仅供内部参考，请勿外传！

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 27 日
致欧科技(301376.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

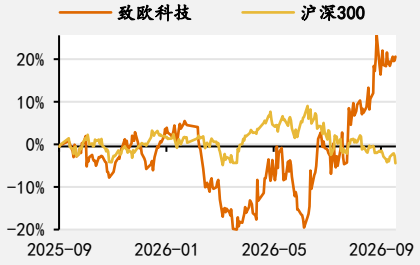
家具

家居跨境龙头品牌，业绩持续改善可期

投资评级	买入-A
	首次评级
12 个月目标价	29.40 元
股价（2026-09-24）	22.85 元

交易数据	
总市值(百万元)	9,196.42
流通市值(百万元)	4,424.74
总股本(百万股)	402.47
流通股本(百万股)	193.64
12 个月价格区间	15.28/23.8 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.5	51.2	16.0
绝对收益	10.8	41.0	13.2

罗乾生 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@sdicsc.com.cn

刘夏凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525050001
liuxf3@sdicsc.com.cn

相关报告

致欧科技：深耕欧美市场的跨境家居品牌龙头。公司成立于2010年、2023年登陆创业板，形成家具、家居、宠物及运动户外四大产品矩阵，并以SONGMICS HOME统筹SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA三大子品牌。公司以欧洲和北美为核心市场，以线上B2C销售为主，并加快拓展亚马逊VC模式及多元线上平台。截至2026年8月28日，创始人宋川直接持股50.01%，为控股股东及实际控制人。2025年，公司营业收入和归母净利润分别为87.01亿元和3.36亿元，同比增长7.10%和0.67%；2026年上半年分别为48.26亿元和2.46亿元，同比增长19.32%和29.16%，业绩增速提升。

出口跨境电商万亿赛道持续扩容，竞争升级利好品牌龙头。2015—2025年，我国出口跨境电商规模由4.50万亿元增至14.36万亿元，年均复合增速约12.3%，2025年同比增长4.8%，行业由高速扩张转向稳健增长。随着平台流量竞争加剧、关税及合规要求趋严，叠加家居大件本地履约难度较高，行业竞争由粗放铺货转向品牌、平台运营与全球供应链能力比拼，龙头企业有望持续提升市场份额。

渠道升级拓宽增长路径，产品与供应链能力支撑业务放量。1）渠道：公司加快发展平台直接采购模式（VC模式），VC收入占比快速提升。该模式下，亚马逊负责终端定价、销售及部分消费者履约，公司更聚焦产品开发与供货，可借助平台流量推动中大件产品放量，并省去SC模式下的平台佣金、部分广告及尾程配送费用，优化公司整体费用结构。2）产品力：公司围绕“好看不贵、安装便捷”的产品定位，通过系列化设计打造风格统一、场景适配的产品组合，并以免安装设计降低安装门槛，形成兼具设计感、价格竞争力与安装便利性的产品优势。在此基础上，公司依托标准化技术体系持续推进产品迭代与新品类拓展，拓宽收入增长空间。3）供应链：公司依托产能、运输与仓配协同的跨境供应链体系持续降本增效、强化竞争壁垒。“中国+东南亚”产能布局增强供货弹性并优化关税成本，海运长协提升运输成本可控性。欧美仓配网络提升仓储运营与尾程配送效率，持续巩固本地履约与成本优势。

投资建议：我们预计致欧科技2026—2028年营业收入为109.75、132.42、155.49亿元，同比增长26.1%、20.7%、17.4%；2026—2028年归母净利润为4.79、5.94、7.05亿元，同比增长42.6%、24.0%、18.8%。我们给予公司2027年20倍PE，目标价29.40元。

风险提示：海外市场需求波动风险；渠道拓展及平台经营风险；海外仓运营及存货减值风险；关税、汇率及贸易政策风险；供应链风险；测算及假设不及预期风险。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	8,124	8,701	10,975	13,242	15,549
净利润	334	336	479	594	705
每股收益(元)	0.83	0.83	1.19	1.47	1.75
市盈率(倍)	27.4	27.3	19.1	15.4	13.0
市净率(倍)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
净利润率	4.1%	3.9%	4.4%	4.5%	4.5%
净资产收益率	10.3%	9.9%	13.2%	15.0%	16.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 跨境电商家居品牌龙头，收入增长与盈利修复提速 5
1.1. 深耕欧美跨境家居，自有品牌出海领先 5
1.2. 股权集中，管理层经验丰富，激励充分 5
1.3. 营收增长提速，成本费用改善推动盈利修复 6
2. 出口跨境电商规模持续增长，经营门槛提升利好头部企业 8
2.1. 出口跨境电商稳步扩容，家居出海综合经营门槛提升 8
2.2. 海外家居电商市场持续扩大，线上化趋势提供需求支撑 11
2.3. 亚马逊稳居欧美核心平台，竞争深化抬升精细化运营要求 14
2.4. 家居跨境企业优势各异，欧美线上品牌竞争呈区域分化 19
3. 渠道升级打开增长空间，产品与供应链能力支撑业务放量 21
3.1. 全场景产品矩阵夯实经营基础，品牌整合深耕本土化运营 21
3.2. VC 快速放量优化费用结构，多元渠道拓宽增长空间 23
3.3. 产能、运输与仓配全链条协同，强化供应链韧性与成本优势 25
3.4. AI 嵌入核心业务流程，推动跨境运营提质增效 28
4. 盈利预测与估值 29
5. 风险提示 32

图表目录

图 1. 致欧科技股权结构 6
图 2. 公司营业收入及同比变化 7
图 3. 公司归母净利润及同比变化 7
图 4. 按地区分类营收（亿元） 7
图 5. 按销售模式分类营收（亿元） 7
图 6. 公司毛利率与净利率 8
图 7. 公司各项费用率 8
图 8. 中国出口跨境电商市场规模及增速 8
图 9. 中国家具出口规模及变动 9
图 10. 中国家具出口目的地占比 9
图 11. 2026 年中国跨境电商海外仓全球布局 10
图 12. 全球零售与零售电商规模、增速及渗透率 11
图 13. 主要海外地区电商市场收入额及复合增速 11
图 14. 北美家具零售、电商市场规模及线上渗透率 12
图 15. 欧洲家具零售、电商市场规模及线上渗透率 12
图 16. 2025 年欧洲国家家具电商收入构成 12
图 17. 全球电商用户数量及增速 13
图 18. 全球不同年龄段消费者线上消费占比 13
图 19. 欧洲、北美家居电商用户数量及变动 13
图 20. 2026 年欧美主要国家境内与跨境电商收入占比预测 14
图 21. 2025 年欧洲跨境消费者购买的主要商品品类 14
图 22. 2025 年全球电商平台 GMV（十亿美元） 14
图 23. 受访消费者最近一次跨境购物所使用的平台占比 14
图 24. 2025 年美国电商平台 GMV 份额 14
图 25. 2025 年英国电商平台 GMV 份额 15
图 26. 2025 年德国电商平台 GMV 份额 15

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图 27. 2025 年法国电商平台 GMV 份额 15
图 28. 2025 年澳大利亚电商平台 GMV 份额 15
图 29. 亚马逊全球 GMV 卖方占比 15
图 30. COSMO 电商意图知识生成框架 18
图 31. COSMO 搜索导航应用示例 18
图 32. 公司主要产品收入占比及营收增速 22
图 33. 公司 2025 年新推出的系列化产品 22
图 34. 公司免安装系列及标准化技术体系 22
图 35. 公司全球专利授权累计数量及增速 22
图 36. 公司亚马逊免安装产品页面图 22
图 37. 公司 TOOLLESS 技术组件分解示意图 22
图 38. 公司 2024 年巴黎 MO 展免安装挑战赛现场 23
图 39. 公司“S-HOME 致爱家”全球公益计划 23
图 40. 公司亚马逊 VC 收入、变动与占比 24
图 41. 公司各销售渠道收入占比 25
图 42. 公司新兴渠道收入及增速 25
图 43. CCFI 中国出口集装箱运价指数 26
图 44. 公司仓储费用及营业总收入同比变动 26
图 45. 公司尾程物流成本及其占营业成本比重 26
图 46. 2026 年上半年致欧科技海外仓布局 27
图 47. 公司全流程控制情况 28

表 1： 致欧科技品牌矩阵 5
表 2： 致欧科技主要管理层人员 6
表 3： 欧美线上平价家居市场主要卖方类型及经营模式对比 9
表 4： 中国跨境电商供应链发展阶段 10
表 5： 中国、美国、欧盟跨境电商相关政策 10
表 6： 2025 年亚马逊各地区中国卖家数量及占比 15
表 7： 2024—2025 年亚马逊美国站 Home & Kitchen 类目主要经营指标 16
表 8： 2025 年亚马逊家居细分类目主要经营指标 16
表 9： 亚马逊平台卖家 SC 与 VC 模式对比 17
表 10： 主要家居跨境上市公司经营情况对比 20
表 11： 亚马逊主要站点重点家居品类 Best Sellers 榜前 10 名品牌构成 21
表 12： 致欧科技亚马逊 SC 与 VC 模式对比 24
表 13： 公司东南亚产能转移进程 25
表 14： 公司营业成本拆分 27
表 15： 公司 AI 智能体业务覆盖全景 28
表 16： 公司 2024-2026 年上半年 AI 在营销端使用情况 29
表 17： 公司营收预测（按地区拆分） 30
表 18： 公司营收预测（按渠道拆分） 31
表 19： 致欧科技与可比公司估值对比（截至 2026 年 9 月 23 日） 32

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

1. 跨境电商家居品牌龙头，收入增长与盈利修复提速

1.1. 深耕欧美跨境家居，自有品牌出海领先

致欧科技是国内跨境电商家居品牌龙头。公司以亚马逊、OTTO、独立站等海外电商平台为主要渠道，面向欧洲、北美等终端消费市场，开展自有品牌家具家居产品的研发设计、品牌运营与跨境销售。经营模式上，公司生产制造环节主要通过外协供应商完成，自身重点把控供应链管理、质量控制及海外仓配履约等关键环节。公司以 B2C 模式为基础，近年加速拓展亚马逊 Vendor、Wayfair 等 B2B 渠道，形成 B2C 与 B2B 协同发展的销售体系。品牌端，公司旗下形成 SONGMICS、VASAGLE 及 FEANDREA 三大自有品牌矩阵，分别覆盖家居用品、风格家具及宠物家居等细分领域，并于 2024 年整合 SONGMICS HOME 主品牌体系，以主品牌统筹旗下子品牌运营，强化品牌协同与全球市场认知。目前，公司产品已进入欧洲、北美等主要海外市场，覆盖 70 余个国家和地区，累计服务全球家庭用户超过 2000 万。

表1：致欧科技品牌矩阵

品牌名	品牌 Logo	定位	产品方向	场景与产品展示
SONGMICS HOME（母品牌）	SONGMICSHOME	为全球家庭提供具有设计感且物超所值的超便捷家居解决方案	统领 SONGMICS、VASAGLE 及 FEANDREA 三大产品品牌，覆盖家居、家具及宠物家居	
SONGMICS	SONGMICS	家居产品品牌	家居收纳、家居装饰、户外花园用品、休闲运动用品等	
VASAGLE	VASAGLE	风格家具产品品牌	融合现代家具复合功能需求与时尚潮流审美的家具产品	
FEANDREA	feandrea	宠物家居产品品牌	宠物休憩、宠物出行、宠物玩乐及宠物清洁用品	

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

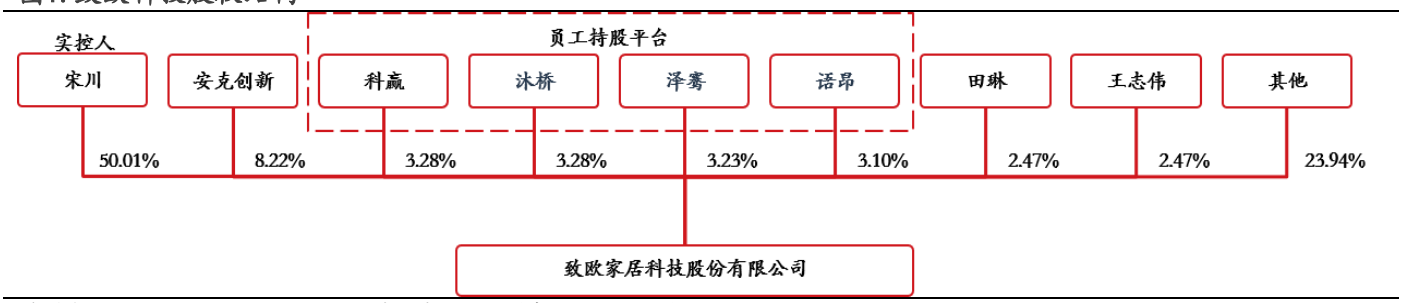
1.2. 股权集中，管理层经验丰富，激励充分

公司股权结构集中，创始人宋川为控股股东及实际控制人。截至 2026 年 8 月 28 日，宋川直接持有公司 50.01%的股份，控制权稳固；安克创新持股 8.22%，为第二大股东，其于 2018 年参与公司首轮融资，双方在跨境电商运营、品牌建设等方面具备一定产业协同基础。科赢投资、沐桥投资、泽骞咨询及语昂咨询四大员工持股平台合计持股 12.89%，进一步绑定核心员工利益。2026 年 6 月，宋川基于对公司长期发展的信心，自愿将其继承取得的占公司总股本 0.82%的首发前限售股锁定期延长 6 个月至 2026 年 12 月 20 日，体现实际控制人对公司长期价值的认可。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图1. 致欧科技股权结构



资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所（截至 2026.8.28）

公司治理结构稳定，创始团队与职业经理人协同管理，长期激励机制完善。创始人宋川留学德国期间积累海外市场经验，2007 年开启跨境贸易创业，并于 2010 年正式创立公司，现任董事长兼总经理，长期参与公司战略规划与经营决策。核心管理团队覆盖供应链、财务及资本运作等关键领域，成员包括首席运营官陈兴、副总经理兼财务总监刘书洲、副总经理兼董事会秘书秦永吉等。此外，安克创新董事、总经理赵东平担任公司非独立董事，为公司治理及战略决策提供产业经验支持。人才激励方面，公司上市前已通过员工持股平台绑定核心员工，上市后持续推出限制性股票激励计划及员工持股计划。2026 年 6 月，公司向 160 名激励对象授予 449 万股第二类限制性股票，并完成员工持股计划股份过户；相关激励方案以 2025 年剔除股份支付费用影响后的净利润为基数，将 2026—2028 年净利润增长率目标值分别设定为 39.35%、60.26%、76.28%，触发值分别为 25.42%、44.23%、68.27%，进一步强化核心团队与公司中长期业绩增长的利益绑定。

表2：致欧科技主要管理层人员

姓名	职务	出生年份	学历	过往主要经历
宋川	董事长、总经理	1977	硕士	留学德国，2007 年创业，2010 年创立致欧科技
陈兴	董事、副总经理、首席运营官（COO）	1984	硕士	曾任中兴通讯供应链管理部部长、道通科技供应链副总经理，2021 年加入
刘书洲	副总经理、财务总监	1987	硕士	曾任格力电器财务经理，2017 年加入
秦永吉	副总经理、董事会秘书	1981	本科	曾任风神轮胎、河南思维自动化等企业投融资及证券事务岗位，2018 年加入
田琳	非独立董事	1977	本科	2010 年起历任致欧财务负责人、人力资源负责人、董事
刘明亮	非独立董事	1986	大专	2010 年起历任致欧销售经理、运营经理、运营事业部总监
赵东平	非独立董事	1976	硕士	中国香港籍，曾任谷歌大中国区在线销售与运营总经理，现任安克创新董事、总经理

资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所

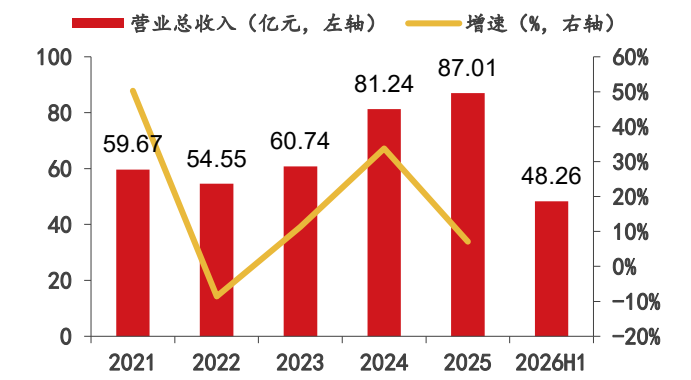
1.3. 营收增长提速，成本费用改善推动盈利修复

公司收入与利润增速双升，业绩改善趋势显现。2026 年上半年，公司营业收入 48.26 亿元，同比增长 19.32%，在较高基数下延续快速增长态势；公司 2025 年营业收入 87.01 亿元，2020-2025 年复合增速约 17%。期间，2021 年受原材料及海运费压力影响，公司归母净利润明显承压。2022 年，公司收入短暂下滑，主要受海外家居消费需求回归常态、行业库存调整及海运费高企等因素影响；归母净利润则受成本压力、汇率波动及阶段性经营调整等因素影响，继续呈现波动；2023 年伴随海运费回落、供应链压力缓解及行业竞争趋于理性，盈利水平明显修复；2024 年以来，受汇率波动、平台费用、关税扰动及供应链切换等因素影响，利润修复

仅供内部参考，请勿外传！

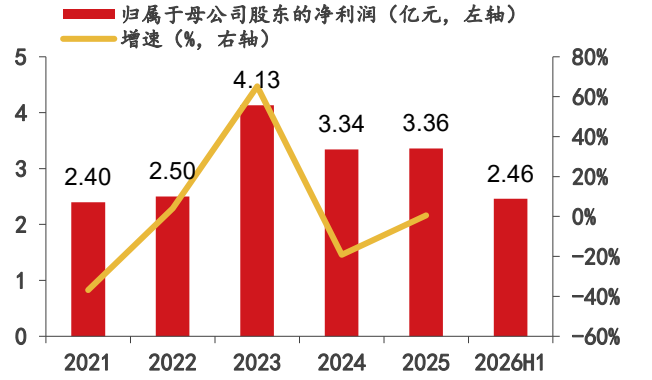
节奏有所放缓；2026 年上半年，公司归母净利润 2.46 亿元，同比上升 29.16%，增速高于收入，收入规模扩张与费用效率改善共同推动盈利能力提升。

图2. 公司营业收入及同比变化



资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所

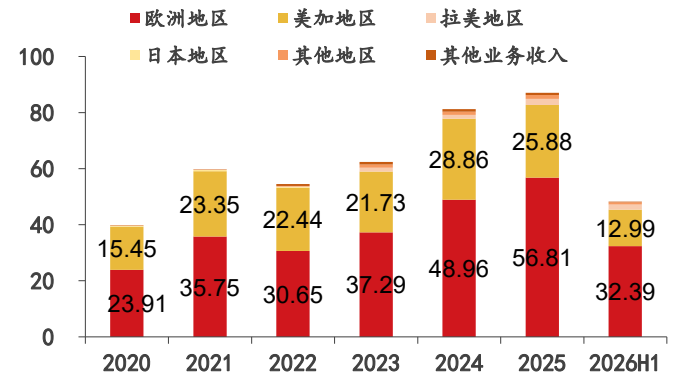
图3. 公司归母净利润及同比变化



资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所

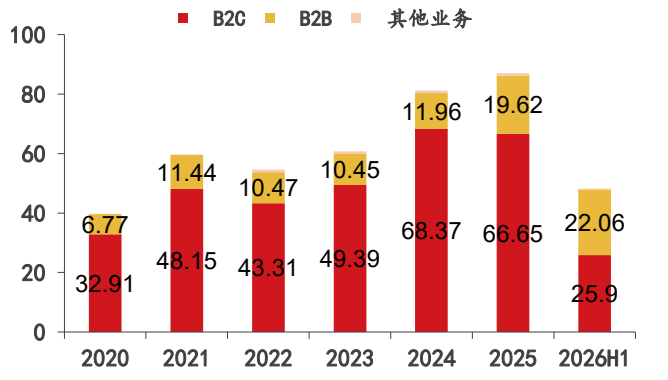
欧洲增长夯实基本盘，VC（Vendor Central）放量驱动收入增速提升。（1）地区结构上，2026 年上半年欧洲地区实现主营业务收入 32.39 亿元，同比增长 26.03%，占主营业务收入的 67.54%，继续发挥公司收入增长基本盘作用；美加地区收入同比增长 1.46%，在关税政策调整及市场竞争加剧的背景下总体保持稳定；拉美地区收入同比增长 99.44%，虽然当前体量较小，但为公司海外市场拓展提供增量补充。(2)渠道结构上，公司持续深化与亚马逊 Vendor Central（VC）模式的合作，2026 年上半年 VC 收入达到 18.66 亿元，同比增长 406.31%，占主营业务收入的比重由上年同期的 9.20%提升至 38.91%，推动 B2B 收入增至 22.06 亿元、占主营业务收入的 45.99%，成为本期收入增长的核心驱动。VC 模式下，公司根据亚马逊采购订单批量供货，终端定价、促销及零售运营由亚马逊负责，相关产品可借助“Sold by Amazon”标识、Prime 会员体系及 Featured Offer 等平台资源获得更多流量与更高转化率，从而推动重点产品销量扩大。

图4. 按地区分类营收（亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所（注：公司自 2025 年起调整地区分类口径，原“北美地区”调整为“美加地区”，拉美地区单列，日本并入其他地区；2023—2024 年数据已按新口径追溯调整。）

图5. 按销售模式分类营收（亿元）



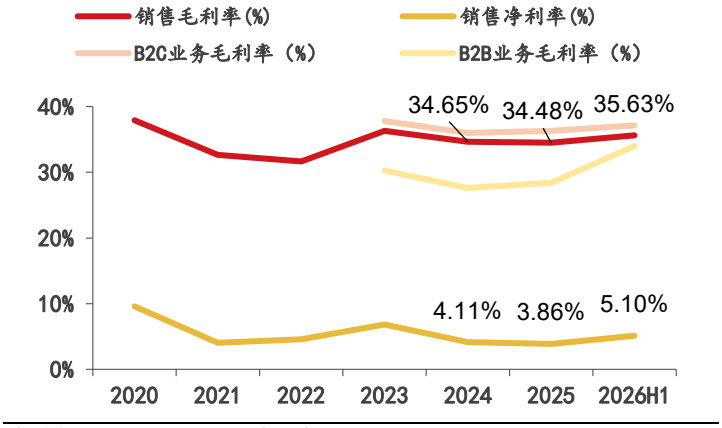
资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所

B2C 毛利率保持稳定，净利率延续修复。2026 年上半年，公司销售毛利率为 35.63%，较 2025 年全年提升 1.15 个百分点，其中一次性退税 0.86 亿元冲减营业成本，对毛利率形成明显增厚，剔除该因素后，上半年毛利率同比下降 0.62 个百分点，主要由毛利率相对较低的 VC 业务占比快速提升所致。传统 B2C 业务毛利率在汇率承压的情况下仍保持稳定，原有业务盈利能力并无减弱。同期公司销售净利率约为 5.10%，较上年同期提升约 0.39 个百分点，盈利改善主要受益于 VC 占比提高带来的期间费用下降。与传统 B2C 模式相比，VC 模式下公司按批发价向亚马逊供货，VC 商品无需承担销售佣金、广告费用和 FBA 仓储费，其中美国 VC 的消

仅供内部参考，请勿外传！

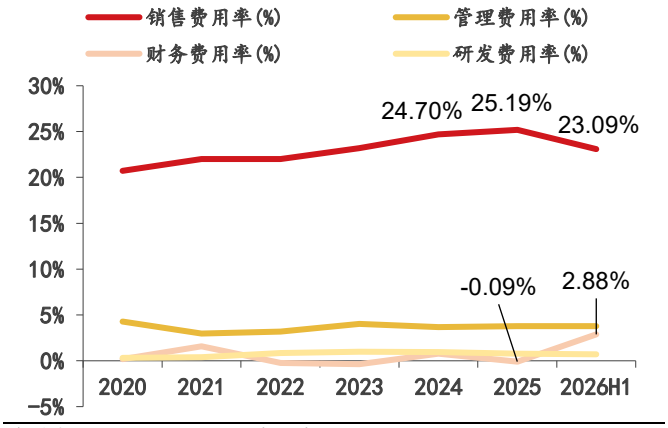
费者端配送也由亚马逊负责，从而减少相关销售及履约投入。随着 VC 收入占主营业务收入的比重提升至 38.91%，公司销售费用率由 2025 年全年的 25.19%降至 2026 年上半年的 23.09%，较上年同期下降约 1.95 个百分点。汇率波动仍对利润形成明显扰动，2026 年上半年财务费用由上年同期净收益 0.75 亿元转为净支出 1.39 亿元，主要系汇兑损失增加。在财务费用明显上升的情况下，公司归母净利润增速仍高于收入增速，表明 VC 占比提升带来的费用结构优化已逐步转化为净利率改善。后续伴随 VC 业务继续放量，公司期间费用率有望进一步优化，推动盈利弹性进一步释放。

图6. 公司毛利率与净利率



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

图7. 公司各项费用率



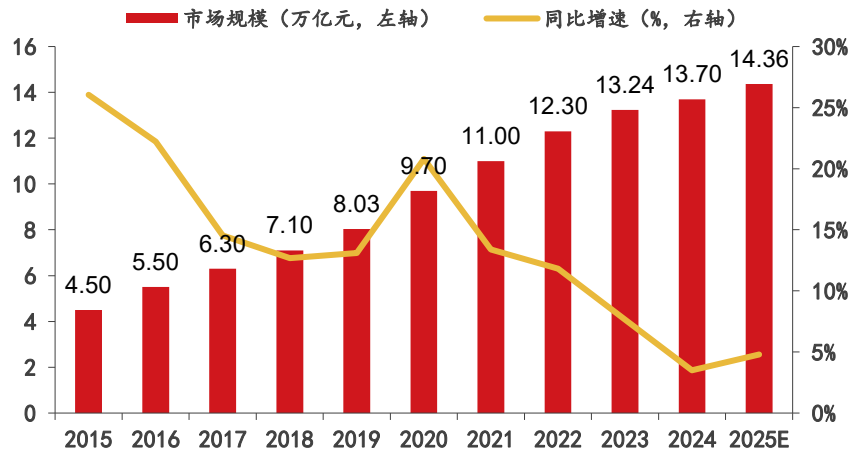
资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

2. 出口跨境电商规模持续增长，经营门槛提升利好头部企业

2.1. 出口跨境电商稳步扩容，家居出海综合经营门槛提升

中国出口跨境电商规模持续扩张，家具出口保持较大规模。2015—2025 年，中国出口跨境电商市场规模由 4.50 万亿元增至 14.36 万亿元，十年间扩大至约 3.2 倍，对应年均复合增速约 12.3%。分阶段看，行业前期依托平台渗透和跨境物流基础设施逐步建设保持较快增长，2020 年在海外消费线上化加速的推动下同比增长 20.8%；此后随着市场基数扩大、海外需求逐步正常化，2024—2025 年增速分别放缓至 3.5%和 4.8%，行业由高速扩张转向稳健增长。2025 年，中国家具及其零件出口额为 4,559 亿元，其中北美和欧洲合计占比 50.7%，欧美仍是中国家具企业的重要出口目的地。

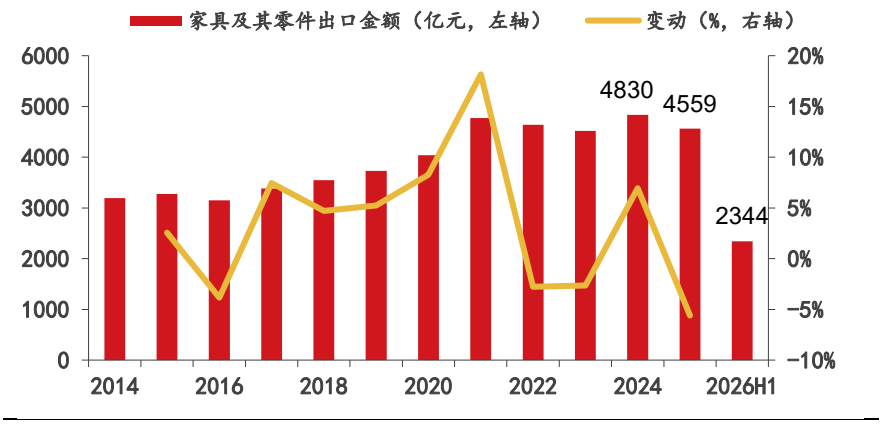
图8. 中国出口跨境电商市场规模及增速



资料来源：iFinD，网经社，国投证券证券研究所

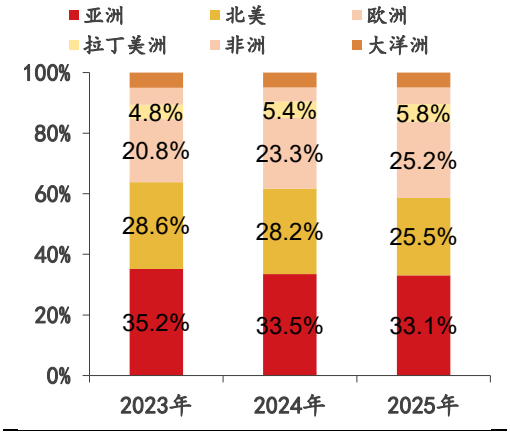
仅供内部参考，请勿外传！

图9. 中国家具出口规模及变动



资料来源：iFinD，海关总署，国投证券证券研究所

图10. 中国家具出口目的地占比



资料来源：中国家具协会，国投证券证券研究所

欧美线上平价家居市场供给主体多元，各类企业形成差异化经营模式。伴随中国出口跨境电商发展，以 SONGMICS HOME 为代表的中国跨境家居品牌逐步进入欧美市场，成为线上品牌型家居企业的重要组成部分。欧美线上平价家居市场主要卖方包括全渠道家居零售商、线上品牌型家居企业和平台型家居零售商：全渠道家居零售商依托品牌认知、线下体验和本地服务体系，但门店及人员投入较大；线上品牌型企业减少对自营门店的依赖，新市场渠道复制成本相对较低、产品与品牌资源更加聚焦，但对平台运营、线上获客及跨区域履约能力要求较高；平台型零售商则依托商品聚合、用户流量和交易履约体系形成一站式供给，但商品及供应商管理更加复杂。线上渠道集中展示商品价格、外观、销量和用户评价，降低了消费者的信息搜寻和比价成本，同类产品仅依靠低价或大量铺设 SKU 较难形成持续竞争力。不同类型卖方的竞争由渠道触达进一步延伸至消费需求识别、产品设计、品质控制、品牌运营及履约服务等环节。

表3：欧美线上平价家居市场主要卖方类型及经营模式对比

参与者类型	代表企业或品牌	经营模式及现状
全渠道家居零售商	IKEA、JYSK 等	自主组织产品开发与零售，通过线下门店和线上商城销售；FY2025 IKEA 线上销售占零售销售额的 28%，JYSK 在 50 个国家拥有超过 3,500 家门店及线上商城
线上品牌型家居企业	SONGMICS HOME、ZINUS 等	通过第三方电商平台、品牌官网及零售商渠道销售，自主开展产品开发、品牌运营和供应链组织
平台型家居零售商	Walmart 等	聚合第三方品牌及供应商，通过平台交易、自营采购和自有品牌等方式组织商品供给

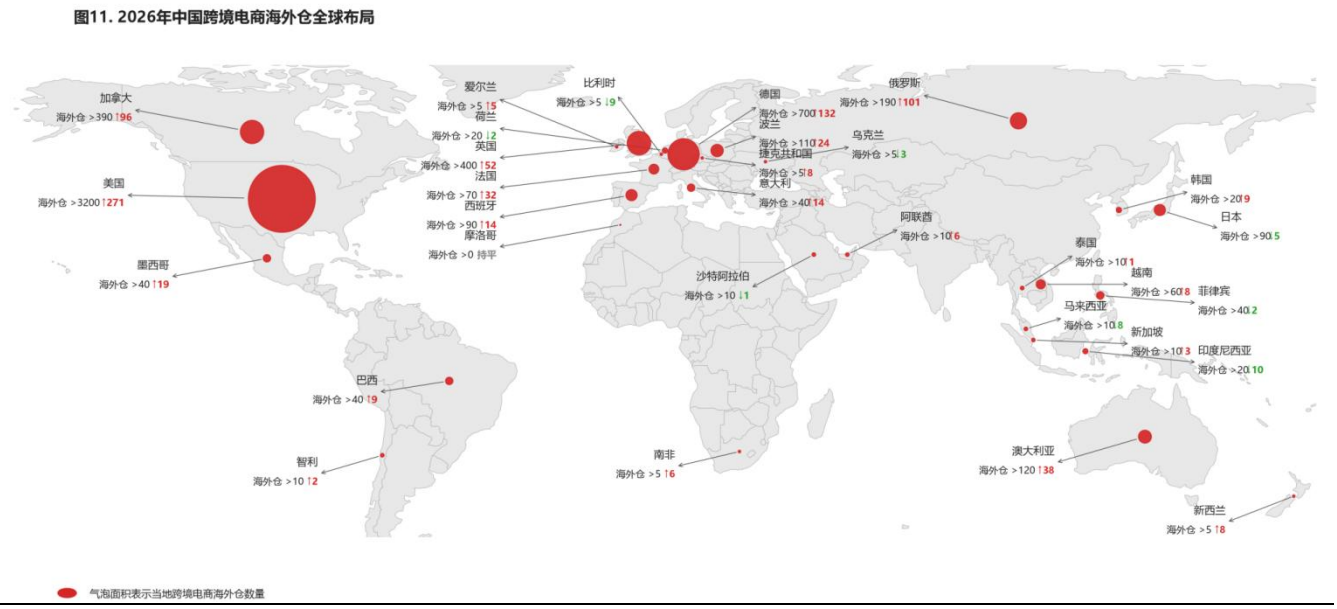
资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

跨境供应链迈向全球链网，大件家居仓配运营要求持续提高。对于中国跨境家居品牌而言，生产端与海外消费市场相距较远，跨境供应链连接产品供给与终端交付，直接影响商品可售性、交付时效及履约成本。随着销售区域和渠道持续拓展，中国出口跨境电商供应链加快向全球链网升级，干线运输、海外仓储和末端配送进一步衔接，多区域仓网布局、全球库存配置、多渠道履约及数字化调度成为能力建设重点。海外仓也由商品储存和订单发货节点，进一步承担库存调拨、渠道协同、本地配送及退换货处理等功能。根据商务部 2024 年 5 月披露的各地初步统计，我国企业已建设海外仓超过 2,500 个、总面积超过 3,000 万平方米，其中专注于服务跨境电商的海外仓超过 1,800 个、面积超过 2,200 万平方米，跨境仓储基础设施持续完善。家具家居产品通常体积较大，尾程配送与逆向物流成本较高，对本地库存和配送网络的依赖强于轻小件；境外备货在改善交付时效的同时，也延长了库存持有周期，并增加多仓、多渠道之间的商品配置难度。因此，大件家居企业需要统筹需求预测、仓网布局、库存周转、订单分配及末端服务，在交付时效、库存水平与履约成本之间取得平衡。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图11. 2026 年中国跨境电商海外仓全球布局



资料来源：跨境眼，国投证券证券研究所，数据截止至 2026 年 7 月 1 日

表4：中国跨境电商供应链发展阶段

发展阶段	时间	供应链发展阶段	供应链特征
运仓配链网	2014 年及以前	供应链孕育阶段	邮包直发为主，海运拼柜辅助大件运输
	2015—2019 年	供应链萌芽阶段	海外仓与专线直发双轮驱动模式
	2020—2023 年	供应链局部成型阶段	以海外仓本地化配送为关键，满足尾程履约提速需求，结合高效专线物流，形成全链路闭环网络
	2024 年至今	供应链大发展阶段	构建全球化韧性供应链网络，依托全球化仓网布局覆盖更广泛市场，通过区域共享仓配服务中心实现快速配送，融合数智化技术驱动端到端高效协同

资料来源：亿邦智库，国投证券证券研究所

政策支持与贸易壁垒并行，行业竞争加速向规范化与综合能力倾斜。国内政策持续优化海外仓建设、出口退税、退运及通关流程，改善跨境企业境外备货的资金周转与商品流转条件；与此同时，平台涉税信息报送、出口收入申报及出口主体识别趋严，进一步压缩买单出口、隐匿收入等不规范经营空间。海外市场方面，美国附加关税调整增加进口成本与经营不确定性，欧盟则持续强化平台治理、进口申报及产品安全监管，跨境经营涉及的税务和产品合规要求更加复杂。贸易政策调整与合规监管趋严共同提高跨境经营的成本与准入门槛，对利润空间有限、单一市场依赖度较高、供应链调整能力不足或经营不规范的卖家形成更大压力，行业出清有望加快；具备资金实力、供应链调整、合规运营及多市场布局能力的企业有望获得更多市场份额。

表5：中国、美国、欧盟跨境电商相关政策

时间	政策 / 法规	国家或地区	核心内容	对行业格局的影响
2024.02	《数字服务法案》（DSA）	欧盟	平台须核验商家身份并加强违规商品治理	平台审核趋严，提升卖家合规门槛
2024.06-2025.04	欧盟进口控制系统升级（ICS2）	欧盟	海运等进口货物须提前申报完整货物信息	通关监管趋严，提升物流与申报能力要求
2024.06	《商务部等 9 部门关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	中国	支持海外仓、跨境物流、金融保险及资金结算	完善海外履约体系，利好大件家居出海
2024.11	《海关总署关于进一步促进跨境电商出口发展的公告》	中国	取消海外仓企业备案，简化 9810 申报及拼箱出口	降低海外仓补货门槛，提高通关效率

仅供内部参考，请勿外传！

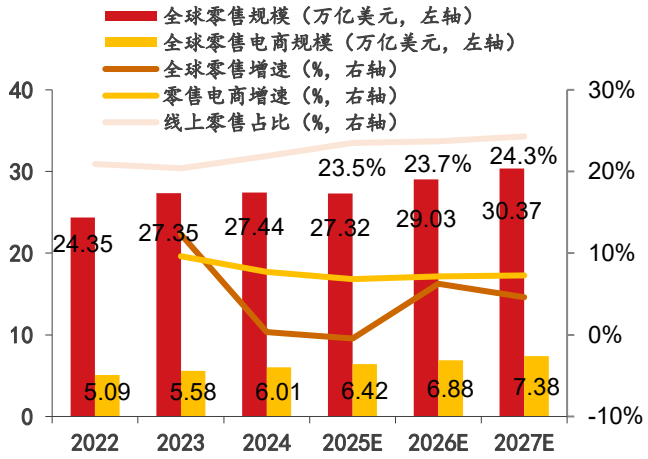
2024.12	《通用产品安全法规》（GPSR）	欧盟	强化产品追溯、标签、技术文件及召回要求	产品合规成本上升，行业准入门槛提高
2025.01	《关于支持跨境电商出口海外仓发展出口退（免）税有关事项的公告》	中国	9810 出口实行“离境即退税、销售再核算”	缓解海外仓备货资金占用
2025.02-2026.02	对华芬太尼相关附加关税	美国	对多数中国商品加征关税，税率先升后降并最终终止	阶段性推高进口成本，现已终止
2025.06	《关于互联网平台企业报送涉税信息有关事项的公告》	中国	平台按季度报送经营者身份、收入及订单信息	税务透明度提高，压缩不规范经营空间
2025.07	《关于优化企业所得税预缴纳税申报有关事项的公告》	中国	强化出口收入及实际委托出口方申报	压缩买单出口，提高行业规范化水平
2026.01	《关于出口业务增值税和消费税政策的公告》	中国	统一出口退税范围、申报、单证及风险管理制度	退税流程更统一，单证管理要求提高
2026.02	《关于跨境电子商务出口退运商品税收优惠政策的公告》	中国	符合条件的退运商品免征进口关税及进口环节税	降低海外仓滞销与退货税收成本
2026.02-2026.07	临时进口附加税	美国	对部分进口商品加征 10%附加税，为期 150 天	阶段性增加进口成本，现已到期
2026.07	取消低值包裹关税豁免	欧盟	对 150 欧元以下直邮包裹按商品类别征收 3 欧元临时关税	低值直邮成本上升，海外仓模式相对受益

资料来源：欧盟委员会，美国白宫，海关总署，国家税务总局，商务部，国投证券证券研究所

2.2. 海外家居电商市场持续扩大，线上化趋势提供需求支撑

全球电商市场在渗透率提升驱动下持续扩容。全球零售电商销售额由 2022 年的 5.09 万亿美元增至 2025 年的 6.42 万亿美元，预计 2027 年达 7.38 万亿美元，五年复合增速约 7.7%，高出同期全球零售增速 3 个百分点。同期，电商渗透率由 20.9%提升至 23.5%，预计 2027 年进一步升至 24.3%。

图12. 全球零售与零售电商规模、增速及渗透率

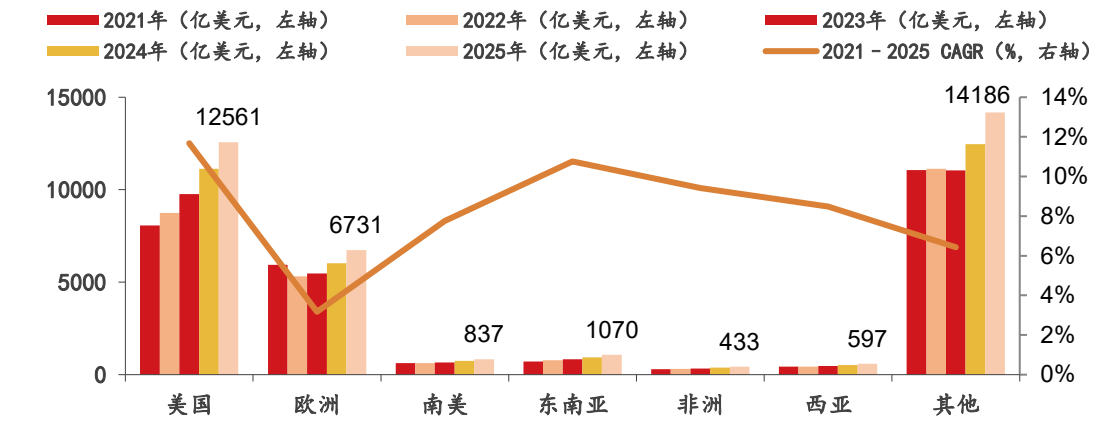


资料来源：Statista，国投证券证券研究所

成熟市场贡献主要体量，新兴市场提供增量支撑。北美、欧洲 2025 年电商收入分别约 1.26 万亿、0.67 万亿美元，2021-2025 年复合增速分别为 11.7%、3.2%；美洲、欧洲线上零售渗透率分别达 26.7%、17.2%，依托庞大消费基数与良好的线上消费习惯，成熟市场维持稳健增长。东南亚、南美、非洲及西亚等新兴电商市场规模体量较小，渗透率分化明显，但多数区域复合增速超过 8%，后续有望受益于互联网与智能终端普及、居民消费能力提升及物流履约体系改善，进一步释放线上消费需求。

图13. 主要海外地区电商市场收入额及复合增速

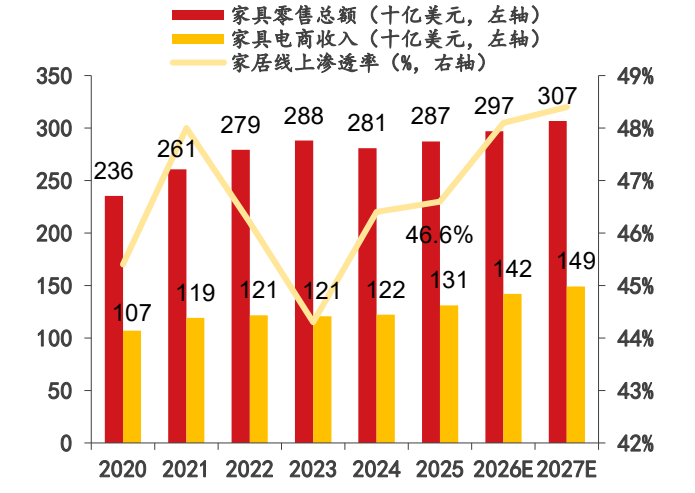
仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Statista，国投证券证券研究所

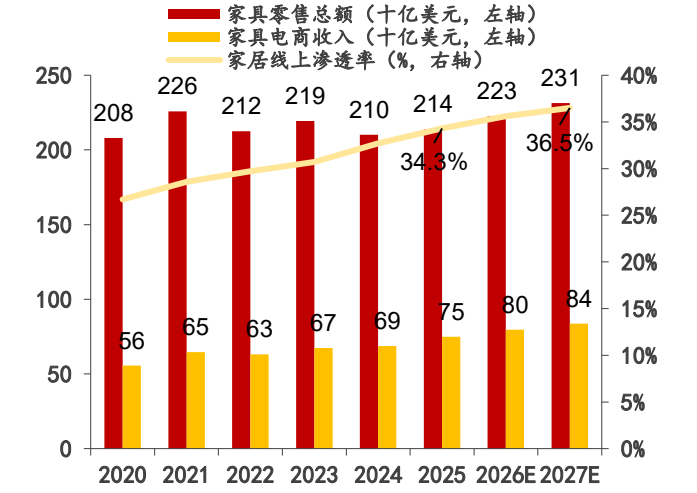
北美家具电商市场规模领先，线上消费习惯逐步成熟。2025 年北美家具零售市场规模约 2870 亿美元，家具电商收入约 1310 亿美元，线上渗透率达 46.6%，为全球家居电商核心市场之一。从历史趋势看，北美家具线上渗透率经历疫情期间快速提升及疫情后短暂回调后，2024 年起重新进入上升通道，预计未来仍将保持提升趋势，反映疫情推动的短期消费迁移逐步转化为长期线上消费习惯。

图14. 北美家具零售、电商市场规模及线上渗透率



资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图15. 欧洲家具零售、电商市场规模及线上渗透率



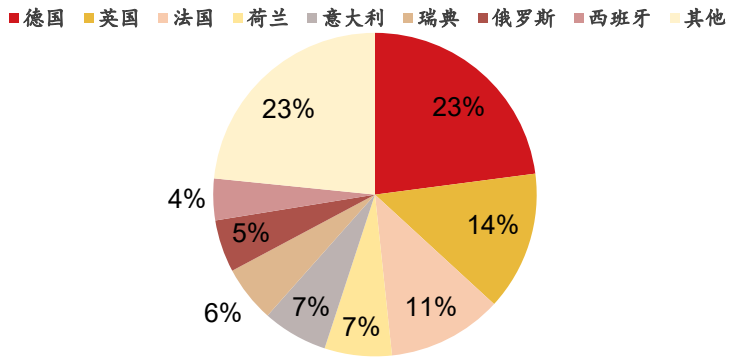
资料来源：Statista，国投证券证券研究所

欧洲家具电商渗透率持续提升，头部国家贡献主要规模。2025 年欧洲家具零售市场规模约 2140 亿美元，其中家具电商收入约 750 亿美元。欧洲家具线上渗透率由 2020 年的 26.7%稳步提升至 2025 年的 34.3%，预计 2027 年超过 36%，线上化进程显著领先。分国家看，2025 年德国为欧洲家具电商最大市场，份额约 22.9%，线上收入约 169 亿美元；英国（14%）、法国（11%）紧随其后，三国合计占据欧洲家具电商近一半份额。高客单价、低频次、重体验的家具品类持续向线上迁移，验证了线上渠道对传统家具零售渠道的分流能力。

图16. 2025 年欧洲国家家具电商收入构成

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

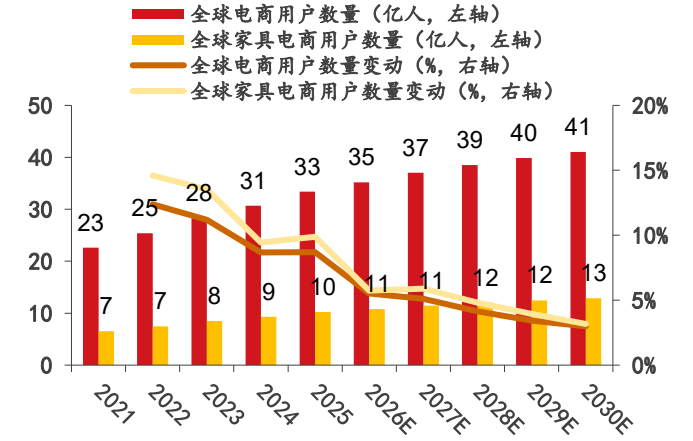
仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Statista，国投证券证券研究所

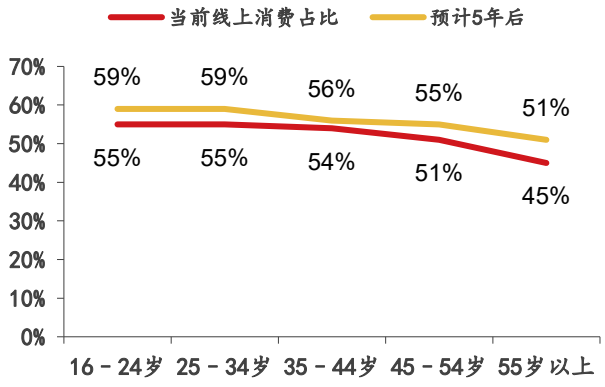
线上用户扩容与消费习惯深化，支撑家居电商长期增长。全球电商用户数量从 2021 年的约 23 亿人增长至 2025 年的约 33 亿人，预计 2030 年达 41 亿人，同期家具电商用户增速持续高于全球电商用户整体增速，反映出家居品类线上消费渗透的加速度。聚焦核心市场，欧洲、北美家具电商用户数量由 2021 年的 1.4 亿、0.9 亿人增至 2025 年的 1.9 亿、1.3 亿人，预计 2030 年分别达到 2.3 亿、1.4 亿人，成熟市场用户基础仍在扩张。与此同时，线上消费习惯正由年轻群体向全年龄段延伸。当前 16—44 岁消费者线上消费占比较高，而 55 岁以上群体未来五年线上消费占比提升幅度最大，伴随中老年消费者线上化加速，家居电商用户边界有望进一步拓宽。

图17. 全球电商用户数量及增速



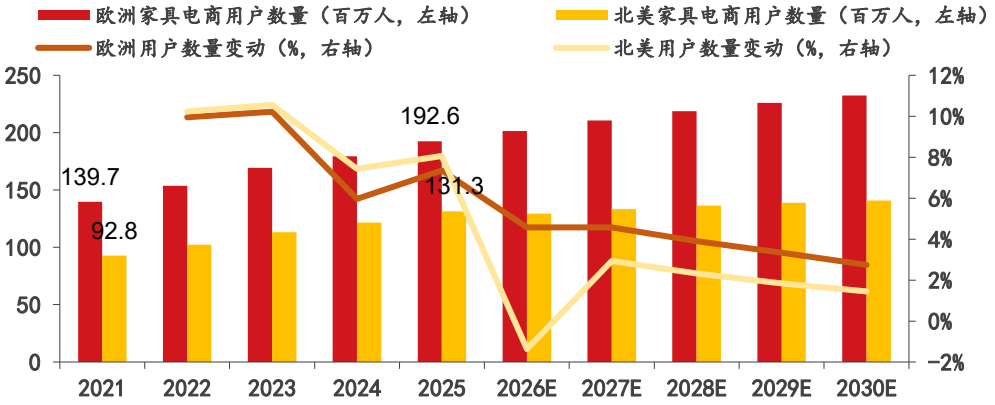
资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图18. 全球不同年龄段消费者线上消费占比



资料来源：VML，国投证券证券研究所

图19. 欧洲、北美家居电商用户数量及变动

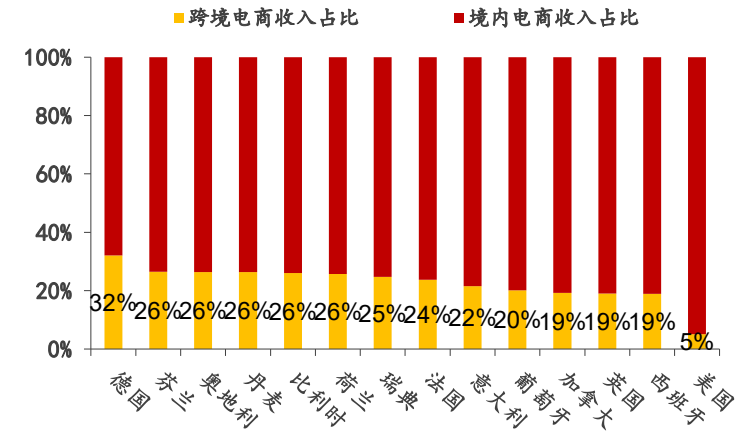


资料来源：Statista，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

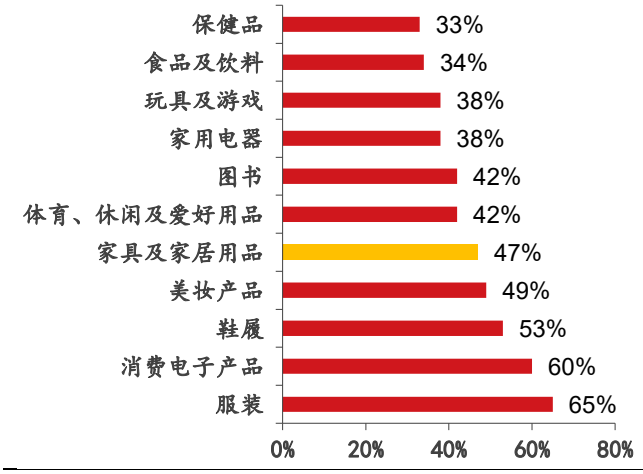
跨境消费需求呈现区域分化，欧洲家居品类具备较好的需求基础。 按买方口径，2026 年欧洲主要国家电商消费收入中的跨境交易占比约为 18.9%—32.1%，整体高于美国的 5.1%，反映欧洲消费者通过线上渠道向境外卖家购买商品的接受度相对较高；从品类结构看，2025 年欧洲跨境消费者中购买家具及家居用品的比例达到 47%，仅次于服装、消费电子、鞋履和美妆，表明家居已成为欧洲跨境消费的重要品类，为中国家居供应链开拓欧洲线上市场提供需求端支撑。

图20. 2026 年欧美主要国家境内与跨境电商收入占比预测



资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图21. 2025 年欧洲跨境消费者购买的主要商品品类

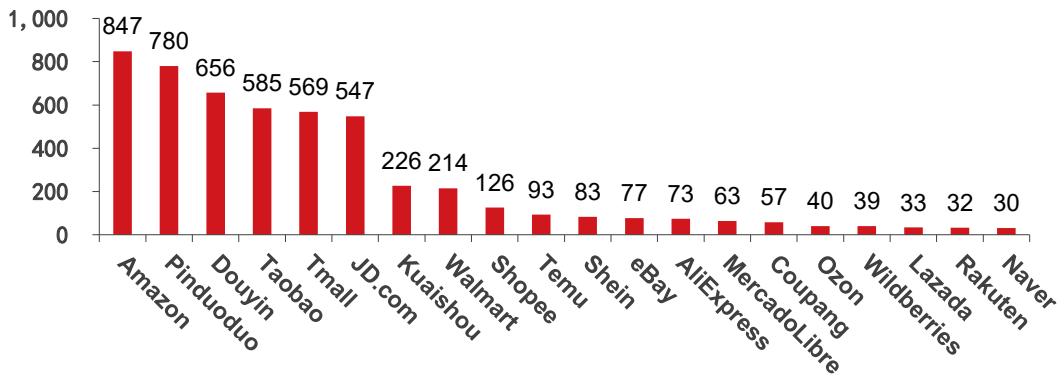


资料来源：Statista，国投证券证券研究所

2.3. 亚马逊稳居欧美核心平台，竞争深化抬升精细化运营要求

全球电商平台呈现多平台竞争格局，亚马逊在欧美主要市场保持较高的平台份额。 根据 Statista 数据，2025 年亚马逊全球 GMV 约 8,470 亿美元，位居全球电商平台首位；拼多多（含 Temu）和抖音（含 TikTok Shop）分列其后，三者在全球头部电商平台合计 GMV 中的占比分别约为 16%、15%和 13%。分区域看，2025 年亚马逊在美国电商平台 GMV 中的份额约为 55%，在英国和德国均超过 60%，在法国市场亦位居前列，显示其在欧美主要电商市场保持较强的平台地位。从跨境消费端看，根据 IPC 调查，2018—2025 年，受访消费者最近一次跨境网购使用 Amazon 的占比保持在 24%—28%，Amazon 在跨境购物场景中保持较为稳定的消费者使用基础；Temu 占比则由 2023 年的 9%提升至 2024 年的 22%和 2025 年的 24%，跨境消费者的平台选择由 Amazon、eBay 等传统平台进一步拓展至 Temu 等新兴平台。整体来看，全球电商及跨境购物均呈现多平台竞争特征，亚马逊仍是跨境卖家触达欧美消费者的重要线上渠道。

图22. 2025 年全球电商平台 GMV（十亿美元）

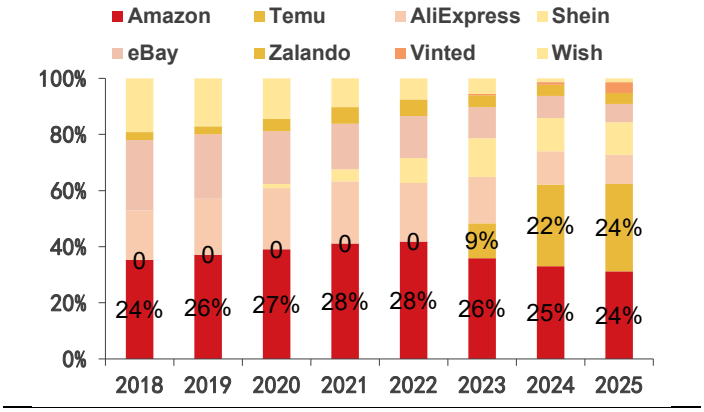


资料来源：Statista，国投证券证券研究所

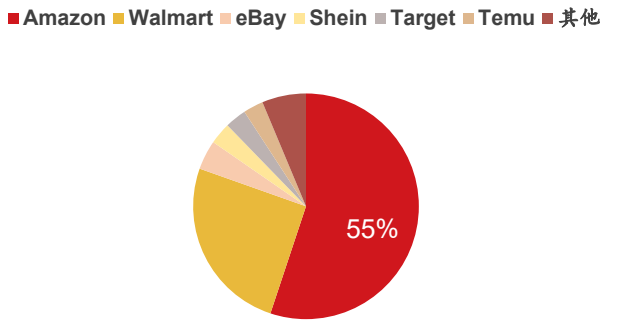
图23. 受访消费者最近一次跨境购物所使用的平台占比

图24. 2025 年美国电商平台 GMV 份额

仅供内部参考，请勿外传！

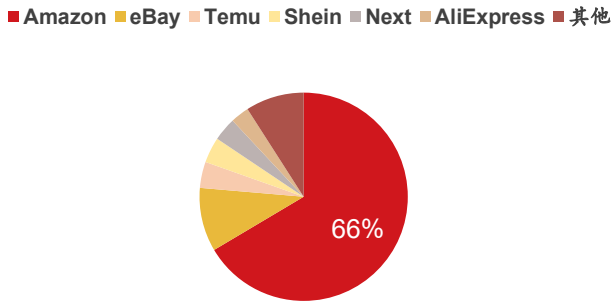


资料来源：IPC，国投证券证券研究所



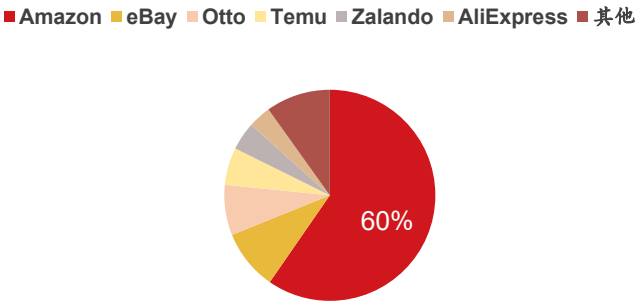
资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图25. 2025 年英国电商平台 GMV 份额



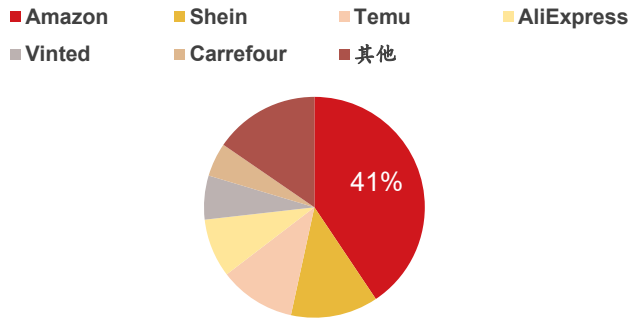
资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图26. 2025 年德国电商平台 GMV 份额



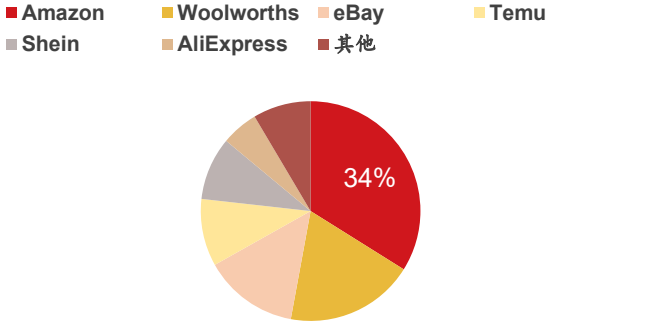
资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图27. 2025 年法国电商平台 GMV 份额



资料来源：Statista，国投证券证券研究所

图28. 2025 年澳大利亚电商平台 GMV 份额



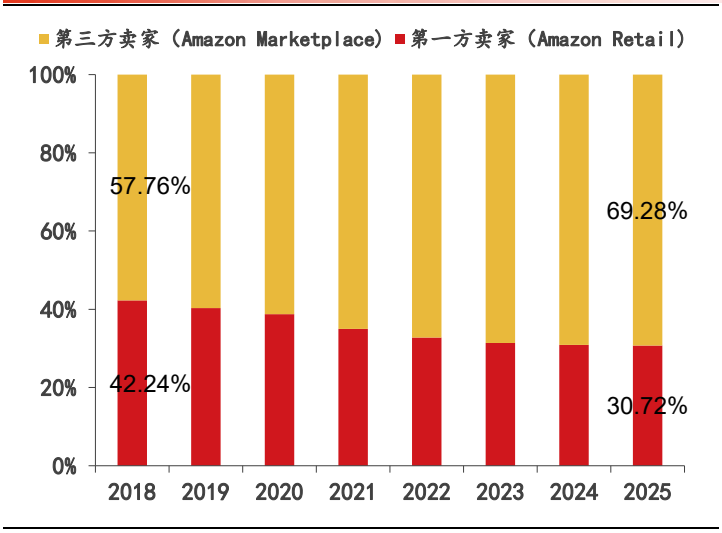
资料来源：Statista，国投证券证券研究所

第三方卖家构成亚马逊商品供给的主体，中国卖家在欧美主要站点占比较高。据 SellerSprite 估算，2018—2025 年，亚马逊第三方卖家占平台 GMV 的比重由约 58%提升至约 69%，第三方卖家已成为亚马逊平台商品交易的主要来源。从卖家地域分布看，2025 年中国卖家在亚马逊美国站卖家总数中的占比为 54.6%，在英国、法国和德国站的占比分别为 51.3%、59.1%和 59.5%，均超过对应站点卖家总数的一半。从美国站头部卖家结构看，Marketplace Pulse 数据显示，截至 2026 年 7 月，中国卖家占前 10,000 名卖家数量的 55.9%，贡献该群体 GMV 的 28.6%；美国卖家数量占比为 40.5%，GMV 占比为 65.3%。中国卖家已广泛参与亚马逊欧美站点经营，但在美国站头部卖家中，其 GMV 占比仍低于数量占比，表明不同国别卖家的经营规模存在明显差异。

图29. 亚马逊全球 GMV 卖方占比

表6：2025 年亚马逊各地区中国卖家数量及占比

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：SellerSprite，国投证券证券研究所

区域	卖家总数	中国卖家数量	中国卖家数量占比	增速（2024vs 2025）
美国	2510624	1371922	54.60%	15.00%
英国	590667	302912	51.30%	19.50%
法国	456022	269457	59.10%	18.70%
德国	451966	268820	59.50%	18.40%
墨西哥	424205	303859	71.60%	37.20%
日本	476657	255130	53.50%	13.30%
意大利	427495	254238	59.50%	17.40%
西班牙	404362	241718	59.80%	19.10%

资料来源：SellerSprite，国投证券证券研究所

亚马逊家居类目稳健增长，卖家供给扩张与流量竞争升温并行。2025 年亚马逊美国站 Home & Kitchen 类目销售额增长 10%至 701 亿美元，销量增长 12%至 23 亿件，平均售价下降 2%至 29.93 美元，呈现量增价降的增长特征。同期，类目卖家总数增长 7%至 36.8 万家，其中第三方卖家数量增长 9%至 23.7 万家；第三方卖家销售额增长 12%至 498 亿美元，亦高于类目整体增速，第三方供给进一步扩张。在供给增加的同时，类目平均单次点击成本同比增长 24%至 1.00 美元，明显高于商品浏览量 6%的增幅，反映卖家对站内流量的竞争有所升温。

表7：2024—2025 年亚马逊美国站 Home & Kitchen 类目主要经营指标

指标	2024 年	2025 年	同比增速
卖家总数	345,577	368,324	7%
第三方卖家数	216,386	236,747	9%
销售额	637 亿美元	701 亿美元	10%
第三方卖家销售额	446 亿美元	498 亿美元	12%
销量	20 亿件	23 亿件	12%
平均售价	30.48 美元	29.93 美元	-2%
第三方卖家平均售价	43.55 美元	42.73 美元	-2%
平均单次点击成本（CPC）	0.80 美元	1.00 美元	24%
商品浏览量	396 亿次	417 亿次	6%

资料来源：Jungle Scout，国投证券证券研究所

亚马逊家居细分类目差异明显，家具品类呈现高客单价与高流量成本特征。与致欧家具及家居产品关联度较高的亚马逊子类目主要包括 Furniture（家具）、Home Décor（家居装饰）和 Home Storage & Organization（家居收纳与整理）。2025 年，Furniture 销售额达到 133 亿美元，市场规模较大；其平均售价为 114.57 美元，平均单次点击成本为 1.54 美元，呈现高价格带与较高流量成本并存的特征。Home Décor 销售额同比增长 15%，增长较快，平均单次点击成本仅为 0.51 美元，流量成本相对较低。Home Storage & Organization 平均售价为 26.08 美元，处于相对较低价格带，但平均单次点击成本达到 1.59 美元，略高于 Furniture，反映收纳赛道的流量竞价水平较高。整体来看，家具需要平衡较高客单价与流量成本，家居装饰兼具较快增长和较低点击成本，而收纳产品则面临较低价格带与较高流量成本并存的激烈竞争环境。

表8：2025 年亚马逊家居细分类目主要经营指标

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

细分类目	销售额（亿美元）	销量（百万件）	平均售价（美元）	平均点击成本（美元）	商品浏览量（百万次）	过去12个月新增产品数	过去12个月新增品牌数	销售额同比
厨房与餐饮用品（Kitchen & Dining）	210.25	910.87	23.08	0.79	12506.14	-27	-10	7%
家具（Furniture）	133.29	116.34	114.57	1.54	6724.57	310	251	9%
家居装饰用品（Home Decor Products）	107.28	467.60	22.94	0.51	8619.11	—	—	15%
床上用品（Bedding）	72.00	245.67	29.31	1.33	5201.29	-156	-44	8%
供暖、制冷与空气质量（Heating, Cooling & Air Quality）	43.67	87.53	49.9	1.92	1113.49	-236	75	23%
家庭收纳与整理（Home Storage & Organization）	40.98	157.13	26.08	1.59	2034.73	-11	-4	11%
吸尘器与地板护理（Vacuum Cleaners & Floor Care）	34.83	46.74	74.52	4.96	799.06	352	105	8%
浴室用品（Bath Products）	26.25	136.49	19.23	0.38	1889.87	-62	-5	11%
季节性装饰（Seasonal Décor）	12.50	56.77	22.02	0.23	891.56	1,888	1,263	10%
活动与派对用品（Event & Party Supplies）	11.20	85.80	13.05	0.57	870.96	384	162	24%
墙面艺术装饰（Wall Art）	4.93	20.31	24.27	2.36	969.19	-19	-8	9%
熨烫用品（Ironing Products）	3.47	9.54	36.42	0.39	108.40	-81	-66	12%
儿童家居用品（Kids' Home Store）	0.18	0.88	19.98	0.1	13.40	1	4	22%

资料来源：Jungle Scout，国投证券证券研究所

亚马逊形成以 SC 为主、VC 为补充的经营体系，并通过 FBA 为第三方卖家提供履约支持。SC（Seller Central，第三方卖家平台）模式下，卖家以第三方零售商身份直接面向消费者销售，拥有终端定价及商品运营自主权，并按零售价确认收入，同时承担销售佣金、广告投入及相应履约成本。VC（Vendor Central，供应商平台）通常采用邀请制，供应商以批发价格向亚马逊供货，由亚马逊负责终端定价和零售，因此不适用 SC 模式下的销售佣金及 FBA 收费规则，相关合作成本则按照采购协议约定。由于 VC 商品以亚马逊自营 Offer 销售，通常在 Featured Offer（精选报价）竞争及消费者转化方面具有一定优势，亚马逊采购订单也有助于供应商扩大成熟产品的销售规模。履约端，SC 卖家可选择 FBA（Fulfillment by Amazon，亚马逊物流）或自行配送，VC 亦可采取入仓供货或供应商直接履约等安排，具体模式在定价权、收入确认、费用结构及履约责任等方面存在明显差异。

