



轻工纺服行业 2024 年中期策略：出口景气有望延续，内需稳健关注行业格局

2024 年 7 月 31 日

看好/维持

轻工制造

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

投资摘要：

上半年出口订单景气度较好，出口轻工和纺织制造都值得持续关注。内需方面，地产行业在底部，品牌服装家纺等消费品的销售整体稳健，我们认为结合目前的估值位置看，可以关注一些行业格局较好或者持续优化、业绩有保障、分红有保障的标的，预计将会有不错的投资回报。

出口轻工：看好订单持续性，投资性价比提升。23 年 11 月起，轻工出口收入回暖明显，我们认为已走出去库存阶段。美国大选变化提升加关税可能性，出口订单预期转向悲观。出口标的估值已回到高性价比位置，部分已至五年内最低水平，充分反映悲观预期。美国零售商库存及库存销售比数据均回至健康水平，轻工出口企业订单恢复常态化水平，会有较强的持续性。欧美需求保持平稳，24 年整体微增。其中美国家居销售近两年回落，主要因房屋销售承压。房屋销售与利率相关性高，降息有望带动销售回升，进而拉动家居企业出口订单向好。成本端海运运费波动较大，考虑到 FOB 模式为主、运费占比较低，对企业盈利能力影响有限。考虑到美国人力成本高，传统制造业回流难度大；此外部分零部件代工业务市场规模小，受到进一步政策干预可能性低，有海外产能布局的企业有望继续承接美国订单。**我们建议关注具备海外产能布局，扎根传统行业代工，估值性价比比较高的优质出口企业。**

家居：低估值保护配置价值，静待地产销售改善。地产销售压力 24 年依然存在，但进一步宽松的政策效果值得跟踪。考虑到存量替换及二手房的支撑，我们认为家居需求承担的压力会低于地产销售。家居龙头估值水平已至极低，多家龙头股息率已超 6%，充分反映悲观预期。展望未来，家居需求承压下，行业有望加速出清。家居龙头凭借品类拓展及渠道多元化获取竞争优势，在过往年份业绩表现稳定，即使在消费场景尚未恢复的 2022 年仍实现收入增长。集中度的提升有望继续助力家居龙头业绩平稳，我们依然认为高 ROE、高股息率的龙头具备配置价值。**我们建议关注：**1) 一线龙头公司，包括索菲亚、顾家家居、欧派家居。股息率水平高，整家布局领先，渠道优势较强，业绩确定性高；2) 瑞尔特，智能马桶渗透率提升趋势有望延续，自有品牌已有较高知名度，线下拓展有望带来增量，估值已回到较低水平；3) 二线龙头公司，包括志邦家居、金牌厨柜、喜临门。核心品类仍有发展空间，品类拓展推进顺利。

纺织服装：纺织订单景气度有望延续，品牌服装家纺关注运动和男装。上半年纺织制造好于品牌服装。上半年限额以上鞋服销售额微增，20 家发布业绩预告的服装家纺公司，仅 6 家业绩为增长，仅 5 家公司的净利润为正。上半年我国纺织品出口增 3.23%，14 家纺织制造企业公布业绩预告，其中 10 家为业绩预增。展望下半年，纺织品订单景气度有望延续，主要观察指标为重点鞋服代工厂的月度订单，主要的支撑为海外鞋服品牌库存恢复健康、收入指引乐观，其次海外消费者信息走出底部现在在回升中。内销方面，品牌服装家纺的内销可以关注运动赛道的持续景气，以及男装龙头的业绩韧性。

风险提示：欧美对我国出口制裁加码，美国降息进度不及预期，国内需求持续不振，原材料价格波动超预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
建霖家居	0.95	1.12	1.32	1.52	11.98	10.16	8.62	7.49	1.60	
匠心家居	3.18	3.84	4.67	5.63	12.88	10.67	8.77	7.28	2.18	
乐歌股份	2.03	1.43	1.66	1.93	6.59	9.36	8.06	6.93	1.36	
恒林股份	1.89	3.96	4.85	5.88	18.36	8.76	7.15	5.90	1.38	
永艺股份	0.89	1.02	1.25	1.48	10.31	9.00	7.34	6.20	1.40	

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
共创草坪	1.08	1.32	1.58	1.81	16.39	13.41	11.20	9.78	2.72	
欧派家居*	4.98	5.26	5.76	6.47	8.87	8.39	7.66	6.82	1.50	推荐
索菲亚*	1.38	1.53	1.69	1.89	9.94	8.97	8.12	7.26	1.87	推荐
志邦家居*	1.36	1.53	1.72	1.89	8.14	7.24	6.44	5.86	1.44	推荐
金牌厨柜*	1.89	2.19	2.52	2.78	9.55	8.24	7.16	6.49	1.02	推荐
顾家家居*	2.44	2.7	3.05	3.41	9.50	8.59	7.60	6.80	1.91	推荐
喜临门*	1.11	1.49	1.72	1.95	13.20	9.83	8.52	7.51	1.47	推荐
瑞尔特*	0.53	0.61	0.74	0.92	14.75	12.82	10.57	8.50	1.53	推荐
申洲国际	3.03	3.69	4.27	4.84	24.03	16	13.87	12.26	2.64	强烈推荐
华利集团	2.74	3.29	3.8	4.33	19.2	17.44	15.08	13.23	4.24	推荐
台华新材	0.5	0.8	0.97	1.15	23.87	12.97	10.78	9.02	2.04	推荐
海澜之家	0.67	0.82	0.92	1.03	11.01	9.09	8.1	7.31	1.55	

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于 iFinD 一致预期；东兴证券研究所

目 录

1. 观点综述.....	5
2. 出口轻工：看好订单持续性，投资性价比提升.....	5
2.1 出口改善明显，估值回落至低位.....	5
2.2 展望：看好订单持续性，地产弹性可期.....	7
2.3 投资建议：关注具备海外产能布局，扎根传统行业的优质出口企业.....	9
3. 家居：低估值保护配置价值，静待地产销售改善.....	9
3.1 家居与地产需求承压，地产政策进一步放松.....	9
3.2 展望：行业有望加速出清，家居龙头业绩有望持续稳定.....	11
3.3 投资建议：高 ROE、高股息率的优质公司仍具配置价值.....	13
4. 纺织服装：纺织制造景气持续，品牌服装整体稳健.....	14
4.1 回顾：上半年纺织制造好于品牌服装.....	14
4.2 纺织制造：出口订单景气度好，重点纺织企业订单具备韧性.....	16
4.3 服装家纺：整体稳健，关注格局较好的运动和男装.....	17
5. 风险提示.....	19

