

大健云仓 (GCT.O) 首次覆盖报告

大件 B2B 跨境电商领航者

大健云仓深耕大件商品 B2B 跨境电商赛道，自建 B2B 交易平台 GigaCloud、自主打造全球仓储网络，为全球大件商品提供跨境 B2B 电商交易解决方案。公司供应链及仓储壁垒稳固，未来伴随平台双边网络规模及仓库体量进一步扩张，公司有望维持收入及利润的高速增长，看好大健云仓差异化垂类赛道下的长期成长空间，首次覆盖给予“增持”投资评级。

□大健云仓：国内领先的大件商品 B2B 跨境电商平台。大健云仓自建大件商品跨境 B2B 交易平台 GigaCloud，主要经营 1P 商品销售及 3P 撮合交易及履约服务，近年伴随平台双边市场规模快速扩张，公司收入及利润实现高速增长，2019-2023 年 GMV CAGR 达 118%，收入 CAGR 为 55%，经调整 EBITDA CAGR 达 120%。

□核心竞争力：差异化定位+自建仓储+供应链优势构筑壁垒。定位方面，大健云仓专注垂类高壁垒赛道建立较强的先发优势，自建 B2B 平台，高效汇聚供给与需求、扩大采购需求和销售规模潜力，实现全局效率最优。在护城河建设上，公司大健云仓自建仓储物流提供一站式大件商品履约，仓储体量领先同行，实现更强的履约价格优势；此外供应链方面，公司专业化的采购团队以及在东南亚等区域属地化的生产布局确保充足货源、降低采购及运输风险，长期投入构筑坚实壁垒。

□未来增长：双边市场持续扩张，平台合作拓展业务空间。未来公司将继续扩大仓储网络，预计到 2026 年将维持每年 30%+的扩仓速度，同时平台双边网络效应的不断增长将驱动销售体量进一步扩张，预计 24-26 年 GMV 有望保持 35%+的高速增长。此外，公司收购 Noble House 加大品牌布局，以及与 TEMU 等平台半托管业务达成合作有望持续拓展业务体量。

□投资建议：看好大健云仓大件 B2B 电商差异化赛道下的长期成长空间，预计 2024-2026 年净利润为 1.4、1.9、2.6 亿美元，首次覆盖给予“增持”评级。

□风险提示：海外消费不及预期；行业竞争加剧；海外政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万美元)	490	704	1202	1654	2186
同比增长	18.3%	43.6%	70.8%	37.6%	32.2%
经调整 EBITDA (百万美元)	41	116	183	256	350
同比增长	-14%	185%	58%	40%	37%
净利润 (百万美元)	24	94	136	191	260
同比增长	-18%	293%	45%	40%	37%
每股收益(美元)	0.58	2.30	3.32	4.65	6.35
PE	29.7	7.6	5.2	3.7	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

消费品/商业

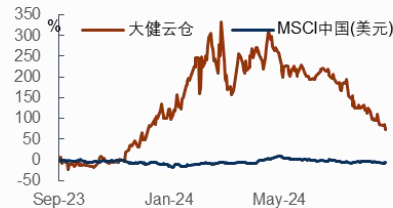
当前股价：17.35 美元

基础数据

总股本 (万股)	4136
海外股 (万股)	0
总市值 (亿美元)	7
海外股市值 (亿美元)	0
每股净资产 (美元)	8.67
ROE (TTM)	31.79
资产负债率	66.0%
主要股东	Larry Lei Wu
主要股东持股比例	28.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-22.8	-41.4	72.9
相对表现	-20.9	-43.6	78.2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、大健云仓：国内领先的大件 B2B 跨境电商平台	5
1、公司概况：我国大件 B2B 跨境电商领航者	5
2、业务模式及结构：自营及平台业务兼具，以美国市场、家具品类为核心	5
3、股权结构：同股不同权架构，创始人掌控决策权	7
4、财务分析：平台活跃买家+卖家迅速增长，业绩显著提升	8
二、B2B 跨境电商行业：行业稳健增长中大件占比居高，海外仓市场空间广阔	9
1、B2B 跨境电商市场稳健增长，中大件品类占比位居高位	9
2、海外仓市场规模持续扩张，新兴市场增势迅猛	9
3、海外仓市场格局分散，未来头部规模效应释放集中度有望提升	11
三、核心竞争力：差异化定位+自建仓储+供应链优势构筑壁垒	12
1、差异化定位：深耕大件垂类高壁垒赛道，自建 B2B 平台提升全局效率	12
2、自建仓储物流：大件仓储规模领先同行，议价能力强	15
3、供应链优势：专业采购团队+属地化生产布局确保充足货源	17
四、未来增长驱动：双边市场持续扩张，平台合作拓展业务空间	18
1、双边市场扩张驱动 GMV 增长，扩建仓库扩大履约规模	18
2、收购加大品牌布局，促进线上线下一体化	19
3、Temu 等平台半托管新模式拓展公司物流履约业务	20
五、盈利预测及投资建议	20

图表目录

图 1 公司发展历程及里程碑事项	5
图 2 大健云仓 2023 年全年分业务收入占比	6
图 3 大健云仓业务模式	6
图 4 大健云仓海外区域收入结构	6
图 5 大健云仓全球仓库网络	6
图 6 大健云仓 1P 分品类 GMV 占比	7
图 8 大健云仓 GMV（亿美元）及同比增速	8
图 9 大健云仓营业总收入及同比增速	8
图 10 大健云仓活跃卖家数量及增速	8
图 11 大健云仓活跃买家数量及增速	8
图 12 大健云仓各业务线毛利率	9
图 13 大健云仓经调整 EBITDA（亿美元）及同比增速	9
图 14 我国跨境出口电商 B2B 市场规模及增速	9
图 15 我国跨境出口电商 B2B 分品类占比	9
图 16 我国海外仓数量及面积	10
图 17 我国海外仓市场规模及渗透率	10
图 18 2020-2022 年美欧日成熟市场海外仓数量及增速	10
图 19 2020-2022 新兴市场海外仓平均面积及增速	10
图 20 大健云仓运营模式	12
图 21 北美分品类线上渗透率	13
图 22 美国线上市场各品类购买人群中家具/家电等大件占比低	13
图 23 Wayfair 近年销售费用增速超过收入增速	13
图 24 Wayfair 近年净亏损扩大	13
图 25 大健云仓供应链运营模式	14
图 26 主大件商品海外仓全球总面积对比（万平方英尺）	16
图 27 主大件商品海外仓全球数量对比	16
图 28 大健云仓采购及招商团队不断扩大	17
图 29 2019-2023 大健云仓 3P 业务 sku 及同比	17
图 31 美国仓库空置率提升	18
图 32 主大件海外仓库存周转率对比	18

图 33 Noble House 家具家居品牌 19

图 34 Wondersign Saas 平台官网 19

图 35 大健云仓成为 TEMU 官方合作物流商20

表 1: 公司核心管理层介绍.....7

表 2: 海外仓相关扶持政策..... 10

表 3: 海外仓市场各玩家情况..... 11

表 4: 大健云仓卖家及买家情况..... 15

表 5: 亚马逊 FBA 费用上涨..... 15

表 6: 亚马逊 FBA 大号大件商品入库配置费 16

表 7: 同个商品各海外仓物流运输价格测算对比..... 17

表 8: 大健云仓盈利预测..... 20

附：财务预测表..... 1

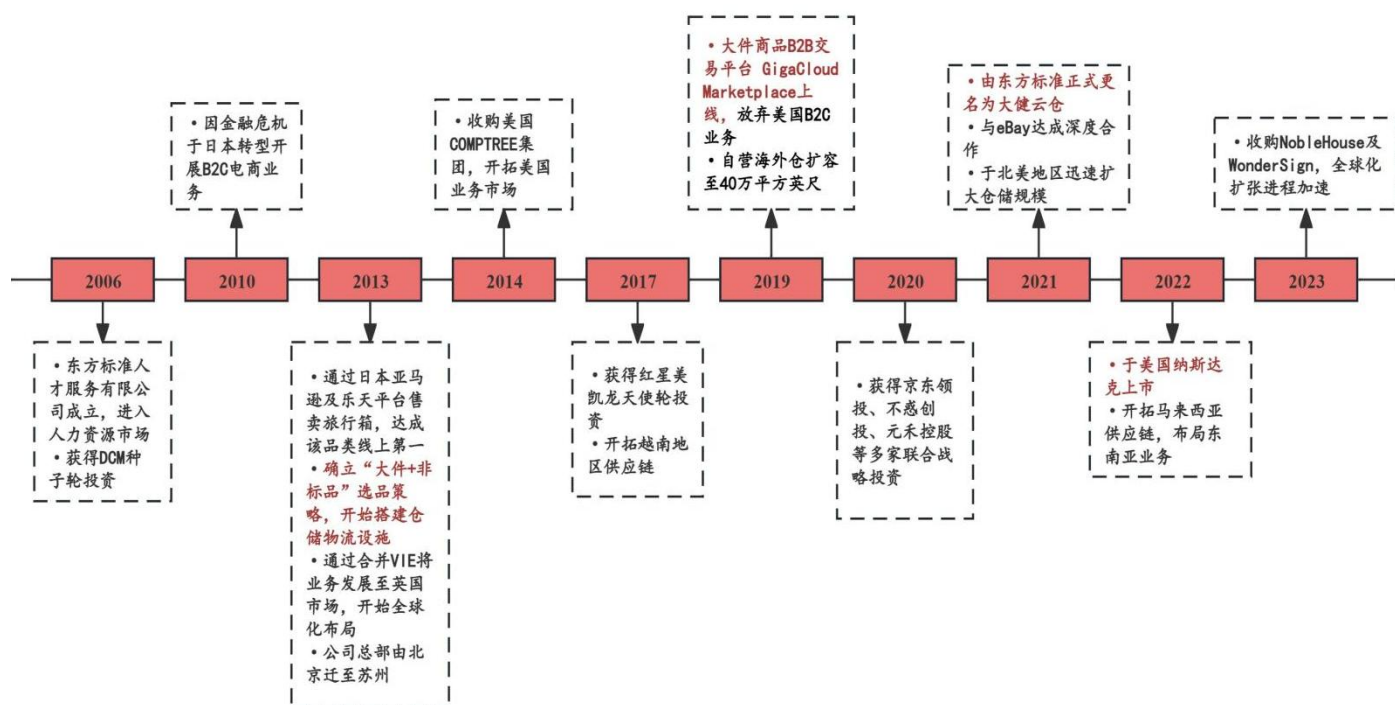
一、大健云仓：国内领先的大件 B2B 跨境电商平台

1、公司概况：我国大件 B2B 跨境电商领航者

大健云仓：行业领先的大件商品跨境电商 B2B 平台。公司自建大件商品跨境 B2B 交易平台 GigaCloud 并自主运营全球仓储物流，为全球大件商品提供综合跨境交易及履约交付服务，打造“全球家居流通骨干网”。截至 2024 年 5 月，公司全球海外仓已达 42 个，总面积超 1050 万平方英尺，布局覆盖美国、英国、德国、加拿大及日本等多国。

发展历程：公司成立于 2006 年，最初从事软件培训+外包业务，2010 年左右转型出海电商，在日本市场的线上平台（亚马逊、乐天等）销售各类商品，2013 年左右确立以门槛更高的大件商品为核心经营策略，并开始搭建仓储物流基础设施，以及通过企业并购逐步开拓欧洲、北美等海外市场。2019 年起公司开放 B2B 交易平台 GigaCloud Marketplace，同时商品类目逐步从室内家具拓宽至办公家具、室内家居、户外家具等 30 多个大件品类，目前平台 SKU 数已超过 2.2 万个。2022 公司于纳斯达克市场上市。

图 1 公司发展历程及里程碑事项



资料来源：公司官网，公司公告，招商证券

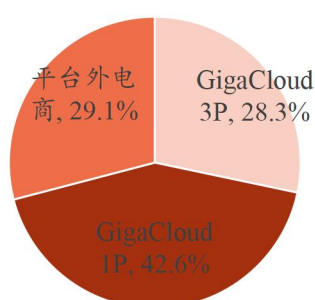
2、业务模式及结构：自营及平台业务兼具，以美国市场、家具品类为核心

公司业务涵盖 GigaCloud 3P、GigaCloud 1P 以及其他平台销售。1) GigaCloud 3P (B2B 平台交易及交付业务)：公司通过促进 GigaCloud Marketplace 平台上供

应商与分销商之间的交易并提供相关服务获取服务性收入，包括平台佣金、海运服务、仓储服务、最后一英里送货服务、包装服务等。大健云仓 3P 业务的销售方主要为工厂及贸易商，购买方主要为在 Amazon、Wayfair、ebay 等平台上经营的卖家及分销商。2) GigaCloud 1P: 通过 GigaCloud Marketplace 向分销商销售平台自主选品库存以赚取供销差价收入；3) 其他平台销售（1P 业务分支）：通过亚马逊、eBay 等第三方电子商务平台销售商品以产生收入。

Giga Marketplace 平台贡献主要营业收入。2023 年大健云仓全年收入 7.04 亿美元，其中 3P 业务占比 28.3%，1P 业务占比 42.6%，平台外业务占比 29.1%，整体来看由 GigaCloud 3P 及 1P 业务组成的 Giga Marketplace 平台业务总计贡献约 72% 收入。

图 2 大健云仓 2023 年全年分业务收入占比



资料来源：公司财报，招商证券

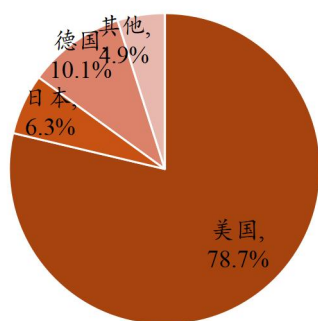
图 3 大健云仓业务模式



资料来源：大健云仓微信公众号，招商证券

从区域结构来看，公司业务覆盖全球，美国市场贡献主要营业收入。截至 2023 年年底，公司于美国、欧洲、日本等多国设有自主运营海外仓 33 个，为客户提供第三方平台服务、海外运输服务、仓储服务、最后一英里物流服务、包装服务、及销售产品获取收入，2023 年全年美国市场收入占比 78.7%，为公司最大的海外市场；日本市场占比 6.3%，德国市场占比 10.1%。

图 4 大健云仓海外区域收入结构



资料来源：公司财报，招商证券

图 5 大健云仓全球仓库网络

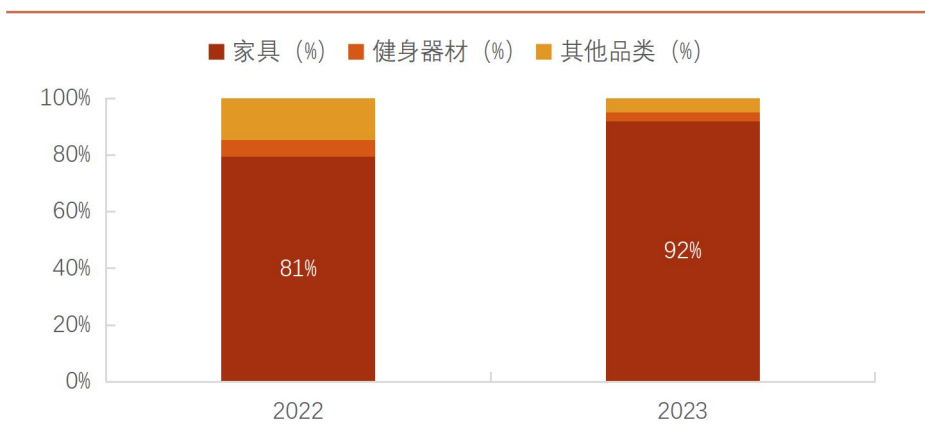


资料来源：公司公告，招商证券

从品类结构来看，平台专注中大件商品，家具品类占据主体。公司专注于大件品类，以家具产品为主，2019 年之后扩展到家用电器和健身器材等其他类别。2023 年公司 1P 产品中家具占 GMV 的 92.0%，同比增加 11 个百分点；此外健身器材

占比约 3.0%，户外国艺设备、箱包、宠物产品等其他品类占比约 5%。

图 6 大健云仓 1P 分品类 GMV 占比

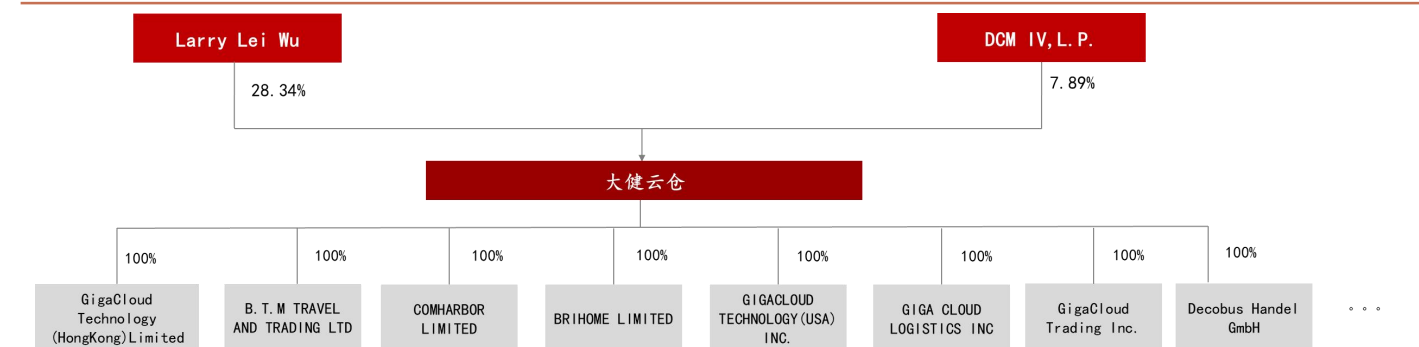


资料来源：公司公告，招商证券

3、股权结构：同股不同权架构，创始人掌控决策权

公司采取“同股不同权”股本结构，创始人把控公司决策权。公司股本由 A 类及 B 类股份组成，A 类股份持有人享有每股 1 票投票权，B 类股份持有人享有每股 10 票投票权。截至 2024 年 6 月 28 日，公司创始人兼控股股东吴雷持股 28.34%，风投基金 DCM 持股 7.89%。

图 7 大健云仓股权结构（截至 2024 年 6 月）



资料来源：Wind，招商证券

公司核心管理层行业多领域经验丰富，国际化高学历人才团队助力海外市场开拓。公司管理层拥有金融、家居、在线教育、供应链管理、IT 等各行业丰富经验，高素质团队积极吸纳海外优秀人才，促进公司海外业务加速扩张。

表 1：公司核心管理层介绍

姓名	教育背景	职位
吴雷	北京联合大学机械制造学士学位、耶鲁大学工商管理硕士学位	公司创始人、董事长兼首席执行官，曾在 2002 年至 2006 年担任新东方教育科技集团有限公司总经理。
刘国熙	多伦多大学商业学士学位、香港大学经济学硕士学位	首席财务官，从事投资银行工作超过 12 年，在美国和中国的并购及 IPO 交易方面拥有丰富的经验。加入大健云仓之前，曾在 2013 年 8 月至 2022 年 5 月担任富国证券亚洲有限公司董事。
万欣	大连理工大学化学工程与英语学士学位、清华大学软件工程学士及硕士学位	首席技术官，加入大健云仓之前，曾在 2007 年至 2010 年在东方标准（北京）人才服务有限公司担任渠道运营中心经理兼总监，2010 年至 2014

郝心言 清华大学信息管理与信息系统专业学士学位
Iman Schrock 美国大学信息技术学士学位、Wollongong 大学工商管理硕士学位、菲尼克斯大学组织心理学博士

资料来源：公司官网，公司公告，招商证券

年担任中国移动 Aspire 公司教育事业部副总裁。

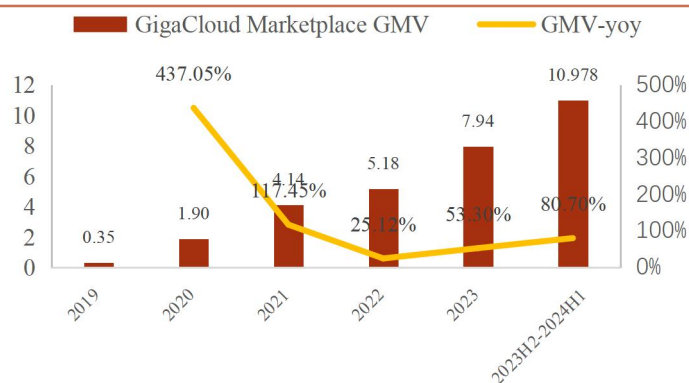
首席运营官，加入大健云仓之前，曾于 2008 年至 2010 年在东方标准（北京）人才服务有限公司任讲师。

总裁，在家居行业拥有超过 17 年的从业经验，曾担任 Abbyson Living 销售和营销副总裁，目前在大健云仓基于云的人工智能业务中发挥领导作用。

4、财务分析：平台活跃买家+卖家迅速增长，业绩显著提升

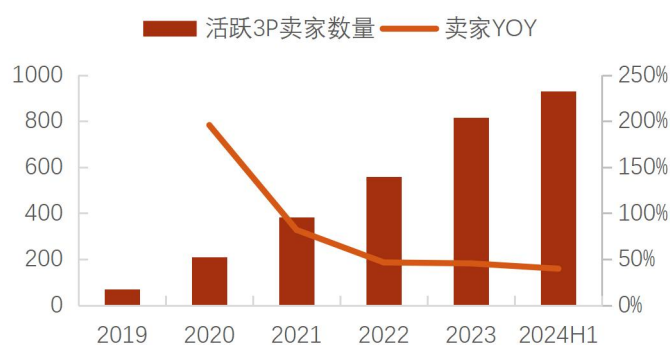
GMV 及收入快速增长，双边网络效应持续增强。平台上线以来供应商与分销商交易双方规模的迅速扩张，2019 年到 2024H1 大健平台活跃买家数由 441 增加至 7257，活跃 3P 卖家由 71 个增至 930 个。伴随平台双边网络效应的不断增强，GMV 实现高速增长，2019-2023 年 GMV CAGR 达 118%，截至 2024 年二季度末 GigaCloud 过去 12 个月 GMV 达 10.98 亿美元，同比+80.7%；收入端，2019-2023 年平台收入 CAGR 为 55%，2024H1 收入同比+100%。

图 8 大健云仓 GMV（亿美元）及同比增速



资料来源：公司财报，招商证券

图 10 大健云仓活跃卖家数量及增速



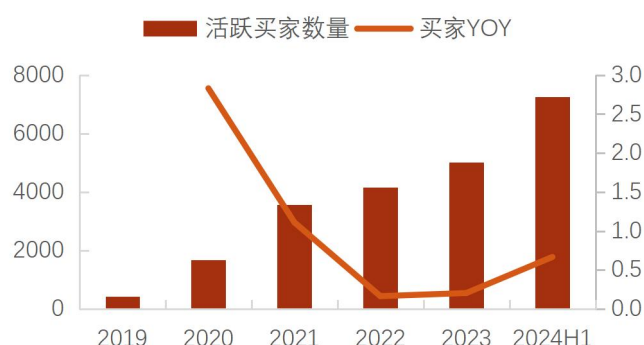
资料来源：公司财报，招商证券

图 9 大健云仓营业总收入（亿美元）及同比增速



资料来源：公司财报，招商证券

图 11 大健云仓活跃买家数量及增速

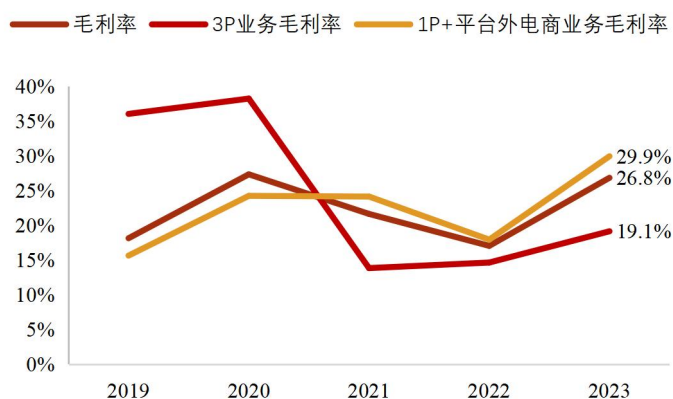


资料来源：公司财报，招商证券

平台规模效应逐步显现、成本率不断下降，业绩高速增长。2019-2023 年公司毛利率由 18.1% 增长至 26.8%，其中 2021-2022 年受全球海运运力短缺、运费上涨影响毛利率有所下降；2023 年海运成本回落，同时公司规模效应逐步显现、并通过优化供应路径与货物分布进行降本提效，毛利率大幅修复并超过疫情前水平。从净利润来看，公司管理经营效率持续提升，业绩高速增长，2019-2023 年经调整 EBITDA CAGR 达 120%，2024H1 实现经调整 EBITDA 7724 万美元，同比

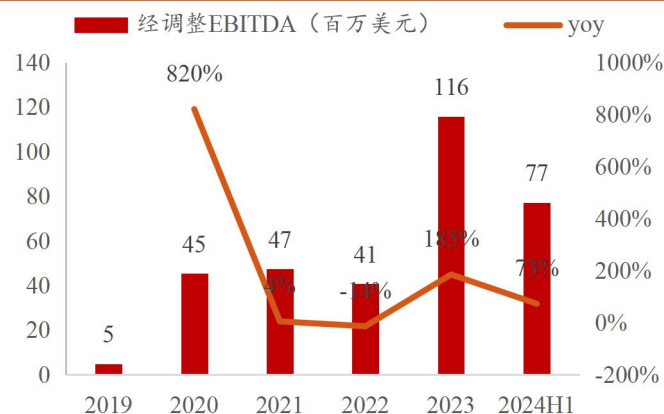
+73%。

图 12 大健云仓各业务线毛利率



资料来源：公司财报，招商证券

图 13 大健云仓经调整 EBITDA 及同比增速



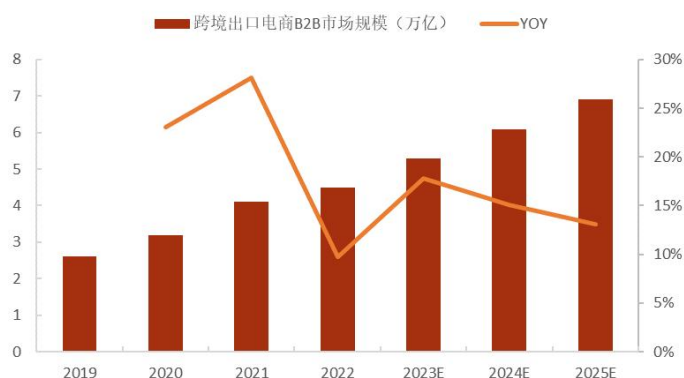
资料来源：公司财报，招商证券

二、B2B 跨境电商行业：行业稳健增长中大件占比居高，海外仓市场空间广阔

1、B2B 跨境电商市场稳健增长，中大件品类占比位居高位

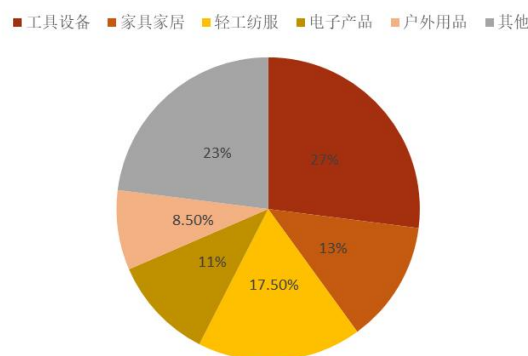
我国跨境出口 B2B 电商行业稳健增长，中大件品类占比较高。跨境出口 B2B 占跨境出口市场规模比例近 7 成，据艾瑞咨询，2019-2023 年 B2B 跨境出口电商行业规模 CAGR 约 19.5%，未来伴随行业配套服务的日益完善市场规模有望维持快于传统外贸行业增速稳健增长。分品类来看，工具设备、家具家居、轻工纺服等中大件类目占比基于制造业优势稳居跨境出口 B2B 高位。

图 14 我国跨境出口电商 B2B 市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

图 15 我国跨境出口电商 B2B 分品类占比



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

2、海外仓市场规模持续扩张，新兴市场增势迅猛

跨境电商履约模式中海外仓需求持续增长、渗透率稳步提升。海外仓模式是指跨境电商卖家提前将商品运往海外仓库，待订单下达后直接从仓运送至消费者手中

的物流模式。相比直邮模式，海外仓在中大件品类上综合时效与成本具有明显优势，因而逐步在跨境电商配送模式中占据越来越重要的地位。从行业渗透率来看，运联研究院测算，2022 年我国跨境出口 B2C 市场中直邮和海外仓（包含亚马逊 FBA 一类的平台仓、万邑通/谷仓等第三方海外仓、以及恒林等跨境卖家自营海外仓）物流模式占比分别为 44%和 56%，海外仓渗透率相比 2020 年提升约 16pct。

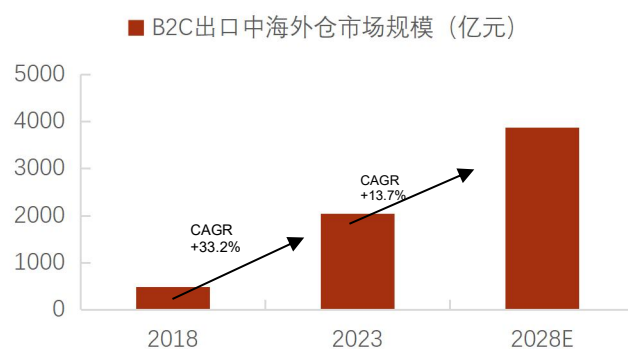
我国海外仓市场规模持续扩张，新兴市场增势迅猛。从行业体量来看，据商务部，截至 2024 年一季度我国建设海外仓数量已超过 2500 个、面积超 3000 万平方米，其中专注服务跨境电商的海外仓超 1800 个、面积超 2200 万平方米；从市场规模来看，据弗若斯特沙利文，2018-2023 年采用海外仓模式的中国 B2C 出口电商物流解决方案市场规模由 486 亿元增至 2039 亿元，CAGR 达 33%，预计到 2028 年有望维持 14%的复合增速。分地区来看，美国、欧洲成熟市场海外仓规模稳步上升，2022 年仓库数量分别达 1178、428、122 个，同比+27%、38%、17%；此外新兴市场扩张势头更强，2022 年东南亚、拉美、非洲地区海外面积均实现翻倍增长，其中东南亚市场总面积超过 100 万平、基本与欧洲相当。

图 16 我国海外仓数量及面积



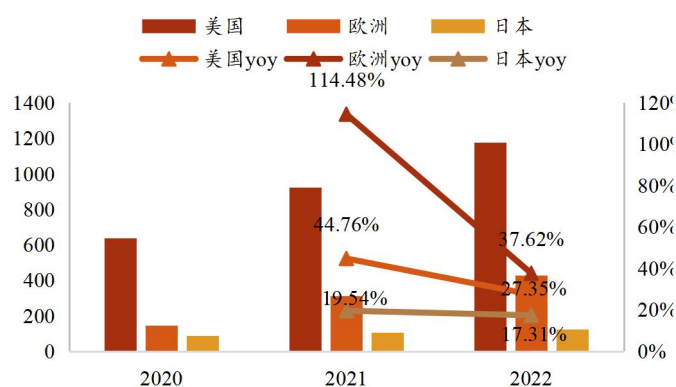
资料来源：商务部，招商证券

图 17 我国海外仓市场规模及渗透率



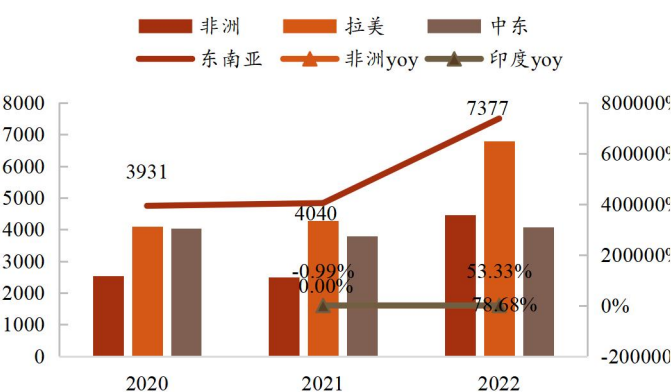
资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

图 18 2020-2022 年美欧日成熟市场海外仓数量及增速



资料来源：跨境眼，招商证券

图 19 2020-2022 年新兴市场海外仓平均面积及增速



资料来源：跨境眼，招商证券

从行业未来发展驱动来看，需求侧：1）亚马逊大件物流配送成本上涨，跨境卖家需求逐步向第三方海外仓外溢；2）红海事件扰动下海运不确定性提高，卖家提前备货需求也因此提升、海外仓需求量进一步扩大；3）Temu、速卖通等平台推出半托管模式也推动了海外仓需求的增长。**供给侧：**国内大健云仓、乐歌等头部海外仓公司持续进仓储扩容，库容储备不断充足。**政策端：**宏观政策向好，2024 年 5 月国务院审议通过《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，支持

海外仓等外贸新业态的发展，有望进一步推动海外仓企业加强建设力度、加速行业增长。

表 2：海外仓相关扶持政策

时间	文件	发布部门	政策内容
2024.5	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	商务部	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。要积极培育跨境电商经营主体，鼓励地方立足特色优势支持传统外贸企业发展跨境电商，加强跨境电商人才培养，为企业提供更多展示对接平台，持续推进品牌建设
2022.9	《商务部关于印发支持外贸稳定发展若干政策措施的通知》	商务部	出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施。统筹利用外经贸发展专项资金等现有资金渠道，共同支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。在依法合规、风险可控的前提下，进一步加强出口信用保险对海外仓建设和运营的支持力度
2021.12	《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》	国务院办公厅	发挥海外仓带动作用。积极利用服务贸易创新发展引导基金等，按照政府引导、市场运作的方式，促进海外仓高质量发展。鼓励具备跨境金融服务能力的金融机构在依法合规、风险可控前提下，加大对传统外贸企业、跨境电商和物流企业等建设和使用海外仓的金融支持。
2021.7	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	国务院办公厅	鼓励传统外贸企业、跨境电商和物流企业等参与海外仓建设，完善覆盖全球的海外仓网络，提高海外仓数字化、智能化水平

资料来源：商务部、国务院办公厅、招商证券

3、海外仓市场格局分散，未来头部规模效应释放集中度有望提升

海外仓行业竞争格局较分散，各玩家专注的品类及区域有所差异。海外仓企业龙头梯队包括谷仓海外仓（纵横集团）、万邑通、递四方速递、西邮智仓、乐歌、大健云仓等，2023 年海外仓前十名企业营收市占率仅 7%。各企业侧重有所差异，谷仓、万邑通、递四方速递、菜鸟等海外仓业务主要聚焦于中小件品类，覆盖全球网络；西邮智仓、乐歌、大健云仓等企业主要服务于中大件商品，包括家具家电、器械汽配等，经营门槛更高，海外布局网络集中于少数国家。

未来头部企业规模效应不断释放，市场集中度有望提升。海外仓企业具有较强的规模效应，伴随规模扩大公司通过集中运输、管理能够有效降低单位成本，同时配送环节议价能力也将随之提升，预计未来伴随行业供需趋于均衡、头部企业规模效应逐步显现，行业集中度有望提升。

表 3：海外仓市场各玩家情况

企业	海外仓成立时间	海外仓数量	海外仓面积（平方米）	全球布局	主要服务细分市场
谷仓海外仓	2015	100+ 全球订单处理中心	总面积超 140 万	覆盖全球 30+ 贸易发达国家，如美国、英国、德国、法国、澳大利亚、日本等	中小件为主：服装、3C、家居、快消
万邑通	2013	13 大海外仓 +7 个直营仓	总面积超 30 万	覆盖美国、加拿大、英国、德国、澳大利亚等国家	中小件为主：品牌消费电子、3D 打印机、鞋服等
递四方速递	2004	50+	总面积超 100 万	覆盖美国、加拿大、澳大利亚等 16 个主流国家	中小件为主
西邮智仓	2015	27+ 自营海外	总面积超 46 万	覆盖全美、欧洲	中大件为主：家居、家电、

		仓			户外、卫浴汽配等
乐歌海外仓	2013	13 个自营海外仓	总面积约 36.2 万	主要覆盖美国核心枢纽港口区域	中大件为主：以家具、人体工学产品为基本盘
无忧达	2016	21+自营海外仓	总面积超 46 万	主要覆盖美国、欧洲、加拿大	中大件为主：家具、健身器材、园艺器械等
菜鸟	2015	40+	总面积超 300 万（含境内保税仓）	覆盖全球	中小件为主
大健云仓	2013	42	总面积超 97.5 万	覆盖美国、英国、德国、加拿大及日本等多国。	中大件为主：家居、家电等

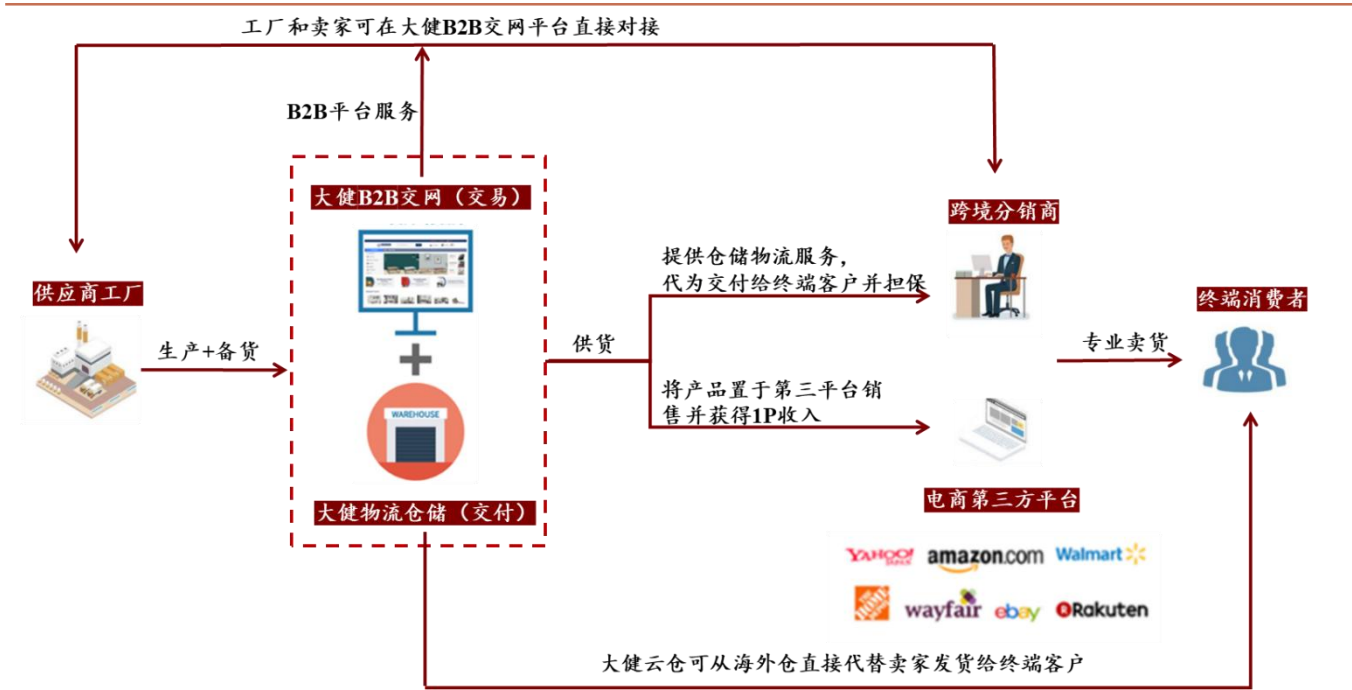
资料来源：各公司官网、招商证券

三、核心竞争力: 差异化定位+自建仓储+供应链优势 构筑壁垒

1、差异化定位：深耕大件垂类高壁垒赛道，自建 B2B 平台 提升全局效率

大健云仓采用“自建 B2B 平台+海外仓储物流”的一站式出海模式，专注大件商品，在行业中凭借相对差异化的定位和先发优势铸就壁垒。

图 20 大健云仓运营模式



资料来源：公司公告，招商证券

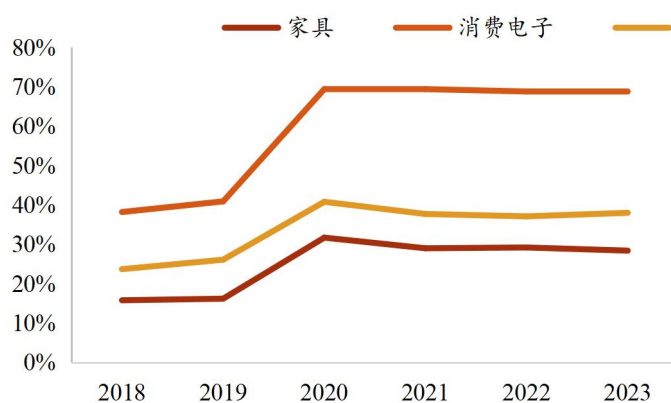
(1) 专注大件垂类高壁垒赛道，先发优势强

大件商品物流运输及存货周转相对困难，行业物流基础设施持续健全提高线上渗透空间。大件商品受物流运输周期长成本高、存货周转慢库存压力大的限制，在海外市场上渗透率相对更低，据欧睿，2023 年北美、西欧家具品类线上渗透

率为 28.4% 和 18.7%，低于消费电子、服装、日用百货等以中小件居多的成熟线上品类。疫情以来消费者线上采购中大件商品需求增加，伴随海外仓等物流基础设施在海外市场的布局逐步完善，市场仍有较大渗透空间。

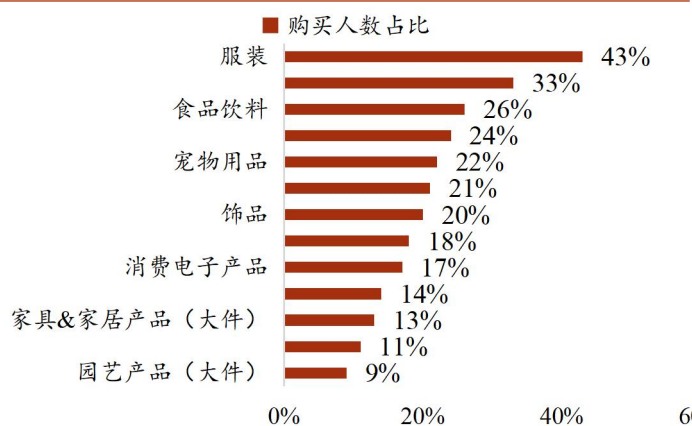
大健云仓专注大件垂类市场，相对门槛更高、竞争温和，基于先发优势打造壁垒。大件品类商家资金及库存压力更大、入局门槛高于中小件（生产周期长、通常产品上架前 3-6 个月需下单给工厂排单生产；运输周期长、只能海运），竞争相对较小；同时如家具、器材、户外庭院等大件品类，品牌认知度较低、集中度相对分散，也为中国供应商提供了较大的机会敞口。大健云仓经过数年探索最终聚焦门槛更高、壁垒更深的大件非标品赛道，并较早开启物流建设、选品开品生产等环节的投入，先发优势下较早构建并维持稳固壁垒。

图 21 北美分品类线上渗透率



资料来源：欧睿，招商证券

图 22 美国线上市场各品类购买人群中家具/家电等大件占比低 (2023.4-2024.3)



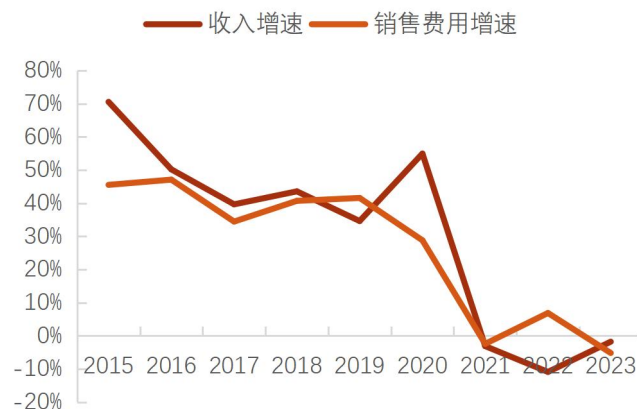
资料来源：statista，招商证券

(2) 自建 B2B 平台：B2B 模式拓展销售规模潜力、提高全局效率

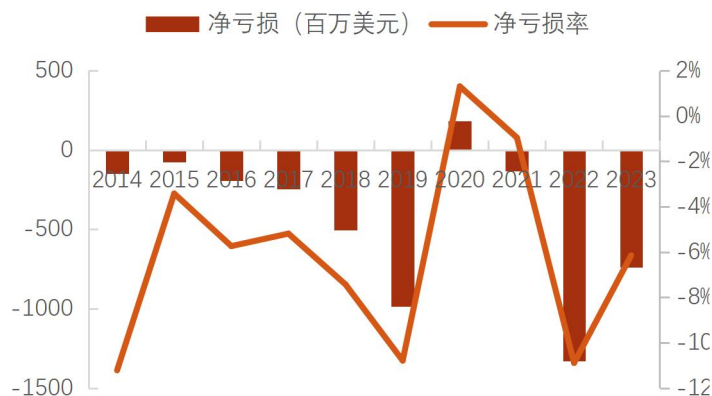
大件商品偏长尾、销售频率低交易分散，因此建立单一 B2C 平台销售的效率较低。家具等大件商品客单价高，消费者购买频次远低于快消品，且 SKU 多且杂，较难开发爆品，因此卖家通过单一 ToC 平台销售大件商品的天花板较低，容易造成库存风险。而对于平台来说，直接 ToC 销售也存在流量低频、运营效率偏低的风险，例如美国最大的家居电商平台 Wayfair，自 2021 年以来在大额广告投入后仍然保持收入及活跃用户的持续同比下降和净利润端的持续亏损，与疫后房市疲软以及家居 C 端市场天然的低频低复购、难以维系稳定的客群相关。

图 23 Wayfair 近年销售费用增速超过收入增速

图 24 Wayfair 近年净亏损扩大



资料来源：公司公告、招商证券



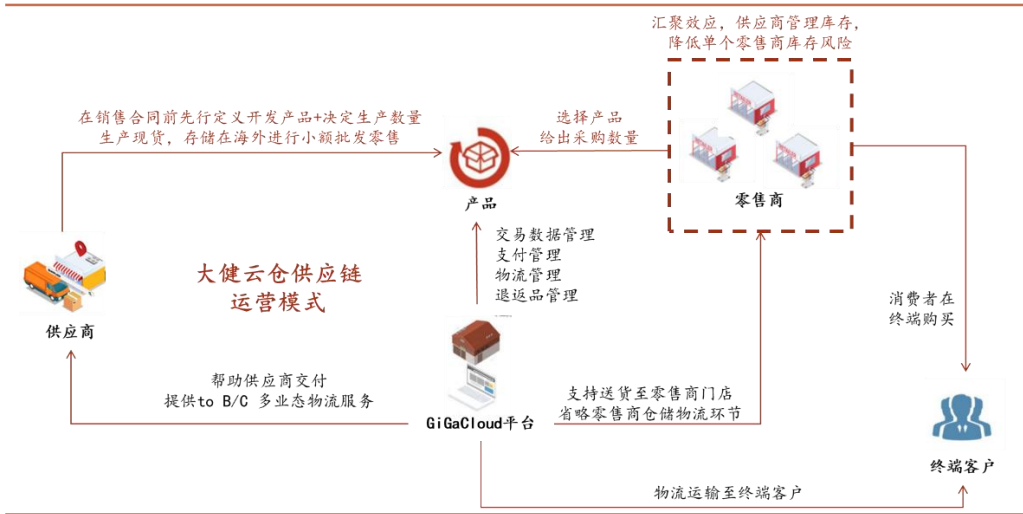
资料来源：公司公告、招商证券

大健云仓自建 B2B 平台，拓展大件货盘销售规模潜力、实现全局效率最优。

- 1) 平台为 **Seller** 提供的价值：**拓宽工厂出货渠道、提升其利润**。平台 3P 模式下供给端的第三方工厂多为寻求新售卖渠道的家具类外贸代工厂，前期受疫情影响产能大量闲置，工厂需要寻找利润更高的售卖渠道，同时这些厂商自主招募销售团队、进行亚马逊等电商平台 ToC 运营的难度和资金压力也相对较大。通过大健云仓平台，工厂卖家可以将供应链前置，即区别于传统模式下 ToC 平台商家选品并向工厂下订单后、厂家再开启生产的方式（传统模式下工厂相当于卖产能，利润率通常较低），GiGaCloud 的 Seller 自己定义产品、在产品被选中前就将货备至仓库，这也因此对工厂的开款设计能力提出了更高要求，工厂也因承担了产业链条上的更高职能而能够获取更高利润。
- 2) 平台为 **Buyer** 提供的价值：**高效生意撮合+一站式服务**。平台上的 Buyer 画像涵盖多平台销售的 3P 大卖家以及自身货盘有限寻求一件代发的小卖家，对于大卖，大健云仓通过让更多 SKU 在平台上得到充分测试从而为商家提供更好货盘、提高生意撮合效率；对于资金量有限、款式有限的小卖家，大健云仓为其提供一件代发服务，帮助其解决仓储、物流等全链路难题。
- 3) 平台自身受益：**汇集大量分销商进而扩大采购需求和销售规模潜力，实现全局效率最优**。GiGaCloud 上有超过 5000 个活跃买家，这些分销商在 Amazon、Wayfair、TikTok、Temu 等众多平台上销售，更大程度挖掘整体大件货盘的销售潜力并提升平台整体运营效率。

整体来看，大健云仓选择的大件、B2B 赛道先发优势更明显、壁垒更高，公司多年深耕差异化垂类赛道构筑较深护城河，叠加 B2B 平台较强的商家粘性和网络效应，逐步提升平台竞争力。

图 25 大健云仓供应链运营模式



资料来源：公司官网，招商证券

表 4：大健云仓卖家及买家情况

	卖家	买家
画像	多为原先做外贸代工、寻求新售卖渠道的工厂	包括多平台销售的 3P 大卖家，以及自身货盘有限寻求一件代发的小卖家
平台赋能	供应链前置拓宽工厂出货渠道，并使其实现更高利润	提供一站式采购渠道及仓储物流服务
数量	815	5010

资料来源：公司公告，招商证券

2、自建仓储物流：大件仓储规模领先同行，议价能力强

大件商品运费高，物流为核心痛点，亚马逊价格上涨带动卖家对第三方海外仓需求的增加。大件商品空运成本极高，通常使用海运、运输时效较长，因此跨境电商中大件商品更适合仓配模式。参考亚马逊 FBA 价格，大件商品运费远高于中小件，且会增加入库配置费等附加费用，因而大件跨境卖家相比中小件卖家通常需承担更高物流成本。2024 年亚马逊 FBA 大件商品仓储配送物流上涨，此外，2024 年 3 月起，亚马逊向平台卖家增收物流入库配置费，中大件商品卖家更大程度地承担亚马逊仓库周转费用，商家纷纷寻求更低成本的物流解决方案，第三方海外仓需求增加。

表 5：亚马逊 FBA 费用上涨

2023 年亚马逊大件商品计算规则 (2023 年 10 月 15 日-2024 年 1 月 14 日)			2024 年亚马逊大件商品计算规则 (2024 年 4 月 15 日起)		
尺寸分段	发货重量	配送费用	尺寸分段	发货重量	配送费用
小号大件	<70 磅	\$10.73+\$0.42/磅 (超出首重 1 磅部分)	大号大件	0-50 磅	\$9.61+\$0.38/磅 (超出首重 1 磅部分)
中号大件	<150 磅	\$21.55+\$0.42/磅 (超出首重 1 磅部分)		0-50 磅	\$26.33+\$0.38/磅 (超出首重 1 磅部分)
大号大件	<150 磅	\$92.48+\$0.83/磅 (超出首重 90 磅部分)	超大尺寸	51-70 磅	\$40.12+\$0.75/磅 (超出首重 51 磅部分)
特殊大件	>150 磅	\$160.99+\$0.83/磅 (超出首重 90 磅部分)		71-150 磅	\$54.81+\$0.75/磅 (超出首重 71 磅部分)
				>150 磅	\$194.95+\$0.19/磅 (超出首重 150 磅部分)

资料来源：亚马逊 FBA 官网、招商证券

表 6：亚马逊 FBA 大号大件商品入库配置费

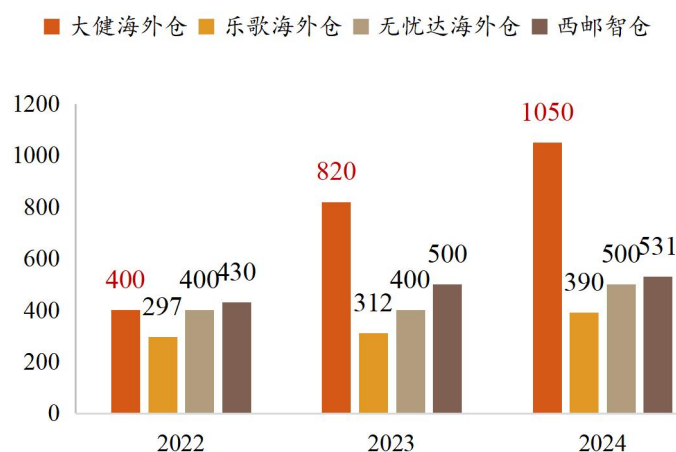
尺寸	重量	亚马逊物流入库配置服务		
		最低货件拆分	部分货件拆分	亚马逊优化货件拆分
		发送至一个地点	发送至 2-3 个地点	发送至 4 个以上地点
大号大件尺寸， 最大 59x33x33 英寸	<=5 磅	\$2.16-\$2.67	\$0.55-\$1.48	无费用
	5-12 磅	\$2.55-\$3.15	\$0.65-\$1.75	
	12-28 磅	\$3.19-\$3.95	\$0.81-\$2.19	
	28-42 磅	\$4.13-\$5.11	\$1.05-\$2.83	
	42-50 磅	\$4.85-\$6.00	\$1.23-\$3.32	

资料来源：亚马逊 FBA 官网、招商证券

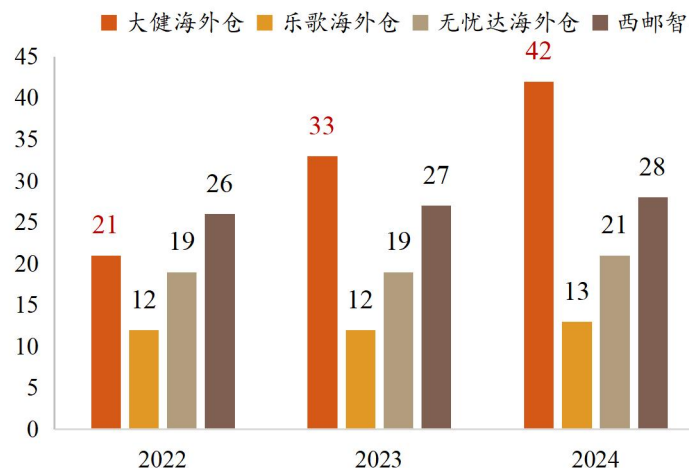
大健云仓自建仓储物流提供一站式大件商品履约，大件仓储体量领先同行。大健云仓在美国、德国、英国、日本等建有 42 个全球交付中心，截至 2024 年 5 月仓库总面积超 1050 万平方英尺，体量规模领先同行；同时公司提供虚拟仓储和多种履行解决方案，包括云快递、云批发履约、直邮，使买家无需管理实物订单履行（不包括退换货），公司通过自营物流及完善的仓库布局和业界领先的云仓数据算法，实现仓库配送线路的更优规划，有能力在平均三天的交货时间内触达美国 48 个州 90% 以上的客户。

图 26 主大件商品海外仓全球总面积对比（万平方英尺）

图 27 主大件商品海外仓全球数量对比



资料来源：公司公告、谷仓/乐歌海外仓/跨境无忧达/西邮智仓官方公众号、招商证券



资料来源：公司公告、谷仓/乐歌海外仓/跨境无忧达/西邮智仓官方公众号、招商证券

规模效应提高物流议价能力，大健云仓建立价格优势、逐步彰显履约壁垒。在履约服务定价方面，平台头尾程均采用富有市场价格竞争力的一口价模式（头程不区分美东美西、尾程派送全美不分区），方便供销双方市场定价；同时，公司与主要的航运、卡车运输服务提供商建立合作伙伴关系，基于强大规模优势提升与 Fedex、UPS 等尾程配送商的议价能力，有效降低交易成本，相比亚马逊 FBA 及部分友商平台存在一定价格优势。

以一件 50*24*12 英寸、实重 102 磅健身器材为例，由国内配送至美国：据测算，

1) 大健云仓物流运输价格为 43.91 美元（燃油附加费率取 2023 年 12 月份价格 18%，美西美东价格不分档），2) 万邑联物流运输价格为 41.14-62.05 美元（不同国内出发港口及美国到达港口价格不同），3) 乐歌海外仓运输价格为 51.67 美元；4) 亚马逊 24 年 FBA 价格上调后物流运输价格为 79.56 美元。综合对比来看大健云仓具有一定价格优势。

表 7： 同个商品各海外仓物流运输价格测算对比

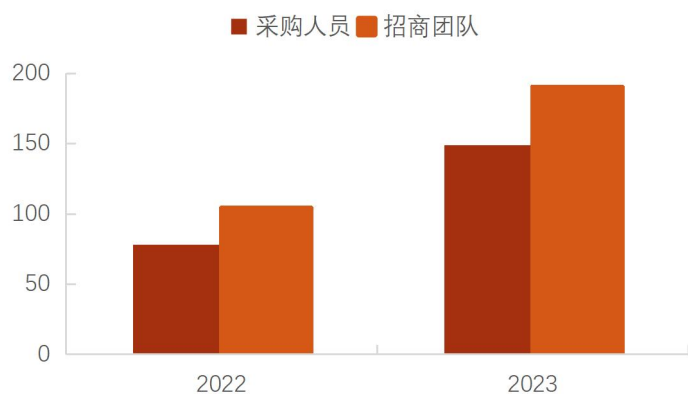
货品	大健云仓	亚马逊 FBA	乐歌海外仓	万邑联
健身器材 (50*24*12 英寸，实重 102 磅)	\$43.91	\$79.56	\$51.67	\$41.14-\$62.05

资料来源：乐歌官方公众号、亚马逊 FBA 官网、大健云仓官网、招商证券

3、供应链优势：专业采购团队+属地化生产布局确保充足货源

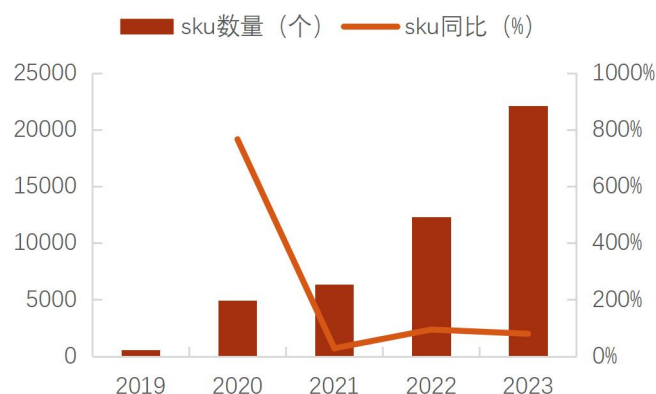
专业采购团队+完善的采购链路保障充足 1P 货源。公司在中国、越南、马来西亚共拥有 149 名采购人员从而保证平台足量的货品供给，截至 2023 年底 GigaCloud 1P 和平台外电商业务共从超过 1000 家供应商处采购商品；同时公司拥有一个 190 人的招商团队负责 1P 商品的采购以及 3P 供应商的招募。供应商规模扩张推动 sku 持续迭代，2023 年平台 sku 达到 22101 个，同比增长 80%，为买家创造更多高性价比货品供给。

图 28 大健云仓采购及招商团队不断扩大



资料来源：公司年报，招商证券

图 29 2019-2023 大健云仓 3P 业务 sku 及同比

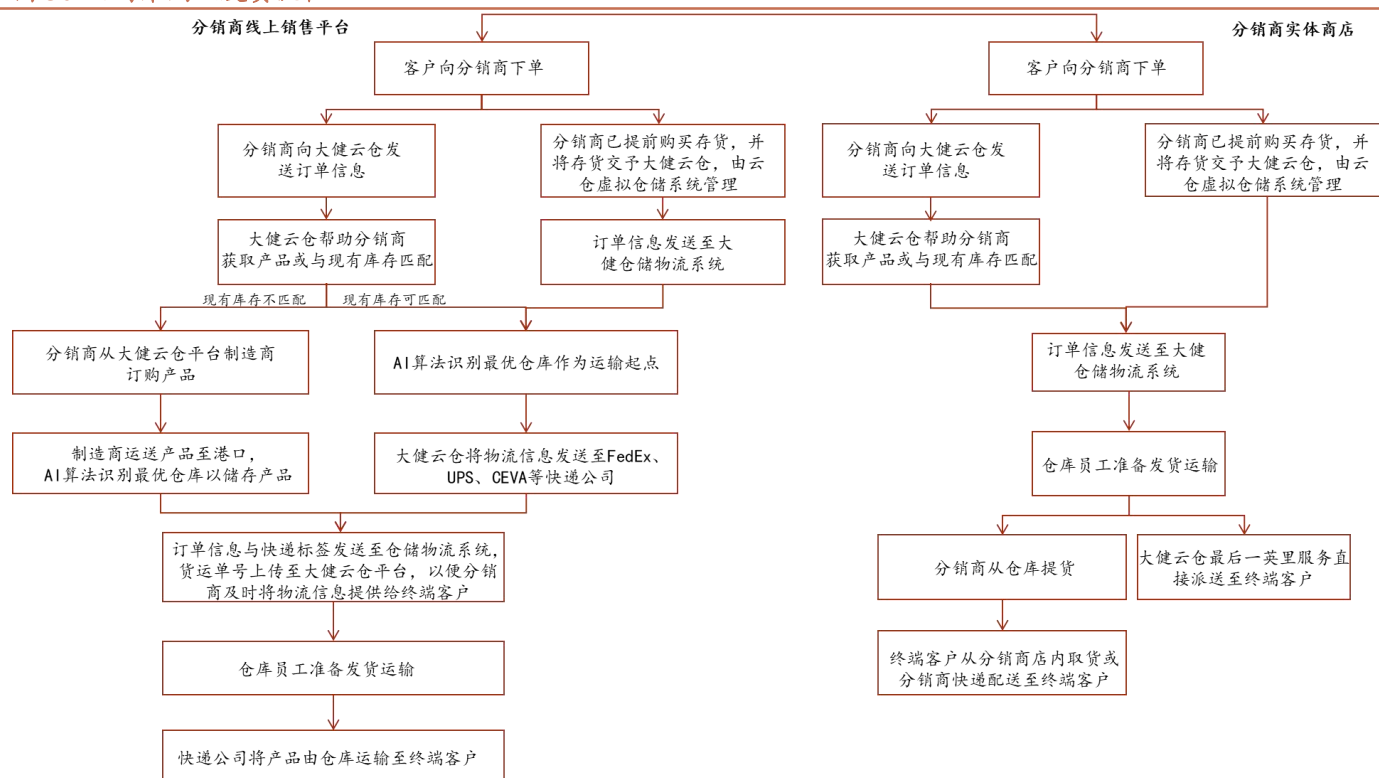


资料来源：公司年报，招商证券

开辟海外供应链，属地化生产保障货品供应、降低运输风险及成本。公司 2018 年起在越南、马来西亚等地设立办事处、建设当地供应链，利用当地税务优势、原材料优势更低成本实现货品供给，进而有效抵御 1P 业务国内供应链受到的关税干扰，降低运营风险与成本。

采购及发货供应链体系完善，提高采购效率。大健云仓构建了完善的分销商线上/线下采购平台商品并发货履约的机制，并通过算法高效匹配产品订单及库存信息，快速帮助具有不同需求的 3P 买家完成采购及最优仓配规划。

图 30 公司采购及发货流程



资料来源：公司年报，招商证券

四、未来增长驱动：双边市场持续扩张，平台合作拓展业务空间

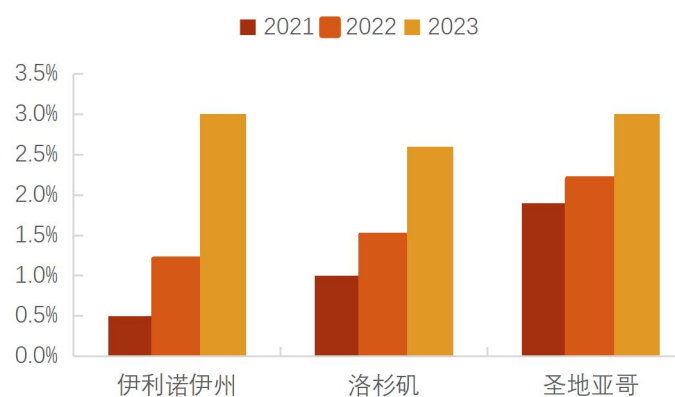
1、双边市场扩张驱动 GMV 增长，扩建仓库扩大履约规模

收入端：1) 平台端，双边市场规模持续扩张，GMV 有望维持高增长。B2B 平台网络效应不断凸显有望加速扩大销售体量，预计 23-26 年 GigaCloud Marketplace 平台 GMV 有望保持近 40% 的高速增长，其中 3P 模式将贡献主要增量。2) 物流端，持续扩仓支撑更大履约规模。仓储布局方面，疫情期间美国市场电商销售激增造成美国市场仓储履约网络的过度扩建，疫后仓库空置率攀升，仓库储备资源丰富，公司以较优成本不断扩仓，预计未来有望维持每年 30% 的扩仓速度稳步拓展仓储面积，确保物流履约服务。

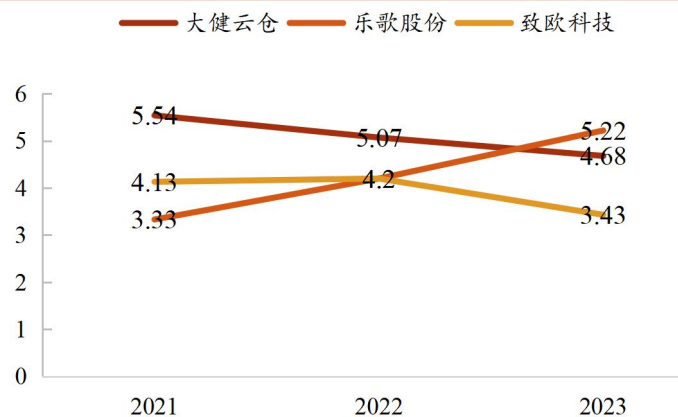
利润端：规模效应+高效运营有望驱动利润率稳步提升。伴随平台规模不断扩张，1P 业务供应链规模优势将逐步扩大，采购成本有望优化，同时物流履约议价能力也有望提升，履约成本率将进一步下降；此外，货品周转方面，公司不断优化货物布局及物流路径，库存周转效率稳步提升，高效运营有望稳步提升利润水平。

图 31 美国仓库空置率提升

图 32 主大件海外仓库存周转率对比



资料来源：JLL Spark，招商证券



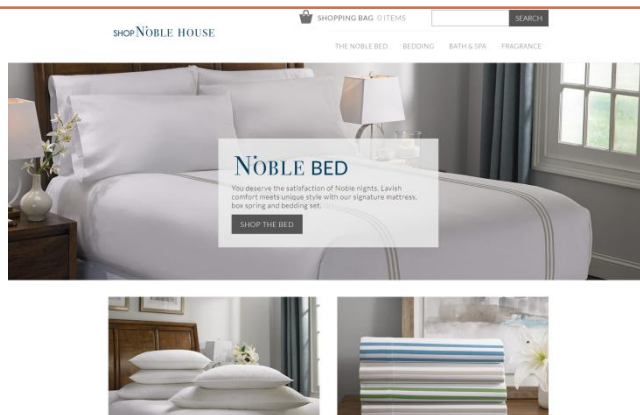
资料来源：公司公告，招商证券

2、收购加大品牌布局，促进线上线下一体化

收购 Noble House 加大品牌布局。Noble House 作为一家 B2B 家具经销商，旗下拥有 Christopher Knight Home、LePouf、OkiOki 等多个品牌，超过 8000 个 sku。大健云仓于 2023 年 11 月以 8500 万美金收购 Noble House 实现资源互补，公司获得 Noble House 在美国及加拿大约 230 万平方尺的仓库、品牌商标和版权以及产品设计能力、以及 Noble House 在东南亚、中国等地积累的运营和供应商网络资源，长期来看公司品牌方面的布局有望进一步加强平台产品的多样化和差异化。

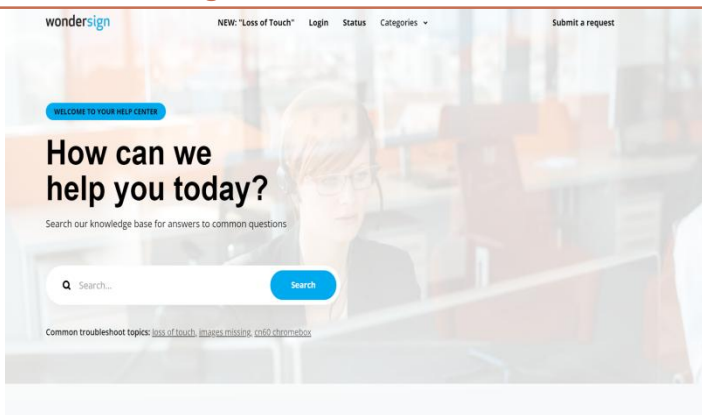
收购 Wondersign 促进线上线下一体化。Wondersign 是一家基于云交互的数字标牌和电子目录管理 SaaS 公司，在美国已建立超过 2500 个零售点，专注于开发和维护广受好评的“Catalog Kiosk”数字目录软件，使零售商能够展示广泛的产品范围，并加强与购物者的互动。大健云仓于 2023 年底收购 Wondersign，有助于优化平台用户交易体验，同时平台也将推出为全新行业解决方案 GIGA IQ 配备更多模块，实现交互式个性化产品推荐；此外，Wondersign 也将促进大健线上平台与美国线下实体零售的一体化（目前系统已接入约 2500 家店），拓宽合作伙伴来源。

图 33 Noble House 家具家居品牌



资料来源：品牌官网，招商证券

图 34 Wondersign SaaS 平台官网



资料来源：公司官网，招商证券

3、Temu 等平台半托管新模式拓展公司物流履约业务

大健云仓与众多海外及跨境平台合作对接，不断进行业务拓展。大健云仓完备的基础设施和服务体系获得诸多主流电商平台认可，符合亚马逊 SFP/FBA 发货标准认证，并已成为符合 Wayfair CastleGate 标准的合作海外仓以及 eBay 的数据对接仓。公司目前也逐步拓展与 Temu、Shein 等平台的合作，不断扩大业务范围。

Temu、速卖通等平台新推出半托管模式助推海外仓发展。Temu、速卖通分别于 2024 年 3 月和 1 月上线半托管模式，即商家自行负责仓储物履约环节，对履约时效有较高要求，偏好拥有海外现货或通过海外仓履约的商家。新模式下跨境商家对第三方海外仓的需求进一步扩大，有望进一步扩充业务体量。

图 35 大健云仓成为 TEMU 官方合作物流商



资料来源：TEMU 商家官网，招商证券

五、盈利预测及投资建议

盈利预测：收入端，平台快速扩张阶段收入有望维持高速增长，预计 2024-2026 年实现收入 12.0、16.5、21.9 亿美元，同比+70.8%、37.6%、32.2%，其中 1P 商品销售收入为 8.5、11.1、13.8 亿美元，同比+68%、31%、24%，3P 服务收入为 3.5、5.4、8.1 亿美元，同比+78%、54%、48%。

利润端，规模效应增强+运营提效有望驱动利润率稳步提升，预计 2024-2026 年实现经调整 EBITDA 1.8、2.6、3.5 亿美元，同比+57.6%、40.1%、36.8%；净利润为 1.4、1.9、2.6 亿美元，同比+45%、40%、37%。

投资建议：公司深耕大件商品 B2B 跨境赛道，自建仓储及供应链壁垒稳固，未来伴随海外仓行业需求持续扩大、平台双边网络规模及仓库体量进一步扩张，公司有望维持收入及利润的高速增长。看好大健云仓差异化垂类赛道下的长期成长空间，首次覆盖给予“增持”投资评级。

表 8：大健云仓盈利预测

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总 GMV	636	999	1710	2374	3176
YOY	17.4%	57.1%	71.1%	38.9%	33.8%

GigaCloud Marketplace GMV		518	794	1372	1901	2561
	YOY	25.1%	53.3%	72.7%	38.6%	34.7%
总收入		490	704	1202	1654	2186
	YOY	18.3%	43.6%	70.8%	37.6%	32.2%
1P 商品收入		349	505	848	1110	1379
	YOY	10.6%	44.4%	68.0%	31.0%	24.3%
3P 服务收入		141	199	354	544	806
	YOY	43.0%	41.6%	77.9%	53.5%	48.3%
经调整 EBITDA		40.7	115.8	182.6	255.8	349.8
	yoy	-14.0%	184.5%	57.6%	40.1%	36.8%
经调整 EBITDA margin		8.3%	16.5%	15.2%	15.5%	16.0%
净利润		24.0	94.11	136.3	190.5	260.4
	yoy	-18.1%	292.6%	44.8%	39.8%	36.7%
净利润率		4.9%	13.4%	11.3%	11.5%	11.9%

资料来源：公司公告，招商证券预测

风险提示：

- 1) 海外消费不及预期：公司主要经营跨境 B2B 电商业务，如海外消费不及预期，则可能影响公司收入增长及利润。
- 2) 行业竞争加剧：海外仓市场如竞争激励程度加剧出现价格战，则可能影响公司利润水平。
- 3) 海外政策风险：美国市场存在制裁或加征关税政策风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	259	393	380	590	937
现金及现金等	144	183	117	229	462
交易性金融资	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票	27	59	66	91	120
其它应收款	8	18	20	27	36
存货	78	132	172	236	310
其他流动资产	2	1	5	7	9
非流动资产	160	455	440	441	443
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	13	25	17	18	20
无形资产	144	420	420	420	420
其他	3	10	3	3	3
资产总计	419	848	820	1031	1380
流动负债	103	206	278	304	398
应付账款	32	70	71	97	127
应交税金	4	15	4	4	4
短期借款	0	0	56	0	0
其他	67	121	148	203	266
长期负债	120	351	120	120	120
长期借款	0	0	0	0	0
其他	120	351	120	120	120
负债合计	223	557	398	424	518
股本	2	2	2	2	2
储备	98	194	290	419	605
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司	196	292	421	607	862
负债及权益合计	419	848	820	1031	1380

现金流量表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	50	100	97	171	238
净利润	24	95	132	186	256
折旧与摊销	1	1	1	1	2
营运资本变	6	8	(36)	(17)	(20)
其他非现金	18	(4)	0	0	0
投资活动现金	(1)	(281)	4	(3)	(3)
资本性支出	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	0	276	0	0	0
其它	0	(2)	7	0	0
筹资活动现金流	32	229	(177)	(57)	(1)
债务增减	(4)	0	56	(56)	0
股本增减	34	0	0	0	0
股利支付	0	1	1	1	1
其它筹资	2	230	(231)	(0)	(0)
其它调整	0	(2)	(2)	(2)	(2)
现金净增加额	81	48	(75)	111	234

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	490	704	1202	1654	2186
主营收入	490	704	1202	1654	2186
营业成本	407	515	899	1232	1618
毛利	83	189	303	422	568
营业支出	48	75	126	173	226
营业利润	35	114	177	249	342
利息支出	1	1	0	0	0
利息收入	0	3	0	0	0
权益性投资	0	0	0	0	0
其他非经营	(5)	2	0	0	0
非经常项目	1	(2)	0	0	0
除税前利润	30	116	176	249	342
所得税	7	21	44	62	85
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股净利	24	95	132	186	256
EPS (美元)	0.58	2.30	3.32	4.65	6.35

主要财务比率

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	18%	44%	71%	38%	32%
营业利润	-10%	226%	55%	41%	37%
净利润	-25%	296%	39%	41%	37%
获利能力					
毛利率	16.9%	26.8%	25.2%	25.5%	26.0%
净利率	4.9%	13.5%	11.0%	11.3%	11.7%
ROE	12.2%	32.5%	31.4%	30.7%	29.7%
ROIC	11.7%	33.4%	27.8%	30.8%	29.8%
偿债能力					
资产负债率	53.2%	65.7%	48.6%	41.1%	37.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	6.8%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	1.9	1.4	1.9	2.4
速动比率	1.8	1.3	0.7	1.2	1.6
营运能力					
资产周转率	1.2	0.8	1.5	1.6	1.6
存货周转率	5.1	4.9	5.9	6.0	5.9
应收帐款周转率	15.8	12.6	14.8	16.2	15.9
应付帐款周转率	14.3	10.1	12.8	14.7	14.4
每股资料					
每股收益 (美元)	-	2.30	3.32	4.65	6.35
每股经营现金	1.22	2.44	2.38	4.18	5.80
每股净资产	4.78	7.12	10.28	14.80	21.03
每股股利	0.02	0.05	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	29.7	7.6	5.2	3.7	2.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。