

## C 致欧 (301376.SZ)

2023 年 06 月 29 日

## 海外家居电商化加深，跨境电商领头羊阿尔法凸显

### —公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

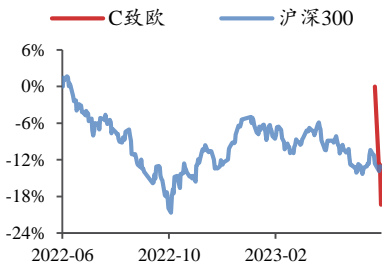
周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

日期	2023/6/28
当前股价(元)	21.24
一年最高最低(元)	29.05/21.23
总市值(亿元)	85.28
流通市值(亿元)	7.11
总股本(亿股)	4.02
流通股本(亿股)	0.33
近 3 个月换手率(%)	170.53

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 海外家居电商化加深，致欧科技阿尔法凸显，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕家居跨境电商领域，依靠亚马逊平台实现快速发展，至今已成为全球互联网家居领军品牌。2018-2022 年公司营收 CAGR 为 36.0%，实现收入规模稳步扩大。2023H1 公司营收及归母净利润边际向好趋势明显，2023Q2 营收及归母净利润均有望实现同比增长。随着公司成本压力逐步释放，内部产品结构调整推进，我们看好公司顺利承接 2023 年下半年欧美市场的消费旺季，2023 年全年业绩弹性可期；中长期依托募投项目加码顺利开启新一轮发展。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.94/4.83/6.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.20/1.53 元，当前股价对应 PE 为 21.7/17.7/13.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 行业：跨境电商海外发展空间广阔，线上销售为全球家居市场注入新活力

**全球电商渠道：**全球市场扩张加速中，为我国跨境电商企业提供广阔发展空间，2014-2020 年市场 CAGR 达 21.4%。且疫情催化下市场迎来新一轮增长，预计 2020-2024 年市场将保持 10% 的复合增速增长。**全球家居市场：**全球家居市场迈入稳增长，在疫情、配套产业发展等因素催化下，线上化销售趋势愈发明显，全球家居市场电商渠道的销售占比从 2005 年的 1.7% 上升至 2020 年的 17.7%，随着消费者消费习惯转变叠加线上平台营销增强用户粘性，我们看好全球家居行业线上化销售渗透率持续提升，为市场注入新活力。

### ● 自主品牌竞争力占优，优质销售渠道护航增长，成功实现快反柔性供应

**品牌端：**现旗下已拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列。公司产品品类齐全，实现消费者一站式采购，同时不断进行可拆装、耐碰撞等设计的迭代升级。**渠道端：**公司产品已经成功进入亚马逊、ManoMano 等欧美及日本地区主力的线上销售平台，且各个线上 B2C 渠道客单值提升明显，成为收入规模扩大重要推动。**供应链：**公司通过产品研发、生产制造及仓储物流多环节配合，成功搭建优质柔性供应链体系，存货周转稳定，运输及仓储费效率边际提升。

### ● 未来展望：2023 年业绩弹性可期，募投加码、渠道及品类扩张推进加速成长

**短期：**公司 2023Q2 营收已有边际向好趋势，外部海运价格回落利好公司成本压力释放，内部产品结构调整及新品上样推进，我们看好公司顺利承接 2023 年下半年欧美市场的消费旺季，2023 年全年业绩弹性可期。**中长期：**募投项目紧扣研发、品牌运营等微笑曲线高附加值端；同时，公司对标宜家，积极推进扩渠道、扩品类战略，我们看好新品类新渠道扩张推动公司加速成长。

### ● 风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,967	5,455	6,579	7,908	9,593
YOY(%)	50.3	-8.6	20.6	20.2	21.3
归母净利润(百万元)	240	250	394	483	615
YOY(%)	-36.9	4.3	57.5	22.6	27.3
毛利率(%)	32.6	31.6	31.9	32.0	32.3
净利率(%)	4.0	4.6	6.0	6.1	6.4
ROE(%)	15.6	13.8	17.9	18.0	18.6
EPS(摊薄/元)	0.60	0.62	0.98	1.20	1.53
P/E(倍)	35.6	34.1	21.7	17.7	13.9
P/B(倍)	5.5	4.7	3.9	3.2	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、海外家居电商化趋势加深，跨境电商领头羊 α 凸显	4
1.1、致欧科技：全球化布局的互联网家居独角兽	4
1.2、股权结构：股权稳定集中，有效保障稳定经营	4
1.3、业务结构：深耕海外线上 B2C 平台家居全品类销售	5
1.4、财务分析：盈利能力总体表现稳定，现金流提升亮眼	7
2、行业：海外跨境电商发展空间广阔，全球电商化销售趋势加深	8
2.1、全球电商渠道交易规模稳步提升，我国跨境电商市场蓬勃发展	8
2.2、全球家居市场迈入稳增长，电商渠道为市场注入新活力	9
3、核心竞争力：品牌、渠道为矛，供应链为盾，核心竞争力稳步加深	10
3.1、品牌：自主品牌竞争力占优，产品创新迭代持续	11
3.2、渠道：成功进入多地区主力线上销售市场，客单值提升带动收入规模扩大	14
3.3、供应链：实现优质快反柔性供应，加大仓储物流全球化自营仓布局	17
4、未来展望：2023 年业绩弹性可期，募投加码强化核心竞争力	19
4.1、短期：外部海运费回落+内部产品结构优化，2023 年业绩弹性可期	19
4.2、中长期：募投项目紧扣微笑曲线两端，募投加码、渠道及品类扩张推进加速成长	20
5、盈利预测	23
5.1、关键假设	23
5.2、相对估值	24
6、风险提示	25
附：财务预测摘要	26

## 图表目录

图 1：长年深耕国际市场，助力中国品牌国际化	4
图 2：公司股权结构稳定	5
图 3：2023Q1 公司营收同比下降 11.2%	5
图 4：2023Q1 公司归母净利润同增 69.9%	5
图 5：疫情下家居系列表现稳定，宠物系列持续增长	6
图 6：家居、家居占比稳定，宠物系列潜力较大	6
图 7：欧美市场收入占比保持九成以上	6
图 8：B2C 为公司主要销售渠道	6
图 9：因会计准则调整，自 2020 年起毛利率明显下降	7
图 10：2022 年公司期间费用率下降 1.2pct	7
图 11：2022 经营性现金流量表现亮眼	8
图 12：营业周期稳中有降	8
图 13：2014-2020 年全球电商零售额 CAGR 达 21.4%	8
图 14：预计 2024 年电商零售额将占零售总额的 21.8%	8
图 15：2014-2020 年我国跨境电商规模 CAGR 为 19.9%	9
图 16：B2C 交易占比持续上升	9
图 17：全球家具市场规模总体持续增长	10
图 18：未来几年全球家具市场有望继续稳步扩大	10
图 19：欧美电商零售占比提升迅速，欧洲略快于美国	10
图 20：全球家居用品电商销售占比加速提升	10
图 21：致欧科技为跨境电商“精品策略+第三方平台”模式代表企业	11
图 22：致欧科技品牌形象良好，产品竞争力较强	12
图 23：致欧科技店铺排名在多国名列前茅	12
图 24：产品定价略高于竞品，彰显品牌较强溢价力	13
图 25：公司 B2C 线上销售渠道多元且趋于均衡	15
图 26：公司 B2B 销售渠道多元且趋于均衡	15
图 27：公司在亚马逊 B2C 渠道高价产品交易金额占比增多	16
图 28：公司各平台毛利率保持较高水平（以家具系列产品为例）	16
图 29：2020 年以来自主研发及合作开发收入占比稳定	17
图 30：公司质量监控、供应商维护机制完善	17
图 31：差异化仓储物流体系为供应链快速反应提供基础	18

图 32: 公司自营仓遍布全球 .....	18
图 33: 公司存货周转率稳定 .....	19
图 34: 公司运输费用及仓储费用占比边际下降 .....	19
图 35: 海运价格逐步回归正常 .....	20
图 36: 因海运供需失衡, 海运费占主营业务成本比例上升明显 .....	20
图 37: 微笑曲线两端为高附加值区域 .....	20
图 38: 自发货模式明显降低仓储物流成本 .....	20
图 39: 公司销售仍以线上销售为主 .....	23
图 40: 公司 B2C 销售渠道亚马逊收入占比逐步降低 .....	23
图 41: 欧美市场订单量占总单量 90%左右 .....	23
图 42: 欧美市场订单金额占总销售金额 90%左右 .....	23
表 1: 公司旗下拥有三大自主品牌, 分别定位家居、家具、宠物品类 .....	11
表 2: 致欧科技的创新不仅解决仓储、物流问题, 还方便消费者自主安装 .....	13
表 3: 公司已入驻各个国家主流电商平台 .....	15
表 4: 公司在亚马逊的复购率显著高于其他平台 .....	16
表 5: 公司在亚马逊拥有客户数量最多, 其余平台客户数量增量明显 .....	16
表 6: 公司募投项目集中于仓储物流及研发的核心竞争力提升 .....	21
表 7: 宜家产品品类丰富, 形成独具特色服务矩阵 .....	21
表 8: 致欧科技产品矩阵完善, 可满足多场景使用需求 .....	22
表 9: 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润同比 57.5%/22.6%/27.3% .....	24
表 10: 公司作为行业龙头, 估值水平具备提升空间 .....	25

## 1、海外家居电商化趋势加深，跨境电商领头羊 α 凸显

### 1.1、致欧科技：全球化布局的互联网家居独角兽

聚焦互联网家居销售，业务遍布全球。致欧科技成立于 2010 年，公司最初主要在欧洲从事家居用品的电商销售业务。2014 年公司进军北美市场，2017 年进军日本市场。2020 年公司将战略目标定位为全球互联网家居品牌，近四年，公司九成以上业务收入来自于欧美地区和线上销售。经过十多年的发展，现公司旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，产品矩阵完善且持续更新迭代，可长期满足消费者各种场景下的家具、家居、庭院、宠物产品需求。此外，公司全球化布局仓储物流、线上销售渠道多元且均维持较高毛利，助力公司发展行稳致远。得益于公司成立以来的快速发展，2021 年致欧科技荣获河南省“专精特新”企业，2022 年荣获独角兽企业授牌。

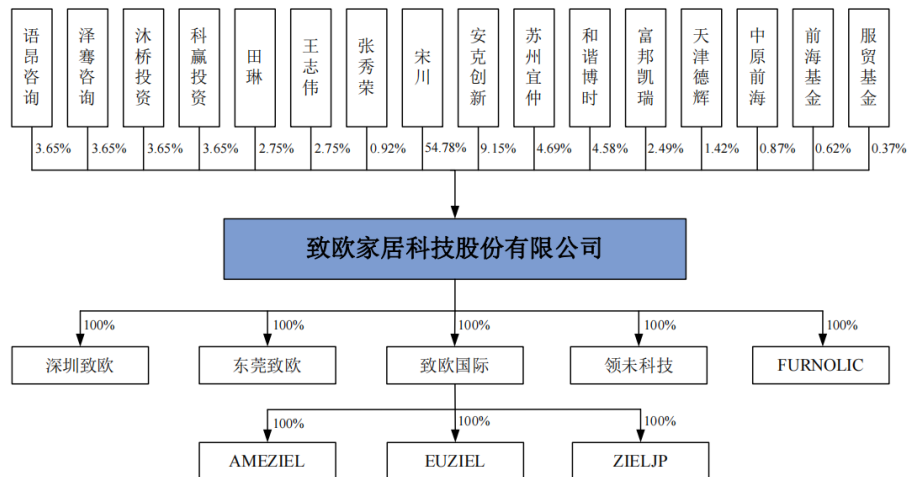
图1：长年深耕国际市场，助力中国品牌国际化



资料来源：致欧科技官网、开源证券研究所

### 1.2、股权结构：股权稳定集中，有效保障稳定经营

公司股权集中度高，有效保障公司稳定经营。根据公司招股说明书披露，公司实控人为公司创始人兼董事长宋川先生，直接持股比例为 54.78%；张秀荣女士为宋川的母亲，系宋川先生的一致行动人，直接持股比例为 0.92%，公司股权集中，有效保障公司稳定经营。公司第二大股东是同为跨境电商平台型企业的安克创新，持股 9.15%。

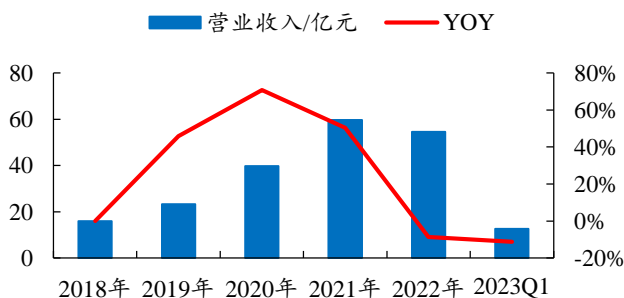
**图2：公司股权结构稳定**


资料来源：致欧科技招股说明书（数据截止 2023 年 2 月 28 日）

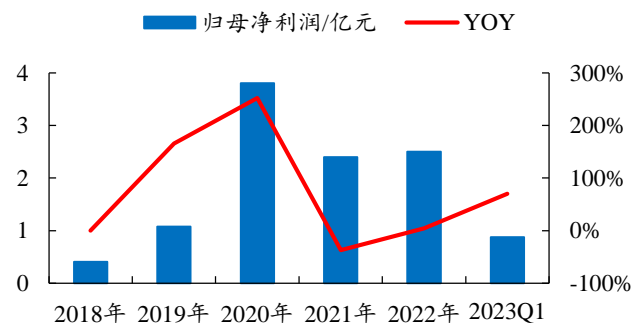
### 1.3、业务结构：深耕海外线上 B2C 平台家居全品类销售

**2018-2022 年公司营收及归母净利润实现亮眼增长，海运、汇率波动拖累公司 2021-2022 业绩。**公司营业收入增速亮眼，从 2018 年的 15.9 亿元稳步增长至 2022 年的 54.6 亿元，CAGR 达 36.0%。2020 年海外疫情防控导致家具家居产品需求快速增加、线上消费渗透率提升等引发跨境电商行业快速发展，公司乘此东风营收及归母净利润增长提速，分别同增 70.8%/252.1%。2021 年后期至 2022 年，在俄乌地缘冲突及欧美通胀压力背景下，市场消费意愿及能力逐步降低，叠加受海运价格持续上升、欧元及美元兑人民币汇率震荡下行等不利因素影响，公司营收及归母净利润出现波动。

**预计 2023H1 公司归母净利润将实现亮眼增长。**2023Q1 公司收入同比有所下滑，归母净利润因海运成本压力改善实现较快增长，营收及归母净利润分别为 12.7/0.87 亿元，同比变动-11.2%/+69.9%。2023H1 公司预计营收及归母净利润将实现亮眼增长，营收因市场消费疲软短期承压，预计实现营业收入 26.3 亿元至 27.3 亿元，同比下降 6.36%至 2.80%；预计实现归母净利润 1.75 亿元至 1.85 亿元，同比增长 58.56%至 67.62%。公司营收同比下降主要系欧美国家通胀压力仍在，市场需求短期内有所放缓及公司主动淘汰了部分低效益产品，新品上市速度被外部环境影响。

**图3：2023Q1 公司营收同比下降 11.2%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

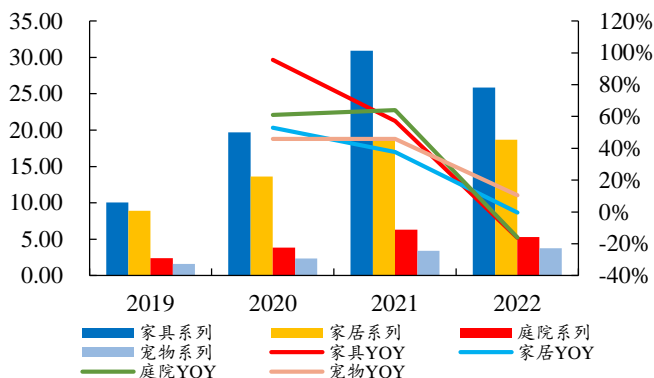
**图4：2023Q1 公司归母净利润同增 69.9%**


数据来源：Wind、开源证券研究所



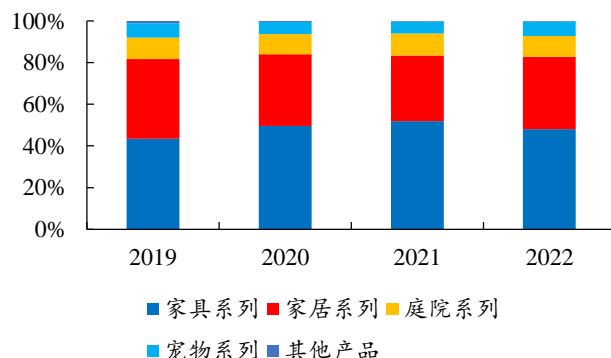
分业务看，家居及家具系列为营收重要支柱，宠物系列收入规模增速较快。公司的主营业务主要分为家具系列、家居系列、庭院系列及宠物系列。2019-2022 年家居及家具系列合计收入占比稳定在 80%以上，收入复合增长分别为 27.97%/36.94%，为公司的营收重要支柱。宠物系列收入规模呈现较快增长趋势，2019-2022 年收入从 1.61 亿元增长至 3.78 亿元，复合增长率为 32.93%，2022 年在其他品类收入规模有所下降情况下，宠物系列仍实现收入 3.78 亿元，同比增长 10.4%。

图5：疫情下家居系列表现稳定，宠物系列持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：家居、家居占比稳定，宠物系列潜力较大

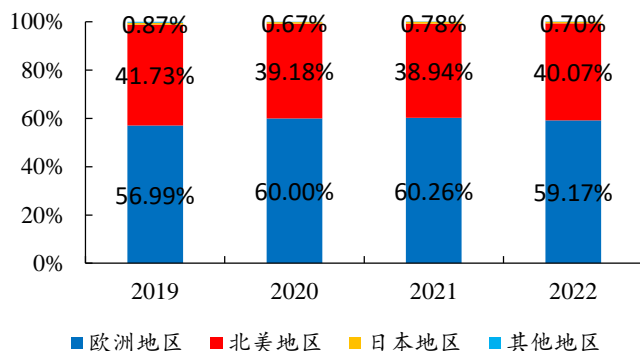


数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区看，销售收入主要来源于境外，欧美市场收入占比保持九成以上。公司主要通过德国、美国、日本等境外子公司在欧洲、北美、日本等国家或地区开展销售业务，销售收入主要来源于境外。细分来看，公司各个市场收入结构保持稳定，欧美为最主要销售市场，收入占比维持在 98%以上，销售国家以美国、德国为主。

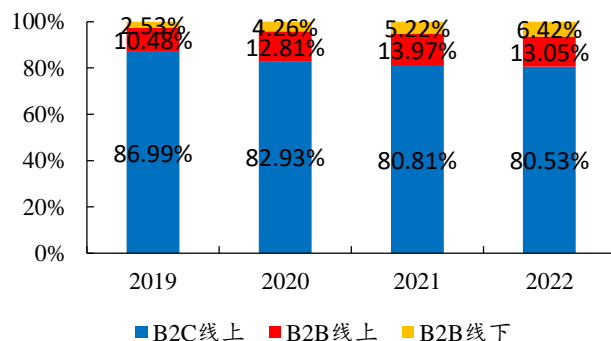
分销售渠道看，线上 B2C 渠道为公司最主要销售渠道。公司销售模式分为线上及线下渠道，线上渠道又分为 B2C 及 B2B 渠道。其中，线上 B2C 渠道为公司最主要的销售渠道，2019-2022 年公司通过 B2C 线上渠道销售实现收入由 20.2 亿元增长至 43.3 亿元，复合增速为 28.9%，占主营业务收入的比例稳定在 80%以上。

图7：欧美市场收入占比保持九成以上



数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

图8：B2C 为公司主要销售渠道



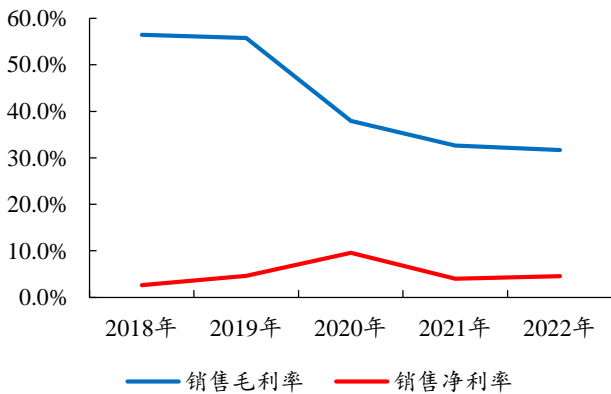
数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

#### 1.4、财务分析：盈利能力总体表现稳定，现金流提升亮眼

净利率总体保持稳定，销售费用率总体下降，控费能力有所提升。公司 2018-2022 年毛利率分别为 56.5%/55.8%/37.9%/32.6%/31.6%，2020-2022 年公司毛利率下降明显主要系公司按照新收入准则调整运输费用计算口径。还原后公司 2020-2022 年的毛利率分别为 54.8%/49.6%/48.3%，毛利率仍略有下降，主要原因在于疫情期间全球海路拥堵导致海运价格较高，以及占公司总收入九成以上的欧美市场需求疲软。公司 2018-2022 年净利率分别为 2.6%/4.6%/9.6%/4.0%/4.6%，2021 年受毛利率下降的拖累，净利率下降明显，2022 年有所恢复。

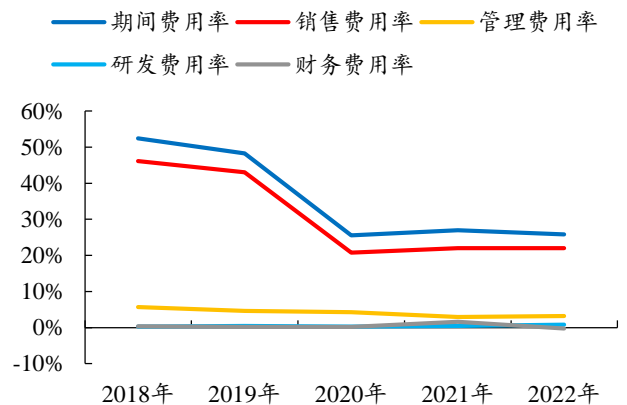
费用率方面，公司 2018-2022 年期间费用降幅明显，主系按照新收入准则要求运输费用列入营业成本。其中，公司销售费用率较高，2020-2022 年分别为 20.7%/22.0%/22.0%，原因在于：（1）公司产品以家具家居产品为主，体积和重量相对较大，运费更高；（2）线上渠道是公司主要的销售渠道，电商平台公司除抽取比例佣金外，还会收取仓储、物流等服务费用。因此，公司销售费用中的运输费（按新收入准则已列入营业成本）、电商平台交易费较高，2021-2022 年分别平均占销售费用的 43.7%/34.8%，从而导致销售费用较高。

图9：因会计准则调整，自 2020 年起毛利率明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

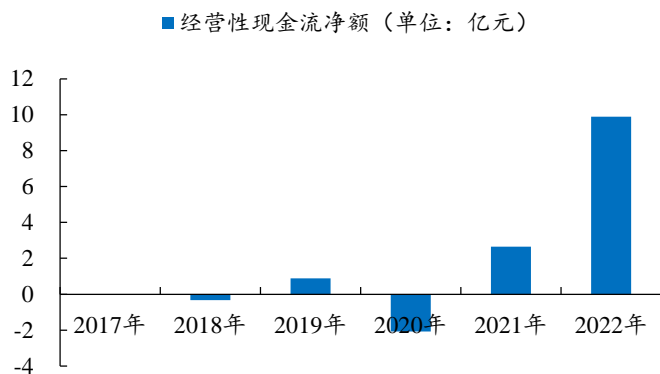
图10：2022 年公司期间费用率下降 1.2pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

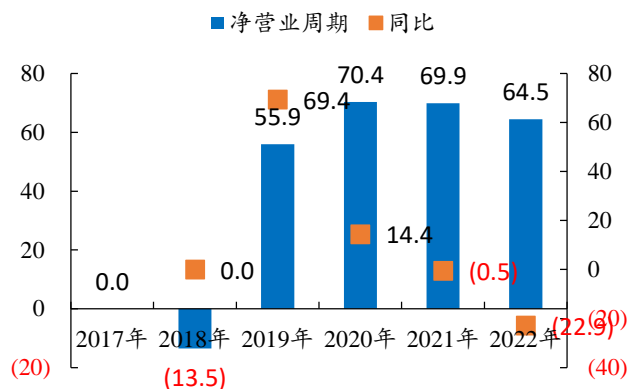
**现金流提升亮眼，营业周期稳中有降。**现金流方面，公司经营性现金流自 2021 年以来持续增加，其中，2022 年净现金流量净额超过 2019、2021 年总和，同比增长 281%，收现能力表现亮眼，为后续公司的新品研发和推广打下坚实基础。**营业周期方面**，公司近三年表现稳中有降。我们以存货周转天数+应收账款及应收票据周转天数-应付账款及应付票据周转天数+预付账款-预收账款定义为修改后经营周期指标，公司营业周期从 2020 年的 70.4 天降至 2022 年的 64.5 天，资金利用率稳步提升。

图11：2022 经营性现金流量表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：营业周期稳中有降



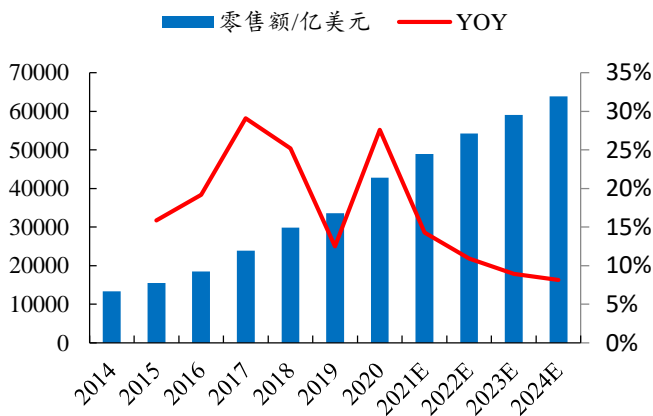
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、行业：海外跨境电商发展空间广阔，全球电商化销售趋势加深

### 2.1、全球电商渠道交易规模稳步提升，我国跨境电商市场蓬勃发展

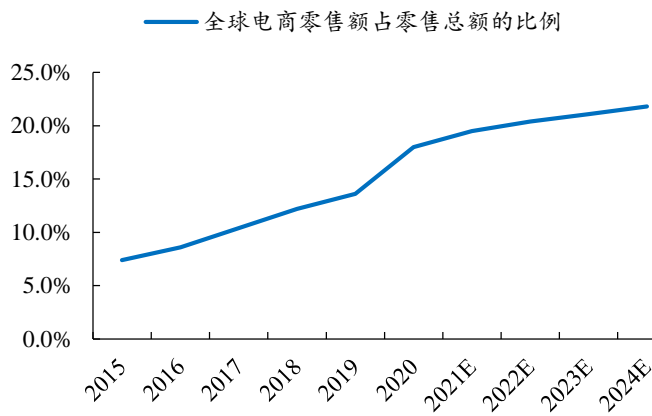
全球电商渠道交易规模及市场渗透率均呈现持续增长趋势。根据 Statista 数据，2020 年全球电商渠道零售额达 42,800 亿美元，2014-2020 年 CAGR 达 21.4%，尤其是 2020 年以来，在全球疫情催化下，消费者大规模转向线上消费，海外零售线上化趋势加深。根据 Google 谷歌与德勤联合发布的《2021 中国跨境电商发展报告》，2019-2020 年间，欧美及亚太地区主要国家的电商整体零售额经历了 15% 以上的高速增长。Statista 预计短期内，全球电商渠道仍将保持稳定的增长势头，2024 年渠道零售额将达到 63380 亿美元，2020-2024 年 CAGR 有望达到 10%。渗透率方面，电商零售额占全球零售总额的比例从 2015 年的 7.4% 提升至 2020 年的 18.0%，预计 2024 年将达到 21.8%。纵观海外市场，以美国、英国、德国、西班牙及法国为代表的成熟市场，经历数十年的发展，已经形成良好的电子商务生态，为我国跨境出口电商提供广阔空间。

图13：2014-2020 年全球电商零售额 CAGR 达 21.4%



数据来源：Statista、开源证券研究所

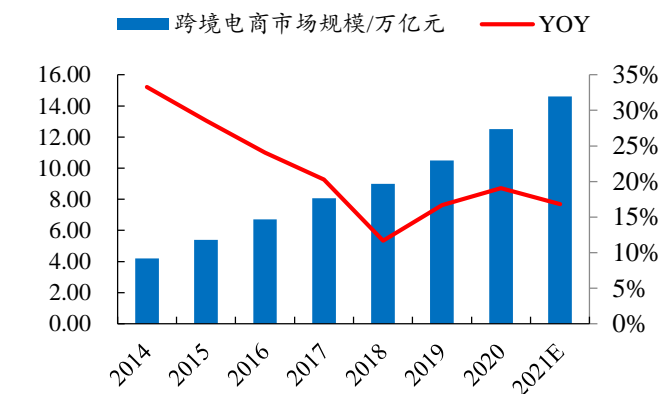
图14：预计 2024 年电商零售额将占零售总额的 21.8%



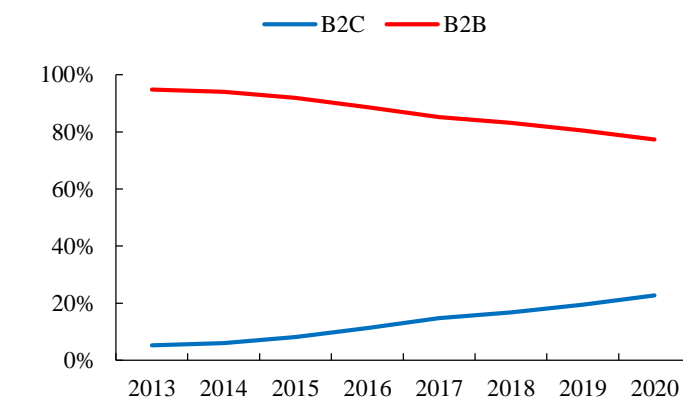
数据来源：Statista、开源证券研究所



我国跨境电商市场蓬勃发展，B2C 交易模式优势显现占比明显提升。随着国家“一带一路”战略的构建和推出，及《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》等一系列涉及跨境电商的支持性政策颁布，跨境电商行业进入战略发展期，市场得以蓬勃发展，规模从 2014 年的 4.2 万亿增长至 2020 年的 12.5 万亿，CAGR 为 19.9%。从交易模式结构看，网经社数据显示，2020 年中国跨境电商的交易模式中 B2B、B2C 交易占比分别为 77.30%/22.70%。跨境电商 B2B 业务凭借单笔金额大、长期订单稳定等优势，仍占据主导地位。但随着全球经济整体疲软态势显现，国外企业面临资金匮乏、运营效率下降等发展瓶颈，一定程度上影响跨境电商 B2B 业务发展，B2C 模式快周转、轻资产等优势显现，交易占比由 2013 年的 5.2% 提升 17.5pct 至 22.7%。

**图15：2014-2020 年我国跨境电商规模 CAGR 为 19.9%**


数据来源：网经社、开源证券研究所

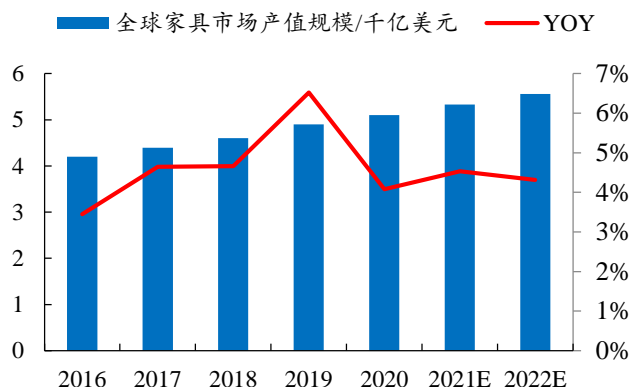
**图16：B2C 交易占比持续上升**


数据来源：网经社、开源证券研究所

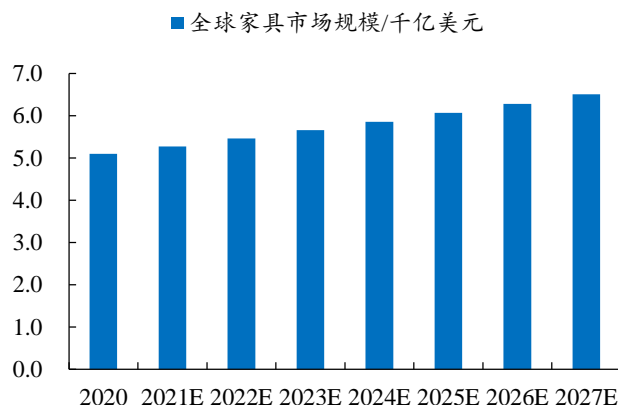
## 2.2、全球家居市场迈入稳增长，电商渠道为市场注入新活力

家具市场稳步增长，家居线上化销售趋势明显，电商渠道为市场注入新活力。据 CSIL 数据，自 2016 年起，全球家具产值伴随着全球经济不断复苏而逐步回暖，截至 2019 年已回升至 4,900 亿美元，全球家具市场迈入稳步增长阶段。同时，全球家具销售渠道结构正发生改变，家具线上化销售趋势明显。根据 Euromonitor 数据，全球家居用品市场电商渠道的销售占比从 2005 年的 1.7% 上升至 2020 年的 17.7%。

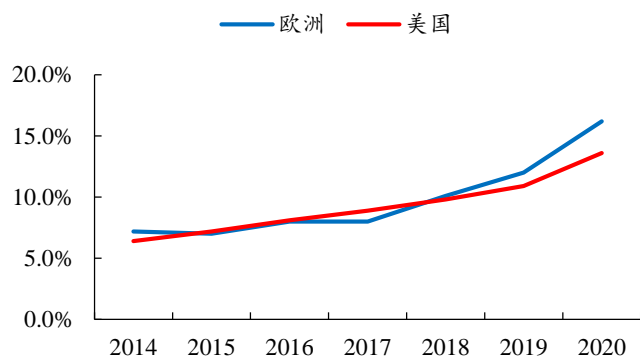
我们认为，家具线上化销售趋势的形成主要原因有三：（1）全球疫情催化下，海外消费场景逐步由线下向线上转移，疫情期间全球家居市场电商占比由 2019 年的 11.5% 快速提升至 2020 年的 17.7%，提升 6.2pct（疫情前该占比由 2009 年的 3.5% 提升至 2019 年的 11.5% 耗时 10 年）。（2）亚马逊、eBay 等海外电商平台已经发展成熟，凭借良好的购物体验与产品性价比吸引大批粘性用户进行线上消费。（3）物流、电子支付等配套产业的发展，使得线上产品交付成本下降。随着消费者消费习惯的转变叠加线上平台营销增强用户粘性，我们看好家具行业线上化销售渗透率持续提升。

**图17：全球家具市场规模总体持续增长**


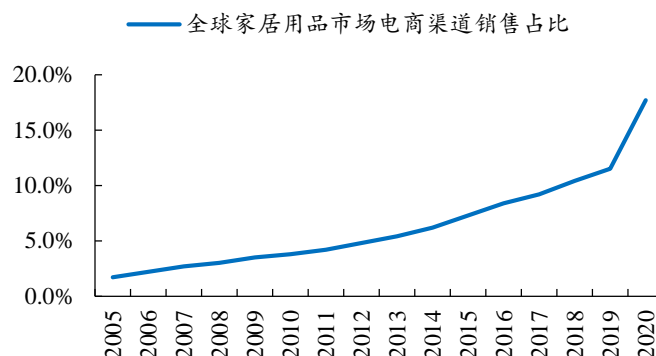
数据来源：CSIL、中商产业研究院、开源证券研究所

**图18：未来几年全球家具市场有望继续稳步扩大**


数据来源：Statista、开源证券研究所

**图19：欧美电商零售占比提升迅速，欧洲略快于美国**


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

**图20：全球家居用品电商销售占比加速提升**


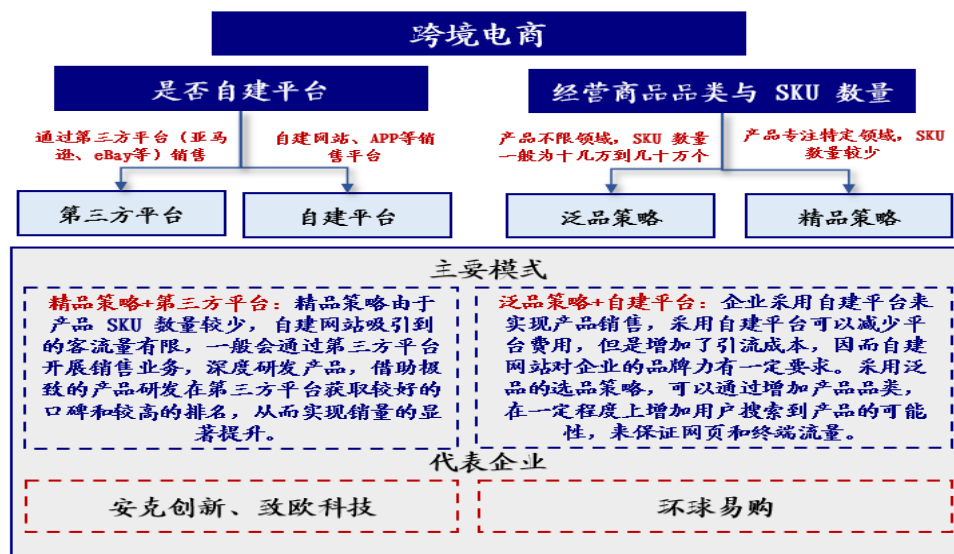
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

### 3、核心竞争力：品牌、渠道为矛，供应链为盾，核心竞争力稳步加深

跨境电商企业按照交易平台是否自建网站，可以分为自建平台和第三方平台两类；从选品策略角度出发，按经营商品品类与SKU数量，又可分为精品与泛品两种经营策略，其中“精品策略”指主要专注于特定领域商品，“泛品策略”指经营商品种类或数量多样。

致欧科技为“精品策略+第三方平台”商业模式下的典型代表，我们认为公司自主品牌竞争力强，柔性供应链能较好实现快速反应，背靠亚马逊等海外优质第三方电商平台，公司在“精品策略+第三方平台”模式下核心竞争力凸显。

图21：致欧科技为跨境电商“精品策略+第三方平台”模式代表企业



资料来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

### 3.1、品牌：自主品牌竞争力占优，产品创新迭代持续

形成三大自有品牌，产品类型丰富满足消费者一站式购物需求。现旗下已拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，历时多年已成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列。从使用场景角度划分，公司产品涵盖了客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等不同场景，已逐渐形成不同风格或材质互相组合设计的小件家居用品、大件室内家具和庭院户外家具等多系列产品矩阵，从而满足客户在多场景下的消费需求，实现消费者一站式采购。

表1：公司旗下拥有三大自主品牌，分别定位家居、家具、宠物品类

品牌	品牌介绍	收入及占比情况															
	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。	 <table border="1"> <caption>SONGMICS 收入及占比情况</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>收入 (亿元)</th> <th>收入占比 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>15</td> <td>65</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>22</td> <td>60</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>30</td> <td>55</td> </tr> <tr> <td>2022H1</td> <td>15</td> <td>50</td> </tr> </tbody> </table>	年份	收入 (亿元)	收入占比 (%)	2019	15	65	2020	22	60	2021	30	55	2022H1	15	50
年份	收入 (亿元)	收入占比 (%)															
2019	15	65															
2020	22	60															
2021	30	55															
2022H1	15	50															
	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。	 <table border="1"> <caption>VASAGLE 收入及占比情况</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>收入 (亿元)</th> <th>收入占比 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>5</td> <td>20</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>15</td> <td>40</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>25</td> <td>45</td> </tr> <tr> <td>2022H1</td> <td>12</td> <td>40</td> </tr> </tbody> </table>	年份	收入 (亿元)	收入占比 (%)	2019	5	20	2020	15	40	2021	25	45	2022H1	12	40
年份	收入 (亿元)	收入占比 (%)															
2019	5	20															
2020	15	40															
2021	25	45															
2022H1	12	40															

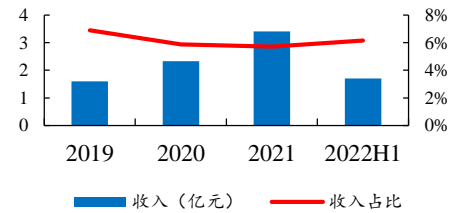
### 品牌



### 品牌介绍

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”。

### 收入及占比情况



资料来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

**自主品牌竞争力强，市场知名度不断提升。**随着跨境出口电商的同质化竞争加剧和国内跨境电商供应链的完善，品牌化越来越成为中国跨境出口电商提高国际竞争力的关键因素。公司凭借多年的行业积累和优良的产品质量，已在欧美互联网家居市场上建立了良好的品牌形象，品牌知名度和市场美誉度不断提升。**店铺排名方面**，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 and 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，截至 2022 年 2 月 28 日，公司鞋架产品有 4 款进入到德国站点中的鞋架类销量排名 top10。2017 年，公司荣获“亚马逊全能卖家”称号；2019 年，公司获评“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”，同年 SONGMICS、VASAGLE 同时入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”；2022 年，公司荣膺亚马逊全球开店颁发的“2021 年度‘赢之以恒’年度卖家”称号，并连续两年入选网经社评定的“中国跨境电商百强榜”。

图22：致欧科技品牌形象良好，产品竞争力较强

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	长凳和箱子类	销量排名前 10 款最畅销产品中包揽 7 款
	休闲椅	摇椅类	销量排名前 10 款最畅销产品中包揽 7 款
美国站点	猫爬树	猫爬树类	销量排名前 10 款最畅销产品中包揽 4 款
	衣帽架	衣帽架类	销量排名前 10 款最畅销产品中包揽 3 款
	边桌	客厅桌椅类	销量排名第三的为公司 VASAGLE 品牌产品
	首饰柜	首饰柜类	销量排名第一的为公司 SONGMICS 品牌产品
意大利站点	书架	书柜类	销量排名前 10 款最畅销产品中包揽 5 款
	PU 办公椅	书房家具桌椅类	销量排名前 10 款最畅销产品中包揽 5 款

资料来源：致欧科技审核问询函回复、开源证券研究所

图23：致欧科技店铺排名在各国名列前茅

序号	国家	全品类排名	家具家居类排名
1	法国	3	1
2	德国	9	1
3	西班牙	5	2
4	意大利	6	1
5	美国	48	3
6	英国	27	2

资料来源：致欧科技审核问询函回复、开源证券研究所

**产品定价略高于竞品，彰显品牌较强溢价力。**我们通过对公司在亚马逊美国站售卖的家具、宠物等四个系列产品对比，可以发现公司相关产品在定价均略高于森森电商、亚讯达以及其他竞品品牌的情况下，做到了各款产品的排名、评分总体高于竞品，体现出公司品牌认可度、良好的产品设计给产品带来的溢价。



图24：产品定价略高于竞品，彰显品牌较强溢价力





家具系列	床头柜						电脑桌					
	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分
	HOMCOM (遨森电商)	B07TQS7H3F		69.99-71.99	814	85/3.9	ZINUS (际诺思)	B075F9KPQH		97.89	118	8450/4.7
	VASAGLE (致欧科技)	B07XL2X27V		71.09-78.99	35	1800/4.7	SONGMICS (致欧科技)	B07KG67ZQ5		137.99	101	7231/4.8
家居系列	竹制换鞋凳						鞋架					
	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分
	HOMCOM (遨森电商)	B07FC7H1PM		53.99	522	42/4.6	Whitmor (尤溪志成)	B0055S4VNY		44.99	188	1275/4.6
	SONGMICS (致欧科技)	B07D3MDD82		59.99	23	1142/4.6	SONGMICS (致欧科技)	B00ZOH2J5I		39.99-41.99	55	10082/4.6
庭院系列	藤编沙发						吊床					
	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分
	Outsunny (遨森电商)	B08QTMVBV5		479.99	740	11/3.6	Outsunny (遨森电商)	B093PD644Y		32.99	2221	1/4.0
	SONGMICS (致欧科技)	B08N437R3V		539.99	507	139/4.0	SONGMICS (致欧科技)	B08MVTNK42		84.99	104	123/4.6
宠物系列	猫爬架						猫爬架					
	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分	品牌名称	ASIN	图片	价格区间/美元	排名	评价数/评分
	YAHEETECH (亚讯达)	B0822QZH7H		59.99	35	2265/4.5	Go Pet Club	B007UI47PY		81.99	28	21317/4.6
	FEANDREA (致欧科技)	B0795T91YP		63.99	14	8188/4.7	FEANDREA (致欧科技)	B078HB646M		89.99	23	5018/4.7

资料来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

### 积极进行产品创新，实现成熟的可拆装的结构设计和耐碰撞的平板包材设计。

区别于传统家具品牌，公司专注于线上销售产品，并通过物流配送直达终端消费者，由消费者自主安装。因此，为保证客户对产品安装及使用体验良好，且保证公司产品经济效益，公司在产品设计、生产工艺创新方向上与传统家具品牌商有所差异并占据研发先发优势。以产品结构为例，公司在长期运营经验和深入调研海外消费市场的基础上，对遮阳板、吊床等传统家具的结构设计做出了“可拆装”改进，以可拆装的结构设计和耐碰撞的平板包材设计解决仓储、物流运输的成本难题的同时为消费者提供更友好的购物体验。

表2：致欧科技的创新不仅解决仓储、物流问题，还方便消费者自主安装

产品描述	改进前	改进后	创新优势	类型
种带有遮阳板的休闲躺椅			(1) 通过深入精准的消费者洞察，对市场上休闲躺椅遮阳板进行结构创新，满足消费者躺卧休闲状态下对遮阳板无级调节的需求； (2) 免安装设计，省掉用户安装痛点； (3) 经过多次实验，精选出配件螺丝与胶水配比，提升该品类客户好评率40%。	结构创新
一种增加稳定性的便携吊床			(1) 吊床木棒为组装结构减小体积，增加了便携性； (2) 木棒由直木棒改为弯木棒，减小侧翻风险，提升吊床安全性。	结构创新



产品描述	改进前	改进后	创新优势	类型
菱形边桌结构			(1) 基于对流行风格的准确把握，设计出菱形风格的差异性造型，在投入市场后短时间内即获得消费者认可，实现销量快速攀升； (2) 在不影响产品外观的前提下，通过结构优化，降低产品包装尺寸，实现产品的物流成本降低。	结构创新
分节款电视柜			(1) 分节款工艺有效解决 1.4 米、1.6 米、1.8 米电视柜不能进入平台仓问题。 (2) 包装体积由 150cm*50cm*10cm 下降至 86cm*48cm*15cm。	结构创新
首饰柜裹覆表面处理工艺			(1) 将首饰柜表面处理工艺，由传统的喷漆处理经反复尝试，改为 PVC 裹覆工艺； (2) 裹覆工艺较喷漆工艺使得表面处理环节的生产步骤和生产工时得到显著缩短，节省产品成本； (3) 裹覆工艺的表面处理相较于喷漆，耐磨耐刮能力更好，降低了产品由表面下次阅读引起的客诉问题。	工艺创新
预埋螺母			(1) 解决客户用错螺丝导致的板面顶破损的问题； (2) 解决薄板材生产埋牙深浅度公差异常导致顶破板材的问题。	工艺创新
可调节头枕办公椅			(1) 借鉴飞机头等舱座椅头枕支撑可调设计，在传统办公椅上创新引入该功能； (2) 头枕可调功能以低成本提升了客户的使用体验，对长期使用客户的舒适感有较大提升，使产品在市场上获得了明显的竞争力。	产品创新

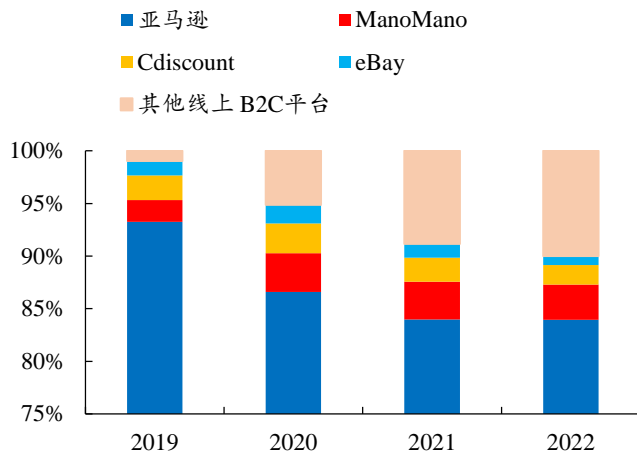
资料来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

### 3.2、渠道：成功进入多地区主力线上销售市场，客单值提升带动收入规模扩大

公司商品已经成功进入欧美及日本主力的线上销售市场。公司主力销售渠道仍为亚马逊，2022 年渠道总收入达 40.85 亿元，收入占比达 75.96%，2021 年公司历时多年已成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列，助力公司多次获得亚马逊等平台授予的卖家荣誉奖项。从客户数量及复购率分析，2022 年 1-6 月及 2021 年公司在亚马逊渠道的客户总数分别为 435.44/928.84 万个，复购率为 5.75%/9.05%，均远高于公司其他平台数据，表明公司在亚马逊平台已经积累了较庞大、高粘性的用户群体。

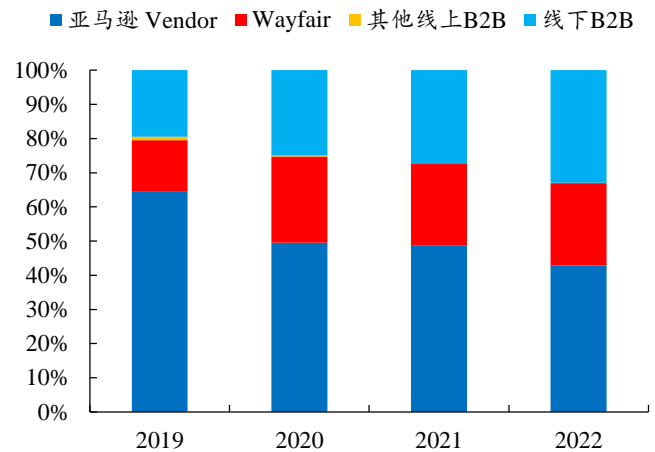
**稳步开拓电商新平台，推动渠道多元化发展。**为避免销售渠道单一，公司同时也在积极拓宽其他销售平台。从公司占比较高的 B2C 业务收入看，2022 年 ManoMano、Cdiscount 等销售平台的收入分别为 1.44/0.80 亿元，2021 年，ManoMano、OTTO、Cdiscount 的客户数量分别达 30.16/28.75/20.93 万个，同比增长 24.6%/228.2%/19.1%。

图25：公司 B2C 线上销售渠道多元且趋于均衡



数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

图26：公司 B2B 销售渠道多元且趋于均衡



数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

表3：公司已入驻各个国家主流电商平台

平台	简要介绍	收入情况	排名情况
亚马逊	1、亚马逊公司(AMZN)是全球最大、最知名的综合类互联网电子商务公司,总部位于美国华盛顿州西雅图,1997年于纳斯达克上市。2022年《财富》世界500强名列第2位,仅次于沃尔玛。2、亚马逊目前开设了美国站、加拿大站、英国站、德国站、法国站、意大利站、澳大利亚站、中国站、日本站、中东站等20余个站点;产品覆盖家居、家具、厨具、家居装修、宠物用品、办公用品、电脑/T、家电、服饰箱包、运动户外休闲、美容化妆、个护健康、母婴用品等各个品类。	2022年营收5,139.83亿美元	Webretailer 全球电商平台排名第一,月访问量56.9亿
eBay	eBay (EBAYO) 是全球第二大综合类互联网电子商务公司,全球最大的拍卖网站,总部位于美国加利福尼亚州,1998年于纳斯达克上市。2、eBay目前覆盖了美国、加拿大、英国、法国、德国、新西兰、澳大利亚、阿根廷、巴西、菲律宾、韩国、土耳其、印度、新加坡、马来西亚等约30个站点:eBay平台产品也覆盖了电子产品、计算机和相关设备、书籍、珠宝手表、家居、家具、等各个品类。	2022年营收97.95亿美元	Webretailer 全球电商平台排名第二,月访问量29.8亿
ManoMano	1、ManoMano 是欧洲第一家、同时也是最大的 DIY、家居和园艺产品专营的垂直电商平台,2013年电由 Chistian Raison、hippededhanill 共同创立,总部位于法国巴黎。2、ManoMano 目前覆盖法国、英国、法国、意大利、西班牙、比利时等国:产品相对聚焦于电动工具、家具家居、园艺供应、游泳池及浴室相关产品等品类。	2020年交易额超12亿欧元	Webretailer 全球电商平台综合排名第41;细分排名中,家居用品类全球第二(仅次于Wayfair),月访问量0.44亿
Cdiscount	1、Cdiscount 是法国本土最大的综合电商平台,成立于1999年,隶属于 Casino 超市集团。2、Cdiscount 主要覆盖的欧洲国家包括法国、比利时、德国、西班牙、意大利、卢森堡等:Cdiscount 销售产品范围广泛,有超过4000万种实时产品上市。	2020年交易额超43亿欧元	Webretailer 全球电商平台综合排名第42,月访问量0.41亿;法国电商协会 Fevad 数据显示, Cdiscount 平台2021年以22.6%市场份额排名法国第二,仅次于亚马逊(52.1%)
Kaufland	1、Kaufland 是德国最大线上和增长最快销售平台之一,隶属于 Schwarz Group, Schwarz Group 是德国最大的零售集团之一,Kaufland 是 Schwarz Group 重要线上销售平台。2、Kaufland 销售覆盖了8个欧洲国家和地区,平台上有超过8,000个卖家在 Kaufland 全球市场提供5000多个类别的4,000多万种产品。	2021年交易额超17亿欧元	Webretailer 全球电商平台综合排名第29,月访问量0.73亿

资料来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

**表4：公司在亚马逊的复购率显著高于其他平台**

复购客户占比	2019	2020	2021	2022H1
亚马逊	11.09%	11.88%	9.05%	5.75%
ManoMano	0.00%	0.00%	0.03%	0.08%
OTTO		0.29%	0.01%	0.04%
Cdiscount	0.02%	0.08%	0.07%	0.05%
eBay	8.13%	8.04%	5.24%	4.39%
Kaufland	3.52%	4.93%	4.94%	0.53%
其他平台	2.12%	3.19%	5.97%	4.57%

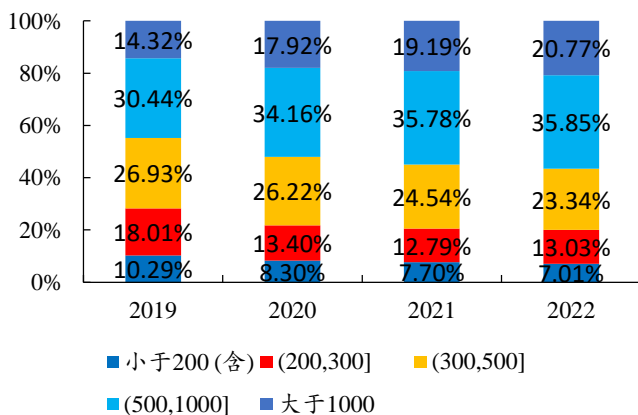
数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

**表5：公司在亚马逊拥有客户数量最多，其余平台客户数量增量明显**

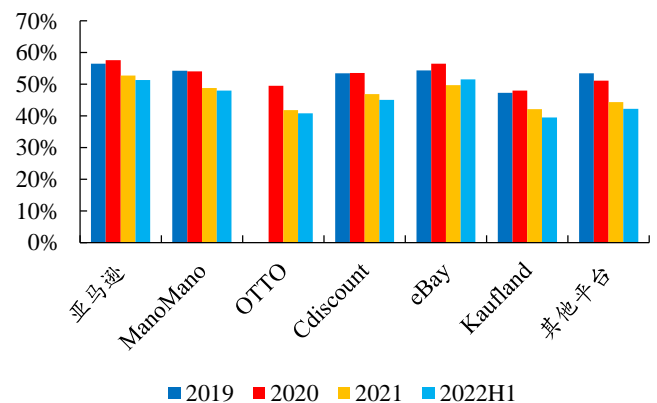
客户数量/万个	2019	2020	2021	2022H1
亚马逊	526.88	705.05	928.84	435.44
ManoMano	8.76	24.21	30.16	15.56
OTTO		8.76	28.75	14.33
Cdiscount	9.05	17.57	20.93	8.01
eBay	7.25	12.32	12.06	4.3
Kaufland	2	10.42	19.7	11.12

数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

线上 B2C 渠道客单值提升明显，各个渠道保持高毛利率水平。我们以公司最主要的亚马逊 B2C 销售渠道订单金额分层的交易金额占比情况分析，线上产品销售仍 1000 元以内的商品销售为主，但 2019-2022 年公司交易金额大于 1000 元的订单金额占比增幅明显，增长了 6.5pct，Cdiscount、ManoMano、eBay 渠道相关数据同样呈现该趋势，表明公司线上 B2C 渠道客单值提升明显，价增为收入规模扩大重要推动。且从公司披露家具系列 2019-2022H1 渠道毛利率情况看，除 Kaufland 渠道外，各个渠道毛利率稳定在 40%+ 以上，其中主要的销售渠道亚马逊平台毛利率分别为 56.48%/57.59%/52.70%/51.33%，处于较高水平。

**图27：公司在亚马逊 B2C 渠道高价产品交易金额占比增多**


数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

**图28：公司各平台毛利率保持较高水平（以家具系列产品为例）**


数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

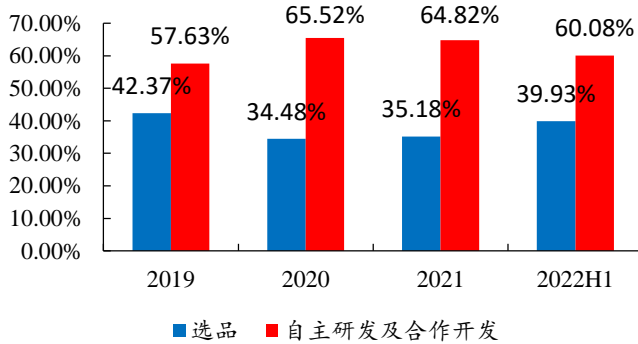
### 3.3、供应链：实现优质快反柔性供应，加大仓储物流全球化自营仓布局

以自主及合作研发为主，外协生产降低生产成本。公司主要采取自主研发或合作开发、外协生产的产品供应模式，产品的生产制造环节全部委托给外协厂商进行。

**产品研发方面**，公司主要采用公司主要采取“自主研发”和“合作开发”的产品研发模式，并辅之以“选品”的模式，能够较好保证产品的更新迭代。2020-2022H1 公司合作及自主研发收入占比稳定在 60%以上。

**生产制造方面**，公司将产品的生产制造环节全部委托给外协厂商进行，并建立严格的供应商管理、产品采购与交付、产品质量管理的相关制度及流程体系。我们认为，外协生产是公司柔性生产的基础，通过外协生产的形式，公司能够充分利用国内制造业产业链完备、分工专业化的比较优势，对多系列、全品类的家具用品进行快速有效的响应，同时也有助于公司降低小批量订单的生产成本。

图29：2020 年以来自主研发及合作开发收入占比稳定



数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

图30：公司质量监控、供应商维护机制完善



资料来源：致欧科技招股说明书

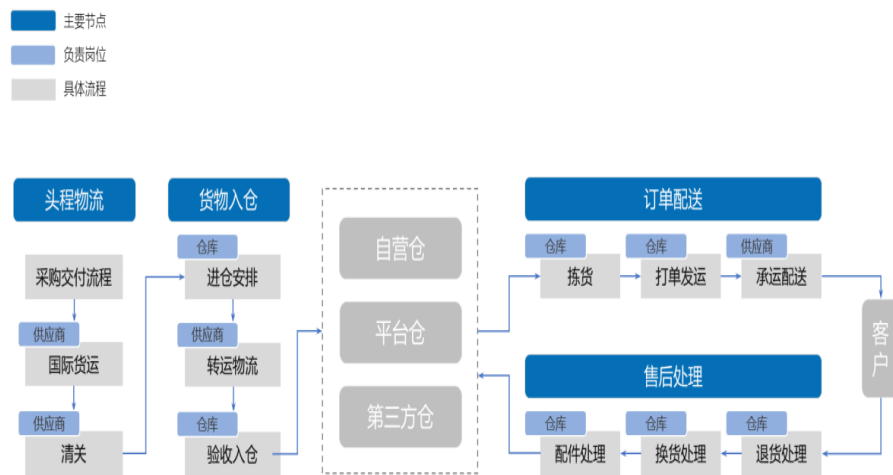
**差异化竞争优势的仓储物流体系为供应链快速反应之基石。**公司经过多年持续对仓储物流体系的建设，已建立了具有差异化竞争优势的“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”跨境电商出口仓储物流体系：

- (1) 自营仓模式：**是进缩短客户下单后的配送时间、提升客户满意度，实现“本土化”经营的关键。公司海外自营仓主要分布于德国、美国等地；国内自营仓则位于东莞。2022 年公司不断加大海外自营仓建设力度，持续完善仓储物流体系，目前海外自营仓发货已成为公司主要的仓储物流方式。
- (2) 平台仓模式：**公司产品由电商平台负责仓储管理及物流配送，相关仓储物流费用由平台从终端客户支付款中直接扣除，亚马逊 FBA 仓是公司最主要的平台仓。
- (3) 第三方仓模式：**公司产品由第三方仓储物流服务商负责仓储管理及物流配送，公司主要的第三方仓储物流服务商包括 SLM Group Holdings、Luno Fashion Limited 等。随着公司销售规模的持续扩大，对全球各地仓储的需求不断提升，第三方合作仓作为对公司自营仓和平台仓的有力补充。

截至 2022 年 12 月 31 日，公司位于德国、美国、中国、英国的境内外自营仓面积合计超过 280,000 平方米，并在中国、欧洲、北美、日本等国家或地区设有多

个第三方合作仓。与此同时，公司自主开发了 WMS 仓储管理系统及内部仓储动态仓位、发货路径优化等技术，有效保证高效、精准的库存管理，提升仓储物流的运营管理效率和服务时效性。

图31：差异化仓储物流体系为供应链快速反应提供基础



资料来源：致欧科技招股说明书

图32：公司自营仓遍布全球

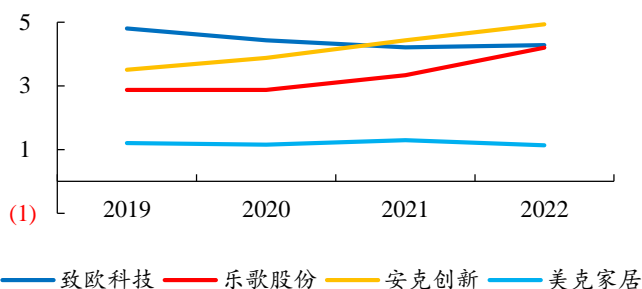


资料来源：致欧科技招股说明书

**存货周转率稳定，运输及仓储费效率边际提升。**受益于成熟的供应链体系，公司存货周转率维持稳定，且处于行业较高水平，2022 年存货周转率为 4.28。**运输费用及仓储费用方面**，公司产品以家具家居产品为主，具有体积和重量相对较大、运费相对较高等特点，因此运输费用及仓储费用高于同行，但随着公司海外自营仓体系搭建完善及产品库存结构优化，公司运输费用及仓储费用占比边际下降，公司费效比逐步提升。

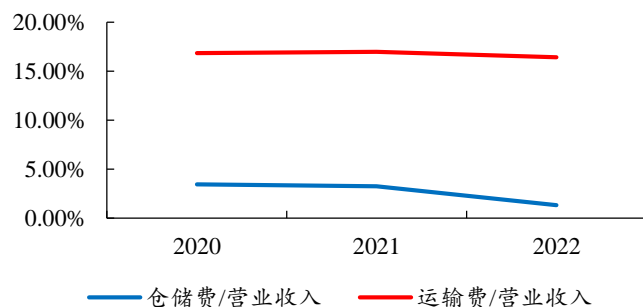


图33：公司存货周转率稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：公司运输费用及仓储费用占比边际下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、未来展望：2023 年业绩弹性可期，募投加码强化核心竞争力

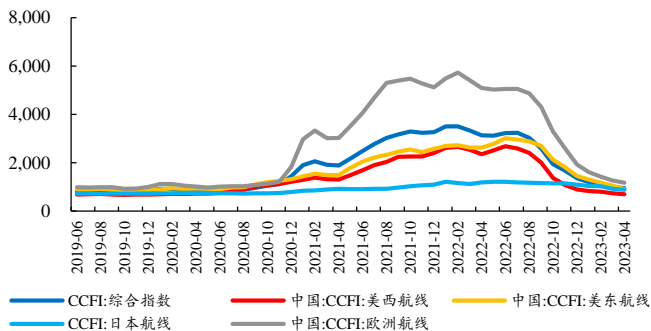
### 4.1、短期：外部海运费回落+内部产品结构优化，2023 年业绩弹性可期

短期来看，公司 2023Q2 营收及归母净利润已有边际向好趋势，公司外部压制因素解除，内部产品结构调整推进，我们看好公司顺利承接 2023 年下半年欧美市场的消费旺季，2023 年全年业绩弹性可期。

**外部因素看，海运费回落成本端压力释放。**2021 年因海运供需严重失衡，促使运价持续上涨，公司欧洲航线、北美航线的海运费实际结算价的平均价格较 2020 年分别上涨了 250.82%、102.25%，使得公司营业成本被大幅拉升。2021-2022 年，公司海运费占主营业务成本比例分别为 15.59%/16.58%，占比上升明显。截止 2023 年 4 月，CCFI 综合指数已回落 948.8 点，同比下降 69.71%，环比下降 5.27%，海运费回落将利好公司成本费用降低，盈利能力边际修复。**内部因素看，产品结构改善，新品推新或贡献增量。**公司自年初起着力于淘汰部分盈利不佳的产品，并逐步上架新品，精简 SKU 优化产品矩阵，生产效率有望提升，新品有望贡献营收增量。

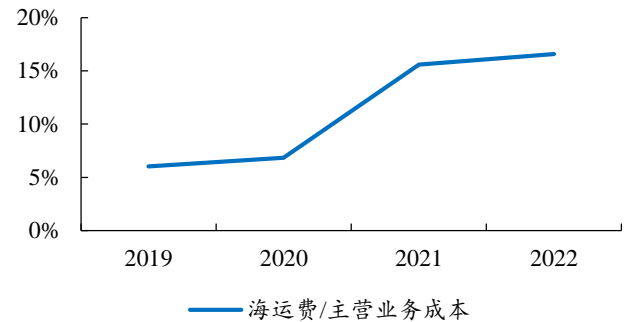
**营收及归母净利润边际改善趋势明显，看好下半年销售旺季业绩持续改善。**我们根据公司招股说明书披露数据测算，2023Q2 公司预计营业收入为 13.6-14.6 亿元，环比+7.50%至+15.39%，同比-1.4%至+5.9%；归母净利润为 0.88-0.98 亿元，环比+0.28%至+11.72%，同比+48.7%至+65.7%。公司产品结构优化及产品推新加快，在海外市场通胀压力仍在下营收及归母净利润仍有望实现同比及环比双增；同时因受益于海运费回归常态，成本端压力释放，归母净利润增速将快于收入增速。展望公司 2023 年下半年发展，下半年新品将持续贡献收入，且欧美主要国家的主要法定假日和线上购物节集中在下半年，因此预计 2023 年下半年销售将持续改善。

图35：海运价格逐步回归正常



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：因海运供需失衡，海运费占主营业务成本比例上升明显



数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

## 4.2、中长期：募投项目紧扣微笑曲线两端，募投加码、渠道及品类扩张推进加速成长

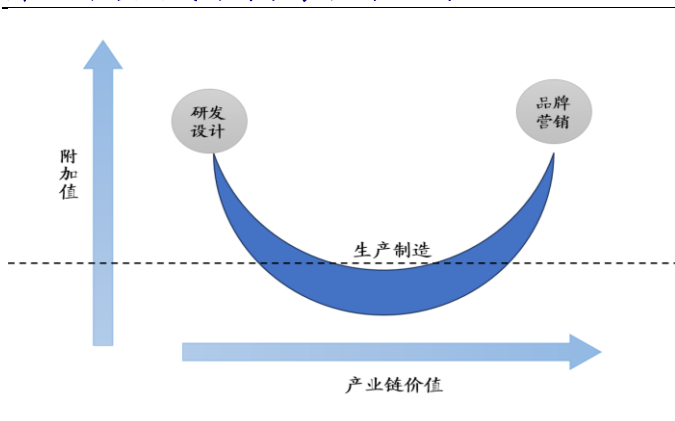
中长期来看，募投项目将助力公司开启新一轮发展，同时我们预计公司将对标宜家，继续推进扩品类、扩渠道战略，驱动公司发展。

**募投项目方面**，公司公开发行人不超过 4,015.00 万新股，占发行后总股本比例不低于 10%，发行募集资金扣除发行费用后，公司将依次用于投资：（1）研发设计中心建设项目；（2）仓储物流体系扩建项目；（3）郑州总部运营管理中心建设项目。

**募投项目紧扣微笑曲线两端提升公司核心竞争力**。总体上看，公司募投项目以加大研发、仓储及总部信息化运营投资为主，意在继续专注于提升高附加值的研发设计端及运营销售端，强化“微笑曲线”上游的研发迭代和设计创新，以及下游的品牌运营和销售渠道，多维度加强公司的核心竞争力。

**加码仓储物流建设降本增效可期**。“仓储物流体系扩建项目”为公司最大募投项目，计划投资 5.17 亿元，占募投总金额 34.8%，公司计划在国内外建设多个仓储物流中心（仓储面积合计 181,000 平方米），仓储面积的扩大有利于增强公司自发货实力，自发货模式因无需支付平台仓储费用，其费用明显低于平台仓代发，仓储物流体系建设的加强，将使得公司的仓储成本进一步降低，降本增效推进。

图37：微笑曲线两端为高附加值区域



资料来源：开源证券研究所

图38：自发货模式明显降低仓储物流成本

项目	平台仓代发模式	自发货模式
平台交易费用率	17%	17%
运输费用率	24%	17%
仓储费用率	3%	
合计	44%	34%

注：上表中费用率是为了简化测算的近似费用率，非财报精确费用率。平台仓代发模式使用亚马逊 FBA 相关费用测算。

数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

表6：公司募投项目集中于仓储物流及研发的核心竞争力提升

项目名称	项目投资总额(万元)	拟使用募集资金金额(万元)	投资金额占比	项目建设期	项目概况
研发设计中心建设项目	31,802.26	31,802.26	21.4%	36个月	本项目拟在广东省东莞市购置场地，购买研发设计相关软硬件设备，招聘一批研发设计人才团队，在公司现有研发设计中心的基础上进行升级建设，包含建设研发设计中心、创新培训中心和视觉创意中心。
仓储物流体系扩建项目	51,677.57	51,677.57	34.8%	36个月	本项目拟通过在国内租赁场地的方式，购置仓储物流硬件及软件设备，招聘仓储物流相关人员，建设仓储物流中心，构建现代化的高效率全球仓储物流体系，提高国内外仓储容量、仓储自动化和信息化程度以及公司在海外市场的仓储物流本土化服务能力。本项目计划在国内建设多个仓储物流中心，仓储面积合计 181,000 平方米。
郑州总部运营管理中心建设项目	35,096.72	35,096.72	23.6%	36个月	本项目拟在河南省郑州市购置场地，扩大公司办公场地，设置家居产品检测中心等区域，购置配套产品质量检测与实验设备等，并增加多种服务器、数据存储及相关管理信息化系统等软件，引进高素质的信息系统开发、运营销售、摄影、供应链等各部门专业人才团队，对公司总部运营管理中心进行升级建设。
补充流动资金	30,000.00	30,000.00	20.2%		
总计	148,576.55	148,576.55	100.0%		

资料来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

**扩品类：“线上宜家”初具规模，品类扩张为赶超重点。**全球最大的家具及家居用品企业之一的宜家为致欧科技重要的对标公司，宜家自设立之初便坚持多产品线布局，据宜家官方商城资料显示，宜家可为消费者提供的产品品类包括床及床垫、沙发坐具、清洁工具、餐具、婴童用品、窗帘纱布、宠物用品等 20 多个细分品类，实现家居户外全场景覆盖，产品总 SKU 数量超万个，同时打造出比利书架、帕克斯 PAX 衣柜等热销产品。致欧科技截至 2022 年底，已形成涉及 303 个细分品类产品矩阵，产品 SPU 数量为 3,335 个，产品的数量及产品在场景的深入度上与宜家仍存在较大差距，我们梳理对比宜家及致欧科技的产品矩阵，致欧科技在办公空间、零售商铺等场景的布局较为空白。我们预计，未来公司将继续深耕家居行业产品，加快家居全场景产品品类拓展速度，以此打开收入成长空间，2022 年公司新增拓展 46 个产品销售细分品类，SPU 增加 310 个。

表7：宜家产品品类丰富，形成独具特色服务矩阵

产品销售								
图片	卧室	餐厅	儿童房	浴室	书房和办公	门厅	户外	阳台
	卧室家具组合、床、床垫、床头柜、衣		沙发、沙发床、扶手椅和贵妃椅、茶几	儿童床、儿童床垫、儿童纺织品、儿童衣		浴室家具、浴室配件、浴室花洒、清洁及		书桌和办公桌、书桌椅和办公椅、抽屉
	鞋柜和衣帽架、门厅衣柜		户外家具、户外地板、户外储物、遮阳伞		挂钩和衣架、晾衣架、洗衣篮、清洁配			

品	柜、抽屉柜和抽屉框架、储物收纳用品、卧室纺织品、灯具、地毯、装饰品	和边桌、电视和多媒体家具、书柜和置物架、橱柜和展示柜、灯具、地毯、纺织品、门厅家具组合	柜、玩具、婴儿玩具、毛绒玩具、玩具、儿童储物和收纳件、婴儿家具、儿童灯具	晾晒用品、清洁晾晒组合柜、浴室淋浴门、浴室台盆	柜-书房和办公室、储物物件柜、书柜、完整墙面搁板、工作灯、储物收纳用品	框架、凳和长凳、储物盒和储物篮、储物收纳方案、挂钩和衣架、墙储物、连壁搁板	和凉亭、烧烤、户外靠垫、户外地毯、户外花盆和植物、户外照明、户外配件	件、烫衣板、储物盒和储物篮、花盆和植物、地毯、门垫和地板
服务矩阵								
服务	 设计服务（全屋设计、厨房设计）	 组装及安装服务	 对公业务	 送货服务				
简介	由宜家专业设计人员提供专业设计支持，		提供完整厨房和浴室的安装服务，有偿提供上门组装家具服务		设计采购服务以来，服务了超10万家的中小微企业客户，提供专业的、引领市场的设计和便捷的采购服务。		宜家为全国301个城市范围提供货车配送服务，在库存充足的情况下，大部分地区的到货时间在一周以内。	

资料来源：宜家家居中国官网、开源证券研究所

表8：致欧科技产品矩阵完善，可满足多场景使用需求

	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、吧台、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
	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣机、衣撑等	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架等	玩具架、帐篷等	铝梯等
庭院系列	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材		
	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	

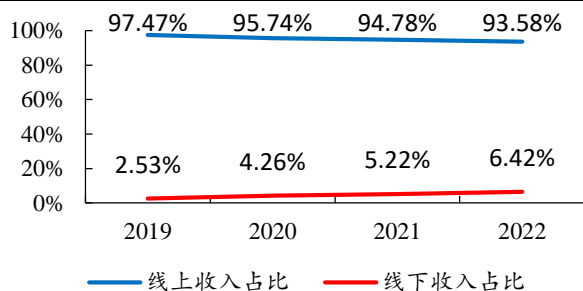
资料来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

**扩渠道：稳步扩张线上销售平台，销售市场多元化趋势明显。**相较于宜家，目前公司已建立了较为完善的线上销售渠道，2022年公司线上渠道占比93.6%，其中线上B2C渠道中亚马逊渠道占比83.95%，较2019年下滑，主要系公司深化其他线上销售渠道所致。未来公司仍将以亚马逊平台为基础，持续拓展eBay、日本乐天等知名电商平台合作，不断优化线上市场营销策略、服务能力和产品市场渗透度，稳步提高公司线上市场份额。**分地区看，公司新兴市场收入占比稳步上升。**公司产品先后进入西欧、北美、日本等68个国家和地区市场，美国、德国、法国等欧美市场是公司最主要的产品销售地，维持较为稳定的销售占比。公司近年来也着力开拓包括日本、澳大利亚、沙特阿拉伯、韩国、新西兰等新兴市场，日本及其他地区



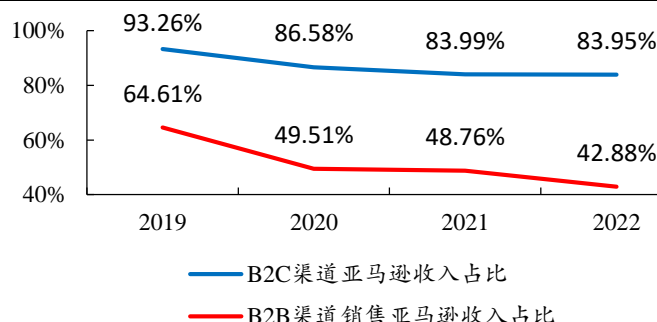
订单金额及订单数量占比呈现逐步上升趋势，公司销售市场朝向多元化发展。

图39：公司销售仍以线上销售为主



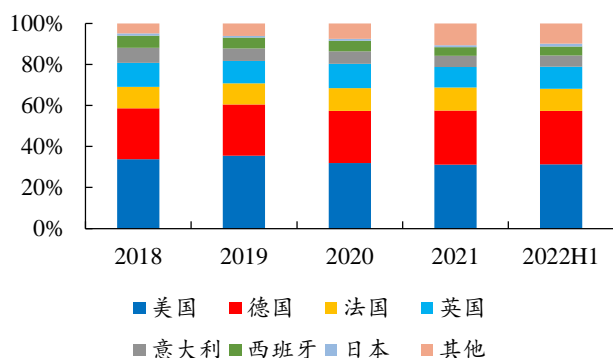
数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

图40：公司 B2C 销售渠道亚马逊收入占比逐步降低



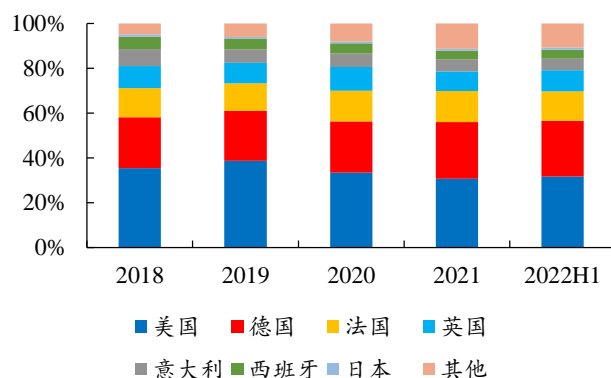
数据来源：致欧科技招股说明书、开源证券研究所

图41：欧美市场订单量占总单量 90%左右



数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

图42：欧美市场订单金额占总销售金额 90%左右



数据来源：致欧科技审核问询函的回复、开源证券研究所

## 5、盈利预测

### 5.1、关键假设

**收入端：**我们预计 2023-2025 年公司总营收分别为 65.79/79.08/95.93 亿元，同比增长 20.6%/20.2%/21.3%。公司深耕家居跨境电商领域，至今已成为全球互联网家居领军品牌，公司前期依靠亚马逊平台实现收入规模稳步扩大，从 2018 年的 15.9 亿元稳步增长至 2022 年的 54.6 亿元，CAGR 达 36.0%。展望公司未来发展，募投项目紧扣研发、品牌运营等微笑曲线高附加值端；同时，公司对标宜家，积极推进扩渠道、扩品类战略，我们看好新品类新渠道扩张推动公司加速成长。关键假设如下：

公司将业务按销售产品品类划分为家具系列、家居系列、庭院系列及宠物系列。拆分来看：

**(1) 家具系列：**2022 年业务在疫情影响下受损严重。但展望业务发展，短期来看，业务将受益于后疫情时期 C 端消费需求的逐步恢复；长期来看，随着公司产品结构逐步优化，新品有望贡献营收增量，我们看好业务中长期稳健发展，预计



2023-2025 年业务收入增速分别为 16.5%/14.3%/15.8%。

**(2) 家居系列：**该系列主要包含收纳类、用具类和装饰类产品，疫情期间产品销售受到的冲击相对较小。我们预计，业务未来驱动同样来自于下游市场消费力恢复及新品上样推动，业务预计实现平稳增长。预计 2023-2025 年业务收入增速分别为 28.5%/25.2%/27.2%。

**(3) 宠物系列：**为公司战略性重点发力业务，系列产品主要包括猫窝、狗窝、宠物垫、喂食碗架等。宠物用品行业正处于扩容时期，市场空间较大，且公司将在 2023 年继续加强相关产品研发及产品推新，预计 2023-2025 年业务收入增速分别为 23.0%/20.4%/27.9%。

**(4) 庭院系列：**系列产品受益于户外用品需求增长，2020-2021 年收入增速呈现高双位数增长，2022 年在疫情影响及高基数下，该系列产品收入下滑。随着疫情影响逐步消退，我们看好系列产品销售收入增速回正，预计 2023-2025 年业务收入增速分别为 29.0%/25.4%/22.2%。

**利润端：**海运价格回落、产品结构优化及海外自建仓布局深化，利好公司盈利能力弹性恢复，我们看好公司盈利能力稳步提升。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.94/4.83/6.15 亿元，同比增长 57.5%/22.6%/27.3%，对应净利率 6.0%/6.1%/6.4%，毛利率为 31.9%/32.0%/32.3%。

**表9：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润同比 57.5%/22.6%/27.3%**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>39.71</b>	<b>59.67</b>	<b>54.55</b>	<b>65.79</b>	<b>79.08</b>	<b>95.93</b>
YoY	70.8%	50.3%	-8.6%	20.6%	20.2%	21.3%
毛利率%	37.9%	32.6%	31.7%	31.9%	32.0%	32.3%
<b>家具系列</b>	<b>19.69</b>	<b>30.92</b>	<b>25.86</b>	<b>30.13</b>	<b>34.45</b>	<b>39.89</b>
YoY	95.5%	57.1%	-16.4%	16.5%	14.3%	15.8%
占比	49.6%	51.8%	47.4%	45.8%	43.6%	41.6%
毛利率%	50.3%	45.3%	44.8%	38.3%	39.3%	38.5%
<b>家居系列</b>	<b>13.63</b>	<b>18.77</b>	<b>18.68</b>	<b>24.00</b>	<b>30.05</b>	<b>38.22</b>
YoY	52.9%	37.7%	-0.4%	28.5%	25.2%	27.2%
占比	34.3%	31.5%	34.2%	36.5%	38.0%	39.8%
毛利率%	59.4%	54.7%	53.6%	53.1%	54.3%	55.5%
<b>庭院系列</b>	<b>3.86</b>	<b>6.33</b>	<b>5.32</b>	<b>6.86</b>	<b>8.60</b>	<b>10.52</b>
YoY	61.1%	64.1%	-16.0%	29.0%	25.4%	22.2%
占比	9.7%	33.7%	28.5%	28.6%	28.6%	27.5%
毛利率%	61.1%	54.9%	46.4%	48.9%	49.1%	49.3%
<b>宠物系列</b>	<b>2.35</b>	<b>3.42</b>	<b>3.78</b>	<b>4.65</b>	<b>5.60</b>	<b>7.16</b>
YOY	45.9%	45.8%	10.4%	23.0%	20.4%	27.9%
占比	5.9%	5.7%	6.9%	7.1%	7.1%	7.5%
毛利率%	56.0%	52.0%	49.3%	45.8%	46.0%	45.8%
<b>归母净利润</b>	<b>3.80</b>	<b>2.40</b>	<b>2.50</b>	<b>3.94</b>	<b>4.83</b>	<b>6.15</b>
YOY	252.1%	-36.9%	4.3%	57.5%	22.6%	27.3%
净利率	9.6%	4.0%	4.6%	6.0%	6.1%	6.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.2、相对估值

公司为跨境电商头部品牌，主营家居产品销售。我们参照公司招股说明书，选取了与致欧科技同为跨境电商头部企业的华凯易佰、安克创新，同时选取了以智慧

家居产品和公共海外仓业务为主的乐歌股份。截至 2023 年 6 月 28 日，可比公司 2023 年的平均 PE 为 20.2X。

致欧科技作为以家居产品销售为主的跨境电商龙头企业，在渠道、产品及供应链的核心竞争力强，同时盈利能力回升及新品推新有望贡献超额收益，长期受益于扩品类及扩渠道的战略推进，因此我们看好公司享受一定的估值溢价，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.94/4.83/6.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.20/1.53 元，当前股价对应 PE 为 21.7/17.7/13.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：公司作为行业龙头，估值水平具备提升空间

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE（倍）			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
乐歌股份	53.1	2.2	3.0	4.0	5.1	0.9	1.3	1.7	2.1	18.5	13.4	10.1	8.0
安克创新	347.6	11.4	13.6	15.6	18.3	2.8	3.4	3.8	4.5	30.4	25.5	22.3	19.0
华凯易佰	78.0	2.2	3.6	5.4	6.7	0.8	1.3	1.9	2.3	35.6	21.6	14.6	11.6
可比公司平均										28.2	20.2	15.7	12.9
致欧科技	85.3	2.5	3.9	4.8	6.2	0.6	1.0	1.2	1.5	34.1	21.7	17.7	13.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（乐歌股份、安克创新、华凯易佰、致欧科技盈利预测均取自开源证券研究所，收盘价截止日期为 2023 年 6 月 28 日）

## 6、风险提示

终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

### 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2099	2203	3133	3025	4331
现金	513	1039	1253	1506	1827
应收票据及应收账款	125	143	0	0	0
其他应收款	113	106	158	160	226
预付账款	90	17	112	43	145
存货	1052	689	1401	1108	1924
其他流动资产	206	208	208	208	208
<b>非流动资产</b>	1326	1275	1277	1282	1289
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	39	44	45	48	53
无形资产	7	9	10	12	14
其他非流动资产	1280	1222	1221	1222	1222
<b>资产总计</b>	3426	3478	4410	4307	5620
<b>流动负债</b>	1065	938	1476	890	1588
短期借款	380	341	1202	628	1279
应付票据及应付账款	345	242	0	0	0
其他流动负债	340	355	274	262	309
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	1886	1670	2209	1623	2321
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	361	361	361	361	361
资本公积	652	652	652	652	652
留存收益	535	785	1179	1662	2277
<b>归属母公司股东权益</b>	1540	1807	2201	2684	3299
<b>负债和股东权益</b>	3426	3478	4410	4307	5620

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	265	988	-509	846	-305
净利润	240	250	394	483	615
折旧摊销	6	9	6	6	7
财务费用	94	-14	27	31	27
投资损失	-19	-14	-13	-15	-14
营运资金变动	-136	552	-915	350	-936
其他经营现金流	81	204	-8	-8	-4
<b>投资活动现金流</b>	-147	-252	10	12	3
资本支出	35	13	9	11	13
长期投资	-133	-269	0	0	0
其他投资现金流	21	30	19	23	16
<b>筹资活动现金流</b>	187	-568	-149	-31	-27
短期借款	348	-39	861	-574	651
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-162	-529	-1010	543	-678
<b>现金净增加额</b>	289	185	-647	827	-330

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5967	5455	6579	7908	9593
营业成本	4020	3729	4477	5374	6494
营业税金及附加	1	4	2	4	5
营业费用	1313	1201	1403	1686	2015
管理费用	177	174	210	252	306
研发费用	25	45	54	65	79
财务费用	94	-14	27	31	27
资产减值损失	-87	-23	-56	-72	-70
其他收益	5	12	6	8	9
公允价值变动收益	24	-7	5	7	2
投资净收益	19	14	13	15	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	301	311	488	600	762
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	299	309	486	598	760
所得税	59	59	93	115	145
<b>净利润</b>	240	250	394	483	615
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	240	250	394	483	615
EBITDA	313	307	509	623	779
EPS(元)	0.60	0.62	0.98	1.20	1.53

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	50.3	-8.6	20.6	20.2	21.3
营业利润(%)	-35.8	3.4	57.1	22.8	27.0
归属于母公司净利润(%)	-36.9	4.3	57.5	22.6	27.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.6	31.6	31.9	32.0	32.3
净利率(%)	4.0	4.6	6.0	6.1	6.4
ROE(%)	15.6	13.8	17.9	18.0	18.6
ROIC(%)	12.2	10.6	12.0	15.0	13.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.0	48.0	50.1	37.7	41.3
净负债比率(%)	-2.2	-31.9	-2.3	-32.7	-16.6
流动比率	2.0	2.3	2.1	3.4	2.7
速动比率	0.7	1.4	1.0	1.9	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9
应收账款周转率	49.9	40.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	15.3	12.7	37.1	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.62	0.98	1.20	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.46	-1.27	2.11	-0.76
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.50	5.48	6.68	8.22
<b>估值比率</b>					
P/E	35.6	34.1	21.7	17.7	13.9
P/B	5.5	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	24.4	23.1	15.0	10.9	9.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn