

# 致欧科技 (301376.SZ)

## 公司深度研究

证券研究报告

### 行稳致远，迈向品牌出海新阶段

#### 投资逻辑：

公司成立于 2010 年，深耕家居跨境电商行业十余年，拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌。公司近年来快速增长，18-22 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 36.0%/57.5%，正由“产品出海”向“品牌出海”晋升。公司于 23 年 6 月正式上市，IPO 募集净额 8.9 亿元，用于提升研发、供应链能力。23 年 Q1-3 公司营收/归母净利分别+0.4%/+67.1%至 41.4/2.9 亿元，营收增速放缓主因 23H1 公司出现短暂断货、海外当时处去库周期，而从 23Q3 起营收恢复增长态势，23Q3 营收同比+13.9%，并且根据业绩预告，23Q4 营收/归母净利分别增长 40.9%-46.9%/44.3%-69.6%。

**多维度剖析公司成功出海原因：**通过深度复盘公司发展历程，可发现公司除受益于行业发展红利外，公司的产品策略、营销方式、供应链管理一体化不仅是公司品牌塑造的具象表现，推动公司成功的关键，也将为公司后续增长奠定基础。1) 营销方面，公司以创始人较为熟悉的德国市场为起点，依托深度洞察，进行精准营销的同时，通过建立海外子公司，推动营销本土化，并逐步在新区域复制优化成功经验。公司目前合作海外红人已超 1500 名，并自建 KOL 资源库，促进拉新和复购；2) 产品方面，公司一方面通过海外子公司贴近客户收集需求，赋能新品研发环节，打造符合消费需求的差异化产品，22 年由研发成果带来的收入占比已达 31.7%；另一方面，公司依托中国成熟的家居产业链，产品具备较强成本优势。通过差异化+性价比打造强产品力，并持续扩展品类；3) 供应链方面，公司从生产到仓配各环节持续优化，确保产品设计高效率、低成本地转化为高品质产品，并且也使公司周转速度行业领先，根据 Kantar 抽样统计一半以上跨境电商卖家库存周转在 3 次及以下，而公司存货周转多年保持在 4 次以上，自身运转越发良性，客户体验持续提升。

**未来增长来源：**品类+渠道拓展空间巨大，迎接“品牌出海”新阶段。公司新一期股权激励的业绩目标为 24-26 年营收复合增长 20-25%，彰显发展信心。收入端：1) 品类方面，公司已具备一定品牌力，家具品类基本盘有望稳增，并已向家纺品类扩张（22 年美国/西欧家纺市场规模分别为 270.5/203.2 亿美元，CR5 分别为 7.0%/11.7%），家纺与家具产品可协同场景展示、欧美家纺市场分散的格局以及中国优质的供应链有望驱动公司家纺品类成功；2) 渠道方面，目前亚马逊在整体电商市场仍未形成完全垄断，站外流量广阔，公司不仅可受益于新兴跨境平台成长，而且公司独立站 22 年虽收入仅 1.1 亿元，但从产品展示、平均访问时长、跳出率等情况来看，其构建基础已较优，若后续公司对此平台重视程度提升，独立站有望逐步支撑中长期增长；3) 地区方面，考虑不同国家家居电商渗透率及公司布局情况，公司进一步深耕欧美、日本市场仍具较大空间。利润端：随着公司海外自营仓布局趋于完善，仓储物流成本有望降低，盈利能力有望提升。

#### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.02/1.23/1.51 元，对应 PE 为 25、20、17 倍。考虑公司整体仍处扩张期，给予公司 2024 年 25 倍估值，目标价 30.75 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

#### 风险提示

品类、渠道开拓不及预期；汇率大幅波动；海运费大幅上涨。

轻工组

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

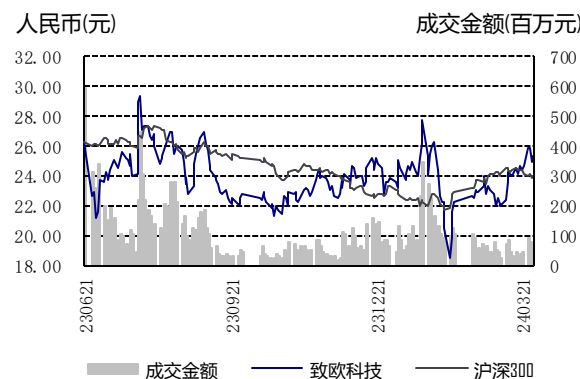
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.38 元

目标价（人民币）：30.75 元



#### 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,072	7,504	9,135
营业收入增长率	50.27%	-8.58%	11.30%	23.59%	21.73%
归母净利润(百万元)	240	250	409	494	606
归母净利润增长率	-36.93%	4.29%	63.41%	20.79%	22.84%
摊薄每股收益(元)	0.664	0.692	1.018	1.230	1.511
每股经营性现金流净额	0.73	2.73	0.82	1.28	1.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.57%	13.84%	13.88%	15.23%	16.82%
P/E	0.00	0.00	23.50	19.45	15.84
P/B	0.00	0.00	3.26	2.96	2.66

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1. 致欧科技：综合能力优异的家居跨境电商龙头.....	5
1.1 深耕跨境电商家居品类，“产品出海”迈向“品牌出海”.....	5
1.2 盈利能力已迎改善，营运能力行业领先.....	7
1.3 IPO 募集净额 8.9 亿元，全面提升研发、供应链能力.....	8
1.4 股权激励高目标彰显公司成长信心.....	8
2. 多维度剖析公司跨境电商成功原因.....	9
2.1 外因：充分受益海外电商快速发展+基础设施逐步完善红利.....	9
2.2 营销思路：站点布局循序渐进，营销策略逐步优化.....	11
2.3 产品策略：品类横纵扩张为主战略，差异化&性价比单品为利器.....	12
2.4 供应链管理：优质供应链确保周转行业领先，持续提升消费满意度.....	16
3. 品类+渠道拓展空间巨大，迎接“品牌出海”新阶段.....	17
3.1 收入端：品类属性奠定增长持续性，多维度扩张打开成长上限.....	18
3.2 利润端：自营仓建设持续推进，整体利润率有望边际回升.....	25
4. 盈利预测与投资建议.....	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议及估值.....	27
风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：公司发展历史沿革.....	5
图表 2：公司历年营收及 yoy（百万元，%）.....	5
图表 3：公司历年归母净利润及 yoy（百万元，%）.....	5
图表 4：公司收入按产品拆分（百万元）.....	6
图表 5：公司收入分渠道占比（%）.....	7
图表 6：公司收入分地区占比（%）.....	7
图表 7：公司毛、净利率开始逐步回升.....	7
图表 8：公司费用率保持稳定.....	7
图表 9：各公司应收账款周转率对比.....	7
图表 10：各公司存货周转率对比.....	7
图表 11：致欧科技 B2C 模式收入较高.....	8
图表 12：公司 IPO 项目情况.....	8
图表 13：股权激励业绩考核要求.....	9
图表 14：公司把握海外电商渗透率提升红利期.....	10
图表 15：FBA 仓运营优势.....	11
图表 16：致欧站点布局路径及发展阶段.....	11
图表 17：欧美主要国家电商消费特点对比.....	12
图表 18：公司 Songmics 品牌谷歌搜索指数.....	12
图表 19：公司多国销售站点排名.....	12

图表 20:	公司不同产品系列营收历年增量 (百万元)	13
图表 21:	公司不同产品系列对整体营收增量贡献度 (%)	13
图表 22:	销售收入前 10、20、50、100 个 SKU 的收入占比 (%)	13
图表 23:	公司线上平台一个销售订单购买多件产品的订单数量占比稳步提升	13
图表 24:	公司产品矩阵丰富	13
图表 25:	B2C 亚马逊平台不同金额订单额占比	13
图表 26:	公司线上、线下渠道获取消费需求	14
图表 27:	部分新工艺创新传统整装家具/家居产品	14
图表 28:	公司每年新增自主研发产品设计款式数量	15
图表 29:	自主研发成果带来的收入及总营收占比 (百万元, %)	15
图表 30:	公司产品与亚马逊销量最高的同品类产品价格、宜家同品类产品的价格对比	15
图表 31:	产品构筑的“蘑菇式模型”理论	16
图表 32:	跨境电商企业库存周转样本统计	16
图表 33:	致欧科技存货周转表现优异	16
图表 34:	公司供应商管理机制	17
图表 35:	公司仓储物流管理的主要流程	17
图表 36:	安克创新品牌&产品一览	18
图表 37:	研发费用率对比	18
图表 38:	存货跌价准备在存货中的占比	18
图表 39:	美国、西欧家纺产品市场规模 (亿美元, %)	19
图表 40:	美国、西欧家纺线上市场规模及电商渗透率 (亿美元, %)	19
图表 41:	美国家纺产品市场集中度	19
图表 42:	西欧家纺产品市场集中度	19
图表 43:	中国纺织品出口额占世界纺织品总出口额的比例已超 40%	20
图表 44:	中国知名家纺产业集群分布及优势	20
图表 45:	亚马逊平台同品类床上用品中国家纺品牌均价低于平台均价	20
图表 46:	家纺产品场景化营销增加配搭	20
图表 47:	B2C 线上渠道收入占比	21
图表 48:	不同线上平台收入及 yoy	21
图表 49:	2022 年中国电商平台集中度	21
图表 50:	2022 年美国电商平台集中度	21
图表 51:	欧美主要国家消费者均倾向于官网进行线上消费	22
图表 52:	消费者在品牌官网购买而非第三方平台的原因	22
图表 53:	亚马逊及独立站产品陈列对比	22
图表 54:	家居类相关独立站运营情况	23
图表 55:	部分家居品牌独立站流量来源占比	23
图表 56:	海外家居品牌不同线上平台关注度对比	23
图表 57:	欧洲地区营收及收入占比 (百万元, %)	24
图表 58:	2022 年西欧主要国家家居市场规模 (亿美元)	24
图表 59:	西欧主要国家家居产品电商渗透率	24
图表 60:	荷兰家居消费市场规模 (亿美元)	24

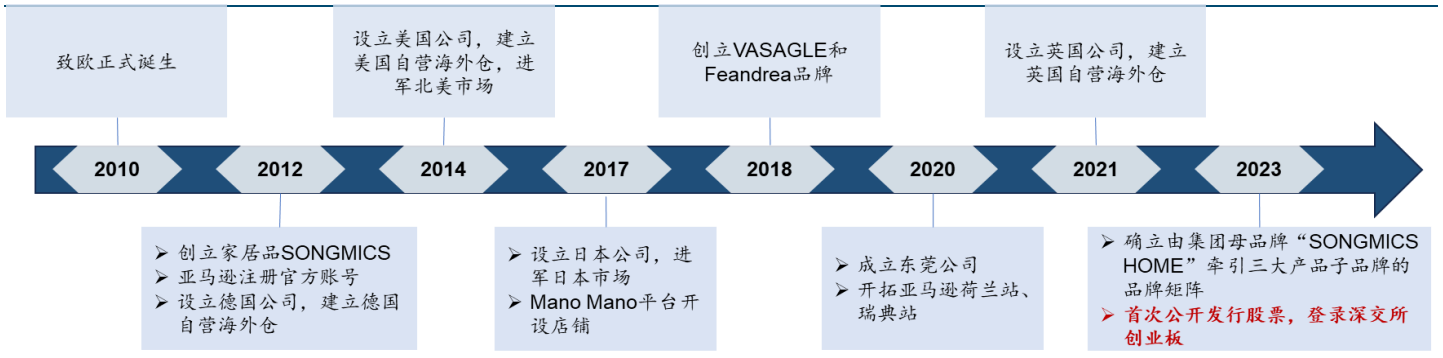
图表 61: 荷兰家居市场集中度偏低.....	24
图表 62: 日本地区营收及 yoy (百万元, %).....	25
图表 63: 日本家居电商渗透率相较美国有较大提升空间.....	25
图表 64: 日本家居市场规模.....	25
图表 65: 自营仓收入占比逐步提升.....	25
图表 66: 平台仓及自营仓费用率对比.....	25
图表 67: 公司平台仓、自营仓为核心仓储方式.....	26
图表 68: 公司仓储、运输费用率逐步下降.....	26
图表 69: 分业务拆分预测.....	27
图表 70: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	27

## 1.致欧科技：综合能力优异的家居跨境电商龙头

### 1.1 深耕跨境电商家居品类，“产品出海”迈向“品牌出海”

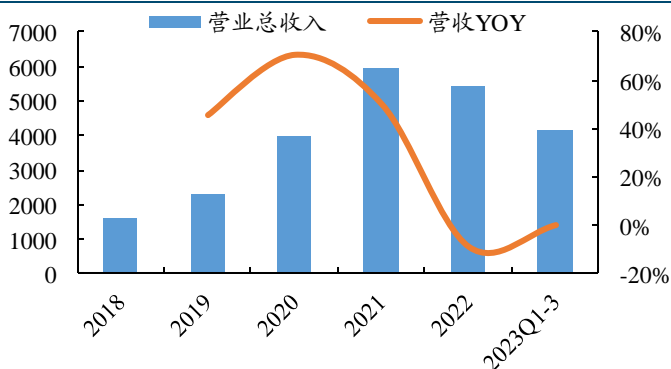
公司成立于2010年，2012年创立家居品牌SONGMICS并正式上线亚马逊德国站，开启自有品牌出海历程，目前业务已覆盖欧洲、北美、日本地区。经过十余年发展公司产品品类逐步延伸至全屋家居场景，旗下拥有SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA三大自有品牌，并成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列。依托跨境电商行业的快速发展及公司自身优异的运营管理，公司营收、归母净利润均实现了较优增长，2018-2022年营收/归母净利润CAGR4分别为36.0%/57.5%，2023年前三季度公司实现营收41.4亿元，同比提升0.4%，归母净利润2.9亿元，同比提升67.1%。营收增速有所放缓主要由于2023H1公司产品出现阶段性断货、海外整体当时仍处去库周期，而从23Q3起公司营收逐步恢复增长态势，23Q3营收同比增速达13.9%，并且根据业绩预告，24Q4营收/归母净利润增速分别有望达40.9%-46.9%/44.3%-69.6%。

图表1：公司发展历史沿革



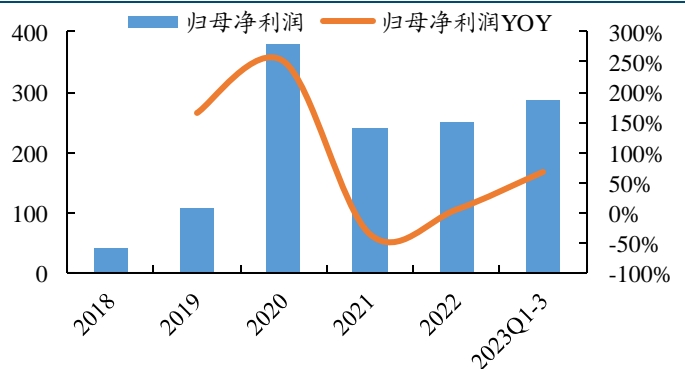
来源：公司官网，公司招股书，国金证券研究所

图表2：公司历年营收及yoy（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：公司历年归母净利润及yoy（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

分业务：家具、家居系列产品构成营收主要来源，宠物家居强增长势能显现。公司聚焦家居品类十余年，近年来不断将产品品类向全屋场景拓展，目前已经形成家具系列、家居系列、庭院系列及宠物系列四大产品系列。营收方面，主品类家具系列及家居系列2019年以来收入占比合计均在80%以上，2018-2022年营收CAGR4分别为41.3%/32.2%，其中家居系列2023H1实现收入9.4亿元，同比增长4.47%。2022年庭院/宠物系列收入占比分别为9.9%/7.0%，虽然目前对于营收的贡献仍然较小，但发展势能较强，宠物系列2022年、2023H1收入分别为3.8亿元、2.1亿元，同比增长分别为10.4%/21.8%，而其余品类受海外去库影响营收规模均有不同程度降低。毛利率方面，公司主要系列产品毛利率均在40%以上，2020-2022年有所下滑，主要由于会计准则变更后运输费用计入主营业务成本叠加海运费大幅上涨所致，2023H1毛利率水平已现修复。

图表4：公司收入按产品拆分（百万元）

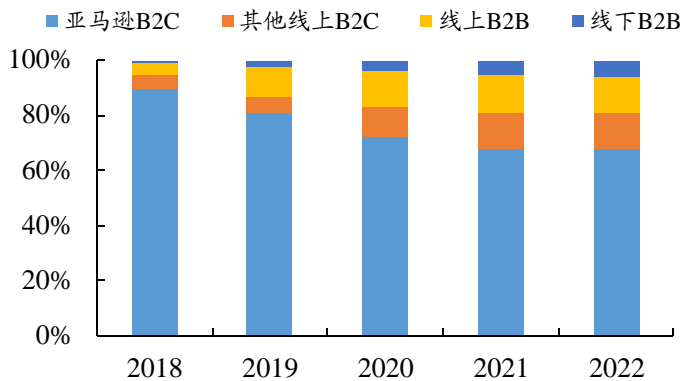
	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
<b>家具系列</b>						
收入	648.98	1007.08	1968.82	3092.37	2586.43	1134.04
YoY	-	55.18%	95.50%	57.07%	-16.36%	-15.14%
占比	40.71%	43.37%	49.62%	51.90%	48.09%	43.57%
毛利率	51.83%	51.30%	50.25%	45.26%	44.78%	51.16%
<b>家居系列</b>						
收入	611.9	891.52	1362.9	1876.71	1868.38	937.33
YoY	-	45.70%	52.87%	37.70%	-0.44%	4.47%
占比	38.38%	38.39%	34.35%	31.50%	34.74%	36.01%
毛利率	61.05%	61.21%	59.38%	54.73%	53.63%	58.44%
<b>庭院系列</b>						
收入	187.4	239.55	385.85	633.01	531.63	321.84
YoY	-	27.83%	61.07%	64.06%	-16.02%	-11.37%
占比	11.76%	10.32%	9.72%	10.62%	9.89%	12.36%
毛利率	58.48%	55.77%	61.13%	54.86%	46.35%	49.89%
<b>宠物系列</b>						
收入	119.57	160.79	234.56	341.97	377.66	208.22
YoY	-	34.47%	45.88%	45.79%	10.44%	21.82%
占比	7.50%	6.92%	5.91%	5.74%	7.02%	8.00%
毛利率	56.87%	55.82%	55.95%	51.97%	49.31%	54.15%
<b>其他产品</b>						
收入	26.33	23.29	15.75	14.62	13.87	1.67
YoY	-	-11.55%	-32.37%	-7.17%	-5.13%	-76.74%
占比	1.65%	1.00%	0.40%	0.25%	0.26%	0.06%
毛利率	45.24%	50.92%	49.78%	42.41%	39.37%	34.21%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所；注：此项毛利率为不含尾程运输费口径

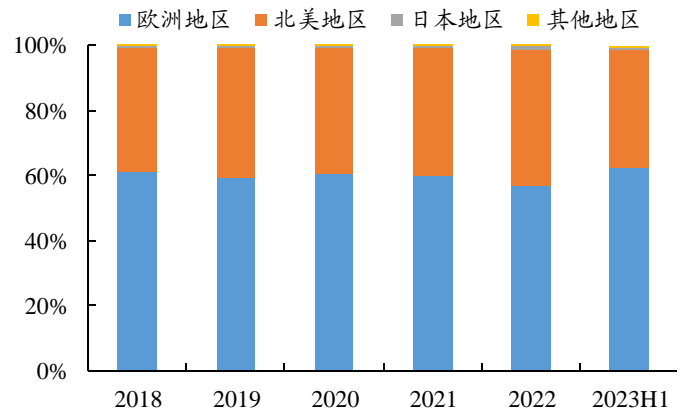
分渠道：渠道多元化趋势已现，亚马逊为主要 B2C 销售平台。从公司销售模式来看，公司主要通过线上 B2C、线上 B2B、线下 B2B 销售产品，其中线上 B2C 模式为公司主要销售渠道，历年营收占比均在 80% 以上。进一步分平台来看，亚马逊仍为销售占比最大的线上平台，但在公司积极开拓其他 B2C 平台及独立站前提下，其占比已经呈现逐年下降趋势，2022 年亚马逊 B2C 收入占比为 67.6%，较 2018 年降低 21.7pct。B2B 业务近年来经历了快速增长，其在总营收的占比从 2018 年的 5.4% 提升至 2022 年的 19.5%，平台以亚马逊 Vendor 为主，阿里巴巴国际站、线下展会等渠道同步开拓中。整体来看，公司多渠道、多平台的布局思路已经较为清晰。

分地区：聚焦欧美主要市场，新市场同步开拓。公司 2012 年布局欧洲市场，2014 年、2017 年先后进入北美、日本市场，2022 年欧洲/美国/日本市场收入占比分别为 57.0%/41.7%/0.9%。目前欧美地区仍为主要市场，日本等新兴市场尚有较大发展空间，未来贡献增量可期。

图表5: 公司收入分渠道占比 (%)



图表6: 公司收入分地区占比 (%)



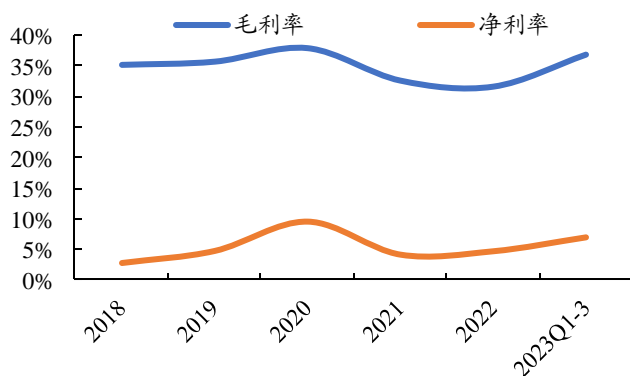
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

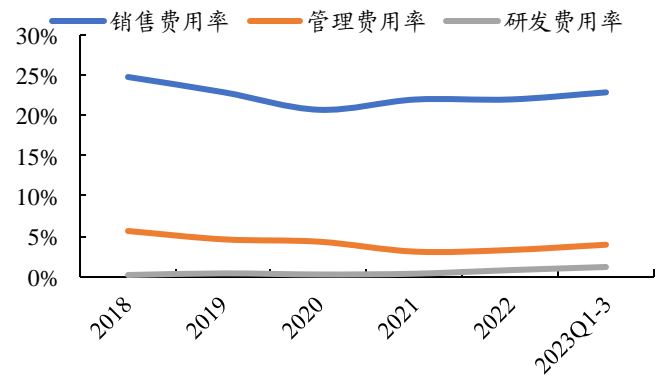
## 1.2 盈利能力已迎改善, 营运能力行业领先

盈利能力逐步修复: 2021 年以前公司毛利率均保持在较高水平, 2021 年开始公司毛利率呈现大幅下滑一方面因为公共卫生事件影响下海运费走高, 另一方面海外需求趋缓, 欧美大客户库存积压, 公司为提升库存周转对部分商品主动降价, 致使利润空间收窄。2023Q1-3 公司毛利率/净利率分别为 36.9%/6.9%, 23 年逐步开始回升, 主要由于毛利率较优的新品逐步推出叠加 23 年海运费逐步回归至合理区间, 此外, 公司收入规模扩大后对于费用的摊薄作用进一步显现。

图表7: 公司毛、净利率开始逐步回升



图表8: 公司费用率保持稳定

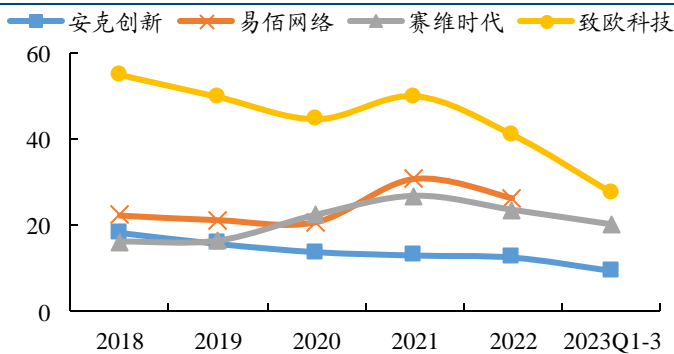


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所; 注: 毛利率为成本项加运费口径

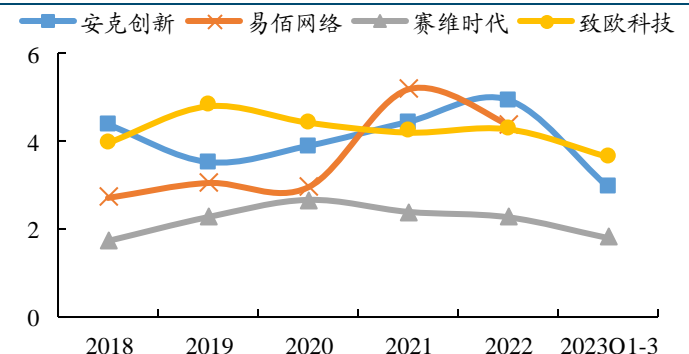
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所; 注: 销售费用率为剔除运费口径

运营能力领先行业: 公司应收账款周转率优于同行业平均水准, 2023Q1-3 致欧科技/安克创新/赛维时代应收账款周转率分别为 27.1/9.1/19.9 次。存货周转率方面, 得益于公司高效、良好的经营管理效率, 其存货周转率也优于同行, 2023Q1-3 致欧科技/安克创新/赛维时代存货周转率分别为 3.7/2.9/1.8 次, 并且历史年度存货周转率均超 4 次。整体来看, 公司作为以大件商品为主的跨境电商企业, 运营能力整体已处行业领先水平。

图表9: 各公司应收账款周转率对比



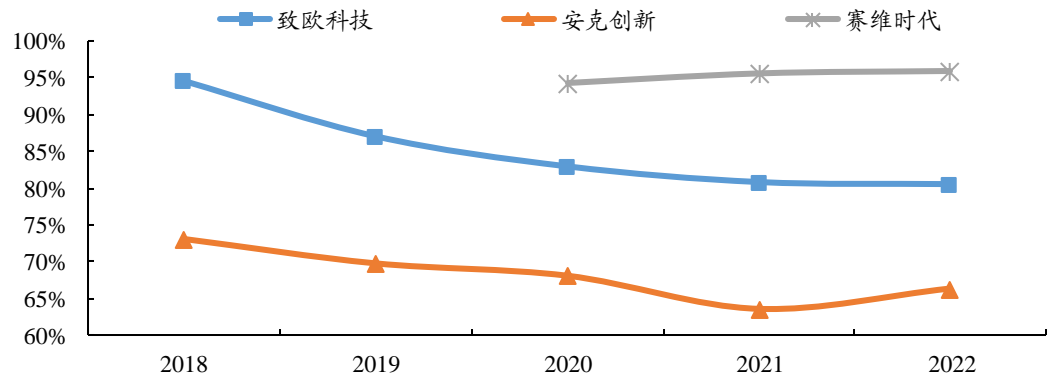
图表10: 各公司存货周转率对比



来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 公司应收账款周转率为调整后口径

来源: Wind, 国金证券研究所

图表11：致欧科技 B2C 模式收入较高



来源：各公司招股书、各公司年报，国金证券研究所；注：安克创新 2020-2022 年末详细披露 B2C 收入占比，此处用线上收入占比替代；易佰网络（华凯易佰）没有披露相关数据

### 1.3 IPO 募集净额 8.9 亿元，全面提升研发、供应链能力

公司于 2023 年 6 月 21 日正式上市，IPO 发行股票数量为 4015 万股，占发行后总股本比例 10%，募集资金 9.9 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 8.9 亿元。募集资金主要用于研发设计中心建设、仓储物流体系扩建、郑州总部运营管理中心建设以及补充流动资金。IPO 募投项目的实施能够进一步提升公司设计研发能力，完善公司仓储物流体系，全面提升研发、供应链能力，夯实公司在跨境电商领域的综合实力。

图表12：公司 IPO 项目情况

序号	项目名称	实施主体	项目拟投资金额 (万元)	调整后募集资金配置金额 (万元)
1	研发设计中心建设项目	东莞致欧	31,802.26	20,000.00
2	仓储物流体系扩建项目	致欧科技 (海外) 东莞致欧 (国内)	51,677.57	25,000.00
3	郑州总部运营管理中心建设项目	致欧科技	35,096.72	25,000.00
4	补充流动资金	致欧科技	30,000.00	19,208.04
合计			<b>148,576.55</b>	<b>89,208.04</b>

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 1.4 股权激励高目标彰显公司成长信心

公司 2024 年 2 月发布股权激励计划，此次激励计划拟向激励对象授予权益总计不超过 401.50 万股，占公司总股本的 1.00%，其中首次授予 350 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.87%；预留 51.50 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.13%。此次股权激励提出的业绩目标为 2024-2026 年营业收入复合增长 20-25%，目标值及触发值对应公司 2024-2026 年营收复合增速分别为 25%/20%。本次激励首次授予对象覆盖员工 47 人，绑定核心员工利益的同时彰显公司未来长期发展信心。



**图表13: 股权激励业绩考核要求**

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标	
		营业收入增长率（定比 2023 年）	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2024 年	25%	20%
第二个归属期	2025 年	56%	44%
第三个归属期	2026 年	95%	73%
考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)	
各考核年度 营业收入增 长率 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$	
	$An \leq A < Am$	$X=A/Am$	
	$A < An$	$X=0$	
激励对象	本激励计划拟首次授予激励对象为董事、高级管理人员、核心技术及业务人员（包含外籍人员）等 47 人		

来源：公司公告，国金证券研究所

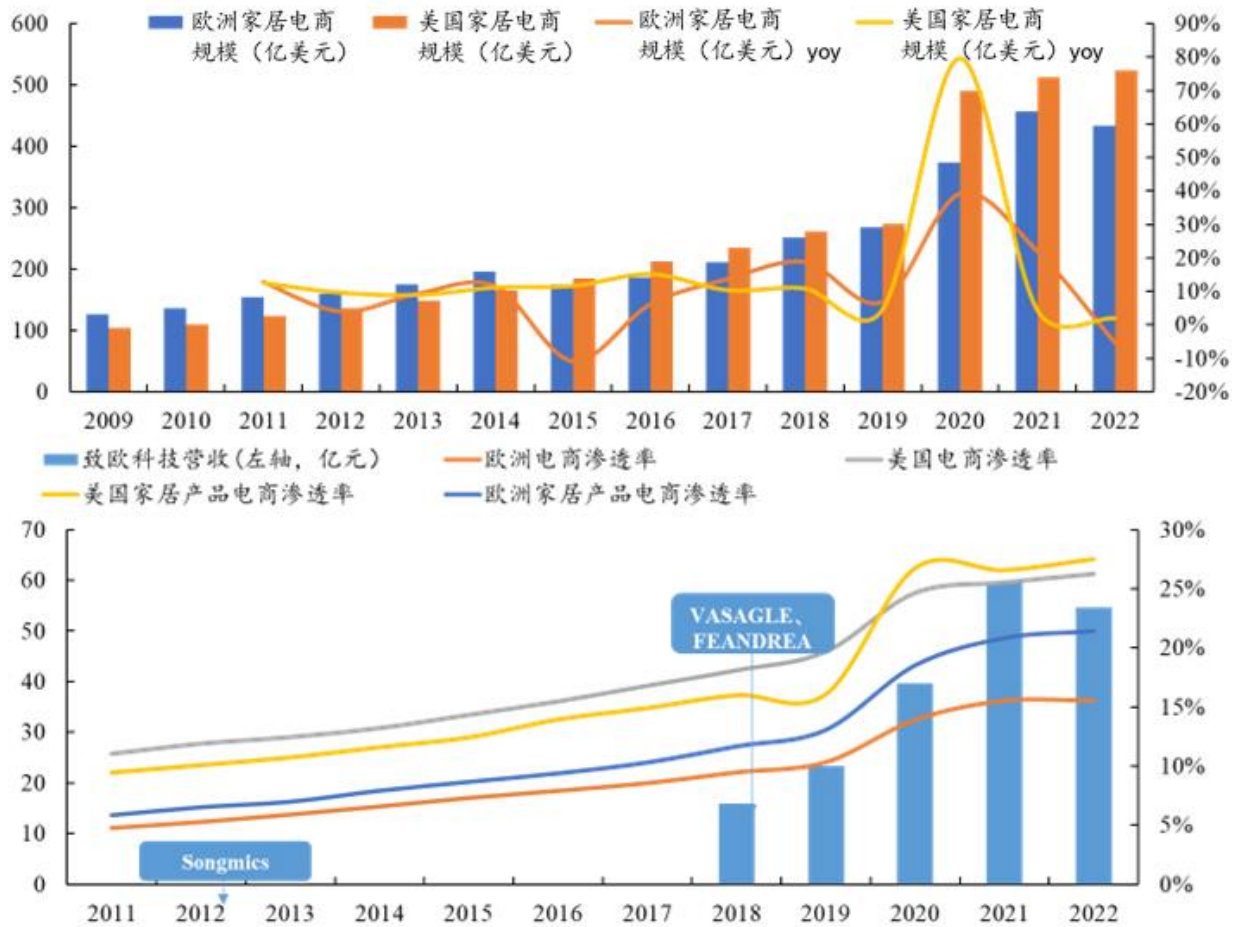
## 2.多维度剖析公司跨境电商成功原因

通过复盘公司发展历程，可发现公司切实抓住了海外电商渗透率提升的红利期（2012-2022 年欧洲/美国家居用品电商规模 CAGR 分别达 10.4%/14.4%），依托中国优质家居产品供应链，以公司创始人留学地德国为起点，深度挖掘并满足当地消费者需求，做深德国市场，并在此基础上逐步复制并优化成功经验，进行品类、区域、渠道扩张，较好演绎了中国跨境电商企业从“产品出海”向“品牌出海”迈进的历程。公司的产品策略、营销方式、供应链管理体系化不仅是公司品牌塑造的具体体现，共同推动了公司过去的成功，也是公司后续持续发展的关键保障。

### 2.1 外因：充分受益海外电商快速发展+基础设施逐步完善红利

受益海外电商渗透率提升红利：公司 2012 年正式创立 Songmics 品牌并依托亚马逊德国站进行产品销售，2014 年进入北美市场，2017 年布局日本市场，作为国内较早开展跨境电商出口业务的企业，公司享受到国内发展跨境电商业务政策利好及海外电商渗透率快速提升双重红利。根据欧睿统计，2022 年欧洲/美国家居用品线上销售规模分别为 433.0/523.1 亿美元，2012-2022 年 CAGR 分别为 10.4%/14.4%，2022 年欧洲/美国家居用品电商渗透率分别为 21.4%/27.5%，较 2012 年分别提升 14.9/17.5pct，欧美市场家居品类及电商渠道的快速发展为公司家居产品出海提供了良好发展契机。

图表14: 公司把握海外电商渗透率提升红利期



来源: Euromonitor, 公司公告, 国金证券研究所

海外电商基础设施建设趋于完善, 解决初创品牌仓配问题: 随着海外电商的蓬勃发展, 电商相关的基础设施建设逐步完善, 以亚马逊 FBA 为例, 其仓储网络遍布全球, 为出海品牌提供了全球范围内的仓储、配送解决方案, 大幅度降低了品牌出海初期的物流运营及管理难度; 此外, FBA 仓配送模式下, 产品被标记为“Prime”并推荐给优质客户的可能性将大幅提升, 并且亚马逊将为 FBA 商品提供 24 小时专业客服支持及快捷配送服务, 有助于商品获得更高的客户评价, 提升商品搜索排名, 增加商品曝光度, 助力形成从产品到品牌的正向循环。致欧出海前期多通过亚马逊 FBA 仓解决仓储物流难题, 依托于海外较为完善的基础设施建设, 公司在进入新型市场时能够聚焦当地需求收集及市场开拓, 为后续成长奠定坚实基础。

图表15: FBA 仓运营优势



- 使用亚马逊物流的商品**有资格享受亚马逊Prime免费隔日达服务**，加入FBA后商品可被标记为“Prime”，从而为商品/品牌导流。
- 亚马逊Prime会员是一种付费会员制度，加入Prime会员计划的买家相比一般的亚马逊买家拥有更大购物需求，并倾向于购买带有Prime标记的商品。



- 亚马逊使用当地语言为 FBA 商品提供7x24专业客服支持，即使您休假，您的商品也可正常销售，有助于**减轻运营压力**。



- **针对特定的产品、地区提供特惠物流解决方案，帮助优化物流成本**。如:针对特定产品的特惠解决方案:亚马逊物流轻小商品计划、亚马逊物流新选品计划等;针对北美3大站点的跨地区解决方案:亚马逊物流远程配送计划;针对欧洲5国的跨地区解决方案:亚马逊物流欧洲整合服务。



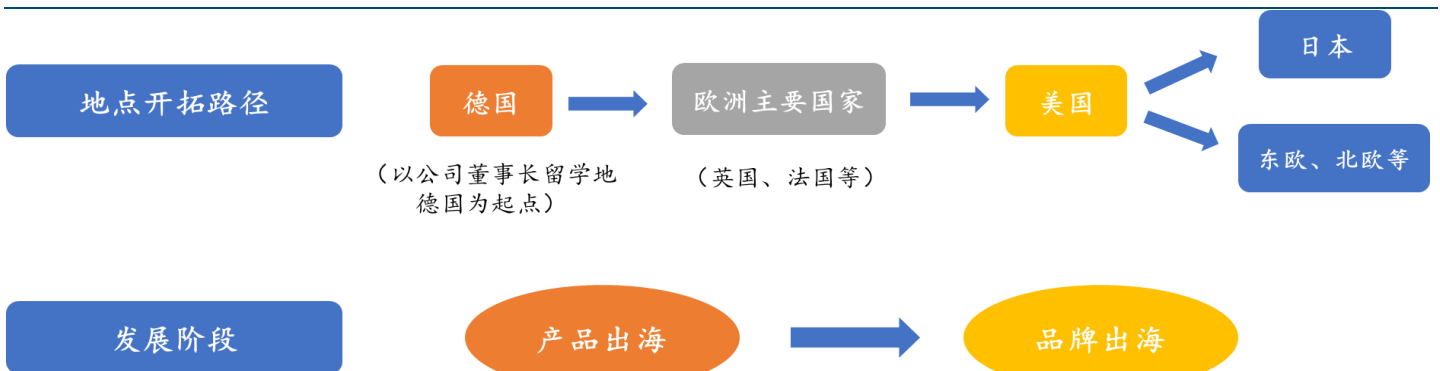
- 使用 FBA 后，亚马逊提供的快捷配送服务和7x24专业客服，有助于**商品获得更高的客户满意度及商品评价**，搜索排名会更加靠前，从而帮助加大商品曝光。

来源: 亚马逊官网, 国金证券研究所

## 2.2 营销思路: 站点布局循序渐进, 营销策略逐步优化

- 站点布局合理推进, 成功经验复制优化: 欧美主要国家的消费习性较为接近, 公司依托董事长留学德国的经历, 对德国市场具备深度洞察, 通过切实挖掘并满足消费者对于家居产品的诉求, 从德国市场起步, 持续复制优化德国市场的成功营销运营经验, 逐渐拓展到英国、美国、日本等市场。

图表16: 致欧站点布局路径及发展阶段



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

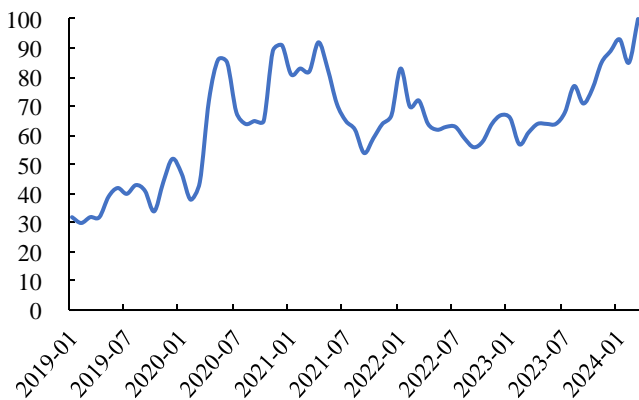
图表17: 欧美主要国家电商消费特点对比

市场趋势	英国	德国	美国
亚马逊消费者TOP3个人兴趣	1. 电视 2. 音乐 3. 电影、食物及饮料	1. 音乐 2. 食品与饮料 3. 烹饪	
消费意愿	愿意购买高品质产品、本土产品，并重视为家人和亲友购买礼品的服务	愿意购买高品质产品、在地产品和提供本土客户服务、重视产品节能性及可持续性	愿意购买高品质产品、在地产品和提供本土客户服务、重视产品便利使用性及安全性
考虑因素	在意价格、方便购买、配送便捷、免配送费以及多元化品牌	在意价格、免配送费、方便购买及配送便捷、购买跨境商品	在意价格、购买便利、配送便捷，倾向于选择“线上+线下”混合购物方式

来源：亚马逊研究，国金证券研究所

- 营销逐步侧重本土化，“产品出海”向“品牌出海”晋升：公司主抓产品的同时，由于竞争加剧，产品同质化越发严重，公司也逐步开始加大品牌宣传。具体来看：1) 大数据精准营销：公司利用大数据技术对用户行为数据进行深度挖掘，制定符合消费者需求的差异化营销推广策略，并结合网络流量特点、营销内容与投放实现精准营销推广；2) 海外多地建立子公司，营销越发本土化运作：公司近年来依托海外子公司助力，整体宣传内容越发本土化，并借助各类本土节日积极推出各类促销活动。公司目前合作海外红人已超 1500 名，并自建 KOL 资源库，借用 KOL 来做口碑传播和形象塑造，促进拉新和复购。整体来看，公司品牌营销效果逐步显现，公司不仅在谷歌的搜索量显著提升，并且已在多国站点销售排名位列前三。

图表18: 公司 Songmics 品牌谷歌搜索指数



来源：谷歌，国金证券研究所

图表19: 公司在亚马逊多国销售站点的第三方卖家排名

国家	家具家居类排名	全品类排名
德国	1	9
法国	1	3
意大利	1	6
西班牙	2	5
英国	2	27
美国	3	48

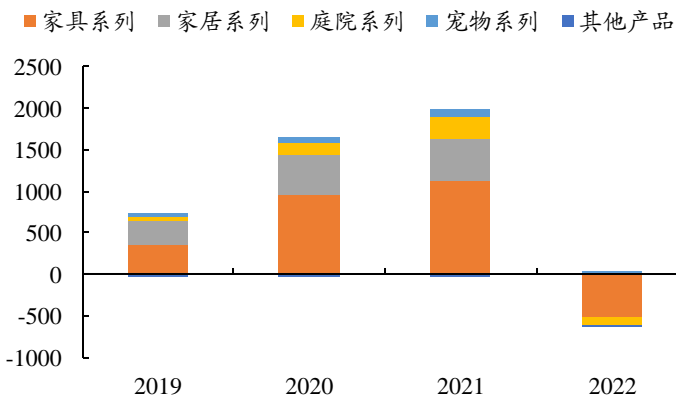
来源：致欧科技审核问询函的回复意见，Marketplace Pulse，国金证券研究所；注：排名数据截至 2022 年 2 月底

## 2.3 产品策略：品类纵横扩张为主战略，差异化&性价比单品为利器

### 2.3.1 大方向：横向拓品类、纵向扩产品线丰富 SKU，助力公司规模扩张

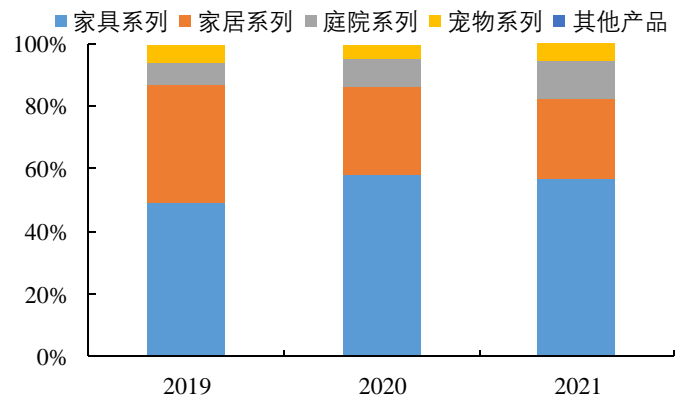
公司以满足“家”的全场景使用需求为拓展逻辑，通过场景延伸实现品类扩张，2021 年公司新拓庭院系列对公司整体营收增量贡献度达 12.4%，较 2019 年提升 5.3pct，宠物系列产品在 2022 年整体收入规模缩减的基础上仍然实现了正向增长。在品类不断丰富的基础上，公司在单一品类内部持续深耕，通过推新实现营收增长，从公司销售收入前 10、20、50、100 个 SKU 的收入占比变化趋势来看，公司产品集中度较低，且呈现逐年降低的趋势，各具体产品对于公司收入贡献较为平均，叠加公司产品价格带较低，量增对于公司营收的贡献更为显著。此外，场景化推新能够促进不同产品的配搭销售，带动客单价提升，2022H1 公司线上平台一个销售订单购买多件产品的订单数量占比达 10.3%，较 2019 年提升 0.7pct。截至目前，公司产品使用场景涵盖了客厅、卧室、厨房、户外等各个不同场景，已逐渐形成不同风格或材质互相组合设计的小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多系列产品矩阵，支撑公司营收端规模扩张。

图表20: 公司不同产品系列营收历年增量 (百万元)



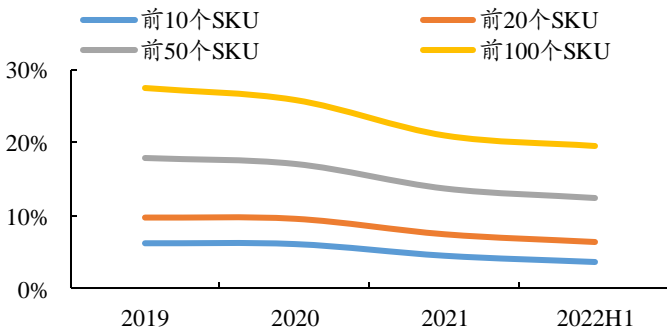
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 公司不同产品系列对整体营收增量贡献度 (%)



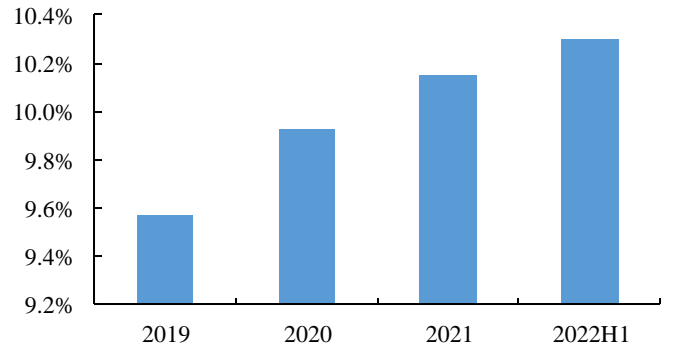
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 由于公司 2022 年收入下滑故不计算增量贡献度

图表22: 销售收入前 10、20、50、100 个 SKU 的收入占比 (%)



来源: 致欧科技审核问询函的回复意见, 国金证券研究所

图表23: 公司线上平台一个销售订单购买多件产品的订单数量占比稳步提升



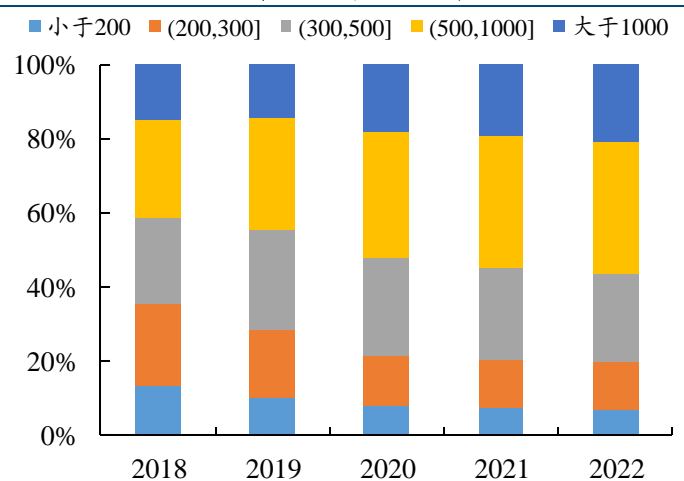
来源: 致欧科技审核问询函的回复意见, 国金证券研究所

图表24: 公司产品矩阵丰富

	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
家具系列	主要产品示意图						
家居系列	使用场景	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
家居系列	主要产品示意图						
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材	/	/
庭院系列	主要产品示意图					/	/
宠物系列	使用场景	猫爬树	宠物笼具	宠物窝垫	宠物家具	宠物出行	/
宠物系列	主要产品示意图						/

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表25: B2C 亚马逊平台不同金额订单额占比

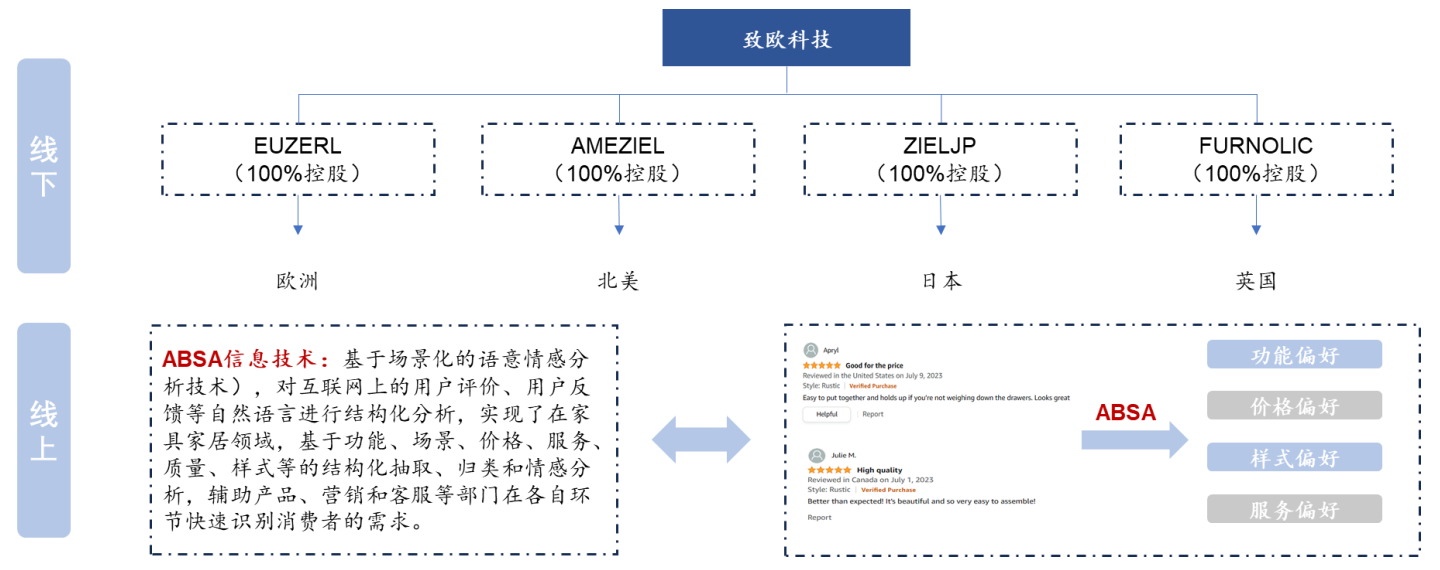


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 2.3.2 产品打法 1: 专注设计研发环节, 持续推新打造差异化单品

需求收集: 由于公司产品均是外包生产, 因此公司更专注于前端设计与研发环节, 紧跟消费者快速迭代需求对现有产品进行设计创新, 从而实现产品差异化。从前端消费者需求获取来看, 线下方面公司分别在德国、美国等主要市场设立子公司, 并配备相应销售人员, 通过实地市场调研了解海外消费者需求变化趋势, 作为后期产品改良创新的方向性指引。线上方面, 公司采用 ABSA 信息技术 (基于场景化的语义情感分析技术), 对互联网上的用户评价、反馈进行结构化分析, 基于对产品功能、价格、质量等要素的结构化抽取、归类及分析辅助公司更快速识别消费者的需求。

图表26: 公司线上、线下渠道获取消费需求



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

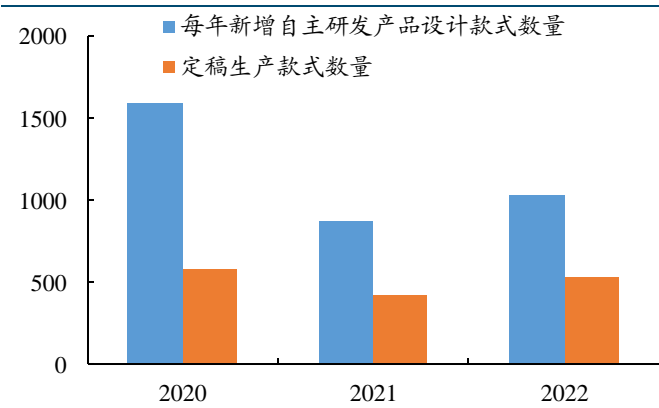
从研发产出角度来看, 由于公司产品主要以线上销售为主, 并通过物流配送到消费者端, 部分产品需消费者自主安装, 因此公司针对产品安装的难易程度、物流配送过程中经济效益最大化以及消费者最终体验感提升, 不断进行产品结构及工艺创新, 以模块化部件、可拆卸式组装、扁平化包装的研发理念为导向, 结合对海外消费者需求的分析, 实现产品在美学、人体工学、性能等多方面的融合创新。2020-2022 年公司新增自主研发的产品设计款式数量分别为 1587/873/1028 个, 2022 年由研发成果带来的收入在总营收中的占比为 31.7%, 较 2020 年提升 5.5pct。

图表27: 部分新工艺创新传统整装家具/家居产品

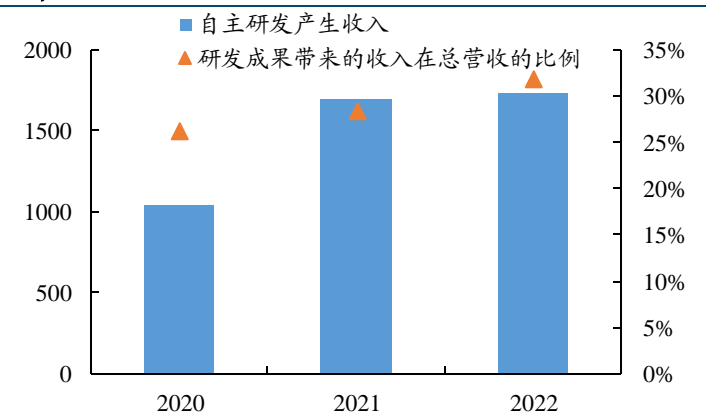
产品描述	改进前	改进后	创新优势
一种带有遮阳板的休闲躺椅			使用感 <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 对市场上休闲躺椅遮阳板进行结构创新, 满足消费者躺卧休闲状态下对遮阳板无级调节的需求</li> <li>2) 经过多次实验, 精选出配件螺丝与胶水配比, 提升该品类客户好评率 40%</li> </ul>
			安装 <ul style="list-style-type: none"> <li>免安装设计, 省掉用户安装痛点</li> </ul>
分节款电视柜			仓储物流 <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 分节款工艺有效解决 1.4 米、1.6 米、1.8 米电视柜不能进入平台仓问题</li> <li>2) 包装体积由 150cm*50cm*10cm 下降至 86cm*48cm*15cm</li> </ul>
布抽柜面板			使用感 <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 提升产品结构强度</li> <li>2) 引入新材料及复合工艺, 使产品在外观上的可扩展性大大增强</li> <li>3) 增强产品质感, 提升产品溢价</li> </ul>
			仓储物流 <ul style="list-style-type: none"> <li>与传统抽屉相比, 解决了安装难、成本高、包装体积大的问题</li> </ul>
			安装

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表28: 公司每年新增自主研发产品设计款式数量



图表29: 自主研发成果带来的收入及总营收占比(百万元, %)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 2.3.3 产品打法 2: 优质+低价共筑产品性价比优势

我们选取公司在亚马逊美国站销量较高的产品与同类型产品横向对比后发现, 公司产品定价低、评论数量多且综合评分较高, 性价比优势突出, 这主要得益于公司从产品开发到销售过程中严格的成本控制及质量控制。

图表30: 公司产品与亚马逊销量最高的同品类产品价格、宜家同品类产品的价格对比

	办公椅			金属置物架		
	品牌	SONGMICS	Amazon Commercial	IKEA	SONGMICS	Amazon Basics
价格	126.00USD	234.20USD	289.00USD	52.99USD	71.99USD	60.00USD
评价/评分	1059/4.6	3136/4.3	461/4.2	1778/4.3	220201/4.6	641/4.3
图例						
	鞋架凳			C型茶几(带滚轮)		
	品牌	VASAGLE	Amazon Basics	IKEA	VASAGLE	SUPERJARE
价格	40.99USD	51.12USD	69.99USD	39.99USD	59.80USD	74.99USD
评价/评分	20886/4.7	578/4.4	124/5.0	6425/4.5	3140/4.2	7/4.2
图例						

来源: 亚马逊官网, 宜家官网, 国金证券研究所

- 成本控制: 公司产品开发环节会参考市场同类产品的售价核算成本构成, 由成本倒推设计, 源头上保证产品成本可控。并且公司逐步探索实践产品构筑的“蘑菇式模型”理论, 将产品的研发过程分为三个阶段: 第一个阶段是基础层面, 构筑产品零部件平台, 其中包含大量的标准通用件和适量非标件; 第二个阶段是组合成型阶段, 即由零部件通过不同的排列组合形成多样化的产品; 最后, 将组合而成的产品置于使用场景中, 通过丰富的 CMF (Color, Material&Finish, 颜色、材料、表面处理) 的变化, 构建起不同的产品矩阵, 最终实现产品开发周期缩短、原材料采购及生产规模化的优势。此外, 公司采购端不断寻访新的供应商, 调研不同材质产品在哪些产业集群区域具备竞争力, 然后进行合理的采购规划, 进一步保障产品成本优势。
- 质量控制: 公司的产品虽然均是委外生产的形式, 但在质控方面设置了抽检、产品质量统计分析、向第三方检测机构送检等多重环节, 从供应端保障产品品质的一致、稳定性。

图表31：产品构筑的“蘑菇式模型”理论

研发思路

案例：VASAGLE farmhouse 系列

最终通过丰富的CMF产品组合形式为产品赋予无限可能。

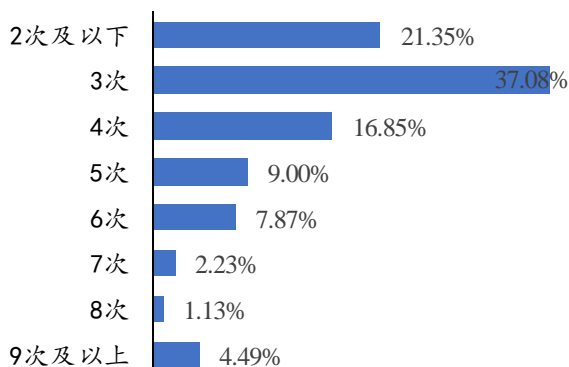


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

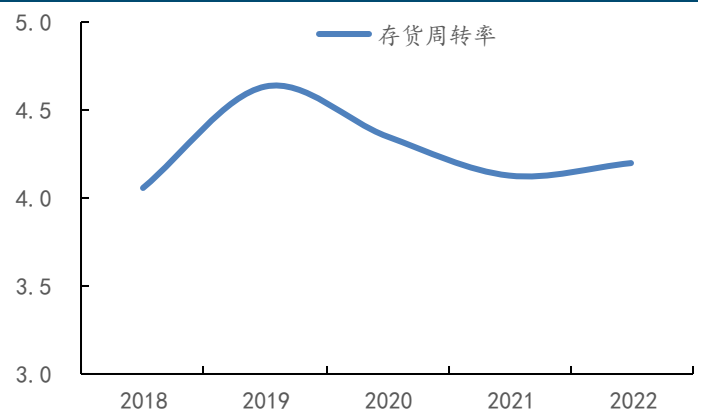
2.4 供应链管理：优质供应链确保周转行业领先，持续提升消费满意度

公司优质的供应链体系是将产品设计高效率、低成本地转化为高品质产品的关键保障，并且优质高效的供应链使得公司周转速度行业领先，根据 Kantar 统计多数跨境电商企业库存周转在 3 次及以下，而致欧科技存货周转率多年始终保持在 4 次以上，不仅确保自身良性运转，并且使得客户体验持续提升，逐步呈现正循环效应。

图表32：跨境电商企业库存周转样本统计



图表33：致欧科技存货周转表现优异



来源：亚马逊研究，Kantar，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

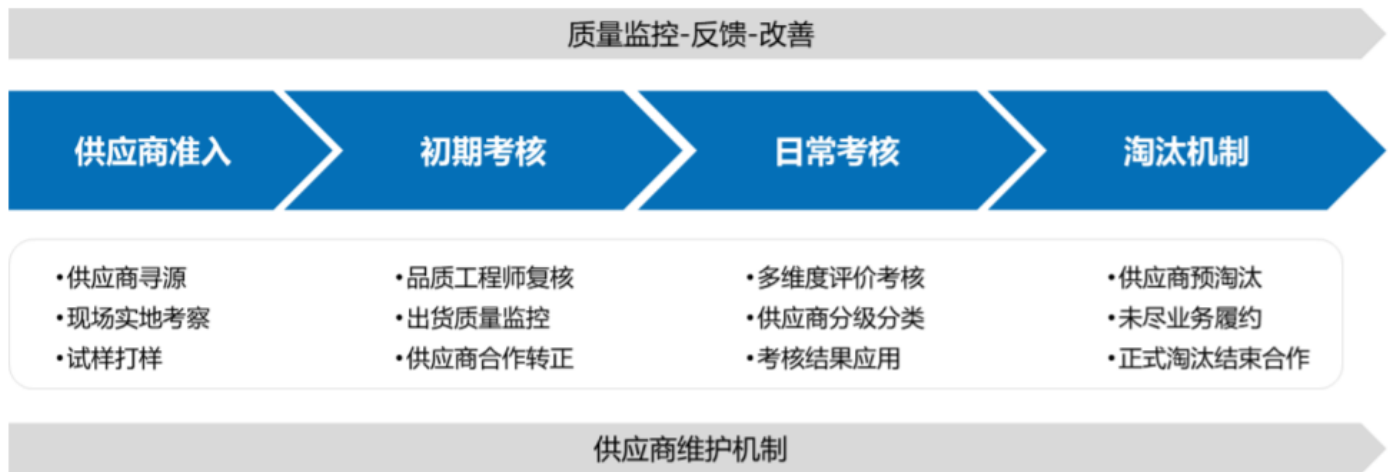
生产端

1) 科学利用产业集群优势，完善机制全流程把控供应商：公司一方面在国内家居产业集群区域（广东、福建、江浙等）设立仓库，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。另一方面，公司持续完善机制，全流程把控供应商，确保供应链效率与产品品质稳定性。

2) 赋能供应商，共同提升效率：公司一方面借助 EYA 管理系统，结合历史销售数据、库存数据等信息，确定最佳采购需求及合适的供应商；另一方面，公司通过实施电子签章和 SRM 系统与部分供应商实现信息共享与协同，降低业务订单传达响应时间，响应时间由实施前的 3-7 天降低至实施后的 12 小时以内。整体来看，公司正逐步进行全链路信息系统的实施，逐步搭建符合自身品类特性的柔性供应链管理体系，实现前后端可实时拉通，后续将有望进一步提升精准备货、补货，智能拼柜与调拨的管理效率。



图表34：公司供应商管理机制

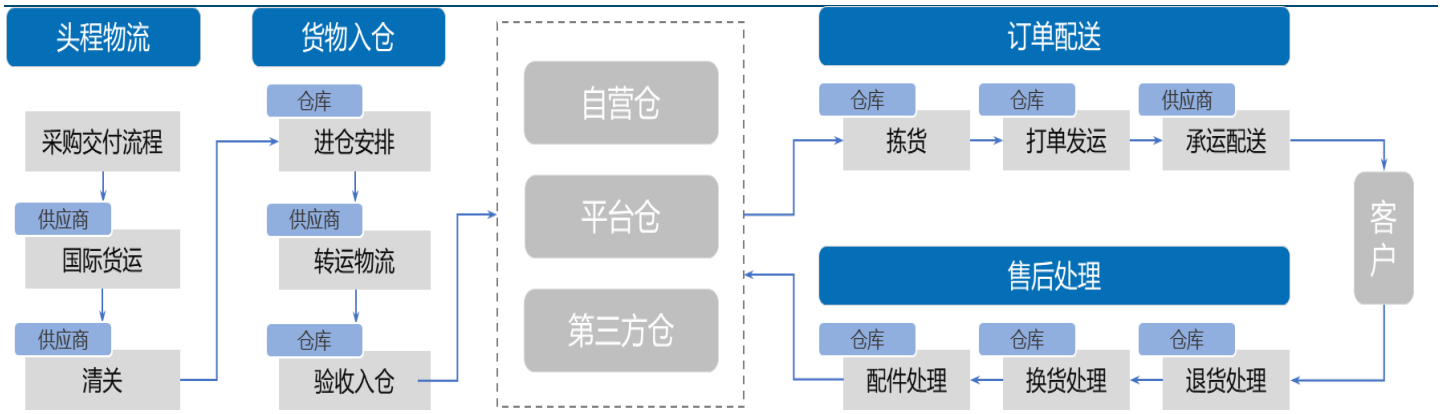


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

➢ 仓配端

公司建立了“国内+国外”的仓储联动机制，国内仓主要以集货为主，海外仓负责产品储存、拣货、派发、客户退换货等后续仓储物流服务。目前，海外仓建立“自营海外仓+平台仓+三方仓”的跨境仓储物流体系，分别在德国、美国、英国等建立自营海外仓，海外仓面积为 27 万 m<sup>2</sup>。海外自营仓能够提高发货、退换货、售后服务等业务环节的运作效率，通过与当地物流配送商合作，能够实现海外消费者发货需求的及时响应，提高销售效率与库存周转能力。

图表35：公司仓储物流管理的主要流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3. 品类+渠道拓展空间巨大，迎接“品牌出海”新阶段

收入端：公司品类、渠道、地区方面仍有较大拓展空间，“品牌出海”将迎来新阶段。1) 品类方面，公司已在家具品类上形成一定品牌力，品类特性决定基本盘依然有望稳健增长。公司虽定位“线上宜家”，但在品类丰富度方面与宜家相比仍有较多空白品类尚未布局，目前公司已经开始向家纺品类扩张（2022 年美国/西欧家纺市场规模分别为 270.5/203.2 亿美元，CR5 分别为 7.0%/11.7%），家纺与家具产品可协同场景展示、欧美家纺市场分散的格局以及中国成熟的家纺供应链均是公司家纺品类成功的基础。2) 渠道方面，目前亚马逊平台在整体电商市场仍未形成完全垄断，亚马逊站外流量广阔，公司不仅可受益于新兴跨境平台成长，而且公司独立站虽然 2022 年仅实现收入 1.1 亿元，但 2020-2022CAGR 达 81.4%，从产品陈列、平均访问时长、跳出率等情况来看，其构建基础已经较优，若后续公司对此平台重视程度提升，进一步加强引流，公司独立站有望实现非线性增长，成为公司中长期份额进一步提升的重要驱动力。3) 地区方面，公司目前欧洲市场仍未全面布局，日本市场也仍处起步阶段。综合考虑不同国家家居电商渗透率所处阶段，公司进一步深耕欧洲（如荷兰）、美国、日本市场仍具较大空间。

利润端：随着公司海外自营仓布局趋于完善，公司综合仓储物流成本有望降低，整体盈

利能力提振可期。

### 3.1 收入端：品类属性奠定增长持续性，多维度扩张打开成长上限

#### 3.1.1 家居品类迭代较慢，品牌逐步建立奠定原有品类稳定增长基础

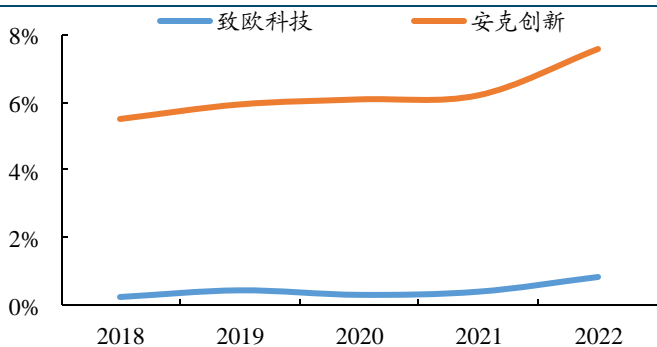
安克创新主营的消费电子产品类具有明显的快速迭代的特征，新技术落地能够催生新品牌的产生与成长，但随着产品功能快速更迭，老产品也极易被新产品替代，可持续的研发创新能力为公司成长的核心驱动。安克创新作为消费电子赛道品牌出海龙头，2011-2022年期间已推出 Anker、Soundcore 等 6 个定位不同细分领域的消费电子产品，始终保持研发端的高投入以维持在消费电子行业中的优势竞争地位。持续快速迭代的消费电子市场也决定了企业产品被迭代风险相对较大，对企业经营能力要求较高。而致欧主营产品为耐用家居产品，其特点在于产品功能基本稳定，科技含量较低，2022 年其研发费用率为 0.8%（安克为 7.6%），品类属性决定其相对而言不容易被市场淘汰，致欧存货跌价准备在存货中的占比 1.5%（安克创新为 7.9%），在此情形下，随着公司在电商平台上的品牌地位逐步确立，原有品类有望稳步提升市场份额，获取稳健增长。

图表36：安克创新品牌&产品一览

时间	品类 (23H1 收入/占比)	品牌	产品
2011	充电配件 (34.8 亿元/49.3%)	Anker	数码充电及周边 
			家用光伏及储能 
2014	无线音频类 (15.6 亿元/22.1%)	Soundcore	无线音频类产品 
2016	智能创新类 (19.5 亿元/27.5%)	eufy	智能清洁解决方案 
			智能家庭安防 
		Nebula	智能投影产品 
2021		AnkerWork	3D 打印、可视设备 
2022		AnkerMake	

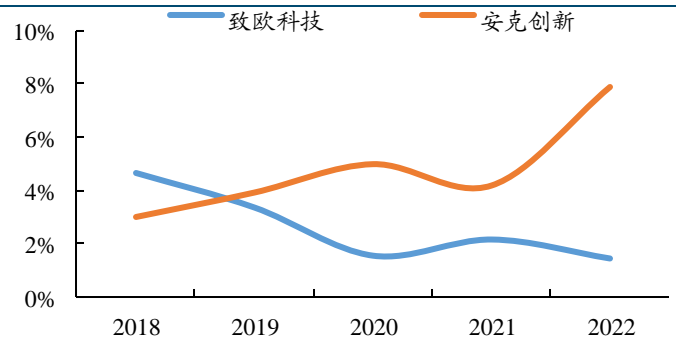
来源：安克创新公司公告，安克创新官网，国金证券研究所

图表37：研发费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表38：存货跌价准备在存货中的占比



来源：Wind，国金证券研究所

#### 3.1.2 “线上宜家”初具雏形，品类拓展打开营收上限

公司对标企业为宜家家居，瑞典宜家集团是全球最大的家具及家居用品企业，线下经营网点遍布全球，线上购物渠道为宜家官方购物商城，销售产品主要包括座椅沙发系列、

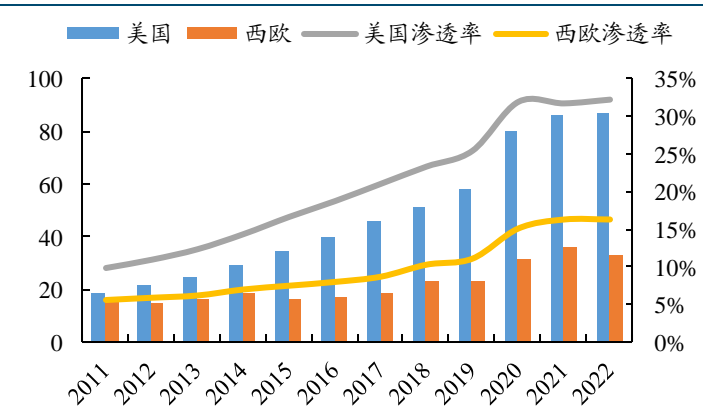
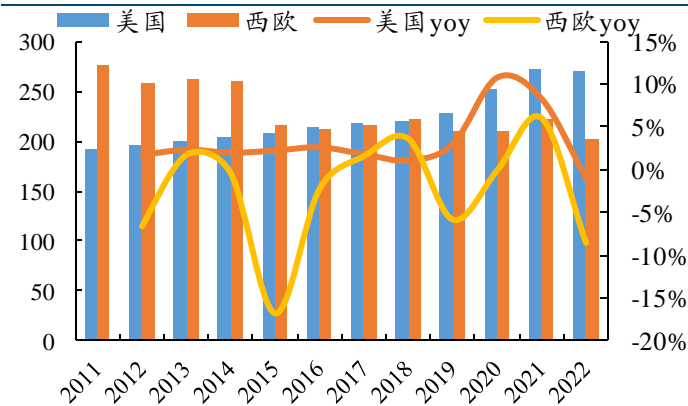
办公用品、卧室系列、厨房系列、照明系列、纺织品等，产品 SKU 数量过万，与之相比，公司仍存在如纺织品、餐具等空白品类尚未布局，品类拓展空间仍然较大。公司目前已开始逐步向家纺品类扩张，收入端持续增长可期。

我们认为公司家纺品类有望成功拓展的原因如下：

- 原因一：欧美家纺市场格局分散，后进入者仍有发展机会。随着美国家居市场“重装饰、轻装修”潮流兴起，家纺产品的装饰性作用越发重要，推动美国家纺行业快速增长，2022 年美国/西欧家纺产品市场规模分别为 270.5/203.2 亿美元。从销售渠道来看，家纺产品在电商渠道的渗透率稳步提升，目前家纺产品在美国/西欧市场电商渠道渗透率分别为 32.2%/16.3%。竞争格局角度，欧美市场家纺行业整体份额较为分散，美国/西欧家纺行业 CR5 分别为 7.0%/11.7%，较低的市场集中度使得后进入者仍有一定发展机会。

图表39：美国、西欧家纺产品市场规模（亿美元，%）

图表40：美国、西欧家纺线上市场规模及电商渗透率（亿美元，%）

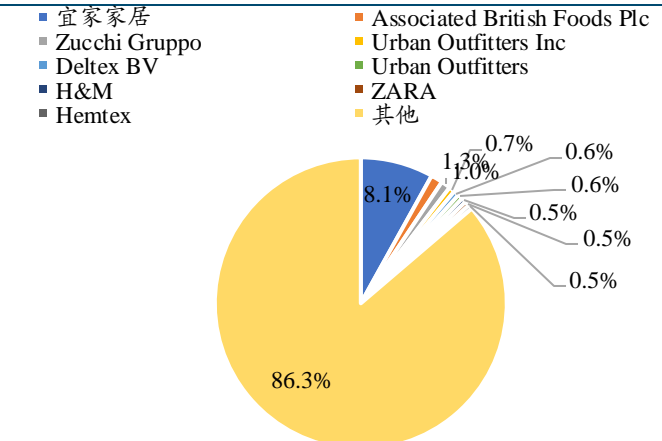
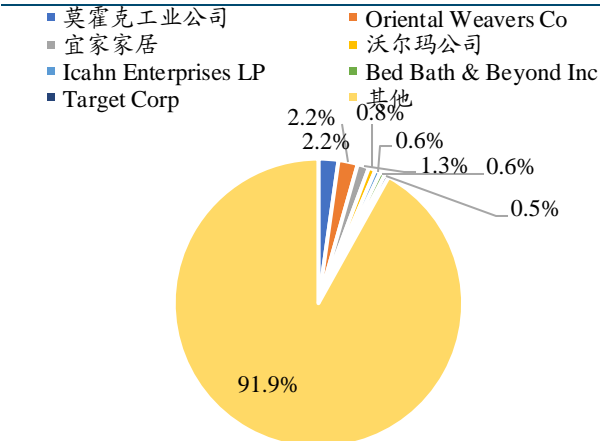


来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表41：美国家纺产品市场集中度

图表42：西欧家纺产品市场集中度

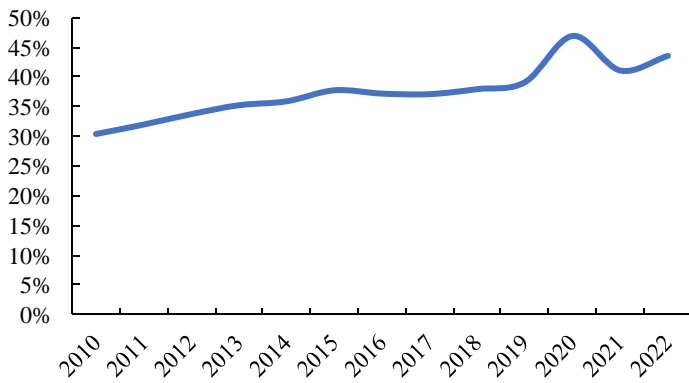


来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 原因二：中国家纺品行业趋于成熟，低定价+完善供应链奠定家纺出海优质基础。一方面，中国作为纺织品出口大国，国内外供应链日趋完善，2022 年纺织品出口金额在全球纺织品出口金额中的占比达 43.6%，较 2010 年提升 13.2pct。另一方面，国内共有 14 个家纺产业集群，主要集中在江苏、浙江及山东省，产业集群化有利于发挥大规模优势降低生产成本，从而保持定价上的优势，根据久谦统计，亚马逊床上用品类目中，中国家纺品牌均价低于平台均价，价格优势明显。

图表43: 中国纺织品出口额占世界纺织品总出口额的比例已超 40%



图表44: 中国知名家纺产业集群分布及优势

产业集群	主要产品	规模水平
江苏省南通市 海门区叠石桥	家纺成品	全年家纺工业总产值约550亿元
江苏省南通市 通州区志浩村	家纺面辅料	全年家纺工业总产值约500亿元
浙江省杭州市 余杭家纺	布艺	全年规模以上家纺企业工业产值达200亿元
浙江省嘉兴市 桐乡区大麻镇	沙发布	全年家纺工业总产值约130亿元
河北省保定市 高阳县	毛巾毛毯	全年家纺市场交易额超60亿元
山东省高密市	布料为主	全年规模以上家纺企业工业产值约300亿元

来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

图表45: 亚马逊平台同品类床上用品中国家纺品牌均价低于平台均价

羽绒被套均价				坐垫、椅套均价			
品牌	2021	2022	2023YTD	品牌	2021	2022	2023YTD
亚马逊全平台	43.00	44.00	47.00	亚马逊全平台	17.00	17.00	17.00
Bedsure	36	37	36	Bedsure	15	15	15
容心	46	45	39	shilucheng	-	12	11
Wongs Bedding	31	29	29	Wongs Bedding	-	-	17

棉被均价				枕头枕套均价			
品牌	2021	2022	2023YTD	品牌	2021	2022	2023YTD
亚马逊全平台	51.00	52.00	54.00	亚马逊全平台	32.00	31.00	30.00
Bedsure	38	34	42	Bedsure	13	16	13
PHF	68	50	47	PHF	20	20	24
Wongs Bedding	44	41	41	Wongs Bedding	30	30	29

来源: 久谦中台, 国金证券研究所

- 原因三: 家纺品类兼具实用性与装饰性, 匹配公司场景化销售打法。公司新产品的拓展逻辑可分为场景延申、现有场景内增加新产品, 家纺品类拓展思路符合后者。家纺类产品中窗帘、地毯等产品为必需品, 能够广泛适用于不同生活场景中, 并且家纺产品兼具实用性与装饰性, 适于场景化销售, 在与现用产品的组合呈现中进一步调动消费者购买积极性。

图表46: 家纺产品场景化营销增加配搭

卧室空间	客厅空间	办公空间
 <ul style="list-style-type: none"> <li>家具产品: 床头柜、床架、床尾凳</li> <li>家纺产品: 床上用品、地毯、窗帘</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>家具产品: 茶几、边几</li> <li>家纺产品: 抱枕、地毯、窗帘</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>家具产品: 书桌、书架、边几</li> <li>家纺产品: 抱枕、地毯、窗帘</li> </ul>

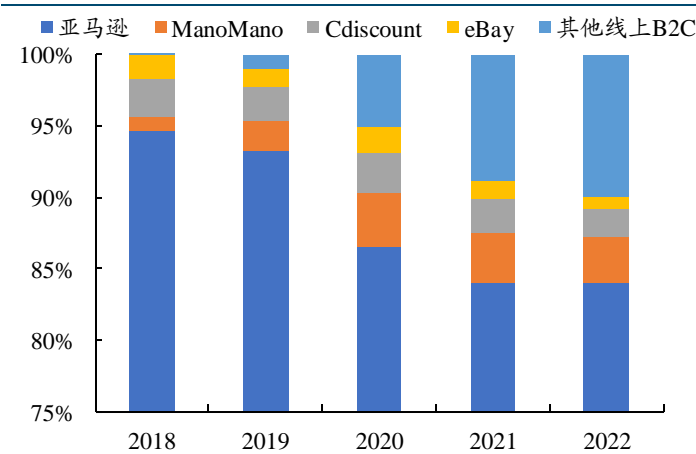
来源: Songmics 官网, 国金证券研究所

### 3.1.3 扩平台: 欧美电商“去中心化”特征明显, 新兴平台+独立站具备发展空间

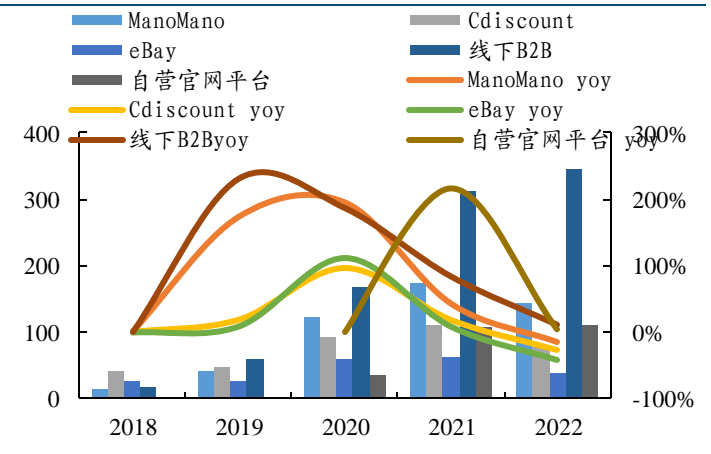
公司海外扩张初期通过亚马逊平台销售产品, 借助平台客流及曝光度为品牌引流, 积淀品牌力, 在亚马逊店铺运营趋于稳定后开始广泛拓展其他 B2C 线上平台、布局独立站分

散风险、优化营收结构，2022 年公司 B2C 渠道亚马逊/Mano Mano/Cdiscount/eBay/其余线上 B2C 渠道收入占比分别为 84.0%/3.3%/1.8%/0.9%/10.0%，其中独立站（自营官网平台）2022 年实现营收 1.1 亿元，2020-2022 年 CAGR 达 81.4%。考虑欧美电商具备明显的去中心化特征，目前亚马逊平台在整体电商市场仍未形成完全垄断，与此同时，中国出海平台 Temu、TikTok Shop 逐渐兴起，且欧美消费者也倾向于官网购物，独立站在欧美市场仍有较大发展空间。整体来看，我们认为公司不仅可受益于新兴跨境平台成长，而且公司独立站构建基础已经较优，但流量仍有欠缺，若后续公司对此平台重视程度提升，进一步加强引流，公司独立站有望实现非线性增长，成为公司份额进一步提升的重要驱动力。

图表47：公司 B2C 各类线上渠道收入占比



图表48：公司除亚马逊外各线上平台收入及yoy（单位：百万元）



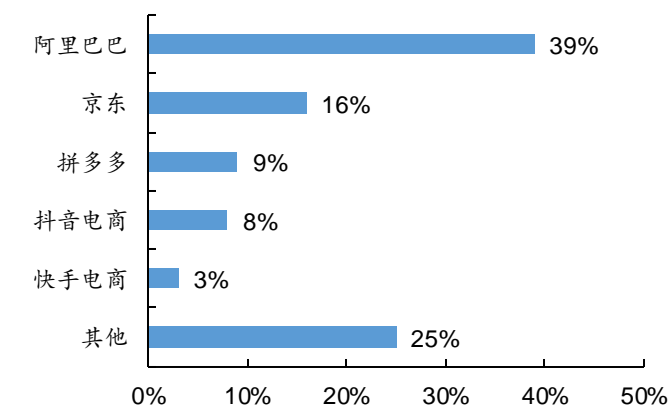
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

致欧独立站有望发展起来的原因：

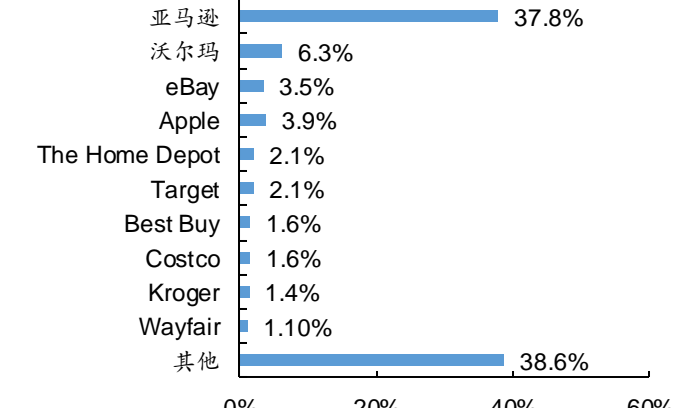
欧美电商“去中心化”，独立站具备良好发展土壤：根据贝恩咨询和 eMarket r 统计，2022 年中国电商 CR5 达 75%，美国电商 CR5 为 53.6%，美国电商平台集中度仍相对较低。从结构上看，我国消费者在进行线上消费时以第三方平台为主，而美国消费者线上消费时会同时考虑第三方平台及独立站，从 2022 年美国电商平台销售额排名前十的网站统计来看，除亚马逊份额达 37.8%外，其余第三方平台市场份额均较小，Apple、The Home Depot 独立站运营较优，其份额排名仅次于亚马逊、沃尔玛及 eBay 三家大型第三方平台零售商。整体来看，独立站在美国电商市场具备较优的发展环境。

图表49：2022 年中国电商平台集中度



来源：贝恩咨询，国金证券研究所

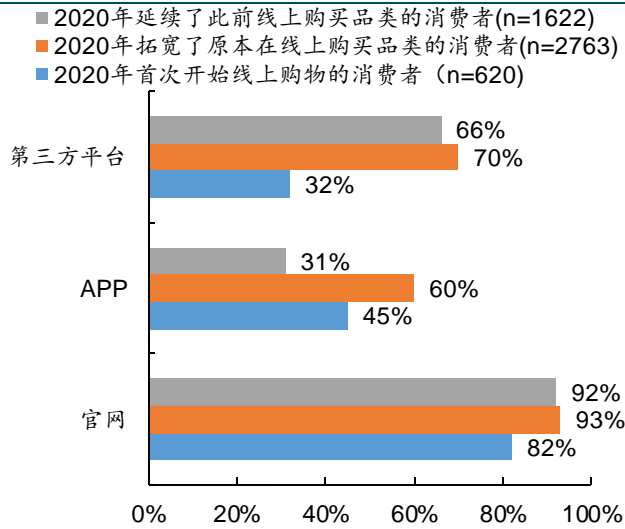
图表50：2022 年美国电商平台集中度



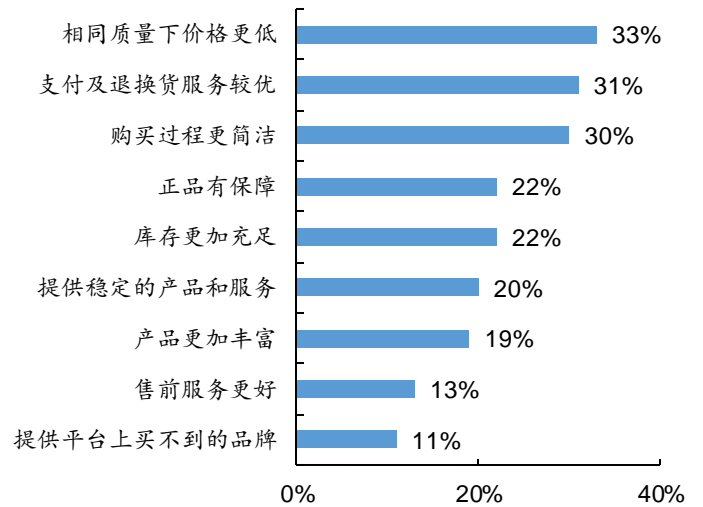
来源：eMarketer，国金证券研究所

欧美消费者官网购物习惯根深蒂固，独立站为线上消费趋势所在：根据德勤与谷歌针对美国、英国、德国、西班牙及法国 5 个电商发展较为成熟国家的 5005 位消费者对于线上购买渠道的选择调研显示，官网仍然是不同消费者在线上购物时的主要消费渠道。其中相同质量下价格更低、提供可信赖的支付及退换货服务、购买过程更简洁构成消费者做出在品牌官网购买而非第三方平台的决策主因。我们认为，在欧美消费者官网消费习惯根深蒂固的基础上，随着独立站服务进一步完善，未来独立站消费在线上消费份额的占比仍将进一步提升。

图表51: 欧美主要国家消费者均倾向于官网进行线上消费



图表52: 消费者在品牌官网购买而非第三方平台的原因

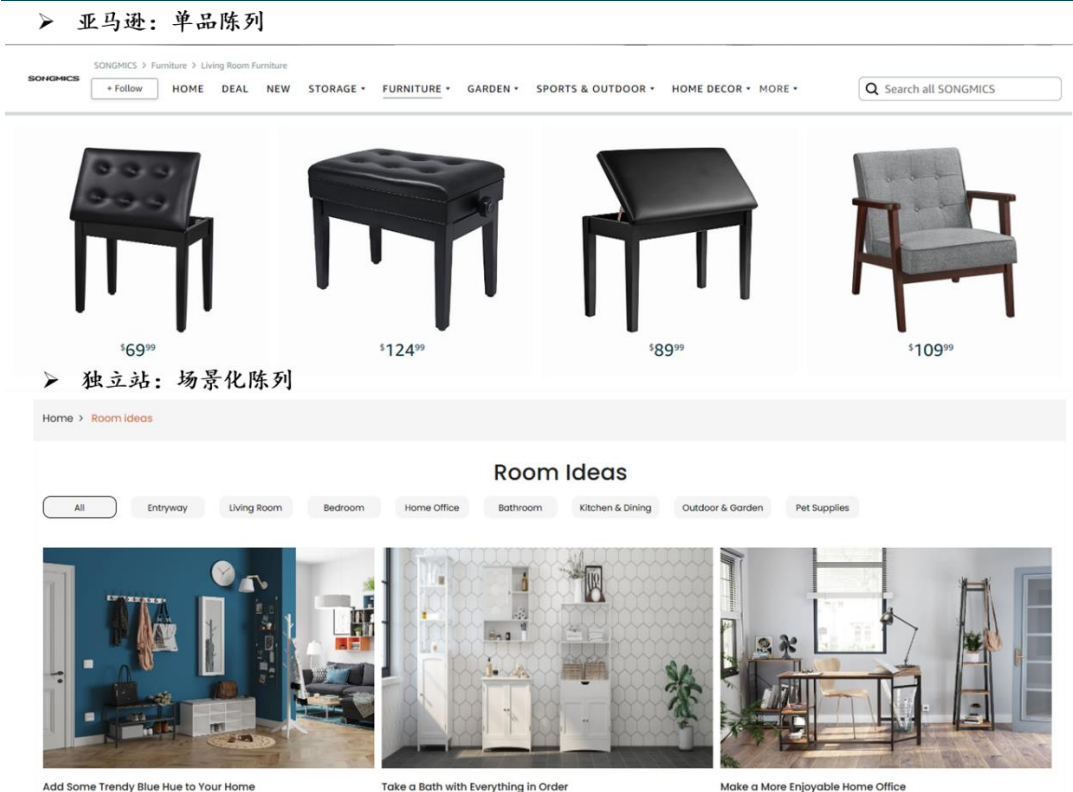


来源:《2021 中国跨境电商发展报告》, 国金证券研究所; 注: 调研样本来自于美国、英国、德国、西班牙及法国。

来源:《2021 中国跨境电商发展报告》, 国金证券研究所; 注: 调研样本来自于美国、英国、德国、西班牙及法国。

公司独立站构建基础较优, 加大引流后有望支撑中长期增长: 从公司独立站网页内容来看, 不同于第三方网站产品只能以单品的形式陈列在网页中导致不同品类的单品相互割裂, 独立站具备陈列的完全自主性, 能够通过场景化展示链接风格统一的不同单品, 从而促进转化率提升。根据 similar web 统计, 公司运营相对成熟的独立站 Songmics.com 23 年 12 月至 24 年 2 月的平均浏览量为 11.0 万次, 排名第 6923 位, 但在平均访问时长、页面访问、跳出率等评价网页质量等指标上并未显著弱于浏览量排名前五的同品类独立站。整体来看, 公司独立站内容设置已经较为优质, 流量转化具备较优基础, 若后续进一步加大引流力度, 独立站收入有望为公司后续增长做出重要贡献。

图表53: 亚马逊及独立站产品陈列对比



来源: 亚马逊, Songmics 独立站, 国金证券研究所

图表54: 家居类相关独立站运营情况

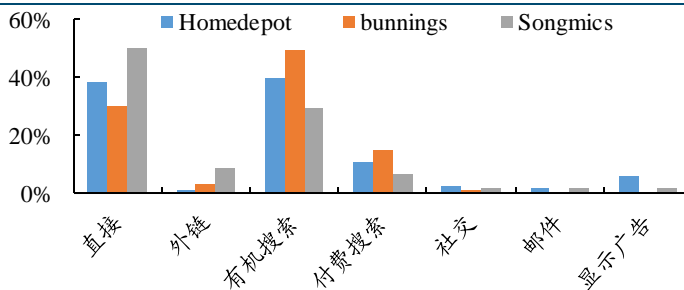
品类排名	网站	成立年份	浏览量	平均访问时长	页面数/访问	跳出率
1	homedepot.com	1978	171.3M	00:04:45	4.72	43.73%
2	vseinstrumenti.ru	2007	43.3M	0:06:00	5.79	35.78%
3	harborfreight.com	1977	36.6M	00:03:29	3.69	46.16%
4	bunnings.com.au	1886	36.6M	0:04:46	4.46	42.32%
5	leroymerlin.ru	1923	26.4M	00:06:38	7.79	23.8%
<b>6923</b>	<b>Songmics.com</b>	<b>2012</b>	<b>110.4k</b>	<b>0:02:19</b>	<b>2.41</b>	<b>46.89%</b>

来源: similar web, 国金证券研究所

引流提升有迹可循, 优化可期: 根据 similar web 统计, 公司独立站流量来源构成中, 免费流量占比高达 79.8%, 付费流量占比仅为 6.8%, 其中社交媒体/邮件占比分别为 1.6%/1.8%, 与头部家居品牌相比, 公司当前对于独立站付费流量的投放尚不充足。从海外家居品牌不同社交媒体平台关注度来看, 与 homedepot、ZINUS 等知名家居品牌商相比, 公司在各社交平台的关注度仍然较低, 社交媒体的引流作用发挥并不充分, 我们认为, 若公司进一步加大对社交媒体及邮件营销的引流投放, 一方面将直接增加公司独立站浏览量, 另一方面公司品牌形象进一步夯实后有机搜索及直接流量也有望进一步加强。

图表55: 部分家居品牌独立站流量来源占比

图表56: 海外家居品牌不同线上平台关注度对比



	IKEA	ZINUS	Homedepot	Songmics
Instagram	1520K	54K	1450K	43K
YouTube	274K	1.7K	567K	4.6K
Twitter	45K	3.1K	438K	4.3K

来源: similar web, 国金证券研究所; 注: 数据时间为 2023 年 12 月

来源: Instagram、YouTube、Twitter, 国金证券研究所; 注: 统计时间截至 2024 年 3 月 12 日

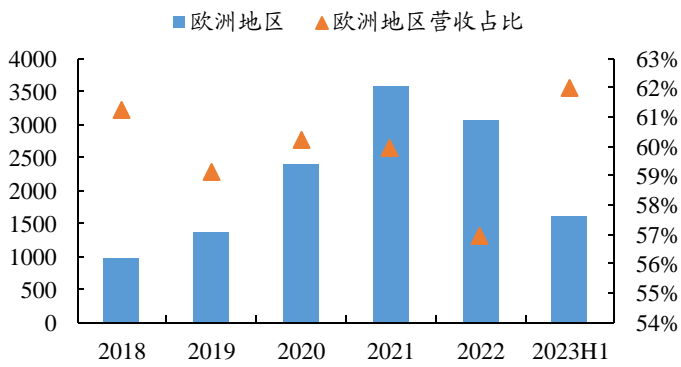
### 3.1.4 扩地区: 欧洲市场仍具进一步深耕空间, 亚洲市场发展潜力充足

公司成立以来持续深耕欧美市场, 目前欧洲、美国市场收入占比超过 99%, 2017 年拓展日本市场, 但日本市场仍处在发展初期, 目前在营收中的占比不足 1%。综合考虑不同国家家居行业发展阶段、家居品类电商渗透率, 结合公司自身发展战略, 我们认为中期横向拓展荷兰市场、深耕日本市场具备可行性, 长期维度来看, 拉美、东南亚等国家公司有望进一步贡献增量。

欧洲地区公司仍有较多未拓展区域: 欧洲地区收入贡献超 60%, 构成公司主要收入来源, 但从亚马逊站点布局及独立站设置来看公司在欧洲地区仍有较大的拓展空间。1) 亚马逊站点未全面覆盖: 目前亚马逊在欧洲已经开设英国、德国、西班牙等 9 个站点, 公司目前仅布局了德国、英国、法国等主要站点, 拓展空间仍存, 部分已布局站点也具备进一步深耕空间。2) 公司在德国、法国、意大利、西班牙均设立了独立站以促进产品销售, 但独立站均处于发展初期, 对于收入的贡献尚不明显。

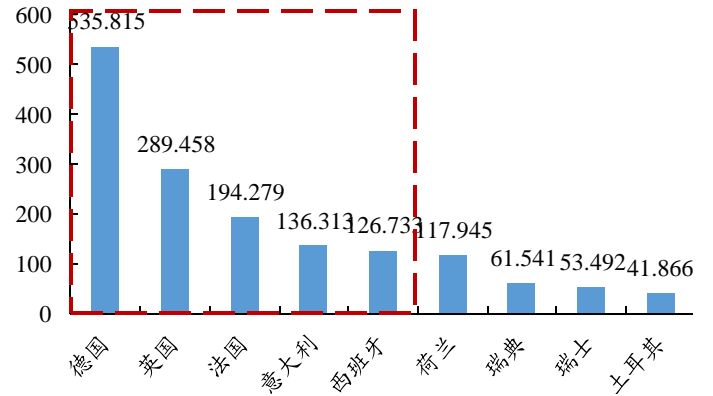
荷兰市场具备较高布局价值: 综合考虑家居消费市场规模及家居产品电商平台渗透率, 可发现荷兰市场具备较大的发展机会, 公司或可通过对荷兰市场的覆盖进一步深耕欧洲市场。一方面, 荷兰家居消费市场规模近 120 亿美元, 在欧洲排名前列, 并且荷兰家居消费 2022 年线上渗透率为 25.9%, 仍具一定提升空间。另一方面, 荷兰家居市场集中度仍然偏低, 2022 年 CR5 为 26.8%, 后进入者仍具发展机遇。

图表57: 欧洲地区营收及收入占比 (百万元, %)



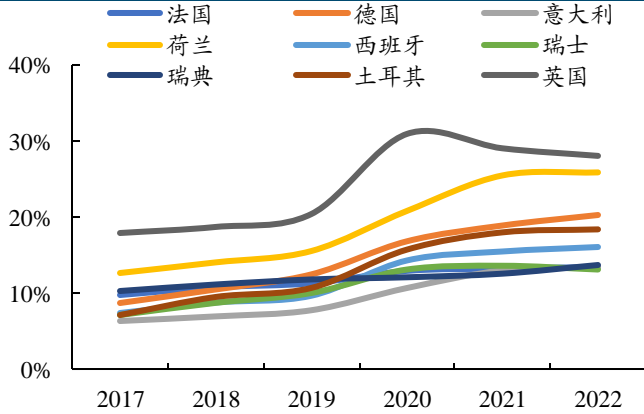
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表58: 2022年西欧主要国家家居市场规模 (亿美元)



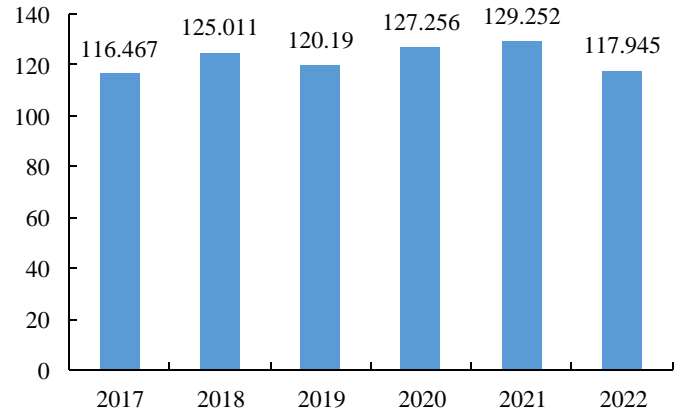
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表59: 西欧主要国家家居产品电商渗透率



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

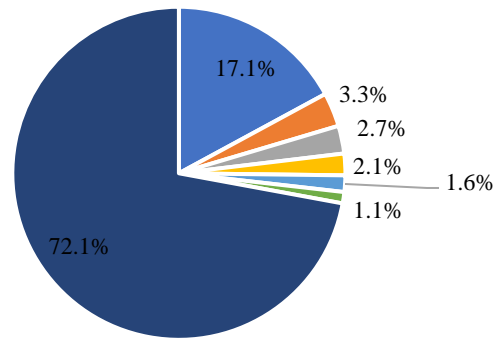
图表60: 荷兰家居消费市场规模 (亿美元)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表61: 荷兰家居市场集中度偏低

■ IKEA ■ Roche Bobois ■ Lipo ■ Otto ■ M ömax ■ Möbel Märki ■ 其他

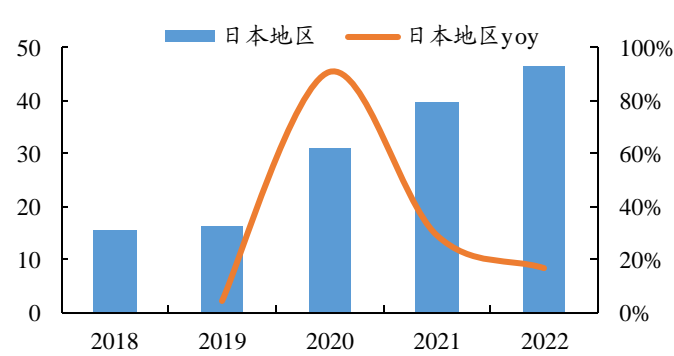


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

亚洲市场: 亚洲地区除中国外近年来电商渗透率快速提升, 相较中国仍有较大提升空间, 日韩及东南亚市场将成为公司扩张的重要区域。以日本市场为例, 2022年日本地区营收为0.5亿元, 在总营收的占比中不足1%。根据欧睿统计, 2022年日本电商渗透率/家居品类电商渗透率分别为21.2%/12.5%, 家居品类电商渠道渗透率仍有较大提升空间。参考美国2022年家居产品在电商渠道的渗透率, 我们认为中长期日本线上家居市场规模有望达近70亿美元(2022年为31.4亿美元), 具备较强发展潜力。

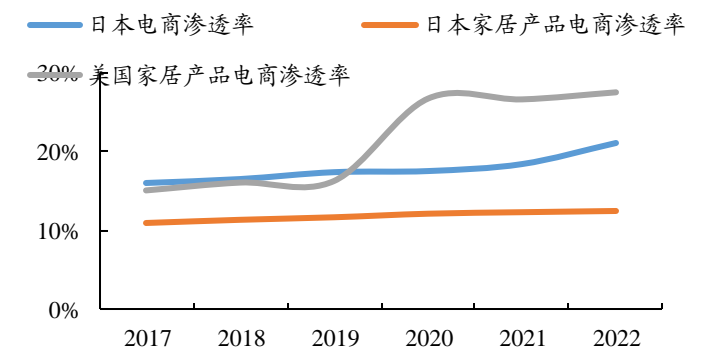


图表62: 日本地区营收及yoy (百万元, %)



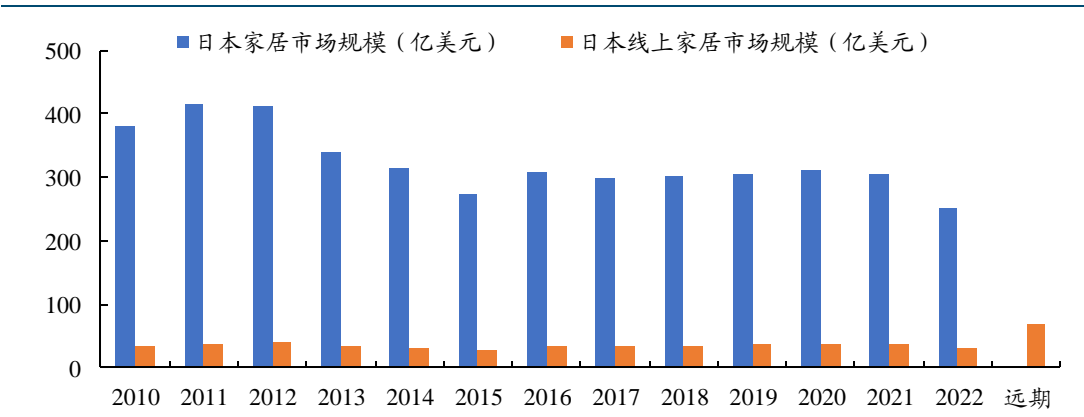
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表63: 日本家居电商渗透率相较美国有较大提升空间



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表64: 日本家居市场规模

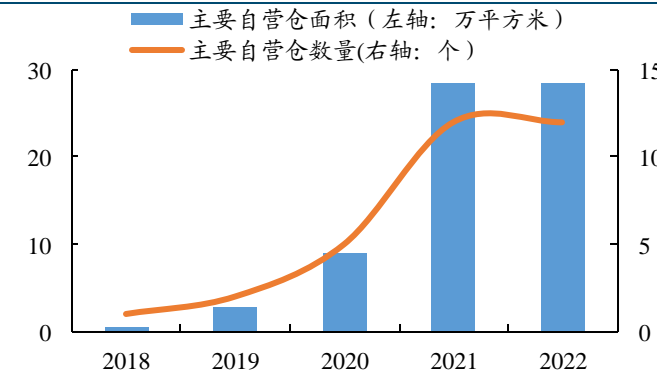


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

### 3.2 利润端: 自营仓建设持续推进, 整体利润率有望边际回升

公司仓储及尾程配送以 FBA 为主, 近年来随着公司规模逐年递增, 逐渐加大自营仓的建设力度, 截至 2023 年 6 月底, 公司已分别在德国、美国、英国等地建立自营海外仓, 海外仓面积达 27 万 m<sup>2</sup>。一方面自营仓整体费用率较低, 根据回复函数据, FBA/自营仓费用率分别为 44%/36%, 随着海内外自营仓布局趋于完善, 公司仓储、运输费用率逐步改善趋势已现, 2022 年公司仓储费用率/运输费用率分别为 16.4%/2.5%, 较 2018 年分别下降 3.9/0.9pct。另一方面自营仓从存货管理到配送售后各个环节更加自主可控, 完善自营仓布能够有效提升“最后一公里”服务能力, 提升整体服务水平。随着募投项目落地, 国内国外自营仓体系联动趋于完善, 公司综合仓储物流成本有望降低, 整体盈利能力将得到改善。

图表65: 自营仓收入占比逐步提升



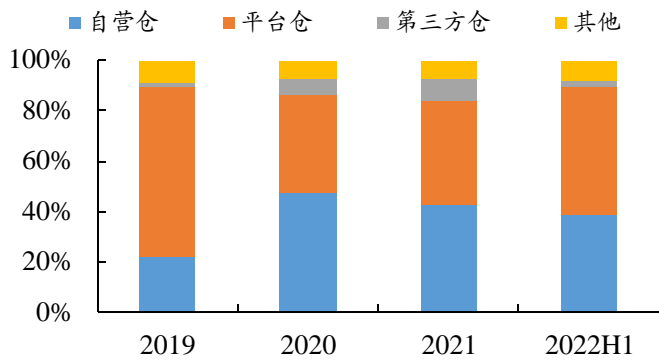
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表66: 平台仓及自营仓费用率对比

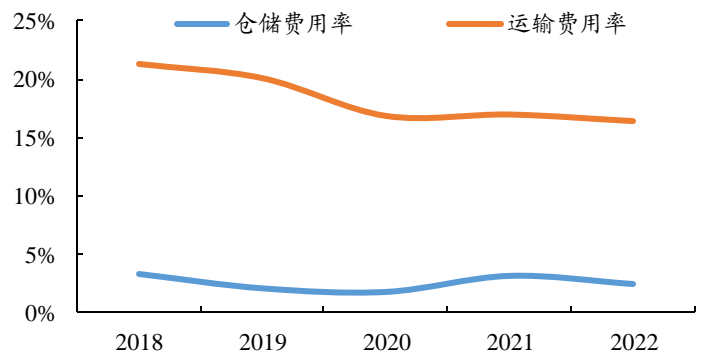
	FBA	自营仓
平台交易费率	17%	17%
仓储费率	3%	2%
运输费率	24%	17%
总计	44%	36%

来源: 公司审核问询函的回复意见, 国金证券研究所;

图表67: 公司平台仓、自营仓为核心仓储方式



图表68: 公司仓储、运输费用率逐步下降



来源: 公司审核问询函的回复意见, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

1) 家具系列: 收入方面, 由于 2022 年海外家具需求整体偏弱叠加大客户处于去库阶段, 家具产品收入有所下滑。2023 年以来, 海外需求企稳复苏, 大客户去库进入尾声, 考虑到家具产品电商渗透率仍处在提升阶段, 我们预计 2023-2025 年家具产品销量将分别 +6.0%/19.0%/18.0% 至 658.65/783.8/924.88 万件, 2023-2025 年家具产品收入分别 +8.6%/+20.2%/18.6% 至 28.1/33.8/40.1 亿元。毛利率方面, 考虑到 24 年海运成本有所上升, 而整体采购的规模效应也将显现对冲一部分海运成本上升对毛利率的影响, 我们预计 2023-2025 年家具产品毛利率 (不含运输费) 将分别为 48.3%/47.8%/48.0%。

