

大戏刚刚启幕，前方星辰大海

——跨境电商行业专题报告

行业评级：看好

2021年2月

姓名 陈腾曦
电话 13916068030
证书编号 S1230520080010

姓名 辛泽熙
电话 15274944744
证书编号 S1230520120002

姓名 于健
电话 15821682853
证书编号 S1230519050001

姓名 刘雪瑞
电话 13018069312

1、行业背景：跨境电商市场空间大，增速高

- 2020年，我国跨境电商行业实现加速发展：海关数据显示，2020年中国跨境电商进出口1.69万亿元，增长31.1%。其中，出口1.12万亿元，同比增长40.1%；进口0.57万亿元，同比增长16.5%。通过海关跨境电子商务管理平台验放进出口清单达24.5亿票，同比增加63.3%。

2、行业层面，疫情永久改变商业行为

- 行业层面，疫情催化商业行为习惯的改变，这种习惯变化将会从消费端传导到产业基建上，进而导致海外电商产业整体效率的提升，海外电商的渗透率提升速度相比疫情前会加快，跨境电商产业链是一个长期的机会。

3、2021Q1跨境电商将迎来低基数时间窗口

- 基于疫情，市场直觉上认为跨境电商2020全年经营整体会保持稳定，但实际上在2020Q1这个时段，发物流履约环节无论是国内还是国外都遇到了巨大障碍，因此2021Q1整个跨境产业链将迎来低基数的时间窗口，市场会看到整个跨境电商产业链的同比大幅增长。

4、中国跨境电商运营及供应链能力全球领先

- 中国的电商渗透率以及电商运营能力处于全球领先水平。在复工复产节奏上，受益于我国优秀的疫情控制能力，中国在供给能力率先恢复，并将维持高水平。

5、行业层面服务商机会最为稳定

- 跨境电商板块整体环节参与者众多，每个环节均可能出现率先实现规模效应的公司。在整个跨境产业链中，服务商的机会预计最为稳定，比如B2B全链路服务商龙头焦点科技；同时新型制造工厂、品牌商、渠道商都存在发展机会，包括2021年将IPO的Shein、安克创新、吉宏股份、VESYNC等。

1、全球疫情反复

2、地缘政治风险

目录

CONTENTS

01

跨境电商行业概览

核心推荐逻辑

基本业务模式

产业价值链环节

02

行业代表性公司概况

01

跨境电商 行业概览

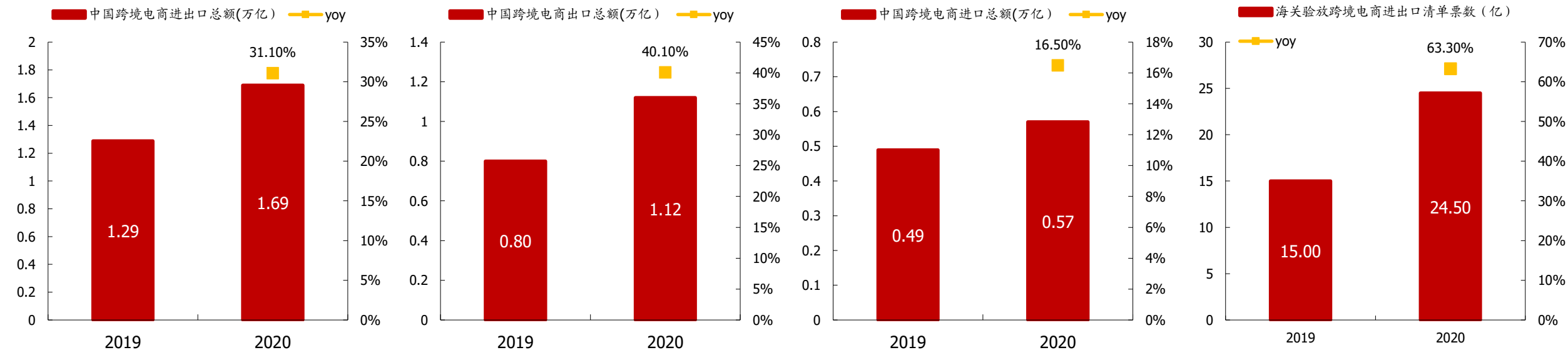
核心推荐逻辑

基本业务模式

产业价值链环节

□ **2020年，我国跨境电商行业实现加速发展：**海关数据显示，2020年中国跨境电商进出口1.69万亿元，增长31.1%。其中，出口1.12万亿元，同比增长40.1%；进口0.57万亿元，同比增长16.5%。通过海关跨境电子商务管理平台验放进出口清单达24.5亿票，同比增加63.3%。

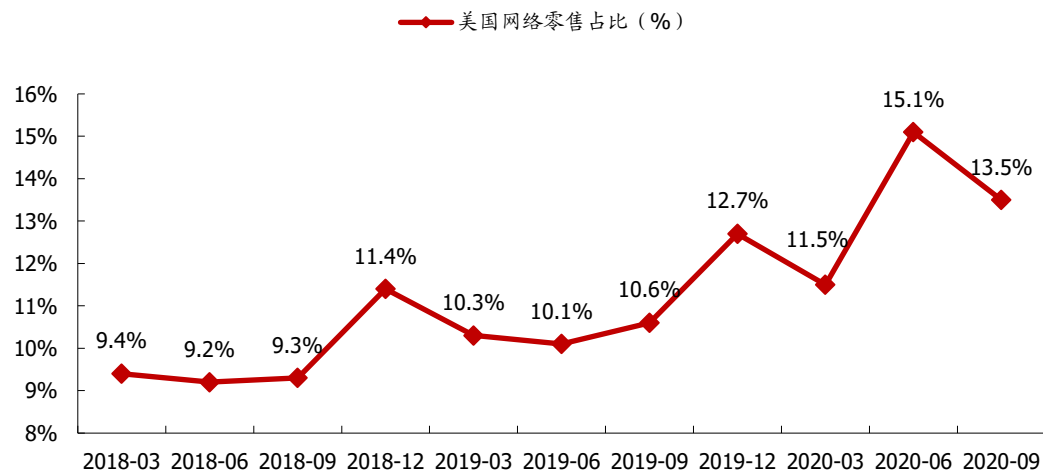
图：中国跨境电商行业基本情况（2019-2020）



数据来源：中国海关、浙商证券研究所

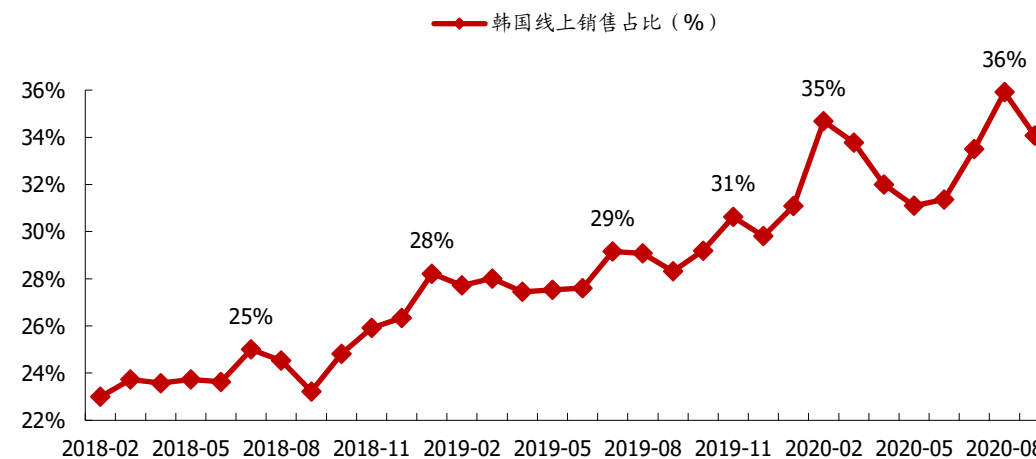
- 行业层面，疫情催化商业行为习惯的改变，这种习惯变化将会从消费端传导到产业基建上，进而导致海外电商产业整体效率的提升，海外电商的渗透率提升速度相比疫情前会加快，跨境电商产业链是一个长期的机会。
- 数据端观察，2020年海外多个国家的电商渗透率发生显著提升。2020年二季度及三季度，美国线上零售总额分别为2006、1994亿美元，同比增长44.4%、37.1%，电商渗透率由一季度的11.5%提升至13.5%；同样在2020年，韩国的线上销售占比持续提升，单月最高渗透率已经达到36%。

图：美国网络零售额占比（2018-2020）



数据来源：WIND、浙商证券研究所

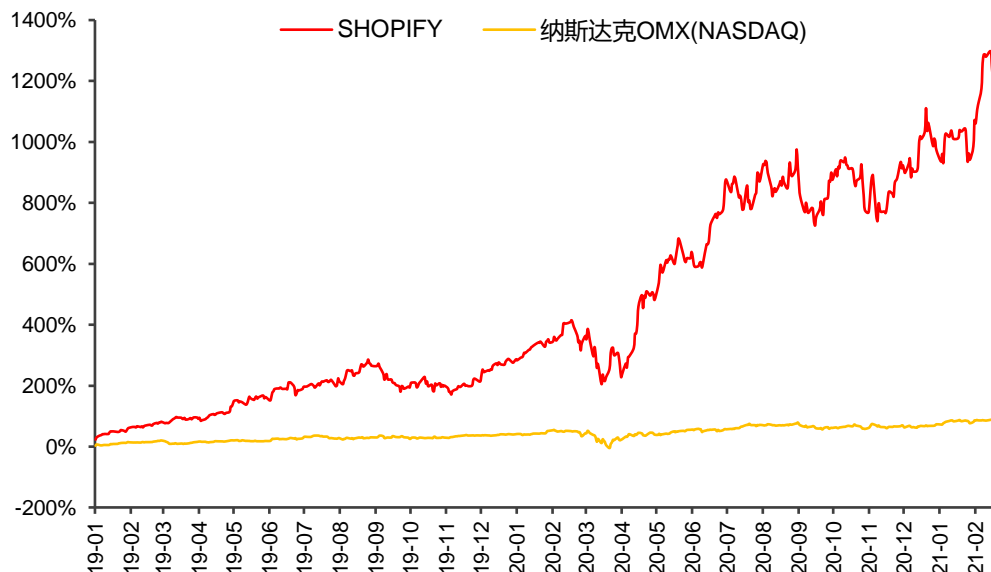
图：韩国网络零售额占比（2018-2020）



数据来源：WIND、浙商证券研究所

- 海外电商基建业务提供商近年来发展迅猛，在Shopify、Big-commerce等公司的推动下，目前海外电商基础设施完善度大大提高，这为海外电商的活跃度奠定了基础。
- 在2020年的疫情催化下，线上消费凭借着有效减少隔离的特点实现了快速增长，同时一大批海内外的中小卖家也纷纷踏上线上销售的征途，因此海外电商基建服务商的业务也相应爆发。以Shopify为例，公司2020年及2021年股价累计上涨184.7%、26.8%。
- 对于电商行业而言，基建的稳步推进是不可逆的行为，因此海外电商的渗透率将在2020年的基础上继续提升，成为跨境电商再发展的深厚土壤。

图：电商基础设施运营商SHOPIFY股价走势（2019-2021）



数据来源：Wind、浙商证券研究所

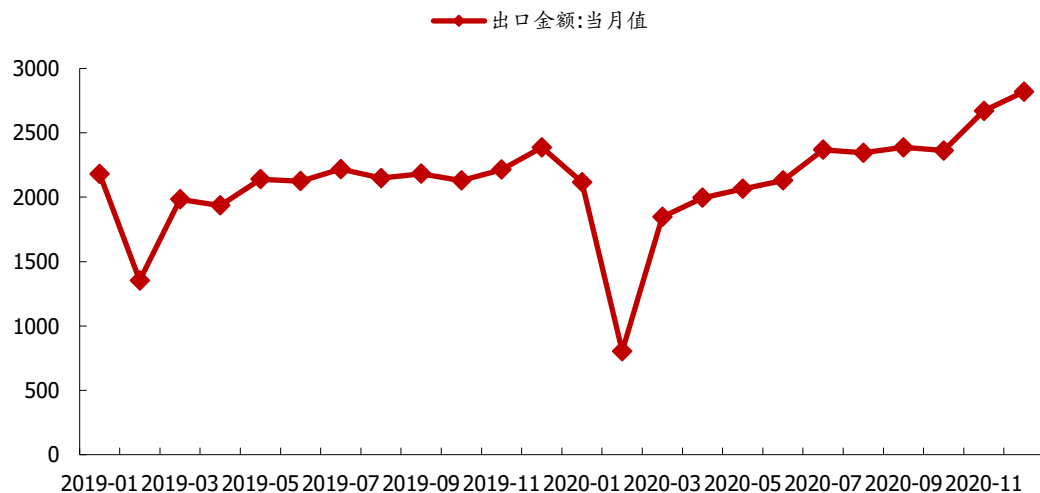
图：电商基础设施运营商SHOPIFY经营情况（FY2012-FY2018）

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
GMV	1,616.30	3,763.84	7,700.00	15,374.17	26,320.15	41,103.24	61,120.51
yoy	128.48%	132.87%	104.58%	99.66%	71.20%	56.17%	48.70%
营业总收入	50.25	105.02	205.23	389.33	673.30	1,073.23	1,578.17
yoy	111.92%	108.98%	95.43%	89.70%	72.94%	59.40%	47.05%
订阅收入	38.34	38.35	93.25	200.72	363.27	608.23	935.93
Yoy	749.52%	0.03%	143.17%	115.24%	80.98%	67.43%	53.88%
商家解决方案	11.91	66.67	111.98	188.61	310.03	465.00	642.24
yoy	-37.95%	459.62%	67.97%	68.43%	64.38%	49.98%	38.12%

数据来源：彭博、浙商证券研究所

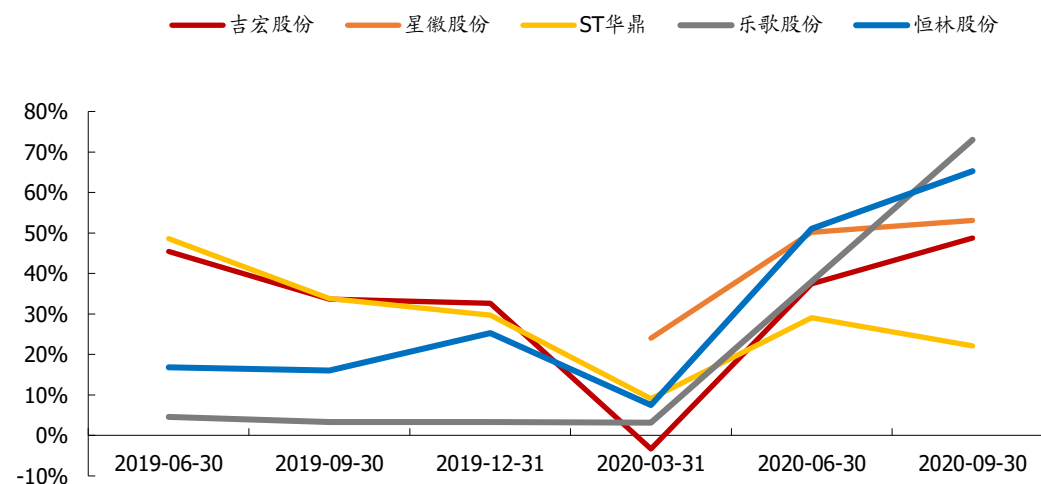
- 基于疫情，市场直觉上认为跨境电商2020全年经营整体保持稳定，但实际上在2020Q1这个时段，发货物流履约环节无论是国内还是国外都遇到了巨大障碍，因此2021Q1整个跨境产业链将迎来低基数的时间窗口，市场会看到整个跨境电商产业链的同比大幅增长。
- 海关数据显示，2020年2月份我国出口总金额为803.8亿美金，仅为2020年1月份的2115亿美金的38%。因此在宏观数据上，2020年一季度跨境贸易受到明显的压制。
- 细化至上市公司层面，国内多家跨境电商公司在2020Q1的营收增速也发生明显下滑。

图：中国出口货物总金额月度分布情况（2019-2020）



数据来源：Wind、浙商证券研究所

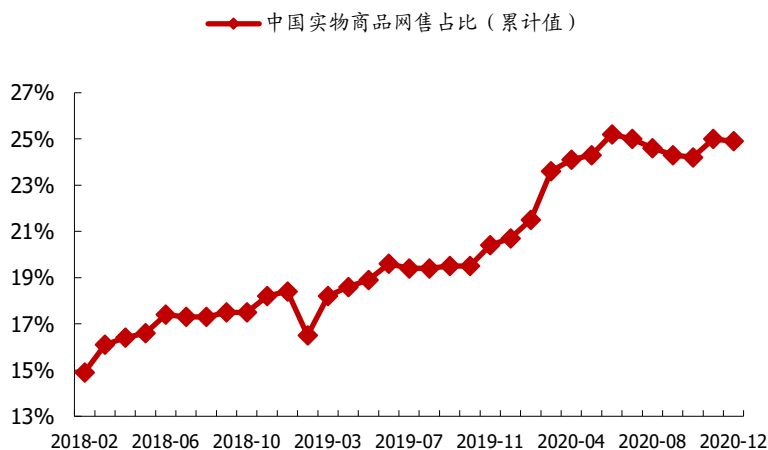
图：国内部分跨境电商上市公司分季度营收增速变动情况（2019-2020）



数据来源：彭博、浙商证券研究所

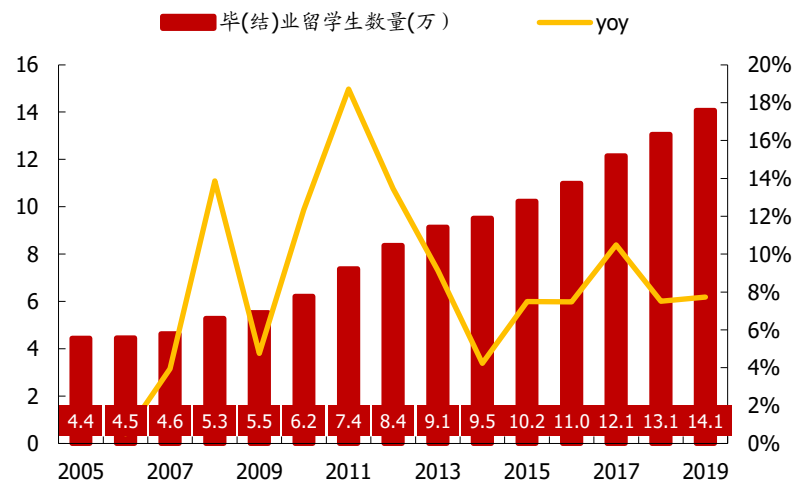
- 中国的电商渗透率以及电商运营能力处于全球领先水平。
- 在复工复产节奏上，受益于我国优秀的疫情控制能力，中国在供给能力率先恢复，并将维持高水平。
- 中国跨境电商企业的运营和供应链能力领先全球，人才储备丰富，在消费品及跨境市场上中国仍拥有工程师红利及复合人才优势。自2005年起，我国毕（结）业留学生数量进入稳定增长阶段，并在2007-2013年出现了一个小波峰，较为丰富的留学生资源可以为跨境行业提供复合型人才；同样我国工程师人数也稳定提升，为智能制造、工业设计、软件工程的快速发展打下了良好基础。

图：中国实物商品网络销售占比



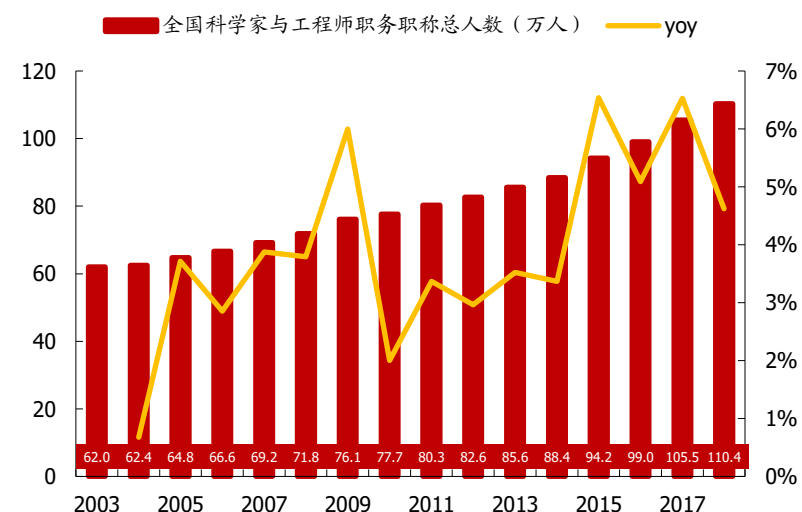
数据来源：国家统计局、浙商证券研究所

图：中国毕（结）业留学生数量基本情况（单位：万）



数据来源：Wind、浙商证券研究所

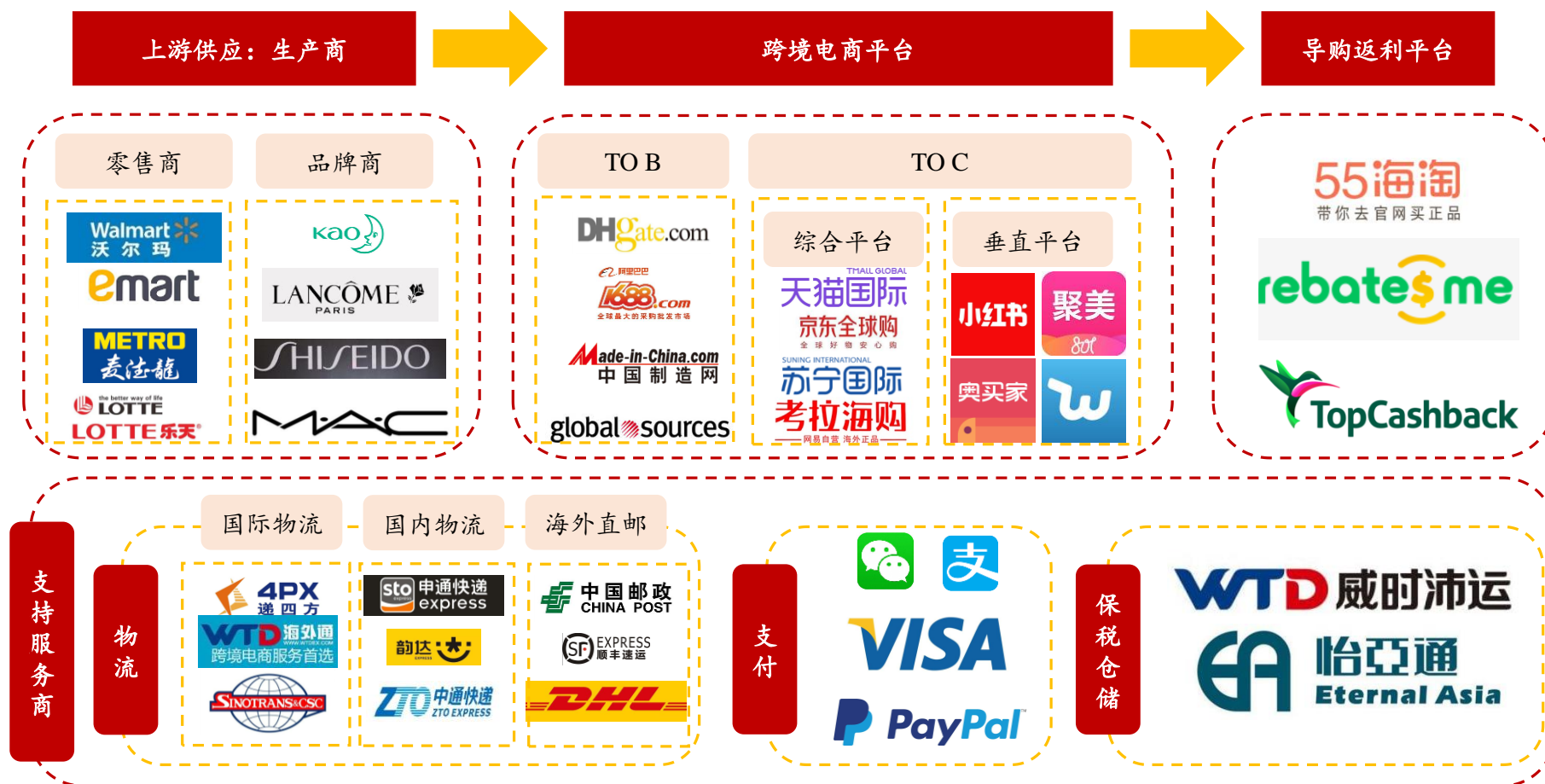
图：全国科学家与工程师职务职称总人数（单位：万人）



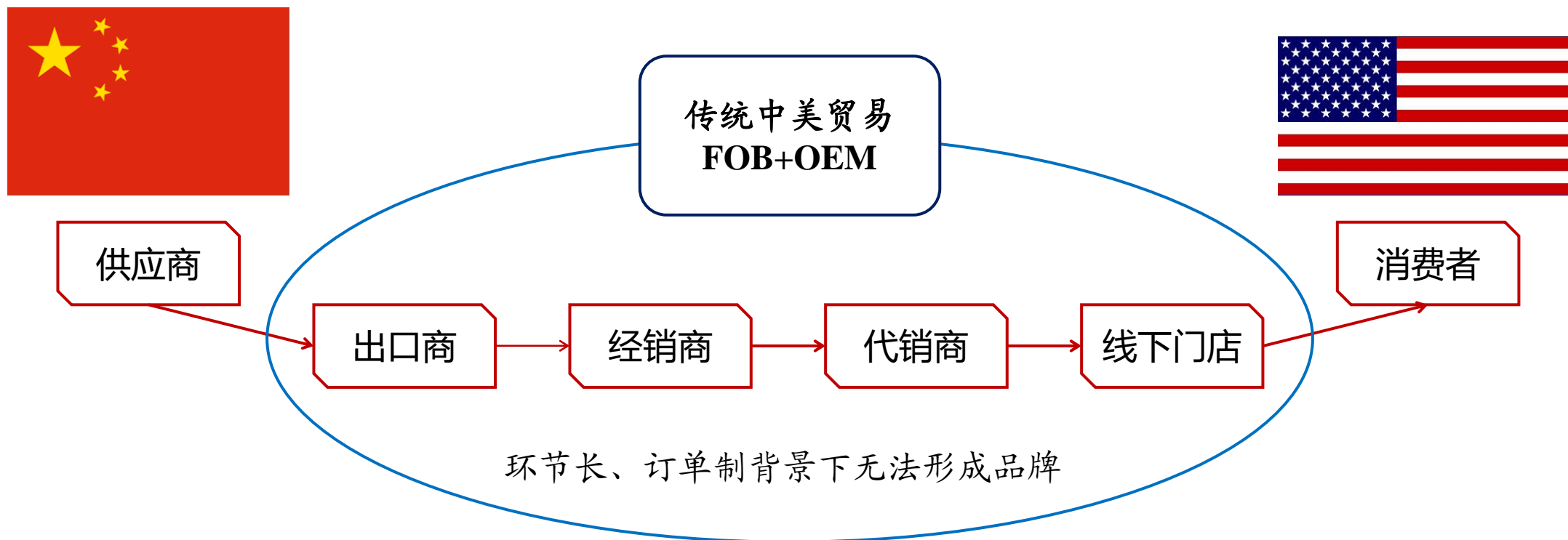
数据来源：彭博、浙商证券研究所 10

- 跨境电商板块整体环节参与者众多，每个环节均可能出现率先实现规模效应的公司。
- 在整个跨境产业链中，服务商的机会预计最为稳定，比如B2B全链路服务商龙头焦点科技；同时新型制造工厂、品牌商、渠道商都存在发展机会，包括2021年将IPO的Shein、安克创新、吉宏股份、VESYNC等。

图：电商基础设施运营商SHOPIFY股价走势（2019-2021）

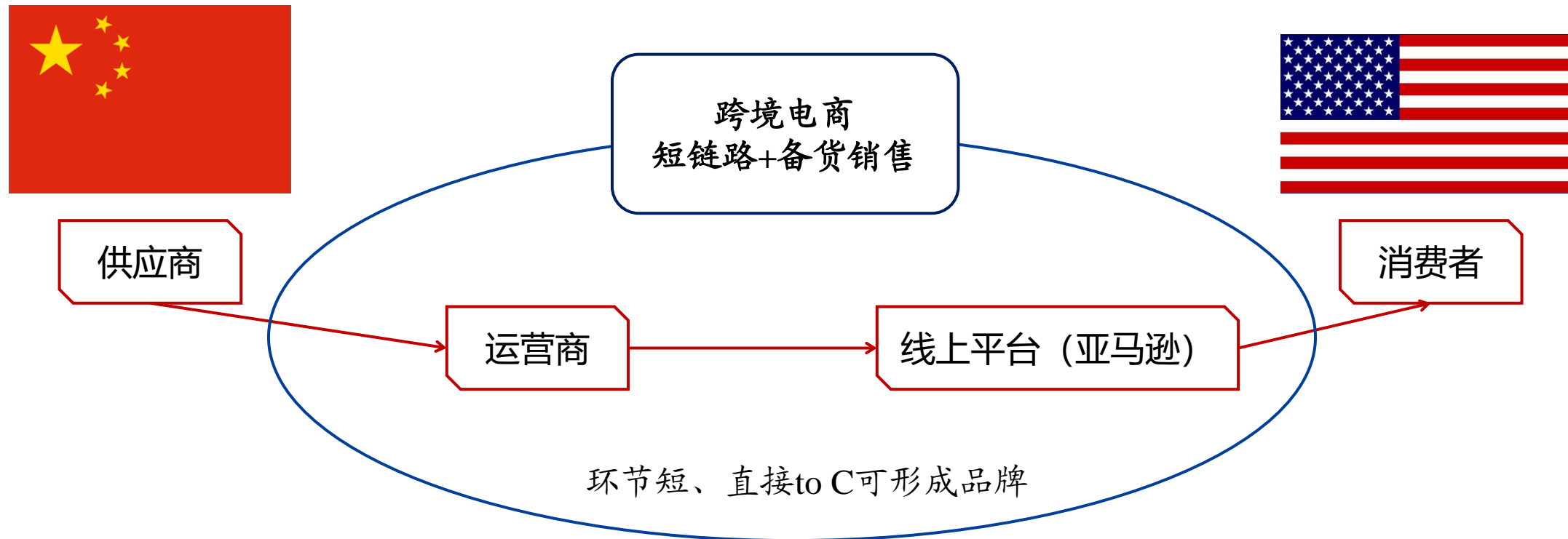


图：传统中美贸易FOB+OEM流程示意图



FOB: Free On Board, 船上交货价亦称“离岸价”。国际贸易术语。当货物在指定的装运港越过船舷, 卖方即完成交货。

图：跨境电商逻辑下中美贸易流程示意图



数据来源：浙商证券研究所

模式划分

按平台，可划分为

- 自建网站销售/通过第三方平台销售

按产品来源，可划分为

- 自有品牌/非自有品牌

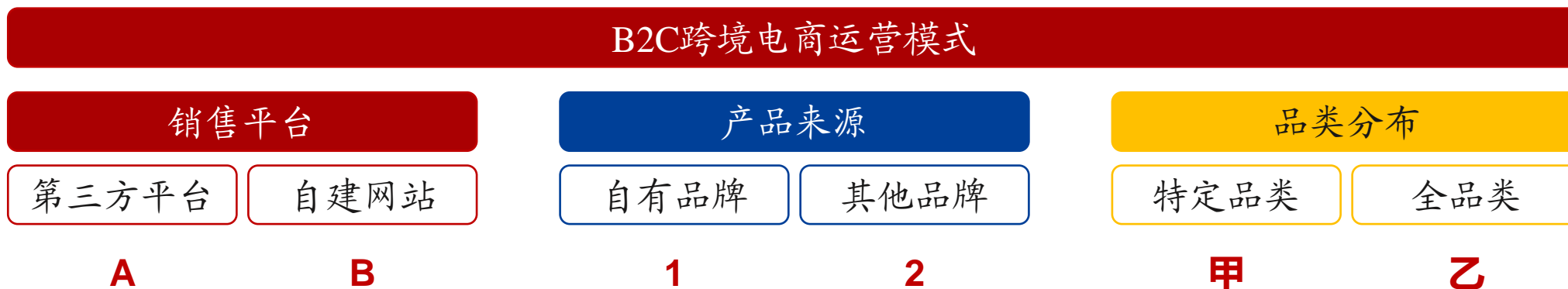
按产品品类，可划分为

- 垂直品类商品/全品类商品

模式比较

- 借力第三方平台管理难度低且存货风险小，与自建平台相比，可将资源更多地投入产品开发、供应链组织和前端流量运营中，有利于专注打造单品类自有品牌。
- 聚焦自有品牌有利于加强消费者认知，市场饱和状态下或有效依赖品牌提升市场份额。
- 聚焦垂直品类有利于积累消费者反馈，沉淀产品开发能力；同时可以持续积累特定供应链运营经验，形成运营壁垒。

图：我国跨境电商基本模式



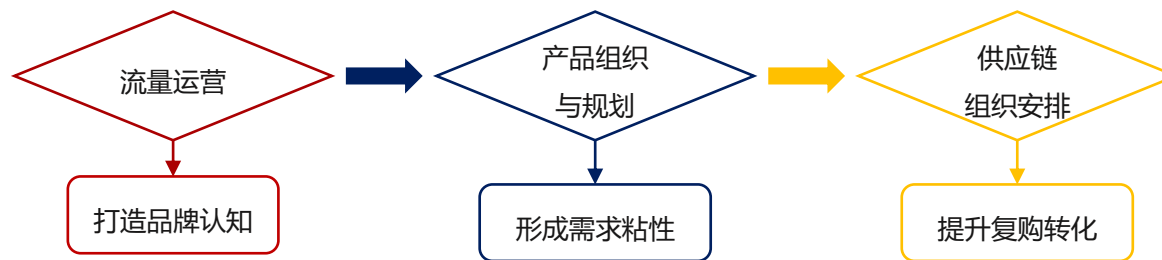
产业链基本流程

- ✓ 跨境电商基本环节可划分为流量运营、产品组织与规划以及供应链组织安排等环节，并同时涉及跨境及电商两大领域，跨境运营相对较为成熟，电商环节的差异化运营存在一定门槛。
- ✓ 借鉴刘强东的“十节甘蔗”理论，可以将跨境电商行业的价值链分为创意、设计、研发、制造、定价、营销、交易、仓储、配送、售后等十个环节。
- ✓ 在跨境电商运营中，大部分参与者在“交易、仓储、配送及售后”四个环节中拥有一定实力；在前六个环节，即品牌塑造环节上拥有竞争力的参与者较为稀少。
- ✓ 从十大环节出发，可以将跨境电商分为三大层级：第一层级的公司面临着较激烈的竞争，自主权较弱；第二层级的公司可以在特定领域稳定发展，拥有一定的自主权；第三层级的公司具备某些品类上的定价能力。

核心观点：看好三类公司

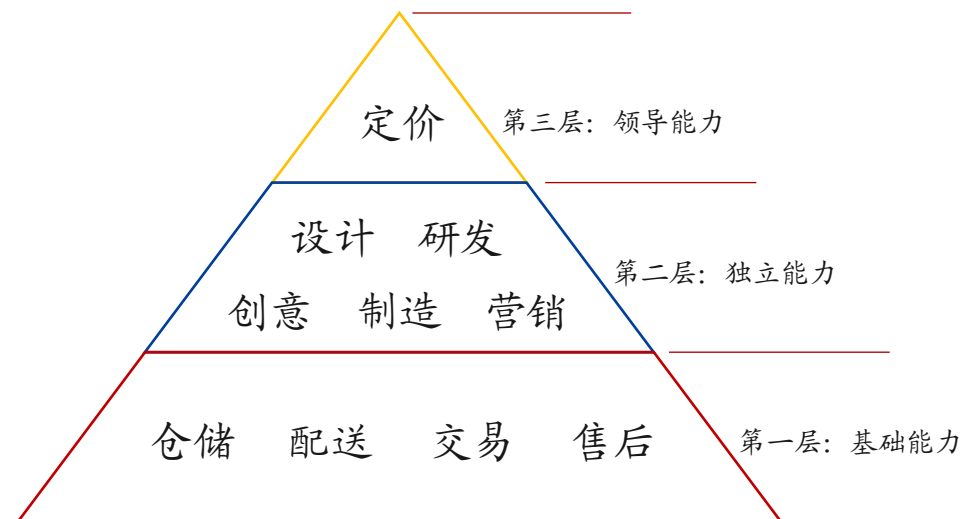
- 利用行业增长红利沉淀品牌运营能力、甚至把运营能力赋能给其他中国品牌的企业，例如安克创新。
- 深耕垂直品类、把运营效率做到极致的企业，例如SHEIN。
- 能够赋能产业上下游的平台性全链路服务商，例如焦点科技

图：跨境电商基本环节一览



数据来源：浙商证券研究所

图：跨境电商发展存在着三大层级



数据来源：创京东、浙商证券研究所

02

行业代表性 公司概况

安克创新

SHEIN

焦点科技

VESYNC

吉宏股份

星徽精密

乐歌股份

傲基科技

- ✓ 公司主要从事充电类、无线音频类、智能创新类产品的自主研发、设计和销售。
- ✓ 公司的核心优势，在于重视产品力以及消费者反馈。在此框架下，公司产品研发投入较大，2019年研发费用率达5.9%。
- ✓ 公司重视消费者反馈，经常基于反馈要点迭代新产品。
- ✓ 目前公司已拥有多条规模较大的品牌产品线。

- 公司产品分为充电、无线音频以及智能三大类。
- 充电系列是规模最大，安克充电产品质量好的形象已逐步在美国建立。
- 充电品类市场基础需求仍存，中短期仍是业务基本盘。

- 2017-2019年，充电类营收28/33/38亿、yoy17%/15%。
- 充电类产品市场竞争中，公司拥有一定优势，因此毛利率水平较高。
- 受益于充电技术迭代，无线充占比持续提升。

图：安克创新自有品牌一览



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

图：安克创新充电类产品一览



图：安克创新充电类产品收入情况

	2017			2018			2019				
	收入	占比	毛利率	收入	YoY	占比	毛利率	收入	YoY	占比	毛利率
充电类	28.33	72.58%	53.9%	33.21	17%	63.48%	52.87%	38.10	15%	57.33%	54.06%
其中											
移动电源	12.22	31.30%		14.75	21%	28.20%		15.04	2%	22.63%	
充电器	5.58	14.30%		5.62	1%	10.73%		7.57	35%	11.39%	
充电线材	10.13	25.95%		10.64	5%	20.34%		12.42	17%	18.69%	
无线充	0.40	1.02%		2.20	449%	4.20%		3.06	39%	4.61%	

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

安克创新：产品研发标杆、长于流量运营

- 无线音频产品与智能创新类产品分别于2014-2016年推出，发展迅速。2019年营收分别为12.8/15.1亿元。
- 这两类产品技术在国内较为成熟，安克紧密跟踪技术变化，依托自身的研发实力连续推出多个物美价廉的单品，持续供应市场热点产品。

- 新产品的推出，是安克在供应链管理、用户洞察、产品营销、流量运营等方面综合优势的直观体现。
- 消费电子市场“速生速死”，只有迅速了解消费者，了解前沿技术更新，才能持续生存。
- 单一消费电子公司往往受制于产品生命周期，多产品化公司则可以持续推出“第二曲线”

无线音频类产品

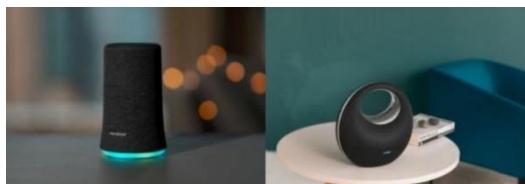
无线耳机系列



头戴式无线耳机

真无线耳机

无线音箱系列



无线音箱

图：安克创新无线音频类产品收入情况

	2017			2018			2019				
	收入	占比	毛利率	收入	YoY	占比	毛利率	收入	YoY	占比	毛利率
无线音频类	7.01	17.97%	48.8%	10.24	46%	19.58%	44.03%	12.8	25%	19.25%	39.64%
其中											
无线耳机	2.20	5.64%		5.3	141%	10.14%		7.53	42%	11.33%	
无线音箱	4.81	12.33%		4.94	3%	9.45%		5.27	7%	7.93%	

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

智能创新产品

智能创新类产品



智能安防产品

智能扫地机

智能家居产品



智能便携式家庭影院

图：安克创新智能创新类产品收入情况

	2017			2018			2019				
	收入	占比	毛利率	收入	YoY	占比	毛利率	收入	YoY	占比	毛利率
智能创新类	3.29	8.43%	48.7%	8.72	165%	16.67%	46.52%	15.1	73%	22.72%	47.53%
其中											
智能影音	0.38	0.97%		1.2	215%	2.29%		2.46	105%	3.69%	
智能车载	0.36	0.92%		1.19	232%	2.27%		1.82	54%	2.74%	
智能家居	2.55	6.54%		5.96	133%	11.39%		9.13	53%	13.74%	
智能安防	-	-		0.38	-	0.73%		1.68	340%	2.53%	

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

图：安克创新整体财务情况

财务概览：

- 公司近年来收入维持高增速，主要受益于产品迭代及公司产品线扩充。
- 公司现金流管控得当，在营收扩张的同时始终维持着较好的现金流，这对于跨境电商公司而言难得可贵。
- 公司毛利率近年来保持稳定，受无线音频及智能产品占比提升影响而有微幅下降。
- 2019年受公允价值变动、处置子公司及政府补助等因素影响，扣非归母净利低于归母净利润。

其他亮点：

- 目前安克创新公司线下收入占比已经近30%，线下收入意味着安克已经脱离了纯粹的“赚快钱”，开启了真正的品牌化运营。
- 公司在渠道红利期所沉淀下的研发及流量运营能力，或将赋能给其他希望出海的品牌。公司有望成为出海品牌标杆。
- 公司全部产品均为自有品牌的电子产品。

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
收入	7.46	13.02	25.09	39.03	52.32	66.55
YoY		74.54%	92.69%	55.55%	34.05%	27.20%
毛利率	38.6	52.53%	53.92%	52.02%	50.11%	49.91%
销售费用	2.31	4.24	7.81	13.02	16.42	20.83
销售费用率	31.0%	32.6%	31.1%	33.4%	31.4%	31.3%
管理费用	0.36	0.62	1.68	1.68	1.47	1.72
管理费用率	4.8%	4.8%	6.7%	4.3%	2.8%	2.6%
研发费用	-	-	-	2.01	2.87	3.94
研发费用率	-	-	-	5.1%	5.5%	5.9%
归母净利润	0.08	1.35	3.25	3.22	4.27	7.21
YoY	-	1565%	141%	-1%	33%	69%
归母净利润率	1.1%	10.4%	13.0%	8.3%	8.2%	10.8%
扣非归母净利润	-0.04	0.57	2.4	2.52	4.15	5.76
YoY	-	-	321.05%	5.00%	64.68%	38.80%
经营性现金流净值	0.83	0.97	2.31	0.97	3.48	3.83
应收账款	0.01	0.03	1.28	2.24	3.48	5.04
YoY	-	-	-	75.00%	55.36%	44.83%
存货	0.01	0.08	2.67	4.14	7.81	11.17
YoY	-	-	-	55.06%	88.65%	43.02%
ROE	44.41%	206.05%	117.53%	31.65%	31.77%	36.71%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所2014-2016年管理费用数据口径与2017-2019披露口径存在差异

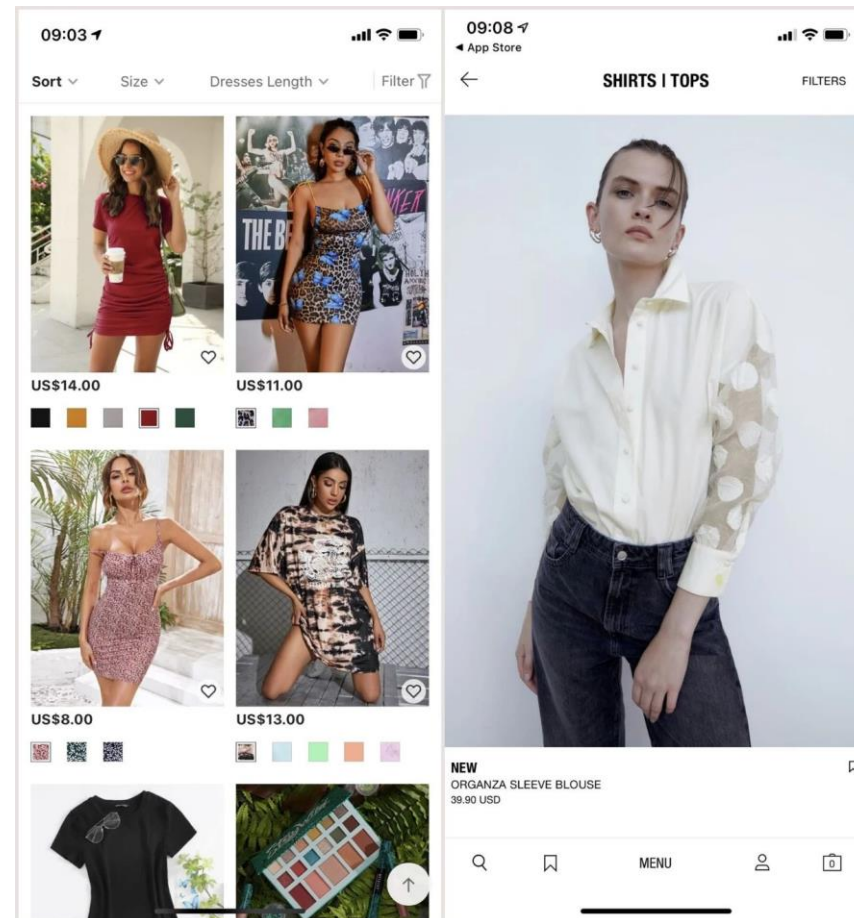
公司简述:

- ✓ 公司2008年创立，主营女装跨境电商销售，于2014年创建自主品牌SHEIN，销售渠道为自建网站、App。
- ✓ 截止2020年4月，公司产品覆盖全球20多个国家和地区，日发货量最高超过300万件。2020H1预计营收超300亿。
- ✓ 公司极度重视供应链管理及运营，运营效率已做到行业领先水平，女性服饰由设计至上架销售仅需七天。

核心优势:

- 定位精准，玩法娴熟。公司深耕垂直品类及海外文化营销，产品集中于20美元以下的时尚女装，版型设计契合海外消费者诉求，擅长运用网红进行品牌营销。
- 重视产业链合作。早期扶持服装厂以完成小单快返，目前已形成围绕公司的产业集群（广州）。合作要求为：现货40小时内发货，备货5天内发货

图：SHEINAPP界面及产品风格



数据来源：Lastpot、浙商证券研究所

- ✓ SHEIN持续投入供应链建设以完成全球化服务，公司已拥有：国内四个研发机构；全球六个物流中心、全球七个客管中心。
- ✓ 目前公司年活跃用户超2000万，估值超过150亿美元，今明年有望登陆美股。
- 公司选择了在垂直领域深度运营，将行业红利期的积累转化成“设计+规模+反应速度”几大壁垒。

图：SHEIN融资情况一览

年份	轮次	融资情况
2013	A轮	集富亚洲投资500万美金
2015	B轮	景林、IDG投资3亿人民币，估值15亿人民币
2018	C轮	红杉等投资，估值25亿美元
2019	D轮	红杉、Tiger Global等投资超5亿美元，估值50亿美元
2020	E轮	估值超150亿美元

数据来源：Lastpot、浙商证券研究所

图：SHEIN基本历程



数据来源：公司官网、浙商证券研究所（官网数据未经审计）

图：SHEIN运营基本情况（2019）



数据来源：公司官网、浙商证券研究所（官网数据未经审计）

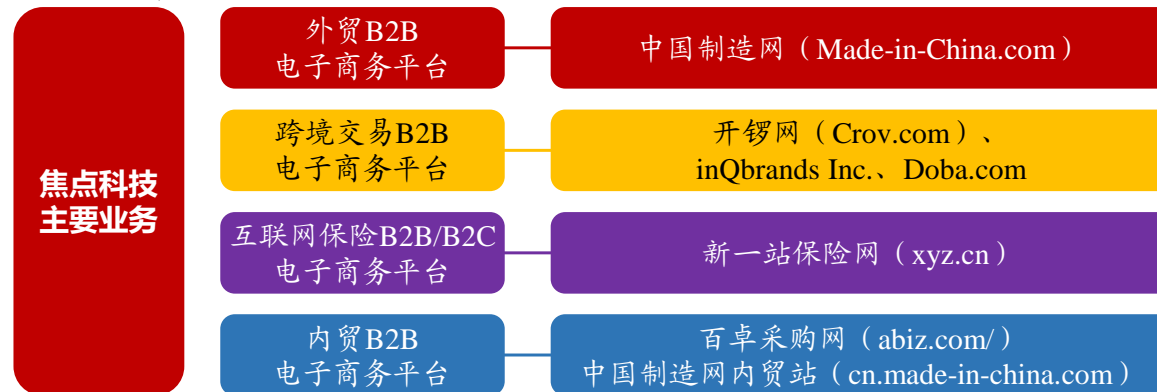
公司主要从事跨境B2B电商平台建设及相关业务的公司，志在打造跨境电商 B2B全链路综合服务平台。

- 跨境B2B信息展示平台：中国制造网（Made-in-China.com），该业务是公司收入及利润的主要来源。
- 跨境B2B电商交易平台：开锣网（Crov.com），该业务弹性较大，存在爆发可能。
- 其他业务：新一站保险网（xyz.com）为互联网保险销售平台，亏损正逐步收窄；百卓采购网及MIC内贸站为内贸B2B信息平台，该业务与主站相协同，正逐步优化。

中国制造网业务逻辑：

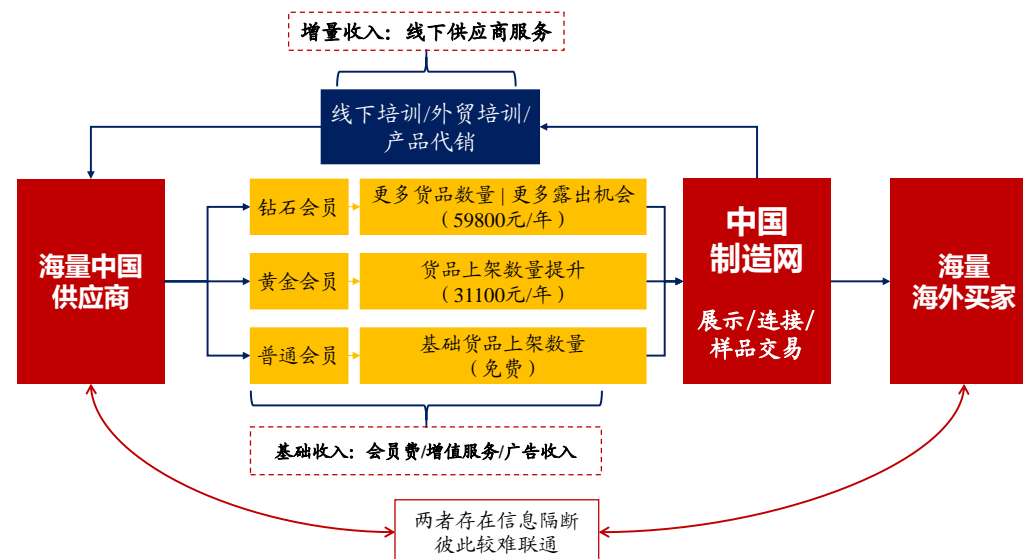
- 中国供应商在网站发布产品信息，供海外采购商挑选，选中后双方可以直接联系确定更多细节。
- 网站为付费会员制，向中国供应商收费；会员分为免费/黄金/钻石三档，差异体现在展示数量、内容丰富度等方面。
- 网站提供多种增值服务，比如TOP Rank；供应商认证；广告展位出租等。
- MIC在海外知名度仅次于阿里巴巴国际站，市占率约10%。
- 疫情背景下，国内供应商产品展示线上化进程将加速，MIC业务动力强劲。

图：焦点科技主要业务基本情况



数据来源：L浙商证券研究所

图：中国制造网业务流程



数据来源：Lastpot、浙商证券研究所

开锣网业务逻辑：

- 开锣网为B2B跨境交易电商平台，卖家为国内供应商，买家为美国线下中小卖家。截至2020H1，开锣网共有6万名海外中小卖家。
- 在开锣网上发生的交易，开锣网会收取商品交易GMV的5%-10%。
- 开锣网也为国内卖家提供海外咨询、税收、法务以及仓储发货等服务，并收取相应费用
- 开锣网同时也开展自营业务，赚取商品进销价差。

公司收入拆分：

- 公司B2B业务为中国制造网（MIC）的收入，包含会员费及增值服务；保险业务为新一站网的收入。
- 商品贸易为开锣网为主体的自营商品买卖收入。
- 商业服务为开锣、InQ及Doba网上所发生的佣金、服务费、咨询费、仓储物流费等收入。
- 2020H1，公司B2B业务同比增长13.23%，预收款项科目合计193.33%，由于公司B2B业务需要分期确认收入，因此公司未来收入增速或将明显提升。
- 2020H1，商品贸易业务同比增长93.71%，预示公司跨境电商平台业务逐步跑通。

图：开锣网业务基本流程



数据来源：浙商证券研究所

图：焦点科技收入拆分

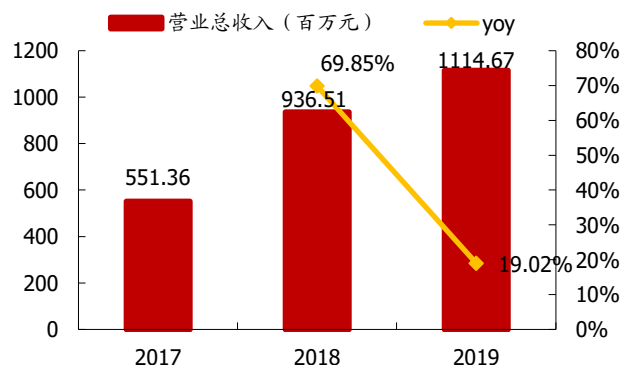
	2016	2017	2018	2019	2020H1
B2B	508.11	579.64	635.19	683.56	386.44
yoy		14.08%	9.58%	7.62%	13.23%
保险	63.49	65.02	145.87	187.10	69.79
yoy		2.42%	124.34%	28.27%	-26.78%
商品贸易	99.09	520.59	62.45	61.14	47.57
yoy		425.37%	-88.00%	-2.09%	93.71%
商业服务	9.57	42.12	28.83	39.29	21.96
yoy		340.08%	-31.56%	36.31%	30.35%
其他	3.71	3.71	2.85	6.90	3.12
合计	683.97	1211.09	875.18	978.01	528.89
yoy		77.07%	-27.74%	11.75%	10.22%

数据来源：WIND、浙商证券研究所 23

公司主要专注于小家电及智能家居设备的跨境销售。营收增长快，产品口碑好，是国产小家电出海典范。

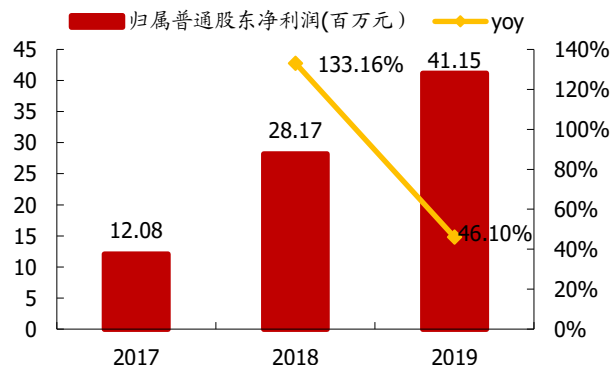
- 公司主要通过电子商务市场（主要是亚马逊）销售产品。
- 公司凭借对不同地区用户偏好的深刻理解设计及开发出广泛的产品，尤其专注于小家电。目前，公司拥有三大核心品牌，Levoit、Etekcity及Cosori。
- 2017-19年公司收入和利润CAGR均超40%。2017-19年公司收入从5.51亿元升至11.15亿元，CAGR达42.19%，归母净利润从12.08百万元上升至41.15百万元，CAGR达84.56%。

图：VESYNC营收基本情况



数据来源：WIND、浙商证券研究所

图：VESYNC利润基本情况



数据来源：WIND、浙商证券研究所

表：VESYNC产品基本情况

品牌	具体品类
Levoit	改善家居环境的电器，如空气净化器、加湿器及香薰机 
Etekcity	智能小家电、健康监测设备、户外娱乐产品及个人护理产品，如智能WiFi电灯开关、智能WiFi插座、体重秤、LED野营灯、数字激光测温仪及按摩器 
Cosori	厨房电器及餐饮用具，如空气炸锅、烤箱、电热水壶、干果机、咖啡保温杯及个人榨汁机 

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

- 收入构成上，Levoit与Cosori的收入占比持续提升，截至2020年H1，二者合计占比已高达70%以上。
- 公司前瞻性地布局了智能化家居这一市场，并通过推出VESYNC自有APP实现消费者与产品的链接，截至2020年H1，公司APP已连接超120万台的智能设备。
- 未来公司仍将重点布局智能化家居及厨电设备。

表：VESYNC收入按品牌划分基本情况

品牌	2017年度		2018年度		2019年度		2019 1-6月		2020 1-6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
Levoit	94.6	17.2%	349.3	37.3%	435.5	39.2%	173.2	35.6%	390.1	46.7%
Eteckcity	427.6	77.7%	519.0	55.5%	409.8	36.9%	205.6	42.3%	235.6	28.2%
Cosori	22.9	4.2%	61.9	6.6%	264.6	23.8%	106.8	22.0%	209.0	25.0%
其他	5.4	1.0%	5.0	0.5%	0.6	0.1%	0.6	0.1%	0.4	0.0%
合计	550.5	100.0%	935.1	100.0%	1110.6	100.0%	486.1	100.0%	835.0	100.0%

数据来源：浙商证券研究所

- 在市场布局上，公司重点发展北美尤其是美国地区，最新报告期公司美国收入占比约为76.62%
- 公司近年来也逐步将视野投向海外，以亚洲为例，2020年H1公司亚洲销售比例已由2017年的0.2%提升至1.9%
- 公司主要通过亚马逊的Seller Central及Vendor Central计划销售产品。公司通过Vendor Central计划实现的销售收入占比上升，从2017年的8.42%上升至2019年的50.77%，收入由463.4万元上升至5.63亿元，CAGR达248.83%，未来有望进一步提升。

表：VESYNC收入按地区划分基本情况

	2017年度		2018年度		2019年度		2019 1-6月		2020 1-6月	
	收入 (百万)	平均售价 (元)	收入 (百万)	平均售价 (元)	收入 (百万)	平均售价 (元)	收入 (百万)	平均售价 (元)	收入 (百万)	平均售价 (元)
北美-美国	462.4	141.6	744.5	167.8	878.9	180.8	383.1	183.0	639.7	201.1
北美-加拿大及其他	11.4	126.2	37.1	233.7	81.3	288.1	30.2	275.8	68.7	327.5
欧洲	75.8	127.0	144.6	170.5	142.0	169.4	68.5	175.5	110.6	213.7
亚洲	0.9	504.2	8.9	261.8	8.5	247.0	4.3	292.2	15.9	351.4
合计	550.5	139.2	935.1	170.7	1110.6	184.6	486.1	186.4	835.0	211.1

数据来源：浙商证券研究所

泽宝主要品牌及产品

主要品牌	主要产品
RavPower	移动电源、充电器、无线充电器、电源转换器、逆变电源、数据线
TaoTronics	音频产品、蓝牙接收器和发射器、Soundbar音箱、灯具、光疗灯、空气净化器、加湿器、香薰机
VAVA	行车记录仪、家用摄像头、投影仪幕布、集线器、蓝牙音箱
Anjou	化妆刷、卷发棒、蜡疗机、化妆镜、精油、浴盐球、椰子油
Sable	床上用品、家用按摩仪、充气床、水上用品
HooToo	USB、USB HUB

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

公司概况:

- 公司主要跨境业务由子公司泽宝创新完成，泽宝成立于2007年，拥有RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooToo等品牌。
- 消费电子产品是公司主要销售品类，以自有品牌为主；生活家居等产品中包含非自有品牌。
- 公司主要于第三方电商平台销售产品。
- 2020年H1公司营收约为17.76亿元，净利润1.48亿元。

泽宝创新财务数据总览 (百万)

	2017年	2019年	2020年H1
营业收入	1,743.45	2,831.92	1,775.95
Yoy	38.91%	-	-
毛利率	48.68%	50.52%	-
销售费用率	37.80%	-	-
管理及研发费用率	8.24%	-	-
扣非净利润	76.17	-	-
净利润	31.32	154.10	148.09
Yoy	59.23%	-	-
扣非净利率	4.37%	5.44%	-
经营性现金流净额	-108.43	-	-
存货	70.40	-	-
应收账款	351.62	-	-

泽宝创新分品类收入情况 (百万)

	2017年			2019年			2020年H1		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电源类	533.50	30.6%	46.3%	711.52	25.1%	46.45%	257.01	14.47%	50.30%
蓝牙音频类	447.95	25.7%	48.4%	676.32	23.9%	52.30%	401.33	22.60%	46.44%
小家电类	372.91	21.4%	51.0%	614.55	21.7%	51.92%	527.47	29.70%	56.61%
电脑手机周边类	114.58	6.6%	41.6%	219.81	7.8%	-	147.27	8.29%	40.70%
个护健康类	114.13	6.5%	44.1%	118.74	4.2%	-	159.49	8.98%	56.55%
其他	159.91	9.2%	60.0%	490.63	17.3%	-	283.38	15.96%	-
合计	1,742.98	100.0%	48.7%	2,831.56	100.0%	50.52%	1,775.95	100.00%	-

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

备注：公开口径未披露部分2018数据，下同

销售拆分：

- 公司主要销售区域为美国、欧洲及日本。2017年合计占比约为85%；整体区域划分较为稳定
- 线上销售占比较高，线下占比较低；线上销售主要为第三方平台B2C模式，线下主要为B2B模式。
- 公司主要销售平台为亚马逊，2017年亚马逊核心门店销售占公司电商销售比重高于90%

泽宝创新收入线上线下分布情况（百万）

	2016		2017	
	销售占比	毛利率	销售占比	毛利率
线上B2C	98.72%	46.64%	96.27%	49.68%
线下B2B	1.28%	10.55%	3.73%	22.44%
合计	100.00%	46.18%	100.00%	48.68%

泽宝创新销售区域分布情况（百万）

	2016		2017	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
美国	691.62	55.12%	947.91	54.38%
德国	177.45	14.14%	241.11	13.83%
英国	105.75	8.43%	157.97	9.06%
日本	104.48	8.33%	141.32	8.11%
其他	175.55	13.99%	254.67	14.61%
合计	1,254.85	100.00%	1,742.98	100.00%

泽宝创新亚马逊核心店铺基本情况（2017/百万）

网店名称	2016		2017	
	销售金额	金额占比	销售金额	金额占比
amazon@sunvalleytek.com	668.03	54.19%	880.04	52.72%
sunvalleytek.uk@gmail.com	242.83	19.70%	344.18	20.62%
amazon@zbttrading.de	177.09	14.37%	234.33	14.04%
amazon@nearbydirect.co.jp	97.00	7.87%	107.87	6.46%
amazon2@sunvalleytek.com（美国）	19.30	1.57%	52.95	3.17%
sunvalley.canada@gmail.com	27.38	2.22%	42.95	2.57%
amazon2@sunvalleytek.com（加拿大）	1.0212	0.08%	6.95	0.42%
合计	1,232.64	100%	1,669.27	100%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

公司概况

- ✓ 吉宏股份旗下子公司吉客印成立于2017年，主营业务为跨境电商，主要进行自建产品单页B2C销售，在部分地区推出独立社交属性的跨境B2C购物APP。
- ✓ 主要销售引流渠道为Google、YouTube、Bing、Facebook、Twitter等社交传媒平台；主要销售市场为台湾、日本、香港、中东、东南亚等多个国家或地区；主要产品以为服装等消费品为主。

营销及电商业务

- ✓ 厦门吉客印经营管理团队大多来自营销推广行业十数年的广告从业人员，对电商领域的数据分析和运用有着深刻的技术背景和理解能力
- ✓ 吉客印公司充分利用AI算法进行分析，从流量监控、广告投放和流量导入方面，根据数据算法推送产品广告。

吉宏股份跨境电商业务基本情况（百万）

	2018	2019	2020H1
跨境电商收入	933.2	1190.3	1094.37
Yoy		27.55%	-
电商业务占比	41.13%	39.56%	57.10%
毛利率	74.62%	74.29%	77.60%
电商业务净利润	104.75	155.55	169.79
净利率	11.22%	13.07%	15.51%

吉宏股份跨境精准营销业务基本情况（百万）

	2018	2019	2020H1
互联网营销收入	276.15	464.63	179.43
yoy		168.26%	-
营销收入占比	12.17%	15.44%	9.36%
毛利率	67.36%	68.26%	37.70%
营销业务净利润	71.04	124.13	29.24
净利率	25.73%	26.72%	16.29%

吉宏股份基本财务情况（百万）

	2018	2019	2020H1
营业收入	2,269.00	3,009.30	1,916.67
yoy		32.63%	-
毛利率	43.06%	43.42%	54.68%
销售费用率	26.43%	24.37%	34.17%
管理及研发费用率	4.13%	5.39%	2.88%
净利润	228.40	346.30	258.06
净利率	10.07%	11.51%	13.46%
存货	206.24	244.23	263.29
应收账款	343.89	456.75	562.30
经营性现金流净额	256.99	317.77	199.78

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

公司概况

- ✓ 乐歌股份成立于2002年，主营业务聚焦线性驱动、智慧办公和健康办公，立足国内，放眼海外。
- ✓ 公司坚持2C自主品牌与商用市场2B客户贴牌并行，自主品牌产品销售占比较高，2020年H1占比60.77%。
- ✓ 2020年H1公司营收约为6.3亿元，归母净利润6.8千万元。

乐歌股份财务情况总览（百万）

	2018年	2019年	2020年H1
营业收入	946.78	978.07	633.06
Yoy	-	3.31%	-
毛利率	44.20%	46.47%	46.40%
销售费用率	6.47%	6.16%	5.58%
管理及研发费用率	10.14%	10.38%	9.28%
扣非净利润	41.78	48.96	61.82
净利润	57.59	62.98	68.15
Yoy	-	17.19%	-
扣非净利率	4.41%	5.01%	9.76%
经营性现金流净额	96.12	89.49	124.02
存货	172.03	191.955	258.08
应收账款	70.41	86.49	124.02

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

乐歌股份电商业务分品类基本情况（百万）

	2018			2019			2020H1			
	销售额	占比	毛利率	销售额	yoy	占比	毛利率	销售额	占比	毛利率
人体工学工作站	527.63	55.73%	29.74%	645.37	22.32%	65.98%	48.80%	429.90	67.91%	47.07%
人体工学大屏支架	296.99	31.37%	51.58%	213.32	-28.17%	21.81%	32.76%	102.61	16.21%	32.75%
其它自产产品	88.08	9.30%	-	94.85	7.68%	9.70%	-	85.01	13.43%	61.95%
外购产品	10.57	1.12%	-	13.04	23.35%	1.33%	-	10.77	1.70%	-
其他	23.51	2.48%	-	11.48	-51.16%	1.117%	-	4.77	0.75%	-
合计	946.78	100%	-	978.07	3.31%	100%	-	633.06	100.00%	-

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

收入拆分

- ✓ 乐歌股份的境内外线上销售主要通过大型平台（境内包括天猫商城、京东，境外包括Amazon、eBay）进行，以M2C直营模式为主，分销模式为辅，2020年H1线上销售同期增长66.47%。
- ✓ 公司的境内线下销售主要采用与办公家具及家电/电脑厂商、行业集成商合作的方式进行配套销售；境外线下销售与全球优秀的商用工程师或品牌商合作，销售通过相关检验认证的产品。
- ✓ 分区域看，乐歌股份以境外销售为主，2019年占比84.11%。

乐歌股份分区域销售情况（百万）

	2017		2018		2019	
	销售额	占比 (%)	销售额	占比 (%)	销售额	占比 (%)
境内	135.35	18.10%	154.25	16.29%	155.38	15.89%
境外	612.48	81.90%	792.53	83.71%	822.69	84.11%
合计	747.83	100.00%	1,316.71	100.00%	2,147.52	100.00%

乐歌股份线上销售情况（百万）

项目	平台	2019H1		2020H1		
		收入 (万元)	占比	收入 (万元)	yoy	占比
线上销售	天猫	1230.74	2.68%	1340.03	8.88%	2.13%
	京东-自营	165.48	0.36%	294.56	78.00%	0.47%
	亚马逊	13756.87	29.99%	23262.87	69.10%	37.03%
	小米优品	163.37	0.36%	219.91	34.61%	0.35%
	独立站	2105.16	4.59%	5457.63	159.25%	8.69%
	乐天	127.30	0.28%	533.05	318.74%	0.85%
线上分销	其他	22.89	0.05%	58.33	154.83%	0.09%
	SBA	304.07	0.66%	305.71	0.54%	0.49%
	京东-非自营	1862.90	4.06%	1579.37	-15.22%	2.51%
	天猫	418.00	0.91%	552.34	32.14%	0.88%
	其他	119.93	0.26%	150.94	25.86%	0.24%
合计		20276.77	44.20%	33754.74	66.47%	53.72%

公司简述：

- 傲基科技成立于2010年，主要品牌为Aukey (3C产品)、Tacklife(电动工具)、Aicok (小家电) 和Naipo (家庭健康) 等。
- 2018年公司营收51.09亿元 (yoy37.62%)，净利润1.98亿元 (yoy3.54%)。
- 自有品牌销售占比持续提升，2019年1-3月品牌类收入占比已为76.52%。

傲基科技财务情况总览 (百万)

	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
营收	2195.57	3712.25	5108.72	1271.58
Yoy	-	69.08%	37.62%	-
净利润	103.56	191.27	198.05	41.81
Yoy	-	84.69%	3.54%	-
毛利率	58.07%	60.94%	58.47%	59.73%
销售费用率	45.57%	48.68%	48.80%	51.36%
管理及研发费用率	3.48%	3.36%	2.66%	2.15%
净利率	4.72%	5.15%	3.88%	3.29%
应收账款	131.67	232.80	298.11	269.76
存货	413.76	672.30	1183.48	1013.08
经营现金流净额	-51.66	-13.43	-207.61	53.55

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

傲基科技业务分品类基本情况 (百万)

	2016年			2017年				2018年				2019年1-3月			
	销售额	占比	毛利率	销售额	yoy	占比	毛利率	销售额	yoy	占比	毛利率	销售额	占比	毛利率	
品牌类	科技消费类	917.00	41.77%	56.89%	1724.69	88.08%	46.52%	58.47%	2643.82	53.29%	52.11%	56.86%	663.99	52.22%	56.79%
	家居类	103.24	4.7%	57.49%	326.51	216.26%	8.81%	63.34%	774.91	137.33%	15.27%	61.73%	249.33	19.61%	63.17%
	其他类	75.90	3.46%	63.6%	186.25	145.39%	5.02%	63.91%	298.83	60.45%	5.89%	56.83%	59.70	4.7%	55.52%
	小计	1096.14	49.93%	57.41%	2237.45	104.12%	60.35%	59.63%	3717.55	66.15%	73.27%	57.87%	973.02	76.52%	58.35%
综合类	科技消费类	499.28	22.74%	43.83%	571.57	14.48%	15.42%	48.85%	696.29	21.82%	13.72%	50.79%	134.73	10.6%	52.13%
	家居类	189.41	8.63%	70.03%	292.04	54.18%	7.88%	70.59%	236.11	-19.15%	4.65%	70.74%	63.97	5.03%	72.82%
	其他类	410.71	18.71%	71.63%	606.24	47.61%	16.35%	72.23%	424.04	-30.05%	8.36%	73.49%	99.86	7.85%	75.13%
	小计	1099.40	50.07%	58.73%	1469.84	33.69%	39.65%	62.81%	1356.44	-7.72%	26.73%	61.36%	298.55	23.48%	64.26%
合计	2195.54	100%	58.07%	3707.30	68.86%	100%	60.89%	5073.99	36.86%	100%	58.8%	1271.58	100%	59.73%	

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

业务拆分：

- 分区域看，傲基科技主要销售区域为欧洲及北美洲，两区域合计占比长期稳定于90%左右；近年来亚洲地区销售占比提升明显，由2016年的4.19%提升至2018年的7.12%。
- 分平台看，傲基科技主要通过第三方电商平台销售。其中亚马逊是核心销售平台，2018年公司亚马逊平台销售额为37亿元，占比为72.94%。2018年自有平台销售占比5.97%。

资本化进度概览：

- 傲基科技曾用名傲基电商，于新三板挂牌；2019年4月16日，傲基电商终止挂牌。
- 2019年9月12日，上交所受理傲基科技科创板发行申请。
- 2020年4月30日，上交所公告傲基科技及保荐人主动要求终止审核并撤回申请文件。

傲基科技分区域销售情况（百万）

	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	销售额	比例	销售额	比例	销售额	比例	销售额	比例
欧洲地区	1261.32	57.45%	2077.13	56.03%	2846.71	56.1%	695.74	54.72%
北美地区	765.11	34.85%	1386.89	37.41%	1785.35	35.19%	451.45	35.5%
亚洲地区	92.00	4.19%	179.36	4.84%	361.47	7.12%	96.61	7.6%
其他地区	77.11	3.51%	63.92	1.72%	80.47	1.59%	27.77	2.18%
合计	2195.54	100%	3707.30	100%	5073.99	100%	1271.58	100%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

傲基科技分平台销售情况（百万）

平台名称	2018年		2019年1-3月	
	销售额	占比	销售额	占比
Amazon	3700.92	72.94%	961.80	75.64%
自营网站	303.07	5.97%	68.44	5.38%
Wish	476.74	9.40%	47.75	3.76%
Shopee	109.66	2.16%	35.94	2.83%
eBay	136.19	2.68%	35.13	2.76%
合计	4726.58	93.15%	1149.06	90.37%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>