

# 中国家具出海：从制造走向跨境电商销售，品牌化进行中

## 核心观点

- 本文主要研究了四个问题：1) 中国家具出海到了什么阶段？—— 已从中国制造升级到以跨境电商为主的中国售卖，正在进行从铺货式售卖到精品式售卖、品牌化售卖的转变。2) 中国家具跨境电商未来增长驱动在哪？—— 来自于全球家具家居电商化率提升和中国卖家份额提高。3) 中国家具跨境电商盈利能力如何？—— 对比3C、服饰跨境电商，家具类跨境电商毛利率略低，净利率中高个位数、处居中水平。4) 如何看待海外仓的需求和竞争？ 海外电商化率提升、亚马逊三方卖家份额提高、Temu开启半托管模式、直邮模式免税金额可能下降等因素驱动三方海外仓需求增长，海外仓竞争格局分散，盈利能力取决于订单量，长期看自建仓。

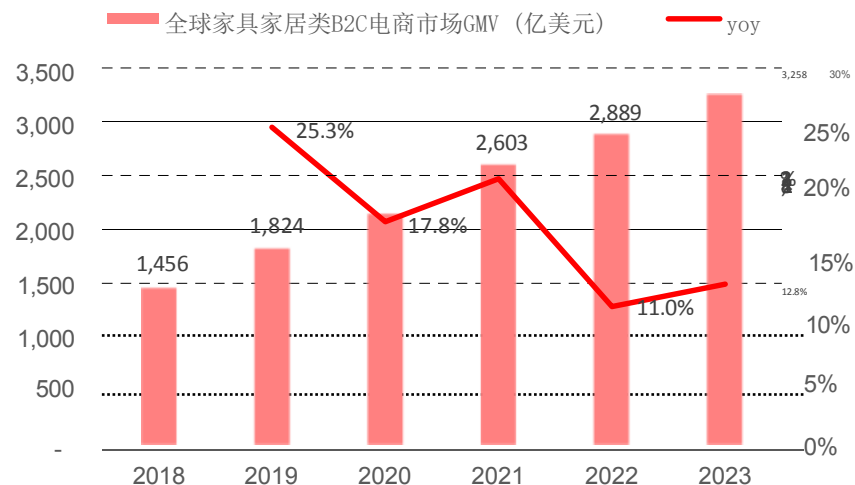
## 内容摘要

- **中国家具出海到了什么阶段？产品出海可以分为三大阶段： 中国制造（代工）→ 中国销售/品牌→ 中国渠道**，其中： 1) 家具出海已从中国制造升级到以跨境电商为主的中国售卖（以亚马逊等三方电商渠道销售为主的平台卖家），傲基科技、致欧科技、恒林股份领跑中国卖家； 2) 从铺货式售卖到精品式售卖、品牌化售卖正在进行中，致欧领先； 3) 暂未出现类似宜家或SHEIN之类的中国家具/家居零售渠道出海巨头。
- **中国家具跨境电商增速如何？未来增长驱动在哪？ 1) 全球家具家居电商化率提升：** 2023年全球家具家居类B2C电商市场GMV达3258亿美元/+12.8%，电商渠道份额占比达25%（低于服装/31%、 家电/38%、消费电子/45%），其中，美国家具家居类B2C电商GMV为748亿美元/+13.2%、欧洲为859亿美元/+12.1%。**2) 中国卖家份额提高：2023年基于中国卖家的海外家具家居类B2C电商市场GMV达7738亿元/+23.2%**，其中在亚马逊为3213亿元/+24.1%，增速超过家具家居电商行业增速/+12.8%，亦超过亚马逊第三方卖家GMV增速/+11.6%，主要系得益于中国卖家/供应链的竞争优势，市场份额持续提升。
- **家具跨境电商盈利能力如何？对比安克创新（3C跨境电商）、赛维时代（服饰跨境电商），傲基科技&致欧科技（家具类跨境电商）毛利率略低、净利率处居中水平（中高个位数）。**23年毛利率分别为：致欧科技/36%、傲基科技（商品）/39%、安克创新/44%、赛维时代/46%，23年净利率分别为：致欧科技/6.8%、傲基科技（商品）/7.5%、安克创新/9.7%、赛维时代/5.1%。
- **海外仓，如何看待需求和竞争格局？作为跨境电商的衍生需求，相比直邮模式（到货1-2周），海外仓模式下到货时间更短（2-5天），2023年我国B2C出口电商物流解决方案中，海外仓模式市场2039亿元/+15.1%，占比/44.6%接近直邮模式，增速更高。物流费用占跨境电商零售额较高（20%-30%），亚马逊FBA更偏好高周转中小件（家居多为大件低价），加速三方海外仓需求。未来增长来自海外电商化率提升、亚马逊三方卖家份额提高、Temu开启半托管模式、直邮模式免税金额可能下降等。海外仓格局分散，盈利能力取决于订单量（快递公司折扣力度），长期看自建仓（美国租金年涨价），加盟仓亦是发展方向之一。**
- **相关标的：**致欧科技（24年PE 21.6X，跨境电商品牌化运营领先）、乐歌股份（24年扣非PE 17.8X，海外仓跨越式发展）、恒林股份（24年PE 12.0X，办公椅等跨境电商销售高增）、傲基科技（24年4月在港交所披露招股书，跨境电商龙头+海外仓双线发展）等。其他传统制造家居公司亦在跨境电商销售逐步发力。

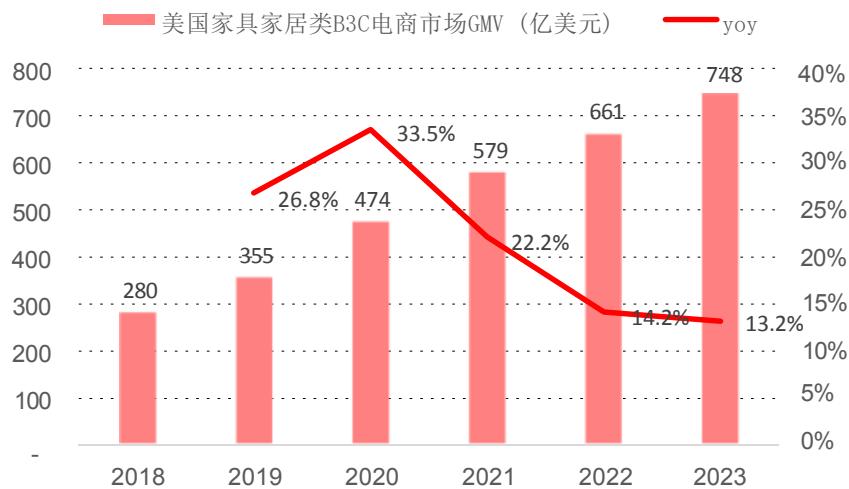
## 份额占比达25%，美国GMV为748亿美元/+13.2%、欧洲为859亿美元/+12.1%

- 家具类通常包括书柜、衣柜、沙发、床及户外家具，家居用品包括床上用品套装、低碳、窗帘等家用纺织品以及相框、墙饰、花瓶等家居装饰品，通常为单价及运输成本较高的中大件商品。**根据弗若斯特沙利文数据计算，18-23年全球家具家居类电商渠道份额从14.7%提升至25.2%**。2023年全球家具家居类B2C电商市场GMV为3258亿美元/+12.8%。
- 美国、欧洲为全球家具家居类B2C电商的主要区域，23年市场规模GMV分别为美国748亿美元/+13.2%、欧洲859亿美元/+12.1%，分别占比23.0%及26.4%。

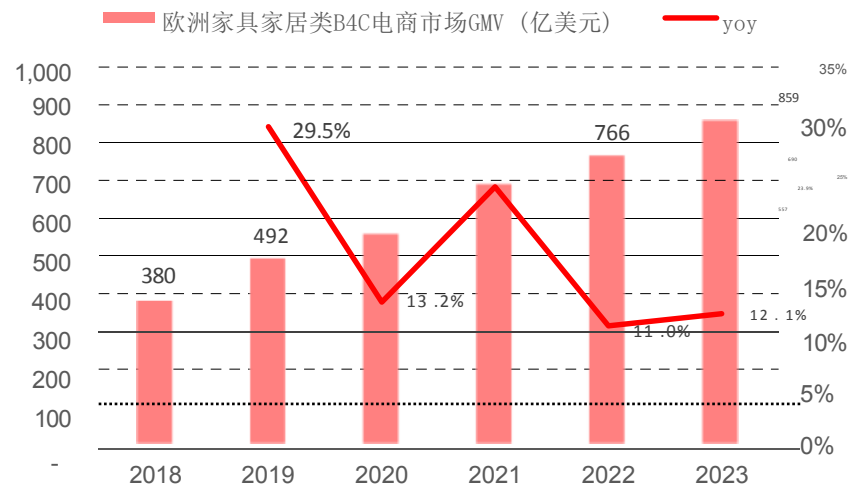
图表：全球家具家居类B2C电商市场GMV及增速



图表：美国家具家居类B2C电商市场GMV及增速

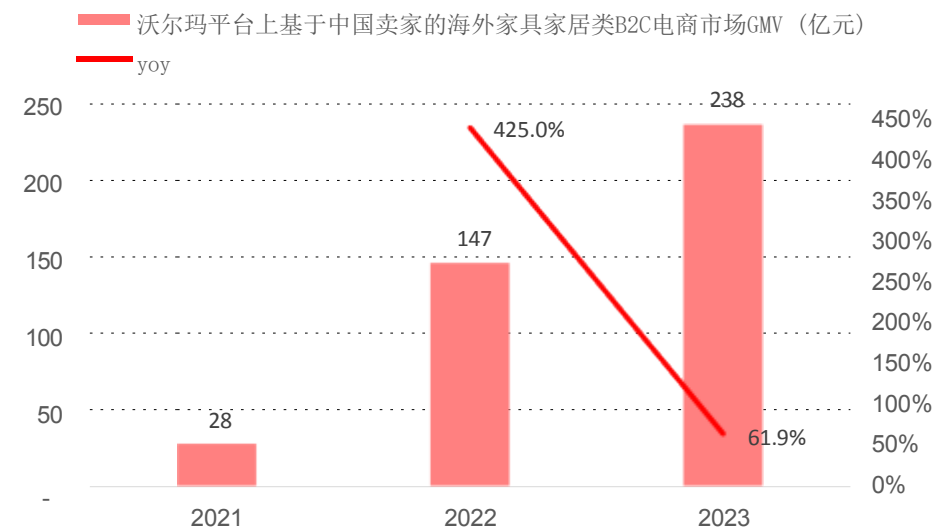
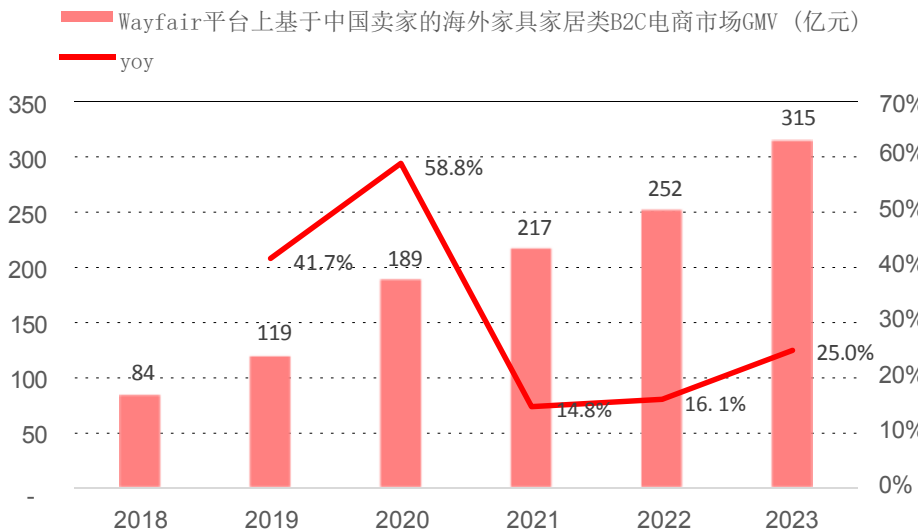
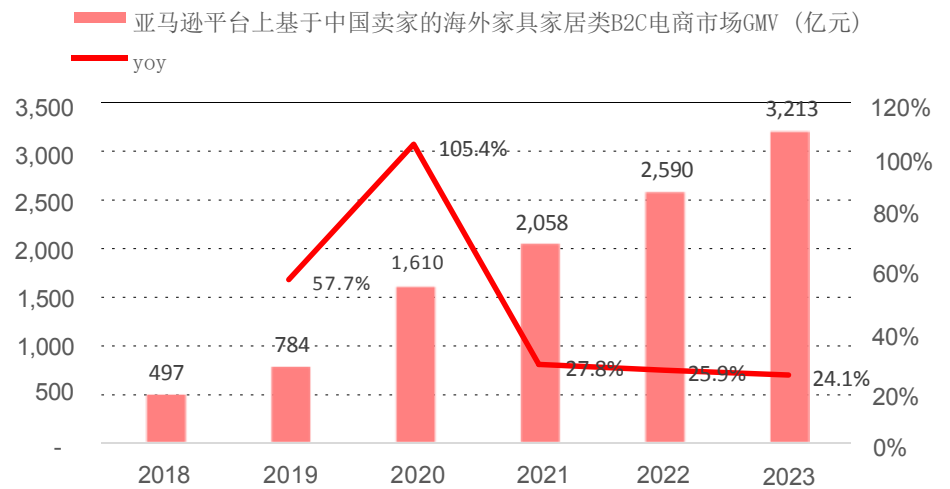
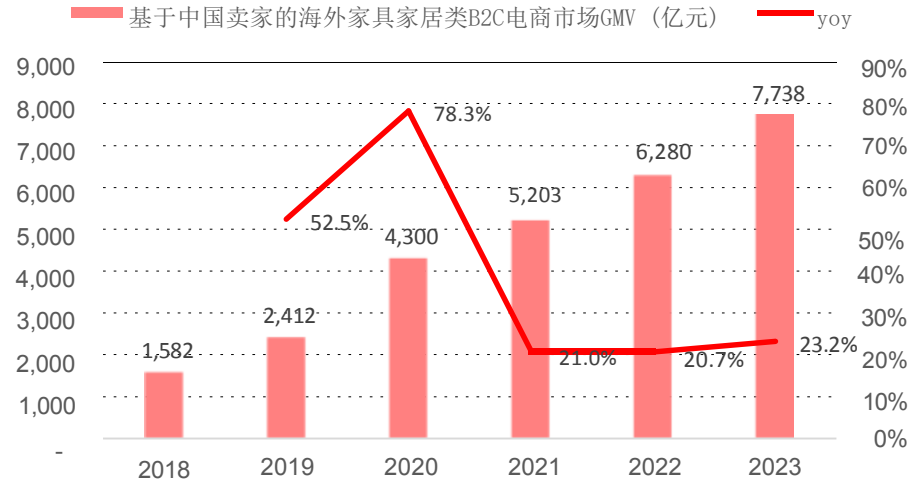


