



买入（维持）

所属行业：轻工制造/家居用品
当前价格(元)：17.06

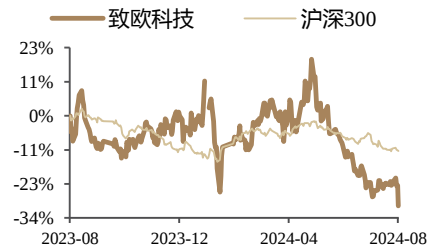
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.02	-22.21	-38.28
相对涨幅(%)	-3.64	-16.99	-28.40

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《致欧科技：全年净利高增 65%，看好海外仓储优化与利润率提升》，2024.4.19
- 《致欧科技(301376.SZ)：线上家居出海领跑者，柔性供应链打造极致性价比》，2024.2.23

致欧科技（301376.SZ）：Q2 收入延续高增，海运费扰动利润端承压

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，24 年 H1 公司实现收入 37.21 亿元/yoy+40.74%，归母业绩 1.72 亿元/yoy-7.73%；实现扣非归母净利润 1.60 亿元/yoy-24.97%。公司新品和次新品销售出色，带动营收延续高增长。业绩表现弱于营收，主要受产品调价、海运费高企、新品推广费用增加、股权支付费用新增等因素影响。
- 单拆 Q2：**公司实现收入 18.79 亿元/yoy+36.55%，实现归母业绩 0.71 亿元/yoy-27.94%，扣非归母业绩 0.64 亿元/yoy-50.40%。
- 分产品：**家居品类增长突出，核心贡献上半年业务增长。24 年 H1 公司家具品类实现收入 18.96 亿元/yoy+39.42%，毛利率同比下滑 1.65pcts，家居品类实现收入 13.35 亿元/yoy+50.21%，毛利率同比下滑 2.06%。宠物/运动户外系列实现收入 3.09 亿元/1.33 亿元，同比增长 37.31%/3.44%。公司 H1 实现毛利率 34.92%，同比下滑 1.47pcts，主要系公司为快速占领更多市场份额，降低产品均价。
- 分地区：**大本营欧洲延续强劲增长，北美市场增速明显提升。24 年 H1 公司欧洲营收 22.79 亿元/yoy+41.22%（欧洲高增长得益于传统竞争优势以及 OTTO、Shein 等平台的拓展），北美营收 13.41 亿元/yoy+41.12%。公司 24 年重点发力北美市场，加大对美产品资源倾斜，同时积极布局美海外仓建设，进一步降低北美尾程配送费用。24 年 H1 公司在美东/美中/美南新增 3 个三方合作仓，实现全美 5 仓布局，将美线自发比例从 1 月份的 8.5%提升至 15.7%。同时公司在北美市场开发 Temu、Target、Tik Tok 等销售渠道。
- 海运费短期承压，新品投放营销力度加大。**24 年 H1 公司销售/管理/研发费用率同比+1.82%/-0.45%/-0.32%。24 年 H1 公司加大新品投放，推广营销费用有所增加，带动电商平台交易费率+0.60pcts、广告费率+0.90pcts。公司自建海外仓规模扩大，影响仓储费用率+0.51pcts。H1 公司汇兑收益减少，24H1 汇兑亏损 659.7 万元，23 年同期汇兑收益 1772.6 万元。此外，H1 公司新增 724.8 万元股权支付费用。
- 加快布局供应链外移，积极应对关税风险。**为应对后续对华关税风险，24 年公司开始着手东南亚供应链迁移工作，提高东南亚对美国市场出货比例，计划将东南亚地区对美出货比例提高至 20% 左右。
- 投资建议：**公司作为欧线为主的家具家居品牌出口企业，海运费波动对短期业绩有一定影响，库存管理要求加大。我们看好公司在欧美市场的品牌系列化策略以及供应链基础能力。下半年欧美零售市场进入需求旺季，预计公司 H2 收入端持续高增长，利润端受运费等因素扰动仍有一定压力。我们预计公司 24-26 年实现营业收入 76.94/93.94/114.04 亿元，归母净利润 4.30/5.94/7.35 亿元，对应 16.0x/11.5x/9.3xPE，维持“买入”评级。
- 风险提示：**终端消费不及预期、品牌势能减弱、运费大幅波动风险。

股票数据

总股本(百万股)：	401.50
流通 A 股(百万股)：	127.56
52 周内股价区间(元)：	17.06-29.07
总市值(百万元)：	6,849.59
总资产(百万元)：	5,850.16
每股净资产(元)：	7.71

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,455	6,074	7,694	9,394	11,404
(+/-)YOY(%)	-8.6%	11.3%	26.7%	22.1%	21.4%
净利润(百万元)	250	413	430	594	735
(+/-)YOY(%)	4.3%	65.1%	4.2%	38.0%	23.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	1.03	1.07	1.48	1.83
毛利率(%)	31.6%	36.3%	35.9%	36.4%	36.5%
净资产收益率(%)	13.8%	13.2%	12.1%	14.3%	15.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.08	1.07	1.48	1.83
每股净资产	7.77	8.88	10.36	12.19
每股经营现金流	3.73	0.73	1.12	1.01
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.15	15.92	11.54	9.32
P/B	3.08	1.92	1.65	1.40
P/S	1.13	0.89	0.73	0.60
EV/EBITDA	17.41	13.11	10.18	9.07
股息率%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.3%	35.9%	36.4%	36.5%
净利润率	6.8%	5.6%	6.3%	6.4%
净资产收益率	13.2%	12.1%	14.3%	15.0%
资产回报率	7.4%	6.4%	7.4%	7.7%
投资回报率	8.0%	7.4%	8.5%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.3%	26.7%	22.1%	21.4%
EBIT 增长率	57.3%	14.2%	42.8%	24.8%
净利润增长率	65.1%	4.2%	38.0%	23.9%
偿债能力指标				
资产负债率	44.1%	46.8%	48.0%	48.9%
流动比率	1.7	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.6
现金比率	0.4	0.2	0.2	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.9	10.0	9.5	9.1
存货周转天数	73.0	72.5	71.5	71.4
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.3
固定资产周转率	141.0	183.8	233.0	302.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	413	430	594	735
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	185	132	143	146
非经营收益	-7	-17	-23	-32
营运资金变动	908	-252	-264	-442
经营活动现金流	1,499	292	449	407
资产	-10	-379	-173	-216
投资	-1,605	-672	-781	-957
其他	-6	24	47	57
投资活动现金流	-1,621	-1,027	-907	-1,116
债权募资	-599	539	602	602
股权募资	922	7	0	0
其他	-327	-19	-19	-19
融资活动现金流	-5	527	583	583
现金净流量	-118	-199	125	-126

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 22 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,074	7,694	9,394	11,404
营业成本	3,868	4,929	5,977	7,243
毛利率%	36.3%	35.9%	36.4%	36.5%
营业税金及附加	6	6	8	10
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	1,410	1,893	2,245	2,714
营业费用率%	23.2%	24.6%	23.9%	23.8%
管理费用	244	308	375	454
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	60	77	94	114
研发费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT	457	522	746	931
财务费用	-23	-2	4	-0
财务费用率%	-0.4%	-0.0%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	35	38	47	57
营业利润	492	529	747	936
营业外收支	-4	-5	-5	-6
利润总额	488	525	742	931
EBITDA	608	654	888	1,077
所得税	75	94	148	195
有效所得税率%	15.3%	18.0%	20.0%	21.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	413	430	594	735

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	726	527	652	525
应收账款及应收票据	190	235	261	317
存货	879	1,107	1,269	1,604
其它流动资产	1,361	1,656	2,040	2,528
流动资产合计	3,157	3,525	4,221	4,974
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	42	41	39	36
在建工程	0	2	5	9
无形资产	10	12	13	15
非流动资产合计	2,424	3,172	3,778	4,600
资产总计	5,581	6,697	7,999	9,574
短期借款	912	1,412	2,012	2,612
应付票据及应付账款	391	520	531	644
预收账款	1	0	0	1
其它流动负债	505	545	643	768
流动负债合计	1,809	2,478	3,187	4,025
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	651	654	654	654
非流动负债合计	651	654	654	654
负债总计	2,460	3,131	3,840	4,679
实收资本	402	402	402	402
普通股股东权益	3,121	3,566	4,159	4,895
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	5,581	6,697	7,999	9,574

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。