

## 家用电器

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 从“制造出海”到“品牌出海”

#### ➤ 引言：从“制造出海”到“品牌出海”

背靠庞大的本土市场及丰富的配套产业链，中国的家电、家居产业在全球具备比较优势，可谓全球制造中心。在申万家电/轻工合计的93/162家上市公司中，外销占比50%以上的分别高达26/40家；其中仅部分企业实现了自主品牌大规模出海，如海尔/海信/石头/安克等，而大部分仍以代工为主；主要因不同市场的多元化需求、品牌认知、渠道壁垒等客观现实制约了品牌出海。而当前跨境电商如火如荼，品牌有望借力，加速出海进程。

#### ➤ 海外电商渗透率持续提升，中国跨境电商规模高增

全球电商渗透率在23年达到了19%，中国以46%的电商化率遥遥领先；若以中国为坐标系，发展水平处于第二梯队的英国、印尼及南韩当前电商化比例分别为30%、29%、26%，处于中国的17-18年水平；第三梯队的美国、日本电商化率达到16%、14%，处于中国的15-16年水平；海外仍存在较大电商红利。随着国与国之间商品零售壁垒降低，中国跨境出口电商行业持续保持较高增速；其中跨境电商零售出口规模在2022年达到4933亿元。

#### ➤ 海外电商渠道百花齐放，国内品牌出海模式丰富

尽管主流海外市场均出现了主导性平台，但平台集中度明显偏低，我们认为以TEMU、Tiktokshop为代表的中国电商出海大有可为。对于品牌商而言，可选的平台类型丰富，可根据自身需求搭建合适的渠道矩阵；同时品牌商也可根据自身禀赋选择合适的合作模式，发展早期品牌商可依赖平台力量，选择全/半托管模式做大；但致力建设长期品牌影响力的公司，往往走向难度更高的自运营模式，并基于逐步巩固的品牌优势，建设独立站及线下。

#### ➤ 电商占比高&产品优势，小电及家居企业或更加受益

小家电及部分家居品类更加受益本轮跨境电商红利：一方面，小家电等更适合线上销售，这在国内已有印证；另一方面，国内企业创新力强且保持快速迭代，能满足甚至创造消费者需求，叠加更高的产品性价比，竞争实力突出。盈利层面，基于价值链拆分，虽然国内出海新增了运输成本，中国品牌在海外立足也隐含品牌折价的可能性，但由于国内外零售价差极大，而中国供应链成本低，小家电与家居企业出海的整体利润依旧较为可观。

#### ➤ 投资建议

建议关注：（1）品牌出海模式相对成熟，且品牌在海外已具备一定影响力的安克创新、致欧科技、VESYNC、石头科技、海信视像等；（2）跨境电商产业链相关的服务商也将明显受益，关注自建海外仓的恒林股份、乐歌股份；（3）面对出海机遇，开始积极寻求海外增量的传统龙头，其中产品性价比优势极为突出的企业有望率先获益，关注家居龙头梦百合、电连接龙头公牛集团、性价比小家电龙头小熊电器、环境家居类小家电龙头德尔玛等。  
风险提示：1、海外相关政策的不利变化；2、关税、运费的大幅提升。

#### 建议关注

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
安克创新	4.01	4.78	5.72	17.2	14.4	12.0	27%	买入
恒林股份	3.21	3.93	4.76	12.8	10.4	8.6	23%	买入
梦百合	0.22	0.41	0.71	41.0	22.6	13.1	114%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取2024年02月01日收盘价

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：管泉森  
执业证书编号：S0590523100007  
邮箱：guanqs@glsc.com.cn  
分析师：孙珊  
执业证书编号：S0590523110003  
邮箱：sunshan@glsc.com.cn  
分析师：崔甜甜  
执业证书编号：S0590523110009  
邮箱：cuitt@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《家用电器：2024年2月消费金股推荐》  
2024.01.27  
2、《家用电器：2023Q4家电板块基金持仓点评：白电&黑电连续获增持，出口链&高股息受青睐》  
2024.01.23

## 投资聚焦

### 核心逻辑

背靠庞大的本土市场及丰富的配套产业链，中国的家电、家居产业在全球具备比较优势，可谓全球制造中心。但，实现了自主品牌大规模出海的企业并不多，大部分仍以代工为主。当前如火如荼的跨境电商，有望帮助品牌加速出海进程。

本篇报告中，我们对海外电商发展的具体进程、国内品牌出海的运营模式进行了详尽的分析；此外，具体到行业，我们认为小家电及部分家居品类更加受益本轮跨境电商红利，且对出海企业的价值链和盈利情况也做了对比分析。

### 不同于市场的创新之处

本篇报告，对于海外电商、跨境电商发展的数据，分析较为详尽。同时，更为全面、深入地对海外电商格局、跨境电商模式、当前企业表现进行了解析。最后，聚焦小家电及家居企业，分析了可大规模出海的国内企业，基于何种差异化竞争力，并拆分了部分跨境典型代表企业的价值链情况，对盈利能力进行分析。

### 投资看点

看好家电与家居品牌出海的长期发展，建议关注：(1) 品牌出海模式相对成熟，且品牌在海外已具有一定影响力的安克创新、致欧科技、VESYNC、石头科技、海信视像等；(2) 跨境电商产业链相关的服务商也将明显受益，关注自建海外仓的恒林股份、乐歌股份；(3) 面对出海机遇，开始积极寻求海外增量的传统龙头，其中产品性价比优势极为突出的企业有望率先获益，关注家居龙头梦百合、电连接龙头公牛集团、性价比小电龙头小熊电器、环境家居小电龙头德尔玛等。

## 正文目录

引言：从“制造出海”到“品牌出海”.....	5
<b>1. 海外电商渗透率持续提升，中国跨境电商规模高增 .....</b>	<b>6</b>
1.1 海外电商渗透率提升空间可观 .....	6
1.2 中国跨境电商规模持续高增长 .....	7
<b>2. 海外电商渠道百花齐放，国内品牌出海模式丰富 .....</b>	<b>9</b>
2.1 电商格局分散，品牌商渠道选择多样 .....	9
2.2 运营模式，品牌商可多样性合作方式 .....	12
<b>3. 电商占比高&amp;产品优势，小电及家居企业或更加受益 .....</b>	<b>14</b>
3.1 行业维度：小家电及家居的电商化程度居前.....	15
3.2 产品维度：国内产品具备快速创新&性价比优势.....	16
3.3 市场维度：海外产品价格更高，出海利润有保障.....	20
<b>4. 投资建议 .....</b>	<b>23</b>
4.1 安克创新：消费电子出海先驱，高质量增长可期.....	24
4.2 恒林股份：办公椅出口龙头，大家居战略布局.....	26
4.3 梦百合：记忆棉床垫领军者，全球化布局清晰.....	28
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图表 1:	家电家居行业中海外业务占比大于 20%的公司	5
图表 2:	2016 年至今主要大家电公司的海外兼并收购情况	6
图表 3:	不同出口模式涵盖的产业链环节	6
图表 4:	eMarketer 数据显示, 至 2023 年英国、南韩及印度尼西亚电商发展领先	7
图表 5:	北美、西欧等区域的核心国家, 仍存在电商化的较大红利	7
图表 6:	各个区域, 跨境购物的消费者在全部线上消费者中的比例	8
图表 7:	各个区域中, 跨境购物的消费者在全部线上购物群体中的比例	8
图表 8:	海外电商格局较为分散但趋势走向集中	9
图表 9:	全球主要的跨境电商平台的优势领域(额份额)	10
图表 10:	中国电商平台类型逐步丰富, 而海外电商各类型平台同台竞技	10
图表 11:	TEMU、TikTok 北美市场率先发力, 且发展势头迅猛	11
图表 12:	主要跨境电商平台的对比	11
图表 13:	中国跨境出口 B2C 电商渠道演变(GMV 口径)	12
图表 14:	22 年全球跨境购物的首选平台(用户数口径)	12
图表 15:	品牌与平台的合作关系: 全托管、半托管、自主运营模式的比较	12
图表 16:	亚马逊 1P 电商、3P 电商两种模式的差异	13
图表 17:	亚马逊收入中 3P 占比不断提升(单位: 亿美元)	13
图表 18:	亚马逊平台第三方卖家在售占比(GMV 口径)	13
图表 19:	Vesync 及安克的渠道结构演变	14
图表 20:	跨境电商的产业链结构	15
图表 21:	欧美主要国家小家电电商化率	15
图表 22:	全球小家电市场电商渗透率(按销售量计算)	15
图表 23:	TikTok 在各国家的用户与当地人口的比例	16
图表 24:	美国社交电商情况(含 FB/INS/TK 等)	16
图表 25:	消费者对海外商品产生需求, 选择跨境电商的原因	17
图表 26:	家电家居部分赛道全球产品领先优势	17
图表 27:	中国品牌的扫地机在海外得到了较高的认可	18
图表 28:	中国品牌的彩电份额实现中枢性提升	18
图表 29:	中国小家电企业迭代效率较高且熟悉社交电商的经营	18
图表 30:	美国电商消费群体的年轻化、家庭小型化、Z 世代消费崛起	19
图表 31:	22 年美国电商平台的空气炸锅份额(销售额)	19
图表 32:	22 年德国电商平台的空气炸锅份额(销售额)	19
图表 33:	2023 年亚马逊平台的空气净化器、煎炸器品类中各品牌份额及均价	20
图表 34:	选择具备可比性的三个纯跨境电商标的	21
图表 35:	致欧科技、Vesync 及安克创新的价值链拆分	22
图表 36:	欧睿国际口径下, 全球各区域小家电的产品零售均价	23
图表 37:	当前主要的出海企业的盈利表现	23
图表 38:	2023 前三季度收入增长 23.59%	24
图表 39:	2023 前三季度业绩增长 46.09%	24
图表 40:	安克创新的收入按照产品、区域及渠道拆分	25
图表 41:	安克创新财务与盈利预测汇总	26
图表 42:	2017-2022 公司营业收入(亿元)	26
图表 43:	2023H1 公司营业收入构成	26
图表 44:	2017-2023Q1-Q3 公司归母净利润(亿元)	27
图表 45:	2017-2023Q1-Q3 公司 ROE 及 ROA 变化	27
图表 46:	恒林股份财务与盈利预测汇总	28
图表 47:	梦百合发展历程	29
图表 48:	记忆棉产品收入占比超 50%	29
图表 49:	外销收入占比超 80%	29
图表 50:	梦百合 2014-2023Q3 营业收入(亿元)	30
图表 51:	梦百合 2014-2023Q3 归母净利润(亿元)	30
图表 52:	梦百合财务与盈利预测汇总	31

## 引言：从“制造出海”到“品牌出海”

从制造端来看，背靠庞大本土需求市场及丰富的配套产业链，中国的家电、家居产业在全球具备比较优势，可谓全球“制造中心”；但跨境品牌运营层面，除了个别公司，家电家居产业表现却并不突出。在申万家电/轻工行业合计的 93/162 家上市公司中，外销占比达到 20% 以上的企业分别有 53/58 家，外销占比达到 50% 以上的分别高达 26/40 家；但实现自主品牌大量出海的企业并不多，市场熟知的包括海尔智家、海信视像、石头科技、安克创新等；然而大部分仍以代工为主，有较大升级的空间。

图表1：家电家居行业中海外业务占比大于 20% 的公司

申万二级行业	证券名称	2022年海外收入占比	申万二级行业	证券名称	2022年海外收入占比	申万二级行业	公司简称	2022年海外收入占比	申万二级行业	公司简称	2022年海外收入占比
白色家电	惠而浦	79%	小家电	欧圣电气	99%	家居用品	天振股份	100%	文娱用品	创源股份	97%
	奥马电器	76%		德昌股份	96%		海象新材	99%		源飞宠物	96%
	海尔智家	52%		比依股份	84%		致欧科技	99%		浙江正特	93%
	美的集团	41%		富佳股份	84%		浙江永强	97%		三柏硕	92%
	海信家电	34%		奥佳华	77%		乐歌股份	91%		天元宠物	63%
	长虹美菱	26%		新宝股份	71%		麒盛科技	90%		实丰文化	84%
	澳柯玛	22%		ST德豪	69%		共创草坪	87%		康力源	77%
	厨卫电器	万和电气		37%	莱克电气		66%	梦百合		85%	通达创智
黑色家电	深康佳A	50%	开能健康	63%	哈尔斯	84%	英派斯	74%			
	海信视像	45%	荣泰健康	56%	永艺股份	79%	浙江自然	74%			
	兆驰股份	44%	石头科技	53%	建霖家居	77%	ST金运	49%			
	创维数字	43%	爱仕达	47%	家联科技	77%	高乐股份	38%			
	四川长虹	21%	科沃斯	34%	恒林股份	76%	广博股份	45%			
	高斯贝尔	48%	苏泊尔	26%	曲美家居	71%	民士达	30%			
	辰奕智能	52%	倍益康	39%	松霖科技	68%	恒丰纸业	26%			
	四川九洲	20%	鸿智科技	92%	海鸥住工	60%	晨鸣纸业	25%			
极米科技	19%	融捷健康	79%	匠心家居	99%	方大新材	63%				
家电零部件II	金海高科	57%	恒太照明	96%	嘉益股份	95%	英联股份	30%			
	热威股份	56%	民爆光电	96%	华瓷股份	67%	美盈森	26%			
	秀强股份	50%	联域股份	94%	德艺文创	98%	柏星龙	23%			
	汉宇集团	49%	立达信	88%	泰鹏智能	97%	翔港科技	22%			
	三花智控	47%	得邦照明	82%	中源家居	97%	上海艾录	21%			
	长虹华意	38%	阳光照明	79%	爱丽家居	96%	宝钢包装	20%			
	奇精机械	35%	格利尔	38%	美之高	93%	南王科技	20%			
	海立股份	34%	小崧股份	33%	西大门	63%					
	东贝集团	30%	佛山照明	24%	美克家居	44%					
	立霸股份	24%			顾家家居	39%					
	海达尔	23%			瑞尔特	28%					
	禾盛新材	21%			惠达卫浴	26%					
	盾安环境	20%			德力股份	24%					

资料来源：iFind，国联证券研究所整理

在品牌出海层面较为成功的，主要仍然是规模较大的家电家居龙头，其品牌出海模式上，往往以自主品牌+收购当地品牌资产的模式展开：例如，海尔智家从 2015 年开始先后收购了集团白电资产、三洋白电资产、GEA、Candy 等，从而完成了海外品牌与渠道布局；而美的先后收购欧洲中央空调厂商 Clivet、东芝白电以及库卡，进行布局；海信集团则通过收购东芝黑电业务、东欧家电龙头 Gorenje（古洛尼）等，完善海外布局。除此之外，石头科技、科沃斯、安克创新、VESYNC 等公司也通过与亚马逊、线下渠道等模式进行品牌出海。

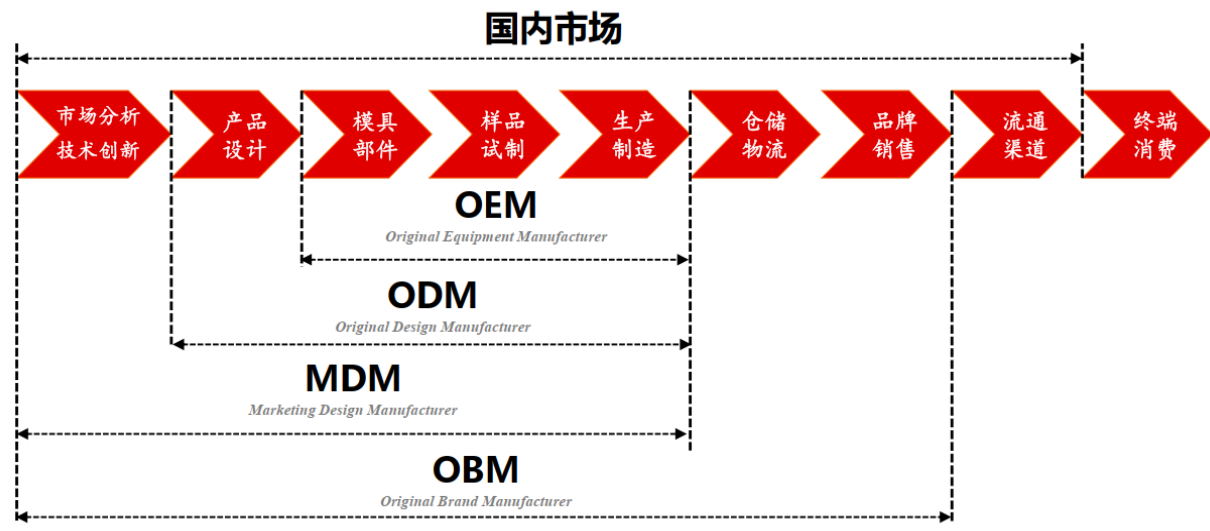
图表2：2016 年至今主要大家电公司的海外兼并收购情况

时间	兼并收购情况
<b>海尔智家</b>	
2016年	以56.1亿美元的价格收购美国第二大家电品牌GEAppliance。
2018年	以3.03亿美元的价格受让澳新第一家电品牌斐雪派克100%股权。
2018年	以4.75亿欧元的价格收购意大利Candy100%股权，欧洲规模徘徊在5、6名。
2023年	拟以6.4亿美元的价格收购开利商用制冷业务。
<b>美的集团</b>	
2016年	以33亿的价格收购东芝白电80%股权。
2016年	以9.8亿人民币的价格收购意大利中央空调企业Clivet。
2017年	以37亿欧元的价格收购库卡95%股权，2022年收购剩下5%股权。
<b>海信系</b>	
2018年	海信集团以14.5亿人民币的价格收购Gorenje95%股权。
2018年	海信视像以7.5亿人民币的价格收购东芝黑电95%股权。

资料来源：iFind，国联证券研究所整理

但总的来说，家电多数品牌出海仍处于较早期阶段。品牌出海相对于制造出海，即全价值链经营的 OBM 模式相对于 ODM 代工模式，主要增加的难点环节在于：1) 品牌建设，这需要营销投入、准确把握消费者需求以及占领消费者心智；2) 渠道触达，建立可靠销售体系，触达消费者，并完善售后服务；3) 仓储物流，解决货物跨国跨区域的流通及储备。在经济状况不一、风土人情各异的海外，新品牌树立、消费者信息获取、资源匹配、物流运输、售后服务均相比国内增加了更大的难度。但值得关注的是，当前电商平台出海如火如荼，家电、家居品牌有望借力、加速出海进程。

图表3：不同出口模式涵盖的产业链环节



资料来源：国联证券研究所整理

## 1. 海外电商渗透率持续提升，中国跨境电商规模高增

### 1.1 海外电商渗透率提升空间可观

跨境电商的发展首先依赖全球电商化的浪潮。参考 eMarketer 的数据，全球电商渗透率在 23 年达到了 19%。分区域来看，电商水平亚洲>北美>西欧>中东欧>南亚>

拉美>中东非，电商化率分别为 30%、15%、13%、12%、11%、10%及 4%。分国家来看，中国遥遥领先，达到 46%的较高水平，仅次于中国的第二梯队中主要包括英国、印度尼西亚及韩国等，电商化比例分别为 30%、29%、26%；其余国家电商渗透水平均低于 16%，其中美国、日本分别达到 16%、14%。

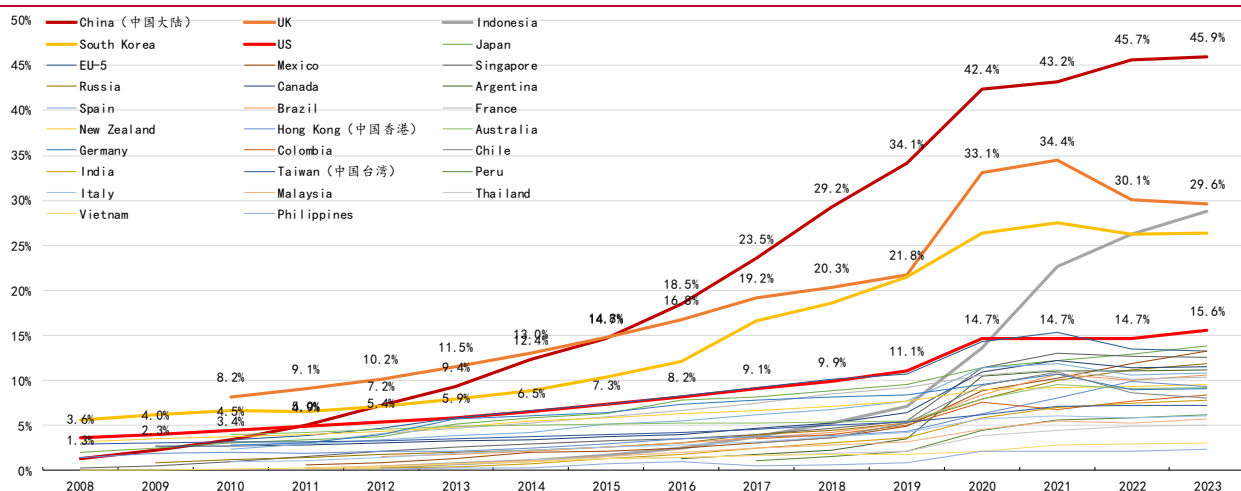
图表4: eMarketer 数据显示，至 2023 年英国、南韩及印度尼西亚电商发展领先

Region	2023 渗透率	Region	2023 渗透率	Region	2023 渗透率
Asia-Pacific	30.03%	Southeast Asia	10.92%	North America	15.20%
China (中国大陆)	45.94%	Indonesia	28.78%	US	15.56%
South Korea	26.37%	Singapore	12.58%	Canada	11.52%
Japan	13.86%	Malaysia	5.72%	Western Europe	12.63%
New Zealand	9.53%	Thailand	5.04%	UK	29.64%
Hong Kong (中国香港)	9.30%	Vietnam	3.01%	EU-5	13.33%
Australia	9.24%	Philippines	2.38%	Other Western Europe	10.96%
India	7.87%	Latin America	10.10%	Spain	10.82%
Taiwan (中国台湾)	7.22%	Mexico	13.22%	France	10.33%
Worldwide	19.48%	Argentina	11.20%	Germany	9.06%
		Brazil	10.58%	Italy	6.05%
		Colombia	8.42%	Central & Eastern Europe	11.75%
		Chile	8.04%	Russia	11.89%
		Other Latin America	6.70%	Other Central & Eastern Europe	11.67%
		Peru	6.19%	Middle East & Africa	4.38%

资料来源: eMarketer, 国联证券研究所整理

若以中国的电商发展水平为坐标系，第二梯队的英国、印尼及南韩当前处于中国的 17-18 年水平；第三梯队的美国、日本则对应中国的 15-16 年水平。此外，20 年是大部分国家电商化率的加速期，主因或在于疫情催化。参考中国电商行业的发展路径，其在 15-20 年处于渗透率快速提升的黄金时期，北美、西欧、亚洲等家电家居主流消费市场，有望复制中国路径，完成渗透率快速提升。

图表5: 北美、西欧等区域的核心国家，仍存在电商化的较大红利



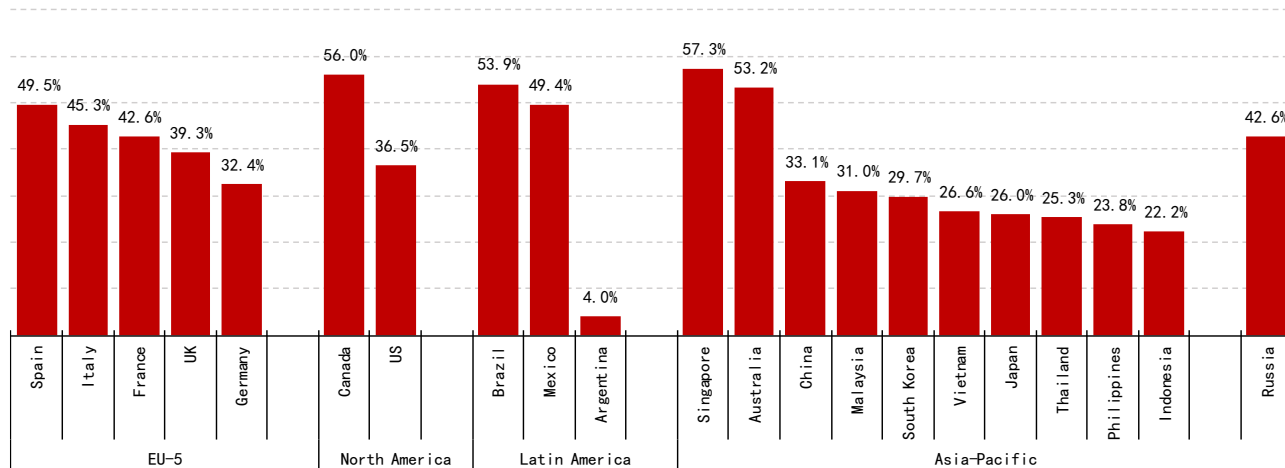
资料来源: eMarketer, 国联证券研究所整理

## 1.2 中国跨境电商规模持续高增长

依赖全球电商化浪潮，消费者可以在平台买到海外产品，实现“跨境购物”；参考 eMarketer 的数据，即使在商品供给丰富的中国，线上也有接近 1/3 的消费者购

买过海外产品；海外其他区域实现跨境购物的消费者，也达到了较高比例；其中，跨境购物行为最多的地方是新加坡、加拿大及澳大利亚。

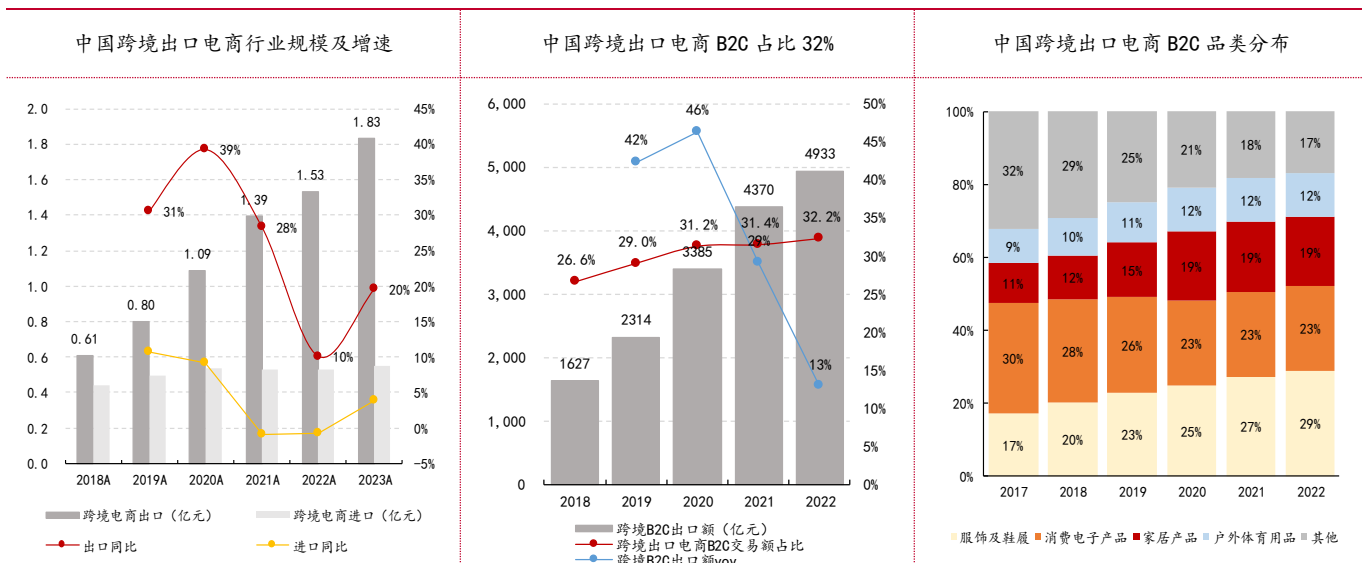
图表6：各个区域，跨境购物的消费者在全部线上消费者中的比例



资料来源：eMarketer，国联证券研究所整理

22年中国跨境出口电商中B2C类型规模达到4933亿。19-21年之间，中国跨境出口电商行业规模保持着高于20%的增速，且已于20年跨境出口电商规模突破1万亿元。22年受到疫情、国际贸易形势变化影响，跨境出口电商增速放缓，但同比依然增长10%，规模超过1.5万亿元。而具体到电商B2C模式，跨境电商零售出口的规模在22年达到4933亿元，占比整体跨境电商出口的32%，其中家电家居产业，跨境电商出口零售规模预计1000亿左右。

图表7：各个区域中，跨境购物的消费者在全部线上购物群体中的比例



资料来源：eMarketer，国联证券研究所整理

综合上述，全球电商渗透率在23年达到了20%，中国以46%的电商化率遥遥领先；若以中国为坐标系，发展水平处于第二梯队的英国、印尼及南韩当前电商化比例



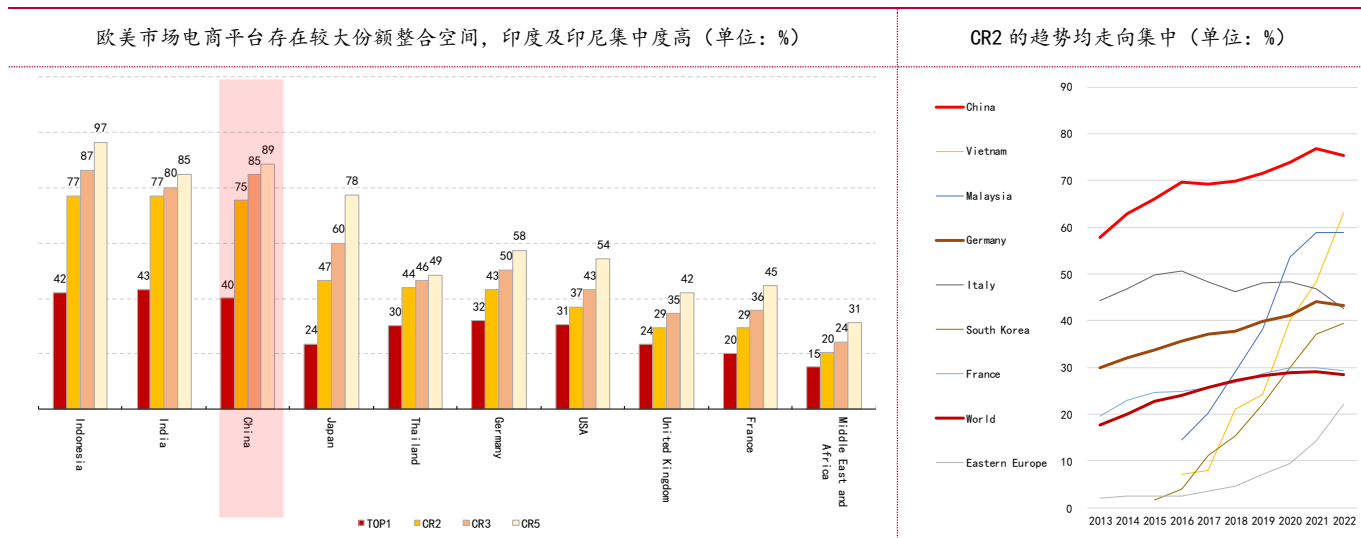
分别为 29%、29%、26%，处于中国的 17-18 年水平；第三梯队的美国、日本电商化率达到 16%、14%，处于中国的 15-16 年水平；海外仍存在较大电商红利。随着全球电商化浪潮，国与国之间商品零售壁垒降低，中国跨境出口电商行业持续保持较高增速，且已于 20 年突破 1 万亿元；其中跨境电商零售出口的规模在 22 年达到 4933 亿元，占比整体跨境电商出口的 32%。

## 2. 海外电商渠道百花齐放，国内品牌出海模式丰富

### 2.1 电商格局分散，品牌商渠道选择多样

互联网行业创新颇多，依托于互联网的电商平台格局并不稳定，即便在国内，格局也趋于分散，而海外电商平台格局集中度更是低于中国。当前的中国电商平台格局呈现两超多强的情形，TOP1（阿里）GMV 份额 40%，CR2（阿里+京东）份额 75%，CR2 在 2022 年有所下行，主要被拼多多、抖音等新平台分流。海外来看，东南亚的印尼及印度平台集中度相对较高，其他区域都偏低，日本、泰国、德国、美国、英国的 CR2 分别为 47%、44%、43%、37%、29%，电商行业本身仍然处于跑马圈地阶段。

图表8：海外电商格局较为分散但趋势走向集中



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

不过不同区域也均出现了主导性平台，比如欧美系的亚马逊，东南亚的 Shopee 和 Lazada。亚马逊在西欧、北美等大部分国家是第一大电商平台，在亚太区域的印度、日本做到了第二大电商平台。东南亚区域 Shopee（母公司 Sea）是第一大平台，其为印尼、马来西亚、菲律宾、越南的第一大平台，泰国的第二大平台；Lazada（阿里收购）则在泰国份额领先，越南、马来西亚、菲律宾份额位居第二。但总的来说，在中国电商平台集中度已经较高的背景下，拼多多、抖音等新模式依然可以实现突破，获得份额增长；而当前海外各国集中度均低于中国，中国电商平台出海大有可为。

图表9：全球主要的跨境电商平台的优势领域（额份额）

Amazon.com Inc			Alibaba Group Holding Ltd			Sea Ltd		
Geography	2022	排序	Geography	2022	排序	Geography	2022	排序
Middle East and Africa	15.2	1	Asia Pacific	29.5	1	Asia Pacific	2.7	5
Western Europe	20.6	1	Western Europe	3.8	3	Latin America	2.2	9
North America	31.0	1	Eastern Europe	5.3	4	Indonesia	42.3	1
Asia Pacific	3.1	4	Middle East and Africa	2.2	7	Malaysia	37.9	1
Latin America	5.6	4	Latin America	1.6	12	Philippines	29.2	1
Eastern Europe	0.6	24	China	40.1	1	Vietnam	41.6	1
Canada	42.4	1	Thailand	30.2	1	Thailand	13.8	2
Spain	32.7	1	Vietnam	21.6	2			
Germany	32.2	1	Malaysia	20.9	2			
USA	30.5	1	Philippines	17.8	2			
Italy	28.9	1	Indonesia	9.4	3			
United Kingdom	23.5	1	Spain	7.6	3			
France	20.2	1	Italy	1.3	8			
India	33.7	2	France	2.0	13			
Japan	23.0	2	Germany	0.8	18			

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

国内电商行业蓬勃发展，且模式不断创新突破。国内早期基本是平台电商阿里系独大，而后专业电商京东开始逐步抢夺市场，直到近年来社交电商抖音等、拼多多等性价比电商陆续涌现，呈现百花齐放态势。而面对海外电商蓝海市场，中国的拼多多、抖音等代表性企业海外版等均已快速上线，2022年9月TEMU在北美上线，且已拓展至德意法英日等多个国家，TikTok在2021-2023年陆续上线了印尼、英国、东南亚、北美等小店；随着中国电商平台陆续跨境入场，海外或也呈现本土电商、跨境电商共存模式。

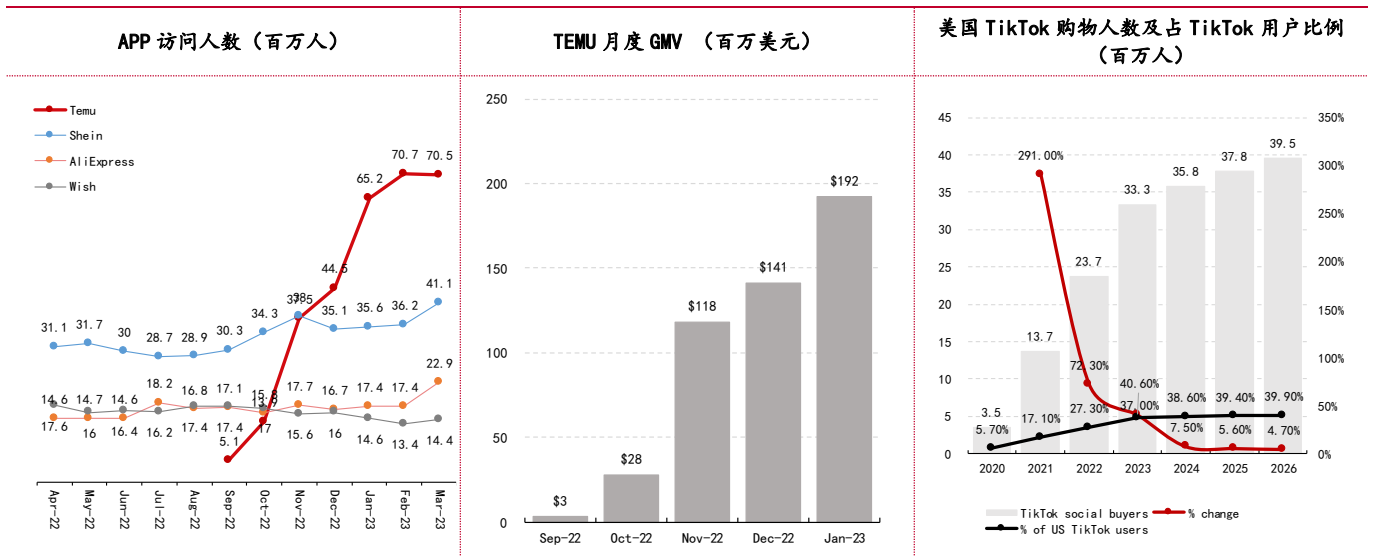
图表10：中国电商平台类型逐步丰富，而海外电商各类型平台同台竞技



资料来源：eMarketer，灼识咨询，国联证券研究所整理

Temu、TikTok 选择在最具消费活力的北美市场率先发力，目前发展势头迅猛。根据 eMarketer 的数据，Temu 在 2022 年 9 月在美国推出，五个月后其网站和应用程序吸引了 7070 万访客，达到了快时尚市场领导者 Shein 的两倍。社交电商层面，数据显示美国 TikTok 用户中有接近 40% 的有购买行为。

图表11: TEMU、TikTok 北美市场率先发力, 且发展势头迅猛



资料来源: eMarketer, 国联证券研究所整理

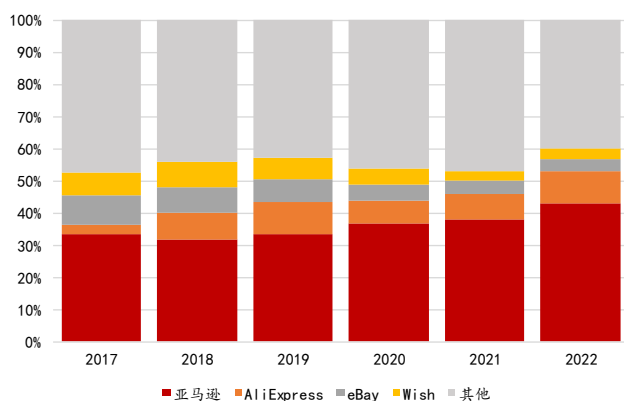
随着海外本土电商发展以及中国电商平台出海, 海外电商平台运营模式多样, 可以拆分为货架电商、兴趣电商、独立站。其中, 独立站即自营型平台, 如 Shein, 建立门槛高, 但形成流量池后可创造更大的价值, 并非大部分品牌的初期选择; 兴趣电商及廉价电商主要是国内电商模式在海外的复制, 其中兴趣电商主打社交属性, 核心逻辑是货找人; 廉价电商主打性价比, 覆盖中低端消费需求, 各类模式下, 运营品类、商业模式、物流履约、配送、仓储并不会产生过大的差距。不过总体来说, 亚马逊仍是国内跨境品牌商的优选平台, 其次是阿里的速卖通, ebay 更次之。

图表12: 主要跨境电商平台的对比

对比项目	亚马逊	阿里速卖通	Shopee	LAZADA (阿里收购)	TKshop	TEMU	She in
特色定位	综合电商; 境内及跨境并存; 自营及第三方并存; 有自有物流及仓储体系 类似天猫及京东结合体 全面覆盖各类消费群	将国货销往全球 扎根中国供应链 将中国制造跨境销售	深耕东南亚市场	深耕东南亚市场 自建海外基础仓储物流、重视本地化; 可实现东南亚六国一站式跨境销售服务	社交电商、货找人 差异化、精准需求为主; 目前主导性价比	极致性价比 基于中国白牌供应链, 主导低价供应出海	独立站
强势区域 MAU/GMV 的水平	美国、加拿大、英国、法国等西欧 区域第一大电商平台。	巴西、法国、西班牙、美国及韩国流量居前, 占比全站分别13%、7%、7%、5%;	马来西亚、菲律宾、印尼、新加坡、越南 的第一大电商平台; 泰国的第二大电商平台。	泰国第一大电商平台: 马来西亚、新加坡、越南、菲律宾的第二大电商平台; 印尼第三大电商平台。	美国、英国及东南亚 布局;	欧美为主, 后延展至 东南亚; 发展势头迅猛	目前欧美为主
主营产品类	全品类						服装品类为主, 向全品类 拓展
商业模式	商家自运营+平台全托管					全托管模式	商家自运营+平台全托管+ 自营
收费模式	8%-15%佣金+FBA费用 (15%-20%) +广告费	5%-10%佣金+广告费	5%-6%佣金+2%手续费+广告费	4%-6%佣金+广告费	1%-2.5%佣金+2.24%交易 手续费+广告费	平台赚取买卖差价 (平台 定价, 卖家承担库存)	10%佣金 (前三个月免佣金)
物流履约	亚马逊物流/商家自发货	平台对接第三方物流/商家 自发货	shopee物流/平台对接第三 方物流/商家自发货	平台对接第三方物流/商家 自发货	平台对接第三方物流/商家 自发货	平台对接第三方物流 (跨境直邮空运)	自营仓库+平台对接第三 方物流
运输时间	Prime会员2日内送达; 普通用户2-5天 送达	大概需要7天左右	5天左右	东南亚本地发货1-3天, 中心仓 (香港、东莞) 发货 平均5-6天, 跨境直邮 7-8天	配送时间为一周	7-15天	快递配送8-9天, 标准配 送16-17天

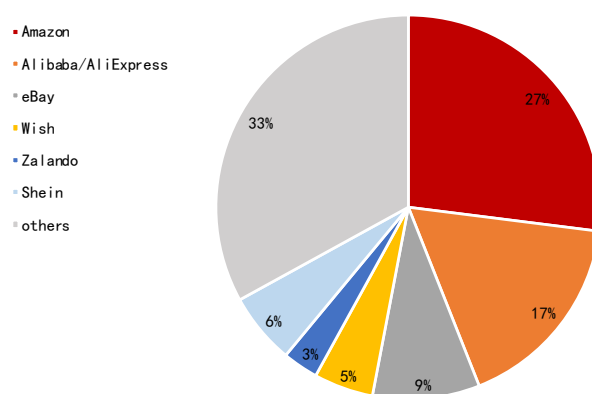
资料来源: 各公司官网, 国联证券研究所整理

图表13: 中国跨境出口 B2C 电商渠道演变 (GMV 口径)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

图表14: 22 年全球跨境购物的首选平台 (用户数口径)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

## 2.2 运营模式, 品牌商可多样性合作方式

落实到品牌商经营层面而言, 跨境平台提供的合作模式有“全托管、半托管及自主运营”三大类。①全托管模式: 商家只负责产品的供给, 上架、流量、发货、售后等工作都交由平台来负责的运营模式; 主要以 Temu、阿里速卖通、Tiktok 为代表。②半托管模式: 指商家自主定价、销售, 平台提供物流仓配、专属营销活动、逆向退货等运营支持方案的运营模式; 阿里速卖通也提供这类方式。③商家自主运营模式: 指的是品牌方独立完成从产品定价、销售到仓储物流、营销、售后的全链路模式; 典型代表有阿里速卖通、Tiktok 等。

图表15: 品牌与平台的合作关系: 全托管、半托管、自主运营模式的比较

项目	商家自主运营	半托管	全托管
店铺经营	商家	商家	平台
选品、需求把握	商家	协商	平台
商品定价	商家	协商	平台
物流履约	商家	平台对物流服务定价, 平台负责仓配物流	商家无物流费用, 平台负责仓配物流
退货服务	商家	平台负责	平台负责
商品品类	全品类	全品类	主要是性价比产品: 时尚配件、电子数码、家居用品、服饰鞋帽等
代表平台	亚马逊(3P\SC模式)、阿里速卖通、TikTok等	阿里速卖通、亚马逊(1P\VC模式)	Temu、阿里速卖通、TikTok、Shein等

资料来源: 灼识咨询, 国联证券研究所整理

目前最大的跨境电商平台亚马逊也提供 1P 电商、3P 电商两种模式。①1P 电商 (即网上商店, VC 模式-Vendor Central): 指的是亚马逊自营, 由亚马逊主导的销售实物和数字化产品产生的收入; 品牌与之合作是 2B 模式, 类似于前面的半托管模式, 京东自营的发展也参考了亚马逊的自营、自建物流体系的模式。②3P 电商 (即

第三方卖家服务，SC 模式- Seller Central): 即我们熟悉的第三方开店模式，亚马逊的收入主要是向第三方卖家抽佣、物流履约服务收费 (FBA) 等。

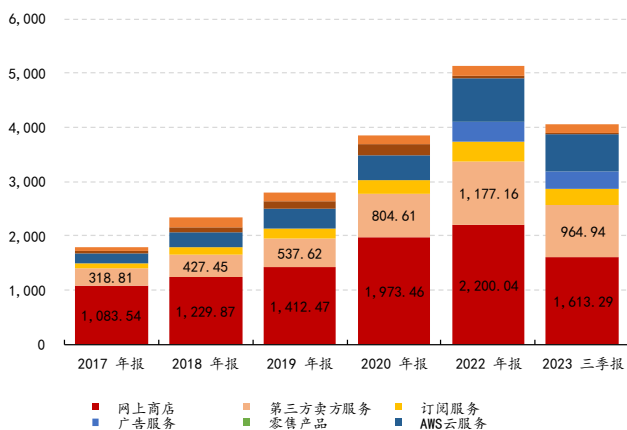
图表16: 亚马逊 1P 电商、3P 电商两种模式的差异

项目	SC (SellerCentral) -3P模式	VC (VendorCentral) -1P模式
条件	开店方式	自行注册; 平台的第三方的独立卖家,
	销售模式	配合平台, 实现产品销售, 类似亚马逊供应商, toB模式, 以批发价销售给亚马逊; 自行将产品销售给买家 toC模式, 全链路基本独立, 自由管理产品库存、定价和客户服务
优势维度	开店费用	需要支付房租费用、佣金、仓储配送费等
	流量扶持	无
	广告位	卖家广告位, 可投放广告, 但受诸多限制
	账号风险	封号风险高
	配送模式	卖家可以选择自己管理物流, 或者使用亚马逊的 Fulfillment by Amazon (FBA) 服务, 将库存存储在亚马逊的仓库中, 由亚马逊完成订单处理和配送。
劣势维度	平台关系	独立的第三方
	选品/需求把握	商家
	终端价格/促销掌控力	商家
	结款时间	14天

资料来源: 灼识咨询, 国联证券研究所整理

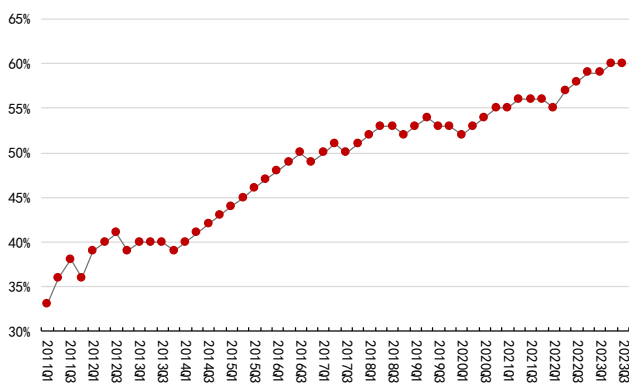
亚马逊 GMV 口径下, 第三方卖家在售比持续提升, 截至 2023 年三季度占比达到 60%。亚马逊收入口径下, 第三方卖家销售占比持续提升带来营收占比增长, 2022 年实现服务收入 1177 亿美元, 占营收比重 22.9%。网上商店收入以往占比超过 50%, 受欧美经济压力增长暂时停滞, 2022 年实现营收 2200 亿美元, 占营收比重 42.8%。

图表17: 亚马逊收入中 3P 占比不断提升 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表18: 亚马逊平台第三方卖家在售占比 (GMV 口径)



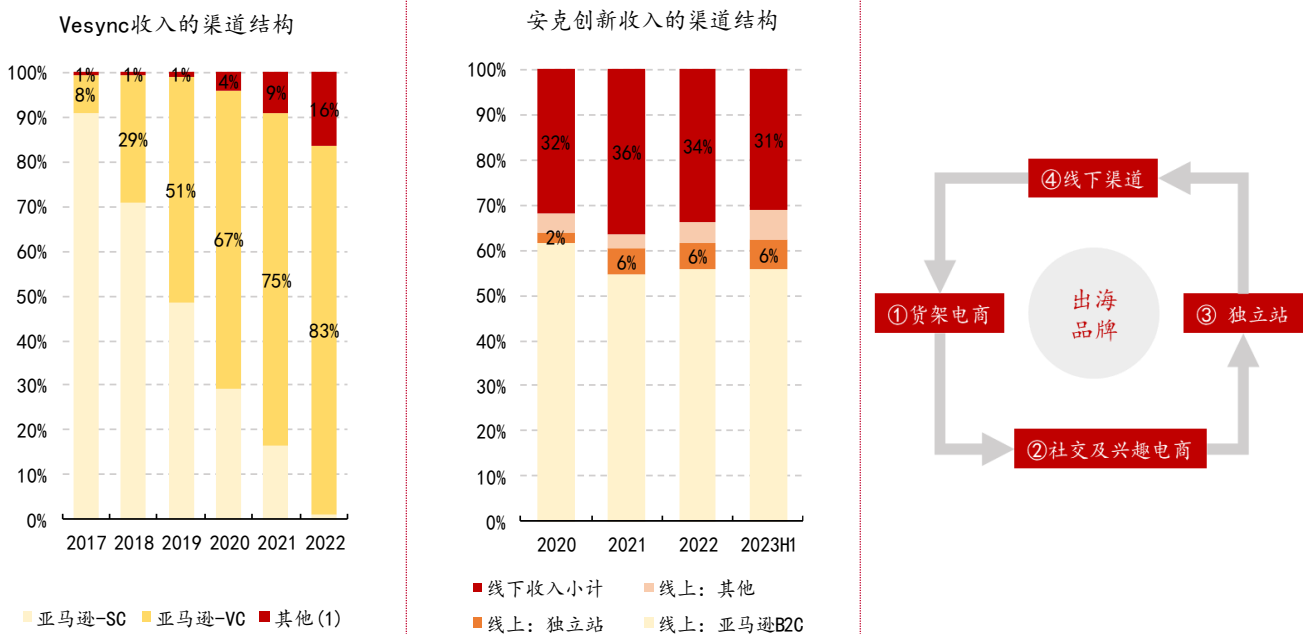
资料来源: Market Place pulse, 国联证券研究所

对于电商平台而言, 全托管/半托管/1P 电商等模式降低了供应链商家的参与门槛, 尤其是全托管模式下, 部分没有电商基因、没有运营经验的产业链工厂也可以参与, 引入该类模式可以帮助跨境电商丰富产品供给、做大交易规模、物流及仓储, 提升平台的服务竞争能力。

对于品牌商而言, 可以依据自身禀赋选择合适的合作模式。全托管、半托管及自

运营，对应不同的产业链环节参与度、经营难易程度及长期发展空间大小。拟建设海外品牌影响力的公司，往往最终走向经营难度更高自运营模式，且将基于形成的品牌影响力，建设独立站及开拓当地线下渠道；比如安克创新，在亚马逊运营成熟、具备品牌影响力之后，公司逐步发展独立站及线下渠道，23H1 收入已分别占比 31%、6%。而品牌发展的早期，可以依赖平台力量，选择全托管、半托管模式做大规模，在发展后期切换品牌自运营模式以换取更大的发展空间；典型如 Vesync，目前以亚马逊的 VC 模式为主，22 年收入占比达到 83%，但与此同时公司也在逐步开拓线下渠道，22 年收入占比达到 16%。

图表19: Vesync 及安克的渠道结构演变



资料来源: iFind, 国联证券研究所整理

综上，尽管当前时点不同海外区域均出现了主导性平台，比如欧美系的亚马逊，东南亚的 Shopee 和 Lazada，但相较于中国，海外电商平台集中度明显偏低，我们认为以 TEMU、tiktokshop 为代表的中国电商平台出海大有可为。对于品牌而言，目前可选的平台类型丰富，可根据自身需求搭建合适的渠道矩阵；而合作模式上，品牌商可以根据自身禀赋选择合适的合作模式，一般而言，发展早期，品牌商可依赖平台力量，选择全/半托管模式做大规模；但对于拟建设长期品牌影响力的公司，往往走向经营难度更高自运营模式，且将基于逐渐巩固的品牌优势，建设独立站及线下渠道。

### 3. 电商占比高&产品优势，小电及家居企业或更加受益

在跨境电商崛起发展的大背景下，产业链各环节均涌现出一定机遇；对于家电轻工而言，主要的投资机会出现在跨境电商产业链的上游，即制造及品牌商环节。目前板块已出现了一些专注跨境电商的企业，如安克创新、VESYNC、致欧科技等；部分企业也涉及到服务环节，比如乐歌经营部分海外仓业务。此外，跨境电商带来出海机遇

后，部分传统龙头也开始积极寻求海外增长的机会；典型如两轮车龙头雅迪、爱玛，电工龙头公牛，照明龙头欧普，以及小家电中德尔玛、小熊电器、飞科等。

图表20：跨境电商的产业链结构

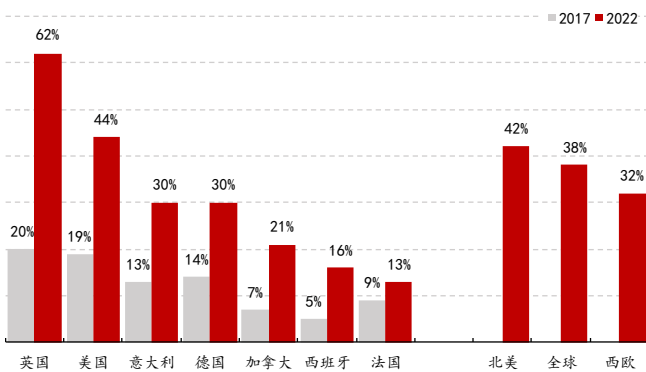


资料来源：灼识咨询，国联证券研究所整理

### 3.1 行业维度：小家电及家居的电商化程度居前

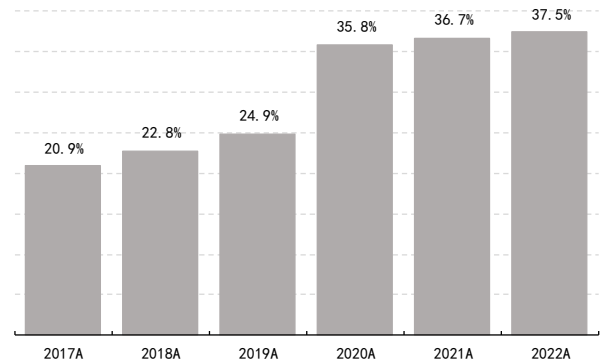
小家电及部分家居产品，由于无复杂售后环节、产品价值量相对较低，所以都不过度依赖线下；在海外电商化的发展过程中，其渠道结构类似于国内，即海外小家电及部分家居产品电商化比例高于市场均值。当前全球小家电电商渗透率已达到相对较高的水平；由于疫情对线下渠道的干扰，叠加居家需求的短期释放，全球小家电线上销售比例在2020年大幅提升，平均达到了36%，相比2019年提升了11%。欧美主要国家的小家电电商化率也高于整体零售电商化率水平，2022年英国、美国、意大利、德国的小家电线上销售比例达到62%、44%、30%、30%，而2017年时分别仅有20%、19%、13%、14%。

图表21：欧美主要国家小家电电商化率



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

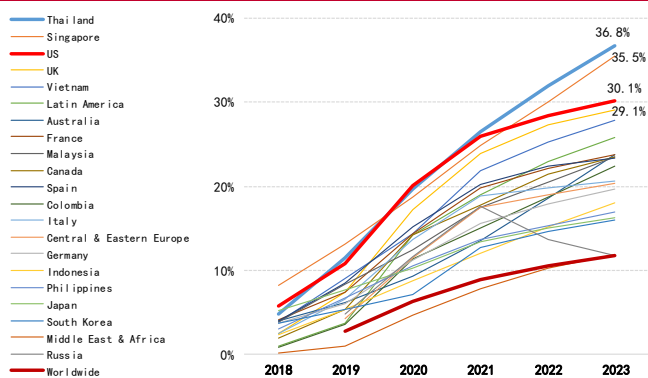
图表22：全球小家电市场电商渗透率（按销售量计算）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

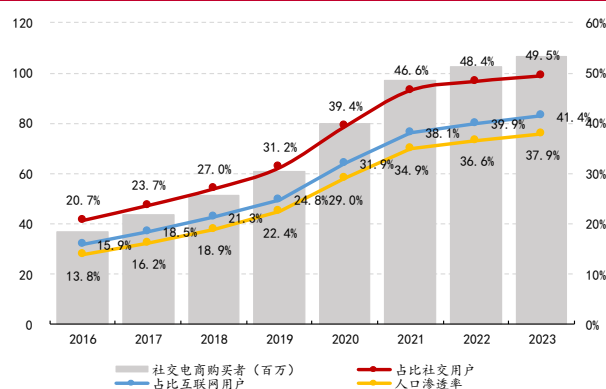
此外，小家电及部分家居行业需求相对可选，消费者需求的差异化、个性化突出，当前海外社交电商的快速发展，使得营销效率的大幅提升，也将帮助相对个性化的小家电需求的释放。我们以北美为例，包含Facebook、INS、Tiktok等社交APP在内的社交电商购物者合计，在人口中占比达到38%；社交电商平台已初具影响力。全球维度来看，TikTok用户在全球各国人口中的占比在2019年以来大幅提升；目前在代表性国家泰国、新加坡、美国、英国分别达到了36.8%、35.5%、30.1%、29.1%。

图表23: TikTok在各国家的用户与当地人口的比例



资料来源: eMarketer, 国联证券研究所

图表24: 美国社交电商情况(含FB/INS/TK等)



资料来源: eMarketer, 国联证券研究所

### 3.2 产品维度: 国内产品具备快速创新&性价比优势

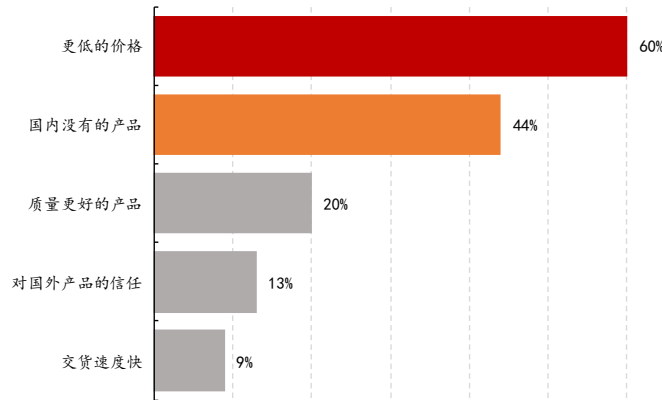
产品层面，国内小家电及部分家居行业呈现三个维度的领先：(1) 部分产品技术迭代快，性能领先，典型如扫地机；(2) 部分产品创新性强，能高效迭代贴近消费者需求，典型如新兴可选小家电；(3) 总体性价比突出，国内家电产能规模领先、产业链聚集效应显著，制造成本低。而基于以上三点，国内小家电及部分家居行业很好的满足海外消费者需求，出海空间大。

#### (1) 优质创新，性能及技术全球引领

根据灼识咨询的调查，44%的消费者选择跨境电商，是因为产品本身在国内的稀缺。中国的智慧家居、智慧家电领域，出现了众多“全球首款”产品，这些以产品本身的技术、性能领先，率先驱动中国的品牌出海。典型代表如：清洁电器领域，全球首台擦窗机器人、首台具备全局规划/远程操控的扫地机；两轮车领域，各类平衡车、自平衡电摩、室内终端配送机器人等；显示领域，全自研的8K AI画质芯片，激光电视、智能微投等；便携式储能领域，全球首款锂电池便携储能产品等，这些均满足了消费者对“产品稀缺性”的需求。



图表25：消费者对海外商品产生需求，选择跨境电商的原因



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所整理

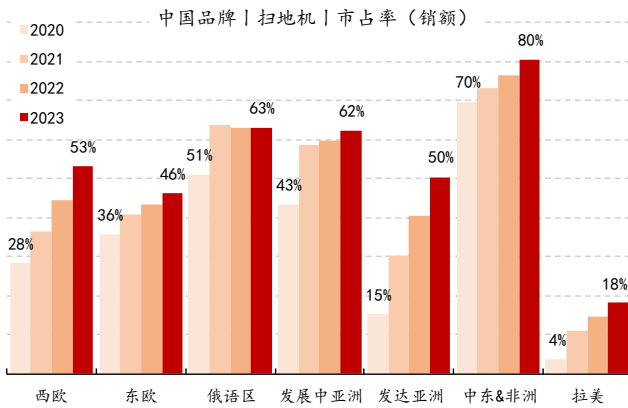
图表26：家电家居部分子赛道的全球产品领先优势

时间	科沃斯产品迭代历史	时间	九号产品迭代历史
2001	第一台自动行走吸尘的机器人（扫地机器人地宝的前身）	2012.04	Windrunner系列平衡车产品
2008.1	地宝7系研发成功	2017.01	发布了Segway Robotics项目的开发者版本产品首个陪伴机器人Loomo（中文名“路萌”）
2009.12	全球第一台会说话、会跳舞的地宝730	2017.08	发布Ninebot One Z和九号滑板车
2010.08	全球第一台空气净化机器人沁宝A330	2018	Segway Drift W1，全新电子滑板车类别中的首款产品
2011.10	首款家用擦窗机器人窗宝5系	2018	九号卡丁车套件
2012.07	全球首款单面擦窗机器人窗宝7系	2018.08	联合美团发布Segway配送机器人S1
2013.09	全球首款具有全局规划、远程操控等功能的地宝9系	2019.10	配送机器人S2、X1；智能共享滑板车T60；混合动力全地形车
2015.11	地宝DR95，搭载科沃斯机器人最新研发的Smart Navi技术	2019.12	九号电动E；九号电动Q；可自主移动的自平衡电摩和 Apex骑骑
2020.03	AIRBOT Andy & Ava 首发上市，开启移动净化革命	2022.04	室内终端配送机器人新品——九号飞碟送物机器人和九号拖地送餐机器人
2020.03	全新高端 AI 扫地机器人DEEBOT T8 AI V1	2022.06	专为共享出行打造智能电动滑板车S90L
2021.03	首款扫拖洗三合一地宝N9+灵动上市	时间	海信视像产品迭代历史
2021.05	首款AIRBOT ANDY PRO具备杀菌、净化、香氛3合1的空气净化机器人	2018	Hi-View Pro超高清画质引擎芯片三代
2023.03	DEEBOT T20 PRO上市，行业内首推“55°C热水净洗”	2020	多款产品持续引发市场关注：海信的激光电视、社交电视、持续引发市场关注
		2022	中国首颗全自研的BK AI画质芯片，代表了国内早期画质芯片的最高处理能力
时间	石头科技产品迭代历史	时间	极米科技产品迭代历史
2016.09	旗下第一款产品“米家扫地机器人”	2014.04	智能微投系列Z系列 Z3上市
2020.04.01	首款手持无线吸尘器H6上市	2017.07	激光电视系列产品A1上市
2020.05.20	首款视觉扫地机器人T7 Pro上市	2018.03	Z系列产品Z6上市，获得红点产品设计奖、iF 设计奖、Good Design Award
2021.03.29	首款自动升降声波震动扫地机器人T7S系列与自动集尘座同步上市	2018.07	创新产品系列产品popIn Aladdin上市
2021.08.25	首款自清洁扫地机器人G10上市	2019.04	激光电视系列产品曜 LUNE Pro和曜 LUNE 4K Pro上市
2021.08.25	首款智能双刷洗地机U10上市	2019.08	4K性能产品PS Pro产品上市，获得 iF 设计奖、CES 创新奖
时间	添可产品迭代历史	2023.05	RS Pro3上市，拥有两大领先技术，Dual Light超微混光以及Eagle-Eye鹰眼
2004	第一款自主研发双吸双吸吸尘器	2024年1月	全球首款通过IMAX ENHANCED认证的智能投影机RS 10 Ultra和RS 10 Ultra典藏版
2013	第一代全知识产权无线手持吸尘器AK47	时间	华宝新能产品迭代历史
2016	新款无线地面清洗机iFloor开启无线小家电新时代	2016	全球首款锂电电池使得储能产品上市，为两大产品板块之一的“使得储能”
2019	全球首台「会思考的」智能吸尘器PURE ONE	2020	广东省分布式太阳能智能小型储能工程技术研究中心成立，支撑“太阳能板”
2020	「会思考的」智能洗地机和智能吹风机		

资料来源：各公司官网，国联证券研究所整理

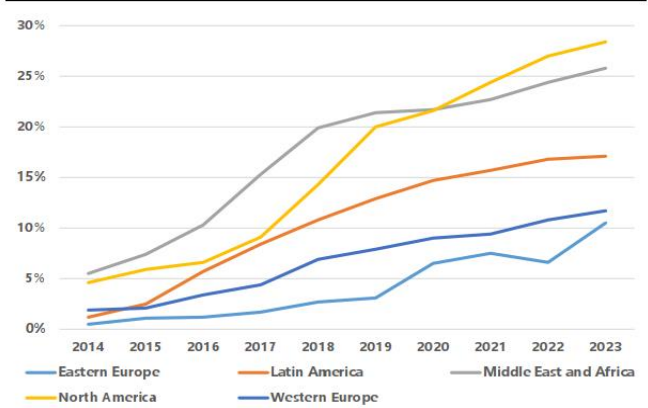
以扫地机品牌和彩电品牌在全球的认可度为例：扫地机从“全局规划→扫拖一体→全能基站”的产品升级之路，基本都是由中国企业引领，如今中国扫地机品牌获得全球认可。彩电技术迭代较快，近几年，凭借着互联网电视和大尺寸电视产品的升级，以及性价比优势，国内品牌在海外的份额已有了中枢性提升。

图表27: 中国品牌的扫地机在海外得到了较高的认可



资料来源: GFK, 国联证券研究所

图表28: 中国品牌的彩电份额实现中枢性提升



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

(2) 快速迭代, 充分满足个性化需求

中国小家电及部分家居产品的优质, 还体现为“快速迭代, 贴近消费者需求”。大部分小家电及家居产品的技术壁垒并不高, 而由于产品可选的消费属性, 不同人群需求的差异化突出, 对“小创新”存在需求, 且呈现出需求变化较快的特点, 在此背景下, 行业的竞争更多集中于“快速迭代”+“把握消费者需求”层面。

国内电商渠道、社交电商的发展远远早于海外, 使得国内龙头早早适应且擅长于“高效迭代”、“挖掘消费者需求”、“社交电商营销”的模式; 国内小家电龙头普遍具备更高的产品迭代效率, 且更熟悉社交电商的营销规则。

图表29: 中国小家电企业迭代效率较高且熟悉社交电商的经营

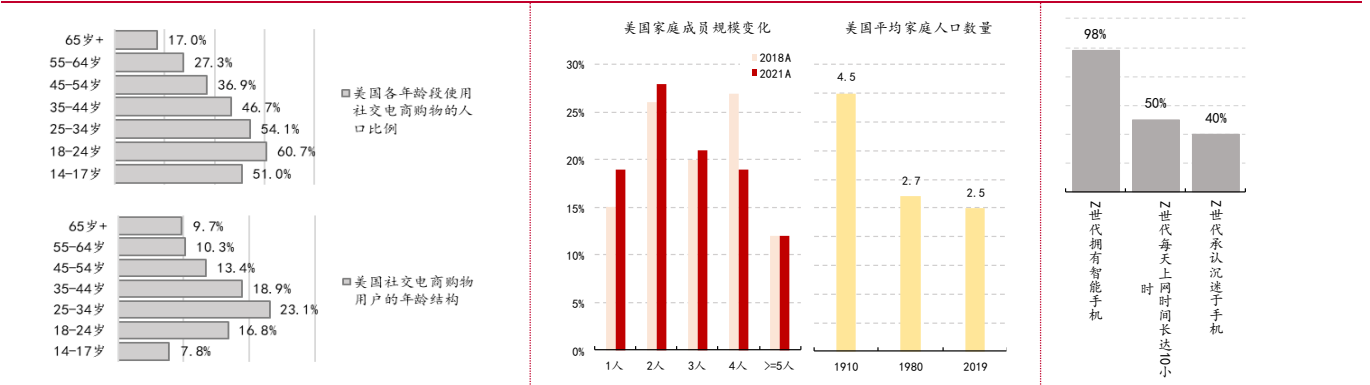
中国不同小家电品类的社交电商占比		中国小家电品类每年涌现出众多细分趋势品											
品类	社交电商占比	电蒸锅	销额增速	销额占比	搅拌机	销额增速	销额占比	电饭煲	销额增速	销额占比	电压力锅	销额增速	销额占比
剃须刀	23.6%	合计	34%	100%	合计	-21%	100%	合计	-6%	100%	合计	-9%	100%
美发系列	15.4%	纯蒸锅	47%	82%	多合一	-36%	5%	是低糖	7%	5%	方形	-8%	31%
豆浆机	28.4%	煮蛋器	-2%	12%	随行杯	11%	25%	非低糖	-7%	95%	圆形	-10%	69%
搅拌机	27.2%	其他	-8%	6%	纯搅拌	6%	9%	<3L	1%	14%	单胆	8%	22%
榨汁机	18.3%	玻璃	-52%	0%	绞肉机	-31%	61%	3-4L	1%	25%	双胆	-13%	78%
厨师机	5.8%	金属	34%	63%	其他	-72%	0%	4-5L	-13%	36%	机械	34%	12%
煮水系列	5.8%	塑料	49%	30%	智能	10%	1%	5-6L	-6%	24%	微电脑	-13%	88%
咖啡机	2.1%	其他	-9%	7%	开关	-10%	46%	≥6L	42%	1%			
新兴厨小	24.8%	单层	54%	2%	档位	-29%	48%	不锈钢	35%	5%			
电饭煲	13.7%	双层	16%	69%	卡扣	-34%	5%	合金	-6%	83%			
电饼铛	13.4%	三层	227%	22%	塑料	-3%	36%	铸铁	-39%	4%			
电炖锅	11.1%	其他	-9%	7%	不锈钢	-30%	16%	其他	1%	8%			
电压力锅	5.9%	可视	69%	53%	玻璃	-29%	46%						
电磁炉	3.9%	非可视	12%	40%	其他	-31%	2%						
		其他	-9%	7%									
除螨仪	35.4%	电水壶	销额增速	销额占比	榨汁机	销额增速	销额占比	养生壶	销额增速	销额占比	破壁机	销额增速	销额占比
洗地机	29.9%	合计	-5%	100%	合计	-9%	100%	合计	5%	100%	合计	-12%	100%
微型	16.9%	电热水壶	-7%	76%	有过滤网	30%	83%	养生壶	3%	82%	全自动免手洗	-51%	6%
扫地机	13.0%	电热水瓶	1%	24%	无过滤网	-63%	17%	煎药壶	17%	18%	非全自动免手洗	-7%	94%
蒸汽清洁机	10.9%	全钢	-7%	94%	单榨汁	-8%	98%	机械	-10%	7%	单搅拌	-5%	85%
手持推杆	8.0%	非全钢	37%	6%	多功能	-30%	2%	电子	7%	84%	2合1	-39%	7%
布艺清洁机	6.8%	无	16%	15%	原汁机	-8%	88%	其他	2%	10%	3合1	-35%	7%
立式	3.0%	真空(物理保温)	-26%	37%	果汁机	-19%	12%				多合1	-97%	0%
卧式	2.4%	电子保温	12%	48%									
桶式	1.7%												

资料来源: GFK, 奥维监测, 国联证券研究所整理

而海外消费者结构上, 或也已经出现了与此前国内类似的趋势, 即: 年轻群体、

Z世代人群开始在消费中充当主力，个性化、差异化的需求活力显现；随着电商化降低供给壁垒，同时社交电商提升营销效率，海外个性化、差异化小家电消费浪潮或也将出现。在此背景下，国内小家电龙头优势凸显。

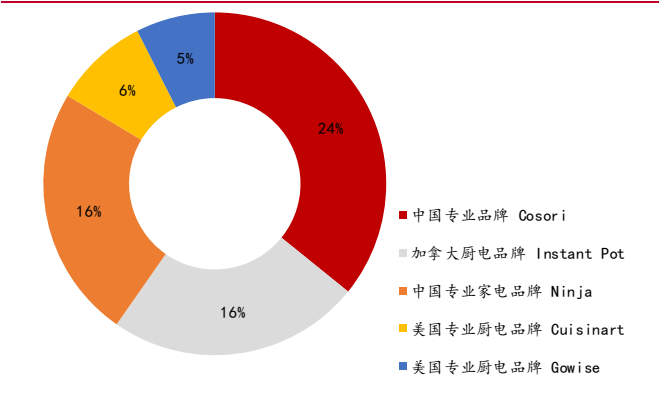
图表30：美国电商消费群体的年轻化、家庭小型化、Z世代消费崛起



资料来源：eMarketer，国联证券研究所整理

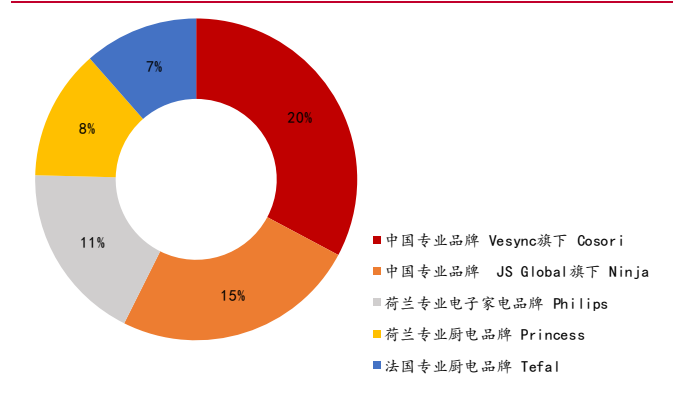
这一趋势下目前已经出现了优秀的中国代表品牌，比如 SharkNinja 公司（九阳股份的关联公司，由九阳大股东收购后开始快速发展）及 Vesync 公司（中国的跨境电商企业），凭借对消费者需求的把握、高效的产品迭代，二者在多个小家电品类中份额居前。我们列举美国、德国 2022 年的电商平台空气炸锅格局为例，中国专业品牌 Cosori、Ninja 均居于前三。

