

## 致欧科技 (301376.SZ) 产品+渠道双轮驱动，家居跨境电商龙头成长可期

2024年01月24日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/1/23
当前股价(元)	24.06
一年最高最低(元)	31.99/21.02
总市值(亿元)	96.60
流通市值(亿元)	8.58
总股本(亿股)	4.02
流通股本(亿股)	0.36
近3个月换手率(%)	622.29

### ● 2023Q1-Q3 利润实现高增长，盈利能力稳步提升，维持“买入”评级

公司 2023Q1-Q3 实现营收 41.4 亿元/+0.4%；归母净利润 2.86 亿元/+67.1%；扣非净利润 3.13 亿元/+79.3%；2023Q3 公司实现营业收入 14.9 亿元/+13.9%，归母净利润 1.0 亿元/+64.8%。短期看，我们预计公司供应链断货问题逐步解决，能够通过新品推新顺利承接欧美消费旺季，我们看好公司 2023Q4 收入增速延续较高增长，公司全年营收及业绩预期向好。长期看，公司为家居跨境电商龙头，品类及渠道扩张持续，专注于家居领域的柔性供应链持续优化，成长逻辑通顺。看好公司顺利承接 2023 年末欧美消费旺季，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 4.10/5.12/6.31 亿元（原值为 4.02/5.01/6.17 亿元），对应 EPS 为 1.02/1.28/1.57 元，当前股价对应 PE 为 23.6/18.9/15.3 倍，维持“买入”评级。

### ● 短期亮点：公司三大自主品牌销售趋势向好，盈利能力改善趋势确定性强

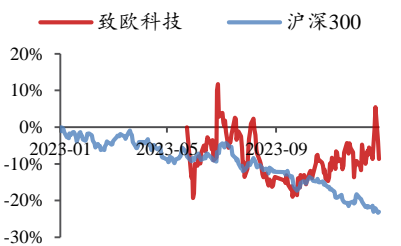
2023Q4 欧美亚马逊消费市场火热，亚马逊在谷歌的搜索量快速上升。根据 Adobe Analytics 的数据，“黑五”美国线上消费金额创记录达到 98 亿美元(约合 695 亿元人民币)，同比增长 7.5%；同时 Adobe Digital Insights 预计，“网络星期一”的网上消费将超过 120 亿美元，创造历史最高水平。承接行业旺季东风，公司三大子品牌在“黑五”期间搜索热度有明显提升，增长态势高于亚马逊相关站点搜索指数，我们预计后续各个站点营收有望进一步恢复。业绩端看，公司毛利率预计将受益于海运费回落及供应流程降本持续；管理、研发费用全年预计增加为长期发展蓄力，综合影响下，我们看好 2023 年公司盈利能力相较同期有明显提升。

### ● 公司成长性：产品+渠道双轮驱动，供应链痛点亟待解决

**(1) 产品：**长期来看公司预计会借助家居细分场景多、产品品类可拓展性强的行业优势，在产品 SKU 及销售场景拓展持续向宜家对齐，成长天花板可观。公司自身阿尔法看，公司目前是亚马逊线上平台较为稀缺的家居全品类销售卖家，且产品品类拓展战略清晰。传统品类，公司主要通过产品功能迭代、广告投放等手段提升市场占有率；新兴品类，家纺、儿童、宠物等市场仍存在较大拓展空间，公司将通过增加产品研发投入，加快领域产品推新节奏。**(2) 渠道：**一方面，公司积极拓展销售地区版图，2023 年公司成功接入墨西哥，2024 年公司将继续侧重以新兴发展中国家市场为主的海外市场开拓。另一方面，公司积极延伸传统销售市场线上、线下渠道，减少对单一渠道的依赖，先后入驻 SHEIN 美国站、南美最大电商平台 Mercado Libre、沃尔玛、target 等平台。**(3) 供应链：**中长期看公司供应链优化方向预计为自营仓发货率提升以及供应链全程自动化、规模化。自营仓发货率提升有助于降低仓储及尾程配送费用；打造独属于家居品类的柔性、快反供应链体系有望加快产品推新速度、提升消费者需求洞察精准度。

### ● 风险提示：欧美终端需求大幅下滑、公司新品推新不及预期、海运费大幅上涨。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023Q3 收入增长提速，看好四季度增速延续——公司信息更新报告》  
-2023.11.15

《2023H1 归母净利高增，产品矩阵+渠道扩张持续——公司信息更新报告》  
-2023.9.1

《海外家居电商化加深，跨境电商领头羊阿尔法凸显——公司首次覆盖报告》  
-2023.6.29

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,099	7,331	8,893
YOY(%)	50.3	-8.6	11.8	20.2	21.3
归母净利润(百万元)	240	250	410	512	631
YOY(%)	-36.9	4.3	63.9	25.0	23.1
毛利率(%)	32.6	31.6	36.3	36.1	36.1
净利率(%)	4.0	4.6	6.7	7.0	7.1
ROE(%)	15.6	13.8	18.5	18.8	18.8
EPS(摊薄/元)	0.60	0.62	1.02	1.28	1.57
P/E(倍)	40.3	38.6	23.6	18.9	15.3
P/B(倍)	6.3	5.3	4.4	3.5	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023 公司全年营收预期保持稳定，盈利能力或超预期.....	3
1.1、 四季度欧美亚马逊市场火热，公司三大自主品牌销售趋势向好.....	3
1.2、 海运费拖累减弱+供应链优化持续，公司毛、净利率改善趋势明显.....	4
2、 产品+渠道双轮驱动，供应链痛点亟待解决，中长期成长性可期.....	5
2.1、 产品：持续打造“类宜家”线上品牌，品类拓展战略清晰.....	5
2.2、 渠道：开拓发展中国家市场，新增切入线上、线下销售平台.....	7
2.3、 供应链：专注打造家居柔性供应链，美线自营仓发货率提升在即.....	8
3、 盈利预测与投资建议.....	11
4、 风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

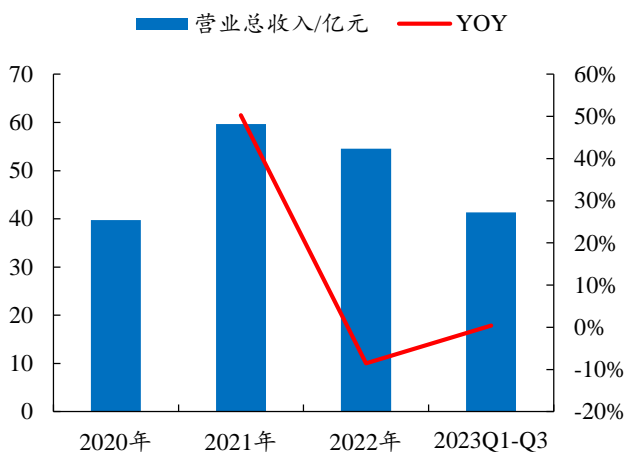
## 图表目录

图 1： 2023Q1-Q3 公司营收同比实现稳增长.....	3
图 2： 2023Q1-Q3 公司净利润实现亮眼增长.....	3
图 3：“黑五”美国在线销售额达 98 亿美元.....	3
图 4：“网络星期一”销售预计再创新高.....	3
图 5： Prime Day 前后亚马逊谷歌趋势指数快速提升.....	4
图 6： 三大子品牌黑五期间热度显著上升.....	4
图 7： 2023Q3 公司毛利率为 37.7% (+7pct).....	4
图 8： 2023Q3 公司期间费用率 30.0% (+5.8pct).....	4
图 9： 2023 年初以来中国出口集装箱运价指数（美国航线）降幅超 37%.....	5
图 10： 2023 年初以来中国出口集装箱运价指数（欧洲航线）降幅超 42%.....	5
图 11： 2019-2022 中国对三国贸易出口额 CAGR 超 16%.....	7
图 12： 中国对三国用木及金属家具出口具有较大规模.....	7
图 13： 沃尔玛渠道部分产品展示.....	8
图 14： 欧美等地海外仓布局完善.....	9
图 15： 从各项成本、费用占收入比看，运输成本占比降幅较明显.....	9
图 16： 小单快返模式助力打造家居柔性供应链.....	10
表 1： 宜家产品品类丰富，形成独具特色服务矩阵.....	5
表 2： 致欧科技产品矩阵完善，可满足多场景使用需求.....	6
表 3： 致欧科技产品风格与宜家有一定相似.....	7
表 4： 公司供应链及数据分析技术助力供应链信息化水平提升.....	8

## 1、2023 公司全年营收预期保持稳定，盈利能力或超预期

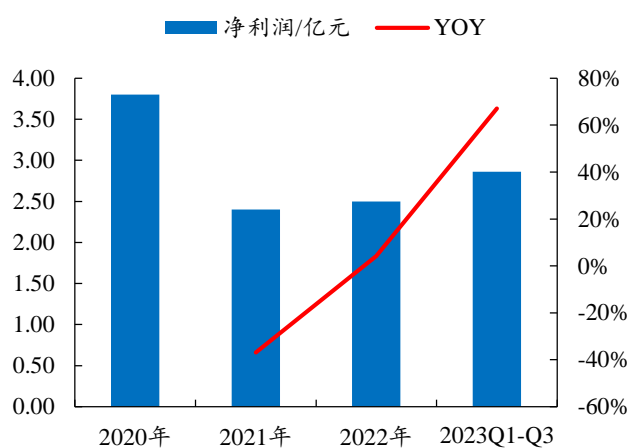
公司 2023Q1-Q3 实现营收 41.4 亿元/+0.4%；归母净利润 2.86 亿元/+67.1%；扣非净利润 3.13 亿元/+79.3%；利润上涨主要系外部海运费下降明显，成本端压力释放。单季度看，2023Q3 公司实现营业收入 14.9 亿元 (+13.9%)，归母净利润 1.0 亿元 (+64.8%)。截止目前，我们预计公司供应链断货问题逐步解决，能够顺利承接欧美跨境电商红利，我们看好公司 2023Q4 收入增速延续较高增长，公司全年营收及业绩预期向好。

图1：2023Q1-Q3 公司营收同比实现稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1-Q3 公司净利润实现亮眼增长

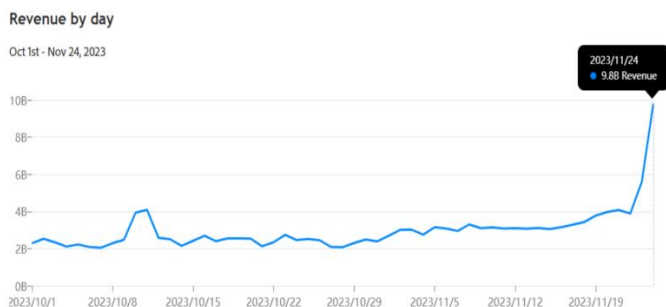


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、四季度欧美亚马逊市场火热，公司三大自主品牌销售趋势向好

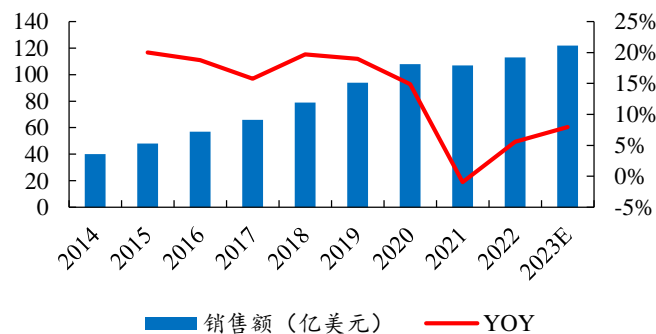
黑五期间公司三大品牌热度显著提升，公司三大子品牌热度提升。根据 Adobe Analytics 的数据，于 11 月 27 日结束的“黑五”购物节美国线上消费金额创记录达到 98 亿美元(约合 695 亿元人民币)，同比增长 7.5%；同时 Adobe Digital Insights 预计，“网络星期一”的网上消费将超过 120 亿美元，创造历史最高水平。公司方面，“黑五”期间公司三大品牌热度显著提升，根据谷歌趋势指数显示，SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌黑色星期五期间搜索热度持续上升，增长态势较明显高于亚马逊相关站点搜索指数。

