



看好可选消费二季度业绩复苏

可选消费行业2023中期投资策略

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

姓名 周嘉乐（分析师）

证书编号：S0790522030002

邮箱：zhoujiale@kysec.cn

姓名 陆帅坤（联系人）

证书编号：S0790121060033

邮箱：lushuaikun@kysec.cn

目录

CONTENTS

- 1 核心观点及影响可选消费五大因素
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

- **观点概述：**疫情三年对可选消费板块影响较大：疫情影响了购买力和线下客流；地产下行周期影响了家居、家电板块；海运动力紧张、俄乌战争、欧美通胀都对出口产生负面影响；展望2023年，我们会认为从2023Q2开始，这些负面因素的影响逐渐减弱，2023Q1的春风吹拂过后，可选消费行业将迎来“新生”，新渠道、新品类、新技术都将再扩张。
- **看好方向一：**二季度电商旺季及中高端改善
- **看好方向二：**主打高性价比品牌
- **看好方向三：**地产链二季度反弹
- **看好方向四：**服饰二季度继续复苏，精选细分龙头及低估值低库存
- **看好方向五：**白电、黑电龙头
- **看好方向六：**受益出口改善标的
- **看好方向七：**关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会

- **业绩端：预计2023Q2业绩全面恢复。**23Q1可选消费业绩接近底部，伴随二季度电商旺季到来、线下客流逐步恢复，地产、出口修复预期增强，看好2023Q2可选公司业绩全面恢复。
- **线下客流逐步恢复：**中国商业联合会发布5月份中国零售业景气指数为51.1%，连续5个月保持在荣枯线以上，其中5月份商品经营类客流量指数为54.9%，较上月上升3.4个百分点，线下客流增长较快，商品经营类和租赁经营类客流量指数均达到去年5月以来的年度峰值。
- **购买力逐步恢复：**从统计局发布的消费者信心指数看，2023M1/M2分别91.2/94.7，呈现回暖趋势；另一方面，2022Q3以来居民可支配收入降速使得市场消费信心走低，2023Q1来看消费信心虽有回升但幅度有限，但整体可支配收入仍处低位。
- **地产数据逐步改善：**2023Q1销售、竣工面积增速转正。国家统计局数据显示，销售上，2023Q1商品房住宅销售面积同比+1.4%，其中3月同比+0.2%，增速已转正；竣工上，2023Q1房屋住宅竣工面积同比+16.8%，其中1-2月累积同比+9.7%，增速转正，单3月同比+35.4%，表现亮眼。4月重点城市成交面积在低基数下同比保持增长。中指研究院数据显示，2023年4月，重点100城新建商品住宅成交面积环比-20%+，同比+40%，前期积压需求释放后，市场活跃度回落。
- **3月出口超预期，美联储加息接近尾声：**2023年3月出口数据超预期，系前期订单释放+新兴市场贡献。东南亚、非洲等新兴市场快速增长，3月欧盟和英国同比正增长。2023年5月，美联储加息25BP，预计此轮加息接近尾声，同时叠加库存周期看，预计美国家电、家居、电子和家装零售商渠道2023Q3库存回归正常区间。

1.2.1 客流：五一假期实体商业体的客流和销售额均呈现双涨趋势

表1：线下全国实体商业体客流及销售呈现双升趋势

表2：线下一线城市实体商业体客流及销售呈现双升趋势

表3：线下一线及二线城市实体商业体客流及销售呈双升趋势

五一假期全国购物中心客流及销售数据			一线城市五一假期全国购物中心客流及销售数据			二线城市五一假期全国购物中心客流及销售数据		
企业名称	客流(万人次)	销售额(亿元)	企业名称	客流(万人次)	销售额(亿元)	企业名称	客流(万人次)	销售额(亿元)
王府井集团	集团总客流同比增长22%	集团总销售额同比增长22%	北京王府井集团	销售同比增长180%	销售额同比增长180%	杭州万象城	销售同比增长68.30%	销售额同比增长68.30%
恒华商业	集团总客流同比增长27%	集团总销售额同比增长27%	北京金创集团	销售同比增长20%	销售额同比增长20%	杭州大悦城	销售同比增长50%	销售额同比增长50%
成都海悦里	集团总客流同比增长55%	集团总销售额同比增长55%	北京西单商场	销售同比增长220%	销售额同比增长220%	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
王府井集团	集团总客流同比增长52%	集团总销售额同比增长52%	北京新华书店	销售同比增长100%	销售额同比增长100%	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
融创商业	集团总客流同比增长48%	集团总销售额同比增长48%	北京新世界	销售同比增长140%	销售额同比增长140%	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
杭州运河万象城	集团总客流同比增长45%	集团总销售额同比增长45%	上海唯品会	销售同比增长2500万元	销售额同比增长2500万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
苏宁百货	集团总客流同比增长35%	集团总销售额同比增长35%	上海南京路步行街	销售同比增长4000万元	销售额同比增长4000万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
新城市集团	集团总客流同比增长30%	集团总销售额同比增长30%	上海南京路步行街	销售同比增长3000万元	销售额同比增长3000万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
群臣商业	集团总客流同比增长28%	集团总销售额同比增长28%	上海南京路步行街	销售同比增长2000万元	销售额同比增长2000万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
万科商业	集团总客流同比增长25%	集团总销售额同比增长25%	上海南京路步行街	销售同比增长1500万元	销售额同比增长1500万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
金茂商业	集团总客流同比增长22%	集团总销售额同比增长22%	上海南京路步行街	销售同比增长1000万元	销售额同比增长1000万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
南京路步行街	集团总客流同比增长20%	集团总销售额同比增长20%	上海南京路步行街	销售同比增长500万元	销售额同比增长500万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
南京路步行街	集团总客流同比增长18%	集团总销售额同比增长18%	上海南京路步行街	销售同比增长300万元	销售额同比增长300万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
南京路步行街	集团总客流同比增长15%	集团总销售额同比增长15%	上海南京路步行街	销售同比增长200万元	销售额同比增长200万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
南京路步行街	集团总客流同比增长12%	集团总销售额同比增长12%	上海南京路步行街	销售同比增长100万元	销售额同比增长100万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%
南京路步行街	集团总客流同比增长10%	集团总销售额同比增长10%	上海南京路步行街	销售同比增长50万元	销售额同比增长50万元	杭州万象汇	销售同比增长10%	销售额同比增长10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 线下实体商业体包括购物中心、奥特莱斯、百货和文商旅商业，五一期间客流和销售双涨。
- 龙湖上海奉贤天街、厦门同安宝龙广场等突破开业后单日最高客流至11.5万人次。

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所



目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 **业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述**
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

2.1 家电行业2022年报&2023一季报概述

- 白电行业上空调优于冰洗，海信家电、长虹美菱等二线品牌强势崛起；
- 彩电整机头部品牌商增长稳健，出口代工迎补库机会；
- 传统厨电华帝股份实现双位数增长，集成灶板块阶段性承压，看好Q2拐点；
- 清洁电器Q1标的公司业绩双位数下滑，看好Q2恢复增长；
- 厨小电收入端分化明显，小熊电器收入业绩亮眼，利润端大多数优于收入端；
- 个护小家电率先复苏实现双位数增长，飞科电器实现高增长；
- 跨境及其他：安克创新优于同行表现，公牛集团延续稳增长。

表4：家电行业年报一季报概述

	收入 (亿元)						收入同比增速						归母净利润 (亿元)						归母净利润增速					
	2022年	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022年	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022年	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022年	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
空调	6,102.56	1,448.97	1,731.13	1,594.00	1,328.47	1,518.50	1.6%	10.7%	2.3%	4.4%	-10.3%	4.8%	556.18	114.79	166.91	157.88	116.60	127.90	5.5%	12.9%	11.7%	5.1%	-7.3%	11.4%
冰洗	2,854.02	696.86	737.98	731.73	687.45	759.61	6.0%	8.3%	7.6%	6.2%	2.0%	9.0%	155.53	35.64	47.02	39.66	33.21	43.06	23.1%	22.3%	27.1%	23.9%	17.9%	20.8%
彩电	1,870.78	433.37	468.67	478.50	490.24	436.05	-15.8%	-14.9%	-16.0%	-8.9%	-22.0%	0.6%	23.23	9.20	7.95	9.65	-3.56	12.91	-26.1%	14.2%	-8.1%	10.1%	-159.6%	40.4%
其他黑色家电	202.41	45.01	57.96	47.00	52.44	42.63	4.7%	8.8%	32.1%	-8.6%	-7.4%	-5.3%	12.24	3.22	4.03	3.01	1.99	2.04	232.1%	55.7%	185.8%	-498.3%	106.0%	-36.5%
厨房电器	224.23	45.13	56.59	60.35	62.16	45.26	0.0%	13.3%	-1.6%	1.8%	-8.1%	0.3%	29.06	7.11	8.37	8.70	4.88	7.11	-4.3%	10.3%	-15.8%	-16.7%	38.6%	0.0%
卫浴电器	124.06	32.39	31.48	26.59	33.59	28.21	-10.0%	2.0%	-10.6%	-16.8%	-13.8%	-12.9%	10.49	1.26	3.76	2.20	3.28	1.72	74.3%	-23.6%	-7.4%	40.6%	-361.8%	37.2%
厨房小家电	580.85	149.09	136.71	139.04	156.01	130.49	-3.9%	12.4%	-0.9%	-12.0%	-11.4%	-12.5%	39.61	9.68	9.68	10.73	9.52	9.08	37.4%	-6.7%	9.4%	45.1%	329.2%	-6.2%
清洁小家电	368.30	80.31	93.20	84.65	110.14	74.49	14.0%	299.0%	353.0%	-38.4%	-24.0%	-7.2%	46.72	10.96	12.81	10.92	12.03	8.02	5.0%	474.0%	810.3%	-56.2%	-25.9%	-26.8%
个护小家电	59.14	13.67	13.71	16.25	15.51	16.68	13.8%	55.8%	57.0%	-15.6%	2.1%	22.0%	7.69	2.27	1.94	2.64	0.84	3.20	4.9%	52.5%	17.2%	3.6%	-48.7%	41.0%
家电零部件	1,066.81	287.03	235.53	254.49	289.76	277.95	0.3%	42.6%	-11.5%	-15.5%	-1.7%	-3.2%	78.16	13.42	23.64	19.89	21.21	21.70	41.3%	21.1%	53.3%	38.1%	47.1%	61.7%
照明设备	374.91	82.42	96.45	91.74	104.29	81.29	10.9%	2856%	2309%	-60.7%	6.8%	-1.4%	23.58	2.90	7.27	5.67	7.74	3.67	19.5%	20779%	14883%	-68.8%	421.3%	26.5%
其他家电	84.92	22.72	22.19	20.98	19.03	17.27	-23.3%	-16.9%	-18.5%	-18.2%	-37.5%	-24.0%	3.93	0.91	1.43	0.98	0.60	0.68	-45.4%	-50.0%	-38.6%	-18.3%	-67.1%	-25.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 家电行业2022年报&2023一季报概述

- 白电行业上空调优于冰洗，海信家电、长虹美菱等二线品牌强势崛起；
- 彩电整机头部品牌商增长稳健，出口代工迎补库机会；传统厨电华帝股份实现双位数增长，集成灶版块阶段性承压，看好Q2拐点；
- 清洁电器Q1标的公司业绩双位数下滑，看好Q2恢复增长；厨小电收入端分化明显，小熊电器收入业绩亮眼，利润端大多数优于收入端；
- 个护小家电率先复苏实现双位数增长，飞科电器实现高增长；跨境及其他：安克创新优于同行表现，公牛集团延续稳增长

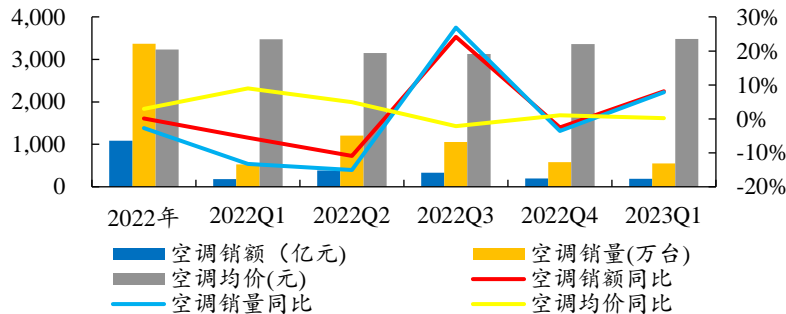
图1：家电行业年报一季报细分标的表现

二级行业	细分行业	证券简称	单季度收入增速			单季度归母净利润增速			二级行业	细分行业	证券简称	单季度收入增速			单季度归母净利润增速		
			2022Q4	2022年	2023Q1	2022Q4	2022年	2023Q1				2022Q4	2022年	2023Q1	2022Q4	2022年	2023Q1
白色家电	空调	美的集团	-7.9%	3.5%	6.5%	-0.7%	3.4%	12.0%	家电零部件	长虹华意	3.8%	-2.2%	13.6%	32.8%	41.7%	92.5%	
		格力电器	-16.6%	6.8%	0.6%	-16.4%	6.3%	2.6%			联合精密	-19.1%	8.8%	-3.7%	-54.7%	-20.4%	-32.0%
		海信家电	-2.3%	13.9%	6.2%	691.0%	47.5%	131.1%			盾安环境	17.3%	-1.6%	21.4%	117.6%	107.0%	95.2%
		春兰股份	1.5%	20.9%	-24.1%	511.3%	23.8%	-24.3%			三花智控	33.7%	33.1%	18.2%	141.9%	52.8%	32.7%
		长虹美菱	17.5%	10.5%	25.2%	894.7%	371.2%	2280.5%			禾盛新材	-17.2%	-1.7%	-11.7%	-338.2%	-19.6%	-27.2%
	冰洗	奥马电器	-21.0%	-23.0%	19.6%	324.0%	630.2%	660.1%			康盛股份	53.1%	24.6%	-51.1%	-35.9%	-52.1%	164.1%
		澳柯玛	13.8%	10.0%	12.2%	-117.0%	-18.9%	-19.6%			毅昌科技	-30.6%	-26.5%	-21.0%	-98.6%	-42.9%	22.5%
		海尔智家	2.2%	8.9%	8.0%	-2.7%	12.5%	12.6%			顺威股份	23.8%	-9.9%	8.8%	142.1%	24.0%	-29.2%
		惠而浦	-24.6%	-9.9%	-17.4%	128.5%	104.7%	162.4%			星帅尔	125.4%	18.1%	99.5%	13.1%	-17.2%	19.7%
		华帝股份	-3.9%	7.4%	6.2%	-95.8%	-31.0%	15.9%			秀强股份	-19.0%	12.5%	-16.8%	-33.9%	34.4%	5.1%
厨卫电器	老板电器	-1.4%	2.3%	4.4%	3252.6%	18.1%	5.7%	东方电热	64.8%	27.7%	21.6%	-29.0%	73.7%	16.8%			
	浙江美大	-30.7%	-8.9%	-18.0%	-62.8%	-32.0%	-17.2%	天银机电	-41.4%	-9.3%	9.8%	-249.3%	-92.1%	1383.8%			
	火星人	-11.9%	2.7%	-8.6%	-6.5%	-16.3%	-18.7%	汉宇集团	-11.1%	-4.4%	-0.4%	-22.1%	-11.1%	5.1%			
	亿田智能	-25.6%	19.0%	-7.4%	-9.8%	0.1%	-8.7%	宏昌科技	4.4%	9.2%	-14.7%	27.3%	-1.1%	-11.1%			
	帅丰电器	-18.5%	3.3%	-8.5%	-0.3%	-13.1%	6.3%	海立股份	6.5%	4.1%	-0.4%	-113.1%	-89.0%	-164.3%			
厨卫电器	日出东方	-11.1%	-5.5%	35.5%	62.1%	21.9%	82.4%	东贝集团	-24.5%	-7.5%	-4.4%	445.5%	345.5%	18.5%			
	奥普家居	-5.6%	-10.0%	-7.9%	170.4%	673.2%	115.2%	华翔股份	-11.9%	1.7%	-14.0%	-79.8%	-19.7%	-23.6%			
	万和电气	-18.5%	-9.7%	-27.8%	103.2%	53.5%	-22.4%	金海高科	-3.7%	7.1%	2.2%	-1978%	5.8%	-11.7%			
	深康佳A	-71.3%	-22.2%	-44.7%	-255.8%	-262.5%	46.1%	立霸股份	-21.1%	-6.9%	-26.5%	79.4%	413.9%	555.1%			
	兆驰股份	-6.4%	-39.8%	-1.0%	121.3%	244.1%	10.8%	三星新材	-30.2%	0.5%	14.3%	-20.3%	5.8%	18.8%			
黑色家电	彩电	海信视像	2.7%	-4.2%	12.8%	11.8%	47.6%	107.9%	春光科技	59.4%	42.9%	42.5%	-7.9%	-10.9%	11.7%		
		四川长虹	-5.2%	-7.9%	14.2%	109.7%	64.4%	64.9%	奇精机械	-15.0%	-8.2%	-9.6%	-49.5%	-28.0%	-21.6%		
		四川九洲	8.4%	10.1%	11.0%	68.2%	36.6%	23.0%	朗迪集团	-6.9%	-7.5%	-6.4%	-78.3%	-37.7%	-32.1%		
		创维数字	-7.6%	18.5%	-15.5%	-24.0%	95.1%	-43.6%	德业股份	65.2%	34.5%	147.9%	231.7%	162.3%	346.4%		
		*ST同洲	261.9%	36.1%	489.0%	89.0%	74.4%	80.1%	华宝新能	26.3%	44.3%	-26.8%	-52.0%	2.6%	-140.4%		
	其他黑电	银河电子	54.1%	-22.2%	17.0%	91.1%	1264.0%	33.5%	跨境電商	星徽股份	-20.3%	-39.1%	-20.7%	85.1%	82.9%	118.1%	
		高斯贝尔	-22.6%	-38.0%	-61.8%	42.9%	95.7%	-141.4%	其他家居用品	公牛集团	7.0%	16.2%	8.3%	44.1%	14.7%	14.7%	
		九联科技	-46.1%	2.9%	9.4%	-80.4%	-38.7%	27.0%	其他运输设备	九号公司-WD	28.2%	6.0%	-13.3%	155.2%	9.7%	-54.5%	
									制冷空调设备	海容冷链	-11.8%	16.1%	6.0%	-23.2%	29.8%	48.8%	
消费电子	品牌消费电子	利仁科技	-11.6%	6.2%	-17.8%	-65.5%	-21.8%	-3.3%	小家电	厨房小家电	ST德豪	-61.7%	-36.4%	-49.8%	55.1%	30.4%	17.0%
		苏泊尔	-12.3%	-4.4%	-11.6%	7.9%	6.4%	-18.6%			九阳股份	-7.3%	-1.5%	-18.7%	-69.8%	-29.0%	-27.0%
		传音控股	-22.5%	0.7%	-16.1%	-78.0%	-36.5%	-34.1%			爱仕达	-31.1%	-9.9%	-21.9%	24.1%	11.0%	-45.0%
		小米集团-W	0.0%	-11.8%	0.0%	28.6%	-87.2%	0.0%			新宝股份	-29.2%	0.1%	-22.3%	-40.5%	21.3%	-22.3%
		极米科技	-3.9%	9.0%	-12.8%	-6.2%	3.7%	-57.0%			小熊电器	14.3%	14.1%	28.1%	54.5%	36.3%	58.3%
	厨房小家电	彩虹集团	31.7%	-11.8%	14.0%	56.3%	-14.6%	14.1%		开能健康	2.7%	12.5%	10.8%	-84.3%	-11.6%	4.3%	
		北鼎股份	-11.2%	-1.5%	-6.6%	-49.1%	-56.7%	7.0%		北鼎股份	-11.2%	-1.5%	-6.6%	-49.1%	-56.7%	7.0%	
		比依股份	4.3%	-12.7%	2.9%	41.6%	48.5%	82.0%		欧圣电气	-0.9%	-2.7%	-25.0%	64.6%	39.1%	-49.5%	
		富佳股份	7.3%	4.9%	-24.0%	112.7%	49.8%	-56.5%		莱克电气	-1.5%	17.4%	-22.2%	554.2%	95.6%	-12.2%	
		科沃斯	7.4%	22.8%	1.1%	-15.2%	-15.5%	-23.0%		德昌股份	-34.4%	-31.1%	-1.0%	-56.0%	-0.7%	-29.8%	
清洁小家电	石头科技	11.3%	14.8%	-14.7%	-15.0%	-15.6%	-40.4%	石头科技	11.3%	14.8%	-14.7%	-15.0%	-15.6%	-40.4%			
	JS环球生活	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-21.0%	0.0%	信轻松	-34.4%	-20.2%	-7.9%	-358.5%	-235.5%	81.6%			
	飞科电器	-20.1%	29.7%	22.7%	-41.3%	28.4%	35.3%	奥佳华	-36.8%	-19.4%	-25.3%	-78.1%	-77.7%	-30.8%			
	融捷健康	-16.4%	-10.1%	28.4%	-96.0%	421.9%	116.7%	荣泰健康	-40.8%	-16.2%	-31.7%	-19.2%	-30.5%	-35.7%			
	佛山照明	-13.3%	6.6%	7.0%	-88.3%	-23.1%	6.3%	佛山照明	-13.3%	6.6%	7.0%	-88.3%	-23.1%	6.3%			
照明设备II	雪莱特	57.4%	-18.6%	-9.3%	187.8%	114.2%	102.0%	小崧股份	89.9%	12.8%	32.3%	-145.1%	-44.3%	152.3%			
	三雄极光	-26.4%	-12.3%	-7.0%	104.2%	261.3%	-49.6%	雪莱特	57.4%	-18.6%	-9.3%	187.8%	114.2%	102.0%			
	阳光照明	-19.0%	-10.4%	-20.8%	303.7%	-41.8%	1663.1%	得邦照明	-31.7%	-3.2%	-11.9%	174.1%	3.9%	9.8%			
	欧普照明	-23.2%	-15.5%	3.3%	-2.1%	-13.6%	47.8%	欧普照明	-23.2%	-15.5%	3.3%	-2.1%	-13.6%	47.8%			
	信达信	-16.8%	29.7%	-17.4%	107.3%	64.0%	-64.0%	信达信	-16.8%	29.7%	-17.4%	107.3%	64.0%	-64.0%			

2.1 家电行业细分板块2022年及2023Q1量价情况

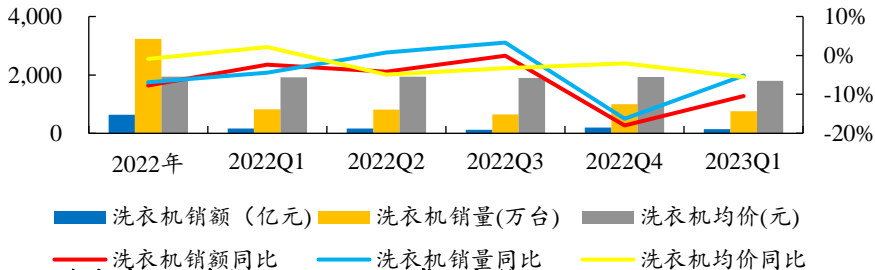
- 白电**：2022年空调/冰箱/洗衣机销额分别同比+0.16%/-3.07%/-7.73%，销量分别-2.7%/-2.3%/-6.9%，均价分别+2.94%/-0.81%/-0.89%。2023Q1空调/冰箱/洗衣机销额分别同比+8.08%/+0.58%/-10.43%，销量分别同比+7.88%/-2.75%/-5.14%，均价分别同比+0.19%/+3.43%/-5.57%。
- 2023年预判**消费复苏+地产保交付下空调销量+3.2%，冰箱销量/销额分别+2%/+5%，洗衣机销量/销额分别+8%/+7%。
- 黑电**：2022年彩电销额-12.89%，销量-2.13%，均价-10.99%。2023Q1彩电销额-22.29%。销量-18.09%，均价-5.12%。
- 2023年预判**彩电销额/销量分别+6%/-0.7%。

图2：2023Q1空调销额/销量分别+8.08%/+7.88%



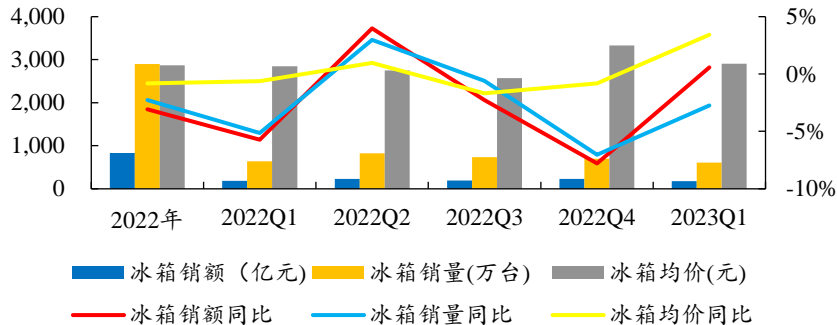
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图4：2023Q1洗衣机销额/销量分别-10.43%/-5.14%



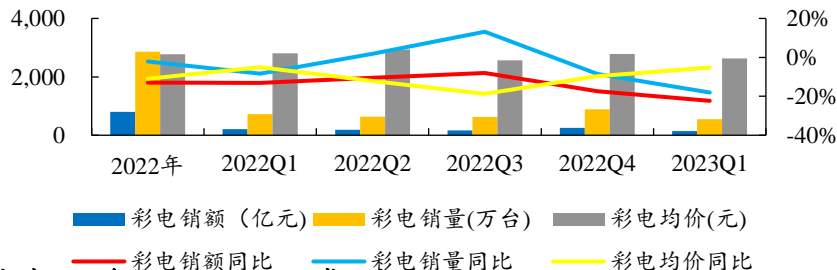
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图3：2023Q1冰箱销额/销量分别+0.58%/-2.75%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图5：2023Q1彩电销额/销量分别-22.29%/-18.09%

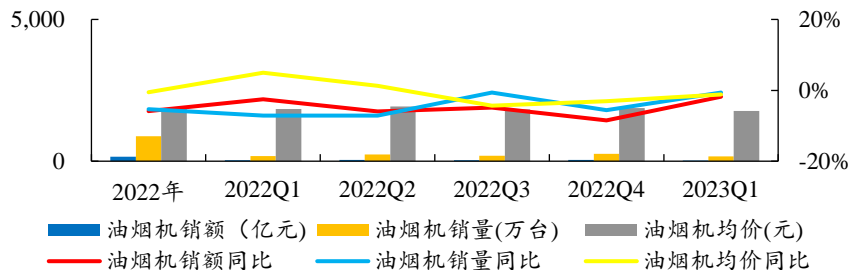


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.1 家电行业细分板块2022年及2023Q1量价情况

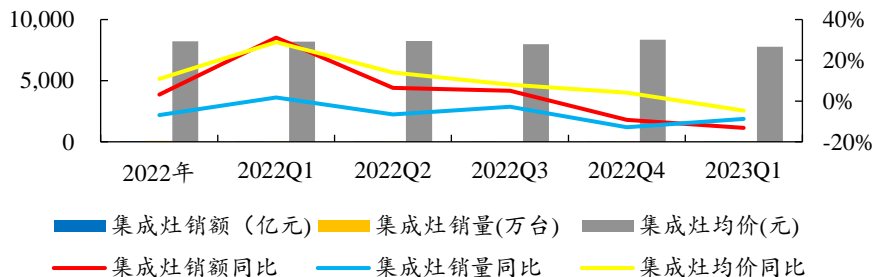
- 厨电：2022年油烟机/燃气灶/集成灶/洗碗机销额分别同比-5.8%/-8.1%/+3.2%/+4.1%，销量分别-5.3%/-8.3%/-7.0%/-2.3%，均价分别-0.6%/+0.3%/+10.9%/+15.0%。2023Q1油烟机/燃气灶/集成灶/洗碗机分别同比-1.8%/-4.9%/-13.1%/+2.1%，销量分别同比-0.6%/-0.4%/-8.8%/-3.9%，均价分别同比-1.2%/-4.5%/-4.7%/+6.3%。**2023年预判**集成灶Q2逐渐回暖，全年规模302亿元，同比增长16.6%。

图6：2023Q1油烟机销额/销量分别-5.8%/-5.3%



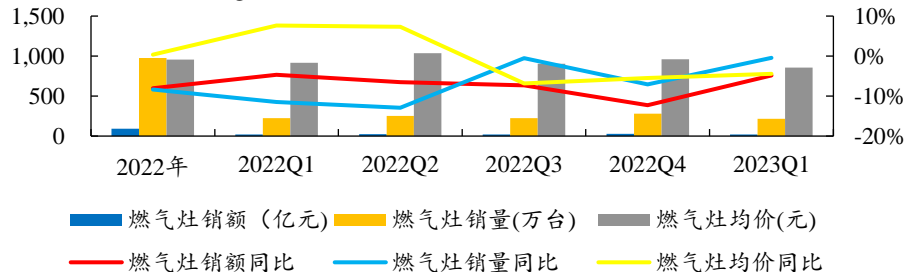
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图8：2023Q1集成灶销额/销量分别+3.2%/-7.0%



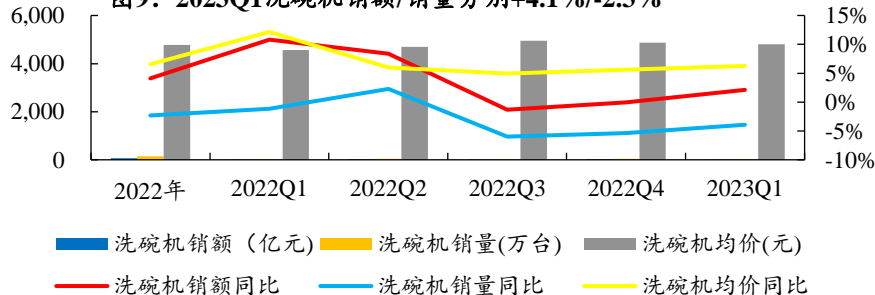
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图7：2023Q1燃气灶销额/销量分别-8.1%/-8.3%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图9：2023Q1洗碗机销额/销量分别+4.1%/-2.3%

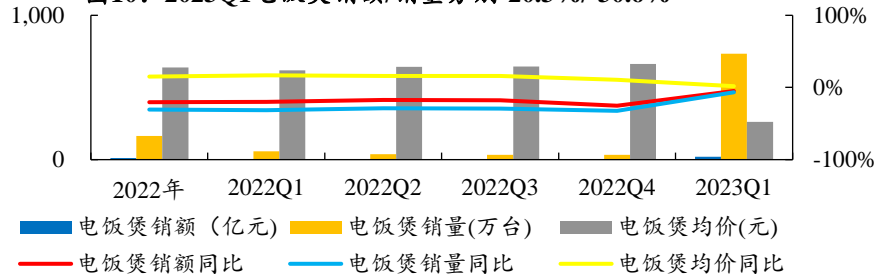


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.1 家电行业细分板块2022年及2023Q1量价情况

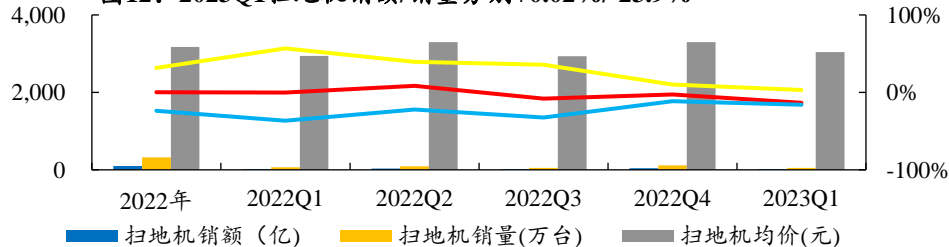
- 厨小电：**2022年电饭煲/料理机销额分别同比-20.3%/-12.5%，销量分别-30.6%/-22.0%，均价分别+15%/+12.3%。2023Q1电饭煲/料理机分别同比-5.3%/-13.0%，销量分别同比-6.6%/-15.2%，均价分别同比+1.7%/+2.6%。
- 清洁电器：**2022年扫地机/洗地机销额分别+0.02%/+43.4%。销量分别-23.9%/+51.6%。均价分别+31.5%/-5.4%。2023Q1扫地机/洗地机销额分别-13.4%/+29.7%，销量分别-16%/+46.3%，均价分别+3.2%/-11.4%。**2023年预判**洗地机规模达到132亿元，618扫地机销额/销量+2%/3.4%。

图10：2023Q1电饭煲销额/销量分别-20.3%/-30.6%



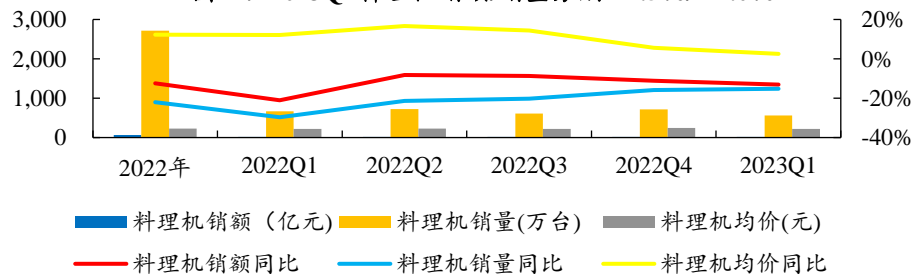
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图12：2023Q1扫地机销额/销量分别+0.02%/-23.9%



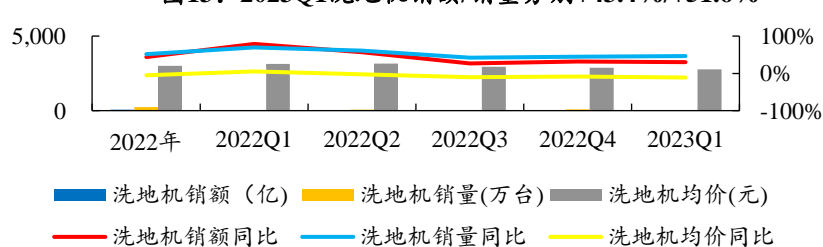
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图11：2023Q1料理机销额/销量分别-12.5%/-22.0%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图13：2023Q1洗地机销额/销量分别+43.4%/+51.6%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.1.1 白色家电：行业上空调优于冰洗，海信家电、长虹美菱等二线品牌强势崛起

空调：疫情影响下行业整体增长主要源于线上，2023Q1各企业实现恢复性增长，原材料下行背景下利润端增长优于收入端

- **空调行业整体**：AVC数据显示，2022年中国空调市场全渠道销量5714万台（-3.3%），销额1969亿元（+0.3%）。线上/线下销额分别+4.4%/-2.8%，线上/线下销量分别+1.0%/-7.7%，线上实现量价齐升，线下受到疫情影响阶段性承压。
- **疫情影响下大部分公司2022Q3收入端有所承压，2023Q1实现恢复性增长**：大部分公司2022Q4收入在疫情侵扰及消费环境承压下受损明显，2023Q1实现恢复性增长。其中，美的集团2023Q1增速拔得头筹，海容冷链修复更为明显，海信家电展现了较强的韧性。但春兰股份开年表现不及去年年底，长虹美菱逆势保持业绩高增。
- **利润端大多数优于收入端**：伴随原材料价格下行带动的毛销差同比提升，2022Q4-2023Q1各空调企业利润端表现优于收入端。长虹美菱、海信家电、海容冷链等二线品牌利润增速亮眼，超过格力电器、美的集团等头部品牌，展现出更强的利润弹性。二线品牌表现较佳，或系2022年需求整体收缩下头部企业整体发力节奏相对平稳、持续涨价的战略性收缩腾挪除二线品牌成长空间所致。
- **毛销差**：除春兰股份外，美的集团、海信家电、格力电器2023Q1毛销差实现提升，上游的海容冷链表现更佳。

表5：疫情影响下行业整体增长主要源于线上，2023Q1各企业实现恢复性增长，原材料下行背景下利润端增长优于收入端

白色家电-空调		单季度收入增速						单季度毛销差同比变动						单季度归母净利润增速					
证券代码	证券简称	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
000521.SZ	长虹美菱	2.1%	-2.8%	13.5%	19.4%	17.5%	25.2%	-1.3%	-0.5%	0.8%	2.8%	5.7%	2.5%	-127.3%	-2.8%	73.3%	305.6%	894.7%	2280.5%
000333.SZ	美的集团	18.4%	9.5%	1.1%	0.2%	-7.9%	6.5%	-0.9%	-0.2%	2.5%	1.6%	3.5%	1.5%	-1.7%	11.0%	3.2%	0.3%	-0.7%	12.0%
000921.SZ	海信家电	29.3%	31.4%	8.2%	6.1%	-2.3%	6.2%	-2.6%	0.4%	0.7%	1.2%	3.8%	3.0%	-92.0%	22.1%	-10.9%	44.5%	691.0%	131.1%
000651.SZ	格力电器	17.5%	6.2%	3.6%	11.0%	-16.6%	0.6%	-6.5%	1.5%	4.2%	2.0%	-0.4%	2.0%	-12.5%	16.3%	24.1%	10.5%	-16.4%	2.6%
600854.SH	春兰股份	-67.5%	-5.0%	69.8%	21.3%	1.5%	-24.1%	-7.0%	33.7%	18.2%	-2.4%	8.8%	-3.9%	110.6%	504.4%	3558.7%	-72.1%	511.3%	-24.3%
603187.SH	海容冷链	39.5%	47.8%	12.0%	-12.9%	-11.8%	6.0%	-6.3%	-0.4%	-0.3%	7.5%	4.1%	4.5%	-40.5%	24.8%	22.9%	115.9%	-23.2%	48.8%

数据来源：Wind、奥维云网、开源证券研究所

2.1.1 白色家电：行业上空调优于冰洗，海信家电、长虹美菱等二线品牌强势崛起

冰洗：行业整体承压明显，外销业务占比较高的公司利润弹性更为充足，聚焦主业后的奥马电器盈利能力大幅提高，海尔智家重回稳定增长

- 冰洗行业整体：AVC数据显示，2022年中国冰箱市场全渠道销量2988万台（-6.3%），销额926亿元（-4.7%）。线上/线下销额分别+1.3%/-10.4%，线上/线下销量分别+0.9%/-20.0%，冰箱行业线上实现小幅度量价齐升，线下受到疫情影响承压明显；2022年中国洗衣机市场全渠道销量3371万台（-9.0%），销额686亿元（-10.4%）。线上/线下销额分别+0.2%/-22.5%，线上/线下销量分别-1.3%/-22.7%，洗衣机行业在均价提升下销额同比微增，线下销售显著承压。
- 收入端2023Q1表现优于2022Q4：除惠而浦外，各公司2023Q1均实现恢复性增长。其中奥马电器修复最为明显，澳柯玛收入保持平稳增长，海尔智家在外销景气度降低情况下增速回复至2022Q3水平。
- 利润端大多数优于收入端：回归聚焦冰箱主业的奥马电器和惠而浦利润端增速表现亮眼，海尔智家利润表现优于收入，澳柯玛增收不增利。
- 毛销差：原材料压力叠加汇率变动因素，冰箱外销龙头奥马电器、惠而浦（外销收入占比超65%）毛销差大幅提高，奥马电器进一步叠加产品结构改善下毛销差提高更为明显。海尔智家整体毛销差变动不大，澳柯玛延续下行。

表6：行业整体承压明显，外销业务占比较高的公司利润弹性更为充足，聚焦主业后的奥马电器盈利能力大幅提高，海尔智家重回稳定增长

白色家电-冰洗		单季度收入增速						单季度毛销差同比变动						单季度归母净利润增速					
证券代码	证券简称	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
002668.SZ	奥马电器	4.7%	-10.9%	-24.8%	-30.8%	-21.0%	19.6%	3.4%	-2.4%	-0.1%	3.7%	12.2%	11.2%	101.9%	115.4%	220.6%	12.0%	324.0%	660.1%
600336.SH	澳柯玛	7.4%	21.3%	9.8%	1.0%	13.8%	12.2%	2.3%	0.0%	0.0%	-0.8%	-6.8%	-2.9%	-83.0%	49.8%	-11.0%	6.5%	-117.0%	-19.6%
600690.SH	海尔智家	4.1%	10.0%	8.2%	8.6%	2.2%	8.0%	0.4%	0.4%	1.0%	0.9%	-1.0%	0.5%	21.3%	15.1%	16.5%	20.3%	-2.7%	12.6%
600983.SH	惠而浦	-13.5%	-13.7%	8.5%	-23.1%	-24.6%	-17.4%	-0.3%	2.0%	7.8%	6.9%	9.6%	4.8%	-910.7%	25.7%	106.7%	34.7%	128.5%	162.4%

数据来源：Wind、奥维云网、开源证券研究所

2.1.2 家电-厨卫电器板块2022年报&2023一季报概述:

厨卫电器板块

(1) 收入端看: 2023Q1传统厨电华帝股份(+6.2%)、老板电器(+4.4%)率先改善、表现优于集成灶, 渠道扩张叠加二季度低基数带动下, 看好集成灶版块收入端迎来拐点。

(2) 毛销差看: 除帅丰电器微跌(渠道改革下加大营销费用投放), 2023Q1厨卫电器各公司毛销差同比均实现提升, 看好原材料跌价带动盈利能力持续修复。

(3) 业绩端看: 2023Q1奥普家居(+115%)、日出东方(+82%)表现亮眼, 传统厨电华帝股份(+16%)实现双位数增长, 收入拖累下集成灶版块阶段性承压, 看好二季度盈利拐点。

表7: 厨卫电器板块2023Q1毛销差改善显著

证券简称	单季度收入增速						单季度毛销差同比变动						单季度归母净利润增速					
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
日出东方	14.2%	-9.4%	-4.1%	-4.4%	-11.1%	35.5%	-0.1%	-3.2%	-3.3%	3.0%	7.0%	6.6%	53.8%	-185.4%	-31.6%	37.9%	62.1%	82.4%
华帝股份	17.0%	6.9%	4.4%	11.5%	-3.9%	6.2%	-4.1%	0.3%	-2.7%	-1.9%	-0.5%	1.4%	-151.9%	2.8%	0.0%	2.4%	-95.8%	15.9%
老板电器	23.0%	9.3%	-2.5%	1.7%	-1.4%	4.4%	-3.3%	-1.6%	-6.1%	-1.5%	-4.9%	0.4%	-102.0%	2.5%	-17.5%	-7.6%	3252.6%	5.7%
亿田智能	77.8%	63.1%	4.0%	14.5%	-25.6%	-7.4%	-2.8%	-0.1%	3.5%	-0.9%	-8.3%	4.6%	12.0%	51.5%	7.1%	-22.1%	-9.8%	-8.7%
奥普家居	13.0%	7.1%	-19.7%	-11.2%	-5.6%	-7.9%	-3.7%	0.4%	3.5%	3.6%	12.8%	5.1%	-275.8%	-11.6%	31.8%	16.3%	170.4%	115.2%
帅丰电器	18.7%	23.3%	1.4%	-6.5%	-18.5%	-8.5%	-2.3%	-1.1%	-4.8%	-1.0%	-2.8%	-0.3%	-9.8%	10.3%	-26.9%	-19.1%	-0.3%	6.3%
火星人	18.3%	29.2%	-0.1%	-8.6%	-11.9%	-8.6%	-7.8%	-0.8%	-1.7%	-4.8%	2.5%	2.7%	-14.4%	35.9%	-17.6%	-40.0%	-6.5%	-18.7%
浙江美大	6.0%	12.1%	-22.5%	-9.5%	-30.7%	-18.0%	-3.5%	-0.1%	-3.5%	-6.7%	-19.2%	2.3%	2.6%	20.9%	-29.3%	-27.5%	-62.8%	-17.2%
万和电气	9.2%	5.0%	-11.9%	-25.9%	-18.5%	-27.8%	-1.8%	0.5%	3.6%	3.5%	1.0%	1.8%	-192.5%	2.9%	-10.1%	58.7%	103.2%	-22.4%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1.3 清洁电器（个股财报总结）：Q1标的公司业绩双位数下滑，看好Q2恢复增长

清洁电器：扫地机均价提升带动额增，洗地机延续高增长，标的公司2023Q1仅科沃斯实现收入微增长，业绩均双位数下滑

- 清洁电器行业规模：**AVC数据显示，2022年扫地机销额101.3亿元，线上线下分别-0.02%/+11.65%；销量319.2万台（-24%），线上线下销量-24%/-26%；均价3173元（+31.5%），线上线下均价分别+31%/+51%。洗地机三年破百亿，价格下探销量额齐涨。2023Q1清洁电器销额-1.8%，销量-14.7%，扫地机销额-11.4%，销量同比-14.7%，线上全能款销额占比达到60.5%，预计全年将会达到70%，随着全能款产品的价格下探，预计五月初会逐渐好转，随着新品上市叠加618促销，推动扫地机放量上涨；洗地机超过扫地机成为份额第一达到37.8%，销额+43.4%，销量+62.3%。预计线上618促销期，洗地机销额同比+27.3%，销量+38.1%，扫地机销额+1.7%，销量+3.4%。
- 清洁小家电竞争格局：**AVC数据显示，扫地机器人品牌集中度再度提升，TOP5品牌占比由2020年的83.1%增加到2022年的92.6%；洗地机品牌快速扩容，三年已经增长到160个，呈现1+N到1+X+N的格局转变，其中添可份额依旧领先，追觅、海尔、美的等品牌也开始发力。
- 收入端：（1）自主品牌增长良好：**2022年石头科技、科沃斯、莱克电气均实现双位数增长，2023Q1仅科沃斯实现正增长，石头科技收入下滑主系欧洲、亚太区域阶段性下滑，看好Q2内销在新品拉动下恢复高增，低基数+新品拉动欧洲、亚太增速转正。**（2）代工企业增速放缓：**2023Q1代工企业增速下滑，主系外销需求下降影响。德昌股份2023Q1收入跌幅收窄，看好EPS电机持续放量。
- 利润端：（1）自主品牌Q1业绩双位数下滑：**石头科技、科沃斯Q1业绩下滑主系新品预热前置费用投放；**（2）代工企业2022年利润端优于自主品牌：**2022年莱克电气、富佳股份业绩实现高增长，主系公司第二曲线拓展。看好原材料价格下行带动盈利能力修复。
- 毛销差：**2023Q1仅有富佳股份和欧圣电气毛销差提升，其他清洁小家电公司毛销差均同比下滑。

表8：清洁小家电标的财报梳理，标的公司2023Q1仅科沃斯实现收入微增长，业绩均双位数下滑

清洁小家电 证券简称	单季度收入增速						单季度毛销差同比变动						单季度归母净利润增速								
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1
科沃斯	56.6%	43.9%	15.5%	14.4%	7.4%	17.1%	1.1%	1.6%	-1.6%	-5.5%	-7.6%	-5.7%	-5.2%	-3.4%	73.8%	27.2%	-12.3%	-48.9%	-15.2%	-15.5%	-23.0%
德昌股份	-7.3%	-7.4%	-26.4%	-54.9%	-34.4%	-31.8%	-1.0%	-4.4%	0.5%	-2.6%	-1.0%	-5.0%	-1.7%	-2.0%	-27.0%	2.4%	9.9%	51.1%	-56.0%	-0.7%	-29.8%
石头科技	29.6%	22.3%	26.5%	-0.6%	11.3%	13.6%	-14.7%	-11.7%	-5.8%	-8.5%	-3.9%	3.5%	-2.7%	-5.2%	-17.8%	8.8%	-18.7%	-34.5%	-15.0%	-15.6%	-40.4%
莱克电气	8.1%	16.8%	5.0%	33.3%	-1.5%	12.1%	-22.2%	-8.9%	1.5%	-2.0%	-1.3%	8.9%	1.9%	3.1%	128.1%	10.6%	92.5%	131.6%	554.2%	95.6%	-12.2%
富佳股份	2.6%	6.1%	1.6%	7.1%	7.3%	5.5%	-24.0%	-0.9%	3.6%	2.7%	3.6%	3.2%	3.3%	-3.1%	-44.1%	0.6%	99.8%	32.6%	112.7%	49.8%	-56.5%
欧圣电气	-24.2%	-3.1%	1.7%	-6.4%	-0.9%	-2.3%	-25.0%	-7.2%	0.8%	-4.2%	5.4%	14.7%	3.5%	1.4%	-52.2%	-2.1%	8.8%	170.2%	64.6%	39.1%	-49.5%

2.1.4 小家电（个股财报总结）：小熊电器、飞科电器表现亮眼，看好Q2延续高增长

厨房小家电：收入端分化明显，小熊电器收入业绩亮眼，利润端大多数优于收入端

- 厨房小家电行业：AVC数据显示，2022年厨房小家电销额520.3亿元（-6.7%），销量22049万台（-12.7%）。线上/线下销额分别-2.9%/-16.0%，线上/线下均价分别+9.7%/+4.5%，抖音渠道销售64.0亿元，线上占比17.6%。2023Q1厨房小家电销额-8.0%，销量-1.5%，线上/线下销额分别-8.2%/-7.5%，规模下降主系空气炸锅增速放缓。
- 收入端呈现分化局面：重视细分场景人群的小熊电器增速亮眼，在2022年全年以及2023Q1均实现正增长，得益于其精品战略+扩品类跑通逆行业增长；而产品结构类似的北鼎股份、新宝股份等厨小电公司均出现了不同程度的下滑；彩虹电器受益于欧洲能源危机出口订单高增带动2022Q4及2023Q1收入增长；开能健康收入增长主系海外渠道拓展带来的外销规模增长。
- 利润端大多数优于收入端：伴随原材料价格下行，毛销差同比提升，2022Q4-2023Q1利润端表现优于收入端。小熊电器、比依股份利润增速亮眼，毛销差维持同比提升趋势。
- 毛销差：比依股份、开能健康2023Q1毛销差提升明显，利仁科技、爱仕达、彩虹集团毛销差略有下滑。

表9：厨房小家电行业标的财报梳理，收入端分化明显，小熊电器收入业绩亮眼，利润端大多数优于收入端

厨房小家电	单季度收入增速							单季度毛销差同比变动							单季度归母净利润增速							
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	
证券简称																						
小熊电器	6.8%	7.7%	20.0%	16.3%	14.3%	14.2%	28.1%	-1.6%	-0.2%	-1.2%	1.9%	3.6%	1.3%	2.9%	-11.1%	15.9%	-10.3%	84.5%	54.5%	36.3%	58.3%	
彩虹集团	-8.6%	-16.0%	-5.4%	-16.4%	31.7%	2.8%	14.0%	-3.8%	-2.4%	-1.6%	-4.9%	-0.2%	-2.1%	-2.1%	-33.5%	-32.7%	-20.7%	-124.6%	56.3%	-14.6%	14.1%	
开能健康	19.4%	2.3%	12.0%	21.1%	2.7%	9.9%	10.8%	-4.9%	-3.7%	-1.9%	2.5%	2.5%	0.1%	3.5%	145.0%	-37.1%	-51.6%	106.9%	-84.3%	-11.6%	4.3%	
比依股份	8.2%	13.4%	-19.1%	-25.4%	4.3%	-8.2%	2.9%	-4.4%	-1.7%	2.4%	4.8%	9.5%	4.0%	8.2%	-6.0%	11.3%	68.0%	63.1%	41.6%	48.5%	82.0%	
北鼎股份	16.7%	4.5%	3.8%	-12.1%	-11.2%	-5.0%	-6.6%	-2.0%	-4.2%	-11.3%	-10.3%	-3.1%	-6.7%	2.8%	23.4%	-42.5%	-71.6%	-77.7%	-49.1%	-56.7%	7.0%	
苏泊尔	11.9%	9.3%	-11.0%	-11.0%	-12.3%	-6.6%	-11.6%	-4.3%	0.9%	0.5%	0.9%	1.3%	0.9%	-1.7%	-8.2%	6.6%	9.4%	0.2%	7.9%	6.4%	-18.6%	
利仁科技	0.0%	0.0%	0.0%	19.1%	-11.6%	0.3%	-17.8%	18.4%	16.3%	18.5%	1.3%	-0.3%	-0.1%	-4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	146.5%	-65.5%	-21.8%	-3.3%	
九阳股份	-15.3%	3.8%	-4.8%	-3.2%	-7.3%	-3.5%	-18.7%	-4.5%	-0.1%	-1.6%	-1.9%	4.2%	0.6%	-0.2%	-72.2%	-7.7%	-33.6%	-25.3%	-69.8%	-29.0%	-27.0%	
爱仕达	8.6%	-7.4%	-1.8%	-18.8%	-31.1%	-16.2%	-21.9%	-6.0%	-3.2%	-1.3%	3.1%	2.0%	0.6%	-2.4%	-100.1%	-260.7%	256.1%	125.8%	24.1%	11.0%	-45.0%	
新宝股份	3.3%	13.5%	1.5%	-11.5%	-29.2%	-8.2%	-22.3%	-3.3%	-1.7%	4.5%	5.7%	3.6%	3.0%	3.7%	-5.2%	4.6%	113.9%	27.4%	-40.5%	21.3%	-22.3%	
ST德豪	-18.7%	-32.6%	-20.9%	-52.4%	-61.7%	-43.0%	-49.8%	0.5%	-6.2%	-5.8%	3.1%	3.9%	-1.4%	3.7%	28.5%	8.9%	6.2%	-40.5%	55.1%	30.4%	17.0%	

2.1.4 小家电（个股财报总结）：小熊电器、飞科电器表现亮眼，看好H1延续高增长

个护健康小家电：率先复苏实现双位数增长，2023Q1飞科电器和融捷健康均实现高增长，看好上半年低基数及直播电商带动下迎来高增长

- 个护小家电行业规模：**AVC数据显示，2022年电吹风、电动牙刷、电动剃须刀三品类零售额共计207亿元（+6.9%），销量同比+13.5%。2023Q1电吹风销额+21.5%，电动剃须刀销额+27.5%，电动牙刷销额+9.1%。2023Q1高速电吹风价格战开启，400元以下价格段销额份额同比增加17.3%，400-800元价格段同比增加11.9%。电动牙刷Q1销额同比转正，有望迎来拐点加速渗透。个护行业增长主系：Q1送礼、低基数、新兴抖音渠道带动，2023Q1电吹风、电动剃须刀、电动牙刷三品类抖音渠道零售额分别同比+238%/+139%/+111%；细分品类（高速电吹风、便携式电动剃须刀）加速扩容，拉动行业增长。预计23年全年便携式电动剃须刀销额份额将达到35%。
- 收入端：**2022年仅飞科电器实现双位数增长，主系其产品结构升级叠加渠道营销发力，其他个护公司收入均双位数下滑。2023Q1仅飞科电器和融捷健康实现双位数增长，其他公司仍为负增长，倍轻松Q1收入降幅收窄。
- 利润端：**2022年仅飞科电器和融捷健康业绩实现正增长。2023Q1飞科电器和融捷健康业绩延续高增长，倍轻松业绩迎来拐点实现高增长。
- 毛销差：**2023Q1仅倍轻松和奥佳华毛销差提升，奥佳华提升明显；融捷健康毛销差有明显下降，飞科电器毛销差略微下滑。

表10：个护健康小家电行业标的财报梳理，2023Q1飞科电器和融捷健康均实现高增长，看好上半年低基数及直播电商带动下迎来高增长

个护小家电 证券简称	单季度收入增速							单季度毛销差同比变动							单季度归母净利润增速						
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年	2023Q1
飞科电器	7.4%	27.5%	32.8%	29.0%	-20.1%	15.5%	22.7%	-1.3%	4.7%	0.8%	1.8%	-4.8%	1.1%	-1.6%	-17.6%	59.1%	32.7%	51.5%	-41.3%	28.4%	35.3%
倍轻松	23.8%	15.3%	-35.9%	-29.4%	-34.4%	-24.7%	-7.9%	-5.9%	-6.4%	-20.7%	-18.3%	-33.9%	-20.0%	0.4%	-31.8%	-188.8%	-184.6%	-189.7%	-358.5%	-235.5%	81.6%
融捷健康	0.4%	-13.2%	-10.7%	-4.9%	-16.4%	-12.0%	28.4%	6.7%	9.9%	-2.6%	-7.6%	-14.0%	-3.6%	-4.3%	80.9%	-37.0%	21356%	-82.7%	-96.0%	421.9%	116.7%
奥佳华	-7.6%	-23.7%	-16.0%	-18.0%	-36.8%	-24.0%	-25.3%	-7.3%	-6.6%	-4.7%	3.3%	3.8%	-1.2%	5.3%	26.3%	-73.5%	-109.2%	21.9%	-78.1%	-77.7%	-30.8%
荣泰健康	21.5%	8.5%	-26.3%	-25.3%	-40.8%	-23.3%	-31.7%	-3.0%	-3.7%	-2.8%	0.6%	-0.3%	-1.0%	-1.0%	43.1%	-15.0%	-60.9%	-18.5%	-19.2%	-30.5%	-35.7%

数据来源：Wind、奥维云网、开源证券研究所

2.1.5 黑电（个股财报总结）：彩电整机头部品牌商增长稳健，出口代工迎补库机会

- **彩电整机**：收入端，头部玩家增速优于二三线品牌，2022H2实现低单位数增长，2023Q1海信实现双位数增长，TCL电子出货量高增长，主要系大尺寸趋势下头部品牌竞争力明显。利润端，伴随面板成本回落，相关企业利润增速远高于收入增速，毛销差维持同比提升趋势。创维集团和TCL电子利润同比下滑主系非经常性损益影响。
- **上游代工**：兆驰股份为代表，海外电视库存去化明显，叠加面板价格回升预期，下游品牌客户补库需求提升，2022Q4-2023Q1收入降幅环比持续收窄。受益面板价格回落，毛销差同比提升，2022Q4-2023Q1利润端表现同样优于收入端。
- **数字终端**：2022Q4-2023Q1行业层面收入有所承压，或一方面系内外销订单节奏延后，另一方面系行业出口回落，海关总署显示2023Q1数字电视机顶盒行业出口数量同比-5.5%。四川九洲收入和利润表现优于同行，广电业务以及与通信运营商合作业务稳中有进。
- **投影机**：受宏观消费环境影响，LCD等中低价位产品占比快速提升，DLP技术路线品牌商有所承压。2022Q4-2023Q1极米科技为代表收入端有所承压，叠加老品促销以及营销推广增加影响，利润端表现差于收入端。

表11：黑电一级行业标的财报梳理，头部整机品牌商以及出口代工企业表现相对稳健

细分行业	标的	单季度收入增速							单季度毛销差同比变动							单季度归母净利润增速						
		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
彩电整机	海信视像	12.0%	8.8%	-1.9%	-5.2%	-5.1%	2.7%	12.8%	0.3%	-1.3%	1.8%	2.0%	3.5%	1.9%	1.4%	13.3%	-17.5%	47.2%	59.0%	116.2%	11.8%	107.9%
	创维集团	21.5%	15.7%	7.8%	7.8%	1.7%	3.5%	/								129.9%	-2.7%	-59.4%	13.0%	-49.4%	-64.5%	/
	TCL电子		14.8%		-4.9%		2.9%	/				/					-95.3%		-76.1%		38.6%	/
	四川长虹	-10.3%	-11.0%	-15.7%	-6.0%	-2.0%	-5.2%	14.2%	-0.5%	1.5%	0.4%	0.8%	1.8%	3.3%	0.7%	-40.5%	-34.6%	143.6%	41.9%	-3.7%	109.7%	64.9%
	深康佳A	-20.0%	-14.9%	-15.3%	-28.5%	-21.6%	-71.3%	-44.7%	-1.1%	-2.7%	-1.2%	-3.3%	-2.1%	-2.7%	-1.2%	-140.7%	849.1%	42.7%	445.8%	82.4%	-255.8%	46.1%
上游代工	兆驰股份	6.4%	-29.4%	-28.7%	-43.4%	-44.9%	-6.4%	-1.0%	-1.5%	6.5%	-0.8%	2.4%	4.5%	-7.3%	3.7%	6.2%	-290.9%	-25.9%	-68.9%	-32.9%	121.3%	10.8%
数字终端	创维数字	36.7%	25.4%	24.8%	47.3%	-8.5%	-7.6%	-15.5%	-0.8%	-1.4%	1.3%	2.4%	0.6%	1.0%	-0.4%	-114.9%	48.9%	33.7%	120.3%	1511.5%	-24.0%	-43.6%
	四川九洲	3.6%	38.6%	7.2%	29.3%	-5.0%	8.4%	11.0%	-1.8%	-9.9%	1.0%	-2.1%	8.1%	2.1%	2.0%	-0.6%	45.8%	18.4%	29.5%	25.9%	68.2%	23.0%
	高斯贝尔	36.6%	-10.7%	-25.7%	-44.5%	-45.7%	-22.6%	-61.8%	6.0%	17.9%	1.1%	-6.0%	-5.2%	7.6%	-11.2%	77.0%	72.3%	462.4%	52.5%	73.5%	42.9%	-141.4%
	九联科技	113.2%	42.8%	1.2%	28.7%	-22.0%	-46.1%	9.4%	-0.6%	-2.7%	2.0%	1.4%	0.0%	-5.1%	-2.4%	-97.9%	-26.4%	505.1%	36.2%	-637.6%	-80.4%	27.0%
投影机	光峰科技	6.4%	17.9%	0.0%	28.4%	9.1%	-20.6%	-12.6%	26.4%	-3.8%	-3.7%	-6.9%	-5.9%	-2.7%	0.2%	101.1%	-68.4%	-67.2%	-71.0%	-24.3%	27.6%	-23.5%
	极米科技	32.4%	45.0%	24.3%	17.4%	-11.6%	-3.9%	-12.8%	0.1%	2.2%	2.5%	1.6%	1.6%	-0.3%	-4.5%	44.8%	88.5%	35.8%	43.2%	-44.0%	-6.2%	-57.0%
其他	*ST同洲	-32.4%	-43.0%	-55.5%	44.9%	115.8%	261.9%	489.0%	-18.5%	5.9%	3.2%	-9.6%	15.6%	57.4%	-4.5%	4.6%	-44.0%	-31.3%	-8.7%	94.9%	89.0%	80.1%
	银河电子	-4.1%	-49.3%	-40.7%	-28.0%	8.6%	54.1%	17.0%	4.7%	19.9%	3.6%	6.4%	-7.5%	-17.3%	3.6%	-160.6%	1656.0%	-13.3%	226.9%	240.9%	91.1%	33.5%

2.1.7 跨境及其他（个股财报总结）：安克创新优于同行表现，公牛集团延续稳增长

欧美市场受通胀影响整体需求承压，不同品类表现有所分化，安克创新作为品牌出海龙头企业增长稳健、表现优于同行

- **安克创新（消费电子出口）**：2022Q4-2023Q1收入双位数稳健增长，优于同行。受益海运成本回落，毛销差延续同比提升趋势。利润端受非经影响较大，扣非后盈利能力延续提升趋势。
 - **传音控股（消费电子出口）**：主营手机出口业务，受宏观环境影响手机行业承压明显。收入端同比双位数下滑，利润表现差于收入。
 - **华宝新能（便携储能出口）**：2022Q4收入端增长稳健，利润较大幅度下滑主要系行业竞争加剧以及品牌营销建设投入阶段性增加。2023Q1同期基数影响及本期能源危机常态化致收入下滑，原材料价格波动长尾效应及期间费用增长致利润承压。往后看毛利率有望企稳。
 - **九号公司（智能短交通出口）**：2022Q4收入端增长稳健，受益规模效应利润表现亮眼。2023Q1收入下滑主席自主品牌滑板车阶段性调整，叠加费用投入增加利润同比较大双位数下滑。考虑到后续两轮车规模效应持续支撑毛利率，以及新品上市巩固竞争力，收入利润或将企稳。
- 公牛集团（核心资产）**：在疫情等不利因素下2022Q4-2023Q1收入端平稳增长，受益原材料价格回落毛销差延续同比提升趋势，并进一步带动利润端增长、盈利提升。当前新能源点连接以及无主灯渠道体系趋于完善，长期看好品类以及渠道深化带动业绩增长。

表12：跨境出口标的安克创新表现优于同行，核心资产公牛集团保持稳健增长

细分行业	标的	单季度收入增速					单季度毛销差同比变动						单季度归母净利润增速						
		2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
出口跨境	华宝新能	0.0%	0.0%	0.0%	58.7%	26.3%	-26.8%	20.5%	-72.9%	19.3%	-2.2%	-10.7%	-21.6%	0.0%	0.0%	0.0%	68.8%	-52.0%	-140.4%
	安克创新	24.4%	18.0%	2.7%	19.5%	13.6%	17.5%	-2.2%	0.4%	1.8%	1.3%	3.2%	2.8%	4.0%	-2.7%	84.9%	7.2%	-6.9%	53.8%
	九号公司-WD	15.4%	7.8%	-1.3%	13.2%	28.2%	-13.3%	-4.9%	3.2%	-0.6%	-2.6%	2.5%	1.5%	293.4%	51.3%	-5.0%	2.8%	155.2%	-54.5%
	传音控股	6.4%	-1.8%	3.9%	0.0%	-22.5%	-16.1%	-0.1%	-0.4%	1.2%	-3.6%	-2.1%	-0.6%	40.3%	-0.7%	-7.8%	-47.4%	-78.0%	-34.1%
	星徽股份	-68.6%	-55.0%	-40.4%	-1.1%	-20.3%	-20.7%	-64.2%	-1.2%	-12.5%	-2.3%	51.6%	10.5%	-16550.8%	-174.4%	-86.5%	85.0%	85.1%	118.1%
核心资产	公牛集团	16.1%	19.6%	15.8%	13.9%	7.0%	8.3%	-8.8%	-3.9%	-1.4%	-2.9%	6.9%	1.6%	-19.7%	5.7%	6.4%	8.8%	44.1%	14.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年轻工板块收入稳健增长，利润端仍承压。2022年轻工制造板块合计收入6063亿元，同比增长1.96%，实现归母净利润合计253亿元，同比下降32.41%，受房地产下行及疫情反复影响，板块利润下降明显，收入保持稳健增长。2023Q1轻工板块合计收入1266亿元，同比下降8.38%，实现归母净利润合计50.18亿元，同比下降27.67%，降幅相较于2022年全年收窄。

2022年轻工板块盈利能力阶段性承压，2023Q1板块净利率边际修复。2022年轻工制造板块毛利率（用整体法计算）为20.3%，同比下降2.2pct；净利率（用整体法计算）为4.2%，同比下降2.1pct，2022年板块仍然受到疫情反复下需求走弱、原材料高位运行等多因素的消极影响，盈利能力承压。2023Q1轻工制造板块毛利率为19.4%，环比下降0.15pct；净利率为4.0%，环比上升4.5pct，板块毛利率环比降幅收窄，净利率表现边际修复。

表13：2023Q1轻工细分板块业绩概览

单位：亿元	2022Q4营收	YOY	2022Q4净利润	YOY	2023Q1营收	YOY	2023Q1净利润	YOY
家居	333.43	12%	16.66	403%	213.97	-11%	7.22	-35%
造纸	499.38	7%	-16.79	-503%	439.14	-8%	1.09	-101%
包装	198.58	-13%	-5.54	-284%	165	-11%	10.1	-4%
文娱个护	146.21	5%	3.92	136%	130.45	6%	8.28	11%

数据来源：Wind、开源证券研究所

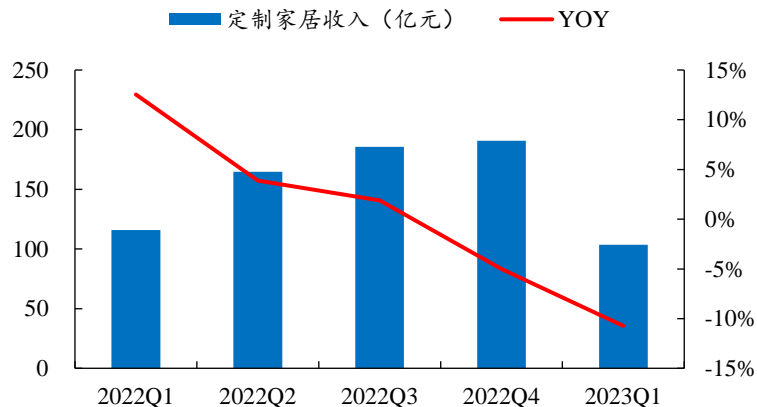
2.2.1

定制家居：2022年&2023Q1收入、利润均承压

2022年定制家居收入增速显著放缓，业绩承压。2022年定制家居板块总收入654.83亿元/-0.32%，2022Q1/Q2/Q3/Q4板块收入增速分别为+12.53%/+3.87%/+1.88%/-5.01%，主要与疫情演绎相关。2022年定制家居板块归母净利润53.99亿元/+50.02%，表观增速较高主要系2021年计提较多减值导致低基数（2021年-31.59%），较2020年+2.63%，净利率8.25%处于较低位置，盈利能力承压主要来自原材料成本压力、疫情下费用投放和收入错配等。

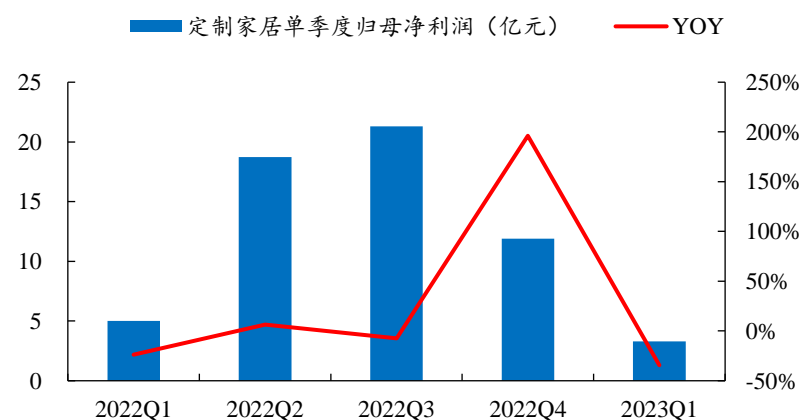
2023Q1定制家居板块收入跌幅较大，盈利能力承压。2023Q1定制家居板块总收入103.57亿元/-10.73%，下滑幅度较大主要系疫情放开对线下消费场景产生明显冲击，同时2022Q1基数较高；2023Q1单季度收入增速环比继续下降。2023Q1定制家居归母净利润3.29亿元/-34.37%，盈利能力承压。

图14：2023Q1定制家居收入跌幅较大，同比-10.73%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023Q1定制家居归母净利润-34.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年收入继续分化，中长期该趋势预计持续，主要系零售渠道重要性凸显但门槛提升，原因在于在行业流量碎片化/粉尘化的背景下，公司的零售渠道精细化管理能力、经销商实力、前置流量获取能力等愈发重要，龙头公司渠道布局已经较成熟，收入驱动主要来自同店增长，当下在配套品销售和整装渠道开拓方面领先行业，且业绩上已经体现，如2022年欧派整装大家居同比+38%，索菲亚整装同比+115%，主品牌工厂平均客单价同比+28%。第二梯队品牌企业目前积极拓展品类并跟随做品类融合销售，虽渠道尚能扩张，但预计空间有限且门店增长的边际收益逐渐减弱。

预计2023Q2净利率向上修复。总览9家上市公司2023Q1归母净利润增速和净利率，业绩增速多为负数或微幅增长（部分正增长来自非经常性损益如政府补贴），净利率基本同比下降，收入增速放缓下刚性成本、费用摊薄效果有限，盈利能力普遍承压。随着2023Q2收入增速恢复正常、业绩进入低基数，预计定制家居公司盈利能力将向上修复。

表14：2023Q1定制家居标的净利率基本同比下降

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
欧派家居	7.4%	15.7%	17.8%	9.1%	6.1%	13.8%	14.8%	11.2%	4.3%
索菲亚	6.7%	12.9%	13.7%	-23.0%	5.7%	10.7%	12.4%	7.9%	5.8%
尚品宅配	0.6%	2.0%	2.2%	0.1%	-9.2%	0.0%	4.9%	4.9%	-11.8%
志邦家居	7.4%	8.3%	10.5%	11.2%	6.8%	8.3%	10.6%	11.8%	6.4%
金牌厨柜	9.1%	5.1%	8.0%	14.6%	5.3%	7.2%	6.8%	10.6%	5.7%
江山欧派	7.0%	15.5%	12.9%	-3.9%	11.3%	7.8%	-9.1%	-33.1%	8.6%
好莱客	6.9%	10.3%	10.6%	-17.9%	6.7%	10.8%	35.2%	7.2%	3.5%
我乐家居	4.1%	8.8%	9.9%	-54.5%	4.2%	6.9%	11.6%	9.4%	2.5%
皮阿诺	10.1%	12.6%	15.2%	-177.3%	7.9%	12.1%	12.8%	9.0%	-2.2%

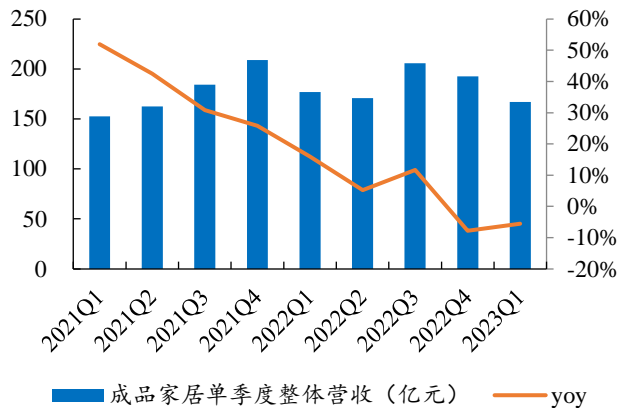
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2 成品家居：承压因素逐步释放，业绩底部显现

收入分析：收入降幅收窄，Q1接单逐步回暖，预估Q2业绩持续修复增长

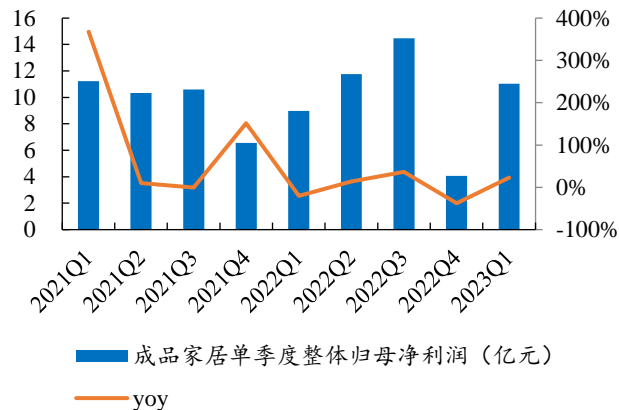
2022H1家居板块承压因素明显，主要基于：（1）俄乌冲突引发地缘政治紧张及上游大宗原材料价格上涨；（2）国内疫情多点频发，对国内经济复苏和消费者信心产生冲击；（3）地产整体疲软给地产链后端企业带来需求压力。上述内外压力下，成品家居板块收入整体增速放缓，2022H2地产及原材料承压因素有所释放但疫情导致的客流影响犹在，因而板块2022Q3/2022Q4收入增速呈现持续下滑态势。2023Q1随着春节后线下客流回暖，主流家居企业开门红订单情况较好，收入端降幅收窄，从接单看呈现逐月向好趋势，在消费回暖加持下预估2023Q2收入持续恢复增长。板块整体看，2022归母净利润同比+1.4%，单季度看2022Q4/2023Q1归母净利润同比-37.9%/+23.1%，业绩增速回正

图16：成品家居板块2023Q1营收增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：成品家居板块2022Q4/2023Q1归母净利润同比-37.9%/+23.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2 成品家居：承压因素逐步释放，业绩底部显现

从板块个股看，好太太/恒林股份表现较优。好太太则受益于智能家居产品（公司智能家居产品主要是智能晾衣架+智能门锁）的高景气，实现智能家居用品量价齐升从而带动整体收入高速增长。恒林股份受益于大家居战略的推进，软体及板式家具延续高增，带动收入增长。

表15：板块拆分看软体家居业绩筑底

分类	公司简称	2022营收（亿元）	YOY	2022归母净利润（亿元）	YOY	2023Q1营收	YOY	2023Q1归母净利润（亿元）	YOY	2023预测归母净利润（亿元）	YOY
软体	顾家家居	180.10	-1.8%	18.12	8.9%	39.54	-12.9%	4.00	-9.73%	21.39	18.04%
	喜临门	78.39	0.9%	2.38	-57.5%	14.67	4.5%	0.62	14.30%	7.01	195.10%
	慕思股份	58.13	-10.3%	7.09	3.3%	9.57	-23.1%	1.01	-18.40%	8.55	20.61%
	梦百合	80.17	-1.5%	0.41	-115.0%	16.99	-20.7%	0.17	-45.58%	3.11	651.95%
	麒盛科技	26.63	-10.2%	0.26	-92.8%	6.97	-6.4%	0.24	-57.44%	2.79	988.74%
	匠心家居	14.63	-24.0%	3.34	12.0%	4.28	-7.4%	0.77	8.69%	3.67	9.84%
	曲美家居	48.53	-4.4%	0.37	-79.2%	9.67	-26.3%	(0.96)	-265.30%	3.86	944.45%
其他	浙江永强	82.19	0.8%	2.17	73.2%	24.37	-22.7%	4.06	195.81%		
	永艺股份	40.55	-13.0%	3.35	84.9%	6.97	-30.9%	0.52	9.46%	3.22	-3.94%
	恒林股份	65.15	12.8%	3.53	4.5%	16.94	20.8%	0.78	7.47%	4.62	30.93%
	好太太	13.82	-3.0%	2.19	-27.2%	2.76	13.3%	0.48	6.57%	3.06	39.99%
合计	740.47	-3.8%	39.81	-13.9%	165.97	-12.1%	11.25	7.93%	0.00	-100.00%	
板块增速			5.40%		1.40%		-5.60%		23.10%	1.23	223.10%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：顾家家居/喜临门/慕思股份/梦百合2023年业绩预测来自开源证券研究所，其他为wind一致预测。

2.2.3 卫浴陶瓷：2022年收入及业绩承压，2023Q1瓷砖赛道业绩修复明显

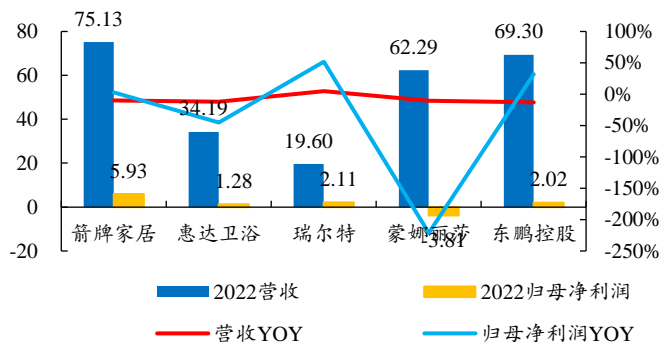
卫浴瓷砖板块主要上市公司包括以卫浴空间产品制造为主的箭牌家居、惠达卫浴、瑞尔特以及以瓷砖生产制造为主的蒙娜丽莎、东鹏控股。2022年行业主要公司均不同程度受到疫情反复、房地产行业下行、原材料高位运行等消极因素影响，大部分企业营收及业绩均出现下滑。2023Q1主要公司经营情况看，卫浴赛道公司方面，房地产疲软传导至后周期的压力仍在，营收及业绩因此承压；瓷砖赛道公司方面，受益于保交楼政策实施及计提坏账减值影响减弱，公司业绩得以明显修复。

表16：卫浴瓷砖主要公司业绩一览

		2022营收	营收YOY	2022归母净利润	归母净利润YOY	2023Q1营收	营收YOY
卫浴	箭牌家居	75.13	-10.27%	5.93	2.75%	11.10	-1.67%
	惠达卫浴	34.19	-12.16%	1.28	-45.44%	6.46	-4.97%
	瑞尔特	19.60	4.89%	2.11	51.36%	3.96	-2.76%
瓷砖	蒙娜丽莎	62.29	-10.85%	-3.81	-221.13%	11.01	3.55%
	东鹏控股	69.30	-13.15%	2.02	31.50%	11.44	18.46%

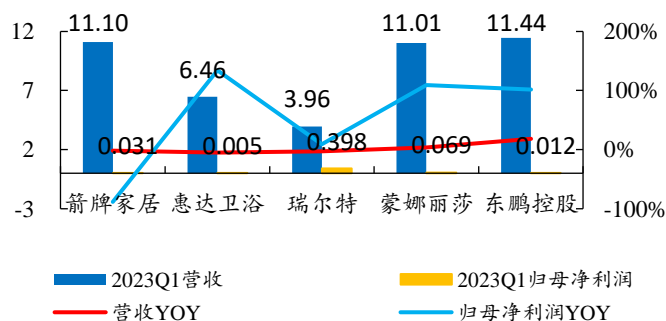
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2022年营收及业绩不同程度承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2023Q1瓷砖赛道公司业绩修复明显



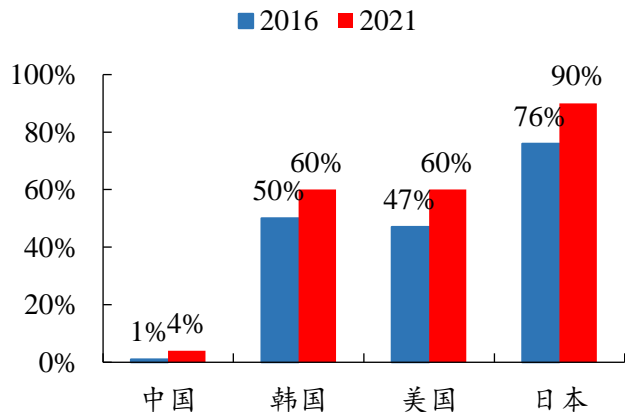
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3 卫浴陶瓷：智能化趋势为发展新动能，驱动格局加速集中

智能化产品为卫浴行业最重要驱动因素，存量房翻新存在较大需求弹性。2021年卫浴行业市场规模为2046亿元，智能化产品或为行业最重要的驱动因素，原因在于一方面由于智能产品市场渗透率低较欧美、日本等成熟市场明显偏低，另一方面，在银发经济、品牌加大产品功能迭代等多重催化因素下，我们看好智能产品市场逐步进入供需两旺格局。同时，我们以行业主要产品坐便器测算，卫浴行业存量房/二手房/新房三大流量入口需求套数占比分别为33.8%/19.9%/14.9%，其中以存量房翻新需求弹性空间较大。

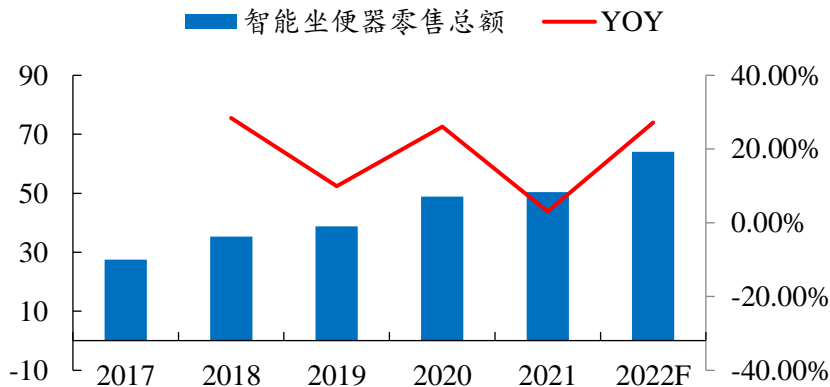
竞争格局方面，相较于传统家居，卫浴因行业内产品具有较强功能属性，头部国产品牌在产品力及研发力加持下更易获取市场份额，我们看好国产品牌超额受益于智能化产品迭代升级以及新零售渠道流量红利，实现市占率的持续提升。

图20：中国智能坐便器渗透率整体偏低



数据来源：华经情报网、开源证券研究所

图21：国内智能坐便器零售市场持续扩张



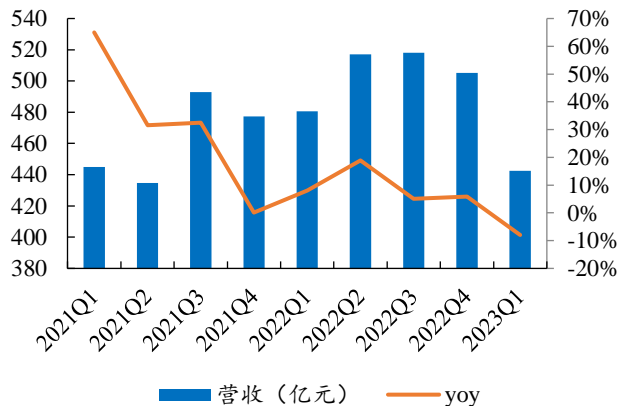
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2.4 造纸板块：浆价高位/需求疲软，盈利承压，龙头公司alpha优势尽显

需求疲软+用浆成本高企，业绩承压

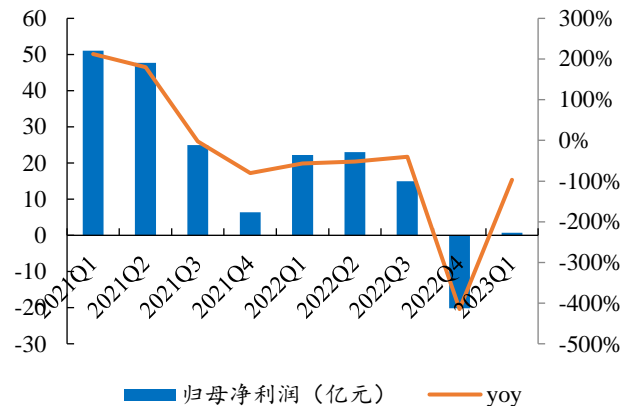
2022纸浆受海外多发事件扰动，供应偏紧预期持续加强，导致浆价居高不下。另一方面，国内疫情多点散发，疫情防控导致物流运输不畅同时一定程度上抑制了居民的消费。文化纸、白卡纸终端需求疲软现象明显，纸厂多次提价但落地多不及预期，因而大宗纸种板块利润增速明显低于收入增速。生活用纸相对大宗纸具有较强的消费属性优势，另外文化纸恰逢3月小阳春提价落地相对较为顺畅

图22：营收持续承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：成本高位致利润大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.4 造纸板块：浆价高位/需求疲软，盈利承压，龙头公司alpha优势尽显

表17：2023Q1板块业绩筑底，期待Q2纸浆下行后的业绩反弹

用浆成本高位致盈利承压

2023Q1纸企用浆成本普遍是2022Q4到港的高位外盘浆，因而利润端普遍承压状态。展望2023Q2，随着2023Q1外盘浆的松动（阔叶均价同比-11%，针叶均价同比-5.5%）盈利端预估会有较好修复。

个股看龙头太阳纸业凭借自制浆及可灵活调配产品的优势彰显出较强的穿越行业波动的α优势，大宗纸中太阳纸业2023Q1毛利率13.5%，环比+0.3pct；特种纸中仙鹤股份2023Q1毛利率10.0%，环比+1.1pct

数据来源：Wind、开源证券研究所

分类	公司简称	2022营收		2022归母净利润 (亿元)		2023Q1营收		2023Q1归母净利润 (亿元)		2023预测归母净利润 (亿元)	
		YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY				
大宗用纸	太阳纸业	397.67	24.3%	28.09	-5.01%	98.05	1.4%	5.66	-16.2%	32.08	14.2%
	山鹰国际	340.14	3.0%	(22.56)	-28.87%	63.51	-20.2%	(3.41)	-27.7%	9.65	-142.8%
	晨鸣纸业	320.04	-3.1%	1.89	-90.84%	61.56	-27.7%	(2.75)	-34.8%	13.66	621.6%
	岳阳林纸	97.81	24.8%	6.16	16.51%	25.22	51.1%	0.87	-29.6%	7.46	21.2%
	博汇纸业	183.62	12.8%	2.28	-6.63%	41.62	0.5%	(4.97)	-37.2%	4.49	96.9%
	华泰股份	151.74	1.8%	4.26	-7.27%	35.32	-8.7%	1.07	-44.3%		
	景兴纸业	62.27	0.0%	1.18	-73.34%	12.74	-12.7%	0.11	-86.3%		
	美利云	11.00	-10.7%	(2.32)		2.09	-18.5%	(0.07)	398.4%		
	荣晟环保	25.63	6.1%	1.68	-40.89%	5.41	-11.2%	0.82	-9.9%		
松炆资源	9.28	55.4%	(2.77)		1.20	-46.2%	(0.26)	-134.7%			
大宗纸子板块	1599.22	8.4%	17.87	-82.24%	346.73	-9.6%	(2.95)	-111.9%			
特种纸	仙鹤股份	77.38	28.6%	7.10	-80.14%	18.37	9.5%	1.22	-16.3%	11.83	66.6%
	青山纸业	29.21	1.9%	2.08	9.17%	7.03	-9.9%	0.60	-4.4%		-100.0%
	冠豪高新	80.86	9.3%	3.87	19.07%	16.25	-5.6%	0.08	-78.2%	4.97	28.4%
	华旺科技	34.36	16.9%	4.67	4.18%	9.14	20.9%	1.08	-4.4%	5.69	21.8%
	五洲特纸	59.62	61.6%	2.05	-74.1%	12.58	-5.5%	(0.30)	-128.9%	5.77	181.2%
	安妮股份	3.61	-8.3%	(1.38)		0.76	-42.8%	0.05	43.0%		
	凯恩股份	13.92	-23.9%	0.53	-43.19%	2.85	-9.5%	0.49	249.1%		
	齐峰新材	31.19	-15.8%	0.08	-94.87%	7.96	-5.0%	(0.02)	-108.9%		
	恒丰纸业	24.56	21.5%	1.29	-7.17%	6.34	16.0%	0.25	11.1%		
	民丰特纸	16.71	9.5%	0.15	-73.59%	3.82	-1.3%	0.03	-78.7%		
宜宾纸业	23.02	8.7%	0.30	4.48%	6.07	5.4%	0.06	51.1%			
特种纸子板块	394.45	14.3%	20.76	-21.79%	91.18	0.6%	3.55	-34.9%			
生活用纸	中顺洁柔	85.70	-6.3%	3.50	-9.77%	20.61	9.4%	0.89	-33.9%	6.27	79.2%
	豪悦护理	28.02	13.8%	4.23	6.60%	6.32	22.8%	0.79	44.6%	5.22	23.4%
	百亚股份	16.12	10.2%	1.87	7.83%	5.23	21.0%	0.80	44.6%	2.48	32.4%
	可靠股份	11.86	0.0%	(0.43)	-28.51%	3.19	-0.9%	0.11	466.9%	0.86	299.4%
	洁雅股份	6.67	-32.3%	1.41	-85.94%	1.28	-29.2%	0.37	-21.4%		
延江股份	12.30	-1.5%	0.29	-74.2%	3.14	-3.0%	0.07	-3.8%			
生活用纸子板块	160.67	-2.6%	10.87	(2.11)	39.76	0.20	304.29%	1.5%			

2.3 纺服行业2022年报&2023一季报概述

表18：纺服行业年报一季报概述

子板块	收入 (亿元)						同比增速						归母净利润 (亿元)						同比增速						
	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	
服装制造	运动户外代工	219.1	33.3	44.2	40.9	40.5	29.3	16%	13%	29%	22%	6%	-12%	34.2	4.9	6.8	6.3	5.8	3.9	30%	11%	26%	24%	5%	-20%
	毛纺	23.2	5.1	6.7	6.5	4.9	4.9	7%	38%	6%	5%	-11%	-4%	1.5	0.3	0.8	0.5	-0.2	0.2	-3%	转正	51%	-11%	-134%	-33%
	棉纺	100.7	19.5	20.1	19.6	10.9	18.4	31%	5%	-4%	4%	-47%	-6%	3.0	1.4	2.1	0.8	-0.9	0.5	-7%	16%	11%	-51%	-137%	-63%
	面料	40.9	9.2	9.9	10.3	9.3	8.0	9%	45%	23%	18%	10%	-13%	4.4	0.7	1.1	1.3	1.3	0.5	57%	88%	103%	119%	158%	-27%
	其他纺织	34.0	8.0	9.2	8.4	8.3	7.9	0%	29%	8%	-10%	-14%	-1%	1.8	0.7	0.9	0.4	-0.1	0.5	3%	47%	-24%	-42%	-121%	-16%
	成衣	28.3	6.9	7.6	7.5	7.6	6.4	1%	28%	23%	8%	-1%	-7%	2.1	0.5	0.8	0.7	0.3	0.3	23%	42%	15%	56%	6%	-32%
	印染	68.1	16.4	15.1	22.1	14.4	16.4	1%	1%	-4%	24%	-19%	0%	3.8	0.7	1.0	1.0	1.1	0.7	-9%	8%	-15%	9%	-25%	1%
	无纺布	89.5	18.4	22.3	19.7	29.1	18.6	39%	2%	56%	39%	65%	1%	12.6	2.7	4.1	2.7	3.1	2.9	31%	-27%	88%	2%	192%	6%
	皮革	11.2	1.7	2.7	3.7	3.1	2.6	3%	-4%	-7%	60%	7%	53%	-0.7	0.0	0.2	0.2	-1.1	0.1	转亏	-87%	-62%	-5%	亏损放大	655%
	辅料	33.6	6.8	10.2	9.1	7.5	6.4	6%	32%	16%	8%	-19%	-5%	4.2	0.6	2.1	1.7	-0.2	0.5	6%	43%	25%	22%	-159%	-18%
合计	151.5	20.3	25.4	24.0	23.8	18.6	15%	11%	26%	20%	6%	-8%	21.8	2.6	3.8	3.2	2.6	2.1	25%	4%	31%	16%	0%	-18%	
服装家纺	户外品牌	382.2	2.3	3.2	2.6	3.2	2.7	1%	28%	33%	27%	-19%	13%	54.6	0.2	0.3	0.0	0.3	0.2	0%	27%	136%	-125%	151%	23%
	运动时尚	33.0	9.1	6.0	9.5	8.4	11.4	2%	25%	-14%	15%	-13%	25%	6.5	2.1	0.8	2.3	1.3	2.9	12%	32%	-17%	28%	-10%	36%
	家纺	37.0	8.6	7.8	8.9	11.7	8.3	7%	1%	-8%	-7%	-11%	-4%	3.4	1.0	0.5	1.0	0.9	1.1	-2%	-10%	-39%	-16%	-34%	10%
	男装	100.5	32.4	26.3	26.1	30.6	35.0	8%	-5%	-7%	2%	-18%	8%	10.5	4.1	3.2	2.6	2.3	4.8	-1%	-18%	-31%	20%	-18%	16%
	休闲装	76.3	20.7	14.5	19.1	24.9	18.5	16%	-5%	-27%	-10%	-23%	-11%	2.1	1.1	-1.3	0.7	1.5	1.9	-7%	-47%	-181%	-50%	-32%	68%
	内衣	26.5	7.4	6.3	6.1	6.8	7.5	8%	2%	-11%	0%	-19%	2%	1.5	1.0	0.3	0.2	0.1	1.0	3%	-6%	-72%	28%	-79%	3%
	高端女装	34.3	5.8	4.8	5.7	6.0	5.8	1%	-9%	-24%	-6%	-22%	1%	2.7	0.9	0.5	0.7	-0.7	0.9	-4%	-33%	-58%	-30%	-204%	4%
	童装	7.3	2.0	1.6	1.6	2.1	1.7	23%	-2%	-9%	-9%	-29%	-13%	-1.7	-0.1	-0.2	-0.3	-1.0	0.1	转亏	转亏	亏损放大	亏损放大	亏损放大	转正
	鞋	16.4	4.3	4.4	4.1	4.0	4.7	8%	-12%	-7%	-6%	-26%	9%	-0.4	0.0	0.0	-0.3	-1.0	0.1	转亏	转亏	亏损放大	亏损放大	亏损放大	转正
	职业装	12.7	2.5	3.4	3.1	3.6	2.6	8%	7%	20%	5%	-6%	3%	1.4	0.2	0.4	0.3	0.5	0.3	1%	6%	21%	-16%	0%	43%
合计	289.0	14.1	11.2	12.5	14.9	14.4	8%	-2%	-13%	-2%	-19%	3%	39.2	1.5	0.6	1.1	0.9	1.9	-2%	-21%	-61%	-6%	-38%	26%	
纺服板块	241.6	17.5	19.1	18.9	19.9	16.8	9%	6%	12%	13%	-4%	-4%	33.2	2.1	2.4	2.2	1.8	2.1	3%	-6%	2%	11%	-12%	-4%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 纺服行业：2022年产业链韧性凸显，内需表现不及出口

外需：在疫情反复、海外通胀压力压制需求等因素影响下，2022年服装出口仍增长，体现了我国纺织品服装产业链竞争力强、韧性大的特点。海关数据显示，2022年我国纺织品及服装出口达3233.4亿美元，yoy+2.6%（人民币计yoy+5.9%）其中，纺织品出口1479.5亿美元，yoy+2.0%（人民币计yoy+4.9%）；服装出口1754.0亿美元，yoy+3.2%（人民币计yoy+6.7%）。2022年越南纺织服装出口额达440亿美元，yoy+8.8%、孟加拉FY23 9M（22.6-23.3）成衣出口额352.52亿美元，yoy+12.17%，柬埔寨80.18亿美元，+外需仍坚挺。

内需：相较于服装出口，我国服装、鞋帽、针纺织品类零售额2022年震荡上涨，但总体延续了近年来的下跌走势。国家统计局数据显示，2022年我国服装鞋帽针纺织品类零售额13003亿元，同比下降6.5%。

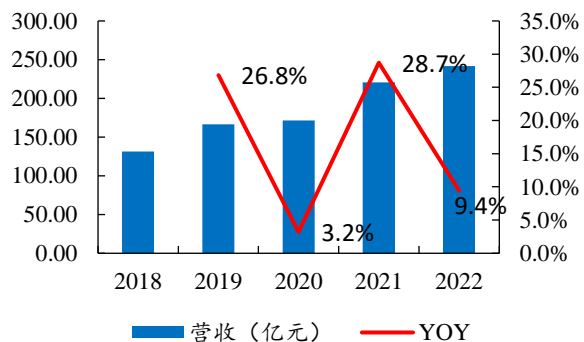
收入端：2022年纺服A+H股上市公司营业收入同比增长9.4%，制造端/品牌端分别同比+15.0%/+8.0%，体现出内需弱于外需趋势；

利润端：2022年纺服A+H股上市公司净利润同比增长3.0%，制造端/品牌端分别同比+24.8%/-2.0%，线下为主经营战场下。负经营杠杆下盈利承压；

盈利能力：2022年纺服A+H股上市公司毛利率同比下跌1.7pct，制造端/品牌端分别同比-1.7/-1.3pct；

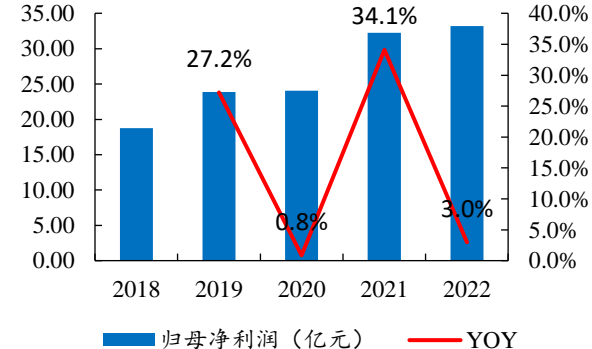
2022年纺服A+H股上市公司净利率同比下跌0.9pct，制造端/品牌端分别同比+1.1/-1.4pct；

图24：纺服公司2022年营业收入同比增长9.4%



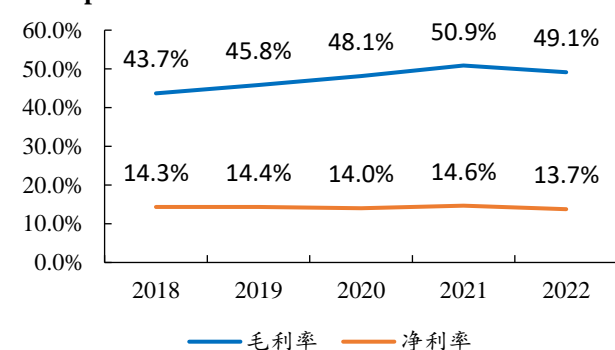
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：纺服公司2022年净利润同比增长3.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：纺服公司2022年毛/净利率分别同比下跌1.7/0.9pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

外需：2023Q1服装及衣着附件出口额同比-1%，越南服装出口72亿美元，yoy-17.7%，及纱线纺织品出口（9.41亿，yoy-35%），纺织出口订单同比下降25-27%。

内需：2023Q1服装社零同比增长9%（跑赢大盘5.8%），1-3月同比-12.5%、+5.4%、+17.7%。

收入端：2023Q1纺服A股上市公司营业收入同比减少4.3%，制造端/品牌端分别同比-8.2%/+2.8%；

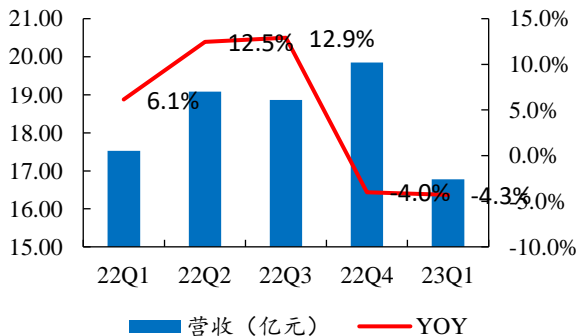
利润端：2023Q1纺服A股上市公司净利润同比减少3.8%，制造端/品牌端分别同比-17.9%/+25.9%；

盈利能力：

2023Q1纺服A股上市公司毛利率同比提升0.5pct，制造端/品牌端分别同比-0.7pct/+1.0pct；

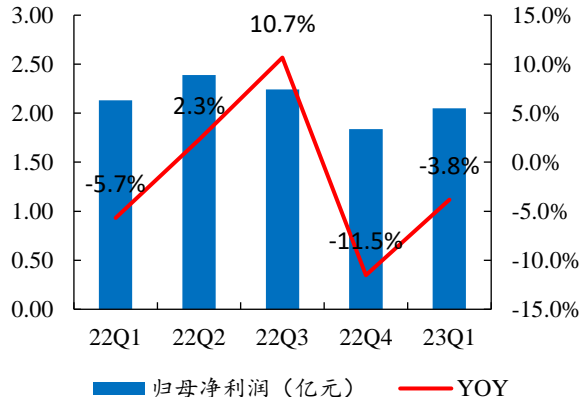
2023Q1纺服A股上市公司净利率同比提升0.1pct，制造端/品牌端分别同比-1.4pct/+2.5pct；

图27：纺服公司2023Q1营业收入同比减少



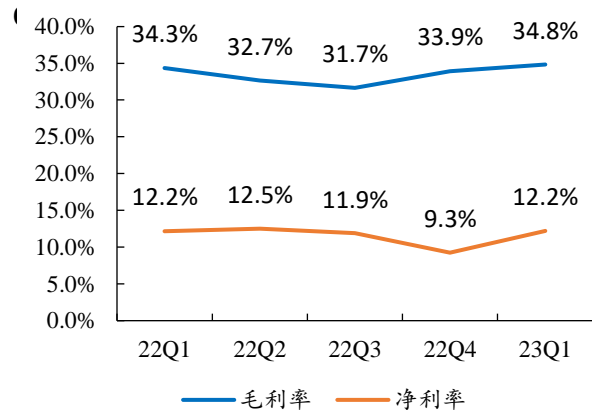
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：纺服公司2023Q1净利润同比减少3.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

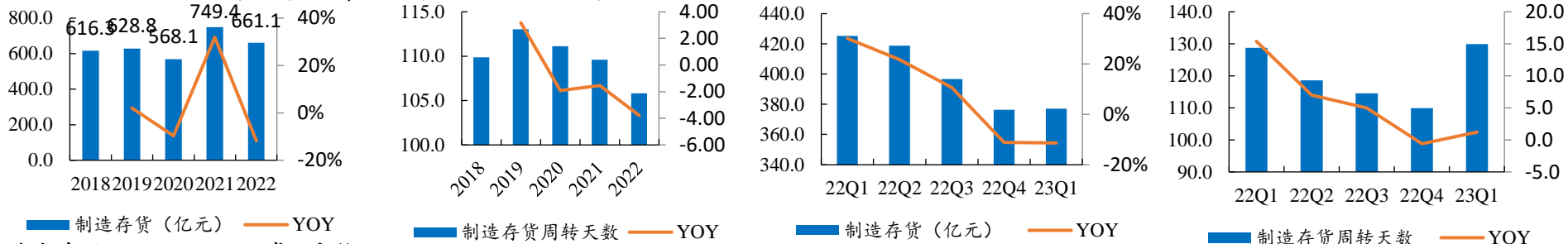
图29：纺服公司2023Q1毛/净利率分别同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

制造端存货情况：2022年制造端存货规模下降及周转天数下降体现订单疲弱，分季度看制造端存货前高后低，反应H1订单较好而H2订单疲弱。

图30：纺服制造公司存货分季度看，2022年前高后低体现订单转淡

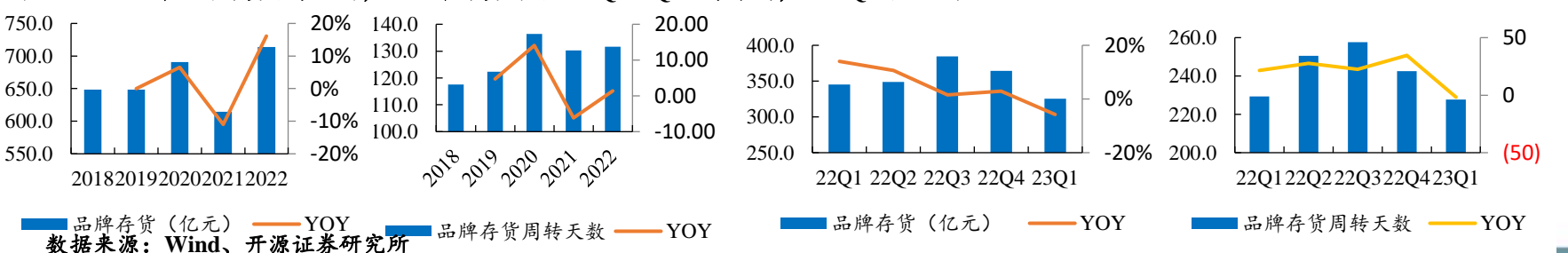


数据来源：Wind、开源证券研究所

品牌端：

- 2022年品牌端Q2开始堆压存货，截至年底品牌端存货规模历史新高、周转天数同比提升，2022年存货+16.1%/存货周转天数+1.4天，
- Q3消化部分存货及Q4计提减值，2023Q1存货规模及周转天数逐步恢复至健康轨道。2023Q1存货下降5.8%/存货周转天数-1.7天，逐渐恢复健康。

图31：纺服品牌公司存货分季度看，2022年存货周转天数Q1至Q4逐季攀高，22Q4开始改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：纺服品牌公司线下格局改善，龙头逆势开店

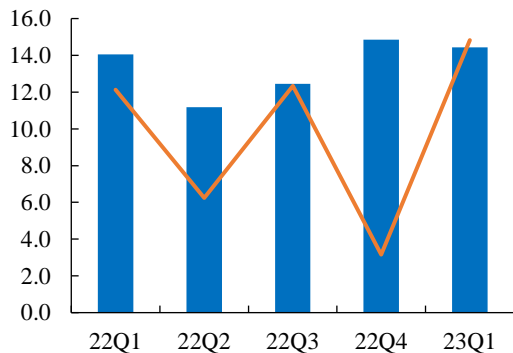
品牌端疫情期间逆势开店包括：

- 运动品牌（特步国际、361度、李宁）
- 男装（海澜之家、报喜鸟、比音勒芬）
- 高端女装（歌力思、地素时尚、安正时尚、赢家时尚）
- 休闲服饰（太平鸟）
- 家纺（罗莱生活、富安娜）

	2018	2019	2020	2021	2022	YOY
			运动			
安踏体育	12188	12943	12260	11791	11939	1%
特步国际	6230	6448	6156	6302	8034	7%
361度	7376	7441	6868	7166	7768	8%
李宁	7137	7550	6933	7137	7603	7%
			男装			
海澜之家	6673	7254	7381	7652	8219	7%
报喜鸟	1576	1678	1633	1676	1684	0%
比音勒芬	764	894	979	1100	1191	8%
九牧王	2774	2932	2756	2756	2756	0%
七匹狼	/	2116	1912	1876	1819	-3%
			女装			
歌力思	592	585	550	550	613	11%
地素时尚	1062	1104	1154	1199	1123	-6%
安正时尚	1124	1055	2453	2235	1973	-12%
日播时尚	964	769	649	701	703	0%
赢家时尚	862	1697	1836	2041	2006	-2%
欣贺股份	600	570	524	496	506	2%
			休闲服饰			
森马服饰	9905	10257	8725	8567	8140	-5%
太平鸟	4578	4496	4616	5214	4671	-10%
锦泓集团	1386	1459	1355	1429	1430	0%
			家纺			
罗莱生活			2236	2481	2662	7%
富安娜	1310	1383	1254	1525	1470	-4%

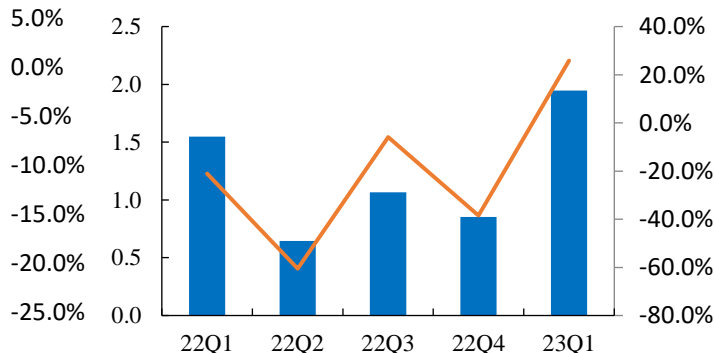
- **预计2023年为M型演绎，收入端Q4修复最为亮眼、利润端Q2修复最为亮眼**：根据2022年分季度看，收入及利润分别为W型演绎：品牌收入（疫情抑制客流、消费信心及收入抑制需求）及利润端（经营杠杆）最承压的季度均为Q2及Q4，Q1表现亮眼，预计Q2低基数助力下延续高增，Q3部分品牌恢复较好预期增速略有放缓，Q4仍有低基数因素。
- **2023Q1多数品牌收入端慢复苏利润端超预期，2023Q2基本面表现预计环比提速**：
 - ①收入端，2022订货会情绪不积极影响2023Q1收入表现，后续终端流水刺激下批发留有较大补单需求；
 - ②收入端，2023Q2开始进入低基数阶段；
 - ③利润端，2023Q1及五一期间消化2022Q2、Q4积压的库存，折扣未完全恢复，毛利率仍有改善空间。

