

家居品牌出海，欧美落地生根

2023 年 08 月 05 日

► **公司为自主品牌家居跨境电商龙头，18-22 年收入/利润 CAGR 达 36%/57%。**公司主要从事三大自有品牌家居产品的研发、设计和销售，生产全部外协，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等。主要销售地区为欧美，2022 年欧洲/北美的销售占比分别为 57.0%/41.7%。销售模式主要包括 B2C 及 B2B，2022 年 B2C 模式贡献营收占比高达 80.5%，其中亚马逊为最主要第三方平台。2022 年，公司实现营业收入 54.55 亿元，同比-8.58%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比+4.29%。据公司披露，公司预计 23H1 实现营收 26.6-27.6 亿元；预计实现归母净利润 1.77-1.87 亿元，同增 60.4%-69.4%。

► **跨境电商发展空间广阔，家具出海趋势已成。**Statista 数据显示，2022 年全球电商渠道零售额达到 5.72 万亿美元，2022-2026 年 CAGR 有望达到 10%。近年我国跨境电商占外贸比重逐年提高，2021 年中国跨境电商市场规模已达 14.2 万亿元；其中，B2B 暂时仍占主导地位，21 年占比为 77%，B2C 占比不断提升。疫后全球家居市场回暖，近年我国家具出口总体呈增长态势，22 年家具及其零件出口金额达 696.8 亿美元，占到当年家具企业营业额的 58%。

► **公司竞争优势：供应链：**后续供应链有望向东南亚转移，带来税率优化；公司搭建了一套特色柔性供应链体系，22 年致欧存货周转次数达 4 次左右，同时头部有货率 97% 左右。**产品方面：**套系化销售、开发、宣传有望提升销售连带率及单价；对标宜家，依然有较多品类有望线上销售；公司捕捉到欧美消费者“消费降级”趋势，主打高性价比；以多元化的设计风格、简易的拼装方式满足新世代消费者全屋场景家居用品需求；产品定位中小件，带有一定的快消属性，与线下渠道的中大件家具相比较少受到房地产周期扰动；在开新方面，致欧评估周期短于宜家，仅需 3-4 个月。**仓储物流：**自营仓大件物流价格更优，自建物流带来费用率优化；公司拥有“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系，截至 22 年底，公司拥有 28 万平方米海外自营仓，并 UPS 等当地物流公司建立稳定合作关系，欧洲地区自发配送时效实现 2-3 天达。**品牌：**公司坚持发展三大自有品牌 SONGMICS, VASAGLE 和 FEANDREA，已获得消费者青睐与认可；其中 SONGMICS, VASAGLE 于 2019 年双双入选亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强。**渠道：**深度绑定欧美最大线上平台亚马逊，坚持合规运营规避风险。后续或将发力独立站及线下渠道，减少对现有平台依赖&培育私域流量。

► **投资建议：**公司为自有家居品牌家居跨境电商第一股，品类延展逻辑顺畅。我们预计公司 23-25 年实现归母净利润 3.81/4.59/5.66 亿元，同增 52.3%/20.5%/23.3%，对应 PE 28/23/19X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**第三方平台经营风险；国际贸易摩擦；汇率及海运费大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,455	6,124	6,973	7,987
增长率 (%)	-8.6	12.2	13.9	14.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	250	381	459	566
增长率 (%)	4.3	52.3	20.5	23.3
每股收益 (元)	0.62	0.95	1.14	1.41
PE	43	28	23	19
PB	6.0	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 3 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

26.00 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

目录

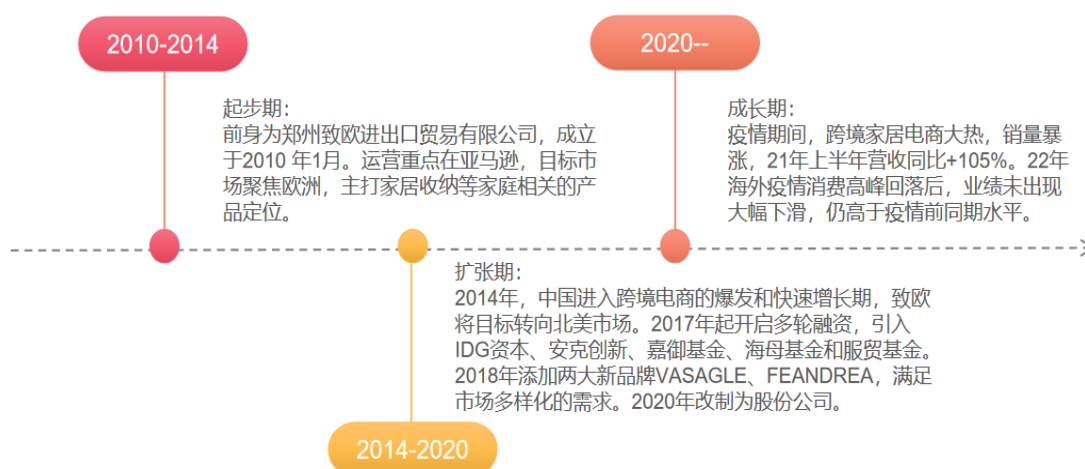
1 顺应海外家居电商化趋势，打造线上版“宜家”	3
1.1 致力打造“全球互联网家居领先品牌”	3
1.2 公司股权结构稳定，管理层从业经验丰富	3
1.3 针对消费者需求，逐步按场景区分完善产品条线	5
1.4 公司产品毛利率近年来持续承压，海运费回落有望抬升毛利率	10
1.5 欧美为核心市场，销售模式以线上 B2C 为主	14
1.6 募投项目：加码全球仓储物流体系是关键	16
2 行业发展状况：线上零售规模不断扩大，我国跨境电商优势显著	18
2.1 全球电商渗透率持续提升，新兴市场彰显潜力	18
2.2 国内优质供应链&支持性政策为家居出海提供生长土壤	19
2.3 B2C 交易模式占比呈扩大态势	21
3 多因素共振，公司持续夯实自身先发优势	23
3.1 供应链：体系完善，外迁有望改善高关税影响	23
3.2 产品：聚焦性价比产品，套系化转型提升客单值	24
3.3 物流：完善的仓储物流体系，自营仓建设助力降本增效	32
3.4 品牌：坚持自有品牌发展战略，品牌已获消费者青睐	38
3.5 渠道：深度绑定亚马逊，多渠道运营打开天花板	39
4 安克创新&致欧科技均为精品+第三方平台运营模式，致欧科技品类延伸性更优	43
4.1 安克创新：产品创新&品牌塑造打造全球知名消费电子企业	43
4.2 致欧科技：家居领域品类拓展空间大，场景搭配引导关联性购买	45
4.3 供应链：致欧科技自建仓储带来更多品类拓展可能	46
5 盈利预测与投资建议	48
5.1 盈利预测假设与业务拆分	48
5.2 估值分析	50
5.3 投资建议	50
6 风险提示	51
插图目录	53
表格目录	54

1 顺应海外家居电商化趋势，打造线上版“宜家”

1.1 致力打造“全球互联网家居领先品牌”

致欧家具科技股份有限公司成立于 2010 年 1 月，总部位于郑州。2011 年 12 月设立首个自有家具产品品牌 Songmics。2018 年添加两大新品牌 VASAGLE（家具品类）和 FEANDREA（宠物家具品类）。2020 年 8 月 26 日改制为股份公司。2023 年在深圳证券交易所创业板上市。

图1：致欧科技发展历史



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

致欧科技主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，拥有四大系列，三大品牌。产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，是全球知名的互联网家居品牌商。公司产品先后进入西欧、北美、日本等超过 50 个国家和地区市场，近年先后荣获“亚马逊全能卖家”、“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”等荣誉称号。公司先后创立自有品牌 SONGMICS（定位家居收纳方向），VASAGLE（定位铁木板式家具方向）和 FEANDREA（定位宠物家居方向）。

致力于打造“全球互联网家居领先品牌”，物流布局全球化。公司致力于打造对标“宜家”的线上一站式家居品牌；在西欧、北美、日本及中国多地设立物流配送中心，总面积超过 29 万平方米，在公司自主研发的数字化管理系统支持下，物流体系可以高效覆盖主要市场。

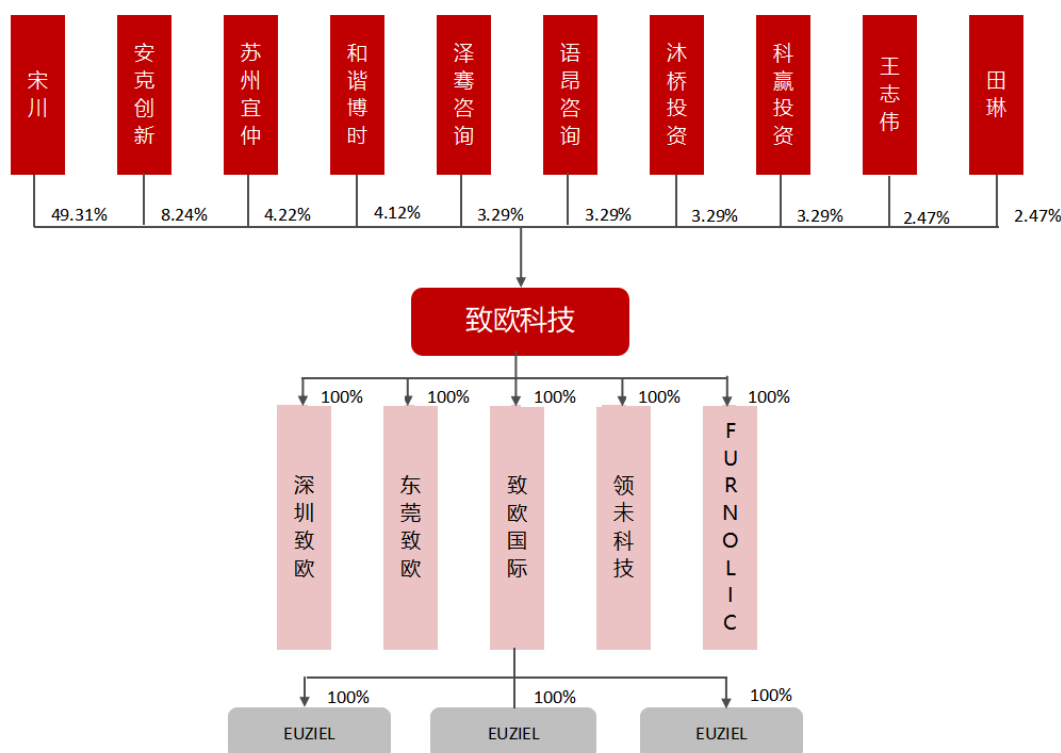
1.2 公司股权结构稳定，管理层从业经验丰富

创始人兼董事长宋川先生为公司实控人。截至 2023 年 6 月 26 日，致欧科技

董事长兼创始人宋川持有公司 49.31%的股份，为公司实控人。创始人宋川早年曾在德国留学，他注意到国内如火如荼的外贸大潮，并开始外贸生意；2010 年，宋川回到老家郑州成立了致欧家居科技；2011 年，致欧科技在亚马逊上开通了德国站点，同年 12 月设立首个自有家具产品品牌 Songmics，电商事业正式开启。

二股东安克创新与致欧科技品类互补，赋能公司营销。公司二股东为安克创新，2018 年安克创新曾两次增资，截至 2023 年 6 月 26 日持有公司 8.24%的股份。安克创新与致欧科技同为中国跨境电商企业中的佼佼者，在品类上起到一定互补作用：致欧科技的家具、家居类产品，产品功能较为稳定；相较之下安克创新的消费类电子类目革新、淘汰节奏较快。安克创新在出海经营、平台规则等方面经验较为丰富，而致欧科技商品较为大件，在供应链与仓储管理方面更为细致，两公司相关经验、技术可以互相分享、学习，尽量减少试错成本。此外，2022 年，安克创新子公司 Oceanwing Service Ltd.因价格优势成为致欧科技在亚马逊展示广告的服务供应商，安克创新先进的推广经营一定程度上赋能致欧科技。

图2：致欧科技股权结构（截至 23 年 6 月 26 日）



资料来源：致欧科技招股说明书，wind，民生证券研究院

近年来，公司核心管理层基本保持稳定，且公司核心管理层积累了多年国际化市场运营经验，行业管理经验颇为丰富。总经理宋川系公司创始人，拥有丰富的跨境贸易经验。宋川先生曾在德国留学，以德国为切入点将中国产品销售到欧洲、北美、日本等地。2010 年宋川先生回到河南郑州创立了致欧家居科技，2012 年

公司打造 SONGMICS 品牌，主营家居庭院产品。宋川先生曾任 Songmics GmbH 首席执行官、Wuppessen 董事、三木公司董事，先后任致欧有限监事、执行董事（董事长）兼总经理，带领公司持续成长。此外，四位副总经理均具备多年相关行业从业经验，行业管理经验丰富。

表1：公司高级管理人员

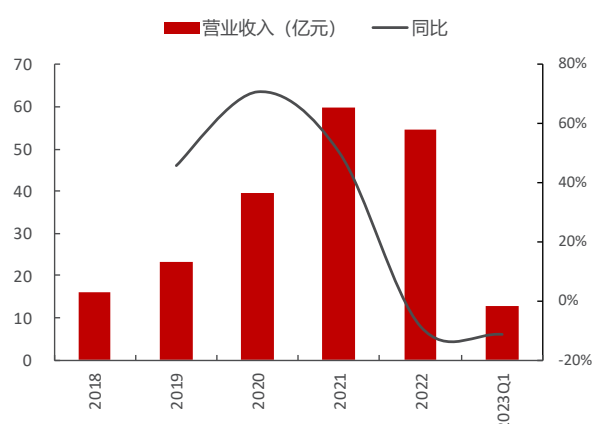
序号	姓名	职务	履历
1	宋川	总经理	2010 年 1 月创立致欧有限，2010 年 1 月至 2020 年 8 月期间先后任致欧有限监事、执行董事（董事长）兼总经理；2011 年 12 月至今，任 Songmics GmbH 首席执行官；2014 年 7 月至 2018 年 12 月任 Wuppessen 董事；2017 年 1 月至 2018 年 9 月任三木公司董事；现任公司董事长、总经理。
2	刘明亮	副总经理	2010 年 3 月至 2020 年 8 月，先后任致欧有限销售经理、运营经理、运营事业部总监；现任公司董事、副总经理。
3	张国印	副总经理	2006 年 6 月至 2007 年 1 月，任谷崧精密工业股份有限公司业务经理；2007 年 3 月至 2009 年 2 月，任上海大润发有限公司采购经理；2009 年 4 月至 2011 年 6 月，任河南华润万家生活超市有限公司采购经理；2011 年 7 月至 2020 年 8 月，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。
4	秦永吉	副总经理、董事会秘书	2005 年 8 月至 2012 年 3 月，任风神轮胎股份有限公司投资者关系主管；2012 年 4 月至 2018 年 4 月，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；2018 年 4 月至 2020 年 8 月，任致欧有限投融资总监；现任公司副总经理、董事会秘书。
5	刘书洲	副总经理、财务总监	2009 年 7 月至 2016 年 6 月，先后任珠海格力电器股份有限公司成本会计、财务经理；2016 年 7 月至 2017 年 8 月，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；2017 年 8 月至 2020 年 8 月，任致欧有限财务部高级经理；现任公司副总经理、财务总监。

资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

1.3 针对消费者需求，逐步按场景区分完善产品条线

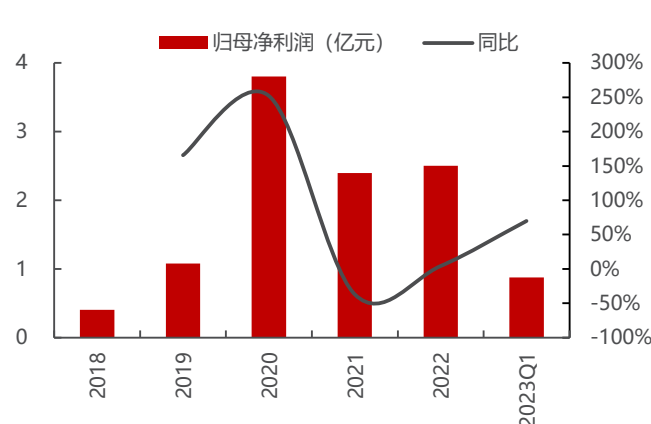
公司业绩总体呈现快速增长趋势，成长性良好。2022 年，公司实现营业收入 54.55 亿元，同比-8.58%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比+4.29%。2018 至 2022 年，公司营收 CAGR 为 36.0%，归母净利润 CAGR 为 57.5%，体现了良好成长性和持续经营能力。

图3：2018-2023Q1 营收（亿元）及增速（%）



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图4：2018-2023Q1 净利润（亿元）及增速（%）



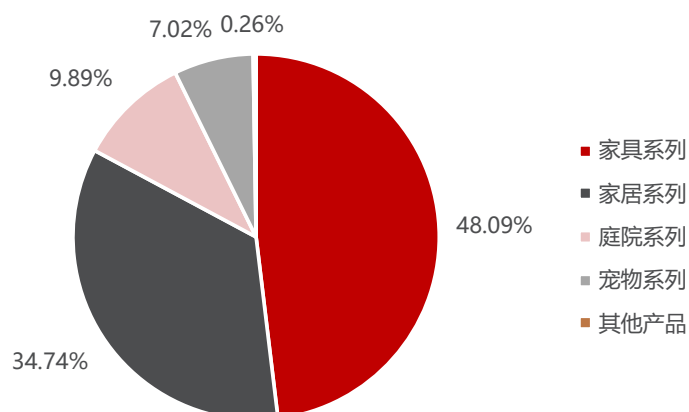
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

按照场景区分打造多品牌矩阵，有效扩总消费者群体。2012 年，致欧科技推出了第一个品牌 SONGMICS，主营家居庭院产品。面对消费者对家具类产品的多样化需求，企业果断决定拆解产品线，打造重点产品线和差异化卖点。按照场景区分打造多品牌矩阵。SONGMICS 拆分为家居和家具，SONGMICS 定位家居，新上线的品牌 VASAGLE 定位在家具，后又推出宠物家居产品系列 FEANDREA，以打造“人宠共享”的生态。尽管分离品牌运营前期的难度更大一些，但是通过品牌区隔，致欧科技让 3 个场景下的产品形成了独立品牌特征，各自在自己的细分领域发展壮大，拥有独立的消费者群体，最后又通过场景化营销实现三品牌的互相带动，有效扩大了总消费者群体。

公司产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列以及其他产品。

从使用场景角度划分，公司产品涵盖了客厅、卧室、庭院、户外等不同场景，已逐渐形成小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多系列产品矩阵，从而满足客户在多场景下的消费需求。2022 年，家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列分别贡献收入的 48.09%/34.74%/9.89%/7.02%。

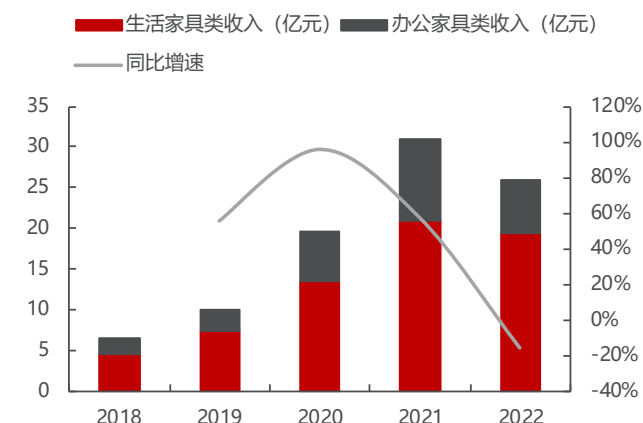
图5：2022 年各系列销售收入占比



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

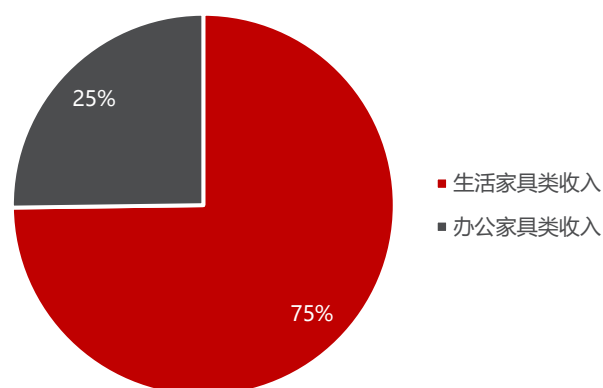
- **家具系列：生活及办公家具高速增长。**其中，生活家具主要包括电视柜、门厅架、浴室柜、床头柜等产品，2022 年单价 408.77 元/件，2018-2022 年生活家具类收入 CAGR 为 45%；办公家具主要包括办公桌、书架、办公椅等产品，2022 年单价 440.15 元/件，2018-2022 年办公家具类收入 CAGR 为 33%。2022 年，公司家具系列实现收入 26 亿元，系海外消费高峰已过、高通胀率降低海外消费者消费能力与意愿所致。

图6：2018-2022 年家具系列收入



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图7：2022 年家具系列收入构成



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

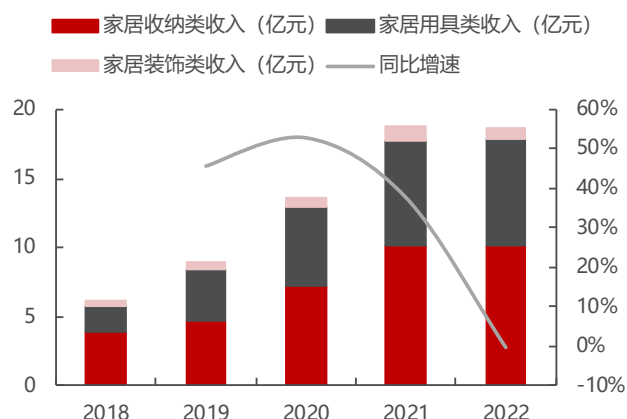
图8：家具系列部分产品



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

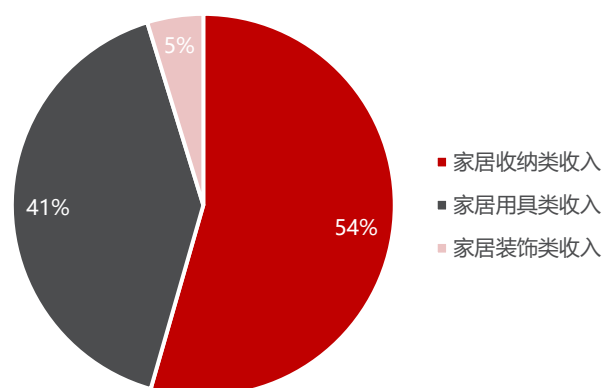
- **家居系列：收纳类产品稳健成长。**收纳类主要包括收纳柜、鞋盒、衣物收纳筐、首饰盒等产品，2022 年产品单价 239.40 元/件，近年来产品收入保持稳定增长，2018-2022 年 CAGR 为 28%；用具类主要包括衣帽架、衣撑、等产品，2022 年单价 225.78 元/件，收入逐年上涨，五年内 CAGR 为 41%；装饰类主要包括照片墙、壁架、窗帘等产品，2022 年单价 166.44 元/件，2018-2022 年 CAGR 为 26%。2022 年公司家居系列收入约 19 亿元，产品销量下滑，但由于家居收纳类和用具类产品价格上涨，销售收入与上一年度基本持平。

图9：2018-2022 年家居系列收入



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图10：2022 年家居系列收入构成



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

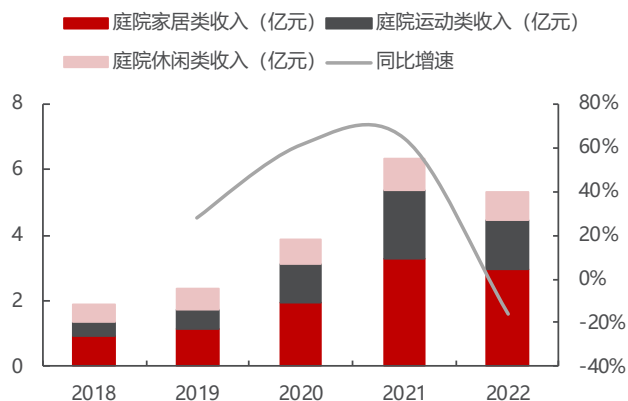
图11：家居系列部分产品



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

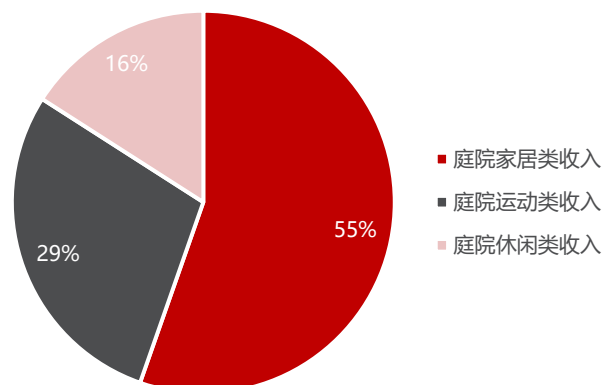
- **庭院系列：受疫情影响较大。**庭院系列分为庭院家居类、休闲类和运动类。其中，庭院家居主要包括藤编家具套装、篱笆、花园桌、太阳伞等产品，2022 年单价 354.19 元/件，2018-2022 年 CAGR 为 34%；休闲类主要包括吊床、吊椅、野餐垫、睡袋等产品，2022 年产品单价 269.68 元/件，CAGR 为 36%；运动类主要包括蹦床、足球门、羽毛球网等产品，产品单价 367.34 元/件，CAGR 为 14%。庭院系列产品受境外疫情防控政策影响较大，2021 年，由于疫情原因消费者居家时间较长，庭院系列产品销量大幅上涨，而 2022 年由于疫情防控政策调整以及高通胀率影响，2022 年公司庭院系列收入约为 5.32 亿元，较上一年有显著下滑。

图12：2018-2022 年庭院系列收入



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图13：2022 年庭院系列收入构成



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

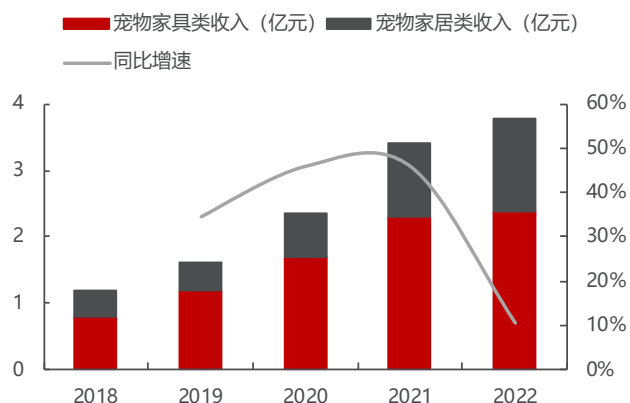
图14：庭院系列部分产品



资料来源：致欧科技公司官网，民生证券研究院

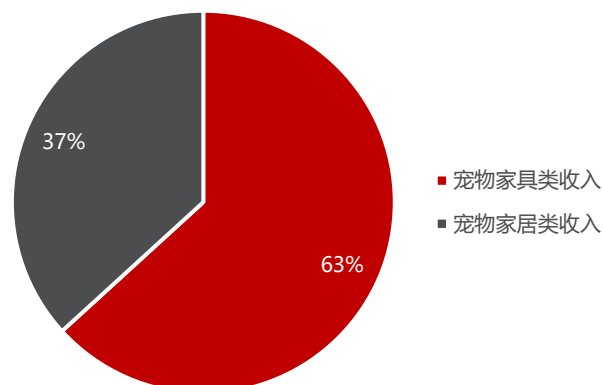
- **宠物系列：宠物家居类高速增长。**宠物系列分为宠物家具、宠物家居细分品类，系列产品收入保持稳定增长，2022 年公司宠物系列收入同比增长 10%。其中，宠物家具主要包括家庭宠物使用的猫爬架等产品，2022 年单价 421.18 元/件，宠物家具类 CAGR 为 31%；宠物家居主要包括猫窝、狗窝、宠物垫、喂食碗架等产品，2022 年单价 307.54 元/件，宠物家居类产品收入 2022 年同比增长 24%。

图15：2018-2022 年宠物系列收入



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图16：2022 年宠物系列收入构成



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图17：宠物系列部分产品



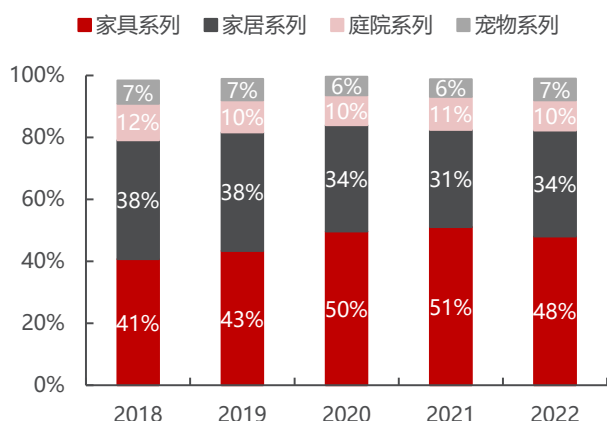
资料来源：致欧科技公司官网，民生证券研究院

1.4 公司产品毛利率近年来持续承压,海运费回落有望抬升

毛利率

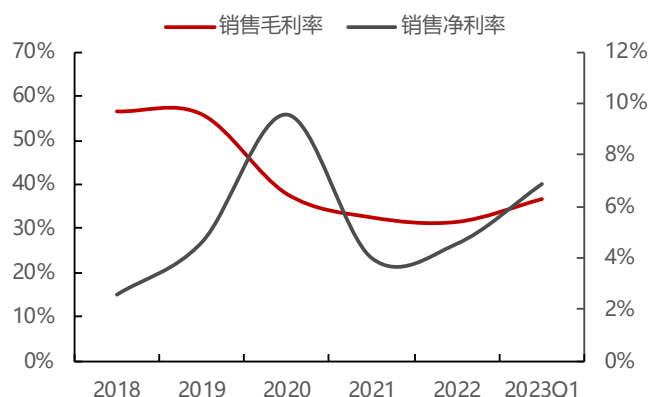
公司产品毛利率总体处于较高水平，海运及关税成本上升挤压利润。2020—2022 年公司销售毛利率（含运输费）分别为 37.92%/32.64%/31.65%，销售净利率分别为 9.58%/4.02%/4.58%。

图18：致欧科技收入占比-按产品



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：公司销售毛利率&净利率（%）

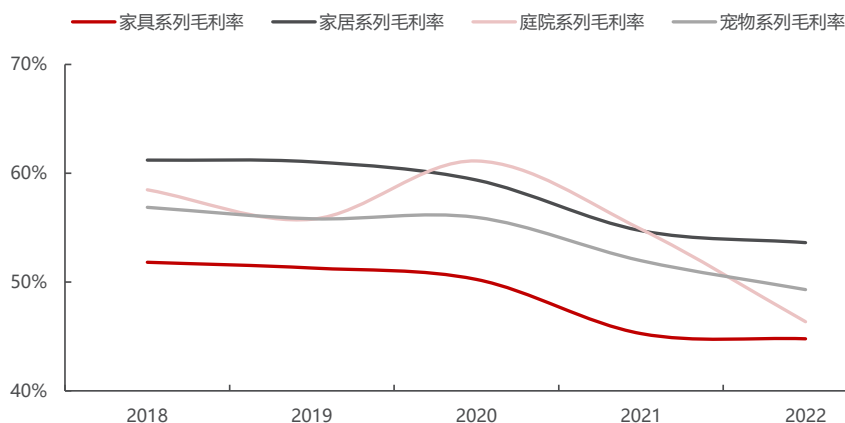


资料来源：wind，民生证券研究院

分品类看，各系列产品毛利率保持较高水平，毛利率下滑有所改善。2018-2022年，公司四大系列产品毛利率均高于40%，体现了公司产品较强的竞争力。2021年，家具系列、家居系列以及宠物系列产品受海运费较高与需求回落双重影响，叠加市场竞争加剧、北美市场降价促销等因素，毛利率大幅承压。2022年，市场依然竞争激烈且需求增速放缓，公司B2C渠道毛利率下降的同时毛利率较低的B2B渠道收入占比增加，但海运成本回落，各品类毛利率未继续大幅下滑。

降价促销叠加疫情转好，居家时间减少，庭院系列产品毛利率下滑较大。2020年庭院产品需求旺盛，公司提价带来毛利率大幅提升。2021年受海运成本上升、北美市场第二季度降价促销因素影响，庭院系列产品毛利率大幅下滑，此外，公司于2021年推出的毛利较低的庭院套装、阳台套装、沙发套装等产品的大量销售进一步冲击了毛利率。2022年，除行业整体环境外，疫情防控政策调整使得人们居家时间减少，对庭院产品需求量降低，因此毛利率也有所下降。

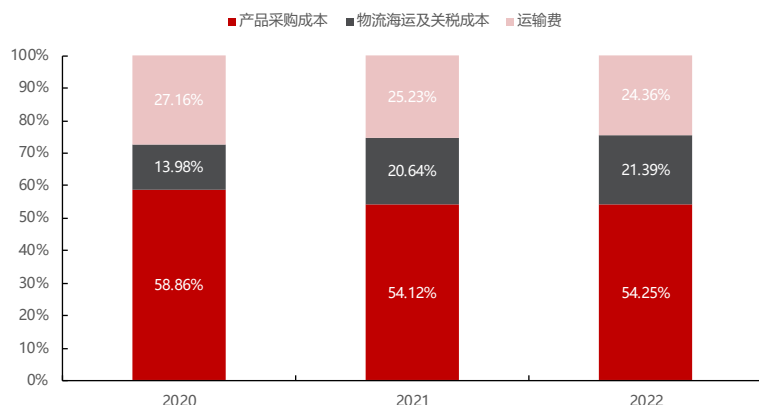
图20：2018-2022 四大系列产品毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

从成本端看，公司的主营业务成本由产品采购成本、物流海运及关税成本和运输费构成，2022 年这三项成本的占比为 54.25%/21.39%/24.36%，同比 2020 年变动-4.61pct/7.41pct/-2.8pct。2020-2022 年，公司产品采购成本占比下降，主要系全球海运价格上升导致物流海运成本上升，以及中美贸易摩擦中美国关税加征导致关税成本上升所致。

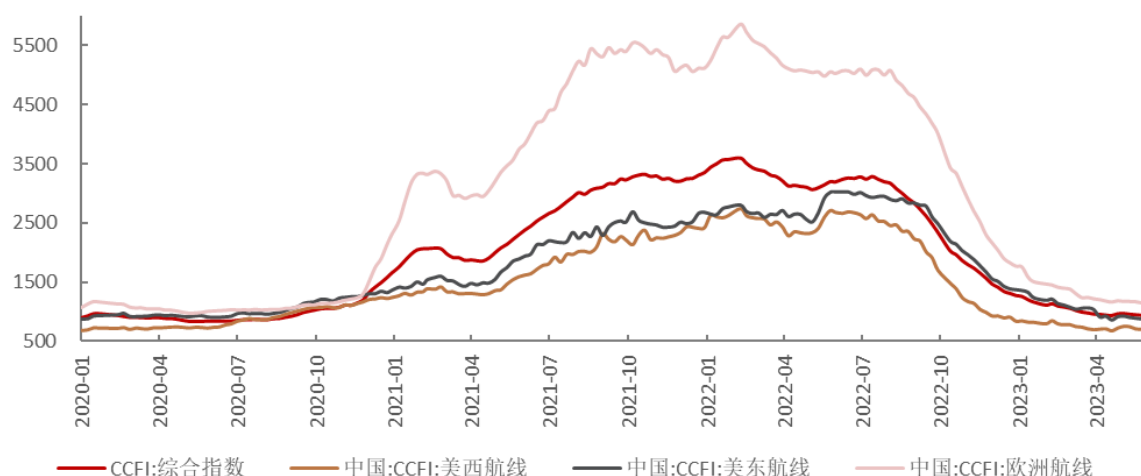
图21：致欧科技主营业务成本拆分



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

海运费用回归平稳后，公司产品毛利率有望保持稳定。毛利率小幅下滑除海运等成本因素外，部分源于疫后消费逐渐向线下回归，线上市场竞争加剧&欧美国家高通胀等因素导致短期内市场需求疲软。其中，2022 年欧美国家调整疫情防控政策，消费者生活逐步恢复正常状态，导致公司庭院运动类产品销售占比和毛利率水平均有所下降。2021 年以来国际远洋运输的海运价格上涨幅度较大，对公司经营业绩产生了较大不利影响。2022 年末起，欧美主要航线的海运价格已大幅回落。随着欧美消费者生活状态及海运费趋于平稳，我们预计公司产品毛利率有望保持稳定。

