



其他轻工制造行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

轻工组

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

yinxinyue@gjzq.com.cn

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

轻工品牌出海：产品差异化为基，品牌构建、效率优化任重道远

投资逻辑：

复盘消费品企业出海历程，轻工出海企业处于哪个阶段？ 跨境大卖更注重本地化品牌势能构建、产业基础设施完善（海外仓、库存管理系统、本地化运营）以提高效率、多区域/渠道的探索等长效竞争力的构建。过去以 ODM 制造为核心的大部分轻工制造企业仍处探索品牌出海之路的初期，伴随亚马逊等平台加快招商，传统亚马逊大卖积累的运营人才的加入，当前处在精细化运营的关键发力期。

产品维度：品牌力构建的重要抓手，从选品到本地化产品，轻工产业带集群奠定供应链基础优势，“精品”策略背后需组织层面自上而下支撑。

1) 基于商业模式进行毛利率比较：自主生产+高端精品型>代工型中高端精品型>普通精品型>泛品型。泛品型公司竞争力在于精准选品类、提升周转，摆脱系统内部分品类周期经营波动的风险；产品创新/细分赛道品牌力构建精品型出海品牌溢价基础。三维度构建产品本地化创新：细分场景、细分功能、IP 联名的体系化引用。

2) 供应链深入赋能是基础，先发优势带来规模基础强化与上游议价力。

3) 从龙头案例安克创新复盘来看，VOC 助力安克快速构建前端市场需求洞察，实现从性价比产品到引领性产品的跨越，学习型组织保证战略有效落地。

品牌建设：本地化社媒工具提升曝光效率，重视线下布局。 横向对比来看，安克创新、名创优品 Miniso、乐歌旗下 Flexispot 等在线上品宣布局具备先发优势，运营程度更加精细化；家居耐用品出海仍处于品牌构建初期，跨境大卖逐步重视线下渠道的品牌曝光，新平台（Temu、Tiktok 等）加速成长背景下，品牌投放预算分配方向有所转移。

成长&提效路径剖析：新市场&新平台机遇可期，物流/运营成本优化任重道远。 1) **成长路径：**多平台“全托管”模式的推广有效放大中国供应链效率、降低入驻门槛，但该模式对于品牌力为导向的公司在机制和模式上短期仍有一定不确定性；北美和欧洲仍是出海公司发力重要区域，拉美/东南亚/非洲等新兴市场开拓有望加速。2) **提效：**第三方电商平台费用率在 12%-16%之间，运输费率占比在 16%-30%之间，其中头程海运运费占价值链比例在 2%-10%左右，尾程运费占比 10-35%左右；较高的尾程费用占比当前仍是压制跨境品牌利润率释放的重要因素，中大件商家加快仓储建设优化营运能力，亚马逊 FBA 新政策下乐歌等第三方海外仓产业链地位提升。

投资建议与估值

我们看好产品端具备本地差异化布局能力、重视品牌力构建、运营上管理效率上具备提升潜力的公司的投资机会，根据企业类型和出海发展所处阶段，建议从三条主线进行重点布局品牌出海企业：

1) 产品差异化创新程度、品牌力构建已受到市场认可与验证，进入成熟开花发展阶段的标杆型品牌出海企业，当前依靠拓品类/拓市场仍在不断深化成长逻辑：**名创优品**（线下零售全球出海领军者，海外新定位下 IP 开发体系带动店效优化/品牌势能提升）。

2) 处于品牌力构建或孵化过程中，在产品本地化创新成效具备一定成果、后续营运效率提升上具备看点的优质公司：**致欧科技**（打造“线上宜家”，美国有望加速，完善海外仓布局提振盈利能力）、**恒林股份**（跨境电商快速成长期，精细化运营+品类丰富打开成长边界）、以及线下出海品牌**匠心家居**（功能沙发出海优质标的，期待海外自主品牌店中店模式验证）、关注晨光股份。

3) 跨境电商基础设施：在提升自身运营效率提升基础上，通过海外仓建设等业务提升整个品牌出海行业成本运营效率的标的，**乐歌股份**（海外仓产业链地位提升，公司海外仓竞争壁垒被市场认可，成长性较优）。

风险提示

原材料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险；宏观经济风险；运费上涨风险等



内容目录

1 复盘消费品企业出海历程，各类出海企业处于哪个阶段？	5
2 产品维度：从选品到本地化产品，“精品”策略背后需组织自上而下支撑	7
2.1 从制造→品牌，从选品型→产品型，背后驱动是什么？	7
2.2 产品本地化创新三维度：细分场景、细分功能、IP 差异化定位	10
2.3 供应链深入赋能是基础，先发优势带来规模基础强化与上游议价力	13
2.4 安克创新复盘：VOC 助力构建产品力层面“溢价”，组织层面保证战略有效落地	15
3 品牌建设：本地化社媒工具提升曝光效率，重视线下布局	18
3.1 新媒介工具的灵活运营加快用户触达和拉新，运营走向精细化	18
3.2 围绕品牌定位，品牌预算加快线上新平台转移，重视线下渠道曝光	20
4 成长&提效路径剖析：新市场&新平台机遇可期，物流/运营成本优化任重道远	21
4.1 拓区域&拓平台：拉美等新兴市场是成长机遇	21
4.2 精细化运营：品牌类推广费用占比有望提升，中大件加快仓储建设优化营运能力	23
5 投资建议	25
名创优品：线下零售全球出海领军者，品牌升级带动盈利超预期	25
安克创新：品牌出海龙头，充电基业稳步发展+智能创新构建成长曲线	27
致欧科技：打造“线上宜家”，完善海外仓布局提振盈利能力	28
乐歌股份：垂类品牌出海领军者，海外仓竞争壁垒被市场认可	29
赛维时代：深耕服饰领域，数字化为基，多品牌孵化能力构筑成长	30
恒林股份：跨境电商快速成长期，品类丰富打开成长边界	31
匠心家居：供应链升级+产品不断创新，自主品牌稳步提升	31
风险提示	31

图表目录

图表 1：中国企业出海历程梳理	5
图表 2：出海公司业务梳理	6
图表 3：跨境电商板块重点企业营收（亿元）及增速	7
图表 4：跨境电商板块重点企业净利润（亿元）及增速	7
图表 5：出海消费品从选品到产品背后需本地化组织系统的支撑	7
图表 6：中国轻工业产业集群分布梳理	8
图表 7：精品类毛利率高于泛品类	9
图表 8：海外市场户外活动日益流行	10
图表 9：户外场景内的用电设备	10
图表 10：安克创新基于户外场景定制的产品创新	10



图表 11: 致欧科技场景化产品布局	11
图表 12: 致欧科技蘑菇式开发理论	11
图表 13: 致欧研发过程梳理	11
图表 14: 致欧产品品类涵盖丰富	12
图表 15: 致欧线上平台一个销售订单购买多件产品的订单数量占比稳步提升	12
图表 16: 安克创新产品充电宝、耳机类产品定价低于消费电子原厂品牌高于白牌	12
图表 17: 各公司研发费用率对比	13
图表 18: 名创优品 IP 合作图谱梳理	13
图表 19: 名创优品在美国 IP 类玩偶类定价较迪士尼乐园等具备性价比	13
图表 20: 名创优品强大供应链支持下, 构建了全球“五盘货”选品	14
图表 21: 各公司供应链模式及毛利率对比	14
图表 22: 赛维时代研发机构设置	15
图表 23: 出海公司研发投向分析	15
图表 24: 基于 VOC 精选产品和微创新	15
图表 25: 基于用户洞察创造新产品	15
图表 26: 安克利用 VOC 实现本土化产品创新	16
图表 27: 使用 VOC 进行创新的 AnkerMake M5 3D 打印机获得积极市场反响	16
图表 28: CTMO 模型应用于 Ankermake M5 3D 打印机的创新过程	17
图表 29: 安克专业化客服团队将 VOC 共享到其他部门, 实现后端快速响应	17
图表 30: 出海品牌企业社媒声量对比	18
图表 31: Anker Google trend 关键词搜索趋势高于副牌 eufy、soundcore	18
图表 32: 安克独立站流量远超同行	19
图表 33: 安克品牌力塑造卓有成效	19
图表 34: 社交媒体意见领袖营销	20
图表 35: 安克通过后置链接实现流量转化	20
图表 36: 利用官方账号进行社交媒体营销推广	20
图表 37: 瞄准目标用户进行有针对性的广告投放选择	20
图表 38: 名创优品进驻美国时代广场	21
图表 39: anker 在日本折扣连锁堂吉诃德线下布局	21
图表 40: 各跨境电商平台全托管模式服务对比	21
图表 41: 北美和欧洲仍是出海公司发力的重要地区	22
图表 42: 拉美、东南亚、非洲仍处于电商行业增长红利期	22
图表 43: 2022 全球主要地区线上消费者增速	22
图表 44: 四大新兴市场情况梳理	22
图表 45: 拉美电商热销品类趋势分析	23



图表 46: 拉美消费者购物习惯画像	23
图表 47: 跨境电商企业费用结构对比	23
图表 48: 对于中大件跨境出海商品运输仓储成本占价值链的比例在 35%左右	24
图表 49: 出海公司海外仓布局	24
图表 50: 24 年亚马逊 FBA 运费新规提升中大件平均运费, 海外仓发货成本优势凸显	25
图表 51: 名创优品 23 年国内&海外加速展店 (净增加)	26
图表 52: 名创优品毛利率不断提升	26
图表 53: 名创优品海外开拓进程梳理	26
图表 54: 2023Q3 名创海外门店分布梳理	27
图表 55: 名创海外前 20 大市场占据海外 80%的 GMV	27
图表 56: 安克创新毛利率较竞争者高 3-5pct.	28
图表 57: 1H23 安克创新线下收入占比达 31%	28
图表 58: 安克创新品牌与产品矩阵	28
图表 59: 致欧科技线上 B2C 平台营收占比	29
图表 60: 致欧科技独立站历年营收 (百万元, %)	29
图表 61: 致欧科技仓储、运输费用率边际改善	29
图表 62: 致欧科技平台仓及自营仓费用率对比	29
图表 63: 亚马逊定位性价比, 独立站定位高客单升级产品	29
图表 64: 海外仓业务毛利率提升显著	29
图表 65: 乐歌海外仓盈利模式	30
图表 66: 赛维时代公司品牌矩阵构建形式	30
图表 67: 赛维时代分品类收入 (亿元) 及增速	30



1 复盘消费品企业出海历程，轻工出海企业处于哪个阶段？

当前泛轻工家电消费企业面临制造出海转向品牌出海的转型。我们认为，国内企业出海的核心红利来自全球领先的供应链能力，成长的催化因素来自美国消费者渠道迁移趋势、中国各跨境平台加快基础设施建设保障效率，从出海的阶段性成果来看，大部分品牌仍在本地化产品开发能力强化、基于各环节优化运营效率的品类品牌构建期，少部分以海尔、石头科技为代表的头部品牌已凭借强产品力构筑起品牌溢价优势。

整体来看，中国出海企业在海外电商经营环境逐步优化、跨境平台基础设施建设逐步完善的背景下，依托中国强大的供应链优势叠加逐步提升的本地化营销能力，将迎接“制造出海”向“品牌出海”升级的大浪潮。

复盘出海发展历程，发展历程可大致分为四个阶段：

制造型-传统外贸模式（1999-2003）：90年代起，一些产业集群发挥吸纳外资、劳动力成本优势，主要为国际品牌代工贴牌，如义乌小商品系列、东莞电子产品系列，一些国有民营品牌如海尔初步出海试水。

铺货型-跨境 B2B 模式（2004-2012）：中国加入 WTO 进一步推动了外贸产业出海进程，中国产品生产标准更多地与世界标准体系接轨，第二阶段涌现更多自主出口外贸公司，发挥其成本优势与供应链管理能力，探索跨境 B2B 模式运作。

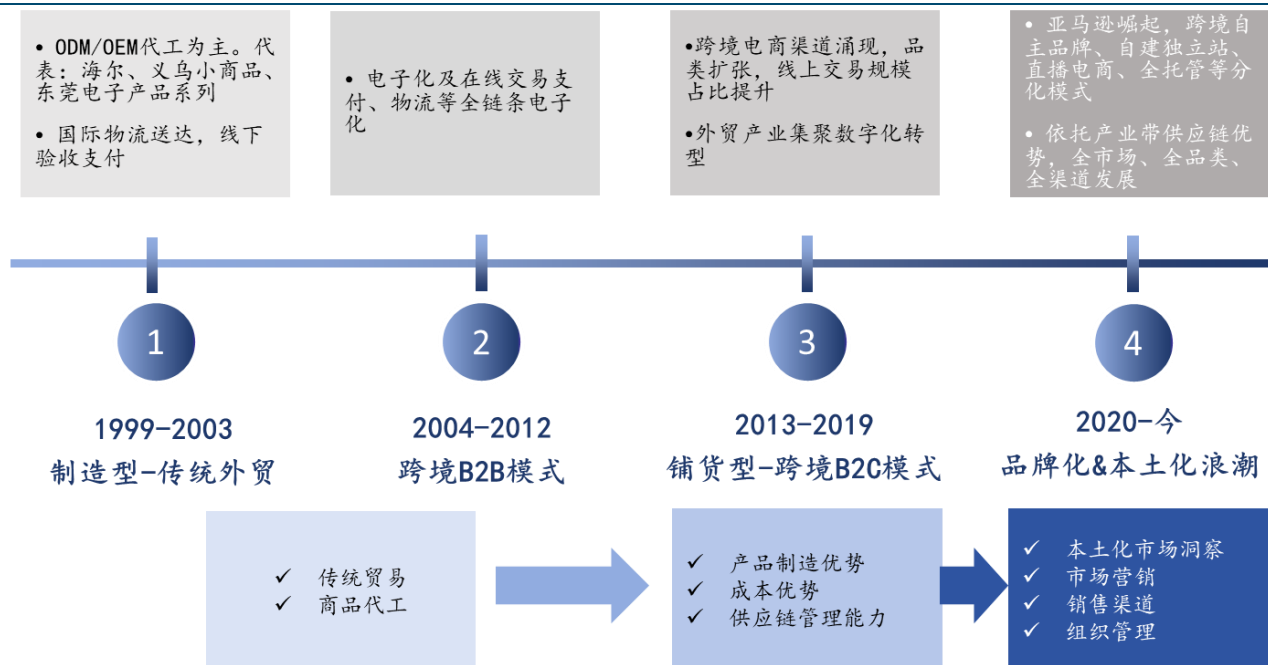
铺货型-跨境 B2C 模式（2013-2019）：2013 年互联网电商兴起，出海行业由 B2B 外贸逐渐转向电商公司或品牌依托的电商渠道发展模式，外贸产业集聚数字化转型不断推进，以亚马逊、速卖通为代表的跨境电商渠道涌现，线上交易规模占比提升，跨境大卖家在此阶段成立并快速成长。