图33：纺服品牌公司收入2022Q2及Q4承压，Q4需求最弱



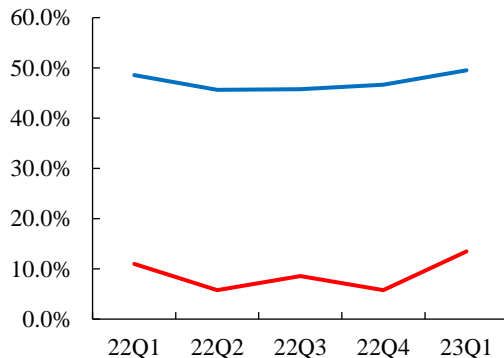
■ 品牌营收 (亿元) — YOY
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：纺服品牌公司利润2022Q2及Q4承压，Q2盈利最弱



■ 品牌净利润 (亿元) — YOY
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：纺服品牌公司库存积压、折扣加深影响毛利率修复



— 品牌毛利率 — 品牌净利率
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.1 品牌板块：2022年弱市下全面承压，2023Q1需求拾级而上、利润大幅改善

运动户外：需求端受益于政策、疫情催化的健康及户外运动意识提升，渗透率及人均消费仍不及发达国家，供给端有产品（产品矩阵及科技积累）&营销资源（赛事及运动员）&渠道壁垒，产品功能性迭代有复购可提价、扩品类扩细分需求可提升连带，量价均有提升逻辑。

运动时尚：受益于消费力提升，在国际品牌竞争缺位的中下线市场以差异化定位及产品优势迅速突破。
2023Q1高基数下（22Q1+25%/+32%）业绩超预期，收入+25%/利润+36%，毛利率+1pct/净利率+2pct，业绩高增一部分受益商务需求恢复，一部分反映男装对舒适及时尚需求趋势不改。

男装：受益于商务需求恢复但男装需求具有韧性，因此收入平稳增长，而由于线下占比低于女装及运动服饰等板块的特征，线下直营利润恢复弹性高。

家纺：23Q1业绩未见明显修复，盈利能力逐步提升（23Q1毛/净利率+2/2pct）。看好2023年家纺龙头渠道拓展和毛利率提升下，业绩逐季稳步复苏。

休闲装：22年弱市下需求走弱带动业绩表现弱于其他板块（22年收入/利润-16%/ -70%），2023Q1收入慢复苏，部分公司存货减值后轻装上阵，折扣率改善/控费力提升/正经营杠杆的带动下利润端大幅反弹（-11%/+68%），毛利率+3pct/净利率+5pct，全年盈利弹性持续。

展望2023年板块排序为：长逻辑持续，演绎高增的运动户外及运动时尚>稳健增长高分红的男装&家纺>利润反转、否极泰来的休闲装

图36：纺服品牌端2023Q1利润端表现较好的板块为运动时尚、家纺、男装、休闲装

子板块	收入(亿元)							同比增速							归母净利润(亿元)							同比增速							
	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
户外品牌	382.2	2.3	3.2	2.6	3.2	2.7	1%	28%	33%	27%	-19%	13%	54.6	0.2	0.3	0.0	0.3	0.2	0%	27%	136%	-125%	151%	23%					
运动时尚	33.0	9.1	6.0	9.5	8.4	11.4	2%	25%	-14%	15%	-13%	25%	6.5	2.1	0.8	2.3	1.3	2.9	12%	32%	-17%	28%	-10%	36%					
家纺	37.0	8.6	7.8	8.9	11.7	8.3	7%	1%	-8%	-7%	-11%	-4%	3.4	1.0	0.5	1.0	0.9	1.1	-1%	-10%	-39%	-16%	-34%	10%					
男装	100.5	32.4	26.3	26.1	30.6	35.0	0%	-5%	-7%	2%	-18%	8%	10.5	4.1	3.2	2.6	2.3	4.8	-1%	-18%	-31%	20%	-18%	16%					
休闲装	76.3	20.7	14.5	19.1	24.9	18.5	6%	-5%	-27%	-10%	-23%	-11%	2.1	1.1	-1.3	0.7	1.5	1.9	-2%	-47%	-181%	-50%	-32%	68%					
服装家纺	26.5	7.4	6.3	6.1	6.8	7.5	8%	2%	-11%	0%	-19%	2%	1.5	1.0	0.3	0.2	0.1	1.0	3%	-6%	-72%	28%	-79%	3%					
内衣	34.3	5.8	4.8	5.7	6.0	5.8	1%	-9%	-24%	-6%	-22%	1%	2.7	0.9	0.5	0.7	-0.7	0.9	-4%	-33%	-58%	-30%	-204%	4%					
高端女装	7.3	2.0	1.6	1.6	2.1	1.7	3%	-2%	-9%	-9%	-29%	-13%	-1.7	-0.1	-0.2	-0.3	-1.0	0.1	转亏	转亏	亏损放大	亏损放大	亏损放大	转正					
童装	16.4	4.3	4.4	4.1	4.0	4.7	8%	-12%	-7%	-6%	-26%	9%	-0.4	0.0	0.0	-0.3	-1.0	0.1	转亏	转亏	亏损放大	亏损放大	亏损放大	转正					
鞋	12.7	2.5	3.4	3.1	3.6	2.6	8%	7%	20%	5%	-6%	3%	1.4	0.2	0.4	0.3	0.5	0.3	1%	6%	21%	-16%	0%	43%					
职业装	289.0	14.1	11.2	12.5	14.9	14.4	8%	-2%	-13%	-2%	-19%	3%	39.2	1.5	0.6	1.1	0.9	1.9	-2%	-21%	-61%	-6%	-38%	26%					
合计	289.0	14.1	11.2	12.5	14.9	14.4	8%	-2%	-13%	-2%	-19%	3%	39.2	1.5	0.6	1.1	0.9	1.9	-2%	-21%	-61%	-6%	-38%	26%					

子板块	毛利率						同比增速		净利率						同比增速	
	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	23Q1
户外品牌	57.4%	38.4%	35.0%	37.5%	56.8%	40.0%	-2%	2%	14.3%	6.9%	8.7%	-1.0%	10.4%	7.6%	-2%	1%
运动时尚	71.8%	71.9%	70.4%	70.2%	74.6%	72.5%	0%	1%	19.7%	23.1%	12.6%	24.5%	15.6%	25.2%	2%	2%
家纺	44.8%	42.8%	43.9%	42.5%	48.6%	44.7%	0%	2%	9.2%	11.5%	6.5%	11.4%	7.8%	13.3%	-2%	2%
男装	43.1%	45.0%	42.3%	42.1%	42.0%	44.6%	2%	0%	10.5%	12.7%	12.1%	9.9%	7.4%	13.6%	-1%	1%
休闲装	44.3%	46.8%	42.9%	41.9%	43.5%	49.6%	-2%	3%	2.7%	5.5%	-8.8%	3.5%	5.9%	10.4%	-5%	5%
服装家纺	64.6%	68.5%	63.4%	65.2%	63.9%	67.2%	-1%	-1%	5.7%	13.7%	4.7%	3.0%	1.7%	13.8%	-3%	0%
内衣	70.1%	68.3%	67.6%	65.9%	67.5%	68.5%	0%	0%	7.9%	15.5%	10.7%	12.2%	-12.0%	16.0%	-5%	1%
高端女装	50.6%	55.4%	53.0%	45.6%	47.8%	53.0%	-3%	-2%	-23.2%	-4.3%	-14.9%	-21.1%	-48.8%	3.8%	-24%	8%
童装	34.5%	42.5%	40.2%	39.7%	38.8%	44.3%	-1%	2%	-2.6%	0.0%	-0.4%	-8.3%	-24.2%	2.7%	-5%	3%
鞋	38.4%	37.3%	37.2%	38.9%	39.9%	38.6%	-2%	1%	11.2%	8.5%	10.7%	9.0%	15.3%	11.7%	0%	3%
职业装	56.2%	48.5%	45.6%	45.7%	46.7%	49.5%	-1%	1%	13.6%	11.0%	5.8%	8.6%	5.8%	13.5%	-1%	2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2 制造板块：展望2023年预计制造端H2逐季恢复，关注优质制造龙头底部机会

2022年制造业绩先高后低：2022H2伊始进入去库存周期，业绩先高后低，2022Q3开始转淡、2022Q4收入层面开始全面承压。

2023Q1收入及利润继续承压，全年静待去库及需求拐点。

各细分龙头板块通过差异化产能布局、产品结构优化、新拓客户或新增品类增收。

预计2023年H2接单/出货逐步修复：在相对高基数下，2023Q1表现平淡。五一假期品牌端表现亮眼、较早进入去库周期的国际头部品牌基本进入尾声，预计Q3订单开始修复。

展望2023年板块排序为：终端景气恢复在即的运动户外代工补库>行业出清的无纺布>跨界标的释放利润

图37：纺织服装制造端2023Q1业绩表现较好的板块为皮革、无纺布、印染

子板块	收入 (亿元)						同比增速						归母净利润 (亿元)						同比增速					
	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
运动户外代工	219.1	33.3	44.2	40.9	40.5	29.3	13%	29%	22%	6%	-12%	34.2	4.9	6.8	6.3	5.8	3.9	30%	11%	26%	24%	5%	-20%	
毛纺	23.2	5.1	6.7	6.5	4.9	4.9	38%	6%	5%	-11%	-4%	1.5	0.3	0.8	0.5	-0.2	0.2	-3%	修正	51%	-11%	-134%	-33%	
棉纺	100.7	19.5	20.1	19.6	10.9	18.4	5%	-4%	4%	-47%	-6%	3.0	1.4	2.1	0.8	-0.9	0.5	-7%	修正	11%	-51%	-137%	-63%	
面料	40.9	9.2	9.9	10.3	9.3	8.0	45%	23%	18%	10%	-13%	4.4	0.7	1.1	1.3	1.3	0.5	57%	88%	103%	119%	158%	-27%	
其他纺织	34.0	8.0	9.2	8.4	8.3	7.9	29%	8%	-10%	-14%	-1%	1.8	0.7	0.9	0.4	-0.1	0.5	3%	修正	47%	-24%	-42%	-121%	
服装制造	28.3	6.9	7.6	7.5	7.6	6.4	28%	23%	8%	-1%	-7%	2.1	0.5	0.8	0.7	0.3	0.3	23%	修正	42%	15%	56%	6%	
成衣	68.1	16.4	15.1	22.1	14.4	16.4	1%	-4%	24%	-19%	0%	3.8	0.7	1.0	1.0	1.1	0.7	9%	修正	8%	-15%	9%	-25%	
无纺布	89.5	18.4	22.3	19.7	29.1	18.6	3%	2%	56%	39%	65%	1%	12.6	2.7	4.1	2.7	3.1	2.9	31%	修正	-27%	88%	2%	192%
皮革	11.2	1.7	2.7	3.7	3.1	2.6	3%	-4%	-7%	60%	7%	53%	-0.7	0.0	0.2	0.2	-1.1	0.1	修正	修正	-87%	-62%	-5%	亏损放大
辅料	33.6	6.8	10.2	9.1	7.5	6.4	3%	32%	16%	8%	-19%	-5%	4.2	0.6	2.1	1.7	-0.2	0.5	6%	修正	43%	25%	22%	-159%
合计	151.5	20.3	25.4	24.0	23.8	18.6	15%	11%	26%	20%	6%	-8%	21.8	2.6	3.8	3.2	2.6	2.1	25%	修正	4%	31%	16%	0%

子板块	毛利率						同比增速		净利率						同比增速	
	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	23Q1
运动户外代工	23.1%	24.8%	26.3%	24.8%	25.7%	23.8%	-2%	-1%	15.6%	14.7%	15.5%	15.5%	14.2%	13.4%	2%	-1%
毛纺	22.0%	19.9%	23.1%	24.4%	19.3%	20.3%	1%	0%	6.3%	6.4%	11.8%	7.6%	-3.1%	4.4%	-1%	-2%
棉纺	12.2%	16.6%	16.1%	12.5%	-0.8%	9.1%	-7%	-8%	3.0%	7.0%	10.2%	3.9%	-8.1%	2.8%	-6%	-4%
面料	20.8%	22.0%	22.6%	24.6%	22.1%	19.3%	2%	-3%	10.7%	7.6%	11.0%	12.4%	13.7%	6.3%	3%	-1%
其他纺织	19.0%	22.2%	19.3%	17.2%	17.2%	18.3%	-3%	-4%	5.3%	8.1%	9.5%	4.5%	-1.4%	6.9%	-3%	-1%
成衣	19.9%	19.9%	22.0%	22.4%	16.1%	18.0%	1%	-2%	7.4%	6.7%	10.3%	9.7%	3.4%	4.9%	1%	-2%
印染	12.6%	10.4%	13.5%	11.0%	16.7%	12.0%	-1%	2%	5.6%	4.5%	6.3%	4.7%	7.6%	4.6%	-1%	0%
无纺布	46.3%	46.6%	48.6%	44.8%	45.5%	49.7%	-2%	3%	14.1%	14.8%	18.4%	13.6%	10.5%	15.5%	-1%	1%
皮革	16.0%	15.7%	17.5%	19.8%	10.3%	18.8%	-8%	3%	-6.6%	0.7%	5.9%	5.4%	-35.5%	3.6%	-12%	3%
辅料	38.0%	37.7%	40.7%	40.6%	31.6%	37.4%	1%	0%	12.4%	8.4%	20.6%	19.1%	-3.2%	7.3%	0%	-1%
合计	23.7%	26.5%	28.1%	25.8%	27.6%	25.7%	-2%	-1%	14.4%	12.8%	14.9%	13.3%	11.0%	11.4%	1%	-1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

运动户外：2023Q1收入-12%/利润-20%，毛利率-1pct/净利率-1pct，环比2022Q4-1.9pct/-0.8pct，订单受下游去库存影响，产能利用率承压压制毛利率，积极控费。

毛纺：2023Q1收入持平/利润-2%，但环比2022Q4持平、利润环比扭亏，毛利率/净利率环比+1/+7.6pct，高基数下同比利润承压但环比改善趋势明显。

印染：2023Q1收入持平/利润+1%，毛利率+2pct/净利率+1pct，盈利能力表现较好但环比2022Q4下降4.7pct/3.1pct。

无纺布：2023Q1收入/利润+1%/+6%，毛利率+2pct/净利率+1pct，环比22Q4改善4.2pct/5pct，受益于行业竞争格局优化，盈利能力同比环比均大幅改善。

皮革：23Q1收入/利润+53%/+65%，毛利率+3pct/净利率+3pct，环比2022Q4+8.5pct/扭亏。收入及利润表现亮眼，受益于跨界业绩兑现的标的兴业科技带动。

目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 **看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善**
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

2022年两次大促节点需求释放显著：从行业线上销量看，2022M5-6跌幅13%，环比收窄达33pcts；2022M10-11跌幅仅3%，环比收窄14pcts。考虑到2023M2/M3行业线上销量跌幅仅5%/8%，看好618旺季迎来需求集中释放，行业销量重回正增长、开启渗透率提升。

竞争格局利好龙头：科沃斯、石头依托自清洁/全能基站款扫地机丰富的产品线储备，以及长期销量积累的口碑效应，在品牌、产品、营销端优势更为明显的科沃斯、石头品牌有望充分受益，份额保持提升。**追觅**2023年受制于公司追求盈利、预计将大幅减少信息流广告投放、重点主推高毛利新品，预计追觅品牌份额提升有限。**云鲸**产品数量偏少、新品迭代速度偏慢，2023年预计云鲸产品端的劣势在竞争对手以价换量的压迫下将进一步放大，份额预计进一步下滑。

全能基站款扫地机以价换量策略奏效：2022年8月，科沃斯率先开启多轮次老品降价节奏，9月初时全能基站产品X1 OMNI/T10 OMNI相比于8月初的价格降幅分别达16%/20%。产品降价后市场反馈良好，从销量同比看，2022Q3/Q4线上销量同比分别-1.7%/+23.4%，相比于2022Q1/Q2的-43.8%/-59.3%大幅改善；从市占率看，科沃斯2022Q3/Q4销量市占率分别达32.5%/37.1%，相比于2022Q2的30.9%提升显著。

图38：2022M5-6、M10-11行业线上销量跌幅显著收窄 图39：2022Q3科沃斯以价换量策略奏效

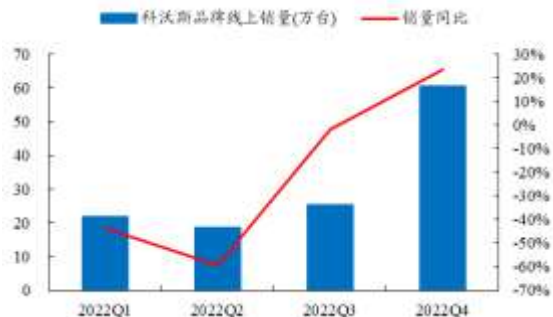
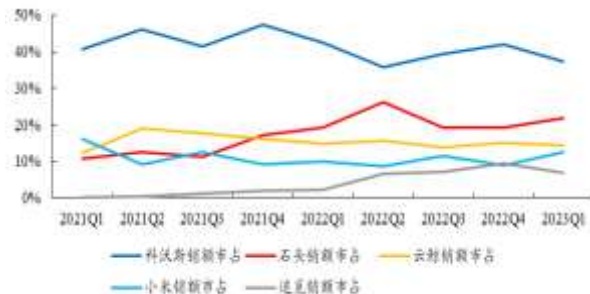


图40：2023Q1石头销额市占率21.9% (+2.7pcts)



数据来源：奥维数据、开源证券研究所

数据来源：奥维数据、开源证券研究所

数据来源：奥维数据、开源证券研究所

1、内销Q2确认三款新品收入，控本卖高策略下的毛利率预计稳定，叠加竞争趋缓+费用前置投放，净利率有望回升

- 三款扫地机新品内销表现良好：G10S PURE/G20/P10发货周销额市占率分别达27.7%/18.9%/10.2%，看好Q2大促释放需求。
- 毛利率预计稳定：Q2新品价格带涵盖3000-5000元，且高端产品G20与低端产品P10销量相当，对比同期4000元G10S产品整体均价变动不大；叠加技术降本成效下毛利率预计稳定。例如，3299的全基站产品P10能继续保持50%毛利率。
- 竞争格局趋缓：我们预计随着全能基站产品降价，Q2行业增速有望有负转正。同时从竞争对手看，云鲸产品力持续掉队；追觅预计在盈利目标导向下减少信息流广告投放力度。整体来看，竞争格局总体趋缓，流量成本有望下降。
- 费用前置投放：Q1共有四款新品且推新时间点提前一个月，对比同期仅一款新品，销售费用有所上升。我们预计Q2在流量成本趋缓、费用已部分前置投放下，费率整体将保持稳定，带动净利率回升。

2、外销市场中，欧洲市场进入低基数，美亚表现持续超预期，看好新品带动海外市场修复

- 欧洲市场：作为外销占比50%的主力地区，同期3月底俄乌冲突爆发后进入低基数，Q2上新后经销商提货端已环比恢复。
- 美国市场：2022年凭借高端S7系列站稳脚跟，黑五期间美亚市占率25%，超过shark位居第二。目前延续高举高打、推新卖高策略，发布S8系列后表现持续，Q2有望持续保持高增态势。
- 亚太市场：看好新品上新后，先款后货模式下经销商提货修复。例如，日本市场新品推出时间在6月份，经销商5月提货。

3、盈利预测

- 我们预计2023-2025年归母净利润15.0/17.7/20.7亿元，对应EPS为16.0/18.9/22.1元，当前股价对应PE为19.5/16.5/14.1倍。

4、风险提示

内销竞争加剧、原材料成本上升、海外需求持续低迷。

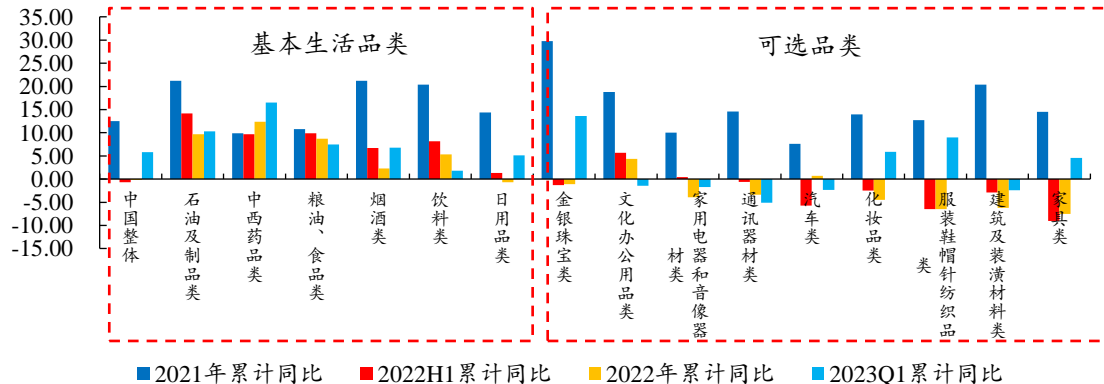
目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 **看好方向二：主打高性价比品牌**
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

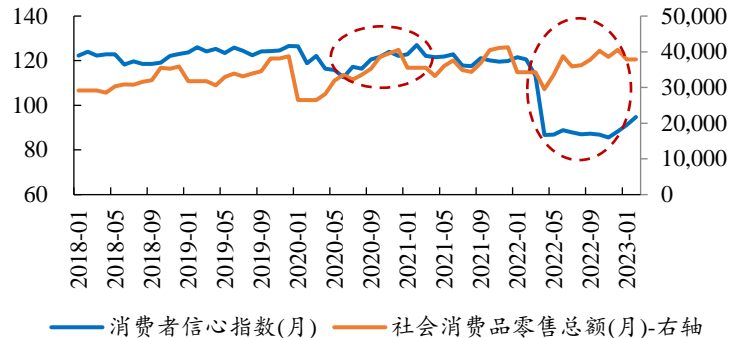
- 社零数据上看，2023年开年可选品呈现弱复苏趋势：2022上半年中国消费市场受到冲击，经济基本面不稳定导致居民预防性储蓄意愿增加，国内消费市场活跃度有所下滑。2023年疫情放开市场普遍预期消费回暖，基本生活品类以及与出行相关的可选品类得到较好恢复，但居家办公相关的品类呈弱复苏趋势，例如家用电器、通讯器材、家具、装修等行业2023Q1社零仍未恢复正增长。
- 消费能力上看，可支配收入降速使得消费信心不足：2022Q3以来居民可支配收入降速使得市场消费信心走低，2023Q1来看消费信心虽有回升但幅度有限，可支配收入仍处低位。
- 可选消费弱复苏背景下高品价比品牌有望持续受益，看好618大促期间消费需求释放。建议关注小熊电器、飞科电器、名创优品。

图42：2023Q1部分可选品类呈弱复苏态势



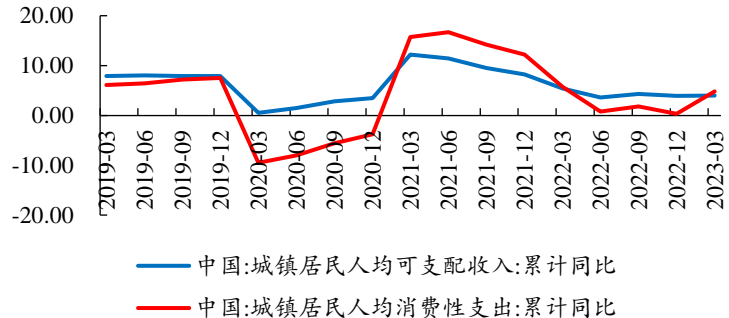
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2023Q1消费信心有所回升但未回到正常区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2023Q1居民可支配收入增速未明显边际向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 表观数据亮眼：同比增速在低基数下实现高恢复性增长，份额提升明显。养生壶、电热水壶、母婴厨房小家电、电蒸锅、破壁机、咖啡机均表现亮眼。传统大单品领域，凭借新品表现在破壁机、电热水壶实现突破。渠道方面，抖音渠道月销规模快速增长，2023Q1同比增长超300%。
- 财务层面收入复合增速向上，精品战略初步跑通。考虑到2021-2020受基数影响较大，2022Q1-2022Q3较2019年复合增速分别15.72%、16.01%、16.89%，2022Q4-2023Q1合计营收同比+20.36%，较2019年复合增速边际向上

图44：抖音渠道规模快速增长，大单品贡献增长

小熊厨小电分渠道数据总览	月度趋势		季度趋势		
	2023M2	2023M3	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售额(万元)					
京东	18737	18622	37815	60042	60119
阿里	24252	13264	41283	83894	53090
京东+阿里	42989	31885	79098	143935	113209
抖音	1978	2208	3248	6547	6954
京东	24%	34%	7%	24%	18%
阿里	69%	-12%	-1%	38%	13%
抖音	274%	267%	-	-	351%
销售额同比(%)					
京东+阿里	46%	10%	3%	32%	16%
京东+阿里+抖音	50%	15%	3%	32%	21%

小熊京东数据总览	月度趋势		季度趋势		
	2023M2	2023M3	2022Q3	2022Q4	2023Q1
养生壶	53%	54%	26%	46%	46%
多功能锅	-3%	35%	23%	36%	8%
绞肉机	-18%	5%	-25%	-11%	14%
电炖锅	25%	19%	5%	13%	14%
打蛋器	-20%	-35%	-4%	34%	-25%
电水壶/热水瓶	45%	87%	28%	41%	46%
煮蛋器	24%	11%	-5%	10%	6%
电饭煲	64%	48%	1%	15%	36%
电热饭盒	67%	2%	14%	41%	18%
空气炸锅	0%	-36%	40%	24%	-26%
豆浆机	-50%	-62%	1%	-34%	-57%
破壁机	82%	129%	25%	133%	80%
咖啡机	139%	165%	16%	29%	117%
小熊生活电器整体	-31%	62%	-9%	-4%	-10%
暖奶消毒	37%	40%	9%	30%	35%
辅食料理机	0%	22%	61%	15%	2%
足浴盆	343%	314%	54%	149%	283%
其他小家电	99%	17%	119%	185%	64%

小熊电器近期销售情况总结

开年销售趋势：

(1) 月度趋势上看，阿里渠道1月份同比下滑12%，2月份同比增长69%，3月份同比下滑12%，Q1同比增长13%。京东渠道1月份同比增长4%，2月份同比增长24%，3月份同比增长34%，Q1同比增长18%。京东+阿里渠道Q1同比增长16%。抖音渠道2022年12月以来月度销售规模整体呈上升趋势，Q1同比增长超300%，京东+阿里+抖音渠道Q1同比增长21%。

(2) 周度趋势上看，2023W01-W15京东渠道(包括生活电器)累计销售额同比增长32%，其中W14-W15累计同比增长59%。分品类来看，养生壶、电热水壶、电饭煲、破壁机、咖啡机、电风扇、挂烫机、暖奶消毒、足浴盆继续贡献主要增长。(1) 电热水壶增长一方面系高单价恒温新品拉动，另一方面系1.5L大容量电热水壶叠贡献部分。(2) 电饭煲增长一方面系3L大容量产品拉动，另一方面系1.6L小容量新品拉动。(3) 破壁机增长主系可拆洗新品贡献。(4) 咖啡机增长主系高价档位意式泵压咖啡机新品拉动。

近期新品：

无雾气加湿器、全能家火锅、意式泵压式咖啡机20Bar、桌面取暖器、颈部按摩仪、快电砂锅、可拆洗破壁机、迷你快煮电饭煲、5合1破壁器、两用多功能电烤炉。

小熊阿里数据总览	月度趋势		季度趋势		
	2023M2	2023M3	2022Q3	2022Q4	2023Q1
养生壶/煎药壶/养生杯	38%	4%	26%	34%	15%
电炖锅/煲汤锅/电炖盅	58%	-12%	3%	10%	3%
电热水壶/电水瓶	185%	41%	26%	243%	101%
母婴厨房小家电	131%	82%	54%	154%	105%
空气炸锅	-3%	-70%	18%	-22%	-52%
绞肉机/肉绞菜机	66%	-10%	-19%	23%	9%
电饭煲	45%	18%	-13%	45%	19%
煮蛋器/蒸蛋器	5%	-33%	-16%	-21%	-23%
电热饭盒	-7%	-39%	-23%	33%	-24%
电蒸锅/台式电蒸箱/肠粉机	47%	-14%	62%	87%	9%
破壁机	134%	-42%	72%	127%	38%
烤串机/电烤炉/电烤盘	-12%	-56%	-36%	4%	-37%
电动打蛋器	145%	-49%	-30%	212%	32%
电茶炉/煮茶器/奶茶机	48%	12%	65%	25%	12%
咖啡机	67%	20%	294%	134%	16%
压力刀磨	187%	101%	72%	229%	133%
榨汁机/原汁机	193%	-18%	27%	85%	78%
豆浆机	-33%	-62%	-20%	-28%	-48%

图45：多品类份额稳步提升

季度销售份额	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
小熊厨电整体	6.1%	5.5%	6.1%	5.5%	6.1%	6.5%	7.2%
养生壶	25.0%	27.8%	26.3%	24.2%	28.4%	30.9%	31.0%
多功能锅	15.7%	15.2%	17.0%	13.2%	14.2%	14.5%	15.4%
绞肉机	23.1%	22.6%	23.1%	20.8%	20.7%	20.1%	22.9%
电炖锅	26.2%	24.0%	24.5%	25.2%	26.0%	26.9%	27.6%
打蛋器	50.5%	50.4%	54.6%	58.7%	51.3%	48.5%	49.2%
电水壶/热水瓶	4.9%	5.1%	4.6%	4.6%	5.4%	6.3%	6.2%
煮蛋器	68.9%	63.7%	64.2%	61.5%	56.7%	59.4%	57.0%
电饭煲	3.2%	2.5%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%	3.4%
电热饭盒	45.4%	45.1%	48.7%	50.2%	56.9%	60.6%	62.0%
电烤烤炉	25.8%	25.1%	19.9%	14.1%	18.5%	25.3%	23.9%
电饼铛	4.1%	3.6%	3.1%	2.7%	2.3%	2.5%	2.9%
空气炸锅	4.7%	3.4%	3.6%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%
三明治机/早餐机	78.1%	57.3%	67.2%	66.5%	66.2%	67.3%	65.7%
电烤箱	2.8%	2.8%	2.7%	1.5%	1.4%	1.4%	2.0%
酸奶机/冰淇淋机	53.0%	51.6%	44.2%	37.8%	43.5%	52.0%	51.6%
面包机	8.7%	8.3%	11.1%	6.3%	9.4%	6.3%	8.4%
豆浆机	2.9%	3.8%	4.3%	3.4%	3.0%	2.6%	2.2%
破壁机	1.2%	0.8%	1.2%	1.0%	1.3%	1.9%	2.0%
咖啡机	0.9%	0.7%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	2.1%
电压力锅	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
面条机	7.2%	8.2%	9.7%	14.4%	21.3%	29.8%	39.8%
电磁炉	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%
榨汁机	0.5%	1.6%	1.3%	5.9%	5.5%	7.3%	10.4%

数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

数据亮眼的背后：

(1) **精品化战略跑通。**围绕核心用户群体开发精品，淘汰动销不好的SKU，集中费用投放打造爆品SKU。以电饭煲为例，以往很多专卖店推广不同SKU，很难产生爆款，2022年把不同专卖店SKU统一收归，围绕单人食电饭煲做推广打爆品，集中投放带来了市占率提升。台式电热水壶的增长也是比较符合小熊主流消费人群需求，站外种草提高曝光，站内李佳琦引流，使得产品快速增长。**破壁机**的增长主要系小熊快速跟进轻音概念，推出的产品定价较美的低，通过营销活动顺利打通市场。

(2) **营销打法优化提升毛销差。**以往比较依赖直通车等平台内部流量做推广。2022年开始更多通过小红书等站外平台引流，包括请代言人以及和李佳琦合作，李佳琦选合作品牌一般更倾向于站外流量较高的品牌。在站内流量投放效率下降的背景下，小熊转向站外引流，配合李佳琦打爆品，带动毛销差率提升。

(3) **份额提升更多来自于自身 α 拉动，而非竟对收缩业务所致。**从份额提升品类来看，2022年增长较好的多为传统大单品品类，主要系差异化战略。

图46：精品战略下大单品新品表现亮眼，成为增长主要驱动力

小熊细分品类同比增速 (%)	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
小熊厨电整体	-20%	36%	20%	19%	11%	7%	24%	18%
养生壶	-21%	13%	10%	16%	3%	26%	46%	46%
多用途锅	2%	74%	87%	60%	30%	23%	36%	8%
绞肉机	-32%	11%	-20%	-2%	-7%	-25%	-11%	-12%
电炖锅	5%	29%	3%	6%	-12%	5%	13%	14%
打蛋器	-71%	-6%	-16%	-12%	131%	-4%	34%	-25%
电水壶/热水瓶	150%	180%	75%	81%	35%	28%	41%	46%
煮蛋器	-3%	22%	5%	7%	-21%	-5%	10%	6%
电饭煲	72%	124%	40%	45%	21%	1%	15%	36%
电热饭盒	-65%	-20%	-19%	17%	15%	14%	41%	18%
电烧烤炉	-19%	69%	20%	-5%	-16%	-21%	20%	18%
潮流厨电	115%	174%	35%	-52%	-64%	-22%	-7%	45%
电饼铛	-52%	-7%	-3%	-43%	-31%	-44%	-29%	-6%
空气炸锅	55%	224%	96%	96%	160%	40%	24%	-26%
三明治机/早餐机	-71%	-57%	-44%	-21%	-15%	-1%	-3%	0%
煎药壶	68%	60%	40%	31%	-17%	10%	-17%	12%
电烤箱	-59%	25%	40%	0%	-29%	-63%	-60%	-49%
酸奶机/冰淇淋机	-40%	-20%	-31%	-41%	-37%	-7%	11%	27%
面包机	-24%	7%	22%	63%	-1%	-10%	-14%	-19%
豆浆机	-38%	77%	222%	116%	84%	1%	-34%	-57%
破壁机	-33%	31%	-19%	-5%	7%	25%	133%	80%
咖啡机	-27%	5%	12%	-7%	2%	16%	29%	117%
电压力锅	2%	295%	448%	509%	66%	0%	-6%	110%
小熊生活电器整体	1%	22%	-13%	22%	-24%	-9%	-4%	-10%
吸尘器	-27%	23%	-10%	28%	14%	-48%	-49%	-22%
电风扇	59%	45%	80%	346%	-40%	-31%	-60%	28%
加湿器	-35%	-4%	-21%	-26%	-40%	14%	-3%	-3%
取暖器	-50%	70%	10%	4%	-30%	-49%	34%	-32%
潮流生活电器					-12%	-82%	-100%	-100%
挂烫机/熨斗	182%	383%	139%	288%	-23%	-52%	-8%	6%
饮水机								
净水器				2387%	327%	760%	150%	30%
干衣机	-38%	-38%	-42%	166%	-6%	-64%	-20%	-55%
暖奶消毒	40%	99%	73%	35%	-20%	9%	30%	35%
辅食料理机	-1%	-15%	-4%	19%	8%	61%	15%	2%
按摩器	33%	13%	-22%	37%	-15%	-14%	5%	-2%
足浴盆					797%	54%	149%	283%

Lin:
受益健康意识提升，迎短哲高增长

Lin:
台式电热水壶单品贡献较大增量

Lin:
免加水电热饭盒新品贡献较大增量

Lin:
2022Q2轻音破壁机和2022Q3可拆洗破壁机贡献较大增量

Lin:
产品线拓宽，新品贡献较大增量

数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

4.3 飞科电器：推新卖高，受益520、618电商旺季

2022年新品拉动下各品类均价有所提升：2022年剃须刀/电吹风/电动牙刷分别+15.5%/+16.3%/+111.8%。2022年剃须刀/电吹风均价分别+32.1%/+11.6%。2022年剃须刀/电吹风销量分别-12.6%/+4.2%。2022年博锐品牌实现营收4.0亿元（+13.5%），预计将稳步承接飞科品牌升级前对应的中低端需求。

公司营销端高举高打、推行线上C端化，直营占比持续提升：分模式看，2022年公司直销/经销同比分别+54.4%/-8.8%，直销业务占比达51.3%（+12.9pct）。展望Q2，公司将迎来520、618销售旺季，看好在高速电吹风、便携式剃须刀、电动牙刷推新拉动下，开启新一轮产品周期，带动收入利润双增长。

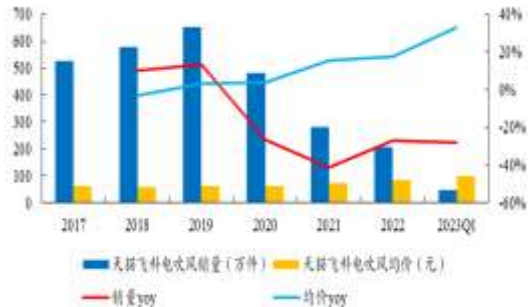
2023Q1盈利能力延续提升趋势：2022年毛利率53.6%（+6.6pct），2022Q4毛利率为53.7%（+7.0pct），2023Q1毛利率为56.1%（+2.0pct）。费用端公司高举高打，2022年销售费用率+5.5pct，2022Q4销售费用率+11.8pct。2023Q1销售费用率+3.6pct。综合影响下2022年公司净利率为17.8%（+1.8pct），2022Q4净利率为8.9%（-3.2pct），2023Q1净利率为23.3%（+2.2pct）。公司产品储备丰富，看好新品拉动下公司净利率持续提升。

图47：2023Q1天猫飞科剃须刀均价+22.4%



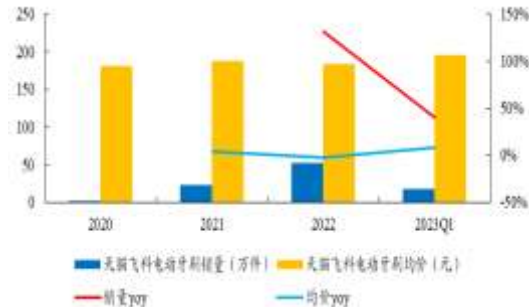
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图48：2023Q1天猫飞科电吹风均价+32.9%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图49：2023Q1天猫飞科电动牙刷均价+8.6%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

4.4 名创优品：时代造就全球家居零售龙头，看好品牌战略升级&海内外渠道扩张

业绩回顾： FY2023H1 营收/净利润分别实现 52.67/7.64亿元，分别同比变动-2.95%/+126.88%，FY2023Q2受疫情扰动，国内客流承压下滑32%，但客单价提升6%抵消一部分影响，但海外业务逐步恢复增长态势，GMV恢复至2019年同期的86%，总体呈现出一定的经营韧性，FY2023Q3净利润预计实现4亿元，同比增长超260%，利润显著改善。公司盈利能力持续提升，FY2023H1毛/净利率提升至的37.7%/14.5%，主要系毛利率较高的海外业务占比提升以及国内品牌升级带动毛利率提升所致。

兴趣&性价比消费并存阶段，优质低价的零售商持续受益。

同： 2022年中国宏观经济走弱，消费意愿和消费能力下降，人们开始追求性价比产品，与日本产生无印良品等去品牌化的时代相似。

异： 不同于日本的经济停滞引起的消费降级，中国经济稳步复苏，消费能力和消费意愿也逐步恢复，人们仍然向往美好生活和悦己消费，更加注重价格和品质的双赢。此外，中国具备足够多的优秀供应链资源，有效支撑自有品牌生产出优质低价的兴趣消费产品。

未来展望：战略升级&渠道扩张驱动高增，二曲蓄势待发

(1) 品牌战略升级： 产品性价比和差异化构建全球竞争力，营销传递美好生活理念，双轮驱动品牌战略升级，随着兴趣消费类新品持续推出，毛利率有望稳步提升。

(2) 渠道扩张： 国内开拓下沉市场，长期门店数有望达到6023家，预计还有约47%的开店空间；海外重点布局亚洲和美洲市场，中长期门店数有望达到10715家，2022-2027年CAGR为38.3%。

(3) TOPTOY： 以IP和品类的差异化抢占更多蓝海份额，门店模型具备潜力，第二成长曲线未来可期。

目录

CONTENTS

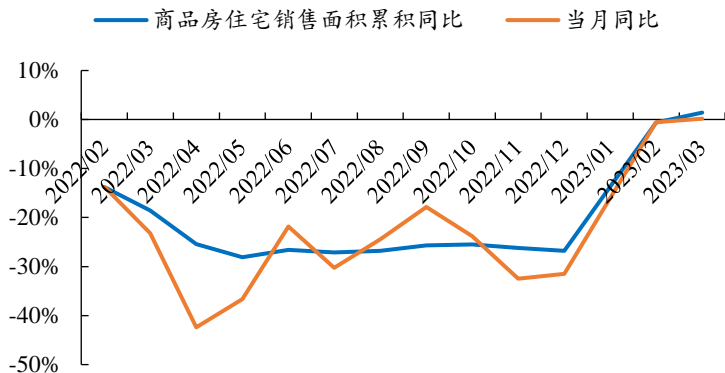
- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 **看好方向三：地产链二季度反弹机会**
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

一季度地产销售呈现小阳春，销售、竣工数据逐渐复苏。

2023Q1销售、竣工面积增速转正。国家统计局数据显示，销售上，2023Q1商品房住宅销售面积同比+1.4%，其中3月同比+0.2%，增速已转正；竣工上，2023Q1房屋住宅竣工面积同比+16.8%，其中1-2月累积同比+9.7%，增速转正，单3月同比+35.4%，表现亮眼。

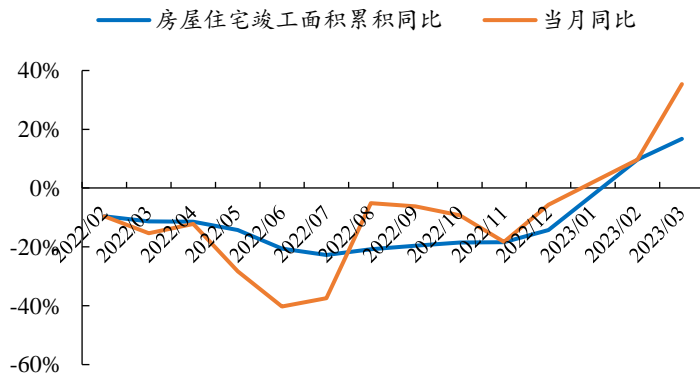
4月重点城市成交面积在低基数下同比保持增长。中指研究院数据显示，2023年4月，重点100城新建商品住宅成交面积环比-20%+，同比+40%，前期积压需求释放后，市场活跃度回落。

图50：2023Q1商品房住宅销售面积增速转正



数据来源：国家统计局、中指研究院

图51：2023Q1房屋住宅竣工面积增速转正



数据来源：国家统计局、中指研究院

5.1 地产链反弹：预计2023Q2家居公司业绩兑现度高

预计2023Q2家居标的业绩兑现度高。2023年家居公司315前端接单同比增速普遍较高（20%左右），我们跟踪预计3、4月工厂接单/出货数据较好，5月工厂接单受5.1大促（4月下旬启动）拉动增速也有较好预期，叠加2022Q2利润低基数，我们预计2023Q2业绩兑现度高。

表19：我们跟踪预计2023年3、4月家居公司接单/出货数据较好

跟踪预测数据	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌厨柜	江山欧派	顾家家居	喜临门	敏华控股
3月数据	单3月，工厂接单整体同比20%+增长（去年同期增长基数较高，也在20%+），整装20%左右，整装30%+，厨卫零售、大宗双位数左右。	工厂接单3月同比增长20%+。（注意：索菲亚改了数据口径，之前是出货）	工厂接单3月同比增长20%左右。	3月工厂接单增长约20%，零售快于大宗。	工厂出货单3月增长30%；1-2月增长33%；Q1前端接单增速近60%，其中1-2月接单增长69%、单3月增速略有放缓。	3月工厂内贸增长20%左右，外销增长双位数。	3月份：和1-2月份情况差不多，二三线城市复苏脚步跟上一线城市，之前主要体现为一线城市复苏。	3月，内销恢复较快，当月出货（非订单）增长20%，其中电商增长30%，外销受需求影响下滑；订单整体高于出货口径。
4月数据	工厂接单值整体10%左右增长（主要系组织架构调整、订单滞后），衣柜中大个位数增长，厨柜双位数负增长，工程50%以上增长，整装60%以上增长	工厂接单值35%增长，终端接单量增长25%，5.1-3号活动期间前端接单量同比+40%	工厂接单值25%-30%增长	工厂接单值25%左右增长	工厂发货值，整体出货+50%以上，零售+30%以上，环比+10%以上	工厂端接单值来看，内销20%左右增长，外销10%以上增长，前端零售端表现好于工厂端	工厂发货值，整体20%左右增长，喜临门品牌表现靓丽（线上延续大几十增长、线下恢复稳健增长），酒店工程25%左右增长，代工10%左右增长	工厂发货值，内销出货增长30%以上，出口双位数下滑

数据来源：开源证券研究所

5.1 地产链反弹：当前家居核心标的估值低，性价比高

当前时点家居核心标的估值处于低位，具备较高性价比。当前时点向后看，我们认为年报、一季报行情已在股价中充分释放，核心标的估值处于低位，比如欧派家居PE-2023E约为21X，索菲亚不足13X。同时，从2023全年维度看，随着地产数据/政策企稳、消费力从受损逐步修复、2022延迟交付楼盘和保交楼的逐步释放，叠加龙头公司更强的经营实力，我们对地产链龙头企业全年业绩持乐观预期，因此当前估值继续下行空间有限。

推荐标的：

我们推荐扩品类、扩渠道空间比较大的志邦家居，大家居战略稳步推进、长期成长性强的欧派家居，高指引、高业绩弹性的金牌厨柜，估值较低、明确推进多品牌、全品类、全渠道战略的索菲亚，产品结构持续优化、下沉渠道加速拓展的箭牌家居。

表20：基于2023年净利润预期PE，当前家居核心标的估值性价比高

2023/5/5	603833.SH	002572.SZ	603801.SH	603180.SH	603816.SH	603008.SH	001322.SZ
单位：亿元	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌厨柜	顾家家居	喜临门	箭牌家居
市值	670	171	102	53	304	97	178
净利润2023E（开源）	32.7	13.5	6.4	4.2	21.4	7.0	7.5
净利润2023E（市场）	31.6	13.3	6.4	4.0	21.0	7.0	7.5
PE-2023（开源）	20.5	12.6	16.0	12.5	14.2	13.8	23.9
PE-2023（市场）	21.2	12.8	15.9	13.3	14.5	13.9	23.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 地产链反弹：集成灶2023Q2进入低基数，业绩兑现度较高

集成灶渗透率持续提升、空间较大：集成灶品类相对于油烟机在智能性、油烟吸净率、集成节约空间方面优势显著，2015年以来集成灶渗透率持续提升，2022年集成灶渗透率达13.6%（+1.2pcts），延续提升趋势，且提升空间较大。

2023Q2集成灶板块进入低基数：集成灶行业具有较强的线下安装属性，受疫情影响，2022Q2行业内四家上市公司营收增速均环比下降，且2022年下半年持续承压。考虑到装修需求预计将逐步恢复，度过高基数后2023Q2看好行业板块迎来营收增速拐点。

帅丰电器换商红利有望持续释放：2018-2022年帅丰经销商平均提货额低于可比上市公司，换商改善空间较大。2021年亿田智能增加费用投放、推动换商、渠道改革效果显著。2022年下半年引入新营销负责人，在经销商管理优化、考核优化、招商深化及大商扶持政策强化等多重举措下，其数量、质量提升空间大。

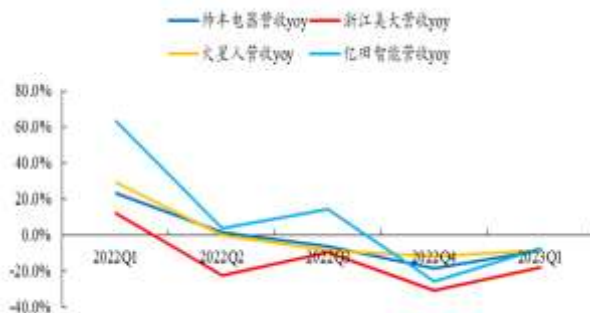
亿田智能加速渠道扩张、拓宽空白价格段：渠道建设提出了4500家网点拓展目标，重点发力家装、下沉和分销等创新渠道。价格带方面，规划了价格带下沉的总体目标。拓品类方面，依托研发优势，持续以厨房集成化为核心拓展水洗类、集成烹饪中心等第二曲线。

图52：2015-2022年集成灶渗透率持续提升



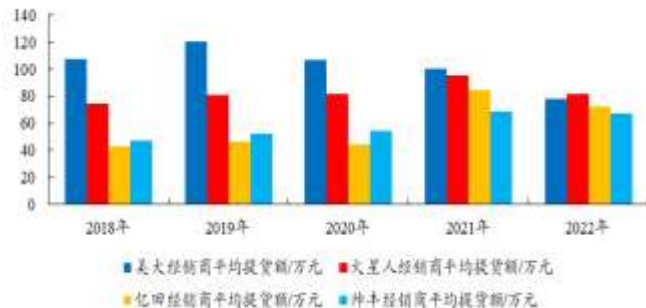
数据来源：奥维数据、开源证券研究所

图53：2023Q2集成灶板块进入营收端低基数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：帅丰经销商质量提升空间较大



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

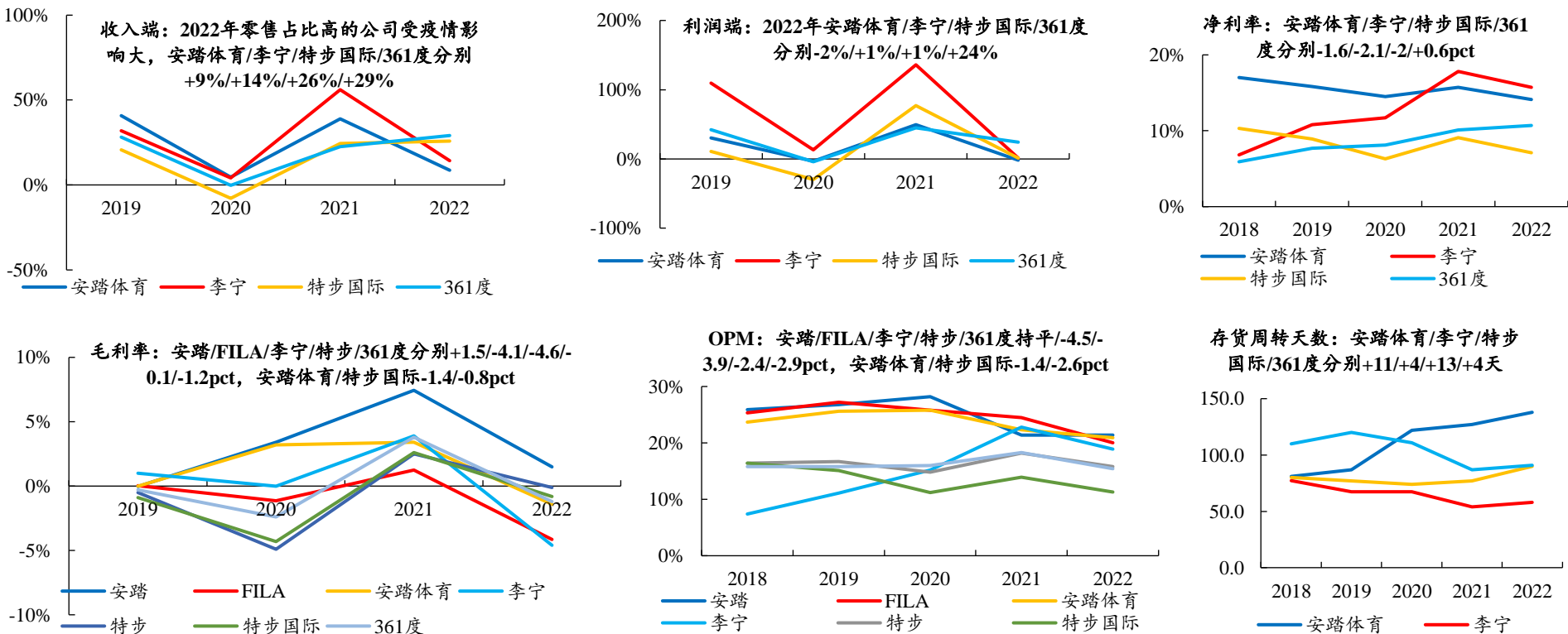
目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 **看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存**
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

业绩回顾：2022年运动品牌一二线占比高且零售占比高的公司收入受疫情影响较大，库存压力致折扣加深进而压制毛利率（安踏主品牌DTC占比提升导致毛利率提高），叠加经营负杠杆影响，OPM明显下降（安踏主品牌广告投入降低导致OPM持平），净利率承压（361度财务费用改善）。

图55：运动板块主要公司业绩一览



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

- 销售费用率：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+1/+1/+2/+1pct，各品牌均有提升，特步国际提升明显因年末马拉松赛事开放、儿童加大投入。
- 管理费用率：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+1/-1/-1/-2pct，各品牌积极控费，361度控费效果最为显著，安踏主品牌DTC占比提升。

图56：销售费用率：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+1/+1/+2/+1pct

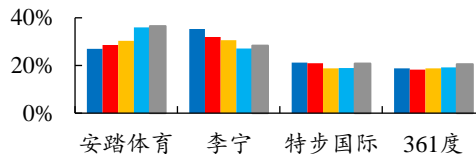
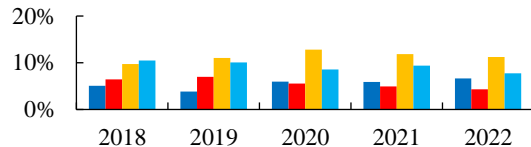


图57：管理费用率：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+1/-1/-1/-2pct



■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022

数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 安踏体育 ■ 李宁 ■ 特步国际 ■ 361度

数据来源：Wind、开源证券研究所

- A&P：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别-2/+1/+2/+1pct，弱势下均保持品牌营销投放，安踏下降主要系双奥高基数。
- 员工成本：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+2/-0.3/+0.2/-1.6pct，新品牌新开店多为直营，多品牌战略的安踏体育及特步国际员工成本占收入比例提升。
- 研发费用率：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+0.1/+0.3/-0.2/-0.4pct，各品牌基本持平，安踏、李宁研发费用率提升。

图58：A&P：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别-2/+1/+2/+1pct

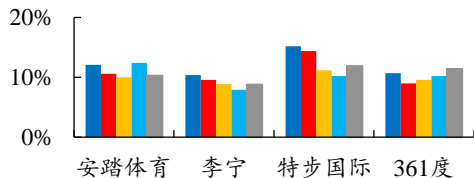
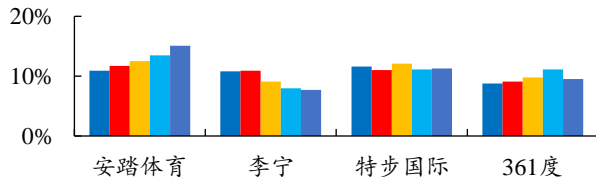


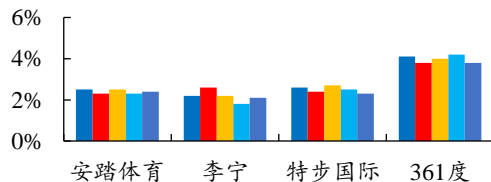
图59：员工成本：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+2/-0.3/+0.2/-1.6pct



■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图60：研发费用率：安踏体育/李宁/特步国际/361度分别+0.1/+0.3/-0.2/-0.4pct



■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

- **流水在五一催化下进一步复苏**：2023Q1安踏/李宁/特步/361度流水中单/中单/20%+/接近20%，终端景气延续，2022Q2业绩进入低基数期，4月及五一期间表现看表现来看修复可期，五一假期预计安踏/李宁/特步/361度线下流水40%/40%/40%/50%+。
- **折扣环比改善同比仍有修复空间**：2023Q1安踏/FILA/李宁/特步/361度折扣分别为72（基本持平）、综合75、65-70（加深中单）、70-75（加深中单）、70-72，环比Q4均有好转，同比仍有提升空间。
- **库存压力释放，到年底预计完全良性**：2023Q1安踏/FILA/李宁/特步/361度库销比分别为<5、<5、4-4.5、<5、~5。

图61：运动板块各公司经营情况一览

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1	4月E	五一E
安踏	40-45%	35-40%	低双	10-20%中段	10~20%高段	负低单	中单	高单负增长	低单	中单	26%	40%+
FILA	75-80%	30-35%	中单	高单	中单	负高单	10-20%低段	10-20%低段下滑	低单下滑	接近10%		
李宁	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30-40%低段	20%-30%高段	负高单	10-20%中段	10%-20%低段下滑	4%	中单	30%+	40%+
特步	55%	30-35%	中双	20-25%	30-35%	中双	20-25%	高单下滑	中双	20%	35%+	40%+
361度	高双	15-20%	低双	高双	高双	低双	中双	持平	双位数	中双	大装15%+	50%+
Adidas大中华区（货币中性）	156%	-16%	-15%	-24%	-35%	-35%	-27%	-50%	-36%	-9%		
Nike大中华区（货币中性）	42%	9%	1%	-24%	-8%	-20%	-13%	6%	/	1%		

折扣	2022Q4	2023Q1	库销比	2022Q4	2023Q1
安踏	基本持平（21Q4位7.4）	72（22Q1为7.3）	安踏	>5	<5
FILA	正价8-86	正价86	FILA	7	<5
李宁	6.5左右	6.5-7（加深中单）	李宁	4.2	4-4.5
特步	7	7-7.5（22Q1为7.5）	特步	5	<5
361度	7	7-7.2	361度	5.5	~5

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

6.1.1 特步国际：2023Q1主品牌终端流水领跑行业促补单需求，继续看好跑步及儿童成长

业绩回顾：2022年流水中双增长，2023Q1在高基数下童装及线下驱动全渠道流水增长20%+，全年流水有望实现25%+。2023Q1靓丽流水带来旺盛补单需求，预计2023H1收入5-10%增长，为全年集团中双、儿童20%+的收入增长目标奠定基础。2022年新品牌合计亏损约2.1亿元，2023年预计减亏至1.5亿左右。

➤ **主品牌：2023Q1流水领跑行业催化库销比回落至5，补单需求旺盛，继续看好跑步及儿童驱动中双收入增长**

- **针对跑步产品，丰富竞速并带动大众产品，强化跑步生态系统。**2022年9月发布自主研发的缓震技术ACE科技以及新一代的冠军跑鞋160X 3.0 PRO，展现创新能力并进一步丰富竞速跑鞋家族，2022年竞速跑鞋收入增长50%+。截止2022年底，特步已助力49位中国运动员夺得了228个马拉松冠军和打破纪录，2023年3月无锡马拉松，特步签约的运动员何杰、杨绍辉穿着冠军跑鞋双双打破封尘15年的中国马拉松记录。
- **特步儿童预计通过团购及线下拓店继续成长：**2022年儿童线下改拓店及电商增长带动收入+52.3%至16.7亿元，在主品牌收入占比约15%，公司发起骄阳计划，通过体育赛事的赞助，并推出校园体育专业产品线扩展校园社群。门店方面，预计2023年拓店约200家其中儿童100-200家。
- **针对非跑步产品，持续扩大品牌在不同细分领域的影响力。**在专业领域持续发力篮球品类，以林书豪为代表的篮球明星和由其他专业运动员组成的X新势力战队，推动了特步篮球与年轻消费者的沟通，2023年5月签约张镇麟作为篮球代言人。潮流生活以高端品牌XDNA吸引更多的年轻消费者，半糖系列以个性运动潮流的设计扩大女性消费群。
- **渠道端围绕门店形象、渠道结构优化进行零售升级。**2022年底特步成人的9代门店约2878家，占比45%（2021年：占比超过20%），9代店打造独特消费体验提升客流及转化。持续开大店开好店，2023年购物中心渠道占比及一二线市场占比进一步提升。

➤ **新品牌：索康尼加盟拓展推进中，K-swiss品牌势能加速积蓄中，2023年收入有望实现60-70%增长及减亏**

- **专业运动：**2023年预计2个品牌净开30-50家店，以索康尼为主。索康尼在白金标赛事厦门马拉松破三跑者穿着率国际品牌第二，4月加盟店陆续开业，全年预计净开30-50家门店中一半为加盟门店，2023年有望成为第一个盈亏平衡的新品牌。
- **时尚运动：**K-Swiss以网球为品牌基因，专注网球运动时尚，预计2023年加速开店，全年时尚运动板块规划线下拓店30-40家中以K-swiss为主，官宣中国大陆首位进入ATP排名前100的男子网球运动员张之臻，品牌规模及品牌势能有望提升。

盈利预测：主品牌专注跑步领域，受益于三四线城市跑步渗透率提升，公司在跑步赛道积累产品/品牌心智等先发优势，竞速系列高增长以专业影响大众，高性价比的产品力及品牌口碑传播带来的竞争优势明显，叠加主品牌渠道升级、儿童业务维持增长趋势，预计2023-2025年净利润为11.5/15.2/19.4亿元，对应EPS为0.4/0.6/0.7元，当前股价对应PE为19/15.6/12.4倍，维持“买入”评级。

➢ **主品牌: 线下渠道结构跃迁&改扩驱动同店增长, 专业品牌心智及商品科技贡献价增, 预计2023年流水双位数增长, 同时折扣及DTC盈利改善**

- 品牌心智专业化: 抢占奥运关联度第一品牌的位置;
- 商品科技专业化: 奥运科技产品占流水比例20%左右, 核心氮科技产品科技占流水比例10%左右;
- 渠道升级: 提高核心商圈的竞争力, 线上高收入人群占比提升, 超过30%。

➢ **FILA: 2023年坚定三个顶级战略, 预计流水双位数增长, OPM恢复弹性大, 有望恢复至24%左右水平(2022年为20%)**

2022年仍领跑运动时尚赛道, 库销比及折扣良性, 2023Q1 FILA 受益于一二线城市恢复, 流水增长~10%, 流水表现好于安踏(中单)。

- 顶级产品: 产品线细化带来客单价和连带率提升。FILA不断拓展多场景(高尔夫、网球、户外), 同时鞋&专业性产品驱动成长, 2022年鞋流水同比增长10%+, FILA成人和儿童的专业运动服装占比超过30%, 预计2023年继续完善细化的产品系列, 同时加大鞋及专业运动系列占比。
- 顶级渠道: 预计2023年改/扩/闭店逐年提升营业面积, 同时开设多家高层店及高端一号店提高产出。
- 顶级品牌: 运动时尚赛道时尚声量、提及率第一, 预计2023年保持联名跨界及代言人矩阵, 保持品牌调性。

➢ **其他品牌: 2023Q1流水增长超预期, 2023Q1以同店驱动流水增长75-80%, 预计2023年流水增长30%+**

- 迪桑特2022年疫情下191家门店平均月店效120万元, 3000万以上店效的店铺10%左右, 店效表现媲美FILA且OPM以较短时间达到FILA水平(2022年25%), 2023Q1迪桑特录得70%+增长, 4月高尔夫系列宣新品牌大使姜孝林、推出全新骑行&跑步系列产品, 并组织五城骑跑赛巩固消费者心智。
- 可隆定位轻户外生活方式, 2023Q1流水增长超一倍, 3月推出全新Camping系列并获得天猫TS100年度露营领导力品牌奖。
- **Amer: “双A”协同, 2023年全球双位数增长。**拥有众多细分运动行业的龙头品牌, 叠加安踏集团优秀的品牌管理能力及中国市场的渠道能力, 2022年JV首次由亏转盈至0.28亿元(2021年为-0.8亿元), 收入同比增长22%, 未来通过五个十亿欧元计划持续成长。

盈利预测: 公司零售占比高, 折扣恢复及经营杠杆下利润弹性大, 2022年主品牌DTC收入占49.4%, 线下9603门店其中7200家DTC模式管理, 51%为直营, 49%是加盟商管理, 同时FILA全直营。从利润释放节奏看, 2023年盈利能力 H1 好于H2: ①考虑 2022Q2 低基数以及 2022Q1 仍有冬奥营销扰动、2023Q4 巴黎奥运会相关宣传, 预计 A&P 2023H1 低于 H2; ②考虑 2022H1 计提 2.28 亿元, 全年 4.14 亿元减值。预测2023-2025净利润分别为97.1/119.9/144.8亿元, 对应EPS为3.6/4.4/5.3元, 当前股价对应PE为29/22.9/18.7倍, 继续维持“买入”评级。

6.1.3 361度：把握市场格局变化机遇焕新品牌，盈利能力有望进一步提升

业绩回顾：2022年公司实现收入69.61亿元（+17.3%），实现归母净利润7.5亿元（+24.2%），2023Q1 361°成人线下流水低双增长、361°童装线下流水20-25%增长、电商流水35%增长，测算整体流水增长接近20%。

➤ 专业及潮流驱动，产品矩阵不断沉淀，订货会表现亮眼充分反应经销商信心

361°主品牌不断聚焦功能性积累产品，2022年跑步：篮球：综训占整体营收的47%：8%：45%，跑步品类中雨屏跑鞋销售占比9%、高端跑鞋销售占比7%、飞字系列占比5%、海外线跑鞋占比2%，2023年随着马拉松赛事恢复，飞字头系列销售占比有望达10%，价格带599-899元。2023年订货会增长15-20%，量价齐升，订货数量增约15%、价增约5%，其中冬季订货会表现亮眼，2023Q1经销拿货折扣从37%提升至38%，反映加盟商对新品及品牌的信心充分。

➤ 线下渠道：稳健开店、拓面积，更新门店形象提升品牌及客流

开店：2023年预计大装和童装门店至少各增加100家，同时面积在2022年大装面积129平米（+9），儿童门店92平米的基础上提升5-10平米。门店形象更新：2022年大装九代门店占比接近50%（+20pct），九代门店面积在100-150平米，2023年有望推出十代店，提升品牌形象，进一步带动客流。

渠道升级空间大：高线城市和商场百货店占比仍在提高，2022年三线及以下城市门店占比76%，街铺店占比68.6%

➤ 线上渠道：电商毛利率高于线下，收回电商少数有望进一步提升盈利

2023年4月收回电商少数股东股权，2022年公司电商收入占比24.2%，仍低于同行电商收入占比，且电商产品专供款占电商收入的82%，包括海外线、联名、尖货等产品，增长潜力充足，有望保持高增态势，同时毛利率高于线下，有望带动整体盈利提升。

盈利预测：看好公司把握市场格局变化机遇，承接低线市场份额快速成长，公司产品端不断积累、渠道端开大店提店效，预计2023年9月杭州亚运会催化下品牌曝光度有所提升进一步带动品牌焕新，长期仍有开店空间与店效提升空间，3月被纳入沪股通名单进一步提高流动性。预计2023年毛利率在提高经销拿货折扣、电商占比提升、疫情对生产成本负面影响消除下将有所提升，但考虑亚运会投入及公司仍处在品牌投入期，预计2023-2025年归母净利润为8.7/9.9/11.2亿元，对应EPS为0.4/0.5/0.5元，当前股价对应PE为9.9/8.7/7.7倍。

业绩回顾：板块层面，2022Q4收入及利润全面承压，2023Q1受益于商务需求复苏收入均有不同程度提升，运动时尚体现较男装更强的韧性（2022Q4需求运动时尚好于男装）与弹性（2023Q1运动时尚均有超双位数增长）。个股层面，2022年比音勒芬收入及利润领跑行业，报喜鸟收入与及利润略有承压但仍好于男装，2023Q1比音勒芬与报喜鸟业绩均超预期，且盈利能力有所提升。

未来展望：看好2023年商务需求复苏，精选有拓店及同店增长逻辑、规模优势显著的男装龙头。

(1) 渠道：比音勒芬：我们预计2023年实现新开130家；中长期来看，比音勒芬预计还有约53%的开店空间；**报喜鸟：**主品牌集中突破中南弱势区域，哈吉斯通过加盟下探三四线市场，预计哈吉斯加盟净开35-40家，长期我们测算开至829家（一倍空间）；**海澜之家：**计划200家购物中心门店。

(2) 毛利率：比音勒芬：终端折扣改善；**报喜鸟：**终端折扣改善、哈吉斯订货会预计提价5%；**海澜之家：**2023Q1线上占比及线上毛利率均有明显提升，线下直营门店占比进一步提升。

表21：男装龙头2023Q1稳步复苏&毛/净利率逐步提升的趋势

细分领域	代码	公司	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
			收入						收入YOY						毛利率						毛利率YOY					
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	28.8	8.1	5.0	9.1	6.6	10.8	6%	30%	-14%	20%	-2%	33%	77.4	75.5	75.6	73.8	86.1	75.7	0.7	-0.7	-0.44	0.03	5.87	0.23
	002154.SZ	报喜鸟	43.1	11.6	8.4	10.4	12.7	12.9	-3%	16%	-14%	-4%	-14%	11%	62.7	65.7	62.7	62.6	60.2	66.1	-1.2	-1.40	-4.09	0.41	-0.87	0.33
男装	600398.SH	海澜之家	185.6	52.1	43.0	41.6	48.9	56.8	-8%	3%	3%	3%	-9%	9%	42.9	45.3	42.3	42.0	41.6	44.6	2.2	2.36	-2.14	2.76	8.63	-0.68
	1234.HK	中国利郎	30.9												46.0											4.1
	601566.SH	九牧王	26.2	7.7	5.2	6.6	6.7	7.7	-14%	-9%	-11%	-14%	-14%	1%	59.5	61.9	58.9	59.8	56.8	60.5	-0.6	1.52	-3.84	1.42	-2.69	-1.37
	002029.SZ	七匹狼	32.3	8.8	5.6	8.1	9.7	9.1	-8%	-3%	3%	3%	-15%	3%	45.2	36.7	42.9	45.9	53.8	43.4	-0.9	-1.57	-5.03	-4.0	4.91	6.76
运动时尚	002832.SZ	比音勒芬	7.3	2.1	0.8	2.8	1.5	3.0	12%	41%	-13%	30%	-7%	41%	25.2	26.2	16.3	30.6	23.3	27.9	2.3	2.07	0.18	2.42	1.32	1.62
	002154.SZ	报喜鸟	4.6	2.1	0.6	1.2	0.7	2.6	-1%	14%	-2%	14%	-24%	24%	11.0	17.8	7.4	12.2	6.4	20.1	0.3	-0.55	-0.79	0.88	-0.65	2.37
男装	600398.SH	海澜之家	21.6	7.2	5.5	4.7	4.1	8.0	-13%	-14%	-32%	19%	-9%	11%	11.1	13.6	12.3	11.0	7.5	14.0	-0.8	-1.39	-0.96	1.27	1.12	0.41
	1234.HK	中国利郎	4.5												14.5											0.7
	601566.SH	九牧王	-0.9	-0.6	0.0	-0.6	0.2	1.0	-148%	-18%	-11%	-2%	-8%	-26%	-4.0	-7.4	-0.8	-10.2	3.5	12.9	-10.0	-19.8	-4.04	-0.48	-12.2	20.23
	002029.SZ	七匹狼	1.5	0.5	0.5	0.1	0.5	0.9	-35%	-30%	148%	16%	-6%	97%	6.0	7.0	8.2	1.9	7.2	11.4	-1.8	-1.44	4.53	-0.57	-6.21	4.40

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2.1 比音勒芬：2023Q1业绩超预期，衣中茅台持续领跑

业绩回顾：2022年/2023Q1实现营收28.85亿元（+6.1%）/10.79亿元（+33.1%），实现归母净利润7.28亿元（+16.5%）/3.01亿元（+41.4%），毛利率77.40%（+0.7pct）/75.71%（+0.2pct），净利率为25.22%（+2.3pct）/27.87%（+1.6pct）。

未来展望：

（1）产品端：内生外延高端化，持续受益细分赛道高景气。
内生年轻化&高端化：与故宫宫廷文化联名，引领高端国潮时尚，把握年轻消费需求；持续投入面料研发，打造高尔夫产品三高品质和差异化，布局高端运动时尚，把握消费者对户外、功能、时尚的需求。

外延收购国际化：公司收购国际品牌CERRUTI 1881和K&C的全球商标所有权，构筑国际化品牌矩阵。

（2）拓店节奏加速：2022年门店净增91家至1191家，其中直营/加盟分别净拓47/44家至579/612家；我们预计2023年实现新开130家；中长期来看，比音勒芬预计还有约53%的开店空间。

（3）高尔夫独立店：拓店进展顺利，新店店效快速爬坡。

（4）店效恢复：随着交通枢纽店和成熟门店客流和经营恢复，店效有望持续增长。

盈利预测：交通枢纽店店效快速恢复，高尔夫独立店进展顺利，我们预计2023-2025年归母净利润为9.42/11.40/13.69亿元，对应EPS分别为1.65/2.00/2.40元，当前股价对应PE分别为21.9/18.1/15.1倍，维持“买入”评级。

6.2.2 报喜鸟：主品牌年轻化进行中，哈吉斯拓店及同店增长，23年业绩增长确定性高

业绩回顾：2023Q1利润超预期，奠定2023年业绩增长信心。2023Q1实现营收12.9亿元，高基数下收入同比+11.5%（2022Q1收入同比增长16.3%），实现归母净利润2.56亿元（+24.2%），扣非归母净利润2.2亿元（+31.9%）

► 报喜鸟：以商务为支点年轻化转型，私人定制及弱势渠道突破

- 产品端形成商务/高定/婚庆三大系列，通过产品面料&色彩&设计感提升品质，受益于办公场景穿着的放开，休闲化为商务品牌趋势，运动西装面料及设计具备休闲属性同时定价较低有利于把握年轻客群，预计2023年受运动西服销售占比提升（目前仅10%+）、商务及婚庆需求释放、会员沉淀和运营成效释放驱动。
- 渠道端，受益于全品类私人定制规模化/高效率/低成本/标准化优势及线上线下联动，在门店收入占比10%左右，预计仍有1/3门店未覆盖，未来将进一步覆盖全国门店。同时，报喜鸟门店数量在中高端品牌中仍为较低水平，结构上看中南为弱势区域，预计公司将凭借价格相对较低的运动西服及轻正装向中南市场拓展。

► 哈吉斯：中高端英伦休闲品牌，品牌势能快速崛起的集团第二曲线，产品、运营及渠道正循环，预计2023年成长显著

哈吉斯差异化体现在：独特的市场定位(中高端英伦休闲风)、印象深刻的品牌IP(英国皇家猎犬)、故事化的产品线与高品质产品力(亚洲裁剪/流行色彩/精致工艺/优质面料)。因此哈吉斯沉淀较多年轻客群(追求时尚和品位的25-40岁都市精英)，核心价位带与竞品相近但最高价仍有差距，预计随着消费客群消费力提升，价格带仍有上行空间

- 产品端，价上预计全年订货ASP增长5%，量上受益于SKU进一步丰富以及箱包品类全面投放，连带率对比21年有望有明显提升。
- 运营端，加盟店效弱于直营，23年加大对加盟营销资源帮扶，预计将提升同店增长。
- 渠道端，23年随着产品品类丰富将继续开大店，同时在三四线加盟渠道大力拓展，预计2023年加盟新开35-40家，至25年新增100家门店，长期我们测算开至829家（一倍空间）。

盈利预测：预计2023-2025年归母净利润分别为6.2/7.4/8.8亿元，对应EPS为0.4/0.5/0.6元，当前股价对应PE 16.3/13.6/11.4倍，看好主品牌运动西服销售提升及薄弱渠道突破，哈吉斯品牌势能不断提升、品牌多品类多系列发展、下沉渠道经销拓展加速，2022Q2迎来低基数期业绩有望加速（2022Q2收入增速-14.5%），继续维持“买入”评级。

6.2.3 海澜之家：商务需求复苏下主品牌规模优势显著、新品牌减亏

业绩回顾：2022年实现收入185.62亿元（-8.06%），归母净利润21.55亿元（-13.49%），2023Q1主品牌受益于商务需求恢复业绩明显好转收入48.19亿元（+13.03%），直营与线上重回高增长（收入分别+47.6%/+17.55%），2023Q1实现收入56.82亿元（+9.02%），归母净利润8.03亿元（+11.07%），2022年线下门店逆势拓展，2023Q1直营门店占比持续提升，线上占比及毛利率提升趋势持续。

➤ **竞争优势：主品牌独特的商业模式构建产业壁垒，拥抱年轻化巩固规模优势**

1) **主品牌独特商业模式：**通过上游可退货、下游类直营的产业链联盟，以较低的直营比例创造领先的店效水平，并且以较低的毛利率水平创造较高的净利润率及ROE。

2) **规模优势：**主品牌自2014年连续9年国内男装市占率第一（22年4.6%），单品牌店铺数量及营收规模均远超可比同行且近年来渠道规模仍实现逆势扩张，2017年以来加大线上渠道布局巩固龙头地位，对标日本男装市场位列第一的优衣库市占率18.2%，市占率具有提升空间。

3) **主品牌全面年轻化：**2017年以来积极推进年轻化转型，产品调结构，休闲占比从40%提至60%；渠道调结构，预计现有1000家购物中心店，占比提升至10-20%；更换贴近年轻消费者的代言人、优化广告投放渠道向内容营销改变。

➤ **驱动力：主品牌稳健增长、新品牌减亏、踏入运动服饰高景气赛道**

1) **行业需求改善以及竞争格局优化：**类比美国商务需求恢复把握国内疫后商务复苏需求，同时疫情催化行业洗牌，外资品牌退出、中小型内资品牌净关店、批发市场白牌关店，竞争格局优化利好头部品牌。

2) **产品驱动的线下店效提升、电商扩规模。**线下店效提升预计来自于设计感&版型（设计感及休闲品类占比提升）、面料的优化（新面料应用）和品牌焕新带来的线下转化率和连带率的提升。过去海澜之家线上同款同步同价，对25岁以下以及价格敏感型的线上消费者吸引力有限，线上专供款由年轻化的电商设计团队操刀，产品包括设计师合作系列、切入运动户外场景，预计可以获取增量人群并促进线上消费频次、转化与连带，2023年线上增长17.55%且毛利率+6.2pct至47.7%，规模及盈利均有改善，长期电商预计达到百亿规模（2022年电商28.6亿）。

3) **新品牌减亏、踏入运动服饰高景气赛道：**公司旗下其他品牌布局女装、童装、家居等赛道，2023年有望减亏。海德以夏网球冬滑雪为经营特色，在网球及滑雪运动中品牌美誉度较高，预计随着品牌知名度提升，将成为公司新增长动力。

盈利预测：2023年主品牌(拓店200家&店效恢复)、新品牌减亏(英式盈利整体打平)、运动加速开店(22年底2家23年开至8家)，预计2022-2024年净利润27.9/31.6/35.6元，对应EPS为0.7/0.7/0.8元，当前股价对应PE为14/11.9/10.7倍，维持“买入”评级。

6.3 家纺板块：精选稳步复苏、高分红的家纺龙头，看好渠道拓展和盈利能力提升

业绩回顾：23Q1业绩未见明显修复，盈利能力逐步提升。2022年/2023Q1实现营收39.6亿元（-7.1%）/8.9亿元（-4.2%），实现归母净利润3.6亿元（-25.7%）/1.2亿元（-11.1%），毛利率45.4%（+0.6pct）/45.1%（+2.0pct），净利率为9.1%（-2.3pct）/13.4%（+1.9pct）。

未来展望：看好2023年家纺龙头逐季稳步复苏。各家纺龙头22Q2、22Q4受疫情影响较大，原Q4旺季销售不及预期，家纺行业属于慢消费，看好23年逐季稳步复苏，特别是23Q4旺季销售增长。

(1) 渠道：罗莱：目标新开门店400家+，加盟、直营共同发力；水星集中3-4线靶向市场开店，目标加盟净增200家，直营店效稳步提升；富安娜：计划开17家直营大店；

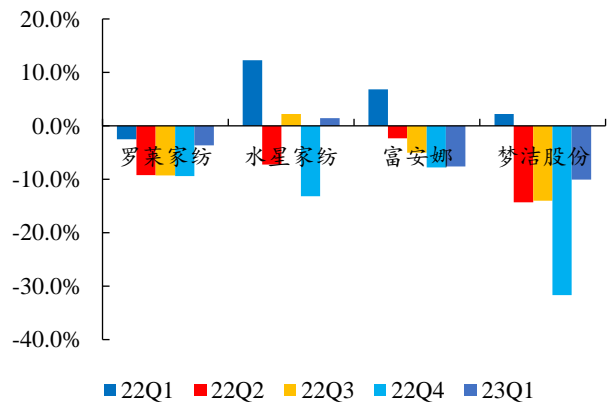
(2) 毛利率：罗莱：稳定线下加盟毛利，持续提升线上毛利率；水星改善产品结构提升毛利率，整体预计提升1-2pct；富安娜：新品和提价带动毛利率提升，23年在Q1基础上保持高标准运行。

表22：家纺板块龙头呈现稳步复苏&毛/净利率逐步提升的趋势

代码	公司	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	23Q1	2022	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2022	23Q1
收入 (亿元)							收入 YOY		毛利率							毛利率 YOY	
002293.SZ	罗莱家纺	53.1	12.9	11.0	13.4	16.0	12.4	-7.7%	-3.6%	46.0%	41.8%	45.1%	41.3%	53.8%	44.0%	1.0%	2.2%
603365.SH	水星家纺	36.6	8.1	8.4	8.6	11.7	8.2	-3.6%	1.4%	38.7%	38.1%	36.1%	40.5%	39.7%	39.7%	0.7%	1.6%
002327.SZ	富安娜	30.8	6.7	6.6	6.5	11.0	6.2	-3.1%	-7.6%	53.1%	53.1%	52.5%	53.8%	53.0%	54.3%	1.0%	1.2%
002397.SZ	梦洁股份	20.3	5.1	4.4	4.4	6.4	4.6	-17.5%	-10.1%	33.1%	38.3%	35.2%	38.1%	23.9%	42.2%	-4.7%	3.9%
家纺板块		39.6	9.3	8.4	9.4	12.5	8.9	-7.1%	-4.2%	45.4%	43.2%	44.4%	43.2%	49.2%	45.1%	0.6%	2.0%
代码	公司	归母净利润 (亿元)					归母净利润 YOY		净利率							净利率 YOY	
002293.SZ	罗莱家纺	5.7	1.6	0.6	1.7	1.8	1.8	-19.6%	11.1%	10.8%	12.4%	5.8%	12.7%	11.4%	14.3%	-1.6%	1.9%
603365.SH	水星家纺	2.8	0.8	0.2	0.8	1.0	0.8	-27.9%	-1.2%	7.6%	10.5%	2.7%	8.8%	8.2%	10.2%	-2.6%	-0.3%
002327.SZ	富安娜	5.3	1.1	1.1	1.2	2.1	1.1	-2.2%	5.3%	17.3%	15.7%	15.9%	18.0%	18.8%	17.9%	0.2%	2.2%
002397.SZ	梦洁股份	-4.5	-0.1	-0.3	-0.5	-3.5	0.1	187.5%	218.3%	-22.0%	-1.8%	-7.8%	-12.4%	-55.0%	2.4%	-15.7%	4.1%
家纺板块		3.6	1.1	0.5	1.1	0.9	1.2	-25.7%	-11.1%	9.1%	11.6%	6.3%	11.3%	7.4%	13.4%	-2.3%	1.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：各家纺龙头22Q2、22Q4受损严重，23Q1环比复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3.1 罗莱生活：2023Q1利润端超预期，看好全年渠道拓展&店效恢复下高质量增长

业绩回顾：2022年/2023Q1实现营收53.14亿元（-7.75%）/12.40亿元（-3.62%），实现归母净利润5.74亿元（-19.6%）/1.77亿元（+11.1%），毛利率45.96%（+0.96pct）/44.01%（+2.17pct），净利率为10.79%（-1.59pct）/14.29%（+1.90pct）。

未来展望：全年渠道拓展&店效恢复下高质量增长

（1）渠道拓展：2022年净增181家至2662家，其中直营/加盟分别净拓46/135家至307/2355家，稳步拓店下预计2023年实现新开400+家，长期来看，门店总数有望达到4000家，达到全国性品牌的覆盖率。

（2）店效恢复：随着线下客流恢复，店效有望持续恢复；公司陆续推广私享家洗护服务，提升进店率和客户接触频率，从而提升顾客满意度、复购率。

（3）产能提升：2019年开始，产能利用率均接近110%。为解决产能瓶颈，公司在南通规划建设智慧产业园区，工厂落地有望释放高端产能支撑线下渠道拓展；自动化产能有望增加快反并有效降低成本，支撑线上快速发展。

盈利预测：公司线下积极开店并提升店效，线上高质量增长；同时积极布局产能，我们预计2023-2025年归母净利润为7.61/8.96/10.26亿元，对应EPS分别为0.9/1.1/1.2元，当前股价对应PE分别为14.8/12.6/11.0倍，维持“买入”评级。

6.4 休闲及高端女装：精选有个股逻辑、业绩反转的休闲龙头

业绩回顾：板块层面，2022年线下零售、消费力受疫情影响，高端女装及休闲品牌收入及利润全面承压，线下净闭店趋势但歌力思、日播时尚、欣贺股份逆势开店，线上品牌表现较好，戎美股份收入及利润实现8.8%/2.7%的正增长。2023Q1高端女装需求恢复好于休闲，利润层面休闲复苏快于高端女装。个股层面，赢家时尚收入及利润表现以及盈利能力跑赢板块，2023年4.1-23同店增长70%+，复苏强势。

未来展望：精选有个股逻辑、业绩反转的休闲龙头

渠道：森马服饰：预计2023年净增200-300家，其中100家森马，200家巴拉。**太平鸟：**预计23年全年的加盟净开店在150~200家之间。**赢家时尚：**新增以直营为主、加盟恢复，面积增长。

业绩反转：森马服饰：2023Q1扣非超预期增长，2023Q2实现扭亏确定性较大，全域新零售整合下折扣改善、费用率下降带动全年业绩反转。**太平鸟：**2022年12月启动组织变革，2023年渠道优化&库存管控&商品企划调整见效&继续控费。**赢家时尚：**卓越商品体系方法论全面落地，有望带动盈利能力提升。

表23：板块主要公司业绩及营收表现

细分领域	代码	公司	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	
			收入						收入YOY						毛利率						毛利率YOY						
休闲装	603877.SH	太平鸟	86.0	24.6	17.3	20.3	23.8	20.7	-21.2%	-8%	-26%	-15%	-32%	-16%	48.22	54.2	48.6	45.9	43.8	60.0	-4.7	-1.7	-6.0	-4.1	-2%	5.8	
	002563.SZ	森马服饰	133.3	33.1	23.3	33.0	43.9	30.0	-13.5%	0%	-27%	-6%	-19%	-9%	41.30	42.7	39.0	39.2	43.1	44.3	-1.3	-1.3	-5.4	-2.1	1.6	1.7	
	301088.SZ	戎美股份	9.5	2.0	1.8	2.3	3.3	2.1	8.8%	-10%	-3%	22%	3%	2%													
	603518.SH	锦泓集团	39.0	10.8	7.7	8.6	11.9	11.7	-9.8%	1%	-14%	0%	-21%	8%	69.20	69.1	69.6	69.7	68.6	69.4	-0.4	-1.4	-1.8	0.3	0.6	0.2	
	603587.SH	地素时尚	24.0	6.0	5.0	6.2	6.8	6.1	-17%	-9%	-28%	-8%	-22%	2%	75.4	76.7	75.1	72.4	77.1	76.7	-1.2	-1.7	-1.3	-1.5	-0.4	0.0	
高端女装	603808.SH	歌力思	23.9	6.3	5.4	5.7	6.5	6.7	1%	17%	-4%	0%	-6%	6%	63.8	62.3	65.7	64.6	63.1	65.5	-3.2	-7.2	-1.8	2.2	-3%	3.3	
	003016.SZ	欣贺股份	17.4	5.0	3.9	4.1	4.4	4.5	-17%	-7%	-22%	-12%	-26%	-11%	69.4	69.7	70.3	70.3	67.3	70.2	-2.1	-4.1	-6.3	1.8	-0.1	0.5	
	603196.SH	日播时尚	9.5	2.4	1.7	2.8	2.6	2.5	-7%	10%	-15%	0%	-30%	2%	55.7	58.3	58.5	55.6	51.4	60.3	-1.9	-5.1	-6.0	-2.3	2.4	1.9	
	603839.SH	安正时尚	22.6	5.8	4.7	6.4	5.7	6.0	-26%	-30%	-34%	-4%	-34%	5%	47.1	51.8	46.0	46.9	43.6	49.3	0.0	-1.7	1.2	-6	5.3	-2.5	
	3709.HK	赢家时尚	56.6							-11%					75.1						0.6						
			归母净利润						归母净利润YOY						净利率						净利率YOY						
休闲装	603877.SH	太平鸟	1.8	1.9	-0.6	0.2	0.3	2.2	-72.7%	-6%	-127%	-87%	-74%	14%	2.14	7.7	-3.3	0.9	1.4	10.5	-4.1	0.1	-12.1	-5.0	-2.2	2.8	
	002563.SZ	森马服饰	6.4	2.1	-1.0	1.7	3.7	3.1	-57.1%	-41%	-133%	-40%	-33%	-49%	4.57	6.1	-5.0	5.1	8.2	10.4	-5.1	-4.6	-14.7	-3.9	-1.9	4.3	
	301088.SZ	戎美股份	1.7	0.5	0.3	0.4	0.6	0.4	2.7%	-9%	-32%	74%	14%	-24%	17.61	23.5	14.8	16.2	16.6	17.6							
	603518.SH	锦泓集团	0.7	0.4	-0.1	0.4	0.0	1.0	-68.1%	-57%	-114%	395%	100%	140%	1.83	3.8	-0.7	4.2	0.0	8.8	-3.3	-5.0	-5.1	3.4	-5.6	5.0	
	603587.SH	地素时尚	3.8	1.5	1.0	1.2	0.1	1.6	-44%	-23%	-48%	-25%	-93%	9%	16.0	25.2	20.1	20.0	1.3	26.9	-7.8	-4.6	-7.8	-4.5	-14.0	1.7	
高端女装	603808.SH	歌力思	0.2	0.5	0.0	0.3	-0.6	0.5	-93%	-50%	-96%	-46%	202%	0%	2.3	9.1	2.1	7.6	-8.7	9.5	-11.8	-9.5	-16.4	-3.7	-18.1	0.4	
	003016.SZ	欣贺股份	1.3	0.6	0.4	0.3	0.0	0.5	-55%	-34%	-62%	-43%	101%	21%	7.4	12.3	9.4	7.4	-0.1	10.9	-6.3	-5.0	-10.1	-4.1	-7.1	-1.5	
	603196.SH	日播时尚	0.2	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.1	-80%	-48%	-137%	-22%	-155%	51%	1.7	3.3	-2.6	8.9	-4.7	4.9	-6.2	-3.8	-8.3	-2.5	-11.4	1.6	
	603839.SH	安正时尚	-3.5	0.2	0.0	0.3	-4.0	0.3	-609%	-73%	-233%	-32%	74%	29%	-17.1	4.2	-1.1	4.1	-75.4	4.6	-19.5	-5.7	-2.2	-1%	-69.3	0.4	
	3709.HK	赢家时尚	3.8							-32%					6.8						-2.1						

数据来源：Wind、开源证券研究所



6.4.1 太平鸟：2023Q1盈利能力大幅改善，看好全年盈利快速恢复

- **业绩回顾：**2023Q1公司收入20.7亿元（-15.8%），归母净利润2.2亿元（+14.2%），收入虽未完全恢复但线下同店增长10%、线上同店持平，因此盈利能力大幅提升，毛利率创Q1历史新高，净利率10.25%（+2.75pct），2023Q1严控老品促销及新品折扣、调产品结构初见成效，毛利率净利率同比实现提升。
- **未来展望：全年渠道拓展&店效恢复下高质量增长**
 - 渠道优化：变革之后对低效、无法树立品牌形象、亏损的直营门店主动关闭或者转加盟，2023Q1线下同店增长10%。同时，未来直营及加盟结构预计进一步改善，预计2023年加盟净增150-200家。
 - 产品端：商品企划变革带动产品风格调整到位。产品研发中心由于过去女装总经理和设计总监洪杨威总担任负责人，统一男女童乐的产品企划和产品设计。仍保持期货模式70%，快反模式30%，系列上将过去品质线重新强化到60%-70%，运动潮流线控制在30%-40%，同时面料与制造商保障产品品质维护品牌口碑。
 - 运营端：①线上及线下正价店严控折扣，带来毛利率改善。2023Q1整体毛利率创Q1历史新高，线上毛利率+6.1pct至50.2%。②严格执行库存管控。一方面，对新商品计划性管理更加谨慎、理性，不再过多备货；另一方面，强制性清理2年以上库存，目前2年以上库存从30%降低至3%。2022年毛利率48.2%（-4.7pct），线上/直营/加盟毛利率分别同比-2.6/-2.3/-7.9pct，加大过季老货库存清理力度致加盟毛利率下降较多，2023Q1末库存18.8亿，同比降幅17%，与收入降幅基本一致，预计2023年末回归健康水平。
 - 积极控费带动净利率提升：随着直营低效门店的主动关闭及加盟直营占比的调整，销售费用率预计进一步降低。

盈利预测：2022年12月启动组织变革从事业部制转向职能大部制包括产品&零售&供应链管理三大业务中心，随着消费复苏，预计2023年发挥集中管控优势，渠道优化、库存管控及商品企划改善成效渐显，同时继续降本控费，**全年盈利有望快速恢复**。预计2023-2025年归母净利润为7.0/8.7/11.3亿元，对应EPS分别为1.5/1.8/2.4元，当前股价对应PE分别为17.9/14.3/11.0倍。

6.4.2 赢家时尚：零售复苏释放业绩弹性，品牌升级下中国轻奢品牌集团初见雏形

公司介绍：国内中高端女装龙头，采取多品牌、全渠道的运营模式，目前公司旗下共八大自主品牌，为高端线的Koradior、La Koradior、Koradior elsewhere、NAERSI、NAERSILING、NEXY.CO、CADIDL，以及2019年新成立的中端品牌FUUNNY FEELLN。

业绩回顾：2022年实现营收56.63亿元（-10.88%），实现归母净利润3.82亿元（-32.20%），毛利率75.12%（+0.56pct），净利率为6.60%（-2.21pct）。

- Koradior、Koradior elsewhere、NAERSI、NAERSILING、NEXY.CO：收入均下滑10%-15%；
- La Koradior具备经营韧性，收入下滑2.02%；CADIDL、FUUNNY FEELLN收入逆势增长（低单位数）；
- 门店数：2022年净闭店35家至2006家，其中直营/加盟分别为1555家（-3）/451家（-32）；

未来展望：公司目标于2023/2025年分别突破100/150亿零售额，对应FY2022-25CAGR达30%。

- （1）线下零售复苏：**2023年以来线下客流恢复，收入端大幅回暖，2023年4.1-23同店增长70%+，各品牌复苏强势，带动利润端修复。
- （2）卓越商品体系全面落地：**突出品牌核心品类占领顾客心智、产品体系升级、加速供应链整合、渠道方面深化高效大店策略并促进店效坪效双增长，看好公司品牌稳步升级，逐步向中国轻奢品牌集团转变。

目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 **看好方向五：白电、黑电龙头**
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

7.1.1 彩电（中国市场）：结构升级显著，高端产品龙头效应明显

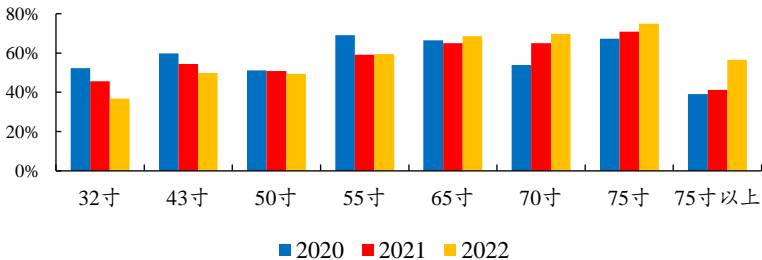
行业量价：（1）量：存量市场增长有限，叠加地产收紧2019年以来彩电零售量同比下滑。（2）价：受面板成本以及产品结构双重影响，2021年面板成本大幅上涨背景下行业均价上行，2022年以来面板成本回落带动均价下行，但受结构升级影响降幅较以往收窄。

行业结构趋势：（1）大尺寸，2021年起70寸及以上产品销量占比提升；（2）高端领域MiniLED技术路线成为行业共识。

从尺寸角度看竞争格局：（1）小尺寸集中度走低，小米份额较高；（2）大尺寸集中度走高，海信和TCL电子份额领先同行，小米竞争力走弱特别是75寸及以上产品。

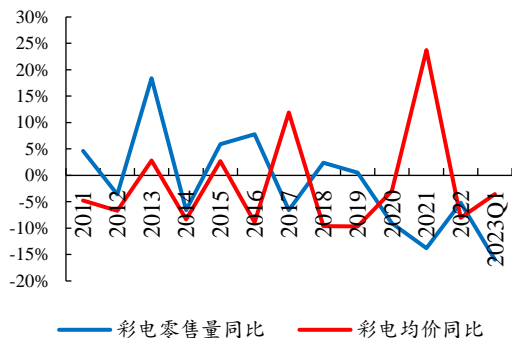
从技术路线看竞争格局：（1）MiniLED领域，TCL电子先发优势明显，份额领先同行。（2）OLED领域，创维集团份额行业前列。

图64：大尺寸市场集中度走高，小尺寸集中度走低



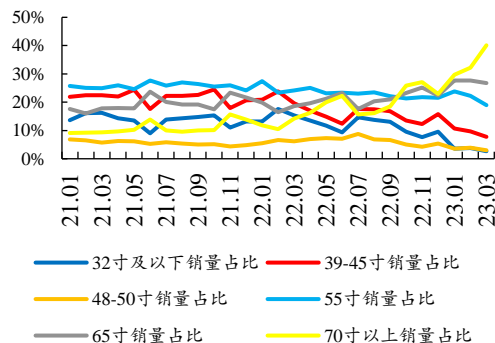
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图62：2019年以来量同比下滑，价波动较大



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图63：75寸及以上产品销量占比持续提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图65：大尺寸领域海信和TCL份额领先同行，小尺寸小米低价占据较高份额

2022年	销量份额				零售均价			
	海信	小米	创维	TCL	海信	小米	创维	TCL
32寸	10.1%	13.8%	7.9%	5.1%	748	642	709	800
43寸	8.9%	28.0%	5.3%	7.6%	1249	926	1332	1243
50寸	12.7%	16.2%	16.1%	4.4%	1441	1403	1398	1653
55寸	13.4%	19.3%	12.1%	14.6%	1822	1486	1833	1850
65寸	19.6%	19.1%	13.0%	16.9%	3427	2107	2546	3030
70寸	13.4%	35.6%	20.6%	/	2732	2544	2528	/
75寸	28.1%	15.1%	9.5%	22.2%	4500	3293	3731	4424
75寸以上	22.2%	3.1%	7.9%	23.3%	7544	7540	6107	9017
	激光电视	OLED电视	MiniLED电视	8K电视				
2022年线上份额	0.10%	0.20%	1.40%	0.02%				
2021年线上份额	0.09%	0.40%	0.30%	0.12%				
2022年线下份额	1.00%	0.70%	2.50%	0.70%				
2021年线下份额	0.80%	1.70%	0.80%	0.60%				

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

7.1.2 彩电（国际市场）：新兴市场出货增长，国产品牌份额提升

全球出货量：全球出货量受欧美两大市场影响呈下滑趋势。

2021Q3起出货量同比下滑系高基数、海运利空、需求透支等。

全球不同区域出货量及判断：亚太（除中国和日本）、拉美、中东和非洲等新兴市场将成为未来主要增长点。（1）**美国市场**，通胀逐步得到控制，较欧洲存在率先回弹机会，但目前需求侧仍承压。

（2）**欧洲市场**，经济增长不明朗，23Q1仍较大幅度下滑。（3）**新兴市场**，拉美、中东非、东南亚为代表，**低渗透+结构升级**（向50-60寸升级），预计量价保持正增长。

全球竞争格局：国产品牌份额稳步提升，海信和TCL出货份额分别由2019年的7.8%/9.2%提升至2022年的10.5%/11.7%。

图66：欧美经济存不确定性，新兴市场将成为主要增长点

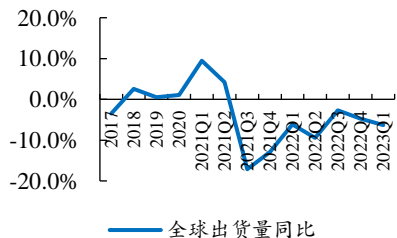


资料来源：TCL电子2022年推介材料

图69：2022及2023Q1新兴市场销量保持较好增长

销量同比	2019	2020	2021	2022	2023Q1
亚太	0.80%	-5.70%	-6.80%	1.10%	4.90%
中国	-2.80%	-12.10%	-12.70%	0.80%	-7.80%
日本	2.90%	5%	2.00%	-9.10%	2.80%
拉美	5.80%	-0.60%	-2.40%	-5.30%	9.00%
中东和非洲	-3.80%	3.70%	-4.30%	3.20%	6.20%
北美	3.40%	15.90%	-6.40%	-9.70%	-9.40%
欧洲	0.70%	7.60%	-2.30%	东欧（-22.6%）、 西欧（-9.9%）	-21.20%

图67：全球出货量呈下滑趋势



全球出货量同比

数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

图68：海信和TCL全球份额稳步提升

全球出货份额	2019	2020	2021	2022
三星	19.80%	21.90%	19.80%	19.60%
LGE	12.20%	11.50%	12.80%	11.70%
TCL	9.20%	10.70%	11.50%	11.70%
海信	7.80%	8.10%	8.70%	10.50%
小米	5.80%	5.60%	6.10%	6.20%
索尼	4.50%	3.90%	4.10%	
创维	4.60%	3.90%	3.20%	
Vizio	2.90%	3.30%	3.10%	
夏普	2.70%	2.70%	2.40%	

数据来源：奥维睿沃、Omdia、开源证券研究所

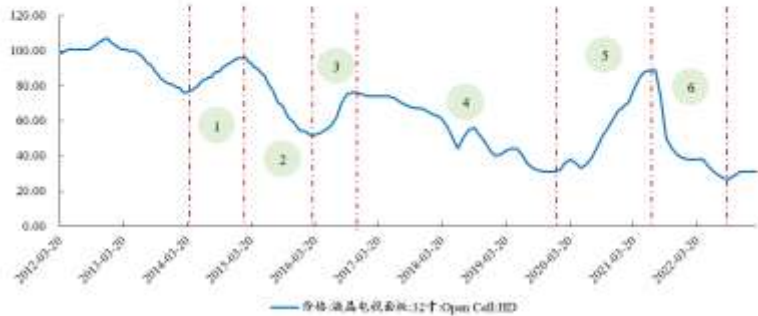
数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

7.1.3 彩电（成本侧）：面板周期性减弱，长期看好厂商毛利率企稳

- TV面板为电视成本主要来源，以往面板强周期性使得品牌商毛利率波动较大。以往强周期性主要来自于供需错配，韩厂的退出以及大陆面板厂的进入是面板历史价格周期波动的重要因素。
- 当前日韩面板厂逐步退出，中国大陆面板厂逐步占据绝大部分份额，竞争格局稳定背景下以往由产能进入或退出导致的价格波动将减弱，更多转向面板厂主动调控稼动率从而调节价格。稼动率调整带来的价格波动在品牌商可控范围内，能够较好传导至终端。加上彩电结构性升级红利，未来品牌商毛利率有机会企稳回升。

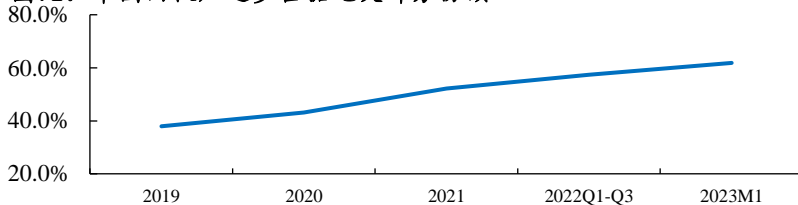
图70：以往供需错配造成面板价格强周期性特征

- ① (2014Q1-2015Q1)：32寸面板产能转移，供给减少带动价格上涨
- ② (2015Q2-2016Q1)：行业整体需求不振，需求走弱压制面板价格
- ③ (2016Q2-2017Q1)：赛事和房地产市场拉动需求增长，供给偏紧拉升面板价格
- ④ (2017Q2-2020Q1)：中国厂商高世代线产能释放，市场供需关系失衡，进入长达两年下行周期
- ⑤ (2020Q2-2021Q1)：三星和LG计划关闭LCD产线叠加疫情影响生产，供给收紧：“宅经济”拉动需求，供需共振刺激价格迎来大幅增长
- ⑥ (2021Q2-2022Q3)：高世代线产能释放，供给偏松；终端需求透支，市场供需较大程度失衡，面板价格快速下降。



数据来源：Wind、开源证券研究所

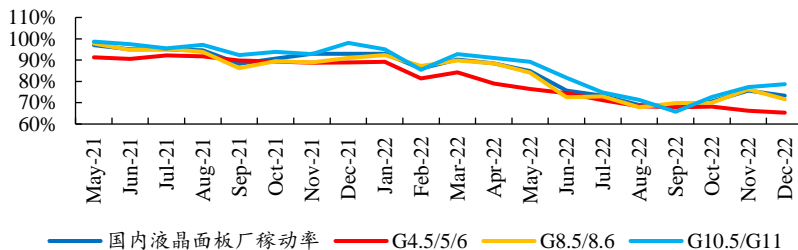
图71：中国面板厂逐步占据绝大部分份额



— 中国头部厂商出货份额

数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

图72：面板厂开始形成默契主动调整稼动率从而调节价格



— 国内液晶面板厂稼动率 — G4.5/5/6 — G8.5/8.6 — G10.5/G11

数据来源：CINNO Research、开源证券研究所

7.1.4 TCL电子：TV业务高端化领先者，分布式光伏开启第二曲线

2023Q1回顾：2023Q1全球智屏出货同比增长14.2%，其中中国市场/国际市场出货量同比分别增长11.2%/15%。高端产品方面，2023Q1大尺寸出货量保持高增长势头，65寸及以上产品出货量同比+81.2%，占比提升至19.8%（+7.3pct）。**中国市场方面**，2023年一季度65寸及以上TCL智屏在中国市场出货量同比+36.2%，占比43.9%（+8pct），75寸及以上TCL智屏出货量占比亦同比提升9.8个百分点至22.6%。**国际市场方面**，新兴市场出货量同比+26.3%，其中印尼、菲律宾、泰国等东南亚国际出货高增长。美国市场同比+14.4%。

未来看点：

(1) 彩电业务高端化进程快速推进，面板价格周期性减弱背景下毛利率有望企稳，以往毛利率波动较大影响估值面

成本侧，当前大陆面板厂已占据绝大部分TV面板市场，考虑到高世代线进入资金壁垒，预计供给端扩产将得到有序控制，未来面板的周期性波动将一定程度减弱。需求侧，高画质、大屏化等需求提升带动彩电行业结构性升级。公司作为MiniLED显示技术先行者，高端化进程持续推进，65寸及以上产品市场份额稳步提升，从而带动公司彩电线上和线下整体均价上行。考虑到面板价格周期性减弱以及公司产品结构性升级持续，公司显示业务毛利率或将企稳。

(2) 品牌和渠道优势助力分布式光伏业务快速发展，长期有望带动公司盈利提升

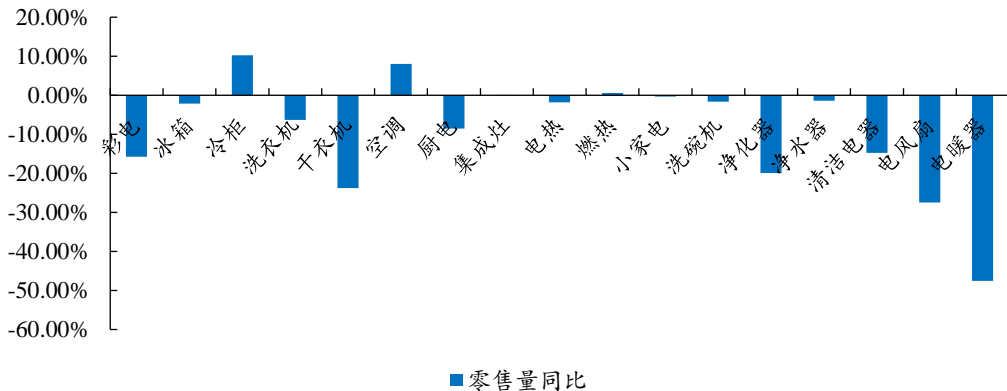
行业层面，按照每户变压器容量预计户用光伏渗透率仍有较大提升空间，2025年行业规模超2000亿元。竞争格局方面分布式光伏领域格局相对分散。2023年光伏上游产业链价格回落，渠道利润提升有望继续支撑装机规模提升。**公司背靠TCL中环优质产业链资源，下沉渠道和品牌优势明显**，“光伏+家电”模式一定程度上提升用户收益，伴随代理商规模扩张，装机规模有望加速拓展。此外为集团产业园建设分布式光伏电站积累项目经验，工商业光伏项目稳步推进。2023年分部光伏装机规模或将突破GW级别。

7.2.1 空调行业：地产、渠道低库存等利好因素推动2023年行业景气向上

行业表现：2023Q1一枝独秀，奥维云网数据显示2023Q1空调全渠道零售量同比+8.1%，增长表现领先市场。从排产上看2023年5月空调内销排产同比+25%，实现连续4个月高增长。

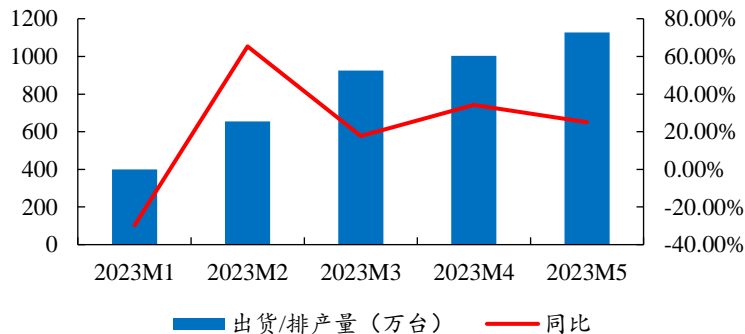
背后逻辑：（1）前期库存低位，市场预期向好情况下补库需求提升。2022年在成本和需求的双重压力下渠道囤货意愿不足叠加炎夏带动需求释放，2022年年底行业库存水平达历史低位。（2）高温预期下，行业库存阈值升高。NOAA预测，厄尔尼诺现象或将导致夏天迎历史高温。

图73：2023Q1空调全渠道零售量增长亮眼



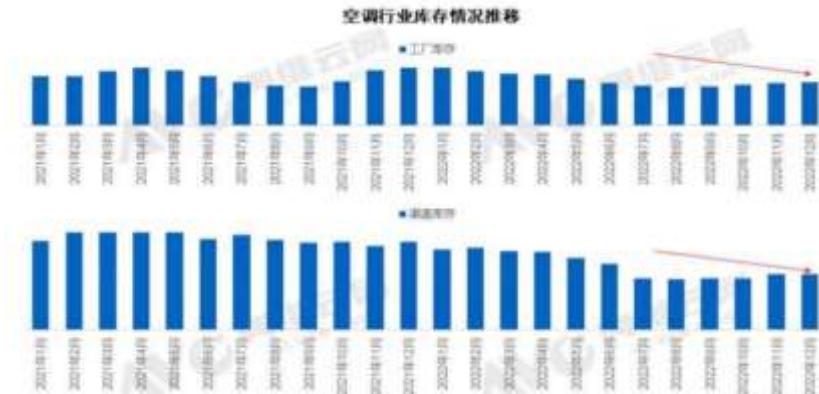
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图74：空调排产持续高增长



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图75：2022年末空调行业库存来到历史低位



资料来源：奥维云网

目录

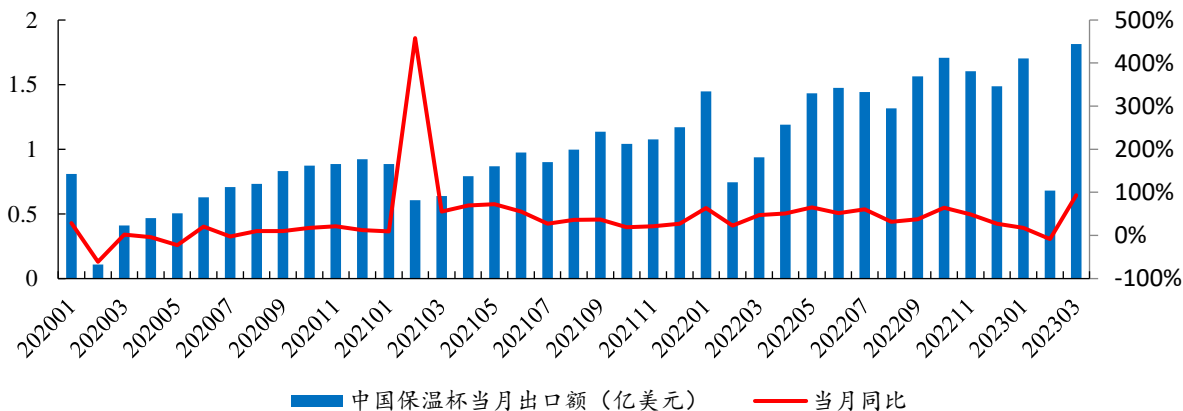
CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 **看好方向六：受益出口改善相关标的**
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 投资建议及风险提示

行业景气度方面，2023Q1不锈钢真空保温杯出口仍维持较高景气度，除玻璃内胆外保温瓶1月-3月出口金额同比增速分别为17.61%/-8.76%/93.29%（海关编码HS96170090），其中，3月出口金额达到1.81亿美元，为近三年单月出口金额新高。2023Q1累计出口金额为4.20亿美元，同比增长34.0%。随着保温杯消费属性增强叠加多元化应用场景落地，我们预计全球不锈钢保温杯市场将稳步扩张，保温杯出口制造行业，长期发展逻辑通顺。

从品牌及制造端看，全球保温器皿制造重心逐渐转移，呈现出由发达国家向发展中国家转移态势，中国成为了全球最大的保温器皿制造中心和代工中心。但我国保温杯制造行业目前竞争格局分散，现有产品质量良莠不齐，留给优质的保温杯制造商较大发挥空间，我们看好嘉益股份作为该赛道的优质企业从中受益。

图76：2023年3月不锈钢保温杯出口金额同比增长93.29%



数据来源：海关统计数据平台、开源证券研究所

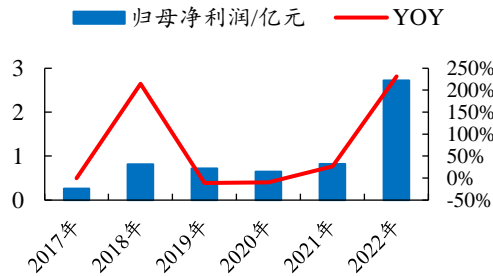
8.1 出口改善：保温杯行业景气度持续，2023年3月出口金额达单月新高

保温杯行业受益标的：嘉益股份

核心竞争力：客户资源积累深厚，核心客户市场开拓强劲。公司长期与国际优质客户深度绑定，核心客户包括PMI、ETS、Takeya等。其中，公司第一大客户PMI于2020年获得星巴克北美地区水杯类产品7年独家经营权，进一步打开北美市场，嘉益股份或可从中受益；同时嘉益股份在PMI内部的订单份额逐步提升，供应链占比预计从2019年的10%提升至2023年的50%+。2023Q1公司实现营收2.4亿元（+32.5%），实现归母净利润5315.0万元（+61.0%），公司凭借大客户绑定及较强的生产制造水平，表现继续优于贝塔。

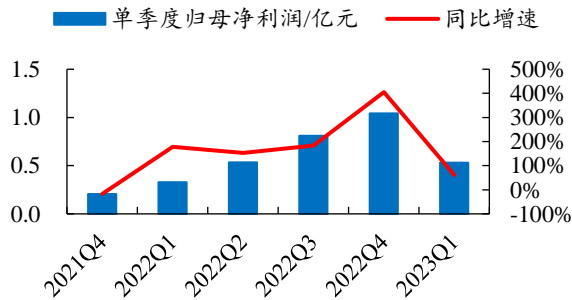
未来展望：贝塔与强阿尔法共振，成长动力充足。展望2023年全年，行业景气度仍在持续，除玻璃内胆外保温瓶3月出口金额达到1.81亿美元，为近三年单月出口金额新高，2023Q1行业累计出口金额为4.20亿美元（+34.0%），同比增长47.5%；公司已经绑定行业优质大客户，且同时拥有较强的生产制造能力，贝塔与强阿尔法共振下，成长动力充足。业绩层面看，收入规模效应预计将持续凸显推动公司盈利能力稳步上行，业绩稳步增长可期。

图77：2022年嘉益股份归母净利润同增230.9%



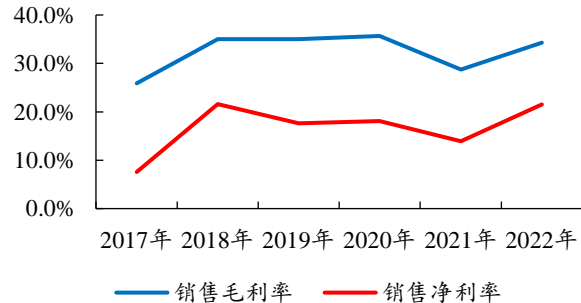
数据来源：Wind、开源证券研究所

图78：2023Q1嘉益股份业绩高基数下延续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图79：2022年嘉益股份盈利能力提升



数据来源：嘉益股份公司公告、开源证券研究所

整体数据层面，2023年1月-3月电子烟设备出口金额增速亮眼。截止2023年3月，我国电子烟设备（海关商品编码：85434000）出口金额累计达58.7亿元，同比增长35.2%。1-3月出口金额同比增速分别为12.4%/89.9%/37.1%，在全球电子烟销售市场受政策波动影响仍较大的情况下，我国电子烟产品出口同比增速保持稳健，彰显市场韧性。其中，2023年1-2月深圳市出口占全国电子烟出口总值的66.9%，继续保持全国最大电子烟出口城市地位。以深圳为例，看目前我国电子烟市场出口特点：（1）民营企业出口金额增长较快，2023年1-2月深圳市民营企业出口电子烟60.9亿元（+42%），占比达85.8%。（2）美国市场出口金额下降，占比下降5.8pct至32.2%，但仍为最大出口市场，欧盟、英国等欧洲地区出口数据增幅明显。

分市场看，美国方面，我们预计随着FDA 针对非合规口味产品及一次性产品的监管逐季加强叠加奥驰亚收购NJOY 助力其销售渠道迅速打开，市场竞争格局将进一步向龙头品牌集中。欧洲方面，市场为出口市场监管条例仍较为宽松，销售产品种类更为多元，我们看好后续市场出口金额占比将进一步走高。

图80：2023年1-3月我国电子烟设备出口金额累计值同增35.2%

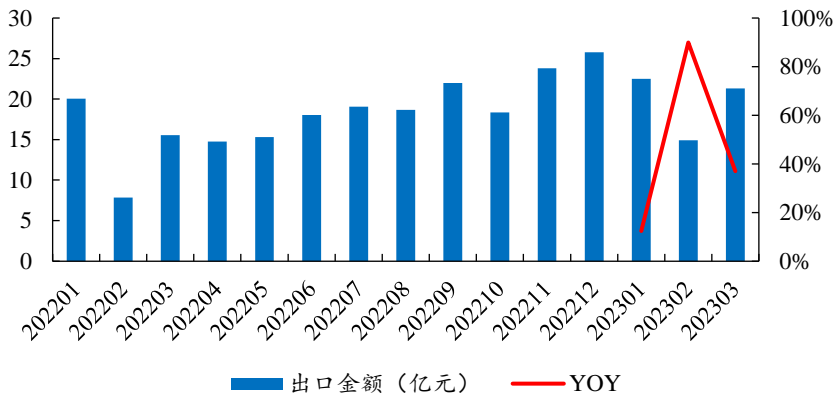


表24：美国仍为出口最大市场，欧洲市场出口金额增速亮眼

市场	前 2 个月		
	进出口值	同比	占比
美国	22.9	-20.1	32.3
欧盟	12.6	186.2	17.8
英国	10.2	90.0	14.4
俄罗斯	6.2	271.2	8.7
东盟	4.2	129.5	6.0
澳大利亚	2.9	497.9	4.1
德国	2.4	713.6	3.4
加拿大	2.0	15.7	2.8
阿联酋	1.5	278.7	2.2
荷兰	1.4	266.4	1.9

数据来源：中国海关总署、开源证券研究所

数据来源：深圳海关、开源证券研究所

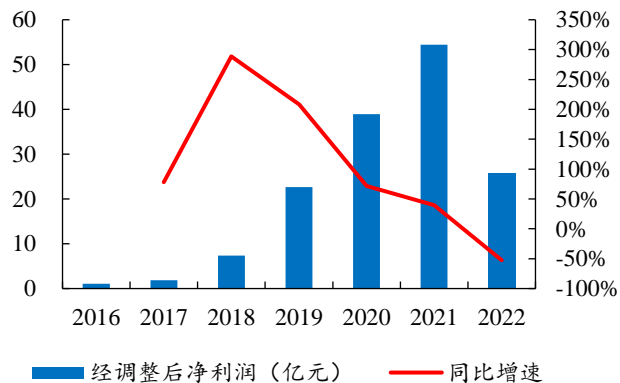
新型烟草受益标的：思摩尔国际、盈趣科技

(1) 思摩尔国际：低基数下业绩弹性释放可期，高研发助力公司行稳致远

思摩尔国际为全球最大的电子雾化设备制造商，2022年按收入计公司占全球电子雾化设备市场份额的18.1%。2022年，公司因国内市场收缩及研发投入加大影响，2022年营收及业绩下降明显，实现营收121.45亿元（-11.7%），经调整后净利润25.75亿元（-52.7%）。

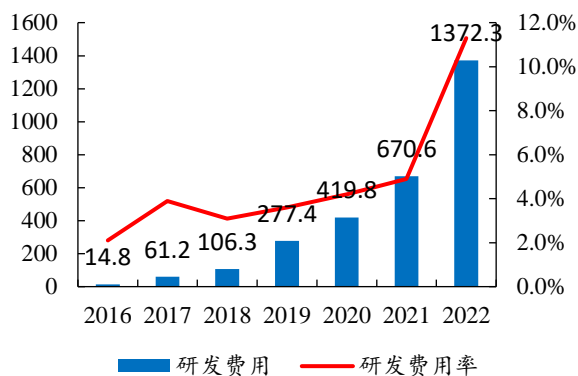
展望 2023 年全年，行业层面，国内外市场非合规产品出清加速，行业迈向有序化利好龙头发展；**短期业绩层面**，大麻雾化、HNB 等第二曲线业务加速成长；**公司长期规划层面**，公司凭借雾化技术的核心优势布局四大领域，目标打造全球领先的雾化科技平台，进一步打开公司成长想象空间。

图81：思摩尔国际2022利润同比下降明显



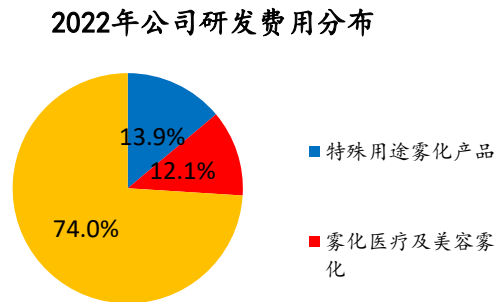
数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：思摩尔国际研发投入持续加大（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：电子尼古丁传输系统为思摩尔国际研发投入最大方向



数据来源：公司公告、开源证券研究所

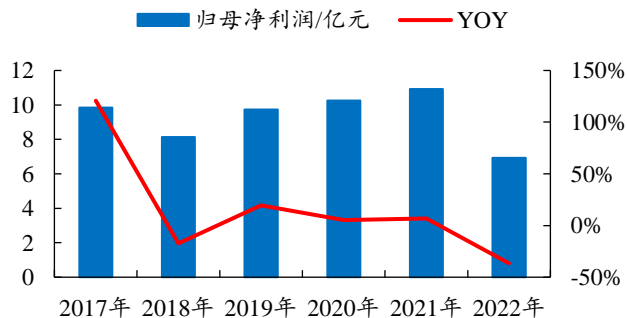
新型烟草受益标的：思摩尔国际、盈趣科技

(2) 盈趣科技：电子烟整机业务取得突破，核心客户新订单有望逐季放量

盈趣科技为国内少有的设计制造一体化智能制造企业，2022&2023Q1公司在外部疫情反复，内部新业务开拓期下迎来多重挑战，2022年实现营业收入43.45亿元（-38.46%），归母净利润6.93亿元（-36.57%），2023Q1实现营业收入8.7亿元（-32.5%），归母净利润0.80亿元（-48.4%）。但公司UDM智能制造模式、丰富的客户资源以及多热门赛道布局的三重护城河依旧坚固。

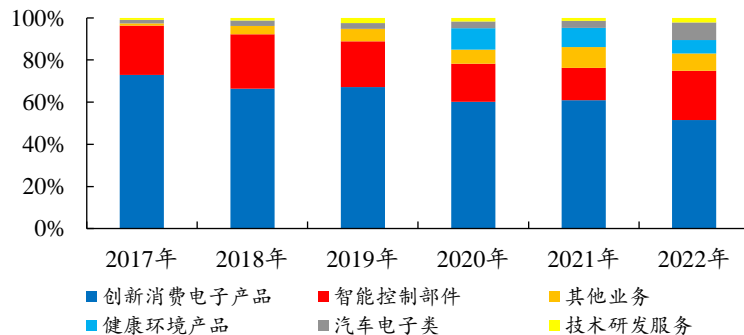
短期来看，公司核心客户PMI受益于IQOS ILUMA新品热销，收入增长确定性增强，2022年PMI加热装置出货量为1092亿台（+14.9%）；盈趣供货给IQOS ILUMA系列产品的新订单电子烟加热模组已于2022年底试产，预计逐季贡献收入，创造公司发展新动能。长期来看，公司获批我国《烟草专卖生产企业许可证》（电子烟代加工），电子烟产业链布局进一步完善，有利于公司打开我国电子烟整机市场。

图84：2022年盈趣科技业绩下降明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图85：盈趣科技业务呈现多元化发展趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

中国出口数据：（1）宏观角度上看，2023年3月出口数据超预期，系前期订单释放+新兴市场贡献。东南亚、非洲等新兴市场快速增长，3月欧盟和英国同比正增长。（2）中观角度上看，海外产能恢复导致一定程度订单回流，零售商去库加剧了国内代工企业的出口压力。2022Q2起苏泊尔、新宝股份、比依股份出口外销业务较大幅度下降，其中出口代工龙头新宝股份降幅逐季度扩大，品牌出海龙头企业安克创新营收增速放缓。虽3月份宏观数据超预期，但尚未快速反映至上市公司报表。部分品类有所恢复，以空炸出口代工为主的比依股份2022Q4以来恢复正增长。

出口结构主线下建议关注：新兴市场正成为新的增长极，建议关注发力新兴市场及新兴市场占比较高标的。

表25：中国出口代工企业自2022Q2起营收承压

季度营收同比	品牌出海	出口部分业务		
	安克创新	苏泊尔E	新宝股份	比依股份
2021Q1	58%	115%	69%	/
2021Q2	48%	47%	24%	/
2021Q3	23%	0%	0%	/
2021Q4	24%	5%	-4%	/
2022Q1	18%	2%	16%	13.45%
2022Q2	3%	-30%	-5%	-19.14%
2022Q3	19%	-40%	-25%	-25.36%
2022Q4	14%	-40%	-43%	4.32%
2023Q1	17%	-12%	-30%	2.92%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表26：东南亚、非洲等新兴市场出口金额实现较高增长

	出口数量同比				分区域出口金额同比					
	空调	冰箱	洗衣机	海关总署：家用电器	欧盟	英国	美国	东南亚	拉美	非洲
2022Q1	/	/	/	-7.94%	23%	3%	17%	12%	21%	18%
2022Q2	/	/	/	-7.44%	15%	-7%	15%	21%	20%	12%
2022/7	-12%	-21%	16%	-4.60%	23%	4%	11%	33%	27%	18%
2022/8	-17%	-27%	8%	-18.70%	11%	3%	-4%	25%	14%	6%
2022/9	-4%	-34%	12%	-18.40%	6%	-12%	-12%	29%	8%	9%
2022/10	-25%	-41%	6%	-23.50%	-9%	-14%	-13%	20%	1%	6%
2022/11	-13%	-37%	2%	-21.20%	-11%	-17%	-25%	5%	-13%	5%
2022/12	-23%	-32%	9%	-20.60%	-18%	-20%	-20%	7%	-18%	7%
2023/1	2%	-16%	13%	-13.70%	-10%	-13%	-14%	-7%	-9%	4%
2023/2	-14%	-21%	18%	-17.90%	-16%	-17%	-32%	34%	-7%	8%
2023/3	-5%	-8%	45%	22.62%	3%	7%	-8%	35%	19%	46%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

8.4 出口改善：建议关注2023H2下游渠道商回补库存机会

图27：2022Q4欧美渠道商库存水平仍处较高水平

		营收同比 (%)		库存同比 (%)																																	
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4				
海外渠道商库存数据：去库存尚未结束	消费电子产品零售商	CECONOMY (亿欧元)	-2%	-1%	4%	-1%	-8%	-10%	6%	9%	-7%	7%	-2%	-8%	16%	6%	1%	3%	CECONOMY (亿欧元)	-2%	-1%	4%	-1%	-8%	-10%	6%	9%	-7%	7%	-2%	-8%	16%	6%	1%	3%		
	商超/大卖场	家乐福 (亿欧元)	-4%	-6%	-4%	-16%	-3%	-5%	-3%	-6%	-4%	0%	-5%	-2%	5%	26%	15%	-1%	麦德龙 (亿欧元)	-32%	-34%	-8%	2%	-1%	-1%	-4%	-10%	11%	24%	5%	-2%	3%	2%	-7%			
	电子3C电商平台	亚马逊 (亿美元)	2%	-9%	4%	1%	2%	-20%	-5%	-16%	-16%	10%	20%	0%	20%	0%	2%	-7%	电子3C电商平台	16%	18%	23%	17%	2%	-33%	-15%	-18%	1%	62%	31%	27%	14%	21%	-2%	-1%	-7%	
	商超/大卖场	沃尔玛 (亿美元)	6%	18%	15%	13%	19%	-13%	15%	16%	16%	36%	6%	9%	0%	5%	-1%	-9%	商超/大卖场	3%	5%	2%	0%	-8%	-7%	1%	1%	13%	16%	11%	26%	32%	25%	13%	0%	-2%	
	商超/大卖场	Costco (亿美元)	7%	7%	6%	10%	7%	12%	17%	15%	21%	17%	17%	16%	16%	19%	26%	10%	-2%	商超/大卖场	6%	3%	13%	4%	-3%	7%	8%	17%	27%	16%	14%	19%	26%	26%	10%	0%	-2%
	综合货品零售商	Target (亿美元)	5%	4%	5%	2%	11%	25%	21%	21%	23%	9%	13%	9%	4%	3%	3%	1%	综合货品零售商	5%	0%	-8%	-5%	-5%	-3%	12%	18%	23%	27%	18%	30%	43%	36%	14%	-3%		
	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元)	8%	8%	8%	8%	28%	24%	17%	18%	-1%	0%	4%	3%	4%	9%	11%	18%	综合货品零售商	14%	13%	13%	14%	0%	-1%	12%	12%	24%	20%	5%	7%	19%	31%	35%			
	综合货品零售商	美元树 (亿美元)	5%	4%	4%	2%	8%	9%	7%	3%	1%	4%	5%	7%	7%	8%	9%	综合货品零售商	2%	6%	5%	0%	-4%	-6%	-2%	-3%	13%	12%	14%	27%	33%	48%	31%	25%			
	连锁百货	梅西百货 (亿美元)	0%	-1%	-4%	-1%	-4%	-3%	-22%	-18%	5%	5%	35%	27%	14%	-1%	-4%	-5%	连锁百货	4%	1%	2%	-1%	-10%	-29%	-27%	-14%	20%	19%	16%	17%	7%	4%	6%	1%		
	连锁百货	诺德斯特龙 (亿美元)	-3%	-5%	-2%	1%	-38%	-52%	-16%	-20%	42%	96%	18%	23%	19%	12%	-3%	-4%	连锁百货	-5%	-6%	-3%	-3%	-26%	-24%	-27%	-3%	32%	49%	54%	23%	24%	10%	1%	-15%		
	电子产品零售商	Bestbuy (亿美元)	0%	2%	2%	3%	-6%	-9%	-11%	30%	0%	0%	0%	0%	0%	-9%	-13%	-14%	电子产品零售商	5%	4%	-7%	-4%	-2%	-21%	-1%	8%	43%	55%	15%	6%	9%	6%	9%	-6%	-15%	-14%
	电子产品零售商	科恩 (亿美元)	-1%	4%	1%	-5%	-10%	-9%	-11%	15%	14%	21%	15%	14%	21%	9%	-7%	-17%	-21%	-23%	电子产品零售商	12%	9%	9%	0%	-4%	-15%	-13%	-11%	-1%	24%	22%	26%	26%	18%	-1%	-1%
	小家电零售商	Hamilton Beach	-14%	-17%	-14%	-16%	-5%	6%	-35%	40%	24%	12%	42%	-15%	-2%	-5%	-4%	小家电零售商	-23%	-15%	-1%	-11%	-25%	-36%	12%	58%	82%	67%	-13%	5%	19%	47%	38%				
	家居建材零售商	Home Depot (亿美元)	6%	1%	4%	-3%	7%	23%	25%	33%	8%	10%	11%	4%	7%	6%	1%	家居建材零售商	7%	5%	6%	4%	-3%	-8%	3%	14%	28%	40%	27%	33%	32%	38%	25%	13%			
家居建材零售商	Lowe's (亿美元)	2%	0%	0%	2%	11%	30%	28%	27%	24%	1%	3%	5%	-3%	0%	2%	7%	家居建材零售商	14%	16%	11%	9%	-5%	1%	15%	18%	29%	25%	6%	9%	10%	12%	19%	5%			
家居建材零售商	NEWELL (亿美元)	13%	13%	1%	-3%	-8%	-15%	5%	2%	21%	28%	3%	4%	4%	-6%	-19%	-19%	家居建材零售商	-30%	-1%	1%	1%	-6%	-7%	-8%	2%	12%	18%	22%	27%	21%	25%	20%	6%			
家居用品零售商	Bed Bath & Beyond (亿美元)	-11%	-7%	-7%	-9%	-6%	-49%	-1%	-5%	-16%	49%	-26%	-28%	-22%	-25%	-28%	-33%	家居用品零售商	-4%	-4%	-17%	-15%	-20%	-12%	-12%	-30%	-20%	-30%	-22%	7%	3%	13%	-1%	-25%			
电商平台	Amazon (亿美元)	17%	20%	24%	21%	26%	40%	37%	44%	44%	27%	15%	9%	7%	7%	15%	9%	电商平台	19%	25%	18%	19%	15%	5%	26%	16%	26%	23%	30%	37%	47%	58%	18%	5%	-24%		
电商平台	Shutterstock (亿美元)	50%	48%	45%	47%	47%	97%	96%	94%	110%	57%	46%	41%	22%	16%	22%	26%																				
北美市场部分渠道商通过降价促销去库存，部分渠道商通过减少进库数量去库存，部分渠道商双举措并行。库存虽改善但仍处历史高位	消费电子产品零售商	CECONOMY (亿欧元)	-2%	-1%	4%	-1%	-8%	-10%	6%	9%	-7%	7%	-2%	-8%	16%	6%	1%	3%	消费电子产品零售商	-2%	-1%	4%	-1%	-8%	-10%	6%	9%	-7%	7%	-2%	-8%	16%	6%	1%	3%		
	商超/大卖场	家乐福 (亿欧元)	-4%	-6%	-4%	-16%	-3%	-5%	-3%	-6%	-4%	0%	-5%	-2%	5%	26%	15%	-1%	商超/大卖场	-32%	-34%	-8%	2%	-1%	-1%	-4%	-10%	11%	24%	5%	-2%	3%	2%	-7%			
	电子3C电商平台	亚马逊 (亿美元)	2%	-9%	4%	1%	2%	-20%	-5%	-16%	-16%	10%	20%	0%	20%	0%	2%	-7%	电子3C电商平台	16%	18%	23%	17%	2%	-33%	-15%	-18%	1%	62%	31%	27%	14%	21%	-2%	-1%	-7%	
	商超/大卖场	沃尔玛 (亿美元)	6%	18%	15%	13%	19%	-13%	15%	16%	16%	36%	6%	9%	0%	5%	-1%	-9%	商超/大卖场	3%	5%	2%	0%	-8%	-7%	1%	1%	13%	16%	11%	26%	32%	25%	13%	0%	-2%	
	商超/大卖场	Costco (亿美元)	7%	7%	6%	10%	7%	12%	17%	15%	21%	17%	17%	16%	14%	19%	26%	10%	-2%	商超/大卖场	6%	3%	13%	4%	-3%	7%	8%	17%	27%	16%	14%	19%	26%	26%	10%	0%	-2%
	综合货品零售商	Target (亿美元)	5%	4%	5%	2%	11%	25%	21%	21%	23%	9%	13%	9%	4%	3%	3%	1%	综合货品零售商	5%	0%	-8%	-5%	-5%	-3%	12%	18%	23%	27%	18%	30%	43%	36%	14%	-3%		
	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元)	8%	8%	8%	8%	28%	24%	17%	18%	-1%	0%	4%	3%	4%	9%	11%	18%	综合货品零售商	14%	13%	13%	14%	0%	-1%	12%	12%	24%	20%	5%	7%	19%	31%	35%			
	综合货品零售商	美元树 (亿美元)	5%	4%	4%	2%	8%	9%	7%	3%	1%	4%	5%	7%	7%	8%	9%	综合货品零售商	2%	6%	5%	0%	-4%	-6%	-2%	-3%	13%	12%	14%	27%	33%	48%	31%	25%			
	连锁百货	梅西百货 (亿美元)	0%	-1%	-4%	-1%	-4%	-3%	-22%	-18%	5%	5%	35%	27%	14%	-1%	-4%	-5%	连锁百货	4%	1%	2%	-1%	-10%	-29%	-27%	-14%	20%	19%	16%	17%	7%	4%	6%	1%		
	连锁百货	诺德斯特龙 (亿美元)	-3%	-5%	-2%	1%	-38%	-52%	-16%	-20%	42%	96%	18%	23%	19%	12%	-3%	-4%	连锁百货	-5%	-6%	-3%	-3%	-26%	-24%	-27%	-3%	32%	49%	54%	23%	24%	10%	1%	-15%		
	电子产品零售商	Bestbuy (亿美元)	0%	2%	2%	3%	-6%	-9%	-11%	30%	0%	0%	0%	0%	0%	-9%	-13%	-14%	电子产品零售商	5%	4%	-7%	-4%	-2%	-21%	-1%	8%	43%	55%	15%	6%	9%	6%	9%	-6%	-15%	-14%
	电子产品零售商	科恩 (亿美元)	-1%	4%	1%	-5%	-10%	-9%	-11%	15%	14%	21%	15%	14%	21%	9%	-7%	-17%	-21%	-23%	电子产品零售商	12%	9%	9%	0%	-4%	-15%	-13%	-11%	-1%	24%	22%	26%	26%	18%	-1%	-1%
	小家电零售商	Hamilton Beach	-14%	-17%	-14%	-16%	-5%	6%	-35%	40%	24%	12%	42%	-15%	-2%	-5%	-4%	小家电零售商	-23%	-15%	-1%	-11%	-25%	-36%	12%	58%	82%	67%	-13%	5%	19%	47%	38%				
	家居建材零售商	Home Depot (亿美元)	6%	1%	4%	-3%	7%	23%	25%	33%	8%	10%	11%	4%	7%	6%	1%	家居建材零售商	7%	5%	6%	4%	-3%	-8%	3%	14%	28%	40%	27%	33%	32%	38%	25%	13%			
家居建材零售商	Lowe's (亿美元)	2%	0%	0%	2%	11%	30%	28%	27%	24%	1%	3%	5%	-3%	0%	2%	7%	家居建材零售商	14%	16%	11%	9%	-5%	1%	15%	18%	29%	25%	6%	9%	10%	12%	19%	5%			
家居建材零售商	NEWELL (亿美元)	13%	13%	1%	-3%	-8%	-15%	5%	2%	21%	28%	3%	4%	4%	-6%	-19%	-19%	家居建材零售商	-30%	-1%	1%	1%	-6%	-7%	-8%	2%	12%	18%	22%	27%	21%	25%	20%	6%			
家居用品零售商	Bed Bath & Beyond (亿美元)	-11%	-7%	-7%	-9%	-6%	-49%	-1%	-5%	-16%	49%	-26%	-28%	-22%	-25%	-28%	-33%	家居用品零售商	-4%	-4%	-17%	-15%	-20%	-12%	-12%	-30%	-20%	-30%	-22%	7%	3%	13%	-1%	-25%			
电商平台	Amazon (亿美元)	17%	20%	24%	21%	26%	40%	37%	44%	44%	27%	15%	9%	7%	7%	15%	9%	电商平台	19%	25%	18%	19%	15%	5%	26%	16%	26%	23%	30%	37%	47%	58%	18%	5%	-24%		
电商平台	Shutterstock (亿美元)	50%	48%	45%	47%	47%	97%	96%	94%	110%	57%	46%	41%	22%	16%	22%	26%																				
欧洲地区库存水位相较北美低，进库数量或主要取决于渠道商对于未来需求的判断，需求疲软背景下补库仍比较谨慎	消费电子产品零售商	CECONOMY (亿欧元)	-2%	-1%	4%	-1%	-8%	-10%	6%	9%	-7%	7%	-2%	-8%	16%	6%	1%	3%	消费电子产品零售商	-2%	-1%	4%	-1%	-8%	-10%	6%	9%	-7%	7%	-2%	-8%	16%	6%	1%	3%		
	商超/大卖场	家乐福 (亿欧元)	-4%	-6%	-4%	-16%	-3%	-5%	-3%	-6%	-4%	0%	-5%	-2%	5%	26%	15%	-1%	商超/大卖场	-32%	-34%	-8%	2%	-1%	-1%	-4%	-10%	11%	24%	5%	-2%	3%	2%	-7%			
	电子3C电商平台	亚马逊 (亿美元)	2%	-9%	4%	1%	2%	-20%	-5%	-16%	-16%	10%	20%	0%	20%	0%	2%	-7%	电子3C电商平台	16%	18%	23%	17%	2%	-33%	-15%	-18%	1%	62%	31%	27%	14%	21%	-2%	-1%	-7%	
	商超/大卖场	沃尔玛 (亿美元)	6%	18%	15%	13%	19%	-13%	15%	16%	16%	36%	6%	9%	0%	5%	-1%	-9%	商超/大卖场	3%	5%	2%	0%	-8%	-7%	1%	1%	13%	16%	11%	26%	32%	25%	13%	0%	-2%	
	商超/大卖场	Costco (亿美元)	7%	7%	6%	10%	7%	12%	17%	15%	21%	17%	17%	16%	14%	19%	26%	10%	-2%	商超/大卖场	6%	3%	13%	4%	-3%	7%	8%	17%	27%	16%	14%	19%	26%	26%	10%	0%	-2%
	综合货品零售商	Target (亿美元)	5%	4%	5%	2%	11%	25%	21%	21%	23%	9%	13%	9%	4%	3%	3%	1%	综合货品零售商	5%	0%	-8%	-5%	-5%	-3%	12%	18%	23%	27%	18%	30%	43%	36%	14%	-3%		
	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元)	8%	8%	8%	8%	28%	24%	17%	18%	-1%	0%	4%	3%	4%	9%	11%	18%	综合货品零售商	14%	13%	13%	14%	0%	-1%	12%	12%	24%	20%	5%	7%	19%	31%	35%			
	综合货品零售商	美元树 (亿美元)	5%	4%	4%	2%	8%	9%	7%	3%	1%	4%	5%	7%	7%	8%	9%	综合货品零售商	2%	6%	5%	0%	-4%	-6%	-2%	-3%	13%	12%	14%	27%	33%	48%	31%	25%			
	连锁百货	梅西百货 (亿美元)	0%	-1%	-4%	-1%	-4%	-3%	-22%	-18%	5%	5%	35%	27%	14%	-1%	-4%	-5%	连锁百货	4%	1%	2%	-1%	-10%	-29%	-27%	-14%	20%	19%	16%	17%	7%	4%	6%	1%		
	连锁百货	诺德斯特龙 (亿美元)	-3%	-5%	-2%	1%	-38%	-52%	-16%	-20%	42%	96%	18%	23%	19%	12%	-3%	-4%	连锁百货	-5%	-6%	-3%	-3%	-26%	-24%	-27%	-3%	32%	49%	54%	23%	24%	10%	1%	-15%		
	电子产品零售商	Bestbuy (亿美元)	0%	2%	2%	3%	-6%	-9%	-11%	30%	0%	0%	0%	0%	0%	-9%	-13%	-14%	电子产品零售商	5%	4																

8.4 出口改善：建议关注2023H2下游渠道商回补库存机会

市场普遍预期2023H2需求企稳，降幅收窄

(1) 海外的家电公司普遍预期23年欧美家电需求仍承压，预计2023H2降幅收窄。伊莱克斯除EMEA市场看平以外，欧洲、北美和拉美市场23年市场需求负增长。惠而浦预期23年北美市场需求下滑4%~6%，EMEA市场需求下滑4%~6%，拉美地区市场需求下滑1%~3%，亚洲市场需求则增长2%~4%。

(2) 根据彭博一致预测，2023Q1-Q2各公司或延续2022H2表现。

表28：海外家电企业普遍预期2023H2需求企稳

公司	2023年前瞻	具体分项
惠而浦	收入同比-2%~-1%	1) 北美-6%~-4%，EMEA -6%~-4%，拉美-3%~-1%。 2) 预计2023H1需求仍较弱，产业同比-10%~-5%，跟22H2差不多，低于疫情前，2023H2需求降幅有望逐步收窄，但或仍难以回到疫情前。
伊莱克斯	经营好于22年，销量仍然下滑，价格提升对冲外部因素	1) EMEA市场看平以外，欧洲、北美和拉美市场23年市场需求负增长。 2) 2023H2欧美通胀压力会有所缓解，市场需求逐步企稳。
特灵科技	收入增长7%~9%	1) 美洲商用暖通2023年需求仍较为强劲，家用暖通市场预期会有中位数下滑，冷链市场基本持平。 2) EMEA区域商用暖通业务延续之前走势，运输冷链市场预计个位数下滑
A.O.史密斯	收入同比-3%~+3%	1) 预计北美家用热水器同比-5%~-2%，商用热水器同比持平。 2) A.O.Smith认为23年需求环比有改善，但谈不上景气恢复。
江森自控	预计2023财年内生收入增速在高单低双之间	2022Q4欧洲接单有回暖迹象，北美接单走弱，亚太短期有疫情影响。
Lennox	预计2023年收入同比0~+4%	家用暖通制冷市场销量将下降中位数，收入预计低个位数增长；商用暖通制冷市场高个位数增长，收入预计大个位数到低双位数增长

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表29：彭博一致预测大部分企业2023H1营收或延续2022H2表现

营收同比 (%)		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E
欧洲地区	食品零售商	阿莱德斯海蒂集团 (亿欧元)	8%	15%	21%	15%	9%
	消费电子零售商	CECONOMY (亿欧元)	16%	6%	1%	3%	0%
	商超/大卖场	家乐福 (亿欧元)	9%	26%	15%	-16%	3%
	商超/大卖场	麦德龙 (亿欧元)	24%	27%	12%	7%	-1%
	电子3C电商平台	Fnac-Darty (亿欧元)	-2%	0%	0%	-2%	-1%
	电子3C电商平台	Uniflora (亿欧元), 截至11月	0%	5%	-1%	-9%	-13%
	小家电品牌商	SEB Group (亿欧元)	3%	0%	-3%	-4%	0%
	消费电子制造商	西门子 (亿欧元)	16%	11%	18%	9%	6%
	商超/大卖场	Walmart (亿美元), 截至1月	2%	8%	9%	7%	3%
	商超/大卖场	Costco (亿美元), 截至2月	16%	15%	8%	6%	9%
	综合货品零售商	Target (亿美元)	4%	3%	3%	1%	2%
	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元), 截至1月	4%	9%	11%	18%	9%
	综合货品零售商	美元树 (亿美元), 截至1月	7%	7%	8%	9%	5%
	连锁百货	梅西百货 (亿美元), 截至1月	14%	-1%	-4%	-5%	-7%
	电子/家电零售商	诺德斯特龙 (亿美元), 截至1月	19%	12%	-3%	-4%	-11%
北美地区	家居建材零售商	Bestbuy (亿美元), Q4到1月	-9%	-13%	-11%	-10%	-10%
	家居建材零售商	特德 (亿美元), 截至1月	-7%	-17%	-21%	-23%	-1%
	家居建材零售商	Home Depot (亿美元)	4%	7%	6%	1%	1%
	家居建材零售商	Lowes (亿美元)	-3%	0%	2%	7%	0%
	家居建材零售商	NEWELL (亿美元)	4%	-6%	-19%	-19%	-25%
	家居用品零售商	Bed Bath & Beyond (亿美元), 截至1月	-22%	-25%	-28%	-33%	-32%
	体育/户外用品零售商	ACADEMY SPORTS & OUTDOORS	-7%	-6%	-6%	0%	2%
	食品零售商	Kroger (亿美元), 截至1月	8%	9%	7%	5%	1%
	食品零售商	艾伯森 (亿美元), 截至2月	10%	9%	9%	4%	2%
	电商平台	Amazon (亿美元)	7%	7%	15%	9%	7%
	电商平台	Shopify (亿美元)	22%	16%	22%	26%	19%
	消费电子制造商	Apple (亿美元)	9%	2%	8%	-5%	2%
	家用电器制造商	惠而浦 (亿美元)	-8%	-4%	-13%	-15%	-9%
	家用电器制造商	飞利浦 (亿美元)	2%	-1%	4%	10%	1%
	家用电器制造商	海格特洛伊家电 (亿美元), 截至1月	14%	-6%	10%	-11%	-22%
家用电器制造商	Spectrum (亿美元)	6%	-30%	-1%	-6%	-6%	
家用电器制造商	A.O.史密斯 (亿美元)	27%	12%	-4%	-6%	-7%	
全地形车制造商	北极星 (亿美元)	0%	8%	19%	1%	0%	
扫地机制造商	iRobot (亿美元)	-4%	-30%	-37%	-21%	-22%	
家居建材制造商	史丹利百得 (亿美元)	20%	16%	9%	0%	-4%	
消费电子制造商	三星电子 (十亿美元)	19%	21%	4%	-8%	-16%	
消费电子制造商	索尼 (十亿美元)	2%	2%	16%	13%	29%	
消费电子制造商	Rinnai (十亿美元)	-7%	12%	5%	27%	19%	
家用电器制造商	伊莱克斯 (亿美元)	4%	11%	14%	1%	0%	
消费电子制造商	Kenwood (十亿美元)	11%	12%	44%	27%	1%	

数据来源：彭博、开源证券研究所

8.4 出口改善：建议关注2023H2下游渠道商回补库存机会

非线性测算，预计美国家电、家居、电子和家装零售商渠道2023Q3库存回归正常区间，结束主动去库存周期

关键假设：

- (1) 参考美国2008-2009年去库存周期，库销比从1.92→1.73，大约下降0.2pct。在本轮去库存中，库销比从高点1.71开始回落，目前的渠道库存仍在高位，在渠道商调整库销比过程中我们预计库销比有望继续回落。因此，假设库销比自22M12起每个月下降0.02，下降到1.51为止。
- (2) 根据上市公司前瞻和彭博一致预期，2023H1整体需求差于2023H2，因此假设2023H1北美需求同比保持4%下降，2022M7起需求同比保持3%下降。
- (3) 历史渠道健康水平为260-280亿美元，乐观假设库存水平回落至该区间为主动去库存周期结束。
- (4) 去库结果：预计2023Q3渠道库存回归正常区间，由于本次终端需求相对疲弱，整体去库周期长于2008-2009年。

去库周期主线下建议关注：新宝股份（目前已有部分回补库存，乐观预期2023Q2外销回到同期水平，2023H2或恢复正增长）、苏泊尔

表30：非线性测算下预计美国家电、家居、电子和家装零售商渠道2023Q3库存回归正常区间

(亿美元)	22M1	22M2	22M3	22M4	22M5	22M6	22M7	22M8	22M9	22M10	22M11	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	23M12
零售商库销比	1.53	1.57	1.65	1.62	1.66	1.71	1.67	1.66	1.65	1.58	1.59	1.68	1.66	1.64	1.62	1.60	1.58	1.56	1.54	1.52	1.51	1.51	1.51	1.51
零售库存	294	308	326	325	327	334	327	323	315	305	300	309	306	309	307	308	299	292	292	287	279	283	276	270
零售商销售额	192	196	197	201	197	195	196	194	191	193	189	184	184	188	189	193	189	187	190	189	185	187	183	179
零售商进货额	199	211	215	200	200	202	189	190	183	184	184	193	181	191	187	194	180	181	190	183	178	191	177	172
终端销售额yoy	-1%	7%	-2%	-1%	-2%	-4%	-4%	-2%	-5%	-5%	-3%	-2%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
渠道进货额yoy	-1%	9%	6%	-3%	-2%	-2%	-9%	-6%	-11%	-9%	-5%	-5%	-9%	-9%	-13%	-3%	-10%	-10%	1%	-4%	-3%	4%	-4%	-11%

目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 **看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会**
- 10 投资建议及风险提示

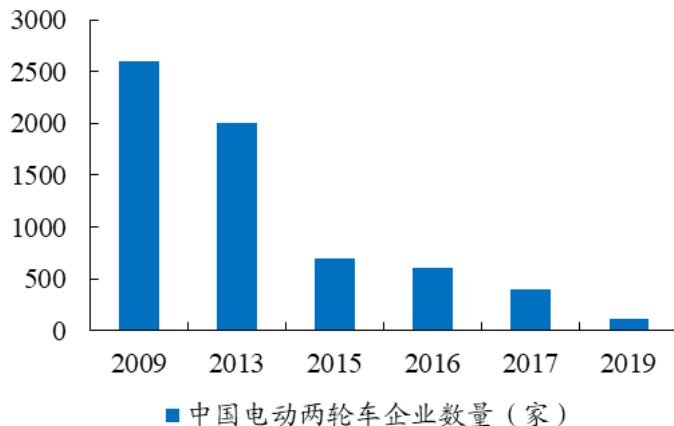
我们认为两轮车行业短期看国内市场，国内逻辑主要在于（1）龙头公司集中度持续提升实现销售扩容；（2）产品持续优化升级牵引利润提升。

■ 行业集中度会持续提升主要基于：

- （1）国内新国标加速供给出清：行业CR5市占率由2019年的50%提升至2021年的73%；
- （2）2023年龙头公司会在腰部价格带推出性价比较高的产品挤压杂牌市场份额；通过3月渠道跟踪了解看爱玛推出的特价车对同价格带的杂牌具有较强的竞争力。
- （3）两轮车行业90%都是经销模式，线下为主，渠道为王。龙头雅迪/爱玛近几年渠道扩张迅速，截至2022年末雅迪门店达到3万5家左右，爱玛3万家左右。2023年两家公司进一步发力门店建设，爱玛预估门店扩张15%，雅迪门店建设预估达到4万家。而行业里二梯队的新日、台铃门店均不到2万家，渠道差异造就了龙头核心壁垒之一，同时也会加速行业市场份额向龙头集中。

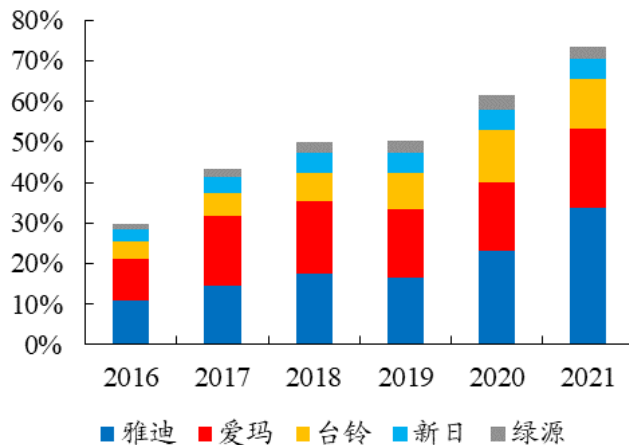
参考白电空调的竞争格局，我们判断未来两轮车行业CR2集中度也有望达到70%左右

图86：《新国标》监管趋严，电动两轮车行业出清加快



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图87：头部品牌市占率稳步提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

- 龙头公司调结构落地顺畅，单车盈利大幅提升：2022年两轮车行业以持续升级中高端产品占比，牵引ASP及单台利润提升为主旋律，主流公司2022年单台利润均大幅提升。
- 展望2023年，推新品+调结构+推性价比高的车型阻击低价格带市场依然是头部公司贯穿全年的策略打法。我们认为爱玛/雅迪2023年调结构驱动单台利润提升逻辑有望延续，预估雅迪2023年单台利润165元/台（2022年为156元/台），爱玛单台利润178元/台左右（2022年为173元/台左右）。
- 长期看雅迪控股目标指引净利率10%+，未来行业格局优化稳定后我们认为爱玛科技也有望达到10%+的净利率水平。

表31：雅迪控股2022产品结构调整顺畅下单车利润提升明显

	2021H1	2021H2	2021	2022H1	2022H2	2022
收入（百万元）	12383	14604	26987	14063	17023	31085.92
归母净利润（百万元）	589	780	1369	899	1262	2161.09
两轮车总销量（万台）	577	809	1386	614	787	1401
整体出厂价（元/台）	2146.10	1805.19	1947.11	2290.39	2163.01	2218.84
单车利润（元/台）	102.08	96.42	98.77	146.42	160.37	154.25

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

表32：爱玛科技2022产品优化升级叠加综合运营效率的提升致单车利润大幅提升

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022
收入（百万元）	4586.63	4851.03	7790.60	3573.95	20802.21
归母净利润（百万元）	317.48	372.44	686.56	496.95	1873.43
两轮车总销量（万台）	240	255	405	177	1077
整体出厂价（元/台）	1911	1902	1924	2016	1931
单车利润（元/台）	132.28	146.05	169.52	280.33	173.91

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

两轮车行业中长期看海外市场：“油改摩”驱动下市场扩容可期

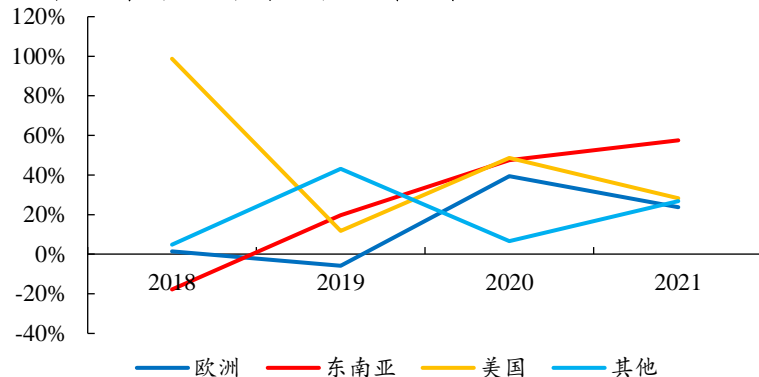
- 补贴减税+激励计划，“油改电”政策助力东南亚市场。在全球碳中和背景下，东南亚各国大力发展电动两轮车市场，推行以旧换新、减免电动车税收等措施，持续助力“油改电”。加之禁摩令的实施，将有力推动电动车市场快速发展。
- 鼓励充电设备铺设，加快推动电动两轮车的普遍适用性。菲律宾、泰国等地区均出台新政策，对充电桩投资项目实行税率补贴或减免计划，为未来电动车市场的快速发展奠定了基础。
- 我国向东南亚市场出口的两轮车具有较高性价比优势。

表33：东南亚各国大力推行电动车产业扶持政策

国家	时间	具体内容
泰国	2020	对摩托车依照二氧化碳排放量征税，调整税率至3%、5%、9%、18%标准；电动摩托车税率为1%
	2022	对售价不超过150,000泰铢的电动摩托车，补贴18,000泰铢/辆（2022-2025年），且对符合条件的电动车减征或免征关税（2022-2023年），下调消费税税率
印度	2021	到2025年将150cc以下的摩托车全部转换为电动车；将电动摩托车的补贴从每千瓦时电池容量1万卢比提高到1.5万卢比，并将最高补贴从车辆售价的20%改为40%
越南	2021	在2030年禁止摩托车上路，河内市、胡志明市计划在2025年全面禁摩
印尼	2021	在2050年之前全面停止销售燃油车，届时只允许电动汽车和电动摩托车注册上路。
柬埔寨	2022	运输部已携手联合国开发署（UNDP）等，以加快在全国兴建充电站和充电桩，引进性价比更高的充电摩托车、三轮车等。已制定碳中和长期发展战略，致力于到2050年将电动摩托车数量提高至7050辆

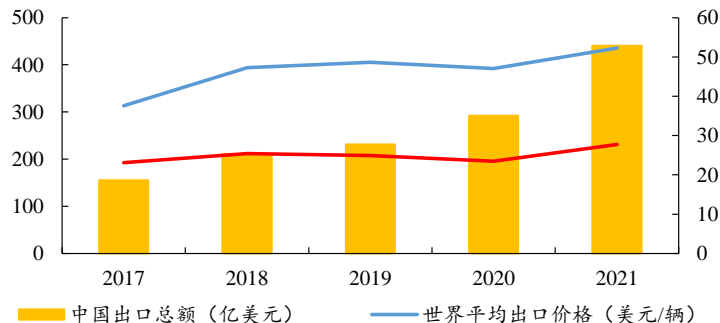
资料来源：中国国际贸易促进委员会官网、汽车资讯网、立鼎产业研究网、开源证券研究所

图88：中国出口东南亚增速连年提升



数据来源：中国国际贸易促进委员会官网、开源证券研究所

图89：中国电动两轮车出口价格优势突显

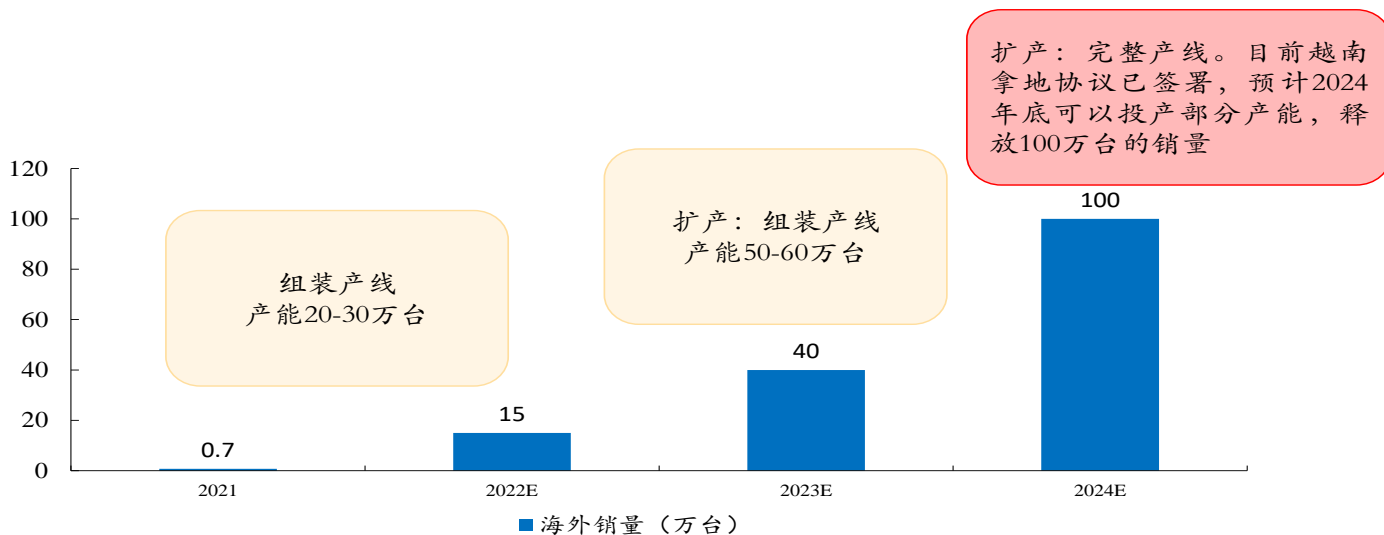


资料来源：中国国际贸易促进委员会官网、开源证券研究所

中长期看海外市场：“油改摩”驱动下市场扩容可期

- 放眼两轮车行业，雅迪控股率先在东南亚布局产线及渠道。公司当前在海外市场积极推进产线及渠道布局，为未来钠电产品的开拓奠定基础。（1）产能端：2024-2025预计实现成熟产线产能200万台。当前越南产线主要是组装产能（产能50万台左右），完整产线预计于2023年底开工建设（建设资金已在2022年5月通过融资解决），2024年底投产。（3）销售渠道布局端：越南销售渠道直接同工厂对接。目前专卖店大概100多个，网点约几百个。泰国和印尼目前采用和当地知名企业合作形式。

图90：雅迪控股已在海外建立产线

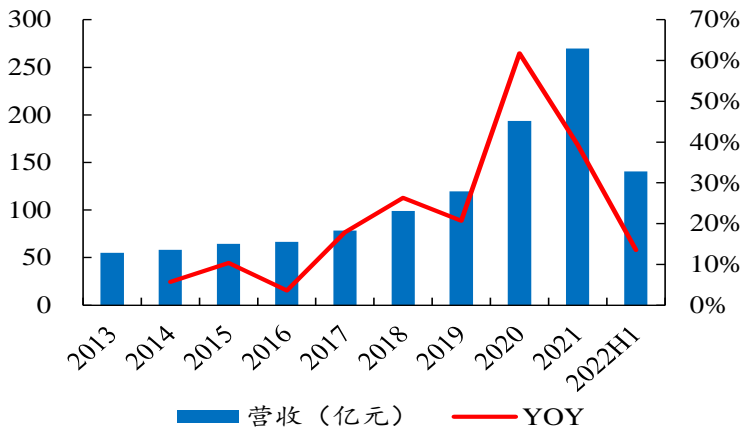


资料来源：公司公告、开源证券研究所

受益标的电动两轮车龙头公司雅迪控股

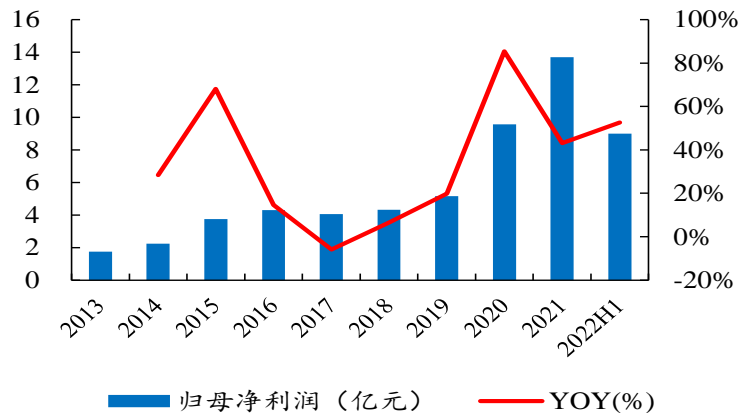
- **营收规模稳健增长，新国标落地后增速再上新台阶。**2013-2021，雅迪控股营收与归母净利润分别实现从55.09亿元至269.67亿元、1.74亿元至13.69亿元的飞速增长，CAGR分别为21.96%和29.41%。其中：2017归母净利润下降主要系公司在价格战中调整定价策略以促进销量、抢占市场，导致电动踏板车及电动自行车的平均售价下降，外加销售成本增加；2018营收同比上涨主要系管理层实施成功的营销及品牌策略使雅迪的电动两轮车需求日增；2020营收和归母净利润上涨主要系新国标出台带来的短期市场扩容，个性化短途出行需求增加；2022H1营收和归母净利润同比增长主要系消费需求上升及分销网络扩张、产品结构优化改善带来出厂价提升，外加电池端的外延申降本增效综合拉动毛利率的提升所致。

图91：新国标后雅迪控股营收增速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图92：新国标落地+内生产品优化催生雅迪控股业绩持续增长



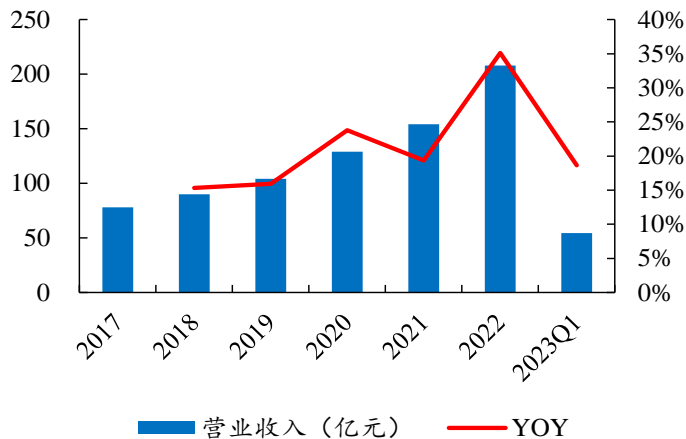
数据来源：Wind、开源证券研究所

9.1 电动两轮车行业：海内外双轮驱动，未来成长可期

受益标的电动两轮车龙头公司爱玛科技

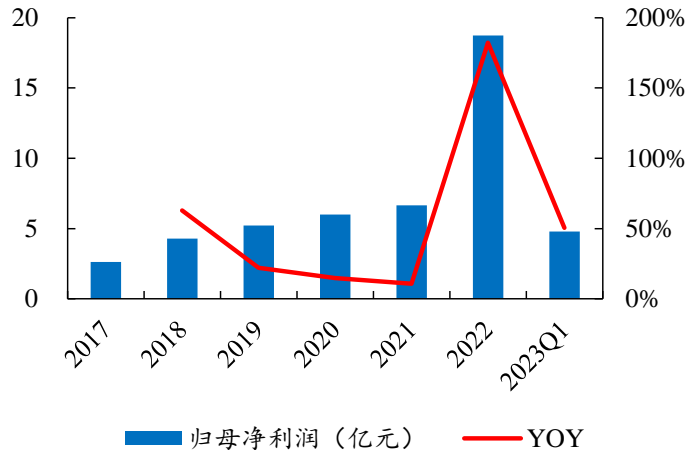
- **量价齐升，业绩加速增长。**2022年公司实现营业收入208.02亿元，同比+35.09%，实现归母净利润18.73亿元，同比+182.14%，实现扣非归母净利润17.97亿元，同比+191.68%。2022全年动销良好，量价齐升，业绩呈现加速增长态势。
- **展望2023：看好公司销量持续双位数增长，盈利水平稳中有升。**销量方面：2023仍处新国标换购的红利期预计行业销量仍有低双位数的增长，同时公司延续积极拓渠道模式（2023预计门店扩张增长15%）外加终端门店以迭代优良品清杂牌，我们判断2023公司市占率会进一步提升，销量预计仍有双位数以上的增长。盈利方面：2023年公司延续产品推新策略，新品销量占比不低于30%，同时继续优化升级产品结构，强化高毛利的高中部产品占比，看好产品升级迭代下牵引ASP及单车利润的提升。

图93：2022公司营收同比+35.09%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图94：2022公司归母净利润同比+182.14%，盈利高增



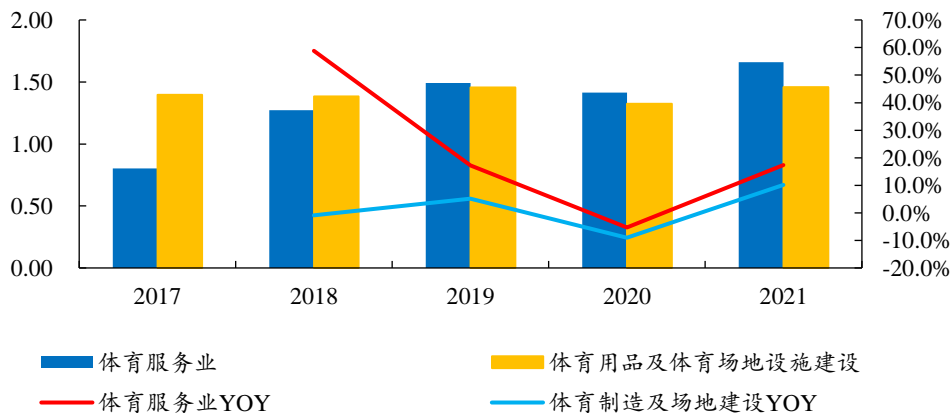
数据来源：Wind、开源证券研究所

9.2 体育制造：政策暖风频吹，行业有望受益加速扩容

体育制造行业规模于2021年起加速扩容。2017-2021年体育服务业CAGR为19.93%；2017-2021年以体育用品及体育场地设施建设为主的体育制造业CAGR为1.1%。但自2021年起，体育制造端产业扩容开始提速，同比增速10.2%。对应的是在2021年国家印发《全民健身计划(2021-2025年)》以及国家体育总局发布《“十四五”体育产业发展规划》。截止至今，梳理体育制造行业政策的来看，政策目标主要为加强体育基础设施建设、加强健身人群渗透率等，体现出对体育制造端的扶植。

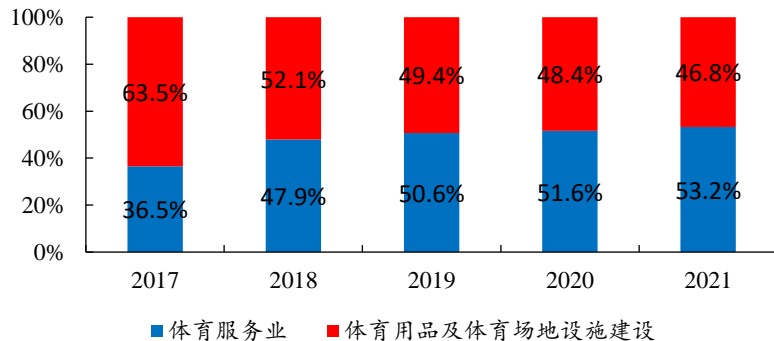
2022年国家及地方政府针对全面健身、农村体育、户外运动等多方面发布扶植政策，我们认为在政策暖风频吹下，体育制造及场地建设细分赛道或加速扩容。行业规模方面，2021年《全民健身计划2021-2025年》提出到全国体育产业总规模将达到5万亿元，对应2021-2025年CAGR为12.54%。

图95：体育产业历年产出值拆分，体育制造赛道加速扩容（单位：万亿）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图96：体育服务业产出值占比超过50%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

9.2 体育制造：政策暖风频吹，行业有望受益加速扩容

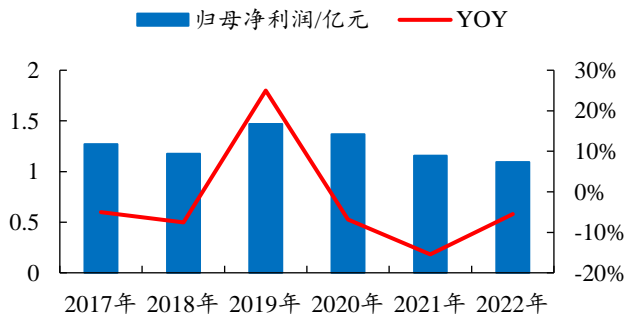
体育制造受益标的：舒华体育

舒华体育：产品+渠道双重发力，2023多因素共振成长可期

公司为国内领先的健身器材制造商，为北京奥运会、冬奥会官网健身器材供应商。2022&2023Q1公司营收及业绩因疫情扰动承压，2022营收13.5亿元（-13.5%），归母净利润1.09亿元（-5.5%）。2023Q1公司营收 2.5 亿元（-8.8%），归母净利润1146.4万元（+8.9%）。

展望舒华体育 2023 年发展，分渠道看：（1）经销渠道，截止 2022 年底，公司已发展经销商 240 余家，2023 年渠道或受益于公司对经销商队伍的激励和扶植力度加大及新品推出的节奏加快。（2）直销渠道，2022 年公司凭借全产品生产布局及“软件+器材销售+上门服务”完备服务体系，突破医院、军警等各类销售场景，军警司系统项目储备量同增超 35%。2023 年渠道收入增量或主要来源于储备订单项目的放量及行业政策暖风频吹下，公司相关项目招投标提速。同时，在第十九届杭州亚运会即将召开的背景下，公司作为体育制造赛道龙头产品曝光度也会随之增加，利好公司发展。业绩层面看，公司或将持续受益于原材料成本下行叠加控费持续推进，盈利能力修复逻辑通顺，业绩有望实现亮眼增长。

图97：2022年舒华体育业绩因疫情扰动承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图98：舒华体育渠道布局完善



资料来源：公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 影响可选消费五大因素及观点概述
- 2 业绩端：家电、轻工、纺服2022年报及2023一季报概述
- 3 看好方向一：二季度电商旺季以及中高端改善
- 4 看好方向二：主打高性价比品牌
- 5 看好方向三：地产链二季度反弹机会
- 6 看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头以及低估值低库存
- 7 看好方向五：白电、黑电龙头
- 8 看好方向六：受益出口改善相关标的
- 9 看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会
- 10 **投资建议及风险提示**

10.1 投资建议

基于上文分析，我们提出七个看好方向，建议重点关注以下公司：

表34：建议关注白电、黑电龙头；地产链反弹等七大方向受益标的

	证券代码	公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				EPS			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
家用电器	002959.SZ	小熊电器	买入	132.12	3.86	5.04	5.91	6.80	34.23	26.21	22.36	19.43	2.47	3.23	3.79	4.36
	603868.SH	飞科电器	买入	311.24	8.23	11.12	13.78	16.85	37.82	27.99	22.59	18.47	1.89	2.55	3.16	3.87
	1070.HK	TCL电子	买入	91.02	11.84	4.47	10.53	13.76	7.69	20.36	8.64	6.62	0.47	0.18	0.42	0.55
	688169.SH	石头科技	买入	292.13	11.83	15.03	17.71	20.72	24.69	19.44	16.50	14.10	12.63	16.04	18.90	22.11
	000333.SZ	美的集团	买入	3885.11	295.54	335.16	369.43	405.29	13.15	11.59	10.52	9.59	4.21	4.77	5.26	5.77
	600690.SH	海尔智家	买入	2036.71	147.11	170.29	195.75	223.16	13.84	11.96	10.40	9.13	1.56	1.80	2.07	2.36
	002508.SZ	老板电器	买入	241.05	15.72	20.09	22.41	24.53	15.33	12.00	10.76	9.83	1.66	2.12	2.36	2.58
	605336.SH	帅丰电器	买入	31.00	2.14	2.64	3.06	3.38	14.48	11.74	10.13	9.17	1.16	1.43	1.66	1.83
	002677.SZ	浙江美大	买入	70.94	4.52	5.21	5.77	6.23	15.69	13.62	12.29	11.39	0.70	0.81	0.89	0.96
	300894.SZ	火星人	买入	109.06	3.15	4.55	5.70	6.84	34.62	23.97	19.13	15.94	0.77	1.11	1.39	1.67
300911.SZ	亿田智能	买入	40.03	2.10	2.56	3.02	3.54	19.06	15.64	13.25	11.31	1.95	2.39	2.81	3.29	
轻工制造	603529.SH	爱玛科技	买入	323.10	18.73	24.23	30.28	36.57	17.25	13.33	10.67	8.84	3.26	4.22	5.27	6.36
	1585.HK	雅迪控股	买入	539.23	2.38	7.01	9.03	10.78	226.57	76.92	59.72	50.02	0.08	0.23	0.29	0.35
	603833.SH	欧派家居	买入	670.07	26.88	32.66	38.77	45.21	24.93	20.52	17.28	14.82	4.41	5.36	6.37	7.42
	002572.SZ	索菲亚	买入	170.70	10.64	13.50	16.08	18.71	16.04	12.64	10.62	9.12	1.17	1.48	1.76	2.05
	603180.SH	金牌厨柜	买入	52.68	2.77	4.20	5.18	6.36	19.02	12.54	10.17	8.28	1.80	2.72	3.36	4.12
	603801.SH	志邦家居	买入	101.90	5.37	6.38	7.46	8.76	18.98	15.97	13.66	11.63	1.72	2.05	2.39	2.81
	603816.SH	顾家家居	买入	304.35	18.12	21.39	24.82	28.83	16.80	14.23	12.26	10.56	2.20	2.60	3.02	3.51
	603008.SH	喜临门	买入	96.97	2.38	7.01	9.03	10.78	40.74	13.83	10.74	9.00	0.61	1.81	2.33	2.78
	001323.SZ	慕思股份	买入	136.12	7.09	8.55	10.35	12.12	19.20	15.92	13.15	11.23	1.77	2.14	2.59	3.03
	605007.SH	五洲特纸	买入	68.65	2.05	5.77	7.65	7.92	33.49	11.90	8.97	8.67	0.51	1.44	1.91	1.98
	002078.SZ	太阳纸业	买入	310.49	28.09	32.08	37.14	42.20	11.05	9.68	8.36	7.36	1.01	1.15	1.33	1.51
	002511.SZ	中顺洁柔	买入	157.43	3.50	6.27	7.76	9.97	44.98	25.11	20.29	15.79	0.26	0.47	0.58	0.75
	001322.SZ	箭牌家居	买入	178.35	5.92	7.45	8.88	10.70	30.11	23.94	20.08	16.67	0.61	0.77	0.92	1.11
	002925.SZ	盈趣科技	买入	130.06	7.08	9.27	12.29	15.75	18.36	14.03	10.58	8.26	0.91	1.18	1.57	2.01
	6969.HK	思摩尔国际	买入	556.81	25.10	24.31	30.39	36.47	22.18	22.90	18.32	15.27	0.41	0.40	0.50	0.60
	605299.SH	舒华体育	买入	50.70	1.09	1.44	1.76	2.15	46.32	35.21	28.80	23.58	0.27	0.35	0.43	0.52

10.1 投资建议

基于上文分析，我们提出七条投资主线，建议重点关注以下公司：

(续上表34)

	证券代码	公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			EPS				
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
纺织服装	2020.HK	安踏体育	买入	2601.76	75.90	82.59	104.87	127.94	34.28	31.50	24.81	20.34	2.68	2.92	3.70	4.52
	1368.HK	特步国际	买入	234.67	9.22	11.17	13.61	17.10	25.46	21.01	17.24	13.72	0.35	0.42	0.52	0.65
	1361.HK	361度	买入	83.95	7.47	7.65	8.71	9.89	11.24	10.97	9.64	8.49	0.36	0.37	0.42	0.48
	002832.SZ	比音勒芬	买入	199.75	7.28	9.42	11.40	13.69	27.45	21.20	17.52	14.59	1.27	1.65	2.00	2.40
	002154.SZ	报喜鸟	买入	91.21	4.59	6.16	7.38	8.78	19.88	14.81	12.36	10.39	0.31	0.42	0.51	0.60
	600398.SH	海澜之家	买入	309.28	21.55	23.11	27.01	30.28	14.35	13.38	11.45	10.21	0.50	0.54	0.63	0.70
	002563.SZ	森马服饰	买入	177.27	6.37	10.42	13.12	15.52	27.83	17.01	13.51	11.42	0.24	0.39	0.49	0.58
	603877.SH	太平鸟	买入	120.45	1.85	6.96	8.69	11.26	65.20	17.31	13.86	10.70	0.39	1.46	1.82	2.36
	002674.SZ	兴业科技	买入	33.16	1.51	2.11	2.65	3.17	22.02	15.71	12.51	10.46	0.52	0.72	0.91	1.09
	300577.SZ	开润股份	买入	36.66	0.47	1.50	2.08	2.70	78.23	24.44	17.63	13.58	0.20	0.63	0.87	1.13
	300918.SZ	南山智尚	买入	44.60	1.87	2.34	3.15	3.60	23.89	19.09	14.15	12.37	0.52	0.65	0.88	1.00
	002293.SZ	罗莱生活	买入	109.27	5.74	7.61	8.96	10.26	19.05	14.36	12.20	10.65	0.68	0.91	1.07	1.22
	3709.HK	赢家时尚	未评级	80.26	3.82	6.79	8.10	10.47	20.99	11.81	9.91	7.67	0.54	0.97	1.15	1.49
	300888.SZ	稳健医疗	买入	248.01	16.51	15.45	17.56	0.77	15.03	16.05	14.12	322.92	3.87	3.62	4.12	0.18
003010.SZ	若羽臣	未评级	22.79	0.34	0.36	0.57	0.77	67.53	62.79	39.92	29.68	0.28	0.30	0.47	0.63	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TCL电子单位为港元，赢家时尚、若羽臣盈利预测采取万得一致预测数据，其余标的采用开源证券预测数据。

风险提示：宏观疫情扰动风险、海外需求持续疲弱、市场竞争加剧等。

分析师声明

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。

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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（underperform）	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（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

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，具备证券投资咨询业务资格。

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：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

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券