



## 买入（维持）

所属行业：轻工制造/家居用品  
当前价格(元)：25.21

### 证券分析师

#### 赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

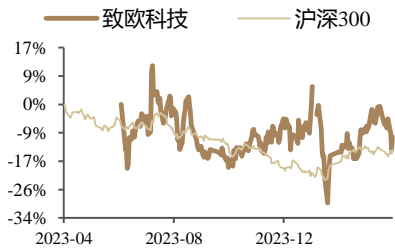
#### 张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.98	6.69	4.87
相对涨幅(%)	-1.92	0.73	-4.01

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《致欧科技(301376.SZ)：线上家居出海领跑者，柔性供应链打造极致性价比》，2024.2.23

# 致欧科技：全年净利高增65%，看好海外仓储优化与利润率提升

### 投资要点

- 净利润高增65%，全年业绩符合预期。**2023年公司实现收入60.74亿元(yoy+11.3%)，归母净利4.13亿元(yoy+65.1%)，扣非净利润4.32亿元(yoy+71.8%)，其中Q4单季度收入19.38亿元(yoy+45.0%)，归母净利1.26亿元(yoy+60.6%)。全年受海运集装箱价格回落影响与供应链整合的规模效益释放，整体毛利率同增4.67pcts至36.3%。期间线上平台销售规模扩张与费用投放致使销售费用率同增1.2pcts至23.2%，管理/研发费用率同增0.83pcts/0.16pcts至4.0%/1.0%，全年销售净利率同增2.2pcts至6.8%。至2023年末，公司经营性现金流净额同增51.7%至15.0亿元，存货及应收账款分别同增27.6%/33.0%至8.8/1.9亿元。公司拟以4.02亿股为基数，每股派发现金0.5元(含税)，合计派发2.0亿元，分红占比归母净利48.6%。
- 宠物家居增速亮眼，欧洲OTTO线上发力强劲。**1)分品类看：家具受产能限制与缺货影响，收入达27.1亿元(+4.8%)；家居品类有效巩固欧洲市场地位，并提升北美竞争优势，实现收入22.9亿元(+22.3%)；宠物等新品类表现出色，收入同增37.3%至5.2亿元。2)分地区看：海运费用优化带动盈利改善，欧洲、北美两地毛利率分别同增5.5/3.1pcts至38.9%/32.4%，其中欧洲网点仓储布局与品牌势能成熟，全年收入同增21.6%至37.3亿元，占总收入比同增5.3pcts至62.3%，北美地区受上半年新品延迟与行业竞争等影响，收入同降3.2%至21.7亿元。3)分渠道看：头部电商平台销售集中度持续提升，亚马逊与OTTO收入同增12.8%/81.0%，占比提升至68.6%/4.2%，B2C模式毛利率同增4.6pcts至37.8%。
- 北美家居库存仍处低位，线上大盘增速稳健。**据美国人口普查局数据显示，2024年初以来零售批发商整体库存环比下降，积压库存持续消化，其中至3月初家居家具批发库存环比降至169亿美元，同降11.6%；零售环节家具品类库存达278亿美元，环比增长1.4%，已逐步进入需求拐点。从线上销售表现看，亚马逊全球站点3月家居品类销售达44.3亿美元，环比增长12%。至24Q1公司于亚马逊德国、法国、美国站点中细分类目排名TOP20以内的ASIN分别达314/340/91个，于英法德意站点的家具家居品类销售排名第一。
- 海运费用影响有限，关注北美利润率提升空间。**1)红海扰动有限：“红海”事件爆发致国际海运价格短期上行，但供需格局实质性暂无变化，当前公司已及时关注航运价格趋势，控制长期协议与市场即期的货量权重分配，平滑冲抵运费扰动的负面影响。2)区域策略突破北美：展望2024年公司仍将发展重心倾注欧美，持续提升亚马逊市场份额并扩大TEMU、SHEIN、Tik Tok等新兴平台的流量机遇，重点关注美国市场在亚马逊Vendor渠道、TOP Listing产品的营运，通过提升海外仓自发比例实现降本增效；3)仓网布局优化：加强海外仓储物流能力，分散德国中心仓分拨压力，提升法国、西班牙等前置仓发货比。同时于东南亚加大产品采购范围与力度，计划将东南亚对美出货比例提升至20%，降低关税成本影响。
- 投资建议：**致欧科技为柔性供应链在家居家具赛道在品牌化出海的标杆，在股权激励加持下，积极看好欧美头部平台的营运优势与海外仓储布局优化，有望以尾程自发配送比例提升降本增效突破盈利空间。预计公司2024-2026年实现收入76.0/94.6/118.0亿元，归母净利润5.1/6.2/7.5亿元，对应2024年PE20倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**海运价格持续上行、平台经营风险、品类扩张风险

**股票数据**

总股本(百万股):	401.50
流通 A 股(百万股):	35.67
52 周内股价区间(元):	18.50-29.43
总市值(百万元):	9,539.64
总资产(百万元):	5,073.00
每股净资产(元):	7.46

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,455	6,074	7,595	9,464	11,799
(+/-)YOY(%)	-8.6%	11.3%	25.0%	24.6%	24.7%
净利润(百万元)	250	413	509	618	750
(+/-)YOY(%)	4.3%	65.1%	23.3%	21.3%	21.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	1.03	1.27	1.54	1.87
毛利率(%)	31.6%	36.3%	37.2%	37.7%	38.1%
净资产收益率(%)	13.8%	13.2%	14.0%	14.5%	15.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.08	1.27	1.54	1.87
每股净资产	7.77	9.06	10.60	12.47
每股经营现金流	3.73	2.64	1.57	1.81
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.15	19.88	16.38	13.50
P/B	3.08	2.78	2.38	2.02
P/S	1.67	1.33	1.07	0.86
EV/EBITDA	17.20	13.85	11.41	9.14
股息率%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.3%	37.2%	37.7%	38.1%
净利润率	6.8%	6.7%	6.5%	6.4%
净资产收益率	13.2%	14.0%	14.5%	15.0%
资产回报率	7.4%	8.7%	9.3%	9.9%
投资回报率	8.1%	10.8%	11.2%	11.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.3%	25.0%	24.6%	24.7%
EBIT 增长率	59.9%	45.7%	17.7%	19.5%
净利润增长率	65.1%	23.3%	21.3%	21.3%
偿债能力指标				
资产负债率	44.1%	37.5%	35.6%	33.9%
流动比率	1.7	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.0	1.2	1.4	1.6
现金比率	0.4	0.8	0.9	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.9	8.8	7.7	7.7
存货周转天数	73.0	55.7	40.7	40.7
总资产周转率	1.3	1.3	1.5	1.7
固定资产周转率	141.0	179.4	229.4	304.9

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	413	509	618	750
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	151	61	63	64
非经营收益	-7	50	45	41
营运资金变动	942	438	-95	-126
经营活动现金流	1,499	1,058	630	729
资产	-10	-94	-94	-94
投资	-1,605	-48	-78	-78
其他	-6	15	14	18
投资活动现金流	-1,621	-127	-158	-154
债权募资	-599	-250	0	0
股权募资	922	0	0	0
其他	-327	-63	-57	-57
融资活动现金流	-5	-313	-57	-57
现金净流量	-118	628	415	518

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 18 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,074	7,595	9,464	11,799
营业成本	3,868	4,770	5,899	7,301
毛利率%	36.3%	37.2%	37.7%	38.1%
营业税金及附加	6	4	8	9
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	1,410	1,785	2,271	2,891
营业费用率%	23.2%	23.5%	24.0%	24.5%
管理费用	244	319	416	543
管理费用率%	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%
研发费用	60	68	95	130
研发费用率%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%
EBIT	465	677	797	953
财务费用	-23	48	30	22
财务费用率%	-0.4%	0.6%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	35	15	14	18
营业利润	492	631	769	933
营业外收支	-4	-2	-2	-2
利润总额	488	629	767	931
EBITDA	616	738	860	1,017
所得税	75	119	150	182
有效所得税率%	15.3%	19.0%	19.5%	19.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	413	509	618	750

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	726	1,354	1,769	2,287
应收账款及应收票据	190	179	223	279
存货	879	596	737	913
其它流动资产	1,361	1,189	1,267	1,373
流动资产合计	3,157	3,318	3,997	4,850
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	42	42	40	37
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	11	12	13
非流动资产合计	2,424	2,505	2,614	2,721
资产总计	5,581	5,823	6,611	7,572
短期借款	912	862	862	862
应付票据及应付账款	391	331	410	507
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	505	539	631	745
流动负债合计	1,809	1,732	1,903	2,114
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	651	451	451	451
非流动负债合计	651	451	451	451
负债总计	2,460	2,184	2,354	2,565
实收资本	402	402	402	402
普通股股东权益	3,121	3,639	4,257	5,007
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	5,581	5,823	6,611	7,572

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。