

致欧科技 (301376.SZ)

海外线上家居龙头，从产品到供应链全面树立壁垒

买入

核心观点

主营海外线上家居家具自有品牌销售。公司专注家居跨境电商十余年，致力于打造一站式线上家居品牌，深耕以亚马逊为主的海外电商平台，基于强化研发设计与运营销售两端、生产全部外协的经营模式，形成了以三大品牌 Songmics、Vasagle 与 Feandrea 覆盖的家具、家居、庭院、宠物产品矩阵。2018-2022 年收入/利润复合增速为 36%/58%。

家居行业：全球千亿市场，电商渠道持续扩容。1) **家居家具：**全球家居市场规模约 6000 亿美元，随着行业步入成熟期，整体增速放缓，但结构上看电商渠道的增势明显，线上依然有较大增长空间。2) **庭院与宠物家居：**庭院家居近两年仍在消化前期市场放量带来的存量上升与新增需求低迷，线上渠道占比相对家居大盘更低；宠物家居受益于宠物陪伴需求的增加，仍处于高速增长窗口期，当前北美的电商占比已接近 50%，西欧仍以线下为主。

竞争格局：低集中度背景下，细分领域存机遇，先“小而美”，后“大而全”。1) **家居和宠物集中度低：**美/德家居 CR5 分别为 14%/15%，全球龙头宜家尽管作为综合类龙头，但受制于品类和渠道特点限制，依然难以形成综合统治力；宠物品类集中度分化（美/德 CR5 为 10%/29%），头部均为宠物用品专业品牌，但大多仅有小个位数份额。2) **细分品类的线上市场：**集中度高于家居大盘。美国亚马逊渠道，致欧旗下品牌在脚凳、珠宝首饰柜、猫爬架等细分领域的份额领先，未来有望凭借着爆款和平价策略巩固份额优势。

致欧科技：性价比契合海外消费降级趋势，打造极致的快速推新与供应链优势。1) **产品：**公司多款产品畅销亚马逊，其背后是海内外联动的研发设计优势与持续快速推新能力。2) **渠道：**长期深耕海外主流三方平台，线上 B2C 对亚马逊的依赖度高，基于多年沉淀已在亚马逊平台积累了丰富的运营经验和品牌势能；3) **仓储物流：**自营仓+平台仓+第三方合作仓实现弹性供应，2022H1 自发仓收入占比提升至 38%，后续随着北美仓储布局完善，有望进一步优化当地运输费用。4) **供应链：**快速响应的柔性供应链已经建立，全链条数字化运营带来流程的高效循环与产销供一体化效率。5) **增长展望：**现有品类提份额，新品类参考宜家延展，渠道上开拓其他线上平台与线下 KA，同时墨西哥与南美等新市场有望在未来贡献增量，内生增长动力充足。

盈利预测与估值：预计 2023-2025 年净利润 3.9/4.9/5.7 亿元，同比 57.3%/25.0%/16.2%；对应 EPS 分别为 0.98/1.22/1.42 元。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间为 23.76-30.00 元，市值区间为 95-121 亿元，对应 2023 年 PE 为 24-31 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：第三方平台经营风险；汇率及海运价格波动风险；海外竞争加剧以及需求复苏不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,115	7,472	8,798
(+/-%)	50.3%	-8.6%	12.1%	22.2%	17.7%
净利润(百万元)	240	250	393	492	572
(+/-%)	-36.9%	4.3%	57.3%	25.0%	16.2%
每股收益(元)	0.66	0.69	0.98	1.22	1.42
EBIT Margin	7.2%	5.5%	7.2%	7.5%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	13.8%	12.7%	14.2%	14.7%
市盈率 (PE)	36.4	34.9	24.6	19.7	17.0
EV/EBITDA	24.3	33.6	25.2	20.1	16.9
市净率 (PB)	5.67	4.83	3.14	2.80	2.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

买入(首次评级)

23.76 - 30.00 元

23.88 元

9588/799 百万元

31.99/21.02 元

48.01 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

致欧科技：畅销海外的家具家居“小巨人”	6
多品牌矩阵齐发力，互联网家居出海领军者	6
收入快速增长，净利润在短期扰动后迎来反弹	8
家居行业：全球千亿市场，电商渠道持续扩容	10
家居家具：千亿市场迈入成熟期，电商渠道注入新动能	11
庭院家居：以欧美市场为主，线上规模有待提升	12
宠物家居：处于高速增长窗口期，结构上电商增势迅猛	13
竞争格局：低集中度背景下，细分领域存机遇，先追求“小而美”，再迈进“大而全”	15
家居家具：分散品类下多年维持低集中度	15
宠物家居：格局分化，头部多为本土宠物品牌	16
线上细分领域：竞争激烈且格局头部份额集中	17
致欧科技：打造极致的快速推新与供应链优势	22
产品：小单快反、快速迭代，横纵向延伸品类矩阵	22
渠道：背靠亚马逊 B2C，运营经验与口碑积累深厚	25
仓储物流：国内外双仓联动弹性供应，自营仓优化运输费用	28
供应链：快速响应的柔性供应，数字化贯穿全流程	31
增长展望：提份额+扩渠道+拓市场，内生成长路径清晰	32
财务分析	34
规模和成长性分析	34
盈利能力分析	36
现金流量分析	37
盈利预测	38
假设前提	38
盈利预测的敏感性分析	40
估值与投资建议	41
绝对估值：以 FCFF 方法得到合理股价估值为 24.24-29.73 元/股	41
绝对估值的敏感性分析	42
相对估值：采用 PE 估值给予目标估值为 23.76-30.00 元/股	42
投资建议	43
风险提示	44
附表：财务预测与估值	47

图表目录

图 1: 发展历程: 互联网家居出海领军者, 以德国为起点开启全球扩张	6
图 2: 公司以场景逻辑扩展产品品类, 三大品牌覆盖四大品类	7
图 3: 股权结构: 宋川为实际控制人, 安克创新为战略投资者	7
图 4: 收入快速增长, 2018-2022 年复合增速 36.0%	8
图 5: 欧洲与北美为公司主要销售市场	8
图 6: 家居与家具双核心品类贡献主要收入	9
图 7: B2C 份额贡献八成营收, B2B 份额有所提升	9
图 8: 归母净利润受海运及汇兑短期扰动后回归正增长	9
图 9: 毛利率小幅下滑, 2021 年以来盈利能力持续提升	9
图 10: 分产品毛利率: 家居系列、宠物系列毛利率较高	10
图 11: 公司主营业务成本的经济要素构成	10
图 12: 公司费用控制良好, 期间费用率整体呈下降趋势	10
图 13: 全球家居市场规模稳定在约 5800 亿美元的水平	11
图 14: 美国市场贡献海外主要增量	11
图 15: 美国家居电商渠道自 2020 年以来快速提升	11
图 16: 西欧家居电商渠道占比提升至 20%左右	11
图 17: 全球家居电商市场规模增长动力较强	12
图 18: 北美与西欧家居电商增速迅猛	12
图 19: 北美和西欧市场占据了庭院家居市场规模的大部分	12
图 20: 2022 年北美表现相对平稳, 西欧与日本出现市场规模紧缩	13
图 21: 美国庭院家居电商渠道缓慢增长	13
图 22: 线下专卖零售占据西欧庭院家居近八成份额	13
图 23: 海外宠物产品市场保持强劲增长势头, 北美市场占据超五成市场规模	14
图 24: 美国宠物家居电商渠道占比反超专卖零售渠道份额	14
图 25: 西欧宠物家居电商渠道份额增长明显	14
图 26: 美国家居行业公司集中度常年保持较低水平	15
图 27: 德国除宜家外其他企业份额更低	15
图 28: 宜家家居收入近年保持稳步增长	16
图 29: 宜家收入体量中仍以线下为主	16
图 30: Ashley Furniture 近年收入保持稳步增长	16
图 31: Ashley Furniture 产品整体定位偏大众 (单位: 美元)	16
图 32: 美国宠物用品行业集中度不高, 头部企业各有侧重	17
图 33: 德国宠物用品行业 Trixie 一家独大	17
图 34: 公司爆款位居脚凳畅销品榜单首位	18
图 35: Songmics 的日销额领先于其他厂商	18
图 36: 前六大厂商收入口径下, SONGMICS 销额占比近半	20
图 37: 两强争霸显著, 其余厂商销额增长持续性弱	20

图 38: Vasagle 日销额位居首位	20
图 39: 衣帽架价格带差异显著	20
图 40: 2023M1-M11 北美亚马逊猫爬架市场分厂商销售情况	21
图 41: Yaheetech 和 Feandrea 占据七大头部厂商的大量份额	21
图 42: 动态看 2023 年以来 Feandrea 的日销额先下滑后回升, 逐步追赶上 Yaheetech	21
图 43: 价格带层次分明, Feandrea 品牌价格较高	22
图 44: 基于场景逻辑扩品类, 目前公司产品已基本实现主要场景的覆盖	23
图 45: 公司重视产品研发设计的投入, 研发费用率逐步提升至 1.2%	24
图 46: 自主研发模式下的产品开发流程	25
图 47: 合作开发模式下的产品开发流程	25
图 48: 三种产品开发模式搭配提升推新效率, 公司自研推新的数量逐年增加	25
图 49: 公司的销售模式主要包括线上 B2C 及跨境出口 B2B 两种模式	26
图 50: B2C 渠道公司对亚马逊的依赖度较高	26
图 51: 2022 年美国电商中亚马逊的份额绝对领先	26
图 52: 亚马逊平台的商业理念与飞轮效应	27
图 53: B2B 渠道占比接近 20%, 亚马逊 Vendor 是最大客户	28
图 54: 2021-2022 年公司前五大客户销售收入 (万元)	28
图 55: 公司分渠道的仓储物流管理模式	29
图 56: 公司自营仓的销售收入占比快速提升	29
图 57: 公司的海外仓分布 (2022 年)	29
图 58: 公司北美以 FBA 仓为主, 欧洲自营仓收入占比更高 (2022H1)	30
图 59: 公司制定了较为完善的供应商管理及评价体系	31
图 60: 德国亚马逊上, 公司的优势品类依然处于提份额过程中	33
图 61: 公司收入体量位居家居公司外销体量的中等水平	35
图 62: 公司收入体量也位居跨境电商公司中游水平	35
图 63: 公司收入增速的波动较家居公司的外销业务更小	36
图 64: 2023Q1-Q3 公司营收增速回升	36
图 65: 毛利率处于家居行业较高水平, 略低于跨境电商企业	36
图 66: 公司净利率处于同行业公司中等偏低水平	36
图 67: 公司销售费用率高于家居公司、低于跨境电商, 保持在 20%左右	37
图 68: 公司 ROE 处于跨境电商行业中等水平	37
图 69: 现金流能力较稳定, 经营活动现金流净额波动较大	38
图 70: 应收账款情况良好, 存货周转天数下滑	38

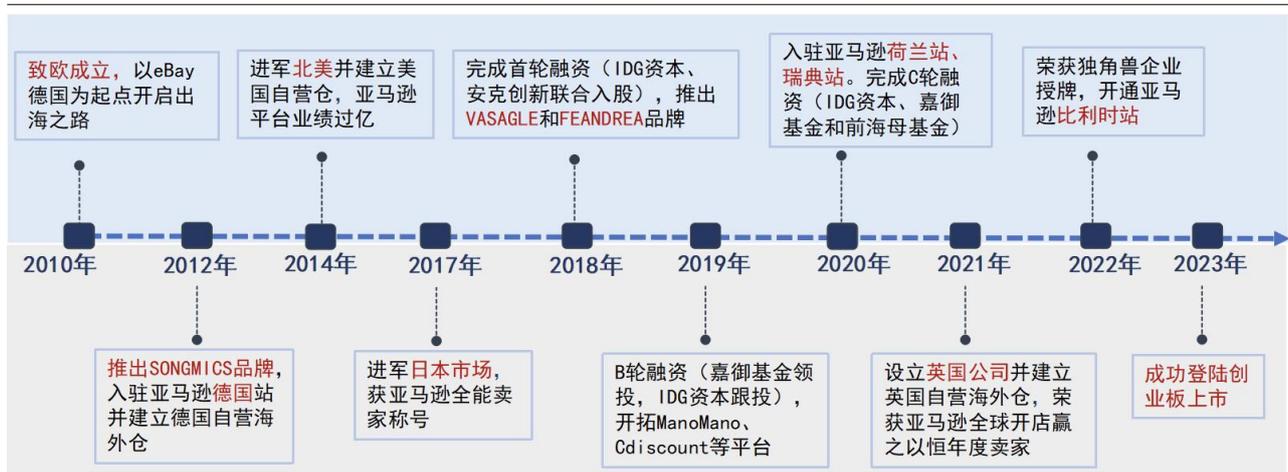
表1: 公司及子公司股权激励情况	8
表2: SONGMICS 三款爆品荣登北美亚马逊畅销细分榜单前五	19
表3: 公司多款产品在德亚相应品类目录下位于前 10 款最畅销产品	23
表4: 国内跨境电商卖家: 安克创新 vs 赛维时代 vs VESYNC	27
表5: 公司主要 B2B 客户的概况	28
表6: 自营仓相较于平台仓、第三方合作仓的优劣势	29
表7: 以亚马逊平台为例, 平台仓与自营仓的各项费用率对比	30
表8: 公司前五大供应商: 集中度较低且合作较为稳定	31
表9: 公司已上线或已完成开发的主要信息技术模块	32
表10: 公司在德亚的分品类份额情况	32
表11: 与宜家对比, 公司的细分新品类领域仍有待拓展	33
表12: 新兴的快速崛起的跨境电商平台	34
表13: 同行业公司相关业务的海外电商业务情况: 致欧在家居跨境电商中保持领先	35
表14: 致欧科技收入拆分及预测	39
表15: 未来 3 年盈利预测表	40
表16: 致欧科技盈利预测敏感性分析	41
表17: 公司盈利预测假设条件 (%)	41
表18: 资本成本假设	41
表19: 致欧科技 FCFE 估值表	42
表20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	42
表21: 同类公司估值比较	43

致欧科技：畅销海外的家具家居“小巨人”

多品牌矩阵齐发力，互联网家居出海领军者

公司专注家居跨境电商十余年，致力于打造一站式家居品牌。公司成立于2010年，以家的全场景全品类规划为边界，致力于打造高性价比（Value for money）、全家居场景（Variety）和时尚风格设计（Stylish）的线上一站式家居品牌。公司以德国为起点开启出海之路，2012年入驻德国亚马逊，2014年进军北美，后续又先后进入日本、荷兰、比利时等国家与地区。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外协厂商进行，深耕以亚马逊为主的海外主流电商平台，通过“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的跨境仓储物流体系，实现了对欧美、日本等主流市场的高效覆盖。

图1：发展历程：互联网家居出海领军者，以德国为起点开启全球扩张



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

三大品牌覆盖四大品类，以不同品牌切入不同场景。公司以场景逻辑扩展品类，产品包括家具、家居、庭院及宠物四大系列，涵盖客厅、卧室、厨房、门厅庭院、户外等不同场景，形成了以集团品牌“SONGMICS HOME”牵引三大自有品牌的品牌矩阵，各品牌已形成了一致的产品形象识别设计风格，以中小件家具家居填充海外客户的家居空间。子品牌方面：

- 1) SONGMICS 主打家居类，以收纳类、办公椅等产品为主，致力于为海外提供高性价比的家居产品；
- 2) VASAGLE 定位板材类家具，产品包括餐桌椅、沙发、储物柜等，以铁木材质主打做旧工业风，更多表达“功能性美”的品牌核心概念；
- 3) Feandrea 定位宠物家居，涵盖宠物休憩、出行、玩乐以及清洁等产品。

图2：公司以场景逻辑扩展产品品类，三大品牌覆盖四大品类



SONGMICS定位于家居品类
囊括各系列产品，欧美市场为主且欧洲占比更高
覆盖产品：家居系列包括收纳类（鞋架、鞋盒、衣架、首饰柜等）等，部分办公家具（办公椅、书桌），庭院系列如篱笆、花园桌、太阳伞、蹦床等



VASAGLE定位于家具品类
以“铁+木”为主要材质、以“做旧工业风”为主要设计元素，欧美市场为主
覆盖产品：餐桌/椅、床及床头柜、电视柜、沙发、鞋架、储物柜、咖啡桌、休闲椅、浴室柜、置物灯、铁木电脑桌等

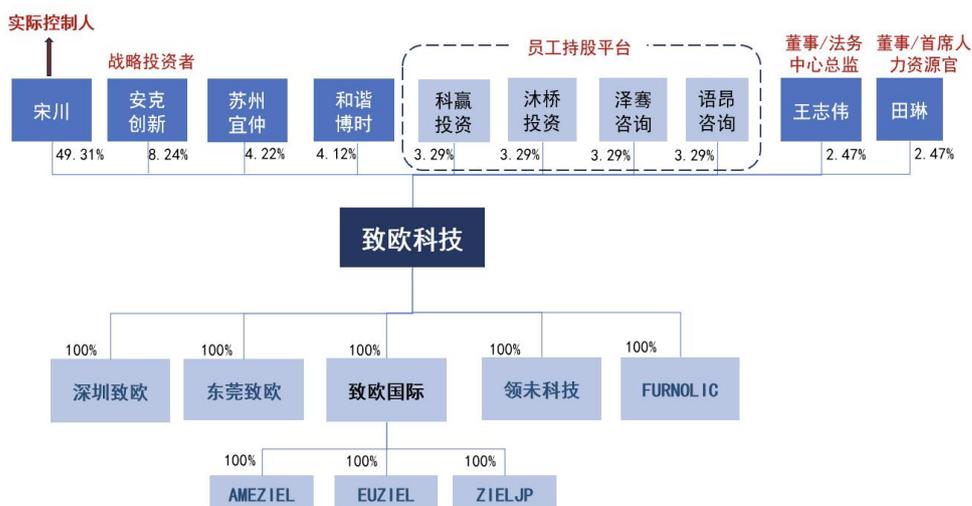


FEANDREA定位于宠物系列品类
欧美市场为主，日本市场的占比相对其他品牌更高
覆盖产品：猫爬架、猫窝、狗窝、宠物家具、喂食碗架、宠物楼梯等

资料来源：公司公告、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

创始人宋川为实际控制人，安克创新为重要战略投资者。公司创始人及实际控制人宋川直接持有 49.31% 股份，其母张秀荣为一致行动人，持有 0.82% 股份；安克创新作为战略投资者持有 8.24% 股份；此外科赢投资、沐桥投资、泽睿咨询和语昂咨询为公司高管及骨干的股权激励实施平台，合计持有 13.16% 股份。公司股权结构集中，控制权较为稳定。

图3：股权结构：宋川为实际控制人，安克创新为战略投资者



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：上述持股比例为 2023H1 披露数据

股权激励充分以绑定核心团队利益。公司以科赢投资、沐桥投资、泽睿咨询和语昂咨询作为持股平台实施股权激励，2017-2020 年以持股平台增资及财产份额转让或确权形式对中高层管理人员以及核心员工等进行了四次股权激励。

表1: 公司及子公司股权激励情况

	授予对象	授予股比	公允价值 (元/出资额)	股份支付 费用(万)	持股比例 (出资额/注册资本)
2017/12	蔡海伟等 19 人 王志伟、田琳	通过科赢投资、沐桥投资间接授予合计 104.54 万元注册资本 通过受让股权及直接增资方式合计取得 180 万元注册资本	21.83	5352.6	9.48%
2018/5	KONG YI 等 4 人 王志伟、田琳	通过泽睿咨询、语昂咨询对致欧有限增资的形式，间接授予合计 216.42 万元注册资本 以合伙企业财产份额确权的形式间接授予 22 万元注册资本	21.83	4489.8	7.95%
2019/4	安瑞静等 83 人	以合伙企业财产份额转让或确权的形式间接授予合计 136.64 万元注册资本	45.62	5821.5	4.55%
2020/6	侯永辉等 17 人	以合伙企业财产份额转让或确权的形式间接授予合计 31.84 万元注册资本	258.59	8138.1	1.03%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

收入快速增长，净利润在短期扰动后迎来反弹

收入增长强劲凸显成长性。公司收入从 2018 年的 15.9 亿增长至 2022 年的 54.6 亿，年复合增速 36.0%。其中 2021 年疫情助推海外线上家居消费高增，公司收入同比+50.3%；2022 年由于海外高基数，供给端竞争加剧与高通胀影响消费意愿，收入同比-8.6%；2023Q1-Q3 单季收入同比分别为-11.2%/-0.4%/+13.9%，前期收入下滑主要系公司主动淘汰部分低效益贡献 SKU，新品规划较少以及供应商产能受限造成部分产品存在断货情况，短期对营收形成负面拖累，目前产能供应问题已得到解决，Q3 收入重回双位数增长。

分地区来看，公司以欧洲与北美为主要销售市场。2023H1 欧洲、北美收入占比分别为 61.0%/36.0%；日本市场占比仅 0.9%，但收入规模总体呈逐步上升趋势。

图4: 收入快速增长，2018-2022 年复合增速 36.0%



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

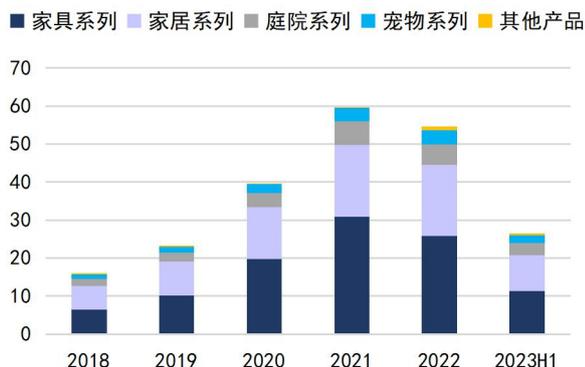
图5: 欧洲与北美为公司主要销售市场



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

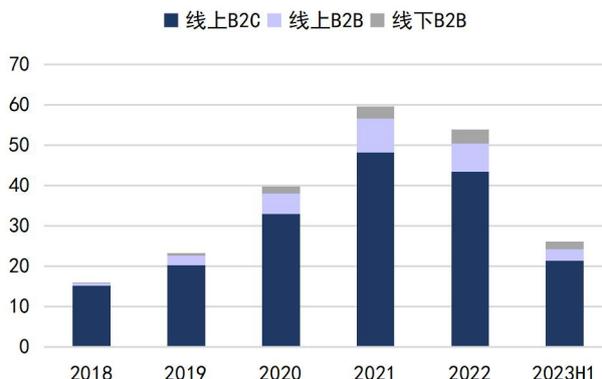
家居与家具双核心系列驱动增长，B2C 增长稳健、B2B 快速提升。1) 分品类看，家居与家具系列是公司收入的主要贡献板块，2023H1 家具、家居、庭院以及宠物系列占比分别为 42.9%/35.5%/12.2%/7.9%。2) 从渠道看，B2C 占比保持在 80% 以上，为公司的核心销售模式；同时随着公司持续推进 B2B 客户开拓计划，B2B 业务收入增长迅速，占比从 2018 年的 5.5% 提升至 2023H1 的 18.0%。

图6: 家居与家具双核心品类贡献主要收入



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: B2C 份额贡献八成营收, B2B 份额有所提升



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

受海运费上涨、降价以及渠道结构等多重因素影响, 公司毛利率空间有所收窄。

2020 年公司毛利率大幅下滑, 主要系新会计准则下运输费计入主营成本, 若剔除其影响, 公司毛利率从 2018 年的 56.5% 小幅下滑至 2022 年的 48.1%。2021 年由于 1) 出口集装箱短缺与国际运力紧张导致海运费大涨、2) 针对海外货物滞港等造成的仓库订单积压情况对部分库存商品实施降价销售, 因此利润空间有所收窄。2022 年海运价格总体仍处高位, 线上零售竞争加剧叠加需求放缓, 公司毛利率仍小幅下滑。2023 年以来海运费价格回归常态, 公司淘汰了部分盈利不佳产品, 毛利率相应得到回升。

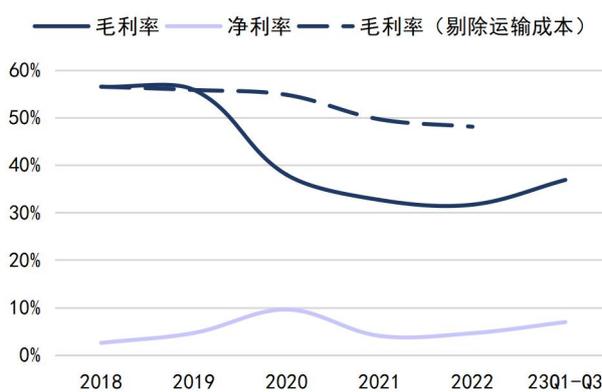
净利润在经历短期扰动后回归正增长。公司净利润从 2018 年的 0.4 亿增长至 2022 年的 2.5 亿, 年复合增速 57.5%。其中 2021-2022 年净利润与收入增速呈背离趋势, 主要系 2021 年受到海运费增加、汇兑损失以及存货跌价损失等拖累, 净利润同比-36.9%; 2022 年上述不利因素减弱, 净利润小幅增长 4.3%; 2023Q1-Q3 受益于海运费下降与汇兑收益, 净利润同比+67.1%至 2.9 亿。

图8: 归母净利润受海运及汇兑短期扰动后回归正增长



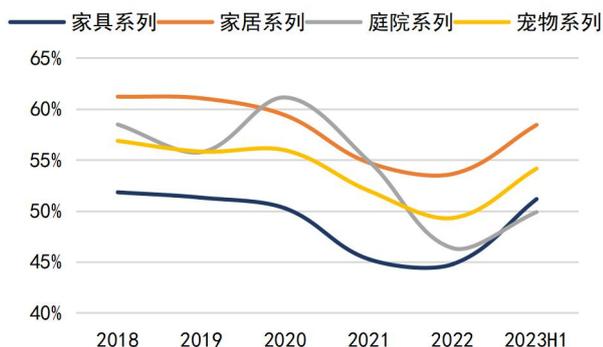
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 毛利率小幅下滑, 2021 年以来盈利能力持续提升



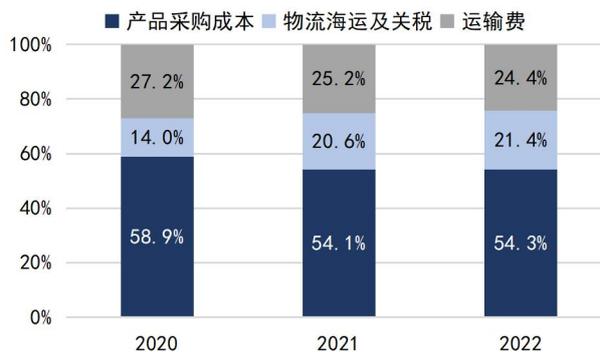
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 2020 年毛利率下滑主要系会计准则调整, 运费计入主营成本

图10: 分产品毛利率: 家居系列、宠物系列毛利率较高



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司主营业务成本的经济要素构成



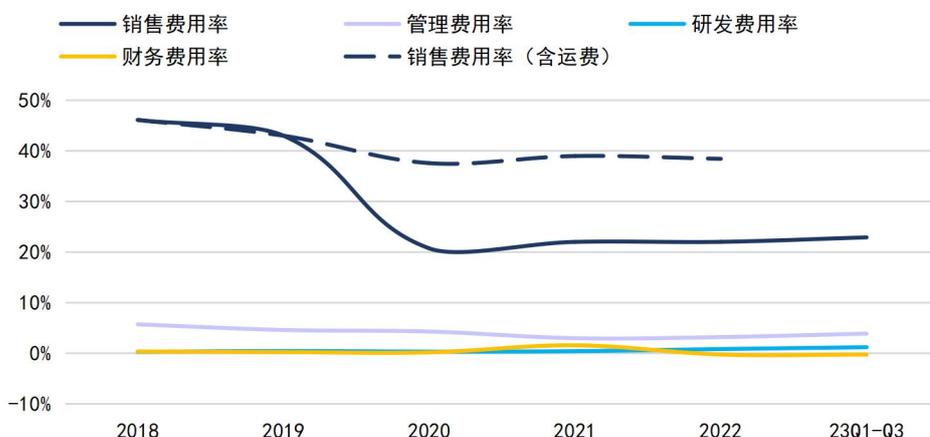
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

注1: 物流海运及关税成本指 FOB 或 EXW 采购模式下, 供应商交货后发生的商品进入境外指定仓库、达到可销售状态前发生的境内运费、海运费、关税、二程费用相关必要成本;

注2: 运输费是指将产品送达终端消费者或 B2B 客户的运输服务。

费用控制良好, 期间费用率整体呈下降趋势。剔除运输费影响, 公司销售费用率依然呈下降趋势, 主要系费用投入相对较小的 B2B 业务占比提升; 管理费用率总体稳定在 3-4%; 研发费用率从 2018 年的 0.3% 逐步提升至 2023Q1-Q3 的 1.2%; 财务费用率主要随着汇兑损益等波动。

图12: 公司费用控制良好, 期间费用率整体呈下降趋势



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

家居行业: 全球千亿市场, 电商渠道持续扩容

家居及家具用品种类繁多, 按场景和功能的差异, 可分为家具、布艺床品、家庭工具、收纳洗晒以及摆饰挂件等。致欧科技产品矩阵丰富, 主要遍及家具、收纳洗晒等, 除此以外, 公司还设计和销售了包括休闲椅、吊床等的庭院场景产品以及包括猫爬树、宠物家具在内的宠物产品。我们将行业分为**家居家具、庭院家居与宠物家居**进行分析。

家居家具：千亿市场迈入成熟期，电商渠道注入新动能

家居家具市场的发展已相对成熟。家居家具大部分作为偏刚需的产品，目前市场已经进入成熟期，根据 Euromonitor，以室内的家居家具规模计，全球的家居市场规模整体约 5800 亿美元，2021 年受居家需求拉动达 6100 亿美元，而高基数后 2022 年行业规模有所回落。

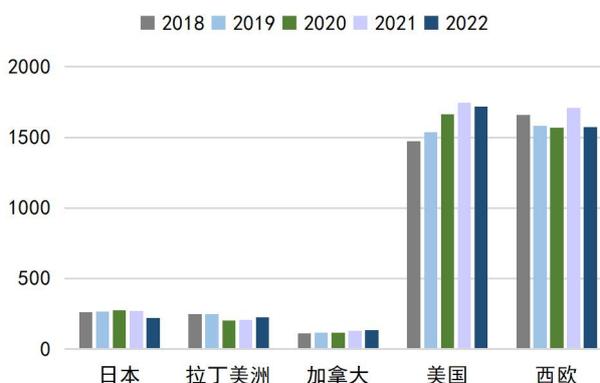
部分市场贡献了新动能，欧美市场呈现两极分化。分地区来看，北美市场在高基数的基础上仍然保持着高增速，贡献了近年来海外绝大多数的增量，2018-2022 年北美复合增速达 3.9%。西欧则呈现出高基数的滞胀态势，2018-2022 年整体规模下滑，但内部趋势有所分化，德国市场规模逆势上升。其余海外方面，日本正在经历新一轮家居市场规模紧缩，从 2018 年的 261.9 亿美元下降 15.2% 至 222.0 亿美元。

图13: 全球家居市场规模稳定在约 5800 亿美元的水平



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

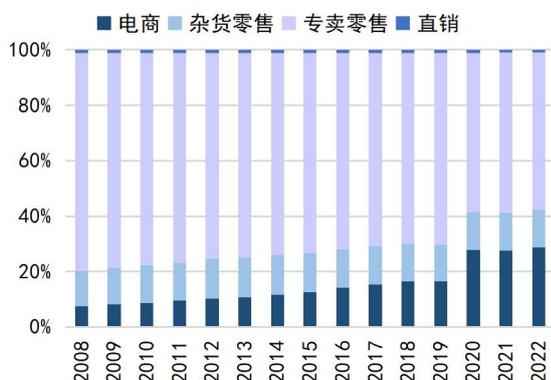
图14: 美国市场贡献海外主要增量



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

线下零售是家居销售主要渠道，家居专卖店占比仍过半。分渠道来看，2022 年美国以线下专卖零售 (56.8%) 和杂货零售 (13.5%) 为主，线下合计销额占比 70.3%，线上电商占比约 28.8%；西欧方面，线下的专卖零售、杂货零售分别占据 71.8%、7.7% 的份额，线上占比约 20.4%；日本市场的专卖零售、杂货零售分别占比高达 80.9%、6.6%，线上占比仅有 12.3%。

图15: 美国家居电商渠道自 2020 年以来快速提升



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图16: 西欧家居电商渠道占比提升至 20% 左右



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

全球家居电商规模增势明显，持续向电商渠道转移。2017-2022 年全球电商渠道家居市场规模占全渠道的比例增长 11.9pct 至 22.6%。其中美国的线上市场延续了全渠道的高增速，在经历 2020 年线上占比的大幅提升后，2022 年电商渠道规模达到 495 亿美元；西欧市场虽全渠道总量上规模萎缩，但结构性上随着销货渠道持续向电商转移，家居电商市场规模也呈现增长。整体而言，海外市场的线上渠道依然拥有较为广阔的空间。

图17: 全球家居电商市场规模增长动力较强



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图18: 北美与西欧家居电商增速迅猛



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

庭院家居：以欧美市场为主，线上规模有待提升

庭院家居作为家居的一个细分市场，主要指如太阳伞、吊床、野餐垫、户外餐桌椅等用于庭院或户外休闲的家居家具用品。由于建筑结构与生活习惯的差异，庭院家居市场有明显的地域差异，以 Euromonitor 的户外家居家具规模计，2022 年中国市场规模仅 7.9 亿美元，日本市场规模更小，而**美国和西欧市场规模分别达 82.5 亿美元和 90.8 亿美元，二者合计占据全球市场的 74.8%**，北美和西欧附带较大庭院的建筑风格及更高的户外休闲需求大幅刺激了消费，二者是目前庭院家居居住的主要存量市场。

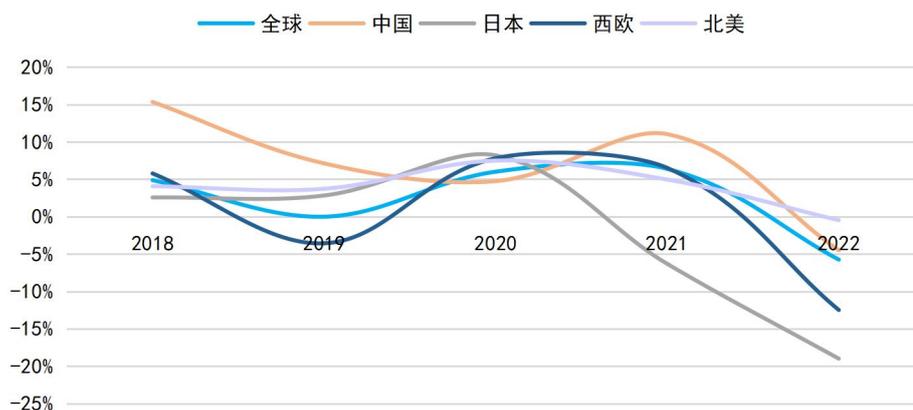
图19: 北美和西欧市场占据了庭院家居市场规模的大部分



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

增速方面，2022 年与家居家具市场呈现出相似的滞涨主要系在消化 2020-2021 年市场放量带来的存量上升与新增需求低迷，全球市场规模同比下降 5.7%。分地区来看，北美在高基数及高通胀的背景下依然表现最为平稳，2022 年仅下滑 0.5%；而其余市场如西欧和日本等则呈现出了不同程度的疲软，2022 年西欧市场规模同比下滑 12.5%，日本则延续了 2021 年的跌势，降幅达 19.0%。整体看需求端的低迷导致了 2022 年庭院家居表现不佳，但近 5 年整体增势良好。

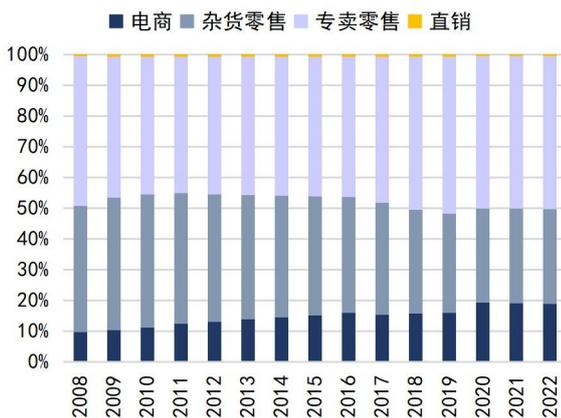
图20: 2022 年北美表现相对平稳，西欧与日本出现市场规模紧缩



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

分渠道来看，线下依然是美国及西欧庭院家居的最大销售渠道，占据了八成以上份额。虽然近十年来电商渠道份额在持续提升，但整体增速较为缓慢，2022 年美国杂货零售和专卖零售占比分别为 30.8%/49.8%，电商渠道规模占全美庭院家居市场的 18.8%；西欧专卖零售是最大渠道，占比达到 76.8%，电商渠道占比仅有 13.3%。

图21: 美国庭院家居电商渠道缓慢增长



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图22: 线下专卖零售占据西欧庭院家居近八成份额



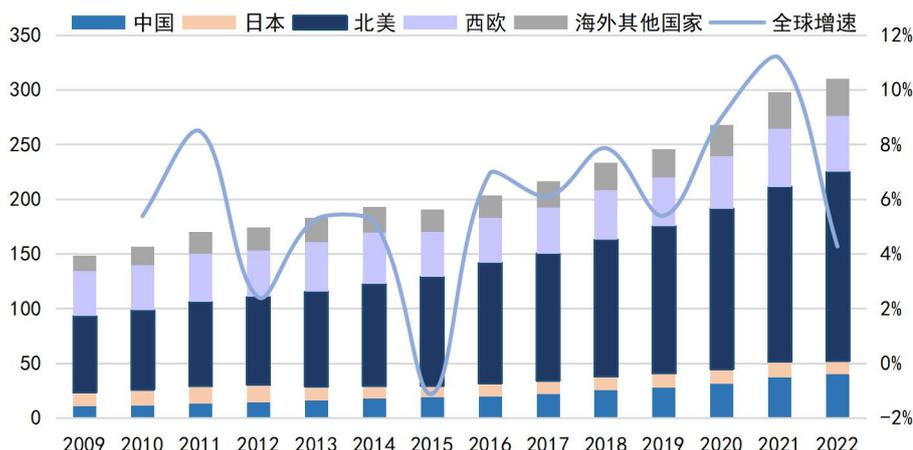
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

宠物家居：处于高速增长窗口期，结构上电商增势迅猛

随着宠物文化的兴起，宠物主人越来越注重为宠物提供良好的生活环境，尤其是 2020 年以来居家时长的提升带来宠物陪伴需求，促进了新一波的宠物产品消费。

宠物家居指猫爬架、宠物垫以及宠物笼等宠物日用及休闲产品，根据 Euromonitor 数据，2020 和 2021 年，宠物产品（除食品）的市场规模增速达到近十年高点，尤其是家居行业普遍承压下行的 2022 年，全球宠物产品市场规模同比增长 4.3% 达 310.4 亿美元。分市场来看，北美依旧贡献了超五成的市场规模，2022 年市场份额达 64.0%；西欧市场次之，占比达 18.8%；日本宠物产品市场则仍未迎来爆发，近五年市场份额基本维持于 4-5% 之间。

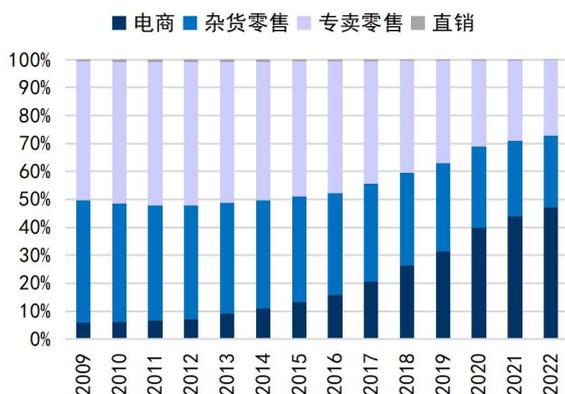
图23：海外宠物产品市场保持强劲增长势头，北美市场占据超五成市场规模



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

北美电商渠道增势迅猛，西欧市场专卖零售仍为主力渠道。北美宠物家居电商渠道由 2009 年的仅 5.0% 提升 40.8pct 至 2022 年的 45.8%，专卖零售渠道则降至 26.1%。2022 年西欧宠物家居市场的专卖零售、杂货零售以及电商的占比分别为 57.0%/19.7%/16.7%，目前该市场还是由专卖零售主导，电商增长抢占的份额大部分来自杂货零售。

图24：美国宠物家居电商渠道占比反超专卖零售渠道份额



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图25：西欧宠物家居电商渠道份额增长明显



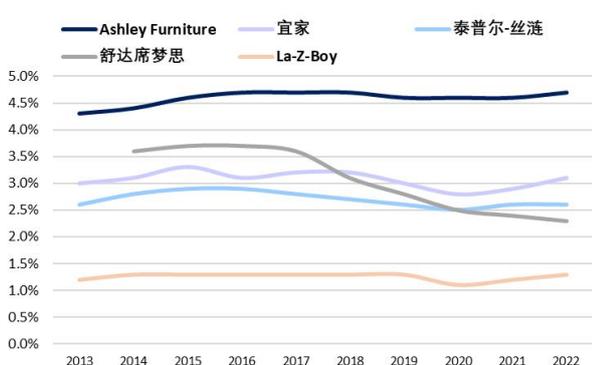
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

竞争格局：低集中度背景下，细分领域存机遇，先追求“小而美”，再迈进“大而全”

家居家具：分散品类下多年维持低集中度

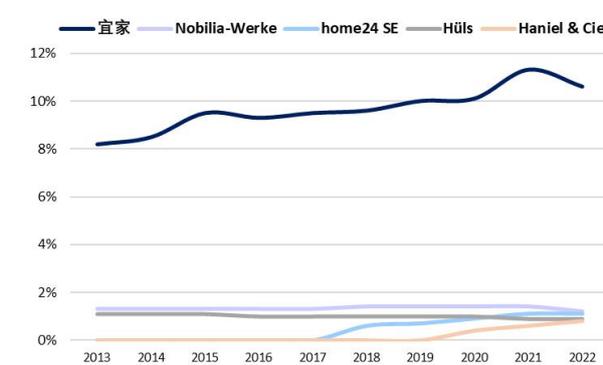
以美国和德国为例，家居行业集中度相对较低。美国、德国家居 CR5 仅为 14%、15%（全球则为 8.7%），其中美国龙头 Ashley Furniture 份额 2022 年仅为 4.7%，德国龙头则为宜家，2022 年份额约为 11%，而其后的家居企业份额均处于 1%左右的水平。而从全球视角来看，宜家、Ashley Furniture 同样分居前两名，份额分别为 4.9%、1.5%。

图26: 美国家居行业公司集中度常年保持较低水平



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图27: 德国除宜家外其他企业份额更低



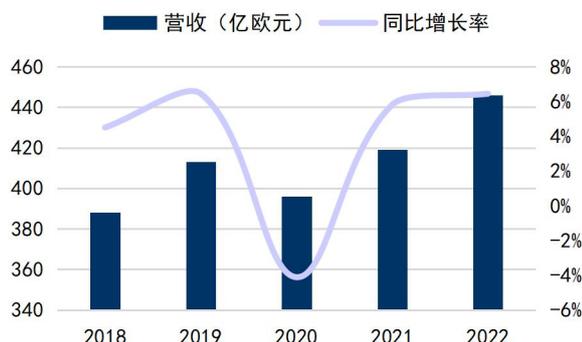
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

可以看到当前龙一均是拥有较长历史的综合型龙头，但受制于产品品类和渠道特点限制，龙头依然很难形成较为综合的统治力，同时**历史带给龙头的优势更多体现在产品、供应链、渠道的积累**，而品牌的认知度则相对局限，更多表现在更细分的领域（如床垫领域的泰普尔-丝涟、舒达席梦思）。

宜家 1943 年成立，作为全球老牌家具及家居用品企业，线下经营网点遍及全球，线上购物渠道为宜家官方网上购物商城。销售产品主要包括座椅沙发系列、办公用品、卧室系列、厨房系列、照明系列、纺织品、炊具系列、房屋储藏系列、儿童产品系列等共约 10000 个产品，几乎涵盖所有家居细分产品。

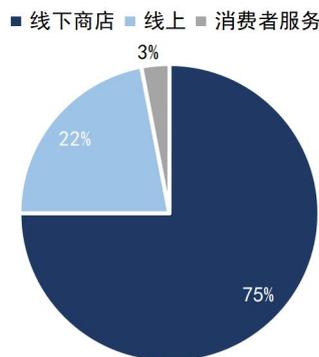
2022 财年宜家总营收达 446 亿欧元，同比增长 6.44%，除 2020 年受疫情冲击带来的营收下滑，每年皆保持着以 4-7% 增长率扩张的态势。其中，2022 年线下商店及特许经销商渠道贡献了 75% 的营收，线下仓储自助式购物模式依然是宜家最为主打的销售方式。伴随着近年来宜家不断开拓其线上渠道，宜家线上渠道对营收贡献由 2018 年的 5% 上升 17pct 至 2022 年 22%，宜家线上对第三方平台如亚马逊等依赖度不高，主要通过自有线上网站与 App 推进线上业务。

图28: 宜家家居收入近年保持稳步增长



资料来源: 宜家年报, 国信证券经济研究所整理

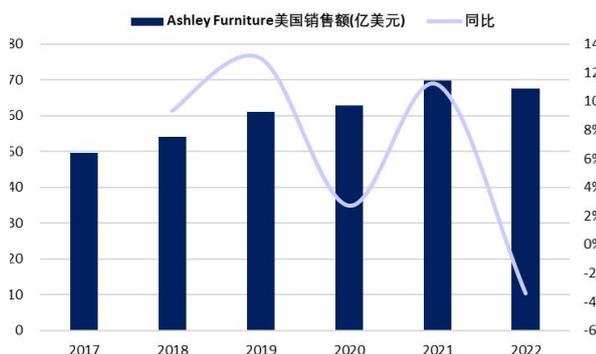
图29: 宜家收入体量中仍以线下为主



资料来源: 宜家年报, 国信证券经济研究所整理

美国龙头 Ashley Furniture 于 1945 年成立, 其业务覆盖全球 155 个国家地区, 全球拥有超 1000 家门店, 预计 2022 在北美的销售额达到约 67 亿美元。其品类基本对家居产品做到全覆盖, Ashley Furniture 定位更偏大众, 以床垫为例, 细分龙头泰普尔的价格带基本分布在 1000 美元以上, 而 Ashley 则更多集中在 250-1000 美元价格带。

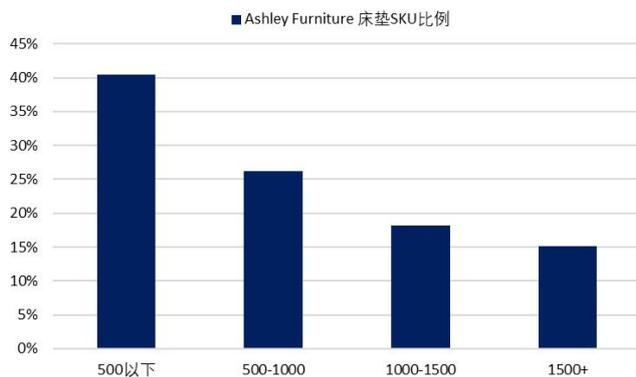
图30: Ashley Furniture 近年收入保持稳步增长



资料来源: 今日家具、Strategic Insights, 国信证券经济研究所整理

注: 销售额来自今日家具根据美国市场的销售排名情况的预测值

图31: Ashley Furniture 产品整体定位偏大众 (单位: 美元)



资料来源: Ashley Furniture 官网、Tempur, 国信证券经济研究所整理

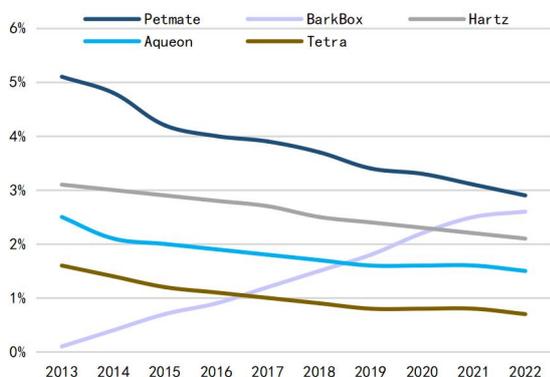
宠物家居: 格局分化, 头部多为本土宠物品牌

美国与德国的宠物产品集中度差异较大。2022 年美国宠物产品行业 CR5 仅 9.8%, 相比家居大盘处于更加分散的水平, 其中龙头多为本土品牌且对宠物产品的布局各有侧重。成立于 1961 年的 Petmate 以宠物运输类产品起家, 后逐步拓展至宠物窝、喂食喂食器与玩具等品类; BarkBox 以订阅与盲盒的独特模式而畅销, 产品以宠物狗的食品与玩具为主; Hartz 则更加专注于提供宠物护理产品。整体看, 即使头部企业均为聚焦宠物用品领域的专业品牌, 但基于行业品类分散的特点依然仅有个位数的市场份额。

而德国 29% 的行业 CR5 高于美国, 但呈现出 Trixie 一家独大而其余品牌相对分散的状态。Trixie 成立于 1974 年, 其产品线已涵盖除宠物主食之外的所有宠物用品, 包括宠物窝、宠物玩具、猫抓树以及护理类等 6500 件产品等, 基于较全的品

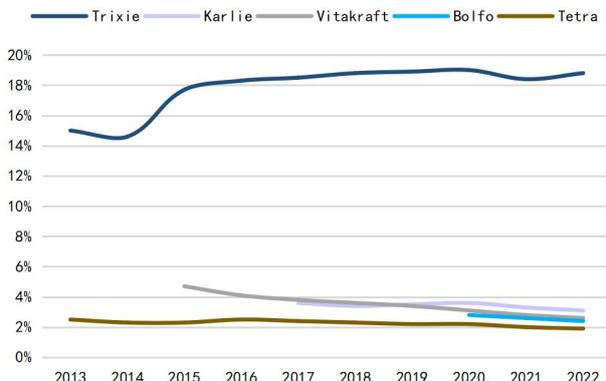
类布局成为德国第一大宠物用品公司。

图32: 美国宠物用品行业集中度不高, 头部企业各有侧重



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图33: 德国宠物用品行业 Trixie 一家独大



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

线上细分领域: 竞争激烈且格局头部份额集中

家居由于品类纷繁复杂, 整体行业格局也更为分散。一方面, 家居行业的进入门槛较低, 产品端的先发优势不明显, 产品创新与迭代层出不穷, 给很多新品牌进入和发展的机会; 另一方面, 不同家庭对家居的需求差异化较大, 需求也更为细分和碎片化, 除去部分偏刚需品类之外, 还有大量的非刚需品类可供消费者选择, 给予了中小品牌立足的空间。这里我们以致欧科技主营的几大品类为例, 进一步对线上的几个细分赛道的竞争格局进行梳理。

脚凳: 头部厂商份额集中但相互竞争激烈

脚凳是指带有收纳空间、覆盖着织物的大型软垫凳子, 可供消费者坐卧或放置腿脚, 移除表面坐垫显露的收纳空间也有不错的收纳能力, 兼具休闲和收纳的功能使其在欧美地区十分受欢迎。公司的 SONGMICS 品牌也深耕脚凳细分市场, 设计出了多款上榜北美亚马逊的畅销品榜单的爆款脚凳。其中 30 英寸折叠存储脚凳位居畅销榜榜首, 均售价 55.43 美元, 位居行业中等偏高水平, 自 2023 年 4 月登陆亚马逊以来, 已经累计售出超 8.35 万件, 销售额达 447.45 万美元, 甚至超过部分畅销品厂商脚凳全 SKU 销售额。

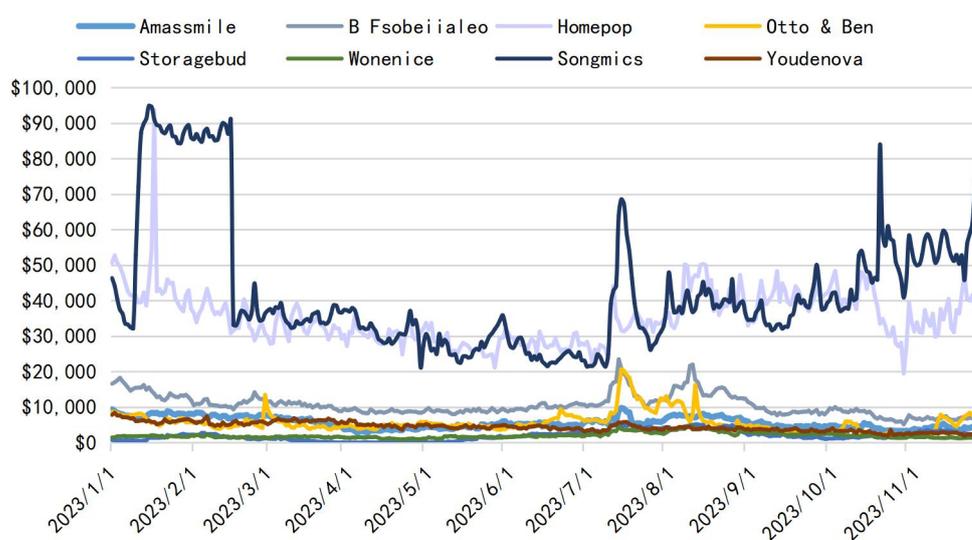
图34: 公司爆款位居脚凳畅销品榜单首位



资料来源：亚马逊，国信证券经济研究所整理

脚凳前八大头部品牌竞争虽较为激烈，但也出现了明显的断层。Homepop 是公司最主要竞争对手。2022 年 Songmics 和 Homepop 二者销售额分别为 1033.8 万美元和 1064.7 万美元，分别位居北美亚马逊第二和第一，而后位的 B Fsobeiiileo 仅为 503 万美元，Youdenova 与 Otto&Ben 销额则更加低。在新爆款的拉动下，2023M1-M11 公司在北美亚马逊脚凳市场销售额同比+54%，以 1403.4 万美元的销售额实现了对 Homepop 的反超，销量增长 57%也挤占了大量后排厂商的销货空间。从日销来看，2023 年以来 Songmics 的日销额维持着领先态势，且 10 月以来逐渐拉开了与 Homepop 的差距。

图35: Songmics 的日销额领先于其他厂商



资料来源：Jungle Scout，国信证券经济研究所整理

珠宝首饰柜：SONGMICS 品牌一家独大，产品获客能力强

SONGMICS 在首饰柜领域的线上份额具有较强优势，目前美亚的前五榜单有三款来自 SONGMICS，爆款和平价策略帮助 SONGMICS 的珠宝首饰柜持续抢占市场份额，并形成了良好的品牌声誉。

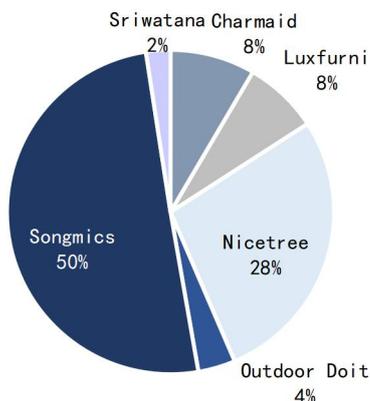
表2：SONGMICS 三款爆品荣登北美亚马逊畅销细分榜单前五

品牌	畅销榜排位	形态	价格 (美元)	特点	尺寸	销售量	2023 年 1-11 月 销售额 (美元)
SONGMICS 6 LEDs Mirror Jewelry Cabinet	1		139.99	附带 6 个自动 LED 灯 柜门正面为全身镜设计 长度达 47.2 英寸 挂墙设计	3.9"D x 14.6"W x 47.2"H	23.5K	3.31M
SONGMICS Jewelry Cabinet Armoire Organizer (White)	3		99.99	橱柜全身镜两用 内置灯源 优质材料，外坚内软	3.8"D x 14.8"W x 42.5"H	2.37K	23.65K (仅白色)
SONGMICS Jewelry Cabinet Armoire (Toasted Oak)	4		95.99	附带 2 个可拆卸、易于清洁 的塑料化妆品托盘，实现化 妆品和珠宝收纳二合一	3.8"D x 14.8"W x 42.5"H	4.52K	43.35K (仅烤橡木色)

资料来源：亚马逊，Jungle Scout，国信证券经济研究所整理

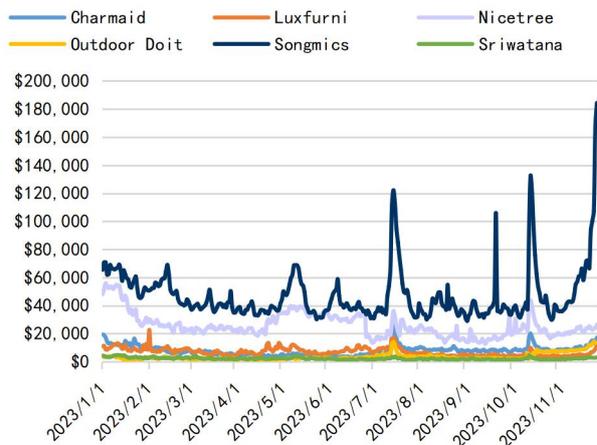
珠宝首饰柜的竞争格局较为清晰，SONGMICS 占据较大市场份额。根据 Best Seller 筛选出的前六大珠宝首饰柜品牌商收入口径，2023M1-M11，SONGMICS 销额占比高达 50%，销额同比+41%至 1552.0 万美元，销售量同比+57%至 12.7 万件。目前看珠宝首饰柜行业头部品牌的价格带集中且稳定，2023 年以来未出现超过 20 美元的大幅调价，品牌的价格带中值大多位于 100-140 美元区间。

图36: 前六大厂商收入口径下, SONGMICS 销额占比近半



资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

图37: 两强争霸显著, 其余厂商销额增长持续性弱



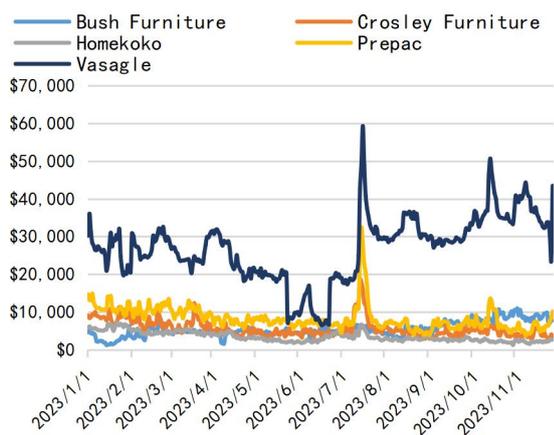
资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

珠宝首饰柜的主要竞争对手为 Nicetree, 后者 2023M1-M11 销额也达 855.7 万美元, 展望后续格局来看, 各家珠宝首饰柜的差异主要还是集中于外观, 实质功能性差异较小, 因此头部品牌在产品力上较难拉开差距, 产品的性价比与美观设计或是关键。

衣帽架: 竞争格局集中于头部且竞争激烈

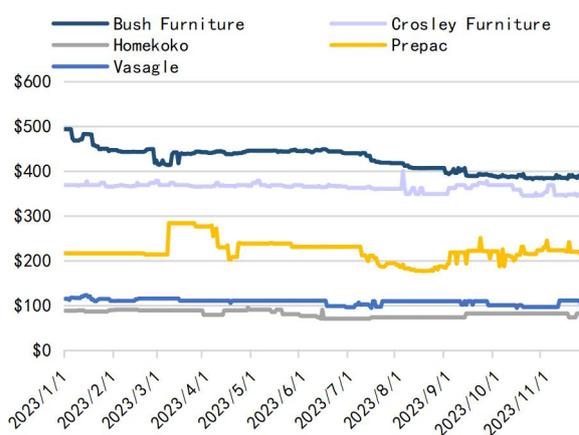
从格局来看, 衣帽架的集中度较高, 线上头部品牌的格局已大致形成。北美亚马逊的衣帽架高销量产品基本来自 Vasagle、Prepac、Crosley Furniture、Bush Furniture 和 Homekoko 五大品牌, 公司旗下 Vasagle 优势明显, 2023M1-M11, Vasagle 销额 985.4 万美元牢牢占据首位 (销量份额则进一步远高于其他竞争对手), 三款产品进入畅销榜前十; Prepac、Crosley Furniture 和 Bush Furniture 等腰部品牌竞争相对更激烈。

图38: Vasagle 日销额位居首位



资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

图39: 衣帽架价格带差异显著



资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

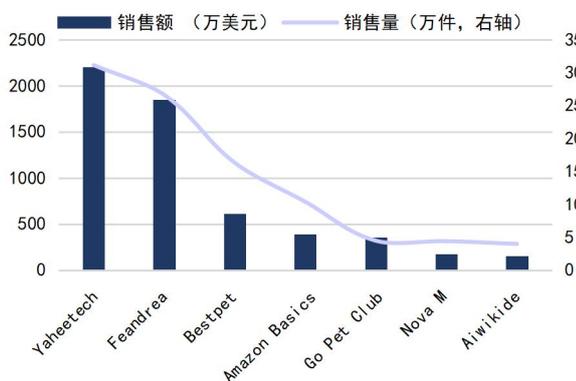
价格带差异显著, 公司主要竞争对手为 Prepac 和 Homekoko。衣帽架市场的价格带差异明显, 主要原因系产品原材料材质、设计风格以及公司品牌定位导致。公司的 Vasagle 品牌注重简约、高性价比, 材料使用铝合金打造, 故均价大致位于

90-120 美元之间，相比之下，Bush Furniture 品牌产品更加端庄典雅，材料则采用木材，因此均价也来到了 400 美元以上。

猫爬架：销量增长迅速，市场空间广阔

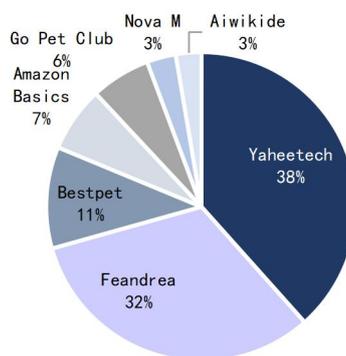
从头部七大厂商销售额口径来看，2023 年北美亚马逊猫爬架市场迎来了一波放量，2023M1-M11 销售额同比上升 35%，头部厂商销额达 5738.3 万美元，销量同比增长 51%达 97.1 万件。份额方面，前七大厂商的销额中，Yaheetech 和公司旗下的 Feandrea 占据两大主导地位，分别占头部厂商的 38%和 32%。动态数据看，Feandrea 的日销额不及 Yaheetech 稳定，2023 年以来先下滑后有所回升，8 月以来与 Yaheetech 的差距在逐步收窄。

图40: 2023M1-M11 北美亚马逊猫爬架市场分厂商销售情况



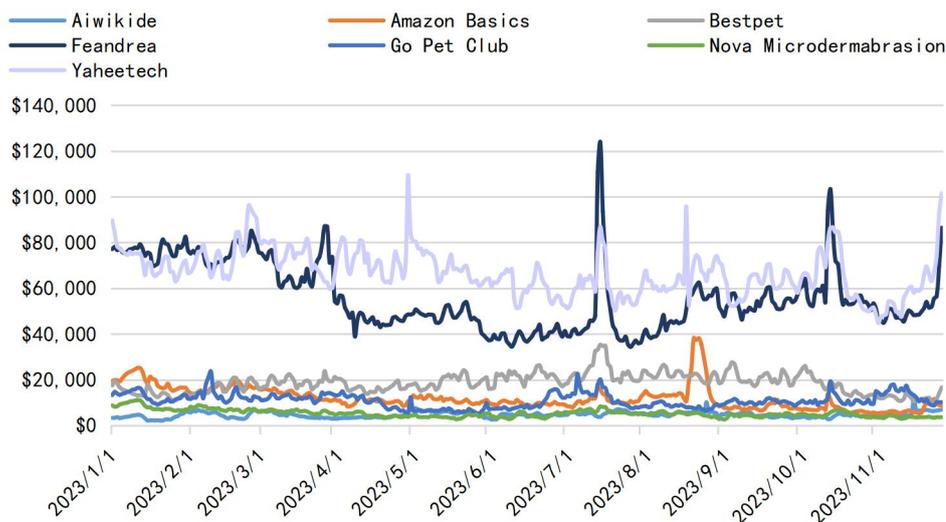
资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

图41: Yaheetech 和 Feandrea 占据七大头部厂商的大量份额



资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

图42: 动态看 2023 年以来 Feandrea 的日销额先下滑后回升，逐步追赶上 Yaheetech

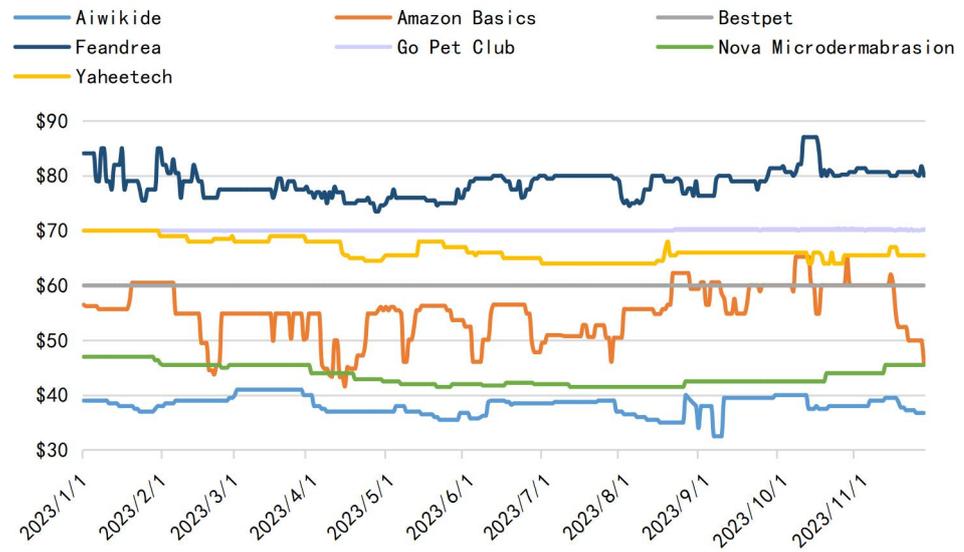


资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

价格带层次较为分明，公司 Feandrea 品牌的价格处于较高水平。2023M1-M11，Feandrea 的猫爬架均价主要集中于 70-85 美元范围波动，但仍处于头部厂商的较高水平，主要竞争对手 Yaheetech 也凭借 60-70 美元价格带和丰富的 SKU 布局占

据一席之地。

图43: 价格带层次分明, Feandrea 品牌价格较高



资料来源: Jungle Scout, 国信证券经济研究所整理

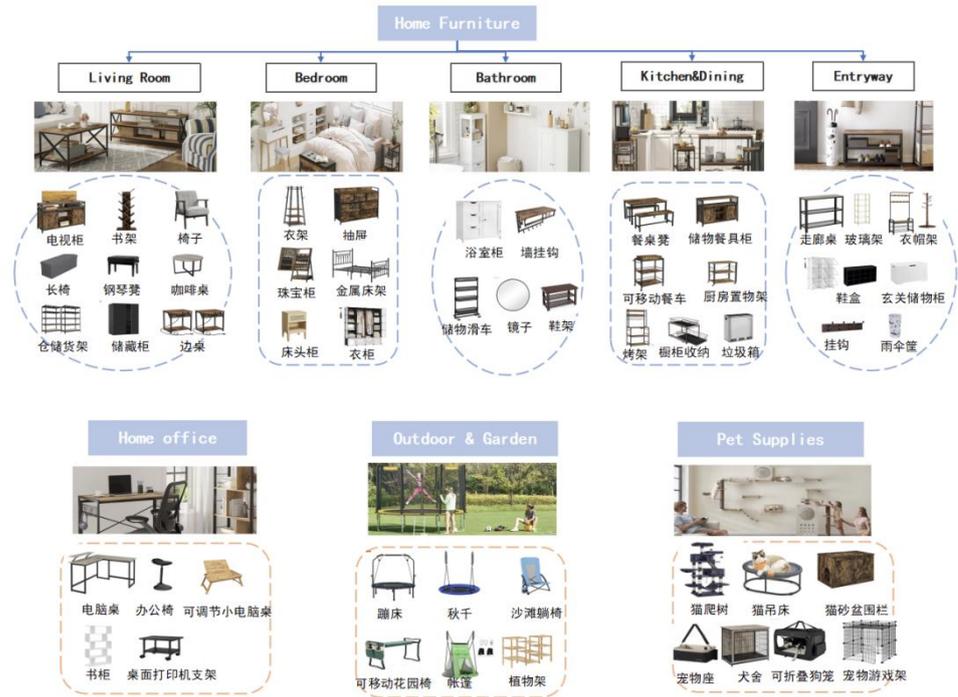
致欧科技：打造极致的快速推新与供应链优势

在乘海外家居电商快速发展之风的行业景气基础上，背靠我国完善的供应链制造体系和产业集群，公司自身的产品、渠道、仓储物流以及柔性供应链优势等壁垒逐步树立，且性价比的定位契合当前海外消费降级趋势，后续依然有**提份额、扩渠道与拓市场**的增长动力，内生成长路径清晰。

产品：小单快反、快速迭代，横纵向延伸品类矩阵

产品已基本实现了全屋场景覆盖，中小件定位下更具快消品属性。公司基于场景的逻辑扩品类，目前产品已基本覆盖了客厅、卧室、浴室、厨房、门厅庭院与户外等主要场景。以中小件家居家具为主，针对偏大件的产品以平板包装形式实现便携仓储运输与简易安装，产品的地产周期属性相对偏弱，更具快消品属性特征，在使用频次上也更加偏高频刚需。

图44: 基于场景逻辑扩品类, 目前公司产品已基本实现主要场景的覆盖



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

差异化、系列化设计成为份额提升第一步。相较于以北欧风为主的宜家, 公司的产品设计风格更加多样, 田园风、轻奢风、工业风等诸多风格供消费者选择, 其中以“铁+木”为主要材料的美式工业风家具系列一直都受到消费者喜爱。以亚马逊德国站点为例, 公司鞋架、梳妆台、收纳盒、猫爬树、户外储物凳等多款产品在相应品类目录下的前 10 款最畅销产品中占据多个席位。

表3: 公司多款产品在德亚相应品类目录下位于前 10 款最畅销产品

	sideboards	Bathroom Cabinets	Boot & Shoe Boxes	Bedroom Dressing Tables	Bookcases	Cat Beds, Bedding & Furniture	Outdoor Storage Benches
1	VASAGLE	VASAGLE	SONGMICS	VASAGLE	VASAGLE	Feandrea	Keter
2	VASAGLE	Schildmeyer	WOLTU	VASAGLE	VASAGLE	Bedsure	Keter
3	VASAGLE	VASAGLE	BIGDEAN	WOLTU	Husseyjoy	Yaheetech	Keter
4	VASAGLE	treadteam	SONGMICS	VASAGLE	Ikea	Feandrea	SONGMICS
5	HOCOSK	VASAGLE	SONGMICS	JUSKYS	VASAGLE	PETPELA	Ko ll
6	VOWNER	zedelmaier	HOMIDEC	JUSKYS	COSTWAY	Bedsure	Keter
7	HOCOSK	style home	ARSTPEOE	VASAGLE	Ikea	Trixie	VidaXL
8	VidaXL	VASAGLE	SONGMICS	VASAGLE	VASAGLE	Petriumph	VidaXL

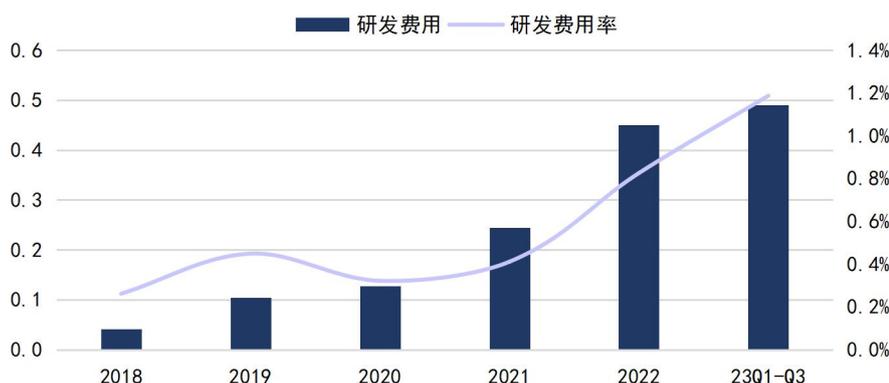


资料来源：德国亚马逊，国信证券经济研究所整理

注：Best Sellers 排名截至 2023 年 11 月 22 日

多款畅销产品的背后，其一是公司深刻的用户洞察与海内外联动研发设计的优势。公司在德国、英国、美国和日本分别设立子公司 EUZIEL、FURNOLIC、AMEZIEL 和 ZIELJP，实现了本地化经营，本土员工在当地开展实地入户调研，并结合数字化洞察系统抓取的留评反馈，可敏捷且精准地捕捉海外消费者对产品的实际需求和痛点；随后国内专业的 CMF 研发团队（Color, Material&Finish，颜色、材料和表面处理）为产品设计提供方案支撑；再通过自建产品打样工程中心，高效快速的验证产品从方案设计到批量生产的可行性。在研发强度普遍不高的行业背景下，公司重视产品研发设计的投入，相对应地，研发费用率也从 2020 年的 0.3% 提升至 2023Q1-Q3 的 1.2%。

图45：公司重视产品研发设计的投入，研发费用率逐步提升至 1.2%

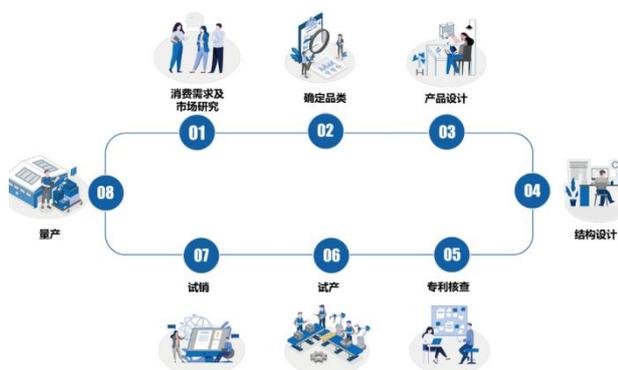


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

其二，是公司小单快反模式下持续快速推新的能力。结合线上产品更新迭代快的特点，公司先做小批量试销并监测市场反馈，若产品 DMS (Data Management) 符合或超预期则逐步加大订货量，若 DMS 不符合预期则下一批迭代改进工艺或快速淘汰。

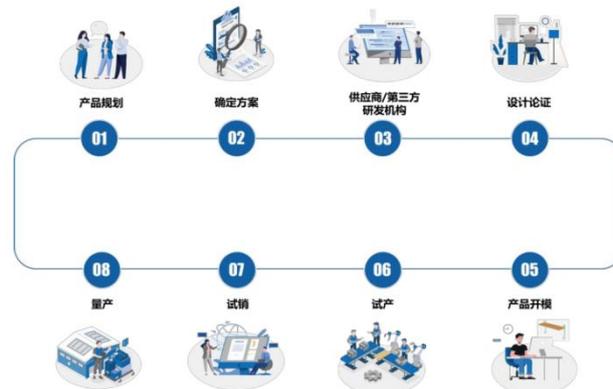
机制和体系的建立比大额投入的闭门造车更重要，“自研+合作开发+选品”的产品开发模式则保证了新品的设计效率。公司产品研发主要采取“自主研发”和“合作开发”模式，并辅之以“选品”模式，其中 1) 自研模式侧重 Vasagle 品牌以及部分拳头产品（如办公桌、办公椅、电视柜、储物柜、梳妆台、收纳柜、猫爬架等）；2) 合作开发主要用于部分尚无充足的研发设计资源经验但又契合公司规划路线的细分品类；3) 对于公司尚未投入资源开发的 SKU 或者工艺、技术、市场已较为成熟的细分品类（如橱窗展示道具、模特假发等）则主要采用选品模式。三种研发模式的搭建提升了公司的研发设计与推新效率，得以实现产品可持续地快速创新。

图46: 自主研发模式下的产品开发流程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

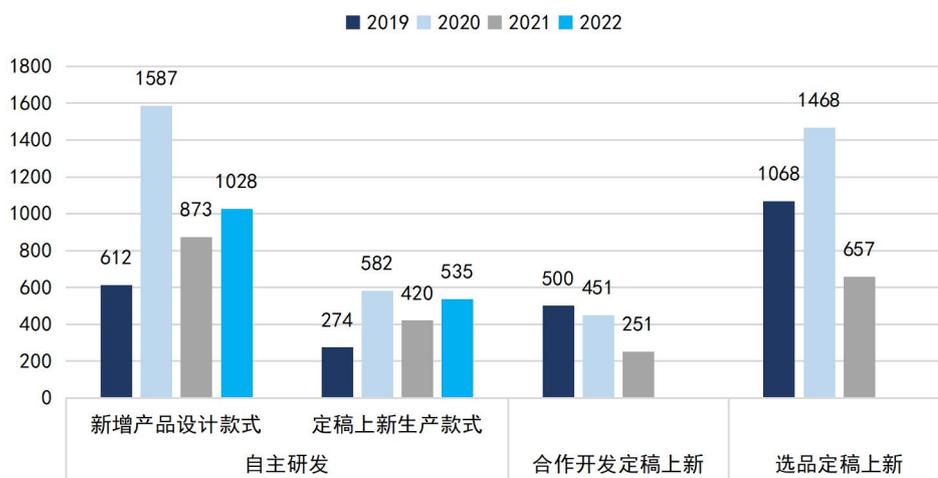
图47: 合作开发模式下的产品开发流程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

从各模式定稿上新的数量来看，前期合作开发与选品模式贡献了大部分新品支撑，2021 年以来公司战略性对上述二种方式定稿上新的数量有所缩减，但自主研发设计并上市的产品数量实现逐年提升，从 2019 的 274 个提升至 2022 年的 535 个，整体看产品推新速度优异。

图48: 三种产品开发模式搭配提升推新效率，公司自研推新的数量逐年增加



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

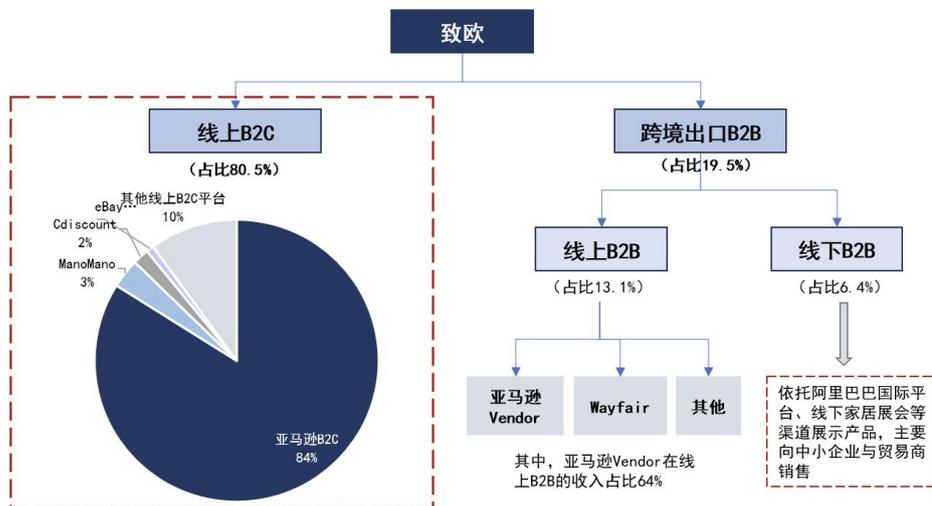
在横向场景扩展基础上，公司未来将进一步向系列化、风格化纵向延伸，打造一站式家居消费品牌。多品类场景化的优势体现在行业景气度波动时的抗风险能力，系列化与风格化的纵向延伸则形成“点线面体”的产品布局，在颜色、造型、结构与表面处理等方面实现统一的视觉传达，以最大可能的满足消费者一站式购物诉求，促成连带购买提升客单值，同时也可以缩短产品开发周期并实现基础零件的归一化，将有望带来公司在原材料采购以及生产规模化上的优势。

渠道：背靠亚马逊 B2C，运营经验与口碑积累深厚

公司专注跨境电商家居领域十余年，以“精品+第三方平台”模式开拓海外。由于公司产品 SKU 数量相对较少，自建网站吸引客户有限且流量获取成本较高，因此确立了以极致的产品研发+第三方平台销售的策略，主要通过线上 B2C 及跨境出

口 B2B 两种模式销售产品，公司以线上 B2C 为主，2022 年线上 B2C、线上 B2B 以及线下 B2B 渠道收入占比分别为 80.5%、13.1%、6.4%。

图49: 公司的销售模式主要包括线上 B2C 及跨境出口 B2B 两种模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：括号内为 2022 年各渠道的收入占比

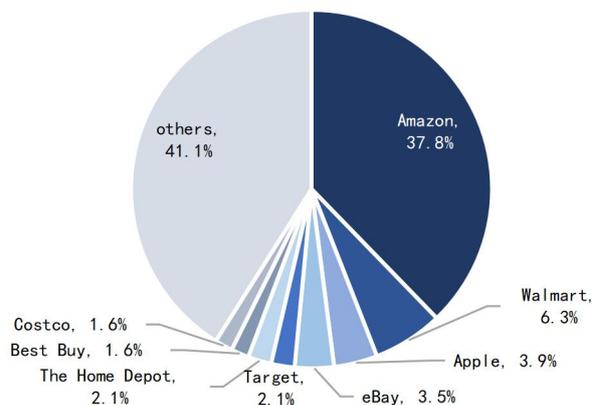
长期深耕亚马逊。在线上 B2C 模式下，公司主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等海外线上 B2C 平台销售产品。其中亚马逊是公司最主要的销售渠道之一，2022 年占线上 B2C 收入的比重达 84.0%。

图50: B2C 渠道公司对亚马逊的依赖度较高



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

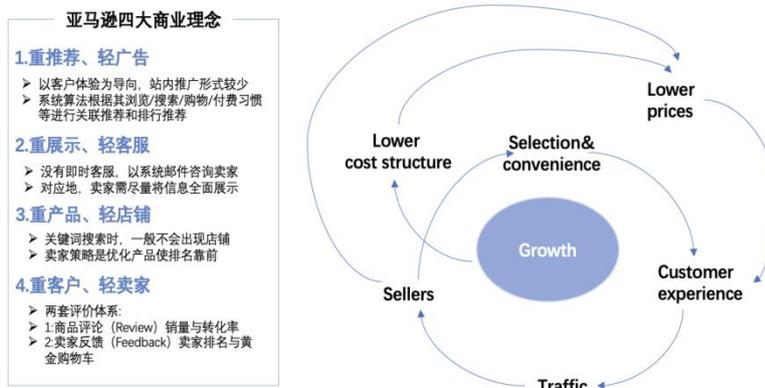
图51: 2022 年美国电商中亚马逊的份额绝对领先



资料来源：eMarketer，国信证券经济研究所整理

亚马逊平台规则趋严，充分理解流量机制、遵守规则的卖家才能在长期经营中胜出。与国内电商平台的运营逻辑不同，在亚马逊飞轮效应的滚动路径下，高质/低价/丰富的产品→更好的客户体验→更多流量→更多卖家→更多高质/低价产品，平台运行的核心思维为重产品与顾客至上，Listing 的重要性更加凸显。而针对卖家为抢夺自然流量而刷单、刷评的违规行为，2021 年亚马逊进行了大量的冻结资金与封号处罚，规则监管更加趋严。

图52: 亚马逊平台的商业理念与飞轮效应



资料来源: JungleScout, 国信证券经济研究所整理

因此, 亚马逊的竞争模式可以简单理解为**足够长的运营时间+遵守规则+好的产品**。历史上看, 遵守此规则的跨境电商大卖安克创新、Vesync、赛维时代等也基本都在平台站稳了脚跟, 无论是优势品类还是新开拓的品类, 均能从竞争中脱颖而出。**公司目前在亚马逊平台已积累了丰富的运营经验和品牌口碑优势**, 在欧洲、北美和日本市场都有独立的运营账号, 旗下品牌也多次获得亚马逊年度卖家称号, 在2021年亚马逊封号潮后, 供给端出清了部分中小卖家, 同时新进商家的突围难度也有所增加, 竞争环境相对优化。

表4: 国内跨境电商卖家: 安克创新 vs 赛维时代 vs VESYNC

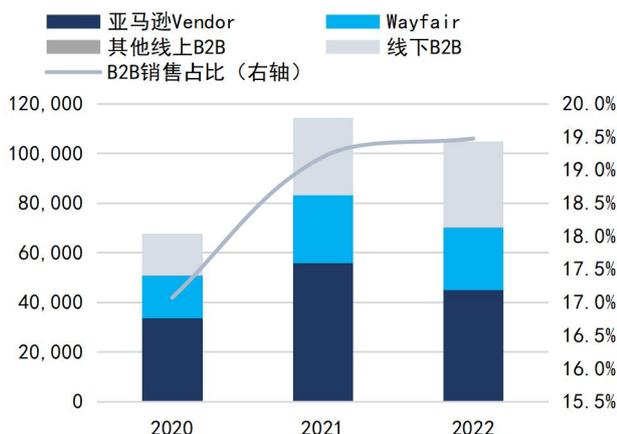
	安克创新	赛维时代	VESYNC
成立时间	2011	2012	2011
收入 (亿人民币, 2022年)	142.5	49.1	34.2
品类 (2022年收入占比)	充电类 (48%)、无线音频类 (20%)、智能硬件类 (31%)	服饰品类 (69%)、运动娱乐 (15%)、数码汽摩 (2%)	Levoit 空气类 (56%)、Cosori 厨电类 (34%)、Etekcity 健康监测类 (10%)
品牌	Anker、soundcore、eufy、Nebula 等	Ekouaer、Avidlove、Homedox、Coocher、ANCHEER 等	Levoit、Etekcity、Cosori
亚马逊渠道占比 (2022年)	亚马逊渠道占收入的比重 55.9%, 线上渠道比重 84.3%	亚马逊渠道占收入的比重 89%	亚马逊渠道占收入的比重 84%

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

B2B 渠道注重客户拉新, 业务占比逐年攀升。公司 B2B 渠道包括线上与线下两种模式, 其中 1) 线上 B2B 主要对亚马逊 Vendor、Wayfair 等电商平台进行买断式销售, 由其作为产品的销售方向终端消费者提供商品; 2) 线下 B2B 主要向中小企业与贸易商进行销售, 总体收入贡献较小且较为分散。

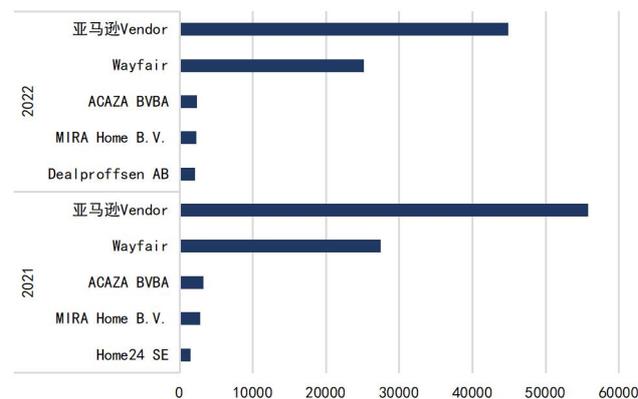
公司 B2B 业务收入占比从 2018 年的 5.5% 提升至 2022 年的 19.5%, **份额增加离不开近年来不断的主动客户拓新**: 2019 年公司通过邮件主动与德国家居零售平台 Home24 取得联系并发展为客户关系; 2021 年公司主动联系 Dealproffsen AB, 后者于 2022 年也成为公司前五大客户之一, 贡献营收达千万级。B2B 客户的拓展不仅在于提供新的增量, 还能冲减部分过度依赖电商平台的风险。

图53: B2B 渠道占比接近 20%，亚马逊 Vendor 是最大客户



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图54: 2021-2022 年公司前五大客户销售收入（万元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表5: 公司主要 B2B 客户的概况

主要客户	主要销售	客户概况
亚马逊 Vendor	全品类	亚马逊供应商中心，卖家将产品主要以买断的形式销售给亚马逊，亚马逊全权负责后续运输、销售、客服和售后等
Wayfair	全品类	美国最大的家居电商平台，专注于家具、家居用品、箱包、玩具和宠物用品的国际电商公司，有美、加、英、法、德等站点。
ACAZA BVBA	家居系列	比利时与荷兰最大的专注于墙面装饰、家具和家居用品的网上电商之一
MIRA Home B.V.	家具系列	注册于荷兰，主营家具家居用品和花园用品网络零售
Dealproffsen AB	全品类	注册于瑞典，主营家具家居用品、运动休闲用品和健康美容用品
Home24 SE	全品类	注册于德国，主营为居家和生活用品在线交易平台的运营，主营产品包括家具、花园家具、床垫和照明等

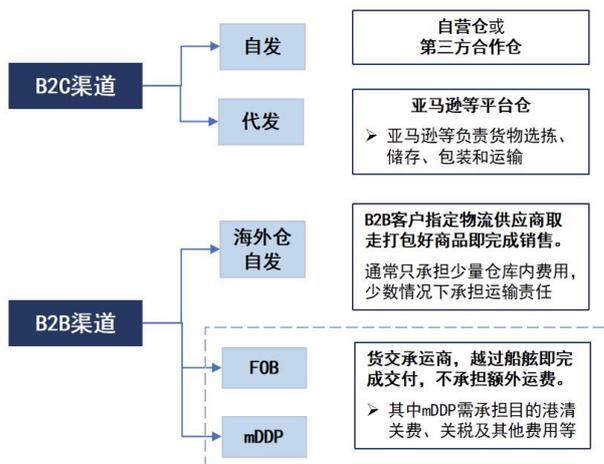
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

仓储物流：国内外双仓联动弹性供应，自营仓优化运输费用

跨境电商链条长且环节复杂，不及国内三方电商平台的生态成熟。卖家除了备货之外，还需要搭建相配套的物流支付仓储等解决方案，而这一能力在短期内难以复制，因此海外仓的运营逐渐成为跨境电商企业的核心竞争力之一。

“国内集货仓+境外海外仓”双仓联动实现弹性供应。公司立足国内外自营仓、辅之以海外平台仓与第三方合作仓，打造了较为完善的跨境仓储物流体系。其中海外自营仓主要分布于德国、美国等地，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，以缩短供应链的交付周期；海外平台仓主要以亚马逊 FBA 仓（Fulfillment by Amazon）为主；第三方合作仓由 SLM Group Holdings 等第三方仓储物流服务商负责仓储管理及物流配送。

图55: 公司分渠道的仓储物流管理模式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司以发展自营仓为主的仓储物流模式为长期目标, 自发仓收入占比快速提升。基于自营仓具备仓储与尾程派送成本低、强自主管控与精细化运营等特点, 公司持续加大自营仓的布局, 其销售收入占比从 2019 年的 22.0%大幅提升至 2022H1 的 38.4% (近年比例下降主要由于北美比例提高, 而北美主要以平台仓为主)。截至 2022 年底, 公司位于德国、美国、中国、英国的境内外自营仓面积合计超 28 万平方米, 自主开发了 WMS 仓储管理系统, 结合动态仓位与发货路径优化等技术实现了仓储物流效率的优化。

图56: 公司自营仓的销售收入占比快速提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 公司的海外仓分布 (2022 年)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表6: 自营仓相较于平台仓、第三方合作仓的优劣势

	优势	劣势
自营仓 VS 平台仓	1. 成本优势: 运输费率较低, 具有显著的性价比优势; 2. 抗风险能力强: 减少对亚马逊等平台仓的依赖, 且更适合旺季备货 3. 较强自主管控权: 提升存货管理、运单追踪、售后服务等业务环节的精细化程度;	1. 终端配送效率不及平台仓; 2. 不具备平台仓的流量倾斜优势; 3. 前期投入大、发展周期长

自营仓 VS 第三方合作仓

1. 作业质量优势：提升库存准确率、发货及时率、发货准确率等绩效指标；
2. 自主管控优势：有助于公司及时掌控、监测存货信息，执行日常察看及定期盘点程序等，并且对换退货、贴标和换箱等非标操作要求的执行更到位

1. 投入大、周期长，并且短期内支出固定，库容使用率无法迅速提升

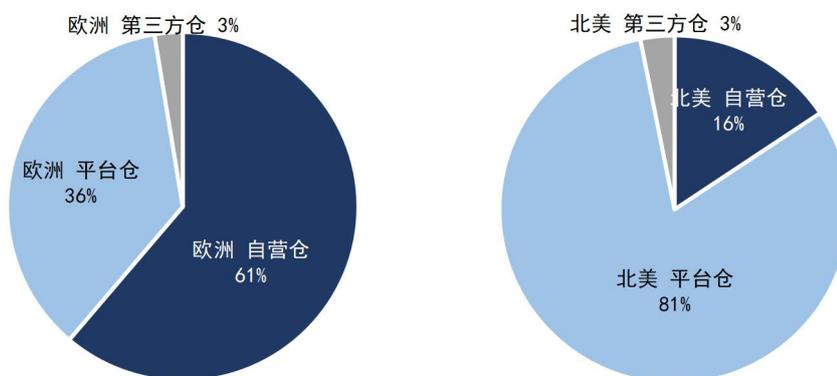
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以分地区的销售收入额占比来看，北美以 FBA 仓为主，欧洲的自营仓占比更高。

(1) 北美：作为亚马逊的大本营，FBA 模式虽然运输费用偏高，但配送效率也更高，且有一定的流量倾斜，2022H1 公司在北美平台仓的销售收入占比高达 81%。

(2) 欧洲：海外仓的定位更加偏成本中心，自发仓可以通过和当地的 DPD、FedEx 等快递公司合作，可谈判运输折扣，也能保持配送的时效性，2022H1 公司在欧洲自发仓的销售收入占比达 61%。

图58：公司北美以 FBA 仓为主，欧洲自营仓收入占比更高（2022H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑到自营仓的运输费用远低于平台仓，若后续北美适当提升自营仓的出货比重，对应地将明显改善利润率。以亚马逊平台的销售为例，平台交易费用率约 16%-17%，根据公司公告，平台仓模式下运输费用率高达 23%-25%，且 FBA 更倾向于标准件，若产品尺寸越大对应的存储与运输收费也越高，对比自营仓的运输费率仅 13%-17%。目前公司在北美仅 2 个自营仓，分布在美西、美东，在此布局基础上若后续能拓展到 4-6 个小仓，进而能够更全地覆盖美国全境，从而优化尾程派送时效和费用。同时在供应链方面随着越南产地投入运用，冲抵美国关税加征的部分不利影响，预计后续在美国市场的盈利水平大概率将有所提升。

表7：以亚马逊平台为例，平台仓与自营仓的各项费用率对比

	平台仓	自营仓
平台交易费用率	16%-17%	16%-17%
运输费率	23%-25%	13%-17%
仓储费率（运营）	2%-4%	1.2%-1.8%
仓储租赁费率	-	约 3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注 1：上述费用率是为了简化测算的近似费用率，并非精确费用率

注 2：平台交易费主要指交易佣金；运输费为尾程运输费，即商品从境外仓库（自营仓/第三方合作仓/平台仓）至消费者的相关费用；仓储费指日常运营的仓储费用，其中自营仓储费主要是耗材、操作等运营费。

供应链：快速响应的柔性供应，数字化贯穿全流程

快速响应的柔性供应链体系已经建立。由于国内家具产业集群集中在广东、福建以及江浙等地，公司在东莞设立子公司致欧供应链，并在东莞、宁波设仓库，以充分利用当地供应链配套资源和集群优势。公司主要的供应商多伴随公司而成长，合作粘性与配合默契度较高，针对核心 SKU 设置了“主/副供应商”机制，并对外协供应商进行动态的准入、考核与淘汰管理，以保证产能的弹性空间。为了形成更好的规模效应与降低成本，2023 年以来公司对 200 余家供应商进行整合，目前大概约 140-150 家。

图59：公司制定了较为完善的供应商管理及评价体系



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表8：公司前五大供应商：集中度较低且合作较为稳定

供应商名称	主要采购内容	采购金额 (万元)	占采购总金额比例
2022 年			
1 东莞市合泰家居用品有限公司	生活家具类、家居用具类、家居收纳类等	6566.83	3.94%
1 深圳市浩达进出口物流有限公司	家居用具类、生活家具类、家居收纳类等	4267.08	2.56%
东莞市固美家居用品有限公司	家居用具类、生活家具类等	402.91	0.24%
2 惠州市达品家居有限公司	生活家具类、家居收纳类	7999.17	4.80%
3 惠州市明亮家具有限公司	生活家具类、家居用具类、家居收纳类等	6722.77	4.03%
4 东莞市晟通五金制品有限公司	生活家具类、家居用具类、家居收纳类等	6203.61	3.72%
5 江门外贸集团有限公司	家居用具类	5669.93	3.40%
2020 年			
东莞市合泰家居用品有限公司	生活家具类、家居用具类、办公家具类等	10237.16	5.14%
1 深圳市浩达进出口物流有限公司	家居用具类、生活家具类、家居收纳类等	4930.26	2.47%
东莞市固美家居用品有限公司	家居用具类、生活家具类	56.47	0.03%
2 惠州市明亮家具有限公司	生活家具类、家居用具类、家居收纳类等	10423.23	5.23%
3 东莞市晟通五金制品有限公司	生活家具类、家居用具类、家居收纳类等	8630.31	4.33%
4 浙江安吉恒昌椅业有限公司	办公家具类、生活家具类	7116.26	3.57%
5 惠州市达品家居有限公司	生活家具类、家居收纳类	7034.56	3.53%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

全链条数字化运营，以实现需求预测-产品设计-供应链协同-用户反馈的高效循环。公司自设立之初就重视数字化对传统家居家具行业的赋能作用，自主研发了EYA业务管理信息系统，并以此为核心，结合SAP（System Applications and Products）的上线实施，实现产品、供应商、采购计划和交付、物流仓储、财务管理等全链条的数字化管理。以应用系统的研发实现关键业务环节的智能化运作，

以数字技术研发辅助业务流程的持续精进，目前公司正逐步将数字化技术向核心供应商赋能，将有望实现整体产销供一体化的效率。

表9: 公司已上线或已完成开发的主要信息技术模块

分类	技术模块	创新优势	状态
应用系统研发	供应链协同	建立了供应链协同平台，目前已完成与 超过 140 家供应商 合作，实现 ERP 系统与供应商协同平台的备货单、采购订单、质量管理、开票和请款的深度协同 完成了 18 个平台共 55 个国家站点的对接，实现了所有平台订单的集中高效处理。	已上线
	订单管理	(1) 通过各平台提供的 API 接口，自动完成待处理订单的下载； (2) 能完成 自动分仓、自动选择最优的物流公司、自动拆单、自动合单 ，85%以上不需要人工审核； (3) 异常订单自动处理，能够实现各类型异常订单的自动拦截标记； (4) 精准的订单对账及税号计算功能，能够精准高效地完成成千上万订单秒级对账 实现了欧洲及美国超过 10 个高架仓库的精细化管理。	已上线
	海外仓储管理	(1) 精准管理到 每一个 SKU 在仓库的位置 ； (2) 深度定制化的集中管理，为仓库作业提供最优工作模式的匹配； (3) 全流程跟踪及统计功能，辅助仓库管理人员完成工作量的统计、出入库效能的分析、费用的统计等工作；	已上线
数字技术研发	算法分析-销售预测	通过充分测试调整优化 SARIMA 模型建立了基线销售预测模型，同时按照产品的分层、分级特征，以及周转率、交付率等关联指标等持续对模型进行检测和优化， 为订货预测提供技术支持 。目前该技术尚在验证测试中。	已上线
	算法分析-基于场景化的语意情感分析	运用 ABSA 信息技术对互联网上的用户评价、用户反馈等自然语言进行结构化分析，辅助产品、营销和客服等部门在各自环节快速识别消费者的需求，从而大幅 提升消费者洞察的效率 。	已上线
	算法分析-图像处理	使用 SSD 技术对图像中的物体实现快速的识别和分类，辅助设计和运营部门快速分类处理大量图片； 对采集的大量产品图片进行学习和比对生成各式新图片数据，可以 给产品开发、设计运营提供产品开发或场景搭配参考依据和支持 ；	已上线

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

增长展望：提份额+扩渠道+拓市场，内生成长路径清晰

产品：强势品类继续提份额，弱势品类补齐产品，且新品类仍有拓展空间。我们以公司最具份额优势的西欧市场来看，以德国亚马逊为例，1) 2023M1-M10 公司的**优势品类**大多保持了 20%以上的份额，其中鞋盒、书架、猫爬树等品类的销额市占率已经接近 40%，且动态来看，2023 年以来优势品类依然处于份额提升的过程中。2) 相较而言，**弱势品类**如衣柜、餐椅、书桌、沙发、床等份额较低，主要是公司对相关领域的资源倾斜投入较少，产品布局不多，预计随着相关产品端的发力，份额或仍有望朝着当前的优势品类靠齐。

表10: 公司在德亚的分品类份额情况

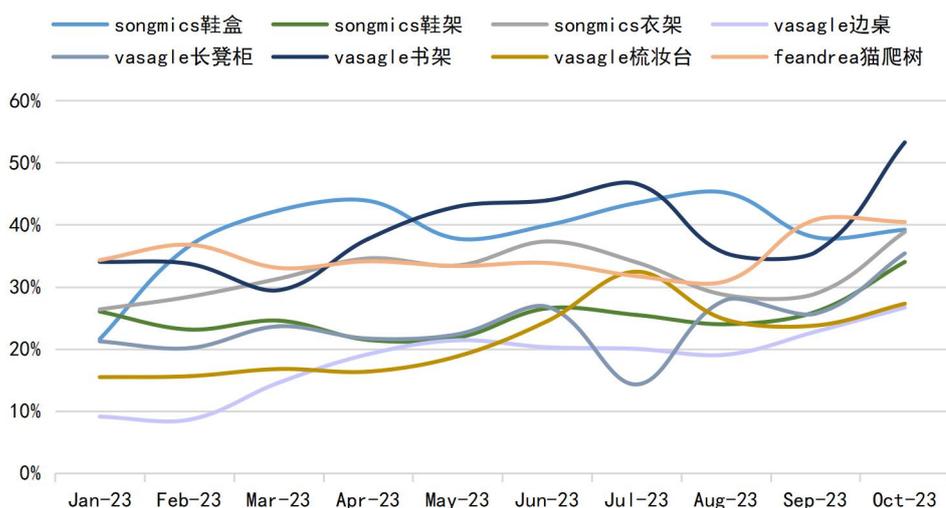
	品类	品牌	销额份额 (2023M1-M10)	单月销量排名
收纳存储类	抽屉嵌入件 (Drawer inserts)	SONGMICS	4.6%	前 10
	储物盒 (Storage boxes)	SONGMICS	6.2%	前 10
	鞋架 (Shoe racks)	SONGMICS	25.4%	1
	衣架 (Clothes rack)	SONGMICS	32.1%	1
	经典挂衣架 (Classic Hangers)	SONGMICS	21.9%	1
	独立式货架 (Standregal)	SONGMICS	22.0%	1
	悬挂式货架 (Suspended shelves)	SONGMICS	5.2%	前 5
	带盖存储容器 (Storage container with lid)	SONGMICS	2.1%	15-20
	鞋盒 (Boot & shoe boxes)	SONGMICS	39.5%	1
存储小推车 (Storage trolley)	SONGMICS	12.0%	前 5	
家具类	办公椅 (Home office desk chairs)	SONGMICS	8.0%	1-2

	书桌 (Desks)	SONGMICS	3.9%	5-10
	边桌 (Side tables)	VASAGLE	19.0%	1
	长凳和柜子 (Benches & chests)	VASAGLE	23.6%	1
	书架 (Bookcases)	VASAGLE	39.2%	1
	衣柜 (Closets)	VASAGLE	0.4%	份额靠后
	橱柜 (Cabinets)	VASAGLE	22.6%	1
	餐椅 (Dining chairs)	SONGMICS	2.0%	份额靠后
	餐桌 (Dining room tables)	VASAGLE	5.1%	2-4
	梳妆台 (Make-up tables)	VASAGLE	21.6%	1
	电视柜/架 (TV benches & lowboards)	VASAGLE	16.7%	1-2
宠物类	猫爬树 (Scratching posts)	Feandrea	35.2%	1
	猫窝 (Caves & houses)	Feandrea	4.0%	5-10
户外类	花园椅 (Patio seating)	SONGMICS	2.6%	份额靠后
	吊床 (Hammocks)	SONGMICS	9.1%	前 20

资料来源：卖家精灵，国信证券经济研究所整理

注：蓝色为致欧在德亚份额领先的优势品类

图60: 德国亚马逊上, 公司的优势品类依然处于提份额过程中



资料来源：卖家精灵，国信证券经济研究所整理

品类上看, 相较宜家仍有新品类延展的空间。公司致力于打造全场景化一站式家居购物品牌, 而对比宜家全覆盖的家居品类, 目前公司对**纺织类、智能家居家电、灯具照明、门垫地板**等均尚未涉及。参考宜家的品类布局, 后续适当结合自身销售模式与渠道做一定调整, 在设计、品类与时效上做差异化竞争, 预计新品类的延展不仅能带来纯增量, 也将能提高连带购买与客户粘性。

表11: 与宜家对比, 公司的细分新品类领域仍有待拓展

品类	主要产品	宜家	致欧
储物和收纳	书柜和置物架/衣柜/抽屉柜/橱柜/电视柜/户外储物等	✓	✓
家具	沙发/衣柜/橱柜及展示柜/餐桌等	✓	✓
床和床垫	床/床头板及床底收纳/床垫等	✓	✓
纺织用品	床上用品/窗帘卷帘/毯子/地毯/椅垫/餐桌浴室厨房纺织品	✓	-
装饰品	图片和框架/镜子/花瓶/家用香氛/时钟/蜡烛和蜡台等	✓	✓
灯具照明	灯具/装饰灯/LED灯泡/智能照明/户外照明等	✓	-
整体厨房和电器	厨房收纳/门板/水槽及水龙头/厨房电器等	✓	✓
餐具和厨具	锅具/餐具/烹饪工具/刀具和砧板/器皿和水壶等	✓	-

智能家居	空气净化器/电动卷帘/无线音箱/控制装置和配件等	✓	-
浴室产品	浴室家具及储存家具/水槽/浴室镜/花洒/水龙头/洗脸池/照明等	✓	✓
户外产品	户外家具/储物/遮阳伞凉亭/户外厨房及配件/户外地毯/照明/地板等	✓	✓
地毯、门垫和地板	地毯/门垫/地板等	✓	-
花盆和植物	花盆和植物/浇水壶/园艺配件等	✓	-
清洁及晾晒用品	清洁配件（扫帚簸箕等）/洗衣配件/烫衣板/晾衣架/垃圾桶/洗碗用具	✓	-
家用电子产品	厨房电器/智能照明/扬声器/空气净化器/电动卷帘等	✓	-
家居修缮	搬家用品/工具/降噪用品/保养护理用品等	✓	-

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：蓝色为致欧目前未覆盖的细分品类

渠道：在以亚马逊为主的渠道结构基础上，线上其他平台、线下 KA 等渠道依然有待拓展。除亚马逊、ManoMano、Gdiscount 等电商平台之外，线上仍有众多与公司定位相匹配的渠道有待开拓，公司已经与追求“极致性价比”的 Shein 达成合作，也第一批受邀开通入驻美国 TikTok Shop，并开始售卖部分产品。相较而言线下渠道的进入流程更长，公司已进入 Walmart、Target 等线上渠道，若产品能维持热销，则后续有望进一步从 3P 转为 1P，届时打通线下 KA 渠道可期。

表12: 新兴的快速崛起的跨境电商平台

	SHEIN（已进驻）	TIKTOK SHOP（已进驻）	Temu
上线时间	2012 年	2021 年	2022 年
覆盖市场	欧美、中东、东南亚等超 150 个国家地区	东南亚、英国、北美等近 10 个国家地区	北美、欧洲、大洋洲等近 40 个国家地区
目标用户	年轻女性群体	年轻消费群体	高性价比人群，且男性群体更高
主要品类	服装为主，向全品类拓展	美妆、3C 数码、服饰鞋包、家居日用百货、服装鞋履、3C 数码生活等六大传统行业	等全品类
定位	极致性价比	内容社交电商	极致性价比

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

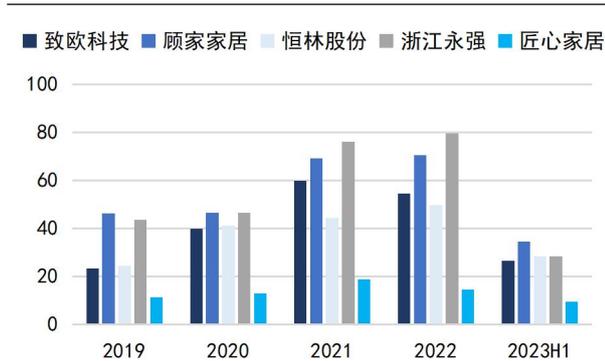
市场：巩固欧洲大本营，进一步发力美国，开拓墨西哥、中东等新市场。公司起家于欧洲并已成为部分细分领域的线上龙头，而由于关税、仓储物流等因素影响，在北美的市占率远不及欧洲，通过资源投入倾斜与越南产地的供应链布局去关税化，未来或有望提升公司在北美的竞争力；新市场方面，以墨西哥、巴西为代表的新兴市场正在经历线下转线上的渠道格局变迁，2023 年公司于墨西哥新设立子公司 COWIT，同时入驻了南美最大电商平台 Mercado Libre，当前正处于备货与补充 SKU 的起步阶段，预计未来 1-2 年将有望贡献收入增量。

财务分析

规模和成长性分析

公司收入体量在家居外销领域中处于中游，且电商规模优势明显。2022 年公司实现营收 54.6 亿，考虑到公司以跨境电商业务为主，并未在国内从事经营活动，1) 以家居家具公司的外销收入规模进行比较，公司的收入体量不及出口龙头顾家家居等的海外收入规模，但传统家居龙头多以 ODM/OEM 出口为主，致欧的线上自有品牌规模优势突出；2) 与跨境电商企业对比来看，公司的收入体量也处于中游水平，规模差距主要来自于经营的品类和年限差异，若仅比较家居业务的跨境电商收入则公司处于行业前列。

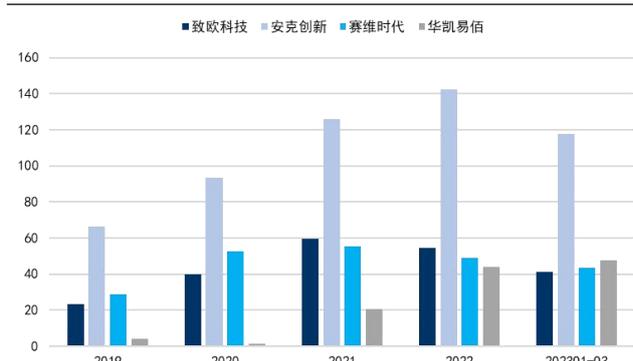
图61: 公司收入体量位居家居公司外销体量的中等水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 此处收入为各公司的外销收入

图62: 公司收入体量也位居跨境电商公司中游水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

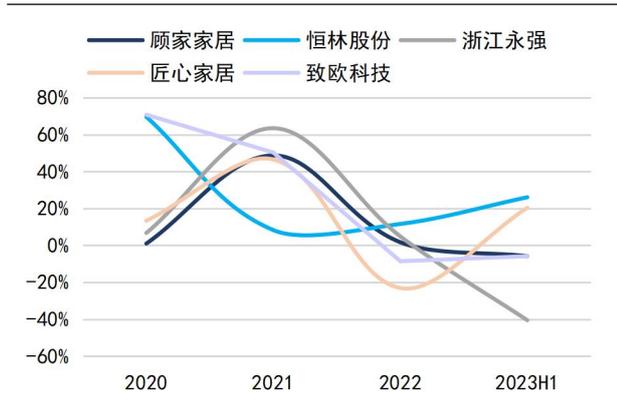
表13: 同行业公司相关业务的海外电商业务情况: 致欧在家居跨境电商中保持领先

	外销品类	相关业务的海外电商收入规模
致欧科技	家居、家具、宠物和户外用品	2022年线上B2C收入47.8亿
浙江永强	户外家具、旅游休闲用品等	大型商超+品牌商为主, 跨境电商业务处于发展初期
家居家具	恒林股份	办公椅、软体(沙发等)、板式家具等, 国内最大办公椅出口商
	顾家家居	沙发、软床及床垫等
	匠心家居	智能电动沙发、智能电动床及其配件等
	遨森电商	3C电子、灯具、汽配工具、户外休闲用品、宠物用品、家居用品等
跨境电商	华凯易佰	家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、3C电子、户外运动等品类
	赛维时代	服饰配饰、运动娱乐、百货家居等
	安克创新	移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

从收入增速来看, 致欧与家居公司外销、跨境电商收入的变动趋势一致, 总体来看海外消费大盘对行业的影响较为显著。2020-2021年居家需求带来行业的高景气, 公司增速也处于同行业公司中的较高水平, 2022年的高通胀和能源危机带来消费不景气, 叠加海外库存高企, 行业内各家公司都有不同程度的降速; 2023H1在同行业公司收入大多同比改善的情况下, 致欧收入仍小幅下滑, 主要系公司自身的新品规划与产能问题所致。

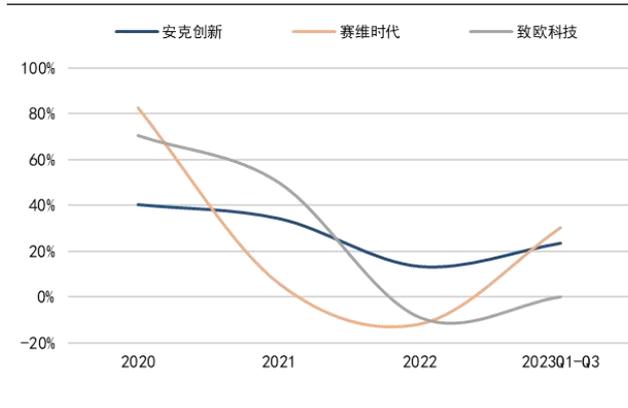
图63: 公司收入增速的波动较家居公司的外销业务更小



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 营收增速均为外销收入增速

图64: 2023Q1-Q3 公司营收增速回升



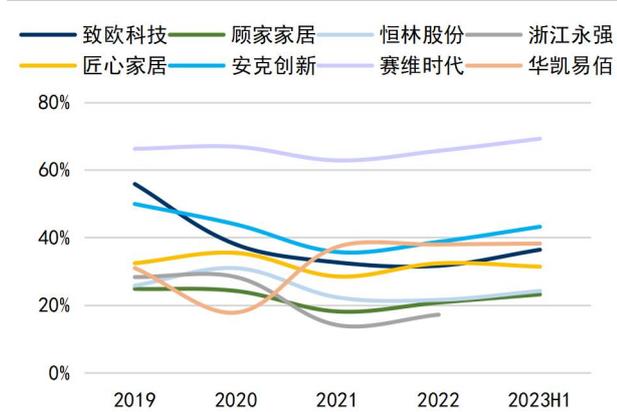
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

公司毛利率处于家居行业中较高水平，略低于跨境电商企业。公司毛利率在30%-40%区间波动，而家居行业企业的外销毛利率通常在20%-30%之间，差异主要源自经营模式的不同，公司以跨境电商自有品牌的经营为主，而同业家居公司均以OEM/ODM方式出口产品。与跨境电商企业相比，公司毛利率相对略低，主要是产品结构、发展阶段与经营规模的差异，安克创新以消费电子为主，赛维时代以服饰配饰产品为主，因此毛利率水平均高于致欧。

销售费用率高于家居公司、低于跨境电商，净利率处于同业公司中等偏低水平。同样是由于业务模式的差异，公司以跨境电商B2C为主，在仓储物流、营销推广等方面均有费用投入，而同行业家居公司主要2B，费用投放相对较小；与跨境电商企业相比，公司正处于快速成长期，且在产品特性以及仓储物流设施等方面均存在差距，因此销售费用率略高于安克创新，低于华凯易佰和赛维时代。最终体现在净利率水平上，公司整体处于同业公司的中等偏低水平。

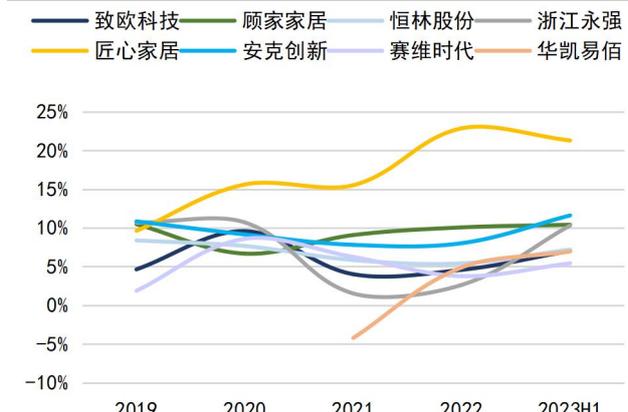
图65: 毛利率处于家居行业较高水平，略低于跨境电商企业



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

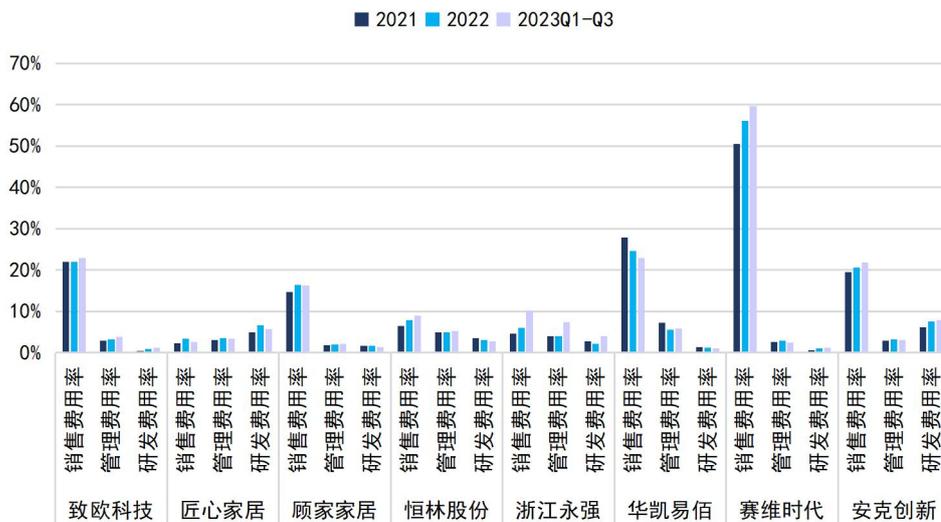
注: 顾家家居、匠心家居、恒林股份为其外销毛利率

图66: 公司净利率处于同业公司中等偏低水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

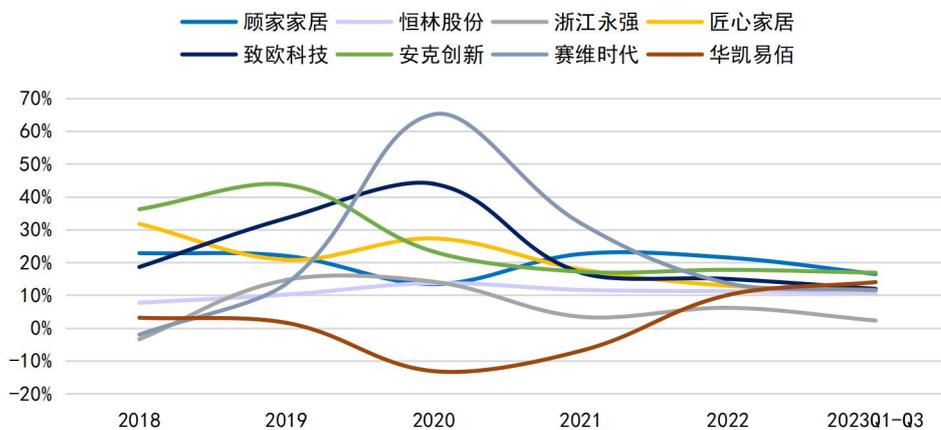
图67: 公司销售费用率高于家居公司、低于跨境电商, 保持在 20%左右



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年以来公司 ROE 居于同业公司中的中等水平。2020-2022 年公司 ROE 分别为 43.9%/16.9%/15.0%，ROE 下滑主要系净利率和资产周转率均有下滑：1）净利率下滑主要是受海运费提高及降价促销影响，公司盈利能力有所降低；2）资产周转率下降主要是 2021 年以来公司于德英美租赁了多个仓库设自营仓，同时因适用新租赁准则对经营租入资产确认使用权资产，导致总资产大幅增加。

图68: 公司 ROE 处于跨境电商行业中水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

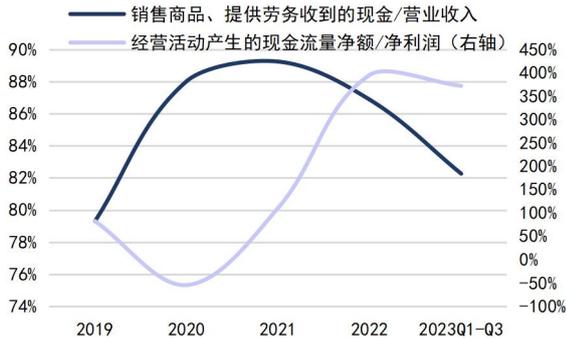
现金流量分析

现金流能力较为稳定，经营活动现金流净额波动较大。2020-2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例分别为 88.0%、89.2%和 86.9%，整体现金流较为稳定；2020-2022 年公司经营活动现金流量净额占净利润的比例分别为 -54.5%、110.5%、395.0%，经营活动现金流净额波动较大主要系：1）2020 年受疫情影响加大备货力度，同时随着业务发展应收账款有所增加；2）2022 年公司采购支出下降、使用银行承兑汇票支付供应商货款以及使用权资产折旧费均为

非付现费用，因此经营活动现金流出减少。

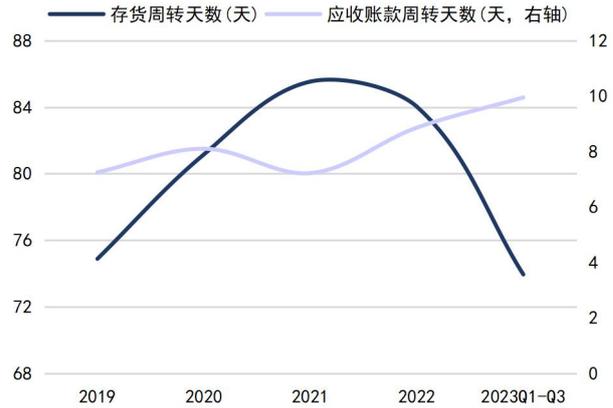
应收账款情况良好，存货周转天数整体维稳。2019-2022 年公司应收账款周转天数保持在 7-10 天左右波动，回款速度较快，符合公司自营线上业务为主的销售模式；公司存货周转天数主要与公司的备货节奏与海运周期有关，从 2019 年的 74.9 天提升至 2021 年的 85.5 天，随后又回落至 2023Q1-Q3 的 73.9 天，随着公司持续提高库存周转效率，整体存货周转情况良好。

图 69: 现金流能力较稳定，经营活动现金流净额波动较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 70: 应收账款情况良好，存货周转天数下滑



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

家居系列: 主要以 SONGMICS 品牌进行销售，包括收纳类、用具类和装饰类产品。线上德/美亚渠道方面，公司已在收纳柜、鞋盒、衣帽架、首饰盒等细分领域建立起一定份额优势，未来依然有望凭借着爆款和平价策略实现份额的温和增长，拉开与其余品牌商的差距。预计 2023-2025 年家居系列收入同比增长 17.3%/19.2%/15.0%至 21.9/26.1/30.1 亿元。

考虑到 2023 年毛利率受到海运费下降以及人民币贬值带来的正向提升，后续预计海运费在回归常态后维持稳定，同时另一方面考虑到在海外市场竞争加剧的情况下降价是重要应对策略，因此预计毛利率先增后降至 56.7%/55.0%/52.9%。

家具系列: 主要以 VASAGLE 品牌进行销售，产品分为生活家具和办公家具细分品类，包括电视柜、边桌、梳妆台以及电脑桌、办公椅、书架等，铁+木材质主打做旧工业风的设计受到海外消费者喜爱。考虑到 1) 由于供应链问题 2023H1 铁木类产品存在断货情形；2) VASAGLE 在北美的品牌声量不及欧洲，若发力北美预计有望带来明显增量；3) 公司的家具类优势产品以电视柜、边桌、橱柜等中小件为主，高单价的沙发、床等弱势品类仍有补足空间。因此预计家具系列 2023-2025 年收入增长 6.6%/23.7%/17.9%至 27.6/34.1/40.2 亿元。

毛利率方面同样受益于海运费维稳与海外仓库布局完善，同时考虑海外竞争加剧，预计 2023-2025 年毛利率为 47.3%/46.2%/44.8%。

庭院系列：包括庭院家居类、休闲类和运动类，其中花园桌、太阳伞以及吊床等家居休闲类在欧洲销售较好，蹦床等运动类更多在北美销售。庭院品类受消费向线下回归以及高通胀带来的需求低迷影响较大，2023 年销售仍保持下滑；考虑到公司庭院系列的收入规模较小且份额较低，后续随着海外电商渠道的渗透率提升以及需求回暖，预计保持平稳增长。因此 2023-2025 年庭院系列收入分别同比 -2.7%/8.0%/5.0%至 5.2/5.6/5.9 亿。毛利率方面同样有利的是海运费维稳等因素，但考虑到在消费大环境承压的情况下庭院产品需求相对疲软，产品套装组合下价格下降也比较明显，预计 2023-2025 年毛利率为 48.2%/46.9%/45.1%。

宠物系列：包括猫爬架等宠物家具以及猫窝、狗窝、宠物垫等宠物家居产品。考虑到海外宠物行业仍处于高速增长的窗口期，公司猫爬架等产品畅销欧美，预计 2023-2025 年收入在低基数下增长 42.2%/40.6%/35.7%。毛利率除了海运费的等影响外，预计在产品结构、渠道结构等作用下依然是先升后降的趋势，2023-2025 年毛利率分别为 52.2%/51.7%/50.3%。

表14：致欧科技收入拆分及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
家具系列						
收入（亿元）	19.69	30.92	25.86	27.58	34.12	40.22
收入增速	95.5%	57.1%	-16.4%	6.6%	23.7%	17.9%
毛利（亿元）	9.9	14.0	11.6	13.1	15.8	18.0
毛利率	50.3%	45.3%	44.8%	47.3%	46.2%	44.8%
家居系列						
收入（亿元）	13.63	18.77	18.68	21.92	26.14	30.06
增速	52.9%	37.7%	-0.4%	17.3%	19.2%	15.0%
毛利（亿元）	8.1	10.3	10.0	12.4	14.4	15.9
毛利率	59.4%	54.7%	53.6%	56.7%	55.0%	52.9%
庭院系列						
收入（亿元）	3.86	6.33	5.32	5.17	5.59	5.87
增速	61.1%	64.1%	-16.0%	-2.7%	8.0%	5.0%
毛利（亿元）	2.4	3.5	2.5	2.5	2.6	2.6
毛利率	61.1%	54.9%	46.4%	48.2%	46.9%	45.1%
宠物系列						
收入（亿元）	2.35	3.42	3.78	5.37	7.56	10.25
增速	45.9%	45.8%	10.4%	42.2%	40.6%	35.7%
毛利（亿元）	1.3	1.8	1.9	2.8	3.9	5.2
毛利率	56.0%	52.0%	49.3%	52.2%	51.7%	50.3%
其他收入						
收入（亿元）	0.19	0.23	0.91	1.10	1.31	1.58
增速	-29.1%	23.6%	291.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利（亿元）	0.1	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
毛利率	47.32%	36.45%	31.63%	35.00%	35.00%	35.00%
合计						
总营收（亿元）	39.71	59.67	54.55	61.15	74.72	87.98
增速	70.8%	50.3%	-8.6%	12.1%	22.2%	17.7%
毛利（亿元）	21.75	29.60	26.22	31.16	37.14	42.27
毛利率（含运输费）	45.7%	32.6%	31.6%	35.5%	35.6%	35.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 2023-2025 年公司总营收为 61.1/74.7/88.0 亿元，同比 +12.1%/+22.2%/+17.7%，不含运输费用的整体毛利率为 51.0%/49.7%/48.0%；同时考虑到随着美国海外仓的布局完善预计将带来运输费的节省，含运输费用的整体毛利率预计为 35.5%/35.6%/35.4%。

费用及其他收益假设：

销售费用：预计随着公司规模扩大、市场开拓以及品类拓展，销售费用投入将有所上升，但同时规模化带来的费用摊薄、B2B 渠道占比提升也将有所冲抵，预计公司销售费用率先提升后维稳，2023-2025 年分别为 23.0%/23.3%/23.3%。

管理费用：公司管理费用率基本维持在 3%-4%左右，随着规模的扩张，后续管理费用率或小幅下滑，预计 2023-2025 年管理费用率为 3.8%/3.3%/3.0%。

研发费用：主要是对产品材料选用调整、功能及外观设计等方面的投入，以及信息系统的开发，考虑到产品设计与供应链数字化水平直接影响公司的核心竞争力，预计研发费用率将小幅提升，2023-2025 年分别为 1.4%/1.5%/1.6%。

财务费用：主要受汇兑损益影响，考虑到 2023 年人民币汇率波动幅度较大，预计 2023 年实现汇率正收益，预计 2024-2025 年汇率波动相对较稳，但由于 IPO 募集资金到位后短期带来利息收入的提升，因此预计 2023-2025 年财务费用率分别为 -0.3%/0.0%/0.0%。

未来 3 年业绩预测

表15: 未来 3 年盈利预测表

(单位: 百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5455	6115	7472	8798
营业成本	-3729	-3943	-4810	-5683
销售费用	-1201	-1406	-1741	-2050
管理费用	-173	-232	-247	-264
财务费用	14	20	3	0
营业利润	311	448	574	692
利润总额	309	450	576	694
归属于母公司净利润	250	393	492	572
EPS	0.69	0.98	1.22	1.42
ROE	13.8%	12.7%	14.2%	14.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 61.1/74.7/88.0 亿元；归母净利润 3.93/4.92/5.72 亿元，利润年增速分别为 57.3%/25.0%/16.2%；每股收益 2023-2025 年分别为 0.98/1.22/1.42 元。

盈利预测的敏感性分析

由于公司品类较多，此处我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在 2023 年的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/悲观情况下（收入增速提升/下降 5pct、毛利率提升/下降 0.5pct）净利润复合增速的波动在 6pct 左右。

表16: 致欧科技盈利预测敏感性分析

	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	5,455	6,387	8,125	9,973
(+/-%)	-8.6%	17.1%	27.2%	22.7%
净利润(百万元)	250	516	672	817
(+/-%)	4.3%	106.2%	30.3%	21.5%
摊薄 EPS	0.69	1.28	1.67	2.03
中性预测				
营业收入(百万元)	5,455	6,115	7,472	8,798
(+/-%)	-8.6%	12.1%	22.2%	17.7%
净利润(百万元)	250	393	492	572
(+/-%)	4.3%	57.3%	25.0%	16.2%
摊薄 EPS(元)	0.69	0.98	1.22	1.42
悲观的预测				
营业收入(百万元)	5,455	5,842	6,847	7,719
(+/-%)	-8.6%	7.1%	17.2%	12.7%
净利润(百万元)	250	282	337	373
(+/-%)	4.3%	12.8%	19.4%	10.8%
摊薄 EPS	0.69	0.70	0.84	0.93
总股本(百万股)	5,455	5,842	6,847	7,719

资料来源: 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 以 FCFF 方法得到合理股价估值为 24.24-29.73 元/股

未来 5 年估值假设条件见下表:

表17: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	70.75%	50.27%	-8.58%	12.09%	22.20%	17.74%	15.00%	12.00%
营业成本/营业收入	62.08%	67.36%	68.35%	64.49%	64.37%	64.60%	64.60%	64.60%
管理费用/营业收入	4.28%	2.96%	3.17%	3.80%	3.30%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费用/营业收入	0.32%	0.41%	0.83%	1.40%	1.50%	1.60%	1.50%	1.50%
销售费用/销售收入	20.72%	22.00%	22.02%	23.00%	23.30%	23.30%	23.00%	23.00%
营业税及附加/营业收入	0.01%	0.02%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税税率	18.42%	19.67%	18.99%	18.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	8.72%	2.60%	3.23%	25.00%	25.00%	25.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表18: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.11	T	18.00%
无风险利率	2.60%	Ka	10.37%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.14
公司股价(元)	24.15	Ke	10.58%
发行在外股数(百万)	402	E/(D+E)	96.76%
股票市值(E, 百万元)	9696	D/(D+E)	3.24%

债务总额 (D, 百万元)	325	WACC	10.43%
Kd	7.00%	永续增长率 (10年后)	2.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

注: 考虑到公司以欧美区域外销为主, 因此永续增长率参考欧美地区过往十年家居行业约 2-3% 的平均复合增速

表19: 致欧科技 FCFE 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	442.4	558.2	655.1	793.9	889.2
所得税税率	18.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	362.8	474.5	556.8	674.8	755.8
折旧与摊销	7.4	18.3	39.2	58.5	73.0
营运资金的净变动	(137.8)	62.9	73.2	(102.1)	(60.5)
资本性投资	(12.0)	(450.0)	(300.0)	(250.0)	(112.0)
FCFF	220.4	105.7	369.3	381.3	656.3
PV(FCFF)	199.6	86.7	274.2	256.4	399.7
核心企业价值	9456.8				
减: 净债务	-1249.7				
股票价值	10706.5				
每股价值	26.67				

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.4%	9.9%	10.43%	10.9%	11.4%
永续 增长 率变 化	3.0%	33.72	31.06	28.77	26.78	25.04
	2.5%	32.11	29.73	27.65	25.83	24.23
	2.0%	30.72	28.56	26.67	24.99	23.51
	1.5%	29.51	27.54	25.79	24.24	22.86
	1.0%	28.44	26.62	25.01	23.57	22.27

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 采用 PE 估值给予目标估值为 23.76-30.00 元/股

考虑到公司以跨境电商模式出口家居家具产品, 因此我们选取与公司业务模式接近的家居出口企业与跨境电商企业作为可比公司。

其中 1) 家居出口龙头顾家家居、匠心家居的外销均以代工为主, 公司以自主品牌出海, 且细分领域的线上份额较高, 同时考虑到公司具备相对更高的预期高利润增速, 因此给予公司 1.5-2.0 倍家居可比公司平均估值, 对应 2024 年 PE 为 18-25 倍; 2) 跨境电商龙头安克创新、赛维时代等主营品类分别为 3C 电子与服饰品类等, 尽管品类不同但业务属性相近, 参考跨境电商企业平均估值, 给予公司 2024 年 PE 为 20.5 倍。

综上给予公司 2024 年 19.4-24.5 倍估值, 对应市值 95-121 亿元, 对应股价区间

为 23.76-30.00 元/股。

表21: 同类公司估值比较

公司代码	所属行业	公司名称	主要可比公司业务情况	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603816.SH	家居行业	顾家家居	我国软体家具出口龙头，主要产品包括床及床垫、沙发、按摩椅、智能晾衣机等。2022 年总营收 180.1 亿，其中境外收入 70.3 亿/占比 39%，公司境外以 ODM 为主，主要客户为卖场与品牌商	35.90	295.1	20.6	24.0	27.7	14.3	12.3	10.6
301061.SZ		匠心家居	产品包括智能电动沙发、智能电动床及其配件等，2022 年总营收 14.6 亿，境外收入 14.5 亿/占比 98.9%，境外以 ODM 为主	41.15	52.7	4.0	4.7	5.7	13.3	11.3	9.3
300866.SZ		安克创新	3C 品牌出海龙头，主营移动设备周边产品、智能硬件等消费电子产品。2022 年收入 142.5 亿，其中亚马逊渠道收入占比 55.9%	87.77	356.7	16.3	19.0	22.4	21.9	18.8	16.0
301381.SZ	跨境电商	赛维时代	跨境电商领军企业，主营服饰品类、百货家居、运动娱乐等，2022 年收入 49.1 亿，其中亚马逊渠道占收入比重 89%，家居百货收入 6.3 亿/占比 13%	32.15	128.6	3.7	5.0	6.7	34.7	25.7	19.3
300592.SZ		华凯易佰	跨境电商领军企业，主营家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、3C 电子等品类，2022 年收入 44.2 亿，其中家居园艺收入 10.1 亿/占比 23%	27.20	78.7	3.9	5.6	7.0	20.2	14.1	11.3
301376.SZ		致欧科技	家居跨境电商细分龙头，2022 收入 54.6 亿	23.88	95.9	3.9	4.9	5.7	24.4	19.5	16.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 可比公司盈利预测均取 Wind 一致预期

投资建议

预计公司 2023-2025 年收入 61.1/74.7/88.0 亿元，同比+12.1%/22.2%/17.7%；归属母公司净利润 3.93/4.92/5.72 亿元，同比+57.3%/25.0%/16.2%；每股收益分别为 0.98/1.22/1.42 元。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间为 23.76-30.00 元，市值区间为 95-121 亿元，对应 2023 年 PE 为 24.2-30.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 98-123 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.60%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的小家电企业，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司更高的成长性，对标内销占比更高的同业企业，最终给予公司 2023 年 24-31 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 12.1%/22.2%/17.7%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 35.5%/35.6%/35.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司募投产能主要于 2024 年贡献增量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

第三方电商平台经营风险：2020-2022 年公司通过亚马逊 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%，占比较高。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。

外协产品质量控制风险：公司生产制造环节则全部委托外协厂商进行。随着公司采购规模的不断扩大，如果外协供应商未能严格按照公司的各项要求交付产品，或者公司不能持续保持对外协供应商的良好、有效管理，将存在影响产品质量、耽误采购进度的风险，进而给公司整体经营带来不利影响。

汇率波动风险：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。因此若外汇产生频繁的大幅波动，将可能对公司的经营和业绩产生影响，若公司未能采取有效措施应对汇率风险，可能导致公司出现大额汇兑损失，对公司盈利水平产生不利影响。

海运价格波动风险：公司通过海运的方式将产品运抵至位于欧洲、北美及日本的自营仓、平台仓或第三方合作仓，海运费指境内港口到境外港口的海路运输费用。2020-2022 年公司海运费占主营业务成本比例分别为 6.83%、15.59%和 16.58%，如果未来发生国际运力供不应求的事件，海运价格持续上涨，则公司存在经营业绩下滑的风险。

海外市场宏观经济风险：公司主要海外市场位于欧洲及北美，欧美宏观经济波动及市场需求下滑将对公司带来不利影响。如果通胀出现反复，欧美宏观经济再次转差，则会严重影响欧美市场居民消费需求，进而传导至公司的业绩增长。

市场竞争加剧风险：随着跨境电商行业的参与者数量、行业规模的高速增长，商业模式和营销手段的发展完善，公司面临行业竞争者增多、市场竞争加剧风险，可能会导致公司在经营扩张过程中面临更大竞争挑战，导致业绩增速放缓、利润空间收缩的情况，从而影响公司经营业绩和财务状况。

地缘政治、贸易摩擦风险：若地缘政治局势恶化、保护主义抬头以及贸易摩擦逐渐增多，而公司无法采取有效的应对措施，公司产品的价格竞争力有可能受到削弱，海外消费者对公司产品的消费需求可能减少，从而对公司的经营业绩产生较大不利影响。

境外经营风险：随着公司业务的快速发展，公司可能面临日趋复杂的经营环境，如果未来境外子公司或消费者所在国家或地区法律法规及相关监管要求发生不利变化，而公司管理层未能及时了解相关区域的经营环境、监管要求的变化情况，或缺少相应的管理经验和能力，可能带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

财务风险

存货管理风险：2020-2022 年公司计提的存货跌价准备分别为 1357.15 万、2298.70 万和 1015.78 万。如果未来市场竞争加剧或公司不能优化库存管理、合理控制存货规模，可能导致产品滞销、存货积压，则公司可能需对该等存货计提大额跌价准备或予以报损。此外公司存货主要存放在海外自营仓、平台仓等，如果因管理不善发生存货损失，将对公司经营业绩造成不利影响。

经营活动产生的现金流量净额为负的风险：随着公司业务规模的快速增长，存货采购规模相应大幅增长，如果未来公司经营活动现金流量净额持续为负值，公司的运营资金周转将面临一定的压力。

技术风险

产品、技术创新风险：近年全球家居行业迎来快速发展，尤其在家居行业与跨境电商行业融合的新业态中，产品创新、技术创新不断涌现。如果未来公司的产品、技术创新不能适应行业的发展趋势，则公司可能无法在未来的市场竞争中保持竞争优势，公司的经营业绩可能受到一定不利影响。

研发设计人才流失风险：能否持续拥有稳定的研发设计团队、开发出具有竞

竞争力的家居产品和高效的信息系统，对公司的持续发展至关重要。如果未来公司因行业竞争造成研发设计人员流失，且公司未能及时、有效补充人才，则可能削弱公司的研发设计优势及市场竞争力。

知识产权保护风险：截至 2022 年末公司及其子公司拥有 463 项专利技术。随着行业的快速发展，未来如果存在竞争对手或不法厂商仿制公司专利产品，而公司未能有效保护自身产品的知识产权，可能会减弱公司的市场竞争优势。

信息系统的管理风险：公司主要通过亚马逊等第三方电商平台进行产品销售，公司在日常经营活动的开展依赖于稳定、完善的 EYA 信息系统。随着公司业务规模的快速扩大，若公司未能持续完善信息系统建设，保证数据传输的及时性、准确性和安全性，将对公司的经营管理产生不利影响。

政策风险

税收优惠及政策变化风险：1) 公司因被评为技术先进型服务企业，2022-2024 年度减按 15% 的税率计缴企业所得税，未来如果公司无法持续取得技术先进型服务企业认定，或者国家调整企业所得税税收优惠政策，可能会对公司经营业绩和利润水平产生一定影响。2) 全球各地对跨境电商的税务监管政策各有不同，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险。

行业监管政策变化风险：虽然国家制定了一系列政策支持跨境电商行业的发展，为行业的经营发展提供了良好的机遇、广阔的空间以及充分的保障，但如果未来中国或国外监管部门出台新的法规、政策，改变行业监管环境，而公司未能满足新的监管政策要求，将对公司的经营活动产生不利影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。发行后公司实际控制人及一致行动人合计控制公司超 50% 的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	513	1039	1910	2102	2413	营业收入	5967	5455	6115	7472	8798
应收款项	125	143	144	186	214	营业成本	4020	3729	3943	4810	5683
存货净额	1052	689	880	979	1083	营业税金及附加	1	4	4	4	4
其他流动资产	299	218	257	311	367	销售费用	1313	1201	1406	1741	2050
流动资产合计	2099	2203	3445	3743	4159	管理费用	177	174	233	247	264
固定资产	42	44	43	368	532	研发费用	25	45	86	112	141
无形资产及其他	7	9	9	8	8	财务费用	94	(14)	(20)	(3)	(0)
投资性房地产	1277	1222	1222	1222	1222	投资收益	19	14	15	15	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(63)	(30)	(6)	(6)	(6)
资产总计	3426	3478	4719	5342	5921	其他收入	(18)	(33)	(76)	(102)	(130)
短期借款及交易性金融负债	479	462	325	422	403	营业利润	301	311	482	580	674
应付款项	345	242	313	420	542	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	241	234	253	309	362	利润总额	299	309	480	578	672
流动负债合计	1065	938	891	1151	1307	所得税费用	59	59	86	87	101
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	821	733	736	730	725	归属于母公司净利润	240	250	393	492	572
长期负债合计	821	733	736	730	725	现金流量表（百万元）					
负债合计	1886	1670	1627	1881	2032	净利润	240	250	393	492	572
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	60	(64)	(1)	101	91
股东权益	1540	1807	3092	3461	3890	折旧摊销	5	7	7	18	39
负债和股东权益总计	3426	3478	4719	5342	5921	公允价值变动损失	63	30	6	6	6
						财务费用	94	(14)	(20)	(3)	(0)
						营运资本变动	(288)	218	(138)	63	73
						其它	(60)	64	1	(101)	(91)
关键财务与估值指标						经营活动现金流	19	506	269	579	690
每股收益	0.66	0.69	0.98	1.22	1.42	资本开支	0	87	(12)	(450)	(300)
每股红利	0.02	0.02	0.24	0.31	0.36	其它投资现金流	(9)	(3)	(140)	89	82
每股净资产	4.26	5.00	7.70	8.62	9.69	投资活动现金流	(9)	83	(152)	(361)	(218)
ROIC	17.29%	12.62%	19%	23%	23%	权益性融资	(16)	0	990	0	0
ROE	15.57%	13.84%	13%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
毛利率	33%	32%	36%	36%	35%	支付股利、利息	(6)	(8)	(98)	(123)	(143)
EBIT Margin	7%	6%	7%	7%	7%	其它融资现金流	316	(47)	(138)	97	(19)
EBITDA Margin	7%	6%	7%	8%	8%	融资活动现金流	288	(63)	754	(26)	(162)
收入增长	50%	-9%	12%	22%	18%	现金净变动	298	526	871	192	310
净利润增长率	-37%	4%	57%	25%	16%	货币资金的期初余额	215	513	1039	1910	2102
资产负债率	55%	48%	34%	35%	34%	货币资金的期末余额	513	1039	1910	2102	2413
股息率	0.1%	0.1%	1.1%	1.4%	1.6%	企业自由现金流	0	557	220	106	369
P/E	36.4	34.9	24.6	19.7	17.0	权益自由现金流	0	510	86	214	363
P/B	5.7	4.8	3.1	2.8	2.5						
EV/EBITDA	24.3	33.6	25.2	20.1	16.9						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032