

## Q4收入高增, 盈利能力显著改善

### 投资要点

- 业绩摘要:**公司发布2023年年报, 2023年公司实现营收60.7亿元, 同比+11.3%; 实现归母净利润4.1亿元, 同比+65.1%; 实现扣非净利润4.3亿元, 同比+71.8%。单季度来看, 2023Q4公司实现营收19.4亿元, 同比+45%; 实现归母净利润1.3亿元, 同比+60.6%; 实现扣非后归母净利润1.2亿元。随着海外补库需求回暖, 海运成本回落, 公司收入增速逐季改善, 业绩高增。
- 海运成本回落, 毛利率显著改善。**2023年公司整体毛利率为36.3%, 同比+4.7pp, 2023Q4毛利率为35.2%, 同比+2.2pp, 海运物流成本下降, 毛利率同比改善。分产品看, 2023年公司家具系列/家居系列的毛利率分别为36.6%(+6.0pp)/37.2%(+3.3pp); 分渠道看, B2C/B2B的毛利率分别为37.8%(+4.6pp)/30.2%(+4.8pp)。费用率方面, 公司总费用率为27.9%, 同比+2.1pp, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为23.2%/4%/-0.4%/1%, 同比+1.2pp/+0.8pp/-0.1pp/+0.2pp, 销售费用率提高主要系报告期内公司加大新渠道开发, 平台交易费、广告费等增长所致, 管理费用率上升主要受人员数量增加影响。综合来看, 公司净利率为6.8%, 同比+2.2pp; 单Q4净利率为6.5%, 同比+0.6pp。此外, 2023年公司经营性现金流净额为15亿元, 同比+51.7%, 现金流充裕。截至2023年底公司库存周转天数约83天, 较2022年底缩短11天, 库存周转效率改善。
- 多品类共同发力, 欧洲区域保持较快增速。**分产品来看, 2023年家具系列实现营业收入27.1亿元, 同比+4.8%, 上半年铁木和板材类产品部分地区缺货, 导致收入暂时承压, 下半年公司逐步梳理供应链, 产能问题得到解决, 下半年家具系列收入增长26.1%; 家居系列实现营业收入22.9亿元, 同比+22.3%, 其中北美市场家居系列开始取得一定竞争优势, 注入增长新动能; 宠物系列实现营业收入5.2亿元, 同比+37.3%, 年内公司推出新品加强市场布局, 增速表现亮眼; 庭院系列实现营业收入4.7亿元, 同比-12.3%, 受夏季天气及市场体量总体下降等因素影响, 营收暂时承压。分区域来看, 2023年欧洲/北美地区分别实现营收37.3亿元(+21.6%)/21.7亿元(-3.2%), 随着欧洲消费者信心边际改善, 公司新品在欧洲加快上市, 欧洲市场增速较快; 美国市场上半年受竞争加剧影响, 公司主动淘汰部分动销不良SKU, 随着三季度产能恢复与新品到货, 下半年公司在北美地区销售增速修复至11.8%。此外公司持续开拓墨西哥、澳大利亚等新兴市场, 销售版图有望逐步扩张。
- B2C渠道增长稳健, OTTO等新平台表现亮眼。**分渠道来看, 2023年B2C模式下营收为49.4亿元, 同比+14.0%, 其中亚马逊/OTTO/独立站/其他线上B2C平台营收分别为41.0亿元(+12.8%)/2.5亿元(+81.0%)/1.4亿元(+22.1%)/4.5亿元(+1.3%)。亚马逊渠道保持稳健增长, 占比提升至68.6%(+0.9pp); OTTO平台发展迅猛, 占比提升至4.2%(+1.6pp); 独立站渠道保持较快增速。2023年内B2B模式营收为10.4亿元, 同比-0.2%, 其中线上B2B/线下B2B渠道营收分别为6.2亿元(-11.0%)/4.2亿元(+21.6%), 受产能限制和新品延迟到货影响, 线上B2B业务暂时承压, 占比下降至10.4%(-2.6pp); 线下B2B渠道方面, 公司在欧美地区的线下KA和贸易商等渠道拓展中取得显著成效, 营

### 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)	96.68
总资产(亿元)	55.81
每股净资产(元)	7.77

### 相关研究

- 致欧科技(301376): 高效供应链造就性价比, “线上宜家”出海正当时 (2024-04-15)
- 致欧科技(301376): 盈利能力显著修复, 渠道扩张持续推进 (2023-09-08)

收占比提升至 7.0% (+0.6pp)。此外公司不断加强新渠道布局，成功拓展了 SHEIN、TikTok Shop、Mercado Libre（美客多）、Fressnapf 等线上零售平台，渠道布局进一步完善。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.30 元、1.62 元、1.98 元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。考虑到公司产品性价比突出，市占率提升空间充足，随着产品品类丰富规模优势进一步发挥，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6074.19	7628.53	9397.69	11399.11
增长率	11.34%	25.59%	23.19%	21.30%
归属母公司净利润 (百万元)	412.88	521.22	650.02	793.77
增长率	65.08%	26.24%	24.71%	22.11%
每股收益 EPS (元)	1.03	1.30	1.62	1.98
净资产收益率 ROE	13.23%	14.38%	15.21%	15.66%
PE	23	19	15	12
PB	3.10	2.67	2.26	1.91

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 关键假设：

假设 1: 家具系列产品 2024-2026 年海外家具需求改善, 公司供应链理顺后恢复稳健增长, 2024-2026 年销量分别增长 24%、18%、16%; 随着公司产品品类扩张, 均价稳步提升, 2024-2026 年均价分别上涨 5%;

假设 2: 国际局势对海运费影响减弱, 公司产品规模优势逐步发挥, 2024-2026 年家居品类毛利率恢复增长趋势, 2024-2026 年分别为 37.5%、38%、38.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	6074.2	7628.5	9397.7	11399.1
yoy	11.3%	25.6%	23.2%	21.3%
营业成本	3868.0	4822.4	5908.1	7118.3
毛利率	36.3%	36.8%	37.1%	37.6%
<b>家具系列</b>				
收入	2710.4	3529	4372	5326
yoy	4.8%	30.2%	23.9%	21.8%
成本	1717.5	2,223.2	2,745.9	3,328.5
毛利率	36.6%	37.0%	37.2%	37.5%
<b>家居系列</b>				
收入	2285.2	2879	3568	4345
yoy	22.3%	26.0%	23.9%	21.8%
成本	1435.96	1,799.6	2,211.9	2,672.3
毛利率	37.2%	37.5%	38.0%	38.5%
<b>庭院系列</b>				
收入	466.45	638.0	752.8	888.3
yoy	-12.3%	20.0%	18.0%	18.0%
成本	312.06	424.2	498.3	586.3
毛利率	33.1%	33.5%	33.8%	34.0%
<b>宠物系列</b>				
收入	518.54	491.0	613.7	748.7
yoy	37.3%	30.0%	25.0%	22.0%
成本	332.57	306.8	383.6	462.7
毛利率	35.9%	37.5%	37.5%	38.2%
<b>其他</b>				
收入	93.6	91.3	91.3	91.3
yoy	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	69.9	68.5	68.5	68.5
毛利率	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6074.19	7628.53	9397.69	11399.11	净利润	412.88	521.22	650.02	793.77
营业成本	3868.04	4822.41	5908.10	7118.25	折旧与摊销	9.96	6.90	10.19	14.70
营业税金及附加	5.58	5.79	7.71	78.65	财务费用	-22.74	8.71	48.50	46.18
销售费用	1409.97	1777.45	2199.06	2667.39	资产减值损失	-18.71	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	244.40	404.31	488.68	569.96	经营营运资本变动	-406.26	-34.00	-233.62	-315.51
财务费用	-22.74	8.71	48.50	46.18	其他	1523.96	6.35	12.60	12.88
资产减值损失	-18.71	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1499.08</b>	<b>489.18</b>	<b>467.69</b>	<b>532.01</b>
投资收益	34.60	18.00	18.00	18.00	资本支出	-1.44	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-22.64	-20.00	-5.00	-5.00	其他	-1619.57	264.37	13.00	13.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1621.00</b>	<b>164.37</b>	<b>-87.00</b>	<b>-87.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>492.06</b>	<b>627.86</b>	<b>778.64</b>	<b>951.68</b>	短期借款	571.17	167.07	-13.74	-38.58
其他非经营损益	-4.41	-3.28	-3.47	-3.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>487.64</b>	<b>624.59</b>	<b>775.16</b>	<b>948.12</b>	股权融资	892.08	0.00	0.00	0.00
所得税	74.76	103.37	125.14	154.35	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	412.88	521.22	650.02	793.77	其他	-1467.91	-173.70	-48.50	-46.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4.66</b>	<b>-6.63</b>	<b>-62.24</b>	<b>-84.76</b>
归属母公司股东净利润	412.88	521.22	650.02	793.77	<b>现金流量净额</b>	<b>-117.56</b>	<b>646.92</b>	<b>318.45</b>	<b>360.26</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	726.22	1373.14	1691.58	2051.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	575.45	403.64	515.79	658.21	销售收入增长率	11.34%	25.59%	23.19%	21.30%
存货	879.47	1060.74	1287.71	1576.12	营业利润增长率	58.26%	27.60%	24.01%	22.22%
其他流动资产	976.30	682.42	752.92	825.83	净利润增长率	65.08%	26.24%	24.71%	22.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	56.57%	34.26%	30.13%	20.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	42.49	137.26	228.75	315.73	毛利率	36.32%	36.78%	37.13%	37.55%
无形资产和开发支出	9.78	8.59	7.39	6.20	三费率	26.86%	28.71%	29.12%	28.81%
其他非流动资产	2371.63	2371.15	2370.67	2370.19	净利率	6.80%	6.83%	6.92%	6.96%
<b>资产总计</b>	<b>5581.34</b>	<b>6036.93</b>	<b>6854.83</b>	<b>7804.12</b>	ROE	13.23%	14.38%	15.21%	15.66%
短期借款	912.12	1079.19	1065.45	1026.87	ROA	7.40%	8.63%	9.48%	10.17%
应付和预收款项	582.18	601.07	751.39	915.42	ROIC	34.09%	31.92%	31.62%	28.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.89%	8.44%	8.91%	8.88%
其他负债	966.07	732.16	763.45	793.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2460.37</b>	<b>2412.42</b>	<b>2580.29</b>	<b>2735.81</b>	总资产周转率	1.34	1.31	1.46	1.56
股本	401.50	401.50	401.50	401.50	固定资产周转率	141.05	127.41	89.50	68.90
资本公积	1503.77	1503.77	1503.77	1503.77	应收账款周转率	34.59	36.22	37.95	37.17
留存收益	1198.03	1719.24	2369.27	3163.04	存货周转率	4.80	4.86	4.94	4.90
归属母公司股东权益	3120.97	3624.51	4274.53	5068.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3120.97</b>	<b>3624.51</b>	<b>4274.53</b>	<b>5068.31</b>	资产负债率	44.08%	39.96%	37.64%	35.06%
负债和股东权益合计	5581.34	6036.93	6854.83	7804.12	带息债务/总负债	37.07%	44.73%	41.29%	37.53%
					流动比率	1.75	2.00	2.20	2.45
					速动比率	1.26	1.40	1.53	1.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	479.27	643.47	837.32	1012.56	每股收益	1.03	1.30	1.62	1.98
PE	23.42	18.55	14.87	12.18	每股净资产	7.77	9.03	10.65	12.62
PB	3.10	2.67	2.26	1.91	每股经营现金	3.73	1.22	1.16	1.33
PS	1.59	1.27	1.03	0.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	14.97	10.17	7.42	5.74					
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 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
	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
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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
北京	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

---