

致欧科技 (301376.SZ)

品牌领先，数字化全链赋能，跨境家居龙头成长可期

深耕跨境电商，品牌成功出海。公司深耕亚马逊等知名电商平台，产品远销全球 60+ 国家及地区，旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，多个主要国家亚马逊站点家具家居类目排名居前。2018-2022 年公司收入/利润 CAGR 为 36.0%/57.5%，2023Q4 预计收入同比+40.9%~46.9%，利润同比+44.2%~69.6%。受益于产品及供应链优化(解决 H1 缺货)、旺季加大促销力度(黑五网一同比+78%)，公司收入逐季修复，盈利能力显著改善。家居作为中大件，面临产品销售周转慢、运输周期长、运输成本高等难题，公司通过全链条布局，前端精准洞察消费需求，高效品牌营销、多元平台布局，一站式关联消费打开成长空间；中后端数字化全链赋能，持续加码采购&仓储全球化布局，成本优势显著；整体盈利能力及营运周转效率甚至优于行业标杆安克创新，实属难能可贵。

行业：海外电商崛起，中国企业稳抓出海机遇。2014-2021 年全球电商销售额从 1.16 万亿美元增长至 5.08 万亿美元（2014-2021 年 CAGR 为 23.5%），预计 2026 年市场规模将达 7.6 万亿美元（2022-2026 年 CAGR 为 8.8%）。中国企业稳抓机遇，积极布局跨境电商，2017-2022 年我国跨境出口电商规模从 2.2 万亿元增至 6.6 万亿元（CAGR 为 25.1%），2025 年有望达 10.4 万亿元（2022-2025 年 CAGR 为 16.4%）。从平台格局来看，亚马逊目前仍为大卖核心布局平台，但伴随海外流量成本提升，电商平台呈现去中心化，TIKTOK、TEMU 等新平台入局有望重塑竞争格局。家居产品重体验、且对于仓储、运输等要求较高，目前海外线下为主要渠道（2020 年全球家居用品线上渗透率为 17.7%），未来受益于消费人群代际变化、信息化发展及跨境基础设施持续完善，家居线上渗透率有望持续提升。

数字化全链路赋能，产、销、供共筑核心壁垒。1) 供应链端：公司充分借助国内家具产业供应链优势，持续升级数字化系统，产品转化率、订单处理速度、库存效率等核心指标显著改善。此外，公司持续加码海外仓储布局，成本优势有望进一步凸显（自营海外仓发货较平台仓成本节约 9pct）。2) 产品端：公司开发出多个以产品为核心的多维度数据管理系统，快速洞察终端产品需求，且持续加强研发能力，2022 年自主研发新品占总 SPU 比例达 16.0%。3) 销售端：公司深度融合海外本土文化，精准营销，广告费率常年维持 3% 以下，但费用投放效率优异（2022 年春季营销活动 ROI 近 20 倍）；此外，公司产品统一视觉传达，可识别性高，各品牌可互相引流，成功打造一站式购物平台促进关联消费。

投资评级：预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.1、5.0、6.2 亿元，对应 PE 分别为 22.1X、18.1X、14.7X，选取安可创新、华凯易佰、赛维时代作为可比公司，2024 年行业平均估值为 16.3X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外宏观经济不及预期、国际贸易摩擦的风险、成本异常波动风险、行业竞争加剧风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,056	7,492	9,181
增长率 yoy (%)	50.3	-8.6	11.0	23.7	22.6
归母净利润(百万元)	240	250	410	501	619
增长率 yoy (%)	-36.9	4.3	64.0	22.2	23.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.60	0.62	1.02	1.25	1.54
净资产收益率(%)	15.6	13.8	18.5	18.4	18.5
P/E(倍)	37.8	36.3	22.1	18.1	14.7
P/B(倍)	5.9	5.0	4.1	3.3	2.7

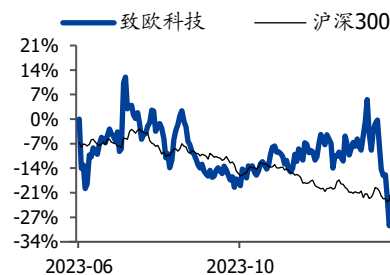
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 2 月 19 日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	家居用品
前次评级	
2月19日收盘价(元)	22.59
总市值(百万元)	9,069.89
总股本(百万股)	401.50
其中自由流通股(%)	8.88
30日日均成交量(百万股)	5.10

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2099	2203	2667	3207	3969
现金	513	1039	977	1443	1614
应收票据及应收账款	125	143	155	214	238
其他应收款	113	106	137	164	205
预付账款	90	17	102	45	135
存货	1052	689	1089	1132	1568
其他流动资产	206	208	208	208	208
非流动资产	1326	1275	1274	1280	1287
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	39	44	43	47	51
无形资产	7	9	10	12	14
其他非流动资产	1280	1222	1221	1222	1222
资产总计	3426	3478	3942	4487	5255
流动负债	1065	938	951	995	1145
短期借款	380	341	341	341	341
应付票据及应付账款	345	242	358	391	519
其他流动负债	340	355	253	264	285
非流动负债	821	733	733	733	733
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	821	733	733	733	733
负债合计	1886	1670	1684	1728	1878
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	361	361	402	402	402
资本公积	652	652	652	652	652
留存收益	535	785	1195	1696	2315
归属母公司股东权益	1540	1807	2257	2759	3377
负债和股东权益	3426	3478	3942	4487	5255

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	265	988	30	470	215
净利润	240	250	410	501	619
折旧摊销	6	9	6	6	7
财务费用	94	-14	-14	7	48
投资损失	-19	-14	-20	-15	-17
营运资金变动	-136	552	-392	-29	-441
其他经营现金流	81	204	40	0	0
投资活动现金流	-147	-252	-26	3	4
资本支出	35	13	0	6	7
长期投资	-133	-269	0	0	0
其他投资现金流	-245	-507	-26	9	10
筹资活动现金流	187	-568	-67	-7	-48
短期借款	348	-39	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-162	-529	-107	-7	-48
现金净增加额	289	185	-62	467	171

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5967	5455	6056	7492	9181
营业成本	4020	3729	3808	4757	5784
营业税金及附加	1	4	7	9	11
营业费用	1313	1201	1411	1716	2103
管理费用	177	174	236	307	376
研发费用	25	45	79	90	110
财务费用	94	-14	-14	7	48
资产减值损失	-87	-23	14	15	18
其他收益	5	12	0	0	0
公允价值变动收益	24	-7	-40	0	0
投资净收益	19	14	20	15	17
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	301	311	496	606	747
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	299	309	494	604	745
所得税	59	59	84	103	127
净利润	240	250	410	501	619
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	240	250	410	501	619
EBITDA	313	307	490	594	727
EPS (元)	0.60	0.62	1.02	1.25	1.54

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	50.3	-8.6	11.0	23.7	22.6
营业利润(%)	-35.8	3.4	59.4	22.2	23.3
归属于母公司净利润(%)	-36.9	4.3	64.0	22.2	23.4
获利能力					
毛利率(%)	32.6	31.6	37.1	36.5	37.0
净利率(%)	4.0	4.6	6.8	6.7	6.7
ROE(%)	15.6	13.8	18.5	18.4	18.5
ROIC(%)	8.7	8.0	12.2	12.9	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.0	48.0	42.7	38.5	35.7
净负债比率(%)	50.9	8.6	4.4	-13.6	-16.2
流动比率	2.0	2.3	2.8	3.2	3.5
速动比率	0.7	1.4	1.3	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	2.3	1.6	1.6	1.8	1.9
应收账款周转率	49.9	40.7	40.7	40.7	40.7
应付账款周转率	15.3	12.7	12.7	12.7	12.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.62	1.02	1.25	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.46	0.07	1.17	0.54
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.50	5.52	6.77	8.31
估值比率					
P/E	37.8	36.3	22.1	18.1	14.7
P/B	5.9	5.0	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	31.5	30.0	18.7	14.6	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年2月19日收盘价

内容目录

1. 跨境电商家居龙头，打造线上一站式家居平台	6
1.1 立足品牌、聚焦产品，打造线上一站式家居平台	6
1.2 欧美为主要市场，销售平台多元布局	8
1.3 财务分析：盈利能力稳健，现金流改善	10
1.4 股权结构集中，员工激励充分	12
2. 行业：空间广阔，品牌崛起	14
2.1 全球电商渗透率稳步提升，美国为海外第一大市场	14
2.2 中国企业稳抓时代机遇，积极布局跨境电商	15
2.2.1 分地区来看：美国迎平台机遇、欧洲格局分散	16
2.2.2 家居：重要细分赛道，大卖竞争优势明确	20
2.2.3 分运营模式来看：多种模式齐头并进，产业趋势逐步深化	22
3. 数字化全链路赋能，产、销、供共筑核心壁垒	27
3.1 供应端：国内采购、全球仓储，成本优势凸显	27
3.2 产品端：大数据分析&蘑菇式模型加速产品迭代，研发创新促长期发展	29
3.3 销售端：精准洞察需求，高效品牌营销、一站式关联消费	31
4. 盈利预测&投资评级	34
4.1 盈利预测	34
4.2 投资评级	36
风险提示	37

图表目录

图表 1: 财务数据一览	6
图表 2: 产品矩阵	7
图表 3: 分品类收入拆分	7
图表 4: 分品类毛利率拆分	7
图表 5: 致欧科技发展历程	8
图表 6: 分地区收入占比	9
图表 7: B2B/B2C 占比	9
图表 8: B2C 中各细分平台占比	9
图表 9: B2B 中各细分平台占比	10
图表 10: 亚马逊在 B2C/B2B 模式下占比变化	10
图表 11: 同行公司 2020-2022 毛利率对比	10
图表 12: 同行公司 2020-2022 销售费用率对比	10
图表 13: 同行公司 2020-2022 管理费用率对比	11
图表 14: 同行公司 2020-2022 研发费用率对比	11
图表 15: 净经营现金流梳理 (亿元)	11
图表 16: 同行 2020-2022 年存货周转率	12
图表 17: 同行 2020-2022 年应收账款周转率	12
图表 18: 股权结构	12
图表 19: 致欧 2024 年股票激励计划业绩考核指标	13
图表 20: 部分高管、董事会成员、核心人员简介	13
图表 21: 全球零售市场&电商市场规模、增速、渗透率 (万亿美元, %)	14
图表 22: 美国电商市场规模、增速、渗透率 (万亿美元, %)	14

图表 23: 2023 年全球分国家电商市场规模预测 (十亿美元、%)	15
图表 24: 前五大电商市场份额	15
图表 25: 欧洲电商市场规模及电商渗透率 (十亿美元、%)	15
图表 26: 2021 年欧洲各国电商收入规模及占 GDP 比重 (十亿欧元、%)	15
图表 27: 亚马逊品牌备案计划核心优势	16
图表 28: 我国跨境电商发展历程	16
图表 29: 2020 年全球消费者跨境电商购物首选平台	17
图表 30: 2023 年美国电商平台市占率	17
图表 31: 亚马逊 22 年 12 月、23 年 2 月各站点流量下滑 (除巴西站)	17
图表 32: 2018-2023 年亚马逊会员数量及渗透率	17
图表 33: 2021 年 Amazon 卖家运营成本变化	17
图表 34: 2021 年各平台广告点击成本 (美元/点击)	17
图表 35: Temu 北美地区月活及环比增速 (百万)	18
图表 36: 2019-2024E 各电商平台全球 GMV (亿美元)	18
图表 37: 同款 SPU 在不同平台价格对比 (美元)	18
图表 38: 不同平台特点对比	19
图表 39: 欧洲电商平台 2023 年 8 月访问量 (百万人次)	19
图表 40: 欧洲跨境电商合规政策	19
图表 41: 2022 年我国跨境出口电商分地区占比	20
图表 42: 各地区 2023 年电商规模预计增速	20
图表 43: 2022 年中国跨境 B2C 电商品类分类	20
图表 44: 2022 年中国跨境 B2B 电商品类分类	20
图表 45: 欧洲家居品类电商渗透率 (亿美元)	21
图表 46: 美国家居品类电商渗透率 (亿美元)	21
图表 47: IKEA PLACE 演示图	21
图表 48: 全球家居线上消费占比	21
图表 49: 2022 年亚马逊美国站分品类金额、占比、增速 (百万美元)	22
图表 50: 中国跨境出口 B2C 电商市场各品类占比变化	22
图表 51: 跨境电商产业图谱	22
图表 52: 跨境电商 B2C、B2B 占比	22
图表 53: 第三方与独立站模式对比	23
图表 54: 自运营 vs 全托管模式 (红色代表环节由卖家负责)	23
图表 55: 致欧科技 B2C&B2B 毛利率对比	24
图表 56: 主营成本拆分 (全业务)	24
图表 57: 海外仓运营模式 (红色代表环节由海外仓负责)	24
图表 58: 不同海外仓方式对比	25
图表 59: 亚马逊美国 2024 年尺寸分段	25
图表 60: 亚马逊美国 2024 年配送费收费标准更新	25
图表 61: 亚马逊 FBA 2024 年佣金&仓储&物流政策变化	26
图表 62: 亚马逊美国站 FBA 历年配送费梳理	26
图表 63: 公司全流程数字化管理示意图	27
图表 64: 存货及存货周转天数 (百万元)	27
图表 65: 存货组成 (亿元)	27
图表 66: 主营成本拆分	28
图表 67: 海外仓布局	29
图表 68: B2C 模式下自发货 (海外仓&三方仓) 与代发 (平台仓) 运输费用率对比	29
图表 69: B2C 模式下自发货 (海外仓&三方仓) 与代发 (平台仓) 收入占比	29

图表 70: VASAGLE 研发思路.....	30
图表 71: 不同公司研发费用率对比.....	30
图表 72: 致欧科技研发费用及增速 (百万元)	30
图表 73: 部分产品创新后效果.....	31
图表 74: CRM 系统部分分析示意图.....	32
图表 75: 同行公司广告费用占总收入比例.....	33
图表 76: 主要国家亚马逊站点排名.....	33
图表 77: 公司不同产品在亚马逊 Best Seller 榜单中情况.....	33
图表 78: 收入拆分.....	35
图表 79: 盈利预测.....	36
图表 80: 同行估值对比 (元).....	36

1. 跨境电商家居龙头，打造线上一站式家居平台

1.1 立足品牌、聚焦产品，打造线上一站式家居平台

深耕跨境电商，品牌成功出海。公司为全球知名互联网家居品牌商，通过亚马逊、ManoMano、Cdiscount、eBay等知名电商平台，产品远销欧洲、北美、日本等60+国家及地区。旗下拥有SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA三大自有品牌，在法国（第一）、德国（第一）、西班牙（第二）、意大利（第一）、英国（第二）和美国（第三）等亚马逊站点（家具家居类）中排名居前。2018-2022年公司收入/利润CAGR为36.0%/57.5%，2023Q1-Q3收入/利润同比分别+0.4%/+67.1%，Q4预计收入同比+40.9%-46.9%，利润同比+44.2%-69.6%。受益于产品及供应链优化（解决H1缺货）、旺季加大促销力度（黑五网一同比+78%），公司收入逐季修复；盈利能力显著改善（按中值算Q4同比+0.5pct），主要系规模效应显现、海运等外部干扰趋弱。

图表1：财务数据一览

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1-Q3
营业总收入	1594.68	2325.57	3970.99	5967.38	5455.39	4136.03
YOY	-	45.83%	70.75%	50.27%	-8.58%	0.42%
归母净利润	40.64	107.99	380.25	239.82	250.11	286.44
YOY	-	165.74%	252.10%	-36.93%	4.29%	67.14%
扣非归母净利润	79.24	163.90	458.69	207.49	251.34	312.91
YOY	-	106.84%	179.86%	-54.77%	21.14%	-
毛利率	56.47%	55.80%	37.92%	32.64%	31.65%	36.86%
期间费用率	52.41%	48.26%	25.51%	26.95%	25.78%	27.72%
销售费用率	46.11%	42.98%	20.72%	22.00%	22.02%	22.90%
研发费用率	0.26%	0.45%	0.32%	0.41%	0.83%	1.19%
管理费用率	5.71%	4.60%	4.28%	2.97%	3.19%	3.88%
财务费用率	0.34%	0.23%	0.18%	1.57%	-0.25%	-0.26%
归母净利率	2.55%	4.64%	9.58%	4.02%	4.58%	6.93%
存货周转天数	-	74.88	81.16	85.54	84.03	73.94
较上年同期增减	-	-	6.28	4.39	-1.51	-
应收账款周转天数	-	7.25	8.10	7.22	8.86	9.95
较上年同期增减	-	-	0.85	-0.88	1.64	-
应付账款周转天数	-	25.74	19.30	23.55	28.32	29.27
较上年同期增减	-	-	-6.44	4.25	4.77	-
经营性现金流净额	-32.82	89.00	-207.39	264.92	988.06	1065.23
较上年同期增减	-	121.82	-296.39	472.31	723.14	519.66
筹资性现金流净额	35.04	22.32	427.65	187.34	-568.21	347.57
较上年同期增减	-	-12.71	405.33	-240.31	-755.55	688.32
资本开支	2.39	12.50	15.27	34.75	13.13	9.57
较上年同期增减	-	10.11	2.77	19.48	-21.63	0.34
ROE	18.58%	25.32%	29.13%	15.57%	13.84%	9.57%
YOY(±)	-	6.74%	3.81%	-13.55%	-1.73%	-
资产负债率	47.96%	34.76%	27.27%	55.05%	48.03%	40.99%
YOY(±)	-	-13.19%	-7.49%	27.77%	-7.01%	-

资料来源：Wind，国盛证券研究所

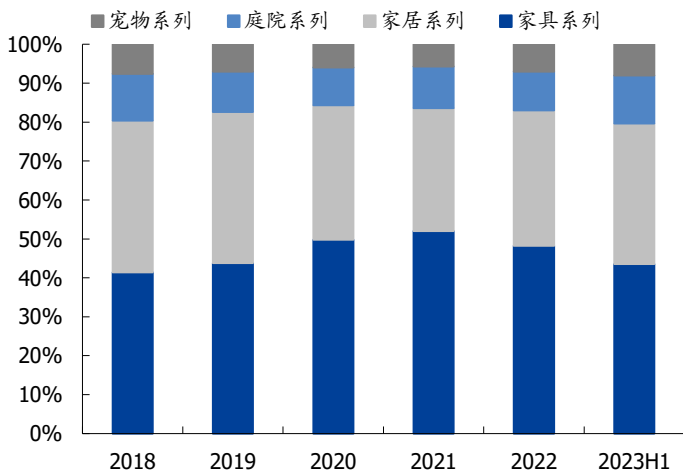
品类横向扩张，设计纵向延伸，打造线上一站式家居消费平台。公司以“全球互联网家居领先品牌”为长期发展战略定位，产品路线图以“家”的全场景全品类规划为边界，致力于打造以高性价比、全家居场景和时尚风格设计为核心特点，对标“宜家”的线上一站式家居品牌，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。通过品类横向扩张，公司产品矩阵已形成家具、家居、庭院、宠物四大系列，2018-2022年收入CAGR分别为41.3%、32.2%、29.8%、33.3%，2023H1占总收入比例分别为42.9%、35.5%、12.2%、7.9%，消费场景涵盖客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外、宠物陪伴。设计方面公司通过颜色、造型、结构、表面处理强化核心主题，风格纵向延伸，融合产品&品牌矩阵，促进消费者关联购买，搭建线上一站式家居消费平台。

图表 2: 产品矩阵

产品系列	细分产品							主要品牌	部分产品图例
	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室		
家具系列	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室	VASAGLE	
	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	SONGMICS	
	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣机、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		
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材	/	/	SONGMICS	
	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆、秋千等	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	/	FEANDREA	
	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	/		

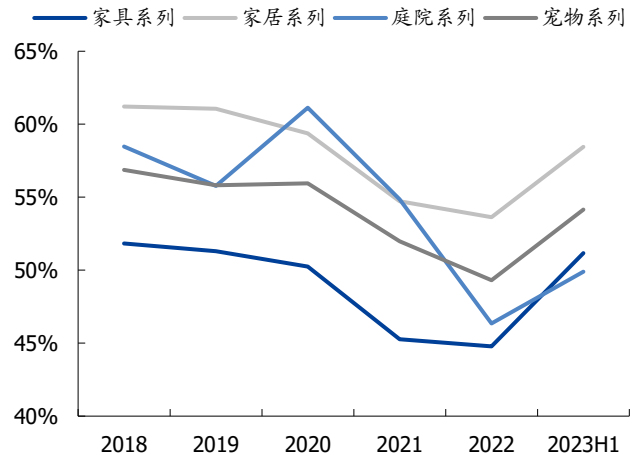
资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

图表 3: 分品类收入拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 分品类毛利率拆分



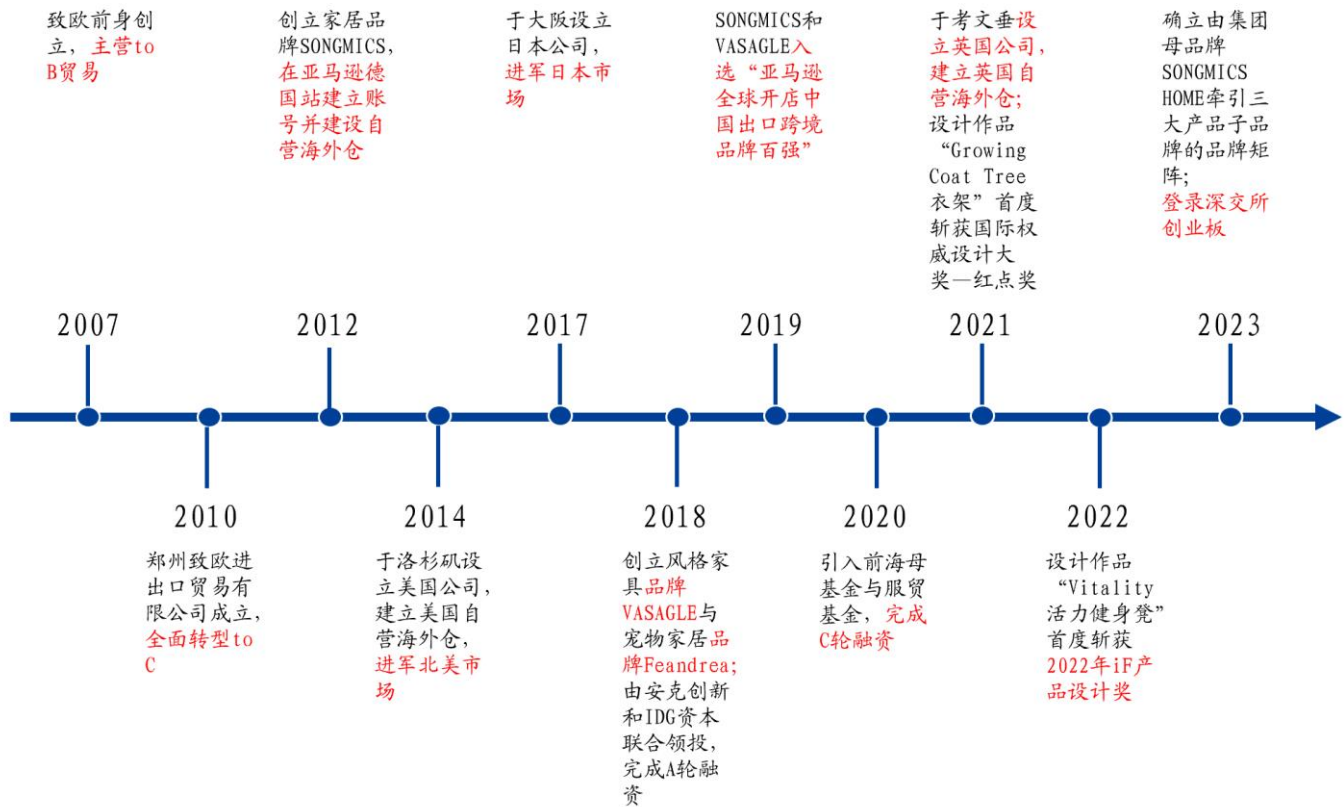
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

B 端贸易转型 C 端品牌, 持续强化全链路布局。公司 2007 年通过 TO B 贸易起家, 2010 年起向 C 端转型。纵观发展历程, 公司聚焦产品, 坚持完善多元化销售平台&地区, 并前瞻性布局海外仓储物流, 逐步成为全球线上家居领先企业。

➤ **立足品牌, 聚焦产品:** 品牌方面, 公司 2012 年创立主要家居品牌 SONGMICS, 2018 年创立风格家具品牌 VASAGLE 以及宠物家居品牌 Feandrea, 2019 年 SONGMICS 及 VASAGLE 成功入选亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强。产品方面, 公司在中国及美国组建产品研发设计团队, 建设设计&质检中心, 产品开发实现从“选品模式”向“自研模式”转型升级, 多款产品荣膺红点、IF 等国际知名设计大奖。

- **完善多元化销售渠道，前瞻性布局海外仓储。**公司早期从 ebay 起家，2012 年入驻亚马逊德国站，2014 年/2017 年分别在洛杉矶/大阪成立分公司进军北美/日本市场，并逐步开拓 ManoMano、Cdiscount 等海外电商平台，进一步扩张欧洲销售版图，先后在英国、法国、意大利、西班牙等地区开设站点，迄今为止业务已覆盖全球 60+ 国家及地区。同时，公司在各站点前瞻性布局海外仓储，目前已拥有 28 万平米全球自营仓储基地。

图表 5: 致欧科技发展历程

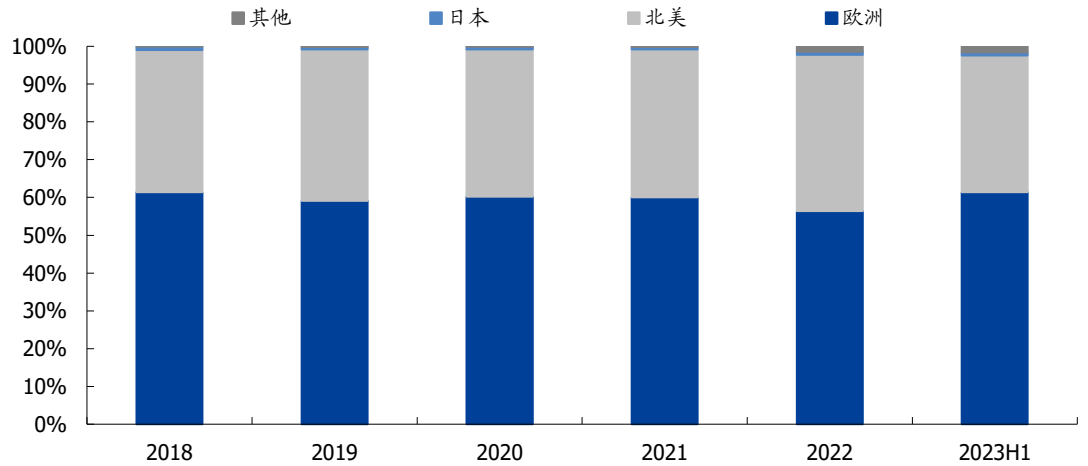


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 欧美为主要市场，销售平台多元布局

欧洲为主要市场，美国占比有望提升。2018-2022 年公司主要销售区域欧洲/美国/日本收入 CAGR 分别为 33.1%/39.1%/31.6%，其中欧洲为主要市场，2018-2023H1 收入占比均约 60%；美国区域受益于公司在渠道（入驻亚马逊、Tiktok、Shein）、仓储（建设美国&墨西哥海外仓）、供应链（全球布局、避免关税）等方面加码投入，未来占比有望提升；日本作为公司新兴市场，由于与欧美消费者审美&偏好具有差异（为实现利益最大化，公司产品开发主要针对欧美市场），预计规模增长较缓。

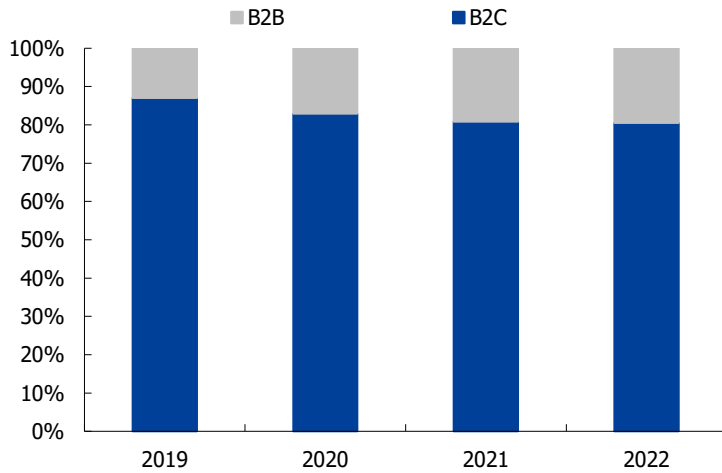
图表6: 分地区收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

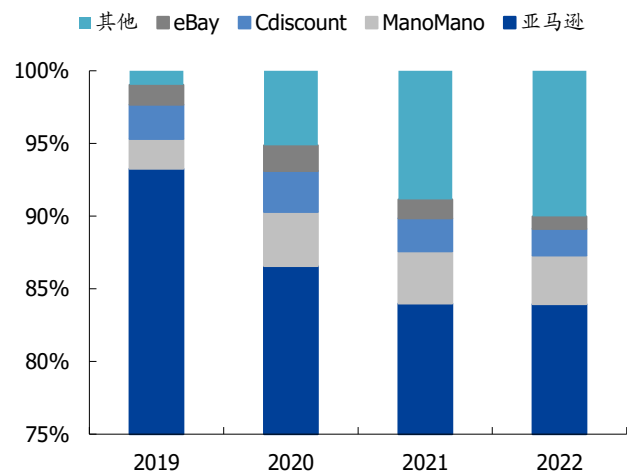
B2B 与 B2C 双轮驱动，销售结构持续优化。2019-2022 年公司 B2C/B2B 收入 CAGR 分别为 28.9%/51.3%，2022 年收入占比分别为 80.5%/19.5%。B2C 模式，公司通过亚马逊、ManoMano 等海外电商平台将产品直接销售给终端消费者。线上 B2B 模式，亚马逊 Vender、Wayfair 等平台直接以买断形式与公司交易，后续由平台方将产品销售至终端消费者；线下 B2B 模式，公司向中小企业、贸易商进行销售。亚马逊为主要销售平台，但由于公司持续开拓 ManoMano、Cdiscount 等线上新平台以及 Target 等线下新渠道，2019-2022 年亚马逊在 B2C/B2B 模式中占比已从 93%/65% 下滑至 84%/53%，平台结构持续丰富。

图表7: B2B/B2C 占比



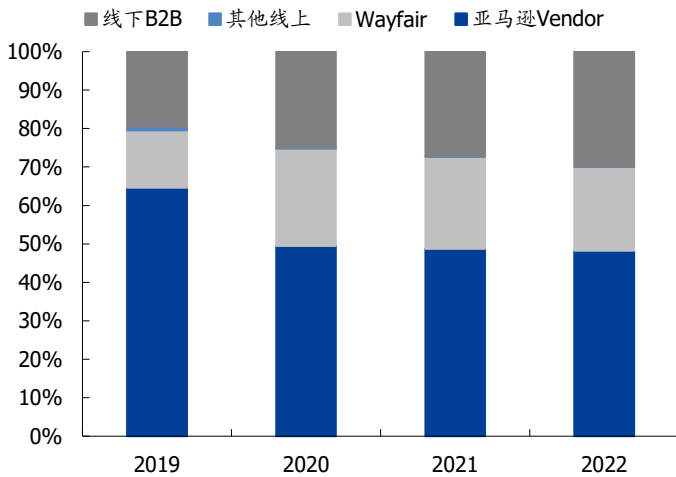
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表8: B2C 中各细分平台占比



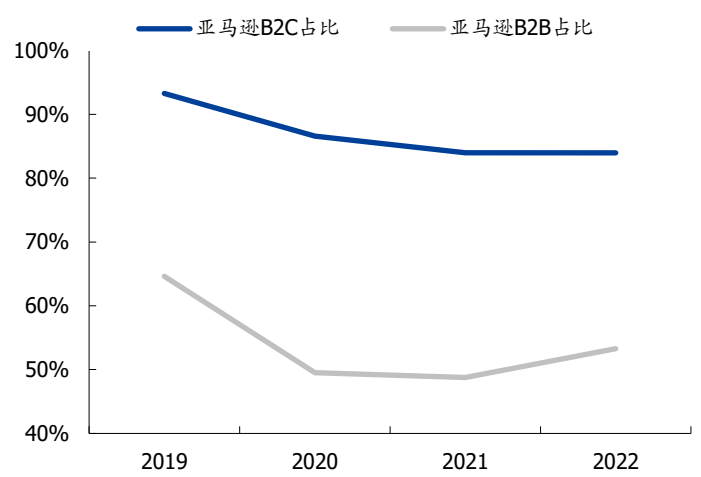
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 9: B2B 中各细分平台占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: 亚马逊在 B2C/B2B 模式下占比变化

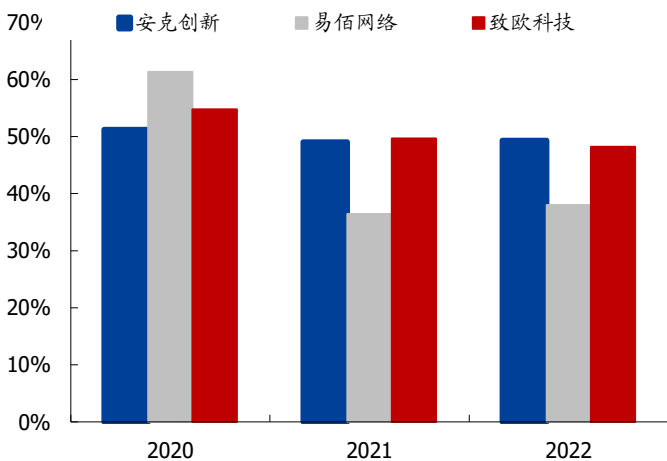


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.3 财务分析: 盈利能力稳健, 现金流改善

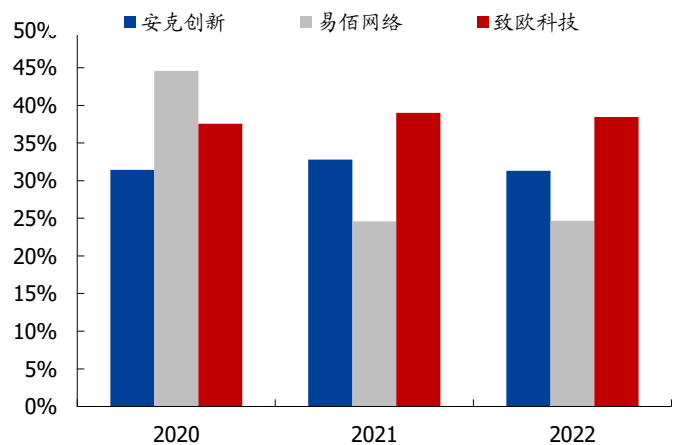
商业模式决定较高毛利, 期间费用率维持稳定。2020-2022 年公司毛利率分别为 54.8%、49.6%、48.3% (均未考虑尾程运费影响), 整体水平较高主要系跨境电商直面终端消费者, 有效缩短产业链条&提升议价能力, 2021/2022 年下滑主要系海运高涨以及竞争加剧, 与同行趋势相符; 期间费用率 (含重分类至营业成本的运输费用) 分别为 42.4%、43.9%、42.2%, 较平稳, 其中销售费用/研发/管理费用与同行相差极大主要系: 1) 家居产品重量重、体积大, 因此仓储&运费较高; 2) 家居行业技术更新&产品迭代频率低于消费电子等行业, 且公司研发主要针对外形&功能调整, 固定资产投入较少; 3) 实施员工股权激励确认股份支付费用, 剔除后与同行无显著差距。

