

大健云仓 (GCT US)

基于数据驱动的 B2B 大件物流先锋

作为全球 B2B 大件物流先锋，大健云仓的独特卡位（非标、大件、出海）、低价供应链、高效仓储物流及数字化能力构筑了较高壁垒。我们看好家具出海赛道增长潜力（千亿美元规模）及市场分散格局，公司在宏观不确定性下具备韧性（非内需相关）、且市占率提升空间可期。在卖家拓盘+商品 SKU 双重驱动下，公司内生增长逻辑清晰，预计 FY23-25 3P GMV 44% CAGR, 1P 收入 18% CAGR。后疫情期海运成本回落助力利润率修复。潜在收购也将扩大 1P 规模，并带来长期业务协同。首次覆盖给予买入评级，目标价 17.2 美元，看好其估值吸引（4.8x FY23E P/E）、高于行业的增速（FY23-25E 利润复合增速为 22%）及多个潜在催化剂。

- **基于数据驱动的 B2B 大件物流先锋。**公司是一家领先的全球端到端 B2B 电商平台，为 665 家活跃 3P 卖家（如：亚洲家具工厂）和 4,351 家活跃买家（如亚马逊家具商家）提供跨境大件物流解决方案（包括交易、物流、支付等）。覆盖品类集中在家具（约 70%）、家电、健身器材等，聚焦美国出海，在美国、英国、德国和日本运营 24 个仓库。凭借丰富低价供应链、高效仓储物流及数字化能力，我们预计公司将在 FY23-25E 年实现 22% 的年均利润复合增速。
- **跨境家具行业空间可期，供应链+物流+定价构筑护城河。**我们看好美国 B2B 大件物流市场增长潜力，得益于线上渗透率提升及后疫情期家具需求增加。2022 年美国家具市场规模为 2,425 亿美元，预计于 2026 年增至 2,889 亿美元，且线上渗透率有望从 35% 提升至 45%。美国家具进口比例占 38%（越南及中国为 TOP2 进口国），而本土家具品牌商市场较为分散，公司市占率提升空间可期。我们认为公司在跨境大件物流领域具备先发优势，且具备以下差异化：1) 亚洲供应链提供充足原材料、低劳动力成本、高效率方案；2) 强大履约能力及数据算法下实现低价的仓储+尾程配送全美统一报价（帮助交易双方节省物流成本）；3) 产品聚焦中产大众消费，通胀环境下性价比优势凸显。
- **卖家拓盘+商品 SKU 丰富化驱动内生增长，海运成本回落助力利润率修复。**激烈竞争和宏观挑战下，我们看好中国及东南亚供应商/卖家出海增量空间（亚洲家具工厂>10,000 家）。凭借品牌效应和高效营销，预计公司 3P 卖家数将在 FY23-25E 实现 34% 年复合增长，推动 3P GMV 实现 44% CAGR。SKU 扩展将推动自营（1P）收入稳健增长（预计 18% CAGR）。同时，我们看好公司盈利回升以及利润率修复（FY23-25 经调整净利率为 12%），受益于放开后海运成本回落（从 2022 年高位回落 90% 至正常水平）。
- **首次覆盖，给予买入评级。**基于 SOTP 的目标价为 17.2 美元（10x/8x FY23/24E P/E），远低于行业平均。我们认为市场对 Noble House 潜在收购反应过度（预计利润摊薄可控），近期股价回调提供合适买点。催化剂：1) 3Q23 业绩；2) 4Q23 电商旺季；3) Noble House 潜在收购进展及信息明朗化。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万美元)	414	490	608	756	906
同比增长 (%)	50.4	18.3	24.0	24.3	20.0
调整后净利润(百万美元)	29	24	74	92	110
调整后每股收益(美元)	2.86	0.98	1.80	2.24	2.69
同比增长 (%)	(27.6)	(65.6)	83.2	24.6	20.0
一致预期每股收益(美元)	NA	NA	1.55	1.67	NA
市盈率(倍)	12.2	14.9	4.8	3.9	3.2
市销率(倍)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
杠杆率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
权益收益率 (%)	不适用	11.8	8.0	11.2	11.2
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（首次覆盖）

目标价	US\$17.2
潜在升幅	+98%
当前股价	US\$8.7

中国传媒文娱行业

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849

easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	356
3 月平均流通量(百万美元)	9.55
52 周内股价高/低(美元)	18.6/4.1
总股本(百万)	41

资料来源：彭博

股东结构

Larry, Lei Wu	22.9%
DCM	19.2%
JD	10.3%

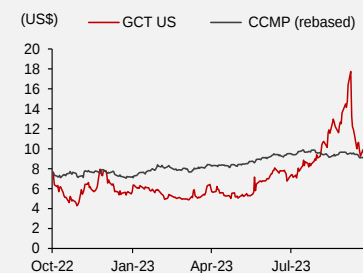
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	-34.2%	-30.2%
3- 月	25.0%	30.5%
6- 月	49.0%	36.5%

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：KPMG

图 1: SOTP 估值方法 (基于 P/E)

收入 (百万美元)	2023-24年平均收入 (百万美元)	2023-24年平均净利润 (百万美元)	估值方法	估值倍数	估值	持有份额	估值
服务收入 (3P)	223	24	P/E	8.0x	196	100%	196
产品收入 (1P及非平台)	459	60	P/E	5.0x	298	100%	298
公司价值							494
(+) 净现金							210
股权价值 (百万美元)							705
基于SOTP目标价 (美元)							17.2

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 2: SOTP 估值方法 (基于 EV/Sales)

收入 (百万美元)	2023-24年平均收入 (百万美元)	估值方法	估值倍数	估值	持有份额	估值
服务收入 (3P)	223	EV/Sales	1.3x	289	100%	289
产品收入 (1P及非平台)	459	EV/Sales	0.5x	230	100%	230
公司价值						519
(+) 净现金						210
股权价值 (百万美元)						729
基于SOTP目标价 (美元)						17.8

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	CMBI评 级	目标价	PE			PS			FY23-25 EPS CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
大健云仓	GCT US	356	USD	8.69	BUY	17.2	4.8	3.9	3.2	0.6	0.5	0.4	22%
全球电商													
亚马逊	AMZN US	1,365,348	USD	132	NA	NA	42.6	32.6	24.0	2.4	2.1	1.9	29%
阿里巴巴	BABA US	214,945	USD	85	BUY	155	9.3	8.6	7.7	1.6	1.5	1.4	11%
eBay	EBAY US	22,686	USD	43	NA	NA	10.2	10.0	9.6	2.2	2.1	2.1	7%
Wayfair	W US	5,829	USD	50	NA	NA	NA	NA	62.7	0.5	0.4	0.4	NA
京东	JD US	43,735	USD	28	BUY	57	9.7	8.4	7.1	0.3	0.3	0.2	24%
Groupon	GRPN US	342	USD	11	NA	NA	NA	30.3	5.8	0.7	0.6	0.6	NA
MercadoLibre	MELI US	61,612	USD	1,230	NA	NA	61.6	43.4	31.1	4.5	3.6	3.0	43%
Etsy	ETSY US	7,966	USD	65	NA	NA	20.3	16.9	15.0	2.9	2.7	2.4	10%
Global Blue Group Holding AG	GB US	1,063	USD	6	NA	NA	23.4	13.2	11.5	2.3	2.0	1.7	43%
OPENLANE	KAR US	1,536	USD	14	NA	NA	16.1	16.9	14.4	0.9	0.9	0.8	19%
IndiaMart InterMesh	INMART IN	2,077	INR	2,823	NA	NA	51.4	39.9	33.2	14.3	11.7	9.8	21%
致欧科技	301376 CH	1,220	CNY	22	NA	NA	22.6	18.1	14.8	1.4	1.2	1.0	24%
平均							19.3	19.8	14.1	1.5	1.4	1.3	21%
零售商 (家居相关)													
家得宝	HD US	293,039	USD	293	NA	NA	19.2	18.5	17.8	1.9	1.9	1.8	6%
沃尔玛	WMT US	427,824	USD	159	NA	NA	24.4	22.4	20.7	0.7	0.6	0.6	10%
La-Z-Boy	LZB US	1,251	USD	29	NA	NA	10.1	9.4	9.5	0.6	0.6	0.6	5%
伊森艾伦室内设计	ETD US	746	USD	29	NA	NA	9.1	8.5	NA	1.0	1.0	NA	NA
Lifetime Brands	LCUT US	108	USD	5	NA	NA	9.2	5.6	5.6	0.2	0.2	0.1	29%
泰普尔丝涟国际	TPX US	6,886	USD	40	NA	NA	14.9	12.7	11.4	1.4	1.3	1.2	13%
RH	RH US	4,397	USD	239	NA	NA	19.6	14.7	11.6	1.4	1.3	1.2	36%
Williams-Sonoma	WSM US	10,428	USD	163	NA	NA	11.5	11.6	11.3	1.3	1.3	1.3	4%
平均							14.7	12.9	12.5	0.9	0.9	0.8	15%
物流公司													
联合包裹服务	UPS US	132,764	USD	155	NA	NA	16.6	15.1	14.1	1.4	1.4	1.3	10%
联邦快递	FDX US	63,368	USD	252	NA	NA	13.9	11.6	10.5	0.7	0.7	0.6	17%
华盛顿康捷国际物流	EXPD US	17,268	USD	117	NA	NA	21.7	23.1	22.0	1.8	1.8	1.7	2%
GXO Logistics	GXO US	6,561	USD	55	NA	NA	22.1	18.3	14.7	0.7	0.6	0.6	21%
Arkansas Best	ARCB US	2,380	USD	99	NA	NA	16.4	10.8	8.9	0.5	0.5	0.5	38%
顺丰控股	002352 CH	27,504	CNY	41	BUY	97	22.8	17.9	14.3	0.7	0.6	0.5	26%
Full Truck Alliance	YMM US	7,279	USD	7	NA	NA	21.2	16.4	12.4	6.5	5.2	4.3	32%
中通快递	ZTO US	19,603	USD	24	NA	NA	15.7	13.2	11.0	3.6	3.1	2.7	19%
平均							18.8	15.8	13.5	1.3	1.2	1.1	21%
平均							17.6	15.4	14.2	1.4	1.3	1.2	19%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测 注: 截至 2023 年 10 月 13 日

图 4: DCF 估值方法

DCF 估值 (百万美元)										
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	89	112	135	143	152	159	166	175	182	188
税收	(17)	(23)	(27)	(29)	(30)	(32)	(33)	(35)	(36)	(38)
折旧摊销	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2
运营资本变动	(14)	3	(9)	(15)	(19)	(23)	(27)	(33)	(38)	(42)
固定资产支出	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)	(7)	(8)	(10)	(11)	(12)
自由现金流	57	91	97	97	98	99	99	99	99	99
增速	160%	59%	7%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
现值	57	79	73	63	55	48	41	35	31	241
终值										799

假设	
WACC	15.7%
税率	20.0%
无风险利率	3.95%
Beta	1.30
市场风险溢价	13.0%
权益成本	15.7%
债务/资产	0.0%
长期增长率	3.0%

股权价值	
现值	723
减: 净债务(百万美元)	(210)
减: 少数权益(百万美元)	0
股权价值 (百万美元)	934
股份数 (百万)	41
基于DCF目标价 (美元)	22.8

		WACC				
长期增长率	~	14%	15%	16%	17%	18%
	1.5%	24.3	23.0	22.2	20.9	20.1
	2.0%	24.6	23.2	22.4	21.1	20.2
	2.5%	24.9	23.5	22.6	21.2	20.3
	3.0%	25.2	23.7	22.8	21.4	20.5
	3.5%	25.6	24.0	23.1	21.6	20.6
	4.0%	26.0	24.3	23.3	21.8	20.8
	4.5%	26.4	24.7	23.6	22.0	20.9

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

利润表

截至 12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	414	490	608	756	906
服务收入 (3P)	98	141	189	257	318
产品收入 (1P)	316	349	419	499	589
营业成本	(325)	(407)	(461)	(574)	(689)
毛利润	90	83	147	181	218
销售费用	(26)	(24)	(34)	(40)	(48)
研发费用	0	(1)	(2)	(3)	(3)
管理费用	(25)	(23)	(22)	(26)	(32)
经营利润	39	35	89	112	135
其他收入/费用	(2)	(4)	2	3	3
税前利润	38	31	91	115	137
所得税	(8)	(7)	(17)	(23)	(27)
净利润	29	24	74	92	110
调整后净利润	29	24	74	92	110

现金流量表

截至 12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	29	24	74	92	110
折旧摊销	1	1	1	1	1
运营资本变动	(35)	6	(14)	3	(9)
其他	13	18	6	7	9
经营活动现金流	9	50	67	103	111
资本开支	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)
股票发行	0	34	0	0	0
融资租赁支出	(3)	(4)	0	0	0
其他	(0)	1	0	0	0
融资活动现金流	(3)	32	0	0	0
现金增加净额	4	81	65	101	109
年初现金及现金等价物	62	64	145	210	312
年末现金及现金等价物	64	145	210	312	420

资产负债表

截至 12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	14	161	158	159	160
固定资产	11	13	14	15	16
使用权资产	0	144	144	144	144
其他	3	3	0	0	0
流动资产	172	258	374	504	656
现金及等价物	64	145	210	312	420
应收账款	18	27	40	47	57
库存	81	78	111	128	159
其他	9	8	13	17	20
流动负债	57	103	194	218	246
应付账款	25	32	44	53	67
经营租赁负债	0	28	28	28	28
应计负债	20	37	49	63	76
其他	12	6	73	74	75
非流动负债	4	121	117	117	117
经营租赁负债	0	117	117	117	117
股东权益	99	195	222	329	453

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
服务收入 (3P)	23.7	28.7	31.0	34.0	35.1
产品收入 (1P)	76.3	71.3	69.0	66.0	64.9
合计	100	100	100	100	100
增速 (%)					
收入	50.4	18.3	24.0	24.3	20.0
毛利	19.3	(7.2)	77.0	23.3	20.0
经营利润	(10.9)	(11.0)	153.4	26.2	20.1
调整后净利润	(21.9)	(18.1)	207.0	24.6	20.0
利润表比率 (%)					
经营利润率	9.5	7.1	14.6	14.8	14.8
税前利润率	9.1	6.4	14.9	15.2	15.2
调整后净利润率	7.1	4.9	12.1	12.1	12.1
有效税率	(22.4)	(23.1)	(19.0)	(20.0)	(19.9)
回报率 (%)					
ROE	29.5	12.3	33.2	27.9	24.3
ROA	15.7	5.7	13.8	13.8	13.5
每股					
每股净利 (美元)	2.9	1.0	1.8	2.2	2.7
每股分红 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净值 (美元)	9.7	8.0	5.4	8.0	11.1

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发并非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。