



## 买入（首次）

所属行业：轻工制造/家居用品  
当前价格(元)：22.91

### 证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

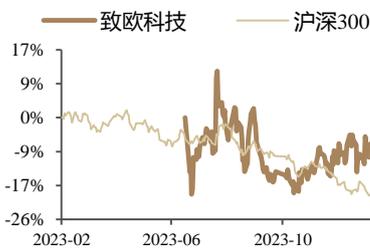
张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.75	-0.10	5.05
相对涨幅(%)	-0.75	8.01	16.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 致欧科技（301376.SZ）：线上家居出海领跑者，柔性供应链打造极致性价比

## 投资要点

- 出海家居领跑者，对标线上宜家。**公司定位全球互联网家居领先品牌，旗下SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA三大子品牌以精品模式覆盖家具家居、庭院、宠物系列产品，于亚马逊平台线上经营向美国、欧洲、日本等地出口。2023年以来显著受益于跨境运费与家居原料价格下行影响，叠加海外去库近尾与需求回暖，成本费用端明显收缩带动降本增效与业绩修复，前三季度公司实现收入41.36亿元，扣非净利/归母净利3.13/2.86亿元，分别同增79.3%/67.1%。
- 跨境电商扩容正当时，线上家居性价比出海。**欧美电商零售高速扩容，至2022年行业规模分别达7437/10781亿美元，其中线上家具市场2018-2022年CAGR达15.77%/20.14%，通胀压力下家居价格于2022年底启动回调。凭借优质供应链与制造基础，2021年我国以869亿美元体量位列家具出口第一大国。从平台来看，主流电商平台亚马逊受1)供应链干扰减退，成本端得到控制；2)中小型家居行业竞争加剧；3)欧美宏观经济承压致消费力受损，中小型家居降价明显，性价比引领决策。
- 产品打法以选品、推新、性价比构筑精品核心优势。**1)选品力：来自海外需求的精准洞察与精品模式打法，公司以海外子公司本土经营模式敏锐捕捉用户需求动态与反馈跟踪，精品模式更重设计研发与产品生命周期。2)推新力：来自小单快返的柔性供应链在家居品类的复刻，以自主研发+合作开发+选品的2+1模式打造敏捷性供应体系，至2022年末细分品类达303个，SPU超3300个，自研收入占比达31.66%，可看图打板迅速推新，以小批量订单试水后进行规模化生产。3)性价比：来自供应链整合与集聚优势，追求低单价、高频次、多订单，2018-2022年近80%单笔订单金额不超过1000元，以极致性价比走向出海之路。
- 背靠亚马逊顶级流量，物流仓促高效履约。**1)前端渠道力：公司当前接近84%的B2C与43%的B2B收入来自亚马逊平台，深刻掌握平台流量特点，并结合大数据深度挖掘用户数据，进行精准营销推广，至2022年2月末，公司于法国、德国、西班牙、意大利等亚马逊第三方卖家全品类排名中分别位列第3/9/5/6名，多款爆品常年位居亚马逊Best Seller与Amazon's Choice。2)后端履约力：兼收并蓄，以平台仓+三方仓+自建仓模式进行灵活配送，平衡成本与时效风险。对于小件产品采取亚马逊FBA服务，大件产品通过海外自营仓履约，并于销售旺季采取三方仓作为补充。当前公司于海内外自营仓面积已超28万平方米，募投项目在建自营仓面积超18万平方米。
- 盈利预测与投资建议：**致欧科技为精品家居出海龙头，已构筑小单快返、极致性价比的柔性家居供应链，当前显著受益于海外渠道去库近尾与需求复苏，对标宜家，未来高度看好公司在品类拓展与渠道驱动下的成长空间。我们预计公司2023-2025年实现收入60.7/73.6/88.9亿元，同比增长11.3%/21.2%/20.8%，归母净利润4.09/5.13/6.24亿元，同比增长63.3%/25.6%/21.6%，当前对应2024年PE18倍，致欧科技作为家居出海标杆，在细分赛道具备明显竞争优势，对比业内优质龙头公司，估值仍有提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**海外宏观经济风险；行业竞争加剧风险；第三方平台经营风险。

**股票数据**

总股本(百万股):	401.50
流通 A 股(百万股):	35.67
52 周内股价区间(元):	17.12-31.99
总市值(百万元):	9198.37
总资产(百万元):	5,073.00
每股净资产(元):	7.46

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,074	7,363	8,894
(+/-)YOY(%)	50.3%	-8.6%	11.3%	21.2%	20.8%
净利润(百万元)	240	250	409	513	624
(+/-)YOY(%)	-36.9%	4.3%	63.3%	25.6%	21.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.62	1.02	1.28	1.55
毛利率(%)	32.6%	31.6%	33.8%	34.1%	34.2%
净资产收益率(%)	15.6%	13.8%	13.2%	14.2%	14.7%

资料来源: 公司招股书 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 全球线上家居品牌，优质供应链出海领跑者 .....	6
1.1. 出海家居领跑者，对标线上“宜家” .....	6
1.2. 股权结构高度集中，头部电商加持赋能 .....	7
1.3. 供应链降本增效，盈利能力显著回暖 .....	8
2. 跨境电商扩容正当时，线上家居性价比出海 .....	11
2.1. 欧美电商需求广阔，家居市场高速增长 .....	11
2.2. 亚马逊 B2C 模式独占鳌头，中小卖家成长机遇凸显 .....	15
3. 家居性价比消费领军者，内外兼修全面增效 .....	18
3.1. 产品端：精品打法内外兼修，性价比打造核心优势 .....	18
3.1.1. 研发导向洞悉需求，催动产品扩容提质 .....	18
3.1.2. 三大品牌铺陈全场景，中小型家居主打性价比消费 .....	21
3.2. 背靠亚马逊顶级平台，本土化营销雕琢品牌 .....	24
3.3. 仓储物流双优化，加强履约端费用把控 .....	27
3.3.1. 供应链全程精细化，合作/管理/信息化多面打造极致效率 .....	27
3.3.2. 全球仓储布局完备，资源合理分配降本增效 .....	28
4. 盈利预测与投资建议 .....	32
5. 风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1：公司全球布局高速推进 .....	6
图 2：公司股权结构集中（至 2023 年 11 月 20 日） .....	7
图 3：公司营收短期承压后走向反弹（单位：亿元） .....	8
图 4：公司归母净利润大幅回暖（单位：亿元） .....	8
图 5：2018-2023H1 公司分产品营业收入情况（单位：亿元） .....	9
图 6：公司营收主要来源于家居和家具系列产品 .....	9
图 7：2018-2023H1 公司分地区收入占比（%） .....	9
图 8：2018-2022 分平台收入占比（%） .....	9
图 9：2020-2023Q1-Q3 公司与可比同业毛利率（原收入准则） .....	10
图 10：2023 年 Q1-Q3 以来公司毛净利率实现回暖 .....	10
图 11：2018-2023 年 9 月中国出口集装箱运价指数（CCFI）变化 .....	10
图 12：中国家居产品相关原材料价格指数（上年同月=100） .....	10

图 13: 2018-2023Q1-Q3 公司期间费用率变化 .....	11
图 14: 2020-2022 公司主营业务成本占营业收入比重拆分 .....	11
图 15: 2017-2022 年欧洲及美国电商零售额情况 (单位: 亿美元) .....	11
图 16: 欧美电商占总零售额比例相对较低.....	11
图 17: 2017-2022 年欧美家具市场规模情况 (亿美元) .....	12
图 18: 2017-2022 年欧美线上家居市场规模持续增长 (亿美元) .....	12
图 19: 2018-2023 年 4 月美国城市平均家居及床上用品价格指数 .....	12
图 20: 2018-2023H1 欧盟家居、家用设备及维护 HICP 通胀率 .....	12
图 21: 我国跨境电商市场规模高速增长 (单位: 万亿元) .....	13
图 22: 2022 年跨境电商出口占总出口额过半 (单位: 万亿元) .....	13
图 23: 我国跨境电商以出口为主 .....	13
图 24: 2021 年中国家具出口额在前十大出口国中占比过半.....	13
图 25: 2018-2024 年美国住宅销售情况 (单位: 万套) .....	13
图 26: 2021 年前十大家具进口国进口额情况 (单位: 亿美元) .....	13
图 27: 2022 年西欧电商零售市场竞争格局.....	15
图 28: 2022 年美国电商零售市场竞争格局.....	15
图 29: 亚马逊 3P 销量占比不断提升.....	15
图 30: 我国卖家占亚马逊第三方卖家数量比重超六成.....	15
图 31: 亚马逊顶级卖家中我国占比提升 .....	16
图 32: 2018-2023 年亚马逊美国站中小型家居均价情况 (美元) .....	16
图 33: 2019-2023 年亚马逊美德国站中小型家居均价情况 (美元) .....	16
图 34: 2019-2021 年欧美家居市场 CR5 变化 .....	17
图 35: 2019-2021 年公司在主要市场市占率.....	17
图 36: 2021 年欧洲家居市场竞争情况 .....	17
图 37: 2021 年北美家居市场竞争情况 .....	17
图 38: 公司研发费用率持续提升 (单位: 百万元) .....	18
图 39: 公司研发人员数 (人) 及占比.....	18
图 40: 公司自主研发模式流程.....	19
图 41: 公司合作研发模式流程.....	19
图 42: 公司持续扩大产品款式数 .....	20
图 43: 公司分研发模式收入占比 .....	20
图 44: “蘑菇式”模型理论产品设计, 模块化零件组装多样产品 .....	20
图 45: 公司品牌矩阵 .....	22

图 46: 2020-2022 年公司主要产品平均销售单价 (元/个、元/件)	23
图 47: 公司单笔订单金额相对较小	23
图 48: 公司热销产品价格较低 (欧元)	23
图 49: 2021-2022 年公司产品 SPU 及细分品类数量 (个)	24
图 50: 公司主要产品市占率较高	24
图 51: 公司 B2C 销售毛利率相对较高	25
图 52: 2022 年公司 B2B/B2C 模式分销售渠道占比	25
图 53: 2018-2023H1 公司于亚马逊平台收入 (单位: 亿元)	26
图 54: 2019-2022 年公司自营平台收入 (单位: 亿元)	26
图 55: 2018-2022 年公司广告费用投入持续扩大 (亿元)	27
图 56: 公司植树造林公益项目	27
图 57: 公司供应商管理及评价体系	28
图 58: 产品采购与交付流程图	28
图 59: 公司仓储物流模式	29
图 60: 公司自营仓收入占主营业务收入比例显著提升 (%)	29
图 61: 公司运输费用率持续改善 (单位: 亿元)	29
图 62: 2022H1 欧洲地区分物流模式收入占比 (%)	30
图 63: 2022H1 北美地区分物流模式收入占比 (%)	30
图 64: 公司海外仓分布图	31
表 1: 公司募投项目紧扣多个增效重点	6
表 2: 公司核心人员简介	7
表 3: 公司过往完成 4 轮股权激励	8
表 4: 电子商务相关法律法规及政策	14
表 5: 公司主要竞争企业简介	17
表 6: 公司近年所获设计奖项	18
表 7: 公司在研项目	21
表 8: 公司产品矩阵及使用场景	22
表 9: 公司应用系统研发技术模块及创新优势介绍	27
表 10: 公司存货库龄情况 (单位: 万元)	31
表 11: 公司分产品盈利预测 (单位: 百万元)	32
表 12: 可比公司估值一览 (截至 2024 年 2 月 4 日)	33

## 1. 全球线上家居品牌，优质供应链出海领跑者

### 1.1. 出海家居领跑者，对标线上“宜家”

专研自有品牌家居产品，面向欧美扬帆出海。公司成立于2010年，发展逾十载已深耕出海家居赛道，定位“全球互联网家居领先品牌”，主要于亚马逊、ManoMano、eBay等头部电商平台面向欧洲、北美、日本等地市场经营自有品牌家居产品的研发、设计与销售，为锚定线上版“宜家”的一站式家居品牌商。当前公司以集团母品牌SONGMICS HOME总领旗下三大子品牌SONGMICS、VASAGLE及FEANDREA，覆盖家居、家具、宠物家居等品类，已形成室内+庭院等多样化的产品矩阵。

资本加持全球化布局高速推进。公司创始人宋川先生在2007年于德国汉堡创业进行线上外贸业务，于2010年正式成立郑州致欧进出口贸易有限公司从事跨境电商营运。公司首个于亚马逊平台销售的家居自有品牌SONGMICS于2012年创立，标志着品牌化之路的开启，并逐步深入德国、走向北美、日本市场，打开全球业务的营运版图。此后公司加速扩张步伐，推进销售平台与品牌的双向扩张，相继创立风格家具品牌VASAGLE及宠物家居品牌Feandrea，并于2018年获安克创新与IDG资本领投的A轮融资，资本加持下公司入驻ManoMano、Cdiscount等海外头部电商平台，接连进入亚马逊荷兰、瑞典、比利时、巴西等市场营运。

图 1：公司全球布局高速推进



资料来源：公司公告、公司官网、爱企查、德邦研究所

IPO上市助力仓储物流等供应链竞争力全面提升。2023年公司完成IPO，正式登陆深交所创业板，首次公开发行所募资金主要用于投资仓储物流、运营管理、研发设计三大升级项目，具体内容包括新增18.1万平方米仓储面积、升级信息系统并引进IT人才、升级现有研发设计中心等。除补充流动资金外，三大募投项目总投资额约11.86亿元，强化仓储、物流、营运与研发能力，推进优质供应链出海。

表 1：公司募投项目紧扣多个增效重点

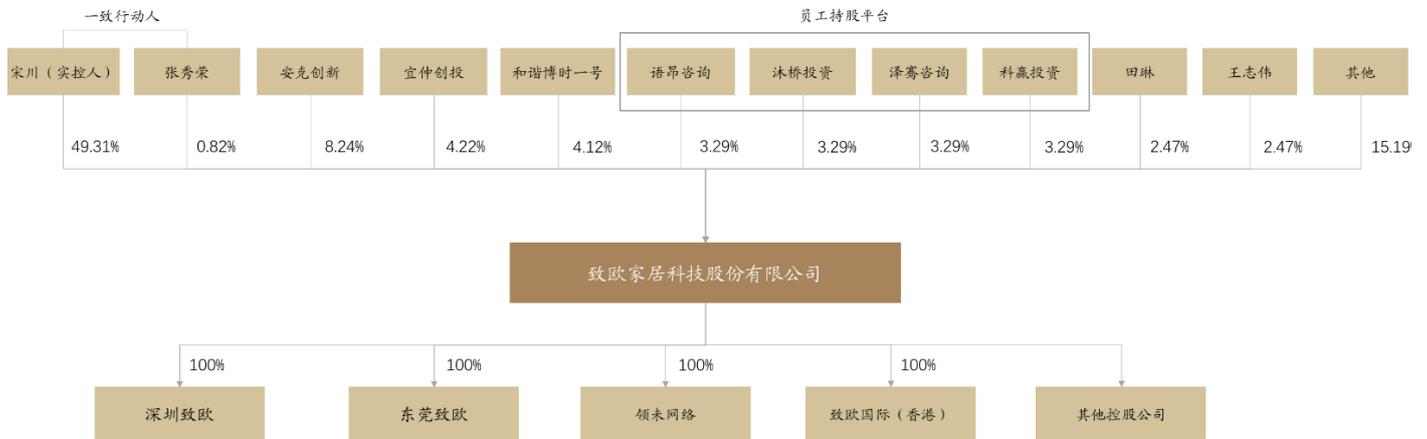
项目名称	投资额 (亿元)	主要内容
仓储物流体系扩建项目	5.17	在东莞、宁波、福州、青岛以及美、德、英、墨西哥等地租赁场地建设仓储物流中心，仓储面积合计18.1万平方米，其中国内/国外仓分别为4/14.1万平方米。
郑州总部运营管理中心建设项目	3.51	建设信息系统升级项目、品牌营销传播中心项目、供应链管理中心项目、客户服务中心项目以及海外营销中心项目
研发设计中心建设项目	3.18	升级建设研发设计中心，建设创新培训中心和视觉创意中心
补充流动资金	3.00	补充营运资金，满足规模扩张带来的资金需求，优化财务结构
<b>合计</b>	<b>14.86</b>	

