

C 致欧(301376)

报告日期: 2023 年 06 月 27 日

享中国优质供应链释放红利, 线上“宜家”成长可期

——C 致欧深度报告

投资要点

□ 家居跨境电商龙头, 多品牌建设成功切入

致欧科技是业内领先的跨境电商企业, 公司主打 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌, 主营家具、家居、宠物、庭院四大系列家居产品, 其中家具、家居系列产品为主要收入来源。公司市场主要集中于欧美地区, 线上 B2C 为主要销售渠道, 2020-2022 年公司在欧美地区主营业务收入占比均在 95% 以上, 亚马逊 B2C 端收入占比分别为 71.80%/67.87%/67.61%。公司背靠中国优质供应链制造体系与家具家居产业集群, 定位高性价比产品, 品类拓展空间巨大, 未来成长可期。2020-2022 年, 公司实现营业收入从 39.71 亿元增至 54.55 亿元, CAGR 为 17.21%; 三年分别实现归母净利润 3.80/2.40/2.50 亿元, 其中 21 年以来归母净利润出现较大幅度下滑, 主要系海运价格暴涨、人民币持续升值等因素所致, 22 年随着不利影响因素逐步减弱, 公司盈利水平有所改善, 归母净利润同比增长 4.29%。

□ 行业: 家居市场稳定增长, 跨境电商前景广阔

电商零售: 欧美电商零售规模&比重持续提高, 对比我国仍具较大提升空间。根据 Statista 数据, 2017-2020 年美国电商渠道零售额从 2859 亿美元增至 4316 亿美元, CAGR 为 14.72%, 占总零售额比重至 13.6%; 欧洲电商渠道零售额从 2959 亿美元增至 4252 亿美元, CAGR 为 12.85%, 占总零售额比重至 16.2%。同时, 受 2020 年以来新冠疫情影响, 消费者线上购物心智加速成熟, 欧美电商零售市场规模进一步加速增长, 渗透率也迅速提升。

家居行业: 欧美家居市场潮流化&定期替换属性明显, 美国线上家居渗透率全球领先。根据欧睿数据, 2015-2022 年, 美国与欧洲家居市场整体保持稳健增长态势, 2022 年家居市场规模分别高达 1901/2019 亿美元。家居电商渗透率方面, 受疫情冲击驱动, 全球线上家居渗透率迅速提升, 后疫情时代仍保持稳定, 2022 年全球线上家居渗透率达 21.6%, 其中美国由于其特殊的家居产品消费结构, 线上家居渗透率显著高于全球平均水平, 22 年线上家居渗透率达 27.5%。

竞争格局: 行业集中趋势显著, 国产品牌性价比优势凸显。线上家居市场容纳品牌数稳定, 21 年刷单关店事件&22 年压力期后行业商家格局走向集中。根据 Sorftime 数据, 2018-2023 年, 亚马逊美国站 TOP5 品牌/商家占比分别从 21%/44%提升至 27%/56%, 德国站商家集中度从 45%升至 62%, 品牌集中度略有下降反映德国产品需求略有分化, 但核心市场仍掌握在核心商家。我国跨境电商品牌定位偏中端, 主要以高性价比为核心优势。根据 Sorftime 数据, 亚马逊美国站家具大品类 TOP100 产品归属卖家中, 中国卖家数量占比 39%; 销售量端看, 中国卖家占比为 15%。

□ 公司: 高效供应链铸就强性价比, 线上“宜家”成长可期

渠道: 背靠大平台高速增长, 自营平台建设前景可期。公司主营业务主要通过亚马逊平台开展, 2022 年公司 B2C 模式通过亚马逊平台实现收入 36.36 亿元, 占总营收比例达 67.61%。亚马逊系欧美电商平台龙头, 2022 年市占率第一, 借助亚马逊平台流量优势、品牌优势与海量消费者群体, 公司业务拥有巨大发展潜力与空间。同时, 除亚马逊平台外, 公司亦与 ManoMano、Cdiscount 等第三方平台进行合作以及自建官网, 以此降低对亚马逊平台依赖度。2020 年公司自营渠道实现营收 1.07 亿元, 未来随着品牌知名度提高, 公司自营渠道有望持续增长。

产品: 聚焦中小型家居品类, 铸造丰富产品矩阵。公司跨境电商出口产品主要为中小型家居品类, 客单价相对较低, 与沙发、床垫等大型家具相比对线下体验感需求较低, 零售电商凭借便捷、多样等优势, 会是中小型家居品类优质购买渠道。同时, 公司凭借本地化运营+用户反馈直达+信息技术模块等多方面优势, 能

投资评级: 增持(首次)

分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

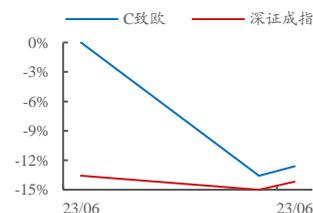
分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.97
总市值(百万元)	9,222.45
总股本(百万股)	401.50

股票走势图



相关报告

快速、准确触达终端消费者，并通过研发端针对性改善和资源持续投入，公司在产品研发、迭代上建立强大竞争优势。在聚焦中小型家居品类下，高性价比+强产品力帮助公司在家居多个细分领域赛道获得亮眼表现，同时目前公司产品主要集中在中小型储物柜、收纳盒、家用桌椅、日用家居等品类，较宜家等家居企业相对较少，未来泛家居品类拓展空间巨大，公司发展动能充沛。

品牌建设：强供应链铸就高性价比，线上“宜家”成长可期。致欧科技作为专注家居领域细分领域的公司，SPU 数量仅数千，净利率较高，基本符合精品模式定义；但其毛利率较低，广告费用率在业内处于较低水平，亦符合泛品模式特点，我们认为致欧科技向专注家居领域的泛品模式发展具有明显先发优势，品类拓展、品牌建立逻辑顺畅，公司主打高性价比市场定位明确，符合家居消费中的线上小商品消费所具有的及时性、偶发性特点，随着公司未来品类逐步扩张，满足细分需求能力逐步增强，形成扩品类-满足更多需求-性价比家居品牌认知加深-用户粘性增强的正向循环，线上“宜家”成长可期。

供应链：供应商管理体系完整，海外仓打造差异化优势。公司供应商管理及评价体系完整，包含供应商准入、初期考核、日常考核、淘汰等多个环节，充分保障公司优质产品产出与发货时效。同时公司注重海外仓储物流体系建设，通过构建海内外自营仓为主、平台仓为辅、第三方仓作重要补充的完整物流服务体系，实现跨境电商物流时效的差异化竞争优势，缩短用户下单配送时间并提高退换货效率，提升消费者满意度与消费体验，进一步提升公司优质、高性价比品牌力。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 23-25 年实现收入 63.31/77.38/93.16 亿元，分别+16%/22%/20%，实现归母净利润 3.96/5.01/6.32 亿元，分别+58.5%/26.5%/26.0%，23-25 年对应 PE 23/18/14X，考虑公司作为专注家居领域跨境电商第一股具有一定稀缺性且品类拓展、品牌建设逻辑顺畅，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

海外宏观风险，行业竞争加剧，亚马逊平台依赖风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,455	6,331	7,738	9,316
(+/-) (%)	-8.58%	16.06%	22.22%	20.39%
归母净利润	250	396	501	632
(+/-) (%)	4.29%	58.50%	26.50%	26.03%
每股收益(元)	0.62	0.99	1.25	1.57
P/E	36.46	23.00	18.18	14.43

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 家居跨境电商龙头，多品牌建设成功切入	6
1.1 深耕家居跨境电商多年，高净利率叠加营收高速增长	6
2 家居市场稳定增长，跨境电商前景广阔	12
2.1 疫情催化线上消费习惯形成，跨境电商前景广阔	12
2.2 产品结构占优，欧美家居电商渗透率全球领先	14
2.3 行业集中趋势显著，国产品牌性价比优势凸显	16
2.4 第三方平台兴起，竞争环境适合中国卖家	18
3 高效供应链铸就强性价比，线上“宜家”成长可期	20
3.1 渠道：背靠大平台高速增长，自营平台建设前景可期	20
3.2 产品：聚焦中小型家居品类，铸造丰富产品矩阵	21
3.3 品牌建设：强供应链铸就高性价比，线上“宜家”成长可期	25
3.4 供应链：供应商管理体系完整，海外仓打造差异化优势	28
3.5 成本端：海运费回落、原料价格下降助力降本增利	30
4 盈利预测与投资建议	31
4.1 盈利预测	31
4.2 投资建议	32
5 风险提示	33

图表目录

图 1: 公司股权结构(发行后).....	7
图 2: 公司品牌矩阵.....	8
图 3: 致欧科技仓储物流模式.....	9
图 4: 致欧科技 B2B/B2C 业务模式情况.....	9
图 5: 致欧科技 B2B/B2C 业务模式毛利率情况.....	9
图 6: 各系列产品营收占比.....	10
图 7: 各地区营收占比.....	10
图 8: 2022 年致欧科技主营业务渠道分布.....	10
图 9: 2017-2025 欧洲、美国电商渠道规模(亿美元).....	12
图 10: 2014-2020 欧洲、美国电商零售额占地区总零售额比重.....	12
图 11: 美国线上零售规模(亿美元).....	13
图 12: 欧洲电商销售规模与增速.....	13
图 13: 美国电商市场竞争格局(2022 年).....	14
图 14: 欧洲电商网站月均访问量(更新日期: 2023 年 4 月 27 日).....	14
图 15: 亚马逊顶级卖家中中国卖家占比.....	14
图 16: 欧美家居市场规模(亿美元).....	15
图 17: 美国成屋销售与美国家居市场规模增速.....	15
图 18: 全球及核心地区/国家家居产品电商渗透率.....	15
图 19: 美国 2022 年家居产品结构.....	16
图 20: 中国 2022 年家居产品结构.....	16
图 21: 美国/德国亚马逊 TOP100 家居 SKU 归属品牌数量.....	16
图 22: 美国/德国亚马逊 TOP100 家居 SKU 归属卖家数量.....	16
图 23: 美国亚马逊家居 TOP5 商家/品牌市占率.....	17
图 24: 德国亚马逊家居 TOP5 商家/品牌市占率.....	17
图 25: 美国亚马逊家居产品均价及增速.....	17
图 26: 德国亚马逊家居产品均价及增速.....	17
图 27: 美国亚马逊家居 TOP100 产品中不同国家的销售额与数量占比.....	18
图 28: 美国亚马逊家居 TOP5 卖家销售额市场份额.....	18
图 29: 德国亚马逊家居 TOP100 产品中不同国家的销售额与数量占比.....	18
图 30: 德国亚马逊家居 TOP5 卖家销售额市场份额.....	18
图 31: Shein GMV.....	18
图 32: 亚马逊 3P 模式销量占比.....	19
图 33: 2022 年公司跨境电商业务渠道占比.....	20
图 34: 致欧科技在亚马逊渠道收入 (B2C+B2B, 百万元).....	20
图 35: 2017-2022 年 Amazon 营收及增速(亿美元).....	20
图 36: 2022 年美国主要电商平台市占率.....	20
图 37: 2018-2022 年致欧科技各平台收入占比 (B2B+B2C).....	21
图 38: 致欧科技自营官网营收规模及占比(万元).....	21
图 39: Home24 与 SONGMICS 主推产品对比.....	21
图 40: 致欧科技各品类产品平均销售单价.....	21
图 41: 致欧科技研发费用.....	23
图 42: 致欧科技研发产品数量.....	23

图 43: 家居细分品类众多	26
图 44: SONGMICS 5 月美国站销售额 TOP6 产品	27
图 45: SONGMICS Accient Chair 与竞品	27
图 46: 广告费用投放情况(万元)	28
图 47: 致欧科技供应商管理机制	29
图 48: 致欧科技海外仓分布图	30
图 49: 公司海运费及关税成本占营收比例	30
图 50: 海运费趋势(美元)	30
图 51: 木材加工业出厂价格指数(上年同月=100)	31
图 52: 钢材加工业出厂价格指数(上年同月=100)	31
表 1: 公司财务一览	6
表 2: 公司高管履历情况	7
表 3: 公司产品列示	8
表 4: 2018-2022 年公司收入按产品拆分(百万元)	11
表 5: Shein/TEMU 在各国家 APP Store 排名	19
表 6: 公司高销量产品	22
表 7: 致欧科技数字技术研发模块	23
表 8: 公司部分荣誉奖项	23
表 9: 致欧科技优势品类赛道市占率	24
表 10: 致欧科技细分品类产品比较	25
表 11: 跨境电商不同模式优劣对比	25
表 12: 致欧科技与可比公司经营模式与财务数据对比	26
表 13: 公司获奖情况	28
表 14: 2020-2022 年致欧科技前五大供应商	29
表 15: 致欧科技盈利预测拆分	32
表 16: 可比公司估值表(一致预期)(截至 2023 年 6 月 26 日)	33
表附录: 三大报表预测值	34

1 家居跨境电商龙头，多品牌建设成功切入

1.1 深耕家居跨境电商多年，高净利率叠加营收高速增长

致欧科技是业内领先的跨境电商企业，公司成立于 2004 年，前身为郑州致欧进出口贸易有限公司，自成立以来数十年专注于家居及家具等产品出口，形成了家具、家居、宠物和庭院四大系列产品，2018-2022 年公司营业收入自 15.95 亿元增长至 54.55 亿元，CAGR 为 36.00%，2020 和 2021 年毛利率大幅下降主要系会计准则变动使运输费计入营业成本所致，同一口径下 2020-2022 年综合毛利率为 54.76%、49.61%、48.06%，2021 年毛利率下降主要系海运费高企所致。

表1：公司财务一览

致欧科技(单位: 百万元)	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	1,594.68	2,325.57	3,970.99	5,967.38	5,455.39
YOY		45.83%	70.75%	50.27%	-8.58%
归母净利润	40.64	107.99	380.25	239.82	250.11
YOY		165.74%	252.10%	-36.93%	4.29%
扣非归母净利润	79.24	163.90	458.69	207.49	251.34
YOY		106.84%	179.86%	-54.77%	21.14%
毛利率	56.47%	55.80%	37.92%	32.64%	31.65%
期间费用率	52.41%	48.26%	25.51%	26.95%	25.78%
销售费用率	46.11%	42.98%	20.72%	22.00%	22.02%
管理费用率	5.71%	4.60%	4.29%	2.97%	3.18%
研发费用率	0.26%	0.45%	0.32%	0.41%	0.83%
财务费用率	0.34%	0.23%	0.18%	1.57%	-0.25%
归母净利率	2.55%	4.64%	9.58%	4.02%	4.58%
存货	174.75	252.90	858.65	1,051.71	689.00
较上年同期增减		78.15	605.75	193.06	(362.71)
存货周转天数	0.00	74.88	81.16	85.54	84.03
较上年同期增减		74.88	6.28	4.39	(1.51)
应收账款及票据	29.07	64.57	114.05	125.22	143.18
较上年同期增减		35.51	49.48	11.17	17.96
应收款周转天数	6.56	7.25	8.10	7.22	8.86
较上年同期增减		0.69	0.85	(0.88)	1.64
应付账款及应付票据	63.43	83.57	180.71	345.17	241.55
较上年同期增减		20.14	97.14	164.46	(103.62)
应付账款周转天数	32.90	25.74	19.30	23.55	28.32
较上年同期增减		(7.16)	(6.44)	4.25	4.77
预收账款(合同负债)	25.23	30.16	53.89	0.00	0.00
较上年同期增减		4.92	23.74	(53.89)	0.00
经营性现金流净额	-32.82	89.00	-207.39	264.92	988.06
较上年同期增减		121.82	(296.39)	472.31	723.14
筹资性现金流净额	35.04	22.32	427.65	187.34	-568.21
较上年同期增减		(12.71)	405.33	(240.31)	(755.55)
资本开支	2.39	12.50	15.27	34.75	13.13
较上年同期增减		10.11	2.77	19.48	(21.63)
ROE	18.58%	25.32%	29.13%	15.57%	13.84%
YOY(±)		6.74%	3.81%	-13.55%	-1.73%
资产周转率	3.79%	4.33%	3.24%	2.29%	1.58%
YOY(±)		0.54%	-1.09%	-0.96%	-0.71%
资产负债率	47.96%	34.76%	27.27%	55.05%	48.03%
YOY(±)		-13.19%	-7.49%	27.77%	-7.01%
所得税/利润总额	25.12%	24.48%	18.42%	19.67%	18.99%
汇兑损益	-3.84	-3.23	-4.14	-3.14	-2.14

资料来源：wind，浙商证券研究所

股权结构高度集中，安克创新持股 8%。公司实际控制人为宋川，发行前持股比例为 54.78%，本次 IPO 后持股比例将稀释至 49.31%，股权高度集中于实际控制人。宋川先生具有硕士研究生学历，先后任致欧有限（公司前身）监事、执行董事（董事长）兼总经理，现任公司董事长、总经理，自成立以来始终带领公司前进。公司管理层较为年轻，以本科和硕士研究生学历为主，整体学历水平较高。值得注意的是跨境电商龙头之一安克创新在 2018 年即出资 4548 万元，持股 10%，IPO 后持股比例达 8.24%，且安克创新前总经理赵东平当前任公司董事。安克创新作为行业龙头之一，跨境电商经营管理经验丰富，将充分赋能公司。

图1: 公司股权结构(发行后)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

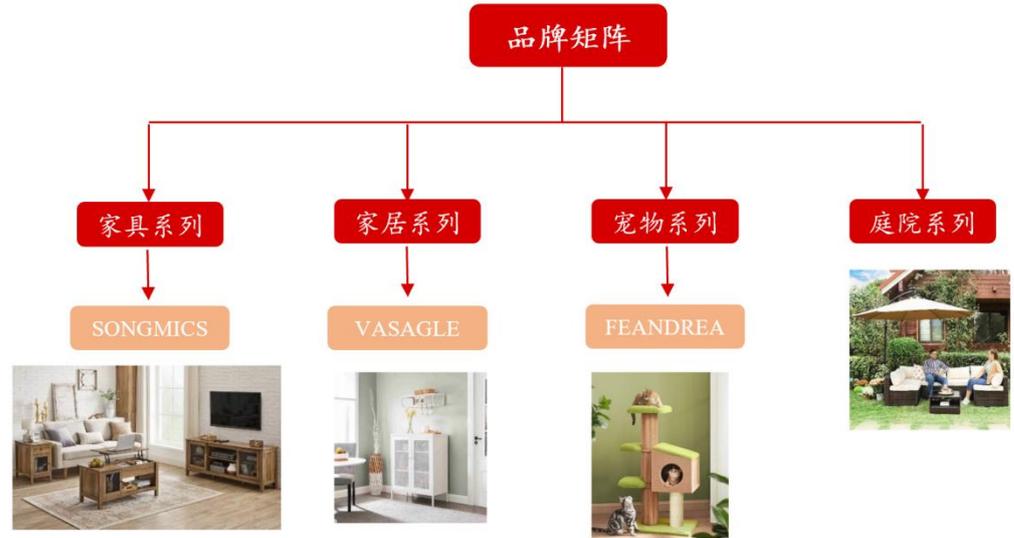
表2: 公司高管履历情况

姓名	职务	履历
宋川	董事长、总经理	硕士研究生学历, 曾先后任致欧有限监事、执行董事(董事长)兼总经理, 曾任Songmics GmbH首席执行官、曾任Wuppessen董事, 曾任三木公司董事; 现任公司董事长、总经理
王志伟	董事、副总经理	本科学历, 曾先后任致欧有限财务总监、董事; 现任公司董事、法务中心总监
田琳	董事	本科学历, 曾先后任致欧有限财务负责人、人力资源负责人、董事; 现任公司董事、首席人力资源官。
刘明亮	董事、副总经理	大专学历, 曾先后任致欧有限销售经理、运营经理、运营事业部总监; 现任公司董事、副总经理。
赵东平	董事	硕士研究生学历, 曾先后任戴尔中国有限公司产品销售总监、高级经理, 曾任谷歌信息技术(中国)有限公司大中国区在线销售与运营总经理; 曾任湖南海翼电子商务有限公司总裁; 曾任安克创新董事、总经理; 现任公司董事。
连萌	董事	硕士研究生学历, 曾任IDG资本投资顾问(北京)有限公司投资经理; 曾先后任Win Way Network Technology(China)Co.,Ltd.、爱奇创业投资管理(深圳)有限公司等多家企业董事; 现任公司董事
张国印	副总经理	本科学历, 曾任谷焱精密工业股份有限公司业务经理; 曾任上海大润发有限公司采购经理; 曾任河南华润万家生活超市有限公司采购经理; 曾先后任致欧有限采购经理、供应链管理部部长; 现任公司副总经理。
秦永吉	副总经理、董事会秘书	本科学历, 曾任风神轮胎股份有限公司投资者关系主管; 曾先后任河南思维自动化设备股份有限公司证券事务代表、总经办主任、总裁办主任; 曾任致欧有限投融资总监; 现任公司副总经理、董事会秘书。
刘书洲	副总经理、财务总监	硕士研究生学历, 曾先后任珠海格力电器股份有限公司成本会计、财务经理; 曾任北京易速普瑞科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书; 曾任致欧有限财务部高级经理; 现任公司副总经理、财务总监。
程振	总经理助理	本科学历, 曾任致欧有限供应链管理部部长; 现任公司总经理助理、采购中心总监

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

四大系列、三大品牌共筑产品矩阵。公司主营业务形成家具、家居、宠物和庭院四大系列。家具系列主营生活家具和办公家具等, 自有品牌为 SONGMICS, 产品包括电视柜、沙发、餐桌、梳妆台等生活家具和办公桌、电脑桌、书架、办公椅等办公产品。家居系列主营收纳类、用具类和装饰类产品, 自有品牌为 VASAGLE, 主要包括收纳柜/筐、鞋盒、首饰盒等收纳产品和衣帽架、脚踏垃圾桶、儿童玩具架等用具产品以及照片墙、壁架、窗帘等装饰类产品。宠物系列主营宠物家具、宠物家居, 自有品牌为 FEANDREA, 主要包括猫爬架等宠物家具产品和猫窝、狗窝、宠物垫、喂食碗架等宠物家居产品。庭院系列主营庭院家居类、休闲类和运动类主营产品包含藤编家具套装、篱笆、吊床、吊椅、野餐垫、蹦床、足球门、羽毛球网、小型健身架等产品。

图2: 公司品牌矩阵



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

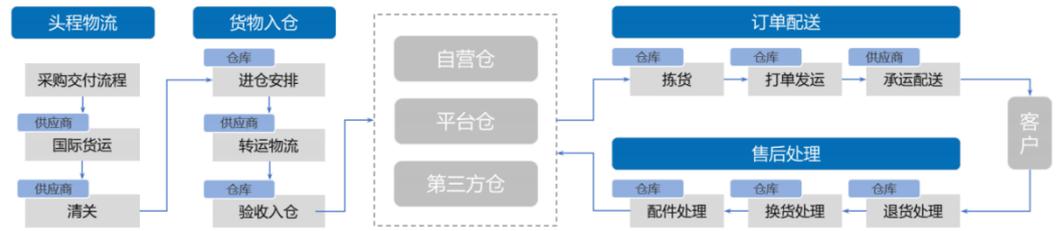
表3: 公司产品列示

	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
家具系列	主要产品	咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧台、吧椅、中岛台、酒架	床头柜、梳妆台、布衣柜、床	玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳	电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅	浴室柜、马桶架、水槽柜
家居系列	使用场景	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
家居系列	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣机、衣撑	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架	玩具架、帐篷	铝梯
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材	/	/
庭院系列	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆、秋千	跪凳、花园门、石笼网	野餐垫、吊椅、野营椅	蹦床、哑铃、健身车、羽毛球网、足球门	/	/
宠物系列	使用场景	猫爬树	宠物笼具	宠物窝垫	宠物家具	宠物出行	/
宠物系列	主要产品	各型号猫爬架	铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼	猫窝、狗窝、宠物垫、狗尿垫	猫砂箱、喂食碗架、铁木狗笼	宠物车载座椅/垫、宠物手提包	/

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

自主研发实现高附加值, 外协利用国内优质产业链。公司专注于产品的研发迭代、设计创新、品牌运营和销售渠道等高附加值部分, 产品研发模式采用自主研发和合作开发两种模式, 其中核心产品主要通过自主研发模式, 生产端利用国内优质供应链将生产制造环节全部委托给外协厂商进行。通过严格的供应商管理和高效的物流仓储降本增效。

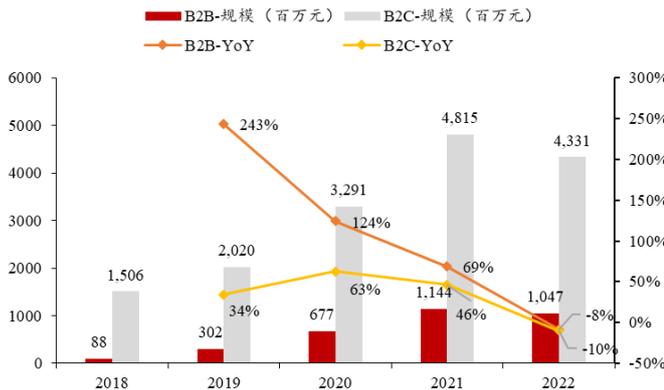
图3：致欧科技仓储物流模式



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

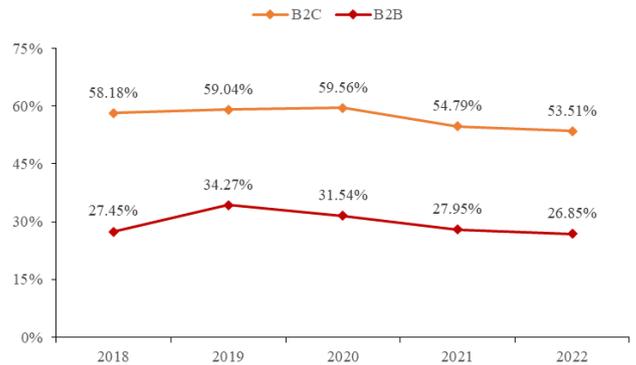
B2C 贡献主要营收，B2B 业务增长可观。公司海外销售以 B2C 业务为主，2018-2022 年，公司 B2C 业务营收从 15.06 亿元增长至 43.31 亿元，CAGR 为 30.23%，占比从 94.46% 下降至 80.53%，B2B 业务营收从 0.88 亿元增长至 10.47 亿元，CAGR 为 85.56%，公司通过不断扩展下游客户，B2B 业务占比不断提高。公司 B2C 业务主要经营自有品牌直接对接消费者，享受品牌溢价及高附加值，毛利率保持在 55% 左右，B2B 业务对接大客户，毛利率较零售业务低，毛利维持在 27% 左右。

图4：致欧科技 B2B/B2C 业务模式情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

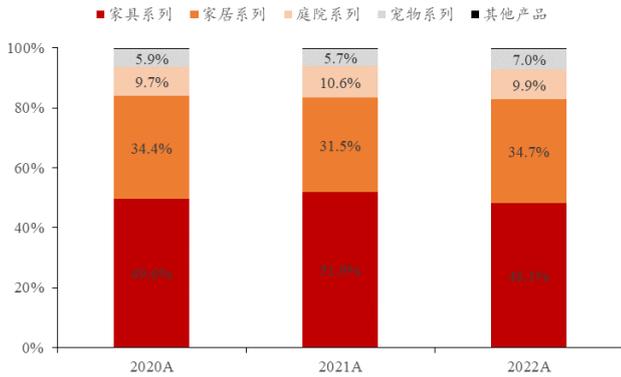
图5：致欧科技 B2B/B2C 业务模式毛利率情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

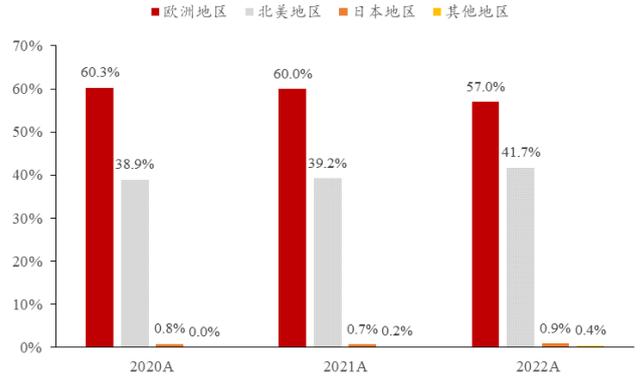
营收以家具&家居系列为主，业务集中在欧美地区。公司主营业务包括家具、家居、庭院和宠物四大系列产品，其中家具和家居产品营收占比较高，2022 年家具、家居、庭院和宠物系列营收占比分别为 48.1%、34.7%、9.9%和 7.0%。公司主营业务地区分布上看，2020-2022 年，欧洲地区系公司第一大市场，占比分别为 60.3%/60.0%/57.0%；美国次之，市场占比分别为 38.9%/39.2%/41.7%，三年内欧美市场合计占比均超过 95%。

图6: 各系列产品营收占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

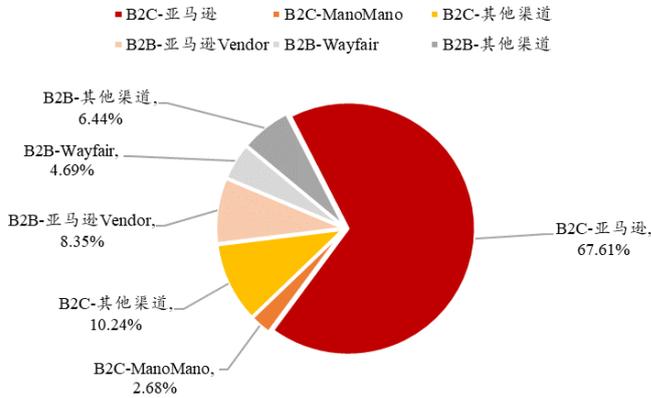
图7: 各地区营收占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

欧美系主要市场, Amazon 占主要销售渠道。地区分布方面, 公司业务主要集中在欧洲和美国, 欧洲占比最高接近 60%, 美国占比接近 40%, 其他地区占比不足 1%。渠道分布方面, 公司业务主要通过 Amazon 进行销售。2022 年, 公司 B2C 和 B2B 经 Amazon 渠道销售占比合计达 75.96%;具体来看, B2C 业务经 Amazon 平台销售占比为 67.6%, 经 ManoMano 平台销售占比为 2.7% (ManoMano 系欧洲第一家专注于 DIY 和园艺市场的电商平台), 其他 B2C 业务销售平台合计占比为 10.24%; B2B 业务经 Amazon-Vendor 平台销售额占比为 8.3%, 经 Wayfair 平台销售占比为 4.69%, 其他 B2B 渠道(含线下)合计占比为 6.44%。

图8: 2022 年致欧科技主营业务渠道分布



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

全系列营收高增长, 海外需求恢复将促进营收增长。2018-2022 年公司营业收入自 15.95 亿元增长至 54.55 亿元, CAGR 为 36.00%, 具体来看, 家具系列营收从 6.49 亿元增长至 25.86 亿元, CAGR 为 41.92%, 家居系列营收从 6.12 亿元增长至 18.68 亿元, CAGR 为 32.19%, 庭院系列营收从 1.87 亿元增长至 5.32 亿元, CAGR 为 29.78%, 宠物系列营收从 1.20 亿元增长至 3.78 亿元, CAGR 为 33.31%。2022 年受俄乌战争及 CPI 高企导致海外需求不振以及海运费上升影响, 2022 年营收和毛利率均略有下滑, 2023 年海运费回调将促进毛利率恢复。

表4: 2018-2022 年公司收入按产品拆分 (百万元)

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022
主营业务收入	1594.20	2322.23	3967.87	5958.68	5377.96
YOY		45.67%	70.86%	50.17%	-9.75%
家具系列	648.98	1007.08	1968.82	3092.37	2586.43
YOY		55.18%	95.50%	57.07%	-16.36%
占比	40.71%	43.37%	49.62%	51.90%	48.09%
毛利率	51.83%	51.30%	50.25%	45.26%	44.78%
其中: 生活家具类	443.59	727.16	1343.24	2097.30	1934.61
YOY		63.93%	84.72%	56.14%	-7.76%
销量(万件)	110.06	191.9	339.68	531.14	473.28
均价(元/件)	403.05	378.92	395.44	394.87	408.77
其中: 办公家具类	205.39	279.92	625.57	995.07	651.82
YOY		36.28%	123.48%	59.06%	-34.50%
销量(万件)	42.55	65.74	133.3	224.29	148.09
均价(元/件)	482.74	425.77	469.29	443.66	440.15
家居系列	611.90	891.52	1362.90	1876.71	1868.38
YOY		45.70%	52.87%	37.70%	-0.44%
占比	38.38%	38.39%	34.35%	31.50%	34.74%
毛利率	61.21%	61.05%	59.38%	54.73%	34.74%
其中: 家居收纳类	383.70	474.09	720.28	1016.96	1017.12
YOY		23.56%	51.93%	41.19%	0.02%
销量(万件)	194.67	231.07	326.54	448.18	424.86
均价(元/件)	197.1	205.17	220.58	226.91	239.4
其中: 家居用具类	193.34	370.92	568.80	756.15	762.79
YOY		91.85%	53.35%	32.94%	0.88%
销量(万件)	107.65	184.42	264.75	352.32	337.85
均价(元/件)	179.59	201.13	214.84	214.62	225.78
其中: 家居装饰类	34.87	46.50	73.81	103.60	88.47
YOY		33.38%	58.73%	40.36%	-14.61%
销量(万件)	21.2	28.11	43.27	62.15	53.15
均价(元/件)	164.45	165.42	170.59	166.7	166.44
庭院系列	187.41	239.55	385.85	633.01	531.63
YOY		27.83%	61.07%	64.06%	-16.02%
毛利率	58.48%	55.77%	61.13%	54.86%	46.35%
其中: 庭院家居类	92.54	116.47	193.59	327.58	294.32
YOY		25.85%	66.22%	69.21%	-10.15%
销量(万件)	32.7	41.2	56.16	92.17	83.1
均价(元/件)	282.97	282.67	344.7	355.39	354.19
其中: 庭院运动类	44.73	57.18	120.85	209.01	152.60
YOY		27.84%	111.34%	72.96%	-26.99%
销量(万件)	17.53	20.36	29.15	49.43	41.54
均价(元/件)	255.18	280.86	414.54	422.84	367.34
其中: 庭院休闲类	50.13	65.91	71.42	96.42	84.71
YOY		31.46%	8.36%	35.01%	-12.15%
销量(万件)	29.36	32.84	27.34	36.53	31.41
均价(元/件)	170.74	200.7	261.2	263.92	269.68
宠物系列	119.57	160.79	234.56	341.97	377.66
YOY		34.47%	45.88%	45.79%	10.44%
毛利率	56.87%	55.82%	55.95%	51.97%	49.31%
其中: 宠物家具类	80.29	118.14	168.62	229.55	238.78
YOY		47.14%	42.72%	36.14%	4.02%
销量(万件)	16.33	24.31	38.01	55.43	56.69
均价(元/件)	491.79	486.06	443.56	414.09	421.18
其中: 宠物家居类	39.28	42.64	65.94	112.42	138.89
YOY		8.57%	54.64%	70.47%	23.55%
销量(万件)	14.56	16.31	26.82	46.46	45.16
均价(元/件)	269.69	261.5	245.83	241.96	307.54
其他产品	26.33	23.29	15.75	14.62	13.87
YOY		-11.54%	-32.39%	-7.15%	-5.13%
毛利率	-	-	49.77%	42.39%	39.36%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 家居市场稳定增长，跨境电商前景广阔

2.1 疫情催化线上消费习惯形成，跨境电商前景广阔

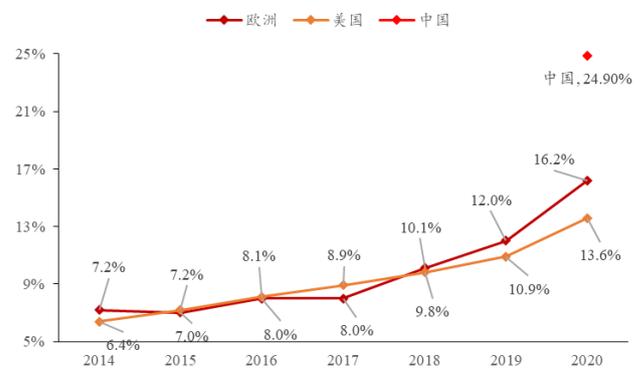
欧美电商零售规模/比重持续提高，对比我国仍具较大提升空间。根据 Statista 数据，2017-2020 年美国电商渠道零售额从 2,859 亿美元提升至 4,316 亿美元，CAGR 为 14.72%，预计 2025 年电商零售规模达到 5,634 亿美元；2017-2020 年欧洲电商渠道零售额从 2,959 亿美元提升至 4,252 亿美元，CAGR 为 12.85%，预计 2025 年电商零售规模达到 5,692 亿美元。电商零售额占总零售额比重方面，2014-2020 年，美国电商零售额占比从 6.4% 提高至 13.6%，年均增长 1.2pct，欧洲零售额占比从 7.2% 提高至 16.2%，年均增长 1.5pct。据商务部数据，2020 年中国线上零售额占总零售额比重为 24.90%，对比来看，欧美电商零售比重提高空间较大。

图9：2017-2025 欧洲、美国电商渠道规模(亿美元)



资料来源：Statista，浙商证券研究所

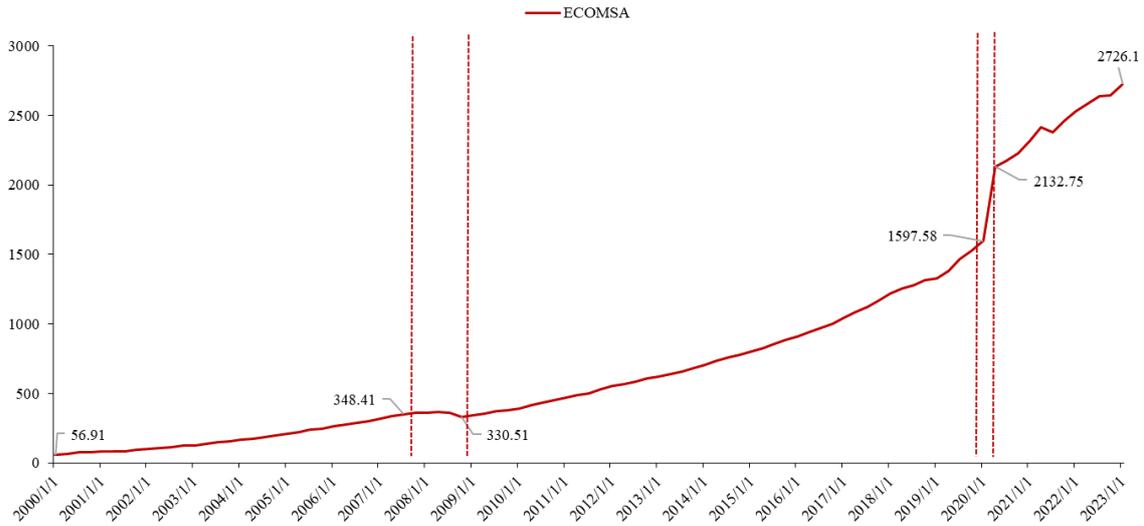
图10：2014-2020 欧洲、美国电商零售额占地区总零售额比重



资料来源：Statista，商务部，浙商证券研究所

美国：疫情加速渠道线上化，后疫情时代高速增长。根据 FRED 数据，可以将美国线上零售历史分为三个阶段：早期、发展期和后疫情时代。早期：2000-2008 年，由于美国完善的便利店和线下商超，早期美国线上零售规模较小，但低基数效应下线上零售规模 CAGR 为 25.40%；发展期：2009-2019 年，次贷危机后经济恢复、互联网发展和智能手机的飞速普及，电商渠道高速发展，线上零售额从 330.51 亿美元增长至 1,597.58 亿美元，CAGR 为 15.40%；后疫情时代：2020-至今，受到疫情居家影响，加速电商渠道发展及线上消费习惯的培养，众多线下店如 COSTCO 等加速线上布局，高基数下，电商零售 CAGR 为 10.32%。

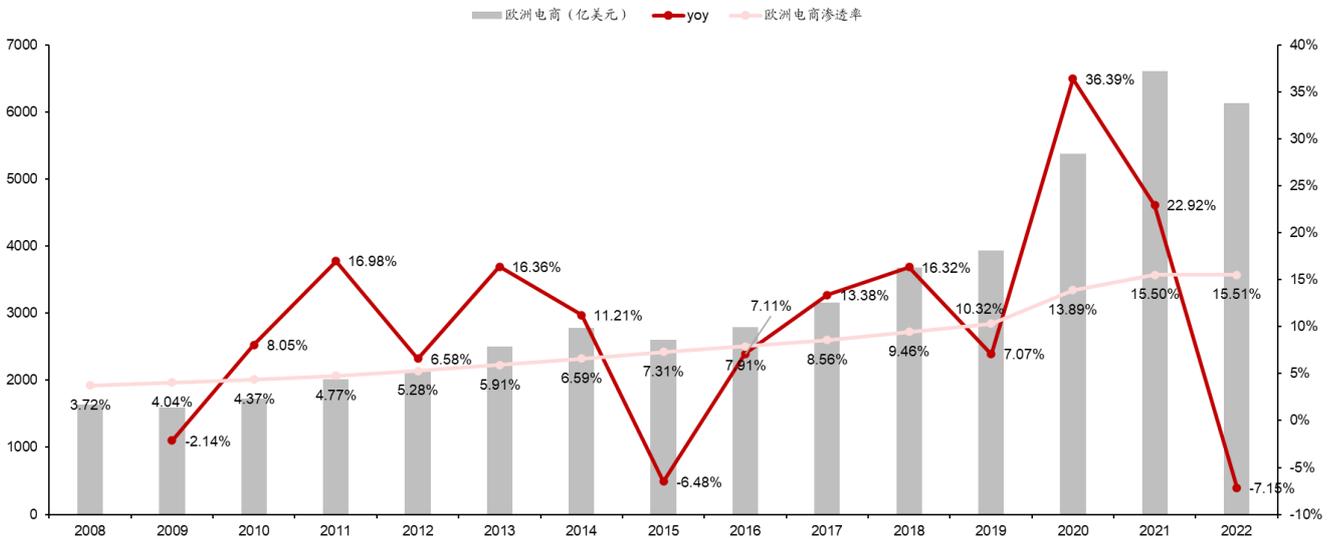
图11: 美国线上零售规模(亿美元)



资料来源: FRED, 浙商证券研究所

欧洲: 疫情催化高速, 疫后消费习惯稳定。根据欧睿数据, 20-21 年伴随疫情与核心国家发放消费券, 欧洲电商市场迎来高增, 20-21 年分别增长 36%/23%, 从电商在零售业渗透率看, 截至 21 年电商渗透率达 15.50%, 相比 19 年提升 5.2pct, 疫情催化行业渗透率提升, 22 年由于俄乌战争, 高通货膨胀等因素欧洲电商销售规模下滑 7.15%, 但消费习惯形成下, 电商渗透率 22 年为 15.51%, 同比 21 年维持稳定。

图12: 欧洲电商销售规模与增速

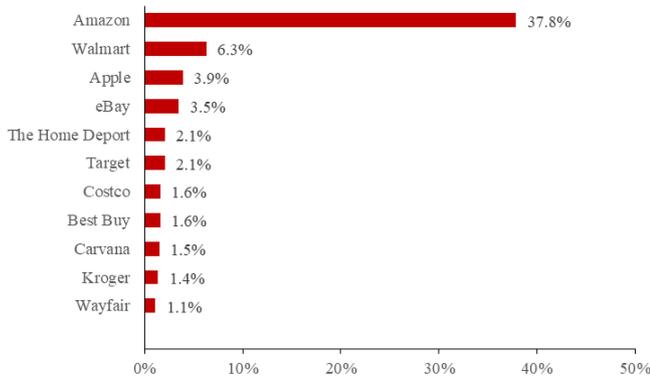


资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

欧美电商 Amazon 业内领先。海外电商平台主要有 Amazon、Walmart、Apple、eBay 等, 其中 Amazon 在欧、美电商市场中份额领跑行业。根据 Statista 数据, 美国电商市场份额占比集中度较高, 其中 Amazon 在 2022 年市场份额占比达到 37.8%, 远高于其他平台,