表9：亚马逊平台卖家 SC 与 VC 模式对比

仅供内部参考，请勿外传！

对比维度	SC		VC			
	SC-FBA	SC-FBM	VC-PO	VC-DI	VC-DF	
					AOC	VOC
入驻方式	自主注册并通过平台审核		邀请制			
商业关系	第三方卖家直接向消费者零售		供应商向亚马逊批发供货，由亚马逊面向消费者零售			
定价及收入确认	卖家自主制定零售价，按零售价确认收入		亚马逊制定终端零售价，供应商按批发供货价格确认收入			
回款安排	标准为每 14 天自动结算一次，订单送达后 7 天预留释放，整体约 14-21 天		按采购协议约定的账期回款			
平台及营销费用	支付销售佣金及账户相关费用；支付 FBA 仓储配送费；广告自主投放	支付销售佣金及账户相关费用；自行承担履约成本；广告自主投放	不适用 SC 销售佣金及 FBA 收费规则，采购折扣、合作营销、运输津贴及合规扣款等按采购协议约定			
Featured Offer 及 Prime	通常具备 Prime 配送资格，并依据价格、配送时效及卖家绩效等参与 Featured Offer 竞争	一般不具备 Prime 标识，符合 SFP 要求后可获得 Prime 资格，并参与 Featured Offer 竞争	以亚马逊自营 Offer 销售，通常在 Featured Offer 竞争及消费者转化方面具有优势			
供货及库存位置	卖家将商品备货至亚马逊 FBA 履约中心	卖家在自有仓库或第三方仓库备货	供应商向亚马逊指定履约中心批量供货	供应商从原产国工厂或港口向亚马逊供货	供应商在自有或第三方仓库备货	
物流及售后	亚马逊负责仓储、拣选、包装、消费者端配送及相关售后	卖家负责仓储、消费者端配送及售后	亚马逊收货后负责库存管理、消费者端配送及售后	跨境运输及进口安排按照采购协议执行，亚马逊收货后负责消费者端履约	供应商按订单发货，并使用亚马逊安排的承运服务；消费者服务通常由亚马逊负责	供应商按订单发货，并使用自行管理的承运服务；消费者服务通常由亚马逊负责
主要特点	卖家保留定价和运营自主权，并利用亚马逊履约网络	卖家保留定价及履约自主权，对自身仓配能力要求较高	供应商批量入仓，亚马逊承担库存管理和终端零售	适用于跨境批量供货，具体运输与进口责任由采购协议约定	借助亚马逊承运体系完成直接履约	保留对承运商、配送成本及时效的较高自主性

资料来源：亚马逊，国投证券证券研究所

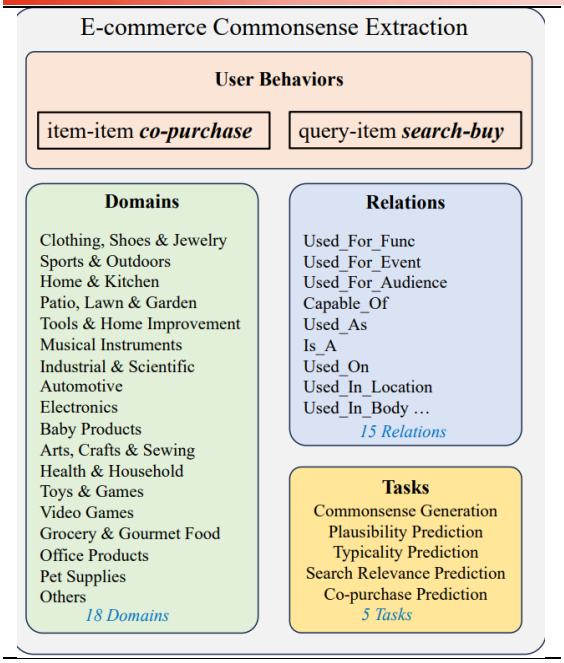
亚马逊搜索向意图识别演进，卖家精细化运营要求提升。2024 年，亚马逊团队提出 COSMO 系统，利用大语言模型从用户搜索—购买及共同购买行为中识别潜在需求，构建覆盖 18 个主要品类的电商知识图谱，并应用于搜索相关性、会话推荐和搜索导航等场景。在覆盖约 10%美国站流量的线上测试中，COSMO 支持的搜索导航功能带动测试流量内商品销售额相对提升 0.7%、导航参与率提升 8%。相较于主要围绕商品属性和关键词相关性组织搜索结果，COSMO 能够进一步识别使用场景、产品类型及细分属性，并据此逐层细化商品推荐。由此，卖家除关键词投放和流量运营外，还需更准确地呈现商品功能、规格及适用场景，并根据细分需求完善产品组合，平台经营对产品信息管理和需求响应能力的要求进一步提高。

图30. COSMO 电商意图知识生成框架

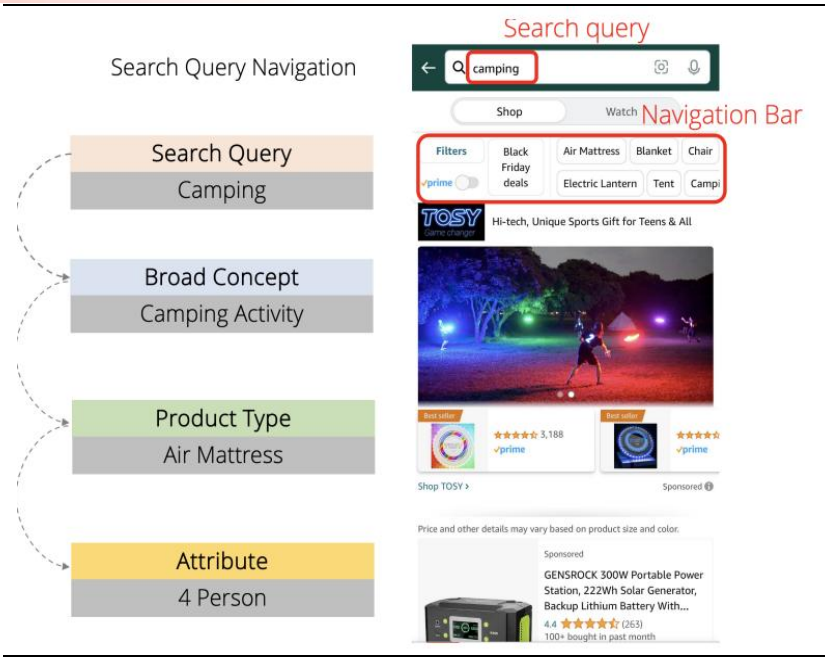
图31. COSMO 搜索导航应用示例

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Amazon Science，国投证券证券研究所



资料来源：Amazon Science，国投证券证券研究所

Temu 扩大半托管及本地履约，卖家海外运营门槛随之提高。Temu 自 2022 年 9 月上线以来，主要依托全托管模式快速拓展海外市场。在该模式下，卖家主要负责选品和向国内集货仓供货，平台承担核价、营销、跨境物流及消费者服务等环节，降低了工厂型卖家的出海门槛。随着业务规模扩大及低值包裹监管趋严，Temu 自 2024 年起推广半托管和本地对本地模式，由卖家承担海外备货、库存管理及本地履约，平台则继续提供流量、营销和交易服务。2025 年 5 月，美国取消中国及中国香港来源低值商品的免税待遇后，Temu 美国站进一步扩大本地卖家供货和境内履约。相较全托管模式，半托管提高了卖家的经营自主性，同时也对海外仓布局、库存周转及本地配送能力提出更高要求，新兴平台的竞争由低价供给进一步延伸至本地化运营和履约效率。

2.4. 家居跨境企业优势各异，欧美线上品牌竞争呈区域分化

家居跨境企业优势各异，致欧欧洲全链路优势突出。2025 年，傲基、恒林、致欧和乐歌分别实现营业收入 136.99 亿元、116.77 亿元、87.01 亿元和 67.15 亿元。傲基在北美市场、跨品类经营和仓储物流服务方面更具规模优势；乐歌的优势主要集中于公共海外仓和人体工学家具；恒林依托中国及越南生产基地，在家具制造及海外产能方面基础较强。致欧采用外协生产，将经营资源集中于产品研发、品牌运营和跨境渠道运营，家具与家居系列收入合计占 89.2%。其中，欧洲收入占比达到 65.3%，公司围绕当地市场形成产品开发、品牌运营、平台销售、区域备货与本地配送相衔接的全链路效率壁垒；美加市场虽尚未形成同等程度的竞争壁垒，但已积累自主品牌、亚马逊渠道运营及本地仓配能力，并通过东南亚供应链布局和 VC 渠道拓展强化中大件产品的经营基础。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表10：主要家居跨境上市公司经营情况对比

比较维度	致欧科技	傲基股份	乐歌股份	恒林股份
2025 年营业收入	87.01 亿元	136.99 亿元	67.15 亿元	116.77 亿元
商业模式	外协生产，以自主品牌跨境销售为主	商品销售与第三方物流服务并行	自有制造、自主品牌与公共海外仓并行	以自有制造为基础，ODM 与自主品牌销售并行
主要业务及产品	家具、家居、宠物及运动户外用品，家具与家居收入合计占 89.2%	家具家居、家用电器及电动工具等，物流解决方案收入占 30.1%	升降桌、人体工学椅等，仓储物流服务收入占 49.3%	办公家具、软体家具、板式家具、新材料地板及综合家居
主要市场	欧洲为核心市场，收入占比 65.3%；美加地区为第二大市场	主要面向美国及其他北美国家	境外收入占比 94.0%	外销收入占比 92.7%
主要品牌及渠道	SONGMICS、VASAGLE、Feandrea；以亚马逊为核心	多品牌运营；覆盖亚马逊、Wayfair 等渠道	FlexiSpot、Loctek；覆盖电商平台、独立站及线下渠道	Nouhaus、Lista Office 等；覆盖 ODM 客户、跨境电商及线下渠道
海外仓	主要服务自身产品在欧洲等市场的备货与履约	支撑商品履约并向第三方提供物流服务	公共海外仓为主营业务之一	配合 ODM 及自主品牌业务履约
相对优势	欧洲市场深耕、家居品类聚焦及自主品牌认知度	经营规模、北美市场及商品—物流协同	公共海外仓及人体工学家具	自有制造、ODM 客户资源及海外产能

资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所

欧美主要市场的线上家居品牌竞争呈区域分化，致欧旗下品牌在欧洲覆盖优势突出。亚马逊在美国、英国、德国和法国电商市场的份额均位居首位，其 Best Sellers 榜单可作为观察当地线上家居品牌竞争的重要窗口。截至 2026 年 8 月 26 日，亚马逊主要站点重点家居品类 Best Sellers 榜单显示，致欧旗下品牌在德国和法国的头部席位较多，VASAGLE 分别占据两国床架榜前 10 名中的 4 席和 5 席、床头柜榜前 10 名中的 7 席和 6 席，SONGMICS 则较多进入斗柜和鞋架榜单。英国各品类的优势品牌有所不同，Yaheetech、Vida Designs 和 Kitsure 分别占据床架、鞋柜和鞋架榜前 10 名中的 5 席、5 席和 4 席，SONGMICS 占据斗柜榜前 10 名中的 5 席。美国的品牌分布更为分散，床头柜榜前 10 名来自不同品牌，床架榜亦仅有 Allewie 占据 2 席；斗柜和鞋柜榜则分别以 WLIVE、OLIXIS、Sweetrsipy 及 Nicetree、BORNOON 等品牌较为突出。从跨国表现看，致欧旗下品牌的覆盖范围相对更广：VASAGLE 进入四国亚马逊床架和鞋柜榜，并在德国、法国和英国的床头柜及斗柜榜中出现；SONGMICS 进入四国亚马逊斗柜和鞋架榜。其他品牌的跨国布局更多集中于特定品类，例如 Kitsure 和 ENJOYBASICS 分别进入三国亚马逊鞋架榜，Yaheetech、Zinus、Somdot 及 WOLTU 等则进入两国亚马逊相应品类榜单。整体来看，在致欧涉及的重点品类中，德国和法国已出现同一品牌跨品类占据头部席位的情况，英国和美国各品类的领先品牌更为多元；相较其他品牌，致欧旗下 VASAGLE 和 SONGMICS 在国家及品类覆盖上更具广度。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表11：亚马逊主要站点重点家居品类 Best Sellers 榜前 10 名品牌构成

品类	德国站	法国站	美国站	英国站
床架（Bed Frames）	VASAGLE（4）、IRONCK（2）、Yocreat、Yaheetech、Amazon Basics、AOGLLATI	VASAGLE（5）、Brinlawb（2）、Zinus、Novilla、无明确品牌商品	Allewie（2）、NEW JETO、OLIXIS、HLIPHA、Hafenpo、Amazon Basics、Mellow、VASAGLE、LUMUNANCE	Yaheetech（5）、Zinus（2）、VASAGLE、Lutown-Teen、AVC Designs
床头柜（Bedside Tables/Night stands）	VASAGLE（7）、SONGMICS、KOMTO、EUGAD	VASAGLE（6）、EUGAD（2）、Brinlawb、HOMCOM	BedShelfie、Furinno、Huuger、Lazzanto、SUPERJARE、Furnulem、DUMOS、BOLUO、Fixwal、COOL-ANGLE	VASAGLE（3）、Somdot（2）、SONGMICS、URBNLIVING、Pantanal、Vida Designs、LOAKEKEL
斗柜（Dressers & Chests of Drawers）	SONGMICS（3）、Somdot（2）、VASAGLE、Sweetrsipy、CDF、ODK、WOLTU	SONGMICS（3）、VASAGLE（3）、WOLTU、Somdot、Blishom、FOREHILL	WLIVE（3）、OLIXIS（2）、Sweetrsipy（2）、SONGMICS、无明确品牌商品（2）	SONGMICS（5）、Vida Designs（3）、VASAGLE、WANGIRL
鞋柜（Shoe Cabinets）	VASAGLE（3）、SONGMICS（2）、Forte、Kesper、IRONCK、ELUCHANG、Vicye	VASAGLE（3）、Hzuaneri、Casabel、5five Simply Smart、en.casa、IDMarket、HOMCOM、BonVache	Nicetree（3）、BORNOON（2）、VASAGLE（2）、QIVOMIX、Fsbecl、Homleke	Vida Designs（5）、VASAGLE、HOMIDEC、Yaheetech、Hzuaneri、Blisswood
鞋架（Shoe Racks）	SONGMICS（3）、VASAGLE（2）、ENJOYBASICS、Kitsure、Altdnmaf、Bumusty、无明确品牌商品	SONGMICS（4）、无明确品牌商品（2）、VASAGLE、ENJOYBASICS、HOMIDEC、LINKINNO	Kitsure（2）、SONGMICS、ROMGUAR CRAFT、KEETDY、Bumusty、FIDUCIAL HOME、VIRIN、STORAGE MANIAC、无明确品牌商品	Kitsure（4）、SONGMICS、ENJOYBASICS、KEPLIN、Altdnmaf、MIKVOYO、Flosvotals

注：选取截至 2026 年 8 月 26 日亚马逊英、德、法、美四个站点床架、床头柜、斗柜、鞋柜及鞋架 Best Sellers 榜前 10 名，共计 200 个商品席位。括号内为相应品牌占据的商品席位数，未标注括号的品牌均占 1 席。
资料来源：亚马逊，国投证券证券研究所

3. 渠道升级打开增长空间，产品与供应链能力支撑业务放量

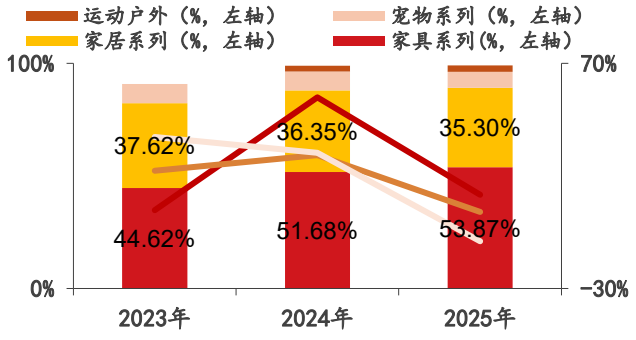
3.1. 全场景产品矩阵夯实经营基础，品牌整合深耕本土化运营

多元产品矩阵稳固基本盘，新品收入贡献明显提升。公司围绕“家”的全生活场景，形成家具、家居、宠物及运动户外四大产品系列，各系列在产品矩阵中形成差异化定位。2025 年，家具系列实现收入 46.87 亿元，占营业收入的 53.87%，构成公司的核心产品系列；家居系列实现收入 30.72 亿元，占比 35.30%，以收纳、装饰等高频小件产品与家具系列形成互补；宠物系列以“人宠共享”为定位，实现收入 6.15 亿元，占比 7.06%；运动户外系列实现收入 2.54 亿元，同比增长 23.64%，占比 2.91%，为产品矩阵提供品类补充。2026 年上半年，家具、家居系列分别实现收入 26.25 亿元和 16.52 亿元，同比增长 23.74%和 14.73%，合计占营业收入的 88.64%，核心品类延续增长。在此基础上，公司持续拓展中大件品类并加快新品上市。2026 年上半年，升降桌、床及斗柜等产品收入同比增幅均超过 150%，床垫和立地镜等全新品亦实现较快放量。全新品收入占比由上年同期的 4.35%提升至 13.87%，全新品与 2025 年上架的次新品合计贡献收入 31.74%，新品贡献提升与中大件品类增长共同支撑收入扩张。同时，公司持续精简老品 SKU，推动产品资源向销售表现较好的核心产品集中。公司既有的产品开发能力有望向更多家具家居品类复制，丰富产品覆盖并为后续收入增长提供增量。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图32. 公司主要产品收入占比及营收增速