图表 11: 同行业公司 2020-2022 毛利率对比



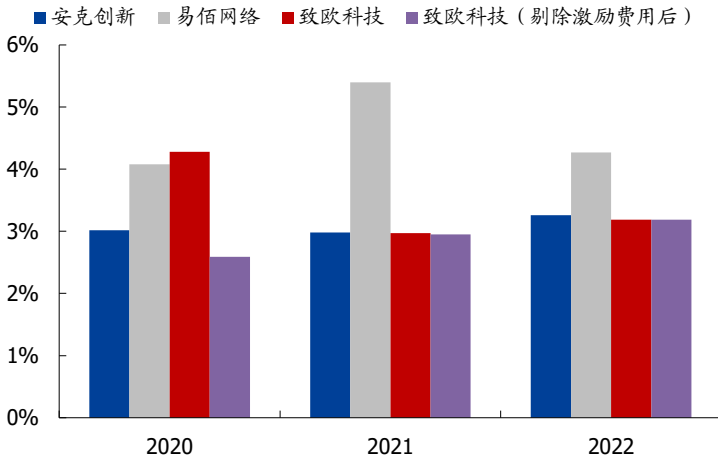
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 (致欧&安克未扣除运输费用影响, 易佰 2021-2022 年毛利率为未扣除尾程运费口径)

图表 12: 同行业公司 2020-2022 销售费用率对比



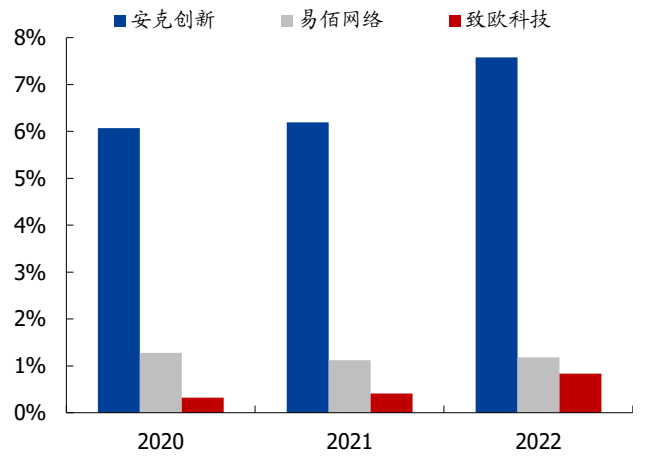
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 (致欧&安克未扣除运输费用影响, 易佰 2021-2022 年为已扣除尾程运费口径)

图表 13: 同行公司 2020-2022 管理费用率对比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 14: 同行公司 2020-2022 研发费用率对比

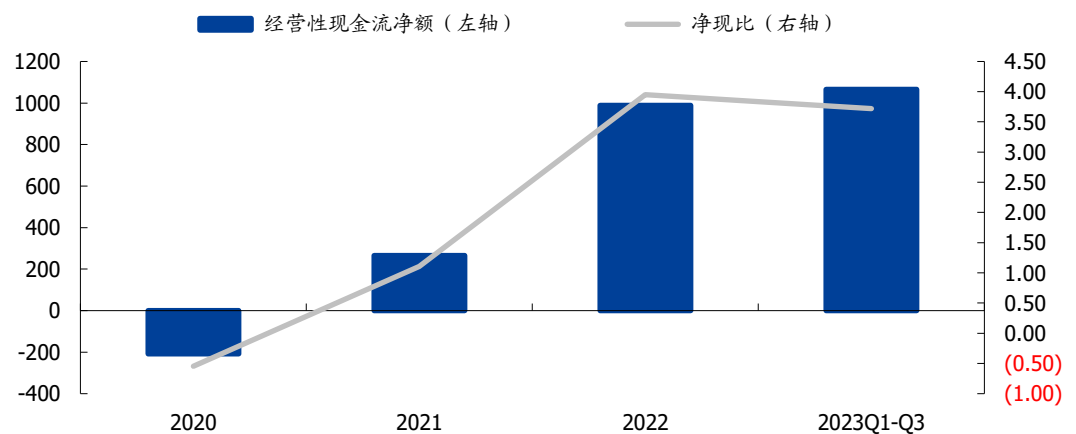


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

现金流表现优异, 营运能力稳健。2020 年面临疫情、海运费提升等原因, 公司加大采购力度导致现金流承压; 伴随下游需求放缓、海运回归常态, 公司改变备货策略、提高存货周转率, 现金流稳步改善, 2023Q1-Q3 净现比已高达 3.72。营运能力方面, 2020-2022 年公司存货周转率分别为 3.17/3.09/3.19, 受益于备货策略改变, 周转效率提升; 应收账款周转率分别为 42.24/47.38/38.62, 下降主要 B2B 业务占比提高 (B2B 存在账期, 不超过 90 天)。

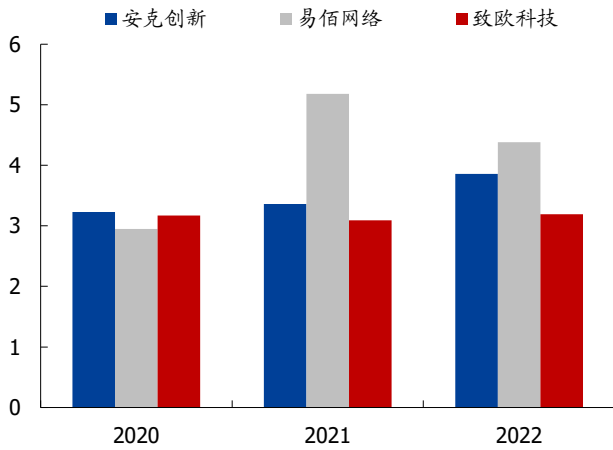
需要注意的是, 家居家具作为中大件, 天然面临产品销售周转慢、运输周期长、运输成本高等难题, 但公司通过全链条布局, 强化产品差异化, 布局海内外仓储物流提高周转效率, 同时提高品牌效应, 整体盈利能力及营运周转效率甚至优于行业标杆安克创新, 实属难能可贵。

图表 15: 净经营现金流梳理 (亿元)



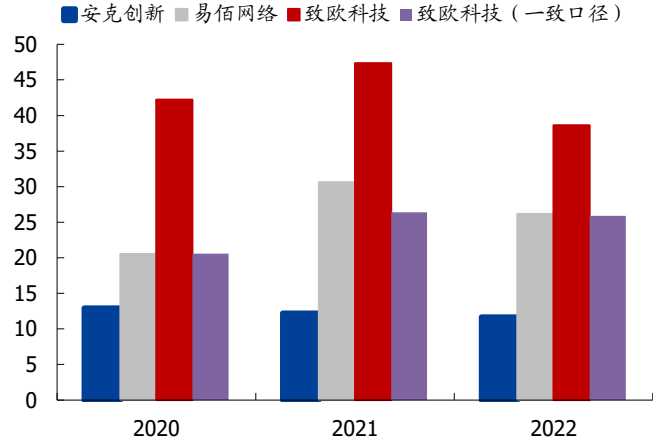
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 同行 2020-2022 年存货周转率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 17: 同行 2020-2022 年应收账款周转率

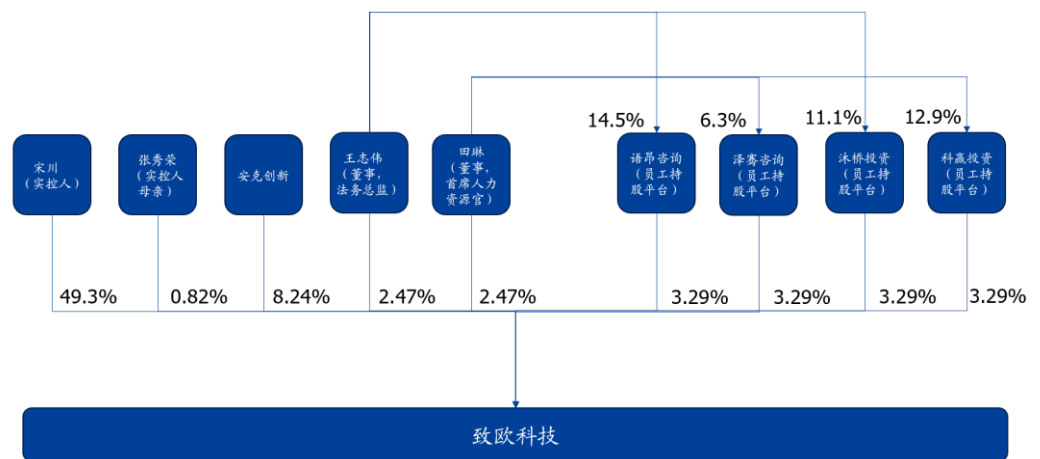


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.4 股权结构集中, 员工激励充分

股权结构集中, 员工激励充分。创始人宋川为实际控制人, 直接持有公司股权 49.3%, 叠加其母、一致行动人张秀荣 0.8%股权, 家族合计持股比例超 50%, 股权结构较为集中。公司已先后实施四次员工持股计划, 并在 2024 年 2 月 8 日发布公告拟通过定向发行实施股票激励计划。公司已与多位业内优秀人才实现深度绑定, 其中产品设计中心总监李昆鸿曾在松下、戴尔、昕诺飞等多个全球知名企业担任设计部门要职, 刘明亮、张国印、秦永吉、程振、王志伟、田琳等均在公司有多年工作经验。此外, 跨境电商龙头企业安克创新早于 2018 年起就已多次向公司注资, 目前已成为第二大股东, 持股比例高达 8.2%。

图表 18: 股权结构



资料来源: Wind, 招股说明书, 国盛证券研究所 (截止 2023 年三季度)

图表 19: 致欧 2024 年股票激励计划业绩考核指标

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标	
		营业收入增长率 (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%
考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)	
各考核年度营业收入增长率 (A)	$A \geq A_m$	$X = 100\%$	
	$A_n \leq A < A_m$	$X = A/A_m$	
	$A < A_n$	$X = 0$	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 部分高管、董事会成员、核心人员简介

姓名	职务	主要经历
宋川	总经理	1977年7月出生, 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(Songmics GmbH目前处于注销清算状态); 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。
刘明亮	副总经理	1986年5月出生, 大专学历。2010年3月至2020年8月, 先后任致欧有限销售经理、运营经理、运营事业部总监; 现任公司董事、副总经理。
张国印	副总经理	1980年7月出生, 本科学历。2006年6月至2007年1月, 任谷崧精密工业股份有限公司业务经理; 2007年3月至2009年2月, 任上海大润发有限公司采购经理; 2009年4月至2011年6月, 任河南华润万家生活超市有限公司采购经理; 2011年7月至2020年8月, 先后任致欧有限采购经理、供应链管理部部长; 现任公司副总经理。
秦永吉	副总经理、董事会秘书	1981年10月出生, 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	1987年5月出生, 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。
程振	总经理助理、采购中心总监	1990年4月出生, 本科学历。2014年1月至2020年8月, 任致欧有限供应链管理部部长; 现任公司总经理助理、采购中心总监。
王志伟	董事、法务中心总监	1976年10月出生, 本科学历。2010年1月至2020年8月, 先后任致欧有限法务总监、董事; 现任公司董事、法务中心总监。
田琳	董事、首席人力资源官	1977年5月出生, 本科学历。2010年1月至2020年8月, 先后任致欧有限财务负责人、人力资源负责人、董事; 现任公司董事、首席人力资源官。
李昆鸿	总经理助理、采购中心总监	1977年11月出生, 硕士学历。2003年1月至2008年3月, 任日本松下电器工业株式会社Panasonic设计公司日本设计中心科长、主事设计师、中国设计代表、上海设计中心副所长; 2008年3月至2016年1月, 任戴尔计算机科技有限公司台湾分公司工业设计高级经理、亚洲CMF负责人; 2016年1月至2019年3月, 任昕诺飞(中国)投资有限公司全球设计中心总监亚太负责人、中国设计中心总经理。2020年6月至2022年2月, 任紫光计算机股份有限公司亚太办事处总经理。2022年3月至今, 任公司产品设计中心总监。
王森帅	董事、法务中心总监	1986年3月出生, 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	董事、首席人力资源官	1987年8月出生, 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。

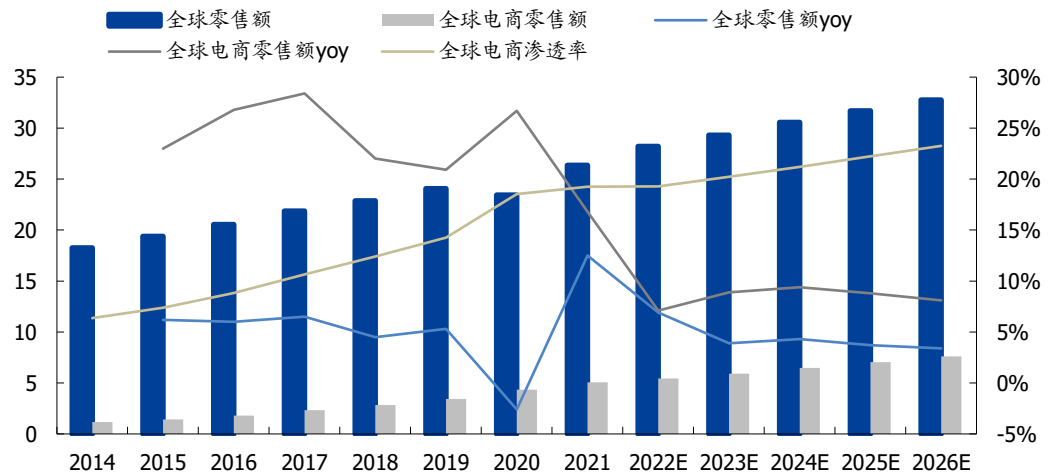
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2. 行业：空间广阔，品牌崛起

2.1 全球电商渗透率稳步提升，美国为海外第一大市场

电商渗透率逐步提升。根据 Emarketer，2014-2021 年全球电商销售额从 1.16 万亿美元增长至 5.08 万亿美元（CAGR 达 23.5%），电商渗透率从 6.4% 增长至 19.3%。依托渗透率提升，电商市场实现稳健增长，2022-2026 年预计市场规模将从 5.4 万亿美元增长至 7.6 万亿美元（CAGR 为 8.8%），渗透率从 19.3% 提升至 23.3%。

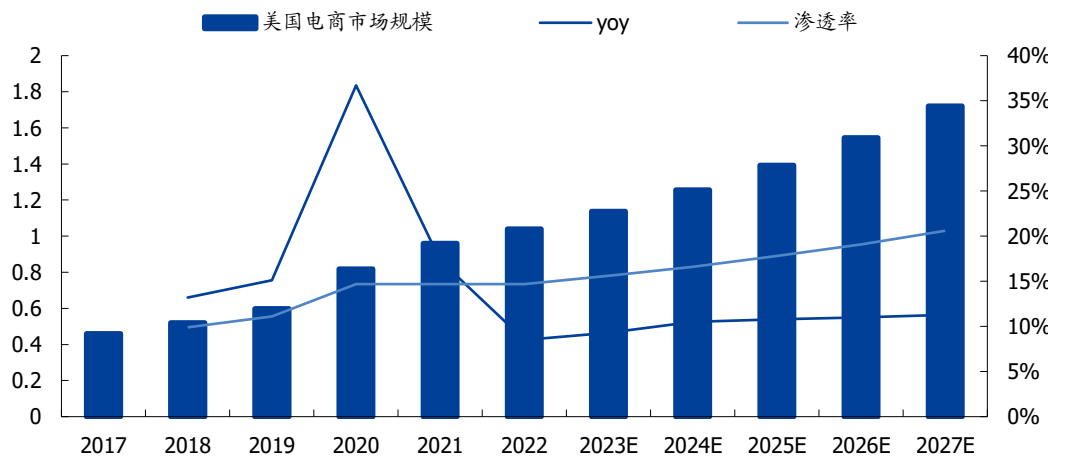
图表 21：全球零售市场&电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）



资料来源：Emarketer，国盛证券研究所

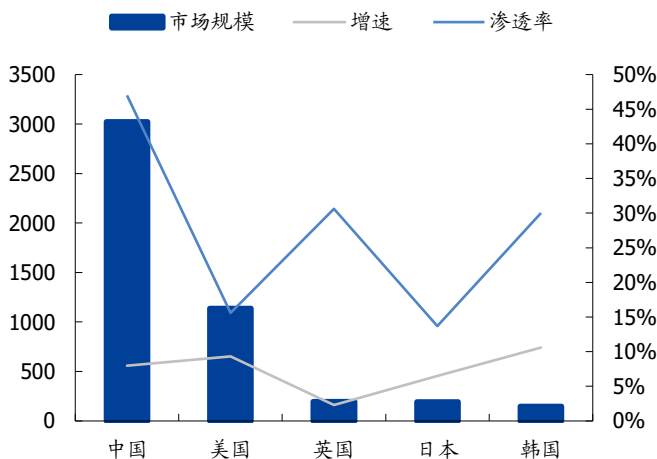
美国为海外第一大市场。2023 年电商前五市场分别为中国/美国/英国/日本/韩国（市占率分别为 51.1%/19.7%/3.3%/3.3%/2.5%）。美国为海外第一大市场，2017-2022 年电商规模从 0.46 万亿美元增长至 1.04 万亿美元（CAGR 为 17.8%），2023 年渗透率预计为 15.6%，相较中国/英国等市场（分别为 47.0%/30.6%）仍有较大提升空间。根据 Emarketer 预测，2027 年美国电商渗透率有望稳步提升至 20.6%，市场规模提升至 1.72 万亿美元（2022-2027 年 CAGR 为 10.6%）。

图表 22：美国电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）



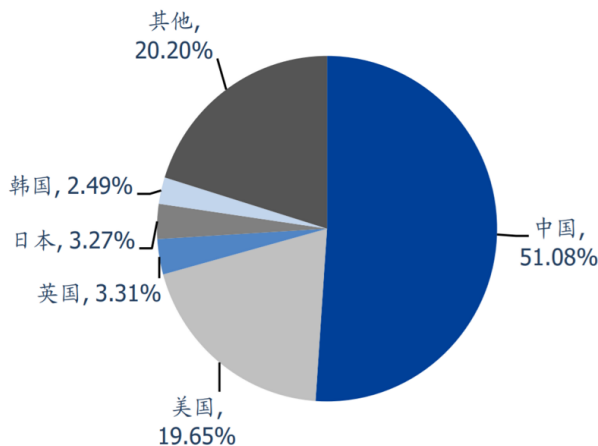
资料来源：Emarketer，国盛证券研究所

图表 23: 2023 年全球分国家电商市场规模预测 (十亿美元、%)



资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

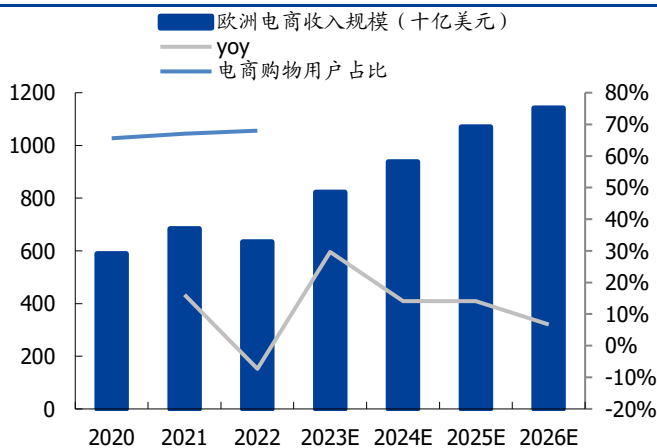
图表 24: 前五大电商市场份额



资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

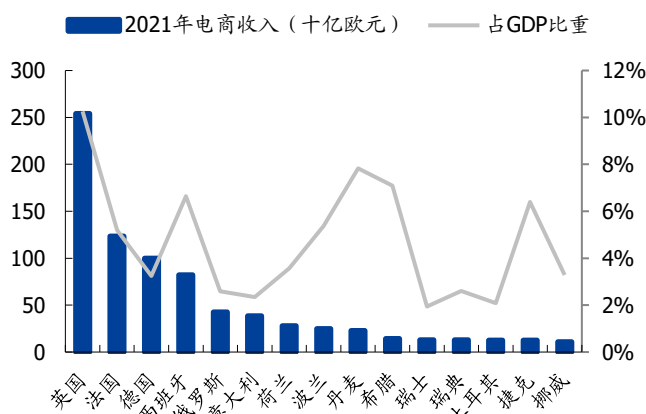
欧洲市场规模稳增, 各国分化较为明显。2021-2026 年欧洲电商市场规模预计从 0.68 万亿美元增长至 1.14 万亿美元 (CAGR 为 10.8%), 其中西欧占比最高 (占比 67%)。欧洲各国电商市场发展情况差异较大, 其中英国/法国/德国/西班牙电商市场规模较大, 2021 年规模分别为 2540/1234/1000/821 亿欧元。

图表 25: 欧洲电商市场规模及电商渗透率 (十亿美元、%)



资料来源: ECDB, 亿邦动力网, 国盛证券研究所

图表 26: 2021 年欧洲各国电商收入规模及占 GDP 比重 (十亿欧元、%)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

2.2 中国企业稳抓时代机遇, 积极布局跨境电商

外贸代工转向品牌精耕, 行业趋于高质量发展。我国跨境电商行业商业模式最早为信息撮合、工贸一体出海, 伴随 Ebay、亚马逊等平台涌现, 中国卖家作为 B2C 品牌商开始以代销模式销售高性价比产品。2017 年亚马逊品牌备案计划驱动, 我国品牌出海进程加速。此后, 受益于海外平台合规与标准化体系建立, 各品牌商加速整合供应链, 行业迈向高质量发展期。

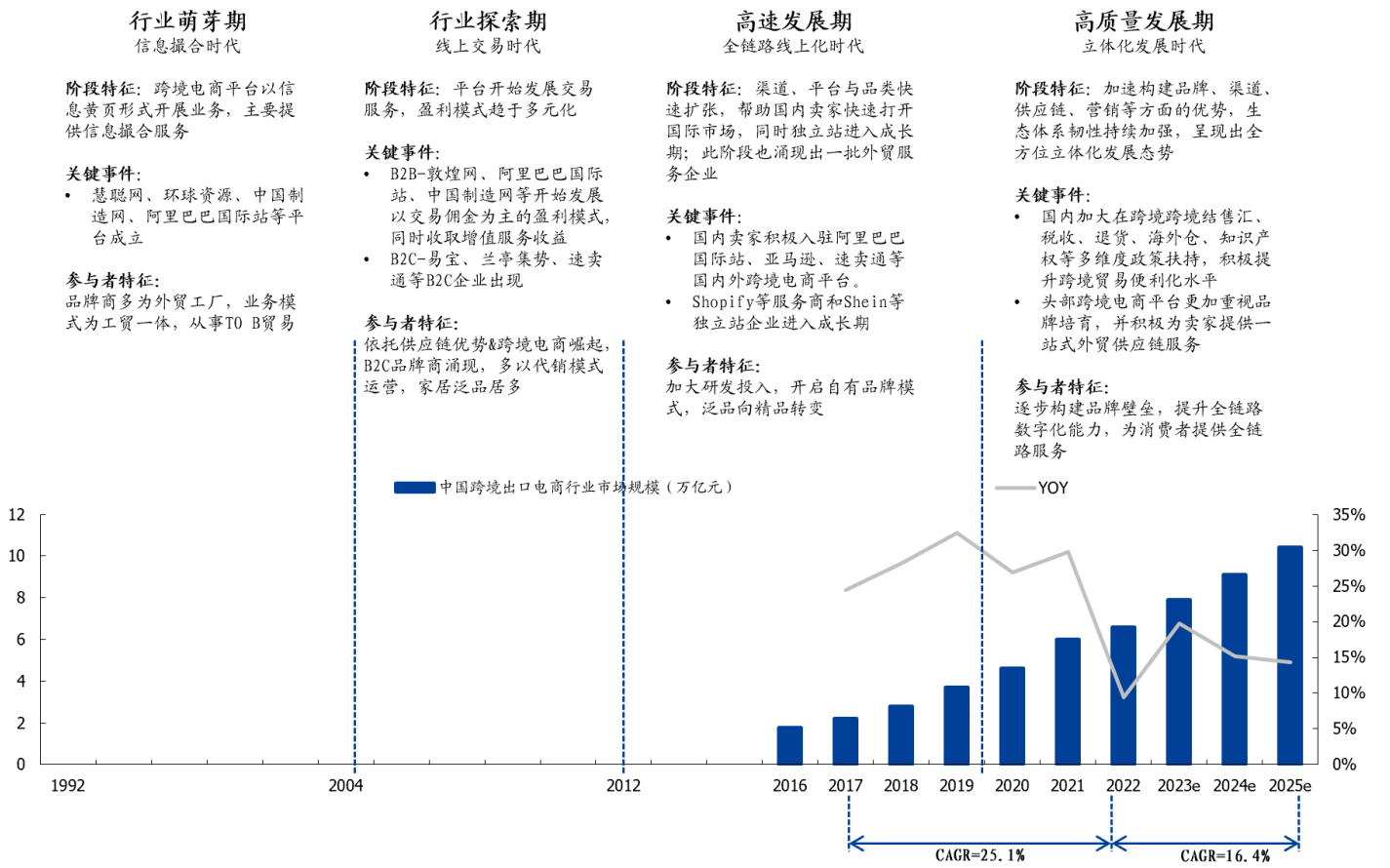
行业规模稳步增长, 2025 年预计突破 10 万亿。2017-2022 年中国跨境出口电商行业规模从 2.2 万亿元增长至 6.6 万亿元 (CAGR 为 25.1%), 其中 2022 年增速放缓主要系局部封控导致供应链压力以及国际形势变化等综合因素。相较传统贸易, 跨境电商可降低全球交易成本、未来作为我国外贸增长有力支撑点, 规模有望恢复稳健增长。根据艾瑞咨询预测, 2025 年行业规模有望达 10.4 万亿元 (2022-2025 年 CAGR 为 16.4%)。

图表 27: 亚马逊品牌备案计划核心优势

亚马逊品牌备案计划核心优势	
品牌保护权益提升	品牌建设和营销优势
产品listing高级编辑权限	可拥有A+页面: 1) 产品: 更多图片和更详尽的产品描述; 2) 品牌: 讲述品牌故事并与买家建立联系; 3) 产品范围: A+产品比较表可帮助用户发现更多产品、增加复购率; 4) 视频: 在“A+页面”中, 你可以将视频上传到产品listing中。
提供用于应对侵权的手动搜索和举报工具 ¹	
搜索侵犯版权保护的产品	可以在亚马逊上设置专门的商店页面, 其中包含定制的产品选择
使用具有专有图像搜索功能的工具搜索侵权产品在亚马逊全部十三个站点中进行侵权搜索	
通过上传ASIN或产品URL列表进行搜索	可以自定义Sponsored Brands广告或横幅以展示品牌
自动的、预测性的品牌保护措施	

资料来源: 雨果跨境, 国盛证券研究所

图表 28: 我国跨境电商发展历程



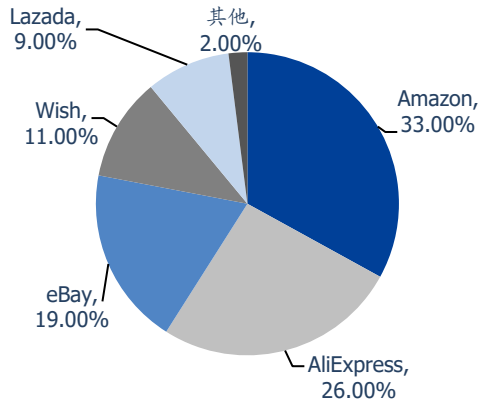
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2.2.1 分地区来看: 美国迎平台机遇、欧洲格局分散

美国迎平台机遇, 欧洲呈现一超多强。2022年我国跨境电商出口前五大目的地分别为美国/英国/德国/马来西亚/俄罗斯(占比为34.3%/6.5%/4.6%/3.9%/2.9%)。其中:

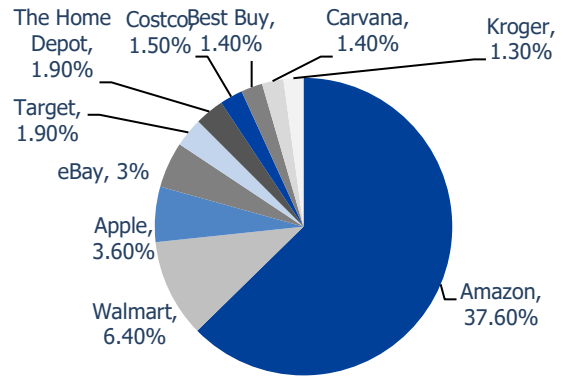
美国: 亚马逊份额领先, 流量逐步下滑。2023年亚马逊全美市占率达37.6%, 份额远超其余平台。亚马逊作为头部平台掌握双边数据, 卖家则通常处于被动地位、运营成本持续提升, 且其作为管理者加速推广自营业务、抢占卖家份额, 叠加新平台强势崛起, 亚马逊流量逐步下滑(前九大站点访问量持续下滑、2023年3月会员数量同比-300万人)。

图表 29: 2020 年全球消费者跨境电商购物首选平台



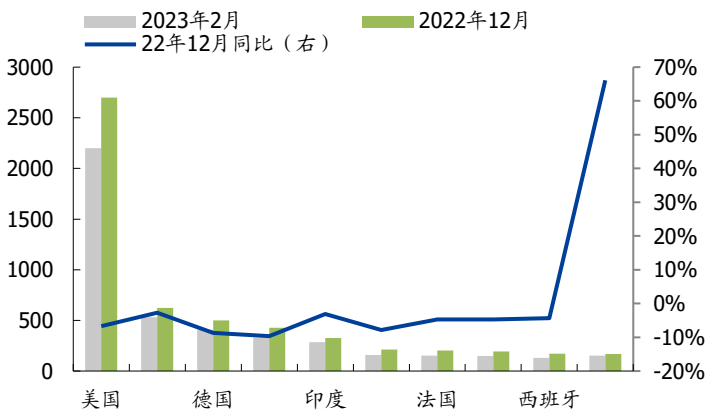
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 30: 2023 年美国电商平台市占率



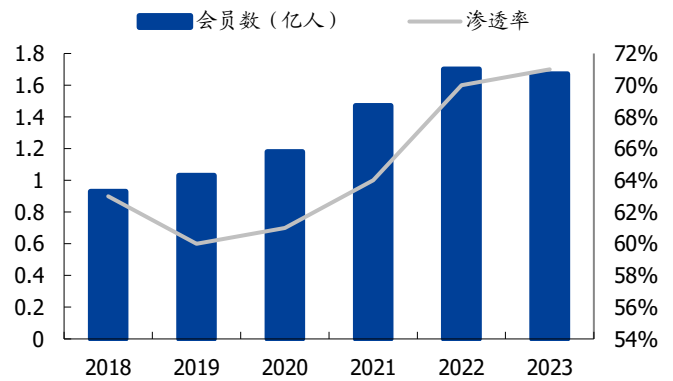
资料来源: Statista, 盛证券研究所

图表 31: 亚马逊 22 年 12 月、23 年 2 月各站点流量下滑 (除巴西站)



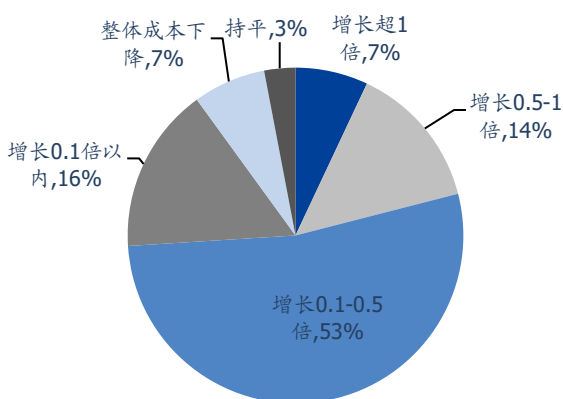
资料来源: Statista, 卖家精灵, 国盛证券研究所

图表 32: 2018-2023 年亚马逊会员数量及渗透率



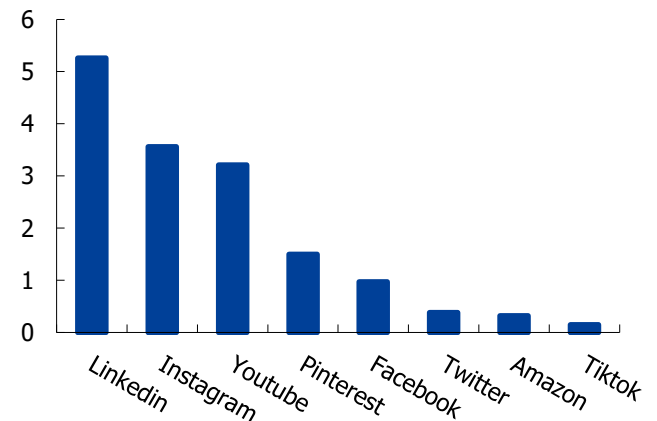
资料来源: CIRP, 趣舵出海电商, 国盛证券研究所

图表 33: 2021 年 Amazon 卖家运营成本变化



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

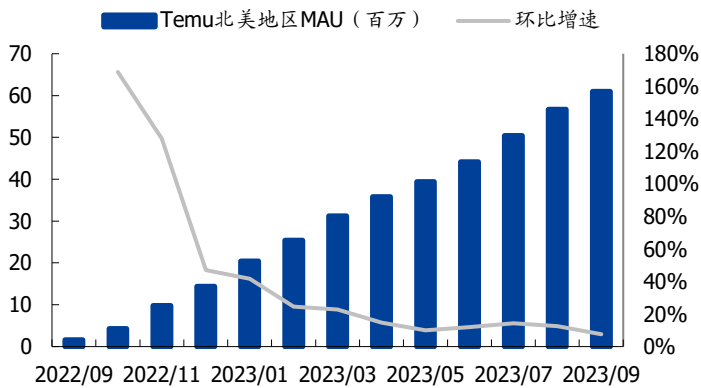
图表 34: 2021 年各平台广告点击成本 (美元/点击)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

消费降级, 新平台强势抢占份额。消费降级背景下, 以 TikTok、TEMU、SHEIN 为代表的我国跨境电商平台基于性价比策略强势抢占份额 (同款 SPU 亚马逊售价显著高于 Temu/Shein), 2023 年亚马逊/Shein/Temu/TikTok shop 全球 GMV 预计分别同比增长 9%/41%~45%/5900%/355%。

图表 35: Temu 北美地区月活及环比增速 (百万)



资料来源: EqualOcean, 国盛证券研究所

图表 36: 2019-2024E 各电商平台全球 GMV (亿美元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Amazon	3820	5600	6840	7670	8390	-
yoy	-	47%	22%	12%	9%	-
Shein	45	100	200	290	410-420	-
yoy	-	122%	100%	45%	41%-45%	-
Temu	-	-	-	3	180	300
yoy	-	-	-	-	5900%	67%
TikTok shop	-	-	-	44	200	500
yoy	-	-	-	-	355%	150%

资料来源: Frost&Sullivan, HKExnews, ECDB, 36kr, Statista, BusinessofApps, YipitData, 中国经营报, 国盛证券研究所整理

图表 37: 同款 SPU 在不同平台价格对比 (美元)

品类	商品图片	Temu 售价 (美元)	亚马逊售价 (美元)	Shein 售价 (美元)
双肩包		22.48	42.97	29.7
家居家装		5.97	19.99	27.99
家居家装		19.48	34.95	22.99
个人护理		37.99	99.99	/

资料来源: 亚马逊官网, Temu 官网, Shein 官网, 国盛证券研究所

- **TEMU: 互联网基因, 全托管模式极致优化产业链, 高周转贴合工厂型卖家需求。** Temu 成立以来, GMV 逐月环比提升, 2023 年 6 月 GMV 已达 10 亿美元。全托管模式下卖家仅负责报价&发货至 Temu 广东仓库, 其余环节均由 Temu 负责。打法方面, Temu 凸显国内互联网基因, 采取“爆品策略+裂变营销”模式, 系统算法识别出具有爆品潜质的 SKU, 供应链迅速做出反应, 集中供应能力+流量专攻爆品。
- **TIKTOK: 搭载流量巨池, 精选产品叠加低价策略表现优异。** TIKTOK 具备“社交电商+直播电商”双层属性、自身携带流量池, 流量成本相较传统平台优势显著(平均广告点击成本仅为 Amazon 50%)。此外, TIKTOK 作为内容电商, 卖家可通过优质视频内容触达消费者, 同步采用差异化定价策略, 短时间内促成消费者下单。以美国站家居品牌 Sweet Crispy 为例, 其已上架 108 款商品(涵盖办公椅、升降桌、单人沙发、柜子、镜子等全家居领域)、均价基本处于在 60-80 美元/件, 通过大量网络达人带货, 成功跻身家居榜小店前列。致欧科技 2023 年 7 月初就已作为第一批商家入驻 Tiktok, 自身产品价格带亦在 60-70 美金, 并积极与网红达人合作直播带货, 作为我国跨境电商家居龙头, 公司凭借高性价比优势有望成功出圈。

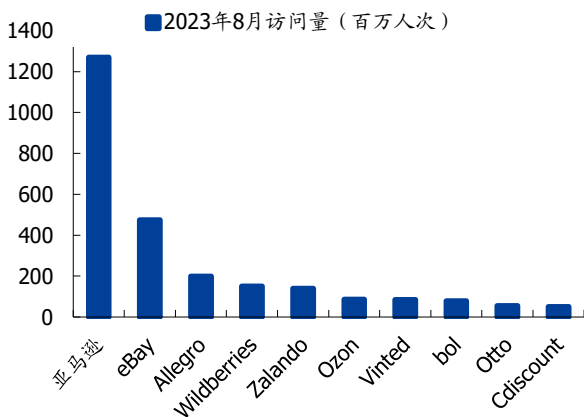
图表 38: 不同平台特点对比

平台名称	平台定位	进入美国年份	卖家成本&费用	物流时间&海外仓	平台盈利模式	优势	劣势	适合的卖家&品类
Temu	低价爆品, 中低收入 (均价25美元)	2022	核心是拿货&生产成本	≤11天, 头程 (送至Temu广东仓) → 国际干线 (极免&云途) → 尾程 (USPS&UPS), 规划在美东&美西各建1座海外仓	购销价差	销量大、增速快、门槛低	压缩卖家利润空间, 品牌/店铺属性被极致弱化	希望收入快速扩大&周转率提升、供应链能力强, 低ASP品类
TikTok shop	兴趣电商、年轻群体	2023	1) 自运营核心是佣金&广告&履约; 2) 全托管核心是拿货&生产成本	与美国本地物流公司合作, 以存放&包装&运输商品	佣金+广告费	天然流量池, 利于沉淀品牌	全链条自运营难度高	1) 自运营: 追求品牌+擅长运营, 2) 全托管: 工厂型卖家
Shein	跨境快时尚 (5-25美元)	2017	核心是拿货&生产成本	9-14天 (标准)、4-6个工作日 (quickship), 国内直邮+海外仓	购销价差	流量稳定, 小单快返便于管理库存	压缩卖家利润空间, 去店铺&去品牌化, 爆品无法沉淀	工厂型卖家、服饰等快时尚品类
亚马逊	多快好省, 关注品质	1994	核心是佣金&广告&履约成本	FBA (≤5天)/FBM/第三方海外仓	仓储&配送费+佣金+Prime会员费	流量稳定, 用户优质	玩家众多、竞争激烈	综合能力较强
eBay	C2C、网络交易平台 (平台+拍卖)	1995	店铺订阅费+产品刊登费+成交佣金 (3.5-12%)	7-14天, 第三方海外仓	订阅费+佣金	-	欠缺物流体系、IT系统等基础设施	-
Wish	超低价	2010	佣金= (商品售价+邮费)*15%	5个工作日内, 第三方海外仓	佣金	-	低价低质	-

资料来源: 平台官网, 邦阅网, 36氪, 懂视网, 雨果跨境, 星空跨境, 金融虎网, 澳通国际, 西格跨境, 连连国际, ESG 跨境电商官网, 新浪新闻, CBNDdata, 卖家网, 界面新闻, 国盛证券研究所整理

欧洲: 一超多强, 跨境卖家运营成本较高。根据 Similarweb 数据, 2023 年 8 月欧洲各电商平台访问量排序中亚马逊份额领先, 其余平台较为分散, 其中 Wildberries、Ozon 优势区域为俄罗斯, Zalando、Otto 优势区域为德国, Allegro、Vinted、bol、cdiscount 优势区域分别为波兰、立陶宛、荷兰、法国。受制于 1) 欧洲市场合规要求较高 (包括 VAT 税务合规、EPR 产品合规、产品认证合规等), 卖家经营成本抬升, 2) 欧洲频繁出现工人罢工, 影响尾程物流配送效率, 中国玩家份额目前仍处低位。

图表 39: 欧洲电商平台 2023 年 8 月访问量 (百万人次)



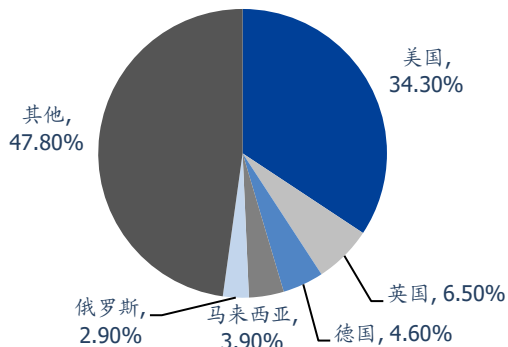
资料来源: similarweb, 国盛证券研究所

图表 40: 欧洲跨境电商合规政策

合规政策	具体内容
VAT税务合规	如在欧盟任一国家产生库存, 则触发当地增值税义务, 需及时上传当地国家增值税号
EPR环境合规	卖家需确保其产品的包装&运输过程均符合环保标准, 并在产品使用期限结束后, 负责安排产品回收处理
产品认证合规	CE认证、UKCA认证 (英国市场) 提供欧代/英代信息, 否则面临产品下架、禁止入仓、强制移仓风险
	欧盟能效标签

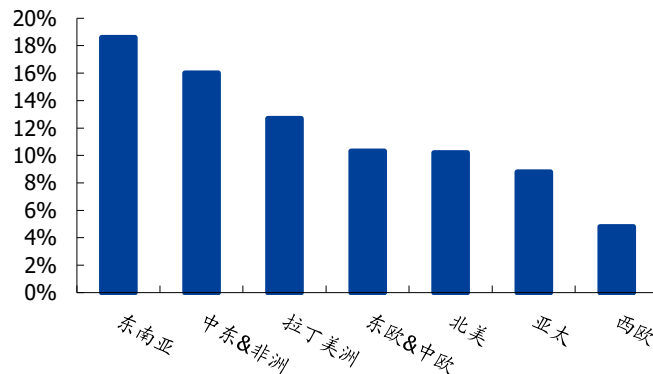
资料来源: 知心意国际企服, 跨境知道, 国盛证券研究所

图表 41: 2022 年我国跨境出口电商分地区占比



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 42: 各地区 2023 年电商规模预计增速



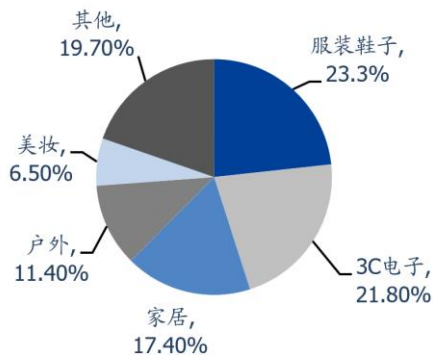
资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

2.2.2 家居: 重要细分赛道, 大卖竞争优势明确

家居系重要细分赛道, 线上渗透率持续提升。我国家居产业链齐全、供应链优势显著, 伴随海外电商兴起, 家居已成为跨境电商主要赛道之一。根据艾瑞咨询, 2022 年中国跨境出口 B2B/B2C 电商中, 家居类目占比分别为 13.0%、17.4%。由于家居产品重体验、且对于仓储、运输等要求较高, 目前海外线下为主要渠道 (2020 年全球家居用品线上渗透率为 17.7%, 其中美国/欧洲分别为 20.7%/24.7%), 未来受益于消费人群代际变化、信息化发展及跨境基础设施持续完善, 线上消费渗透率有望持续提升, 家居跨境电商增长具备较强动能。

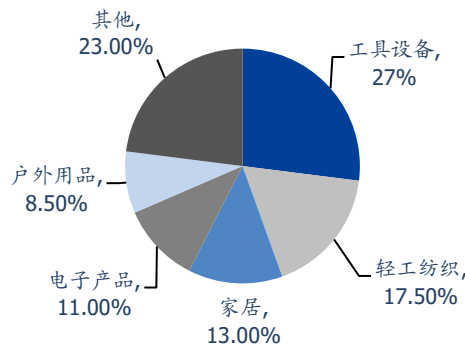
- **千禧代成消费主力, 注重产品性价比:** 根据 Plytix, 美国千禧代目前逐步成为消费主力 (1981-1996 年出生), 47% 千禧代通过电商购买家居产品 (前代人比例均在 40% 之下)。线上消费占比高主要系产品具备性价比优势, 且可在不同平台比价、及时参与优惠活动, 与其消费理念契合 (根据 Statista, 44% 千禧代线上购买家居产品理由为价格较低)。根据 RothMKM 2022 年调查报告, 77% 千禧代表示 2023 年将在线上进行更多家居消费, 未来其有望持续驱动美国家居线上渗透率提升。
- **信息化&数字化解决线上消费痛点。** 家居消费注重实际体验, 受益于互联网科技发展以及 AR 等可视化工具兴起, 消费者已可使用手机等随身智能设备直观模拟家具实际使用场景。以宜家 “IKEA Place” 为例, 用户可直观查看选中家具在家中实际摆放效果, 并可轻易改变颜色、摆放位置, 省去丈量、室内搭配等繁琐步骤。未来伴随 AI 技术发展, 预计相关应用将被更广泛用于家居线上消费中。

图表 43: 2022 年中国跨境 B2C 电商品类分类



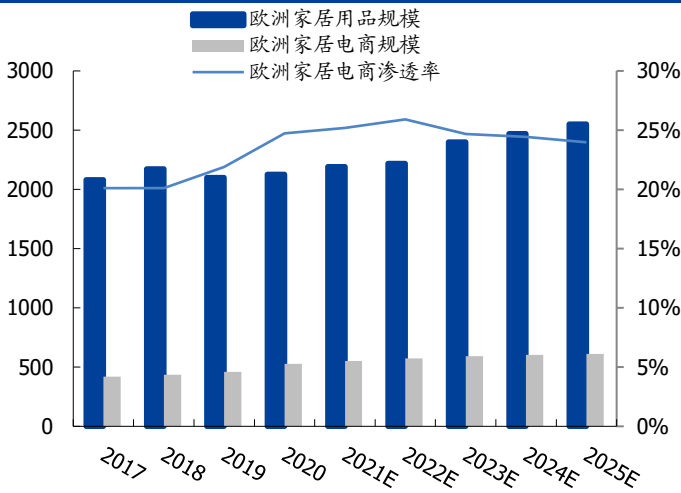
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 44: 2022 年中国跨境 B2B 电商品类分类



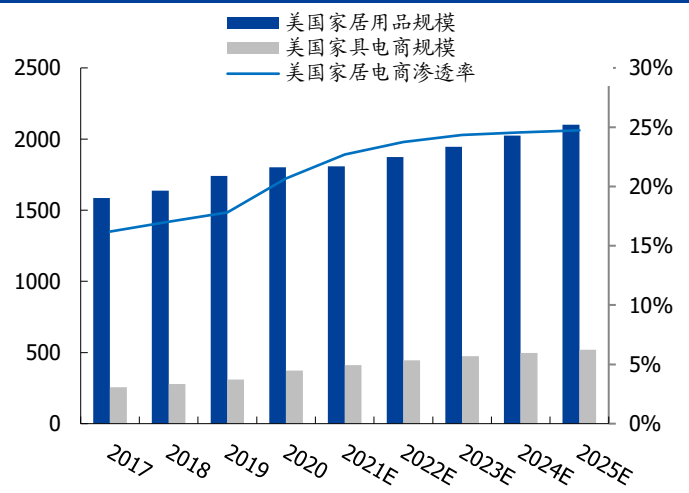
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 45: 欧洲家居品类电商渗透率 (亿美元)



资料来源: 致欧科技招股书, 国盛证券研究所

图表 46: 美国家居品类电商渗透率 (亿美元)



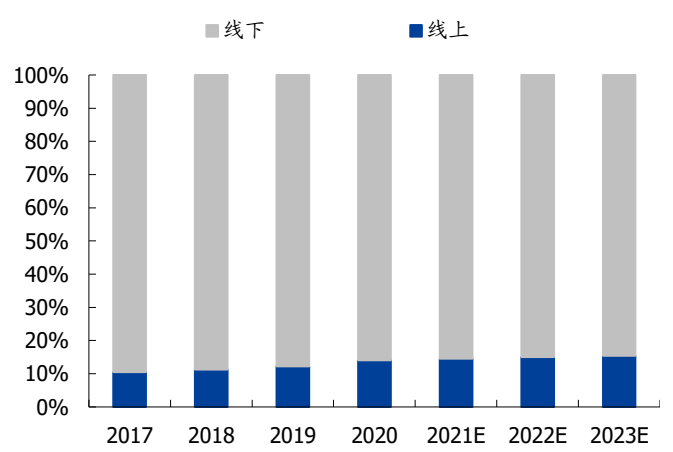
资料来源: 致欧科技招股书, 国盛证券研究所

图表 47: IKEA PLACE 演示图



资料来源: 知乎, 数艺网, 国盛证券研究所

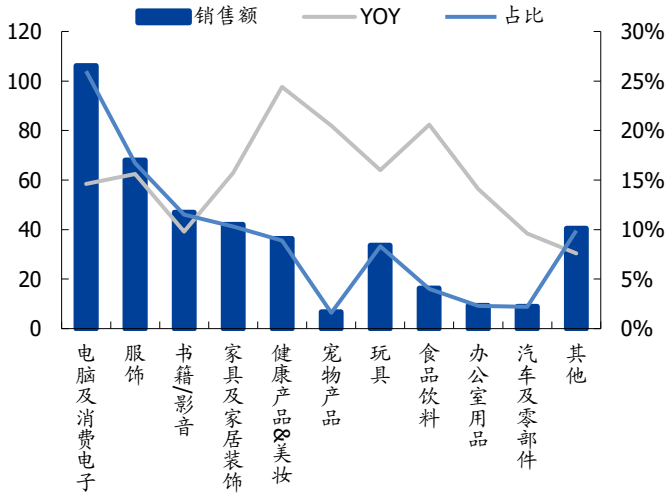
图表 48: 全球家居线上消费占比



资料来源: 致欧科技招股书, 国盛证券研究所

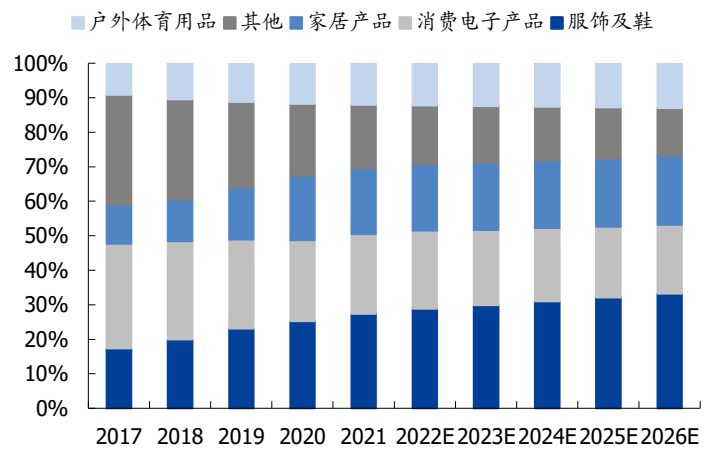
家居为亚马逊第四大细分类目, 大卖竞争优势明确。2022 年亚马逊美国站分品类排名中, 家居类目位列第四, 占比达 10.3%, 总销售额同比+15.7%, 为重要细分子类目。家具由于单件体积较大, 运输费用&仓储费用较多, 前期资本开支较大, 且家居行业较为传统, 产品易存在同质化现象, 龙头参与者凭借制造、规模、资金等优势, 叠加先进经营理念&前瞻仓储布局, 更易抢占份额、成为平台核心大卖家。

图表 49: 2022 年亚马逊美国站分品类金额、占比、增速 (百万美元)



资料来源: emarketer, 国盛证券研究所 (宠物产品为健康&美妆细分项)

图表 50: 中国跨境出口 B2C 电商市场各品类占比变化

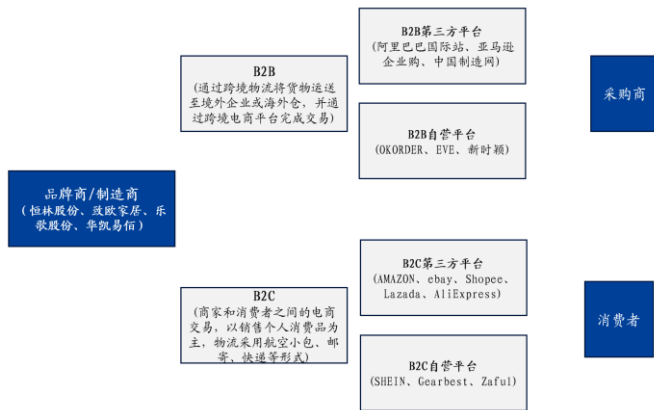


资料来源: 子不语招股书, 国盛证券研究所

2.2.3 分运营模式来看: 多种模式齐头并进, 产业趋势逐步深化

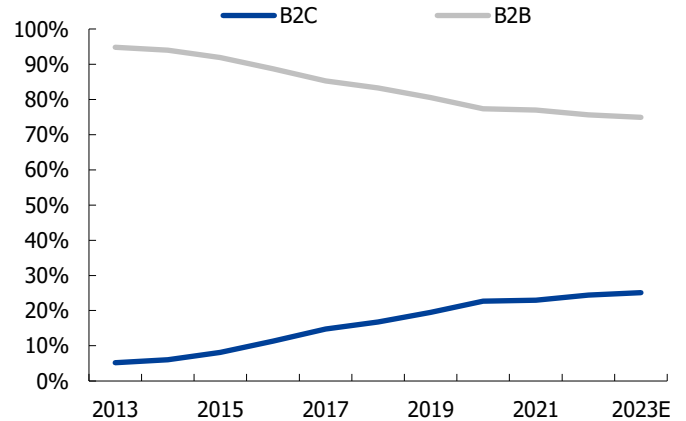
B2B VS B2C: B2B 主导, B2C 占比持续提升、附加价值&盈利能力较优。 跨境电商 B2B/B2C 均通过第三方或自营跨境平台完成交易, 主要区别为 B2C 模式交易对象为终端消费者。2013-2022 年跨境电商 B2B/B2C 交易占比从 94.8%/5.2% 分别变化至 75.6%/24.4%, 尽管 B2B 交易仍占主导, 但受益于产业链缩短、附加价值&盈利能力较优, B2C 占比持续提升。

图表 51: 跨境电商产业图谱



资料来源: 江阴商务, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 52: 跨境电商 B2C、B2B 占比



资料来源: 中商情报网, 致欧科技招股书, 国盛证券研究所

平台对比: 第三方平台引流成本低、入门易, 但是不够灵活、费用相对高; 独立站贴近 C 端、利于打造品牌效应, 但是运营难度大。 第三方平台 (亚马逊、TikTok shop 等) 优势在于其天然流量, 卖家需要为平台支付佣金, 亚马逊平台佣金约 8-15%, 而独立站免佣、或使用 Shopify、收取小部分佣金。独立站优势在于私域流量留存&定价灵活, 缺点在于引流成本更高, 运营难度大, 更适合较高客单值或复购率较高产品。

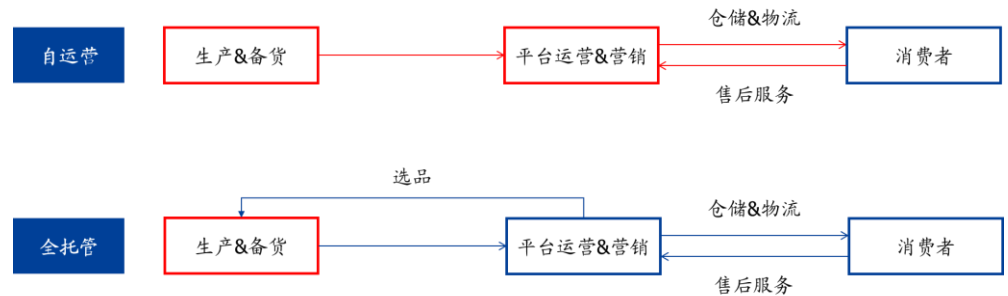
图表 53: 第三方与独立站模式对比

模式	站内运营	推广营销	发货&仓储	竞争要素	佣金	优势	劣势	适合玩家类型
第三方平台	规则&算法成熟，核心是玩转平台流量规则	站内+站外	直邮/海外仓	卖家众多、竞争激烈，进入门槛较低	8-15%左右	平台有自然流量，引流成本低	受限于平台规模，费率相对高	大卖/中小卖
独立站	完全自主运营（营销、折扣、图文视频、销量&收藏量等）	站外	直邮/海外仓	卖家需具备营销思维&品牌运营能力	1) 自建站免佣；2) 使用shopify收取小部分佣金	贴近C端，经营灵活，利于扩大品牌效应、沉淀私域	站外引流成本高，推广周期长，运营难度大	复购率高，已经有一定品牌影响力，多为垂直品类，不适合新手/小卖

资料来源: HiShop, 雨果跨境, 卖家网, 国盛证券研究所

运营模式对比: 全托管适合工厂型卖家, 自运营门槛较高。 1) 全托管: 平台自带流量、转化率高, 但弱化卖家品牌属性, 议价权向平台集中。全托管模式下卖家只需提供货品并备货入仓, 实际角色是供货商, 核心能力在深挖供应链潜力, 具备产品创新&稳定交付能力, 目前 Temu 主要应用全托管模式, TikTok、亚马逊也在推广类似模式。2) 自运营: 卖家自主把控全产业链环节, 更贴近 C 端, 但运营门槛较高。卖家自己负责营销&运营环节, 需进行短视频制作/直播/KOL 合作/站内外广告投放等工作, 核心能力在于全流程运营能力、本地仓储&物流能力、电商平台营销经验等。

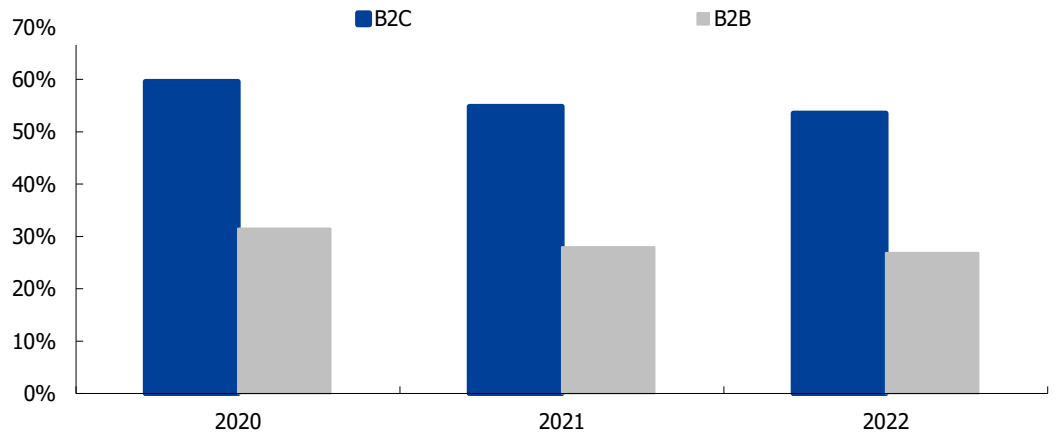
图表 54: 自运营 vs 全托管模式 (红色代表环节由卖家负责)



资料来源: 国盛证券研究所绘制

全托管模式核心竞争供应链成本, 自运营模式核心竞争运营&营销能力。 1P (全托管) 模式下, 由于不直接面向消费者, 无佣金&广告&履约成本, 产品生产&拿货成本占比最高, 运营端毛利率较低、期间费用率也较低; 3P (自运营) 模式下, 直接面向 C 端消费者, 需支付一定比例佣金&广告&履约成本, 产品生产&拿货成本占比相对较低, 运营端毛利率&期间费用率较高。以致欧科技为例: 2020-2022 年, 公司 B2C (3P) 销售毛利率区间为 53%-60%, B2B (1P) 销售毛利率区间为 26%-32%, 3P 毛利率更优主要系产品采购成本占比较低, 但综合来看, 3P 模式下公司仍需支付后续尾程运输/佣金/仓储 (以亚马逊为例, 费率分别为 24%/17%/3%) /广告 (2018-2022H1 公司平均广告费率为 2.3%) 等费用。

图表 55: 致欧科技 B2C&B2B 毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

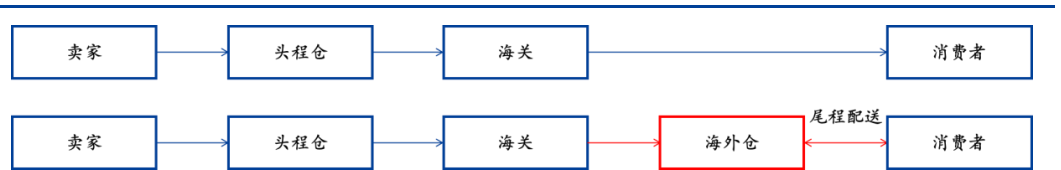
图表 56: 主营成本拆分 (全业务)

成本拆分	主要内容	2022H1	2021	2020	2019	平均值
产品成本	向供应商直接进行实物产品采购的成本	36.74%	36.45%	36.54%	36.61%	36.58%
境内头程	境内自营仓或供应商仓库至起运港口的运费、起运港杂费等	0.53%	0.53%	0.54%	0.27%	0.53%
海运费	境内港口到境外港口的海路运输费用	9.62%	7.85%	3.09%	2.66%	6.85%
关税	目的港的进口关税	3.16%	2.87%	2.84%	2.62%	2.96%
境外二程	货柜到达目的港后、入仓前产生的港杂费、清关费用、二程运费、卸货费用等	2.22%	2.65%	2.22%	2.04%	2.36%
运输费 (尾程运费)	仓库发货到消费者收货途中的运输费用	16.24%	17.00%	16.86%	19.92%	16.70%
电商平台交易费	第三方平台通常对在其平台实现销售的订单抽取一定的交易费用, 即平台交易佣金	13.09%	13.37%	13.74%	14.64%	13.40%
广告费	为亚马逊等线上平台店铺站内广告、宣传费用以及站外广告推广费用	2.32%	1.35%	3.27%	3.01%	2.31%
仓储费	包括亚马逊等线上平台为卖家提供仓储服务而收取的费用、向第三方仓储服务商支付的仓储费用以及自营仓耗材、操作等运营费用等。	2.35%	3.23%	1.79%	2.12%	2.46%
其他	包含员工薪酬、管理&研发&财务费用等	8.51%	9.68%	7.38%	9.97%	8.53%
税前利润	-	5.22%	5.01%	11.75%	6.16%	7.32%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

海外仓模式对比: FBA 适合周转稳定卖家, 三方仓适合发展早期企业(结合 FBA 使用), 自建仓适合大型卖家。亚马逊 FBA 平台仓包括仓储、拣货、包装、配送、退货处理等一条龙物流服务, 并可提高卖家亚马逊 listing 排名、获得平台流量倾斜、且配送时效快(免费物流 5 天、特快 1 天)、消费者体验感好; 三方仓优势在于成本相对较低(尾程配送费低于 FBA), 且可以转运至 FBA 平台仓、时效快、便于管理库存; 自建仓优势在于模式灵活、库存管理方便, 但是需要投入较多资金。

图表 57: 海外仓运营模式 (红色代表环节由海外仓负责)



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 58: 不同海外仓方式对比

模式	成本&费用	优势	劣势	适合玩家类型
亚马逊FBA 卖家提前备货至亚马逊仓库， 亚马逊负责仓储&配送	头程物流费+尾程配送费（根据体积/重量变化）+其他（仓储费等）	可提高亚马逊Listing排名（流量倾斜）、配送时效快	对尺寸/重量/类别有限制、库存管理问题、大件商品收费高	销量稳定、小件
三方仓 卖家存在当地仓库，下达指令给三方，三方负责配送	头程物流费+尾程配送费（根据体积/重量变化）+其他（仓储费等）	成本相对低、可以转运至FBA便于库存管理、时效快	无法得到亚马逊流量倾斜、服务略弱	中小型公司或结合FBA一起使用
自建仓 大企业自建仓库，自己分拣-包装-配送	物流成本+运营成本	自己管理仓库、灵活	需要自己解决仓储、报关、物流运输等问题	大型卖家

资料来源: 蓝海亿观网, 宜日达, 亚马逊官网, 国盛证券研究所

图表 59: 亚马逊美国 2024 年尺寸分段

商品尺寸分段	商品重量或体积重量中的较大值	最长边	次长边	最短边	长度+围长
小号标准尺寸	≤ 16盎司	≤ 15英寸	≤ 12英寸	≤ 0.75英寸	不适用
大号标准尺寸	≤ 20磅	≤ 18英寸	≤ 14英寸	≤ 8英寸	不适用
大号大件	≤ 50磅	≤ 59英寸	≤ 33英寸	≤ 33英寸	≤ 130英寸
超大尺寸: 0-50磅	≤ 50磅	超大尺寸商品的最长边超过59英寸、次长边超过33英寸、最短边超过33英寸或者长度+围长超过130英寸, 或者商品重量或体积重量中的较大值超过50磅。			
超大尺寸: 50-70磅	50-70磅 (不含50磅)				
超大尺寸: 70-150磅	70-150磅 (不含70磅)				
超大尺寸: 150+磅	150+磅				

资料来源: 亚马逊全球开店, 国盛证券研究所

图表 60: 亚马逊美国 2024 年配送费收费标准更新

尺寸分段	发货重量	配送费 (2024.2.5-4.14)	配送费 (2024.4.15生效)
大号大件	0-50磅	\$9.73+超出首磅的部分每磅\$0.42	\$9.61+超出首磅的部分每磅\$0.38
超大尺寸: 0-50磅	0-50磅	\$26.33+超出首磅的部分每磅\$0.38	\$26.33+超出首磅的部分每磅\$0.38
超大尺寸: 50-70磅	50-70磅 (不含50磅)	\$40.12+超出首重51磅的部分每磅\$0.75	\$40.12+超出首重51磅的部分每磅\$0.75
超大尺寸: 70-150磅	70-150磅 (不含70磅)	\$54.81+超出首重71磅的部分每磅\$0.75	\$54.81+超出首重71磅的部分每磅\$0.75
超大尺寸: 150+磅	150+磅 (不含150磅)	\$194.95+超出首重151磅的部分每磅\$0.19	\$194.95+超出首重151磅的部分每磅\$0.19

资料来源: 亚马逊全球开店, 国盛证券研究所

亚马逊 FBA 运输费持续提升，中大件卖家海外仓布局具备显著优势。亚马逊每年会对 FBA 服务费用标准进行一定调整，2018 年以来其美国站对大件商品配送费总体呈逐年上升趋势，且 2024 年再发新规，对服装品类销售佣金、非旺季月度仓储费、物流配送费进行下调，对高退货率商品退货处理费、冗余库存费用进行上调，新增入库配置服务费、低量库存费等，并扩大大号大件/超大尺寸的分段范围，总体来看，中大件天然库存周转慢、体积大、重量重，卖家自营海外仓成本优势及库容管理灵活度优势明显。

图表 61: 亚马逊 FBA 2024 年佣金&仓储&物流政策变化

分类	费用	变化方向	具体内容	生效日期
销售佣金	降低服装类商品销售佣金	下调	降低价格低于\$20的服装类商品的销售佣金（对定价低于15美金的服装类商品，销售佣金将由17%降至5%；对定价15-20美金之间的服装类商品，销售佣金将由17%降至10%）	2024年1月15日
	亚马逊物流新品入仓优惠计划增加更多福利	下调	针对FBA新选品，提供平均10%的销售佣金返还，扩大大件选品参与该计划的资格范围	2024年3月1日
物流&仓储	入库配置服务费	新增	当卖家库存量不足，或入仓地点无法满足亚马逊分拨要求时，亚马逊可为卖家库存进行调拨处理，同时收取费用：对标准尺寸和特大号大件商品收取入库配置服务费，标准尺寸商品平均收费\$0.27/件，特大号大件商品平均收费\$1.58/件	2024年3月1日
	低量库存费	新增	针对标准尺寸商品收取，适用于库存量相较于其销量，长期维持在过低水平的商品	2024年4月1日
	非旺季月度仓储费	下调	标准尺寸商品从平均\$0.87/立方英尺降为\$0.78/立方英尺，降低\$0.09/立方英尺（非标准尺寸商品保持不变）	2024年4月1日
	亚马逊物流配送费	下调	标准尺寸商品平均降低\$0.20/件，特大号大件商品平均降低\$0.61/件	2024年4月15日
	低价商品亚马逊物流优惠费率	持平	定价低于10美元的商品将继续享有额外每件0.77美元的配送费用折扣	-
	商品原包装发货（SIPP）计划配送费优惠	下调	\$0.04-\$1.32的配送费用折扣（取决于商品尺寸和重量）	2024年2月5日
	高退货率商品退货处理费	上调	针对所有分类（服装和鞋靴除外）的高退货率商品收取退货处理费	2024年6月1日
	冗余库存相关费用	上调	针对库龄为271-365天的库存，提高超龄库存附加费；181-271天及365天以上的库存不增加	2024年2月15日
	尺寸分段和费率变更	范围扩大	小号/中号/大号/特殊大件分段将被新的大号大件/超大尺寸的尺寸分段取代，特大号大件的收费范围扩大	2024年2月5日

资料来源：亚马逊全球开店，乐歌海外仓，国盛证券研究所

图表 62: 亚马逊美国站 FBA 历年配送费梳理

期间	小号大件	中号大件	大号大件	特殊大件
2018年2月22日之前（1-9月）	6.85美元+超出首重（2磅）的部分0.39美元/磅	9.20美元+超出首重（2磅）的部分0.39美元/磅	75.06美元+超出首重（90磅）的部分0.80美元/磅	138.08美元+超出首重（90磅）的部分0.92美元/磅
2018年2月22日之前（10-12月）	6.69美元+超出首重（2磅）的部分0.35美元/磅	8.73美元+超出首重（2磅）的部分0.35美元/磅	69.50美元+超出首重（90磅）的部分0.76美元/磅	131.44美元+超出首重（90磅）的部分0.88美元/磅
2018年2月22日及之后	8.13美元+超出首重（2磅）的部分0.38美元/磅	9.44美元+超出首重（2磅）的部分0.38美元/磅	73.18美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅	137.32美元+超出首重（90磅）的部分0.91美元/磅
2019年2月19日及之后	8.26美元+超出首重（2磅）的部分0.38美元/磅	9.79美元+超出首重（2磅）的部分0.39美元/磅	75.78美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅	137.32美元+超出首重（90磅）的部分0.91美元/磅
2020年2月18日及之后	8.26美元+超出首重（2磅）的部分0.38美元/磅	11.37美元+超出首重（2磅）的部分0.39美元/磅	75.78美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅	137.32美元+超出首重（90磅）的部分0.91美元/磅
2021年6月1日及之后	8.66美元+超出首重（2磅）的部分0.38美元/磅	11.37美元+超出首重（2磅）的部分0.39美元/磅	76.57美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅	138.11美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅
2022年1月18日及之后	8.94美元+超出首重（2磅）的部分0.38美元/磅	12.73美元+超出首重（2磅）的部分0.44美元/磅	82.58美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅	150.94美元+超出首重（90磅）的部分0.79美元/磅

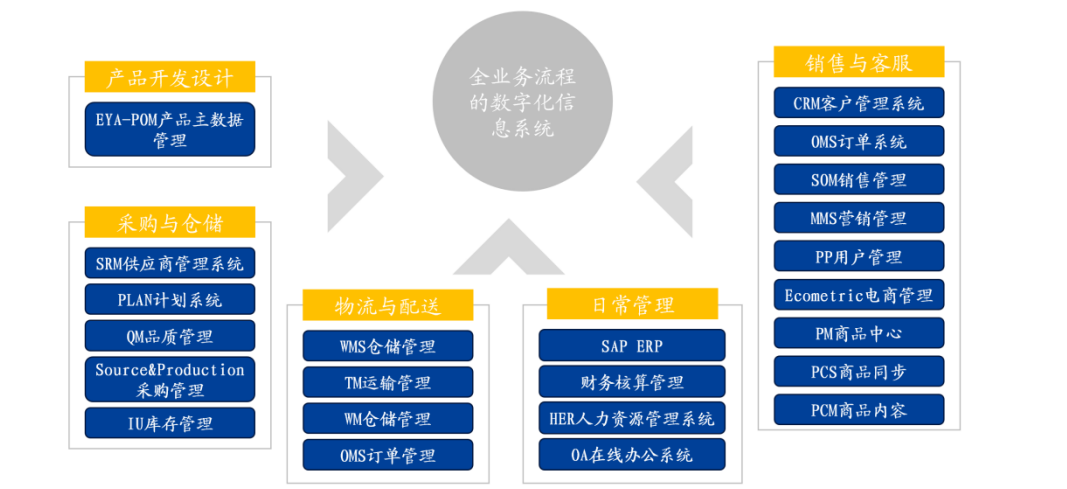
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3. 数字化全链路赋能，产、销、供共筑核心壁垒

3.1 供应端：国内采购、全球仓储，成本优势凸显

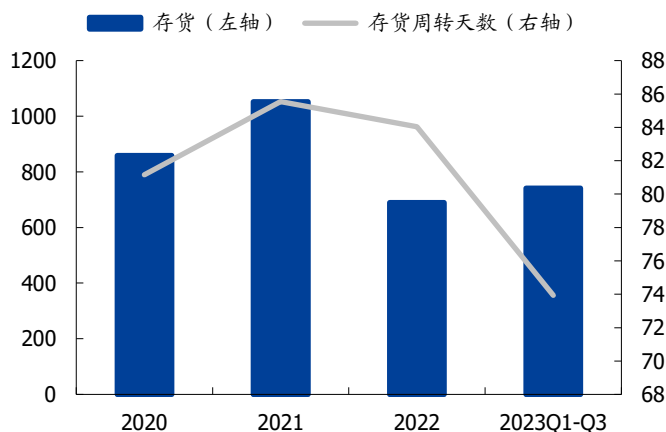
供应链持续优化，产品转化率、订单处理速度、库存效率显著提升。公司充分借助国内家具产业供应链优势，将生产制造环节委托至国内外协工厂，凭借SRM（供应商关系管理）系统覆盖超160家外协供应商，涵盖80%+产品采购量。通过SRM，公司与供应商之间可实现需求预测、备货单、订单、合同、出货计划等信息的快速共享与协同，成功缩短业务订单传达和响应时间（由之前3-7天降低至12小时以内）；2023年受益于计划交付业务流程的改造及全链路信息系统升级，公司可实现精准备货/补货，存货周转效率显著改善。此外，2020年致欧在东莞投建产品打样工程中心，提高与当地供应商沟通效率，新品从概念至样品落地已经由之前20-30天缩短至7-15天，产品转化率大幅提升。

图表 63：公司全流程数字化管理示意图



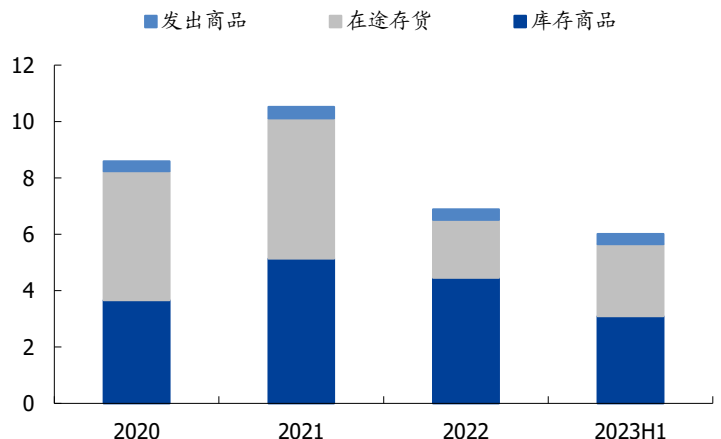
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 64：存货及存货周转天数（百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 65：存货组成（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

海运费波动影响盈利能力。2019-2022H1 公司产品平均采购成本占收入比例为 36.6%；境内头程/海运/境外二程/境外尾程运费占比分别为 0.5%/6.9%/2.4%/16.7%，运输费用已成为除产品本身外最主要费用支出；关税占比为 3.0%；平台佣金占比 13.4%；广告费占比 2.3%；仓储费占比 2.5%。2020 年后海运费占比高速攀升影响盈利能力，2023 年伴随海运费恢复常态，盈利能力稳步修复。

海外仓储&供应链布局持续完善，成本优势凸显。截至 2022 年底，致欧已在全球建立 28 万平米自营仓，并在各国设有多个三方海外仓。通过海外仓，公司实现本土发货&配送（欧洲 3-4 日送达），解决境外产品退换货等痛点，有效提升客户购物体验。此外，亚马逊 FBA 等平台仓代发模式下，公司平均尾程运输费用率高达 24%（自营仓&三方仓自发模式仅约 15%），伴随公司海外仓布局持续完善，自发货比例持续提升（2019-2022H1 从 23.2%增至 41.3%），助力整体运输费用率从 20%下降至 16%。展望未来，待至美国南仓&墨西哥仓落地、供应链全球化降低美国关税影响（2023 年 8 月发出越南首个量产货柜），公司成本优势有望进一步凸显。

图表 66: 主营成本拆分

成本拆分	主要内容	2022H1	2021	2020	2019	平均值
产品成本	向供应商直接进行实物产品采购的成本	36.74%	36.45%	36.54%	36.61%	36.58%
境内头程	境内自营仓或供应商仓库至起运港口的运费、起运港杂费等	0.53%	0.53%	0.54%	0.27%	0.53%
海运费	境内港口到境外港口的海路运输费用	9.62%	7.85%	3.09%	2.66%	6.85%
关税	目的港的进口关税	3.16%	2.87%	2.84%	2.62%	2.96%
境外二程	货柜到达目的港后、入仓前产生的港杂费、清关费用、二程运费、卸货费用等	2.22%	2.65%	2.22%	2.04%	2.36%
运输费（尾程运费）	仓库发货至消费者收货途中的运输费用	16.24%	17.00%	16.86%	19.92%	16.70%
电商平台交易费	第三方平台通常对其平台实现销售的订单抽取一定的交易费用，即平台交易佣金	13.09%	13.37%	13.74%	14.64%	13.40%
广告费	为亚马逊等线上平台店铺站内广告、宣传费用以及站外广告推广费用	2.32%	1.35%	3.27%	3.01%	2.31%
仓储费	包括亚马逊等线上平台为卖家提供仓储服务而收取的费用、向第三方仓储服务商支付的仓储费用以及自营仓耗材、操作等运营费用等。	2.35%	3.23%	1.79%	2.12%	2.46%
其他	包含员工薪酬、管理&研发&财务费用等	8.51%	9.68%	7.38%	9.97%	8.53%
税前利润	-	5.22%	5.01%	11.75%	6.16%	7.32%

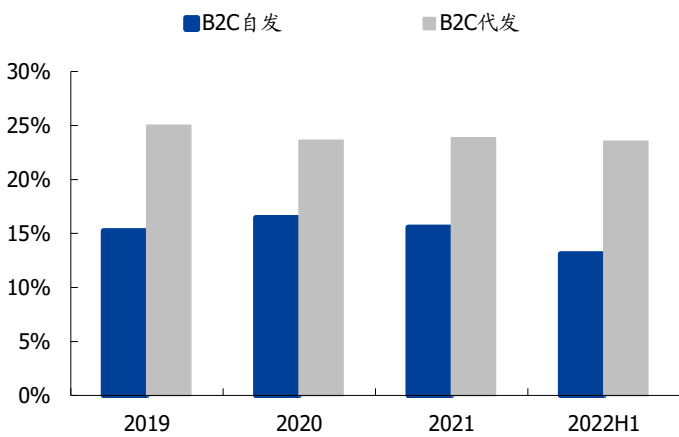
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 67: 海外仓布局



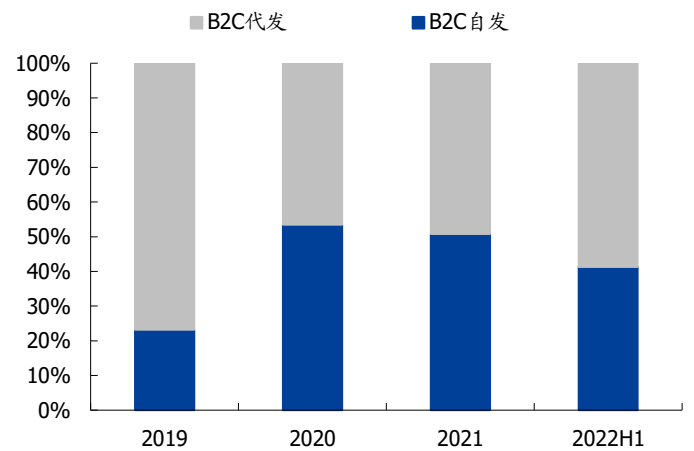
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 68: B2C 模式下自发货 (海外仓&三方仓) 与代发 (平台仓) 运输费用率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 69: B2C 模式下自发货 (海外仓&三方仓) 与代发 (平台仓) 收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 产品端: 大数据分析&蘑菇式模型加速产品迭代, 研发创新促长期发展

数字化探索方向, 底层模型缩短开发周期。公司已开发多个以产品为核心的多维度主数据管理系统, 打通从“研发数据”到“产品数据”到“商品数据”的全链路模型。基于产品历史销售数据、消费者偏好和习惯数据、用户评价反馈数据、竞品销售状况、市场公开数据及行业数据, 公司可快速洞察终端产品需求。此外, 公司持续探索实践“蘑菇式模型”理论, 通过 1) 构筑产品零部件平台 (包含大量标件&少量非标), 2) 将零部件排列组合构成多元产品, 3) 配合使用场景变化颜色、材料、表面处理, 成功缩短产品开发周期, 实现原材料采购&规模化生产。

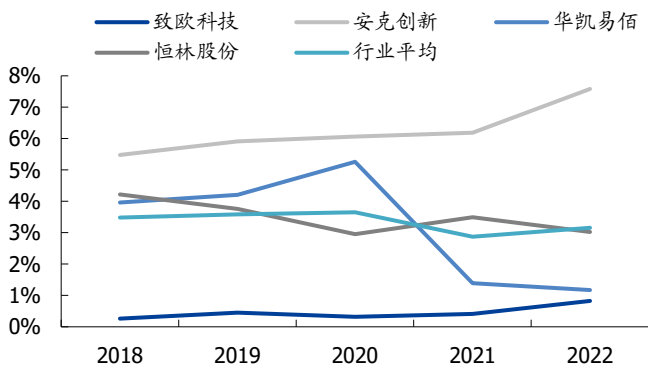
图表 70: VASAGLE 研发思路



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

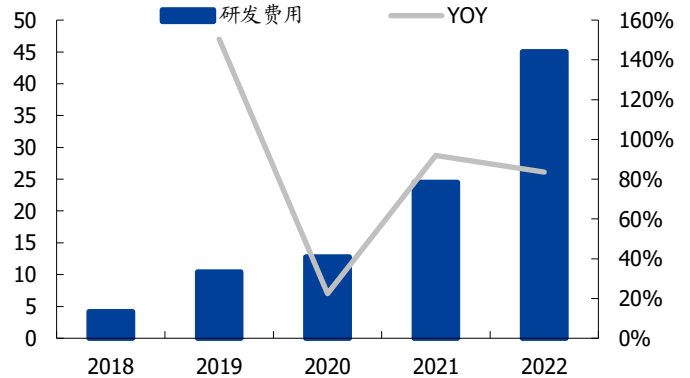
自主研发能力持续提升。公司研发费用率处于 1%以下, 相较同行处于低位主要系 1) 与供应商合作研发, 无需在研发方面投入原材料、机器设备等耗材及固定自产; 2) 截至 2022 年底, 公司产品涉及 303 个细分品类, SPU 数量高达 3335 个, 每个细分品类均有独立特点&材质要求, 因此公司将有限的研发设计资源聚焦于核心品类。公司目前已加大研发投入, 2018-2022 年研发费用从 416 万元增长至 4501 万元 (CAGR 达 81.3%), 自主研发产品收入占比已从 2020 年 17.4%提升至 2022 年 31.7%。2020-2022 年自主研发新品数量分别达 582/420/535 个, 2022 年占总 SPU 比例达 16.0%。

图表 71: 不同公司研发费用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 72: 致欧科技研发费用及增速 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

优化产品结构、运输模式, 成本优化、效率提升。在满足集装箱体积利用最大化、适配平台仓储费尺寸标准&长距离远程运输前提下, 公司以模块化部件、可拆卸式组装、扁平化包装为导向, 持续对传统家具产品进行结构和工艺创新。部分产品在改造后, 实现 1) 免安装、减少风险、质感提升, 成功解决消费者痛点, 好评率&销量攀升; 2) 包装体积变小、物流&人工费用降低, 成本持续优化。

图表 73: 部分产品创新后效果

产品描述	改进前	改进后	创新优势	类型
一种带有遮阳板的休闲躺椅			(1) 通过深入精准的消费者洞察, 对市场上休闲躺椅遮阳板进行结构创新, 满足消费者躺卧休闲状态下对遮阳板无级调节的需求; (2) 免安装设计, 省掉用户安装痛点; (3) 经过多次实验, 精选出配件螺丝与胶水配比, 提升该类客户好评率40%。	结构创新
一种增加稳定性的便携吊床			(1) 吊床木棒为组装结构, 减小体积, 增加了便携性; (2) 木棒由直木棒改为弯木棒, 减小侧翻风险, 提升吊床安全性。	结构创新
菱形边桌结构			(1) 基于对流行风格的准确把握, 设计出菱形风格的差异性造型, 在投入市场后短时间内即获得消费者认可, 实现销量快速攀升; (2) 在不影响产品外观的前提下, 通过结构优化, 降低产品包装尺寸, 实现产品的物流成本降低。	结构创新
分节款电视柜			(1) 分节款工艺有效解决1.4米、1.6米、1.8米电视柜不能进入平台仓问题。 (2) 包装体积由150cm*50cm*10cm下降至86cm*48cm*15cm。	结构创新
布抽柜面板			(1) 提升产品结构强度; (2) 引入新材料及复合工艺, 使产品在外观上的可扩展性大大增强; (3) 增强产品质感, 提升产品溢价; (4) 与传统抽屉相比, 解决了安装难、成本高、包装体积大的问题。	结构创新
方形管缩管			传统工艺需要经过铁片切料、冲压、冲孔、焊接、打磨等过程, 改为缩管工艺后, 管材直接缩管, 省去切料、冲压、焊接、打磨工艺, 极大提升生产效率, 降低人工成本。	结构创新

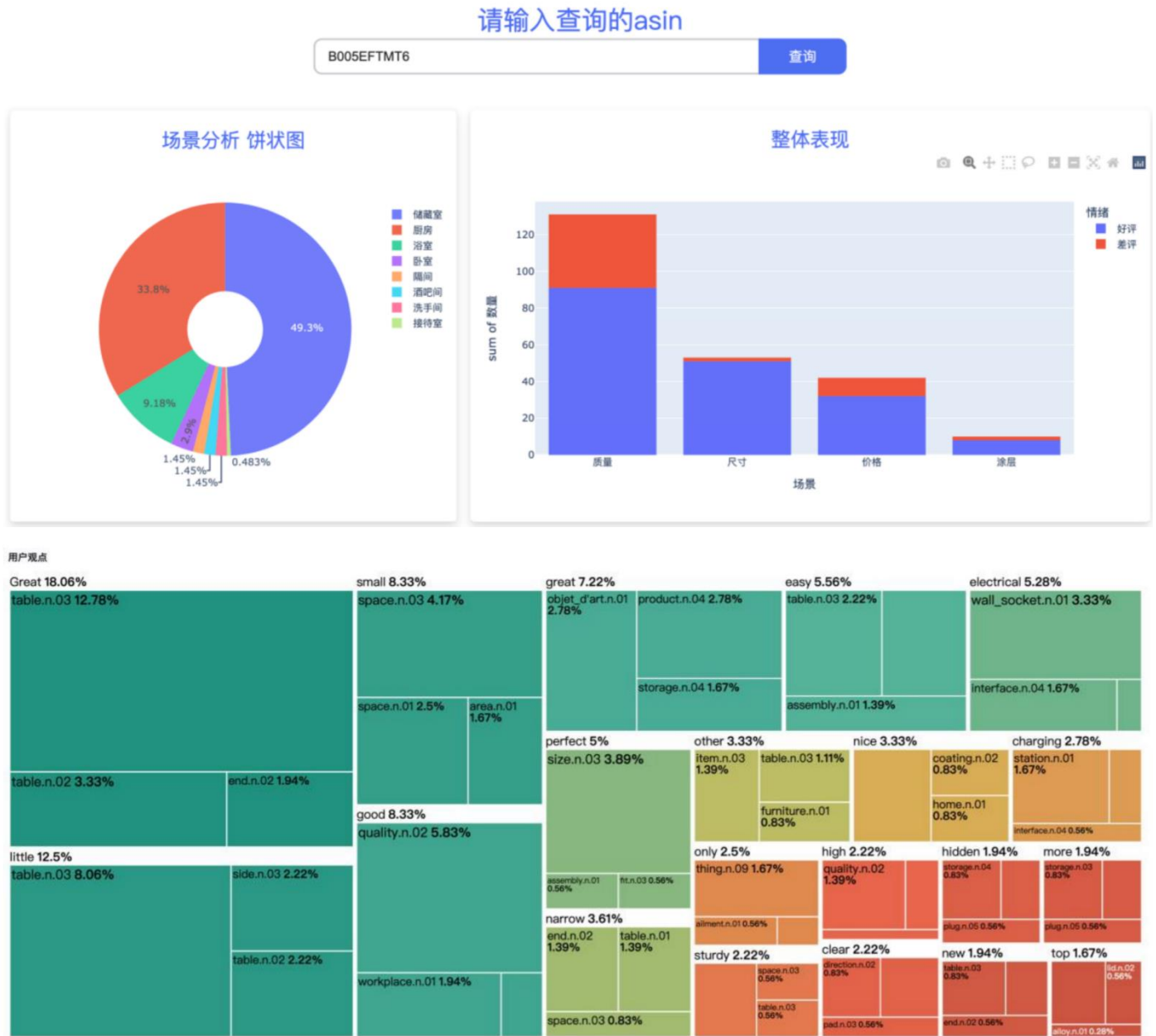
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.3 销售端: 精准洞察需求, 高效品牌营销、一站式关联消费

本土化&数据化双轮驱动, 客户好评率维持高位。公司销售市场主要为欧洲、北美和日本, 已分别在德国、英国、美国和日本设立全资子公司 EUZIEL、FURNOLIC、AMEZIEL 和 ZIELJP。本土化运营更易触达终端消费者, 了解本地需求&市场动销&法律监管, 实现与海外本土企业同频竞争。公司已开发出适合跨国家、多渠道运营的 CRM 系统(含客户服务、邮件处理审核等), 可保障公司快速、合规响应服务需求, 提升客户满意度。同时, 公司通过客户关系管理算法模型精进, 提升线上消费行为洞察效率, 可快速向全渠道用户提供产品及服务。本土化&数据化运营双轮驱动下, 公司亚马逊热门产品评价得分维持在 4.3+(满分为 5 分); 除个别新设站点, 亚马逊平台各站点近 12 个月店铺反馈好评率均在 90%+。

图表 74: CRM 系统部分分析示意图

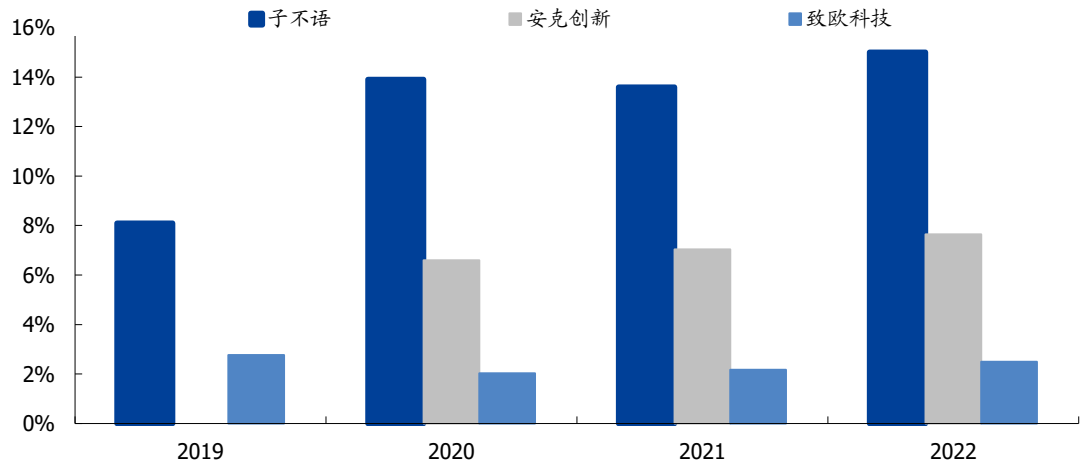
CRM 系统的 ABSA 分析技术示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多渠道获取流量, 流量投放效率优异。2019-2022 年公司广告费用占总收入比例均维系在 3% 以下, 显著低于同行, 侧面印证公司已构筑较强品牌效应。公司营销主要投放 CPC 广告 (点击链接后收取费用, ROI 易监测, 可量化投放效果) 以及适量 DSP 广告 (亚马逊精准营销服务)。此外, 公司作为跨境电商品牌商, 会将语言、图片和视频与本土文化和习俗相结合, 借助各类本土节日进行营销活动, 从而获得优异流量投放效率。举例来看, 2022 年春节公司旗下三个品牌同时以 “Hello Spring” 为大主题推出春季创意营销活动, 同时包含家庭和宠物聚合场景, 三个品牌之前积累的用户形成良性互动。此次全媒体曝光量约 5000 万, 品牌搜索量提升近 20%, 整体投入产出比 (ROI) 接近 20 倍。

图表 75: 同行公司广告费用占总收入比例



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所 (子不语 2022 年仅为上半年数据)

一站式购物促关联消费，高性价比驱动稳健成长。公司主要产品向系列化、风格化、场景化方向拓展，核心主题贯穿整个产品设计，统一视觉传达，可识别性高（颜色、造型、结构、表面处理等方面趋同），因此主要品牌 SONGMICS（家居、小件、户外），VASAGLE（家具），Feandrea（宠物）可在同一平台下互相引流、促进消费者关联购买。此外，公司受益于中国供应链&海外仓储布局优势，相较同行具备性价比优势，在消费降级大背景中，产品更易被接受，因此多款产品稳居细分品类 Best Seller。

图表 76: 主要国家亚马逊站点排名

致欧科技市场认可度 (公司在亚马逊家居类目中主要国家站点排名)	
国家	排名
法国	1
德国	1
西班牙	2
意大利	1
美国	3
英国	2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 公司不同产品在亚马逊 Best Seller 榜单中情况

产品品类	平台目录名称	亚马逊销售排行榜 (Best Seller) 排名情况
德国站点	鞋架	鞋架类 销量排名前10款最畅销产品中包揽4款
	玄关桌	客厅台桌类 销量排名前10款最畅销产品中包揽3款
	折叠凳	长凳和箱子类 销量排名前10款最畅销产品中包揽7款
	休闲椅	摇椅类 销量排名前10款最畅销产品中包揽7款
美国站点	猫爬树	猫爬树类 销量排名前10款最畅销产品中包揽4款
	衣帽架	衣帽架类 销量排名前10款最畅销产品中包揽3款
	边桌	客厅桌椅类 销量排名第三的为公司VASAGLE品牌产品
	首饰柜	首饰柜类 销量排名第一的为公司SONGMICS品牌产品
意大利站点	书架	书柜类 销量排名前10款最畅销产品中包揽5款
	PU办公椅	书房家具桌椅类 销量排名前10款最畅销产品中包揽5款

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测&投资评级

4.1 盈利预测

根据我们测算，预计公司 2023-2025 年收入分别为 60.6/74.9/91.8 亿元（同比分别 +11.0%、+23.7%、+22.6%），拆分来看：

- **家具系列：**伴随海外需求回暖&办公类家具迎换新周期，销量有望持续增长；但消费降级背景下行业竞争加剧，价格预计延续承压，预计 2023-2025 年收入分别为 25.6/29.7/34.2 亿元（同比-1.0%/+15.9%/+15.2%）。
- **家居系列：**由于产品品类较多、整体单价偏低、更换频次较快，家居系列韧性较强，销量端预计维系稳健增长，且公司产品持续推新、有望助力均价保持坚挺，预计 2023-2025 年收入分别为 21.3/26.8/33.1 亿元（同比+14.0%/+25.6%/+23.6%）。
- **庭院系列：**伴随海外经济修复，休闲户外类产品需求有望稳步修复，且公司目前基数较小，2023-2025 年预计实现收入 7.5/10.4/14.0 亿元（同比 +41.8%/+38.6%/+34.3%）。
- **宠物系列：**宠物消费市场空间广阔，受益于公司高品牌美誉度&一站式关联消费模式，预计宠物系列 2023-2025 年实现收入 5.0/6.7/9.0 亿元（同比 +33.5%/+33.6%/+33.0%）。

盈利能力方面，预计 2023-2025 年公司总体毛利率分别为 37.1%/36.5%/37.0%，2024 年略承压主要系海运费、关税、汇率、原材料等外部干扰因素仍存，但受益于公司供应链全球化布局、海外仓持续落地，远期毛利率预计仍可稳步提升；期间费用率方面，公司目前已构建较高品牌壁垒，预计整体费用投放趋于稳定，2023-2025 年预计销售费用率分别为 23.3%/22.9%/22.9%，管理费用率分别为 3.9%/4.1%/4.1%，研发费用率分别为 1.3%/1.2%/1.2%。

图表 78: 收入拆分

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5967.38	5455.39	6056.15	7491.58	9181.32
YOY	50.27%	-8.58%	11.01%	23.70%	22.56%
毛利率	32.64%	31.65%	37.13%	36.50%	37.00%
家具系列	3092.37	2586.43	2559.64	2966.64	3417.42
YOY	57.07%	-16.36%	-1.04%	15.90%	15.19%
生活家具类	2097.30	1934.61	1952.80	2223.26	2562.53
YOY	56.14%	-7.76%	0.94%	13.85%	15.26%
办公家具	995.07	651.82	606.84	743.38	854.89
YOY	59.07%	-34.50%	-6.90%	22.50%	15.00%
家居系列	1876.71	1868.38	2129.60	2675.73	3308.16
YOY	37.70%	-0.44%	13.98%	25.64%	23.64%
家居收纳类	1016.96	1017.12	1157.99	1433.01	1736.81
YOY	41.19%	0.02%	13.85%	23.75%	21.20%
家居用具类	756.15	762.79	877.21	1122.83	1417.57
YOY	32.94%	0.88%	15.00%	28.00%	26.25%
家居装饰类	103.60	88.47	94.40	119.88	153.78
YOY	40.36%	-14.60%	6.70%	27.00%	28.27%
庭院系列	633.01	531.63	753.92	1044.94	1403.39
YOY	64.06%	-16.02%	41.81%	38.60%	34.30%
庭院家居类	327.58	294.32	426.76	609.42	808.09
YOY	69.21%	-10.15%	45.00%	42.80%	32.60%
庭院运动类	209.01	152.60	204.33	275.85	383.57
YOY	72.95%	-26.99%	33.90%	35.00%	39.05%
庭院休闲类	96.42	84.71	122.83	159.68	211.73
YOY	35.00%	-12.14%	45.00%	30.00%	32.60%
宠物系列	341.97	377.66	504.12	673.63	895.59
YOY	45.79%	10.44%	33.49%	33.62%	32.95%
宠物家具类	229.55	238.78	316.62	427.44	572.34
YOY	36.13%	4.02%	32.60%	35.00%	33.90%
宠物家居类	112.42	138.89	187.50	246.19	323.25
YOY	70.49%	23.55%	35.00%	31.30%	31.30%
其他业务	8.70	77.43	92.92	111.50	133.80
YOY	178.85%	790.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他收入	14.62	13.87	15.95	19.14	22.97
YOY	-7.17%	-5.13%	15.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 投资评级

公司立足品牌、聚焦产品，前端精准洞察消费需求，高效品牌营销、一站式关联消费打开成长空间；中后端数字化全链赋能，持续加码采购&仓储全球化布局，成本优势显著。未来多区域、多渠道、多产品共同发力，预计**2023-2025**年归母净利润分别为**4.1、5.0、6.2**亿元，对应**PE**分别为**22.1X、18.1X、14.7X**，选取同为跨境电商领域领先企业的安可创新、华凯易佰、赛维时代作为可比公司，**2024**年行业平均估值为**16.3X**，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 79: 盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,056	7,492	9,181
增长率YoY(%)	50.3	-8.6	11.0	23.7	22.6
净利润(百万元)	240	250	410	501	619
增长率YoY(%)	-36.9	4.3	64.0	22.2	23.4
EPS(元)	0.60	0.62	1.02	1.25	1.54
净资产收益率(%)	15.6	13.8	18.5	18.4	18.5
P/E(倍)	37.8	36.3	22.1	18.1	14.7
P/B(倍)	5.9	5.0	4.1	3.3	2.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(取自2024年2月19日收盘价)

图表 80: 同行估值对比(元)

证券代码	证券名称	收盘价	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
300866.SZ	安可创新	82.62	2.42	2.81	4.03	4.71	5.47	34.14	29.40	20.53	17.53	15.12
300592.SZ	华凯易佰	19.31	(0.43)	0.76	1.30	1.86	2.32	(45.01)	25.47	14.81	10.41	8.32
301381.SZ	赛维时代	25.24	0.97	0.51	0.88	1.20	1.63	26.13	49.08	28.61	20.95	15.44
	行业平均	42.39	0.99	1.36	2.07	2.59	3.14	5.09	34.65	21.31	16.29	12.96

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(采自2023年2月19日Wind一致预期)

风险提示

海外宏观经济不及预期。若未来海外消费持续走弱，将影响公司终端消费需求。

国际贸易摩擦的风险。公司外销主要面向欧美，若未来关税超预期增加，将直接影响公司盈利能力；此外，中国跨境电商平台在海外可能面临当地政策限制相关风险。

成本异常波动风险。海运费、汇率波动等可能导致盈利能力受到影响。

行业竞争加剧风险。海外市场电商渗透率大幅提升，新玩家加入可能导致竞争加剧。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com