图表31：22年美国电商平台的空气炸锅份额（销售额）



资料来源：Statista，国联证券研究所

图表32：22年德国电商平台的空气炸锅份额（销售额）



资料来源：Statista，国联证券研究所

### (3) 高性价比，规模及供应链保障低成本

基于国内庞大消费规模，以及供应链聚集优势，大部分小家电、家居企业的产品国内制造成本较低，终端价格具备较大的竞争优势。我们仍以中国跨境电商的代表企业——Vesync 旗下的 cosori、levoit 品牌为例，空气净化器及煎炸器中，levoit 及 cosori 的品牌销额份额分别位居第一、第二，达到 28%、20%；但产品均价分别 153、110 美元，贴近行业均价中枢，低于大部分份额位居前 10 的品牌定价。

**图表33：2023年亚马逊平台的空气净化器、煎炸器品类中各品牌份额及均价**

空气净化器					煎炸器						
排序	品牌	销额(百万美元)	销量(千件)	均价(美元)	销额份额	排序	品牌	销额(百万美元)	销量(千件)	均价(美元)	销额份额
1	LEVOIT	383	2502	153	28%	1	ninja	115	862	133	22%
2	Blueair	199	793	251	14%	2	COSORI	107	970	110	20%
3	coway	87	389	224	6%	3	Instant Pot	60	558	108	11%
4	GermGuardian	60	542	111	4%	4	Chefman	35	402	87	7%
5	戴森 Dyson	58	109	532	4%	5	NuWave	15	115	130	3%
6	AROEVE	55	853	64	4%	6	Elite Gourmet	11	186	59	2%
7	HATHASPACE	46	145	317	3%	7	美膳雅 Cuisinart	11	84	131	2%
8	飞利浦 Philips	34	134	254	2%	8	Toshiba	10	32	313	2%
9	Elevate Your Home	31	116	267	2%	9	T-fal	10	81	123	2%
10	鲨客 Shark	31	112	277	2%	10	Emeril Lagasse	8.5	43	198	2%
行业合计		1388.8	10032.3	138	100%	行业合计		528.2	5007.2	105	100%

资料来源：iFinD，国联证券研究所整理

大部分家电龙头，基于较大的制造规模、优质的供应链管控，产品性能及成本在全球领先。其中，对于成本管控能力强，产品性价比极为突出的企业，有望在出海维度表现领先，典型如剃须刀龙头飞科电器、电连接龙头公牛集团、性价比可选小电龙头小熊电器、净水按摩龙头德尔玛等，而上述龙头也已逐渐将品牌出海列为战略发展的重点，后续海外业务增量也值得期待。

### 3.3 市场维度：海外产品价格更高，出海利润有保障

市场另一个关心的问题是，跨境电商企业能否获得较好的盈利能力。我们认为，尽管相比国内市场，跨境电商将新增部分运输成本，但综合考虑到国内外较大的价格差异，跨境电商整体利润仍是相对可观的。

下面我们以三个可比的纯跨境电商标的为例，并对其价值链进行拆分：

- **安克创新**，作为渠道综合、B2C 为主、品牌已具备影响力、小产品体积的跨境电商代表。安克创新是当前跨境电商发展规模最大、模式最成熟的公司代表之一，主营消费电子及小家电；品牌在海外已经具备影响力，渠道上也已发展出了近 30%的线下渠道，线上独立站也在逐步壮大。
- **致欧科技**，作为主攻线上、B2C 为主、大产品体积的跨境电商代表。致欧科技主营家居、家具产品，产品体积偏大，品牌也已初具影响力。以线上为绝对主流，且亚马逊贡献较大，B2C 模式为主。
- **Vesync**，作为亚马逊 VC 模式、小家电跨境电商代表。Vesync 绑定亚马逊渠道发展，且由 B2C 模式转向电商平台入仓（即 SC 模式转向 VC 模式），当前亚马逊合作模式为 VC 模式；主营小家电；品牌在部分品类中具备影响力。

**图表34：选择具备可比性的三个纯跨境电商标的**

公司	简介	分渠道 (亿元, 亿美元)			分产品	分区域	
安克创新	(1) 消费电子出海代表 (2) 收入规模大, 渠道模式成熟; 线上占比66%, B2C为主, 且有独立站。 (3) 产品体积小, 单品价值不高。	线上	Amazon	79.73	56%	充电类: 48.25%	北美50.90%
			其他第三方平台	8.04	6%	智能创新类: 30.82%	欧洲19.85%
			独立站	6.76	5%	无线音频类: 19.8%	日本12.60%
		线下	线上收入小计	94.53	66%	其他: 1.13%	中东5.35%
			线下收入小计	47.97	34%		中国大陆3.66%
			<b>收入合计</b>	<b>142.5</b>	<b>100%</b>		其他7.64%
致欧科技	(1) 家居出海代表 (2) 收入规模中等, 线上为绝对主流, B2C为主。 (3) 产品体积较大, 单品价值不高。	线上	Amazon	40.85	76%	家具系列: 48.09%	欧洲56.99%
			Wayfair	2.52	5%	家居系列: 34.74%	北美41.73%
			其他线上平台	6.96	13%	庭院系列: 9.89%	日本0.87%
		线下	线上收入小计	50.33	94%	宠物系列: 7.02%	其他0.41%
			线下收入小计	3.45	6%	其他产品: 0.26%	
			<b>收入合计</b>	<b>53.78</b>	<b>100%</b>		
vesync	(1) 小家电出海代表 (2) 收入规模中等, 亚马逊平台入仓为绝对主流。 (3) 产品体积中等, 单品价值不高。	亚马逊渠道 (亿美元)		4.10	84%	Levoit (空净及加湿器): 52.6%	北美75%
		非亚马逊渠道 (亿美元)		0.80	16%	Cosori (空气炸锅): 34.3%	欧洲22%
						Etekcitey (体重秤): 13%	亚洲3%
		<b>收入合计</b>		<b>4.90</b>	<b>100%</b>	others:0.1%	

资料来源: iFinD, 国联证券研究所整理

首先, 产业链拆分来看, 相比国内销售, 跨境电商将新增一部分“跨境运输费用”, 且“当地物流费用”也高于国内。

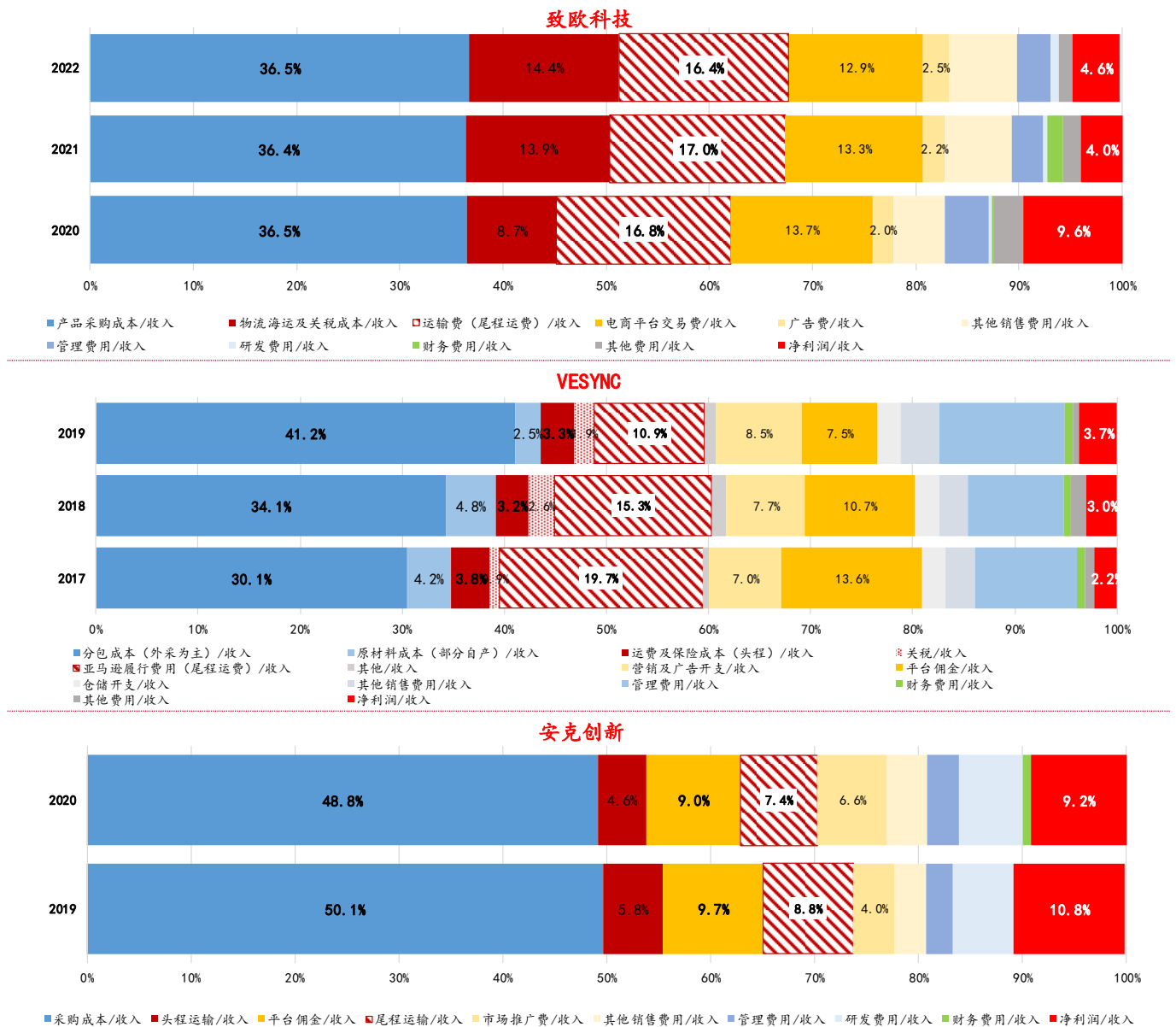
1) **跨境运输费用**: 一般称作“头程运费”, 即从国内出厂, 运往海外仓储的费用, 涉及跨境运费及关税; 目前大部分企业将该部分纳入营业成本核算。参考拆分, 头程运输费占收入的比例在 4%-6%之间; 若遇到部分品类关税提升 (如美国对中国部分产品收取 25%的关税)、海运费增加的时期, 该比例将上浮, 比如致欧科技在 2020-2022 年头程费用占收入 9%-15%。

2) **当地物流快递费用**: 一般称作“尾程运费”, 即由海外仓送至消费者的过程产生的费用, 部分企业将其纳入营业成本, 部分企业将其纳入销售费用。考虑到海外电商、物流及仓储体系没有国内成熟, 所以快递物流费用偏高; 且长期来看, 欧美市场人口居住密度小、人力成本也相对较高, 预计快递费水平将长期高于国内。参考拆分, 尾程运输费占收入的比例在 10%-20%之间; 亚马逊 FBA 模式或者其他第三方模式下, 大致费率居于 16%-17%。这一水平明显高于国内的物流费用, 我们参考可以比的、国内线上直营为主流的小家电品牌——北鼎股份 (苏泊尔、小熊等主要是经销商模式, 不涉及直接配送给消费者), 其 2017-2019 年的快递费 (公司寄给终端消费者) 占线上直营业收入的 4%-5%。

整体来看, 拆分“安克创新、致欧科技、VESYNC”的价值链, 新增的头程费用及更高尾程费用平均占公司收入的 20%-30%。此外, 值得关注的是, 致欧科技大体积产品的运输费用率高于 VESYNC 及安克创新的小体积产品运输费用率。而安克创新的尾程配送费用率明显偏低, 主要在于公司收入中还存在 30%左右的线下收入, 这部分则

不涉及尾程配送；若只拿安克创新的线上收入作为分母，则费用比例达到 11%-12%左右。VESYNC 随着 SC 模式转向 VC 模式，运输费用率大幅下行。

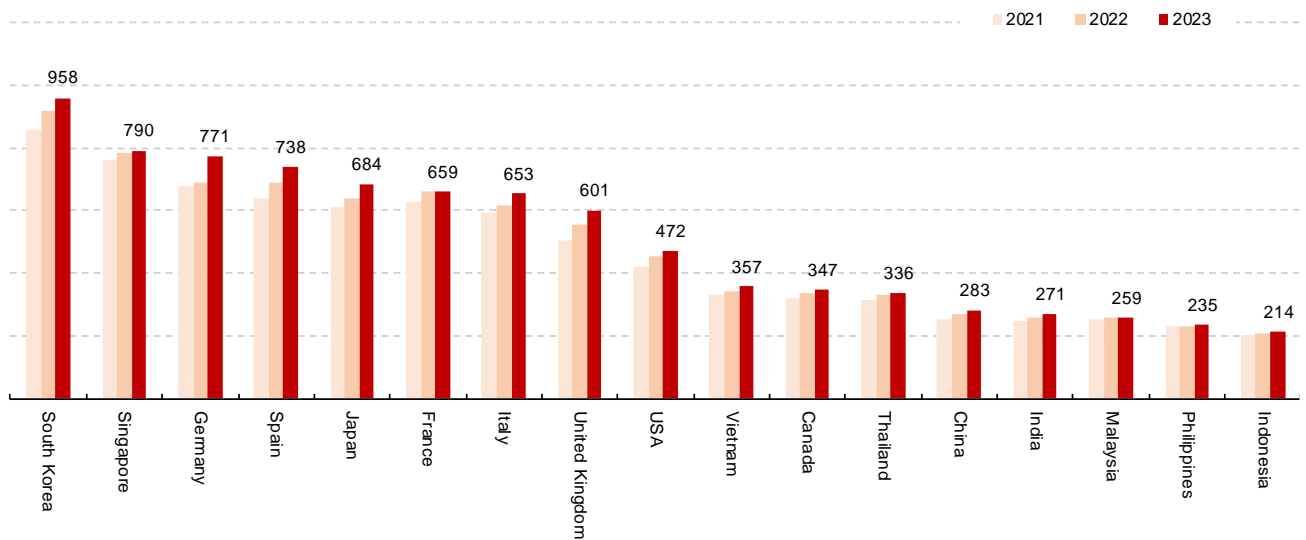
图表35：致欧科技、Vesync 及安克创新的价值链拆分



资料来源：iFinD，国联证券研究所整理

尽管跨境电商相比国内销售，高出的头程及尾程运输费用约占公司收入的 20%-30%；但综合考虑到欧美等发达市场的均价体系显著高于国内，整体跨境电商仍存在较大的产业利润。发达海外市场基于更高的消费水平，家电家居的产品价格体系明显高于国内。以小家电数据为例，欧睿国际数据显示南韩、德国、日本、英国、美国的小家电(除去空气处理产品的全部品类)销售均价分别是中国的 3.4、2.7、2.4、2.1、1.7 倍。

图表36：欧睿国际口径下，全球各区域小家电的产品零售均价



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理  
注：剔除空气处理产品，单位：人民币

整体来看，国内外零售端较大的价格差异大，保障了出海企业的利润空间，即使考虑跨境运输的新增成本、以及中国品牌在海外的折价，也依然有足够的利润空间。不过回溯近几年跨境电商企业的盈利表现，规模已经较大，且模式较为成熟的安克创新净利率稳定在8%以上；而其他企业的盈利能力波动较大、中枢并不高，我们认为主要原因应在于跨境产业本身发展处于早期，规模有限，各项费用率均偏高，且出海品牌处于早期培育期，营销费用投入要求较高。后续随着规模扩张，整体盈利能力有望逐步上行。

图表37：当前主要的出海企业的盈利表现

2022年年报	安克创新	致欧科技	赛维时代	华凯易佰	华宝新能	乐歌股份	Vesynco	子不语	星徽股份	恒林股份	吉宏股份	跨境通	九号公司	石头科技	科沃斯	极米科技
海外-收入占比	95%	99%	97%	99%	94%	91%	100%	100%	77%	76%	59%	43%	57%	53%	34%	19%
整体-收入(亿元)	142.5	54.6	49.1	44.2	32.0	32.1	33.9	30.7	23.5	65.1	53.8	72.5	101.2	66.3	153.2	42.2
整体-净利率	8.3%	4.6%	3.8%	5.5%	9.0%	6.8%	-3.3%	3.6%	-11.1%	5.2%	3.2%	0.2%	4.4%	17.9%	11.1%	11.9%
整体-毛利率	38.7%	31.6%	65.6%	37.9%	44.3%	34.4%	29.0%	76.6%	23.5%	21.8%	40.7%	11.4%	26.0%	49.3%	51.6%	36.0%
外销毛利率									27.7%	21.6%	58.3%	13.2%	30.9%	53.1%	44.6%	47.5%
销售费用率	20.6%	22.0%	56.2%	24.6%	27.4%	20.2%	18.2%	68.0%	21.0%	7.8%	29.3%	6.3%	9.1%	19.9%	30.2%	14.2%
管理费用率	3.3%	3.2%	2.8%	5.5%	4.3%	3.7%	14.2%	4.6%	8.5%	5.0%	2.9%	2.3%	5.9%	2.1%	4.2%	3.4%
研发费用率	7.6%	0.8%	1.0%	1.2%	3.7%	4.5%	-	-	2.0%	3.0%	2.8%	0.0%	5.8%	7.4%	4.9%	8.9%
财务费用率	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-1.1%	0.9%	0.3%	0.5%	-0.9%	-0.1%	0.1%	1.4%	-1.7%	-1.6%	-0.7%	-0.5%

资料来源：iFIND，国联证券研究所整理

## 4. 投资建议

小家电及部分家居品类或更加受益本轮跨境电商红利：一方面，由于无复杂售后环节、产品价值相对较低，小家电更适合线上销售，这一点在国内已有印证；另一方面，国内部分小家电具备技术及性能领先，迭代快能抓取消费者需求，同时基于本土制造优势，产品性价比突出，从而能从多个层面满足海外消费者需求。

至于市场担忧的盈利层面：基于价值链拆分，虽然国内出海新增了运输成本，中

国品牌在海外立足也隐含品牌折价可能性，但由于国内外零售价差较大，中国供应链成本低，小家电与家居跨境电商整体利润可观的。

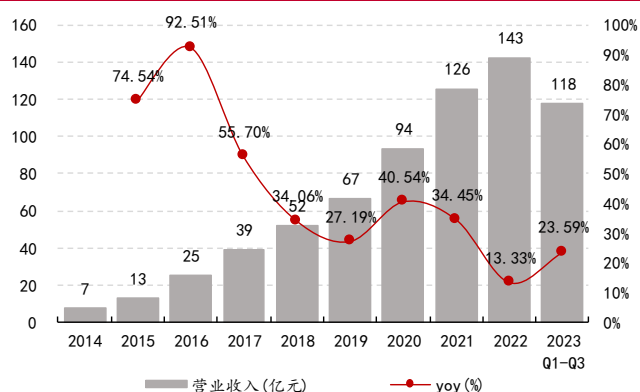
我们看好家电与家居品牌出海的长期发展，建议关注：(1) 品牌出海模式相对成熟，且品牌在海外已具备一定影响力的安克创新、致欧科技、VESYNC、石头科技、海信视像等；(2) 跨境电商产业链相关的服务商也将明显受益，关注自建海外仓的恒林股份、乐歌股份；(3) 面对出海机遇，开始积极寻求海外增量的传统龙头，其中产品性价比优势极为突出的企业有望率先获益，关注家居龙头梦百合、电连接龙头公牛集团、性价比小电龙头小熊电器、环境家居小电龙头德尔玛等。

#### 4.1 安克创新：消费电子出海先驱，高质量增长可期

安克创新是消费电子产品出海的先驱，拥有 Anker、soundcore、eufy、Nebula、Ankerwork、AnkerMake 六大品牌矩阵，主要产品包括数码充电电源、户外储能、清洁电器、户用安防、激光投影、无线音频等。公司于 2011 年成立，2012 年生产第一款超薄移动电源产品、2014 年推出无线音频类产品，入驻美国最大 BC 之一 Staples、2015 年上线国内电商旗舰店、2016 年推出智能创新类产品，入驻线下渠道 Best buy 和 Walmart，2020 年于创业板上市，2022 年与亚马逊云科技成立联合创新实验室。

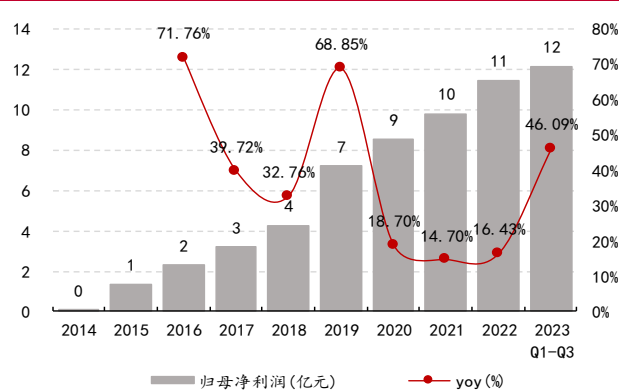
受益于全球消费电子行业的快速发展、海外市场的开拓，2016-2022 年公司营收从 25.07 亿元增长至 142.51 亿元，CAGR 为 33.59%，2023 前三季度收入增长 23.59%；2016-2022 年，归母净利润实现从 2.30 亿元增长至 11.43 亿元，CAGR 为 30.61%，2023 前三季度业绩增长 46.09%。

图表 38：2023 前三季度收入增长 23.59%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 39：2023 前三季度业绩增长 46.09%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

分品类看，充电类产品主要为 Anker 品牌的数码充电及周边产品、家用光伏和储能产品等，是公司产品销售收入的主要来源之一，22 年占营收 48%，也是公司持续、重点发展的产品领域；智能创新品类包括 eufy 智能家居、Nebula 激光智能投影产品及其他创新类产品系列，收入占比从 2016 年的 2% 提升到 2022 年的 31%，该领域已成为公司未来产品多元化的发展方向；无线音频类产品主要包括 Soundcore 品牌

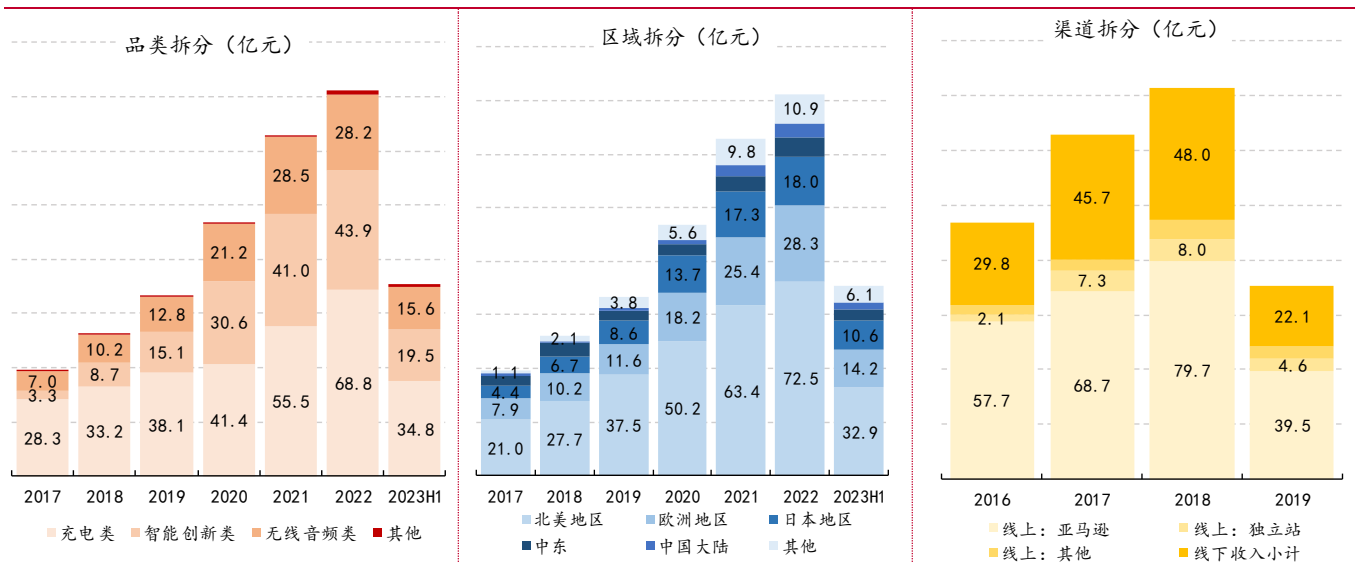


为主的无线音箱和蓝牙耳机等系列产品,2022年营收为28.22亿元,占总营收的20%。

分区域看,产品主要销往北美、欧洲、日本、中东等海外地区,22年分别占比51%、20%、13%、5%,外销整体占比为96%。在北美、欧洲、日本等成熟市场,公司稳扎稳打,依托于持续推出的优秀产品,加强市场推广力度。在新兴市场方面,公司大力开拓中东市场渠道,逐步推进在中国、东南亚、非洲、南美等新兴市场的布局。

分渠道看,22年线上收入占比66%,其中亚马逊为最大电商渠道,营收占比为56%,公司也积极开拓速卖通、ebay等知名电商平台的合作。20年公司加强独立站建设,22年收入为8.04亿元,营收占比达到6%;线下渠道主要通过全球大型KA、独立3C商店和专业渠道卖家等渠道销售。目前已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等全球知名连锁商超,以及日本零售巨头7-11便利店集团,在欧洲、澳大利亚、东南亚、南美等国家和地区的线下拓展也取得一定进展。

图表40: 安克创新的收入按照产品、区域及渠道拆分



资料来源: iFinD, 国联证券研究所整理

**看好安克创新的长期发展:** (1) 作为跨境电商先驱,公司综合实力突出;对外已积累了较强的品牌影响力及完善的渠道体系,对内研发创新能力、供应链实力较优; (2) 战略核心品类份额提升,多品类延伸发展,驱动新的收入增量。

我们预计公司2023-2025年收入分别为174.73/205.07/238.36亿元,对应增速分别为22.61%/17.37%/16.23%;实现归母净利润16.30/19.44/23.26亿元,对应增速分别为42.57%/19.26%/19.68%,EPS分别为4.01/4.78/5.72元/股,三年营业收入及归母净利润CAGR分别为18.70%/26.72%。参考可比公司,给予2024年20倍pe,对应目标价96元。首次覆盖,给予“买入”评级。

**风险提示:** 1) 跨境电商收入增速不及预期风险; 2) 海外经营环境和政策风险; 3) 人民币汇率波动风险。

图表41：安克创新财务与盈利预测汇总

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9352.63	12574.20	14250.52	17473.08	20507.42	23835.69
增长率 (%)	40.54%	34.45%	13.33%	22.61%	17.37%	16.23%
归属母公司股东净利润	855.93	981.73	1143.00	1629.62	1943.55	2326.02
增长率 (%)	18.70%	14.70%	16.43%	42.57%	19.26%	19.68%
销售净利率	9.57%	8.15%	8.31%	9.67%	9.82%	10.12%
每股收益 EPS (元)	2.11	2.42	2.81	4.01	4.78	5.72
市盈率 (P/E)	32.69	28.50	24.48	17.17	14.40	12.03
市净率 (P/B)	5.18	4.62	4.09	3.60	3.15	2.74

来源：iFinD、国联证券研究所预测

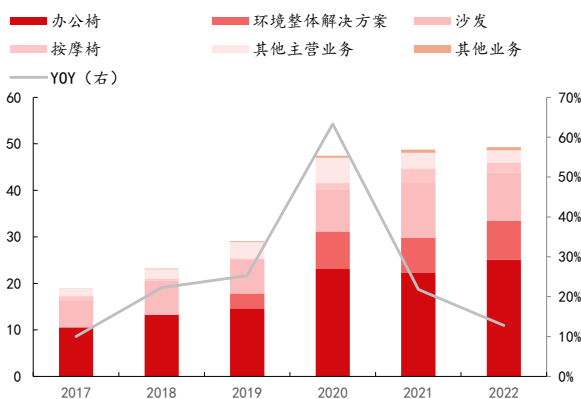
注：收盘价取自 2024 年 02 月 01 日计算；

## 4.2 恒林股份：办公椅出口龙头，大家居战略布局

公司于 1998 年成立，主要从事办公椅、沙发、按摩椅等健康坐具及民用家具产品研发、生产和销售的。公司于 2017 年公司在 A 股主板上市，随后开启了收购扩张步伐。2019 年公司收购瑞士办公家具行业排名第一的高端系统办公品牌 LO，2021 年收购以家庭厨柜、浴柜、衣柜、木门及空港设备柜台为主营业务的厨博士。2022 年公司收购永裕家居，进入 PVC 地板、墙板等领域。目前公司是国内最大的办公椅制造商和出口商之一，连续 13 年办公椅行业出口第一。

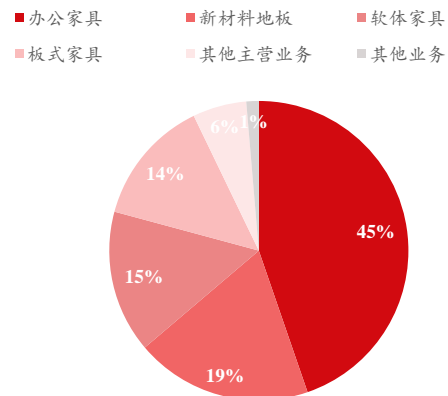
2017-2022 年营业收入 CAGR 达 28%。公司营业收入由 17 年的 18.96 亿元提升至 22 年的 65.15 亿元，5 年 CAGR 达 28.00%。2017-2022 年公司办公椅/沙发/按摩椅业务营业收入 CAGR 分别为 19%/12%/21%，拉动整体营业收入实现快速增长。从营业收入构成来看，2023H1 公司办公家具/新材料地板/软体家具分别占比 45%/19%/15%，办公家具仍为公司核心业务，新材料地板收入占比提升主要系 22 年公司收购永裕家居。

图表42：2017-2022 公司营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表43：2023H1 公司营业收入构成

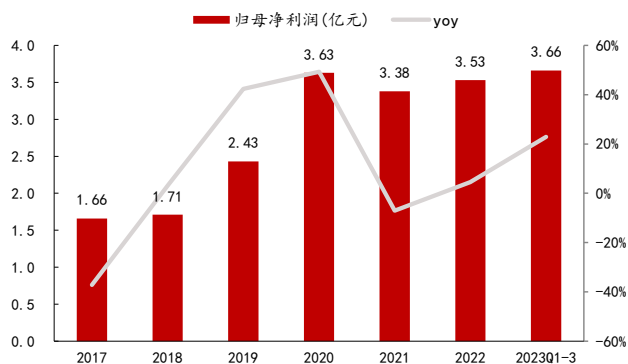


资料来源：iFinD，国联证券研究所

2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 16.29%。公司归母净利润由 17 年的 1.66 亿元

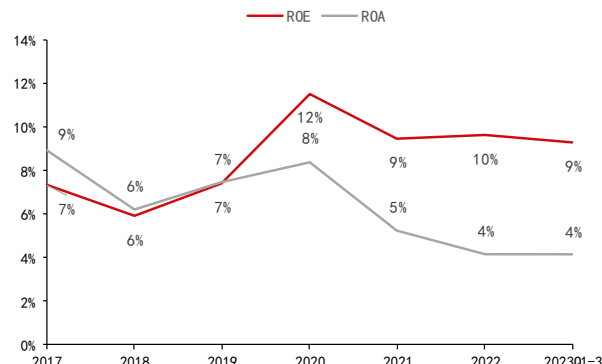
提升至22年的3.53亿元,近5年CAGR达16.29%。2020年公司归母净利润同比+49.25%,主要系公司于20年收购瑞士办公家具品牌L0。疫后公司归母净利润稳定恢复,2022/2023Q1-Q3分别实现归母净利润为3.53/3.66亿元,同比+4.5%/22.9%。公司盈利水平较为稳定,2021-2023Q1-Q3年公司ROE分别为9.48%/9.64%/9.30%。

图表44: 2017-2023Q1-Q3公司归母净利润(亿元)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表45: 2017-2023Q1-Q3公司ROE及ROA变化



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

**跨境电商高速增长,多品类布局践行大家居战略。**恒林与IKEA、NITORI等国际知名品牌建立长期合作关系、制造板块保持稳定的同时,OBM业务收入也稳步增长,当前公司已入驻亚马逊、Tiktok等跨境电商平台,并于美国布局海外仓,以降低租赁成本、提升规模效应,预计未来跨境电商将延续高增趋势。同时,公司收购瑞士办公椅品牌L0、定制家居品牌厨博士和PVC地板品牌永裕家居,多品类布局大家居战略。其中PVC地板优势明显、渗透率有望快速提升,永裕家居有望增厚公司业绩。

我们预计公司2023-2025年收入分别为80.96/95.75/112.40亿元,对应增速分别为24.26%/18.27%/17.39%;实现归母净利润4.46/5.46/6.62亿元,对应增速分别为26.38%/22.52%/21.21%,EPS分别为3.21/3.93/4.76元/股,三年营业收入及归母净利润CAGR分别为19.94%/23.35%。公司跨境电商业务增长迅速,大家居战略布局稳步推进;参考可比公司,给予2024年13倍pe,对应目标价51元。首次覆盖,给予“买入”评级。

**风险提示:** 1) 跨境电商收入增速不及预期风险; 2) 海外经营环境和政策风险; 3) 人民币汇率波动风险。

**图表46：恒林股份财务与盈利预测汇总**

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4743.09	5777.80	6514.93	8095.65	9574.73	11239.86
增长率(%)	63.34%	21.81%	12.76%	24.26%	18.27%	17.39%
归属母公司股东净利润	363.28	337.66	352.86	445.95	546.39	662.30
增长率(%)	49.25%	-7.05%	4.50%	26.38%	22.52%	21.21%
销售净利率	7.98%	5.78%	5.23%	5.50%	5.69%	5.88%
每股收益 EPS(元)	2.61	2.43	2.54	3.21	3.93	4.76
市盈率(P/E)	15.70	16.89	16.16	12.79	10.44	8.61
市净率(P/B)	2.04	1.89	1.74	1.55	1.38	1.21

来源：iFinD、国联证券研究所预测

注：收盘价取自 2024 年 02 月 01 日计算；

### 4.3 梦百合：记忆棉床垫领军者，全球化布局清晰

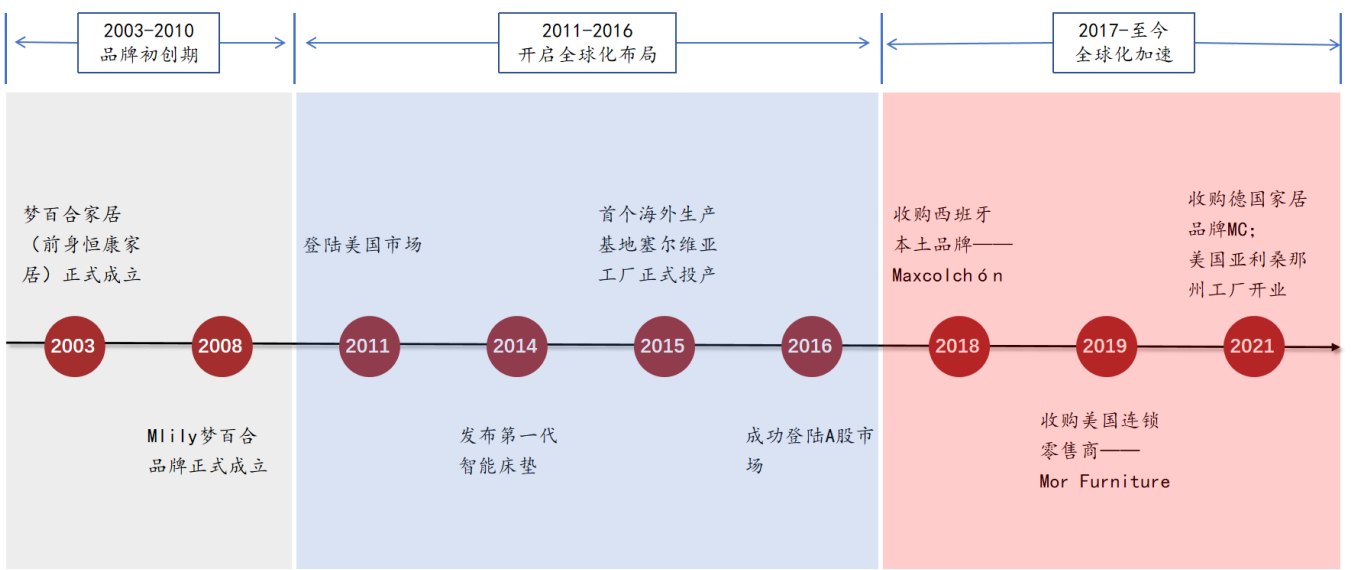
梦百合专注于记忆绵床垫、枕头及其他家居制品的研发、生产与销售，全球化战略布局清晰。公司自 2003 年成立以来，已在全球建立了多个研发中心和生产基地，包括中国、美国、塞尔维亚、西班牙和泰国。公司的发展历程可以分为三个阶段：初始阶段、全球化阶段和加速发展阶段。

**品牌初创期（2003-2010 年）：**2003 年，梦百合家居的前身南通恒康海绵制品有限公司成立。2008 年 5 月，Mlily 梦百合品牌正式推出，标志着公司进入了品牌发展的新阶段。

**开启全球化布局（2011-2016 年）：**2011 年，梦百合床垫登陆美国市场，并陆续进入英国、韩国、日本、德国等市场。2016 年，公司顺利登陆 A 股市场。

**全球化加速（2017 年-至今）：**2018 年，梦百合收购了西班牙本土品牌 Maxcolchón，进一步巩固了梦百合在全球市场的布局。2019 年 10 月，公司又收购了美国连锁零售商 Mor Furniture，加速了境外 OBM 业务的发展。与此同时，梦百合的美国工厂正式开业，标志着公司在全球化进程中又迈出了坚实的一步。进入 2021 年，梦百合与德国家居品牌 MC 达成合作，并在美国亚利桑那州开设了新的工厂，进一步扩大其全球影响力。

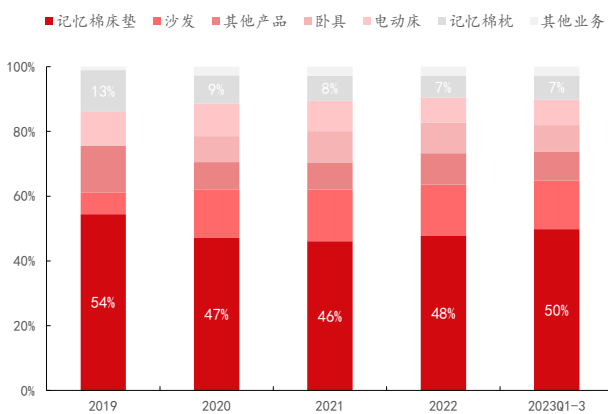
图表47：梦百合发展历程



资料来源：梦百合公司官网，国联证券研究所整理

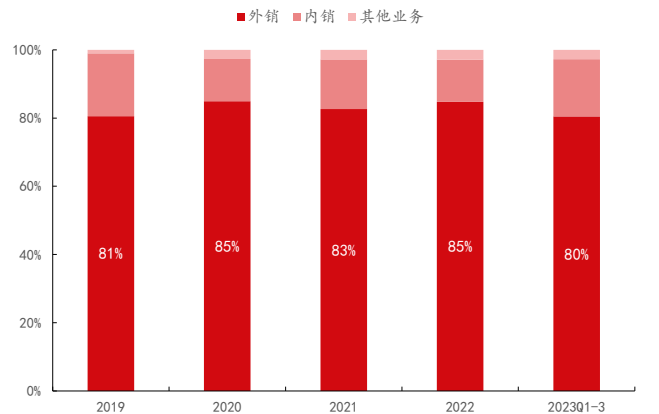
公司业务以外销为主，记忆棉产品收入占比超 50%。1) 产品结构方面，公司的产品矩阵囊括了记忆绵床垫、记忆绵枕头、沙发、电动床、卧具以及其他家居制品六大板块。2023Q1-3，这六大板块的营收占比分别为 50%、7%、15%、8%、8%和 9%，其中记忆棉产品合计收入占比达到 57%。2) 地区结构方面，2019 年以来，公司外销收入占比持续超过 80%，多年来内外销结构维持相对稳定。

图表48：记忆棉产品收入占比超 50%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

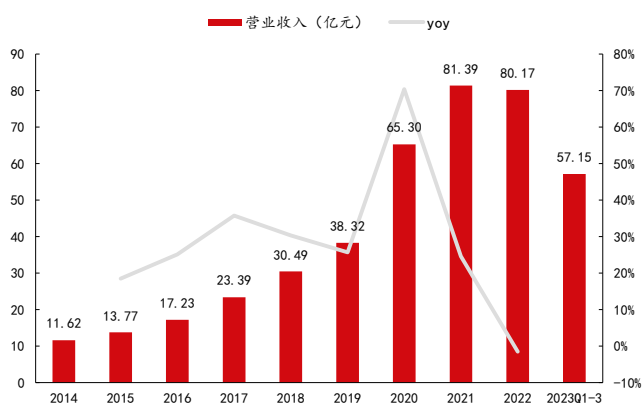
图表49：外销收入占比超 80%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

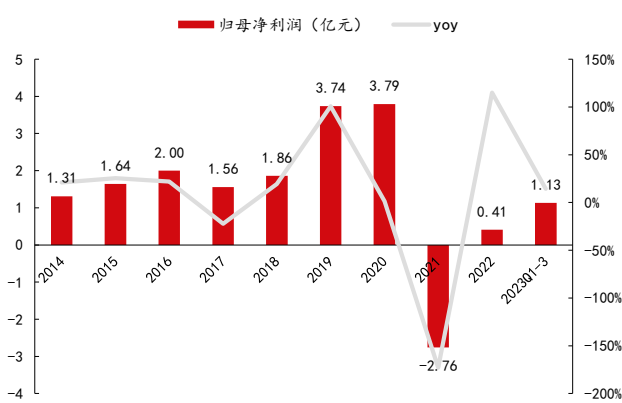
营收利润恢复增长，海外电商表现突出。2014-2021 年公司收入 CAGR 达 32.1%，营收稳健增长，2022 年公司收入受到疫情、国际局势动荡等多重因素影响短期承压。2023Q3 公司实现营收 21.1 亿元，同比+6.5%，实现归母净利润 1531 万元，同比+1.5%，营收利润均恢复增长。2023Q1-3，海外电商业务实现营收 6.2 亿元，同比+152.3%，23 年海外电商业务表现亮眼。

图表50: 梦百合 2014-2023Q3 营业收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表51: 梦百合 2014-2023Q3 归母净利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

**自主品牌保持较快增长, 持续发力海外市场。**公司近年来逐步建立“MLILY”、“MLILY 梦百合”等自主品牌, 持续发力海外市场的同时, 加快深耕国内线上线下一体化的新零售模式, 并与知名酒店合作推出“0 压房”床垫, 多渠道布局销售网络, 自主品牌保持较快增长, 同时公司收购的美国 MOR、西班牙 MATRESSES 等销售渠道亦呈现出较好的协同效应。此外, 2023 年美国发起第三轮床垫反倾销调查, 涉及墨西哥、意大利等多个国家, 公司在美国已建立美东、美西工厂, 或将潜在受益。

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 80.57/95.08/112.67 亿元, 对应增速分别为 0.50%/18.00%/18.50%; 实现归母净利润 1.28/2.33/4.03 亿元, 对应增速分别为 210.23%/81.22%/73.23%, EPS 分别为 0.22/0.41/0.71 元/股, 三年营业收入及归母净利润 CAGR 分别为 12.01%/113.55%。梦百合作为记忆棉床垫领军者, 全球化布局战略清晰, 自主品牌稳定增长, 未来或将受益于第三轮床垫反倾销。

估值来看, 由于公司盈利近年来受负面拖累较大, 处于逐步修复中, 对应 23、24 年的静态估值相对偏高, 分别对应 41、23 倍 pe。我们以 PEG 来看, 公司近年来盈利能力恢复趋势确定, 业绩增速弹性突出, 23-25 年两年业绩 CAGR 为 77%, 对应 24 年 PEG 为 0.29; 综合考虑到代工企业估值体系相对自主品牌有所折价, 且公司阶段性盈利波动较大, 给予 0.40PEG, 则对应 24 年估值为 31 倍 pe, 目标价 13 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 1) 自有品牌及跨境电商收入增速不及预期风险; 2) 海外经营环境和政策风险; 3) 人民币汇率波动风险。

**图表52：梦百合财务与盈利预测汇总**

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6530.13	8139.25	8017.24	8057.33	9507.65	11266.57
增长率 (%)	70.43%	24.64%	-1.50%	0.50%	18.00%	18.50%
归属母公司股东净利润	378.59	-275.53	41.36	128.31	232.52	402.81
增长率 (%)	1.31%	-172.78%	115.01%	210.23%	81.22%	73.23%
销售净利率	6.38%	-3.31%	0.65%	1.79%	2.75%	4.02%
每股收益 EPS (元)	0.66	-0.48	0.07	0.22	0.41	0.71
市盈率 (P/E)	13.91	-19.11	127.34	41.05	22.65	13.07
市净率 (P/B)	1.48	1.81	1.77	1.70	1.60	1.44

来源：iFinD、国联证券研究所预测

注：收盘价取自 2024 年 02 月 01 日计算；

## 5. 风险提示

1、海外相关政策风险：跨境电商的机遇主要依托于健康公平的海外经营环境，若海外出台部分政策对跨境电商平台进行针对性限制；那么对应的企业将面临较大的经营波动。

2、关税、运费变动风险：跨境电商需求商品在国家与国家之间流通，涉及到关税收取以及运费；如果短期关税大幅波动、运费大幅波动，将对跨境电商企业的产品价格优势、盈利能力产生较大的负面影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