图3：“黑五”美国在线销售额达 98 亿美元

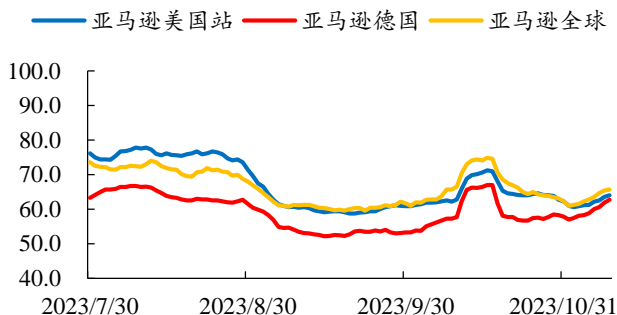


资料来源：Adobe、财联社公众号

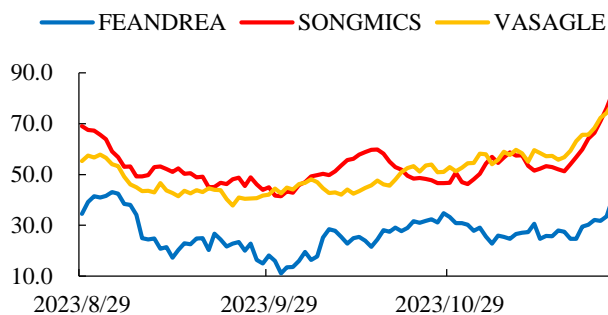
图4：“网络星期一”销售预计再创破记录



数据来源：Adobe、路透社公众号、开源证券研究所

**图5: Prime Day 前后亚马逊谷歌趋势指数快速提升**


数据来源: 谷歌趋势、开源证券研究所

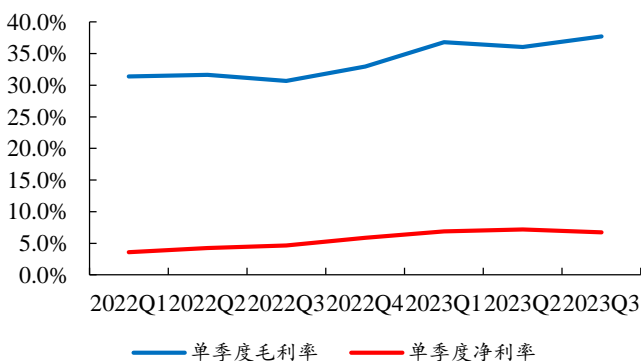
**图6: 三大子品牌黑五期间热度显著上升**


数据来源: 谷歌趋势、开源证券研究所

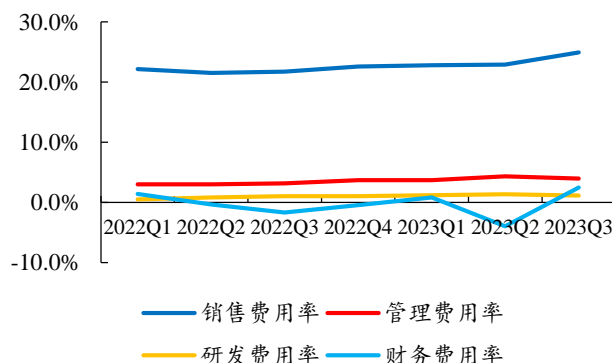
## 1.2、海运费拖累减弱+供应链优化持续，公司毛、净利率改善趋势明显

毛利率方面，2023Q1-Q3 公司毛利率 36.9% (+5.6pct)，2023Q3 毛利率 37.7% (+7.0pct)。公司毛利率明显提升主要受益于：(1)海运费对公司利润端的拖累减弱，公司海运费从 2019 年占主营业务成本的 6.01% 上升至 2022H1 的 18.41%，对公司盈利能力造成较大影响，截止 2023 年 12 月 29 日，海运费较 2022 年均价下降幅度超 60%，接近常态水平，利好公司 2023 年成本端压力释放。(2)供应链优化持续，公司持续对供应链全流程进行规模化及信息化改造，通过集中招标、引进新供应商等方式有效实现供应流程降本增效。

费用率方面，管理、研发费用明显增加蓄力长期发展。公司 2023Q1-Q3 期间费用率为 27.7%(+2.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.9%/3.9%/1.2%/ -0.3%，同比分别+1.1/+0.8/+0.4/-0.1pct。公司增加研发人员投入，研发费用同比+56.64%，同时公司加大深圳办事处的员工引进，以致管理费用有所提升。

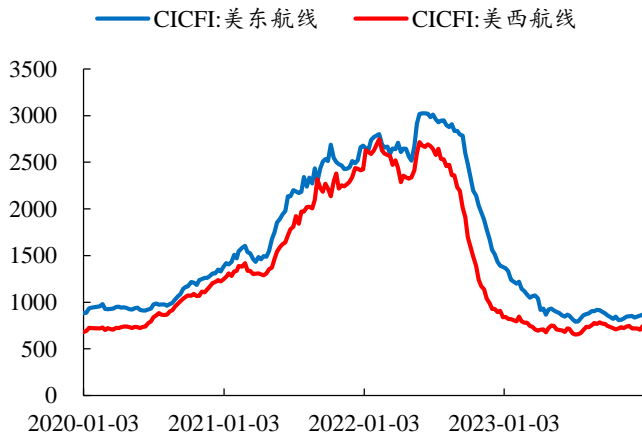
**图7: 2023Q3 公司毛利率为 37.7% (+7pct)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图8: 2023Q3 公司期间费用率 30.0% (+5.8pct)**


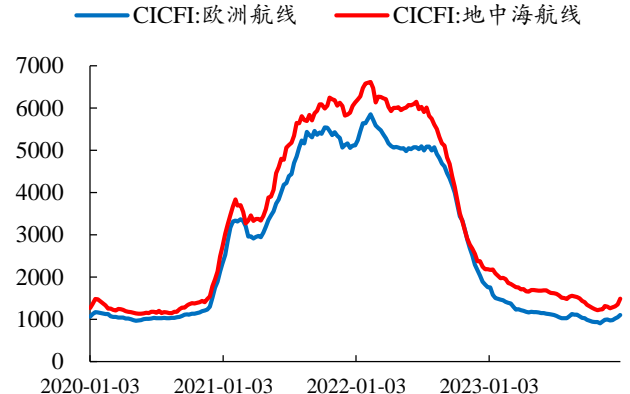
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9：2023 年初以来中国出口集装箱运价指数（美国航线）降幅超 37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023 年初以来中国出口集装箱运价指数（欧洲航线）降幅超 42%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、产品+渠道双轮驱动，供应链痛点亟待解决，中长期成长性可期

### 2.1、产品：持续打造“类宜家”线上品牌，品类拓展战略清晰

全球最大的家具及家居用品企业之一的宜家为致欧科技重要的对标公司。对比宜家，致欧产品在形态以及设计风格上有一定相似度，产品风格简约、收纳性强、易搬动和自行拆装。我们认为，长期来看公司预计会借助家居细分场景多、产品品类可拓展性强的行业优势，在产品 SKU 及销售场景拓展持续向宜家对齐，成长天花板可观。

家居行业赛道延伸性强，销售场景仍有较大拓展潜力。致欧科技截至 2022 年底，已形成涉及 303 个细分品类产品矩阵，产品 SPU 数量为 3,335 个，产品的数量及产品在场景的深入度上与宜家仍存在较大差距，我们梳理对比宜家及致欧科技的产品销售场景，致欧科技在办公空间、零售商铺等场景的布局较为空白。我们预计，未来公司将继续深耕家居行业产品，加快家居全场景产品品类拓展速度，以此打开收入成长空间。

