

致欧：专注家居出海的跨境电商标杆

研究

2024 年 1 月 10 日 | 中国内地

首次覆盖

电子商务

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

32.64

依托我国供应链比较优势，跨境出海、打造“线上宜家”，首盖给予买入
我国是最大的家具、家居生产国之一，产业链成熟、产品竞争力强。致欧科技始于贸易，后借力海外电商转型，面向消费者提供高性价比的家具、家居、庭院、宠物系列产品，打造了 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，在欧美地区享有较高的知名度及美誉度。伴随跨境相关政策的日渐完善、以及降息预期下海外地产后周期消费的回暖，我们认为依托我国供应链比较优势，致欧科技有望继续保持较快成长。我们预计公司 23-25 年营收分别为 60.7、71.4、81.6 亿元，归母净利润分别为 4.2、5.5、6.6 亿元，参考 Wind 可比公司一致预期 2024 年平均 17.1xPE，考虑到公司所在家具家居赛道的供应链比较优势突出，且降息预期下美国房地产有望回暖，给予公司 2024 年 24xPE，目标价 32.64 元，首次覆盖给予买入评级。

跨境电商卖家策略快速迭代，致欧逐步由“精品型”迈向“品牌型卖家”
跨境出口电商历经 2018、2021 年两次洗牌，以及政策的日渐完善，行业逐步由粗放成长向精益运营进行转型，卖家愈发注重产品设计、供应链管理以及前端的精细化运营。致欧科技卡位家具家居赛道，在进一步夯实亚马逊线上平台优势的同时，逐步布局 ManoMano、C discount、Shein、Tiktok 等其他线上平台，以及与 HobbyLobby、塔吉特等线下渠道积极接洽，逐步由“精品型卖家”向“品牌型卖家”进行转型，触达更多消费者的同时，提升自身品牌影响力。

家具家居周转难度高于其他品牌，致欧科技深度整合供应链、壁垒较高
家具家居产品体积大、重量大，且历经跨境运输与海外仓配，快速周转的难度较高。致欧科技通过对前端消费者的深度洞察，采用“自研+合研+选品”三种模式结合的产品开发模式，以及深度整合与赋能的上游供应链，打造了高效的供应链体系。实现商品快速周转的同时，更好地迎合了消费者日渐多元的消费需求。23Q1-Q3，致欧存货周转天数仅 74 天，考虑到通常海运需要 45-60 天，货品在海外仓中周转仅需要 14-29 天。

大家居赛道空间广阔，致欧处于高速增长阶段，首次覆盖给予买入评级
公司深度布局家居赛道，当前家具、家居、庭院、宠物品类均有渗透空间，且仍有众多可开发的二级品类。致欧科技处高速增长阶段，北美市场、非亚马逊渠道均处于成长期，发展空间广阔。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 4.2、5.5、6.6 亿元，参考 Wind 可比公司一致预期 2024 年平均 18.7xPE，给予公司 2024 年 24xPE，目标价 32.64 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：国际贸易摩擦风险、市场竞争加剧风险、第三方电商平台经营风险、海运价格及汇率波动风险、红海事件影响加剧风险。

经营预测指标与估值

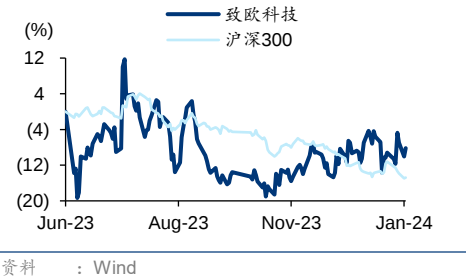
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	5,967	5,455	6,066	7,143	8,161
+/-%	50.27	(8.58)	11.20	17.75	14.25
归属母公司净利润 (人民币百万)	239.82	250.11	417.05	545.53	655.89
+/-%	(36.93)	4.29	66.74	30.81	20.23
EPS (人民币，最新摊薄)	0.60	0.62	1.04	1.36	1.63
ROE (%)	16.86	14.94	16.61	15.64	16.04
PE (倍)	40.48	38.82	23.28	17.80	14.80
PB (倍)	6.30	5.37	3.02	2.58	2.20
EV EBITDA (倍)	22.91	19.24	12.48	9.44	7.30

资料：公司公告、研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	32.64
收盘价 (人民币 截至 1 月 9 日)	24.18
市值 (人民币百万)	9,708
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	89.96
52 周价格范围 (人民币)	21.24-29.43
BVPS (人民币)	7.46

股价走势图



正文目录

核心观点	5
致欧科技：围绕三大自有品牌出海，打造“线上宜家”	6
聚焦家居品类，构建自有品牌矩阵	6
股权结构稳定，激励充分	7
23 年以来公司重回增长快车道，营收增速逐季修复	8
海外家居线上消费持续渗透，跨境卖家乘政策东风蓬勃发展	13
全球电商规模不断增长，政策/运费优化，我国卖家快速成长	13
欧美家居市场空间广阔，借供应链比较优势、我国卖家快速发展	15
欧洲经济与消费疲弱，美国房地产企稳，有望助推家居销售景气	16
供应链、渠道重运营，构筑致欧护城河	20
“自研+合研+选品”开发模式互补，兼顾产品竞争力与研发效率	20
深度捆绑上游供应链，数字化赋能核心供应商	22
自建海外仓，提升存货周转效率同时降低仓配费用	23
立足亚马逊构建品牌溢价，并持续拓展新渠道	24
盈利预测及估值	28
风险提示	29

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司产品矩阵涵盖全家居场景	6
图表 3：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	7
图表 4：公司主要董监高及其他重要人员履历	8
图表 5：公司营业收入及增速	9
图表 6：公司归母净利及增速	9
图表 7：2018-2023H1 年公司分类别产品营收占比	9
图表 8：2019-2023H1 年公司分类别产品营收增速	9
图表 9：2018-2023H1 年公司分地区营收占比	10
图表 10：2018-2023H1 年公司分地区营收增速	10
图表 11：公司分渠道营收占比	10
图表 12：2022 年公司 B2C 端收入构成	10
图表 13：公司主要的成本费用占营收比例	11
图表 14：公司盈利能力	11
图表 15：公司存货周转与应付账款周转天数	11
图表 16：公司存货结构	11
图表 17：公司期间费用率情况	12
图表 18：公司毛利率及净利率情况	12

图表 19: 2016-2026E 年全球电商渠道零售额	13
图表 20: 2016-2026E 年全球电商零售额占全球零售总额的比例	13
图表 21: 2018-2027E 欧美电商渠道收入 (单位: 十亿美元)	13
图表 22: 2018-2026E 欧美电商零售额占各地区零售总额的比例	13
图表 23: 2014-2023E 年中国跨境电商市场规模	14
图表 24: 2013-2023E 中国跨境电商交易 B2B 与 B2C 结构	14
图表 25: 我国跨境电商重要支持政策	14
图表 26: 我国海运费指数	15
图表 27: 全球家具及家居用品市场规模	15
图表 28: 2022 年全球家居行业规模占比	15
图表 29: 全球家具市场线上及线下销售占比	16
图表 30: 全球家居用品市场电商渠道销售占比	16
图表 31: 2019 年全球前十大家具消费国消费额	16
图表 32: 2022 年全球家具出口贸易市场占比	16
图表 33: 欧元区 GDP 增速	17
图表 34: 欧元区消费信心指数以及零售情况	17
图表 35: 美国核心 PCE	17
图表 36: 美国消费信心指数	17
图表 37: 美国消费情况	18
图表 38: 美国新建住房销量	18
图表 39: 美国成屋销量	18
图表 40: 美国家具家居库存	19
图表 41: 美国家具家居库存销售比	19
图表 42: 公司家具产品系列	20
图表 43: 公司宠物产品系列	20
图表 44: 公司庭院产品系列	20
图表 45: 公司家居产品系列	20
图表 46: 公司自主研发主要流程	21
图表 47: 公司合作开发主要流程	21
图表 48: 2021 年公司各产品开发模式产生的收入占比	21
图表 49: 公司自主研发产生的收入占比逐年提升	21
图表 50: 公司实践产品构筑的“蘑菇式模型”理论	22
图表 51: 公司产品设计风格更加多元化	22
图表 52: 公司于各区域分品类畅销产品排行情况	22
图表 53: 公司于不同国家全品类及家具家居品类店铺排名	22
图表 54: 供应商管理机制	23
图表 55: 供应商采购额 CR5	23
图表 56: 公司仓配模式	23
图表 57: 2019-2022H1 公司自发与代发模式下运输费占该模式下收入比例	24
图表 58: 公司境内外自营仓面积合计超过 28 万 m ² (截至 2022 年底)	24

图表 59: 2022 年公司分平台收入构成.....	25
图表 60: 公司通过亚马逊实现的销售收入及增速	25
图表 61: 公司以折扣方式与海外平台 KOL 合作	25
图表 62: 公司于亚马逊平台进行“HelloSpring”春季创意营销	25
图表 63: 家具系列、家居系列与竞品品牌定价对比	26
图表 64: 庭院系列、宠物系列与竞品品牌定价对比	27
图表 65: 2018-2022 年 B2C 模式下公司各平台收入占比	27
图表 66: 20-22 年公司自营平台销售收入及占比	27
图表 67: 公司营收预测	28
图表 68: 公司期间费用率预测	29
图表 69: 可比公司 Wind 一致预期 (截至 2024/01/09)	29
图表 70: 致欧科技 PE-Bands	30
图表 71: 致欧科技 PB-Bands	30

核心观点

市场对跨境电商卖家的供应链壁垒存疑，认为“铺货型”策略易陷入“产品同质化导致的价格竞争”，但伴随行业 18、21 年的两轮出清，跨境卖家策略已发生显著变化。跨境电商卖家历经 2018、2021 年两次供给端的出清，备货模式与前端运营策略已发生明显的变化，“泛铺+买量”难以持续获得增长。相较此前两轮行业的洗牌，本轮跨境电商卖家策略至少发生了以下三点积极变化：1) 备货更谨慎，单 SKU 备货相对更少；2) 投流更注重效率，伴随社交媒体/电商站内流量成本高企，卖家更注重流量投放的 ROI；3) 供应链的介入更深，无论是铺货型还是品牌型卖家，对产品的设计、生产、运输、仓配环节介入度都有明显加深。

致欧科技在供应链与前端运营已构建较深的效率壁垒。家具家居产品体积与重量大，在跨境的长距离供应链条下面临相对其他品类显著高的“海运费”、“仓储费”、“(北美) 关税”、“尾程配送费”，若周转较慢、则盈利会被高昂的仓储费明显拖累。致欧凭借对欧洲市场深刻的消费者洞察、灵活且链接紧密的供应链，实现了高效的货品周转，23Q1-Q3，致欧存货周转天数仅 74 天。

市场认为欧美地区经济疲弱会对致欧产生不利影响，但我们认为恰恰相反，致欧高性价比定位恰好迎合海外消费者需求。以致欧科技家具类产品为例，2022 年，生活/办公家具类客单价分别为 409/440 元人民币，性价比较高。欧美区域经济扰动对其影响有限。

市场认为致欧科技中期的成长路径不清晰，我们认为致欧有着清晰的提升路径——“拓品类”、“拓区域”、“供应链提效”。收入增长有望受“拓品类”、“拓区域”、“供应链提效”所驱动。品类而言，致欧定位大家居，未来有望做深家具、家居、庭院、宠物品类的同时，进一步拓展新的二级品类；区域而言，致欧进驻北美市场相对较晚，产品丰富度、本土化仓储物流、品牌运营均有很大提升空间，致欧在北美地区发展空间广阔；供应链而言，22 年公司开始对供应链进行调整，24 年有望对消费者需求更快更好的响应。

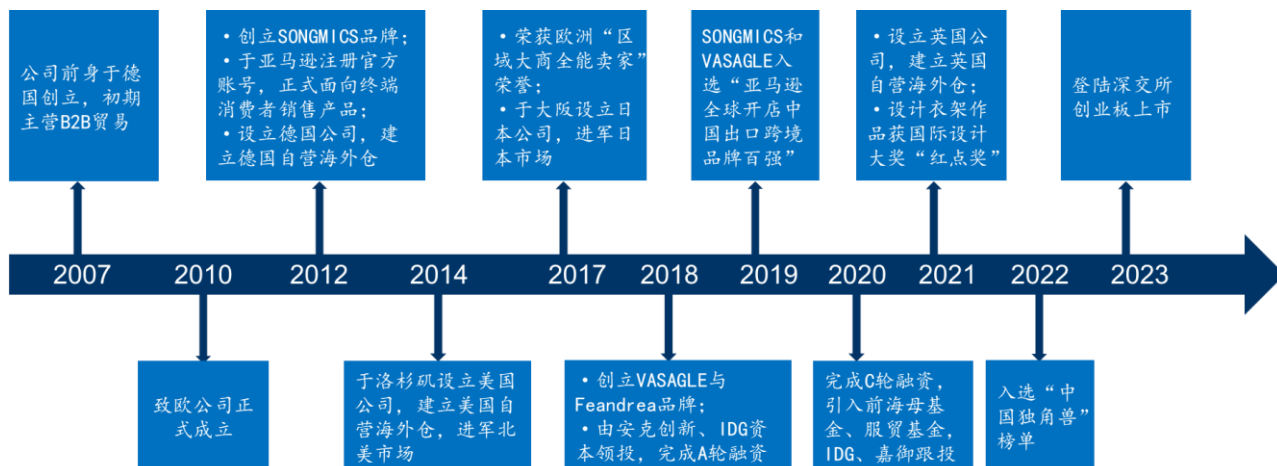
市场认为致欧科技对亚马逊有一定依赖、品牌议价能力较低，我们认为致欧正处于由“精铺型卖家”向“品牌型卖家”升级的过程中。诚然，致欧科技发力 2C 端销售 11 年，在欧洲尤其是德国地区，已形成较高的知名度，在美国则因起步较晚品牌声量仍相对较弱。但致欧已积极加大自身品牌投放，并与如 Shein、Tiktok 等线上渠道，Target、HobbyLobby 等线下渠道积极接洽。公司品牌化正在路上。

致欧科技：围绕三大自有品牌出海，打造“线上宜家”

聚焦家居品类，构建自有品牌矩阵

历经 13 载发展，致欧科技已成长为家居领域领先的跨境出口企业。公司业务最早于 2007 年起源于德国，创始人凭借留学时期积攒的资源在德国从事跨境 B2B 业务。为进一步扩大贸易业务规模，公司于 2010 年正式成立，并于 2012 年开始转型、面向终端消费者销售产品。公司于 2012/2014/2017 年分别进军欧洲、北美、日本市场，业务聚焦于自有品牌家居产品的研发、设计和销售，主要销售的产品包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列。目前，公司已成长为国内家居跨境出口领域的领先企业。

图表1：公司发展历程



资料：公司官网、公司招股说明书，研究

公司深耕大家居品类，定位高性价比。公司致力打造“高性价比”、“全家居场景”、“时尚风格设计”的线上一站式家居品牌。旗下三大品牌 VASAGLE、SONGMICS、FEANDREA 分别聚焦家具系列、家居及庭院系列、宠物系列等品类，涵盖客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等全家居场景。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 3,335 个。

图表2：公司产品矩阵涵盖全家居场景

系列	品牌	使用场景及产品					
家具系列	VASAGLE	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
		咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧台椅、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	电脑桌、书桌、文件柜、升降桌、办公椅等	浴室柜、马桶架、水槽柜等
家居系列	SONGMICS	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
		鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、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		庭院	花园	野营	运动器材	/	/
		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	FEANDREA	猫爬树	宠物笼具	宠物窝垫	宠物家具	宠物出行	/
		各型号猫爬架/树	铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼等	猫窝、狗窝、猫砂盆、狗尿垫、狗窝垫等	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	/

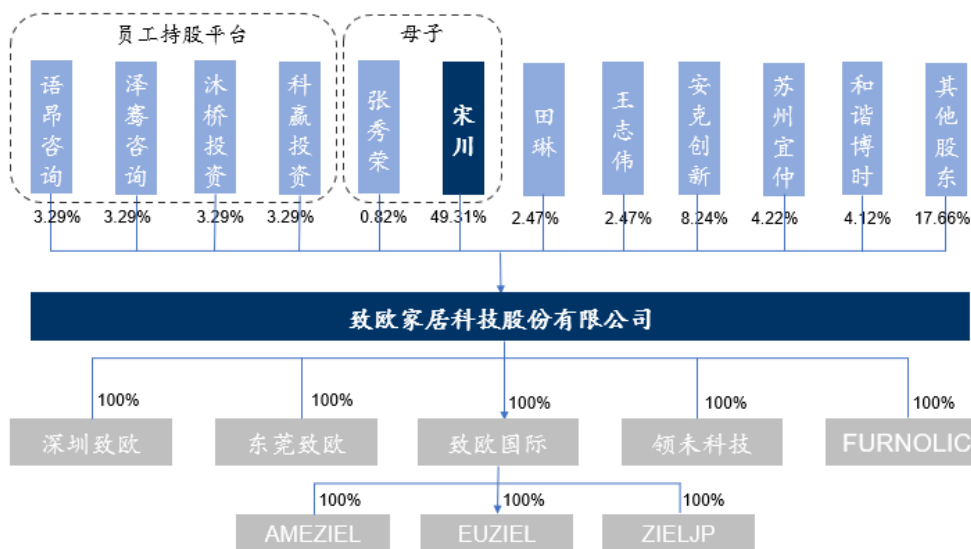
资料：公司招股说明书，研究

公司采取 B2C 及 B2B 相结合的销售模式，线上 B2C 为主要渠道。公司主要通过跨境出口 B2C 模式（主要为线上）和 B2B 模式实现产品销售，其中 B2C 为主要销售渠道。B2C 模式下，公司主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等第三方电商平台将产品销售给终端消费者；B2B 模式下，B 端客户直接向公司下单采购产品，线上客户包括亚马逊 Vendor、Wayfair 平台，线下则主要为贸易商客户。

股权结构稳定，激励充分

创始人宋川先生为公司实控人，持股集中。截至 2023 年 9 月 30 日，公司控股股东、实际控制人为宋川先生，直接持有公司 49.31% 的股份；张秀荣女士为宋川先生的母亲，系公司实际控制人的一致行动人，其直接持有公司股权 0.82%，两人合计持股 50.13%。

图表3：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料：Wind，研究

激励充分，管理层经验丰富。公司具有良好的员工激励基因，上市前通过科赢投资、沐桥投资、泽霖咨询和语昂咨询作为员工持股平台实施股权激励，2017-2020 年先后实施了四次员工股权激励。公司核心管理层积累了多年市场运营经验，在跨境电商出口行业与全球家居产品市场拥有深刻的行业洞察力，为公司健康、持续、快速发展提供有力的支撑。

图表4：公司主要董监高及其他重要人员履历

姓名	职务	年龄	学历	简介
宋川	董事长、董事、总经理	46	硕士	2010年1月创立致欧有限，曾先后任致欧有限监事，执行董事(董事长)兼总经理；曾任 Songmics GmbH 首席执行官、Wuppessen 董事、三木公司董事。现任公司董事长、总经理。
连萌	董事	44	硕士	曾任 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司投资经理；先后任 Win Way Network Technology (China) Co., Ltd., 爱奇艺创业投资管理(深圳)有限公司等多家企业董事；现任公司董事。
田琳	董事	46	本科	曾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。
王志伟	董事	47	本科	曾先后任致欧有限法务总监，董事；现任公司董事，法务总监。
赵东平	董事	47	硕士	曾先后任戴尔中国有限公司产品销售总监，高级经理；曾任任谷歌信息技术(中国)有限公司大中国区在线销售与运营总经理、湖南海翼电子商务有限公司总裁；2016年5月至今，任安克创新董事，总经理；现任公司董事。
刘明亮	董事、副总经理	37	专科	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。
郭志钰	监事会主席、监事	39	本科	曾任深圳雅致集成房屋有限公司生产部车间主任、郑州市锦飞汽车电气系统有限公司总经理助理兼销售副总监、河南四方达超硬材料股份有限公司综合办公室主任、致欧有限行政外联部总监；现任公司监事会主席，行政外联部总监。
闫秋雨	监事	39	本科	先后任致欧有限运营事业部外贸业务员，高级经理；现任公司监事，市场营销部经理。
刘书洲	副总经理、财务总监	36	硕士	先后任珠海格力电器股份有限公司成本会计，财务经理、曾任北京易达普瑞科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书、致欧有限财务部高级经理；现任公司副总经理，财务总监。
秦永吉	副总经理、董事会秘书	42	本科	曾任风神轮胎股份有限公司投资者关系主管、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、任致欧有限投融资总监；现任公司副总经理，董事会秘书。
张国印	副总经理	43	本科	曾任谷松精密工业股份有限公司业务经理、上海大润发有限公司采购经理、河南华润万家生活超市有限公司采购经理、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。
李昆鸿	产品设计中心总监	46	硕士	曾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；曾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、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、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	信息技术中心高级经理	37	专科	曾任郑州正信科技发展股份有限公司开发组长、先后任职致欧有限 IT 经理，高级经理；现任公司信息技术中心高级经理。
李耀华	信息技术中心主管	36	本科	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、致欧有限软件开发工程师；现任公司信息技术中心主管。

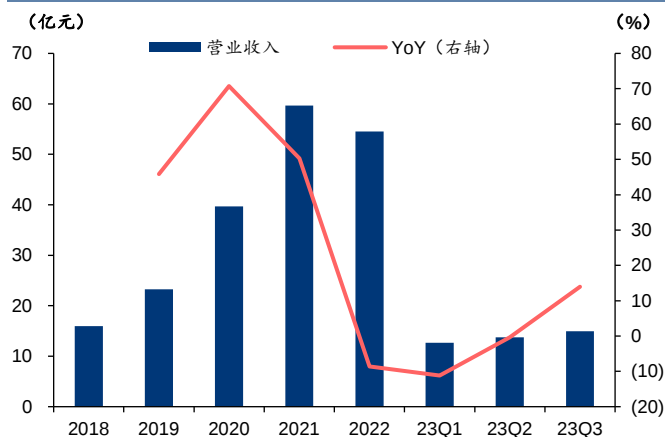
资料：公司招股说明书，研究

23 年以来公司重回增长快车道，营收增速逐季修复

2023 年营收同比增速逐季修复。2018-2021 年，公司营收从 16.0 亿元增长至 59.7 亿元，CAGR 达 55%。2022 年，海外需求下滑叠加零售商去库存，公司营收录得负增长，同比下滑 8.6%。2023 年以来，得益于海外需求的回暖以及公司供应链调整到位，营收增速逐季修复，前三季度同比增速分别录得-11.2%、-0.4%、+13.9%。

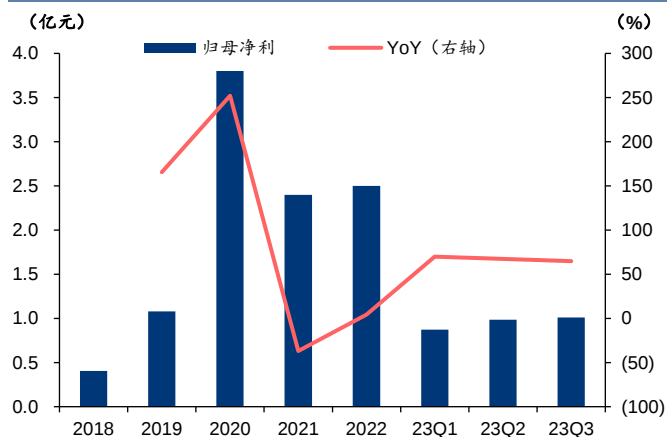
2023 年以来海运、仓储费的改善明显提升公司业绩。2018-2020 年，公司归母净利润增长表现与营收相近，但 2021 年公司归母净利润同比下滑 36.9%至 2.4 亿元，主要受海运费、仓储费用的拖累。2020 年，公司头程（海运）运费占营收 4.2%、仓储费占营收 1.8%，2021 年分别增长至 10.5%、3.2%，公司净利率也因此由 2020 年的 9.6%下滑至 2021 年的 4.0%。2022 年，通过优化库存、提升存货周转的方式，公司仓储费用占营收比例下滑至 2.5%，但头程运费占营收比例同比提升 0.7pct 至 11.2%，导致 2022 年净利率尽管同比改善 0.6pct 至 4.6%，但仍处于较低水平。2023 年，公司归母净利润增速快速回暖，Q1-Q3，归母净利润同比增速分别为 69.9%、67.2%、64.8%；归母净利润的靓丽表现则主要得益于海运费以及仓储费用的优化，23H1，公司仓储费用占营收 2.0%，同比下滑 0.3pct；头程物流占营收 5.2%，同比下滑 7.3pct。

图表5：公司营业收入及增速



资料：公司公告，研究

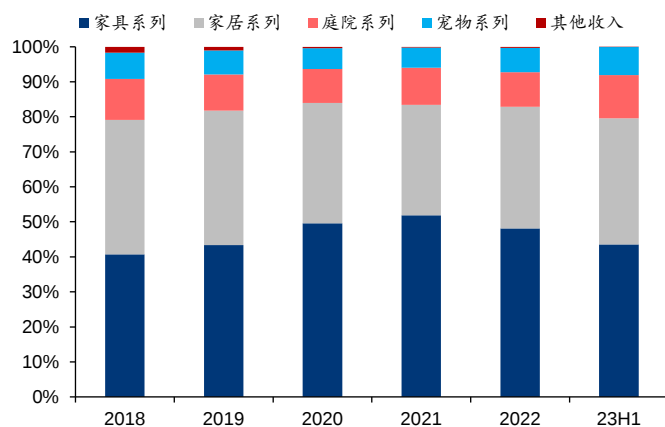
图表6：公司归母净利润及增速



资料：公司公告，研究

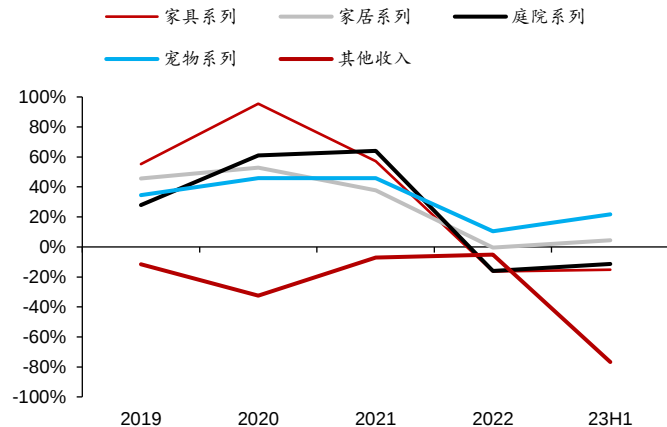
家具、家居系列为公司主要两大品类。家具及家居系列为公司收入占比最大的两个品类。2023年以来家居与宠物系列的进一步发力使得家居、宠物系列销售占比提升，家具销售占比下滑。23H1，家具、家居、庭院、宠物系列销售占公司收入比例分别为44%、36%、12%、8%，营收同比增速分别为-15.1%、+4.5%、-11.4%、+21.8%。

图表7：2018-2023H1年公司分类别产品营收占比



资料：Wind，研究

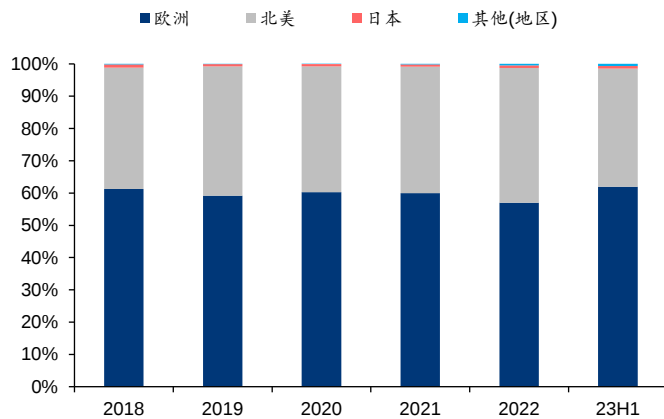
图表8：2019-2023H1年公司分类别产品营收增速



资料：Wind，研究

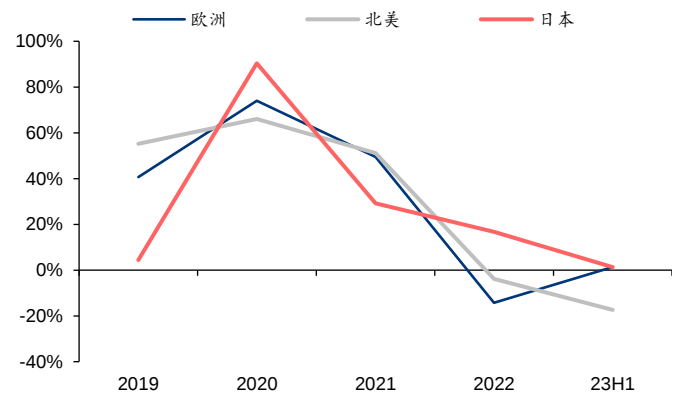
欧洲为主要市场，北美市场持续发力，也逐步布局日本、墨西哥等新市场。公司业务从德国起家，2014年进军北美市场，当前销售以欧美地区为主，2022年欧美销售因需求疲弱有所承压，23年开始欧洲市场率先恢复。23H1，公司欧洲、北美、日本（及其他地区）销售占比分别为62.0%、36.5%、1.5%，欧洲、北美市场营收分别同比+1.4%、-17.4%。

图表9：2018-2023H1 年公司分地区营收占比



资料：公司公告，研究

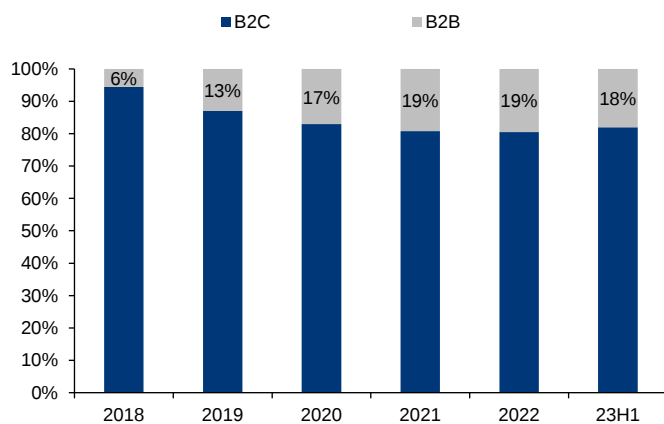
图表10：2018-2023H1 年公司分地区营收增速



资料：公司公告，研究

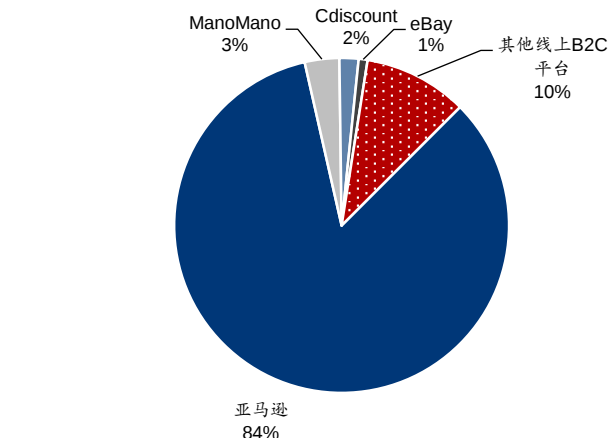
公司线上销售以亚马逊为主，同时积极开拓电商平台，并与线下渠道积极接洽中。23H1，公司线上 B2C 销售占比为 82%，录得营收 21.3 亿元。其中，公司最主要的线上 B2C 销售平台为亚马逊，并逐步开拓其他电商平台以丰富渠道、减少对单一平台的依赖，2018-2022 年亚马逊销售占主营业务收入比例分别为 89.3%/81.1%/71.8%/67.9%/67.6%。除 ManoMano、Cdiscount、eBay 等老牌电商，公司还积极需求新的渠道合作，积极拓展 Tiktok、SHEIN 美国站、美客多；同时，公司在北美也积极接洽 Target、HobbyLobby 等美国线下商超。

图表11：公司分渠道营收占比



资料：公司招股说明书，公司年报，研究

图表12：2022 年公司 B2C 端收入构成

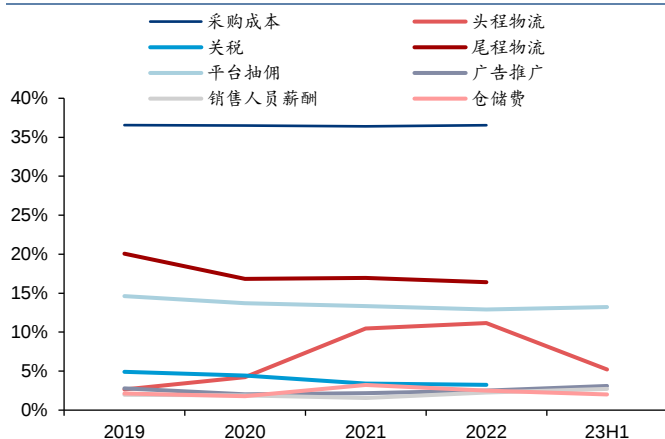


资料：公司招股说明书，研究

B2B 收入占比逐步提高，线下收入增速快于线上。2018-2023H1，公司 B2B 收入占比由 6%提高至 18%，收入占比不断提升。线上 B2B 方面，亚马逊 Vendor、Wayfair 为公司主要客户，2022 年分别占 B2B 渠道收入的 43%/24%；线下 B2B 主要为贸易商客户，公司逐步与 MIRA、Home24、DealproffsenAB 等当地知名客户取得稳定合作。23H1 公司 B2B 业务录得营收 4.7 亿元，线上贡献 2.9 亿元、线下贡献 1.8 亿元。

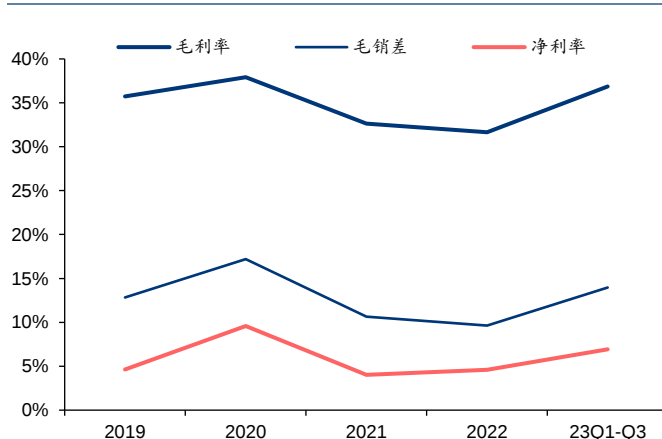
得益于较好的供应链管理，公司商品采购占总营收比例稳定在 36% 左右，头程运费是影响公司盈利能力的主要因素。公司的主要成本与费用包括采购成本、尾程物流、平台抽佣、头程物流、仓储费用、销售人员薪酬、广告推广、关税成本等。得益于较强的供应链管理，公司采购成本占营业收入比例保持稳定，2019-2022 年均保持在 36-37%。尾程物流占营收比例呈下降态势，主要系公司持续拓展多平台、减少对亚马逊依赖；平台抽佣占比与尾程物流表现趋势相似。头程物流与仓储费用是近年波动较大的项目，因海运运费以及公司备货策略的变化，公司头程物流/仓储费用占营收比例先增长后下降，23H1 分别录得 5.2%/2.0%，同比下滑 7.3pct/0.3pct。此外，公司的广告推广与销售人员薪酬占比 23H1 呈上涨态势，主要得益于公司市场拓展与新品推广力度增长，分别同增 0.6pct/0.5pct 至 3.1%/2.7%。整体看，公司盈利能力在海运费的优化下，实现较大的提升，毛利率/毛销差（与营收比值）/净利率均有明显的提升，23Q1-Q3 分别录得 36.9%/14.0%/6.9%。

图表13：公司主要的成本费用占营收比例



资料：公司公告，研究

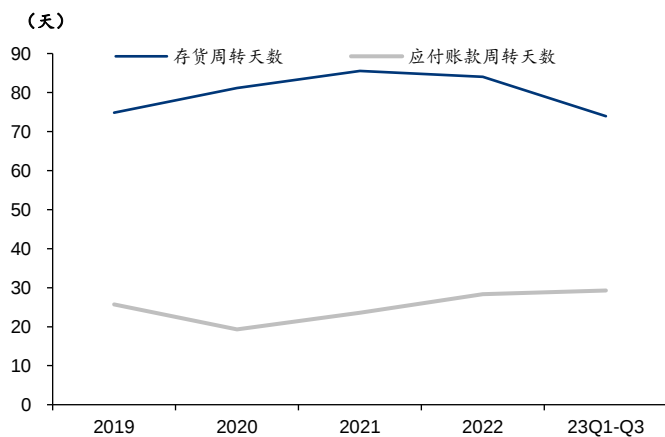
图表14：公司盈利能力



注：追溯调整 2019 年毛利率，将运输费用（尾程）纳入营业成本中计算
资料：公司公告，研究

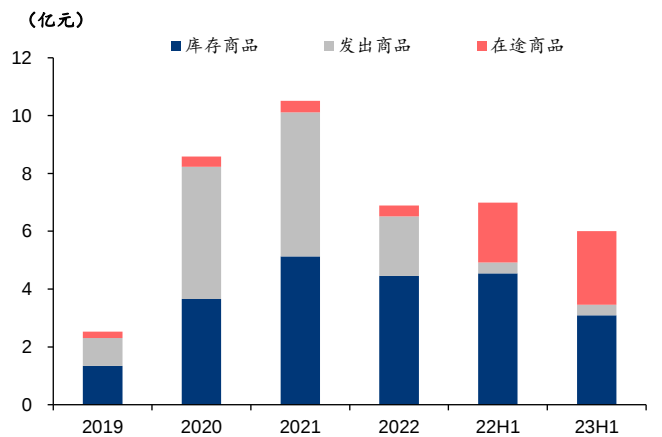
备货策略的优化不仅改善仓储费用，公司的营运效率也有明显的提升。2021 年面对国际海运运力紧张，公司加大备货，2022 年则根据市场情况对备货策略进行优化，同时，对重要品类大额采购逐步采用“招投标”方式进行优化。23Q1-Q3，公司存货周转天数降至 73.9 天，周转效率较高；23Q1-Q3，应付账款周转天数提升至 29.3 天，体现了公司对上游的掌控能力增加。得益于此，公司 23 年以来存货结构优化明显，23H1 发出商品与在途商品总额与 22H1 相当，但库存商品有明显的减少，印证了公司存货的周转效率明显的提升。

图表15：公司存货周转与应付账款周转天数



资料：公司公告，研究

图表16：公司存货结构



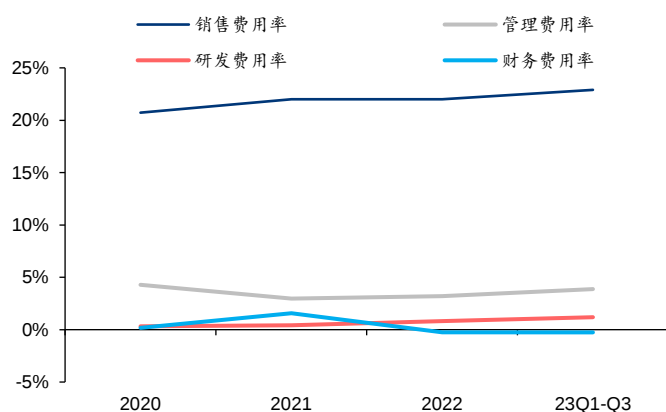
资料：公司公告，研究

人才引入使得公司管理费用有所提升。公司于 2021 年设立深圳子公司，负责商品出口销售、供应链管理、研发设计业务，相对公司总部郑州的人工成本更高，使得管理费用有所提升，21 年、22 年、23Q1-Q3 分别为 3.0%、3.2%、3.9%。

研发费用持续加码，夯实公司产品壁垒。2020-2022 年，公司研发费用由 1277 万元提升至 4501 万元，费用复合增速达 87.8%；23Q1-Q3 公司研发费用达 4907 万元，研发费用率达 1.2%，较 2020 年的 0.3%提升明显。

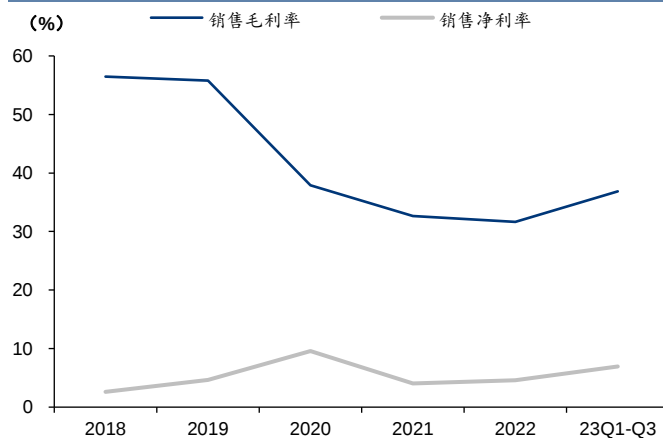
尽管部分费用有所增加，但受益于海运费优化，公司 22 年以来盈利能力显著修复。受益于公司采购成本、海运费、仓储费用的优化，公司盈利能力显著提升。23Q1-Q3，公司销售毛利率与净利率分别达 36.9%、6.9%。

图表17：公司期间费用率情况



资料：公司公告，研究

图表18：公司毛利率及净利率情况



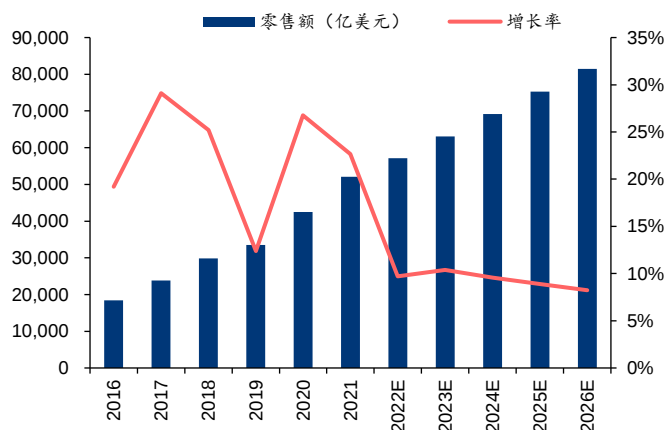
资料：公司公告，研究

海外家居线上消费持续渗透，跨境卖家乘政策东风蓬勃发展

全球电商规模不断增长，政策/运费优化，我国卖家快速成长

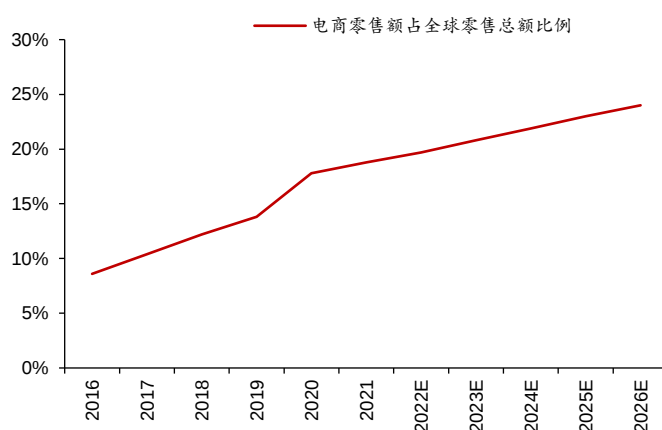
全球电商规模不断增长，线上渗透率持续提升。线上零售市场因其便捷化、多元化、移动化等优势规模在不断扩大，根据 全球电商渠道零售额由 2016 年的 1.85 万亿美元提升至 2021 年的 5.21 万亿美元，CAGR 达 23%，未来有望保持 10% 复合年增速。电商零售额占全球零售总额的比例从 2016 年的 8.6% 提升至 2021 年的 18.8%，预计 2026 年将达到 24.0%。全球电商渗透率持续提升，其中亚洲、北美维持较高水平，北美及东欧增速较快。

图表19：2016-2026E 年全球电商渠道零售额



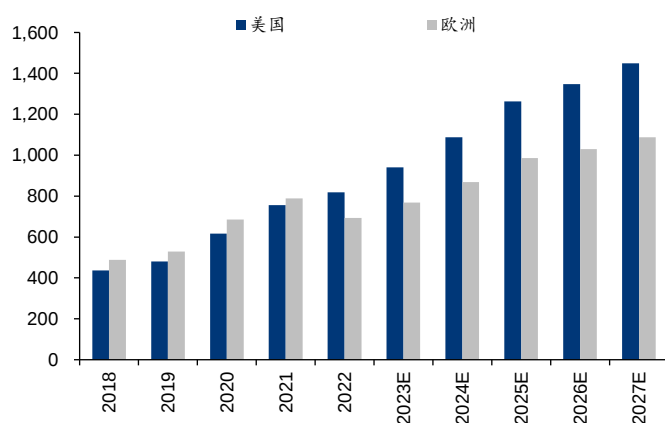
资料：研究

图表20：2016-2026E 年全球电商零售额占全球零售总额的比例



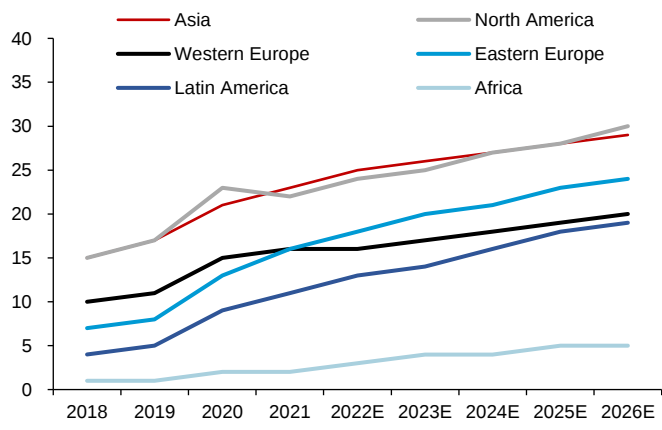
资料：研究

图表21：2018-2027E 欧美电商渠道收入（单位：十亿美元）



资料：研究

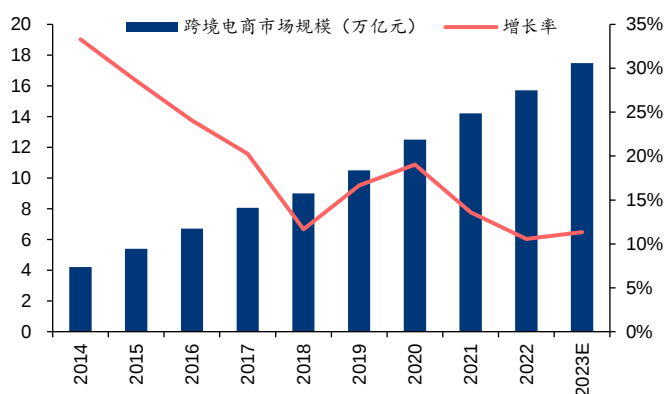
图表22：2018-2026E 欧美电商零售额占各地区零售总额的比例



资料：研究

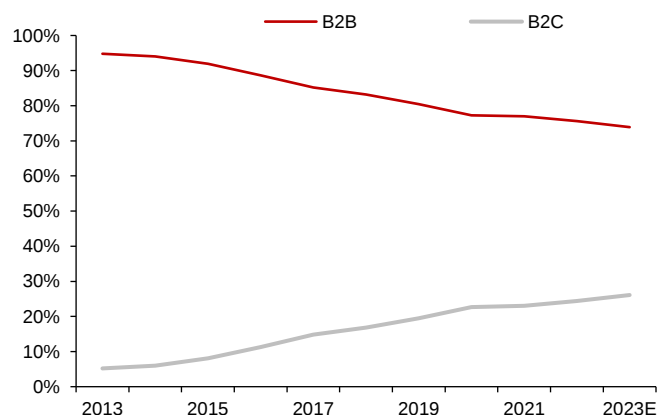
跨境出口电商规模以 B2B 为主，但近年 B2C 受益于政策优化/基建完善/运费优化，发展相对更快。2014-2022 年我国跨境电商市场规模由 4.2 万亿增长至 15.7 万亿元人民币，CAGR 达 17.9%，其中跨境出口电商占主导地位，近年占比维持 75% 以上，进口占比逐步提升。从交易主体看，我国跨境电商 B2B 模式占比较高，随着互联网、物流、支付等电商各环节的不断完善，多批次、小批量的外贸订单需求不断增长，近年来在资金运转、企业运营效率及财务表现等方面具有明显优势的 B2C 模式发展较快，在我国跨境电商交易中占比由 2013 年的 5.2% 提升至 2022 年的 24.0%。

图表23：2014-2023E 年中国跨境电商市场规模



资料：网经社，研究

图表24：2013-2023E 中国跨境电商交易 B2B 与 B2C 结构



资料：网经社，研究

监管趋严、政策完善促进行业健康发展，出清劣势/不合规中小卖家。我国跨境电商市场参与者众多，但以中小卖家为主，竞争格局相对分散，且存在较多不合规的行为。伴随我国对于跨境出口的系列政策支持（围绕仓储/运输/支付/合规等）以及监管日趋完善，行业发展日益健康的同时，劣势/不合规卖家也得到出清，促进了行业集中度的提升。

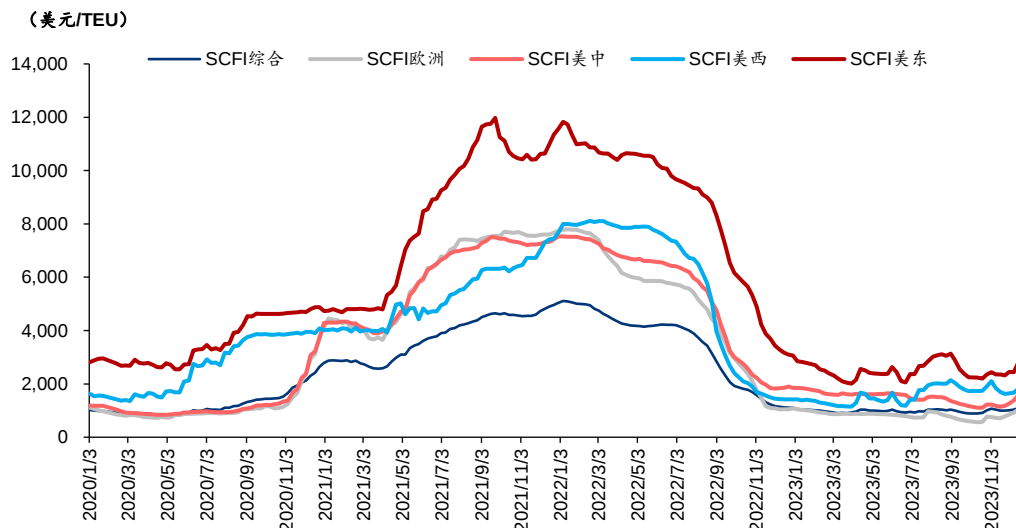
图表25：我国跨境电商重要支持政策

时间	国家支持政策	主要内容
2013	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	跨境电子商务零售支持性政策，如建立电子商务出口新型海关监管模式并进行专项统计，鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务，实施适应电子商务出口的税收政策，建立电子商务出口信用体系等。
2018	《关于进一步完善人民币跨境业务政策促进贸易投资便利化的通知》	依法可使用外汇结算的跨境交易，企业都可以使用人民币结算。支持银行服务实体经济、促进贸易投资便利化的创新金融产品等。
2018	《提升跨境贸易便利化水平的措施（试行）》	从优化通关流程、简化单证手续、降低口岸收费、建立完善管理机制等方面共 18 项措施来提高跨境贸易便利化水平。
2018	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进口凭证的货物，同时符合一定条件的，试行增值税、消费税免税政策。
2019	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》	从核定征收范围、条件、方式、程序、优惠政策等方面对综试区内跨境电商企业核定征收企业所得税相关事项进行了规定，旨在为综试区内跨境电商企业提供更为便利的操作办法。
2019	《中共中央国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》	要求推进跨境电子商务综合试验区建设，完善跨境电子商务零售进出口管理模式，优化通关作业流程；要求构建高效跨境物流体系，鼓励电商、快递、物流龙头企业逐步打造智能物流网络。
2020	《国务院办公厅关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》	明确指出支持跨境电商平台、跨境物流发展和海外仓建设、不断优化退税服务，持续加快退税进度等。
2020	《国务院办公厅关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	扩大对外开放，稳住外贸外资基本盘，稳定产业链供应链，加快“五个升级”和“三个建设”，实现外贸创新发展新形势。
2021	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	积极支持运用新技术新工具赋能外贸发展，持续推动传统外贸转型升级，深入推进外贸服务向专业细分领域发展，优化政策保障体系等
2021	《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	促进跨境电商持续健康发展、推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等。
2022	《国务院办公厅关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》	挖掘进出口潜力、保障外贸产业链供应链稳定畅通、稳市场主体保订单；明确指出要通过进一步发挥海外仓带动作用，增设一批跨境电子商务综合试验区等措施鼓励外贸新业态发展。
2023	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策公告》	对符合规定的跨境电商出口退运商品，免征进口关税和进口环节增值税、消费税，出口时已征收的出口关税准予退还。

资料：公司招股说明书，研究

海运费下滑使得跨境出口卖家盈利能力在 2023 年以来同比明显改善。23 年前三季度，SCFI 综合指数同比平均降幅达 74.5%，SCFI 欧洲/美西平均降幅达 85.2%/74.2%。得益于海运费的大幅改善，叠加 23 年以来美元升值带来的汇兑增益，跨境出口卖家 2023 年以来盈利改善明显。

图表26：我国海运费指数

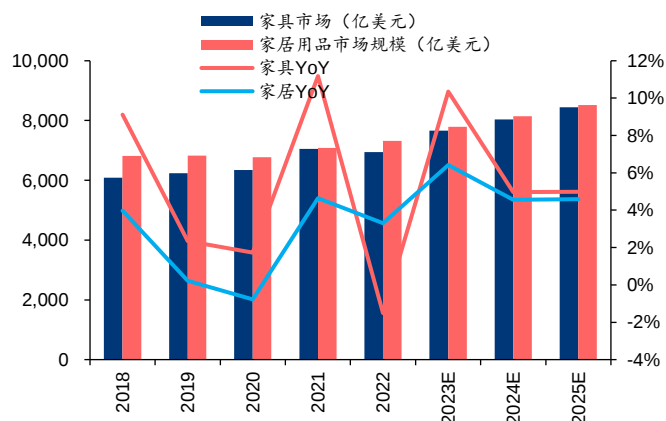


资料：上海航运交易所，研究

欧美家居市场空间广阔，借供应链比较优势、我国卖家快速发展

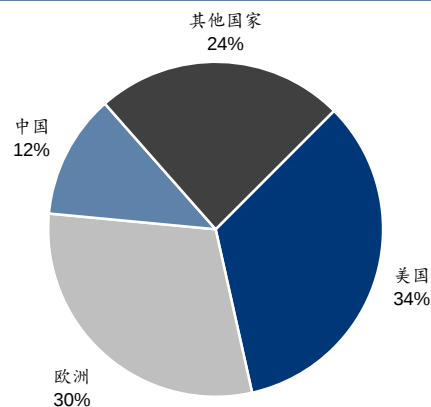
22 年全球家居欧美市场占比达 64%。20 年以来，受新冠肺炎疫情影响，全球经济停滞，家具及家居用品市场规模呈现一定波动，2022 年全球家具/家居用品市场规模分别达 6943/7504 亿美元，5 年 CAGR 分别为 4.5%/0.9%。从区域分布看，2022 年美国/欧洲家居市场规模占比分别为 34%/30%，为家居行业主要市场。

图表27：全球家具及家居用品市场规模



资料：Euromonitor，研究

图表28：2022 年全球家居行业规模占比



资料：研究

线上渠道成为全球家具与家居用品的市场发展新引擎。家具家居消费重体验，消费以线下为主。但伴随电商渗透率的提升，以及电商基建的日益完善，家具家居的线上渗透率不断提升。根据 及 Euromonitor 统计数据，2017-2022 年，全球家具市场线上销售占比由 15%提升至 19%，全球家居用品市场线上销售占比由 10.5%提升至 21.7%。

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/627143025015006030>