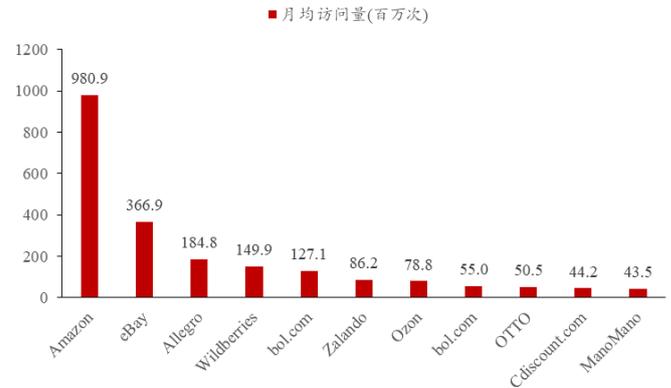
Walmart、eBay、Costco 等平台占比仅在 3%-5%左右。欧洲电商平台主要为 Amazon、eBay 和 Allegro 等，其中“美国系”电商平台占主导地位，欧洲本土品牌市占率较小。

图13: 美国电商市场竞争格局(2022年)



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

图14: 欧洲电商网站月均访问量(更新日期: 2023年4月27日)



资料来源: Webretailer, 浙商证券研究所

从线上卖家维度看，依托线上便利性&国内供应链优势，中国卖家在 AMAZON 顶级卖家中占比较高。根据 Marketplace Pulse，截至 22 年 12 月，亚马逊顶级卖家中，中国卖家占比达 45.66%，21 年由于中国卖家刷单等行为，亚马逊暂停了部分账号，中国顶级卖家占比有所下降，但由于亚马逊高全球份额，其仍为中国卖家的核心选择，22 年 3 月后中国头部卖家占比呈现稳定上行趋势。

图15: 亚马逊顶级卖家中中国卖家占比

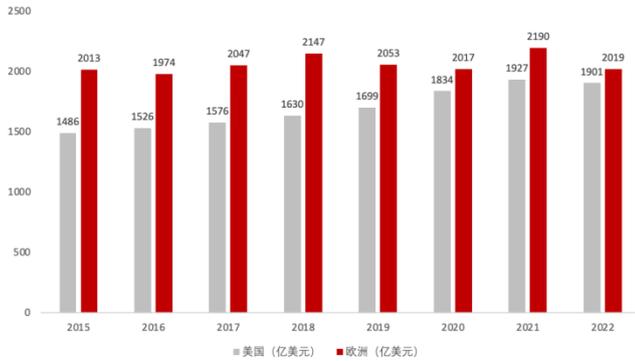


资料来源: Marketplace Pulse, 浙商证券研究所

2.2 产品结构占优，欧美家居电商渗透率全球领先

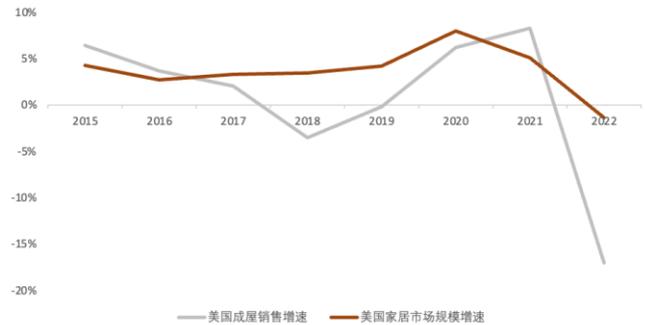
欧美家居市场潮流化&定期替换属性明显，周期性较弱。据欧睿数据显示，2015-2022 年美国家居市场总 1486 亿美元增长至 1901 亿美元，CAGR 为 3.6%，整体维持稳定期市场的稳健成长趋势，22 年美国进入加息周期，地产承压家居市场规模同比下滑至 1901 亿美元。2015-2022 年欧洲家居市场规模从 2013 亿美元增长至 2019 亿美元，整体维持稳定，除 21 年降息周期地产上行，规模显现高速增长，整体看欧洲家居市场已进入成熟期。从美国家居市场规模增速与地产销售增速看，家居市场整体韧性充足，定期替换、潮流化趋势显著，家居市场规模增长稳定，与地产周期关联度相对较弱。

图16: 欧美家居市场规模(亿美元)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

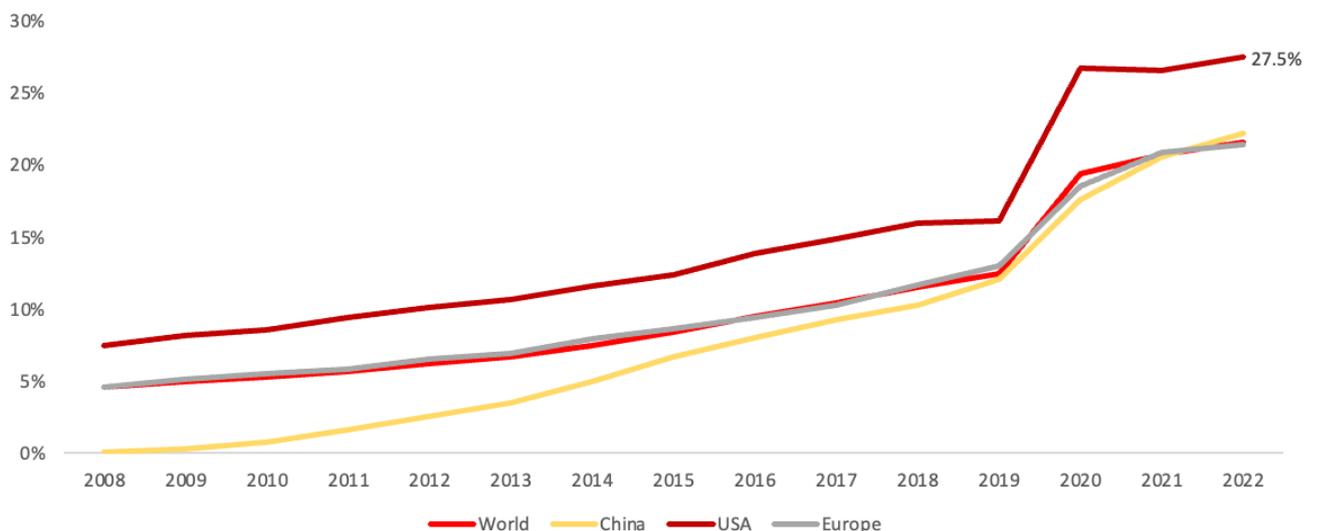
图17: 美国成屋销售与美国家居市场规模增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

欧美家居电商渗透率全球领先。家居产品销售渠道方面, 随着物流基础设施完善、电商普及和消费观念转变, 家居线上消费份额逐年提高, 2015-2022年, 全球线上家居渗透率从8.4%提高至21.6%, 受疫情冲击驱动, 2020年线上家居渗透率显著提升6.9pct, 后疫情时代增长依然稳定。从中美欧核心市场来看, 美国线上家居渗透率处于显著高于全球渗透率的水平(2022年达27.5%), 我们认为这与中美家居产品结构关联度较大。

图18: 全球及核心地区/国家家居产品电商渗透率

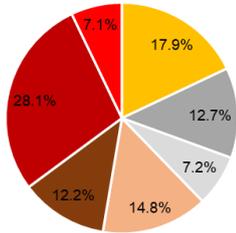


资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

根据 Statista 数据, 2022年美国家居产品结构中办公家具、灯具、户外家具、厨房用具市场占比达41.3%, 同口径下我国占比仅23.8%。我们认为该类产品属于家居市场中品牌属性较弱, 消费决策路径更短, 无需体验, 标品特点更明显的细分品类, 其更适应线上消费场景, 我国占比较低对应家居渠道线上化比例较低。看好伴随基础设施完善, 欧美家居电商线上化比例稳步提升。

图19: 美国 2022 年家居产品结构

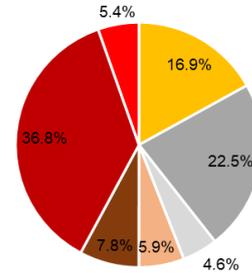
卧室家具 家庭装饰品 办公家具 厨房餐饮家具 灯具 客厅家具 户外家具



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

图20: 中国 2022 年家居产品结构

卧室家具 家庭装饰品 办公家具 厨房餐饮家具 灯具 客厅家具 户外家具

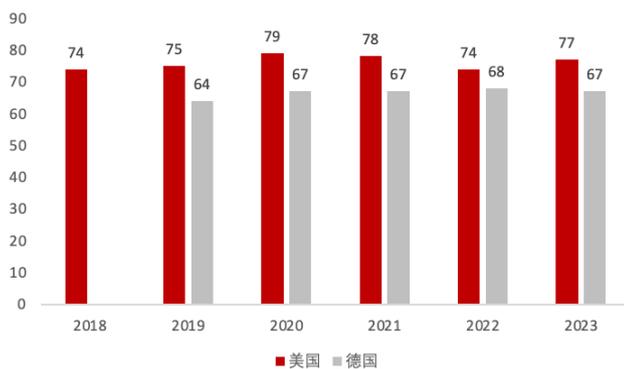


资料来源: Statista, 浙商证券研究所

2.3 行业集中趋势显著, 国产品牌性价比优势凸显

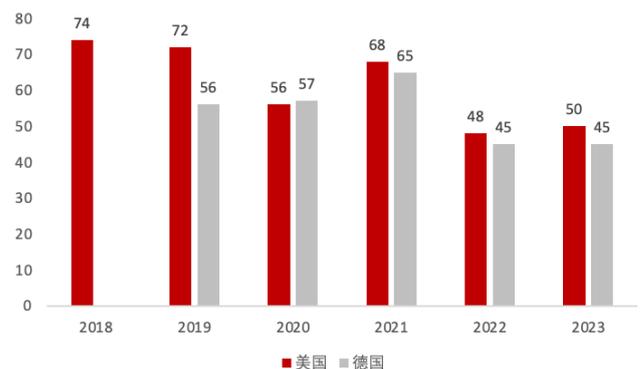
家居市场容纳品牌数稳定, 21 年刷单关店事件&22 年压力期后行业商家格局走向集中。从竞争格局维度看, 根据 Sorftime, 18-23 年美国/德国 (分别代表北美、欧洲) 家居市场 TOP100 产品归属的品牌数量维持在 77/ 67 个左右, 行业整体容纳的头部品牌维持稳定。但从 TOP100 产品归属卖家看, 行业格局处于持续集中态势, 但 21 年亚马逊由于刷单关闭中国商家账号叠加 22 年海外家居消费进入压力期后, 行业格局加速集中, 美国市场 TOP100 产品归属商家从 18 年 74 个下降至 22 年 50 个, 德国从 19 年 56 家下降至 22 年 45 家, 格局变化同步反映了部分商家成功复制已有品牌成长路径, 通过多品牌矩阵实现品类拓展。

图21: 美国/德国亚马逊 TOP100 家居 SKU 归属品牌数量



资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

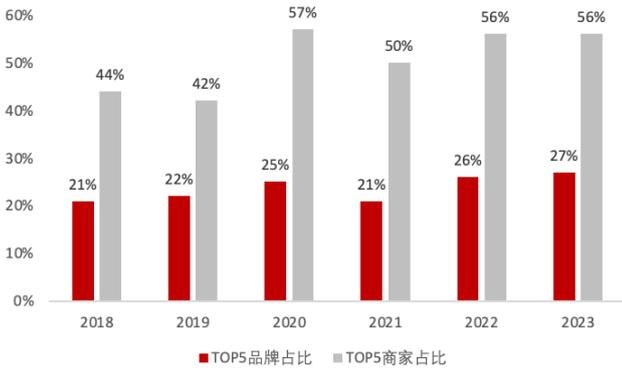
图22: 美国/德国亚马逊 TOP100 家居 SKU 归属卖家数量



资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

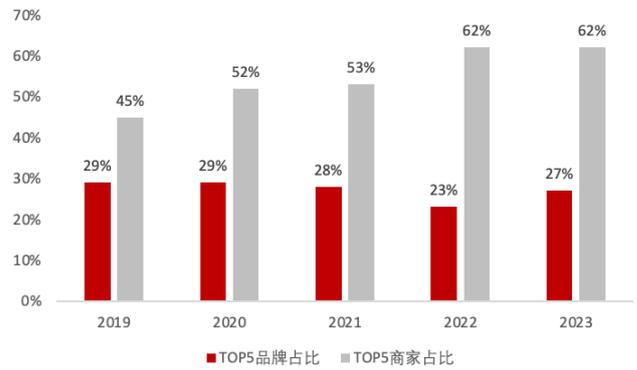
从行业头部品牌/商家销量占比看, 行业集中趋势显著。美国站到 23 年 TOP5 品牌/商家占比分别从 21%/44%, 提升至 27%/56%, 德国商家集中度从 45%提升至 62%, 品牌集中度略有下降反映德国产品需求略有分化, 但核心市场仍掌握在核心商家, 我们认为集中于行业竞争持续加剧, 产品均价延续下滑态势, 具有品牌影响力/成本控制能力强的企业优势显著实现份额提升。其中 21 年由于海运价格大幅提升, 产品均价有所提升。

图23: 美国亚马逊家居 TOP5 商家/品牌市占率



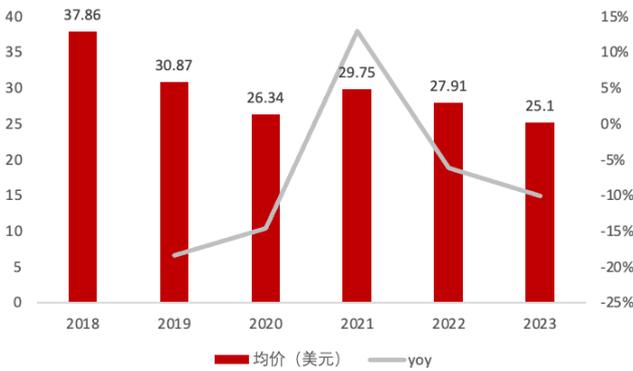
资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图24: 德国亚马逊家居 TOP5 商家/品牌市占率



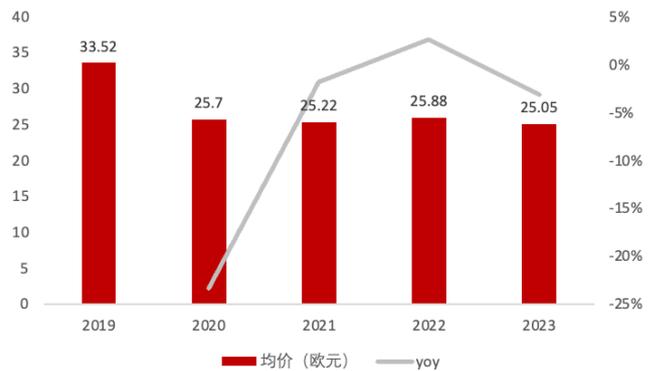
资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图25: 美国亚马逊家居产品均价及增速



资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

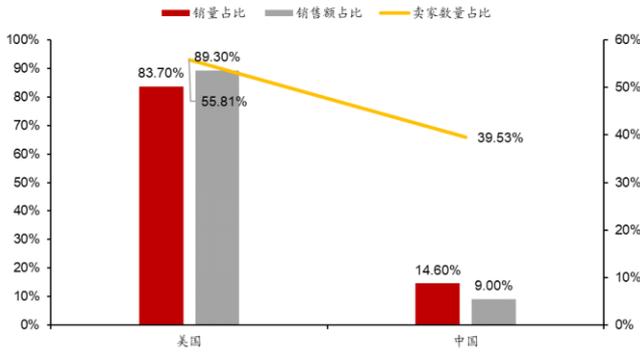
图26: 德国亚马逊家居产品均价及增速



资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

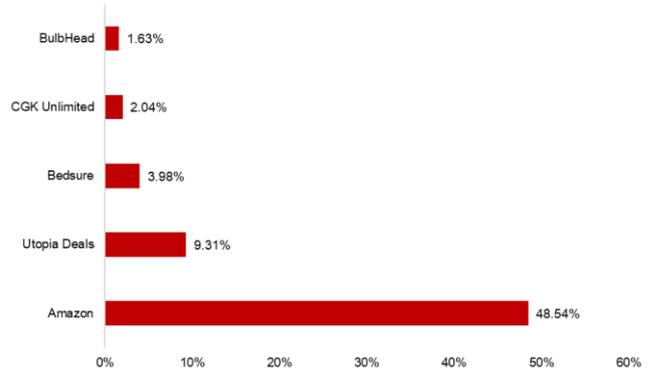
海外品牌占据高端, 亚马逊自营优势明显, 我国跨境电商品牌定位偏中端。从中国海外对比看, 根据 Sorftime 数据, Amazon 美国站家居大品类 (Home & Kitchen 品类) TOP100 产品归属卖家中美国本土卖家占核心主体, 数量占比达 55.81%, 其次为中国卖家数量占比 39.53%。从销售量占比看美国本土/中国卖家占比分别为 83.70%/14.60%, 销售额占比看本土/中国卖家占比 89%/9%, 中国卖家销量占比大幅领先销售额占比, 主要系我国跨境电商品牌多定位中低端, 或与国内家居公司在亚马逊中仍以中端性价款比为核心优势和定位相关。其中亚马逊自营销量/销售额占比分别为 48.54%/59.87%, 反映亚马逊自有平台的广告投放/用户感知/品牌价值优势较为显著, 剔除亚马逊自营后美国本土卖家销售量/销售额占比 35.16%/29.43%, 海外品牌优势依然显著, 高占比反映了海外本土企业对消费趋势用户需求感知方面的优势突出, 爆品概率更高, 产品更容易进入 TOP100 产品。

图27: 美国亚马逊家居 TOP100 产品中不同国家的销售额与数量占比



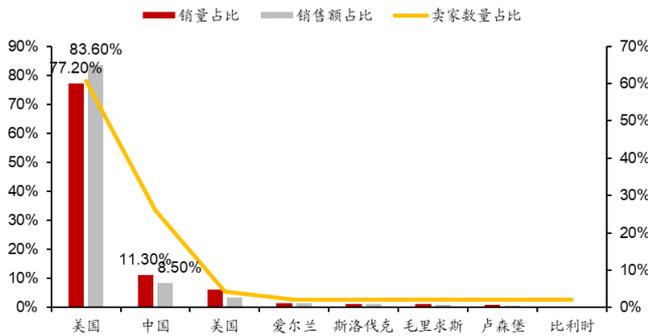
资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图28: 美国亚马逊家居 TOP5 卖家销售额市场份额



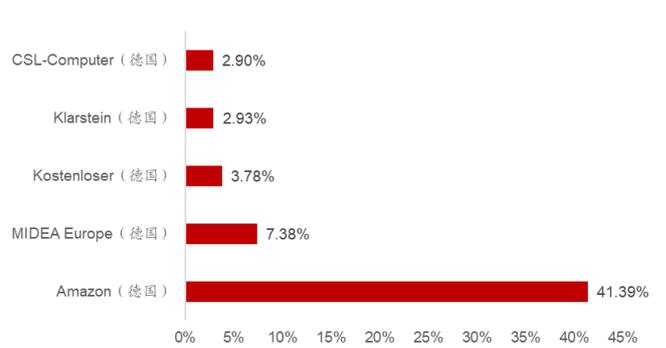
资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图29: 德国亚马逊家居 TOP100 产品中不同国家的销售额与数量占比



资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

图30: 德国亚马逊家居 TOP5 卖家销售额市场份额



资料来源: Sorftime, 浙商证券研究所

2.4 第三方平台兴起, 竞争环境适合中国卖家

欧美地区来自中国的 TEMU、Shein 依靠强供应链在欧美初具规模。Shein 作为中国跨境电商的代表, 通过低价、高周转、精准营销等优势, 截至 2022 年 GMV 规模已达 300 亿美金, TEMU 作为拼多多推出的跨境电商平台美国作为首要目标发展速度亦较为迅猛, 国内及海外众多长尾平台的快速发展增加了亚马逊作为头部厂商的压力。

图31: Shein GMV



资料来源: The Wall Street Journal, 浙商证券研究所

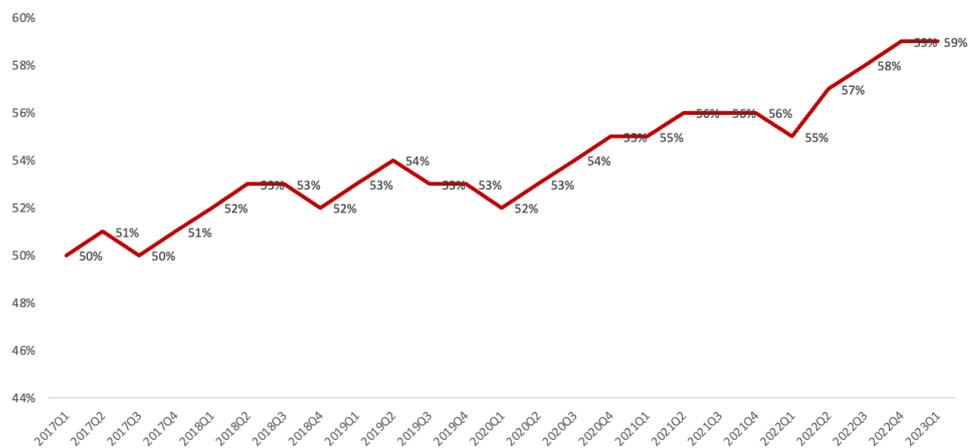
表5: Shein/TEMU 在各国家 APP Store 排名

	美国	日本	德国	英国	法国	意大利	加拿大
Shein	2	1	3	4	2	2	2
TEMU	1	/	1	1	1	1	1

资料来源: Marketplace Pulse, 浙商证券研究所

来自中国的 3P 商家或受益竞争环境变化获亚马逊流量倾斜。从家居品类数据可明显看到, 亚马逊早期通过高履约效率、高用户体验的 1P (自营) 模式实现了平台发展的快速, 截至当期亚马逊自营在家居这一品类中优势依然明显。近年来亚马逊开始向 3P 业务倾斜, 1P 业务由于亚马逊需买断产品模式较重, 扩张效率盈利能力弱于 3P 业务, 近年来亚马逊开始向 3P 倾斜, 截止 23Q1 亚马逊平台 3P 销量占比达 59%, 预计未来要持续提升。另一方面, 国内及海外长尾平台的快速发展也将加大亚马逊对 3P 商家的依赖程度, 尤其是快速成长的 TEMU、Shein 核心竞争力源于国内低价优质产业链, 核心用户群为价格敏感型用户, 亚马逊为了防止该类用户流失预计对低价商品主要供应商 3P 商家的依赖程度将加深, 同步也将增大对 3P 商家的流量倾斜, 而从上文家居品类分析不难看出, 中国商家主打性价比产品, 是优质的 3P 商家, 预计将受益该趋势。

图32: 亚马逊 3P 模式销量占比



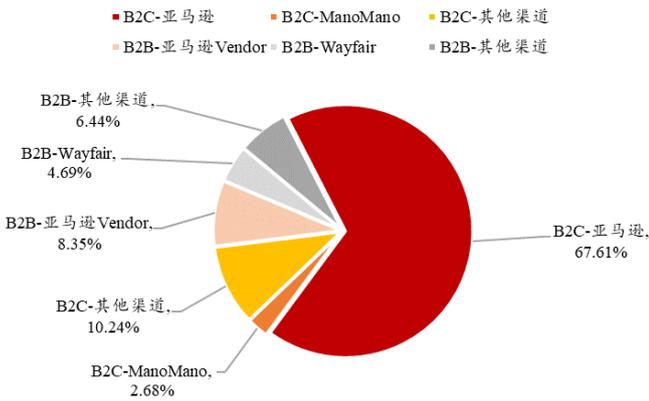
资料来源: Marketplace Pulse, 浙商证券研究所

3 高效供应链铸就强性价比，线上“宜家”成长可期

3.1 渠道：背靠大平台高速增长，自营平台建设前景可期

背靠欧美电商龙头 Amazon 平台，公司营收增长迅速。公司主营业务主要通过 Amazon 平台进行销售，Amazon 系欧美电商龙头。2017-2022 年，Amazon 实现营收 CAGR 为 23.64%。Amazon 对入驻品牌筛选严格、品质要求高，对入驻商户形成信用背书。背靠 Amazon 大平台，2018-2022 年公司营业收入 CAGR 为 36.00%，2022 年受美国通胀和欧洲俄乌战争冲突营销，Amazon 渠道营收暂时受挫。

图33：2022 年公司跨境电商业务渠道占比



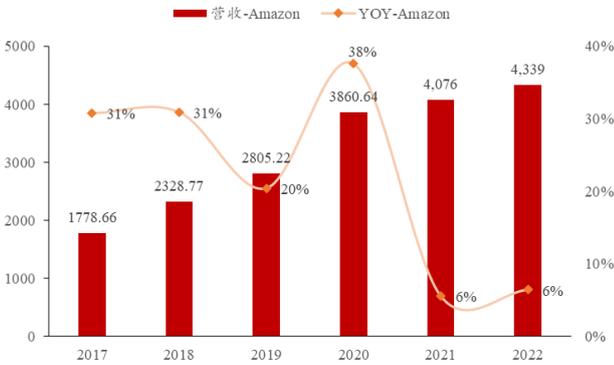
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图34：致欧科技在亚马逊渠道收入（B2C+B2B，百万元）



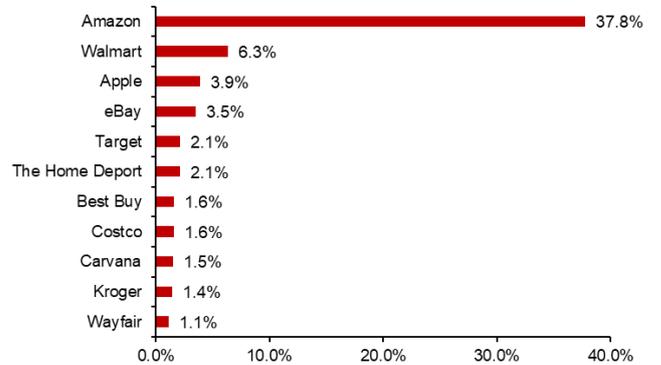
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图35：2017-2022 年 Amazon 营收及增速(亿美元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

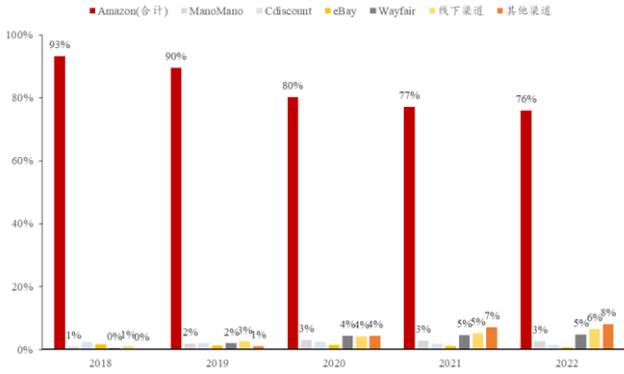
图36：2022 年美国主要电商平台市占率



资料来源：Statista，浙商证券研究所

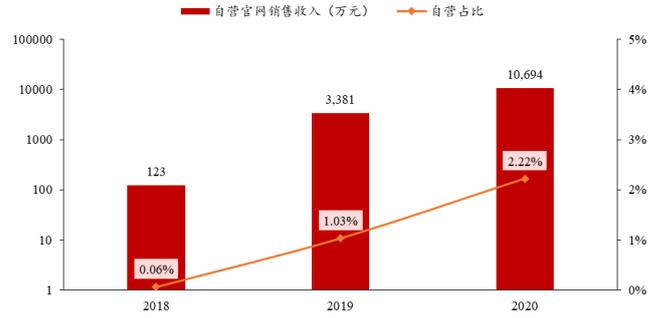
多平台布局降低依赖性，官网自营建设可期。Amazon 外，公司和 ManoMano、Cdiscount、eBay、Wayfair 等第三方平台进行合作以及自建官网等方式，降低对 Amazon 的平台依赖度。2018-2022 年，公司在 Amazon 渠道销售规模高速增长的条件，营收占比从 93% 下降至 76%。官网自营渠道营收从 2018 年的 123 万元提高至 2020 年的 1.07 亿元，CAGR 为 833.25%，官网自营占 B2C 营收比例从 0.06% 提高至 2.22%，未来随着品牌知名度提高，公司自营渠道营收有望保持高速增长。

图37: 2018-2022年致欧科技各平台收入占比(B2B+B2C)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图38: 致欧科技自营官网营收规模及占比(万元)



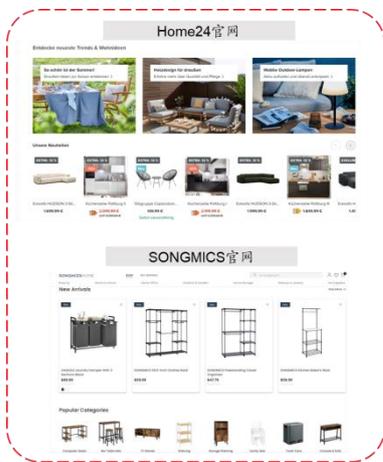
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.2 产品: 聚焦中小型家居品类, 铸造丰富产品矩阵

聚焦中小型家居产品, 低客单价实现差异化竞争。公司主要产品包括家具、家居、庭院、宠物四大系列, 涵盖客厅、卧室、厨房、户外等多个场景, 其中家具、家居两大系列产品为主要收入来源, 2022年分别占主营业务收入比48.09%、34.74%。具体产品看, 公司跨境电商出口以中小件家居品类为主, 客单价相对较低, 根据亚马逊(德国站)显示, 公司销量较高产品主要有晾衣架、衣物篮、帆布衣柜、遮阳伞、遮阳帆等, 价格集中在20-80欧元, 与同类产品领域知名品牌企业宜家家居、Home24、ZINUS等相比, 公司产品策略更聚焦于中小型家居。根据公司招股说明书显示, 2022年, 致欧科技家具系列中办公家具类/生活家具类平均销售单价为440.15/408.77元, 家居系列中收纳类/用具类/装饰类产品平均销售单价为239.40/225.78/166.44元, 整体相对较低。

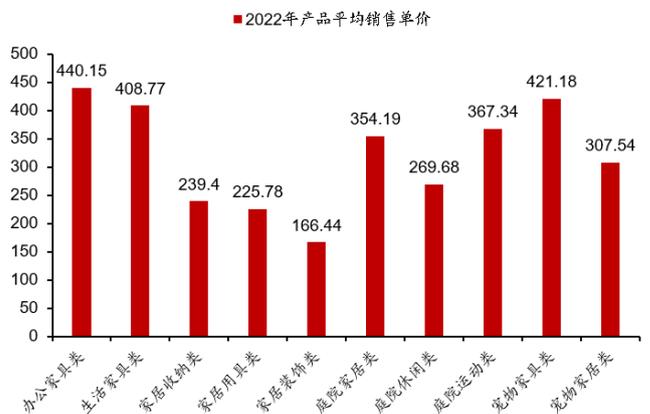
中小型家居产品由于单价相对较低, 产品属性更多聚焦于设计、实用等方面, 与沙发、床垫等大型家具相比对线下体验需求相对更低, 零售电商平台凭借选购方便、款式众多、效率高等优势, 是中小型家居产品购买的优质渠道。同时, 叠加2020年疫情以来的长期封控与居家隔离, 海外消费者在线购物用户心智加速成熟, 家居产品电商渗透率大幅上升, 致欧科技所聚焦的中小型家居产品将有较大的线下-线上需求转移潜力与空间。

图39: Home24与SONGMICS主推产品对比



资料来源: HOME 官网, SONGMICS 官网, 浙商证券研究所

图40: 致欧科技各品类产品平均销售单价



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

表6: 公司高销量产品

产品细分赛道	品牌	产品名称	产品品类中文名称	月度预计销量	实际价格(欧元)	销售额(欧元)
Hallway Furniture	SONGMICS	SONGMICS Shoe Rack	鞋架	1664	19.99	33623.36
		SONGMICS 3 Tier Shoe Rack	鞋架	1239	18.59	23033.01
		Songmics Bench with Storage Space	换鞋凳	1114	44.99	50118.86
		Songmics Large Iron Shoe Rack	鞋架	1070	25.49	27274.30
	SONGMICS Schuhregal mit 10 Ebenen	鞋架	1070	44.99	48139.30	
	VASAGLE	VASAGLE cloakroom stand	衣帽架	1247	34.39	47884.33
		VASAGLE Shoe Bench	换鞋凳	1098	31.99	35125.02
		Vasagle Shoe Bench with Seat Cushion	换鞋凳	867	59.99	52011.33
Vasagle Free-Standing Coat Stand		衣帽架	809	23.99	19407.91	
Kitchen Furniture	VASAGLE	Vasagle Serving Trolley Kitchen Trolley	厨房小推车	407	49.99	20345.93
		Vasagle LRC72X Serving Trolley	厨房小推车	371	59.49	22070.79
		VASAGLE KDT077B01 Folding Kitchen Table	折叠桌	235	95.49	22440.15
	SONGMICS	SONGMICS Kitchen Trolley	厨房小推车	793	29.99	23782.07
		SONGMICS 3 Tier Storage Trolley Kitchen Rack	厨房小推车	302	38.17	11527.34
		Songmics KSC007W01 3-Tier Kitchen Trolley	厨房小推车	266	16.99	4519.34
Waste & Recycling	SONGMICS	Songmics LTB30H 30 L Waste Separation System	垃圾桶	892	71.99	64215.08
		SONGMICS Kitchen Waste Bin	垃圾桶	876	124.99	109491.24
		Songmics LTB54NL Waste Separation System	垃圾桶	822	48.99	40269.78
Storage & Organisation	SONGMICS	Songmics Coat hanger	晾衣架	3391	29.99	101696.09
		SONGMICS Pack of 20 Maple Wood Coat Hangers	晾衣架	3352	22.85	76593.20
		Consider these available items	晾衣架	2058	19.99	41139.42
		Songmics KST02 Folding Shopping Trolley	折叠购物车	1445	61.99	89575.55
		SONGMICS Shoe Rack Shoe Rack	鞋架	1089	19.99	21769.11
Garden Furniture & Accessories	SONGMICS	SONGMICS Parasol	遮阳伞	2126	35.99	76514.74
		SONGMICS Parasol Garden Parasol	遮阳伞	1609	65.99	106177.91
		SONGMICS Sun sail	遮阳帆	1230	30.99	46856.88
		SONGMICS Hammock	吊床	941	49.8	46861.80
Playpens	SONGMICS	SONGMICS Pet Playpen	宠物笼子	1501	27.89	41862.89
		SONGMICS Pet Playpen, Small Animal Cage	宠物笼子	221	49.99	11047.79
		SONGMICS Guinea Pig Playpen	宠物笼子	168	60.99	10246.32
		SONGMICS Pet Playpen	宠物笼子	127	39.99	5078.73

资料来源: 亚马逊(德国站), Sorftime, 浙商证券研究所

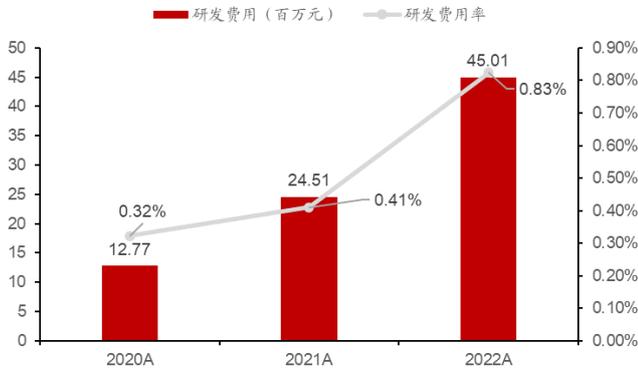
注: 统计时间截至 2023 年 6 月 17 日 12:00

多维度洞察用户需求, 公司产品迭代迅速。致欧科技产品主要分为 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌, 分别定位家居、家具、宠物家居三大品类。作为全球知名的互联网家居品牌商, 公司凭借本地化运营+用户反馈直达+信息技术模块+研发投入等多方面优势, 能快速、准确触达终端消费者, 深入了解消费者需求。针对欧洲、北美等主要销售市场, 公司分别于德国、英国、美国、日本设立了全资子公司 EUZIEL、FURNOLIC、AMEZIEL 和 ZIELJP, 以实现本地化运营, 公司海外运营团队通过实地深入调研市场需求、了解消费者偏好及售后反馈, 帮助公司产品更加紧密贴合当地消费者使用与消费习惯。同时, 由于零售电商在完成交易后用户能直接、便捷地进行商品评价, 公司能迅速收集到用户使用反馈, 再结合公司开发的“基于场景化的语义情感分析”等数字技术模块, 能快速实现互联网用户评价、用户反馈的结构化分析, 帮助研发人员识别消费者需求, 进一步提升公司对于消费者的洞察能力。

在通过本地化运营以及电商渠道收集并分析用户需求和反馈后, 公司在研发端针对性改善并持续加大研发投入力度, 帮助公司在产品研发、迭代方面建立强大竞争优势。根据招股说明书, 2020-2022 年, 公司研发费用从 1276.93 万元升至 4501.06 万元, CAGR 达 87.75%; 自主研发产生的收入从 10.4 亿元升至 17.27 亿元, CAGR 达 28.86%, 研发成果收入占总营收比例从 26.19% 升至 31.66%, 截至 2022 年 12 月 31 日, 公司已取得 18 项实用新型专利、445 项外观专利、51 项计算机软件著作权以及 17 项美术作品著作权, 并取得包括意大利 A'设计大奖、德国红点奖、iF 产品设计奖等国内外知名奖项, 研发成果丰硕。而在

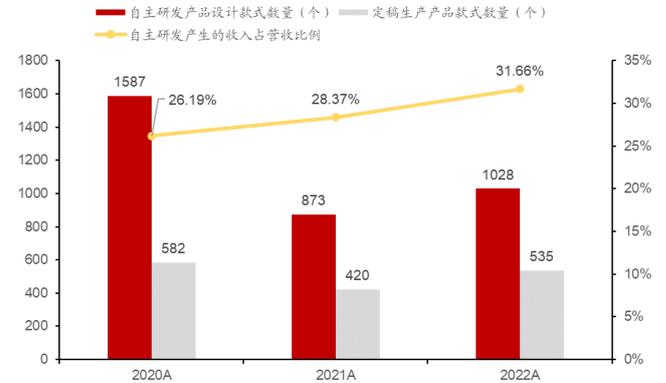
研发资源持续注入下，公司产品推新速度优异，2020-2022 年，公司每年新增自主研发产品设计款式数量分别为 1587 个、873 个、1028 个，截至 2022 年 12 月 31 日，公司产品共有细分品类 303 个，产品 SPU 数量达 3335 个，整体上产品矩阵丰富、产品迭代迅速及时。

图41：致欧科技研发费用



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图42：致欧科技研发产品数量



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表7：致欧科技数字技术研发模块

技术模块	创新优势
算法分析-销售预测	公司通过充分测试调整优化 SARIMA 模型（Seasonal Auto Regressive Integrated Moving Average, 周期性自回归差分移动平均），建立了基线销售预测模型，同时按照产品的分层、分级特征，以及周转率、交付率等关联指标等持续对模型进行检测和优化，为订货预测提供技术支持，目前该技术尚在验证测试中。
算法分析-基于场景化的语义情感分析	公司运用 ABSA 信息技术（Aspect-Based Sentiment Analysis, 基于场景化的语义情感分析技术），对互联网上的用户评价、用户反馈等自然语言进行结构化分析，实现了在家具家居领域，基于功能、场景、价格、服务、质量、样式等的结构化抽取、归类和情感分析，辅助产品、营销和客服等部门在各自环节快速识别消费者的需求，从而大幅提升消费者洞察的效率。
算法分析-图像处理	使用 SSD 技术（Sum of Squared Differences, 误差平方和算法）对图像中的物体实现快速的识别和分类，辅助设计和运营部门快速分类处理大量图片，同时辅助结构化商品详情的图片数据，支撑后续的机器学习和深度分析；对采集的大量产品图片进行学习和对比，生成各式新图片数据，可以给产品开发、设计、运营提供产品开发或场景搭配参考依据和支持，同时使用 VGG16 等技术，对大量图片进行特征抽取和分群处理，加速图像处理过程，从而大幅提升公司处理图片的效率。

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表8：公司部分荣誉奖项

荣誉名称	授予单位	获得时间
中国设计智造大奖佳作奖	中国设计智造大奖组委会	2020 年 10 月
当代好设计奖 (Contemporary Good Design Award)	德国红点奖机构	2020 年 12 月
2021 年 A'设计大奖	A'Design Award 设计大奖赛	2021 年 4 月
2021 红点奖 (reddot award 2021 winner)	德国红点奖机构	2021 年 7 月
中国设计智造大奖佳作奖	中国设计智造大奖组委会	2021 年 10 月
2021 国际 CMF 设计奖	国际 CMF 设计大会组委会	2021 年 11 月
2022 年 A'设计大奖	A'Design Award 设计大奖赛	2022 年 4 月
2022 年 iF 产品设计奖 (iF Design Award)	德国汉诺威工业设计论坛	2022 年 4 月
2022 年红点设计概念奖 (reddot award design concept 2022)	德国红点奖机构	2022 年 6 月
2022 年中国台湾金点产品设计奖	中国台湾设计研究院	2022 年 12 月

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

致欧科技产品聚焦中小型家居品类，以高性价比+优质产品力在多个细分品类赛道表现亮眼。纵向对比公司产品，致欧科技在诸多细分品类赛道内具备价格优势，公司主要销售产品低于细分品类赛道平均价格，同时通过注重研发设计与供应链保障，公司产品评价较高，通常高于赛道整体平均水平，打造了较强产品力，例如根据亚马逊（德国站）整理的数据显示，公司在 Shoe Cabinets 赛道的主要产品价格为 33.99 欧元，大幅低于该赛道平均价格 114.55 欧元，同时公司该赛道主要产品 4.4 的星级水平也同样高于赛道平均水平（4.08 星），而凭借高性价比+优质产品力，公司在该赛道市占率高达 26.28%，可见在双轮驱动下，公司在诸多细分赛道具备较大竞争优势。此外，与其他跨境电商相比，公司家居产品间关联性相对更高，在产品力较高背景下，产品间的高关联性将帮助公司增加客户复购率，推动公司品牌发展，同时目前致欧科技产品主要集中在中小型储物柜、收纳盒、家用桌椅、日用家居等品类，较宜家（设有 18 个一级类目家居产品）等家居企业相对较少，未来泛家居品类拓展空间巨大，预计将为公司发展带来充沛动力。

表9：致欧科技优势品类赛道市占率

一级分类	二级分类	三级分类	品牌	排名（销售额口径）	市占率
Home & Kitchen	Furniture	Bathroom Furniture	VASAGLE	3	6.86%
		Children's Furniture	SONGMICS	3	5.20%
		Dining Room Furniture	VASAGLE	3	7.79%
		Hallway Furniture	SONGMICS	1	16.48%
			VASAGLE	2	11.71%
		Home Bar Furniture	VASAGLE	3	5.97%
			SONGMICS	5	5.71%
		Kitchen Furniture	VASAGLE	3	9.65%
			SONGMICS	6	5.27%
		Living Room Furniture	SONGMICS	6	4.87%
	VASAGLE		7	4.62%	
	Waste & Recycling	SONGMICS	2	13.87%	
	Storage & Organisation	SONGMICS	4	6.91%	
Laundry, Steaming & Ironing	VASAGLE	7	1.97%		
Baby Products	Nursery	Furniture	SONGMICS	15	1.56%
Garden	Garden Furniture & Accessories		SONGMICS	3	9.02%
Pet Supplies	Small Animals	Playpens	SONGMICS	3	9.94%

资料来源：亚马逊（德国站），Sorftime，浙商证券研究所

注：统计时间截至 2023 年 6 月 17 日 12:00

表10: 致欧科技细分品类产品比较

细分品类	品类中文名	品牌	排名 (按月销量)	市占率	市场平均价格 (欧元)	品牌主要产品价格 (欧元)	市场平均星级	品牌主要产品星级
Garden Parasols	花园遮阳伞	SONGMICS	3	10.73%	83.05	33.99-69.99	4.23	4.4
Foldable Closets	可折叠壁橱	SONGMICS	1	54.40%	40.64	39.99-43.99	4.07	4.2-4.4
Waste & Recycling	废物&回收	SONGMICS	3	5.03%	31.96	48.99-99.99	4.42	4.7
Living Room Bookcase	客厅书柜	VASAGLE	1	32.15%	72.74	49.99-59.99	4.28	4.5-4.8
		SONGMICS	2	14.15%	72.74	29.99-43.99	4.28	4.1-4.6
Sideboards	餐具柜	VASAGLE	1	36.27%	153.62	79.99-95.99	3.99	4.7-4.8
Bathroom Floor Cabinets	浴室柜	VASAGLE	1	29.51%	98.25	44.99-59.37	4.11	4.3-4.5
Kitchen Storage Carts	厨房储物推车	SONGMICS	2	22.27%	41.61	16.99-37.45	4.25	4.4-4.6
		VASAGLE	5	5.57%	41.61	49.99	4.25	4.7
Shoe Cabinets	鞋柜	SONGMICS	1	26.28%	114.55	33.99	4.08	4.4
Kids' Toy Chests & Boxes	儿童玩具箱&收纳盒	SONGMICS	1	11.81%	30.25	16.99-32.39	4.38	4.4-4.5
Storage Benches	储物凳	VASAGLE	1	29.32%	68.12	31.99-59.99	4.48	4.6-4.8
		SONGMICS	2	17.37%	68.12	25.99-45.36	4.48	4.7
Children's Shelves	儿童货架	SONGMICS	1	17.57%	57.40	25.49-53.99	4.44	4.4-4.5
Dining Tables	餐桌	VASAGLE	3	9.10%	143.51	62.99-95.49	4.34	4.6
Dining Room Sets	餐厅套装	VASAGLE	2	12.79%	192.30	85.49-115.99	4.09	4.2-4.7
Wardrobe Shoe Racks	衣柜鞋架	SONGMICS	1	30.02%	38.96	18.59-21.67	4.32	4.4-4.5
		VASAGLE	3	6.89%	38.96	31.99-60.99	4.32	4.6-4.8
Bar Tables	吧台	VASAGLE	5	8.24%	99.38	49.99-91.99	4.24	4.5-4.7
Living Room End Tables	客厅茶几	VASAGLE	1	22.39%	55.52	25-52.79	4.39	4.5-4.7
Shopping Trolleys	购物车	SONGMICS	2	9.97%	49.36	46.99-59.99	4.36	4.4-4.6
Small Animal Playpens	小动物围栏	SONGMICS	3	10.05%	31.30	27.89-60.99	4.21	4.2-4.4

资料来源: 亚马逊 (德国站), Sorftime, 浙商证券研究所

注: 统计时间截至 2023 年 6 月 17 日 12:00

3.3 品牌建设: 强供应链铸就高性价比, 线上“宜家”成长可期

跨境电商一般分为精品、泛品两大模式, 不同模式在销售费用率、竞争逻辑上具有显著区别。**精品模式:** SKU 较少 (数千个), 善于打造大单品, 产品粘性高、受众窄、毛利率率高 (亦与核心品类相关)、库存压力小、销售费用率由于爆款的打造往往较高, 但依赖爆款的持续打造, 对选品能力要求较高。**泛品模式:** SKU 多 (几万到几十万), 面向用户更广、产品分散经营稳定性相对较高同时泛用户下广告投放难度大、单品销量往往较小广告费效比较低, 对应广告的费用率较低, 但难以形成爆款、用户粘性偏弱、成本压力较大。

表11: 跨境电商不同模式优劣对比

经营策略	SKU数量	优势	劣势
精品	数千	大单品、产品粘性高、毛利率高、库存压力小、利用品牌建设	营销费用率高、依赖爆款持续打造
泛品	几万到几十万	面向用户广、经营稳定性强、营销费用率低	用户粘性弱、难以形成爆款、成本压力大、不利于品牌建设

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

致欧低毛利率、高净利率、上市可比公司中最低广告费用率, 反映商业模式独特性与强供应链、强管理能力。我们选取主要依托亚马逊等第三方平台的跨境电商上市企业作为可比公司 (独立站为主销售费用率由于需要为平台引流往往较高), 综合不同公司主营产品选择的不同, 其毛利率、净利率、广告费用率基本符合精品、泛品模式下的差异, 但值得注意的是致欧科技作为专注家居领域细分领域的公司, SPU 数量仅数千, 净利率较高 (23Q1 海运修复后达 6.89%, 行业领先水平) 基本符合精品模式的定义, 但其毛利率较低, 广告费用率在业内处于较低水平, 亦符合泛品模式的特点, 这体现了其商业模式的独特性, 我们认为这与公司所专注的家居品类有较大关联。

表12: 致欧科技与可比公司经营模式与财务数据对比

公司名称	主要经营品类	模式	22年毛利率/净利率	20-22年广告费用率
致欧科技	家居(优势品类家具、储物等)	专注家居的泛品	31.65%/4.58%	2.03%/2.17%/2.50%
安克创新	消费电子	精品	38.73%/8.31%	6.6%/7%/7.6%
通拓科技	多品类	泛品	18.09%/5.54%	3%/5.4%/6%
子不语	服饰鞋履	精品	76.57%/3.61%	13.9%/13.6%/15.0%
华凯易佰	多品类	泛品	37.92%/5.52%	21-22年4.75%/5.40%
赛维时代	服饰鞋履为主	精品	65.62%/3.77%	11.2%/8%/8%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为致欧科技将向专注家居领域的泛品模式发展, 公司具有明显先发优势, 品类拓展、品牌建立逻辑顺畅, 线上“宜家”成长可期:

1) 家居细分品类市场规模大、细分需求多足以支撑泛品模式发展。根据欧睿数据, 2022 年全球线上家居市场规模达 1409 亿美元, 市场空间广阔, 美国亚马逊分类家居产品覆盖了家具、家庭装饰品、卫浴、储物等 14 大类, 以家具品类为例其又可细分为卧室家具、办公家具、儿童家具等 11 小类, 再将家具品类细分其又包含了椅子、沙发床等 12 分类。整体需求极为细分, SKU 众多(根据 SorfTime 数据, 美国亚马逊家居大品类在售 SKU 数量达 4881 万个), 专注该品类可拓展细分需求众多, 满足泛品模式发展。

图43: 家居细分品类众多



资料来源: 美国亚马逊, 浙商证券研究所

2) 家居消费中的线上小商品消费具有及时性、偶发性特点, 性价比为核心考量因素。从上文产品分析不难看出致欧科技主要销售的家居类产品的共同特点是体积较小, 多为家居产品中的小商品如垃圾桶、储物箱、衣架、折叠躺椅等, 这类商品需求及时性、偶发性特点较强, 相比沙发、衣柜等需要体验的大型家居产品更快消、更适应线上销售模式, 消费者对于这类产品品牌要求较低, 决策链路遵循偶发需求-线上搜索-根据用户评论/性价比选品下单的路径, 其中性价比为核心考量因素, 由此公司虽然符合精品模式特点但毛利率较低、同时广告投入可比公司最少, 因为该类需求多是“偶发”的, 广告难以定位用户, 且该产品、该类用户决策更多基于性价比。

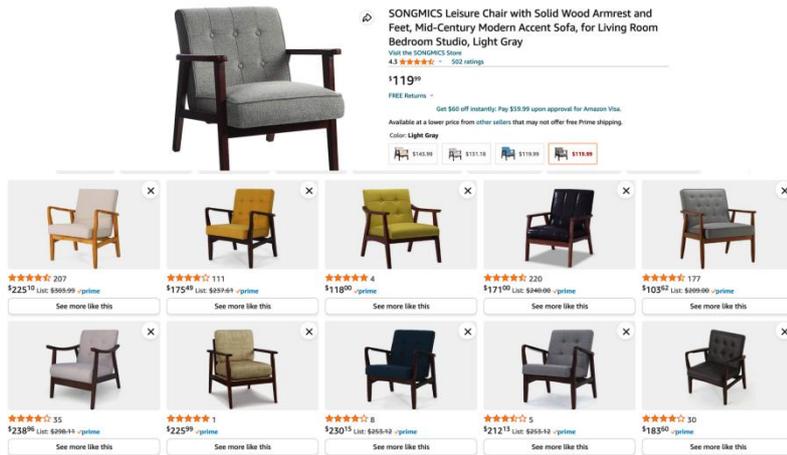
图44: SONGMICS 5月美国站销售额 TOP6 产品



资料来源: 数派跨境, 浙商证券研究所

3) 致欧致力于打造线上“宜家”，一站式满足该类家居小商品消费需求，主打性价比，市场定位明确，具有先发优势。致欧品牌、产品主要满足了该类追求性价比的客户与这类偶发式的需求，其核心竞争力我们认为源于对我国优质家居供应链的管理与把控，并具有多 SKU 管理同时提升产品性价比的能力。以 SONGMICS 品牌中一款 Accent Chair 为例其在亚马逊美国站剔除部分品牌缺货打折等因素后做到了全网最低价与销量、用户评价领先，性价比优势显著。我们认为公司作为中国卖家在依托国内供应链优势进行成本控制方面优势显著领先海外，对于国内跨境电商竞争者而言，公司定位性价比家居产品具有明显先发优势，作为唯一一家以家居为核心品类的跨境电商上市公司，体量优势、上市地位有利于供应链管理并在家居细分品类形成强成本优势。

图45: SONGMICS Accent Chair 与竞品

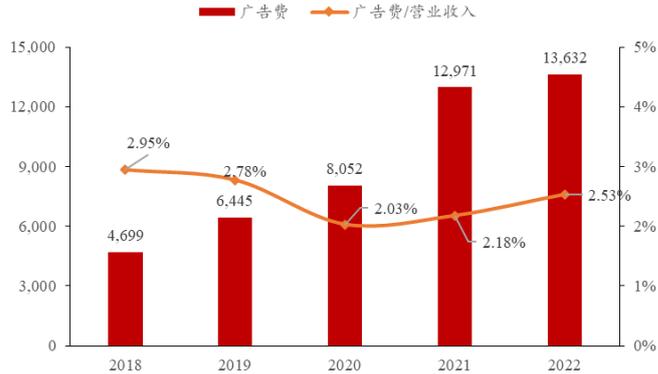


资料来源: 亚马逊美国站, 浙商证券研究所

4) 扩品类-满足更多需求-性价比家居品牌认知加深-用户粘性增强的正向循环已经建立，线上“宜家”成长可期。虽然公司主营为品牌认知较弱的家居小商品，但我们仍持续看好公司品牌建设，主要系：当前公司在家居细分品类中的相对优势品类集中在家具、储物等 4 大品类中，实际满足用户家居全方面需求能力仍较弱，但随着品类扩张，公司满足细

分需求能力逐步增强，这类家居产品的快消品属性将显现，显著提高复购率，从而形成扩品类-满足更多需求-性价比家居品牌认知加深-用户粘性增强的正向循环，当线上“宜家”逐步成型，用户天然将该类需求与公司联系，决策链路从偶发性性价比家居产品需求-线上搜索-根据用户评论/性价比选品下单转变为偶发性性价比家居产品需求-SONGMICS 品牌下单，决策链路缩短、决策成本压力显著减小，我们看好公司通过持续深耕家居品类，全面覆盖家居细分需求，实现线上“宜家”愿景。

图46：广告费用投放情况(万元)



资料来源：招股说明书，公司年报，浙商证券研究所

表13：公司获奖情况

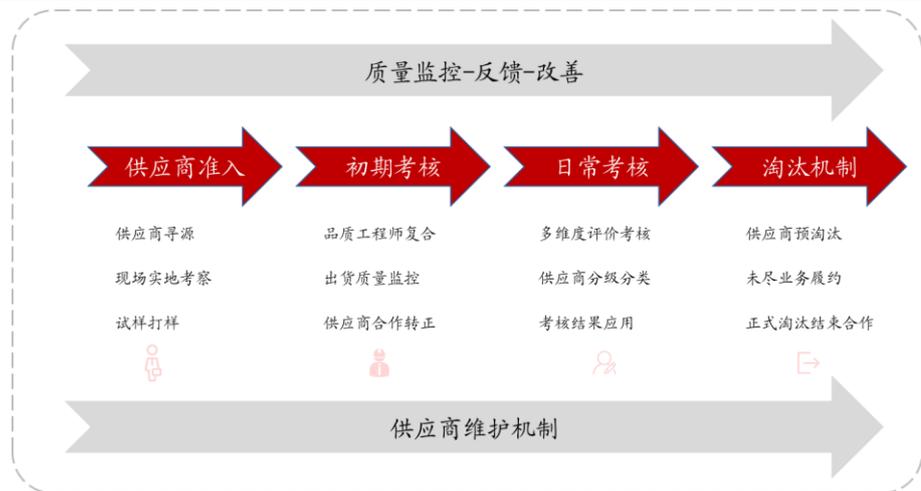
获奖时间	奖项
2017	亚马逊全能卖家
2019	亚马逊年度最受欢迎品牌卖家
2019	亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强
2021	中国跨境电商百强
2022	“持之以恒”年度卖家
2022	中国跨境电商百强

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.4 供应链：供应商管理体系完整，海外仓打造差异化优势

公司供应商管理及评价体系完整，打造适配跨境电商的柔性供应链管理能力。公司供应商管理机制包含供应商准入、初期考核、日常考核、淘汰、质量监控、信息反馈、协助品控改善等环节，对供应商出货质量、发货时效等多维度进行全面考核，保障公司优质产品产出。对于家具家居行业领域优秀的供应商，公司采取战略合作形式，形成长期稳定合作关系，持续保障公司产能优势。对于重点品类，公司建立了多层次供应商梯队，设置“主供应商”与多个“副供应商”，并对外协供应商名单进行动态管理，保证公司产能弹性空间，为公司跨境电商出口业务奠定坚实基础。此外，致欧科技还通过EYA管理系统进行供应链效率优化，并通过打造“供应链协同平台”实现优势资源闭环管理，目前公司供应链协同平台已与超过140家供应商合作，有效保障公司供应链畅通运行，强化公司柔性供应链优势。

图47: 致欧科技供应商管理机制



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

表14: 2020-2022 年致欧科技前五大供应商

单位: 百万元	2020A	占比	单位: 百万元	2021A	占比	单位: 百万元	2022A	占比
东莞市合泰家居用品有限公司	102.37	5.14%	东莞市合泰家居用品有限公司	117.53	4.72%	东莞市合泰家居用品有限公司	65.67	3.94%
深圳市浩达进出口物流有限公司	49.30	2.47%	深圳市浩达进出口物流有限公司	39.16	1.57%	深圳市浩达进出口物流有限公司	42.67	2.56%
东莞市固美家居用品有限公司	0.56	0.03%	东莞市固美家居用品有限公司	3.09	0.12%	东莞市固美家居用品有限公司	4.03	0.24%
小计	152.24	7.64%	小计	159.79	6.42%	小计	112.37	6.74%
惠州市达品家居有限公司	104.23	5.23%	惠州市明亮家具有限公司	123.13	4.95%	惠州市达品家居有限公司	79.99	4.80%
东莞市晟通五金制品有限公司	86.30	4.33%	东莞市晟通五金制品有限公司	89.70	3.60%	惠州市达品家居有限公司	67.23	4.03%
浙江安吉恒昌椅业有限公司	71.16	3.57%	惠州市达品家居有限公司	80.39	3.23%	东莞市晟通五金制品有限公司	62.04	3.72%
惠州市达品家居有限公司	70.35	3.53%	福建省旅贸实业有限公司	66.64	2.68%	江门外贸集团有限公司	56.70	3.40%
合计	484.28	24.30%	合计	519.64	20.88%	合计	378.32	22.70%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

打造全链路跨境物流服务体系, 铸造跨境电商配送、售后等环节差异化优势。公司构建了“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系, 形成了海内外自营仓为主、平台仓为辅、第三方仓作重要补充的完整仓储物流服务。在自营仓模式下, 公司能够将产品通过海运方式运抵至德国、美国等地自营仓, 然后由海外仓进行产品储存、拣货, 并与当地物流配送商合作, 为终端消费者提供高效物流服务, 形成与销售国当地商家同等的物流时效竞争力, 解决跨境出口配送慢、清关慢等难题, 缩短客户下单配送时间并提高退换货效率, 提升消费者满意度与消费体验, 较市场上大多数未设立海外仓的跨境电商企业具备显著优势。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司位于德国、美国、中国、英国的境内外自营仓面积合计超过 28 万平方米, 形成了公司跨境电商仓储物流体系的差异化优势。此外, 为了保证高效、精准的库存管理, 公司将数字化技术赋能至仓储物流环节, 自主开发了 WMS 仓储管理系统, 结合内部仓储动态仓位、发货路径优化等技术实现仓储物流效率优化, 进一步提升公司仓储物流服务优势。

图48: 致欧科技海外仓分布图

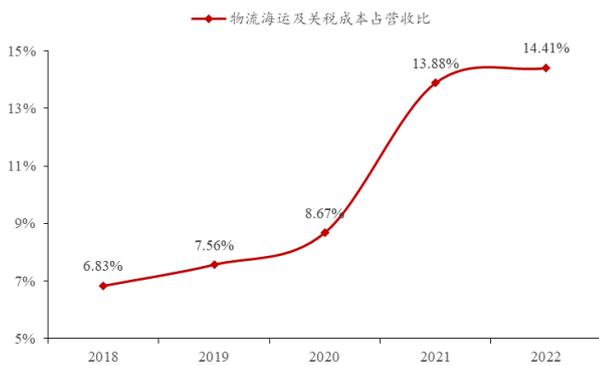


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.5 成本端: 海运费回落、原料价格下降助力降本增利

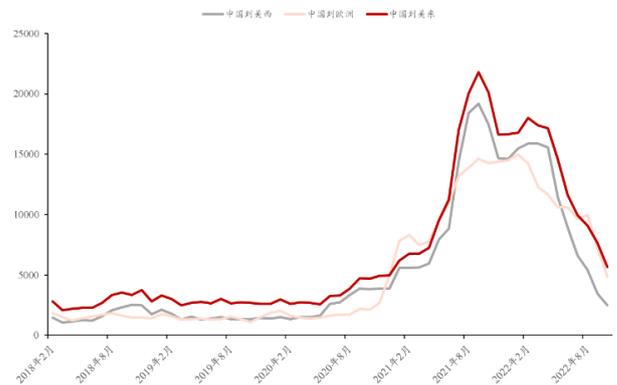
海运费/原料价格双回落, 预计招标将本增利。受 2021 年以来海运费攀升影响, 公司 2021-2022 年海运费成本大幅提高, 21/22 年关税海运费及关税成本占比达 13.88%/14.41%, 分别环比提升 5.21pct 和 0.53pct, 2022 年至今海运费回落已经接近正常水平。成本端, 根据国家统计数据, 2023 年木材和刚才出厂价格同比下降, 原料端价格下降有助于公司进一步降低主营业务成本、提高利润率。

图49: 公司海运费及关税成本占营收比例



资料来源: 招股说明书、公司年报, 浙商证券研究所

图50: 海运费趋势 (美元)



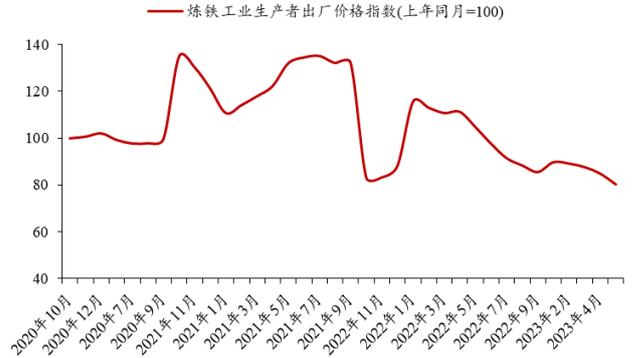
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图51: 木材加工业出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图52: 钢材加工业出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

致欧科技作为家居跨境电商出口龙头, 22年海外需求承压, 行业增速下滑, 公司亦处于去库阶段, 展望23年全球电商市场有望伴随渗透率稳健提升重回稳健成长, 此外22年高压、高海运费业绩基数较低, 预计公司23年将迎来业绩释放, 我们对细分产品做如下假设:

1) 家具系列: 22年海外家具市场承压家具产品收入下滑, 该品类作为公司深耕的优势品类, 23年伴随核心区域欧洲地区修复而修复, 对应销量或回到21年水平, 24-25年伴随家居电商渗透率提升与海外进入降息周期后需求修复实现稳健增长, 预计销量23-25年分别+15%/18%/16%, 单价考虑23年海运费已充分下行, 公司定位性价比传统家具品类或伴随海运费下行进一步向下降价, 24-25年单价随产品结构优化等措施或小幅上行, 综合预计家具系列23-25年实现收入29.4/35.1/41.1亿元, 分别+14%/19%/17%。

2) 家居系列: 该系列是公司品类拓展的重要品类, 亦是符合线上消费特点的重要品类, 22年海外消费市场虽有承压, 但家居品类销量保持韧性, 结构化升级下单价有明显提升, 我们预计23年公司将在继续深耕家具优势品类同时积极拓展家居品类新品, 推动家居系列进一步高速增长, 预计23-25年公司依靠积极品类拓展, 家居系列在高基数下维持高速增长, 23-25年销量增速15%/21%/19%, 单价方面家居系列历史通过产品结构升级、拓展高价值新品单价增长稳定, 预计23年部分受成本大幅优化影响单价增速放缓, 24-25年维持稳健成长, 综合预计家居系列23-25年实现收入21.9/27.3/33.5亿元, 分别增长17%/25%/23%。

3) 庭院系列: 公司近年来发展的重要品类, 20-21年海外疫情居家需求增加, 庭院系列迎来爆发成长, 22年海外恢复常态、进入加息周期、叠加停止消费券发放庭院系列下滑明显, 由于主动去库产品价格亦有下滑, 预计23年市场恢复常态, 庭院系列销量恢复成长, 24-25年增长稳健, 预计23-25年销量增速10%/16%/14%, 单价方面考虑成本优化, 为了加大公司产品性价比, 预计23年单价或有下行, 综合预计庭院系列23-25年实现收入5.79/6.78/7.89亿元, 分别增长9%/17%/16%

4) 宠物系列: 宠物家居产品作为海外迅速成长的细分赛道, 22 年虽有压力但整体伴随该品类线上化率提升、市场规模成长, 公司销量维持稳定, 高单价产品占比提升推动单价上行, 23-25 年考虑宠物家居系列品牌体量仍较小, 赛道成长性突出, 中国供应链优势明显, 预计销量维持高增, 23-25 年分别+25%/30%/26%, 单价考虑宠物产品具有的消费升级趋势与公司产品结构优化, 预计 23-25 年单价稳步提升, 综合预计宠物系列 23-25 年实现收入 4.86/6.54/8.57 亿元, 分别+29%/35%/31%。

毛利率方面由于公司公布细分品类毛利率均不考虑运输费, 我们将运输费影响最后考虑, 从细分品类看预计公司上市后加速供应链管理升级叠加收入体量增加后规模效应显现, 预计不考虑运输费公司毛利率稳健成长, 23-25 年分别为 48.42%/48.69%/48.95%。运输费用方面 22 年加速下滑公司与敦豪等货代公司合同 21 年签订, 22 年底履行完毕, 预计 23 年充分受益海运价格下降, 综合预计公司 23-25 年报表毛利率 35.92%/36.29%/36.65%。

表15: 致欧科技盈利预测拆分

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5455.39	6331.44	7738.20	9315.69
YOY	-8.58%	16.06%	22.22%	20.39%
毛利率	31.65%	35.92%	36.29%	36.65%
剔除运输费用影响毛利率	48.06%	48.42%	48.69%	48.95%
家具系列	2586.43	2944.65	3509.43	4111.65
YOY	-16.36%	13.85%	19.18%	17.16%
销量 (万件)	621.37	714.58	843.20	978.11
YOY	-17.75%	15%	18%	16%
单价 (元/件)	416.25	412.08	416.20	420.37
YOY	1.68%	-1%	1%	1%
毛利率	44.78%	45.2%	45.4%	45.6%
家居系列	1868.38	2191.61	2731.40	3347.87
YOY	-0.44%	17.30%	24.63%	22.57%
销量 (万件)	815.86	938.24	1135.27	1350.97
YOY	-5.42%	15%	21%	19%
单价 (元/件)	229.01	233.59	240.59	247.81
YOY	5.27%	2%	3%	3%
毛利率	53.63%	54.0%	54.2%	54.4%
庭院系列	531.63	578.94	678.29	788.72
YOY	-16.02%	8.90%	17.16%	16.28%
销量 (万件)	156.05	171.66	199.12	227.00
YOY	-12.40%	10%	16%	14%
单价 (元/件)	340.68	337.27	340.64	347.46
YOY	-4.13%	-1%	1%	2%
毛利率	46.35%	46.5%	46.7%	46.9%
宠物系列	377.66	486.24	654.24	857.31
YOY	10.44%	28.75%	34.55%	31.04%
销量 (万件)	101.85	127.31	165.51	208.54
YOY	-0.04%	25%	30%	26%
单价 (元/件)	370.80	381.93	395.29	411.11
YOY	10.48%	3%	4%	4%
毛利率	49.31%	49.5%	49.6%	49.7%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

4.2 投资建议

我们预计公司 23-25 年实现收入 63.31/77.38/93.16 亿元, 分别+16%/22%/20%, 实现归母净利润 3.96/5.01/6.32 亿元, 分别+58.5%/26.5%/26.0%, 对应 PE23/18/14X, 我们选取主营业务同为跨境电商、具有 Wind 一致预期的安克创新、焦点科技、华凯易佰、吉宏股份作为可比公司, 可比公司 23E-25E 平均 PE 分别为 26/21/17X, 考虑公司作为专注家居领域跨境电商第一股具有一定稀缺性且品类拓展、品牌建设逻辑顺畅, 首次覆盖给予“增持”评级。

表16: 可比公司估值表(一致预期)(截至2023年6月26日)

	总市值(亿元)	归母净利润(亿元/亿美元)				PE		
		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
安克创新	344	11.43	13.54	15.83	18.69	25.40	21.72	18.40
华凯易佰	75	2.16	3.31	4.23	5.61	22.58	17.69	13.35
焦点科技	139	3.00	3.76	4.73	6.05	36.87	29.35	22.95
吉宏股份	86	1.84	4.34	5.44	6.61	19.72	15.71	12.94
平均值						26.14	21.12	16.91
致欧科技	91	2.50	3.96	5.01	6.32	23.00	18.18	14.43

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

海外宏观风险: 公司主要从事跨境电商出口业务, 如果未来国际宏观环境出现较大不利变化, 海外需求或有压力, 从而对公司业绩产生影响。另一方面若其他宏观经济因素导致供应链不畅, 公司回款有压力, 都将对业绩产生不利影响。

行业竞争加剧: 全球电商市场渗透率持续提升, 行业增长平稳, 而稳定的环境部分企业高盈利将吸引更多参与者进入市场, 导致行业竞争加剧, 从而使得公司这类跨境电商企业经营业绩下滑。

亚马逊平台依赖风险: 公司大多数销售依赖于亚马逊平台, 而海外电商平台竞争较为激烈, 若亚马逊平台在竞争中流量流失、市场份额下降, 而公司独立站、第三放站点发展不畅, 将对销售额产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,203	3,469	3,885	4,687
现金	1,039	2,129	2,415	3,008
交易性金融资产	7	4	2	1
应收账款	143	160	187	235
其它应收款	106	157	163	203
预付账款	17	67	71	70
存货	689	724	818	941
其他	201	228	228	228
非流动资产	1,275	1,284	1,318	1,287
金融资产类	0	2	2	2
长期投资	0	0	0	0
固定资产	44	57	65	69
无形资产	9	12	15	17
在建工程	0	10	30	40
其他	1,222	1,204	1,207	1,159
资产总计	3,478	4,753	5,202	5,974
流动负债	938	1,008	1,025	1,104
短期借款	341	291	251	211
应付款项	242	259	301	344
预收账款	0	0	0	0
其他	355	458	473	549
非流动负债	733	653	583	643
长期借款	0	0	0	0
其他	733	653	583	643
负债合计	1,670	1,661	1,608	1,747
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,807	3,092	3,594	4,227
负债和股东权益	3,478	4,753	5,202	5,974

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	988	445	544	654
净利润	250	396	501	632
折旧摊销	145	79	107	110
财务费用	32	30	27	25
投资损失	(14)	(16)	(19)	(23)
营运资金变动	552	(66)	(99)	(121)
其它	23	20	28	31
投资活动现金流	(252)	(97)	(121)	(55)
资本支出	(11)	(82)	(140)	(79)
长期投资	0	0	0	0
其他	(241)	(15)	19	23
筹资活动现金流	(568)	744	(137)	(5)
短期借款	(39)	(50)	(40)	(40)
长期借款	0	0	0	0
其他	(529)	794	(97)	35
现金净增加额	185	1,090	286	593

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,455	6,331	7,738	9,316
营业成本	3,729	4,057	4,930	5,902
营业税金及附加	4	2	4	5
营业费用	1,201	1,418	1,741	2,096
管理费用	174	241	294	354
研发费用	45	82	108	140
财务费用	(14)	40	42	40
资产减值损失	(23)	(20)	(26)	(30)
公允价值变动损益	(7)	(3)	(2)	(1)
投资净收益	14	16	19	23
其他经营收益	12	6	8	9
营业利润	311	489	619	780
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	309	489	619	780
所得税	59	93	118	148
净利润	250	396	501	632
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	250	396	501	632
EBITDA	435	609	768	930
EPS (最新摊薄)	0.62	0.99	1.25	1.57

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-8.58%	16.06%	22.22%	20.39%
营业利润	3.43%	57.41%	26.50%	26.03%
归属母公司净利润	4.29%	58.50%	26.50%	26.03%
获利能力				
毛利率	31.65%	35.92%	36.29%	36.65%
净利率	4.58%	6.26%	6.48%	6.78%
ROE	13.84%	12.82%	13.95%	14.95%
ROIC	7.85%	10.29%	11.73%	12.74%
偿债能力				
资产负债率	48.03%	34.94%	30.91%	29.24%
净负债比率	92.43%	53.71%	44.73%	41.33%
流动比率	2.35	3.44	3.79	4.24
速动比率	1.38	2.43	2.70	3.12
营运能力				
总资产周转率	1.58	1.54	1.55	1.67
应收账款周转率	40.65	41.73	44.55	44.12
应付账款周转率	12.71	16.20	17.59	18.28
每股指标(元)				
每股收益	0.62	0.99	1.25	1.57
每股经营现金	2.46	1.11	1.35	1.63
每股净资产	4.50	7.70	8.95	10.53
估值比率				
P/E	36.46	23.00	18.18	14.43
P/B	5.05	2.95	2.54	2.16
EV/EBITDA	0.36	15.64	11.89	9.20

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>