

## 家居电商出海先锋，“线上宜家”空间广阔

2025 年 1 月 12 日

## 核心观点

- **公司聚焦家居跨境电商领域，深耕品牌出海之路。**致欧科技为中国家居领域跨境电商龙头企业，产品覆盖家具、家居、宠物及运动户外系列，以欧洲、美国为核心市场，在亚马逊平台实现长期积累。2024 年前三季度，公司实现营收 57.28 亿元，同比增长 38.49%，归母净利润 2.78 亿元，受海运费影响同比下降 3.11%。

- **全球家居电商持续扩张，中国跨境出口蓬勃发展。**

全球电商渗透率持续提升，市场规模稳步增长，2023 年达到 3.59 万亿美元，预计未来 6 年 CAGR 为 10.33%。美国、欧洲电商市场合计占比约 45%，且亚马逊为全球电商平台龙头，流量优势显著，在美、欧份额分别为 30%、20%。

家居为全球电商第 6 大细分市场，美、欧分别占全球份额为 44%、23%，其中欧洲主要由德、英、法构成。平台方面，亚马逊 2023 年在全球、美国、欧洲家居电商份额分别为 25%、37%、16%；同时，各国均存一些其他综合平台及家居垂直平台，如美国国家得宝、德国 Otto、法国 Cdiscount、英国 Argos 等。

跨境电商方兴未艾，在价格优势、品类丰富度吸引下，各国消费者跨境电商使用率持续提升，带动规模实现快速成长。中国为最受欢迎的跨境电商产品供给方，跨境电商出口规模稳健成长，以欧美市场为主，家居用品为第三大品类。

- **家居跨境龙头地位巩固，多维布局成长性突出。**

渠道方面，公司销售以欧洲、北美市场为主，在亚马逊平台实现的营收占整体比例超 70%，B2C 模式在各国亚马逊站点排名前列，并且持续推进平台多元化拓展，新平台规模快速增长；B2B 模式稳健发展，规模持续增长。

产品方面，公司重视产品研发，长期投入实现创新和积累，摸索出一套高效的新品开发方法论，产品力深受消费者认可。同时，公司依托现有资源推进场景化、套系化布局，未来将持续推进品类拓展，并实现产品之间的协同发展。

供应链方面，公司在长期经营中优化供应链效率，不断推进管理信息化发展，目前已实现供应链的柔性化、各环节协作的高效化。仓储物流采取自营仓+平台仓+第三方合作仓并行模式，并加快推进自营仓布局，未来公司募投资金将逐步落地，有望进一步强化供应链优势布局，实现降本增效。

- **投资建议：**我们预计公司 24/25/26 年分别实现营收 80.22 / 100.3 / 122.32 亿元，同比分别变动+32.07% / +25.03% / +21.96%；归母净利润 3.98 / 5.52 / 7.01 亿元，同比分别变动-3.59% / +38.75% / +26.99%；对应 PE 分别为 19 / 14 / 11 倍，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

- **风险提示：**海外需求不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，汇率大幅波动的风险，地缘政治及贸易政策不确定的风险。

## 致欧科技 (301376.SZ)

推荐 首次评级

## 分析师

陈柏儒

☎: 010-8092-6000

✉: chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

刘立思

☎: 010-8092-7655

✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

## 市场数据

2025-1-10

|              |           |
|--------------|-----------|
| 股票代码         | 301376.SZ |
| A 股收盘价(元)    | 18.79     |
| 上证指数         | 3,168.52  |
| 总股本          | 40,150    |
| 实际流通 A 股(万股) | 19,279    |
| 流通 A 股市值(亿元) | 36.23     |

## 相对沪深 300 表现图

2025-1-10



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

主要财务指标预测

|            | 2023A   | 2024E   | 2025E    | 2026E    |
|------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 6074.19 | 8022.18 | 10029.85 | 12232.40 |
| 收入增长率%     | 11.34   | 32.07   | 25.03    | 21.96    |
| 归母净利润(百万元) | 412.88  | 398.06  | 552.32   | 701.39   |
| 利润增速%      | 65.08   | -3.59   | 38.75    | 26.99    |
| 毛利率%       | 36.32   | 35.19   | 35.80    | 36.37    |
| 摊薄 EPS(元)  | 1.03    | 0.99    | 1.38     | 1.75     |
| PE         | 18.27   | 18.95   | 13.66    | 10.76    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、 致欧科技：聚焦家居场景发展，坚定打造优质品牌 .....   | 4  |
| （一） 全球家居跨境电商龙头，深耕品牌出海之路 .....     | 4  |
| （二） 股权结构集中稳定，发布激励信心充足 .....       | 5  |
| （三） 业务持续成长，盈利能力有所波动 .....         | 7  |
| 二、 全球家居电商持续扩张，中国跨境出口蓬勃发展 .....    | 11 |
| （一） 全球电商市场稳步增长，亚马逊平台流量优势突出 .....  | 11 |
| （二） 家居行业线上化发展，美国、欧洲贡献主要市场规模 ..... | 13 |
| （三） 跨境电商方兴未艾，中国出口前景广阔 .....       | 16 |
| 三、 家居跨境龙头地位巩固，多维布局成长性突出 .....     | 19 |
| （一） 深耕亚马逊积累核心优势，渠道、区域稳步扩张 .....   | 19 |
| （二） 产品系列化为导向，研发创新塑造核心价值 .....     | 22 |
| （三） 供应链布局持续优化，支撑盈利能力提升 .....      | 28 |
| 四、 盈利预测及投资建议 .....                | 31 |
| 五、 风险提示 .....                     | 33 |

# 一、致欧科技：聚焦家居场景发展，坚定打造优质品牌

## （一）全球家居跨境电商龙头，深耕品牌出海之路

**家居跨境龙头，坚持品牌引领发展。**致欧科技为中国家居领域跨境电商龙头企业，旗下拥有家居品牌 SONGMICS、风格家具品牌 VASAGLE 及宠物家居品牌 Feandrea 三大产品品牌，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，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 2,000 万家庭用户。

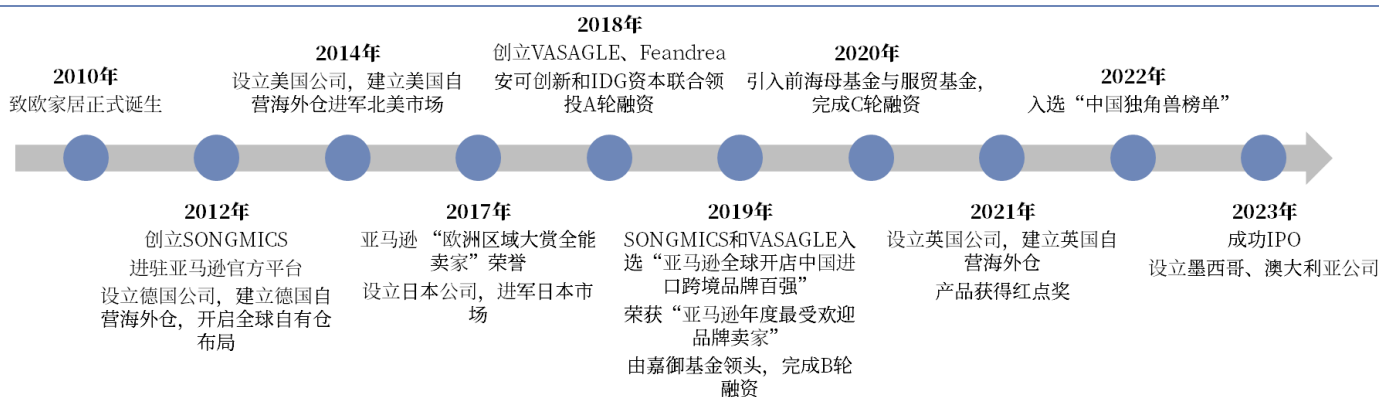
### 回顾历史，公司发展历程可以被分为以下几个阶段：

（1）To C 品牌启航：公司前身于 2007 年创立，最初以 to B 贸易为主。2010 年，致欧家居正式诞生，全面转型 to C；2012 年，创立家居用品品牌 SONGMICS，入驻亚马逊官方平台，进军德国，并开启全球自有仓布局；2014 年进军北美市场。

（2）聚焦产品，塑造核心竞争力：2016 年，公司立志改变海外消费者对“中国制造”的固有印象，开始聚焦产品；2017 年，获得亚马逊欧洲“区域大赏全能卖家”荣誉，并进军日本市场；2018 年创立风格家具品牌 VASAGLE 与宠物家居品牌 Feandrea；2019 年，SONGMIC 和 VASAGLE 入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”，并荣获“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”称号。

（3）立足品牌，引领公司发展：2021 年，设立英国公司，建立英国自营海外仓，同时产品首次获得红点奖；2022 年，入选“中国独角兽榜单”；2023 年，完成 IPO，并设立墨西哥、澳大利亚公司，荣获国家商务部授予的“国家级电子商务示范企业”称号。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**产品矩阵丰富，满足消费者多元化需求。**公司产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列以及其他产品。从使用场景角度划分，公司产品涵盖了客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等不同场景，已逐渐形成不同风格或材质互相组合设计的小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多系列产品矩阵，从而满足客户在多场景下的消费需求，实现消费者一站式采购。

表1：公司产品矩阵

| 家具系列 | 使用场景 | 客厅                | 厨房                | 卧室             | 门厅              | 书房                  | 浴室           |
|------|------|-------------------|-------------------|----------------|-----------------|---------------------|--------------|
|      | 主要产品 | 咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等 | 餐桌椅、吧台、吧椅、中岛台、酒架等 | 床头柜、梳妆台、布抽柜、床等 | 玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳等 | 电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅等 | 浴室柜、马桶架、水槽柜等 |
| 家居系列 | 使用场景 | 鞋收纳               | 衣物收纳              | 首饰收纳           | 其他收纳            | 儿童用品                | 家庭工具         |
|      | 主要产品 | 鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠  | 衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣     | 首饰柜、首饰盒、首饰架、   | 信箱、镀铬置物架、行李架、伞  | 玩具架、帐篷等             | 铝梯等          |

|      |      |                      |                 |                |                     |                 |   |
|------|------|----------------------|-----------------|----------------|---------------------|-----------------|---|
|      |      | 凳等                   | 车、衣撑等           | 手表盒等           | 架、货架等               |                 |   |
| 庭院系列 | 使用场景 | 庭院                   | 花园              | 野营             | 运动器材                | /               | / |
|      | 主要产品 | 藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆等 | 跪凳、花园门、石笼网等     | 野餐垫、吊床、野营椅等    | 蹦床、哑铃、健身车、羽毛球网、足球门等 | /               | / |
| 宠物系列 | 使用场景 | 猫爬树                  | 宠物笼具            | 宠物窝垫           | 宠物家具                | 宠物出行            | / |
|      | 主要产品 | 各型号猫爬架/树             | 铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼等 | 猫窝、狗窝、宠物垫、狗尿垫等 | 猫砂箱、喂食碗架、铁木狗笼等      | 宠物车载座椅/垫、宠物手提包等 | / |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**深耕自有品牌，流量优势突出。**公司定位于全球互联网家居品牌商，主要经营 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。其中，SONGMICS 品牌覆盖家居场景，VASAGLE 品牌覆盖全屋家具，FEANDREA 品牌覆盖宠物家居场景。

图2：公司品牌矩阵

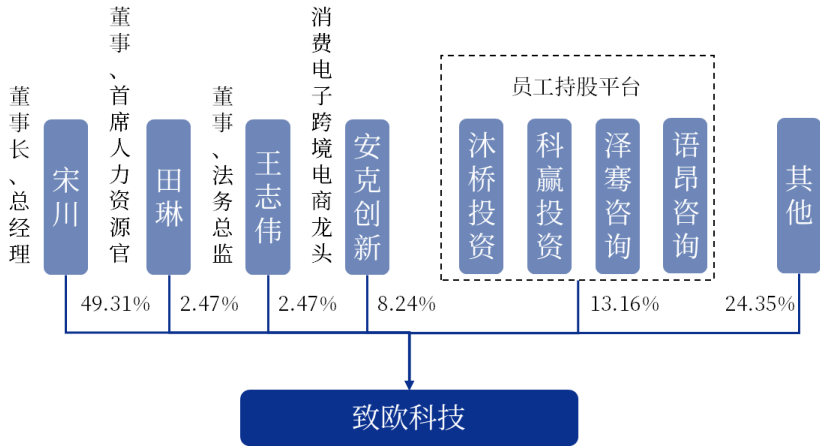


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## （二）股权结构集中稳定，发布激励信心充足

**股权结构集中稳定，安克创新持股赋能。**公司实际控制人为公司创始人及董事长宋川先生，直接持股 49.31%；四个员工持股平台共计持股 13.16%；田琳、王志伟两位董事均直接持股 2.47%，并持有部分员工持股平台股份。同时，跨境电商龙头安克创新看好公司发展，多次投资公司，目前持股 8.24%。

图3：公司股权结构



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

**股权激励充分调动管理层积极性，目标设定信心充足。**2024年2月8日，公司发布股权激励公告，拟向不超过47人的董事、高管、核心技术及业务人员，授予不超过401.5万股股票数量。业绩考核要求为：目标值方面，2024/2025/2026年营业收入较2023年分别增长25%/56.25%/95.31%；触发值方面，2024/2025/2026年营业收入较2023年分别增长20%/44%/72.8%。

表2：公司股权激励目标

| 归属安排   | 对应考核年度 | 业绩考核目标（营收增长率，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%  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**管理团队经验丰富，专业实力优异。**公司创始人宋川先生任公司董事长及总经理，下属4位副总经理刘明亮、张国印、秦永吉、刘书洲先生均具备多年工作经验，且拥有较强的专业能力。产品设计中心总监李昆鸿先生履历丰富，曾在松下、戴尔等国际知名企业负责设计工作。

表3：公司高管及其他核心人员

| 姓名  | 职务         | 简历内容                                                                                                                                                                  |
|-----|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 宋川  | 总经理，董事长    | 硕士研究生学历。2010年1月创立致欧有限，并于2010年1月至2020年8月期间，先后任致欧有限监事、执行董事（董事长）兼总经理；2011年12月至今，任Songmics GmbH首席执行官；2014年7月至2018年12月，任Wuppessen董事；2017年1月至2018年9月，任三木公司董事；现任公司董事长、总经理。   |
| 秦永吉 | 副总经理、董事会秘书 | 本科学历。2005年8月至2012年3月，任风神轮胎股份有限公司投资者关系主管；2012年4月至2018年4月，先后任河南思维自动化设备股份有限公司证券事务代表、总经办主任、总裁办主任；2018年4月至2020年8月，任致欧有限投融资总监；现任公司副总经理、董事会秘书。                               |
| 刘书洲 | 副总经理，财务总监  | 硕士研究生学历。2009年7月至2016年6月，先后任珠海格力电器股份有限公司成本会计、财务经理；2016年7月至2017年8月，任北京易速普瑞科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书；2017年8月至2020年8月，任致欧有限财务部高级经理；现任公司副总经理、财务总监。                                |
| 陈兴  | 副总经理，首席运营官 | 硕士研究生学历。2006年9月至2009年9月，任村田机械有限公司工业工程师；2009年9月至2020年11月，先后任中兴通讯有限公司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；2021年1月至2021年11月任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。 |

|     |            |                                                                                                                                  |
|-----|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 王森帅 | 信息技术中心高级经理 | 大专学历。2011年5月至2014年3月，任郑州正信科技发展股份有限公司开发组长；2014年3月至2020年8月，先后任职致欧有限IT经理、高级经理；现任公司信息技术中心高级经理。                                       |
| 李耀华 | 信息技术中心主管   | 本科学历。2010年11月至2016年8月，先后担任郑州正信科技发展股份有限公司软件工程师、郑州信源信息技术股份有限公司软件工程师、郑州峰蜗牛科技有限公司软件高级工程师；2016年11月至2020年8月，任致欧有限软件开发工程师；现任公司信息技术中心主管。 |

资料来源：公司招股说明书，公司公告，中国银河证券研究院

### （三）业务持续成长，盈利能力有所波动

#### 业务规模持续壮大，利润受海运费影响而波动。

营收方面：1) 2018年~2021年，公司营收快速增长，由15.95亿元增长至59.67亿元，3年CAGR达到55.25%。该阶段高增速主要源于：海外家居产业持续线上化发展；跨境电商蓬勃成长，中国产品优势凸显；疫情促进电商渗透率提升，且海外政策助力居民高消费力；公司全面布局强化综合实力，加快投入把握行业动能。

2) 2022年~2023年第三季度，公司营收整体稳定，2022年、2023年前三季度营收增速分别为-8.58%、0.42%。增长停滞主要是因为：欧美高通胀导致可选消费能力下降；2021年疫情消费高峰基数较高；2023年公司精简SKU、上新减少，以及部分产品断货。

3) 2023年第四季度~至今，公司业务于23Q4开始重拾增长，23Q4~24Q3四个季度营收增速分别为44.98%/45.3%/36.55%/34.49%。增长恢复动力主要源于：欧洲地区消费者信心及需求边际改善；公司加快新品在欧洲市场的上市；Q3解决产能问题，新品陆续到货北美，北美区域业务实现大幅增长。

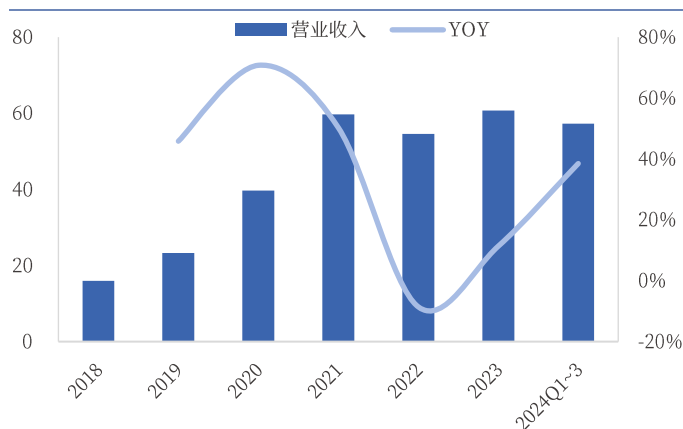
归母净利润方面：1) 2018年~2020年，公司归母净利润由0.41亿元增长至3.8亿元，增速高达3位数，远高于营收增速，主要是因为：该阶段业务规模快速扩张，规模效应凸显；自营仓储物流建设、加大自发货比例，带动运输费用率下降。

2) 2021年~2022年第三季度，2021年收入大幅增长而利润大幅下降，2022年前三季度利润同比下降，主要是因为：国际海运费价格大幅上涨；面对供给增加、物流停摆及库存积压，公司主动降价销售。

3) 2022年第四季度~2023年，2023年归母净利润同比增长65.08%，主要是因为海运费大幅下降节约成本。

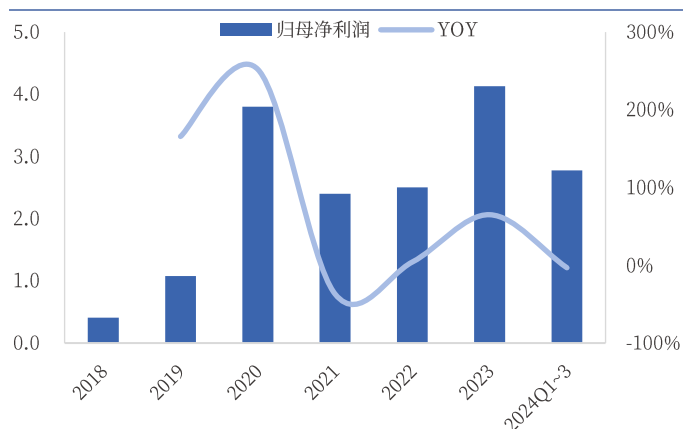
4) 2024年~至今，2024年前三季度在营收增长38.49%情况下，归母净利润同比下降3.11%，主要是因为海运费再度大幅上涨影响企业盈利。

图4：公司营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图5：公司归母净利润（亿元）

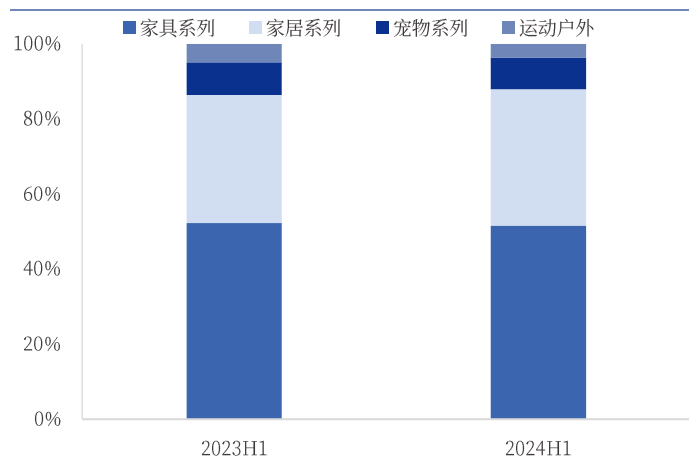


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

家具&家居系列为主，宠物系列稳健成长。2024年上半年，公司家具、家居、宠物系列及运动

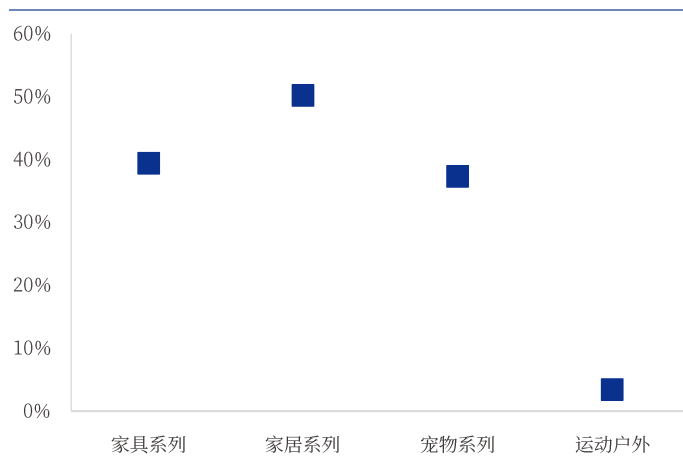
户外分别在主营业务收入中占比 51.62%、36.35%、8.41%、3.62%，同比分别变动-0.61 pct、+2.21 pct、-0.23 pct、-1.32 pct。其中，家具、家居系列 24H1 快速增长，分别增长 39.42%、50.21%；宠物系列稳健成长，24H1 实现 37.31%增长；运动户外系列表现较弱，24H1 仅实现小个位数增长。

图6：公司主要产品系列在主营收入占比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图7：24H1 公司主要产品系列营收增速



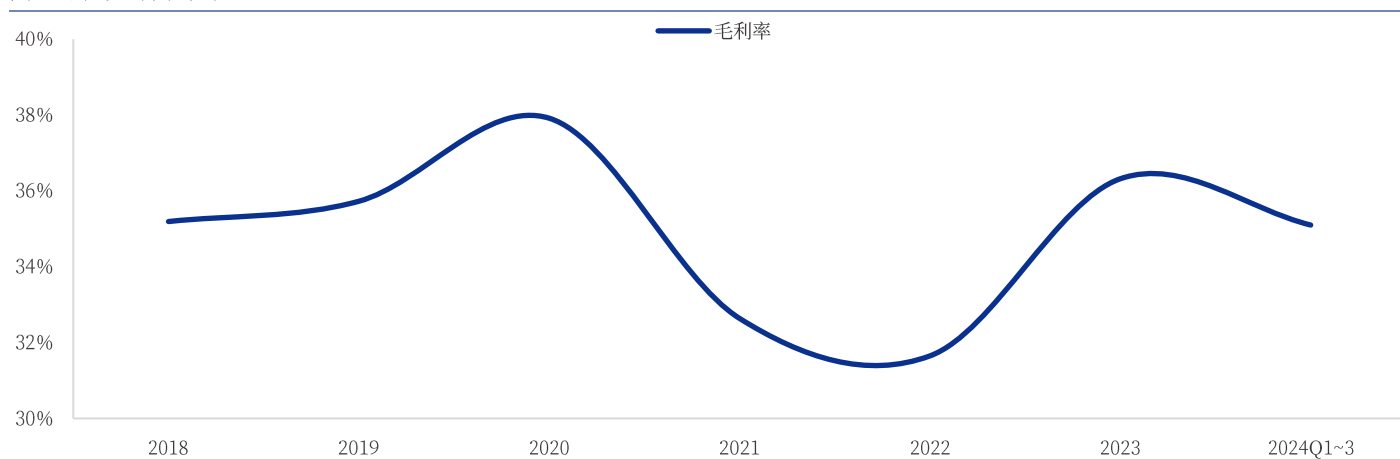
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

**毛利率受海运费影响而呈现周期波动特征。**公司毛利率维持在 30% 以上，但整体呈现周期波动特征，主要因为海运费周期大幅波动影响公司营业成本中的海运费成本。

2021~2022 年全球需求疫后复苏但海运运力短缺，导致海运费大幅上涨，公司海运费占营业收入的比例从 2020 年的 3.09% 分别提升至 2021 年的 7.84% 和 22H1 的 9.51%，进而导致毛利率大幅下降，自 2020 年的 37.92% 分别下降至 2021 年的 32.64% 和 22H1 的 31.49%。

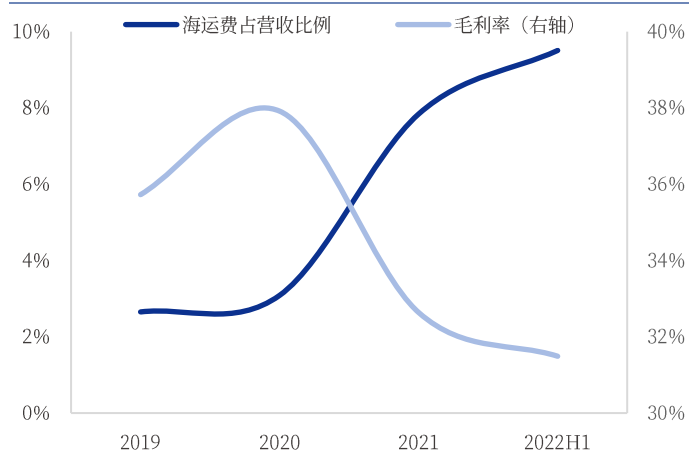
2023 年末以来海运费再度上涨，导致公司 2024 年毛利率有所承压，前三季度毛利率为 35.1%，同比下降 1.76 pct。

图8：公司毛利率水平



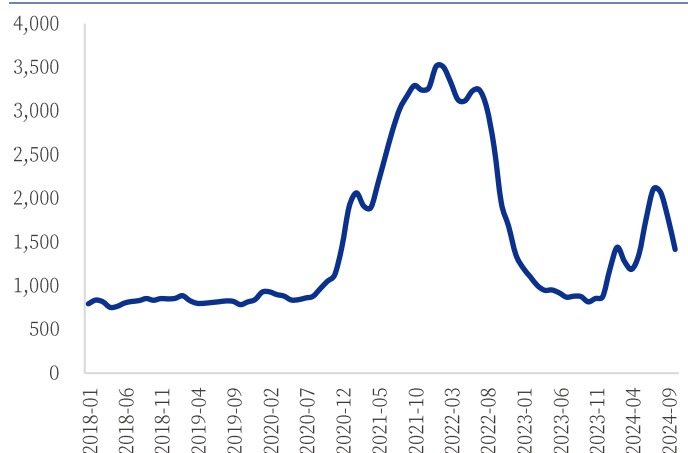
资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

图9：公司毛利率及海运费占比



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

图10：CCFI 综合指数当月值

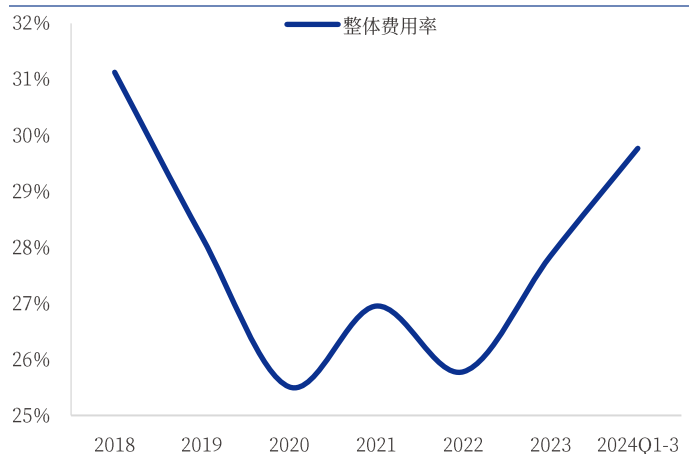


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

**业务拓展带动销售费用增加，22年以来费用率持续提升。**2022年以来，公司费用投入力度逐年加强，整体费用率持续提升，2024年前三季度达到29.77%，同比提升2.05 pct。拆分来看，整体费用率的提升主要由销售费用增加所致，2024年前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为24.67%、3.63%、0.94%、0.52%，同比分别变动+1.77 pct、-0.25 pct、-0.25 pct、+0.78 pct。

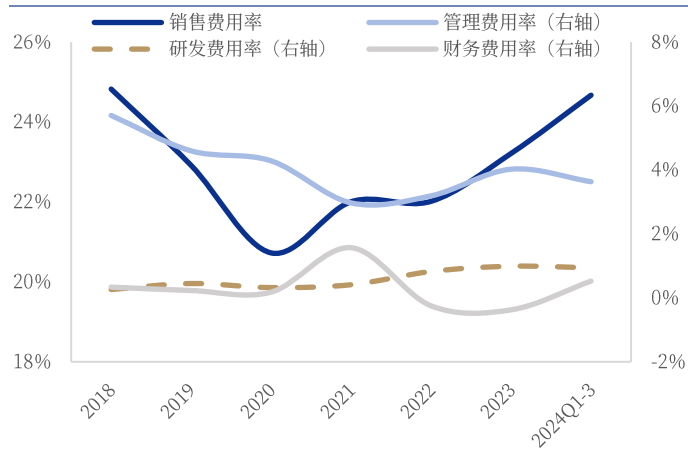
其中，电商平台交易费是销售费用的主要费用支出，此费用是公司在亚马逊等第三方电商平台开展业务时由平台抽取的交易佣金，2023年其占全年销售费用比例为57.19%。

图11：公司整体费用率



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

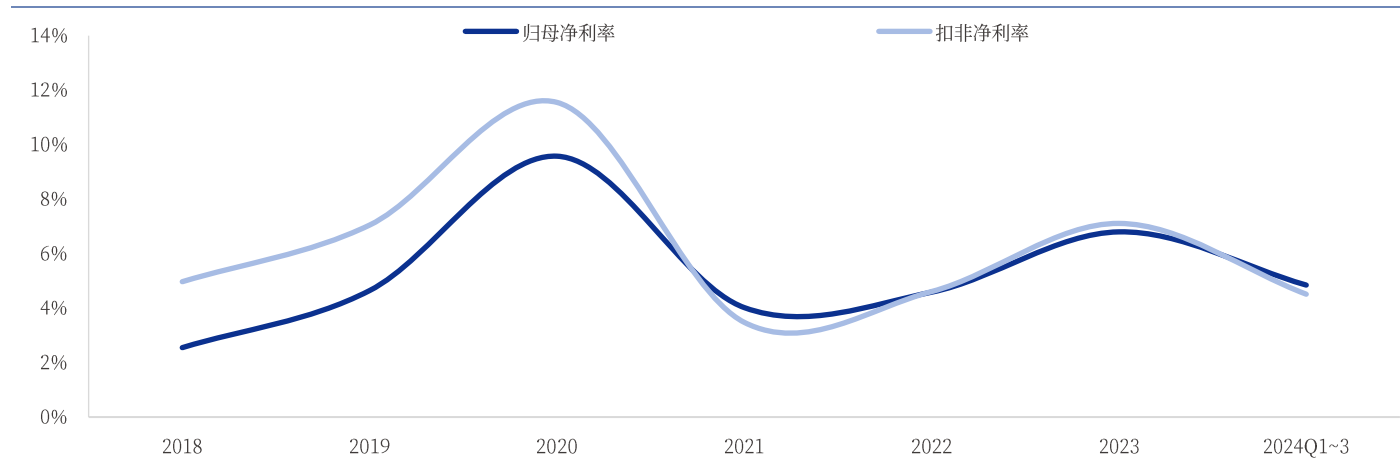
图12：公司各项费用率



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

**净利率跟随毛利率波动，2024年有所回落。**净利率跟随毛利率因海运费变化而波动，且费用率提升对净利率造成短期影响。2024年前三季度，公司归母净利润率和扣非净利率分别为4.85%、4.51%，同比分别下降2.08 pct、3.06 pct。

图13：公司归母净利率和扣非净利率水平



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## 二、全球家居电商持续扩张，中国跨境出口蓬勃发展

### （一）全球电商市场稳步增长，亚马逊平台流量优势突出

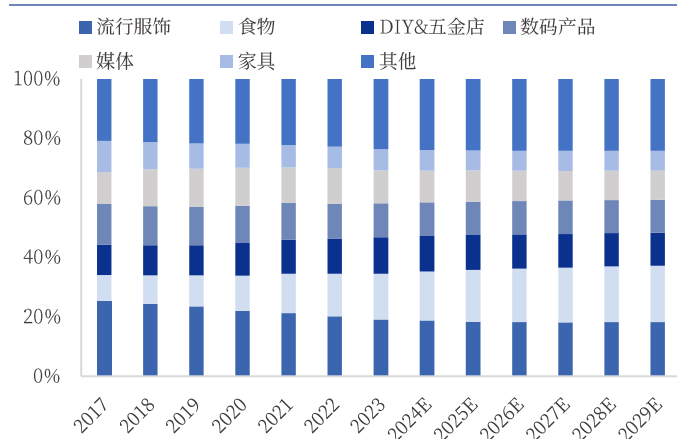
**全球电子商务销售额持续扩张，家具为第6大细分市场。**据 Statista 统计及预测，2023 年全球电商销售额达到 3.59 万亿美元，同比增长 0.76%，预计 2024 年、2025 年将维持约 15% 的增速，并于 2029 年达到 6.48 万亿美元，6 年 CAGR 为 10.33%。细分来看，家具产品为电商市场中的第 6 大板块，2023 年全球家具电商销售额为 2,564 亿美元，占比整体电商市场 7.14%，未来 6 年将以 9.25% 的 CAGR 成长，略低于整体大盘增速。

图14：全球电子商务销售额（亿美元）



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

图15：全球电子商务销售额细分占比

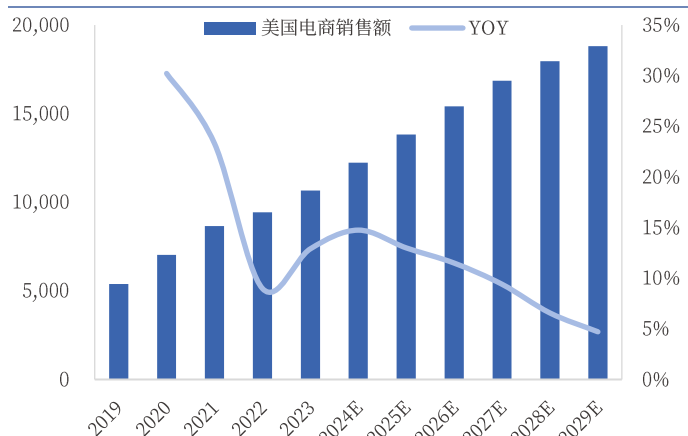


资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

**美国、欧洲电商市场巨大，合计占全球销售额约 45%。**据 Statista 统计及预测，2023 年美国、欧洲电商销售额分别为 10,657、5,661 亿美元，同比分别增长 12.9%、0.53%，分别占全球销售额比例为 29.67%、15.76%，合计达到 45.43%。展望未来，美国电商市场将以更快的速度增长，预计 2029 年美国、欧洲电商市场规模将达到 18,807、9,774 亿美元，6 年 CAGR 分别为 9.93%、9.53%。

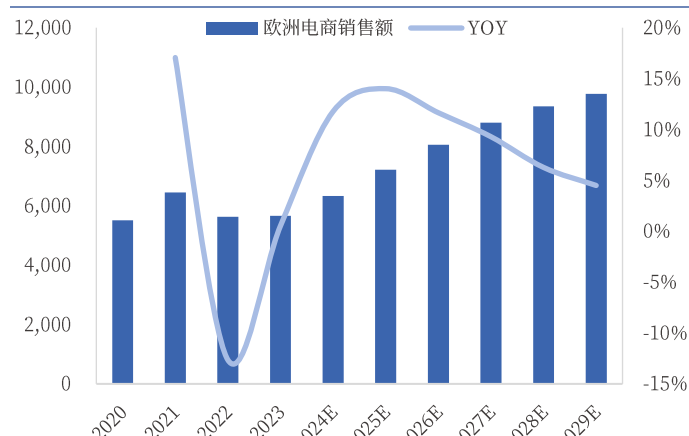
同时，美国和欧洲的电商渗透率持续提升，2023 年分别达到 81.3%、44.9%，同比分别提升 3.4 pct、1.7 pct，预计 2029 年将分别达到 97.1%、55.8%，6 年将分别提升 15.8 pct、10.9 pct。