表1：宜家产品品类丰富，形成独具特色服务矩阵

宜家产品销售场景								
图片								
场景	卧室	餐厅	儿童房	浴室	书房和办公	门厅	户外	阳台
服务矩阵								

服务				
	设计服务(全屋设计、厨房设计)	组装及安装服务	对公业务	送货服务
简介	由宜家专业设计人员提供专业设计支持,	提供完整厨房和浴室的安装服务,有偿提供上门组装家具服务	设计采购服务以来,服务了超10万家的中小微企业客户,提供专业的、引领市场的设计和便捷的采购服务。	宜家为全国301个城市范围提供货车配送服务,在库存充足的情况下,大部分地区的到货时间在一周以内。

资料来源:宜家家居中国官网、开源证券研究所

表2: 致欧科技产品矩阵完善, 可满足多场景使用需求

	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
家具系列		咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、吧椅、中岛台、沙发等	餐桌椅、吧桌、酒架等	床头柜、梳妆台、布抽柜、床等	玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳等	电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅等	浴室柜、马桶架、水槽柜等
家居系列	使用场景	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架晾衣架、洗衣车、衣撑等	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架等	玩具架、帐篷等	铝梯等
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材		
	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆、秋千等	跪凳、花园门石、篱网等	野餐垫、吊床、野营椅等	蹦床、哑铃、健身车、羽毛球网、足球门等		
宠物系列	使用场景	猫爬树	宠物笼具	宠物窝垫	宠物家具	宠物出行	
	主要产品	各型号猫爬架/树	铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼等	猫窝、狗窝、宠物垫、狗尿垫等	猫砂箱、喂食碗架、铁木狗笼等	宠物车载座椅/垫、宠物手提包等	

资料来源:致欧科技招股说明书、开源证券研究所

**亚马逊稀缺家居全品类覆盖卖家, 产品品类拓展战略清晰。**我们拉取了亚马逊家居用品部分卖家热销产品, 多数家居卖家只针对特定领域或特定材质的商品进行销售和推广, 以爆品打造带动品牌整体销量。反观致欧科技, 拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌, 产品矩阵完善且持续更新迭代, 可长期满足消费者各种场景下的家具、家居、庭院、宠物产品需求, 是平台较为稀缺的家居全品类销售卖家。同时, 致欧科技产品品类拓展方面战略清晰, 传统品类方面, 公司主要通过产品功能迭代、广告投放等手段提升市场占有率; 新兴品类方面, 家纺、儿童、宠物等市场仍存在较大拓展空间, 公司将通过增加产品研发投入, 加快领域产品推新节奏。

表3: 致欧科技产品风格与宜家有一定相似

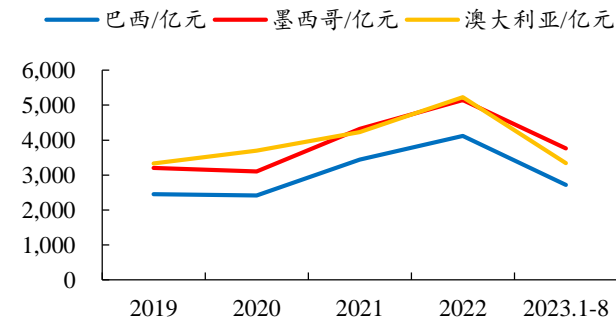
公司	热销产品				
致欧科技	 珠宝盒	 收纳篮	 鞋架	 储物沙发	 垃圾桶
宜家	 衣柜储物盒	 小型收纳器	 置物架	 壁橱	 收纳篮
Simple Houseware	 收纳盒	 鞋架	 厨房置物架	 晾衣架	 储物沙发
Sterilite	 收纳盒	 收纳盒	 收纳盒	 收纳盒	 收纳盒

资料来源: 亚马逊、宜家官网、开源证券研究所

## 2.2、渠道: 开拓发展中国家市场, 新增切入线上、线下销售平台

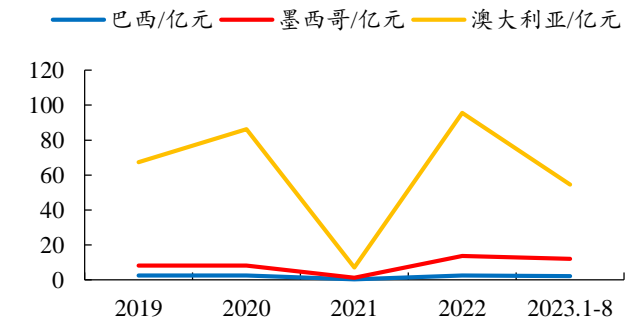
销售区域持续扩展, 新兴发展中国家市场潜力正现。公司在欧洲及北美的销售布局较为完善, 已接入美国、加拿大、德国、西班牙、意大利、法国等众多发达国家。2023 年公司成功接入墨西哥, 看好以墨西哥、巴西为代表的新兴市场国家也正在经历线上到线下渠道格局变化的过程, 因此海外市场开拓将是公司的战略重点之一。根据中国海关总署数据 2019-2022 年, 中国对巴西、墨西哥、澳大利亚的出口额分别由 2,452.69 /3,198.58 /3,329.34 亿元上升至 4,122.76 /5,150.03 /5,226.43 亿元, 对应 CAGR 为 18.90%/17.21%/16.22%。