资料来源：公司公告，iFinD，国投证券证券研究所

图33. 公司 2025 年新推出的系列化产品



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

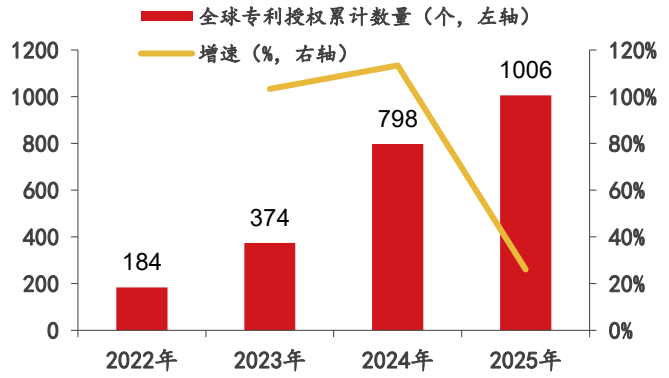
产品技术体系持续完善，体验、效率与环保共同强化产品差异化。公司围绕用户体验、产品标准化及包装优化构建多维产品技术体系。在用户体验方面，TOOLLESS 免工具安装技术通过预装自研卡扣连接器，将部分家具的组装时间由传统方式的数小时缩短至 10—15 分钟，简化线上家具的安装流程。在产品开发方面，公司推进产品部件底盘共用，截至 2024 年末，标准五金 SKU 数量下降 70%，不同产品及系列能够共享部分底层零部件，在保持产品风格一致性的同时降低多 SKU 带来的管理复杂度。在环保包装方面，公司持续优化包装结构和体积，并参与亚马逊 Ships in Product Packaging（SIPP，产品原包装发货）及 Climate Pledge Friendly（CPF，气候友好承诺）项目，在减少包材使用的同时提升产品对平台环保标准的适配能力。2025 年，公司新增专利授权 208 项，截至年末累计获得全球专利授权 1,006 项，TOOLLESS 相关技术获得中国发明专利授权及日本 GOOD DESIGN AWARD 设计奖；2026 年上半年，公司研发投入 3,371 万元，同比增长 3.11%。产品体验、标准化设计与环保包装能力的持续积累，有助于提高新品开发及迭代效率，并形成产品层面的差异化优势。

图34. 公司免安装系列及标准化技术体系



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图35. 公司全球专利授权累计数量及增速



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图36. 公司亚马逊免安装产品页面图

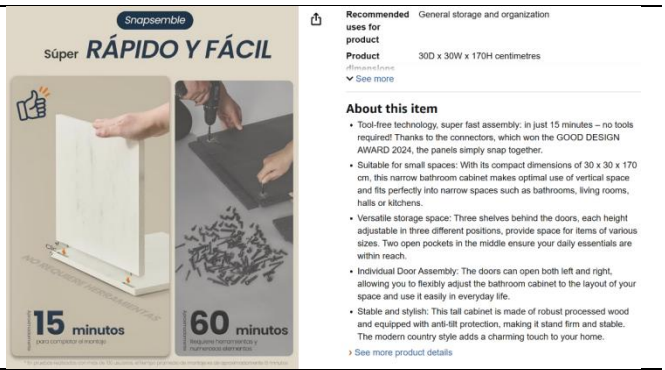
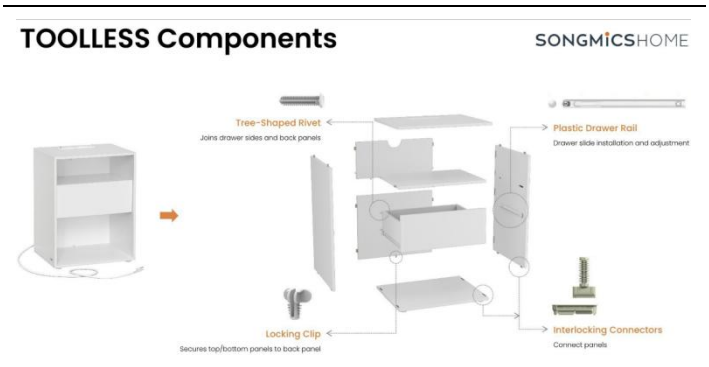


图37. 公司 TOOLLESS 技术组件分解示意图



仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：亚马逊，国投证券证券研究所

资料来源：PRNewswire，国投证券证券研究所

主品牌整合聚焦品牌认知，多触点营销提升影响力。公司品牌战略由三大子品牌相对独立运营逐步转向主品牌统一牵引，2024 年以 SONGMICS HOME 统筹 SONGMICS、VASAGLE 和 Feandrea 三大子品牌，统一品牌视觉、设计语言及价值主张，同时保留各子品牌的差异化品类定位。其中，SONGMICS 覆盖家居收纳、装饰及运动户外等品类，VASAGLE 聚焦风格家具，Feandrea 则以“人宠共享”为核心定位。主品牌整合有助于集中品牌传播资源，并强化不同产品系列之间的视觉和认知联系。截至 2026 年上半年，公司产品已进入全球 70 余个国家和地区，累计服务超过 2,000 万户家庭；根据 Marketplace Pulse 统计，公司在亚马逊德国、法国、英国和意大利等欧洲核心站点的家居类目长期保持领先，欧洲市场亚马逊自然流量销售贡献达到 60%以上，反映长期积累的品牌认知已转化为稳定流量。在本土化营销方面，公司通过品牌广告、Instagram、TikTok 和 Facebook 等海外社交媒体、网络红人合作及独立站运营触达当地消费者，并形成站内投放与站外内容传播相结合的营销体系；2024 年巴黎时尚家居设计展期间，公司围绕 TOOLLESS 产品开展互动挑战活动，实现全渠道 3,705 万次曝光，进一步强化“创新、便捷”的品牌形象；同时推出“S-HOME 致爱家”全球公益计划，将品牌理念从商业维度延伸至社会责任维度，深化消费者对“打造家·热爱家”品牌主张的情感认同。主品牌整合与多触点营销相结合，有助于提升品牌传播的一致性，并为新品推广和品类拓展提供品牌支撑。

图38. 公司 2024 年巴黎 MO 展免安装挑战赛现场



资料来源：PRNewswire，国投证券证券研究所

图39. 公司“S-HOME 致爱家”全球公益计划



资料来源：PRNewswire，国投证券证券研究所

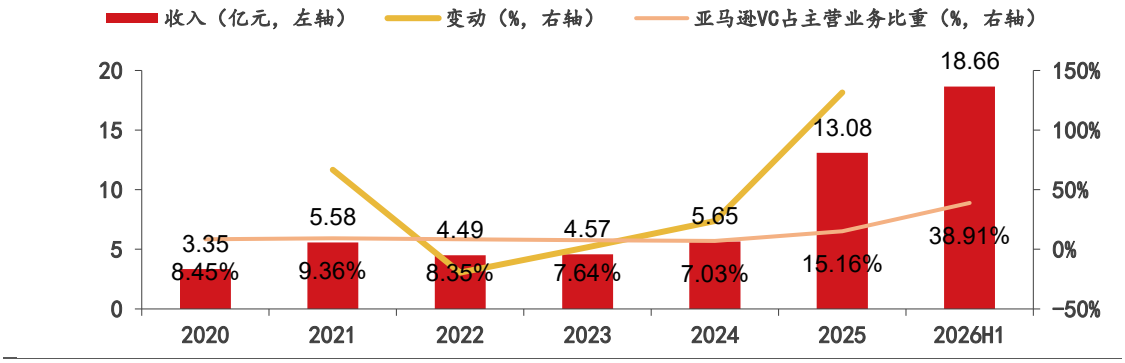
3.2. VC 快速放量优化费用结构，多元渠道拓宽增长空间

SC 与 VC 协同运营，VC 快速放量支撑盈利能力修复。SC 模式赋予公司较高的终端定价、产品上新及营销运营自主权，适合新品测试和品牌运营，但公司需要承担平台交易费、自主广告投入及相应的仓储和配送成本，经营表现较易受到流量竞价、价格竞争及库存周转变化的影响。VC 模式下，公司按照亚马逊采购订单以批发价供货，将终端定价、零售和部分履约职能交由亚马逊，相关商品以亚马逊自营方式面向消费者销售，能够获得平台自然流量倾斜，并依托“Sold by Amazon”标识、Prime 履约体系及亚马逊的消费者信任提升产品曝光和销售转化。规模端，亚马逊批量采购及平台流量支持有助于成熟产品扩大销量，VC 模式也与公司中大件家具的销售及履约需求较为适配。盈利端，VC 商品无需承担 SC 模式下的销售佣金、广告费用和 FBA 仓储费，美国 VC 的消费者端配送也由亚马逊负责。虽然 VC 按批发价格确认收入，毛利率通常低于 SC，但费用结构优化能够抵消部分毛利率压力，进而推动净利率改善。经营端，采购订单模式能够提高生产和备货安排的计划性，并降低公司对 SC 端流量竞价及价格波动的敏感度。基于上述特点，公司在保持 SC 渠道基本盘的同时，加快推动部分中大件及成熟产品切入 VC 渠道。2020—2025 年，公司亚马逊 VC 渠道收入由 3.35 亿元增至 13.08 亿元，CAGR 约 31%；2026 年上半年 VC 渠道收入进一步增至 18.66 亿元，同比增长 406.31%，占主营业务收入的比重提升至 38.91%。随着 VC 模式占比提升，公司平台交易费率由上年同期的 12.84%降至 7.72%。同期，伴随新品集中推出及推广需求增加，广告费率由 3.92%升至 7.27%，但平台交易费等其他销售成本的下降较大程度上抵消了广告投入增加的影响，整体销

仅供内部参考，请勿外传！

售费用率仍由 25.04%降至 23.09%。VC 放量带来的规模扩张与费用结构优化已逐步兑现，为公司盈利能力持续修复提供支撑。

图40. 公司亚马逊 VC 收入、变动与占比



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

VC 差异化履约进一步释放区域仓配优势。分区域看，公司在美国市场采用 VC-DF 框架下的 AOC（Amazon Owned Carrier，亚马逊承运）模式，由亚马逊负责消费者端配送，借助其覆盖全美的履约网络降低中大件产品的尾程配送压力；欧洲市场则在 VC-DF 框架内创新采用 VOC（Vendor Own Carrier，供应商自主承运）模式，公司在向亚马逊批发供货的同时，自主选择物流服务商并组织消费者端配送。经过十余年经营，公司已在欧洲形成“德国中心仓+法国、意大利、西班牙前置仓”的仓储布局，并积累了本地尾程物流账号及议价资源。VOC 模式使公司既能享受 VC 渠道在平台流量、销售费用及终端转化方面的优势，又能继续利用既有海外仓和本地物流资源，自主优化配送路线、成本及时效，进一步发挥欧洲仓配网络的规模效应。由此，公司全球仓配网络形成的重资产壁垒在渠道端得到体现，相较缺乏欧洲本土仓配能力的 VC 供应商形成一定的成本优势。

表12：致欧科技亚马逊 SC 与 VC 模式对比

对比维度	SC 模式	美国 VC-DF 模式（AOC 亚马逊承运）	欧洲 VC-DF 模式（VOC 自主承运）
入驻方式	自主注册、公开申请	邀请制	
商业本质	公司以第三方卖家身份面向消费者零售	公司作为供应商向亚马逊供货，由亚马逊面向消费者零售	
定价及收入确认	公司自主确定终端零售价，按零售价确认收入	终端定价主要由亚马逊负责，公司按批发价确认收入	终端定价主要由亚马逊负责，公司按批发价确认收入
回款周期	一般按约 14 天周期结算，资金可用时间受订单送达后预留期影响	账期长于 SC 模式	账期长于 SC 模式
平台及营销费用	支付销售佣金并自主承担广告投入；使用 FBA 时需支付仓储配送费用	不适用 SC 模式下的销售佣金及 FBA 收费规则，广告投入相对较低	不适用 SC 模式下的销售佣金及 FBA 收费规则，公司继续承担自有仓配费用
流量及转化	自主开展广告投放及 Listing 运营；FBA 商品通常具备 Prime 配送资格	商品以亚马逊自营方式销售，享有平台自然流量倾斜	
库存及货权	采用 FBA 或自有海外仓备货，商品售出前货权归公司	采用公司海外仓备货，货权在消费者签收后转移	
消费者端履约	FBA 订单由亚马逊履约，FBM 订单由公司自有仓及合作物流商履约	亚马逊利用其尾程物流网络完成配送及消费者服务	公司自主选择本地物流商完成尾程配送，消费者服务由亚马逊负责
主要产品	小件家居、收纳类、标准件及需要灵活测试的新品	美国市场的中大件家具及超标件产品	欧洲市场的中大件家具及超标件产品
模式优势	保留终端定价、产品测试及营销运营自主权	借助亚马逊尾程履约能力降低中大件配送成本，并依托平台流量扩大销售规模	兼享平台流量与较低销售费用，并利用欧洲仓配网络自主控制物流成本及时效
主要约束	承担流量竞价、平台费用、库存周转及自主履约压力	按批发价确认收入导致毛利率承压，同时让渡终端定价权且账期较长	按批发价确认收入且账期较长，公司仍需承担海外仓储及尾程配送责任
战略定位	保持小件及标准件经营基本盘，承担新品测试和品牌运营功能	发力美国中大件家具，利用亚马逊履约网络改善费用率	发力欧洲中大件家具，将公司仓配壁垒转化为渠道成本优势

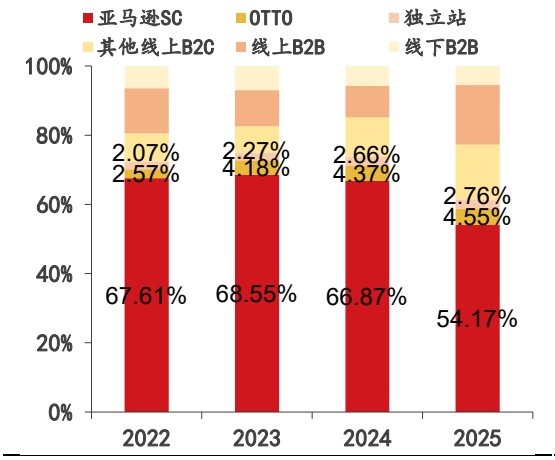
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：公司公告，亚马逊，国投证券证券研究所

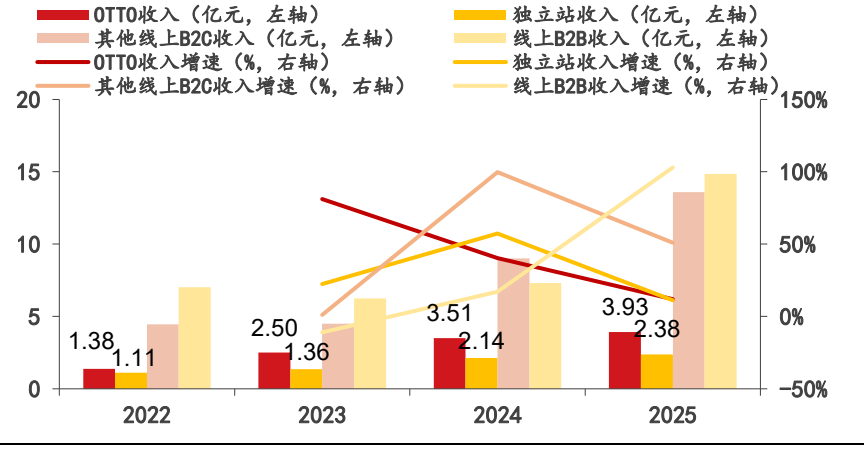
公司同步拓展线上新兴平台和线下 KA 渠道，多元销售渠道打开长期增长空间。公司一方面深耕拉美新兴市场，依托亚马逊“红产计划”成交费优惠与广告资源扶持，拓展墨西哥、巴西等地区业务。另一方面布局欧洲本土主流电商 OTTO、家居平台 Wayfair，同步试水 SHEIN 等新兴流量渠道，复用成熟选品与大件物流体系，实现多平台流量分散。2022—2025 年，公司线上 B2B 渠道收入占比由 13.05%提升至 17.23%，其他线上 B2C 渠道占比由 8.28%提升至 15.77%，OTTO、独立站等补充渠道规模稳步扩张；2026 年上半年，OTTO、独立站及其他 B2C 平台收入分别同比增长 27.25%、21.54%和 25.81%，多元线上渠道延续较快增长。公司的线下布局以欧美大型 KA 商超渠道试点突破为主，采取差异化“店中店”模式规避线上线下价格冲突，长线储备增长空间。在欧洲地区，公司已推进与 OBI、Bauhaus 等本土家居建材商合作；在美国地区持续推进与 Target、HOBBY LOBBY 对接。2026 年上半年，公司线下 B2B 渠道实现收入 2.63 亿元，同比增长 21.75%，占主营业务收入的 5.49%。当前线下渠道尚处于拓展和模式磨合阶段，绝对体量贡献仍较有限，但打通线下实体零售场景有助于完善品牌全域曝光，并为中长期增长储备增量。综合线上与线下布局，2026 年上半年公司非亚马逊渠道收入占比达到 30.92%，收入同比增长 21.83%，多元渠道协同发展有助于分散单一平台风险，并增强收入增长的韧性。

图41. 公司各销售渠道收入占比



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图42. 公司新兴渠道收入及增速



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所（注：其他线上 B2C 渠道包括 SHEIN、TikTok Shop、Mercado Libre、Fressnapf 等线上零售平台）

3.3. 产能、运输与仓配全链条协同，强化供应链韧性与成本优势

“中国+N”产能布局加速落地，构建“中国制造”与“东南亚制造”的双重产能备份体系。2024 年底，公司已有 20%的东南亚产能实现对美出货；2025 年上半年，在美国关税及贸易政策频繁调整的压力下，公司约 50%的对美出货产能完成转移，东南亚对美出货已下订单率约 70%；至 2025 年第四季度，东南亚供应链实现稳定交付，截至年末可承接美国市场约 80%的出货需求。2026 年上半年，东南亚产能进一步优化并实现对美国市场的稳定供应。随着东南亚寻源、产线落地及品质爬坡逐步完成，部分品类采购成本已接近甚至低于中国，公司可根据关税水平、区域成本及市场需求动态调整供应来源，在保留中国供应链效率优势的同时降低单一区域依赖，增强供应链调度能力与关税应对弹性。

表13：公司东南亚产能转移进程

时间节点	转移情况
2024 年底	已实现 20%的东南亚对美出货
2025 年上半年末	完成约 50%对美出货产能转移，东南亚对美出货已下订单率达 70%
2025 年 Q4	东南亚供应链已实现稳定交付

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

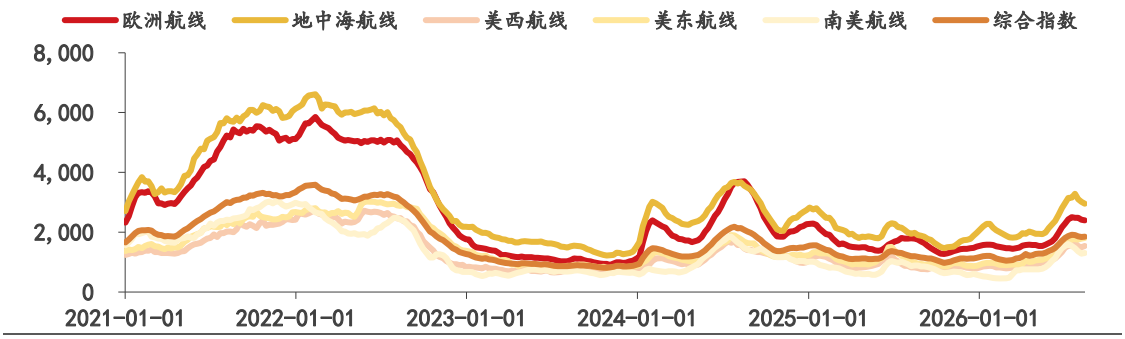
仅供内部参考，请勿外传！

2025 年底	美国市场 80%出货需求可由东南亚产能承接

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

公司依托规模化出货、稳定航线布局及海运长协机制，形成运输成本控制优势。公司销售规模较大，欧美市场布局集中，核心运输航线相对稳定，在欧线、美线等主要航线上形成规模化运输优势，增强了公司与船司的合作深度及核心运力获取能力。2024 年红海危机导致全球航运周期紊乱、海运价格阶段性上涨，公司凭借与头部船司的长期稳定合作，通过长协机制锁定核心航线成本，降低市场运价波动对供应链成本的影响。2026 年上半年，国际海运价格有所上涨，公司通过长协提前锁定部分运价及舱位，其中欧线、美线年约成本均优于上年，进一步提升运输成本确定性。同时，公司根据市场运价变化灵活调整长短约比例，在保障核心运力的基础上保留运价下行阶段的成本优化空间。

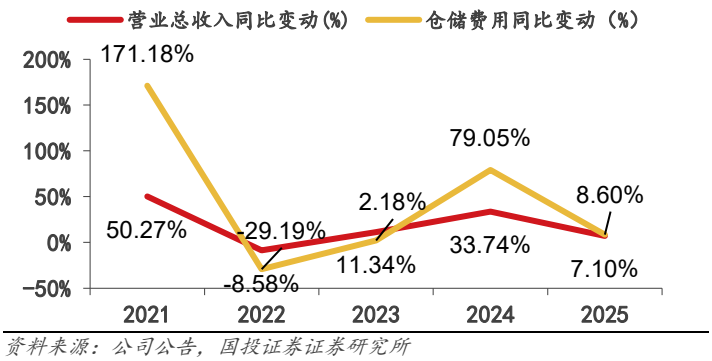
图43. CCFI 中国出口集装箱运价指数



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

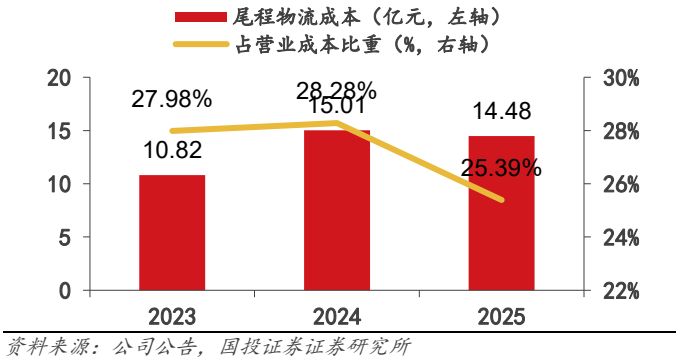
仓网规模化运营带动仓储效率改善，仓内操作成本持续优化。截至 2024 年底，公司自营仓面积达 33.49 万平方米，已形成覆盖欧美核心市场的规模化仓网基础——“自营仓、平台仓、三方仓”协同的混合仓网结构为订单交付提供了坚实支撑。随着自营仓面积扩大与区域仓网密度提升，公司通过优化仓内作业流程、提升自动化水平及库存周转效率，持续降低单件操作成本。2025 年，美国自营仓单件均操作成本同比下降 1 美元，欧洲市场通过德国中心仓分流及法意西前置仓协同，仓内作业效率同步提升，仓储资源利用效率持续优化。从仓储费用增速看，在 2021 年和 2024 年受前期扩张与新增前置仓影响同比高增 171%与 79.05%后，2025 年仓储费用增速（8.60%）已接近营收增速（7.10%），表明仓储端成本正随运营效率提升逐步进入可控轨道。2026 年上半年，公司自营仓及合作第三方仓出库单量较 2024 年上半年年复合增长 2 倍以上，进一步释放效率，仓储费率继续下降至 2.88%。

图44. 公司仓储费用及营业总收入同比变动



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图45. 公司尾程物流成本及其占营业成本比重



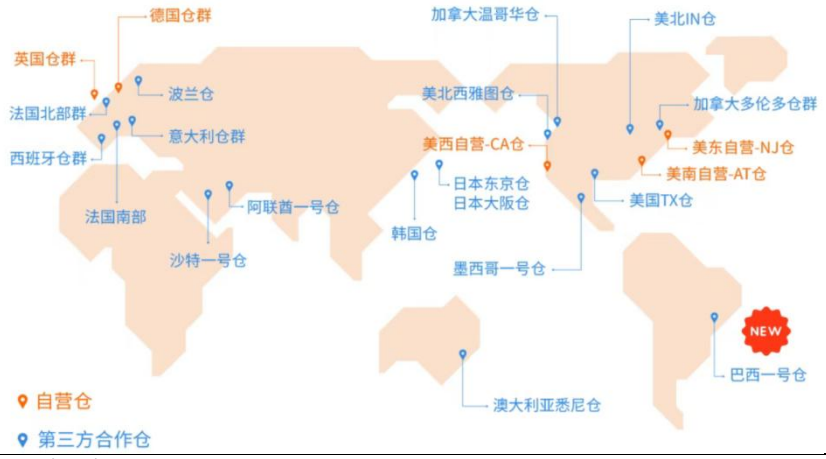
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

差异化仓网布局提升本地履约效率，尾程成本控制能力稳步增强。从整体成本表现看，2025 年公司尾程物流成本占营业成本比重约 25.39%，同比下降约 3 个百分点，仓网优化的降本成效逐步显现。分区域看，（1）**欧洲市场以仓网前置化为核心，通过缩短配送半径提升跨国履约效率。**公司早期主要依托德国中心仓辐射欧洲多国，2024 年在法、西、意新增 5 个前置仓，

仅供内部参考，请勿外传！

推动法国前置仓发货比例由 7.8%提升至 37.8%、意大利和西班牙前置仓发货比例由 58.8%提升至 72.8%。仓网前置化带动法、意、西三国单件尾程运费下降 0.7 至 2.4 美元，末端配送时效缩短 1 至 2 天。2025 年，公司继续加密前置仓网络并提升仓内作业效率，上半年欧洲尾程费用率同比下降 0.7 个百分点；2026 年，公司计划继续推进德国中心仓分流及快递线路优化，持续强化欧洲大件家居跨国履约壁垒。（2）**美国市场以仓网密度提升为核心，增强本地履约承接能力。**2024 年，公司完成美东、美西、美南、美北和美中五大区域覆盖，自发订单比例提升至 27.75%，单位尾程成本较 2023 年下降 4—5 美元。2025 年上半年，公司进一步加强多区域仓网协同并优化尾程账号组合，推动北美尾程费用率同比下降 1.93 个百分点。2026 年上半年，公司在美国布局的本地仓增至 6 座，全美尾程投递进一步加速；美国尾程单均运费较 2024 年上半年年复合下降 10%以上，本地仓网加密逐步转化为配送成本优势。（3）**拉美市场开始建设本地履约节点，为业务拓展提供支撑。**2026 年上半年，公司首次在巴西实现仓储布局，为拉美市场发展提供本地履约保障。

图46. 2026 年上半年致欧科技海外仓布局



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

表14：公司营业成本拆分

主要内容				2021	2022	2023	2024	2025
营业收入				100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业成本	存货成本	产品采购成本	向供应商直接进行实物产品采购的成本	36.40%	36.54%	44.75%	35.76%	37.66%
		境内头程费用	境内自营仓或供应商仓库至起运港口的运费、起运港杂费等	0.53%	14.41%		0.53%	0.55%
		海运费	境内港口到境外港口的海路运输费用	7.84%			4.63%	4.15%
		关税	目的港的进口关税	2.87%			2.77%	3.44%
		境外二程费用	货柜到达目的港后、入仓前产生的港杂费、清关费用、二程运费、卸货费用等	2.65%			2.35%	2.50%
	运输成本（尾程运输费）		仓库发货到消费者收货途中的运输费用	16.97%	16.41%	17.82%	18.48%	16.64%
	其他业务成本		非主营业务产生的成本	0.11%	0.99%	1.12%	0.82%	0.59%
毛利润				32.63%	31.65%	36.32%	34.65%	34.48%
其余营业成本	销售费用	电商平台交易费	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，即平台交易佣金	13.35%	12.91%	13.28%	13.35%	11.79%
		广告费	为亚马逊等线上平台店铺站内广告、宣传费用以及站外广告推广费用	2.17%	2.50%	3.50%	3.86%	5.13%
		仓储费	包括亚马逊等线上平台为卖家提供仓储服务而收取的费用、向第三方仓储服务商支付的仓储费用以及自营仓耗材、操作等运营费用等	3.23%	2.50%	2.29%	3.07%	3.11%
		其他销售费用	包含工资及福利、折旧与摊销等	3.25%	4.11%	4.14%	4.42%	5.16%
	管理费用			2.97%	3.19%	4.02%	3.69%	3.77%
	研发费用			0.41%	0.83%	0.99%	0.95%	0.77%
	财务费用	汇兑损益	汇率波动造成的损益	1.20%	-0.72%	-0.64%	0.22%	-0.68%
		其他财务费用	包含利息支出收入、手续费等	0.37%	0.47%	0.27%	0.54%	0.59%

仅供内部参考，请勿外传！

	其他	包含投资收益、资产减值损失等	0.64%	0.16%	0.37%	-0.42%	0.00%
营业利润			5.04%	5.70%	8.10%	4.97%	4.84%

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所测算（注：数值为各部分占营业收入的比例）

3.4. AI 嵌入核心业务流程，推动跨境运营提质增效

公司持续推进 AI 能力向核心业务流程渗透，构建覆盖研发、供应链与营销环节的智能化运营体系。2025 年，公司围绕“AI+RPA+敏捷开发”建立 AI 应用基础架构，自研“致欧灵创”平台，集成多模态大模型与 AI Coding 能力，构建“通用 Agent→业务专项 Agent→全场景应用”的体系。目前，公司已落地超过 80 个智能体，覆盖产品研发、供应链管理、营销销售、财务核算、IT 开发及数据分析等核心环节，实现 AI 由单点工具向业务流程赋能转变，为组织效率提升和规模化运营提供技术支撑。

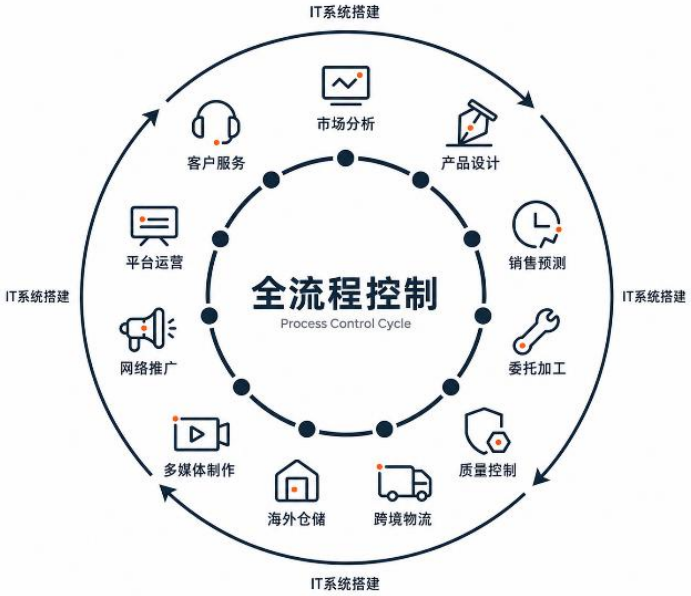
表15：公司 AI 智能体业务覆盖全景

业务环节	核心应用场景	关键成效
产品研发	市场趋势分析、智能选品、研发决策辅助	提升产品开发效率与需求洞察能力
供应链管理	需求预测、智能履约、AI 质检、清关优化	提升供应链协同效率与质量管理能力
营销销售	AIGC 内容生产、智能投放、客户运营	文案生成环境几乎完全由 AI 完成，提升营销效率
客户服务	AI 邮件回复	40%邮件实现自动回复，单文案处理提效超 30%
财务及经营管理	财务核算、数据分析	提升数据处理与经营分析效率
IT 开发	AI Coding、软件开发辅助	60% AI Coding 自动化

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所，数据截止至 2026 年 6 月 30 日

AI 深度嵌入供应链管理，围绕需求预测、履约管理与质量控制等关键环节提升跨境运营效率。针对家居品类 SKU 多、供应链链条长的特点，公司通过柔性供应链系统实现需求预测与生产协同，实现“可视、敏捷、智能”的管理闭环，产品预测准确率达到 60%左右。在质检环节，AI 视觉识别技术批量检测质检图片，提升品控准确率与检验效率。在履约环节，AI 自动生成海关编码优化跨境清关流程，有效优化跨境清关与合规体系，降低运营风险。随着 AI 持续赋能，供应商交付准时率稳定提升，质量客诉率持续下降，供应链整体运营质量稳步改善。

图47. 公司全流程控制情况



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

营销端已实现从内容生产到投放管理再到售后服务的全流程 AI 化。内容生产方面，公司升级 AIGC 2.0 智能图库平台，集成多模态大模型实现批量自动化出图，截至 2026 上半年实现

仅供内部参考，请勿外传！

超过 100 万张合规商用图片的生成和使用;2025 年在电商文案自动化生成单环节提效达 70%，2026 年上半年已实现对产品文案环节的几乎全部 AI 替代，大幅缩短新品上市周期。投放管理方面，广告竞价和投放实现自动化托管，有效提升广告投放效率与投资回报率。售后服务方面，实现 40%的 AI 自动回复，每日支持上千封全球客服邮件诉求，显著提升了响应速度与服务质量。AI 营销能力的全链路覆盖，在降低运营成本的同时强化了品牌触达效率与用户服务体验。

表16：公司 2024-2026 年上半年 AI 在营销端使用情况

应用领域	2024 年情况	2025 年情况	2026 年上半年情况
客服服务	人工智能客服 7×24 小时多语言响应，邮件自动回复率达 19%	实现 30%AI 邮件自动回复率，单文案处理提效超 30%	实现 40%的 AI 自动回复，每日支持上千封全球客服邮件诉求
文案生成	支持产品描述自动化生成	实现电商文案自动化生成，单环节提效达 70%	AIGC 文案替代率超 90%
图片生成	AI 生图技术加速视觉素材创作，与实拍相比降低图片制作成本约 65%	升级 AIGC2.0 智能图库平台，集成多模态大模型实现批量自动化出图	超过 100 万张合规商用图片的生成和使用

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计致欧科技 2026—2028 年营业收入分别为 109.75、132.42、155.49 亿元，同比增长 26.13%、20.66%、17.42%；毛利率分别为 35.01%、35.18%、35.33%。

1) 欧洲地区：成熟的品牌运营及本地仓配体系构筑市场壁垒，新品放量与 VC 业务拓展驱动收入稳步增长。欧洲是公司的核心市场，公司已形成较成熟的仓网、尾程配送及本地运营体系，有利于新品推广和跨区域复制。2026 上半年，新品持续推出及亚马逊 VC 业务放量带动收入较快增长；此后随着收入基数扩大，增速逐步回归。预计 2026—2028 年欧洲营收同比增长 26.0%、19.0%、16.0%，毛利率分别为 34.8%、36.4%、36.7%。2026 年 VC 快速转换对报表毛利率形成一定压力；2027 年起，随着渠道转换趋稳，采购及履约效率改善，毛利率有望修复。

2) 美加地区（原北美地区）：东南亚供应链调整完成，叠加新品扩充与主动获取市场份额，推动收入及经营能力持续修复。2025 年美国业务受到关税及供应链切换影响，收入基数有所回落；2026 年以来，公司美国市场 80%的出货可由东南亚产能承接，“中国+东南亚”双供应链体系搭建完成，新品上架及供应链恢复带动业务改善。考虑美国市场竞争较为激烈，公司短期采取适度让利、扩大市场份额的经营策略，预计 2026—2028 年美加地区收入同比增长 25.0%、24.0%、20.0%，毛利率分别为 36.0%、33.0%、33.0%。2026 年毛利率较高主要受上半年美国关税退税冲减成本影响;2027 年随着一次性退税影响退出，毛利率有望回归正常水平，此后供应链效率改善与市场竞争投入相互抵消，预计毛利率总体保持稳定。

3) 拉美地区：欧美市场积累的产品、供应链及平台运营能力具备复制优势，推动业务保持快速扩张。公司依托亚马逊、美客多等平台拓展拉美市场，并复用欧美市场积累的产品开发、供应链和线上运营能力。预计 2026—2028 年拉美收入同比增长 60.0%、30.0%、25.0%，毛利率分别为 32.0%、32.5%、32.7%。由于拉美当前收入基数较小，其对公司收入总量的贡献仍相对有限。

4) 其他地区（日本、澳洲等）：业务规模较小，依托既有渠道及产品能力稳步拓展。预计 2026—2028 年收入同比增长 20.0%、18.0%、15.0%，毛利率维持在 34.3%左右。由于业务规模相对有限，其他地区对公司整体收入及利润的贡献仍较为有限。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表17：公司营收预测（按地区拆分）

收入预测	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,967.38	5,455.39	6,074.19	8,123.84	8,700.95	10,974.75	13,241.66	15,548.66
YoY		-8.58%	11.34%	33.74%	7.10%	26.13%	20.66%	17.42%
毛利率	32.64%	31.65%	36.32%	34.65%	34.48%	35.01%	35.18%	35.33%
毛利润（百万元）	1947.75	1726.63	2206.14	2814.91	3000.05	3842.45	4658.50	5493.27
按地区拆分								
欧洲地区								
收入（百万元）	3,575.19	3,065.10	3,728.50	4,895.94	5,680.91	7,157.95	8,517.96	9,880.83
YoY		-14.27%	21.64%	31.31%	16.03%	26.00%	19.00%	16.00%
毛利率		33.38%	38.92%	36.54%	36.42%	34.76%	36.40%	36.67%
收入占比	59.91%	56.18%	61.38%	60.27%	65.29%	65.22%	64.33%	63.55%
美加地区（原北美地区）								
收入（百万元）	2,334.57	2,244.11	2,146.95	2,886.14	2,588.14	3,235.17	4,011.61	4,813.93
YoY		-3.88%	-4.33%	34.43%	-10.33%	25.00%	24.00%	20.00%
毛利率		29.22%	31.97%	31.83%	30.15%	36.00%	33.00%	33.00%
收入占比	39.12%	41.14%	35.35%	35.53%	29.75%	29.48%	30.30%	30.96%
拉美地区								
收入（百万元）			26.22	133.74	213.77	342.03	444.64	555.81
YoY				410.16%	59.84%	60.00%	30.00%	25.00%
毛利率			34.95%	32.12%		32.00%	32.50%	32.70%
收入占比			0.43%	1.65%	2.46%	3.12%	3.36%	3.57%
其他地区								
收入（百万元）	48.91	68.76	80.19	116.64	144.29	173.15	204.31	234.96
YoY		40.57%	16.64%	45.45%	23.70%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率			34.58%	34.26%		34.30%	34.30%	34.30%
收入占比	0.82%	1.26%	1.32%	1.44%	1.66%	1.58%	1.54%	1.51%
其他业务收入								
收入（百万元）	8.70	77.43	90.64	91.37	73.84	66.46	63.13	63.13
YoY		789.75%	17.06%	0.81%	-19.19%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	26.48%	30.25%	25.19%	26.67%	30.92%	30.92%	30.92%	30.92%
收入占比	0.15%	1.42%	1.49%	1.12%	0.85%	0.61%	0.48%	0.41%

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所（2025 年拉美地区及其他地区毛利率未予披露，系公司年报中该区域收入占比不足 10%，未单独拆分披露毛利率数据。）

5) B2C 业务：亚马逊业务模式迁移导致短期报表收入下降，多元平台拓展与终端需求增长支撑后续恢复。公司 B2C 业务主要包括亚马逊 SC、OTTO、独立站及其他线上平台。2026 上半年亚马逊 B2C 收入下降主要源于部分中大件产品向 VC 模式转换，并不代表终端需求下滑；与此同时，OTTO、独立站及其他线上平台保持较快增长，对 B2C 业务形成支撑。预计 2026—2028 年 B2C 业务收入分别同比下降 13.8%、增长 14.6%和 17.0%，毛利率分别为 37.0%、37.2%、37.2%。随着业务模式转换趋稳、供应链效率提升及成熟产品自然流量积累，B2C 业务毛利率总体保持稳定。

6) B2B 业务：VC 模式的流量与费用优势适配中大件产品放量，推动业务规模扩张及经营效率提升。公司 B2B 业务主要包括亚马逊 VC、其他线上 B2B 及线下 B2B，其中亚马逊 VC 为核心增长来源。预计 2026—2028 年 B2B 业务收入同比增长 163.0%、27.7%、18.0%，毛

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

利率分别为 32.9%、33.2%、33.5%。随着 VC 业务由快速转换转向稳定运营，叠加采购规模扩大及供应链效率改善，B2B 毛利率有望温和提升。

7) 其他业务：业务规模较小且缺乏明确扩张驱动，预计收入及毛利率总体保持平稳。其他业务对公司整体收入和利润贡献有限，预计 2026—2028 年收入分别同比下降 10.0%、下降 5.0%和基本持平，毛利率维持在 30.9%左右。

表18：公司营收预测（按渠道拆分）

按渠道拆分	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
B2C：亚马逊								
收入（百万元）	4,044.08	3,635.89	4,101.85	5,371.50	4,673.30	3226.40	3566.10	4210.51
YoY		-10.09%	12.82%	30.95%	-13.00%	-30.96%	10.53%	18.07%
收入占比	67.77%	66.65%	67.53%	66.12%	53.71%	29.40%	26.93%	27.08%
B2C：OTTO								
收入（百万元）	142.51	138.09	249.92	350.65	392.91	471.49	542.22	596.44
YoY		-3.10%	80.98%	40.30%	12.05%	20.00%	15.00%	10.00%
收入占比	2.39%	2.53%	4.11%	4.32%	4.52%	4.30%	4.09%	3.84%
B2C：独立站								
收入（百万元）	106.94	111.29	135.88	214.04	238.21	281.09	323.25	355.58
YoY		4.07%	22.10%	57.52%	11.29%	18.00%	15.00%	10.00%
收入占比	1.79%	2.04%	2.24%	2.63%	2.74%	2.56%	2.44%	2.29%
B2C：其他								
收入（百万元）	521.62	445.55	451.14	900.76	1,360.24	1768.31	2157.34	2545.66
YoY		-14.58%	1.25%	99.66%	51.01%	30.00%	22.00%	18.00%
收入占比	8.74%	8.17%	7.43%	11.09%	15.63%	16.11%	16.29%	16.37%
B2C 合计								
收入（百万元）	4815.14	4330.82	4938.78	6836.95	6664.67	5747.29	6588.91	7708.19
YoY		-10.06%	14.04%	38.43%	-2.52%	-13.76%	14.64%	16.99%
毛利率	--	--	37.81%	35.99%	36.30%	37.00%	37.20%	37.20%
收入占比	80.69%	79.39%	81.31%	84.16%	76.60%	52.37%	49.76%	49.57%
线上 B2B：亚马逊 VC								
收入（百万元）				564.98	1,307.61	4369.23	5629.34	6646.60
YoY					131.44%	234.14%	28.84%	18.07%
收入占比				6.95%	15.03%	39.81%	42.51%	42.75%
线上 B2B：其他（24 年前为所有线上 B2B）								
收入（百万元）	832.5	701.85	624.76	166.57	178.43	196.27	215.90	237.49
YoY		-15.69%	-10.98%		7.12%	10.00%	10.00%	10.00%
收入占比	13.95%	12.87%	10.29%	2.05%	2.05%	1.79%	1.63%	1.53%
线下 B2B								
收入（百万元）	311.04	345.29	420	463.97	476.4	595.50	744.38	893.25
YoY		11.01%	21.64%	10.47%	2.68%	25%	25%	20%
收入占比	5.21%	6.33%	6.91%	5.71%	5.48%	5.43%	5.62%	5.74%
B2B 合计								
收入（百万元）	1143.54	1047.14	1044.76	1195.52	1962.43	5161.00	6589.62	7777.34
YoY		-8.43%	-0.23%	14.43%	64.15%	162.99%	27.68%	18.02%
毛利率			30.24%	27.61%	28.42%	32.85%	33.20%	33.51%
收入占比	19.16%	19.19%	17.20%	14.72%	22.55%	47.03%	49.76%	50.02%
其他业务								
收入（百万元）	8.70	77.43	90.64	91.37	73.84	66.46	63.13	63.13
YoY		789.75%	17.06%	0.81%	-19.19%	-10.00%	-5.00%	0.00%

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

毛利率	26.48%	30.25%	25.19%	26.67%	30.92%	30.92%	30.92%	30.92%
收入占比	0.15%	1.42%	1.49%	1.12%	0.85%	0.61%	0.48%	0.41%

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

给予致欧科技“买入-A”评级。选取安克创新、赛维时代和吉宏股份作为可比公司进行估值对比。其中，安克创新是消费电子品牌出海龙头，在自主品牌建设、线上渠道运营及全球化布局方面具有参考意义；赛维时代是品牌型跨境电商企业，在多品牌运营、海外线上销售及供应链管理方面与公司具有一定相似性；吉宏股份持续发展跨境社交电商业务，在海外市场拓展、数字化营销及跨境电商运营方面具有可比性。2027 年可比公司平均估值为 18.32 倍，公司对应估值为 15.38 倍，低于可比公司平均水平。公司正处于渠道结构优化与盈利能力释放阶段，成长性及经营改善的确定性支撑其享有一定估值溢价。亚马逊 VC 模式持续放量，推动销售费用率下降和经营效率提升；同时，欧洲市场品牌及本地仓配壁垒稳固，VC 结算指导价上调、采购规模扩大及仓配提效有望促进盈利能力提升，北美供应链调整完成及拉美市场快速扩张则进一步打开增长空间。公司 2026—2028 年归母净利润复合增速约 21.4%，渠道结构优化、供应链提效及规模效应有望推动盈利能力持续改善。考虑公司全球化家居品牌的稀缺性、渠道模式优化带来的利润率提升空间以及预计未来三年有望实现较快的业绩增长，采用可比公司静态平均估值难以充分反映公司所处的盈利释放阶段。我们给予公司 2027 年 20 倍 PE，目标价 29.40 元。

表19：致欧科技与可比公司估值对比（截至 2026 年 9 月 23 日）

证券代码	证券名称	股价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（百万元）					市盈率 PE					26-28 年净利润 CAGR
				2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
300866.SZ	安克创新	124.55	734.14	2114.4	2545.1	3568.1	4237.3	5102.9	34.72	28.85	20.57	17.33	14.39	19.59%
301381.SZ	赛维时代	24.73	100.52	214.1	283.0	436.7	584.4	704.7	46.95	35.52	23.02	17.20	14.26	27.04%
002803.SZ	吉宏股份	19.88	91.03	181.9	276.8	354.3	445.4	554.1	50.05	32.89	25.70	20.44	16.43	25.06%
可比公司均值									**43.91**	**32.42**	**23.10**	**18.32**	**15.03**	**23.90%**
301376.SZ	致欧科技	22.68	91.28	333.6	335.8	478.7	593.5	705.2	23.01	21.66	19.07	15.38	12.94	21.38%

资料来源：国投证券证券研究所（注：安克创新、赛维时代和吉宏股份来自 iFinD 一致预测，致欧科技由国投证券证券研究所预测）

5. 风险提示

1）**海外市场需求不及预期风险：**若欧美家具家居消费恢复不及预期，或拉美等新兴市场拓展进度较慢，公司收入增长可能不及预期。

2）**渠道拓展及平台经营风险：**若 VC 及线下渠道拓展不及预期，或亚马逊等第三方平台调整流量分配、收费标准、运营规则及合作模式，可能影响公司收入增速及盈利水平。

3）**海外仓运营及存货减值风险：**公司采用海外备货模式，若需求判断偏差或库存周转放缓，可能增加仓储、清仓及存货减值压力。

4）**关税、汇率及贸易政策风险：**若主要市场提高关税、收紧贸易监管或调整跨境电商政策，以及人民币汇率大幅波动，可能增加公司经营及合规成本，影响产品竞争力和市场拓展。

5）**供应链风险：**若国际海运、海外仓储及末端配送成本大幅波动，或供应商交付、跨境物流环节出现异常，可能影响公司产品供应、履约效率及盈利能力。

6）**预测及假设不及预期风险：**基于宏观经济复苏节奏、行业竞争格局变化等假设进行的业绩预测，若关键假设发生偏离，可能导致实际经营结果与预测存在重大差异。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,124	8,701	10,975	13,242	15,549
减:营业成本	5,309	5,701	7,132	8,583	10,055
营业税费	10	13	17	20	24
销售费用	2,007	2,192	2,612	3,228	3,791
管理费用	300	328	406	498	591
研发费用	77	67	85	102	120
财务费用	61	-8	168	50	73
加:资产/信用减值损失	-44	-66	-60	-62	-64
公允价值变动收益	0	-16	55	-4	1
投资和汇兑收益	74	57	45	45	45
营业利润	404	421	596	739	877
加:营业外净收支	0	-3	0	0	0
利润总额	404	418	596	739	877
减:所得税	71	82	117	145	172
净利润	334	336	479	594	705

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	687	667	878	1,059	1,244
交易性金融资产	388	576	576	576	576
应收帐款	590	1,029	617	1,296	950
应收票据	0	0	0	0	0
预付帐款	40	57	102	41	126
存货	1,324	1,277	2,011	1,851	2,618
其他流动资产	575	1,420	929	867	907
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	72	72	72	72
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	58	57	46	36	25
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	12	15	12	8	4
其他非流动资产	2,598	1,655	1,603	1,600	1,600
资产总额	6,272	6,825	6,845	7,405	8,122
短期债务	1,284	1,297	704	761	745
应付帐款	581	726	938	1,064	1,282
应付票据	67	25	78	53	96
其他流动负债	416	450	566	650	736
长期借款	0	38	0	0	0
其他非流动负债	696	911	920	930	950
负债总额	3,045	3,447	3,207	3,459	3,809
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	402	402	402	402	402
留存收益	2,811	2,987	3,236	3,544	3,911
股东权益	3,227	3,377	3,638	3,947	4,314

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	334	336	479	594	705
加:折旧和摊销	13	19	14	14	14
资产减值准备	41	43	0	0	0
公允价值变动损失	0	16	55	-4	1
财务费用	41	54	168	50	73
投资收益	-74	-57	-45	-45	-45
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	1,537	2,984	-3	-353	-235
经营活动产生现金流量	2,294	2,470	668	256	513
投资活动产生现金流量	-244	184	560	199	94
融资活动产生现金流量	-2,181	-2,592	-1,016	-274	-423

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	33.7%	7.1%	26.1%	20.7%	17.4%
营业利润增长率	-17.9%	4.3%	41.4%	24.0%	18.8%
净利润增长率	-19.2%	0.7%	42.6%	24.0%	18.8%
EBITDA 增长率	-2.4%	-15.7%	100.1%	3.3%	20.1%
EBIT 增长率	-2.9%	-16.8%	103.7%	3.3%	20.4%
NOPLAT 增长率	-3.3%	-13.5%	84.7%	3.3%	20.4%
投资资本增长率	102.0%	29.3%	4.4%	35.3%	16.9%
净资产增长率	3.4%	4.7%	7.7%	8.5%	9.3%
利润率					
毛利率	34.7%	34.5%	35.0%	35.2%	35.3%
营业利润率	5.0%	4.8%	5.4%	5.6%	5.6%
净利润率	4.1%	3.9%	4.4%	4.5%	4.5%
EBITDA/营业收入	5.7%	4.5%	7.1%	6.1%	6.2%
EBIT/营业收入	5.5%	4.3%	7.0%	6.0%	6.1%
运营效率					
固定资产周转天数	2	2	2	1	1
流动营业资本周转天数	51	63	57	53	52
流动资产周转天数	150	179	166	147	140
应收帐款周转天数	25	34	27	26	26
存货周转天数	49	54	54	53	52
总资产周转天数	263	271	224	194	180
投资资本周转天数	24	34	31	31	33
投资回报率					
ROE	10.3%	9.9%	13.2%	15.0%	16.3%
ROA	5.3%	4.9%	7.0%	8.0%	8.7%
ROIC	108.4%	46.4%	66.3%	65.6%	58.4%
费用率					
销售费用率	24.7%	25.2%	23.8%	24.4%	24.4%
管理费用率	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%
研发费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
财务费用率	0.8%	-0.1%	1.5%	0.4%	0.5%
四费/营业收入	30.1%	29.6%	29.8%	29.3%	29.4%
偿债能力					
资产负债率	48.5%	50.5%	46.8%	46.7%	46.9%
负债权益比	94.3%	102.1%	88.1%	87.6%	88.3%
流动比率	1.53	2.01	2.24	2.25	2.25
速动比率	0.97	1.50	1.36	1.52	1.33
利息保障倍数	7.34	-47.20	4.55	15.68	13.09
分红指标					
DPS(元)	0.30	0.40	0.57	0.71	0.84
分红比率	36.1%	47.7%	48.0%	48.0%	48.0%
股息收益率	1.3%	1.8%	2.5%	3.1%	3.7%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.83	0.83	1.19	1.47	1.75
BVPS(元)	8.02	8.39	9.04	9.81	10.72
PE(X)	27.4	27.3	19.1	15.4	13.0
PB(X)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
P/FCF	25.8	45.9	-47.4	29.2	19.4
P/S	1.1	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.2	12.4	8.3	8.1	6.6
CAGR(%)	21.2%	28.1%	5.1%	21.2%	28.1%
PEG	1.3	1.0	3.8	0.7	0.5
ROIC/WACC	11.0	4.7	6.7	6.6	5.9
REP	0.7	1.1	1.0	0.7	0.7

资料来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮　编：518046

上海市

地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮　编：200082

北京市

地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：100034