

Q3 供应链转移短期影响美国市场， 股权激励彰显长期增长信心

核心观点

25Q3 公司营收 20.37 亿元/+1.53%，营收增速环比降速，预估欧洲地区同比双位数增长，系新品和新渠道的持续开拓；美国地区因关税下 Q2 开始进行供应链的转移、国内停止大部分发货产生缺货情况，预估 Q3 营收同比下滑。受关税波动以及汇兑影响，盈利能力短期承压，25Q3 公司归母净利润 0.81 亿元/-23.31%。后续展望：1) 公司正在积极布局东南亚对美出货，预计 25Q4 美国市场逐步恢复；2) 品类端，公司规划拓展高值大件（如床、床垫、柜子等）、并首先在欧洲地区布局；3) 利润端，后续尾程费用占比下降、供应链降本增效有望带动利润率的逐步恢复。除此之外，公司发布新一轮股权激励草案，彰显后续增长信心。

事件

公司发布 2025 年三季报：25Q1-Q3 公司实现营收 60.82 亿元/+6.18%，归母净利润 2.72 亿元/-2.09%，扣非归母净利润 2.87 亿元/+11.00%，基本 EPS 为 0.68 元/-1.45%，ROE(加权)为 8.17%/-0.58pct。

简评

25Q3 欧洲保持稳健增长，美国市场受供应链转移有所承压。25Q3 公司实现营收 20.37 亿元/+1.53%，营收增速环比降速，预估欧洲地区同比双位数增长、维持 25H1 的增长势头，主要得益于新品和新渠道的持续开拓中；美国地区因 Q2 开始进行供应链的转移、国内停止大部分发货产生缺货情况，预估 Q3 营收同比下滑。

受关税波动以及汇兑影响，盈利能力短期承压。25Q3 公司归母净利润 0.81 亿元/-23.31%，扣非归母净利润 0.63 亿元/-36.00%。25Q1-3 公司毛利率为 35.01%/-0.09pct，25Q3 公司毛利率为 35.17%/-0.27pct，其中关税增加，但海运费下降叠加公司完善供应链和仓储物流体系带来尾程费用下降有一定对冲。费用端，25Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 25.03%/+0.36pct、4.25%/+0.61pct、0.81%/-0.13pct、-0.93%/-1.45pct；25Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 25.00%/+0.32pct、4.14%/+0.37pct、0.82%/-0.11pct、0.91%/+0.93pct。财务费用增加主要系美元贬值导致的汇兑损失增加。25Q1-3 净利率为 4.47%/-0.38pct、25Q3 净利率为 3.99%/-1.29pct。

致欧科技(301376.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 11 月 05 日

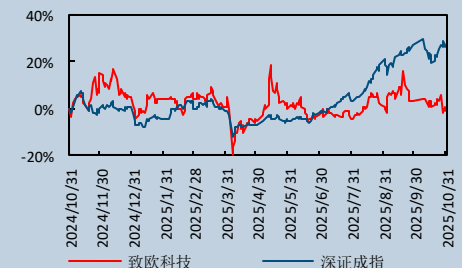
当前股价：18.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.49/-4.88	3.18/-6.20	0.27/-20.81
12 月最高/最低价(元)		22.40/15.17
总股本(万股)		40,246.90
流通 A 股(万股)		19,364.29
总市值(亿元)		75.70
流通市值(亿元)		36.42
近 3 月日均成交量(万)		402.23
主要股东		
宋川		50.02%

股价表现



相关研究报告

25.08.29	【中信建投轻工纺织及服务】致欧科技(301376):受关税扰动 25Q2 美国市场承压，供应链优化+汇兑收益助力盈利上行
25.05.08	【中信建投轻工纺织及服务】致欧科技(301376):25Q1 收入稳步增长，积极布局海外产能

公司发布新一轮股权激励草案，彰显后续增长信心。公司于 25 年 9 月发布新一轮股权激励草案，拟以每股 11.86 元，授予包括董事、高级管理人员、核心技术及业务人员（包括外籍员工）不超过 171 人，对应 25-27 年考核目标为：①营收端：以 24 年为基数，目标值为 2025、2026、2027 年营业收入同比+17%、+25%、+15%，触发值为 2025、2026、2027 年营业收入同比+11%、+25%、+15%。②利润端（剔除股份支付费用影响后）：不考核 2025 年利润，目标值为 26-27 年 4.4、5.1 亿元，触发值为 26-27 年 4.2、4.8 亿元，三年解锁比例为 30%、40%、30%，预计 2025-2028 年对应摊销费用为 720、1851、684、137 万元。

后续展望：东南亚供应链逐步落地后 25Q4 美国业务逐步恢复，中长期新品类+供应链优化+新渠道开拓贡献长期增长动力。1) 公司正在积极布局东南亚对美出货，预计年底可覆盖大部分对美业务需求，25Q4 起北美销售增速有望逐步恢复；2) 品类端，公司目前主要集中在部分家居、家具品类，品类拓展空间大，后续公司规划拓展高值大件（如床、床垫、柜子等）、并首先在欧洲地区布局；3) 供应链端，公司在欧洲尾程配送环节已形成显著价格优势，并在此基础上推动仓储布局升级；美线业务同步加速追赶，通过多区域舱运网络优化及尾程账号组合升级，实现整体配送效率与成本结构的双优化。后续尾程费用占比下降、供应链降本增效有望带动利润率的逐步恢复。

投资建议：基于公司美国业务受到关税扰动，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 90.3、113.0、135.9 亿元（前值 93.3、110.8、133.9 亿元），同比+11.1%、+25.2%、+20.3%；归母净利润分别为 3.6、4.7、5.7 亿元（前值 3.7、4.8、6.1 亿元），同比+8.8%、+29.0%、+22.2%，对应 PE 为 21x、16x、13x，维持“买入”评级。