资料来源：公司招股书、德邦研究所

## 1.2. 股权结构高度集中，头部电商加持赋能

创始人家庭持股过半，头部电商参股加强产业赋能。公司股权结构高度集中，至 2023 年三季度末实控人即创始人宋川先生及其母张秀荣女士共持有公司 50.13% 股份，四大员工持股平台合计持股比达 13.16%，外部投资者中，精品跨境电商龙头安克创新为公司第二大股东，自 2018 年起开展战略性投资，高度重视公司发展并多次追加份额，对于跨境出海以及亚马逊平台销售具备充分理解，有望以自身成熟的营运体系与管理经验赋能公司的业务成长。公司旗下全资持有东莞致欧、深圳致欧、领未科技、致欧国际等子公司，分别从事集团旗下供应链管理、商品进出口、B2B 销售与海外销售业务。

图 2：公司股权结构集中（至 2023 年三季度末）



资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

核心管理层产业背景雄厚，专业经验丰富。董事长、总经理宋川先生作为公司创始人，在跨境家居电行业资历深厚，自创业以来将公司业务由德国拓展至欧洲、北美等地，曾任 Songmics GmbH 首席执行官、Wuppessen 董事、三木公司董事，领导公司完成品牌化转型等多轮升级。副总经理刘书洲、边江华、陈兴先生分别负责公司财务、大销售体系、大供应链体系，专业领域储备充足，从业经验丰富，多维度保障公司卓越管理水平。高管团队中董事赵东平先生为跨境电商龙头安克创新董事、总经理，可以丰厚营运经验与管理能力赋能公司高质量成长。

表 2：公司核心人员简介

核心人员	职位	主要履历
宋川	董事长、总经理	公司创始人，曾任致欧有限监事、执行董事（董事长）兼总经理
秦永吉	副总经理、董事会秘书	曾任致欧有限投融资总监、河南思维自动化设备公司总裁办主任、证券事务代表等
刘书洲	副总经理、财务总监	曾任致欧有限财务部高级经理、北京易速普科技财务总监兼董事会秘书、珠海格力电器财务经理等
边江华	副总经理、大销售体系负责人	曾任优品生活首席执行官、亿科集团副总裁、金升阳科技营销总监
陈兴	副总经理、大供应链体系负责人	曾任深圳道通科技公司供应链中心副总经理、中兴通讯公司供应链管理部部长、质量科科长
李昆鸿	设计中心总监	曾任紫光计算机公司亚太办事处总经理、昕诺飞中国全球设计中心高级总监兼亚太负责人等
王森帅	信息技术中心高级经理	曾任致欧有限 IT 经理、高级经理、郑州正信科技公司开发组长；
李耀华	信息技术中心主管	曾任郑州正信软件工程师、郑州信源软件工程师、郑州峰蜗牛软件高级工程师等

资料来源：公司招股书、企查查、Wind、德邦研究所

以股权调动员工积极性，四轮激励共实行 2.4 亿元。公司旗下拥有科赢投资、语昂咨询、沐桥投资、泽睿咨询等四大员工持股平台，合计持股比达 13.16%

(各平台持股 3.29%)，通过实施股权激励绑定中高管、核心岗位员工、研发人员等个人利益，有助于充分激发员工工作积极性，保障公司核心人才活力。2017-2020 年间，公司实施共 4 次股权激励，合计共授予股数 691.44 万股，股份支付费用共计达 2.38 亿元，有利于公司可持续发展，共享成长价值。

表 3：公司过往完成 4 轮股权激励

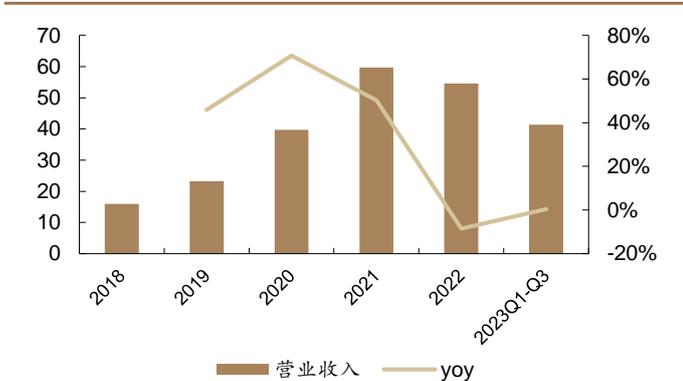
股权激励	时间	授予人数	授予股数 (万股)	股份支付费用 (万元)
首次	2017 年 12 月	19	284.54	5352.64
第二次	2018 年 5 月	4	238.42	4489.78
第三次	2019 年 4 月	83	136.64	5821.49
第四次	2020 年 6 月	17	31.84	8138.13
总计	/	/	691.44	23802.04

资料来源：公司招股书、德邦研究所

### 1.3. 供应链降本增效，盈利能力显著回暖

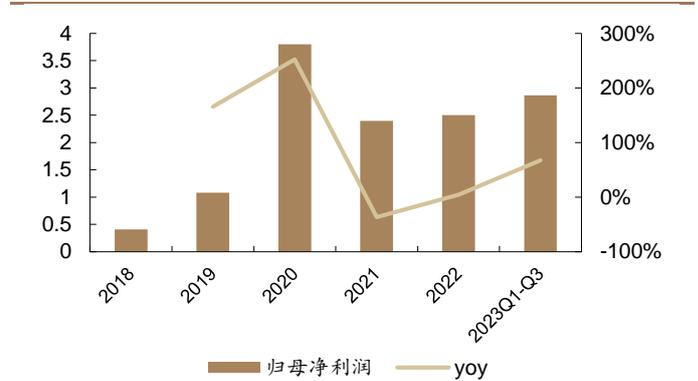
**海运成本优化与汇率利好，盈利能力明显修复。**2018-2022 年以来公司整体维持较快盈利增速，近 4 年营收 CAGR 达 36%，归母净利润 CAGR 达 57.5%。其中 2021 年受海运价格上升与人民币汇率下行等因素影响，归母净利润同比下降 36.93% 至 2.40 亿元；2022 年受海外后疫情时期线上市场竞争更加激烈与欧美高通胀环境影响，消费环境有所受挫，叠加 2022 年下半年以来公司主动淘汰积压库存，2022 年公司营收同降 8.6% 至 54.55 亿元，净利润同增 4.3% 至 2.50 亿元。2023 年前半年，海外消费环境走向复苏，公司库存积压逐步出清，产品矩阵优化后新品表现优异，叠加海运费下降与汇率成本优化，2023 年 Q1-Q3 实现收入 41.4 亿元，同比增长 0.4%，归母净利润 2.9 亿元，同比增长 67.1%。

图 3：公司营收短期承压后走向反弹 (单位：亿元)



资料来源：ifind、公司招股书、公司公告、德邦研究所

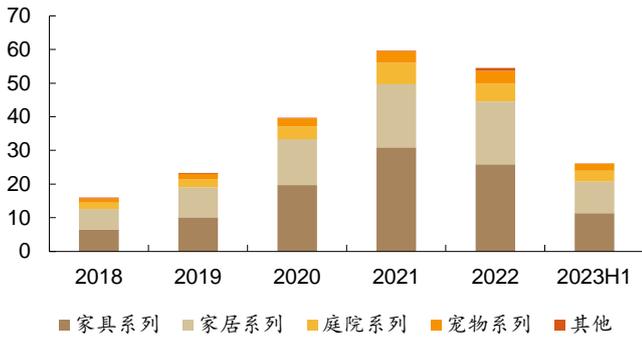
图 4：公司归母净利润大幅回暖 (单位：亿元)



资料来源：ifind、公司招股书、公司公告、德邦研究所

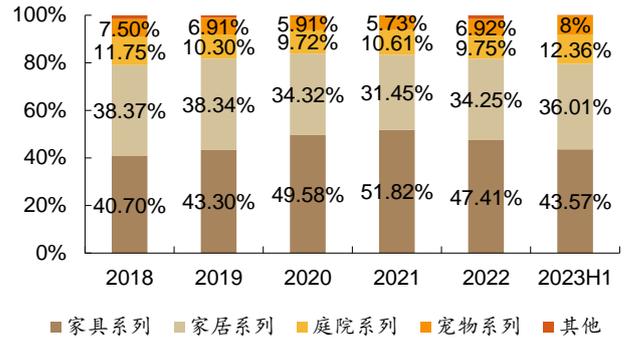
**家具&家居系列占比近 80%，宠物系列占比稳健提升。**公司主要业务可按场景分为家具、家居、庭院、宠物四大类别，其中家具系列主要包括生活家具（电视柜、浴室柜、床头柜等）和办公家具（办公桌、书架、办公椅等），家居系列主要包括收纳类（收纳柜、鞋盒等）、用具类（衣帽架、衣撑等）和装饰类（照片墙、窗帘等）。家具与家居类产品为公司主要收入来源，2022 年收入分别达 25.86/18.68 亿元，合计占总营收比达 81.66%，整体份额相对稳定。2022 年庭院/宠物系列营收占比则为 9.75%/6.92%，其中宠物系列营收 2021 年以来保持增长，主要系狗笼等价格相对较高的宠物用品销售占比提高以及产品销售均价较高的北美市场销售占比显著上升。

图 5: 2018-2023H1 公司分产品营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

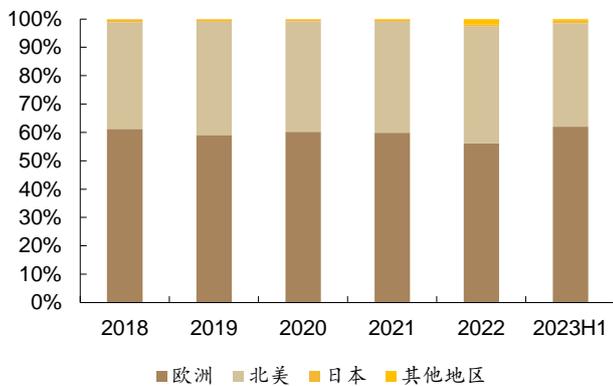
图 6: 公司营收主要来源于家居和家具系列产品



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

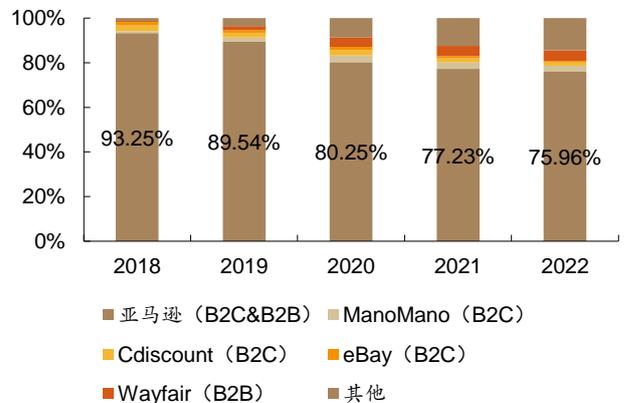
**主攻欧美市场, 亚马逊平台销售占比超 70%。**分地区看, 公司前两大销售市场为欧洲/北美地区, 2022 年营收分别为 30.65/22.44 亿元, 占总营收比例为 56.18%/41.14%, 2018-2022 年公司北美营收占比整体提高, 欧洲营收占比则对应有所下降。2023H1, 受北美高通胀环境制约, 公司分散单一区域经营风险, 欧洲营收占比显著回升。从销售方面看, B2C 为公司主要销售模式, 亚马逊为公司主要销售平台, 2020-2022 年公司在亚马逊 B2B+B2C 销售收入分别为 31.8 亿元/46.0 亿元/40.9 亿元, 占销售收入比重分别为 80.3%/77.2%/76.0%, 整体占比呈现一定的下降趋势, 主要系公司对单一渠道依存度下降, 持续进行多元渠道拓展, 如入驻 SHEIN 美国站、南美最大电商平台 Mercado Libre (美客多)、以及发展公司官方网站等自建平台。

图 7: 2018-2023H1 公司分地区收入占比 (%)



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

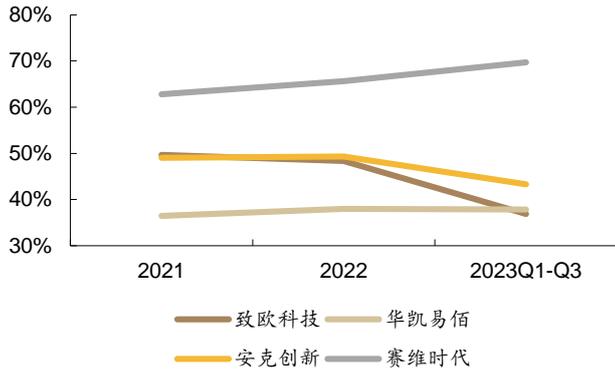
图 8: 2018-2022 分平台收入占比 (%)



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

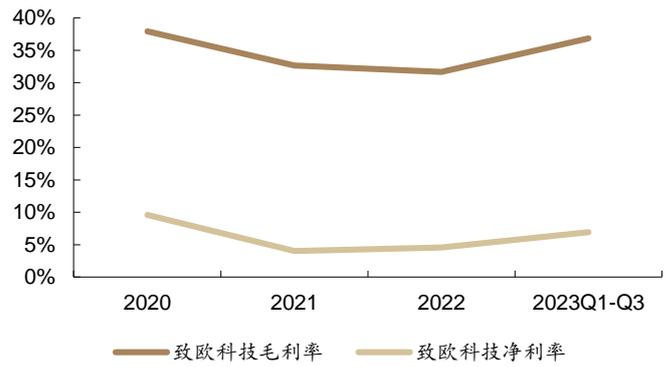
**盈利能力优异, 修复拐点已现。**2020-2022 年公司主营业务毛利率呈现下滑趋势, 三年分别达 54.8%/49.6%/48.3% (原收入准则), 主要由于海运及原材料价格上升、线上零售竞争加剧以及疫情导致欧美消费意愿受制约等因素影响, 但对比跨境电商同业仍处于较高水平。2019-2020 年低毛利率的 B2B 业务发展迅速, 占收入比由 13.0% 提升至 17.1%, 拉动整体毛利率降低; 2021 年受海运成本上升, 电商库存积压与海外需求回落, B2C 渠道毛利率明显走低。2022 年下半年以来, 公司积极优化产品结构, 主动淘汰部分低效益共享的 SKU, 需求回暖与产品均价抬升下 2023Q1-Q3 前三季度毛利率达 36.9%, 同比增长 5.6pcts。

图 9：2020-2023Q1-Q3 公司与可比同业毛利率（原收入准则）



注：致欧科技 2021-2022 年毛利率采用原准则，2023Q1-Q3 采用新收入准则，将运输费用从销售费用移入营业成本；安克创新 2020 年度起采用新收入准则，将运输费用最终结转为主营业务成本；华凯易佰 2021 年度起调整会计准则，将尾程运费重分类至营业成本；赛维时代采用新收入准则。  
资料来源：各公司公告、ifind、德邦研究所

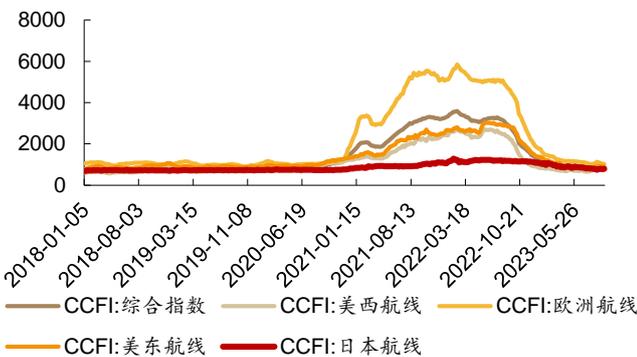
图 10：2023 年 Q1-Q3 公司毛净利率实现回暖



注：此处公司毛利率根据新收入准则计算。  
资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

**2022 年下半年以来，跨境运输费用与家居原料价格明显下行。**受海外疫情扰动及苏伊士运河堵塞影响，2021 年国际海运成本激增，中国出口欧洲/美东/美西集装箱运价指数全年均值达 2020 年的 2.04/3.74/1.95 倍，同年公司欧洲/北美航线海运费实际结算价同比激增 250.8%/102.3%；后续海运费于 2022 年持续相对高位运行，占主营业务成本的 16.58%（旧收入准则），导致利润短期承压。2022Q4 起国际海运费开启回落，至 2023 年各洲际航线运价指数基本回归 2020 年低位水平，公司 2023H1 海运费占主营业务收入比重同比下降 7.31 pcts。同时家居相关原材料价格持续走低，2022 年 6 月至 2023 年 8 月我国木材加工/炼钢/家纺价格指数各大原材料价格持续回落，叠加海运费下降助力公司成本收缩。

图 11：2018-2023 年 9 月中国出口集装箱运价指数（CCFI）变化



资料来源：ifind、德邦研究所

图 12：中国家居产品相关原材料价格指数（上年同月=100）



资料来源：国家统计局、德邦研究所

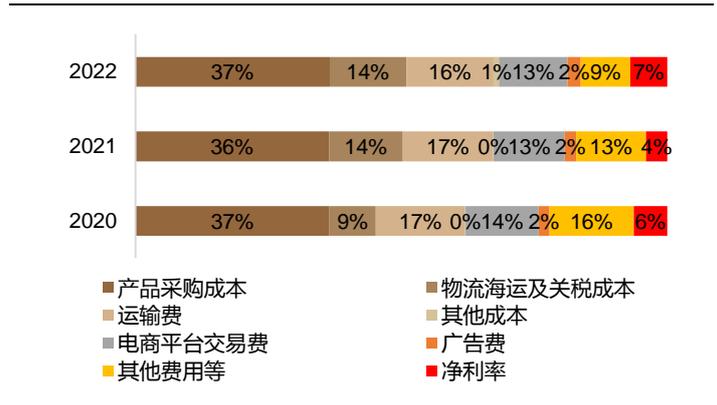
**成本端与费用端降本增效利好业绩修复。**2020 年公司重新调整会计口径，将非单项履约义务（即运输发生在控制权转移至客户之前的运费）确认为运营成本，新口径之下 2022 年公司产品采购、运输、平台交易费，占营收比重分别达 37%/16%/13%，其中运输费用为向客户配送货物，包括 FBA 仓及海外仓发货的尾程物流运输费等，由于家居产品规格及重量偏大相对较高，运输费用占比较高。随着海运成本优化与公司仓储布局完善及库存结构优化，运输费用率降低直接带动 2023Q1-Q3 毛利率明显上行。从费用率情况看，至 2022 年公司整体费用率达 25.8%，其中销售/管理/研发费用率分别达 22.0%/3.2%/0.8%。

图 13: 2018-2023Q1-Q3 公司期间费用率变化



注: 2018-2022 年按原收入准则将运输费计入销售费用, 2023Q1-Q3 为新准则。  
资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

图 14: 2020-2022 公司营业收入拆分



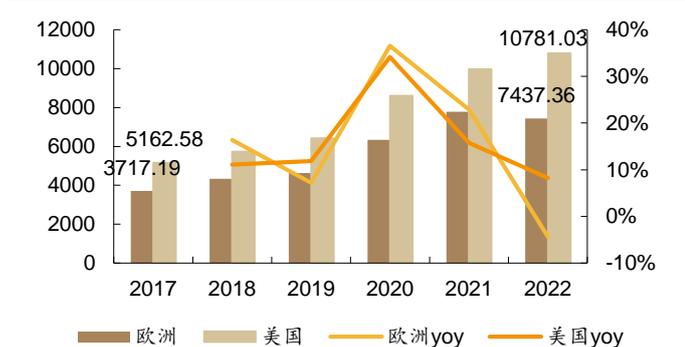
注: 新收入准则下, 运输费计入营业成本。  
资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

## 2. 跨境电商扩容正当时, 线上家居性价比出海

### 2.1. 欧美电商需求广阔, 家居市场高速增长

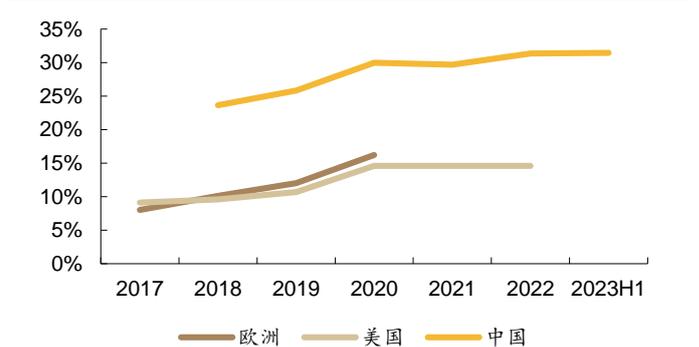
欧美电商零售高速扩容, 后续增量空间仍在。2017-2022 年欧洲/美国电商零售行业高速增长, 市场规模由 2017 年的 3717/5163 亿美元增长至 2022 年的 7437/10781 亿美元, 5 年间 CAGR 达 14.88%/15.87%; 其中疫情期年份同比增速受益线上化率提升高增, 2020 年欧洲/美国电商规模同比增速达 36.55%/34.19%。零售线上化比例方面, 2017-2022 年欧、美、中电商占零售总额比重持续增加, 截至 2020 年欧洲/美国线上零售占比约 15%左右, 仅有中国约一半水平, 叠加疫情期消费习惯积淀客户群, 欧美电商零售市场有望持续增长。

图 15: 2017-2022 年欧洲及美国电商零售额情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 欧睿、德邦研究所

图 16: 欧美电商占总零售额比例相对较低



资料来源: 国家统计局、Statista、公司招股书、德邦研究所

疫情积淀消费基础, 线上家居增长迅速。2017-2022 年欧洲家居市场整体呈现存量格局态势, 体量大致维持稳定, 而美国家居市场则稳定扩容, 期间年复合增速约 3.8%。2022 年欧美家居市场出现回调, 主要由于加息周期打击住房需求, 以及疫情需求释放接近尾声。欧/美线上家居体量实现高增, 5 年 CAGR 达到 15.77%/20.14%, 其中 2020 年疫情提高线上化率叠加补助金发放带来较高增速。后疫情时期, 线上家居市场可受益于疫情期客户群体积淀及消费习惯形成, 规模扩张有望持续。

图 17: 2017-2022 年欧美家具市场规模情况 (亿美元)



资料来源: 欧睿、德邦研究所

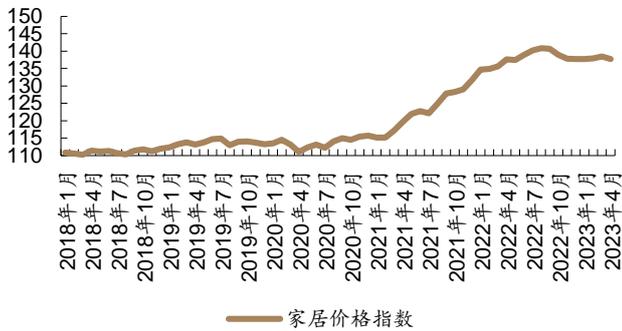
图 18: 2017-2022 年欧美线上家居市场规模持续增长 (亿美元)



资料来源: 欧睿、德邦研究所

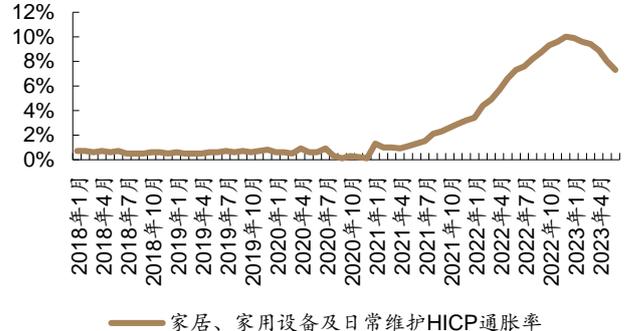
**通胀压力影响，欧美家居价格于 2022 年底回调启动。**2020 年美联储实施量化宽松的货币政策导致商品价格大幅上升，推动通胀现象出现，叠加供应链扰动因素影响，欧美家居价格明显上行，2020 年 5 月至 2021 年 10 月，美国城市平均家居及床上用品价格指数增长 14.2%。2022 年俄乌战争爆发后，原材料价格飙升将通胀推至新高，2022 年 11 月欧盟家居家用设备及维护 HICP 通胀率达到 9.6%。2022 年底-2023 年 4 月期间，随着疫情缓解、供应链修复，欧美家具用品价格出现回调趋势。美国城市平均家居及床上用品价格指数于 2022 年 10 月环比回落 1.75 点，欧盟家居家用设备及维护 HICP 通胀率则于 2022 年 12 月触顶，至 2023 年中持续下行。

图 19: 2018-2023 年 4 月美国城市平均家居及床上用品价格指数



资料来源: Statista、德邦研究所

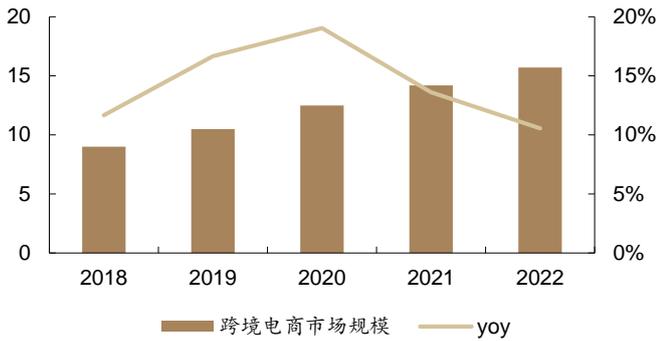
图 20: 2018-2023H1 欧盟家居、家用设备及维护 HICP 通胀率



资料来源: Statista、德邦研究所

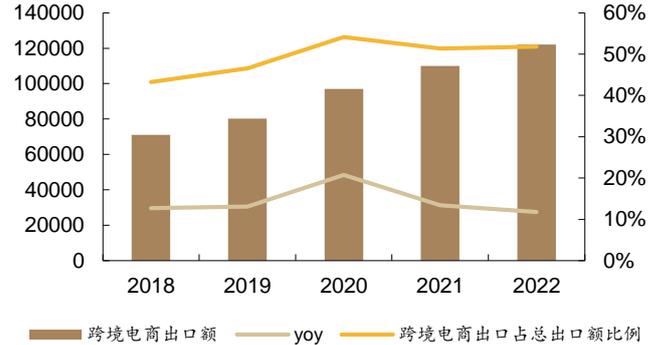
**我国跨境电商行业高速扩容，出口额占比实现过半。**跨境电商作为我国贸易新业态，助力产业链价值整合，在国内供给优势和海外需求的推动下正迅速蓬勃发展。据网经社统计数据显示，我国跨境电商交易规模自 2018 年 9 万亿元增至 2022 年 15.7 万亿元，期间 CAGR 达到 14.92%。传统对外贸易方式正逐渐向线上渠道转变，我国跨境电商行业整体渗透率自 2018 年的 29.5% 持续攀升至 2022 年 37.32%。由于我国特殊的产业结构，跨境电商以出口为主导。在 2018 年至 2022 年期间，跨境电商的出口额占总交易额的比例保持在 77% 至 79% 之间，且维持较高增速，而进口电商的交易金额约占整体市场的 20%，出口规模将近进口规模的 4 倍。

图 21: 我国跨境电商市场规模高速增长 (单位: 万亿元)



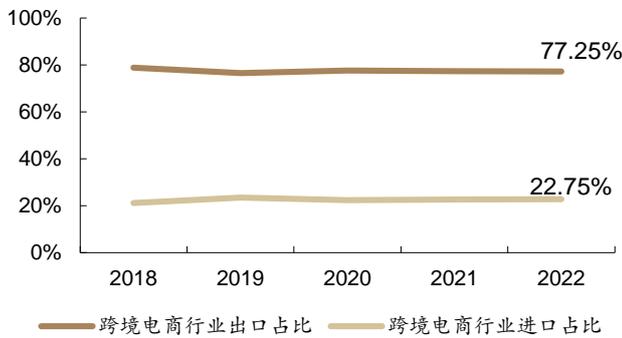
资料来源: 网经社、德邦研究所

图 22: 2022 年跨境电商出口占总出口额过半 (单位: 亿元)



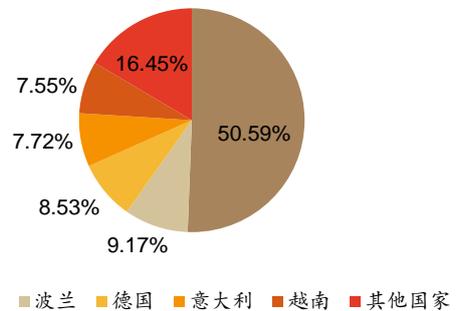
资料来源: 网经社、国家统计局、德邦研究所

图 23: 我国跨境电商以出口为主



资料来源: 网经社、德邦研究所

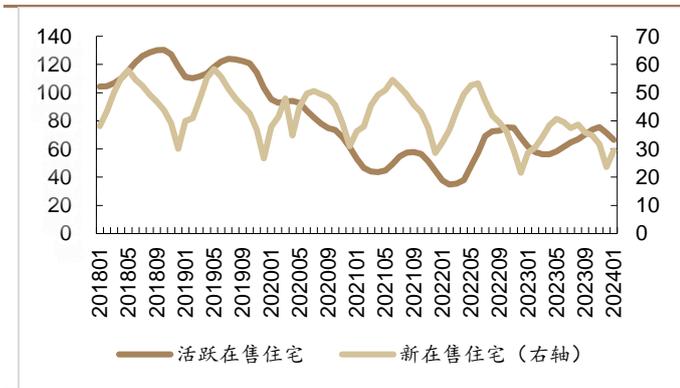
图 24: 2021 年中国家具出口额在前十大出口国中占比过半



资料来源: Statista、德邦研究所

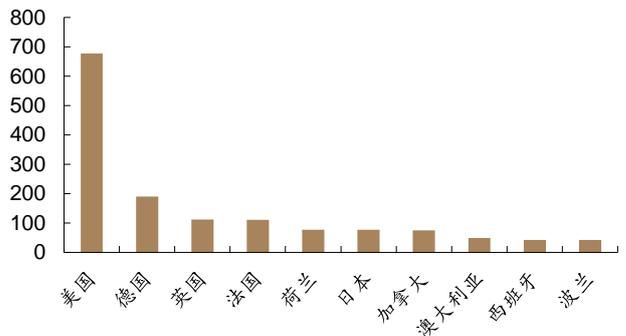
**中国家具出口份额领先, 美国/西欧进口需求丰厚。**据 Statista 统计, 2021 年中国家具市场出口额达 868.76 亿美元, 占据全球前十大出口国中市场份额达 50.59%, 超过其他九个国家出口额的总和。而在家具进口国方面, 美国为全球家具市场进口需求最大的国家, 德国、英国等欧洲发达国家分别位列家具进口国第二至第五位。2021 年, 美国家具进口额达到 676.75 亿美元, 而德国、英国、法国等欧洲发达国家家具进口总额为 572.78 亿美元, 远超其他国家及地区的市场规模; 此外, 据 Realtor 统计, 2023 年美国的活跃在售住宅数量达 775 万套, 2023 年新在售住宅数量达 414 万套, 将进一步推动家具需求的增长。

图 25: 2018-2024 年美国住宅销售情况 (单位: 万套)



资料来源: Realtor、德邦研究所

图 26: 2021 年前十大家具进口国进口额情况 (单位: 亿美元)



资料来源: Statista、德邦研究所

**政策助力跨境电商高速发展。**国家级政策导向，高度重视外贸电商发展。近年以来，国务院、商务部等国家级部委持续优化外贸电商政策，从税收、物流、营销及监管等多个维度支持跨境电商行业健康发展，政府鼓励出口企业利用数字化技术开展海外营销，加速海外仓布局，完善出口运输渠道，促进行业规范发展。自33个电商综合试验区的设立以来，国家持续加大对跨境电商的政策支持力度，2023年1月颁布的税收政策对多条申报出口跨境电商免征增值税与消费税，同时积极稳定和扩大重点产品进出口需求。山东、江苏等多省积极响应并制定跨境电商发展行动方案，支持当地跨境电商发展，如山东省计划到2025年打造20个跨境电商特色产业带，培育100个具备国际竞争力的跨境电商品牌，推动外贸结构优化。

**表 4：电子商务相关法律法规及政策**

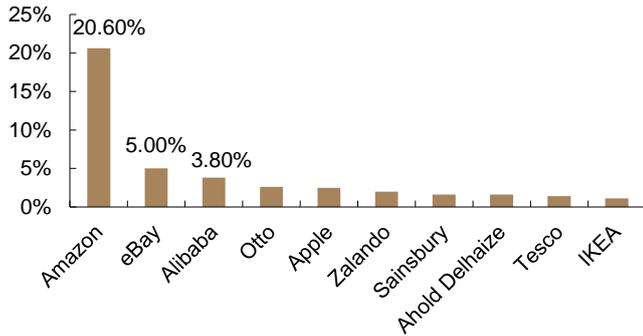
法律法规或政策名	发布单位	发布时间	相关主要内容
《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》(国办发〔2021〕24号)	国务院	2021年7月	积极支持运用新技术新工具赋能外贸发展，持续推动传统外贸转型升级，优化政策保障体系。
《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	商务部	2021年11月	促进跨境电商持续健康发展、推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展等。
《国务院办公厅关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》(国办发〔2021〕57号)	国务院	2022年1月	通过进一步发挥海外仓带动作用，增设一批跨境电子商务综合试验区等措施鼓励外贸新业态发展。
《国务院办公厅关于促进内外贸一体化发展的意见》(国办发〔2021〕59号)	国务院	2022年1月	到2025年，市场主体内外贸一体化发展水平进一步提升，内外贸一体化调控体系更加健全，实现内外贸高效运行、融合发展。跨境电商将不断整合国内优势资源、拓展国际市场需求，发挥其在“双循环”中的纽带作用。
《数字化助力消费品工业“三品”行动方案(2022-2025年)》	工信部等	2022年7月	以数字化助力“创品牌”，支持跨境电商开展海外营销推广，巩固增强中国品牌国际竞争力。
《支持外贸稳定发展若干政策措施》	商务部	2022年9月	出台支持跨境电商海外仓发展的政策，加强出口信用保险对海外仓建设的运营的支持力度，支持海外仓出口货物运输；加快出台便利跨境电商出口退换货的税收政策。
《国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	国务院	2022年11月	在33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区
《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	财政部等	2023年1月	跨境电子商务海关监管代码(1210、9610、9710、9810)项下申报出口，因滞销、退货原因，自出口之日起6个月内原状退运进境的商品，免征进口关税和进口环节增值税、消费税
《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》	国务院办公厅	2023年4月	稳定和扩大重点产品进出口规模、加大财政金融支持力度、加快对外贸易创新发展；优化外贸发展环境
《关于印发山东省跨境电商跃升发展行动计划(2023-2025年)的通知》	山东省政府	2023年7月	力争到2025年，全省打造20个跨境电商特色产业带，培育100个具有较强国际竞争力的跨境电商知名品牌，孵化1000家跨境电商新锐企业，实现跨境电商产业集聚、推动外贸稳规模优结构
《关于促进经济持续回升向好的若干政策措施》	江苏省政府	2023年9月	推动外贸稳规模优结构；促进外贸稳中提质，重点聚焦加大外贸综合支持、提高出入境便利度；持续推动外贸优进优出。

资料来源：公司招股书、工信部、商务部、国务院、中国政府网、财政部、山东省政府、江苏省政府、德邦研究所

## 2.2. 亚马逊 B2C 模式独占鳌头，中小卖家成长机遇凸显

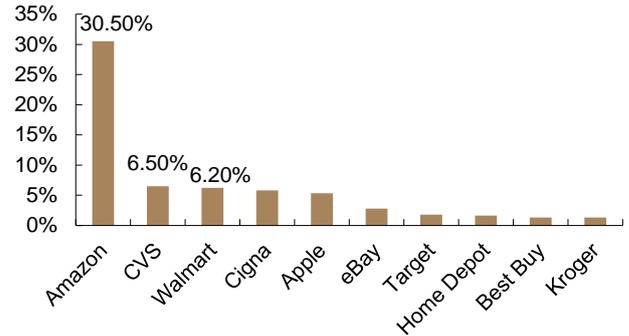
从竞争格局看，西欧市场集中度略低于美国，亚马逊市占率遥遥领先。亚马逊在欧美电商零售市场均独占鳌头，2022 年于西欧/美国市占率分别为 20.6%/30.5%。其他电商平台方面，西欧市场：以外来品牌为主，前五名中仅 Otto 一家欧洲本土品牌，2022 年 eBay/阿里/Otto 市占率为 5.0%/3.8%/2.6%，CR10 为 42.2%；北美市场：CVS/Walmart/Cigna 市占率 6.5%/6.2%/5.8%，CR10 高于西欧，达到 63.1%。

图 27：2022 年西欧电商零售市场竞争格局



资料来源：欧睿、德邦研究所

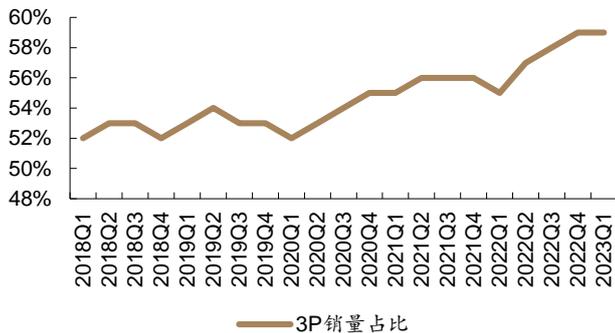
图 28：2022 年美国电商零售市场竞争格局



资料来源：欧睿、德邦研究所

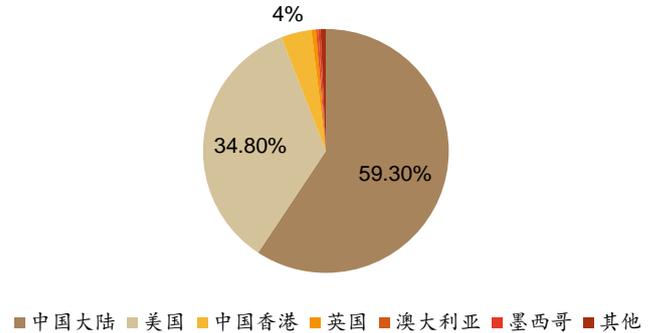
从平台模式来看，亚马逊 3P 销售逐年攀升，中国卖家占比超六成。与自营 1P 销售模式相比，3P 销售具有低成本、易于扩容等优势，其销量占比随着亚马逊平台整体扩容逐年攀升，2023Q1 已达到 59%。在高效产业链支持下，我国卖家显著受益于 3P 商家扩容潮流：由 Ecomcrew 基于亚马逊 Top 2000 产品统计，第三方卖家中中国（含中国香港）卖家数量占比高达 63.3%；整体上，根据 Marketplace Pulse 统计，亚马逊顶级卖家中中国卖家占比亦逐年攀升，仅 2021 年受刷单事件影响出现下降，截至 2022 年年底已回升至 45.66%。中国卖家可受益于亚马逊平台优势，收获更高客流量。

图 29：亚马逊 3P 销量占比不断提升



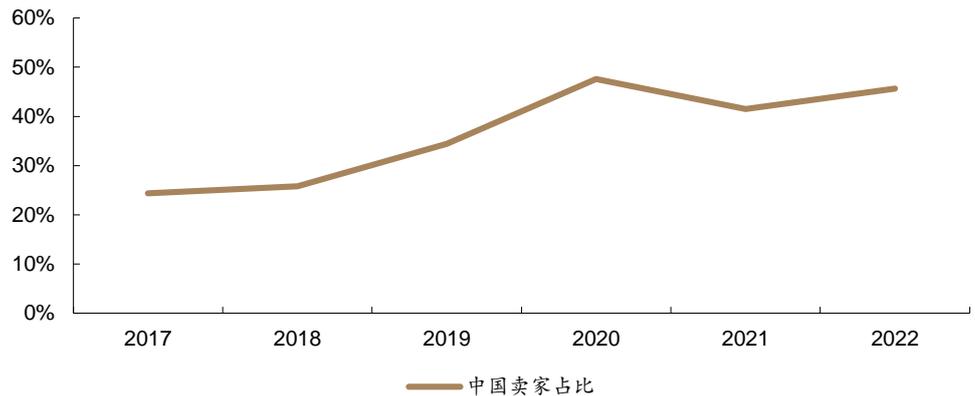
资料来源：Statista、德邦研究所

图 30：我国卖家占亚马逊第三方卖家数量比重超六成



资料来源：Ecomcrew、德邦研究所

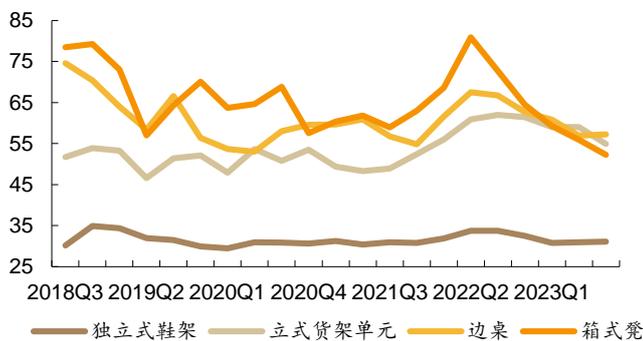
图 31：亚马逊顶级卖家中我国占比提升



资料来源：Marketplace Pulse、公司公告、德邦研究所  
注：顶级卖家指亚马逊商城前 100 名卖家。卖家排名是基于在过去 30 天内收到的正面评价的数量。

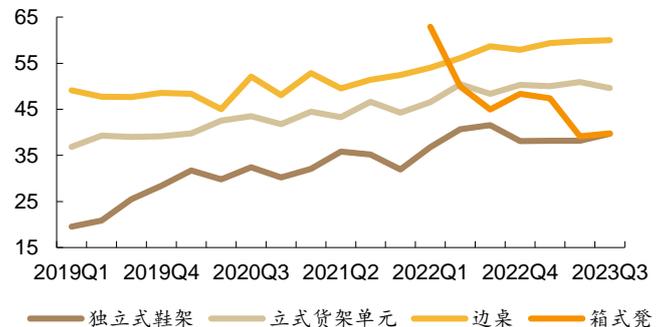
亚马逊平台中小型家居降价趋势明显，性价比有望持续引领决策。2022H2 起欧美中小型家居性价比趋势初步显现，选取亚马逊美国及德国站鞋架、货架等中小型家具为例：美国方面，2021-2022H1 所选各类中小型家居产品价格提升，于 2022H2 起显著回落；德国方面，所选产品价格多于 2022Q4 起结束上涨趋势。中小型家具价格回调主要由于：1) 疫情影响减退，全球范围内供应链逐步恢复常态；2) 中小型家居产品本身差异化程度较低，行业竞争加剧之下价格端压力更高；3) 欧美宏观经济承压影响消费力及消费信心，居民对性价比关注度相对更高。

图 32：2018-2023 年亚马逊美国站中小型家居均价情况（美元）



资料来源：Sorftime、德邦研究所

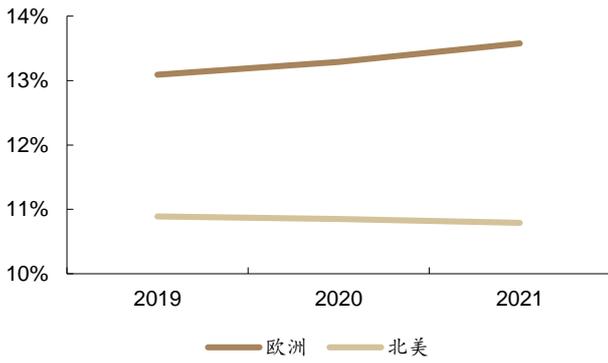
图 33：2019-2023 年亚马逊德国站中小型家居均价情况（美元）



资料来源：Sorftime、德邦研究所

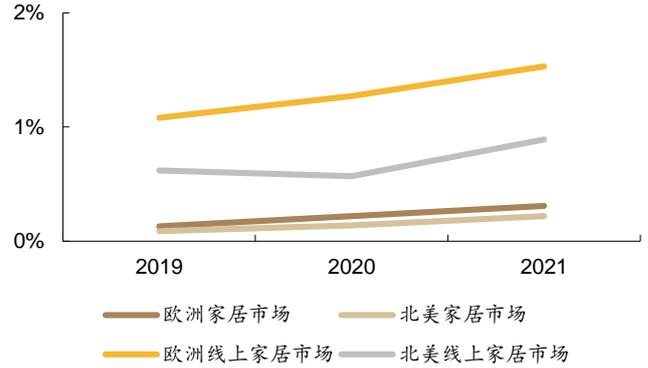
欧美家居 CR5 相对分散，供应链优化有望加速行业格局集中。根据公司于招股书中披露，2019-2021 年，欧洲/北美家居产品市场 CR5 大致维持稳定，欧洲由 2019 年的 13.09% 上升至 2021 年的 13.58%，北美则由 2019 年的 10.89% 小幅下降至 10.79%。考虑到 2022 年多半时间供应链压力仍挤压行业利润，以及疫情期对线上化能力的考验，预计后续小型玩家将出清，行业集中度有望进一步提高。

图 34: 2019-2021 年欧美家居市场 CR5 变化



资料来源: 致欧科技 IPO 法律意见书、Euromonitor、德邦研究所

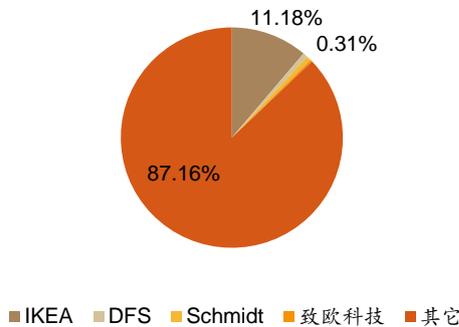
图 35: 2019-2021 年公司在主要市场市占率



资料来源: 致欧科技 IPO 法律意见书、德邦研究所

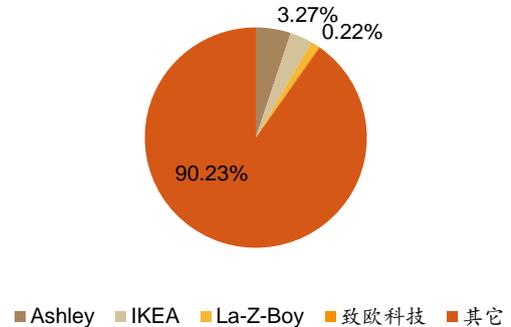
**竞争格局: 宜家位列欧美市占率第一/第二, 致欧科技份额逐年提升。** 宜家作为国际家居行业龙头, 截至 2021 年于欧洲/北美家居市场占有率分别为 11.18%/3.27%, 位列第一/二位, 于北美市场仅次于家居品牌商 Ashley Furniture Industries Inc; 其余市场份额则高度分散。截至 2021 年, 欧洲/北美市占率领先企业仍主要依赖线下销售。线上竞争方面, 公司欧洲/北美市场两大主要竞争者 Home24/Zinus 分别主打家具、床垫/床、床头柜等家居产品, 与公司相比产品偏向中大型, 形成一定差异化。2019-2021 年, 致欧科技于欧洲及北美的家居/线上家居市场占有率持续提升。截至 2021 年, 公司欧洲/北美家居市场占有率达 0.31%/0.22%, 线上渠道市占率则达 1.53%/0.89%, 整体已初具规模。

图 36: 2021 年欧洲家居市场竞争情况



资料来源: 致欧科技 IPO 法律意见书、德邦研究所

图 37: 2021 年北美家居市场竞争情况



资料来源: 致欧科技 IPO 法律意见书、德邦研究所

表 5: 公司主要竞争企业简介

公司名	主营业务	主要销售渠道	主要销售地区	2021 年地区市场占有率
宜家	各类家具与家居用品	自设卖场、电商等	欧洲/北美	11.18%(欧洲)/3.27%(北美)
Ashley Furniture Industries Inc	全屋家具和各类家居饰品	特许经营、自营门店等	北美	5.10%
La-Z-Boy Inc	功能沙发、躺椅及其他家具	自营专卖店	北美	1.18%
DFS Furniture Co Plc	沙发、椅类等家居用品	自营专卖店、电商等	欧洲	0.70%
Schmidt Groupe	橱柜类产品	自营专卖店	欧洲	0.65%
Home24	沙发、灯具、桌椅等家居产品	线上平台为主	欧洲	0.29%
Zinus	床垫、床架等家居产品	线上平台为主	北美	0.48%

注: Home24 和 Zinus 市占率由公司公告测算得出。汇率使用 2021 年全年平均值即 1 欧元兑 1.1827 美元计算。

资料来源: pitchbook、Market Screener、ECB 官网、公司招股说明书、德邦研究所

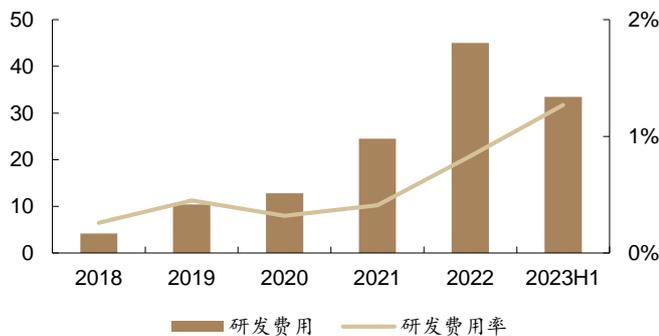
### 3. 家居性价比消费领军者，内外兼修全面增效

#### 3.1. 产品端：精品打法内外兼修，性价比打造核心优势

##### 3.1.1. 研发导向洞悉需求，催动产品扩容提质

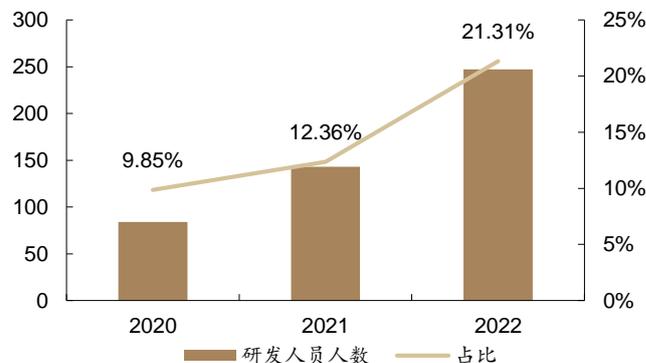
**选品力、推新力、性价比构筑精品模式核心竞争力。**公司于产品端的核心竞争优势是选品、推新与性价比的多重体现，1) 选品力：来自海外需求的精准洞察与精品模式打法，公司以海外子公司本土经营模式敏锐捕捉用户需求动态与反馈跟踪，精品模式更重设计研发与产品生命周期。2) 推新力：来自小单快返的柔性供应链在家居品类的复刻，以自主研发+合作开发+选品的2+1模式打造敏捷性供应体系，可看图打板迅速推新，以小批量订单试水后进行规模化生产。3) 性价比：来自供应链整合与集聚优势，背靠国内优质供应链制造能力，追求低单价、高频次、多订单，以极致性价比走向出海之路。

图 38：公司研发费用率持续提升（单位：百万元）



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

图 39：公司研发人员数（人）及占比



资料来源：公司招股书、招股书申报稿、德邦研究所

**研发洞悉终端需求，投入转化成果卓越。**家具家居产品应用空间丰富，对于企业研发拓品能力要求较高。公司将研发视为战略规划的关键元素，在英美德等地建立本地子公司深度营运，结合用户需求洞察与终端销售表现持续加码研发创新。资金投入方面，公司研发费用率持续走高，至 2022/2023H1 分别达 0.83%/1.27%，人力投入方面，公司大规模增补研发人员，研发人员占比由 2020 年的 9.85% 上升至 2022 年的 21.31%。持续高研发投入下公司取得丰硕转化成果，至 2022 年末，公司已有研发专利 463 个，荣获得德国红点奖、A'设计大奖、中国设计智造大奖佳作奖等海内外知名奖项。

表 6：公司近年所获设计奖项

获奖时间	奖项名称	颁奖单位	获奖作品
2020 年 10 月	中国设计智造大奖佳作奖	中国设计智造大奖组委会	衣帽架
2020 年 12 月	当代好设计奖	德国红点奖机构	猫爬架、边桌、衣帽架等
2021 年 4 月	A'设计大奖	意大利 A'设计大奖赛	置物镜、猫树瞭望台等
2021 年 7 月	红点奖	德国红点奖机构	衣帽架
2021 年 10 月	中国设计智造大奖佳作奖	中国设计智造大奖组委会	/
2021 年 11 月	2021 国际 CMF 设计奖	国际 CMF 设计大会组委会	“月球漫步”台灯
2022 年 4 月	A'设计大奖	意大利 A'设计大奖赛	多款产品

2022年4月	iF 产品设计奖	德国汉诺威工业设计论坛	多款产品
2022年6月	红点设计概念奖	德国红点奖机构	/
2022年12月	中国台湾金点产品设计奖	中国台湾设计研究院	/

资料来源：公司招股书、德邦研究所

**“2+1”出品模式，取长补短打造优质产品矩阵。**公司以轻资产模式营运，以研发+选品的 2+1 模式掌控产品设计的核心环节，并将生产全部委托外协厂商进行，具体而言：

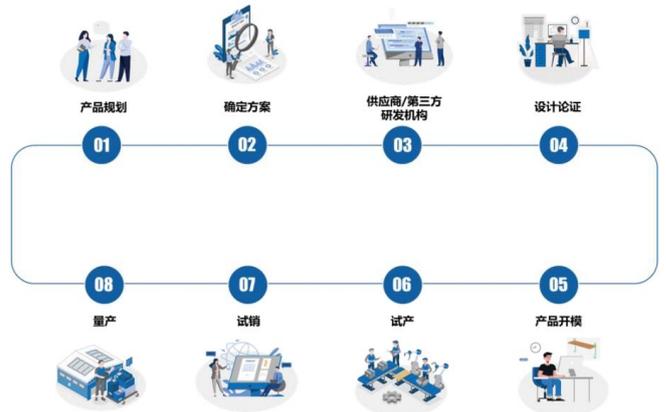
- **自研模式：**公司秉持自主创新的原则，在核心产品的开发上采取自研模式，掌握关键核心技术和知识产权。通过“市场调查-产品设计-专利核查-试产试销-量产”的自研流程，精准把握市场需求，确保核心产品竞争力。同时，自研模式有助于提高公司内部团队技术水平，为公司注入长期创新动力。
- **合作研发模式：**公司在自主研发能力强大的同时积极采用合作研发模式，对于尚无充足研发资源和经验的产品，选择与具有成熟研发能力的供应商或第三方机构共同开发，可有效规避自身研发短板，稳定研发产出。同时，公司计划通过数字技术研发构建“需求预测-产品设计-供应链协同-用户反馈”的高效循环，可准确抓取用户需求变革趋势并针对性开发新品，保障产品矩阵生命力。
- **选品模式：**除两种研发模式外，公司通过选品模式合理优化研发资源配置。对于尚未投入资源开发的 SKU 或较为成熟的产品品类，公司将从产品规划、消费者需求等多角度综合判定，从供应商推荐方案中引进新品。选品模式为公司提供了更加灵活且高效的拓品方案，有助于降低研发风险，加速新品上市。

图 40：公司自主研发模式流程



资料来源：公司招股书、德邦研究所

图 41：公司合作研发模式流程

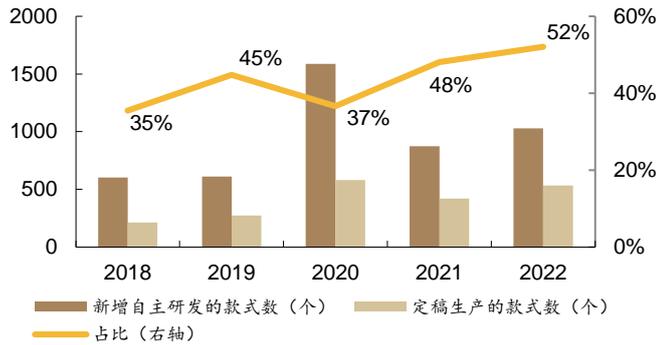


资料来源：公司招股书、德邦研究所

**核心自研强势拓品，创新转化彰显产品实力。**围绕泛品类产品矩阵，公司持续发力研发创新，专注提升核心自研能力。依托强大自研实力，公司拓品表现优异。2018-2022 年，公司每年新增自研产品款式数分别为 604 个、612 个、1587 个、873 个、1028 个。其中定稿生产款式数占比由 2018 年的 35% 提高至 2022 年的 52%，实现高效转化。此外，公司自研模式成果显著，自研产品表现强劲，自研模式收入占比从 2019 年的 17.35% 提升至 2022 年的 31.66%，差异化产品

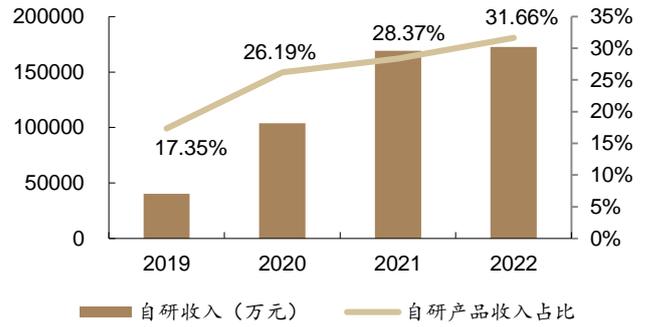
创新为公司收入增长注入强劲动力。

图 42：公司持续扩大产品款式数



资料来源：公司招股书、招股书申报稿、德邦研究所

图 43：公司分研发模式收入占比



资料来源：公司招股书、招股书申报稿、招股书注册稿、德邦研究所

**对标宜家模式，以模块化零件组合成型丰富应用。**家具家居产品通常具备体积较大、形状非标等特点，对于中间运输与后续安装环节具备较高要求。公司产品设计与研发对标宜家模式，放大规模化优势与需求响应能力，由 C 端消费对于便捷与便利性需求精确出发，以“蘑菇式”模型理论打造标准化和多元化产品。其研发设计理念可被拆解为三大层面：1) 基础层面：维持不变或低度可变设计，构造包含大量标准通用件和非标件的产品零部件平台，便于商家运输和消费者购后组装；2) 成型层面：可由不同标件与非标产品零部件合并组装为丰富多样的产品；3) 辅助层面：可将不同组合而成的产品置于具体使用场景中，通过丰富的颜色、材料、表面处理变化，构建多样化产品矩阵。

图 44：“蘑菇式”模型理论产品设计，模块化零件组装多样产品



资料来源：公司招股书、德邦研究所

**在研项目储备丰富，多品类开发奠定成长基础。**公司产品储备丰富，新品上市节奏与进度把控较好。截至 2023 年 2 月 28 日，公司正在投入预算 20 万元以上的研发项目共有 13 个，合计投入预算达 1397 万元。研发重点围绕产品、供应链、电商平台等方面展开，其中 2023 年首饰盒研发项目可填补市场空缺，构筑差异化优势；2023 年宠物用品/猫/猫爬架研发项目进一步拓展产品多样性，满足消费者个性化需求，助力公司打响宠物品牌；ZSCP 致欧供应链系统可增强供应链柔性，

通过更好地对接前后端需求，有望实现库存优化，降低物流仓储成本。在研项目投入使用后，或从产品端、供应链等多维度优化公司运营能力，提升行业竞争力。

**表 7：公司在研项目**

项目名称	项目简介(拟达到的目标)	所处阶段	预算(万元)	人员数量(人)
ZSCP 致欧供应链系统	实现需求计划填报、产销协同评审等；实现订出货分离、SAP 成本集成；优化拼柜流程、提升货柜装载率、MRP 系统迭代以及库存调拨管理。	研发后期	1000	75
2023 年家居用品/洗衣 & 清洁/垃圾桶研发项目	开发针对不同销售群体的产品，围绕健康、体验、品质等核心要求，开发大众款产品、旗舰产品。	研发后期	60	30
2023 年家具/客厅/边桌研发项目	开发多款边桌产品：(1)新增功能和风格搭配的畅销款式补充产品线的布局空白，满足提升客厅空间整洁度，多款式多风格需求；(2)原基础上改款开发大尺寸的组合型套桌，满足对于大尺寸、特殊造型套桌的灵活使用需求。	研发中期	43	24
2023 年家具/客厅/电视柜研发项目	开发多款电视柜满足不同风格场景需求：(1)带灯光氛围装饰功能的边桌，满足客厅氛围打造需求；(2)经典造型电视柜新增大尺寸和多风格，满足不同场景下大尺寸和匹配家庭风格的需求。	研发前期	40	14
2023 年家具/办公家具/升降桌研发项目	新增公司在双电机的产品布局，抢占中高端市场份额，全新电气概念设计方案，为用户提供电气化整套解决方案。	研发前期	37	15
2023 年家居用品/装扮/首饰盒研发项目	(1)引领市场做项目标准色彩，布局中头部款式，与老品合并综合单，提升整个 listing 绩效；(2)补充公司在目前市场主流盒型产品空缺；(3)创新功能尝试新外观款式造型，新材质和新元素，引领市场。	研发中期	33	16
2023 年宠物用品/猫/猫爬架研发项目	开发多款宠物用品：(1)能供宠物活动的综合宠物产品；(2)小尺寸猫爬架，降低高度和局部尺寸；(3)仿生方向的猫爬架产品等，实现降本增效。	研发中期	28	24
2023 年家具/客厅/多场景置物架研发项目	开发多款多功能多风格展示架，(1)带灯展示架，满足展示物品，打造氛围需求，功能上进行创新；(2)开发尺寸加风格等置物架产品矩阵。	研发前期	27	16
2023 年家具/卧室/斗柜研发项目	为稳定原 listing 排名，进一步提升市占比，进行新颜色扩色，满足客户细分需求，在尺寸和功能形成差异化，提高市场占比，风格系列化新品，丰富使用场景，打造品牌辨识度。	研发后期	27	15
2023 年家居用品/收纳 & 存储/脏衣篮研发项目	自主研发创新功能脏衣篮，满足用户衣物分类、置物、挂衣、熨烫等需求，常规爆款产品扩色扩尺，市场占比。	研发后期	27	10
2023 年家居用品收纳 & 存储收纳箱研发项目	开发多款收纳用品，(1)多尺寸多容量段的收纳箱；(2)新款防尘且内部可视功能产品等，满足不同容量的收纳需求及尺寸需求。	研发中期	26	12
2023 年家具/庭院花园家具/货架研发项目	基于车库场景，开发储物货架；(1)新品葫芦口款式，承重高，结实耐用；(2)通过 CMF 设计，实现尺寸+颜色的产品矩阵。	研发后期	25	8
2023 年家具/门厅/换鞋凳研发项目	开发一款与换鞋凳头部产品风格匹配的衣帽钩，扩充颜色，尺寸综合单，提升产品 listing 市场占有率。	研发后期	24	10
<b>总计</b>			<b>1397</b>	

资料来源：公司招股书、德邦研究所

### 3.1.2. 三大品牌铺陈全场景，中小型家居主打性价比消费

**三元子品牌格局确立，对标宜家打造一站式家居电商。**公司将“全球互联网家居领先品牌”作为长期发展战略定位，将围绕高性价比 (Value for money)、全家居场景 (Variety) 和时尚风格设计 (Stylish) 三大核心点，对标宜家打造线上一站式家居品牌，已确立母品牌 SONGMICS HOME 旗下三大子品牌的格局，其中：

- **SONGMICS:** 成立于 2012 年，定位为家居品类，产品种类有织物壁橱、鞋架、吊床椅、露台遮阳伞等，通过差异化的设计，致力于为全球家庭提供品类丰富、实用百搭的高品质家居用品。
- **VASAGLE:** 成立于 2018 年，定位为家具品类，秉承着“为现代生活而设计”的核心理念，产品种类有边桌、衣帽架、储物长凳、浴室柜等。品牌风格丰富，可满足消费者多元需求。
- **FEANDREA:** 成立于 2018 年，定位宠物家居品类，致力于创造人与宠物和谐相处的生活，产品种类有猫爬架、猫抓板、狗笼等，为家庭带来完

全的安全、舒适和快乐。

图 45: 公司品牌矩阵



资料来源：公司官网、德邦研究所

**产品矩阵丰富，多元场景覆盖。**公司以“家”全场景全品类为边界，力争全面覆盖家具、家居、宠物家居及庭院四大场景需求。截至 2022 年末已拥有 303 个细分品类，SPU 数量达 3335 个。对比宜家的产品矩阵，公司仍具有广阔拓品空间，截至 2023 年 8 月缺少的品类包括顶灯、厨房电器、大型家居套装、床上用品及盆栽花卉等。公司具有较强自主研发拓品能力，叠加对产品持续推陈出新，主动淘汰部分低效益贡献的 SKU，未来有望达成更加合理、稳健的拓品节奏。逐步丰富的产品矩阵可助力公司抓住各细分品类市场机遇，并在宏观环境不确定、市场竞争程度提高时保障业绩表现。

表 8: 公司产品矩阵及使用场景

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

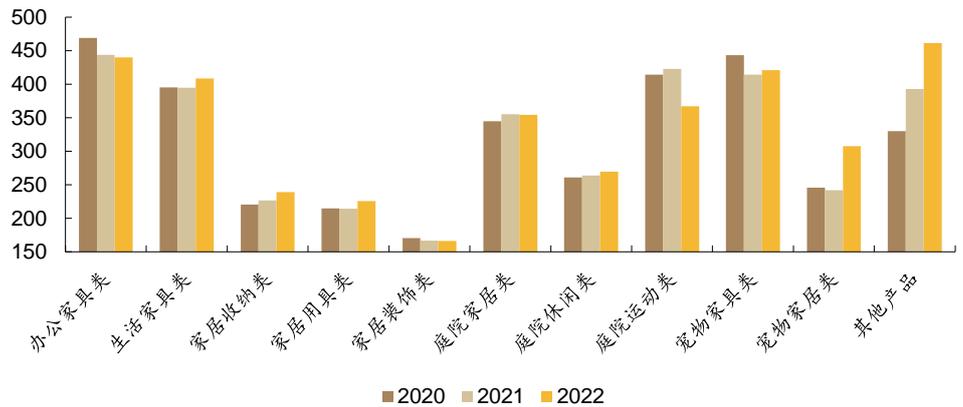
宠物家具  
宠物出行

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：公司招股书、德邦研究所

**主要品类售价稳定，2022年显现小幅上升趋势。**2020-2022年公司主要产品售价大致维持稳定，部分品类2022年小幅提价。分品类看：1)家具系列：2021年公司家具产品价格下降，主要由于为缓解库存压力，加快库存动销，公司对部分产品实施降价销售；2022年则总体稳定；2)家居系列：2022年均价提升，主要由于北美售价及销量占比显著提升；3)庭院系列：庭院家居/休闲类价格变化较小，2022年庭院运动类B2C市场需求下降造成价格下跌；4)宠物系列：宠物家居类均价2022年提升，主要由于产品结构变化及北美销售占比增加。

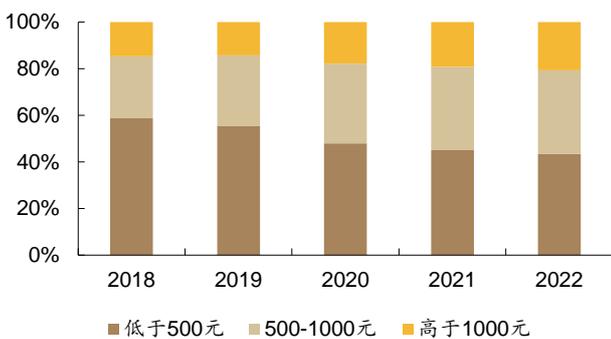
图 46：2020-2022 年公司主要产品平均销售单价（元/个、元/件）



资料来源：公司招股书、德邦研究所

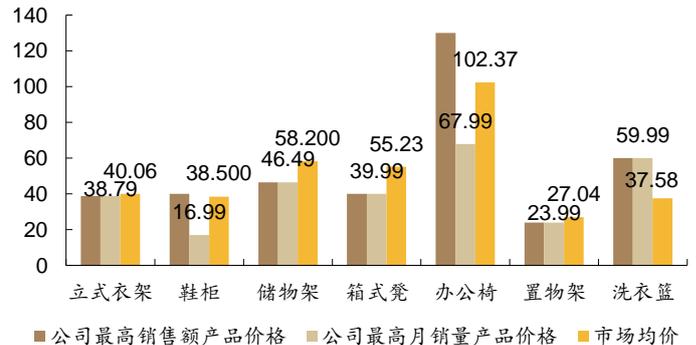
**顺应性价比消费，中小家居产品突出价格优势。**公司上游对接国内成熟供应链，可充分利用规模效应提供物美价廉的产品。以亚马逊德国站数据为例：公司德国站热销产品页中所选7大细分品类中最高销售额产品多数低于市场均价，最高销量产品价格优势则更为显著，其中储物架、箱式凳等小家居产品性价比突出。背靠高性价比优势，公司追求高频次、高销量、低单价的高周转模式，2018-2022年，公司近80%单笔订单金额不超过1000元人民币。同时，公司也在努力提升单笔订单金额，通过打造家具/家居场景，提供客厅、卫生间等成套装饰方案，鼓励消费者购买产品矩阵，单笔订单金额超500元人民币的占比由2018年的41.3%上升至2022年的56.6%。

图 47：公司单笔订单金额相对较小



资料来源：公司招股书、德邦研究所

图 48：公司热销产品价格较低（欧元）

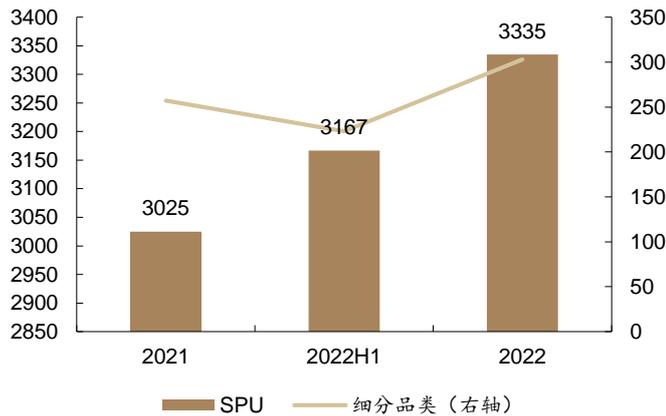


注：采用2023年8月亚马逊德国站数据。

资料来源：Sorftime、德邦研究所

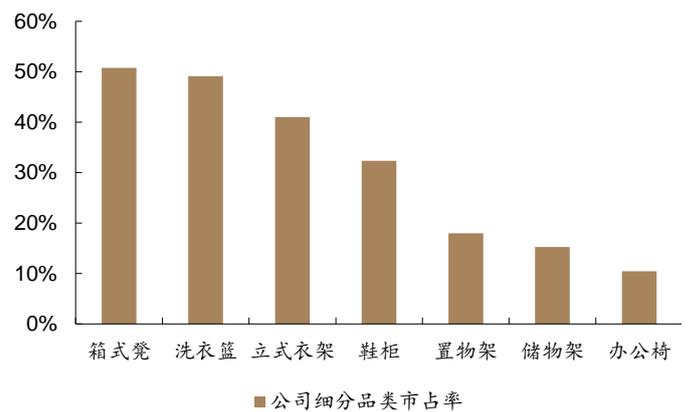
**家居泛品迅速响应市场需求，细分爆品打响市场口碑。**公司采用泛品经营策略，通过模块化、可拆分的产品设计降低研发周期，快速响应市场需求，更好地满足品牌多场景多品类拓展的要求。截至 2022 年年末，公司产品 SPU 达 3335 个，细分品类数量达 303 个，较 2021 年分别增加 310 个、46 个，产品数量和品类覆盖度大幅提升，展现公司强劲拓品实力。此外，多样化的产品组合可满足不同客户群体需求，利于打造细分领域爆品，增强品牌感知度。以亚马逊德国站数据为例：公司主要产品箱式凳、洗衣篮、立式衣架、鞋柜市占率均超 30%，赢得消费者广泛认可。

图 49：2021-2022 年公司产品 SPU 及细分品类数量（个）



资料来源：公司招股书申报稿、招股书注册稿、德邦研究所

图 50：公司主要产品市占率较高



注：采用 2023 年 8 月亚马逊德国站数据。各细分品类市占率是 SONGMICS、VASAGLE 品牌的合计值。  
资料来源：Sorftime、德邦研究所

**产品看点：短期看好旺季爆品销售与条线优化，中长期展望性价比拓品。**短期业绩催化在收入端可关注欧美 Q4 美国国庆、黑五、圣诞、新年等购物旺季及产品条线的优化。盈利端，公司于 2022H2 淘汰约 1/3 表现不佳的 SKU，叠加 2023 年成本端原材料及海运价格回归低位，公司年度业绩有望显著改善。长期展望公司拓品速率，性价比优势下销量具有保障。公司剥离大量落后 SKU 后拓品脚步未减缓，截至 2022 年底 SPU/细分品类扩容至 3335/303 个，较 2021 年底增加 310/46 个，预计后续对标宜家进行拓品或将有良好业绩展开。叠加公司主打性价比路线，在欧美市场受众庞大，后续销量具有坚实保障。

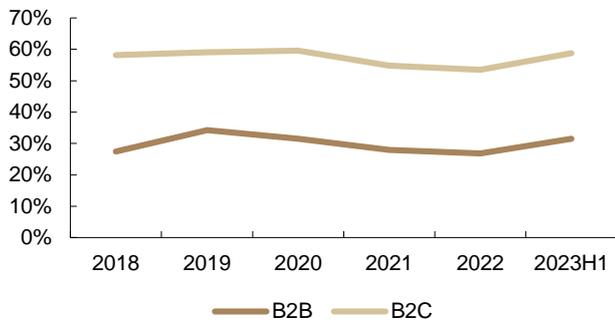
### 3.2. 背靠亚马逊顶级平台，本土化营销雕琢品牌

**渠道力来自亚马逊平台的深入理解与 2B 业务拓展。**公司起步于德国市场，并陆续走向北美、日本、欧洲多地，十余年跨境经营深谙海外电商平台规则与消费洞察，核心渠道力在于背靠亚马逊平台的流量体系与合规化经营沉淀。致欧科技近 84% 的 B2C 与 43% 的 B2B 收入来自亚马逊平台，深刻掌握平台流量特点，并结合大数据深度挖掘用户数据，进行精准营销推广。至 2022 年 2 月末，公司于法国、德国、西班牙、意大利等亚马逊第三方卖家全品类排名中分别位列第 3/9/5/6 名，多款爆品常年位居亚马逊 Best Seller 与 Amazon's Choice。未来渠道竞争维度有望由单一 2C 走向 2B 渠道的拉新与增量。

**销售模式以高毛利率 B2C 为主。**公司跨境销售结合 B2B 与 B2C 模式多维触达海外消费群体，其中：

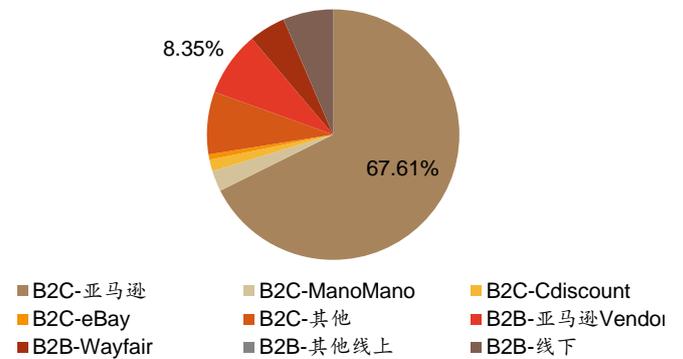
- **B2C 模式：深度触达终端，收入占比超 80%。**公司通过亚马逊、eBay 等海外电商平台以线上零售方式直接销售给消费者，具备高利润率与高触达度等特点，2018-2022 年以来长期收入占比达 83.05%，是公司最主要的业务模式，至 2022 年 B2C 收入 43.308 亿元，毛利率 53.51%。此外，公司也不断拓展其他电商平台，以扩大线上 B2C 渠道覆盖范围。
- **2) B2B 模式：销售快速放量，线上驱动高增。**公司跨境出口 B2B 模式下的销售收入也呈快速增长态势，至 2022 年收入 10.47 亿元，毛利率 26.85%。该模式包含线上与线下两种，在线上 B2B 模式中，公司直接向亚马逊 Vendor、Wayfair 等平台客户销售产品，2018-2022 年以来线上 B2B 模式在总 B2B 模式中所占比例达到 72.33%，已成为公司销售收入的重要来源之一。线下 B2B 销售方面，公司主要服务中小型企业 and 贸易商，相关业务对公司整体营业收入的贡献相对较小，2022 年线下 B2B 收入占总 B2B 的 32.97%。

图 51：公司 B2C 销售毛利率相对较高



资料来源：公司招股书、招股书申报稿等公司公告、德邦研究所

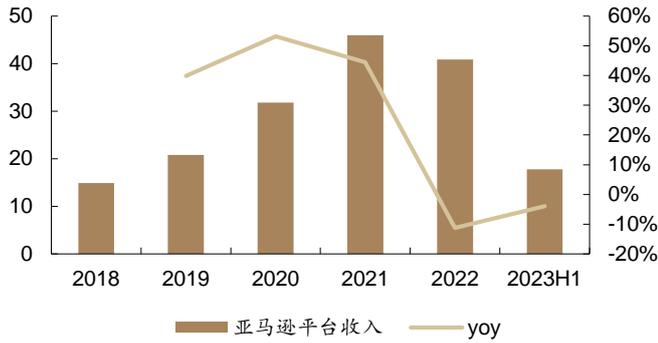
图 52：2022 年公司 B2B/B2C 模式分销售渠道占比



资料来源：公司招股书、德邦研究所

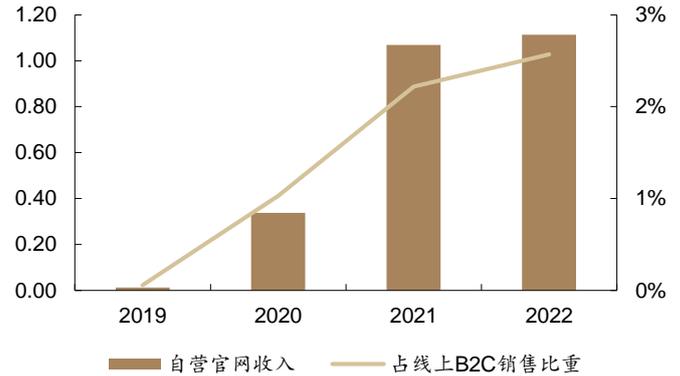
**借力头部电商平台，打造强大销售引擎。**亚马逊作为头部电商平台，依靠优质服务积累海量消费者，品牌形象与平台流量优势凸显。公司依托亚马逊全球在线销售平台，在欧美日等国家和地区实现了产品的销售，并取得了显著销售收入。公司 2018 至 2022 年间在亚马逊上的营业收入分别为 14.87 亿元、20.79 亿元、31.84 亿元、46.02 亿元和 40.85 亿元。其中，在 2018 年至 2022 年期间，B2C 在亚马逊渠道的营收占比较高，达到了 89.64%。同时，B2B 在亚马逊的营收也逐步提升，2018 年至 2022 年年均复合增长率为 63.64%。

图 53: 2018-2023H1 公司于亚马逊平台收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书、招股书申报稿等公司公告、德邦研究所

图 54: 2019-2022 公司自营平台收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书、招股书申报稿、德邦研究所

**企业平台强强联手，乘势而上构筑渠道影响力。**公司专注于互联网家居产品市场，长期深耕亚马逊平台，实现产品优势与渠道优势互哺。公司产品常年位列亚马逊平台畅销产品和亚马逊之选，连续两年入选“中国跨境电商百强榜”。公司旗下自有品牌成为备受欧美市场消费者喜爱的家居品牌之一，荣膺 2017 年“亚马逊全能卖家”、2019 年“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”，以及旗下品牌入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”。公司持续运营亚马逊渠道，在各国亚马逊平台第三方卖家排名中位居前列，平台与消费者多维度认可彰显渠道影响力。

**自营平台可逐步兑现品牌力，长期增长值得关注。**随着公司自营平台收入的迅速增长，从百万元跨越到亿元级别，公司在电子商务领域的竞争优势日益凸显。2022 年自营官网平台销售收入占线上 B2C 销售总额的比重达到 2.57%，为公司整体业绩做出了一定贡献，清晰地表明自营平台对公司品牌实力的增强发挥关键作用。持续扩大自营平台规模有望减少对单一平台的依赖，降低市场风险。加大国际电商平台渠道和自营官网的投入将进一步提升产品的全球曝光度，并为未来业务增长奠定坚实基础。公司自营平台的蓬勃发展为未来战略规划提供了可靠支撑，使公司能够更好地适应市场需求并保持竞争优势。

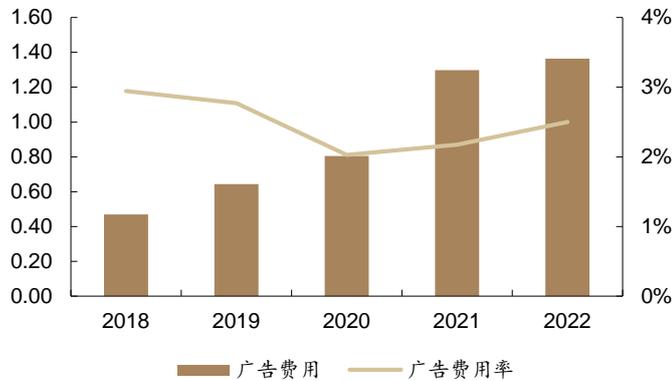
**电商平台监管趋严，合规运营占据先机。**近年海外主要国家逐步加强电商相关立法，叠加亚马逊平台监管政策日益完善，跨境电商经营合规性成为重大挑战。公司始终坚持合规运营，搭建并不断完善合规内控体系，从产品专利、账号运营、报税纳税等多维度把控运营细节，严格遵守所在国法律法规，时时紧靠亚马逊平台要求，因此在 2021 年亚马逊大规模封号潮中未受负面影响。后续监管趋严市场出清，公司受益于成熟的合规运营体系有望打开未来销售空间。

**大力进行投流推广，构筑市场认知度。**公司聚焦精品策略，持续发力建设品牌知名度，铸造品牌影响力，通过官网、电商平台、社交媒体、KOL 等渠道持续进行品牌展示和数字营销，不断触达更多客户和市场，进行品牌传播和市场覆盖。2018-2022 年，公司广告费用逐年高速增长，2022 年投入达 1.36 亿元，4 年 CAGR 超 30%。考虑到公司广告费用集中于亚马逊平台内，在收入主要来源平台针对性投放广告或实现更高的推广获客效率。

**营销活动因地/时制宜，推动品牌形象深入人心。**公司借助欧美本土节日进行营销活动的排期，于圣诞节、情人节、黑色星期五等消费季推出促销活动；并适时更新品牌形象及概念。2022 年春季，公司三大子品牌同步举行“Hello Spring”营

销活动，通过视频广告等方式将公司产品与春日美好时光联系，实现全媒体约5000万曝光量，搜索量提升近20%，活动整体投入回报比接近20x。同时，公司品牌传播内容贴合欧美文化关注点：2023年4月，公司与非盈利性造林机构 One Tree Planted 合作推出植树项目，以其美国官方在线平台每月收入的1%力争年内种下2万多棵树，迎合美国消费者的环保意愿并塑造环境友好的品牌形象。

图 55：2018-2022 年公司广告费用投入持续扩大（亿元）



资料来源：公司招股书、招股书申报稿、德邦研究所

图 56：公司植树造林公益项目



资料来源：公司官网、德邦研究所

### 3.3. 仓储物流双优化，加强履约端费用把控

**仓储&物流优势：兼收并蓄，自营+平台仓提升履约时效。**针对传统家居大体积重量、运费昂贵、时效较弱的物流痛点，公司以平台仓+三方仓+自建仓模式进行灵活配送，平衡成本与时效风险。对于小件产品采取亚马逊 FBA 服务，大件产品通过海外自营仓履约，并于销售旺季采取三方仓作为补充。当前公司于海内外自营仓面积已超 28 万平方米，募投项目在建仓储面积超 18 万平方米。

#### 3.3.1. 供应链全程精细化，合作/管理/信息化多面打造极致效率

公司进行供应商合作、供应链管理及信息化三方面优化，最大化供应链效率。

1) 供应商合作：2) 供应链管理：3) 供应链管理信息化：公司借助 EYA 管理系统，结合历史数据运算确定最佳采购需求，并通过电子签章和 SRM 系统与部分供应商实现交易模块的快速共享与深度协同，缩短采购订单交付周期。截至 2023 年 6 月，公司与超 140 家供应商合作，订单管理系统对接 18 个平台 55 个国家站点，供应链效率和规模均达到较高水平。

表 9：公司应用系统研发技术模块及创新优势介绍

技术模块	创新优势
供应链协同	建立了供应链协同平台，与超过 140 家供应商合作，实现 ERP 系统与供应流程深度协同，提升了采购效率
订单管理	订单管理系统完成了 18 个平台共 55 个国家站点的对接，能够：通过各平台提供的 API 接口自动完成待处理订单下载；自动分仓，自动选择最优的物流公司，自动拆单；实现各类型异常订单的自动拦截标记；精准高效地完成成千上百万订单的秒级对账
海外仓储管理	仓储管理系统实现欧洲及美国 10+ 个高架仓库的精细化立体库位管理，具有作业全流程跟踪及统计功能。

资料来源：公司招股书、德邦研究所

**供应商管理体系：严控准入门槛，动态机制优化效率。**公司把握微笑曲线两端，将生产制造环节交由供应商执行，并建立起科学有效的供应商管理及评价体系。首先，公司会依据采购要求寻找相关供应商，经过实地考察、试样打样合格后方可纳入供应商名单。之后，公司会派出品质工程师再次复核供应商资质，并监控

供应商出货质量，将监控结果合格的供应商转为正常供应商，将结果异常的供应商转为风险供应商，加大考核力度。最后，公司每半年对供应商进行综合考核，并依据考核结果划分供应商等级。此外，如果供应商不符合要求时，公司会将供应商更新为淘汰状态，不再与该供应商开展合作。

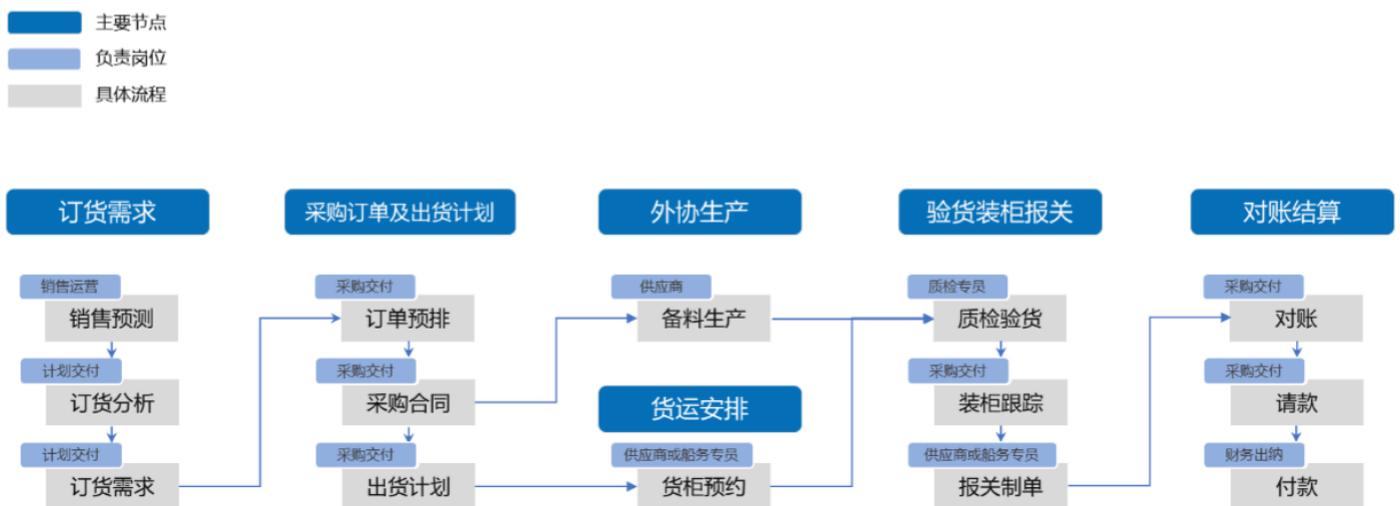
图 57：公司供应商管理及评价体系



资料来源：公司招股书、德邦研究所

**背靠优质供应链，产品生产交付质量层层把关。**公司已建立完善的供应链管理制度和流程管理体系，通过布局广东、福建、江浙等家具产业集群区域，与行业内优势供应商进行长期战略合作，针对重点品类建立了多层次供应商梯队，并定期对供应商的生产过程进行评估和技术指导。供应商交货后，公司品质中心依据目标市场法律要求，通过对货品进行抽检、产品质量分析、向第三方送检等多个环节，保证产品在生产及流转的各个过程中严格符合质量标准和法规要求，从而为全球消费者提供高质、可靠的产品。

图 58：产品采购与交付流程图



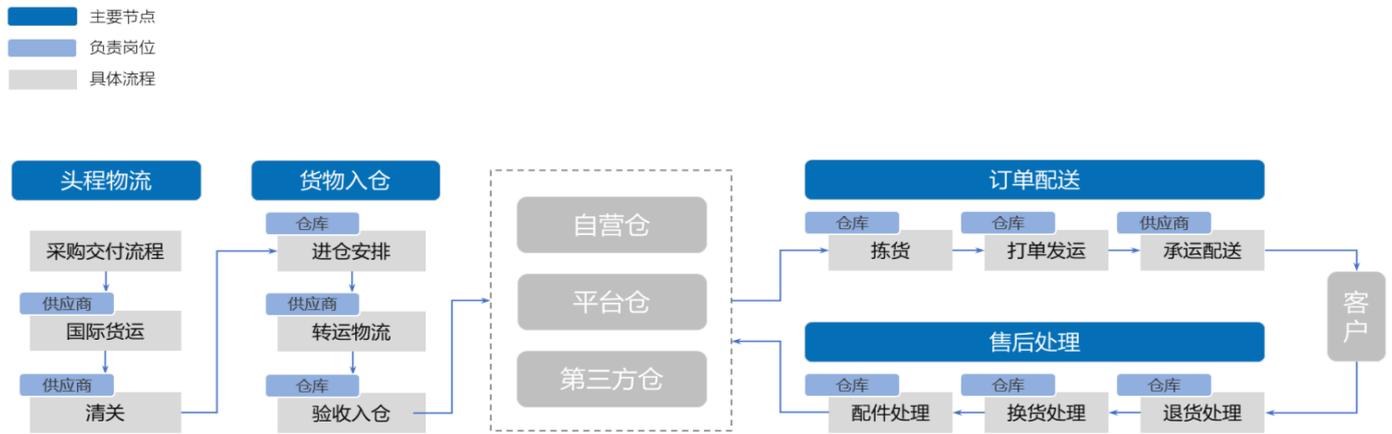
资料来源：公司招股书、德邦研究所

### 3.3.2. 全球仓储布局完备，资源合理分配降本增效

物流体系完备，供应链先发优势尽显。跨境仓储物流属于资金密集型行业，

对土地、厂房等固定资产投入较大，且港口区域仓储土地属于稀缺资源，拥有大规模仓储物流业务的企业具有较高议价权。同时，跨境仓储物流流程较为复杂，企业需要储备行业所需的高端复合型人才，并打造完善的仓储物流运营体系。经过在仓储物流领域多年布局，公司积攒了丰富跨境物流经验，建立了具有差异化竞争优势的出口仓储物流体系。公司在物流运营领域多年深耕形成的仓储物流模式成为公司重要壁垒。

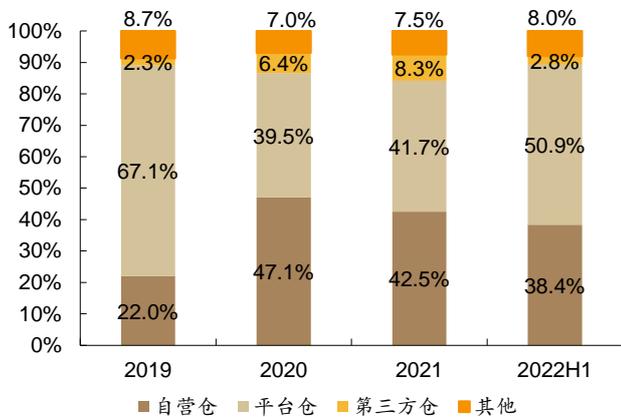
图 59：公司仓储物流模式



资料来源：公司招股书、德邦研究所

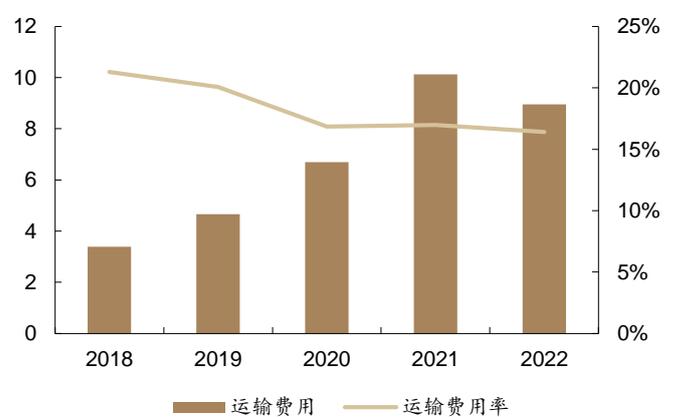
**自营仓+平台仓+三方仓联合管理全球物流。**公司的跨境物流服务采用海外仓模式，先将货物通过快递、空运、海运或者多式联运的方式将货物运送至目标地区预先建设或租赁仓库，然后根据销售订单完成中转或者本地配送。该模式下，公司仓储物流体系建设主要包括自营仓、平台仓以及第三方合作仓。近年来，公司持续加大对海外自营仓的建设力度，不断完善仓储物流系统，目前自营仓已经成为公司主要的仓储物流方式，至 2022H1 自营仓/平台仓/第三方仓收入占主营业务收入比例分别达 38.4%/50.9%/2.8%。同时，公司充分利用平台仓提供的仓储物流服务，并将第三方合作仓作为有效的补充。

图 60：公司自营仓收入占主营业务收入比例显著提升 (%)



资料来源：公司招股书、致欧科技法律意见书、德邦研究所

图 61：公司运输费用率持续改善 (单位：亿元)

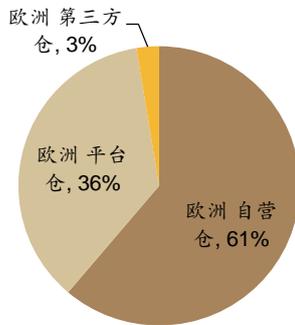


资料来源：公司招股书、招股书申报稿、德邦研究所

**自营仓面积超 28 万平米，搭配 FBA 仓达成仓储合理分配。**公司仓储以自营海外仓为主，并对订单进行合理分配：自营仓仓储可控，大件运输具有一定费用

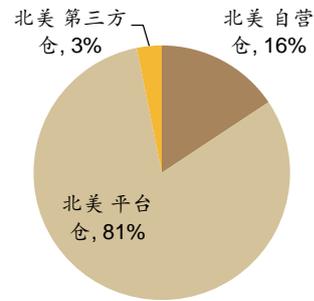
优势；FBA 则由亚马逊提供全程服务，配送效率更高，标准件费用较低。公司通过在旺季/运输大件商品时偏重自营仓，可进一步实现运输费用合理化。截至 2022 年年末，公司自营仓总面积超过 28 万平方米，其中海外约 27 万平方米。公司目前在欧洲及西欧实现较高仓储覆盖率，至 2022H1 欧洲/北美地区自营仓收入占比分别达 61%/16%，未来将进一步优化业务地区仓储布局，同时持续强化与物流服务商的合作关系，提升物流效率及服务质量。

图 62：2022H1 欧洲地区分物流模式收入占比 (%)



注：仓库数量为当期投入使用的仓库数量  
资料来源：致欧科技 IPO 法律意见书及补充法律意见书、德邦研究所

图 63：2022H1 北美地区分物流模式收入占比 (%)



注：仓库数量为当期投入使用的仓库数量  
资料来源：致欧科技 IPO 法律意见书及补充法律意见书、德邦研究所

**第三方仓：**第三方仓作为自营仓和平台仓的补充，产品的储存以及配送交由第三方仓储服务商进行。在第三方仓模式下，消费者在线下单后，第三方平台直接发货，扣除相应佣金费用后，按照协议约定将货款支付至公司收款账户，公司定期与第三方仓储物流服务商对账结算。截至 2022 年末，公司主要的第三方仓储物流服务商包括 SLM Group Holdings、Luno Fashion Limited 等。随着公司业务的扩张，与第三方仓储平台的合作有效解决了公司部分仓储配送需求，进一步完善公司仓储体系。

**平台仓：**在平台仓模式下，公司产品由电商平台负责仓储管理及物流配送，相关仓储物流费用由平台从终端客户支付款中直接扣除。公司最主要的平台仓是亚马逊 FBA。公司通过海运等方式将产品送至亚马逊在欧洲、北美及日本等地的 FBA 仓，公司的 EYA 管理系统会通过数据接口定期获取 FBA 仓的存货信息。亚马逊统一负责公司存货的管理，包括产品储存、派发、终端配送以及客户退换货等环节。

图 64：公司海外仓分布图



资料来源：公司招股书、德邦研究所

多项措施改善下，公司运输费用率持续下降。2018-2022年，公司仓储及物流规模化、精细化效果逐步显现，运输费用率整体呈下行趋势，其中2022年因完善仓储布局及库存结构，在收入回调情况下仍降低0.56 pct至16.41%，当年运输费用为8.95亿元。随着公司后端技术模块更新优化及运营进一步精细化，运输费用率管控有望持续向好。

自研系统优化仓储管理效率，存货管理能力优异。公司自主研发WMS仓储管理系统，结合内部仓储动态仓位、发货路径优化等技术，实现仓储物流效率优化与响应时间缩短。通过物流体系构建及智能供应链建设，公司实现有效库存控制，具备高效灵活的存货管理能力。2020-2022年存货占比集中分布在1年以内，存货周转状况良好，资金占用、库存过高风险较低。存货余额从2021年末的10.75亿元降低至2022年末的6.99亿元。期间受疫情扰动，2021-2022年末公司1-2年库龄存货占比小幅上升，主要系美国市场部分港口停摆延误产品入仓，公司扩大部分产品备货量。2023年，随着疫情影响淡出，公司存货周转有望正常水平。

表 10：公司存货库龄情况 (单位：万元)

项目	库龄	2022.12.31		2021.12.31		2020.12.31	
		存货余额	占比	存货余额	占比	存货余额	占比
库存商品	1年以内	43,854.02	96.53%	52,047.32	98.04%	37,317.54	99.96%
	1-2年	1,576.03	3.47%	1,037.86	1.96%	14.85	0.04%
	小计	45,430.05	100.00%	53,085.18	100.00%	37,332.39	100.00%
在途存货	1年以内	20,717.91	99.97%	50,309.80	100.00%	46,381.79	100.00%
	1-2年	7.24	0.03%	-	-	-	-
	小计	20,725.15	100.00%	50,309.80	100.00%	46,381.79	100.00%
发出商品	1年以内	3,682.99	97.93%	4,017.19	98.59%	3,506.99	99.96%
	1-2年	77.76	2.07%	57.39	1.41%	1.33	0.04%
	小计	3,760.76	100.00%	4,074.58	100.00%	3,508.32	100.00%
合计	1年以内	68,254.92	97.62%	106,374.31	98.98%	87,206.32	99.98%
	1-2年	1,661.04	2.38%	1,095.25	1.02%	16.18	0.02%
	小计	69,915.96	100.00%	107,469.56	100.00%	87,222.50	100.00%

资料来源：公司招股书、德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

公司已发布 2023 年业绩预告，受益于美元兑人民币汇率升值、海运费&采购费用下降以及存货周转加速，公司盈利能力显著提升，预计 2023 年收入达 60.2-61.0 亿元，归母净利 4.0-4.2 亿元。参考预告情况，我们分别对公司旗下四大业务进行拆分假设：

**家具系列：**当前海外去库已近尾声，长尾产品淘汰与需求复苏下，我们认为公司家具产品仍具有一定差异化特征，其量价均易受益于品牌力提升。我们预计家具系列 23/24/25 年收入同比增长 6.0%/22.4%/22.4%，其中 23 年考虑主要市场欧洲通胀仍处于高位，居民消费力较弱；预计 24/25 年欧美需求恢复且公司品牌力加强实现更高增速。

**家居系列：**公司家居系列分为家居用具类、收纳类及装饰类，多为具有一定消费品属性的中小型产品，需求相对稳定；预计 23/24/25 年收入同比增长 17.2%/21.8%/20.4%，其中 23 年增速相对较低主要由于欧美消费力处于低位；预计 24/25 年海外经济逐步回暖，且公司对标宜家进行拓品，SKU 有望显著提高，收入预期高速增长。

**庭院系列：**作为公司第三大品类，庭院系列过往需求受疫情居家/外出时间及线上/线下购物趋势影响，波动相对较大。预计 23/24/25 年收入同比增长 8.1%/10.7%/10.7%，同样受益于公司品类扩张及品牌效应提升。

**宠物系列：**依靠于欧美成熟的宠物经济，公司宠物系列预期将有稳定需求，同时 FEANDREA 品牌可依靠品牌效应与口碑，预计未来销量有较高增速。

表 11：公司分产品盈利预测（单位：百万元）

收入（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
家具系列	3092.37	2586.43	2742.90	3357.32	4109.35
Yoy	57.07%	-16.36%	6.05%	22.40%	22.40%
毛利率	45.26%	44.78%	46.20%	46.30%	46.40%
家居系列	1876.71	1868.38	2188.99	2666.19	3209.03
Yoy	37.70%	-0.44%	17.16%	21.80%	20.36%
毛利率	54.73%	53.63%	54.50%	54.70%	55.00%
庭院系列	633.01	531.63	574.80	636.30	704.38
Yoy	64.06%	-16.02%	8.12%	10.70%	10.70%
毛利率	54.86%	46.35%	46.00%	46.00%	46.00%
宠物系列	341.97	377.66	480.39	608.17	766.29
Yoy	45.79%	10.44%	27.20%	26.60%	26.00%
毛利率	51.97%	49.31%	52.00%	52.20%	52.30%
其他	23.32	91.30	86.73	95.40	104.94
yoy	23.59%	291.47%	-5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	36.45%	31.63%	35.00%	35.00%	35.00%
总营收	5967.38	5455.39	6073.81	7363.38	8894.00
yoy	50.39%	-8.58%	11.34%	21.23%	20.79%
毛利率			33.8%	34.1%	34.2%

资料来源：公司公告、德邦研究所

综上假设，我们预计公司 2023-2025 年间实现收入 60.7/73.6/88.9 亿元，同比增长 11.3%/21.2%/20.8%，期间毛利率分别达 33.8%/34.1%/34.2%。

致欧科技为精品家居出海标杆，已构筑小单快返的柔性家居供应链，当前显著受益于海外渠道去库近尾与需求复苏，对标宜家，未来高度看好公司在品类拓展与渠道驱动下的成长空间。我们预计公司 2023-2025 年实现收入 60.7/73.6/88.9 亿元，同比增长 11.3%/21.2%/20.8%，归母净利润 4.09/5.13/6.24 亿元，同比增长 63.3%/25.6%/21.6%，当前对应 2024 年 PE18 倍。同时，致欧科技作为家居出海标杆，在细分赛道具备明显竞争优势，对比业内优质龙头公司，估值仍有提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值一览（截至 2024 年 2 月 23 日）

公司代码	公司名称	市值 亿元	股价 (元)	归母净利润 (百万元)			PE		
				23E	24E	25E	23E	24E	25E
300866.SZ	安克创新	329	80.88	1636	1922	2281	20.1	17.1	14.4
300592.SZ	华凯易佰	57	19.83	363	521	645	15.8	11.0	8.9
301381.SZ	赛维时代	106	26.43	358	492	657	29.5	21.5	16.1
9896.HK	名创优品	440	38.30	2390	2916	3472	18.6	15.3	12.8
002803.SZ	吉宏股份	62	16.05	389	495	605	15.9	12.5	10.2
行业平均							20.0	15.5	12.5
301376.SZ	致欧科技	92	22.91	409	513	624	22.5	17.9	14.7

资料来源：ifind、德邦研究所、注：致欧科技盈利预测来自德邦商社团队，其他公司盈利预测来自 ifind 一致预期，名创优品选取 FY2024-2026 数据，市值与财务数据单位均为人民币，股价为港币

## 5. 风险提示

### (1) 海外宏观经济风险

公司业务集中于欧美，销量受欧美居民消费力影响，且家具等产品对地产景气度存在一定依赖，宏观经济低迷对公司业绩将有负面影响。

### (2) 行业竞争加剧风险

2021 年疫情带来线上消费热，于线上家居市场体现为供给增多库存积压，及降价销售趋势。若后续行业竞争进一步加剧，公司业务或将承压。

### (3) 第三方平台经营风险

公司对亚马逊平台依赖程度较高，2022 亚马逊平台销售占总收入约 75%。若亚马逊平台经营不善，对公司业务将有显著影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.69	1.02	1.28	1.55
每股净资产	5.00	7.72	9.00	10.55
每股经营现金流	2.73	1.87	1.33	1.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	33.20	22.52	17.92	14.74
P/B	4.58	2.97	2.55	2.17
P/S	1.52	1.51	1.25	1.03
EV/EBITDA	19.37	13.66	11.07	8.78
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.6%	33.8%	34.1%	34.2%
净利润率	4.6%	6.7%	7.0%	7.0%
净资产收益率	13.8%	13.2%	14.2%	14.7%
资产回报率	7.2%	8.7%	9.7%	10.3%
投资回报率	7.8%	10.5%	11.1%	11.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-8.6%	11.3%	21.2%	20.8%
EBIT 增长率	-17.1%	81.5%	20.0%	20.7%
净利润增长率	4.3%	63.3%	25.6%	21.6%
偿债能力指标				
资产负债率	48.0%	33.6%	31.9%	30.3%
流动比率	2.3	3.2	3.3	3.5
速动比率	1.4	2.3	2.4	2.5
现金比率	1.1	2.1	2.1	2.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.9	8.5	7.8	7.8
存货周转天数	84.0	53.3	41.1	41.2
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.6
固定资产周转率	131.8	138.3	168.3	211.4

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	250	409	513	624
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	168	60	62	63
非经营收益	18	20	29	27
营运资金变动	552	263	-70	-90
经营活动现金流	988	752	534	625
资产	-11	-94	-94	-94
投资	-269	-48	-78	-78
其他	28	-134	11	13
投资活动现金流	-252	-276	-161	-159
债权募资	-336	-231	0	0
股权募资	0	892	0	0
其他	-232	-32	-38	-38
融资活动现金流	-568	629	-38	-38
现金净流量	185	1,089	335	428

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,455	6,074	7,363	8,894
营业成本	3,729	4,023	4,856	5,848
毛利率%	31.6%	33.8%	34.1%	34.2%
营业税金及附加	4	3	6	7
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	1,201	1,294	1,568	1,894
营业费用率%	22.0%	21.3%	21.3%	21.3%
管理费用	174	194	243	302
管理费用率%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%
研发费用	45	55	74	98
研发费用率%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
EBIT	291	528	633	764
财务费用	-14	23	-4	-11
财务费用率%	-0.2%	0.4%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-23	0	0	0
投资收益	14	12	11	13
营业利润	311	506	639	777
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	309	504	638	775
EBITDA	435	588	695	828
所得税	59	96	124	151
有效所得税率%	19.0%	19.0%	19.5%	19.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	250	409	513	624

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,039	2,128	2,463	2,891
应收账款及应收票据	143	143	174	210
存货	689	503	607	731
其它流动资产	331	545	602	677
流动资产合计	2,203	3,320	3,846	4,509
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	44	44	43	41
在建工程	0	0	0	0
无形资产	9	10	11	12
非流动资产合计	1,275	1,350	1,460	1,569
资产总计	3,478	4,670	5,307	6,077
短期借款	341	291	291	291
应付票据及应付账款	242	279	337	406
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	355	463	529	606
流动负债合计	938	1,033	1,157	1,303
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	733	537	537	537
非流动负债合计	733	537	537	537
负债总计	1,670	1,570	1,694	1,840
实收资本	361	402	402	402
普通股股东权益	1,807	3,100	3,613	4,237
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,478	4,670	5,307	6,077

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。