

## 致欧科技 (301376.SZ)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

# 美国关税扰动业绩，新模式+供应链优化支撑后续表现

## 业绩简评

8月26日公司发布2025年中报，25H1实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为+8.7%/+11.0%/+40.1%到40.4/1.90/2.24亿元。单25Q2来看，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别+3.9%/+12.1%/+63.1%到19.53/0.80/1.04亿元。

## 经营分析

欧洲市场经验显现韧性，北美地区受关税扰动增速放缓。分地区来看，25H1欧洲//北美/其他分别+12.77%/+1.94%/-3.36%/+86.25%到25.70/13.67/0.29/0.78亿元。北美收入增速放缓主因受美国关税政策频繁调整及东南亚产能落地周期的影响，公司美线在售库存存在短期结构性波动。分产品系列来看，家具/家居/宠物/运动户外分别同比+11.92%/+7.88%/-7.34%/+20.23%到21.21/14.40/2.86/1.60亿元。家具家居适配欧美消费者需求，多爆品带动销量提升保持稳健表现，运动户外系列表现较优得益于高效产供销协同与精准备货，抓住旺季契机实现收入跃升。

**25H1毛利率显现韧性，费用管控总体良好。**毛利率方面，公司25年H1毛利率分别同比+0.01pct至34.93%，25Q2毛利率同比+0.57pct到34.43%，公司毛利率具备韧性得益于集中筛选核心品类，通过极致成本效率与规模优势将资源聚集，降低单项产品成本。其中，25H1欧洲地区毛利率同比+1.04pct至37.16%，25H1北美地区毛利率同比-2.30pct到30.85%。分产品系列来看，25H1家居/宠物/运动户外毛利率分别+0.08/-0.05/-0.36pct到34.76%/35.89%/32.25%。费用率方面，25H1销售/管理/研发费用率分别同比+0.37/+0.74/-0.14pct至25.04%/4.30%/0.81%。其中，25Q2销售/管理/研发费用率分别同比+0.86/+0.78/-0.16pct至25.82%/4.22%/0.79%。25H1财务费用为-0.75亿元（上期为0.30亿元），其变动主因汇率波动导致产生较大汇兑收益。

**VOC创新销售模式带来收入增量，优化供应链有望驱动盈利能力回升。**收入端，公司采用VOC创新销售模式，不仅能享受平台自然流量以及更低平台费率，且能发挥公司在海运及尾程规模优势，实现平台流量红利与成本优势双重叠加，25H1亚马逊VC为主的B2B渠道收入同比+59.5%，有望持续释放增长动能。利润端，公司积极优化海外产能布局，加强东南亚等地工厂资源整合，欧洲仓网前置，美洲尾程降本，增强供应链韧性，盈利能力回升可期。

## 盈利预测、估值与评级

我们预计公司25-27年EPS分别为0.99/1.19/1.40元，当前股价对应PE为20.15/16.78/14.34倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

品类、渠道拓展不畅；海运费大幅上涨；汇率大幅波动。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.00元

## 相关报告：

1.《致欧科技公司点评：收入延续优异表现，盈利能力环比迎来改善》，2024.10.24



## 公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,074	8,124	9,056	10,615	12,233
营业收入增长率	11.34%	33.74%	11.48%	17.21%	15.24%
归母净利润(百万元)	413	334	399	480	561
归母净利润增长率	65.08%	-19.21%	19.70%	20.09%	17.02%
摊薄每股收益(元)	1.028	0.831	0.992	1.192	1.395
每股经营性现金流净额	3.73	5.67	1.08	1.78	1.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.23%	10.34%	11.72%	13.30%	14.77%
P/E	23.26	23.01	20.15	16.78	14.34
P/B	3.08	2.38	2.36	2.23	2.12

来源：公司年报、国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	货币资金	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率	5,455	6,074	8,124	9,056	10,615	12,233	应收账款	1,039	726	687	944	1,204	1,271
主营业务成本	-3,729	-3,868	-5,309	-5,879	-6,806	-7,825	存货	250	556	590	595	683	788
%销售收入	68.4%	63.7%	65.3%	64.9%	64.1%	64.0%	其他流动资产	689	879	1,324	1,475	1,469	1,541
毛利	1,727	2,206	2,815	3,178	3,809	4,408	流动资产	225	996	1,002	1,019	948	1,082
%销售收入	31.6%	36.3%	34.7%	35.1%	35.9%	36.0%	%总资产	2,203	3,157	3,603	4,034	4,304	4,682
营业税金及附加	-4	-6	-10	-9	-11	-12	长期投资	63.3%	56.6%	57.4%	58.6%	59.5%	61.3%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	324	1,540	1,619	1,615	1,715	1,765
销售费用	-1,201	-1,410	-2,007	-2,219	-2,654	-3,058	%总资产	44	42	59	69	77	82
%销售收入	22.0%	23.2%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%	无形资产	11	15	23	25	26	27
管理费用	-174	-244	-300	-335	-393	-453	非流动资产	1,275	2,424	2,669	2,849	2,926	2,961
%销售收入	3.2%	4.0%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	%总资产	36.7%	43.4%	42.6%	41.4%	40.5%	38.7%
研发费用	-45	-60	-77	-82	-96	-122	资产总计	3,478	5,581	6,272	6,883	7,230	7,643
%销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	短期借款	1,059	1,442	1,650	1,727	1,833	
息税前利润（EBIT）	302	486	422	533	656	762	应付账款	292	486	649	585	641	716
%销售收入	5.5%	8.0%	5.2%	5.9%	6.2%	6.2%	其他流动负债	184	263	258	289	324	368
财务费用	14	23	-61	-80	-112	-119	流动负债	938	1,809	2,349	2,525	2,692	2,917
%销售收入	-0.2%	-0.4%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-23	-34	-44	-22	0	-1	其他长期负债	733	651	696	952	934	926
公允价值变动收益	-7	-23	0	8	4	3	负债	1,670	2,460	3,045	3,477	3,626	3,843
投资收益	14	35	74	25	10	10	普通股股东权益	1,807	3,121	3,227	3,406	3,604	3,800
%税前利润	4.5%	7.1%	18.2%	5.3%	1.8%	1.5%	其中：股本	361	402	402	402	402	402
营业利润	311	492	404	474	569	666	未分配利润	725	1,106	1,172	1,350	1,548	1,744
营业利润率	5.7%	8.1%	5.0%	5.2%	5.4%	5.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-4	0	0	0	0	负债股东权益合计	3,478	5,581	6,272	6,883	7,230	7,643
税前利润	309	488	404	474	569	666							
利润率	5.7%	8.0%	5.0%	5.2%	5.4%	5.4%							
所得税	-59	-75	-71	-74	-89	-105							
所得税率	19.0%	15.3%	17.5%	15.7%	15.7%	15.7%							
净利润	250	413	334	399	480	561							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	250	413	334	399	480	561							
净利率	4.6%	6.8%	4.1%	4.4%	4.5%	4.6%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	250	413	334	399	480	561	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.692	1.028	0.831	0.992	1.192	1.395
非现金支出	168	185	235	81	67	69	每股净资产	5.001	7.773	8.038	8.463	8.957	9.443
非经营收益	18	-7	-51	125	144	150	每股经营现金净流	2.734	3.734	5.671	1.075	1.782	1.662
营运资金变动	552	908	1,759	-174	25	-113	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.550	0.700	0.910
经营活动现金净流	988	1,499	2,277	432	716	667							
资本开支	-11	-10	-46	46	31	-103	<b>回报率</b>						
投资	-269	-1,605	-259	-48	-96	-47	净资产收益率	13.84%	13.23%	10.34%	11.72%	13.30%	14.77%
其他	28	-6	61	25	10	10	总资产收益率	7.19%	7.40%	5.32%	5.80%	6.63%	7.34%
投资活动现金净流	-252	-1,621	-244	23	-55	-140	投入资本收益率	10.78%	9.85%	7.46%	8.89%	10.38%	11.41%
股权投资	0	922	0	0	0	0							
债权融资	-336	-599	-1,514	198	76	107	<b>增长率</b>						
其他	-232	-327	-667	-362	-439	-529	主营业务收入增长率	-8.58%	11.34%	33.74%	11.48%	17.21%	15.24%
筹资活动现金净流	-568	-5	-2,181	-164	-363	-422	EBIT增长率	-30.03%	60.90%	-13.25%	26.43%	23.09%	16.18%
现金净流量	185	-118	-155	291	298	105	净利润增长率	4.29%	65.08%	-19.21%	19.70%	20.09%	17.02%
							总资产增长率	1.52%	60.50%	12.37%	9.74%	5.04%	5.71%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	9.0	10.0	10.6	10.0	10.0	10.0
							存货周转天数	85.2	74.0	75.7	93.0	80.0	73.0
							应付账款周转天数	28.7	29.9	28.2	30.0	28.0	27.0
							固定资产周转天数	2.9	2.6	2.6	2.5	2.3	2.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-32.30%	-4.12%	11.31%	7.50%	2.00%	2.94%
							EBIT利息保障倍数	-22.2	-21.4	6.9	6.7	5.9	6.4
							资产负债率	48.03%	44.08%	48.55%	50.52%	50.15%	50.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	5	19
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-03-31	买入	24.84	30.75~30.75
2	2024-04-19	买入	25.21	N/A
3	2024-04-25	买入	25.99	N/A
4	2024-10-24	买入	19.13	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；

中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806