插图目录

图 1：家具及其零件出口金额当月值及同比.....	5
图 2：塑料制品类出口金额当月值及同比.....	5
图 3：海运费 24 年有所上涨.....	6
图 4：美元兑人民币汇率维持高位.....	6
图 5：皮革价格 24 年同比微涨.....	6
图 6：聚合 MDI 价格 24 年同比变化不大.....	6
图 7：纤维板期货价格 24 年同比微涨.....	6
图 8：不锈钢期货价格 24 年同比下跌.....	6
图 9：家得宝存货变化.....	7
图 10：劳氏存货变化.....	7
图 11：美国库存销售比数据.....	8
图 12：欧美整体销售变化.....	8
图 13：美国不同类型门店销售额同比情况.....	8
图 14：美国成屋销售处于近年低点.....	9
图 15：家居卖场销售额 24 年承压，6 月有改善.....	10
图 16：家具社零 24 年同比保持稳定.....	10
图 17：月度住宅竣工面积变化情况.....	10
图 18：月度商品房销售面积变化情况.....	10
图 19：月度商品房销售额变化情况.....	11
图 20：11 城二手房周度销售面积及同比情况.....	11
图 21：家具制造亏损企业比例持续提升.....	12

图 22: 家具制造企业亏损均值相对稳定	12
图 23: 整装业务渗透率持续提升	13
图 24: 社会零售总额增速及服装类增速 (单位: %)	14
图 25: 纺织品与服装出口情况 (单位: %)	15
图 26: A 股纺织服装行业市盈率情况 PE-TTM	15
图 27: 港股代表公司市盈率情况 PE-Forward	15
图 28: 裕元集团 23 年以来制造业收入增速	16
图 29: 儒鸿 23 年以来收入增速	16
图 30: 耐克集团的收入及库存情况 (单位: 亿美元; %)	16
图 31: Adidas 收入及库存情况 (单位: 亿欧元; %)	16
图 32: 美国:密歇根大学消费者信心指数	17
图 33: 运动、女装、男装行业规模及增速 (单位, 百万元、%)	18
图 34: 男装行业、女装行业 CR10 情况 (单位: %)	19

表格目录

表 1: 部分出口公司业绩及估值情况 (7 月 26 日)	7
表 2: 重点公司估值情况 (7 月 26 日)	11
表 3: 部分龙头家具公司 2023 年收入分品类拆分情况	12
表 4: 部分龙头家具公司营收增长率及净利润率变化情况	13
表 5: 2022 年来主要运动品牌的流水增速	18

1. 观点综述

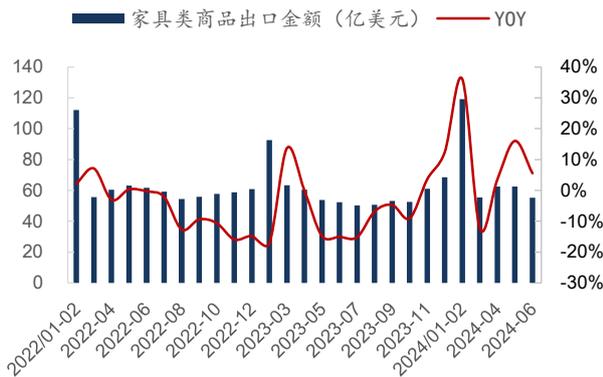
上半年出口订单景气度较好，出口轻工和纺织制造都值得持续关注。内需方面，地产行业在底部，品牌服装家纺等消费品的销售整体稳健，我们认为结合目前的估值位置看，可以关注一些行业格局较好或者持续优化、业绩有保障、分红有保障的标的，预计将会有不错的投资回报。

2. 出口轻工：看好订单持续性，投资性价比提升

2.1 出口改善明显，估值回落至低位

出口数据向好，推测订单恢复常态化水平。23 年 11 月起，轻工相关的家具类和塑料制品类均恢复了同比增长。24 上半年家具出口金额累计同比增长 10%，塑料制品累计同比增长 3.4%，延续增长态势。我们认为恢复连续增长表明欧美走出 22 下半年以来的去库存阶段。

图1：家具及其零件出口金额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

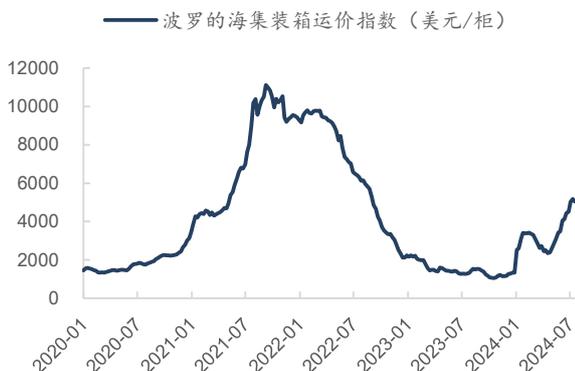
图2：塑料制品类出口金额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

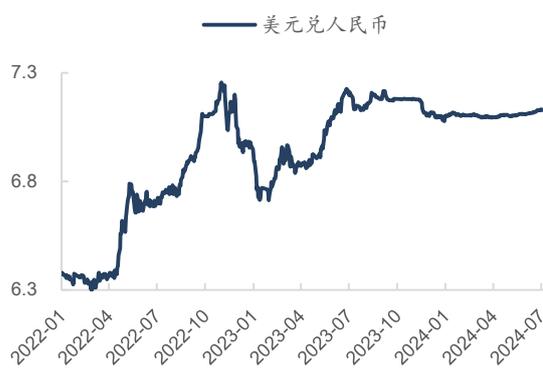
成本项中海运费上涨幅度较大，对盈利能力影响可控。2024 年家居成本项中，原材料价格涨跌互现，影响较小；汇率维持平稳，但考虑到 23Q2 因人民币贬值产生汇兑收益，24Q2 出口企业的财务费用率会有提升。海运费变化较大，在 24 年出现了较大幅度的上涨。我们认为海运费对整体出口利润率影响有限，对部分企业影响较小，主要因：1) 出口轻工普遍为代工，以 FOB 模式为主，不承担或较少承担海运费成本。2) 海运费按集装箱收费，多数配件类产品体积小，单位体积价值量相对较高，海运费占比较低。

图3：海运费 24 年有所上涨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：美元兑人民币汇率维持高位



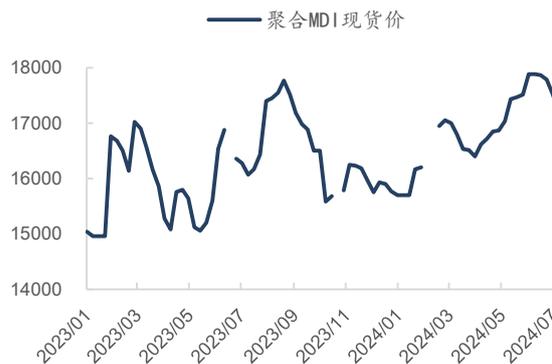
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：皮革价格 24 年同比微涨



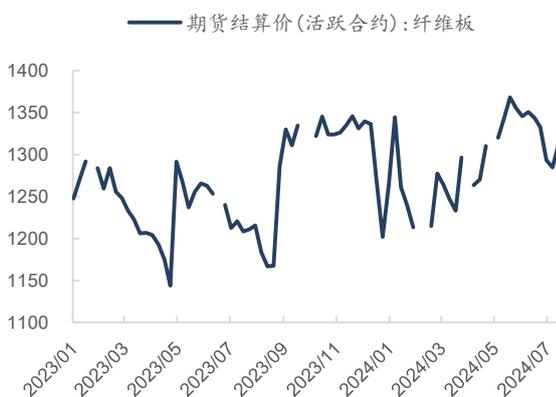
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：聚合 MDI 价格 24 年同比变化不大



