

大健云仓（GCT）

证券研究报告

2024年08月09日

海外大件 B2B 先发制胜，数据驱动构筑核心竞争力

投资评级

6个月评级

买入（首次评级）

公司业绩快速增长，业务结构持续优化。公司于 2010 年迈入跨境电商领域，积累先发优势，现专注于跨境大件商品 B2B 交易。三大核心业务板块包括 GigaCloud 3P、GigaCloud 1P 和平台外电子商务，2023 年总 GMV 达 7.9 亿美元；其中，3P 业务贡献了 53% 的交易额，助力业绩高增。2023 年公司实现营业收入 7.04 亿美元，同比增长 43.6%；因海运费下降，营业成本增速放缓，毛利率同比提升近 10 个百分点；调整后净利润为 9680 万美元，净利率改善明显，由 2022 年的 5% 增至 13%，盈利水平显著修复。

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521020002

kongrong@tfzq.com

杨雨辰

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521110001

yuchenyang@tfzq.com

后疫情时代跨境家具市场广阔，家具出海大有可为。需求方面，疫情时期线上消费习惯的培养和供应链的完善，促进全球电商规模和电商渗透率稳步提升，全球 B2B 电商市场规模有望进一步扩大，2027 年预计可达 21 万亿美元。而美国作为 2022 年全球第一大家具市场，预计未来需求保持稳健增长。供给方面，中国 B2B 出海赛道持续扩容，预计到 2025 年规模将达到 6.9 万亿元，2022-2025 年 GACR 达到 15.6%，出海增长潜力强劲。同时，美国家具市场线上化率呈现稳健的增长趋势，有助于公司市场份额的提升。

相关报告

供应链创新+AI 解决方案建立核心竞争力，买卖增量空间促进平台规模持续扩张。公司在“供应链前置”中垂直整合电商、仓储和物流资源，实现市场整体的降本增效；利用 AI 技术赋能业务全链路运营，提高平台数字化水平。Seller 方面，公司 SKU 数量达到 3 万+，中国出海机会的增加与全球化采购网络的构建推动平台 Seller 的增加；Buyer 方面，多样化的平台产品供应，以及发展中国家/地区的高性价比的产品，迎合了美国经销商和客户的需求，持续吸引 Buyer 入驻；公司拥有稳健的市场扩张战略，配合量价齐升的发展趋势，预计整体 GMV 将实现良性循环。

投资建议：我们认为大件家居线上化率较低、增速较快，且公司海外仓储模式在跨境电商中卡位独特，能够以较高的效率解决买卖方的需求。我们给予其可比上市企业平均估值水平。我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 10.5/13.9/18.2 亿美元，同比增长 49%/32%/31%，2024-2026 年调整后净利润分别为 1.2/1.8/2.2 亿美元，给予公司 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 56 美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：美国进口关税进一步提高，中国制造业成本大幅上升，美国家具销售不达预期，海运成本进一步提高，美国宏观经济下行风险

内容目录

1. 公司情况：开拓海外大件商品交易市场，量价齐升驱动 GMV 迅速增长.....	4
1.1. 把握跨境大件贸易机遇，积累出海先发优势	4
1.2. 定位“B2B+仓储物流”发展模式，3P 业务增长显著	5
1.3. 23Q4 公司 GMV 快速增长，盈利水平修复超预期	6
2. 行业情况：跨境家具市场潜力大，有望打开成长空间	8
2.1. 后疫情时代供需调整，家具出海大有可为	8
2.2. 海外仓与线下零售竞争激烈，线上化趋势助力市占率提升	10
3. 成长逻辑：供应链方案+AI 算法驱动构筑核心壁垒，买/卖方增量+市场拓展明确增长路径	11
3.1. “供应链前置”重塑供需关系，完备海外仓布局提升履约能力	11
3.2. 科技赋能业务链全流程，建立信息和价格优势	13
3.3. 凭借丰富 SKU 与买卖增量，GMV 规模持续扩张	14
3.4. 收购优质 B2B 与数字公司，实现业务协同+市场拓展	15
3.4.1. Noble Houe	15
3.4.2. Wondersign	16
4. 盈利预测&投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：股权结构图（截至 2023 年 12 月）	5
图 3：分业务收入贡献占比	5
图 4：分业务收入及环比增长率（百万美元，%）	6
图 5：总营收和总成本增长率	7
图 6：净利率、毛利率变化图	7
图 7：总 GMV、3P GMV、活跃 3P 卖家数	7
图 8：活跃买家数及单位花销	7
图 9：2017-2022 年全球电商销售额和渗透率	8
图 10：2020-2027E 年全球 B2B 电商市场规模（万亿美元）	8
图 11：2022 年全球前十大家具市场收入（亿美元）	8
图 12：2018-2028 年美国家具行业收入及预测（十亿美元）	8
图 13：2018-2025E 年中国 B2B 跨境电商行业规模和增速	9
图 14：2022 年中国跨境电商目的地分布	9
图 15：美国家具市场线上销售规模（亿美元，左轴）和占比（%，右轴）	11
图 16：大健云仓北美仓储结构	13

图 17: 大健云仓平台活跃 Seller/Buyer 数量 (家)	14
图 18: 大健云仓 Buyer 消费结构 (百万美元, 左轴) 和客单价 (万美元, 右轴)	14
图 19: 大健云仓总体 GMV 和 3P GMV 规模 (亿美元)	15
图 20: 2023 年 12 月 Noble House 产品结构	15
图 21: 2023 年 12 月 Noble House 客户结构	15
表 1: 公司三大业务板块明细	6
表 2: 海外仓主要企业	10
表 3: Home Depot 与 Lowe's 业务对比	11
表 4: 传统模式和“供应链前置”模式的分工对比	12
表 5: 传统模式痛点和“供应链前置”模式优点	12
表 6: 大健云仓 AI 数据解决方案	13
表 7: Wondersign 业务领域	16
表 8: GIGA IQ 产品优势	16
表 9: GCT 盈利预测 (百万美元)	17
表 10: 美股上市公司估值比较 (时间截至 2024089)	18

1. 公司情况：开拓海外大件商品交易市场，量价齐升驱动 GMV 迅速增长

1.1. 把握跨境大件贸易机遇，积累出海先发优势

创新依托 B2B 海外仓模式，布局跨境大件商品交易市场。 大健云仓（NASDAQ:GCT）（GCT.US），是一家专注于国际大件商品 B2B 交易的企业，旨在通过数字贸易方式打造全球家居流通骨干网。公司发展历程主要分为三个阶段：

第一阶段为创业发展、市场开拓期（2006-2017年）：公司成立于2006年，初始专注于人力资源市场，原名东方标准人力资源控股有限公司。2010年，公司迈入跨境电商领域，于日本首次开展业务，由人力资源公司转型。2012年至2017年期间，收购面向美国的B2C电商平台康普集团，获得红星美凯龙投资，将供应链逐步拓展至欧洲、美国、越南市场。

第二阶段为平台搭建、业务深耕期（2019-2021年）：2019年初，公司建成大件商品B2B交易平台（GIGAB2B），正式推出“大健云仓”品牌；同年，先后在苏州、深圳、广州、宁波、厦门等地组设立分支机构，为跨境业务开展打下坚实基础。2020年，公司获得由京东集团、元禾控股等机构约2.6亿元战略投资，并成为中国国家博会指定的外贸B2B交易平台。

第三阶段为全球化运营的快速发展期（2021年至今）：2021年，公司正式完成品牌整合，聚焦B2B赛道，更名为大健云仓（GigaCloud Technology）。2022年8月，公司成功在美国纳斯达克交易所挂牌上市；同年11月，供应链业务范围进一步扩大至马来西亚。至今物流网络已覆盖北美、日本、英国、德国等地，仓库总面积约1000万平方英尺，并持续升级存储技术。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定，管理层经验丰富。截至2023年12月，公司创始人吴雷直接持有公司22.9%的股份，为公司实控人。吴雷现任公司董事长兼首席执行官，美国耶鲁大学商学院MBA，原为北京新东方集团高级管理人员。林欣禾持有达特茅斯学院工程学学士学位以及斯坦福大学工商管理硕士学位，自2009年12月起担任公司董事，是DCM的管理合伙人，曾任新浪公司首席运营官。万欣自2020年担任首席技术官，此前曾任中国移动 Aspire Company 教育事业部副总裁，现主要负责公司IT、物流团队，B2B平台运营及分公司管理。

公司全资控股多家子公司，分工明确实现业务全覆盖。Comptree 通过大健云仓（美国）控股天猫，负责仓库物流和电商板块；大健云仓（苏州）为母公司提供采购服务，并与苏州大健云仓供应链管理共同提供集团间服务；大健云仓（香港）主要运营B2B电商交易；东方标准（日本）和BTM（日本）为电商运营提供方案；大健云仓物流（美国）主要为第三方提供物流服务；B.T.M Travel & Trading（英国），主要负责仓库物流服务，并与COMHARBOR，BRIHME 共同开展电商业务。

图 2：股权结构图（截至 2023 年 12 月）



资料来源：富途，公司公告，天风证券研究所

1.2. 定位“B2B+仓储物流”发展模式，3P 业务增长显著

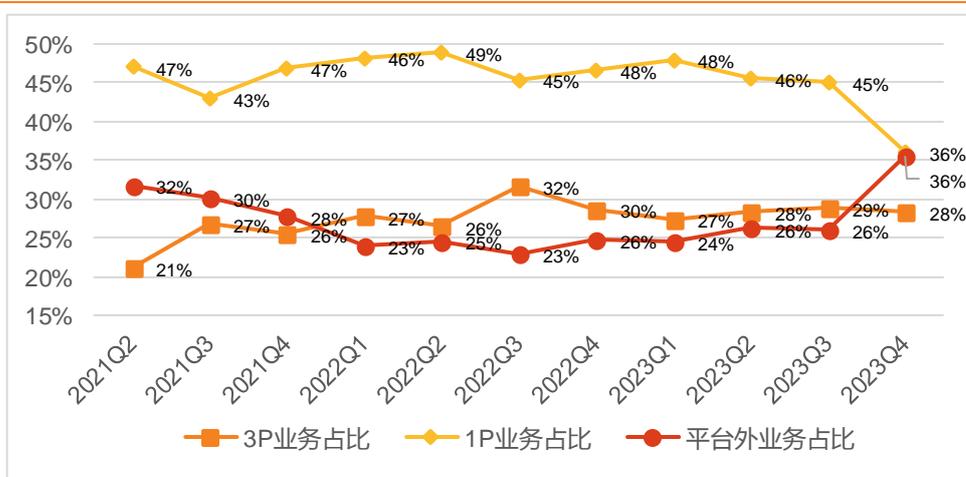
三大板块协同发展，3P 业务持续高增长。基于全球 B2B 电商平台，公司致力于促成主要在亚洲的制造商与主要在美国、欧洲和亚洲的经销商的跨境交易，节省交易双方时间和经济成本。不断进行业务延伸，初期立足全球家具市场，后将业务范围扩展至家用电器和健身设备等其他类别。着力构建“B2B+仓储物流”发展模式，形成了三大核心业务板块：GigaCloud 3P、GigaCloud 1P 和平台外电子商务。

GigaCloud 3P：为制造商与经销商提供 B2B 交易平台，产生电商平台服务费、仓储费、最后一英里配送费及跨洋运输服务等。2021 年至 2023 年，分别贡献了 9833 万、1.4 亿、2.0 亿美元收入，占总营收的 24%、29%、28%，对收入贡献比例总体呈上升趋势。

GigaCloud 1P：通过交易平台在市场上直接销售库存商品获得产品收入。2023 年收入 3.0 亿美元，维持超 20% 的增长水平，近三年占营收比例稳定在 45% 左右。

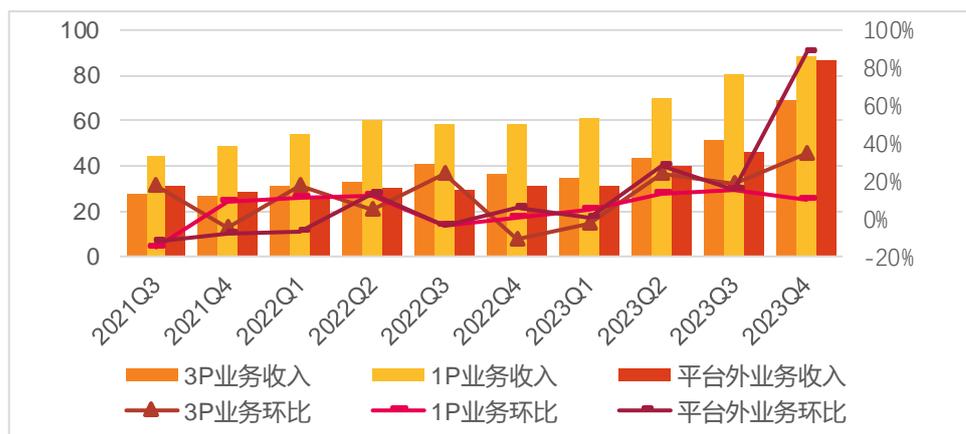
平台外电子商务：通过向乐天、沃尔玛、亚马逊、Wayfair 等第三方电商网站销售商品库存产生收入。2023 年营收 2.05 亿美元，同比增长 74%。2020-2022 年占营收比例总体呈下降趋势，2023 年略有回升，分别为 34%、31%、24%、29%。

图 3：分业务收入贡献占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：分业务收入及环比增长率（百万美元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司三大业务板块明细

收入来源	业务板块	业务范围	业务流程
服务收入	GigaCloud 3P	为制造商与经销商提供 B2B 交易平台，产生电商平台服务费、仓储费、最后一英里配送费及跨洋运输服务费等。	
产品收入	GigaCloud 1P	通过大健云仓交易平台在市场上直接销售库存商品。	
	平台外电子商务	向第三方电子商务网站销售库存商品。	

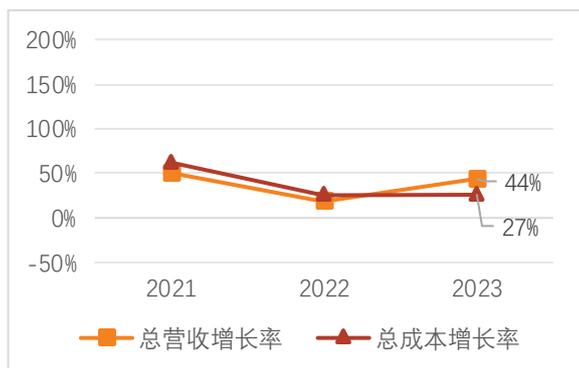
资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

1.3. 23Q4 公司 GMV 快速增长，盈利水平修复超预期

23Q4 收入同比高增 94.8%，全年营收破 7 亿。2023 年公司营收 7.038 亿美元，同比增长 43.6%，23Q4 营收较 2022 年同期增长 94.8%。**营业成本增速放缓，毛利率同比改善。**2023 年毛利润为 1.886 亿美元，同比增长 127.0%；毛利率提升近 10 个百分点，达到 26.8%。主要是由于 2023 年营业成本增长速度较慢，其中包括 2023 年海运成本下降的影响。

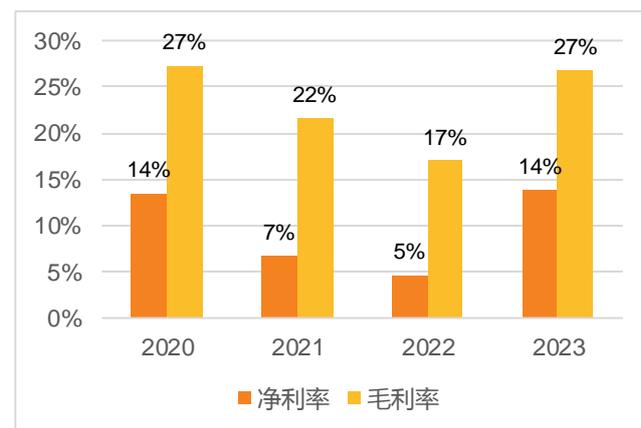
净利率大幅增长，盈利水平显著修复。2023 年调整后净利润为 9680 万美元，较 2022 年的 2300 万美元增长 321%；净利率由 2022 年的 5% 增长至 14%。2023 年营运费用为 7855 万美元，较上年同期增长 63%，我们判断主要由第三方电商网站收取的平台服务费增加和一般和行政费用导致。

图 5：总营收和总成本增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

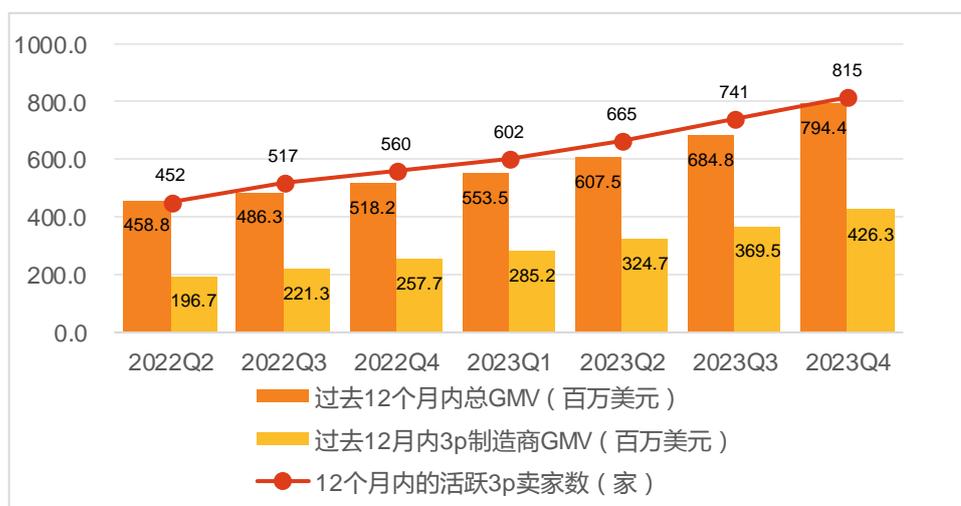
图 6：净利率、毛利率变化图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

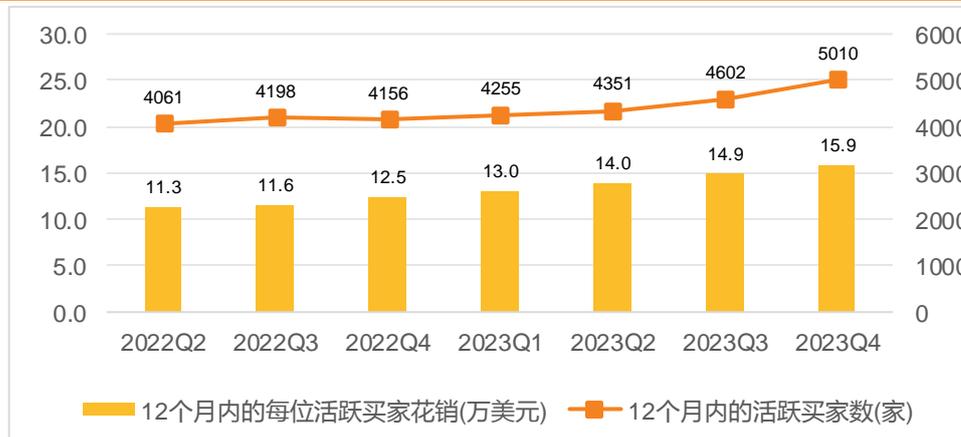
3P 业务拉动 GMV 增长,平台活跃卖家助力业绩腾飞。2023 年公司总 GMV 超 7.9 亿美元,同比增长 53.3%。3P 卖家 GMV 由 2022 年的 2.577 亿美元增加至 4.263 亿美元,为总 GMV 贡献 54%的交易额。截至 2023 年第四季度,3P 活跃卖家达到 815 家,同比增长 45.5%;活跃买家数增长至 5010 家,人均贡献 15.9 万美元购买额。

图 7：总 GMV、3P GMV、活跃 3P 卖家数



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 8：活跃买家数及单位花销



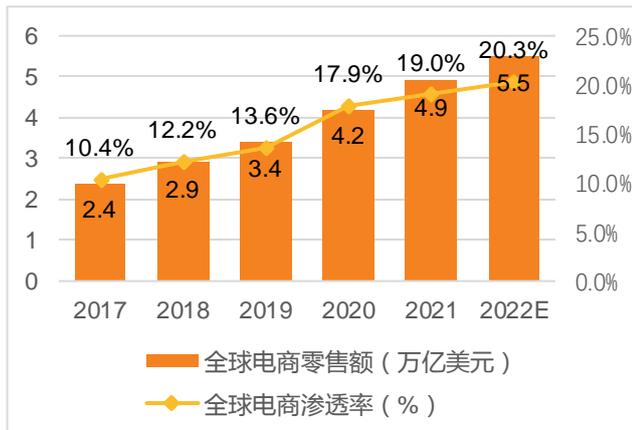
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业情况：跨境家具市场潜力大，有望打开成长空间

2.1. 后疫情时代供需调整，家具出海大有可为

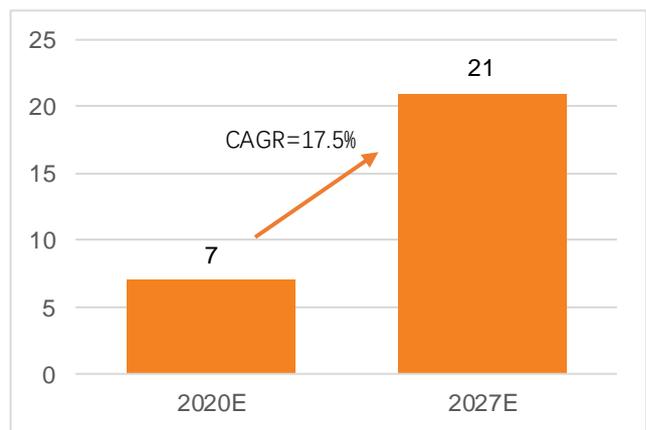
需求端：全球电商规模和电商渗透率稳步提升，B2B 市场规模有望进一步扩大。疫情时期受制于线下采购渠道和销售网络的阻碍，叠加数字技术的快速发展，根据艾瑞咨询，全球电商零售销售额预计从 2017 年的 2.4 万亿美元，提升至 2022 年的 5.5 万亿美元，电商渗透率预计从 2017 年的 10.4% 提升至 2022 年的 20.3%；根据 Grand View Research 数据，全球 B2B 电子商务交易额 2027 年预计可达 21 万亿美元，2020-2027 年 GACR 预计达 17.5%。后疫情时代下，随着世界经济的复苏和线上供应链体系的逐步完善，预计全球电商市场环境将逐渐向好，需求空间稳步扩张。

图 9：2017-2022 年全球电商销售额和渗透率



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

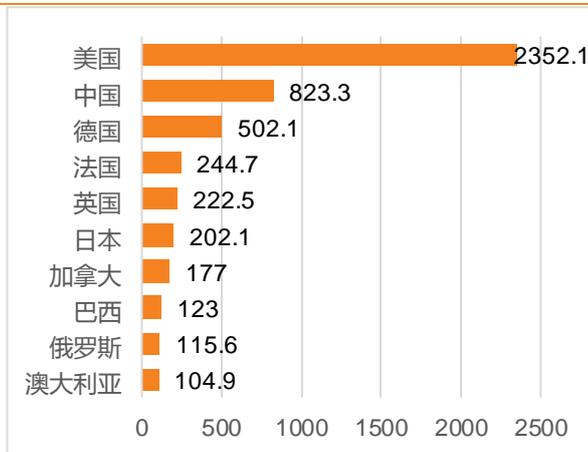
图 10：2020-2027E 年全球 B2B 电商市场规模 (万亿美元)