图22：中国出口集装箱运价指数（CCFI）

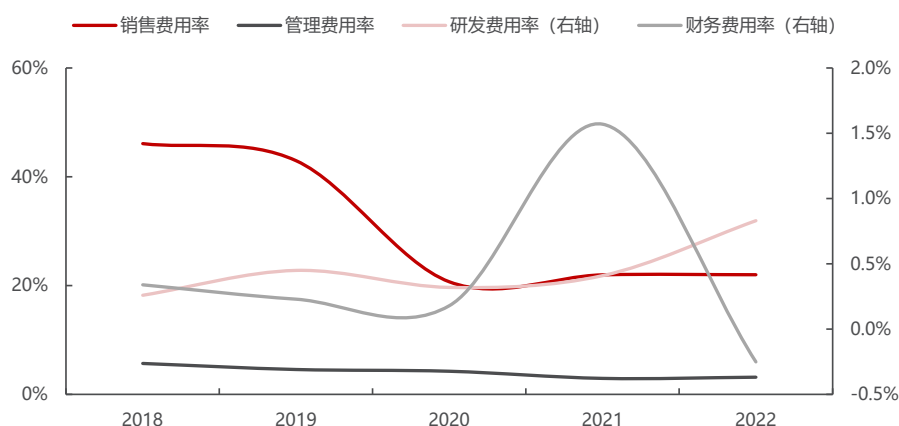


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 23 年 6 月 2 日

销售费用为主要费用，研发费率逐年提升。费用率方面，2020-2022 年公司销售费用率分别为 20.72%/22.00%/22.02%，研发费用率分别为 0.33%/0.41%/0.83%，管理费用率分别为 4.28%/2.97%/3.19%。销售费用主要包括运输费、电商平台交易费、广告费等，我们预计随着公司自营仓比例上升，销售费用率有望下行；研发费用主要包括研发人员薪酬费用及相应的股份支付费用；管理费用主要包括职工薪酬、股份支付、办公费等，随着公司数字化水平提升，管理费用率有望下降。

图23：公司期间费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

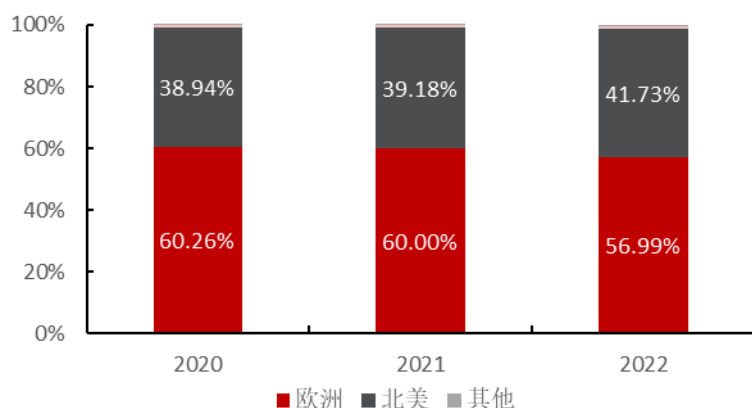
注：2018-2019 年运输费计入销售费用，2020 年运输费计入营业成本

1.5 欧美为核心市场，销售模式以线上 B2C 为主

公司主要销售地区为欧洲地区和北美地区，欧美占贡献收入 99%。2022 年欧洲地区 / 北美地区 / 日本地区 / 其他地区的销售占比分别为 56.99%/41.73%/0.87%/0.41%。

不同地区政策&文化各异，出口电商需具备较强适应能力。文化因素是跨境电商产品在设计上与销售时的重要考虑因素，例如北美市场消费者人均居住面积大，房型以 House 搭配庭院为主，颜色上偏好于复古做旧风；日本消费者与之相比住房面积逼仄，中大件家具在体积上受限较多。公司本土洞察团队经过长时间的积累，得以精准捕捉各地消费者的文化需求与喜好，反映在公司的产品设计中。

图24：2020-2022 年各地区销售占比 (%)



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

公司的销售模式主要包括线上 B2C 及跨境出口 B2B 两种模式，其中线上 B2C 毛利率更高：

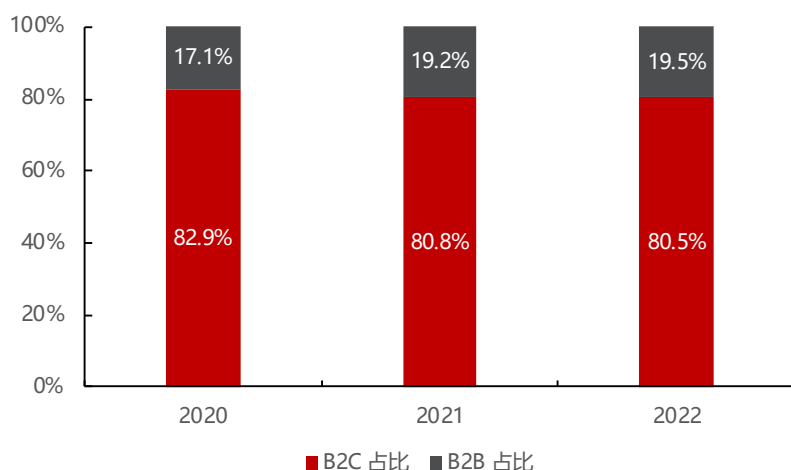
线上 B2C：公司主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等第三方电商平台以线上零售方式将产品销售给终端消费者。2020-2022 年，B2C 模式贡献营收占比分别为 82.93%/80.81%/80.53%，公司通过亚马逊 B2C 平台实现的销售收入占主营业务收入的比例分别为 71.80%、67.87%和 67.61%。

B2B：客户向公司下单采购产品，公司将产品运送至 B2B 客户的指定地点，终端消费者直接向公司 B2B 客户发出商品购买需求，公司 B2B 客户通过其自有物流或第三方物流向终端消费者直接发出货品。2020-2022 年，B2B 模式贡献营收占比分别为 17.07%/19.19%/19.47%。据公司披露，B2C 业务在商品交付给终端消费者时确认收入；B2B 业务在按照合同约定的交付方式交付时确认收入。

表2：B2B 及 B2C 商业模式

	商业模式	客户	确认收入模式	承担成本、费用	毛利率 (2022 年)
线上 B2C	通过第三方电商平台以线上零售方式将产品销售给终端消费者	C 端消费者	货物送达消费者时确认收入	货物采购+海运+关税+平台交易费+运输费+仓储费	53.51%
线上 B2B	客户向公司下单采购产品，公司将产品运送至 B2B 客户的指定地点，终端消费者直接向公司 B2B 客户发出商品购买需求，B2B 客户通过其自有物流或第三方物流向终端消费者直接发出货品。	亚马逊 Vendor、Wayfair 等电商平台客户	按合同约定	货物采购+海运+关税	26.85%
线下 B2B		贸易商客户	按合同约定	货物采购+海运+关税+运输费（部分承担）	

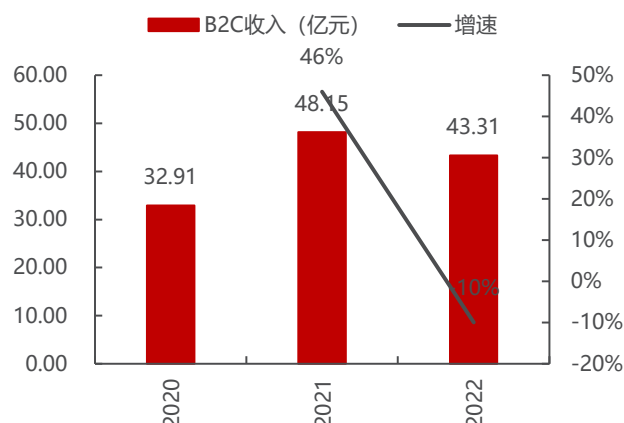
资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

图25：不同销售模式占比（%）


资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

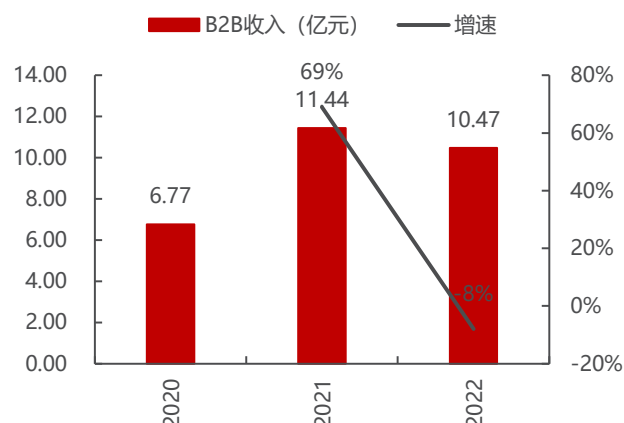
B2B 渠道收入增速高于 B2C 渠道。2020-2022 年，公司线上 B2C 渠道实现销售收入分别为 32.91、48.15、43.31 亿元，B2B 渠道实现销售收入分别为 6.77、11.44、10.47 亿元。B2C 渠道下，亚马逊是公司最主要的 B2C 渠道，2022 年实现收入占比 67.61%。公司 B2B 渠道包括线上 B2B 和线下 B2B，其中线上 B2B 实现销售收入占总收入的 13.05%。公司不断拓展 B2B 业务，先后与 Home24、MIRA、Dealproffsen AB 等公司签订销售合同，订单数量持续增长，带动 B2B 渠道收入占比提升。

图26：2020-2022 年 B2C 收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

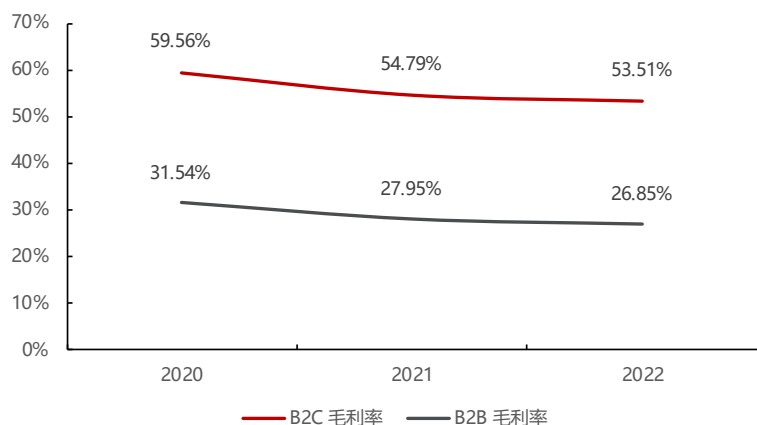
图27：2020-2022 年 B2B 收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

B2C 毛利率高于 B2B，受海运费影响，各渠道毛利率下滑。B2C 模式下，公司在亚马逊等线上销售平台直面终端销售者实现销售，并支付平台交易费用，因此 B2C 渠道相对于 B2B 渠道而言，具有高毛利、高销售费用率特征，因此 B2C 的毛利率整体高于 B2B 模式。2021-2022 年公司 B2C 渠道毛利率持续下滑，主要系海运价格上升、市场竞争激烈导致产品降价销售所致。B2B 渠道毛利率下滑主要系电商平台客户议价能力较强及海运费上升所致。

图28：B2B、B2C 渠道毛利率



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

1.6 募投项目：加码全球仓储物流体系是关键

2023 年 6 月 21 日，致欧科技于深交所创业板上市，公开发行 4015 万股新股，占公司发行后总股本的比例为 10%，发行价格为 24.66 元/股，募集资金 9.9 亿元，将用于研发设计中心项目、仓储物流体系扩建项目和郑州总部运营管理中心建设项目及补充流动资金。

表3：公司募集资金投资项目情况

序号	项目名称	总投资额 (万元)	调整后募集资金配置金额 (万元)	项目概况
1	研发设计中心建设项目	31,802.26	20,000.00	持续加码家居产品研发设计
2	仓储物流体系扩建项目	51,677.57	25,000.00	构建高效率全球仓储物流体系
3	郑州总部运营管理中心建设项目	35,096.72	25,000.00	升级建设公司总部运营管理中心
4	补充流动资金	30,000.00	19,208.04	补充主营业务相关的营运资金
合计		148,576.55	89,208.04	/

资料来源：致欧科技公司公告，民生证券研究院

研发设计中心建设项目：本项目的实施主体为东莞致欧，计划总投资金额为 31,802.26 万元（调整后 20000 万元），建设期为 36 个月。

仓储物流体系扩建项目：本项目计划在国内外建设多个仓储物流中心，仓储面积合计 181,000 平方米。本项目的计划总投资金额为 51,677.57 万元（调整后 25000 万元），建设期为 36 个月。

郑州总部运营管理中心建设项目：本项目的实施主体为致欧科技，计划总投资金额为 35,096.72 万元（调整后 25000 万元），建设期为 36 个月。

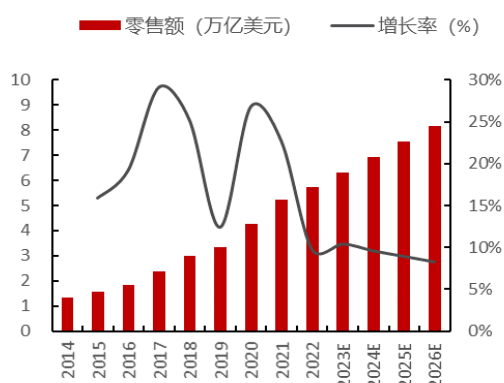
补充流动资金：公司拟使用募集资金 30,000.00 万元（调整后 19208.04 万元）用于补充主营业务相关的营运资金，为公司长期可持续发展提供资金保障。

2 行业发展状况：线上零售规模不断扩大，我国跨境电商优势显著

2.1 全球电商渗透率持续提升，新兴市场彰显潜力

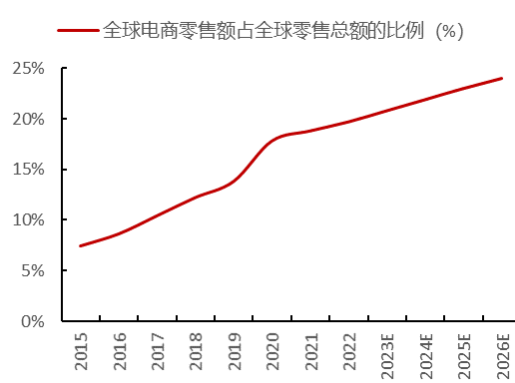
全球电商渠道交易规模不断增长，电商渗透率持续提升。线上零售市场因其便捷化、多元化、移动化等优势规模在不断扩大；Statista 数据显示，2014 年全球电商渠道零售额为 1.34 万亿美元，2022 年达到 5.72 万亿美元，预计未来增速将保持较高水平，2022-2026 年 CAGR 有望达到 10%；电商零售额占全球零售总额的比例呈现持续增长的态势，从 2015 年的 7.4% 提升至 2022 年的 19.7%，预计 2026 年将达到 24%。其中，欧美的电商零售额及占比也呈现持续上升趋势，截至 2020 年，英美电商渗透率分别为 24%/20%，高于德国、法国等其他欧盟国家。

图29：2014-2026 年全球电商渠道零售额及增长率



资料来源：statista，民生证券研究院

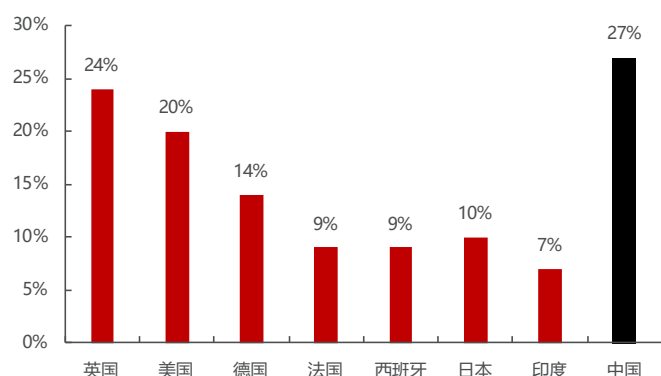
图30：全球电商零售额占全球零售总额比例



资料来源：statista，民生证券研究院

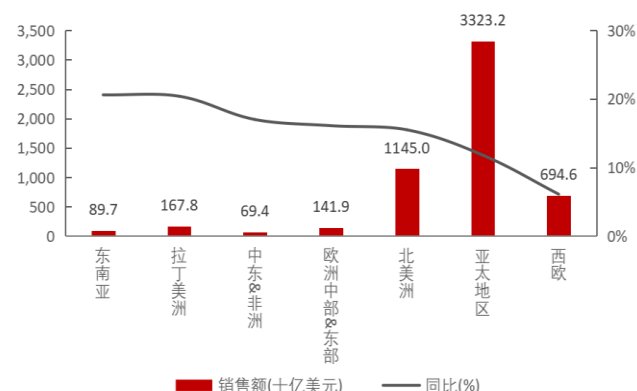
从全球维度看，电商渗透率提升仍有较大空间，新兴市场增速可观。财联社采访多位业内人士并指出当前新兴市场线上电商渗透率不到 10%；其中，东南亚、拉美、非洲、中东等新兴地区受市场的关注度陡增。据 eMarketer 预计，2022 年东南亚地区电商零售额同比增长 20.6%，达到 896.7 亿美元；22 年拉美市场电商销售额同增 20.4%，达到 1678 亿美元，同样展现巨大潜力。

图31：2020 年全球部分国家和地区电商零售渗透率情况



资料来源：McKinsey, Euromonitor, 民生证券研究院

图32：2022 年全球各地区电商零售额及增速



资料来源：eMarketer, 民生证券研究院

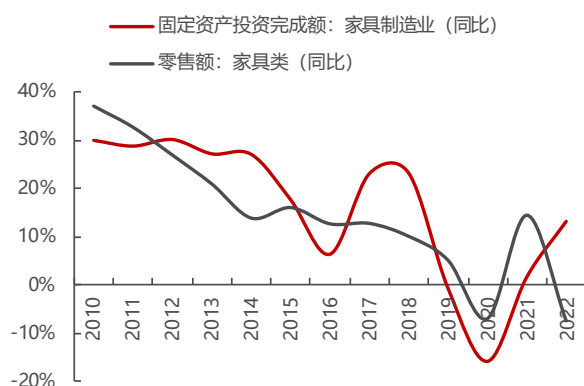
2.2 国内优质供应链&支持性政策为家居出海提供生长土壤

壤

2.2.1 背靠国内优质供应链，家居出海缓解国内过剩产能

我国家具制造业或存在过剩产能，海外业务已成为支撑我国家居企业增长的关键力量。2022 年我国家具制造业固定资产投资完成额同增 13.2%，同期家具零售额减少 7.5%，在家具制造企业产能扩张的同时国内家具零售需求下降，逐渐出现产能过剩问题。国内家具零售需求的下滑同时带来中小企业出清，2010-2022 年间，我国家具制造业亏损企业数量呈上升趋势，2022 年 20366 家企业亏损，国内家具业或存在产能过剩。

图33：中国家具业固定资产投资及家具零售额增速



资料来源：同花顺，国家统计局，民生证券研究院

图34：中国家具制造业亏损企业数量



资料来源：同花顺，民生证券研究院

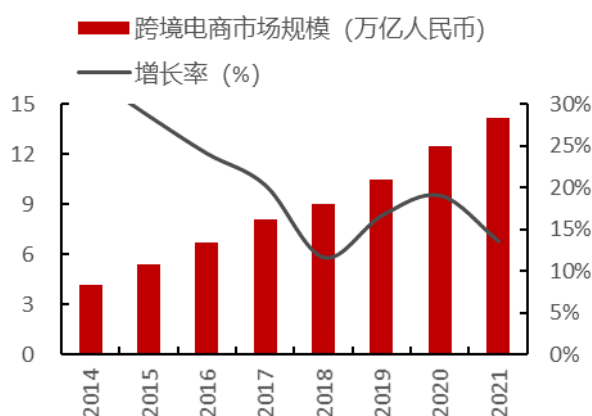
我国是最大的家居出口国，跨境电商为成本较低的出海模式。近年各大家居企业海外布局动作频出，从模式看，可分为收购和跨境电商两种模式，跨境电商相较

门槛较低。资金实力雄厚的部分企业通过收购大举进军欧美：2018 年，曲美家居和顾家家居分别花重金收购了海外知名的家居品牌；2022 年 5 月，欧派拟以对价 460 万欧元收购意大利家具制造商 FORMER。伴随近年家居企业出海并购更趋理性，向成本更低的跨境电商模式转变也成一大趋势，特别是对中小型家居企业，更乐于借助如加入海外电商平台、自建独立站或是 DTC 模式等互联网的力量，以更低成本实现“出海”。

2.2.2 跨境电商已成为我国重要外贸支柱，国家层面利好政策频出

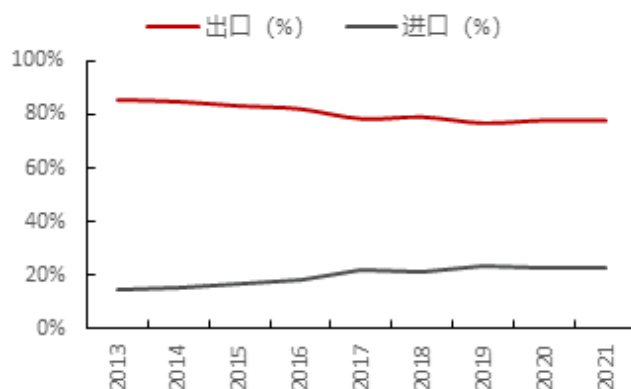
我国跨境电商规模稳定增长，已成为我国外贸的重要支柱。我国跨境电商市场规模持续、稳定增长，其中跨境出口电商行业依靠国内日趋完善的供应链以及国内电商行业积累的领先优势，实现了快速发展。网经社发布的《2021 年度中国跨境电商市场数据报告》显示，2021 年中国跨境电商市场规模已达 14.2 万亿元，同增 13.6%。在跨境电商进出口整体规模中，2021 年出口占比达 77.46%，跨境出口电商整体规模约为 11 万亿元，同增 13.40%。

图35：2014-2021 年中国跨境电商市场规模及增速



资料来源：网经社，民生证券研究院

图36：2013-2021 年中国跨境电商交易进出口结构



资料来源：网经社，民生证券研究院

国家级支持性政策频出，利好跨境电商。作为经济贸易的重要支柱，跨境电商行业得到国家税收、支付等多维度的政策支持。近年来，国务院、商务部、发改委等相关机构陆续出台了《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的通知》、《中共中央国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》、《“十四五” 对外贸易高质量发展规划》、《国务院办公厅关于促进内外贸一体化发展的意见》、《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》等政策法规，陆续提出优化退税服务，支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业，支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对企业出口的相关政策。

表4：我国跨境电商部分政策

政策名称	发布单位	时间	内容
《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	商务部、发展改革委、财政部等	2013年8月	为加快我国跨境电子商务发展,支持跨境电子商务零售出口,提出如下支持政策:确定电子商务出口经营主体,建立电子商务出口新型海关监管模式并进行专项统计,建立电子商务出口检验监管模式,支持电子商务出口企业正常收结汇,鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务,实施适应电子商务出口的税收政策,建立电子商务出口信用体系等。
《关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》	商务部、发展改革委、财政部等	2018年11月	跨境电子商务平台企业、物流企业、支付企业等参与跨境电子商务零售进口业务的企业,应当依据海关报关单位注册登记管理相关规定,向所在地海关办理注册登记;境外跨境电子商务企业应委托境内代理人向该代理人所在地海关办理注册登记。
《中共中央国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》	国务院	2019年11月	要求促进贸易新业态发展,推进跨境电子商务综合试验区建设,完善跨境电子商务零售进出口管理模式,优化通关作业流程;要求构建高效跨境物流体系,推进跨境基础设施建设与互联互通,共同推动运输便利化安排和大通关协作,鼓励电商、快递、物流龙头企业建设境外仓储物流配送中心,逐步打造智能物流网络。
《国务院办公厅关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》(国办发〔2020〕28号)	国务院	2020年8月	进一步加强稳外贸稳外资工作,稳住外贸主体,稳住产业链供应链,提出十五条意见,其中第五条“支持贸易新业态发展”明确指出支持跨境电商平台、跨境物流发展和海外仓建设、不断优化退税服务,持续加快退税进度等。
《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	商务部	2021年11月	明确“十四五”期间对外贸易发展指导思想、主要目标和工作重点,引导市场主体行为,积极扩大进口、优化出口,推动对外贸易高质量发展,服务构建新发展格局,开拓合作共赢新局面。支持加快发展贸易新业态,包括促进跨境电商持续健康发展、推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等。
《国务院办公厅关于促进内外贸一体化发展的意见》(国办发〔2021〕59号)	国务院	2022年1月	明确了内外贸一体化的发展目标:到2025年,市场主体内外贸一体化发展水平进一步提升,内外联通网络更加完善,政府管理服务持续优化,内外贸一体化调控体系更加健全,实现内外贸高效运行、融合发展。跨境电商作为连通国内、国际两个市场的重要形式,将不断整合国内优势资源、拓展国际市场需求,发挥其在“双循环”中的纽带作用。
《国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见》(国办发〔2022〕18号)	国务院	2022年5月	针对跨境电商出口海外仓监管模式,加大政策宣传力度,对实现销售的货物,指导企业用足用好现行出口退税政策,及时申报办理退税。尽快出台便利跨境电商出口退换货的政策,适时开展试点。针对跨境电商行业特点,加强政策指导,支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业。
《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》(国办发〔2023〕10号)	国务院	2023年4月	支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方结合产业和禀赋优势,创新建设跨境电商综合试验区,积极发展“跨境电商+产业带”模式,带动跨境电商企业对企业出口。加快出台跨境电商知识产权保护指南,引导跨境电商企业防范知识产权风险。建设跨境电商综合试验区线上综合服务平台并发挥好其作用,指导企业用好跨境电商零售出口相关税收政策措施。持续完善跨境电商综合试验区考核评估机制,做好评估结果应用,充分发挥优秀试点示范引领作用。

资料来源：致欧科技招股说明书，中国政府网，民生证券研究院

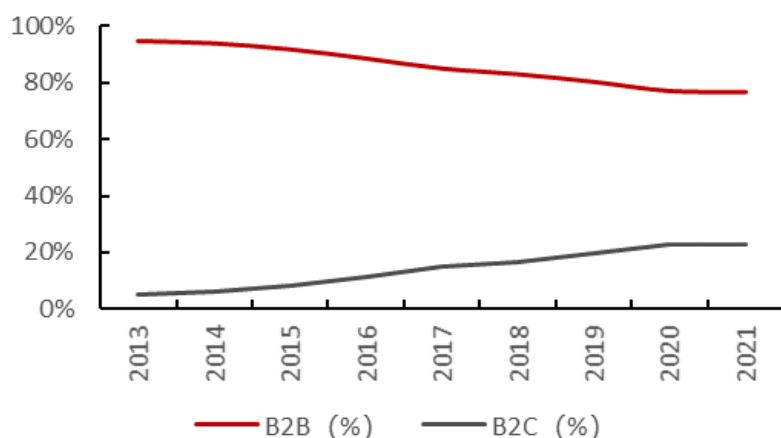
2.3 B2C 交易模式占比呈扩大态势

B2B 暂时仍占主导地位，B2C 占比不断提升。跨境电商 B2B 业务凭借单笔金额大、长期订单稳定等优势，在我国跨境电商结构发展中仍占据主导地位。B2C 模式在资金运转、企业运营效率及财务表现等方面具有明显优势，跨境电商 B2C 业务依托互联网、物流、支付等电商各环节的不断完善，促使多批次、小批量的外贸订单需求不断增长，给国内跨境电商企业带来更多的发展机遇。

网经社数据显示,2021 年中国跨境电商的交易模式中 B2B 交易占比达 77%,

B2C 交易占比为 23%。从跨境电商交易模式结构趋势上来看，B2C 交易模式呈现继续扩大的态势。未来，受消费者线上购物习惯的养成，以及国内政策对跨境电商的扶持等因素叠加影响，我国跨境出口电商 B2C 市场将持续向好发展。

图37：2013-2021 年中国跨境电商交易 B2B 与 B2C 结构 (%)



资料来源：网经社，民生证券研究院

致欧科技系平台型家居跨境电商企业，可比龙头营收规模已达 10 亿+美元。

从品类看，我国家居出海可分为单品型&平台型出口企业；匠心家居/麒盛科技/浙江永强主要产品分别为智能沙发及智能床/智能电动床/户外休闲家具，均为单品型出口企业，而致欧科技产品覆盖家具、家居、庭院、宠物四个系列，产品品类横向延展，且依然有较大延展空间，系多品类家居出口企业。**从生产模式看**，致欧科技依靠外协生产，而其他企业 ODM 自产为主，致欧科技为平台型企业，而多数家居企业为制造企业。销售方面，致欧科技主要通过电商平台进行 B2C 销售，而其他企业主要直接销售给国外家具零售商，以 B2B 为主。综上，致欧科技为平台型家居跨境电商企业，而运营方式相似的头部平台型跨境电商傲森已达 10 亿美元+营收规模。

表5：致欧科技及其他主要家居出口企业商业模式对比

	主要产品	生产方式	销售模式	2022 年收入 (同比)
致欧科技	家具、家居、庭院、宠物四个系列产品	外协生产	主要为通过电商平台线上 B2C；结合 B2B 模式	54.55 亿元 (-9%)
匠心家居	智能沙发、智能床	主要为自产	ODM 和自主品牌；客户为家具零售企业	14.63 亿元 (-24%)
麒盛科技	智能电动床	主要为自产	主要为直接销售给国外厂商/零售商	26.63 亿元 (-10%)
浙江永强	户外休闲家具、遮阳伞、帐篷	主要为自产	ODM 销售给大型连锁超市、品牌商、电商平台	82.19 亿元 (+1%)

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3 多因素共振，公司持续夯实自身先发优势

3.1 供应链：体系完善，外迁有望改善高关税影响

跨境出口电商属于资金密集型行业，公司具有先发优势。跨界出口电商不仅需要投入大量资金打造服务平台、升级信息系统，还需要投入大量资金用于前期的产品研发投入、采购备货和后期的市场营销推广。公司进入跨境电商行业较早，具备了雄厚的资金实力并通过持续的市场开拓形成了明显的先发优势。新进入行业的企业若无充足的资金支持，短时间内难以迅速搭建平台、拓展市场并获得客户的认可，行业的新进入者面临一定的资金壁垒。

公司制定了较为完善的供应商管理及评价体系。公司建立了包括供应商准入、初期考核、日常考核、淘汰、质量监控、信息反馈和协助品控改善等完整的供应商管理机制。

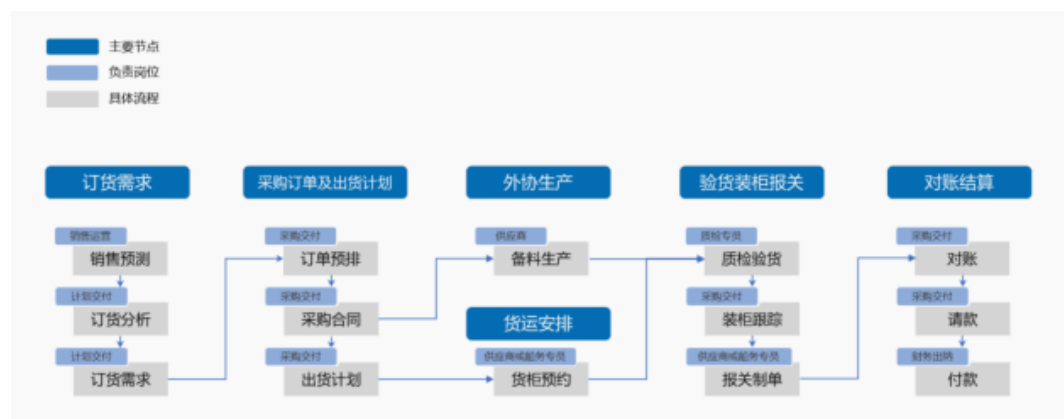
图38：供应商管理机制流程图



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

设置品质中心，建立全过程质量控制体系。产品质量是公司赖以持续发展的基础，公司设置品质中心，根据不同品类和目标市场的法律要求，制定了对应的质量检测标准文件。从新老产品评审与改进、产品抽检、产品质量统计分析、向第三方检测机构送检等环节，建立了适合公司业务特点的全过程质量控制体系。对于新上线产品，公司先进行小批量采购并试销，试销数据趋于稳定且符合公司试销品转为正常商品条件后执行大批量采购。

图39：采购、交付及质控流程图



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

从产品出海到产能出海，供应链外迁东南亚或成为高关税应对方案。高性价比是中国产品出海的核心竞争力之一，但关税、海运等不确定因素均造成发展阻力。2019年，美国对2000亿美元中国输美商品加征25%关税，范围包括诸多家居产品；部分企业将供应链迁至东南亚以应对关税压力。东南亚的家居出口相较国内，有人工便宜、材料丰富、关税较低等优势，但供应链并不健全，许多关键部件仍然依赖从中国进口；此外，东南亚人员与管理效率仍与国内存在较大差距。为保证品控及失效，部分实力较为雄厚的企业选择在当地建厂，2019年起，国内包括敏华、乐歌、顾家、恒林、永艺等上市公司在内的家具企业纷纷在越南等地投资建厂；但伴随而来的是较为高昂的资本投入。

表6：中国/越南家具出口美国相关税率对比（以木制餐桌 9403.60.8040 为例）

税种	中国 标准	条件	税种	越南 标准	条件
附加税 (ADDITIONAL_DUTY)	25%				
港口维护费 (HMF)	0.125%	海运	港口维护费 (HMF)	0.125%	海运
	0 美元	价格 <= 800		0 美元	价格 <= 800
	1.05 美元	800 < 价格 <= 2500		1.05 美元	800 < 价格 <= 2500
货物处理费 (MPF)	0.346 %		货物处理费 (MPF)	0.346 %	
	最大：508.70	价格 > 2500		最大：508.70	价格 > 2500
	最小：26.22			最小：26.22	

资料来源：中华人民共和国商务部，民生证券研究院

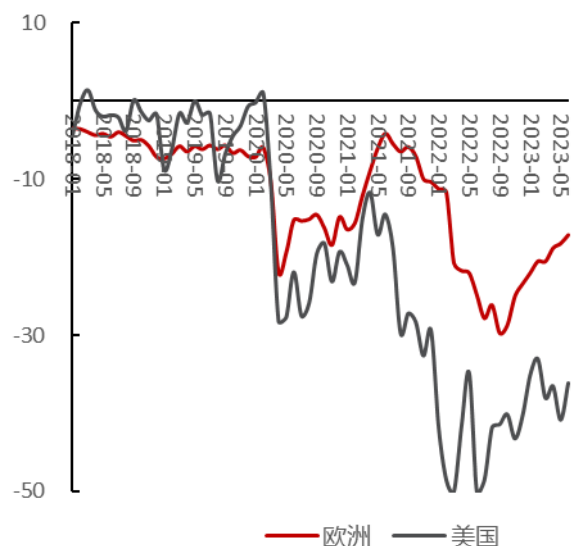
3.2 产品：聚焦性价比产品，套系化转型提升客单值

3.2.1 乘消费降级东风，聚焦性价比产品

欧美消费者信心触底回暖，性价比电商热度升温。尽管5月份消费者乐观情绪尚未回到疫情前，但正朝着有利的方向发展。和疫情前后一样，年轻人和高收入

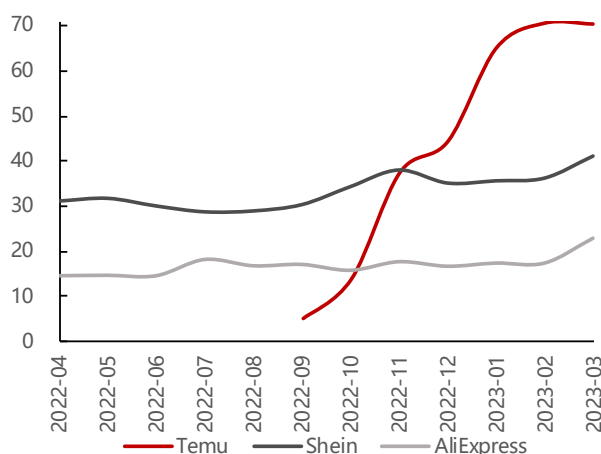
群体对经济的预期最为乐观。以 TEMU 为首的性价比出海电商访问量激增。
Temu2023 年 3 月月底访问量达到 7050 万人，与年初的 4450 万人相比增加 58.4%。

图40：欧美消费者信心指数



资料来源：Trading Economics，民生证券研究院；注：为统一口径，已将美国数据调整基准值至 0

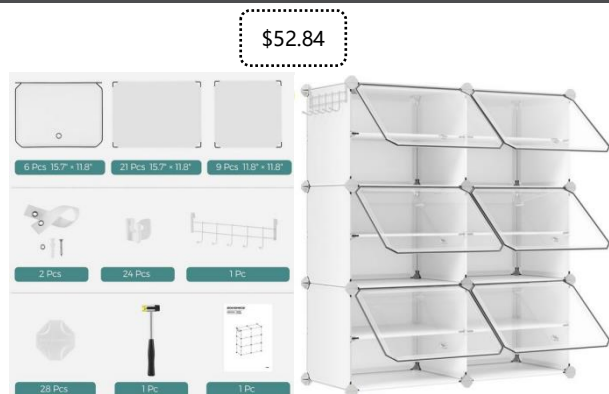
图41：中国部分出海电商美国访问量（月度，百万人）



资料来源：Insider Intelligence，民生证券研究院

产品定位中小件，高性价比抗周期。传统家具用品具有单价较高、购买频次低等特点，而致欧科技的产品尺寸上偏向于中小件，带有一定的快销属性，更换周期较快，与线下渠道的中大件家具存在一定的定位区隔，因此对于欧美房地产周期并不敏感。致欧科技品类客单价并不高，据公司披露，2022 年 AMAZON 平台 2C 客单价为 60-70 美元；公司旨在以较为平易的价格帮助消费者实现具有个人风格的时尚家居体验。

图42：致欧科技组装鞋柜产品



资料来源：致欧科技官网，民生证券研究院

图43：致欧科技组装橱柜产品



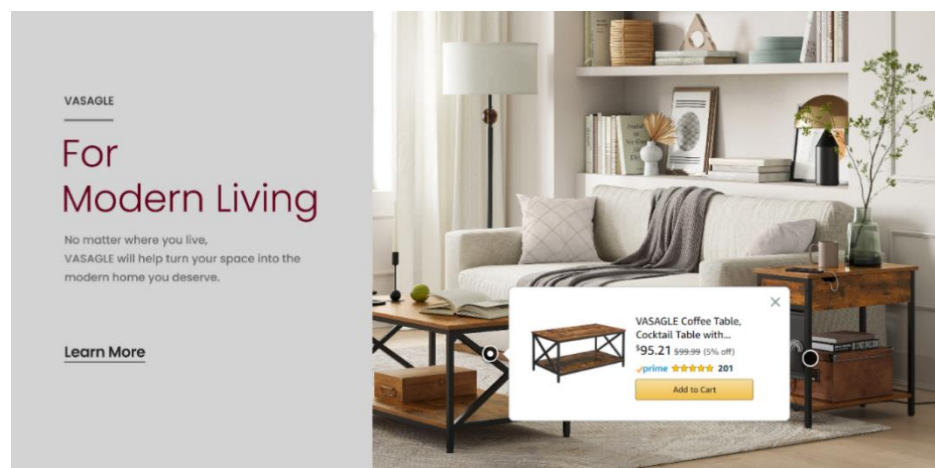
资料来源：致欧科技官网，民生证券研究院

采用平板包装，降低物流费用的同时简化安装过程。家具家居产品通常具有体积和重量较大、形状各异特征，产品的仓储、运输及安装等问题使得该类产品在电商渠道销售颇具挑战。公司从产品的包装重量和易组装性出发，同时兼具产品的外观、功能，持续对体积、重量较大的家具家居产品的尺寸、重量、结构、安装等进行开发设计。为了更好地解决产品包装和运输问题，公司对大件家具家居产品一般采用更加节省空间和包材的平板包装方式，公司向客户提供产品主材、配件、安装说明书（含安全操作指引），客户自行完成安装。平板包装形式实现了大件家具家居产品的便携仓储、运输与简易安装，不仅降低了包装成本、仓储物流费用，也提升了消费者自行组装容易改善了用户体验。

3.2.2 套系化转型，提升客单值

场景化营销，通过连带销售提升客单值。在亚马逊展示页用图片和产品组合打造氛围感，宣传产品的理念、Slogan、VI 视觉设计，使消费者想象不同的使用场景进而提高购买欲望。公司采用专业的 CMF（Color, Material & Finish）研发团队引导产品研发设计，通过色彩、材料等元素的碰撞组合提供素材、场景搭配解决方案，为不同品牌和使用场景产品赋能。我们预计，通过套系化销售，公司将进一步提升客单值，优化盈利能力。

图44：致欧科技打造产品使用场景



资料来源：Amazon，民生证券研究院

3.2.3 对标宜家，品类拓展空间大

产品风格多元化，符合新世代消费习惯。在产品风格上，致欧科技相较宜家更为多元。宜家崇尚极简的北欧风格，致欧科技的产品风格覆盖现代风、现代工业风、现代农舍风、现代轻奢、现代波西米亚、现代地中海等风格，为年轻消费者提供的选择更多，更加符合新世代的消费习惯。**线上展示不受限，款式选择多于宜家。**宜

家的在线下的展示必须受到坪效的限制，单个产品的款式颜色都比较单一，但致欧科技在线上的展示空间更加广泛，能够一次性为消费者提供多颜色多尺度，消费者选择的余地更大，更加符合新世代消费者的习惯。

图45：Songmics 风格偏现代



资料来源：Amazon，民生证券研究院

参考宜家，按全屋场景逻辑扩展品类。拓展全屋品类，场景搭配引导关联性购买。公司表示，未来公司新品开发公司会参考宜家的产品作为公司的拓展路径，在提高现有品类市占的基础上，再逐步拓展其他全新品类。相较于单品较为强势的竞争对手，公司于供应链管理、本土化运营能力、市场洞察等方面具有较大优势；此外公司拥有全品类，多场景的产品搭配，头部产品会通过场景的搭配等方式使用户产生关联性购买行为。对标宜家，致欧科技仍有很多空白家居品类等待拓展。致欧科技目前品类主要涉及家具系列（如电视柜、沙发、办公桌等）、家居系列（收纳类、用具类和装饰类等）、庭院系列（篱笆、吊床、足球门等）。未来公司新品开发会参考宜家的产品作为公司的拓展路径，在提高现有品类市占的基础上，再逐步拓展其他全新品类。据我们统计，相较宜家，致欧科技仍有纺织品、灯具、餐具、智能家居等多种未涉及的家居品类，品类拓展空间大。而相较于单品较为强势的竞争对手，公司于供应链管理、本土化运营能力、市场洞察等方面具有较大优势；此外公司拥有全品类，多场景的产品搭配，头部产品会通过场景的搭配等方式使用户产生关联性购买行为。

表7：宜家及致欧科技品类对比

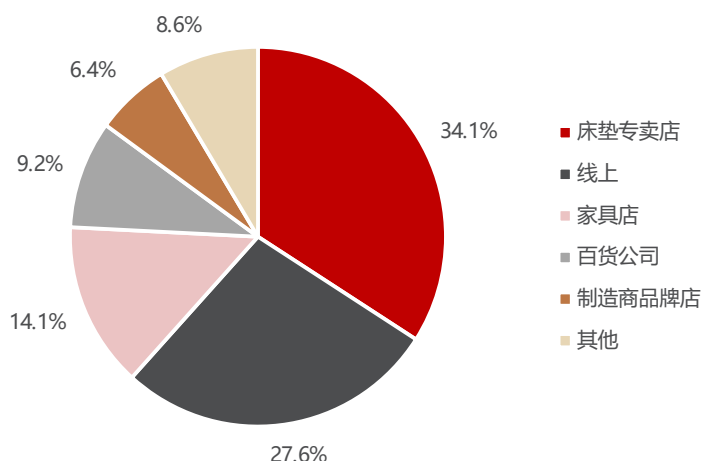
品类	细分品类	致欧科技	IKEA
储物和收纳	储物收纳用品	√	√
	储物收纳方案		√
家具	置物架	√	√
	生活家具	√	√
	家具组合		√
	办公家具	√	√
纺织品	窗帘	√	√
	卧室纺织品		√
	靠垫和靠垫套		√
	其他纺织品（如餐桌用、浴室用等）		√
装饰品	照片墙	√	√
	植物和花		√
	镜子	√	√
	烛台		√
灯具照明	照明灯具		√
	装饰类灯具	√	√
	内置灯具		√
整体厨房和电器	厨房桌椅	√	√
	餐具和厨具		√
	厨房电器		√
智能家居	智能照明		√
	自动卷帘		√
	无线音箱、空气净化器等		√
床及床上用品	床	√	√
	床垫		√
	床上用品		√
婴儿和儿童	婴儿家具		√
	儿童用品	√	√
浴室产品	浴室柜	√	√
	淋浴相关		√
户外产品	户外家具	√	√
	户外休闲（如野餐垫等）	√	√
	户外照明		√
地毯、门垫和地板			√
花盆和植物			√
清洁及晾晒用品			√
家用电子产品	照明灯具		√
	小型电子设备及其配件		√
家居修缮	工具和安装件		√
	保养油		√
	铝梯	√	
宠物家居与出行			√
运动器材			√

资料来源：致欧科技招股说明书，宜家官网，民生证券研究院

宜家：覆盖全家庭场景的基础类别产品。根据宜家官网，宜家目前有 19 个品类，193 个子品类在售。宜家创始人在 1976 年就提出，宜家的产品要涵盖整个家庭环境，为室内和室外提供家具和配件，包括工具、用具和装饰，以及 DIY 产品。此外，主要提供的是每个产品领域内的基础产品，以确保性价比。

致欧科技：仍有众多类别产品可以通过线上销售。对比宜家及致欧科技已有的产品类别，致欧科技仍有卧室纺织品、照明灯具、餐具、床垫等多种品类可以通过线上进行销售。以床垫为例，2021 年美国 27.6% 的床垫通过线上销售，且占比呈上升趋势，床垫线上销售大有可为。同时，盒装床垫体积与公司主要产品体积相仿，利于公司物流运输。

图46：2021 年美国床垫销售渠道分布



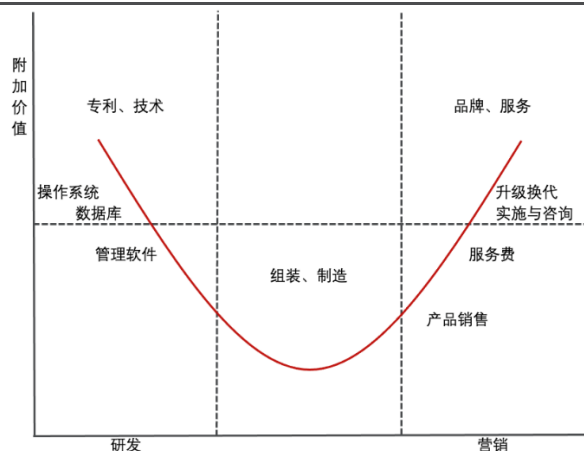
资料来源：今日家居，民生证券研究院

3.2.4 生产外协，聚焦高附加值研发环节

资源集中于高附加值的研发设计&运营销售，生产制造全权外协。公司强化“微笑曲线”上游的研发迭代和设计创新，以及下游的品牌运营和销售渠道，生产制造环节则全部委托给外协厂商进行。

数字化工具协助制定精细化采购计划。公司借助 EYA 业务管理信息系统和外部行业信息，充分利用历史销售数据、现有库存数据及市场需求变化、采购交货及海运周期等信息合理制定当期销售计划和采购计划，并据此确定具体产品采购需求；公司采购中心根据业务需求及系统统计的销售量或客户实际需求量、交货周期和海运周期确定定期或非定期采购数量，并向供应商下单。

图47：公司将资源集中至“微笑曲线”两端附加值较高的环节

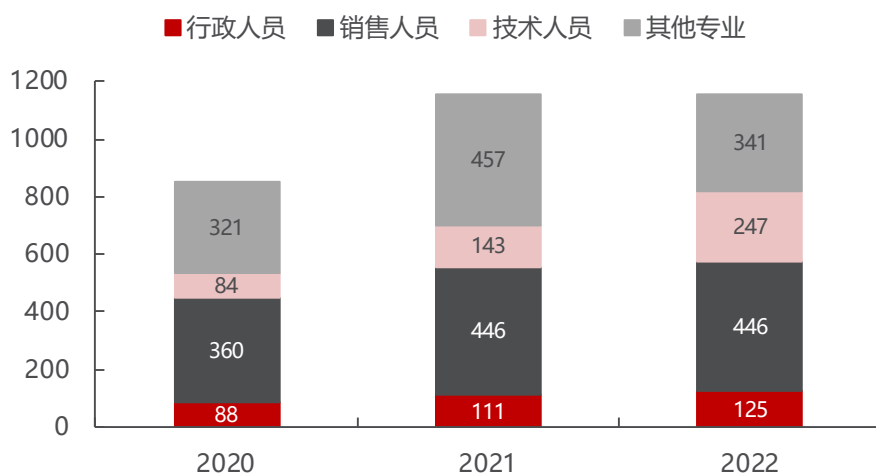


资料来源：百度百科，民生证券研究院

利用本地化团队及大数据分析快速迭代新产品。(1) 利用本地化团队的优势。

公司在美国和德国有专职的产品开发和运营团队，借助海外团队调研力量开展消费者入户调研，洞察市场喜好。(2) 利用大数据分析，提前捕捉潜在市场机会。公司自研的信息系统能够定期抓取亚马逊客户评价、谷歌关键词搜索等数据，进行数据的定性定量分析，与线下调研情况互相验证，形成分析结论。线上线下相结合的洞察模式能更好地捕捉潮流趋势。(3) 公司线上推新快速迭代，首批订单的量较小。首次投向市场后，产品 DMS 符合或者超出预期目标，后续或逐步加大订货量。如果 DMS 不符合预期，则进行进一步的分析，如果是工艺质量问题，发现问题后下一批订单迭代改进。如果投放广告也无法形成很好的市场反馈，表明产品开发不符合市场需求，则快速淘汰。

图48：致欧科技员工结构（单位：人）



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

快速开新，柔性供应链可实现小单快返。致欧科技评估周期快于宜家，开新速度仅在 3-4 个月。宜家的线下门店较多，开新要顾及到各个国家和各个市场渠道，评估周期较长，反映速度相对较慢。而致欧科技凭借柔性供应链能力可以实现小单快返，开新速度在 3-4 个月，产品能够快速开新投入市场验证，验证成功后再加大投放力度，同时更新迭代。因此致欧科技的模式相对宜家更快。

表8：致欧科技与宜家家居对比

	致欧科技	宜家
产品风格	现代风、现代工业风、现代农舍风、现代轻奢、现代波西米亚、现代地中海等	极简北欧风
开新速度	3-4 个月	更长
展示	线上空间更加广阔	线下展示受制于坪效
供应链	国内采购，仍有优化空间	全球布局、采购，生产成本更优

资料来源：全景网，民生证券研究院

公司逐步探索实践产品构筑的“蘑菇式模型”理论，将产品的研发过程分为三个阶段：第一个阶段是基础层面，构筑产品零部件平台，其中包含大量的标准通用件和适量非标件；第二个阶段是组合成型阶段，即由零部件通过不同的排列组合形成多样化的产品；最后，当将组合而成的产品置于使用场景中，通过丰富的 CMF（颜色、材料、表面处理）的变化，构建起不同的产品矩阵，最终实现产品开发周期缩短、原材料采购及生产规模化的优势。在产品设计方面，公司对产品持续推陈出新，获得多项荣誉。

图49：致欧科技研发思路

研发思路

案例：VASAGLE farmhouse 系列

最终通过丰富的CMF产品组合形式为产品赋予无限可能。



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

表9：致欧科技产品设计获奖情况

时间	产品	奖项
2020 年 10 月	衣帽架	中国设计智造大奖佳作奖
2020 年 12 月	猫爬架、边桌、衣帽架等	德国红点奖机构颁发的“当代好设计奖”
2021 年 4 月	置物镜、猫树瞭望台等	意大利 A' 设计大奖
2021 年 7 月	衣帽架	2021 红点奖
2021 年 11 月	“月球漫步”台灯	2021 国际 CMF 设计奖
2022 年 4 月	多款设计作品	德国 iF 产品设计奖、意大利 A' 设计大奖

资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

3.3 物流：完善的仓储物流体系，自营仓建设助力降本增效

3.3.1 自营仓+平台仓+第三方仓物流体系完善

公司拥有“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系。截至 2022 年 12 月 31 日，公司境内外自营仓面积合计超过 28 万平方米，并在尾程派送环节与 DPD、UPS 等当地知名物流公司建立了稳定合作关系，形成了高效稳定的尾程派送能力，其中欧洲地区自发配送时效实现 2-3 天达。

表10：不同跨境电商物流模式特点

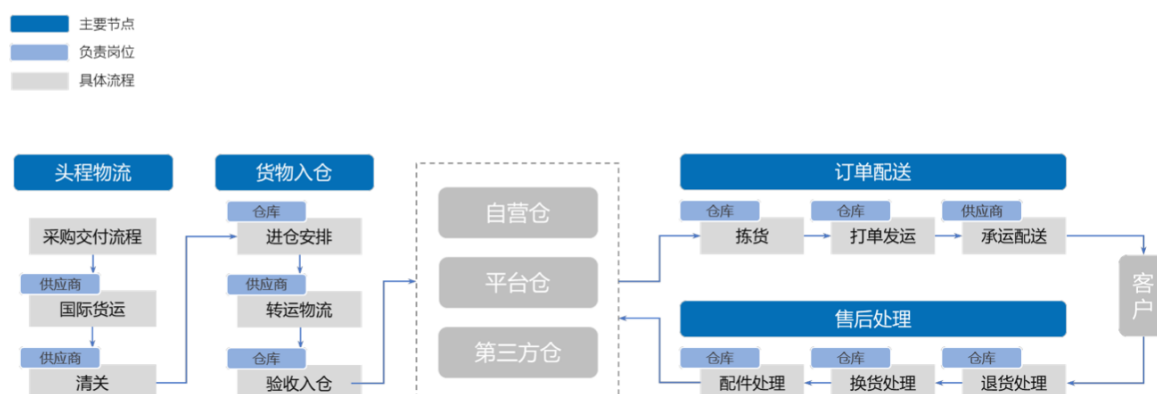
项目	直邮					海外仓
	邮政小包	邮政 e 邮宝	EMS	商业快递	国际专线	
运费	最低	相对较低	较高	最高	相对较低	一般
时效	最慢	较快	较快	最快	较快	较快
运输网络	运输网络覆盖广，依靠国家邮政网络			较广，商业快递提供运输网络	仅限特定区域	海外仓仅限特定国家，尾程派送由商业快递或当地物流商提供
通关情况	通关能力强，享邮件互换局特殊快速通关渠道			无特殊通关渠道	9610 模式	9810 模式
适用对象	价值小、时效无要求的轻小商品	时效有一定要求的商品	时效有一定要求的贵重商品	时效要求高的贵重商品	对时效要求一般，重量体积较小的商品	商家针对市场需求大量备货的商品；超大超限商品
丢包率	一般	较低	较低	最低	较低	较低

资料来源：三态股份招股说明书，民生证券研究院

柔性供应链实现头部有货率 97%。通过引进专业的计划交付人才，搭建全链路信息系统，公司已经基于自身品类搭建出了一套具有致欧科技特色的柔性供应链体系，前后端实时拉通，敏捷响应。随着协同规划、销售预测、断压货预警、动态仓容等机制以及相关算法的介入，致欧科技已实现了精准备货、补货，智能拼柜、智能调拨，可降低海运物流成本，改善库存周转和有货率。2022 年，致欧科技存货周转次数达 4 次左右，同时头部有货率 97%左右，实现了“低库存，高有货”这对矛盾指标的同时改善。

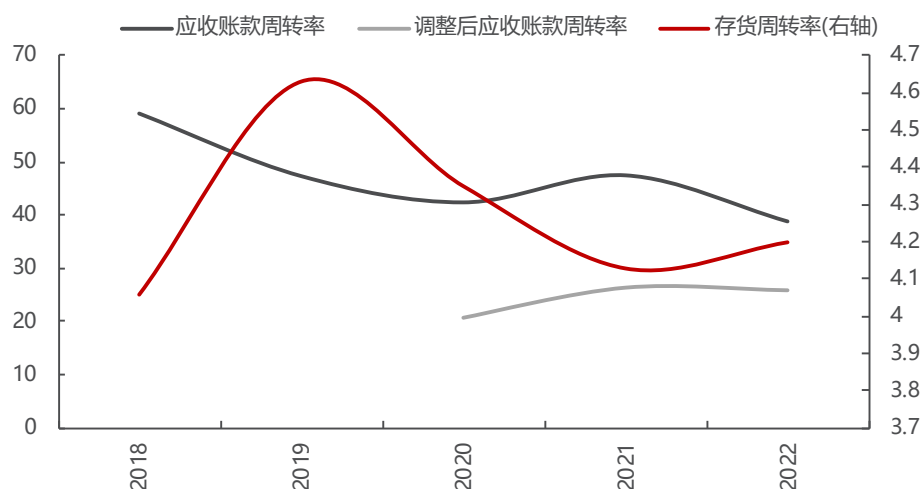
仓储物流建设壁垒主要在资金、运营体系、人力资源及规模效益四大方面。仓储物流属于资金密集型行业，对土地、仓储厂房等固定资产端投入较大，拥有港口资源且交通发达的仓储土地为稀缺资源。业务规模较大的仓储物流企业具有较高的尾程物流议价能力，同时通过对资源的高效利用可以有效控制单位服务成本并降低运营成本，保持较低的空置率，提高盈利水平和企业竞争力。具备仓储箱物流行业特有的运营规划、信息技术、工业工程、市场营销等方面专业素养的复合型、高端人才仍较为稀缺，从而构成进入壁垒集装箱物流服务涉及多种运输方式综合运用，所以完善的运营体系有助于提升运营效率。对于新进入的企业而言，需要对货源、仓储空间做出合理安排与调配，并与客户、港口、联运机构、金融结算等诸多机构的数据对接和处理，均需要通过长期的经验积累，在运营能力、货源箱源控制、信息系统建设等方面均存在一定壁垒。

图50：公司仓储物流体系示意图



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

存货周转率领先行业平均，应收账款周转率为行业平均水平。得益于公司高效、良好的经营管理效率，公司的存货周转率总体高于同行业公司平均水平。公司的应收账款周转率高于同行业公司的平均水平，主因公司将尚未收到的 B2C 电商平台销售回款计入其他应收款科目进行核算。若统一计算口径，将公司其他应收款中的应收平台暂存款与应收账款合并计算，公司 2020-2022 年调整后的应收账款周转率分别为 20.60、26.40 和 25.89，与同行业平均水平不存在显著差异。

图51：致欧科技应收账款周转率&存货周转率（次）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：调整后应收账款周转率由公司给出，将公司其他应收款中的应收平台暂存款与应收账款合并计算

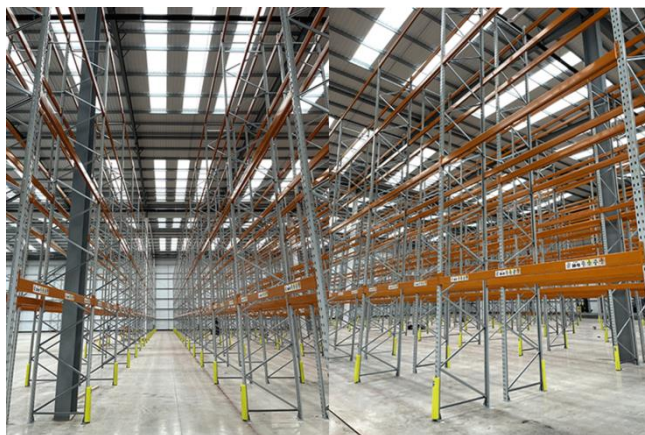
- 自营仓：公司主要仓储物流方式，实现本土化经营。海外自营仓发货为公司主要的仓储物流方式。**通过自建海外仓，跨境电商企业提前完成备货，一方面有助于缩短客户下单后的配送时间、提升客户满意度，进而扩大销量；另一方面有助于跨境电商企业实现“本土化”运营，实现高效率退换货服务，与本地售后服务保持同步，进而提高消费者的消费体验。**海外自营仓主要分布于德国、美国。**国内自营仓位于东莞，主要用于部分境内存货采购后的仓储及中转。自营仓模式下，公司将产品通过海运等方式运抵至位于德国、美国等地的海外自营仓后，由海外仓进行产品储存、拣货、派发、客户退换货等后续仓储物流服务。通过自建海外仓，公司能够在整个仓储物流端实现高效管理，提高销售效率与库存周转能力，提高疫情等突发公共事件下的应对能力。**完善的配送检查监督机制保障订单发运。**海外自营仓严格执行各个电商平台的订单管理要求，并已建立完善的仓储配送检查监督机制，确保销售订单的顺利发运，提高售前售后终端消费者购物体验。此外，公司定期对自营仓库存进行盘点，确保库存实物准确性及与系统库存数据的一致性。

图52：自营仓示意图



资料来源：致欧科技公司官网，民生证券研究院

图53：自营仓示意图



资料来源：致欧科技公司官网，民生证券研究院

- **平台仓：亚马逊 FBA 为公司最主要平台仓。亚马逊提供的仓储物流服务（即 FBA, Fulfillment by Amazon 服务）是公司最主要的平台仓。**公司产品由电商平台负责仓储管理及物流配送，相关仓储物流费用由平台从终端客户支付款中直接扣除。**亚马逊统一进行库存管理，分担售后成本。**公司存货由亚马逊统一进行管理，产品储存、派发、终端配送、客户退换货等环节均由亚马逊 FBA 仓负责。根据公司与亚马逊签订的 FBA 服务协议，若因亚马逊保管不善而造成公司相关产品毁损灭失，亚马逊将按照商品售价扣除销售佣金、配送费等费用后的金额对公司进行赔偿。

图54：亚马逊平台仓（FBA）流程示意图

■ 下图即为亚马逊物流 (FBA) 全部流程



资料来源：亚马逊官网，民生证券研究院

- **第三方仓：现有仓储体系的有力补充：该模式下，公司产品由第三方仓储物流服务商负责仓储管理及物流配送。**公司主要的第三方仓储物流服务商包括 SLM Group Holdings、Luno Fashion Limited 等。公司将产品运抵位于欧洲、北美及日本等地的第三方合作仓后，由第三方合作仓进行

产品后续仓储物流服务,公司定期与第三方仓储物流服务商对账结算。虽随着公司销售规模的持续扩大,对全球各地仓储的需求不断提升,第三方合作仓作为对公司自营仓和平台仓的有力补充,较好地解决了公司部分仓储配送需求。

3.3.2 自建仓带来费用降低可能

自建仓占比提升带来费用优化可能: 自建仓或第三方合作仓发货的费率低于平台仓。据公司公告,线上 B2C 发货至客户的过程中,FBA 平台收取 17%交易费、3%仓储费及 24%运输费,合计 44%的相关交易费用;而如果通过自营仓或第三方合作仓自主发货,需要 17%平台交易费及 17%运输费,合计 34%相关交易费用,无需仓储费的情况下运输费亦较低,可节省 10%相关费用。

表11: 线上 B2C 不同发货形式预估费率

	平台交易费率	仓储费率	运输费	合计
FBA 平台仓发货	17%	3%	24%	44%
自营仓或第三方合作仓发货	17%	-	17%	34%

资料来源:致欧科技公司公告,民生证券研究院

FBA 超标件价格较贵。根据 FBA 收费标准,重量超过 20 磅/尺寸超过 18*14*8 (英寸)的货物为超标件,以 20 磅标准件和小号超标件为例,价格分别为 12.61/17.71 美元,价格提升 40%。

表12: 亚马逊 FBA 收费标准

	最大尺寸 (英寸)	重量	价格
小号标准件	15*12*0.75	4 盎司及以下	\$3.22
		4-8 盎司	\$3.40
		8-12 盎司	\$3.58
		12-16 盎司	\$3.77
大号标准件	18*14*8	4 盎司及以下	\$3.86
		4-8 盎司	\$4.08
		8-12 盎司	\$4.24
		12-16 盎司	\$4.75
		1-1.5 磅	\$5.40
		1.5-2 磅	\$5.69
		2-2.5 磅	\$6.10
		2.5-3 磅	\$6.39
小号超标件	60*30	3-20 磅	\$7.17+\$0.16/半磅 (超过 3 磅的部分)
		70 磅以下	\$9.73+\$0.42/磅 (超过 1 磅的部分)
		150 磅以下	\$19.05+\$0.42/磅 (超过 1 磅的部分)
中号超标件	108 (最长边)	150 磅以下	\$89.98+\$0.83/磅 (超过 90 磅的部分)
大号超标件	108 (最长边)	150 磅以下	\$158.49+\$0.83/磅 (超过 90 磅的部分)
特别超标件	>108 (最长边)	超过 150 磅	\$158.49+\$0.83/磅 (超过 90 磅的部分)

资料来源:Amazon,民生证券研究院

对大件来说，海外仓费用低于 FBA。据乐歌海外仓微信公众号测算，某款尺寸为 28*24*13（英寸）的办公椅，如果通过 FBA 运输需要 32 美元，而通过海外仓运输仅需 20 美元左右。对于体积较大但重量较轻的产品来说，海外仓可以节省运输费用。

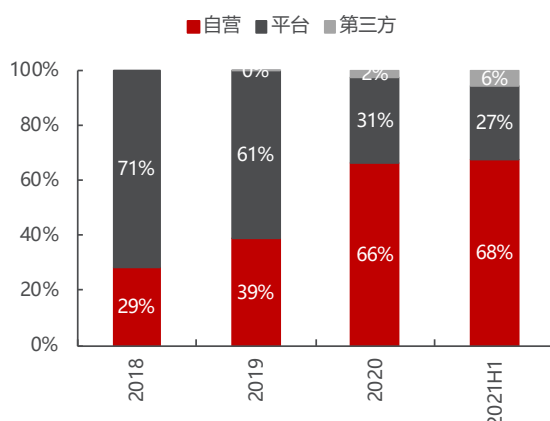
表13：某款办公椅快递费用对比

尺寸（英寸）	重量	FBA费用	海外仓费用（含附加费，出库费）
28*24*13	40磅	32美元	20美元左右

资料来源：乐歌海外仓微信公众号，民生证券研究院

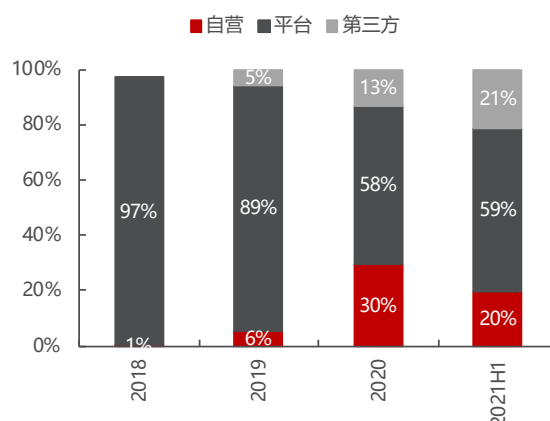
致欧科技自营仓收入占比提升助力费率降低。公司率先在欧洲建设自营仓，2018-2021H1，公司在欧洲的收入中自营仓占比从 29%提升至 68%，自营仓成为欧洲的主要仓储、运输模式。而北美自营仓建设进度相对较缓，大部分收入依然通过平台仓实现。未来公司将持续推进自营仓建设，自营仓占比提升有利于销售费用降低。

图55：欧洲不同仓储模式收入占比



资料来源：致欧科技公司公告，民生证券研究院

图56：北美不同仓储模式收入占比



资料来源：致欧科技公司公告，民生证券研究院

此外，自营仓存在抗风险能力较强、更为灵活的优势。

抗风险能力强：发展自营仓有助于减少对亚马逊等平台仓的依赖，有利于减轻亚马逊等平台政策变动及突发重大公共事件对公司日常经营产生的负面影响。2020 年新冠肺炎疫情期间，亚马逊 FBA 仓陆续发布限制非优先级产品或非必需品入库等政策，致欧科技基于多年来持续发展海外自营仓奠定的良好基础，通过已初具规模的海外自营仓和迅速布局的第三方合作仓较好地承接了疫情期间剧增的订单量。

更为灵活，利于品类拓展：平台仓通常对于部分体积较大、重量较重的产品存在入仓限制，如亚马逊美线及欧线的 FBA 仓限制接收单边长超过 25.00 英寸或 63.50 厘米、重量超过 50.00 磅或 23.00 公斤的箱子，而自营仓不受此限制。

3.4 品牌：坚持自有品牌发展战略，品牌已获消费者青睐

品牌特点鲜明，各有特色。公司先后创立自有品牌 SONGMICS, VASAGLE 和 FEANDREA，其中 SONGMICS, VASAGLE 于 2019 年双双入选亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强。通过品牌区隔，致欧科技让三个场景下的产品形成了独立品牌特征。其中，最早成立的品牌 SONGMICS 主营家居产品，随着业务拓展和海外线下展会营造专业形象的需要，公司将铁木家具品牌 VASAGLE 独立出来，为客户提供优质的全屋家具产品。Feandrea 定位宠物家居，致力于打造舒适有趣的人宠生态。三大品牌各有所长，拥有各自独立的消费者群体，通过各自的细分领域定位塑造出丰富的产品矩阵与立体的品牌形象。

图57：SONGMICS 品牌示意图



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

图58：VASAGLE 品牌示意图



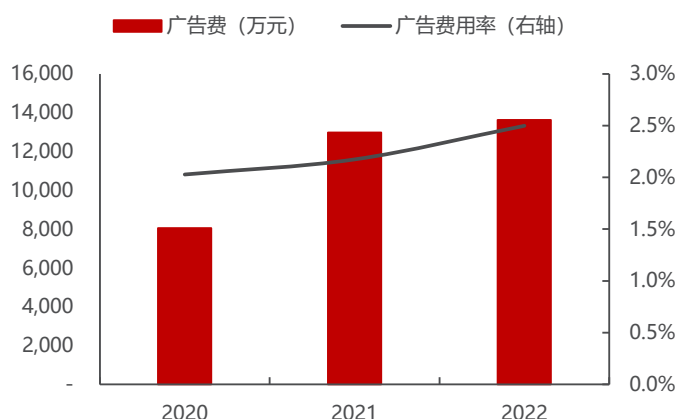
资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

图59：FEANDREA 品牌示意图



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

塑造品牌形象，加大宣传力度。公司加大广告投入，形成消费者认知与品牌效应，2022 年在销售费用整体减少的情况下，广告费相比上年增加至 1.36 亿元。一方面公司通过外部流量增加品牌好感度，在 Facebook、Youtube 等主社交媒体搭建账号，向消费者介绍致欧科技与旗下品牌的产品。另一方面，公司加大在亚马逊等购物网站的广告和宣传投入并为三个品牌打造独立的形象，吸引消费者关注进而提高客户粘性。

图60：致欧科技广告投入

资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

3.5 渠道：深度绑定亚马逊，多渠道运营打开天花板

3.5.1 深度绑定欧美最大线上平台亚马逊，合规运营规避风险

亚马逊为欧美市场最大线上平台，致欧科技深耕亚马逊十余年。在欧美市场，亚马逊占据着线上约 29%左右的流量占比；公司于亚马逊平台深耕十余年，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列，且产品均价较海外市场同类产品享有一定溢价，自然流量形成的销售额占比较高。品牌建设方面，公司多次获得亚马逊等平台授予的卖家荣誉奖项，2017 年公司荣获“亚马逊全能卖家”称号，2019 年公司获评“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”。

欧美电商监管环境趋严。近年来海外主要国家或地区的法规已经逐渐更新完善，尤其是在税务方面进展较快。2018 年以来美国大部分州市已相继明确要求电商平台代征代缴销售税 (Sales Tax)；2019 年欧洲多国要求电商平台承担更大的税务合规责任，部分不合规的店铺被关闭停业；2021 年 1 月 1 日起英国已经要求电商平台代征代缴部分产品的增值税 (Value Added Tax, 简称 VAT)，欧盟也于 2021 年 7 月 1 日开始执行电商平台代扣代缴增值税 (VAT) 的政策。亚马逊发布的《2022 品牌保护报告》报告显示，在 2022 年，亚马逊全球打假团队在美国、英国、欧盟和中国起诉或举报了超过 1300 个制售假者，发现、查获并妥善处理了超过 600 万件假货。

单账号运营，公司坚持合规运营以规避相关风险。致欧科技始终坚持合规运营，建立了严格的账号管理团队，有一套严格的账号合规运营内控体系。公司主要以亚马逊等三方平台销售为主，单账号运营，严格遵守目标市场国的法律法规，因此亚马逊 21 年大规模封号潮公司未受到任何的影响。合规经营已经成为跨境电商行业发展的必然趋势，致欧科技拥有较强合规建设能力，帮助其在新的竞争秩序中占据先机。

表14：亚马逊监管政策趋严

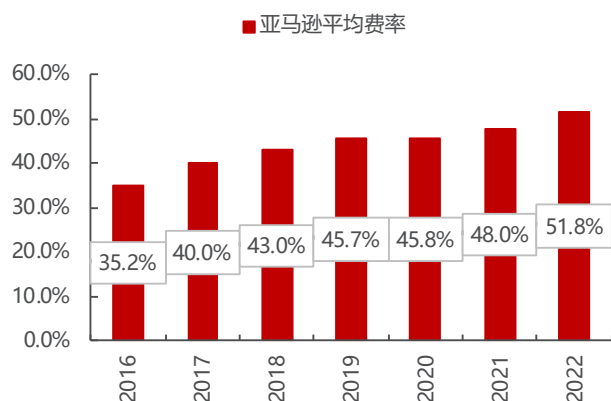
时间	监管方式	具体内容
2015 年	透明计划	验证产品真伪，确保仅将正品商品运送给买家。无论是由亚马逊配送还是由销售伙伴直接配送，商品都不能在亚马逊上发布，也不能在没有有效透明度代码的情况下发货。
2016 年 6-7 月	亚马逊英德两站陆续要求提供 VAT 税号	亚马逊要求英国站卖家必须在后台提交 VAT 税号，否则将不排除面临封号风险的消息。10 月亚马逊德国站提出可能向税务机关披露卖家信息，希望卖家对德国增值税法进行了解。
2016 年 12 月	对于超过 15 美元的货件，需对其中至少 95% 的货件提供追踪编码	自 2016 年 2 月起，卖家需要为至少 95% 超过 15 美元的货件提供有效追踪编码。而亚马逊方面表示，为订单提供有效的物流追踪编码，不仅将方便消费者实时追踪自己的订单，不再担心订单的下落，也能帮助卖家清晰了解订单状态，提高买家满意度
2019 年 3 月	“Project Zero” 新反欺诈项目	根据亚马逊的说法，该项目将赋予品牌所有者直接删除亚马逊平台上假冒其产品 listing 的权利，以此来更好的保护品牌。
2019 年 4 月	FDA 限制	受限分类需要获得亚马逊的预先批准，然后才能销售此分类中的商品，而亚马逊物流违禁商品不允许通过亚马逊物流仓库存储或分销，无论它们是否受到限制。
2020 年 6 月	亚马逊宣布成立全球打假团队	亚马逊宣布成立全球打假团队，专门负责打击违反法律法规和亚马逊商城规则、在亚马逊上销售假冒商品的售假者，并诉诸法律。
2020 年 10 月	亚马逊与美国政府机构合作检查假冒产品	亚马逊与美国移民和海关执法局下属的国家知识产权协调中心合作，“分析数据并进行有针对性的检查，以防止假冒产品进入美国供应链”。
2021 年 9 月	消息称亚马逊将组建团队监管云服务内容	知情人士透露，亚马逊将在其 AWS 部门聘请一个小团队，以监控和删除违反其云服务政策的内容，比如推崇暴力的内容，一旦违反规定，亚马逊将会删除。
2021 年 11 月	亚马逊美国、欧洲站卖家需要提供承运人名称和追踪信息	亚马逊英国站发布公告称将更新平台有关承运人和追踪信息的政策，该政策已于 10 月 1 日在美国站生效。亚马逊方面表示，为了快速接收卖家库存补给以满足销售需求，平台更新了相关政策。自 2021 年 11 月 1 日起，当卖家同非合作承运人创建货件时，需要提交承运人名称和追踪信息。
2021 年 9 月	不符合标题要求的产品将被无法被搜索	对于产品提交，标题必须遵守商品标题要求。此外，对于在下列任何商品类型中销售的商品，如果其商品名称包含禁用的关键词，或者不符合上述指南，都将被禁止在搜索结果中显示。
2022 年 7 月	CE 认证不合规产品下架	亚马逊美国站部分产品因不合规下架，需联系第三方监管机构提供合规证明，方可重新上架销售。亚马逊欧洲站发布公告，平台上所有涉及相关类目的卖家都必须进行“CE”认证，如果产品没有经过“CE”认证而贸然出口到欧盟，将被认为是违法行为。
2022 年 11 月	亚马逊将在 2023 年对家电销售实施新的限制	如果电器不符合最低家电能效标准且未在现代化家电效率数据库系统（MAEDbS）中注册，亚马逊将开始限制特定类别下的电器销售。
2023 年 3 月	亚马逊严打虚假评论，开始新一轮封号潮	亚马逊宣布正在进行 2023 年首个大型虚假 Review 打击行动，对于中招的卖家，卖家可以进行后台申诉，但必须要交代操纵评论的具体方式以及第三方服务商信息。
2023 年 5 月	热销产品下架	所有自行车头盔和个人漂浮设备必须经过检测，并符合平台的法规、标准和要求，否则这些商品将面临下架的风险。
2023 年 5 月	亚马逊新规出台：每年进行一次账号审核	亚马逊新规出台，要求符合要求的所有卖家每年进行一次信息核验。这意味着，大部分卖家不得不面临一年一度的“二审”。
2023 年 6 月	根据《消费者告知法》出台新规	该法律规定，大量第三方卖家有义务提供，亚马逊有义务收集、验证和披露有关其业务的信息。为了确保买家和卖家都能拥有值得信赖的商城，亚马逊已经维护并继续创新强大的流程，以便在注册期间和之后收集和验证卖家的业务信息。

资料来源：电商报，亿恩网，hlamp，zipeto，amazon 官网等，民生证券研究院

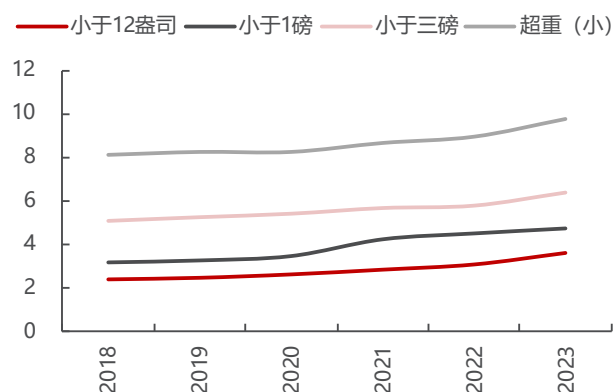
3.5.2 发展展望：建设全业务链条数字化，或培育私域流量池

近年来亚马逊费率持续上升。据 Marketplace Pulse 统计，2016-2022 年，亚马逊平均费率从 35.2% 提升至 51.8%，即 2022 年在亚马逊平台销售 100 元货品，需支付给亚马逊平台交易费、物流费、服务费等相关费用 51.8 元，平台卖家

利润被进一步压缩。FBA 费用亦持续上涨，以小于 12 盎司的货物为例，2018-2023 年，单价从 2.41 美元提升至 3.58 美元，CAGR 为 7.6%。

图61：亚马逊平均费率


资料来源：境商，Marketplace Pulse，民生证券研究院

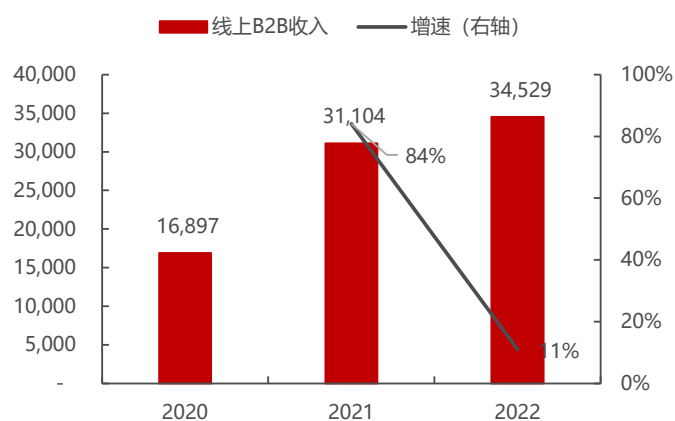
图62：FBA 费用变化（单位：美元）


资料来源：Marketplace Pulse，民生证券研究院

多元化渠道拓展。公司后续会持续开发其他第三方平台，并将对自营独立站进行整体升级，提升网站视觉的呈现和产品表达，引入 VR 等技术进行线上体验产品，解决用户电商购买家具产品的无法与现有家装环境融合体验的痛点，打造用户社区，增强忠诚用户粘性，提升产品复购率。B2B 渠道方面，线上 B2B 方面将继续深耕亚马逊 Vendor、Wayfair 等知名线上自营平台，扩大销售规模，线下进一步拓展商超等大客户渠道，比如 Target、The Home Depot、E-mart 等客户。

开拓独立站&线下渠道，降低对现有销售渠道的依赖性。据公司披露，为了提高公司产品的销售额，公司需要加大对有潜在价值的国际电商平台渠道以及自营官网的开发力度。未来，公司还需要增加对线下渠道的投入，增加线下渠道对销售额的贡献程度。**或将部分商品上架独立站，培育私域流量池。**公司销售主要依赖第三方平台，主因公司的品类客单价相对不高；据公司披露，公司产品平均单价为 60-70 美元；此外，公司产品品类天然的复购率不如服装等品类，换新周期相对较长，获客成本无法得到有效的摊薄。然而公司表示独立站有其独特价值：品牌的营销、展示和曝光不受亚马逊平台限制；公司表示或将部分设计感较强的、客单价较高的产品上架独立站销售，以获得更多的曝光，此举将有利于公司对欧美消费者进行品牌形象的输出和塑造，同时培育自有私域流量池。**拓展线下渠道，扩大销售规模。**公司通过阿里巴巴国际平台、线下家居展会等渠道进行产品展示，促成订单实现。此外，公司不断加大欧美 KA 拓展力度，与爱室丽家居、Williams-Sonoma, Inc.等线下零售商达成销售协议，目前正积极与 Target、The Home Depot、美国 b3 等公司推进合作。2020-2022 年，公司线下 B2B 渠道收入复合年均增长率为 42.95%。

图63：线下 B2B 渠道收入（万元）及增速



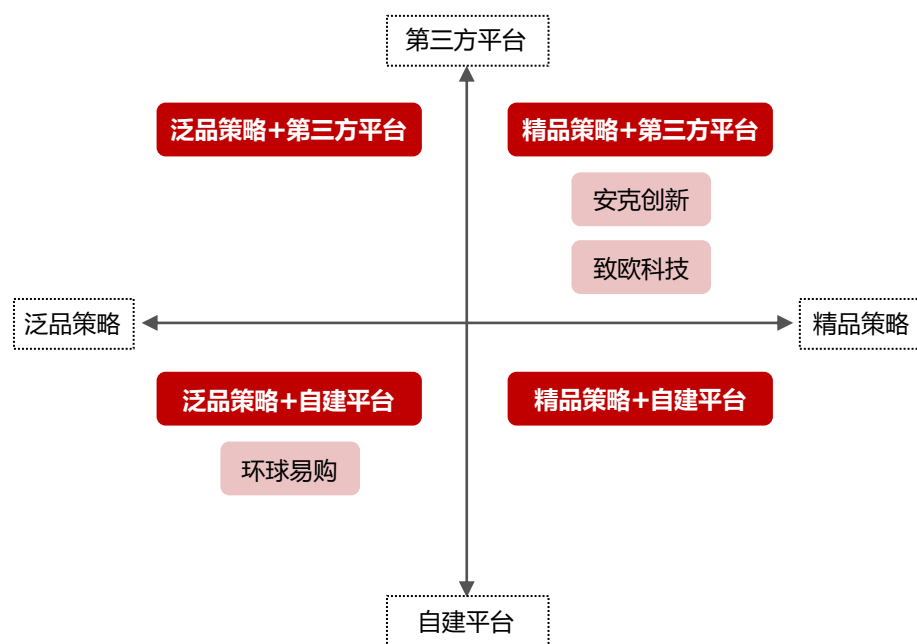
资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

4 安克创新&致欧科技均为精品+第三方平台运营模式，致欧科技品类延伸性更优

总结：安克创新在发展过程中始终布局蓝海小赛道，凭借创新能力分享行业成长红利。致欧科技则深耕家居品类，依靠家居多赛道的特点，持续进行品类拓展，通过低成本品类拓展实现收入增长。

安克创新&致欧科技为“精品策略+第三方平台”的典型代表。跨境电商企业可按照交易平台是否自建网站与选品策略角度分类；其中安克创新&致欧科技为“精品策略+第三方平台”的典型代表。精品策略由于产品 SKU 数量较少，自建网站吸引到的客流量有限，流量获取成本较高，一般会通过第三方平台开展销售业务，深度研发产品，借助极致的产品研发在第三方平台获取较好的口碑和较高的排名，从而实现销量的显著提升。

图64：跨境电商企业分类



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

4.1 安克创新：产品创新&品牌塑造打造全球知名消费电子企业

公司产品覆盖充电、智能创新、无线音频等领域，满足消费者不同的需求。安克创新深耕消费电子产业，通过自主研发、产品设计、品牌打造、渠道销售等方式，不断扩展产品矩阵，塑造享誉全球的智能硬件品牌。2022 年，公司充电类产品/智能创新类产品/无线音频类产品收入占比分别为 48.25%/30.82%/19.8%。

表15：安克创新产品介绍

产品类型	主要品牌	系列产品描述	部分产品图示
充电类产品 (48.25%)	Anker (安克)	公司充电类产品主要为“Anker (安克)”品牌的数码充电及周边产品、家用光伏和储能产品等，具体包括充电器、数据线、移动电源等。	
智能创新类产品 (30.82%)	eufy (悠飞)、 Nebula (安克星云)	eufy 品牌旗下现分为清洁、智控、健康及照明四个品类，拥有包括扫地机器人，语音控制助手，智能秤及智能灯泡等多种产品。 Nebula 激光智能投影产品目前主要包含三个系列，Cosmos 旗舰系列主打家庭影院、Mars 系列主打户外影音、Capsule 系列主打极致便携。	
无线音频类产品 (19.8%)	Soundcore (声阔)	无线音频类产品主要为“Soundcore (声阔)”品牌的无线蓝牙耳机、无线蓝牙音箱、音频眼镜等系列产品。	

资料来源：安克创新公司官网，年报，Nebula 官网，Soundcore 官网，民生证券研究院

深耕消费电子市场，品类拓展较为谨慎。安克创新从充电类产品起步，随后在2014 年推出无线音频类产品，2016 年成立 Eufy 和 Nebula 品牌，销售智能家居及激光投影产品，2022 年成立 AnkerMake 和 AnkerWork 品牌，分别发布 3D 打印机及办公领域音视频产品。

图65：安克创新品类拓展历程

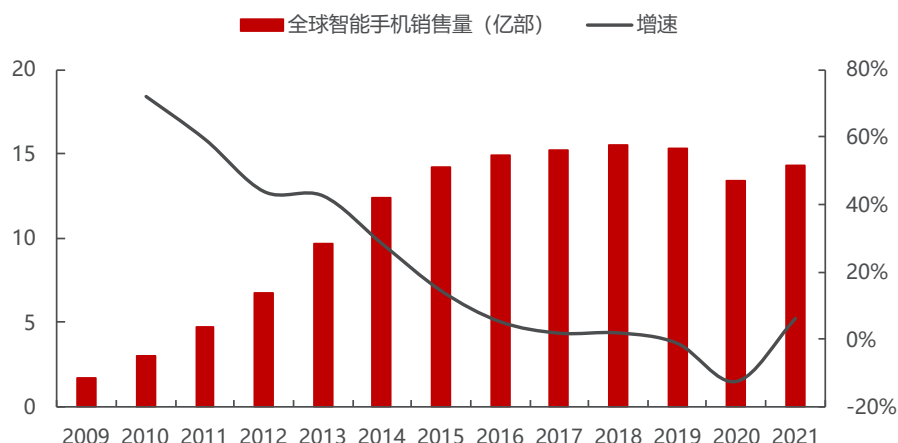


资料来源：安克创新官网，安克创新年报，安克创新公众号，民生证券研究院

乘智能电子设备东风，依靠产品创新打开市场。2009-2015 年间，智能手机出货量高速增长，CAGR 达到 42.2%，同时涌现出大量智能手机配套产品需求。

安克创新在此时成立并销售充电器产品，无疑是进入到了快速增长的蓝海市场。同时，安克创新的充电器产品具备自主创新，并拥有诸多核心技术，将 GaN（氮化镓半导体材料）材料应用在移动电源等相关产品中，较大程度同时提高了移动电源的充电效率并降低了产品体积；且定价低于 Apple 官方充电器产品，凭借产品创新及适度性价比打开市场，乘智能手机高速增长的东风实现快速增长。

图66：全球智能手机销售量及增速



资料来源：同花顺，Gartner，民生证券研究院

图67：Apple&安克创新 20W 充电头价格对比



资料来源：安克创新官网、Apple 官网，民生证券研究院

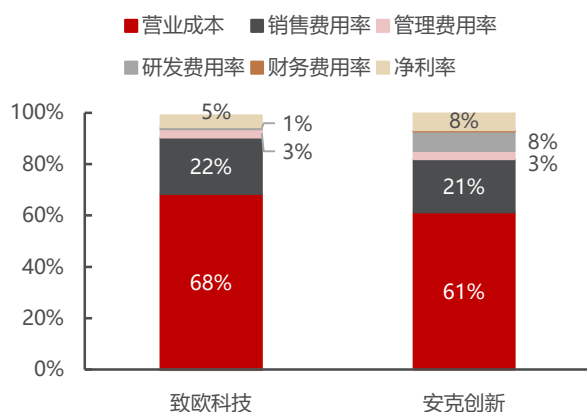
图68：Apple&安克创新 MagSafe 价格对比



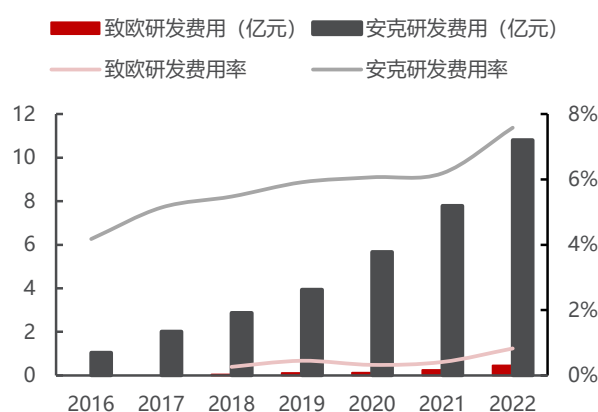
资料来源：安克创新官网、Apple 官网，民生证券研究院

4.2 致欧科技：家居领域品类拓展空间大，场景搭配引导关联性购买

致欧科技品类拓展阻碍更小，技术内涵低，研发费用投入低。致欧科技及安克创新的产品差异较大，2022 年致欧科技/安克创新销售毛利率为 32%/39%，研发费用率为 1%/8%，管理费用率及销售费用率基本相同。费用结构的差异主要由于致欧科技主营产品为家居产品，技术含量较低，且不同品类间拓展较为容易，而安克创新主营电子类产品，且大多具备较高创新性，因此研发投入要求较高，且不同品类之间协同性相对较低，品类拓展需要较多前期研发投入。

图69：2022 年致欧科技&安克创新费用结构拆分


资料来源：Wind，民生证券研究院

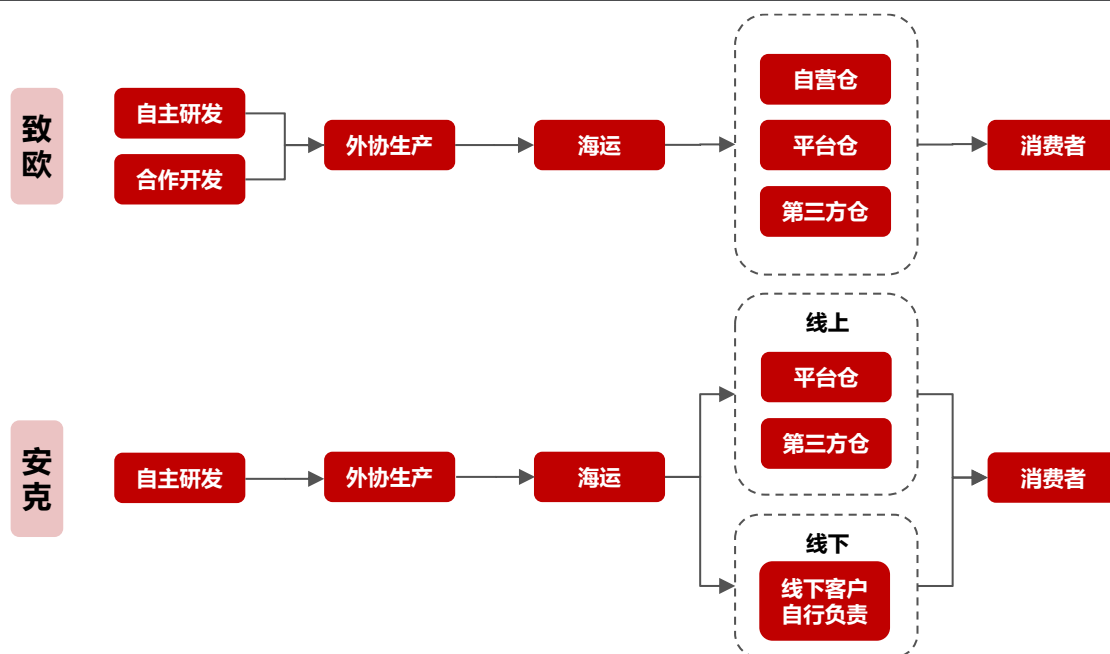
图70：致欧科技&安克创新研发费用及研发费用率对比


资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 供应链：致欧科技自建仓储带来更多品类拓展可能

致欧科技自有仓提高灵活性和更多品类拓展可能。从供应链模式来看，致欧科技在产品研发环节为自主研发和合作开发两种模式结合，而安克创新以自主研发为主，主要系安克创新产品技术创新要求较高。在生产和运输环节，两者均为外协生产及海运。两者供应链差异主要体现在仓储环节，致欧科技自 2014 年开始建设自营仓，截至 2021 年 6 月 30 日，陆续在德国、美国和国内设立了 13 个自营仓，2021H1 致欧科技 45% 的销售通过自营仓完成，其次为平台仓（38%）和第三方合作仓（11%）。

图71：致欧科技及安克创新供应链模式差异



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

家具系列：1) 收入：公司未来几年逐步扩充产品品类，进一步拓展海内外市场。综合考虑，假设 2023-2025 年收入增速分别为 15%、13%、14%。**2) 毛利率：**公司持续推进自营仓建设，优化采购流程，降本增效。我们预计未来几年公司毛利率仍有提升空间。综合考虑，假设 2023-2025 年毛利率分别为 44.78%、45%、45%。

家居系列：1) 收入：家居系列品类持续拓展，假设 2023-2025 年收入增速分别为 15%、16%、16%。**2) 毛利率：**家居系列拓展产品矩阵，部分大件单品或拉高毛利率。综合考虑，假设 2023-2025 年毛利率分别为 54%、55%、55%。

庭院系列：1) 收入：公司套装产品热销，未来几年将持续完善产品结构，推动产品多元化、套系化。综合考虑，假设 2023-2025 年收入增速分别为 5%、11%、15%。**2) 毛利率：**公司产品毛利率始终维持在较高水平，竞争力强。我们预计未来三年公司仍能够保持竞争优势，毛利率较为稳定。综合考虑，假设 2023-2025 年毛利率分别为 47%、45%、46%。

宠物系列：1) 收入：公司未来几年将进一步加强 FEANDREA 宠物家居品牌建设，提高市场份额。综合考虑，假设 2023-2025 年收入增速分别为 13%、13%、10%。**2) 毛利率：**我们预计未来三年公司同样能够持续保持竞争优势，毛利率较为稳定。综合考虑，假设 2023-2025 年毛利率分别为 50%、51%、52%。

其他系列：预计其他系列收入维持每年 13%-15% 增长，毛利率保持稳定。

表16：公司业绩拆分及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (亿元)	39.71	59.67	54.55	61.24	69.73	79.87
YOY		50.27%	-8.58%	12.25%	13.88%	14.53%
毛利率 (%)	37.92%	32.64%	31.65%	33.22%	33.74%	34.13%
家具系列						
收入 (亿元)	19.69	30.92	25.86	29.74	33.61	38.32
YOY		57.07%	-16.36%	15.00%	13.00%	14.00%
毛利率 (%)	50.25%	45.26%	44.78%	44.78%	45.00%	45.00%
家居系列						
收入 (亿元)	13.63	18.77	18.68	21.49	24.92	28.91
YOY		37.70%	-0.44%	15.00%	16.00%	16.00%
毛利率 (%)	59.38%	54.73%	53.63%	54.00%	55.00%	55.00%
庭院系列						
收入 (亿元)	3.86	6.33	5.32	5.58	6.20	7.13
YOY		64.06%	-16.02%	5.00%	11.00%	15.00%
毛利率 (%)	61.13%	54.86%	46.35%	47.00%	45.00%	46.00%
宠物系列						
收入 (亿元)	2.35	3.42	3.78	4.27	4.82	5.30
YOY		45.79%	10.44%	13.00%	13.00%	10.00%
毛利率 (%)	55.95%	51.97%	49.31%	50.00%	51.00%	52.00%
其他						
收入 (亿元)	0.16	0.15	0.14	0.16	0.18	0.21
YOY		-7.16%	-5.13%	13.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	49.77%	42.39%	39.36%	39.00%	39.00%	39.00%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

我们预测，公司持续推进自营仓建设，降低仓储费用率，销售费用率稳中有降，预计 23-25 年销售费用率为 21%、20.8%、20.6%；公司持续推进管理体系建设，管理费用率有所下降，预计 23-25 年管理费用率为 3.2%、3.1%、2.9%；公司持续推进新品研发，研发费用率保持稳定，23-25 年研发费用率为 0.7%；预计公司财务费用率稳中有降，23-25 年财务费用率为 0.5%、0.3%、0.2%。

表17：费用预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	22.0%	21.0%	20.8%	20.6%
管理费用率	3.2%	3.2%	3.1%	2.9%
研发费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
财务费用率	-0.2%	0.5%	0.3%	0.2%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司深耕跨境电商，我们选取国内较为知名的跨境电商企业焦点科技，安克创新和华凯易佰作为可比公司。焦点科技引入外贸、保险、企业采购、教育、医疗等多个领域，目前主要运营中国制造网、新一站保险网、Doba.com 等电子商务平台。安克创新主要从事自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品的自主研发、设计和销售，是全球消费电子行业知名品牌。华凯易佰主要通过第三方平台，将汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺等品类的高性价比商品销售给境外终端消费者。

相关可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 20/25/20X，致欧科技为 43/28/23X，高于平均值，主因公司高品类拓展能力、盈利优化趋势。2023 年可比公司平均 PEG 为 0.93，致欧科技产品结构不断完善，品类迭代，线上销售渠道进一步发展，将进一步开拓海内外市场，我们预计致欧科技 PEG 为 0.80，看好公司中长期业绩增长。

表18：可比公司 PEG 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			2022- 2024CAGR	PEG 2023E
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
002315.SZ	焦点科技	33.89	0.97	1.21	1.54	19	29	23	26.11%	1.11
300866.SZ	安克创新	83.50	2.81	3.34	3.92	21	25	21	17.02%	1.32
300592.SZ	华凯易佰	25.32	0.75	1.21	1.64	20	21	16	31.47%	0.35
平均值						20	25	20	24.87%	0.93
301376.SZ	致欧科技	26.82	0.62	0.95	1.14	43	28	23	35.47%	0.80

资料来源：wind，民生证券研究院；（注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 8 月 3 日）

5.3 投资建议

公司为自有家居品牌家居跨境电商第一股，品类延展逻辑顺畅、空间广阔。叠加海运费降低、自建仓持续推进，预计公司盈利能力改善。我们预计公司 23-25 年实现归母净利润 3.81/4.59/5.66 亿元，同增 52.3%/20.5%/23.3%，对应 PE 28/23/19X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 第三方电商平台经营风险。公司主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等海外线上 B2C 平台销售产品，如果该等电商平台的业务模式、经营策略或经营稳定性发生重大变化，则可能对公司的经营业绩产生不利影响。

2) 国际贸易摩擦的风险。如果未来中美双方未能达成友好协商，贸易摩擦长期持续乃至进一步升级，而公司无法采取有效的应对措施，则公司产品的价格竞争力有可能受到削弱，美国消费者对公司产品的消费需求可能减少，公司的经营业绩可能因此受到较大不利影响。

3) 汇率及海运费大幅波动的风险。22 年运输费用占公司营业成本的 24%，运输费用中海运费占比较大，若海运费出现较大幅度波动，公司毛利率将受到较大影响。公司营业收入基本均来自海外，汇率大幅波动可能影响公司盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,455	6,124	6,973	7,987
营业成本	3,729	4,090	4,620	5,261
营业税金及附加	4	5	6	6
销售费用	1,201	1,286	1,450	1,645
管理费用	174	196	216	232
研发费用	45	43	49	56
EBIT	291	518	647	804
财务费用	-14	35	37	34
资产减值损失	-23	-26	-58	-89
投资收益	14	15	18	20
营业利润	311	473	569	701
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	309	470	567	699
所得税	59	90	108	133
净利润	250	381	459	566
归属于母公司净利润	250	381	459	566
EBITDA	435	684	863	1,077

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,039	1,160	1,619	2,048
应收账款及票据	143	134	153	175
预付款项	17	0	0	0
存货	689	758	857	976
其他流动资产	314	955	538	258
流动资产合计	2,203	3,008	3,167	3,456
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	44	45	46	47
无形资产	9	9	9	9
非流动资产合计	1,275	1,778	2,102	2,390
资产合计	3,478	4,786	5,269	5,846
短期借款	341	418	418	418
应付账款及票据	242	280	316	360
其他流动负债	355	259	291	329
流动负债合计	938	957	1,025	1,108
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	733	813	864	908
非流动负债合计	733	813	864	908
负债合计	1,670	1,770	1,889	2,016
股本	361	402	402	402
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,807	3,016	3,380	3,831
负债和股东权益合计	3,478	4,786	5,269	5,846

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.58	12.25	13.88	14.53
EBIT 增长率	-17.08	78.00	24.99	24.26
净利润增长率	4.29	52.31	20.48	23.26
盈利能力 (%)				
毛利率	31.65	33.22	33.74	34.13
净利率	4.58	6.22	6.58	7.08
总资产收益率 ROA	7.19	7.96	8.71	9.68
净资产收益率 ROE	13.84	12.63	13.58	14.77
偿债能力				
流动比率	2.35	3.14	3.09	3.12
速动比率	1.38	1.48	1.87	2.15
现金比率	1.11	1.21	1.58	1.85
资产负债率 (%)	48.03	36.98	35.86	34.48
经营效率				
应收账款周转天数	9.58	8.00	8.00	8.00
存货周转天数	67.44	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.58	1.48	1.39	1.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.95	1.14	1.41
每股净资产	4.50	7.51	8.42	9.54
每股经营现金流	2.46	1.45	2.43	2.87
每股股利	0.00	0.24	0.29	0.35
估值分析				
PE	43	28	23	19
PB	6.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	25.26	16.09	12.75	10.21
股息收益率 (%)	0.00	0.88	1.07	1.31

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	250	381	459	566
折旧和摊销	145	166	216	273
营运资金变动	552	-20	206	189
经营活动现金流	988	584	975	1,152
资本开支	-11	-303	-314	-315
投资	-269	-127	0	0
投资活动现金流	-252	-1,044	-164	-295
股权募资	0	892	0	0
债务募资	-336	-44	0	0
筹资活动现金流	-568	581	-352	-429
现金净流量	185	121	459	428

插图目录

图 1: 致欧科技发展历史.....	3
图 2: 致欧科技股权结构 (截至 23 年 6 月 26 日)	4
图 3: 2018-2023Q1 营收 (亿元) 及增速 (%)	5
图 4: 2018-2023Q1 净利润 (亿元) 及增速 (%)	5
图 5: 2022 年各系列销售收入占比	6
图 6: 2018-2022 年家具系列收入	7
图 7: 2022 年家具系列收入构成.....	7
图 8: 家具系列部分产品.....	7
图 9: 2018-2022 年家居系列收入	8
图 10: 2022 年家居系列收入构成	8
图 11: 家居系列部分产品	8
图 12: 2018-2022 年庭院系列收入.....	9
图 13: 2022 年庭院系列收入构成	9
图 14: 庭院系列部分产品	9
图 15: 2018-2022 年宠物系列收入.....	10
图 16: 2022 年宠物系列收入构成	10
图 17: 宠物系列部分产品	10
图 18: 致欧科技收入占比-按产品.....	11
图 19: 公司销售毛利率&净利率 (%)	11
图 20: 2018-2022 四大系列产品毛利率 (%)	11
图 21: 致欧科技主营业务成本拆分	12
图 22: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	13
图 23: 公司期间费用率	13
图 24: 2020-2022 年各地区销售占比 (%)	14
图 25: 不同销售模式占比 (%)	15
图 26: 2020-2022 年 B2C 收入及增速	16
图 27: 2020-2022 年 B2B 收入及增速	16
图 28: B2B、B2C 渠道毛利率.....	16
图 29: 2014-2026 年全球电商渠道零售额及增长率.....	18
图 30: 全球电商零售额占全球零售总额比例.....	18
图 31: 2020 年全球部分国家和地区电商零售渗透率情况	19
图 32: 2022 年全球各地区电商零售额及增速	19
图 33: 中国家具业固定资产投资及家具零售额增速	19
图 34: 中国家具制造业亏损企业数量	19
图 35: 2014-2021 年中国跨境电商市场规模及增速.....	20
图 36: 2013-2021 年中国跨境电商交易进出口结构.....	20
图 37: 2013-2021 年中国跨境电商交易 B2B 与 B2C 结构 (%)	22
图 38: 供应商管理机制流程图.....	23
图 39: 采购、交付及质控流程图.....	24
图 40: 欧美消费者信心指数.....	25
图 41: 中国部分出海电商美国访问量 (月度, 百万人)	25
图 42: 致欧科技组装鞋柜产品.....	25
图 43: 致欧科技组装橱柜产品.....	25
图 44: 致欧科技打造产品使用场景	26
图 45: Songmics 风格偏现代	27
图 46: 2021 年美国床垫销售渠道分布.....	29
图 47: 公司将资源集中至“微笑曲线”两端附加值较高的环节	30
图 48: 致欧科技员工结构 (单位: 人)	30
图 49: 致欧科技研发思路	31
图 50: 公司仓储物流体系示意图.....	33
图 51: 致欧科技应收账款周转率&存货周转率 (次)	34
图 52: 自营仓示意图	35
图 53: 自营仓示意图	35
图 54: 亚马逊平台仓 (FBA) 流程示意图	35

图 55: 欧洲不同仓储模式收入占比	37
图 56: 北美不同仓储模式收入占比	37
图 57: SONGMICS 品牌示意图	38
图 58: VASAGLE 品牌示意图	38
图 59: FEANDREA 品牌示意图	38
图 60: 致欧科技广告投入	39
图 61: 亚马逊平均费率	41
图 62: FBA 费用变化 (单位: 美元)	41
图 63: 线下 B2B 渠道收入 (万元) 及增速	42
图 64: 跨境电商企业分类	43
图 65: 安克创新品类拓展历程	44
图 66: 全球智能手机销售量及增速	45
图 67: Apple&安克创新 20W 充电头价格对比	45
图 68: Apple&安克创新 MagSafe 价格对比	45
图 69: 2022 年致欧科技&安克创新费用结构拆分	46
图 70: 致欧科技&安克创新研发费用及研发费用率对比	46
图 71: 致欧科技及安克创新供应链模式差异	47

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司高级管理人员	5
表 2: B2B 及 B2C 商业模式	15
表 3: 公司募集资金投资项目情况	17
表 4: 我国跨境电商部分政策	21
表 5: 致欧科技及其他主要家居出口企业商业模式对比	22
表 6: 中国/越南家具出口美国相关税率对比 (以木制餐桌 9403.60.8040 为例)	24
表 7: 宜家及致欧科技品类对比	28
表 8: 致欧科技与宜家家居对比	31
表 9: 致欧科技产品设计获奖情况	32
表 10: 不同跨境电商物流模式特点	32
表 11: 线上 B2C 不同发货形式预估费率	36
表 12: 亚马逊 FBA 收费标准	36
表 13: 某款办公椅快递费用对比	37
表 14: 亚马逊监管政策趋严	40
表 15: 安克创新产品介绍	44
表 16: 公司业绩拆分及预测	49
表 17: 费用预测表	49
表 18: 可比公司 PEG 数据对比	50
公司财务报表数据预测汇总	52

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026