华泰证券 HUATAI SECURITIES

乘跨境高景气，Q1 营收同比继续高增

华泰研究 年报点评

2021 年 4 月 23 日 | 中国内地 可选消费/商业贸易

投资评级(维持)： 买入

目标价(人民币)： 15.20

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796 +86(755)83213674

联系人 张诗宇
SAC No. S0570120070109 zhangshiyu@htsc.com
+86-755-23993346

21Q1 净利表现好于收入，看好跨境电商高景气，维持买入

公司 4 月 22 日披露 2020 年报及 2021 年一季报，全年实现营业收入 55.2 亿元，同比增长 58.2%；实现归母净利 2.1 亿元，同比增长 42.5%，低于我们预期(2.7 亿元)。低预期原因主要系 20Q4 竞争加剧，公司促销力度加大、营销投入增加所致。同时，21Q1 公司实现营业收入 13.1 亿元，同比增长 56.4%；实现归母净利 3608.8 万元，同比增长 328.4%。年报拟每股分红 0.06 元。我们仍看好公司在跨境出口电商高景气背景下，公司凭借精品策略与轻运营模式，实现业绩快速增长。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 0.76、0.95、1.11 元，维持“买入”评级。

2020 年电源类表现疲弱，小家电类收入高增

2020 年分品类看，公司电源类销售表现疲弱，营收同降 12.6%；小家电类销售表现亮眼，营收同增 192.2%；除此外公司新拓品类（除电源、小家电、无线音频）营收高增 80.3%。公司不断拓展品类边界，新拓品类包括手机电脑周边、个护健康、家私类销售均有较快增长，继续看好新品类持续为公司业绩带来新增量。

销售规模扩大致使 2020 年经营性净现金流为负，21Q1 有显著改善

2020 年公司经营性现金净流出 1.5 亿元，主要系公司销售规模扩大，应收账款、存货增加所致，同时年末上游采购价上涨公司付款提前也有一定影响。2020 年末，公司存货达 9.3 亿元，同比增长 50.4%。21Q1 伴随公司营收继续保持快速增长，经营性现金流有明显改善，净流入 2.0 亿元。

跨境电商、消费电子维持高景气，维持“买入”评级

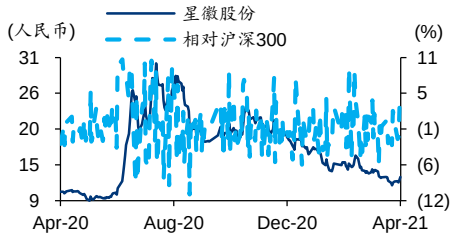
考虑跨境电商竞争壁垒较低，竞争自 20H2 开始不断加剧，我们下调公司 2021-2022 年盈利预测（下调跨境电商毛利率、上调销售费用率）并新增 2023 年盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.76、0.95（前值 1.12、1.47 元）、1.11 元，参考 Wind 可比公司一致性预期平均 25.25x PE，考虑到业务规模距龙头仍有一定差距，且自主研发能力相对薄弱，竞争加剧后盈利能力或承压，给予公司 2021 年 20x PE，目标价 15.20 元（前值 26.88 元），维持“买入”评级。

风险提示：海外消费不景气；汇率波动风险；第三方平台提佣风险。

基本数据

目标价 (人民币)	15.20
收盘价 (人民币 截至 4 月 22 日)	12.64
市值 (人民币百万)	4,463
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	99.09
52 周价格范围 (人民币)	9.00-30.10
BVPS (人民币)	5.71

股价走势图



资料来源：Wind

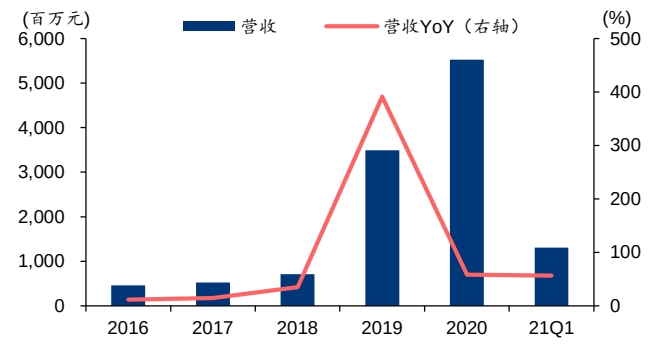
经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)	3,491	5,523	8,226	10,662	14,051
+/-%	390.94	58.19	48.93	29.62	31.78
归属母公司净利润 (人民币百万)	148.55	211.73	269.10	335.13	391.34
+/-%	7,168	42.52	27.09	24.53	16.77
EPS (人民币，最新摊薄)	0.42	0.60	0.76	0.95	1.11
ROE (%)	8.24	11.36	12.61	13.57	13.68
PE (倍)	30.05	21.08	16.59	13.32	11.41
PB (倍)	2.48	2.26	1.99	1.73	1.50
EV EBITDA (倍)	17.49	13.31	11.89	9.78	8.69

资料来源：公司公告、华泰研究预测

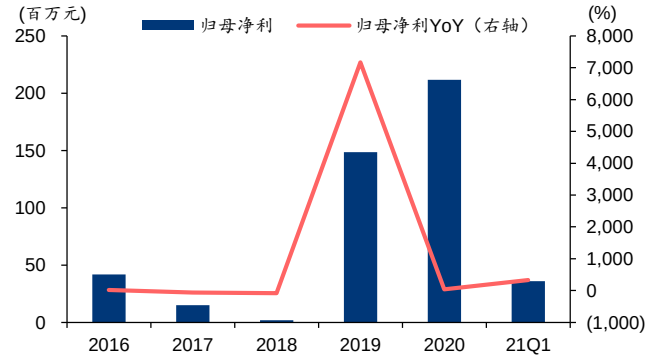
核心经营数据

图表1： 2016 至 21Q1 公司营收情况



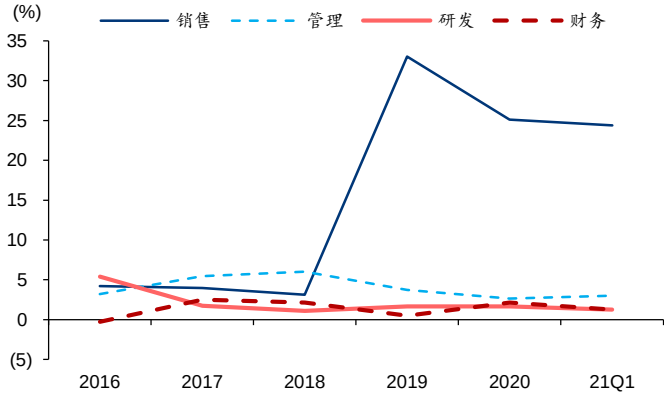
资料来源：Wind，华泰研究

图表2： 2016 至 21Q1 公司归母净利情况



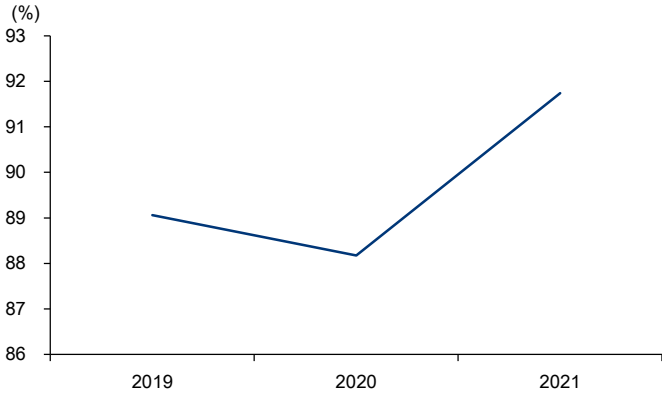
资料来源：Wind，华泰研究

图表3： 2016 至 21Q1 公司期间费用率情况



注：2020 年起，运输费用由销售费用划至营业成本；上述管理费用、研发费用均为相同口径
资料来源：Wind，华泰研究

图表4： 2019 至 21Q1“营业成本+销售费用”占营收比例情况



注：2020 年起，运输费用由销售费用划至营业成本
资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测核心假设

2020 年公司新拓品类表现靓丽，传统优势品类电源类、蓝牙音频类表现略微疲弱，因此我们对各业务增速进行如下调整。同时，考虑新拓品类包括电脑手机周边类、个护健康类、家私类等品类产品竞争相对激烈，因此我们对“跨境电商各业务毛利率、公司销售费用率”进行调整，考虑到会计准则变更影响，我们下调公司跨境电商各业务毛利率、公司销售费用率，且前者下调幅度超后者。

图表5：分业务预测公司营收及毛利率

(单位:百万元)			前值		更新值		变更原因
			2021E	2022E	2021E	2022E	
传统五金		营收	675.9	729.9	814.4	879.6	2020 年营收恢复超预期，毛利率低于预期；维持收入增速不变，下调毛利率
		YoY	12.0%	8.0%	12.0%	8.0%	
		毛利率	15.2%	15.4%	14.5%	14.3%	
跨境电商	电源类	营收	791.5	854.8	671.5	725.2	2020 年营收低于预期，谨慎维持个位数增速。毛利率因会计准则调整变更调整
		YoY	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
		毛利率	51.3%	51.5%	30.0%	29.0%	
	蓝牙音频类	营收	1540	1925	1033.1	1136.4	2020 年收入增速低于预期，考虑竞争加剧下调增速，毛利率因会计准则调整变更
		YoY	38.00%	25.00%	20.00%	10.00%	
		毛利率	49.00%	51.00%	37.00%	36.00%	
	小家电类	营收	1960.4	2450.5	3591.8	5387.6	2020 年新品类拓展超预期，上调 21-22 年增速，毛利率因会计准则变更调整
		YoY	45.00%	25.00%	100.00%	50.00%	
		毛利率	56.50%	57.00%	40.00%	39.00%	
	其他	营收	1940.3	2328.3	2092.5	2511.0	公司拓新品力度增大，上调 2021 年增速，毛利率因会计准则变更调整
		YoY	30.00%	20.00%	40.00%	20.00%	
		毛利率	51.50%	51.50%	40.00%	39.00%	