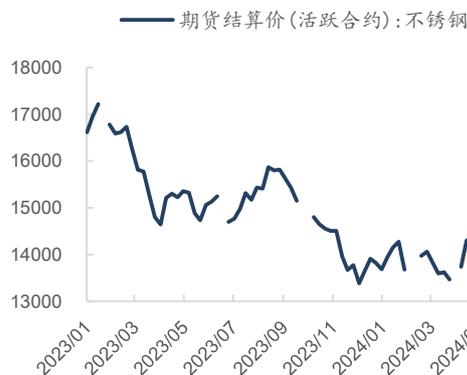
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：纤维板期货价格 24 年同比微涨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：不锈钢期货价格 24 年同比下跌



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

估值回落，投资性价比提升。近期出口标的股价回落明显，主要因市场忧虑美国大选变化提升加关税可能性，出口订单预期转向悲观。出口企业估值已回归至低水平。我们统计的 8 家出口企业 PE-TTM 基本回到 20 倍以下，建霖家居、永艺股份已到 10 倍左右，而 3 家公司 PE 达到五年内的最低水平。较低的估值下，部分企业在 50% 左右的分红比例下，股息率也到达 3%。低估值反映悲观预期，优质出口企业有较高的投资性价比。

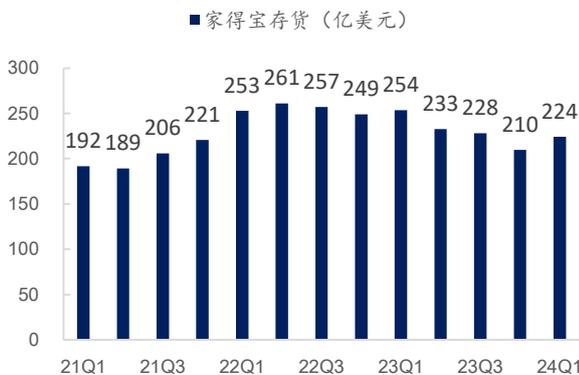
表1：部分出口公司业绩及估值情况（7月26日）

证券名称	2023 年		2024Q1		PE-TTM	五年分位数	分红比例	股息率
	收入 YOY	归母 YOY	收入 YOY	归母 YOY				
建霖家居	3.5%	-7.3%	42.7%	170.3%	10.1	0	46.0%	3.8%
匠心家居	31.4%	21.8%	30.7%	58.0%	15.1	59	25.1%	1.5%
致欧科技	11.3%	65.1%	45.3%	15.1%	17.3	2	48.6%	2.7%
乐歌股份	21.6%	189.7%	40.8%	-79.9%	13.2	20	19.7%	3.0%
麒盛科技	16.5%	625.2%	8.5%	88.0%	14.6	13	171.6%	10.6%
共创草坪	-0.4%	-3.5%	23.1%	29.4%	15.4	0	50.1%	3.1%
恒林股份	25.8%	-26.6%	39.0%	31.2%	16.8	72	0.0%	0.0%
梦百合	-0.5%	157.7%	7.1%	18.2%	34.1	47	0.0%	0.0%
永艺股份	-12.7%	-11.1%	23.0%	-17.5%	10.5	18	44.5%	4.4%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 展望：看好订单持续性，地产弹性可期

海外零售商库存回至健康水平，出口订单持续性可期。从零售商库存角度看，家得宝和劳氏作为美国规模最大的家居相关零售商，2023 财年库存逐季降低。截至四季度两家库存已回落至 2021 财年水平，24Q1 已有回补部分库存。美国家居零售商库存销售比数据与出口数据波动近似，自 22 年 7 月开始回落，在 23 年 11 月到达最低点，此后有所回升。5 月库销比处于近两年较低的水平，处于疫情前的常态化水平。综合来看，我们认为终端库存已回到健康水平，当前出口订单恢复常态化水平，具备持续性。

图9：家得宝存货变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

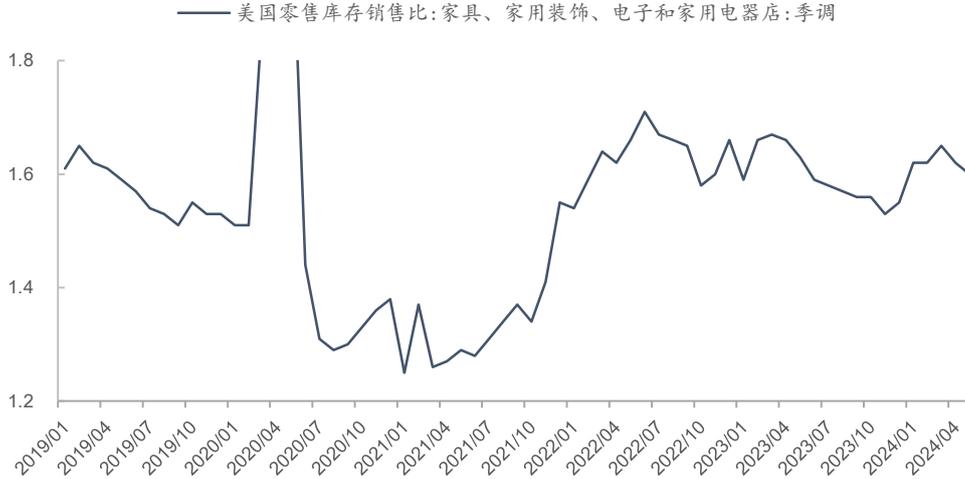
图10：劳氏存货变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：23Q4 截至 2024/1/28，以此类推

注：23Q4 截至 2024/2/2，以此类推

图11：美国库存销售比数据



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

欧美需求端整体有韧性，家具销售有所承压。自 2021 年以来，欧美零售销售额均持续增长。24 年在高利率水平的背景下，欧美需求仍有韧性，销售额月增幅仍保持在 0~5% 区间内，其中美国增速高于欧洲。美国销售额分门店来看，杂货店和日用品商店基本保持正增长，而家具和家用装饰店自 22 年起持续小幅回落，我们认为主要因地地产销售承压所致。

图12：欧美整体销售变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

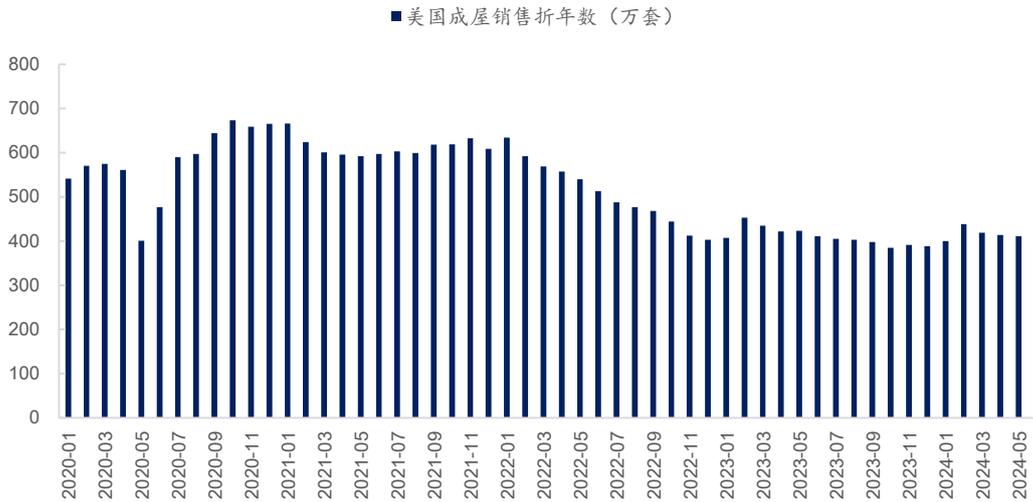
图13：美国不同类型门店销售额同比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美国房屋销售回暖，有望助力家居需求回升。美国住宅以成屋销售为主，成屋销售数据处于近年来的较低水平，我们认为主要受到加息影响。住宅需求与利率水平高度相关，降息将能降低购房成本并提升经济活跃度。若美国实现降息，住宅需求有望快速回暖，从而带动家居换新需求快速回暖，弹性可期。

图14：美国成屋销售处于近年低点



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

未来出口需求有望好于预期。我们认为关税增加下，轻工业需求仍有望保持平稳，主要因美国人力成本高，传统制造业回流美国本土难度大。我国出口企业与海外客户过往合作紧密，有望持续通过海外产能承接美国需求。此外部分市场规模较小的零部件代工业务与安全、民生等关联度较低，且预期解决的就业人数较少，受到美国政策进一步干预可能性较低。

2.3 投资建议：关注具备海外产能布局，扎根传统行业的优质出口企业

欧美去库存周期结束后，轻工出口订单回暖明显，订单恢复常态化水平，持续性强。未来降息有望带动美国房屋销售由低点回升，出口订单有望进一步改善。成本端海运费波动较大，考虑到 FOB 模式为主、运费占比较低等因素，对盈利能力影响有限。出口标的估值已回到高性价比位置，充分反映悲观预期，如建霖家居 PE 已至 10 倍左右。我们依然看好中国制造竞争力，传统行业制造企业受进一步制裁可能性低，优质企业海外产能有望持续承接欧美订单。我们建议关注具备海外产能布局，扎根传统行业代工，估值性价比较高的优质出口企业。

3. 家居：低估值保护配置价值，静待地产销售改善

3.1 家居与地产需求承压，地产政策进一步放松

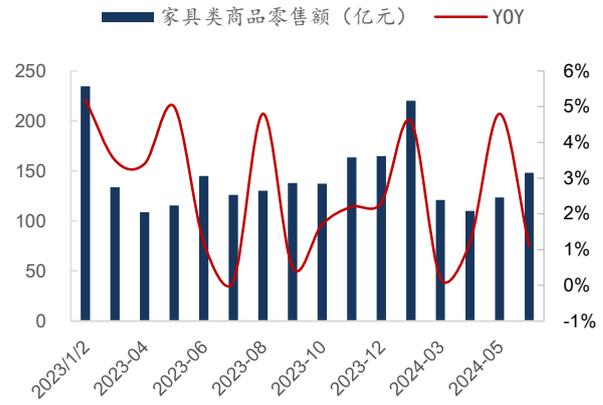
家居需求 24 上半年有所承压，高基数区间已过。2024 上半年家具需求保持低迷，建材家居卖场销售额同比下滑-7.9%，2-5 月连续回落。2023 年消费场景初恢复，年初家具消费在需求回补的加持下，复苏明显，在上半年形成较高的基数。随着高基数区间结束，家具 6 月终端销售同比增速回正，出现了环比改善。除基数原因外，二手房销售的回暖也为家具需求带来增量。

图15：家居卖场销售额 24 年承压，6 月有改善



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：家具社零 24 年同比保持稳定



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

竣工下滑压制家居需求，地产销售压力尚在，政策效果值得跟踪。竣工的回落是影响家居需求的重要原因。2024 年以来住宅竣工数据连续回落，上年累计同比-21.7%，主要因此前低迷的销售数据传导至竣工端，并且去年保交楼形成了较高基数。24 年以来新房销售数据持续下滑，上半年商品房销售面积累计同比-22.3%，销售额累计同比-27.1%。二手房销售情况优于新房，根据我们统计的 11 城周度销售面积计算，上半年同比-8.9%。6 月份以来一、二手房销售均有环比改善趋势，其中二手房改善明显，由降转增且增速较高。改善一方面因为高基数区间已过，另一方面受益于地产政策的进一步放松，包括降首付、降利率等放松措施的出台落地。政策效果已有初步体现，后续值得持续跟踪，若地产销售能实现持续数月的同比增长，则销售维稳可期。

图17：月度住宅竣工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：月度商品房销售面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：月度商品房销售额变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：11 城二手房周度销售面积及同比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：数据断口处对应春节周，同比增速过大因此剔除

重点公司估值已至历史最低水平，充分反映悲观预期。家具销售承压，叠加地产销售、竣工持续下滑，多数优质家居企业的 PE 五年分位数已跌至 10 以下，部分企业已至历史最低水平，PE 普遍不足 10 倍。极低估值下，重点企业股息率普遍达到高水平，我们列举的 9 家公司中已有 5 家股息率在 6% 以上。优质家居企业普遍有较好的资本运营效率，数家企业 23 年 ROE 在 20% 左右。并且有息负债占比相对较低，有较强的危机应对能力。

表2：重点公司估值情况（7月26日）

证券名称	23 年营收	23 年归母净利润	PE-TTM	PE-TTM 五年分位数	分红率	股息率	23 年 ROE	有息负债/总资产
欧派家居*	227.8	30.4	8.7	0	55.1%	6.2%	17.5%	34.1%
索菲亚*	116.7	12.6	10.0	0	75.5%	7.2%	19.7%	22.1%
志邦家居*	61.2	6.0	8.2	0	51.4%	6.3%	19.3%	7.2%
金牌厨柜*	36.5	2.9	9.4	0	31.4%	3.3%	10.9%	24.8%
顾家家居*	192.1	20.1	9.4	0	56.3%	5.9%	21.7%	8.0%
喜临门*	86.8	4.3	12.6	1	90.8%	7.0%	11.9%	20.1%
慕思股份	55.8	8.0	13.7	3	64.4%	4.5%	17.8%	9.0%
瑞尔特*	21.8	2.2	13.8	2	47.8%	3.2%	10.9%	1.3%
好太太	16.9	3.3	17.1	18	37.0%	2.1%	15.1%	0.0%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

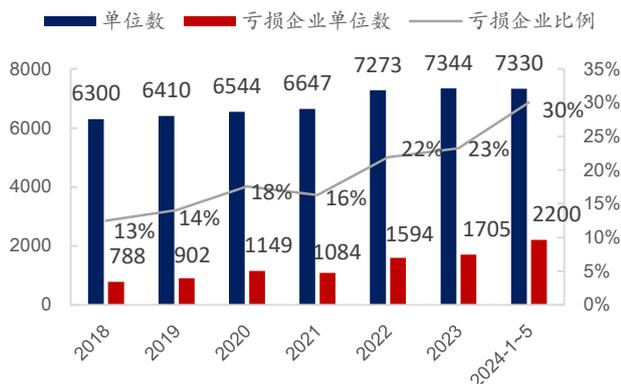
注：标星号为覆盖公司；部分公司分红率包含现金回购金额

3.2 展望：行业有望加速出清，家居龙头业绩有望持续稳定

亏损企业比例加大，行业有望出清。近年来家具制造企业亏损比例持续增加，其中在 22 和 24 两年行业压力较大的年份中，亏损比例加速提升。而亏损均值基本维持稳定（21 年地产信用风险加大亏损），未有收窄趋势，或表明各亏损企业均有较大压力。2022 年以来虽亏损比例加大，但企业数量变动不大。地产竣工已有下

滑趋势，而地产销售尚未趋势性转暖，随着行业下行压力进一步加大，行业或将开始出清，龙头份额提升趋势有望延续。

图21：家具制造亏损企业比例持续提升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：家具制造企业亏损均值相对稳定



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

大家居战略/渠道多元化强化龙头优势。品类拓展仍在推进中，定制龙头向全品类迈进，软体龙头扩充品类，推动沙发+床垫+配套品销售。多品类销售摊薄流量获取成本，提振盈利能力；满足消费者一站式购物的需求，获得更强的截流能力。具备多品类供应能力的家具厂商能为经销商带来更强助力，以更好地应对行业压力。**家具销售渠道流量存在变化：**1) 大家居模式相关的渠道快速发展，包括整装、拎包、全品类大店等。其中整装渠道近几年发展迅速，根据贝壳研究院统计，整装市场渗透率持续提升，已接近 25%，仍有较大提升空间。2) 线上市场持续发展，主要因年轻消费者的线上消费习惯已建立，其占比不断提升。成品家具标准化程度高，适配线上消费；定制家具服务属性强，虽线上难以直接成交，但引流功能依然重要，因此家居企业需要线上的布局。面对流量变化，渠道多元化布局势在必行。无论是大家居战略还是渠道多元化，均在供应链、渠道管控等方面均对企业管理提出更高的要求，龙头厂商凭借经营能力与布局获得更强的竞争优势。

表3：部分龙头家具公司 2023 年收入分品类拆分情况

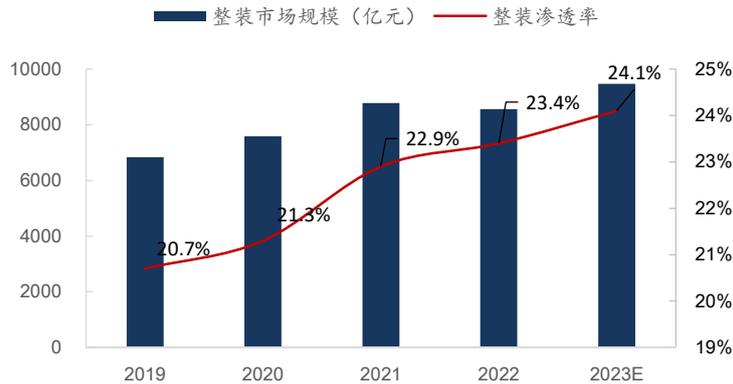
证券简称	收入	收入按品类拆分				
		厨柜	衣柜	木门	其他	
定制家居企业	欧派家居	223.1 亿元	70.3 亿元	119.5 亿元	13.8 亿元	19.5 亿元
		+1.4%	-2.0%	-1.6%	+2.4%	+39.6%
	索菲亚	116.7 亿元	12.4 亿元	94.1 亿元	5.9 亿元	2.1 亿元
		+4.0%	-2.2%	+2.5%	+35.7%	+19.0%
定制家居企业	志邦家居	61.2 亿元	28.4 亿元	25.1 亿元	4.1 亿元	3.6 亿元
		+13.5%	+3.7%	+19.2%	+79.9%	+13.0%
	金牌家居	15.1 亿元	9.5 亿元	4.2 亿元	0.9 亿元	0.1 亿元
	+5.3%	-3.5%	+15.5%	76.6%	+176.4%	
证券简称	收入	沙发	床类	定制家具(柜类)	其他(集成产品)	
软体家居企业	顾家家居	192.1 亿元	93.5 亿元	41.0 亿元	8.8 亿元	30.3 亿元
		+6.7%	+4.2%	+15.4%	+15.6%	+0.4%
敏华控股	119.9 亿港元	77.8 亿港元	29.9 亿港元	-	18.2 亿港元	

(中国市场) +8.1% +3.1% +9.6% +28.4%

资料来源：各公司公告、同花顺、东兴证券研究所

注：敏华控股数据为 2024 财年 (2023.04.01-2024.03.31)

图23：整装业务渗透率持续提升



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

龙头份额稳步提升，利润率保持稳定，行业压力下稳健业绩仍可期。我们统计了 6 家发力大家居的龙头家具企业，过往 6 年收入稳步增长，仅顾家、敏华在 22 年受外销拖累有所下滑。龙头企业收入增速持续高于行业，优势尽显，不断获取更大的行业份额。即使在 2022 年消费场景未放开、行业压力增大的背景下，龙头内销收入仍保持稳健，领先行业，展现出了较强的业绩韧性。另外从盈利能力角度看，主要公司及行业的净利率在过往 6 年间保持稳定（索菲亚 21 年受地产信用减值拖累），业绩稳定性强。我们看好在行业压力下，龙头企业仍能实现较为稳定、领先行业的业绩表现。

表4：部分龙头家具公司营收增长率及净利润率变化情况

	营业收入增长率						净利润率					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023
欧派家居	19%	18%	9%	39%	10%	1%	14%	14%	14%	13%	12%	13%
索菲亚	19%	5%	9%	25%	8%	4%	13%	14%	15%	1%	10%	11%
志邦家居	13%	22%	30%	34%	5%	14%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
金牌家居	18%	25%	24%	31%	3%	3%	12%	11%	11%	10%	8%	8%
顾家家居	38%	21%	14%	45%	-2%	7%	11%	11%	7%	9%	10%	11%
敏华控股	12%	8%	35%	31%	-19%	6%	12%	13%	12%	10%	11%	13%
规上家具制造企业合计	4%	2%	-6%	14%	-8%	-4%	6%	7%	6%	5%	6%	6%

资料来源：各公司公告、同花顺、东兴证券研究所

注：敏华控股数据为 2024 财年 (2023.04.01-2024.03.31)

3.3 投资建议：高 ROE、高股息率的优质公司仍具配置价值

地产竣工及销售数据双承压，压制了家居板块需求预期。家居板块近期出现了较大的跌幅，估值水平已至极低水平，反映了悲观的预期。考虑到存量替换及二手房的支撑，我们认为家居需求会好于地产销售，而集中

度的提升也会缓和家居龙头的业绩。家居龙头普遍有优异的 ROE 水平以及可控的负债规模，我们依然认为其具备配置价值，未来若地产销售企稳，优质企业估值回升可期。当前阶段，我们建议关注：1) 一线龙头公司，包括索菲亚、顾家家居、欧派家居。股息率水平高，整家布局领先，渠道优势较强，业绩确定性高；2) 瑞尔特，智能马桶渗透率提升趋势有望延续，自有品牌已有较高知名度，线下拓展有望带来增量，估值已回到较低水平；3) 二线龙头公司，包括志邦家居、金牌厨柜、喜临门。核心品类仍有发展空间，品类拓展推进顺利。

4. 纺织服装：纺织制造景气持续，品牌服装整体稳健

4.1 回顾：上半年纺织制造好于品牌服装

1、服装家纺：上半年弱复苏

24H1 社会消费品零售总额 23.60 万亿元，同比增长 3.7%。按消费类型分，限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类 7098 亿元，同比增长 1.3%。单 6 月，社会消费品零售总额 4.07 万亿元，同比增长 2.0%。限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类 1237 亿元，同比下降 1.9%，环比增长 7.75%，服装鞋帽类零售 24H1 整体上保持较为平稳的发展态势。整体上，社会消费包括服装在内上半年都呈现出弱复苏，下半年的反弹力度仍需继续观察。

图24：社会零售总额增速及服装类增速（单位：%）



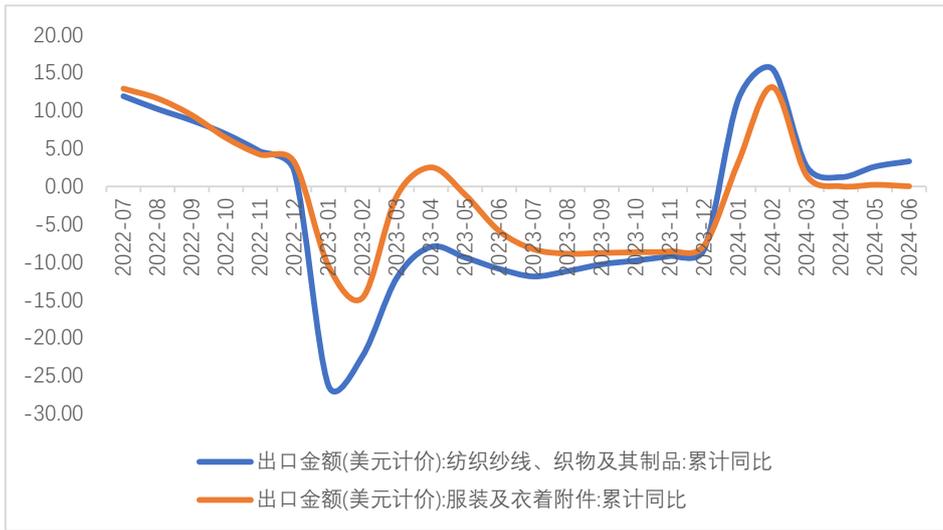
资料来源：同花顺，国家统计局，东兴证券研究所

上市公司层面，20 家服装家纺公司发布业绩预告，整体业绩表现一般。20 家发布业绩预告的公司里，仅 6 家业绩为增长，仅 5 家公司的净利润为正。业绩表现相对较好的是探路者、美邦服饰，净利润为正，且业绩增速较为客观，业绩增速均值为 293%、528%。服装家纺板块 24Q1 收入 396 亿，同比微增 2%，归母净利润 46 亿元，同比微增 1%；我们预计 Q2 增速与一季度持平，或微有压力。预计服装家纺板块上半年业绩约为持平。

2、纺织制造，上半年订单具备韧性

据中国海关总署最新数据显示，2024 年 6 月，我国纺织品服装出口额为 273.95 亿美元，同比增长 2.54%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 122.49 亿美元，同比增长 6.73%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 151.46 亿美元，同比下降 0.61%。2024 年 1-6 月，我国纺织品服装累计出口额为 1431.76 亿美元，同比增长 1.54%，其中纺织品累计出口额为 693.51 亿美元，同比增长 3.27%；服装累计出口额为 738.25 亿美元，同比下降 0.02%。

图25：纺织品与服装出口情况（单位：%）



资料来源：同花顺，海关总署，东兴证券研究所

上市公司层面，14 家纺织制造企业公布上半年业绩预告，整体乐观。共有 14 家纺织制造企业公布业绩预告，其中 10 家为业绩预增。表现较为优异的是华利集团和台华新材。A 股重点公司方面，华利集团发布 2024 年半年度业绩预告，上半年公司收入 110.5~119.8 亿，增 20%~30%，归母净利 17.5~18.9 亿，增 20%~30%；据计算公司 24Q2 收入 62.9~72.1 亿，同增 13%~30%；归母净利 9.6-11.0 亿，增速为-2%~13%。台华新材，发布 2024 年半年度业绩预告，上半年公司归母净利 4~4.6 亿，增 118.45%~151.21%；24Q2 归母净利 2.5~3.1 亿，同增 129%~184%，增速较一季度进一步提升。

3、估值在历史底部

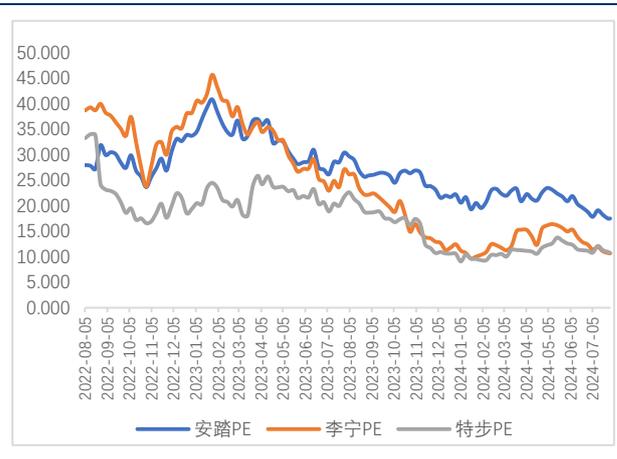
板块估值回落明显，目前在绝对底部。截止 7 月 28 日的 SW 一级行业纺织服装及二级行业服装家纺、纺织制造的 PE (TTM) 均已处在过去两年估值的绝对底部。港股纺织服饰公司的估值，以港股龙头上市公司估值为例，安踏体育、李宁、特步国际的 PE 值为例，在年初有小幅反弹之后再次下探，目前仍处于历史估值底部区间。

图26：A 股纺织服装行业市盈率情况 PE-TTM

图27：港股代表公司市盈率情况 PE-Forward



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

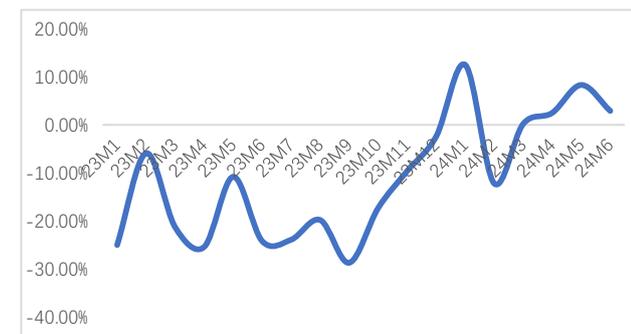


资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.2 纺织制造：出口订单景气度好，重点纺织企业订单具备韧性

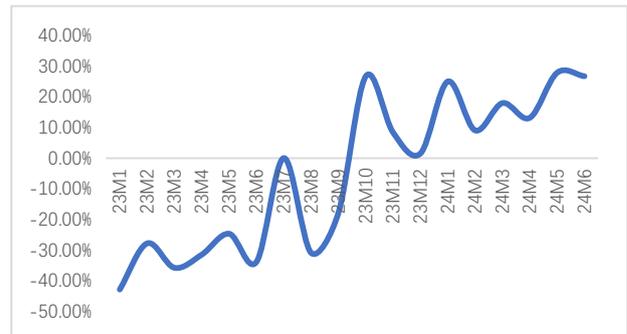
主要鞋服代工品牌月度订单改善趋势明显。由于 2023 年海外鞋服品牌处在去库存周期，产业链主要企业都在负增长区间。运动鞋制造龙头裕元工业，其制造板块业务自 23 年订单持续负增长，直至在 24 年 1 月份增速转正，4-6 月份的订单增速分别为 2.50%、8.30%、2.90%。成衣制造龙头儒鸿自 23 年 10 月份起增速由负转正，至 24 年 6 月份已连续 9 个月正增长，且第二季度的订单增速较一季度环比有所提升，4-6 月份订单增速分别为 13.12%、27.82%、26.68%。从运动制造龙头的订单看，24 年补库需求确定性强，推测纺织产业链二季度增速预计也有类似趋势。

图28：裕元集团 23 年以来制造业收入增速



资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

图29：儒鸿 23 年以来收入增速



资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

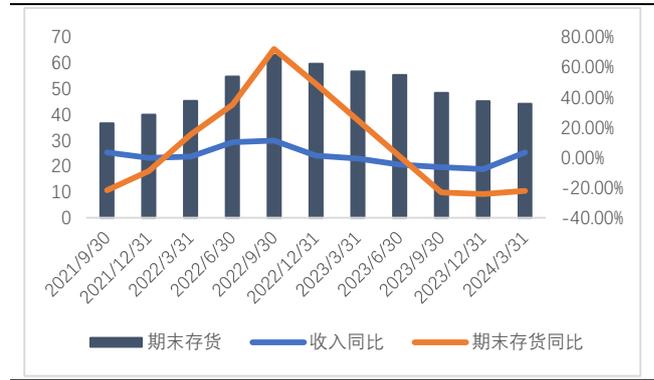
海外库存恢复健康，收入指引乐观，出口订单有望持续景气。从海外主要鞋服品牌看，库存已经回到了健康的水平。从主要品牌看，Nike 截止到 2024 年 5 月 31 日的季度收入同比微降 1.7%，期末库存为 75.19 亿美元，同比下降 15.56%，收入端平稳、库存继续改善；Adidas 截止到 24 年 3 月 31 日，季度收入同比增 3.5%，期末库存为 44.27 亿欧元，同比继续下降 22%，主要公司的库存水平自 2023 年以来持续回落，目前均回落至两年的最低水平。全年收入指引积极。Adidas 在季度业绩会上上调了 2024 年全年的收入指引，预计 24 年同增中高单位数；Deckers 新引入的 FY25（24 年 4 月-25 年 4 月）收入指引为全年收入同增 10%；On 维持此前较高速增长的增长指引，预计 24 年同增 30%。

图30：耐克集团的收入及库存情况（单位：亿美元；%）

图31：Adidas 收入及库存情况（单位：亿欧元；%）



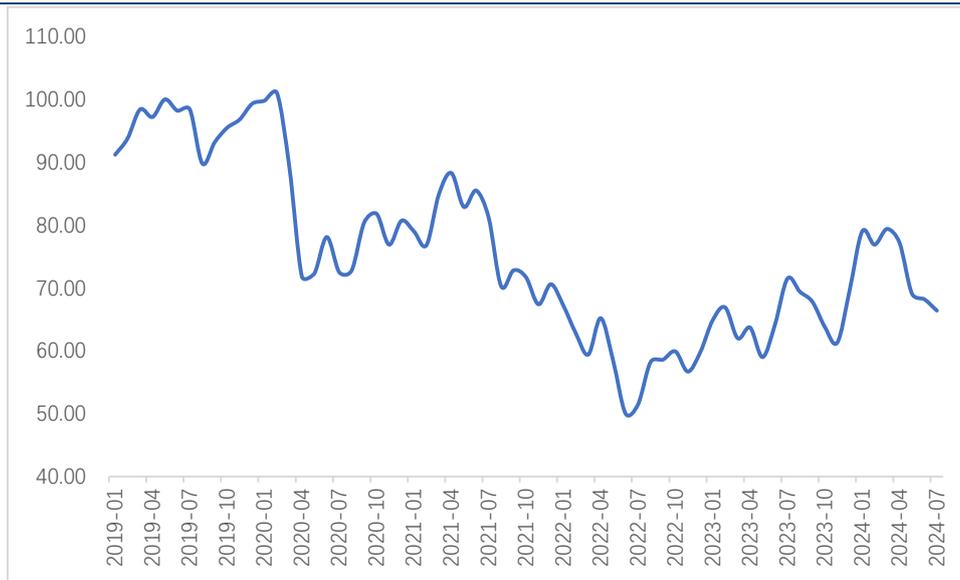
资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，公司年报，东兴证券研究所

海外服装消费需求稳健，推测后续仍有韧性。2023 年以来美国消费者信心持续回暖。据美国人口普查局和美国密歇根大学数据，消费者信心指数也从 2022 年以来低点的 50 修复至 2024 年 7 月的 66，尽管短期有所回落，但仍处于 2022 年以来的高位。我们认为海外服装消费仍表现良好的韧性，海外订单的持续性展望乐观。

图32：美国:密歇根大学消费者信心指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

投资建议：展望全年，纺织制造龙头均对 2024 年订单增长和业绩修复展现出较强信心。建议关注拥有优质客户，且核心客户份额有提升的鞋服代工企业，华利集团、申洲国际，长期更建议关注有海外基地布局的纺织企业，其订单和收入的稳定性保障会更优。

4.3 服装家纺：整体稳健，关注格局较好的运动和男装

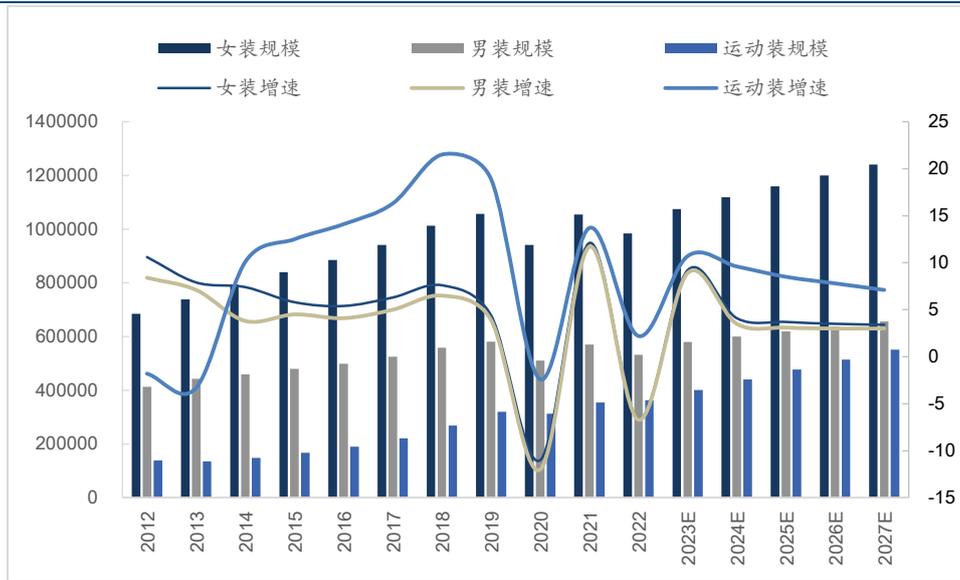
我们认为内需稳健的情况下，品牌服装家纺的内销下半年整体平稳。在此背景下，运动鞋服仍然有较好的增长，男装因为消费具备韧性、行业格局好，也可以关注重点标的的股息率表现。

1、运动有增长优势

运动服饰仍然是最好的赛道。欧睿预计运动服饰行业复合增长率能维持在高个位数，在 2027 年达到 5514 亿

元人民币，其增速较女装、男装仍有增速优势。从需求端看，国内的健康意识持续崛起、运动热情持续，对运动鞋服需求持续增长，供给端看，近几年本土运动鞋服品牌高度重视在面料、中底等凸显产品高科技、强功能性部位的研发投入，产品力和品牌力持续提升。

图33：运动、女装、男装行业规模及增速（单位，百万元、%）



资料来源：通联数据，欧睿，东兴证券研究所

24 年零售流水趋势良好，后续乐观。上半年主要的运动品牌维持了较好的销售流水，二季度在基数抬高的背景下，仍取得较好增速，体现出运动鞋服行业的增长韧性。重点公司方面，24Q2Anta 品牌流水同增长高单位数，高质量增长表现超预期；Fila 品牌流水增长中单位数。特步 24Q2 全渠道流水同比+10%，折扣 75 折，库存周转 4 个月。

表5：2022 年来主要运动品牌的流水增速

品牌	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
安踏	10-20%高段	中单位数下降	中单位数	下滑高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	10-20%高段	中单位数	高单位数
FILA	中单位数	高单位数下降	10-20%低段	下滑 10-15%	高单位数	15-20%	10-15%	25-30%	高单位数	中单位数
安踏其他品牌	40%-45%	20%-25%	40%-45%	增长 10-15%	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	25-30%	40-45%
李宁	20%-30%高段	10%-20%低段下降	10%-20%中段	10-15%下滑	中单位数	10-20%中段	中单位数	20%-30%低段	低单位数	
特步	30%-35%	中双位数	20%-25%	下滑高单位数	约 20%	高双位数	高双位数	超过 30%	高单位数	10%
361 度	高双	低双位数	中双位数	同比大致持平	约低双位数	低双位数	约 15%	20%	高单位数	10%
361 童装	20%-25%	20%-25%	20%-25%	低单位数增长	约 20~25%	约 20-25%	约 25-30%	40%	20-25	15%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

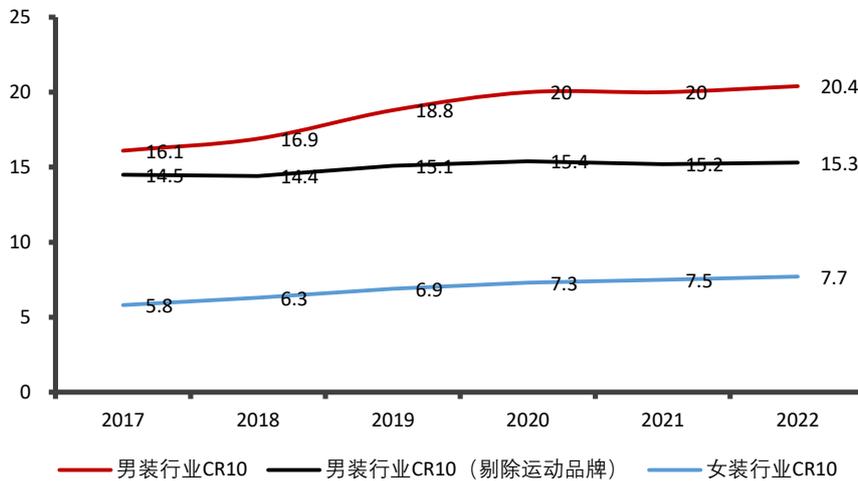
注：绿色为下滑的区间

2、男装具备消费韧性，格局好

男装行业集中度较高且近年继续提升，竞争环境相对宽松。从行业集中度看，2017-2022 年男装行业 CR10 从 16.1%提升至 20.4%，呈现份额提升趋势。剔除主要运动品牌后的男装集中度同样在提升，2013-2022 年，

非运动男装品牌 CR10 从 14.5% 提升至 15.3%。与女装行业相比，虽然总规模略逊与女装，但是行业集中度明显高于女装行业。主要由于女装时尚性要求较高，且目前消费者喜好更为多元化、消费者流量更为碎片化，而男装的潮流更迭不明显，品牌的忠诚度也更高。因此男装的行业竞争更为宽松，近年来男装行业的玩家更有精力打磨内功，提升自身竞争力。

图34：男装行业、女装行业 CR10 情况（单位：%）



资料来源：通联数据，欧睿，东兴证券研究所

男装行业行业格局好，运营模式稳健的品牌业绩稳健性更好，海澜之家具备业绩韧性，分红率优异。海澜之家 2023 年收入 215.3 亿元，同比+16.0%；归母净利润 29.5 亿元，同比+37.0%。公司宣布派发股息 0.56 元/股，派息率 91.1%，对应当期股价股息率较高。1Q24 收入 61.8 亿元，同比+8.7%；归母净利润 8.9 亿元，同比+10.4%。复盘 2020 年及 2022 年，海澜之家的业绩具备韧性，主要是主品牌海澜之家线下运营平稳、小品牌在减亏通道上，同时公司海外业务持续扩店，公司兼具防守性并具备一定的进取性。

投资建议：运动服饰行业长期的景气度高，国牌加速提份额的背景下，继续推荐国产运动龙头安踏体育、李宁。建议关注行业格局较好的男装行业，优选品牌基础好、业绩韧性好的标的。

5. 风险提示

欧美对我国出口制裁加码，美国降息进度不及预期，国内需求持续不振，原材料价格波动超预期。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526