

# Ziel Home Furnishing Technology (301376)

## Overseas online "IKEA" sets sail and aim to become a cross-border home furnishing giant with supply chain momentum

### Buy (Initiation)

29 Feb 2024

 Research Analyst  
**Ruibin Chen**

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

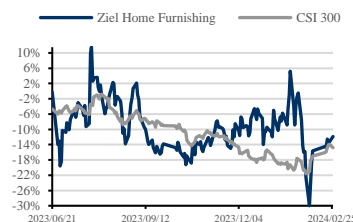
Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	5,455	6,110	7,385	8,653
Growth (YoY %)	-9%	12%	21%	17%
Net profit (RMB mn)	250	408	511	607
Growth (YoY %)	4%	63%	25%	19%
EPS (RMB)	0.62	1.02	1.27	1.51
P/E (X)	39.18	22.81	18.32	15.41

Source: Wind, Soochow Securities

### Investment Thesis

- Ziel is the leading cross-border e-commerce platform in the home furnishing category, with its main sales in developed countries in Europe and America.** Since its inception, Ziel has adhered to the brand route and operated under a brand model. By 2023, Ziel had established three major brands: SONGMICS, VASAGLE, and FEANDREA, corresponding to categories of home furnishing, furniture, and pet products, respectively. In 2022, furniture and home furnishings accounted for 48% and 35% of its revenue. Ziel primarily sells its products through online channels such as Amazon to developed countries such as Europe, the United States, and Japan, with these three regions contributing 56%, 41%, and 1% of its revenue in 2022, respectively.
- Cross-border expansion is a major trend in the consumer goods industry, with robust advantages of domestic consumer goods supply chain expanding outward.** Cross-border e-commerce has maintained high growth in recent years. According to iResearch Consulting, China's cross-border e-commerce export scale reached RMB6.6tn in 2022, with a CAGR of 24.5% from 2017 to 2022. And the CAGR from 2022 to 2025 is expected to reach 16.4%. In the future, domestic consumer goods brands are likely to become a major trend in the consumer industry development, by leveraging their supply chain advantages and e-commerce operation capabilities. Furthermore, as the penetration rate of overseas e-commerce continues to increase, the demand for cross-border e-commerce is expected to continue growing.
- Core edges of Ziel includes: 1) enjoying a certain degree of brand recognition, 2) establishing overseas warehouses and logistics systems, 3) strong supply chain management capabilities.**
- Brand Barrier:** Ziel owns three major brands including SONGMICS, VASAGLE, and FEANDREA, with a certain brand reputation accumulated over years of operation. Branding is an important consideration for consumers when purchasing home products. Brand advantages should bring stable sales advantages and product premiums.
- Logistics Barrier:** As of the end of 2023, Ziel has 300,000+ square meters of self-owned overseas warehouses in Europe and America and has established overseas logistics systems. For the home furnishing category, establishing a self-owned logistics system is an important competitive advantage.
- Supply Chain Barrier:** Ziel has laid out in domestic home furnishing industry clusters, utilizing the supporting resources and cluster advantages of various industrial chains, and fully leveraging the cost-effectiveness advantages of China's supply chain. Due to the large size, long transportation, and replenishment cycles of home furnishing products, high requirements are placed on supply chain management. The company has continuously iterated its supply chain over the years, with a net operating cycle of 55 days in Q1-Q3 2023, ranking at the forefront of the industry in terms of turnover speed.
- Earnings Forecast & Rating:** We expect the net profit of the company in 2023-2025 to be Rmb410/510/610mn, +63%/+25%/+19% yoy. We initiate coverage with "Buy" rating.
- Risks:** Decline in overseas consumer demand, obstacles in cross-border logistics, exchange rate fluctuations, inventory risks.

### Price Performance



Source: Wind

### Market Data

Closing price (RMB)	23.27
52-week Range (RMB)	17.12/31.99
P/B (X)	3.12
Market Cap (RMB mn)	9,342.91

Source: Wind

### Basic Data

BVPS (RMB)	7.46
Liabilities/assets (%)	40.99
Total Issued Shares (mn)	401.50
Shares outstanding (mn)	35.67

Source: Wind

### Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Jincao Wu (吴劲草)*, and *Jing Yang (阳靖)*.

# 致欧科技 (301376)

## 借供应链东风，造跨境家居大品牌，海外线上“宜家”起航

2024年2月29日

买入 (首次)

分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,455	6,110	7,385	8,653
同比	-9%	12%	21%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	250	408	511	607
同比	4%	63%	25%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.62	1.02	1.27	1.51
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.18	22.81	18.32	15.41

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 投资要点

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

### 股价走势



数据来源: Wind

### 市场数据

收盘价(元)	23.27
一年最低/最高价	17.12/31.99
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	830.08
总市值(百万元)	9,342.91

数据来源: Wind

### 基础数据

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

数据来源: Wind

### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢**吴劲草**、**阳靖**的指导。

## 1. 家居品牌跨境出海先锋，打造“线上宜家”

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

公司产品主要通过 Amazon 等线上平台销往欧洲、美国、日本等地区。2023H1，欧美为主要销地，收入占比为 61%/ 36%；分渠道，公司主要通过 Amazon、Cdiscount、ManoMano、eBay 等线上 B2C 平台销售产品，其中 Amazon 为主要的 B2C 渠道，2022 年贡献主营收入的 68%；公司 B2B 模式收入占比接近 20%，主要为亚马逊 Vendor、Wayfair 等自营平台供货。公司经营聚焦于品牌、设计及供应链等高壁垒、高溢价的环节。家居品类跨境电商的壁垒主要体现在供应链和品牌环节。致欧科技聚焦于品牌及物流供应链，对于附加值不高的生产环节则主要交由第三方代工企业生产。

## 2. 海外家居市场空间大，公司依托供应链优势打响品牌口碑

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

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

## 3. 跨境电商是重要产业趋势，海外线上渗透率提升带来红利

跨境电商交易规模持续增长，有望保持 10%以上增长中枢。海外电商渗透率正处在高速提升阶段，家居品类是重要获益品类。由于①疫情改变海外消费者消费习惯，②随欧洲通胀&美国超额储蓄逐渐出清，欧美消费者对于性价比的需求不断提升，促进价格更有优势的线上渠道渗透率提升。亚马逊渠道回暖，有利于公司实现增长。致欧科技是欧美亚马逊家居家具品类龙头，市占率居前。随着平台流量回暖，公司营业额有望受益。2023 年 Q1-3，亚马逊的线上商店直营收入同比增速实现逐季加速，表现强劲。

## 4. 品牌+供应链管理+物流设施，构建核心竞争力

品牌是公司最重要的核心竞争力。致欧科技自创立以来就坚持走品牌化精品路线，拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大品牌，对应家居、家具、宠物品类。

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

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

## 5. 投资建议

我们预计公司 2023-25 年总收入增速为 12%/ 21%/ 17%。我们预计公司费用率大致保持稳定，而由于 B2C 模式占比上升，公司销售费用将有所增长。综上，我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 4.1/ 5.1/ 6.1 亿元，同比+63%/ +25%/ +19%。

致欧科技拥有物流+供应链壁垒，作为家具赛道龙头，未来成长空间广阔，相比业内泛品模式公司应拥有一定估值溢价。按 2024 年 25X PE 给予公司 128 亿元目标市值，我们认为公司经营壁垒及长期成长性优秀，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

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

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

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

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



## 致欧科技三大财务预测表

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

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	988	471	519	616	每股净资产(元)	5.00	7.72	8.99	10.50
投资活动现金流	(252)	(171)	(22)	(19)	最新发行在外股份(百万股)	402	402	402	402
筹资活动现金流	(568)	884	(39)	(39)	ROIC(%)	8.07	11.21	11.34	12.07
现金净增加额	185	1,168	459	559	ROE-摊薄(%)	13.84	13.16	14.16	14.40
折旧和摊销	145	134	135	137	资产负债率(%)	48.03	35.34	32.73	30.11
资本开支	(11)	(40)	(40)	(40)	P/E (现价&最新股本摊薄)	39.18	22.81	18.32	15.41
营运资本变动	552	(43)	(111)	(108)	P/B (现价)	4.88	3.01	2.59	2.22

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

### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

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

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>