资料来源：公司公告,华泰研究预测

图表6：公司期间费用率预测

	前值		更新值		变更原因
	2021E	2022E	2021E	2022E	
销售费用率	35.50%	35.50%	25.00%	24.80%	会计准则口径变更
管理费用率	2.90%	2.80%	2.60%	2.60%	2020 年管理费用优化超预期，略微下调 21-22 年预测值
研发费用率	2.00%	2.20%	1.68%	1.68%	公司研发投入低于此前预期，考虑新拓品类研发投入相对少，下调

资料来源：公司公告,华泰研究预测

可比公司估值情况

图表7：可比公司估值情况（数据截至 2021/4/22）

行业	公司代码	公司简称	总市值（亿元）	股价（元）	PE（倍） 2021E	PE（倍） 2022E
跨境电商	002640 CH	跨境通	65	4.16	10.56	8.29
	300866 CH	安克创新	654	160.95	53.16	40.56
品牌商	002959 CH	小熊电器	130	83.40	23.68	18.87
	002127 CH	南极电商	213	8.69	13.60	10.91
平均					25.25	19.66

注：PE 估值均取自 Wind 一致性预期
资料来源：Wind，华泰研究

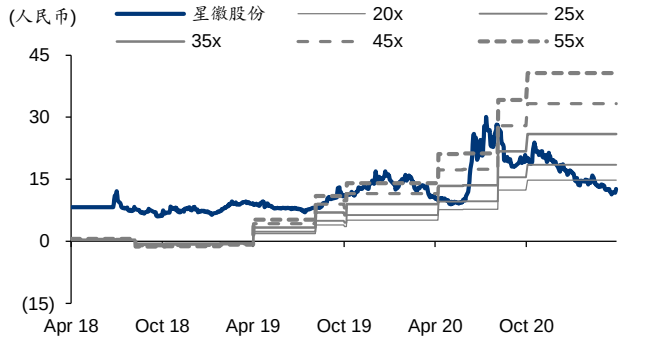
风险提示

海外消费不景气。出口跨境电商与海外消费需求息息相关，如果全球经济增长趋缓或者停滞不前，可能对包括公司在内的出口跨境电商企业造成较大的影响。

汇率波动风险。泽宝产品主要采用美元、欧元、日元等货币进行结算，若人民币升值，则将影响产品销售价格，削弱产品的市场竞争力，同时造成汇兑损益。

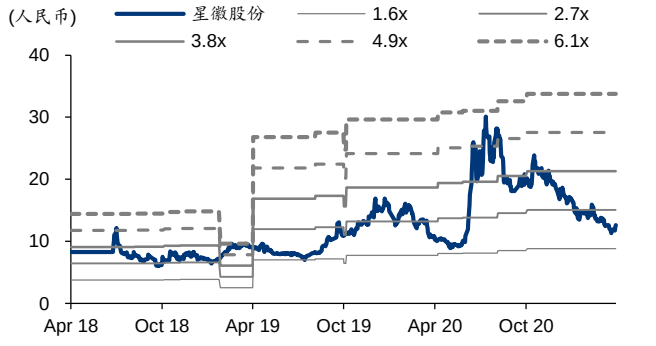
第三方平台提佣风险。公司销售主要通过亚马逊等第三方平台，其中销售平台费用占营收较高比例，若第三方平台提升佣金比例，将对公司利润形成挤压。

图表8： 星徽股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表9： 星徽股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,661	2,241	2,949	3,530	4,482
现金	296.05	291.47	434.11	562.70	741.55
应收账款	487.03	756.00	975.77	1,157	1,520
其他应收账款	54.36	92.94	126.45	157.93	216.83
预付账款	20.71	39.10	43.16	53.77	63.32
存货	616.77	927.64	1,260	1,475	1,818
其他流动资产	186.09	133.41	109.90	124.22	122.44
非流动资产	1,741	1,807	1,856	1,872	1,914
长期投资	6.27	3.02	2.57	2.03	1.39
固定投资	480.94	479.81	509.91	523.20	554.83
无形资产	142.26	142.89	141.00	139.78	139.47
其他非流动资产	1,112	1,181	1,203	1,207	1,218
资产总计	3,402	4,047	4,805	5,402	6,395
流动负债	1,442	1,283	1,802	2,094	2,710
短期借款	284.06	399.15	688.11	933.90	1,281
应付账款	514.52	553.06	613.46	629.40	763.57
其他流动负债	643.11	331.12	500.43	530.57	665.14
非流动负债	152.08	762.84	713.50	658.66	615.62
长期借款	60.38	369.23	301.37	227.10	156.98
其他非流动负债	91.69	393.61	412.13	431.57	458.64
负债合计	1,594	2,046	2,516	2,753	3,326
少数股东权益	7.32	22.70	42.53	67.22	96.06
股本	353.12	353.12	353.12	353.12	353.12
资本公积	1,094	1,101	1,101	1,101	1,101
留存公积	352.03	533.75	822.68	1,183	1,603
归属母公司股东权益	1,801	1,978	2,247	2,583	2,974
负债和股东权益	3,402	4,047	4,805	5,402	6,395

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	152.89	(151.99)	115.89	249.89	281.39
净利润	149.16	227.33	288.93	359.83	420.18
折旧摊销	86.08	101.11	96.58	113.65	122.03
财务费用	17.42	117.81	158.51	204.52	266.94
投资损失	(6.45)	(1.73)	(3.95)	(5.17)	(3.92)
营运资金变动	(112.51)	(516.28)	(400.55)	(389.73)	(478.67)
其他经营现金	19.19	(80.24)	(23.64)	(33.21)	(45.16)
投资活动现金	(355.48)	(423.13)	(129.17)	(108.60)	(142.21)
资本支出	118.40	150.56	104.55	100.95	127.90
长期投资	(80.11)	(278.76)	0.45	0.54	0.65
其他投资现金	(156.98)	6.18	(25.07)	(8.18)	(14.96)
筹资活动现金	259.61	545.14	(133.03)	(258.48)	(307.60)
短期借款	(4.06)	115.09	288.96	245.78	347.27
长期借款	1.88	308.85	(67.86)	(74.27)	(70.12)
普通股增加	146.45	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	990.39	7.06	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(875.05)	114.15	(354.13)	(430.00)	(584.76)
现金净增加额	58.27	(12.22)	(146.32)	(117.19)	(168.42)

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,491	5,523	8,226	10,662	14,051
营业成本	1,956	3,484	5,249	6,836	9,054
营业税金及附加	5.17	4.33	22.36	17.71	24.19
营业费用	1,153	1,386	2,056	2,644	3,457
管理费用	130.06	146.44	213.87	277.22	365.34
财务费用	17.42	117.81	158.51	204.52	266.94
资产减值损失	(7.87)	(28.41)	(49.06)	(47.49)	(72.89)
公允价值变动收益	0.03	12.20	4.07	5.43	7.23
投资净收益	6.45	1.73	3.95	5.17	3.92
营业利润	172.83	273.86	342.37	426.31	497.97
营业外收入	1.27	0.89	0.68	0.72	0.89
营业外支出	6.25	5.05	3.13	3.71	4.53
利润总额	167.86	269.71	339.92	423.33	494.32
所得税	18.70	42.38	50.99	63.50	74.15
净利润	149.16	227.33	288.93	359.83	420.18
少数股东损益	0.61	15.60	19.83	24.69	28.84
归属母公司净利润	148.55	211.73	269.10	335.13	391.34
EBITDA	260.37	397.53	459.33	565.63	651.52
EPS (人民币，基本)	0.42	0.60	0.76	0.95	1.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	390.94	58.19	48.93	29.62	31.78
营业利润	3,284	58.45	25.01	24.51	16.80
归属母公司净利润	7,168	42.52	27.09	24.53	16.77
获利能力 (%)					
毛利率	43.97	36.92	36.18	35.88	35.56
净利率	4.27	4.11	3.51	3.37	2.99
ROE	8.24	11.36	12.61	13.57	13.68
ROIC	8.34	9.13	9.78	10.88	11.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.84	50.55	52.34	50.95	51.99
净负债比率 (%)	9.48	41.01	42.39	38.28	36.32
流动比率	1.15	1.75	1.64	1.69	1.65
流动比率	0.67	0.94	0.89	0.93	0.94
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.48	1.86	2.09	2.38
应收账款周转率	8.80	8.89	9.50	10.00	10.50
应付账款周转率	5.07	6.53	9.00	11.00	13.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.60	0.76	0.95	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	(0.43)	0.33	0.71	0.80
每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.60	6.36	7.31	8.42
估值比率					
PE (倍)	30.05	21.08	16.59	13.32	11.41
PB (倍)	2.48	2.26	1.99	1.73	1.50
EV EBITDA (倍)	17.49	13.31	11.89	9.78	8.69

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司