



高效供应链造就性价比,“线上宜家”出海正当时

投资要点

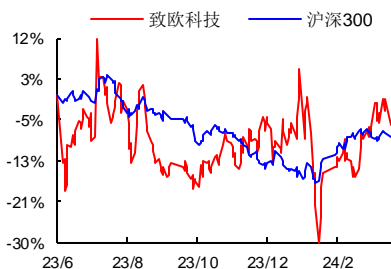
- 推荐逻辑:** 1) 欧美线上家具消费市场空间广阔, 2022年美国/欧洲家具消费线上化率分别达到 24.6%/ 19.7%, 且在海外通胀压力下, 线上渠道比价优势凸显, 渗透率有望继续上行; 2) 公司品牌影响力逐步形成, 终端售价聚焦 100-500 元核心价格带, 对标小品牌品质稳定且性价比突出, 市场份额提升空间大; 3) 公司成本控制能力良好, 自营海外仓面积超过 28 万平方米, 随着规模优势显现, 盈利能力有望改善。
- 深耕跨境家居十余年, “线上宜家”品牌力突出。** 公司定位“线上宜家”, 以性价比及高品质优势树立竞争壁垒, 2022年公司收入规模达到 54.6 亿元, 2018-2022 年收入复合增速 36.1%, 规模较快扩张。产品端: 公司主要产品为中小件家居产品, 应用场景包括家居、家具、庭院、宠物等。在规模优势和精细成本管控下, 公司各品类产品平均销售价格在人民币 100-500 元, 性价比突出。品牌端: 公司旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌, 其中 SONGMICS 品牌在亚马逊多个国家站评论数排名前列, 产品品质得到消费者认可。渠道端: 公司依托亚马逊等主流平台, 产品销往欧洲、美国、日本等多个国家。亚马逊为公司主要销售渠道, 2022 年亚马逊 B2C 渠道收入占公司总收入 67.6%, 与此同时公司逐步拓展美客多、Target、Hobby Lobby 等电商及 KA 平台, 渠道空间有望进一步打开。
- 跨境电商渠道性价比凸显, 品牌出海正当时。** 欧美家具市场广阔, 2022 年美国/欧洲家具市场规模分别为 2352 亿美元/2319 亿美元, 2018-2022 年复合增速 5.9%/-0.3%, 线上渠道规模增长快于整体, 2020 年后美国/欧洲家具消费的线上化率显著提升, 2022 年线上化率分别为 24.6%/19.7%, 欧美消费者线上购买家具习惯已经养成。量价方面, 海外家具消费均价回落, 对大件消费趋于谨慎, 消费者通过电商进行比价的意愿较强, 电商渠道价格透明产品选择丰富, 性价比凸显。此外亚马逊平台中国卖家比例已经较高, 截至 2023 年 12 月亚马逊头部卖家的中国卖家数量占比达到 48.7%, 海外消费者对中国制造产品认可。随着 TEMU 等跨境平台崛起, 叠加各级政策对跨境电商在关税、清关等多方面的扶持, 更多中国卖家有望借助平台优势打开海外市场。
- 高效供应链造就产品性价比, 利润空间有望改善。** 公司掌握微笑曲线两端, 自主掌握产品开发和品牌建设环节, 全部产品由外协厂商生产, 公司凭借产业链各环节成本控制能力和规模优势, 打造稳定的产品品质和性价比。公司成本项目中采购、海运及关税、尾程配送等占比较高, 2022 年分别占总成本 58.9%/14%/27.2%。采购端: 公司对上下游议价能力较强, 对采购成本涨幅可以较充分地向下传导; 运输端: 公司单件尾程物流成本边际下行, 但海运及关税成本波动较大, 随着公司发运规模提升, 成本有进一步节降空间; 仓储端: 公司自营仓布局广阔, 随着自发货比例提升, 公司库存周转效率有望进一步改善, 带动平均成本下降; 研发端: 公司自主开发产品占比逐步提升, 渠道收集的产品反馈可反哺研发端推出符合市场需求的产品, 形成产品开发闭环。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.01 元、1.24 元、1.53

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通 A 股(亿股)	0.36
52 周内股价区间(元)	18.5-29.43
总市值(亿元)	101.22
总资产(亿元)	50.73
每股净资产(元)	7.46

相关研究

- 致欧科技(301376): 盈利能力显著修复, 渠道扩张持续推进 (2023-09-08)

元，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍、17 倍。2023-2025 年归母净利润复合增速为 34.8%。考虑到公司产品性价比突出，市占率提升空间充足，且随着产品品类丰富规模优势进一步发挥，海运价格及关税水平稳定后盈利能力有望改善，维持“持有”评级。

- **风险提示：**海运价格大幅波动的风险，原材料价格大幅波动的风险，国际贸易局势变化的风险，人民币汇率大幅波动的风险，行业竞争加剧的风险。



指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5455.39	6042.32	7564.32	9315.89
增长率	-8.58%	10.76%	25.19%	23.16%
归属母公司净利润 (百万元)	250.11	404.91	498.46	613.31
增长率	4.29%	61.89%	23.11%	23.04%
每股收益 EPS (元)	0.62	1.01	1.24	1.53
净资产收益率 ROE	13.84%	13.08%	13.87%	14.58%
PE	40	25	20	17
PB	5.60	3.27	2.82	2.41

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况：深耕跨境家居十余年，“线上宜家”品牌力突出	1
2 行业分析：跨境电商渠道性价比凸显，品牌出海正当时	6
2.1 欧洲&北美家居市场广阔，线上化率逐步提升	6
2.2 海外消费更注重家居品类性价比，电商比价优势突出	7
2.3 充分发挥产业比较优势，跨境品牌出海正当时	9
3 公司分析：高效供应链造就产品性价比，利润空间有望改善	12
3.1 依托亚马逊、着眼新平台，品牌力逐步形成	12
3.2 产品体系成熟，规模优势下性价比突出	13
3.3 产品端严控成本、标准化程度较高，供应链管理效率优势强	14
3.4 布局海外仓储，加快全流程物流效率	17
4 财务分析：ROE略降，资产负债结构良好	20
5 盈利预测与估值	21
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 致欧科技发展历程.....	1
图 2: 致欧科技股权结构图.....	2
图 3: 2018-2023Q1-Q3 主营业务收入及增速.....	3
图 4: 2018-2023Q1-Q3 归母净利润及增速.....	3
图 5: 2018-2023H1 公司分产品营业收入 (亿元).....	4
图 6: 2023 年 H1 各品类营收占比.....	4
图 7: 2018-2023H1 公司分地区营业收入 (亿元).....	4
图 8: 2023H1 公司分地区营业收入占比.....	4
图 9: 2018-2023H1 公司分主要渠道收入 (亿元) 及增速.....	5
图 10: 2018-2023H1 公司分平台营业收入占比.....	5
图 11: 2018-2023Q1-3 公司毛利率及净利率.....	5
图 12: 2018-2023H1 公司分产品毛利率.....	5
图 13: 美国家具市场规模及同比增速.....	6
图 14: 美国家具线上市场规模及线上渗透率.....	6
图 15: 欧洲家具及家居装饰市场规模.....	6
图 16: 欧洲家具线上市场规模及线上渗透率.....	6
图 17: 2021 年北美家居市场主要品牌份额.....	7
图 18: 2021 年欧洲家居市场主要品牌份额.....	7
图 19: 美国家居/建材类消费客单价同比增速.....	8
图 20: 美国家居/建材类消费交易量同比增速.....	8
图 21: Home depot 平均客单价 (美元).....	8
图 22: Lowe's 平均客单价 (美元).....	8
图 23: 线上线下消费者价比调查.....	9
图 24: 消费者削减支出品类可能性分布.....	9
图 25: 亚马逊头部卖家里中国卖家数量占比.....	11
图 26: 2023 年出海四小龙与亚马逊 GMV 对比 (亿美元).....	11
图 27: 公司产品在亚马逊渠道收入及增速.....	13
图 28: 致欧 SONGMICS 品牌在 shein 部分 bestseller 产品.....	13
图 29: 2022 年致欧科技各项成本占总成本比例.....	15
图 30: 公司“蘑菇式模型”研发思路.....	16
图 31: 致欧科技库存金额及同比增速.....	16
图 32: 致欧科技 VS 宜家/家得宝库存周转天数对比.....	16
图 33: 公司仓储物流管理主要流程.....	17
图 34: 公司各项运输相关成本 (亿元) 及占总收入比例.....	18
图 35: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI).....	18
图 36: 公司与可比公司 ROE 对比.....	20
图 37: 2019-2023 前三季度公司 ROE 拆分.....	20
图 38: 2018-2023Q1-Q3 公司毛利率&净利率.....	20
图 39: 2018-2023Q1-Q3 公司各项费用率.....	20

图 40: 致欧科技&可比公司资产负债率	21
图 41: 致欧科技应收账款规模及周转天数	21

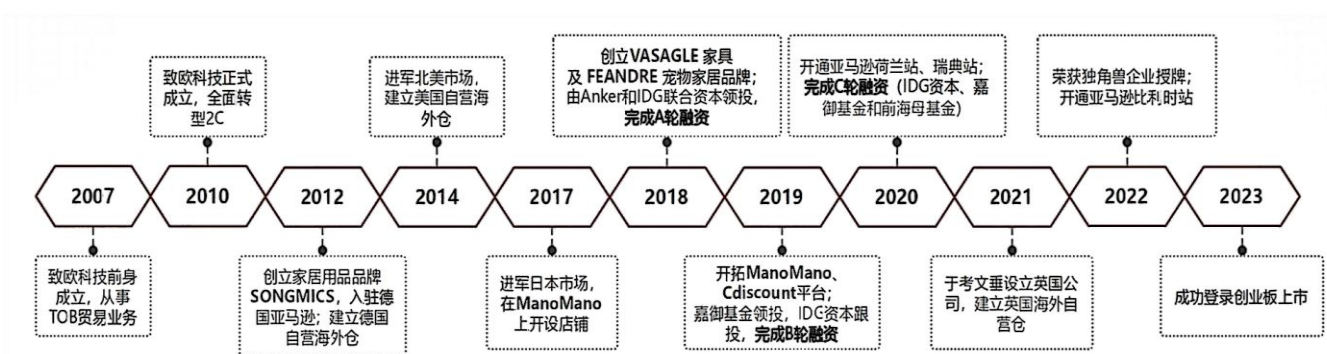
表 目 录

表 1: 致欧科技主要代表产品	1
表 2: 公司股权激励计划考核目标	2
表 3: 公司主要竞争企业份额	7
表 4: 跨境电商扶持政策梳理	9
表 5: 中国出口至欧洲、美国市场份额变化 (出口金额前 20 品类)	10
表 6: TEMU 及美国 TikTok shop 主营品类占比	11
表 7: 致欧科技各渠道收入结构	12
表 8: 致欧品牌 SONGMICS HOME 在亚马逊各国家站评论数排名	13
表 9: 致欧科技各品类出厂单价 (元/件) 及同比增速	13
表 10: 致欧科技与亚马逊其他品牌价格对比	14
表 11: 公司自主研发成果收入占比	14
表 12: 致欧科技单件采购成本 VS 单件销售价格增速对比	15
表 13: 公司前五大供应商采购额 (万元)	15
表 14: 致欧科技海外仓/国内仓面积及分布	17
表 15: 致欧科技单件运输/仓储成本	18
表 16: 致欧科技各区域关税税率及相应 SKU 占比	19
表 17: 致欧科技美国子公司在加征关税前后毛利率变化	19
表 18: 分业务收入及毛利率	21
表 19: 可比公司估值	22
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：深耕跨境家居十余年，“线上宜家”品牌力突出

公司定位“线上宜家”，主要通过跨境电商渠道开展自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，是全球知名的互联网家居品牌商。经营模式方面，主要采取自主研发或合作开发、外协生产的产品供应模式，通过“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的跨境仓储物流体系，以亚马逊、ManoMano、Cdiscount、eBay 等海外知名电商平台为主要销售渠道，销售范围覆盖欧洲、北美、日本等国家或地区。品牌建设方面，旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，2010 年全面转型 2C 以来，已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。

图 1：致欧科技发展历程



数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

表 1：致欧科技主要代表产品

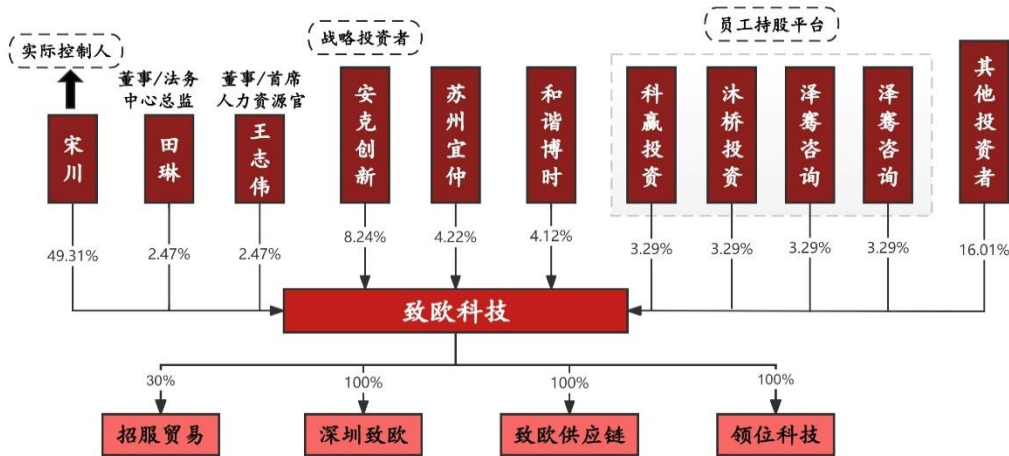
系列	品牌	使用场景及产品
家具系列	VASAGLE	以“铁+木”为主要材质、以“做旧工业风”为主要设计元素，欧美市场为主覆盖产品:餐桌/椅、床及床头柜、电视柜、沙发、鞋架、储物柜、咖啡桌、休闲椅、浴室柜、置物灯、铁木电脑桌等 
家居系列	SONGMICS	囊括各系列产品，欧美市场为主且欧洲占比更高覆盖产品:家居系列包括收纳类(鞋架、鞋盒、衣架、首饰柜等)等，部分办公家具(办公椅、书桌)，庭院系列如篱笆、花园桌、太阳伞、蹦床等 
庭院系列		
宠物系列	FEANDREA	欧美市场为主，日本市场的占比相对其他品牌更高覆盖产品:猫爬架、猫窝、狗窝、宠物家具、喂食碗架、宠物楼梯等

系列	品牌	使用场景及产品
		

数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

股权结构集中，安克创新战略投资加强产业赋能。公司创始人及实际控制人宋川直接持有 49.3% 股份；安克创新作为战略投资者持有 8.2% 股份；此外科赢投资、沐桥投资、泽睿咨询和语昂咨询为公司高管及骨干的股权激励实施平台，合计持有 13.2% 股份。公司股权结构集中，控制权较为稳定。

图 2：致欧科技股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励充足，绑定核心管理及业务人员。公司已先后实施四次员工持股计划，并在 2024 年 2 月 8 日发布公告拟通过定向发行实施股票激励计划。本次激励计划首次授予的限制性股票考核年度为 2024-2026 年，考核目标触发值为年度收入增长 20%，目标值为年度收入增长 25%，激励目标较高，有望推动公司核心业务人员加快业务拓展。激励范围不超过 47 位董事、高级管理人员、核心技术及业务人员，激励对象为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心人才，激励较为充分。

表 2：公司股权激励计划考核目标

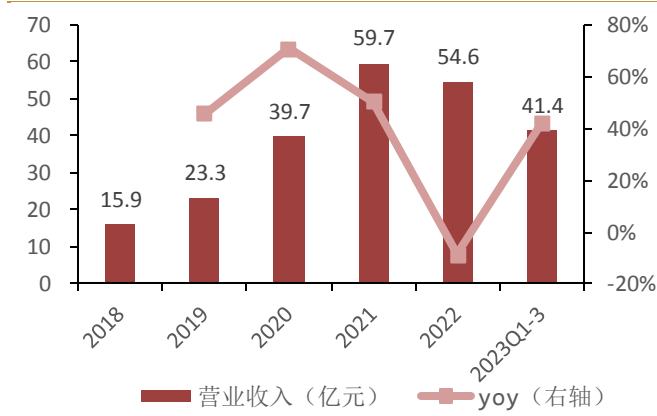
归属安排	对应考核年度	业绩考核目标	
		营业收入增长率（对比 2023 年）	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2024 年	25%	20%
第二个归属期	2025 年	56.25%	44.00%
第三个归属期	2026 年	95.31%	72.80%

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)	$A \geq A_m$	$X=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X=A/A_m$
	$A < A_n$	$X=0$

数据来源：公司公告，西南证券整理

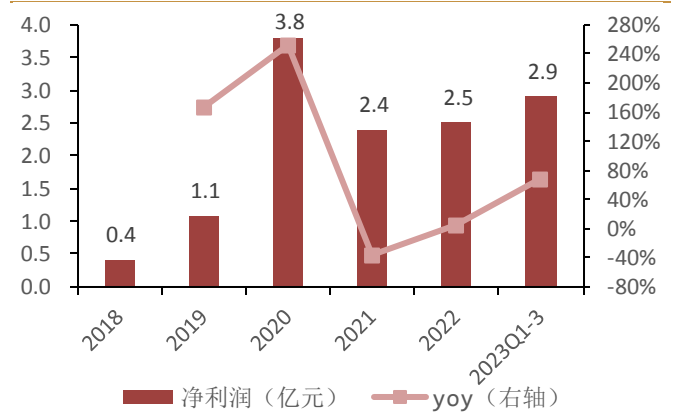
收入端整体较快增长，盈利显著改善。受益于海外家居用品需求稳健增长，海外家居消费线上化率提升，公司收入规模较快扩张，从 2018 年的 15.9 亿元上升至 2022 年的 54.6 亿元，复合增速为 36.1%。其中公司 2021 年营收达 59.7 亿元，同比+50.3%，净利润为 2.4 亿元，同比-36.9%，营收增加主要受益于疫情下海外居家时间延长，海外消费者对家居品更新需求增加，利润端受海运价格大幅上涨影响而承压；2022 年受海外高通胀及渠道库存压力影响，收入有所下滑，实现营收 54.6 亿元，同比-8.6%，净利润为 2.5 亿元，同比+4.3%。2023 年 Q1-Q3 总营收为 41.4 亿元，同比增长 0.4%；受益于海运费下降与汇兑收益增加，2023 年 Q1-Q3 净利润 2.9 亿元，同比增长 67.1%，盈利能力逐步恢复中。

图 3：2018-2023Q1-Q3 主营业务收入及增速



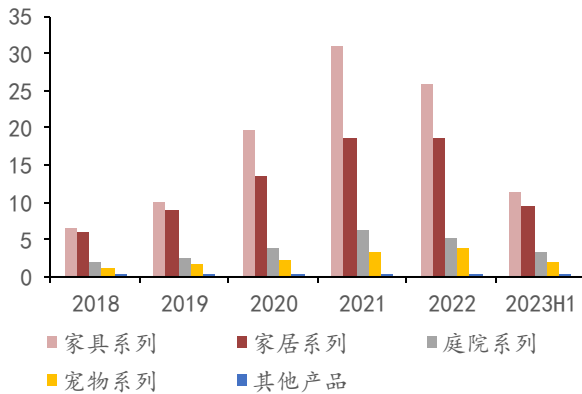
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2018-2023Q1-Q3 归母净利润及增速

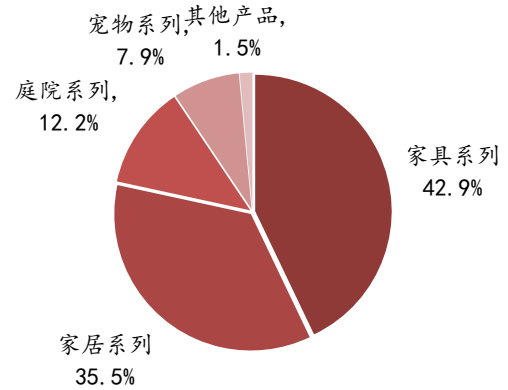


数据来源：公司公告，西南证券整理

家具家居系列贡献主要营收，宠物系列等增长较快。分产品来看，公司的主营产品系列包括家具系列/家居系列/庭院系列/宠物系列，2023 年 H1 营业收入分别为 11.3/9.4/3.2/2.1 亿元，收入增速分别为 -15.1%/4.5%/-11.4%/21.8%，占总营收比分别为 42.9%/35.5%/12.2%/7.9%。从收入构成分析，23 年 H1 营业收入下滑主要受海外地产销售疲软，家具、庭院系列收入下滑影响。

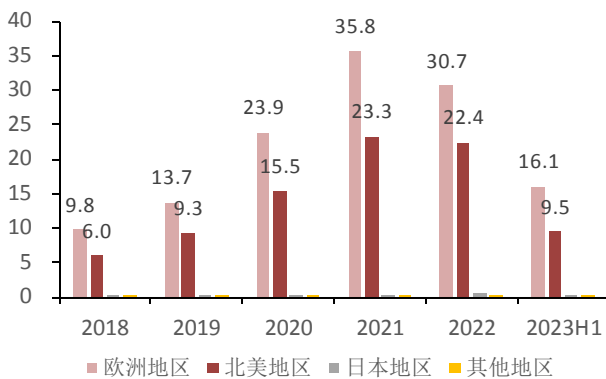
图 5：2018-2023H1 公司分产品营业收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

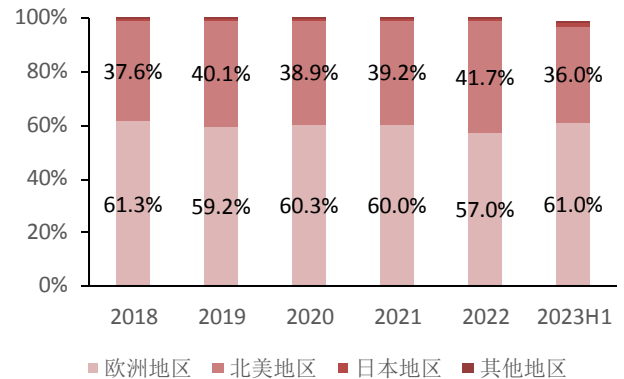
图 6：2023 年 H1 各品类营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

从销售地区来看，欧洲及北美是公司的主要销售地区。2018-2022 年公司在欧洲地区的销售额从 9.8 亿元增长至 30.7 亿元，复合增速 33.1%；2018-2022 年北美地区收入从 6 亿元增长至 22.4 亿元，复合增速 39.1%。北美地区收入基数相对较小，增长速度更快。随着公司在北美地区海外仓建设完善，公司美国市场有望进一步打开。

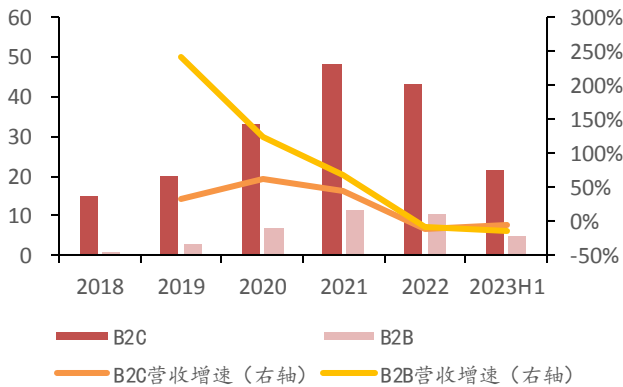
图 7：2018-2023H1 公司分地区营业收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

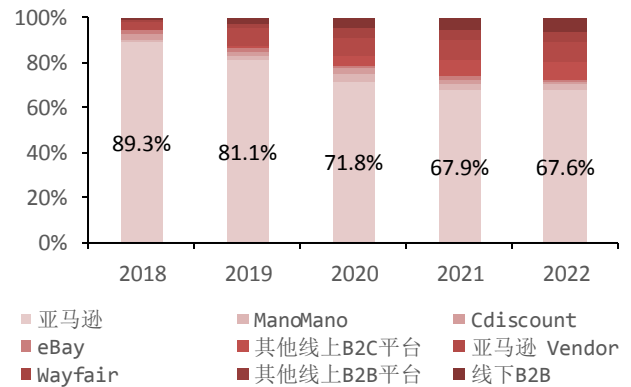
图 8：2023H1 公司分地区营业收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

B2C 为主要销售模式，B2B 渠道增长较快。从销售模式来看，公司的销售收入主要来自跨境电商 B2C 渠道，各平台收入占总收入比合计超过 80%；其中亚马逊 B2C 渠道是公司最主要的销货平台，2018-2023H1 年该渠道收入占总营收比例从 89.3% 下降至 67.6%，单一平台依赖性逐步下降。此外 B2B 渠道也增长较快，2018-2022 年收入规模从 0.9 亿元增长至 10.5 亿元，复合增速 85.6%，占比从 2018 年的 5.5% 增长至 2022 年的 19.5%。其中亚马逊 Vender 和 Wayfair 平台增长最快，分别从 2018 年的 0.6/0.1 亿元增长至 2022 年的 4.5/2.5 亿元，复合增速高达 65.5%/123.6%。

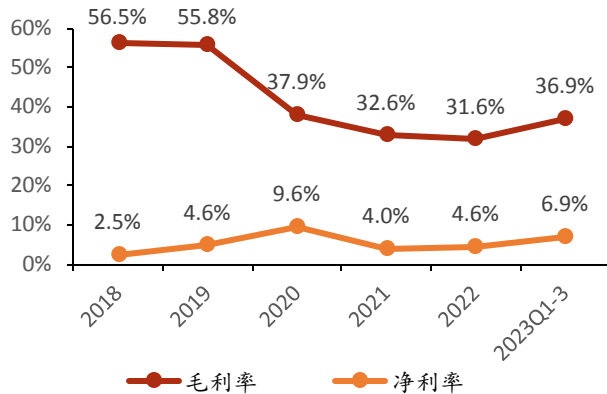
图 9：2018-2023H1 公司分主要渠道收入（亿元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

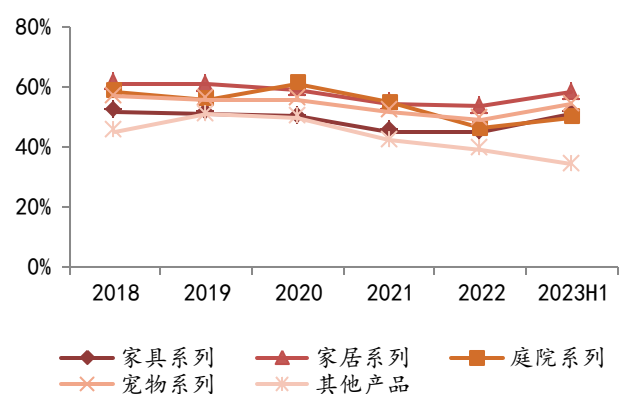
图 10：2018-2023H1 公司分平台营业收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

高海运费影响逐步减弱，毛利率企稳回升。2018-2022 年公司毛利率整体下滑，从 56.5% 下降至 31.6%，一方面由于收入准则调整，部分运输费用从销售费用转入成本，另一方面由于 2021-2022 年初海运费处于高位，成本增长较快。伴随 2023 年海运费逐步回落，以及公司优化产品结构、淘汰了部分盈利不佳产品，毛利率有所恢复，2023 前三季度毛利率回升至 36.9%（同比+5.6pp）。分产品看，家居系列毛利率最高，2023 年 H1 为 58.4%（同比+5.2pp）；家具系列为 51.2%（同比+7pp）；庭院系列/宠物系列毛利率分别为 49.9%/54.2%（同比+3.5pp/+4.8pp）。

图 11：2018-2023Q1-3 公司毛利率及净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2018-2023H1 公司分产品毛利率


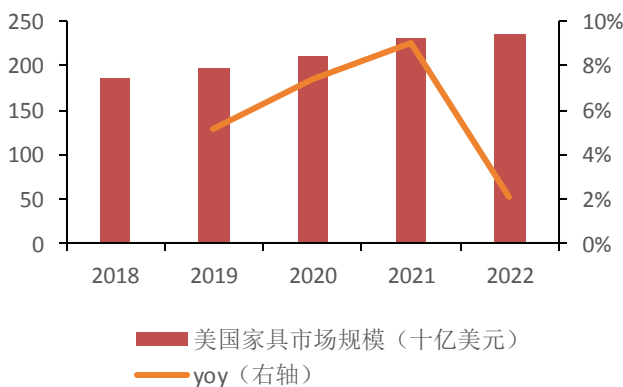
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：跨境电商渠道性价比凸显，品牌出海正当时

2.1 欧洲&北美家居市场广阔，线上化率逐步提升

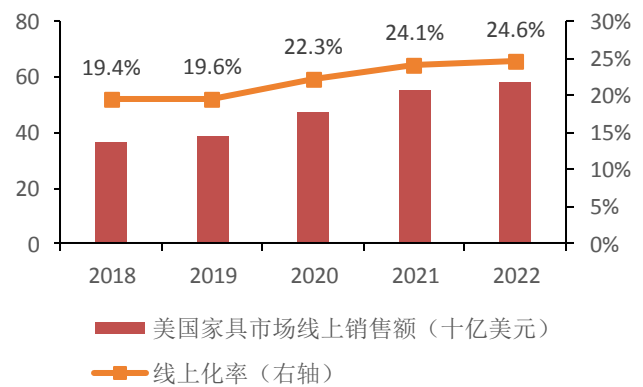
欧美家具家居市场容量大，市场规模稳步增长，2018-2022 年线上渠道占比显著提升。Statista 数据显示，2022 年美国家具市场零售规模约 2352 亿美元，2018-2022 年复合增速 5.9%，整体保持稳健增长。其中美国家具电商渠道收入增长快于整体，2018-2022 年收入从 363 亿美元增长至 578.5 亿美元，复合增速 12.3%，线上渗透率从 19.4% 上升至 24.6%，2020 年后海外消费者受疫情影响居家时间延长，推动线上化率加速提升。

图 13：美国家具市场规模及同比增速



数据来源：statista，西南证券整理

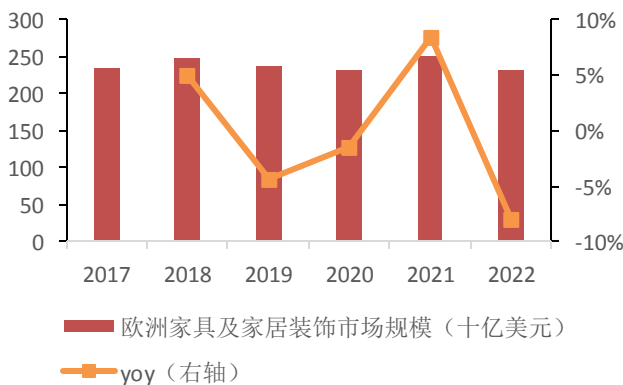
图 14：美国家具线上市场规模及线上渗透率



数据来源：statista，西南证券整理

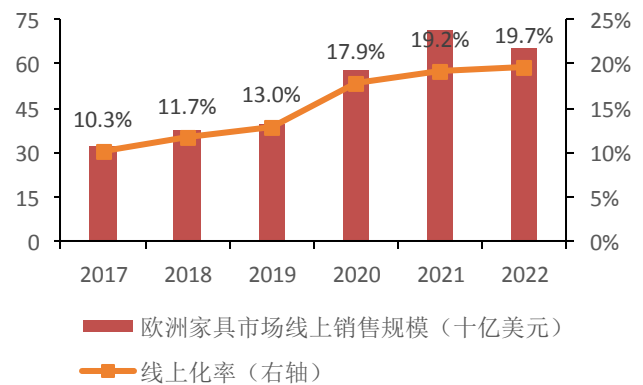
欧洲家居市场总体规模稳定，增速短期受到国际局势及高通胀影响。根据 Euromonitor 数据，2022 年欧洲家具市场规模为 2318.7 亿美元，市场规模较稳定。欧洲家具线上市场规模增速更快，2022 年达到 653 亿美元，2017-2022 年复合增速 15%，线上化率从 10.3% 爬坡至 19.7%，2020 年后受疫情居家时间延长催化，线上化率加速提升。

图 15：欧洲家具及家居装饰市场规模



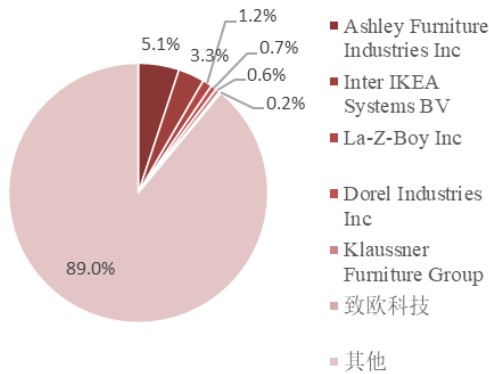
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 16：欧洲家具线上市场规模及线上渗透率

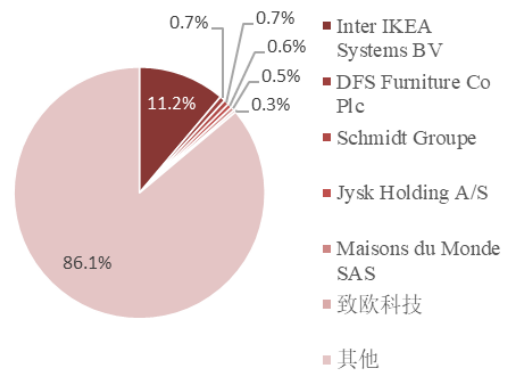


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

欧洲及北美家具市场分散, Ashley和宜家分别为美国和欧洲市占率最高品牌。截至 2021 年, Ashley 在北美家居市场所占份额位居首位, 市占率为 5.1%, 宜家和 La-Z-Boy 紧随其后, 位居第二和第三。欧洲市场宜家市占率达 11.2%, 与其后的 DFS (0.7%) 和 Schmidt (0.7%) 市占率拉开一定差距。线上渠道, 公司北美及欧洲市场的主要竞争者包括 Dorel、DFS 等, 主营沙发、桌椅、床头柜等家居产品, 产品定位偏中大件, 与致欧科技产品存在差异。

图 17: 2021 年北美家居市场主要品牌份额


数据来源: 致欧科技审核问询函回复, 西南证券整理

图 18: 2021 年欧洲家居市场主要品牌份额


数据来源: 致欧科技审核问询函回复, 西南证券整理

表 3: 公司主要竞争企业份额

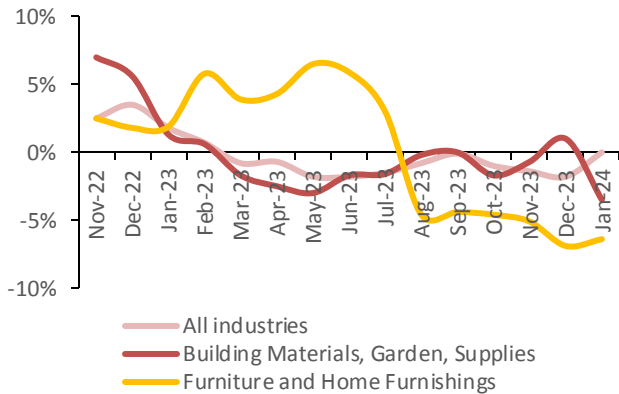
公司名	主营业务	主要销售渠道	主要销售地区	2021 年地区市场占有率
宜家	各类家具与家居用品	自设卖场、电商等	欧洲/北美	11.18%(欧洲)/3.27%(北美)
Ashley Furniture Industries Inc	全屋家具和各类家居饰品	特许经营、自营门店等	北美	5.10%
La-Z-Boy Inc	功能沙发、躺椅及其他家具	自营专卖店	北美	1.18%
Dorel Industries Inc	各类家居产品	经销、自营、电商等	北美	0.69%
DFS Furniture Co Plc	沙发、椅类等家居用品	自营专卖店、电商等	欧洲	0.70%
Schmidt Groupe	橱柜类产品	自营专卖店	欧洲	0.65%
Jysk Holding A/S	卧室、浴室、起居室、窗户和庭院等家居用品	自营门店、特许经营	欧洲	0.56%

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

2.2 海外消费更注重家居品类性价比, 电商比价优势突出

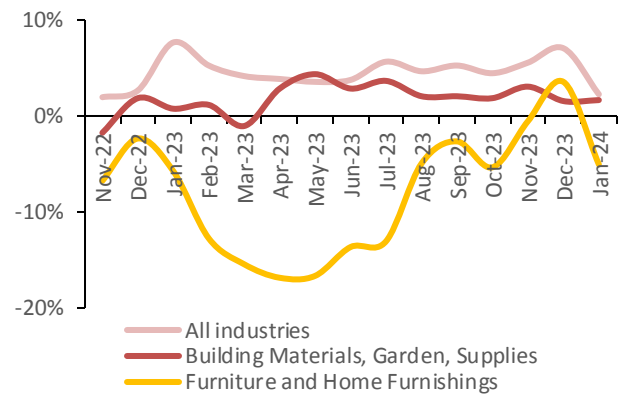
2022 年以来海外高通胀叠加高海运费导致家具消费成本增加, 影响了大件商品的消费决策, 如厨房浴室、地板、家电等, 决策更注重性价比。根据 fiserve 统计数据, 从成交价格来看, 2023 年 3 月美国全部工业品平均价格开始回落, 到 2024 年 1 月开始接近同比持平; 而家具及家庭装饰产品价格仍在高位, 主要由于家具等中大件产品受海运价格影响较大, 均价持续增长至 23 年 7 月, 2023 年 9 月后均价显著回落。从成交量来看, 2023 年受产品涨价压力影响, 家具及家用装饰品类成交量大幅下滑 10% 以上, 随着价格回落后成交量降幅收窄, 至 2023 年 11 月接近持平转正。

图 19: 美国家居/建材类消费客单价同比增速



数据来源: fiserve, 西南证券整理

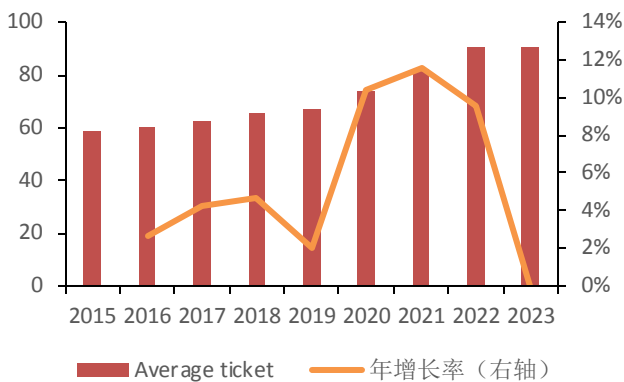
图 20: 美国家居/建材类消费交易量同比增速



数据来源: fiserve, 西南证券整理

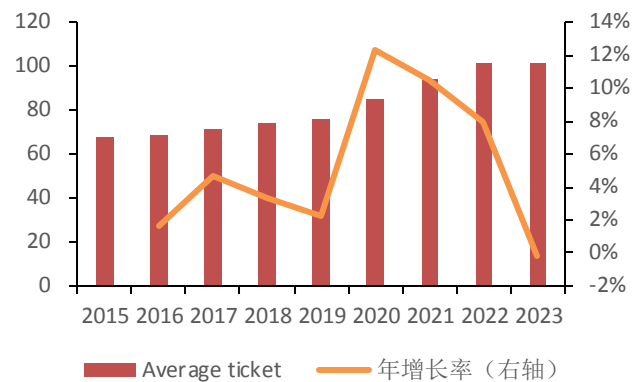
以美国头部建材渠道商家得宝、劳氏为例，2023 年家得宝和劳氏客单价相较于 2022 年保持相对平稳，客单值增幅明显放缓。如考虑通胀带来的价格上涨因素，实际客单价预计下行。

图 21: Home depot 平均客单价 (美元)



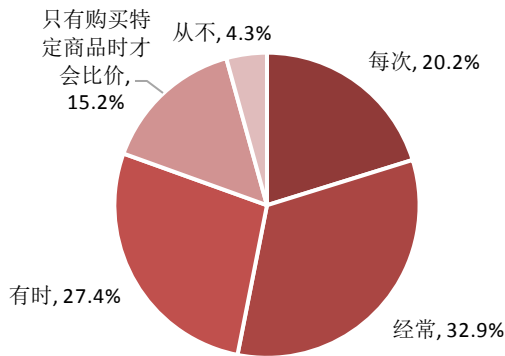
数据来源: Home depot 年报, 西南证券整理

图 22: Lowe's 平均客单价 (美元)

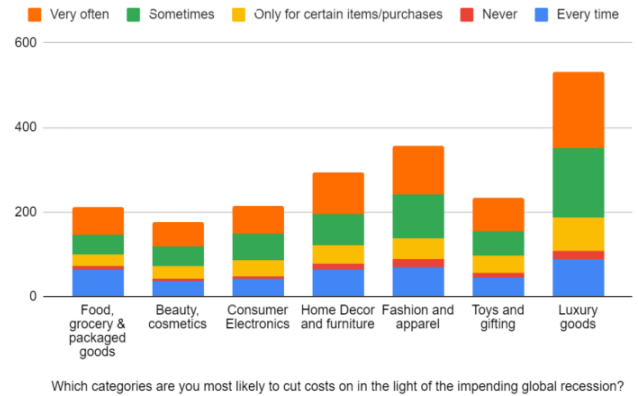


数据来源: Lowe's 年报, 西南证券整理

电商渠道更具备比价优势，家居、奢侈品及时尚服饰等品类消费者比价的意愿更强。根据 Intelligence Node 发布的消费者调查，1) 电商对线下购物存在价格竞争优势，2023 年超过 95% 的消费者在线下消费时，会查看并比较类似产品的电商价格，超过 50% 的消费者倾向于经常甚至每次到商店购物时都会查看电商价格；2) 分行业来看，奢侈品、时尚服饰及家居装饰是 2023 年消费者最希望减少支出的品类，这三个品类同时也是使用电商比价最频繁的品类。

图 23：线上线下消费者价比调查


数据来源: Intelligence Node, 西南证券整理

图 24：消费者削减支出品类可能性分布


数据来源: Intelligence Node, 西南证券整理

2.3 充分发挥产业比较优势，跨境品牌出海正当时

多部门发布相关政策支持跨境电商高质量发展。近年来我国政策频出，定位“双循环”纽带、推动跨境电商高质量发展。2018 年以来，我国有关部门陆续出台多项举措为跨境电商企业提供注册登记、经营结算、税收等方面的便利，引导跨境电商新业态发展，在“双循环”的背景下，发挥跨境电商纽带作用，进一步支持跨境电商加快发展。

表 4：跨境电商扶持政策梳理

行业法律、法规或政策	发布时间	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)	2021.07	持续推动传统外贸转型升级，深入推进外贸服务向专业细分领域发展，优化政策保障体系，营造良好环境，做好组织实施，促进外贸新业态新模式健康持续创新发展。
《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	2021.11	积极扩大进口、优化出口，推动对外贸易高质量发展，支持加快发展跨境电商等贸易新业态。
《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)	2022.01	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)	2022.01	明确内外贸一体化的发展目标:到 2025 年，市场主体内外贸一体化发展水平进一步提升，内外联通网络更加完善，政府管理服务持续优化，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。并进一步强调跨境电商在“双循环”中的纽带作用。
中华人民共和国财政部	2022.02	自 2022 年 3 月 1 日起，优化调整跨境电子商务零售进口商品清单。根据近年我国税则税目变化情况，调整部分商品税则号列；为履行相关国际公约，加强进口监督管理，调整部分商品备注。
中国人民银行印发《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	2022.07	支持银行和支付机构更好服务外贸新业态发展。为外贸新业态市场主体提供良好的配套金融服务，切实发挥跨境人民币业务服务实体经济、推动外贸新业态高质量发展的积极作用，支持和引导外贸新业态新模式健康持续创新发展，助力稳定宏观经济大盘。
中华人民共和国商务部	2022.09	第一项措施，扩大跨境电商综合试验区范围。第二项措施，出台支持跨境电商政策。第三项措施，培育跨境电商的市场主体。指导各个跨境电商综合试验区来培育一批重点企业和知名品牌，把跨境电商的优势和潜力充分挖掘出来。

行业法律、法规或政策	发布时间	主要内容
《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见(国办发〔2023〕10号)》	2023.04	第一，发展“跨境电商+产业带”。第二，建好线上综合服务平台。第三，完善考核评估，促优扶强。开展综试区考核评估，引导综试区优化发展环境，提升创新水平，从而提升国际竞争力。第四，引导合规经营，防控风险。积极配合国家知识产权局，加快出台跨境电商知识产权保护指南。
财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	2023.08	对2023年1月30日至2025年12月31日期间，在跨境电子商务海关监管代码（1210、9610、9710、9810）项下申报出口，且自出口之日起6个月内因滞销、退货原因原状退运进境的商品（不含食品），免征进口关税和进口环节增值税、消费税；出口时已征收的出口关税准予退还；出口时已征收的增值税、消费税，参照内销货物发生退货有关税收规定执行。已办理的出口退税按现行规定补缴。
福建省省外外贸外资（稳价保供）协调机制办公室	2024.01	针对福建省8个跨境电商综试区。对通过商务部综试区考核评估且年度建设进展较快、成效较好的综试区给予正向奖励；为畅通国际物流通道，鼓励各综试区出台措施，吸引省内外货物通过我省航线和集运仓集散；建设海外仓公共服务平台，助力海外仓企业和跨境电商企业开展业务对接，实现海外仓模式全流程业务数据可追溯。

数据来源：中国政府网，西南证券整理

中国低成本生产制造优势仍是品牌性价比优势的核心，品牌出海后利润空间有望保持较好水平。我们对比2017-2022年中国出口至美国及欧洲各品类份额，其中份额仍有增长的优势产业主要为偏劳动密集型产业如家居、纺织、小商品、塑料加工；以及具备产业集群优势产业，如汽车、电子等。尽管2018年后美国对中国出口的3000亿美金清单产品加征关税，但以上品类由于成本壁垒稳固，份额仍有稳健提升。品牌出海后，以上品类品牌有望凭借成本端竞争壁垒，在海外市场保持具有竞争力的价格，从而较快打开海外市场。

表5：中国出口至欧洲、美国市场份额变化（出口金额前20品类）

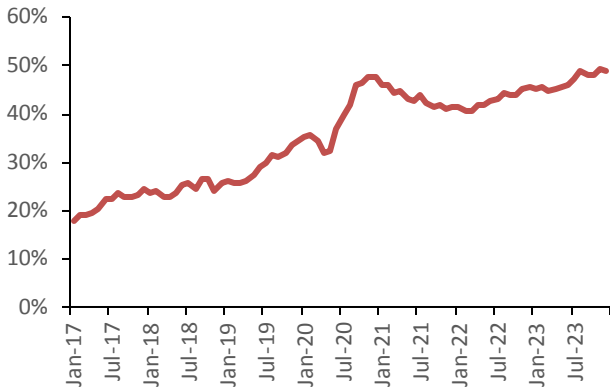
美国		欧洲	
产品	2017-2022 年份额变化	产品	2017-2022 年份额变化
杂项制品（含各类小商品）	+12.9pp	跨境电商 B2B 简化申报产品	+10.2pp
玩具、游戏品、运动用品	+9.3pp	玩具游戏品运动用品	+8.9pp
跨境电商 B2B 简化申报产品	+8.0pp	电机、电气设备及零件	+7.8pp
贱金属工具及零件	+5.0pp	杂项化学制品	+5.7pp
贱金属杂项制品	+2.4pp	车辆及其零件附件	+4.1pp
其他纺织制成品（毯子、窗帘）	+2.0pp	皮革制品	+3.2pp
塑料及其制品	+2.0pp	核反应堆、锅炉、机器	+3.1pp
陶瓷产品	+1.5pp	钢铁制品	+2.8pp
车辆及其零件附件	+0.8pp	有机化学品	+2.8pp
针织或钩编服装及衣着附件	+0.6pp	家具寝具及类似填充制品	+2.3pp
电机、电气设备及零件	-0.2pp	塑料及其制品	+2.1pp
光学、照相等外科用仪器	-0.3pp	橡胶及其制品	+1.8pp
钢铁制品	-0.4pp	铝及其制品	+0.9pp
有机化学品	-0.6pp	钢铁	+0.5pp
铝及其制品	-3.2pp	矿物燃料、矿物油及其蒸馏制品	+0.1pp
核反应堆、锅炉、机器	-3.2pp	光学、照相等外科用仪器	-0.3pp

美国		欧洲	
产品	2017-2022 年份额变化	产品	2017-2022 年份额变化
非针织或非钩编的服装及衣着附件	-3.2pp	鞋靴、护腿及类似品	-0.7pp
家具、寝具及类似填充制品	-4.2pp	针织或钩编的服装及衣着附件	-2.4pp
鞋靴、护腿及类似品	-10.2pp	其他纺织制成品	-2.4pp
皮革制品	-10.6pp	非针织或钩编的服装及衣着附件	-3.7pp

数据来源: trademap, 西南证券整理

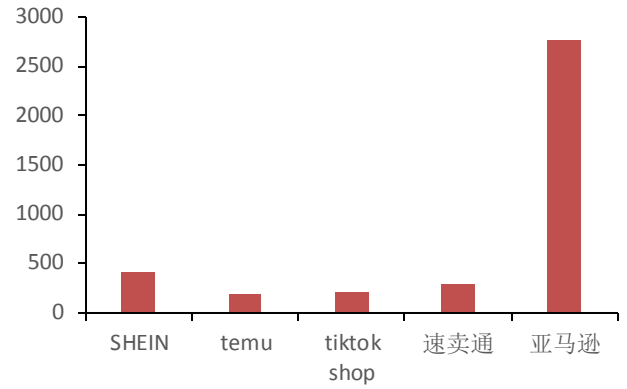
海外电商平台对国内卖家依赖度已经较高, 海外市场对中国制造产品认可。截至 2023 年 12 月亚马逊头部卖家之中, 中国卖家的比例达到 48.7%, 海外消费者对中国制造产品和中国卖家接受度已经较高。TEMU、TikTok、Shein、速卖通等跨境平台崛起, 有望帮助更多国内中小卖家建立销售渠道, 提供与 Amazon 等大型电商平台差异化定位的产品, 增加品类丰富度, 满足消费者更多个性化需求。

图 25: 亚马逊头部卖家中国卖家数量占比



数据来源: marketplacepulse, 西南证券整理

图 26: 2023 年出海四小龙与亚马逊 GMV 对比 (亿美元)



数据来源: 36 氪, 西南证券整理

综合来看, 家居日用等品类与跨境电商平台适配度较高, 原因主要有: 1) 从表 5 数据中可以发现, 家居日用等品类 (包括玩具、塑料制品、杂项制品等), 中国制造具有比较优势, 出口份额稳步提升, 从跨境平台的品类结构来看, TEMU 和 TikTok shop 在家居日用品类份额均较高, 其中 TEMU 日用百货占比 21.1%, Tiktok shop 家居及厨房用品合计份额也接近 10%; 2) 家居日用等产品易存储, 不存在强季节性, 适配海运+海外仓储+尾程配送的跨境电商模式; 3) 家居日用品类行业集中度较低, 跨境卖家竞争格局相对较好。如跨境平台发展到后期, 扶持国内品牌商进驻, 品牌商兼具产品品质+性价比+品牌力, 对标白牌竞争力更胜一筹。

表 6: TEMU 及美国 TikTok shop 主营品类占比

TEMU 平台主营品类	份额	美国 TikTok shop TOP10 品类	份额
服装	39.5%	美妆个护	24.6%
日用百货	21.1%	女装与女士内衣	18.4%
运动户外	6.8%	收藏品	7.9%
饰品	5.3%	手机与数码	6.1%
玩具	5.2%	厨房用品	5.4%
美容个护	4.3%	运动与户外	4.4%

TEMU 平台主营品类	份额	美国 TikTok shop TOP10 品类	份额
消费电子	4.3%	居家日用	4.1%
宠物	1.5%	电脑办公	4.1%
母婴	1.0%	男装与男士内衣	3.8%
其他	11.1%	时尚配件	3.4%
		其他	17.9%

数据来源：远川研究所，雨果跨境，西南证券整理

3 公司分析：高效供应链造就产品性价比，利润空间有望改善

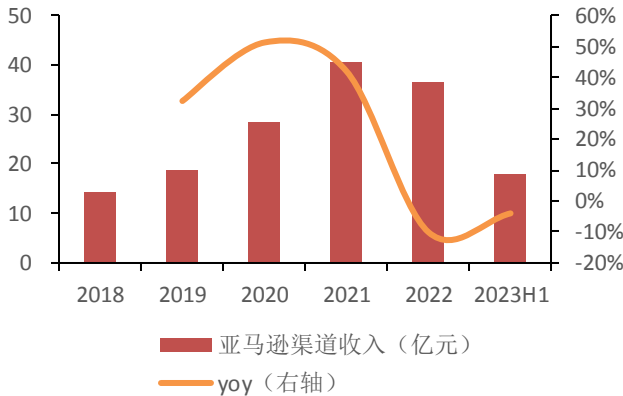
3.1 依托亚马逊、着眼新平台，品牌力逐步形成

公司旗下有 SONGMICS、VASAGLE、Feandrea 三大自有品牌，通过精品策略+第三方平台的跨境电商模式，依托亚马逊等头部电商渠道，收入规模稳步扩张。从渠道结构来看，目前公司销售渠道以亚马逊为主，截至 2023H1，亚马逊 B2C 渠道占公司总收入比例为 67.4%。此外公司持续进行渠道拓展，减少对单一渠道的依赖。线上渠道方面，公司 2023 年已经与 SHEIN 开展合作，入驻 SHEIN 美国站，部分单品已经跻身 BEST SELLER 榜单；2023 年新设立墨西哥子公司，入驻南美最大电商平台 Mercado Libre（美客多）。线下渠道方面，公司积极在北美与 Target、Hobby Lobby 等 KA 接洽，逐步向美国线下商超渠道进军，增加公司品牌曝光及消费者认知度。

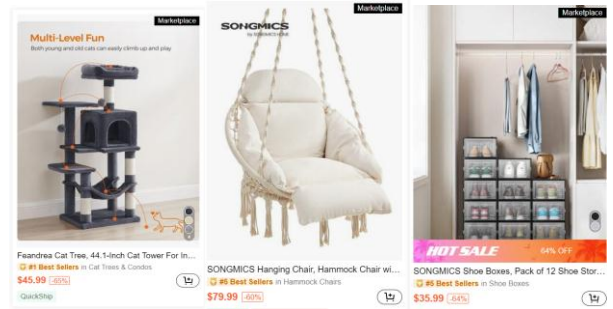
表 7：致欧科技各渠道收入结构

收入（亿元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
B2C	15.1	20.2	32.9	48.2	43.3	21.4
B2C 营收增速		34.1%	62.9%	46.3%	-10.1%	-6.2%
亚马逊	14.2	18.8	28.5	40.4	36.4	17.8
独立站						0.6
ManoMano	0.2	0.4	1.2	1.7	1.4	3
Cdiscount	0.4	0.5	0.9	1.1	0.8	
eBay	0.3	0.3	0.6	0.6	0.4	
其他线上 B2C 平台	0.0	0.2	1.7	4.3	4.3	
B2B	0.9	3.0	6.8	11.4	10.5	4.7
B2B 营收增速		242.1%	124.2%	68.9%	-8.4%	-13%
亚马逊 Vendor	0.6	2.0	3.4	5.6	4.5	2.9
Wayfair	0.1	0.5	1.7	2.7	2.5	
其他线上 B2B 平台	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
线下 B2B	0.2	0.6	1.7	3.1	3.5	1.8

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27: 公司产品在亚马逊渠道收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 致欧 SONGMICS 品牌在 shein 部分 bestseller 产品


数据来源: SHEIN, 西南证券整理

公司三大自有品牌历时多年已在海外市场获得了消费者的青睐和认可, 跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列, 品牌力得到市场认可。根据 marketplace pulse 统计, 以近 30 天买家评论数统计(统计截至 2024 年 3 月 19 日), 致欧旗下品牌 SONGMICS HOME 在亚马逊美国站近 30 天品牌排名第 28 位, 英国站排名第 7 位, 德国站排名第 5 位, 法国站排名第 2 位, 在家居品牌中占据领先地位。

表 8: 致欧品牌 SONGMICS HOME 在亚马逊各国家站评论数排名

	排名	近 30 天评论数	近 30 天评论数增速	历史评论数
SONGMICS HOME US	28	1257	13%	167277
SONGMICS HOME UK	7	1408	12%	106324
SONGMICS HOME DE	5	1747	-2%	209215
SONGMICS HOME FR	2	1421	3%	119863

数据来源: marketplacepulse, 西南证券整理

3.2 产品体系成熟, 规模优势下性价比突出

对标宜家定位精品电商, 规模优势下性价比突出。公司对外观、结构、工艺等角度不断创新, 提供品质良好、风格简约、具备一定设计感, 同时价格平易的产品。公司 SKU 聚焦, 新品迭代速度快, 同时在规模优势和精细成本管控下, 公司各品类产品平均销售价格人民币 100-500 元, 性价比突出。

表 9: 致欧科技各品类出厂单价 (元/件) 及同比增速

产品系列	产品类别	2020 年	2021 年		2022 年	
		平均销售单价	平均销售单价	同比增速	平均销售单价	同比增速
家具系列	办公家具类	469.3	443.7	-5.5%	440.2	-0.8%
	生活家具类	395.4	394.9	-0.1%	408.8	3.5%
家居系列	家居收纳类	220.6	226.9	2.9%	239.4	5.5%
	家居用具类	214.8	214.6	-0.1%	225.8	5.2%
	家居装饰类	170.6	166.7	-2.3%	166.4	-0.2%
庭院系列	庭院家居类	344.7	355.4	3.1%	354.2	-0.3%

产品系列	产品类别	2020 年	2021 年		2022 年	
		平均销售单价	平均销售单价	同比增速	平均销售单价	同比增速
	庭院休闲类	261.2	263.9	1.0%	269.7	2.2%
	庭院运动类	414.5	422.8	2.0%	367.3	-13.1%
宠物系列	宠物家具类	443.6	414.1	-6.7%	421.2	1.7%
	宠物家居类	245.8	242.0	-1.6%	307.5	27.1%
其他产品		330.1	393.0	19.1%	461.4	17.4%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

致欧品牌产品终端定价亲民，占据主流价格带。对比致欧旗下品牌和亚马逊同类产品价格来看，致欧产品价格定位主流核心价格带，低端产品价格与各品类最畅销产品价格接近，高端产品通过更强的材质和其他附加功能形成一定溢价。

表 10：致欧科技与亚马逊其他品牌价格对比

致欧科技	产品品类	价格	高端品牌	价格	畅销品牌	价格
SONGMICS	Patio Umbrellas (庭院伞)	39.99-79.99 美元	SAFAVIEH	70.31-223.00 美元	FORMOSA	39.98-84.99 美元
	Laptop Desks (电脑桌)	24.99-57.58 美元	Flash Furniture	37.49-247.00 美元	HUANUO	25.99-124.99 美元
VASAGLE	Dining Chairs (餐椅凳)	43.99-179.99 美元	SAFAVIEH	138.35-915.00 美元	FDW	79.99-189.99 美元
	Coffee Tables (咖啡桌)	69.99-199.99 美元	Sauder	66.00-114.28 美元	AQJEZOR	38.98-45.88 美元
FEANDREA	Cat Trees & Scratchers (猫树)	31.99-229.99 美元	Go Pet Club	47.81-215.98 美元	Hoobro	36.99-95.99 美元
	Crates & Playpens (狗窝)	39.99-359.99 美元	MidWest	17.37-292.44 美元		99.99-169.99 美元

数据来源：Amazon，西南证券整理

自主研发产品收入占比较高，具备较强产品开发能力。公司掌握微笑曲线两端，一方面通过自研产品+供应商合作开发产品，根据市场需求及时推出新品；另一方面在销售端及时感知消费者偏好、收集产品反馈等，从而为产品开发提供参考。截至 2023 年 6 月 30 日，公司累计获得 543 项全球专利授权，其中实用新型专利 29 项，外观专利 514 项。2020-2022 年自主研发收入占比持续提升。

表 11：公司自主研发成果收入占比

单位：亿元	2020	2021	2022
公司自主研发成果产生的收入	10.4	16.9	17.3
营业收入	39.7	59.7	54.6
自主研发收入占营业收入比例	26.2%	28.4%	31.7%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 产品端严控成本、标准化程度较高，供应链管理效率优势强

采购端成本控制能力较强，成本涨幅可充分向下游转化。从成本结构来看，公司生产成本主要为产品采购成本、运输费、物流海运及关税成本，2022 年分别占比 58.9%、27.2%、14%。公司全部产品由外协厂商生产，外协厂商以广东、福建、江浙地区等国内家具产业集群区域厂商为主，公司充分利用当地供应链配套资源和集群优势，与供应商形成长期稳定合作关系。拆分单位采购成本来看，2018-2022 年公司单位采购成本增速和单位销售价格增速基本一致，表明公司在外协厂具备稳定的议价能力，且可以将成本上涨的影响向下游充分转

化。2022 年开始，公司将家具产品等部分重要且大额采购品类推进招标采购，通过供应商竞价方式分配订单，采购成本管理方式进一步优化。

表 12：致欧科技单件采购成本 VS 单件销售价格增速对比

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入（亿元）	15.9	23.3	39.7	59.7	54.6
总销量（万件）	586.5	836.3	1285.0	1898.1	1695.1
产品采购成本（亿元）	5.8	8.5	14.5	21.7	19.9
单件采购成本（元/件）	99.7	101.7	112.8	114.4	117.6
采购成本增速		2.0%	11.0%	1.4%	2.8%
单件销售价格（元/件）	271.9	278.1	309.0	314.4	321.8
销售价格增速		2.3%	11.1%	1.7%	2.4%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

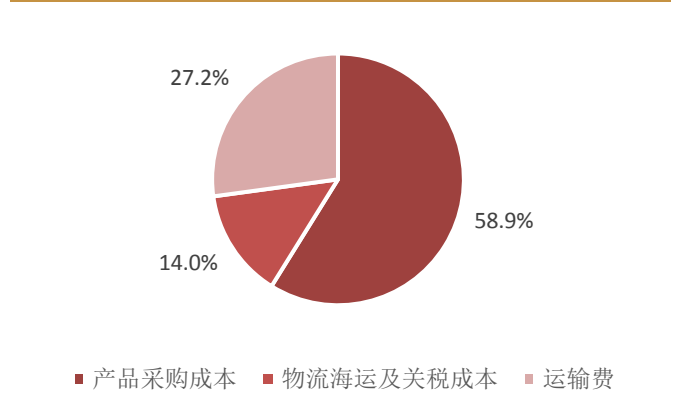
对外协厂商具备充足议价权，且合作粘性较高。公司供应商集中度较低，大部分供应商为行业平均规模以下的中型企业，公司对上游有充足议价权。对供应商而言，致欧科技已经成为具备规模采购能力的大客户。以第一大供应商为例（2018-2022 年公司第一大供应商未发生变化），2018-2022 年该供应商跟随公司实现规模增长 200% 以上，增长趋势好于行业平均水平。在互惠互利的合作体系下，公司与供应商合作关系更加紧密。

表 13：公司前五大供应商采购额（万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
TOP1	3319.1	7885.1	15223.9	15978.7	11236.8
TOP2	3214.8	5209.8	10423.2	12312.6	7999.2
TOP3	2926.9	4630.1	8630.3	8969.7	6722.8
TOP4	1726.8	3481.7	7116.3	8038.5	6203.6
TOP5	1174.2	3255.9	7034.6	6664.3	5669.9
前五大供应商占比	24.5%	25.5%	24.3%	20.9%	22.7%
规模以上家具企业平均收入	11240.8	11350.4	10825.0	11561.6	9348.5

数据来源：Wind，招股说明书，西南证券整理

研发端增加零部件标准化比例，通过标准部件的不同组合设计产品。公司自主探索实践产品形成了“蘑菇式模型”理论，通过大量标准通用件和适量非标件，适配不同的颜色、材料、表面处理环节，组合成型丰富的产品体系，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。以产品结构为例，公司对传统家具的结构设计做出“可拆装”改进，将大件家具设计为可拆装结构，运输过程中可将各结构品牌包装，方便仓储运输及后续安装，充分利用集装箱运输体积，控制成本的同时增加消费者 DIY 的参与感，符合海外消费者需求。

图 29：2022 年致欧科技各项成本占总成本比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：公司“蘑菇式模型”研发思路

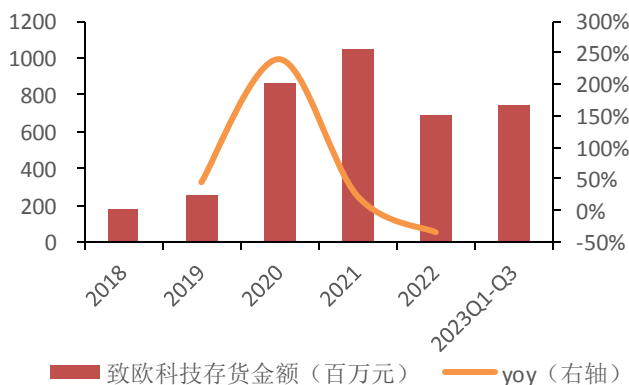


数据来源：招股说明书，西南证券整理

重视数字信息化建设，逐步提升全链路信息化水平和柔性管理能力。相比传统贸易，跨境电商的供应链链条更长，流程更复杂。公司在数字化信息技术层面的核心技术主要体现在对全业务流程的数字化改造，通过以 EYA、CRM、SRM、SAP 等为主的业务及财务系统，打造了覆盖产品开发设计、采购、销售、仓储、物流、配送、客服、管理等复杂业务链条的数字化运营管理体系，以业务环节统一化、标准化实现降本增效的目标，通过互联网技术为公司跨地域的高效管理和多渠道的业务发展赋能。

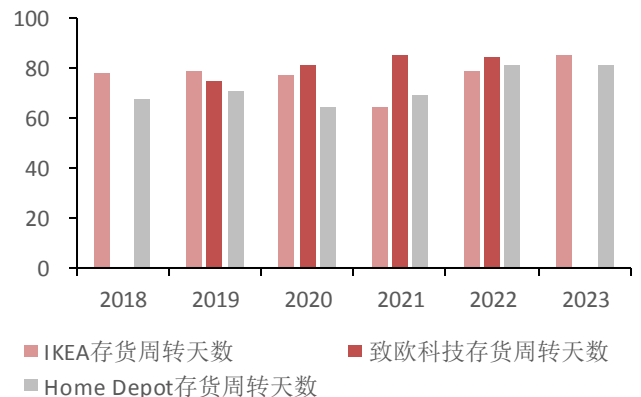
库存管理能力逐步优化，库存周转有望逐步接近国际头部渠道商平均水平。对比海外头部家居建材零售商家和家得宝来看，2021 年由于海外家居需求高增，但海运受阻，部分商品无法及时发货到港，导致在途商品增加，2021 年致欧库存金额较快增长；而海外家居建材渠道相反，渠道动销较快，但进口商品无法及时入库，导致渠道商库存保持较低位置，综合影响下 2020-2021 年致欧的库存周转天数相比于宜家、家得宝延长。从 2019 和 2022 年常态库存水平来看，三者库存周转天数较为接近。此外，2023 年公司推动供应链端计划交付业务流程的改造及全链路信息系统的搭建升级，加强库存管理能力，仓储费用仍有节降空间。

图 31：致欧科技库存金额及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：致欧科技 VS 宜家/家得宝库存周转天数对比

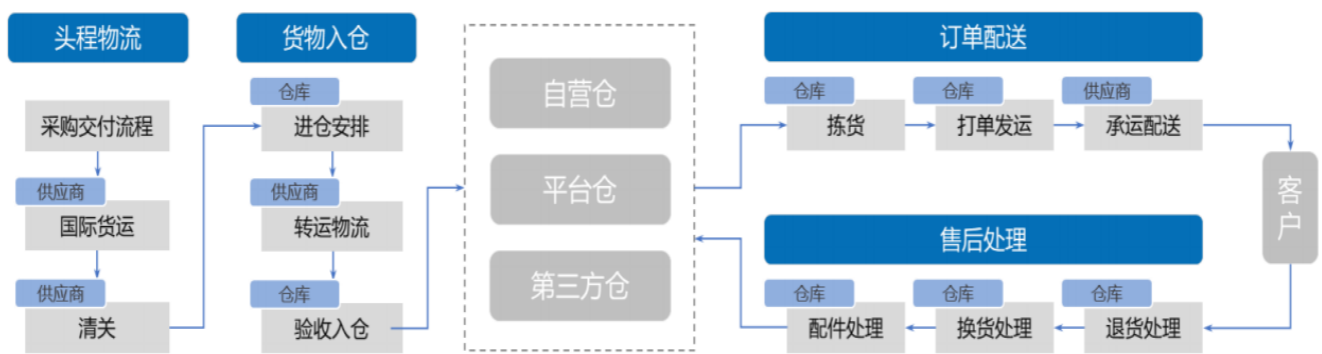


数据来源：IKEA 官网，Wind，西南证券整理

3.4 布局海外仓储，加快全流程物流效率

构建国内外联动的仓储物流体系，物流效率较高。公司在国内通过自营和第三方合作方式建设集货仓，在欧洲、北美、国内建设自营仓，辅之以平台仓、海外第三方合作仓，形成“国内集货仓+境外海外仓”的双仓联动模式——即对于重要品类产品、单批次订单量小或者具有明显季节属性的产品，公司结合前端的销售预测及销售计划，提前向供应商下单生产，并在国内仓进行备货。在国内对订单按照数量多少和体积大小的差异进行配货，实现整柜拼箱运输，既保证集装箱的利用率，同时确保准时装运，按时出港，有效提高库存周转，降低了海外备货风险，缩短备货周期。

图 33：公司仓储物流管理主要流程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

海外自营仓储面积充足，成本有优化空间。海外仓能够满足当地发货、当地配送，解决境外产品退换货的痛点，提升客户购物体验。截至 2023 年 6 月 30 日，公司位于德国、美国、中国、英国的境内外自营仓面积合计超过 28 万平方米，并在中国、欧洲、北美、日本等国家或地区设有多个第三方合作仓。在尾程派送环节与 DPD、UPS 等知名物流公司建立了稳定的合作关系，形成了高效的尾程派送能力。2023 年公司进一步对美国及欧洲地区的仓储布局进行了优化，于法国、西班牙等国家地区新设前置仓，欧洲地区自发配送时效大部分实现了 3-4 日送达。与此同时，为了保证高效、精准的库存管理，提高仓储物流的运营管理效率和服务时效性，公司自主开发了 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，实现了仓储物流效率的优化。展望后续来看，随着公司在欧美地区自营仓库面积增加，自发货比例提升，公司配送时效性与成本均有优化空间。

表 14：致欧科技海外仓/国内仓面积及分布

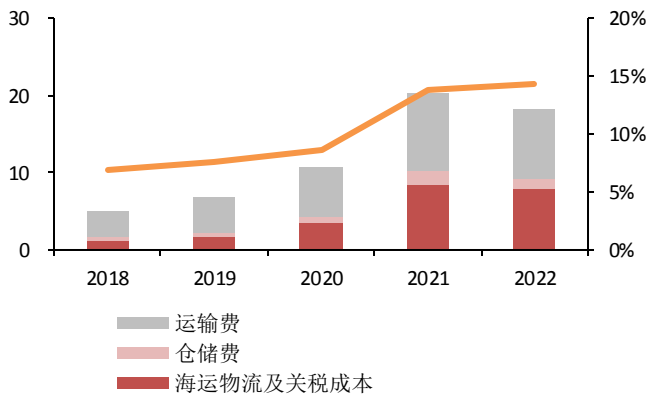
海外仓分布（租赁）		面积（m ² ）
美国	美国西仓	55331
	美国东北仓	18952
	美国南仓	规划中
	墨西哥仓	规划中
德国	德国 Datteln 仓	27806
	德国 Remscheid 仓	6285
	德国 Essen 仓	23080
	德国 Köln 仓	43260

海外仓分布 (租赁)		面积 (m ²)
	德国 Witten 仓	24337
	德国 Werne 仓	67672
英国	英国仓	13792
日本	日本仓	规划中
海外仓合计		280515
国内仓		
	宁波仓	5000
	东莞仓	5515
国内仓合计		10515

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

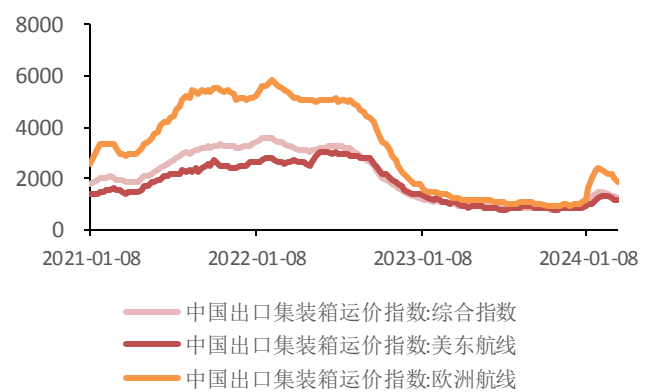
海运及关税对成本波动影响较大, 发运量扩大后规模优势有望逐步显现。拆分各项物流成本来看, 公司海运/关税及尾程物流成本占总成本比例较高, 成本端受运价、关税波动影响较大。2018-2020 年单件海运及关税成本上涨 8.2 元, 主要由于 2018 年开始美国对中国 3000 亿美元清单产品加征关税, 关税成本上涨; 2020-2022 年单件海运及关税成本上涨 19.6 元, 主要由于海运价格在 2021 年开始大幅上涨, 在 2021-2022 年处于相对高位。以尾程物流费用为主的运输费单位成本在 2018-2022 年总体回落, 每件下降 5.1 元, 主要由于随着公司销售规模扩大, 对物流商议价能力提升。综合来看, 由于关税及海运价格的大幅波动, 公司运输单位成本总体上升。随着公司收入规模增长, 发货体量增加, 叠加通过自营海外仓的自发货比例提升, 运输的规模优势有望逐步显现。

图 34: 公司各项运输相关成本 (亿元) 及占总收入比例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



数据来源: Wind, 西南证券整理。

表 15: 致欧科技单件运输/仓储成本

	2018	2019	2020	2021	2022
总销量 (万件)	586.5	836.26	1285.02	1898.1	1695.13
单件海运及关税成本 (元/件)	18.6	21.0	26.8	43.6	46.4
单件仓储费 (元/件)	9.2	5.9	5.5	10.1	8.0
单件运输费 (元/件)	57.9	55.8	52.1	53.4	52.8

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

关税加征对 B2C 业务盈利影响有限，有良好的成本转嫁能力。分区域来看，公司在欧洲、日本、加拿大等地关税较低，大部分 SKU 为低关税或零关税；美国市场平均关税成本较高，经历三次加征和一次减征后，公司 70% 的 SKU 关税水平在 25%-45% 区间，20% 的 SKU 关税水平在 10%-18.8% 区间。从致欧美国子公司毛利率来看，加征关税对 B2C 业务毛利率影响较小，从第一次加征关税前到 2020 年减征落地，毛利率仅下降 1.1pp；而同时 B2B 业务毛利率则下降 13pp，侧面证明公司 B2C 业务终端用户对公司品牌具备一定粘性，B2C 渠道有良好的成本转嫁能力。中长期来看，公司对加征关税等事件性风险抵御能力较强，盈利能力有望展现出优于同业的稳定性。

表 16：致欧科技各区域关税税率及相应 SKU 占比

	SKU 占比	关税税率
欧洲	60%	0
	15%	5%以下
	25%	5-12%之间
日本	60%	0
	30%	5%以内
	10%	10%以内
加拿大	15%	0 关税或 5%以下
	80%	10%以内
	5%	10%以上
美国	10%	0-10%
	70%	25-45%
	20%	10-18.8%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 17：致欧科技美国子公司在加征关税前后毛利率变化

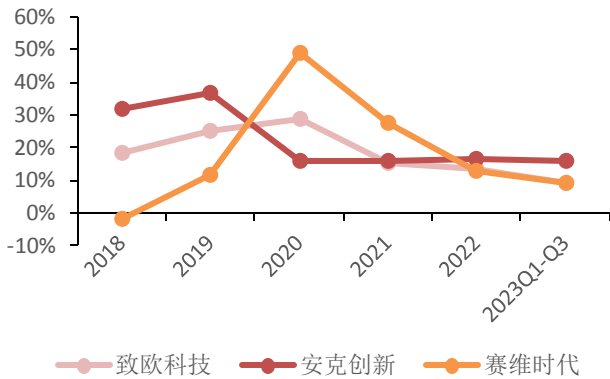
渠道	时间区间	关税区间	毛利率	渠道	时间区间	关税区间	毛利率
B2B	2018.01-2018.09	第一次加征前	50.90%	B2C	2018.01-2018.09	第一次加征前	61.64%
	2018.10-2019.04	第一次加征后	36.74%		2018.10-2019.04	第一次加征后	61.14%
	2019.05-2019.08	第二次加征后	43.09%		2019.05-2019.08	第二次加征后	59.51%
	2019.09-2020.02	第三次加征后	40.90%		2019.09-2020.02	第三次加征后	58.34%
	2020.03-2020.12	第一次减征后	37.91%		2020.03-2020.12	第一次减征后	60.48%
	2021.01-2021.12		30.02%		2021.01-2021.12		54.03%
	2022.01-2022.06		32.25%		2022.01-2022.06		53.48%
小计			33.06%	小计			57.18%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 财务分析：ROE 略降，资产负债结构良好

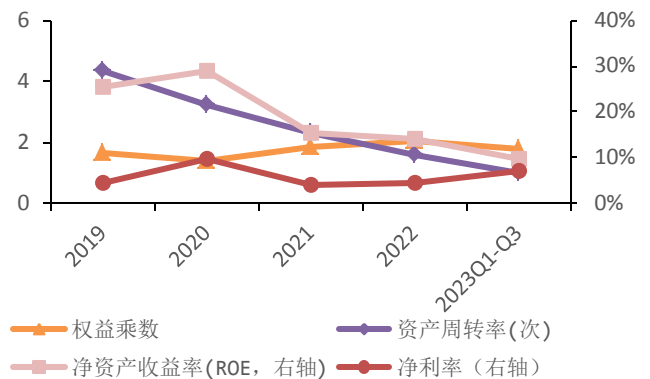
公司 ROE 近两年有所下滑，但仍处于同业中上游水平。2018-2023Q3 公司 ROE 回落，主要受美国加征关税、全球供应链扰动生产备库节奏影响。2022 年公司摊薄 ROE 为 13.8%，同比-1.8pp。同行业对比来看，公司 ROE 波动趋势与同行业公司安克创新、赛维时代较为一致，总体处于行业中上水平。

图 36：公司与可比公司 ROE 对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

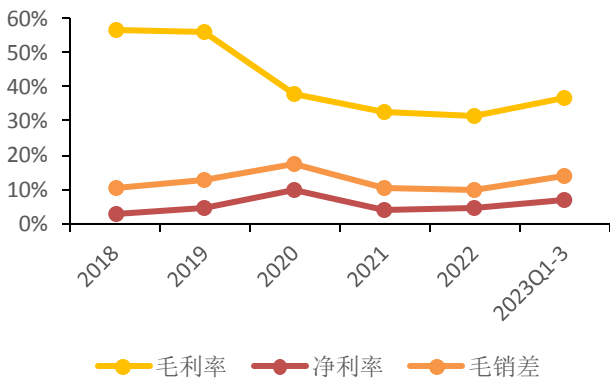
图 37：2019-2023 前三季度公司 ROE 拆分



数据来源：公司公告，西南证券整理。

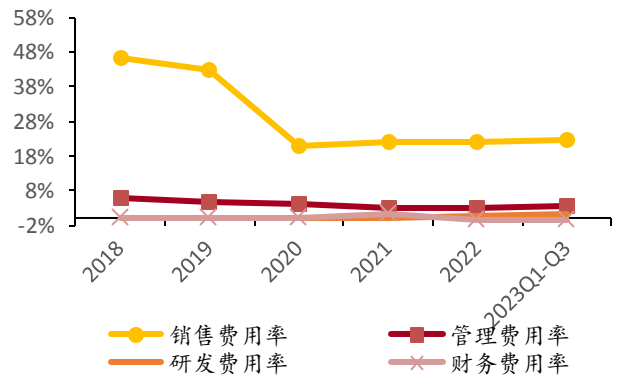
ROE 降低受资产周转率、净利率波动影响较大，伴随海外去库结束以及公司自身盈利触底改善，ROE 有望恢复。1) 净利率来看，2018-2023 年前三季度公司净利率总体有提升，从 2020-2023 年前三季度会计准则调整后的可比口径来看，公司净利率波动趋势与毛利率较为一致，净利率波动主要受成本端海运、关税、尾程运输等各项运费波动影响，而调整后的销售费用率及其他费用率整体较稳定。预计随着海运及关税水平趋于稳定，尾程运输的规模优势发挥，公司盈利水平有望改善；2) 资产周转率有所下滑，2018-2022 年公司资产周转率从 4.3 下滑至 1.6，主要由于公司加大了海外自营仓的建设，货架、叉车等仓库固定资产随之增加；3) 权益乘数从 1.7 提升至 2.1，资产负债结构相对稳定。

图 38：2018-2023Q1-Q3 公司毛利率&净利率



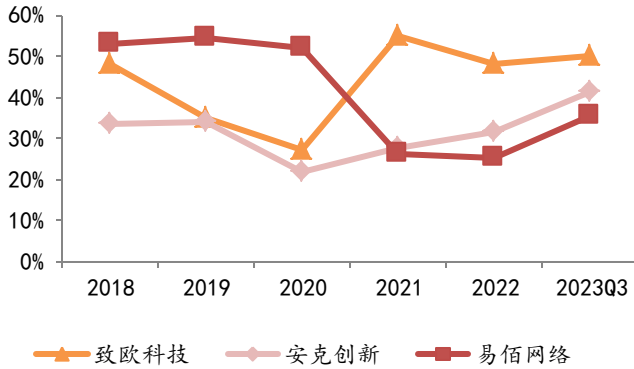
数据来源：Wind，西南证券整理

图 39：2018-2023Q1-Q3 公司各项费用率

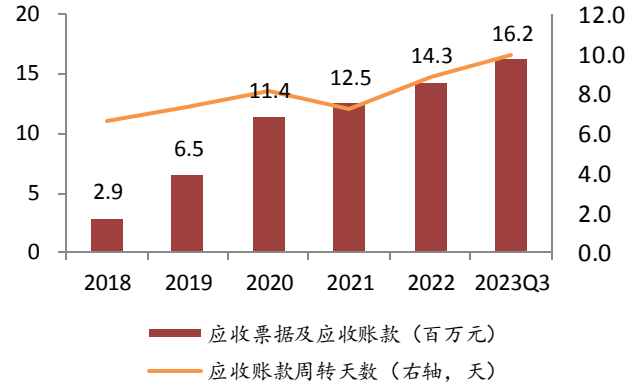


数据来源：Wind，西南证券整理

资产负债结构合理，应收款账期较短，资金管理能力较强。公司资产负债率位于行业较高水平，主要由于公司海外仓库使用过程中产生租赁负债，2022年公司资产负债率为48%，负债率处于合理水平。应收款方面，伴随收入规模增加，公司应收账款规模略有增长，但应收款周转天数较短，账期良性。

图 40：致欧科技&可比公司资产负债率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 41：致欧科技应收账款规模及周转天数


数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：家具系列产品 2023 年受海外通胀影响销量承压，2024-2025 年恢复稳健增长，2023-2025 年销量分别增长 2%、20%、18%；随着公司产品品类扩张，均价稳步提升，2023-2025 年均价分别上涨 3%、5%、5%；

假设 2：家居系列产品均价相对低，受海外通胀及去库存影响较小，2023-2025 年销量分别增长 10%、20%、18%，均价年均增长 5%；

假设 3：考虑到国际局势变化导致海运价格上涨，2024 年运输费占总成本比例预计上升，2025 年回归合理水平，2023-2025 年运输费占成本比例分别为 17%、17.3%、16.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 18：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	5455.39	6042.3	7564.3	9315.9
yoy	-8.6%	10.8%	25.2%	23.2%
营业成本	3728.8	3865.7	4831.9	5885.8
毛利率	31.6%	36.0%	36.1%	36.8%
家具系列				
收入	2586.43	2717.3	3423.8	4242.1
yoy	-16.4%	5.1%	26.0%	23.9%
毛利率	44.8%	50.5%	50.8%	51.0%

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
家居系列				
收入	1868.38	2158.0	2719.1	3368.9
yoy	-0.4%	15.5%	26.0%	23.9%
毛利率	53.6%	58.0%	58.3%	58.5%
庭院系列				
收入	531.63	584.8	701.8	828.1
yoy	-16.0%	10.0%	20.0%	18.0%
成本	285.2	298.2	356.5	418.2
毛利率	46.3%	49.0%	49.2%	49.5%
宠物系列				
收入	377.66	491.0	628.4	785.5
yoy	10.4%	30.0%	28.0%	25.0%
成本	191.4	225.8	285.9	353.5
毛利率	49.3%	54.0%	54.5%	55.0%
运输费成本				
费率	16.7%	17.0%	17.3%	16.9%
其他				
收入	91.3	91.3	91.3	91.3
yoy	291.5%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	62.4	63.0	63.0	63.0
毛利率	31.6%	31.0%	31.0%	31.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取跨境品牌商安克创新、家居出口公司匠心家居为可比公司，可比公司 2024 年平均估值为 17 倍。考虑到公司产品性价比突出，市占率提升空间充足，且随着产品品类丰富规模优势进一步发挥，盈利能力有望改善，维持“持有”评级。

表 19: 可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300866	安克创新	77.87	4.03	4.74	5.60	19.31	16.42	13.90
301061	匠心家居	64	3.15	3.69	4.49	20.30	17.35	14.25
平均值						19.80	16.88	14.08

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

海运价格大幅波动的风险：公司自主承担海运、仓储、尾程物流环节的成本，如由于国际局势变化等不可抗力因素导致海运价格发生大幅波动，公司成本将快速增长，影响盈利表现。

原材料价格大幅波动的风险：公司主要向供应商采购成品，如果主要原材料价格发生大幅波动，不能向供应商转嫁，将直接影响公司毛利率水平。

国际贸易局势变化的风险：公司出口业务属于一般贸易，且主要由中国发往海外仓库，无海外产能，公司需全额缴纳关税。如中国与欧美贸易摩擦加剧、或由于海外政治局势变化导致中国出口产品关税增加，公司盈利能力短期将受到较大影响。

人民币汇率大幅波动的风险：公司主要收入来自欧洲和北美，人民币对其他币种汇率的波动将会引起公司汇兑收益波动，如果波动幅度较大或持续时间较长，从而影响实际盈利能力。

行业竞争加剧的风险：如果随着中国跨境出海渠道日益完善，大量新品牌加入出海赛道，或海外本土品牌大幅降价争取市场份额，行业竞争或有加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5455.39	6042.32	7564.32	9315.89	净利润	250.11	404.91	498.46	613.31
营业成本	3728.79	3865.69	4831.85	5885.76	折旧与摊销	8.80	6.04	9.33	13.22
营业税金及附加	4.43	2.94	4.10	64.28	财务费用	-13.62	-15.59	9.63	6.58
销售费用	1201.02	1377.65	1732.23	2142.65	资产减值损失	-22.98	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	174.01	326.29	400.91	493.74	经营营运资本变动	308.70	-207.16	-141.76	-195.86
财务费用	-13.62	-15.59	9.63	6.58	其他	457.05	19.12	9.64	4.47
资产减值损失	-22.98	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	988.06	187.32	365.31	421.72
投资收益	13.76	18.00	18.00	18.00	资本支出	-5.85	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-7.39	-20.00	-5.00	0.00	其他	-245.94	104.38	13.00	18.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-251.79	4.38	-87.00	-82.00
营业利润	310.92	503.35	618.59	760.87	短期借款	-39.06	-40.95	-100.00	0.00
其他非经营损益	-2.18	-2.12	-2.13	-2.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	308.75	501.23	616.46	758.74	股权融资	0.00	892.08	0.00	0.00
所得税	58.63	96.32	118.00	145.43	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	250.11	404.91	498.46	613.31	其他	-529.14	-114.46	-9.63	-6.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-568.21	736.67	-109.63	-6.58
归属母公司股东净利润	250.11	404.91	498.46	613.31	现金流量净额	184.52	928.37	168.68	333.14
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1039.23	1967.59	2136.27	2469.41	成长能力				
应收和预付款项	160.13	204.28	247.17	298.25	销售收入增长率	-8.58%	10.76%	25.19%	23.16%
存货	689.00	920.35	1088.99	1319.76	营业利润增长率	3.43%	61.89%	22.89%	23.00%
其他流动资产	314.48	119.23	141.36	174.50	净利润增长率	4.29%	61.89%	23.11%	23.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.60%	61.32%	29.11%	22.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	43.64	138.80	230.66	318.63	毛利率	31.65%	36.02%	36.12%	36.82%
无形资产和开发支出	8.93	7.92	6.91	5.90	三费率	24.96%	27.94%	28.33%	28.37%
其他非流动资产	1222.16	1221.97	1221.79	1221.61	净利率	4.58%	6.70%	6.59%	6.58%
资产总计	3477.57	4580.15	5073.14	5808.06	ROE	13.84%	13.08%	13.87%	14.58%
短期借款	340.95	300.00	200.00	200.00	ROA	7.19%	8.84%	9.83%	10.56%
应付和预收款项	362.88	437.01	527.11	643.98	ROIC	23.22%	36.36%	32.97%	29.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.61%	8.17%	8.43%	8.38%
其他负债	966.55	747.82	752.25	756.99	营运能力				
负债合计	1670.39	1484.83	1479.36	1600.97	总资产周转率	1.58	1.50	1.57	1.71
股本	361.35	401.50	401.50	401.50	固定资产周转率	131.83	98.70	70.88	58.95
资本公积	651.84	1503.77	1503.77	1503.77	应收账款周转率	38.62	38.88	42.11	42.02
留存收益	785.14	1190.05	1688.52	2301.83	存货周转率	4.18	4.68	4.71	4.80
归属母公司股东权益	1807.18	3095.32	3593.78	4207.10	销售商品提供劳务收到现金营业收入	86.87%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1807.18	3095.32	3593.78	4207.10	资产负债率	48.03%	32.42%	29.16%	27.56%
负债和股东权益合计	3477.57	4580.15	5073.14	5808.06	带息债务/总负债	20.41%	20.20%	13.52%	12.49%
					流动比率	2.35	4.27	4.84	4.91
					速动比率	1.61	3.05	3.38	3.39
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.62	1.01	1.24	1.53
					每股净资产	4.50	7.71	8.95	10.48
					每股经营现金	2.46	0.47	0.91	1.05
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	306.10	493.80	637.56	780.67					
PE	40.47	25.00	20.31	16.50					
PB	5.60	3.27	2.82	2.41					
PS	1.86	1.68	1.34	1.09					
EV/EBITDA	23.87	14.64	10.91	8.49					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
