

安克创新 (300866)

中国智造出海标杆: 品牌优势筑长期壁垒, 多品类矩阵打开成长空间

买入 (维持)

2023年11月12日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

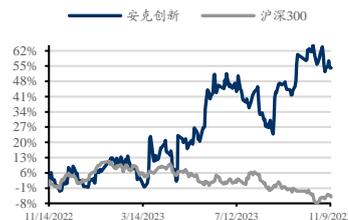
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	14,251	17,581	20,808	23,721
同比	13%	23%	18%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	1,143	1,613	1,659	1,909
同比	16%	41%	3%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.81	3.97	4.08	4.70
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.04	22.70	22.08	19.18

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **安克创新: 泛消费电子赛道品牌出海领军者:** 2011年成立至今, 公司积累了 Anker、soundcore、eufy、Nebula 等核心品牌, 主要涵盖充电、智能创新、无线音频品类, 主要销往欧美日等发达国家。公司品牌在海外发达国家拥有较强的认可度, 拥有溢价能力, 销售额行业领先。
- **跨境电商赛道持续高增, 受益于中国消费品供应链出海, 未来空间广阔:** 跨境电商是我国消费领域 2023 年增速较快、景气度较高的赛道。据艾瑞咨询, 我国跨境 B2C 出口电商 2022 年规模达到 4.5 万亿元, 2023-25 年有望保持 10% 以上的 yoy 增速。我们认为, 我国优质消费品供应链出海将成为未来消费行业发展的大趋势, 跨境电商赛道有望持续高增。
- **跨境电商企业的长期价值在于“品牌”, 安克创新品牌质地行业领先:** 具备品牌认知的企业能不断积累品牌认知, 形成稳定的溢价和利润。安克创新是业内品牌力突出的企业, 具备在欧美日等发达国家打造品牌形成溢价的能力。公司旗下 Anker 主品牌曾多次登上 BrandZ “中国全球化品牌榜单” TOP 15, 在海外拥有较强的品牌认知。
- **充电、耳机品类表现稳健, 安防、储能等新品类有望接力成长:** ① 充电类、耳机类等成熟品类, 公司积累了稳定的品牌口碑和客户群体, 有望持续贡献业绩, 2023H1 充电/无线音频类收入 34.8/15.6 亿元, 同比+18%/+29%, 其中耳机品类 2023 年受益于海外疫情复苏实现较好增长。② 储能品类是公司近期发力重点, 近年来储能行业规模高增, 公司在行业中拥有品牌经营能力和渠道能力, 销售额处于高速增长期。③ 智能安防类发展势头良好, 公司在海外安防市场中位列第一梯队, 未来有望随行业渗透率提升而增长, 2023H1 智能创新类收入 15.6 亿元, 同比+17%。
- **海外电商景气度回升, 汇率及利率变动助利润率提升:** 随海外电商渗透率提升及经济恢复, 2023 年亚马逊平台成交额持续回暖, 2023Q3 亚马逊线上商店收入总比+7%。宏观面, 外币汇率上升及运费下降有利于公司利润率提升, 美元人民币中间汇率均值从 2022Q3 的 6.8 上升至 2023Q3 的 7.2, 2023Q3 的 CCFI 美西航线价格指数均值同比-69%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 16.1/16.6/19.1 亿元, 同比+41%/+3%/+15%, 11 月 10 日收盘价对应 P/E 为 23/22/19 倍。按 2024 年 30x PE 给与 500 亿元目标市值, 对应 122 元/股目标价, 相比 11 月 10 日收盘价有 35% 上涨空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 汇率及运费波动, 新产品不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	90.14
一年最低/最高价	56.70/102.00
市净率(倍)	4.84
流通 A 股市值(百万元)	20,100.70
总市值(百万元)	36,635.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.63
资产负债率(% ,LF)	41.16
总股本(百万股)	406.43
流通 A 股(百万股)	222.99

相关研究

《安克创新(300866): 2023 年三季报点评: Q3 扣非归母净利润同增 66%, 多款新品发布迎接年末大促》

2023-10-30

《安克创新(300866): 2023 年半年报点评: 扣非归母净利润+78%, 新品发力, 利润率超预期》

2023-08-30

内容目录

1. 安克创新：泛消费电子品牌跨境出海领军者	5
1.1. 聚焦消费电子品牌跨境，主要销往欧美日等发达国家	5
1.2. 行业景气度高+经营改善下收入高增，受益于运费及汇率利润率提升	8
2. 跨境电商：中国消费品出海是大势所趋，品牌资产尤为稀缺	9
2.1. 跨境电商高增，国内优质供应链优势外溢	9
2.2. 跨境精品品牌商典范，公司具备品牌认知和溢价能力	11
2.3. 线下渠道布局领先，独立站渠道快速发展	14
3. 公司产品拆分：成熟品类表现稳健，新兴品类接力成长	16
3.1. 充电、耳机、扫地机等成熟品类持续贡献利润	16
3.1.1. 充电类：卡位中高端“甜区”。	16
3.1.2. 无线音频类：注重性价比，疫情后重获成长。	17
3.1.3. 智能创新-清洁家电类：聚焦细分市场，产品力&竞争格局改善，毛利率修复	19
3.2. 储能、安防等新兴品类接力成长	20
3.2.1. 储能：拥有渠道+品牌运营优势，市场前景广阔	20
3.2.2. 智能安防：位于行业第一梯队，主打本地存储+多平台协同	22
4. 海外电商景气度较高，汇率&海运价格改善助利润率提升	23
5. 投资建议及盈利预测	25
6. 风险提示	25

图表目录

图 1: 安克创新品牌&产品矩阵	5
图 2: 安克创新各地区销售收入占比	6
图 3: 安克创新北美独立站首页	7
图 4: 安克创新线上/线下渠道占比	7
图 5: 公司各平台收入占比	7
图 6: 安克创新 2023Q1-3 营收高增	8
图 7: 安克创新扣非归母净利润增长弹性较大	8
图 8: 安克创新 2023Q1-3 利润率提升	8
图 9: 费用率总体稳健, 持续加大研发投入	8
图 10: 2017-2025 中国跨境电商出口行业规模及增速	9
图 11: 2022 年跨境电商出口额 B2C 品类占比	9
图 12: 中国跨境出口 B2B 电商行业规模及增速	9
图 13: 中国跨境出口 B2C 电商行业规模及增速	9
图 14: 中国跨境 B2C 电商在各平台的分布份额	10
图 15: 我国具备大量优质消费品制造业企业	11
图 16: 国内头部供应链企业及其代工品牌	11
图 17: 亚马逊“Power Bank”搜索结果前三位中出现 Anker 产品, 评论数领先竞品	13
图 18: 拥有自有品牌及线下渠道, 公司销售费用率较低	14
图 19: 公司持续进行研发投入, 研发费用率高于同行	14
图 20: 美国沃尔玛中的 Anker 产品	14
图 21: 跨境电商企业线下渠道收入占比横比	14
图 22: 北美电商市场份额 (以销售规模计): 独立站份额较高	15
图 23: 公司独立站收入快速成长	15
图 24: Anker 充电头与苹果同功率充电头	16
图 25: 充电类收入及增速	17
图 26: 充电类毛利率变化	17
图 27: 全球 TWS 耳机出货量及增速	17
图 28: TWS 耳机市占率: 安克位于第二梯队前列	17
图 29: 公司 TWS 耳机与苹果、三星的定价对比: 有一定性价比优势	18
图 30: 无线音频类收入及增速	18
图 31: 无线音频类毛利率变化	18
图 32: 公司扫地机产品售价与石头、irobot、科沃斯对比	19
图 33: 智能创新类收入及增速	19
图 34: 智能创新类毛利率及增速	19
图 35: 公司户外电源新品 C1000	20
图 36: 公司屋顶光伏产品 F3800	20
图 37: 全球便携式储能市场规模及中国市场总产值	21
图 38: 海外便携储能及户用储能的主要品牌	21
图 39: 公司智能安防产品, 包括摄像头组合、智能门锁等	22
图 40: 全球智能家居安防市场规模	22
图 41: 智能安防世界各国市场规模及渗透率	22
图 42: 2023 年以来亚马逊线上商店收入持续回暖	23

图 43: CCFI 运价指数 2023 年回落到 2020 年疫情前水平.....	24
图 44: 美元兑人民币汇率上升, 公司收入及毛利率有望提升.....	24
表 1: 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	11
表 2: 美国亚马逊 10000mAh 充电宝比价——Anker 价格高于 Skullcandy 和境外白牌的产品..	12
表 3: 安克多次入选凯度咨询“中国全球化品牌 50 强榜单”, 品牌具备全球影响力	13
表 4: 海外智能安防市场主要品牌.....	23
表 5: 可比公司估值表 (截至 2023-11-10)	25

1. 安克创新：泛消费电子品牌跨境出海领军者

1.1. 聚焦消费电子品牌跨境，主要销往欧美日等发达国家

安克创新产品聚焦泛消费电子赛道：2011年成立至今，公司积累了 Anker、soundcore、eufy、Nebula 等核心品牌，公司旗下品牌在海外发达国家拥有较强的认可度，拥有溢价能力，销售额行业领先。公司产品主要涵盖充电、智能创新、无线音频品类。

- ① **充电类：主要包括小充（电子产品充电头、充电线、充电宝等）和大充（家用/移动储能）。**公司小充类产品主要为 Anker（安克）品牌的数码充电及周边产品，这是公司传统优势品类。公司大充类产品包括 Anker 便携储能、Anker SOLIX 系列的家用光伏和储能产品等，是公司近期增速较快的产品。2023H1 充电类收入 34.8 亿元，同比+18.3%，收入占比 49%。
- ② **智能创新类：主要包括清洁家店、家用安防等。**公司智能创新类产品：①包括 eufy（悠飞）品牌的智能安防产品，②Eufy 品牌的清洁家电，如扫地机、洗地机等产品，③Nebula（安克星云）的激光智能投影产品，④及其他创新类产品系列。其中家用安防是公司近期发展速度较快、市场竞争力较为突出的品类。2023H1 智创类收入 19.5 亿元，同比+16.7%，收入占比 28%。
- ③ **无线音频类：主要包括无线耳机、无线蓝牙音箱等。**公司的无线音频类产品主要为“soundcore（声阔）”品牌的无线蓝牙耳机、无线蓝牙音箱等系列产品以及“AnkerWork”品牌的无线蓝牙麦克风、会议摄像头等系列产品。2023H1 公司无线音频类增速较快，主要受益于耳机品类的高增。2023H1 无线音频类收入 15.6 亿元，同比+29%，收入占比 22%。

图1：安克创新品牌&产品矩阵

充电类	ANKER	    <p>67W GaN Wall Charger Power Bank 3-in-1 Cube with MagSafe USB-C to USB-C Cable</p>
智能创新类	eufy	   <p>Clean X9 Pro eufyCam S220 Video Smart Lock S330</p>
	NEBULA	    <p>Cosmos Laser 1080P Capsule 3 Laser Mars3 Cosmos</p>
	AnkerWork	    <p>C300 Webcam B600 Video Bar S500 Speakerphone H700 Headset</p>
	AnkerMake	 <p>M5C 3D Printer</p>
无线音频类	soundcore	  <p>Space Q45 Liberty 4</p>

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

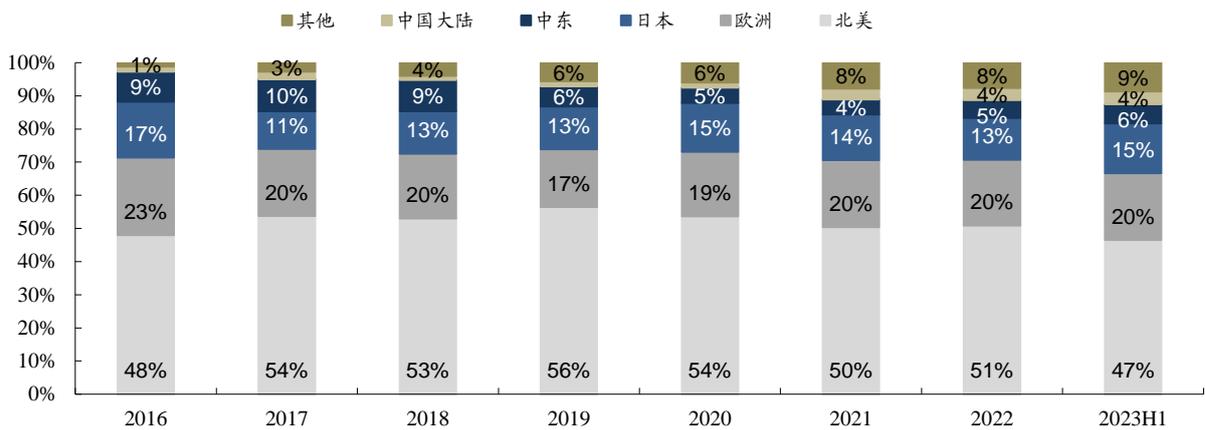
公司产品主要销往北美、欧洲、日本等发达国家。2023H1,公司海外收入占比达96%。

北美是公司积累最深的地区之一，2023H1 北美销售额达 32.9 亿元，同比+13%，占比达 47%。公司在北美亚马逊销售额排名领先，并与 AWS 深度合作成立联合创新实验室；公司在北美进驻了沃尔玛、塔吉特、好市多、百思买等线下 KA 渠道。

欧洲、日本亦为公司的重要地区，2023H1 销售额占比达 20%/ 15%；公司在日本进驻了便利店等线下渠道，在欧洲主要发达国家进驻线下零售体系。受益于需求恢复及汇率变动等因素，2023H1 欧洲/日本地区销售额同比增速为 28%/ 36%。未来随欧洲等地区线下渠道进驻加深，公司经营规模仍有提升空间。

在城市零售体系并不发达的中东地区，公司采取招募本地实力代理商的方式，在核心购物中心开设 Anker 的旗舰店等。2023H1 公司中东地区收入 2.7 亿元，占营业收入 6%，同比+10.1%。

图2: 安克创新各地区销售收入占比

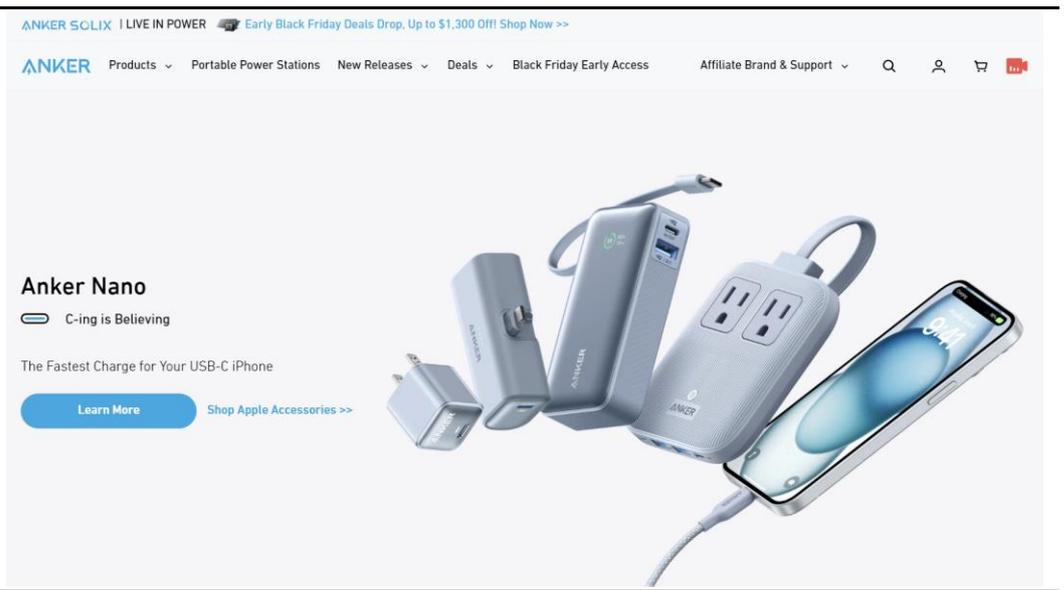


数据来源：公司公告，公司招股书，东吴证券研究所

分渠道看，公司销售渠道以线上亚马逊渠道为主：2023H1 公司线上渠道收入 48.6 亿元，同比+28.3%，线上渠道占总收入达 69%。公司线上渠道又以亚马逊为主，2023H1 公司亚马逊渠道收入 39.5 亿元，同比+22%，占总收入 56%。公司在北美、欧洲、日本等核心国家，亚马逊都是主要渠道之一。

近年来独立站渠道发展较快。公司独立站(官网)渠道 2023H1 实现收入 4.56 亿元，同比+113%，占总收入 6.5%。独立站渠道有利于公司对复杂和高单价产品做深入展示，是品牌展销的重要阵地。独立站与近年增速较快的储能品类实现共振，有望持续高增。

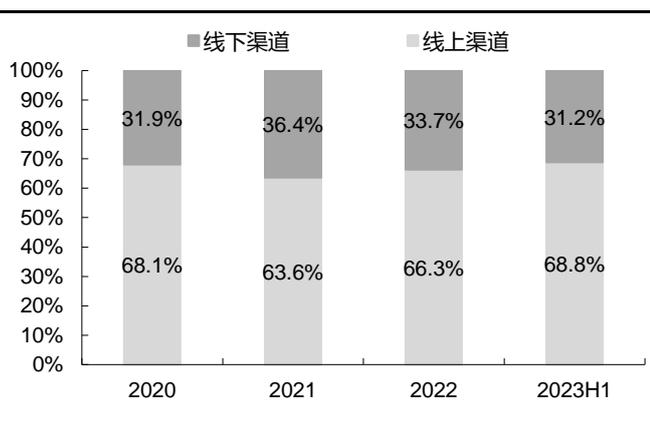
图3: 安克创新北美独立站首页



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

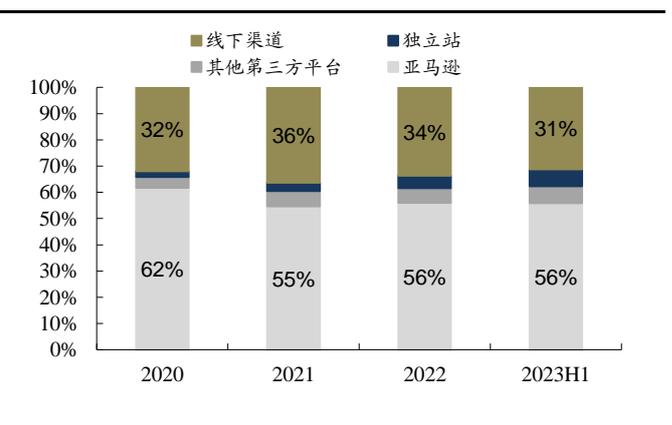
拥有进入线下渠道的能力, 是公司一大核心经营壁垒。进驻发达国家的线下 KA 渠道非常重要, 但是比较困难, 拥有进驻线下渠道能力的跨境消费品公司较为稀缺。截至 2023Q3 公司已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等 KA, 以及日本零售巨头 7-11 便利店集团等主流渠道。公司线下渠道占比在 2021 年前不断提升, 而 2022 年以来由于通胀加息、俄乌战争等宏观因素, 欧美线下消费有所承压, 未来随不利因素好转, 及欧洲等地区线下渠道继续扩张, 公司线下渠道销售额仍有提升空间。2023H1, 公司线下渠道收入为 22 亿元, 同比+5%, 占总收入比重为 31%。

图4: 安克创新线上/线下渠道占比



数据来源: 公司公告, 公司招股书, 东吴证券研究所

图5: 公司各平台收入占比

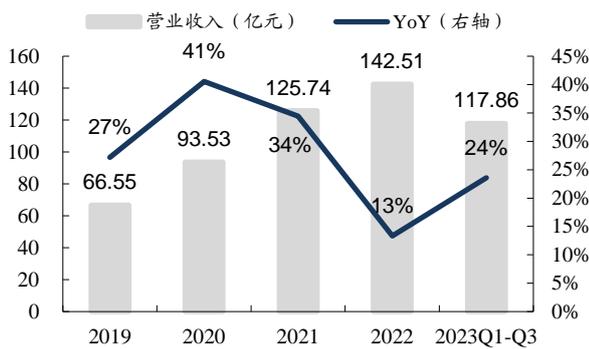


数据来源: 公司招股书, 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 行业景气度高+经营改善下收入高增，受益于运费及汇率利润率提升

公司前三季度收入高增，主要受益于①亚马逊流量回暖，prime day 等大促高增；②公司自身经营改善，安防、储能、无线音频等品类高增。2023Q1-3，公司实现收入 118 亿元，同比+23.6%；归母净利润 12.13 亿元，同比+46.1%；公司股权投资上市后产生了较大的公允价值变动收益，扣除公允价值变动等项目后，2023Q1-3 扣非净利润为 9.23 亿元，同比+72.7%。其中 2023Q3，公司实现收入 47.2 亿元，同比+29.4%；归母净利润 3.93 亿元，同比+54.6%；扣非净利润 3.78 亿元，同比+65.8%。

图6：安克创新 2023Q1-3 营收高增



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：安克创新扣非归母净利润增长弹性较大

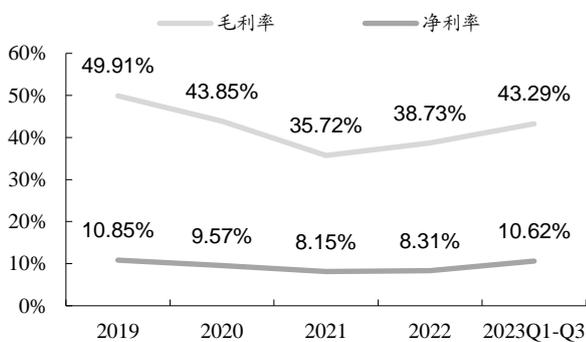


数据来源：wind，东吴证券研究所

毛利率、扣非净利润率显著改善，主要受益于①海运、汇兑等宏观变量的利好，②公司自身产品结构改善。2023Q1-3，公司毛利率/销售净利率为 43.3%/ 10.6%，同比+4.4pct/+1.6pct。总体费用率控制良好，并不断加大研发投入：2023Q1-3 公司销售/管理/研发费用率分别为 21.9%/ 3.1%/ 7.9%，同比+1.4/-0.3/+0.6pct。公司毛利率和销售费用率有所上升，主要由于费用和毛利率都更高的线上渠道增速较快（2023H1 线上/线下渠道收入同比+28%/+5%）。

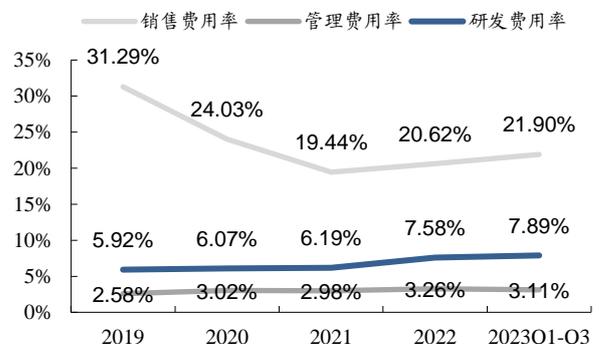
历史上，公司 2019~2021 年毛利率和销售费用率下降，主要受公司线下渠道占比提升所致。公司持续加大研发投入，研发费用率从 2019 年的 5.9% 提升至 2023Q1-3 的 7.9%。

图8：安克创新 2023Q1-3 利润率提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：费用率总体稳健，持续加大研发投入



数据来源：wind，东吴证券研究所

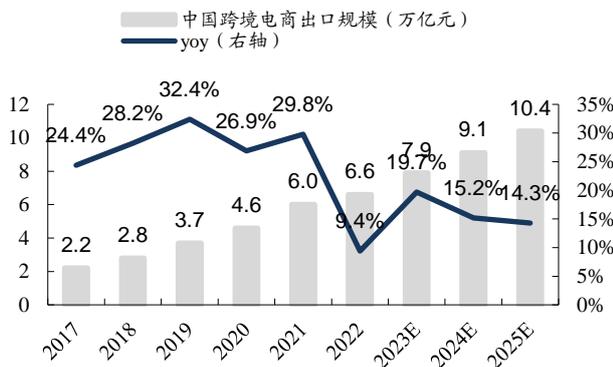
2. 跨境电商：中国消费品出海是大势所趋，品牌资产尤为稀缺

2.1. 跨境电商高增，国内优质供应链优势外溢

跨境电商交易规模持续增长，有望保持 10% 以上增长中枢。跨境电商可分为跨境进口电商和跨境出口电商，其中以出口电商为主，据网经社，2022 年跨境出口电商交易规模占比为 77%。我们认为跨境出口电商发展前景更好，未来优质消费品产能出海将是趋势。据艾瑞咨询，2022 年行业规模达 6.6 万亿元，2017-2022 年我国跨境电商出口规模 CAGR 为 24.5%；2022~2025 年行业 CAGR 有望达 16.4%。

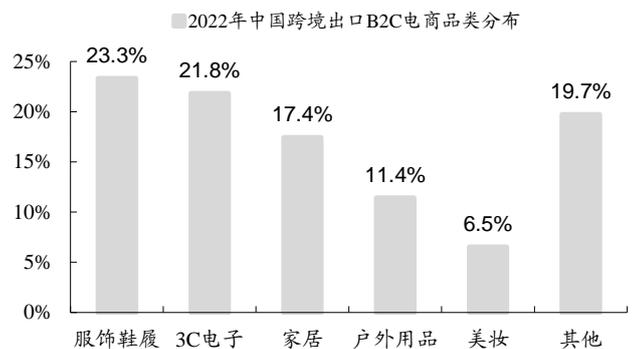
服饰鞋履、消费电子产品为主要品类。据艾瑞咨询，2022 年我国跨境 B2C 出口电商主要品类为服装鞋履、3C 电子、家居、户外用品、美妆等。这些品类都是我国具备一定消费品制造优势的品类，可见供应链实力是行业的重要发展驱动。占比最高的服饰鞋履、电子产品份额达 23%/ 22%。

图10：2017-2025 中国跨境电商出口行业规模及增速



数据来源：海关总署，艾瑞咨询，东吴证券研究所

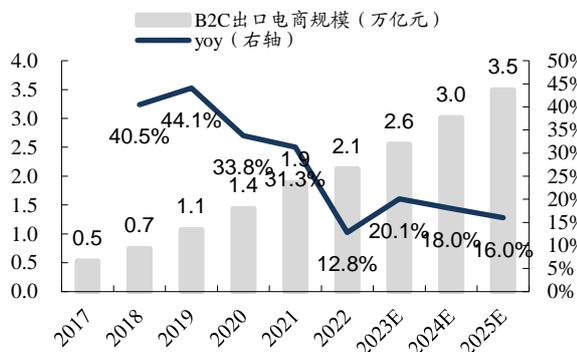
图11：2022 年跨境电商出口额 B2C 品类占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

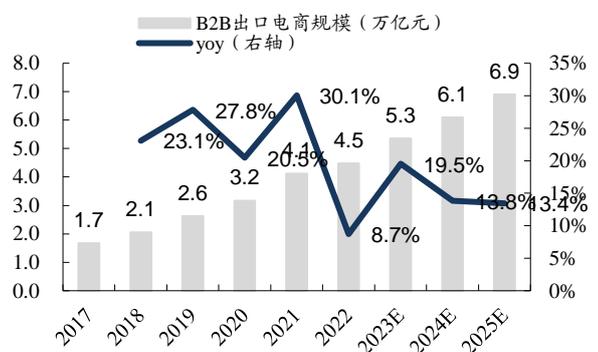
分模式看，跨境出口电商中 B2B 占主导，B2C 增速更快。据艾瑞咨询统计，2022 年我国跨境出口电商中 B2B 模式占比约 68%，B2C 占比约 32%，B2B 占据主导；而近年来 B2C 发展速度更快，B2B/B2C 模式规模在 2017~22 年间 CAGR 分别为 32%/ 22%。

图12：中国跨境出口 B2B 电商行业规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图13：中国跨境出口 B2C 电商行业规模及增速

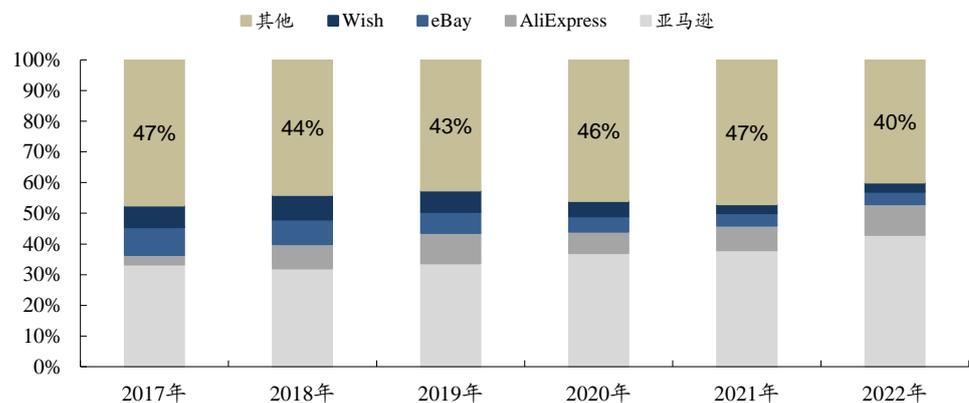


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

B2C 模式增长更快，反映行业趋于高质量发展。B2B 模式主要是通过电商平台的撮合，将产品卖给海外分销商；B2C 模式则直接通过电商平台将产品销售给终端消费者。B2C 模式链路短，渠道加价率可以做到更低，且国内商家可以直接触达消费者，对终端需求的变化反馈更及时。B2B 模式考验商品的货源和性价比，而 B2C 模式更看商家的 DTC 运营能力和打造品牌的能力。**我们认为未来运营、营销能力突出，具备品牌的 B2C 跨境电商公司或有更好发展前景。**

亚马逊仍是跨境电商主要渠道；新兴跨境渠道不断兴起。亚马逊作为海外最大的电商平台，也是 B2C 跨境电商行业的核心渠道。据未来智库，亚马逊 2022 年占比达 43%，近年来亚马逊之外的新兴跨境电商平台份额增长迅速，非亚马逊平台的份额从 2021 年的 62% 下降至 2022 年的 57%。这意味着：①在亚马逊平台上的经营能力对于商家而言尤为重要，②随着新平台的崛起，在亚马逊此前覆盖较为薄弱的东南亚等区域，未来也将产生跨境电商的出海机会。

图14：中国跨境 B2C 电商在各平台的分布份额



数据来源：未来智库，东吴证券研究所

近年来跨境电商的快速成长，主要得益于我国拥有全球领先的消费品供应链能力。我国拥有众多领先的消费品制造业企业，也承接了众多海外品牌的生产制造环节。据工信部数据，2022 年我国全部工业增加值突破 40 万亿元大关，占 GDP 比重达到 33.2%；其中制造业增加值占 GDP 比重为 27.7%，制造业规模连续 13 年居世界首位。我国也是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。

图15: 我国具备大量优质消费品制造业企业



数据来源: 实地拍摄, 东吴证券研究所

图16: 国内头部供应链企业及其代工品牌

代工企业	主要客户
申洲国际	Nike、UNIQLO、Adidas 及 Puma 等
华利集团	Nike、Vans、Deckers、Puma 等
莹特丽	Dior、YSL、香奈儿、雅诗兰黛、MAC 等
科丝美诗	Dior、香奈儿、兰蔻、花西子、完美日记等
立讯精密	苹果、联想等
时代集团控股	Coach、Fossil、Michael Kors、Prada 等

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

2.2. 跨境精品品牌商典范, 公司具备品牌认知和溢价能力

目前 B2C 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1: 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	同时在多个第三方综合性平台上开店销售, 经营多家店铺, 可覆盖高达数十万个 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	品牌+平台
风险	低	中	高
溢价	低	较高	高
代表公司	华凯易佰 吉宏股份 华凯易佰; 吉宏股份等	ANKER 致欧 安克创新; 致欧科技等	SHEIN SheIn 等;

数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

衡量跨境电商行业公司的长期价值，主要看其品牌经营能力。精品品牌模式和泛品模式的核心差异在于是否拥有品牌积累，即是否具备定价和溢价的能力。其一，溢价的能力将能直接给企业带来持续盈利的空间；其二，泛品渠道是同质化的，而品牌能够造就差异，品牌认知是对抗竞对的差异化壁垒。

Anker 产品定价“高而不贵”，兼顾品质+性价比。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。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 27.99 美元，高于星徽精密旗下 Skullcandy 产品的 25.99 美元和境外白牌产品的 22.99 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2: 美国亚马逊 10000mAh 充电宝比价——Anker 价格高于 Skullcandy 和境外白牌的产品

Anker (安克创新旗下)	Skullcandy	Generic
Anker PowerCore Slim 10000 Charger, High-Speed Charging	Skullcandy Stash Fuel 10,000 mAh Fast Charging Power Bank	Power Bank 10000MAH Cell Phone Portable Rush Charger Fast Charging PB-306-SJE-Red
		
US\$ 27.99	US\$ 25.99	US\$ 22.99

数据来源：Amazon.com, 东吴证券研究所，价格截取日期 10 月 20 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 的结果中有一款安克创新旗下产品。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。Anker 主打产品的评论数通常在一万以上，其中最高的达 9.5 万。综合搜索排名和评论数，可见公司产品在销量上较其他跨境品牌商具备优势。

此外，公司主品牌 Anker 也多次入选凯度 BrandZ 中国品牌全球化 50 强榜单 TOP 15，也是榜单前 15 中少数的“10 后”品牌，这表明 Anker 品牌已经具备全球影响力。

图17: 亚马逊 “Power Bank” 搜索结果前三位中出现 Anker 产品, 评论数领先竞品



INIU Portable Charger, Slimmest 10000mAh 5V/3A Power Bank, USB C in&out High-Speed Charging Battery Pack, External Phone Powerbank Compatible with iPhone 15 14 13 12 11 Samsung S22 S21 Goog...

★★★★☆ ~ 33,865

Limited time deal

\$17.99 Typical: \$19.99 **第一位: INIU 品牌, 33865 评论**

✓prime
FREE delivery **Wed, Nov 15** on \$35 of items shipped by Amazon
Or fastest delivery **Tomorrow, Nov 10**

Climate Pledge Friendly
More Buying Choices
\$12.87 (196 used & new offers)



Anker Portable Charger, Power Bank, 10,000 mAh Battery Pack with PowerIQ Charging Technology and USB-C (Input Only) for iPhone 15/15 Plus/15 Pro/15 Pro Max, iPhone 14/13 Series, Samsung Galaxy

★★★★☆ ~ 95,755

\$21.99 **第二位: Anker 品牌, 95755 评论**

Save 30% with coupon

✓prime
FREE delivery **Wed, Nov 15** on \$35 of items shipped by Amazon
Or fastest delivery **Tomorrow, Nov 10**

More Buying Choices
\$12.19 (9 used & new offers)



Miady 2-Pack 10000mAh Dual USB Portable Charger, USB-C Fast Charging Power Bank, Backup Charger for iPhone 15/14/13, Galaxy S23/22, Pixel and etc

★★★★☆ ~ 94,348

\$19.99 **第三位: Miady 品牌, 94348 评论**

✓prime
FREE delivery **Wed, Nov 15** on \$35 of items shipped by Amazon
Or fastest delivery **Tomorrow, Nov 10**

数据来源: Amazon, 东吴证券研究所; 注: 数据抓取于 2023 年 11 月 10 日

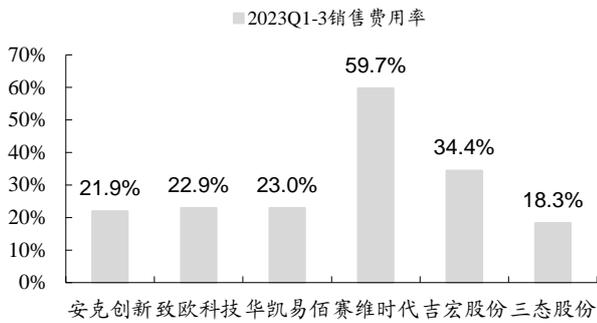
表3: 安克多次入选凯度咨询 “中国全球化品牌 50 强榜单”, 品牌具备全球影响力

2022	品牌	得分	类别	2021	品牌	得分	内容	2020	品牌	得分	内容
1	字节跳动	2484	内容 APP	1	阿里巴巴	2064	电子商务	1	华为	1938	消费电子
2	阿里巴巴	2258	电子商务	2	字节跳动	2049	内容 APP	2	联想	1881	消费电子
3	联想	1898	消费电子	3	华为	1993	消费电子	3	阿里巴巴	1666	电子商务
4	小米	1859	消费电子	4	小米	1831	消费电子	4	字节跳动	1368	内容 APP
5	华为	1674	消费电子	5	联想	1828	消费电子	5	小米	1098	消费电子
6	OPPO	1349	消费电子	6	OPPO	1299	消费电子	6	海尔	835	家电
7	海信	1241	家电	7	海信	1134	家电	7	海信	821	家电
8	一加	1124	消费电子	8	海尔	1032	家电	8	一加	771	消费电子
9	海尔	1098	家电	9	一加	1017	消费电子	9	中国国航	713	航空
10	SHEIN	1070	线上时尚	10	VIVO	965	消费电子	10	青岛啤酒	674	酒类
11	VIVO	975	消费电子	11	SHEIN	901	线上时尚	11	Anker	546	消费电子
12	Anker	912	消费电子	12	腾讯	804	移动游戏	12	OPPO	518	消费电子
13	腾讯	847	移动游戏	13	Anker	793	消费电子	13	SHEIN	490	线上时尚
14	青岛啤酒	740	酒类	14	青岛啤酒	740	酒类	14	大疆创新	460	智能设备
15	中国国航	725	航空	15	中国国航	701	航空	15	中国银行	460	银行

数据来源: 凯度咨询, 东吴证券研究所

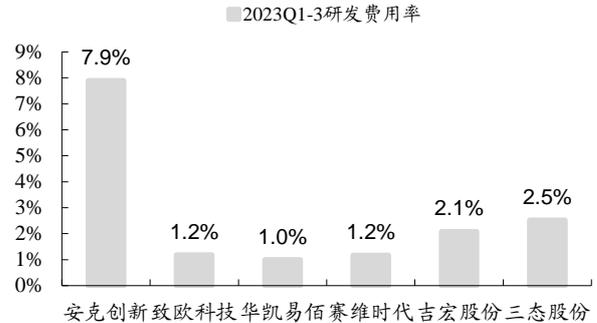
Anker 品牌的产品认知和溢价，来源于：①通过较强的自主研发能力率先推出新款产品，抢占高端市场树立品牌形象；②重视产品设计和用户感官体验，并拥有统一的设计语言，产品外观具有辨识度；③通过高效的推广运营进一步提升品牌知名度和形象。近年来公司持续提升研发投入以维持产品力和品牌壁垒，我们看好公司持续通过品牌变现创造超额利润。

图18: 拥有自有品牌及线下渠道, 公司销售费用率较低



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图19: 公司持续进行研发投入, 研发费用率高于同行



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3. 线下渠道布局领先, 独立站渠道快速发展

公司拥有行业内稀缺的进入发达国家线下 KA 渠道的能力。线下渠道有一定的进入壁垒, 需要与 KA 方积累长期关系才能打入, 国内跨境赛道能够进入海外 KA 渠道的上市公司十分稀缺。KA 渠道是一个稳定性较高的渠道, 能提供稳定且持续的出货。KA 渠道的布局能力可谓是公司的一大核心能力。

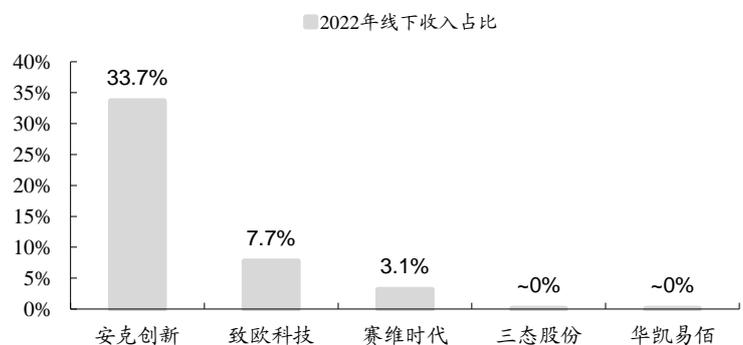
横向对比来看, 公司线下渠道收入占比远高于其它跨境电商公司。2022 年公司线下渠道收入占比达 34%, 其余跨境电商头部企业均在 10% 以内。这表明公司具备业内较稀缺的线下 KA 渠道进驻能力, 且线下渠道给公司贡献了可观的销量。未来公司可通过进一步扩展欧洲等地的线下渠道实现进一步增长。

图20: 美国沃尔玛中的 Anker 产品



数据来源: Anker Community 网络图片, 东吴证券研究所

图21: 跨境电商企业线下渠道收入占比横比

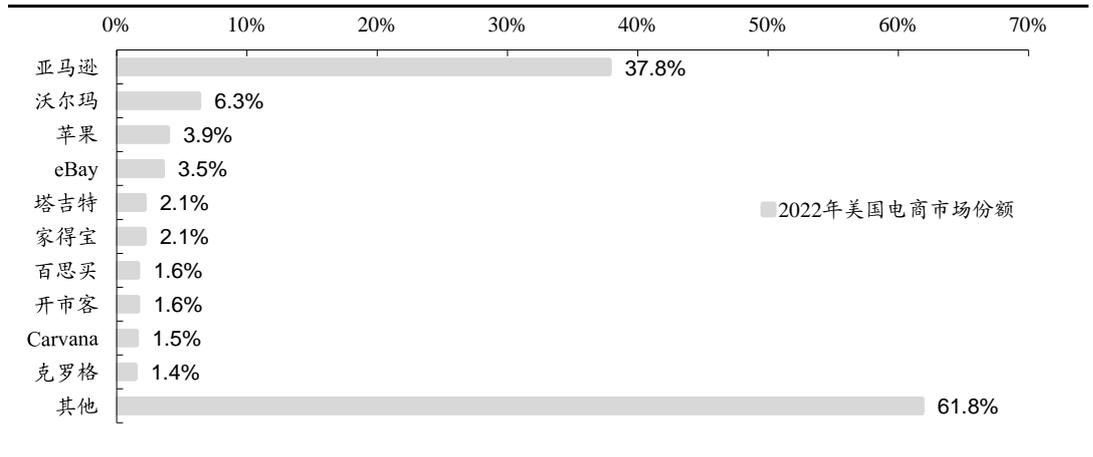


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 三态股份、华凯易佰跨境电商收入主要来自第三方平台, 未单独披露线下渠道占比。

海外电商看重官网独立站渠道。海外电商行业格局是“一超多强”，从北美电商市场份额上看，亚马逊后主要为中型平台和各品牌的官网。根据 Emarketer 数据，2022 年美国电商市场中，以销售规模计，亚马逊占比为 37.8%，其余企业占比均不足 10%，CR10 份额为 38%。CR10 之外的企业主要为品牌官网及中小平台。可见独立站（官网）在海外是一个颇为重要的线上渠道。

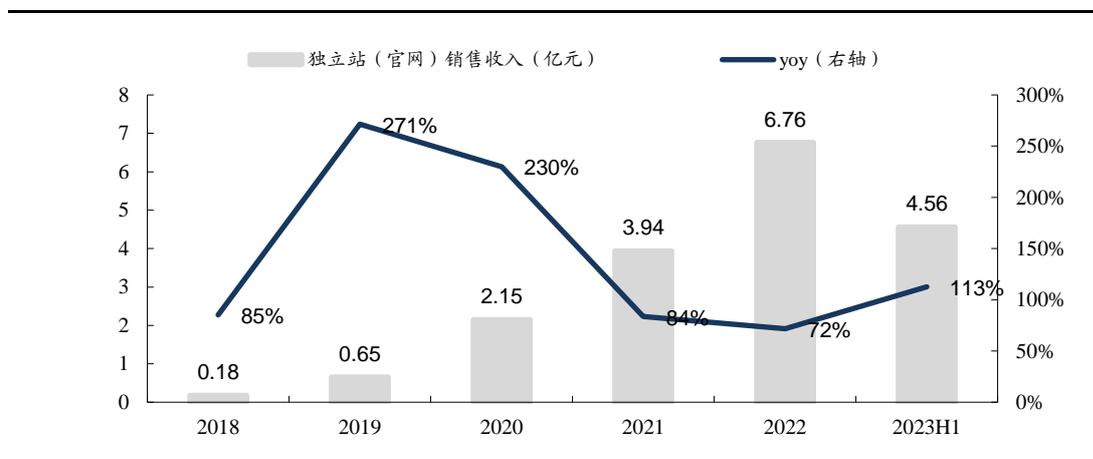
图22: 北美电商市场份额（以销售规模计）：独立站份额较高



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

近年来公司独立站增速较快，有望促进储能等复杂品类增长。公司独立站（官网）渠道 2023H1 实现收入 4.56 亿元，同比+113%，占总收入 6.5%。2018 年以来，公司独立站渠道销售额增速保持在 70%以上，反映公司独立站建设逐渐完善，以及公司逐渐储备了稳定的粉丝群体。独立站渠道有利于公司对复杂和高单价产品做深入展示，是品牌展销的重要阵地。未来独立站与复杂度及客单价都较高的储能品类实现共振成长。

图23: 公司独立站收入快速成长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

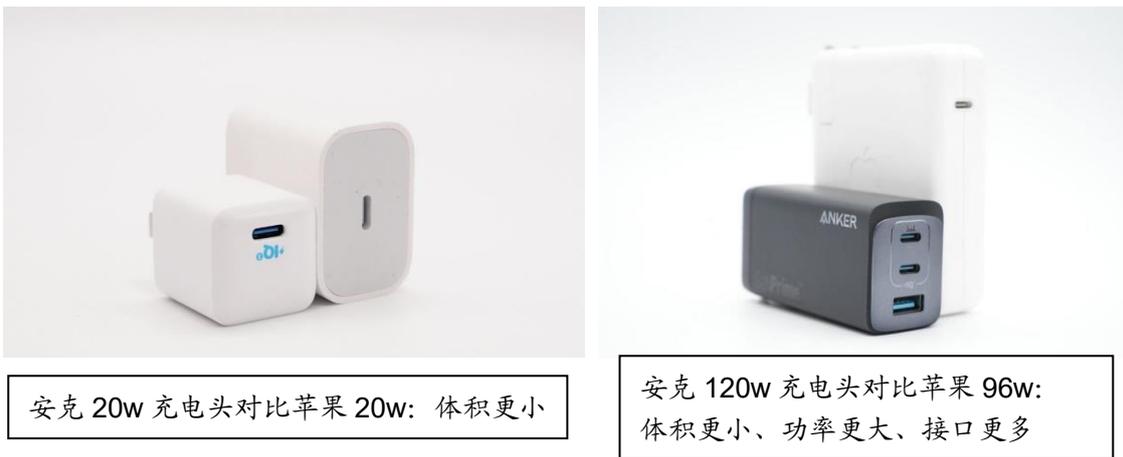
3. 公司产品拆分：成熟品类表现稳健，新兴品类接力成长

3.1. 充电、耳机、扫地机等成熟品类持续贡献利润

3.1.1. 充电类：卡位中高端“甜区”。

行业方面：中高端充电产品的渗透率及市场集中度有望提升。充电类赛道规模大但集中度低，据 Grand view research 统计，2022 全球移动电源市场规模达 134.8 亿美元（合 907 亿元人民币），以此数据估算公司移动电源全球市占率不足 3%。未来充电类市场的高端化渗透率和集中度有望提升，近年来手机厂商取消附送充电头，并逐步统一充口为 usb-c，统一充电协议为 PD/PPS（兼容笔电）。消费者选购第三方充电头，可做到同功率更小的体积、或同样体积更多接口更大功率，获得更好体验，因此高端高性能充电头市场规模有望提升。

图24: Anker 充电头与苹果同功率充电头

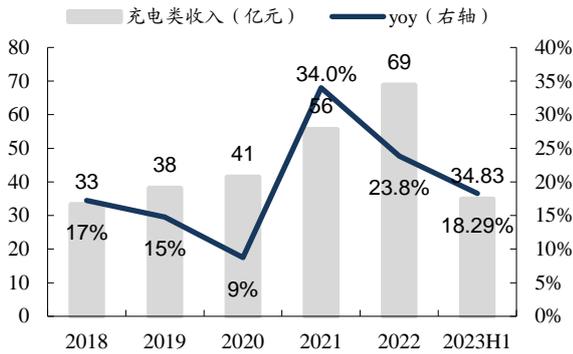


数据来源：充电头网，东吴证券研究所

产品方面：公司主打小型、大功率、多接口充电头产品，并创新推出“多合一”产品。公司领先行业使用新技术，以减小充电头的体积和发热，据充电头网，公司于行业内率先推出 GaN 技术充电头，得以实现更小体积、更低发热、更大功率；在 120W 新品上率先使用 HFB 架构以减小体积。公司数据线产品捕捉消费者痛点，推出了更耐攻的编织款“拉车”数据线，以及更柔软的软硅胶数据线。充电宝类创新推出“多合一”产品，将充电宝和充电头合二为一，方便用户使用、防止忘带或忘记给充电宝充电。

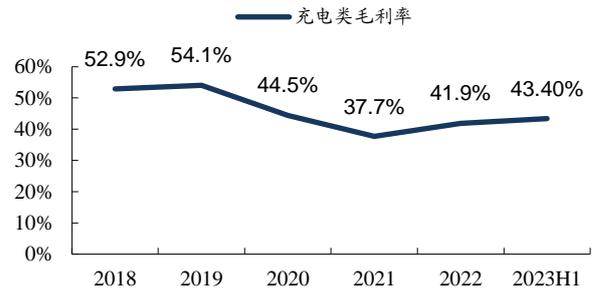
成长方面：未来有望随公司扩地区、扩渠道增长。充电类是公司深耕多年的品类，品牌积淀深厚。当公司扩展新渠道/新国家时，通常会使用产品力和品牌力较强的充电类“打头阵”。未来随公司渠道网络的扩大，充电类产品还将有一定的增长空间。

图25: 充电类收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 充电类毛利率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 无线音频类: 注重性价比, 疫情后重获成长。

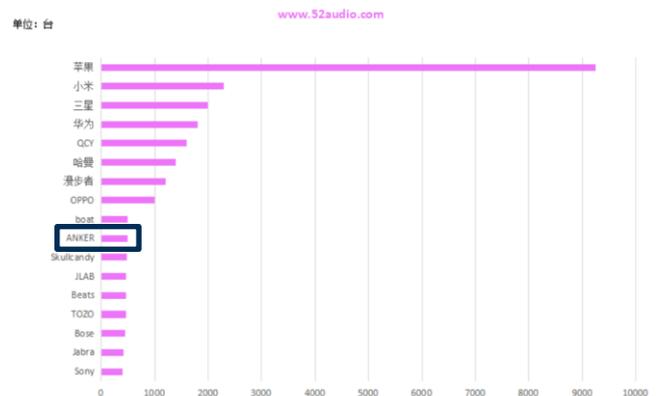
行业方面: TWS 耳机规模大增速快, 公司行业地位在新兴品牌中靠前但低于传统大厂。公司音频产品主要包括无线耳机(包括头戴和 TWS)和蓝牙音箱等, 其中又以无线耳机为主。近年来行业主要增长点在于 TWS。据我爱音频网统计, 2021 年全球 TWS 耳机出货量为 3.1 亿台, 同比+24.8%。其中 Anker 位于传统音频大品牌 and 主要手机厂商品牌之后, 位于行业第二梯队。总体上, 公司行业地位弱于传统大牌和手机厂商, 但在新兴品牌中排名靠前。

图27: 全球 TWS 耳机出货量及增速



数据来源: 我爱音频网, 东吴证券研究所

图28: TWS 耳机市占率: 安克位于第二梯队前列



数据来源: 我爱音频网, 东吴证券研究所

产品&成长方面: 定位中高端, 善于捕捉用户需求, 2023H1 成长提速。定价方面, 公司卡位中端, 产品定价比手机大牌的产品显著更低, 如安克旗舰款 liberty 4 pro 定价为 99 美元, 低于苹果 AirPods pro 的 199 美元和三星 Galaxy buds 2 pro 的 180 美元。公

司耳机品类善于把控用户需求，比如部分亚洲用户喜欢带柄的 TWS 耳机，以及欧美用户喜欢头戴无线耳机等，在海外疫情恢复、出行需求增加之后，公司 2023H1 无线音频类目得以实现较快成长。

图29：公司 TWS 耳机与苹果、三星的定价对比：有一定性价比优势

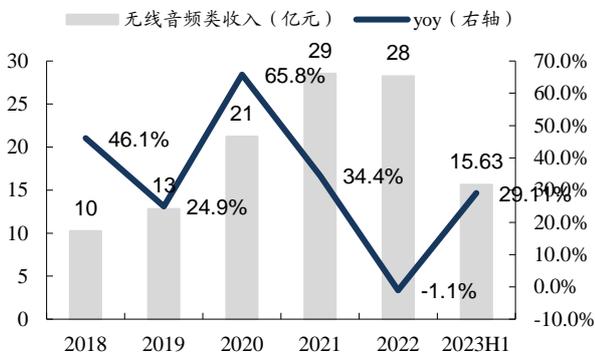
安克 soundcore liberty 4NC: 99 美元;

苹果 AirPods pro 2: 199 美元;

三星 buds 2 pro: 180 美元

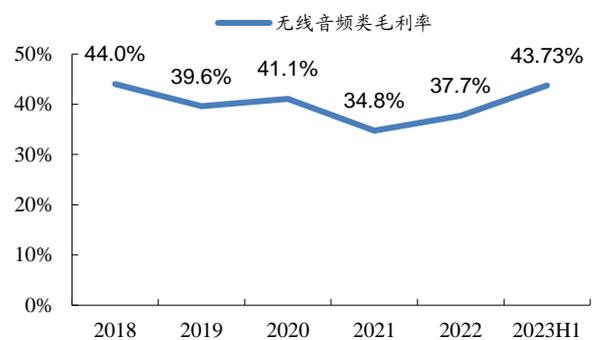
数据来源：Amazon，东吴证券研究所

图30：无线音频类收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：无线音频类毛利率变化

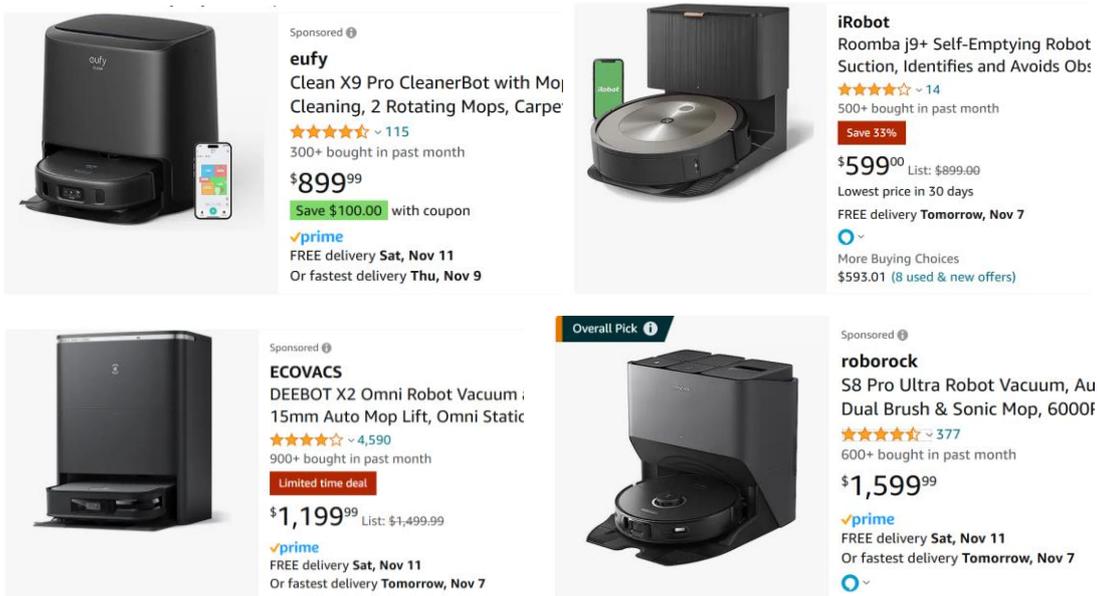


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.3. 智能创新-清洁家电类：聚焦细分市场，产品力&竞争格局改善，毛利率修复

公司 2023 年扫地机产品有较大进步，推出 X9 PRO 旗舰级产品。公司此前产品以惯性导航为主，2023 年初旗舰新品 X9 PRO 推出，主打宠物毛发吸附细分市场。从价格带上看，公司产品定位中高端，价格仅略低于行业龙头 irobot、石头、科沃斯等品牌的产品。由于定位细分市场，公司扫地机产品的销售额或低于行业龙头品牌水平。

图32：公司扫地机产品售价与石头、irobot、科沃斯对比

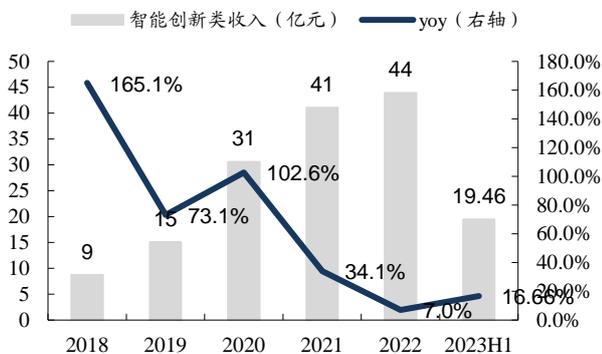


安克 EUFY X9 PRO: 899 美元; irobot J9+: 599 美元; 石头 S8 pro: 1599 美元; 科沃斯 X2: 1199 美元

数据来源：Amazon，东吴证券研究所

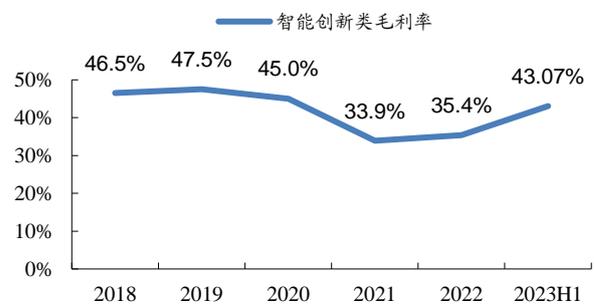
行业格局改善，扫地机利润率有所恢复，助智能创新类毛利率恢复：2022 年由于科沃斯、石头等国产品牌加大在北美市场投放和销售力度，以及 irobot 有所降价等原因，北美区域扫地机竞争激烈程度上升，公司毛利率亦受到影响。2023H1 受益于公司新产品推出以及行业竞争好转，公司毛利率恢复至 43.1%，同比+7.90pct。

图33：智能创新类收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：智能创新类毛利率及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 储能、安防等新兴品类接力成长

公司近年发展较好的新品类包括储能、安防等。这些品类的收入增速高于公司整体增速，随着这些新兴品类不断成长、在公司收入占比中的比重不断提升，其有望为公司打造充电、耳机类目之后的第二成长曲线。

3.2.1. 储能：拥有渠道+品牌运营优势，市场前景广阔

产品方面，公司储能产品分为移动储能及户储两个条线，其中目前以移动储能为主。公司储能产品线包括户外移动储能电源，以及互用光储系统。在亚马逊平台上主要销售的产品包括 2048WH 的 F2000、1229WH 容量的 F1200、1056WH 容量的 C1200、512WH 容量的 Power House 535 等。2023 年公司推出 C1000 户外电源主打高回充速度，并展出屋顶光伏新品 F3800。

图35：公司户外电源新品 C1000



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

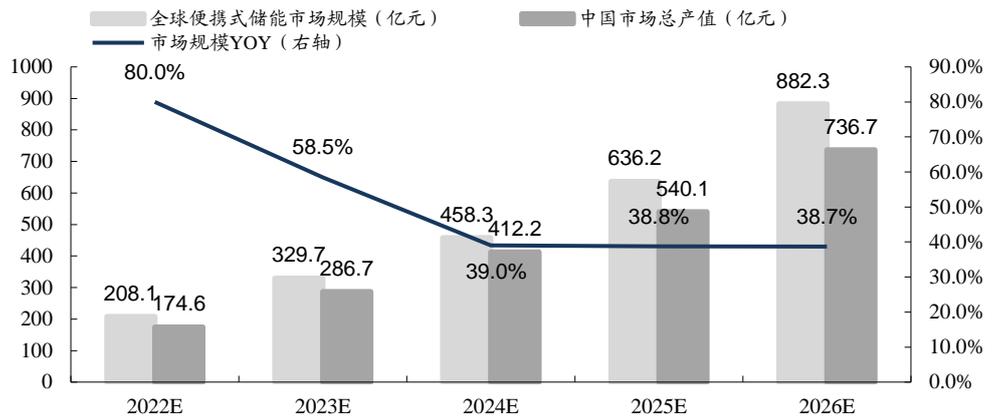
图36：公司屋顶光伏产品 F3800



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

全球便携及户用储能市场高速增长，未来增长空间广阔；中国是主要产地，跨境经营是行业核心壁垒。便携式储能可以作为停电时的应急电源，在能源危机期间得到普及；也可以作为户外出游、露营野餐时的电源使用。根据中国化学与物理电源行业协会，2022 年全球便携式储能市场规模预计达 208 亿元，2022~2026 年有望保持 38% 以上的年增速，行业规模增长较快。行业产品的主要产地是中国，2022 年预计 84% 的产值来自中国，而需求以海外为主，故跨境经营和海外品牌打造的能力将是重要的核心竞争力。

图37: 全球便携式储能市场规模及中国市场总产值



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

美国亚马逊上, 便携储能的主要品牌包括公司旗下 Anker SOLIX, 华宝新能旗下的 Jackery、Geneverse, 正浩创新旗下 Ecoflow、德兰明海旗下的 BLUETTI 等。而在户储领域, 欧美市场份额较大的品牌包括特斯拉、派能、比亚迪等。

图38: 海外便携储能及户用储能的主要品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司储能业务核心优势包括: ①在海外发达国家具备成熟的品牌经营能力; ②具备线上线下渠道优势; ③移动储能领域行业第一梯队的产品力。品牌力方面, 公司消费电子的充电类、耳机类等品类上已经证明其抓住用户需求、打造品牌的能力, 在便携乃至户储领域未来也有望打造品牌优势。渠道方面, 公司储能类产品在美国亚马逊、独立站等现有渠道销售, 复用消费电子领域积累下来的渠道优势。产品方面, 公司旗舰产品在容量、充放电功率、串并联等指标上处于行业第一梯队; 研发端抓住用户痛点的微创新能力强, 将便携储能产品与照明结合, 也推出户外便携投影等配套产品, 满足客户多场景需求。

3.2.2. 智能安防：位于行业第一梯队，主打本地存储+多平台协同

公司是行业内较早布局智能安防赛道的品牌，如今智能安防产品已成为公司智能创新品类的主要收入来源和重要增长点。

拥有 EUFY 品牌，主要产品包括智能监控摄像头、智能门铃门锁等。针对海外市场，公司产品的特点在于：①本地存储，海外用户对于隐私较为看重，不希望监控被上传云端。②能够接入海外各大家居平台，即 Alexa、Google Assist、HomeKit。

公司安防类产品的产品优势在于：①拥有本地 AI 分析能力，可以识别监控视频内容，并进行人脸分析和危险识别等，经过多年深耕形成一定的算法和识别壁垒；②公司将太阳能电池板与监控摄像头结合，能延长产品的充电周期，甚至无需充电；③产品线完善满足多种需求，通过出色的产品创新能力，研发出多摄监控、三合一门锁等产品，监控能力及用户体验领先。

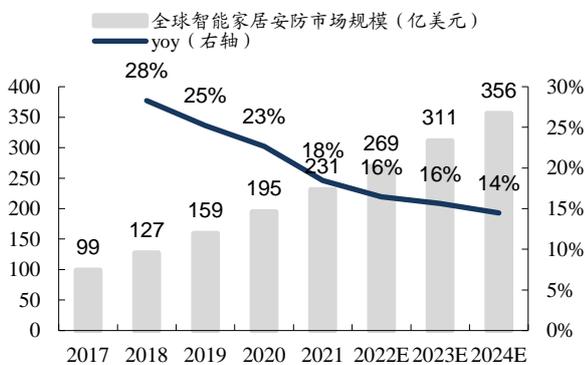
图39：公司智能安防产品，包括摄像头组合、智能门锁等



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

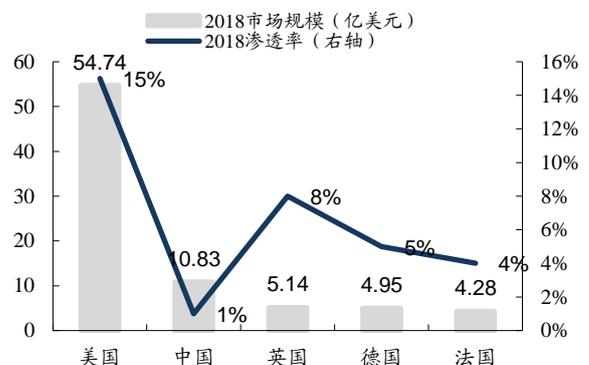
智能安防市场快速成长，渗透率仍有提升空间。据 Shoplazza 及 Statista 数据，2023 年全球智能安防市场规模有望达 311 亿美元，2017~2024 年 CAGR 达 19.6%。全球最大的市场是北美市场，2018 年渗透率为 15%，其余英国、德国、法国等国家渗透率不足 10%，中国渗透率为 1%。

图40：全球智能家居安防市场规模



数据来源：Shoplazza, Statista, 东吴证券研究所

图41：智能安防世界各国市场规模及渗透率



数据来源：Shoplazza, Statista, 东吴证券研究所

北美智能安防市场主要的一线品牌为公司旗下的 Eufy，以及 Ring、Arlo、Wyze 等海外品牌。除公司旗下 EUFY 品牌外，其余均为海外品牌。此领域的国内跨境品牌不多，国内仅有 Eufy、Reolink 品牌在海外有一定的规模。国内拥有较为完整的智能安防供应链产业体系，但行业第一梯队里国产品牌并不多。可见未来行业竞争的重点除产品力外，也看重海外品牌&营销&渠道建设的能力。

表4: 海外智能安防市场主要品牌

品牌	Eufy	Ring	Arlo	Wyze	Reolink
logo					
母公司	安克创新	亚马逊	-	-	-
创立时间	2011	2013	2014	2017	2009
总部地点	中国	美国	美国	美国	中国

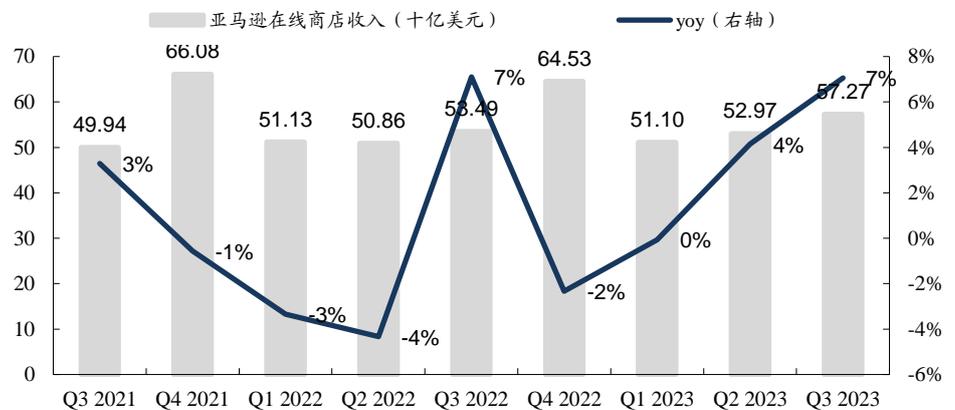
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

看好公司未来安防产品持续扩大份额。我们认为公司安防业务在海外的优势主要在于：①我国本土的制造能力和供应链优势，②公司亚马逊等渠道运营能力领先，③产品力及品牌口碑领先，④公司拥有洞察市场需求、不断改进产品的能力。

4. 海外电商景气度较高，汇率&海运价格改善助利润率提升

随着海外消费能力恢复&线上消费渗透率提升，2023 年海外电商景气度较高。2023 年，由于①海外消费者在疫情期间逐步形成线上消费习惯，②疫情及俄乌战争后欧美国国家消费能力恢复，③消费者在线上渠道追求性价比更高的产品，海外电商景气度较高。亚马逊的线上商店直营收入同比增速也在逐季加速。

图42: 2023 年以来亚马逊线上商店收入持续回暖



数据来源：公司公告，彭博，东吴证券研究所，注：2022Q3 增速异常高是基数变化所致，2021 年的 Primeday 大促在 Q2，而 2022~23 年均均在 Q3。

汇兑及运费优化，公司利润率提升。

运费方面，公司营业成本中大约 20%为运输成本（2021 年为 20.75%），运输成本占营收比例约为 12%，包括国内外仓促、及多段物流配送的成本。随海运运费周期性回落，公司运输成本有望减少。根据 CCFI，2022 年下半年以来 CCFI 美西航线运价指数不断下跌，2023 年以来已经回落到疫情前正常水平。2023Q3，美西航线运价指数均值为 732.74，相比 2022Q3 的 2330.88 同比下降 69%。

图43: CCFI 运价指数 2023 年回落到 2020 年疫情前水平



数据来源: ifind, ccfi, 东吴证券研究所

汇率方面，公司产品主要在国内生产，并在国外销售，即成本、后台费用以本币开支为主，而收入端以外币收入为主。当外币汇率上涨时收入及毛利率会有所提升，且产生一定的汇兑收益。

图44: 美元兑人民币汇率上升，公司收入及毛利率有望提升



数据来源: IFIND, 东吴证券研究所

5. 投资建议及盈利预测

公司是消费电子行业出海领军者，拥有强大的研发实力与品牌口碑，2023H1 有 96% 以上收入来自境外。我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 16.1/ 16.6/ 19.1 亿元（注：2023E 利润包含 2.5 亿公允价值变动收益），同比+41%/ +3%/ +15%，11 月 10 日收盘价对应 P/E 为 23/ 22/ 19 倍。

公司跨境电商行业可比公司为致欧科技、华凯易佰、吉宏股份、三态股份、赛维时代等。公司是行业内品牌力较为出众的公司，经营模式与泛品类企业有较大差异。安克创新拥有更高的产品溢价、更大的利润空间，盈利稳定性和持续性强，在二级市场跨境电商赛道具备稀缺性，故应享有一定的估值溢价。我们按 2024 年 30x PE 估值，给予 500 亿元目标市值，较 11 月 10 日收盘价有 35% 上涨空间，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表（截至 2023-11-10）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
301376.SZ	致欧科技	92	22.66	2.50	3.97	4.94	37	23	19	未评级
300592.SZ	华凯易佰	70	24.70	2.16	3.95	5.45	32	18	13	买入
002803.SZ	吉宏股份	90	22.80	1.84	4.42	5.37	49	20	17	买入
301381.SZ	赛维时代	136	32.88	1.85	3.73	5.08	73	36	27	未评级
301558.SZ	三态股份	112	13.72	1.41	-	-	80	-	-	未评级
可比公司平均估值							54	24	19	
300866.SZ	安克创新	366	90.10	11.43	16.13	16.59	32	23	22	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所，注：未评级标的采用 wind 一致预测，已评级标的采用东吴预期

6. 风险提示

行业竞争加剧：消费电子赛道变化较快，新公司、新产品可能会对现存行业格局带来较大变化。若竞争加剧，公司可能收入增速受影响，且毛利率受折扣力度影响。

汇率及运价波动：汇率影响公司收入及利润率，运价影响公司利润率。若运价上升或人民币升值，公司利润或受不利影响，反之利润则有可能超预期。

新产品推出不及预期：若不及预期则可能影响公司在行业中的竞争力，而每个产品线都有其生命周期，若新品推出节奏慢，则公司收入增长可能不及预期。

三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,009	8,918	11,017	13,236	营业总收入	14,251	17,581	20,808	23,721
货币资金及交易性金融资产	2,666	4,236	5,862	7,678	营业成本(含金融类)	8,731	10,069	11,849	13,484
经营性应收款项	1,292	1,641	1,827	2,129	税金及附加	7	8	10	11
存货	1,480	1,463	1,738	1,834	销售费用	2,938	3,868	4,640	5,313
合同资产	0	0	0	0	管理费用	465	554	655	747
其他流动资产	1,572	1,578	1,590	1,595	研发费用	1,080	1,459	1,727	1,969
非流动资产	3,123	3,161	3,193	3,218	财务费用	67	94	97	91
长期股权投资	366	416	466	516	加:其他收益	43	53	63	72
固定资产及使用权资产	206	193	174	148	投资净收益	118	105	125	142
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	279	253	0	0
无形资产	20	26	31	37	减值损失	(128)	(134)	(154)	(169)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	35	35	35	35	营业利润	1,275	1,807	1,864	2,150
其他非流动资产	2,496	2,492	2,487	2,482	营业外净收支	(7)	0	0	0
资产总计	10,132	12,079	14,210	16,454	利润总额	1,268	1,807	1,864	2,150
流动负债	2,144	2,411	2,814	3,069	减:所得税	83	126	136	161
短期借款及一年内到期的非流动负债	321	321	321	321	净利润	1,185	1,680	1,728	1,989
经营性应付款项	785	904	1,117	1,198	减:少数股东损益	42	67	69	80
合同负债	94	108	127	145	归属母公司净利润	1,143	1,613	1,659	1,909
其他流动负债	944	1,078	1,249	1,406	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.81	3.97	4.08	4.70
非流动负债	1,044	1,044	1,044	1,044	EBIT	1,183	1,676	1,990	2,268
长期借款	611	611	611	611	EBITDA	1,295	1,785	2,106	2,390
应付债券	3	3	3	3	毛利率(%)	38.73	42.73	43.06	43.15
租赁负债	48	48	48	48	归母净利率(%)	8.02	9.17	7.97	8.05
其他非流动负债	382	382	382	382	收入增长率(%)	13.33	23.37	18.36	14.00
负债合计	3,188	3,455	3,858	4,113	归母净利润增长率(%)	16.43	41.12	2.84	15.10
归属母公司股东权益	6,843	8,456	10,115	12,024					
少数股东权益	101	169	238	317					
所有者权益合计	6,944	8,624	10,352	12,341					
负债和股东权益	10,132	12,079	14,210	16,454					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,424	1,365	1,656	1,827	每股净资产(元)	16.84	20.81	24.89	29.58
投资活动现金流	(1,892)	(42)	(22)	(5)	最新发行在外股份(百万股)	406	406	406	406
筹资活动现金流	197	(6)	(6)	(6)	ROIC(%)	15.38	17.78	17.62	17.02
现金净增加额	(219)	1,317	1,627	1,816	ROE-摊薄(%)	16.70	19.08	16.40	15.88
折旧和摊销	113	109	115	122	资产负债率(%)	31.46	28.60	27.15	25.00
资本开支	(1,144)	(97)	(97)	(97)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.04	22.70	22.08	19.18
营运资本变动	391	(206)	(224)	(317)	P/B (现价)	5.35	4.33	3.62	3.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>