

分析师: 龙羽洁
登记编码: S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

领跑跨境家居电商企业, 中国品牌出海正当时

——致欧科技(301376)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

市场数据(2024-07-22)

收盘价(元)	18.96
一年内最高/最低(元)	29.60/18.50
沪深 300 指数	3,514.92
市净率(倍)	2.36
流通市值(亿元)	24.19

发布日期: 2024 年 07 月 23 日

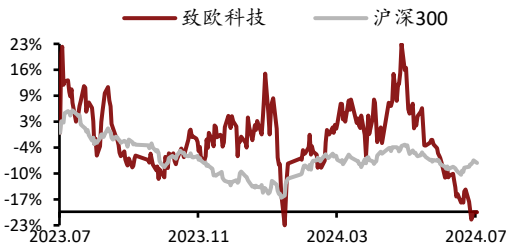
基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	8.02
每股经营现金流(元)	1.09
毛利率(%)	36.00
净资产收益率_摊薄(%)	3.12
资产负债率(%)	43.84
总股本/流通股(万股)	40,150.00/12,756.46
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

投资要点:

- 公司是全球知名互联网家居品牌商, 线上“宜家”。公司从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售, 产品分为家具、家居、庭院、宠物四大系列, 品牌三大核心价值为设计感、性价比和高便捷, 是对标“宜家”的线上家居品牌。公司深耕欧美线上家居零售市场十余年, 产品在欧美获得消费者认可, 多款产品常年位列亚马逊等电商平台畅销榜前列。背靠中国完善的供应链制造体系和优质的家具家居产业集群, 公司采取自主研发或合作开发、外协生产的产品供应模式, 通过海外仓的跨境仓储物流体系, 以亚马逊等海外知名电商平台为主要销售渠道。公司业绩稳步增长, 2018/2023 年分别实现营业收入 15.95/60.74 亿元, 期间 CAGR 达 31%; 公司 2018/2023 年分别实现归母净利润 0.41/4.13 亿元, 期间 CAGR 达 59%。
- 家居市场规模稳步增长, 欧美线上渗透率持续提升, 跨境电商配套设施日益完善。根据 Statista, 全球家具及家居用品市场收入呈现稳步增长态势, 2014 年至 2021 年的 CAGR 为 4.06%, 预计 2025 年将突破 1.62 万亿美元; 根据亿欧智库, 中国家居行业零售规模 2026 年有望达到 4.89 万亿元。我国是当前全球最大的家具生产国、出口国, 尽管受到贸易摩擦等外部不利因素影响, 近几年出口额仍保持增长态势, 2024 年出口数据表现亮眼, 后续随着美联储降息, 预计将进一步释放美国购房需求, 带动我国家居用品出口增长。通胀背景下, 欧美消费者对产品“性价比”的重视度显著提升, 线上购物平台以其价格透明、选择丰富及高性价比的优势, 吸引大量消费者, 欧美等国的电商渗透率快速提升, 根据 Euromonitor, 美国网络零售渗透率已攀升至 27.47%, 欧洲达到 15.80%, 与中国市场 36.22% 相比, 仍有较大的提升空间。跨境电商行业区别于传统外贸, 以 B2C 为主, 助力出口快速发展, 国家出台一系列政策促进跨境电商行业快速发展, 海外仓的运营能力成为跨境电商企业的核心竞争优势, 全国跨境电商主体已超 12 万家, 建设海外仓超 2500 个。
- 公司深耕欧美市场, 具备品牌、渠道、仓储等方面的先发优势。公司产品已在欧美市场获得了消费者的认可, 截至 2024 年 3 月 31 日, 公司亚马逊德国、法国、英国和意大利等站点在家居家具品类中排名第 1; 公司构建了海外“自营仓+平台仓+三方合作仓”的仓储布局, 并在尾程派送环节与 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, 公司持续加大自营仓建设力度, 截至 2023 年底公司国内外自营仓面积已达 28 万平方米, 截至目前公司 2024 年新增的自营海外仓面积约 12.3 万平方米; 公司已在海外市场构建了多层次渠道的销售体系, 主要销售渠道为亚马

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《致欧科技(301376)季报点评: 24Q1 收入高增, 短期扰动不改长期优势》 2024-04-26

《致欧科技(301376)年报点评: 业绩表现靓丽, 供应链优势凸显, 看好跨境家居电商龙头》 2024-04-20

联系人: 马崑琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

逊 B2C，同时持续拓宽渠道覆盖，从线上走向线下，并持续扩大 TikTok Shop、SHEIN、TEMU 等国内知名出海电商平台。海运费在 2024 年不断上涨，虽然受红海事件等因素影响，但是距离 2022 年度的高价格段仍有一定距离，公司作为领先的跨境电商企业之一，在海运费谈判环节有明显的规模优势，还通过签定长约价协议在一定程度上减小海运费上涨对公司业绩的影响，随着市场逐步投入新增运力，预计海运费中长期不存在继续大幅上涨的动力。关税在公司全部主营成本中占比较小，远低于产品采购成本、运输费和海运费，自 2018 年美国对中国商品多轮次加征关税以来，公司已采取适当调整终端销售价格、不断进行产品迭代、采购端价格调整、拓展其他国家或地区业务等一系列应对措施降低影响，公司在 2024 年加大对东南亚采购的产品范围和力度，计划将东南亚地区对美出货比例提高至 20% 左右，进一步降低关税成本对产品竞争力的影响。

- **盈利预测及投资建议。**预计公司 2024 年、2025 年、2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4.51 亿元、6.11 亿元、7.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.12 元、1.52 元、1.95 元，按 7 月 22 日 18.96 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 16.87 倍、12.46 倍、9.71 倍。公司深耕欧美线上家居零售市场十余年，在跨境电商领域具备先发优势，积累了一定的品牌影响力和认知力，2024 年仍以欧美为主，稳定拓展欧洲市场，提高美国市场渗透率，同时开展新兴市场包括墨西哥和澳大利亚的布局，在品牌归一化、降本增效、渠道拓展以及仓储物流等方面有进一步规划，维持公司“买入”评级。

风险提示：政治及贸易摩擦的风险；海运费大幅波动的风险；汇率大幅波动的风险；海外需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,455	6,074	7,597	9,289	11,148
增长比率（%）	-8.58	11.34	25.07	22.27	20.01
净利润（百万元）	250	413	451	611	784
增长比率（%）	4.29	65.08	9.27	35.43	28.24
每股收益(元)	0.62	1.03	1.12	1.52	1.95
市盈率(倍)	30.44	18.44	16.87	12.46	9.71

资料来源：中原证券研究所，聚源

内容目录

1. 全球知名互联网家居品牌商，线上“宜家”	5
1.1. 打造家居自有品牌，产品涵盖四大系列	5
1.2. 初创于德国，历经十余年发展	6
1.3. 股权结构集中，高管团队经验丰富	7
1.4. 经营分析：受益于欧美通胀，公司业绩稳步增长	9
1.5. 股权激励彰显公司未来发展信心	13
2. 行业：欧美线上渗透率持续提升，跨境电商配套设施日益完善	14
2.1. 家居行业：全球及中国家居市场规模稳步增长	14
2.2. 家具出口保持高景气，海外需求有望持续增长	16
2.3. 线上渗透率持续提升，配套设施不断完善	18
3. 公司：深耕欧美市场，品牌渠道仓储具备先发优势	22
3.1. 品牌：获得欧美市场认可，跻身亚马逊家居品牌前列	22
3.2. 仓储物流：布局全球海外仓，持续优化仓储和配送时效	25
3.3. 渠道：依托亚马逊持续增长，开拓新兴电商平台	28
3.4. 预计随运力提升海运费中长期将回落，研发实力及供应链优势助力关税下降	31
3.4.1. 海运费：短期扰动公司利润，中长期预计随运力增长将回落	31
3.4.2. 关税：产品迭代提高终端售价，供应链转移降低关税影响	34
3.5. 展望：产品系列化、品牌聚焦核心、供应链生态圈、优化仓储布局	37
4. 盈利预测及投资建议	38
4.1. 核心假设	38
4.2. 估值和投资建议	39
5. 风险提示	40

图表目录

图 1：公司三大自有品牌	5
图 2：公司部分产品示意图	6
图 3：致欧科技发展历程	7
图 4：公司股权结构（截至 2024 年 1 季度）	7
图 5：2018 年以来公司营业收入及同比增速	9
图 6：2018 年以来公司归母净利润及同比增速	10
图 7：2020 年以来中国出口集装箱运价指数 CCFI 情况	10
图 8：2018 年以来毛利率、净利率水平	11
图 9：2018 年以来公司费用率变化	11
图 10：2018 年以来各品类收入变化（亿元）	11
图 11：2023 年各品类收入占比（亿元）	11
图 12：2018 年以来各地区收入变化（亿元）	12
图 13：2018 年以来各地区收入占比	12
图 14：2020 年以来各渠道收入变化（亿元）	13
图 15：2020 年以来亚马逊在 B2C 渠道中占比	13
图 16：2024 年限制性股票激励计划各批次归属比例及安排	13
图 17：2024 年限制性股票激励计划业绩考核目标	14
图 18：全球家具及家居用品市场收入及同比增速	14
图 19：全球家具市场规模	15
图 20：中国家居行业零售规模	15

图 21: 家具及其零件出口额累计值及当月值同比增速	16
图 22: 2023H2 以来各类家具用品出口金额同比增速 (%)	17
图 23: 美国成屋销售套数及同比增速	17
图 24: 美国家居批发商库存增速及库存销售比 (%)	18
图 25: 全球家居用品市场电商渠道销售占比	18
图 26: 欧美家具用品电商收入	19
图 27: 传统外贸和跨境电商比较	20
图 28: 中国跨境电商市场交易规模及增速	20
图 29: 中国跨境电商出口交易规模及增速	20
图 30: 2023 年美国电商平台市场份额	21
图 31: 2024 年美国五大电商平台预测	21
图 32: B2C 出口电商供应链解决方案	21
图 33: 直邮及海外仓占比变化	21
图 34: 主要国家跨境仓数量 (个)	22
图 35: 主品牌 SONGMICS HOME 在亚马逊各国家站点评论数排名情况	23
图 36: 2020 年以来广告费及投入占比	24
图 37: 各渠道广告预算占比变化情况	25
图 38: 公司仓储物流模式	25
图 39: 公司 2022 年底仓储分布情况	26
图 40: 公司 2024 年新增自营海外仓面积约 12.3 万方	27
图 41: 自营仓数量及面积	28
图 42: 各类仓储模式收入占比	28
图 43: 公司在主要销售国家的市场占有率	28
图 44: 2020 年以来 B2B 和 B2C 收入占比	29
图 45: 2022 年公司各渠道销售收入占比	30
图 46: 美国电商平台月访问量 (百万)	31
图 47: 欧洲电商平台月访问量 (百万)	31
图 48: 中国出海电商平台访问量	31
图 49: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 数据	32
图 50: 公司主营业务成本拆分	33
图 51: 公司欧洲航线结算价与市场价对比	33
图 52: 公司欧洲航线长约价与普通价货柜占比	33
图 53: 全球集装箱船运力	34
图 54: 2018 年以来公司各地区收入占比	34
图 55: 美国三轮加征关税对中国家具出口的影响	35
图 56: 公司主营业务成本拆分	36
表 1: 公司高级管理人员简介	8
表 2: 自营仓与平台仓费用率比较	27
表 3: 公司在亚马逊各国平台第三方卖家排名 (2022 年 2 月 28 日)	30
表 4: 2018 年以来美国加征关税的范围及对公司影响	35
表 5: 加征减征关税对美国子公司毛利影响	37
表 6: 公司主营业务预测情况 (百万元)	39
表 7: 可比公司盈利预测及估值情况	40

1. 全球知名互联网家居品牌商，线上“宜家”

1.1. 打造家居自有品牌，产品涵盖四大系列

公司主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品基本划分为家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列在内的四大产品系列。公司品牌三大核心价值为设计感、性价比和高便捷（Stylish、Valuable、Efficient），对标“宜家”的线上一站式家居品牌，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。公司产品先后进入欧洲、中北美、亚洲等 70 余个国家和地区，已服务全球超过 2000 万家庭用户，主要销售范围覆盖欧洲、北美、日本等国家或地区。

公司以“全球互联网家居领先品牌”为长期发展战略定位，是全球知名的互联网家居品牌商，旗下拥有家居品牌 SONGMICS、风格家具品牌 VASAGLE、宠物家居品牌 Feandrea 三大自有产品品牌，深耕欧美线上家居零售市场十余年，产品已在欧美等多地市场获得了消费者的青睐和认可，公司多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列，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。

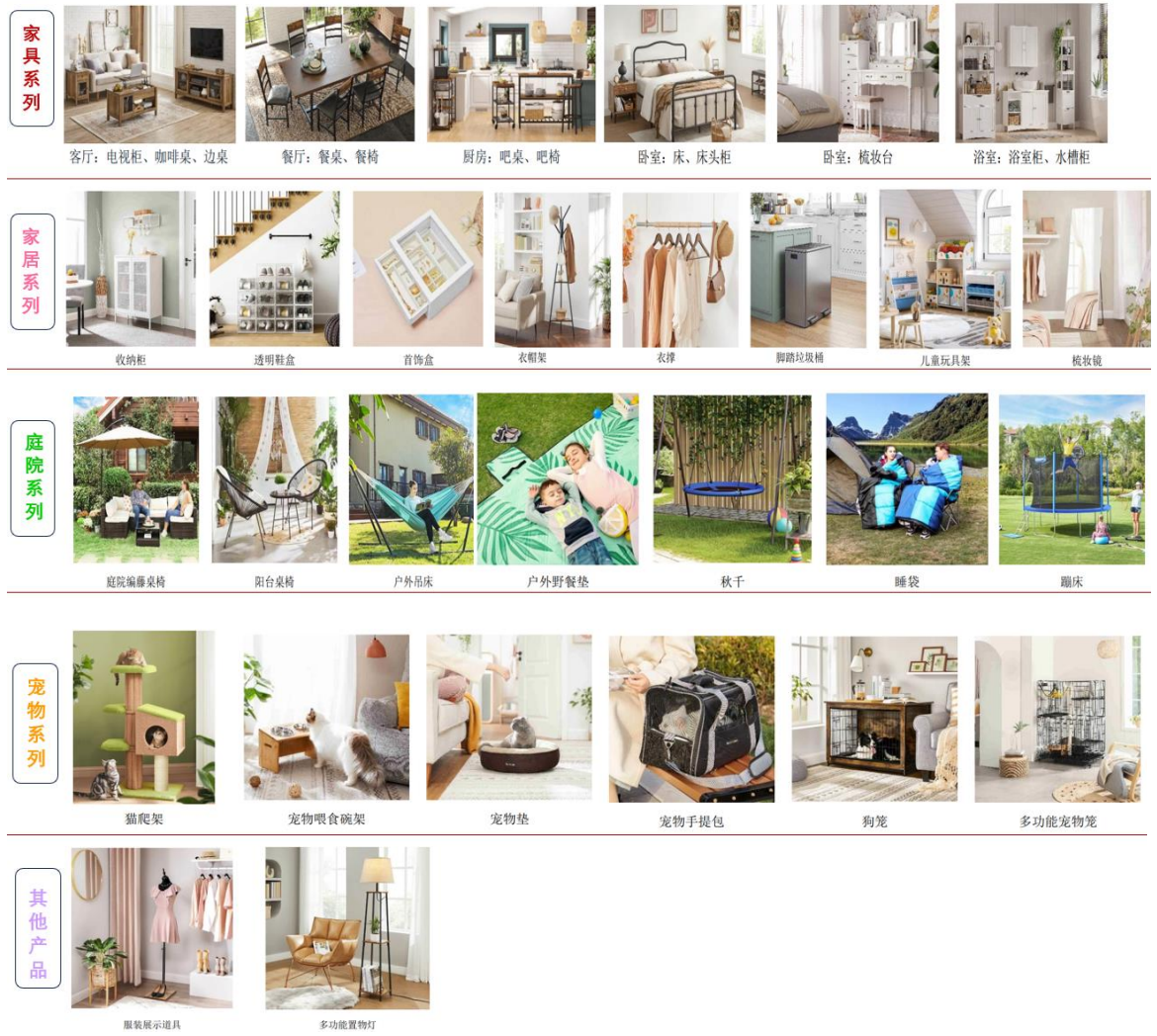
在经营模式方面，公司重点布局产品的研发设计、运营销售等高附加值业务环节，强化“微笑曲线”上游的研发迭代和设计创新，以及下游的品牌运营和销售渠道，生产制造环节则全部委托给外协厂商进行，背靠中国完善的供应链制造体系和优质的家具家居产业集群，主要采取自主研发或合作开发、外协生产的产品供应模式，通过“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的跨境仓储物流体系，以亚马逊、OTTO、Mano、Wayfair 等海外知名电商平台为主要销售渠道，为客户提供外观时尚、功能实用、品质优良的家居产品。

图 1：公司三大自有品牌

品牌	品牌介绍
	<p>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。</p>
	<p>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。</p>
	<p>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”。</p>