风险提示：第三方电商平台经营风险：公司主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等海外线上 B2C 平台销售产品，线上 B2C 平台是公司的主要销售渠道。但如果该等电商平台的业务模式、经营策略或经营稳定性发生重大变化，则可能对公司的经营业绩产生不利影响。

海外需求疲软、存货管理风险：当前欧美仍处于通胀较高状态，如果未来公司产品的市场环境发生重大不利变化、市场竞争加剧或公司不能优化库存管理、合理控制存货规模，可能导致产品滞销、存货积压，则公司可能需对该等存货计提大额跌价准备或予以报损，从而对公司的财务状况和经营成果产生不利影响。

税收政策变化的风险：公司的德国、美国和日本子公司主要通过境外电商平台向消费者销售产品，收入主要来源于欧洲、北美和日本等国家或地区。公司整体业务环节所涉及国家或地区较多，境外各个国家或地区流转税、关税、所得税及其他税费相关法规较为复杂，未来如果主要收入来源国家或地区的税收政策发生重大变化，而公司未能正确理解并及时根据税收政策的变化进行调整，可能对公司经营造成不利影响。

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,157	3,603	3,608	4,416	5,231
现金	726	687	451	565	680
应收票据及应收账款合计	190	283	278	348	419
其他应收款	366	308	354	443	533
预付账款	19	40	34	42	51
存货	879	1,324	1,379	1,723	2,071
其他流动资产	976	962	1,113	1,294	1,478
非流动资产	2,424	2,669	2,613	2,542	2,461
长期投资	-	-	-	-	-
固定资产	763	845	797	734	654
无形资产	10	12	10	8	6
其他非流动资产	1,652	1,811	1,806	1,800	1,800
资产总计	5,581	6,272	6,221	6,958	7,692
流动负债	1,809	2,349	2,258	2,894	3,462
短期借款	912	1,284	1,080	1,423	1,695
应付票据及应付账款合计	391	497	562	703	845
其他流动负债	506	568	615	768	922
非流动负债	651	696	519	339	161
长期借款	650	686	509	328	151
其他非流动负债	1	10	10	10	10
负债合计	2,460	3,045	2,776	3,232	3,623
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	402	402	402	402	402
资本公积	1,504	1,521	1,521	1,521	1,521
留存收益	1,216	1,305	1,523	1,804	2,147
归属母公司股东权益	3,121	3,227	3,445	3,726	4,069
负债和股东权益	5,581	6,272	6,221	6,958	7,692

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,499	2,294	371	203	303
净利润	413	334	363	468	572
折旧摊销	151	191	155	171	182
财务费用	-23	61	50	46	48
投资损失	-35	-74	-85	-100	-115
营运资金变动	908	1,759	-128	-401	-405
其他经营现金流	84	22	16	18	21
投资活动现金流	-1,621	-244	-31	-18	-6
资本支出	10	37	100	100	100
长期投资	-1,605	-259	-	-	-
其他投资现金流	-25	-22	-131	-118	-106
筹资活动现金流	-5	-2,181	-576	-71	-182
短期借款	571	372	-204	343	272
长期借款	-83	36	-177	-180	-178
其他筹资现金流	-493	-2,589	-195	-233	-276
现金净增加额	-118	-138	-236	114	115

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,074	8,124	9,028	11,299	13,594
营业成本	3,868	5,309	5,920	7,401	8,894
营业税金及附加	6	10	11	14	17
销售费用	1,410	2,007	2,257	2,825	3,398
管理费用	244	300	334	418	503
研发费用	60	77	77	96	116
财务费用	-23	61	50	46	48
资产减值损失	-19	-41	-27	-34	-41
信用减值损失	-15	-3	-3	-4	-5
其他收益	5	6	8	8	8
公允价值变动收益	-23	-0	-	-	-
投资净收益	35	74	85	100	115
资产处置收益	-0	8	-	-	-
营业利润	492	404	442	569	695
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	5	2	3	3	3
利润总额	488	404	440	567	693
所得税	75	71	77	99	121
净利润	413	334	363	468	572
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	413	334	363	468	572
EBITDA	616	656	645	784	922
EPS (元)	1.03	0.83	0.90	1.16	1.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.34	33.74	11.13	25.16	20.30
营业利润(%)	58.26	-17.91	9.41	28.81	22.07
归属于母公司净利润(%)	65.08	-19.21	8.83	28.95	22.16
获利能力					
毛利率(%)	36.32	34.65	34.43	34.50	34.57
净利率(%)	6.80	4.11	4.02	4.14	4.21
ROE(%)	13.23	10.34	10.54	12.56	14.05
ROIC(%)	23.48	16.68	13.94	16.78	17.66
偿债能力					
资产负债率(%)	44.08	48.55	44.63	46.45	47.10
净负债比率(%)	26.78	39.75	33.02	31.84	28.66
流动比率	1.75	1.53	1.60	1.53	1.51
速动比率	0.96	0.71	0.65	0.60	0.58
营运能力					
总资产周转率	1.09	1.30	1.45	1.62	1.77
应收账款周转率	31.89	28.74	32.47	32.47	32.47
应付账款周转率	9.88	12.37	12.15	12.15	12.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.83	0.90	1.16	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	3.72	5.70	0.92	0.50	0.75
每股净资产(最新摊薄)	7.75	8.02	8.56	9.26	10.11
估值比率					
P/E	18.43	22.82	20.96	16.26	13.31
P/B	2.44	2.36	2.21	2.04	1.87
EV/EBITDA	14.21	11.22	11.16	9.38	8.08

数据来源: wind, 中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021 年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk