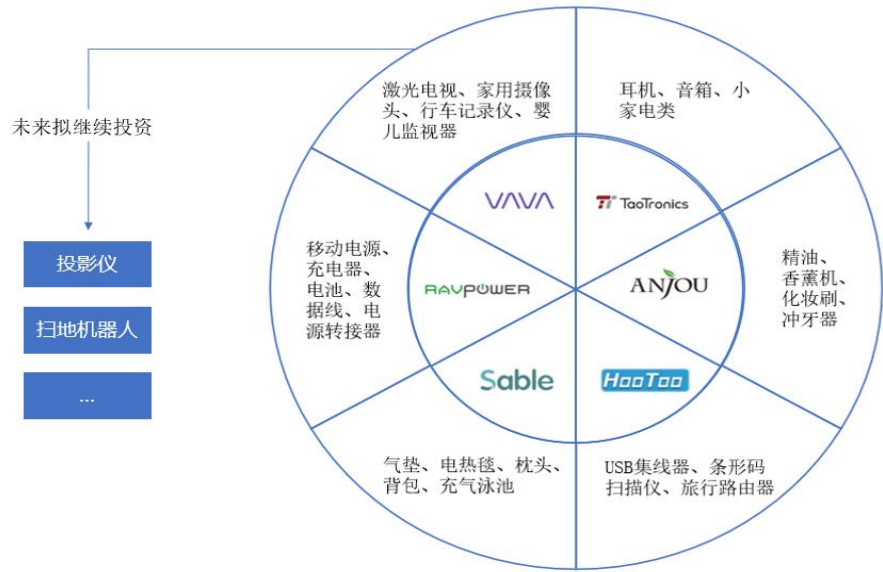
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、产品端：以用户为中心，以创新为驱动，精品模式打造产品力

**多元化布局，扩展小家电等蓝海市场。** 泽宝在已有核心品类的基础上，逐步扩展产品品类，延伸产品线。如前所述，泽宝旗下产品覆盖移动电源、蓝牙音频、小家电、电脑手机周边、个护健康、家居家纺等多个细分市场。产品品类由最初的电源类，蓝牙音频类扩展至小家电类；产品线由移动电源、蓝牙耳机扩展至激光电视、空气炸锅、塔扇、暖风机等蓝海市场，逐步渗透到用户日常生活中。2020年公司小家电类产品实现收入 17.96 亿美元，同比增长 192%，表现出强劲的增长势头。秉承“客单价高，门槛高”的扩品类逻辑，公司未来还拟投资投影仪，扫地机器人和家具等产品，持续丰富产品生活消费场景，以满足用户多元化需求。



图27: 产品线多元化布局



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**坚定“精品”路线，精简sku，爆款产品频现。**公司坚持走“精品”路线，计划根据终端销售情况和市场反馈，深耕重点产品和品类。根据 Jungle Scout 数据，除了移动电源、墙充和台灯，泽宝旗下各大品牌主要细分产品在亚马逊平台的 sku 数目较少且小于同类品牌 sku 数目。**精品爆款战略下，公司单品类下爆款产品频现，激光电视、行车记录仪、婴儿监视器、TWS 耳机、LED 灯具、氯化镓充电器在亚马逊市场表现亮眼，同时其余多款产品曾位于亚马逊细分产品 Best Sellers 榜单前列（排名综合考虑产品最近和历史销售数据情况，每小时更新一次）。**坚持“精品模式”的道路，一方面形成规模效应降低产品生产、仓储、物流等成本，确保高性价比优势；另一方面能够集中研发、营销等资源，提升产品研发和销售效率，强化品牌形象，提高产品转化率。

表7: 泽宝坚定精品路线，精简 SKU 爆款频现

泽宝品牌	产品细分品类	Amazon 子类目	SKU 数目	同类品牌	同类品牌产品 SKU 数目
VAVA	激光电视	Video Projectors	2	LG	10
	婴儿监视器	Baby monitor	2	VTech	18
	行车记录仪	Car On-Dash Mounted Cameras	2	APEMAN	18
	家用安全摄像头	Dome Surveillance Cameras	3	Victure	11
RAVpower	移动电源	Cell Phone Portable Power Banks	26	Anker	57
	桌充	Cell Phone Charging Stations	9	VOGEEK	10
	墙充	Cell Phone Wall Chargers	24	AUKEY	36
	相机电池充电器	Camera Battery Chargers	4	LP	36
TaoTronics	头戴式耳机	Over-Ear Headphones	12	MPOW	54
	TWS 耳机	Earbud & In-Ear Headphones	8	Bose	9
	空气净化器	HEPA Filter Air Purifiers	9	LEVOIT	21
	加湿器	Humidifiers	16	LEVOIT	18
	台灯	Desk Lamps	18	LEPOWER	24
	落地灯	Floor Lamps	2	Addlon	22
	空气炸锅	Air Fryers	1	Ninja	6



泽宝品牌	产品细分品类	Amazon 子类目	SKU 数目	同类品牌	同类品牌产品 SKU 数目
Anjou	香薰灯	Aromatherapy Diffusers	5	InnoGear	59
	冲牙器	Power Dental Flossers	2	MOSPRO	3
Sable	充气水池	Kiddie Pools	8	Hesung	2
	电热毯	Heating Pads	6	Sunbeam	43

资料来源：Jungle Scout、开源证券研究所

### 2.2.1、选品与创新：科学配套体系巩固产品优势

建立快速选品机制，不断优化选品的组织体系与能力，提高产品竞争力。为进一步提升产品开发和优化生产工艺技术提供技术创新平台，2018 年公司投入对纳米微晶高增益抗光光栅高清影像膜 AIoT、智能选品系统、智能备货系统、智能定价系统等软、硬件技术研究。其中智能选品系统旨在明确市场、供应链和物流对新品开发和推广的影响，并通过合理的策略分析市场，最终给出可选的产品。除了传统优势产品，2020 年公司新增的激光电视、空气炸锅、暖风机、塔扇及落地扇在美亚市场均表现亮眼。

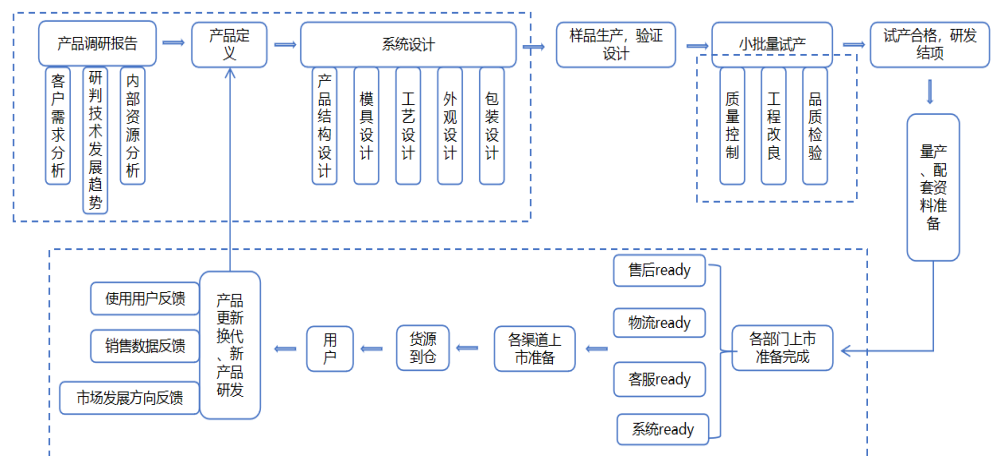
表8：泽宝旗下爆款产品频现

爆款产品	SKU 总数	市场反馈情况
4K 激光电视	2	美亚销量排名第一；在 Screen rant 和 Lifewire 等科技网站上，排在“Best Overall Projector of 2020”首位；在家庭影音发烧友 AVS 论坛上，获得“Top Chioce of 2020”奖项
行车记录仪	2	美亚销量排名前五；获德国红点设计大奖
婴儿监视器	2	市场占有率 8%；获德国红点设计大奖
TWS 耳机	8	全球出货量排名前十
LED 灯具	29	亚马逊市场占有率 40%，亚马逊全球销量排名第一
塔扇	5	亚马逊市场占有率 15%，销量排名前三
氮化镓充电器	-	日本市场占有率 67%，排名第一
落地扇	2	同类产品 Best Seller 最高排名第 9
加湿器	16	同类产品 Best Seller 最高排名第 6
暖风机	6	同类产品 Best Seller 最高排名第 9
空气炸锅	1	同类产品 Best Seller 最高排名第 11
香薰机	5	同类产品 Best Seller 最高排名第 8

资料来源：Jungle Scout、公司公告、开源证券研究所

以用户体验为中心，持续微创新，为打造爆品保驾护航。公司在产品开发前，先对市场信息进行搜集，而后根据消费者最新需求偏好、市场热点、技术发展方向，产品演变趋势和内部资源情况，得出产品解决及设计方案，然后交由第三方厂商生产产品。产品生产方面，公司投入大量资源在产品质量控制、品质检验、工程改良等供应链环节，协助供应商提高生产良率。最后公司将基于用户体验改进、市场需求与竞争分析持续微创新，对产品进行更新换代或开发新产品，从而实现对产品的重新定义。从产品的最初调研定义到生产出售后再到产品功能新定义，形成良性闭环，以此打造能真正解决痛点、高品质的产品。公司基于市场反馈对产品外观进行优化，重新定义产品功能，持续为产品注入生命力，香薰机、加湿器、塔扇、耳机等产品功能创新带来的市场增值便是最好的例证。

图28: 良性闭环持续提升产品力



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表9: 公司定向募集资金用于提升产品功能性能

升级产品	功能定义内容	美亚渠道反馈情况
香薰机	自主研发智能香薰机, 获专利技术, 使得雾化精油分布均匀, 克服传统香薰机雾化分布不均的特点	同类产品 Best Seller 最高排名第 8
加湿器	纳米处理防水电路板提高使用年限, 自主研发设计提高加湿器雾化效果, 降低噪音	同类产品 Best Seller 最高排名第 6
塔扇	纳米处理防水电路板提高使用年限, 自主研发设计降低产品噪音 (国产品牌如美的塔扇噪音较大)	亚马逊市场占有率 15%, 销量排名前三
耳机	内部电路板镀层达到防水效果	全球出货量排名前十

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 2.2.2、产品供应: 科学采购供应模式提高运营效率

**科学采购确保产品供应。**基于“精品”路线的泽宝品类集中度较高, 产品采购流程及管理更简便, 公司综合供货效率、产品质量、成本控制等多方面考虑, 制定了科学采购模式, 具体如下:

(1) **“动态采购+供应商名单”保证公司货源:** 公司建立了供应商准入制度、分级管理制度和供应商数据库。基于 ERP 智能备货系统数据测算结果而进行安全库存储备以及周期性订单采购, 保证供货及时、备货充裕、产品质量可控。

(2) **科学管理模式提高成本控制能力:** 公司采用“前端开发+后端跟进+成本监控”的扁平化、模块化管理模式。(a) 前端: 根据公司产品规划, 把握一、二级核心供应商产品布局 and 成本构成; (b) 后端: 管控订单交付、二级物料供需, 实时监控产品库存水平; (c) 成本组: 对新旧产品 BOM 表物料价格进行比对分析, 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。

(3) **智能备货系统优化物流网络:** 2018 年公司投入资金用于智能备货系统建设项目, 旨在减少物流和仓储费用, 优化产品结构, 辅助构建物流体系。(a) 销量预估: 通过深度学习算法对产品效率进行建模, 给出定量评估; (b) 通过聚类、优化算法等方式构建最优的物流网络。

(4) **设立海外自营仓:** 主要应对销售旺季临时性备货以及退换货处理, 保证存

货充裕及售后服务。

## 2.3、渠道端：线上传统优势厚积薄发，助推线下业务不断拓展

### 2.3.1、线上渠道：充分利用亚马逊 B2C 平台资源积累品牌势能，巩固北美市场半壁江山

亚马逊线上渠道为公司销售主要来源，全球化布局已初具规模。目前国际主流 B2C 跨境电商平台主要有 Amazon（亚马逊）、eBay、Wish、Walmart、Newegg 等，其中亚马逊是目前最大的全球外贸交易平台。泽宝 2008 年进驻亚马逊美国站以来，通过充分利用平台资源，迅速进入了亚马逊全球多个站点扩张市场。除亚马逊平台外，公司还通过 shoppee、lazada 等海外知名第三方 B2C 平台和自有平台进行线上销售。2020 年泽宝线上销售额占主营业务收入比重高达 95.81%，其中亚马逊渠道 GMV 约为 45 亿，占线上收入比重约 94.26%。

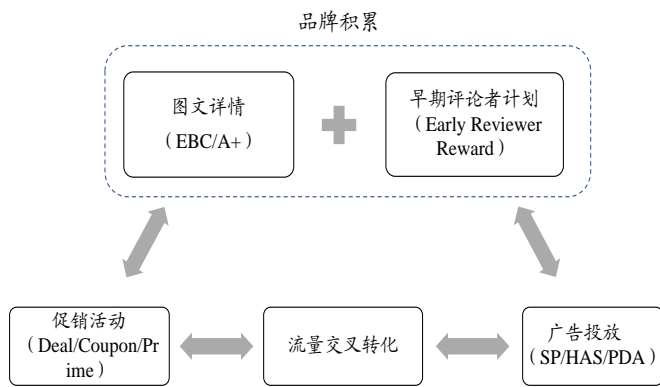
图29：泽宝获 2020 年度亚马逊全球峰会“全球布局年度卖家奖”



资料来源：公司官网、开源证券研究所

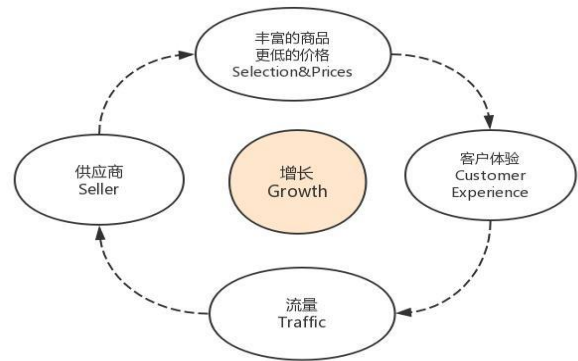
亚马逊站内推广工具种类丰富，“促销+广告”飞轮效应助力业绩实现。亚马逊平台为专业卖家提供了三类促销模式，即秒杀活动、优惠券及促销折扣；同时提供付费产品广告（SP）、头条品牌广告（HSA）与产品展示广告（PDA）三种广告类型，均按广告点击数收费（CPC），即商家只需为广告绩效付费。其中付费产品广告（SP）、头条品牌广告（HSA）为手动广告，即需要用户手动搜索弹出；产品展示广告（PDA）属于自动广告，即亚马逊平台根据 A9 算法规则自动推送。广告通过高曝光率提升产品流量，而优惠活动将为广告增添更多亮点并促成流量向订单转化。“促销+广告”的站内推广手段将进一步优化产品评价、文案管理等积累品牌效应，促成品牌力自发广告效果，进入亚马逊“飞轮效应”正循环。

图30: 亚马逊平台促销活动积累品牌



资料来源: 跨境知道、开源证券研究所

图31: 亚马逊“飞轮效应”理论



资料来源: 跨境知道、开源证券研究所

表10: 亚马逊三种主要促销工具的特点

促销工具	主要特点
秒杀活动 (Deal)	包括镇店之宝 (DOTD), 7天促销 (7DD), 秒杀 (LD), Hero Deal (欧洲站), wow Deal (美国站), 参与的活动商品将出现在促销活动页面和推送中, 获得更高曝光, 提升商品销量。
优惠券发放 (Coupon)	面向所有卖家的常见促销手段, 设置门槛相对较低。优惠信息将显示在专属的优惠券页面及搜索结果中, 活动同步亚马逊 PC 端和移动端。
会员专享折扣 (Prime)	可在搜索结果和详情页中展示带删除线的定价和节省信息, 不仅可以增加曝光有效提升销量, 还能积累忠实客户群, 优化长期运营。

资料来源: 跨境知道、开源证券研究所

表11: 亚马逊针对不同需求商家提供多种广告形式

针对卖家	投放规则	展示位置	特点
付费产品广告 (SP)	拥有黄金购物车 (Buy Box) 的产品 (即必须属于一个或多个符合要求的分类且有赢得购买按钮的资格)	竞标模式, 手动广告, 根据产品竞价和关键词搜索流量率决定广告位排名, 其中转化率比重更高	搜索结果页面和商品详情页面看到标有 Sponsored 的产品, 展示在顾客易于看到的位置
头条品牌广告 (HSA)	有进行品牌注册的卖家	审核模式, 手动广告, 自定义产品竞价和关键词, 基于用户关键字搜索定位出现	用于提高品牌知名度: 1、展示位置最醒目, 精准匹配关键词 2、展示品牌 logo、自定义文字和最多三个商品, Review 被隐藏
产品展示广告 (PDA)	资料来源: 开源证券研究所 1、VC 卖家和 VE 卖家 2、符合要求产品类型 3、入驻亚马逊美国、加拿大、欧洲五国 (法国、意	自动广告, 亚马逊平台算法基于产品和买家兴趣所投放, 其他广告拥有更多的展示区域	展示在搜索结果页面, 产品详情页的侧面和底部、用户评论页、优惠信息页面顶部, 以及站外网站、亚马逊营销电子邮件中, 如 follow-up (后续服

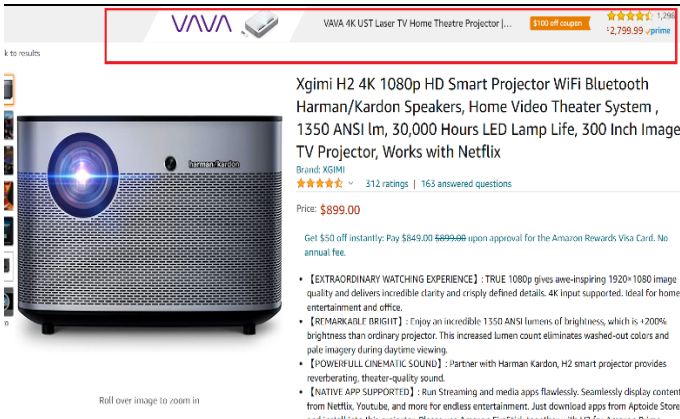


针对卖家	投放规则	展示位置	特点
资料来源：开源证券研究所 所大利、西班牙、德国、 英国)、日本、阿联酋站点		务)和 recommendations (产品 推荐)。	

资料来源：跨境知道、开源证券研究所

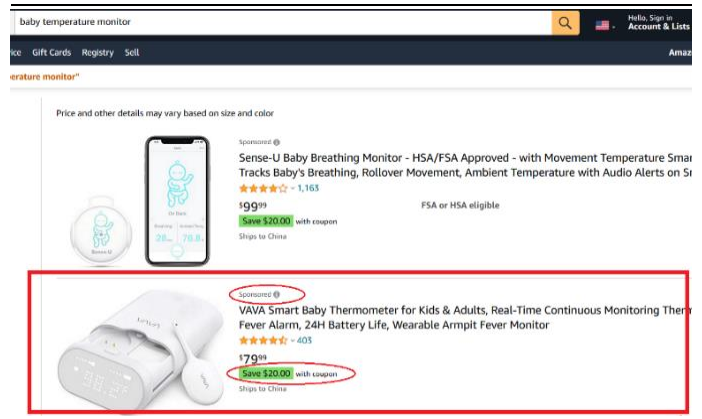
结合产品特点采用推广“组合拳”，促进平台流量高速转化。2020年泽宝力推的 VAVA 4K 激光电视广告采用了产品展示广告 (PDA)，通过平台算法抓取用户兴趣点，并在友商类似性能产品详情页进行广告推送，从而实现高曝光率与交叉获客，快速提升产品流量。同时配合了优惠券 (Coupon) 与会员专享优惠 (Prime) 等促销工具的使用，进一步促进流量向收入端转化，积累忠实客户、提高品牌效应。对于使用特定场景的产品，例如 VAVA 旗下婴儿智能监控 (Baby Thermometer) 则采用了付费产品广告 (SP) 与优惠券发放的推广模式，通过定位细分用户搜索关键词，占据搜索页面中心位置精准获客。2020年公司自主研发的激光电视、行车记录仪、Baby Monitor、婴儿智能监控等产品实现销售额 2.9 亿，在手机电脑周边品类中占比达到 55.24%。

图32: VAVA 激光电视 PDA+Coupon+Prime 推广组合拳



资料来源：美国亚马逊官网

图33: Baby Thermometer 采用 SP+Coupon 精准获客



资料来源：美国亚马逊官网

表12: 2020 年泽宝深耕北美市场，实现高速增长

地区	2020 年		2019 年		同比增减
	金额 (亿元)	占营业收入比重	金额 (亿元)	占营业收入比重	
北美	33.76	70.72%	16.01	56.52%	110.91%
其他地区	13.98	29.28%	12.31	43.48%	13.53%
合计	47.74	100%	28.32	100%	68.57%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表13: 亚马逊渠道 VC 与 SC 模式特点对比

	SC 账户 (SellerCentral)	VC 账户 (VendorCentral)
申请方式	全球开店、自注册	Amazon 邀请
账户类型	第三方自营卖家	亚马逊供货商
卖家名称	卖家店铺名称	Amazon
广告位	普通权限广告位	AMS 广告位, Amazon 所有广告位
秒杀活动 (Deals)	自费申报	免费申请



	SC 账户 (SellerCentral)	VC 账户 (VendorCentral)
权重	小	大, 优先占有购物车
定价	卖家自定	Amazon 决定
借款时间	14 天	30-90 天
物流选择	自发货、FBA	FBA
开店收费	8%-20%品类费用+月租	2%佣金, 4%-10%弹性成本, 1%-15%市场开发费用, 2%-3%物流损耗
销售利润	相对较高	相对较低

资料来源: 跨境知道、开源证券研究所

**2020 年公司北美市场收入翻倍, 持续深耕北美市场。**公司产品品类切合亚马逊渠道特点, 2020 年通过积极巩固北美市场, 北美地区销售增速实现了 110.91% 的大幅增长, 北美市场收入占比从 56.52% 提升至 70.72%, 主要系亚马逊线上渠道贡献。

**公司规划向 vendor 模式转型, 降低平台推广费用。**泽宝目前主要通过 SC 模式进行线上 B2C 业务。2020 年公司 VC 业务占比约 16%, 2021 年预计目标占比 40% 左右。VC 账户是 Amazon 针对特定供应商推出的平台, 可以在 Amazon 后台获取平台上较多的销售方面的数据, 具有数据获取的优势。目前 VC 账号采取邀请制, 主要邀请拥有一定品牌产品实力的卖方。VC 本质上属于对接亚马逊的 2B 业务, 在申请广告牌位和优惠工具方面具有较大优势。在目前公司新品快速迭代的战略背景下, 向 VC 模式转型有利于降低公司平台推广费用。

### 2.3.2、线下渠道: 因地制宜展开 2B 业务合作, 分公司建设助力全球市场本土化运营

**线上渠道优势积累有效联动线下业务, 因地制宜指导下业务拓展。**2020 年公司线下销售额占主营业务收入比重为 4.19%。线下业务目前规模较小, 但由于欧美地区市场集中度不高、用户群体分散, 线下业务仍有较大增长空间, 对品牌形象的树立也具有重要推动作用。目前业内出口品牌商均开展线下业务, 泽宝通过在线上市场已建立的产品口碑、品牌形象对不同的区域市场采取不同的策略布局。在欧美日等发达国家和地区主要与大型知名连锁商超、电信运营商合作。公司已在英国、法国等发达国家设立子公司, 随着欧洲的营商环境改善, 未来欧洲市场有望带来更好的增长。新兴市场业务形态较为多样化, 小型 2B 业务难以统一管理, 因此主要与品牌代理商、大卖场等合作开展买断式销售。

图34: 立足中国制造的泽宝全球化运营网络

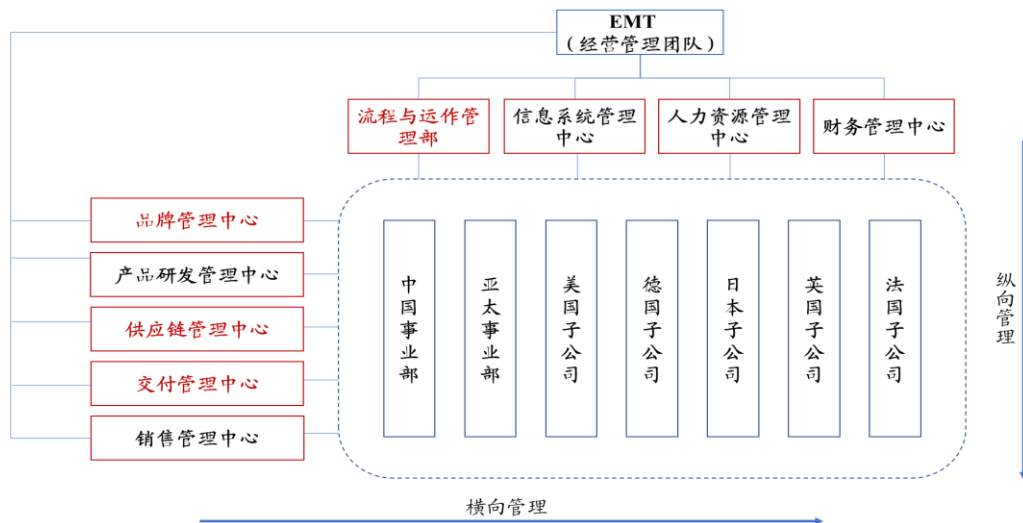


资料来源: Sunvalley Group

泽宝创始人提前开启海外市场布局, 设立分公司获取本土化运营先发优势。2008年泽宝就开始了全球化战略, 除美国、英国等传统英语市场外, 公司积极布局德国、法国、意大利、西班牙、日本等小语种市场。主要通过三个地区分公司管理全球市场: 欧洲区市场由位于德国汉堡的 ZBT International Trading GmbH 负责; 亚太区市场由位于日本东京的株式会社ニアバイダイレクト ジャパン负责; 北美区市场由位于美国加利福尼亚州的 Sunvalleytek International Inc. 负责, 目前公司在美国、德国、法国、日本设有海外分公司, 并拟设立中东分公司以支持中东及北非业务开发。

本土化运营克服线下业务拓展难点, 组织结构战略转型保障海外市场迅速发展。泽宝运营团队包括美国、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, 多元化的国际人才队伍, 能够更清晰地了解当地的文化及客户需求。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35: 泽宝以事业部制组织结构实现全球化战略, 不断完善后台服务支撑体系



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

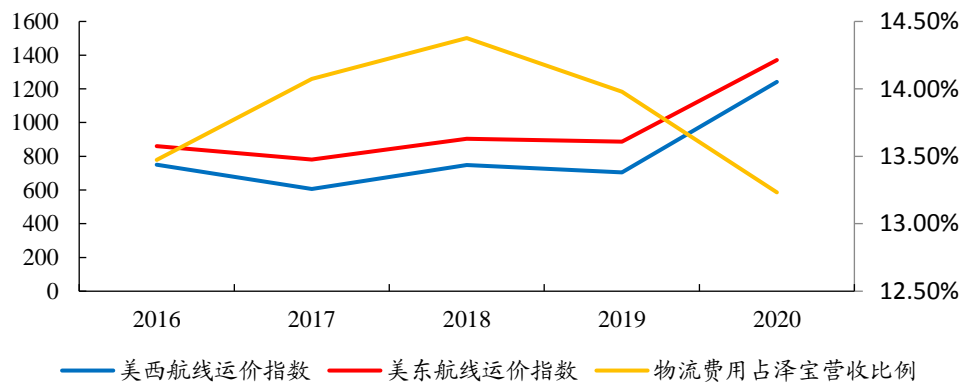
公司利用资本优势, 不断完善泽宝业务支持平台。公司以合伙制、事业部制的组织模式, 以利润获取为目标, 快速扩展营销组织。并对现有组织架构进行了适应性调整: 设立产品研发与海外子公司 BU, 新增品牌战略管理中心、交付管理中心、流

程运作管理部以及供应链管理中心等支撑与服务体系。从横向与纵向两个方面对跨境电商业务进行垂直化管理，提升业务拓展效率。

### 2.3.3、运力支持：头程物流合作稳定，高效配送放大渠道优势

**稳定的合作关系为海运提供便利，提高头程物流配送效率。**公司采用“跨境头程物流+亚马逊 FBA 本地物流”相结合的物流配送模式。头程部分，公司采用海运和空运（海运为主）将待售商品运送至亚马逊 FBA 仓。**2020 在各港口船运紧张，船价抬升的情况下，公司仍能保证稳定的船期及合理的运输费用，主要系：**（1）泽宝旗下子公司深圳邻友通取得国家海关总署 AEO 高级认证，能够享受先行办理验放手续，以及 AEO 互认国家或地区海关提供的通关便利措施；（2）依托于较大的业务规模，公司与第三方货代及亚马逊建立了良好的合作关系；（3）海运运输比例的提升。根据中国出口集装箱运价指数显示，2020 年以来美东、美西航线海运费出现大幅度上涨，而泽宝物流费用占销售收入比重呈下降态势，头程物流配送效率持续改善。

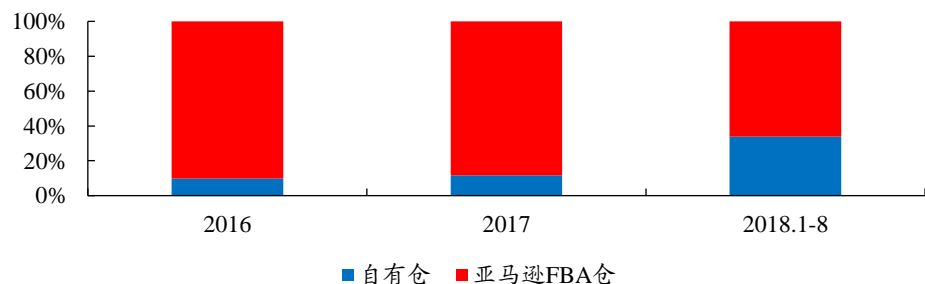
图36：2018-2020 年泽宝物流费用占营业收入比重有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

**海外设立自营仓，降低对 FBA 物流依赖。**公司仓储模式主要分为亚马逊 FBA 仓和自营仓，其中自营仓主要从事旺季高峰临时性备货和退换货处理。近年来公司自营仓在总仓储存货中的比重逐渐加大，2021 年约 30-40%。公司通过将商品存储于自营仓，再根据销售情况动态调整存货调拨方式，提高存货运转灵活性的同时能够有效降低 FBA 仓储成本，减少对 FBA 物流的依赖。此外，公司还拟投资针对中国跨境电商的海外共享仓库，同时建立全球物流信息化系统以期实现无人化仓储管理，以备承接更多的跨境物流。

图37：泽宝以亚马逊 FBA 仓为主，自营仓比重逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

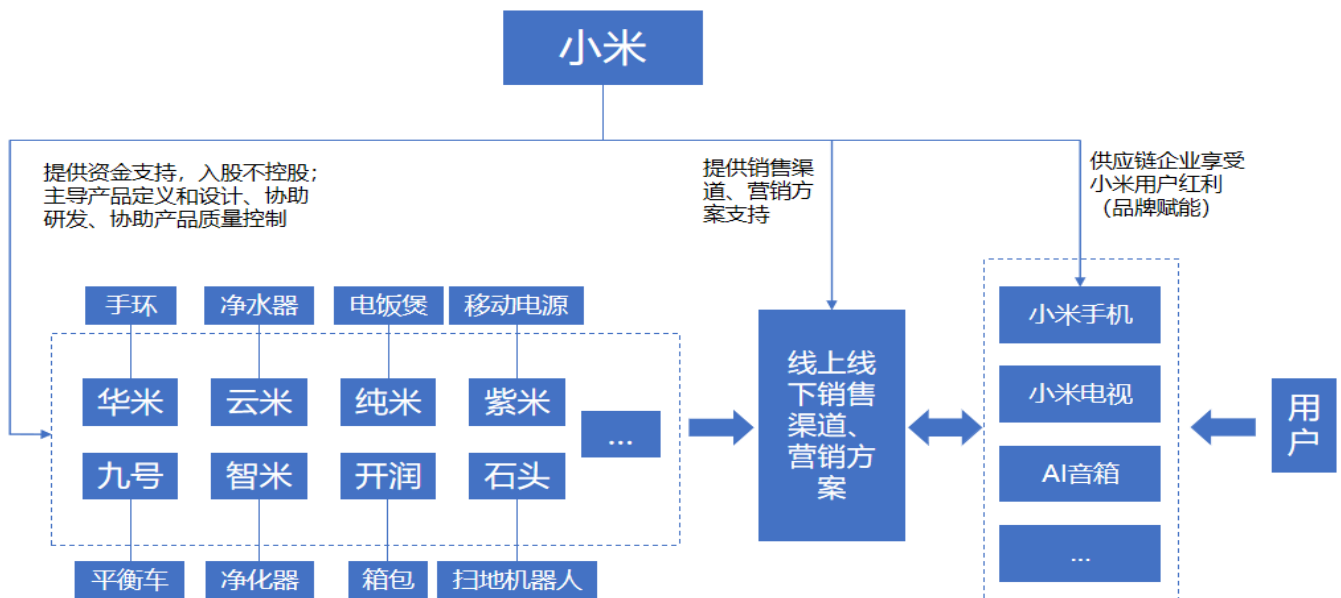
### 3、核心逻辑：打造出口跨境电商版“小米生态链”模式

对标小米，打造先进制造业公司。泽宝不仅仅是一个跨境电商公司，更是一家具备研发能力的公司。激光电视、香薰机、塔扇、美甲机正是企业具备研发创新能力最好的例证。公司未来将是一家产品驱动的公司，一家先进制造业公司（重心在于研发而非制造），同时会更加重视品牌推广和产品研发。小米作为先进制造业公司的代表，拥有全球最大的生态链系统。因此，我们认为，公司未来发展战略与小米具备较高的可比性，研究小米生态链模式对判断公司未来发展前景具有一定的借鉴意义。

#### 3.1、小米生态链模式：“投资+孵化”实现快速布局，全方位赋能生态链企业

“投资+孵化”打造广阔产品线。小米寻找细分产品领域里具有竞争力和合作或者团队进行股权投资，投资完成后，小米与生态链企业共同设计和研发产品，包括产品定义、工业设计、产品研发；研发完成后，小米帮助生态链企业背书供应链；最后通过内测后的生态链企业的产品，小米按类别开放米家和小米两个品牌，并提供渠道、营销等支持。截止至2020年6月30日，小米共投资超过300多家生态链企业，产品覆盖智能家居、家庭机器人、影音设备、生活方式、个人交通等蓝海市场。生态链企业的加入，丰富了小米的产品矩阵，使小米生态链成为全球智能硬件领域产品出货量最大，布局最广的生态系统。

图38：小米生态链模式为生态链企业提供多角度支撑



资料来源：公司公告、开源证券研究所

全方位赋能供应链企业，为其提供品牌、渠道、供应链、消费群体等关键经营性资源。小米供应链企业往往在技术研发方面具有较强的竞争力，但在品牌形象、营销渠道和经营经验等方面有所欠缺。投资完成后，小米向生态链企业输出产品方法论、价值观，能够为其提供全方位支持：

(1) 品牌红利：小米经过多年发展已形成良好的品牌形象，凭借小米的品牌背



书，生态链企业更容易实现向品牌公司的转变。

(2) **消费客群红利**：小米在全球范围内拥有约 5 亿活跃用户，尤其是“米粉”能够为生态链企业提供源源不断的客群资源。

(3) **产品 ID 设计支持**：小米 ID 设计团队协助生态链企业进行产品外观设计，使产品在技术、颜值、风格上高度同一，使不同商品之间互相产生协同引流效应。

(4) **供应链背书**：小米发挥自身的产业整合能力协助生态链企业获得稳定的供应链上下游合作伙伴关系，赢得消费者信任、争取投融资支撑等。同时，强大的供应链体系可以支持一家初创公司以较低成本进入硬件领域，形成产品的成本优势。

(5) **渠道支持**：小米为生态链企业提供了包括线上端小米商城、有品商城，线下端小米之家等多种便捷的销售渠道。丰富的渠道资源为生态链企业提供了强有力的线上线下营销支持，一方面有利于提高产品的转化率和连带消费，另一方面大大降低了生态链公司的销售费用，使其可以集中更多资源到产品的打磨上。

表14: 多渠道赋能米家产品销售



资料来源：小米商城 APP、米家有品 APP、天猫、开源证券研究所

(6) **数字化支持**：截止至 2020 年 6 月 30 日，小米已连接的 IOT 设备达 2.71 亿台。依托于终端 APP 和 IOT 平台的发展，小米可以利用大数据刻画用户画像寻找产业级痛点，以此进行产品的更新换代和新产品的开发。数字化赋能产品创新，叠加价格优势，小米联合生态链企业已打造出许多爆款产品。

表15: 功能定义、外观设计、高性价比打造爆款产品

小米爆款产品	市场反馈情况	爆款背后原因
小米手环	2020 上半年实现国内外智能手环排名双第一	功能定义：支持小爱语音功能、睡眠监测、心率检测功能，快速检测心电图，自动识别运动模式，续航能力强 高性价比：聚焦核心功能（续航），同时具备价格优势（平民价） 供应链能力：采用自研的可穿戴人工智能芯片及人体光学传感器
小米 AI 音箱	2019 年一季度销量第一，2019 全年销量排名前三	功能定义：集音乐播放、语音遥控功能于一体 高性价比：依托于小米强大的智能硬件交互平台拥有较高性价比（299 元比刚推出的天猫精灵便宜 200 元）
小米旅行箱	双十一旅行箱品牌 5 连冠	功能定义：容量扩大、TSA 密码锁 外观设计：简洁一体化，联名 IP 款定制行李箱 高性价比：价格优势，首款金属旅行箱打破价格底线；产品价格覆盖不同消费群体（如适合学生的青春版旅行箱）



小米爆款产品	市场反馈情况	爆款背后原因
小米智能电视	2020H1 市场份额占比达 33%，排名第一	坚持创新：全球首款人工智能语音电视系统，MIUI TV 系统提供强大的交互功能 外观设计：行业内首创无边框设计，追求超薄机身 高性价比：坚持低毛利，价格低于同型号智能电视（小米 4A 开启智能电视百元时代），双十一、618 促销活动降价力度较高

资料来源：奥维云网、华米科技新品发布会、中消协、开源证券研究所

### 3.2、独特海外品牌、渠道、运营优势：助力星徽打造“类小米生态链模式”

“类小米生态链”合作模式，“投资+孵化”双轮驱动，快速拓展产品线。与小米供应链合作模式类似，泽宝对企业的投资主要围绕产业链上下游以获取技术为目的的产业投资，通过股权投资形式投资具有优质供应链资源和技术的企业，并建立深度战略合作关系以获取产品技术的排他性。合作企业为产品提供关键零部件和技术，公司根据市场反馈进行产品功能定义、外观设计，并为产品提供渠道、营销、用户群等关键性资源，帮助生态链企业打通海外市场的同时，快速拓展公司产品线，实现长期共赢。

**表16：深化供应链合作，提升产品竞争力**

合作企业	合作内容	代表产品
大象声科科技有限公司	大象声科负责提供自主研发的 Vocplus™ AI 通话降噪与 Vocplus™ Smart Voice UI 方案。泽宝为提升提高自身蓝牙耳机类产品性能和竞争力，于 2020 年 1 月出资取得大象声科 2.5% 的股权。	TaoTronic TT-BH041 AI 降噪蓝牙耳机 TaoTronics SoundLiberty 80 TWS 耳机
聚声泰科技有限公司	聚声泰负责提供耳机关键配件及产品组装	
四川易冲科技有限公司	易冲负责提供无线充电技术。泽宝为加强和提高自身无线充电产品的性能和竞争力，于 2017 年出资投资四川易冲科技有限公司。	RAVpower Fast Wireless Charger
上海南芯半导体科技有限公司	南芯负责提供高效 PD 电源方案	RAVpower 26800mAh 双向 PD 快充移动电源
光峰科技、哈曼卡顿	光峰科技提供激光电视光机、幕布；哈曼卡顿提供激光电视音响系统	VAVA 4k laser tv
Navitas	Navitas 提供氮化镓充电器芯片。泽宝为优化提高自身 GaN 充电产品的核心性能参数，于 2018 年出资投资 Navitas Semiconductor Inc，属战略性投资。	氮化镓充电器
深圳市酷客智能科技有限公司	酷客智能提供智能家居产品及整体智能家居解决方案。泽宝为拓展和优化自身智能家居产品，于 2019 年 5 月与酷客智能签订战略合作协议。	-
美的	代工公司的空气炸锅、水壶、暖风机、塔扇	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

“类小米生态链”赋能方式，为合作企业提供品牌、渠道、供应链、消费群体等关键经营性资源。经过多年的积累和发展，泽宝在海外沉淀了一定的消费客群，有足够的品牌影响力，也有渠道流量优势和海外市场运营经验，能为合作企业提供品牌、渠道、供应链、消费群体等多方面的支持：

**(1) 品牌背书:** 如前所述, 泽宝自入驻亚马逊渠道以来, 屡获亚马逊优质卖家、年度最佳全球拓展卖家、年度最具产品创新卖家、年度全球布局卖家等奖项, 同时旗下四个自有品牌入选了 2019 年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强, 积累了一定的品牌影响力, 能够为代工产品的外销提供有力支撑。

**(2) 产品研发设计支持:** 泽宝于 2016 年成立了研发中心, 研发产品方向重点沿音视频图像与智能方向展开, 包括 ID 设计 (公司在海外有自己的 ID 设计团队, 也同全球各大获奖无数的机构合作, 包括保时捷设计工作室, 以及为飞利浦设计创意照明产品的工作室。), 产品, 项目, 工程, 测试, IOT, 软件等多个部门, 拥有研发人员 250+, 占公司比例 30% 以上。2021 年下半年公司还拟重启定增计划用于数字产品研发中心升级及实验室建设项目, 引进新一批研发人才, 引进各类先进研发设备, 增设无响、射频、化学等相关实验室, 并设立小家电测试房、智能测试房、充气类测试房、3C 产品测试室等。依托于强大的研发设计能力, 公司旗下多款产品已获德国红点产品设计大奖。未来研发优势的不断深化, 预计将进一步夯实公司对供应链企业产品研发设计的支撑。

图39: 2016 年研发中心正式落地



资料来源: 泽宝集团介绍 PPT

图40: 泽宝旗下产品屡获红点设计大奖



资料来源: 泽宝集团介绍 PPT

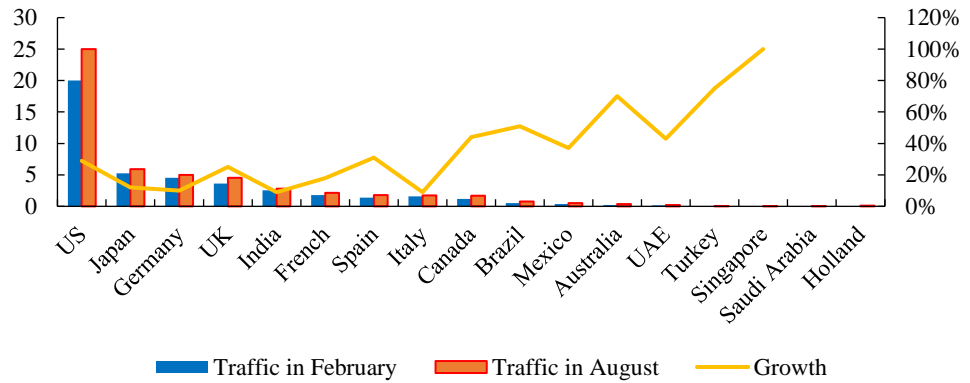
**(3) 海外运营团队支持:** 公司拥有多元化的国际人才团队, 其中包括来自美国、英国、德国、意大利、澳大利亚、瑞士、日本等国家的外籍工作人员。团队多年积累的海外运营经验, 能为合作企业提供有关境外通关、物流仓储、客服、售后、推广、渠道等多方面的支持。

**(4) 供应链支持:** 以“整合优质供应商、合作共赢、共同提升”为合作理念, 与战略供应商建立深度协同的合作关系。泽宝供应链管理中心会全流程参与供应商管控, 帮助供应商提高生产良率、降低管理费用、改进生产工艺, 确保快速交付。同时, 公司会寻找头部供应链企业为产品代工以提升产品品质, 例如美的代工公司的空气炸锅、水壶、暖风机、塔扇, 格力代工公司的窗式空调。跨境物流方面, 泽宝旗下子公司深圳邻友通取得国家海关总署 AEO 高级认证, 能够享受先行办理验放手续, 以及 AEO 互认国家或地区海关提供的通关便利措施, 也与第三方货代和亚马逊展开了良好的合作, 为产品提供物流配送支持。

**(4) 消费客群支持:** 亚马逊作为全球最大的电商平台之一, 拥有强大的流量资源。根据跨境知道数据显示, 亚马逊全球站点月访问量由 2020 年 2 月的 43.265 亿人次增长到 2020 年 8 月的 52.72 亿人次, 增长率达 21.85%。其中, 美国站点流量增长 29%, 其他 16 个市场流量同期增长 19.15%, 并且澳大利亚、加拿大、巴西和墨西哥等较小的市场表现强劲。此外, 根据 statista 数据显示, 亚马逊全球站点活跃用户达 3.1 亿, 预计 2022 年美国站点 Prime 会员数将达到 1.53 亿。客户留存率方面, 据

Beamer 数据显示，美国站点 Prime 会员中一年后留存率达 93%，两年后留存率达 98%。亚马逊平台强大的流量优势，融合公司自身品牌优势，能够为合作企业带来稳定的来自全球的客户群资源。同时，线上电商渠道早期积累的品牌效应有利于未来引流线下，建立私域流量。

图41: 亚马逊站点流量增长强劲



数据来源：跨境知道、开源证券研究所

**(5) 渠道支持：**如前所述，公司已形成了线上以亚马逊、天猫、京东等平台为主，线下以沃尔玛、Best buy 以及各类运营商为主的渠道布局，初步完成美国、日本、欧洲地区、亚洲地区、中东、澳洲等多个销售区域的覆盖。多渠道协同的销售网络为产品提供强有力的支撑。

**(6) 营销推广支持：**前期品牌势能的积累为公司营销推广提供便利。公司通过广告投放、排名等站内引流方式提高亚马逊用户对公司产品的关注度，如前所述，在极米品牌投影仪产品界面可以看到 VAVA 投影仪的广告投放，有助于提高用户对 VAVA 产品的关注度。同时，公司在 Facebook、Twitter 等站外平台也有相应的推广，以获取更多流量。

图42: TaoTronics 在 Facebook 平台上推广



资料来源：Facebook

**(7) 数字化支持：**随着物联网技术和 AI 技术的发展，产品的物联技术和 AI 技术能够帮助建立用户体系，管理用户需求。目前，小米拥有全球最大物联网平台，对标小米生态链发展，2021 年下半年公司将重启定增计划用于 AioT 平台的建设，旨在实现：(1) 支持产品的用户体系建设；(2) 支持产品的在线升级业务；(3) 支持产



品的基础业务能力建设。未来随着项目的落地，AIoT 平台能够为公司内外研产品的软件业务能力和产品智能化能力升级提供更加强有力的支撑。

**(8) 信息化赋能，提升产品运营管理：**2017 年开始小米开始深化推广研、产、供、销、服等一系列平台。对标小米的信息化建设，泽宝已建立 Nearby Express 外贸电子商务系统、太阳谷外贸电子商务套件软件、泽宝客户评价追踪软件、泽宝第三方电商平台数据交互系统软件、泽宝全球支付系统软件、泽宝 CRM 用户中心平台、物流平台数据交互系统软件等，有效支撑了泽宝的业务发展。此外，**2020 年 Oracle 业财一体化管理系统建设项目已于 2021 年 2 月 9 日实现落地，打通了 ERP 系统业务端与财务端数据**，有助于提升公司的信息化水平、业务运作效率和企业管理决策水平。

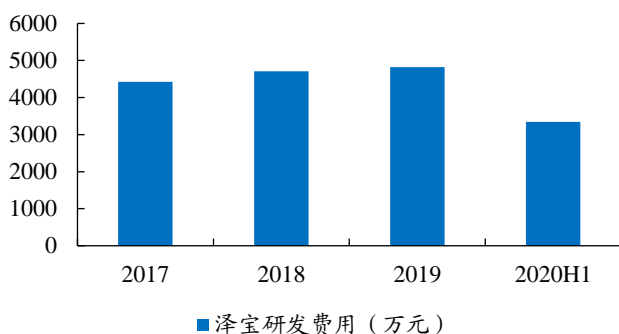
## 4、未来展望：“扩品类”、“扩渠道”的两端集中战略

### 4.1、产品端：加大产品研发投入，信息系统建设支持品类快速扩张

**持续推出智能创新设备类产品，传统业务未来拟进入家具行业。**秉承“高客单价、高技术门槛”的扩品类逻辑，公司计划持续拓展智能创新设备的产品品类，通过功能与性能的微创新解决用户痛点，并与美的、海尔等综合性大家电企业合作，保证小家电产品的代工质量。智能创新设备具有高毛利的天然优势，叠加公司爆款策略、下架亏损产品等结构性调整策略，将不断提升公司盈利能力。除了对小家电类、手机电脑周边类现有产品进行微创新外，公司也将进军新型可选消费产品，目前扫地机器人产品已进入选品阶段。此外，公司在美国建有 18000 平方米的自有仓库，未来随着海外共享仓项目的落地，传统精密制造业务或将进一步布局家具行业。

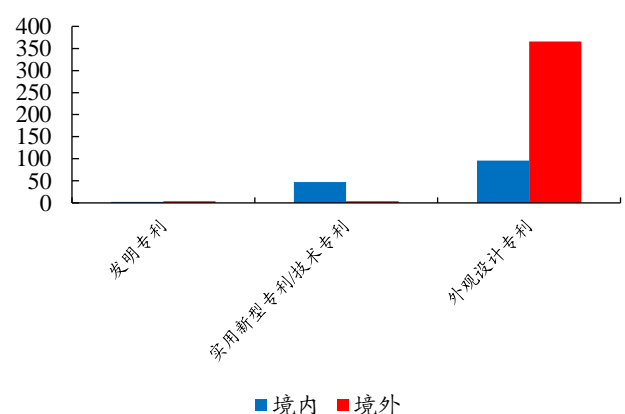
**“扩品类”战略不断落实：对视频图像、美妆个护、小家电等方向的智能产品进行重点研发。**目前公司研发投入主要集中在四个品类：行车记录仪、低功耗摄像机、4K 激光电视、婴儿监视器。泽宝相关的技术储备包括视频合成、视频处理、云端交互、图像解析、AI 物体识别算法、负反馈算法、色彩管理算法、喷绘算法以及云端存储技术等。截至 2020 年底，泽宝境内拥有 47 件实用新型专利、96 件外观设计专利、2 件发明专利；境外拥有 366 件外观设计专利，8 件技术与发明专利，覆盖美国、欧洲、德国、英国、日本等国家。由于研发成本优势，发明与技术专利主要在国内偏多，海外市场拓展中则更加注重产品外观设计。

图43：泽宝研发费用逐年增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：2020 年泽宝拥有海内外多项专利授权



数据来源：公司公告、开源证券研究所

系统支持方面，2020 年公司启动了 Oracle “业财一体化” 管理系统的建设，该系统已于 2021 年 2 月 9 日上线。通过打通业务收入与财务管理两端，能够减少信息孤岛，提高团队人员协作，精细化产品运营，通过对单个 SKU 盈利情况的监控做出产品结构调整。此外，公司目前正在建立全球物流信息化系统以期实现无人化仓储管理，未来公司将发挥仓储物流管理方面的优势，在海外仓库承接更多的跨境物流，为新品推广提供支持。

图45: 管理系统数字化转型拥有多种应用场景



资料来源: IDC 中国、开源证券研究所

**展望: 2021 年 2 月公司进一步发布近 7 亿定增方案, 加强研发体系建设, 提高公司技术储备。**资金将用于泽宝旗下品牌产品研发、研发中心升级以及信息化建设。

(1) 视频产品研发项目主要应用于行车记录仪、网络摄像机、婴儿监视器等视频类产品, 旨在提高产品的分辨率、AI 智能化水平、待机时间、夜视能力、无线网络传输距离等关键性能。

(2) 公司激光电视研发项目系研发新一代光机, 公司目前在售激光电视除关机外均系自主研发 (TV 板的研发设计、DLP 模块、安卓操作系统优化等), 未来公司拟通过自研光机并委外生产降低生产成本。

(3) 研发中心升级项目拟通过新购办公场地, 建设泽宝新技术储备基地、量产测试基地及引进技术的消化吸收与创新基地。

(4) 信息系统升级项目拟开展对企业自动化办公系统、企业资源计划系统、产品生命周期管理系统、云计算、服务器操作系统、工单系统、项目管理软件、产品 ID (Identity Document) 设计软件、视觉设计软件、模流分析软件等软件或平台的建设或升级, 并升级 OA (Office Automation) 系统 HR (Human Resource) 等 ERP 功能模块。

表17: 公司计划 2021 下半年重启六亿定增方案加强研发体系建设

项目名称	项目投资总额 (亿元)	项目投资额 占比 (%)	本次募集资金拟投入额 (亿元)
视频产品研发项目	1.44	15.63%	0.87
激光电视研发项目	0.98	10.56%	0.57



项目名称	项目投资总额 (亿元)	项目投资额 占比 (%)	本次募集资金拟投入额 (亿元)
数字产品研发中心升级及实验室建设项目	4.05	43.82%	2.78
信息系统升级项目	0.75	8.14%	0.71
补充流动资金	2.02	21.85%	2.02
合计	9.24	100.00%	6.95

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表18: 产品研发以用户为中心，以持续微创新为驱动力**

所属项目	拟应用部件	性能提升目标
视频产品研发项目	行车记录仪	1、由4k画质提升至8k超高清画质； 2、提升夜间拍摄效果，增大了镜头拍摄范围； 3、新增DMS（防疲劳预警系统）和ADAS（高级驾驶辅助系统）的智能辅助驾驶功能。
	网络摄像机	1、视频画质由1080p提升至4K； 2、待机功耗由300uA降低到100uA，待机时间大于12个月； 3、快启动时间由600毫秒降低到300毫秒，大幅提升电池待机时间和摄像头启动速度； 4、无线覆盖距离提升至3公里，较传统覆盖距离提升2倍。
激光电视研发项目	婴儿监视器	新增对婴儿进行人脸识别及人形识别；对危险区、安全区进行识别，对婴儿的移动进行跟踪，通过人脸识别可减少婴儿脸部被覆盖而导致窒息的风险。
	新一代激光光机	1、亮度更高、色域更广的超短焦激光投射显示。 2、色域提升，画面效果更为逼真； 3、投屏亮度更高； 4、解决激光散斑严重的问题，带来更好的观影效果。

资料来源：公司公告，开源证券研究所

## 4.2、市场端：平台、区域、线下多元化拓展，持续强化营销优势

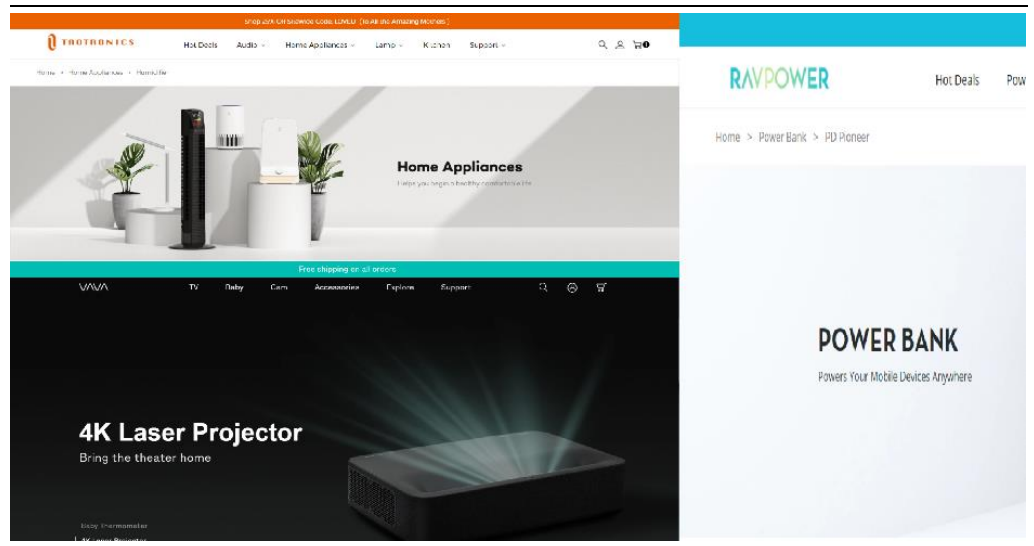
### 4.2.1、线上业务：打造多平台协同的线上销售网络，降低单一平台依赖度。

**2020年公司提出线上渠道五年战略发展目标：至2025年亚马逊平台占比下降至60%，其他线上平台占比提升至40%。**目前落实措施包括：

(1) 建立多地区线上独立站。公司依靠亚马逊平台积累的品牌势能，引导公域流量逐步向私域转化。目前泽宝已建立核心品牌VAVA、TaoTronics, RAVPower三个品牌的官网并开展销售业务；

(2) 线上渠道多元化发展。打通沃尔玛线上平台渠道，入驻日本雅虎线上电商平台，丰富欧美日传统市场线上销售渠道。同时，与ebay中国区合作，并向中国天猫、京东、顺电等电商平台拓展，提高品牌国内知名度。

图46: VAVA、TaoTronics、RAVpower 等品牌已拥有官方独立站



资料来源: VAVA 官网、TaoTronics 官网、RAVpower 官网、开源证券研究所

表19: 公司平台、区域、线下多元化的合作伙伴关系

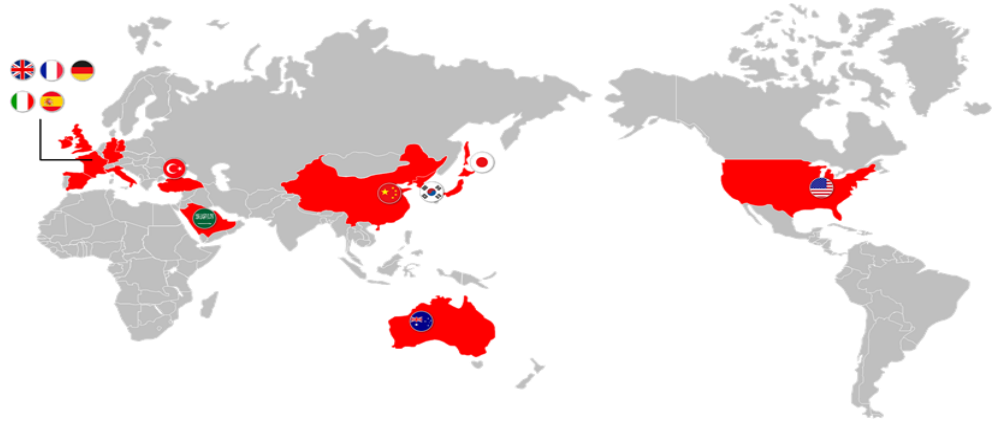
地区	北美地区	欧洲地区	亚洲地区	中东、澳洲地区
覆盖国家	美国	英国、德国、法国、意大利、西班牙	中、日、韩	沙特、土耳其、澳大利亚
公司合作伙伴	amazon, Walmart, BEST BUY, Office DEPOT, FSA store	aldi, Media Markt, Carrefour, OTTO	顺电, JD 京东, TMALL 天猫, KDDI, 株式会社 ドンキホーテ, docomo, SoftBank, S-MART	JARIR BOOKSTORE, stc, hepsiburada, Harvey Norman

资料来源: 泽宝集团介绍 PPT、开源证券研究所

#### 4.2.2、线下业务: 持续深耕美日欧成熟市场, 积极布局中东亚太新兴市场。

**跨境电商事业部:** 多渠道销售网络逐步建立, 丰富的渠道资源将进一步赋能泽宝产品销售。

美日欧等成熟市场线下渠道布局以商超及代理合作为主: (1) 美国市场与沃尔玛、Costco、Bestbuy、Office depot、Bed Bath&Beyond 线下零售商建立业务合作关系, 2021 年将进一步重点拓展与沃尔玛的系统性合作。(2) 日本市场入驻日本软银、日本运营商 KDDI、docomo 线下实体店。(3) 欧洲市场与 OTTO、Media Market、Carrefour 等线下零售商建立业务合作关系。

**图47: 欧美日地区开拓线下市场，新兴市场加速业务布局**


资料来源：公司公告

中国、中东、中南亚、澳洲等新兴市场则主要通过与当地主流连锁商超大卖场、运营商、经销商等合作开展。

**(1) 中国市场端：**2017年RAVpower官方旗舰店在天猫、京东平台落地；2020年3月TaoTronics建立天猫、京东官方旗舰店；与顺电网上商城建立业务合作关系。

**(2) 中东市场端：**以阿联酋为主要市场，并积极开发北非市场，计划以VAVA等强势品类打通大卖场渠道，以线上线下各50%的比例协同发展：(a)拟设立下属公司开展本地化运营，加大中东、北非市场开发；(b)线下与沃尔玛、Costco、Bestbuy建立业务合作关系；(c)线上与Hepsiburada、JARIR bookstore等电商平台建立业务合作关系。2021Q1中东地区销售额达2000万美金，相比2020全年1000万美金的销售量有较大幅度的上涨。

**(3) 澳洲市场端：**入驻Harvey Norman线下实体商城。

**精密五金事业部：成功完成智能化、数字化转型，对标国际企业实现进口替代。**精密五金事业部目前已实现制造的智能自动化、数字化管控能力，不断提升滑轨、铰链传统业务的产品品质。未来五年将对标百隆五金等国际品牌，逐步实现进口替代。公司提出对传统精密五金事业部的KPI计划：在2020年收入7.49亿的基础上，争取实现2023年实现营业收入15亿（CAGR 26.03%），净利润达1亿；2025年实现营业收入20亿（CAGR 38.71%），净利润1.5亿。

**坚持“大客户+大批量”的渠道拓展路线，供应链韧性推动高端客户渠道网络建设。**疫情期间全球供应链承压给公司传统业务带来内销起量的机会，疫情得到控制后公司加大力度深挖大客户、维系客户关系，并做大做强代理商渠道，努力开拓新业务。2020年、2021Q1传统业务渠道拓展成效显著，公司产品得到橱柜、衣柜行业等大客户认可，并建立战略合作伙伴关系（含全国前十大定制家具企业及美的、海尔、格力等龙头家电企业）。2021年Q1精密制造业务已呈现微盈利状态，随着大客户合作网络的形成，2021年收入规模有望达到9亿。

## 5、盈利预测与投资建议

星徽股份是金属连接件领域龙头，为家居五金行业首家上市公司。目前精密五金事业部已实现制造的智能自动化及数字化管控能力，渠道端已与美的、海尔、格力等大客户建立战略合作伙伴关系，有望带动业绩稳定增长。随着出口跨境电商行业集中度提高，子公司泽宝有望持续受益，“出口跨境电商版小米生态链”模式将进一步巩固泽宝品牌、产品、渠道等既有优势，“扩品类，扩渠道”战略将带来持续业绩快速增长。

维持盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 4.52/6.29/8.71 亿元，以当前股本计算 EPS 为 1.28/1.78/2.47 元，当前股价对应 PE 为 10.9/7.8/5.7 倍，维持“买入”评级。

**表20：星徽股份 2021-2022 年估值低于同行业可比公司**

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002803.SZ	吉宏股份	26.14	71.25	34.38	30.35	17.66	13.07	9.86
300866.SZ	安克创新	157.15	18.7	35.8	32.9	74.48	51.36	38.71
	A 股均值					46.07	32.21	24.29
300464.SZ	星徽精密	13.96	42.5	113.6	39.2	9.19	10.91	7.81

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘截至 2021/5/27）

## 6、风险提示

- （1）贸易政策变化：公司出口美国产品受到不利影响，销售受到冲击。
- （2）行业竞争加剧：跨境出口竞争加剧，国内生产制造成本上升，影响业绩。
- （3）亚马逊平台规则趋严：由于公司线上 B2C 业务对亚马逊平台呈现一定依赖性，如果平台规则趋严而公司不能及时调整销售渠道，公司业绩可能受到不利影响。
- （4）汇率风险：2020H1 公司出口业务收入占比超 90%，人民币升值将会带来汇兑损失。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1661	2241	4276	5096	5647
现金	296	291	2075	2654	2430
应收票据及应收账款	487	756	1085	1281	1650
其他应收款	54	93	92	132	140
预付账款	21	39	36	55	56
存货	617	928	891	869	1259
其他流动资产	186	133	97	104	112
<b>非流动资产</b>	1741	1807	2527	3099	3589
长期投资	6	3	-0	-3	-7
固定资产	481	480	1097	1607	2052
无形资产	142	143	156	172	191
其他非流动资产	1112	1181	1274	1323	1353
<b>资产总计</b>	3402	4047	6804	8194	9236
<b>流动负债</b>	1442	1283	3560	4282	4468
短期借款	284	399	2192	2910	2612
应付票据及应付账款	594	636	648	905	972
其他流动负债	564	248	720	467	883
<b>非流动负债</b>	152	763	749	711	648
长期借款	60	369	356	317	255
其他非流动负债	92	394	394	394	394
<b>负债合计</b>	1594	2046	4309	4993	5116
少数股东权益	7	23	85	198	281
股本	353	353	353	353	353
资本公积	1094	1101	1101	1101	1101
留存收益	352	534	1010	1682	2523
<b>归属母公司股东权益</b>	1801	1978	2409	3003	3839
负债和股东权益	3402	4047	6804	8194	9236

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	153	-152	793	761	1021
净利润	149	227	515	742	953
折旧摊销	86	101	99	172	244
财务费用	17	118	43	109	135
<b>投资损失</b>	-6	-2	-4	-8	-5
营运资金变动	-113	-516	143	-250	-301
其他经营现金流	19	-80	-3	-4	-5
投资活动现金流	-355	-423	-813	-731	-724
<b>资本支出</b>	118	151	724	574	493
长期投资	-80	-279	3	3	3
其他投资现金流	-317	-551	-86	-153	-228
<b>筹资活动现金流</b>	260	545	11	-170	-223
短期借款	-4	115	0	0	0
长期借款	2	309	-14	-38	-62
普通股增加	146	0	0	0	0
资本公积增加	990	7	0	0	0
其他筹资现金流	-875	114	25	-131	-161
<b>现金净增加额</b>	58	-12	-9	-140	74

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3491	5523	6940	8423	10231
营业成本	1956	3484	3638	4401	5320
营业税金及附加	5	4	28	26	24
营业费用	1153	1386	2283	2679	3223
管理费用	130	146	264	253	302
研发费用	57	93	104	135	153
财务费用	17	118	43	109	135
资产减值损失	-8	-28	0	0	0
其他收益	16	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	12	3	4	5
投资净收益	6	2	4	8	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	173	274	588	834	1084
营业外收入	1	1	1	13	4
营业外支出	6	5	3	4	5
<b>利润总额</b>	168	270	585	843	1083
所得税	19	42	70	101	130
<b>净利润</b>	149	227	515	742	953
少数股东损益	1	16	63	113	83
<b>归母净利润</b>	149	212	452	629	871
EBITDA	266	411	739	1110	1428
EPS(元)	0.90	0.22	1.28	1.78	2.47

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	390.9	58.2	25.7	21.4	21.5
营业利润(%)	3283.6	58.5	114.5	42.0	29.9
归属于母公司净利润(%)	7167.7	42.5	113.6	39.2	38.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.0	36.9	47.6	47.8	48.0
净利率(%)	4.3	3.8	6.5	7.5	8.5
ROE(%)	8.2	11.4	20.6	23.2	23.1
ROIC(%)	7.1	8.4	10.5	12.4	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.8	50.6	63.3	60.9	55.4
净负债比率(%)	9.5	41.0	36.3	31.8	21.7
流动比率	1.2	1.7	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.5	1.3	1.1	1.2
应收账款周转率	8.5	8.9	7.5	7.1	7.0
应付账款周转率	4.1	5.7	5.7	5.7	5.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.22	1.28	1.78	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-0.43	2.24	2.16	2.89
每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.60	6.82	8.50	10.87
<b>估值比率</b>					
P/E	15.5	63.5	10.9	7.8	5.7
P/B	2.7	2.5	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	18.9	14.0	8.0	5.5	4.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn