

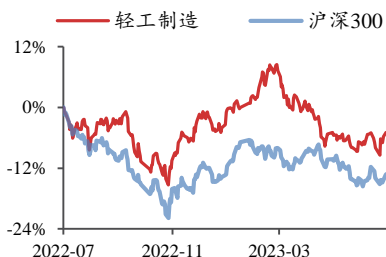
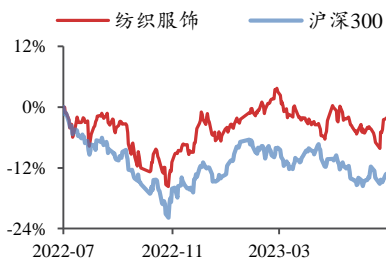
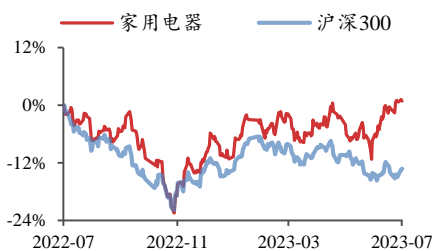
可选消费

2023年07月05日

投资评级：看好（维持）

——行业投资策略

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《可选消费行业 2023 中期投资策略-看好可选消费二季度业绩复苏》-2023.5.10

《扫地机器人系列报告(2):2023 年开启以价换量元年—行业深度报告》-2023.1.28

《扫地机器人系列报告(1):行业投资逻辑梳理-国内以价换量元年,海外需求企稳回升—行业深度报告》-2023.1.16

海外去库周期或接近尾声,建议关注优质企业外销底部反转机会

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

● 越南疫情+海运供应链紧张+外需转弱为本轮高库存的主要诱因

2021年下半年海外库存见底回升,2022年下半年外需转弱情况下库存到达历史高位。复盘本轮海外高库存主要有以下原因:(1)2021Q3越南疫情导致供应链混乱。疫情积压的订单在2022Q4-2023Q1集中出货,堆高下游品牌库存。(2)2021年海运供应链紧张,2022年担忧供应链问题重演,部分下游客户为保证供货稳定,于2022Q1开始提前备货,进一步堆高库存。(3)2022Q2后需求走弱背景下海外进入主动去库周期中,具体表现为下游库存回落以及中国出口数据走弱。家电为例2022Q2-Q4绝大部分品类出口数量同比较大幅度下滑。从海外上市公司财报也能得到验证,2022Q3库存规模达历史高位,2022Q4开始环比下降。

● 宏观复盘库存周期:多指标释放企稳信号,美国去库周期或达尾声

多指标释放企稳信号,随着去库周期接近尾声中国对美出口增速或将迎来拐点:(1)对美出口增速触底回升大多位于被动去库以及主动补库存阶段,本轮被动补库+主动去库周期已达2年左右时间,持续时间已达到历史高位,随着PMI显现企稳迹象,去库周期或接近尾声。(2)当前美国批发商/零售商库存比同比已进入下行周期,复盘历史作为领先1-2个季度指标,中国对美出口增速或逐步改善。(3)2023年5月美国中小企业增加库存计划指数录得-2%,环比提升,或潜在反映中小企业主动去库有见底趋势。(4)2023年5月美国PMI客户库存环比提升0.1pct,5月上漲幅度有所收窄且来到历史高位,或逐步见顶。

● 中微观视角看库存周期:零售商去库阶段性收效,可选细分出口呈改善趋势

中观层面,美国家具家电零售库存规模见顶回落,2023M3-M4库存同比由正转负,同比分别-4.63%/-7.58%,去库动作逐步收效。从出口数据上看2021H2部分家电细分品类增速回落,与美国PMI回落契合,2023Q3-Q4主动去库周期下绝大部分品类均较大幅度下滑,而当前时点来看2023年3-5月呈现改善趋势。微观层面,2023Q1绝大部分欧美零售商库存同比回落,此外渠道商营收增长稳健。依循“渠道商动销稳定/改善+库存回落→渠道商补库,品牌商收入改善/库存回落→品牌商补库,出口代工企业收入改善”过程,随着渠道商收入稳健/库存回落,结合宏观数据企稳,我们判断将逐步传导至品牌出海/出口代工企业营收端改善。

● 本轮库存周期下相关优质弹性标的

(1)家电行业:自有品牌出海推荐石头科技、安克创新。出口代工推荐新宝股份、美的集团,受益标的比依股份。(2)纺服行业:出口代工推荐华利集团、申洲国际。(3)轻工行业:自有品牌出海推荐致欧科技、共创草坪。出口代工推荐嘉益股份、瑞尔特、乐歌股份,受益标的海象新材。

● 风险提示:美国经济超预期回落;中美贸易风险;本轮去库情况与历史背离等。

目 录

1、 本轮海外高库存起因：越南疫情+海运供应链紧张+外需转弱	3
2、 本轮主动去库周期或已接近尾声，出口增速有望见底回升	5
2.1、 宏观复盘库存周期：PMI 企稳+批发商/零售商库销比高位回落或反映美国已处主动去库周期尾声	5
2.2、 中观库存/外销数据跟踪	7
2.2.1、 当前时点来看美国家具家电零售库存绝对规模由高点回落	7
2.2.2、 当前时点来看细分品类出口数量延续改善趋势	8
2.3、 微观数据跟踪（海外渠道/品牌商财报）：海外零售商库存同比回落，去库阶段性收效	9
3、 家电/轻工/纺服出口企业梳理	11
3.1、 家电行业：欧美市场为主，2022 年出口代工企业营收压力相对较高	11
3.2、 纺服行业出口：欧美占比较高，外销毛利率高于内销	12
3.3、 轻工行业出口：出口代工为主，保温杯赛道表现相对亮眼	12
4、 本轮库存周期下相关优质弹性标的	13
5、 风险提示	13

图表目录

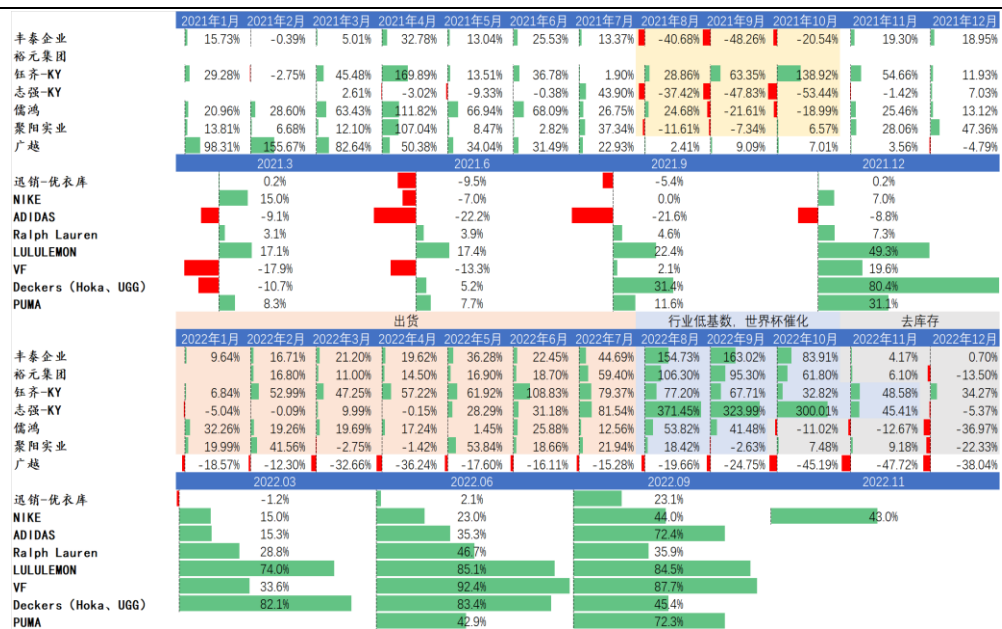
图 1： 2021Q3-Q4 制造企业订单普遍下滑，2021Q4-2022Q1 积压订单集中出货致出货高增	3
图 2： 美东航线 2022Q2 以来拥堵情况加剧	4
图 3： 欧洲航线 2022 年拥堵情况未有明显缓解	4
图 4： 2022Q2-Q4 绝大部分细分品类出口数量同比较大大幅度下滑，或反映海外从被动补库周期进入主动去库周期	4
图 5： 2021Q3 起北美地区上市公司库存规模环比走高，2022Q4 规模环比普遍下降。欧洲地区上市公司库存规模保持相对平稳	5
图 6： 本轮被动补库+主动去库周期已经历 2 年时间，PMI 逐步企稳或释放出口增速触底回升信号	6
图 7： 批发商/零售商库销比同比数据领先对美出口数据 1-2 个季度	6
图 8： 2023 年 5 月美国中小企业增加库存计划指数环比提升，主动去库或有见底趋势	7
图 9： 2023 年 5 月美国 PMI 客户库存上涨幅度有所收窄且达历史高位，或逐步见顶	7
图 10： 美国家具家电零售库存规模环比下降，2023M3-M4 同比由正转负	8
图 11： 零售商减少进库数量为本轮库存回落主要因素	8
图 12： 2015-2016 年美国去库周期中家电出口增速大部分月度呈同比回落趋势	8
图 13： 2023 年 5 月大部分家电出口品类延续改善趋势	9
图 14： 2023Q1 绝大部分欧美零售商库存同比回落	9
图 15： 2023Q1 渠道商营收增长稳健	9
图 16： 2023Q1-2023Q3E 欧美渠道商整体收入端保持平稳	10
图 17： 部分品牌商收入端数据有所改善，AOS、伊莱克斯等	10
图 18： 家电出口企业以欧美市场为主，2022 年出口代工企业外销营收普遍承压明显，品牌出海企业维持相对稳定 ...	11
图 19： 纺服出口企业欧美占比较高，外销毛利率高于内销	12
图 20： 轻工行业以出口代工为主，保温杯赛道表现相对亮眼	13
表 1： 本轮库存周期下相关优质弹性标的	13

1、本轮海外高库存起因：越南疫情+海运供应链紧张+外需转弱

2021年下半年海外库存见底回升，2022年下半年外需转弱情况下库存到达历史高位。复盘本轮海外高库存我们认为主要有以下几点原因：

(1) 2021Q3 越南疫情导致供应链混乱。2021年国际品牌供应链因东南亚疫情管控受损，疫情积压的订单在 2022Q4 以及 2023Q1 集中出货，堆高下游品牌库存。从制造企业月度数据可以看出，2021Q3 南越产能占比较高的制造企业订单同比大幅下滑（黄色），2021Q4 及 2022Q1 出货显著增长（橘色），2022Q4 开始出现下滑。丰泰以耐克为主要大客户，以丰泰为例，其季度收入增速大幅提升时耐克季度库存周转天数提升。

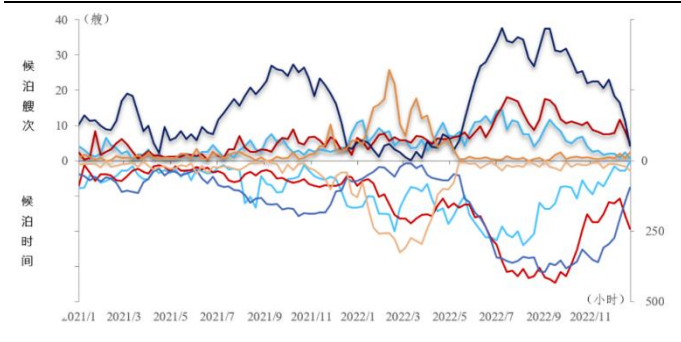
图1：2021Q3-Q4 制造企业订单普遍下滑，2021Q4-2022Q1 积压订单集中出货致出货高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

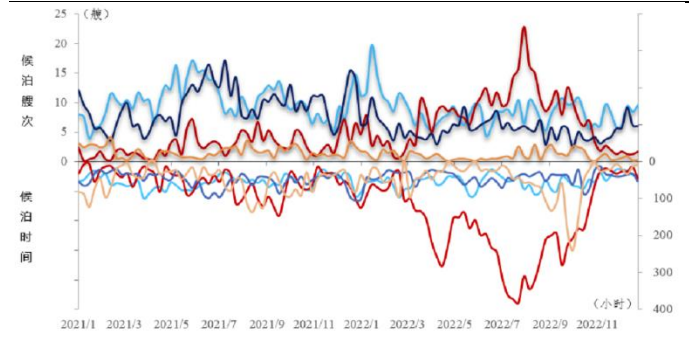
(2) 2021 年海运供应链紧张导致有效海运运力下降，2022 年担忧供应链问题重演，下游客户提前备货。2021 年美国港口效率低、终端卡车司机紧张、铁路周转差等问题导致美国港口拥堵，海运运输周期从 25 天上升至 2-3 个月。2022 年年初市场对海运供应链仍有担忧，一方面是欧洲港口拥堵问题尚未明显缓解（根据上海国际航运研究中心报告，2022 年日均在港/候泊/在泊时间较 2021 年同比增速分别为 14.2%/50.3%/4.8%），另一方面美西劳工谈判不确定性，拥堵由美西向美东传导。因此部分企业为保证后续供货稳定，于 2022Q1 开始提前备货，堆高库存。

图2：美东航线 2022Q2 以来拥堵情况加剧



资料来源：上海国际航运研究中心、航运评论公众号

图3：欧洲航线 2022 年拥堵情况未有明显缓解



资料来源：上海国际航运研究中心、航运评论公众号

(3) 2022Q2 后欧美受前期经济刺激政策下需求前置、地缘政治风险、经济通胀等影响需求逐渐走弱，需求走弱背景下海外从被动补库进入主动去库周期中。2021Q2-2022Q1 部分品类出口数量同比下滑或表现为需求没有此前旺盛但下游客户未主动减少进库数量(即被动补库周期)。主动去库周期中下游渠道/品牌商主动减少进库数量，表现为库存回落以及中国出口数据走弱。家电为例，从海关总署数据上看 2022Q2-Q4 绝大部分细分品类出口数量同比较大幅度下滑(普遍呈红色或深红)。从海外特别是北美地区上市公司财报也能得到验证，2021Q3 起库存规模环比提升，2022Q4 库存规模环比下降。

图4：2022Q2-Q4 绝大部分细分品类出口数量同比较大幅度下滑，或反映海外从被动补库周期进入主动去库周期

出口数量同比增速	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
电扇	5.8%	-8.1%	-9.3%	-1.4%	-3.4%	-7.2%	-8.5%	0.3%	7.1%	5.8%	1.7%	-3.6%	2.8%	-6.4%	38.2%	15.2%	22.3%
空调	5.0%	3.8%	-11.0%	-12.9%	-19.1%	-33.3%	-12.4%	-16.5%	-4.0%	-24.9%	-12.8%	-22.5%	1.5%	-13.8%	-4.5%	1.2%	-0.4%
冰箱	-9.3%	-12.9%	-9.9%	-10.6%	-17.9%	-22.7%	-21.7%	-23.2%	-34.7%	-39.9%	-37.4%	-37.2%	-15.4%	-20.8%	-8.2%	3.3%	21.1%
洗衣机	-12.0%	-15.5%	-22.2%	-28.3%	-18.0%	-16.1%	16.3%	8.2%	11.3%	5.0%	2.1%	9.1%	13.0%	17.7%	45.2%	57.7%	57.3%
微波炉	-2.9%	-3.7%	-4.1%	13.9%	0.2%	-14.1%	-23.9%	-23.2%	-36.6%	-34.9%	-27.7%	-30.7%	-19.6%	-6.5%	2.2%	-14.1%	4.8%
LCD电视	14.7%	-1.6%	-0.3%	17.3%	28.2%	28.0%	30.4%	21.3%	5.5%	-5.9%	2.0%	-3.7%	7.5%	3.5%	25.3%	6.8%	2.3%
电炒锅	-14.3%	-31.7%	-1.8%	-25.4%	-9.2%	-16.4%	-0.4%	-10.5%	2.8%	2.1%	10.0%	-23.8%	1.2%	8.9%	27.1%	29.6%	52.4%
电吹风机	10.9%	-11.7%	21.3%	12.3%	22.8%	1.7%	2.0%	-19.5%	1.7%	-8.5%	-12.8%	-14.5%	-20.3%	-14.7%	27.8%	6.2%	6.6%
电磁炉	8.9%	-20.5%	-14.6%	2.1%	22.1%	32.6%	15.3%	41.1%	7.6%	-8.6%	3.9%	-17.3%	-15.4%	-6.1%	19.2%	-0.2%	15.4%
电动剃须刀	4.8%	-17.3%	-6.2%	-6.6%	3.2%	4.8%	-1.6%	0.5%	-2.6%	-10.3%	-7.5%	-3.4%	-7.3%	9.3%	70.6%	29.7%	9.8%
电饭锅	8.0%	-4.9%	0.0%	-2.3%	10.9%	11.8%	9.8%	1.2%	14.8%	11.1%	0.3%	-11.9%	-14.1%	2.4%	21.0%	7.2%	-5.7%
电烤箱	-11.2%	-27.2%	-11.8%	-6.0%	-26.6%	-34.2%	-16.9%	-36.2%	-45.8%	-50.1%	-41.4%	-41.5%	-24.7%	-43.8%	-0.4%	-18.5%	-6.8%
电空气加热器	20.7%	-8.8%	-22.6%	-14.3%	35.9%	56.2%	46.0%	4.3%	-18.6%	-30.9%	-29.3%	-36.4%	-21.4%	-32.3%	8.3%	5.9%	0.1%
电热干手器	-29.4%	-5.3%	8.4%	-25.9%	-9.4%	15.2%	-11.6%	12.4%	-21.3%	-25.8%	-19.0%	-21.2%	42.1%	-51.6%	84.2%	55.9%	29.2%
电热水壶	-12.2%	-26.4%	-12.1%	-17.4%	-2.6%	-17.5%	-11.4%	-9.5%	-1.0%	-20.0%	0.0%	-2.5%	9.4%	5.5%	14.2%	42.7%	18.2%
电熨斗	13.4%	-19.2%	9.3%	27.4%	13.1%	-1.6%	20.6%	-2.8%	3.0%	4.0%	-0.7%	-10.9%	0.1%	-0.1%	50.9%	15.4%	21.5%
干衣机	31.7%	-54.0%	70.8%	6.3%	229.6%	-11.1%	136.2%	53.6%	19.7%	123.6%	48.0%	28.4%	41.1%	125.7%	108.8%	58.1%	32.2%
干燥机	-2.4%	-13.7%	-21.9%	2.5%	48.6%	-2.8%	-4.1%	-6.4%	-3.6%	-16.2%	-20.8%	-19.4%	-8.3%	14.1%	38.2%	5.0%	-31.4%
咖啡机和电茶壶	8.6%	-17.3%	-4.7%	22.3%	2.9%	-6.0%	-3.4%	-21.2%	-23.5%	-28.0%	-25.5%	-27.3%	-17.1%	-30.4%	14.0%	-13.1%	2.9%
气体净化器	-34.7%	-53.2%	-39.6%	-22.3%	-35.6%	-32.1%	-32.2%	-43.5%	-48.3%	-53.6%	-32.1%	-40.5%	-37.5%	-49.7%	-10.6%	-16.7%	-5.0%
水净化器	-13.2%	-17.9%	-9.5%	0.6%	-11.1%	1.8%	-3.8%	-8.1%	-27.6%	-19.5%	-0.8%	-24.2%	-2.4%	-15.9%	25.8%	0.4%	28.3%
吸尘器	-14.4%	-26.7%	-18.6%	-21.6%	-28.8%	-29.4%	-12.6%	-27.7%	-27.2%	-37.9%	-20.2%	-32.2%	-15.1%	-20.6%	11.2%	12.4%	3.4%
饮水机	-13.8%	-7.8%	-9.0%	5.0%	-10.1%	-24.9%	-0.2%	4.9%	-13.6%	-21.7%	-16.8%	-19.8%	-11.4%	-9.0%	13.0%	11.1%	25.4%
滴液式咖啡机	0.4%	-22.3%	-12.7%	26.7%	-12.1%	-17.5%	-13.0%	-36.4%	-37.4%	-46.9%	-43.3%	-36.4%	-19.6%	-42.3%	-5.2%	-10.8%	-3.7%
泵压式咖啡机	24.0%	-7.7%	-11.1%	20.7%	16.0%	1.4%	1.6%	-9.1%	-32.0%	-50.7%	-55.8%	-52.9%	-46.7%	-48.6%	0.4%	-39.3%	-22.1%
蒸馏渗透式咖啡机	-39.9%	-63.3%	-52.9%	-17.9%	-11.6%	0.3%	-29.5%	-22.4%	-1.3%	-28.6%	-59.0%	-3.1%	-30.8%	-48.3%	17.7%	-15.5%	3.4%
其他电咖啡机或茶壶	12.7%	-13.4%	16.4%	21.6%	15.4%	5.1%	9.9%	-7.7%	2.4%	13.5%	29.1%	1.8%	3.8%	3.2%	43.3%	1.9%	25.6%
家用自动面包机	-37.3%	-65.8%	-34.8%	-33.4%	-42.7%	-64.3%	-30.1%	-51.4%	-46.9%	-41.8%	-16.4%	-3.6%	-30.5%	26.1%	31.4%	15.9%	27.7%
食品研磨机及搅拌机	-3.0%	-25.3%	-15.9%	-13.9%	-19.8%	-30.2%	-26.7%	-36.5%	-36.3%	-40.8%	-38.3%	-22.0%	-13.1%	-28.8%	24.1%	3.3%	17.6%
片式烤面包机(多士炉)	-6.3%	-20.8%	-10.4%	8.9%	-12.0%	-22.7%	-26.7%	-42.1%	-35.5%	-47.6%	-37.8%	-33.8%	-19.2%	-47.8%	5.8%	-18.8%	-5.8%
水果或蔬菜的榨汁器	-7.4%	-46.6%	-8.6%	-8.5%	-12.4%	-17.6%	-8.8%	-17.6%	-7.0%	-25.1%	-30.5%	-16.2%	1.2%	23.1%	68.3%	47.0%	57.7%
其他家用手工工具	4.1%	-15.6%	9.4%	-10.0%	5.0%	-9.8%	3.8%	-14.6%	-13.3%	-21.3%	-14.6%	-4.9%	-4.0%	-27.2%	39.7%	26.0%	6.3%
其他家用电器	7.5%	-11.3%	1.6%	18.0%	2.1%	5.8%	7.6%	-21.0%	-15.4%	-20.4%	-23.9%	-21.7%	-25.0%	-30.5%	11.3%	-21.7%	-12.8%
电烤箱	-29.5%	-36.5%	-18.7%	-32.0%	-34.6%	-39.9%	-38.1%	-42.1%	-45.3%	-51.3%	-40.6%	-33.0%	-23.1%	-28.3%	-4.2%	5.1%	17.4%
未列名制冷设备	35.8%	-2.2%	10.3%	21.9%	4.0%	-16.1%	-17.2%	-19.7%	-8.9%	-26.6%	-32.8%	-35.4%	-4.8%	-6.6%	38.8%	-6.1%	17.4%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

图5：2021Q3起北美地区上市公司库存规模环比走高，2022Q4规模环比普遍下降。欧洲地区上市公司库存规模保持相对平稳

整体库存规模	整体库存规模	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	库存规模趋势
欧洲地区	CECONOMY (亿欧元)	35.1	34.4	31.1	36.1	36.2	33.8	31.8	33.5	
	麦德龙 (亿欧元)	20.1	20.2	19.6	22.2	23.4	26.1	24.6	24.6	
	UniEuro (亿欧元)	3.7	4.9	4.4	5.4	4.6	4.9	4.3	5.0	
北美地区	Walmart (亿美元)	463.8	477.5	574.8	565.1	612.3	599.2	647.1	565.8	
	Costco (亿美元)	139.8	142.2	169.4	164.9	176.2	179.1	185.7	160.8	
	Target (亿美元)	105.4	112.6	149.6	139.0	150.8	153.2	171.2	135.0	
	达乐公司 (亿美元)	51.0	52.8	53.0	56.1	60.9	69.4	71.4	67.6	
	美元树 (亿美元)	36.0	36.7	43.2	43.7	48.0	54.2	56.6	54.5	
	梅西百货 (亿美元)	42.3	43.0	61.4	43.8	49.6	46.1	64.0	46.3	
	诺德斯特龙 (亿美元)	19.6	21.8	28.6	22.9	24.3	24.0	28.8	19.4	
	Bestbuy (亿美元)	57.2	64.2	85.5	59.7	62.6	60.4	72.9	51.4	
	科恩 (亿美元)	2.0	2.2	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4	
	Hamilton Beach	1.6	1.5	1.8	1.8	2.0	2.2	2.4	1.6	
	Home Depot (亿美元)	191.8	189.1	205.8	220.7	253.0	260.9	257.2	248.9	
	Lowe's (亿美元)	183.8	173.2	166.9	176.1	202.4	193.3	198.2	185.3	
	NEWELL (亿美元)	19.0	20.2	21.0	20.9	23.0	25.2	25.3	22.0	
	Bed Bath & Beyond (亿美元)	16.7	15.6	15.9	19.1	17.3	17.6	15.8	14.4	
	Amazon (亿美元)	238.5	241.2	309.3	326.4	349.9	381.5	366.5	344.1	

数据来源：各公司公告、彭博、开源证券研究所

2、本轮主动去库周期或已接近尾声，出口增速有望见底回升

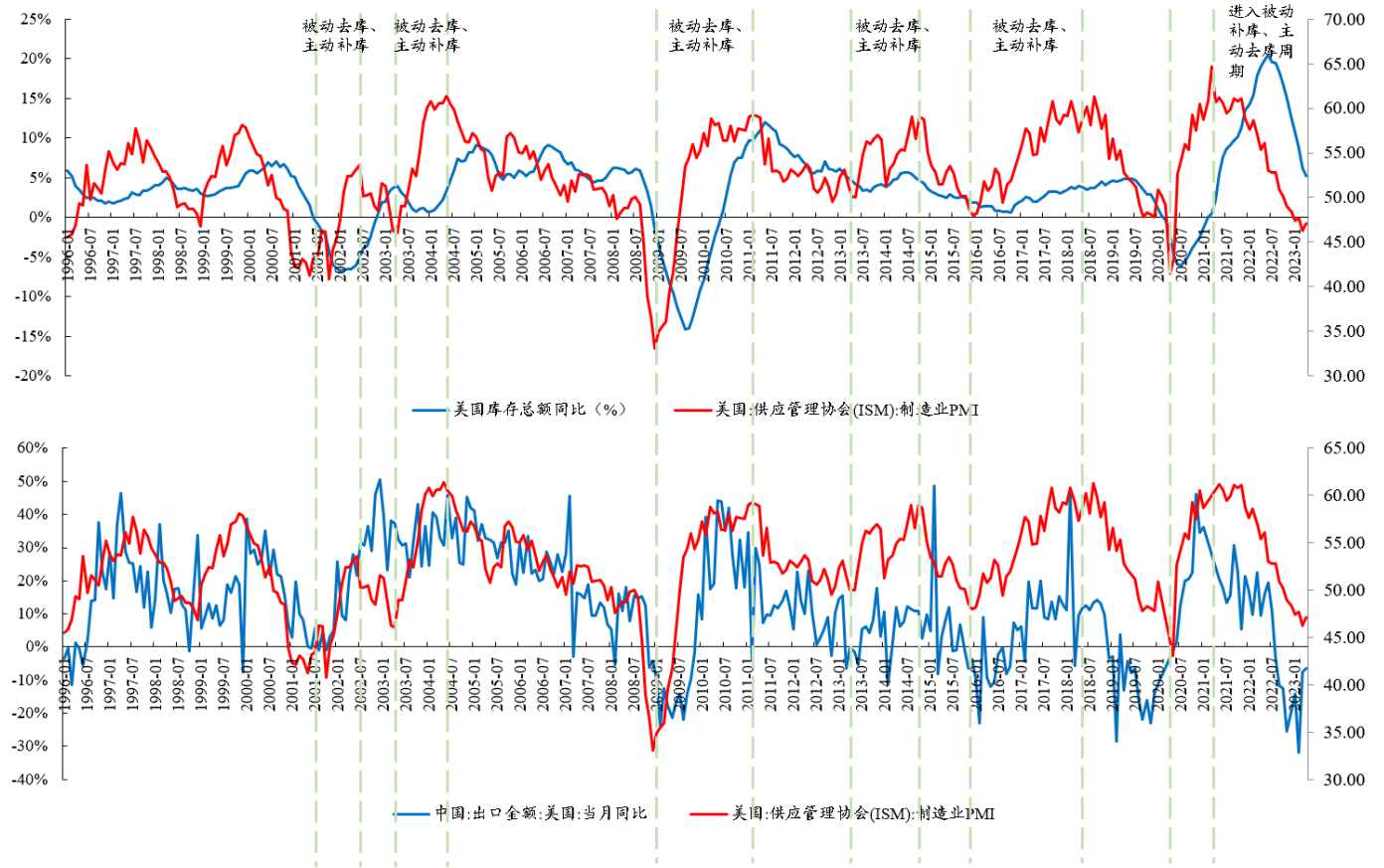
2.1、宏观复盘库存周期：PMI 企稳+批发商/零售商库销比高位回落或反映美国已处主动去库周期尾声

库存周期整体经历“主动补库→被动补库→主动去库→被动去库→主动补库过程”。其中去库表现为库存下降，补库表现为库存上升。复盘历史绝大多数时期处于主动补库或主动去库过程，被动补库和被动去库持续时间较短，此外经济走强时会放大补库周期，经济走弱时则会放大去库周期。

美国作为中国主要出口国，复盘历史库存周期可以发现：

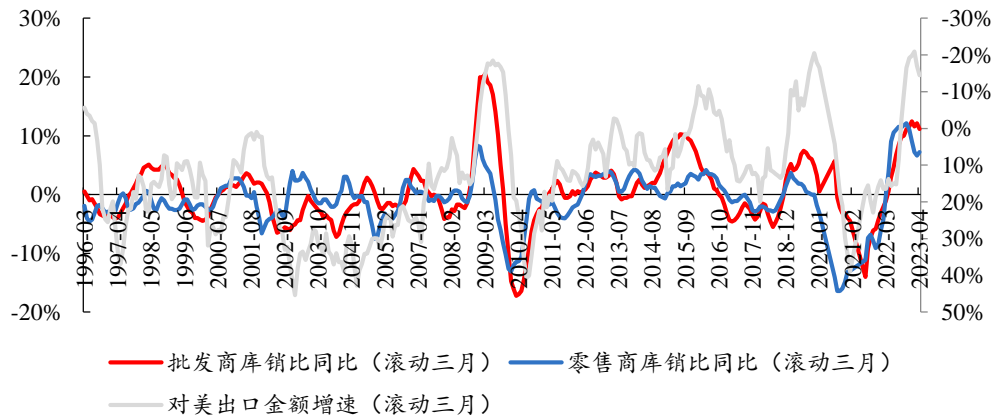
(1) 中国对美国出口增速见顶回落大多位于 PMI 见顶附近，而对美出口增速触底回升大多位于被动去库以及主动补库存阶段。将对美出口增速与美国制造业 PMI 数据进行拟合，可以发现历史上对美出口增速与 PMI 走势趋于同步，PMI 上升周期中对美出口增速亦环比提升，PMI 高位附近对美出口增速亦达到高位。

(2) 历史平均被动去库以及主动补库周期 1-2 年，历史平均被动补库以及主动去库周期 1-2 年。典型被动去库以及主动补库周期分别为“2001Q3-2002Q3”、“2003Q2-2004Q3”、“2009Q1-2010Q4”、“2013Q1-2014Q3”、“2016Q1-2018Q1”、“2020Q2-2021Q1”。从当前 PMI 以及美国库存走势来看，2021Q2-2022Q1 在需求不及此前旺盛的情况下进入被动补库周期（表现为 PMI 下行，库存上行），2022Q2-Q4 在需求明显承压的情况下进入主动去库周期（表现为 PMI 继续下行，但库存下行）。本轮被动补库+主动去库周期已达 2 年左右时间。

图6：本轮被动补库+主动去库周期已经历 2 年时间，PMI 逐步企稳或释放出口增速触底回升信号


数据来源：Wind、开源证券研究所

其次批发商/零售商库存销售比同样与对美出口增速有较强拟合度，具备一定前瞻性。中国出口美国商品一部分进入批发商库存（即分销业务），一部分直接进入零售商库存（四大线下零售以及线上亚马逊等），因此批发商/零售商库存销售比数据一定程度上能够反映当前库存相较于需求的情况从而影响下游的备货预期。若库销比持续提升则可能影响下游备货意愿，库销比持续下降则可能驱动下游增加备货。因此从结果上看可以发现批发商/零售商库销比同比数据领先出口数据 1-2 个季度。当前美国批发商/零售商库销比已进入下行周期。

图7：批发商/零售商库销比同比数据领先对美出口数据 1-2 个季度


数据来源：Wind、开源证券研究所

综合以上指标并结合其他相关指标，我们判断当前美国已进入主动去库周期尾声，进入被动去库以及主动补库周期后对美出口增速将迎来拐点：

(1) 结合 PMI 与库存周期，本轮被动补库+主动去库周期已达 2 年左右时间，持续时间已达到历史高位，随着 PMI 显现企稳迹象，有望进入被动去库和主动补库周期。

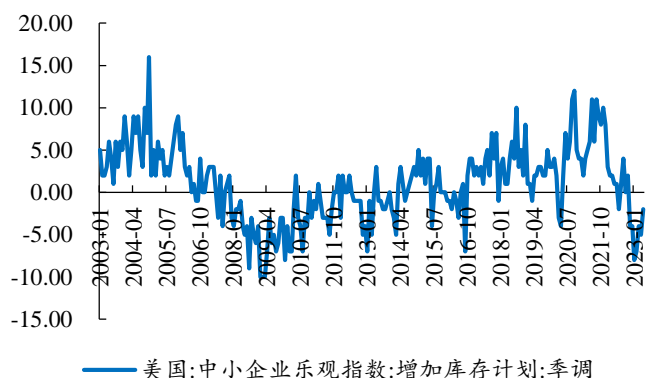
(2) 当前美国批发商/零售商库销比同比已进入下行周期，作为领先 1-2 个季度指标，中国对美出口增速有望逐步改善。

(3) 2023 年 5 月美国中小企业增加库存计划指数录得-2%，环比提升，或潜在反映中小企业主动去库有见底趋势。

(4) 2023 年 5 月美国 PMI 客户库存环比提升 0.1pct。客户库存反映制造业厂商对下游客户库存情况的判断。5 月上漲幅度有所收窄且来到历史高位，或逐步见顶。

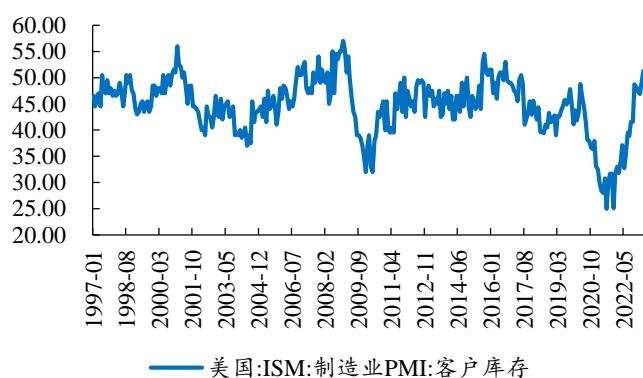
(5) 2023 年 5 月美国 PMI 新订单和自有库存延续回落趋势，符合主动去库特征，其中 PMI 新订单有企稳趋势。自有库存回落主要反映消化前期积压订单。

图8：2023 年 5 月美国中小企业增加库存计划指数环比提升，主动去库或有见底趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023 年 5 月美国 PMI 客户库存上涨幅度有所收窄且达历史高位，或逐步见顶



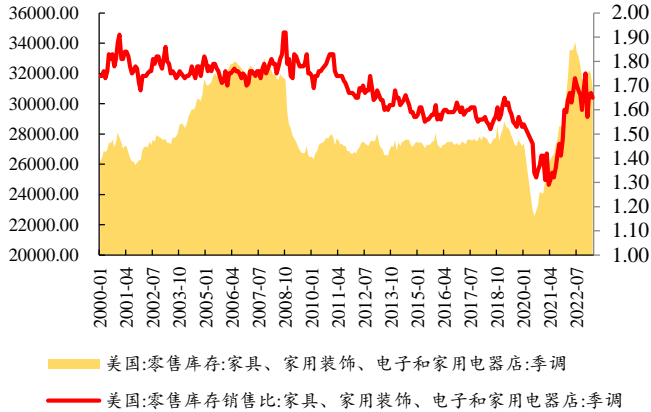
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、中观库存/外销数据跟踪

2.2.1、当前时点来看美国家具家电零售库存绝对规模由高点回落

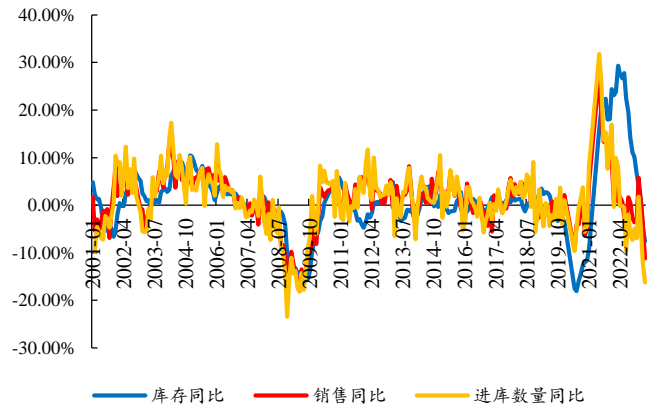
库存绝对值上看，历史库存健康水平 260-280 亿美元，当前库存绝对值见顶回落至 300 亿美元。同比数据上看，2023M3-M4 库存同比由正转负，同比分别 -4.63%/-7.58%，去库动作逐步收敛。回归去库本质，本期库存回落主要为零售商减少进库数量而非终端销售拉动（即主动去库过程），指标上呈现进库数量同比增速低于销售同比增速，海外部分渠道商在 2022Q4 面临去库压力背景下停止了对外采购计划和流程。

图10: 美国家具家电零售库存规模环比下降, 2023M3-M4 同比由正转负



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 零售商减少进库数量为本轮库存回落主要因素



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2.2、当前时点来看细分品类出口数量延续改善趋势

首先观察 2015-2016 年家电细分品类出口增速有所下滑, 与宏观美国处被动补库和主动去库周期相契合, 去库周期整体持续 1 年左右。根据海关总署数据, 电扇、空调、冰箱、洗衣机、LCD 电视、电磁炉、电饭锅、电烤面包机、吸尘器、饮水机、水净化器、咖啡机和电茶壶等家电品类出口数量大部分月度呈同比回落趋势。

图12: 2015-2016 年美国去库周期中家电出口增速大部分月度呈同比回落趋势

出口数量同比增速	2015-03	2015-04	2015-05	2015-06	2015-07	2015-08	2015-09	2015-10	2015-11	2015-12	2016-01	2016-02
电扇	-19.0%	-4.5%	-9.1%	-3.4%	-11.8%	-4.2%	3.6%	-4.5%	-9.3%	6.9%	-7.9%	-16.7%
空调	-20.8%	-9.5%	0.2%	13.5%	-7.7%	-17.6%	-8.8%	-8.6%	-5.1%	14.6%	4.9%	-6.3%
冰箱	-8.7%	-5.3%	1.7%	3.9%	-5.7%	3.7%	-4.2%	5.2%	-7.5%	8.7%	-3.9%	-12.9%
洗衣机	-20.7%	-10.6%	-7.4%	-12.5%	-10.9%	10.1%	0.0%	-2.0%	-14.1%	-2.6%	-6.9%	-6.0%
微波炉	-11.5%	1.0%	-1.5%	-4.0%	-14.0%	-16.2%	-9.3%	-19.5%	-15.9%	-10.6%	-16.1%	-18.4%
LCD电视	-24.8%	-19.0%	-9.8%	12.0%	-3.5%	4.9%	24.2%	12.4%	4.5%	20.7%	9.8%	-13.2%
电炒锅	-33.9%	68.7%	18.6%	67.6%	14.6%	5.2%	107.9%	116.2%	-10.2%	-2.7%	64.1%	-53.8%
电吹风机	-29.6%	-3.1%	6.6%	18.9%	-2.2%	16.6%	7.0%	33.1%	0.3%	0.4%	-3.2%	-32.3%
电磁炉	-53.2%	-37.0%	-34.1%	-28.3%	-15.4%	-4.8%	-15.1%	-15.5%	-23.4%	-12.6%	-13.3%	-44.3%
电动剃须刀	-10.6%	8.7%	2.7%	27.4%	-14.1%	11.6%	1.0%	17.4%	-0.3%	-3.2%	-11.5%	-28.1%
电饭锅	-24.1%	-13.5%	4.2%	-1.0%	-9.2%	-5.7%	7.4%	-7.7%	-11.9%	-4.2%	-2.5%	-39.4%
电烤面包机	-28.4%	-11.5%	-1.1%	8.1%	-11.1%	6.9%	-0.5%	1.3%	-16.0%	3.0%	-13.6%	-43.8%
电气空间加热器	-47.1%	-31.8%	-35.4%	-1.9%	-4.3%	2.0%	-15.1%	10.0%	-40.3%	-30.3%	-16.5%	-38.3%
电热干手器	-37.7%	-31.3%	-41.1%	-30.7%	-18.7%	24.4%	-2.8%	34.3%	-2.3%	35.6%	-13.9%	-56.0%
电热水壶	-22.1%	-31.9%	20.8%	-21.8%	-13.3%	-36.7%	-53.4%	-29.0%	-28.8%	1.5%	-10.6%	-42.7%
电熨斗	-34.1%	-9.1%	-13.8%	0.6%	-15.7%	10.5%	-16.4%	-0.6%	-11.7%	3.8%	-1.8%	-36.2%
干衣机	-40.1%	-55.1%	-5.7%	-51.0%	39.7%	-0.1%	-41.9%	126.3%	72.7%	10.6%	85.9%	-65.3%
干磨机	5.3%	34.3%	14.1%	15.7%	-4.8%	-37.6%	-27.0%	-40.7%	-31.6%	-44.1%	-47.6%	-49.5%
咖啡机和电茶壶	-31.3%	-26.2%	-5.2%	-3.3%	-12.1%	-10.7%	3.4%	-0.4%	-22.9%	13.7%	-3.1%	-37.7%
气体净化器	-43.2%	-45.6%	-33.5%	-36.1%	9.9%	-28.3%	-17.5%	-10.4%	10.3%	-13.9%	-3.3%	-16.3%
水净化器	31.6%	54.1%	18.5%	3.8%	13.8%	-18.1%	27.4%	16.3%	-12.0%	30.7%	-2.8%	-18.5%
吸尘器	-19.8%	-7.0%	-0.6%	4.5%	-9.7%	16.1%	9.7%	4.1%	-13.3%	-0.2%	-9.1%	-19.3%
饮水机	-20.2%	-1.1%	-2.5%	-0.9%	-25.5%	3.3%	-15.3%	-9.6%	-12.5%	-3.7%	1.3%	-33.0%

数据来源: 海关总署、开源证券研究所

2021H2 外销回落, 与美国 PMI 回落契合, 本期去库周期或已经历 2 年左右时间, 2023 年 3-5 月开始呈现改善趋势:

(1) 5 月延续同比正增长的品类: 家用自动面包机、水果蔬菜榨汁机、食品研磨机及搅拌机、电磁炉、其他电咖啡机或茶壶 (含电热水壶)、电气空间加热器、水净化器、饮水机、其他家用手工工具 (含打蛋器等)、电吹风机、电动剃须刀、电热水壶、电熨斗。

(2) 5 月同比增速环比提升的品类: 微波炉、家用自动面包机、水果蔬菜榨汁机、食品研磨机及搅拌机、电磁炉、滴液式咖啡机、泵压式咖啡机、其他电咖啡机或茶壶 (含电热水壶)、水净化器、饮水机、电吹风机、电熨斗。

图13: 2023年5月大部分家电出口品类延续改善趋势

出口数量同比增速	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
电扇	5.8%	-8.1%	-9.3%	-1.4%	-3.4%	-7.2%	-8.5%	0.3%	7.1%	5.8%	1.7%	-3.6%	2.8%	-6.4%	38.2%	15.2%	22.3%
空调	5.0%	3.8%	-11.0%	-12.9%	-19.1%	-33.3%	-12.4%	-16.5%	-4.0%	-24.9%	-12.8%	-22.5%	1.5%	-13.8%	-4.5%	1.2%	-0.4%
冰箱	-9.3%	-12.9%	-9.9%	-10.6%	-17.9%	-22.7%	-21.7%	-23.2%	-34.7%	-39.9%	-37.4%	-37.2%	-15.4%	-20.8%	-8.2%	3.3%	21.1%
洗衣机	-12.0%	-15.5%	-22.2%	-28.3%	-18.0%	-16.1%	16.3%	8.2%	11.3%	5.0%	2.1%	9.1%	13.0%	17.7%	45.2%	57.7%	57.3%
微波炉	-2.9%	-3.7%	-4.1%	13.9%	0.2%	-14.1%	-23.9%	-23.2%	-36.6%	-34.9%	-27.7%	-30.7%	-19.6%	-6.5%	2.2%	-14.1%	4.8%
LCD电视	14.7%	-1.6%	-0.3%	17.3%	28.2%	28.0%	30.4%	21.3%	5.5%	-5.9%	2.0%	-3.7%	7.5%	3.5%	25.3%	6.8%	2.3%
电炒锅	-14.3%	-31.7%	-1.8%	-25.4%	-9.2%	-16.4%	-0.4%	-10.5%	2.8%	2.1%	10.0%	-23.8%	1.2%	8.9%	27.1%	29.6%	52.4%
电吹风	10.9%	-11.7%	21.3%	12.3%	22.8%	1.7%	2.0%	-19.5%	1.7%	-8.5%	-12.8%	-14.5%	-20.3%	-14.7%	27.8%	6.2%	6.6%
电磁炉	8.9%	-20.5%	-14.6%	2.1%	22.1%	32.6%	15.3%	41.1%	7.6%	-8.6%	3.9%	-17.3%	-15.4%	-6.1%	19.2%	-0.2%	15.4%
电动剃须刀	4.8%	-17.3%	-6.2%	-6.6%	3.2%	4.8%	-1.6%	0.5%	-2.6%	-10.3%	-7.5%	-3.4%	-7.3%	9.3%	70.6%	29.7%	9.8%
电饭煲	8.0%	-4.9%	0.0%	-2.3%	10.9%	11.8%	9.8%	1.2%	14.8%	11.1%	0.3%	-11.9%	-14.1%	2.4%	21.0%	7.2%	-5.7%
电烤箱	-11.2%	-27.2%	-11.8%	-6.0%	-26.6%	-34.2%	-16.9%	-36.2%	-45.8%	-50.1%	-41.4%	-41.5%	-24.7%	-43.8%	-0.4%	-18.5%	-6.8%
电空气加热器	20.7%	-8.8%	-22.6%	-14.3%	35.9%	56.2%	46.0%	4.3%	-18.6%	-30.9%	-29.3%	-36.4%	-21.4%	-32.3%	8.3%	5.9%	0.1%
电热干手器	-29.4%	-5.3%	8.4%	-25.9%	-9.4%	15.2%	-11.6%	12.4%	-21.3%	-25.8%	-19.0%	-21.2%	42.1%	-51.6%	84.2%	55.9%	29.2%
电热水壶	-12.2%	-26.4%	-12.1%	-17.4%	-2.6%	-17.5%	-11.4%	-9.5%	-1.0%	-20.0%	0.0%	-2.5%	9.4%	5.5%	14.2%	42.7%	18.2%
电熨斗	13.4%	-19.2%	9.3%	27.4%	13.1%	-1.6%	20.6%	-2.8%	3.0%	4.0%	-0.7%	-10.9%	0.1%	-0.1%	50.9%	15.4%	21.5%
干衣机	31.7%	-54.0%	70.8%	6.3%	229.6%	-11.1%	136.2%	53.6%	19.7%	123.6%	48.0%	28.4%	41.1%	125.7%	108.8%	58.1%	32.2%
干衣机	-2.4%	-13.7%	-21.9%	2.5%	48.6%	-2.8%	-4.1%	-6.4%	-3.6%	-16.2%	-20.8%	-19.4%	-8.3%	14.1%	38.2%	5.0%	-31.4%
咖啡机和电茶壶	8.6%	-17.3%	-4.7%	22.3%	2.9%	-6.0%	-3.4%	-21.2%	-23.5%	-28.0%	-25.5%	-27.3%	-17.1%	-30.4%	14.0%	-13.1%	2.9%
空气净化器	-34.7%	-53.2%	-39.6%	-22.3%	-35.6%	-32.1%	-32.2%	-43.5%	-48.3%	-53.6%	-32.1%	-40.5%	-37.5%	-49.7%	-10.6%	-16.7%	-5.0%
净水器	-13.2%	-17.9%	-9.5%	0.6%	-11.1%	1.8%	-3.8%	-8.1%	-27.6%	-19.5%	-0.8%	-24.2%	-2.4%	-15.9%	25.8%	0.4%	28.3%
吸尘器	-14.4%	-26.7%	-18.6%	-21.6%	-28.8%	-29.4%	-12.6%	-27.7%	-27.2%	-37.9%	-20.2%	-32.2%	-15.1%	-20.6%	11.2%	12.4%	3.4%
饮水机	-13.8%	-7.8%	-9.0%	5.0%	-10.1%	-24.9%	-0.2%	4.9%	-13.6%	-21.7%	-16.8%	-19.8%	-11.4%	-9.0%	13.0%	11.1%	25.4%
滴滤式咖啡机	0.4%	-22.3%	-12.7%	26.7%	-12.1%	-17.5%	-13.0%	-36.4%	-37.4%	-46.9%	-43.3%	-36.4%	-19.6%	-42.3%	-5.2%	-10.8%	-3.7%
泵压式咖啡机	24.0%	-7.7%	-11.1%	20.7%	16.0%	1.4%	1.6%	-9.1%	-32.0%	-50.7%	-55.8%	-52.9%	-46.7%	-48.6%	0.4%	-39.3%	-22.1%
蒸汽摩卡式咖啡机	-39.9%	-63.3%	-52.9%	-17.9%	-11.6%	0.3%	-29.5%	-22.4%	-1.3%	-28.6%	-59.0%	-3.1%	-30.8%	-48.3%	17.7%	-15.5%	3.4%
其他电咖啡机或茶壶	12.7%	-13.4%	16.4%	21.6%	15.4%	5.1%	9.9%	-7.7%	2.4%	13.5%	29.1%	1.8%	3.8%	3.2%	43.3%	1.9%	25.6%
家用自动面包机	-37.3%	-65.8%	-34.8%	-33.4%	-42.7%	-64.3%	-30.1%	-51.4%	-46.9%	-41.8%	-16.4%	-3.6%	-30.5%	26.1%	31.4%	15.9%	27.7%
食品研磨机及搅拌机	-3.0%	-25.3%	-15.9%	-13.9%	-19.8%	-30.2%	-26.7%	-36.5%	-36.3%	-40.8%	-38.3%	-22.0%	-13.1%	-28.8%	24.1%	3.3%	17.6%
片状烤面包机(多士炉)	-6.3%	-20.8%	-10.4%	8.9%	-12.0%	-22.7%	-26.7%	-42.1%	-35.5%	-47.6%	-37.8%	-33.8%	-19.2%	-47.8%	5.8%	-18.8%	-5.8%
水果及蔬菜的榨汁器	-7.4%	-46.6%	-8.6%	-8.5%	-12.4%	-17.6%	-8.8%	-17.6%	-7.0%	-25.1%	-30.5%	-16.2%	1.2%	23.1%	68.3%	47.0%	57.7%
其他家用手工工具	4.1%	-15.6%	9.4%	-10.0%	5.0%	-9.8%	3.8%	-14.6%	-13.3%	-21.3%	-14.6%	-4.9%	-4.0%	-27.2%	39.7%	26.0%	6.3%
其他家用电动器具	7.5%	-11.3%	1.6%	18.0%	2.1%	5.8%	7.6%	-21.0%	-15.4%	-20.4%	-23.9%	-21.7%	-25.0%	-30.5%	11.3%	-21.7%	-12.8%
电烤箱	-29.5%	-36.5%	-18.7%	-32.0%	-34.6%	-39.9%	-38.1%	-42.1%	-45.3%	-51.3%	-40.6%	-33.0%	-23.1%	-28.3%	-4.2%	5.1%	17.4%
未列名制冷设备	35.8%	-2.2%	10.3%	21.9%	4.0%	-16.1%	-17.2%	-19.7%	-8.9%	-26.6%	-32.8%	-35.4%	-4.8%	-6.6%	38.8%	-6.1%	17.4%

数据来源: 海关总署、开源证券研究所

2.3、微观数据跟踪(海外渠道/品牌商财报): 海外零售商库存同比回落, 去库阶段性收效

从库存表现上看, 2023Q1 绝大部分欧美零售商库存同比回落, 沃尔玛、Costco、Bestbuy、Target、Amazon、CECONOMY、汉美驰、诺德斯特龙等零售商去库阶段性收效, 2022Q4-2023Q1 库存规模出现同比回落, 去库阶段性收效。相反地松下、西门子等品牌商库存恢复相对滞后。分品类来看, 伊莱克斯、德龙、Spectrum 小家电品牌商库存有所下降。

从营收表现上看, 品牌商营收承压, 渠道商终端销售数据稳定。整体表现为 Sell out 数据优于 Sell in 数据, 渠道商可以通过减少进库数量以及促销活动清理库存, 对应库存情况为品牌商库存恢复滞后, 零售商库存率先改善。品牌商和以零售商为主的出口企业以及代工企业收入改善需等渠道商/品牌商进入补库周期。

图14: 2023Q1 绝大部分欧美零售商库存同比回落

地区/品牌	品牌/零售商	库存同比变化 (%)					
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	
欧洲地区零售商	CECONOMY (亿欧元)	3%	-2%	2%	-7%	-15%	
	麦德龙 (亿欧元)	17%	29%	25%	11%	13%	
	电子30电商平台	24%	-1%	-1%	-7%		
	商超/大卖场	Walmart (亿美元)	32%	25%	13%	0%	-7%
	商超/大卖场	Costco (亿美元)	26%	26%	10%	-2%	
	综合货品零售商	Target (亿美元)	43%	36%	14%	-3%	-16%
	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元)	19%	31%	35%	20%	
	综合货品零售商	美元树 (亿美元)	33%	48%	31%	25%	
	连锁百货	梅西百货 (亿美元)	17%	7%	4%	6%	
	连锁百货	诺德斯特龙 (亿美元)	24%	10%	1%	-15%	
北美地区零售商	电子/家电零售商	Bestbuy (亿美元)	9%	-6%	-15%	-14%	
	电子/家电零售商	科恩 (亿美元)	26%	18%	-1%	-2%	
	小家电零售商	Hamilton Beach	19%	47%	38%	-15%	-33%
	美国消费品零售商	NEWELL (亿美元)	21%	25%	20%	6%	-2%
	家居建材零售商	Home Depot (亿美元)	32%	38%	25%	13%	0%
	家居建材零售商	Lowe's (亿美元)	10%	12%	19%	5%	-4%
	家居建材零售商	NEWELL (亿美元)	21%	25%	20%	6%	-2%
	家居用品零售商	Bed Bath & Beyond (亿美元)	3%	13%	-1%	-25%	
	电商平台	Amazon (亿美元)	47%	58%	18%	5%	-2%
	亚太地区零售商	商超/大卖场	日本永旺集团 (十亿美元)	2%	4%	9%	12%
综合货品零售商		乐天百货公司 (十亿美元)	16%	18%	18%	-1%	-7%
德国工业企业, 含博世家电		博世有限公司 (80B IN)	33%		0%		10%
品牌商	瑞典家电企业	伊莱克斯 (亿美元)	53%	54%	47%	19%	-7%
	日本数码家电企业	松下 (十亿美元)	36%	44%	44%	33%	14%
	德国工业企业, 含西门子家电	西门子 (亿欧元)	27%	20%	20%	15%	14%
	意大利咖啡机企业	De'Longhi 德隆 (亿欧元)	67%	48%	14%	-28%	-33%
	日本消费电子制造商	Kenwood (十亿美元)	31%	42%	33%	25%	22%
	土耳其家用电器品牌商	Silverline (百万TRY)	73%	105%	96%	34%	35%
	美国小家电品牌商	Spectrum (亿美元)	-1%	-10%	39%	8%	-27%
	美国厨热品牌商	A.O.史密斯 (亿美元)	56%	49%	47%	15%	3%

数据来源: 彭博、开源证券研究所

图15: 2023Q1 渠道商营收增长稳健

地区/品牌	品牌/零售商	营收同比变化 (%)					
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	
欧洲地区	消费电子零售商	CECONOMY (亿欧元)	16%	6%	1%	3%	6%
	商超/大卖场	家乐福 (亿欧元)	9%	26%	15%	-16%	9%
	商超/大卖场	麦德龙 (亿欧元)	24%	27%	12%	7%	10%
	电子30电商平台	Foxe Duty (亿欧元)	-2%	0%	0%	-2%	0%
	电子30电商平台	UnitEuro (亿欧元)	0%	5%	-1%	-9%	-2%
	小家电品牌商	SEB Group (亿欧元)	3%	0%	-3%	-4%	-5%
	消费电子制造商	西门子 (亿欧元)	16%	11%	18%	9%	14%
	商超/大卖场	Walmart (亿美元)	2%	8%	9%	7%	8%
	商超/大卖场	Costco (亿美元)	16%	15%	8%	6%	4%
	综合货品零售商	Target (亿美元)	4%	3%	3%	1%	2%
北美地区	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元)	4%	9%	11%	18%	9%
	综合货品零售商	美元树 (亿美元)	7%	7%	8%	9%	6%
	电商平台	Amazon (亿美元)	7%	7%	15%	9%	9%
	电商平台	Shopify (亿美元)	22%	16%	22%	26%	25%
	消费电子制造商	Apple (亿美元)	9%	2%	8%	-5%	-3%
	消费电子制造商	惠而浦 (亿美元)	-8%	-4%	-13%	-15%	-6%
	家用电器制造商	飞利浦 (亿美元)	2%	-1%	4%	10%	6%
	家用电器制造商	海伦特海伊美 (亿美元)	14%	-6%	10%	-11%	-17%
	热水器制造商	Spectrum (亿美元)	6%	-30%	-1%	-6%	-10%
	扫地机器人制造商	A.O.史密斯 (亿美元)	27%	12%	-4%	-6%	-1%
亚太地区	全地形车制造商	北极星 (亿美元)	0%	8%	19%	1%	11%
	智能家居制造商	iRobot (亿美元)	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%
	家居建材制造商	史丹利百得 (亿美元)	20%	16%	9%	0%	-12%
	消费电子制造商	三星电子 (十亿美元)	19%	21%	4%	-8%	-18%
	消费电子制造商	索尼 (十亿美元)	2%	2%	16%	13%	35%
	消费电子制造商	松下 (十亿美元)	14%	10%	20%	14%	10%
	家用电器制造商	Rinnai (十亿美元)	-7%	12%	5%	27%	20%
	家用电器制造商	伊莱克斯 (亿美元)	4%	11%	14%	1%	9%
	消费电子制造商	Kenwood (十亿美元)	11%	12%	44%	27%	2%

数据来源: 彭博、开源证券研究所

依循“渠道商动销稳定/改善+库存回落→渠道商补库→品牌商收入改善/库存回落→品牌商补库，出口代工企业收入改善”过程，随着渠道商收入稳健/库存回落，结合前述宏观数据改善，我们判断将逐步传导至品牌出海/出口代工企业营收端改善。2023Q1 沃尔玛、Costco、Amzon、Shopify 等零售商 2023Q1 营收规模平稳增长，库存保持同比回落趋势。此外根据彭博一致预测，2023Q2-Q3E 沃尔玛、Costco、Amzon、Shopify 等零售商收入规模或保持正增长趋势。**品牌侧层面**，伊莱克斯为代表的小家电品牌商库存率先回落且 2023Q1 欧美营收端改善，小家电出口代工企业有望率先受益。

图16：2023Q1-2023Q3E 欧美渠道商整体收入端保持平稳

营收同比 (%)		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2E	2023Q3E	
欧洲地区	消费电子零售商	CECONOMY (亿欧元)	16%	6%	1%	3%	6%	3%	2%
	商超/大卖场	家乐福 (亿欧元)	9%	26%	15%	-16%	9%	18%	-1%
	商超/大卖场	麦德龙 (亿欧元)	24%	27%	12%	7%	10%	-4%	-1%
	电子3C电商平台	Fnac-Darty (亿欧元)	-2%	0%	0%	-2%	0%	-2%	0%
	电子3C电商平台	UniEuro (亿欧元)	0%	5%	-1%	-9%	-2%		
	小家电品牌商	SEB Group (亿欧元)	3%	0%	-3%	-4%	-5%	0%	-1%
	消费电子制造商	西门子 (亿欧元)	16%	11%	18%	9%	14%	9%	6%
	商超/大卖场	Walmart (亿美元)	2%	8%	9%	7%	8%	4%	3%
	商超/大卖场	Costco (亿美元)	16%	15%	8%	6%	4%	8%	
	综合货品零售商	Target (亿美元)	4%	3%	3%	1%	2%	0%	1%
北美地区	综合货品零售商	达乐公司 (亿美元)	4%	9%	11%	18%	9%	8%	
	综合货品零售商	美元树 (亿美元)	7%	7%	8%	9%	6%	6%	
	电商平台	Amazon (亿美元)	7%	7%	15%	9%	9%	8%	9%
	电商平台	Shopify (亿美元)	22%	16%	22%	26%	25%	25%	17%
	消费电子制造商	Apple (亿美元)	9%	2%	8%	-5%	-3%	-2%	0%
	家用电器制造商	惠而浦 (亿美元)	-8%	-4%	-13%	-15%	-6%	-5%	0%
	家用电器制造商	飞利浦 (亿美元)	2%	-1%	4%	10%	6%	4%	1%
	家用电器制造商	海能特洛伊家电 (亿美元)	14%	-6%	10%	-11%	-17%	-8%	-6%
	小家电制造商	Spectrum (亿美元)	6%	-30%	-1%	-6%	-10%	-4%	0%
	热水器制造商	A.O.史密斯 (亿美元)	27%	12%	-4%	-6%	-1%	0%	3%
亚太地区	全地形车制造商	北极星 (亿美元)	0%	8%	19%	1%	11%	4%	-4%
	扫地机制造商	iRobot (亿美元)	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%	-9%	-2%
	家居建材制造商	史丹利百得 (亿美元)	20%	16%	9%	0%	-12%	-6%	-2%
	消费电子制造商	三星电子 (十亿美元)	19%	21%	4%	-8%	-18%	-19%	-8%
	消费电子制造商	索尼 (十亿美元)	2%	2%	16%	13%	35%	8%	2%
	家用电器制造商	松下 (十亿美元)	14%	10%	20%	14%	10%	4%	0%
	家用电器制造商	Rinnai (十亿美元)	-7%	12%	5%	27%	20%	3%	-1%
	家用电器制造商	伊莱克斯 (亿美元)	4%	11%	14%	1%	9%	1%	-1%
	消费电子制造商	Kenwood (十亿美元)	11%	12%	44%	27%	2%	9%	-1%

数据来源：彭博、开源证券研究所

图17：部分品牌商收入端数据有所改善，AOS、伊莱克斯等

公司	区域	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Whirlpool	North America	19%	21%	5%	2%	-8%	-2%	-7%	-13%	-2%
Trane	Americas	9%	19%	4%	14%	13%	13%	19%	14%	8%
JCI	North America	-4%	8%	4%	5%	6%	10%	9%	10%	14%
LENNOX	United States	29%	28%	1%	7%	10%	13%	20%	18%	-
AOS	North America	4%	26%	21%	27%	32%	23%	-1%	-3%	3%
iRobot	United States	40%	40%	5%	-29%	33%	-29%	-32%	-	-53%
Electrolux	North America	23%	34%	-2%	4%	0%	1%	2%	-6%	16%
SEB	North America	83%	53%	-3%	16%	-2%	-4%	-15%	-10%	-18%
Delonghi	Americas	77%	37%	24%	19%	24%	6%	-21%	-1%	-28%
公司	区域	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Whirlpool	EMEA	25%	39%	-2%	2%	-1%	-10%	-17%	-18%	-18%
Carrier	Europe	19%	51%	8%	2%	-25%	-23%	-28%	-	-
Trane	EMEA	12%	28%	8%	5%	6%	11%	18%	23%	15%
JCI	EMEA/LA	0%	17%	3%	3%	8%	4%	9%	12%	12%
iRobot	EMEA	74%	29%	15%	-2%	-44%	-39%	-60%	-26%	-29%
Electrolux	Europe	14%	37%	-1%	2%	-4%	-8%	-10%	-12%	-2%
SEB	EMEA	36%	25%	11%	9%	-7%	-13%	-14%	-12%	-7%
Delonghi	Europe	63%	43%	7%	12%	-1%	-18%	-12%	-12%	-18%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3、家电/轻工/纺服出口企业梳理

为更好判断外销去库周期结束后不同企业收入及利润弹性，我们梳理了家电/轻工/纺服出口企业 2022 年外销营收及毛利情况，以及不同区域占比情况。

3.1、家电行业：欧美市场为主，2022 年出口代工企业营收压力相对较高

外销业务占比较高的标的（占比 60%以上）：Vesync、安克创新、德昌股份、立达信、比依股份、富佳股份、得邦照明、阳光照明、惠而浦、融捷健康、奥佳华、JS 环球生活、新宝股份、莱克电气、开能健康。

2022 年外销业务下滑较大的标的（下滑幅度 10%以上）：深康佳 A、星徽股份、兆驰股份、德昌股份、苏泊尔、万和电气、奥佳华、爱仕达、荣泰健康、比依股份、新宝股份、阳光照明、海信视像。

外销毛利率方面，品牌出海>制造出口>出口代工。品牌出海中，清洁电器>小家电/消费电子/个护净水>大家电，大家电中海尔智家、美的集团毛利率较高，海信视像、深康佳 A 等黑电以及冰洗出口毛利率较低。出口代工中，清洁电器>个护/彩电>小家电/炊具/照明，清洁电器中莱克电器毛利率较高，照明领域中阳光照明外销毛利率高（部分企业品牌和 ODM 都做，可能造成毛利率差异）。受益供应链成本回落，2022 年各企业外销毛利率均有提升。

图18：家电出口企业以欧美市场为主，2022 年出口代工企业外销营收普遍承压明显，品牌出海企业维持相对稳定

家电行业出口标的梳理		2021年海外业务收入(亿元)	2021年营业收入(亿元)	2021年海外业务收入占比	2022年海外业务收入(亿元)	2022年营业收入(亿元)	2022年海外业务收入占比	2022年海外业务营收同比(%)	2021年外销毛利率	2022年外销毛利率	区域占比				
											北美	欧洲	中东	其他地区	
品牌出海	小家电/消费电子	安克创新	121.55	125.74	96.66%	137.29	142.51	96.34%	12.96%	35.97%	38.84%	50.90%	19.85%	5.35%	23.90%
		星徽股份	30.63	36.60	83.68%	18.02	23.51	76.66%	-41.16%	24.37%	27.70%	64.52%	-	-	35.48%
		JS环球生活	242.41	332.73	72.85%	260.06	351.10	74.07%	7.28%	40.00%	39.17%	58.10%	12.50%	-	29.40%
	大家电	Vesync	28.37	29.34	96.66%	33.02	34.15	96.69%	16.41%	38.77%	29.02%	74.67%	22.01%	-	3.31%
		海尔智家	1147.26	2275.56	50.42%	1261.01	2435.14	51.78%	9.91%	28.21%	26.92%	31.46%	9.46%	-	中国: 51.9%
		海信家电	231.60	675.63	34.28%	248.71	741.15	33.56%	7.38%	8.53%	9.43%	-	-	-	-
		美的集团	1376.54	3433.61	40.09%	1426.45	3457.09	41.26%	3.63%	21.76%	23.59%	-	-	-	-
		海信视像	234.28	468.01	50.06%	205.46	457.38	44.92%	-12.30%	11.32%	13.31%	-	-	-	-
		深康佳A	270.73	491.07	55.13%	147.62	296.08	49.86%	-45.47%	1.17%	1.56%	-	-	-	-
		长虹美菱	48.10	180.33	26.67%	51.66	202.15	25.56%	7.40%	6.57%	12.28%	-	-	-	-
		惠而浦	36.95	49.31	74.94%	33.58	42.64	78.74%	-9.14%	4.87%	10.48%	-	-	-	-
		万和电气	32.00	75.27	42.51%	24.55	66.28	37.03%	-23.29%	9.12%	14.13%	-	-	-	-
		石头科技	33.64	58.37	57.63%	34.83	66.29	52.54%	3.54%	48.36%	53.10%	-	-	-	外销中欧洲、北美及亚太结构为5:3:2
		科沃斯	47.18	130.86	36.05%	51.86	153.25	33.84%	9.92%	55.18%	-	-	-	-	-
		个护净水	奥佳华	60.09	79.27	75.81%	46.11	60.24	76.53%	-23.27%	29.58%	32.77%	-	-	-
融捷健康	3.94		5.27	74.89%	3.64	4.63	78.59%	-7.66%	22.79%	24.00%	-	-	-	-	
开能健康	9.39		15.11	62.10%	10.72	16.61	64.57%	14.23%	34.01%	36.27%	42.06%	15.76%	-	42.18%	
其他	九号公司-WD	44.46	91.46	48.61%	57.39	101.24	56.69%	29.09%	27.92%	30.93%	-	-	-	美洲20%左右，欧洲算上小米40-50%	
	创维数字	40.49	108.47	37.33%	51.54	120.09	42.92%	27.31%	19.12%	18.35%	-	-	-	-	
出口代工	清洁电器	德昌股份	27.00	28.42	95.04%	18.57	19.38	95.81%	-31.24%	17.76%	16.19%	82.96%	英国: 14.73%	-	2.31%
		富佳股份	22.25	26.01	85.56%	22.92	27.44	83.52%	3.02%	16.88%	19.70%	22.78%	-	21.11%	
		莱克电气	55.38	79.46	69.70%	59.09	89.10	66.32%	6.69%	21.79%	23.02%	Shark 10.5%、必胜5.92%、博世5.82%、胡新华的4.65%、福特4.5%	-	-	
	小家电/炊具	新宝股份	116.24	149.12	77.95%	97.33	136.96	71.06%	-16.26%	14.73%	18.59%	28.42%	-	中国: 28.94%	
		比依股份	15.47	16.34	94.68%	12.56	14.99	83.75%	-18.83%	15.19%	19.59%	26.12%	英国: 9.32% 荷兰: 7.45% 德国: 5.65% 法国: 3.9%	阿联酋: 2.63% 哥伦比亚: 3.95% 巴西: 4.07%	
		苏泊尔	73.26	215.85	33.94%	51.95	201.71	25.75%	-29.09%	14.93%	18.48%	-	-	-	海外大客户为SEB, 欧洲为主
		爱仕达	18.00	35.08	51.31%	13.81	29.40	46.98%	-23.26%	18.30%	23.43%	-	-	-	-
	金莱特	5.22	13.21	39.54%	5.66	17.24	32.81%	8.36%	-	-	-	-	-	-	
	照明	阳光照明	34.31	42.64	80.47%	29.49	37.31	79.03%	-14.06%	27.92%	31.25%	30.59%	20.49%	-	亚太: 23.96% 中国: 19.1%
		得邦照明	41.08	52.73	77.90%	38.06	46.57	81.73%	-7.34%	12.93%	16.97%	-	-	-	-
佛山照明		14.99	47.73	31.41%	21.35	87.60	24.37%	42.42%	11.76%	12.56%	-	-	-	-	
个护/彩电	立达信	55.75	64.77	86.07%	66.29	75.57	87.71%	18.90%	21.27%	26.04%	48.57%	24.89%	-	26.54%	
	荣泰健康	13.92	26.13	53.27%	11.25	20.05	56.10%	-19.19%	20.10%	19.42%	-	-	-	外销以韩国、美国为主	
	兆驰股份	101.29	225.38	44.94%	66.41	150.28	44.19%	-34.44%	21.20%	16.12%	-	-	-	美国、欧洲和俄罗斯占比高	
	北斗集团	5.71	11.28	50.59%	5.20	10.58	49.17%	-8.87%	34.85%	34.43%	-	-	-	-	
	金海高科	4.24	7.58	56.00%	4.51	7.89	57.13%	6.30%	33.80%	27.14%	-	-	-	-	
	三花智控	79.08	160.21	49.36%	99.32	213.48	46.52%	25.59%	27.25%	28.38%	-	-	-	-	
	秀强股份	6.37	14.58	43.69%	7.55	15.07	50.07%	18.46%	25.56%	29.82%	-	-	-	-	
制造出口	长虹华意	44.96	131.99	34.07%	50.03	130.95	38.20%	11.27%	13.96%	-	-	-	-	-	
	奇精机械	6.92	20.05	34.51%	6.24	18.04	34.61%	-9.76%	16.79%	20.04%	-	-	-	-	

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3.2、纺服行业出口：欧美占比较高，外销毛利率高于内销

外销业务占比较高的标的（占比60%以上）：扬州金泉、华利集团、浙江永强、浙江正特、棒杰股份、健盛集团、众望布艺、华升股份、维珍妮、超盈国际控股、互太纺织、开润股份、华纺股份、浙江自然、申洲国际、嘉麟杰、百隆东方、孚日股份、晶苑国际、盛泰集团、延江股份、鲁泰A。

2022年外销业务下滑较大的标的（下滑幅度10%以上）：新野纺织、华孚时尚、众望布艺、稳健医疗、金春股份、凤竹纺织、金鹰股份、华茂股份。

毛利率方面，出口代工中，辅料>无纺布>运动/户外>棉纺成衣/面料，辅料中伟星股份外销毛利率较高，无纺布中稳健医疗外销毛利率较高，运动/户外中华利集团/浙江自然外销毛利率较高（部分企业品牌和ODM都做，可能造成毛利率差异）。

图19：纺服出口企业欧美占比较高，外销毛利率高于内销

标的公司	2021年海外业务收入(亿元)	2021年营业收入(亿元)	2021年海外业务收入占比	2022年海外业务收入(亿元)	2022年营业收入(亿元)	2022年海外业务收入占比	2022年海外业务营收同比(%)	2022年外销毛利率	2022年毛利率	美国	欧洲	日本	其他
申洲国际	163.09	238.77	68.30%	207.41	278.15	74.57%	27.18%	-	22.1	17.50%	22.40%	14.10%	20.50%
华利集团	266.47	550.36	48.42%	377.15	631.10	59.76%	41.54%	-	23.8	22.80%	18.50%		
棒杰股份	172.44	174.67	98.72%	201.29	205.66	97.88%	16.73%	美国: 26.2%; 欧洲: 24.4%	25.9	84.39%	13.69%		1.93%
华生科技	0.81	6.40	12.72%	0.74	2.74	27.09%	-8.79%	24.82%	28.4				
浙江自然	6.72	8.36	80.33%	7.03	9.36	75.10%	4.65%	36.86%	36.6				
浙江正特	10.91	12.31	88.64%	12.80	13.74	93.16%	17.27%	21.49%	21.0				
浙江永强	75.90	80.97	93.73%	79.60	81.73	97.39%	4.87%	北美: 19.9%; 欧洲: 14.47%	17.2	北美55.55%	39.64%		
开润股份	14.85	22.80	65.12%	21.08	27.32	77.14%	41.93%	22.26%	21.6				
扬州金泉	7.61	7.72	98.58%	11.08	11.24	98.51%	45.47%	27.39%	27.4				
新澳股份	10.18	34.32	29.68%	13.44	39.33	34.18%	32.00%	17.01%	18.8				
江苏阳光	3.90	19.74	19.76%	5.66	19.65	28.82%	45.24%	23.22%	27.5				
如意集团	1.16	6.70	17.28%	2.48	5.72	43.37%	114.08%	3.75%	16.4				
百隆东方	47.15	77.33	60.97%	45.98	69.52	66.14%	-2.47%	28.71%	26.9				
富春染织	0.07	21.65	0.34%	0.08	21.97	0.37%	9.93%	22.15%	11.8				
华孚时尚	21.84	166.43	13.12%	15.91	143.97	11.05%	-27.14%	16.36%	5.2				
新野纺织	2.40	52.69	4.56%	1.04	34.26	3.05%	-56.56%	-21.94%	-22.1				
孚日股份	32.26	50.78	63.52%	32.54	51.79	62.84%	0.89%	14.96%	12.6				
信发股份	6.21	34.57	17.98%	5.47	34.57	15.81%	-12.03%	欧洲14.89%; 亚洲11.1%	13.7		8.49%	亚洲7.15%	
天虹纺织	26.88	265.42	10.13%	30.43	238.63	12.75%	13.21%	-	11.6				
鲁泰A	25.04	51.79	48.36%	41.36	68.69	60.22%	65.17%	-	25.7		17.29%	日韩4.82%; 东南亚33.96%	
联发股份	14.80	38.76	38.18%	17.33	41.78	41.46%	17.08%	欧洲14.88%; 美国17.35%	14.1	20.16%	15.65%		
凤竹纺织	7.71	12.95	59.57%	6.37	11.40	55.83%	-17.46%	11.73%	12.2				
嘉麟杰	7.26	11.54	62.93%	9.86	13.61	72.48%	35.86%	20.94%	21.6				
互太纺织	37.74	46.40	81.34%	39.05	50.01	78.08%	3.47%	-	12.8				
众望布艺	4.87	5.83	83.56%	3.59	4.12	86.99%	-26.34%	美国: 33.97%; 越南33.14%	35.0	41.68%	38.26%		
台华新材	6.03	42.36	14.22%	6.62	39.81	16.63%	9.91%	31.68%	21.7				
嘉欣丝绸	16.31	36.81	44.31%	23.71	43.10	55.02%	45.37%	16.71%	14.7				
华升股份	7.78	9.21	84.45%	7.76	9.01	86.16%	-0.21%	4.35%	4.2				
金鹰股份	3.23	11.99	26.91%	2.82	12.93	21.78%	-12.74%	14.05%	16.3				
健盛集团	17.83	20.56	87.57%	20.43	23.39	87.34%	14.57%	24.49%	25.8	32%	21%	21%	
泰顺士	2.88	8.61	33.43%	2.87	7.34	39.06%	-0.38%	22.86%	21.7				
嘉麟国际	89.73	150.28	59.71%	109.47	174.99	62.56%	22.00%	-	18.6	39%	18%	亚太37.8%	6%
棒杰股份	5.36	6.07	88.40%	5.33	6.01	88.63%	-0.63%	25.6	25.6				
盛泰集团	25.61	51.27	49.95%	36.57	59.38	61.59%	42.81%	18.38%	18.4				
华纺股份	27.88	35.97	77.51%	26.48	34.67	76.38%	-5.01%	12.29%	9.7				
航民股份	0.58	94.49	0.61%	0.89	95.32	0.93%	52.49%	-	13.1				
迎丰股份	12.52	12.52	100%	13.56	13.56	100%	8.78%	-	8.3				
稳健医疗	16.94	79.72	21.24%	13.07	112.53	11.61%	-22.85%	42.81%	47.4				
延江股份	8.26	12.43	66.41%	7.51	12.26	61.29%	-9.01%	14.92%	15.2	17.81%			
诺邦股份	8.93	15.08	59.21%	8.99	15.80	56.90%	0.71%	-	13.8				
欣龙控股	10.17	10.17	100%	0.00	8.38	0%	-	-	7.4				
金春股份	0.84	8.79	9.53%	0.66	8.02	8.28%	-20.80%	-	4.2				
兴亚科技	2.23	17.14	13.01%	2.14	19.75	10.83%	-4.05%	13.49%	19.5				
牙里马	0.47	3.37	13.94%	0.61	4.73	12.87%	29.67%	8.86%	13.6				
华新股份	0.20	4.05	4.93%	0.26	3.08	8.33%	28.69%	-1.65%	-18.2				
伟星股份	9.09	33.25	27.33%	11.14	35.95	30.97%	22.56%	41.55%	39.0				
洋兴股份	8.67	22.43	38.64%	7.84	20.96	37.41%	-9.54%	37.99%	30.4				
维珍妮	42.32	50.60	83.63%	56.85	67.83	83.82%	34.33%	-	24.5				
超盈国际控股	31.42	39.28	79.99%	32.13	40.28	79.76%	2.26%	-	18.9				

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3.3、轻工行业出口：出口代工为主，保温杯赛道表现相对亮眼

外销业务占比较高的标的（占比80%以上）：海象新材、匠心家居、雅艺科技、致欧科技、德艺文创、浙江永强、爱丽家居、嘉益股份、乐歌股份、麒盛科技、共创草坪、梦百合、哈尔斯。

2022年外销业务下滑较大的标的（下滑幅度10%以上）：建霖家居、麒盛科技、永艺股份、海鸥住工、匠心家居、爱丽家居、松发股份、四通股份、高乐股份、雅艺科技。

图20：轻工行业以出口代工为主，保温杯赛道表现相对亮眼

轻工行业出口标的梳理			2021年海外业务收入(亿元)	2021年营业总收入(亿元)	2021年海外业务收入占比	2022年海外业务收入(亿元)	2022年营业总收入(亿元)	2022年海外业务收入占比	2022年海外业务营收同比(%)	2021年外销毛利率	2022年外销毛利率	区域占比			
												北美	欧洲	中东	其他地区
出口代工	卫浴瓷件	海象新材	17.88	17.98	99.48%	18.78	18.94	99.12%	5.01%	16.83%	21.98%	-	-	-	-
	卫浴瓷件	瑞尔特	5.25	18.68	28.09%	5.54	19.60	28.25%	5.47%	25.05%	24.94%	-	-	-	-
	卫浴瓷件	爱丽家居	10.53	10.78	97.62%	7.66	7.99	95.92%	-27.21%	7.42%	2.85%	-	-	-	-
	卫浴瓷件	松霖科技	20.18	29.77	67.78%	21.62	31.81	67.98%	7.15%	32.85%	35.13%	-	-	-	-
	卫浴瓷件	海鸥住工	24.56	41.26	59.52%	19.63	32.95	59.58%	-20.05%	17.71%	24.94%	-	-	-	-
	保温杯	嘉益股份	5.11	5.86	87.34%	11.91	12.60	94.58%	132.89%	26.86%	33.36%	-	-	-	-
	保温杯	哈尔斯	19.54	23.89	81.81%	20.38	24.28	83.92%	4.26%	27.88%	30.90%	-	-	-	-
	宠物用品	依依股份	12.42	13.10	94.81%	14.42	15.16	95.12%	16.10%	17.09%	14.10%	-	-	-	-
品牌出海	线性升降桌	乐歌股份	26.05	28.71	90.73%	29.19	32.08	90.99%	12.07%	41.14%	34.39%	-	-	-	-
	家居家具	致欧科技	59.50	59.67	99.71%	53.75	54.55	98.53%	-9.66%	-	-	-	-	-	-
	儿童玩具	高乐股份	1.99	4.4	45.23%	1.17	3.18	36.79%	-41.21%	9.47%	14.75%	-	-	-	-
	人造草坪	共创草坪	15.43	18.5	83.41%	21.60	24.54	88.02%	40.0%	27.37%	28.64%	-	-	-	-

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

4、本轮库存周期下相关优质弹性标的

(1) 家电行业：自有品牌出海方面，推荐石头科技、安克创新。出口代工方面，推荐新宝股份、美的集团，受益标的比依股份。

(2) 纺服行业：出口代工方面，推荐华利集团、申洲国际。

(3) 轻工行业：自有品牌出海方面，推荐致欧科技、共创草坪。出口代工方面，推荐嘉益股份、瑞尔特、乐歌股份，受益标的海象新材。

表1：本轮库存周期下相关优质弹性标的

公司	评级	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			EPS			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
石头科技	买入	317.50	11.83	15.03	17.71	20.72	21.12	17.93	15.32	12.63	16.04	18.90	22.12
安克创新	买入	348.27	11.43	13.61	15.61	18.26	25.59	22.31	19.07	2.81	3.35	3.84	4.49
新宝股份	买入	155.09	9.61	10.31	11.66	12.99	15.04	13.30	11.94	1.16	1.25	1.41	1.57
美的集团	买入	4136.06	295.54	335.16	369.43	405.29	12.34	11.20	10.21	4.21	4.77	5.26	5.77
致欧科技	买入	97.28	2.50	3.94	4.83	6.15	24.69	20.14	15.82	0.62	0.98	1.20	1.53
共创草坪	买入	89.86	4.47	5.16	6.13	7.29	17.41	14.66	12.33	1.12	1.29	1.53	1.82
嘉益股份	买入	40.08	2.72	3.14	3.56	3.87	12.77	11.26	10.36	2.61	3.02	3.42	3.72
瑞尔特	买入	45.09	2.11	2.47	3.04	3.69	18.26	14.83	12.22	0.50	0.59	0.73	0.88
乐歌股份	买入	56.79	2.19	3.03	4.02	5.11	18.74	14.13	11.11	0.91	1.27	1.68	2.13
华利集团	买入	597.15	32.28	30.13	38.08	45.31	19.82	15.68	13.18	2.77	2.58	3.26	3.88
申洲国际	买入	1168.00	45.63	47.60	59.53	71.11	24.54	19.62	16.43	3.04	3.17	3.96	4.73

数据来源：Wind、开源证券研究所（均为开源证券研究所预测，截至2023年7月4日，汇率HKD:CNY=0.9190）

5、风险提示

美国经济超预期回落；中美贸易风险；本轮去库情况与历史背离等。

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。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（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。

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn