

致欧科技(301376)

线上家居品牌出海标杆

行业：轻工制造/家居用品
投资评级：增持（首次）
当前价格：23.53 元
目标价格：27.74 元

投资要点：

公司是聚焦欧美市场的家居品牌跨境大卖

公司是聚焦家具家居类产品的跨境电商，线上 B2C 平台是公司的主要销售渠道，2022 年占主营业务收入的比重为 80.53%，销售平台涵盖亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等海外知名电商平台，其中 2022 年亚马逊 B2C 平台实现的销售收入占主营业务收入的比例为 67.61%。2018-2022 年，公司营业收入从 15.95 亿元迅速增长至 54.55 亿元，对应 CAGR 为 36%；归母净利润从 0.41 亿元增长至 2.5 亿元，对应 CAGR 为 58%。

跨境电商助力中国家居类产品出海

欧美地区家具类产品进口需求较大，其中美国 39% 的家具来源于进口，德国、法国、英国、加拿大 50% 以上的家具消费来源于进口。与此同时我国家具类产能过剩问题日益凸显，2012-2022 年间，我国家具制造业亏损企业数量从 2012 年的 7139 家增加至 2022 年的 20366 家，因此出海已成为支撑我国家具企业发展的关键。相较于传统外贸模式，跨境电商模式缩短交易链条，是高效的家具出海模式。

公司拓品类和市场有望带来新增量

优势：公司从完善管理流程、坚持自有品牌建设、布局海外仓、目标市场本土化运营等维度不断提高用户购买体验，强化公司的核心竞争力。**增量空间：**1) 拓品类+渠道：未来公司将通过新品类的开发来覆盖更多的细分领域并积极开拓线下 KA 渠道；2) 提份额+拓市场：和欧洲相比目前公司美国的市占率较低，未来公司计划投入更多的资源和资金以提升市占率；同时开拓拉美和澳大利亚等新市场。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.74/93.70/112.58 亿元，同比增速分别为 26.34%/22.10%/20.14%；归母净利润分别为 4.84/6.17/7.63 亿元，同比增速分别 17.29%/27.47%/23.62%，EPS 分别为 1.21/1.54/1.90 元/股，3 年 CAGR 为 22.72%。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 26.83 元，2024 年可比公司平均 PE 为 23 倍。综合考虑 PE 估值法和 FCFE 估值法，给予公司 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 27.74 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。**风险提示：**海外经济波动风险；行业竞争加剧风险；国际海运费用上涨风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	401.50/35.67
流通 A 股市值(百万元)	839.35
每股净资产(元)	8.02
资产负债率(%)	43.84
一年内最高/最低(元)	31.99/17.12

股价相对走势



作者

分析师：邓文慧
执业证书编号：S0590522060001
邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人：郭家玮
邮箱：guojw@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5455	6074	7674	9370	11258
增长率(%)	-8.58%	11.34%	26.34%	22.10%	20.14%
EBITDA(百万元)	440	616	754	895	1045
归母净利润(百万元)	250	413	484	617	763
增长率(%)	4.29%	65.08%	17.29%	27.47%	23.62%
EPS(元/股)	0.62	1.03	1.21	1.54	1.90
市盈率(P/E)	37.8	22.9	19.5	15.3	12.4
市净率(P/B)	5.2	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	22.1	14.7	11.6	9.5	7.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

欧美地区家具类产品进口需求较大，其中美国 39% 的家具来源于进口，德国、法国、英国、加拿大 50% 以上的家具消费来源于进口。与此同时我国家具类产能过剩问题日益凸显，2012-2022 年间，我国家具制造业亏损企业数量从 2012 年的 7139 家增加至 2022 年的 20366 家，因此出海可以消化国内过剩产能并且支撑我国家具企业未来发展。而跨境电商相较于传统外贸模式，可以缩短交易链条，是高效的家具出海模式。公司作为聚焦欧美市场的家居类产品的跨境大卖，未来发展空间大。

创新之处

我们分析了海外电商平台竞争对跨境电商的影响以及未来销售渠道和模式的发展趋势，并拆解了近期影响行业边际变化的因素。

核心假设

家具系列：1) 营收：随着公司进一步拓展品类以及拓展北美、拉美等地市场，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 25%、23%、20%。2) 毛利率：胡塞武装封锁红海航道引发全球物流危机，导致全球海运费用上涨，但与此同时公司持续推进供应链改造，优化流程，实现降本增效，我们假设 2024 年公司毛利率小幅下滑，2025 年有所提升，2024-2026 年毛利率分别为 36.5%、36.6%、36.65%。

家居系列：1) 营收：随着家居品类持续拓展，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 28%、20%、18%。2) 毛利率：家居系列拓展产品矩阵，部分新产品或拉高毛利率，但是我们预计 2024 年毛利率会受海运成本上涨的影响，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 38.02%、37.1%、37.2%。

庭院系列：1) 营收：2022-2023 年庭院品类由于受消费向线下回归，市场竞争加剧以及欧美国家高通胀带来的消费需求低迷，但未来随着海外公司庭院系列产品持续完善产品结构，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 8%、10%、10%；2) 毛利率：我们预计庭院系列产品的毛利率同样在 2024 年会受海运费用上涨的影响，同时毛利率较低的套装类产品组合占比提升，综合考虑，假设 2024-2026 年毛利率分别为 33%、33%、33.2%。

宠物系列：1) 营收：公司宠物系列产品未来预计将维持较高的增速，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 42%、35%、34%。2) 毛利率：我们预计公司宠物系列产品毛利率同样受海运费用的影响下降后升，假设 2024-2026 年毛利率分别为 35.4%、35.45%、35.5%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.74/93.70/112.58 亿元，同比增速分别为 26.34%/22.10%/20.14%；归母净利润分别为 4.84/6.17/7.63 亿元，同比增速分别为 17.29%/27.47%/23.62%，EPS 分别为 1.21/1.54/1.90 元/股，3 年 CAGR 为 22.72%。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 26.83 元，2024 年可比公司平均 PE 为 23 倍。综合考虑 PE 估值法和 FCFE 估值法，给予公司 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 27.74 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

正文目录

1. 公司概况：聚焦欧美市场的品牌家居跨境大卖	5
1.1 主营业务：以家居类产品为主	5
1.2 发展历程：十余年深耕家居跨境电商	6
1.3 股权结构：核心团队稳定且经验丰富	7
1.4 财务表现：盈利能力持续改善	9
2. 行业概况：品牌类家居跨境电商市场规模广阔	12
2.1 家具家居：线上销售占比提升+欧美为主要进口区域	12
2.2 跨境电商：高效的出口模式	13
2.3 销售平台：新兴平台崛起冲击原有电商竞争格局	16
2.4 边际变化：补库存+降息双重利好周期	17
3. 核心优势：研产供销多维并重	21
3.1 供应链：完善的管理流体系	21
3.2 仓储物流：自建海外仓完善仓储物流体系	23
3.3 渠道：亚马逊家具家居类头部卖家	24
3.4 品牌：坚持自有品牌建设提高核心竞争力	26
3.5 致欧 VS 宜家：产品风格多样+聚焦线上	27
3.6 增长展望：扩渠道+拓品类+提份额+拓市场	29
4. 盈利预测、估值与投资建议	32
4.1 盈利预测	32
4.2 估值与投资建议	33
5. 风险提示	35

图表目录

图表 1：公司产品包括家具、家居、庭院、宠物四大系列	5
图表 2：2022 年公司主营业务收入按地区划分	6
图表 3：2022 年公司主营业务收入按产品品类划分	6
图表 4：公司发展历程	6
图表 5：公司股权结构较为集中	7
图表 6：公司主要管理人员介绍	8
图表 7：2024 年限制性股票激励计划考核目标	8
图表 8：公司营业收入及同比增速	9
图表 9：公司归母净利润及同比增速	9
图表 10：公司综合毛利率和净利率	10
图表 11：公司期间费用率	10
图表 12：2018-2022 年物流海运及关税成本占主营业务收入比重提升	10
图表 13：公司存货周转天数（天）	11
图表 14：公司现金流情况（百万元）	11
图表 15：全球家具市场规模稳步增长	12
图表 16：全球家居用品市场规模稳步增长	12
图表 17：全球家具市场销售渠道占比情况	13
图表 18：全球家居用品市场电商渠道销售占比	13
图表 19：2019 年全球前十大家具消费国消费额	13
图表 20：欧美等国家或地区是家居用品主要需求市场	13
图表 21：2022 年全球家具出口国出口额占比	14
图表 22：2022 年中国家具出口目的地出口额分布	14
图表 23：2011-2021 年中国家具出口金额及同比	14

图表 24:	中国家具产业固定资产投资及家具零售增速	15
图表 25:	中国家具制造业亏损企业数量及比例	15
图表 26:	传统外贸模式和跨境电商模式流程对比	15
图表 27:	我国跨境出口电商交易规模及同比增速	16
图表 28:	我国跨境电商 B2C 交易规模及同比增速	16
图表 29:	Temu 上线以来 GMV 快速攀升	16
图表 30:	Temu 独立访问量增速迅猛 (百万)	16
图表 31:	中国消费品出海的第三次迭代	17
图表 32:	美国月度商业库存环比变化 (%)	18
图表 33:	欧元区季度商品库存环比变化 (亿欧元)	18
图表 34:	2019-2023 年美国到港货柜数量 (百万个 20 英尺集装箱)	18
图表 35:	美国 CPI 和 PPI 月同比增速 (%)	18
图表 36:	欧元区 19 国 HICP 和 PPI 月同比增速 (%)	18
图表 37:	2024 年美国迎来降息周期	19
图表 38:	市场预计欧洲央行 2024 年将降息四次	19
图表 39:	美国电商市场规模及同比增速	19
图表 40:	西欧电商市场规模及同比增速	19
图表 41:	2024 年 1 季度欧线海运费用上涨	20
图表 42:	21、22H1 致欧科技海运费占主营业务成本的比重提升幅度较大	20
图表 43:	2024 年全球海运运力有望大幅提升	20
图表 44:	疫情期间订的新船将在 2024 年集中交付	20
图表 45:	公司将经营资源集中于高附加值的研发设计端及运营销售端	21
图表 46:	公司制定了较为完善的供应商管理及评价体系	22
图表 47:	2022 年公司家具系列产品采购单价有所下降	22
图表 48:	公司产品采购与交付的流程	23
图表 49:	自营仓与平台仓、第三方合作仓相比的主要优劣势	23
图表 50:	平台仓与自营仓的各项费用率对比	23
图表 51:	公司不同仓储物流模式销售收入占比	24
图表 52:	公司的海外仓分布 (2022 年)	24
图表 53:	公司在欧洲自营仓销售收入占比高	24
图表 54:	公司在北美平台仓销售收入占比高	24
图表 55:	2022 年公司主营业务收入按销售模式划分	25
图表 56:	欧洲 Top10 电商平台月访问量排名 (百万)	25
图表 57:	美国 Top10 电商平台月访问量排名 (百万)	25
图表 58:	公司在亚马逊各个国家站点第三方卖家中的排名情况	26
图表 59:	公司三大自有品牌	26
图表 60:	2020-2023 年公司广告费用率持续上升	27
图表 61:	2019-2021 年亚马逊站内广告预算占比下降	27
图表 62:	境外员工人数分布	27
图表 63:	2022 财年宜家不同地区营收占比	28
图表 64:	宜家的产品以北欧风为主	28
图表 65:	致欧的产品风格多样	28
图表 66:	2023 财年宜家不同渠道销售收入占比	29
图表 67:	2022 年致欧科技不同渠道主营业务收入占比	29
图表 68:	公司新兴跨境电商平台入驻情况	29
图表 69:	相较于宜家, 公司产品类拓展空间较大	30
图表 70:	目前公司在美国市场的占有率较低, 有较大提升空间	31
图表 71:	拉美 Top10 电商平台月访问量排名 (百万)	31
图表 72:	2018-2025 年拉美电商市场增长情况	31
图表 73:	公司营收测算汇总 (百万元)	32
图表 74:	基本假设关键参数	34
图表 75:	FCFF 估值明细 (百万元)	34
图表 76:	行业可比公司盈利预测与 PE 估值表	34

1. 公司概况：聚焦欧美市场的品牌家居跨境大卖

1.1 主营业务：以家居类产品为主

公司是聚焦家具家居类产品的跨境电商，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列四大品类。公司致力于打造以“高性价比（Value for money）”、“全家居场景（Variety）”和“时尚风格设计（Stylish）”为核心特点，对标“宜家”的线上一站式家居品牌，2022年家具和家居系列共计占主营业务收入的比重为82.83%。

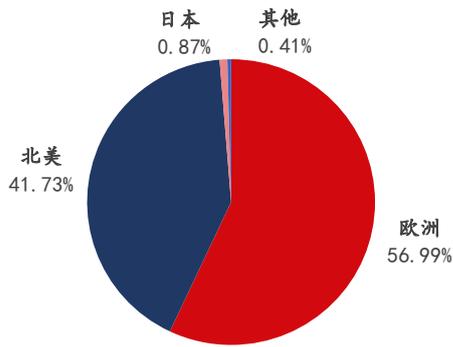
图表1：公司产品包括家具、家居、庭院、宠物四大系列

家具系列	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
	主要产品	咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧台、吧椅、中岛台、酒架等	床头柜、梳妆台、布抽柜、床等	玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳等	电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅等	浴室柜、马桶架、水槽柜等
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
	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣机、衣架等	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架等	玩具架、帐篷等	铝梯等
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材		
	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆、秋千等	跪凳、花园门、石笼网等	野餐垫、吊床、野营椅等	蹦床、哑铃、健身车、羽毛球网、足球门等		
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	
	主要产品	各型号猫爬架/树	铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼等	猫窝、狗窝、宠物垫、狗尿垫等	猫砂箱、喂食碗架、铁木狗笼等	宠物车载座椅/垫、宠物手提包等	

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

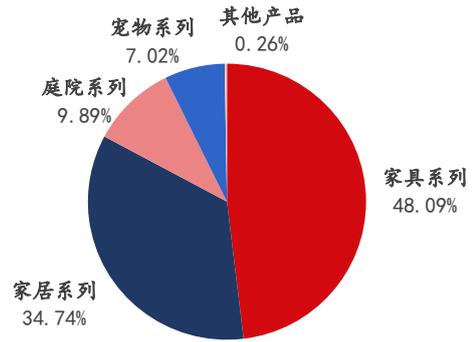
公司产品主要通过海外知名电商平台销往欧美市场。经营模式方面，公司凭借中国完善的供应链制造体系优势，重点布局产品的研发设计、运营销售等高附加值业务环节，主要采取自主研发或合作开发、外协生产的产品供应模式，通过“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的跨境仓储物流体系，以亚马逊、ManoMano、Cdiscount、eBay等海外知名电商平台为主要销售渠道，向客户提供以家具和家居系列为主的产品，销售范围以欧洲和北美为主，2022年两地主营业务收入占比为98.72%。

图表2：2022年公司主营业务收入按地区划分



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表3：2022年公司主营业务收入按产品品类划分



资料来源：iFinD，国联证券研究所

1.2 发展历程：十余年深耕家居跨境电商

公司成立于2010年，历经15年发展成为国内家居跨境电商龙头。公司前身创立于2007年，在德国留学的公司创始人宋川发现了当地家居市场大量的消费者需求后开始在网上做家居产品外贸。公司在2010年正式成立并在2012年推出了第一个家居品牌SONGMICS。公司不断扩大市场范围，于2012/2014/2017年分别进军欧洲、北美与日本市场。2018年公司创立风格家具品牌VASAGLE与宠物家居品牌Feandrea。公司产品目前已进入欧洲、中北美、日本等超过60个国家和地区，服务全球超过2000万家庭用户。

图表4：公司发展历程

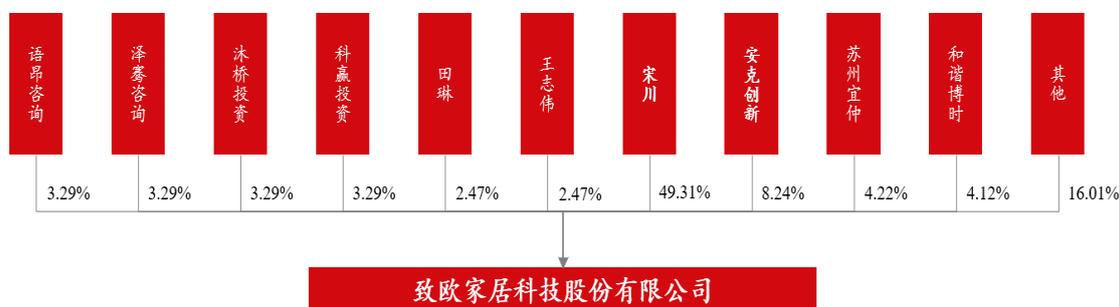


资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.3 股权结构：核心团队稳定且经验丰富

创始人宋川持股近 50%，引入安克创新战投为公司发展赋能。公司创始人宋川先生为公司的控股股东和实际控制人，截至 2023 年年底，宋川直接持股 49.31%。公司二股东为安克创新，是国内精品消费电子跨境电商龙头，跨境电商经营管理经验丰富，有望为公司的发展赋能，持股比例为 8.24%。公司已发布多次股权激励计划，先后于 2017 年 12 月、2018 年 5 月、2019 年 4 月和 2020 年 6 月实施了四次员工股权激励，以科赢投资、沐桥投资、泽睿咨询和语昂咨询为公司的员工持股平台。

图表5：公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：截至 2023 年 12 月 31 日

公司核心管理层基本保持稳定并且行业管理经验较为丰富。公司创始人宋川在德国留学期间发现了当地家居市场的大量的需求后，开始以德国为切入点将中国产品销售到欧美等地。宋川先生在 2010 年回到河南郑州正式创立致欧并在之后持续带领公司发展壮大。公司核心管理层中的法务中心总监王志伟、首席人力资源官田琳、副总经理刘明亮、张国印在公司创立之初就已加入公司，管理经验丰富。

图表6：公司主要管理人员介绍

姓名	出生年份	职位	工作经验
宋川	1977年	董事长 总经理	2010年1月创立致欧有限；现任公司董事长、总经理。
王志伟	1976年	董事 法务中心总监	2010年1月至2020年8月，先后任致欧有限法务总监、董事；现任公司董事、法务中心总监。
田琳	1977年	董事 首席人力资源官	2010年1月至2020年8月，先后任致欧有限财务负责人、人力资源负责人、董事；现任公司董事、首席人力资源官。
刘明亮	1986年	董事 副总经理	2010年3月至2020年8月，先后任致欧有限销售经理、运营经理、运营事业部总监；现任公司董事、副总经理。
赵东平	1976年	董事	2004年8月至2008年4月，先后任戴尔中国有限公司产品销售总监、高级经理；2008年4月至2012年1月，任谷歌信息技术（中国）有限公司大中国区在线销售与运营总经理；2012年1月至2016年5月，任湖南海翼电子商务有限公司总裁；2016年5月至今，任安克创新董事、总经理；现任公司董事。
连萌	1979年	董事	2008年10月至2015年6月，任IDG资本投资顾问（北京）有限公司投资经理；2013年7月至今，先后任Win Way Network Technology (China) Co.,Ltd.、深圳市倍思奇创新科技有限公司等多家企业董事；现任公司董事。
张国印	1980年	副总经理	2006年6月至2007年1月，任谷松精密工业股份有限公司业务经理；2007年3月至2009年2月，任上海大润发有限公司采购经理；2009年4月至2011年6月，任河南华润万家生活超市有限公司采购经理；2011年7月至2020年8月，先后任致欧有限采购经理、供应链管理部部长；现任公司副总经理。
秦永吉	1981年	副总经理 董事会秘书	2005年8月至2012年3月，任风神轮胎股份有限公司投资者关系主管；2012年4月至2018年4月，先后任河南思维自动化设备股份有限公司证券事务代表、总经办主任、总裁办主任；2018年4月至2020年8月，任致欧有限投融资总监；现任公司副总经理、董事会秘书。
刘书洲	1987年	副总经理 财务总监	2009年7月至2016年6月，先后任珠海格力电器股份有限公司成本会计、财务经理；2016年7月至2017年8月，任北京易速普瑞科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书；2017年8月至2020年8月，任致欧有限财务部高级经理；现任公司副总经理、财务总监。
李昆鸿	1977年	产品设计中心总监	2003年1月至2008年3月，任日本松下电器工业株式会社Panasonic设计公司日本设计中心科长、主事设计师、中国设计代表、上海设计中心副所长；2008年3月至2016年1月，任戴尔计算机科技有限公司台湾分公司工业设计高级经理、亚洲CMF负责人；2016年1月至2019年3月，任昕诺飞（中国）投资有限公司全球设计中心总监亚太负责人、中国设计中心总经理。2020年6月至2022年2月，任紫光计算机股份有限公司亚太办事处总经理。2022年3月至今，任公司产品设计中心总监。
王森帅	1986年	信息技术中心高级经理	2011年5月至2014年3月，任郑州正信科技发展股份有限公司开发组长；2014年3月至2020年8月，先后任致欧有限IT经理、高级经理；现任公司信息技术中心高级经理。
李耀华	1987年	信息技术中心主管	2010年11月至2016年8月，先后担任郑州正信科技发展股份有限公司软件工程师、郑州信源信息技术股份有限公司软件工程师、郑州峰蜗牛科技有限公司软件高级工程师；2016年11月至2020年8月，任致欧有限软件开发工程师；现任公司信息技术中心主管。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

股权激励目标锁定 2024-2026 年营收年均复合增速为 20-25%，彰显未来发展信心。公司于 2024 年 2 月发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），拟向董事、高管、核心技术及业务人员合计不超过 47 人授予不超过 401.5 万限售股（占总股本 1%）。股权激励对公司营收增长提出较高的考核目标：以 2023 年营收为基数，触发值为 2024-2026 年增速分别不低于 20%/44%/72.8%；目标值为 2024-2026 年增速分别不低于 25%/56.25%/95.31%。触发值及目标值对应公司 2024-2026 年营收年均复合增速分别为 20%/25%。

图表7：2024 年限制性股票激励计划考核目标

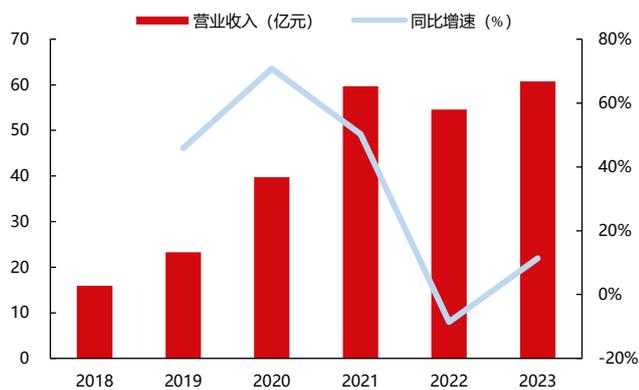
归属安排	对应考核年度	业绩考核目标	
		营业收入增长率（定比 2023 年）	
		目标值	触发值
第一个归属期	2024 年	25%	20%
第二个归属期	2025 年	56.25%	44%
第三个归属期	2026 年	95.31%	72.8%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.4 财务表现：盈利能力持续改善

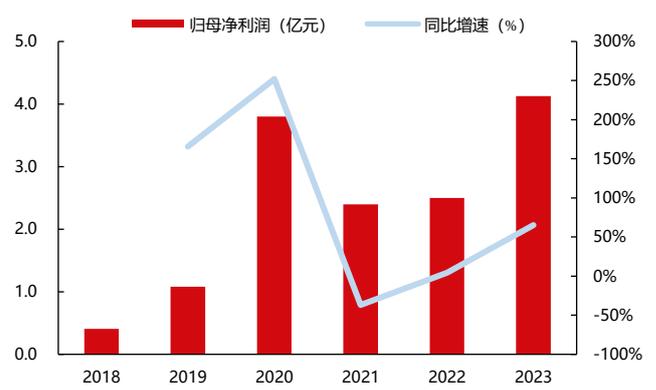
公司经营业绩总体呈现快速增长趋势,但近3年受外部环境干扰有所波动。2018-2022年,公司营业收入从15.95亿元迅速增长至60.74亿元,对应CAGR为30.67%;归母净利润从0.41亿元增长至4.13亿元,对应CAGR为58.99%。其中2022年受欧美地区高通胀下需求萎缩以及2021年高基数的影响,营业收入同比下降8.58%;2023年上半年公司营收同比下滑5.87%,主要系公司主动淘汰部分低效SKU在售产品以及部分供应商存在产能缺口导致部分产品断货。公司通过引入铁木类等新的供应商以及提升老商供应能力缓解缺货情况,2023年Q3收入修复明显,增速达13.92%;从利润端来看,2021年以来由于受海运价格上涨和汇率波动等不利因素的影响,公司2021年归母净利润同比下滑36.93%,2022年同比增长4.29%。2023年后随着运费、汇率等不利因素消除,公司归母净利润重回高增,2023年同比增长65.08%。

图表8：公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

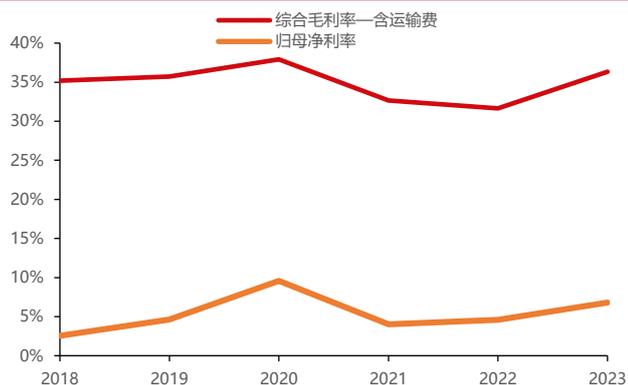
图表9：公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

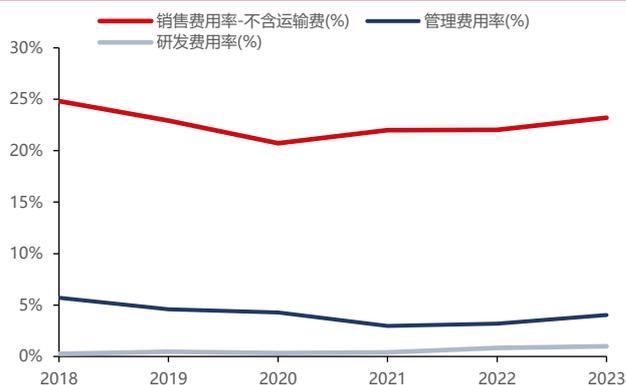
海运费用下降助力公司毛利率持续修复,公司规模提升推动销售、管理费用持续优化。公司2020年开始将运输费计入营业成本,若将2018-2019年的运输费从销售费用中加回营业成本,2018-2019年公司毛利率在35%左右,2021年公司毛利率较2020年下滑5.28pct,主要系2021年以来海运费大幅上涨。2023年随着海运费成本改善,公司实现毛利率36.32%,已恢复至疫情前水平。受益于公司规模持续成长,2018-2023年公司销售、管理费用率整体呈下降趋势,销售费用率从2018年的24.82%下降至2023年的23.21%;管理费用率从5.71%下滑至2023年的4.02%。

图表10: 公司综合毛利率和净利率



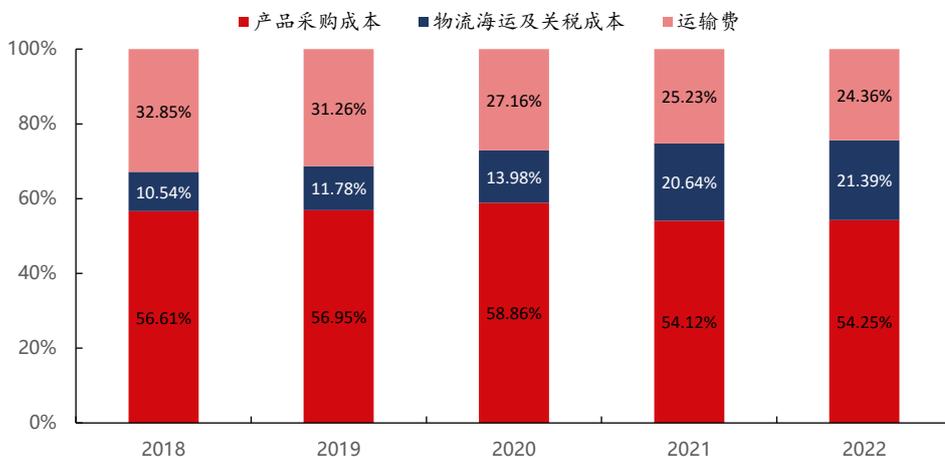
资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

图表11: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

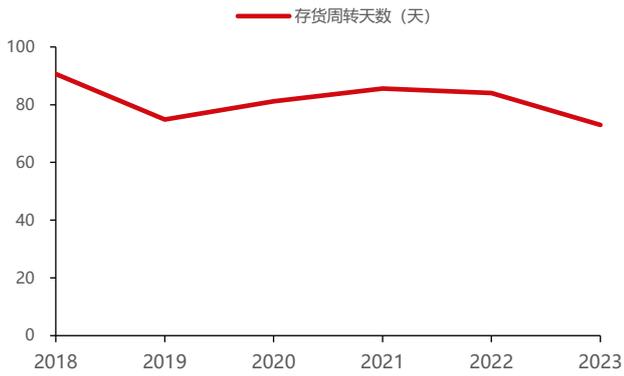
图表12: 2018-2022 年物流海运及关税成本占主营业务收入比重提升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

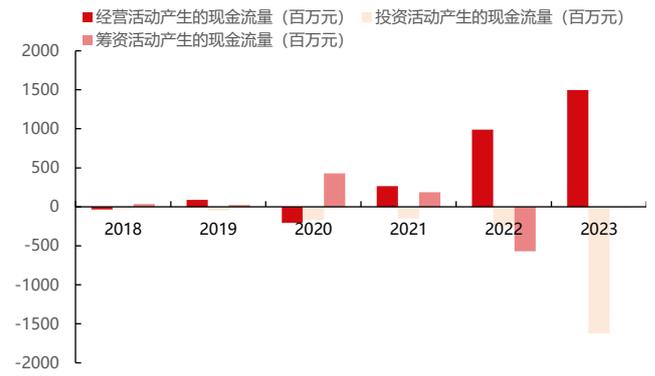
公司改造供应链有效提升运营效率, 经营性现金流持续改善。2020-2022 年公司存货周转天数上升, 主要系疫情对全球供应链的扰动影响, 2023 年以来公司存货周转天数下降明显, 2021 年/2022 年/2023 年公司存货周转天数分别为 85.54/84.03/72.99 天, 主要系公司改造供应链提升运营效率以及全球供应链恢复正常。2021 年以来得益于跨境电商行业和全球家居市场的发展, 以及公司利用自身优势快速扩大销售规模并且销售回款良好, 经营活动现金流入大幅增加, 加之公司利用银行承兑汇票等短期融资工具, 经营活动现金流出减少。

图表13: 公司存货周转天数(天)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表14: 公司现金流情况(百万元)



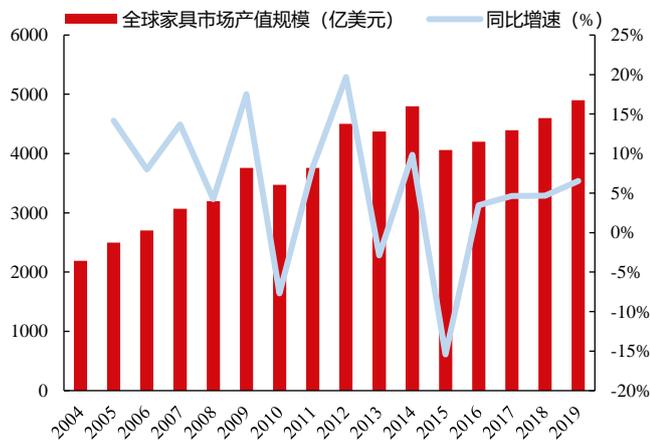
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 行业概况：品牌类家居跨境电商市场规模广阔

2.1 家具家居：线上销售占比提升+欧美为主要进口区域

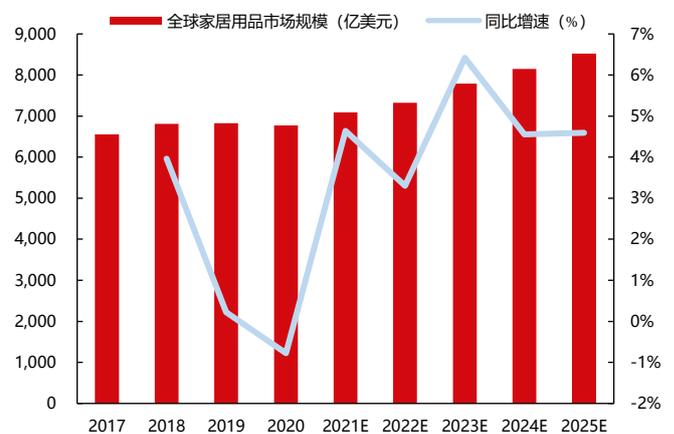
全球家具家居市场规模均稳步提升。1) 家具市场：根据 CSIL 数据，2016 年全球家具市场产值规模为 4200 亿美元，至 2019 年提升至 4900 亿美元，2016-2019 年 CAGR 为 5.27%，全球家具市场迈入稳步增长阶段。2) 家居市场：欧睿国际数据显示，2017 年至 2020 年，全球家居用品市场规模从 6550.79 亿美元增长至 6772.78 亿美元，对应 CAGR 为 1.12%。随着未来全球经济增长、居民收入水平的提高以及消费频次的提升，全球家居用品的消费需求预计仍将保持稳健增长，2025 年将达到 8519.84 亿美元，2020-2025 年 CAGR 为 4.7%。

图表 15：全球家具市场规模稳步增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

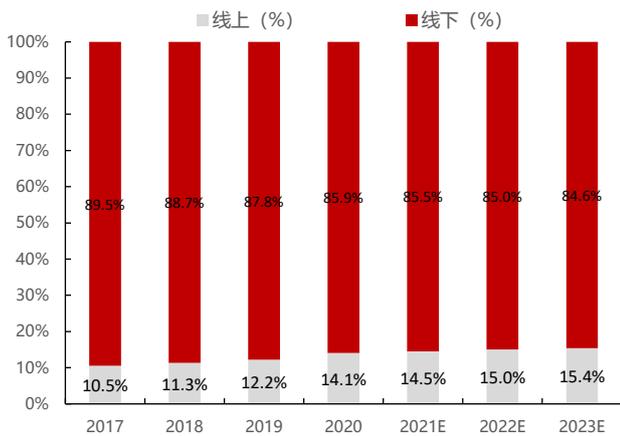
图表 16：全球家居用品市场规模稳步增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

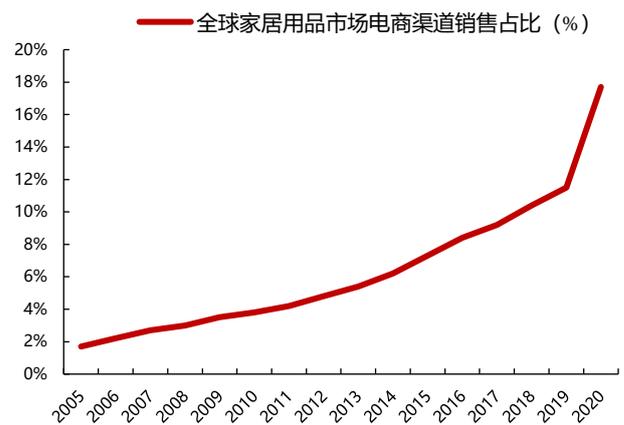
全球家具和家居用品市场电商渠道销售占比均逐年上升。得益于互联网的普及和物流业的发展，在线订购家具和家居用品为消费者带来了更多的选择和更大的便利。根据 Statista 数据，2017 年至 2020 年，全球家具市场线上销售额占比逐年升高，线上销售占比从 2017 年的 10.5% 提升至 2020 年的 14.1%，至 2023 年预计将达到 15.4%。欧睿国际数据显示全球家居用品市场电商渠道的销售占比从 2005 年的 1.7% 上升至 2020 年的 17.7%。

图表17: 全球家具市场销售渠道占比情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

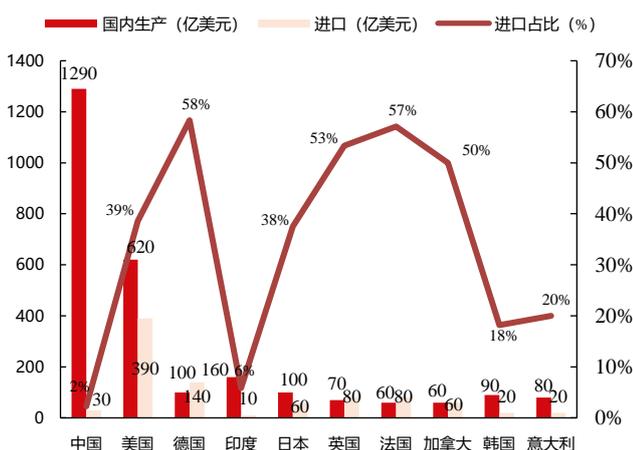
图表18: 全球家居用品市场电商渠道销售占比



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

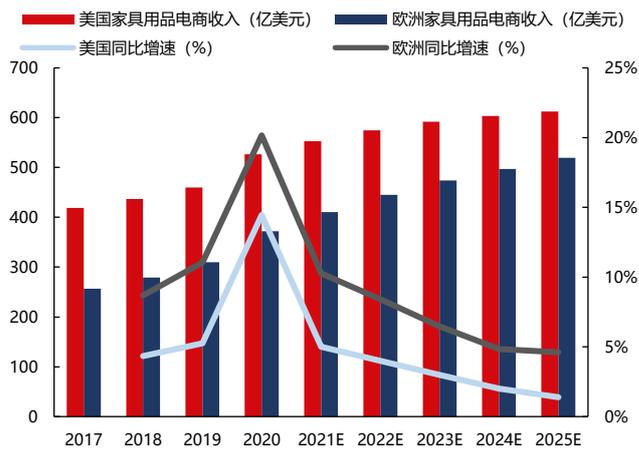
欧美地区家具家居需求较高, 并且进口占比较高。在欧美日韩等发达国家和地区, 城市化程度高, 居民消费能力强, 消费者通常对居住的舒适条件要求较高, 旧房装修及租房家具换新需求较大, 对家具家居类产品需求量较大。1) 家具: 全球前十大家具消费国中, 有六个是欧美发达国家, 并且家具产品进口占比较高, 美国 39% 的家具来源于进口, 德国、法国、英国、加拿大 50% 以上的家具消费来源于进口。2) 家居: 欧睿国际数据显示, 欧洲为全球家居用品市场规模最大的地区, 2020 年市场规模高 2127.65 亿美元; 美国排名第二, 2020 年家居用品市场规模为 1800.54 亿美元。

图表19: 2019 年全球前十大家具消费国消费额



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表20: 欧美等国家或地区是家居用品主要需求市场



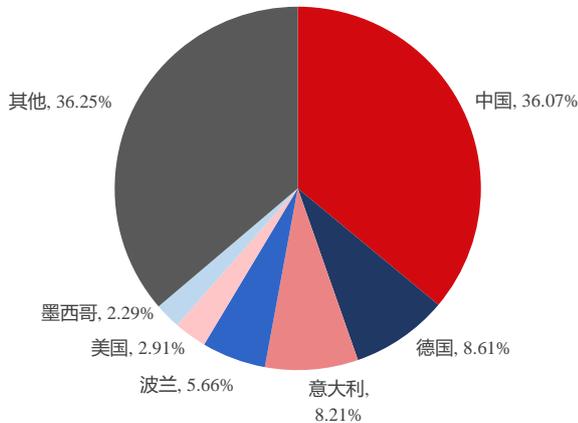
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.2 跨境电商: 高效的出口模式

中国是全球最大的家具出口国, 2011-2021 年出口额 CAGR 为 6.88%。2022 年全球前五大家具出口国分别为中国(36%)、德国(8.6%)、意大利(8.2%)、波兰(5.7%)、美国(2.9%), 目前中国仍为全球最大的家具出口国。2022 年前五大中国家具出口目的地国分别为美国(27%)、澳大利亚(5.4%)、日本(5%)、马来西亚(4.6%)、英

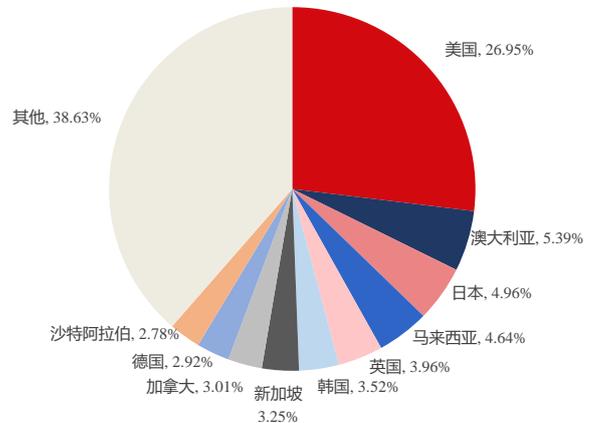
国（4%），主要为全球发达国家。从我国家具出口金额看，2011-2021年中国家具出口金额 CAGR 为 6.88%，呈现稳步增长态势。

图表21：2022年全球家具出口国出口额占比



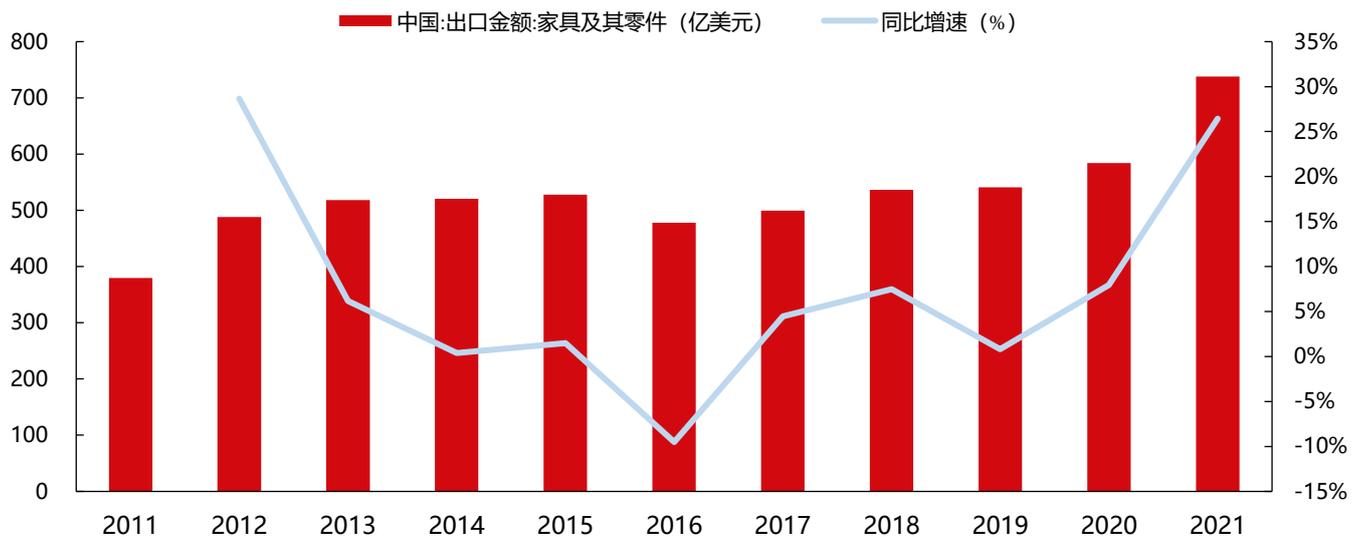
资料来源：UN Comtrade，国联证券研究所
注：中国统计口径包含中国大陆、中国香港和中国澳门

图表22：2022年中国家具出口目的地国出口额分布



资料来源：UN Comtrade，国联证券研究所
注：中国统计口径包含中国大陆、中国香港和中国澳门

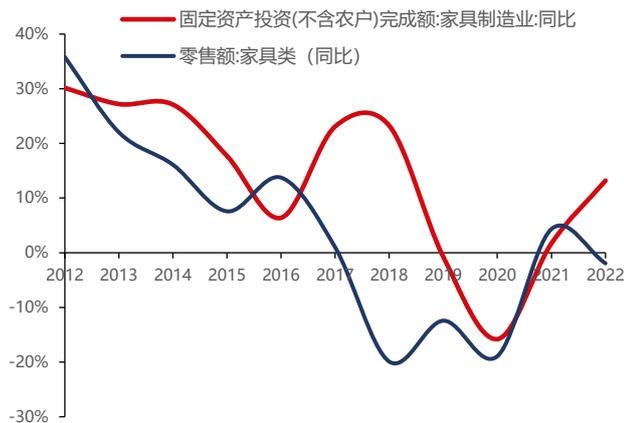
图表23：2011-2021年中国家具出口金额及同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

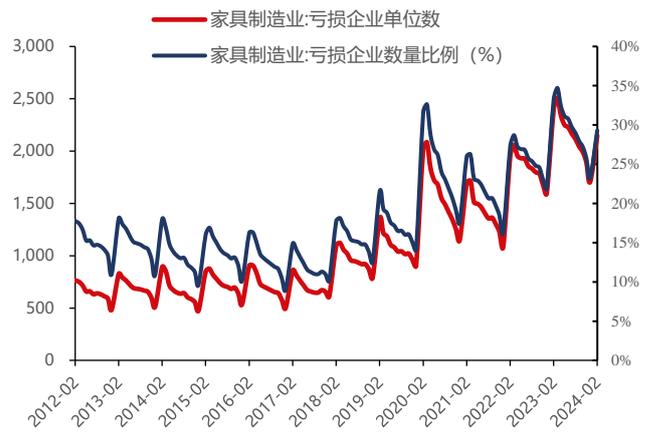
家具产品出海可以消化我国家具产业过剩产能。2012-2022年中有八年我国家具制造业固定资产投资完成额同比增速高于家具类零售额同比增速，其中2022年我国家具制造业固定资产投资完成额同比增长13.2%，同期家具零售额减少7.5%，家具制造企业产能扩张的同时国内家具零售需求下降，产能过剩问题日益凸显。国内家具零售需求的下滑导致大量企业亏损，2012-2022年间，我国家具制造业亏损企业数量和比例均呈现上升趋势，其中亏损企业数量从2012年的7139个增加至2022年的20366个。因此拓展海外业务已成为支撑我国家具企业未来增长的关键。

图表24: 中国家具产业固定资产投资及家具零售增速



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

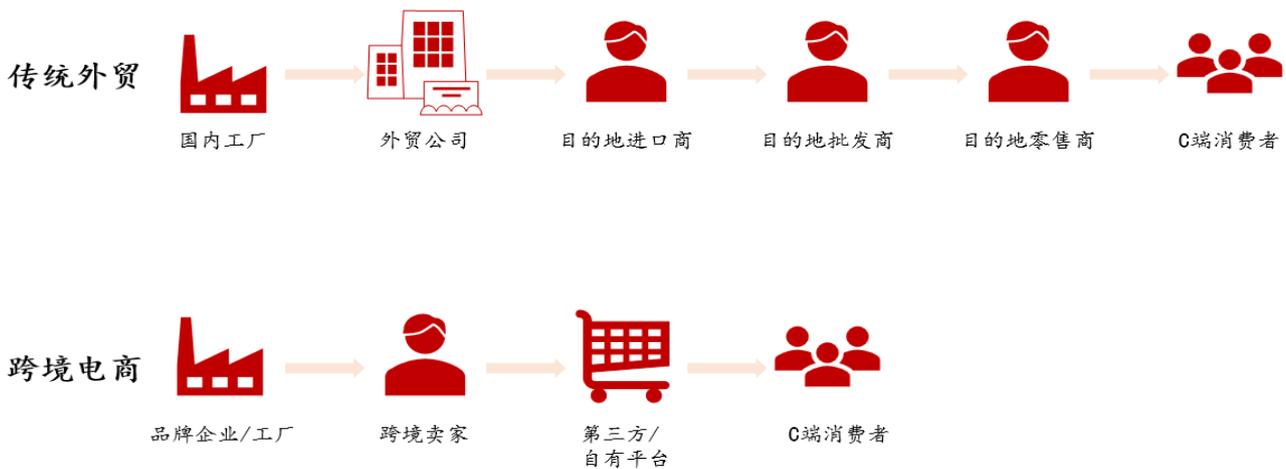
图表25: 中国家具制造业亏损企业数量及比例



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

相较于传统外贸模式，跨境电商模式缩短交易链条。在传统的跨境贸易中，进出口的产业链流程复杂，一国商品到达另一国消费者手中，往往需要经历 5 个渠道：“国内工厂-外贸公司-目的国进口商-目的国批发商-目的国零售商”，产品流转的流程过长，渠道加价率较高，且商品的流转周期较长，导致最终消费价格高且时效体验较差。而跨境出口电商通过减少交易的流通环节，提升了整体的运营效率。

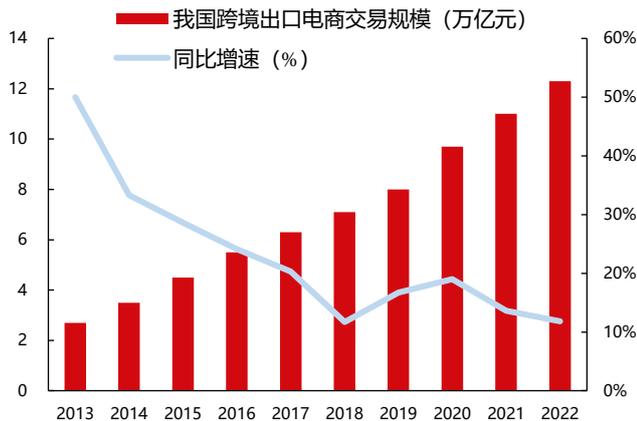
图表26: 传统外贸模式和跨境电商模式流程对比



资料来源: 招股说明书, 国联证券研究所

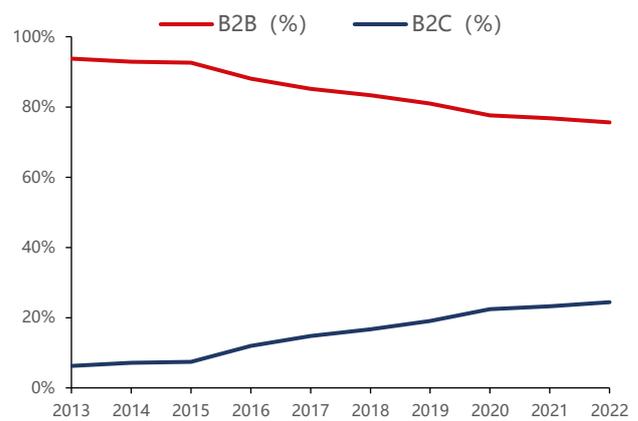
我国跨境出口电商交易规模不断扩大，B2C 交易模式占比呈扩大态势。跨境电商扁平化的交易模式使其能直通终端买家，大大降低了流通成本，成为推动我国外贸发展的重要力量，根据网经社数据，2013-2022 年，我国跨境出口电商交易规模从 2013 年的 2.7 万亿元增长至 2022 年的 12.3 万亿元，CAGR 达 18.4%。从跨境电商交易模式结构趋势上来看，B2C 交易模式呈现继续扩大的态势，B2C 模式占比从 2013 年的 6.25% 提升到 24.4%。

图表27：我国跨境出口电商交易规模及同比增速



资料来源：36 氪，网经社，国联证券研究所

图表28：我国跨境电商 B2C 交易规模及同比增速

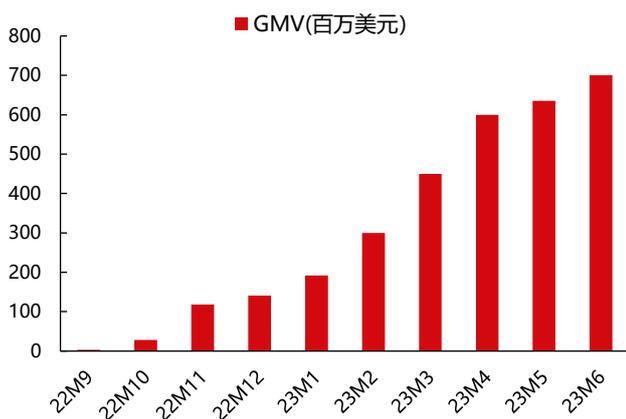


资料来源：36 氪，网经社，国联证券研究所

2.3 销售平台：新兴平台崛起冲击原有电商竞争格局

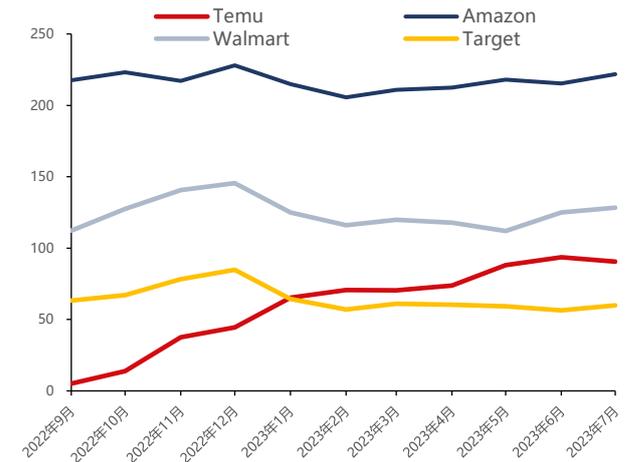
以 Temu 为代表的新兴平台正快速崛起，对原有的电商格局产生冲击。拼多多旗下跨境平台 Temu 自上线以来增速迅猛，从 2022 年 9 月登陆美国之初只有 200 万美元的月度 GMV 到预计 2023 年全年预计完成 140 亿美元 GMV。Temu 采用的“全托管”模式通过省掉中间链路可以极大程度压低成本和产品价格，同样的商品 Temu 售价约为亚马逊的 1/2-1/3，让海外消费者领略到了前所未有的“性价比震撼”。由于 Temu 以标品为主，产品客单价约 30-50 美元，我们预计以性价比为卖点的泛品类跨境电商或最先迎来冲击，高客单价的精品类跨境电商受影响较小。

图表29：Temu 上线以来 GMV 快速攀升



资料来源：YipitData，国联证券研究所

图表30：Temu 独立访客量增速迅猛（百万）

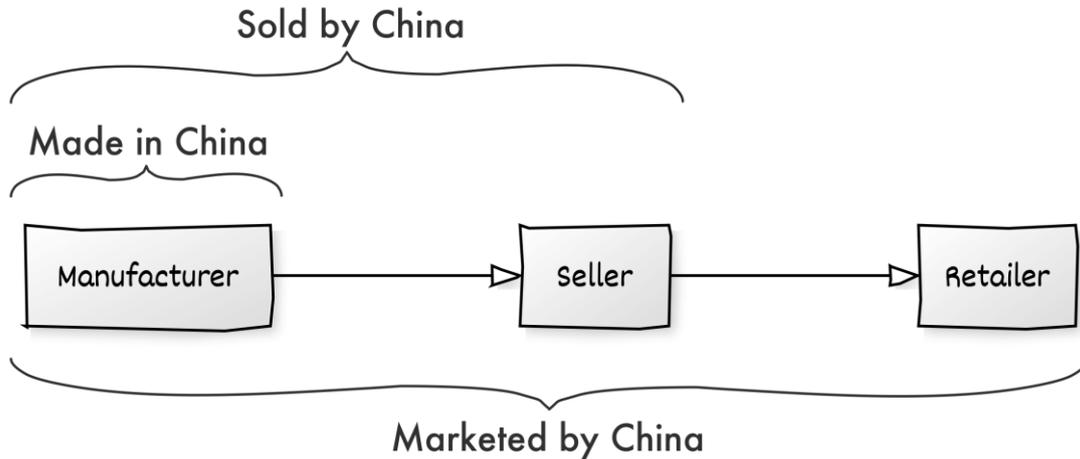


资料来源：Insider Intelligence，国联证券研究所

销售平台竞争加剧背景下，全渠道销售是未来跨境零售的发展趋势。以 Temu 为代表的新兴平台代表了中国商业的第三次迭代。第一代是“中国制造”，海外批发零售商在中国外包制造；第二代是“中国制造，亚马逊销售”，跨境卖家将国内的商品通过亚马逊平台进行销售；第三代是“中国销售”，Shein、Temu 之类的中国零售商正承担起中国工厂直接向购物者销售产品的平台使命，直面全球消费者建立中国品牌。在此背

景下，B2B 大件出口、独立站、全托管、半托管等各类销售模式层出不穷，卖家押注单一平台以及单一销售模式的风险增大，我们预计全渠道销售是未来跨境零售的发展趋势。

图表31：中国消费品出海的第三次迭代

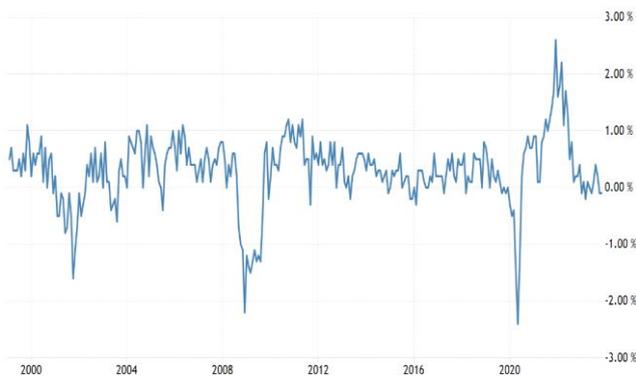


资料来源：雨果跨境，国联证券研究所

2.4 边际变化：补库存+降息双重利好周期

欧美去库存已基本结束，目前已进入新一轮补货周期。疫情期间欧美主要国家均实施宽松货币和财政政策，极大刺激了消费者的消费欲望，零售业实现大幅度增长。下游采购经理过于乐观，纷纷加大采购量提前备货，交货期的大幅度提前造成了出口环节和消费环节出现了较大的数量偏差，为 2022 年的高库存埋下伏笔。通常欧美国家一个完整的库存周期是 40-45 个月，以 2020 年 3 月欧美国家疫情爆发后“主动补库”为起始点，目前新一轮“主动补库存”已经开始，其中美国从 2023 年 10 月开始到港货柜数量开始高于 2022 年同期水平，12 月美国进口了 211 万个标准集装箱，环比增长 0.4%，同比增长 9.2%。此外美国 CPI 与 PPI 同比增速均从 2023 年 7 月起终结了此前连续 12 个月的下降，欧元区 PPI 同比增速也于 9 月迎来拐点，预示去库存已基本结束。

图表32: 美国月度商业库存环比变化 (%)



资料来源: Trading Economics, 国联证券研究所

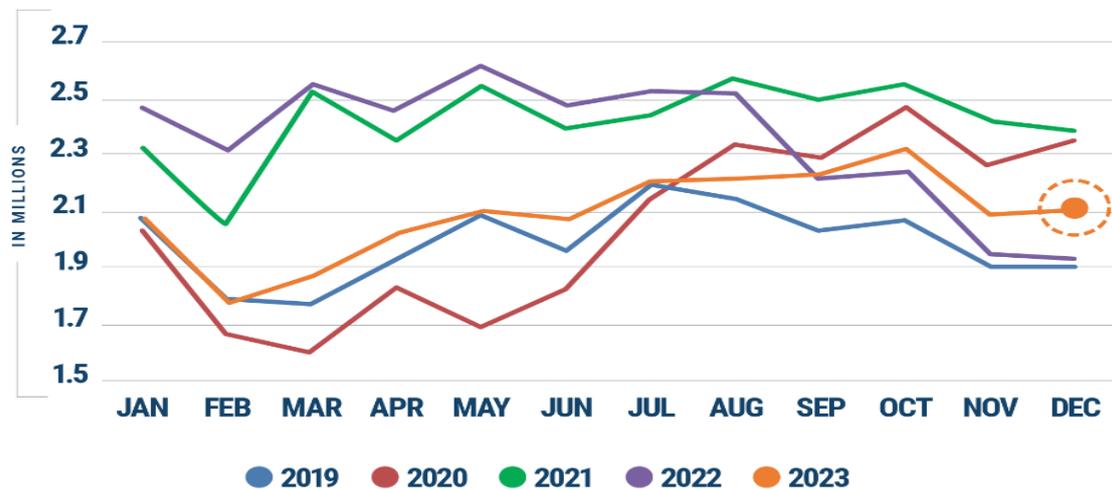
图表33: 欧元区季度商品库存环比变化 (亿欧元)



资料来源: Trading Economics, 国联证券研究所

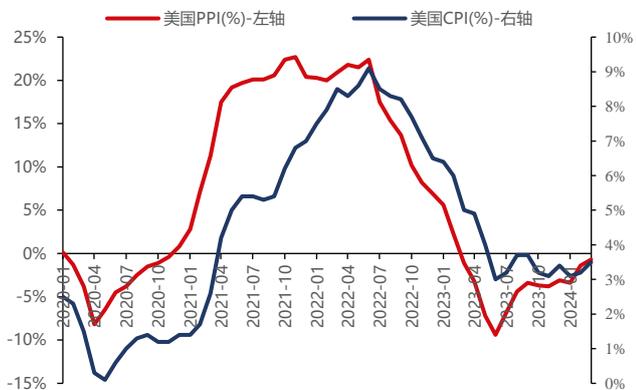
图表34: 2019-2023 年美国到港货柜数量 (百万个 20 英尺集装箱)

2019-2023 U.S. CONTAINER IMPORT VOLUME (TEUs)



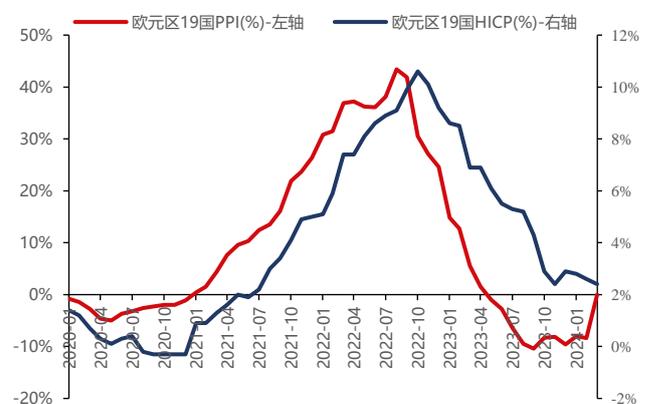
资料来源: Descartes Datamyne, 国联证券研究所

图表35: 美国 CPI 和 PPI 月同比增速 (%)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表36: 欧元区 19 国 HICP 和 PPI 月同比增速 (%)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

欧美在 2024 年迎来降息周期, 电商市场发展有望迎来加速发展。市场预期 2024 年美联储将降息六次, 欧洲央行将降息四次, 有望刺激投资和消费, 电商市场预计将

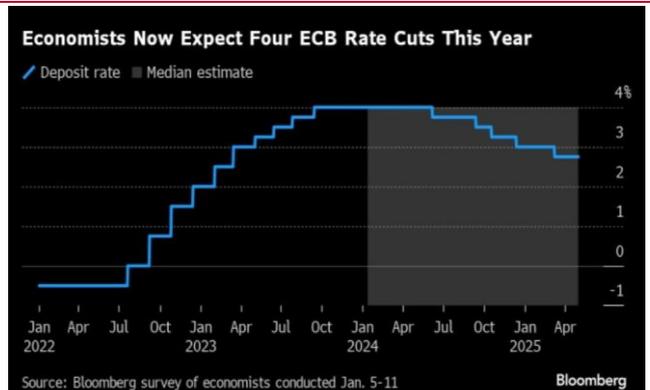
迎来加速发展。Marketplace Pulse 预测 2023 年美国电子商务销售额同比增长 7.5%，是自 2009 年以来增长最慢的一年，未来几年将加速到 9%-10%；Insider Intelligence 预计西欧电商销售额同比增速将从 2023 年的 3%提升到 2024 年的 6.1%。

图表37：2024 年美国迎来降息周期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	44.7%	54.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	36.5%	52.6%	10.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	35.0%	51.9%	11.9%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	31.2%	50.0%	16.4%	1.7%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.6%	29.1%	48.7%	18.7%	2.7%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.4%	17.7%	40.8%	30.7%	9.1%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.3%	14.6%	36.7%	32.5%	13.0%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

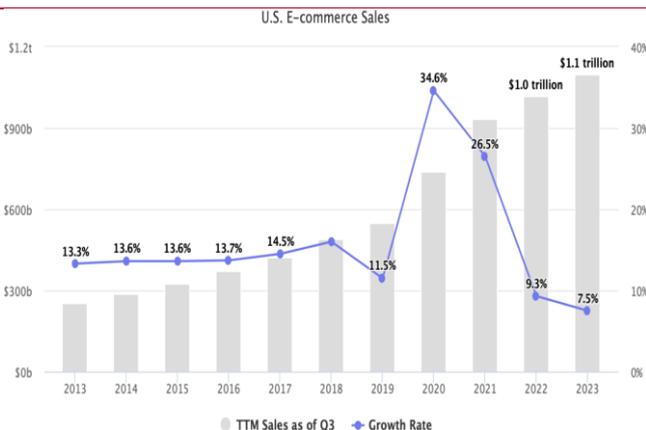
资料来源：CME，国联证券研究所

图表38：市场预计欧洲央行 2024 年将降息四次



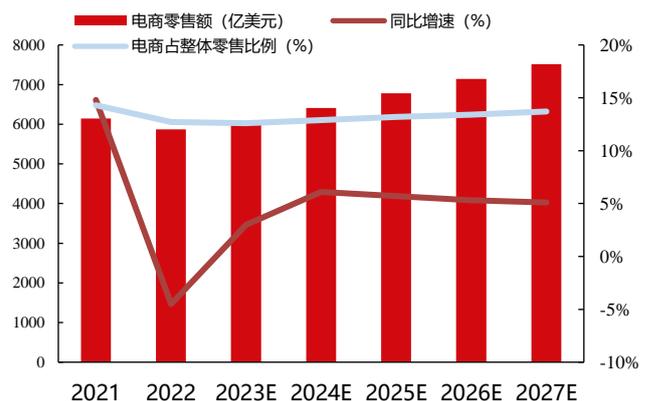
资料来源：BNN Bloomberg，国联证券研究所

图表39：美国电商市场规模及同比增速



资料来源：Marketplace Pulse，国联证券研究所

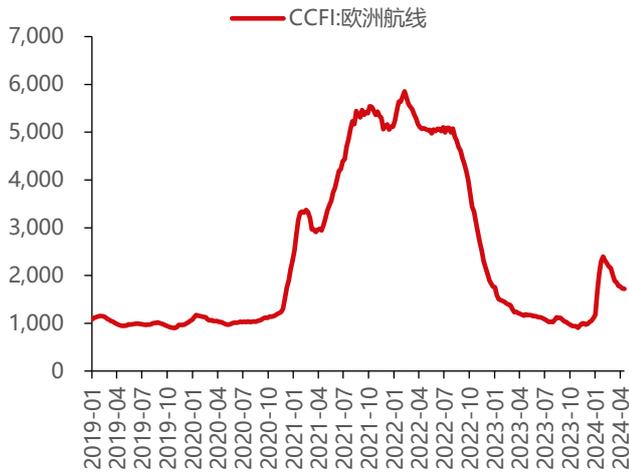
图表40：西欧电商市场规模及同比增速



资料来源：Insider Intelligence，国联证券研究所

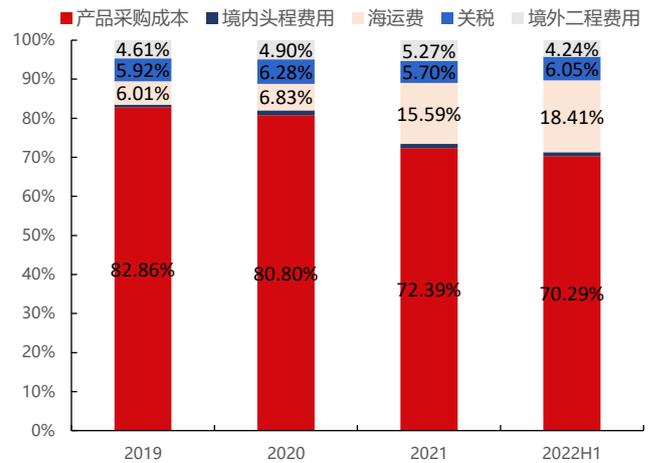
红海危机扰动海运价格，船舶交付周期到来有望提升运力。受红海局势影响，大量航运公司选择绕行好望角，导致航运距离和成本大幅增加，其中欧洲航线运费在 1 季度飙升明显。长期维度看，疫情期间航运公司订的新船将在 2024 年集中交付，BIMCO 预计 2024 年造船厂将交付 478 艘集装箱船，运力 310 万标准箱，全球运力将增长 10%，而海运需求仅增加 3%-4%。

图表41: 2024年1季度欧线海运费用上涨



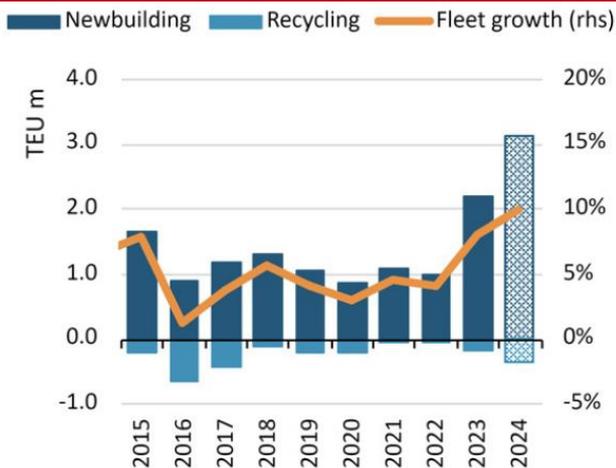
资料来源: 上海航运交易所, iFinD, 国联证券研究所

图表42: 21、22H1 致欧科技海运费占主营业务成本的比重提升幅度较大



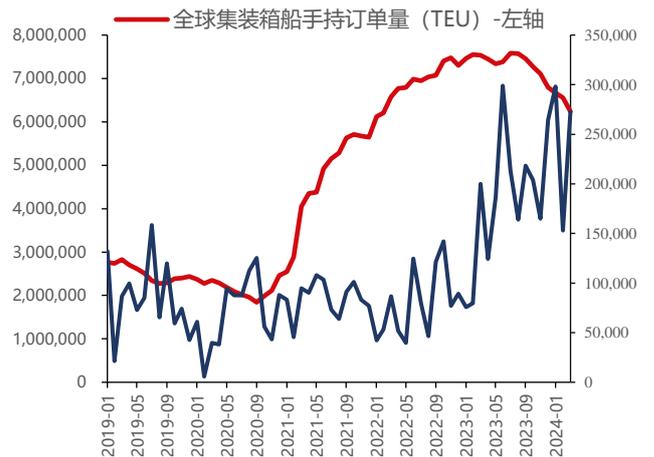
资料来源: 致欧科技公司公告, 国联证券研究所
注: 境外二程费用指货柜到达目的港后、入仓前产生的港杂费、清关费用、二程运费、卸货费用等

图表43: 2024年全球海运运力有望大幅提升



资料来源: BIMCO, 国联证券研究所

图表44: 疫情期间订的新船将在2024年集中交付



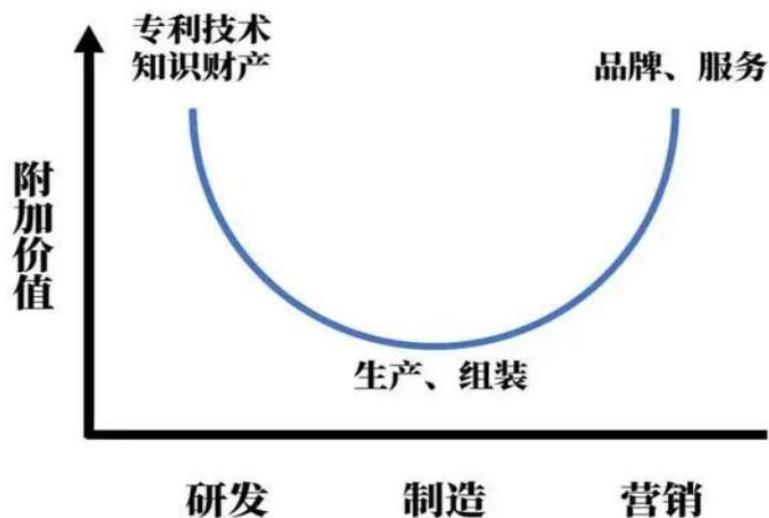
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

3. 核心优势：研产供销多维并重

3.1 供应链：完善的管理流体系

公司资源集中于高附加值的研发设计&运营销售，生产制造全部外协。公司主要经营自有品牌家居产品的研发、设计和销售，专注于高附加值的研发设计端及运营销售端，强化“微笑曲线”上游的研发迭代和设计创新，以及下游的品牌运营和销售渠道，生产制造环节则全部委托外协厂商进行。

图表45：公司将经营资源集中于高附加值的研发设计端及运营销售端

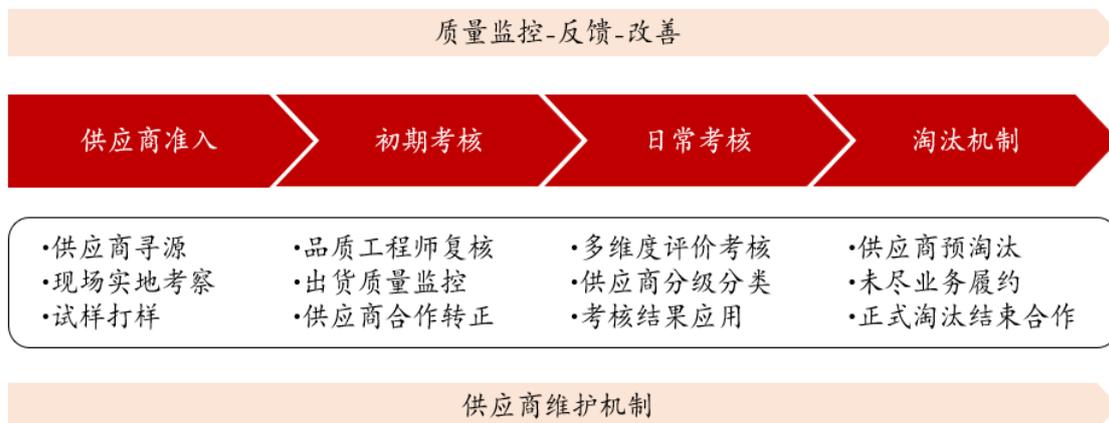


资料来源：物联网智库，国联证券研究所

公司进入跨境电商行业较早，经过多年的行业经验积累，公司已经在供应链管理、产品采购与交付、产品质量管理等方面均建立了较为完善的体系。

1) 良好的供应商管理体系保证产能弹性空间，严格控制采购成本。公司布局国内家具产业集群区域，充分利用当地供应链配套资源和集群优势，通过与家具家居行业领域具有优势的供应商进行战略合作，确保公司的产能优势。针对重点品类，公司建立了多层次的供应商梯队，设置了“主供应商”及多个“副供应商”，副供应商用于对主供应商的产能起补充作用，通过建立“主/副供应商”机制，保证了产能弹性空间。2022年开始公司通过对家具产品等重要品类大额采购采取招标采购方案，由供应商进行竞价，来降低部分品类的采购单价。

图表46：公司制定了较为完善的供应商管理及评价体系



资料来源：公司公告，国联证券研究所

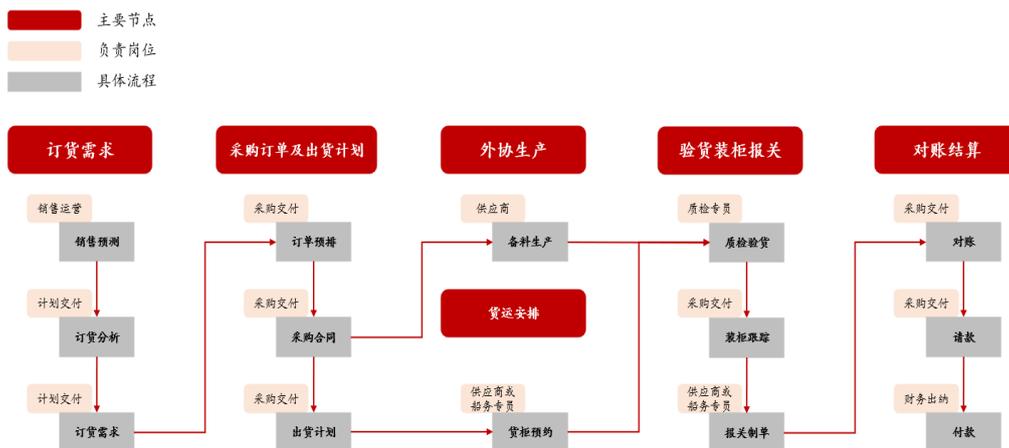
图表47：2022年公司家具系列产品采购单价有所下降

产品系列	产品类别	2022 年度		2021 年度		2020 年度
		平均采购单价	变动幅度	平均采购单价	变动幅度	平均采购单价
家具系列	办公家具类	189.06	-7.73%	204.89	0.40%	204.08
	生活家具类	152.08	-3.79%	158.07	-2.47%	162.07
家居系列	家居收纳类	74.86	-0.76%	75.44	3.46%	72.91
	家居用具类	83.04	3.87%	79.94	1.60%	78.69
	家居装饰类	48.56	4.43%	46.49	-2.61%	47.74
庭院系列	庭院家居类	137.9	-0.02%	137.92	20.82%	114.16
	庭院休闲类	90.75	4.36%	86.96	4.84%	82.95
	庭院运动类	158.28	6.82%	148.18	15.64%	128.14
宠物系列	宠物家具类	149.71	3.82%	144.21	-4.34%	150.75
	宠物家居类	99.39	17.42%	84.65	23.53%	68.52

资料来源：公司公告，国联证券研究所

2) 产品采购、交付和品控流程完善，自研信息系统赋能日常业务流程。公司计划交付中心负责或协同其他部门完成采购业务的订货需求、采购订单及出货计划、外协生产及货运安排、验货装柜、报关、对账结算等环节；公司品质中心根据供应商等级，对不同等级供应商的产品在发货前区别性抽样进行质检，经检测合格后方可安排物流装柜出货。公司通过自主研发的EYA系统完成订单管理、品质管控、船运安排、仓储统筹和资金支付等业务流程，并且与亚马逊等第三方电商平台的系统接口进行对接，获取日常经营数据，为公司的高效发展提供了有力保障。

图表48：公司产品采购与交付的流程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 仓储物流：自建海外仓完善仓储物流体系

不同类型的海外仓各自均存在优劣势。1) 自营仓 VS 平台仓：自营仓在成本、抗风险能力和自主管控方面具备优势，具体到运输费用上，以 Amazon 平台为例，自发货模式下的运输费率在 13%-17%之间，远低于平台仓模式 23%-25%的运输费率。但是自营仓终端配送效率和流量倾斜不及平台仓，且前期投入大，发展周期长；2) 自营仓 VS 第三方合作仓：自营仓在作业质量、自主管控方面具备优势，但在仓储容量和仓储费用的灵活性方面有所欠缺。

图表49：自营仓与平台仓、第三方合作仓相比的主要优劣势

	优势	劣势
自营仓 VS 平台仓	<ol style="list-style-type: none"> 成本优势：运输费率更低，有助于降低费效比、提升产出效率 抗风险能力优势：减少公司对亚马逊等平台仓的依赖，减轻亚马逊等平台政策变动及突发重大公共事件对公司的负面影响 自主管控优势：提升存货管理、运单追踪、售后服务等业务环节的精细化程度，且没有大件产品入仓限制 	<ol style="list-style-type: none"> 终端配送效率不及平台仓 不具备平台仓的流量倾斜优势 前期投入大、发展周期长
自营仓 VS 第三方合作仓	<ol style="list-style-type: none"> 作业质量优势：提升库存准确率、发货及时率、发货准确率等绩效指标，有助于提高公司仓储物流运营效率和消费者购物体验 自主管控优势：有助于公司及时掌控、监测存货信息，执行日常察看及定期盘点程序，并且对换退货、贴标和换箱等非标操作要求的执行更到位，有助于提高公司存货信息管控能力及公司整体运营效率 	自营仓投入大、周期长

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表50：平台仓与自营仓的各项费用率对比

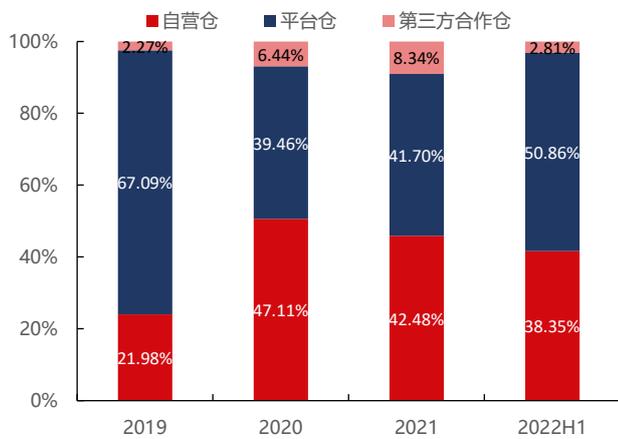
	平台仓	自营仓
平台交易费率	16%-17%	16%-17%
仓储费率	2%-4%	--
运输费率	23%-25%	13%-17%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：平台仓以亚马逊为例

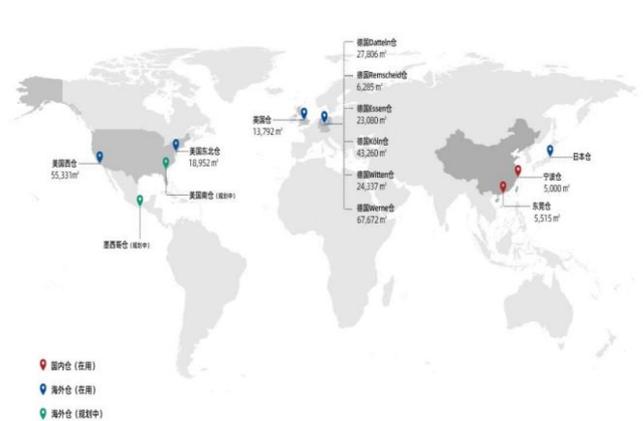
公司打造了较为完善的跨境仓储物流体系提升终端销售配送效率。公司已建立了“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”跨境电商出口仓储物流体系。截至 2022 年 12 月 31 日，公司位于德国、美国、中国、英国的境内外自营仓面积合计超过 280,000 平方米，并在中国、欧洲、北美、日本等国家或地区设有多个第三方合作仓。分区域看，北美以亚马逊 FBA 仓为主，而欧洲以自营仓为主，主要系北美是亚马逊的大本营，FBA 模式虽然运输费用高，但是有较高的配送效率，且有一定的流量倾斜。与此同时，为了保证高效、精准的库存管理，公司自主开发了 WMS 仓储管理系统，结合动态仓位与发货路径优化等技术实现了仓储物流效率的提升。

图表51：公司不同仓储物流模式销售收入占比



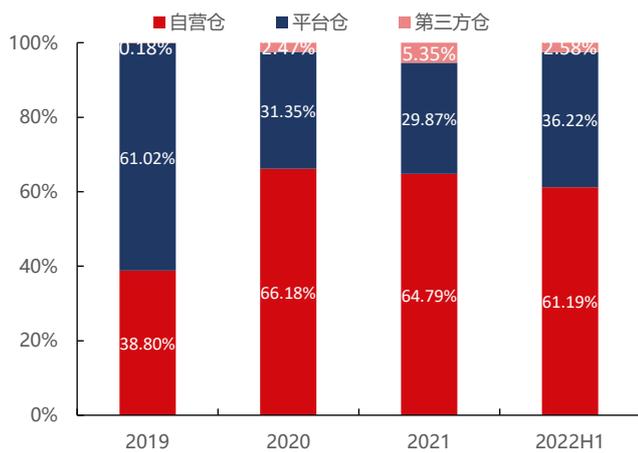
资料来源：公司公告，国联证券研究所
注：公司的平台仓以亚马逊 FBA 仓为主

图表52：公司的海外仓分布（2022年）



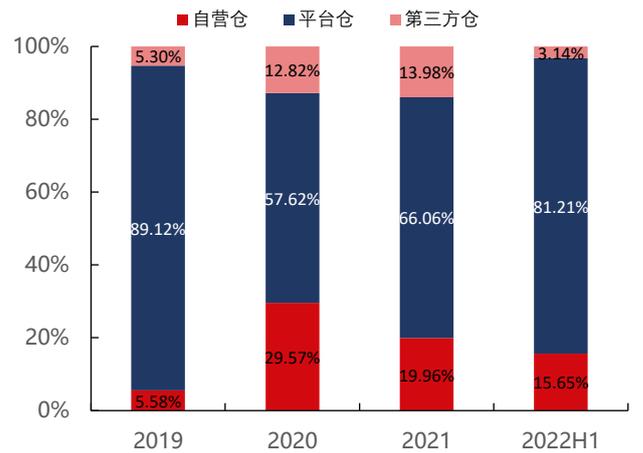
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表53：公司在欧洲自营仓销售收入占比高



资料来源：公司公告，国联证券研究所
注：公司的平台仓以亚马逊 FBA 仓为主

图表54：公司在北美平台仓销售收入占比高



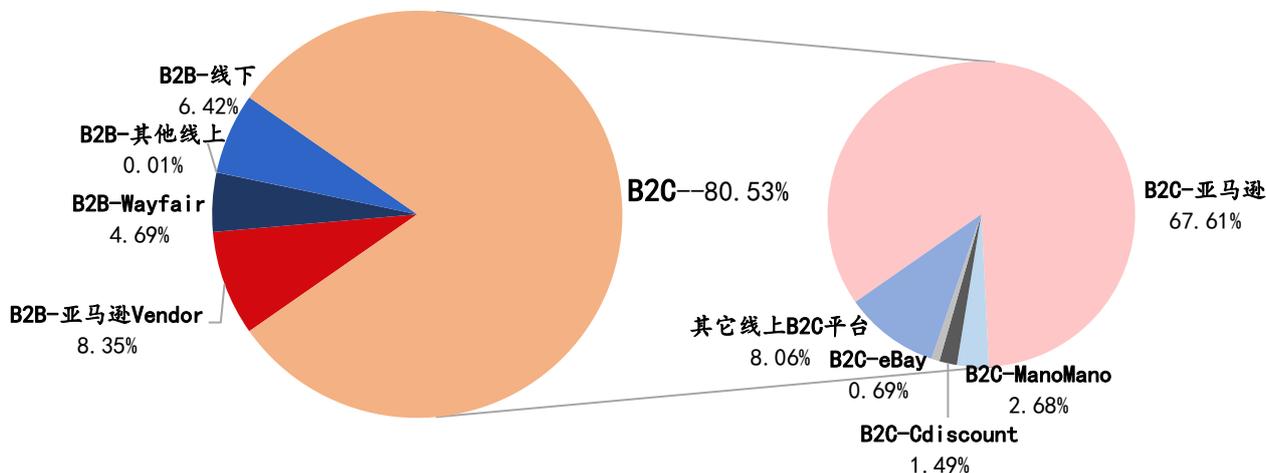
资料来源：公司公告，国联证券研究所
注：公司的平台仓以亚马逊 FBA 仓为主

3.3 渠道：亚马逊家具家居类头部卖家

公司主要通过线上 B2C 模式实现产品销售，亚马逊是公司最大的销售平台。线上 B2C 平台是公司的主要销售渠道，2022 年占主营业务收入的比重为 80.53%，销售平台涵盖亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等海外知名电商平台。亚马逊平台是美国和欧洲的线上零售的绝对龙头，月访问量遥遥领先排名第二的 eBay，得益于亚

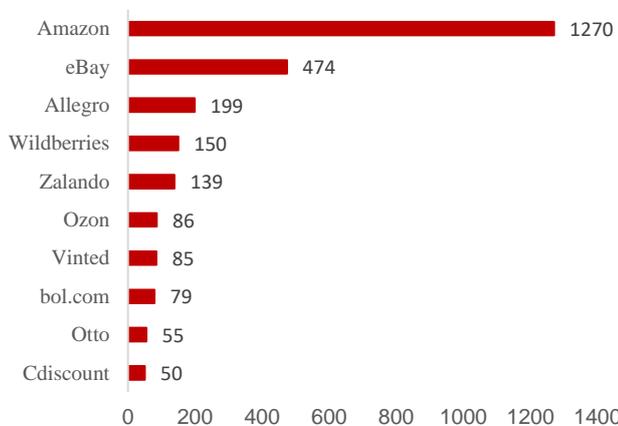
亚马逊平台的流量优势以及双方合作的深化,2022年公司通过亚马逊 B2C 平台实现的销售收入占主营业务收入的比例为 67.61%, 是公司最主要的销售渠道。

图表55: 2022 年公司主营业务收入按销售模式划分



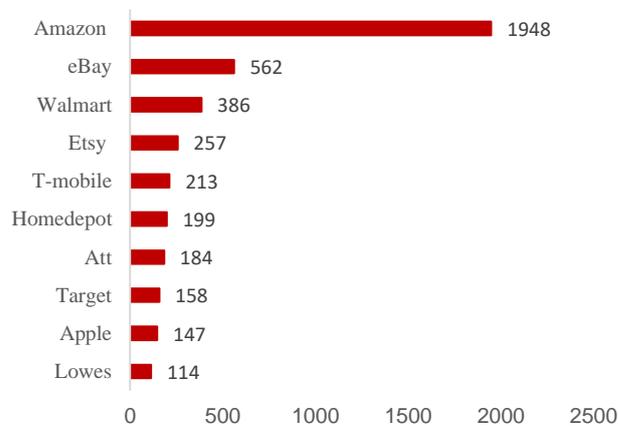
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表56: 欧洲 Top10 电商平台月访问量排名 (百万)



资料来源: Similarweb, 国联证券研究所 注: 统计时间是 2023 年 8 月

图表57: 美国 Top10 电商平台月访问量排名 (百万)



资料来源: Similarweb, 国联证券研究所 注: 统计时间是 2023 年 8 月

公司在欧洲主要市场亚马逊卖家排名较高。根据第三方电子商务数据统计平台 Marketplace Pulse 的数据,截至 2021 年 9 月 30 日,亚马逊全球市场上的第三方卖家数量已达到 970 万个。Marketplace Pulse 的监测数据显示,截至 2021 年 9 月 30 日,公司在法国、德国、西班牙、意大利、美国 and 英国等各个国家亚马逊站点第三方卖家(全品类)中分别排名第 3、第 5、第 7、第 6、第 55 和第 35,在家具家居细分品类中的排名分别为第 1、第 1、第 3、第 1、第 7 和第 2,总体而言,公司在亚马逊欧洲主要国家的站点上排名较为靠前。

图表58：公司在亚马逊各个国家站点第三方卖家中的排名情况

国家	全品类排名	家具家居类排名
法国	3	1
德国	5	1
西班牙	7	3
意大利	6	1
美国	55	7
英国	35	2

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：截至2021年9月30日

3.4 品牌：坚持自有品牌建设提高核心竞争力

公司坚持自有品牌发展战略，品牌获得欧美消费者的青睐。随着跨境出口电商的同质化竞争加剧和国内跨境电商供应链的完善，品牌化已成为中国跨境出口电商提高国际竞争力的关键因素。从海外消费者的网络购物习惯来看，消费者一般从社交媒体、网站、广告等地方获取购物灵感后，习惯在 Google 等搜索引擎上搜索相关产品，查看产品展示，并对多个品牌的产品在设计、质量、品牌、顾客评价等方面进行对比，最后选择值得信赖的品牌下单购买。因此针对受众群体进行设计、高品质的品牌产品将更容易获得海外消费者青睐，进而积累品牌认知度。公司坚持自有品牌的发展战略，旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，历时多年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。

图表59：公司三大自有品牌



SONGMICS 定位为家居品类，通过产品团队精心的选品、设计师差异化的设计，以及专业的场景化的打造，使客户在面临众多的终端产品选择时，有值得信赖的确定感。



VASAGLE 定位为家具品类，通过深入洞察消费者需求、通过精益求精的产品设计和品质管控，以扁平化包装方式，为客户提供优质、环保且有设计感的全屋家具产品。



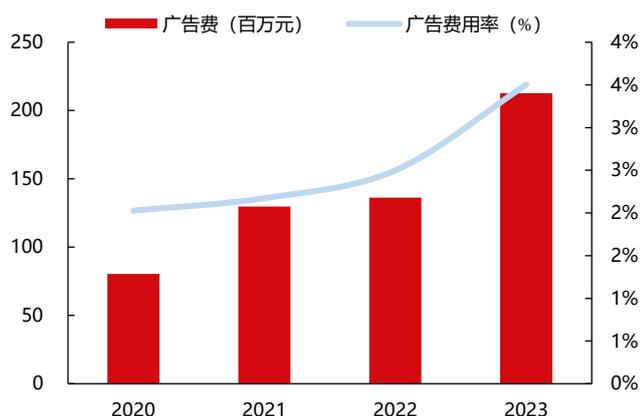
FEANDREA 定位为宠物家居品类，通过对宠物心理的精准把握，为宠物提供快乐、舒适又有趣的产品与生活，做“以家居为核心的人宠生态”。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司加大推广力度，强化品牌形象。公司加大广告投入，强化消费者认知与品牌效应，2020-2023 年，公司广告费用率分别为 2.03%/2.17%/2.50%/3.50%。公司广告费用具体可分为两部分：1) 线上平台店铺站内广告：站内广告预算包括了亚马逊、ManoMano、Cdiscount、OTTO 等平台，由于亚马逊为公司最重要的线上销售平台和

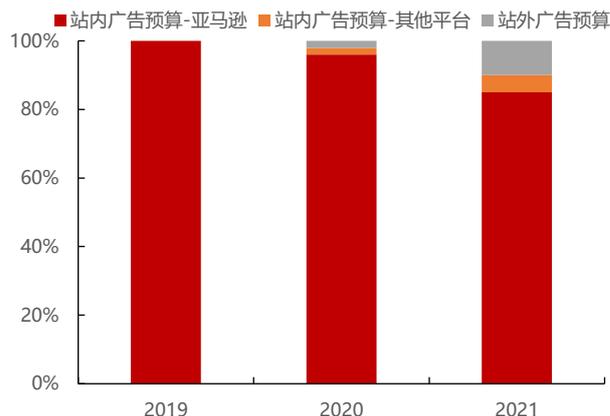
线上 B2B 客户，因此 2019 年站内广告预算全部为亚马逊站内投入；随着公司大力拓展其他平台和独立站，2020-2021 年，公司其他平台站内广告预算以及站外广告预算占比则呈逐年上升趋势。2) 站外广告：公司通过在 Facebook、Instagram、Pinterest 等社交平台展示广告服务进行宣传推广；购买 Google Ads（谷歌广告）、ShareASale 等专业营销服务机构的营销推广服务。

图表60：2020-2023 年公司广告费用率持续上升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表61：2019-2021 年亚马逊站内广告预算占比下降



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司设立本土化团队有助于公司洞察消费者需求。不同国家之间有不同的文化差异，进而形成不同的审美和生活习惯的差异，公司通过设立本土化的团队，可以更高效地输出贴近本地特点的营销文案和视频素材，给消费者呈现原汁原味的使用场景和生活搭配灵感，提升转化效率。同时能够更好地触达终端消费者，有助于公司深刻洞察消费者需求，及时跟踪掌握市场动向。截至 2022 年 6 月 30 日，公司在海外拥有 111 人的业务团队，基本实现了产品设计本土化、营销内容本土化、产品文案本土化以及客户服务本土化。

图表62：境外员工人数分布

公司名称	主要职能	2019	2020	2021	2022H1
EUZIEL	欧洲市场仓储、销售业务	32	47	62	65
AMEZIEL	北美市场仓储、销售业务	18	31	40	40
FURNOLIC	英国市场仓储等业务			5	6
合计		50	78	107	111

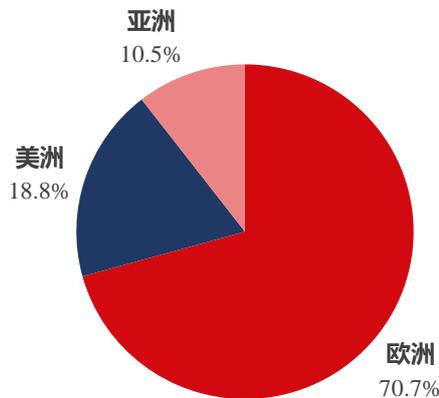
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.5 致欧 VS 宜家：产品风格多样+聚焦线上

公司同类产品领域中最知名品牌企业是宜家家居。瑞典宜家集团 (IKEA) 成立于 1943 年，是全球最大的家具及家居用品企业，公司大部分营收来源于欧洲，2022 年欧洲营收占比为 70.7%，线上购物渠道为宜家官方网上购物商城，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、炊具系列、房

屋储藏系列、儿童产品系列等。

图表63：2022 财年宜家不同地区营收占比



资料来源：Ingka 官网，国联证券研究所

注：2022 财年指 2022 年 9 月 1 日-2023 年 8 月 31 日

致欧相较于宜家产品风格更为多样，产品设计更加契合线上销售渠道。宜家的产品以北欧风为主，致欧科技有田园风、轻奢风、工业风等诸多产品风格，可供年轻人选择的更多。宜家主打线下场景化体验购买的模式，线下门店数量多，截至 2023 年 10 月 12 日共有 468 家门店，2023 财年线下销售收入占比为 77%；致欧科技以线上销售为主，2022 年线上销售收入占比为 93.58%，其产品通过可拆装、平板化的设计来匹配更长距离的运输，并且产品的开新速度相对宜家更快。

图表64：宜家的产品以北欧风为主



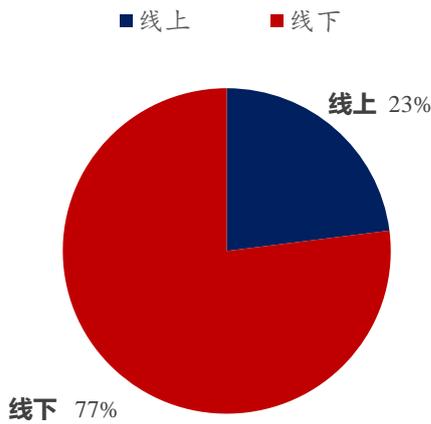
资料来源：IKEA 官网，国联证券研究所

图表65：致欧的产品风格多样



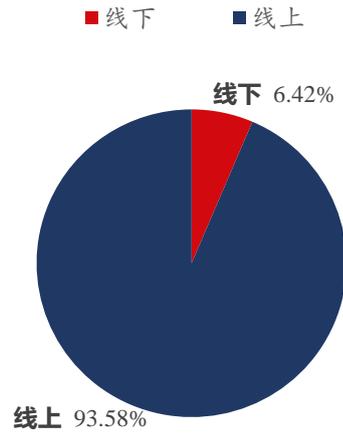
资料来源：致欧公司官网，国联证券研究所

图表66：2023 财年宜家不同渠道销售收入占比



资料来源：Ingka 官网，国联证券研究所
注：2023 财年指 2022 年 9 月 1 日-2023 年 8 月 31 日

图表67：2022 年致欧科技不同渠道主营业务收入占比



资料来源：致欧公司公告，国联证券研究所

3.6 增长展望：扩渠道+拓品类+提份额+拓市场

扩渠道：除了 ManoMano、Cdiscount、eBay 等传统第三方电商平台外，公司也入驻了部分新兴的跨境电商平台，包括 B2C 独立站模式快时尚品牌类跨境电商平台以及社交电商平台 TikTok Shop。相较而言切入线下 KA 渠道难度较大，公司目前已进入 Hobby Lobby 等二线零售商线下渠道，并已进入 Walmart、Target 等头部零售商的线上渠道，若后续产品持续维持热销，则有望进一步从 3P 扩展到 1P，从而进入头部线下 KA 渠道。

图表68：公司新兴跨境电商平台入驻情况

	Shein (已入驻)	TikTok Shop (已入驻)	Temu
上线时间	2012 年	2021 年	2022 年
覆盖市场	美国、巴西、爱尔兰等超 150 个国家地区	英国、美国、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡等国家	至 2023 年底已在北美、欧洲、中东、东南亚、拉美等地区的 48 国开设站点
主要品类	以男装、女装、童装等服饰和配饰为主，正在向全品类扩张	以女装、美妆个护、手机数码、宠物用品、母婴用品、运动与户外六大品类为主	女装、厨房工具、家居用品为主要品类，正在向全品类扩张
定位	B2C 独立站快时尚品牌类跨境电商	社交电商	极致性价比

资料来源：各公司官网，雨果跨境，亿邦动力，国联证券研究所

拓品类：相较于宜家的 18 个一级目录，公司品类拓展的空间还很大。目前公司在纺织品、灯具照明、餐具和厨具、智能家居、花盆和植物等品类均尚未涉及。参考宜家的品类布局，公司后续若结合自身销售模式进行拓展，预计能带来较大业绩增量空间。

图表69：相较于宜家，公司品类拓展空间较大

品类	主要产品	宜家	致欧
储物和收纳	书柜/衣柜/抽屉柜/橱柜/电视柜/餐边柜/户外储物/鞋柜等	✓	✓
家具	电竞家具/沙发/衣柜/床/椅子/电视和多媒体家具/婴儿家具/餐厅家具等	✓	✓
床和床垫	床/床垫/床上用品/床头柜/床底收纳等	✓	✓
纺织品	床上用品/窗帘/卷帘/靠垫/户外靠垫/毯子/餐桌用纺织品/浴室纺织品/厨房纺织品/地毯等	✓	-
装饰品	图片和框架/镜子/时钟/花瓶和碗/装饰配件/植物和花/蜡烛和烛台/节日装饰等	✓	✓
灯具照明	灯具/装饰灯/LED/户外照明/智能照明/浴室照明/内置灯具等	✓	-
整体厨房和电器	厨房电器/厨房门板/水龙头和水槽/厨房收纳/操作台面/照明/置物架/厨房柜体等	✓	✓
餐具和厨具	锅具/餐具/烹饪用具和烘焙用具/刀具/餐具/户外野餐/玻璃皿和水壶等	✓	-
智能家居	空气净化器/智能照明/电动卷帘/控制装置和配件/无线音箱等	✓	-
婴儿和儿童	儿童家具/婴儿家具	✓	-
浴室产品	浴室家具及储物家具/洗脸池/水槽/花洒/水龙头/浴室镜/浴室照明/浴室衣物洗涤及晾晒/浴室纺织品/浴室配件等	✓	✓
户外产品	户外家具/户外储物/遮阳伞和凉亭/户外厨房和配件/户外照明/户外地毯/户外地板/户外花盆和植物等	✓	✓
地毯、门垫和地板	地毯/户外地板/门垫/浴室垫子	✓	-
花盆和植物	植物和话/花盆/植物支撑架和移动用具/园艺配件/浇水壶等	✓	-
清洁及晾晒用品	垃圾桶/洗衣篮/晾衣架/烫衣板/洗碗用具/清洁晾晒架/洗衣配件/清洁配件等	✓	-
家用电子产品	厨房电器/电线和充电器/手机、平板配件/扬声器/智能照明/空气净化器和过滤器等	✓	-
家具修缮	搬家用品/工具和安装件/拉手和拉钮/护理油/降噪用品/安全产品/斯基塔滑门系统	✓	-
冬季节日	冬季照明/冬季花盆和绿植/节日装饰/冬季纺织品/冬季餐具/包装纸和礼品袋/冬季烹饪和烘焙工具等	✓	-

资料来源：公司公告，宜家官网，国联证券研究所整理

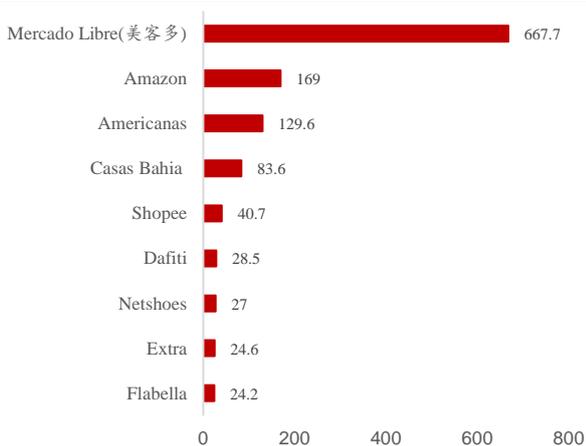
提份额：巩固欧洲大本营，进一步提升美国市场占有率。公司目前在欧洲的市场地位较为稳固，是营收最主要的来源，未来将继续采取巩固的策略。但在美国的市场占有率较低，未来计划投入更多的资源和资金以提升市占率。**拓市场：积极开拓拉美和澳大利亚等市场。**公司已在2023年上半年通过入驻拉美龙头电商平台美客多发力拉美市场，其中墨西哥站点已于7月份正式开售。拉美市场受益于人口红利、基础设施提升等因素，预计在2023-2025年能保持25%以上的增速。公司也计划未来在澳大利亚设立子公司。

图表70: 目前公司在美国市场的占有率较低, 有较大提升空间

国家或地区	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
美国	市场规模 (亿元)	9.84	15.68	22.44
	市场占有率	0.62%	0.55%	0.81%
德国	市场规模 (亿元)	6.34	10.4	16.28
	市场占有率	1.77%	2.02%	2.85%
法国	市场规模 (亿元)	3.32	5.71	8.7
	市场占有率	2.57%	3.49%	5.56%
英国	市场规模 (亿元)	2.44	4.79	6.08
	市场占有率	0.78%	1.02%	1.14%
意大利	市场规模 (亿元)	1.82	2.93	4.07
	市场占有率	2.88%	3.40%	3.56%
西班牙	市场规模 (亿元)	1.43	2.34	3.09
	市场占有率	1.88%	1.98%	2.34%

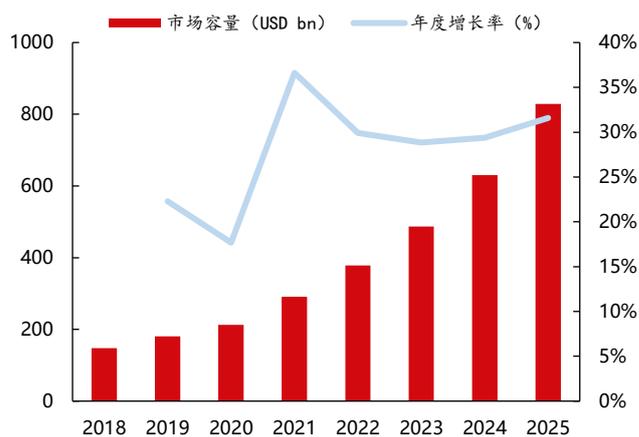
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表71: 拉美 Top10 电商平台月访问量排名 (百万)



资料来源: Webretailer June 2023, 国联证券研究所
注: 为各电商平台 2023 年 6 月的月访问量

图表72: 2018-2025 年拉美电商市场增长情况



资料来源: AMI, World Bank, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

家具系列：1) 营收：随着公司进一步拓展品类以及拓展北美、拉美等地市场，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 25%、23%、20%。2) 毛利率：胡塞武装封锁红海航道引发全球物流危机，导致全球海运费用上涨，但与此同时公司持续推进供应链改造，优化流程，实现降本增效，我们假设 2024 年公司毛利率小幅下滑，2025 年有所提升，2024-2026 年毛利率分别为 36.50%、36.60%、36.65%。

家居系列：1) 营收：随着家居品类持续拓展，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 28%、20%、18%。2) 毛利率：家居系列拓展产品矩阵，部分新产品或拉高毛利率，但是我们预计 2024 年毛利率会受海运成本上涨的影响，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 37.00%、37.10%、37.20%。

庭院系列：1) 营收：2022-2023 年庭院品类由于受消费向线下回归，市场竞争加剧以及欧美国家高通胀带来的消费需求低迷，但未来随着海外公司庭院系列产品持续完善产品结构，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 8%、10%、10%；2) 毛利率：我们预计庭院系列产品的毛利率同样在 2024 年会受海运费用上涨的影响，同时毛利率较低的套装类产品组合占比提升，综合考虑，假设 2024-2026 年毛利率分别为 33.00%、33.00%、33.20%。

宠物系列：1) 营收：公司宠物系列产品未来预计将维持较高的增速，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 42%、35%、34%。2) 毛利率：我们预计公司宠物系列产品毛利率同样受海运费用的影响下降后升，假设 2024-2026 年毛利率分别为 35.40%、35.45%、35.50%。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.74/93.70/112.58 亿元，对应增速分别为 26.34%/22.10%/20.14%；费用端方面，假设随着公司规模扩大，销售和管理费用率持续降低，我们假设 2023-2025 年销售费用率分别为 23.00%/22.95%/22.93%；管理费用率分别为 3.80%/3.78%/3.76%。由于公司坚持自有品牌建设，我们以及公司研发费用率在未来 3 年会有增长，我们假设 2023-2025 年研发费用率分别为 1.00%/1.07%/1.15%。2023-2025 年归母净利润分别为 4.84/6.17/7.63 亿元，对应增速分别 17.29%/27.47%/23.62%。

图表73：公司营收测算汇总（百万元）

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2025E
家具系列	3092.37	2586.43	2710.41	3388.02	4167.26	5000.71
YOY	57.07%	-16.36%	4.79%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率	45.26%	44.78%	36.63%	36.50%	36.60%	36.65%

毛利	1399.68	1158.31	992.91	1236.63	1525.22	1832.76
家居系列	1876.71	1868.38	2285.22	2925.08	3510.09	4141.91
YOY	37.70%	-0.44%	22.31%	28.00%	20.00%	18.00%
毛利率	54.73%	53.63%	37.16%	37.00%	37.10%	37.20%
毛利	1027.12	1002.00	849.25	1082.28	1302.24	1540.79
庭院系列	633.01	531.63	466.45	503.76	554.14	609.55
YOY	64.06%	-16.02%	-12.26%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	54.86%	46.35%	33.10%	33.00%	33.00%	33.20%
毛利	347.29	246.41	154.39	166.24	182.87	202.37
宠物系列	341.97	377.66	518.54	736.33	994.04	1332.02
YOY	45.79%	10.44%	37.30%	42.00%	35.00%	34.00%
毛利率	51.97%	49.31%	35.86%	35.40%	35.45%	35.50%
毛利	177.73	186.22	185.97	260.66	352.39	472.87
其他产品	14.62	13.87	2.93	3.16	3.42	3.76
YOY	-7.17%	-5.13%	-78.88%	8.00%	8.00%	10.00%
毛利率	42.39%	39.36%	27.23%	27.10%	27.15%	27.20%
毛利	6.20	5.46	0.80	0.86	0.93	1.02
其他业务	8.70	77.43	90.64	117.83	141.40	169.68
YOY	178.49%	789.75%	17.06%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	26.48%	30.25%	25.19%	26.00%	26.00%	26.00%
毛利	2.30	23.42	22.83	30.64	36.76	44.12
营业总收入	5967.38	5455.39	6074.19	7674.18	9370.35	11257.63
YOY	50.27%	-8.58%	11.34%	26.34%	22.10%	20.14%
毛利率	32.64%	31.65%	36.32%	36.19%	36.29%	36.37%
毛利	1947.58	1726.60	2206.15	2777.30	3400.41	4093.93
营业成本	4019.80	3728.79	3868.04	4896.88	5969.94	7163.70
销售费用	1,313.08	1,201.02	1,409.97	1765.06	2150.50	2581.37
销售费用率	22.00%	22.02%	23.21%	23.00%	22.95%	22.93%
管理费用	177.18	174.01	244.40	291.62	354.20	423.29
管理费用率	2.97%	3.19%	4.02%	3.80%	3.78%	3.76%
研发费用	24.51	45.01	60.07	76.74	100.26	129.46
研发费用 (%)	0.41%	0.83%	0.99%	1.00%	1.07%	1.15%
归母净利润	239.82	250.11	412.88	484.25	617.28	763.08
YOY	-36.93%	4.29%	65.08%	17.29%	27.47%	23.62%

资料来源：iFinD，国联证券研究所 注：2023年后业务拆分的毛利率统计口径有调整

4.2 估值与投资建议

1) 绝对估值法：参考十年期国债利率给予 2.30% 的无风险利率，市场预期回报率参考近 10 年沪深 300 指数平均收益率，给予 6.75%，并将致欧科技预测期分为三个阶段：1) 2024-2026 年为第一阶段，逐年预测；2) 2027-2034 年为第二阶段，此时逐渐步入稳健增长阶段，给予第二阶段 10% 的复合增长率；3) 2031 年以后为第三阶段，给予永续增长率 2.1%。最终 FCFF 估值测算得公司股票价值为 26.83 元/股。

图表74：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.30%
市场预期回报率 Rm	6.75%
第二阶段年数 (年)	8
第二阶段增长率	10.00%
永续增长率	2.10%
有效税率 Tx	14.60%
Ke	10.25%
Kd	3.00%
Wd	33.35%
WACC	7.83%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表75：FCFF 估值明细 (百万元)

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	805.93	7.80%
第二阶段	2,816.11	27.24%
第三阶段 (终值)	6,715.11	64.96%
企业价值 AEV	10,337.15	
加：非核心资产	1,997.67	19.33%
减：带息债务(账面价值)	1,561.89	15.11%
减：少数股东权益	0.00	0.00%
股权价值	10,772.93	104.22%
除：总股本(股)	401,500,000.00	
每股价值(元)	26.83	

资料来源：iFinD，国联证券研究所

2) 相对估值法：我们选取同为跨境电商企业的赛维时代、焦点科技作为可比公司，最新收盘价对应的 2024 年可比公司平均 PE 为 23 倍。我们参考可比公司，给予公司 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 27.74 元。

图表76：行业可比公司盈利预测与 PE 估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
301381.SZ	赛维时代	105.87	1.18	1.54	1.86	22	17	14
002315.SZ	焦点科技	108.72	1.51	1.83	2.19	23	19	16
	行业平均					23	18	15
301376.SZ	致欧科技	94.47	1.21	1.54	1.90	20	15	12

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算；注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价，可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

综合考虑 PE 估值法和 FCFF 估值法，我们给予公司对应目标价 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 27.74 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

1) **海外经济波动风险。**公司主要从事跨境出口电商业务，如果未来海外经济增长放缓或者出现系统性的金融危机，都将严重制约整个国外消费市场的需求，加剧公司经营压力。

2) **行业竞争加剧风险。**目前跨境出口电商行业尚处在起步阶段，竞争格局较为分散，新进入者为争夺流量可能加大市场投入，促使竞争态势加剧。

3) **国际海运费用持续上涨风险。**近期受巴以冲突的影响，途经苏伊士运河—红海航线的船只频繁遭到攻击，导致海运费用上涨。若未来巴以冲突无法短期内结束，海运费用将长期维持在高位从而影响行业内相关公司的盈利能力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