

星徽精密 (300464.SZ) 乘东风跨境出海，借精品泽宝再启航

2020 年 12 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

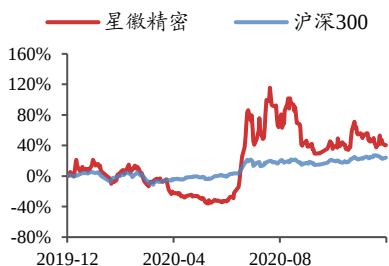
mengxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120040004

日期	2020/12/15
当前股价(元)	19.59
一年最高最低(元)	30.40/8.95
总市值(亿元)	69.18
流通市值(亿元)	56.88
总股本(亿股)	3.53
流通股本(亿股)	2.90
近 3 个月换手率(%)	182.44

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 精密金属连接件引领者进军跨境电商，首次覆盖给予“买入”评级

星徽精密是金属连接件领域龙头，为家居五金行业首家上市公司，于 2019 年 2 月完成收购泽宝 100% 股权从而进入跨境电商领域，此后跨境电商业务成为公司收入和利润的主要来源。我们认为跨境出口行业高景气且增长空间较大，子公司泽宝作为行业头部有望继续受益。此外，在产品、渠道、品牌的既有优势上，精品强化、渠道拓展及 RCEP 红利释放有望给泽宝带来新增长极。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.05/3.96/5.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.12/1.49 元，当前股价对应 PE 为 22.6/17.5/13.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 产品、渠道、品牌共振打造核心竞争力

(1) 产品端：泽宝坚持通过精品模式给市场提供品质过硬的高性价比产品（目前产品核心 SKU 仅 100 多个），使用科学采购模式确保上游产品供应，重视研发且拥有三级开发模式以推动新品开发及上市进度。**(2) 渠道端：**泽宝主打线上 B2C 模式，主要依托亚马逊平台进行产品销售，利于发挥精品战略优势。另外，泽宝通过线上建设独立站，线下开拓 2B 业务、设立自营仓及本土化运营等方式降低销售平台单一风险。**(3) 品牌端：**泽宝目前已拥有六大自有品牌，通过品牌的差异化定位切入不同的细分市场，其中部分自有品牌已具备较好的市场影响力，如 TaoTronics 无线耳机、RavPower 移动电源等多个品牌产品位居亚马逊销售排行榜前列。

● 展望：精品强化、渠道拓展、RCEP 红利释放带来增长动力

(1) 精品强化：公司在巩固原有研发体系的同时，继续加大研发投入。公告显示，星徽精密拟通过定向募资约 10 亿元来加强泽宝的研发体系建设与消费电子产品类开发，其中覆盖的视频产品与激光电视类赛道较好，增长潜力较强。**(2) 渠道拓展：**公司继续深化亚马逊平台运营，加大海外线下渠道拓展，实现本土化；同时加码中国国内市场布局，RAVPower 与 TaoTronics 已先后入驻京东与天猫平台。**(3) RCEP 红利释放：**考虑到 RCEP 给跨境出口创造了零关税、低成本、通关便利、降低汇率波动风险等条件，公司在东南亚新兴市场的开拓有望加速，有望给公司带来新的增长点。

● 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	711	3,491	5,621	7,251	9,281
YOY(%)	35.2	390.9	61.0	29.0	28.0
归母净利润(百万元)	2	149	305	396	528
YOY(%)	-86.5	7167.7	105.6	29.7	33.2
毛利率(%)	12.9	44.0	44.0	44.2	44.4
净利率(%)	0.3	4.3	5.4	5.5	5.7
ROE(%)	0.7	8.2	16.1	17.9	20.1
EPS(摊薄/元)	0.90	0.22	0.87	1.12	1.49
P/E(倍)	21.8	89.0	22.6	17.5	13.1
P/B(倍)	13.5	3.8	3.3	2.8	2.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、精密金属连接件深耕者，收购泽宝挺进跨境电商行业	4
1.1、发展历程：深耕精密金属连接件多年，收购泽宝挺进跨境电商	4
1.2、财务分析：跨境电商业务占据主导，泽宝收入利润均高速增长	5
1.2.1、公司原有业务营收整体较为稳定，利润下降较为明显	5
1.2.2、跨境电商业务营收利润均高速增长，盈利能力较强	6
1.3、股权结构稳定，业绩承诺显发展信心，股权激励绑定核心骨干利益	8
2、行业：跨境出口行业高景气，增长空间较大	10
2.1、行业规模：跨境电商行业潜力十足，行业规模稳增	10
2.2、行业空间：多因素提振跨境出口行业景气度	11
2.3、竞争格局：中小型卖家占据主流，行业集中度有待提升	13
3、公司看点：产品、渠道、品牌共振打造核心竞争力	14
3.1、产品端：坚定“精品”路线	14
3.1.1、产品供应：科学采购确保产品优势	14
3.1.2、产品革新：加强开发巩固品牌地位	15
3.2、渠道端：主打线上 B2C 提升品牌知名度，多渠道拓展降低平台依赖	16
3.3、品牌端：打造自有品牌，切入细分市场	21
4、展望：精品强化、渠道拓展、RCEP 红利释放带来增长动力	22
5、盈利预测与投资建议	24
5.1、关键假设	24
5.2、盈利预测与估值	25
6、风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1：公司形成“家居生活板块+消费电子板块”双轮驱动的业务格局	4
图 2：深耕精密金属连接件多年，收购泽宝挺进跨境电商	5
图 3：2019 年公司并表泽宝使收入上升明显	5
图 4：2019 年公司并表泽宝推动利润逆势反弹	5
图 5：2015-2019 年，公司原有业务收入较为稳定	6
图 6：2015-2019 年，公司原有业务净利润下滑明显	6
图 7：2016-2019 年，泽宝实现营收的高速增长	6
图 8：2016-2019 年，泽宝实现归母净利润的高速增长	6
图 9：2019 年泽宝产品以电源、蓝牙音频与小家电为主	7
图 10：2020H1 泽宝家私类产品表现亮眼	7
图 11：泽宝毛利率有所上升，对比同行公司较为稳定	7
图 12：泽宝期间费用率和销售费用率较为稳定	8
图 13：泽宝净利率呈上升趋势	8
图 14：公司股权结构较为稳定，实控人为蔡耿锡与谢晓华夫妇	9
图 15：2015-2019 年，跨境电商交易规模逐年稳增	10
图 16：2015-2019 年，中国跨境电商以出口为主	10
图 17：当前出口跨境电商整体已进入平稳发展期	10
图 18：对比 B2B，出口 B2C 通过境外电商平台直面用户	11

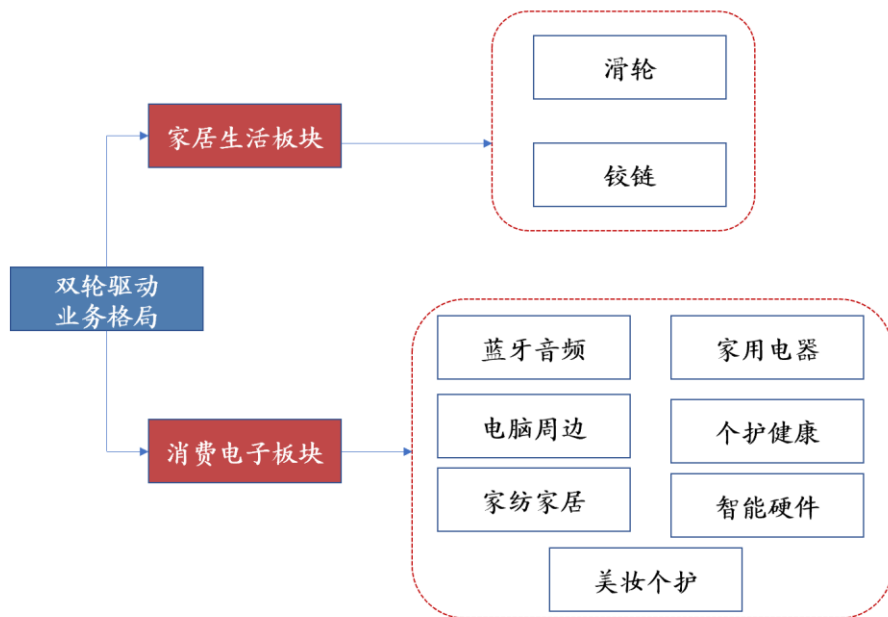
图 19: 2015-2019 年, 出口 B2C 模式占比逐年增长	11
图 20: 中国跨境电商零售出口规模未来有望继续增长	11
图 21: 疫情发生以来亚马逊营收同比增速保持较高水平	12
图 22: 对比 2015 年, 预测 2025 年东南亚主要国家电商规模将明显增长	13
图 23: 技术应用驱动跨境电商产业升级	13
图 24: 从销售额看, 2018 年中小型跨境出口卖家占市场主流	14
图 25: 泽宝第一代智能美甲机	16
图 26: 泽宝研发费用率在同行业中居较高水平	16
图 27: 泽宝产品销售以线上 B2C 为主	17
图 28: 泽宝线上 B2C 物流模式分为跨境头程物流与海外本地物流两部分	18
图 29: 泽宝亚马逊美国店铺好评数	18
图 30: 安克创新亚马逊美国店铺好评数	18
图 31: 亚马逊 Feedback 和 Reviews 功能上的区别	19
图 32: 受益于良好口碑, 泽宝的 TWS 耳机和台灯在亚马逊平台上被优先推荐	19
图 33: 泽宝为各品牌建立了独立的官网 (以 TaoTronics 为例), 并在 Facebook 上推广产品以获取更多流量	20
图 34: 泽宝因地制宜, 在海外设立多家子公司以发挥本土化运营优势	20
图 35: 泽宝以亚马逊 FBA 仓为主, 但自营仓在总仓储存货中占比逐年提升	21
图 36: 四个自有品牌挺进 2019 年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强	22
图 37: 泽宝旗下无线耳机与移动电源市场表现出色	22
图 38: 2020 年 3 月, TaoTronics 官方旗舰店在京东与天猫平台上落地	24
表 1: 2019 年, 泽宝整体营运能力高于可比公司平均水平	8
表 2: 泽宝被收购时作出业绩承诺, 彰显发展信心	9
表 3: 2020 年 8 月, 公司针对泽宝 51 位核心骨干推出股权激励计划	9
表 4: 国家层面近年来频频颁布鼓励政策, 以促进跨境电商的快速发展	11
表 5: 精品模式下, 泽宝的 SKU 相对较少	14
表 6: 泽宝拥有三大开发模式	15
表 7: 泽宝专利数量呈迅速增长趋势	16
表 8: 对比其他国外电商平台, 亚马逊具有流量优势	17
表 9: 对比可比公司, 泽宝对亚马逊依赖度较高	19
表 10: 泽宝旗下六大自有品牌分工明确	21
表 11: 星徽精密拟定向募资以加强泽宝技术的研发体系建设	23
表 12: 公司涉及的视频产品类目市场规模具有良好预期	23
表 13: 可比公司估值情况	25