图11: 2019-2022 中国对三国贸易出口额 CAGR 超 16%



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图12: 中国对三国用木及金属家具出口具有较大规模

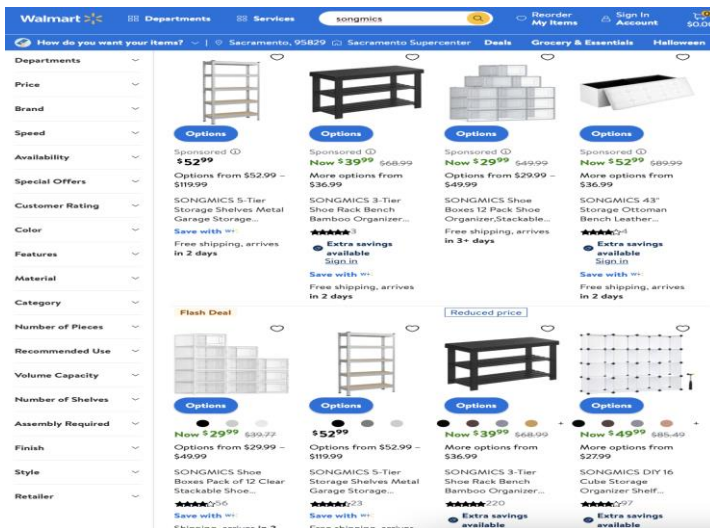


数据来源: 海关总署、开源证券研究所

接入线上新平台，积极拓展线下渠道。公司在稳步发展亚马逊 VC、SA 渠道的基础上 2023 年接入了 target、沃尔玛等新的线上渠道，并在多渠道做到了全品类前三。同时公司以中小型 KA 客户为目标，积极拓展德、法、美等国家线下渠道。

于线上渠道，公司已经与 SHEIN 开展合作，入驻 SHEIN 美国站，正在积极开展相关业务。新设立墨西哥子公司，入驻南美最大电商平台 Mercado Libre(美客多)。于线下渠道，公司积极在北美与 Target、Hobby Lobby 等 KA 接洽，逐步向美国线下商超渠道进军，增加公司品牌曝光及消费者认知度。

图13: 沃尔玛渠道部分产品展示



资料来源：沃尔玛官网、开源证券研究所

### 2.3、供应链：专注打造家居柔性供应链，美线自营仓发货率提升在即

供应链信息化体系完整，预计品类断货问题逐步解决。公司依托信息技术模块创新，已上线供应链协同、订单管理、海外仓储管理系统，提升供应链信息化水平，使用应用数字技术完成销售预测、基于场景化的语义情感分析，图像处理技术，有效提升客户粘性。

表4: 公司供应链及数据分析技术助力供应链信息化水平提升

技术模块	创新优势
供应链协同	建立了供应链协同平台，截止 2022 年 9 月，已完成与超过 160 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，通过闭环管理整合了优势资源，使采购流程标准化、透明化，提升了采购效率。
订单管理	订单管理系统完成了 17 个平台共 53 个国家站点的对接，实现了所有平台订单的集中高效处理。
海外仓储管理	自主设计研发的仓储管理系统实现了欧洲及美国超过 10 个高架仓库的精细化管理。针对公司行业属性，深度匹配了公司的行业属性及公司业务流程。
算法分析-销售预测	为提高产品销售预测数据的准确性，公司通过充分测试调整优化 SARIMA 模型（Seasonal Auto Regressive Integrated Moving Average，周期性自回归差分移动平均），建立了基线销售预测模型，同时按照产品的分层、分级特征，以及周转率、交付率等关联指标等持续对模型进行检测和优化，为订货预测提供技术支持。



技术模块

创新优势

算法分析-基于场景化的  
语意情感分析

当前主流评论分析技术主要以通用评价内容抓取和词频统计为主，缺乏对于业务专属特性的归集分析。公司运用 ABSA 信息技术 (Aspect-Based Sentiment Analysis, 基于场景化的语意情感分析技术), 对互联网上的用户评价、用户反馈等自然语言进行结构化分析, 实现了在家具家居领域, 基于功能、场景、价格、服务、质量、样式等的结构化抽取、归类和情感分析, 辅助产品、营销和客服等部门在各自环节快速识别消费者的需求, 从而大幅提升消费者洞察的效率。

算法分析-图像处理

使用 SSD 技术 (Sum of Squared Differences, 误差平方和算法) 对图像中的物体实现快速的识别和分类, 辅助设计和运营部门快速分类处理大量图片, 同时辅助结构化商品详情的图片数据, 支撑后续的机器学习和深度分析; 对采集的大量产品图片进行学习和比对, 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, 同时使用 VGG16 等技术, 对大量图片进行特征抽取和分群处理, 加速图像处理过程, 从而大幅提升公司处理图片的效率。

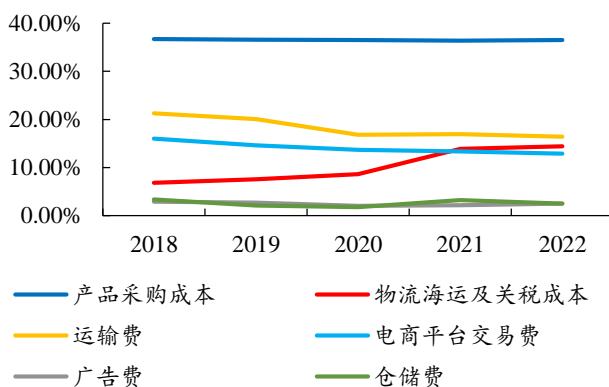
资料来源: 致欧科技招股说明书、致欧科技第二轮审核问询函回复、开源证券研究所

**自营仓发货率提升在即, 尾程运输费用有望进一步降低。**公司目前构建了海外“自营仓+平台仓+三方合作仓”的仓储布局, 截止 2023 年 6 月 30 日, 公司境内外自营仓面积合计超过 280,000 平方米, 在尾程派送环节与 DPD、UPS 等知名物流公司建立了稳定的合作关系, 形成了高效的尾程派送能力。在线上 B2C 发货至客户的过程中, 自发货模式因无需支付平台仓储费用, 其费用明显低于平台仓代发模式, 同时有利于规避对亚马逊等平台的仓储依赖。2021-2022 年公司运输费用占营业收入比约 17%, 因此我们认为后续自营仓发货率的提升预计为公司控本重要推动。

**分区域看, 公司欧线仓储配送体系完善, 美线自营仓发货率提升在即。**公司欧线于法国、西班牙等国家地区新设前置仓, 欧洲地区自配送时效大部分实现了 3-4 日送达。美线目前仓储布局相对较弱, 自配送体系不完善在一定程度上限制了公司自营仓发货率, 后续公司将着重发力美国自营仓建设, 目前四仓布局的雏形已现、自营仓发货率有望随之提升, 将有效降低区域仓储及尾程运输费用。

图14: 欧美等地海外仓布局完善

图15: 从各项成本、费用占收入比看, 运输成本占比降幅较明显

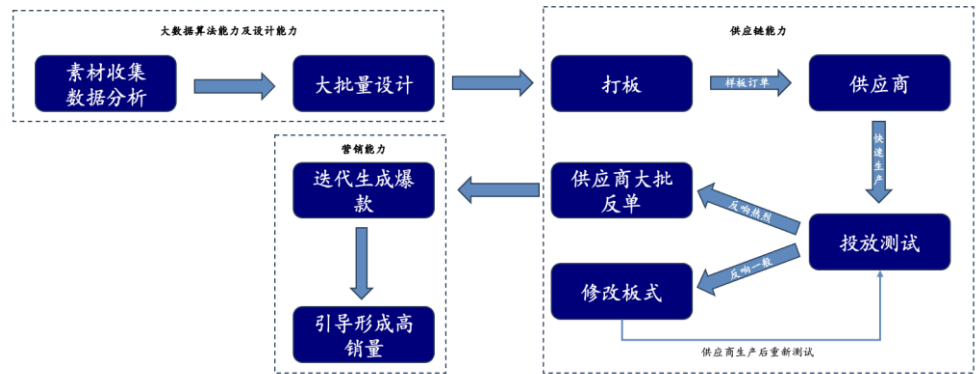


资料来源: 致欧科技招股说明书

数据来源: 致欧科技招股说明书、开源证券研究所

打造专注家居品类柔性供应链，有望对标 SHEIN。SHEIN 作为服装跨境电商龙头，依靠其独特的“小单快反”模式，对供应商进行持续多维度赋能，叠加“自营品牌+平台”形成了规模化的柔性服装供应链；根据 SHEIN 官方披露，依靠其强大的供应链，一件服装从打样到送到消费者手中，只需 20 天；销售旺季期间，SHEIN 每天上新可达 5000-6000SKU，存活周期为 30 天。致欧科技作为家居跨境电商龙头，同样采用“小单快反”模式，目前开新速度我们预计在 3-4 个月，较 SHEIN 有明显时间差异，主要或系产品特性不同所致。我们预计，随着公司供应链规模化及信息化程度加强，供应链有望进一步向 SHEIN 对齐，产品推新速度将加快、消费者需求洞察精准度将提升。

图16：小单快返模式助力打造家居柔性供应链



资料来源：开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

公司 2023Q1-Q3 实现营收 41.4 亿元/+0.4%；归母净利润 2.86 亿元/+67.1%；扣非净利润 3.13 亿元/+79.3%；2023Q3 公司实现营业收入 14.9 亿元/+13.9%，归母净利润 1.0 亿元/+64.8%。短期看，我们预计公司供应链断货问题逐步解决，能够通过新品推新顺利承接欧美消费旺季，我们看好公司 2023Q4 收入增速延续较高增长，公司全年营收及业绩预期向好。长期看，公司为家居跨境电商龙头，品类及渠道扩张持续，专注于家居领域的柔性供应链持续优化，成长逻辑通顺。看好公司顺利承接 2023 年末欧美消费旺季，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 4.10/5.12/6.31 亿元（原值为 4.02/5.01/6.17 亿元），对应 EPS 为 1.02/1.28/1.57 元，当前股价对应 PE 为 23.6/18.9/15.3 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

- (1) **欧美终端需求大幅下滑：**公司主要产品销售市场为欧洲及北美，若因宏观经济波动，市场消费需求降低，公司产品销售或将受到影响。
- (2) **公司新品推新不及预期：**行业竞争或随着参与者增加有所加剧，公司产品推新、新渠道拓展或面临更多挑战，若公司 2024 年新品品类拓展不及预期，将影响公司的经营收入表现。
- (3) **海运费大幅上涨：**公司销售产品为大件家居用品，且承担从境内港口到境外港口的运输费用，若未来海运运力出现短缺，海运费上涨，将影响到公司的产品交付及经营利润表现。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2099	2203	2795	3150	3961
现金	513	1039	1162	1447	1694
应收票据及应收账款	125	143	121	203	188
其他应收款	113	106	139	156	202
预付账款	90	17	103	41	133
存货	1052	689	1062	1095	1536
其他流动资产	206	208	208	208	208
<b>非流动资产</b>	1326	1275	1275	1279	1285
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	39	44	43	46	50
无形资产	7	9	10	12	14
其他非流动资产	1280	1222	1221	1222	1222
<b>资产总计</b>	3426	3478	4069	4429	5247
<b>流动负债</b>	1065	938	1119	967	1154
短期借款	380	341	495	341	341
应付票据及应付账款	345	242	369	367	526
其他流动负债	340	355	255	259	286
<b>非流动负债</b>	821	733	733	733	733
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	821	733	733	733	733
<b>负债合计</b>	1886	1670	1852	1700	1887
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	361	361	361	361	361
资本公积	652	652	652	652	652
留存收益	535	785	1195	1707	2338
<b>归属母公司股东权益</b>	1540	1807	2217	2729	3360
<b>负债和股东权益</b>	3426	3478	4069	4429	5247

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	265	988	99	429	235
净利润	240	250	410	512	631
折旧摊销	6	9	6	6	6
财务费用	94	-14	22	2	-8
投资损失	-19	-14	-13	-15	-14
营运资金变动	-136	552	-318	-68	-377
其他经营现金流	81	204	-8	-8	-3
<b>投资活动现金流</b>	-147	-252	13	13	3
资本支出	35	13	6	10	13
长期投资	-133	-269	0	0	0
其他投资现金流	21	30	19	23	16
<b>筹资活动现金流</b>	187	-568	-143	-2	8
短期借款	348	-39	154	-154	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-162	-529	-297	152	8
<b>现金净增加额</b>	289	185	-31	440	246

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5967	5455	6099	7331	8893
营业成本	4020	3729	3882	4681	5678
营业税金及附加	1	4	2	3	5
营业费用	1313	1201	1283	1541	1868
管理费用	177	174	371	505	550
研发费用	25	45	110	60	109
财务费用	94	-14	22	2	-8
资产减值损失	-87	-23	-52	-67	-65
其他收益	5	12	6	8	9
公允价值变动收益	24	-7	5	7	2
投资净收益	19	14	13	15	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	301	311	508	636	781
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	299	309	506	634	779
所得税	59	59	96	122	149
<b>净利润</b>	240	250	410	512	631
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	240	250	410	512	631
EBITDA	313	307	509	631	764
EPS(元)	0.60	0.62	1.02	1.28	1.57

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	50.3	-8.6	11.8	20.2	21.3
营业利润(%)	-35.8	3.4	63.5	25.2	22.8
归属于母公司净利润(%)	-36.9	4.3	63.9	25.0	23.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.6	31.6	36.3	36.1	36.1
净利率(%)	4.0	4.6	6.7	7.0	7.1
ROE(%)	15.6	13.8	18.5	18.8	18.8
ROIC(%)	12.2	10.6	15.0	16.4	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.0	48.0	45.5	38.4	36.0
净负债比率(%)	-2.2	-31.9	-30.1	-40.5	-40.3
流动比率	2.0	2.3	2.5	3.3	3.4
速动比率	0.7	1.4	1.3	1.9	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.1	1.6	1.6	1.7	1.8
应收账款周转率	49.9	40.7	46.2	45.3	45.5
应付账款周转率	15.3	12.7	12.7	12.7	12.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.62	1.02	1.28	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.46	0.25	1.07	0.58
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.50	5.52	6.80	8.37
<b>估值比率</b>					
P/E	40.3	38.6	23.6	18.9	15.3
P/B	6.3	5.3	4.4	3.5	2.9
EV/EBITDA	27.6	26.4	15.8	12.0	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

12 / 14

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn