

安克创新（300866.SZ）

跨境电商出海龙头，积极布局多品类及跨市场发展

买入

核心观点

公司主营跨境出口电商业务，以消费电子品类及亚马逊渠道为主。公司拥有由 Anker、soundcore 等六大品牌组成的全球化品牌矩阵，销售渠道遍布欧美、日本、中东、中国等全球市场。2022 年数据看，公司充电类收入占比 48.25%，无线音频类占比 19.8%，智能创新类占比 30.82%；北美市场收入占比 50.9%，欧洲/日本市场分别占比 20.22%/13.77%。2023 年前三季度公司营收及归母净利润分别增长 24%/46%，受益于海外线上需求旺盛，运费下降以及公司自身的运营优化，整体业绩表现亮眼。

跨境电商行业快速发展，消费电子品类需求景气度高。前三季度中国跨境电商出口同比增长 17.7%，整体景气度高。中长期看，海外电商仍有较大渗透率提升空间，且物流、支付等供应链环节有望进一步优化。其中消费电子品类需求景气度高，在 2022 年跨境出口 B2C 品类结构中占比 21.8%，未来在供给端产品创新升级，以及消费者追求智能生活趋势下，仍有较大的增长空间。同时，在品牌化大趋势及跨境电商监管趋严下，行业集中度有望逐步提升，龙头企业竞争优势进一步凸显。

专注高附加值研发环节，多品类+渠道扩张推动持续增长。公司专注于高附加值的产品设计和研发环节，已成为领先的中国跨境电商品牌，尤其在充电品类领域，Anker 主品牌销售常年位居亚马逊前列。品牌效益凸显下公司净利率水平领先同行，2023 年前三季度达 10.62%。目前，公司在品类研发创新及渠道扩张方面逐步形成了可复用能力，未来充电品类进一步创新升级满足消费需求的同时，智能创新、无线音频领域品牌力有望逐步增强从而打开新的成长曲线。此外渠道端，公司在较强的市场拓展能力下，有望继续分享其他新兴市场电商渗透率提升的红利。

盈利预测与估值：公司作为跨境电商出口龙头企业，当前有望受益海外线上消费需求持续增长以及前期行业出清后的竞争格局优化。同时正通过自身不断推进产品创新升级为消费者不同场景的多设备使用提供高效灵活的产品解决方案，而多品类以及扩市场经营将为公司未来持续贡献营收增量。同时考虑公司产品迭代升级以及品牌力提升，以及短期运费及汇率因素，有望实现进一步释放业绩弹性。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 16.91/19.85/23.81 亿元，分别同比增长 47.94%/17.37%/19.97%。综合绝对及相对估值，给予公司目标价 103.58-112.47 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；对亚马逊渠道依赖的风险；全球贸易摩擦加大的风险；汇率大幅波动的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,574.20	14,250.52	17,781.36	21,240.88	24,184.38
(+/-%)	34.45%	13.33%	24.78%	19.46%	13.86%
净利润(百万元)	981.73	1,143.00	1,690.97	1,984.63	2,381.03
(+/-%)	14.70%	16.43%	47.94%	17.37%	19.97%
每股收益(元)	2.42	2.81	4.16	4.89	5.86
EBIT Margin	13.27%	14.81%	9.33%	10.35%	10.83%
净资产收益率(ROE)	16.23%	16.70%	20.63%	20.29%	20.37%
市盈率(PE)	35.75	30.71	20.73	17.67	14.73
EV/EBITDA	22.18	17.89	22.77	17.21	14.49
市净率(PB)	5.80	5.13	4.28	3.58	3.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

商贸零售·互联网电商

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

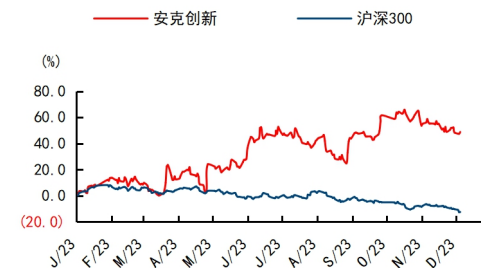
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	103.58 - 112.47 元
收盘价	86.36 元
总市值/流通市值	35099/19258 百万元
52 周最高价/最低价	102.00/57.35 元
近 3 个月日均成交额	167.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《安克创新（300866.SZ）-第三季度扣非净利润增长 66%，持续推进产品创新迭代》——2023-10-30
- 《安克创新（300866.SZ）-上半年扣非归母净利润增长 78%，继续深化产品升级创新》——2023-08-30
- 《安克创新（300866.SZ）-一季度利润实现 54% 的增长，提效降本促进盈利能力改善》——2023-04-28
- 《安克创新（300866.SZ）-2022 年业绩稳健，优势充电品类持续增长》——2023-04-20
- 《安克创新（300866.SZ）-三季度业绩增长稳健，产品持续创新升级》——2022-10-27

内容目录

公司概况.....	5
公司历史沿革及经营概况.....	5
股权结构及管理层.....	7
跨境电商行业快速成长，消费电子品类需求景气度高.....	8
跨境电商快速发展，行业迎来发展机遇.....	8
消费电子品类海外需求景气度高.....	10
跨境电商品牌化及监管趋严，行业竞争格局向好.....	11
公司分析：多品牌+多品类综合发展，全渠道经营建设完善.....	13
产品开发：专注设计研发环节，产品品牌力领先.....	13
营销建设：构建站内外高效营销体系，沉淀品牌私域流量.....	14
渠道布局：线上+线下全渠道运营，进一步强化品牌认知.....	16
未来成长驱动：渠道扩张+品类拓展推动持续增长.....	16
盈利预测.....	19
假设前提.....	19
盈利预测结果.....	19
估值及投资建议.....	20
绝对估值：100.16-107.16 元/股.....	20
相对估值：102.69-112.47 元/股.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	23
附表：财务预测与估值.....	25

图表目录

图 1: 安克创新历史沿革.....	5
图 2: 安克创新旗下品牌及主要经营品类.....	5
图 3: 安克创新营业收入及增速（亿元、%）.....	6
图 4: 安克创新归母净利润及增速（亿元、%）.....	6
图 5: 安克创新营收分品类占比（%）.....	6
图 6: 安克创新营收分品类增速（%）.....	6
图 7: 安克创新营收分渠道占比（%）.....	7
图 8: 安克创新营收分区域占比（%）.....	7
图 9: 安克创新股权结构（2023 年三季报数据）.....	7
图 10: 跨境电商出口总值及增速（万亿元、%）.....	8
图 11: 跨境电商出口规模占整体外贸出口的比重（%）.....	8
图 12: 中国出口集装箱运价指数（CCFI）变化.....	8
图 13: 平均汇率：美元兑人民币.....	8
图 14: 中国工业综合指数（ICI）变化趋势.....	9
图 15: 东南亚电商 GMV 规模及增速（十亿美元、%）.....	9
图 16: AI 技术在跨境电商领域的应用方向.....	10
图 17: 2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布.....	10
图 18: Facebook 广告平均价格增速（%）.....	12
图 19: 亚马逊广告业务收入情况（亿美元、%）.....	12
图 20: 安克创新与其他跨境电商企业研发费用率对比（%）.....	13
图 21: Anker 产品在美国沃尔玛货架售卖.....	16
图 22: 不同国家线下大卖场渠道前三大企业市占率（%）.....	16
图 23: 日本有线充电市场规模（亿美元、%）.....	17
图 24: 全球智能家居安全摄像头市场规模（亿美元、%）.....	17
图 25: 安克创新日本市场收入增长情况（亿元、%）.....	18

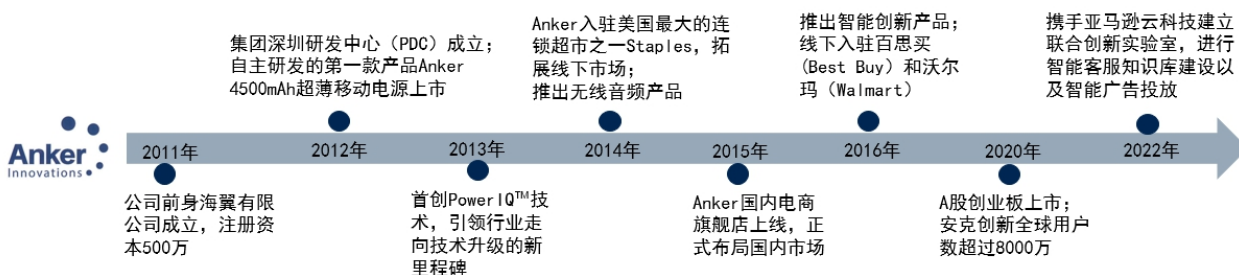
表1：公司主要管理层履历.....	7
表2：近年来跨境电商相关政策.....	9
表3：亚马逊欧洲主要站点的热品排行.....	11
表4：东南亚电商市场主要品类销售额及增速（十亿美元、%）.....	11
表5：各国跨境电商政策推进合规化经营.....	12
表6：公司旗下产品在同类畅销榜中排名靠前.....	14
表7：2023 凯度 BrandZ 中国全球化品牌 20 强榜单.....	14
表8：亚马逊算法排名的影响因素.....	15
表9：公司六大独立站的流量来源分布.....	15
表10：各国 TWS 耳机零售量增速（%）.....	17
表11：各国家电商零售规模占整体零售规模的比重（%）.....	18
表12：公司盈利预测结果（百万元、%）.....	20
表13：公司盈利预测假设条件（%）.....	21
表14：资本成本假设.....	21
表15：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	21
表16：可比公司 2021-2023 前三季度财务数据情况.....	22
表17：可比公司估值.....	22

公司概况

公司历史沿革及经营概况

公司成立于 2011 年，一直以来专注消费电子产品的自主研发、设计和销售，目前已打造由 Anker、soundcore、eufy、Nebula、AnkerWork、AnkerMake 六大品牌组成的全球化品牌矩阵，覆盖了充电、智能创新、无线音频等多个产品品类，销售渠道遍布欧美、日本、中东、中国等全球市场，其中 95%左右销售在全球市场。

图1：安克创新历史沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

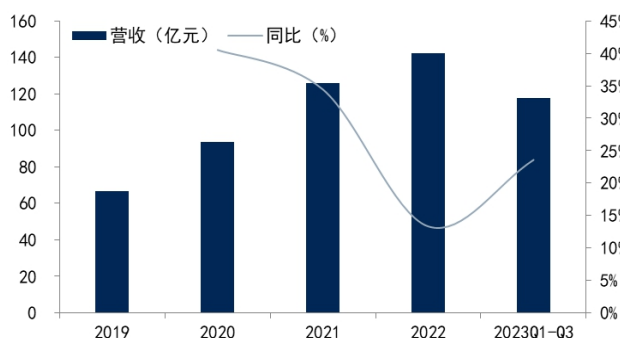
图2：安克创新旗下品牌及主要经营品类

	品牌	品类
充电类	ANKER	移动电源、充电器、数据线、家用光伏和储能等
智能创新类	eufy	清洁、智控、健康及照明四大品类
	NEBULA	激光智能投影产品
	AnkerMake	3D打印机等
无线音频类	soundcore	无线蓝牙耳机、无线蓝牙音箱、音频眼镜
	AnkerWork	无线蓝牙麦克风、会议摄像头

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

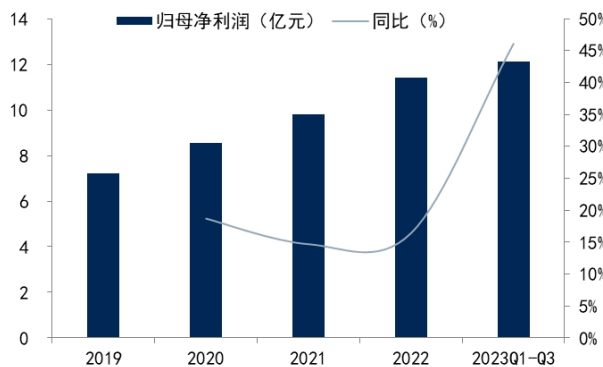
经营业绩方面，公司近年来业绩增长稳健，最新 2023 年前三季度实现营收 117.86 亿元，同比+23.59%，归母净利润 12.13 亿元，同比+46.09%，扣非净利润 9.23 亿元，同比+72.68%。单三季度看，营收同比增长 29.37%至 47.21 亿元，归母净利润同比增长 54.61%至 3.92 亿元，增速环比二季度提升 18.32pct，扣非净利润同比增长 65.79%至 3.78 亿元。过去几年的复合增长看，2020-2022 年公司营业收入/归母净利润复合增速分别为 23.44%/15.56%，在全球疫情扰动下仍保持了稳健增长态势，受益公司持续产品创新升级及开展提效降本工作等。

图3: 安克创新营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

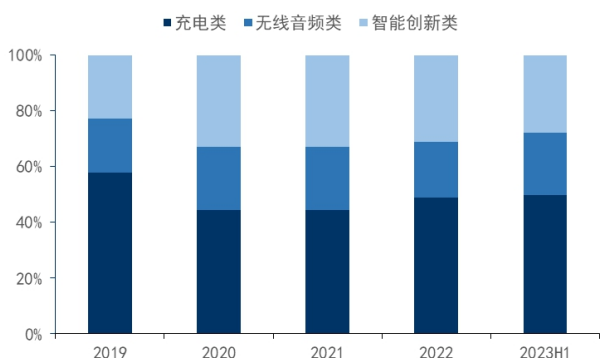
图4: 安克创新归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

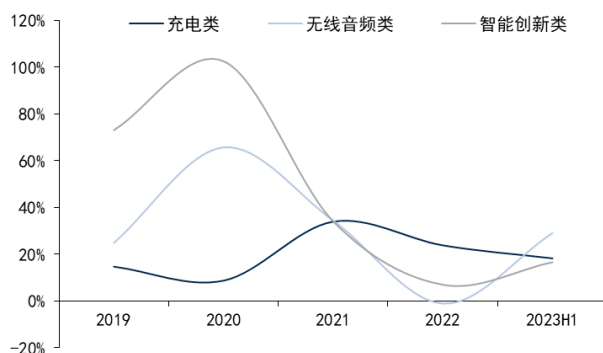
营收分品类看，公司已以充电类为核心优势品类，2022 年收入占比为 48.25%，同比+4.09pct，2023 上半年收入占比进一步增加至 49.3%，主要受益于公司在充电领域领先的品牌优势及不断针对市场需求推出优质产品。无线音频类 2022 年收入占比 19.8%，2023 上半年增加至 22.12%，在无线蓝牙耳机和无线蓝牙音响领域逐步建立竞争优势。智能创新类 2022 年收入占 30.82%，2023 上半年收入占比 27.54%，主要包括智能清洁、智能家居安防及智能投影等产品。

图5: 安克创新营收分品类占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 安克创新营收分品类增速（%）

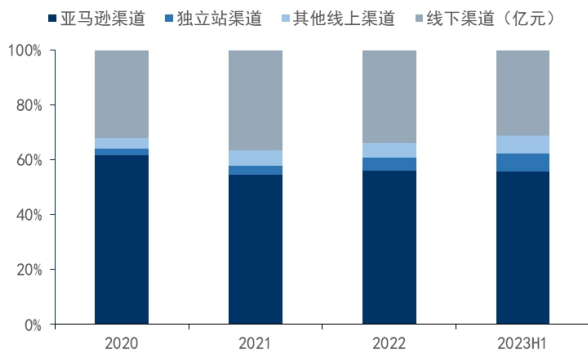


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营业收入分渠道看，公司以线上电商渠道为主，2022 年收入占比 66.34%，2023 年进一步增加至 68.78%，其中以亚马逊平台为主，2023 上半年该平台收入占比 55.87%。此外，公司稳步展开线下渠道的推广，入驻更多知名的线下零售渠道以增强品牌力，如沃尔玛、Best Buy、Target、Costco 等。

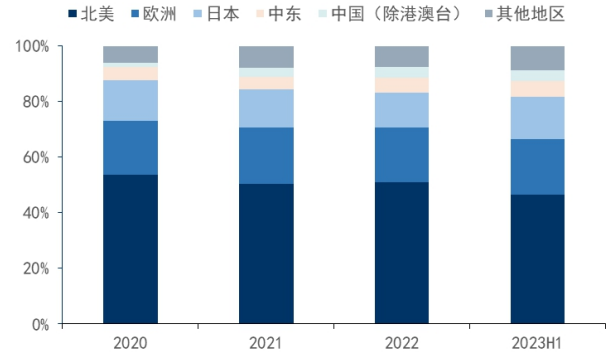
营业收入分区域看，公司以北美市场为主，2023 上半年收入占比 46.55%，其次欧洲市场收入占比 20.09%。此外日本/中东/中国（不含港澳台）市场 2023 上半年收入占比分别为 15.06%/5.78%/3.83%。从增长速度角度看，北美市场近年来维持稳健增长态势，2023 上半年收入同比增长 12.55%。欧洲及日本市场增速较高，2023 上半年收入分别同比增长 27.98%/36.39%。

图7: 安克创新营收分渠道占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 安克创新营收分区域占比 (%)

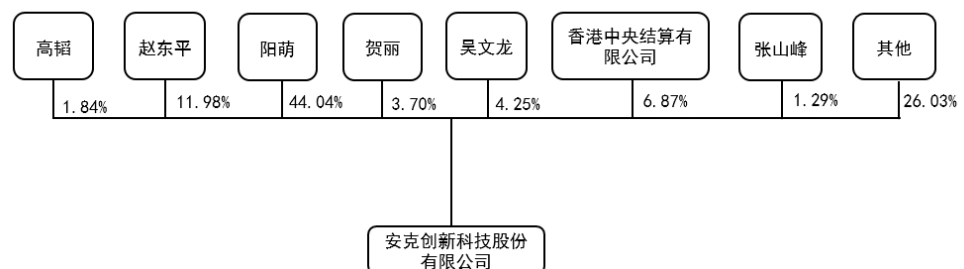


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层

公司创始人及管理团队持股比例高, 据公司 2023 年三季报数据, 公司创始人、CEO 阳萌持股 44.04%, 其妻贺丽持股 3.7%, 两人合计持有公司 47.74% 股份; 公司总裁赵东平持有 11.98% 股份。

图9: 安克创新股权结构 (2023 年三季报数据)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司主要管理团队行业经验丰富, 对产品技术及销售渠道均较为了解。据公司官网数据, 创始人兼 CEO 阳萌曾任 Google 高级工程师, 获 Google 最高奖“Founders' Awards”, 荣获 2017 年中国安永企业家奖; 北京大学计算机系学士, 美国 UT-Austin 计算机硕士。

表1: 公司主要管理层履历

姓名	职位	履历
阳萌	CEO	曾任 Google 高级工程师, 获 Google 最高奖“Founders' Awards”, 荣获 2017 年中国安永企业家奖; 北京大学计算机系学士, 美国 UT-Austin 计算机硕士。
赵东平	总裁	曾任 Google (中国) 在线销售与运营总经理, Dell 大中华区及韩国营销总监; 天津大学系统工程学士, 伦敦商学院金融硕士。
张山峰	高级副总裁	曾任 Google 商业客户解决方案部大中华区及韩国负责人; 西北大学管理学学士, 北京大学国际 MBA。
祝芳浩	智新总裁	曾任 360 手机总裁, 酷派互联网及电商总裁。
熊康	充电及储能事业部总经理	曾任华为西欧地区部副总裁。

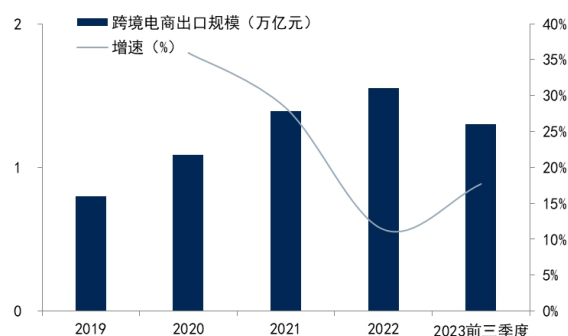
资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

跨境电商行业快速成长，消费电子产品需求景气度高

跨境电商快速发展，行业迎来发展机遇

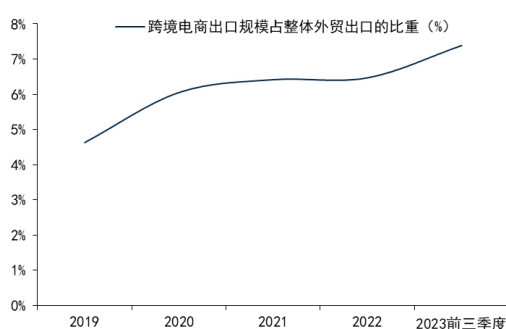
跨境电商模式指通过跨境电商交易平台达成并完成交易，凭借减少流动环节、降低国际贸易门槛及供应链效率高的优势而得到快速发展。据海关总署统计，中国2023年前三季度出口17.6万亿元，同比增长0.6%，而其中跨境电商出口1.3万亿元，增长17.7%，显著领先整体增速。

图10: 跨境电商出口总值及增速（万亿元、%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图11: 跨境电商出口规模占整体外贸出口的比重（%）



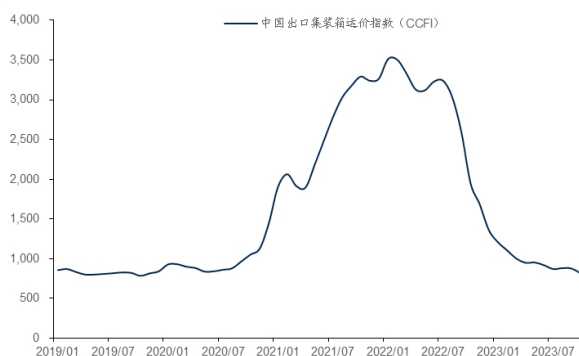
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

➤ 短期今年国际间运费下降及人民币汇率变化均正向利好跨境电商出口

1) 运费方面，据上海航运交易所数据，中国出口集装箱运价指数（CCFI）于2022年下半年开始高位下落，2023年至10月的综合指数为952.92，较去年同期下降69%。运费价格的下行将为跨境贸易企业带来成本费用的显著优化，有助于跨境电商企业贸易成本。盈利水平的有效提升。

2) 汇率方面，人民币汇率的贬值波动一定程度上降低了出口电商产品的价格，有助于增强产品在海外市场的价格竞争力。此外，跨境电商公司外销业务以外币结算为主，同时采购采用人民币，人民币汇率贬值也在一定程度上利好毛利率提升。

图12: 中国出口集装箱运价指数（CCFI）变化



资料来源：上海航运交易所、交通运输部、国信证券经济研究所整理

图13: 平均汇率：美元兑人民币



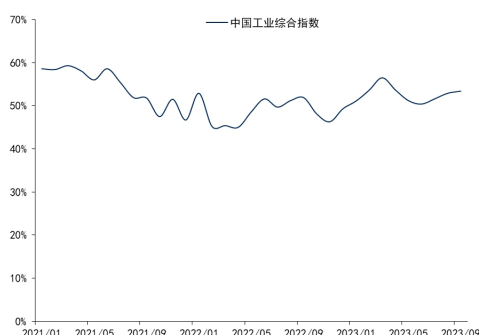
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 中长期维度看，需求端今年主要海外市场需求复苏良好

2023 年前三季度，我国对中亚、非洲、拉美等新兴市场进出口分别增长 33.7%、6.7%和 5.1%，均高于我国外贸整体增速。供给端看，2023 年以来，中国工业经济复苏动能进一步增强，为满足外贸出口的需求打下了供应链基础。2023 年 6-9 月，中国工业综合指数（ICI）处于扩张区间，分别为 50.4%/51.6%/52.9%/53.4%。

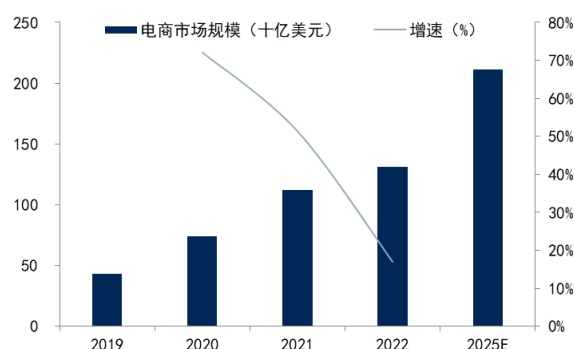
且相较于中国本地市场，海外电商消费仍有较大的渗透率提升空间。以外贸主要市场东南亚为例，据贝恩公司（Bain & Company）统计数据，2022 年东南亚电商（E-commerce）GMV 规模 1310 亿美元，同比增长 17%，不过据亿邦智库，东南亚电商渗透率（电商交易占零售总额比例）仅 5%，相较于中国仍有较大提升空间。

图14: 中国工业综合指数（ICI）变化趋势



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图15: 东南亚电商 GMV 规模及增速（十亿美元、%）



资料来源：Google、Temasek、Bain & Company、国信证券经济研究所整理

➤ 政策端近年各项有利于跨境电商行业发展的政策相继实施

产业政策涉及物流、关税、海外仓建设、产权保护多个方面。如 2023 年 1 月财政部&海关总署&税务总局联合印发《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》，因滞销、退货原因，自出口之日起 6 个月内原状退运进境的商品（不含食品），免征进口关税和进口环节增值税、消费税。2023 年 4 月国务院办公厅印发《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，提出加大对跨境电商等新业态新模式的支持力度，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对企业出口等。

表2: 近年来跨境电商相关政策

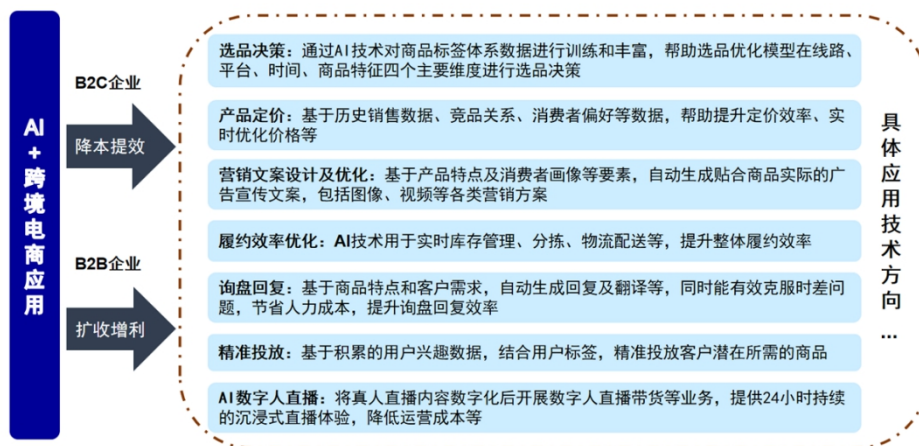
政策	发布机关	发布时间	相关内容
《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	国务院办公厅	2021 年 7 月	完善跨境电商发展支持政策，扎实推进跨境电子商务综合试验区建设，培育一批优秀海外仓企业
《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	2022 年 1 月	扎实推进跨境电商综合试验区建设，培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区，打造跨境电商产业链和生态圈。
《“十四五”现代流通体系建设规划》	国家发改委	2022 年 1 月	深入推进跨境电商综合试验区建设，研究调整跨境电商零售进口商品清单范围，支持发展保税进口、B2B 出口等模式，鼓励跨境电商平台完善功能。
《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	财政部、海关总署、税务总局	2023 年 1 月	对符合规定的跨境电商出口退运商品，免征进口关税和进口环节增值税、消费税，出口时已征收的出口关税准予退还。
《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	国务院办公厅	2023 年 4 月	支持跨境电商新业态；鼓励创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式；加快出台知识产权保护指南；指导企业利用好跨境电商税收政策等

资料来源：国务院、国家发改委、海关总署、国信证券经济研究所整理

➤ 技术赋能方面“AI+”促进电商运营降本增效，带动整体商业模式升级

近几年随着电商渠道红利逐步消减，竞争加剧下运营成本的提升，使得大部分电商运营企业均出现了不同程度的业绩下行压力。而借助生成式 AI 相关技术潜在的强大数据分析和深度学习能力，将帮助利用企业海量数据进行精细化运作，并解放人力资源成本，实现企业运营效率的提升，以及盈利水平的增厚。目前 AI+电商的相关技术主要已开始应用于人工智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能客服回复等方面。

图16: AI 技术在跨境电商领域的应用方向

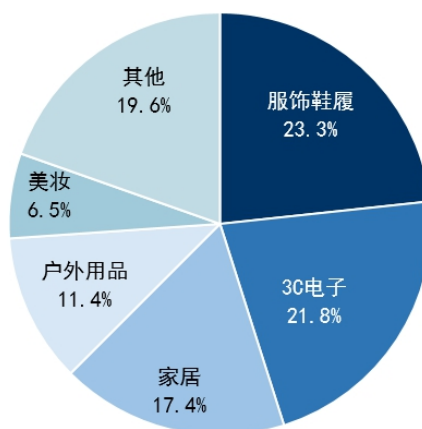


资料来源: 吉宏股份、焦点科技、国信证券经济研究所整理

消费电子品类海外需求景气度高

从跨境电商出口的品类结构看，服饰鞋履、3C 电子和家居类占比高。据艾瑞咨询数据，2022 年跨境出口 B2C 品类结构中，服饰鞋履占比 23.3%，3C 电子占比 21.8%，家居占比 17.4%，户外用品及美妆分别占比 11.4%/6.5%。

图17: 2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

海外主要市场的需求中，电子产品一直热度较高，2022 年亚马逊美国站消费电子和服装与配饰品类销售额最高的品类，共计占亚马逊 2022 年美国电商销售额的 42% 以上。其中个性化定制的智能家居产品成为重要的消费趋势，如扫地机器人、智能锁、智能灯等，62% 的美国居民认为使用智能家居将更有效率。欧洲主要国家，如德国、意大利、西班牙等的消费者网购意向热品排行中，电子产品均位列前三。亚马逊日本站电商市场热销类目中，电脑数码类、数码电子类分别排名第三位和第七位。

表3: 亚马逊欧洲主要站点的热品排行

	英国	法国	德国	意大利	西班牙	荷兰
网购年龄段	25-34 岁	35-49 岁	25-39 岁	35-44 岁	16-30 岁	25-45 岁
网购意向热品排名	1、服装 2、鞋类 3、书籍、电影、音乐和游戏	1、服装 2、鞋类 3、消费电子产品	1、服装 2、鞋类 3、消费电子产品	1、消费电子 2、书籍、电影、音乐和游戏 3、服饰	1、服装 2、消费电子产品 3、鞋类	1、服饰配饰类 2、电子产品类 3、玩具品类

资料来源：亚马逊全球开店、国信证券经济研究所整理

此外，东南亚市场近年来电商增速较快，其中消费电子产品亦景气度较高，据 Statista Market Insights 统计数据，电子产品销售额领先，2022 年销售额 351.7 亿美元，占整体东南亚电商市场收入的 34%。美容、健康、个人及家庭护理品类位居第二，2022 年销售额为 167.4 亿美元，占整体东南亚电商市场收入的 16.3%。

表4: 东南亚电商市场主要品类销售额及增速（十亿美元、%）

品类	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
美容、健康、个人及家庭护理	107.5	157.1	167.4	177.5	205.6	239.1
YOY	46%	46%	7%	6%	16%	16%
饮料	16.6	32.7	34.5	36.5	42.0	48.9
YOY	73%	97%	6%	6%	15%	16%
电子产品	270.9	369.7	351.7	376.4	429.4	491.2
YOY	45%	36%	-5%	7%	14%	14%
时尚	105.8	158.8	148.5	156.8	176.5	200.4
YOY	50%	50%	-6%	6%	13%	14%
食品	44.5	86.6	100.9	115.7	145.2	183.6
YOY	88%	95%	17%	15%	25%	26%
家具	33.5	46.5	43.4	47.6	54.9	63.7
YOY	37%	39%	-7%	10%	15%	16%

资料来源：Statista Market Insights、国信证券经济研究所整理

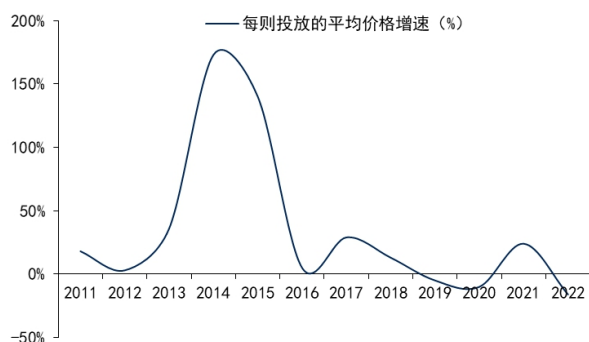
跨境电商品牌化及监管趋严，行业竞争格局向好

跨境电商出口卖家中，主要参与者包括低价白牌企业、工厂转型跨境电商企业及拥有研发设计的自主品牌型企业，整体竞争格局较为分散，中小卖家居多。易观数据（转引自赛维时代招股书）显示，2018 年销售额在 25 万美元以下的跨境电商超过 85%，销售额超过 1000 万美元的大卖家仅占 2.25%。

不过在品牌化大趋势及跨境电商监管趋严下，行业集中度有望逐步提升，龙头企业竞争优势进一步凸显。

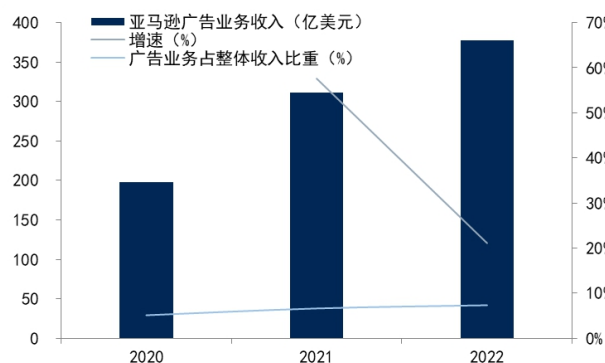
1) 首先目前跨境电商的流量成本进一步上升，从 Facebook 的广告投放费用看，该平台每则广告的平均价格整体上增长较为明显，其中 2022 年受疫情影响而有所下降。亚马逊财报显示，其广告业务收入近年来持续增长，2020-2022 年广告业务收入分别为 197.73/311.6/377.39 亿美元，占亚马逊整体收入的比重分别从 5.12% 提升至 7.34%。在此背景下品牌型企业凭借品牌认知和客户忠诚度有望实现更低的经营成本，获得更大的竞争优势。

图18: Facebook 广告平均价格增速 (%)



资料来源: Meta 财报、国信证券经济研究所整理

图19: 亚马逊广告业务收入情况 (亿美元、%)



资料来源: 亚马逊财报、国信证券经济研究所整理

2) 同时，亚马逊平台自身对合规经营的要求进一步提升，近年来重点打击虚假评论、刷单、操纵搜索结果等不合规的行为，对非合规经营的卖家进行了暂停经营等处罚措施，有助于合规龙头企业进一步提升市场份额。各国政府近年来也在绿色低碳、市场秩序方面出台了相关规定，低价经营策略进一步受到显限制，这也将某种程度上增加企业的经营成本。如英国自 2022 年 4 月 1 日起对在英国制造或进口到英国并且符合相关条件的塑料包装征税；马来西亚海关 2023 年 1 月 6 日发布公告，自 2023 年 4 月 1 日起，将对该国网上销售的低价值商品 (LVG) 征收 10% 的销售税。

表5: 各国跨境电商政策推进合规化经营

国家	相关政策
英国	自 2022 年 4 月 1 日起对在英国制造或进口到英国并且符合相关条件的塑料包装征税
印度尼西亚	2023 年 2 月, 印尼财政部税务总局计划今年指定电商平台、市场为“税务员”, 如果此法规通过, 在 Shopee、Lazada、Tokopedia 等平台上开展业务的卖家将被征税
马来西亚	马来西亚海关 2023 年 1 月 6 日发布公告, 自 2023 年 4 月 1 日起, 将对该国网上销售的低价值商品 (LVG) 征收 10% 的销售税
巴西	2023 年 8 月 23 日, 巴西众议院经济发展委员会的特别会议通过了 ZéNeto “要求举行公开听证会讨论跨境电商的征税问题”
意大利	意大利的立法法令 No. 170/2021 强化了消费者商品的合法性保证和商业保证, 加强了对在线零售的消费者保护, 包括明确的一致性标准和退款要求

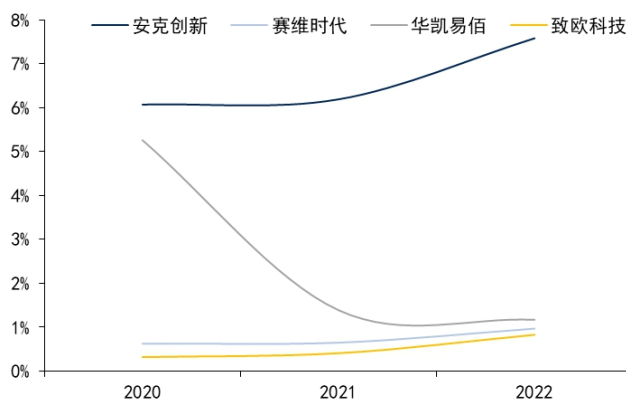
资料来源: 商务部电子商务报告、渣打银行、国信证券经济研究所整理

公司分析：多品牌+多品类综合发展，全渠道经营建设完善

产品开发：专注设计研发环节，产品品牌力领先

在商业模式上，公司专注于高附加值的产品设计和研发环节，产品的生产制造由合作的外协厂商完成。研发端，公司构建起多维度的公司研发体系，探索研发组织化方式以高效整合研发资源、沉淀产品研发能力，通过一系列的管理和组织创新来提升研发效率和成果转化。从实际研发费用投入看，公司在同行处于领先地位，其 2022 年研发投入达 10.8 亿元，同比增长 38.8%，研发投入占营业总收入比例为 7.58%，位居行业前列。截至 2023 年三季度，公司在中国境内已取得 122 件发明专利、777 件实用新型专利和 270 件外观专利授权。

图20：安克创新与其他跨境电商企业研发费用率对比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

扎实的产品研发实力也夯实了公司品牌力。尤其在充电类领域，公司 Anker 主品牌销售常年位居亚马逊前列。据亚马逊官方便携式移动电源畅销榜数据，前十大产品中 Anker 共有 4 款产品上榜，其中最高排名第二，且售价在 19.99 美元-39.99 美元不等，较其他品牌价格偏高，体现了一定的品牌溢价。无线音频品牌 Soundcore 亦实现了较好的销售排名，其中两款产品在入耳式耳机畅销榜中分别排名第七、第十一，仅次于 JBL、Beats 等全球知名品牌，售价分别为 41.98 美元、55.99 美元。eurf 两款产品在亚马逊半球摄像机畅销榜中分别排名第三、第四，售价分别为 139.99 美元、35.99 美元。此外，根据凯度携手 Google 谷歌发布的《2023 凯度 BrandZ 中国全球化品牌 50 强》榜单，Anker 位列第 13 位，已连续多年进入榜单，2020-2022 年分别位列第 11 位、第 13、第 12 位。

表6: 公司旗下产品在同类畅销榜中排名靠前

手机便携式移动电源			半球形摄像头		
排名	产品	售价 (美元)	排名	产品	售价 (美元)
1	charmast 内置便携充电器 10000mAh	19.99	1	Kasa 室内云台智能安全摄像头	27.99
2	Anker Nano 移动电源 5000mAh	19.99	2	WYZE Cam Pan v3 智能家居安全摄像头	59.96
3	INIU 便携式充电器 10000mAh	17.99	3	eufy Security SoloCam S340 太阳能安全摄像头	139.99
4	iWALK 迷你便携式充电器 3350mAh	25.99	4	eufy 安全室内摄像头	35.99
5	MIISSO 移动电源 6000mAh	24.69	5	LaView 4MP 灯泡安全摄像头 2.4GHz	29.57
6	Anker 磁吸便携式充电器 5000mAh	39.99	6	GALAYOU 摄像头	14.99
7	Anker 便携式充电器 10000mAh	21.99	7	LaView 4MP 灯泡安全摄像头 5G/2.4GHz	55.99
8	Anker Nano 内置可折叠 USB-C 连接器 50000mAh	20.99	8	TP-Link Tapo 2K 安全摄像头	25.99
9	Taegils 小型便携式充电器 5000mAh	14.99	9	Bluams 安全摄像头	21.30
10	VEGER 便携式充电器 10000mAh	25.49	10	YI 4 件安全家用摄像头	58.50

资料来源: 亚马逊官网、国信证券经济研究所整理

表7: 2023 凯度 BrandZ 中国全球化品牌 20 强榜单

排名	品牌	品牌力	品类
1	字节跳动	2487	内容娱乐 APP
2	小米	1192	消费电子
3	联想	1062	消费电子
4	SHEIN	983	线上时尚
5	AliExpress 速卖通	925	电子商务
6	华为	828	消费电子
7	oppo	581	消费电子
8	海尔	581	家电
9	海信	579	家电
10	vivo	485	消费电子
11	TCL	418	家电
12	腾讯	388	移动游戏
13	Anker	369	电子产品附件
14	长城	362	汽车
15	一加	344	消费电子
16	大疆	299	智能设备
17	快手	298	内容娱乐 APP
18	米哈游	280	移动游戏
19	GMW	280	汽车
20	relame	244	消费电子

资料来源: 凯度、国信证券经济研究所整理

营销建设：构建站内外高效营销体系，沉淀品牌私域流量

跨境电商当前流量成本持续上升，根据 eMarketers，美国市场电商企业平均获客成本已由 2019 年的 124 美元增长至 2022 年的 148 美元。而流量的获取、沉淀与转化往往需要跨境电商企业具备优质的广告策略和强大的跨境营销能力。而对于安克来说，公司从三个维度构建营销推广布局，夯实品牌力建设：

1) 首先公司在亚马逊站内已积累了良好的品牌口碑，拥有更好的流量曝光资源，亚马逊流量规则利好优质卖家，销量排行高、产品评分高、客户留存度越高的卖家将获得更多的品牌曝光流量。如据雨果网数据，亚马逊算法排名中，核心点在

于买家的购买倾向相关性变得更强，用户反馈提升产品排名，其中转化率越高，产品在亚马逊页面的排名越高，退货率、好评率等卖家权威性指标同样影响排名。

公司今年亦与亚马逊云科技成立联合创新实验室，在采用亚马逊云科技服务的基础上，推动安克创新将数据分析、机器学习等服务进行规模化应用，赋能业务创新，其中一个重要方向为提升广告投放效率，优化展示效果。

表8: 亚马逊算法排名的影响因素

影响因素	具体情况
PPC (点击付费广告)	帮助新产品销售达到最初的顶峰
产品销售历史	销售量和销售历史记录一致的产品在搜索结果中排名较高
自然销量	买家搜索产品并从搜索页面购买产品，视为自然销售。自然销售额越高，排名越靠前
卖家权威	卖家权威与 Listings、Buy Box 和卖家的反馈评分、产品退货情况等因素有关。大品牌往往具有更高的卖家权威
曝光	产品曝光包括亚马逊站内、独立站或联盟营销。曝光次数越多，排名越靠前。根据客户搜索词合理设置产品关键词有助于提升曝光
点击率	访问产品的客户与产生的总曝光数之比越高，排名越靠前
转化率	点进产品页面的买家数量与实际购买产品的买家数量的比率越高，排名越靠前
内部销售	亚马逊平台内部产生的销售，即不包括搜索结果、从“frequently bought together”产生的销售，会极大影响搜索排名
站外销售	通过亚马逊以外的广告策略，如 Facebook Ads，将外部流量吸引到亚马逊 listing 比 PPC 更有效，有助于提高关键字排名

资料来源：雨果网、国信证券经济研究所整理

2) 公司把握社媒营销机遇。公司注重在 Instagram、Facebook 等社交媒体平台的营销，紧跟信息传播变革趋势，借助优秀营销能力不断扩大用户触达圈层，持续加强全球化整合营销能力。当前 Anker 品牌在 Facebook 拥有 50 万粉丝，Instagram 拥有 37.1 万粉丝，Twitter 拥有 21.4 万粉丝。据每日经济新闻与深圳市易势科技联合推出的《中国跨境电商品牌影响力榜（2023/10）》，Anker 的搜索热度达 9585.26，排名第二，仅次于 SHEIN。

3) 公司同时打造了品牌独立站，沉淀私域流量。目前拥有六大独立站（Anker/eufy/soundcore/Nebula/AnkerMake/AnkerWork）。据 Similarweb 数据，公司独立站流量来源的分布中，直接搜索占比较高，即用户直接输入 URL、使用书签或保存链接等，系消费者主动行为，相应的广告营销费用低，其中 Anker.com 的直接搜索占比 38.36%，soundcore.com 的直接搜索占比 31%，AnkerMake.com 的直接搜索占比 42.14%。

此外，公司独立站的自然搜索亦占比较高，例如消费者搜索品类名或者品牌名而点击进入独立站，前者属于非品牌搜索，后者属于品牌搜索，公司自然搜索流量以品牌搜索为主。Anker.com 自然搜索流量来源中品牌占比 78%，soundcore.com 自然搜索流量来源中品牌占比 76%，eufy.com 自然搜索流量来源中品牌占比 84%。

表9: 公司六大独立站的流量来源分布

独立站	直接	电子邮件	外链	社交	自然搜索	付费搜索	展示广告
Anker.com	38.36%	0.33%	4.14%	8.15%	30.68%	16.91%	1.42%
eufy.com	28.25%	0.34%	3.59%	5.97%	34.26%	25.69%	1.91%
soundcore.com	31.00%	0.23%	3.39%	4.71%	47.79%	11.68%	1.20%
seenebula.com	36.85%	0.11%	4.54%	8.26%	38.18%	9.73%	2.33%
AnkerMake.com	42.14%	0.60%	6.03%	16.24%	22.95%	9.47%	2.57%
AnkerWork.com	34.25%	0.01%	5.71%	1.98%	55.79%	1.95%	0.32%

资料来源：Similarweb、国信证券经济研究所整理

渠道布局：线上+线下全渠道运营，进一步强化品牌认知

➤ 线上渠道：公司线上渠道进一步把握海外电商增长红利

公司基于线上销售平台的精细化管理和运营，持续扩大现有市场的销售份额，并依托亚马逊等线上销售平台进驻更多新兴市场，在此基础上深化了与速卖通、ebay 等知名电商平台的合作。同时，公司与其他跨境电商企业相比，公司建立了完善的线下经营渠道，主要通过全球性零售卖场、区域性大型零售卖场、独立 3C 商店和专业渠道卖家等渠道合作，进行产品销售，2022 年线下渠道收入占比为 33.66%。

➤ 线下渠道：积极入驻头部零售商实现扩张

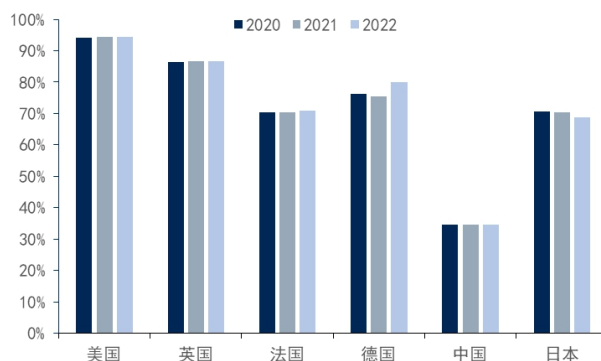
公司线下目前已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等全球知名连锁商超，以及日本零售巨头 7-11 便利店集团，在欧洲、澳大利亚、东南亚、南美等国家和地区的线下拓展也取得一定进展。我们认为线下渠道的产品展示和销售有助于不断加深消费者对公司优秀产品的感知与体验，提升转换率。这实际上也与国外线下渠道较为完善，集中度高的特点相关。据欧睿国际数据，2022 年美国大卖场渠道的前三大企业市占率达到 94.5%，英国/法国/德国大卖场渠道的前三大企业市占率分别为 86.6%/70.9%/79.9%，整体线下渠道集中度高，在线下渠道进行产品展示也起到一定的品牌背书作用。

图21: Anker 产品在美国沃尔玛货架售卖



资料来源：谷歌、国信证券经济研究所整理

图22: 不同国家线下大卖场渠道前三大企业市占率（%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

未来成长驱动：渠道扩张+品类拓展推动持续增长

➤ 核心充电品类在全球市场仍有增长空间

公司作为充电品类龙头企业，整体品牌认知度较高，率先分享增长机遇。在移动互联网时代，智能手机出货量的增长和技术引领是消费电子行业的核心驱动力之一，近几年智能手机出货量有所放缓，据全球知名咨询机构 IDC 的统计，2022 年全球智能手机出货量约 12.1 亿部，同比下滑 11.3%。不过就充电设备而言，在续航功能日益重要下高功率快充产品仍有市场空间，同时高功率快充产品可应用于平板电脑、笔记本电脑等多种充电场景，以及无线充电的需求增加，预计全球充电类产品仍有增长空间。

如从日本市场发展来看，据 Spherical Insights 数据，日本 2022 年有线充电市场规模 11.25 亿美元，预计未来十年仍有 7.8% 的年复合增速，至 2032 年市场规

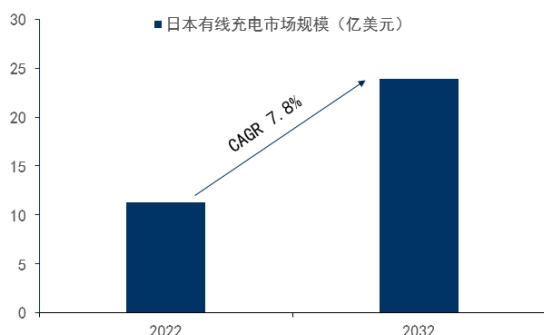
模达到 23.87 亿美元。

➤ 多品类综合发展，打开新的成长空间

公司近年来积极布局无线音频和智能创新领域，重点产品包括无线耳机、智能安防设备，家居清洁等。

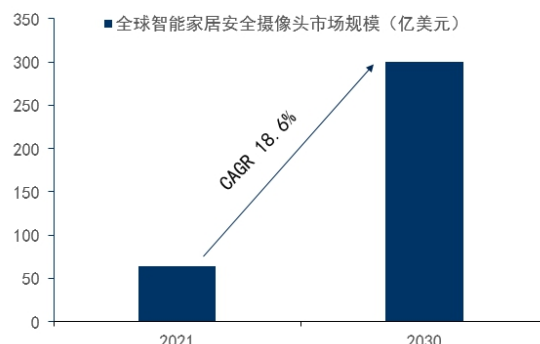
1) 智能家用安防设备方面，公司通过智能可视门铃、智能门锁、智能无线安防摄像头等一系列产品构建创新家庭安防产品矩阵。全球市场目前智能家庭安防需求景气度高，以智能家居安全摄像头为例，据 Spherical Insights 数据，2021 年全球市场规模为 64.2 亿美元，预计 2030 年达到 300.3 亿美元，年复合增速为 18.6%。

图23: 日本有线充电市场规模（亿美元、%）



资料来源: Spherical Insights、国信证券经济研究所整理

图24: 全球智能家居安全摄像头市场规模（亿美元、%）



资料来源: Spherical Insights、国信证券经济研究所整理

2) 无线耳机方面，TWS 耳机市场规模仍保持增长势头，增长驱动包括渗透率提升、健康管理、降噪等消费场景需求增加等。据欧睿国际数据，美国/英国/澳大利亚 2023 财年耳机市场中，TWS 耳机均表现最好，零售销量分别增长 5%/14%/22%。公司 soundcore 品牌自 2017 年成立以来表现优异，据潮电智库报告，2022 年全球 TWS 耳机品牌出货量排行中，soundcore 进入前十，拿到 2% 的市场份额。此外如前文分析所述，在亚马逊无线音频品类畅销榜单中，Soundcore 亦实现了较好的销售排名，其中两款产品在入耳式耳机畅销榜中分别排名第七、第十一，仅次于 JBL、Beats 等全球知名品牌。

表10: 各国 TWS 耳机零售量增速（%）

国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
美国	67.23%	55.17%	21.61%	4.45%	5.04%	10.66%	10.24%
日本	80.25%	42.86%	28.66%	9.13%	5.29%	2.34%	1.20%
英国	58.00%	51.83%	27.11%	17.38%	13.70%	12.95%	11.91%
澳大利亚	30.02%	29.05%	29.96%	20.13%	21.60%	21.98%	22.46%
韩国	164.78%	59.54%	25.08%	20.79%	14.74%	10.46%	7.39%
马来西亚	105.66%	40.24%	19.09%	3.45%	4.04%	3.58%	5.36%
南非	31.20%	34.27%	19.44%	14.69%	14.75%	14.99%	15.07%

资料来源: 欧睿国际，国信证券经济研究所整理

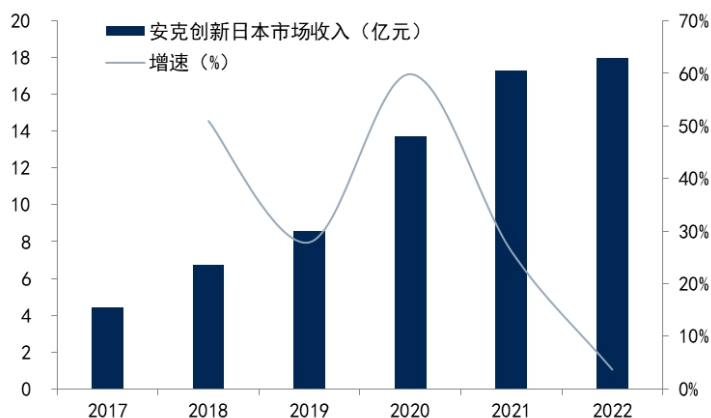
➤ 长期来看全球主要国家电商渗透率仍有较大提升空间

公司拥有较强的拓市场能力，近年来布局日本市场后已取得较好的增长表现。据

欧睿国际数据，日本市场电商零售规模在整体零售规模中的渗透率从 2017 年的 10.76% 持续增长至 2022 年的 14.85%，公司在此过程中把握了行业红利，在日本市场 2017-2022 年的收入复合增速达到 32.19%，其中 2022 年增速较低受到当年日元对人民币平均汇率下降 12.61% 影响。

而除日本市场外，从电商在整体零售中的渗透率数据可以看出，与中国/英国/美国 2022 年分别 31.43%/27.53%/26.26% 的渗透率相比，其他国家仍有较大提升空间，公司在较强的市场拓展能力下有望继续分享其他国家电商渗透率提升红利。

图25：安克创新日本市场收入增长情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表11：各国家电商零售规模占整体零售规模的比重（%）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国	16.44%	19.87%	22.61%	27.51%	28.68%	31.43%
英国	16.52%	17.76%	19.11%	27.50%	29.14%	27.53%
美国	16.81%	18.12%	19.70%	24.66%	25.55%	26.26%
澳大利亚	9.54%	10.71%	11.56%	15.11%	18.21%	17.82%
德国	11.16%	11.70%	12.37%	14.47%	16.63%	15.71%
日本	10.76%	11.09%	11.63%	13.89%	14.53%	14.85%
马来西亚	4.21%	4.92%	6.38%	9.67%	11.41%	11.74%
西班牙	4.47%	5.04%	6.06%	9.59%	10.77%	11.11%
法国	7.25%	7.95%	8.54%	10.94%	11.46%	10.36%
沙特阿拉伯	2.16%	2.84%	3.84%	6.31%	6.29%	6.45%
南非	1.26%	1.45%	1.63%	2.88%	3.72%	4.30%
埃及	0.65%	0.94%	1.18%	2.17%	2.51%	2.81%

资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

◆ 收入及毛利率方面，考虑公司已形成多品类发展格局，且不同品类产品面临的增长空间、竞争格局不同，故我们分品类结构进行分拆预测

1、充电品类：主要系 Anker 品牌的数码充电及周边产品、家用光伏和储能产品等，是公司最早推出的产品品类，目前仍是公司产品销售收入的主要来源之一，也是公司持续、重点发展的产品领域。我们预计未来增长来源一方面系公司的产品推新升级，包括数码充电领域推出更便携、高效的产品；家用光伏和储能领域的布局带来增长。另一方面来源于渠道端，近两年线下渠道实现复苏增长，以及公司开设独立站带来的新兴增量，预计 2023-2025 年充电品类产品分别实现收入 85.03/95.04/104.54 亿元，分别同比增长 23.66%/11.76%/10%。

2、智能创新类：主要系 eufy（悠飞）智能家居、Nebula（安克星云）激光智能投影产品及其他创新类产品系列。未来增长预计受益于优质产品上新及海外消费者对于智能家居的需求增长等。例如公司今年上新的深度清洁扫拖一体机 eufy Clean X9 pro，在安防领域推出 eufycam 3 户外摄像头产品，内置锂电池且自带嵌入式太阳能板，帮助用户进行人体识别、车辆监测和宠物监测等。我们预计 2023-2025 年智能创新品类产品分别实现收入 53.36/66.7/76.7 亿元，分别同比增长 21.6%/25%/15%。

3、无线音频类：主要系“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。如前文所述，公司无线音频品牌 Soundcore 在亚马逊同类销售中取得较好的排名，通过聚焦用户细分需求、深入挖掘用户痛点，公司基于不同的使用场景推出多个音频产品系列。未来增长来源主要系 soundcore 品牌的不断研发创新，持续洞察消费者不同场景听音需求；无线蓝牙麦克风产品在智能办公领域的快速增长等。预计 2023-2025 年无线音频类产品分别实现收入 37.25/48.05/57.66 亿元，分别同比增长 32%/29%/20%。

4、毛利率方面，公司专注设计研发环节，整体毛利率水平较高，未来随着公司进一步聚焦优势品类、产品创新下的进一步提价空间，以及内部的降本增效工作推进，预计整体毛利率稳步提升。我们预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 42.76%/43.31%/43.66%。

◆ 费用及利润预测

公司销售费用主要包括销售平台费、市场推广费和工资薪酬等，预计销售费用率短期在平台服务费增长、品牌建设投入增加情况下而有所提升。不过中长期品牌力提升下相应的营销开支将进一步优化、渠道溢价能力增强，整体销售费用率有望降低。我们预计 2023-2025 年销售费用率分别为 22.47%/22.05%/21.96%。管理费用率预计随着公司内部降本增效工作推进而不断优化，预计 2023-2025 年管理费用率分别为 3.19%/3.18%/3.16%。研发费用方面，预计公司将进一步保持较高的研发投入以增强产品力，与收入保持较为一致的增长幅度，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 7.72%/7.69%/7.67%。

盈利预测结果

综合以上假设预测，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入

177.81/212.41/241.81 亿元，分别同比增长 24.78%/19.46%/13.86%。2023-2025 年分别实现归母净利润 16.91/19.85/23.81 亿元，分别同比增长 47.94%/17.37%/19.97%。

表12: 公司盈利预测结果（百万元、%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12574.20	14250.52	17781.36	21240.88	24184.38
YOY	34.45%	13.33%	24.78%	19.46%	13.86%
综合毛利率	35.72%	38.73%	42.76%	43.31%	43.66%
一、充电类	5552.48	6876.26	8502.90	9503.26	10453.58
YOY	34.00%	23.84%	23.66%	11.76%	10.00%
毛利率	37.71%	41.86%	42.50%	42.79%	42.89%
二、智能创新类	4103.52	4391.49	5340.06	6675.07	7676.33
YOY	34.13%	7.02%	21.60%	25.00%	15.00%
毛利率	33.90%	35.36%	40.46%	41.19%	41.80%
三、无线音频类	2852.15	2821.92	3724.94	4805.17	5766.20
YOY	34.44%	-1.06%	32.00%	29.00%	20.00%
毛利率	34.75%	37.69%	43.36%	44.24%	44.70%
四、其他	66.05	160.85	213.46	257.38	288.27
YOY	135.24%	143.51%	32.71%	20.57%	12.00%
毛利率	24.54%	15.26%	13.80%	14.21%	14.21%
销售费用率	19.44%	20.62%	22.47%	22.05%	21.96%
管理费用率	2.98%	3.26%	3.19%	3.18%	3.16%
研发费用	6.19%	7.58%	7.72%	7.69%	7.67%
归母净利润	981.73	1143.00	1690.97	1984.63	2381.03
YOY	14.70%	16.43%	47.94%	17.37%	19.97%

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

估值及投资建议

绝对估值：100.16-107.16 元/股

首先对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：从行业层面看，海外电商渗透率仍有较大提升空间，公司主营的消费电子产品类整体需求景气度依据较高，未来产品升级将进一步刺激终端需求。从公司层面看，公司品类端优势充电品类产品升级创新下仍有成长空间，新兴品类整体品牌认知度和竞争力有望不断提升；渠道端积极拓展日本、欧洲等新兴市场及线上线下融合发展，推动公司持续增长。

按照行业和公司分析思路，我们预期公司 2023-2025 年营收分别同比增长 24.78%/19.46%/13.86%。此后预计营收仍保持增长趋势，但出于谨慎考虑，预计增速逐步放缓。毛利率及费用率则如前文盈利预测所述，中长期看呈现稳步向好趋势。

表13: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	13.33%	24.78%	19.46%	13.86%	10.00%	8.00%	6.00%	5.00%
营业成本/营业收入	61.27%	57.24%	56.69%	56.34%	56.20%	56.00%	56.00%	55.80%
管理费用+研发费用率/营业收入	3.25%	10.91%	10.87%	10.83%	10.80%	10.70%	10.60%	10.50%
销售费用/营业收入	20.62%	22.47%	22.05%	21.96%	21.80%	21.60%	21.40%	21.20%
所得税税率	6.54%	6.00%	6.04%	6.19%	6.08%	6.10%	6.12%	6.10%

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面, 无杠杆 beta 采用 SW 品牌消费电子板块过去五年的 beta 算术平均数 0.90; 无风险利率参考十年期国债利率取 2.7%; 股票风险溢价取 7%, 债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%, 所得税率参考公司历史数据取 6%, 由此计算得出公司的 WACC 为 9.03%。

表14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	6%
无风险利率	2.70%	Ka	9%
股票风险溢价	7%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价 (元)	86.12	Ke	9.10%
发行在外股数 (百万)	406	E/(D+E)	98.26%
股票市值 (E, 百万元)	34965	D/(D+E)	1.74%
债务总额 (D, 百万元)	619	WACC	9.03%
Kd	4.90%	永续增长率 (10 年后)	2%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设

表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.0%	8.5%	9.03%	9.5%	10.0%
永续增长率变化	3.0%	138.68	125.34	114.25	104.88	96.87
	2.5%	129.85	118.27	108.51	100.16	92.94
	2.0%	122.48	112.29	103.58	96.06	89.50
	1.5%	116.25	107.16	99.31	92.47	86.46
	1.0%	110.90	102.71	95.58	89.31	83.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按照以上分析, 并采用 FCFF 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理估值区间为 100.16-107.16 元/股, 中值为 103.58 元/股。

相对估值: 102.69-112.47 元/股

可比公司选择上, 公司主营跨境出口电商业务, 销售集中在欧美、日本等海外市场, 渠道主要在亚马逊平台及部分线下零售渠道。目前 A 股市场与公司业务模式类似, 主要从事跨境电商出口业务的公司主要有赛维时代、华凯易佰, 我们选取这两家作为可比公司。

赛维时代主营跨境出口电商业务, 通过 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台以及 SHESHOW、Retro Stage 等垂类自营网站向全球消费者销售商品, 销售品类涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等品类。华凯易佰以全资子公司易佰网络为载体, 开展跨境出口电商业务, 主要通过亚马逊、ebay、速卖

通、Cdiscount、Walmart 等第三方平台进行销售，品类较为多元，覆盖家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、3C 电子产品、户外运动等。

表16: 可比公司 2021-2023 前三季度财务数据情况

	指标	安克创新	赛维时代	华凯易佰
2023 年前三季度	营业收入(百万元)	11786.47	4374.18	4749.75
	yoy (%)	23.59%	30.27%	55.29%
	归母净利润(百万元)	1213.24	222.55	299.22
	yoy (%)	46.09%	41.71%	109.02%
	毛利率 (%)	43.29%	69.74%	37.81%
	净利率 (%)	10.62%	5.09%	6.70%
2022	营业收入(百万元)	14250.52	4909.12	4417.02
	yoy (%)	13.33%	-11.78%	112.88%
	归母净利润(百万元)	1143.00	185.14	216.23
	yoy (%)	16.43%	-46.76%	347.39%
	毛利率 (%)	38.73%	65.62%	37.93%
	净利率 (%)	8.31%	3.77%	5.52%
2021	营业收入(百万元)	12574.20	5564.67	2047.86
	yoy (%)	34.45%	5.93%	1435.08%
	归母净利润(百万元)	981.73	347.72	-87.40
	yoy (%)	14.70%	-22.88%	-39.88%
	毛利率 (%)	35.72%	62.78%	37.24%
	净利率 (%)	8.15%	6.25%	-3.95%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据以上财务数据可以看出, 安克创新收入及利润规模均处于可比公司领先水平, 增速也较为稳健, 其中华凯易佰 2021 年、2022 年收入增速较高主要系并表易佰网络后带来的业绩增量。此外, 安克创新整体盈利能力领先, 净利率水平高于可比公司, 体现了公司较强的品牌溢价能力。可比公司 2023-2025 年加权平均 PE 估值分别为 29.6/21.68/16.58 倍。综合考虑公司体量规模、盈利水平、终端品牌力以及行业增速, 我们给予公司 2024 年 21-23 倍 PE, 对应股价 102.69-112.47 元/股。

表17: 可比公司估值

		股价	总市值	EPS	PE				
代码	公司简称	2023/12/06	亿元	23E	24E	25E	23E	24E	25E
301381.SZ	赛维时代	34.60	126.99	0.93	1.25	1.66	37.20	27.68	20.84
300592.SZ	华凯易佰	26.83	77.44	1.35	1.93	2.41	19.87	13.90	11.13
	加权平均						30.64	22.46	17.16
300866.SZ	安克创新	86.36	359.20	4.16	4.89	5.86	20.76	17.66	14.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

投资建议

公司专注于高附加值的产品设计和研发环节, 成为领先的中国跨境电商品牌。中长期看, 公司在品类研发创新及渠道扩张方面逐步形成了可复用的能力, 未来充电品类进一步创新升级满足消费需求, 智能创新、无线音频领域品牌力逐步增强打开新的成长曲线。渠道端, 公司在较强的市场拓展能力下有望继续分享其他国家电商渗透率提升红利。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 16.91/19.85/23.81 亿元, 分别同比增长 47.94%/17.37%/19.97%。综合绝对及相对估值, 给予公司目标价 103.58-112.47 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在给予公司目标价 103.58-112.47 元/股,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2%、风险溢价 7%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务模式类似的企业赛维时代、华凯易佰等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年加权平均 PE 做为相对估值的参考,最终给予公司 24 年 21-23 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 24.8%/19.5%/13.9%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 42.76%/43.31%/43.66%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司收入增长重要前提在于全球电商渗透率进一步提升,若海外市场电商渠道发展不及预期,则存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司收入增长假设充电品类创新升级下仍有渗透率提升空间,以及无线音频和智能创新类品牌力逐步增强。若由于品类升级不及预期及产品力不足,可能导致产品销售不及预期,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司毛利率增长主要来自产品升级迭代下的提价、品牌力下的渠道溢价能力提升,若由于产品力不足及品牌力下降,可能导致毛利率不及预期,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营及政策风险

对亚马逊渠道依赖的风险:公司 2022 年营收的 56%来自亚马逊渠道,占比较高。若亚马逊渠道自身流量下滑、渠道费用大幅增加,则可能对公司业务的稳定性、盈利能力产生重大不利影响。

产品价格下行及毛利率下降的风险:未来随着行业竞争加剧,整个产业也将逐渐进入成熟期,将导致产品价格进一步降低。另外,受原材料价格及人工

成本上涨等因素的影响，未来公司产品毛利率存在进一步下降的风险。

公司经营和产品技术未及时适应行业变化的风险：消费电子产品技术更新、产品迭代速度日益加快，若公司不能紧跟消费电子行业变化并持续研发新技术、新产品和新设计，及时推出符合消费者需要的产品，可能面临因产品不能适销对路、无法顺应行业的快速变化而被市场淘汰的风险。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司 95%以上的销售集中在境外，客户主要是欧美、日本及中东市场的消费者，若贸易摩擦加剧，公司产品竞争力可能下降、销售可能受到限制，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

尤其就美国市场而言，公司 2022 年北美市场收入占比 51%，而美国在全球消费电子行业产业链上游技术市场和下游消费市场中均拥有较强的定价权、话语权。因而，若美国对相关消费电子产品实施进口限制措施，则可能相应损害消费电子产品行业海外品牌商、制造商的利益，并对全球消费电子产品行业的稳定发展造成一定的不利影响。

行业风险

行业竞争加剧的风险：随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

汇率波动的风险：公司外销业务主要以美元、英镑、欧元以及日元为结算币种，同时，公司产成品采购采用美元和人民币两种结算模式。若外汇频繁大幅度波动，可能对公司业绩产生影响，主要表现为影响产品出口的价格竞争力和产品采购成本，若公司未能采取有效措施应对汇率风险，可能对公司盈利水平产生不利影响。

财务及减持的风险

资产减值损失的风险：跨境电商企业海外库存占比较高，若由于库存管理不善，可能出现库存商品的存货跌价准备风险，从而对公司盈利水平产生不利影响。

管理层减持的风险：2023 年 10 月 13 日，公司首次公开发行部分限售股份解禁并上市流通，实际可上市流通数量为 6067.53 万股，占公司总股本 14.93%。控股股东、创始人阳萌，总裁赵东平，共同实际控制人贺丽申请解除股份限售，不排除管理层出现减持的情况。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1163	946	1155	2282	3584	营业收入	12574	14251	17781	21241	24184
应收款项	1092	1222	1461	1746	1988	营业成本	8082	8731	10179	12041	13626
存货净额	2061	1480	1578	1836	2018	营业税金及附加	5	7	8	9	11
其他流动资产	1594	1641	2420	2566	2902	销售费用	2445	2938	3995	4683	5310
流动资产合计	7073	7009	8335	10150	12212	管理费用	374	465	1941	2309	2619
固定资产	82	100	608	863	1067	财务费用	46	67	14	(10)	(41)
无形资产及其他	15	20	20	19	18	投资收益	258	118	5	40	30
投资性房地产	1033	2636	2636	2636	2636	资产减值及公允价值变动	129	401	225	(50)	(50)
长期股权投资	271	366	489	581	685	其他收入	(918)	(1287)	0	0	0
资产总计	8474	10132	12087	14249	16617	营业利润	1092	1275	1875	2199	2640
短期借款及交易性金融负债	115	321	5	5	5	营业外净收支	(7)	(7)	(11)	(10)	(9)
应付款项	876	785	1250	1410	1481	利润总额	1085	1268	1864	2189	2631
其他流动负债	857	1037	1326	1560	1790	所得税费用	60	83	112	132	163
流动负债合计	1848	2144	2582	2975	3276	少数股东损益	43	42	62	72	87
长期借款及应付债券	105	614	614	614	614	归属于母公司净利润	982	1143	1691	1985	2381
其他长期负债	379	430	545	669	765						
长期负债合计	484	1044	1159	1283	1379	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2332	3188	3741	4257	4656	净利润	982	1143	1691	1985	2381
少数股东权益	93	101	151	208	274	资产减值准备	7	35	472	210	225
股东权益	6049	6843	8196	9783	11688	折旧摊销	20	30	46	86	122
负债和股东权益总计	8474	10132	12087	14249	16617	公允价值变动损失	(129)	(401)	(225)	50	50
						财务费用	46	67	14	(10)	(41)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(718)	(1022)	225	39	(138)
每股收益	2.42	2.81	4.16	4.89	5.86	其它	20	(6)	(423)	(153)	(159)
每股红利	0.85	0.85	0.83	0.98	1.17	经营活动现金流	182	(221)	1785	2217	2481
每股净资产	14.88	16.84	20.19	24.10	28.79	资本开支	0	(482)	(800)	(600)	(600)
ROIC	36%	37%	26%	32%	35%	其它投资现金流	499	(556)	0	0	0
ROE	16%	17%	21%	20%	20%	投资活动现金流	438	(1134)	(922)	(693)	(703)
毛利率	36%	39%	43%	43%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	15%	9%	10%	11%	负债净变化	95	511	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(346)	(347)	(338)	(397)	(476)
收入增长	34%	13%	25%	19%	14%	其它融资现金流	332	811	(316)	0	0
净利润增长率	15%	16%	48%	17%	20%	融资活动现金流	(170)	1138	(654)	(397)	(476)
资产负债率	29%	32%	32%	31%	30%	现金净变动	450	(217)	209	1128	1301
息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	713	1163	946	1155	2282
P/E	35.8	30.7	20.7	17.7	14.7	货币资金的期末余额	1163	946	1155	2282	3584
P/B	5.8	5.1	4.3	3.6	3.0	企业自由现金流	877	497	1029	1591	1842
EV/EBITDA	22.2	17.9	22.8	17.2	14.5	权益自由现金流	1304	1819	701	1600	1880

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032