品牌化&本土化浪潮（2020 至今）：大而全的供应链体系更加成熟，在技术驱动下叠加平台运营技术与大数据赋能，使中国出口逐渐带有了更多的科技属性。

从当前位置来看，传统线上跨境大卖家开始更注重本地化品牌的建立、产业基础设施的完善（海外仓、库存管理系统、本地化运营）以提高效率、多区域/渠道的探索（如安克创新等）。

国内品牌，尤其是过去以 ODM 制为核心的大部分轻工制造企业仍在探索品牌出海之路的初期，典型特征是：①伴随 20 年以来亚马逊等平台加快招商，传统亚马逊大卖积累的运营人才的加入，企业加快触网并率先在线上开启快速成长，弱化品牌强化品类，多品牌策略广铺货，重视营收增长弱化利润考核；②红利期过后，伴随竞争加剧，当前各企业处于精细化运营的关键发力期，例如提升线上 ROAS、围绕 listing 进行 SEO 优化等。

图表1：中国企业出海历程梳理



来源：《2023 产业带品牌出海洞察报告》，国金证券研究所

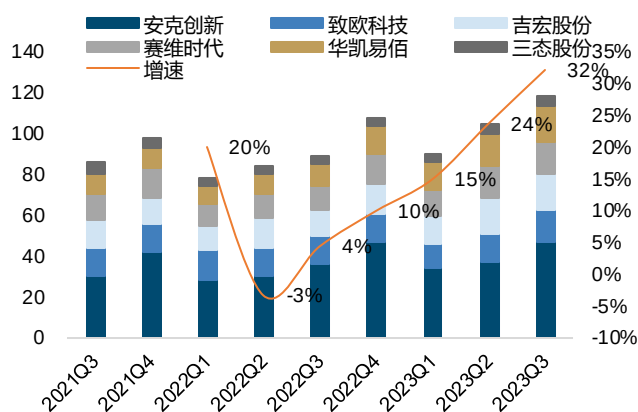

图表2：出海公司业务梳理

分类	公司名称	主营业务	自有品牌名称	整体收入体量 (22年, 亿元)	海外收入占比 (23H1或22年)	出海渠道 (线下门店、Amazon等线上、独立站)	出海区域 (占比)
跨境电商	精品类	安克创新 ①充电类 (49.30%) ②智能创新类 (27.54%) ③无线音频类 (22.12%)	充电类: Anker; 智能创新类: Eufy、Nebula等 无线音频类: Soundcore	142.51亿元	1H23: 96.17% 2022: 96.34%	线下: 线下门店 (31.22%) 线上: ①Amazon (55.87%) ②其他第三方平台 (6.45%) ③自营独立站 (6.46%)	北美 (46.55%) 欧洲 (20.09%) 日本 (15.06%) 中东 (5.78%) 其他 (8.70%)
		致欧科技 ①家具系列 (43.57%) ②家居系列 (36.01%) ③庭院系列 (12.36%) ④宠物系列 (1H23营业收入2.08亿元, 占比8.00%)	家居系列: SONGMICS 家具系列: VASAGLE 宠物系列: Feandrea	54.55亿元	1H23: 100% 2022: 100%	B2C: ①Amazon (68.32%) ②自营独立站 (2.21%) ③其他线上平台 (11.47%); B2B: ①线上B2B (11.00%) ②线下B2B (7.00%)	欧洲地区 (62.00%) 北美地区 (36.52%) 日本地区 (0.88%) 其他地区 (0.61%)
		赛维时代 <u>跨境电商业务:</u> ①服饰配饰 (67.40%) ②家居百货 (12.92%) ③运动娱乐 (15.06%) ④数码汽摩 (1.68%) <u>物流服务业务</u> (2.93%)	服饰配饰: Ekouaer、Avidlove、Coofandy 百货家具: Homdox、Coocheer、ACEVIVI 运动娱乐: ANCHEER、Hikole 数码汽摩: Coocheer、Sailnovo	49.09亿元	1H23: 97.94% 2022: 96.97%	B2C: ①Amazon (88.32%) ②Walmart (2.94%) ③eBay (0.93%) ④其他 (1.07%) ⑤自营网站 (3.27%) B2B: ①线下销售 ②线上Amazon Vendor Central等 (1.93%)	北美地区 (88.51%) 欧洲地区 (8.83%) 亚洲地区 (0.46%) 其他地区 (0.14%)
	泛品类	华凯易佰 <u>跨境电商业务:</u> ①家具园艺 (22.95%) ②工业及商业用品 (17.24%) ③汽车摩托车配件 (13.97%) ④健康美容 (11.76%) ⑤户外运动 (9.56%) ⑥3C电子产品 (9.78%) ⑦工艺收藏 (5.26%) ⑧其他产品 (7.72%) <u>物流服务、空间环境艺术设计及其他</u> (1.77%)	-	44.17亿元	1H23: 99.63% 2022: 99.25%	①Amazon (76.05%) ②其他线上平台	北美占比超40% 拉美是重点发展区域
		三态股份 <u>跨境电商商品销售:</u> ①兴趣爱好 (30.38%) ②家居生活 (20.93%) ③工具配件 (13.98%) ④潮流时尚 (11.23%) ⑤数码科技 (6.28%) <u>跨境电商物流服务</u> (17.20%)	-	15.88亿元	2022: 100%	Amazon (31.11%) Shopee (16.04%) eBay (15.83%) AliExpress (13.22%) Lazada (4.55%) Wish (0.48%) 其他第三方平台 (18.76%)	欧洲 (30.70%) 亚洲 (29.05%) 北美洲 (24.78%) 大洋洲 (4.98%) 其他 (10.47%)
国内品牌出海	名创优品	①名创优品 (94.67%) ②TOPTOY (4.65%) ③其他 (0.69%)	名创优品 TOPTOY	23财年: 114.73亿元	FY23: 33.31% FY22: 26.20%	名创优品直营门店、名创合伙人门店、代理门店	亚洲 (47.80%) 美洲 (45.47%) 欧洲 (3.95%) 其他 (2.93%)
	泡泡玛特	自主产品: 艺术家IP (86.9%) 授权IP (15.0%); 外采及其他 (8.1%)	SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、THE MONSTERS、小野、小甜豆、HACIPUPU	46.17亿元	1H23: 13.4% 2022: 9.8%	<u>线下渠道:</u> ①零售店 (43.92%) ②机器人商店 (6.74%) <u>线上渠道:</u> ①Shopee (3.94%) ②自营独立站 (3.28%) ③其他线上平台 (7.89%) 批发及其他 (34.23%)	港澳台地区、韩国、日本、英国、新西兰、美国、澳大利亚
	石头科技	①智能扫地机器人 (95.74%) ②洗地机 ③洗衣机	Roborock	66.29亿元	2022: 52.68%	Amazon、家得宝、Target、百思买、Walmart等	美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等
制造出海→品牌出海	匠心家居	①智能电动沙发 (72.94%) ②智能电动床 (15.39%) ③智能家具配件 (9.89%)	MotoMotion MotoSleep Motoliving	14.63亿元	1H23: 98.78% 2022: 98.90%	线下家具零售商 (55.87%)	美国 (84.74%)、新加坡
	恒林股份	①办公家具 (45.34%) ②软体家具 (15.61%) ③板式家具 (13.83%) ④新材料地板 (19.33%)	Nouhaus、Smug、LO (办公)	64.48亿元	1H23: 79.21% 2022: 76.88%	OEM: IKEA、NITORI、Office Depot等 ODM: Walmart等 OBM: 线上Amazon、Wayfair、Walmart、自营独立站	美国、欧洲、中东等
	永艺股份	办公椅、升降桌、沙发、休闲椅、电竞椅、按摩椅椅身	永艺办公椅、泰克堡坐电竞椅、艺科星球儿童座椅	40.55亿元	2022: 79.53%	ODM: 境外大型办公家具零售商、进口商、制造商 OBM: 跨境电商平台	美国、加拿大、日本、东南亚、澳洲等
专注于海外的品牌	巨星科技	①手工具及存储箱柜 (76.94%) ②动力工具及激光测量仪器 (22.43%)	Workpro、Pony、Everbrite	126.10亿元	1H23: 92.73% 2022: 94.25%	<u>线下:</u> HOME DEPOT、Walmart、Lowe's、Kingfisher、CTC <u>线上:</u> 自营独立站	美洲 (58.89%) 欧洲 (27.54%) 其他 (5.72%)
	泉峰控股	①电动工具 (38.77%) ②户外动力设备 (60.28%)	大有、FLEX、SKIL、EGO	19.89亿美元	1H23: 92.66%	<u>线下:</u> Lowe's、Walmart、ACE Hardware、翠丰 <u>线上:</u> Amazon、自营独立站	北美 (65.71%) 欧洲 (23.68%) 其他 (3.27%)
制造出海→出海供应链	乐歌股份	<u>人体工学工作站:</u> ①线性驱动产品 (55.07%) ②人体工学大屏支撑 (5.34%) <u>仓储物流服务</u> (21.66%)	LOCTEK乐歌、FlexiSpot	32.08亿元 (其中: 家具制造业收入: 27.18亿元)	2022: 90.99%	<u>线上直销:</u> ①独立站 (23.49%) ②Amazon (32.57%) <u>线上分销:</u> 线下门店	美国、欧洲等

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

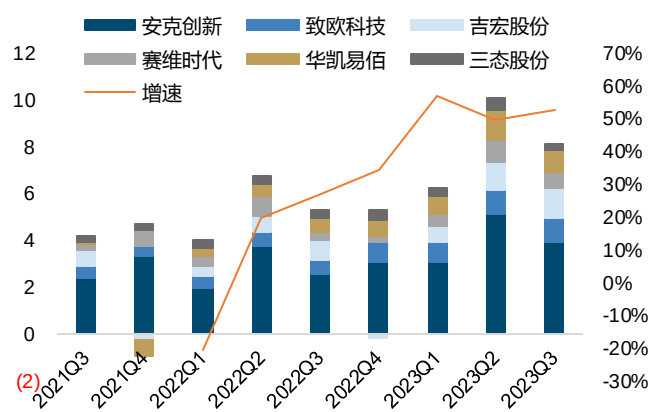


图表3：跨境电商板块重点企业营收（亿元）及增速



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图表4：跨境电商板块重点企业净利润（亿元）及增速



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

2 产品维度：从选品到本地化产品，“精品”策略背后需组织自上而下支撑

由于大部分国内轻工企业在海外仍未构建起绝对意义上的品牌力，对于产品力的深度挖掘将成为未来出海成功的关键，而轻工消费品大多具备生产制造壁垒低、技术驱动变弱的特点，因此基于本土消费者场景差异化、细分产品痛点、情感功能等洞察带来的“可感知”的产品创新，成为产品溢价产生、提升消费者粘性、甚至品牌力构建的重要抓手，底层要素构建来自产品洞察和供应链的深度契合，以及组织层次的支持。

本章力图通过拆解、复盘当前出海已取得一定成果的消费品企业，挖掘其产品竞争力构建关键点。尽管安克创新并非传统轻工消费企业，但考虑到其作为品牌出海龙头领军企业，具有较多学习借鉴意义，我们仍进行重点分析。

图表5：出海消费品从选品到产品背后需本地化组织系统的支撑

出海转型：从选品到产品，从制造到品牌

背景	具体表现	经典案例	跟踪指标	底层能力
①丰富的供应链基础优势 ②创新型产品：产品/品牌溢价的基础（高客单、高毛利率预期）	①细分场景创新	①安克创新：户外场景 ②致欧：各风格（现代/工业等）/各场景（卧室/庭院等）	SPU、客单价、连带率	研发
	②细分功能创新	安克创新：同轴圈铁耳机、首创氮化镓技术	客单价、毛利率	VOC方法论
	③IP联名的体系化应用	名创优品：迪士尼、芭比联名款眉笔/钥匙扣/玩偶	IP占比、客单价	围绕本地化建设的组织系统

来源：国金证券研究所整理

2.1 从制造→品牌，从选品型→产品型，背后驱动是什么？

轻工产业带的集群优势，奠定丰富的供应链基础优势。例如山东省宠物食品产业带、湖州安吉办公椅产业带等，成为孕育新一代国货品牌的肥沃土壤，帮助“中国制造”拓市场。产业带的规模效应减少了原料产品的成本和交易费用。


图表6：中国轻工业产业集群分布梳理

地区	轻工产业带	典型企业
山东省	宠物食品产业带	中宠（营收32亿元）、乖宝（营收34亿元）
湖州安吉	办公椅产业带	恒林（营收65亿元）、永艺（营收41亿元）
广东	玩具产业带	群兴玩具、高乐股份
广州狮岭	箱包产业带	达力皮具
江苏南通	家纺产业带	罗莱生活（营收53亿元）
江苏丹阳	眼镜产业带	万新光学、明月镜片

来源：亿邦动力，国金证券研究所

泛品到精品，产品创新是获得制造优势之外产品/品牌溢价的基础。

毛利率表现差异背后原因：我们对比已具备一定规模的跨境各家公司，毛利率的差异细分赛道行业属性（例如服装赛道普遍高毛利率/高费用率）、竞争格局、泛品/精品模式差异等有关，从商业模式角度进行毛利率对比：自主生产+高端精品型>代工型中高端精品型>普通精品型>泛品型；泛品型公司竞争力重点在于精准选品类、提升周转，摆脱系统内部分品类周期经营波动的风险，对运营管理这一能力的要求更高；产品创新/细分赛道品牌力是获得制造优势之外产品/品牌溢价的基础。此外，受渠道费用分布差异性，线上模式的毛利率高于线下。



图表7：精品类毛利率高于泛品类

分类	公司名称	主营业务	出海区域（占比）	毛利率(23H1)
跨境电商	精品类	安克创新 ①充电类（49.30%） ②智能创新类（27.54%） ③无线音频类（22.12%）	北美（46.55%） 欧洲（20.09%） 日本（15.06%） 中东（5.78%） 其他（8.70%）	整体：43.81% 境外：43.79% 境内：27.74%
		致欧科技 ①家具系列（43.57%） ②家居系列（36.01%） ③庭院系列（12.36%） ④宠物系列（1H23营业收入2.08亿元，占比8.00%）	欧洲地区（62.00%） 北美地区（36.52%） 日本地区（0.88%） 其他地区（0.61%）	53.85%
		赛维时代 跨境电商业务： ①服饰配饰（67.40%） ②家居百货（12.92%） ③运动娱乐（15.06%） ④数码汽摩（1.68%） 物流服务业务（2.93%）	北美地区（88.51%） 欧洲地区（8.83%） 亚洲地区（0.46%） 其他地区（0.14%）	69.23%
	泛品类	华凯易佰 跨境电商业务： ①家具园艺（22.95%） ②工业及商业用品（17.24%） ③汽车摩托车配件（13.97%） ④健康美容（11.76%） ⑤户外运动（9.56%） ⑥3C电子产品（9.78%） ⑦工艺收藏（5.26%） ⑧其他产品（7.72%） 物流服务、空间环境艺术设计及其他（1.77%）	北美占比超40% 拉美是重点发展区域	38.22%
		三态股份 跨境电商商品销售： ①兴趣爱好（30.38%） ②家居生活（20.93%） ③工具配件（13.98%） ④潮流时尚（11.23%） ⑤数码科技（6.28%） 跨境电商物流服务（17.20%）	欧洲（30.70%） 亚洲（29.05%） 北美洲（24.78%） 大洋洲（4.98%） 其他（10.47%）	2022： 34.13%
国内品牌出海	名创优品	①名创优品（94.67%） ②TOPTOY（4.65%） ③其他（0.69%）	亚洲（47.80%） 美洲（45.47%） 欧洲（3.95%） 其他（2.93%）	海外整体：~45% 其中： ①美国直营：~60%； ②代理市场：37%~38%
	泡泡玛特	自主产品：艺术家IP（86.9%） 授权IP（15.0%）； 外采及其他（8.1%）	港澳台地区、韩国、日本、英国、新西兰、美国、澳大利亚	整体：60.4% 境外：62.9% 境内：60%
	石头科技	①智能扫地机器人（95.74%） ②洗地机 ③洗衣机	美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等	53.10%
制造出海→品牌出海	匠心家居	①智能电动沙发（72.94%） ②智能电动床（15.39%） ③智能家具配件（9.89%）	美国（84.74%）、新加坡	整体：31.47% 境外：31.39% 境内：38.25%
	恒林股份	①办公家具（45.34%） ②软体家具（15.61%） ③板式家具（13.83%） ④新材料地板（19.33%）	美国、欧洲、中东等	跨境电商：35%~40%

来源：各公司公告，国金证券研究所整理



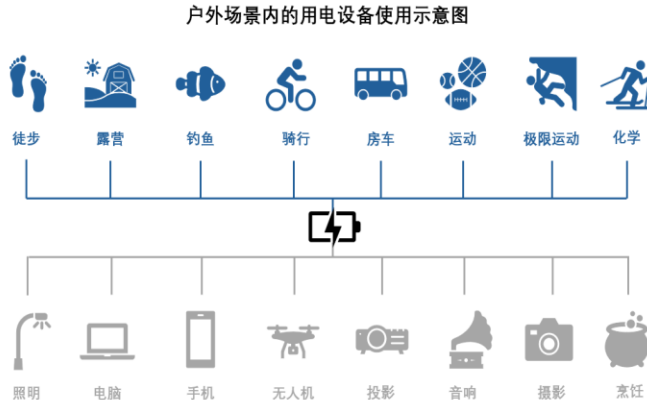
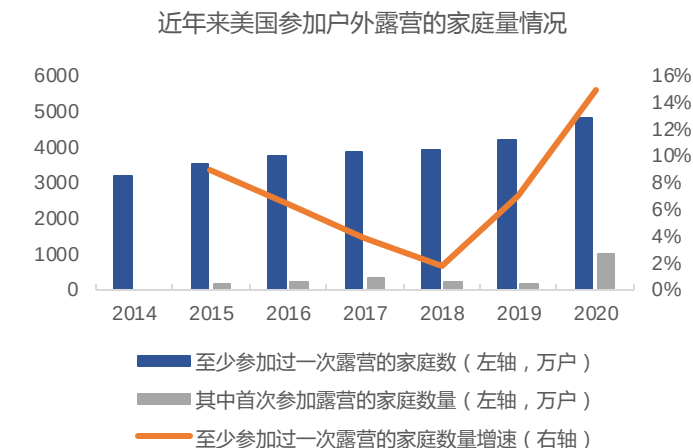
2.2 产品本地化创新三维度：细分场景、细分功能、IP 差异化定位

2.2.1 细分场景创新：深入本地消费者洞察、联带提升客单

海外场景和国内使用场景、风格的差异化可以为出海品牌提供创新空间。以安克创新为例，通过深入观察户外活动场景，发现人们对于在户外影音的需要机会，推出细分品类：户外便携投影 Mars 系列、户外音响 Motion Boom 系列等配套产品，并设计了防尘防水、音响的肩带、加强音浪触感等以适应户外场景等微创新卖点，Motion Boom Plus 在海外消费者社区 Versus 中获得 73 分的高分，较竞品建立较强的评分差距。

图表8：海外市场户外活动日益流行

图表9：户外场景内的用电设备



来源：华宝新能招股说明书，国金证券研究所

来源：华宝新能招股说明书，国金证券研究所整理

图表10：安克创新基于户外场景定制的产品创新



来源：亚马逊，安克创新公司官网，国金证券研究所

致欧科技：基于多场景&系列化布局，提升连带率&客单价

1) 致欧基于“Beyond basic (超越基础款)”的产品理念，产品系列覆盖客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等多种生活场景，结合包括“现代风格、工业风格、农场乡村风格”的不同风格，设计小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多个系列，形成丰富的产品矩阵，产品研发需要大量的产品销售数据、消费者习惯洞察、用户反馈等环节的积累。截至 2022 年 12 月 31 日，公司产品涉及 303 个细分品类，产品 SPU 数量达 3335 个。



2) 同场景、同风格、同系列产品相互连带，有效提高客单价。相比线上家居市场上只销售某一类产品的竞争对手，公司能够提高用户的购买转化率。2019、2020、2021、1H22，公司线上平台的关联购买订单数量占比逐年增长，分别为 9.57%、9.93%、10.15%和 10.30%。

3) 产品开发底层逻辑：兼具效率和差异化创新。公司产品“自主研发”和“合作研发”的产品研发营收占比 60%以上，“选品”模式作为辅助，基于“蘑菇式模型”理论，将产品的研发过程分为三个阶段：第一个阶段是基础层面，构筑产品零部件平台，其中包含大量的标准通用件和适量非标件；第二个阶段是组合成型阶段，即由零部件通过不同的排列组合形成多样化的产品；最后，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，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。

图表11：致欧科技场景化产品布局

	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	产品示例
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、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	
	使用场景	鞋柜收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	产品示例
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、晾衣架、洗衣机、衣架等	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、储物架、行李架、伞架、货架等	
	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材	产品示例
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	猫爬架	宠物窝具	宠物窝垫	宠物家具	产品示例
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	铁线狗笼/围栏、宠物垫、狗窝垫等	猫砂箱、喂食碗架、铁木狗笼等	

图表12：致欧科技蘑菇式开发理论



来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

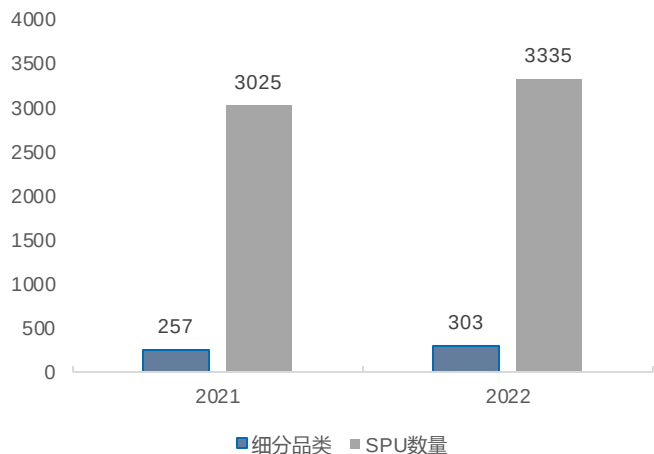
图表13：致欧研发过程梳理

阶段	研发过程
基础层面阶段	构筑产品零部件平台，其中包含大量的标准通用件和适量非标件
组合成型阶段	由零部件通过不同的排列组合形成多样化的产品
CMF 场景应用阶段	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，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。

来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

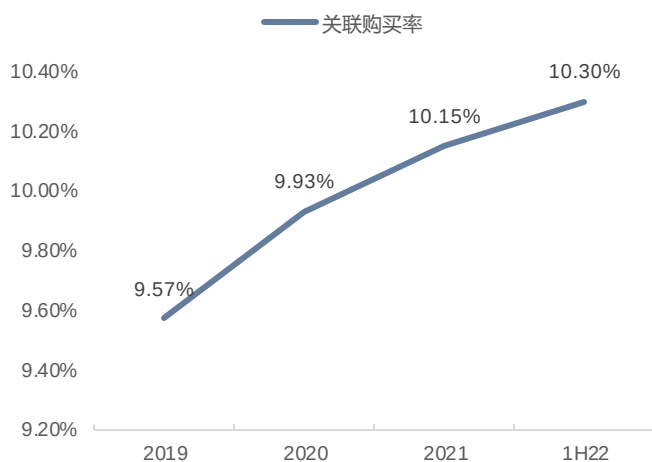


图表14：致欧产品品类涵盖丰富



来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

图表15：致欧线上平台一个销售订单购买多件产品的订单数量占比稳步提升



来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

2.2.2 细分功能创新：更适用于功能型感知差异强的品类

以安克创新为例，产品定位从性价比转向“引领性”产品的转型，例如，耳机品牌 Soundcore 同轴圈铁耳机（2019 年推出）、首创氮化镓技术充电类等构建产品端的引领性优势。从产品定价角度，以吸附式充电宝为例，其定价较苹果同类型产品便宜 20% 左右，但是较其他竞品品牌仍具有一定溢价优势。

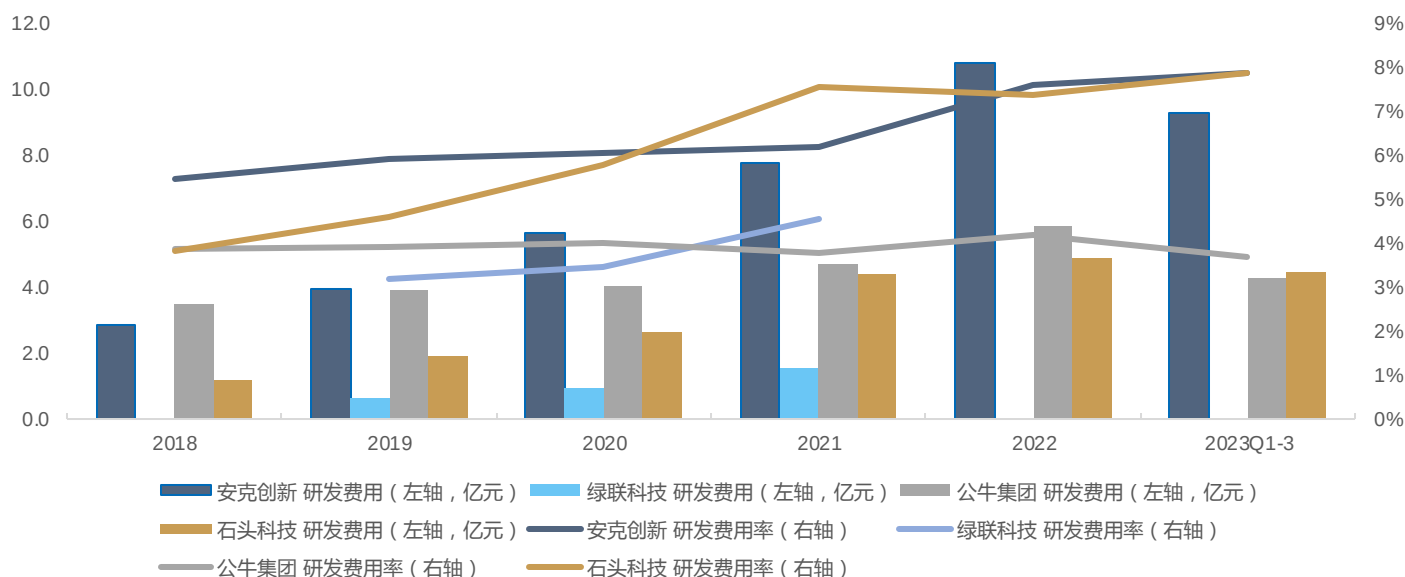
图表16：安克创新产品充电宝、耳机类产品定价低于消费电子原厂品牌高于白牌

吸附式充电宝				
品牌	Anker	iWALK	Apple	白牌
产品图示				
规格	10000mAh;20w	10000mAh;<20w	1460mAh;7.5w	10000mAh;22.5w
产品价格	\$79.99	\$49.99	\$99.00	\$36.99
充电线				
品牌	Anker	STOUCHI	Apple	Anker
产品图示				
规格	100w;10ft	100w;10ft	2m;240w	6ft;240w
产品价格	\$11.99	\$19.99	\$25.49	\$10
入耳式耳机				
品牌	Anker Liberty 4 NC	Apple AirPods Pro	EarFun Air Pro 3	SAMSUNG Galaxy Buds 2 Pro
产品图示				
产品价格	\$99.99	\$237.99	\$79.99	\$229.99

来源：Amazon，国金证券研究所



图表17：各公司研发费用率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

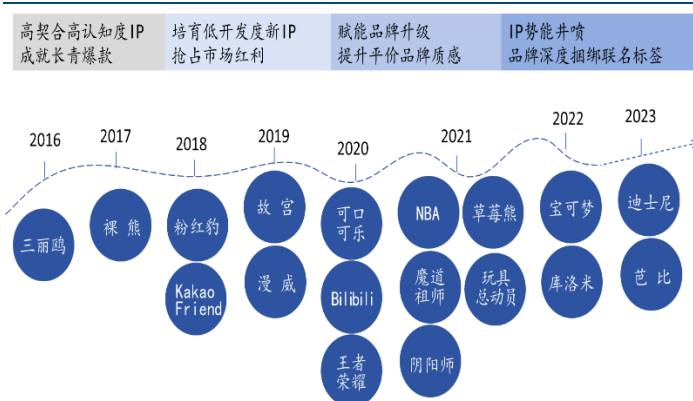
2.2.3 IP 联名的体系化应用：快速找到和海外文化的契合点

名创优品：轻小工业品与 IP 有效链接，塑造海外品牌新定位，提升品牌势能。

名创在海外尤其是北美/拉美地区的产品开发打磨中，充分借助强 IP 运营能力开发玩偶、日用品类进行差异化产品定制，提升客户入店转化率，海外 IP 类产品占比达到 40% 以上，较国内高 15pct。①IP 类玩偶定位性价比：通过与迪士尼、三丽鸥、NBA、故宫宫廷文化等超 80 个全球知名 IP 深度合作，深度挖掘品牌与 IP 之间的联名潜力，占领年轻消费者心智。例如名创美国门店 IP 玩偶平均定价 10~20 美金/件，相比 Disney 等类似产品 25 美金/件以上，性价比优势凸显；②盲盒类产品价格带范围更广：产品价格定位 \$9.99/\$15.99/\$16.99/\$17.99，外部签约类 IP 盲盒占比更高，客群定位更加广泛。

我们认为，名创 IP 开发能力的基础在于其国内+海外多门店体量的支撑、从 IP 图片到产品力的高效转化，运营策略从之前的低开发度新 IP 抢占市场红利，到当前抢占头部 IP（迪士尼、芭比、漫威等）、提升 IP 合作范围降低保证曝光度，有效构建产品差异化、提升客单值、构建产品力。

图表18：名创优品 IP 合作图谱梳理



图表19：名创优品在美国 IP 类玩偶类定价较迪士尼乐园等具备性价比

品牌	MINISO	玩偶 Disney	UEMATU
产品图示			
产品价格	\$15.99	\$29.99	\$28.99

品牌	MINISO	POP MART	RoWood	BEEMAI
产品图示				
产品价格	\$9.99-\$16.99	\$17.00	\$15.99	\$14.90

来源：名创优品官网，国金证券研究所

来源：亚马逊，国金证券研究所

2.3 供应链深入赋能是基础，先发优势带来规模基础强化与上游议价力

从消费者本地化洞察到溢价型产品体系的输出离不开高效的供应链体系建设，供应链效率的提升以足够的体量支撑、深度的供应链赋能管理能力为前提。寻找代工的品牌出海企业（例如名创、致欧、安克、赛维等）尽管缺少制造环节利润空间，但在前端强大的产品研发团队支撑下，凭借入局先发优势对上游供应链深度对接和改造，在一定规模体量下形成了对上游议价力，例如名创截至 2023 年 9 月底全球拥有 6115 家店铺，构建了全球“五盘货”选品，并针对各



地的生活习惯特色进行产品的定制化输出，典型案例如印度的香薰蜡烛，东南亚的防水彩妆等。

图表20：名创优品强大供应链支持下，构建了全球“五盘货”选品



来源：名创优品官网，国金证券研究所

图表21：各公司供应链模式及毛利率对比

公司名称	供应链来源	供应链分布	供应链赋能优势	22A品牌出海规模（亿元）	毛利率区间
恒林股份	自有产能	安吉、越南	持续布局海外基地，响应下游客户供应链全球化，充分分散国际贸易摩擦风险，同时规避关税节省客户成本。	~10亿元	40%+
乐歌股份	自有产能	宁波、越南	跨境电商公共海外仓业务赋能跨境电商行业，提供中大件商品的全流程物流供应链管理。全美9个核心港口和路基港口枢纽城市，超300个卸货月台、500个集装箱泊位。	~15亿元	~50%+
赛维时代	代工	较为分散，江浙、广东等	自研柔性供应链，实现自动排产、小单多返，全链路数字化管理贯穿选品、智能制造、营销多环节，降本增效。不仅应用在内部服装试验工厂，还开放给30余家第三方外协加工厂。	~49亿元	~65%
致欧科技	代工	广东	300+个细分品类，SPU数超过3000个；CMF（颜色、工艺和表面处理）团队：提前对流行色、趋势色做一些预判进行迭代更新，快速的复用到产品开发环节。	~55亿元	32%~37%
名创优品	代工	较为分散，江浙、广东等	设计支持：提升产品美观度；供应链管理支持：优化生产计划、库存管理等，建立质量管理体系。	~38亿元	~45%
安克创新	代工	国内华南和华东地区	形成高品质供应链体系，组成专业团队指导生产，实现产品质量控制。入股多家上游电芯企业，保障供应链安全，取得价格优势。	~37亿元	35%~43%

来源：各公司公告，国金证券研究所

从各大上市的品牌出海公司公告中披露对于研发费用的投入方向可以看出，投向主要分为：1）数字化基础设施系统的研发，确保库存管理、产品创新流程效率提升；2）各类产品功能创新的研发储备；3）与上游的链接，对供应链的部分深入掌控等。



图表22：赛维时代研发机构设置

部门	主要职能
ERP 研发部	主要负责订单、采购、库存、财务相关系统的开发
大数据部	主要负责为各业务系统提供多样化、个性化、智能化算法
自动化运营研发部	主要负责销售自动化运营工具的研究
仓储物流研发部	主要负责仓库流程、调拨流程、物流的智能化研究
项目支持部	主要负责开发满足业务扩张需求的项目
研究院	主要负责新技术、新架构的研究
网络运维部	主要负责 IT 网络运维的智能化、自动化、安全化管理
智能制造技术中心	主要负责服装柔性供应链系统相关项目开发，研究范围涵盖服装企业的工作流管理、款式开发、成本控制、物料管理、MES、财务成本核算等模块

来源：赛维时代招股说明书，国金证券研究所

图表23：出海公司研发投入分析

公司名称	研发费用率 (2023Q1-3)	研发费用率 (22A)	研发人员占比 (22A)	研发投入
安克创新	7.9%	7.6%	50.3%	户用储能领域，智能家用机器人关键技术，基于多模态自学习架构的家庭安防AI系统等
赛维时代	1.2%	1.0%	8.9%	针对产品研发、生产及采购、仓储物流、市场营销与推广等各环节上的数字化能力提升。孵化器项目，跑步机项目，EBIKE项目等
致欧科技	1.2%	0.8%	21.3%	ZSCP致欧供应链系统，家居用品/洗衣&清洁/垃圾桶研发项目，家具/客厅/边桌研发项目等
华凯易佰	1.0%	1.2%	9.9%	易佰云销售中台，易佰云亿近一体化智能管理平台，易佰云物流系统，易佰云采购智能管理系统等
三态股份	1.0%	1.2%	19.2%	智能客服，智能采购预警，智能选品，数据中台等

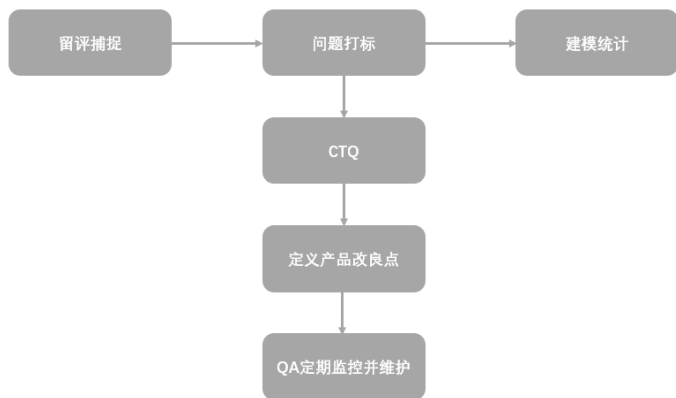
来源：各公司公告，国金证券研究所

2.4 安克创新复盘：VOC 助力构建产品力层面“溢价”，组织层面保证战略有效落地

VOC 助力安克快速构建前端市场需求洞察，实现从性价比产品到引领性产品的跨越

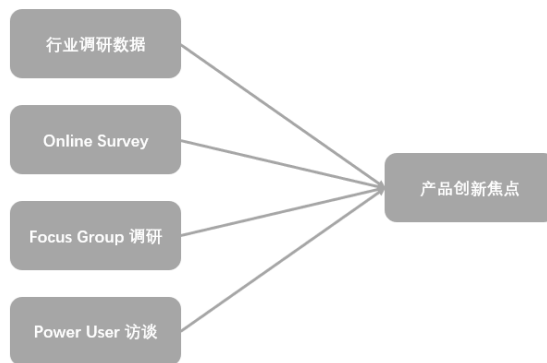
VOC (Voice Of Customer)，是运用一系列方法和流程实现对用户深度需求的洞察，特别是对于用户情感价值的把握和满足。安克与 Shulex VOC 团队合作，海量关注电商平台商的客户评论信息，对产品信息收集、清洗、打标，取得客户最关心的问题并转化成解决方案。此外，安克还使用焦点小组调研和专家访谈等方式觉察用户痛点信息。基于以上两种方法，安克实现了从性价比产品到引领性产品的跨越，结合强化本地营销能力，品牌力逐步建立。2022 年安克敏锐观察海外消费者反馈的 3D 打印机打印速度慢的痛点，确定加快打印速度的技术路线选择，营销方面宣传“比竞品快 5 倍的打印速度”这一核心卖点，在产品上市前，就在海外众筹平台 Kickstarter 上收获高达 888 万美元的众筹。

图表24：基于 VOC 精选产品和微创新



来源：安克创新官网，国金证券研究所

图表25：基于用户洞察创造新产品



来源：安克创新官网，国金证券研究所



图表26：安克利用 VOC 实现本土化产品创新

1) 与专业 VOC 技术团队合作，精准捕捉消费者需求：与专业团队 Shulex VOC 进行合作，借助机器学习模型进行信息收集、清洗、编码、建模。

2) 引入 CTMO 模型，多维度助力产品创新：从用户、技术、营销、组织四个维度进行 VOC 的应用，形成了高效的组织协同

3) 建立通讯性标签体系，形成组织间协同合力：不断积累消费者反馈标签编码，形成了多达 2000 个通讯性的标签，建立体系。



来源：安克创新官网，国金证券研究所

图表27：使用 VOC 进行创新的 AnkerMake M5 3D 打印机获得积极市场反响

AnkerMake M5 3D Printer - 5X Faster Printing and AI Camera

Print Time Cut by 70% | Smooth 0.1 mm Detail | Built-In AI Camera Monitoring | Multiple-Device Hub | Multi-Color and Material Kit

众筹总金额：888w美金

发起人：
AnkerMake

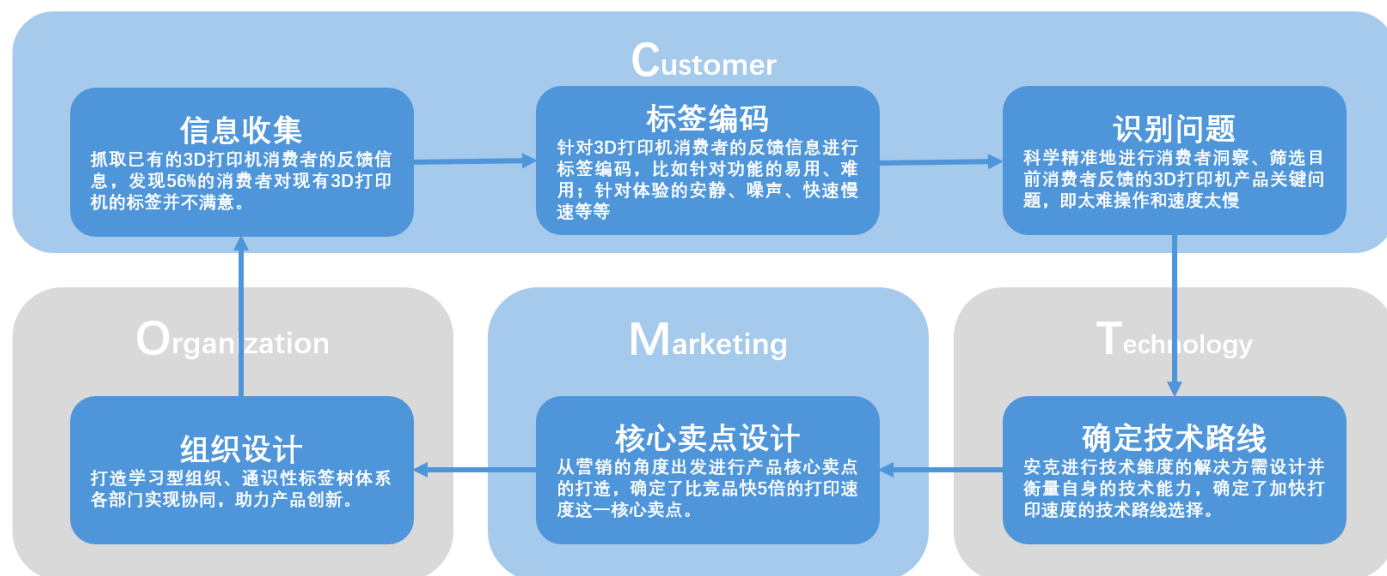
有11,313名支持者认筹了\$ 8,881,095，帮助此专案变为现实。

上次更新 五月 27 2022

来源：Kickstarter，国金证券研究所



图表28: CTMO 模型应用于 Ankermake M5 3D 打印机的创新过程

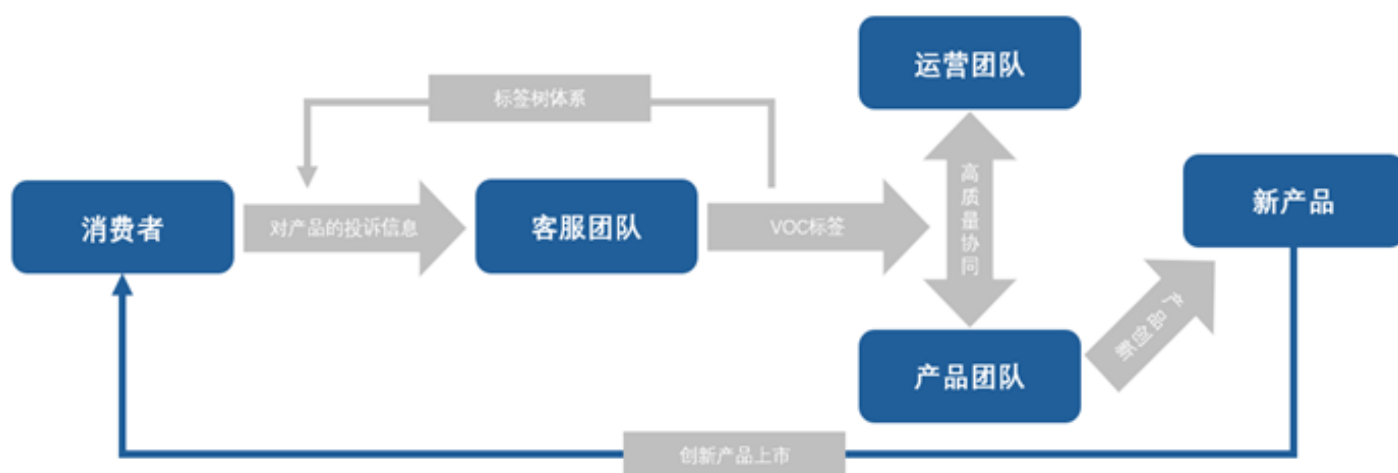


来源：安克创新官网，国金证券研究所

学习型组织理顺产品创新内部流程，实现对消费者需求的后端快速响应

安克是典型的学习型组织，在组织中强调共同学习以形成同频的交流语言系统，使不同部门能够用同一种技术语言快速交流和协作，包括通识性的 VOC 标签树体系，能够让客服、产品、运营部门围绕产品创新实现高效协同。安克客服团队在入职后 3 个月的封闭培训，期间引入 VOC 标签树体系的学习和使用，既提高了协同工作能力也增强团队的凝聚力，将消费者反馈有效共享到运营部门和产品部门，帮助安克有效地在后端对消费者们的需求进行迅速响应，进而实现产品的本土化创新、微创新。

图表29: 安克专业化客服团队将 VOC 共享到其他部门，实现后端快速响应



来源：安克创新官网，国金证券研究所整理



3 品牌建设：本地化社媒工具提升曝光效率，重视线下布局

3.1 新媒介工具的灵活运营加快用户触达和拉新，运营走向精细化

出海品牌当前加快布局 Tiktok, Instagram, Youtube 等平台的账号布局。从各家横向账号布局、发声量数据对比来看，安克创新、名创优品 Miniso、乐歌旗下 Flexispot 等在线上品宣布局具备先发优势，且部分采用矩阵式账号布局（例如官方账号旗下还设置全球各语言/国家地区的账号），运营程度更加精细化；家居耐用品品牌出海部分围绕亚马逊 listing 进行类目建设和投放，账号布局还处于初期阶段，如致欧旗下 VASAGLE、恒林旗下 Nouhaus 等。

图表30：出海品牌企业社媒声量对比

公司名称	品牌名称	所属品类	Tiktok			Instagram			Facebook				Youtube		
			账号矩阵数量	主账号粉丝数(万)	点赞数(万)	账号矩阵数量	主账号粉丝数(万)	账号开设时间	账号矩阵数量	主账号粉丝数(万)	点赞数(万)	账号开设时间	主账号粉丝数(万)	观看数(万)	账号开设时间
安克创新	Anker	消费电子产品	5	42.1	259.8	11	37.3	2015	37	50	46.0	2012	5.50	10793	2012
	Eufy	消费电子产品	7	11.6	51.5	20	8.6	2019	12	6	5.3	2016	1.96	1329	2016
	Soundcore	消费电子产品	12	22.5	85.2	15	7.8	2018	24	8.3	7.0	2017	1.30	183	2020
致欧科技	SONGMICS	家居用品	4	3.3	6.4	4	3.6	2022	10	0.3984	0.4	2022	0.45	453	2016
	VASAGLE	家居用品	4	0.0	0.1	5	3.4	2018	4	2.6	2.5	2018	0.05	30	2018
赛维时代	Ekouaer	女装	1	14.0	92.9	9	4	2021	11	99	99.0	2020	0.18	43	2020
名创优品	MINISO	潮流日用品	77	262.9	3104.3	50	127	2016	68	316	297.0	2016	0.47	34	2020
泡泡玛特	POPMART	潮玩	15	67.1	167.5	18	27.7	2019	32	32	30.0	2019	2.05	420	2019
石头科技	Roborock	家用电器	15	4.6	45.7	21	15.6	2021	42	33	32.0	2018	2.29	9503	2018
恒林股份	Nouhaus	办公家具	1	0.1	0.3	16	1.0	2020	5	0.1679	0.1	2018	0.03	51	2020
乐歌股份	FlexiSpot	办公家具	6	8.0	110.1	15	6.1	2016	21	2.2	2.2	2016	0.50	234	2016

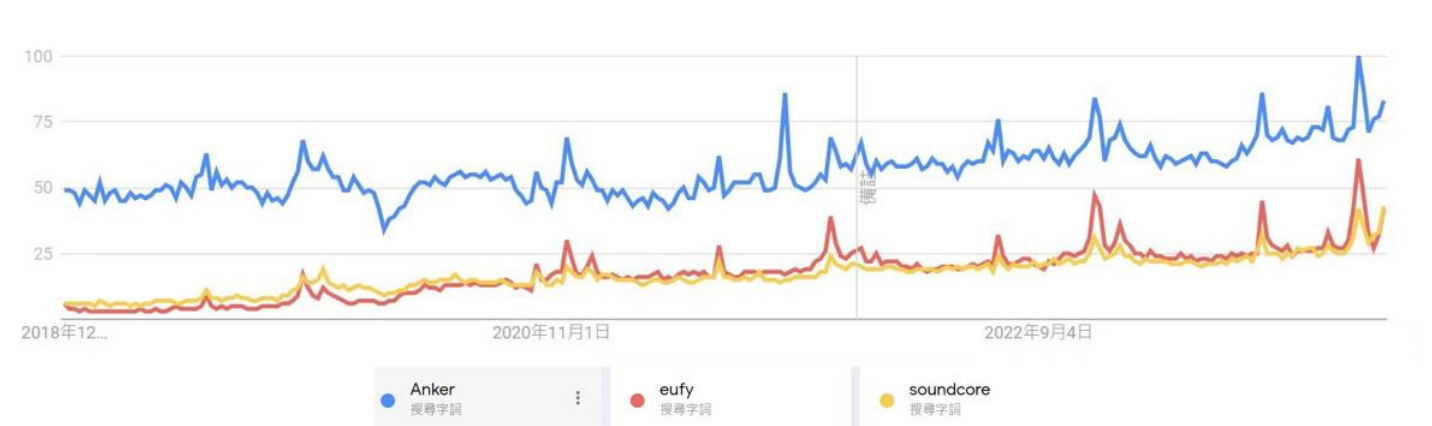
来源：Tiktok, Instagram, Youtube, 国金证券研究所整理

以安克创新为例：

前期单一品牌露出，提升品牌构建效率。复盘 Anker 从充电宝开拓到耳机开拓过程中，最初仍使用 Anker 这个品牌，在细分品类达到一定规模后，分化出副牌 eufy、Soundcore，提升品牌定位，且在关键词搜索中仍在副牌中带有 Anker 的文字关键词。

线上独立站营销，打造品牌的高认知度：根据 Similarweb，2023 年 9~11 月数据，公司独立站的月均流量达到 393.5 万，且跳出率仅为 46.36%，有效访问量高。公司主站流量结构由网络推荐与邮件营销转向代表品牌能力的自然搜索，与同行 Jackery（电小二，中国）、Belkin（贝尔金，美国）、Bluetti（铂陆帝，中国）比较，安克自然搜索的流量占比达到 30.6%，仅次于有着 40 年历史的本土老品牌 Belkin，品牌塑造卓有成效。

图表31：Anker Google trend 关键词搜索趋势高于副牌 eufy、soundcore



来源：Google, 国金证券研究所



图表32：安克独立站流量远超同行

Metric	anker.com	jackery.com	belkin.com	bluettipower.com
📅 每月访问量	3.935M 🏆	1.169M	1.122M	1.042M
👤 月独立访客数	2.366M 🏆	661,771	706,446	600,565
👤 访问量/独立访客	1.66	1.77 🏆	1.59	1.74
🕒 平均访问停留时间	00:02:12	00:02:06	00:02:24 🏆	00:02:12
📄 每次访问页数	4.15 🏆	2.63	3.51	2.63
📈 跳出率	46.36% 🏆	49.77%	51.71%	63.58%
📄 页面浏览量	16.31M 🏆	3.079M	3.944M	2.744M

来源：Similarweb，国金证券研究所；统计区间为

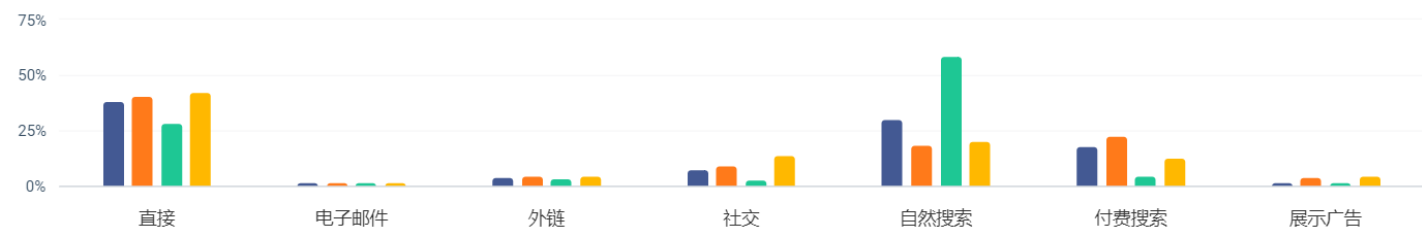
图表33：安克品牌力塑造卓有成效

渠道概况 ①

📅 Sep 2023 - Nov 2023 🌐 全球 📱 所有流量

☒ anker.com 🏆
☒ jackery.com
☒ belkin.com
☒ bluettipower.com

11.63M 3.468M 3.318M 3.030M

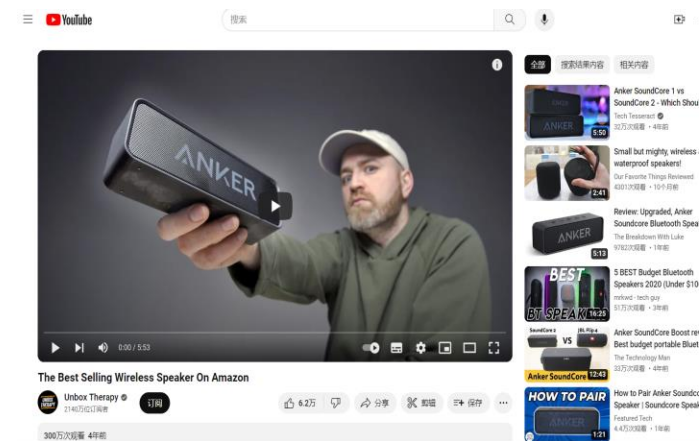


来源：Similarweb，国金证券研究所

社交媒体和网页广告引流，实现线上本地精准营销。安克注重使用社交媒体意见领袖与官方账号营销推广，比如安克与科技类垂直领域意见领袖 Unbox Therapy 合作产品开箱视频，获得高达 300 万的观看量；而安克 2012 年 11 月开通了 YouTube 官方账号，迄今为止发布视频 221 个视频，观看次数超过一亿次，类型涵盖品牌广告、专业测评。安克还会利用视频或帖子后置商品链接，能够有效将目标用户吸引到安克的亚马逊店铺或独立站，获得相当高的转化率。此外安克还利用科技新闻网站（Engadget 等）、体育资讯网站（TSN 等）设置广告链接，精准地向目标用户群体投放广告，同样能够将其转化为独立站和店铺流量，实现了本土化的精准营销。

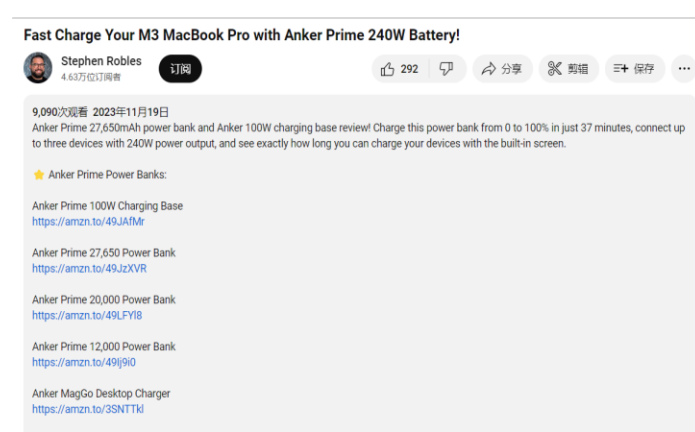


图表34：社交媒体意见领袖营销



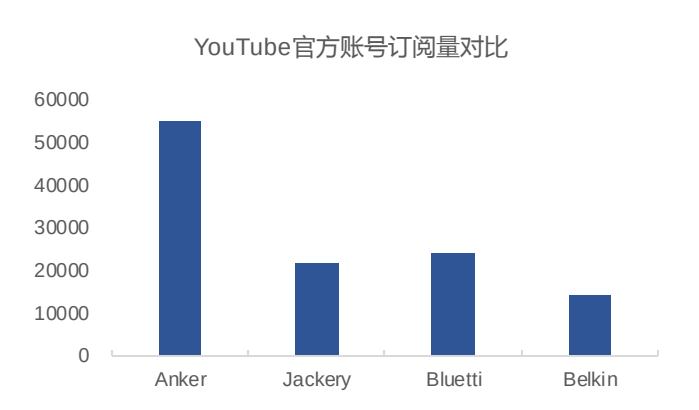
来源：YouTube，国金证券研究所

图表35：安克通过后置链接实现流量转化



来源：YouTube，国金证券研究所

图表36：利用官方账号进行社交媒体营销推广



来源：Youtube，截至 2024 年 1 月 2 日，国金证券研究所

图表37：瞄准目标用户进行有针对性的广告投放选择



来源：Similarweb，国金证券研究所

3.2 围绕品牌定位，品牌预算加快线上新平台转移，重视线下渠道曝光

名创优品在海外定位和中国有明显区别，在中国的最新定位是以 IP 设计为特色的生活好物集合店（客单价 35 元左右），海外市场客单价平均在国内市场客单价的 2 倍以上，在美国市场甚至是 3 倍及以上，并通过在纽约时代广场开店，提高美国在美国的品牌曝光。安克创新在国内定位和海外定位较为类似，在海外已经从线上走向线下，入驻沃尔玛、日本 711 便利店、折扣连锁店等，2022/1H2023 公司线下收入占比分别为 34%/31%。致欧科技也逐步走向线下家具零售渠道，与爱室丽家居、Williams-Sonoma, Inc. 等建立了合作关系。此外，新平台（Temu、Tiktok 等）推出加快跨境品牌投放预算转移。



图表38：名创优品进驻美国时代广场



资料来源：名创优品官网，国金证券研究所

图表39：anker 在日本折扣连锁店吉河德线下布局



资料来源：36 氪，国金证券研究所

4 成长&提效路径剖析：新市场&新平台机遇可期，物流/运营成本优化任重道远

4.1 拓区域&拓平台：拉美等新兴市场是成长机遇

4.1.1 拓平台：多平台基础设施逐步完善，“全托管”放大中国供应链效率

由于亚马逊平台的推荐规则（基于用户反馈、历史销量等）对老卖家更有利，Temu、TikTok、Shein 等其他跨境电商平台仍是未来新卖家进入重要通道。自 22 年 AliExpress 和 Temu 率先推出“全托管”模式，即平台负责店铺运营、仓储、配送、售后服务等环节，商家则只需要提供货品，备货入仓。TikTok shop、Lazada、Shein、Shopee 等多个海内外电商平台纷纷跟进，吸引商家入驻，更精准对接性价比高的商品供应链，我们认为全托管提供了一个让中国供应链模式效率放大的平台，但长期角度，其对于想要建立品牌力的公司，在机制和模式上短期仍有一定不确定性。

图表40：各跨境电商平台全托管模式服务对比

平台名称	全托管优势	选品	回款	品控	备货	定价权	物流	售后
AliExpress	全球物流建设 全球市场布局	协商	快	商家负责	商家负责	协商	平台负责 第三方+自建物流	平台负责
Temu	极致低价 社交裂变	协商	较快	商家负责	商家负责	商家基本 无定价权	平台负责 第三方物流	平台/商家 分别负责
Shein	服装供应链管理 海外消费心智强	自营 平台负责	较快	平台负责	平台/商家	商家基本 无定价权	平台负责 第三方物流	平台负责
TikTok Shop	短视频推广	协商	待观察	商家负责	商家负责	协商	平台负责 第三方物流	平台负责

注：严格意义上，因属于平台采购，Shein 模式更接近自营，而非全托管。

资料来源：36 氪，国金证券研究所

4.1.2 拓区域：新兴市场开拓是中期成长曲线

分析已具备出海阶段性发展成熟的企业业务区域分布，北美和欧洲仍是出海公司发力重要区域，伴随亚马逊、TikTok 多站点的开发和招商加速，后续新兴市场成长潜力值得关注。拉美/东南亚/中东&非洲地区 1H23 电商增长率 13.5%/14.3%/16%，2022 增长率 20.6%/20.4%/17%，仍然处于电商行业增长红利期，拉美地区消费者习惯画像与北美具备相似性，市场开拓难度减弱。品类需求丰富，电商平台逐步成熟，伴随支付、仓储、物流配送等线上基础设施问题的解决，后续新兴市场开拓有望加速。

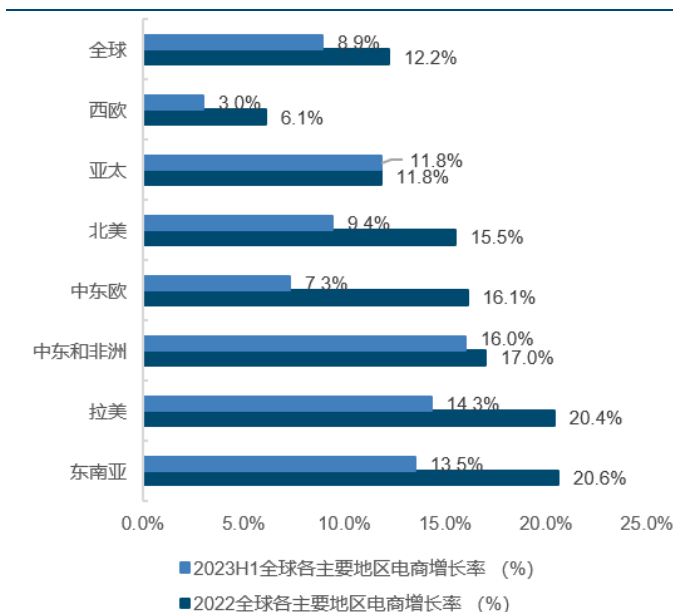


图表41：北美和欧洲仍是出海公司发力的重要地区

安克创新 (23H1)	致欧科技 (2020)	华凯易佰 (2020)	赛维时代 (22A)	三态股份 (22A)	名创优品 (23Q3)
北美 46.6%	北美 41.7%	北美 26.3%	北美 85.0%	北美 24.8%	北美 8.2%
欧洲 20.1%	欧洲 57.0%	欧洲 50.0%	欧洲 11.3%	欧洲 30.7%	亚洲 (除中国外) 14.4%
日本 15.1%	日本 0.9%	亚洲 (除中国外) 8.7%	亚洲 (除中国外) 0.5%	亚洲 29.1%	拉丁美洲 8.3%
中东 5.8%	其他 0.4%	其他 15.0%	境内 3.0%	大洋洲 5.0%	境内 65.8%
境内 3.8%			其他 0.1%	其他 10.5%	其他 3.3%
其他 8.7%					

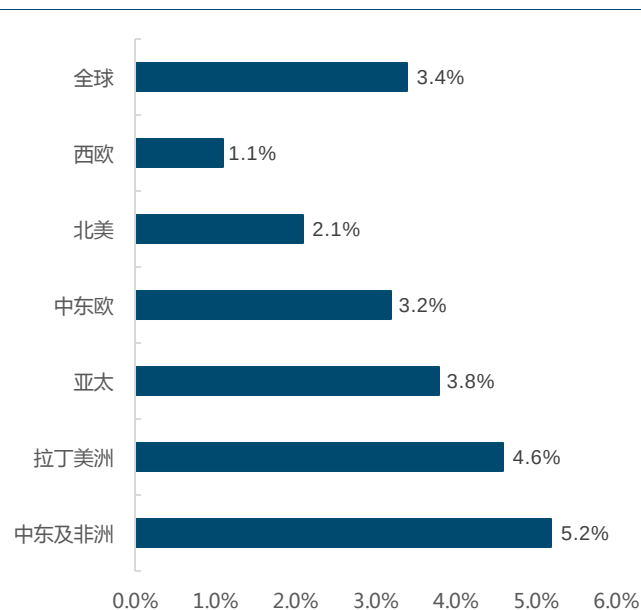
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表42：拉美、东南亚、非洲仍处于电商行业增长红利期



来源：eMarketer，国金证券研究所

图表43：2022 全球主要地区线上消费者增速



来源：eMarketer，国金证券研究所

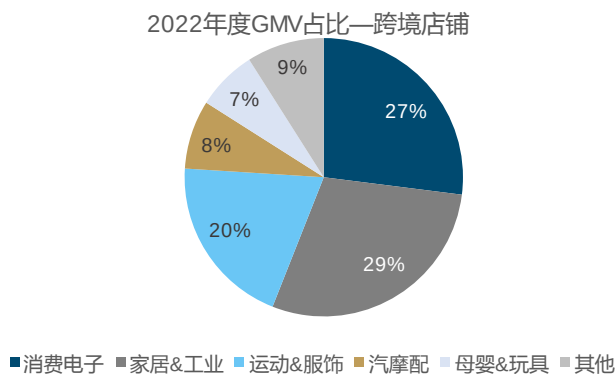
图表44：四大新兴市场情况梳理

地区	人口	主要国家	语言	市场特点	购物态度	热销品类	热门平台	主要挑战
东南亚	6.7亿	新加坡、马来西亚、印尼、菲律宾、泰国、越南	英语、马来语、泰语	高度移动化，社交媒体渗透率高，年轻消费者主导	高性价比产品，对货源要求不高	3C电子、家居生活、母婴用品、女装、美妆保健及时尚饰品	Shopee、Lazada、TikTok Shop	对价格比较敏感以价取量是常态物流最后一公里
拉美	7亿	墨西哥、智利、巴西、阿根廷	西班牙语、葡萄牙语	年轻消费者主导，社媒用户占2/3，80%客户端购物	选品参考欧美明星网红，月中月末为购物高峰，热衷产品评论研究	3C电子、家用电器、汽车和配件、时装、玩具及家具	Mercado Libre (美客多)、Americanas	线上支付信任不足物流基础较差清关难度大
中东	4.9亿	沙特阿拉伯、阿联酋	阿拉伯语、波斯语、土耳其语	女性消费者占主力，富裕阶层多，购买能力强	注重商品品质，高客单高消费，对到货时间有敏感性	3C电子、时尚服饰、母婴用品及家居生活	Amazon、NOON	物流基础差妥投率低货到付款高退货率
非洲	13.5亿	尼日利亚、南非、肯尼亚、摩洛哥、埃及	英语、阿拉伯语、法语	年轻消费者主导，中低收入占比大	追求性价比，考虑周期长，注重礼仪氛围	时尚服饰、3C电子、家居生活、工艺品	Jumia	基础设施差配送问题难线上付款习惯尚未养成

来源：《2023 新兴市场出海白皮书》，国金证券研究所



图表45：拉美电商热销品类趋势分析



来源：美客多，国金证券研究所

图表46：拉美消费者购物习惯画像

- 1. 偏好风格**
 - 趋近美国，服饰选择倾向于参考名人，IG网红
- 2. 产品选择**
 - 对跨境商品有强烈兴趣
 - 品质优先，注重性价比
 - 拥有较高的品牌忠诚度
- 3. 网购消费能力**
 - 拉美整体消费水平略低于北美
- 4. 购物高峰**
 - 月中月末、节假日前(周末较少网购)
 - 节日安排与美国相似，即大促时间相近
 - 此外各国都有其独特的一级大促：季节性产品
- 5. 支付习惯**
 - 信用卡为主
 - 具有“先买后付”的消费心态超前消费普遍存在

拉美消费者购物习惯



来源：美客多，国金证券研究所

4.2 精细化运营：品牌类推广费用占比有望提升，中大件加快仓储建设优化营运能力

从出海企业成本费用拆分来看：

运输费率：大致占比在16%-30%之间，安克创新等小件受亚马逊FBA物流政策影响，运输仓储费用占比较低。运输费分为头程和尾程，头程海运运费占价值链比例在2%-10%左右，尾程运费占比10-35%左右，较高的尾程费用占比当前仍是压制跨境品牌利润率释放的重要因素。致欧、乐歌、恒林等由于运营中大件（50磅以上）的产品为主，大多采用海外仓形式的进行第三方发货（委托第三方海外仓）或自发货（拥有自营海外仓），家具品类运输成本的特殊性也一定程度提升了行业中小企业进入门槛。

推广费用率方面，效果广告更讲求效率提升，品牌广告投放预算受品牌建设阶段影响，预计在未来将呈提升趋势。

第三方电商平台费用率在12%-16%之间，由于亚马逊占比较高，当前费用表现较为刚性和稳定，受各平台竞争关系未来或有所变动（例如亚马逊23年末下调服装类佣金）。

图表47：跨境电商企业费用结构对比

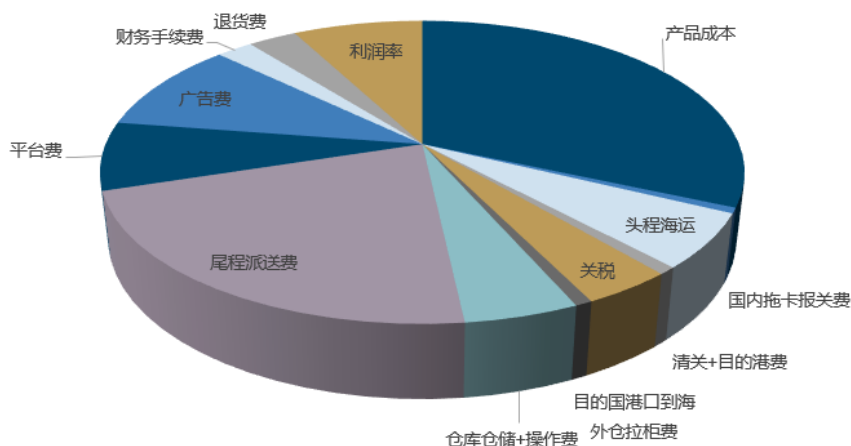
公司	年份	产品采购成本	运输成本	平台费率	推广费用	仓储费用	销售人员薪酬	净利率
安克创新	2021	80.1%	21.0%	12.2%	11.1%	0.5%	5.4%	12.8%
	2022	76.4%	16.0%	11.7%	11.5%	0.5%	5.8%	12.5%
	2023H1	未披露	未披露	10.9%	10.8%	0.7%	6.6%	17.2%
致欧科技	2021	36.4%	30.9%	13.3%	2.2%	3.2%	1.6%	4.0%
	2022	36.5%	30.8%	12.9%	2.5%	2.5%	2.2%	4.6%
	2023H1	未披露	未披露	13.2%	3.1%	3.1%	2.7%	7.0%
赛维时代	2021	26.5%	18.1%	16.1%	8.0%	0.9%	5.2%	6.2%
	2022	25.7%	20.9%	17.1%	8.6%	0.9%	5.9%	3.8%
	2023H1	未披露	未披露	16.7%	10.5%	0.5%	5.2%	5.4%
华凯易佰	2021	36.4%	21.4%	16.3%	4.7%	1.9%	3.8%	-3.9%
	2022	33.1%	23.1%	14.6%	5.4%	1.3%	2.9%	5.5%
	2023H1	未披露	未披露	14.0%	5.1%	0.8%	2.6%	7.6%
三态股份	2021	30.8%	22.3%	13.5%	1.0%	2.4%	3.5%	6.9%
	2022	29.4%	18.5%	13.9%	0.8%	2.9%	4.1%	8.9%

来源：各公司公告，国金证券研究所



图表48：对于中大件跨境出海商品运输仓储成本占价值链的比例在 35%左右

成本项目	占终端收入比
产品成本	25%~40%
国内拖卡报关费	0.60%
头程海运	2%~10%
清关+目的港费	0.5%~1.1%
关税	0~8%
目的国港口到海外仓拉柜费	0.5%~1%
仓库仓储+操作费	5%
尾程派送费	10%~35%
平台费	0~15%
广告费	5%~15%
财务手续费	1~3.5%
退货费	3%
利润率	5~11%



来源：乐歌投资者公开交流大会，国金证券研究所

中大件厂商加快海外仓等基础设施建设。自 2023 年末以来，亚马逊基于竞争对手平台策略提升对中小件的补贴力度，提高中大件商家仓储运输成本核算，为定位于中大件的第三方海外仓提供发展机会。以乐歌为代表海外仓基础设施建设布局，产业链地位被大家认可：①先发优势带来低成本：前瞻性租赁优质工业地块、美东/西四大港口有仓布局；21 年低价购买优质资源位（25 年初自有地仓库 20w 平预计投入）；②物流成本领先：做大规模提升和物流商 FedEx 议价力，让利下游品牌提升产业链地位，充分发挥规模效应。

图表49：出海公司海外仓布局

公司名称	供应链来源	仓配模式	自营海外仓面积	对仓储后续投入计划
恒林股份	自有产能	自营海外仓发货为主	美国：4个海外仓	未披露
乐歌股份	自有产能	自营海外仓，并向其他跨境电商提供海外仓储、物流服务（第三方合作）	28万平方米	预计24年初开放10~15万平方米；25年初新投入自建仓20w平方米
赛维时代	寻找代工	自营海外仓+第三方配送、FBA仓、直邮；服装类FBA仓为主；非服装类海外仓发货为主	全球自建仓储物流基地14个，面积19万平方米	计划以租赁形式在美国亚特兰大(20000 平方米)、英国曼彻斯特(1000平方米)、日本东京(500平方米)、德国汉堡(1000 平方米)新建仓储基地
致欧科技	寻找代工	美国：FBA出货占比60%欧洲：自营仓发货为主	28w平方米+	拟扩大仓储面积 18.1 万平方米
名创优品	寻找代工	自营仓储	未披露	未披露
安克创新	寻找代工	线上：亚马逊FBA为主 线下：自营海外仓	未披露	未披露

来源：各公司公告，国金证券研究所



图表50：24 年亚马逊 FBA 运费新规提升中大件平均运费，海外仓发货成本优势凸显

2023年亚马逊大件商品计算规则

大件商品分段			
商品类型	尺寸分段	发货重量	非旺季配送费用 (2023年1月17日至2023年10月14日)
非危险品 (服装和非服装)	小号大件	不超过 70 磅	\$9.73 + \$0.42/磅 (超出首重 1 磅的部分)
	中号大件	不超过 150 磅	\$19.05 + \$0.42/磅 (超出首重 1 磅的部分)
	大号大件	不超过 150 磅	\$89.98 + \$0.83/磅 (超出首重 90 磅的部分)
	特大件	超过 150 磅	\$158.49 + \$0.83/磅 (超出首重 90 磅的部分)
危险品 (服装和非服装)	小号大件	不超过 70 磅	\$10.48 + \$0.42/磅 (超出首重 1 磅的部分)
	中号大件	不超过 150 磅	\$19.92 + \$0.42/磅 (超出首重 1 磅的部分)
	大号大件	不超过 150 磅	\$101.91 + \$0.83/磅 (超出首重 90 磅的部分)
	特大件	超过 150 磅	\$179.28 + \$0.83/磅 (超出首重 90 磅的部分)

2024年亚马逊大件商品计算规则

尺寸分段	发货重量	2024 年配送费用 (2024 年 2 月 5 日至 2024 年 4 月 14 日)	2024 年配送费用 (自 2024 年 4 月 15 日起生效)
大号大件	0 至 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 至 50 磅	0 至 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 到 70 磅 (不含 50 磅)	50 至 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 至 150 磅 (不含 70 磅)	70 至 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 磅以上 (不含 150 磅) ¹	150 磅以上 (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

2024年亚马逊FBA新规前后中大件配送价格及第三方海外仓提供价格对比

产品	尺寸	类别		2023年亚马逊配送物流价格		24年亚马逊物流配送价格 (2月5日后)	24年乐仓配送物流价格
		23年规则	24年规则	非旺季	旺季		
椅子	35*23*10 inch	小号大件	超大尺寸50-70磅 (不含50磅)	\$33.67	\$34.67	\$45.37	\$21.04
健身器材	50*24*12 inch	中号大件	超大尺寸70-150磅 (不含70磅)	\$62.31	\$64.81	\$79.56	\$51.67

来源：乐歌海外仓官方微信公众号，国金证券研究所

5 投资建议

我们看好产品端具备本地差异化布局能力、重视品牌力构建、运营上管理效率上具备提升潜力的公司的投资机会，根据企业类型和出海发展所处阶段，建议从三条主线进行重点布局品牌出海企业：

1) 产品差异化创新程度、品牌力构建已受到市场认可与验证，进入成熟开花发展阶段的标杆型品牌出海企业，当前依靠拓品类/拓市场仍在不断深化成长逻辑：**安克创新**（品牌出海龙头，充电基业稳步发展+智能创新构建成长曲线）、**名创优品**（线下零售全球出海领军者，海外新定位下 IP 开发体系带动店效优化/品牌势能提升）。

2) 处于品牌力构建或孵化过程中，在产品本地化创新成效具备一定成果、后续运营效率提升上具备看点的优质公司：**致欧科技**（打造“线上宜家”，美国有望加速，完善海外仓布局提振盈利能力）、**赛维时代**（深耕服饰领域，数字化为基，多品牌孵化能力构筑成长）、**恒林股份**（跨境电商快速成长期，精细化运营+品类丰富打开成长边界）、以及线下出海品牌**匠心家居**（功能沙发出海优质标的，期待海外自主品牌店中店模式验证）、关注**晨光股份**。

3) 跨境电商基础设施：在提升自身运营效率提升基础上，通过海外仓建设等业务提升整个品牌出海行业成本运营效率的标的，**乐歌股份**（海外仓产业链地位提升，公司海外仓竞争壁垒被市场认可，成长性较优）。

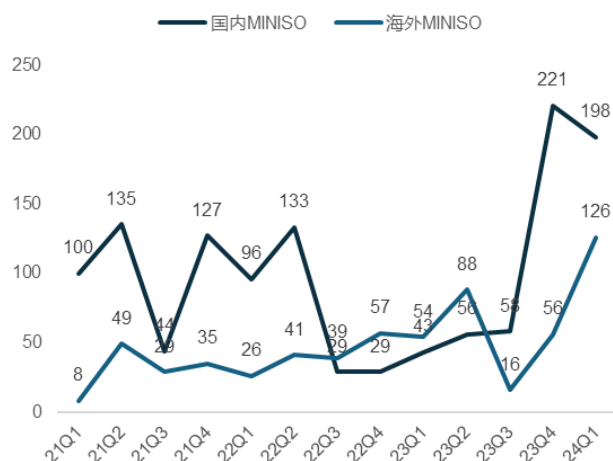
名创优品：线下零售全球出海领军者，品牌升级带动盈利超预期

1) **全球扩张**：直营模式探索成功打开北美成长天花板，主题大店 2.0 模式开启国内高质成长。1) 海外：伴随北美直营模式探索初见成效，公司提出美国从 100+店开拓至 1000+家店的目标，1QFY24 美国市场 GMV 同比提升 180%，毛利率稳步提升至 60%+（环比单高个位数正增），本地化运营策略初见成效。2) 国内：通过探索芭比、三丽鸥主题大店提升品牌形象势能，提升客流基础，再次证明高效产品供应链体系对于零售同店提升的潜力。

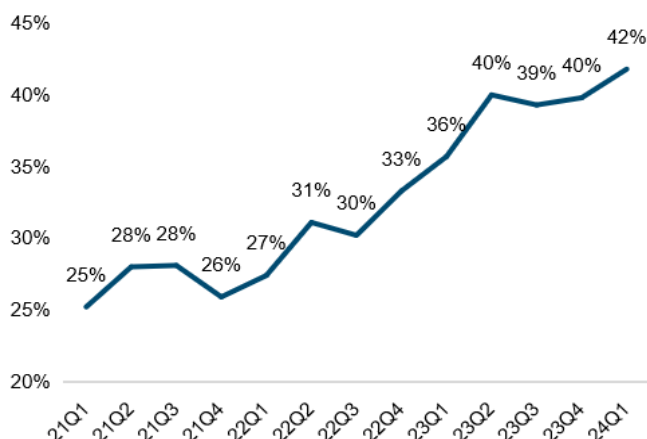
2) **扩大 IP 产品提升盈利能力&品牌势能**：公司 IP 产品、高毛快消品类占比不断提升，品类结构不断优化，1QFY24 毛利率 41.8%（同/环比+6.1/+2pct），自 2QFY23 起毛利率持续提升且再创新高，公司已形成成熟的 IP 运作体系，广泛合作头部知名 IP、系统性产品开发能力、强供应链支持下快反能力等在传统生活用品零售商中仍较为稀缺，看好“大美妆、大 IP、大玩具”策略下单店后续成长性兑现。



图表51：名创优品 23 年国内&海外加速展店（净增加）



图表52：名创优品毛利率不断提升



资料来源：名创优品财报公告，国金证券研究所

资料来源：名创优品财报公告，国金证券研究所

复盘名创优品在海外发展历程：其出海主要分为三个阶段，海外探索阶段、迈入全球市场阶段，以及冲击全球化超级品牌阶段，具体如下：

海外探索阶段（2015-2016 年）：

早期对海外市场的探索主要由代理商的海外扩张意愿驱动。策略上，部分市场试水由点及面依次推进，采用代理+“全托管”模式进行市场摸索，并复制借鉴中国选品体系和经验。阶段性成果瞩目，2015 年进军新加坡和中国香港；2016 年进入东南亚（马来&老挝、泰国等）、墨西哥、澳大利亚市场和尼泊尔市场。

迈入全球市场（2017-2021 年）：

验证可行性后，名创开始追求全球覆盖，占据更多市场份额。继续代理+“全托管”模式加速复制，同时发力数字化转型提升库存管控，并尝试 IP 主题店铺的打造。策略得到相当好的成效，2018 年海外门店 1000 多家；2019 年名创×漫威 IP 黑金店入入驻巴西；2020 年美股上市，进入全球 80 多个市场，海外零售、存储、运输网络多线加速发展。

冲击全球化超级品牌（2022 年至今）：

2022 年初，公司提出“品牌升级”战略，并在 2023 年初宣布进入超级品牌元年。海外疫情开放后，23H2 起加速扩张，根据地区更精准选品，通过 IP 产品占比提升强化单店提升，增长引擎逐渐转为直营开店（北美+印尼等）。近两年，已进入全球 106 个国家和地区市场；2023 年美国单店跑通后开启加速扩张，当前已拥有超 110+门店；截至 2023 年 9 月 30 日，海外门店总数 2313 家（全球名创一共 6115 家门店），占比达到 37.8%。

图表53：名创优品海外开拓进程梳理



来源：名创优品官网，国金证券研究所


图表54：2023Q3 名创海外门店分布梳理

	门店			GMV (百万元)			收入 (百万元)		
	数量	占比	YOY	数量	占比	YOY	数量	占比	YOY
海外门店	2313		286	2879		48%	1295		41%
直营店	678	29%	111	765	27%	80%	592	46%	89%
经销商门店	1635	71%	175	2114	73%	39%	703	54%	16%
地区分布									
北美洲	140	6%	24	346	12%	159%	310	24%	164%
拉丁美洲	514	22%	74	1079	37%	57%	314	24%	21%
亚洲 (非中国区域)	1264	55%	156	1063	37%	25%	546	42%	16%
欧洲	218	9%	49	249	9%	85%	90	7%	140%
中东和北非	53	2%	-1	67	2%	23%	13	1%	25%
其他地区	124	5%	-16	76	3%	-14%	22	2%	-12%

来源：名创优品财报公告，国金证券研究所

图表55：名创海外前 20 大市场占据海外 80% 的 GMV

排名	地区	2023Q3 GMV 占海外比	与 2022Q3 相比 GMV (每店) 增长率	与 2019Q3 相比 GMV (每店) 恢复率	海外门店数量	海外门店新增量
1	墨西哥	23%	49%	138%	221	10
2	美国	9%	113%	225%	94	21
3	印度尼西亚	7%	17%	69%	237	20
4	哥伦比亚	6%	34%	74%	79	24
5	菲律宾	5%	19%	73%	152	1
6	印度	5%	-3%	55%	241	18
7	智利	3%	31%	-	28	-1
8	沙特阿拉伯	3%	-16%	64%	28	6
9	加拿大	3%	127%	131%	46	2
10	阿拉伯联合酋长国	2%	17%	115%	28	8
11	意大利	2%	13%	-	37	2
12	秘鲁	2%	17%	-	26	6
13	泰国	2%	47%	70%	74	12
14	摩洛哥	2%	21%	65%	33	1
15	西班牙	1%	24%	70%	51	-1
16	英国	1%	8%	-	22	1
17	哈萨克斯坦	1%	26%	118%	36	6
18	新加坡	1%	44%	115%	22	2
19	越南	1%	59%	84%	58	9
20	法国	1%	25%	-	23	2
海外前 20 大市场		80%	34%	98%	1536	149
海外市场总额		100%	27%	103%	2313	198

来源：名创优品财报公告，国金证券研究所

安克创新：品牌出海龙头，充电基业稳步发展+智能创新构建成长曲线

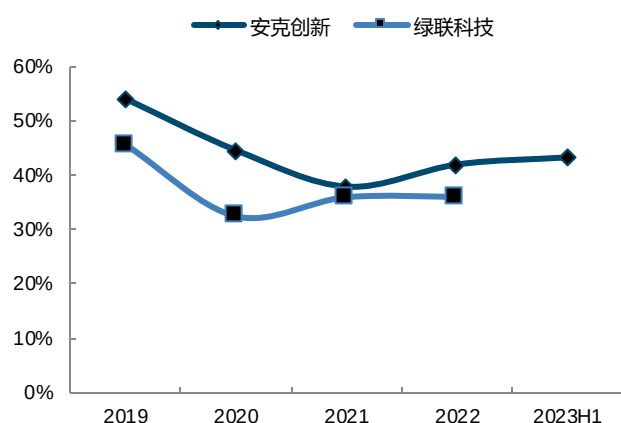
基于本地用户需求的强洞察能力进行战略选品和功能创新迭代，构建具备性价比特征的强产品力，通过多样化本地营销塑造品牌优势，逐渐构筑品牌势能、增量用户粘性，例如在具备优势的充电品类，公司毛利率较竞品高 3-5pct。

强势品类稳健成长，增量新品助力打开成长空间：便携储能、安防产品属于成长赛道，找准产品定位推出多场景矩阵式产品，数码充电&无线音频基于品牌力稳健成长构筑强现金牛。

线下前瞻布局提升中期稳定性：公司当前已进入北美沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等，以及日本 7-11 便利店等，22/1H23 线下收入占比 33.7%/31%。

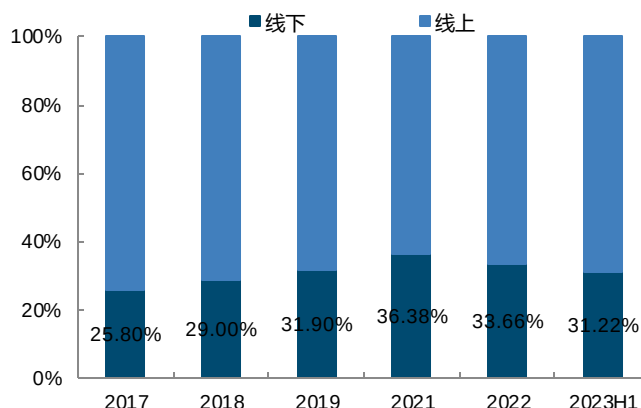


图表56：安克创新毛利率较竞争者高3-5pct



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图表57：1H23 安克创新线下收入占比达 31%



资料来源：安克创新公告，国金证券研究所

图表58：安克创新品牌与产品矩阵

充电类	ANKER	Anker Prime Power Bank	Anker Prime 100W USB C Charger	Anker USB C Cable 100W	Wireless Portable Charger
智能创新类	eufy by Anker	eufy Clean X9 Pro	eufy Security Video Smart Lock S330	Anker SmartTrack Link	Indoor Cam S350
	NEBULA	Mars 3 Air GTV Projector	Capsule 3 Laser	Cosmos Max 4K Projector	
	AnkerMake	AnkerMake M5 3D Printer			
无线音频类	soundcore	Space Q45	Sport X10	Liberty 4	Motion Boom Plus
					VR P10

资料来源：安克创新公告，国金证券研究所

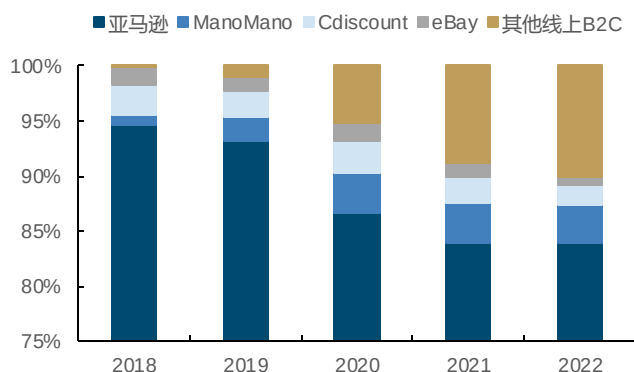
致欧科技：打造“线上宜家”，美国有望加速，完善海外仓布局提振盈利能力

品类&渠道双轮驱动营收增长：1) 品类方面，公司致力于打造“线上宜家”，已经开始逐步向家纺品类扩张，分散的欧美家纺市场以及中国成熟的家纺品供应链为公司家纺品类的成功奠定基础。2) 渠道方面，公司通过多平台布局降低对于亚马逊的依赖程度，其中独立站 2022 年实现收入 1.1 亿元，2020-2022CAGR 达 81.4%，鉴于欧美市场电商平台集中度相对较低，官网购物消费习惯根深蒂固，叠加公司独立站构建基础较优，我们认为随着引流投放不断加大，中长期维度独立站有望贡献较大增量。

完善海内外自营仓布局提振盈利能力：截至 2022 年末，公司海内外自营仓面积合计已超过 28 万平方米，构筑公司仓储物流核心优势，2022 年公司仓储费用率/运输费用率分别为 16.4%/2.5%，较 2018 年分别下降 3.9%/0.9%。随着公司海内外自营仓布局进一步完善，整体仓储物流费用率进一步优化，公司盈利能力改善可期。

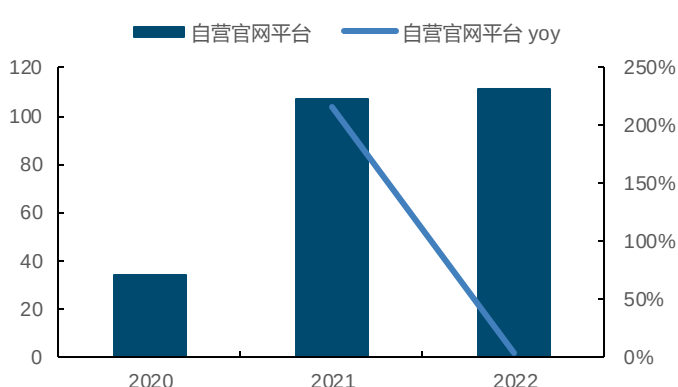


图表59：致欧科技线上 B2C 平台营收占比



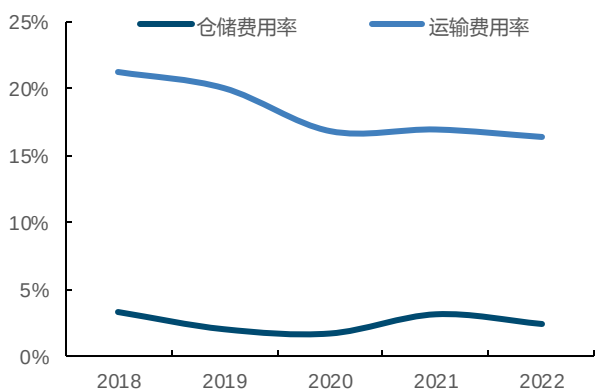
资料来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

图表60：致欧科技独立站历年营收（百万元，%）



资料来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

图表61：致欧科技仓储、运输费用率边际改善



资料来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

图表62：致欧科技平台仓及自营仓费用率对比

	FBA	自营仓
平台交易费率	17%	17%
仓储费率	3%	2%
运输费率	24%	17%
总计	44%	36%

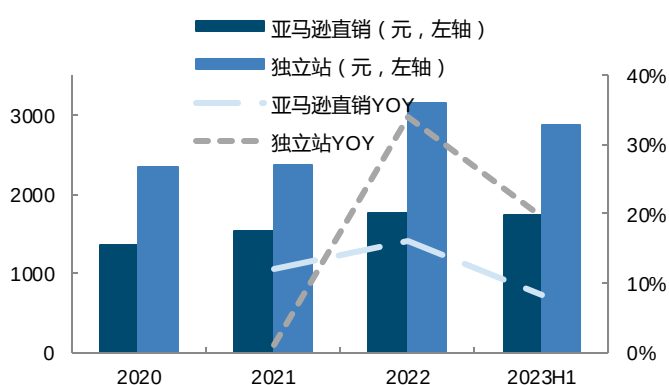
资料来源：致欧科技招股说明书，国金证券研究所

乐歌股份：垂类品牌出海领军者，海外仓竞争壁垒被市场认可

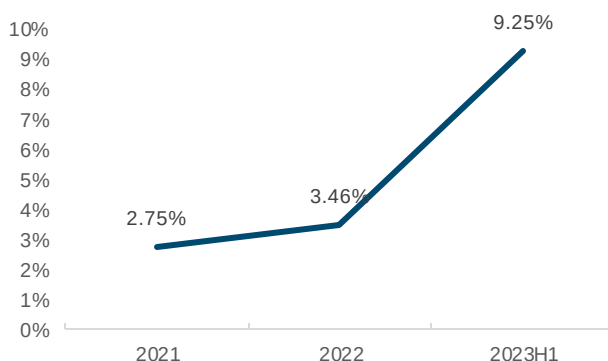
智能升降桌：健康理念深入、价格带下移带动智能升降产品渗透率加快，双电机/AI 智能功能/儿童桌等细分领域、功能带动价格带向上跃迁，行业有望保持双位数成长。1) 公司精耕深度+性价比齐驱，上游延伸奠定成本优势基础，细分功能产品&品牌溢价带动单价高于同业；2) 渠道上两轮驱动，亚马逊聚焦流量性价比单品，独立站主推升级类新品，20-22 年收入 CAGR+44%，客户数/客单值 CAGR +21%/+16%，未来有望通过增加高复购、强刚需类产品，提升单客价值打开成长天花板。

海外仓：库容&周转管理优化带动高速增长，规模优势&精细化运营提升盈利能力逐步兑现。乐歌海外仓覆盖美西、美中、美南、美东，10 个美国仓面积达 26.95 万平方米，形成超 300 个卸货月台、500 个集装箱泊位。除美国海外仓，公司在日本、德国及英国均有布局。2021-2023H1，公共海外仓收入 1.71/4.88/3.63 亿元，同比+850%/+186%/+101%。盈利弹性提升三大路径：①“重资产”模式自建代替租赁减轻成本压力、②借助规模优势提升尾程议价力、③规模效应摊销固定成本，毛利率从 2021 年的 2.75%提升至 2023H1 的 9.25%。

图表63：亚马逊定位性价比，独立站定位高客单升级产品



图表64：海外仓业务毛利率提升显著

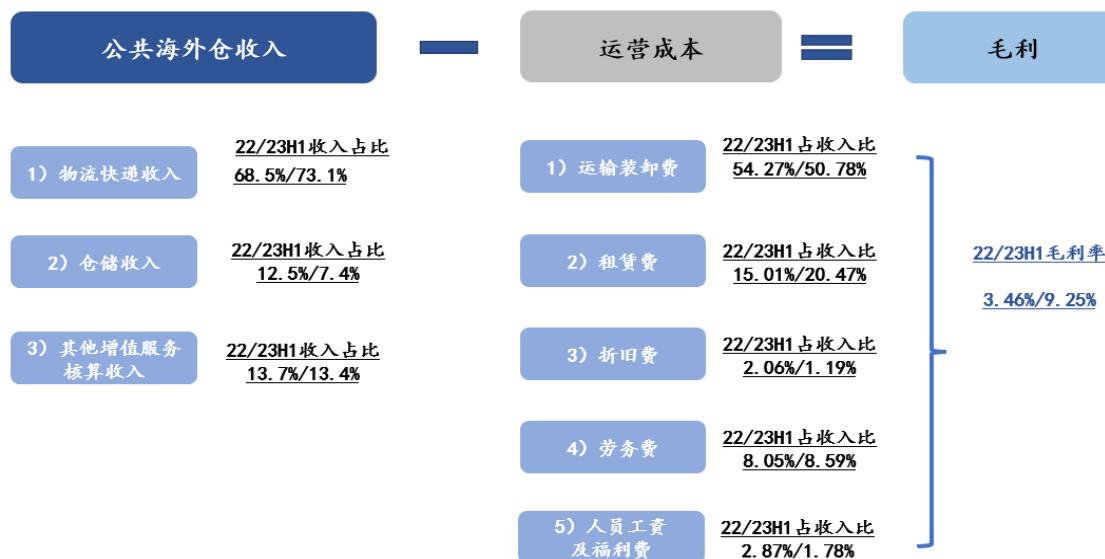




资料来源：乐歌股份公告，国金证券研究所

资料来源：乐歌股份公告，国金证券研究所

图表65：乐歌海外仓盈利模式



资料来源：乐歌股份公告，国金证券研究所

赛维时代：深耕服饰领域，数字化为基，多品牌孵化能力构筑成长

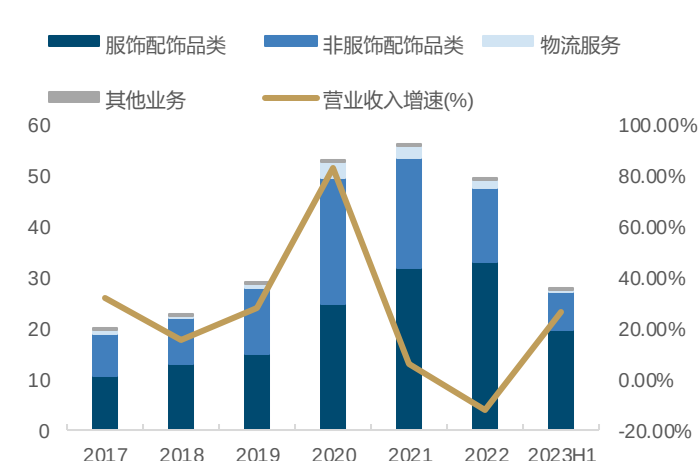
1) **强选品&供应链能力**：公司建立持续迭代的服装流行元素库，搭建超 17,000 款款式的版型数据库，为前端团队提供选品和设计方面的数据指导，以提高爆品开发概率，当前开放 90+家第三方外协加工厂，柔性化系统实现小单快反。

2) **品牌运营经验不断积累，爆款打法复制能力强，后续新品牌孵化带动成长**：已孵化四个销售额 15 亿以上的头部品牌，同时有 19 个近 3 年累计销售额过亿的品牌以及大量保持强劲增速的品牌，通过精准研究各个细分品类（特别是服装的细分品类中）消费者的特定需求，用头部品牌可复制的实际经验，以多层次品牌在细分领域布局并逐步提升细分领域的市场占有率，扩大规模，并逐步提升溢价能力。公司当前在服饰品类的优势赛道为家居服、内衣、男装等，未来将尝试加大在女装的投入，根据不同品类所处规模阶段和毛利率的关系，看好品牌成长爬坡带来的利润弹性。

3) **高效组织模式**：公司采用“小前端+大中台”与阿米巴式组织架构结合，灵活组织管理模式为品类开拓、新品牌孵化提供环境基础。

图表66：赛维时代公司品牌矩阵构建形式

图表67：赛维时代分品类收入（亿元）及增速



资料来源：赛维时代公告，国金证券研究所

资料来源：赛维时代公告，国金证券研究所



恒林股份：跨境电商快速成长期，精细化运营+品类丰富打开成长边界

传统代工业务随环境复苏，收入有望恢复增长。ODM 订单自 Q2 回暖、Q3-4 延续修复，伴随着美国加息周期结束、长端利率下行预期下美国地产链压力减弱，叠加耐用品库存去化接近尾声，2024 年美国家具消费景气度有望提升。同时公司进行产品品类进行扩充，持续巩固原有客户优势及开拓新客户，预计 2024 年传统代工业务收入恢复增长态势。

伴随跨境电商红利，产品运营力提升，自主品牌有望快速增长放量。公司始终致力于新产品、新技术、新工艺的开发研制与应用，同时推出了一系列创新的办公家居配件，为用户提供了更多舒适、高效的办公产品选择；同时搭建多维品牌矩阵，包括中高端品牌 NOUHAUS，性价比品牌 SMUG，同时公司在海外自建海外仓，跨境电商有望持续快速放量，根据公告，2022 年公司跨境业务收入 10 亿元。

匠心家居：供应链升级+产品不断创新，期待自主品牌店中店模式验证

自主品牌稳健发展，期待店中店模式验证。自主品牌已成为公司成长的重要驱动力，2023 年新增 26 个客户，其中 23 个为以 OBM 合作为主的零售商，2023 年 1-9 月，公司在美国的零售商客户数量占美国家居类客户总数的 68.2%，占公司在美国市场的营业收入总额的 63.3%，较 2021 年分别+11.8%/+3.8%。公司进一步拓展自主品牌建设，店中店模式稳健推进，2024 年有望通过强化品牌营销和渠道精耕，贡献新增长点。

产品定位中高端，重视设计研发，产品结构不断优化。公司研发费用率高于行业，目前完成对电机、电控和机构件等核心配件自制，有效控制生产成本、提高推新效率。同时公司根据市场需求不断迭代产品矩阵，目前拥有 MotoMotion、MotoSleep、MotoLiving 等自主品牌。主要客户均为美国知名家居企业，客户资源优质，粘性强，保持良好的产品核心竞争力。

风险提示

原材料价格大幅波动风险：若原材料价格出现大幅波动，可能导致企业成本剧烈波动并对业绩造成影响；

行业竞争加剧风险：国内跨境电商、国外本土品牌众多，格局较为分散，若产品差异性弱，竞争加剧，行业利润率或不及预期；

宏观经济风险：若国际宏观经济持续下行，人民币汇率波动及出口退税率政策变动，将对企业盈利能力产生不良影响；

运费上涨风险：若国际环境持续扰动推涨跨境头程运费水平，或尾程物流成本提升，对行业内公司物流及成本或将产生不利影响，进而影响企业盈利能力的释放。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

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：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究