2) 家居系列: 收入方面, 由于家居产品以收纳、装饰品等中小件产品为主, 且定价相对较低, 受消费力承压影响相对小, 2022 年营收表现具韧性。2023 年以来, 考虑到系列内产品升级, 预计 2023-2025 家居产品单价分别 +2.5%/2.0%/2.0% 至 234.7/239.4/244.2 元, 伴随系列内新品类拓展, 预计 2023-2025 家居产品收入同比 +14.8%/23.4%/21.4% 至 21.4/26.5/32.1 亿元。毛利率方面, 考虑到 24 年海运成本有所上升, 而整体采购的规模效应也将显现对冲一部分海运成本上升对毛利率的影响, 预计 2023-2025 年家居产品毛利率 (不含运输费) 将分别为 56.6%/56.3%/56.4%。

3) 庭院系列: 收入方面, 21 年在公共卫生事件影响下庭院家具需求旺盛, 22 年整体海外家具需求偏弱叠加 21 年高基数影响, 庭院系列营收规模明显收窄。2023 年海外家具需求已现回暖趋势, 销量有望企稳回升, 预计 2023-2025 年庭院家具销量同比 +7%/27%/21% 至 167.0/212.1/256.6 万件, 单价受产品升级影响有望小幅提升, 预计 2023-2025 年分别同比 +2%/2%/2% 至 347.5/354.4/361.5 元, 整体庭院家具产品收入分别同比 +9.1%/29.5%/23.4% 至 5.8/7.5/9.3 亿元。毛利率方面, 预计 2023-2025 年庭院家具毛利率 (不含运输费) 分别为 49.0%/48.6%/48.8%。

4) 宠物系列: 收入方面, 由于宠物家居基数较小, 且海外宠物家居市场规模正处快速爬升阶段, 2022 年宠物家居营收仍实现正向增长。展望未来, 受益于精致养宠观念渗透, 宠物家居销量有望进一步提升, 预计 2023-2025 年宠物家居销量分别 +18%/29%/26% 至 120.2/155.0/195.4 万件, 产品结构升级驱动, 2023-2025 年单价预计同比 +3%/2%/1.9% 至 381.9/389.6/397.0 元, 整体宠物家居收入预计同比 +21.5%/31.6%/28.4% 至 459.0/604.0/775.5 亿元。毛利率方面, 考虑到 24 年海运成本有所上升, 而整体采购的规模效应也将显现对冲一部分海运成本上升对毛利率的影响, 而 25 年海运成本有望回归相对正常水平, 预计 2023-2025 年宠物家居毛利率 (不含运输费) 分别为 52.3%/51.9%/52.1%。

5) 运输费用率 (尾程运输) 预测: 考虑公司持续完善仓储布局及产品库存结构, 进而优化配送路径, 预计运输 (尾程) 费用率有望稳中有降, 2023 年-2025 年分别为 15.6%/15.4%/15.3%。

6) 销售费用率预测: 考虑到公司近年来加速多平台布局, 规模效应逐步显现后, 有望进一步摊薄销售费用, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 22.9%/22.8%/22.8%。

7) 管理费用率预测: 随着公司规模效应逐步显现, 预计未来管理费用率呈下降态势, 2023-2025 年管理费用率为 3.7%/3.6%/3.5%。

8) 研发费用率预测: 考虑到公司虽有产品推新需求, 但整体家居行业产品迭代速度相对较缓, 预计研发费用率企稳, 2023-2025 年研发费用率分别为 1.0%/1.0%/1.0%。

综上，预计公司 2023-2025 年营收为 60.7 亿元、75.0 亿元、91.4 亿元，归母净利润分别为 4.1 亿元、4.9 亿元、6.1 亿元。

图表69：分业务拆分预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总收入（百万元）</b>	<b>5,967.38</b>	<b>5,455.39</b>	<b>6,071.88</b>	<b>7,504.50</b>	<b>9,135.27</b>
家具系列	3,092.37	2,586.43	2,810.15	3,377.52	4,005.40
家居系列	1,876.71	1,868.38	2,144.90	2,647.23	3,213.21
庭院系列	633.01	531.63	580.22	751.62	927.65
宠物系列	341.97	377.66	459.01	603.97	775.46
其他	23.32	91.30	77.60	124.16	213.56
<b>同比增速</b>	<b>50.27%</b>	<b>-8.58%</b>	<b>11.30%</b>	<b>23.59%</b>	<b>21.73%</b>
家具系列	57.07%	-16.36%	8.65%	20.19%	18.59%
家居系列	37.70%	-0.44%	14.80%	23.42%	21.38%
庭院系列	64.06%	-16.02%	9.14%	29.54%	23.42%
宠物系列	45.79%	10.44%	21.54%	31.58%	28.39%
其他	23.58%	291.47%	-15.00%	60.00%	72.00%
<b>毛利率（不含运输费）</b>	<b>32.64%</b>	<b>31.65%</b>	<b>35.85%</b>	<b>35.63%</b>	<b>35.84%</b>
家具系列	45.26%	44.78%	48.29%	47.77%	47.98%
家居系列	54.73%	53.63%	56.57%	56.31%	56.44%
庭院系列	54.86%	46.35%	48.98%	48.63%	48.78%
宠物系列	51.97%	49.31%	52.26%	51.93%	52.08%
其他	36.45%	31.63%	38.00%	37.00%	37.50%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2 投资建议及估值

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.02/1.23/1.51 元，对应 PE 为 25、20、17 倍。我们选取安克创新、华凯易佰、赛维时代、吉宏股份等跨境电商公司作为可比公司，2024 年可比公司估值中位数为 16 倍。考虑公司产品、渠道、地区均在加速拓展，给予公司 2024 年 25 倍估值，目标价 30.75 元，给予公司“买入”评级。

图表70：可比公司估值比较（市盈率法）

名称	股价(元)	EPS					PE				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
安克创新	76.11	2.42	2.81	4.03	4.71	5.55	42.43	21.08	18.89	16.16	13.71
华凯易佰	18.25	-0.30	0.75	1.25	1.76	2.16	-	20.26	14.60	10.37	8.45
赛维时代	24.50	0.97	0.51	0.85	1.20	1.60	-	-	28.82	20.42	15.31
吉宏股份	16.40	0.59	0.49	1.02	1.09	1.57	36.19	32.58	16.08	15.05	10.45
中位数							39.31	21.08	17.48	15.60	12.08
平均数							39.31	24.64	19.60	15.50	11.98
<b>致欧科技</b>	<b>24.98</b>	<b>0.66</b>	<b>0.69</b>	<b>1.02</b>	<b>1.23</b>	<b>1.51</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>24.54</b>	<b>20.31</b>	<b>16.53</b>

来源：Wind，国金证券研究所；注：可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期；股价为截至 3 月 27 日收盘价

#### 风险提示

- 1、渠道、品类开拓不及预期：若后续行业竞争加剧，公司新品类、新渠道扩张不畅，将直接影响公司后续业绩增长。
- 2、人民币汇率大幅波动：公司结算货币主要以欧元、美元、日元等货币为主，若人民币对主要结算货币的汇率大幅上涨，公司营收及利润均将受到影响。
- 3、海运费大幅上涨：公司产品以大件家居产品为主，运输费用相对较高，若海运费大幅上升，将推升营业成本进而削弱公司盈利能力。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,971</b>	<b>5,967</b>	<b>5,455</b>	<b>6,072</b>	<b>7,504</b>	<b>9,135</b>
增长率		50.3%	-8.6%	11.3%	23.6%	21.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,465</b>	<b>-4,020</b>	<b>-3,729</b>	<b>-3,895</b>	<b>-4,831</b>	<b>-5,861</b>
%销售收入	62.1%	67.4%	68.4%	64.2%	64.4%	64.2%
<b>毛利</b>	<b>1,506</b>	<b>1,948</b>	<b>1,727</b>	<b>2,177</b>	<b>2,674</b>	<b>3,274</b>
%销售收入	37.9%	32.6%	31.6%	35.8%	35.6%	35.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>销售费用</b>	<b>-823</b>	<b>-1,313</b>	<b>-1,201</b>	<b>-1,390</b>	<b>-1,711</b>	<b>-2,083</b>
%销售收入	20.7%	22.0%	22.0%	22.9%	22.8%	22.8%
<b>管理费用</b>	<b>-170</b>	<b>-177</b>	<b>-174</b>	<b>-222</b>	<b>-266</b>	<b>-320</b>
%销售收入	4.3%	3.0%	3.2%	3.7%	3.6%	3.5%
<b>研发费用</b>	<b>-13</b>	<b>-25</b>	<b>-45</b>	<b>-61</b>	<b>-75</b>	<b>-91</b>
%销售收入	0.3%	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>499</b>	<b>432</b>	<b>302</b>	<b>498</b>	<b>614</b>	<b>771</b>
%销售收入	12.6%	7.2%	5.5%	8.2%	8.2%	8.4%
<b>财务费用</b>	<b>-7</b>	<b>-94</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>-28</b>	<b>-32</b>
%销售收入	0.2%	1.6%	-0.2%	0.0%	0.4%	0.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>-32</b>	<b>-86</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>-7</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>5</b>
%税前利润	1.4%	6.5%	4.5%	2.0%	2.0%	0.7%
<b>营业利润</b>	<b>468</b>	<b>301</b>	<b>311</b>	<b>505</b>	<b>609</b>	<b>749</b>
营业利润率	11.8%	5.0%	5.7%	8.3%	8.1%	8.2%
<b>营业外收支</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>466</b>	<b>299</b>	<b>309</b>	<b>505</b>	<b>609</b>	<b>749</b>
利润率	11.7%	5.0%	5.7%	8.3%	8.1%	8.2%
<b>所得税</b>	<b>-86</b>	<b>-59</b>	<b>-59</b>	<b>-96</b>	<b>-116</b>	<b>-142</b>
所得税率	18.4%	19.7%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>净利润</b>	<b>380</b>	<b>240</b>	<b>250</b>	<b>409</b>	<b>494</b>	<b>606</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>380</b>	<b>240</b>	<b>250</b>	<b>409</b>	<b>494</b>	<b>606</b>
净利率	9.6%	4.0%	4.6%	6.7%	6.6%	6.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>380</b>	<b>240</b>	<b>250</b>	<b>409</b>	<b>494</b>	<b>606</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>36</b>	<b>193</b>	<b>168</b>	<b>60</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
非经营收益	-20	-33	18	92	60	65
<b>营运资金变动</b>	<b>-685</b>	<b>-136</b>	<b>552</b>	<b>-232</b>	<b>-92</b>	<b>-132</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-289</b>	<b>264</b>	<b>988</b>	<b>328</b>	<b>512</b>	<b>592</b>
<b>资本开支</b>	<b>-15</b>	<b>-34</b>	<b>-11</b>	<b>-123</b>	<b>33</b>	<b>-102</b>
投资	-158	-133	-269	-1,308	4	-47
其他	4	20	28	10	12	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-169</b>	<b>-147</b>	<b>-252</b>	<b>-1,421</b>	<b>49</b>	<b>-144</b>
股权募资	464	0	0	892	0	0
债权募资	0	354	-336	279	-198	92
其他	-36	-167	-232	-238	-274	-316
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>428</b>	<b>187</b>	<b>-568</b>	<b>933</b>	<b>-472</b>	<b>-224</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>288</b>	<b>185</b>	<b>-160</b>	<b>89</b>	<b>223</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>215</b>	<b>513</b>	<b>1,039</b>	<b>849</b>	<b>910</b>	<b>1,104</b>
<b>应收款项</b>	<b>257</b>	<b>238</b>	<b>250</b>	<b>366</b>	<b>432</b>	<b>501</b>
<b>存货</b>	<b>859</b>	<b>1,052</b>	<b>689</b>	<b>841</b>	<b>978</b>	<b>1,170</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>264</b>	<b>296</b>	<b>225</b>	<b>997</b>	<b>836</b>	<b>920</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,595</b>	<b>2,099</b>	<b>2,203</b>	<b>3,054</b>	<b>3,155</b>	<b>3,696</b>
%总资产	88.9%	61.3%	63.3%	60.6%	60.3%	63.4%
<b>长期投资</b>	<b>122</b>	<b>268</b>	<b>324</b>	<b>1,150</b>	<b>1,250</b>	<b>1,300</b>
<b>固定资产</b>	<b>21</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>58</b>	<b>70</b>	<b>80</b>
%总资产	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%
<b>无形资产</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
<b>非流动资产</b>	<b>200</b>	<b>1,326</b>	<b>1,275</b>	<b>1,983</b>	<b>2,078</b>	<b>2,131</b>
%总资产	11.1%	38.7%	36.7%	39.4%	39.7%	36.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,795</b>	<b>3,426</b>	<b>3,478</b>	<b>5,037</b>	<b>5,233</b>	<b>5,826</b>
<b>短期借款</b>	<b>33</b>	<b>479</b>	<b>462</b>	<b>742</b>	<b>543</b>	<b>635</b>
<b>应付款项</b>	<b>253</b>	<b>412</b>	<b>292</b>	<b>381</b>	<b>446</b>	<b>525</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>204</b>	<b>174</b>	<b>184</b>	<b>256</b>	<b>298</b>	<b>356</b>
<b>流动负债</b>	<b>489</b>	<b>1,065</b>	<b>938</b>	<b>1,379</b>	<b>1,288</b>	<b>1,516</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1</b>	<b>821</b>	<b>733</b>	<b>713</b>	<b>704</b>	<b>705</b>
<b>负债</b>	<b>490</b>	<b>1,886</b>	<b>1,670</b>	<b>2,092</b>	<b>1,992</b>	<b>2,222</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,305</b>	<b>1,540</b>	<b>1,807</b>	<b>2,945</b>	<b>3,241</b>	<b>3,605</b>
其中：股本	361	361	361	402	402	402
未分配利润	270	492	725	970	1,267	1,630
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,795</b>	<b>3,426</b>	<b>3,478</b>	<b>5,037</b>	<b>5,233</b>	<b>5,826</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.052	0.664	0.692	1.018	1.230	1.511
每股净资产	3.613	4.262	5.001	7.334	8.072	8.978
每股经营现金净流	-0.799	0.730	2.734	0.816	1.275	1.474
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.407	0.492	0.604
<b>回报率</b>						
净资产收益率	29.13%	15.57%	13.84%	13.88%	15.23%	16.82%
总资产收益率	21.18%	7.00%	7.19%	8.11%	9.43%	10.41%
投入资本收益率	30.44%	17.15%	10.78%	10.94%	13.14%	14.73%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	70.75%	50.27%	-8.58%	11.30%	23.59%	21.73%
EBIT 增长率	176.72%	-13.51%	-30.03%	64.74%	23.31%	25.64%
净利润增长率	252.10%	-36.93%	4.29%	63.41%	20.79%	22.84%
总资产增长率	174.53%	90.83%	1.52%	44.84%	3.89%	11.34%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	8.2	7.3	9.0	11.0	10.0	10.0
存货周转天数	82.3	86.7	85.2	80.0	75.0	74.0
应付账款周转天数	19.6	23.9	28.7	30.0	28.0	27.0
固定资产周转天数	1.9	2.4	2.9	3.2	2.9	2.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-21.68%	-3.23%	-32.30%	-20.53%	-23.54%	-24.02%
EBIT 利息保障倍数	69.8	4.6	-22.2	1,460.1	21.8	23.7
资产负债率	27.27%	55.04%	48.03%	41.54%	38.07%	38.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	35	45	79
增持	0	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.13	1.12	1.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦5楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街26号  
新闻大厦8层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
18楼1806