资料来源：公司招股说明书，中原证券研究所

图 2：公司部分产品示意图

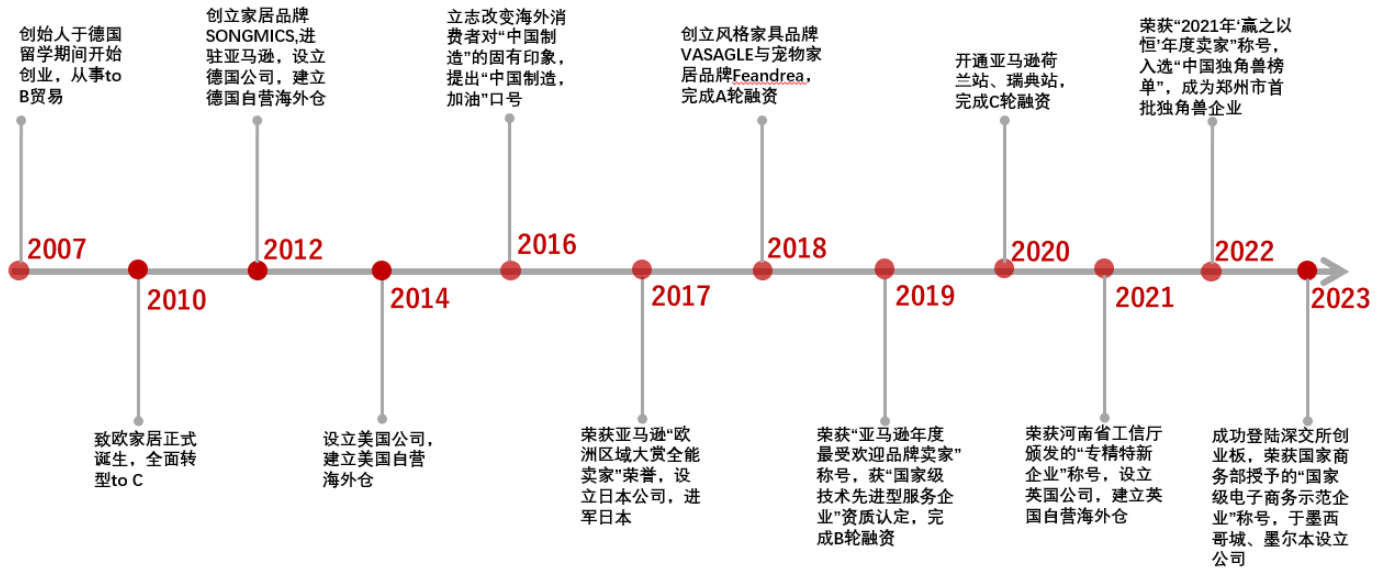


资料来源：公司招股说明书，中原证券研究所

1.2. 初创于德国，历经十余年发展

2007 年公司前身创立，创始人宋川留学德国期间，发现中国产品在德国有极高市场竞争力，萌发创业之心；2010 年公司的前身郑州致欧进出口贸易有限公司正式成立，结合互联网技术高速发展与中国制造的供应链优势，全面转型进入空间大、增速快的线上家居 to C 赛道，直面终端消费者；2017 年郑州致欧进出口贸易有限公司更名为郑州致欧网络科技有限公司，2020 年郑州致欧网络科技有限公司更名为致欧家居科技股份有限公司，2023 年于深交所创业板上市。

图 3：致欧科技发展历程



资料来源：公司官网，中原证券研究所

1.3. 股权结构集中，高管团队经验丰富

截至 2024 年 1 季度末，公司股权结构较为集中，公司控股股东、第一大股东宋川先生直接持有公司 49.31%股份，与其一致行动人张秀荣女士（宋川母亲）共同控制公司，合计持有公司 50.13%股份。除宋川外，持有公司 5%以上股份的大股东还有第二大股东安克创新，安克创新是国内较为知名的跨境电商企业，2020 年在深交所创业板上市，于 2018 年对公司进行增资；其余前十大股东中，苏州宜仲、和谐博时为私募投资基金，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（为建立健全公司的长效激励机制，充分调动员工的工作积极性和创造性，公司先后于 2017 年 12 月、2018 年 5 月、2019 年 4 月和 2020 年 6 月及 2021 年 10 月向本公司及其子公司的在职高层、中层高级管理人员、核心岗位员工及其他有突出贡献的员工通过员工持股平台实施了五次员工股权激励）。

图 4：公司股权结构（截至 2024 年 1 季度）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

2007年致欧家居前身创立，经营to B贸易，2010年在河南省郑州市正式创立致欧，全面转型to C。公司高管团队从业背景丰富，涉及多个不同领域，核心管理层年轻有为，均为75后，多为80后，管理经验丰富，由产品设计、销售、供应链管理、信息技术等专业资深从业人员构成。

表 1：公司高级管理人员简介

姓名	出生年份	学历	任职	工作经历
宋川	1977年	硕士	董事长 总经理	2010年1月创立致欧有限，先后任致欧有限监事、执行董事（董事长）兼总经理；现任公司董事长、总经理。
田琳	1977年	本科	董事	先后任郑州致欧网络科技有限公司财务负责人、人力资源负责人、董事；现任公司董事。
刘明亮	1986年	大专	董事	先后任郑州致欧网络科技有限公司销售经理、运营经理、运营事业部总监；现任公司董事。
张国印	1980年	本科	董事	先后任谷崧精密工业股份有限公司业务经理，上海大润发有限公司采购经理，河南华润万家生活超市有限公司采购经理；先后任致欧有限采购经理、供应链管理部部长；现任公司董事。
赵东平	1976年	硕士	董事	先后任戴尔中国有限公司产品销售总监、高级经理，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，湖南海翼电子商务有限公司总裁，安克创新科技股份有限公司董事、总经理；现任公司董事。
连萌	1979年	硕士	董事	先后担任新东方教育科技（集团）有限公司多种管理职位，爱奇艺创业投资管理（北京）有限公司投资经理、IDG资本投资顾问（北京）有限公司投资经理、爱奇艺创业投资管理（深圳）有限公司董事总经理、和谐卓睿（珠海）投资管理有限公司合伙人，天津宸晖投资管理有限公司合伙人、经理、执行董事；现任公司董事。
黄侦武	1964年	硕士	独立董事	先后任北京德恒律师事务所律师、合伙人，金能科技股份有限公司独立董事；现任公司独立董事。
方拥军	1972年	博士	独立董事	现为河南财经政法大学会计学院教授、硕士生导师。任飞龙汽车部件股份有限公司独立董事，河南硅烷科技发展股份有限公司独立董事，博爱新开源医疗科技集团股份有限公司独立董事，奥精医疗科技股份有限公司独立董事；公司独立董事。
吴智慧	1963年	博士	独立董事	先后任南京林业大学木材工业学院助教、讲师、副教授、教授、博士生导师、副院长、院长，家具与工业设计学院教授、博士生导师、院长，金牌厨柜家居科技股份有限公司独立董事；任南京林业大学家居与工业设计学院教授、博士生导师；公司独立董事。
陈兴	1984年	硕士	副总经理	先后任村田机械有限公司工业工程师，中兴通讯有限公司CDMA质量经理、外协质量科长、供应商质量科科长、供应链管理部部长，深圳市道通科技股份有限公司供应链中心副总经理；2021年11月至今，任公司大供应链体系负责人，副总经理。
李昆鸿	1977年	硕士	副总经理	先后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，戴尔计算机科技有限公司台湾分公司工业设计资深高级经理、亚洲CMF负责人，昕诺飞（中国）投资有限公司全球设计中心高级总监兼亚太负责人、中国设计中心总经理，紫光计算机股份有限公司亚太办事处总经理兼产品总监。2022年3月至今，任公司大产品体系负责人，副总经理。
边江华	1979年	硕士	副总经理	先后任荣利集团销售经理，金升阳科技有限公司营销总监，亿科集团副总裁，优品生活首席执行官，2021年10月起至今，任公司大销售体系负责人，副总经理。
秦永吉	1981年	本科	副总经理 董秘	先后任风神轮胎股份有限公司投资者关系，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，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	硕士	副总经理 财务总监	先后任珠海格力电器股份有限公司成本会计、财务经理，北京易速普瑞科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书，致欧有限财务部高级经理；现任公司副总经理、财务总监。
王森帅	1986年	专科	信息技术 中心高级 经理	先后任郑州正信科技发展股份有限公司开发组长，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	本科	信息技术 中心主管	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；致欧有限软件开发工程师；现任公司信息技术中心主管。

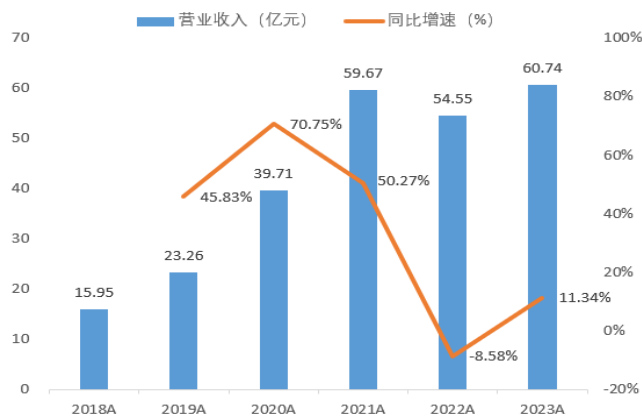
资料来源：公司公告，中原证券研究所

1.4. 经营分析：受益于欧美通胀，公司业绩稳步增长

公司 2018 年实现营业收入 15.95 亿元，收入逐年提升，2023 年实现营业收入 60.74 亿元，CAGR 达 31%，除 2022 年收入同比下降 8.58% 以外，其他年份营业收入均实现双位数增长。2022 年收入下降，一方面与 2021 年上半年因海外疫情消费高峰助推经营业绩基数较高有关，另一方面由于供给端海外市场竞争加剧，以及需求端欧美国家因高通胀、居民消费意愿和消费能力降低，可选消费品的市场需求短期内有所放缓。

2023 年公司营业收入同比增长 11.34%，公司充分受益于“平价消费”浪潮，在欧美市场持续扩张，2023 年销售产品 2037 万个，同比增长 20.01%；得益于公司在品牌归一化、产品系列打造、生态圈管理、渠道的不断拓展以及仓储物流优化等方面的持续努力，2024 年一季度公司实现营业收入 18.42 亿元，同比增长 45.30%。

图 5：2018 年以来公司营业收入及同比增速



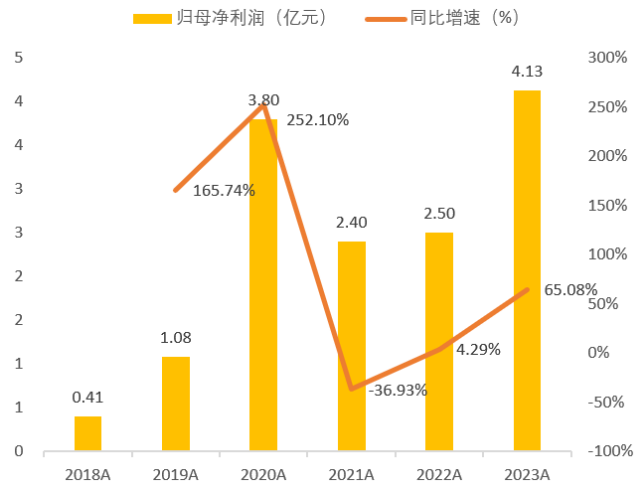
资料来源：公司公告，中原证券研究所

公司 2018 年实现归母净利润 0.41 亿元，收入逐年提升，2023 年实现归母净利润 4.13 亿元，CAGR 达 59%，除 2021 年归母净利润同比下降 36.93% 以外，其他年份均实现增长。2021 年归母净利润下降，主要受海运价格暴涨影响导致主营业务成本大幅上升，以及人民币持续升值导致汇兑损失金额较大所致。

2023 年公司实现归母净利润 4.13 亿元，同比增长 65.08%，扣非归母净利润 4.32 亿元，

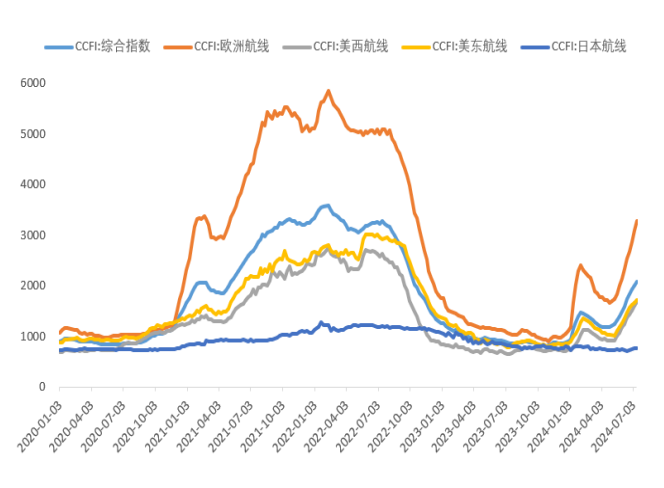
同比增长 71.78%。公司整合供应链资源，通过开展招标活动，降低采购价格，充分发挥规模效应，促进产品采购成本下降；2023 年全球海运集装箱价格全面回落，公司海运费成本显著改善；叠加欧元、美元等主要外汇汇率升值等有利因素，公司的经营业绩较 2022 年显著提升。

图 6：2018 年以来公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 7：2020 年以来中国出口集装箱运价指数 CCFI 情况

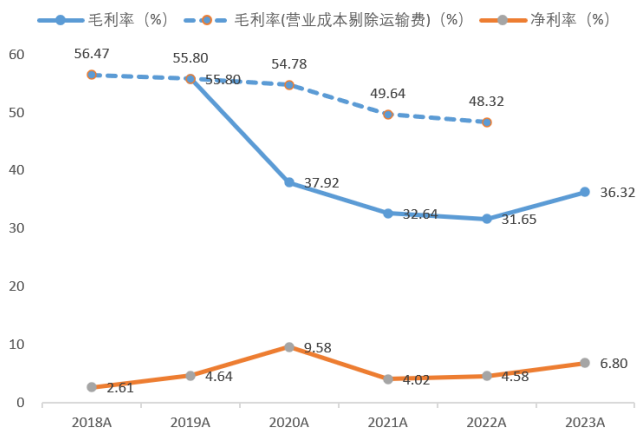


资料来源：iFinD，中原证券研究所

近三年，公司毛利率、净利率水平逐步提升，2023 年公司毛利率为 36.32%，同比+4.67pct；净利率为 6.80%，同比+2.22pct，主要得益于供应链整合下的采购成本下降，以及海运费的回落。24Q1 公司毛利率为 36%，同比-0.78pct，主要受到红海事件影响，海运费价格短期内有一定波动。根据同花顺数据，24Q1 中国出口集装箱运价指数（CCFI）欧洲航线指数同比增长 39.7%，环比增长 105.7%；按照周度数据来看，欧洲航线指数在 2024 年 2 月初达到高点 2398.52 后逐步回落，直至 4 月中旬降至 1669.04，而后再度向上，但未达到年内前期高点。24Q1 公司净利率为 5.46%，同比-1.43pct。

期间费用方面，2020 年销售费用大幅下降之后，期间费用率比较稳定。2023 年公司期间费用率 27.85%，同比+2.06pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.21%、4.02%、0.99%、-0.37%，分别同比+1.19、+0.83、+0.16、-0.12pct，销售费用增加主要随销售规模增加导致平台交易费、广告费增加，管理费用增加主要系人员数量增加所致。24Q1 公司期间费用率 30.38%，同比+1.92pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 24.37%、3.68%、0.94%、1.39%，分别同比+1.59、-0.01、-0.26、+0.60pct，销售费用增加主要由于平台销售规模增加导致平台交易费、广告费等有所增长，财务费用增加主要由于外汇汇率波动导致汇兑损失增加所致。公司在广告投放方面持续提高比例，期待未来广告投放的效果逐步显现。

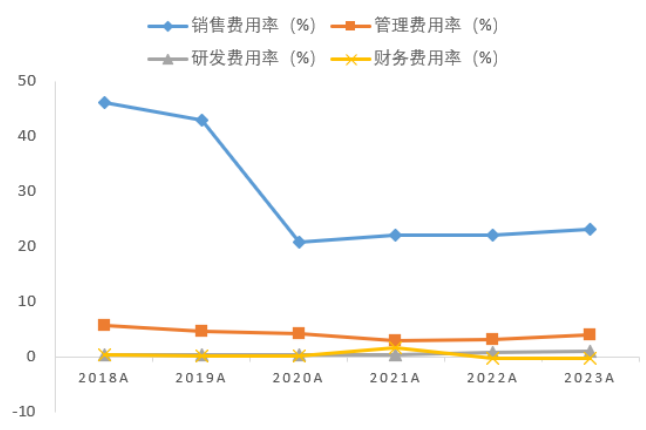
图 8：2018 年以来毛利率、净利率水平



资料来源：公司公告，中原证券研究所

注：2018-2019 年运输费计入销售费用，之后运输费计入营业成本，虚线为不含运输费的毛利率，即营业成本剔除运输费的调整后数值

图 9：2018 年以来公司费用率变化

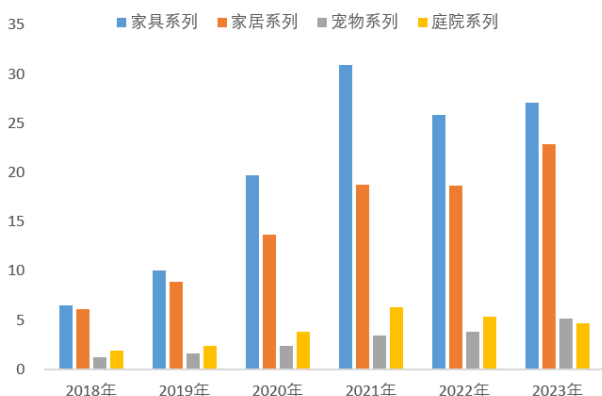


资料来源：公司公告，中原证券研究所

分品类来看，家具、家居系列是公司收入贡献最大的两大产品系列，家具系列在 2021 年突破 30 亿元后出现下降，近 6 年整体呈现波动上升态势，而家居系列 2023 年创新高，收入接近 23 亿元；宠物、庭院系列在公司收入中占比较小，庭院系列自 2021 年突破 6 亿元后，近两年逐年下滑，2023 年收入降至 5 亿元之下，而宠物系列则逐年增长，2023 年收入突破了 5 亿元。

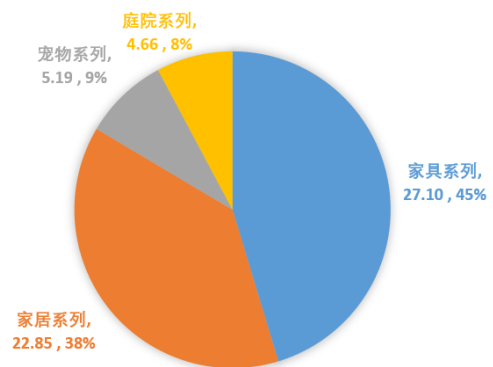
2023 年，家具/家居/宠物/庭院系列分别实现收入 27.10/22.85/5.19/4.66 亿元，分别同比 +4.79%/+22.31%/+37.30%/-12.26%。家居系列在欧洲地区保持稳健增长的同时，部分品类开始在北美市场取得一定的竞争优势，收入同比增长 22.31%；宠物系列新品表现出色，市场布局初见成效，收入同比增长 37.30%，增速位居第一，占比提升至 8.67%；家具系列在 2023 年上半年受到铁木和板材类产品招标转厂以及市场需求超预期等因素导致产能无法完全满足需求，部分国家和地区渠道出现缺货现象，影响了销售额，下半年产能问题得到解决，全年收入同比增长 4.79%；庭院系列因受 2023 年夏季天气因素以及市场体量总体下降等因素影响收入有所下滑。

图 10：2018 年以来各品类收入变化 (亿元)



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 11：2023 年各品类收入占比 (亿元)

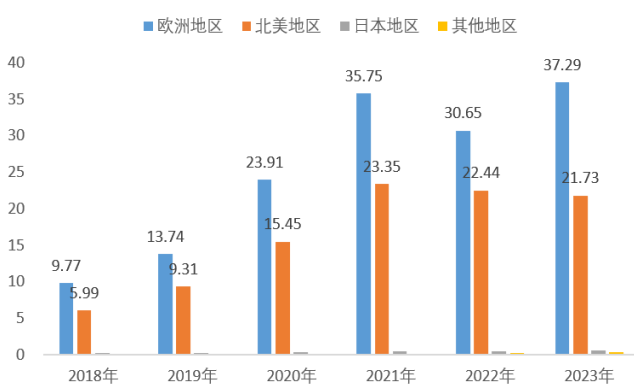


资料来源：公司公告，中原证券研究所

分地区来看，欧洲、北美地区是公司主要销售区域，自 2018 年以来两地收入合计占到公司总收入比例一直在 97% 以上，其中：欧洲地区收入占比最大，在 60% 上下波动，自 2018 年的 9.77 亿元增长至 2023 年的 37.29 亿元，CAGR 达 31%；北美地区收入占比次之，在 40% 上下波动，自 2018 年的 5.99 亿元增长至 2023 年的 21.73 亿元，CAGR 达 29%。

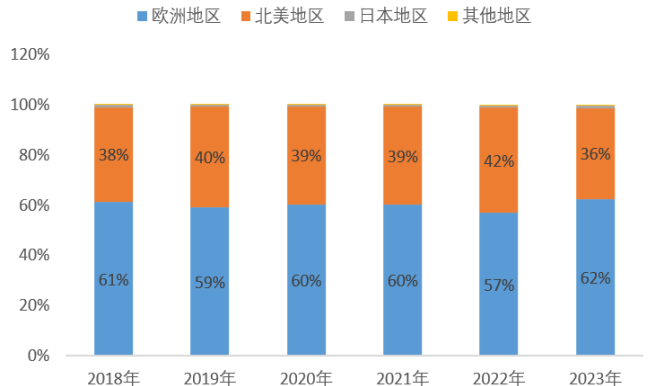
2023 年，欧洲持续增长，美国 Q4 实现大幅增长。欧洲/北美地区分别实现收入 37.29/21.73 亿元，分别同比+21.64%/-3.16%。欧洲地区 2023 年消费者信心及需求边际改善，公司拥有先发优势的仓储网络布局、渠道覆盖以及品牌影响力，新品在欧洲地区加快上市，持续为业绩增长注入动力，同时公司在 OTTO 平台的销售额显著增长。美国市场上半年受竞争加剧淘汰清货，新品延迟到货等因素影响表现不佳，随着 Q3 产能问题的解决，新品陆续到货，Q4 主营业务收入实现了大幅增长，全年下降幅度收窄。

图 12：2018 年以来各地区收入变化（亿元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 13：2018 年以来各地区收入占比

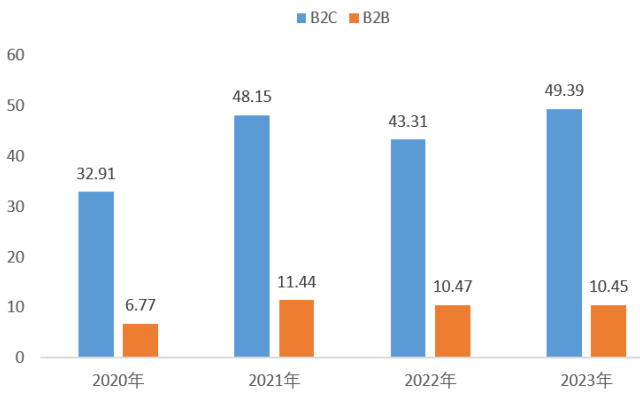


资料来源：公司公告，中原证券研究所

分渠道来看，公司主要通过 B2C 进行销售，2020 年以来占比维持在 80% 以上，其余通过 B2B 销售。B2C 渠道销售模式下，公司通过亚马逊、OTTO、独立站及其他线上平台进行销售，其中亚马逊在 B2C 中占比最高，2020 年以来一直在 70% 上下波动。

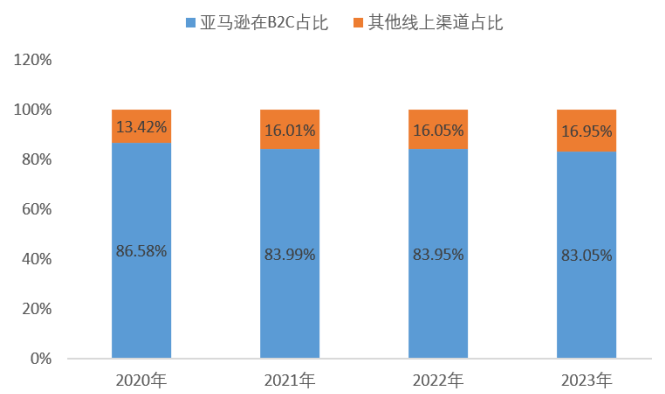
2023 年，B2C/B2B 渠道分别实现收入 49.39/10.45 亿元，分别同比+14.04%/-0.23%。B2C 模式：亚马逊平台保持稳健增长，收入同比+12.82%，占比提升至 68.55%；OTTO 平台业务发展迅猛，收入同比+80.99%，占比提升至 4.18%；独立站收入同比+22.10%，占比提升至 2.27%。B2B 模式：线上 B2B 渠道受产能问题和新品延迟到货影响，收入同比-10.98%；公司加强欧美地区的线下业务拓展，线下 B2B 渠道业务取得显著进展，收入同比+21.64%。

图 14：2020 年以来各渠道收入变化（亿元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 15：2020 年以来亚马逊在 B2C 渠道中占比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

1.5. 股权激励彰显公司未来发展信心

2024 年 2 月，公司发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），主要内容包括：激励计划首次授予激励对象不超过 47 人，包括公司任职的董事、高级管理人员、核心技术及业务人员（包含外籍员工）；首次授予限制性股票的授予价格为每股 12.13 元，即满足授予条件和归属条件后，激励对象可以每股 12.13 元的价格购买公司向激励对象授予的公司 A 股普通股股票；激励计划拟向激励对象授予权益总计不超过 401.50 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 40,150 万股的 1.00%，其中首次授予 350 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.87%；预留 51.50 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.13%。

图 16：2024 年限制性股票激励计划各批次归属比例及安排

归属安排	归属时间	归属比例
第一个归属期	自限制性股票相应授予之日起 12 个月后的首个交易日至限制性股票相应授予之日起 24 个月内的最后一个交易日止	35%
第二个归属期	自限制性股票相应授予之日起 24 个月后的首个交易日至限制性股票相应授予之日起 36 个月内的最后一个交易日止	35%
第三个归属期	自限制性股票相应授予之日起 36 个月后的首个交易日至限制性股票相应授予之日起 48 个月内的最后一个交易日止	30%

资料来源：公司公告，中原证券研究所

本激励计划首次授予的限制性股票的公司层面考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度业绩考核目标如下表所示。

图 17：2024 年限制性股票激励计划业绩考核目标

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

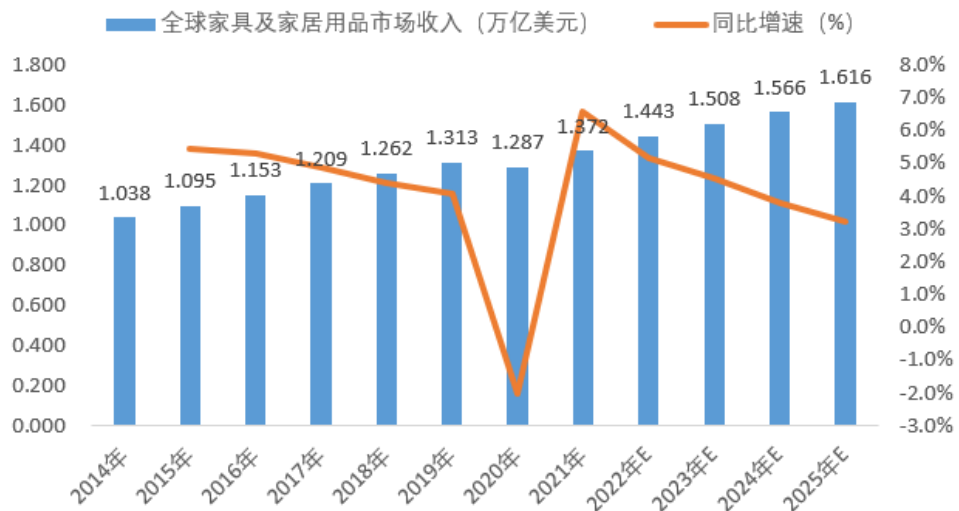
资料来源：公司公告，中原证券研究所

2. 行业：欧美线上渗透率持续提升，跨境电商配套设施日益完善

2.1. 家居行业：全球及中国家居市场规模稳步增长

根据 Statista 数据显示，全球家具及家居用品市场收入自 2014 年突破万亿规模，从 2014 年的 1.038 万亿美元增长至 2021 年的 1.372 万亿美元，CAGR 为 4.06%，整体呈现持续缓慢增长态势，2020 年受到疫情影响增速由正转负，2021 年由于低基数增速较高，预计之后增幅将恢复缓慢增长，2025 年全球家具及家居用品市场收入或将突破 1.616 万亿美元。

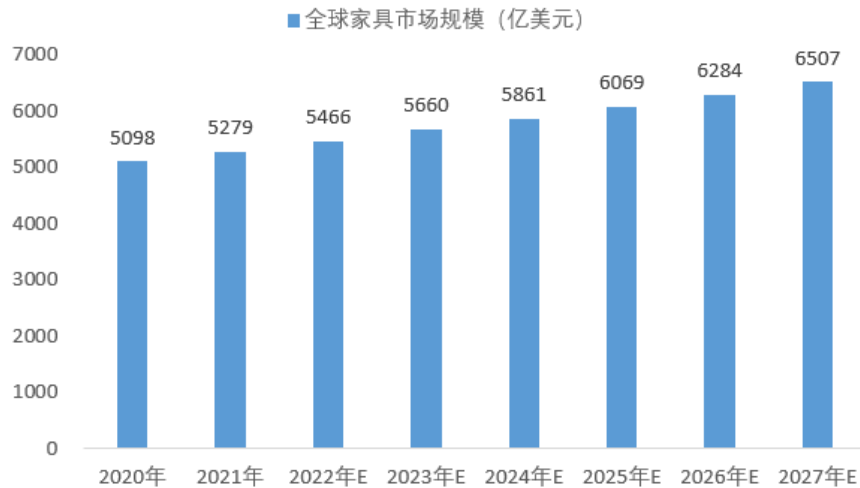
图 18：全球家具及家居用品市场收入及同比增速



资料来源：Statista，中原证券研究所

据 CSIL 数据，从 2004 年起，全球消费水平的提升带动了家具产值规模的持续扩大，但之后受金融危机的影响，2010 年全球家具产值有所下降；随后在金融危机过后的 2011-2014 年期间，受全球货币宽松政策影响，全球家具产值有所复苏，但 2015 年因欧洲经济疲软而有所下滑。从 2016 年起，全球家具产值伴随着全球经济不断复苏而逐步回暖，截至 2020 年已回升至 5098 亿美元，全球家具市场迈入稳步增长阶段。根据 Statista 数据，2027 年全球家具市场规模将达到 6507 亿美元，相比 2020 年将增长 1409 亿美元，增幅达到 27.64%。

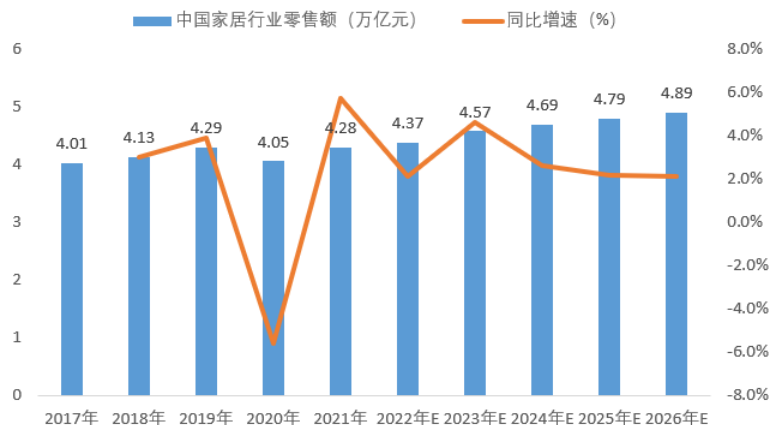
图 19：全球家具市场规模



资料来源：Statista，中原证券研究所

根据亿欧智库数据，2017-2021 年，中国家居行业零售规模从 4.01 万亿元增长至 4.28 万亿元，CAGR 约为 1.64%，其中 2020 年受疫情影响，大多规模房企增速放缓，中国家居行业零售规模同比下滑 5.6%。随着疫后消费复苏，叠加地产利好政策不断以及家居出口有望逐步改善，预计中国家居零售规模有望持续扩大。预计到 2026 年，中国家居行业零售规模有望达到 4.89 万亿元，2021-2026 年 CAGR 有望达到 2.7%，预计家居市场零售规模有望持续扩大。

图 20：中国家居行业零售规模



资料来源：亿欧智库，中原证券研究所

2.2. 家具出口保持高景气，海外需求有望持续增长

依托我国健全发达的轻工制造业基础与卓越的家具家居产业集群效应，充分利用国内供应链的强大优势，“中国制造”商品展现出了极高的性价比与强劲的市场竞争力。我国是当前全球最大的家具生产国、出口国，尽管受到中美贸易摩擦等不利外部因素影响，近几年来我国家具出口额仍保持增长态势。根据中国海关总署统计数据，2010年以来，我国家具及其零件出口金额(美元计价)呈现波动增长态势，从2010年的329.86亿美元增长至2023年的696.8亿美元，CAGR达6%，2016年出现负增长，主要由于人民币汇率上升和生产成本增加使得价格优势减弱，之后几年持续增长，2021年达到最高峰，全年家具及其零件出口金额738.31亿美元，2022-2023年受到疫情、贸易摩擦等因素影响再次出现负增长，进入2024年，家具及其零件出口金额(美元计价)累计增速由负转正，保持双位数增长态势，出口数据表现亮眼，2024年1-6月，家具及零件出口金额累计353.79亿美元，同比增长14.8%，绝对额已超过最高年份2021年前6个月的出口金额，家具出口在2024年保持了较高的景气度。

图 21：家具及其零件出口额累计值及当月值同比增速



资料来源：中国海关总署，中原证券研究所

分品类来看，床垫和部分种类沙发的出口增速自2023年下半年开始好转，多数家具品类2024年1季度均呈现大幅改善，床垫和部分沙发种类在2024年5月份仍然保持双位数增长态势，2024年以来家具大多数品类出口保持了高景气度。

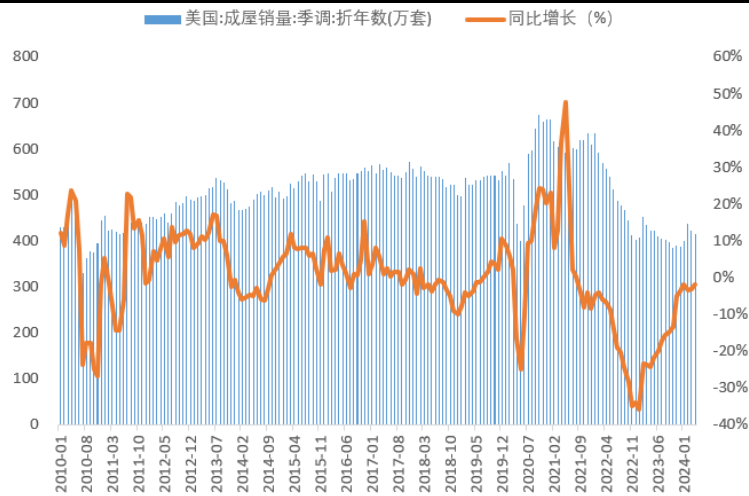
图 22：2023H2 以来各类家具用品出口金额同比增速（%）

家具产品		2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
沙发	带软垫的木框架坐具:累计同比	15.78	18.59	24.12	45.88	36.11	-2.82	-5.48	-8.29	-10.92	-13.70	-16.69
	带软垫的木框架坐具:当月同比	7.00	5.76	-6.28	65.84	36.11	28.79	24.61	18.20	14.72	10.97	-11.97
	其他带软垫的木框架坐具:累计同比	21.13	24.18	30.82	53.28	41.47	1.47	-1.33	-4.38	-7.47	-10.62	-13.96
	其他带软垫的木框架坐具:当月同比	11.84	9.10	-0.62	78.26	41.47	33.49	31.05	26.52	21.71	16.96	-9.23
	皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具:累计同比	-2.76	-0.44	1.95	21.28	17.41	-16.36	-18.42	-20.38	-21.58	-23.22	-25.16
	皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具:当月同比	-10.84	-6.40	-24.92	28.36	17.41	11.51	3.53	-8.13	-6.59	-7.41	-21.22
	带软垫的金属框架坐具:累计同比	22.22	21.65	21.56	35.75	24.84	-15.51	-18.00	-19.24	-19.05	-19.07	-19.40
	带软垫的金属框架坐具:当月同比	26.17	21.89	-1.19	60.61	24.84	9.47	-6.09	-20.96	-18.85	-16.31	-13.21
	其他带软垫的金属框架坐具:累计同比	25.56	24.87	24.61	38.14	27.72	-15.41	-18.13	-19.48	-19.50	-19.74	-20.35
其他带软垫的金属框架坐具:当月同比	30.07	25.62	2.56	61.49	27.72	12.32	-5.12	-19.29	-17.33	-14.43	-11.37	
床垫	弹簧床垫:累计同比	43.17	42.95	47.01	66.02	71.04	11.63	8.93	7.07	5.64	3.85	0.74
	弹簧床垫:当月同比	44.53	33.19	20.85	57.45	71.04	40.03	25.55	18.34	18.41	25.69	12.41
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫,不论是否包面:累计同比	12.57	12.11	15.51	23.30	18.44	7.88	6.60	5.92	6.18	5.38	3.68
海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫,不论是否包面:当月同比	15.15	3.67	4.36	30.67	18.44	20.94	12.93	3.67	12.05	18.77	13.93	
地板	氯乙烯聚合物制铺地制品:累计同比	4.76	7.78	12.38	30.21	17.97	-17.29	-19.34	-21.46	-23.33	-25.74	-27.67
	氯乙烯聚合物制铺地制品:当月同比	-5.23	-3.37	-13.42	55.20	17.97	8.59	7.50	1.11	0.36	-9.65	-30.90

资料来源：iFinD，中原证券研究所

美国成屋销售持续好转，在就业增长推动下销售回暖，后续随着美联储降息，有望进一步释放购房需求，进而带动家居用品消费。美国成屋销售同比增速在 2022 年 11 月降至-34.91%，而后开始持续回升，截至 2024 年 4 月，当月成交同比增速收敛至-1.9%，成交套数在 2024 年已连续 4 个月维持在 400 万套以上（年化）。

图 23：美国成屋销售套数及同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

从美国家具及家居摆设批发商库存增速来看，增速已跌至历史较低水平，库存销售比来看，补库自 2023 年末开始，目前库存销售比在历史偏高水平震荡，但仍有补库空间，后续预计跟随降息补库仍有提高空间，利好中国家居用品出口。

图 24：美国家居批发商库存增速及库存销售比（%）

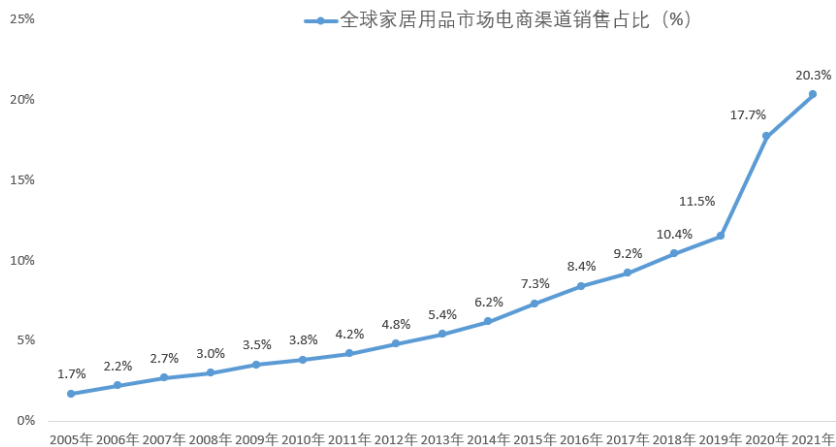


资料来源：iFinD，中原证券研究所

2.3. 线上渗透率持续提升，配套设施不断完善

随着科技的进步、物流运输的发展，家居产品的研发生产以及仓储物流、售后服务等电商整体配套产业链不断完善，加上线上购物平台交易效率高，电商渠道销售占比逐年提升，特别是短视频、直播形式的扩充为家居商家和用户的沟通交互和内容呈现带来新的延展空间。根据 Euromonitor 数据，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 2021 年的 20.3%。

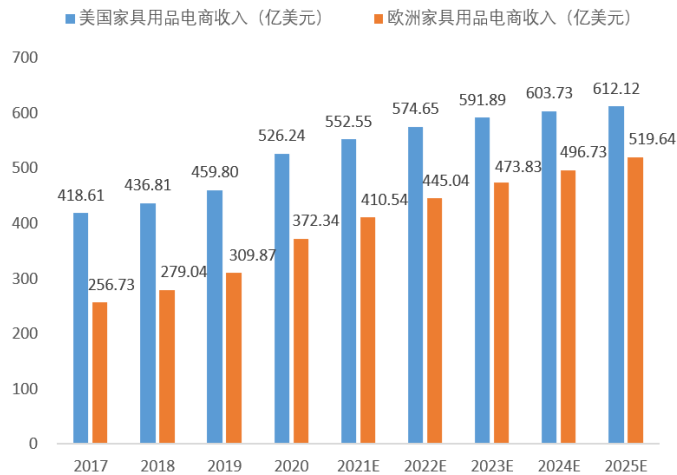
图 25：全球家居用品市场电商渠道销售占比



资料来源：Euromonitor，中原证券研究所

海外欧美等国家的电商渗透率也在快速提升，特别是新冠疫情爆发之后，海外消费场景逐步由线下向线上转移，加快了海外市场电商销售渠道的快速上升，促使全球线上家居产品市场的需求持续增长。根据 Statista 数据，美国家具用品电商渠道的收入在 2025 年将达到 612.12 亿美元，与此同时，欧洲家具用品电商渠道的收入在 2025 年也将达到 519.64 亿美元。长期来看，电商渠道将成为全球家具用品市场的新增长点，我国家居产品出海也将受益于电商渠道，规模有望持续增长。

图 26：欧美家具用品电商收入



资料来源：Statista，中原证券研究所

欧美线上家居购物快速增长,背后的一个显著驱动力是通胀环境,消费者对产品“性价比”的重视度显著提升,并倾向于寻找“平价替代品”及性价比更高的购物途径,以缓解家庭经济负担,即呈现出一定的消费降级趋势。线上购物平台以其价格透明、选择丰富及高性价比的优势,成功吸引了大量消费者,推动了线上市场的增长速度超越传统线下零售增速。2023年美国无店铺零售(包含电子购物和邮购)销售额较2022年同比增长8.0%,增速远超全美零售销售额增速3.2%。根据Euromonitor的数据,这一趋势在欧美地区尤为明显,其中美国网络零售渗透率已攀升至27.47%,欧洲则达到15.80%,与中国市场36.22%的高渗透率相比,仍有较大的提升空间。在家居家具领域,尽管大件家具因高单价、物流成本高及安装难度大导致线上渗透率低于小件家居用品,但随着欧美消费者线上购物习惯的日益普及和海外市场仓储物流基础设施的不断完善,产品覆盖正从小件、中件稳步向大件家具延伸,预示着线上家居市场将迎来更为广阔的增长前景和提升空间。

近年来,跨境电商行业迅猛崛起,不仅改变了传统商品交易的组织方式,更助力跨境贸易的快速发展,成为出口贸易的一个新的重要渠道。国家接连出台一系列支持跨境电商行业发展的政策,促进了跨境电商行业的快速发展。传统外贸模式是由国外的进口商主导的OEM或集中采购的模式,特点是单笔订单量大、金额高和频率低,进出口的产业链流程复杂,一般要跨越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;而跨境电商是以“互联网+外贸”形式的新兴贸易业态,是以中国境内的品牌商或制造商为主导方,通过跨境电商平台进行销售,具有单笔订单金额小、高频和量大的特点,与传统外贸模式相比,缩减了中间环节,能够较快满足消费者的个性化需求,利用互联网广告、社交媒体营销等网络技术手段进行网络营销,在降低交易成本、提高利润等方面具有明显优势。跨境电商模式跨境电商凭借其线上交易、非接触式交货、交易链条短等优势,为我国外贸发展注入新动能,是产业转型升级、创新驱动的重要助推器。

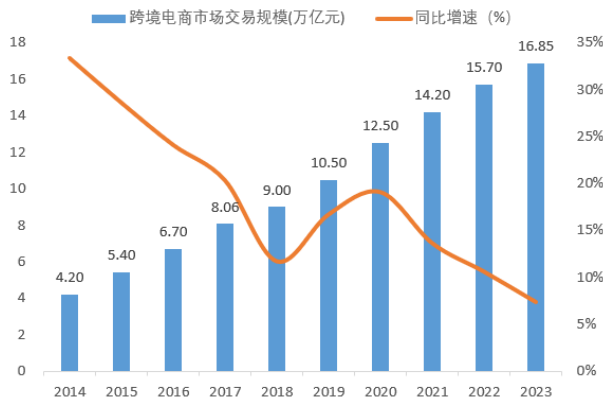
图 27：传统外贸和跨境电商比较



资料来源：公司招股说明书，中原证券研究所

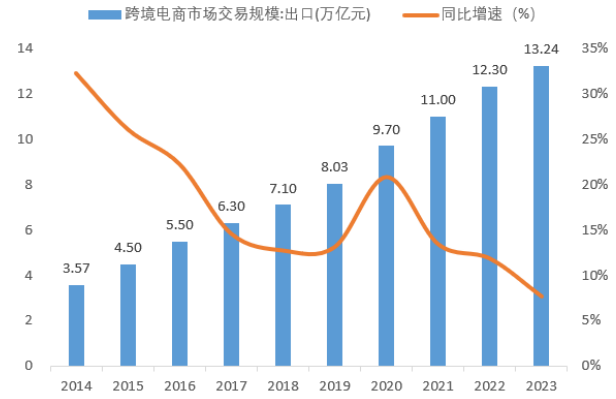
我国跨境电商交易规模逐年增加，其中出口占比维持在 80% 上下，跨境电商的发展带动商品出口规模增长，成为出口的重要渠道。2023 年我国跨境电商交易规模达到 16.85 万亿元人民币；其中跨境电商出口规模达到 13.24 万亿元，占比 79%。

图 28：中国跨境电商市场交易规模及增速



资料来源：iFinD，中原证券研究所

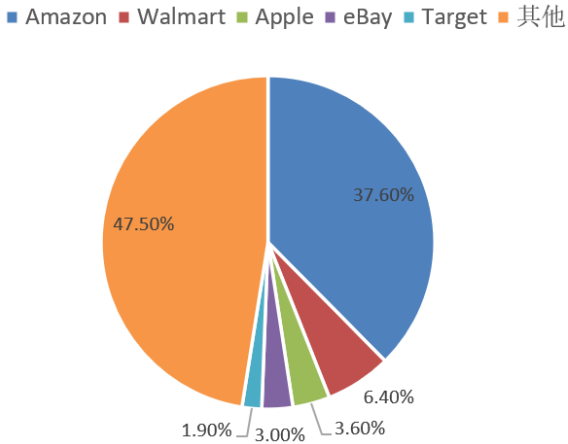
图 29：中国跨境电商出口交易规模及增速



资料来源：iFinD，中原证券研究所

在海外电商平台方面，根据 eMarketer 预测，美国头部电商平台亚马逊 2023 年电商市场份额将达到 37.6%，在美国电子商务行业中排名第一，而排名第二的沃尔玛占比仅为 6.4%，亚马逊在美国电商平台中占据绝对优势。近两来自中国的电商平台快速崛起，在竞争激烈的美国电商市场夺得一席之地，eMarketer 基于各电商平台的预期销售额及市场影响力，于近期发布了 2024 年美国五大电商平台排名，亚马逊依然排名第一，而来自中国的跨境电商平台 Temu 与 TikTok Shop 凭借快速的增长成功跻身前五，位于沃尔玛之前，中国跨境电商平台出海并快速抢占市场份额将进一步促进中国商品出口规模的增长。Temu 是拼多多旗下的跨境电商平台，自 2022 年 9 月在美国上线以来，便以“性价比”为核心标签，迅速赢得了美国消费者的青睐，Temu 在 2024 年设定了 600 亿美元的销售目标，是其 2023 年销售额的 3.33 倍，若顺利实现则同比增速将高达 233%；紧随 Temu 之后的 TikTok Shop 依托 TikTok 庞大的用户基础和强大的社交属性，将短视频、直播与电商业务深度融合，为消费者带来了前所未有的购物体验，TikTok 在 2024 年设定的目标是要把美国电商业务规模扩大十倍，达到 175 亿美元。

图 30：2023 年美国电商平台市场份额



资料来源：eMarketer，中原证券研究所

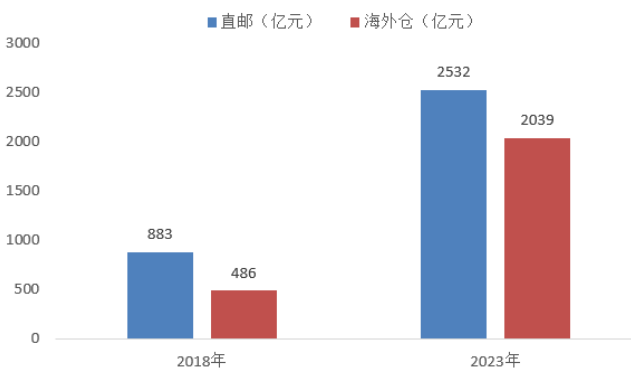
图 31：2024 年美国五大电商平台预测

Rank	Marketplace	2024 US Marketplace Sales
1	Amazon	\$325 billion
2	eBay	\$35 billion
3 ↑	Temu	\$20-25 billion
4 ↑	TikTok Shop	\$15-20 billion
5 ↓	Walmart	\$10 billion

资料来源：eMarketer，中原证券研究所

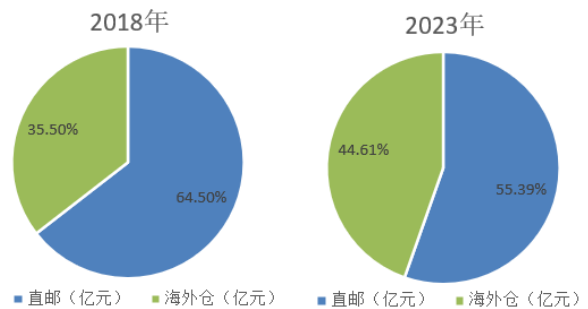
跨境物流主要分为跨境直邮和海外仓两种模式。直邮是在消费者下单后，货物再从所在国通过邮政、其他物流专线等送至目的地，库存管理风险较小，但运输时效较长，目前仍是占比较高的物流出口模式，而海外仓模式通过在海外设立仓库进行提前提前备货，提升了交付效率，优化客户购物体验，具有清关快、配送快、周转快、服务快和成本低等优点，尤其对于中大件商品，因为体积重量的限制，无法进行空运，传统海运直达的模式效率低下，无法满足电商模式下高效的物流流转要求，近年来占比快速提升。据 EDA 集团招股书数据，2023 年 B2C 出口电商供应链解决方案市场规模中，直邮模式为 2532 亿元，占比 55%，海外仓模式为 2039 亿元，占比 45%；2018 年至 2023 年间，中国 B2C 出口电商采用直邮模式的物流解决方案市场规模从 883 亿元增长至 2532 亿元，年复合增长率达到 23.5%，而采用海外仓模式的物流解决方案市场规模从 486 亿元增长至 2039 亿元，年复合增长率达到 33.2%，远高于直邮模式；根据预测，到 2028 年，海外仓市场规模将扩大至 3870 亿元，市场份额将提高至 51%，彰显了海外仓模式的巨大市场潜力。

图 32：B2C 出口电商供应链解决方案



资料来源：EDA 集团招股书，Frost & Sullivan，中原证券研究所

图 33：直邮及海外仓占比变化

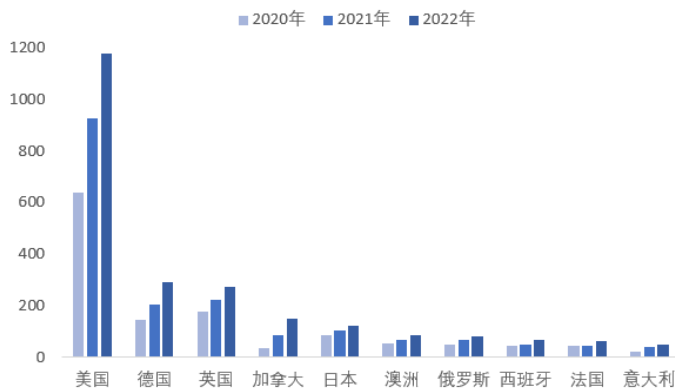


资料来源：EDA 集团招股书，Frost & Sullivan，中原证券研究所

海外仓的运营能力将逐渐成为跨境出口电商企业的核心竞争优势之一。外贸企业纷纷发力海外仓建设，提升订单供给能力。根据商务部发言，全国跨境电商主体已超 12 万家，跨境电商产业园区超 1000 个，建设海外仓超 2500 个、面积超 3000 万平方米。其中，专注于服务跨境电

商的海外仓超 1800 个，面积超 2200 万平方米。随着海外电商渗透率的提升，海外仓的需求将持续增长。海外仓是一种集报关清关、尾程配送、售后服务、商品展示等功能于一体的仓储模式，具有“四快一低”的特点，清关快、配送快、周转快、服务快、成本低。仓储物流本地化是跨境电商的中长期发展方向，海外仓可有效提升交付能力、节降物流成本，特别是对于家居等大件商品来说，海外仓可节省较多的尾程运费。2024 年 5 月 24 日，国务院常务会议审议通过了《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，会议指出，发展跨境电商、海外仓等外贸新业态，有利于促进外贸结构优化、规模稳定，有利于打造国际经济合作新优势。根据跨境眼统计，截至 2022 年末，海外仓数量前十的国家或地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲(含新西兰)、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计 2356 个仓库，较 2021 年数量增长 30%，面积增长 58%。

图 34：主要国家跨境仓数量（个）



资料来源：跨境眼，中原证券研究所

3. 公司：深耕欧美市场，品牌渠道仓储具备先发优势

3.1. 品牌：获得欧美市场认可，跻身亚马逊家居品牌前列

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，品牌化越来越成为中国跨境出口电商提高国际竞争力的关键因素。

公司定位为全球互联网家居品牌商，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，公司自有品牌产品已在欧美日等多地市场获得了消费者的青睐和认可，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列，在亚马逊平台上位列最畅销产品 (Best Seller) 和亚马逊之选 (Amazon's Choice)。公司多次获得亚马逊等平台授予的卖家荣誉奖项，2017 年公司荣获“亚马逊全能卖家”称号，2019 年公司获评“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”，同年 SONGMICS 和 VASAGLE 同时入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”；2022 年，公司荣誉亚马逊全球开店颁发的“2021 年度‘赢之以恒’年度卖家”称号，并连续两年入选网经社评定的“中国跨境电商百强榜”。截至 2024 年 3 月 31 日数据统计，亚马逊德国站点公司产品在细分类目中排名位于 TOP20 以内的 ASIN 有 314 个，法国站点有 340 个，美国站点有 91 个。根据 Marketplace Pulse "Top Amazon

Marketplace Sellers"统计显示,公司亚马逊德国、法国、英国和意大利等站点在家居家具品类中排名第1。

2023年,公司确立了以集团主品牌“SONGMICS HOME”牵引三大产品品牌的品牌矩阵,并通过品牌 TVC、红人营销等品牌传播行为,深化品牌与当地消费者的心智联结,加强品牌本土化程度。公司通过 Instagram、TikTok、Facebook 等平台与网络红人(KOL)开展互动式营销,不断扩大触达圈层,加深品牌影响力。2024年公司将明确集团主品牌 SONGMICS HOME 作为品牌归一化的方向,实现流量转化更集中和高效,并进一步明确品牌三大核心价值,即设计感、性价比和高便捷。公司通过推出较有设计感的新品、系列化产品,加强 SONGMICS HOME 品牌传播力。

根据 marketplace pulse 数据,截至 2024 年 7 月 16 日,致欧科技旗下主品牌 SONGMICS HOME 的评论排名在亚马逊美国站、英国站、德国站、法国站、加拿大站、意大利站和西班牙站的排名分别为第 45、14、6、2、8、3、6 名,在欧美地区具备较强的品牌力。

图 35: 主品牌 SONGMICS HOME 在亚马逊各国家站点评论数排名情况

排名	卖家	国家	近30天评论数及增速	历史评论数
45 ↓	SONGMICS HOME US	美国	1,167 (1%)	171,769
14 ↓	SONGMICS HOME UK	英国	1,050 (-7%)	110,848
6 ↓	SONGMICS HOME DE	德国	1,511 (-9%)	215,380
2	SONGMICS HOME FR	法国	1,261 (-7%)	124,825
8 ↑	SONGMICS HOME CA	加拿大	548 (7%)	32,811
3 ↑	SONGMICS HOME IT	意大利	567 (-2%)	91,362
6	SONGMICS HOME ES	西班牙	433 (-3%)	56,725

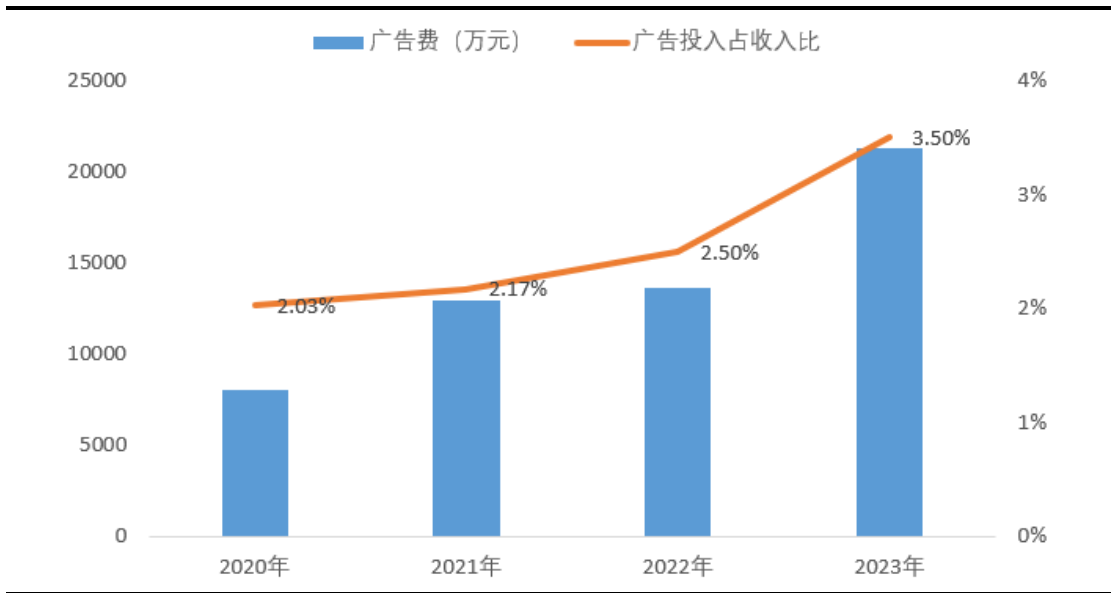
资料来源: marketplace pulse, 中原证券研究所

在巩固和提高公司品牌影响的基础上,公司不断加大品牌建设投入、提升品牌建设能力,持续提高品牌曝光度和品牌影响力,更不断以优质的产品和服务提高市场接受度和消费者满意度,从而巩固和提升公司的市场地位和知名度,扩大销售收入。为了全方位打造公司自主品牌优势,在品牌推广方面,公司设立市场营销中心负责品牌宣传与推广,结合销售数据、市场观点、趋势数据和行为数据,在全球市场上进行品牌价值推广。

随着公司业务规模增长以及持续加大公司品牌宣传力度,公司广告宣传费用有所增长,2020年-2023年,公司广告费用分别为 8052.27 万元、12971.47 万元、13632.16 万元和 21277.61 万元,广告营销投入占比分别为 2.03%、2.17%、2.50%和 3.50%。因品牌影响力的提升,公司获客成本较低,虽呈现逐年增长趋势,但 2024 年公司广告营销投入占比仅为 3.5%,仍处于较低

水平。

图 36：2020 年以来广告费及投入占比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

公司广告费主要为亚马逊等线上平台店铺站内广告、宣传费用以及站外广告推广费用。站内广告预算包括了亚马逊、ManoMano、Cdiscount、OTTO 等平台，2019-2021 年及 2022 年 1-6 月，公司 B2C 渠道亚马逊平台及线上 B2B 销售渠道亚马逊 Vendor 合计销售占比分别达到了 89.53%、80.25%及 77.23%、75.07%，因此公司年度广告预算以站内尤其是亚马逊平台站内投入为主，随着公司大力拓展其他平台和自营商城（独立站），2020 年以来，公司其他平台站内广告预算以及站外广告预算占比呈逐年上升趋势，亚马逊站内广告预算占比随之有所下降。公司站外广告投放主要渠道包括：（1）社交平台渠道，以 Facebook、Instagram、Pinterest 等社交平台为核心和基础，通过该等社交平台投放广告为平台、自营商城（独立站）引流；（2）垂直媒体渠道，实行大型垂直媒体公关或产品通稿、媒体测评、博客的内容营销合作，为新品、畅销品进行深度报导并增加广告曝光度；（3）视频社交媒体渠道，通过 Youtube 长视频等方式的品牌内容型广告投放，提升公司品牌和产品曝光度，积累 KOL（Key Opinion Leader）资源，通过场景化视觉冲击提升品牌感知度和知名度。公司制定年度广告预算时，综合考虑了渠道销售占比、平台销售占比、品类销售占比、以前年度广告投放效果、未来销售规划、新品推广数量和力度等多方面要素，2019 年至 2022 年上半年公司广告预算在站内、站外分布情况如下：

图 37：各渠道广告预算占比变化情况

投放渠道	2022年1-6月	2021年度	2020年度	2019年度
站内广告预算-亚马逊	75.00%	85.00%	96.00%	100.00%
站内广告预算-其他平台	5.00%	5.00%	2.00%	-
站外广告预算	20.00%	10.00%	2.00%	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

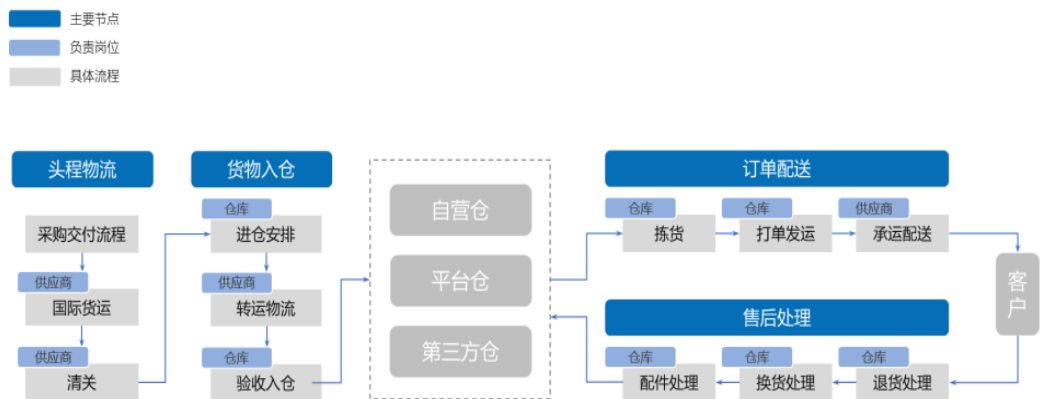
资料来源：公司公告，中原证券研究所

3.2. 仓储物流：布局全球海外仓，持续优化仓储和配送时效

随着全球消费者对在线购物体验的要求逐渐提高，海外仓的作用日益凸显。完善的海外仓储物流体系有助于企业触达更多客户，缩短客户下单后的配送时间、提升客户满意度，实现“本土化”经营，也有利于企业在仓储物流端实现高效管理，提高销售效率与库存周转能力。因此，拥有完善的仓储物流体系是跨境电商企业的核心竞争力之一。

公司布局全球海外仓，打通境内工厂到境外终端消费者的全链路跨境物流服务体系，实现中国品牌快速直接触达海外终端客户，经过多年仓储物流体系布局的积累，公司构建了海外“自营仓+平台仓+三方合作仓”的仓储布局，并在尾程派送环节与 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。通过建立“国内集货仓+境外海外仓”的双仓联动模式，将出口货物提前运送至集货仓，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，海外仓能够满足当地发货、当地配送，提升客户购物体验，解决境外产品退换货的痛点，同时以海外仓作为产品品牌海外推广的落脚点。

图 38：公司仓储物流模式



资料来源：公司招股说明书，中原证券研究所

自营仓方面，海外自营仓发货已成为公司主要的仓储物流方式，公司海外自营仓主要分布

于德国、美国等地；国内自营仓则位于东莞，主要用于部分境内存货采购后的仓储及中转。自营仓模式下，公司将产品通过海运等方式运抵至位于德国、美国等地的海外自营仓后，由海外仓进行产品储存、拣货、派发、客户退换货等后续仓储物流服务。截至 2023 年底公司国内外自营仓面积已达 28 万平方米，根据产品储存运输以及国外多电商平台的销售需求，自营仓能够完成提前备货、快速配送、售后服务以提升客户满意度。

平台仓方面，亚马逊 FBA 仓是公司最主要的平台仓。亚马逊平台是公司主要的线上 B2C 销售平台，亚马逊为公司所提供的仓储物流服务（即 FBA, Fulfillment by Amazon 服务）系公司线上 B2C 平台主要的产品销售实现方式之一。公司通过海运等方式将产品运抵至亚马逊位于欧洲、北美及日本等地的 FBA 仓，待 FBA 仓验收通过后，库存信息会在亚马逊后台进行实时更新，公司 EYA 管理系统会定期通过数据接口获取 FBA 仓的存货信息。公司存货由亚马逊统一进行管理，产品储存、派发、终端配送、客户退换货等环节均由亚马逊 FBA 仓负责。

三方仓方面，公司产品由第三方仓储物流服务商负责仓储管理及物流配送，公司主要的第三方仓储物流服务商包括 SLM Group Holdings、Luno Fashion Limited 等，公司将产品运抵位于欧洲、北美及日本等地的第三方合作仓后，由第三方合作仓进行产品后续仓储物流服务，公司定期与第三方仓储物流服务商对账结算。

图 39：公司 2022 年底仓储分布情况



资料来源：公司招股说明书，中原证券研究所

近年来，公司进一步对美国及欧洲地区的仓储布局进行了优化，持续加强海外本土仓储物流能力：在美国地区，全面提升美国海外仓布局的密度和覆盖面，通过与三方仓合作的方式尽快优化本土仓网布局，提高美国市场的自发订单占比数量，并综合优化美国市场尾程履约的时效和成本；在欧洲地区，于法国、墨西哥等国家地区新设前置仓，分散德国中心仓直接面向全欧发货的分拨压力，逐步提高法国、西班牙等前置仓发货占比，从而进一步提升欧洲地区尾程履约时效，欧洲地区自发配送时效大部分实现了 3-4 日送达。

为巩固公司在本地履约体系的竞争优势，基于公司未来的发展规划，公司持续加大仓储物流资源的投入力度。截至2024年6月20日，公司2024年新增的自营海外仓面积约12.3万方。

图 40：公司 2024 年新增自营海外仓面积约 12.3 万方

出租方	承租方	仓库地址	租赁期间	仓库面积 (m ²)	租赁合同总金额 (人民币万元)
HE3 Duisburg S.à.r.l.	EUZI EL	Wärthstr. 173, 47053 Duisburg ⁴	2024.01.01-2030 .12.31	28,532.00	18,050.03
Duisburger Hafen AG	EUZI EL	Mercatorinsel 20 in 47119 Duisburg	2024.06.01-2029 .05.31	36,528.21	13,580.13 ²
Prologis UK 97 Limited	Furnol ic ¹	DC4 Prologis Park Ryton, Oxford Rd, Ryton-on-Duns more, Coventry CV8 3LF	2024.06.14-2034 .10.13	15,498.09	16,843.24 ³
HE4 Lux Enterprises Lambda S.à.r.l.	EUZI EL	Johanniskirchstr aße 63, 71 in 45329 Essen	自交接之日起 10 年，最晚于 2025 年 2 月 1 日 前交接。	42,241.00	39,621.91
合计				122,799.30	88,095.31

资料来源：公司公告，中原证券研究所

公司自营仓较平台仓相比具有明显的费用优势，以亚马逊平台为例，公司采取自发货模式产生亚马逊平台交易费在 16%-17% 之间，运输费率在 13%-17% 之间，而若采取亚马逊 FBA 则运输费率提高到 23%-25% 之间，还要加收仓储费率在 2%-4% 之间，因此自营仓发货的运输费和仓储费率较平台仓节省约 10%。

表 2：自营仓与平台仓费用率比较

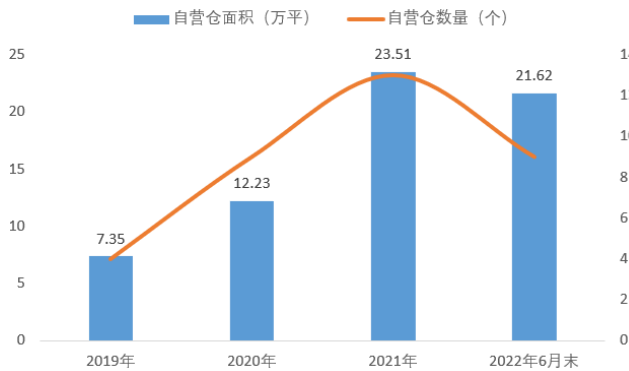
费用类别	自营仓	亚马逊 FBA	费用差
平台交易费率	17%	17%	0
仓储费率	--	3%	3%
运输费率	17%	24%	7%
费用合计	34%	44%	10%

资料来源：公司公告，中原证券研究所（以亚马逊为例）

自发货模式下运输费率较低，具有显著的性价比优势，另外，自营仓相比于平台仓还在抗风险能力和自主管控方面具备优势，整体来看，发展自营仓自发货模式有助于降低费效比、提升产出效率，提高公司整体盈利能力。因此公司持续加大自营仓建设力度，自营仓面积持续增加，2019 年公司自营仓数量 4 个，到 2022 年 6 月末已增长至 9 个，而自营仓面积也从 2019 年的 7.35 万平方米增长至 2022 年 6 月末的 21.62 万平方米，截至 2023 年底公司国内外自营仓面积已达 28 万平方米；自营仓的收入占比也在持续提升，2019 年公司自营仓收入占比为 21.98%，

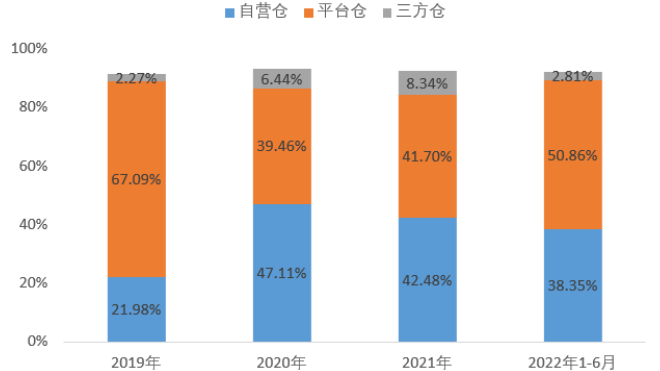
到 2022 年 6 月末已增长至 38.35%。

图 41：自营仓数量及面积



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 42：各类仓储模式收入占比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

3.3. 渠道：依托亚马逊持续增长，开拓新兴电商平台

公司自成立以来，以德国为起点，先后进驻英国、法国、意大利、西班牙、美国、加拿大、日本等国家或地区，并分别在德国、美国、日本和英国设立了子公司，实现“本土化”经营，形成了国际化的产业布局。2024 年公司收入增长来源仍以欧美地区为主，辅之以墨西哥、澳大利亚等新兴市场带来的增量。根据研究机构 Euromonitor 发布的家居用品电商渠道销售规模的统计数据，测算公司在美国、德国、法国、英国、意大利和西班牙等相关市场电商渠道的市场占有率，可以看出公司在相关市场的市场规模均呈逐年递增趋势，特别是在欧洲市场占据一席之地。

图 43：公司在主要销售国家的市场占有率

国家或地区	项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度
美国	市场规模 (亿元)	22.44	15.68	9.84
	市场占有率	0.81%	0.55%	0.62%
德国	市场规模 (亿元)	16.28	10.40	6.34
	市场占有率	2.85%	2.02%	1.77%
法国	市场规模 (亿元)	8.70	5.71	3.32
	市场占有率	5.56%	3.49%	2.57%
英国	市场规模 (亿元)	6.08	4.79	2.44
	市场占有率	1.14%	1.02%	0.78%
意大利	市场规模 (亿元)	4.07	2.93	1.82
	市场占有率	3.56%	3.40%	2.88%
西班牙	市场规模 (亿元)	3.09	2.34	1.43
	市场占有率	2.34%	1.98%	1.88%

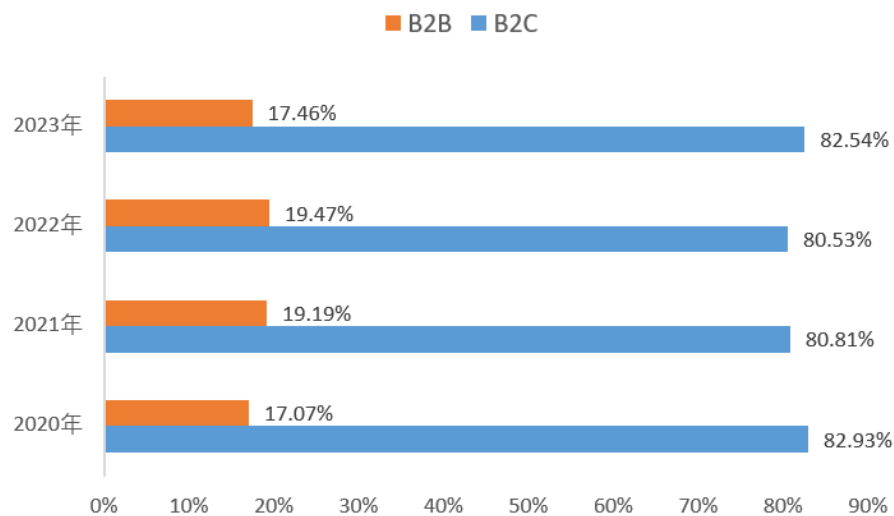
资料来源：公司公告，中原证券研究所

渠道方面，公司已海外市场构建了包括全品类综合电商平台、家居/宠物垂类电商平台、线下贸易商、线下传统零售商超（KA）和独立站等等层次渠道的销售体系。公司以线上 B2C 销售为主，主要销售渠道为亚马逊，在持续提升亚马逊平台市场份额的同时，持续拓宽渠道覆盖，从线上走向线下：线上除了亚马逊以外还覆盖 OTTO、Mano、Wayfair、Mercado Libre（美客多）、Fressnapf 等线上零售平台，并持续扩大 TikTok Shop、SHEIN、TEMU 等国内知名出海电商平台，以及公司独立站等；线下拓展如美国商超 Hobby Lobby 的 KA 渠道等，公司产品及品牌可触达更为广阔的消费圈层和场景，获得更多消费者的青睐。

按照 B2C 和 B2B 两种模式进行分类：在线上 B2C 模式下，公司主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等第三方电商平台以线上零售方式将产品销售给终端消费者，是公司最主要的销售模式，除了与第三方电商平台合作外，公司还通过自营官网平台进行产品销售。公司的 B2B 销售业务包括线上 B2B 业务和线下 B2B 业务，其中，线上 B2B 客户主要包括亚马逊 Vendor、Wayfair 等电商平台客户，由其作为产品的销售方向终端消费者提供商品，线下 B2B 客户主要为贸易商客户，由其通过自营渠道对外销售商品。

公司 B2C 销售模式一直维持在超过 80%的水平，伴随着在亚马逊平台的稳健增长，2023 年占比较上年提升了 2.12pct。

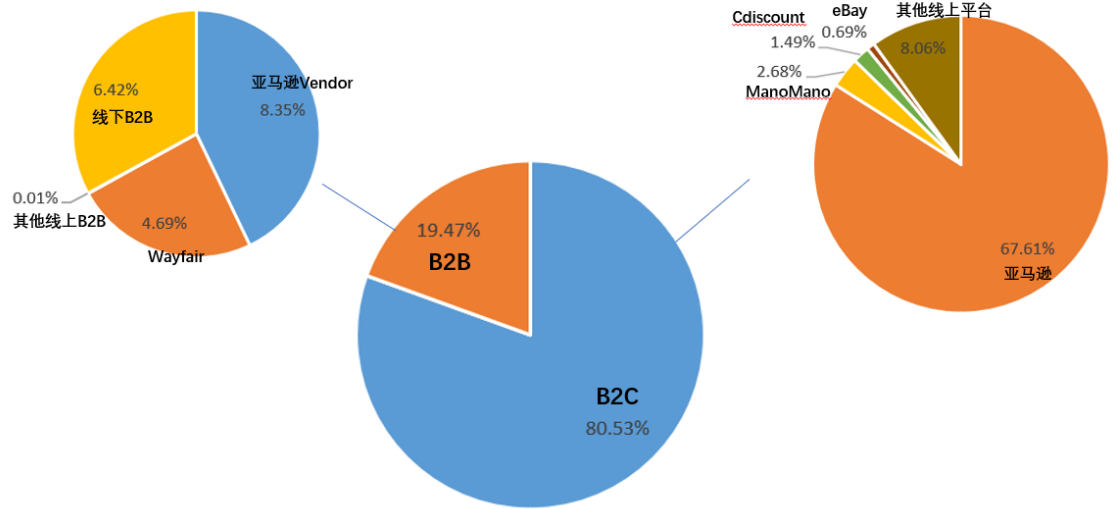
图 44：2020 年以来 B2B 和 B2C 收入占比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

根据公司 2022 年各渠道销售数据显示，公司 B2C 渠道主要包括亚马逊、ManoMano、Cdiscount、eBay 和其他线上平台，收入占比共计 80.53%；公司 B2B 渠道主要包括亚马逊 Vendor、Wayfair、其他线上 B2B 及线下 B2B，收入占比共计 19.47%。在海外电商平台方面，根据 eMarketer 预测，美国头部电商平台亚马逊 2023 年电商市场份额将达到 37.6%，在美国电子商务行业中排名第一，而排名第二的沃尔玛占比仅为 6.4%，亚马逊在美国电商平台中占据绝对优势。

图 45：2022 年公司各渠道销售收入占比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

根据 Marketplace Pulse 的 "Top Amazon Marketplace Sellers" 统计显示，截至 2022 年 2 月 28 日，公司在法国、德国、西班牙和意大利亚马逊平台第三方卖家中分别排名第 3、第 9、第 5 和第 6，在美国、英国亚马逊第三方卖家排名中同样位居前列；截至 2024 年 3 月 31 日数据统计，公司亚马逊法国、德国、英国和意大利等站点在家居家具品类中排名第 1，亚马逊德国站点公司产品在细分类目中排名位于 TOP20 以内的 ASIN 有 314 个，法国站点有 340 个，美国站点有 91 个。

表 3：公司在亚马逊各国平台第三方卖家排名（2022 年 2 月 28 日）

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

资料来源：公司公告，中原证券研究所

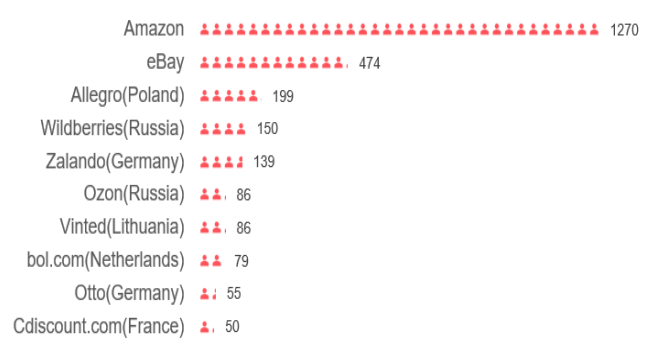
亚马逊是目前全球最受欢迎的电商平台，第二大访问量的电商平台是 eBay，中国的几大新兴出海电商平台 SHEIN 和 Temu 也正在崛起，根据 SimilarWeb 在 2023 年 10 月数据统计，美国电商平台中，Temu 每月的平台访问量稳定增长，10 月电商访问量为 3.49 亿，在美国电商平台中排名第 5；根据 SimilarWeb 在 2023 年 11 月数据统计，SHEIN、Temu 和速卖通在美国每月的网页端访问量合计超过 10 亿次，大约是亚马逊在美国的一半，是沃尔玛的两倍。与 9 月份相比，美国电商平台的访问量 10 月整体呈上涨态势。亚马逊仍位列第 1，其平台访问量从 9 月的 23 亿上涨至 24 亿。公司也积极参与新兴渠道的开拓，借助国内几大电商平台出海的浪潮，2023 年公司已入驻 Shein、TikTok shop，2024 年在 Temu 开设半托管模式后，已经入驻其美国站点。

图 46: 美国电商平台月访问量 (百万)



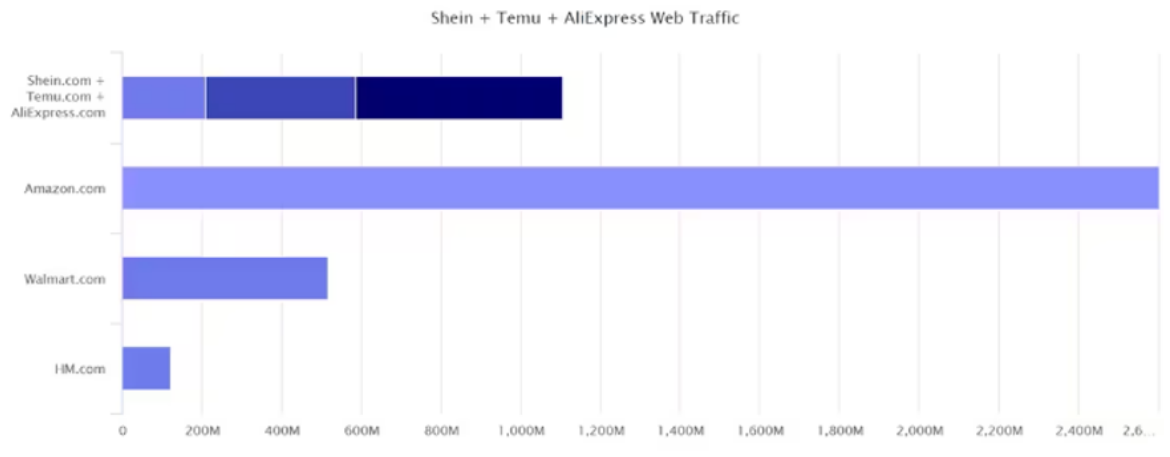
资料来源: Similarweb, 中原证券研究所 (2023 年 10 月)

图 47: 欧洲电商平台月访问量 (百万)



资料来源: Similarweb, 中原证券研究所 (2023 年 8 月)

图 48: 中国出海电商平台访问量



资料来源: Similarweb, 中原证券研究所

3.4. 预计随运力提升海运费中长期将回落, 研发实力及供应链优势助力关税下降

3.4.1. 海运费: 短期扰动公司利润, 中长期预计随运力增长将回落

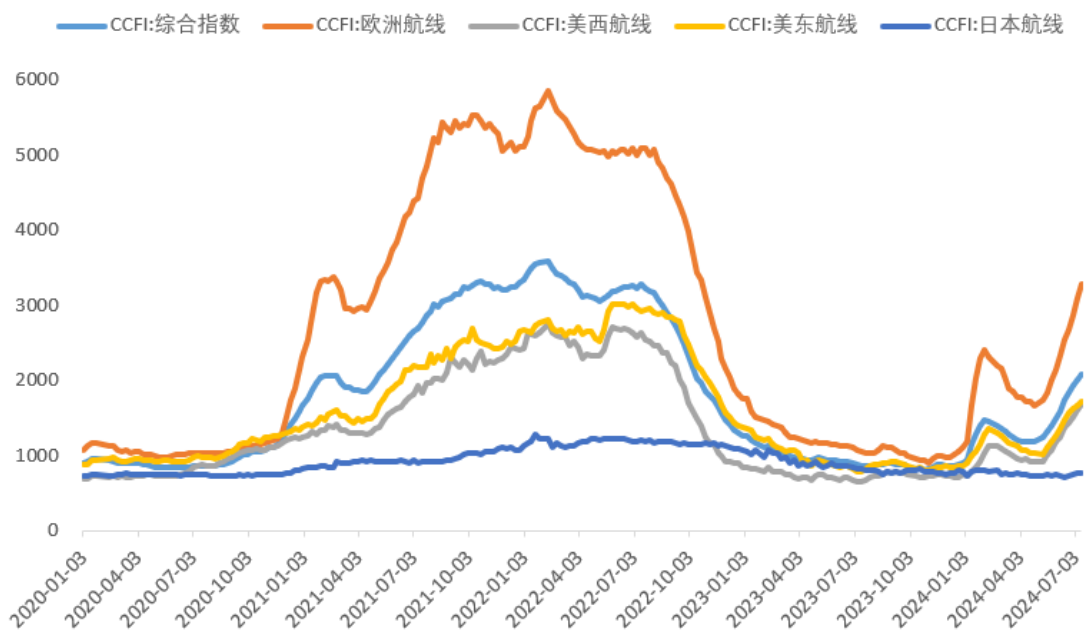
公司通过海运的方式将产品运抵至位于欧洲、北美及日本的自营仓、平台仓或第三方合作仓, 海运费指境内港口到境外港口的海路运输费用。

2020 年上半年, 受新冠肺炎疫情影响, 出口集装箱运输市场行情总体呈下行态势, 2020 年下半年开始, 集装箱运输需求快速恢复, 部分航线开始出现缺船缺箱局面, 市场逐渐转向卖方市场, 海运费价格明显上升。尤其是 2021 年以来, 欧美国家运输需求持续旺盛, 加之境外疫情导致港口拥堵和集疏运体系不畅, 船舶营运效率下降, 空箱回运困难, 多数航线现货市场价进入直线上升阶段, 供需严重失衡的关系促使运价不断飙涨。根据上海航运交易所发布的中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 数据, CCFI 综合指数 2021 年的平均运价指数为 2,053.37 点, 较上年同期平均指数 984.42 上涨了 108.59%, 公司 2021 年欧洲航线、北美航线的海运费实际结算价的平均价格较 2020 年分别上涨了 250.82%、102.25%, 公司主营业务成本因此显著上升。2022 年海运费快速回落, 2022 年末欧美主要航线的海运价格已大幅回落至 2020 年初水平。随着 2022 年末批量集装箱船交付致全球运力过剩, 供过于求导致欧美主要航线的海运价格大幅回

落，2023 全年海运费明显改善。

进入 2024 年，由于几方面原因，导致海运费在 2024 年不断上涨，CCFI 综合指数显示，2024 年（截至 2024 年 7 月 12 日）的平均运价指数为 1417.37 点，较上年同期平均指数 999.49 上涨了 41.81%：一是红海局势持续紧张，导致许多船只不得不避开红海航线绕行非洲好望角，这不仅增加了航线距离和航行天数，还造成了全球性的集运阻塞；二是全球贸易逐步恢复，特别是新兴市场和发展中经济体的消费需求不断增长，导致对国际海运服务的需求大幅增加，然而，全球航运市场运力增长有限，加之部分航线上的运力损失和船舶延误问题，使得供需矛盾日益突出，直接推动了海运价格的上涨；另外，海运成本的上升也是导致海运价格上涨的重要原因之一，包括燃油价格人力成本、港口费用等成本的不断增加，进一步推高了海运价格。

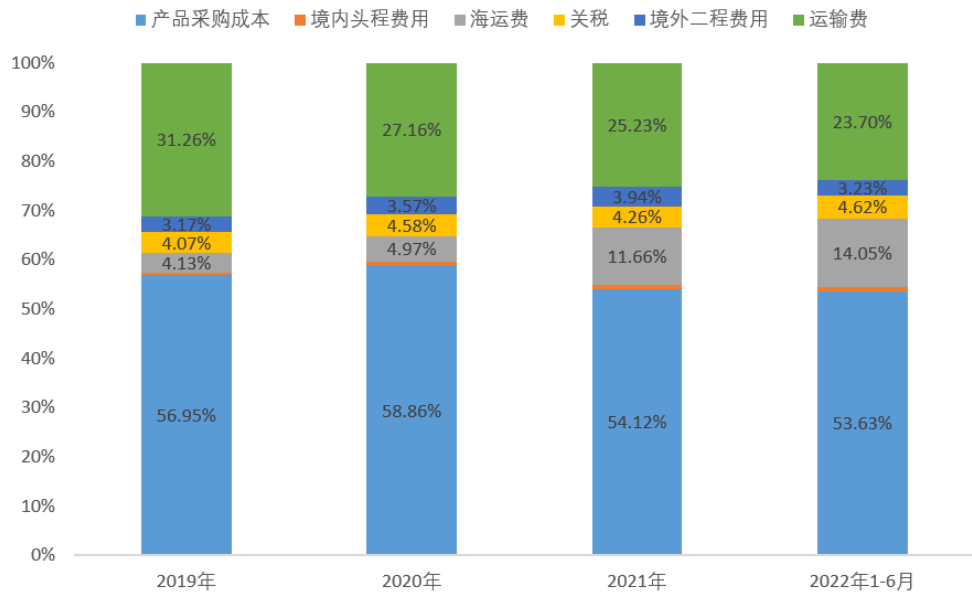
图 49：中国出口集装箱运价指数（CCFI）数据



资料来源：Wind，中原证券研究所

公司的主营业务成本主要包括产品采购成本、物流海运及关税成本、运输费。其中：产品采购成本为公司对供应商直接进行实物产品采购的成本；物流海运及关税成本指供应商交货后发生的商品进入境外指定仓库、达到可销售状态前发生的境内头程费用、海运费、关税、境外二程费用等相关必要成本；运输费主要为公司向客户配送货物发生的物流运输费，主要包括亚马逊 FBA 配送费、海外仓发货的尾程物流运输费等。2019-2021 年及 2022 年 1-6 月，公司海运费占主营业务成本比例分别为 4.13%、4.97%、11.66%和 14.05%，2021 年及 2022 年占比上升明显，受新冠疫情的影响，2020 年下半年以来，尤其是第四季度以来，海运成本明显上升，导致公司 2021 年海运费占主营业务成本的比例上升显著，虽然 2022 年一季度以来，国际海运价格开始回落，但相比于 2021 年上半年总体仍处于高位，且由于存货周转所需周期影响，公司主营业务成本尚未回归常态，故 2022 年 1-6 月海运费占比进一步上升。

图 50：公司主营业务成本拆分

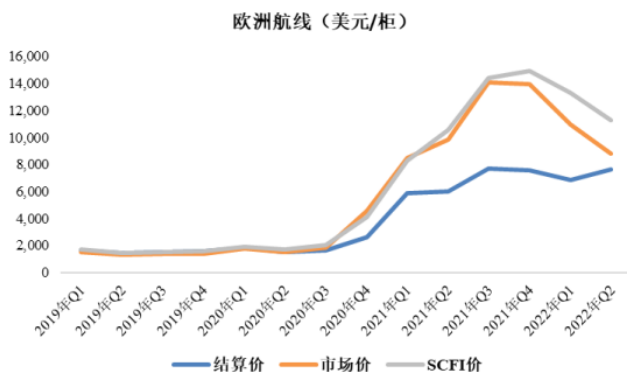


资料来源：公司公告，中原证券研究所

虽然受红海事件等因素影响，海运费价格在 2024 年以来有一定波动，但是距离 2022 年度的高价格段区间仍有一定距离，并且公司作为家具家居类领先的跨境电商企业之一，在海运费谈判环节有明显的规模优势，能够形成主动的议价谈判优势，公司还通过与主要物流货代公司签定长约价协议，对部分货柜价格进行价格约定和成本控制，另外通过控制长期协议与市场即期的货量权重分配对冲市场波动风险，一定程度上减小海运费上涨对公司经营业绩的影响。

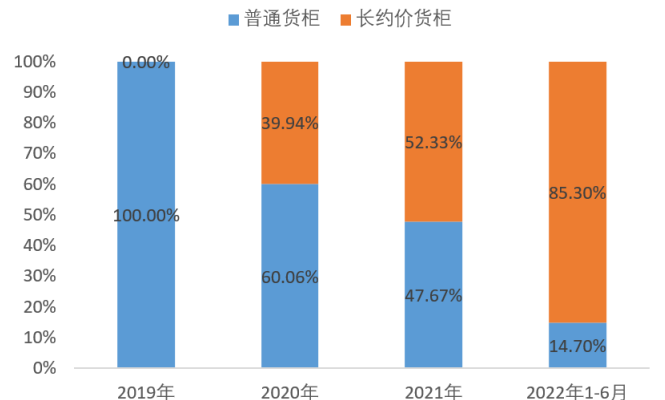
以上一轮海运费上涨周期 2020H2-2022 年为例，2019 年至 2020 年上半年，公司欧洲航线结算价与市场价、SCFI 价较为接近，部分季度存在一定波动。但 2020 年下半年以后，公司结算价相对于 SCFI 价及市场价较低，呈现较为平滑的走势，主要由于自 2020 年下半年海运价格上涨以来，公司加大与敦豪全球货运（中国）有限公司郑州分公司等欧洲航线主要货代公司以长约价订舱的力度，2020 年下半年起，欧洲航线公司有效长约价货柜数量占当期总货柜量比例呈上升趋势，2021 年及 2022 年 1-6 月公司使用的长约价货柜数量已经超过普通货柜数量。因此，公司通过签署长约具备一定平抑海运费波动的能力。

图 51：公司欧洲航线结算价与市场价对比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

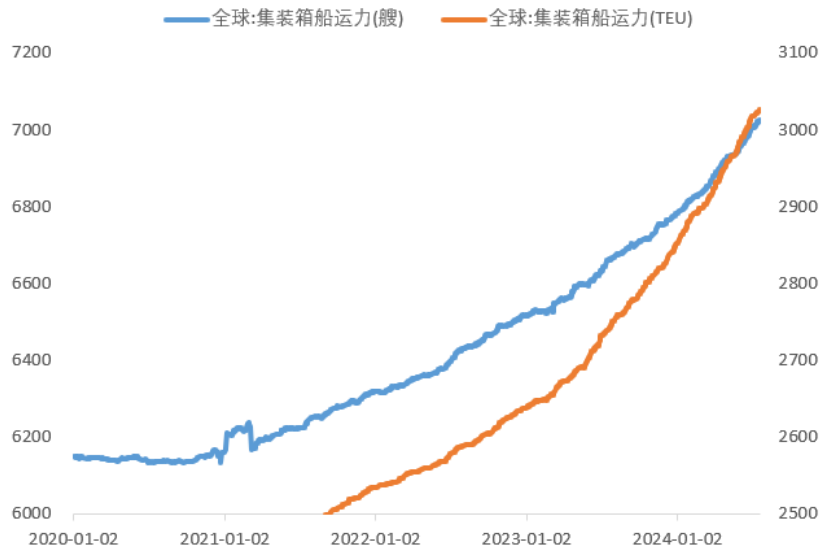
图 52：公司欧洲航线长约价与普通价货柜占比



资料来源：公司公告，中原证券研究所

据 Sea-Intelligence 和 Alphaliner 数据显示，全球集装箱船队运力持续增长，2024 年 7 月 19 日已达到 3026 万标准箱；去年交付了 230 万 TEU，2024 年前五个月交付了 137 万 TEU，均创下了同时期新船交付的最高历史数据；截至 2024 年 6 月 8 日，全球待交付的集装箱新船订单量高达 575 万标准箱，占目前全球集装箱船队运力的 19%，预示着运力过剩可能是未来市场面临的长期趋势。世界贸易组织 2024 年 4 月发布的报告预测，2024 年全球货物贸易量增长 2.6%。从长期看，随着红海危机带来的绕行对全行业的溢出效应逐步常态化，市场逐步对绕航投入新增运力，运力将继续供大于求，预计海运费从中长期来看不存在继续大幅上涨的动力。

图 53：全球集装箱船运力

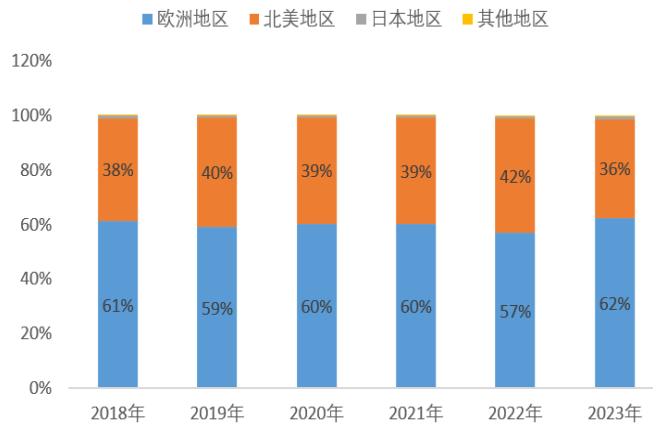


资料来源：Alphaliner，中原证券研究所

3.4.2. 关税：产品迭代提高终端售价，供应链转移降低关税影响

公司产品的销售市场主要包括欧洲、北美、日本等国家和地区，公司在欧洲地区实现的收入占比在 60%上下浮动，在北美地区实现的收入占比在 40%上下浮动，日本及其他国家和地区占比较小，因此，欧洲和北美市场是公司产品的主要销售市场。

图 54：2018 年以来公司各地区收入占比

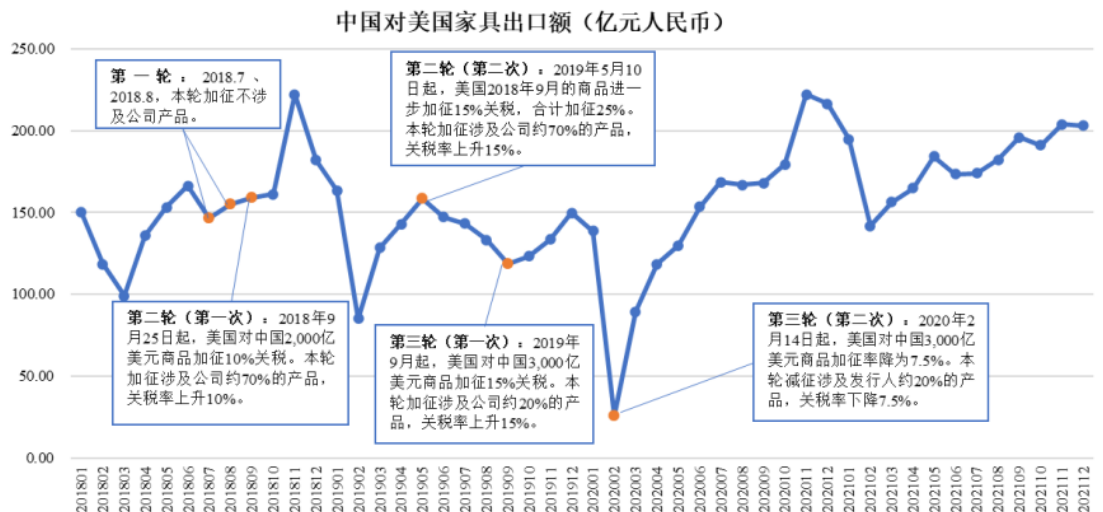


资料来源：公司公告，中原证券研究所

近年来，我国与欧盟的贸易环境稳定、健康发展，并未出现重大的贸易政策变化或税收政策变化。公司销往欧盟各国的各系列产品均为零关税、低关税产品，就 SKU 数量而言，约有 60% 的 SKU 均为零关税，15% 的 SKU 关税率为 5% 以下，其余部分关税率为 5% 至 12% 之间，最高为 12%。此外，欧盟的贸易环境稳定，关税不存在重大调整。英国脱欧后，英国市场和欧盟市场切割，但公司销往英国的产品的关税应税范围和关税率总体水平与欧盟近似。总体而言，公司欧洲市场（含英国）产品关税税负较低。然而，就美国市场而言，近年来随着全球地缘政治局势的进一步恶化，保护主义抬头，贸易摩擦逐渐增多，美国政府采取了多项贸易保护主义政策，导致中美之间的贸易摩擦和争端不断升级，自 2018 年开始美国政府对美国商品采取一系列歧视性政策，建立关税壁垒。

中美贸易战对跨境电商中的家具家居企业的运营模式并没有产生直接影响。根据海关数据统计，美国第三轮关税调整之后，中国对美国的家具一般贸易出口额也达到了高点。

图 55：美国三轮加征关税对中国家具出口的影响



资料来源：公司公告，中原证券研究所

公司部分产品在美国加征关税的清单内。

表 4：2018 年以来美国加征关税的范围及对公司影响

轮次	生效时间	加征范围及影响
第一轮	2018.7.6	2018 年 7 月 6 日起,美国对中国 340 亿美元商品(USTR China Section301 清单 1)加征 25% 关税, 主要涉及机器、机器零部件、机动车、机动车零部件以及美国关税表(HTSUS) 中的第 84 和 85 章主要产品。 本轮加征不涉及公司产品, 对公司无重大不利影响。
	2018.8.1	2018 年 8 月 23 日起,美国对中国 160 亿美元商品(USTR China Section301 清单 2)加征 25% 关税, 主要涉及半导体、电子产品、塑料、化学产品、铁路机械、电单车、涡轮机、农用拖拉机、工具机、摩托车, 甚至还有钢、铝等相关产品。 本轮加征不涉及公司产品, 对公司无重大不利影响。
第二轮	2018.9.25	2018 年 9 月 25 日起, 美国对中国 2000 亿美元商品

(USTR ChinaSection 301 清单 3)加征 10%关税, 主要涉及电子、纺织、金属制品及汽车零部件以及箱包、家具、灯具等消费品共计五千七百多项商品。

本轮加征涉及公司约 70%的产品, 关税率上升 10%。

2019.5.10 2019 年 5 月 10 日起, 美国对前述 2000 亿美元商品进一步加征 15%关税, 合计加征 25%。

本轮加征涉及公司约 70%的产品, 关税率上升 15%。

2019.9.1 2019 年 9 月 1 日起, 美国对中国 3000 亿美元商品 (USTR ChinaSection 301 清单 4) 加征 15%关税, 涉及电机电气、机械设备、针织服装、手机、电脑、服装类、玩具、鞋类等共计三千八百多项产品。

第三轮

本轮加征涉及公司约 20%的产品, 关税率上升 15%。

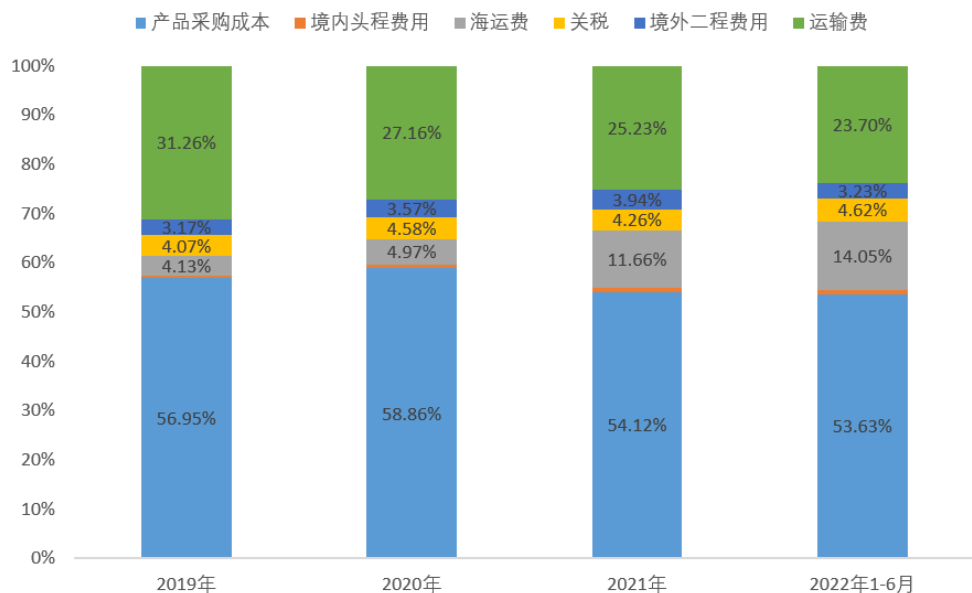
2020.2.14 2020 年 2 月 14 日起, 美国政府对 3000 亿美元商品加征率降为 7.5%。

本轮减征涉及公司约 20%的产品, 关税率下降 7.5%。

资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

美国多轮加征关税影响了公司绝大多数产品, 关税成本增加了公司产品销售成本, 2019-2021 年及 2022 年 1-6 月, 关税占主营业务成本比例分别为 4.07%、4.58%、4.26%和 4.62%, 除 2021 年占比下降外, 整体呈缓慢上升趋势, 2021 年关税成本占主营业务成本的比例较 2020 年略微有所下降主要是当期海运成本占比大幅上涨所致。在美国加征关税的情况下, 关税在公司全部主营成本中占比仍较小, 不到 5%, 远低于产品采购成本、运输费和海运费, 仅高于境外二程和境内头程费用。

图 56: 公司主营业务成本拆分



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

受美国多次加征关税影响, 公司美国业务毛利率在关税加征后呈逐年下降的趋势, 但未出现大幅下滑的情形, 2018 年至 2021 年, 公司美国市场毛利率呈现逐年下降趋势主要是受渠道收入占比变动的影 响所致; 2021 年, 公司美国市场毛利率显著下降, 主要原因是海运费上涨、

降价销售、市场竞争加剧导致的市场供求关系变化、渠道结构变化等多种因素影响，而非中美贸易摩擦中美国关税加征所致。

表 5：加征减征关税对美国子公司毛利影响

时间区间	关税区间	毛利率
2018.01-2018.09	第一次加征前	61.62%
2018.10-2019.04	第一次加征后	60.91%
2019.05-2019.08	第二次加征后	59.05%
2019.09-2020.02	第三次加征后	56.87%
2020.03-2020.12		56.27%
2021.01-2021.12	第一次减征后	48.74%
2022.01-2022.06		48.44%

资料来源：公司公告，中原证券研究所

中美贸易战中加征关税的措施一定程度上影响了跨境电商企业的战略定位，过去部分企业一直过度依赖于“低价战略”，利用规模化和低成本优势出口，以价格为唯一优势拓展市场，导致其产品缺乏创新与核心竞争力，同质化和模仿行为严重，税负成本增加后，这类缺乏市场议价能力的企业便无法保持其价格优势。为了保持公司的持续竞争力，公司始终将经营重点放在产品的研发设计、运营销售等高附加值业务环节，将研发创新能力作为企业的核心优势之一，实现产品差异化竞争。自 2018 年美国对中国商品多轮次加征关税以来，公司已采取适当调整终端销售价格、不断进行产品迭代升级提升核心竞争力、采购端价格调整、拓展其他国家或地区业务等一系列应对措施，以降低贸易摩擦对公司经营活动产生的不利影响。公司在 2024 年加大对东南亚采购的产品范围和力度，以优化成本和效率为目标，对原材料、生产地、销售地统一规划调配，计划将东南亚地区对美出货比例提高至 20%左右，进一步降低关税成本对产品竞争力的影响，基本上是依照品类的重要程度大小往东南亚转移，优先集中头部品类做部分转移，在短期内产生最大的效果。

3.5. 展望：产品系列化、品牌聚焦核心、供应链生态圈、优化仓储布局

2024 年，公司将围绕产品系列化，全面推进“系列化、全渠道、一盘货”的战略，聚焦品牌核心价值，即设计感、性价比和高便捷（Stylish、Valuable、Efficient）。以聚焦防杂为导向，推动产品设计系列化、产品开发标准化。在供应链环节，公司将通过全球化、生态化、数字化能力的持续打造，提升生产物流环节效率，加强柔性供应。发挥规模优势，持续降本增效。

1、品牌聚焦核心价值，产品聚焦系列打造

2024 年公司将明确集团主品牌 SONGMICS HOME 作为品牌归一化的方向，实现流量转化更集中和高效，并进一步明确品牌三大核心价值，即设计感、性价比和高便捷。持续加大研发投入，丰富产品布局，通过系列化产品打造，以统一的设计语言带动消费者的关联购买意向。同时，致力于产品结构优化升级，将生产环节材料、工艺、部件及连接件实现标准化和归一化，从产品五金运用、结构设计、工艺选择、制图标准上进行标准化管控，降低多 SKU 衍生的管理难度、提升生产效率和产品质量的稳定。

2、构建供应链生态圈，全球布局降本增效

2024年，公司将通过筑致欧生态圈和生态规则，强化对生态伙伴的分层管理，核心品类订单及资源向战略和优选供应商倾斜。同时，借助生态圈总体规模优势，推进二级物料集采工作，进一步实现降本增效目的。2024年公司将上线IBP三期供应网络，初步实现系统自动完成预测、补货、订单调整和交期确认的目标，并与核心生产伙伴试点共建计划协同和智能排产，提高供应商的生产计划排产效率。在物流环节，将对物流伙伴上线SRM及TMS系统，强化运输管理环节协同，增强物流伙伴响应敏捷度。

3、优化仓网布局，提高尾程配送效率

公司持续加强海外本土仓储物流能力。在欧洲地区，仓库前置，分散德国中心仓直接面向全欧发货的分拨压力，逐步提高法国、西班牙等前置仓发货占比，从而进一步提升欧洲地区尾程履约时效；在美国地区，全面提升美国海外仓布局的密度和覆盖面，通过与三方仓合作的方式尽快优化本土仓网布局，提高美国市场的自发订单占比数量，并综合优化美国市场尾程履约的时效和成本。同时，公司将在2024年加大对东南亚采购的产品范围和力度，以优化成本和效率为目标，对原材料、生产地、销售地统一规划调配。公司计划将东南亚地区对美出货比例提高至20%左右，降低关税成本对产品竞争力的影响。

4、稳住欧洲市场，突破美国市场

2024年公司收入增长来源仍以欧美地区为主，辅之以墨西哥、澳大利亚等新兴市场带来的增量。渠道方面，公司仍以线上销售为主，在持续提升亚马逊平台市场份额的同时，持续扩大Tik Tok、SHEIN、TEMU等新兴线上平台的流量和市场机会。同时，组建本地化团队持续拓展传统线下零售商超（KA），实现全渠道的覆盖；产品方面，将在家具家居品类持续深耕细作，在已有品类挖深挖透的基础上辅之以新品类的开发，多品类共同发力，实现业务增长。多举措重点关注美国市场的业绩达成：渠道方面重视亚马逊Vendor渠道，设计开发有针对性的产品，自营渠道方面集中资源，重点运营TOP Listing产品，提升市场份额占比；本土履约方面，优化海外仓的仓网布局，提升尾程自发占比，降低尾程费用，提升尾程配送时效；产品方面，通过整合营销的方式，重点研发系列化的产品，形成差异化市场竞争优势。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设

家具系列：家具系列在2023年上半年由于产能无法完全满足需求，影响了销售额，下半年产能问题得到解决，预计2024-2026年恢复增长，增速分别为20%、18%、16%；毛利率在2024年受到海运费上涨影响，以及公司降本增效的共同作用下，预计会小幅下滑，之后逐渐恢复，预计2024-2026年毛利率分别为35.8%、36.2%、36.3%。

家居系列：在欧洲地区保持稳健增长的同时，开始在北美市场取得一定的竞争优势，预计2024-2026年将继续保持相对快速增长，增速分别为30%、25%、22%；毛利率在2024年受到海

运费上涨影响，以及公司降本增效的共同作用下，预计会小幅下滑，之后逐渐恢复，预计 2024-2026 年毛利率分别为 36.5%、37%、37.1%。

宠物系列：新品表现出色，市场布局初见成效，未来将进一步扩品类，预计 2024-2026 年将保持快速增长，增速分别为 45%、40%、35%；毛利率在 2024 年受到海运费上涨影响，以及公司降本增效的共同作用下，预计会小幅下滑，之后逐渐恢复，预计 2024-2026 年毛利率分别为 35%、35.5%、36%。

庭院系列：受夏季天气因素以及市场体量总体下降等因素影响 2023 年收入有所下滑，在公司进一步扩品类扩渠道的情况下，预计 2024-2026 年将保持小幅增长，增速分别为 10%、8%、6%；毛利率在 2024 年受到海运费上涨影响，以及公司降本增效的共同作用下，预计会小幅下滑，之后逐渐恢复，预计 2024-2026 年毛利率分别为 33%、34%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分产品系列的收入预测情况如下：

表 6：公司主营业务预测情况（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
营业总收入	5455.39	6074.19	7597.02	9288.72	11147.53
增长率	-8.58%	11.34%	25.07%	22.27%	20.01%
综合毛利率	31.65%	36.32%	35.69%	36.21%	36.43%
家具系列					
营业收入	2586.43	2710.41	3252.50	3837.94	4452.02
增长率	-16.36%	4.79%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	44.78%	36.63%	35.80%	36.20%	36.30%
家居系列					
营业收入	1868.38	2285.22	2970.78	3713.48	4530.44
增长率	-0.44%	22.31%	30.00%	25.00%	22.00%
毛利率	53.63%	37.16%	36.50%	37.00%	37.10%
宠物系列					
营业收入	377.66	518.54	751.88	1052.64	1421.06
增长率	10.44%	37.30%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率	49.31%		35.00%	35.50%	36.00%
庭院系列					
营业收入	531.63	466.45	513.09	554.14	587.39
增长率	-16.02%	-12.26%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	46.35%		33.00%	34.00%	35.00%

资料来源：Wind，中原证券研究所（注：营业总收入还包含其他业务和产品收入）

4.2. 估值和投资建议

预计公司 2024 年、2025 年、2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4.51 亿元、6.11 亿元、7.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.12 元、1.52 元、1.95 元，按 7 月 22 日 18.96 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 16.87 倍、12.46 倍、9.71 倍。

公司深耕欧美线上家居零售市场十余年，在跨境电商领域具备先发优势，积累了一定的品牌影响力和认知力，并在产品系列化、柔性供应链、本土化运营、数字化等方面深入挖掘，为用户提供“好看不贵”家具家居产品解决方案，公司 2024 年仍以欧美为主，稳定拓展欧洲市场，提高美国市场渗透率，同时开展新兴市场包括墨西哥和澳大利亚的布局，在品牌归一化、降本增效、渠道拓展以及仓储物流等方面有进一步规划，维持公司“买入”评级。

公司可比上市公司包括：安克创新、赛维时代、华凯易佰、吉宏股份、三态股份、华宝新能。公司估值低于同行业可比公司均值。

表 7：可比公司盈利预测及估值情况

公司简称	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安克创新	293	3.62	4.29	5.01	15.34	12.93	11.09
赛维时代	92	1.13	1.47	1.85	20.21	15.63	12.37
华凯易佰	41	1.12	1.38	1.61	9.11	7.41	6.32
吉宏股份	39	1.12	1.35	1.59	9.04	7.49	6.39
华宝新能	86	1.29	2.15	2.79	53.79	32.09	24.73
平均值					21.50	15.11	12.18
致欧科技	76	1.2427	1.52	1.83	16.87	12.46	9.71

资料来源：Wind，中原证券研究所（注：股价为 2024 年 7 月 22 日收盘价，盈利预测采用 Wind 一致预期）

5. 风险提示

(1) 政治及贸易摩擦的风险：公司业务重心聚焦于欧美日等国外市场，若国际贸易环境恶化，可能使公司的收入与盈利受到影响；若主要海外市场采取贸易保护主义措施，调整进口关税，公司未能及时采取有效应对策略，将直接影响公司产品的市场竞争力，进而对公司的整体经营业绩构成不利影响。

(2) 海运费大幅波动的风险：公司自主承担海运成本，海运费在公司主营业务成本中占据一定比重，若由于国际局势变化、市场需求激增等因素导致海运价格发生大幅波动，公司成本将大幅攀升，进而影响利润率水平。

(3) 汇率大幅波动的风险：公司主营业务收入高度依赖欧洲与北美市场，人民币与其他主要国际货币的汇率波动将直接导致公司汇兑损益波动，若人民币汇率出现大幅波动，可能导致公司面临汇兑损失的风险，进而影响公司利润。

(4) 海外需求不及预期的风险：公司主要收入来自于欧洲、北美市场，若未来欧美市场家居用品需求不及预期，将直接导致公司收入下滑。

(5) 市场竞争加剧的风险：随着中国跨境出海配套措施日益完善，跨境电商行业市场参与者逐渐增加，大量企业加入出海赛道，行业竞争有加剧的可能，或将影响公司的市场份额。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,203	3,157	3,337	4,034	4,925
现金	1,039	726	400	677	1,061
应收票据及应收账款	143	190	253	310	372
其他应收款	106	366	402	476	559
预付账款	17	19	38	37	47
存货	689	879	1,049	1,240	1,491
其他流动资产	208	976	1,195	1,295	1,395
非流动资产	1,275	2,424	2,405	2,302	2,214
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	44	42	44	43	40
无形资产	9	10	11	13	14
其他非流动资产	1,222	2,372	2,350	2,247	2,159
资产总计	3,478	5,581	5,742	6,337	7,138
流动负债	938	1,809	1,887	2,027	2,195
短期借款	341	912	862	812	762
应付票据及应付账款	242	391	423	520	635
其他流动负债	355	506	602	695	798
非流动负债	733	651	486	330	180
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	733	651	486	330	180
负债合计	1,670	2,460	2,373	2,357	2,375
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	361	402	402	402	402
资本公积	652	1,504	1,504	1,504	1,504
留存收益	785	1,198	1,448	2,059	2,843
归属母公司股东权益	1,807	3,121	3,369	3,980	4,763
负债和股东权益	3,478	5,581	5,742	6,337	7,138

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	988	1,499	382	571	670
净利润	250	413	451	611	784
折旧摊销	145	151	142	148	149
财务费用	32	27	39	32	25
投资损失	-14	-35	-32	-42	-54
营运资金变动	552	908	-260	-220	-277
其他经营现金流	23	34	42	43	43
投资活动现金流	-252	-1,621	-261	-56	-60
资本支出	-11	-10	-227	-149	-165
长期投资	-269	-1,605	50	50	50
其他投资现金流	28	-6	-84	43	55
筹资活动现金流	-568	-5	-447	-238	-225
短期借款	-39	571	-50	-50	-50
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	852	0	0	0
其他筹资现金流	-529	-1,468	-397	-188	-175
现金净增加额	185	-118	-327	277	385

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,455	6,074	7,597	9,289	11,148
营业成本	3,729	3,868	4,885	5,925	7,087
营业税金及附加	4	6	7	8	10
营业费用	1,201	1,410	1,770	2,155	2,575
管理费用	174	244	304	367	435
研发费用	45	60	76	102	134
财务费用	-14	-23	23	23	10
资产减值损失	-23	-19	-20	-20	-20
其他收益	12	5	10	12	14
公允价值变动收益	-7	-23	0	0	0
投资净收益	14	35	32	42	54
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	311	492	534	722	925
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	5	3	3	3
利润总额	309	488	531	719	922
所得税	59	75	80	108	138
净利润	250	413	451	611	784
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	250	413	451	611	784
EBITDA	435	608	696	890	1,082
EPS (元)	0.62	1.03	1.12	1.52	1.95

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.58	11.34	25.07	22.27	20.01
营业利润 (%)	3.43	58.26	8.48	35.23	28.13
归属母公司净利润 (%)	4.29	65.08	9.27	35.43	28.24
获利能力					
毛利率 (%)	31.65	36.32	35.69	36.21	36.43
净利率 (%)	4.58	6.80	5.94	6.58	7.03
ROE (%)	13.84	13.23	13.39	15.35	16.45
ROIC (%)	7.85	8.02	9.67	11.96	13.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.03	44.08	41.33	37.19	33.27
净负债比率 (%)	92.43	78.83	70.43	59.22	49.86
流动比率	2.35	1.75	1.77	1.99	2.24
速动比率	1.38	0.96	0.83	1.00	1.19
营运能力					
总资产周转率	1.58	1.34	1.34	1.54	1.65
应收账款周转率	40.65	36.41	34.24	33.01	32.73
应付账款周转率	12.71	12.22	12.00	12.57	12.27
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.62	1.03	1.12	1.52	1.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.46	3.73	0.95	1.42	1.67
每股净资产 (最新摊薄)	4.50	7.77	8.39	9.91	11.86
估值比率					
P/E	30.44	18.44	16.87	12.46	9.71
P/B	4.21	2.44	2.26	1.91	1.60
EV/EBITDA	0.36	17.41	12.53	9.25	7.07

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。