图表：欧洲家具家居类B2C电商市场GMV及增速



# 其中在亚马逊3213亿元/+24.1%，增速超过家具家居电商行业增速/+12.8%

- 中国卖家是全球家具家居类产品最大的出口群体，基于中国卖家的海外家具家居类B2C电商市场GMV达7738亿元/+23.2%，其中亚马逊为3213亿元/+24.1%，Wayfair为315亿元/+25.0%，沃尔玛为238亿元/+61.9%。



数据来源：弗若斯特沙利文、傲基科技招股说明书、中信建投

# 跑中国卖家，从铺货式售卖到品牌化正进行中，但距离中国零售渠道仍较远

图表：中国家居出海正从中国制造升级到中国售卖，中国渠道(类似宜家、Shein)尚未实现，家居出海品牌化正在摸索中前行(从铺货式售卖到品牌式售卖)



- 家居SKU庞杂，全球家具家居类B2C电商市场较为分散，参与者超过20万名，2023年CR5为5.1%。
- 基于中国卖家的家具家居类B2C海外电商市场更加分散，参与者超过15万名，2023年CR5为2.9%。
- 当前，中国家居出海以在海外亚马逊等第三方平台售卖货品为主，铺货式为主（傲基领跑），品牌化售卖在进行中（致欧领先）。

图表：家具家居类B2C电商市场CR5为5.1%

按GMV排名	全球家具家居类B2C电商市场	2023年
1	公司A（宜家）	3.9%
0.4%	公司B	
0.3%	公司C	
0.3%	公司D	
0.2%	傲基科技	

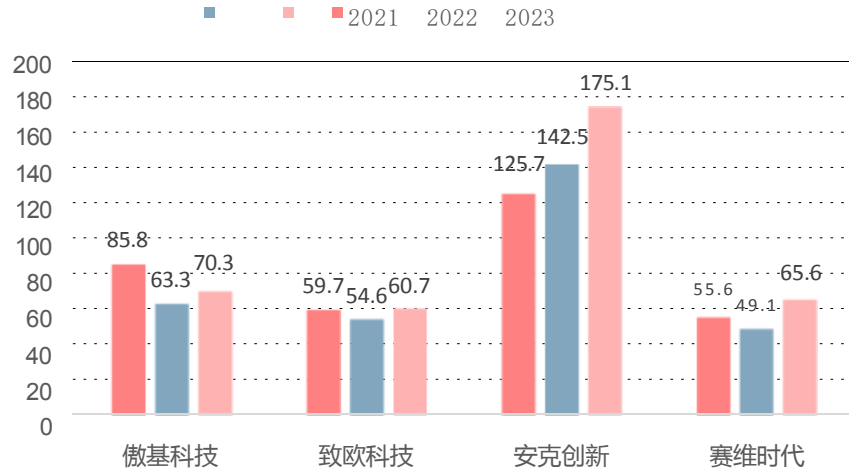
图表：基于中国卖家的家具家居类B2C海外电商市场CR5为2.9%

按GMV排名	基于中国卖家的家具家居类B2C海外电商市场	2023年
1	傲基科技	
0.7%	公司E（致欧科技）	
0.6%	公司F	
0.6%	公司G	
0.6%	公司H	
0.4%		

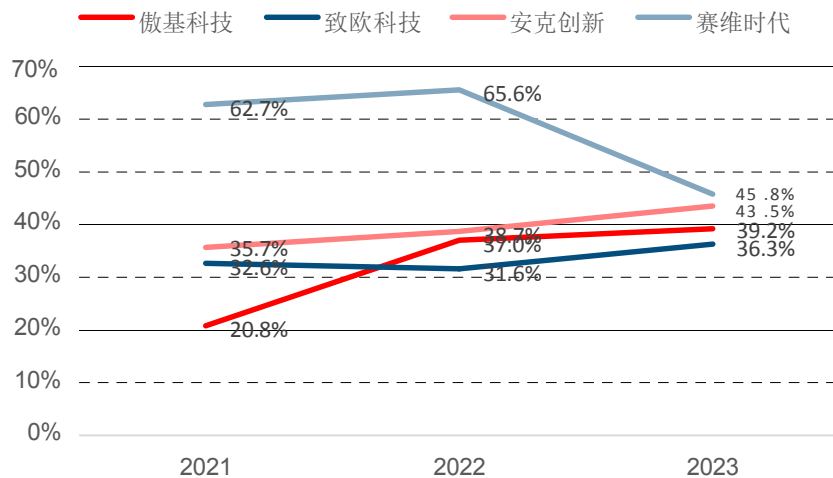
数据来源：弗若斯特沙利文、Marketplacepulse、傲基科技招股说明书、中信建投

# 傲基&致欧（家具类）的毛利率略低，净利率处居中水平（中高个位数）

图表：跨境电商公司收入对比(注：单位：亿元，傲基仅包括商品销售部分)



图表：跨境电商公司毛利率对比(注：傲基仅包括商品销售部分)



数据来源：各公司公告，中信建投

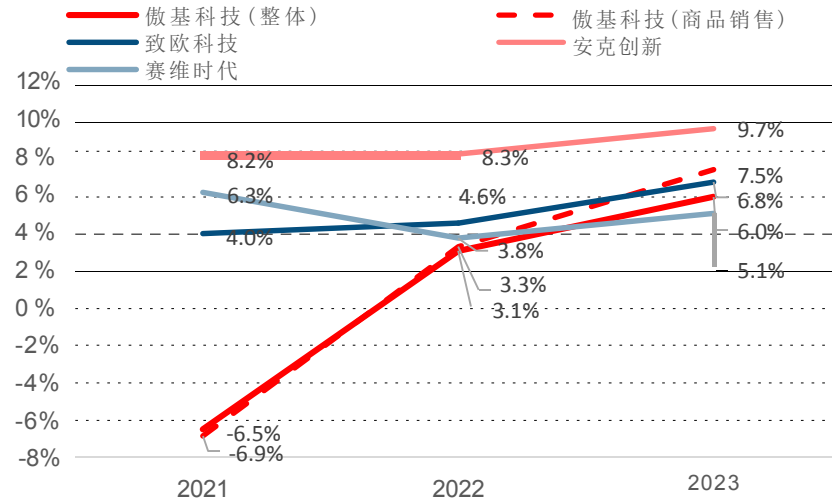
图表：不同领域跨境电商头部公司品牌数量对比

公司	细分领域	品牌数
傲基科技	家具	过1亿级GMV品牌为11个(整体品牌数量预计几十上百个)
致欧科技	家具	3大品牌
安克创新	3C	6大品牌
赛维时代	服饰	4个十亿级品牌, 20+亿级品牌, 70+千万

图表：不同领域头部跨境电商公司供应链模式对比

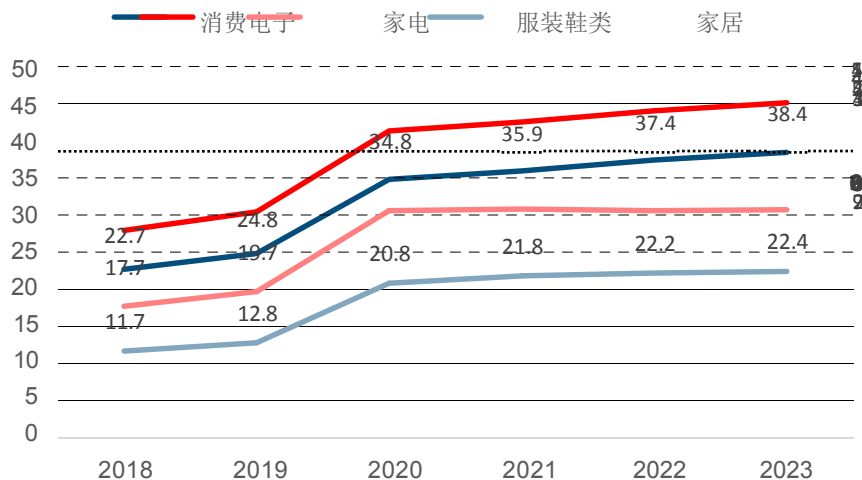
公司	供应链模式	供应商数量
傲基科技	选品/他供	-
致欧科技	选品/他供	-
安克创新	选品/他供	3361家(21年)
赛维时代	选品/他供	3361家(21年)

图表：跨境电商公司净利率对比

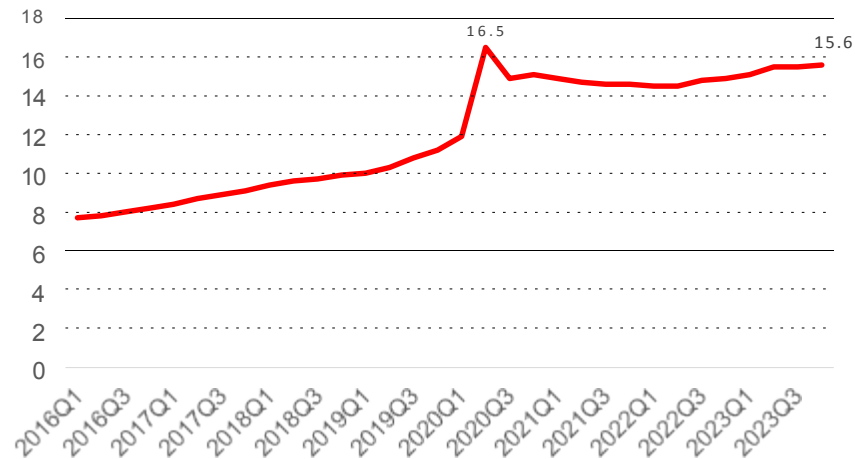


# 家居提升空间仍大：美国电商渗透率仍持续提升；Temu等新渠道快速增长

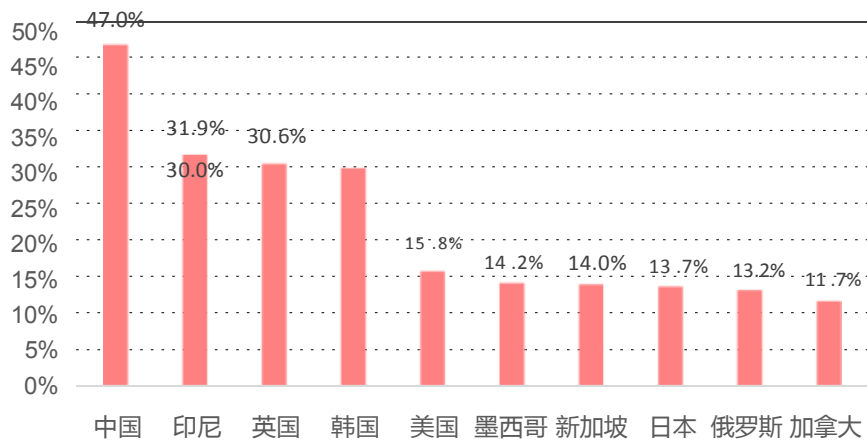
全球电商渠道占整体零售比例 (%), 分品类



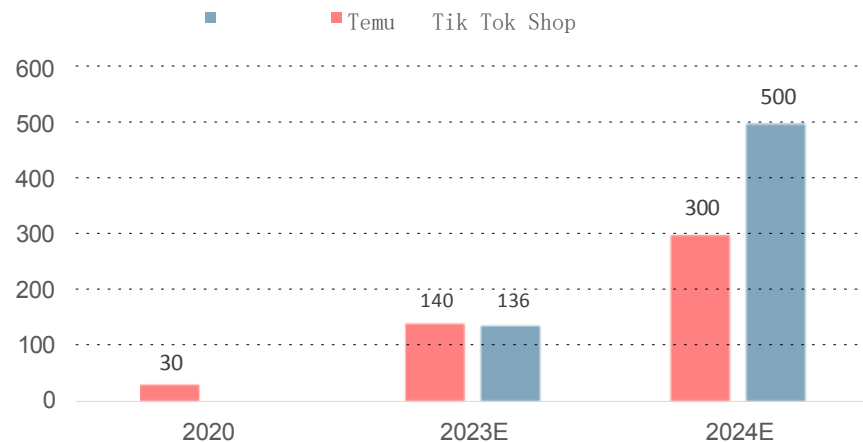
美国电商渠道占整体零售比例 (%) - 季调



各国电商渠道占整体零售比例 (2022年12月)



Temu和Tik Tok等新渠道GMV快速增长 (单位: 亿美元)



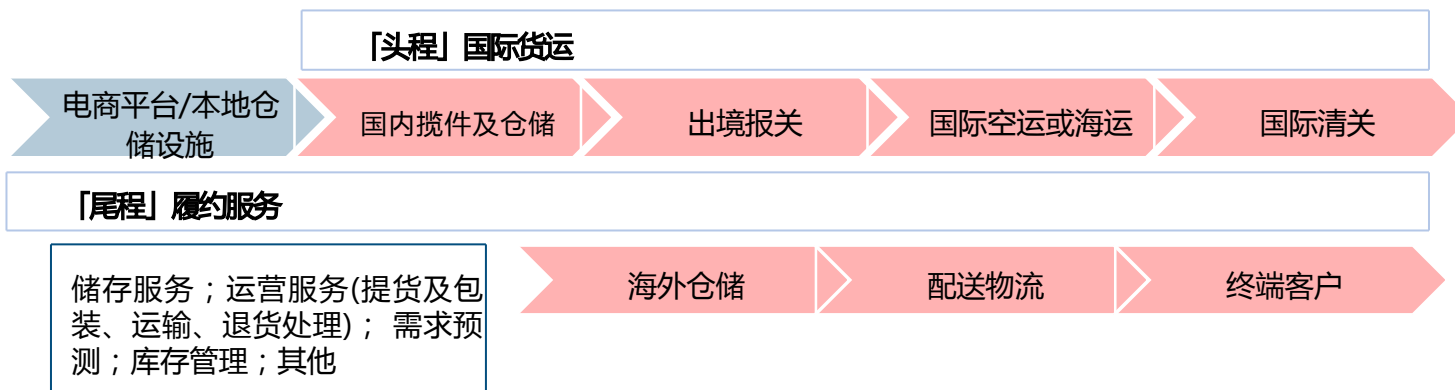
数据来源：欧睿国际、eMarketer、ECDB、yipitdata、Temu、中信建投



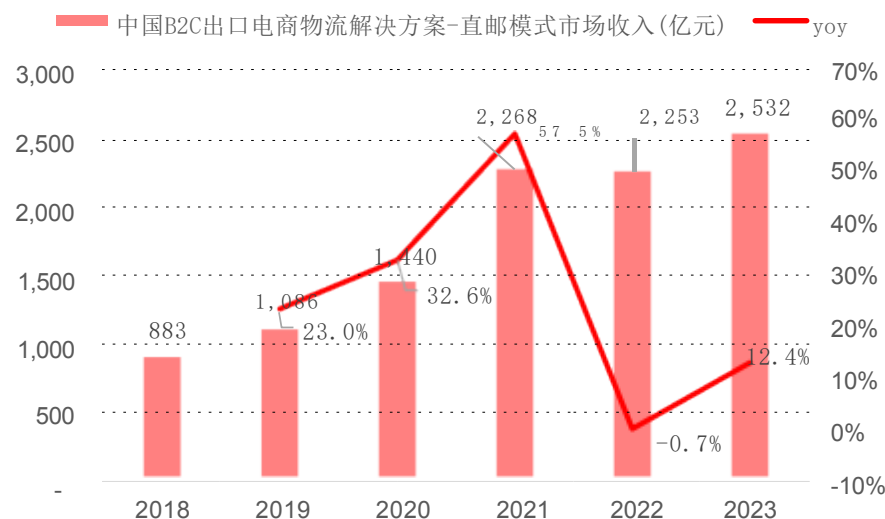
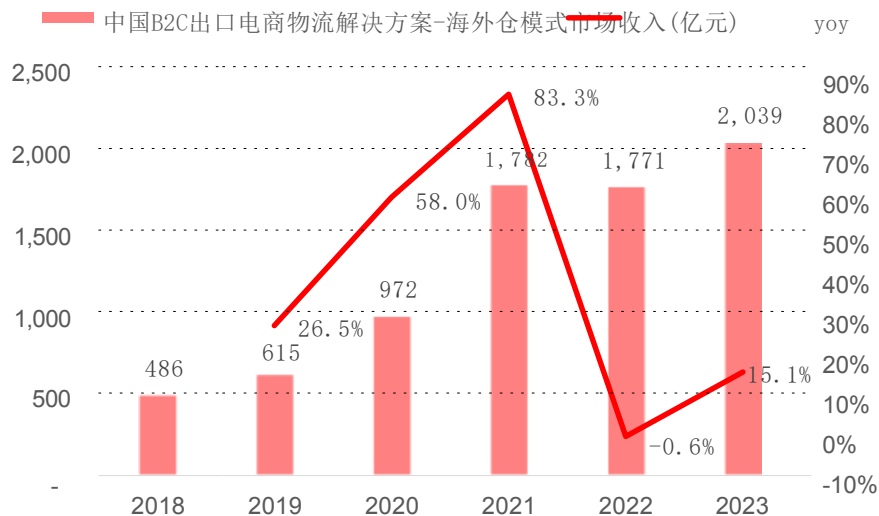
# 市场规模2039亿元/+15.1%，占比44.6%接近直邮模式，增速快于直邮/+12.4%

- 海外仓模式下，B2C出口电商物流解决方案供应商将卖家的货物提前运至海外仓库，作为目的地地区的预售库存，相比直邮模式（1-2周时间为主，小件为主），其配送时效性更高（2-5天为主），并可提供产品退换货等售后服务。

图表：海外仓模式B2C出口电商物流解决方案过程



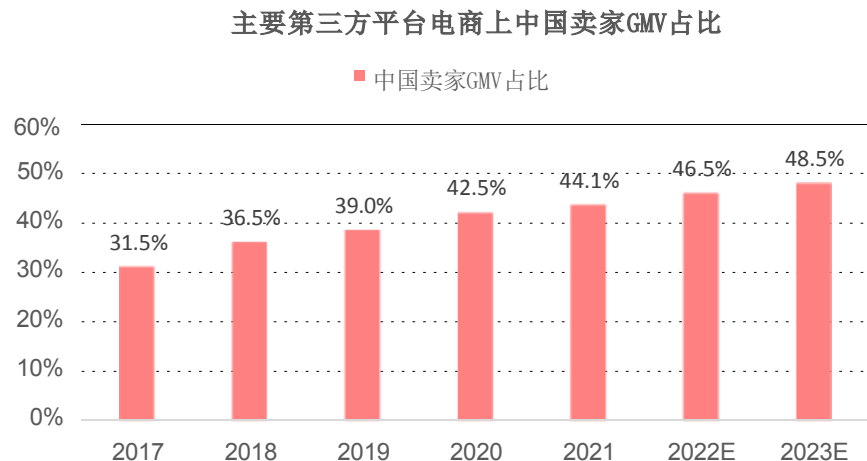
- 2023年采用海外仓模式的中国B2C出口电商物流解决方案市场规模达2039亿元/+15.1%，占据出口电商物流市场规模的44.6%，直邮模式市场规模2532亿元/+12.4%。



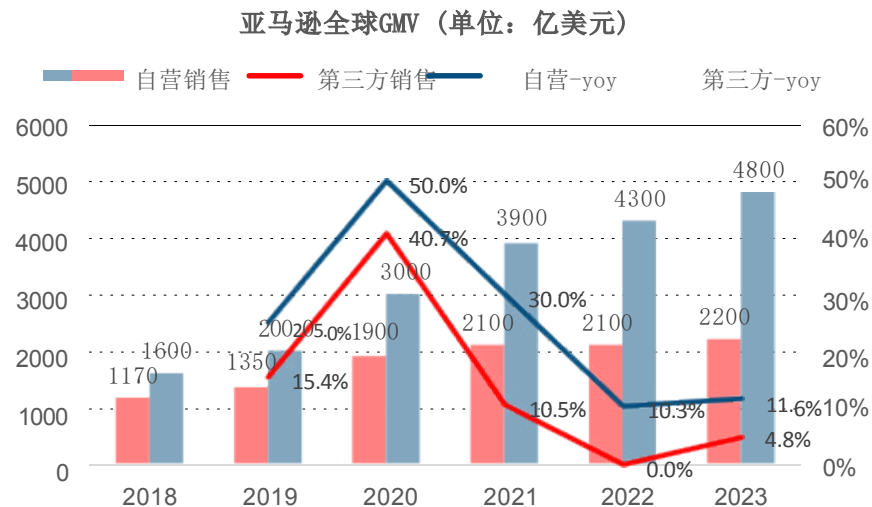
数据来源：做基科技招股书，弗若斯特沙利文，中信建投

# 管模式、Tiktok等新出海渠道开拓，中国卖家对于海外仓需求有望持续增长

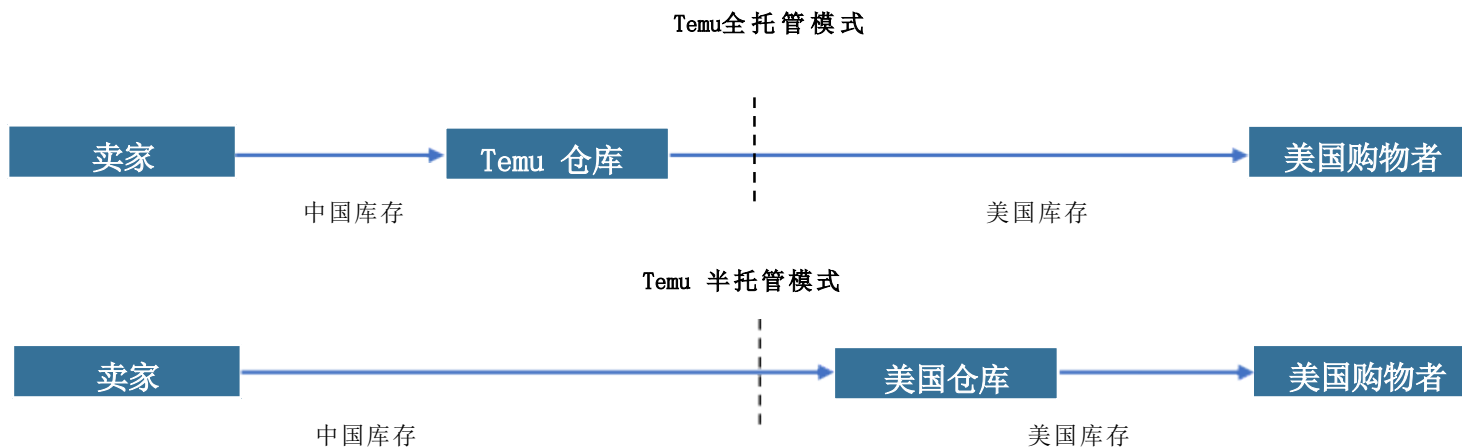
图表：主要第三方平台上中国卖家GMV占比在4成以上



图表：亚马逊第三方销售GMV快速增长



图表： Temu全托管模式及半托管模式对比 (24年3月Temu开放半托管模式)

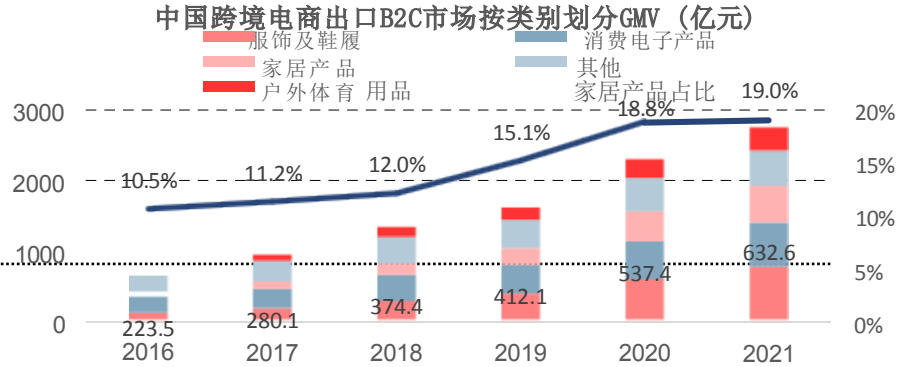


数据来源：弗若斯特沙利文、Marketplacepulse, 中信建投

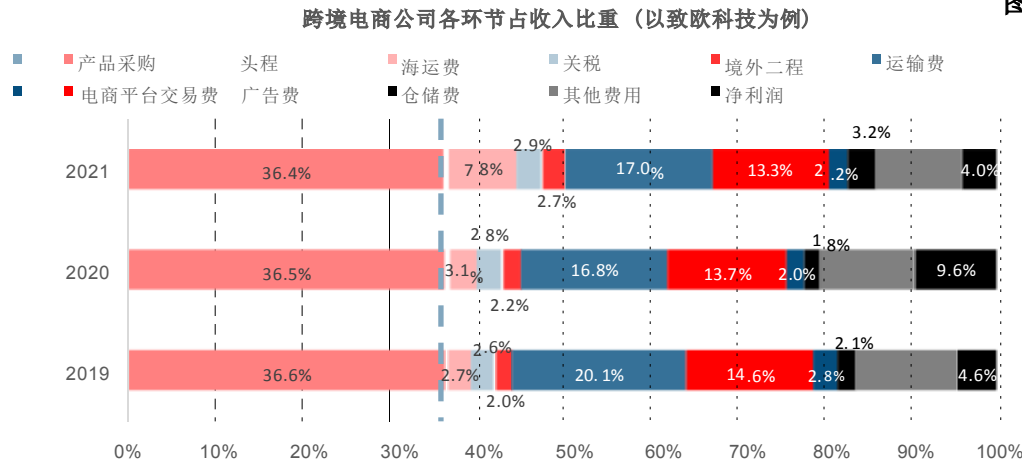
# 大件超标商品仓储物流成本显著提升，三方海外仓作为替代选项有望受益

- 小型商品在选择送货方式上有更大的灵活性，中大件商品运费占比较高（以致欧科技为例，全链条运输费占致欧科技收入比重大概25%-30%），无法实现低成本空运直邮，海外仓更受青睐。
- 亚马逊是目前最大的海外仓运营主体，其自2024年2月5日起更新FBA运费标准，中大件超标尺寸商品卖家仓储物流费显著提高，第三方海外仓作为替代选项有望受益。

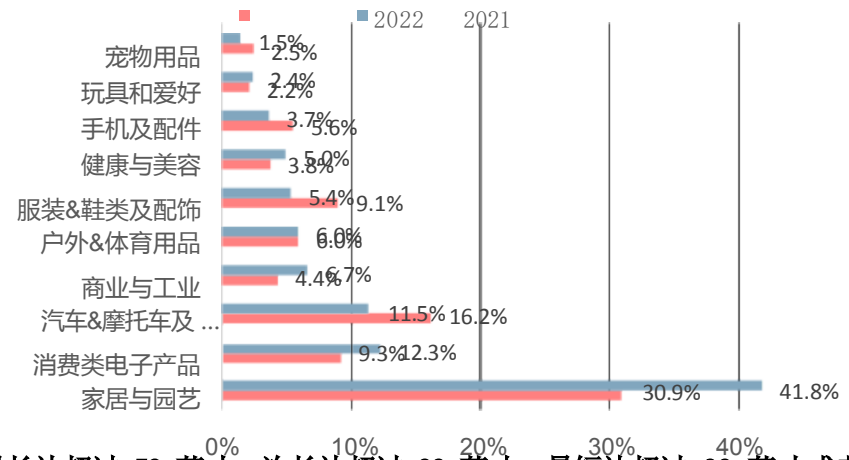
图表：21年中国跨境电商出口B2C中家居GMV占比19%



图表：全链条运输费占致欧科技收入比重大概25%-30%



图表：22年海外仓发货品类中，家具与园艺订单占比超过42%



图表：亚马逊FBA超标件的包裹配送费变化举例(2024. 2.5变更，超大尺寸指最长边超过 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/体积重量中的较大值超过 50 磅/22.7kg)

包裹重量	调整前计费标准	调整前配送费	调整后计费标准	调整后配送费	配送费变化
41磅/18.6kg	\$9.73+超出首磅部分每磅 \$0.42	\$26.53	\$26.33+超出首磅部分每磅 \$0.38	\$41.53	+\$15
101磅/45.8kg	\$19.05 + 超出首磅的部分每磅 \$0.42	\$61.05	\$54.81+超出首重 71 磅部分每磅 \$0.75	\$77.31	+\$16.26

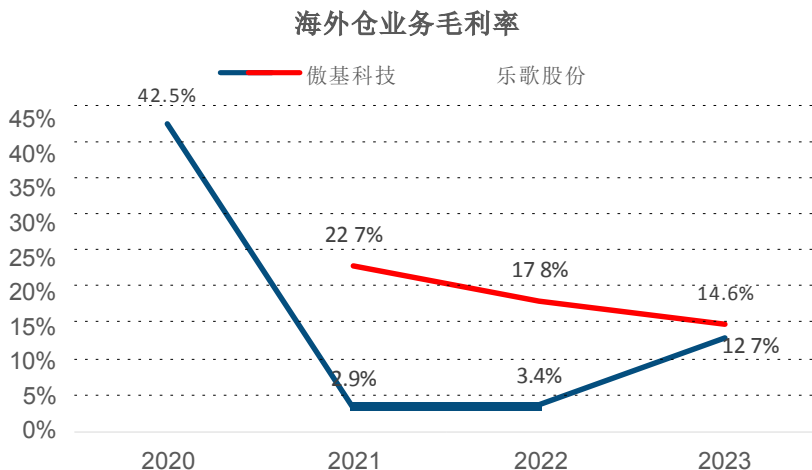
数据来源：致欧科技招股书、弗若斯特沙利文、《2023海外仓蓝皮书》、亚马逊卖家中心、中信建投

# 递费差价，短期取看规模提升（快递折扣力度），长期看自建仓比例和加盟仓

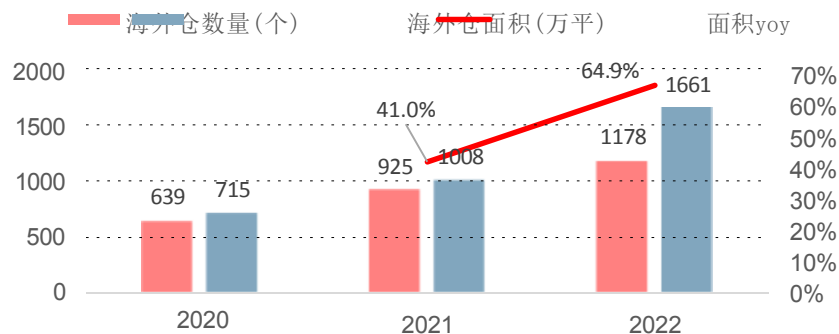
图表：中国B2C出口电商海外仓市场CR5仅7.2%

按海外仓模式收入排名	中国B2C出口电商物流解决方案提供商	2023年
1	易可达	2.0%
2	递四方	3.6%
3	万邑通	4.5%
4	深圳西邮智仓 (24亿收入)	1.2%
5	无忧达	0.9%
	运去哪	0.5%
	易达云	0.5%
	乐歌乐仓	0.2%
	文鼎海外仓	0.2%
	出口易	0.2%

图表：受竞争加剧、尾程配送费价格和仓库租金上涨影响，傲基西邮智仓毛利率水平下滑



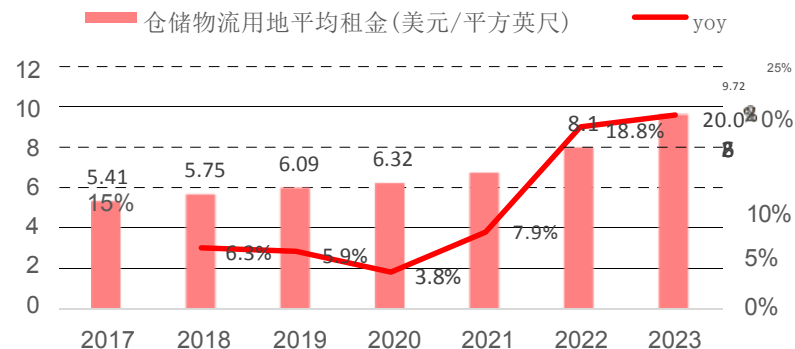
图表：我国企业在美国海外仓数量及总面积



图表：FedEx香港官网折扣政策

每月平均运费(折扣前)	折扣
>=HKD 4700	45折
HKD 2000~HKD 4700	5折
HKD 1700~HKD 2000	5折
5折 1600~HKD 1700	6折
<HKD 1600	65折

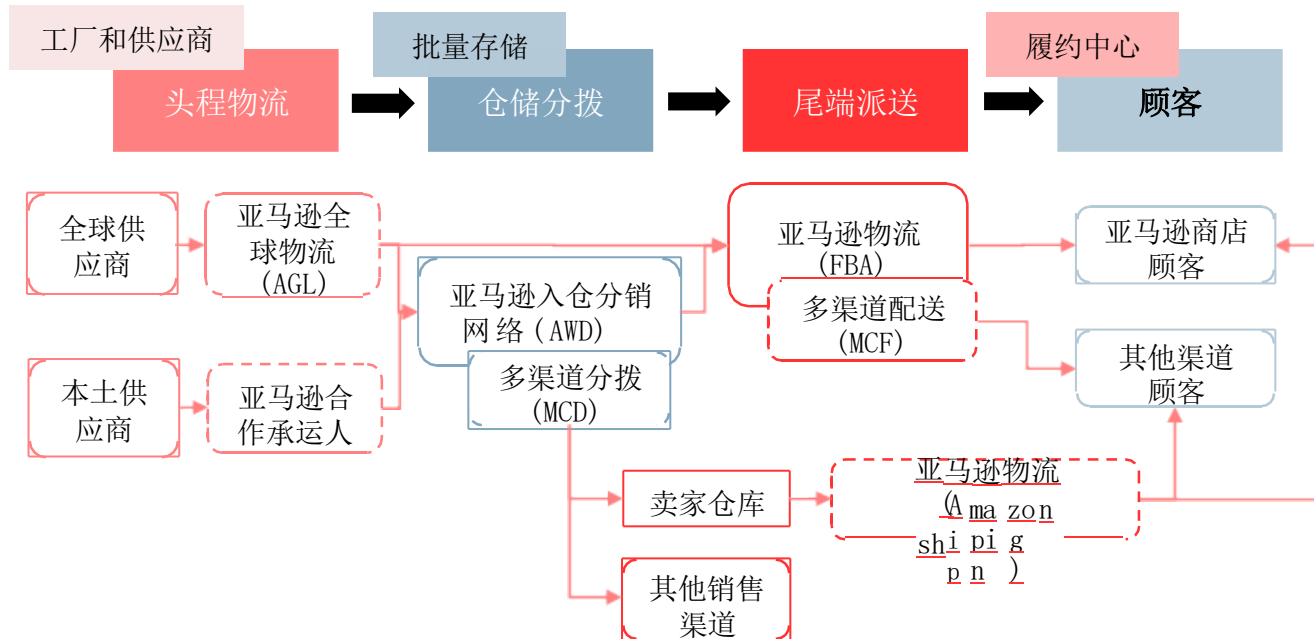
图表：美国工业仓储用地租金快速上涨



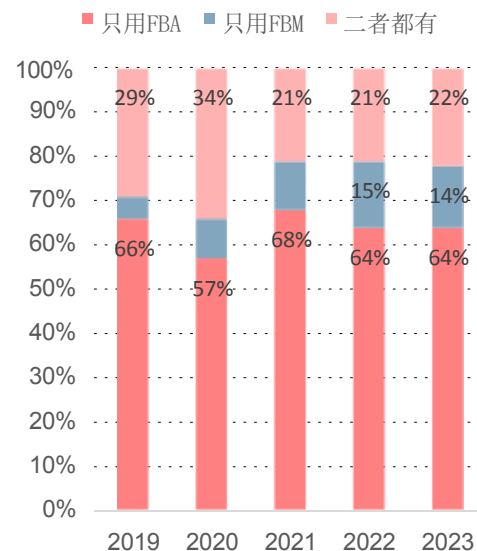
数据来源：易达云招股说明书、弗若斯特沙利文、《2023海外仓蓝皮书》、傲基科技招股书、Statista、中信建投

# 商，VC模式为邀请制，但利润有一定保障，在很卷的美国电商市场是新的风口

图表：亚马逊供应链



图表：亚马逊卖家发货模式占比



图表：亚马逊卖家运营方式对比

运营方式	进驻方式	定价权	货权	发货方式	Sold by Amazon	Amazon Prime	营销资源	店铺流量	账期	平		
SC卖家账号(Seller Central)	自行注册			FBA/FBM	自主定价	卖家	否	FBA模式√ FBM模式×	一般	较低	较短	较高
VC账号(Vendor Central)	邀请制		DF (直接从海外仓发货配送至买家) PO (从海外仓发货至亚马逊FBA仓, 再由亚马逊配送至买家) 亚马逊 DI (直接在产地交付给亚马逊, 海运费由亚马逊负责)		卖家	亚马逊	是	有	较好	较高	较长	较低

数据来源：亚马逊、瀚商跨境、雨果跨境，中信建投

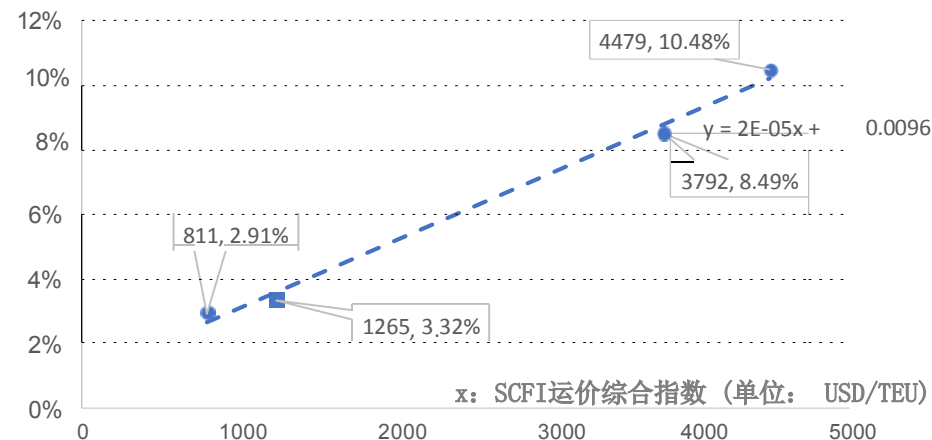
# 在1000/1500/2000/2500 (USD/TEU) 时，对应海运费占收入比3%/4%/5%/6%

图表： SCFI运价综合指数-跨境家居头部公司海运费占收入比重测算

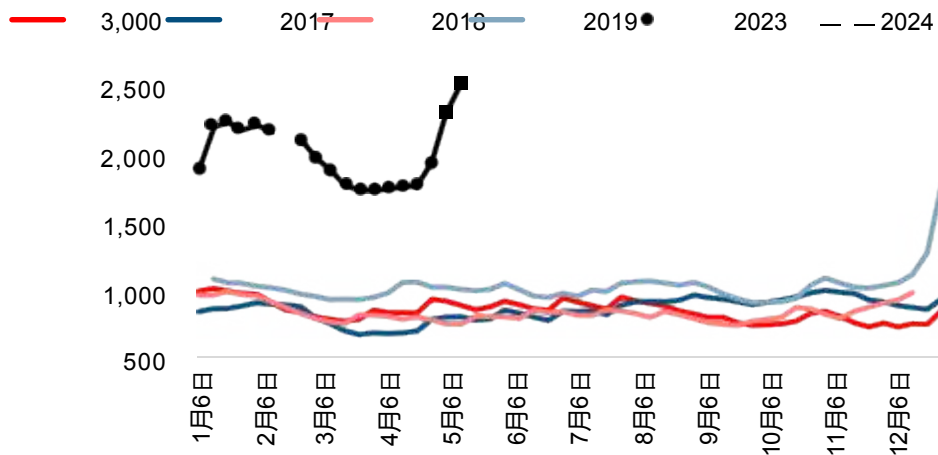
历史数据				
时间	2019	2020	2021	22H1
SCFI运价综合指数均值(单位：USD/TEU)	811	1265	3792	4479
海运费占主营业务收入比重	2.91%	3.32%	8.49%	10.48%
测算数据				
SCFI运价综合指数(单位：USD/TEU)	1000	1500	2000	2500
海运费占主营业务收入比重	2.96%	3.96%	4.96%	5.96%

图表： SCFI运价综合指数-家居跨境电商海运费占主营业务收入比重拟合

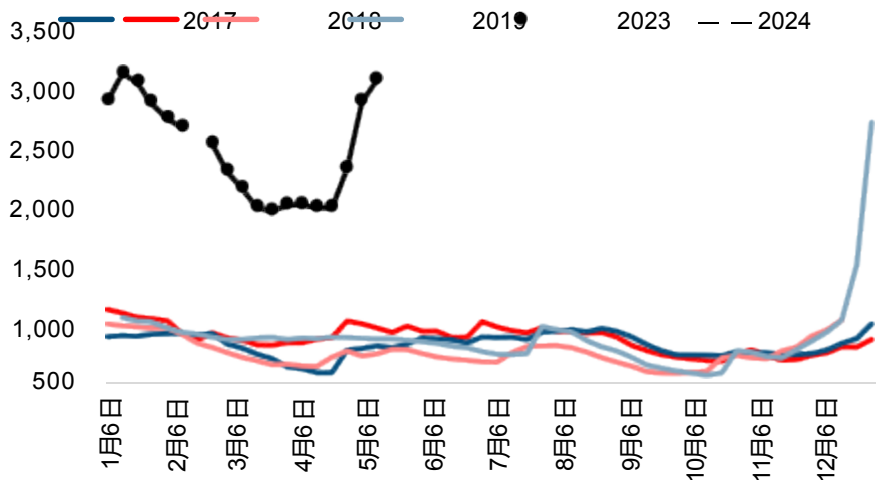
y: 海运费占跨境电商家居公司收入比重



图表：截至5月17日，SCFI运价指数-综合指数同比上涨156.33% (单位：USD/TEU)



图表：截至5月17日，SCFI运价指数-欧洲航线同比上涨250.57% (基本港，单位：USD/TEU)



数据来源：SSE，中信建投交运、轻纺团队；注：以上数据仅供参考，长期合约价格可能会影响此测算

致欧科技：家居跨境电商头部公司， 品牌化运营领先

## 公司旗下三大品牌，分别定位家居、家具、宠物品类

- ✓ 公司成立于2010年，主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，是全球知名的互联网家居品牌商。
- ✓ 公司三大自有品牌中：SONGMICS定位家居品类，VASAGLE定位家具品类，FEANDREA定位宠物家居品类。公司通过精益求精的产品设计和品质管控，致力于打造以高性价比、全家具场景和时尚风格设计的线上一站式家居品牌，产品涵盖了客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等不同居家场景。

品牌	品牌介绍
	SONGMICS 定位为家居品类，通过产品团队精心的选品、设计师差异化的设计，以及专业的场景化的打造，使客户在面临众多的终端产品选择时，有值得信赖的确定感。
	VASAGLE 定位为家具品类，通过深入洞察消费者需求、通过精益求精的产品设计和品质管控，以扁平化包装方式，为客户提供优质、环保且有设计感的全屋家具产品。
	FEANDREA 定位为宠物家居品类，通过对宠物心理的精准把握，为宠物提供快乐、舒适又有趣的产品与生活，做“以家居为核心的人宠生态”。

图表：致欧科技主要产品

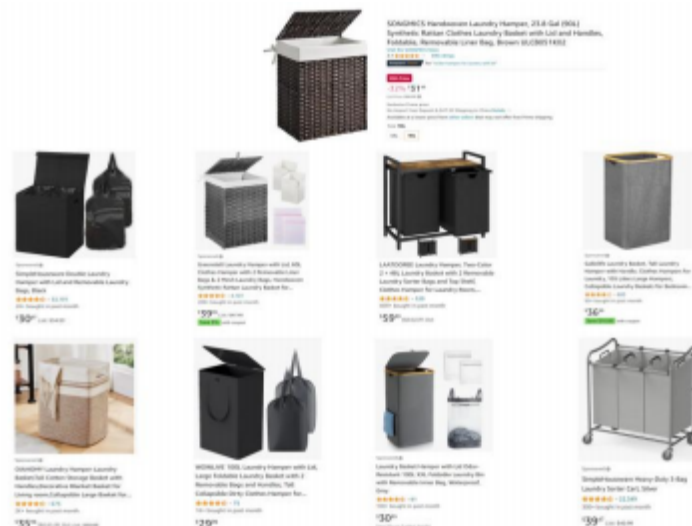
	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
	家具系列	主要产品	咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧桌、吧椅、中岛台、酒架等	床头柜、梳妆台、布抽屉、床等	玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳等	电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅等
家居系列	使用场景	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣车、衣撑等	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架等	玩具架、帐篷等	铝梯等
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材	/	/
	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、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	/
	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	/

数据来源：公司公告、中信建投



# 致欧科技：聚焦偶有需求的“中小件家具产品”，性价比高，类似线上版宜家

- 相较于海外厂商有成本优势，主要系背靠国内原材料、生产供应链体系；而相较于国内其他家居跨境电商，公司深耕偶有需求的“中小件家具产品”，通过SKU管理和明确“性价比”定位，在建立消费者品牌认知上具备规模和先发优势，以SONGMICS洗衣篮为例，公司产品性价比突出。公司产品价格多为20-80美元之间，据公司招股说明书显示，2022年致欧科技家具系列中办公家具类/生活家具类平均销售单价为440.15、408.77元，家居系列中收纳类、用具类、装饰类产品平均销售单价为239.4、225.8、166.4元。



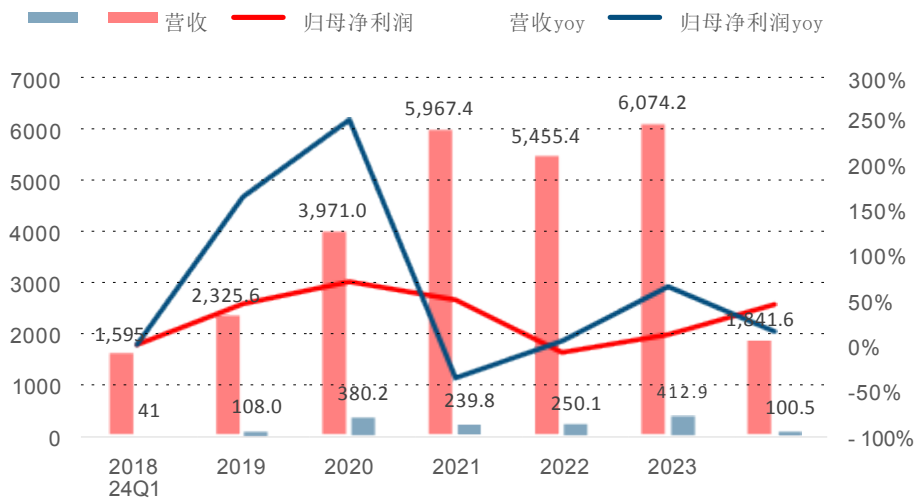
图表：致欧科技高销量产品

品牌	名称	中文名	月度预计销量(件)	月度预计销售额(美元)	价格(美元)
SONGMICS	Cabinet Organizer Shelf	香料架	9067	\$163,115.33	\$17.99-24.59
SONGMICS	Folding Storage Ottoma Bench	储物凳	6141	\$386,821.59	\$62.99
SONGMICS	Clothes Rack	服装架	5919	\$201,186.81	\$30.06-49.99
SONGMICS	Jewelry Box	首饰盒	5113	\$204,468.87	\$39.99
SONGMICS	Shoe Rack	鞋架	5065	\$86,560.85	\$17.99
SONGMICS	Skirt Hangers	衣架	4987	\$174,495.13	\$34.99
VASAGLE	Shoe Rack	鞋架	4940	\$177,790.60	\$35.99
VASAGLE	Laundry Hamper	洗衣篮	3958	\$277,020.42	\$69.99
SONGMICS	Velvet Hangers	衣架	3443	\$103,255.57	\$29.99
SONGMICS	Clothes Drying Rack	衣物烘干架	3295	\$263,567.05	\$79.99
SONGMICS	Closet Wardrobe	便携式马桶	3067	\$177,855.33	\$57.99
SONGMICS	Watch Box	手表收纳盒	2414	\$51,273.36	\$21.24
Feandrea	Cat Tree	猫爬树	1827	\$121,477.23	\$69.99
SONGMICS	Pet Playpen	宠物围栏	1675	\$51,238.25	\$35.99
SONGMICS	Luggage Rack	行李架	1646	\$65,823.54	\$39.99
SONGMICS	Shoe Box	鞋盒	1396	\$37,678.04	\$29.99

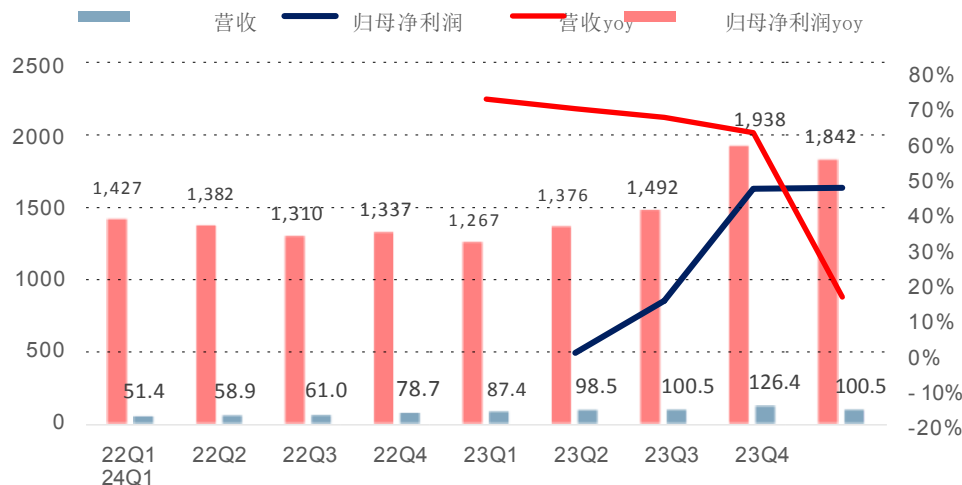
数据来源：公司公告、中信建投

# 收同增45.3%、延续高增趋势，海运价格、尾派成本上升下毛利率有所承压

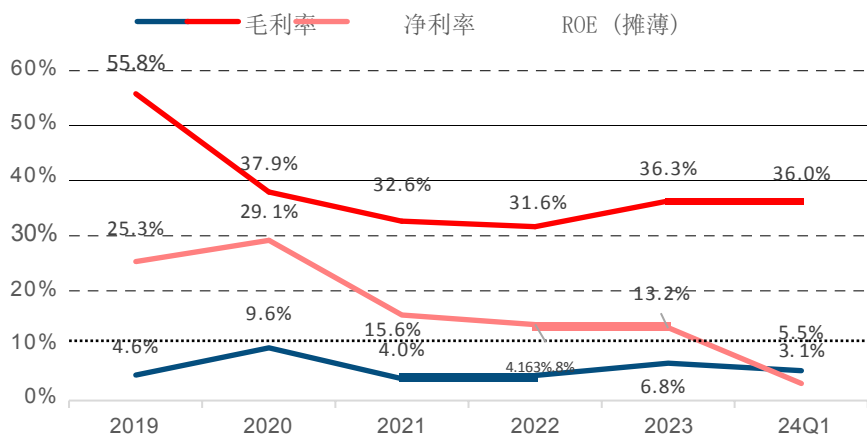
致欧科技营收及业绩 (百万元)



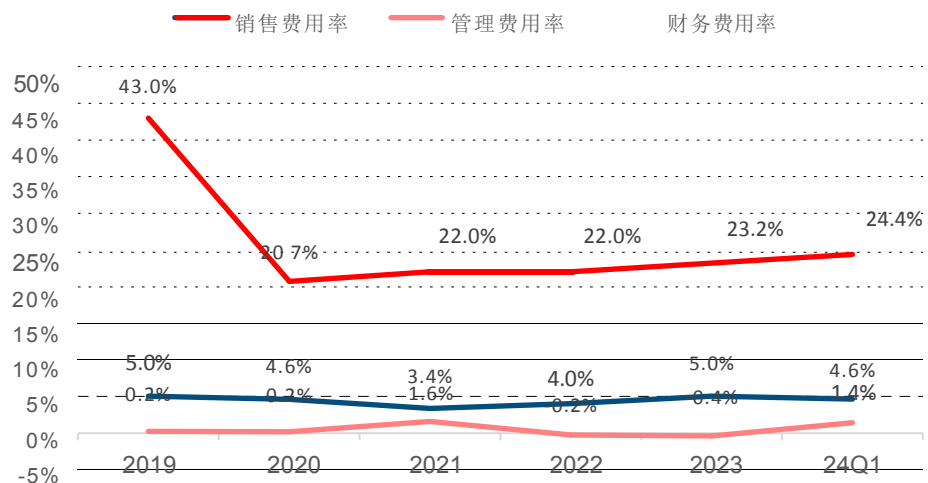
致欧科技单季度营收及业绩(百万元)



致欧科技盈利能力



致欧科技费用率

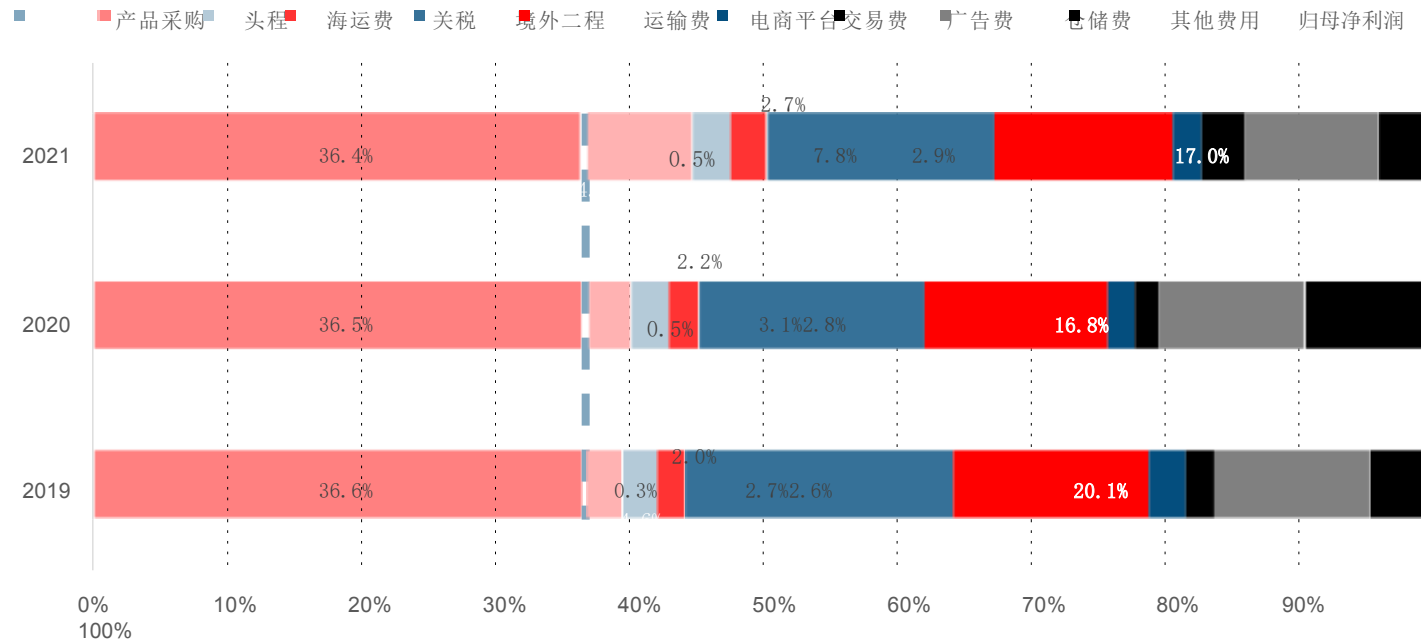


数据来源: 公司公告, 中信建投

## 三方代工企业生产，积极布局海外自营仓，提升配送效率，强化核心竞争力

- ✓ 公司聚焦于品牌及物流供应链，生产环节主要交由第三方代工企业生产，积极布局海外自营仓，提升配送效率，强化核心竞争力，公司在欧洲销售商品中一半为自建仓配送，拆分致欧科技价值链：1) 产品采购成本：营收占比约36%-37%，我国跨境电商品牌端依托国内强大的供应链，多数通过外协采购、不进行自主生产；2) 物流运输费用：营收占比约28%-30%，包括境内头程0.5%（将商品从中国运到海外）、海运费（正常年份3%、21年高点为7.8%）、关税（3%）、境外二程2%（从海外目的地港口运输至海外目的地仓库存储所），向客户配送货物发生的物流运输费17%-20%（新会计准则下自销售费用转录至营业成本，主要包括亚马逊FBA 配送费、海外仓发货的尾程物流运输费等）；3) 电商平台交易费：营收占比约13%-15%（占B2C收入比重在16%-17%），指亚马逊等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。

致欧科技价值链拆分



数据来源：公司公告、中信建投

## 延续更优增势，家具和宠物类 目或亦有较好表现

✓ 分产品看，家具系列及家居系列是公司营收的主要来源，23年营收占比分别为：家居系列（37.6%）、家具系列（44.6%）、庭院系列（7.7%）、宠物家居系列（8.5%）；其中2023年家具/家居/宠物/庭院收入+5%/+22%/+37%/-12%，23年新品助力家居类目延续更优增势，家具和宠物类目或亦有较好表现。

营收拆分(人民币百万元)		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业总收入		1,594.7	2,325.6	3,971.0	5,967.4	5,455.4	6,074.2
	yoy		45.8%	70.8%	50.3%	-8.6%	11.3%
毛利率		56.5%	55.8%	37.9%	32.6%	31.7%	36.3%
毛利率(剔除运费口径)		56.5%	55.8%	54.8%	49.6%	48.1%	54.1%
按品类划分		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
1. 家具系列		649.0	1,007.1	1,968.8	3,092.4	2,586.4	2,710.4
	yoy		55.2%	95.5%	57.1%	-16.4%	4.8%
2. 家居系列		611.9	891.5	1,362.9	1,876.7	1,868.4	2,285.2
	yoy		45.7%	52.9%	37.7%	-0.4%	22.3%
3. 庭院系列		187.4	239.6	385.8	633.0	531.6	466.4
	yoy		27.8%	61.1%	64.1%	-16.0%	-12.3%
4. 宠物系列		119.6	160.8	234.6	342.0	377.7	518.5
	yoy		34.5%	45.9%	45.8%	10.4%	37.3%
毛利率(%)		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
整体毛利率		56.5	55.8	37.9	32.6	31.7	36.3
家具系列		51.8	51.3	50.3	45.3	44.8	36.6
家居系列		61.2	61.1	59.4	54.7	53.6	37.2
庭院系列		58.5	55.8	61.1	54.9	46.4	33.1
宠物系列		56.9	55.8	56.0	52.0	49.3	35.9
其他收入		45.2	50.9	49.8	42.4	39.4	27.2
其他业务		28.6	41.4	35.0	26.5	30.3	25.2
营收占比		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
1. 家具系列		40.7%	43.3%	49.6%	51.8%	47.4%	44.6%
2. 家居系列		38.4%	38.3%	34.3%	31.4%	34.2%	37.6%
3. 庭院系列		11.8%	10.3%	9.7%	10.6%	9.7%	7.7%
4. 宠物系列		7.5%	6.9%	5.9%	5.7%	6.9%	8.5%

数据来源：公司公告、中信建投

## 增长，公司不断加强渠道布局，欧洲Otto平台增速较快

- ✓ 1) B2C主要是通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay等第三方电商平台以线上零售方式将产品销售给终端消费者，公司积极开拓其他线上电商平台及独立站的投入，23年公司不断加强渠道布局，成功拓展了SHEIN、TikTok Shop、Mercado Libre (美客多)、Fressnapf等线上零售平台；
- ✓ 2) B2B模式指的是客户向公司下单采购产品，公司将产品运送至B2B客户的指定地点，终端消费者直接向公司B2B客户发出商品购买需求，主要客户为综合性电商亚马逊Vendor (亚马逊自营)及家居垂类电商Wayfair。
- ✓ 23年公司B2C营收49.39亿元/+14%，其中欧洲平台OTTO增长迅速，实现营收2.5亿元/+81%；B2B营收10.45亿元、基本持平，由于公司加大了欧美线下业务拓展，线下B2B渠道23年实现营收4.2亿元/+21%。

营收拆分 (人民币百万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业总收入	1,594.7	2,325.6	3,971.0	5,967.4	5,455.4	
yoy		45.8%	70.8%	50.3%	-8.6%	11.3%
毛利率	56.5%	55.8%	37.9%	32.6%	31.7%	36.3%
按渠道划分	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
<b>B2 C</b>	<b>1,505.9</b>	<b>2,020.1</b>	<b>3,290.7</b>	<b>4,815.1</b>	<b>4,330.8</b>	<b>4,938.8</b>
yoy		34.1%	62.9%	46.3%	-10.1%	14.0%
<b>亚马逊</b>	<b>1,423.9</b>	<b>1,884.0</b>	<b>2,849.0</b>	<b>4,044.1</b>	<b>3,635.9</b>	<b>4,101.8</b>
yoy		32.3%	51.2%	41.9%	-10.1%	12.8%
<b>ManoMano</b>	<b>15.3</b>	<b>41.5</b>	<b>122.0</b>	<b>172.5</b>	<b>144.4</b>	
yoy		172.4%	193.7%	41.4%	-16.3%	
<b>Cdiscount</b>	<b>40.1</b>	<b>47.4</b>	<b>92.9</b>	<b>109.6</b>	<b>79.9</b>	
yoy		18.4%	95.8%	18.0%	-27.1%	
<b>eBay</b>	<b>25.1</b>	<b>27.4</b>	<b>58.1</b>	<b>63.2</b>	<b>37.1</b>	
yoy		9.2%	112.1%	8.8%	-41.3%	
<b>其他</b>	<b>1.6</b>	<b>19.8</b>	<b>168.7</b>	<b>425.8</b>	<b>433.6</b>	
yoy		1150.1%	753.8%	152.3%	1.8%	
<b>B2 B</b>	<b>88.3</b>	<b>302.1</b>	<b>677.2</b>	<b>1,143.5</b>	<b>1,047.1</b>	<b>1,044.8</b>
yoy		242.1%	124.2%	68.9%	-8.4%	-0.2%
<b>亚马逊</b>	<b>62.6</b>	<b>195.2</b>	<b>335.3</b>	<b>557.6</b>	<b>449.0</b>	
yoy		211.7%	71.8%	66.3%	-19.5%	
<b>Wayfair</b>	<b>6.7</b>	<b>45.1</b>	<b>170.9</b>	<b>274.2</b>	<b>252.1</b>	
yoy		571.5%	279.3%	60.4%	-8.1%	
<b>其他线上B2B</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	
yoy		137.7%	-34.4%	-69.5%	25.8%	
<b>线下B2B</b>	<b>17.7</b>	<b>58.8</b>	<b>171.0</b>	<b>311.7</b>	<b>346.1</b>	<b>420.0</b>
yoy		232.3%	191.0%	82.3%	11.0%	21.4%
毛利率(%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
整体毛利率	56.47	55.8	37.92	32.64	31.65	36.32
B2 C			59.56	54.79	53.51	37.81
B2 B			31.54	27.95	26.85	30.24
营收占比	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
B2 B	5.5%	13.0%	17.1%	19.2%	19.2%	17.2%
B2 C	94.4%	86.9%	82.9%	80.7%	79.4%	81.3%
<b>亚马逊</b>	<b>89.3%</b>	<b>81.0%</b>	<b>71.7%</b>	<b>67.8%</b>	<b>66.6%</b>	<b>67.5%</b>

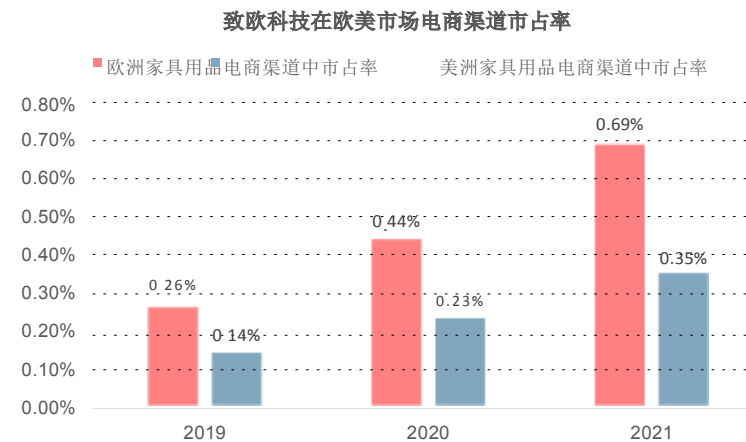
数据来源：公司公告、中信建投

## 美洲，23年欧洲核心区域需求改善、北美Q4伴随新品到货而环比修复明显

- ✓ 公司以德国为起点，已先后进驻英国、法国、意大利、西班牙、美国、加拿大、日本等国家或地区，并分别在德国、美国、日本和英国设立了子公司，形成了国际化的产业布局，并打造出了深入人心的品牌影响力。欧洲地区及北美地区为公司主要市场，二者营收合计占比在96%以上。
- ✓ 细分来看，欧洲地区为公司第一大市场，2023年营收占比为61.4%（主要是德国、法国、英国，预估德国占一半左右）；北美地区次之，营收占比为35.8%。欧洲核心区域公司优势地位稳固，23年营收37.29亿元/+21.6%，其中23H1、23H2同比+1.4%、+43.5%；北美区域23H1受主动调整产品结构，削减SKU&新品延迟到货影响，营收同比-17.37%，23H2随着产能问题解决加速上新，美国区域边际改善明显，23H2同比+11.79%，其中Q4同比+36.4%
- ✓ 2019-2021年，公司家具系列产品在欧洲地区电商渠道的市场占有率分别为0.26%、0.44%和0.69%，在美国电商渠道的市场占有率分别0.14%、0.23%和0.35%，均呈现逐年上升的趋势。利润率方面，考虑到欧洲市场公司进入较早、市场份额较高，竞争激烈度低于美国，预计欧洲地区利润率高于美国。

营收拆分 (人民币百万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业总收入	1,594.7	2,325.6	3,971.0	5,967.4	5,455.4	6,074.2
yoy		45.8%	70.8%	50.3%	-8.6%	11.3%
毛利率	56.5%	55.8%	37.9%	32.6%	31.7%	36.3%
按地区划分	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
欧洲地区			2,391.0	3,575.2	3,065.1	3,728.5
yoy				49.5%	-14.3%	21.6%
美洲地区		1,545.1	2,334.6	2,244.1	2,173.2	
yoy				51.1%	-3.9%	-3.2%
日本			30.9	39.9	46.5	48.0
yoy				29.1%	16.7%	3.2%
毛利率(%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
欧洲地区					33.38	38.92
美洲地区					29.22	32.36
日本						38.4

数据来源：公司公告、中信建投



# 致欧科技：公司在亚马逊欧洲市场表现显著好于美国市场

- 公司自主品牌相关产品在亚马逊平台排名居前。根据 Marketplace Pulse 的监测结果，截至2022年2月28日，公司在法国、德国、西班牙、意大利、美国和英国等各个国家亚马逊站点第三方卖家(家具家居类)中的排名分别为第一、第一、第二、第一、第三和第二，排名较为靠前。
- 在品牌产品方面，公司多款产品常年位列亚马逊平台销售排行榜(Best Seller)前列。**例如，截至2022年2月28日，在亚马逊德国站点、美国站点和意大利站点，部分细分品类公司销量排名前十款最畅销产品中包揽多款。且从客户数量及复购率分析，2021年公司在亚马逊渠道的客户总数928.84万个、复购率为9.05%，均远高于公司其他平台数据。

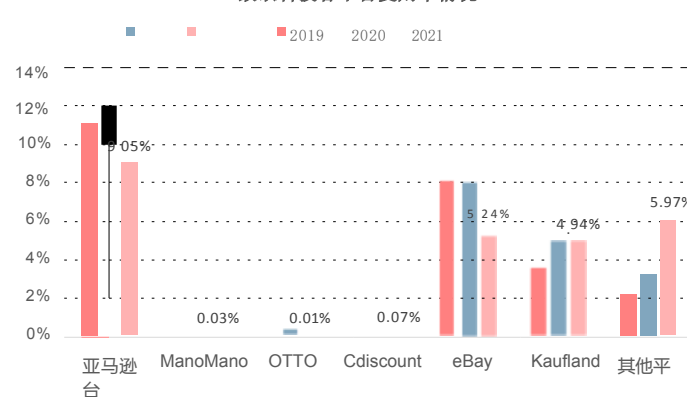
图表:公司在亚马逊各国站点的家具家居类排名(2022年2月)

国家	公司在全品类排名	公司在家具家居类排名	傲森电商在家具家居类排名
法国	3	1	2
德国	9	1	6
西班牙	5	2	3
意大利	6	1	2
美国	48	3	17
英国	27	2	1

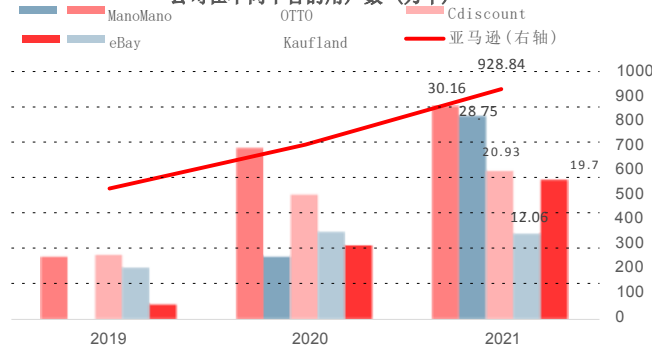
图表：致欧科技在亚马逊平台的排名(2022年2月)

站点	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	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
	猫爬树	猫爬树类	销量排名前10款最畅销产品中包揽4款
美国站点	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

致欧科技各平台复购率情况



公司在不同平台的用户数 (万个)



## 点部分细分品类市占率达到20%-30% (如衣架、狗窝、入户大厅家居产品)

图表：致欧科技亚马逊德国站点部分热销产品

产品细分赛道	品牌	产品名称	预计月销售量	预计月销售额(欧元)	销量排名	卖家销量	卖家月销售额(欧元)	卖家市场份额
厨房家用生活-家具-入户大厅和走廊-鞋架鞋柜	Songmics	鞋架	2525	42899.75	1	15811	500417.2	第一, 37.4% (数量)、34.32% (金额)
	Songmics	衣架	1858	37141.42	2			
	Songmics	衣架	1638	29467.62	3			
	Songmics	衣架	1443	40389.57	4			
	Songmics	鞋架	1175	27953.25	8			
厨房家用生活-存储与组织-衣物存放处-衣架	Songmics	衣架	1981	65313.57	1	7285	238625.58	第一, 29.94% (数量)、28.22% (金额)
	Songmics	衣架	945	28340.55	4			
	Songmics	衣架	788	23632.12	5			
	Songmics	衣架	752	12626.08	6			
厨房家用生活-废物与回收-垃圾桶	Songmics	厨房垃圾桶	1096	76709.04	4	1967	120294.03	第二, 5.57% (数量)、11.22% (金额)
	Songmics	厨房垃圾桶	436	24411.64	19			
办公用品和文具-办公家具和照明-办公家具-办公柜和书架	Songmics	书架	1428	52821.72	3	7849	285825.41	第二, 17.3% (销量), 19.95% (金额)
	Songmics	书架	710	21292.9	17			
宠物-狗用品-狗窝	Feandrea	狗窝	1267	97546.33	1	2462	199060.98	14.89% (销量第二), 21.3% (金额第一)
	Feandrea	狗窝	520	36394.8	8			

图表：致欧科技亚马逊德国站点各品类市占率

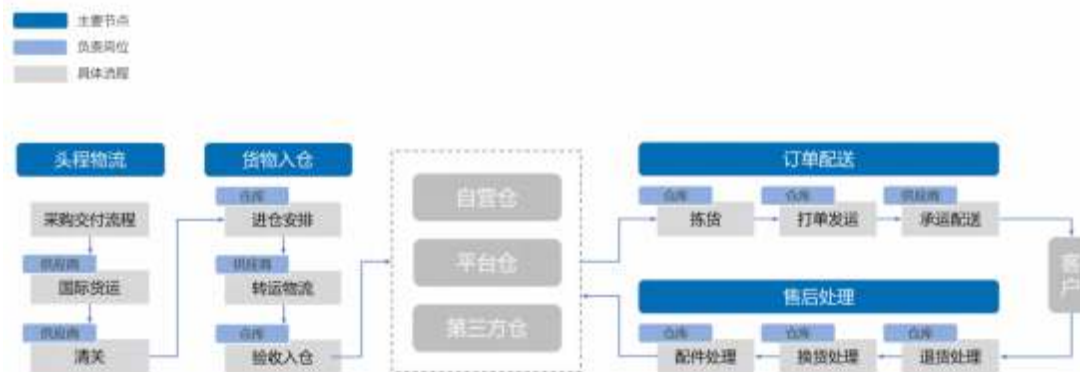
细分品类	市场份额 (数量口径)	市场份额 (金额口径)
厨房家用生活		
废物回收	4.46% (第三)	13.16% (第二)
厨房垃圾桶	5.57% (第二)	11.22% (第二)
存储与组织	5.78% (第二)	7.21% (第二)
浴室收纳与整理	4.01% (第四)	3.99% (第三)
篮子容器	3.54% (第七)	4.86% (第五)
衣物存放处	17.61% (第二)	20.15% (第二)
衣架	30.54% (第一)	28.96% (第一)
架子	17.3% (第二)	19.95% (第二)
洗涤、熨烫	3.11% (第四)	4.08% (第三)
家具	1.68% (第十四)	
饭厅	7.31% (第三)	11.83% (第三)
办公家具	3.06% (第七)	3.36% (第十)
入口大厅和走廊	24.94% (第一)	30.3% (第一)
衣柜	11.29% (第四)	11.93% (第四)
浴室家具	5.97% (第三)	7.25% (第三)
客厅家具	3.8% (第七)	5.94% (第四)
厨房家具	15.39% (第二)	12.75% (第二)
餐桌椅	10.89% (第三)	7.87% (第三)
面包架	9.97% (第二)	13.24% (第二)
宠物	0.68% (第十八)	0.92% (第十五)
狗用品	1.89% (第四)	3.24% (第五)
狗窝	14.89% (第二)	21.3% (第一)
猫用品	1.58% (第二)	4.14% (第二)
猫砂箱	3.46% (第三)	7.36% (第三)



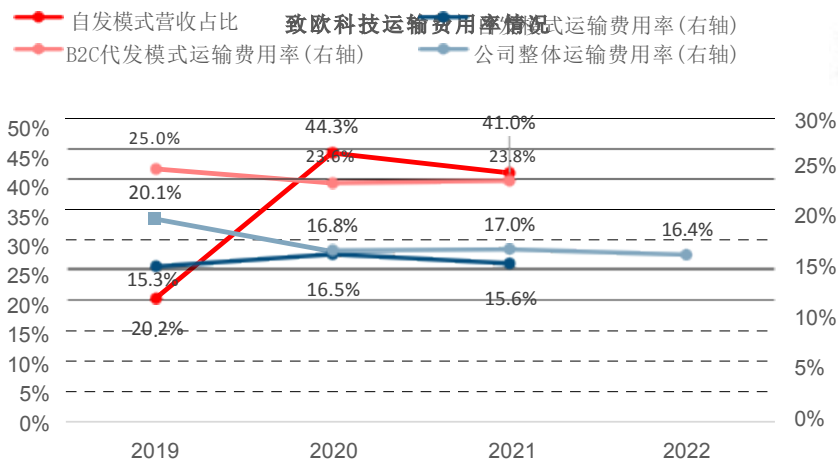
# 公司运输费用及仓储费用占比下降

- 目前公司构建了“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系，通过建立“国内集货仓+境外海外仓”的双仓联动模式，目前公司已有28万m<sup>2</sup> 自营仓(其中欧洲20.6万m<sup>2</sup>、北美7.4万m<sup>2</sup>)。
- 公司自发模式营收占比从2019年的20.2%不断提升至2021年的41%，而自营模式下的物流费用率在15%-16%、低于代发模式的24%-25%，自发模式营收占比提升带动运费比例下降，公司整体运输费用率从2019年的20.1%下降至2022年的16.4%。

图表：致欧科技物流体系



图表：致欧科技物流体系以及自营仓分布情况



数据来源：公司公告、中信建投

# 致欧科技：盈利预测

- 预计公司2024-2026年营收分别为76.2、93.8、112.7亿元，同比增长25.4%、23.2%、20.2%；归母净利润分别为4.86、5.86、6.97亿元，同比增长17.8%、20.4%、19.0%。

营收拆分(人民币百万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>1,594.7</b>	<b>2,325.6</b>	<b>3,971.0</b>	<b>5,967.4</b>	<b>5,455.4</b>	<b>6,074.2</b>	<b>7,615.7</b>	<b>9,382.0</b>	<b>11,272.8</b>
yoy		45.8%	70.8%	50.3%	-8.6%	11.3%	25.4%	23.2%	20.2%
<b>毛利率</b>	<b>56.5%</b>	<b>55.8%</b>	<b>37.9%</b>	<b>32.6%</b>	<b>31.7%</b>	<b>36.3%</b>	<b>36.0%</b>	<b>35.8%</b>	<b>35.8%</b>
<b>按品类划分</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>1. 家具系列</b>	<b>649.0</b>	<b>1,007.1</b>	<b>1,968.8</b>	<b>3,092.4</b>	<b>2,586.4</b>	<b>2,710.4</b>	<b>3,339.8</b>	<b>4,047.8</b>	<b>4,742.4</b>
yoy		55.2%	95.5%	57.1%	-16.4%	4.8%	23.2%	21.2%	17.2%
销量(万件)			472.6	755.4	621.4	<b>652.4</b>	<b>796.0</b>	<b>955.2</b>	<b>1,108.0</b>
yoy				59.9%	-17.7%	<b>5.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>16.0%</b>
单价(元/件)			416.6	409.4	416.2	415.4	<b>419.6</b>	<b>423.8</b>	<b>428.0</b>
yoy				-1.7%	1.7%	-0.2%	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>2. 家居系列</b>	<b>611.9</b>	<b>891.5</b>	<b>1,362.9</b>	<b>1,876.7</b>	<b>1,868.4</b>	<b>2,285.2</b>	<b>2,913.7</b>	<b>3,625.7</b>	<b>4,437.9</b>
yoy		45.7%	52.9%	37.7%	-0.4%	22.3%	27.5%	24.4%	22.4%
销量(万件)			634.6	862.7	815.9	<b>938.2</b>	<b>1,172.8</b>	<b>1,430.8</b>	<b>1,717.0</b>
yoy				35.9%	-5.4%	<b>15.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>20.0%</b>
单价(元/件)			214.8	217.6	229.0	243.6	<b>248.4</b>	<b>253.4</b>	<b>258.5</b>
yoy				1.3%	5.3%	6.4%	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
<b>庭院系列</b>	<b>187.4</b>	<b>239.6</b>	<b>385.8</b>	<b>633.0</b>	<b>531.6</b>	<b>466.4</b>	<b>565.3</b>	<b>680.4</b>	<b>790.3</b>
yoy		27.8%	61.1%	64.1%	-16.0%	-12.3%	21.2%	20.4%	16.2%
销量(万件)			112.7	178.1	156.1	<b>140.4</b>	<b>168.5</b>	<b>198.9</b>	<b>228.7</b>
yoy				58.1%	-12.4%	<b>-10.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>15.0%</b>
单价(元/件)			342.5	355.4	340.7	332.1	<b>335.4</b>	<b>342.2</b>	<b>345.6</b>
yoy				3.7%	-4.1%	-2.5%	<b>1.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>宠物系列</b>	<b>119.6</b>	<b>160.8</b>	<b>234.6</b>	<b>342.0</b>	<b>377.7</b>	<b>518.5</b>	<b>694.3</b>	<b>915.4</b>	<b>1,178.6</b>
yoy		34.5%	45.9%	45.8%	10.4%	37.3%	33.9%	31.8%	28.8%
销量(万件)			64.8	101.9	101.9	<b>127.3</b>	<b>165.5</b>	<b>211.8</b>	<b>264.8</b>
yoy				57.2%	0.0%	<b>25.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>28.0%</b>	<b>25.0%</b>
单价(元/件)			361.8	335.6	370.8	407.3	<b>419.5</b>	<b>432.1</b>	<b>445.1</b>
yoy				-7.2%	10.5%	9.8%	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>
<b>其他收入</b>	<b>26.3</b>	<b>23.3</b>	<b>15.7</b>	<b>14.6</b>	<b>13.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>
yoy									
<b>毛利率(%)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>其他业务</b>	<b>0.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>8.7</b>	<b>77.4</b>	<b>90.6</b>	<b>99.7</b>	<b>109.7</b>	<b>120.6</b>
yoy		596.1%	-6.2%	178.5%	789.7%	17.1%	10.0%	10.0%	10.0%
整体毛利率	56.47	55.8	37.92	32.64	31.65	36.32	35.97	35.83	35.81
家具系列	51.83	51.3	50.25	45.26	44.78	36.63	36.00	35.80	35.70
家居系列	61.21	61.05	59.38	54.73	53.63	37.16	37.00	36.80	36.80
庭院系列	58.48	55.77	61.13	54.86	46.35	33.10	33.00	33.00	33.00
宠物系列	56.87	55.82	55.95	51.97	49.31	35.86	35.50	35.50	35.50

数据来源：公司公告、中信建投

---

乐歌股份：海外仓跨越式发展，受益跨境电商出海热潮

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/126015220150010135>