

致欧科技（301376）

借供应链东风，造跨境家居大品牌，海外线上“宜家”起航

买入（首次）

2024年01月30日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,455	6,110	7,385	8,653
同比	-9%	12%	21%	17%
归属母公司净利润（百万元）	250	408	511	607
同比	4%	63%	25%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.62	1.02	1.27	1.51
P/E（现价&最新股本摊薄）	39.18	24.04	19.17	16.14

投资要点

- **致欧科技是家居品类跨境电商龙头，主销欧美发达国家：**公司自成立之初就坚持走品牌路线，以品牌模式经营，至2023年已拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌，分别对应家居、家具、宠物品类，其中2022年家具、家居品类收入占比为48%/35%。公司产品主要通过亚马逊等线上渠道销往欧洲、美国、日本等发达国家，2022年这三个地区贡献营收比例为56%/41%/1%。
- **跨境出海是消费品行业发展的大趋势，国内消费品供应链的强大优势不断向外输出：**跨境电商近年来保持较高增长，据艾瑞咨询，2022年我国跨境电商出口规模达6.6万亿元，2017-2022年CAGR为24.5%；2022~2025年CAGR有望达16.4%。未来国内消费品品牌凭借供应链优势和电商运营能力优势出海，或成为消费产业发展的大趋势。此外，随海外电商渗透率不断提升，跨境电商需求端有望持续成长。
- **致欧科技的核心壁垒在于：**①拥有一定的品牌认可度，②自建海外仓和海外物流体系，③较好的供应链管理能力和。
- **品牌壁垒：**公司拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌，随多年经营积累有一定的品牌口碑。品牌是消费者选购家居产品时的重要考量之一，品牌优势有望带来稳固的销售额优势和产品溢价。同时国内跨境电商行业中，坚持品牌化、精品化运营的公司较少，彰显稀缺性。
- **物流壁垒：**截止2023年底，公司在欧美拥有超过30万方的自营海外仓，拥有海外物流体系。对于家居家具品类而言，自有物流体系是重要的竞争优势，一方面相比FBA能大幅降低物流费用，另一方面也让公司具备发展独立站及进驻其他第三方平台的能力。
- **供应链壁垒：**公司布局国内家居产业集群区域，充分利用各地产业链配套资源和集群优势，充分发挥我国供应链的性价比优势。家居品类由于体积大、运输和补货周期长，对供应链管理要求较高。公司多年来持续迭代供应链，2023Q1-3净营业周期为55天，在行业内周转速度居前。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023~25年归母净利润为4.1/5.1/6.1亿元，同比+63%/+25%/+19%。按2024年25X PE估值给予128亿元目标市值。我们认为跨境电商是未来消费行业的重要发展方向，致欧科技作为家居跨境电商品牌龙头，在品牌、物流、供应链上壁垒突出，具备稀缺性和长期成长的潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外消费需求下降，跨境物流受阻，汇率波动，存货风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.64
一年最低/最高价	21.02/31.99
市净率(倍)	3.04
流通 A 股市值(百万元)	807.60
总市值(百万元)	9,089.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.46
资产负债率(% ,LF)	40.99
总股本(百万股)	401.50
流通 A 股(百万股)	35.67

相关研究

内容目录

1. 家居品牌跨境出海先锋，打造“线上宜家”	5
1.1. 聚焦大家居赛道，坚持品牌化精品运营.....	5
1.2. 公司供应链优化推进，2023 年利润明显改善.....	6
1.3. 股权结构及历史沿革.....	8
2. 海外家居市场空间大，公司依托供应链优势打响品牌口碑	9
2.1. 产品定位家居“填充品”，致力成为线上“宜家”.....	9
2.2. 具体产品数据分拆.....	11
2.3. 借助国内家居供应链优势，走品牌出海之路.....	13
3. 跨境电商是重要产业趋势，海外线上渗透率提升带来红利	14
3.1. 跨境电商高增，国内优质供应链优势外溢.....	14
3.2. 海外线上渗透率不断提升，公司作为家具跨境电商龙头享红利.....	16
4. 品牌+供应链管理+物流设施，构建核心竞争力	17
4.1. 倾注多年心血打造自有品牌，积累消费者认知和品牌口碑，构建区隔.....	17
4.2. 家居品类供应链环节较长，整合难度大，彰显壁垒.....	17
4.3. 自建仓面积较大，自由物流保证展业自由度，同时实现成本优势.....	19
5. 投资建议	20
5.1. 核心假设及盈利预测.....	20
5.2. 可比公司估值及投资建议.....	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 致欧科技主要产品及品牌.....	5
图 2: 公司分地区收入构成.....	6
图 3: 公司分渠道收入构成.....	6
图 4: 公司采购/交付流程图: 产品以外协生产为主.....	6
图 5: 公司营业收入及增速.....	7
图 6: 公司归母净利润及增速.....	7
图 7: 公司利润率及增速.....	7
图 8: 公司费用率.....	7
图 9: 公司营业周转天数: 跨境家居品类行业特性决定周转天数较长.....	8
图 10: 致欧科技历史沿革.....	8
图 11: 致欧科技股权结构 (截至 2023Q3).....	9
图 12: 公司各产品线主要产品.....	9
图 13: 公司各类目产品收入及增速.....	10
图 14: 各品类毛利率.....	10
图 15: 公司产品拥有系列化设计风格.....	10
图 16: 公司家具+家居品类收入占比稳定在 80%左右.....	11
图 17: 公司 2023H1 各品类之间毛利率差异不大.....	11
图 18: 公司家具品类收入及增速.....	11
图 19: 公司家具品类毛利率.....	11
图 20: 公司家居品类收入及增速.....	12
图 21: 公司家居品类毛利率.....	12
图 22: 宠物品类收入及增速.....	12
图 23: 宠物品类毛利率.....	12
图 24: 庭院品类收入及增速.....	13
图 25: 庭院品类毛利率.....	13
图 26: 我国是世界最大的家具消费地, 且自产为主.....	13
图 27: 我国家具及其零件出口金额快速增长.....	13
图 28: 2017-2025 中国跨境电商出口行业规模及增速.....	14
图 29: 2022 年跨境电商出口额 B2C 品类占比.....	14
图 30: 中国跨境出口 B2B 电商行业规模及增速.....	15
图 31: 中国跨境出口 B2C 电商行业规模及增速.....	15
图 32: 中国跨境 B2C 电商在各平台的分布份额.....	15
图 33: 美国电商渗透率提升.....	16
图 34: 全球家居品类线上渗透率快速提升.....	16
图 35: 2023 年以来亚马逊线上商店收入持续回暖.....	16
图 36: 致欧科技主要产品及品牌.....	17
图 37: 我国跨境电商利润率.....	18
图 38: 北美本土零售企业利润率.....	18
图 39: 跨境电商效率提升带来超额利润.....	18
图 40: 致欧科技英国仓.....	19
图 41: 亚马逊 FBA 对大号超重商品收取更高费用.....	20

表 1: 公司收入变化关键假设.....	21
表 2: 公司毛利率预测.....	21
表 3: 可比公司估值表 (2024-01-29)	22

1. 家居品牌跨境出海先锋，打造“线上宜家”

1.1. 聚焦大家居赛道，坚持品牌化精品运营

致欧科技主营家居品类跨境电商，供应链能力+品牌积累优势显著。公司主营产品为家具、家居、宠物、庭院等品类。公司自成立之初就坚持走品牌路线，以精品模式经营，至 2023 年已拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌，分别对应家居、家具、宠物品类。

图1：致欧科技主要产品及品牌

致欧科技主要产品及对应品牌				
品类	家居	家具	宠物	庭院
品牌	SONGMICS	VASAGLE	FEANDREA	
图片				
主要产品	衣帽架、收纳盒、信箱、置物架、儿童玩具梯等	桌椅、沙发、床头柜、梳妆台、鞋架、办公椅等	猫爬架、狗笼、围栏、猫狗窝、手提包、车载座椅等	藤编家具、太阳伞、野营椅、野餐垫、运动健身器材等

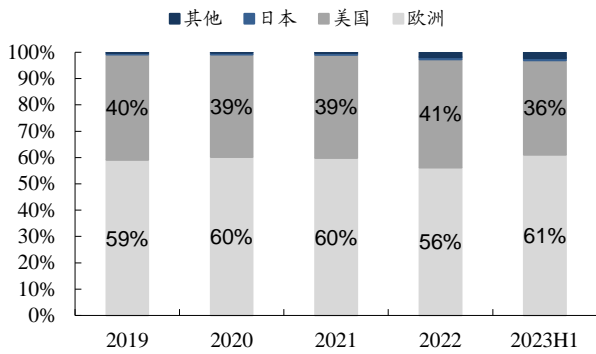
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司产品主要通过 Amazon 等线上平台销往欧洲、美国、日本等地区。

分地区，2023H1，欧美为主要销地，收入占比为 61%/36%；日本地区占比较低（不足 1%），其他地区占 2%；2019 年以来各地区收入占比基本稳定。

分渠道，公司主要通过 Amazon、Cdiscount、ManoMano、eBay 等线上 B2C 平台销售产品，其中 Amazon 为主要的 B2C 渠道，2022 年贡献主营收入的 68%；公司 B2B 模式收入占比接近 20%，主要为亚马逊 Vendor、Wayfair 等自营平台供货。

图2: 公司分地区收入构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

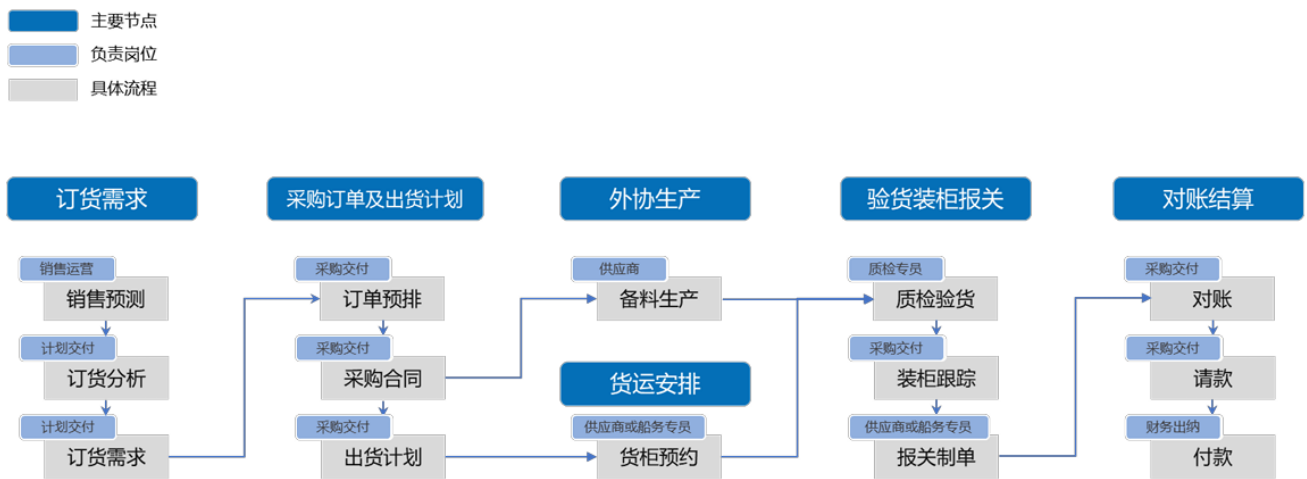
图3: 公司分渠道收入构成

	收入占比	2020	2021	2022
B2C	亚马逊	71.80%	67.87%	67.61%
	ManoMano	3.07%	2.90%	2.68%
	Cdiscount	2.34%	1.84%	1.49%
	eBay	1.46%	1.06%	0.69%
	其他线上B2C平台	4.25%	7.15%	8.06%
	B2C合计	82.92%	80.82%	80.53%
B2B	亚马逊Vendor	8.45%	9.36%	8.35%
	Wayfair	4.31%	4.60%	4.69%
	其他线上B2B	0.05%	0.01%	0.01%
	线下B2B	4.26%	5.22%	6.42%
	B2B合计	17.07%	19.19%	19.47%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司经营聚焦于品牌、设计及供应链等高壁垒、高溢价的环节。家居品类跨境电商的壁垒主要体现在供应链和品牌环节。首先, 消费者选购时, 对于产品的品牌与设计有较高的决策权重, 积累品牌口碑与设计是重要的壁垒。其二, 跨境家居品类周转周期长、产品重量大物流成本高, 自有物流体系能有效实现降本增效。致欧科技聚焦于品牌及物流供应链, 对于附加值不高的生产环节则主要交由第三方代工企业生产。

图4: 公司采购/交付流程图: 产品以外协生产为主



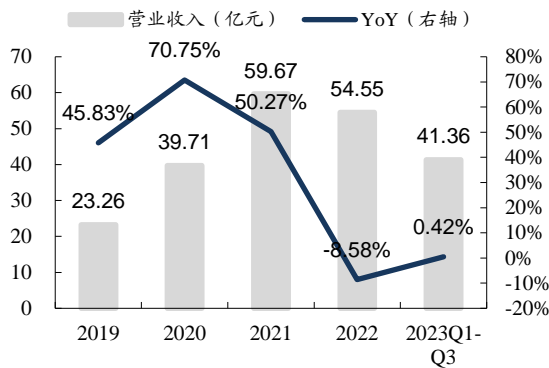
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 公司供应链优化推进, 2023 年利润明显改善

公司收入及利润增速正在迎来拐点。2023Q1-3 公司归母净利润显著增长, 主要受益于①公司柔性供应链优化取得一定成果, 缺货情况得到一定改善; ②海运价格下降及汇率变动等宏观变量利好。公司收入逐渐出现拐点, 主要受益于欧洲经济恢复、海外缺货有所改善等。若未来美国降息后欧美地产回暖, 公司收入有往进一步向上。

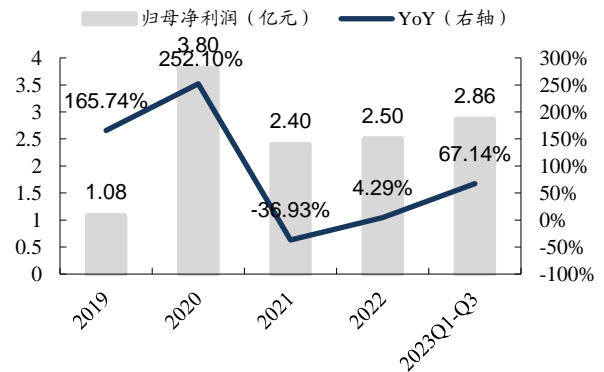
历史上，2022 年公司收入下滑，主要因①2021 海外疫情出现消费高峰高基数，②俄乌战争、高通胀影响海外居民消费意愿和消费能力。

图5: 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

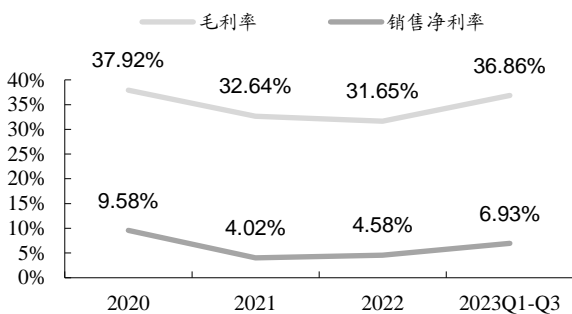
图6: 公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

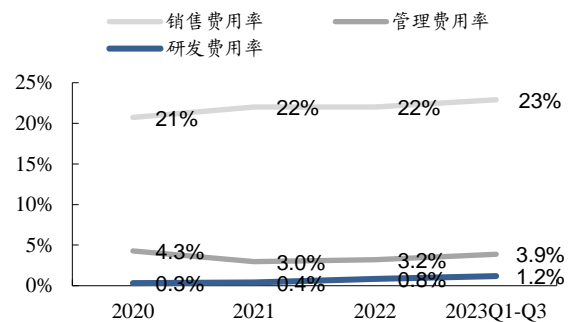
公司拥有较强、较稳定的盈利能力，毛利率、净利率较高。公司毛利率稳定在 30~40% 范围。剔除运费成本后，公司 2019~2022 年综合毛利率分别为 55%/ 50%/ 48%。公司销售净利率稳定在 4% 之上，2021 年受运价和汇率因素影、2022 年受俄乌战争影响利润率较低，2023Q1-3 利润率达 6.9%。公司由于具备品牌壁垒和供应链壁垒，利润率较高。公司费用主要为销售费用，2023Q1-3 销售费用率为 23%，其中主要以亚马逊等第三方平台的平台费用为主。

图7: 公司利润率及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

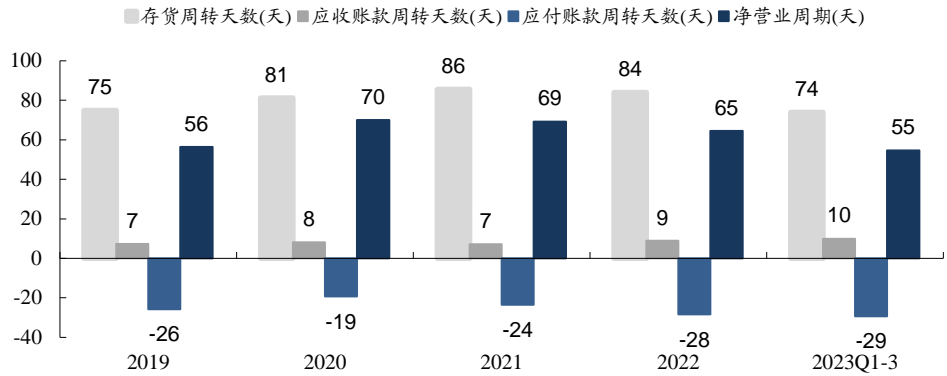
图8: 公司费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

跨境家居电商生产周期及物流周期较长，因此周转速度天然较高。公司 2019~2023 年存货周转天数为 74~86 天，净营业周期在 55~70 天范围。2023Q1-3 随公司供应链升级，公司存货周转天数和净营业周期均为历史最低。跨境家居电商经营周期天然较长，因为①备货生产周期长，②缺货后无法通过空运快速补货，因此海外备货量高于小件商品的跨境电商。这对商家供应链管理提出较高要求。

图9：公司营业周转天数：跨境家居品类行业特性决定周转天数较长



数据来源：wind，东吴证券研究所，注：应付账款为经营现金流入，表中以负数列示

1.3. 股权结构及历史沿革

公司前身可追溯至 2007 年，创始人宋川先生以其在德国留学期间积累的能力和资源，开始从事 TO B 贸易业务。2010 年致欧正式诞生，全面转型 2C。2012 年公司主品牌 Songmics 诞生，明确品牌化的经营理念，此后在 2018 年又成立了 VASAGLE 家具及 Feandrea 宠物家居品牌。致欧的经营范围也逐渐扩张至美国、日本等市场。

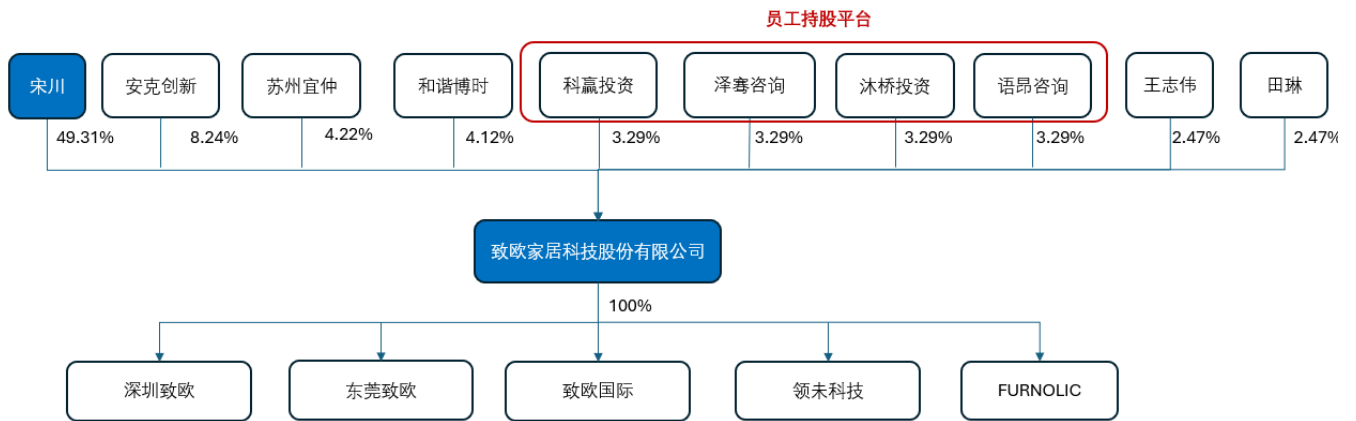
图10：致欧科技历史沿革

- 2007年 致欧前身创立，主营TO B贸易
- 2010年 致欧正式诞生，全面转型2C
- 2012年 创立Songmics品牌，在亚马逊注册官方账号，正式直面消费者
- 2014年 进军北美市场，设立美国海外仓
- 2017年 进军日本市场
- 2018年 完成A轮融资，家具品牌VASAGLE和宠物品牌FEANDREA成立
- 2019年 完成B轮融资
- 2020年 完成C轮融资
- 2021年 设立英国公司，建立英国自营海外仓
- 2023年 在创业板上市

数据来源：公司官网，公司招股说明书，东吴证券研究所

股权结构清晰，实控人掌握 49% 股份。公司实控人是创始人宋川先生，截至 2023Q3 持有公司 49.3% 的股份。安克创新（另一家头部跨境电商企业）是公司第二大股东，是公司 A 轮领投者之一，2023Q3 持股 8.2%。公司 2017 年以来进行了多轮股权激励，科赢投资、沐桥投资、泽骞咨询、语昂咨询为公司员工持股平台。

图11: 致欧科技股权结构 (截至 2023Q3)



数据来源: ifind, 公司公告, 东吴证券研究所。

注: 为避免重复统计, 王志伟、田琳等公司管理层仅统计直接持股, 他们在员工持股平台或也有持股

2. 海外家居市场空间大, 公司依托供应链优势打响品牌口碑

2.1. 产品定位家居“填充品”, 致力成为线上“宜家”

公司产品齐全, 定位为家居“填充品”。公司产品覆盖家居、家具、庭院、宠物等多个产品线, 覆盖从客厅到浴室等多个场景。致欧的产品优势在于①高性价比, ②全家具场景, ③时尚风格化设计。从产品类别上看, 公司产品以可拼装、平板化包装的中小型家居产品为主, 不涉及特别重大的大型家具。

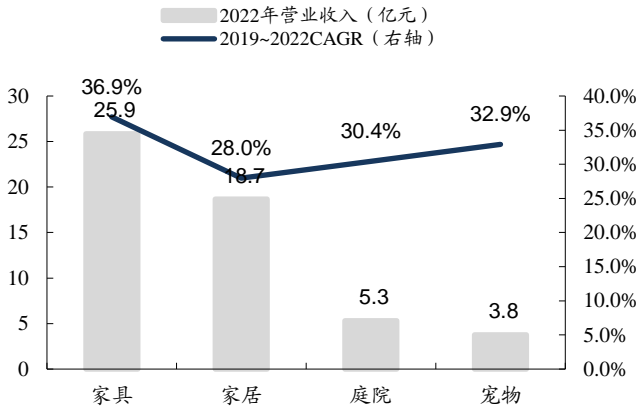
图12: 公司各产品线主要产品

	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
家具系列	主要产品	咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧桌、吧椅、中岛台、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、洗衣机、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、石笼网等	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	/

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

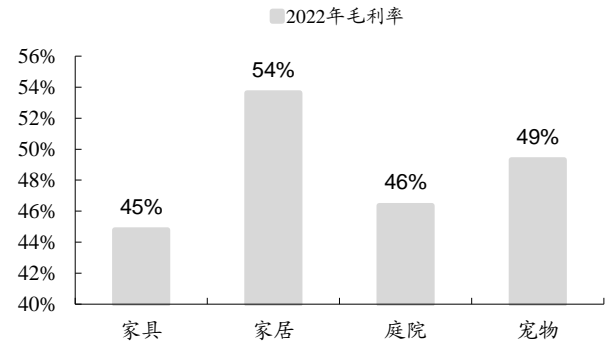
公司产品主要产品为家居、家具产品。从收入上看，家居和家具产品是公司收入主要来源，2019~2022年各个品类的收入CAGR大致相当。从毛利率上看，较小件的品类毛利率更高，如家居品类的毛利率最高，宠物品类的毛利率高于家具和庭院。

图13: 公司各类目产品收入及增速



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

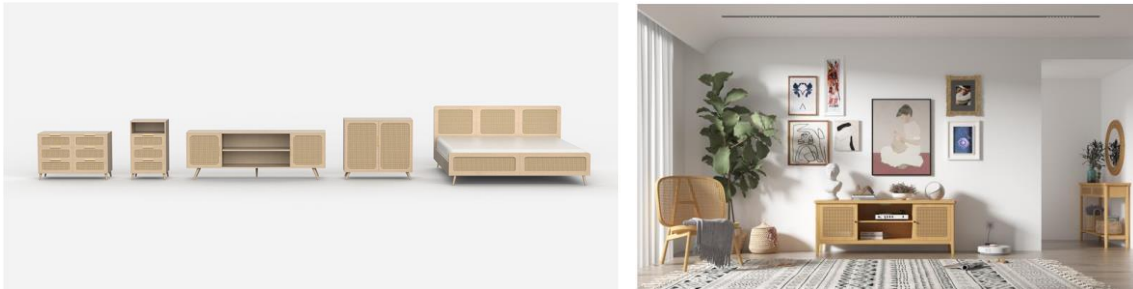
图14: 各品类毛利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

品牌、设计、价格是行业竞争重点，公司在这些方面均有一定的优势。品牌是消费者选购家具时的重点考虑之一，家具品质会大幅影响生活品质和身体健康，消费者愿意为品牌质量保障支付一定的溢价。设计方面，家居讲究搭配和配套，经过多年积累，公司形成多个成系列的成套产品，拥有自己的设计风格。在此基础上，公司还能以有限零件组合创造出多样化的产品，满足产品多样性并保证规模效应。公司供应链经过多年积累也有较强优势，我们将在后文进行详细阐述。

图15: 公司产品拥有系列化设计风格

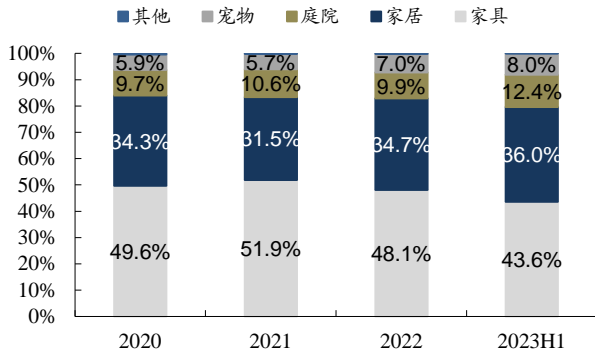


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 具体产品数据分拆

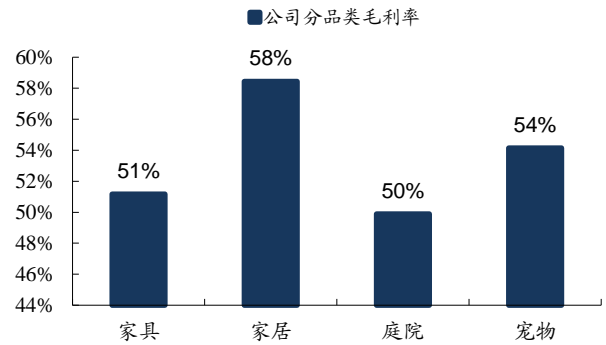
总体上看，致欧科技四大品类结构变动不大，家居及家具品类为主导，2020~2022 来销售额占比达 80%左右。各产品线之间毛利率差异不大，均位于 50~60%范围。公司在各个产品条线中，都已形成了较为稳定且丰富的产品矩阵，在市场上具备较强的竞争力。

图16: 公司家具+家居品类收入占比稳定在 80%左右



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

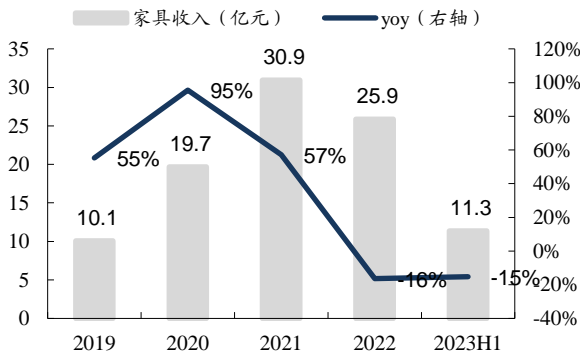
图17: 公司 2023H1 各品类之间毛利率差异不大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

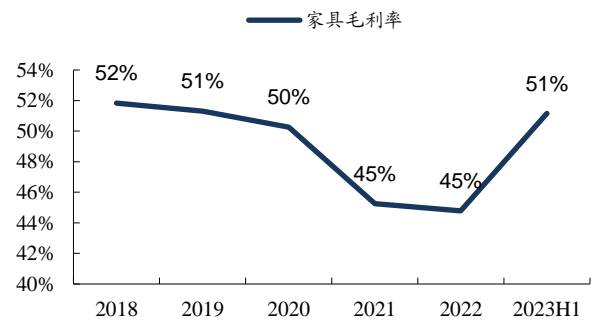
家具品: 2023H1 缺货现象或已有所改善, 供应链改革后巩固优势。家具品类在 2022 年及 2023H1 出现下滑。2022 年下滑主要受欧美国家消费能力变动及公司清库存影响。2023H1 的下滑部分受公司供应链变革过程中短暂的缺货现象所致, 2023Q3 或已开始恢复。毛利率方面, 2021~22 年汇率及原材料价格带来了负面影响, 2023H1 已初步恢复。

图18: 公司家具品类收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

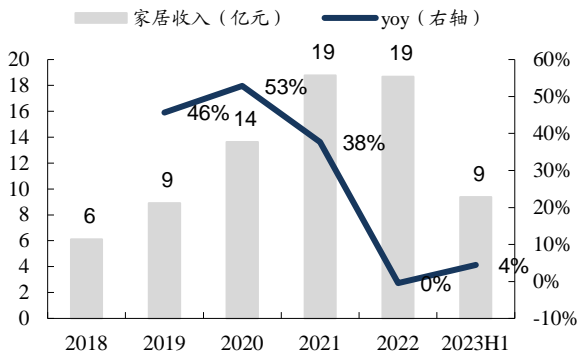
图19: 公司家具品类毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

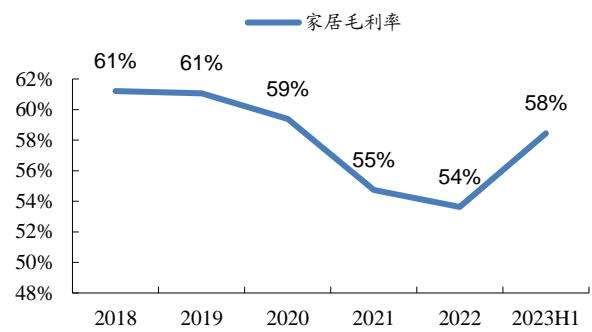
家居系列: 中流砥柱之一, 高毛利、收入高增。家居系列是公司相对中小件的品类, 因而毛利率也较高。2023H1 受益于行业销售回暖, 已经率先出现修复, 销售额同比+4.5%。毛利率受益于海运及原材料成本下降, 2023H1 同比有较大幅改善。

图20: 公司家居品类收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

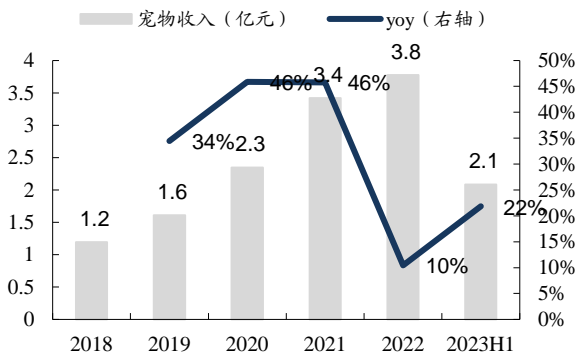
图21: 公司家居品类毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

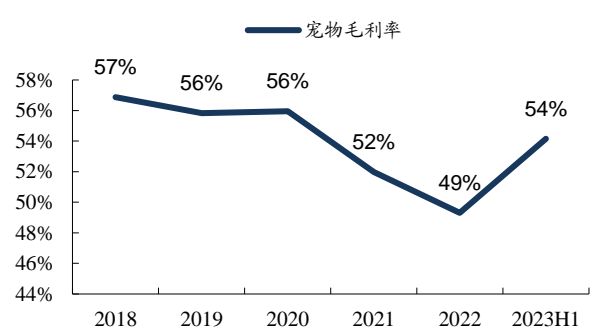
宠物品类: 近年快速增长的品类。宠物系列由于北美及欧洲市场开拓顺利, 2023H1 (尤其在 Q2) 实现销售额同比高增。受益于销售额高增及成本下降, 2023H1 公司宠物系列产品毛利率增长至 54%。公司目前仍在加码宠物家居的研发, 未来随宠物市场的扩大, 宠物系列产品仍有广阔空间。

图22: 宠物品类收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

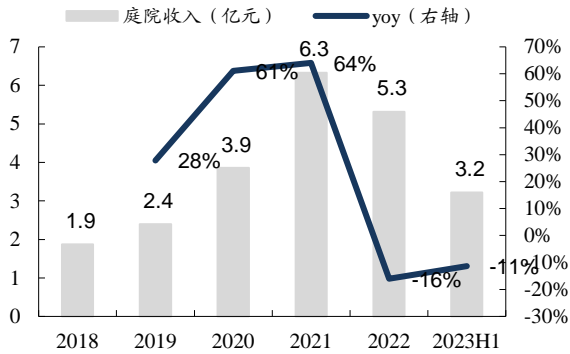
图23: 宠物品类毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

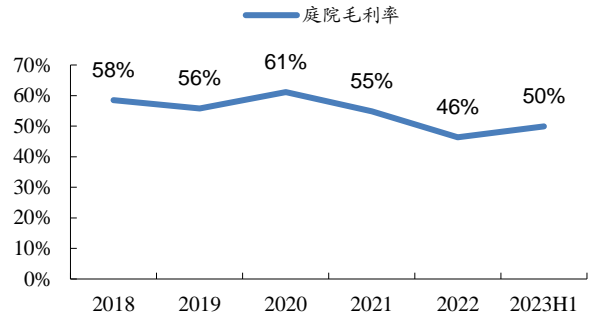
庭院品类: 2021 年海外疫情高基数。庭院系列 2021 年出现较快增长, 主要因: ①宏观上, 境外疫情风控期间居家需求上升, 庭院系列产品销售额大幅上升; ②2021 年公司庭院系列推出单价相对较高的组合产品, 提升了客单价。2022 年由于疫情放开后部分消费者回归线下、以及俄乌战争通胀等因素, 庭院类销售额出现下滑。

图24: 庭院品类收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 庭院品类毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

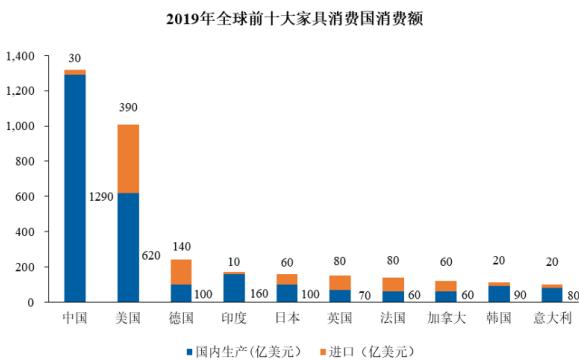
公司拥有供应链“快反”能力，以及成系列、场景化的产品矩阵。

电商企业相比传统企业的优势在于快反，通过线上系统和扁平化供应链，可加速产品迭代，快反能力在社交媒体日益发达的消费新时代尤为关键。公司通过本土员工在当地开展实地调研，结合数字化系统洞察用户留言，精准捕捉海外线上消费者对于产品的实际需求和痛点，并快速响应市场潮流和需求。

2.3. 借助国内家居供应链优势，走品牌出海之路

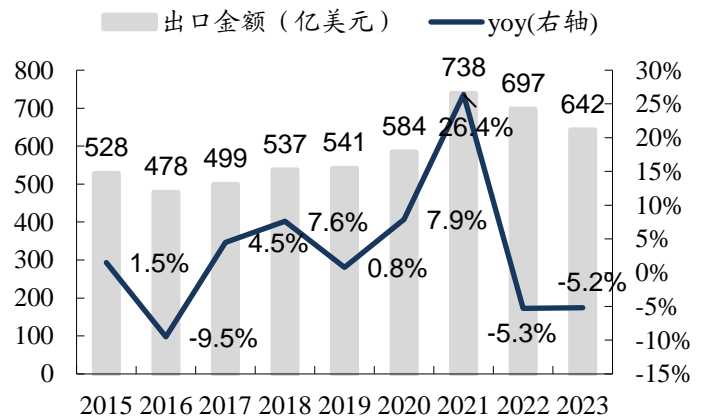
我国拥有全球领先的家居家具供应链网络，借助供应链优势实现全球扩张。①我国是世界上最大的家居消费国，且以国内自产为主，奠定总供应链基础。根据 CSIL，2019 年我国已成为全球最大的家具消费国，消费金额达到 1320 亿美元，高出第二名美国 31%、高出第三名德国 450%，且 97% 以上为自产。②根据海关总署，2015-2023 年我国家具及零件出口金额呈上涨趋势。

图26: 我国是世界最大的家具消费地，且自产为主



数据来源: CSIL, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图27: 我国家具及其零件出口金额快速增长



数据来源: 海关总署, wind, 东吴证券研究所

我国家具产业集群带来强大的竞争优势：①拥有大规模生产能力，降低生产成本。②产业聚集有利于保证各种原材料的供应，对于扩充产品多样性、实现柔性生产和快反意义重大。③资源配套的完整性高，跨境家具产业链长，除了生产之外，对于物流、电子支付、清关等方面也有较高要求。

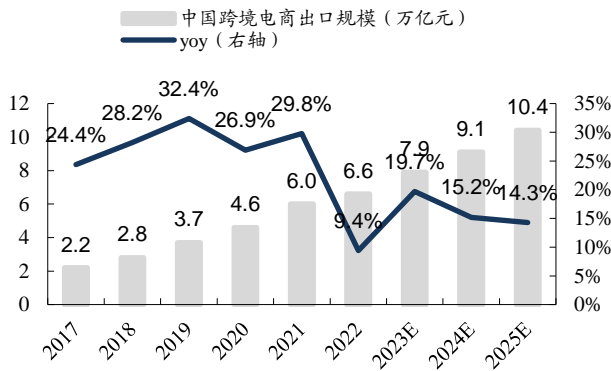
3. 跨境电商是重要产业趋势，海外线上渗透率提升带来红利

3.1. 跨境电商高增，国内优质供应链优势外溢

跨境电商交易规模持续增长，有望保持 10% 以上增长中枢。跨境电商可分为跨境进口电商和跨境出口电商，其中以出口电商为主，据网经社，2022 年跨境电商出口金额占进出口总和的 77%。我们认为跨境出口电商发展前景更好，未来优质消费品产能出海将是趋势。据艾瑞咨询，2022 年行业规模达 6.6 万亿元，2017-2022 年我国跨境电商出口规模 CAGR 为 24.5%；2022~2025 年行业 CAGR 有望达 16.4%。

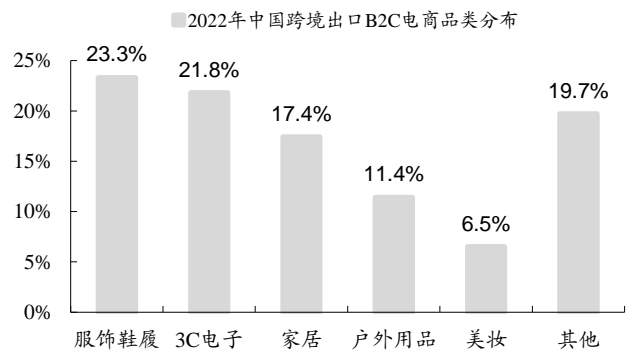
服饰鞋履、消费电子产品为主要品类。据艾瑞咨询，2022 年我国跨境 B2C 出口电商主要品类为服装鞋履、3C 电子、家居、户外用品、美妆等。这些品类都是我国具备一定消费品制造优势的品类，可见供应链实力是行业的重要发展驱动。占比最高的服饰鞋履、电子产品份额达 23%/ 22%。

图28：2017-2025 中国跨境电商出口行业规模及增速



数据来源：海关总署，艾瑞咨询，东吴证券研究所

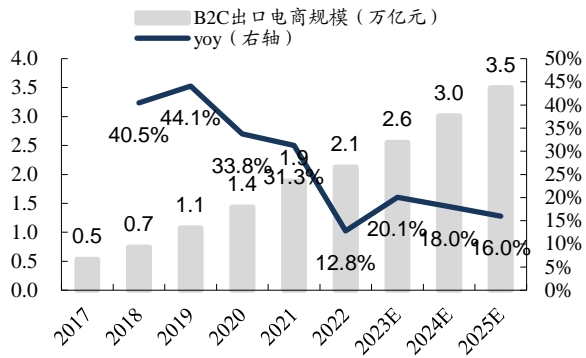
图29：2022 年跨境电商出口额 B2C 品类占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

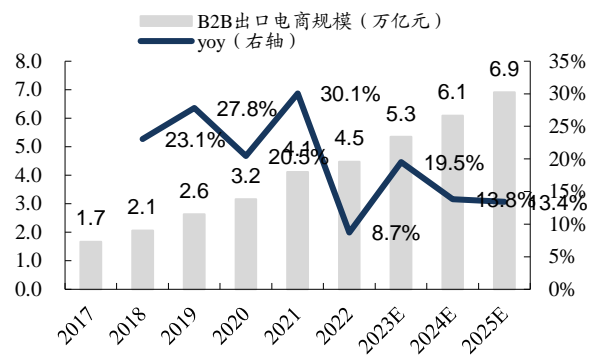
分模式看，跨境出口电商中 B2B 占主导，B2C 增速更快。据艾瑞咨询统计，2022 年我国跨境出口电商中 B2B 模式成交额占比约 68%，B2C 占比约 32%，B2B 占据主导；而近年来 B2C 发展速度更快，B2B/B2C 模式成交额在 2017~22 年间 CAGR 分别为 32%/ 22%。

图30: 中国跨境出口 B2B 电商行业规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图31: 中国跨境出口 B2C 电商行业规模及增速

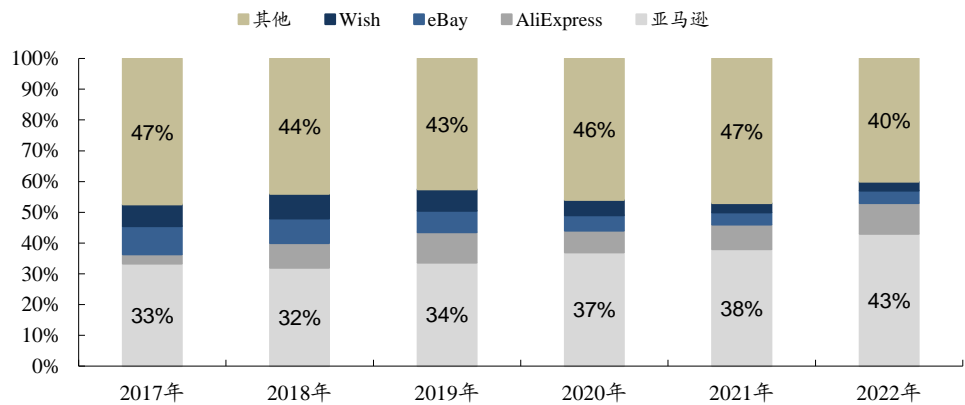


数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

B2C 模式增长更快, 反映行业趋于高质量发展。B2B 模式主要是通过电商平台的撮合, 将产品卖给海外分销商; B2C 模式则直接通过电商平台将产品销售给终端消费者。B2C 模式链路短, 渠道加价率可以做到更低, 且国内商家可以直接触达消费者, 对终端需求的变化反馈更及时。B2B 模式考验商品的货源和性价比, 而 B2C 模式更看商家的 DTC 运营能力和打造品牌的能力。我们认为未来运营、营销能力突出, 具备品牌的 B2C 跨境电商公司或有更好发展前景。

亚马逊仍是跨境电商主要渠道; 新兴跨境渠道不断兴起。亚马逊作为海外最大的电商平台, 也是 B2C 跨境电商行业的核心渠道。据未来智库, 亚马逊 2022 年占比达 43%, 近年来亚马逊之外的新兴跨境电商平台份额增长迅速, 非亚马逊平台的份额从 2021 年的 62% 下降至 2022 年的 57%。这意味着: ①在亚马逊平台上的经营能力对于商家而言尤为重要, ②随着新平台的崛起, 在亚马逊此前覆盖较为薄弱的东南亚等区域, 未来也将产生跨境电商的出海机会。

图32: 中国跨境 B2C 电商在各平台的分布份额

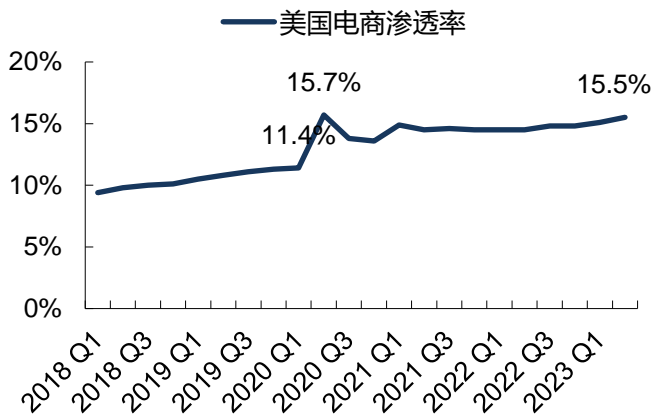


数据来源: 未来智库, 东吴证券研究所

3.2. 海外线上渗透率不断提升，公司作为家具跨境电商龙头享红利

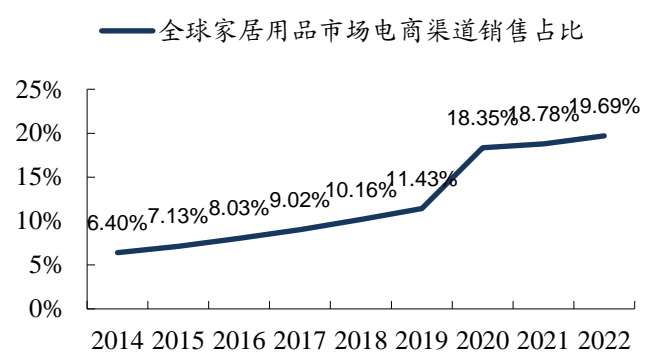
海外电商渗透率正处在高速提升阶段，家居品类是重要获益品类。由于①疫情改变海外消费者消费习惯，②随欧洲通胀&美国超额储蓄逐渐出清，欧美消费者对于性价比的需求不断提升，促进价格更有优势的线上渠道渗透率提升。

图33: 美国电商渗透率提升



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

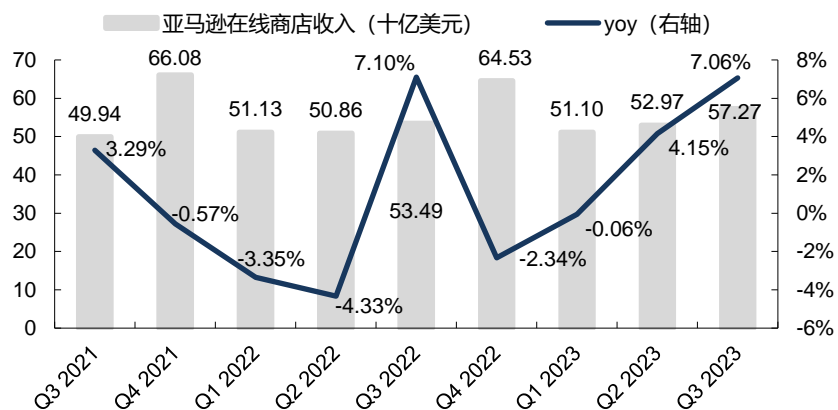
图34: 全球家居品类线上渗透率快速提升



数据来源: Euromonitor, 招股说明书, 东吴证券研究所

亚马逊渠道回暖, 有利于公司实现增长。致欧科技是欧美亚马逊家居家具品类龙头, 市占率居前。随着平台流量回暖, 公司营业额有望受益。2023年 Q1-3, 亚马逊的线上商店直营收入同比增速实现逐季加速, 表现强劲。

图35: 2023年以来亚马逊线上商店收入持续回暖



数据来源: 公司公告, 彭博, 东吴证券研究所, 注: 2022Q3 增速异常高是基数变化所致, 2021年的 Primeday 大促在 Q2, 而 2022~23 年均在 Q3。

4. 品牌+供应链管理+物流设施，构建核心竞争力

4.1. 倾注多年心血打造自有品牌，积累消费者认知和品牌口碑，构建区隔

品牌是公司最重要的核心竞争力。致欧科技自创立以来就坚持走品牌化精品路线，拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌，分别对应家居、家具、宠物品类。关于家居行业中品牌的重要性及公司的品牌优势，上文已充分阐述，在此不再赘述。

图36：致欧科技主要产品及品牌

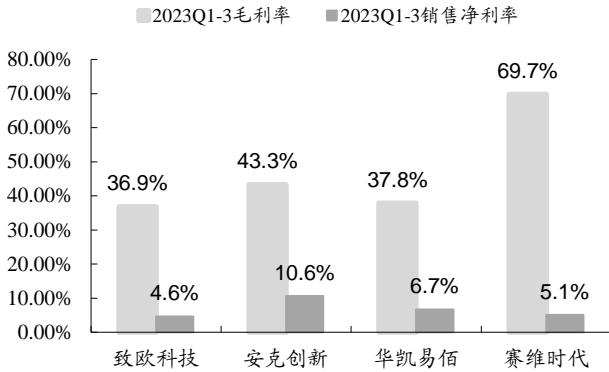
致欧科技主要产品及对应品牌				
品类	家居	家具	宠物	庭院
品牌	SONGMICS	VASAGLE	FEANDREA	
图片				
主要产品	衣帽架、收纳盒、信箱、置物架、儿童玩具梯等	桌椅、沙发、床头柜、梳妆台、鞋架、办公椅等	猫爬架、狗笼、围栏、猫狗窝、手提包、车载座椅等	藤编家具、太阳伞、野营椅、野餐垫、运动健身器材等

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 家居品类供应链环节较长，整合难度大，彰显壁垒

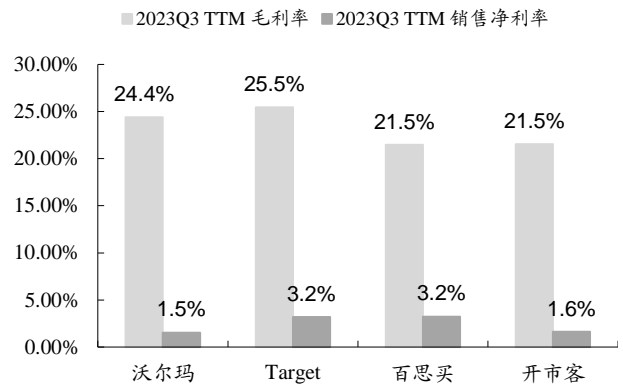
跨境电商利润率普遍高于当地传统零售商。对比我国跨境电商企业与北美头部零售商，我国跨境电商在利润率方面的优势非常突出。2023Q1-3 我国上市的跨境电商头部企业毛利率普遍在 35%以上，净利率率在 5%~10%范围。而美国本土头部零售商 2023Q3-TTM 毛利率范围在 20~25%，净利率率在 3%以内。这与是否拥有品牌关系并不突出，比如以泛品模式经营的华凯易佰，也拥有跨境电商行业中位数水平的净利率，并显著高于北美零售商。

图37: 我国跨境电商利润率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

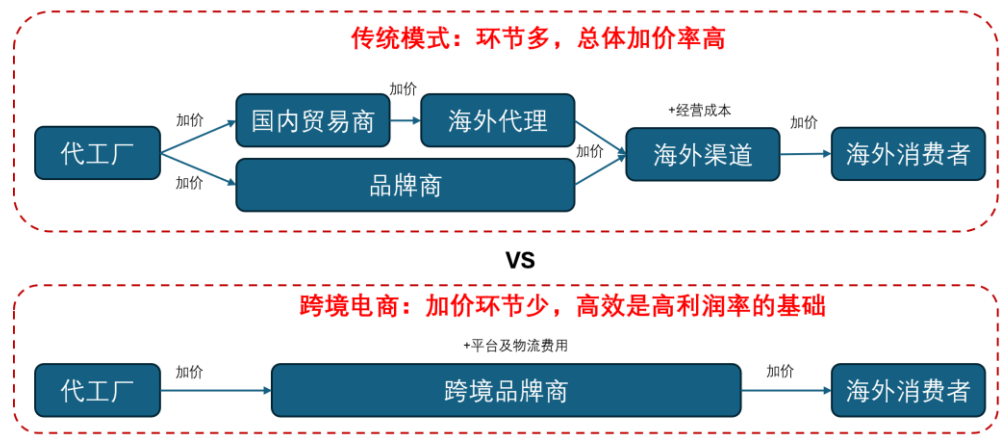
图38: 北美本土零售企业利润率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

跨境电商的高利润率来自供应整合, 是短链路效率提升带来的红利。单纯把商品卖到海外的壁垒不够高, 并不能带来超额利润率。跨境电商的超额利润, 源于短链路带来的效率提升。头部企业能够做到一站链接工厂和消费者, 减少中间环节的额外加价, 以此减少的成本, 就是其超额利润率的来源。

图39: 跨境电商效率提升带来超额利润



数据来源: 东吴证券研究所绘制

家居家具行业构建短链路, 难度高于其他大多数品类。家居家具体积大海外仓储成本高、物流速度慢, 难以迅速补充库存, 因此放大了“长鞭效应”带来的管理困难。致欧科技在多年经营过程中不断对供应链进行迭代升级, 形成了较为突出的供应链组织优势。公司在东莞、宁波设立仓库, 布局国内家居产业集群区域(广东、福建、江浙等), 充分利用各地供应链配套资源和集群优势, 形成“主供应商”和“副供应商”的梯队机制, 具备弹性的产品供应能力。

4.3. 自建仓面积较大，自由物流保证展业自由度，同时实现成本优势

公司在欧美具备自建物流体系。海外物流体系的核心在于自建仓。截至 2023 年 12 月，公司于欧美拥有超 30 万方自建仓，其中欧洲地区拥有 8 个自建仓库，主要分布在德国，面积合计 22.8 万方；在北美合计运营 3 个自营仓库，分布在加州等地，合计面积 7.4 万方。公司构建“国外自营仓+平台仓+第三方仓”物流体系，在自建仓之外利用平台仓和第三方仓库作为补充。

图40: 致欧科技英国仓



数据来源：微家居。东吴证券研究所

对于家居电商品类而言，自建物流可有效降低物流成本。其一，亚马逊 FBA 物流对于超大、超重的商品配送费用会有所加价，收费较高，如果拥有自建物流体系，发挥规模优势之后或能带来物流成本下降。其二，大件的家居产品必须海运，补货周期较慢，因此在海外需要有充足的备货以防止缺货，而亚马逊 FBA 机制对于周转速度较慢的库存会产生惩罚性费用，不利于家居卖家，自建仓储是必要的缓冲。

图41: 亚马逊 FBA 对大号超重商品收取更高费用

表 2. 2024 年 2 月 5 日后非标准尺寸分段（服装除外）的亚马逊物流配送费用

尺寸分段	发货重量	2024 年配送费用	2024 年配送费用
		(2024 年 2 月 5 日至 2024 年 4 月 14 日)	(自 2024 年 4 月 15 日起生效)
大号大件	0 至 50 磅	\$9.73 + 超出首磅的部分每磅 \$0.42	\$9.61 + 超出首磅的部分每磅 \$0.38
超大尺寸: 0 至 50 磅	0 至 50 磅	\$26.33 + 超出首磅的部分每磅 \$0.38	\$26.33 + 超出首磅的部分每磅 \$0.38
超大尺寸: 50 到 70 磅 (不含 50 磅)	50 至 70 磅 (不含 50 磅)	\$40.12 + 超出首重 51 磅的部分每磅 \$0.75	\$40.12 + 超出首重 51 磅的部分每磅 \$0.75
超大尺寸: 70 至 150 磅 (不含 70 磅)	70 至 150 磅 (不含 70 磅)	\$54.81 + 超出首重 71 磅的部分每磅 \$0.75	\$54.81 + 超出首重 71 磅的部分每磅 \$0.75
超大尺寸: 150 磅以上 (不含 150 磅) ¹	150 磅以上 (不含 150 磅)	\$194.95 + 超出首重 151 磅的部分每磅 \$0.19	\$194.95 + 超出首重 151 磅的部分每磅 \$0.19

数据来源: 亚马逊官网, 东吴证券研究所

自建仓配体系也有望帮助公司开拓第三方平台、乃至独立站等。拥有自建仓配体系后, 公司可更灵活与各种第三方平台合作, 且自由物流也是独立站运营的基础。至 2023 年, 公司已进驻 Cdiscount、ManoMano、eBay、美客多、SHEIN 美国站等, 并积极与北美 KA 进行接洽。2023H1 公司独立站收入占主营业务收入之比达 2.2%。

5. 投资建议

5.1. 核心假设及盈利预测

我们按国家来预计公司未来收入增长。我们预计欧洲从俄乌战争和通胀中逐渐走出、美国降息周期后地产逐渐回暖, 因此未来欧美两国同步实现增长, 而美国的恢复在欧洲之后。日本暂时不是公司的主要经营区域, 收入增速慢于欧美。随公司开拓欧美日之外的区域, 其他国家收入增速最高。基于以上假设, 我们预计公司 2023-25 年总收入增速为 12%/ 21%/ 17%。

表1: 公司收入变化关键假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入						
收入 (百万元)	3,971	5,967	5,455	6,110	7385	8653
yoy	71%	50%	-9%	12%	21%	17%
欧洲						
收入 (百万元)	2,391	3,575	3,065	3,603	4,251	4,889
yoy	74%	50%	-14%	18%	18%	15%
美国						
收入 (百万元)	1,545	2,335	2,244	2,318	2,897	3,476
yoy	66%	51%	-4%	3%	25%	20%
日本						
收入 (百万元)	31	40	47	49	54	60
yoy	90%	29%	17%	6%	10%	10%
其他国家和地区						
收入 (百万元)	4	18	100	141	183	228
yoy	-15%	344%	461%	41%	30%	25%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预计

我们通过分模式来预计公司公司利润率增速。公司 B2C 模式的利润率明显高于 B2B 模式, 而由于 2022 年公司库存压力较大, B2B 占比上升。2022 年解决库存问题之后, 2023H1 公司 B2B 占比已经有了明显回落, 预计公司未来 B2B 模式占总收入之比将保持在 18% 以内, 而 B2B、B2C 模式的毛利率主要取决于原材料成本, 我们预计大致保持稳定。综上, 我们预计公司 2023~25 年毛利率为 34.4%/ 34.7%/ 35.1%

表2: 公司毛利率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
B2C						
占总收入比	82.9%	80.8%	80.5%	82.3%	82.3%	82.8%
毛利率 (不含运费)	59.6%	54.8%	53.5%	56.6%	57.3%	57.3%
B2B						
占总收入比	17.1%	19.2%	19.5%	17.7%	17.7%	17.2%
毛利率 (不含运费)	31.5%	28.0%	26.9%	31.0%	31.0%	31.0%
总毛利率						
减: 运费成本率	16.8%	17.0%	16.4%	15.3%	16.0%	16.0%
公司整体毛利率	37.9%	32.6%	31.6%	34.4%	34.7%	35.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预计;

我们预计公司费用率大致保持稳定，而由于 B2C 模式占比上升，公司销售费用将有所增长。综上，我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 4.1/5.1/6.1 亿元，同比+63%/+25%/+19%。

5.2. 可比公司估值及投资建议

公司是跨境电商赛道的家居行业龙头企业，我们选取跨境电商赛道公司安克创新、华凯易佰、吉宏股份、赛维时代、三态股份作为可比公司。2023/24 年可比公司平均估值为 19/15 倍，致欧科技为 24/19 倍，略高于可比公司均值。致欧科技拥有物流+供应链壁垒，作为家具赛道龙头，未来成长空间广阔，相比业内泛品模式公司应拥有一定估值溢价。我们按 2024 年 25X PE 给予公司 128 亿元目标市值，对应 1 月 29 日收盘价有 31% 上涨空间。我们认为公司经营壁垒及长期成长性优秀，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值表 (2024-01-29)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资 评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300866.SZ	安克创新	294	72.46	11.43	16.13	16.59	26	18	18	买入
300592.SZ	华凯易佰	54	18.83	2.16	3.95	5.45	25	14	10	买入
002803.SZ	吉宏股份	61	15.79	1.84	4.42	5.37	33	14	11	买入
301381.SZ	赛维时代	109	27.20	1.85	3.68	5.02	59	30	22	未评级
301558.SZ	三态股份	104	13.23	1.41	-	-	74	-	-	未评级
可比公司均值							43	19	15	
301376.SZ	致欧科技	98	24.41	2.50	4.08	5.11	39	24	19	买入

数据来源: wind, 东吴证券研究所. 注: 表中已覆盖公司盈利预测为东吴预测, 未评级公司为 wind 一致预测。

6. 风险提示

海外消费需求下降: 俄乌战争、通胀、加息、美国经济潜在衰退风险，会影响公司产品在海外的终端需求。若海外消费需求下滑，公司业绩可能受损。

跨境物流受阻: 红海危机影响欧洲航线物流，若造成物流中断或运价上升，将影响公司利润。

汇率波动: 公司产品主要销往欧美发达国家，若人民币升值，将通过汇兑损益对公司利润造成负面影戏。

库存风险: 公司作为跨境家居品牌，维持 60 天以上存货周转天数（包括境内境外和在途库存）。若存货水平过高，将影响公司现金流及利润率；若存货过低，可能会因为缺货而影响公司收入。

致欧科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,203	3,620	4,291	5,058	营业总收入	5,455	6,110	7,385	8,653
货币资金及交易性金融资产	1,046	2,214	2,672	3,231	营业成本(含金融类)	3,729	4,009	4,823	5,615
经营性应收款项	160	179	216	253	税金及附加	4	5	6	7
存货	689	741	891	1,038	销售费用	1,201	1,356	1,654	1,947
合同资产	0	0	0	0	管理费用	174	196	222	260
其他流动资产	308	487	511	536	研发费用	45	61	74	104
非流动资产	1,275	1,173	1,076	977	财务费用	(14)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	13	16	19
固定资产及使用权资产	837	740	641	541	投资净收益	14	15	19	22
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(7)	0	0	0
无形资产	9	11	12	14	减值损失	(23)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	311	512	641	761
其他非流动资产	427	421	421	421	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
资产总计	3,478	4,793	5,367	6,035	利润总额	309	510	639	759
流动负债	938	957	1,020	1,080	减:所得税	59	102	128	152
短期借款及一年内到期的非流动负债	462	442	403	364	净利润	250	408	511	607
经营性应付款项	242	260	312	364	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	50	60	70	归属母公司净利润	250	408	511	607
其他流动负债	189	206	244	282	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.62	1.02	1.27	1.51
非流动负债	733	737	737	737	EBIT	291	510	639	759
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	435	643	774	896
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.65	34.39	34.69	35.11
租赁负债	733	733	733	733	归母净利率(%)	4.58	6.67	6.92	7.02
其他非流动负债	0	4	4	4	收入增长率(%)	(8.58)	12.00	20.87	17.17
负债合计	1,670	1,694	1,757	1,817	归母净利润增长率(%)	4.29	63.01	25.37	18.80
归属母公司股东权益	1,807	3,099	3,610	4,217					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,807	3,099	3,610	4,217					
负债和股东权益	3,478	4,793	5,367	6,035					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	988	471	519	616	每股净资产(元)	5.00	7.72	8.99	10.50
投资活动现金流	(252)	(171)	(22)	(19)	最新发行在外股份(百万股)	402	402	402	402
筹资活动现金流	(568)	884	(39)	(39)	ROIC(%)	8.07	11.21	11.34	12.07
现金净增加额	185	1,168	459	559	ROE-摊薄(%)	13.84	13.16	14.16	14.40
折旧和摊销	145	134	135	137	资产负债率(%)	48.03	35.34	32.73	30.11
资本开支	(11)	(40)	(40)	(40)	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.18	24.04	19.17	16.14
营运资本变动	552	(43)	(111)	(108)	P/B(现价)	4.88	3.16	2.71	2.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>