资料来源：Grand View Research，艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

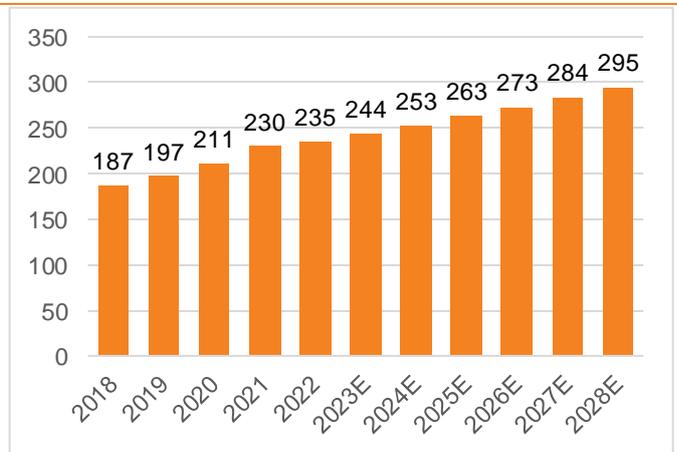
美国家具市场位居全球消费第一，预计未来需求稳健增长。疫情时期人们居家办公和休闲娱乐时间增加，逐步培养线上消费习惯，并注重提升居家体验，有利于推动线上家具市场的发展。据 Statista 数据，2022 年全球家具市场收入达到 6943.3 亿美元，其中美国收入达到 2352 亿美元，占全球收入的 33.8%，位列全球第一；中国（823 亿美元）和德国（502 亿美元）分别位于全球第二和第三。作为全球最大家具消费市场，美国 2018 年家具行业收入为 1871 亿美元，2018-2022 年 GACR 达到 5.9%，Statista 预计 2028 年市场规模达到 2954 亿美元，2022-2028 年 CAGR 达到 3.9%。

图 11：2022 年全球前十大家具市场收入 (亿美元)



资料来源：Statista，名家具微信公众号，天风证券研究所

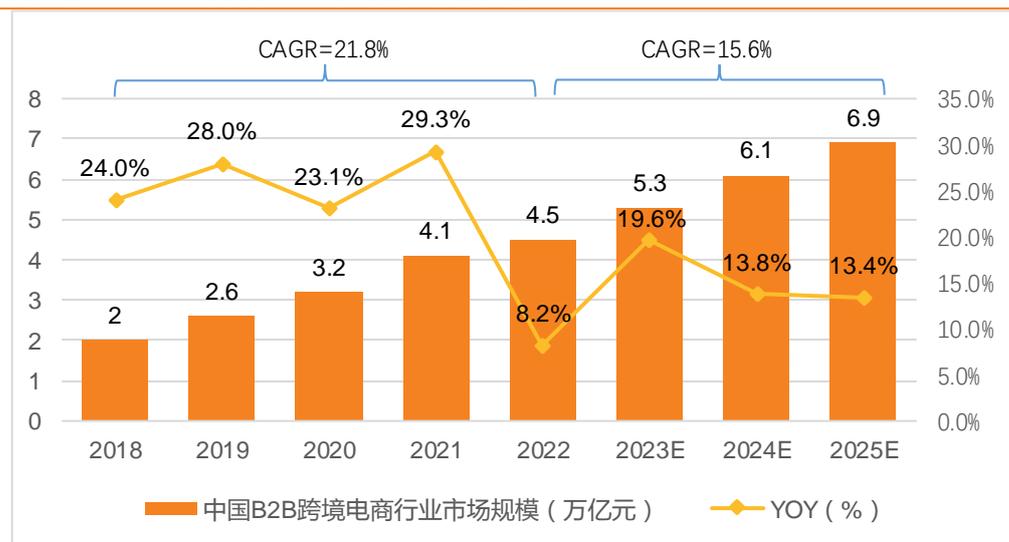
图 12：2018-2028 年美国家具行业收入及预测 (十亿美元)



资料来源：Statista，天风证券研究所

供给端：中国跨境电商赛道火热，B2B 出海增长潜力强劲。据艾瑞咨询，中国出海赛道持续扩容，B2B 跨境电商规模从 2018 年的 2 万亿元，上升至 2022 年的 4.5 万亿元，CAGR 达到 21.8%，2022 年因供应链危机和国际局势动荡等多重阻力，B2B 出海增速放缓。艾瑞咨询预计未来 B2B 跨境电商发展增速将超过传统外贸行业，到 2025 年，B2B 跨境电商逐步走向高质量发展阶段，规模将达到 6.9 万亿元，2022-2025 年 CAGR 达到 15.6%。

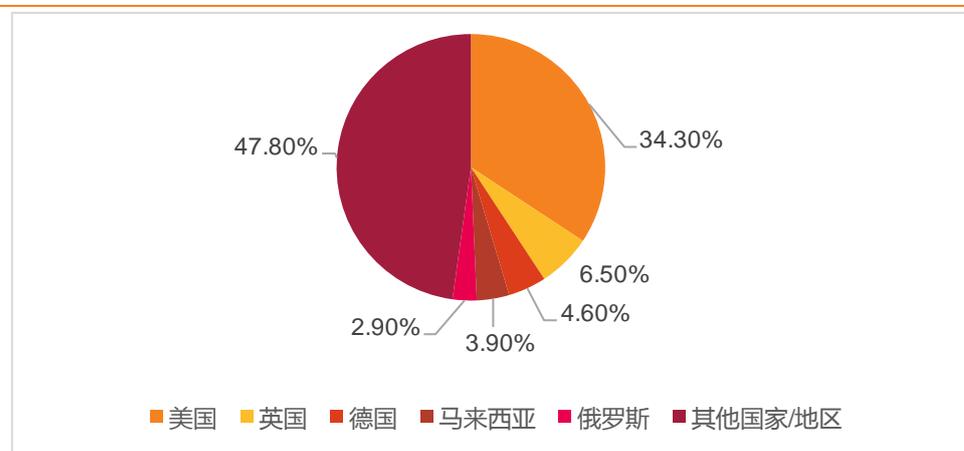
图 13：2018-2025E 年中国 B2B 跨境电商行业规模和增速



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

B2B 赛道提供中国跨境出口电商主要份额，美国市场是中国跨境电商首选目的地。根据网经社，B2B 跨境电商业务规模约占行业总规模的约 70%，占跨境电商行业主要的市场份额。近年来交易份额略向 B2C 倾斜，B2B 平台的出海发展逐渐趋于稳健。B2B 跨境电商规模占比从 2019 年的 80.5%，收缩至 2023 年的 70.2%。美国作为大体量、中高端消费为主的市场，在 2022 年成为中国跨境电商的首选目的地，占比达到 34.3%。

图 14：2022 年中国跨境电商目的地分布



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

2.2. 海外仓与线下零售竞争激烈，线上化趋势助力市占率提升

海外仓赛道具有高景气度，多方参与者布局全球仓储网络。跨境出海机会增加带动海外仓需求提升，目前入局海外仓的企业众多，中大件主要参与者包括乐歌股份、大健云仓等，中小件主要参与者包括谷仓海外仓、递四方等。**乐歌股份：**拥有 14 年跨境电商及 12 年海外仓团队运营经验，在多仓自营基础上，提供包括海外仓储、头程海运、FBA 转运等一站式跨境物流服务。在全球运营 12 个海外仓，面积超过 28 万平方米，未来公司将陆续利用已储备的 800 多英亩土地建设成海外仓，取代租赁仓库。**谷仓海外仓：**15 年海外仓运营经验，2 万+ 企业客户，为全球跨境电商卖家、出海品牌商客户、产业带客户提供头程干线、全球仓配、售后退货的解决方案，全球仓储布局范围大，遍布北美、欧洲和亚太地区，仓储面积 120 万+ 平方米，海外处理中心 80 个，日订单处理量 50 万+，是中国率先跨越百万级别的海外仓企业。**递四方：**2009 年建立首个海外仓（英国），目前海外仓近 50 个，面积近 100 万平米，海外仓团队均为直营团队，提供递四方 FB4 服务，平台型服务产品、头程/尾程服务（三方仓）、商流服务等解决方案。

表 2：海外仓主要企业

参与者	主要业务	服务地区	仓储规模
大健云仓	从事大件商品出口的 B2B 交易平台与海外仓仓储物流，提供从产品发布到物流跟踪的一体化解决方案	美国、英国、德国、日本	目前在全球拥有 30 余个仓库，总面积约 1000 万平方英尺，在北美拥有 23 个仓库，还在其他国家拥有 9 个仓库（日本 4 个，德国 2 个，英国 2 个）和 4 个港口（日本 1 个，德国 1 个，英国 2 个）
乐歌股份	致力于为大件产品跨境卖家提供公共海外仓综合服务，包括海外仓储、头程海运、一件代发、FBA 转运、售后托管、出口代理、供应链服务等一站式跨境物流服务	美国、英国、德国、日本等	公司全球运营 12 个海外仓，面积超过 28 万平方米，2024 年，计划新租仓库 10-15 万平方米，同时开建美东美西两个仓库，公司预计 2025 年投入运营。
谷仓海外仓	为全球跨境电商卖家、出海品牌商客户、产业带客户提供头程干线、全球仓配、售后退货的标准化以及定制化的端到端的供应链解决方案	北美、欧洲、亚太等地区	全球 120 万平米海外仓群，业务覆盖北美、欧洲、亚太和澳洲等 30+ 电商热门市场，是中国率先跨越百万级别的海外仓企业
递四方	提供递四方 FB4 服务，平台型服务产品、头程/尾程服务（三方仓）、商流服务等解决方案	北美、日本、欧洲、澳洲等	在全球铺设海外仓近 50 个，面积近 100 万平米，覆盖美国（10 万平米）、英国（7 万平米）、捷克（7 万平米）、德国、西班牙、加拿大、澳大利亚、日本等 18 个主流国家

资料来源：各公司官网，大健云仓年报，天风证券研究所

美国传统家具零售市场受阻，行业巨头 Home Depot 与 Lowe's 增长疲软，线上销售有所提升。Home Depot 作为美国“家居货栈”以及以美国为首的北美市场家居建材用品零售商龙头，为消费者提供包括建筑材料、家居改善用品、园艺产品、装饰品以及维护和修理产品在内的多样化商品，以及家居安装和工具租赁等一站式服务。Lowe's 是大型室内装饰材料零售商，提供从家庭维护，到改建和装饰的全流程解决方案。由于通货膨胀、房地产市场收缩，美国线下家具零售市场受到挑战。两大零售巨头 2023 年业绩呈现小幅下滑：Home Depot 在 23Q4 销售额为 348 亿美元，同比下降 2.9%，可比销售额同比下降 3.5%，在美国市场下降 4%；2023 年销售额为 1527 亿美元，同比下降 3%。Lowe's 在 23Q4 销售额为 186 亿美元，同比下降 17%，可比销售额下降 6.2%。相比线下，两家公司线上销售份额均有所提升，Home Depot 在 23Q4 的线上销售规模提升 2%，Lowe's 在 2023 年的线上销售规模提升 2.3%。

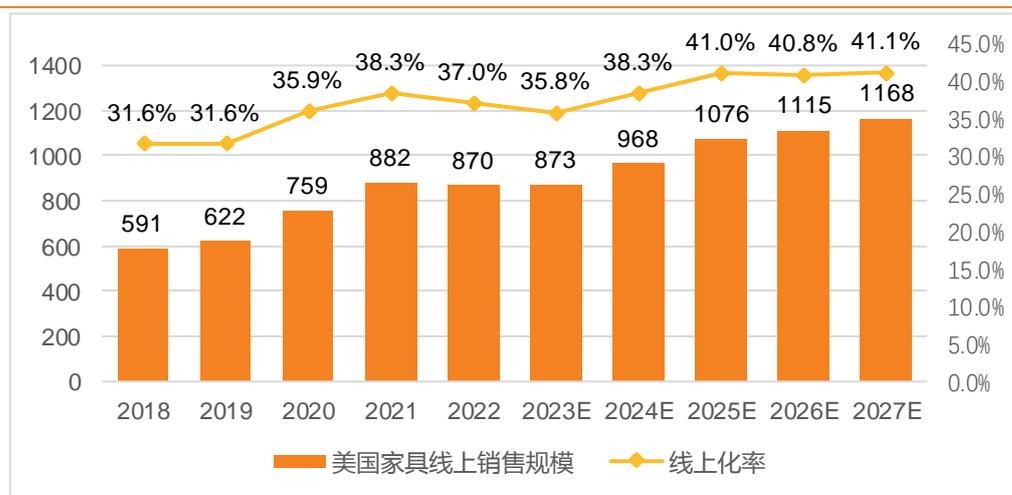
表 3: Home Depot 与 Lowe's 业务对比

参与者	线下零售业务	23Q4 销售业绩
Home Depot	在全美 50 个州、加拿大和墨西哥等地共经营 2,335 家零售店, 典型零售店面积可达 10.5 万平方英尺, 共雇用约 475,000 名员工。	销售额为 348 亿美元, 同比下降 2.9%, 可比销售额同比下降 3.5%, 在美国市场下降 4%
Lowe's	经营着 1,746 家商店, 零售面积达 1.949 亿平方英尺, 零售店平均面积达 11.2 平方英尺, 拥有约 300,000 名员工, 每周为大约 1600 万笔客户交易提供服务	销售额为 186 亿美元, 同比下降 17%, 可比销售额下降 6.2%

资料来源: 各公司官网, 各公司年报, 天风证券研究所

美国家具市场线上化率呈上升趋势, 公司市占率提升未来可期。疫情时期, 消费者居家办公娱乐, 供应商业也转移至线上平台, 消费习惯的培养和供应链构建为线上化趋势提供基础; 供应链体系向外转移, 叠加海外仓等基础设施不断完善, 供应品类和规模呈扩张趋势。据艾瑞咨询, 2022 年美国电商渗透率达到约 40%, 预计销售增速约 15%, 电商业有望打开天花板。对于家具市场, 据 Statista, 美国家具线上销售规模预计从 2022 年的 870 亿美元上升至 2027 年的 1168 亿美元, CAGR=6.1%, 线上化率呈上升趋势, 预计从 2022 年的 37% 上升至 2027 年的 41.1%。美国家具线上规模体量大, 参考大健云仓 2022 年总体 GMV 约 5.2 亿美元, 市占率约为 0.6%, 预计伴随家具市场线上化率的提升和平台运营规模的扩大, 公司有望进一步扩大市场份额。

图 15: 美国家具市场线上销售规模 (亿美元, 左轴) 和占比 (% , 右轴)



资料来源: Statista, 天风证券研究所

3. 成长逻辑: 供应链方案+AI 算法驱动构筑核心壁垒, 买/卖方增量+市场拓展明确增长路径

3.1. “供应链前置” 重塑供需关系, 完备海外仓布局提升履约能力

“供应链前置” 模式重构买卖分工关系, 大健云仓助力 “交易效率+交付能力” 双提升。公司在 2021 年创新性地提出 “供应链前置” 的 B2B 业务模式: 1) Seller 自己 “定义产品”, 根据市场信息自主进行包括功能、外观、工艺、包装在内的产品设计和生产; 2) Seller 现货放到海外, 直接进行小额批发甚至零售的交易。而大健云仓则起到组织该模式的角色, 通过垂直整合电商、仓储和物流资源, 实现 “供应链前置” 的降本增效: 1) **交易渠道的建立和管理**。相比于传统的 FOB 模式, 供应链前置的现货模式具有 “交易频次高, 单次交易额低” 的特点, 需要大健云仓高效的渠道管理能力 (交易数据、支付管理等), 并且依靠平台庞大的客户网络, 可以降低现货的库存风险; 2) **交付能力的建设**。公司同时提供 to B 和 to C 两种物流交付类型, 既可以配送到指定门店、仓库, 又可以配送到终

端消费者并完成安装。该方案以供应商“定义”的产品为核心，给予供应商更多自主权，将供应链从中国“前置”到海外，搭配大健云仓完备的仓储物流体系，可实现更高效可靠的交易和交付流程。

表 4：传统模式和“供应链前置”模式的分工对比

参与者	传统外贸模式（OEM/ODM）	“供应链前置”模式
供应商	根据客户指定要求，负责产品生产；可能还需要负责对产品外观、功能、包装等设计	根据市场趋势和动向自主设计产品，是新的产品定义方；现货放到海外，直接进行小额批发甚至零售，需要参与仓储、运输等环节
客户	负责设计产品并找代工，或在供应商设计的样品中进行挑选，是产品定义方；还需负责品控、仓储、运输、尾程等后续环节	可直接从海外仓中选择供应商的产品并负责销售
大健云仓	/	搭建完善的交易体系和海外基础设施，沟通买卖双方的同时提供完整的海运、仓储和尾程的交付体系，提高整体交易和交付效率

资料来源：雨果跨境，公司公告，天风证券研究所

“供应链前置”激发市场活力，实现市场参与者的互惠共赢。 1) **对市场**：伴随产业数字化和电商平台的兴起，市场产品品类、价格等信息更易于获得，结合供应商长期运营积累的产品设计和技术经验，供应商有能力自主生产符合市场潮流，契合消费需求的创新产品，以供给拉动需求，激发市场活力。2) **对供应商**：目前，中国供应链在产品和工艺设计上有了长足的进步，在海外市场搭建了广泛的客户网络，具备了足够的产品知识，具有自主“定义”产品的能力。在产能出海向产品出海转变的同时，可以搭建和扩张销售渠道，提高自身产品的议价能力；逐步积累自身的品牌价值，打造品牌出海，实现更高的品牌效应。3) **对客户**：产品品类选择更加丰富；抛开了起订量、专业知识、资金投入等供应链管理的束缚，具有更轻的业务模式；可以专注于流量获取，客户服务等环节，提高销售服务的专业化程度。

表 5：传统模式痛点和“供应链前置”模式优点

参与者	传统外贸模式痛点	“供应链前置”模式优点
市场	选品丰富度低；市场呈现分散化和碎片化；专业分工程度低；交付时间较长	产品品类多样性增加；以供给拉动需求，市场活力增加；交易和交付时间减少，效率增加
供应商	跨境客户搜寻成本高，难以识别优质客户；产能竞争优势和 OEM/ODM 增值空间小；难以拥有产品选择权和议价权	产能出海转向产品出海；掌握产品知识产权和议价权；销售渠道更加丰富；品牌效应更加显著
客户	参与环节复杂，需要更多的启动资本与现金流；不同环节要求更多样的 know-how 积累；跨境供应商匹配难	选品空间更大；业务模式更轻，资本和知识约束减小；业务专业化能力提升

资料来源：雨果跨境，天风证券研究所

公司拥有完备海外基础设施，广泛大面积仓储分布保障履约能力。 公司海外仓布局广泛，目前在全球拥有 42 余个仓库，总面积约 1050 万平方英尺，收购 Noble House 后进一步完善全球仓储物流体系。目前，公司在主要市场北美拥有 23 个仓库：美国东部 9 个（位于新泽西、佐治亚）、中部 1 个（位于得克萨斯）、西部 12 个（位于加利福尼亚），加拿大 1 个（位于安大略）；对 Noble House 的收购加强了美西和美东的仓储能力，新增了加拿大业务。仓储选址呈区域性集中，且靠近人群密集的热门地区，具有明显的区位优势；拥有自营 GIGA 车队，可以根据区位和算法及时响应物流需求，规划合理路线降低成本，提供具有竞争力的全美统一尾程报价。此外，公司还在其他国家拥有 9 个仓库（日本 4 个，德国 2 个，英国 2 个）和 4 个港口（日本 1 个，德国 1 个，英国 2 个）。

图 16：大健云仓北美仓储结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 科技赋能业务链全流程，建立信息和价格优势

公司以 AI 技术赋能全业务链运营，实现资源整合与降本增效。B2B 跨境电商行业相比传统外贸，对企业的平台营运管理、信息化水平、履约能力等方面提出更高的要求，企业面临着市场开拓难、供应链管理与整合难、仓储物流成本高等挑战。大健云仓作为 B2B 大件物流先锋平台，具有创新高效的数字解决方案，AI 技术贯穿业务链全流程：建立 AI 数字档案、开发 AI 交易分析工具、AI 市场分析预测工具、AI 仓储管理等等。实现从 B2B 到仓储物流的产业数字化，打通供应链堵点，实现买卖双方、产品和市场的多维度资源整合，展现更高的平台价值。

表 6：大健云仓 AI 数据解决方案

类型	AI 解决方案
Seller 数据	建立 AI 信用管理档案，记录 Seller 销售记录、销量和评级等信息，以评估供应商价值；根据 AI 档案信息为优质供应商提供融资类增值服务；通过自主学习的 AI 调配库存等供应链资源分布
Buyer 数据	开发 AI 交易模式分析工具，为买家提供，提高运营和买卖方匹配效率；提升管理智能化水平，应用层包括入站供应链、智能平台、全球订单管理等等；打造用户友好型平台，让客户了解业务全流程
市场数据	开发 AI 分析+预测工具，收集市场趋势（如近期消费者偏好和购买行为）和分析数据，提供例如销量、价格的市场预测
产品定价	定价团队应用 AI 算法，配合市场研究、产品特点、运营情况、品牌效应等进行 1P 商品定价
仓储物流数据	训练自主学习的 AI 算法，通过订单和仓库系统确定仓储最优分布，自动优化全球库存水平，进而提升最后一公里交付效率，实现具有竞争力的全美尾程运款统一报价

资料来源：艾媒咨询，公司公告，天风证券研究所

公司技术团队资质深厚，加速平台数字化进程。截至 2022 年 3 月，公司共有 694 名员工，其中 34 人获得硕士和博士学位，IT 人员一共 164 名。公司组建了一个 150 多名软件工程师的团队研发平台 AI 系统，技术手段完全自主，不依赖第三方提供商。平台 AI 解

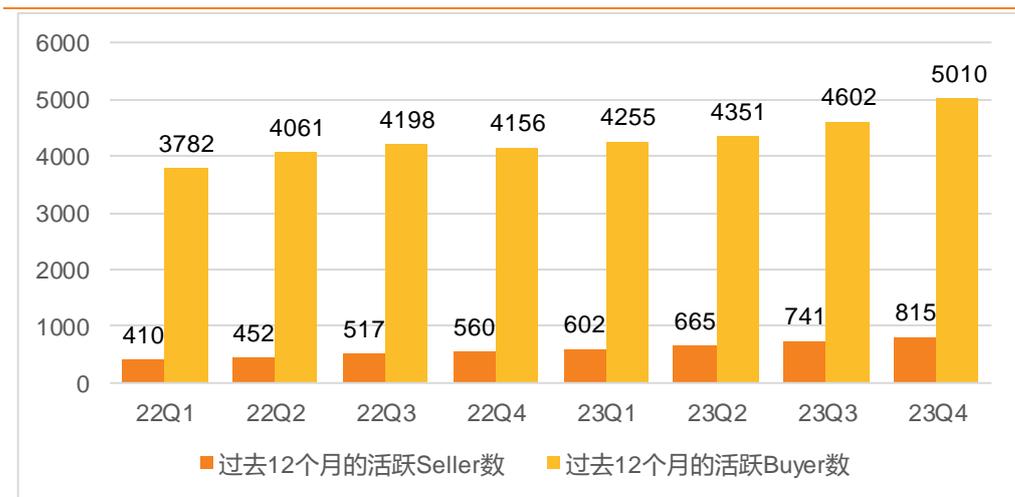
决方案包括：采购管理、进站管理、贸易和结算管理、混合和复杂的交易管理、搜索和推荐管理以及财务报告要求。公司收购 Wondersign 后，技术人员规模达到 300 余人，技术团队致力于平台数字方案的更新迭代，加速平台智慧化数字化进程。

3.3. 凭借丰富 SKU 与买卖增量，GMV 规模持续扩张

大件商品 SKU 不断增加，买卖双方增量空间大。2023 年，公司提供约 3 万 SKU 的大件商品，相比 2022 年的 2 万 SKU，增长约 50%，丰富品类持续吸引供应商和客户入驻。**Seller 方面**，出海机会增加的同时，整个房地产行业景气度较低导致家具行业需求承压，家具出海需求有所增加；此外，公司收购 Noble House 并新增印度采购市场后，2024 年 2 月又将新兴市场哥伦比亚、墨西哥和土耳其纳入采购网络，持续开拓全球采购市场。**Buyer 方面**，多样化的平台产品供应，稳健的全球供应链管理，适应了平台多元化的卖家基础。

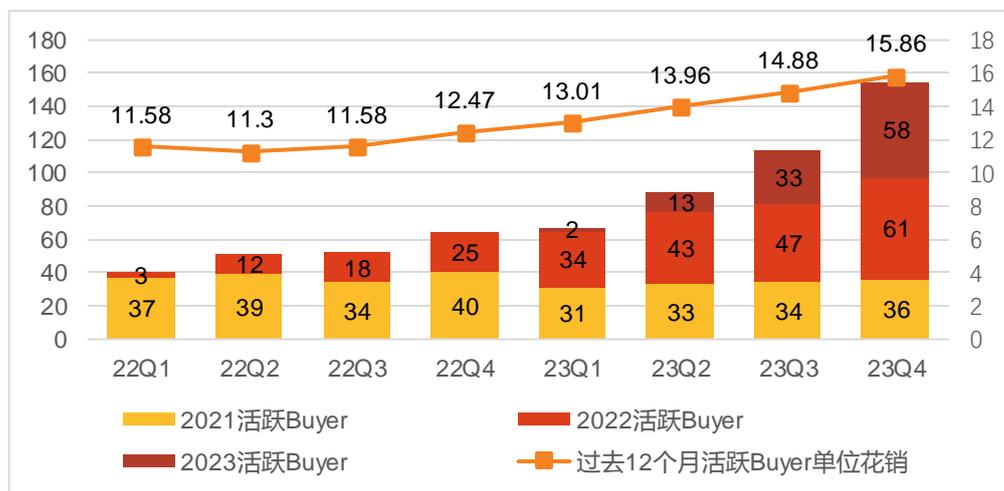
买卖双方持续拓盘实现良性循环，GMV 规模扩张趋势强劲。从数量看，2023 年平台买家卖家规模持续增长，活跃 Seller 数量达到 815 家，同比增长 45.5%，活跃 Buyer 数量达到 5010 家，同比增长 20.5%。**从价格看**，平台客单价（过去 12 个月活跃 Buyer 平均支出）呈增长态势，23Q4 达到 15.86 万美元/家，同比增长 27.2%，同时 Buyer 消费结构保持稳健，不同年份入驻的 Buyer 的 GMV 体量呈现稳定或增长的趋势，反映平台的用户留存情况良好，用户粘性较强。Seller/Buyer 的在量价方面的提升带动总体 GMV 规模的扩张，2023 年平台 GMV 达到 7.944 亿美元，同比增长 53.3%，其中 3P 业务实力强劲，2023 年 3P GMV 达到 4.263 亿美元，同比增长 65.4%，增速高于总体 GMV，占总体 GMV 的比重从 2022 年的 49.7% 上升至 53.7%。伴随全球供应链管理的优化，和公司品牌价值的拉动，我们预计平台有望将进一步展现出规模效应，打开更大的增量空间。

图 17：大健云仓平台活跃 Seller/Buyer 数量（家）



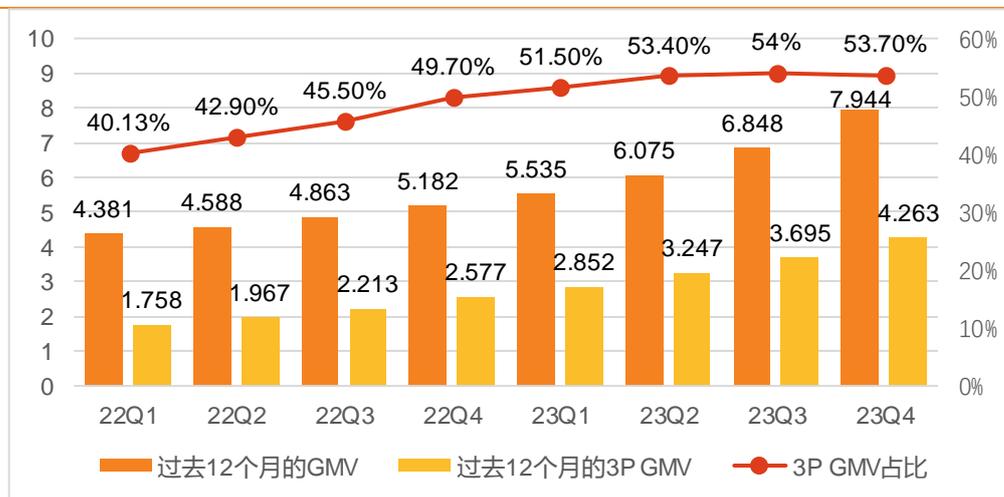
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：大健云仓 Buyer 消费结构（百万美元，左轴）和客单价（万美元，右轴）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19: 大健云仓总体 GMV 和 3P GMV 规模 (亿美元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

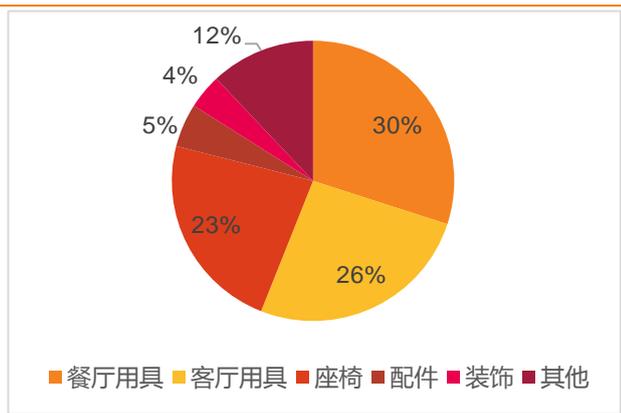
3.4. 收购优质 B2B 与数字公司，实现业务协同+市场拓展

3.4.1. Noble House

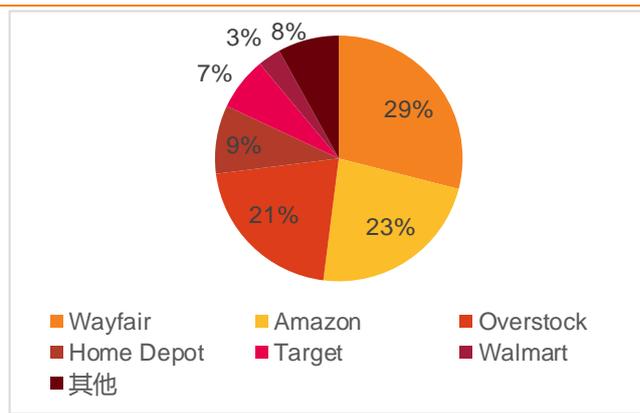
公司收购领先 B2B 家具分销商 Noble House，促进全链路协同发展。2023 年 10 月 31 日，公司以 8500 万美元的现金，完成对 B2B 平台 Noble House 的资产收购。此次收购有利于公司释放从供应商、客户到仓储、物流的全业务链协同效应：1) **seller 端**：Noble House 拥有 8000+SKU，与上游品牌供应商广泛合作，此举可实现卖方转化，扩大供应渠道网络，提升商品品类多样性；2) **buyer 端**：Noble House 拥有 Overstock、Amazon、Wayfair 和 Lowest 等头部客户资源，此举可深化与头部经销商的合作关系，优化客户结构，构筑优质客户资源壁垒；3) **仓储+物流端**：Noble House 拥有 7 个共 230 万平方英尺的仓库，分布于加利福尼亚州，佐治亚州和安大略省（加拿大），此举既扩大了库存容量，又提升了物流的灵活性，强化履约能力和交付效率。

图 20: 2023 年 12 月 Noble House 产品结构

图 21: 2023 年 12 月 Noble House 客户结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

借助 Noble House 开拓新兴市场，加速 B2B 全球战略的布局。 Noble House 在东南亚、印度和北美拥有稳定供应链，此举为公司新增了印度采购来源和加拿大市场，扩大全球业务范围。高效的业务协同、强化的品牌效应和稳健的全球布局促进公司的核心战略的达成：以高质量、差异化的产品建立一个多元化、大规模的 B2B 市场。公司预计 Noble House 在收购后 4 个季度后实现盈亏平衡，6 个季度实现盈利。

3.4.2. Wondersign

公司收购云数字公司 Wondersign，以技术推动供应商和消费者之间的高效链接。 2023 年 11 月 15 日，公司以 1000 万美元的现金，完成对数字公司 Wondersign 的 100% 股权收购。Wondersign 专注于云交互数字标牌和电子目录管理，提供目录管理和软件、电子商务连接、店内自助服务等解决方案。Wondersign 通过实时产品分发功能提高 B2C 交易效率：1) 将供应商产品数据格式标准化，以便零售商随时发布消息，消费者即时查阅；2) 自动更新数字目录的停产商品和新商品信息，产品信息、定价和库存会立即更新到数千个端点；3) 通过审批流程，供应商可以完全控制每个账户的价格层次、仓库分配和产品阵容。

表 7：Wondersign 业务领域

领域	解决方案
目录管理	系统管理所有的产品数据、定价和库存；配置客户的在线和离线端点，以分发和更新数字管理目录
电子商务	产品和库存信息自动传输至主要的电子商务平台，以保持店内和在线体验完全同步
店内服务	提供移动/店内商务应用程序，使零售销售伙伴能够浏览、发现、保存、共享和销售销售商可以访问的所有产品

资料来源：Wondersign 公司公告，天风证券研究所

推出创新解决方案 GIGA IQ，优化传统实体零售客户的交易体验，扩大线下家具市场的影响力。 收购 Wondersign 后，公司提出线下零售解决方案 GIGA IQ，该产品具有以下功能：1) 在自助服务终端上无缝搜索和交易产品，向零售店客户提供 GigaCloud B2B 市场的个性化产品推荐；2) 客户可通过系统查找和购买 GigaCloud Marketplace 的产品。Wondersign 的自动化目录管理工具的集成提升公司的服务能力，并通过其客户访问美国各地的数千家店面，扩大对全美实体零售店的覆盖范围。公司可通过 GIGA IQ 促进线下零售体系和 B2B 平台之间的深度融合，精简和优化交易流程，同时提升线下终端客户触达能力，与更广泛渠道的 C 端消费者建立联系。

表 8：GIGA IQ 产品优势

优势	具体内容
持续进步	引入新开发的模块，以优化 B2B 市场内的服务提供，以促进市场生态的良性循环
便捷操作	优先考虑所有市场参与者的易用性，打造无缝衔接、用户友好的选品和交易系统，确保模块之间相互协调，提升用户交互体验
交易效率	精简整体交易流程，优化零售商和卖家之间的互动，以提高效率

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测&投资建议

核心假设：

产品收入，主要为 GigaCloud 3P，为制造商与经销商提供 B2B 交易平台，产生电商平台服务费、仓储费、最后一英里配送费及跨洋运输服务费等。我们预计产品收入 24-26 年收入分别为 7.7/9.2/10.6 亿美元，yoy+52%/+20%/+16%。

服务收入，包括 GigaCloud 1P 和平台外电子商务。GigaCloud 1P 指通过大健云仓交易平台在市场上直接销售库存商品。平台外电子商务是向第三方电子商务网站销售库存商品。我们预计服务收入 24-26 年收入分别为 2.8/3.5/4.2 亿美元，yoy+41%/+25%/+19%。

表 9：GCT 盈利预测（百万美元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	490	704	1,047	1,267	1,477
yoy	18%	44%	49%	21%	17%
产品收入	350	505	767	917	1,062
yoy	11%	44%	52%	20%	16%
服务收入	141	199	280	350	415
yoy	43%	42%	41%	25%	19%
净利润	24	94	134	166	196
yoy	-18%	289%	43%	24%	18%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司是一家专注于国际大件商品 B2B 交易的企业，旨在通过数字贸易方式打造全球家居流通骨干网。我们选取与其业务相近的上市公司进行估值比较。根据彭博一致预期，选取标的平均 PE（2025E）水平为 14 倍。我们认为大件家居线上化率较低、增速较快，且公司海外仓储模式在跨境电商中卡位独特，能够以较高的效率解决买卖方的需求。我们给予其可比上市企业平均估值水平。我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 10.5/13.9/18.2 亿美元，同比增长 49%/32%/31%，2024-2026 年调整后净利润分别为 1.2/1.8/2.2 亿美元，给予公司 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 56 美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：美股上市公司估值比较（时间截至 20240808）

股票代码	公司简称	PE	
		24E	25E
亚马逊	AMZN	34.98	28.31
拼多多	PDD	11.25	8.75
阿里巴巴	BABA	9.23	8.23
京东	JD	8.15	7.38
平均		16	13
大健云仓	GCT	9	6

资料来源：彭博，天风证券研究所

5. 风险提示

1. 美国进口关税进一步提高

美国政府可能会进一步提高对中国商品的进口关税。这将直接影响公司业务，增加产品成本，削弱价格竞争力。关税的不确定性也可能导致市场需求波动，使企业面临更大的经营风险。

2. 中国制造业成本大幅上升

公司作为以制造业为基础的企业，将受到成本上升的压力，可能压缩企业的利润空间，迫使企业在价格竞争中处于不利地位。

3. 美国家具销售不达预期

受经济环境和消费信心等多重因素影响，美国家具市场的销售表现可能未达预期。这将直接影响公司的销售收入。如果市场需求持续低迷，企业可能面临库存积压、资金周转困难等问题。

4. 海运成本进一步提高

全球海运市场供需失衡、燃油价格上涨以及港口拥堵等因素导致海运成本持续上升。这将增加公司的物流成本，影响整体盈利能力。运输成本上升可能导致价格优势减弱，从而影响市场竞争力。

5. 美国宏观经济下行风险

美国宏观经济可能面临下行压力，包括经济增速放缓、通胀上升和金融市场波动等因素，这可能导致消费者信心下降和购买力减弱。公司业务将面临不确定性和挑战。如果经济形势持续恶化，公司的销售业绩和盈利能力可能受到显著影响。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com