1、精密金属连接件深耕者，收购泽宝挺进跨境电商行业

星徽精密于 1994 年成立，深耕精密金属连接件领域；于 2015 年在创业板成功上市，成为家居五金行业首家上市公司；于 2019 年 2 月完成收购泽宝股份 100% 股权，挺进跨境电商行业，形成“家居生活板块+消费电子板块”双轮驱动的业务格局：

- 1) **家居生活板块方面（母公司原有精密金属业务）**，公司专注研发、生产、制造、销售多功能、高精密的铰链、滑轨等金属连接件，下游对接家具、家居、家电、工业、IT、金融、汽车等不同行业，是东芝、伊莱克斯、史丹利、海尔、美的、华帝、万和、通润、全友、美克美家等国内外知名企业的供应商。公司营销网络遍布全国，产品远销欧美日韩等国家和地区。
- 2) **消费电子板块方面（子公司泽宝跨境电商业务）**，子公司泽宝技术致力于消费电子产品的设计研发、品牌推广和海外线上运营、线下渠道开拓。泽宝坚持发展自有品牌，目前已形成 RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo 六大品牌，产品覆盖电源、蓝牙音频、家用电器、电脑手机周边、个护健康、家纺家居、智能硬件、美妆个护等。另外，泽宝主打线上 B2C 模式，借亚马逊等平台使产品直面欧美日等国家和地区的消费者。

图1：公司形成“家居生活板块+消费电子板块”双轮驱动的业务格局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、发展历程：深耕精密金属连接件多年，收购泽宝挺进跨境电商

创业探索（1994-2002）：1994 年 11 月 11 日，公司于顺德成立，开始生产铰链；2002 年，公司建立滑轨生产体系，自此铰链与滑轨成为公司精密制造的主要品类。

扩张发展（2003-2018）：2010 年，公司股改成功，正式更名为“广东星徽精密制造股份有限公司”；2015 年 6 月，公司在深交所 A 股上市，成为中国家居五金行业首家上市公司；2017-2018 年，公司先后收购意大利 C.M.I 与 Donati，进入高端家电配件领域并走向全球化。

转型升级（2019年至今）：2019年2月，公司成功收购深圳泽宝股份100%股权（收购后称为泽宝技术），形成“精密制造+跨境电商”双轮驱动的格局；同年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强中，泽宝技术旗下RAVPower、TaoTronics、VAVA、Sable四大品牌位列其中。2020年，公司进入佛山市企业百强榜。

图2：深耕精密金属连接件多年，收购泽宝挺进跨境电商

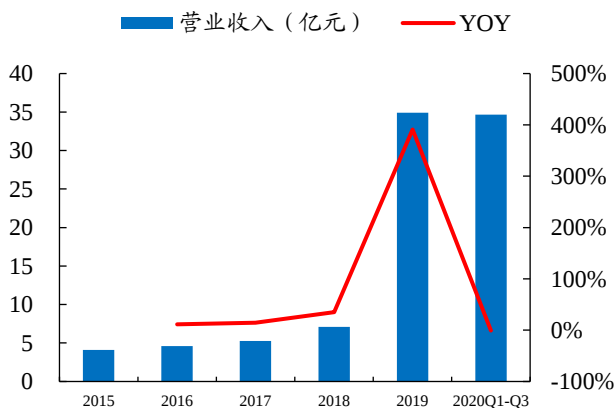


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、财务分析：跨境电商业务占据主导，泽宝收入利润均高速增长

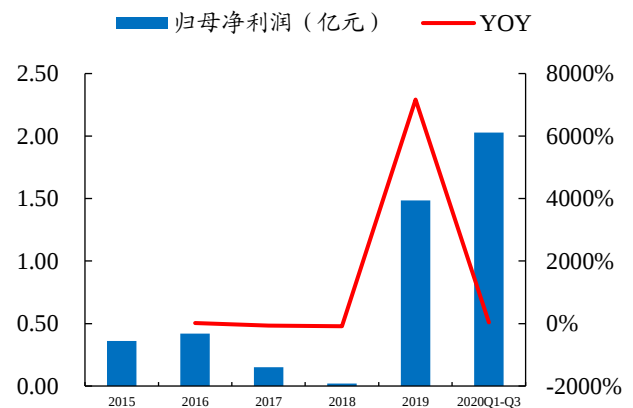
整体上看，跨境电商业务成为公司主要收入与利润来源。2019年公司并表泽宝使业绩上升明显，整体营收和利润分别同比增长390.94%、7167.66%。其中，泽宝业务收入、利润贡献率超80%，至2020年该贡献率有所提升，跨境电商业务成为公司主要收入与利润来源。考虑到公司原有的精密金属连接件业务和新增的跨境电商业务无明显关联且二者收入、利润体量差距较大，我们将对两块业务的财务情况分别研究。

图3：2019年公司并表泽宝使收入上升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019年公司并表泽宝推动利润逆势反弹



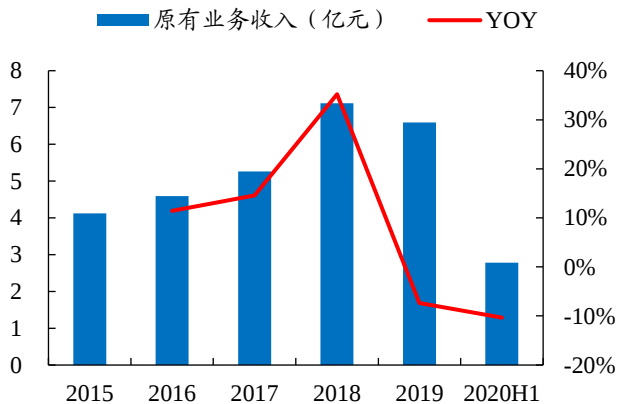
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、公司原有业务营收整体较为稳定，利润下降较为明显

公司原有业务营收整体较为稳定，利润下降明显。2015-2019年，公司原有业务营收由4.12亿元提升至6.59亿元，CAGR为12.47%，整体较为稳定；同期归母净利润由0.36亿元下降至0.04亿元，CAGR为-42.27%，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

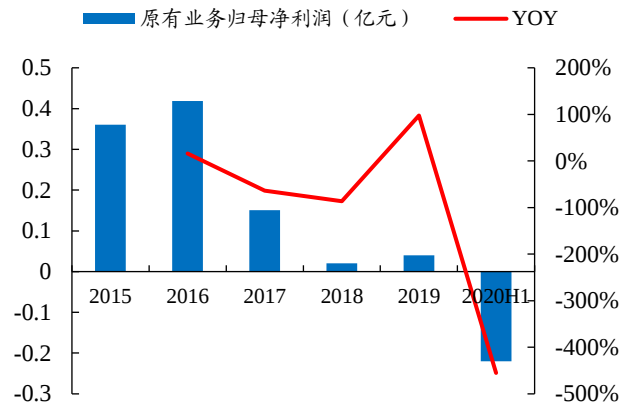
未能传导上游原材料价格上涨压力。2020H1 公司原有业务实现营收 2.78 亿元（-10.33%），归母净利润-0.22 亿元（-454.99%），主要系疫情影响。

图5：2015-2019 年，公司原有业务收入较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2015-2019 年，公司原有业务净利润下滑明显



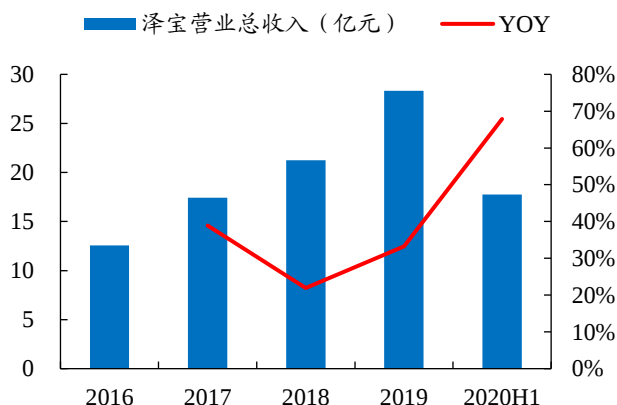
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、跨境电商业务营收利润均高速增长，盈利能力较强

星徽精密跨境电商业务始于公司 2019 年收购泽宝，考虑到泽宝被收购后业务无明显变化，我们对公司跨境电商业务进行财务分析时将时间线向收购前延伸，便于呈现整体业绩的连续性。

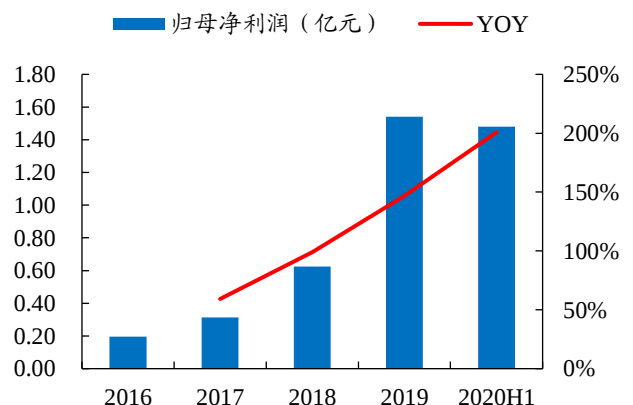
泽宝营收与归母净利润双双高速增长。2016-2019 年，泽宝营业总收入由 12.55 亿元提升至 28.32 亿元，CAGR 为 31.16%；同期归母净利润由 0.20 亿元提升至 1.54 亿元，CAGR 为 98.57%，与营收保持一致的高速增长。2020H1，泽宝实现营收 17.76 亿元（+67.86%），归母净利润 1.48 亿元（+200.81%）。

图7：2016-2019 年，泽宝实现营收的高速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2016-2019 年，泽宝实现归母净利润的高速增长

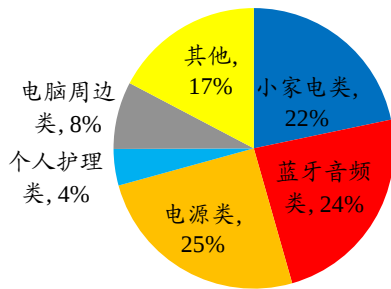


数据来源：公司公告、开源证券研究所

分品类看，产品以电源类、蓝牙音频类与小家电类为主。2019 年电源类、蓝牙音频类与小家电类产品分别实现营收 7.12 亿元、6.76 亿元、6.15 亿元，分别占比 25.14%、23.87%、21.72%，合计占比 70.73%。2020H1，三类产品分别实现营收 2.57 亿元、4.01 亿元、5.27 亿元，分别占比 14.47%、22.58%、29.67%，合计占比 66.72%。此外，2020H1 家私类产品实现营收 2.47 亿元，仅次于电源类，表现亮眼。

图9：2019年泽宝产品以电源、蓝牙音频与小家电为主

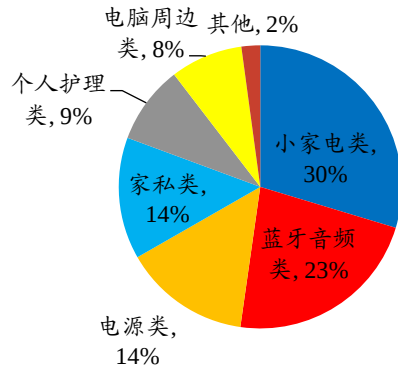
■小家电类 ■蓝牙音频类 ■电源类 ■个人护理类 ■电脑周边类 ■其他



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020H1 泽宝家私类产品表现亮眼

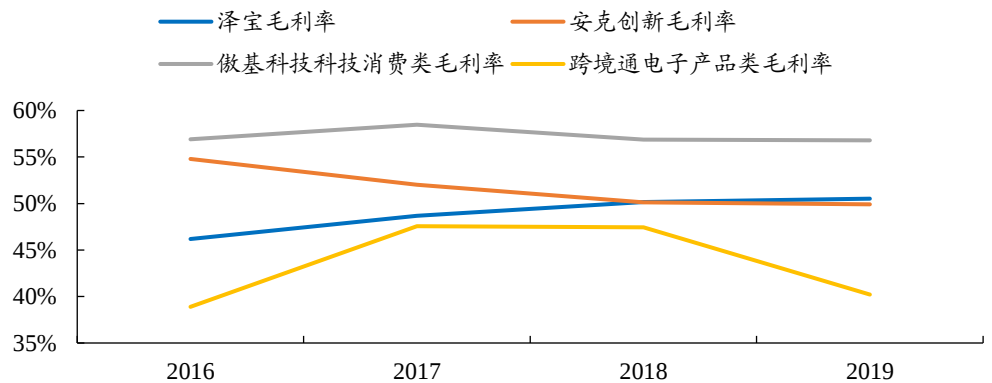
■小家电类 ■蓝牙音频类 ■电源类 ■家私类 ■个人护理类 ■电脑周边类 ■其他



数据来源：Wind、开源证券研究所

泽宝毛利率有所上升，对比同行公司较为稳定。2016-2019年，泽宝毛利率从46.18%上升至50.52%，同安克创新、傲基科技、跨境通公司的可比业务毛利率相比，泽宝毛利率较为稳定，主要系其专注于自有品牌和线上渠道，同时“高毛利率、高费用率”的线上B2C模式收入占比较高。

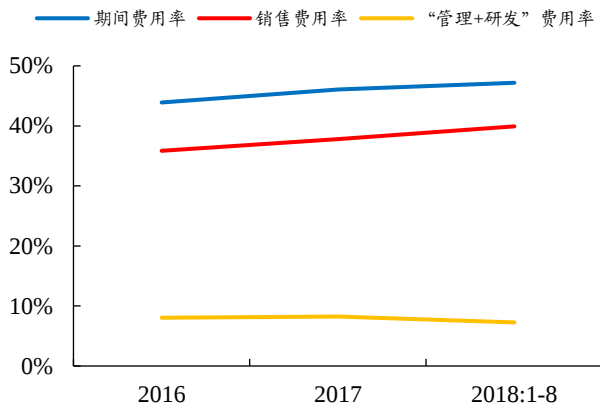
图11：泽宝毛利率有所上升，对比同行公司较为稳定



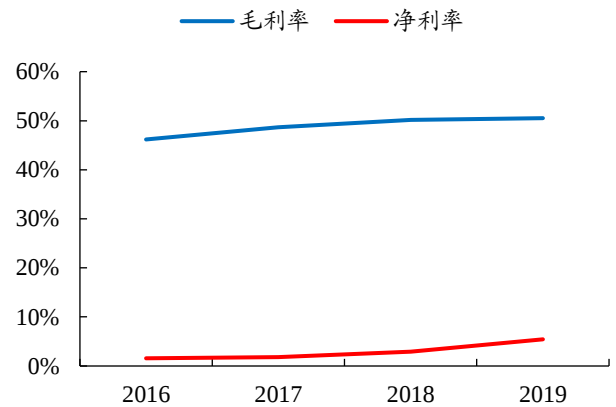
数据来源：Wind、开源证券研究所

泽宝期间费用率和销售费用率较为稳定。2016-2018年8月，泽宝的期间费用率稳定在45%左右，销售费用率稳定在38%左右。

泽宝净利率呈上升趋势。2016-2019年，泽宝净利率由1.57%上升至5.45%，增加3.88pct，与毛利率走势一致，2020H1泽宝净利率进一步提升至8.34%，整体呈上升趋势。

图12: 泽宝期间费用率和销售费用率较为稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 泽宝净利率呈上升趋势


数据来源: Wind、开源证券研究所

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 年泽宝整体存货、应收账款周转率较高, 分别达 3.26 次、20.24 次, 下游回款周期较短; 应付账款周转率低, 2019 年为 4.90 次, 对应上游账期较长, 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。

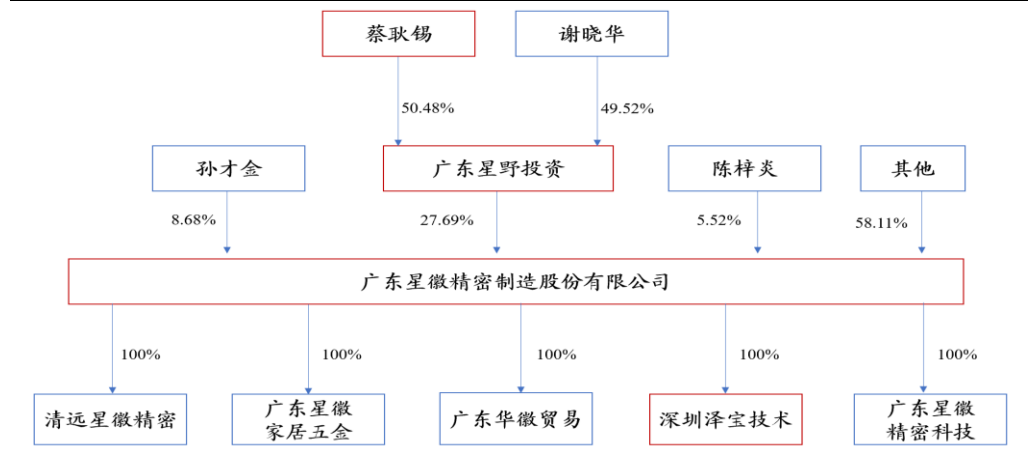
表1: 2019 年, 泽宝整体营运能力高于可比公司平均水平

电商名称	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (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
易佰网络	2.70	22.75	10.21
均值	3.05	16.98	8.24
泽宝技术	3.26	20.24	4.90

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定, 业绩承诺显发展信心, 股权激励绑定核心骨干利益

公司股权结构较为稳定, 实控人为蔡耿锡与谢晓华夫妇。截至 2020Q3, 广东星野投资持有公司 27.69% 的股份, 为公司第一大股东; 蔡耿锡与谢晓华夫妇持有星野投资 100% 的股份(蔡耿锡持股 50.48%, 谢晓华持股 49.52%), 成为公司实际控制人。原泽宝董事长及创始人孙才金持有公司 8.68% 的股份, 为公司第二大股东。

图14: 公司股权结构较为稳定, 实控人为蔡耿锡与谢晓华夫妇


资料来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2020Q3)

泽宝被收购时作出业绩承诺, 彰显发展信心。《盈利预测补偿协议》显示, 泽宝承诺 2018-2020 年实现净利润分别不低于 1.08 亿元、1.45 亿元、1.90 亿元。2018-2019 年泽宝已完成业绩承诺 (净利润分别为 1.09 亿元、1.54 亿元), 2020H1 泽宝已实现净利润 1.48 亿元, 待实现 0.42 亿元, 占比 22.11%, 考虑到 Q4 迎来跨境电商旺季, 预计泽宝业绩承诺能顺利完成。

表2: 泽宝被收购时作出业绩承诺, 彰显发展信心

对应年份	泽宝的业绩承诺	完成进度
2018	净利润不低于 1.08 亿元	100%
2019	净利润不低于 1.45 亿元	100%
2020	净利润不低于 1.90 亿元	77.89% (截至 2020H1)

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

股权激励绑定泽宝核心骨干利益, 充分调用团队积极性。公司在 2020 年 8 月公布限制性股票激励计划。该计划激励对象为 51 位泽宝核心管理、技术与业务人员, 授予激励对象的限制性股票价格为 11.71 元/股, 获授的限制性股票数量为 1457 万股。该计划的业绩考核指标为泽宝技术 2020 年净利润不低于 2.5 亿元, 2021 与 2022 年净利润较前一年的增长率不低于 30%。当年度考核目标完成度为 80%-100%或 100%时, 对应公司层面可归属比例为 80%或 100%。股权激励绑定了泽宝核心骨干人员利益, 能调动团队积极性, 利于泽宝跨境电商业务的稳定发展。

表3: 2020 年 8 月, 公司针对泽宝 51 位核心骨干推出股权激励计划

归属安排	考核年度	业绩考核指标
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%

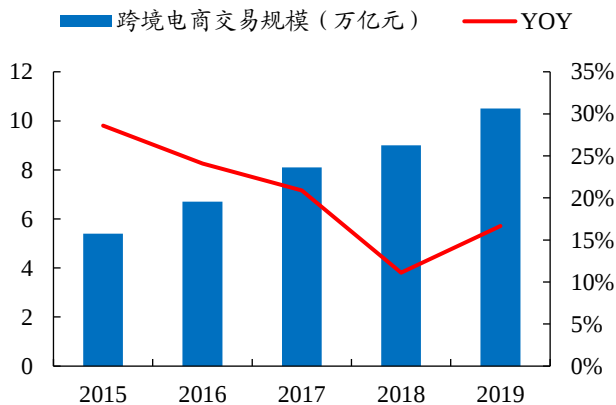
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、行业：跨境出口行业高景气，增长空间较大

2.1、行业规模：跨境电商行业潜力十足，行业规模稳增

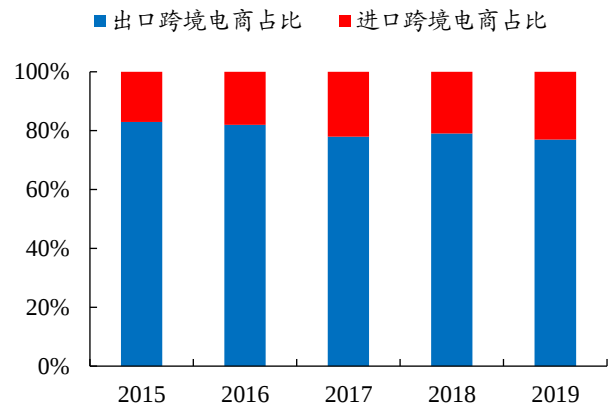
跨境电商交易规模逐年稳增，以出口为主。2015-2019 年，中国跨境电商交易规模由 5.4 万亿元逐年提升至 10.5 万亿元，CAGR 为 18.09%，保持较快增长。同期，出口跨境电商占比虽有所下滑，但始终维持在 75%以上。

图15：2015-2019 年，跨境电商交易规模逐年稳增



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

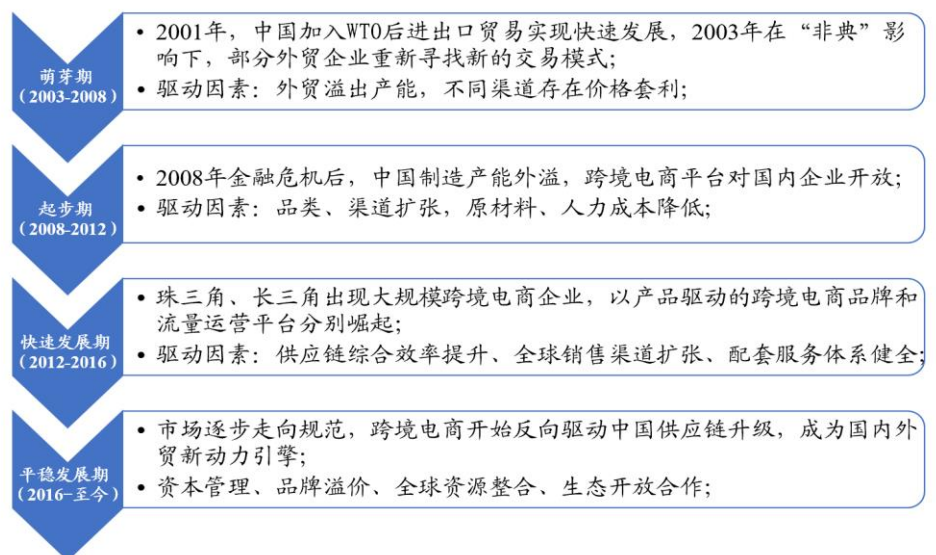
图16：2015-2019 年，中国跨境电商以出口为主



数据来源：网经社、开源证券研究所

我们认为当前出口跨境电商整体已进入平稳发展期，其特点为伴随众多跨境政策法规出台，市场逐步走向规范，跨境电商开始反向驱动中国供应链升级，成为国内外外贸新动能。此阶段驱动力主要源于品牌溢价、全球资源整合以及生态开放合作。

图17：当前出口跨境电商整体已进入平稳发展期

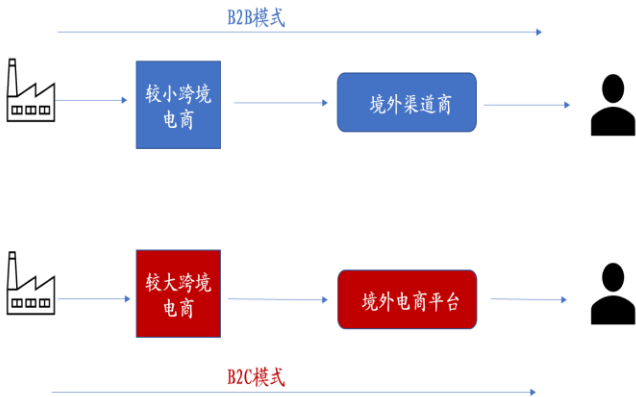


资料来源：亿邦动力、开源证券研究所

出口 B2C 模式占比逐年增长，预计 2021 年跨境零售出口规模达到 2880 亿美元。基于交易方式，出口跨境电商主要分为 B2B 与 B2C，目前整体以 B2B 为主；但 B2C 由于去掉了一些贸易中间环节而相对更高效，更受跨境电商企业的青睐，近年来占比逐年增大，2017-2019 年占比由 15%提升至 20%（据网经社数据），2019 年规

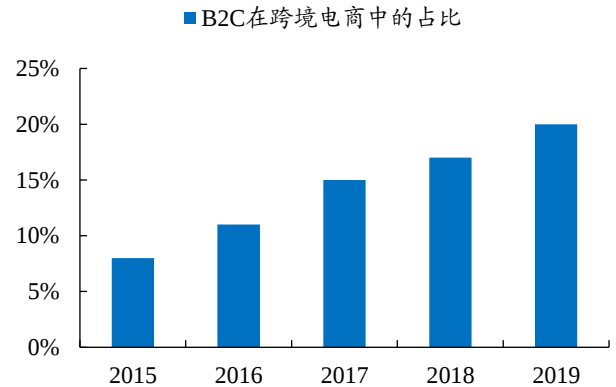
模达到 1.7 万亿元。据 Kantar 预测，2021 年中国跨境电商零售出口规模约有望达到 2880 亿美元。

图18: 对比 B2B, 出口 B2C 通过境外电商平台直面用户



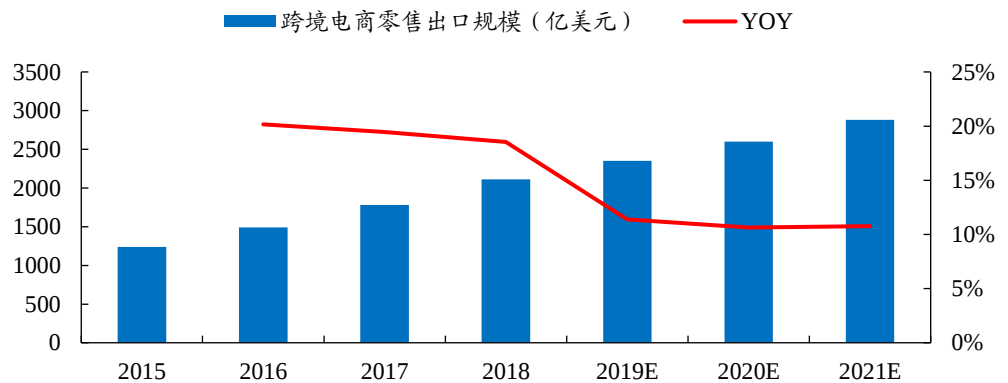
资料来源：开源证券研究所

图19: 2015-2019 年，出口 B2C 模式占比逐年增长



数据来源：网经社、开源证券研究所

图20: 中国跨境电商零售出口规模未来有望继续增长



数据来源：Kantar Research、开源证券研究所

2.2、行业空间：多因素提振跨境出口行业景气度

我们认为跨境出口行业未来具备较大成长空间，主要的驱动力有：

- 1) **政策利好**：“一带一路”为中国企业走出去营造了良好的大环境；同时，为促进我国跨境电商的快速发展，国家层面近年来频频颁布鼓励政策；此外，各地政府也因地制宜，争相助力当地跨境电商的持续繁荣。以福州为例，2020 年 2 月当地政府出台《关于促进跨境电子商务发展若干措施》，从园区建设、做大规模、跨境电商综合服务体系等方面加大对跨境电商产业的扶持力度。

表4: 国家层面近年来频频颁布鼓励政策，以促进跨境电商的快速发展

政策发布时间	政策发布部门	政策名称
2020-04	国家外汇管理局	《国家外汇管理局关于优化外汇管理 支持涉外业务发展的通知》
2020-01	商务部、发改委、财政部等	《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》
2019-10	国家税务总局	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业企业所得税核定征收有关问题的公告》

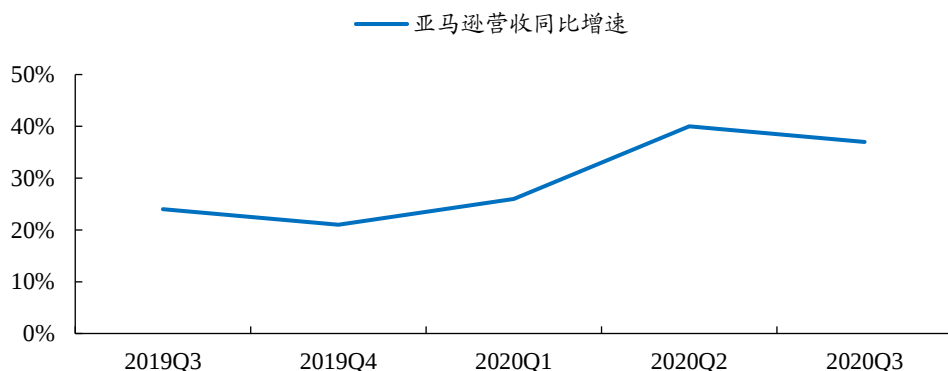
政策发布时间	政策发布部门	政策名称
2018-11	财政部、海关总署、税务总局	《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》
2018-08	国务院	《国务院关于同意在北京等 22 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》
2017-09	国务院	《国务院确定推进跨境电商综合试验区建设措施》
2016-04	国家税务总局	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2) 需求旺盛：多方面因素如下，

- ① **海外市场对中国产品的依赖程度较高。**2019 年中国制造业增加值占全球比重达 28.1%，连续 10 年保持世界第一制造大国地位。麦肯锡《中国与世界》（2019 年 7 月）认为全球各国高度依赖中国的产出，尤其是贸易属性较高的轻工制造（如纺织服装）和劳动密集型产业；随着中国工业化不断取得进展，全球产业对中国的依存度均有所提高。
- ② **对欧美成熟市场，疫情促使零售业竞争格局改变与消费升级，推动线上零售增长。**疫情致使中小企业倒闭，打破了欧美市场原有稳固的“大型商超+社区超市”格局；同时疫情导致居民消费习惯升级，电商的渗透率有望突破。以亚马逊为例，其在 2020Q1-Q3 单季度收入同比增速分别为 26%、40%与 37%，保持较快增长。

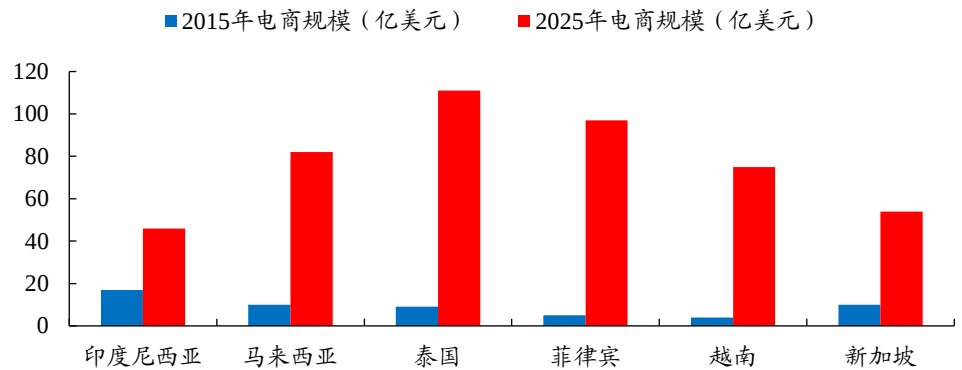
图21：疫情发生以来亚马逊营收同比增速保持较高水平



数据来源：亚马逊季报、开源证券研究所

- ③ **对东南亚等新兴市场，电商快速发展带来需求增量。**随着互联网和智能手机的普及、人们对电商观念改变以及当地供应不足，新兴市场电商行业得以快速发展，这有效扩充了中国出口商的目标用户群，带来需求增量。据 Google TEMASEK 2019 e-Conomy 此前预测，2019 年东南亚电商市场规模为 380 亿美元，预计到 2025 年该地区电商市场规模将达 1530 亿美元。

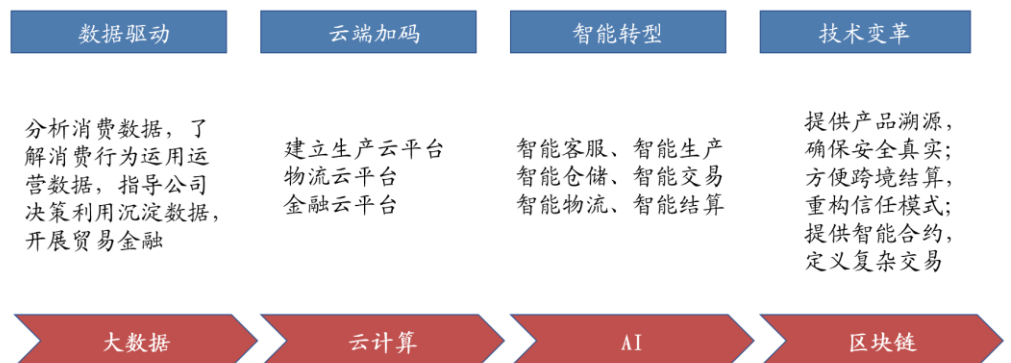
图22: 对比 2015 年, 预测 2025 年东南亚主要国家电商规模将明显增长



数据来源: 麦肯锡、开源证券研究所

- 3) **资本驱动:** 出口电商因受海外庞大的市场需求, 迎来企业及机构投资者的大量关注, 跨境电商的投融资事件持续不断, 促进跨境电商行业快速发展。据艾媒咨询, 截至 2020 年 7 月 31 日, 跨境电商领域共发生 24 起投资事件, 投资金额超 50 亿人民币, 投资数量已超过 2019 年的 45 起。
- 4) **数字化赋能:** 互联网、大数据、云计算等技术的快速发展给跨境电商带来便利, 推动跨境电商全方位的数字化升级, 利于提升跨境电商在消费者服务、物流运输、金融服务等方面的效率。

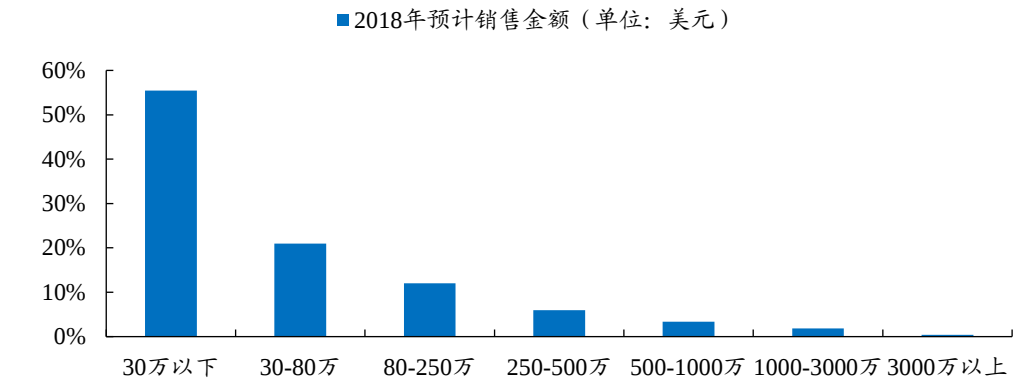
图23: 技术应用驱动跨境电商产业升级



资料来源: 易观分析、开源证券研究所

2.3、竞争格局: 中小型卖家占据主流, 行业集中度有待提升

我国跨境电商相关企业 “百舸争流”, 行业集中度有望提升。据亿邦动力网, 2019 年跨境电商相关企业注册数量达 11.98 万家, 2020 年已新增 8.7 万家 (截至 9 月 28 日), 但天眼查显示, 60.23% 的跨境电商相关企业注册资本在 0-200 万元; 同时根据易观分析, 2018 年年销售额在 250 万美元以下的卖家预计超过 85%, 销售额超过 1000 万美元的大卖家仅占比 2.5%, 年销售 10 万单以下的卖家占比 70% 以上, 跨境出口行业中小型卖家占市场主流, 行业集中度偏低。众多的中小跨境卖家受限于资金、时间成本只能借助第三方开放平台 (如亚马逊、eBay 等) 开展业务, 随着竞争加剧与资本投入加大, 中小型卖家或被震荡出局, 市场份额有望向大型卖家集中。

图24：从销售额看，2018年中小型跨境出口卖家占市场主流


数据来源：易观分析、开源证券研究所

3、公司看点：产品、渠道、品牌共振打造核心竞争力

3.1、产品端：坚定“精品”路线

泽宝以“精品”路线为定位，致力于为全球发达国家中产阶级消费者提供高品质、高性价比产品。泽宝核心 SKU 仅 100 多个，且与跨境出口行业产品结构基本一致（以 3C 电子、服饰、户外用品为主），通过亚马逊等平台扩大品牌知名度和客户资源，其主要产品市场评价较高，“精品”路线优势渐显。

精品模式利于公司深耕细作，推出高性价比产品。跨境电商经营模式可分为精品模式与泛品模式：1）泛品公司（如环球易购、有棵树等）一般拥有几十万个以上的 SKU，以多品类、多产品取得竞争优势，但其难以针对品类或产品进行精耕细作，对市场的把控有限；2）精品公司在产品开发前，先根据市场容量的大小、产品痛点及市场需求导向进行分析，得出解决方案，参与产品开发，再进行产品生产、推广等步骤，因此品类集中，能做到对市场的快反应。泽宝计划根据销售情况逐步精简 SKU，深耕重点产品或品类，以推出性价比更高的产品。

表5：精品模式下，泽宝的 SKU 相对较少

公司名称	运营模式	品类	SKU 数量
泽宝技术	精品	电源、音频、个护美妆、家电类	1000+
安克创新	精品	电源、无线音频、智能创新类等	1000+
傲基科技	精品	3C 数码、家庭健康、小家电类等	每个品类包含几百个至上千个 SKU
环球易购	泛品、精品	服装、电子、家居	40 万个以上
有棵树	泛品、精品	3C、家居等 19 大类、3000 个小类	40 万个以上
易佰网络	泛品、精品	家居、美容、户外运动、3C 等	20 万个以上

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、产品供应：科学采购确保产品优势

科学采购模式确保产品供应。泽宝不从事产品的生产制造，均通过委外 OEM 方式组织生产。相比于“大卖”模式，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，可复制性较强，并且公司从上游产品质量、供货效率、成本

控制等多方面考虑，制定科学采购模式，具体如下：

- 1) **“动态采购+供应商名单”保证公司货源：**公司建立供应商准入、分级管理制度与供应商数据库，基于 ERP 智能备货系统数据测算结果进行安全库存储备及周期性订单采购，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：根据产品规划保证核心供应商产品布局 and 成本构成；b) 后端：管控订单交付和二级物料工序，实时监控产品库存；c) 成本组：对新旧产品 BOM 表物料价格进行对比分析，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，以提高整体成本控制能力。
- 3) **“去中心化”降低交易成本：**泽宝通过供应链优化，打造终端客户与上游供应商“点对点”的集成供应链，通过“去中心化”来有效降低交易成本，利于打造高性价比产品，使价值向客户转移。
- 4) **地域分布一致降低运输费用：**公司供应商集中于珠三角地区，而公司及旗下子公司主要位于深圳等地，与供应商地域分布较为一致，能够有效降低运输成本。

3.1.2、产品革新：加强开发巩固品牌地位

三大开发模式推动新品开发、上市进度。泽宝为坚持“精品”路线，通过动态收集市场信息，及时更新消费者需求偏好，并结合终端用户反馈及市场热点、技术发展方向，预判产品演变趋势，不断进行产品革新的前瞻性布局。目前，公司形成主导开发、引进开发、自主研发三种产品开发模式，基于公司对市场动态的洞悉及消费者偏好的了解，提升产品开发效率，保证产品开发的经济效益和市场化推广的可能性，进一步维护公司在市场竞争中稳定扩张的能力。

表6：泽宝拥有三大开发模式

产品开发模式	泽宝职责	研发具体实施负责方
主导开发	负责产品定义和整体产品开发过程管理，包括产品外观功能及外观设计方案	由具备研发能力的供应商或第三方研发机构与供应商共同完成
自主研发	公司产品研发针对单一供应商无法独立完成的产品研发或需要长期投入的技术开发，独立进行自主开发	由泽宝负责，主要为视频图片、美妆个护方向
引进开发	产品人员将明确的产品需求信息反馈给供应商，最终确定是否引进该新产品，并根据市场需求调整方案	供应商推荐产品设计方案

资料来源：公司公告、开源证券研究所

重视产品研发，多方面助力建设完善、先进的产品研发体系：

- 1) **资金注入：**泽宝自 2016 年开始往产品方向转型，2017-2019 年研发投入累计超 1.96 亿元，研发费用率基本稳定在 1.5%-3% 水平，高于同行业公司跨境通与傲基科技，预计未来泽宝将加大研发投入，研发费用率有望上升。
- 2) **人才储备：**截至 2020 年 9 月末，泽宝拥有研发人员 225 人，相比 2017 年增长 66 人，核心研发团队平均从业年限超过 5 年，且多数来自中国科学院、

TCL、华为、腾讯等业内顶尖企业。

研发成果亮眼，新品推出符合预期：

- 1) **专利技术方面**，截至 2020H1，泽宝已拥有较丰富的专利、技术储备，对比 2018 年显著增长。泽宝在境内持 50 项实用新型专利、144 项外观设计专利，40 项发明专利；在境外持 401 项外观设计专利、22 项技术专利、18 项发明专利；在全球持 9 项 PCT 国际专利合作条约。另外，泽宝在视频合成与处理、云端交互、AI 识别、色彩管理、云端储存等方面有所建树，利于持续深耕视频图像、美妆个护，小家电等领域。

表7：泽宝专利数量呈迅速增长趋势

		2020H1	2018M8
实用新型专利	境内	50	9
	境外	-	-
外观设计专利	境内	144	51
	境外	401	255
发明专利	境内	40	-
	境外	18	-
技术专利	境内	22	-
	境外	-	-
PCT 国际专利合作条约		9	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

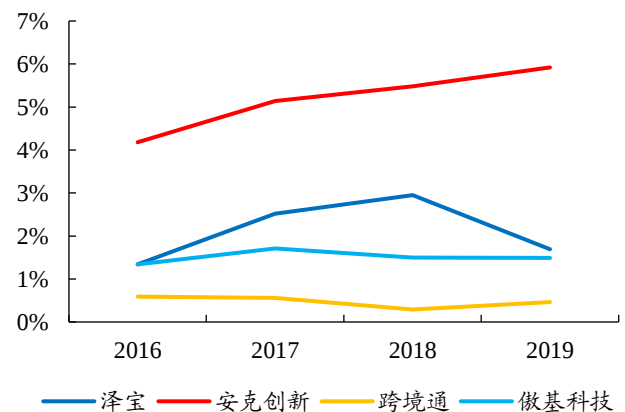
- 2) **推新品方面**，泽宝自主研发的第一代智能美甲机已于 2020 年 6 月上市推广，2020H2 将陆续推出智能香薰机、4K 行车记录仪、低功耗充电式网络摄像机，4K 激光电视等，新品开发、市场化推广进度符合预期。

图25：泽宝第一代智能美甲机



资料来源：Soho

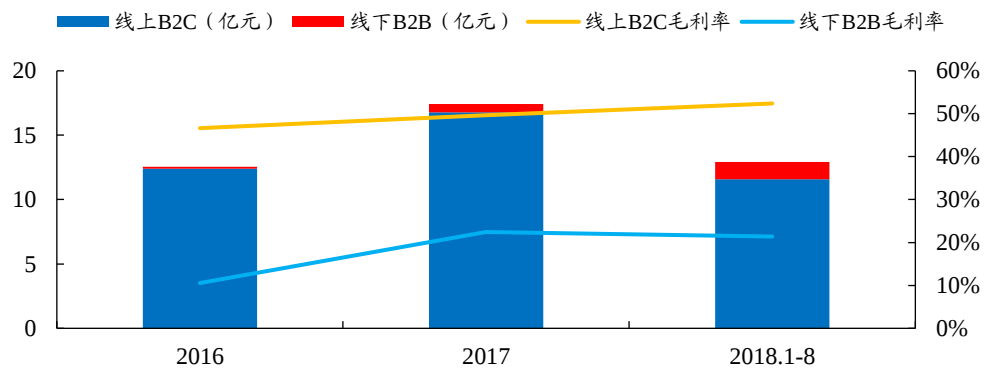
图26：泽宝研发费用率在同行业中居较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、渠道端：主打线上 B2C 提升品牌知名度，多渠道拓展降低平台依赖

泽宝产品销售以线上 B2C 为主，线下 B2B 为辅。2016 至 2018 年 8 月，泽宝线上营收占比平均达 94.91%，线上业务主要面向美欧日市场，通过在亚马逊等平台开设店铺，向个人消费者销售。同时，基于线上市场建立的品牌形象，泽宝在线下开展买断式业务，覆盖欧美日等发达国家和地区的大型连锁商超、电信运营商以及新兴市场的品牌代理商。

图27: 泽宝产品销售以线上 B2C 为主


数据来源：公司公告、开源证券研究所

泽宝线上 B2C 主要依托亚马逊平台，融合平台与自身优势提升产品竞争力。在泽宝线上销售平台中，亚马逊占比高达 99%；泽宝可充分利用亚马逊平台既有流量与规则、发挥“精品”优势以提升线上产品竞争力，具体来看：

- 1) **获得平台既有客户流量：**对比其他跨境电商平台，亚马逊拥有流量优势，其上亿的活跃用户能为公司提供广泛的潜在客户群体和市场空间。据 Learnbonds.com 数据显示，2020 年 3 月，亚马逊平台的访客量高达 40.6 亿，其中活跃用户达 3.1 亿，Prime 会员数量持续上升，客户留存率高达 98%。此外，大型购物平台较高的客户忠诚度及购物便捷性也能够助力公司提升品牌知名度，积累客户资源。

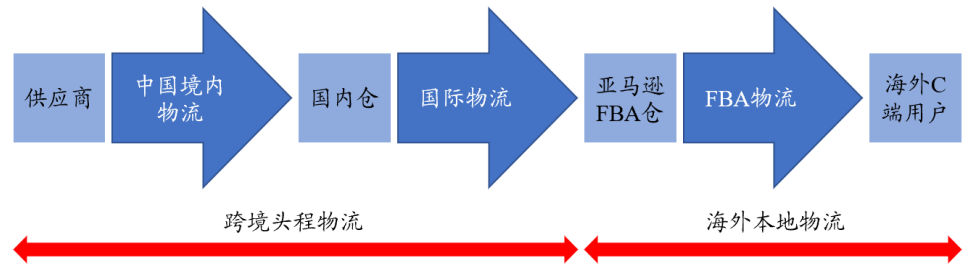
表8: 对比其他国外电商平台，亚马逊具有流量优势

电商平台	2020 年 3 月访客量 (亿)
亚马逊	40.6
eBay	12
Rakuten	8
Samsung.com	6
Walmart	6

数据来源：Learnbonds.com、开源证券研究所

- 2) **国内减少货物运输环节，国外享受亚马逊 FBA 仓储物流服务，提升营运效率：**①**货物在国内时，**公司采用海运和空运（以海运为主）将货物运至国内中转仓，进行品质检验后直接发往亚马逊 FBA 仓库；另外，泽宝子公司深圳邻友通已取得国家海关总署 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，提高了公司跨境供应链物流效率。②**货物在国外时，**亚马逊负责仓储与物流，采用 FBA 模式进行管理。泽宝享受亚马逊 FBA 仓储物流服务，以保证货物在海外的高速流转，利于公司提升整体营运能力。此外，亚马逊对使用 FBA 模式卖家审查更宽松，利于提升泽宝店铺稳定性。

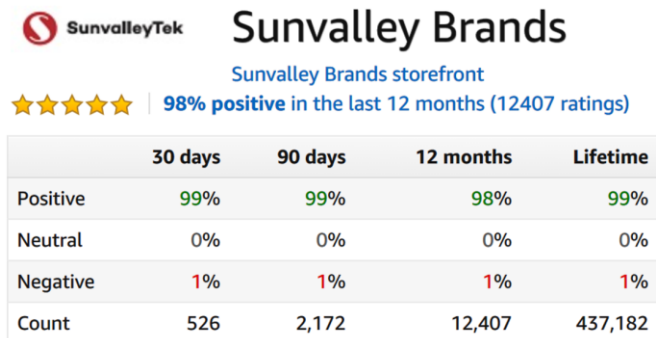
图28: 泽宝线上 B2C 物流模式分为跨境头程物流与海外本地物流两部分



资料来源: 开源证券研究所

- 3) **发挥电商运营经验, 提升客户体验感, 获取较高好评度:** 泽宝自 2018 年开始在亚马逊平台开展 B2C 业务, 经过多年的深入发展, 已积累丰富的平台运营经验并建立了完善的售后服务体系, 在美国、德国、日本均设有本地客服团队以快速响应客户需求, 借此提升客户体验与产品好评度。截至 2020 年 10 月 10 日, 泽宝的亚马逊美国站店铺拥有 43.72 万条评论, 好评率达 99%。

图29: 泽宝亚马逊美国店铺好评数



资料来源: 亚马逊美国官网

图30: 安克创新亚马逊美国店铺好评数



资料来源: 亚马逊美国官网

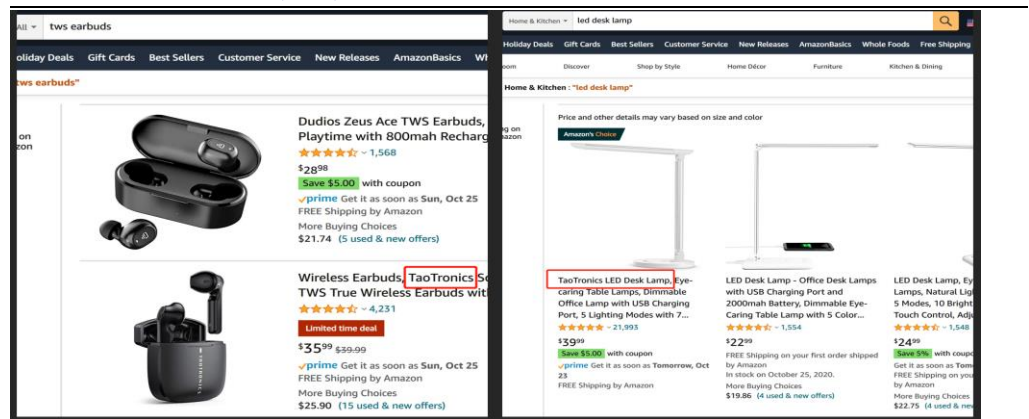
- 4) **利用平台规则, 放大精品战略优势:** 区别于国内电商, 亚马逊平台有两套评价体系, 分别为 Review 与 Feedback。从功能看, review 针对产品本身的评价, 其好坏会影响产品的曝光及排名; Feedback 包含服务、物流、品质等多维度, 直接影响卖家账号以及 ODR 指标 (订单缺陷率)。泽宝的“精品”策略保障了产品质量与性价比, 契合平台规则, 有利获得更多的产品曝光从而提升销售业绩, 形成正向循环。

图31: 亚马逊 Feedback 和 Reviews 功能上的区别

Seller Feedback	Product Reviews
➤ 产品包装 ➤ 运输时间 ➤ 卖家的专业性 ➤ 客户服务和整体体验	➤ 仅针对产品 ➤ 影响商品搜索和平台排名 ➤ 在商品的产品详情页上可见 ➤ 产品的数字化口碑

资料来源: eComEngine、开源证券研究所

图32: 受益于良好口碑, 泽宝的 TWS 耳机和台灯在亚马逊平台上被优先推荐



资料来源: 亚马逊美国官网、开源证券研究所

打造多渠道、平台协同的销售网络, 切实降低单一平台依赖度。相较于可比公司, 泽宝的电商销售平台单一, 对亚马逊的依赖度较高, 或存一定的经营风险, 且同平台卖家竞争的加剧或压缩泽宝成长空间。为切实降低单一平台依赖度, 公司及时进行部署和调整:

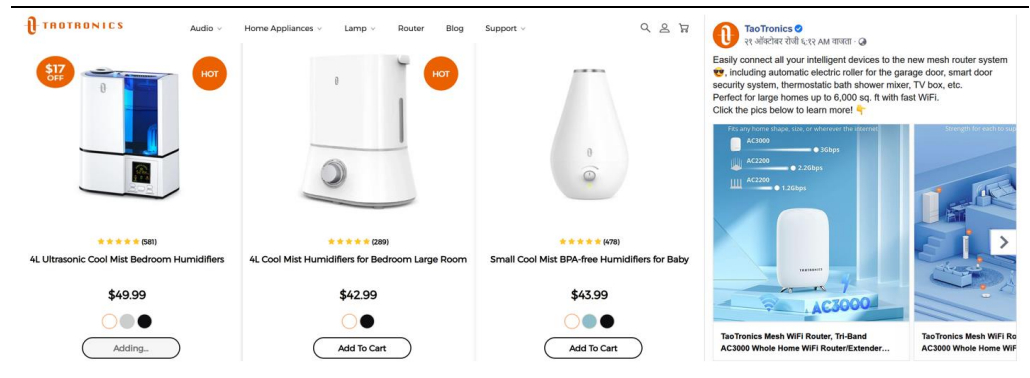
表9: 对比可比公司, 泽宝对亚马逊依赖度较高

母公司名称	跨境电商名称	模式	第三方平台
星徽精密	泽宝创新	第三方平台	亚马逊
安克创新	安克创新	第三方平台为主	亚马逊、eBay、日本乐天、天猫
傲基电商	傲基电商	第三方平台为主	亚马逊、eBay
天泽信息	有棵树	第三方平台	亚马逊、eBay、Wish、速卖通
华凯创意	易佰网络	第三方平台	亚马逊、eBay

资料来源: eCommerce DB、公司公告、开源证券研究所

- 1) **线上建设独立站:** 基于前期品牌势能积累, 泽宝建设独立站来拓展线上流量渠道。目前, 除了官网 Sunvalley Group 外, 泽宝对旗下 6 大品牌分别建立了官方网站, 消费者可以在官网上注册并购买商品; 此外, 泽宝各品牌在 Facebook 上也有相应的推广, 以获取更多的流量。

图33: 泽宝为各品牌建立了独立的官网（以 TaoTronics 为例），并在 Facebook 上推广产品以获取更多流量



资料来源：TaoTronics 官网、Facebook

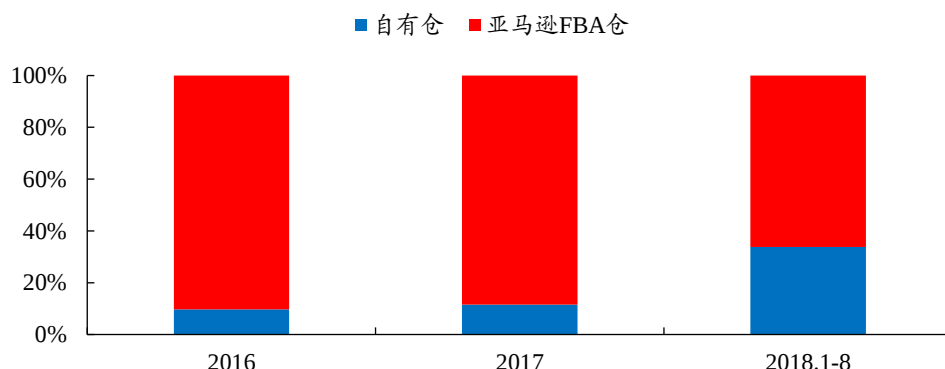
- 2) **线下开拓新业务：**泽宝深耕欧美日成熟市场的同时注重扩张全球新兴市场，在东欧、中东、东南亚等地区开发品牌代理商，包括与 Walmart、BestBuy 等大型连锁超市建立业务合作、为电信运营商提供定制版产品并在其终端店面销售（与日本软银、MTS、Mobilink）等，借此提升线下业务占比
- 3) **因地制宜，发挥本土化运营优势：**泽宝因地制宜，积极布局德国、法国、意大利、西班牙等小语种市场，完成北美、欧洲、日本等传统出口跨境电商市场全覆盖，将设立中东子公司，进一步加大中东、北非地区市场开拓力度。另外，泽宝的运营团队吸纳了多元化国际人才，利于深入了解当地文化及客户需求，针对产品进行地域化定制，打造高效市场网络。

图34: 泽宝因地制宜，在海外设立多家子公司以发挥本土化运营优势



资料来源：Sunvalley Group

- 4) **设立海外自营仓：**目前，公司的仓储模式为亚马逊仓储服务为主，但自营仓在总仓储存货中的占比有所加大，2018 年约为 34%，预计未来会进一步上升。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的方式，在加快 FBA 仓存货周转速率的同时有效降低 FBA 仓储费用，减少对 FBA 物流的依赖。

图35: 泽宝以亚马逊 FBA 仓为主, 但自营仓在总仓储存货中占比逐年提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、品牌端: 打造自有品牌, 切入细分市场

泽宝坚持打造自有品牌, 目前已形成 RAVPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo 六大主要品牌, 覆盖电源、蓝牙音频、小家电、电脑手机周边、个护健康、家纺家居等细分市场, 其中移动电源、蓝牙发射器、LED 台灯、蓝牙耳机、加湿器等产品在亚马逊线上份额位于前列。通过产品占有率与产品口碑的长期渗透, 泽宝部分自有品牌已具备较好的市场影响力, RavPower、TaoTronics、VAVA、Sable 挺进 2019 年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强。

表10: 泽宝旗下六大自有品牌分工明确

品牌名称	品牌优势	产品分类	亚马逊平台代表产品
 RAVPOWER	拥有 iSmart、HyperAir 快充等前沿充电技术, 在全球拥有数千万忠诚用户	旅行路由器移动电源、充电器、无线充电器、电源转换器、逆变器、数据线	
 TaoTronics	主打性价比, 销量居美国电商市场 TWS 品牌销量排行前列	蓝牙耳机、降噪耳机、头戴耳机、蓝牙接收器和发射器、Soundbar 音箱、LED 台灯、光疗灯、空气净化器、加湿器、香薰机	
 VAVA	结合使用场景, 追求设计最优解, 产品曾获得多个红点设计大奖	行车记录仪、家用摄像头、投影仪幕布、集线器、蓝牙音箱	
 ANJOU	针对女性客户, 提供高颜值、高质量	化妆刷、卷发棒、蜡疗机、化妆镜、精油、浴盐球、椰子油	
 Sable	从材料源头控制品质, 为客户提供舒适健康的体验	床上用品、家用按摩器、充气床、水上用品	
 HooToo	产品具备较高客户评价, 具备推广优势	USB 集线器、网络摄像头、Iphone 闪存驱动器、条形码扫描仪等	

资料来源: 亚马逊官网、公司公告、开源证券研究所

图36: 四个自有品牌挺进 2019 年亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强



资料来源：亚马逊全球开店、开源证券研究所

泽宝旗下多个产品位居亚马逊销售排行榜（Best Sellers Rank）前列，其中无线耳机与移动电源表现出色。以亚马逊美国站销售情况为例，截至2020年11月9日，TaoTronics“TT-BH092”新品无线耳机位列耳塞式耳机新品榜第一、耳机（Audio headphones）销售榜第九；RavPower“PB-172”便携式充电宝位居充电宝榜单第17，JungleScout预计其月销量为5569件、月销额为22.27万美元。单品的优秀市场表现利于获得平台算法的优先推荐，以通过更多产品曝光而提升品牌影响。

图37: 泽宝旗下无线耳机与移动电源市场表现出色



资料来源：亚马逊美国官网、开源证券研究所

4、展望：精品强化、渠道拓展、RCEP 红利释放带来增长动力

2020 年前三季度星徽精密实现营收 34.66 亿元 (+53.06%)，归母净利润 2.03 亿元 (+125.09%)。其中，Q3 单季度公司实现营收 14.12 亿元 (+57.52%)，归母净利润 0.76 亿元 (+120.55%)。收入、利润增长较快主因疫情下跨境电商业务增长明显。

我们认为公司跨境电商业务未来向好,有望继续拉动整体业绩增长,其增长动力有:

1) 精品强化：加大研发投入，强化精品优势

消费电子行业具备“高研发投入、快技术迭代”的特点，公司希望通过加大研发形成技术领先优势，用产品升级促进销售增长。2020 年 11 月，星徽精密发布的《2020 年向特定对象发行股票预案》显示，公司拟向不超过 35 名对象定向发行募资不超过 9.82 亿元，叠加自有资金合计约 10.12 亿元，用于加强泽宝技术的研发体系建设与消费电子品类开发，覆盖视频产品研发、激光电视研发、数字产品研发中心升级及实验室建设、信息系统升级等项目及补充流动资金等。

表11：星徽精密拟定向募资以加强泽宝技术的研发体系建设

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	14.27%	1.31
激光电视研发项目	0.98	9.64%	0.80
数字产品研发中心升级 及实验室建设项目	4.05	40.01%	4.05
信息系统升级项目	0.75	7.43%	0.75
补充流动资金	2.90	28.65%	2.90
合计	10.12	100.00%	9.82

数据来源：公司公告、开源证券研究所

视频产品与激光电视类目赛道较好，具有较强的增长潜力。1) 视频产品主要涉及行车记录仪、网络摄像头以及婴儿监视器，这三者所处赛道的景气度较高，相关研究预测的市场规模分别有望达到 75 亿美元（2024 年）、293 亿美元（2023 年）、17 亿美元（2024 年）。三个品类的视频产品 2019 年实现收入 0.50 亿元，2020 年前三季度实现收入 1.27 亿元，表现出较强的增长潜力。2) 受益于激光电视行业的快速增长，泽宝的激光电视 2019 年实现收入 0.37 亿元，2020 年前三季度实现收入 0.73 亿元，已经形成良好的市场基础。

表12：公司涉及的视频产品类目市场规模具有良好预期

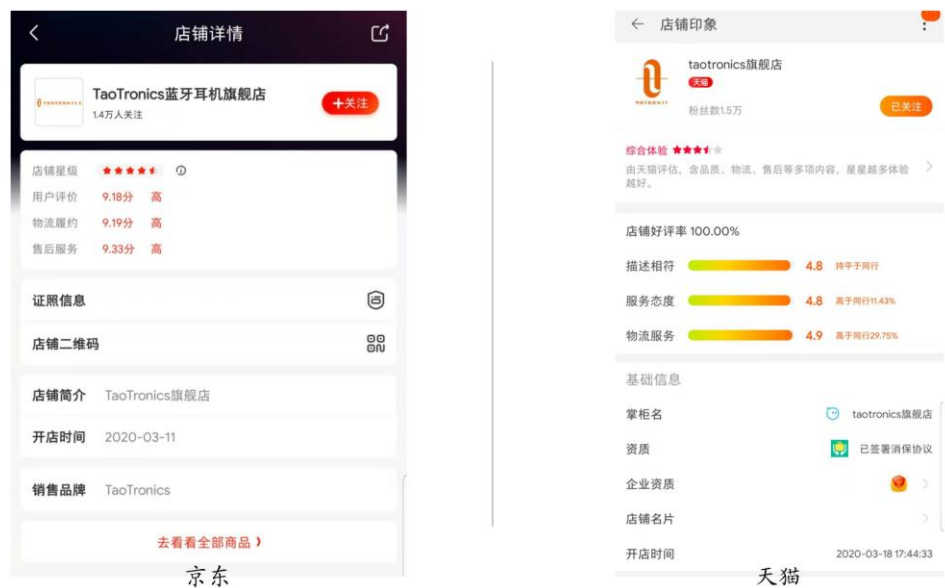
视频产品	预测市场规模年份	市场规模	备注	预测来源
行车记录仪	2024	75 亿美元	复合增速 12.9%	Grand View Research, Inc
网络摄像头	2023	293 亿美元	复合增速 13.29%	IHS Research
婴儿监视器	2024	17 亿美元	集中欧美等地区	Statista

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2) 渠道拓展：加大海外线下渠道拓展，加码中国国内市场业务布局

公司在维持亚马逊线上业务稳步发展的同时，继续加大海外线下渠道拓展，同时加码中国国内市场的业务布局。一方面，公司在美国、日本、中东和澳洲继续拓展线下客户，同时为加大在中东和北非市场的开发，拟在中东地区设立下属公司开展本地化运营。另一方面，公司逐步加码中国国内市场业务布局。2017 年泽宝在中国启动销售 RAVPower 品牌产品，建立了京东和天猫官方旗舰店，至 2020 年 11 月，京东 RAVPower 官方旗舰店粉丝量约 60 万；2020 年 3 月，TaoTronics 官方旗舰店在京东和天猫平台落地，主打蓝牙耳机。公司海外线下渠道和国内市场的拓展利于营销网络的全球化布局，使公司产品能触达更多消费者从而促进整体销售增长。

图38: 2020年3月, TaoTronics 官方旗舰店在京东与天猫平台上落地



资料来源: 京东、天猫

3) RCEP 红利释放: 利好公司开拓东南亚新兴市场

2020年11月15日, 中国与东盟10国及日本、韩国、澳大利亚、新西兰共同签署《区域全面经济伙伴关系协定》(简称“RCEP”), 标志着总人口、经济体量、出口总额均占全球总量约30%的全球最大自贸区正式诞生。

RCEP 给跨境出口创造了零关税、低成本、通关便利、降低汇率波动风险等条件, 国内企业可借助本土强大的制造业基础和丰富的产品品类拓展出口业务。据公司公告, 星徽精密在深化欧美成熟市场的同时注重亚太地区的业务布局。受益于 RCEP 红利释放, 公司在东南亚新兴市场的开拓有望加速, 有望给公司带来新的增长点。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

公司拥有精密金属连接件与跨境电商两大业务, 我们将分别进行预测, 核心假设如下:

1) 原有业务: 公司深耕精密金属业务多年, 对市场把控良好, 拥有核心技术与较强大的营销网络体系, 近年来营收整体较为稳定, 预计未来能够平稳延续。我们假设 2020-2022 年公司原有业务收入同比增速分别为 5.10%、5.23%、5.31%。

2) 跨境出口业务: 泽宝坚持“精品“路线, 产品端, 通过科学的供应商管理与加大研发投入构筑差异化优势。渠道端, 通过精细化运营管理推动线上发展, 因地制宜的拓张线下渠道, 并逐步实现本土化运营。品牌端, 通过公域流量平台提升知名度, 随后逐步沉淀私域流量, 在流量积累到一定程度后通过差异化品牌定位促进消费。我们看好泽宝产品、渠道、品牌联动带来的核心优势; 同时, 跨境出口行业景气度较高, 泽宝作为出口卖家中的佼佼者有望受益。我们假设 2020-2022 年, 跨境电商业务收入同比增速分别为 74.03%、32.34%、30.54%。

5.2、盈利预测与估值

星徽精密是金属连接件领域龙头，拥有较强的核心技术及营销网络体系，有望保持精密金属业务收入稳定。跨境出口行业高景气且增长空间较大，子公司泽宝作为行业头部有望继续受益。此外，在产品、渠道、品牌的既有优势上，精品强化、渠道拓展及 RCEP 红利释放有望给泽宝带来新增长极。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.05/3.96/5.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.12/1.49 元，当前股价对应 PE 为 22.6/17.5/13.1 倍。公司两大业务中跨境电商业务占据主导，对比跨境电商行业可比公司跨境通、吉宏股份，精品模式巩固与自有品牌建设给予公司一定的估值溢价，但对比 SKU 同样较少的跨境电商龙头安克创新，公司估值相对较低。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002640.SZ	跨境通	5.48	122.32	20.76	18.97	14.12	11.70	9.83
002803.SZ	吉宏股份	32.38	85.98	33.15	28.46	19.16	14.14	10.62
300866.SZ	安克创新	180.81	26.8	35.8	32.9	80.36	59.09	44.53
A 股均值						37.88	28.31	21.66
300464.SZ	星徽精密	19.59	105.60	29.70	33.20	22.65	17.46	13.11

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘截止日 12/15，除星徽精密、安克创新、吉宏股份外均采用 Wind 一致预期）。

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：跨境出口行业竞争加剧，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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1219	1661	3849	1604	4305
现金	239	296	843	1140	1392
应收票据及应收账款	332	487	1119	0	1238
其他应收款	97	54	189	125	277
预付账款	28	21	58	43	86
存货	464	617	1482	137	1153
其他流动资产	59	186	159	159	159
非流动资产	1686	1741	3072	3947	4870
长期投资	17	6	-5	-16	-27
固定资产	426	481	1646	2422	3264
无形资产	117	142	158	175	196
其他非流动资产	1125	1112	1274	1366	1438
资产总计	2905	3402	6922	5551	9175
流动负债	2259	1442	4596	2780	5796
短期借款	288	284	802	284	296
应付票据及应付账款	351	594	927	1027	1465
其他流动负债	1619	564	2866	1468	4035
非流动负债	125	152	206	230	244
长期借款	59	60	115	139	152
其他非流动负债	66	92	92	92	92
负债合计	2383	1594	4802	3010	6040
少数股东权益	11	7	43	103	206
股本	207	353	353	353	353
资本公积	103	1094	1094	1094	1094
留存收益	201	352	652	1072	1639
归属母公司股东权益	511	1801	2077	2438	2930
负债和股东权益	2905	3402	6922	5551	9175

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14	153	1487	1892	1483
净利润	3	149	341	456	631
折旧摊销	53	86	125	243	357
财务费用	15	17	1	-30	-39
投资损失	-8	-6	-4	-8	-7
营运资金变动	-63	-113	1023	1232	541
其他经营现金流	14	19	-0	-0	-0
投资活动现金流	108	-355	-1452	-1109	-1274
资本支出	87	118	1342	886	935
长期投资	27	-80	11	11	11
其他投资现金流	222	-317	-99	-212	-328
筹资活动现金流	27	260	-6	32	31
短期借款	72	-4	0	0	0
长期借款	-37	2	54	24	14
普通股增加	-1	146	0	0	0
资本公积增加	-8	990	0	0	0
其他筹资现金流	1	-875	-60	8	17
现金净增加额	151	58	29	815	240

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	711	3491	5621	7251	9281
营业成本	620	1956	3148	4046	5161
营业税金及附加	4	5	36	39	44
营业费用	22	1153	1754	2291	2896
管理费用	43	130	214	290	371
研发费用	8	57	84	116	139
财务费用	15	17	1	-30	-39
资产减值损失	7	-8	0	0	0
其他收益	5	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	6	4	8	7
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	5	173	388	507	716
营业外收入	0	1	2	13	4
营业外支出	0	6	2	2	3
利润总额	5	168	388	518	717
所得税	1	19	47	62	86
净利润	3	149	341	456	631
少数股东损益	1	1	36	60	103
归母净利润	2	149	305	396	528
EBITDA	72	266	532	768	1058
EPS(元)	0.90	0.22	0.87	1.12	1.49

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.2	390.9	61.0	29.0	28.0
营业利润(%)	-72.3	3283.6	124.6	30.7	41.0
归属于母公司净利润(%)	-86.5	7167.7	105.6	29.7	33.2
获利能力					
毛利率(%)	12.9	44.0	44.0	44.2	44.4
净利率(%)	0.3	4.3	5.4	5.5	5.7
ROE(%)	0.7	8.2	16.1	17.9	20.1
ROIC(%)	1.5	7.1	11.6	15.6	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	82.0	46.8	69.4	54.2	65.8
净负债比率(%)	34.1	9.5	7.9	-24.0	-26.2
流动比率	0.5	1.2	0.8	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	3.0	8.5	7.0	15.0	15.0
应付账款周转率	2.4	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.22	0.87	1.12	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.43	4.21	5.36	4.20
每股净资产(最新摊薄)	1.45	5.10	5.88	6.90	8.30
估值比率					
P/E	21.8	89.0	22.6	17.5	13.1
P/B	13.5	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	98.8	26.3	13.2	8.2	5.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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的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