

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

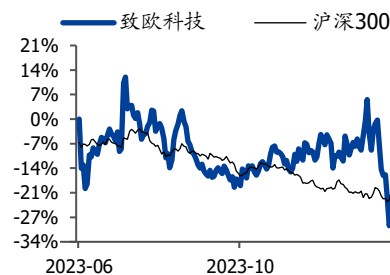
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 2 月 19 日收盘价

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

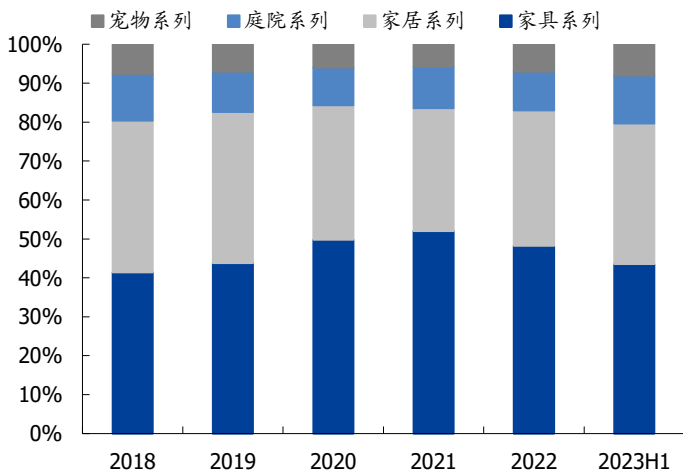
品类横向扩张，设计纵向延伸，打造线上一站式家居消费平台。公司以“全球互联网家居领先品牌”为长期发展战略定位，产品路线图以“家”的全场景全品类规划为边界，致力于打造以高性价比、全家居场景和时尚风格设计为核心特点，对标“宜家”的线上一站式家居品牌，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。通过品类横向扩张，公司产品矩阵已形成家具、家居、庭院、宠物四大系列，2018-2022年收入CAGR分别为41.3%、32.2%、29.8%、33.3%，2023H1占总收入比例分别为42.9%、35.5%、12.2%、7.9%，消费场景涵盖客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外、宠物陪伴。设计方面公司通过颜色、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

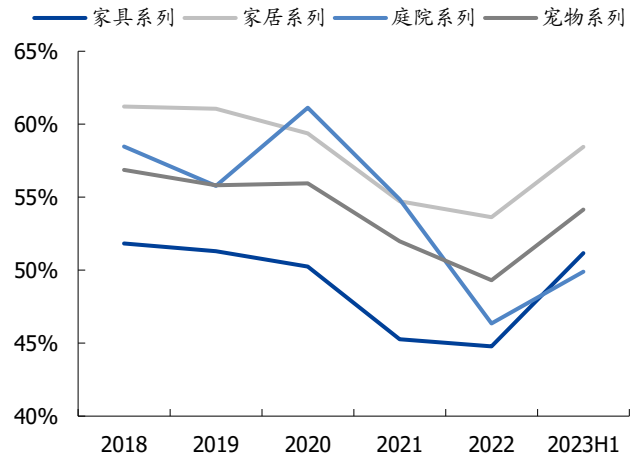
资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

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



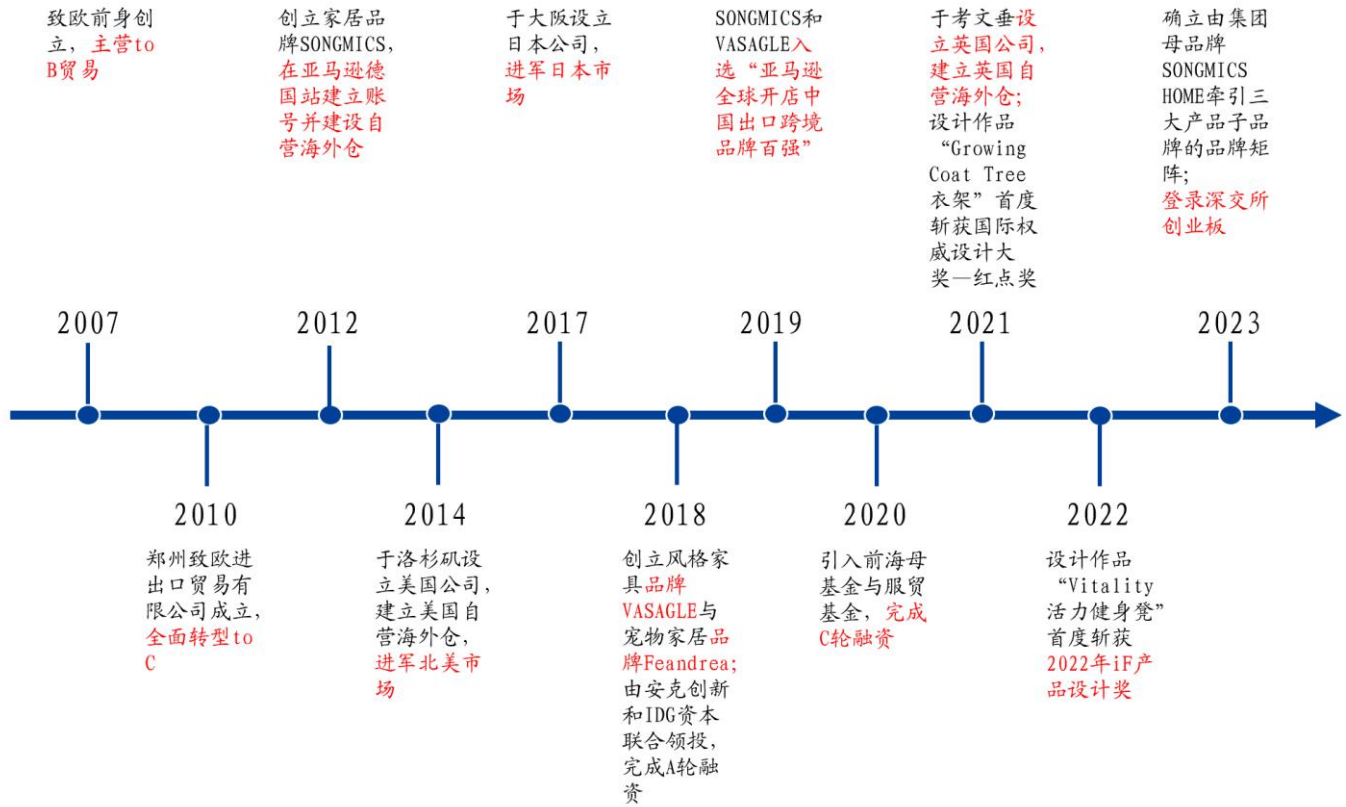
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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

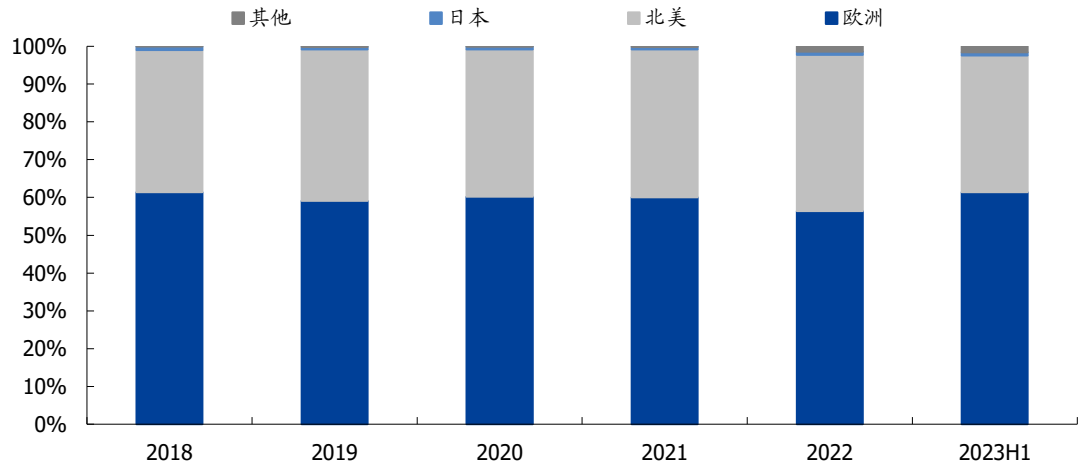


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

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。

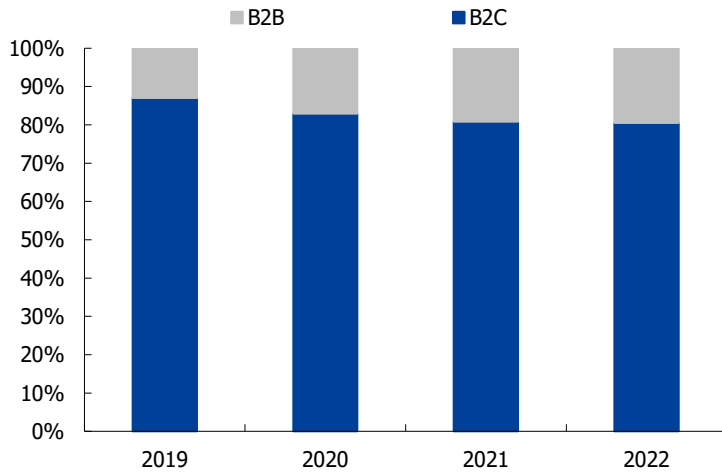
图表 6: 分地区收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

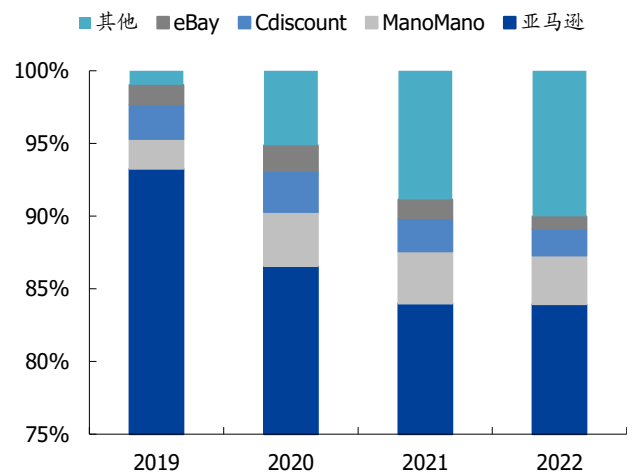
B2B 与 B2C 双轮驱动，销售结构持续优化。2019-2022 年公司 B2C/B2B 收入 CAGR 分别为 28.9%/51.3%，2022 年收入占比分别为 80.5%/19.5%。B2C 模式，公司通过亚马逊、ManoMano 等海外电商平台将产品直接销售给终端消费者。线上 B2B 模式，亚马逊 Vender、Wayfair 等平台直接以买断形式与公司交易，后续由平台方将产品销售至终端消费者；线下 B2B 模式，公司向中小企业、贸易商进行销售。亚马逊为主要销售平台，但由于公司持续开拓 ManoMano、Cdiscount 等线上新平台以及 Target 等线下新渠道，2019-2022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



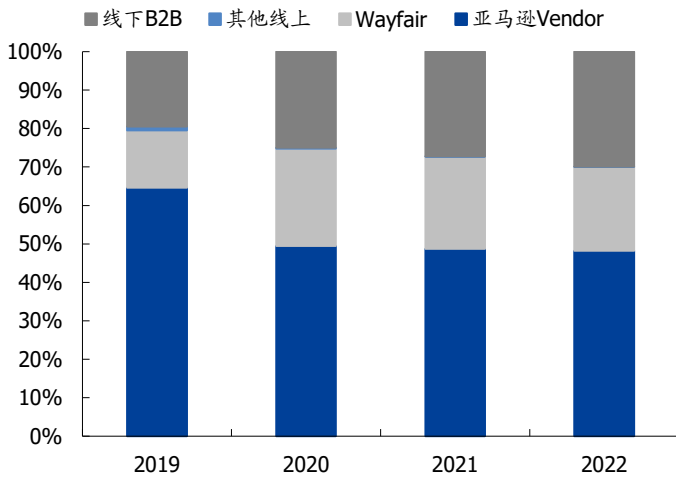
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: B2C 中各细分平台占比



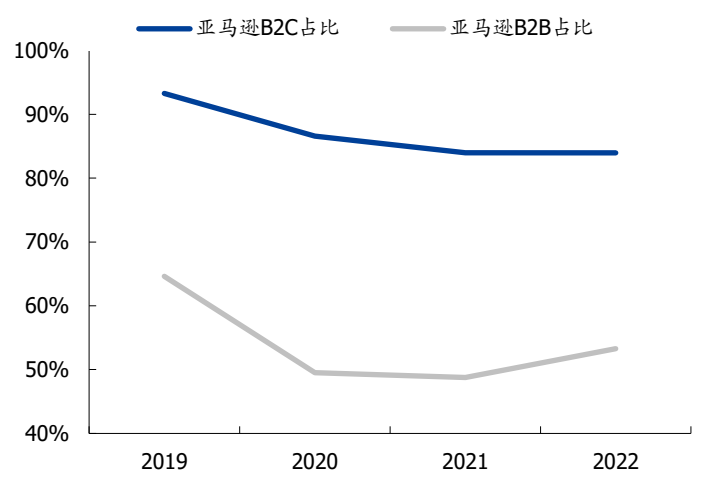
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

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

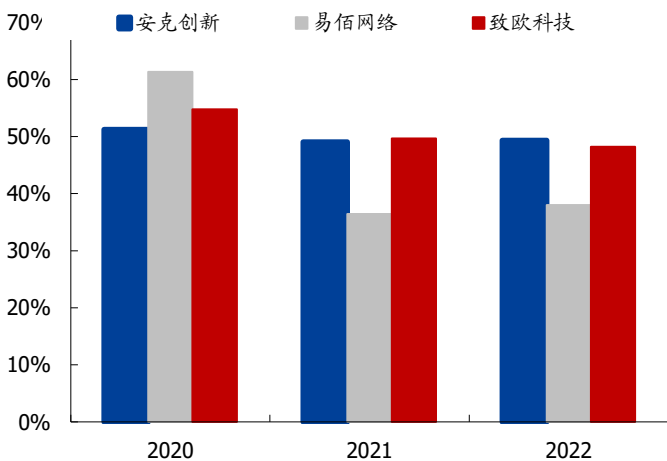


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.3 财务分析: 盈利能力稳健, 现金流改善

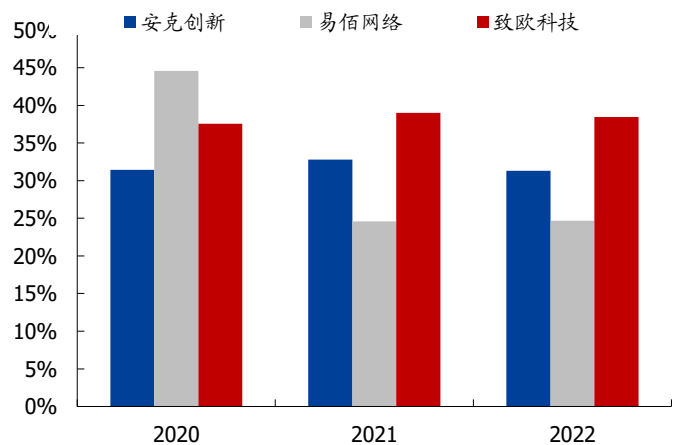
商业模式决定较高毛利, 期间费用率维持稳定。2020-2022 年公司毛利率分别为 54.8%、49.6%、48.3% (均未考虑尾程运费影响), 整体水平较高主要系跨境电商直面终端消费者, 有效缩短产业链条&提升议价能力, 2021/2022 年下滑主要系海运高涨以及竞争加剧, 与同行趋势相符; 期间费用率 (含重分类至营业成本的运输费用) 分别为 42.4%、43.9%、42.2%, 较平稳, 其中销售费用/研发/管理费用与同行相差极大主要系: 1) 家居产品重量重、体积大, 因此仓储&运费较高; 2) 家居行业技术更新&产品迭代频率低于消费电子等行业, 且公司研发主要针对外形&功能调整,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



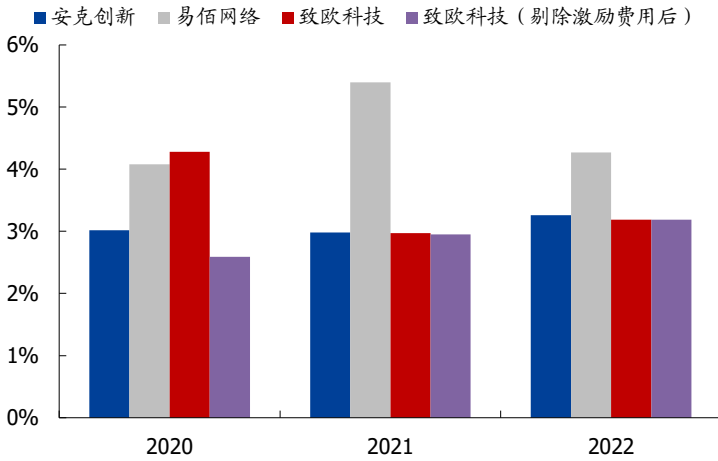
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 (致欧&安克未扣除运输费用影响, 易佰 2021-2022 年毛利率为未扣除尾程运费口径)

图表 12: 同行业公司 2020-2022 销售费用率对比



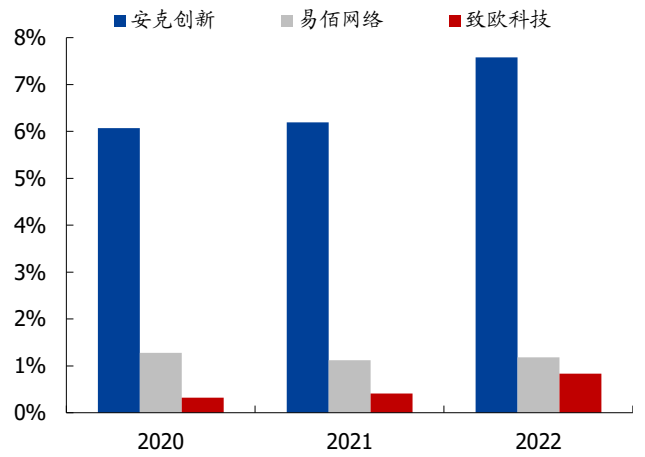
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 (致欧&安克未扣除运输费用影响, 易佰 2021-2022 年为已扣除尾程运费口径)

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

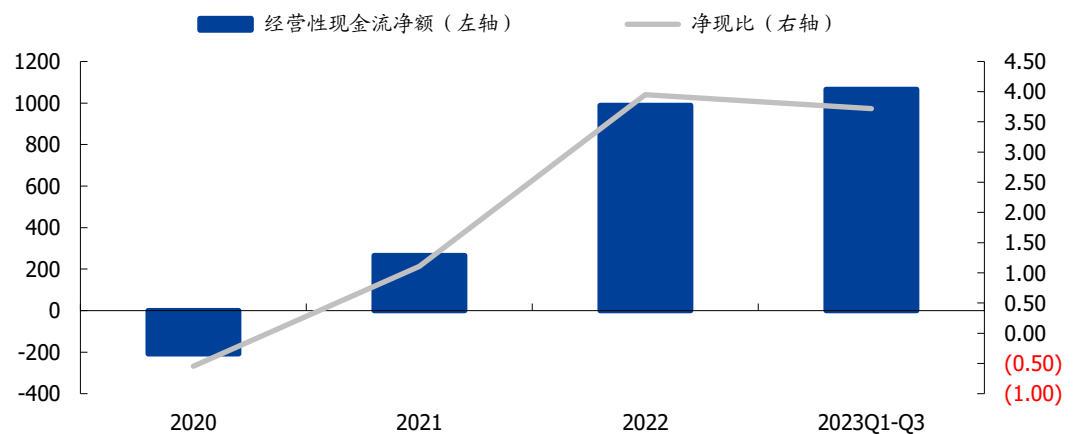


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

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)。

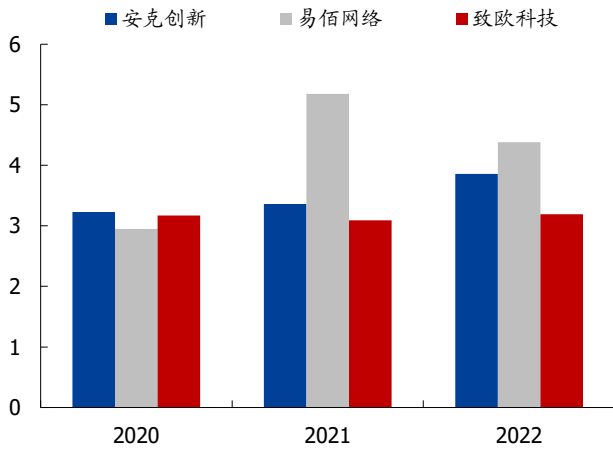
需要注意的是, 家居家具作为中大件, 天然面临产品销售周转慢、运输周期长、运输成本高等难题, 但公司通过全链条布局, 强化产品差异化, 布局海内外仓储物流提高周转效率, 同时提高品牌效应, 整体盈利能力及营运周转效率甚至优于行业标杆安克创新, 实属难能可贵。

图表 15: 净经营现金流梳理 (亿元)



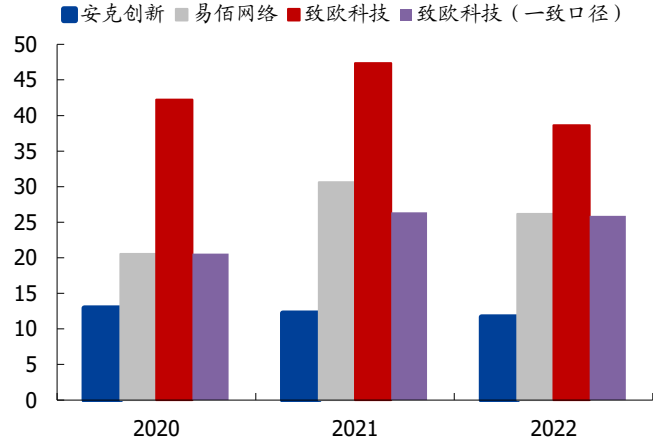
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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

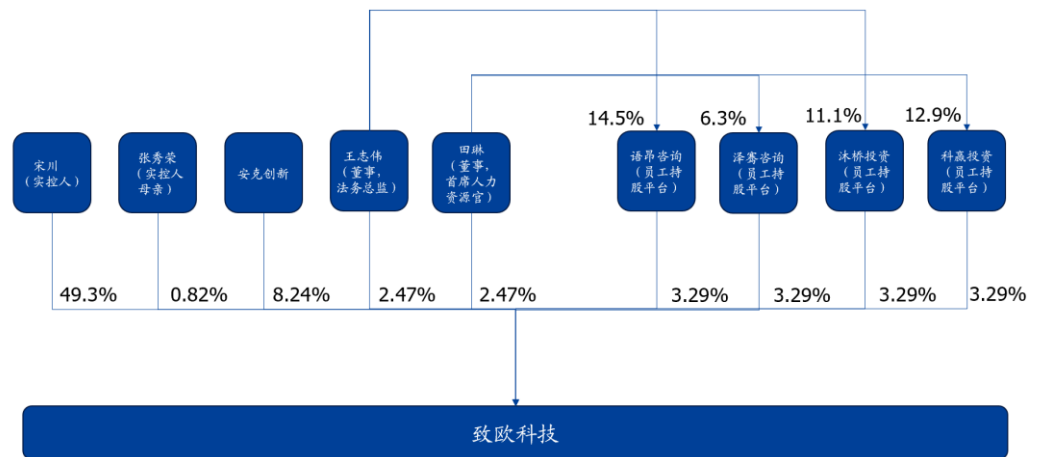


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

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。

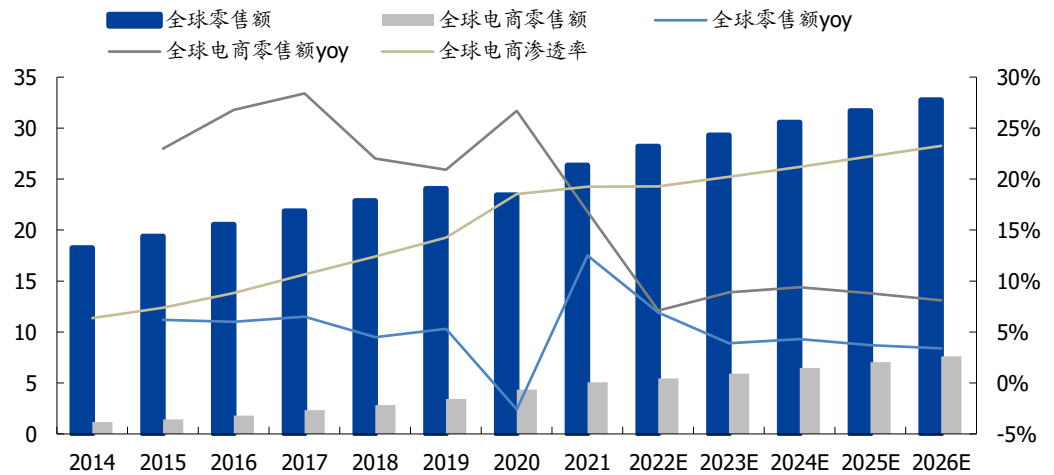
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

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%。

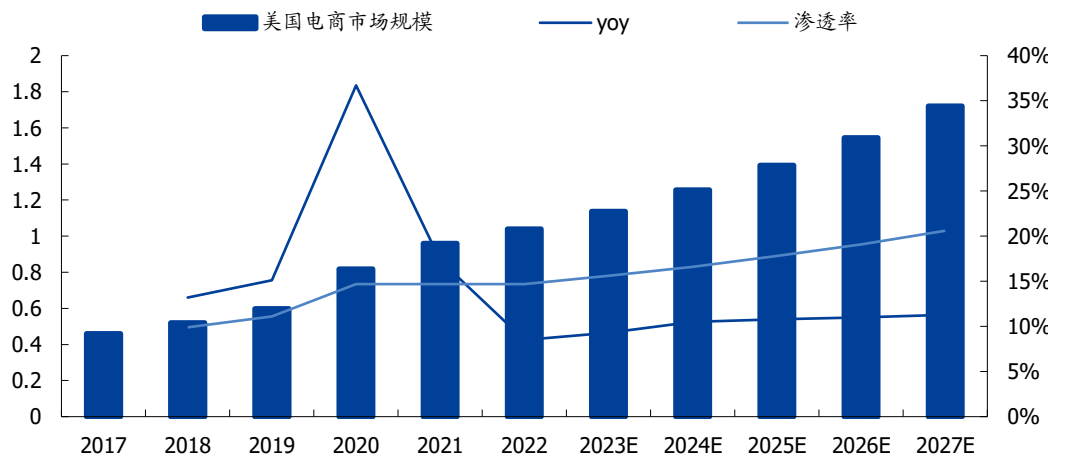
图表 21: 全球零售市场&电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）



资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

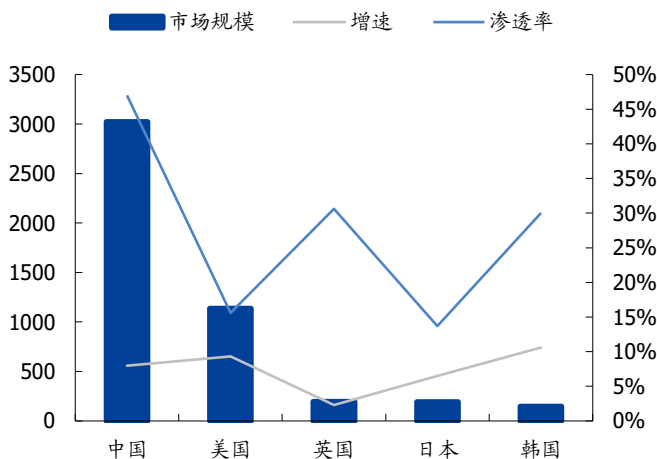
美国为海外第一大市场。2023 年电商前五市场分别为中国/美国/英国/日本/韩国（市占率分别为 51.1%/19.7%/3.3%/3.3%/2.5%）。美国为海外第一大市场，2017-2022 年电商规模从 0.46 万亿美元增长至 1.04 万亿美元（CAGR 为 17.8%），2023 年渗透率预计为 15.6%，相较中国/英国等市场（分别为 47.0%/30.6%）仍有较大提升空间。根据 Emarketer 预测，2027 年美国电商渗透率有望稳步提升至 20.6%，市场规模提升至 1.72 万亿美元（2022-2027 年 CAGR 为 10.6%）。

图表 22: 美国电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）



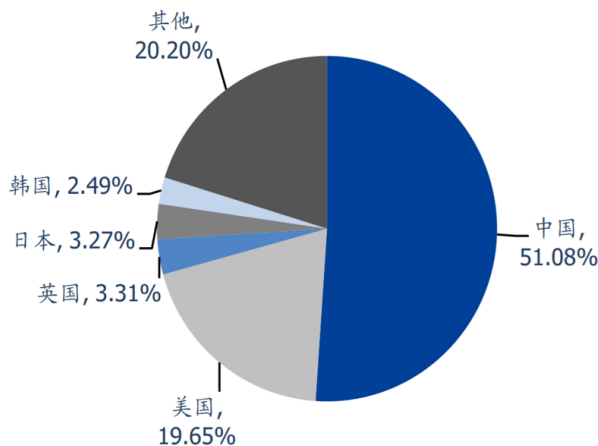
资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

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

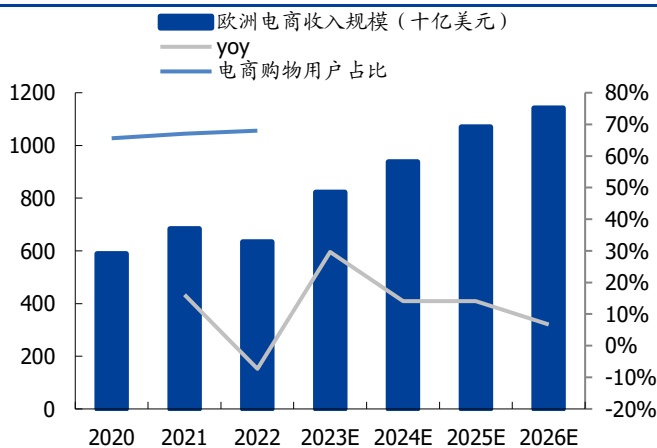
图表 24: 前五大电商市场份额



资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

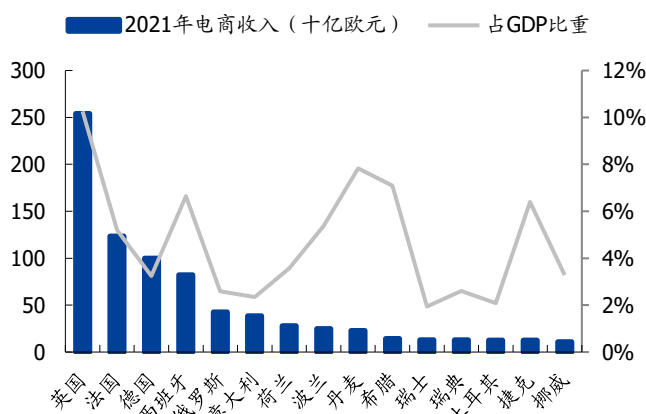
欧洲市场规模稳增, 各国分化较为明显。2021-2026 年欧洲电商市场规模预计从 0.68 万亿美元增长至 1.14 万亿美元 (CAGR 为 10.8%), 其中西欧占比最高 (占比 67%)。欧洲各国电商市场发展情况差异较大, 其中英国/法国/德国/西班牙电商市场规模较大, 2021 年规模分别为 2540/1234/1000/821 亿欧元。

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。

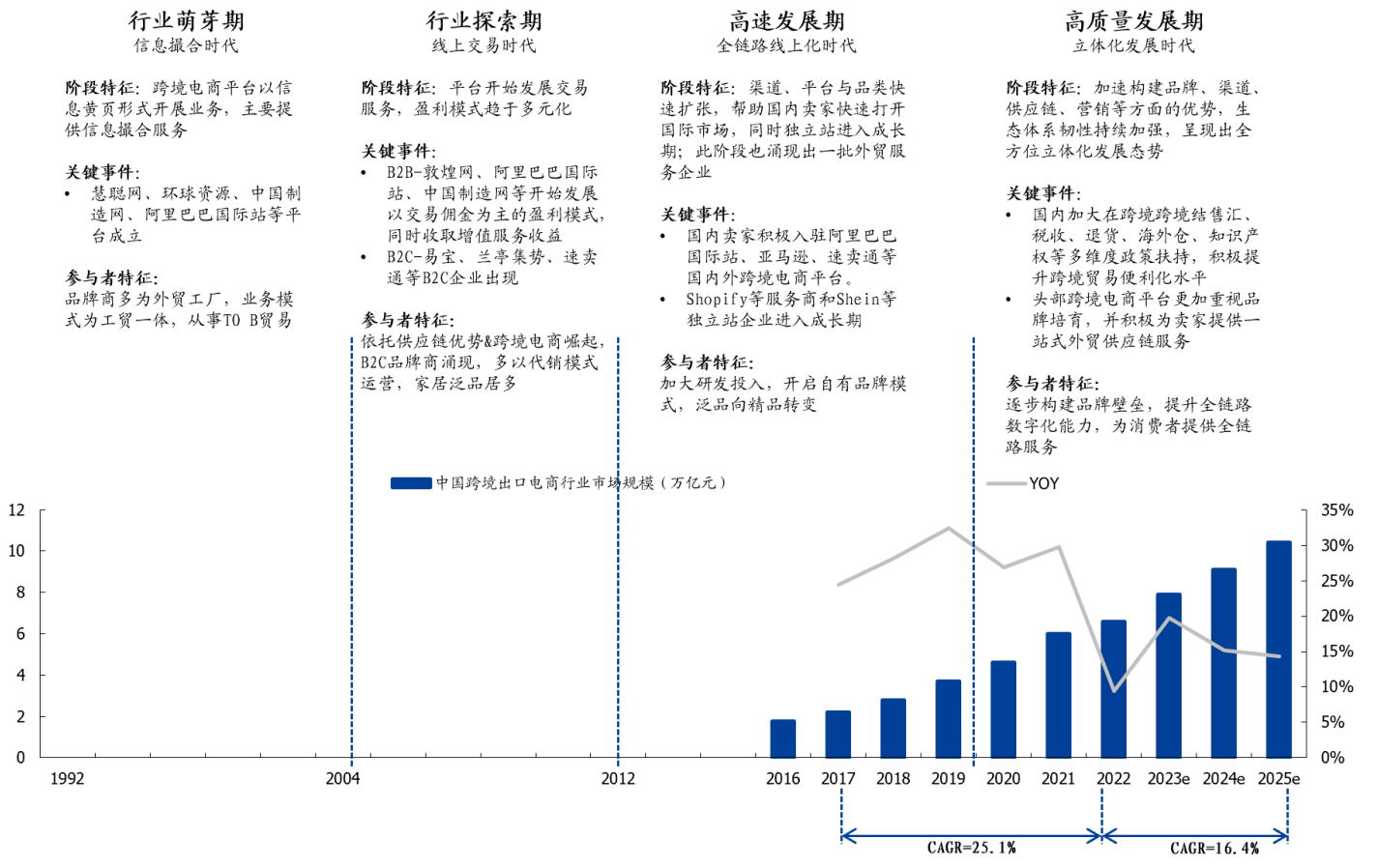
行业规模稳步增长, 2025 年预计突破 10 万亿。2017-2022 年中国跨境出口电商行业规模从 2.2 万亿元增长至 6.6 万亿元 (CAGR 为 25.1%), 其中 2022 年增速放缓主要系局部封控导致供应链压力以及国际形势变化等综合因素。相较传统贸易, 跨境电商可降低全球交易成本、未来作为我国外贸增长有力支撑点, 规模有望恢复稳健增长。根据艾瑞咨询预测, 2025 年行业规模有望达 10.4 万亿元 (2022-2025 年 CAGR 为 16.4%)。

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



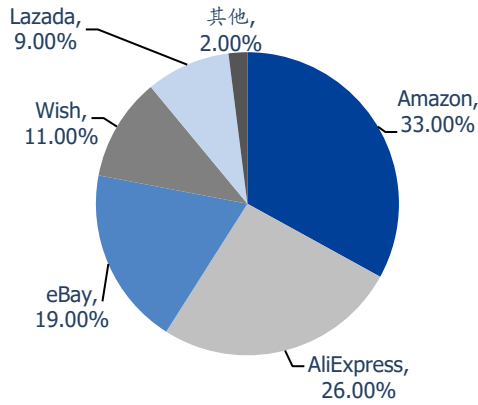
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

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:

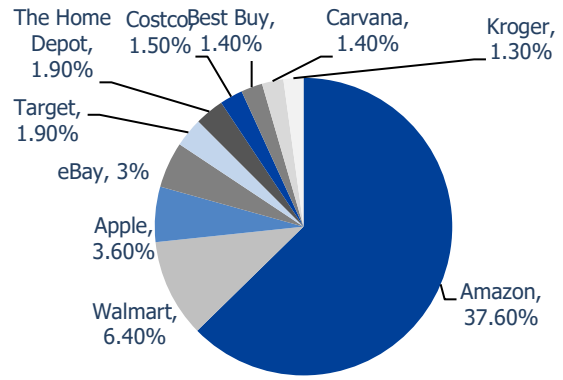
美国: 亚马逊份额领先, 流量逐步下滑。2023年亚马逊全美市占率达37.6%, 份额远超其余平台。亚马逊作为头部平台掌握双边数据, 卖家则通常处于被动地位、运营成本持续提升, 且其作为管理者加速推广自营业务、抢占卖家份额, 叠加新平台强势崛起, 亚马逊流量逐步下滑(前九大站点访问量持续下滑、2023年3月会员数量同比-300万人)。

图表 29: 2020 年全球消费者跨境电商购物首选平台



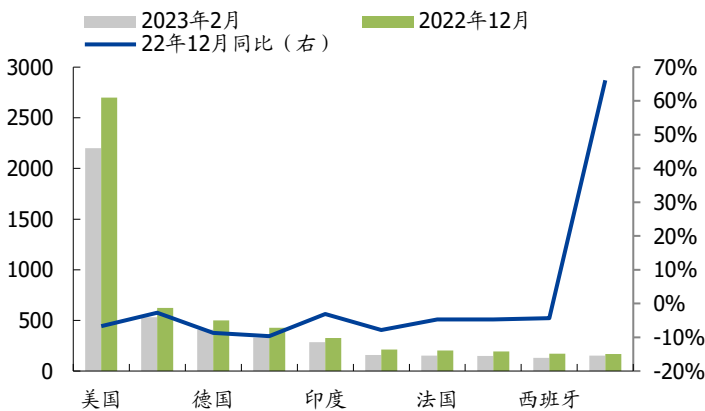
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 30: 2023 年美国电商平台市占率



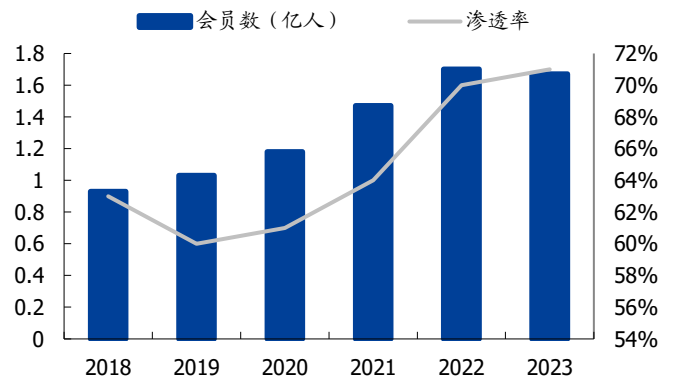
资料来源: Statista, 盛证券研究所

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)



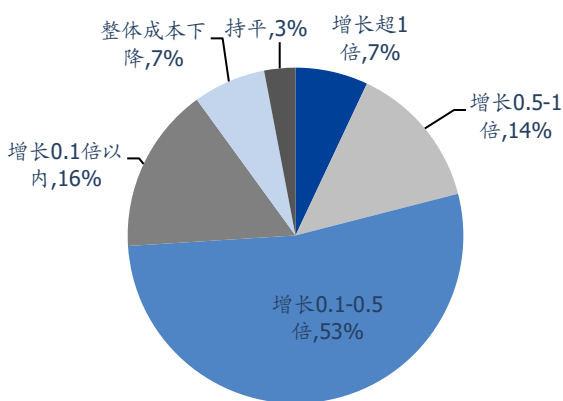
资料来源: Statista, 卖家精灵, 国盛证券研究所

图表 32: 2018-2023 年亚马逊会员数量及渗透率



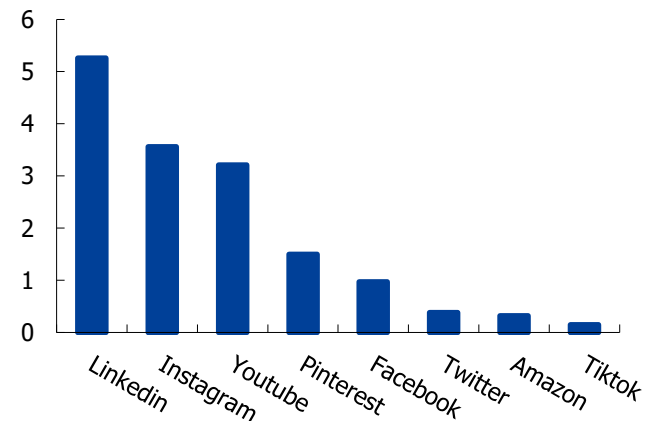
资料来源: CIRP, 趣舵出海电商, 国盛证券研究所

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

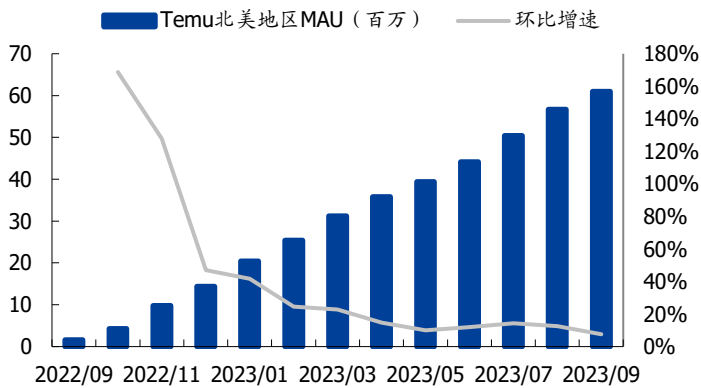
图表 34: 2021 年各平台广告点击成本 (美元/点击)



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。

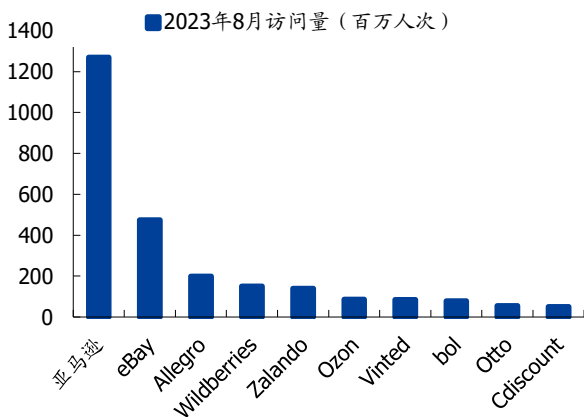
图表 38: 不同平台特点对比

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/626102051013010052>