



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

线上宜家，同与不同

—致欧科技(301376)公司深度报告

2023 年 10 月 9 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

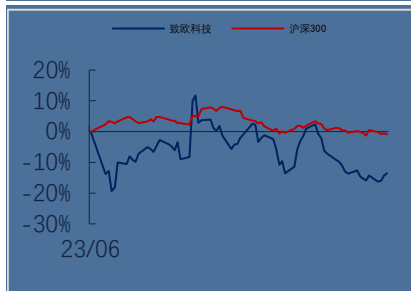
公司研究

公司深度报告

致欧科技 (301376)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	22.76
52 周内股价波动区间 (元)	29.43-21.24
最近一月涨跌幅 (%)	-7.18
总股本 (亿股)	4.01
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	91.38

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

线上宜家，同与不同

2023 年 10 月 09 日

本期内容提要：

◆**致欧科技专注家居跨境电商，出海品牌深耕欧美市场。**公司三大自有品牌 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 分别聚焦家居、家具、宠物家居。2018-2022 年公司营收、归母净利润复合增速分别为 36%、37.5%。公司在过去五年欧洲、美国营收占比分别达 56%、41%，销售模式以亚马逊平台 B2C 为主，B2B 快速发展。公司 23H1 实现营业收入 26.44 亿元，同比下降 5.87%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 68.44%。

◆**跨境电商市场广阔，海外家居电商化步伐持续推进。**跨境电商作为零售电商新业态，近年来加速成长。据网经社，2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元，同比增长 10.56%，2018-2022 年复合增速达 15%，其中 B2C 模式占比为 24.4%，呈现继续扩大的态势。**从家具出口看**，中国占全球家具出口额的 48%，主要销往欧美日韩。2017-2022 年我国家具出口额 CAGR 达约 6.9%。**从欧美家具消费看**，Euromonitor 统计 2022 年美国、西欧室内家具市场零售规模分别约 1393 亿美元、1295 亿美元，2022-2027 年美国、西欧室内家具零售规模有望实现 3.5%、4.1% 的复合增速。近年来随着互联网的普及、物流行业的发展以及消费者习惯的改变，家居销售电商渠道占比持续增长，2022 年美国、西欧室内家具线上渠道占比分别为 28.2%、21.4%，较 2019 年分别提升 13.5pct、7.4pct。

◆**对标宜家，致欧跨境模式灵活高效打造线上家居场景，宜家背靠强穿透力的瑞典文化基因注重线下体验，商业模式各有千秋。****运营层面：****1) 生产端：**公司供应商主要集中在广东，具有产业集群下较低成本采购的优势，公司与供应商践行长期合作原则，近年采购成本占比稳定，且公司产品开发周期短、采用小单快返、快速迭代的模式。对比宜家，虽然宜家具备全球采购优势，但宜家新品开发周期长，且从部分类似产品来看，公司产品的性价比也能达到较好水平。**2) 物流端：**公司自有仓发货占比高，欧洲时效较高，美国仍有优化空间，产品亦采用平板包装&DIY 安装，节约相关成本。**3) 零售端：**公司 B2C 模式主要在亚马逊销售，主要品牌 Songmics 在欧洲主要市场亚马逊卖家排名较高，且规模效应带动电商交易费成本不断摊薄；宜家渠道以线下门店为主、线上为辅。**财务层面：****1) 毛利率低于宜家：**我们认为，宜家毛利率较高的核心是基于强穿透力的瑞典文化基因，使宜家仅以四种家居设计风格可以售卖全球，庞大的销售规模支撑其全球采购强大议价能力，凭借 9500 多个 SKU 支撑其全球 446 亿欧元营收规模。**2) 存货周转率类似：**两者均 4-5 次/年左右，公司在高效数字化供应链管理体系下运营表现优秀。**3) 固定资产、应收账款周转率高于宜家：**我们认为主要由于商业模式差异，宜家为线下大店重资产，公司则为跨境电商轻资产，电商模式零售效率更高，且公司较小件、购买频次更高的家居用品占比约 34%，应收账款周转率较高。

◆**渠道拓展、供应链效能释放，有望驱动公司未来持续增长。****收入：**公司仍处于快速发展阶段，目前约 80.5% 营收为 B2C 模式，18-22 年 B2C 复合增速达 30%；近年公司 B2B 渠道快速增长，18-22 年复合增速达约 86%。当前公司在欧洲亚马逊排名较前，美国仍有较大成长空间。B2B 模式亦有望持续扩展客户实现增长。**成本：****1) 随着销售规模扩大、B2B 占比提升，电商平台交易费率近年来保持下降趋势。****2) 公司 22 年海运及关税成本费率显著增至 14.4%，影响利润，随着海运费回归正常，相关成本有望优化。****3) 目前公司自营仓占比较高，公司海外仓租赁期较长，有利于保证成本低位可控。****募投项目：**公司上市实际募资规模为 9.9 亿元，主要用于供应

链及研发。目前自有仓约 26 万平面积，募投拟扩大仓储面积 18.1 万平方米，匹配公司中期规模增长；另外募投项目投入仓储物流自动化建设，有助于进一步提升供应链效率。

◆**盈利预测与投资评级：**公司专注家居跨境电商，为欧洲亚马逊平台头部卖家，有望共享全球零售数字化下的跨境电商增长红利。B2C、B2B 各渠道均衡发展，驱动营收增长。供应链提质增效，各项成本持续优化盈利有望持续释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.91 亿元、4.79 亿元、5.75 亿元，分别同比增长 56.5%、22.3%、20.1%，目前股价对应 PE 为 23x，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**第三方平台经营风险，汇率波动风险，国际贸易摩擦风险，募投项目不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,967	5,455	6,243	7,445	8,791
增长率 YoY %	50.3%	-8.6%	14.4%	19.2%	18.1%
归属母公司净利润 (百万元)	240	250	391	479	575
增长率 YoY%	-36.9%	4.3%	56.5%	22.3%	20.1%
毛利率%	32.6%	31.6%	36.0%	36.5%	36.6%
净资产收益率 ROE%	15.6%	13.8%	12.9%	14.0%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.62	0.98	1.19	1.43
市盈率 P/E(倍)	38.10	36.54	23.34	19.08	15.89
市净率 P/B(倍)	5.93	5.06	3.01	2.67	2.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 28 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、公司概况：家居跨境电商领跑者	7
1.1 多年深耕家居品类，出海品牌龙头	7
1.2 财务分析：23H1 盈利显著改善，静待需求修复	9
二、跨境电商市场广阔，海外家居电商化加速	11
2.1 把握全球零售电商化红利，中国跨境电商快速成长	11
2.2 海外家具需求稳增，疫情加速电商占比提升	13
三、宜家：强大文化基因打造重体验&性价比	16
3.1 全球家居零售龙头，全球化、线上化积极布局	16
3.2 供应链多举优化成本，产品价格竞争力突出	19
3.3 穿透全球的文化力，研产结合确保性价比	20
3.4 顺应消费渠道变化趋势，发力数字化零售	21
四、致欧科技：研产供销多维并重，综合能力突出	23
4.1：收入分析：聚焦家居品类，B2C 深耕亚马逊，B2B 有望高增	23
4.1.1 产品：产品系列齐全，设计零整结合	23
4.1.2 渠道：欧洲亚马逊家具类头部卖家，B2B 增长迅速	25
4.2：成本分析：持续优化供应链，提升运营效率与盈利空间	27
4.2.1 供应：与供应商长期合作，采购成本占比稳定	28
4.2.2 仓储：自营仓占比高，长租期锁定仓储成本	29
4.2.3 物流配送：海运费回落、自营仓完善，相关成本有望优化	30
4.2.4 募投项目：投入研发及供应链，加强出海品牌竞争力	31
4.3 对标宜家，跨境模式运营效率较高	32
五、盈利预测与估值	34
5.1 盈利预测及假设	34
5.2 估值与投资评级	35
六、风险因素	36

表 目 录

表 1：公司募投项目表	31
表 2：公司收入预测简表	34
表 3：公司盈利预测简表	34
表 4：可比公司 23 年平均 PE 约 28X	35

图 目 录

图 1：公司发展历程	7
图 2：2018-2022 年主要业务营收情况	8
图 3：2022 年公司主营业务营收占比	8
图 4：2018-2022 年分地区营收占比	8
图 5：2018-2020 年公司分业务模式营收情况	8
图 6：截止 23 年中报公司股权结构图	9
图 7：2018-2023H1 营业收入与同比增长率	10
图 8：2018-2023H1 归母净利润与同比增长率	10
图 9：2017-2023H1 毛利率和净利率	10
图 10：2017-2023H1 公司期间费用率	10
图 11：2017-2022 年公司存货/应收/应付账款周转天数（天）	11
图 12：2017-2022 年现金流情况（百万元）	11
图 13：2014-2024 年全球电商渠道零售额	12
图 14：2015-2024 年全球电商零售额占全球零售总额比例	12
图 15：2017-2025 年欧洲、美国电商渠道零售额	12
图 16：2018-2026 年亚洲、北美、西欧、东欧电商占零售额比重	12
图 17：2014-2022 年中国跨境电商市场规模与增速	13
图 18：2018-2022 年中国跨境电商渗透率	13
图 19：2013-2022 年中国跨境电商交易模式结构	13
图 20：2016-2022 年全球家具市场产值规模与预测	14
图 21：2017-2023 年全球家具销售线上线下占比	14

图 22: 2017-2025 年全球家居用品市场规模	14
图 23: 2005-2020 年全球家居用品市场电商渠道销售占比	14
图 24: 2019 年全球前十大家具消费国消费额	15
图 25: 2022 年全球家具出口国出口额占比	15
图 26: 2022 年中国家具出口目的国出口额占比	15
图 27: 2012-2022 年中国家具出口金额及同比	15
图 28: 2012-2022 年美国及西欧室内家居市场规模及增速	16
图 29: 2008-2022 年全球主要各国室内家具线上销售占比	16
图 30: 宜家发展历程	17
图 31: 2001-2022 年宜家零售额与同比增速	18
图 32: 2021 年宜家分地区零售额占比	18
图 33: 2021 年宜家排名前五主要零售市场	18
图 34: 2013-2022 年宜家在主要国家的室内家具零售额市占率	18
图 35: 2017-2022 年宜家零售与供应链毛利率	19
图 36: 2017-2022 年宜家零售与供应链剔除投资损益净利率	19
图 37: 2015 年宜家主要供应商地区分布	19
图 38: 2015 年宜家主要供应商国家分布	19
图 39: 2017-2022 年宜家零售与供应链存货周转率	20
图 40: 2017-2022 年宜家零售与供应链固定资产周转率	20
图 41: 宜家 4*4*N 产品矩阵	21
图 42: 2019 年宜家产品零售额结构分布	21
图 43: 宜家 LOGO 的变化	21
图 44: 2021 年宜家排名前五主要零售市场	22
图 45: 2013-2022 年宜家在主要国家的室内家具零售额市占率	22
图 46: 宜家城市小店示意图	23
图 47: 宜家 IKEA Kreativ 示意图	23
图 48: 2022 年公司主要产品品类结构	24
图 49: 公司三大品牌矩阵	24
图 50: 致欧科技产品研发“蘑菇型模式”理论	25
图 51: 2018-2022 年公司分渠道收入与同比增速	25
图 52: 2018-2022 年公司 B2C 各平台营收分布	25
图 53: Songmics 在德国亚马逊卖家排名较高	26
图 54: Songmics 在法国亚马逊卖家排名较高	26
图 55: 2018-2022 年公司 B2B 线上、线下营收	26
图 56: 2018-2022 年公司线上 B2B 主要客户	26
图 57: 2018-2022 年公司电商平台交易费率下降	27
图 58: 2018-2022 年公司广告费变化趋势	27
图 59: 2018-2022 年公司 B2C 与 B2B 毛利率	27
图 60: 2018-23H1 年公司毛利率（含运费）与净利率	27
图 60: 2022 年公司主要成本构成示意图	28
图 61: 公司向前五名供应商采购金额占比稳定	28
图 62: 公司产品采购成本占营收比重稳定	28
图 63: 公司供应链系统示意图	29
图 64: 2018-2022 年公司仓储费率变化趋势	30
图 65: 2018-2022 年公司存货周转率变化趋势	30
图 66: 2022 年公司仓库分地区面积	30
图 67: 2018-2022 年公司海运物流关税及运输费率	31
图 68: 2018 年至今海运费变化趋势	31
图 69: 2018-2022 年公司研发费用及研发费用率	32
图 70: 募投项目将显著增加公司仓储面积	32
图 71: 公司与宜家产品价格示意图	32
图 72: 公司与宜家毛利率对比	33
图 73: 公司与宜家存货周转率对比	33
图 74: 公司与宜家固定资产周转率对比	33
图 75: 公司与宜家应收账款周转率对比	33

投资聚焦

- **跨境电商市场广阔，海外家居电商化步伐持续推进。**全球零售电商渠道交易规模不断增长，据 Statista，全球电商零售额预计 2024 年可达 63880 亿美元，2020-2024 年复合年增速有望达到 10%。零售电商渠道占比有望自 2020 年的 18.0% 提升至 2024 年的 21.8%。跨境电商作为零售电商新业态，近年来加速成长，据网经社，2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元，同比增长 10.56%，2018-2022 年复合增速达 15%，其中 B2C 模式占比为 24.4%，呈现继续扩大的态势。从家具出口看，欧美为全球家具主要进口地区，中国占全球家具出口额的 48%，2017-2022 年我国家具出口额 CAGR 达约 6.9%。从欧美家具消费看，Euromonitor 统计 2022 年美国、西欧室内家具市场零售规模分别约 1393 亿美元、1295 亿美元，2022-2027 年美国、西欧室内家具零售规模有望实现 3.5%、4.1% 的复合增速。近年来随着互联网的普及、物流行业的发展以及消费者习惯的改变，家居销售电商渠道占比持续增长，2022 年美国、西欧室内家具线上渠道占比分别为 28.2%、21.4%，较 2019 年分别提升 13.5pct、7.4pct。
- **回顾宜家过去 70 余年的发展，宜家的核心竞争力在于：优质的供应链下的高性价比产品、零售大店消费场景的打造。**生产端：截止 15 年宜家约 59% 供应商在欧洲，25% 在中国，就近生产 & 低成本地区生产并行，与供应商平均合作年限达 11 年，保持长期可持续合作关系。物流端：宜家产品多为模块化 DIY 组装及平板包装，减少配送、安装成本。零售端：2022 年宜家在欧洲市场家居零售额市占率超 10%，份额持续领先。其门店兼具销售展示与仓储功能，保障 9500 多个 SKU 全系列高质量管理。研发端：宜家产品特有的北欧风与“民主设计”结合，大部分产品是在工厂内与供应商协同开发完成，研产结合从源头保证性价比。
- **进入零售数字化时代，宜家围绕全链条的数字化打造全新竞争力。**宜家经过 2016 年组织架构调整，将设计、制造、物流职能从经销商处收回，确保中后台数字化升级有效落地。线上零售额占比从 2016 年的 4% 提升至 2022 年的 22%。同时，宜家通过城市小店、设计店等新型门店贴近消费者，并作为网购自提点赋能线上零售；通过 APP 增强对年轻消费者吸引力；且以 AR/AI 技术赋能设计与销售。
- **对标宜家，致欧跨境模式灵活高效打造线上家居场景，商业模式颇具亮点。**运营层面，公司产品开发周期短、采用小单快返、快速迭代的模式；且从部分类似产品来看，公司产品的性价比也能达到较好水平；物流端自有仓发货占比高，欧洲时效较高，美国仍有优化空间。同时，随着规模效应释放，带动电商交易费成本不断摊薄。财务指标方面，公司毛利率略低于宜家、存货周转率类似，且固定资产、应收账款周转率高于宜家。

一、公司概况：家居跨境电商领跑者

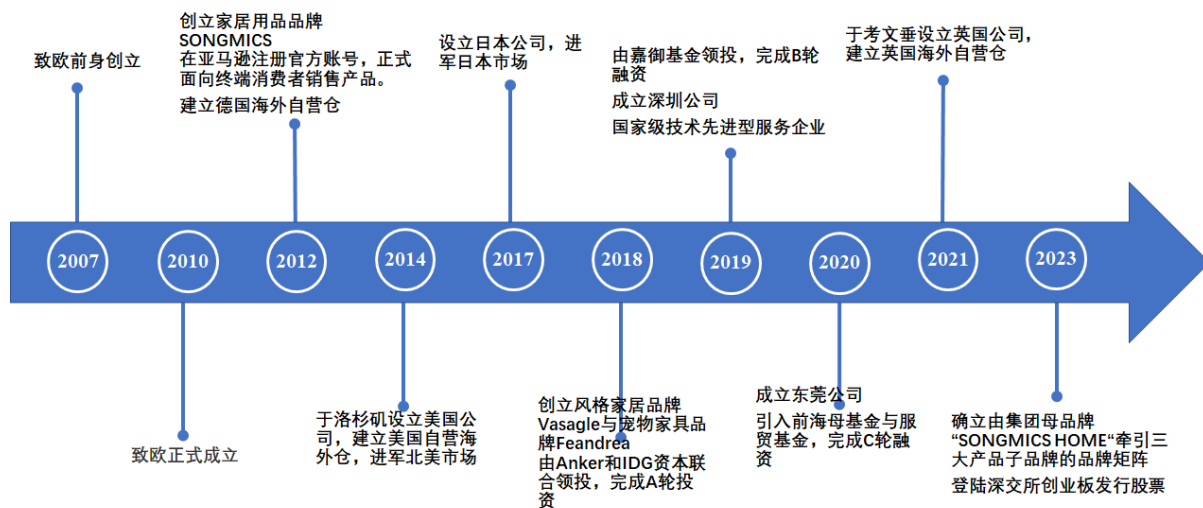
致欧科技专注家居跨境电商，出海品牌深耕欧美市场。三大自有品牌 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 分别聚焦家居、家具、宠物家居。2018-2022 年公司营收、归母净利润复合增速分别为 36%、37.5%。公司在过去五年欧洲、美国营收占比分别达 56%、41%，销售模式以亚马逊平台 B2C 为主，B2B 快速发展。公司 23H1 实现营业收入 26.44 亿元，同比下降 5.87%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 68.44%。

1.1 多年深耕家居品类，出海品牌龙头

公司专注于自有品牌家居产品的研发、设计和销售，主要面向欧美及北美地区市场。公司自 2010 年成立至今，公司聚焦家居品类十余年，多年来不断将产品品类向全屋场景拓展，以“全球互联网家居领先品牌”为长期发展战略定位，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。现如今已建立起一套适合线上销售的快速响应的前端产品研发和信息系统开发体系。2022 年，公司荣膺亚马逊全球开店颁发的“2021 年度‘赢之以恒’年度卖家”称号，并连续两年入选网经社评定的“中国跨境电商百强榜”。

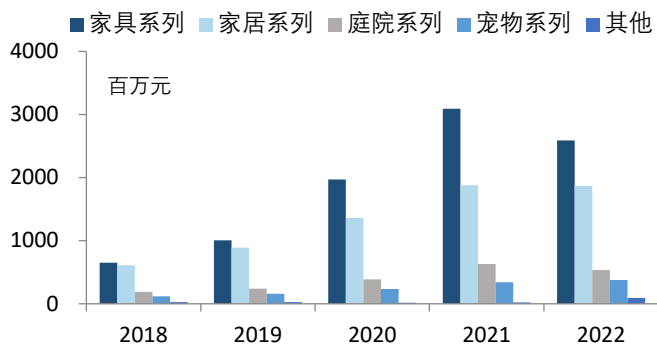
公司业务以经营 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌家居产品的研发、设计和销售为主，按顺序分别对应家居品类、家具品类、宠物家居品类以及庭院系列等。公司产品涵盖了客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等不同场景，已逐渐形成不同风格或材质互相组合设计的小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多系列产品矩阵，从而满足客户在多场景下的消费需求，实现消费者一站式采购。

图 1：公司发展历程

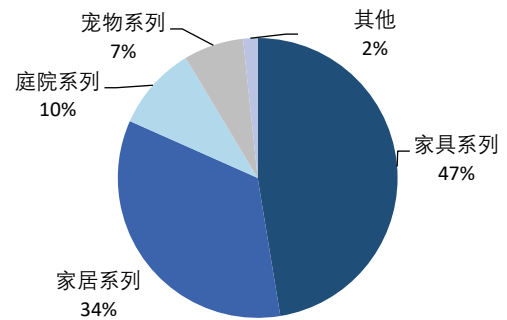


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2018-2022 年公司四大产品系列协同并进，实现快速增长。公司当前主要产品为家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列，2022 年分别约占主营业务 47%、34%、10%、7%。各大系列 2018-2022 年营收复合增长率分别为 41%、32%、30%、33%，实现协同快速增长。

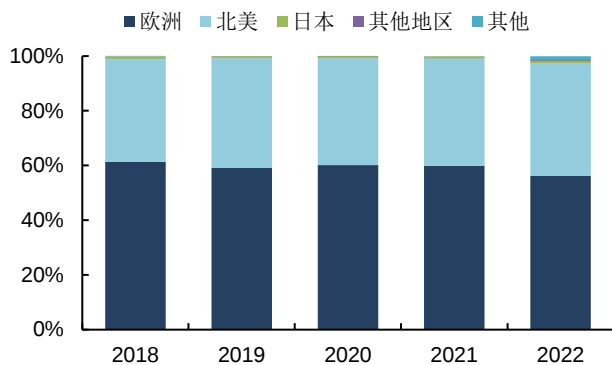
图 2：2018-2022 年主要业务营收情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

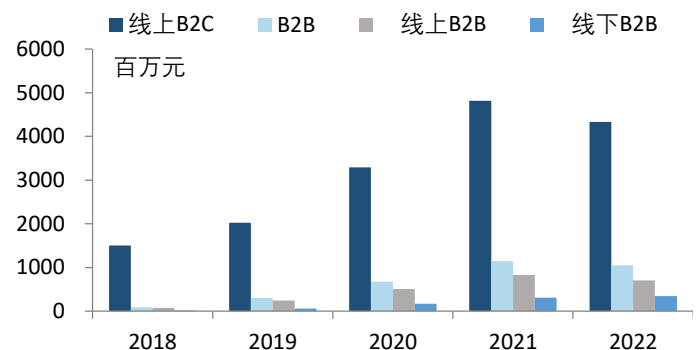
图 3：2022 年公司主营业务营收占比


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

产品主要销往欧洲、美国，线上 B2C 为主要销售模式。分地区看，公司在过去五年欧美与北美市场营收占比均在 97% 以上，2022 年欧洲地区营收 30.65 亿元，占比达 56%，北美地区营收 22.44 亿元，占比达 41%。公司采用线上 B2C 和跨境出口 B2B 模式实现产品销售，2022 年 B2C、B2B 模式营收占比分别为 81%、19%。线上 B2C 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。B2B 主要与亚马逊、Wayfair 合作。

图 4：2018-2022 年分地区营收占比


资料来源：公司公告，公司招股书，信达证券研发中心

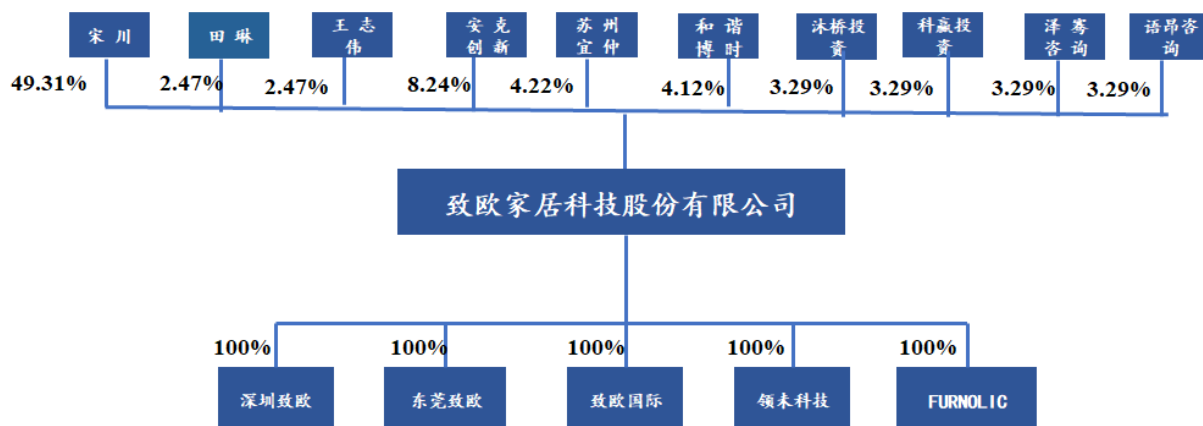
图 5：2018-2020 年公司分业务模式营收情况


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

创始人宋川为实际控制人，安克创新为主要股东。公司最大控股股东为宋川，持有公司 49% 股权。公司实际控制人及公司法人均为宋川。上市公司安克创新为公司主要股东，持股比例约 8%。

发布多次股权激励计划。公司已先后于 2017 年 12 月、2018 年 5 月、2019 年 4 月和 2020 年 6 月实施了四次员工股权激励。公司由科赢投资、沐桥投资、泽骞咨询和语昂咨询四个员工持股平台的执行事务合伙人暂为持有合伙企业设立时的出资额，作为公司股权激励的预留份额，由执行事务合伙人以自有资金认购，根据后续年度的激励方案转让给激励对象。

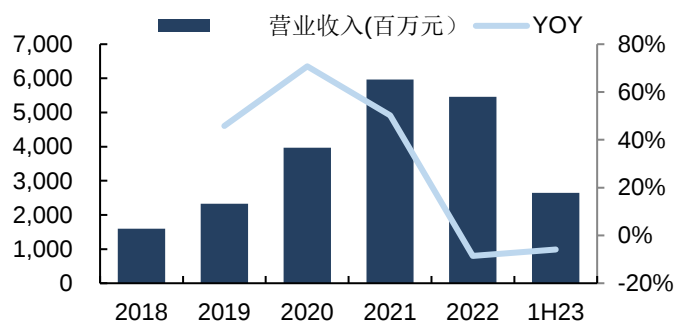
图 6: 截止 23 年中报公司股权结构图



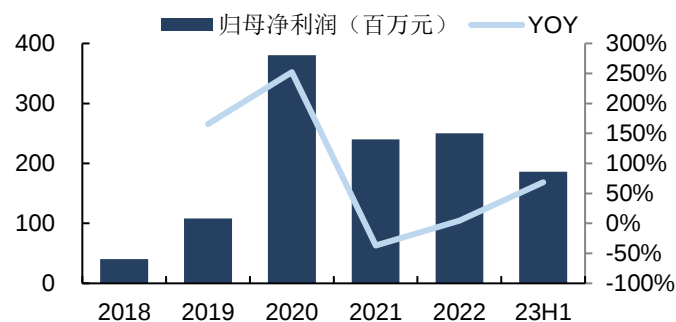
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 财务分析: 23H1 盈利显著改善, 静待需求修复

外需下降、海运费高企影响 2022 年业绩, 23H1 盈利显著改善, 静待需求修复。2022 年公司实现营业收入 54.5 亿元, 同比下降 8.6%, 实现归母净利润 2.5 亿元, 同比增长 4.3%。2018-2022 年公司营收、归母净利润复合增速分别为 36%、57.5%, 仍在快速成长期。2020-2021 年上半年: 受海外疫情的影响, 线上渗透率快速提升, 且居民居家时间增加对家居产品的需求增加, 宽松货币政策进一步刺激消费需求, 公司营收显著增长。2021 年下半年: 海外需求回归常态, 同时更多国内电商运营商、工厂和贸易商等涌入跨境电商行业, 采用低价营销策略, 对市场形成一定冲击, 公司部分家具、庭院产品存在积压, 为加快产品动销, 部分产品下半年存在一定的降价销售。另外海运费大幅上涨对利润端造成较大冲击。2022 年: 公司营收下降主要与 2021 年上半年高基数有关; 另外欧美国家因高通胀、居民消费意愿、消费力降低, 可选消费品的市场需求短期内有所放缓。23H1: 公司实现营业收入 26.44 亿元, 同比下降 5.87%, 单 Q2 营收 13.76 亿元, 同比下降 0.38%; 主要原因一是由于公司于 22 年下半年主动淘汰部分低效益贡献的 SKU, 且规划中新品 23 年上半年上市较少; 二是部分供应商受限于产能因素, Q2 部分产品存在断货的影响。上半年公司实现归母净利润 1.86 亿元, 同比增长 68.44%。我们认为, 2023 年下半年随着欧美市场零售库存恢复正常水平, 欧美国家居民消费意愿和消费能力有望逐渐恢复, 公司营收有望逐步修复, 而海运物流等成本已较上年显著下降, 公司利润率仍望保持较好水平。

图 7：2018-2023H1 营业收入与同比增长率


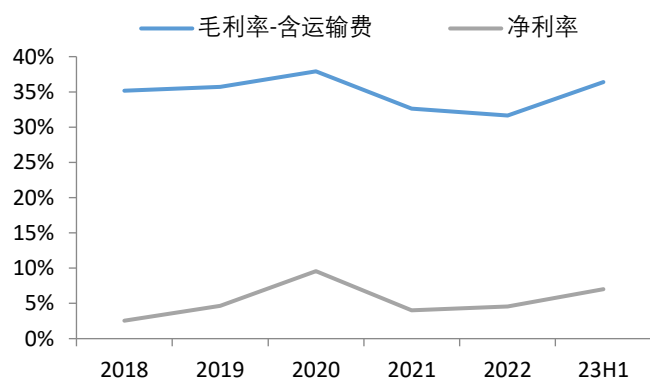
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2018-2023H1 归母净利润与同比增长率


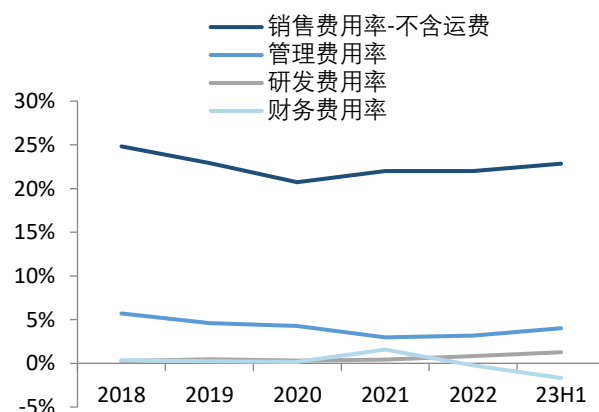
资料来源：Wind，信达证券研发中心

受益海运费价格下降，23H1 毛利率同比修复。毛利率方面，公司 2020 年开始将运输费计入营业成本，若将 2018-2019 年销售费用-运输费加回营业成本，则 2018-2019 年公司毛利率在 35%左右，2021-2022 年受海运费及关税成本上涨、21 年下半年降价去库存以及毛利率较低的 B2B 占比提升的影响，公司毛利率下滑至 31-32%左右。23H1 随着海运费成本改善，公司实现毛利率 36.4%，同比增长 4.9pct，基本恢复至疫情前水平。净利率变化趋势与毛利率基本一致。

受益规模提升，公司销售、管理费用率持续优化。2018-2022 年公司期间费用率整体呈下降趋势，其中扣除运输费后的销售费用率明显优化，主要受益于公司规模持续成长，电商平台交易费用率下降；管理费用率亦随规模增长呈现下降趋势；研发费用率则由于公司持续加大新品研发略有提升；财务费用率 2021 年有所提升，主要为财务调整，将租金支出纳入租赁负债利息支出科目。23H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 22.85%、4.01%、1.27%、-1.68%，分别同比+0.99pct、+1.03pct、+0.63pct、-2.21pct。

图 9：2017-2023H1 毛利率和净利率


资料来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

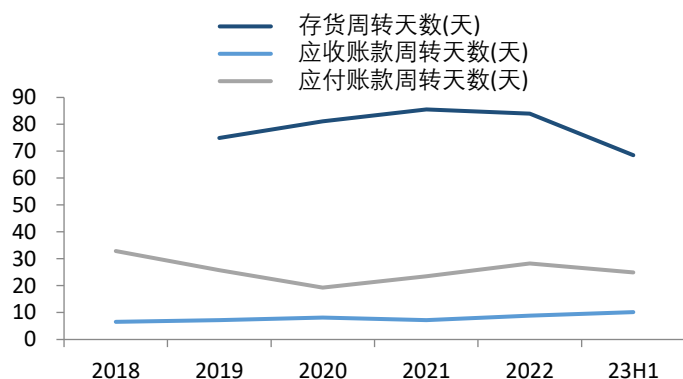
图 10：2017-2023H1 公司期间费用率


资料来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

营运情况和现金流表现稳健。22 年公司存货/应收/应付账款周转天数分别为 84/9/28 天，整体保持较合理水平。近两年存货周转天数有所上升，主要为疫情下全球供应链扰动，备货节

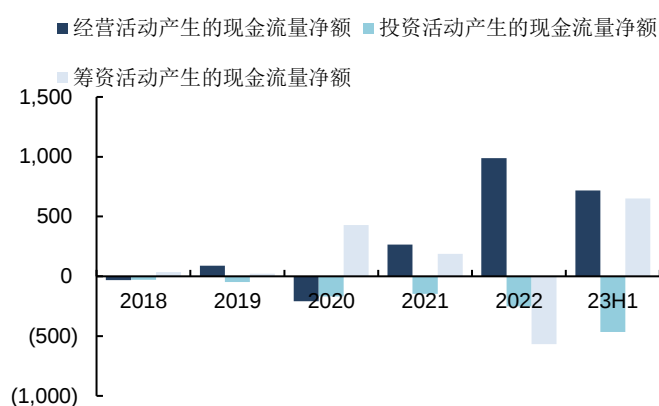
奏打乱、货柜滞港、市场竞争加剧等因素所致，2022 年存货周转天数下降，主要为备货节奏恢复正常，且公司持续提升供应链效率所致。22 年经营活动产生的现金流量净额为 9.9 亿元，公司销售快速扩大，销售回款情况良好，经营活动现金流入大幅增加，加之公司利用银行承兑汇票等短期融资工具，经营活动现金流出减少。

图 11：2017-2022 年公司存货/应收/应付账款周转天数（天）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：2017-2022 年现金流情况（百万元）



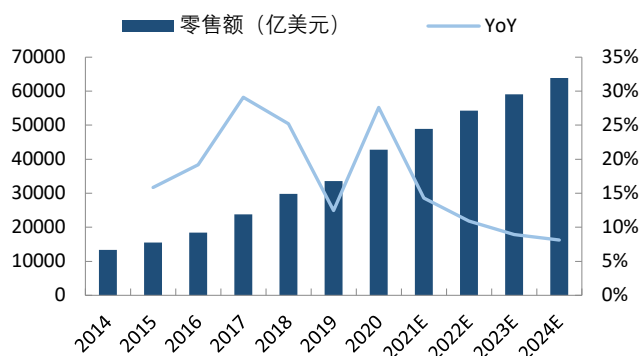
资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、跨境电商市场广阔，海外家居电商化加速

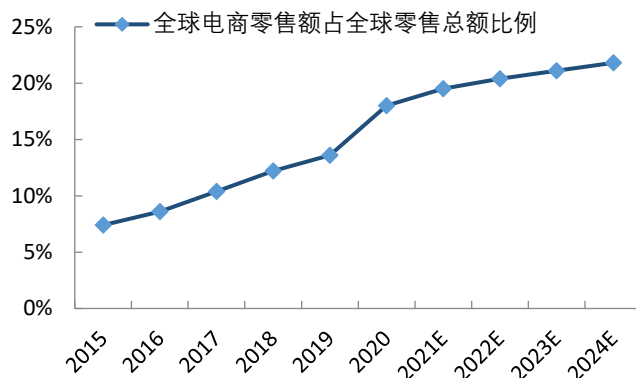
跨境电商作为零售电商新业态，近年来加速成长。据网经社，2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元，同比增长 10.56%，2018-2022 年复合增速达 15%，其中 B2C 模式占比为 24.4%，呈持续扩大的态势。从家具出口看，中国占全球家具出口额的 48%，主要销往欧美日韩。2017-2022 年我国家具出口额 CAGR 达约 6.9%。从欧美家具消费看，行业增速稳健，电商化率提升。Euromonitor 统计 2022 年美国、西欧室内家具市场零售规模分别约 1393 亿美元、1295 亿美元，2022-2027 年美国、西欧室内家具零售规模有望实现 3.5%、4.1%的复合增速。近年来随着互联网的普及、物流行业的发展以及消费者习惯的改变，家居销售电商渠道占比持续增长，2022 年美国、西欧室内家具线上渠道占比分别为 28.2%、21.4%，较 2019 年分别提升 13.5pct、7.4pct。

2.1 把握全球零售电商化红利，中国跨境电商快速成长

全球电商零售增长明显，渠道占比维持增长。全球零售电商渠道交易规模不断增长，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，电商渗透率持续提升。Statista 数据显示，2014 年全球电商渠道零售额为 13360 亿美元，2020 年达到 42800 亿美元，预计 2024 年可达 63880 亿美元，2020-2024 年复合年增速有望达到 10%。此外，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 2020 年的 18.0%，预计 2024 年将达到 21.8%。

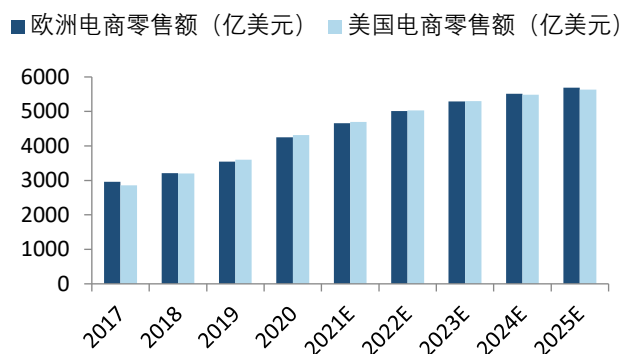
图 13：2014-2024 年全球电商渠道零售额


资料来源：Statista，公司招股说明书，信达证券研发中心

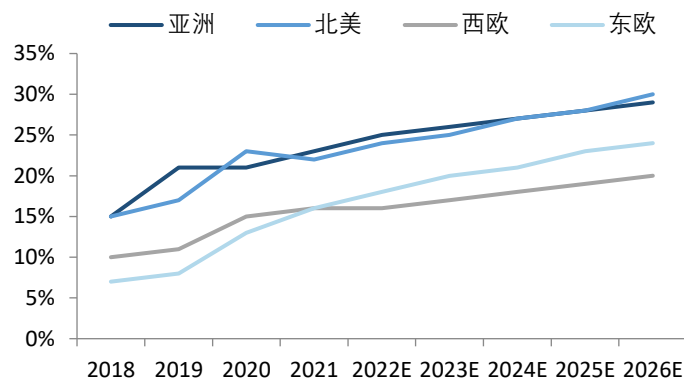
图 14：2015-2024 年全球电商零售额占全球零售总额比例


资料来源：Statista，公司招股说明书，信达证券研发中心

欧美地区电商零售额增长稳健，疫情加速全球各地区零售电商化。据 Statista 数据，2020 年欧洲/美国电商零售额分别达 4252/4316 亿美元，预计到 2025 年欧洲、美国市场电商零售额将分别达到 5692、5634 亿美元，2021-2025 年预计复合增长率分别为 5.2%、4.7%。此外，2020 年以来，全球疫情爆发且持续蔓延大背景下消费者大规模转向线上消费，海外零售线上化趋势加速。据 Statista，2018-2021 年间全球主要地区的电商零售额占总零售额比重持续提升，其中亚洲、北美地区零售电商化率较高，2022 年分别约 25%、24%，欧洲地区零售电商化率相对较低，2022 年西欧、东欧分别约为 16%、18%。

图 15：2017-2025 年欧洲、美国电商渠道零售额


资料来源：Statista，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 16：2018-2026 年亚洲、北美、西欧、东欧电商占零售额比重


资料来源：Statista，信达证券研发中心

跨境电商是我国外贸发展新业态，国内跨境电商发展较快，外贸渗透率持续提升。跨境电商模式是以“互联网+外贸”形式的新兴贸易业态，是以中国境内的品牌商或制造商为主导方，通过跨境电商平台进行销售，具有单笔订单金额小、高频和量大的特点。跨境电商凭借其线上交易、非接触式交货、交易链条短等优势，为我国外贸发展注入新动能，是产业转型升级、创新驱动的重要助推器。

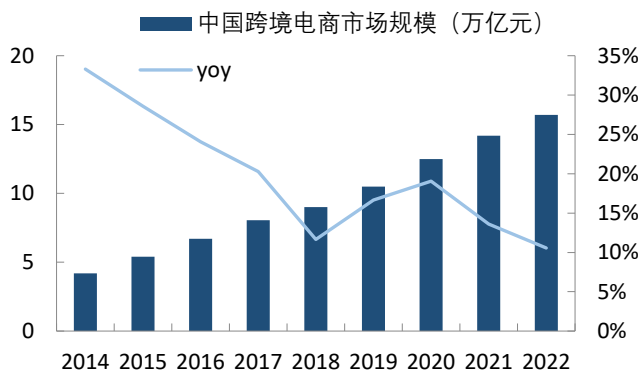
受政策利好及行业发展，跨境电商在我国进出口贸易领域展现出较大的发展潜力，成为推动我国外贸发展的重要力量。据网经社，2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元，同比增长 10.56%，2018-2022 年复合增速达 15%。跨境电商行业渗透率与行业的发展及传统外

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

贸增长有关，总体来说跨境模式占出口比重在稳步地提升。2022 年，我国跨境电商行业渗透率为 37.32%，较上年提升 1pct。

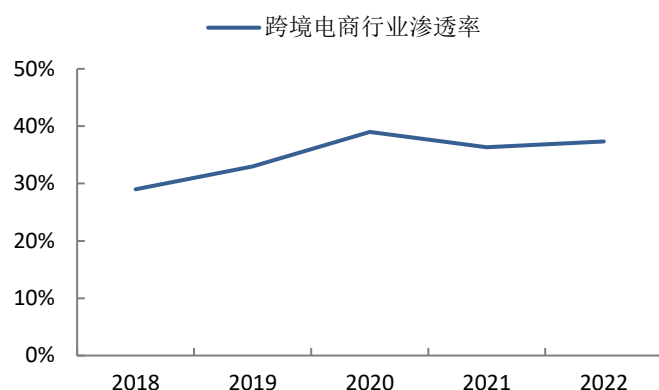
跨境电商业务类型主要为 B2C、B2B，随着出海品牌综合实力增长，B2C 占比提升。跨境电商 B2B 业务凭借单笔金额大、长期订单稳定等优势，在我国跨境电商结构发展中仍占据主导地位。网经社数据显示，2022 年中国跨境电商的交易模式中 B2B 交易占比达 75.6%，B2C 交易占比为 24.4%。但从跨境电商交易模式结构趋势上来看，B2C 交易模式则呈现继续扩大的态势。

图 17：2014-2022 年中国跨境电商市场规模与增速



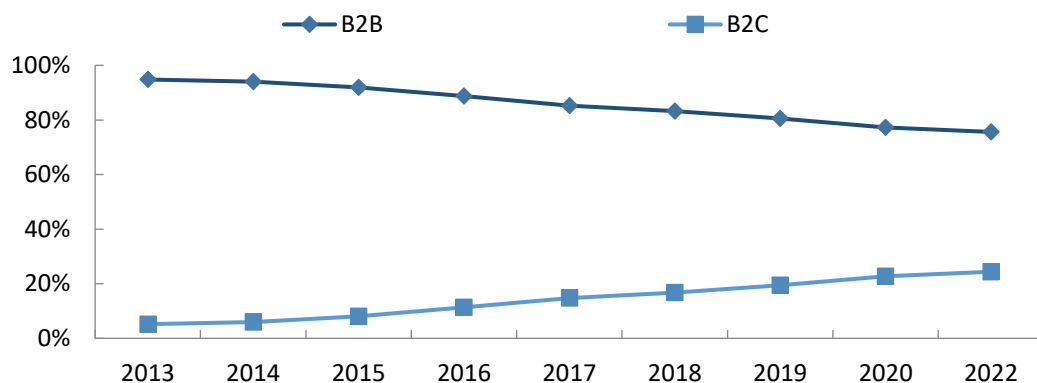
资料来源：网经社，共研网，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 18：2018-2022 年中国跨境电商渗透率



资料来源：网经社，共研网，信达证券研发中心

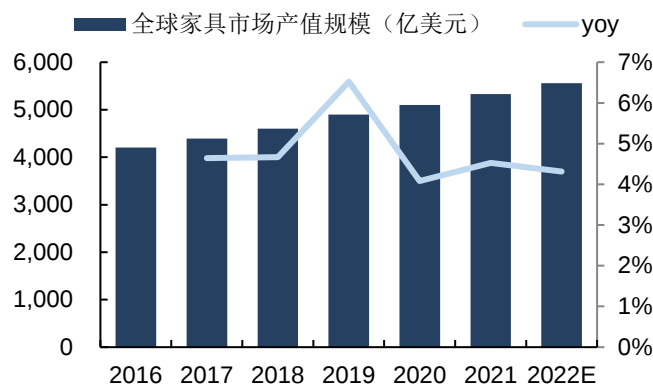
图 19：2013-2022 年中国跨境电商交易模式结构



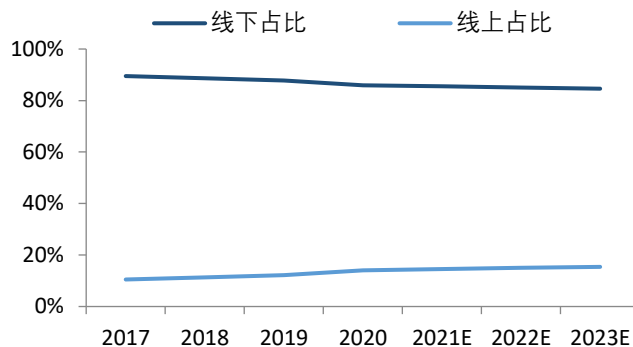
资料来源：网经社，公司招股书，上海证券报·中国证券网，信达证券研发中心

2.2 海外家具需求稳增，疫情加速电商占比提升

全球家具市场稳步增长，线上渠道占比提升。从 2016 年起，全球家具产值伴随着全球经济不断复苏而逐步回暖，据中商产业研究院，2022 年预计全球家具产值达 5561 亿美元，同比增长 4.3%，全球家具市场迈入稳步增长阶段。据 Statista，2017 年至 2020 年，全球家具市场线上销售额占比逐年升高，未来随着电商渠道的不断扩大以及物流、电子支付等配套产业的发展，线上家具市场占比有望继续扩大，预计 2022 年全球家具市场线上渠道占比达约 15%，较 2017 年占比增长 4.5pct。

图 20：2016-2022 年全球家具市场产值规模与预测


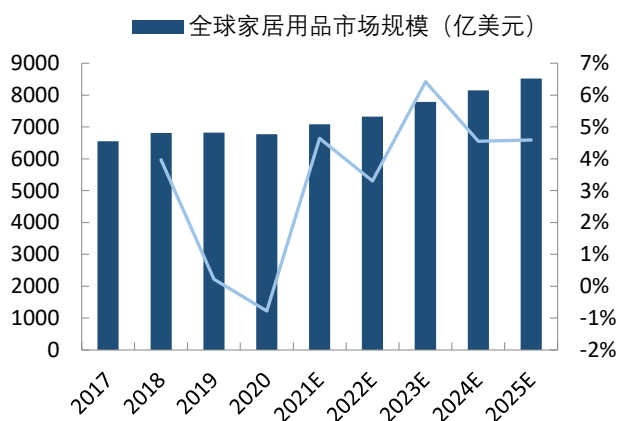
资料来源：CSIL，中商情报网，信达证券研发中心

图 21：2017-2023 年全球家具销售线上线下占比


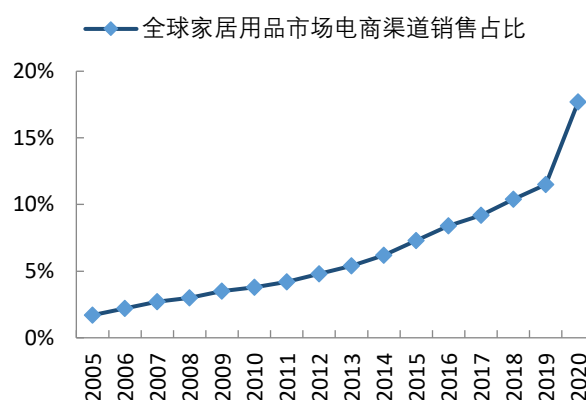
资料来源：Statista，公司招股书，信达证券研发中心

全球家居用品 2022-2025 年 CAGR 约 3.9%，2020 年线上渠道占比约 18%。家居用品包括家居收纳类、装饰类、用具类以及部分室外生活用品等产品。Euromonitor 数据显示，2017 年至 2020 年，全球家居用品市场规模的年复合增长率为 1.12%。虽然受疫情影响，全球经济放缓，2020 年家居用品市场规模较 2019 年略微有所减小，但随着未来全球经济复苏、居民收入水平的提高以及消费频次的提升，全球家居用品的消费需求预计仍将保持稳健增长，2025 年将达到 8520 亿美元，2022-2025 年全球家居用品市场规模复合增速约 3.9%。

目前，全球家居用品市场仍以线下渠道为主，这与家居产品重体验特点有关。随着互联网的普及、物流行业的发展以及消费者习惯的改变，电商渠道占比持续增长。据 Euromonitor，全球家居用品市场电商渠道的销售占比从 2005 年的 1.7% 上升至 2020 年的 17.7%。

图 22：2017-2025 年全球家居用品市场规模


资料来源：Statista，公司招股书，信达证券研发中心

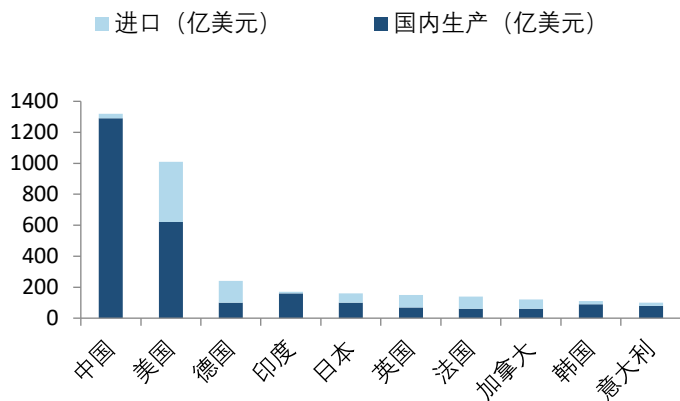
图 23：2005-2020 年全球家居用品市场电商渠道销售占比


资料来源：Euromonitor，公司招股书，信达证券研发中心

欧美为全球家具主要进口地区，家具消费进口比例约 39% 以上。在欧美日韩等发达国家和地区，城市化程度高，居民消费能力强，消费者通常对居住的舒适条件要求较高，旧房装修及租房家具换新需求较大，对家具有着稳定需求。目前，全球家具行业的主要生产与消费国家中，中国自产自销的比例可以达到 98%。而同样作为家具消费大国的美国，则有 39% 来源于进口，德国、英国、法国等欧洲主要国家则有 50% 以上来源于进口。

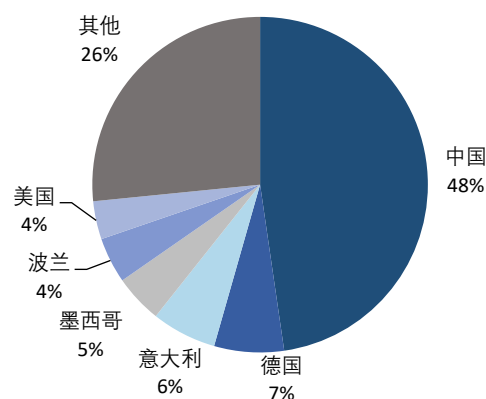
中国为全球家具最大出口国，2017-2022 年出口额 CAGR 达约 6.9%，主要销往欧美日韩等发达区域。从家具贸易结构看，按出口金额计，2022 年全球前五大家具出口国分别为中国（48%）、德国（7%）、意大利（6%）、墨西哥（5%）、波兰（4%），目前中国仍为全球最大的家具出口国。2022 年中国家具出口目的国主要为美国（26%）、日本（5%）、澳大利亚（4%）、德国（4%）、英国（4%），主要为全球发达国家。从出口金额看，受海外宏观经济影响，美国及欧洲国家出口额下降较大，2022 年我国家具及其零件出口金额达 697 亿美元，同比下降 5.6%；2015-2022 年中国家具出口金额复合增速约 6.9%，我国家具出口中期有望保持稳步增长。

图 24：2019 年全球前十大家具消费国消费额



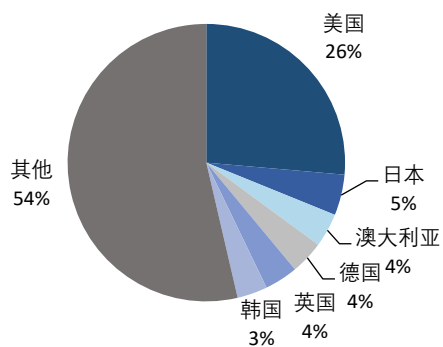
资料来源：CSIL，公司招股书，信达证券研发中心

图 25：2022 年全球家具出口国出口额占比



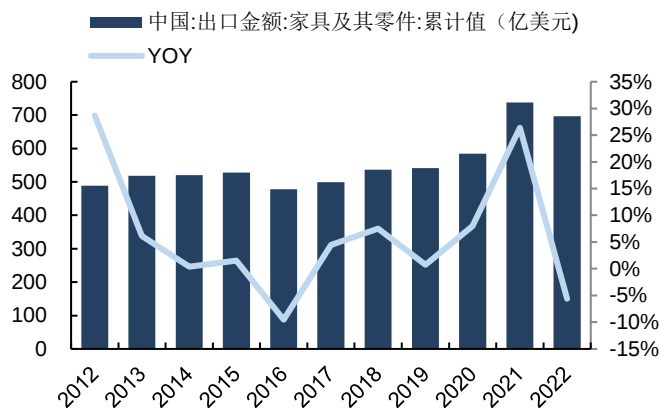
资料来源：UN Comtrade，信达证券研发中心

图 26：2022 年中国家具出口目的国出口额占比



资料来源：UN Comtrade，信达证券研发中心

图 27：2012-2022 年中国家具出口金额及同比



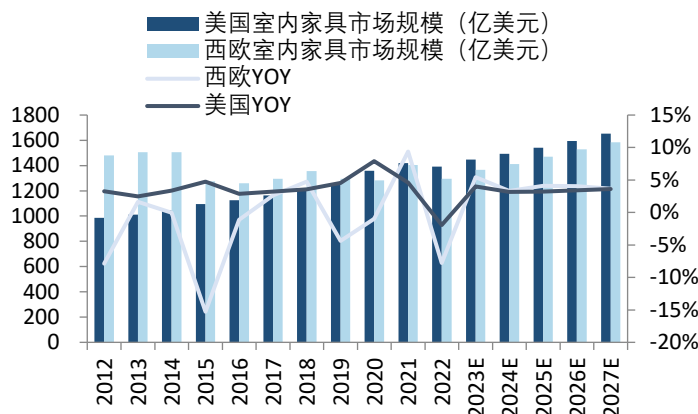
资料来源：wind，信达证券研发中心

欧美家具家居市场容量大，市场规模稳步增长，2019-2022 年线上渠道占比显著提升。在美国、欧洲等市场开放程度较高的国家或地区，家具市场容量较大，对于家具的消费意愿仍有望持续增长。Euromonitor 数据显示，2022 年美国、西欧室内家具市场零售规模分别约 1393 亿美元、1295 亿美元，2017-2022 年复合增速分别为 3.7%、0.02%，欧洲市场受到俄乌冲突影响较大。Euromonitor 预计 2022-2027 年美国、西欧室内家具零售规模复合增速分别为

3.5%、4.1%，随着未来全球经济复苏、居民收入水平的提高以及消费频次的提升，欧美家具消费需求预计仍将保持稳健增长。

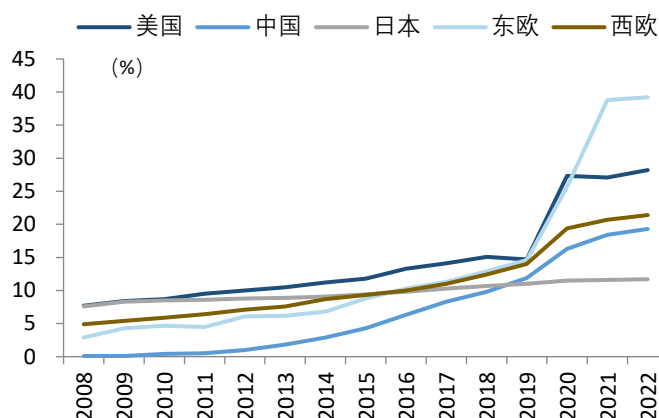
从销售渠道看，目前欧美地区家具消费主要渠道仍为线下家具专营卖场，但近年来随着互联网的普及、物流行业的发展以及消费者习惯的改变，电商渠道占比正在持续增长。2022 年美国、西欧室内家具线上渠道占比分别为 28.2%、21.4%，较 2019 年分别提升 13.5pct、7.4pct，全球疫情期间加速家具销售线上化进程，海外消费场景逐步由线下向线上转移。

图 28：2012-2027 年美国及西欧室内家居市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 29：2008-2022 年全球主要各国室内家具线上销售占比



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

三、宜家：强大文化基因打造重体验&性价比

我们认为，宜家核心竞争力在于其背靠强穿透力的瑞典文化基因，使宜家仅靠四种家居设计风格可以售卖全球，庞大的销售规模支撑其全球采购强大议价能力，打造高性价比产品以及线下大店消费体验。生产端：截止 15 年宜家约 59% 供应商在欧洲，25% 在中国，就近生产 & 低成本地区生产并行，与供应商平均合作年限达 11 年，保持长期可持续合作关系。物流端：宜家产品多为模块化 DIY 组装及平板包装，减少配送、安装成本。零售端：2022 年宜家在欧洲市场家居零售额市占率超 10%，份额持续领先。其门店兼具销售展示与仓储功能，保障 9500 多个 SKU 全系列质量管理。研发端：宜家产品特有的北欧风与“民主设计”结合，大部分产品是在工厂内与供应商协同开发完成，研产结合从源头保证性价比。

进入零售数字化时代，宜家围绕全链条的数字化打造全新竞争力。宜家经过 2016 年组织架构调整，将设计、制造、物流职能从经销商处收回，确保中后台数字化升级有效落地。线上零售额占比从 2016 年的 4% 提升至 2022 年的 22%。同时，宜家通过城市小店、设计店等新型门店贴近消费者，并作为网购自提点赋能线上零售；通过 APP 增强对年轻消费者吸引力；并以 AR/AI 技术赋能设计与销售。

3.1 全球家居零售龙头，全球化、线上化积极布局

宜家家居是全球最大的家居零售商之一，宜家成立于瑞典，并逐步从北欧向欧洲大陆、美国等地扩展，截止 2023 年 2 月，宜家覆盖全球 62 个主要市场，门店数达约 460 家。

1943-1960 年：初创期。宜家成立于 1943 年的瑞典，并逐步从北欧向欧洲大陆、美国等地扩展。创立初期宜家的产品以生活杂货为主，1948 年宜家首次推出邮购家具系列产品，并于 1950-1953 年推出首个家具产品目录及线下销售展厅，创立之初宜家的家具产品便以高性价比著称。

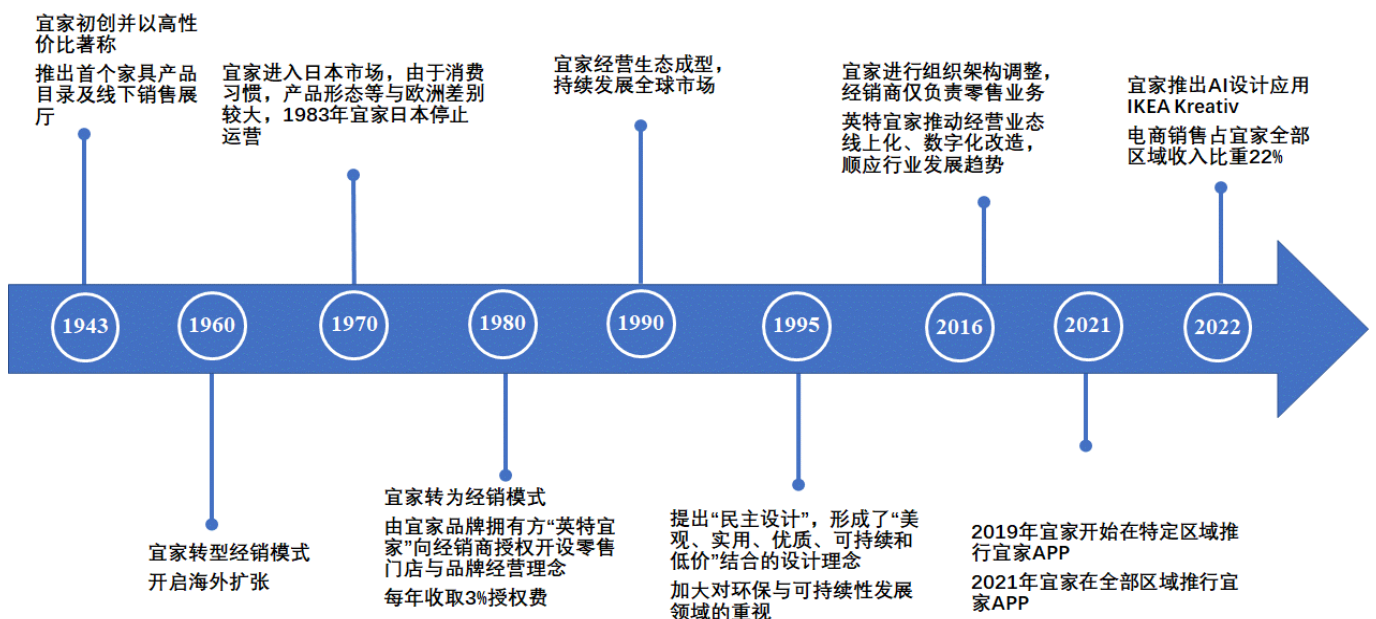
1960-1990 年：转型经销模式，海外扩展期。最初宜家海外扩展相对缓慢，主要在与瑞典消费力、消费习惯相似的其他北欧国家，并逐步在本土市场沉淀巩固自身优势；1973 年宜家开始向北欧以外的其他欧洲国家扩展，首先选择的市場是当时家具消费规模最大的德国，当时德国家具市场集中度较低，且行业内缺乏与宜家定位相似的高性价比家具零售商，宜家的性价比优势得以突围。1970 年宜家开始进入日本市场，但由于日本家居的产品形态、消费习惯与欧洲 DIY 为主的模式有较大差异，1983 年宜家停止了在日本的经营；在二十年后宜家重新进入日本市场。

1980 年宜家将组织架构变革为经销模式，由宜家品牌拥有方“英特宜家”向经销商授权开设零售门店与品牌经营理念，英特宜家向经销商每年收取零售额约 3% 的授权费用。宜家向经销商模式的转型同样加速了其在海外拓展的步伐。

1990-2016 年：经营生态成型，持续发展期。随着在全球扩展，宜家经营生态在全球主要市场取得成功。1995 年宜家提出“民主设计”，形成了“美观、实用、优质、可持续和低价”结合的设计理念，并加大对环保、可持续发展等领域的重视。

2016-至今：组织架构变革，线上布局加速期。2016 年宜家为顺应家居消费线上化的趋势以及应对亚马逊等电商的竞争，开始进行组织架构调整，将经销商原本负责的设计、制造、采购、物流职能收回，经销商仅负责零售业务。品牌拥有方英特宜家通过收回中后台职能，能够更有效地推动经营业态的线上化、数字化改造，顺应行业发展趋势。2021 年宜家在全部区域推行宜家 APP，并于 2022 年推出首个 AI 设计应用 IKEA Kreativ。宜家顺应全球家具消费渠道变化趋势，持续加快线上化进程，截止 2022 年电商销售占宜家零售额比重达约 22%。

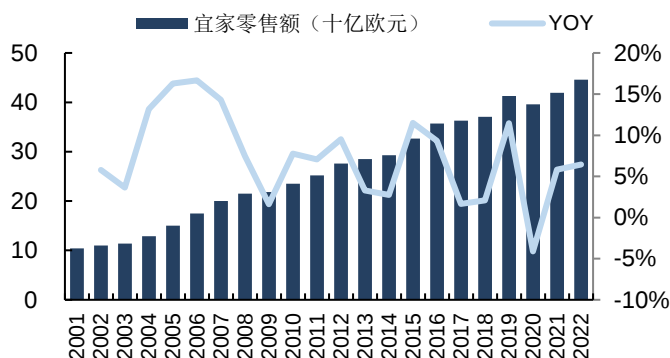
图 30：宜家发展历程



资料来源：IKEA 官网，Ingka 官网，《陈璐爽：宜家组织结构及其变革》，Cascade，信达证券研发中心

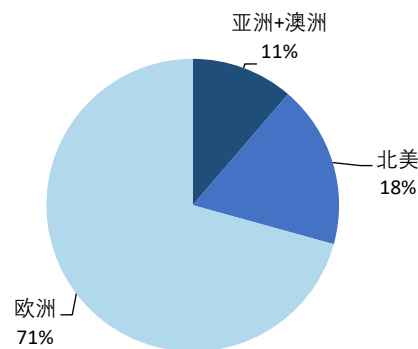
宜家多年保持稳健的营收增长，在核心市场欧洲市占率领先。宜家零售收入在过去 20 多年中总体保持稳健增长趋势，其中 2001-2016 年宜家零售额复合增速约 9%，2017-2022 年零售额复合增速约 4%。从宜家分地区零售额看，目前宜家最主要的市场为欧美地区，2021 年销售额排名前五的国家分别为德国（14%）、美国（13%）、法国（8%）、英国（6%）、中国（5%）。市占率方面，宜家在核心市场欧洲的市占率领先，据欧睿，宜家在德国、法国、英国、瑞典的室内家具零售额市占率分别达 12.3%、17.4%、10.2%、26.8%，且在过去几年中市占率总体保持提升趋势；而在规模更大的家具消费市场美国、中国，宜家市占率仅约 2.5% 左右，相对较低。

图 31：2001-2022 年宜家零售额与同比增速



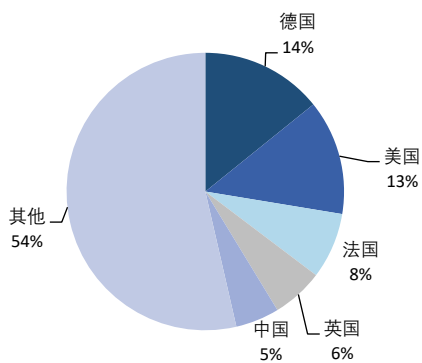
资料来源：Ingka 官网，信达证券研发中心

图 32：2021 年宜家分地区零售额占比



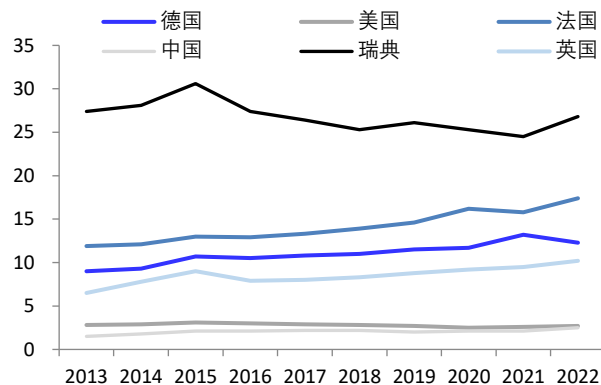
资料来源：Ingka 官网，信达证券研发中心

图 33：2021 年宜家排名前五主要零售市场



资料来源：Ingka 官网，信达证券研发中心

图 34：2013-2022 年宜家在主要国家的室内家具零售额市占率



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

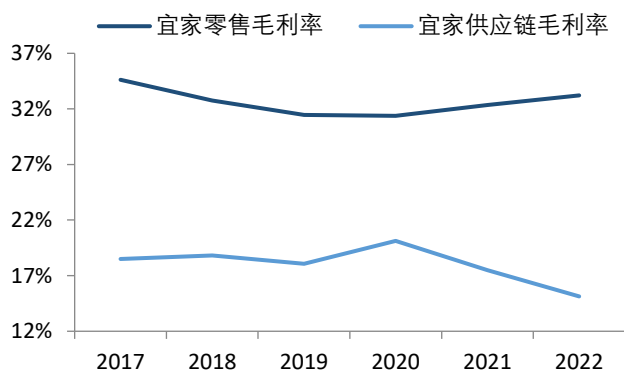
宜家最大经销商 Ingka 年报及英特宜家年报分别反映了宜家零售商财务报表、供应链财务报表。英特宜家的收入主要为向经销商销售产品及品牌授权费，其中销售产品收入占比在 90% 以上，2017-2022 年英特宜家毛利率维持在 15%-20% 之间，英特宜家的成本主要受原材料及外购产品采购成本、运输费用等因素影响，2021-2022 年全球供应链受疫情影响较大，英特宜家主动承担了部分成本压力，导致其毛利率有较大下滑；同时，电商渠道的增长也导致了包装、物流成本提升。2017-2022 年 Ingka 毛利率维持在 31%-35% 之间，其中 2021-2022

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

年毛利率仍有提升，主要由于产品零售价提升，而英特宜家承担较多材料上涨成本。

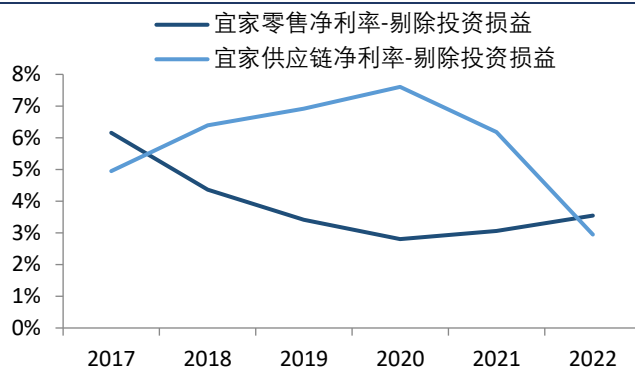
净利率方面，2017-2022 年英特宜家与 Ingka 剔除金融资产损益的净利率下降主要由于疫情对全球供应链、零售消费的影响，以及宜家对线上业务投入所致，如电商与 APP 平台系统建设、线下自提点配套设施等。

图 35: 2017-2022 年宜家零售与供应链毛利率



资料来源: IKEA 官网, Ingka 官网, 信达证券研发中心

图 36: 2017-2022 年宜家零售与供应链剔除投资损益净利率



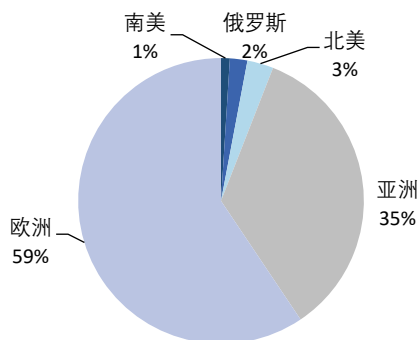
资料来源: IKEA 官网, Ingka 官网, 信达证券研发中心

3.2 供应链多举优化成本，产品价格竞争力突出

生产端：就近生产&低成本地区生产并行，与供应商保持长期可持续合作关系。目前，宜家供应商覆盖全球 55 个市场，与约 1600 个供应商合作，目前宜家约 89% 的产品来自供应商采购，剩余产品由宜家生产部自产。据宜家 2015 年年报，宜家约 59% 供应商主要分布在其最大的零售市场欧洲，35% 分布在亚洲，其中 25% 来自中国。宜家主要供应商与其主要零售所在地区重合，能够有效缩短从生产到产品上架的时间与距离，削减运输成本；另一方面宜家通过在原材料、人工成本较低的亚洲设置生产基地，有利于减少材料、制造等成本。

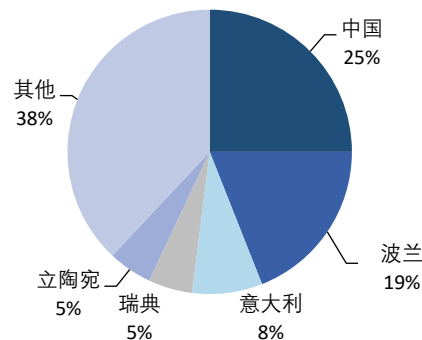
宜家与供应商平均合作年限达 11 年，提倡与供应商共同可持续发展的理念，长期合作关系及大规模的采购量有利于宜家采购价格更低、更优质的产品。宜家为供应商制定了“IWAY”生产原则，对产品生产、服务、原材料、运输、工作环境等方面均进行了详细的规定，有利于保障供应商的生产质量与可持续发展。

图 37: 2015 年宜家主要供应商地区分布



资料来源: Ingka 官网, 信达证券研发中心

图 38: 2015 年宜家主要供应商国家分布

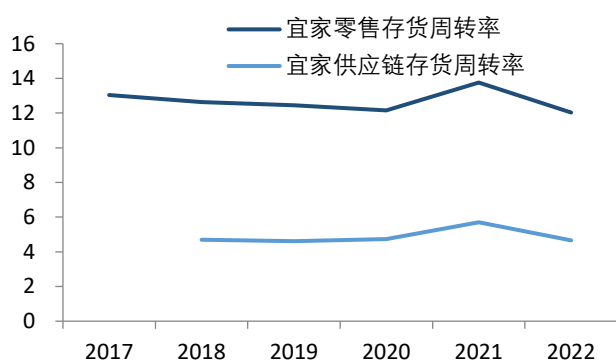


资料来源: Ingka 官网, 信达证券研发中心

物流端：模块化与平板包装减少配送、安装成本。宜家创立之初便采用高性价比的产品策略，产品具有竞争力的价格主要来源于模块化自行组装家具在生产、运输、安装端的成本节约。宜家销售的多数产品是需要消费者自行组装的模块化家具，工厂只需生产标准化的产品零件或模块，同时生产成品能够以散件的形式用平板纸盒包装，体积较小的平板纸盒包装的产品能够在海运、陆运端节约运输成本，而“安装成本”则由消费者自行手工完成。另外，平板包装也方便消费者将购买的产品自行带回家，减少中途产生的运输成本。

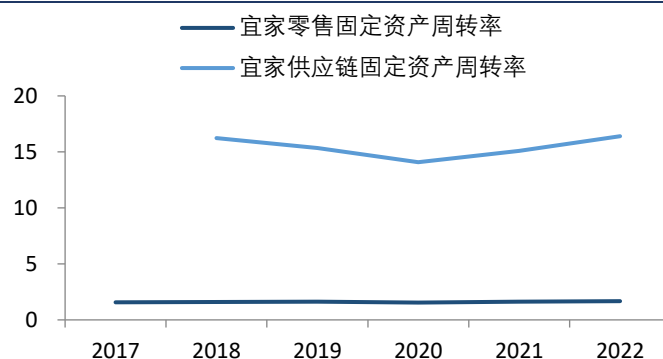
零售端：门店兼具销售展示与仓储功能提升空间效率，优化存货管理。宜家产品线包含约 9500 个 SKU，类目众多的品类要求高质量的存货管理措施。宜家零售门店兼具销售展示和产品仓储的功能，消费者选购完成后可直接从库房提取产品。另外，宜家门店根据产品流动率高低分区划分，高流动率产品区域采用自动化分拣上架的流程节约成本，低流动率的产品则由人工完成，从而减少总体人员成本，提升存货管理的效率。

图 39：2017-2022 年宜家零售与供应链存货周转率



资料来源：IKEA 官网，Ingka 官网，信达证券研发中心

图 40：2017-2022 年宜家零售与供应链固定资产周转率



资料来源：IKEA 官网，Ingka 官网，信达证券研发中心

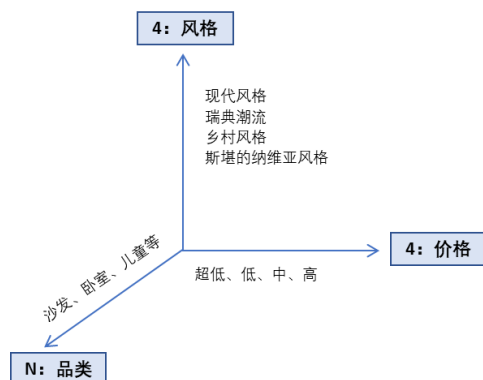
3.3 穿透全球的文化力，研产结合确保性价比

4×4×N 产品矩阵，构建相对标准又灵活的产品组合。据观研天下整理，宜家建立通过 4×4×N（N 是品类）的细分产品矩阵，从风格、定价、品类三大维度将产品进行分类，使其各类产品主要集中覆盖四大风格，同时提供一定范围的价格带选择，形成相对标准又灵活的产品结构。

北欧风与“民主设计”结合，打造高性价比产品的全球穿透力。宜家产品结构以室内家具为主，品类涵盖客厅、卧室、厨房几大家庭空间，同时门店设有瑞典特色餐厅提供餐饮服务。宜家产品设计植根于北欧简洁、自然风格，宜家的设计理念为“民主设计”，即“美观、实用、优质、可持续和低价”的结合。宜家的设计与生产结合紧密，大部分产品的设计源于瑞典及亚洲的产品设计发展中心，且大部分产品的设计是在工厂内与供应商协同开发完成；设计与生产的紧密结合保证了产品更好的质量、外形和更低的成本。截止 Ingka 15 年报，宜家拥有 15 位内部设计师和约 150 名合同设计师，亦拥有多名工程师、材料专家、包装设计师等协同设计工作。

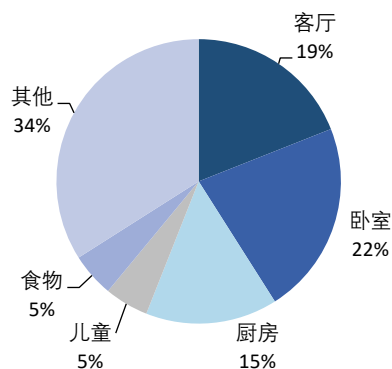
从宜家的 LOGO 几次改变可以看出，宜家在全球化的发展过程中逐步清晰自身以北欧风格为主的设计理念，LOGO 配色逐步转变为代表瑞典国旗配色的黄+蓝。

图 41：宜家 4*4*N 产品矩阵



资料来源：信达证券研发中心

图 42：2019 年宜家产品零售额结构分布



资料来源：IKEA 官网，信达证券研发中心

图 43：宜家 LOGO 的变化

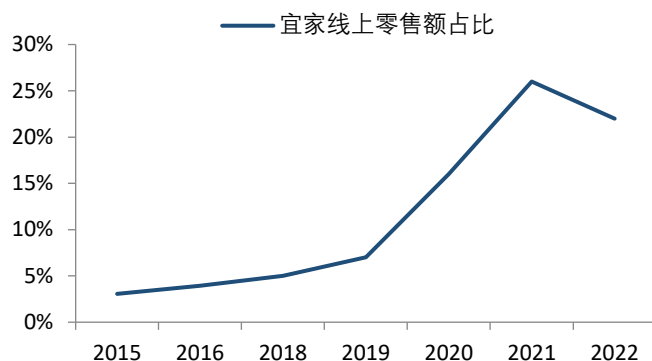


资料来源：IKEA 官网，信达证券研发中心

3.4 顺应消费渠道变化趋势，发力数字化零售

近年来宜家线上零售额加速增长，供应链数字化建设并进。2016 年后，宜家线上业务开始快速增长，线上零售额占比从 2016 年的 4% 左右提升至 2021 年的 26%，2022 年随着欧美线下消费场景复苏，线上占比降至 22%，与全球家具线上占比趋势相似。

宜家的线上渠道包含官网 ikea.com 及宜家 APP。随着消费者习惯变迁，线上获客效果较为显著；同时，线上对线下消费也有较多赋能，通过宜家 APP，消费者可以在线下门店自行完成扫描、结账流程，大大方便消费者线下体验。宜家自 2016 年组织架构调整后，通过英特宜家对生产、物流环节的直接管理，加速了供应链与终端消费的数字化进程，也推动了配合线上销售的线下仓储、配送设施的建设，宜家已在部分地区设置了线上购物、线下提货的网点，使消费者线上消费体验更加流畅便捷。

图 44：2021 年宜家排名前五主要零售市场


资料来源：IKEA 官网，信达证券研发中心

图 45：2013-2022 年宜家在主要国家的室内家具零售额市占率


资料来源：Statista，信达证券研发中心

宜家过去 70 余年的成功发展主要依靠优秀供应链管理及线下一站式消费场景打造，我们认为，未来宜家有望围绕数字化打造全新竞争力。

1) 增设城市小店、设计店等新型门店：过去宜家门店主要为位于城郊的大店，大店集体验、销售与仓储于一身，为消费者提供一站式的家居购物体验。随着零售电商化，消费者可在网络中浏览大量商品信息，重资产、全品类展示的大型线下门店重要性有所下降。作为集合了“宜家理念”的大店的补充，宜家城市小店、设计店等新型门店近年来陆续在多地市场推出。

2018 年左右宜家开始尝试开设城市小店，以适应城市化及数字化趋势、贴近消费者。2019 年宜家在纽约开设美国第一家小店，并计划在未来三年继续增加 30 多家小店。小店主要聚焦设计、体验需求更高的卧室、厨卫家居，消费者可以在小店内体验家居产品并在线上完成购买；同时，小店一般位于市区内，产品配送成本和速度相比郊外大店显著优化；再次，小店可作为“线上购买、线下提货”的网点，优化消费者线上购物体验。设计店也是宜家近年推出的新型门店，主要聚焦重设计的厨卫、卧室空间，门店内专业导购为消费者提供装修设计方案，并提供配送、安装等服务。

2) APP 增强年轻消费群体吸引力：2019 年宜家开始在特定区域推出宜家 APP，随后 2021 年在宜家全球各市场正式推出。宜家 APP 的推出帮助公司缩短与消费者的距离，提升消费者留存率；另外，与网站相比，APP 也加强了宜家对年轻消费者的品牌吸引力，据宜家官网，APP 内 3/4 的消费者年龄在 34 岁以下，其中 29% 年龄在 24 岁以下，主要是大学生或初次购房者。APP 的推出帮助宜家将客户群拓展到传统城郊大店难以触及的新的消费群体。

3) AR、AI 赋能产品体验与产品设计：2017 年宜家推出了首个家居 AR APP：IKEA Place，APP 通过 AR 技术向消费者展示了家庭空间中宜家产品的应用，方便消费者直观体验家具的大小、设计和功能，IKEA Place 亦可取代传统的宜家目录，作为新品展示的平台。2021 年宜家在美国市场推出了由 AI 赋能的数字化设计应用 IKEA Kreativ，该应用由宜家 2020 年收购的 AI 技术公司 Geomagical Labs 开发。通过空间计算、机器学习、3D 渲染等技术，消费者能够自行体验或设计家庭空间。在 IKEA Kreativ，消费者可以在虚拟 3D 展厅中浏览宜家目录中的各类产品；同时，消费者也可以在网站内模拟自己的家庭空间结构，并自行设计、摆放宜家产品；再次，消费者的设计图可以

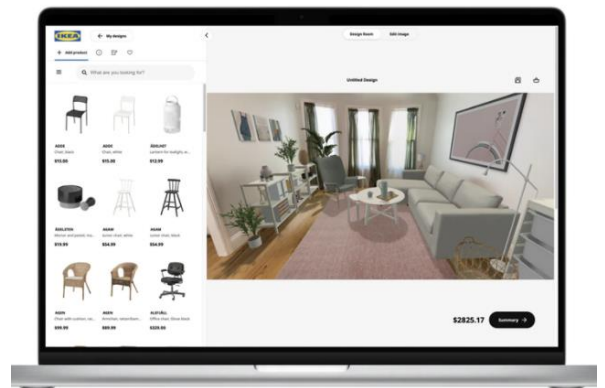
保存在云端，方便消费者在线下门店中选择对应的商品。2023 年 IKEA Kreativ 将在更多地区推广。

图 46: 宜家城市小店示意图



资料来源: IKEA 官网, 信达证券研发中心

图 47: 宜家 IKEA Kreativ 示意图



资料来源: IKEA 官网, 信达证券研发中心

四、致欧科技：研产供销多维并重，综合能力突出

对标宜家，致欧跨境模式灵活高效打造线上家居场景，商业模式颇具亮点。运营层面，公司产品开发周期短、采用小单快返、快速迭代的模式；且从部分类似产品来看，公司产品的性价比也能达到较好水平；物流端自有仓发货占比高，欧洲时效较高、美国仍有优化空间。同时，随着规模效应释放，带动电商交易费成本不断摊薄。财务指标方面，公司毛利率略低于宜家、存货周转率类似，且固定资产、应收账款周转率高于宜家。

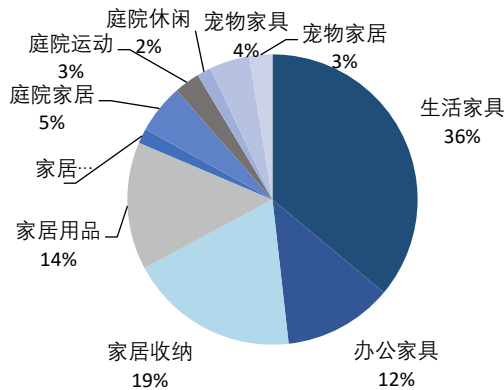
4.1：收入分析：聚焦家居品类，B2C 深耕亚马逊，B2B 有望高增

4.1.1 产品：产品系列齐全，设计零整结合

三大品牌分别定位家居、家具与宠物家居。公司旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，历时多年已成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列。公司产品已在欧美等多地市场获得了消费者的青睐和认可，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列。SONGMICS 品牌聚焦家居用品；VASAGLE 定位为家具品类，以扁平化包装方式，为客户提供优质、环保且有设计感的全屋家具产品；FEANDREA 定位为宠物家居品类。

公司产品路线图以“家”的全场景全品类规划为边界，致力于打造以“高性价比”、“全家居场景”和“时尚风格设计”为核心特点，对标“宜家”的线上一站式家居品牌，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。

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、厨房、门厅、庭院、户外等不同场景，已逐渐形成不同风格或材质互相组合设计的小件家居用品、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，实现消费者一站式采购。

图 48：2022 年公司主要产品品类结构


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 49：公司三大品牌矩阵

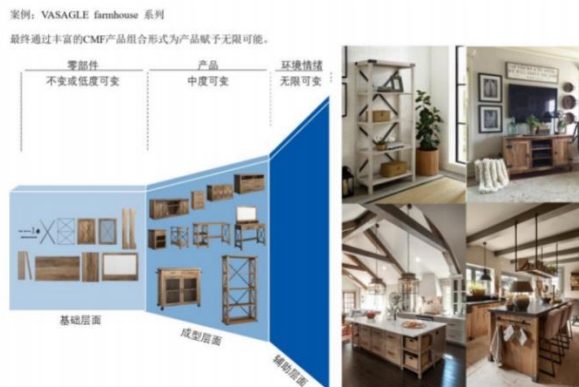

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

大件家具采用平板包装&DIY 安装，节约运输、安装成本。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度，改善用户体验。

核心产品主要通过自主研发完成，并与供应商或第三方机构共同开发产品。在产品设计方面，公司对产品持续推陈出新，不断将产品品类向全屋场景拓展，形成了多材质、多场景的产品矩阵，近年来公司产品设计获得多项荣誉。公司产品设计层面的核心技术主要体现在对外观、结构、工艺等角度不断创新，为消费者提供风格多元、品质优良且有一定设计感的产品，并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。

公司逐步探索实践产品构筑的“蘑菇式模型”理论，从基础标品零件到组合排列，形成个性化风格。公司产品研发过程分为三个阶段：第一阶段：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；第二阶段：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；第三阶段：将组合而成的产品置于使用场景中，通过丰富的 CMF（Color, Material & Finish，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。

图 50：致欧科技产品研发“蘑菇型模式”理论



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

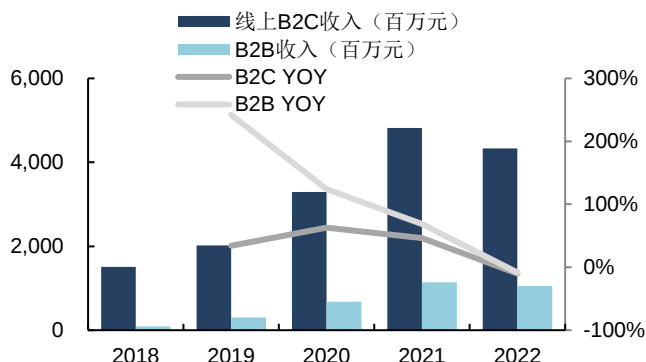
4.1.2 渠道：欧洲亚马逊家具类头部卖家，B2B 增长迅速

公司产品以在亚马逊平台 B2C 销售为主，18-22 年复合增速达约 30%。公司目前销售模式以线上 B2C 与线上/线下 B2B 为主，2022 年线上 B2C 销售额占主营业务比重达约 80.5%，销售额约 43.3 亿元，2018-2022 年 B2C 复合增速达 30%。

B2C 零售业务客户主要为数量庞大的终端个人消费者，消费者登录亚马逊等电商平台购买商品，公司仓储物流部门安排拣货配送，或由电商平台仓库、第三方仓直接发货，第三方平台扣除相应佣金费用，按照协议约定将货款支付至公司收款。公司 B2C 主要通过海外线上电商平台销售，从平台分布看，公司 B2C 业务主要销售平台为亚马逊，2022 年占主营收入比重约 67%，销售额约 36.4 亿元。除与第三方电商平台合作外，公司亦通过自营官网平台进行产品销售，当前公司独立站销售比重较小。

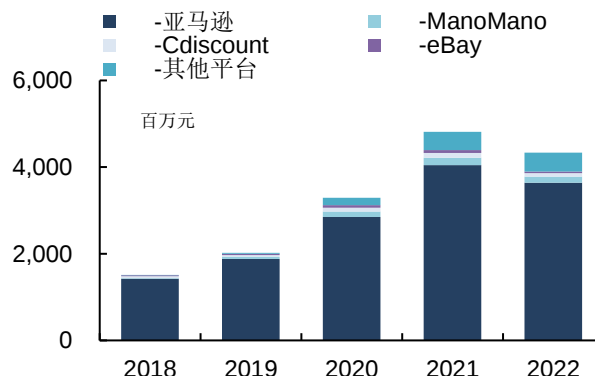
公司主要品牌 Songmics 在欧洲主要市场亚马逊卖家排名较高。公司在欧洲、北美和日本等亚马逊区域市场拥有相对独立的账号，在亚马逊全球总部的监管下相对独立经营。在各个亚马逊区域市场中，公司德国、美国和日本子公司分别与当地亚马逊分支机构合作，签订合同并开展经营活动。从市场格局看，根据 market place pulse 统计的近 30 日亚马逊卖家评论量排名，致欧旗下 Songmics 品牌在亚马逊德国站、法国站家具卖家中排名靠前，排名内其他头部卖家主营为书籍音像、数码产品、个护用品或综合卖家。

图 51：2018-2022 年公司分渠道收入与同比增速

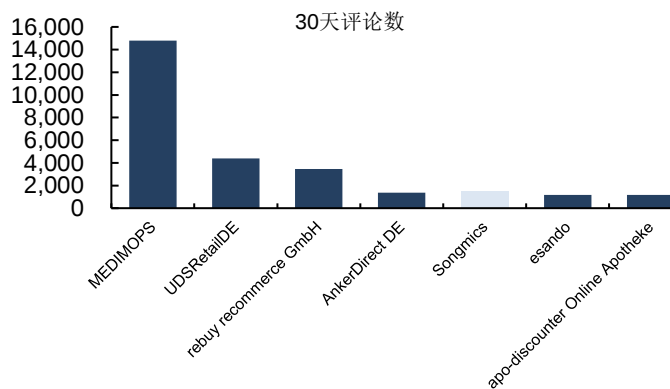


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

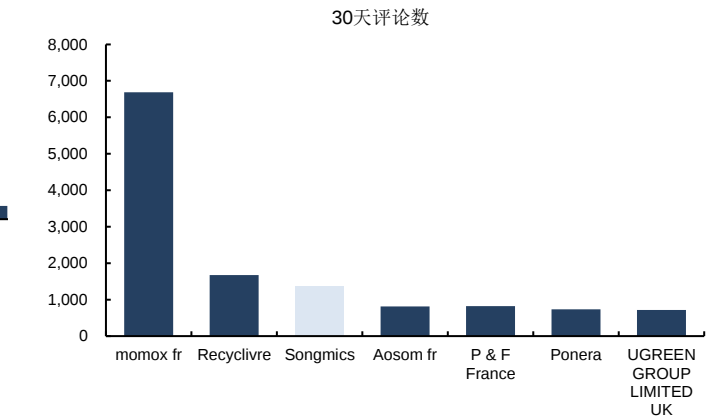
图 52：2018-2022 年公司 B2C 各平台营收分布



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

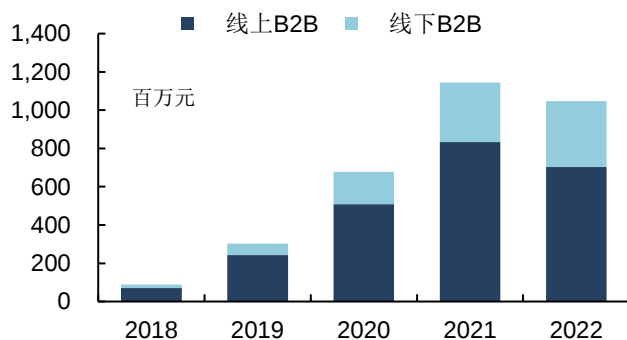
图 53: Songmics 在德国亚马逊卖家排名较高


资料来源: market place pulse, 信达证券研发中心

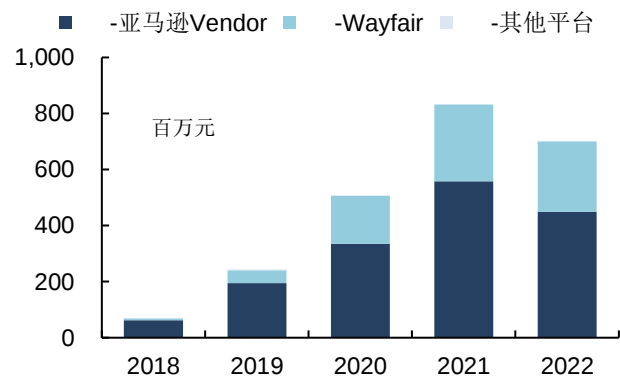
图 54: Songmics 在法国亚马逊卖家排名较高


资料来源: market place pulse, 信达证券研发中心

近年来,公司 B2B 渠道快速增长,18-22 年复合增速达约 86%。B2B 模式下客户向公司下单采购产品,公司将产品运送至客户指定地,终端消费者直接向 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。公司 B2B 模式分为线上、线下销售。1) 线上 B2B 模式: 2022 年线上销售占 B2B 比重约为 67%, 销售额约 7 亿元。线上 B2B 客户主要为亚马逊 Vendor 与 Wayfair (家具垂直品类电商平台), 公司主要以买断的形式将产品发往亚马逊指定的仓库,由亚马逊具体负责产品的后续销售工作。2) 线下 B2B 模式: 公司依托阿里巴巴国际平台、线下家居展会等渠道展示产品相关信息,客户通过公司业务系统或邮件下单订购产品并完成付款后,公司发货给境外客户,实现销售业务。

图 55: 2018-2022 年公司 B2B 线上、线下营收


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 56: 2018-2022 年公司线上 B2B 主要客户


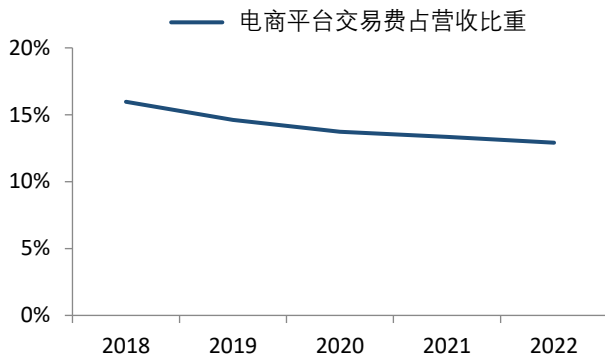
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

营收规模扩大&B2B 占比提升, 电商交易费成本占比持续下降。近年来电商平台交易费占公司营收比重自 2018 年的 16%降低至 2022 年的 12.9%, 主要由于公司 B2B 销售收入不断增长, B2B 模式下公司向平台客户或终端企业、贸易商客户直接销售产品, 无平台交易佣金支出。另外, 近年来公司营收规模不断扩大, 亦拉低了总体的平台交易费用率。公司广告费用主要为亚马逊等线上平台店铺站内广告、宣传费用以及站外广告推广费用, 随着公司业务规模增长以及持续加大公司品牌宣传力度, 公司广告宣传费用有所增长, 近几年广告费占收



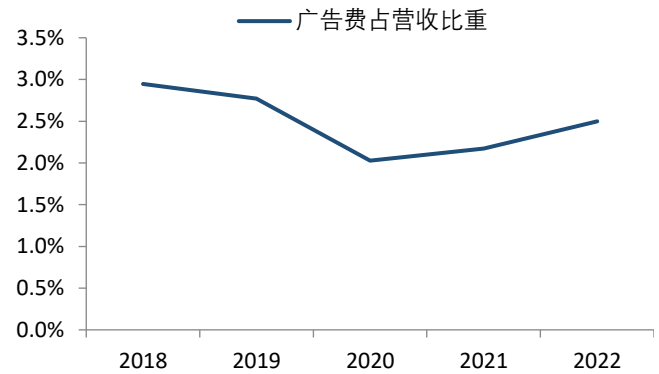
入比重在 2%-3%之间波动。

图 57：2018-2022 年公司电商平台交易费率下降



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 58：2018-2022 年公司广告费变化趋势



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

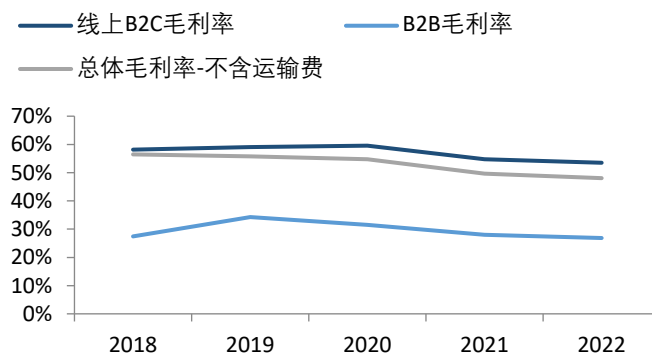
4.2：成本分析：持续优化供应链，提升运营效率与盈利空间

B2C 模式毛利、销售费用双高，B2B 模式毛利、销售费用双低。由于业务模式不同公司 B2C、B2B 渠道毛利率有较大差异，若不含运输费，公司 B2C 模式毛利率 2021-2022 年约在 54% 左右，B2B 模式毛利率则在 27-28% 左右。其中 B2C 在电商平台直面消费者，具有高毛利、高销售费用率特征，公司仍需承担相应的平台交易费、尾程运输费等。B2B 模式则无需承担上述相关销售费用。

近年来公司各销售模式毛利率下降主要与海运成本上涨有关。**B2C**：毛利率在 2021-2022 年有所下降，一方由于海运成本高企，另一方面则由于线上销售竞争加剧以及欧美国家因高通胀影响终端可选消费意愿。**B2B**：该模式不直接面向终端客户，电商平台客户通常议价能力较强，因此公司占比较大的线上 B2B 毛利率逐年下降。此外，公司由海外仓向 B2B 客户发货占比上升，FOB、mDDP 模式发货占比下降，而 2020 年下半年以来海运费上涨等因素导致 B2B 海外仓发货的产品综合成本上升。

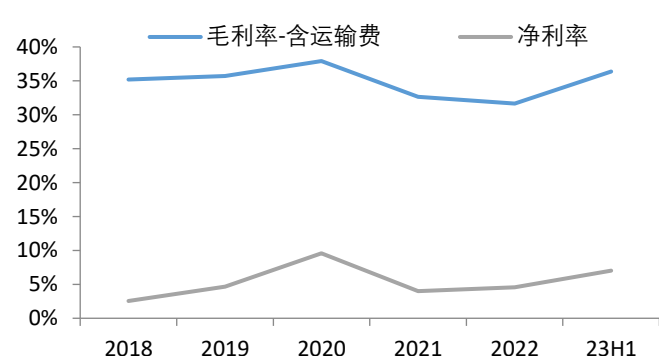
未来，随着海运费回归合理水平，公司自营仓体系建设日趋完善，公司海运成本、运输成本有望持续优化。

图 59：2018-2022 年公司 B2C 与 B2B 毛利率



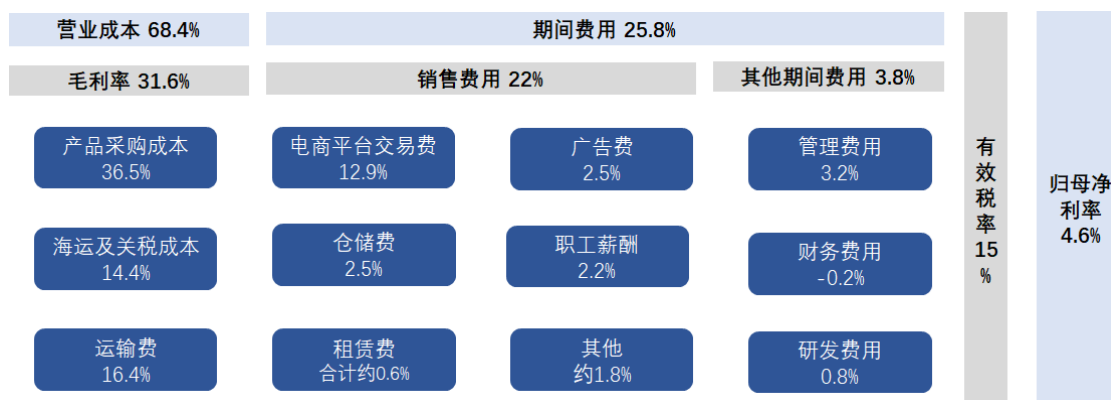
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 60：2018-23H1 年公司毛利率（含运费）与净利率



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 60：2022 年公司主要成本构成示意图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

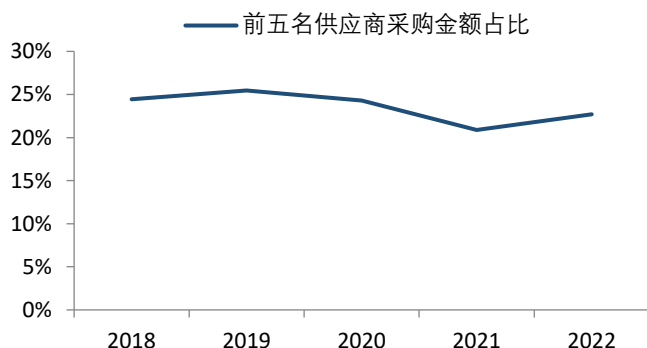
4.2.1 供应：与供应商长期合作，采购成本占比稳定

公司与供应商践行长期稳定合作关系，产品外采成本占比稳定。公司主生产制造则全部委托给外协厂商进行，公司将经营资源集中于高附加值的研发设计端及运营销售端。公司按需求及交货期、海运周期向供应商采购，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。

在供应商合作方面，公司布局国内家具产业集群区域（广东、福建、江浙地区等），充分利用当地供应链配套资源和集群优势，通过与家具家居行业领域具有优势的供应商进行战略合作，形成长期稳定的合作关系。针对重点品类，公司通过建立“主/副供应商”机制，并对外协供应商名单进行动态管理，有助于提升产能弹性空间。

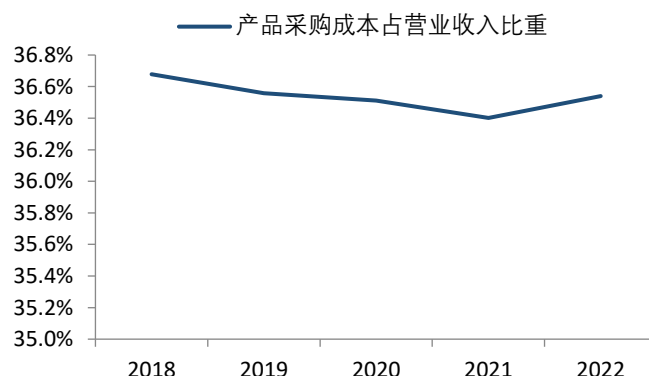
2018-2022 年公司向前五名供应商采购金额比重维持在 20-25%左右，同时公司产品采购成本占营业收入比重稳定性较高，产品采购成本占营业收入比重在 2018-2022 年始终维持在 36.5%左右。

图 61：公司向前五名供应商采购金额占比稳定



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 62：公司产品采购成本占营收比重稳定



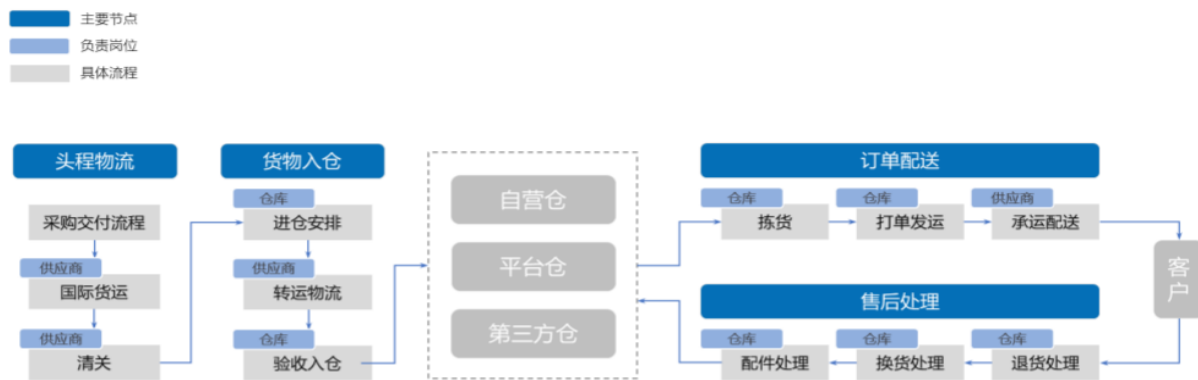
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

4.2.2 仓储：自营仓占比高，长租期锁定仓储成本

公司仓储物流主要分为自营仓、平台仓及第三方合作仓，目前以自营仓为主。随着公司规模的逐年递增，公司逐渐加大自营仓的建设力度，同时选择平台仓提供的仓储物流服务，并以第三方合作仓为有效补充。公司近年来不断加大海外自营仓建设力度，持续完善仓储物流体系，目前自营仓已成为公司主要的仓储物流方式。

- 1) **自营仓**：自营仓模式有助于缩短客户下单后的配送时间、提升客户满意度，实现“本土化”经营。目前，公司海外自营仓主要分布于德国、美国等地，国内自营仓则位于东莞，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。
- 2) **平台仓**：亚马逊 FBA 为公司最主要平台仓。平台仓模式下，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。公司通过海运等方式将产品运抵至亚马逊位于欧洲、北美及日本等地的 FBA 仓，公司 EYA 管理系统会定期通过数据接口获取 FBA 仓的存货信息。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。
- 3) **第三方仓**：第三方仓模式下，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。截止 22 年报，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。三方仓为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。

图 63：公司供应链系统示意图

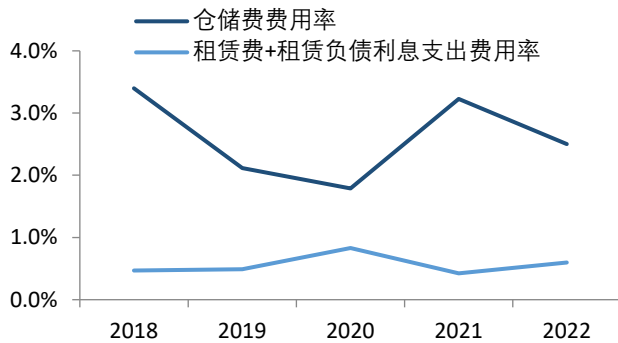


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司历史仓储费率保持在 2-3% 左右，22 年随存货周转提升略有下降。从成本分析看，公司向平台仓、三方仓的仓储费用主要反应在销售费用-仓储费中。2021 年公司仓储费率增长较大，主要由于海外疫情期间 FBA 仓出现的产品仓储受限，公司加大三方仓合作费用开支；另外，海运费价格上涨下公司加大利用“亚马逊物流+”服务承运公司货物出口境外目的地市场的比例，以亚马逊 FBA 仓为代表的平台仓的仓储费上升。2022 年公司仓储费率下降，主要由于公司备货量下降，同时持续提高库存周转效率，故减少了部分第三方合作仓、平台仓的使用，仓储费用因此有所降低。

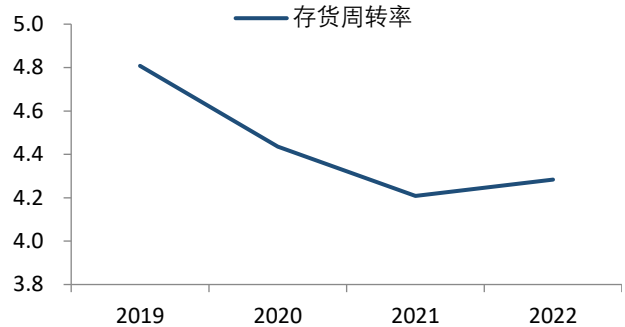
公司自营仓总体租赁费率在 1% 左右，租约时间较长有利于保证成本低位可控。销售费用-租赁费与租赁利息支出则主要反映了公司自营仓的租金成本。自 2021 年 1 月 1 日起，因执行新租赁准则，公司将原经营租赁产生的租赁费计入使用权资产折旧费及财务费用-利息费用，销售费用中的租赁费主要为公司采用直线法确认的短期租赁和低价值资产租赁产生的费用。目前公司自营仓主要在美国、德国，美国自营仓租期大部分延续到 2025 年，每年租金增长率为 3% 左右，与通胀水平类似。德国自营仓租期大部分延续到 2030 年，每年租金增长率为 2% 左右。公司自营仓均有中长期合约，保障公司租赁成本低位可控。

图 64：2018-2022 年公司仓储费率变化趋势



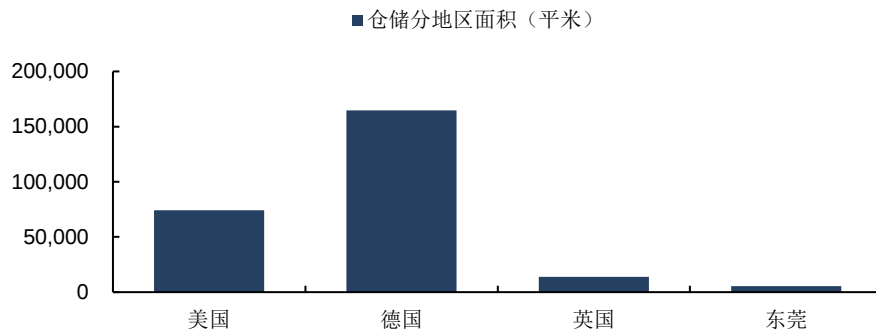
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 65：2018-2022 年公司存货周转率变化趋势



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 66：2022 年公司仓库分地区面积



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

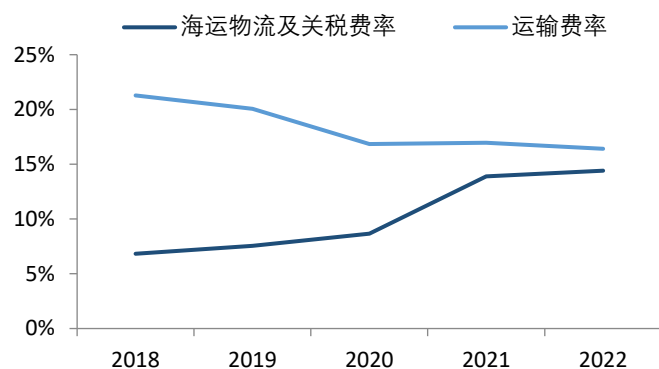
4.2.3 物流配送：海运费回落、自营仓完善，相关成本有望优化

2021-2022 年海运费持续高位导致公司相关成本高企，海运费价格改善利于公司盈利改善。公司产品的生产制造环节全部委托给外协加工厂商进行生产，并通过海运等运输方式运送至境外实现销售，海运费及关税成本反应在公司营业成本中。2021 年以来，受全球疫情反复的影响，中国外贸出口量大幅上升，出口集装箱、国际航运相关工作人员短缺，国际运力紧张，上述因素叠加导致国际海运价格大幅上涨，公司 2021 年欧洲航线、北美航线的海运费实际结算价的平均价格较 2020 年分别上涨了 250.82%、102.25%，公司产品成本因此显著上升，海运及关税成本占营收比重从 2020 年的 8.7% 显著提升至 2022 年的 14.4%。另外，中美贸易战以来，公司北美市场较多产品处于关税加征范围内，公司销往美国产品存在关税成本，近年来随着公司北美地区营收提升（2018 年：37.6%，2022 年：41.1%），海运及关

税费率整体呈提升趋势。

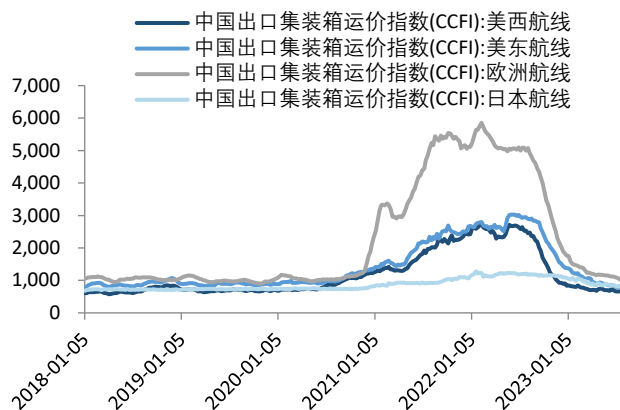
自营仓建设持续完善、B2B 占比提升，公司运输费率持续下降。公司运输费主要为 B2C 模式下公司向客户配送货物发生的物流运输费，主要包括亚马逊 FBA 配送费、海外仓发货的尾程物流运输费等。近年来运输费率总体保持下行趋势，主要由于：1）代发货的运输费用率尤其是亚马逊 FBA 配送费率通常高于自发货物流费率，公司不断加强自营仓储物流设施建设、加大自发货比例，运输费用率有所下降。2）B2B 模式占比提升，公司主要通过向客户批量集中发货的形式进行销售，运输费用较低。

图 67：2018-2022 年公司海运物流关税及运输费率



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 68：2018 年至今海运费变化趋势



资料来源：wind，信达证券研发中心

4.2.4 募投项目：投入研发及供应链，加强出海品牌竞争力

募投项目主要用于强化公司产品研发、供应链能力。公司上市预计募资规模为 15.8 亿元，实际募资规模为 9.9 亿元。公司募集资金主要用于研发中心、仓储物流及运营管理中心建设。募投项目针对消费者需求和行业技术发展，开展对现有产品结构的持续升级以及信息化系统的优化、开发；同时加大对智能家居产品、宠物用品等产品的创新研发，丰富产品矩阵，从而覆盖更多的家居使用场景。同时，募集资金投资项目将加大公司国内外自营仓布局 and 运营中心建设，增强供应链管理水平和，在跨境出口电商新模式新业态的基础上，进一步提升公司研发设计和业态模式方面的创新特征。

表 1：公司募投项目表

项目名称	项目计划投资金额 (亿元)	计划募集资金投入金额 (亿元)	建设期
研发设计中心建设项目	3.18	3.18	36 个月
仓储物流体系扩建项目	5.17	5.17	36 个月
郑州总部运营管理中心建设项目	3.51	3.51	36 个月
补充流动资金	3.00	3.00	-
合计	14.86	14.86	

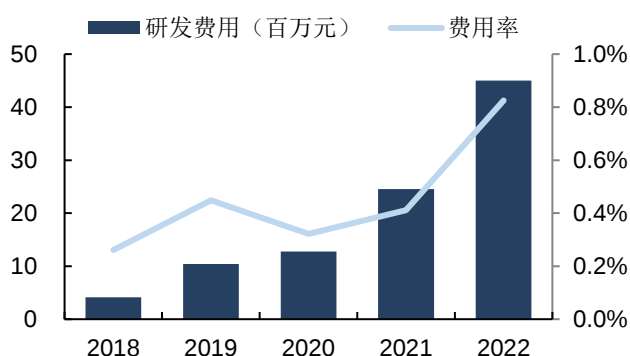
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

欧美家居消费者对产品设计及环保要求较高，需加强相关研发投入。欧美日等发达国家或地区的商业环境较为成熟，居民消费水平较高，消费者对家居产品的设计、个性化体验要求较高，公司需持续产品形态、系列、材质的更新迭代以保持市场竞争力；另外，欧美市场对家居产品使用的材料在环保与可循环利用等方面的要求逐渐提高，公司需要进一步提高对新材料、新工艺的研发能力以及实验检测能力，为市场提供符合要求的绿色、环保家居产品。2018-

2022 年公司研发费用率持续提升。

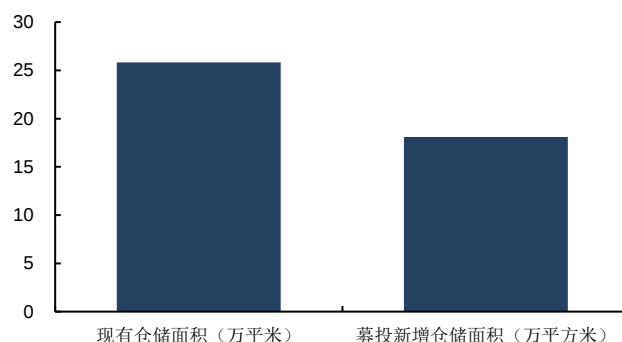
募投项目扩大公司仓储面积、提升仓储效率。募投将显著提升公司仓储面积：随着公司规模扩大，目前自有的仓储物流能力已处于较高的利用率水平。公司募投计划在国内外建设多个仓储物流中心，仓储面积合计 18.1 万平方米，目前公司自有仓约 26 万平米。**募投项目有望提升公司仓储效率：**1) 公司亟需提高仓储设施的自动化水平，提高仓储物流服务的时效性、质量水平及效率。2) 仓库租金主要由市场决定，但可通过提升仓库空间利用率来节省租仓面积，也可通过提高货物周转率来提高单位面积的使用次数，公司将引进自动拣货车、自动流水线及自动贴标机等自动化设备，提高仓储物流操作自动化水平，提升仓储物流周转速度。同时，本项目还将引入先进的 WMS 仓储管理信息系统，提高仓储物流信息化管理水平。

图 69：2018-2022 年公司研发费用及研发费用率



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 70：募投项目将显著增加公司仓储面积



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

4.3 对标宜家，跨境模式运营效率较高

对比宜家部分相似产品，产品性价比也较为突出。根据美国亚马逊及宜家官网产品信息，致欧科技品牌及宜家品牌的产品品类类似，产品形态均以可拆装、组合式家具为主，产品风格简洁大方。而在价格方面，致欧科技旗下相似产品的售价总体上略低于宜家，性价比优势更为突出。

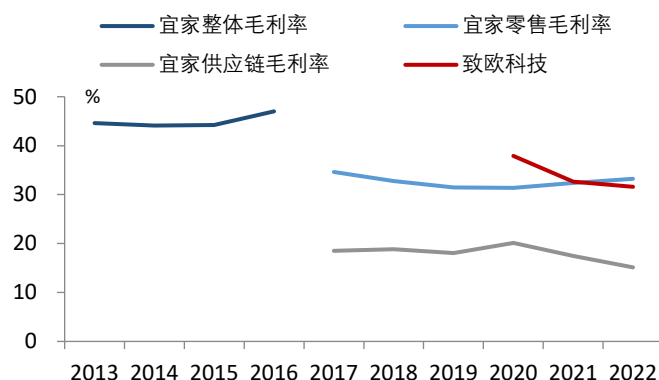
图 71：公司与宜家产品价格示意图

致欧科技					
	VASAGLE Shoe Rack 28.79 美元	SONGMICS Handwoven Laundry Ham 45.99 美元	VASAGLE C-Shaped End Table 33.99 美元	VASAGLE Solid Wood Coat Rack 23.99 美元	SONGMICS Cabinet Organizer Shelf 17.99 美元
宜家					
	PINNIG Bench with shoe storage 99.95 欧元	NATTGIBBA Laundry basket 59.95 欧元	OLSERÖSide table 34.99 欧元	EKRARHat and coat stand 24.99 欧元	SUNNERSTA Kitchen organiser set 19.46 欧元

资料来源：美国亚马逊，IKEA 官网，信达证券研发中心

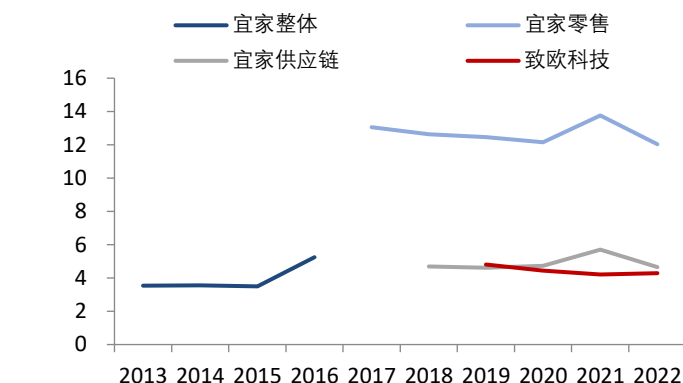
公司毛利率略低与宜家整体，存货周转率相似。毛利率方面，宜家在 2017 年以前毛利率包含零售与供应链，毛利率水平在 45% 左右，2017 年后零售、供应链毛利率分别约 32%、18%；致欧科技毛利率（成本含运费）约在 31-37% 左右，整体低于宜家。我们认为，宜家享有较高毛利率主要由于其多年沉淀的品牌力，同时宜家营收规模更大，采购端享有更高的议价能力。存货周转率方面，宜家主要存货由供应链承担，零售存货体量相对较小，2017 年之前宜家整体存货周转率、2017 年之后宜家供应链存货周转率与公司相似，均在 4-5 次/年左右，公司在高效、数字化的供应链管理体系赋能下运营表现优秀。

图 72：公司与宜家毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，IKEA 官网，信达证券研发中心

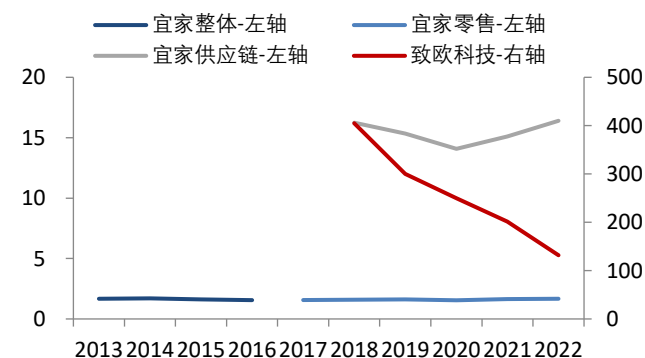
图 73：公司与宜家存货周转率对比



资料来源：公司招股说明书，IKEA 官网，信达证券研发中心

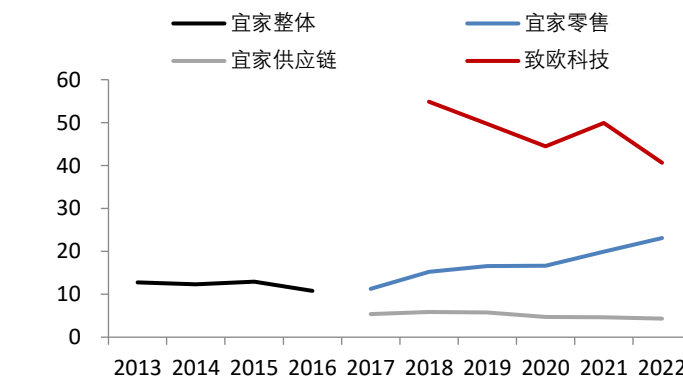
公司业务以跨境电商轻资产为主，产品体积相对较小、消费频次较高，固定资产周转率、应收账款周转率高于宜家。固定资产周转率方面，宜家拥有数量较大的线下门店，以线下零售为主的经营模式下的固定资产周转率较高；公司主要采用轻资产模式经营，境内、境外仓以租赁为主，近年来随着公司业务规模扩大，海外仓等供应链配套设施持续完善，公司固定资产周转率呈下降趋势，但仍高于宜家。应收账款周转率方面，由于宜家经营模式以线下零售为主，主要产品为购买频次相对较低的家具，应收账款周转率相对较低，而近年来随着宜家电商业务占比的快速提升，零售效率随之提升，宜家零售应收账款周转率随之提升。公司业务模式以跨境电商为主，较小件的家居产品营收占比约为 34%，应收账款周转率较高，近年来随着公司账期较长的 B2B 业务占比提升，应收账款周转率下降。

图 74：公司与宜家固定资产周转率对比



资料来源：公司招股说明书，IKEA 官网，信达证券研发中心

图 75：公司与宜家应收账款周转率对比



资料来源：公司招股说明书，IKEA 官网，信达证券研发中心

五、盈利预测与估值

公司专注家居跨境电商，为欧洲亚马逊平台头部卖家，有望共享全球零售数字化下的跨境电商增长红利。B2C、B2B 各渠道均衡发展，驱动营收增长。供应链提质增效，各项成本持续优化盈利有望持续释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.91 亿元、4.77 亿元、5.72 亿元，分别同比增长 56.3%、22.0%、20.0%。

5.1 盈利预测及假设

收入预测核心假设：1) 我们预计 2023 年随着海外主要地区相关产品库存去化、公司销售节奏恢复常态，欧洲及北美地区营业收入分别同比增长 18%、8%；2024-2025 年随着公司美国业务拓展节奏加速，预计收入同比增长分别为 25%、23%，欧洲地区维持较稳健增长，预计收入同比增长分别为 15%、14%。2) 我们预计随着公司在其他地区业务拓展，2023-2025 年收入增长分别为 50%、30%、30%。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 62.43 亿元、74.45 亿元、87.91 亿元，分别同比增长 14.4%、19.2%、18.1%。

表 2: 公司收入预测简表

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,971	5,967	5,455	6,243	7,445	8,791
YOY	70.8%	50.3%	-8.6%	14.4%	19.2%	18.1%
欧洲	2,391	3,575	3,065	3,617	4,159	4,742
YOY	74.0%	49.5%	-14.3%	18.0%	15.0%	14.0%
北美	1,545	2,335	2,244	2,424	3,030	3,726
YOY	66.0%	51.1%	-3.9%	8.0%	25.0%	23.0%
日本	31	40	47	54	62	71
YOY	90.4%	29.1%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他地区	1	9	22	33	43	56
YOY	-35.6%	940.2%	145.6%	50.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测核心假设：1) 毛利率: 我们预计 2023 年随着海运费成本显著下降，公司毛利率提升至 36%，2024-2025 年毛利率分别为 36.5%、36.6%。2) 预计 2023-2025 年公司销售、管理、研发费用率分别约 23%、4.2%、1.2%。3) 2023 年初至今人民币持续贬值趋势，考虑到汇率波动影响，我们预计 2023 年财务费用率为-0.3%，2024-2025 年暂不考虑汇率对财务费用率造成较大影响。4) 预计公司 2023-2025 年无大额减值与非经常性损益。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.91 亿元、4.79 亿元、5.75 亿元，分别同比增长 56.5%、22.3%、20.1%。

表 3: 公司盈利预测简表

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,971	5,967	5,455	6,243	7,445	8,791
%增长率	70.8%	50.3%	-8.6%	14.4%	19.2%	18.1%
毛利	1,506	1,948	1,727	2,248	2,717	3,218
%销售收入	37.9%	32.6%	31.6%	36.0%	36.5%	36.6%
销售费用	823	1,313	1,201	1,436	1,705	2,013

%销售收入	20.7%	22.0%	22.0%	23.0%	22.9%	22.9%
管理费用	170	177	174	268	313	369
%销售收入	4.3%	3.0%	3.2%	4.3%	4.2%	4.2%
研发费用	13	25	45	75	89	105
%销售收入	0.3%	0.4%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%
财务费用	7	94	-14	-18	18	26
%销售收入	0.2%	1.6%	-0.2%	-0.3%	0.2%	0.3%
营业利润	468	301	311	486	594	712
%增长率	226.6%	-35.8%	3.4%	56.2%	22.2%	20.0%
所得税	86	59	59	92	112	135
所得税率	18.4%	19.7%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
归属于母公司股东的净利润	380	240	250	391	479	575
%增长率	252.1%	-36.9%	4.3%	56.5%	22.3%	20.1%
净利率	9.6%	4.0%	4.6%	6.3%	6.4%	6.5%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级

公司专注家居跨境电商,为欧洲亚马逊平台头部卖家,有望共享全球零售数字化下的跨境电商增长红利。B2C、B2B 各渠道均衡发展,驱动营收增长。供应链提质增效,各项成本持续优化盈利有望持续释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.91 亿元、4.79 亿元、5.75 亿元,分别同比增长 56.5%、22.3%、20.1%,目前股价对应 PE 为 23x,首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司 23 年平均 PE 约 28X

公司	股价	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)
	2023/9/28		2023E	2024E	2023E	2024E	
赛维时代	35.15	140.6	4.0	5.5	35.5	25.8	8.8
华凯易佰	26.86	77.7	3.8	5.3	20.5	14.7	3.8
平均					28.0	20.2	6.3
致欧科技	22.76	91.4	3.9	4.8	23.3	19.1	3.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 致欧科技为信达证券研发中心预测, 其他为 Wind 一致预期)

六、风险因素

- 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，线上 B2C 平台是公司的主要销售渠道。但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。如果亚马逊对第三方卖家的平台政策及平台费率进行较大调整，或者公司与亚马逊平台的合作关系在未来发生重大不利变化，而公司未能及时、有效拓展其他销售渠道，将对公司经营活动、财务状况产生不利影响。
- 2、汇率波动的风险：公司主要通过德国、美国、日本等境外子公司在欧洲、北美、日本等国家或地区开展销售业务，销售收入主要来源于境外，公司境外销售业务主要以欧元、美元、英镑、加元、日元为结算币种。同时，公司主要通过香港子公司采购产品，并主要以美元和人民币进行结算。如果未来汇率波动幅度加大，则公司出现汇兑损失的可能性也将增加，将对公司利润构成一定不利影响。
- 3、国际贸易摩擦的风险：2018 年以来，美国政府采取了多项贸易保护主义政策，导致中美之间的贸易摩擦和争端不断升级，公司部分产品在美国加征关税的清单内。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。未来，若公司除美国外其他主要海外市场的国家或地区改变了进口关税政策，或实行贸易保护主义政策，而公司未能采取有效应对措施，则会影响公司产品在该国的销售，进而对公司经营业绩产生一定的不利影响。
- 4、募投项目不及预期：公司募投项目主要为扩大现有仓储面积、供应链数字化建设及研发升级。未来，若公司募投项目投入进度不及预期，则可能对公司的整体运营效率及业绩造成一定的不利影响。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,099	2,203	3,330	3,632	4,082
货币资金	513	1,039	1,697	1,864	2,069
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	125	143	309	304	357
预付账款	90	17	40	47	56
存货	1,052	689	754	844	980
其他	319	314	530	573	620
非流动资产	1,326	1,275	1,666	1,899	2,076
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	39	44	75	133	184
无形资产	7	9	13	18	22
其他	1,280	1,222	1,577	1,748	1,870
资产总计	3,426	3,478	4,996	5,531	6,158
流动负债	1,065	938	1,226	1,378	1,545
短期借款	380	341	541	591	641
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	345	242	277	328	387
其他	340	355	408	459	517
非流动负债	821	733	735	735	735
长期借款	0	0	0	0	0
其他	821	733	735	735	735
负债合计	1,886	1,670	1,962	2,114	2,280
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,540	1,807	3,035	3,418	3,878
负债和股东权益	3,426	3,478	4,996	5,531	6,158

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,967	5,455	6,243	7,445	8,791
同比(%)	50.3%	-8.6%	14.4%	19.2%	18.1%
归属母公司净利润	240	250	391	479	575
同比(%)	-36.9%	4.3%	56.5%	22.3%	20.1%
毛利率(%)	32.6%	31.6%	36.0%	36.5%	36.6%
ROE%	15.6%	13.8%	12.9%	14.0%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.62	0.98	1.19	1.43
P/E	38.10	36.54	23.34	19.08	15.89
P/B	5.93	5.06	3.01	2.67	2.36
EV/EBITDA	1.71	0.36	13.97	10.86	9.16

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,967	5,455	6,243	7,445	8,791
营业成本	4,020	3,729	3,996	4,727	5,574
营业税金及附加	1	4	3	4	4
销售费用	1,313	1,201	1,436	1,705	2,013
管理费用	177	174	268	313	369
研发费用	25	45	75	89	105
财务费用	94	-14	-18	18	26
减值损失合计	-87	-23	-23	-26	-24
投资净收益	19	14	22	26	31
其他	30	4	3	4	6
营业利润	301	311	486	594	712
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2
利润总额	299	309	483	591	710
所得税	59	59	92	112	135
净利润	240	250	391	479	575
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	240	250	391	479	575
EBITDA	458	435	634	804	936
EPS(当年)(元)	0.66	0.69	0.98	1.19	1.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	265	988	384	702	709
净利润	240	250	391	479	575
折旧摊销	107	145	169	195	201
财务费用	6	32	63	71	74
投资损失	-19	-14	-22	-26	-31
营运资金变动	-135	552	-231	-47	-139
其它	67	23	14	31	29
投资活动现金流	-147	-252	-727	-424	-370
资本支出	-34	-11	-277	-277	-227
长期投资	-133	-269	-340	-170	-170
其他	20	28	-110	23	28
筹资活动现金流	187	-568	991	-111	-134
吸收投资	0	0	892	0	0
借款	513	276	200	50	50
支付利息或股息	-6	-8	-141	-166	-189
现金流净增加额	289	185	658	167	206

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。