图16：美国电子商务销售额（亿美元）



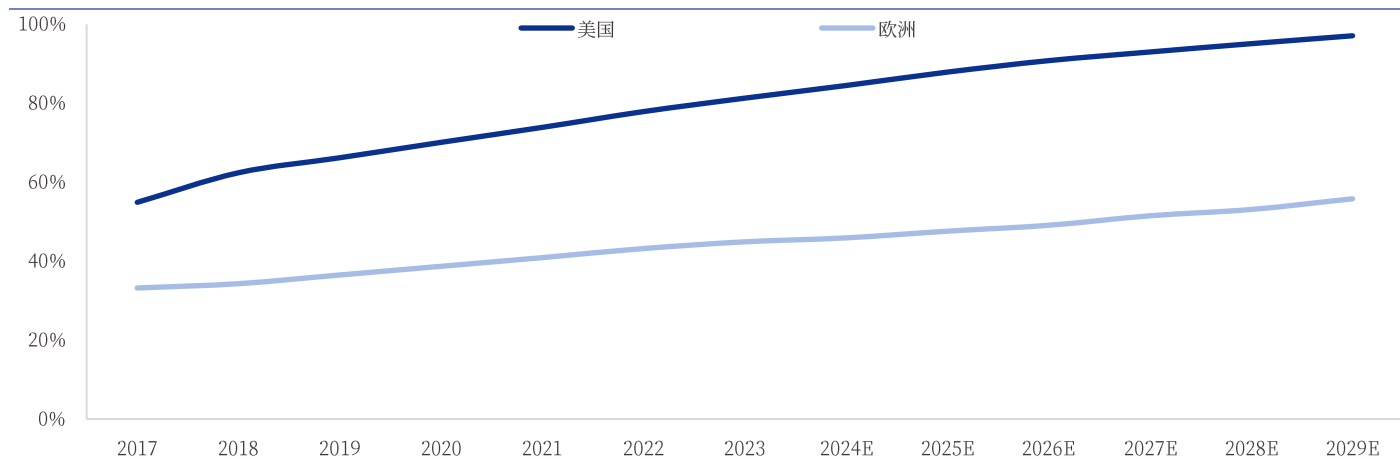
资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

图17：欧洲电子商务销售额（亿美元）



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

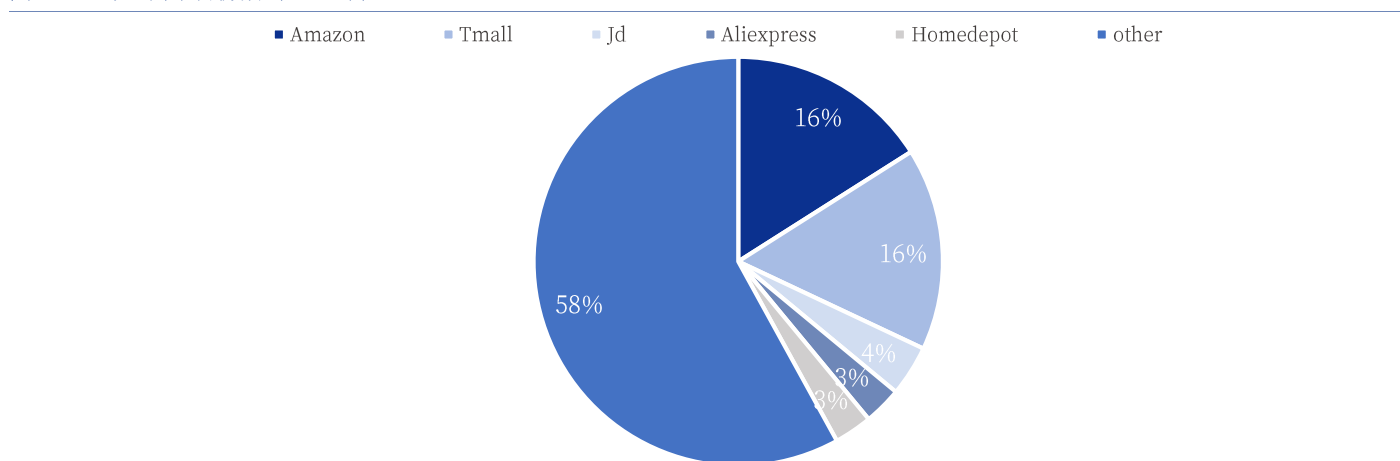
图18: 美国、欧洲电商渗透率



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

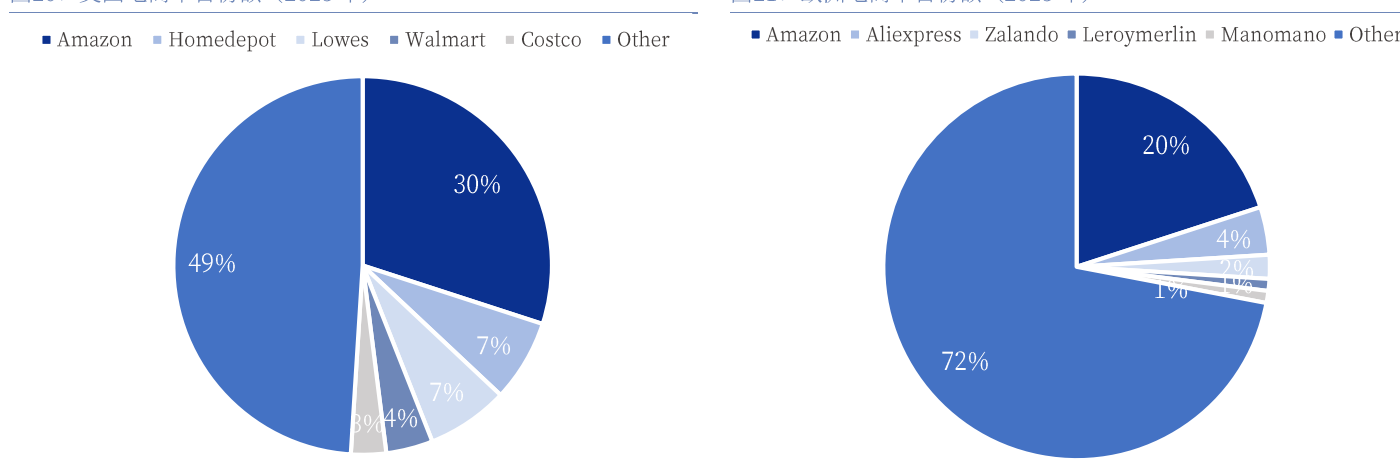
**亚马逊为全球电商平台龙头，于欧美市场占据较大份额。**整体来看，亚马逊为全球电商平台领军者，2023 年在全球份额占比达到 16%，天猫及京东依托中国巨大的市场在全球份额中占比 16%、4%。从美国和欧洲视角来看，亚马逊平台占比更高。2023 年，美国市场中亚马逊占比 30%，第二名家得宝占比 7%；欧洲市场中亚马逊占比 20%。

图19: 全球电商平台份额 (2023 年)



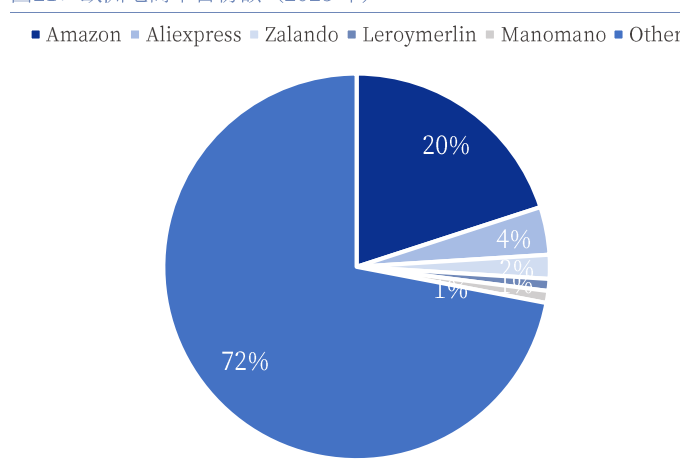
资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

图20: 美国电商平台份额 (2023 年)



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

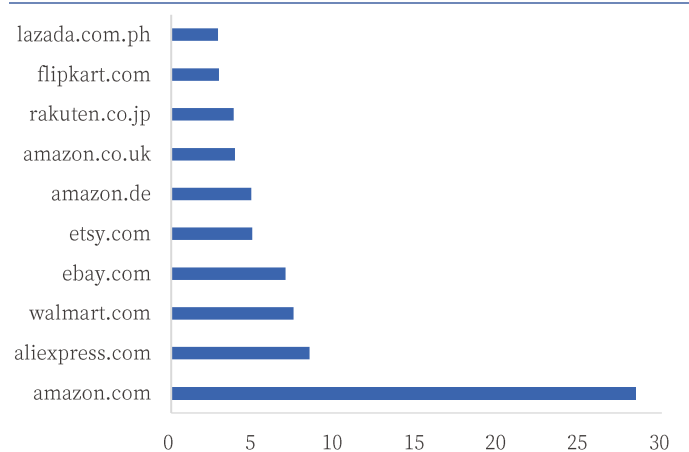
图21: 欧洲电商平台份额 (2023 年)



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

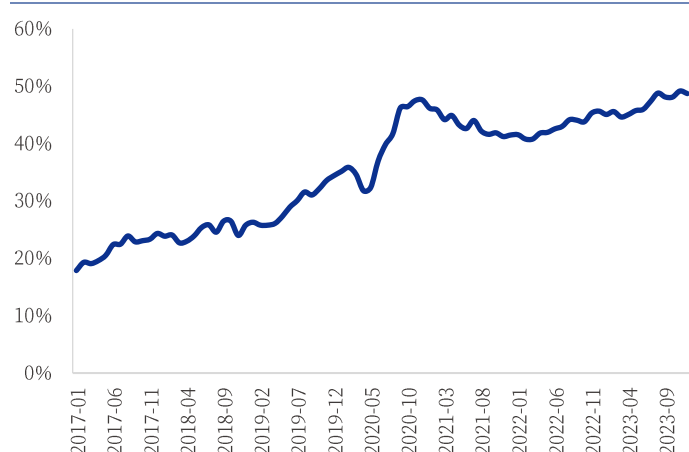
**亚马逊流量优势显著，中国卖家占比持续提升。**据 AMZ123、Marketplace 数据，亚马逊平台是全球最大的电商平台，其 amazon.com 2023 年平均月流量达到 2.84B，同比增长 0.94%，远高于第二名 aliexpress.com 的 845M。同时，中国卖家凭借突出的价格优势及可靠的产品质量，在亚马逊平台实现快速扩张，2017 年以来，中国卖家在亚马逊的头部卖家中占比持续提升，2023 年 12 月已达到 48.72%。

图22：2023 年全球流量前十大电商平台平均月流量（亿次）



资料来源：AMZ123, Semrush, 中国银河证券研究院

图23：中国卖家在亚马逊的头部卖家中占比



资料来源：Marketplace Pulse, 中国银河证券研究院

**亚马逊算法建立流量机制，优质卖家内容优势持续巩固。**亚马逊平台基于核心算法构建流量分发机制，在收集消费者行为大数据基础上，针对产品搜索、购买等内容进行分析，为消费者提供优质的用户体验。根据雨果跨境、Jungle Scout 等公开信息，亚马逊算法主要关注相关性、点击率、转化率、留存率等因素，考验商家的产品、运营等综合实力，且优质商品将在各方面实现积累，持续巩固流量优势。

表4：亚马逊算法核心影响因素

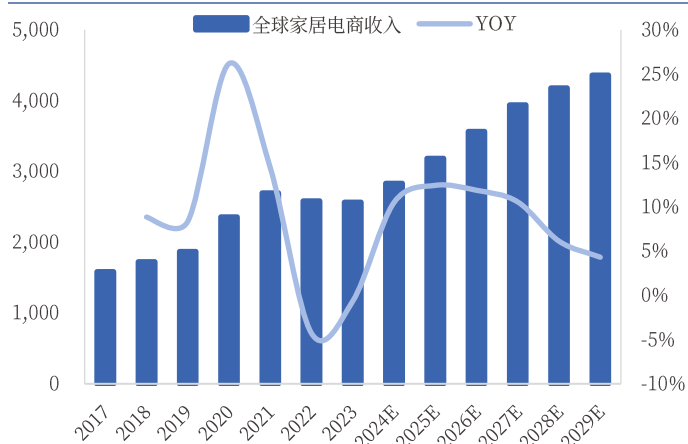
| 主要方面 | 核心指标                                            |
|------|-------------------------------------------------|
| 相关性  | 品标题、品牌名、五点描述、产品描述、Search terms、产品参数、类目          |
| 转化率  | 销量排名、买家评论、Q&A、图片尺寸和质量、价格、页面停留时间和跳转率、Listing 完整性 |
| 留存率  | 订单处理速度、可售库存、完美订单率、订单缺陷率、退出率、包装选择                |

资料来源：雨果跨境, Jungle Scout, 中国银河证券研究院

## （二）家居行业线上化发展，美国、欧洲贡献主要市场规模

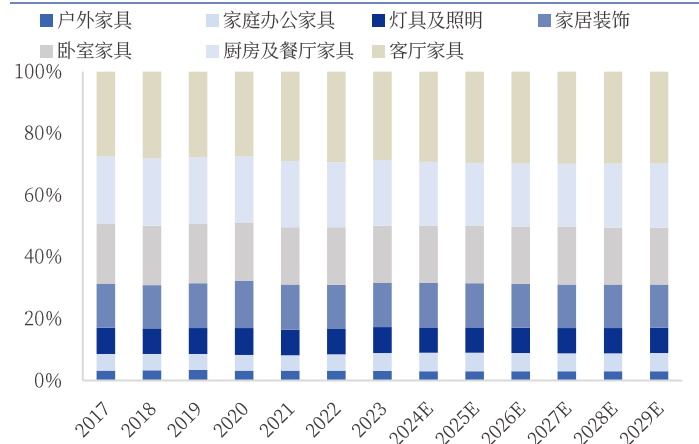
**全球家居电商不断成长，客厅及餐厨市场占比约 50%。**据 Statista 统计及预测，2023 年全球家居电商收入达到 2,564 亿美元，同比微降 0.66%，将于 2029 年达到 4,360 亿美元，6 年 CAGR 为 9.25%。细分来看，客厅及餐厨为主要领域，2023 年客厅板块、厨房及餐厅板块收入分别为 734.2、544.1 亿美元，分别占比 28.64%、21.22%。

图24：全球家居电商收入（亿美元）



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

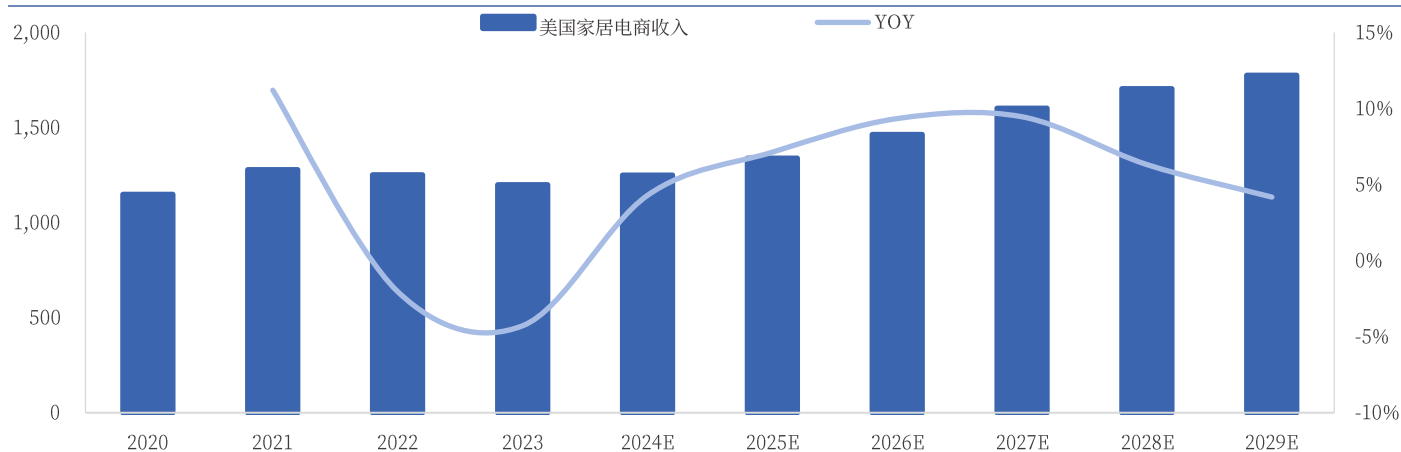
图25：全球家居电商收入结构



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

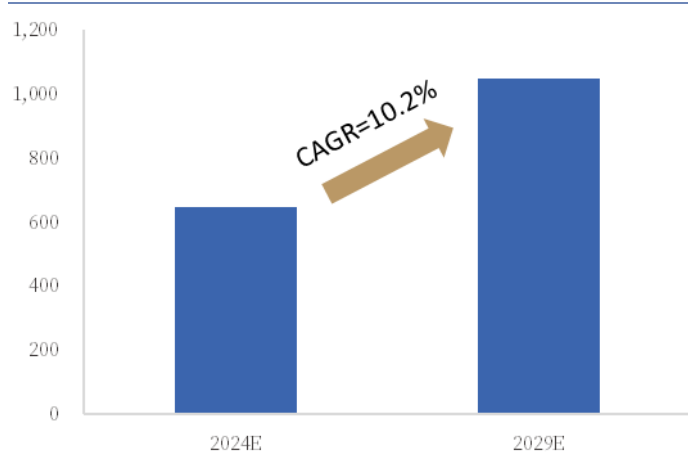
**美国、欧洲为主要家居电商市场，欧洲以德国、英国及法国为主。**据 Statista 统计及预测，美国及欧洲市场为全球主要的家居电商市场，预计 2024 年分别实现销售额 1,249.66、645.5 亿美元，分别占全球市场比例为 44.11%、22.79%。同时，德国、英国、法国为欧洲的主要市场，预计 2024 年分别占欧洲市场比例为 23.8%、12.9%、10.9%。展望未来，在全球维持增长背景下，预计美国、欧洲市场未来 5 年 CAGR 分别为 7.26%、10.2%。

图26：美国家居电商行业收入（亿美元）



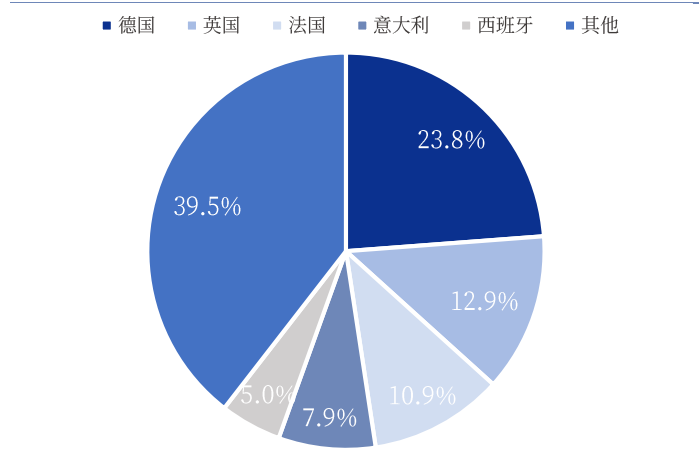
资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

图27：欧洲家居电商行业收入（亿美元）



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

图28：欧洲家居电商区域结构（2024 年）

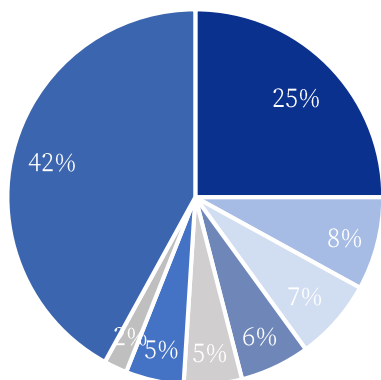


资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

家居电商以亚马逊平台为主，垂直类平台为辅。整体来看，亚马逊平台为全球家居电商的主要销售渠道，2023 年在全球、美国、欧洲分别占比 25%、37%、16%，在欧洲中的德国、法国及英国分别占比 22%、18%、32%。同时，各国均存在一些其他综合类平台及家居领域垂直平台，如美国的家得宝（10%）、Wayfair（9%），德国的 Otto（13%）、宜家（7%），法国的 Cdiscount（10%）、Leroymerlin（9%），英国的 Argos（9%）、Diy（8%）。

图29：全球家居电商平台份额（2023 年）

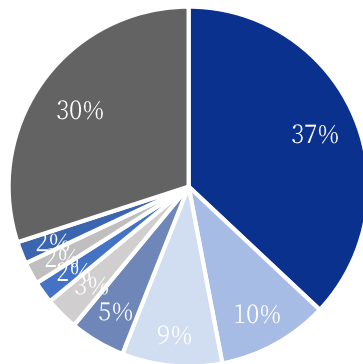
■ Amazon ■ Suning ■ Ikea ■ Homedepot  
■ Aliexpress ■ Wayfair ■ Etsy ■ Other



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图30：美国家居电商平台份额（2023 年）

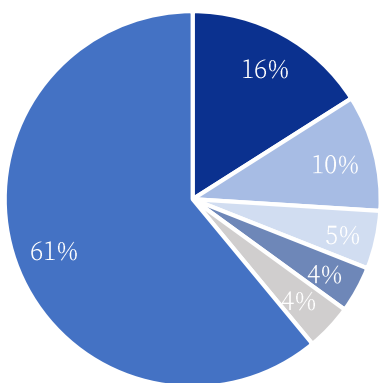
■ Amazon ■ Homedepot ■ Wayfair ■ Ikea ■ Etsy  
■ Officedepot ■ Walmart ■ Aliexpress ■ Other



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图31：欧洲家居电商平台份额（2023 年）

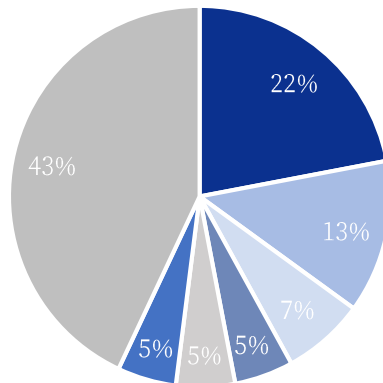
■ Amazon ■ Ikea ■ Aliexpress ■ Leroymerlin ■ Otto ■ Other



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图32：德国家居电商平台份额（2023 年）

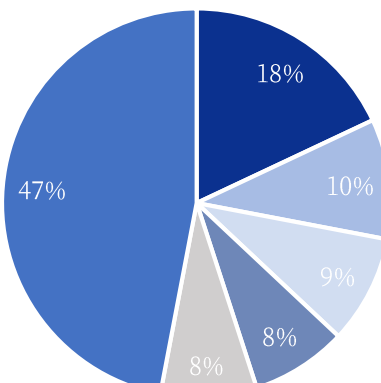
■ Amazon ■ Otto ■ Ikea ■ Kaufland ■ Obi ■ Xxxlutz ■ Other



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图33：法国家居电商平台份额（2023 年）

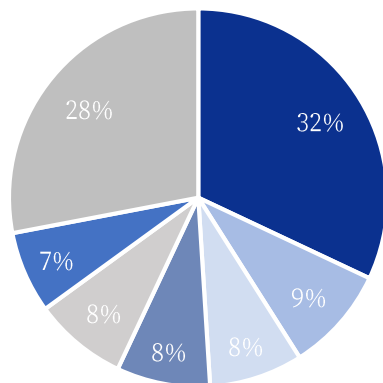
■ Amazon ■ Cdiscount ■ Leroymerlin ■ Aliexpress ■ Ikea ■ Other



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图34：英国家居电商平台份额（2023 年）

■ Amazon ■ Argos ■ Diy ■ Dunelm ■ Ikea ■ Wayfair ■ Other

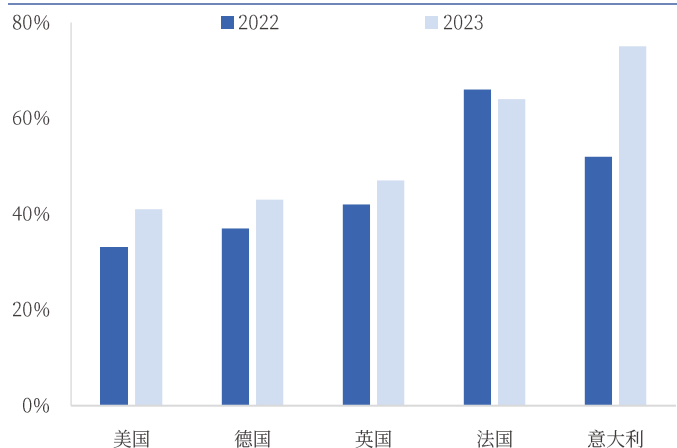


资料来源：Statista，中国银河证券研究院

### （三）跨境电商方兴未艾，中国出口前景广阔

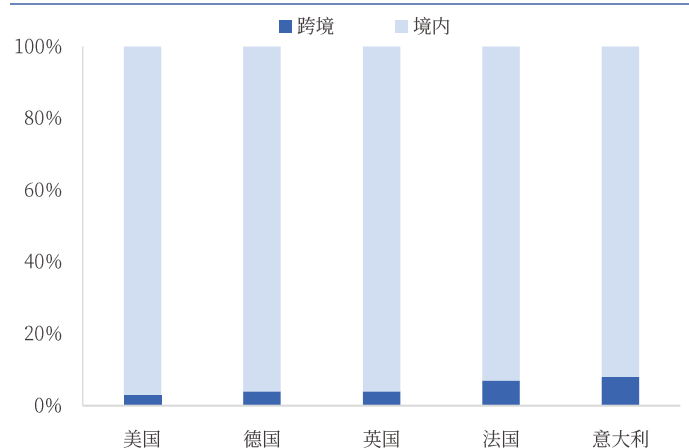
**各国跨境电商渗透率持续提升。**跨境电商购物模式在海外实现快速发展，2023 年欧美主要国家线上买家使用跨境电商购物的比例普遍超过 40%，且该比例仍呈现持续提升态势。跨境电商在欧美主要国家占整体电商销售额的比例处于个位数水平，美/德/英/法/意分别为 3%/4%/4%/7%/8%，未来伴随跨境电商的持续扩张，预计在各国的销售额及占比将不断增加。

图35：各国线上买家使用跨境电商购物的比例



资料来源：PPRO，中国银河证券研究院

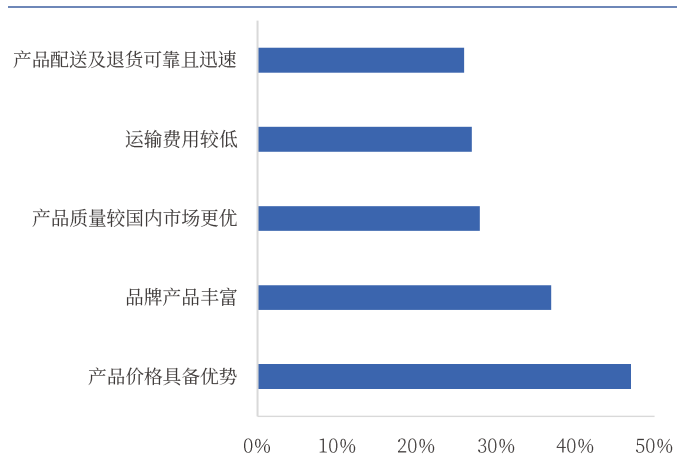
图36：各国境内电商、跨境电商收入占比（2023 年）



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

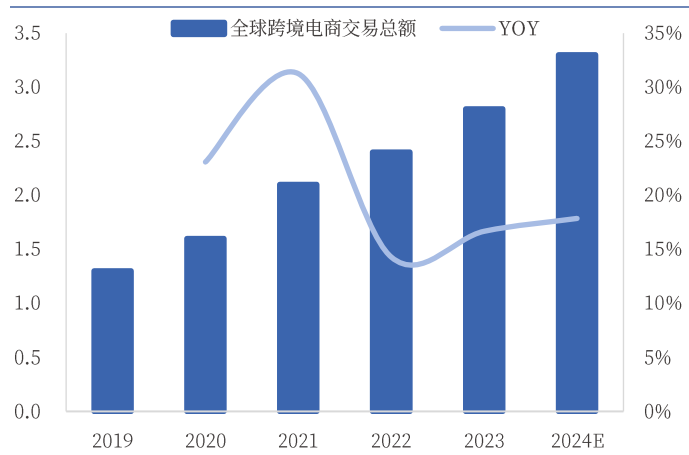
**价格优势、品类丰富度为消费者核心驱动，全球跨境电商市场规模快速成长。**根据 Global-e、Censuswide 统计数据，分别有 47%、37% 的消费者表示产品性价比、产品丰富度是他们使用跨境电商购物的核心原因。此外，他们同样关注产品质量（28%）、运输费用（27%）、运输及退货的可靠性和便捷性（26%）。市场规模来看，2023 年全球跨境电商交易总额为 2.8 万亿美元，同比增长 14.29%，预计 2024 年将达到 3.3 万亿美元，同比增长 17.86%。

图37：线上买家跨境购物的主要原因（2022 年）



资料来源：Global-e，Censuswide，中国银河证券研究院

图38：全球跨境电商交易总额（万亿美元）

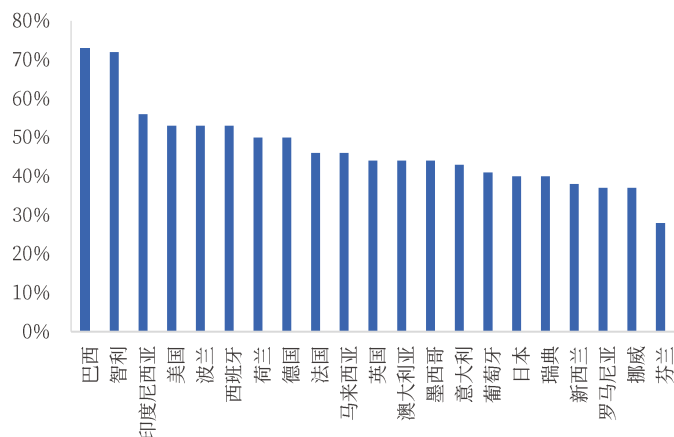


资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

**中国为最受欢迎的产品供给方，跨境电商出口规模稳健增长。**中国企业为全球消费者提供高性价比、丰富多样的商品选择，深受海外消费者青睐。据 2023 年 9 月 Dynata、IPC 在全球 41 个国家/地区的调查显示，大多数消费者最近一次跨境电商购物时均从中国购买，其中美/德/英/法/意/日的比例分别为 53% / 50% / 44% / 46% / 43% / 40%。

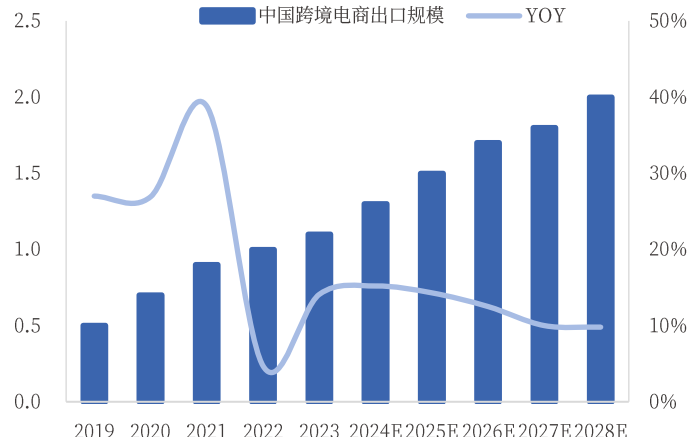
2023 年，中国跨境电商出口规模达到 1.1 万亿美元，同比增长 14.1%，2019 年以来 CAGR 达到 20.4%，占中国货物出口总额比例为 33%，较 2019 年提升 11.8 pct；预计规模将于 2028 年达到近 2 万亿美元，5 年 CAGR 为 12.3%，占中国货物出口总额比例将提升至 38.1%。

图39：消费者最近一次跨境电商购物来源于中国的比例（2023 年）



资料来源：IPC, Dynata, 中国银河证券研究院

图40：中国跨境电商出口规模（万亿美元）

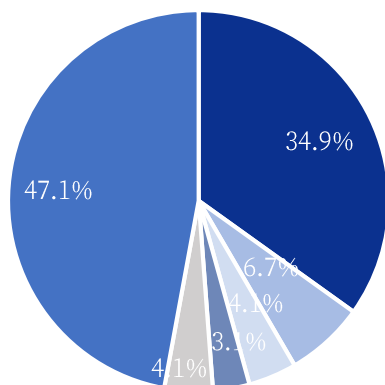


资料来源：艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

**中国跨境电商出口以美国为主，家居用品为第三大品类。**根据观研天下统计数据，美国为中国跨境电商出口第一大目标市场，2023 年占比达到 34.9%，英国、德国、俄罗斯及马来西亚分别占比 6.7%、4.1%、3.1%、4.1%。品类角度来看，中国跨境电商 B2C 以服饰、3C 电子和家居用品为主，分别占比 22.9%、21.6%、17.9%。

图41：中国跨境电商出口主要目的地（2023 年）

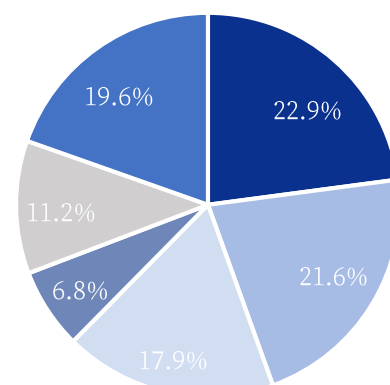
■ 美国 ■ 英国 ■ 德国 ■ 俄罗斯 ■ 马来西亚 ■ 其他



资料来源：观研天下, 中国银河证券研究院

图42：中国跨境电商 B2C 品类分布（2023 年）

■ 服饰鞋履 ■ 3C 电子 ■ 家居用品 ■ 化妆品 ■ 户外产品 ■ 其他

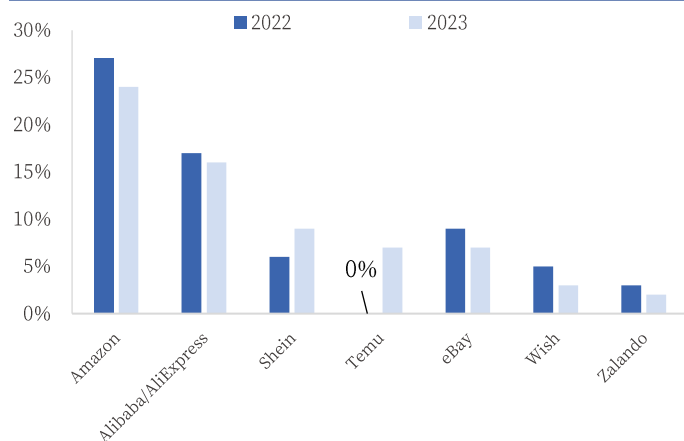


资料来源：观研天下, 中国银河证券研究院

**亚马逊为全球主要跨境电商平台，新兴平台快速发展。**根据 IPC、Dynata 调查数据，在 41 个国家/地区的在线购物者最近的跨境购物所使用的平台中，亚马逊平台占比 24%，阿里巴巴/速卖通占比 16%，同比分别下降 3 pct、1 pct；Shein 和 Temu 占比快速提升，2023 年分别达到 9%、7%，同比分别提升 3 pct、7 pct。

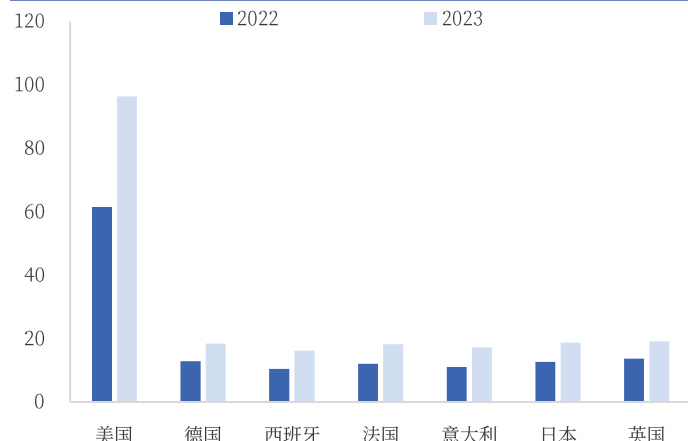
美国为亚马逊最大的市场，中国卖家表现亮眼，2023 年亚马逊美国站点的中国卖家店铺数量达到 96.4 万家，同比增长 56.8%，占比达到 53.8%，其余各国同样维持快速增长。

图43: 消费者最近一次跨境电商购物所使用的跨境电商购物平台



资料来源: IPC, Dynata, 中国银河证券研究院

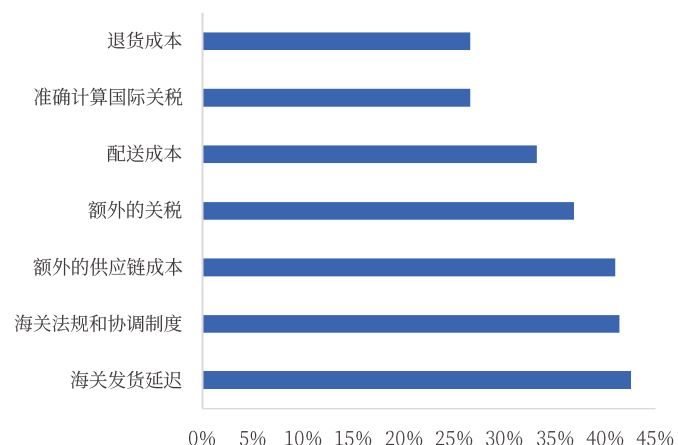
图44: 亚马逊主要站点中国卖家店铺数量 (万家)



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

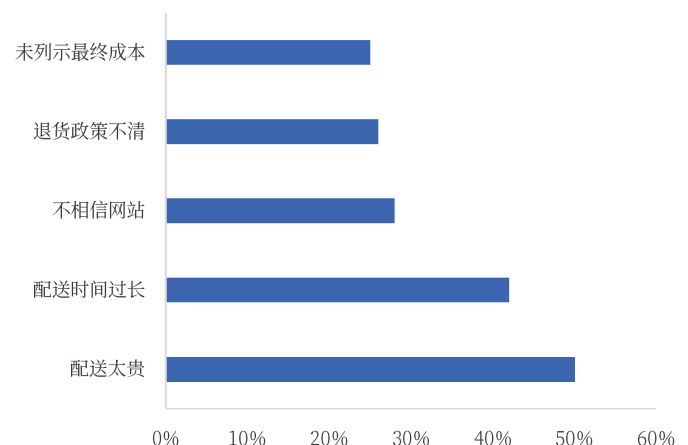
**供应链为跨境电商主要难点之一，成本及交付时间影响消费者决策。**据 Avalara、Reuters 调查显示, 有 50.4% 的供应链专家认为跨境电商的供应链比较困难, 4.9% 的专家认为非常困难。42.6%、41.4% 的专家认为海关延误、海关合规及 HS 编码监管为主要挑战, 且由供应链、关税、运输及退货带来的额外成本问题同样突出。从需求角度来看, 消费者放弃跨境电商购物的主要原因是运输费用太贵 (50%)、交货时间长 (42%) , 均取决于供应端的供应链能力。

图45: 跨境电商供应链主要难点 (2023 年)



资料来源: Avalara, Reuters, 中国银河证券研究院

图46: 消费者放弃跨境电商主要原因 (2022 年)



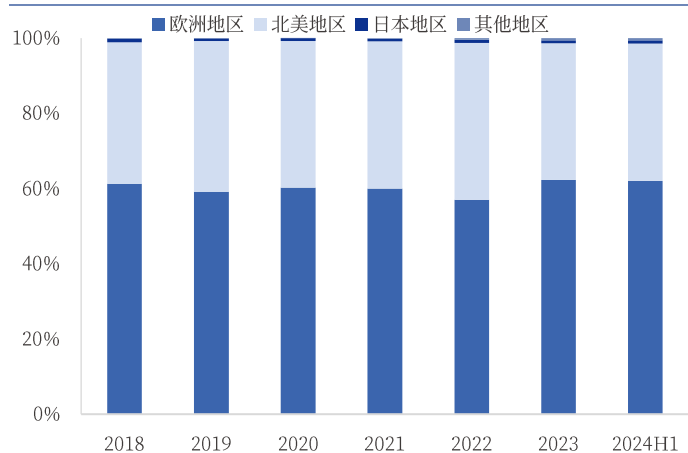
资料来源: Global-e, Censuswide, 中国银河证券研究院

### 三、家居跨境龙头地位巩固，多维布局成长性突出

#### （一）深耕亚马逊积累核心优势，渠道、区域稳步扩张

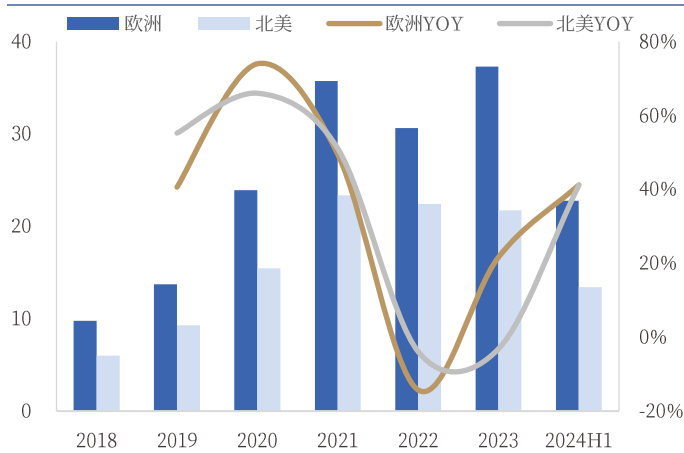
**欧洲、北美贡献主要销售，共同实现快速成长。**从区域来看，欧洲和北美是公司最主要的产品销售区域，2018年~2024H1 主营业务收入占比合计均在 98% 以上。2024 年上半年，公司在欧洲区域实现营收 22.79 亿元，同比增长 41.22%，占比主营业务收入 62.06%；北美区域实现营收 13.41 亿元，同比增长 41.12%，占比主营业务收入 36.53%。同时，公司仍在持续布局墨西哥、澳大利亚等新兴市场，墨西哥 23 年 7 月正式开售，并不断补充 SKU。

图47：公司各地区主营业务收入占比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图48：公司欧洲、北美地区营业收入（亿元）

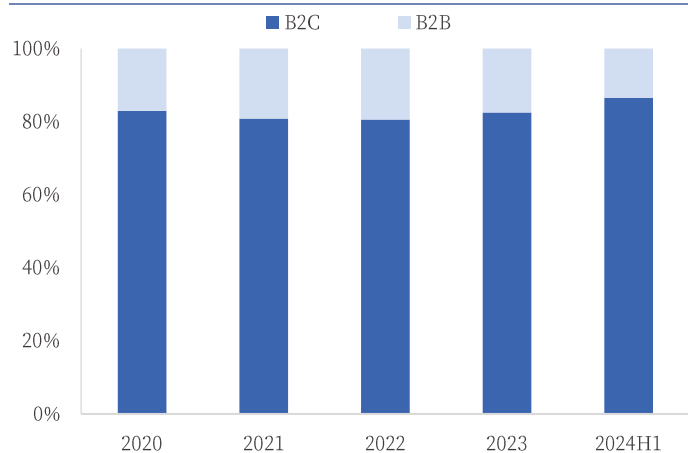


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

**B2C 模式为主，维持快速成长。**公司 B2C 销售模式占比维持在 80% 以上，且均采用线上销售方式，24H1 实现营收 31.77 亿元，同比增长 48.85%，占比主营业务收入 86.52%；B2B 模式 24H1 实现营收 4.95 亿元，同比增长 5.66%，占比主营业务收入 13.48%，其中线上/线下 B2B 分别实现 2.88/2.07 亿元，同比分别增长 0.53%/13.73%。

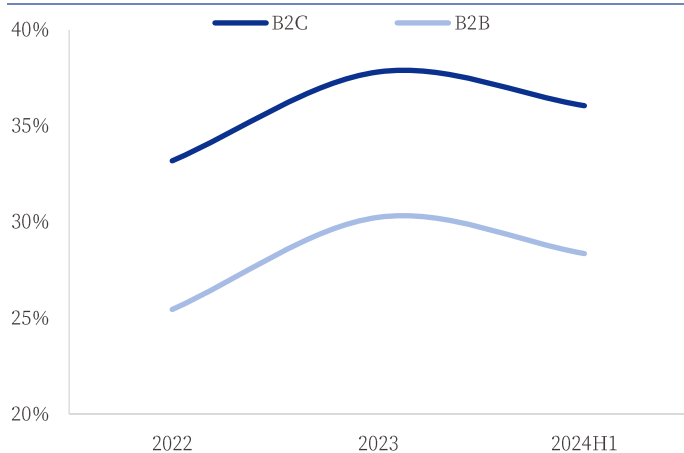
盈利能力方面，B2C 模式直面终端销售者实现销售，而线上销售平台则按照一定的平台费用率收取费用，因而呈现出高毛利率、高销售费用特征，24H1 毛利率为 36.05%。B2B 模式主要为买断式销售，公司仅负责将产品销售给 B2B 客户，由其面向终端消费者销售，而 B 端客户具备较强的议价能力，因此该模式呈现出低毛利率、低费用率特征，24H1 毛利率为 28.35%。

图49：公司不同销售模式占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

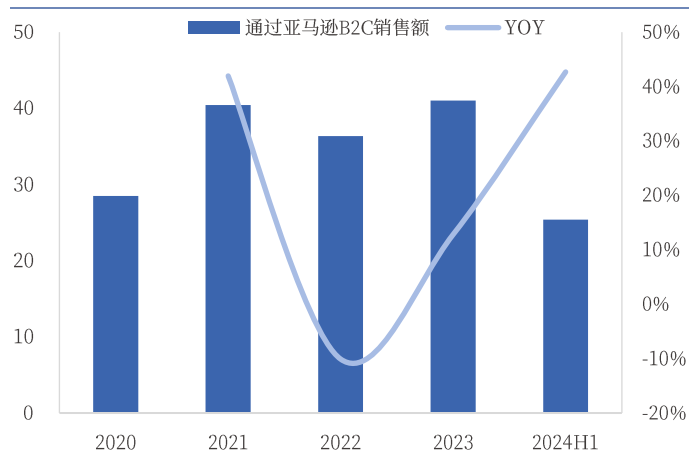
图50：公司不同销售模式毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

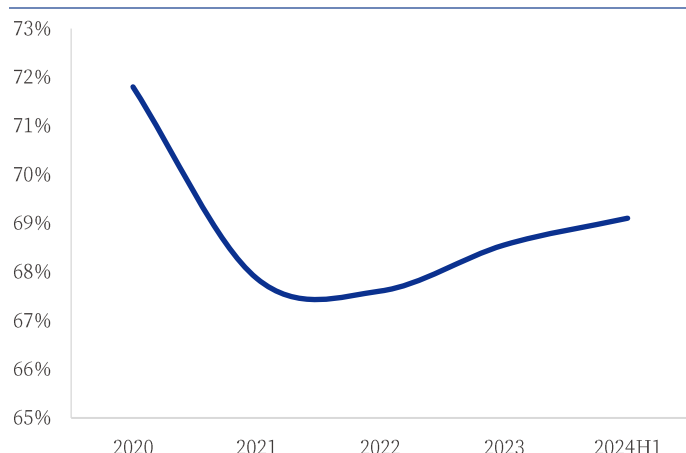
**深度绑定亚马逊平台，营收占比预计超 70%。**2024 年上半年，公司通过亚马逊平台 B2C 模式实现销售 25.38 亿元，同比增长 42.68%，占主营业务收入比例达到 69.1%，若考虑亚马逊 Vendor B2B 模式则亚马逊整体占比预计将超过 70%。除亚马逊平台外，目前公司 B2C 模式主要在 Otto、独立站、ManoMano、Kaufland、Cdiscount、eBay 等平台销售，B2B 模式主要在 Wayfair 及线下等渠道销售。

图51：公司亚马逊 B2C 模式营收（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图52：公司亚马逊 B2C 模式主营业务收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**B2C 深耕亚马逊平台，于多国站点排名前列。**据 Marketplace Pulse 数据，截至 2024 年 11 月 25 日，公司在德国、意大利、法国、西班牙、美国 and 英国等主要国家亚马逊站点第三方卖家排名均名列前茅，全品类排名除英美外均为前 10；截至 24H1，公司德国、法国、英国和意大利等站点在家居家具品类中排名第 1。公司在欧洲、北美和日本等各亚马逊区域市场拥有相对独立的账号，各地子公司均同当地亚马逊分支机构合作，在亚马逊全球总部的监管下相对独立。

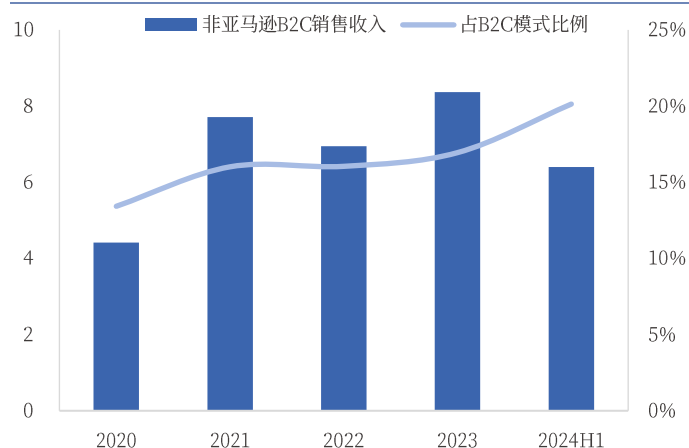
表5：公司在各站点全品类排名情况（2024.11.25）

| 国家 | 全品类排名 | 国家  | 全品类排名 |
|----|-------|-----|-------|
| 美国 | 41    | 法国  | 4     |
| 英国 | 23    | 意大利 | 3     |
| 德国 | 8     | 西班牙 | 8     |

资料来源：Marketplace Pulse，中国银河证券研究院

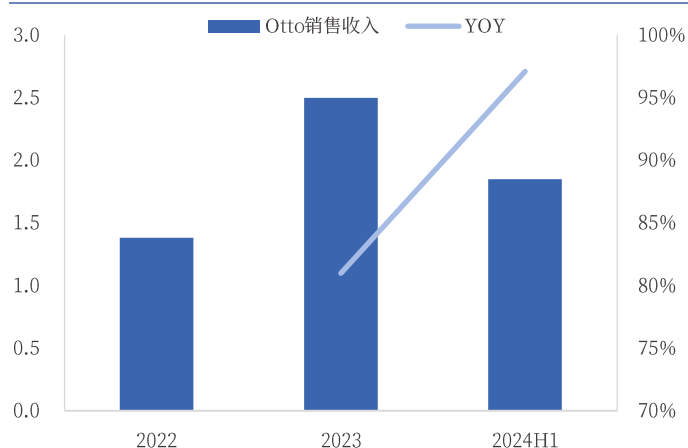
**平台多元化拓展，新平台规模快速增长。**亚马逊为各国家家居电商市场的主要平台，但各国均存在一定体量的其他平台，如家得宝、Wayfair、Hornbach、Cdiscount、Otto 等。公司基于亚马逊核心优势，多元化布局其他平台实现复制，B2C 模式中非亚马逊渠道占比稳步提升，2024 年上半年已达到 20.13%。B2C 非亚马逊渠道目前以 OTTO、独立站等为主，2024 年上半年分别占 B2C 模式比例为 5.82%、3.47%。同时，公司已于 2023 年入驻 shein、TikTokshop，2024 年在 temu 开设半托管模式后，已经入驻其美国站点。

图53: 公司非亚马逊 B2C 模式营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

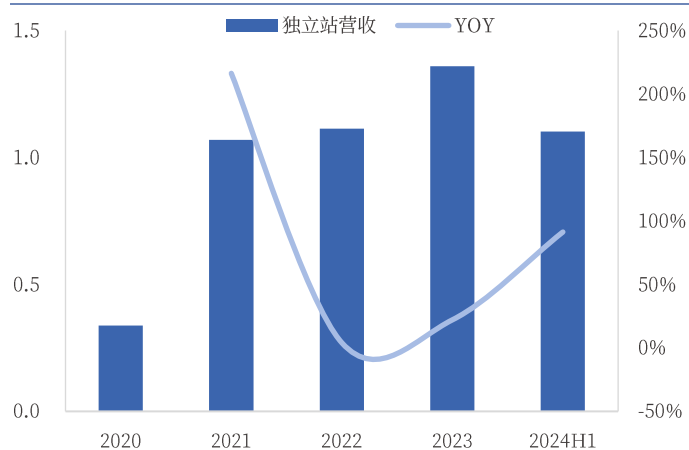
图54: 公司 Otto 平台销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

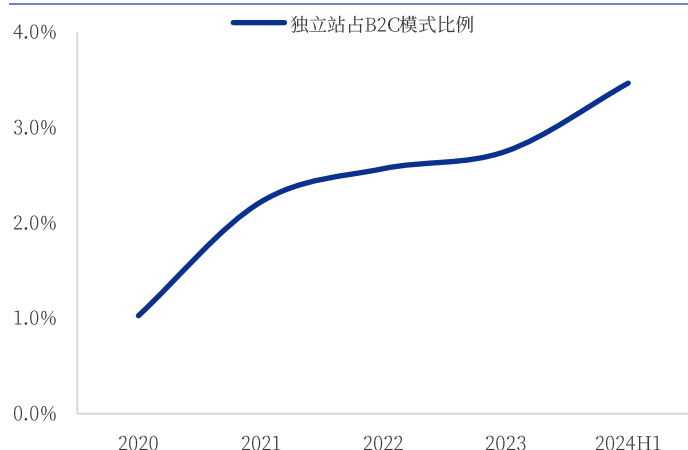
**独立站助力品牌塑造, 加强投入实现高增。**2024 年上半年, 公司独立站平台实现营收 1.1 亿元, 同比增长 91.29%, 占 B2C 的比重达到 3.47%, 较 2023 年全年提升 0.72 pct。公司逐渐加强对独立站的投入, 将独立站作为品牌宣传的重要阵地, 投放更具设计感、客单价更高的产品, 塑造品牌形象, 并同三方渠道协同进而实现私域流量的积累, 23 年底开始对独立站单独备货, 并投放较多新品, 带动其快速增长。

图55: 公司独立站销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图56: 公司独立站占 B2C 模式比例



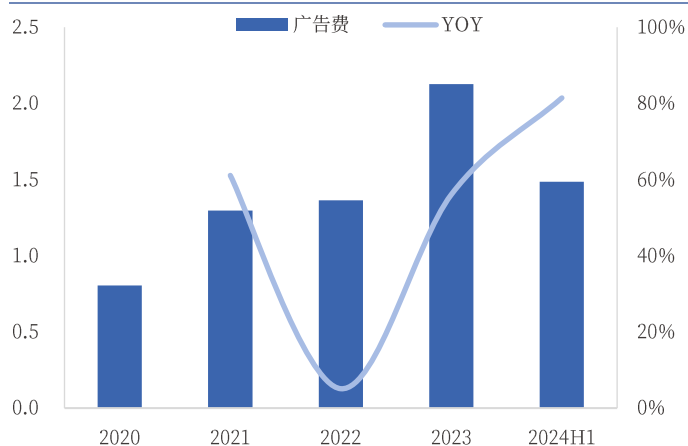
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**营销聚焦亚马逊平台, 广告投入持续加强。**公司营销注重投入产出比, 预算制定综合考虑渠道占比及未来销售规划等因素。伴随业务规模逐渐扩张, 广告费用快速增长, 2024 年上半年广告费用达到 1.49 亿元, 同比增长 81.44%。其中以亚马逊站内广告为主, 但伴随公司对品牌、其他平台和独立站的战略投入, 其他平台及站外的广告费用预计明显增加。

**亚马逊平台广告方式以搜索广告为主、展示广告为辅:**搜索广告通过关键词和产品的定位呈现于搜索页或产品详情页面; 展示广告在亚马逊站内、站外各个场景和网页对具有高购买意向的受众进行广告投放。以 2022H1 为例, 亚马逊站内广告费用中搜索广告费和展示广告费分别占比 71.86%、28.14%。

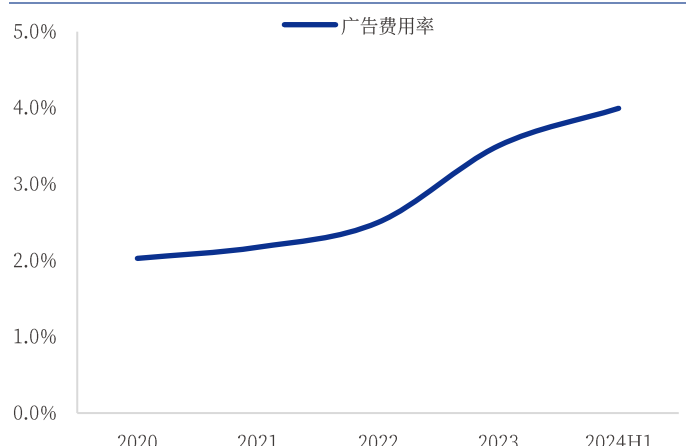
**站外广告**主要用于品牌、产品宣传及独立站引流, 包括专业营销渠道、社交平台渠道、垂直媒体渠道及视频社交媒体渠道等。公司购买谷歌广告等专业营销机构、Facebook 等社交平台的营销推广服务, 并同大型垂直媒体公关或产品通稿、媒体测评、博客的内容营销合作, 投放 Youtube 长视频等内容。公司 2021 年共合作海外红人 1,500 余名, 并自建 KOL 资源库, 2022 年开始尝试 Tik Tok 短视频营销, 抢占流量洼地。

图57：公司广告费投入（亿元）



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

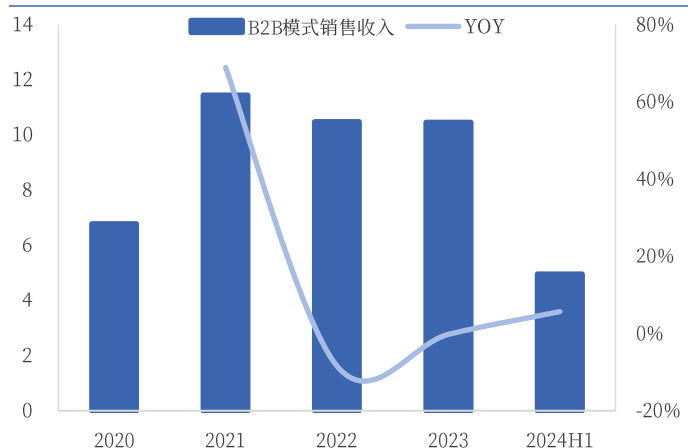
图58：公司广告费占营业收入比例



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

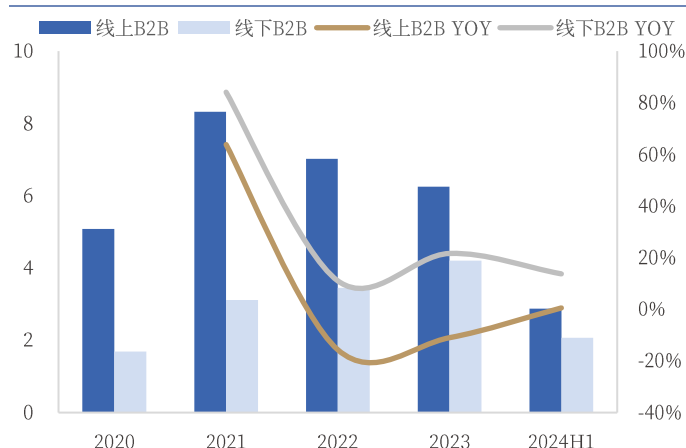
**线下 B2B 渠道持续拓展，营收实现稳步提升。**公司不断推进 B2B 渠道拓展，通过邮件、阿里巴巴国际平台、线下家具展会等方式同新客户建立联系。2019年以来，公司陆续同 Home24、MIRA、Dealproffsen AB 达成合作，且订单量逐年增大，Dealproffsen AB 于 2022 年、Home24 于 2021 年、MIRA 于 2020 年成为公司前五大 B2B 客户之一。2024 年上半年，公司 B2B 模式实现营收 4.95 亿元，同比增长 5.66%。其中，线上/线下 B2B 分别实现 2.88/2.07 亿元，同比分别+0.53%/+13.73%。

图59：公司 B2B 模式销售收入（亿元）



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图60：公司线上/线下 B2B 模式销售情况（亿元）

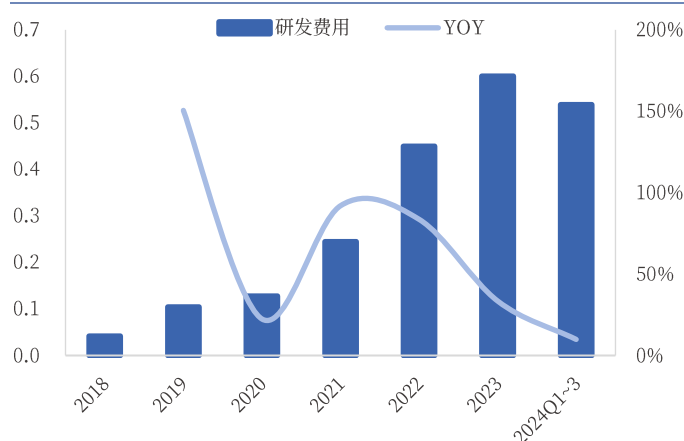


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

## （二）产品系列化为导向，研发创新塑造核心价值

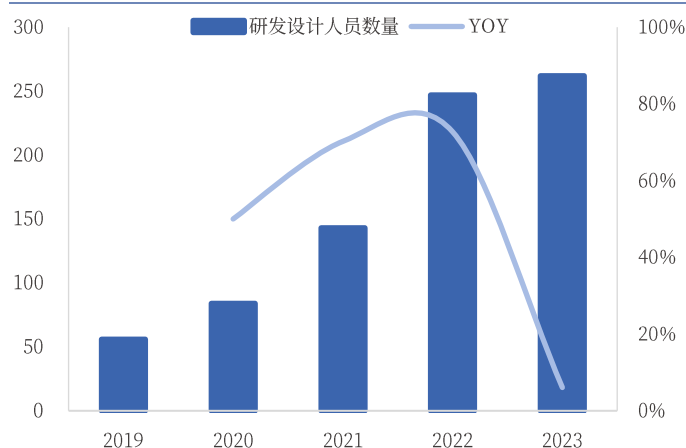
**研发投入持续攀升，团队实力日益壮大。**公司重视研发能力的提升，不断提高研发投入，2019 年~2023 年研发支出 CAGR 达到 54.92%，2024 年前三季度研发费用达到 0.54 亿元，同比增长 9.87%，研发费用率达到了 0.94%，较 2023 年全年微降 0.05 pct。同时，公司具备一支经验丰富的研发团队，团队规模、质量持续提升，本科及以上学历成员数量不断增加，且同优质三方机构建立合作，协同实现高质量研发。截至 2023 年 12 月 31 日，公司研发设计团队共有 262 名人员，占公司期末员工总数的比例为 18.56%。

图61: 公司研发费用情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

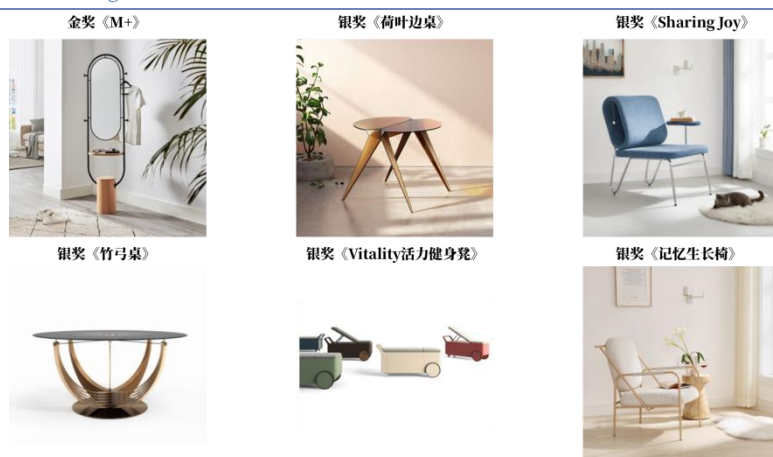
图62: 公司研发人员数量 (人)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 中国银河证券研究院

**长期投入研发实现积累，产品屡获设计奖项。**公司在长期研究及实践探索的基础上，通过自主研发等方式积累了多项核心技术，并已成功应用于主营产品及经营活动。截至2024年上半年，公司已累计获得全球专利832项。同时，2020年以来，公司多款设计产品荣获中国设计智造大奖佳作奖、当代好设计奖、A'设计大奖、德国红点设计大奖、国际CMF设计奖、德国iF产品设计奖。

图63: 公司2022年获得意大利A' Design Award设计大奖作品



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

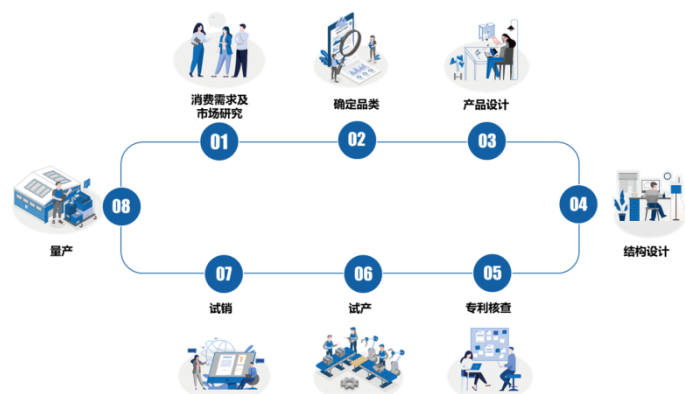
#### 采取“自主+合作”研发，辅之以“选品”模式。

1) 自主研发：公司核心产品主要通过自主研发完成。2022年，公司新增自主研发的产品设计款式数量为1,028个，最终定稿生产535个。同时，自主研发产品产生的收入占比持续提升，2022年产生54.55亿元，占营收比例达到31.66%，同比提升3.29 pct。

2) 合作开发：对于目前公司尚无充足研发设计资源或经验，公司选择与供应商或第三方机构共同开发，主要负责产品功能、外观设计方案的规划以及产品开发过程的流程管理。截至2022年末，公司合作开发模式下产生的专利共137项，专利合计占公司期末专利总数量的29.59%。

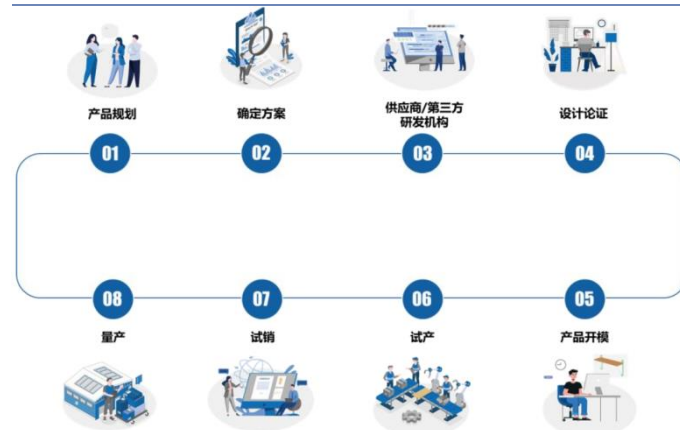
3) 选品：对于公司尚未投入资源开发的SKU，或者成熟的细分品类，公司会将产品需求反馈给具有一定研发设计能力的供应商，由供应商推荐产品设计方案，公司进行选品。

图64：公司自主研发模式流程图



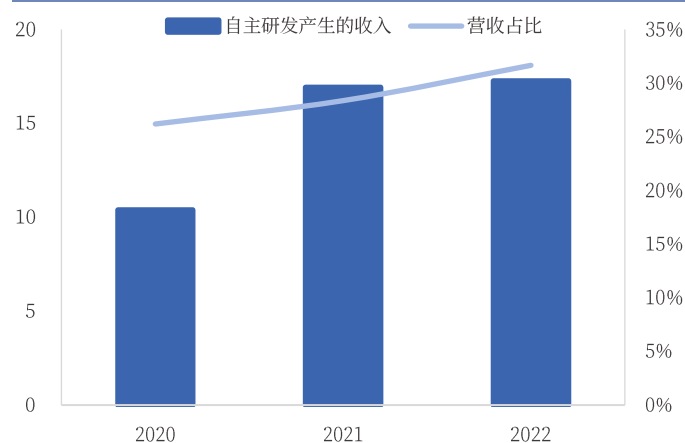
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图65：公司合作开发模式流程图



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图66：公司自主研发所产生的收入（亿元）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

表6：合作开发模式各环节参与情况

| 产品研发环节 | 致欧科技 | 供应商  |
|--------|------|------|
| 产品规划   | 全面负责 | -    |
| 功能满足   | 联合开发 | 联合开发 |
| CMF 确定 | 主导开发 | 配合开发 |
| 结构工艺   | 主导开发 | 配合开发 |
| 合规筛查   | 全面负责 | -    |
| 包装方案   | 联合开发 | 联合开发 |

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

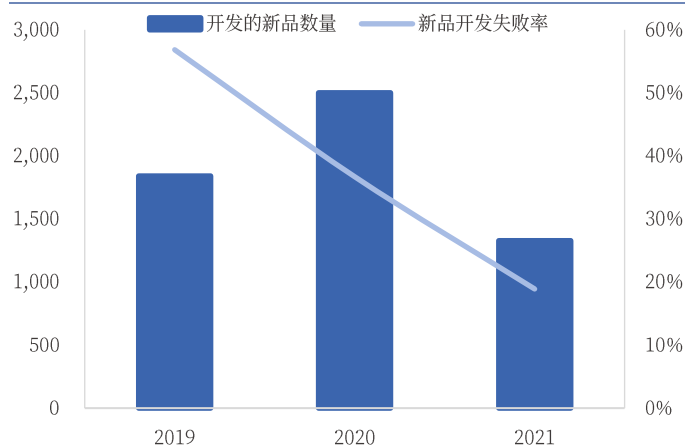
**数字化+本地化优势洞察海外消费趋势，有效提升新品开发成功率。**公司依托在欧美市场的本地化市场洞察和产品设计团队，深入调研市场需求、消费者偏好与售后反馈，并借助数字化信息技术，分析亚马逊 review、谷歌关键词等平台上的历史数据，及时充分地挖掘消费者需求。同时，公司凭借中国产业链优势，快速以较低成本实现新品概念的落地，小批量销售测试，进而迭代优化，提前占据平台上对应品类中排名靠前的位置。以2021年为例，公司公开发新品1,328个，失败率为18.9%，同比下降17.81 pct。

图67: CRM 系统的 ABSA 分析技术示意图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图68: 公司开发新品数量及失败率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**探索“蘑菇式模型”理论，三阶段划分提高研发效率。**公司逐步实践探索“蘑菇式模型”理论，将产品研发分为三个阶段，最终实现产品开发周期缩短、原材料采购及生产规模化的优势。1) 基础层面，构筑产品零部件平台，包含大量的标准通用件和适量非标件；2) 组合成型阶段，即由零部件通过不同的排列组合形成多样化的产品；3) 当将组合而成的产品置于使用场景中，通过丰富的 CMF（Color, Material&Finish, 颜色、材料、表面处理）的变化，构建起不同的产品矩阵。

图69: 蘑菇式模型理论应用案例



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

**以扁平化包装为基础，采用新工艺创新传统产品。**公司产品主要以线上渠道销售，并通过物流配送直达终端消费者，由消费者自主安装。为解决在有限集装箱体积中最大装运量、优化平台仓对产品尺寸不同而收费标准不同、适配长距离远程运输等问题，公司以模块化部件、可拆卸式组装、扁平化包装的研发理念为导向，持续进行产品创新、结构创新和工艺创新，对体积和重量较大的家具家居产品采用了可拆装的结构设计和耐碰撞的平板包材设计。

表7: 公司产品结构创新案例

| 产品描述       | 改进前 | 改进后 | 创新优势                                                           |
|------------|-----|-----|----------------------------------------------------------------|
| 菱形边桌结构     |     |     | 1) 差异化设计菱形风格，销量快速攀升；<br>2) 结构优化降低包装尺寸，物流成本降低。                  |
| 分节款电视柜     |     |     | 1) 解决1.4米、1.6米、1.8米电视柜不能进入平台仓问题；<br>2) 包装体积由下降至86cm*48cm*15cm。 |
| 增加稳定性的便携吊床 |     |     | 1) 木棒为组装结构，减小体积，增加便携性；<br>2) 木棒由直改弯，减小侧翻风险，提升安全性。              |

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

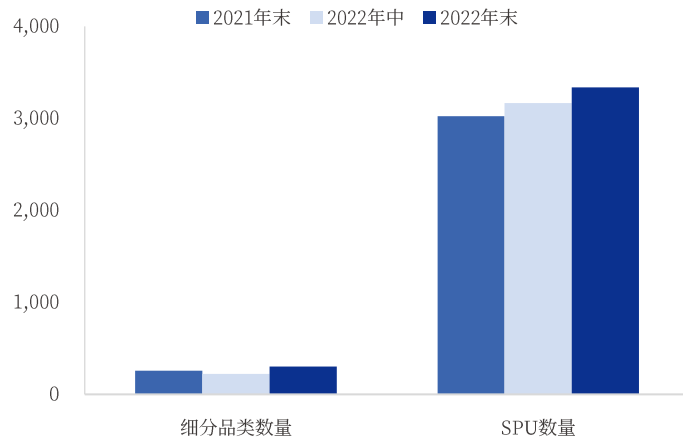
**综合研发叠加高效方法论，实现丰富的产品矩阵。**公司对标“宜家”线上一站式家居品牌，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展，截至 2022 年末，产品涉及 303 个细分品类，同比增加 46 个，产品 SPU 数量达 3,335 个，同比增加 310 个。公司产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列以及其他产品，使用场景涵盖了客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等，已逐渐形成不同风格或材质互相组合设计的小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多系列产品矩阵，从而满足客户在多场景下的消费需求。

图70：公司产品使用场景

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

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图71：公司细分品类及 SPU 数量（个）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

**场景化促进一站式购买，关联购买订单占比持续提升。**公司通过场景化及风格化的方式，“点线面体”地进行产品开布局，形成全屋场景覆盖，满足消费者一站式需求。同时，公司组建专业的 CMF 研发团队，为公司产品研发提供素材、场景搭配解决方案，并在此基础上为产品设计团队提供多维度的设计案例进行引导与支持。

2024 年上半年，公司首批系列化产品 EKHOCollection 推出后，又陆续推出了 LUIZCollection 等系列化产品，该类系列化产品以其可扩展可组合的设计为特色，助力消费者探索居住空间和生活的更多可能性与更多美好的购物体验，在享受产品独特设计理念的同时，也能够完成不同家居场景的搭配组合，形成关联购买。

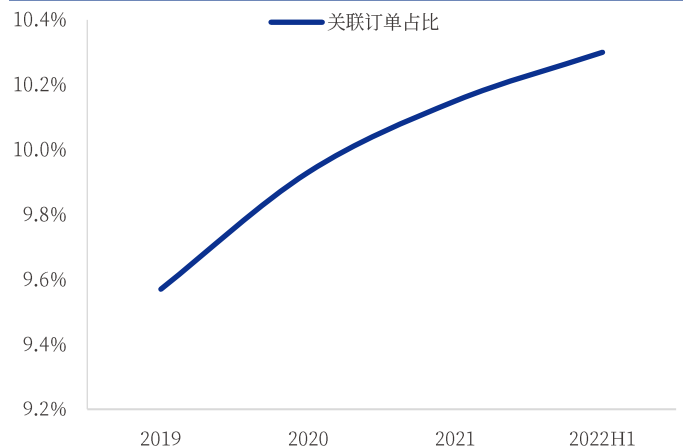
以历史数据为例，2019~2022H1，公司线上平台一个销售订单购买多件产品的订单数量占比分别为 9.57%、9.93%、10.15%和 10.3%，关联购买订单占比呈逐年上升趋势。

图72：产品场景展示图



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

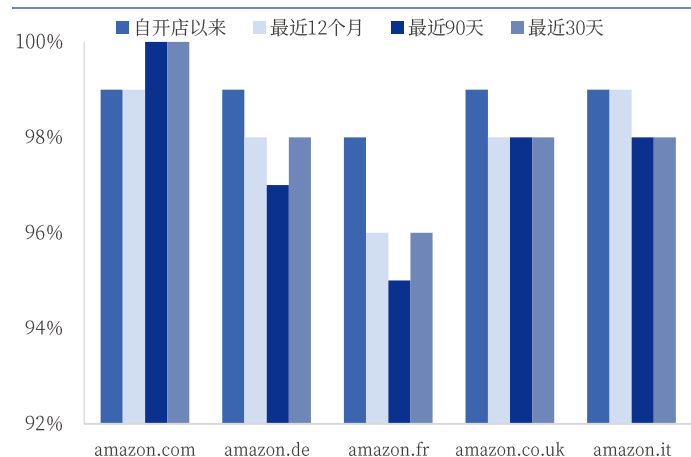
图73：关联订单占比



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

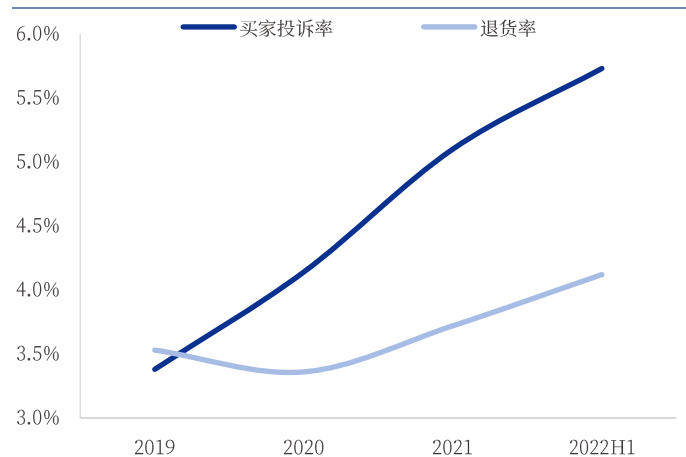
好评率维持高位，投诉率、退货率基本维持稳定，产品深受消费者认可而排名前列。公司凭借优秀的研发实力实现高产品力，并为消费者提供优质服务，店铺好评率维持高位，主要站点均在 98% 以上。亚马逊平台中好评较高产品可获得平台流量倾斜，因而公司具备一定的流量优势。从退货率来看，2019~2022H1，公司投诉率分别为 3.38%、4.14%、5.1%、5.73%，退货率分别为 3.53%、3.36%、3.72%、4.12%。总体较为稳定，期间指标有所增加，主要是因为疫情导致配送效率下降。

图74：亚马逊主要站点反馈好评率情况（截至 2022 年 9 月 7 日）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图75：主要线上平台投诉率及退货率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司产品力表现优秀，综合优势实现领先。对比来看，公司亚马逊平台上的家具、家居、庭院、宠物产品通常较竞品售价更高，但销售排名及评分均更优，充分彰显公司的综合优势。截至 2024 年 6 月 30 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 507 个，法国站点有 533 个，美国站点有 163 个。

表8：公司产品对比情况

| 品牌名称               | 图片 | 价格区间<br>(美元) | 排名  | 评价数/评分   | 品牌名称               | 图片 | 价格区间<br>(欧元) | 排名  | 评价数/评分    |
|--------------------|----|--------------|-----|----------|--------------------|----|--------------|-----|-----------|
| 床头柜                |    |              |     |          | 办公椅                |    |              |     |           |
| HOMCOM<br>(遨森电商)   |    | 69.99-71.99  | 814 | 85/3.9   | SIHOO<br>(西昊)      |    | 109.99       | 21  | 1711/4.1  |
| VASAGLE<br>(致欧科技)  |    | 71.09-78.99  | 35  | 1800/4.7 | SONGMICS<br>(致欧科技) |    | 95.9         | 9   | 13068/4.4 |
| 竹制换鞋凳              |    |              |     |          | 塑料组合柜              |    |              |     |           |
| HOMCOM<br>(遨森电商)   |    | 53.99        | 522 | 42/4.6   | HOMCOM<br>(遨森电商)   |    | 39.9         | 352 | 41/4.3    |
| SONGMICS<br>(致欧科技) |    | 59.99        | 23  | 1142/4.6 | SONGMICS<br>(致欧科技) |    | 44.99        | 81  | 1488/4.4  |
| 藤编沙发               |    |              |     |          | 边棚                 |    |              |     |           |
| Outsunny<br>(遨森电商) |    | 479.99       | 740 | 11/3.6   | LARMNEE<br>(遨森电商)  |    | 103.99       | 5   | 243/4.6   |
| SONGMICS<br>(致欧科技) |    | 539.99       | 507 | 139/4.0  | SONGMICS<br>(致欧科技) |    | 129.99       | 2   | 3730/4.6  |
| 猫爬架                |    |              |     |          | 狗包                 |    |              |     |           |
| YAHEETECH<br>(亚讯达) |    | 59.99        | 35  | 2265/4.5 | Pawhut<br>(遨森电商)   |    | 32.9         | 27  | 661/4.4   |
| FEANDREA<br>(致欧科技) |    | 63.99        | 14  | 8188/4.7 | FEANDREA<br>(致欧科技) |    | 42.99        | 2   | 7561/4.7  |

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

### （三）供应链布局持续优化，支撑盈利能力提升

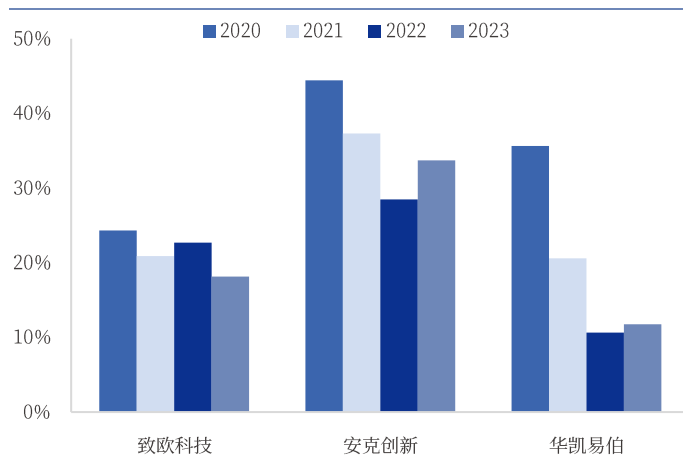
**持续强化供应链体系，建立完备的管理机制。**公司多年来不断对供应链体系进行建设和优化，已具备了快速响应的柔性供应链管理能力和围绕江浙、广东、福建等国内家具产业集群区域，充分利用当地供应链配套资源和集群优势，同优质供应商达成长期合作。同时，公司针对核心品类形成“主/副供应商”模式，并对外协供应商名单进行动态管理，保证供应链产能的充足与快速响应。2023年，公司前五大供应商采购占比为18.16%，第一大占比4.71%，集中度较低具备一定议价优势。

表9：公司前五大供应商及其占比（2023年）

| 供应商名称 | 采购额（亿元） | 占年度采购总额比例 |
|-------|---------|-----------|
| 供应商一  | 1.41    | 4.71%     |
| 供应商二  | 1.38    | 4.60%     |
| 供应商三  | 0.92    | 3.08%     |
| 供应商四  | 0.87    | 2.89%     |
| 供应商五  | 0.86    | 2.88%     |
| 合计    | 5.44    | 18.16%    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图76：致欧科技及可比公司前五大供应商占比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图77：公司供应商管理制度体系



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

**不断推进供应链管理信息化，促进供应链的柔性化、各环节协作的高效化。**公司构建了覆盖产品开发设计、采购、销售、仓储、物流、配送、客服、管理等各个业务链条的数字化运营管理体系，有效提升公司的供应链管理效率。自主研发的EYA系统通过数据分析和业务预测，确定最优采购需求；SRM和电子签章系统通过与供应商的深度协同，有效提高采购订单执行过程的管控与协同支持，并有助于缩短采购订单交付周期。SRM系统已覆盖超过160家外协供应商，覆盖了80%以上的产品采购量；电子签章的实施将业务订单传达和响应时间由3~7天降至12小时内。

表10：公司供应链的主要信息技术

| 技术名             | 主要功能                                                                               | 状态   |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------|------|
| EYA             | 结合历史销售数据、库存数据等信息，进行优化运算，确定最佳采购需求                                                   | 已使用  |
| SRM 和电子签章       | 实现与供应商的需求预测、备货单、订单、合同、出货计划、装柜数据、验货计划、验货结果、发票登记、往来对账、付款信息等模块的快速共享与协同                | 已使用  |
| WMS             | 结合内部仓储动态仓位、发货路径优化等技术，实现仓储物流效率优化。                                                   | 已使用  |
| ZSCP（致欧供应链管理系统） | 实现需求计划填报、分类汇总审核、产销协同评审等；实现订出货分离、SAP 成本集成；优化拼柜流程、提升货柜装载率、实现公司降本目标；MRP 系统迭代以及库存调拨管理。 | 正在研发 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**货物流转环节众多，海运、尾程费用占比较高。**B2C 模式来看，公司向境内供应商采购后，由公司委托的物流公司负责供应商工厂至起运港的境内运输（境内头程费用），随后经港口的海关报关、海运、到港清关并缴纳关税（海运费及关税），之后再由境外物流公司负责目的港至境外自营仓的二程运输（境外二程费用），最后从仓库发货 to 消费者手中（尾程运输费）。2022 年上半年，境内头程费用营收占比 0.52%；海运费营收占比 9.51%，受疫情影响波动幅度较大，2019、2020 年营收占比分别为 2.65%、3.09%；关税营收占比为 3.13%；境外二程费用营收占比 2.19%；尾程运输费及其他营收占比 16.87%。

表11：公司营业成本拆分（万元）

|        | 2019      |        | 2020       |        | 2021       |        | 2022H1     |        |
|--------|-----------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|        | 金额        | 营收占比   | 金额         | 营收占比   | 金额         | 营收占比   | 金额         | 营收占比   |
| 产品采购成本 | 85,018.15 | 36.56% | 144,984.85 | 36.51% | 217,221.62 | 36.40% | 101,962.63 | 36.30% |
| 境内头程费用 | 616.65    | 0.27%  | 2,126.47   | 0.54%  | 3,139.26   | 0.53%  | 1,460.45   | 0.52%  |
| 海运费    | 6,166.93  | 2.65%  | 12,253.75  | 3.09%  | 46,789.04  | 7.84%  | 26,703.54  | 9.51%  |
| 关税     | 6,077.90  | 2.61%  | 11,272.63  | 2.84%  | 17,100.61  | 2.87%  | 8,778.36   | 3.13%  |
| 境外二程费用 | 4,726.75  | 2.03%  | 8,792.42   | 2.21%  | 15,815.45  | 2.65%  | 6,147.50   | 2.19%  |
| 运输费及其他 | 46,866.31 | 20.15% | 67,104.39  | 16.90% | 101,914.23 | 17.08% | 47,381.23  | 16.87% |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓并行，打造高效仓储物流体系。**公司加大自营仓的建设力度，同时选择平台仓提供的仓储物流服务，并以第三方合作仓为有效补充。通过建立“国内集货仓+境外海外仓”的双仓联动模式，公司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，有效提升客户购物体验。

截至 2024 年 6 月末，公司国外自营仓面积已达 35 万余平方米，并在中国、欧洲、北美、日本等国家或地区设有多个第三方合作仓。同时，公司自主开发了 WMS 仓储管理系统，结合内部仓储动态仓位、发货路径优化等技术，实现了仓储物流效率的优化。

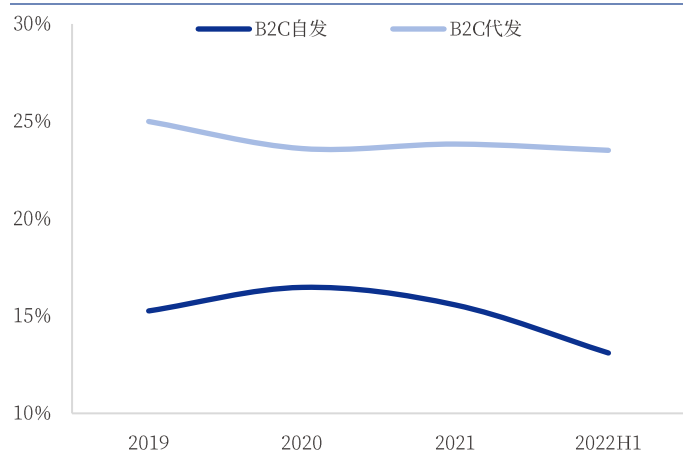
表12：公司三类仓储物流体系

| 类型   | 内涵                                                               | 主要内容                                  |
|------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 自营仓  | 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。 | 进一步缩短客户下单后的配送时间、提升客户满意度，提高销售效率与库存周转能力 |
| 平台仓  | 公司产品由电商平台负责仓储管理及物流配送，相关仓储物流费用由平台从终端客户支付款中直接扣除。                   | 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    |
| 第三方仓 | 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，公司定期与第三方仓储物流服务商对账结算。                  | 是对公司自营仓和平台仓的有力补充，较好地解决了公司部分仓储配送需求     |

资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院

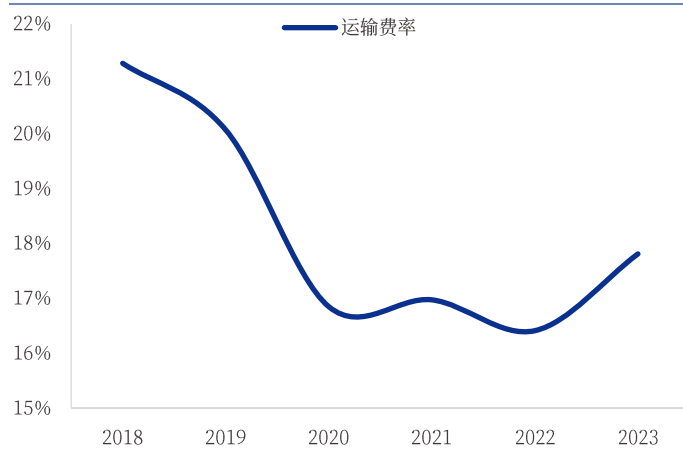
**加快推进自营仓布局，占比提升助力成本节降。**公司持续加强自营仓储物流设施建设、加大自发货比例，而自发货物流费率通常远低于代发（尤其是 FBA）配送费率，以 2022 年上半年为例，公司线上 B2C 自发模式和代发模式的运输费用占比分别为 13.1%、23.51%。整体来看，公司运输费率较此前已有较大改善，2019 年及以前占比超过 20%，2020 年及之后有明显下降，2023 年达到 17.81%，较 2022 年增加 1.4 pct，预计未来伴随公司自营仓布局持续深化，运输费用率将进一步下降，带动整体盈利能力提升。

图78：线上 B2C 自发模式和代发模式运输费用对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图79：公司整体运输费用占营收比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**募投扩建仓储物流体系，加大布局助力业务扩张。**公司拟投入 5.17 亿元，于国内外租赁场地建设多个仓储物流中心，仓储面积合计 18.1 万平方米，预计建设时间为 3 年。该项目将新建仓库扩大面积，并强化自动化水平提高仓储物流流转速度，引入先进的 WMS 仓储管理信息系统，充分提升公司仓储物流服务能力，进而支撑公司经营规模扩大。

## 四、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

产品方面，公司持续投入研发创新，产品迭代贡献营收增量，并通过场景化、套系化研发助力品类扩张，未来有望在大件家具领域发力。

欧洲地区：欧洲为公司业务基本盘，品牌、渠道及供应链等综合优势突出，产品端战略布局在欧洲料将实现较优表现。同时，公司 24H2 以来重点发展 Temu 渠道，8 月开通欧洲半托管，订单增速较为可观，未来将持续贡献增量空间。

北美地区：美国多仓布局提升自发比例，有效降低经营成本，后续有望持续释放降本潜力，并增强产品竞争力，进而提升市场份额。

表13：公司营收拆分及预测（亿元）

|     | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----|--------|--------|-------|-------|
| 欧洲  |        |        |       |       |
| 营收  | 37.29  | 49.96  | 63.95 | 79.94 |
| YOY | 21.64% | 34%    | 28%   | 25%   |
| 毛利率 | 38.92% | 36.35% | 36.7% | 37%   |
| 北美  |        |        |       |       |
| 营收  | 21.73  | 28.25  | 33.99 | 39.56 |
| YOY | -3.16% | 30%    | 20.3% | 16.4% |
| 毛利率 | 32.36% | 33.5%  | 34.5% | 35.5% |

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

我们预计公司 24/25/26 年分别实现营收 80.22 / 100.3 / 122.32 亿元，同比分别变动+32.07% / +25.03% / +21.96%；归母净利润 3.98 / 5.52 / 7.01 亿元，同比分别变动-3.59% / +38.75% / +26.99%；对应 PE 分别为 19 / 14 / 11 倍，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表14：公司盈利预测（亿元）

|           | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入      | 60.74 | 80.22 | 100.30 | 122.32 |
| 同比增速%     | 11.34 | 32.07 | 25.03  | 21.96  |
| 净利润       | 4.13  | 3.98  | 5.52   | 7.01   |
| 同比增速%     | 65.08 | -3.59 | 38.75  | 26.99  |
| 摊薄 EPS(元) | 1.03  | 0.99  | 1.38   | 1.75   |
| PE        | 18.27 | 18.95 | 13.66  | 10.76  |

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### （二）相对估值

公司为家居领域跨境电商龙头，深耕品牌获得海外消费者认可，产品迭代创新并不断拓展，持续挖掘欧美核心市场成长空间，成长性竞争优势突出。我们选取跨境电商龙头安克创新、赛维时代、吉宏股份、华凯易佰作为可比公司，对应 2024/2025/2026 平均 PE 分别为 22/17/13 倍。我们认为，公司为家居板块跨境电商龙头，未来品类拓展空间广阔，成长确定性较强，给予公司 2025 年 20X 估值，对应目标市值 110.46 亿元。

表15：可比公司估值表

| 代码        | 公司名称 | 最新价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|------------|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            |             | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300866.SZ | 安克创新 | 102.50     | 544.70      | 3.97    | 3.84  | 4.71  | 5.65  | 22.30 | 26.66 | 21.76 | 18.12 |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 20.91      | 83.66       | 0.84    | 0.88  | 1.19  | 1.55  | 36.12 | 23.85 | 17.55 | 13.50 |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 11.92      | 45.86       | 0.90    | 0.54  | 0.77  | 1.06  | 22.94 | 21.88 | 15.44 | 11.29 |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 12.51      | 50.65       | 1.15    | 0.82  | 1.08  | 1.35  | 21.56 | 15.24 | 11.59 | 9.25  |
| 平均        |      | 36.96      | 181.22      | 1.72    | 1.52  | 1.94  | 2.40  | 25.73 | 21.91 | 16.59 | 13.04 |
| 301376.SZ | 致欧科技 | 18.79      | 75.44       | 1.03    | 0.99  | 1.38  | 1.75  | 18.27 | 18.95 | 13.66 | 10.76 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC，具体包括无风险利率  $R_f$ 、目标债务比率、股票市场预期平均收益率  $R_m$ 、永续增长率、杠杆贝塔系数、债务成本  $K_d$ 、税率。根据我们测算，得出公司合理每股价值约 25.51~28.92 元，对应市值区间为 102.41~116.12 亿元。

表16：FCFF 核心假设

| 指标             | 数值     | 说明                                           |
|----------------|--------|----------------------------------------------|
| 无风险利率 $R_f$    | 1.64%  | 以 10 年期国债收益率为参考；                             |
| 市场的预期收益率 $R_m$ | 10.35% | 参考沪深 300 历史平均收益水平                            |
| 贝塔值( $\beta$ ) | 1.20   | 公司相对于沪深 300                                  |
| WACC           | 10.61% | $WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$      |
| 过渡期年数          | 3      | 公司为中国家居领域跨境电商龙头，综合优势持续巩固，后续业务拓展空间较大，有望保持长期成长 |
| 过渡期增长率         | 10.00% |                                              |
| 永续增长率 $g$      | 1.50%  |                                              |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表17：WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

|       | WACC  |       |       |        |        |        |        |        |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       |       | 9.11% | 9.61% | 10.11% | 10.61% | 11.11% | 11.61% | 12.11% |
| 永续增长率 | 1.20% | 31.62 | 29.71 | 28.03  | 26.52  | 25.17  | 23.95  | 22.85  |
|       | 1.30% | 31.90 | 29.96 | 28.24  | 26.71  | 25.34  | 24.10  | 22.98  |
|       | 1.40% | 32.20 | 30.22 | 28.46  | 26.90  | 25.51  | 24.25  | 23.11  |
|       | 1.50% | 32.50 | 30.48 | 28.69  | 27.10  | 25.68  | 24.40  | 23.25  |
|       | 1.60% | 32.81 | 30.74 | 28.92  | 27.30  | 25.86  | 24.56  | 23.39  |
|       | 1.70% | 33.13 | 31.02 | 29.16  | 27.51  | 26.04  | 24.72  | 23.53  |
|       | 1.80% | 33.46 | 31.30 | 29.40  | 27.72  | 26.23  | 24.88  | 23.68  |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

**海外需求不及预期的风险**，公司主要面向 C 端消费者，若海外经济疲软导致消费者需求下降，则将直接影响企业销售表现。

**市场竞争加剧的风险**，跨境电商景气度较高，参与者众多，若市场竞争加剧则有可能导致企业份额或利润受损。

**汇率大幅波动的风险**，公司为出口企业，存在较多外汇资产，汇率大幅波动可能会产生较大的汇兑损益，进而影响利润表现。

**地缘政治及贸易政策不确定的风险**，地缘冲突将导致海运受到影响，可能导致海运费大幅波动，进而影响企业利润；贸易政策存在加征关税的可能，若加征关税则会影响业务经营。

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                        | 4  |
| 图 2: 公司品牌矩阵.....                        | 5  |
| 图 3: 公司股权结构.....                        | 6  |
| 图 4: 公司营业收入 (亿元) .....                  | 7  |
| 图 5: 公司归母净利润 (亿元) .....                 | 7  |
| 图 6: 公司主要产品系列在主营收入占比.....               | 8  |
| 图 7: 24H1 公司主要产品系列营收增速.....             | 8  |
| 图 8: 公司毛利率水平.....                       | 8  |
| 图 9: 公司毛利率及海运费占比 .....                  | 9  |
| 图 10: CCFI 综合指数当月值.....                 | 9  |
| 图 11: 公司整体费用率.....                      | 9  |
| 图 12: 公司各项费用率.....                      | 9  |
| 图 13: 公司归母净利率和扣非净利率水平 .....             | 10 |
| 图 14: 全球电子商务销售额 (亿美元) .....             | 11 |
| 图 15: 全球电子商务销售额细分占比 .....               | 11 |
| 图 16: 美国电子商务销售额 (亿美元) .....             | 11 |
| 图 17: 欧洲电子商务销售额 (亿美元) .....             | 11 |
| 图 18: 美国、欧洲电商渗透率.....                   | 12 |
| 图 19: 全球电商平台份额 (2023 年) .....           | 12 |
| 图 20: 美国电商平台份额 (2023 年) .....           | 12 |
| 图 21: 欧洲电商平台份额 (2023 年) .....           | 12 |
| 图 22: 2023 年全球流量前十大电商平台平均月流量 (亿次) ..... | 13 |
| 图 23: 中国卖家在亚马逊的头部卖家中占比 .....            | 13 |
| 图 24: 全球家居电商收入 (亿美元) .....              | 14 |
| 图 25: 全球家居电商收入结构.....                   | 14 |
| 图 26: 美国家居电商行业收入 (亿美元) .....            | 14 |
| 图 27: 欧洲家居电商行业收入 (亿美元) .....            | 14 |
| 图 28: 欧洲家居电商区域结构 (2024 年) .....         | 14 |
| 图 29: 全球家居电商平台份额 (2023 年) .....         | 15 |
| 图 30: 美国家居电商平台份额 (2023 年) .....         | 15 |
| 图 31: 欧洲家居电商平台份额 (2023 年) .....         | 15 |
| 图 32: 德国家居电商平台份额 (2023 年) .....         | 15 |
| 图 33: 法国家居电商平台份额 (2023 年) .....         | 15 |
| 图 34: 英国家居电商平台份额 (2023 年) .....         | 15 |
| 图 35: 各国线上买家使用跨境电商购物的比例 .....           | 16 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 36: 各国境内电商、跨境电商收入占比 (2023 年)              | 16 |
| 图 37: 线上买家跨境购物的主要原因 (2022 年)                | 16 |
| 图 38: 全球跨境电商交易总额 (万亿美元)                     | 16 |
| 图 39: 消费者最近一次跨境电商购物来源于中国的比例 (2023 年)        | 17 |
| 图 40: 中国跨境电商出口规模 (万亿美元)                     | 17 |
| 图 41: 中国跨境电商出口主要目的地 (2023 年)                | 17 |
| 图 42: 中国跨境电商 B2C 品类分布 (2023 年)              | 17 |
| 图 43: 消费者最近一次跨境电商购物所使用的跨境电商购物平台             | 18 |
| 图 44: 亚马逊主要站点中国卖家店铺数量 (万家)                  | 18 |
| 图 45: 跨境电商供应链主要难点 (2023 年)                  | 18 |
| 图 46: 消费者放弃跨境电商主要原因 (2022 年)                | 18 |
| 图 47: 公司各地区主营业务收入占比                         | 19 |
| 图 48: 公司欧洲、北美地区营业收入 (亿元)                    | 19 |
| 图 49: 公司不同销售模式占比                            | 19 |
| 图 50: 公司不同销售模式毛利率                           | 19 |
| 图 51: 公司亚马逊 B2C 模式营收 (亿元)                   | 20 |
| 图 52: 公司亚马逊 B2C 模式主营业务收入占比                  | 20 |
| 图 53: 公司非亚马逊 B2C 模式营收 (亿元)                  | 21 |
| 图 54: 公司 Otto 平台销售收入 (亿元)                   | 21 |
| 图 55: 公司独立站销售收入 (亿元)                        | 21 |
| 图 56: 公司独立站占 B2C 模式比例                       | 21 |
| 图 57: 公司广告费投入 (亿元)                          | 22 |
| 图 58: 公司广告费占营业收入比例                          | 22 |
| 图 59: 公司 B2B 模式销售收入 (亿元)                    | 22 |
| 图 60: 公司线上/线下 B2B 模式销售情况 (亿元)               | 22 |
| 图 61: 公司研发费用情况 (亿元)                         | 23 |
| 图 62: 公司研发人员数量 (人)                          | 23 |
| 图 63: 公司 2022 年获得意大利 A' Design Award 设计大奖作品 | 23 |
| 图 64: 公司自主研发模式流程图                           | 24 |
| 图 65: 公司合作开发模式流程图                           | 24 |
| 图 66: 公司自主研发所产生的收入 (亿元)                     | 24 |
| 图 67: CRM 系统的 ABSA 分析技术示意图                  | 25 |
| 图 68: 公司开发新品数量及失败率                          | 25 |
| 图 69: 蘑菇式模型理论应用案例                           | 25 |
| 图 70: 公司产品使用场景                              | 26 |
| 图 71: 公司细分品类及 SPU 数量 (个)                    | 26 |
| 图 72: 产品场景展示图                               | 26 |

图 73: 关联订单占比 ..... 26

图 74: 亚马逊主要站点反馈好评率情况（截至 2022 年 9 月 7 日） ..... 27

图 75: 主要线上平台投诉率及退货率 ..... 27

图 76: 致欧科技及可比公司前五大供应商占比 ..... 28

图 77: 公司供应商管理制度体系 ..... 28

图 78: 线上 B2C 自发模式和代发模式运输费用对比 ..... 30

图 79: 公司整体运输费用占营收比例 ..... 30

表 1: 公司产品矩阵 ..... 4

表 2: 公司股权激励目标 ..... 6

表 3: 公司高管及其他核心人员 ..... 6

表 4: 亚马逊算法核心影响因素 ..... 13

表 5: 公司在各站点全品类排名情况（2024.11.25） ..... 20

表 6: 合作开发模式各环节参与情况 ..... 24

表 7: 公司产品结构创新案例 ..... 25

表 8: 公司产品对比情况 ..... 27

表 9: 公司前五大供应商及其占比（2023 年） ..... 28

表 10: 公司供应链的主要信息技术 ..... 29

表 11: 公司营业成本拆分（万元） ..... 29

表 12: 公司三类仓储物流体系 ..... 29

表 13: 公司营收拆分及预测（亿元） ..... 31

表 14: 公司盈利预测（亿元） ..... 31

表 15: 可比公司估值表 ..... 32

表 16: FCFF 核心假设 ..... 32

表 17: WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股） ..... 32

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产        | 3157.44 | 3904.30 | 4770.27 | 5798.18 |
| 现金          | 726.22  | 979.73  | 1535.75 | 2284.70 |
| 应收账款        | 190.46  | 222.84  | 250.75  | 271.83  |
| 其它应收款       | 365.67  | 512.53  | 585.07  | 645.60  |
| 预付账款        | 19.32   | 26.00   | 32.19   | 38.92   |
| 存货          | 879.47  | 1227.58 | 1430.87 | 1621.50 |
| 其他          | 976.30  | 935.63  | 935.63  | 935.63  |
| 非流动资产       | 2423.90 | 2446.84 | 2442.99 | 2438.72 |
| 长期投资        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 固定资产        | 42.49   | 39.07   | 35.22   | 30.94   |
| 无形资产        | 9.78    | 9.78    | 9.78    | 9.78    |
| 其他          | 2371.63 | 2397.99 | 2397.99 | 2397.99 |
| 资产总计        | 5581.34 | 6351.14 | 7213.26 | 8236.90 |
| 流动负债        | 1809.11 | 2211.17 | 2576.68 | 2969.67 |
| 短期借款        | 912.12  | 912.12  | 912.12  | 912.12  |
| 应付账款        | 391.41  | 649.90  | 894.29  | 1145.86 |
| 其他          | 505.58  | 649.16  | 770.26  | 911.69  |
| 非流动负债       | 651.26  | 653.67  | 653.67  | 653.67  |
| 长期借款        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他          | 651.26  | 653.67  | 653.67  | 653.67  |
| 负债合计        | 2460.37 | 2864.84 | 3230.35 | 3623.34 |
| 少数股东权益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 归属母公司股东权益   | 3120.97 | 3486.30 | 3982.92 | 4613.56 |
| 负债和股东权益     | 5581.34 | 6351.14 | 7213.26 | 8236.90 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A    | 2024E   | 2025E  | 2026E   |
|------------|----------|---------|--------|---------|
| 经营活动现金流    | 1499.08  | 241.59  | 607.01 | 809.25  |
| 净利润        | 412.88   | 398.06  | 552.32 | 701.39  |
| 折旧摊销       | 150.75   | 7.92    | 8.35   | 8.77    |
| 财务费用       | 27.11    | 42.98   | 42.98  | 42.98   |
| 投资损失       | -34.60   | -48.13  | -55.16 | -61.16  |
| 营运资金变动     | 908.45   | -158.94 | 55.57  | 114.03  |
| 其它         | 34.50    | -0.29   | 2.96   | 3.24    |
| 投资活动现金流    | -1621.00 | 58.65   | 47.71  | 53.42   |
| 资本支出       | -9.57    | -7.22   | -7.46  | -7.74   |
| 长期投资       | -1605.49 | 0.00    | 0.00   | 0.00    |
| 其他         | -5.94    | 65.87   | 55.16  | 61.16   |
| 筹资活动现金流    | -4.66    | -57.87  | -98.69 | -113.73 |
| 短期借款       | 571.17   | 0.00    | 0.00   | 0.00    |
| 长期借款       | 0.00     | 0.00    | 0.00   | 0.00    |
| 其他         | -575.83  | -57.87  | -98.69 | -113.73 |
| 现金净增加额     | -117.56  | 253.51  | 556.03 | 748.95  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E    | 2026E    |
|-----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入      | 6074.19 | 8022.18 | 10029.85 | 12232.40 |
| 营业成本      | 3868.04 | 5199.17 | 6438.91  | 7783.20  |
| 营业税金及附加   | 5.58    | 8.02    | 10.03    | 12.23    |
| 营业费用      | 1409.97 | 1993.51 | 2507.46  | 3094.80  |
| 管理费用      | 244.40  | 300.83  | 376.12   | 458.72   |
| 财务费用      | -22.74  | 25.55   | 9.47     | 6.12     |
| 资产减值损失    | -18.71  | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 公允价值变动收益  | -22.64  | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益     | 34.60   | 48.13   | 55.16    | 61.16    |
| 营业利润      | 492.06  | 471.19  | 652.95   | 828.65   |
| 营业外收入     | 0.22    | 0.14    | 0.16     | 0.17     |
| 营业外支出     | 4.64    | 3.02    | 3.32     | 3.66     |
| 利润总额      | 487.64  | 468.30  | 649.79   | 825.16   |
| 所得税       | 74.76   | 70.25   | 97.47    | 123.77   |
| 净利润       | 412.88  | 398.06  | 552.32   | 701.39   |
| 少数股东损益    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 归属母公司净利润  | 412.88  | 398.06  | 552.32   | 701.39   |
| EBITDA    | 608.21  | 501.78  | 667.61   | 840.06   |
| EPS (元)   | 1.03    | 0.99    | 1.38     | 1.75     |

| 主要财务比率    | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E   |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入      | 11.34% | 32.07% | 25.03% | 21.96%  |
| 营业利润      | 58.26% | -4.24% | 38.58% | 26.91%  |
| 归属母公司净利润  | 65.08% | -3.59% | 38.75% | 26.99%  |
| 毛利率       | 36.32% | 35.19% | 35.80% | 36.37%  |
| 净利率       | 6.80%  | 4.96%  | 5.51%  | 5.73%   |
| ROE       | 13.23% | 11.42% | 13.87% | 15.20%  |
| ROIC      | 8.02%  | 8.04%  | 9.80%  | 11.13%  |
| 资产负债率     | 44.08% | 45.11% | 44.78% | 43.99%  |
| 净负债比率     | 31.50% | 21.70% | 5.03%  | -11.89% |
| 流动比率      | 1.75   | 1.77   | 1.85   | 1.95    |
| 速动比率      | 0.96   | 0.98   | 1.10   | 1.23    |
| 总资产周转率    | 1.34   | 1.34   | 1.48   | 1.58    |
| 应收账款周转率   | 36.41  | 38.82  | 42.36  | 46.82   |
| 应付账款周转率   | 12.22  | 9.99   | 8.34   | 7.63    |
| 每股收益      | 1.03   | 0.99   | 1.38   | 1.75    |
| 每股经营现金    | 3.73   | 0.60   | 1.51   | 2.02    |
| 每股净资产     | 7.77   | 8.68   | 9.92   | 11.49   |
| P/E       | 18.27  | 18.95  | 13.66  | 10.76   |
| P/B       | 2.42   | 2.16   | 1.89   | 1.64    |
| EV/EBITDA | 17.41  | 16.54  | 11.60  | 8.33    |
| P/S       | 1.24   | 0.94   | 0.75   | 0.62    |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**陈柏儒**，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14 年行业分析师经验、10 年轻工制造行业分析师经验。

**刘立思**，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022 年 7 月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明            |                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------|--------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：           | 相对基准指数涨幅 10%以上     |
|                                                                                                                                        |      | 中性：           | 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 回避：           | 相对基准指数跌幅 5%以上      |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：           | 相对基准指数涨幅 20%以上     |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：         | 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：           | 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间  |
|                                                                                                                                        | 回避：  | 相对基准指数跌幅 5%以上 |                    |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn