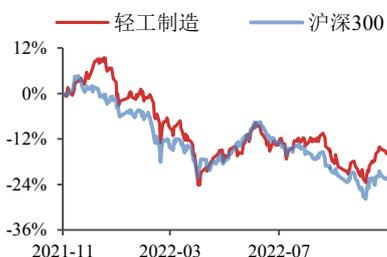
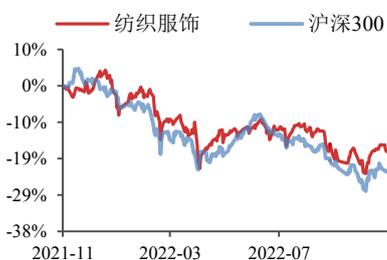


## 可选消费

2022年12月04日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《库存出清重新出发，跨界主题兑现业绩—可选消费行业2023年度投资策略》-2022.11.16

《厨房小电、清洁电器表现较好，高基数扰动致投影仪承压—家电双十一首轮预售点评报告》-2022.11.7

《新能源车行业风起，家电纺织跨界标的的全解析—行业深度报告》-2022.9.16

## 库存出清重新出发，跨界主题兑现业绩

### ——行业投资策略

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790121060033

#### ● 库存出清重新出发，跨界主题兑现业绩

展望2023年，我们有几个结论：1、预计国内可选消费业绩层面在2023Q1期间复苏。原因：线下零售相关的细分行业下游都在2022Q4加大去库存力度，大概率可以出清，2023年轻装上阵。国内防疫政策持续优化，预计2023年春节后，疫情的影响会显著减弱。2、预计出口企业2023年有望边际改善。原因：美国通胀出现回落趋势，加息周期或结束，对需求的抑制减弱，自有品牌出海企业业绩有望复苏。出口代工企业的下游客户预计在2022Q4完成库存出清，预计2023年下单恢复正常。3、预计2023年是可选消费转型标的的业绩兑现的第一年。家电公司近几年大量切入到新能源车零部件或储能等赛道，截至2022年已经完成前期的产能建设、客户积累并产生一定收入，2023年将开始贡献净利润。4、可选消费板块仍然有很多“隐形冠军”、细分行业龙头、专注小而美成长赛道的标的，有大量的投资机会，例如电动两轮车/户外露营/宠物/纸包装/特种纸/体育用品等。

#### ● 家电策略：2023年建议关注四条投资主线

(1) 消费降级主线：推荐依托产品渠道营销升级实现份额提升的飞科电器，以及精品化战略持续推进、品牌升级扩人群的小熊电器。(2) 汽车零部件主线：看好2023年业绩兑现。推荐标的：德昌股份、佛山照明、盾安环境、三花智控、莱克电气。受益标的：东方电热、金海高科。(3) 储能产业链主线：便携储能领域建议关注渠道和品牌优势领先的华宝新能和安克创新；工商业储能带动温控和光伏组件发展，建议关注三花智控，受益标的星帅尔。(4) 防御主线：低估值、基本面向好和核心资产。推荐标的：海尔智家、公牛集团、老板电器、美的集团。

#### ● 纺服策略：推荐景气度高的运动户外板块、细分领域供应链龙头及跨界标的

9月以来国内服装社零增速、纺织及服装类外销增速双双转负，内外需疲软推高国内外服装库存。依循库存去化及疫后复苏逻辑，提出2023年四条主线：推荐景气度高的运动户外板块，随防疫政策优化，预计消费信心提升和线下客流恢复后将加速去库，2023Q1库存基本消化完毕，看好特步国际/李宁/波司登，受益标的牧高笛。建议布局各细分领域的供应链龙头，预计2023H2海外消费逐步恢复，由于制造出货早于品牌库存出清，预计2023H1业绩逐季改善，推荐华利集团/申洲国际/开润股份/浙江自然。看好上游逆势扩产、格局优化的龙头标的，受益标的鲁泰A/富春染织/伟星股份；看好主业稳固，新布局开启第二增长曲线的跨界标的，受益标的兴业科技/孚日股份/南山智尚/安奈儿。

#### ● 轻工策略：板块持续分化，把握高景气赛道

(1) 建议关注小而美成长性赛道标的，保温杯行业受益标的嘉益股份、哈尔斯；电动两轮车行业受益标的雅迪控股；宠物用品行业受益标的为绑定优质客户的依依股份、源飞宠物。(2) 地产持续低迷和疫情压制下，定制家居推荐向消费者输出整体空间装修解决方案的龙头，推荐欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜；软体家居推荐具有下沉渠道优势、仍有开店红利期的喜临门，以及龙头顾家家居、慕思股份。(3) 关注造纸板块业绩弹性释放，推荐标的为五洲特纸、中顺洁柔，受益标的为仙鹤股份、华旺科技；推荐业务结构多元、盈利向上的裕同科技。(4) 烟草方面推荐监管政策逐步落地背景下，制造研发能力强劲的思摩尔国际。

● 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。

## 目录

1、	观点概述：库存出清重新出发，跨界主题兑现业绩.....	11
1.1、	家电策略：2022Q3 结构性分化延续，看好 2023 年四条投资主线.....	11
1.2、	纺服策略：2022Q3 纺服利润承压，期待库存去化及疫后复苏再扬帆.....	12
1.3、	轻工策略：板块持续分化，把握高景气赛道.....	13
2、	家电行业：前三季度经营情况全景.....	14
2.1、	白电行业：外部环境改善叠加内部提质增效，头部企业业绩稳健.....	14
2.2、	厨电行业：受地产景气及疫情影响，2022Q3 业绩仍有所承压.....	15
2.3、	清洁电器：2022Q3 高基数叠加海外宏观扰动自主品牌业绩承压，代工出口受益人民币贬值业绩高增.....	17
2.4、	显示电器/投影仪：2022Q3 营收端承压，业绩端受益面板价格回落保持高增.....	18
2.5、	家电出海：海外高通胀影响下家电出口仍承压，自主品牌出海优于出口代工企业.....	19
2.6、	厨房/个护小家电：2022Q3 小熊电器、飞科电器、新宝股份内销逆势增长，双十一行业增长企稳.....	20
2.7、	家电上游及核心资产：业务外延渐显成效，带动 2022Q3 营收增长.....	21
3、	消费降级主题：关注“性价比”到“品价比”的品牌机会.....	21
3.1、	短期消费降级趋势已现，扫地机、投影仪均价增幅收窄.....	22
3.1.1、	扫地机：高速量增趋势已过，头部厂商推出简配版产品带动均价呈环比下降趋势.....	22
3.1.2、	集成灶：受地产影响整体略有承压，2022 年以来均价增速收窄，2022Q3 中价格带产品销量占比提升.....	22
3.1.3、	投影仪：2022 年均价增幅环比收窄，均价整体呈环比下降趋势.....	23
3.2、	飞科电器：依托产品、渠道、营销三维升级把握国货崛起机遇.....	24
3.3、	小熊电器：品牌焕新，产品、渠道、内部管理优化提升业绩韧性.....	26
4、	家电跨界新能源汽车产业链，承继制造优势，开辟新能源风口增量空间.....	28
4.1、	盾安环境：制冷阀件龙头，切入热管理成为二供新秀，绑定比亚迪放量在即.....	29
4.2、	佛山照明：照明龙头收购南宁燎旺重点发力新能源车灯业务，二次腾飞可期.....	30
4.3、	莱克电气：精密压铸业务引领发展，收购帕捷强化协同效应助力业务增长.....	31
4.4、	金海高科：空调滤龙头切入新能源汽车空调滤.....	32
4.5、	三花智控：国内新能源热管理市场龙头，布局海外着眼全球市场.....	34
4.6、	星帅尔：压缩机配件龙头收购富乐强势切入光伏组件，一体两翼谋求新发展.....	35
4.7、	德昌股份：EPS 无刷电机、制动电机收获 Tier1 龙头订单，业务拓展超预期.....	36
5、	储能产业链主题：便携储能&户用储能&工商业储能迎发展红利期，建议关注家电品牌出海和上游企业业务外延机会.....	38
5.1、	便携储能：国内厂商为主，供需两旺迎来高增.....	38
5.1.1、	便携储能产业链拆解：线上渠道为主，行业集中度较低.....	38
5.2、	家庭储能：品牌和渠道门槛较高，便携储能企业探索第二曲线.....	39
5.2.1、	产业链拆解：上游零部件与便携储能有所差异，下游安装渠道为主要壁垒.....	39
5.2.2、	行业需求及格局：欧美用电成本上升，叠加各国刺激政策提高家庭储能经济性.....	40
5.3、	工商业储能热管理：液冷或者主要技术路线，高价值量带动行业规模提升.....	41
5.4、	便携储能领域建议关注强品牌渠道优势龙头企业，户储及工商业储能建议关注家电上游企业业务外延.....	42
5.4.1、	便携储能领域：建议关注强品牌渠道优势的龙头企业.....	42
5.4.2、	户用及工商业储能领域：建议关注家电上游企业围绕核心优势做业务外延.....	45
6、	保交楼+绿色家电下乡+成本端优化，负面因素边际改善、基本面稳中向好.....	47
6.1、	海尔智家：Q3 收入稳定增长，高端化、数字化驱动净利率持续提升.....	49
6.2、	老板电器：Q3 收入韧性较强，各品类市占率持续提升.....	49

6.3、公牛集团：营收稳定增长，渠道深化赋能业务持续增长	50
6.4、美的集团：营收稳健增长，B端业务开启成长空间	50
7、家电行业投资建议	51
8、纺服行业：2022Q3 纺服利润承压，期待库存去化及疫后复苏再扬帆	52
8.1、行业层面：9月扰动内外需弱复苏趋势，国内外库存均维持高位	52
8.2、经营层面：2022Q1-Q3 纺服板块收入增长但利润承压，制造表现好于品牌	55
8.2.1、纺服板块：2022Q1-Q3 纺服板块各季度收入仍增长但利润端承压	55
8.2.2、子板块：2022Q1-Q3 制造端收入增速好于品牌端，盈利能力均承压	57
8.3、资本市场表现：纺服板块 PE 低于五年平均水平，股息率较高体现性价比	60
9、库存去化及疫后复苏展望下，看好 2023 年四条主线投资	61
9.1、运动品牌：2022Q4 积极去库存，2023Q1 库存出清后业绩有望修复	61
9.1.1、李宁：2022Q3 流水增速稳健，存货压力及存货结构好于行业，预计率先完成库存出清	64
9.1.2、安踏体育：FILA 客流受疫情重创，看好疫后复苏弹性	67
9.1.3、特步国际：北马亮眼表现催化主品牌再向上，预计 2022Q4 去库后再扬帆	69
9.2、户外品牌：户外运动参与率快速提升，政策催化下预计蓬勃发展	70
9.2.1、蕉下控股：以防晒心智筑城市户外品牌，积极拓品类、铺渠道	72
9.2.2、波司登：产品丰富拉长旺季期催化销售，看好品牌渠道全面升级	74
9.3、代工制造：运动户外仍为板块内高景气品类，布局供应链龙头	76
9.3.1、华利集团：产品结构向上，预计 2023 年延续价增高于量增趋势	77
9.3.2、开润股份：2023 年轻装上阵，看好品牌端转盈、代工端新拓客户放量增长	79
9.3.3、浙江自然：TPU 垂直一体化核心竞争力稳固，看好柬埔寨出货和家用气垫拓展	80
9.4、上游纺织及辅料：看好细分领域逆势扩产、格局优化的龙头标的	81
9.4.1、鲁泰 A：垂直一体化高端色织布龙头，智能化稳步推进	81
9.4.2、富春染织：色纱生产龙头，仓储式生产优势突出叠加产能积极扩张	84
9.4.3、伟星股份：辅料龙头，东南亚布局叠加产品升级持续抢占市场份额	86
9.5、跨界标的：主业稳固，新布局开启第二增长曲线	87
9.5.1、兴业科技：汽车真皮内饰业务快速增长，期待 2023 年放量及新车型交付	87
9.5.2、孚日股份：家纺行业龙头，主业稳健，功能涂层和新材料业务顺利推进	88
9.5.3、南山智尚：精纺服装领军企业，精纺服饰稳健增长+新材料业务顺利推进	89
9.5.4、安奈儿：童装主业品牌升级行进中，拓展抗病毒新材料业务	91
9.6、纺服板块投资建议	94
9.7、附：纺服行业研究样本	95
10、轻工行业：板块持续分化，把握景气赛道	97
10.1、行业整体回顾：2022Q1-Q3 疫情扰动下业绩承压，2022Q3 轻工板块利润降幅收窄	97
10.1.1、板块收入稳健增长，疫情扰动下业绩承压	97
10.1.2、盈利能力：2022Q1-Q3 板块毛利率及净利率受宏观环境影响仍承压	98
10.2、高景气细分赛道：电动两轮车、宠物、保温杯行业	100
10.2.1、电动两轮车：海内外双轮驱动，未来成长可期	100
10.2.2、宠物：短期终端需求较高韧性，建议关注绑定优质客户的细分龙头	105
10.2.3、保温杯行业：受益于海外疫后户外活动热潮，行业景气度持续上行	107
10.3、家居板块：关注基础优势领跑行业的龙头公司	111
10.3.1、定制家居：关注拥有整体空间装修解决方案能力的龙头	111
10.3.2、软体家居：关注纵深下沉渠道、品类融合顺利的家居企业	113
10.4、新型烟草：监管边界逐渐清晰，龙头蓄能长期发展可期	117
10.4.1、国内：消费税靴子落地，行业政策监管体系全面搭建下利好龙头发展	117

10.4.2、 国外：龙头经营稳中向好，一次性市场扩容催生行业第二增长曲线 .....	118
10.4.3、 受益标的：思摩尔国际、盈趣科技 .....	120
10.5、 包装：关注韧性较强的细分板块龙头 .....	121
10.5.1、 纸包装：关注大包装战略持续深化，盈利能力拐点向上的裕同科技 .....	121
10.5.2、 金属包装：受益标的行业龙头公司宝钢包装 .....	122
10.6、 造纸：看好未来浆价下行后的纸种盈利修复 .....	123
10.6.1、 全球纸浆产能投放有望引致浆价下行 .....	123
10.6.2、 成本推升+需求疲软，成品纸市场持续承压 .....	125
10.7、 轻工板块投资建议 .....	127
11、 风险提示 .....	127

## 图表目录

图 1： 2022Q3 受益于外部环境改善以及内部提质增效，白电头部企业业绩延续改善趋势 .....	14
图 2： 空调、冰箱、洗衣机 2022Q3 终端零售数据整体呈前高后低特征 .....	15
图 3： 2022Q3 受疫情以及费用投放增加等影响，厨电企业业绩普遍承压，华帝股份显韧性 .....	15
图 4： 地产及疫情影响下 2022Q3 厨电线下终端销售仍承压 .....	16
图 5： 2022Q3 行业竞争加剧致自主品牌企业业绩承压，出口代工企业受益人民币贬值业绩高增 .....	17
图 6： 2022Q3 扫地机延续量减价增趋势，洗地机以价换量带动增长 .....	18
图 7： 2022Q3 各企业营收端承压，业绩端受益面板价格回落保持高增 .....	18
图 8： 2022Q3 自主品牌出海企业营收相对稳健 .....	19
图 9： 2022Q3 海外宏观负面影响依旧，家电出口仍有待恢复 .....	19
图 10： 小熊电器、飞科电器、新宝股份凭借自身内部经营改革提效，2022Q3 逆势增长 .....	20
图 11： 家电上游企业围绕核心优势积极拓展新业务，2022Q3 业务外延逐步收效带动整体增长 .....	21
图 12： 2021 年中以来扫地机行业销量月度同比均有所下滑，2022 年 9 月扫地机销量同比下滑 16.59% .....	22
图 13： 2021 年以来扫地机行业均价月度同比均有较大提升，2022 年 5 月以来同比增速放缓且环比呈下降趋势 .....	22
图 14： 2021 年以来集成灶行业受地产影响整体略有承压 .....	23
图 15： 2021 年以来集成灶行业均价月度同比提升，2022 年以来均价增幅收窄 .....	23
图 16： 2022 年 9 月线上 10000~12000 元产品销量环比提升明显，8000 元以下产品销量占比环比下降明显 .....	23
图 17： 2022 年 9 月线下 15000 元以上产品销量占比环比下降明显，10000~12000 元产品销量环比提升明显 .....	23
图 18： 2022 年 4 月以来投影仪行业淘系销量基本保持月度同比增长，9 月同比增速为 14.73% .....	24
图 19： 2021 年以来投影仪行业淘系均价月度基本保持同比增长，2022 年以来均价增幅收窄 .....	24
图 20： 2022 年 1-8 月飞科电器份额提升明显，线上份额超飞利浦 .....	25
图 21： 图 61：2022 年 1~8 月飞科剃须刀线上销额市占率为 33.63%，飞利浦剃须刀线上销额市占率为 28.17% .....	25
图 22： 2022 年以来飞科保持高于飞利浦增长 .....	25
图 23： 2021 年以来飞科电器均价稳步提升 .....	25
图 24： 2021 年飞科电器直销收入占比为 38.35%，较 2020 年提升 27.19pcts .....	26
图 25： 2021 年飞科电器直销业务毛利率为 58.46%，同比+11.58pcts，整体毛利率提升 5.79pcts .....	26
图 26： 2021 年飞科电器产品外包生产数量占比 53.90% .....	26
图 27： 飞科电器自产比例不断提升 .....	26
图 28： 2022 年双十一电热水壶、电饭煲、绞肉机销售占比及市场份额提升推动小熊电器快速增长 .....	27
图 29： 2022H1 电饭煲、电水壶、破壁机等细分品类前五大单品销售额合计占比有所提升 .....	27
图 30： 精简 SKU 战略下小熊电器产品均价逐步提升 .....	27
图 31： 2021 年年底组织架构调整，精细化有助于提升运营效率 .....	28
图 32： 2022 年 1~9 月国内新能源汽车销量同比+110%，渗透率达到 23.5% .....	29

图 33: 细分领域机会已现, 国产替代趋势下家电企业加速布局成长可期	29
图 34: 盾安环境切入车型放量, 绑定大客户快速增长	30
图 35: 2022 年 Q1~Q3 盾安环境归母净利润同比+105.02%	30
图 36: 佛山照明收购南宁燎旺加强业务协同, 优势明显	30
图 37: 2022Q1~Q3 佛山照明归母净利润同比+78.54%	30
图 38: 莱克电气形成了四大核心零部件业务产业集群	31
图 39: 2022 年 Q1~Q3 莱克电气归母净利润同比+131.6%	32
图 40: 金海高科目前在汽车空调滤业务已与多家车企达成合作	32
图 41: 金海高科加强一体化布局, 空滤技术+市场渠道+定增扩产	33
图 42: 2022Q1~Q3 金海高科归母净利润同比增长 20.63%	33
图 43: 产品覆盖新能源汽车整车热管理领域多个部件	34
图 44: 全球化布局着眼海外市场, 前景广阔	34
图 45: 2022Q1~Q3 三花智控归母净利润同比增长 25.86%	35
图 46: 星帅尔围绕制造优势多元拓展, 家电+光伏一体两翼谋求新发展	35
图 47: 2022 年 Q1~Q3 星帅尔营收同比+18.15%	36
图 48: 德昌股份汽车 EPS 电机已实现小批量制造	36
图 49: 2013 年以来锂电池组平均单位成本呈持续下降趋势	38
图 50: 预计 2021-2026 年便携储能对小型燃油发电机的替代率持续提升	38
图 51: 便携储能销售为 B2C 模式, 线上主要通过电商平台直接销售给终端消费者	39
图 52: 2020 年华宝新能出货量份额 16.6%	39
图 53: 2020 年华宝新能营收份额 21%	39
图 54: 便携储能上游零部件供应商与家庭储能有所差异, 下游主要通过线上电商平台实现销售	40
图 55: 全球家庭储能市场中特斯拉、比亚迪、华为等全球知名度高的企业份额较大	41
图 56: 电芯和电子设备为储能系统重要组成部分, 热管理系统中热冷或成为主要技术路线	41
图 57: 预计 2022-2025 年储能温控系统规模 CAGR 为 52.3%, 液冷份额提升至 45%	42
图 58: 华宝新能首創锂电池便携储能产品, 品牌知名度率先打响	42
图 59: 全球化渠道网络布局, 线下渠道和品牌官网快速发展	43
图 60: 全球线下渠道布局领先同行	44
图 61: 安克创新美国区域谷歌搜索热度高于便携储能垂直领域品牌商	44
图 62: 相较于同行, 2022 年安克创新 1000Wh 以上容量段产品逐步补齐	45
图 63: 三花智控拥有储能液冷散热系统核心零部件	45
图 64: 星帅尔光伏组件产品矩阵完善	47
图 65: 2022 年 7 月以来房屋竣工面积累计值降幅缩窄	48
图 66: 2022 年 9 月房屋销售面积累计值降幅缩窄	48
图 67: 2022 年以来 LME 铜、LME 铝价格持续下跌	48
图 68: 2022 年以来波罗的海货柜运价指数保持下降趋势	48
图 69: 海尔智家估值水平为 2018 年以来低位	48
图 70: 老板电器估值水平为 2018 年以来低位	48
图 71: 公牛集团估值水平为公司上市以来低位	49
图 72: 美的集团估值水平为 2018 年以来低位	49
图 73: 海尔智家 2022Q1-3 利润增速快于收入增速	49
图 74: 海尔智家净利率提升逻辑持续兑现	49
图 75: 地产、疫情冲击下, 老板电器收入端韧性较强	50
图 76: 老板电器推出首套数字厨电“创造者 i1”新品	50
图 77: 公牛集团 2022Q1-3 经营表现稳健	50

图 78: 公牛集团 2022Q4 以来毛利率、净利率环比提升 .....	50
图 79: 2022Q1-3 美的集团业绩有所承压 .....	51
图 80: 美的集团 2022Q1 以来毛利率、净利率环比提升 .....	51
图 81: 2022Q3 纺服零售额累计同比增速自 2022H1 以来持续收窄 .....	52
图 82: 2022 年 9 月纺服社零同比增速转负, 为-0.5%, 较社零-3pct .....	52
图 83: 截至 2022Q3 穿类网上商品零售额累计同比+4.7%, 低于网上零售额的 6.1% .....	52
图 84: 截至 2022Q3 纺织类&服装类&箱包累计出口降速 (单位: 亿美元) .....	53
图 85: 截至 2022Q3 鞋/服累计出口降速 (单位: 亿美元) .....	53
图 86: 2022 年 9 月纺织类/服装类/箱包出口增速分别为-3%/-4%/+28% (单位: 亿美元) .....	53
图 87: 2022 年 9 月鞋/服出口增速分别为-4%/+8% (单位: 亿美元) .....	54
图 88: 国内产成品库存同比仍为提升趋势但环比增幅收窄 .....	55
图 89: 截至 2022 年 8 月美国服装及配饰店零售库存+28% .....	55
图 90: 2022 年 8 月美国服装库销比同比+0.4 至 2.22 .....	55
图 91: 纺服 A 股公司 2022Q1-Q3 收入同比增速为 2.4% .....	56
图 92: 纺服 A 股公司 2022Q1-Q3 利润同比增速为-23% .....	56
图 93: 2022Q1-Q3 各季度扣非归母净利润同比增速分别为-9.6%/-23.5%/-10.1% .....	56
图 94: 截至 2022Q3 纺服 A 股公司存货规模同比提升 6% .....	56
图 95: 截至 2022Q3 纺服 A 股公司存货周转天数同比提升环比下降 .....	56
图 96: 2022Q1-Q3 户外/职业装/运动时尚、面料/成衣/无纺布/皮革收入增速领跑, 2022Q3 运动时尚、印染/皮革收入环比增速有改善 .....	57
图 97: 2022Q1-Q3 户外/运动时尚、毛纺/面料/成衣净利润增速领跑, 2022Q3 运动时尚/男装、成衣净利润环比有改善 .....	58
图 98: 2022Q3 内外棉价格均有明显下降 (单位: 元/吨) .....	58
图 99: 2022Q1-Q3 毛纺/面料/成衣、户外毛利率同比提升, 成衣毛利率环比 2022H1 提升 .....	59
图 100: 2022Q1-Q3 毛纺/面料/成衣、户外净利率同比提升, 成衣、家纺/休闲/运动时尚环比 2022H1 改善 .....	59
图 101: 截至 2022Q3 毛纺/皮革处去库存期, 运动时尚/职业装库存周转天数提升少 .....	60
图 102: 年初以来截至 2022 年 11 月 4 日 A 股纺服板块累计收益率为-19.4%, 跑赢大盘 .....	60
图 103: 纺织制造板块自年初以来持续贡献超额收益率 .....	60
图 104: 截至 2022/11/4, 纺服板块估值已至低位, 低于五年平均水平 .....	61
图 105: Nike 大中华区 FY2023Q1 (2022.6-8) 收入为 15.61 亿美元 (-19%) .....	61
图 106: Adidas 大中华区 2022Q3 收入降幅为 26.6% .....	61
图 107: 宝胜国际 2022 年各季增速为-25%/-24.1%/-8.5% .....	62
图 108: 滔搏 FY2023H1 收入为 132.2 亿元 (-15%) .....	62
图 109: 2022 年北京马拉松男女冠军跑鞋分别为特步、李宁 .....	63
图 110: 运动品牌库存周转天数总体呈上升趋势 .....	63
图 111: 2022 年双十一运动服销售中 FILA 规模第一为 4 亿元、VFU 增速第一为 56% .....	64
图 112: 2022 年双十一运动鞋销售中, Nike 规模第一为 10.9 亿元、MLB 增速第一为 55% .....	64
图 113: 截至 2022H1 整体存货周转月为 3.6 个月 .....	65
图 114: 截至 2022H1, 6 个月及以下新品占比为 88% .....	65
图 115: 韦德之道系列通过不断提升科技迭代而提升单价 .....	65
图 116: 常青款超轻 19 单价较 11 代明显提升 .....	66
图 117: 疫情管控放开后第三个月, FILA 店效恢复双位数增长, 与客流恢复节奏相类似 .....	68
图 118: 2022 年北马 3 小时内完赛选手跑鞋穿着率中, 国际品牌领先 .....	69
图 119: 2022 年北马冠军跑鞋花落特步, 男女前八名中特步跑鞋渗透率 25% .....	69
图 120: 艾媒咨询预计 2025 年中国核心露营用品市场规模约达 2483 亿元 .....	71

图 121: 防晒服饰行业加速成长, 预计 2026 年达 958 亿元 (单位: 亿元)	72
图 122: 防晒服饰行业线上增长快于线下	72
图 123: 2020-2022H1 蕉下控股收入分别+106%/203%/81%	72
图 124: 2022H1 蕉下控股扭亏为盈	72
图 125: 截至 2022H1, 产品 SKU 已经扩充至 421 个	73
图 126: 2021 年收入来源多元化, 不再依赖单一品类	73
图 127: 线下依靠加盟加速门店布局节奏	73
图 128: 自营渠道收入占比稳定在 8 成以上	74
图 129: 将自营渠道拆分后, 线上渠道贡献主要收入	74
图 130: 波司登首创四大舒适科技	75
图 131: 波司登品牌揽获五项国际大奖	75
图 132: 波司登一二线(北上广深及省会)渠道占比提升	76
图 133: 波司登羽绒服品牌线下店效提升明显	76
图 134: 运动户外代工 2022Q3 表现出现分化, 华利集团与开润股份收入+23%/+44%	77
图 135: 2022Q1-Q3 华利集团收入/净利润+21.7%/22.5%	78
图 136: 华利集团 2022Q2 及 Q3 收入及净利润增速稳健	78
图 137: 2022Q1-Q3 华利集团盈利能力基本稳定	78
图 138: 分季度看, 华利集团毛利波动中略有下行	78
图 139: 开润股份 2022Q1-Q3 收入 21.6 亿元 (+37.2%)	79
图 140: 开润股份 2022Q1-Q3 净利润 0.7 亿元 (-53.8%)	79
图 141: 开润股份 2022Q3 收入 8.4 亿元 (+43.85%)	79
图 142: 开润股份 2022Q3 净利润 0.2 亿元 (-62.8%)	79
图 143: 2022Q1-Q3 鲁泰 A 收入和利润领先同行	81
图 144: 2022Q1-Q3 鲁泰 A 实现营收 52.1 亿元 (+46%)	82
图 145: 2022Q1-Q3 鲁泰 A 净利润 7 亿元 (+181.6%)	82
图 146: 2022Q1-Q3 盈利能力稳步上扬	82
图 147: 2022Q3 鲁泰 A 收入+39.4%, 略有放缓	82
图 148: 2022Q3 鲁泰 A 净利润+222%, 盈利能力再提升	82
图 149: 2022H1 鲁泰 A 衬衣及面料共同驱动收入高增	83
图 150: 2022H1 鲁泰 A 外销高增带动整体增长	83
图 151: 2022Q1-Q3 富春染织收入和利润领先同行	84
图 152: 2021 年色纱量价齐升带动业绩快速增长	85
图 153: 产品提价叠加效率提升带动盈利能力提升 (%)	85
图 154: 色纱为富春染织主要产品 (亿元)	85
图 155: 2021 年色纱量价齐升	85
图 156: 拉链、纽扣订单增加带动业绩增长	86
图 157: 伟星股份盈利能力略有波动 (%)	86
图 158: 拉链、纽扣为伟星股份主要产品 (亿元)	87
图 159: 从地区上看, 国外业务占比显著提升	87
图 160: 毛巾订单增加带动业绩快速增长	88
图 161: 孚日股份主业盈利能力持续下滑 (%)	88
图 162: 毛巾系列产品为孚日股份主要产品 (亿元)	89
图 163: 毛巾系列收入增长来自量增	89
图 164: 从地区上看, 孚日股份以国外市场为主 (亿元)	89
图 165: 从销售渠道看, 孚日股份以 OEM/ODM 为主	89

图 166:	海外订单增加叠加进口替代加速带动业绩稳健增长	90
图 167:	高附加值订单占比提升, 盈利能力显著提升 (%)	90
图 168:	精纺和服装为营收主要支柱 (亿元)	90
图 169:	南山智尚国内业务占比持续提升	90
图 170:	精纺和服装业务品牌差异化布局	91
图 171:	2020H1 自主品牌收入提升至 60.4% (亿元)	91
图 172:	童装行业 2016-2021 年 CAGR 为 10.3%	92
图 173:	欧睿国际预计 2022-2026 年童装增速为 7.69%	92
图 174:	安奈儿品牌市占率 2021 年恢复至疫情前	92
图 175:	安奈儿 2022Q1-Q3 收入 6.7 亿元 (-17.2%)	93
图 176:	安奈儿 2022Q1-Q3 净利润下滑幅度较大	93
图 177:	产安奈儿品风格向“雅酷活力”升级	94
图 178:	通过林钰珊等网络童星宣传, 产品时尚性提升	94
图 179:	以 A 股 85 家上市公司为研究样本	96
图 180:	2022Q1-Q3 轻工板块收入同比+4.9% (单位: 亿元)	97
图 181:	2022Q1-Q3 轻工板块利润同比-5.1% (单位: 亿元)	97
图 182:	2022Q1-Q3 轻工制造板块毛利率同比下降 3.3pct	98
图 183:	2022Q3 轻工制造板块毛利率环比下降 0.3pct	98
图 184:	2022Q1-Q3 轻工制造板块净利率同比下降 2.8pct	99
图 185:	2022Q3 轻工制造板块净利率环比下降 0.3pct	99
图 186:	当前我国电动两轮车行业进入提质增效的成熟发展阶段	100
图 187:	《新国标》监管趋严, 电动两轮车行业出清加快	101
图 188:	头部品牌市占率稳步提升	101
图 189:	预计电动两轮车 2022-2025 年均增量 6119 万辆	101
图 190:	电单车投放量预计持续增长	102
图 191:	即时配送服务行业处于快速上升期	102
图 192:	东南亚各国大力推行电动车产业扶持政策	103
图 193:	预测东南亚 2025 年电动两轮车销量达 470 万辆 单位: 百万辆	103
图 194:	新国标落地后营收增速提升	104
图 195:	新国标落地+内生产品优化催生公司业绩增长	104
图 196:	研发费率有所提高	104
图 197:	2021H1 结构优化致盈利水平提升	104
图 198:	2020 年全球户外用品市场规模增速增加	107
图 199:	美国户外运动参与率疫后明显上涨	107
图 200:	2021 年后我国保温杯出口金额累计值增速明显	107
图 201:	保温杯单月出口值仍保持较高增长	107
图 202:	2022Q1-Q3 嘉益股份营收及利润增速明显	109
图 203:	2022Q3 嘉益股份营收及利润增速明显	109
图 204:	2021 年嘉益股份产能利用率达 132%	109
图 205:	嘉益股份各品类产销率基本维持在 90%以上	109
图 206:	2022Q1-Q3 哈尔斯营收及业绩在高基数下实现稳增长	110
图 207:	Yeti 营业收入保持稳健增长 (单位: 亿元)	110
图 208:	喜临门纵向拓展品牌价格带	113
图 209:	2022H1 喜临门/M&D 门店净增 344 家/-2 家	114
图 210:	喜临门床垫门店数量行业领先	114

图 211: 顾家家居纵向拉开价格带.....	114
图 212: 顾家家居推出 8.0 新店态 .....	115
图 213: 顾家家居融合大店展示 .....	115
图 214: 公司拓宽产品价格带, 满足消费者多样化需求.....	116
图 215: 慕思股份主力单品牌店面面积要求普遍在 160 m <sup>2</sup> .....	116
图 216: 慕思股份逐步拓展多品牌综合店 .....	116
图 217: 主要电子烟品牌商进行大幅度加价.....	117
图 218: 提价后电子烟产品销售价格发生变化.....	117
图 219: 消费税对中上游环境利润有一定压缩.....	118
图 220: 2022H1 英美烟草新型烟草用户环比增长 11.5%.....	119
图 221: 菲莫国际加热不燃烧品牌用户人数持续增长.....	119
图 222: 2022H1 英美烟草新型烟草收入同增 45.0% .....	119
图 223: 受俄乌冲突影响, PMI 新型烟草业务增速放缓.....	119
图 224: 自 2020 年 2 月起, 美国一次性电子烟市场加速扩大 (单位: 百万颗) .....	120
图 225: 思摩尔国际 2022H1 收入及利润同比下降明显.....	120
图 226: 思摩尔国际研发投入预计持续加大.....	120
图 227: 2022Q1-Q3 公司营收及业绩下降明显 .....	121
图 228: 盈趣科技电子烟业务销额逐步降低.....	121
图 229: 2022Q1-Q3 宝钢包装营收同比+25.43%.....	122
图 230: 2022Q1-Q3 宝钢包装归母净利润达同比+3.43%.....	122
图 231: 2022 年 6 月美国 CPI 当月同比达 9.1 .....	124
图 232: 双胶纸 Q3 以来吨盈利逐步修复.....	125
图 233: 白卡纸价格上行趋势有望恢复 .....	126
图 234: 箱板纸价格持续下行 .....	126
图 235: 纸浆进口平均单价上升 .....	126
图 236: 成本推涨生活用纸价格逐步上升 .....	126
图 237: 建议关注细分景气赛道、地产刺激下的家居板块、电子烟板块、包装和造纸板块 .....	127
表 1: 2022 年双十一期间 DLP 厂商仍占据主流, LCD 技术路线以及中低价位厂商整体增长优于行业.....	24
表 2: 2022 年度非公开发行 A 股股票募投新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目 .....	33
表 3: 2022 年 7 月以来, 德昌股份持续公告收获 6 个项目定点.....	37
表 4: 德昌股份合作的头部 Tier1 供应商对接整车厂实力强劲 .....	37
表 5: 星帅尔先后切入密封胶柱、小家电温度控制器、电机以及光伏领域, 覆盖客户广泛.....	46
表 6: 建议关注消费降级、汽车零部件、储能和防御四条投资主线.....	52
表 7: 2022Q3 国内运动品牌迅速恢复, 李宁体现较大复苏弹性.....	62
表 8: 李宁持续推动旗舰店等高效大店落地.....	67
表 9: FILA 客单价与客单量变化不显著, 月流水与客流密切相关 .....	68
表 10: 预计政策端深化户外运动产业供给侧结构性改革背景下行业将迎来新格局.....	70
表 11: 从羽绒服参数看, “中国质造”不输国际品牌, 波司登价格带虽有上移但仍具高性价比.....	74
表 12: 专业羽绒服品牌×IP&设计师联名成为趋势.....	75
表 13: 鲁泰 A 产能扩张持续释放 .....	83
表 14: 富春染织产能持续扩张 .....	85
表 15: 依循库存去化以及疫后复苏逻辑, 建议关注四条主线.....	95
表 16: 分子行业看, 2022Q3 家居用品、造纸和包装印刷板块环比利润边际修复 .....	98
表 17: 分子行业看, 2022Q3 家居用品、包装印刷盈利能力环比修复, 造纸板块盈利能力环比回落 .....	99

---

表 18: 嘉益股份与数家国际不锈钢真空保温器皿的知名品牌商保持深度合作 (单位: 万美元) .....	108
表 19: 哈尔斯创建四大自主品牌, 实现中高低杯壶市场全覆盖 .....	110
表 20: 纸浆供应面多发事件扰动价格持续高位 .....	123
表 21: 未来 2-3 年国内外纸浆产能预计陆续投放 .....	125

## 1、观点概述：库存出清重新出发，跨界主题兑现业绩

展望 2023 年，我们有以下几个结论：

1、预计国内可选消费业绩层面于 2023Q1 期间逐步复苏。原因：（1）线下零售相关的细分行业下游客户在 2022Q4 加大去库存力度，库存有望逐步出清，2023 年轻装上阵。（2）国内防疫政策持续优化，预计 2023 年春节后疫情的影响会显著减弱。

2、预计出口企业 2023 年有望边际改善。原因：（1）美国通胀出现回落趋势，加息周期或结束，对需求的抑制减弱，自有品牌出海企业业绩有望复苏。（2）出口代工企业的下游客户预计在 2022Q4 完成库存出清，预计 2023 年订单恢复正常。

3、预计 2023 年将成为可选消费转型标的业绩兑现的第一年。家电公司近几年大量切入到新能源车零部件或储能等赛道，截至 2022 年已经完成前期的产能建设、客户积累并产生一定收入，2023 年起预计开始贡献净利润。

4、可选消费板块仍然有很多“隐形冠军”、细分行业龙头、专注小而美成长赛道的标的，有大量的投资机会，例如电动两轮车、户外露营、宠物、纸包装、特种纸、体育用品等。

### 1.1、家电策略：2022Q3 结构性分化延续，看好 2023 年四条投资主线

**宏观层面，2022Q3 外需仍有压力，成本压力逐步缓解：**（1）内需方面，房地产景气低位以及疫情多地散发致整体消费仍有一定压力。7-9 月家电社零同比分别 +7.1%/+3.4%/-6.1%，9 月销售有所走弱。（2）外需方面，海外高通胀仍影响海外需求恢复，海外零售商补库意愿较弱，家电出口仍承压。海关总署数据显示，7-9 月家用电器出口金额同比分别 -7.6%/-16.5%/-19.8%。（3）2022Q3 原材料和海运成本压力逐步缓解，CCFI 海运指数 / 塑料指数 / 铜价 / 铝价同比分别 -1.4%/-13.13%/-12.24%/-11.19%。

**中观层面，2022Q3 家电行业及个股结构性分化延续：**（1）白电行业受益于 7-8 月份高温影响 Q3 销售有所回暖，个股上看头部企业凭借内部提质增效整体业绩稳健。（2）厨电行业，受地产景气及疫情影响 Q3 业绩仍有承压，其中华帝股份经营调整后显韧性。（3）清洁电器行业，2022Q3 高基数叠加海外宏观扰动自主品牌业绩承压，代工出口受益人民币贬值业绩继续延续高增。（4）显示电器行业，2022Q3 营收端受需求影响有所承压，业绩端受益面板价格回落实现优于收入增长。（5）家电出海行业，海外高通胀下去库存压力仍存，自主品牌出海优于出口代工企业。（6）厨房/个护小家电：双十一厨小电消费企稳，小熊电器、飞科电器凭借内部改革提效逆势增长。（7）家电上游行业：承接制造优势，切入新能源、汽车零部件，业务外延 2022Q3 逐步收效。

短期来看预计 2023 年行业结构性分化依旧，我们提出 2023 年四条投资主线：

**（1）消费降级主线：**继续看好原本定位“性价比”品牌通过自身品牌升级、产品和渠道升级提高“品价比”，从而承接部分从具有高“品牌溢价”的品牌“降级”的消费者，2023 年延续量价双升趋势。推荐依托产品渠道营销三维升级继续实现均价和份额提升的飞科电器，以及精品化战略持续推进、品牌升级扩人群、营销优化提效率的小熊电器。

**（2）汽车零部件主线：**2022 年家电上游企业在汽车电机、汽车空调压缩机、车

灯、压铸件、空气滤、热管理系统领域逐步迎来订单兑现，继续看好家电上游企业承继制造优势在汽车零部件领域实现持续放量。**推荐标的：**德昌股份、佛山照明、盾安环境、三花智控、莱克电气。**受益标的：**东方电热、金海高科。

**(3) 储能产业链主线：**2022 年储能快速发展，继续看好品牌出海和家电上游企业业务外延机会。便携储能领域建议关注渠道和品牌优势领先的华宝新能和安克创新；工商业储能带动储能热管理和光伏组件规模提升，建议关注三花智控，受益标的星帅尔。

**(4) 防御主线：**核心资产估值见底，基本面稳中向好，有望迎来估值修复。推荐标的：海尔智家、公牛集团、老板电器、美的集团。

## 1.2、纺服策略：2022Q3 纺服利润承压，期待库存去化及疫后复苏再扬帆

9 月以来国内服装社零增速、纺织及服装类外销增速双双转负，我们认为内外需均处于疲软状态。(1) 内需方面，受国内疫情及疫情管控政策影响，国内消费者消费场景受限制，同时消费能力、消费信心下降。(2) 外需方面，一方面受国内疫情管控影响，国际品牌对于国内供应链稳定担忧导致出口订单外流；另一方面由于国际局势持续动荡、通胀忧虑日增，同时美联储及欧央行等推进加息拖累全球总需求恢复。

在内外需疲软的背景下，国内外服装库存水位均有升高。(1) 品牌端：我们预计品牌商将借助双十一、双十二电商旺季以及春节期间大力去库存，2022Q4 短期折扣加深导致利润端承压后 2023Q1 将轻装上阵，随防疫政策优化，预计消费信心提升和线下客流恢复后将加速去库，2023Q1 库存基本消化完毕。(2) 制造端：从 2022 年 10 月内外需表现未有较大改善，下游品牌商存在砍单及推单压力，叠加出口基数走高，预计 2022Q4 制造企业业绩仍然承压。

因此依循以上库存去化以及疫后复苏逻辑，我们提出 2023 年四条投资主线：

**(1) 品牌端：继续推荐景气度高的运动户外板块。**龙头运动品牌作为纺服行业的核心资产业绩韧性强，李宁库存水位及结构好于行业，预计率先完成去库存进度；FILA 疫情受损严重，预计安踏体育疫后复苏中弹性大；看好波司登 2023 年产品丰富拉长旺季期催化销售，看好品牌渠道全面升级。疫情催化的精致露营渗透率提升不可逆，受益标的精致露营装备品牌牧高笛。

**(2) 制造端：**考虑下游品牌去库存节奏和全球各地经济复苏步伐参差，预计 2023H2 海外消费逐步恢复，由于制造端出货早于品牌库存出清，预计 2023H1 业绩将逐季迎来改善，**建议布局各细分领域内的供应链龙头。**推荐产品结构向上，预计 2023 年延续价增高于量增趋势的华利集团；全球供应链龙头本色不改，2023 年业绩修复的申洲国际；2023 年轻装上阵，品牌端转盈、代工端新拓客户放量增长的开润股份；TPU 垂直一体化核心竞争力稳固，柬埔寨出货和家用气垫拓展可期的浙江自然。

**(3) 纺织辅料：看好细分领域逆势扩产、格局优化的龙头标的。**受益标的：垂直一体化、智能化稳步推进的高端色织布龙头鲁泰 A、仓储式生产优势突出叠加产能积极扩张的色纱生产龙头富春染织、东南亚布局叠加产品升级持续抢占市场份额的辅料龙头。

**(4) 跨界标的：纺服主业稳固，新布局开启第二增长曲线。**推荐汽车真皮内饰

业务快速增长，2023 年放量及多个新车型交付的兴业科技；受益标的：主业稳健，功能涂层和新材料业务顺利推进的家纺行业龙头孚日股份、精纺服饰稳健增长+新材料业务拓展的精纺服装领军企业南山智尚、童装主业品牌升级行进中，布局抗菌抗病毒新材料业务的安奈儿。

### 1.3、轻工策略：板块持续分化，把握高景气赛道

**把握高景气细分赛道。**保温杯行业：受益于海外疫后户外活动热潮，行业高景气度延续至今，2022 年 1-9 月保温杯累计出口金额同增 48.29%。我们看好国内制造代工企业凭借成熟的生产工艺及产业集群优势从中获益。受益标的：优质保温杯制造代工企业嘉益股份、哈尔斯。电动两轮车：我们认为国内电动两轮车行业正处于需求持续扩张、供给端持续优化的高景气阶段，受益标的：电动两轮车行业的龙头企业，渠道布局、研发实力、产品迭代力均领先行业的雅迪控股。宠物用品：海外发达国家宠物市场较成熟，宠物用品需求稳健，国内宠物用品行业尚处快速发展期，我们认为短期宠物用品消费需求有较强韧性，受益标的：绑定优质客户的出口代工龙头依依股份、源飞宠物。

**家居板块：**定制家居：地产高增带来的流量红利已逐步消退，且家居行业流量分化显著，需求端年轻化消费者有“省时省力省心”、“性价比”的需求，此背景下建议关注在流量入口向消费者输出整体空间装修解决方案的龙头企业，推荐欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜。软体家居：2022 年以来软体家居板块受地产销售低迷及疫情下消费信心疲软，消费降级趋势明显等多重因素影响，在此环境下纵深下沉渠道、品类融合顺利的家居企业业绩表现相对优异。我们推荐具有下沉渠道优势，尚处开店红利期同时凭借套系化打法持续提升客单值的喜临门，品类协同效应较强，高潜产品持续发力，融合店高效开拓的顾家家居及中高端床垫龙头慕思股份。

**新型烟草：**国内：随着电子烟消费税靴子落地，行业政策监管体系初步搭建完成，市场回归传统烟草口味+减害化为必然趋势，研发及成本压力将加速市场出清，利好龙头企业发展。国外：烟草巨头新型烟草业务经营状况稳中向好，用户规模稳步增长，欧洲、亚太新兴市场渗透率提升明显。推荐制造研发能力均强的思摩尔国际、烟草巨头 PMI 的主要供应商盈趣科技。

**包装板块：****纸包装：**在行业需求疲弱背景下，龙头依靠份额增长带来韧性，推荐制造和服务优势突出、多元化业务结构持续深化、盈利能力拐点向上的裕同科技。**金属包装：**美联储加息下大宗原材料回落预期加强，看好板块在下游需求放量外加成本下行下的业绩持续释放。受益标的：未来产能储备充足的宝钢包装和昇兴股份。

**造纸板块：**造纸板块受浆价持续高位影响，2022 年以来板块利润承压明显，纸企普遍增收不增利。在当前浆价外围因素逐步趋好的环境下，建议关注造纸板块业绩弹性的释放。优先看好没有自制浆且耗浆量较高，前期受损幅度较大的特种纸和生活用纸，个股推荐标的：五洲特纸、中顺洁柔；受益标的：仙鹤股份、华旺科技。

## 2、家电行业：前三季度经营情况全景

### 2.1、白电行业：外部环境改善叠加内部提质增效，头部企业业绩稳健

行业维度上看，2022Q3 白电行业零售数据整体呈前高后低特征，双十一销售有所企稳。空调行业 7-9 月份线上零售额同比分别+25.37%/+66.15%/-10.43%，美的集团和海尔智家实现优于行业增长，受益于高温 7-8 月份空调行业增长强劲，9 月份零售有所走弱。冰箱行业 7-9 月份线上零售额同比分别+6.36%/-1.16%/-20.4%，海尔智家实现优于行业增长。洗衣机行业 7-9 月份线上零售额同比分别+8.29%/-9.11%/+0.69%，海尔智家实现优于行业增长。双十一首轮预售期间空调、冰箱、洗衣机销售额同比分别+15%/+23%/+6%。

公司维度上看，2022Q3 白电企业营收增速环比提升，业绩持续改善。在 7-8 月份高温天气驱动下 2022Q3 白电企业营收增速普遍环比提升，2022Q3 美的集团/格力电器/海尔智家/海信家电/长虹美菱营收增速分别为 0.2%/11%/8.6%/6.1%/19.4%。业绩层面，受益于上游原材料价格回落以及内部提质增效，龙头企业业绩持续修复，2022Q3 美的集团/格力电器/海尔智家/海信家电/长虹美菱毛销差同比分别+1.6pct/+2.0pct/+0.9pct/+1.2pct/+2.8pct，扣非净利率同比分别+0.5pct/+0.7pct/+1.2pct/+0.6pct/+1.5pct，延续改善趋势。

图1：2022Q3 受益于外部环境改善以及内部提质增效，白电头部企业业绩延续改善趋势

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
美的集团	9.5%	1.1%	0.2%	5.2%	8.9%	5.6%	-0.2%	2.5%	1.6%	-0.3%	0.7%	0.5%
格力电器	6.2%	3.6%	11.0%	14.4%	42.6%	16.6%	1.5%	4.2%	2.0%	0.8%	3.6%	0.7%
海尔智家	10.0%	8.2%	8.6%	13.0%	24.7%	33.9%	0.4%	1.0%	0.9%	0.1%	0.9%	1.2%
海信家电	31.4%	8.2%	6.1%	39.5%	-24.7%	54.5%	0.4%	0.7%	1.2%	0.1%	-0.5%	0.6%
长虹美菱	-2.8%	13.5%	19.4%	14.8%	171.9%	7406.2%	-0.5%	0.8%	2.8%	0.1%	1.1%	1.5%
惠而浦	-13.7%	8.5%	-23.1%	61.4%	99.4%	119.0%	2.0%	7.8%	6.9%	2.2%	11.6%	12.2%

分月度超额收益												
超额收益 (%)		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	
家电整体	家用电器	3.1	-3.2	-1.7	4.1	-0.3	1.5	4.6	-2.1	1.8	-5.1	
	白色家电	6.2	-7.3	-5.1	6.3	-3.7	-1.1	0.3	0.0	2.4	-7.8	
	美的集团	6.8	-9.2	-6.7	5.0	-6.4	-4.8	-1.9	-1.0	-0.7	-10.7	
	格力电器	9.8	-1.2	-1.3	4.3	1.2	4.8	5.7	4.5	8.3	3.8	
	海尔智家	0.1	-3.2	-1.5	19.1	-3.9	-1.5	-1.7	8.6	2.5	-8.2	
	海信家电	7.3	-10.4	-10.3	11.0	3.0	4.9	7.7	-6.6	5.9	3.4	
	长虹美菱	-1.5	3.2	16.3	-1.4	7.4	-2.7	23.4	-6.4	18.4	0.2	
	奥马电器	4.2	-2.3	-1.3	-6.3	7.4	1.4	11.1	-5.1	12.4	18.1	
	虹美菱B	6.4	-1.8	0.8	3.0	3.8	-0.7	12.6	-0.4	3.1	-10.6	
	澳柯玛	-6.0	4.0	1.0	2.4	8.9	-20.7	8.6	-8.5	-1.2	2.7	
	惠而浦	-1.7	7.8	6.6	-1.7	5.7	-12.0	2.2	2.6	1.5	2.9	

年内重要节点销售趋势												
品类	品牌	销售额YoY			销售量YoY			均价YoY				
		双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9		
空调	美的	12%	14%	-7%	77%	23%	-15%	20%	1%	10%		
	格力	-6%	30%	-11%	10%	28%	-15%	4%	-4%	4%		
	海尔	-62%	45%	6%	-58%	49%	16%	-8%	7%	0%		
	空调品类合计	15%	19%	0%	8%	16%	-3%	6%	4%	3%		
冰箱	美的	24%	-2%	-5%	13%	-2%	2%	9%	-1%	-7%		
	海尔	24%	-5%	3%	1%	13%	-8%	23%	-17%	12%		
	冰箱品类合计	23%	2%	1%	8%	-2%	2%	14%	4%	-1%		
洗衣机	美的	-30%	-17%	-20%	-26%	3%	-12%	-5%	-19%	-9%		
	海尔	9%	-1%	10%	10%	10%	4%	0%	-10%	5%		
	洗衣机品类合计	6%	-11%	1%	-6%	-3%	-1%	13%	-9%	1%		

数据来源：Wind、魔镜数据、奥维云网、开源证券研究所（空调、冰箱、洗衣机数据来自于线上阿里渠道零售数据）

**图2：空调、冰箱、洗衣机 2022Q3 终端零售数据整体呈前高后低特征**

日期	空调线上零售额YoY			冰箱线上零售额YoY			洗衣机线上零售额YoY			
	行业整体	美的	格力	海尔	行业整体	美的	海尔	行业整体	美的	海尔
Jan-22	-20.43%	-10.08%	-20.13%	-39.08%	6.72%	2.32%	2.29%	-2.32%	-28.57%	7.27%
Feb-22	128.04%	282.60%	145.45%	2.31%	13.69%	13.51%	11.19%	20.68%	-10.36%	26.66%
Mar-22	-21.70%	-31.69%	-34.22%	43.46%	-2.71%	-1.23%	-2.02%	-1.15%	-29.23%	12.98%
Apr-22	-1.70%	-23.93%	14.96%	8.21%	-0.66%	2.42%	-5.02%	-9.81%	-40.56%	2.01%
May-22	-1.07%	-25.00%	-2.53%	50.42%	46.31%	32.75%	60.34%	42.80%	9.51%	52.31%
Jun-22	-22.8%	-28.73%	-34.69%	-11.45%	-10.64%	-16.62%	-8.73%	-11.79%	-29.62%	-2.76%
Jul-22	25.37%	26.33%	9.22%	39.93%	6.36%	10.69%	5.26%	8.29%	2.97%	26.16%
Aug-22	66.15%	93.67%	29.97%	71.56%	-1.16%	-14.25%	3.74%	-9.11%	-14.60%	-1.90%
Sep-22	-10.43%	-13.97%	-14.74%	-2.83%	-20.40%	-8.32%	-3.46%	0.69%	-10.23%	2.31%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 2.2、厨电行业：受地产景气及疫情影响，2022Q3 业绩仍有所承压

行业维度上看，地产及疫情影响下 2022Q3 线下终端销售仍承压。奥维云网线下抽样数据显示，2022Q3 油烟机/燃气灶/集成灶/洗碗机/消毒柜线下零售额同比分别 -22.04%/-18.05%/-9.57%/-10.98%/-36.28%。

公司维度上看，2022Q3 厨电企业业绩普遍承压，华帝股份显韧性。营收方面，2022Q3 华帝股份/老板电器/浙江美大/火星人/亿田智能/帅丰电器营收同比分别 +11.5%/+1.7%/-9.5%/-8.6%/+14.5%/-6.5%，传统厨电方面华帝股份在经营调整收效拉动下营收实现优于行业增长，集成灶企业方面亿田智能实现优于行业增长。业绩方面，2022Q3 华帝股份/老板电器/浙江美大/火星人/亿田智能/帅丰电器扣非净利率同比分别 -0.4pct/-2.1pct/-5.3pct/-5.5pct/-8.5pct/-4.1pct，尽管原材料成本有所回落，但受销售费用等投入加大，毛销差和扣非净利润仍有所承压。

**图3：2022Q3 受疫情以及费用投放增加等影响，厨电企业业绩普遍承压，华帝股份显韧性**

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
华帝股份	6.9%	4.4%	11.5%	4.3%	-1.0%	-2.0%	0.3%	-2.7%	-2.0%	-0.2%	-0.5%	-0.4%
老板电器	9.3%	-2.5%	1.7%	4.3%	-29.3%	-8.8%	-1.6%	-6.1%	-1.5%	-0.8%	-4.8%	-2.1%
浙江美大	12.1%	-22.5%	-9.5%	20.8%	-31.3%	-25.2%	-0.1%	-3.5%	-6.7%	2.1%	-3.1%	-5.3%
火星人	29.2%	-0.1%	-8.6%	38.3%	-26.6%	-36.6%	-0.8%	-1.7%	-4.8%	0.7%	-4.3%	-5.5%
亿田智能	63.1%	4.0%	14.5%	40.1%	9.4%	-31.5%	-0.1%	3.5%	-0.9%	-2.5%	0.9%	-8.5%
帅丰电器	23.3%	1.4%	-6.5%	1.3%	-19.7%	-24.5%	-1.1%	-4.8%	-1.0%	-3.6%	-6.0%	-4.1%

分月度超额收益												
超额收益 (%)		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	
家电整体	家用电器	3.1	5.2	1.7	4.1	-0.3	1.5	4.6	1.1	1.8	5.1	
	厨房电器	0.3	4.4	4.0	8.3	3.2	6.8	7.3	8.7	1.9	3.1	
	华帝股份	0.6	0.4	2.0	3.3	7.4	2.3	5.3	5.7	0.2	2.3	
	老板电器	1.3	3.9	4.4	10.7	2.8	10.2	4.5	8.9	2.1	2.8	
	浙江美大	4.4	5.0	5.3	5.5	1.3	1.2	0.3	7.7	0.3	4.6	
	火星人	-0.9	8.0	3.1	1.0	5.9	14.6	2.7	7.1	8.4	6.8	
	亿田智能	6.4	3.4	3.5	23.7	-0.5	23.1	8.8	4.7	7.1	6.6	
	帅丰电器	6.1	7.1	1.3	11.5	7.7	5.1	2.5	7.6	4.8	7.4	

年内重要节点销售趋势												
品类	品牌	销售额YoY			销售量YoY			均价YoY				
		双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9		
集成灶	火星人	-18%	-13%	13%	-17%	-3%	6%	-1%	-10%	7%		
	森歌	14%	-13%	38%	23%	11%	37%	-3%	-22%	1%		
	帅丰	5%	7%	48%	2%	1%	34%	-17%	6%	10%		
	美大	-3%	15%	40%	14%	30%	47%	-5%	-12%	-4%		
	亿田	-3%	62%	42%	-7%	62%	38%	-7%	0%	3%		
	集成灶品类合计	1%	2%	11%	-5%	10%	-4%	9%	-7%	15%		
传统厨电	油烟机品类合计	25%	13%	3%	-2%	18%	-1%	26%	-4%	4%		
	燃气灶品类合计	18%	4%	-2%	-7%	-3%	-6%	27%	7%	5%		
	消毒柜品类合计	-8%	-7%	-21%	-14%	-10%	-26%	6%	4%	8%		
	洗碗机品类合计	10%	-1%	8%	7%	-2%	0%	3%	0%	8%		

数据来源：Wind、奥维云网、魔镜数据、开源证券研究所

**图4：地产及疫情影响下 2022Q3 厨电线下终端销售仍承压**

			销额同比			销量同比			均价同比			
			2022M9	2022Q2	2022Q3	2022M9	2022Q2	2022Q3	2022M9	2022Q2	2022Q3	
厨电	油烟机	老板	线下	-21.96%	-23.96%	-17.88%	-23.16%	-26.53%	-19.68%	3.31%	3.51%	2.24%
			线上	-10.86%	2.60%	-8.13%	-15.86%	3.62%	-9.52%	-1.31%	-0.98%	1.54%
		方太	线下	-22.77%	-21.63%	-18.92%	-25.41%	-24.57%	-21.98%	3.90%	3.90%	3.93%
			线上	-11.03%	1.91%	-2.32%	-12.96%	0.32%	-3.23%	1.75%	1.59%	0.94%
		美的	线下	-49.35%	-47.57%	-41.45%	-46.98%	-51.42%	-41.17%	0.18%	7.93%	-0.47%
			线上	-11.58%	-22.78%	-12.17%	-9.22%	-27.57%	-13.10%	2.10%	6.61%	1.07%
	华帝	线下	-39.63%	-34.48%	-36.07%	-39.58%	-34.28%	-35.41%	0.17%	-0.31%	-1.03%	
		线上	13.44%	17.92%	15.24%	7.31%	20.80%	14.24%	3.80%	-2.38%	0.88%	
	行业	线下	-25.98%	-25.60%	-22.04%	-29.78%	-29.59%	-26.33%	5.41%	5.66%	5.81%	
		线上	-2.51%	2.80%	1.39%	-5.00%	-2.55%	3.09%	2.62%	5.48%	-1.65%	
	燃气灶	老板	线下	-9.14%	-18.36%	-9.41%	-17.45%	-23.47%	-15.58%	5.68%	6.68%	7.31%
			线上	-18.56%	14.11%	-11.76%	-17.55%	2.61%	-11.43%	1.35%	11.21%	-0.38%
		方太	线下	-22.18%	-20.66%	-18.41%	-25.92%	-23.30%	-22.32%	4.90%	3.43%	5.03%
			线上	-16.80%	4.06%	-9.66%	-10.06%	1.85%	-2.88%	-6.94%	2.17%	-6.98%
		美的	线下	-41.89%	-39.26%	-35.92%	-43.88%	-43.48%	-37.78%	1.28%	7.47%	2.99%
			线上	-6.06%	-21.22%	-15.23%	-9.30%	-36.33%	-19.70%	3.45%	23.73%	5.57%
	华帝	线下	-36.06%	-17.99%	-28.88%	-38.93%	-17.70%	-30.79%	5.28%	-0.36%	2.75%	
		线上	-2.83%	18.01%	8.75%	8.23%	21.78%	17.94%	-5.89%	-3.10%	-7.79%	
	行业	线下	-21.76%	-19.86%	-18.05%	-28.17%	-23.83%	-23.23%	8.92%	5.21%	6.75%	
		线上	-7.15%	-1.26%	-3.52%	0.38%	-10.35%	3.47%	-7.50%	10.14%	-6.76%	
	集成灶	火星人	线下	21.39%	4.39%	14.48%	23.74%	-2.37%	14.01%	2.91%	6.93%	0.42%
			线上	46.99%	10.15%	10.54%	46.33%	2.53%	7.91%	-0.59%	7.43%	2.44%
		亿田	线下	-85.82%	294.01%	-67.63%	-84.03%	232.54%	-64.64%	-7.58%	18.48%	-8.48%
			线上	33.11%	26.41%	22.42%	33.24%	26.52%	21.63%	5.07%	-0.08%	0.65%
美大		线下	27.72%	4.26%	13.08%	32.42%	9.38%	20.14%	-8.14%	-4.68%	-5.88%	
		线上	155.20%	13.15%	83.45%	163.39%	20.00%	87.45%	-4.03%	-5.71%	-2.13%	
行业	线下	-14.97%	-6.12%	-9.57%	-15.05%	-11.21%	-9.92%	0.09%	5.73%	0.39%		
	线上	27.27%	7.66%	7.29%	17.02%	-5.21%	-1.67%	8.76%	13.57%	9.11%		
消毒柜	康宝	线下	-45.72%	-15.96%	-37.33%	-46.12%	-18.63%	-37.76%	-1.25%	3.28%	0.70%	
		线上	-26.54%	-8.60%	-24.07%	-26.03%	-7.40%	-22.89%	-1.77%	-1.29%	-1.54%	
	美的	线下	-53.57%	-48.03%	-52.43%	-49.26%	-46.52%	-47.64%	-9.21%	-2.83%	-9.15%	
		线上	-7.13%	-19.70%	-12.20%	-22.45%	-43.62%	-27.19%	18.14%	42.42%	20.58%	
	方太	线下	-41.32%	-32.08%	-37.32%	-41.25%	-32.50%	-37.79%	2.20%	0.63%	0.76%	
		线上	-21.76%	3.90%	-21.03%	-16.62%	12.56%	-10.03%	-14.00%	-7.70%	-12.22%	
老板	线下	-33.42%	-28.19%	-34.31%	-31.24%	-27.61%	-31.21%	-3.16%	-0.80%	-4.51%		
	线上	-23.36%	-16.78%	-24.57%	-24.92%	-14.20%	-23.15%	-1.93%	-3.01%	-1.86%		
行业	线下	-40.24%	-28.71%	-36.28%	-42.20%	-31.09%	-37.76%	3.39%	3.46%	2.38%		
	线上	-26.18%	-15.01%	-25.63%	-32.83%	-24.62%	-30.94%	9.90%	12.75%	7.68%		
洗碗机	西门子	线下	-21.46%	-6.21%	-11.70%	-31.34%	-14.82%	-19.19%	12.79%	10.11%	9.26%	
		线上	-9.55%	-25.87%	-30.73%	-7.96%	-24.83%	-27.83%	-3.68%	-1.38%	-4.01%	
	美的	线下	-58.77%	-42.62%	-40.42%	-60.13%	-46.74%	-42.97%	9.18%	7.74%	4.47%	
		线上	11.55%	8.32%	5.05%	3.65%	-2.23%	-0.53%	7.94%	10.79%	5.61%	
	方太	线下	-8.26%	19.01%	10.75%	-0.66%	26.97%	21.78%	-10.56%	-6.27%	-9.06%	
		线上	-10.26%	21.23%	6.21%	-12.77%	27.31%	6.50%	0.05%	-4.77%	-0.27%	
老板	线下	-33.71%	-21.72%	-21.10%	-38.52%	-22.96%	-24.79%	3.24%	1.62%	4.90%		
	线上	6.43%	118.48%	35.74%	18.89%	123.04%	46.64%	-3.81%	-2.04%	-7.43%		
行业	线下	-24.61%	-5.79%	-10.98%	-28.63%	-11.13%	-13.80%	5.63%	6.00%	3.27%		
	线上	6.95%	15.42%	0.78%	-1.96%	5.80%	-5.30%	9.09%	9.09%	6.41%		

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

### 2.3、清洁电器：2022Q3 高基数叠加海外宏观扰动自主品牌业绩承压，代工出口受益人民币贬值业绩高增

行业维度上看，2022Q3 扫地机延续量减价增趋势，洗地机以价换量带动增长。奥维云数据显示，2022Q3 扫地机线上终端零售额/零售量同比分别-4.3%/-27.66%，洗地机线上终端零售额/零售量同比分别+38.31%/+55.57%，扫地机产品升级带动均价提升挤压需求释放，洗地机竞争加剧各厂商以价换量驱动增长。双十一首轮预售表现来看，扫地机增长企稳，洗地机高基数效应下增速放缓。首轮预售中扫地机销售额/销售量同比分别+28%/+14%，随着各企业推出简配版全能基站类产品，均价提升幅度收窄，量恢复正增长。洗地机销售额/销售量同比分别+2%/+14%，均价仍延续下降趋势，高基数下增速放缓。

公司维度上看，2022Q3 行业竞争加剧致自主品牌企业业绩承压，出口代工企业受益人民币贬值业绩高增。营收方面，2022Q3 科沃斯/石头科技/德昌股份/富佳股份/莱克电气营收同比分别+14.4%/-0.6%/-54.9%/+7.1%/+33.3%，行业竞争加剧叠加海外通胀高企下各企业营收普遍仍表现低迷。业绩方面，2022Q3 科沃斯/石头科技/德昌股份/富佳股份/莱克电气扣非净利率同比分别-5.8pct/-3.2pct/+17.7pct/+7.6pct/+7.1pct，科沃斯和石头科技受销售费用投放增加影响业绩仍承压，德昌股份、富佳股份、莱克电气受益汇兑收益业绩高增。

图5：2022Q3 行业竞争加剧致自主品牌企业业绩承压，出口代工企业受益人民币贬值业绩高增

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
科沃斯	43.9%	15.5%	14.4%	20.2%	-7.5%	-33.7%	-1.6%	-5.5%	-7.6%	-2.4%	-3.2%	-5.8%
石头科技	22.3%	26.5%	-0.6%	7.1%	-2.1%	-15.3%	-5.8%	-8.5%	-3.9%	-3.2%	-5.4%	-3.2%
德昌股份	-7.4%	-26.4%	-54.9%	-	-	38.4%	0.5%	-2.6%	-1.0%	-	-	17.7%
富佳股份	6.1%	1.6%	7.1%	-	-	101.7%	3.6%	2.7%	3.6%	-	-	7.6%
莱克电气	16.8%	5.0%	33.3%	15.1%	104.8%	159.3%	1.5%	-2.0%	-1.3%	-0.1%	6.0%	7.1%

分月度超额收益												
超额收益 (%)		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	
家电整体	家用电器	3.1	3.2	2.7	4.1	-0.3	1.5	4.6	-2.1	1.8	-5.1	
	富佳股份	3.4	1.6	13.0	13.9	-3.3	6.6	1.8	12.6	3.1	4.7	
	莱克电气	6.3	2.8	7.1	3.0	9.4	0.8	34.3	10.1	5.6	6.7	
清洁电器	科沃斯	2.9	0.0	-2.0	4.4	6.5	4.6	-7.1	9.6	-11.5	4.8	
	德昌股份	5.8	3.3	7.9	11.7	4.9	-0.4	34.2	3.7	-4.0	3.7	
	石头科技	16.7	-28.9	4.7	8.1	9.2	-2.6	-8.6	0.3	-2.6	-1.2	

年内重要节点销售趋势												
品类	品牌	销售额YoY			销售量YoY			均价YoY				
		双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9		
扫地机	科沃斯	38%	-6%	-10%	24%	-29%	-39%	11%	34%	48%		
	石头	6%	144%	94%	-14%	75%	31%	24%	39%	48%		
	追觅	285%	905%	661%	252%	440%	396%	9%	86%	53%		
	米家	29%	18%	-18%	15%	-24%	-43%	12%	55%	44%		
	云鲸	-	-45%	-4%	-	-25%	3%	-	-27%	-6%		
	yeedi	-21%	80%	133%	-47%	24%	68%	50%	45%	39%		
	扫地机品类合计	28%	9%	2%	14%	-4%	-28%	12%	14%	43%		
洗地机	添可	4%	5%	17%	5%	2%	6%	-1%	3%	1%		
	追觅	2864%	-	-	3019%	-	-	-5%	-	-		
	米家	16%	-	-	98%	-	-	-22%	-	-		
	必胜	52%	30%	36%	52%	39%	41%	0%	0%	0%		
	洗地机品类合计	2%	34%	34%	44%	61%	61%	1%	7%	4%		

数据来源：Wind、奥维云网、魔镜数据、开源证券研究所

**图6：2022Q3 扫地机延续量减价增趋势，洗地机以价换量带动增长**

			销额同比			销量同比			均价同比			
			2022M9	2022Q2	2022Q3	2022M9	2022Q2	2022Q3	2022M9	2022Q2	2022Q3	
清洁电器	扫地机器人	科沃斯	线上	4.88%	-10.94%	-10.55%	-17.11%	-23.43%	-21.71%	57.84%	70.67%	51.17%
		线下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		石头	线上	36.66%	128.27%	51.72%	12.92%	45.94%	13.21%	42.13%	56.42%	34.02%
		线下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		云鲸	线上	24.00%	-11.21%	-14.72%	17.03%	-1.87%	-10.61%	-4.69%	-9.51%	-4.61%
		线下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	洗地机	小米	线上	1.98%	-1.00%	-9.49%	-15.18%	-37.86%	-29.76%	31.42%	59.32%	28.86%
		线下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		美的	线上	-27.22%	-37.46%	-40.99%	-30.45%	-62.86%	-42.13%	-6.87%	68.37%	1.97%
		线下	20.95%	29.97%	22.62%	-15.13%	-24.14%	-19.08%	42.51%	71.34%	51.53%	
		行业	线上	7.07%	10.90%	-4.30%	-17.75%	-21.29%	-27.66%	30.18%	40.90%	32.29%
		线下	24.69%	66.35%	34.55%	21.44%	35.67%	26.00%	10.62%	22.61%	6.78%	
必胜	线上	5.40%	15.19%	8.85%	18.57%	12.75%	20.74%	-5.29%	2.17%	-9.85%		
	线下	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
	行业	线上	-52.92%	-20.42%	-68.67%	-42.77%	-32.71%	-66.14%	23.12%	18.27%	-7.47%	
线下	7.76%	65.64%	13.35%	7.32%	50.33%	11.09%	0.41%	10.19%	2.02%			
行业	线上	44.50%	54.31%	38.31%	60.63%	60.80%	55.57%	-10.04%	-4.03%	-11.09%		

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 2.4、显示器/投影仪：2022Q3 营收端承压，业绩端受益面板价格回落保持高增

行业维度上看，2022Q3 彩电延续量增价减趋势，投影仪高基数影响下增速放缓。奥维云网数据显示，2022Q3 彩电线上零售额/零售量同比分别-15.12%/+2.89%。魔镜数据显示，2022Q3 投影仪京东销售额同比-5.07%，增速环比 Q2 下降。

公司维度上看，2022Q3 各企业营收端普遍承压，业绩端受益面板价格回落保持高增。营收方面，极米科技/海信视像/光峰科技/创维数字/四川九洲营收同比分别-11.6%/-5.1%/+9.1%/-8.5%/-5.0%，受终端需求疲软影响各企业营收均有所承压。业绩方面，极米科技/海信视像/光峰科技/创维数字/四川九洲扣非净利率同比分别-3.8pct/+2.4pct/-2.1pct/+7.2pct/+1.8pct，极米科技受研发费用高增影响业绩承压，海信视像，创维数字和四川九洲受益上游原材料价格回落业绩保持高增。

**图7：2022Q3 各企业营收端承压，业绩端受益面板价格回落保持高增**

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
极米科技	24.3%	17.4%	-11.6%	17.5%	42.8%	-49.2%	2.5%	1.6%	1.6%	-0.6%	2.3%	-3.8%
海信视像	-1.9%	-5.2%	-5.1%	83.5%	107.9%	171.5%	1.8%	2.0%	3.5%	1.0%	1.0%	2.4%
光峰科技	0.0%	28.4%	9.1%	-98.5%	-29.2%	-21.7%	-3.7%	-6.9%	-5.9%	-6.9%	-2.3%	-2.1%
创维数字	24.8%	47.3%	-8.5%	228.8%	170.5%	663.7%	1.3%	2.4%	0.6%	4.4%	3.3%	7.2%
四川九洲	7.2%	29.3%	-5.0%	43.0%	28.8%	81.1%	1.0%	-2.1%	8.1%	0.6%	0.0%	1.8%

分月度超额收益											
超额收益 (%)	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22
家电整体	3.1	5.2	7.7	4.1	0.3	1.5	4.6	7.1	1.8	5.1	3.1
家用电器	5.1	2.2	0.7	5.9	6.0	7.0	9.9	1.4	4.2	10.9	2.7
黑色家电	7.4	19.9	8.2	2.2	0.9	5.4	9.1	21.1	4.3	6.4	1.6
极米科技	3.8	12.4	3.5	2.1	0.0	6.4	0.5	1.0	3.8	6.4	2.7
海信视像	9.5	2.6	21.8	7.5	2.2	24.1	7.7	3.2	0.5	2.6	2.6
光峰科技	4.6	5.8	7.6	3.3	26.6	6.6	20.3	11.2	3.4	1.0	1.0
创维数字	40.0	44.2	44.9	30.5	22.9	11.6	5.0	5.2	2.5	8.3	1.3
四川九洲	3.4	2.3	8	3.1	3.0	1.0	5.2	7.6	7.4	8.8	8.8
显示器	4.1	3.1	0.0	6.6	21.3	3.1	8.6	1.7	6.4	13.6	3.6
深康佳A	3.5	0.1	3.3	4.3	6.4	21.6	3.9	3.1	3.1	7.9	1.9
兆驰股份	4.7	4.9	2.3	7.1	26.5	0.3	7.5	2.9	0.0	7.4	7.4
银河电子	0.1	0.4	2.9	4.0	3.7	8.6	1.2	5.5	0.9	8.2	8.2
高斯贝尔	9.4	3.5	8.7	21.7	7.2	7.8	5.5	4.5	0.1	20.0	20.0
四川长虹											
九联科技											

年内重要节点销售趋势											
品类	品牌	销售额YoY			销售量YoY			均价YoY			
		双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	
投影仪	极米	-18%	13%	16%	8%	41%	7%	1%	20%	13%	
	峰米	-35%	22%	-	-16%	40%	-	-	23%	-	
	当贝	-37%	16%	20%	-43%	19%	8%	0%	3%	10%	
	坚果	-58%	24%	19%	-56%	17%	1%	0%	8%	2%	
	投影仪品类合计	-31%	29%	29%	-48%	39%	5%	6%	3%	21%	
彩电	彩电品类合计	2%	25%	10%	3%	23%	4%	5%	1%	13%	

数据来源：Wind、奥维云网、魔镜数据、开源证券研究所

## 2.5、家电出海：海外高通胀影响下家电出口仍承压，自主品牌出海优于出口代工企业

行业维度上看，海外宏观扰动致 2022Q3 家电出口仍有待恢复。海关总署数据显示，2022 年 9 月家用电器/冰箱/空调/洗衣机/吸尘器/机电产品/手机/音视频设备及其零件美元计价出口金额同比分别-20%/-34%/-2%/+4%/-18%/+6%/+23%/-6%，家用电器按行业整体降幅环比 Q2 扩大，出口需求仍有待恢复。

公司维度上看，2022Q3 自主品牌出海企业营收增速优于家电出口代工企业，经营相对稳健。营收端，2022Q3 安克创新/九号公司/极米科技自主品牌外销同比分别+19.5%/+13.2%/+45%，九号公司自主品牌滑板车延续高双位数增长，JS 环球生活旗下 SN 分布未经审核毛收入同比+11.7%，预计石头科技北美市场/科沃斯外销收入同比分别+100%/+37%，而新宝股份外销/苏泊尔外销均有不同程度下滑，整体来看自主品牌出海企业经营相对稳健。业绩端，2022Q3 安克创新/九号公司扣非净利率率同比分别-0.2pct/+0.5pct。

图8：2022Q3 自主品牌出海企业营收相对稳健

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
安克创新	18.0%	2.7%	19.5%	-0.9%	5.1%	15.8%	0.4%	1.8%	1.3%	-1.1%	0.1%	-0.2%
九号公司-WD	7.8%	-1.3%	13.2%	14.8%	6.8%	23.8%	3.2%	-0.6%	-2.6%	0.1%	0.6%	0.5%
比依股份	13.5%	-19.1%	-25.4%	-	-	64.2%	-1.7%	2.4%	4.8%	-	-	8.5%
Vesync	12.1%	-	-	-	-	-	-6.9%	-	-	-	-	-
JS环球生活	-0.3%	-	-	-14.0%	-	-	-0.8%	-	-	-1.5%	-	-

分月度超额收益												
超额收益 (%)		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	
家电整体	家用电器	3.1	-5.2	-7.7	4.1	-0.3	1.5	4.6	-7.1	1.8	-5.1	
	安克创新	-1.5	-4.3	-16.6	-11.3	10.0	-3.5	18.0	-14.3	-3.1	5.3	
	九号公司	-5.6	-6.6	-15.4	-10.2	20.8	-12.0	18.5	-9.1	-6.3	-8.7	
家电出海	Vesync	-21.2	-20.0	6.7	11.4	-1.9	-23.6	11.8	1.6	-30.1	-26.1	
	JS环球生活	2.0	-28.0	10.4	7.5	-9.2	12.3	-0.7	1.1	-11.9	-8.9	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022Q3 海外宏观负面影响依旧，家电出口仍有待恢复

出口金额同比 (%)，美元计价		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	2022年累计
消费品	家用电器	1%	-9%	-8%	-5%	-8%	-13%	-8%	-17%	-20%	-10%
	冰箱	1%	-12%	-7%	-11%	-14%	-21%	-23%	-29%	-34%	-17%
	空调	16%	15%	0%	1%	-8%	-21%	-5%	-12%	-2%	-2%
	洗衣机	-4%	-6%	-14%	-20%	-16%	-13%	14%	0%	4%	-7%
	吸尘器	-16%	-23%	-21%	-21%	-25%	-22%	-1%	-23%	-18%	-19%
	机电产品	19%	5%	11%	0%	10%	13%	13%	5%	6%	9%
	手机	-1%	4%	14%	-7%	14%	3%	-10%	21%	23%	7%
	音视频设备及其零件	1%	-19%	-8%	-6%	-1%	11%	8%	-3%	-6%	-2%
	汽车和汽车底盘	22%	86%	55%	9%	47%	21%	64%	65%	29%	64%
	箱包及类似容器	35%	9%	33%	31%	51%	47%	41%	24%	28%	34%
	服装及衣着附件	17%	-8%	10%	2%	25%	19%	18%	5%	-4%	10%
	鞋靴	34%	4%	27%	28%	50%	46%	37%	16%	8%	28%
	家具及其零件	11%	-11%	7%	-3%	0%	0%	-2%	-13%	-9%	-2%
	灯具、照明装置及类似品	5%	-22%	10%	10%	3%	6%	-1%	-13%	-15%	-3%
	家用陶瓷器皿	17%	3%	4%	1%	14%	18%	12%	-1%	9%	9%
	玩具	28%	11%	14%	18%	33%	35%	28%	2%	-10%	15%
塑料制品	25%	0%	21%	10%	18%	19%	20%	3%	5%	14%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.6、厨房/个护小家电：2022Q3 小熊电器、飞科电器、新宝股份内销逆势增长，双十一行业增长企稳

行业维度上看，2022M1-M9 潜力品类延续高增长，双十一首轮预售厨房电器行业实现较好增长。魔镜数据显示，2022M1-M9 厨房电器阿里渠道销售额/销售量同比分别-6%/-22%，细分品类来看咖啡机、空气炸锅、电蒸锅延续高增长。双十一首轮预售厨房电器销售额/销售量同比分别+20%/+10%，行业整体销售表现亮眼，细分品类来看咖啡机、电蒸锅品类延续高增长，空气炸锅经历前期高增长增速有所放缓。

公司维度上看，小熊电器、飞科电器、新宝股份凭借自身内部经营改革提效，2022Q3 逆势增长。营收端，2022Q3 苏泊尔/九阳股份/新宝股份/小熊电器/北鼎股份/飞科电器/倍轻松营收同比分别-11%/-3.2%/-11.5%/+16.3%/-12.1%/+29%/-29.4%，其中新宝股份内销营收同比+57.9%。业绩端，2022Q3 苏泊尔/九阳股份/新宝股份/小熊电器/北鼎股份/飞科电器/倍轻松扣非净利率同比分别+1pct/-1.4pct/+6.2pct/+3.3pct/-8.3pct/+2.7pct/-20.7pct。

图10：小熊电器、飞科电器、新宝股份凭借自身内部经营改革提效，2022Q3 逆势增长

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
苏泊尔	9.3%	-11.0%	-11.0%	12.5%	-2.5%	2.3%	0.9%	0.5%	0.9%	0.3%	0.7%	1.0%
九阳股份	3.8%	-4.8%	-3.2%	-2.7%	-24.3%	-19.3%	-0.1%	-1.6%	-1.9%	-0.5%	-1.5%	-1.4%
新宝股份	13.5%	1.5%	-11.5%	-11.7%	201.2%	79.6%	-1.7%	4.5%	5.7%	-1.2%	6.5%	6.2%
小熊电器	7.7%	20.0%	16.3%	18.0%	43.5%	79.3%	-0.2%	-1.2%	1.9%	0.9%	1.1%	3.3%
北鼎股份	4.5%	3.8%	-12.1%	-35.2%	-89.7%	-89.3%	-4.2%	-11.3%	-10.3%	-5.7%	-9.5%	-8.3%
飞科电器	27.5%	32.8%	29.0%	63.6%	49.0%	50.5%	4.7%	0.8%	1.8%	4.5%	1.9%	2.7%
倍轻松	15.3%	-35.9%	-29.4%	-197.2%	-203.3%	-207.7%	-6.4%	-20.7%	-18.3%	-8.5%	-22.1%	-20.7%

分月度超额收益											
超额收益 (%)											
	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	
家电整体	3.1	5.2	4.7	4.1	-0.3	1.5	4.6	-1.1	1.8	5.1	
家用电器											
厨房/个护小家电											
厨房小家电	-5.0	-3.6	0.2	1.1	3.8	-1.5	2.3	-5.9	4.8	1.2	
苏泊尔	-9.3	-2.6	6.8	15.0	4.0	-9.6	-9.7	-0.1	7.3	-5.5	
九阳股份	4.6	-13.6	-8.5	-2.6	14.9	1.2	2.7	-8.5	0.8	6.2	
新宝股份	-9.2	-7.9	-4.4	3.7	6.1	15.1	10.5	-13.6	-0.8	-2.0	
小熊电器	-14.2	-3.2	0.7	11.9	20.7	-3.1	-3.3	-2.1	2.3	19.6	
比依股份		108.4	-21.5	-2.4	-0.8	13.9	-9.6	-1.6	6.4	-0.8	
北鼎股份	2.1	-5.1	20.3	-11.4	2.2	-0.4	0.1	-5.3	-9.6	7.6	
爱仕达	0.7	1.7	13.7	45.5	-31.0	-1.8	20.8	-10.9	10.8	-1.2	
彩虹集团	1.2	2.0	3.8	-9.0	3.2	-8.0	9.2	4.8	101.5	-16.9	
开能健康	-3.4	11.2	8.5	-19.3	1.8	-3.3	10.2	-7.8	-2.8	17.7	
飞科电器	9.7	3.2	17.7	24.1	7.2	7.7	11.3	-4.1	12.8	8.8	
倍轻松	-17.4	-8.6	-17.4	-7.3	37.9	-19.1	-12.8	-16.2	5.7	2.6	

年内重要节点销售趋势											
品类	品牌	销售额YoY			销售量YoY			均价YoY			
		双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	双十一	618全阶段	2022M1-M9	
厨房电器	九阳	-7%	-22%	-	3%	-13%	-	-10%	-11%	-	
	摩飞	-1%	33%	-	-7%	7%	-	6%	25%	-	
	东菱	98%	75%	-	57%	44%	-	26%	21%	-	
	小熊	153%	14%	-	82%	6%	-	40%	8%	-	
	美的	21%	-27%	-	8%	-39%	-	11%	18%	-	
	苏泊尔	-12%	-10%	-	-16%	-15%	-	5%	6%	-	
	厨房电器合计	20%	7%	-6%	10%	6%	-22%	9%	2%	20%	
厨房电器细分品类	净水器	19%	5%	-21%	27%	33%	-27%	-6%	21%	8%	
	咖啡机	66%	148%	41%	37%	90%	4%	21%	31%	35%	
	空气炸锅	34%	71%	103%	44%	103%	114%	-7%	16%	-5%	
	破壁机	13%	-1%	-4%	45%	24%	15%	22%	20%	-17%	
	台式净饮机	24%	84%	16%	8%	41%	-9%	15%	31%	27%	
	电饭煲	23%	1%	-7%	6%	-5%	-17%	16%	7%	11%	
	母婴厨房小家电	53%	34%	15%	22%	36%	5%	26%	-2%	9%	
	微波炉	5%	-15%	-14%	-12%	-15%	-20%	19%	0%	7%	
	多功能料理锅/盘	-27%	28%	-37%	-26%	26%	-35%	-2%	2%	-2%	
	食物垃圾处理机	8%	2%	-29%	9%	33%	-37%	-1%	23%	11%	
	电热水壶/电水瓶	38%	0%	-11%	2%	-10%	-23%	35%	12%	16%	
	电蒸锅/台式电蒸箱/肠粉机	75%	71%	49%	19%	93%	50%	20%	12%	-1%	
	电烤箱	-51%	-37%	-33%	-45%	-36%	-42%	11%	-3%	15%	
	绞肉/碎肉/绞菜机	57%	-20%	-25%	7%	-20%	-34%	47%	0%	13%	
	电压力锅	-11%	-25%	-16%	-8%	-16%	-18%	-3%	11%	3%	
	电热火锅/煎锅	-12%	-52%	-48%	-42%	60%	-55%	50%	20%	14%	
	电磁炉/陶炉	15%	-5%	-8%	0%	-13%	-18%	16%	9%	12%	
茶吧机/泡茶机	29%	74%	7%	2%	70%	-7%	26%	2%	16%		
养生壶/煎药壶/养生杯	-8%	-26%	-25%	7%	-15%	-28%	14%	12%	4%		

数据来源：Wind、魔镜数据、开源证券研究所

## 2.7、家电上游及核心资产：业务外延渐显成效，带动 2022Q3 营收增长

核心资产方面，公牛集团 2022Q3 营收同比+13.9%，渠道深化以及新品类拓展驱动整体经营稳健。业绩方面，2022Q3 扣非净利润同比-4.6%，扣非净利率同比-3.9pct。

家电上游方面，各企业围绕核心优势积极拓展新业务，2022Q3 业务外延逐步收效。营收端，2022Q3 三花智控/盾安环境/佛山照明/东方电热/金海高科/星帅尔/春光科技营收同比分别+34.4%/+1.8%/-13.7%/+26.4%/+28.4%/+73.7%/+78.4%，三花智控汽零和储能热管理业务或将进一步贡献增量，盾安环境热管理业务在二供趋势下快速发展，东方电热 Q3 高增主系多晶硅业务快速放量，星帅尔 Q3 高增主系光伏业务放量，春光科技 Q3 高增主系清洁电器整机业务放量。业绩端，2022Q3 三花智控/盾安环境/佛山照明/东方电热/金海高科/星帅尔/春光科技扣非净利率同比分别+2.2pct/+1.3pct/-0.7pct/+5pct/-0.3pct/-9.5pct/-2.7pct，三花智控、盾安环境和东方电热盈利延续改善趋势。

图11：家电上游企业围绕核心优势积极拓展新业务，2022Q3 业务外延逐步收效带动整体增长

分季度财务指标												
	营收YOY			扣非净利润YOY			毛销差同比变动			扣非净利率同比变动		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
公牛集团	19.6%	15.8%	13.9%	0.7%	6.3%	-4.6%	-3.9%	-1.4%	-2.9%	-3.4%	-1.9%	-3.9%
三花智控	40.9%	25.6%	34.4%	25.3%	57.5%	61.7%	-1.8%	0.1%	2.0%	-1.0%	2.4%	2.2%
盾安环境	-6.4%	-0.8%	1.8%	-17.7%	30.5%	42.0%	-0.2%	0.8%	1.9%	-0.5%	1.6%	1.3%
佛山照明	26.0%	15.0%	-13.7%	76.6%	76.3%	28.7%	-1.1%	0.4%	3.5%	0.7%	1.6%	-0.7%
东方电热	20.5%	35.2%	26.4%	136.9%	147.8%	192.2%	5.6%	3.3%	5.3%	3.5%	3.7%	5.0%
长虹华意	9.3%	2.0%	-18.1%	210.4%	65.2%	109.9%	0.4%	-0.4%	3.5%	1.1%	0.5%	1.6%
金海高科	3.5%	-7.2%	28.4%	-29.2%	-29.5%	25.6%	-7.4%	-5.0%	-7.5%	-4.9%	-2.9%	-0.3%
星帅尔	-16.1%	2.1%	73.7%	-25.5%	8.1%	-44.3%	-1.7%	-3.7%	-12.7%	-1.5%	0.6%	-9.5%
秀强股份	26.9%	11.1%	1.6%	252.2%	300.6%	-21.0%	10.7%	11.9%	-4.3%	8.9%	11.4%	-2.8%
立达信	37.5%	43.7%	13.4%	8.3%	177.5%	152.2%	-2.5%	-1.2%	3.9%	-1.2%	4.3%	6.7%
宏昌科技	7.5%	12.0%	8.1%	-46.3%	11.8%	7.9%	-9.1%	0.2%	-0.7%	-5.4%	0.0%	0.0%
春光科技	14.9%	31.1%	78.4%	-52.9%	4.9%	12.8%	-11.2%	-6.7%	-5.8%	-7.4%	-2.1%	-2.7%

分月度超额收益											
超额收益 (%)		Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22
家电整体	家用电器	3.1	3.2	4.7	4.1	-0.3	1.5	4.6	-1.1	1.8	-5.1
	家电零部件 II	-8.8	4.3	-6.8	-2.1	10.6	26.1	27.9	-9.3	3.7	-4.5
	公牛集团	0.4	-4.8	-5.6	16.5	1.5	-4.7	2.8	4.1	0.8	-7.0
	三花智控	-16.8	4.8	-9.5	5.7	3.1	48.0	25.3	-18.9	3.0	-5.8
	盾安环境	-9.7	5.3	-13.6	-18.6	18.2	32.8	63.2	-16.7	-0.2	-7.9
	佛山照明	-0.2	4.8	2.9	-6.1	8.0	-7.0	27.9	12.8	-9.5	-4.4
	东方电热	-1.6	0.6	-1.4	-15.8	10.7	36.7	38.6	-9.5	-5.1	5.2
家电零部件及核心资产	长虹华意	-3.3	8.0	17.3	-9.2	16.0	2.2	40.8	-22.4	-7.6	11.8
	金海高科	-1.5	-6.2	-0.5	-13.5	28.4	0.5	22.1	-8.4	-7.1	22.7
	星帅尔	-10.2	-2.7	-4.3	-18.0	23.4	16.0	11.1	13.1	-18.0	4.9
	秀强股份	-4.4	2.7	17.2	-6.0	13.6	-4.0	23.5	-14.9	-9.6	6.0
	海立股份	-8.4	2.5	2.9	-1.7	1.8	-4.8	25.9	-12.0	-5.0	1.9
	东贝集团	-1.0	-0.7	9.6	-7.4	7.6	-2.6	23.0	-11.4	-4.5	13.6
	华翔股份	16.9	6.1	7.3	-10.1	13.8	-8.6	17.6	-4.5	-2.9	-2.5
	立霸股份	-13.0	3.2	0.4	-9.6	10.6	0.2	25.2	1.0	2.2	0.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、消费降级主题：关注“性价比”到“品价比”的品牌机会

宏观经济走弱、零售环境震荡背景下，消费降级趋势显现，不同于日本经济停滞引起的消费降级，我国目前出现的短期消费降级主要系疫情影响消费信心、能力和场景，但是我国经济仍稳健发展且人们长期抱有对美好生活的向往，消费升级和消费创新需求仍在。

短期看消费降级趋势存在，然而在消费降级周期中由于棘轮效应，长期消费升级形成的对品质的追求不会骤降，我们认为部分消费者更愿意为设计、功能支付溢价，而非为纯粹的品牌支付溢价，因此高“品价比”品牌可以承接部分从具有高“品

牌溢价”的品牌“降级”的消费者。同时依循在弱消费下量增难于价增的逻辑，有提价逻辑的公司更易获增长，看好品价比品牌抓住机会承接降级消费者，以品牌升级获得价格驱动型增长。

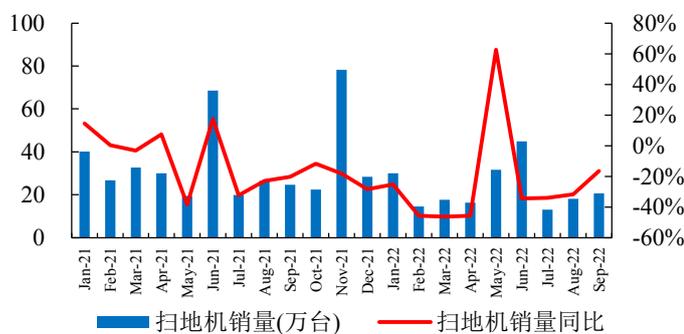
### 3.1、短期消费降级趋势已现，扫地机、投影仪均价增幅收窄

我们选择近两年有较快增长的扫地机、集成灶、投影仪、剃须刀细分品类进行分析，从这些新兴消费品的数据表现可窥见消费降级趋势。

#### 3.1.1、扫地机：高速量增趋势已过，头部厂商推出简配版产品带动均价呈环比下降趋势

**2021H2 开始扫地机器人行业进入量价失衡的增长困境，产品均价不断提升但量增长受到抑制。根据奥维云网数据：（1）量上来看，2021 年 618 大促当月销量同比增长 17.44%，之后扫地机行业销量按月同比下降，随后的双十一大促当月销量亦同比下降 18.22%，高速量增趋势已过；2022 年以来整体量增长仍承压明显。（2）价上来看，2021 年至 2022 年 9 月，月度均价增速整体呈现前高后低的趋势，2022 年 5 月份以来整体均价呈环比下降趋势，一方面系同期高客单价自清洁和全能基站产品占比提升，另一方面系头部厂商逐步推出简配版全能基站产品以及提高老品促销力度。双十一表现来看，随着各头部厂商推出简配版产品以及加大老品促销力度，扫地机量增长有所恢复，魔镜数据显示，截至 2022 年 11 月 7 日扫地机行业量同比+10%，均价同比+11%。**

图12：2021 年中以来扫地机行业销量月度同比均有所下滑，2022 年 9 月扫地机销量同比下滑 16.59%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所（注：2022 年 5 月存在 618 活动错期，因此增幅并不可比）

图13：2021 年以来扫地机行业均价月度同比均有较大提升，2022 年 5 月以来同比增速放缓且环比呈下降趋势

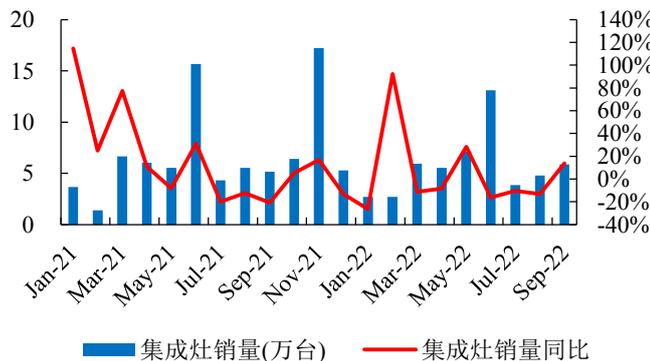


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

#### 3.1.2、集成灶：受地产影响整体略有承压，2022 年以来均价增速收窄，2022Q3 中价格带产品销量占比提升

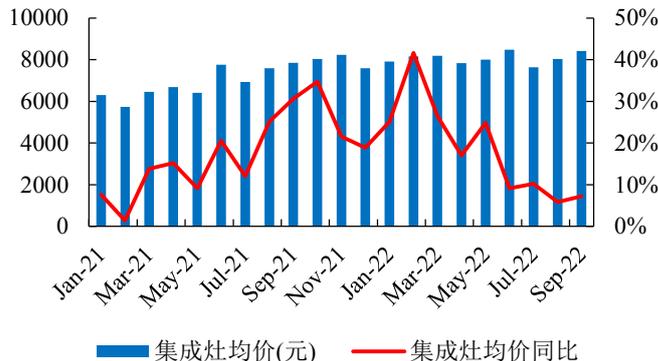
集成灶强安装属性受地产、疫情双重影响整体承压，结构优化红利逐步减少，2022 年均价提升幅度逐步收窄。根据奥维云网数据：（1）量上来看，2021 年 6 月以来集成灶月度销量除大促节点外均同比下降，2022 年 9 月有所回暖，销量同比增长 13.79%，增速由负转正。（2）价上来看，2021 年以来集成灶行业均价同比提升，主系高客单价蒸烤一体款占比提升，到 2022 年 2 月增幅达到历史高点，随后增速逐步放缓。

图14：2021年以来集成灶行业受地产影响整体略有承压



数据来源：奥维云网、开源证券研究所（注：2022年5月存在618活动错期，因此增幅并不可比）

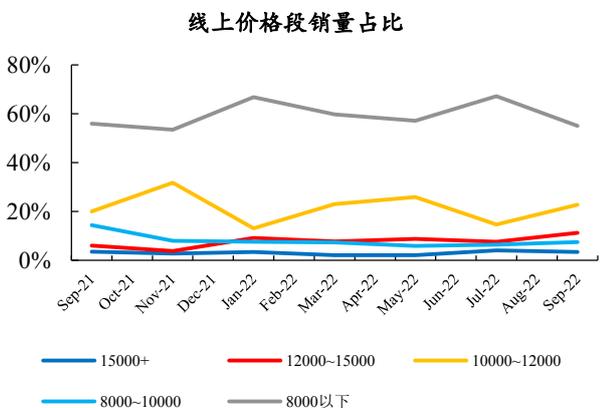
图15：2021年以来集成灶行业均价月度同比提升，2022年以来均价增幅收窄



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

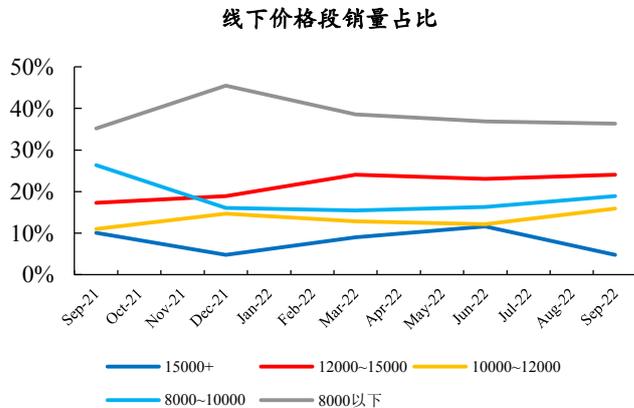
进一步拆分渠道和价格段，高价格带产品销量占比下降，中价格带产品销量占比提升相对明显。(1) 线上，2022年以来特别是下半年以来高价格带15000元以上产品销量占比呈下降趋势，中价格带8000~12000元产品销量占比环比提升趋势相对明显。(2) 线下，同样表现为高价格带15000元以上产品销量占比呈下降趋势，中价格带8000~12000元产品销量占比环比提升趋势相对明显。

图16：2022年9月线上10000~12000元产品销量环比提升明显，8000元以下产品销量占比环比下降明显



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

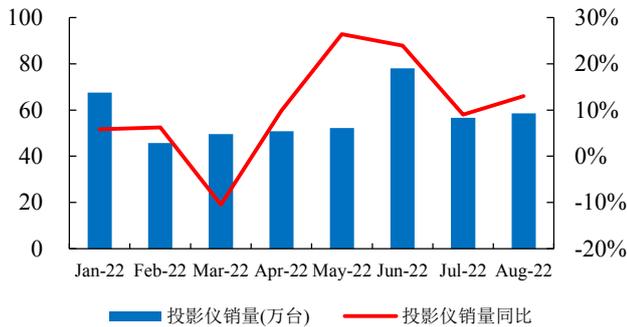
图17：2022年9月线下15000元以上产品销量占比环比下降明显，10000~12000元产品销量环比提升明显



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

### 3.1.3、投影仪：2022年均价增幅环比收窄，均价整体呈环比下降趋势

行业量保持稳定增长，2022年均价整体呈环比下降趋势，同比增幅收窄。根据魔镜淘系数据，(1) 量上来看，2022年4月以来投影仪行业淘系销量基本保持月度同比增长，9月同比增速为14.73%。(2) 价上来看，2021年以来投影仪行业淘系均价月度基本保持同比增长，2022年以来均价增幅收窄，同时2022年下半年以来均价环比下降，9月均价同比下降7.73%，增速由正转负。此外，双十一期间，截至2022年11月3日中低价位段LCD产品整体销量增长优于行业，而DLP厂商整体销量增速表现相对较差。

**图18: 2022年4月以来投影仪行业淘系销量基本保持月度同比增长, 9月同比增速为14.73%**


数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

**图19: 2021年以来投影仪行业淘系均价月度基本保持同比增长, 2022年以来均价增幅收窄**


数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

**表1: 2022年双十一期间DLP厂商仍占据主流, LCD技术路线以及中低价位厂商整体增长优于行业**

品牌	预售额份额	预售额 YoY	预售量份额	预售量 YoY	均价 (元/台)	均价 YoY
极米	39%	-18%	27%	-8%	5034	-11%
峰米	3%	-35%	3%	-16%	4441	-23%
当贝	8%	-37%	4%	-43%	5877	10%
坚果	21%	-58%	16%	-56%	4472	-4%
微果	2%	1718%	5%	3133%	1612	-44%
知麻	6%	1350%	3%	867%	1874	50%
品类合计	-	-31%	-	-18%	3509	-16%

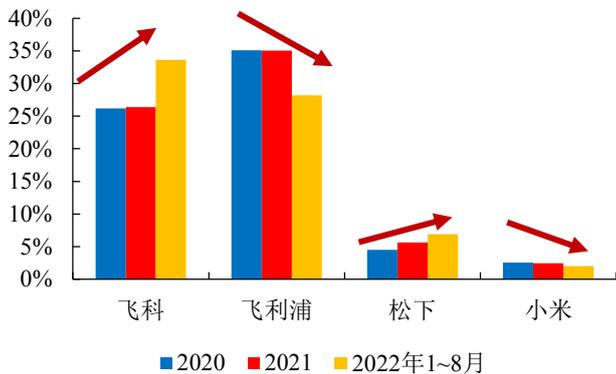
数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

### 3.2、飞科电器: 依托产品、渠道、营销三维升级把握国货崛起机遇

2020年飞科电器开展创新经营变革启动品牌升级之路, “消费降级”背景下飞科电器充分受益。产品方面通过爆品策略, 差异化创新创造新需求, 不输于高端品牌的产品力刺激了换新需求; 渠道方面, 通过线上C端化、KA直供化、区域分销精细化增加渠道掌控力, 线下直营体验店的逐步建立有助于提升品牌调性反哺线上渠道。营销方面, 加强节假日情感营销赋予品牌温情, 产品内涵更加丰富。制造方面, 深度绑定优质供应链资源, 叠加自产比例提升支撑产品品质提升, 纵向一体化红利有望持续释放。

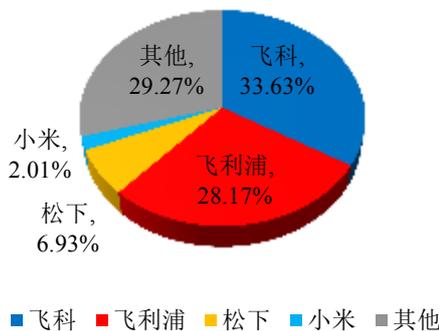
依托产品、渠道、营销升级, 飞科剃须刀线上销售额市占率提升明显, 份额超飞利浦。魔镜数据显示, 2022年1~8月飞科剃须刀线上销售额市占率为33.63%, 较2021年全年+7.23pcts; 飞利浦线上销售额市占率为28.17%, 较2021年全年-6.89pcts。飞科剃须刀的外观设计较飞利浦更具年轻、时尚的特点, 在智能化体验上超过同价位飞利浦, 较飞利浦更具性价比。因此飞科剃须刀市场份额提升明显, 在消费降级、品牌升级下份额超过飞利浦。

图20: 2022年1-8月飞科电器份额提升明显, 线上份额超飞利浦



数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

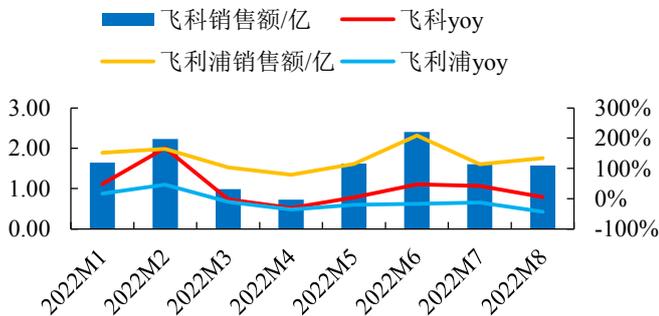
图21: 图 61: 2022年1~8月飞科剃须刀线上销售额市占率为 33.63%, 飞利浦剃须刀线上销售额市占率为 28.17%



数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

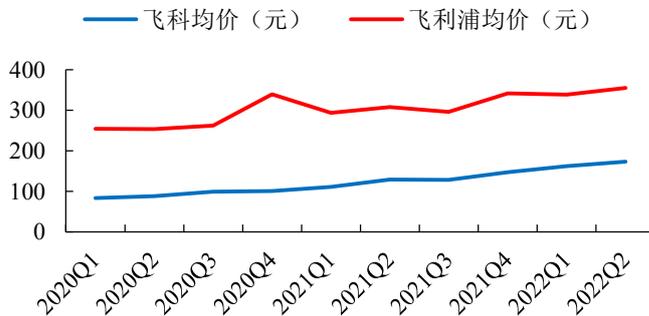
**产品端, 中高端产品销售占比持续提升, 产品升级迭代推动均价提升, 驱动业绩增长。**2021年飞科电器中高端剃须刀新品销售占比 20.32%, 剃须刀产品销售均价较 2020 年提升 25.23%。飞科 FS926 剃须刀荣膺“**AWE2021 艾普兰优秀产品奖**”。此外, 2022 年以来飞科剃须刀线上销售额增速达 70.06%, 主要系均价提升带动。飞科与飞利浦剃须刀的线上均价差距不断缩小。2022 年 2 月飞科/飞利浦线上剃须刀均价分别为 207 元/414 元。

图22: 2022年以来飞科保持高于飞利浦增长



数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

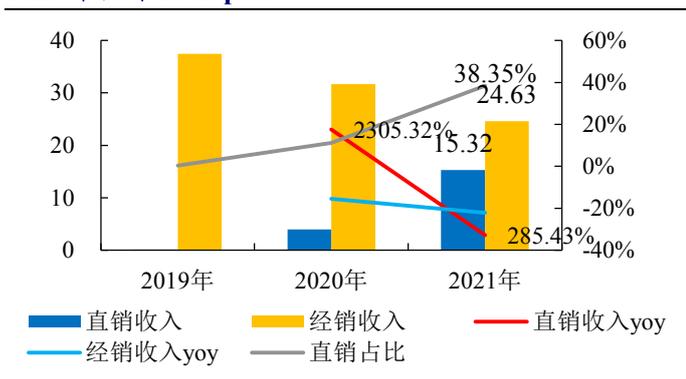
图23: 2021年以来飞科电器均价稳步提升



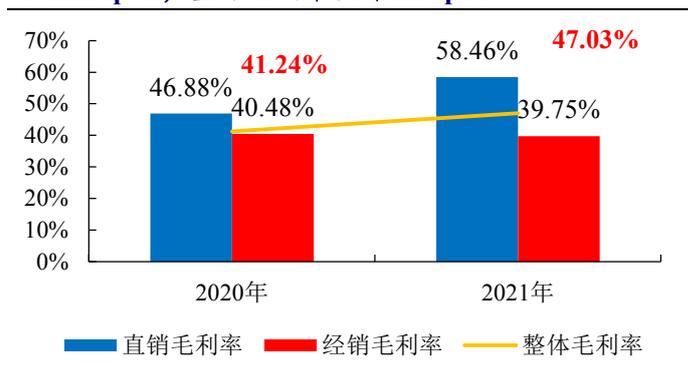
数据来源: 生意参谋、开源证券研究所

**渠道端, 改革红利逐步释放, 拉动盈利能力提升。**线上方面: (1) **线上经销逐步收归自营:** 2021 年 1 月取消芜湖的电子商务经销商, 开始在电商平台设立自营旗舰店, 从此将线上经销渠道逐步收归自营, 截至 2022 年上半年除了京东自营和唯品会外其它都是自营渠道。(2) **与抖音深度合作,** 2020 年 11 月份飞科电器开始进入抖音做自播, 2021 年已设立 19 家电商销售子飞科电器, 行业内率先建立蓝 V 自播矩阵。2021 年在抖音的收入 96% 来自于自播, 根据奥维云网抖音渠道数据, 2022 年 1~4 月飞科品牌的零售额份额为 17%, 远高于徕芬、素士等新兴品牌。**线下方面:** (1) 撤销原有的批发渠道, 保留 KA 渠道和分销渠道。(2) KA 卖场直供化。(3) 区域分销精细化, 将全国划分为 5 大区进行扁平化和网格化管理。

**渠道改革后, 飞科电器直销比例逐步提升, 带动盈利能力改善。**2020~2021 年直销业务收入实现高速增长, 营收占比从 2019 年的 0.44% 增长至 2021 年的 38.35%, 同时直销业务的毛利率提升较快, 且高于经销毛利率。2021 年直销业务毛利率为 58.46%, 同比+11.58pcts, 比经销业务毛利率高 18.71pcts, 整体毛利率提升 5.79pcts。

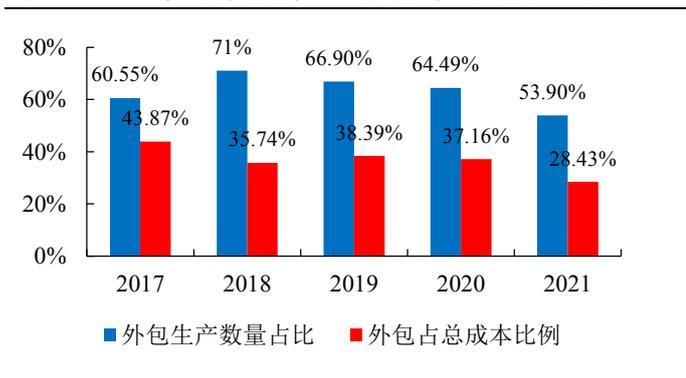
**图24：2021年飞科电器直销收入占比为38.35%，较2020年提升27.19pcts**


数据来源：飞科电器公告、开源证券研究所

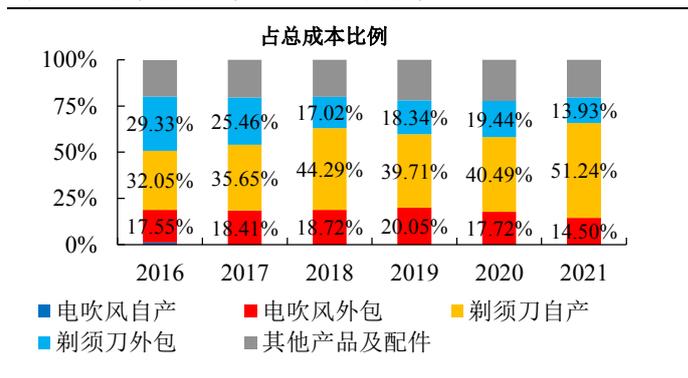
**图25：2021年飞科电器直销业务毛利率为58.46%，同比+11.58pcts，整体毛利率提升5.79pcts**


数据来源：飞科电器公告、开源证券研究所

供应链端，自产比例不断提升，支撑盈利能力持续提升。多举措降低产品制造成本。飞科电器产品外包生产数量占总产量的比例自2018年以来呈现下降趋势，从71%降到2021年的53.90%。从成本角度看，2021年电吹风/剃须刀外包成本不断下降，剃须刀自产比例不断提升，2021年电动剃须刀自产占总成本的比例为51.24%，2020年电动剃须刀自产占总成本的比例为40.49%。供应链优势下飞科电器2022H1盈利能力逆势提升。

**图26：2021年飞科电器产品外包生产数量占比53.90%**


数据来源：飞科电器公告、开源证券研究所

**图27：飞科电器自产比例不断提升**


数据来源：飞科电器公告、开源证券研究所

### 3.3、小熊电器：品牌焕新，产品、渠道、内部管理优化提升业绩韧性

产品端，切入大单品品类，“消费降级”背景下精简SKU提升产品竞争力，高品质高毛利产品占比提升。随着行业龙头布局长尾品类，小熊电器长尾市场份额受到挤压，但随着小熊电器发力电饭煲、空气炸锅、电水壶等大单品领域，或推升小熊电器整体成长空间，摆脱长尾品类带来的成长限制。2021Q2-Q4小熊电器电饭煲、电水壶、空气炸锅京东渠道零售额同比分别+72%、+115%、+105%。2022M1-M5电饭煲、电水壶、空气炸锅京东渠道零售额同比分别+48.9%、66.02%、138%。此外，从双十一表现来看，小熊电器绞肉机、电饭煲、电热水壶、破壁机等大单品淘系份额均有显著提升，精品化战略逐渐跑通。

图28：2022年双十一电热水壶、电饭煲、绞肉机销售占比及市场份额提升推动小熊电器快速增长

品牌	品类	内部品类结构					细分品类销售额					2022年双十一销售额YoY	2022年双十一均价YoY
		2022年双十一首轮预售	2022年618全阶段	2021年双十一全阶段	2021年双十一首轮预售	2021年618全阶段	2022年双十一首轮预售	2022年618全阶段	2021年双十一全阶段	2021年双十一首轮预售	2021年618全阶段		
小熊	空气炸锅	5%	8%	10%	10%	7%	4%	3%	4%	4%	5%	23%	59%
	养生壶/煎药壶/养生杯	4%	10%	9%	10%	11%	18%	18%	13%	14%	13%	12%	9%
	电热水壶/煎锅	10%	2%	2%	10%	7%	27%	5%	10%	9%	8%	146%	65%
	电炖锅/煲汤锅/电炖盅	4%	7%	11%	7%	10%	25%	23%	28%	21%	21%	20%	10%
	绞肉/碎肉/绞菜机	15%	6%	7%	7%	7%	49%	13%	11%	14%	10%	463%	66%
	母婴厨房小家电	6%	6%	4%	7%	6%	6%	4%	4%	4%	5%	130%	15%
	电烤箱	1%	1%	4%	4%	4%	2%	2%	3%	3%	4%	-56%	23%
	煮蛋器/蒸蛋器	1%	3%	4%	4%	4%	47%	42%	52%	55%	45%	-22%	-14%
	电饭煲	7%	4%	4%	4%	6%	6%	2%	2%	1%	3%	373%	60%
	电热水壶/电水瓶	16%	16%	3%	3%	4%	28%	15%	3%	3%	3%	1118%	265%
	破壁机	3%	3%	2%	3%	4%	3%	1%	1%	1%	2%	195%	86%
	电热饭盒	5%	2%	2%	3%	2%	81%	34%	25%	28%	26%	423%	38%
	吐司机	1%	1%	2%	2%	3%	8%	13%	16%	15%	12%	-37%	12%
	电饼铛/华夫饼机/薄饼机	1%	1%	2%	2%	1%	5%	3%	5%	6%	3%	-15%	46%
	多功能料理锅/盘	1%	1%	2%	2%	1%	2%	1%	2%	2%	1%	-35%	16%
	电蒸锅/台式电蒸箱/肠粉机	2%	7%	2%	2%	2%	6%	15%	4%	3%	7%	218%	29%
	电动打蛋器	6%	3%	1%	1%	3%	66%	26%	22%	20%	27%	1040%	177%
	电磁炉/陶炉	0%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	2%	0%	10%	24%
	餐具消毒机	0%	1%	1%	1%	1%	5%	6%	3%	5%	4%	-41%	-15%
	榨汁机/原汁机	1%	2%	1%	1%	3%	5%	3%	2%	3%	3%	125%	125%
	酸奶机/酵素机	0%	1%	0%	0%	1%	36%	41%	40%	38%	44%	-3%	-13%
	咖啡机	1%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	338%	61%
	果蔬消毒清洗机	0%	0%	0%	0%	0%	8%	0%	0%	0%	1%	858%	-37%
其他	12%	16%	15%	16%	13%	-	-	-	-	-	-	-	
品牌合计	-	-	-	-	-	5%	3%	3%	2%	3%	153%	40%	

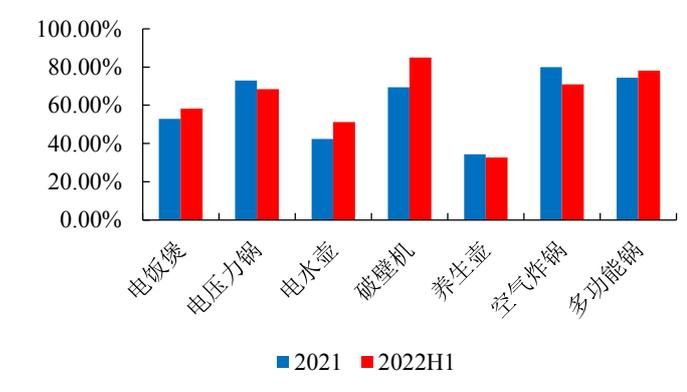
数据来源：魔镜数据、开源证券研究所（注：双十一数据截至2022年11月3日，均价未考虑平台和活动满减，与实际情况或存在差异）

份额提升逻辑：低于同行均价+精简SKU战略提升产品品质，消费降级背景下高性价比比显现，2022H1迎量价双升。

(1) 相较于同行，小熊电器产品整体均价较低，消费降级下相对受益。以厨房电器行业为例，魔镜数据显示小熊电器均价小于行业平均以及美的、苏泊尔和九阳，其中份额提升的电饭煲、破壁机、多功能锅品类小熊电器均价小于行业平均或细分品类龙头企业。

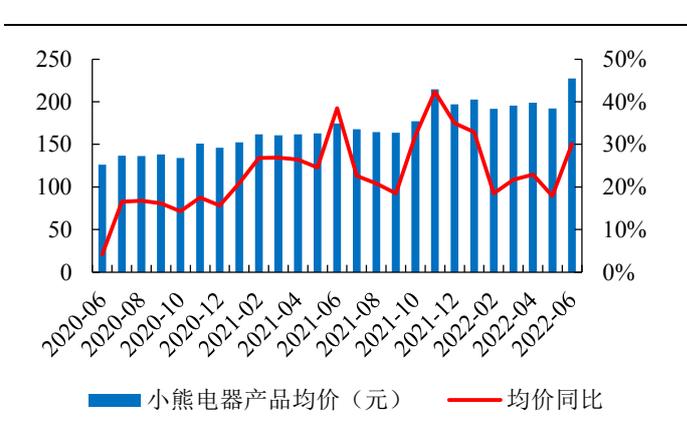
(2) 精简SKU战略提升产品品质，高性价比带来较强竞争力。细分品类龙头提供价格锚，消费降级背景下消费者聚焦高性价比产品，通过精简SKU战略提升产品品质，契合当前消费趋势。早期小熊电器通过多SKU特征覆盖更多人群，但带来较多高流量价值低销售价值的产品，当前小熊电器更多聚焦产品品质，推行精简SKU战略。魔镜数据显示小熊电器2022H1电饭煲、电水壶、破壁机、多功能锅细分品类前五大单品销售额合计占比较2021年有所提升，精简SKU战略下头部单品竞争力显现。伴随精简SKU战略，产品品质提升背景下小熊电器整体均价得到逐步提升。

图29：2022H1电饭煲、电水壶、破壁机等细分品类前五大单品销售额合计占比有所提升



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

图30：精简SKU战略下小熊电器产品均价逐步提升



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

渠道和营销端，直营化配合营销策略优化，市场份额稳步提升。2020年小熊电器对天猫平台经销体系进行调整，天猫官旗直营化后提升了整体运营效率。直营化

提升动销管理，营销和提价动作更加灵活可控。同时，2022年5月小熊电器进行品牌升级，围绕核心用户客群做产品推广和营销，集中投放下带来了效率提升。魔镜数据显示，2020年小熊电器渠道体系调整以来，京东和阿里渠道市场份额稳步提升。

**积极调整组织架构顺应行业趋势，考核更加精细化。**2021年年底小熊电器重新调整组织架构，取消了锅煲电器、电动电器事业部，新增婴童用品、零部件事业部，并将个护产品项目部升级为个护健康事业部，将管理运营等中后台支持部门改为“数字化中心”，本次调整将原先6个电器事业部+2个产品项目部调整为12个电器事业部+6个营销部等，组织架构精细化有助于提升运营效率。其中数字化中心有助于更好推进精品化战略实施，单设个护健康和婴童用品事业部有利于新品类长期发展，新设零部件事业部有助于提升产品品质、支撑精品化战略。总体来看精益化管理有利于完善激励机制，以事业部为核心打通前后端，业务单元和责任划分更加清晰。

**图31：2021年年底组织架构调整，精细化有助于提升运营效率**



资料来源：小熊电器公司公告

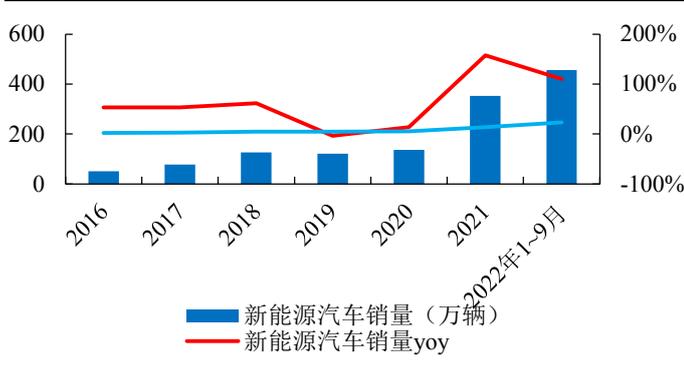
## 4、家电跨界新能源汽车产业链，承继制造优势，开辟新能源风口增量空间

**新能源汽车产销两旺，高景气度延续。**新能源车持续热销，根据中汽协数据，2017-2021年中国新能源汽车销量CAGR为45.90%，新车渗透率预计由2018年的4.5%快速提至2022的18.0%。2022年1-9月新能源汽车产销分别完成471.7万辆和456.7万辆，同比分别增长1.2倍和1.1倍，市场占有率达到23.5%。

**家电企业跨界新能源汽车零部件，制造优势转嫁无虞。**家电企业多年积累了出色的制造、技术、渠道、供应链等优势，新能源车作为“类家空间”有众多零部件底层共通，家电企业技术转嫁无虞。

**新能源汽车多样化需求显现。**一方面基于对轻量化、集成化和续航的追求而产生了零部件的更高要求，另一方面消费者对于车内娱乐、交互、健康、美观等产生的需求日益增长。

我们看好新能源车保持高增态势下，拉动家电龙头公司在热管理系统、汽车电机、车灯、空调滤、压铸件等业务上迎来新一轮发展机遇。

**图32：2022年1-9月国内新能源汽车销量同比+110%，渗透率达到23.5%**


数据来源：中汽协、开源证券研究所

**图33：细分领域机会已现，国产替代趋势下家电企业加速布局成长可期**

细分领域	行业机会
汽车空调压缩机	新能源车电动压缩机作为空调制冷模块核心组件要求更高。
车灯	传统中高端车灯市场以外资为主，随着新能源车崛起迎来国产替代机遇。
热管理系统	乘用车电动化带来商业模式转变，热管理方案走向主机厂主导设计。此外新能源车热管理带来阀件和水侧零部件新增需求，国内厂商依托供应链优势和先发优势有望形成国产替代。
电机	技术积累下国产替代趋势已现
空调滤	受益车主对健康空气需求的拉动，新能源汽车空气滤安装面积、过滤效率、更换频率有望提升，特斯拉通过HEPA滤引领行业车载空气卖点。
铝合金压铸件	轻量化是电动汽车的大势所趋，铝压零部件从材料和工艺轻量化两方面助力改进。

资料来源：开源证券研究所

#### 4.1、盾安环境：制冷阀件龙头，切入热管理成为二供新秀，绑定比亚迪放量在即

盾安环境是全球空调制冷阀件龙头，2017年设立盾安汽车热管理科技有限公司，正式进军新能源汽车零部件业务，开启第二增长曲线。围绕冷媒侧率先推出电子膨胀阀、电磁阀等关键零部件，不断加大投入。目前已与主流新能源车企及国际系统集成厂建立了合作，凭借优势产品大口径阀迅速切入车企供应链，客户包括比亚迪、蔚来、理想、吉利、长安、合众、零跑等新能源车整机厂商，法雷奥、空调国际、马瑞利、三电、松芝、豫新、博耐尔等车用空调系统厂及银轮、拓普等汽车零部件企业，同时盾安环境与宁德时代、微宏动力、盟固利等电池企业及宇通、中车、一汽解放等商用车车企在商用车电池热管理领域也建立了良好的合作关系并已有供货。

业绩端来看，2022Q1-Q3 盾安环境营收 72.56 亿元 (-1.6%)，归母净利润 7.02 亿元 (+105.02%)，扣非净利润 3.74 亿元 (+19.63%)。2022Q3 盾安环境营收 23.8 亿元 (+1.76%)，归母净利润 1.09 亿元 (+31.0%)，扣非净利润 1.08 亿元 (+42.04%)。2022Q3 盾安环境毛利率 18.47% (+1.3pct)，增幅环比提升，主系盾安环境战略调整及格力电器转单后高毛利外贸和商用业务占比提升所致。

热管理大客户销量超预期增长，新切入车型订单放量助力热管理快速成长。比亚迪 9 月新能源车销量 20.13 万辆，同比+183%，出口量环比增长 52%，超市场预期；理想 L9 首月交付量超 1 万辆，哪吒 9 月销量同比+134%，小鹏 G9 及蔚来 ET5 于 10 月份开始交付。2022 年 10 月盾安环境拟向盾安汽车热管理全资子公司盾安环境增资 2.5 亿元。2021/2022H1 汽车热管理子盾安环境未经审计营业收入分别为 0.58/0.57 亿元，净利润分别为 -0.12/-0.08 亿元，随着盾安环境大客户持续放量及新切入客户车型逐步交付，2022-2026 年热管理业务有望进入加速上升期，产能爬坡后预计 2023 年逐步实现盈利。

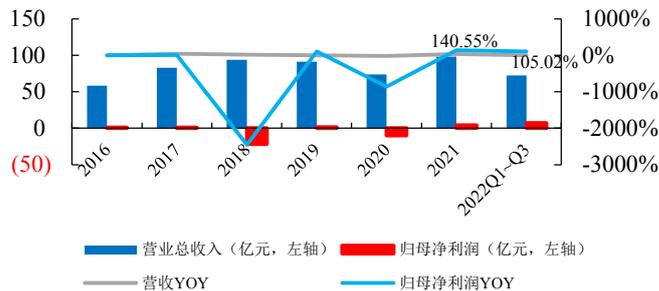
未来盾安环境的看点，我们认为主要是热管理收入确定性较强，主业盈利能力提升。(1) 二供最佳人选；(2) 绑定比亚迪以及新造车势力，伴随客户加速放量；(3) 格力入局解决流动性危机，弥补海外客户拓展短板；(4) 产线加速布局，产线落地+产能爬坡后加速放量，为客户拓展提供支撑。

图34：盾安环境切入车型放量，绑定大客户快速增长

类型	合作对象
整车汽车厂商	比亚迪、蔚来、理想、一汽、上汽、吉利、长安、合众、零跑
空调系统厂	空调国际、三电、法雷奥、马瑞利、松芝、博赛、博耐尔
汽车零部件厂	敏实、拓普
电池企业	宁德时代、蜂巢动力、盟固利等
商用车企	宇通、中集、一汽解放

资料来源：盾安环境公司公告、开源证券研究所

图35：2022年 Q1~Q3 盾安环境归母净利润同比 +105.02%



数据来源：Wind、开源证券研究所

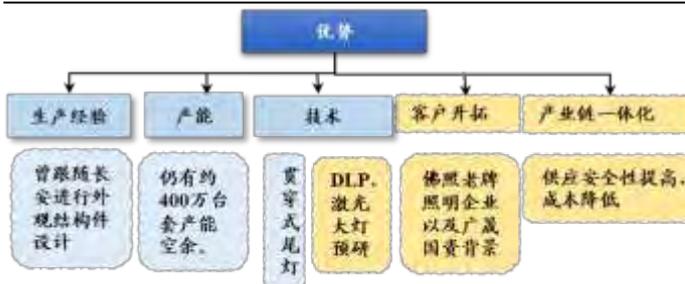
## 4.2、佛山照明：照明龙头收购南宁燎旺重点发力新能源车灯业务，二次腾飞可期

佛山照明是照明行业龙头，2017年成立汽车照明事业部，LED汽车灯产品涵盖LED前大灯、LED辅助灯和LED后尾灯等，与东风日产、东风柳汽、北汽银翔、吉利、奇瑞、长丰猎豹、力帆汽车等国内知名汽车主机配套厂达成合作。2021年7月并购南宁燎旺53.79%的股份，产品包括机动车前组合灯、后组合灯、高位制动灯、牌照灯和前后雾灯等。目前的客户包括重庆长安、上汽通用五菱、一汽奔腾、上汽大通、东风柳汽、东风小康、赛力斯等汽车的整车制造企业。新能源车高景气度下，凭借南宁燎旺在车灯行业的基础，以及国有控股上市公司的赋能，佛山照明车灯业务将迎来快速发展。

业绩端来看，2022年Q1~Q3，佛山照明车灯板块实现营收12.34亿元(+258.59%)，主系2021年8月并表南宁燎旺所致。并表口径归母净利润为0.26亿元(+78.54%)，毛利率17.31%(+2.52pcts)。南宁燎旺营收10.7亿元(+5.76%)，归母净利润0.32亿元(+55.99%)。2022Q1-3毛利率17.8%(+1.5pcts)，通用照明/LED封装/车灯照明板块毛利率分别+5.2/-2.5/+2.5pcts。

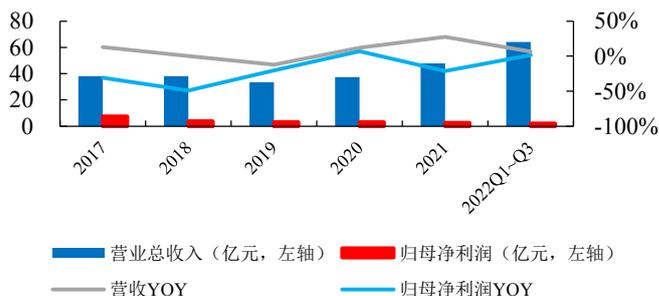
未来佛山照明的看点，我们认为如下：(1)通用照明龙头，基本盘业务稳健、新兴照明等新业务持续构筑收入新增量；(2)汽车照明行业国产替代机遇下，佛山照明并购南宁燎旺发力新能源车客户及项目拓展，看好汽车照明构筑第二增长曲线；(3)并购LED封装龙头国星光电完成产业链纵向一体化，实现成本下降同时赋能高端前沿照明产品开发。

图36：佛山照明收购南宁燎旺加强业务协同，优势明显



资料来源：佛山照明公司公告、开源证券研究所

图37：2022Q1~Q3 佛山照明归母净利润同比 +78.54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.3、莱克电气：精密压铸业务引领发展，收购帕捷强化协同效应助力业务增长

新能源汽车对于铝合金精密压铸件性能的需求将推动压铸行业进步，2020 年特斯拉宣布采用一体化压铸的方式生产 Model Y 的后底板，之后小鹏、蔚来、高合等国内头部新能源主机厂商也宣布引入一体化压铸技术。

莱克电气于 2005 年开始从事精密压铸业务，目前莱克电气铝合金精密压铸产品主要用于新能源汽车逆变电源控制器外壳、汽车电子控制单元外壳、汽车娱乐系统控制单元外壳、汽车底盘减震支架、汽车内外后视镜摄像头壳支架等。汽车零部件方面莱克电气已经具备 ISO/TS16949 质量认证，而且莱克电气目前自行生产的零部件与汽车行业有较强的相关性，具有一定的先发优势。客户主要为全球 500 强汽车零部件企业，包括博格华纳、安波福等，莱克电气为汽车整车制造企业的二级供应商。

图38：莱克电气形成了四大核心零部件业务产业集群



资料来源：莱克电气公司公告

未来莱克电气的看点，我们认为：

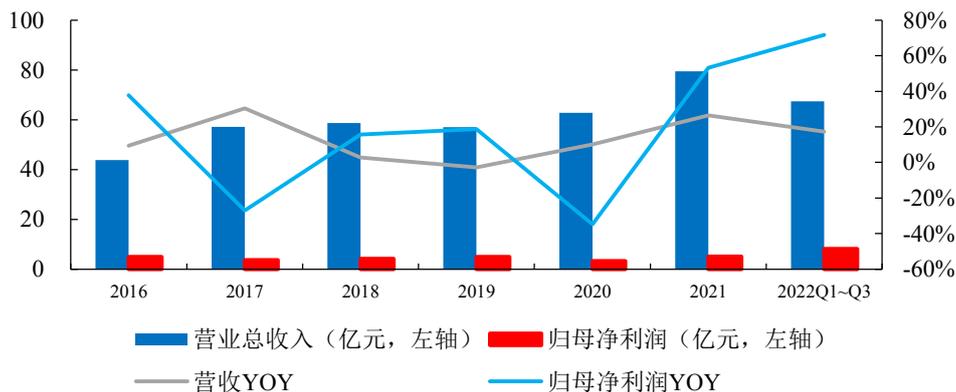
(1) 设立江苏莱克新能源，年产 8000 万件新能源汽车、5G 通信设备和工业自动化产业配套的关键零部件新项目。

(2) 收购上海帕捷、扩充产能加码入局，构成业务协同，新增年产值 15 亿元。上海帕捷主要业务是通过压铸和精密机加工工艺生产的电驱动件、底盘零件、传动零件及其他铝制汽车零配件，客户主要为全球知名的整车制造厂商，在福特的供应商体系里属于国际领先的地位，也依靠在福特的良好口碑拓展了奔驰、宝马等行业内的顶尖客户。莱克电气通过对上海帕捷的收购，有望在业务上形成产业协同，助力莱克电气新能源汽车零部件产业发展快速发展，提升莱克电气整体竞争力和持续发展能力。

(3) 吸尘器代工龙头地位稳固，自主品牌表现良好，原材料价格回落叠加人民币贬值，盈利修复可期。

业绩端来看，2022Q1-Q3 营业总收入 67.38 亿元 (+17%)，归母净利润 8.20 亿元 (+72%)，扣非净利润 8.02 亿元 (+83%)。其中上海帕捷并表带动莱克电气铝合金精密零部件业务收入同比增长近 700%。预计剔除帕捷并表影响收入增速仍为高个位数。

图39：2022年Q1~Q3 莱克电气归母净利润同比+131.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

汽车零部件行业空间大、准入门槛较高，莱克电气通过家用电器电机与汽车电机的全球销售已经验证核心零部件技术的领先性及产品的可靠性、积累了汽车行业众多合作伙伴，通过借助上海帕捷丰富客户资源，有望助力莱克电气进入知名整车厂一级供应商体系，强化协同效应，进一步打造莱克电气第二增长曲线。

#### 4.4、金海高科：空调滤龙头切入新能源汽车空调滤

金海高科系空调过滤网细分行业的全球龙头企业，高分子纳米高性能过滤材料的全球“隐形冠军”。深耕行业30年，在过滤材料领域具备了全产业链的竞争力，在中高端滤材市场实现了“进口替代”，在家电领域长期保持一级供应商的地位，承接家电优势切入新能源汽车空气滤领域。金海高科主要产品为高性能过滤材料、功能性过滤网、空调风扇、功能性过滤器等，主要应用于空调、汽车、飞机以及清洁电器等。

汽车领域目前金海高科产品已经进入了主流新能源企业，作为Tier2主要给三电、翰昂等提供空调滤网，再供给通用、现代、日产、马自达和起亚等主机厂。因为国家开始推新标准，滤网要求提高，金海高科通过给3M和翰昂做OEM有望向Tier1转换，目前已经作为Tier1厂商与一汽合作开发。截至2022年9月，国内外部分领先新能源汽车品牌已完成对金海高科进行现场审核，产品制程审核、实验室审核及文件审核，并进入部分品牌供应商名单。

图40：金海高科目前在汽车空调滤业务已与多家车企达成合作



资料来源：金海高科公司公告、开源证券研究所

金海高科在过滤材料领域具备全产业链的竞争力，掌握了“高效率 and 低阻力”过滤材料的核心技术，在中高端滤材市场实现了“进口替代”。在新能源汽车领域，

金海高科具备从滤材的开发到过滤器的设计能力,已经研发出 CN95 抗菌汽车滤芯。金海高科开发的 HEPA 高效复合空气过滤器能够在 2 分钟内有效去除粉尘、花粉、有害气体、异味和有害微生物,为汽车座舱营造优质的空气环境。

**定增计划落地,新能源汽车空调滤加速放量。**金海高科 2022 年度非公开发行股票于 2022 年 11 月过会,定增 3.1 亿元用于新能源汽车用空调过滤器项目,分别在诸暨、珠海增加年产能 555、150 万件,诸暨项目建设期为 2 年,珠海项目建设期为 1 年。达产后预计平均毛利率在 25%左右,新增年收入 6.025 亿元。

表2: 2022 年度非公开发行 A 股股票募投新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目

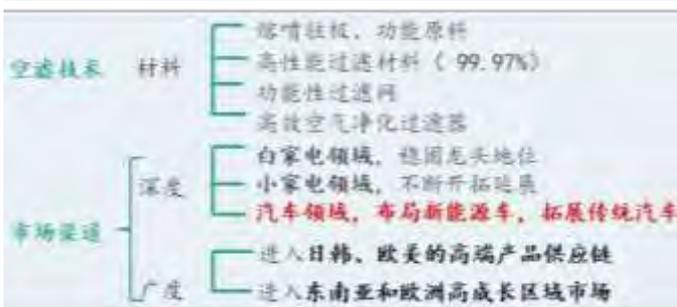
项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入 金额(万元)	分类产品	数量 (万件)	单价 (元)	收入 (万元)	达产后 平均毛利率
诸暨年产 555 万件新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目	21529.96	18498.13	新能源汽车空气过滤器	480	14	6720	25.25%
			高性能净化过滤器	380	46	17480	
			新能源汽车 HEPA 过滤器	75	250	18750	
小计				935	46	42950	
珠海年产 150 万件新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目	7979.9	6911.74	新能源汽车空气过滤器	150	14	2100	24.28%
			高性能净化过滤器	380	40	15200	
小计				530	33	17300	
数字化管理平台建设项目	5987.32	5987.32					
总计	35497.18	31397.19		1465	79	60250	

数据来源: 金海高科公司公告、开源证券研究所

**业绩端来看,**2022Q1-Q3 营业总收入 5.93 亿元 (+7.06%), 归母净利润 0.86 亿元 (+20.63%)。单 Q3 营收同比+28.30%, 归母净利润同比+141.82%, 扣非净利润同比+25.60%。Q3 业绩增长主要系日本地区贯流风扇、涂装工艺产品上量以及东南亚市场的稳固增长。

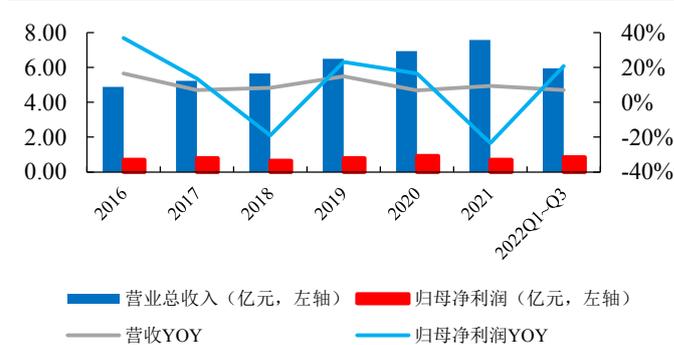
**未来规划:**(1) 全球空调滤龙头, 全产业链竞争力, 切入新能源汽车空调滤有望实现国产替代;(2) 募投新能源汽车空调滤项目, 合计产能 705 万件, 达产后预计收入为 6.025 亿元。(3) 下游需求充足, 国内外部分领先新能源汽车品牌已完成对金海高科进行现场审核, 产品制程审核、实验室审核及文件审核, 并进入部分品牌供应商名单。

图41: 金海高科加强一体化布局, 空滤技术+市场渠道+定增扩产



资料来源: 金海高科公司公告、开源证券研究所

图42: 2022Q1~Q3 金海高科归母净利润同比增长 20.63%



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4.5、三花智控：国内新能源热管理市场龙头，布局海外着眼全球市场

三花智控是国内新能源热管理市场龙头，2004年切入汽零业务，具备先发优势，绑定大客户特斯拉实现量增以及客户拓展，多年来加强全球化布局，着眼海外市场。客户主要包括特斯拉（占比50%左右）、大众、通用、比亚迪、沃尔沃、蔚来、宝马等。预计三花智控凭借水侧和冷媒侧零部件以及集成部件，国内新能源热管理市场份额已领先行业，逐步突破国际四大热管理厂商以往垄断格局。

产品力角度上看，三花智控集成模块化组件自制率高，在集成化趋势下有利于提升客户粘性。从盈利能力上看，三花智控基于传统家用领域的生产技术优势，成本摊薄后整体热管理业务盈利能力高于行业平均，三花智控整体先发优势明显，较高的盈利能力有利于支撑产品的快速迭代，实现强者恒强。我们认为三花智控将在国内市场继续保持领先地位，阀件以外的品类以及集成组件领域还有客户拓展空间，预计三花智控热管理业务将继续保持较高增长。

图43：产品覆盖新能源汽车整车热管理领域多个部件



资料来源：三花智控公司公告

图44：全球化布局着眼海外市场，前景广阔

海外布局	
生产基地	波兰、墨西哥、越南、芜湖、慈溪、新昌、绍兴
工厂	土耳其、奥地利、印度、重庆、青岛、天津、马鞍山、苏州、上虞、贵溪、武汉、中山
子公司	美国ATI管组件公司、R氏帕克特制造有限公司、三花汽车零部件美国有限公司、三花国际（美国）有限公司、三花国际欧洲有限公司（西班牙）、韩国三花有限公司、汽车部品韩国事务所、日本三花贸易株式会社、日本三花汽车部品株式会社、三花国际新加坡私人有限公司、三花印度私人有限公司
研发中心	底特律、休斯顿、法兰克福
事务所	上海、顺德、广州、珠海、青岛、苏州

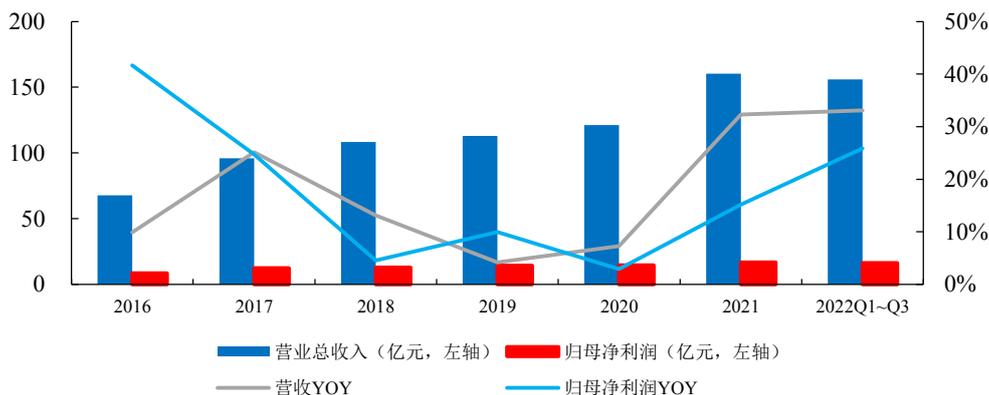
资料来源：三花智控公司公告、开源证券研究所

国际市场方面，生产、研发等全球化布局一方面能够缩短供应链长度、提高供应链效率，另一方面通过本地化服务有利于海外客户拓展。目前三花智控在全球范围内共设立了22个销售办公室、37个物流中心以及超14个生产基地，其中欧洲市场方面在德国建立了研发中心，在波兰、奥地利和土耳其建立了生产基地；北美市场方面在美国底特律和休斯顿建立了研发中心，在墨西哥建立了生产基地。客户拓展方面，三花智控已进入戴勒姆、宝马、通用等德系、美系企业供应链体系。本地化研究中心和生产基地提高了三花智控与当地客户的沟通效率，提升应答速度和配合度，叠加自身产品技术优势，我们认为三花智控有望进一步打开欧美市场。

未来三花智控的看点，我们认为：（1）汽零业务预计2022Q3营收增速60%以上，伴随海外大客户后续产能爬坡以及国内客户放量，汽零业务有望维持高增，产品结构变化叠加自身内部精益降本及规模效应，毛利率延续改善趋势。（2）储热方面，2022Q3特斯拉储能业务同比+62%，储能及空气能热泵保持高景气，三花智控自身配套产品完善，协同效应突出，建议关注储热带来第三增长曲线。

业绩端来看，2022Q1-Q3三花智控营收155.99亿元(+33.10%)，归母净利润16.28亿元(+25.86%)，扣非净利润17.52亿元(+50.21%)。2022Q3三花智控营收54.39亿元(+34.44%)，归母净利润6.24亿元(+33.06%)，扣非归母净利润7.22亿元(+61.66%)。

图45：2022Q1~Q3 三花智控归母净利润同比增长 25.86%



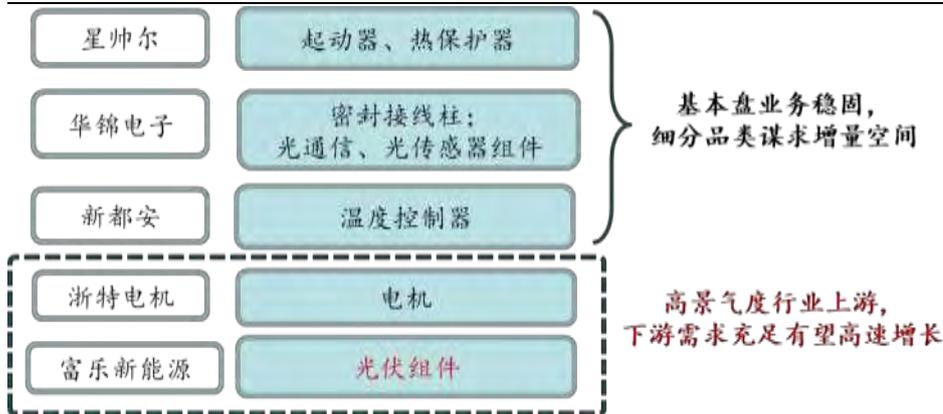
数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4.6、星帅尔：压缩机配件龙头收购富乐强势切入光伏组件，一体两翼谋求新发展

星帅尔是国内制冷压缩机热保护器、起动机龙头。2015~2016 年新增全资子公司华锦电子及欧博电子，正式切入密封接线柱领域。随后陆续收购新都安、浙特电机切入温控器、中小型与微特电机，2021 年星帅尔收购富乐新能源，切入光伏组件领域，逐步打造多元业务矩阵，一体两翼谋求新发展。

星帅尔主要产品及对应客户如下：(1) 压缩机配件：钱江系、华意系、东贝系公司、美芝系公司等；(2) 温度控制器：美的、三菱、方太、科沃斯；(3) 电机：新能源汽车方面主要客户是海立新能源，已经供货超过 1 年，用于新能源汽车空调压缩机；进入比亚迪供应链，定点定子铁芯和转子铁芯以及四款小型电机；电梯电机客户主要是永大、蒂森克虏伯等等；(4) 光伏组件：星帅尔为北美 A 公司国内唯一合格供应商，北美 A 公司在美国与加拿大各州有数十个上百兆瓦分布式光伏项目，同时为美国通用电气、埃克森美孚等企业提供光伏产品服务，是特斯拉“光储充一体化”超级充电站项目供应链。除此之外，星帅尔另一大客户是正泰。

图46：星帅尔围绕制造优势多元拓展，家电+光伏一体两翼谋求新发展



资料来源：星帅尔公司公告、开源证券研究所

光伏组件产能快速扩张，下游需求充足。一期 1GW 组件扩产项目已于 2022 年 1 月初建成投产，年底产能共计 1.5GW；二期 2GW 组件项目预计将于 2022 年年底建成，2023 年上半年投产，2023 年底预计星帅尔将拥有 3.5GW 组件产能。

业绩端来看，2022Q1-Q3 营收 12.51 亿元 (+18.15%)，归母净利润 1.08 亿元 (-19.37%);2022 年 Q3 营收 5.64 亿元(+73.68%)，归母净利润 0.32 亿元(-35.74%)，盈利能力下滑主系星帅尔毛利率较低的光伏业务占比提升导致产品结构变化所致。

图47：2022 年 Q1~Q3 星帅尔营收同比+18.15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**未来规划：**(1) 压缩机配件基本盘稳固，研发迭代下盈利能力提升。(2) 新能源汽车高景气度带动电机业务增长，浙特电机正式进入比亚迪供应链体系。(3) 强势切入光伏组件赛道，在手订单充足，产能大放量在即。2022 年可转债建设 2GW 产线，2023 年产能达到 3.5GW。(4) 向上有意收购电池片企业，向下布局电站建设，打通光伏组件上下游，构建一体化产业竞争力，发展逻辑清晰通顺。

#### 4.7、德昌股份：EPS 无刷电机、制动电机收获 Tier1 龙头订单，业务拓展超预期

德昌股份是一家以电机制造为基础的高新技术企业。在有刷电机领域，德昌股份结合宁波地区突出的塑料行业优势和港口区位优势，发展出面向国际市场的小家电主业，产品包括环境家居电器（吸尘器干机、吸尘器水机）与头发护理电器（卷发梳、吹风机）；在无刷电机领域，2017 年起德昌股份凭借技术积累转嫁，切入高技术壁垒的汽车 EPS 电机市场，目前已形成一定规模的 EPS 电机制造能力。

德昌股份已掌握 EPS 电机的核心技术，并已经投资建设了两条由专用设备组成的专用生产线和全套检验设备，实现注塑流程、无刷电机制造的全自动化，目前 EPS 电机已研发成功、实现小批量生产。

图48：德昌股份汽车 EPS 电机已实现小批量制造



资料来源：德昌股份公司官网

**客户拓展顺利，已有 6 个定点项目实现小批量产。**早期德昌股份主要与南京东华智能转向系统有限公司、杭州湘滨电子科技有限公司、芜湖世特瑞转向系统有限公司、浙江航驱汽车科技有限公司签署了项目定点函。

根据德昌股份 2021 年年报，德昌股份 13 个定点项目产品生命周期内预计可实现累计 2300 万台的销量，按单台 200 元均价测算，销额预计可达 46 亿。截止 2022 年 6 月 30 日，德昌股份已累计实现了 16 个 EPS 电机及制动电机型号项目定点，2021 年年底的 13 个定点项目中已有 6 个实现小批量产，另外仍有 30 余个型号的项目顺利推进，站上国产替代风口机遇，稳步拓展德昌股份第二增长曲线。随着技术进步和经验积累，截至 11 月 10 日，德昌股份已合作客户包括 EPS 转向系统 Tier1 龙头舍弗勒、采埃孚、耐世特、耐世特欧洲、捷太格特，以及制动系统 Tier1 厂商上海同驭、利氩科技等。

**从订单规模看，汽车电机业务随产能释放放量可期。**2021 年 EPS 无刷电机业务收入 0.04 亿元，其中上半年收入 1200 万左右，未来有望迎来新业务放量高增阶段。德昌股份在现有 180 万台的产能基础上，预计 2023 年底 300 万台新增产能有望释放。

**表3：2022 年 7 月以来，德昌股份持续公告收获 6 个项目定点**

公告时间	电机类型	公告客户	合同履行期限	预估销售金额
2022/11/10	EPS 转向电机	耐世特欧洲	2024 年-2031 年	4 亿元
2022/10/13	EPS 电机	耐世特	2022 年-2027 年	3.2 亿元
2022/9/24	制动电机	利氩科技	2022 年 10 月至 2025 年 12 月 (含开发周期 90 天)	1.5 亿元
2022/9/14	制动电机	上海同驭	2023 年 12 月-2030 年 11 月	7.8 亿元
2022/9/14	EPS 电机	捷太格特	2023 年 7 月-2031 年 6 月	3.8 亿元
2022/7/15	EPS 转向电机	采埃孚	4 年，2023 年 8 月量产	2 亿元

资料来源：德昌股份公司公告、开源证券研究所

**Tier1 客户对接的整车厂实力强劲，德昌股份有望充分受益。**耐世特作为凭借自身的过硬实力进入美系、德系及日系车厂供应体系的中国公司，其 EPS 系统应用的下游客户及部分车型包括宝马、长安、福特、通用、上汽、标致雪铁龙等。采埃孚 EPS 系统应用的下游客户包括长安、长城、吉利、广汽、上海通用等。除了乘用车领域，采埃孚发力商用车领域，正在联合国内多个卡车、客车厂进行电液转向系统的试装。

**表4：德昌股份合作的头部 Tier1 供应商对接整车厂实力强劲**

企业	主要客户
耐世特	宝马（1 系、2 系、X1、迷你型号）、长安（欧尚 MPV、CS15、CS70 SUV）、福特（野马、F-150 型）、通用（Aveo）、上汽（别克 Encore GX、五菱宏光 S/S3 型、宝骏 730 MPV）、标致雪铁龙（C3、C3 Aircross、DS3 型号）
采埃孚	长安、长城、吉利、广汽、上海通用等
捷太格特	广汽等
豫北光洋	广汽丰田、东风日产、郑州日产、三菱汽车、马自达、长安汽车、力帆汽车、观致汽车
博世	大众、通用、福特等 22 家整车厂
NSK	比亚迪、大众等

企业	主要客户
杭州湘滨	比亚迪等
上海同驭	合众汽车等

资料来源：亿欧智库、开源证券研究所

## 5、储能产业链主题：便携储能&户用储能&工商业储能迎发展红利期，建议关注家电品牌出海和上游企业业务外延机会

### 5.1、便携储能：国内厂商为主，供需两旺迎来高增

**需求侧推动：**(1) 欧美户外活动普及率高，精致户外活动理念兴起，所携带电子设备及电器产品丰富后带来离网供电需求。(2) 海外自然灾害频发以及供电不稳等问题频出，催生家庭备电需求增长。美国市场方面，应急备电需求主要来自于用户供电中断频次较高。日本市场方面，应急备电需求主要来自于自然灾害频发。欧洲市场方面，预计备电需求主要来自于2022年以来能源危机使得用电成本上升。(3) “新冠疫情”加速消费线上化，契合便携储能销售渠道。

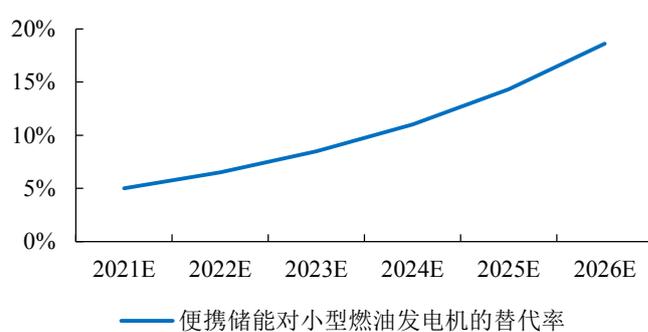
**供给侧推动：**(1) 锂电池技术升级带来能量密度提升，保证电容量的同时拥有更大便携性。受益于锂电池在电动车等领域应用规模扩大，能量密度从最初的55Wh/kg提升至300Wh/kg。(2) 锂电池规模化应用及技术升级带来成本降低，扩容消费群体。伴随电池集成技术进步和电芯材料优化，锂电池组的平均单位成本呈持续下降趋势。(3) 产品电池容量及输出功率的升级，配合安全便携性能突出，便携储能能够更好满足离网用电需求，部分场景下有望实现对小型燃油发电机的替代。

图49：2013年以来锂电池组平均单位成本呈持续下降趋势



数据来源：彭博新能源财经、开源证券研究所

图50：预计2021-2026年便携储能对小型燃油发电机的替代率持续提升



数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

#### 5.1.1、便携储能产业链拆解：线上渠道为主，行业集中度较低

上游零部件主要有储能电池、逆变器和光伏组件等，其中储能电池和逆变器成本占比较大。储能电池分为三元锂电池和磷酸铁锂电池，三元锂相较于磷酸铁锂电池便携性更强，但成本更高且循环次数相对较低。三元锂电池供应商主要由横店东磁、比克电池等。逆变器主要为小功率逆变器，供应商主要为拓邦股份，正浩科技自研自产。

销售模式为B2C，主要通过线上和线下渠道直接销售给终端消费者。其中线上渠道主要有亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫和京东等。线下渠道主要有Home Depot、

Harbor Freight Tools、Costco 等。

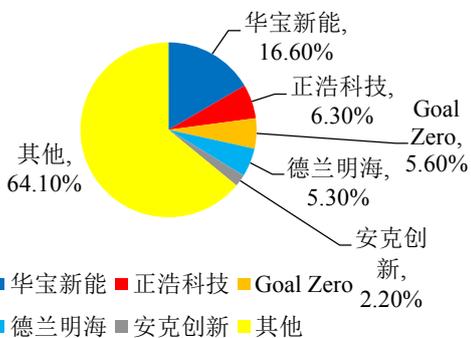
图51：便携储能销售为 B2C 模式，线上主要通过电商平台直接销售给终端消费者



资料来源：华宝新能招股说明书、开源证券研究所

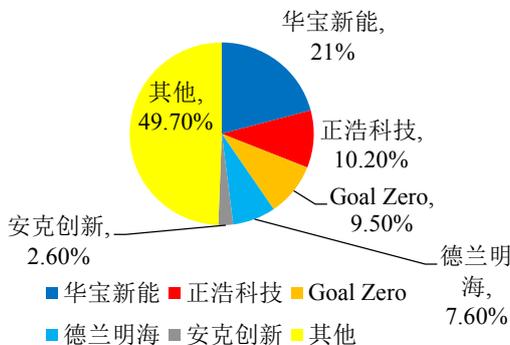
行业格局相对分散，中小品牌凭低价低容量产品占据较大市场份额。从出货量上看，2020 年行业 CR5 36%，其中华宝新能以 16.6% 份额领先行业，海外企业中 Goal Zero 占据 5.6% 份额，但其主要由国内的豪鹏科技和博利威为其代工，整体来看国内厂商优势明显。从营收上看，行业 CR5 51%，相较于出货量角度集中度更高，主要系众多中小品牌仍以低价产品为主。展望后续，随着高容量趋势对产品和成本管控提出更高要求，部分低端产能将面临淘汰，我们认为拥有技术、品牌和供应链优势的企业有望继续引领行业，行业将逐渐向头部品牌集中。

图52：2020 年华宝新能出货量份额 16.6%



数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

图53：2020 年华宝新能营收份额 21%



数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

## 5.2、家庭储能：品牌和渠道门槛较高，便携储能企业探索第二曲线

### 5.2.1、产业链拆解：上游零部件与便携储能有所差异，下游安装渠道为主要壁垒

从产业链上看，家庭储能主要有三类玩家：(1) 上游零部件供应商，部分储能电池或逆变器供应商同时承担储能系统集成商角色，例如逆变器提供商阳光电源、固德威和特斯拉，储能电池供应商比亚迪和 LG 等。其余玩家主要销售零部件给下游集成商。(2) 系统集成商，向上游采购零部件做系统集成，依靠渠道资源与经销商、安装商合作。大多上游零部件供应商依托核心零部件自制能力，通过外采其他零部件做集成商，组合销售给下游安装商。(3) 安装商：对接上游集成商，终端安装赚取提成。其中特斯拉实现产业链一体化，以直销模式开展业务，而比亚迪、阳光电源、LG 等主要通过分销模式开展业务。

从便携储能和户用储能产业链差异上看，上游零部件供应商和下游销售链路有所差异，但下游应用场景以及面对消费客群有所重合，同样看重品牌力。从上游零部件供应商来看，储能电池供应商和逆变器供应商有所差异，但目前便携储能企业正逐步向上游产业链延伸实现逆变器自研自产。从下游销售链路来看，便携储能和家庭储能有较大差异，家庭储能安装属性因此经销商和安装商渠道尤为重要，便携储能免安装特征使得其主要通过线上电商渠道销售。终端应用场景来看，均面向C端消费者，家庭备电应用场景有所重合。

图54：便携储能上游零部件供应商与家庭储能有所差异，下游主要通过线上电商平台实现销售



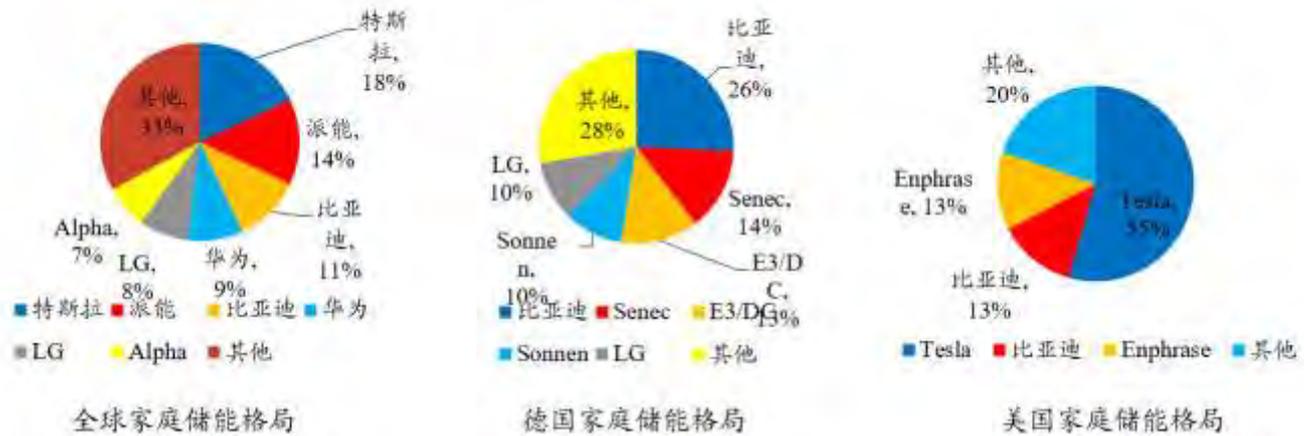
资料来源：华宝新能公司公告、开源证券研究所

### 5.2.2、行业需求及格局：欧美用电成本上升，叠加各国刺激政策提高家庭储能经济性

**需求侧推动：**（1）能源危机下，欧洲用电成本不断上涨。EEX 数据显示，欧洲电力系统均价上涨超 300 欧元/MWh，其中德国、瑞士、法国等国电价一度超 550 欧元/MWh。（2）自然灾害频发影响，美国电网稳定性较差，断电时长增加。（3）各国出台刺激政策，包括税收减免以及资金补贴，例如日本为安装锂电池储能的家庭提供 66% 的补贴，美国给予高于 5kW 的储能系统最高 30% 的投资税收减免。

伴随海外用电需求高增以及低渗透率，家庭储能行业迎来黄金期。根据 GGII 统计，2021 年全球户用储能装机量约 6.4GWh，伴随欧美补贴政策推出以及用电需求增加，预计 2025 年装机量有望达到 100GWh。行业格局上看，特斯拉深耕美国时长，比亚迪、派能科技等国内厂商欧洲市场具备优势，S&P Global 数据显示，特斯拉美国户用储能份额达 55%。

图55：全球家庭储能市场中特斯拉、比亚迪、华为等全球知名度高的企业份额较大

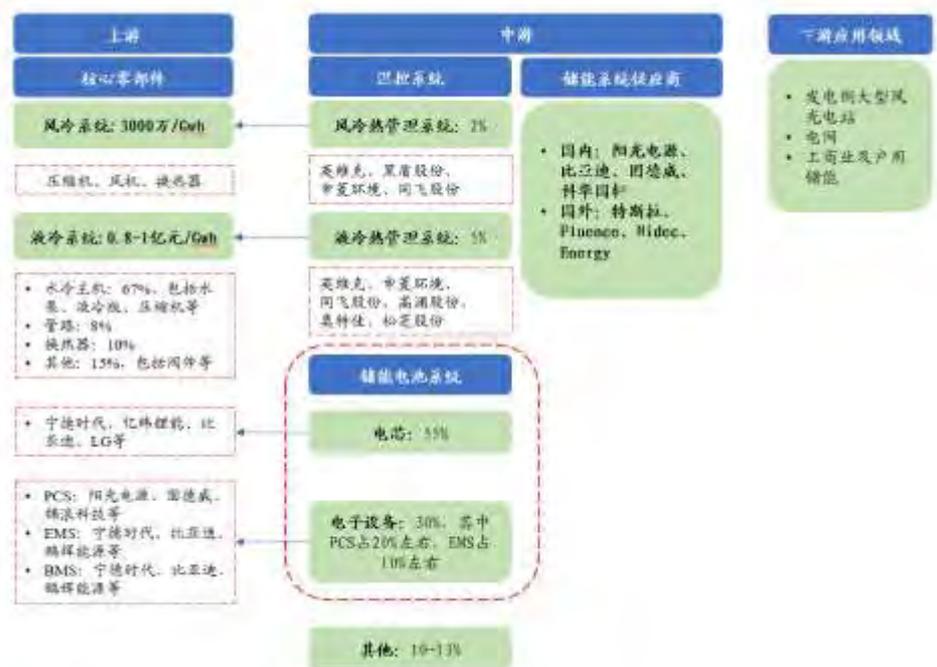


数据来源：S&P Global、开源证券研究所

### 5.3、工商业储能热管理：液冷或者主要技术路线，高价值量带动行业规模提升

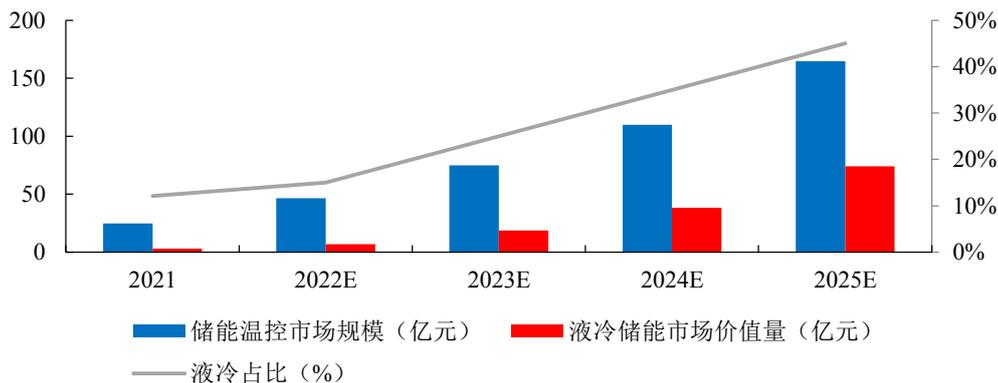
温控系统为工商业储能维持安全运作重要组成部分，液冷凭借高效散热特性渗透率有望逐步提升。大型储能温控系统主要分为风冷和液冷两种技术路线，其中液冷系统成本约 0.8-1 亿元/GWh，其中包括水泵、液冷板、压缩机、管路和换热器等核心零部件；风冷系统成本约 0.3 亿元/GWh，其中包括压缩机、风机和换热器等。液冷系统相较于风冷，更适用于更高能量密度的储能系统，同时降温的均温性更好，2021 年渗透率约 11%，根据 GGII 测算，2022-2025 年中国储能温控市场规模将从 46.6 亿元增长至 164.6 亿元，CAGR 为 52.3%，2025 年液冷系统占比或将达到 45% 左右。

图56：电芯和电子设备为储能系统重要组成部分，热管理系统中热冷或成为主要技术路线



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图57：预计 2022-2025 年储能温控系统规模 CAGR 为 52.3%，液冷份额提升至 45%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

## 5.4、便携储能领域建议关注强品牌渠道优势龙头企业，户储及工商业储能建议关注家电上游企业业务外延

### 5.4.1、便携储能领域：建议关注强品牌渠道优势的龙头企业

- **华宝新能：便携储能垂直领域先行者，短期品牌优势凸显，中长期产品和供应链稳固核心竞争力**

**便携储能领域先行者，短期品牌优势凸显。**相较于同行企业，公司 2016 年推出全球首款锂电池便携储能产品，同时较早便推进全球化品牌战略，境外打造“Jackery”品牌，借助亚马逊渠道率先打通美国市场，同时不断开拓日本、欧洲市场，当前在欧洲、美国和日本市场建立了一定品牌认知度，**Google 搜索趋势上看**，公司在美国、日本和英国等地的谷歌搜索热度均领先行业。此外，公司自 2019 年发展品牌官网以来，品牌官网营收占比快速提升，反映客户粘性的提升。**短期来看我们认为品牌认知度以及客户粘性的提升将对后来者形成一定壁垒。**

图58：华宝新能首创锂电池便携储能产品，品牌知名度率先打响



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

**线上+线下，电商平台+品牌官网全方位布局，全球化渠道网络优势明显。**公司早期通过亚马逊平台做自有品牌出海以及通过 ODM 做线下渠道，当前线上已实现亚马逊、日本乐天、日本雅虎、京东、天猫和品牌官网多渠道覆盖，线下实现经销+直销多维度发展。**(1) 线上：2020 年发力日本市场和品牌官网，2020-2021 年日本**

乐天、日本雅虎、品牌官网快速发展；2021 年与 Lowe's 线上的 B2B 业务快速发展。

(2) 线下：2019 年与日本厂商 JVC 在 ODM 基础上开展双品牌合作模式，随后与 Harbor Freight Tools、Home Depot、Costco 线下零售商建立合作关系。Costco、Home Depot 和 Harbor Freight Tools 作为美国领先的大型零售商，公司入驻后有望进一步打开品牌认知度，扩容消费客群。

图59：全球化渠道网络布局，线下渠道和品牌官网快速发展



资料来源：华宝新能公司公告、开源证券研究所

**产品端主打轻便特点，1-2 度电中高容量段产品竞争力凸显。**华宝新能 1000Wh 以上容量段产品轻便特征凸显，同时最新推出的 Explorer 2000Pro 充电效率得到较大改善，最多可搭配 6 个 200W 太阳能板实现太阳能充电，充电速度优于同行业竞品，产品竞争力提升明显。根据中国化学与物理电源行业协会，2020 年便携储能全球出货量 209 万台，其中 >1000Wh 容量段占比 8%，公司 2020 年 >1000 容量段产品销量 5.9 万台，市场份额 35.3%，份额领先行业。

**M2C 经营模式保证持续创新力，本土供应链带来成本优势。**M2C 经营模式下，华宝新能依托前期积累的研发技术能力，能够及时感知消费者需求变化从而实现产品的快速更新迭代，以响应消费者需求，保持华宝新能内部创新活力。此外，供应链端核心原材料电芯、逆变器等均采购自国内供应商，生产端核心环节均由公司自主完成，外协生产部分主要涉及 SMT 贴片及附带工序、少量产品组装及包装等，因此公司能够较好控制产品成本以及生产质量。

- **安克创新：跨境品牌出海龙头企业，品牌渠道优势显著，发力便携储能前景可期**

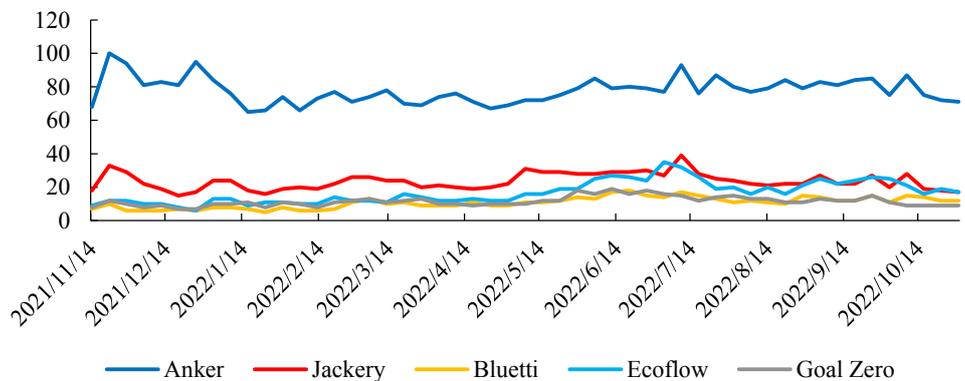
**跨境品牌出海龙头企业，全球化渠道优势明显。**2015 年安克创新开始布局海外线下市场，2022H1 线下渠道占比提升至 36%。分区域来看：(1) 北美区域入驻线下四大 KA 渠道，其中 2017-2021 沃尔玛渠道收入由 2 亿元增长至 9.52 亿元，CAGR 为 47.71%。北美大型 KA 渠道的品牌进驻门槛较高，需要较高时间和人力成本。安克创新全面入驻展现强竞争力。(2) 欧洲区域与 Media Market、Dixnos 等零售商建立稳定合作关系。(3) 中非区域主要采取经销模式，与多家消费电子和家电零售商建立稳定合作关系。

**图60：全球线下渠道布局领先同行**

	进驻渠道	渠道情况
北美市场	沃尔玛	美国第一大连锁商超
	塔吉特	美国第二大连锁商超
	Costco	美国第一大连锁会员制仓储式零售商
欧洲市场	Bestbuy	美国第一大电子产品零售商
	Dixons	英国第一大电子产品零售商
	Harrods、Selfridges	英国高端百货
	Fnac Darty	法国第二大零售集团
中东/非洲	Media Market	德国家电零售巨头
	Assr Aljawal	家用电器和电子产品经销商，覆盖沙特阿拉伯，阿联酋，阿曼和巴林
	rukni ai-shareef	沙特消费电子品牌分销商，覆盖品牌包括nebula、eufy、aukey、anker、JBL、soundcore、ZTE等
拉美区域	Seventh Dimension	为科威特和卡塔尔的350多家零售合作伙伴提供服务
东南亚	Falabella	拉美区域第三大零售商
日本	Mobile world	越南电子产品零售商
	KDDI	日本第一大电信运营商
	Softbank	日本第二大电信运营商
韩国	seven&i	日本及全球便利店龙头
	Hotel Shilla旗下 duty free shop	韩国旅游零售龙头

资料来源：安克创新官网、开源证券研究所

**营销打法和私域流量运营成熟，全球品牌影响力领先同行。**公域层面，安克创新同纽约杂志、福布斯等主流PR媒体合作，增强品牌背书。此外，安克创新与YouTube热门KOL合作实现精准营销。私域层面，独立站+邮件订阅，实现流量转化沉淀，品牌官网渠道收入稳步提升。Google搜索热度显示，安克创新美国区域搜索热度要高于便携储能垂直领域品牌商。

**图61：安克创新美国区域谷歌搜索热度高于便携储能垂直领域品牌商**


数据来源：Google Trend、开源证券研究所

**2022年升级充电事业部，推出中高容量段产品，全面发力储能领域。**安克创新2015年进入便携储能领域，相较于同行虽然较早进入便携储能领域，但产品布局相对落后。伴随消费储能进入发展红利期，2022年安克创新开始全面发力储能领域，2022Q2推出首款1度电以上便携储能产品Anker 757以及户外太阳能组件。2022年6月底安克创新升级中大功率研发团队，启动以户外储能、户用光伏储能系统为核心的产品布局。我们认为安克创新依托前期品牌和渠道势能，以及成熟的营销打法，有望实现在便携储能领域市场份额的逐步提升。



销售。2013-2021年星帅尔先后收购华锦电子、浙特电机、黄山富乐新能源科技有限公司，切入密封接线柱、小家电温度控制器、电机以及光伏领域，逐步实现产业链外延。2022H1星帅尔白色家电行业、电机行业营收占比分别为52.23%、10.74%，光伏行业营收同比提升27.02pct至33.88%，2022Q3星帅尔营收同比+73.7%，光伏组件业务进入上行通道。下游客户已覆盖国内外主要压缩机厂商、家电品牌商、新能源车企、光伏新能源厂商等。

**表5：星帅尔先后切入密封接线柱、小家电温度控制器、电机以及光伏领域，覆盖客户广泛**

产品	功能	公司对应负责的部分	应用领域	客户情况
热保护器	用于制冷压缩机中电机的过流、过温保护，	母公司及子公司欧博电子		国内外主要压缩机生产厂家，包括华意系公司、东贝系公司、美的系公司等。终端客户为海尔、海信、美的、三菱、奥马、惠而浦、西门子、夏普、伊莱克斯、三星、LG电子等国内和国际知名企业，
起动机	用于辅助压缩机完成起动作	母公司及子公司欧博电子	冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机	
密封接线柱	用于实现压缩机内外电源线的连接、绝缘和密封等功能。	子公司华锦电子		
光通信、光传感器组件	与专用芯片封装，通过光电转换，起到信号放大与滤波作用。	华锦电子	低端系列产品主要应用于儿童玩具车、照明、开关等，中端系列主要应用于电极启动、消磁电路、限流元件等，高端产品主要应用于汽车全球定位系统、移动通信等	厦门三优光电股份有限公司、福州中科光芯科技有限公司、武汉斯优光电技术有限公司、瑞谷科技（深圳）有限公司、芯片封装企业等
温度控制器	控制电路的作用。	控股子公司新都安85%股权	变压器、微波炉、饮水机、咖啡机、热水器、吸尘器等小家电领域，	美的、格兰仕、苏泊尔、利仁、科沃斯、方太、松下等。
中小型、微型电动机	-	全资子公司浙特电机100%股权	冰箱、空调、电梯、清洗机、新能源汽车、水泵等领域	比亚迪、上海海立电器有限公司、上海海立新能源技术有限公司等。
光伏组件	主要产品为166半片/450W组件，2021年完成研发、生产182半片/540W组件，并已量产，新产品210半片已通过第三方实验室高标准检测。	富乐新能源51%股权	集中式发电站、分布式电站，并以集中式发电站为主。	巨力、三十六所、泰恒新能源、大恒新能源等

资料来源：星帅尔公司公告、开源证券研究所

**2021年2月星帅尔以3060万现金收购黄山富乐新能源科技有限公司51%股权，切入光伏组件领域。**2021年6月富乐新能源发布公告拟以自有资金购买不动产用于“1GW光伏组件项目”。2022年7月星帅尔发布公告，计划发行可转债总面额不超过5.5亿元人民币用于建设“年产2GW高效光伏组件项目”。富乐新能源目前的产品主要包括166半片/450W组件，182半片/540W组件，新产品210半片已通过第三方实验室检测，半片设计降低热斑风险，多主栅有效的减少功率损失，更优的弱光性能更高的发电量。此外全黑组件、双面发电组件产品也已经通过Intertek认证。

**图64：星帅尔光伏组件产品矩阵完善**


资料来源：富乐新能源公司官网

## 6、保交楼+绿色家电下乡+成本端优化，负面因素边际改善、 基本面稳中向好

**三季度监管重点“保交楼、稳民生”，地产回暖趋势显现：**由中央政府牵头，地方政府落实的“保交楼、保民生、保稳定”工作有力推进，地方政府将与地产企业及金融机构等合作，确保复产复工工作有序进行。在政策驱动下，房屋竣工和销售面积降幅收窄，累计同比均出现拐点，趋势向好。

**13 部门联合发布《促进绿色智能家电消费通知》：**7月29日，由商务部、工业和信息化部等多部门联合推出，公布持续激发绿色智能家电消费潜力、以高质量供给引领带动家电消费与完善城乡基础设施对家电消费的支撑等措施。2021年全国家电以旧换新累计销售五大类新家电9248万台，在新一轮政策的推进下，绿色家电下乡将成为行业企业新的增长点。

**大宗原材料价格与海运费持续下跌，费用压力减缓利好盈利能力回升：**Q3LME铜、铝现货结算价均值分别为7745、2354美元/吨，环比涨跌-18.85%、-18.13%；钢材价格指数均价114.12，环比涨跌-16.17%。此外，Q3波罗的海货柜运价指数(FBX)由年初9793跌至5619，跌幅42.62%。原材料价格下跌叠加航运成本大幅降低，家电公司盈利能力有望得到持续修复。

图65：2022年7月以来房屋竣工面积累计值降幅缩窄



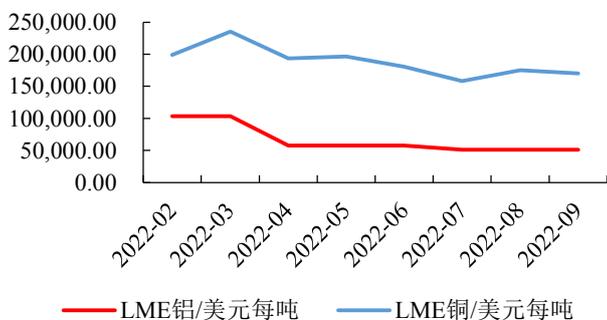
数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2022年9月房屋销售面积累计值降幅缩窄



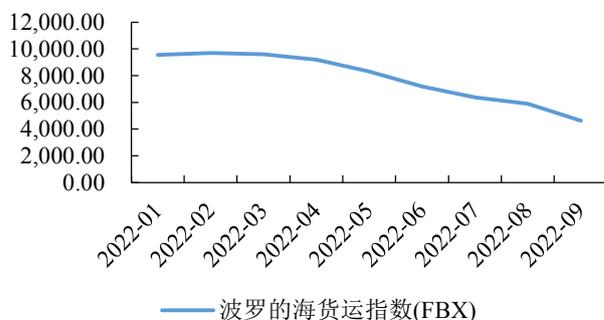
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：2022年以来LME铜、LME铝价格持续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：2022年以来波罗的海货柜运价指数保持下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

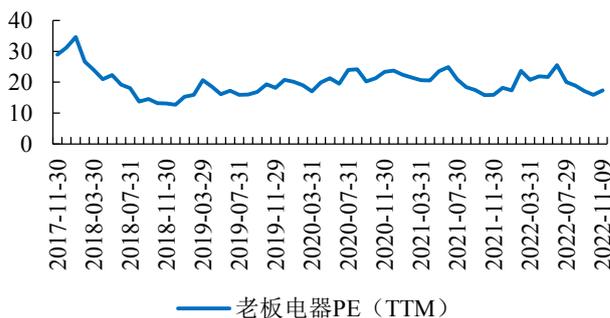
2021年以来受疫情扰动、地产承压、原材料涨价、海运受阻、海外宏观环境波动等多种负面因素影响下，目前家电核心资产估值已处于低位，考虑到龙头公司基本面稳中向好、负面因素持续边际改善，有望迎来估值提升机会。

图69：海尔智家估值水平为2018年以来低位

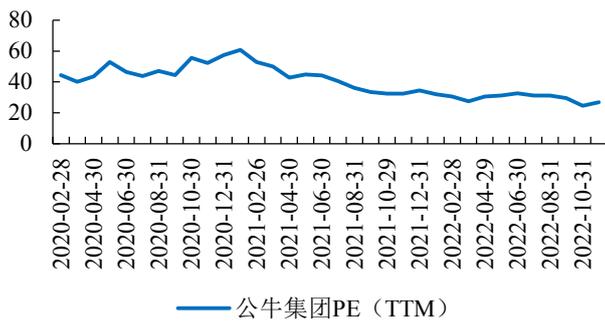


数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：老板电器估值水平为2018年以来低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图71：公牛集团估值水平为公司上市以来低位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图72：美的集团估值水平为 2018 年以来低位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 6.1、海尔智家：Q3 收入稳定增长，高端化、数字化驱动净利率持续提升

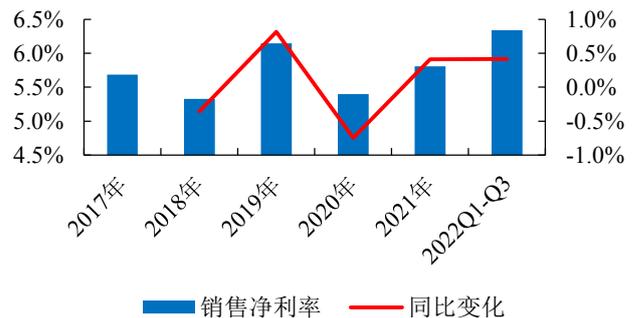
**Q3 营收稳健上升，经营情况良好：**2022Q1-3 海尔智家实现营业收入 1847.5 亿元 (+8.9%)，归母净利润 116.7 亿元 (+17.3%)。单 Q3 季度实现营业收入 628.9 亿元 (+8.6%)，归母净利润 37.2 亿元 (+20.3%)。海尔智家高端化和数字化驱动下，盈利能力持续提升。

**品类创新与模式创新齐头并进，强化高端品牌建设：**2022Q1-3 卡萨帝厨电线下零售额同比增长 69%，份额达 5.2%，单 Q3 卡萨帝冰箱线下渠道 15000 元以上价位段份额达 45% (+3.3pcts)。洗衣机 10000 元以上高端市场份额高达 76.8%，空调在线下高端市场零售额份额提升至 24.8% (+4pcts)。

**高端化与数字化推动降本提效：**2022Q3 实现毛利率 31.1% (+0.6pcts)，得益于产品结构优、加速本土化供应链建设以及发挥全球协同优势应对多重挑战。Q3 期间费用率 23.7% (-0.9pcts)，海尔智家数字化转型持续推动费率下行。

**图73：海尔智家 2022Q1-3 利润增速快于收入增速**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图74：海尔智家净利率提升逻辑持续兑现**


数据来源：Wind、开源证券研究所

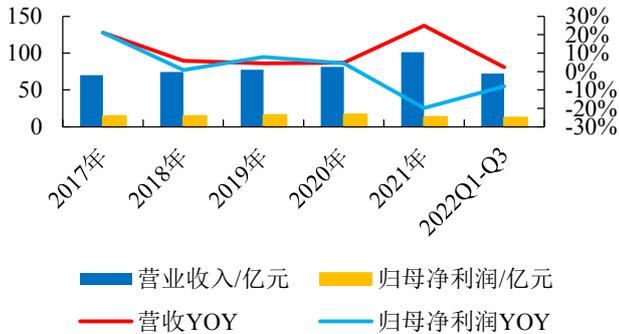
### 6.2、老板电器：Q3 收入韧性较强，各品类市占率持续提升

**Q3 收入正增长，净利润降幅收窄：**2022 年 Q1-3 实现营业收入 72.4 亿元 (+2.3%)，归母净利润 12.3 亿元 (-8.1%)。单 Q3 季度实现营收 27.9 亿元 (+1.7%)，归母净利润 5.1 亿元 (-7.6%)。Q3 营收保持增长体现较强韧性，归母净利润降幅持续收窄。

**产品结构升级更新，新兴品类拉动增长：**2022 年 Q1-3 线下渠道老板品牌吸油

烟机/燃气灶/消毒柜销额市占率分别达 31.8%/30.6%/22.7%，同比分别 +1.3/+1.4/+0.5pcts；线上渠道厨电套餐/烟灶两件套/嵌入式洗碗机/嵌入式复合机/嵌入式电蒸箱/嵌入式电烤箱销额市占率分别达 30.5%/32.5%/17.7%/16.1%/26.9%/11.5%，同比分别+1.2/+1.8/+8.0/+1.6/+2.0/+2.2pcts。8月30日，老板电器发布全新数字厨电产品线品牌 ROKI，融合软硬件提供智能解决方案，有望构建业绩增长新亮点。

图75：地产、疫情冲击下，老板电器收入端韧性较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：老板电器推出首套数字厨电“创造者 i1”新品



资料来源：老板电器官网

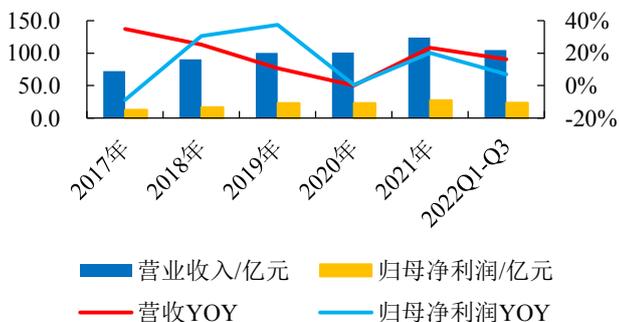
### 6.3、公牛集团：营收稳定增长，渠道深化赋能业务持续增长

**Q3 营收增长稳健，新品推进与渠道深化现亮点：**2022Q1-Q3 实现营收 104.74 亿元 (+16.22%)，归母净利润 23.61 亿元 (+7.03%)。2022Q3 实现营收 36.36 亿元 (+13.89%)，归母净利润 8.54 亿元 (+8.76%)。在疫情波动和地产景气度欠佳的背景下，公牛集团表现稳健。

**加速渠道开拓建设，新品研发稳步推进：**传统转换器方面，推出轨道插座、升降插座等中高端产品；新能源电连接方面，大力推动线下经销体系构建，与国网车联网合作加速充电桩落地社区；智能电工照明业务方面，墙开品类与 LED 照明品类收入预计实现双位数增长。

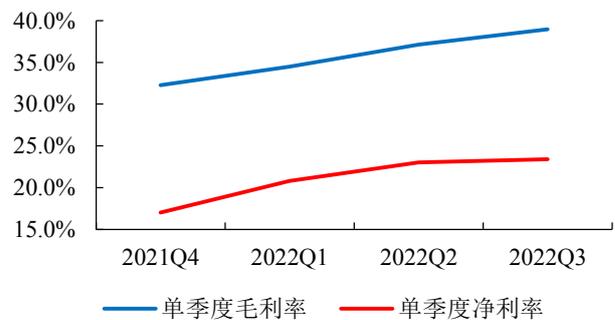
**毛利率环比改善，新品持续推出加大研发营销投入：**2022Q3 公牛集团整体毛利率 38.94% (-1.99pct)，环比+1.81pct，同比下滑主系同期套保效果明显、使得成本处于低位。销售费用与研发费同比分别+0.95pct/+0.9pct/+0.28pct，公牛集团高举高打、加大新品研发与营销投入。

图77：公牛集团 2022Q1-3 经营表现稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图78：公牛集团 2022Q4 以来毛利率、净利率环比提升



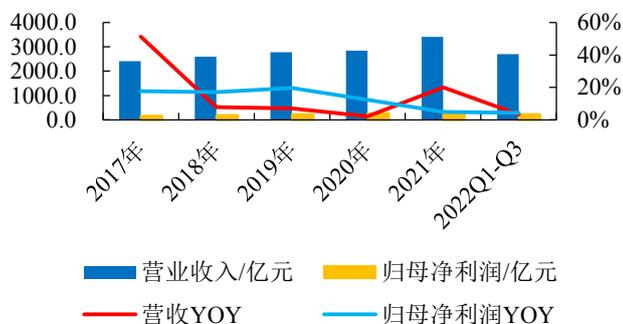
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 6.4、美的集团：营收稳健增长，B 端业务开启成长空间

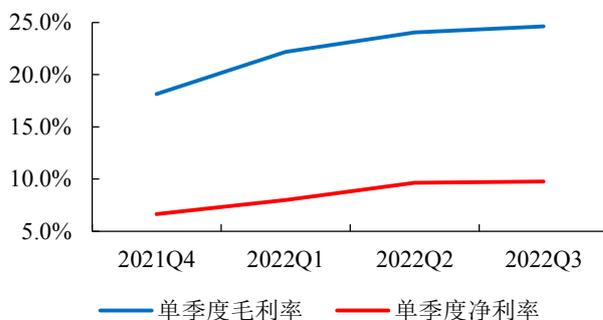
**Q3 营收同比持续增长，业绩符合市场预期：**2022Q1-3 实现营业收入 2703.7 亿元 (+3.5%)，归母净利润 244.7 亿元 (+4.3%)。2022Q3 单季度实现营业收入 877.1 亿元 (+0.2%)，扣非净利润 83.7 亿元 (+5.6%)。

**B 端业务持续发力，实现亮眼增长：**2022Q3 智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字创新事业部收入分别为 603/50/57/72/29 亿元，同比 -1.9%/+18.8%/+5.1%/+12.4%/29.2%，B 端业务持续发力。其中欧洲热泵产能稳定提升，美的集团在十月份赴欧建厂，共投资 6000 万欧元，有望实现欧洲本土化热泵生产制造全流程，延续热泵出口高增。

**净利回稳修复，费用管控良好：**2022Q3 美的集团净利率 9.8% (+0.1pcts)，毛利率 23.61% (-0.19pcts) 略微下滑，美的集团在费用端进行了持续控制，营销费用有明显缩小。美的集团 Q3 期间费用率为 13.9% (-1.7pcts)，其中销售费用率-1.9pcts，提效降费收效显著。

**图79：2022Q1-3 美的集团业绩有所承压**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图80：美的集团 2022Q1 以来毛利率、净利率环比提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7、家电行业投资建议

### 2023 年四条投资主线：

(1) 消费降级主线：继续看好原本定位“性价比”品牌通过自身品牌升级、产品和渠道升级提高“品价比”，从而承接部分从具有高“品牌溢价”的品牌“降级”的消费者，2023 年延续量价双升趋势。推荐依托产品渠道营销三维升级继续实现均价和份额提升的飞科电器，以及精品化战略持续推进、品牌升级扩人群、营销优化提效率的小熊电器。

(2) 汽车零部件主线：2022 年家电上游企业在汽车电机、汽车空调压缩机、车灯、压铸件、空气滤、热管理系统领域逐步迎来订单兑现，继续看好家电上游企业承继制造优势在汽车零部件领域实现持续放量。推荐标的：德昌股份、佛山照明、盾安环境、三花智控、莱克电气。受益标的：东方电热、金海高科。

(3) 储能产业链主线：2022 年储能快速发展，继续看好品牌出海和家电上游企业业务外延机会。便携储能领域建议关注渠道和品牌优势领先的华宝新能和安克创新；工商业储能带动储能热管理和光伏组件规模提升，建议关注三花智控，受益标的星帅尔。

(4) 防御主线：核心资产估值见底，基本面稳中向好，有望迎来估值修复。推荐标的：海尔智家、公牛集团、老板电器、美的集团。

**表6：建议关注消费降级、汽车零部件、储能和防御四条投资主线**

公司	评级	收盘价(元)	归母净利润(亿元)				EPS(元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
飞科电器	买入	75.68	6.4	9.7	12.0	14.0	1.5	2.2	2.8	3.2	51.5	34.2	27.5	23.6
小熊电器	买入	61.48	2.8	3.8	4.7	5.6	1.8	2.4	3.0	3.6	33.8	25.2	20.6	17.3
德昌股份	买入	22.01	3.0	3.4	3.4	4.4	1.1	1.3	1.3	1.7	19.5	17.3	17.1	13.3
佛山照明	买入	5.26	2.5	3.0	3.8	4.7	0.2	0.2	0.3	0.4	29.2	23.9	18.8	15.0
盾安环境	买入	13.44	4.1	8.3	6.9	8.5	0.4	0.9	0.8	0.9	30.5	14.9	17.9	14.6
三花智控	买入	21.80	16.8	22.5	29.0	35.8	0.5	0.6	0.8	1.0	46.4	34.6	26.9	21.8
莱克电气	买入	30.51	5.0	10.0	10.5	12.4	0.9	1.7	1.8	2.2	34.7	17.5	16.6	14.1
东方电热	未评级	6.76	1.7	3.5	5.9	7.1	0.1	0.2	0.4	0.5	56.3	28.2	16.9	14.1
安克创新	买入	60.43	9.8	12.6	14.5	18.0	2.4	3.1	3.6	4.4	25.0	19.4	17.0	13.6
华宝新能	买入	222.48	2.8	3.7	7.3	10.6	2.9	3.9	7.6	11.0	76.5	57.3	29.4	20.2
星帅尔	未评级	16.70	1.4	1.6	2.1	2.3	0.7	0.5	0.7	0.8	23.9	30.9	24.6	22.0
海尔智家	买入	24.02	130.7	153.8	177.0	199.3	1.4	1.6	1.9	2.1	17.4	14.8	12.8	11.4
美的集团	买入	48.04	285.7	302.1	347.4	384.0	4.1	4.3	5.0	5.5	18.0	11.1	9.7	8.8
老板电器	买入	26.15	13.3	18.6	22.8	25.9	1.4	2.0	2.4	2.7	25.7	13.3	10.9	9.6
公牛集团	买入	140.00	27.8	31.2	36.5	42.1	4.6	5.2	6.1	7.0	30.2	27.0	23.1	20.0

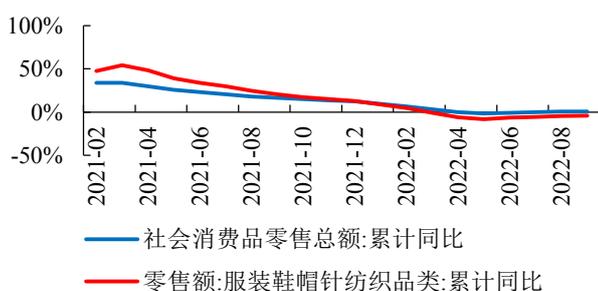
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价截至2022年12月4日，东方电热、星帅尔为Wind一致预测，其余标的均为开源证券研究所预测）

## 8、 纺服行业：2022Q3 纺服利润承压，期待库存去化及疫后复苏再扬帆

### 8.1、 行业层面：9月扰动内外需弱复苏趋势，国内外库存均维持高位

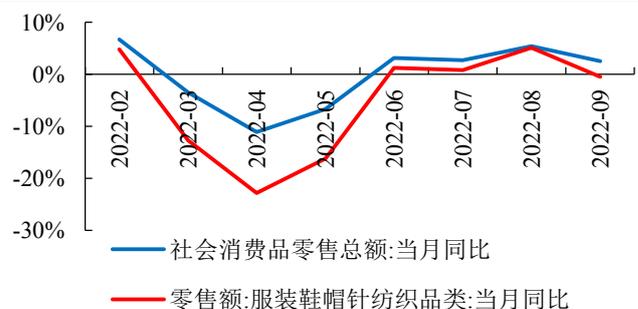
纺服零售6月以来的弱复苏趋势受9月影响。服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增速的降幅自6月以来不断收窄，2022H1累计增速为-6.5%，7-9月累计增速分别为-5.6%/-4.4%/-4%，但9月受各地散发疫情影响，当月同比增速转负，7-9月单月零售额增速分别为0.8%/5.1%/-0.5%。

图81：2022Q3 纺服零售额累计同比增速自2022H1以来持续收窄



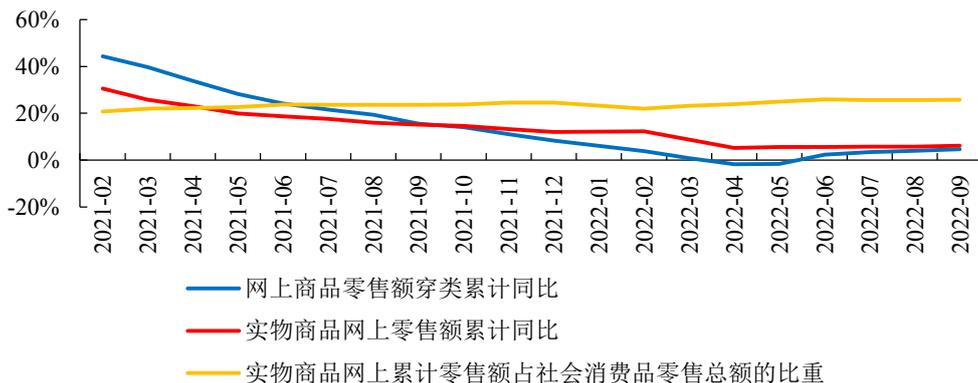
数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：2022年9月纺服社零同比增速转负，为-0.5%，较社零-3pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：截至2022Q3 穿类网上商品零售额累计同比+4.7%，低于网上零售额的6.1%

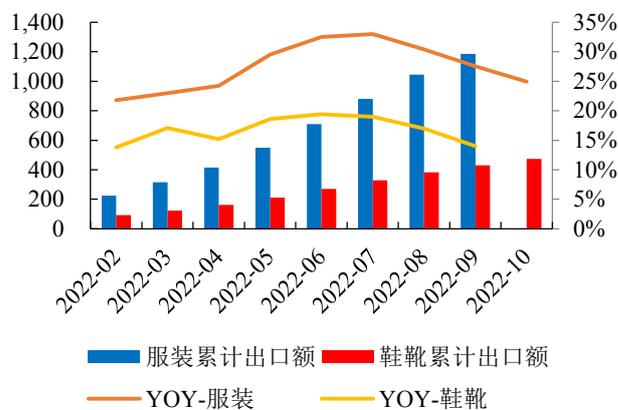
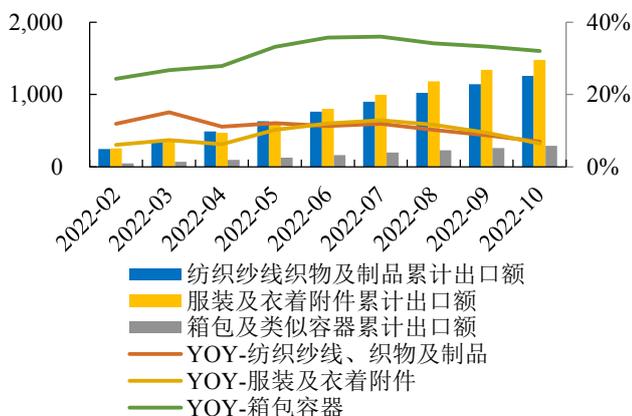


数据来源: Wind、开源证券研究所

**2022Q3 出口略有降温, 服装类&箱包&鞋&服出口增速均较 2022H1 下降。**根据海关总署统计, 2022 年 1-9 月累计纺织纱线织物及制品、服装及衣着附件、箱包出口额分别为 1143.3 亿美元 (+9%)、1340.2 亿美元 (+9%)、260.3 亿美元 (+33%), 同比增速较 2022H1 的+11%/+12%/+36%分别-2pct/-3pct/-3pct。按鞋服品类分, 2022 年 1-9 月累计鞋、服出口额分别为 430.2 亿美元 (+28%)、1184.63 亿美元 (+14%), 均较 2022H1 均下降 5pct。

图84: 截至2022Q3 纺织类&服装类&箱包累计出口降速 (单位: 亿美元)

图85: 截至2022Q3 鞋/服累计出口降速 (单位: 亿美元)

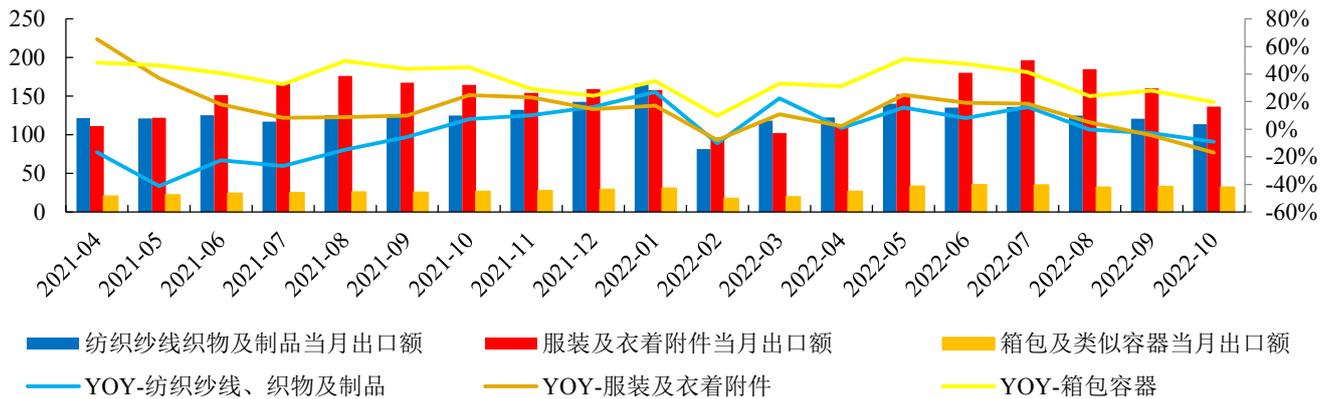


数据来源: 海关总署、开源证券研究所

数据来源: 海关总署、开源证券研究所

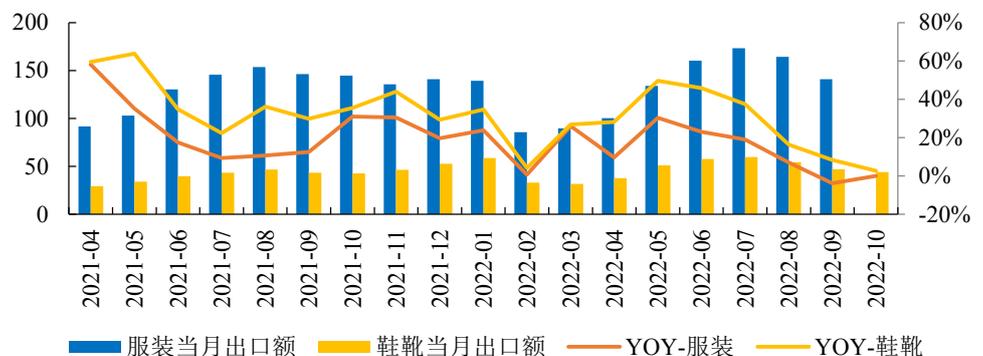
**9 月部分品类出口增速转负, 鞋及箱包需求韧性较好, 预计 2022Q4 出口承压。**单 2022Q3 看, 7-8 月纺织类&服装类&箱包&鞋&服均仍有增长但同比增幅逐月收窄, 9 月部分品类出口增速转负, 纺织类/服装类/服 9 月出口增速分别为-3%/-4%/-4%, 箱包和鞋 9 月出口增速分别为+28%/+8%, 表明在外需降温下户外箱包类以及鞋需求韧性较好。但看 10 月出口数据, 纺织类&服装类出口增速分别为-9%、-17%, 箱包/鞋降速至+20%/+3%, 预计 2022Q4 出口延续 10 月趋势继续承压。

图86: 2022 年 9 月纺织类/服装类/箱包出口增速分别为-3%/-4%/+28% (单位: 亿美元)



数据来源：海关总署、开源证券研究所

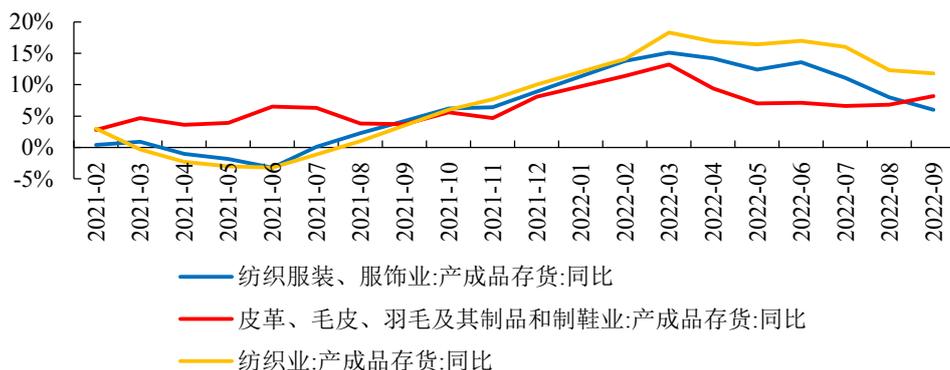
图87: 2022年9月鞋/服出口增速分别为-4%/+8%（单位：亿美元）



数据来源：海关总署、开源证券研究所

**国内及海外库存均为提升趋势，国内库存规模降速而海外库存仍为高位。国内：**产成品库存同比仍为提升趋势，截至2022年9月国内纺织业产成品存货规模1914.2亿元（+11.8%），但环比增幅收窄，体现行业内正在加大去库存力度，截至6/7/8月的库存同比增速分别为+17%/+16%/+12.3%；国内纺织服装业产成品存货1042.7亿元（+6.0%），截至6-8月的库存同比增速分别为11.1%/8%/6%。**美国：**截至2022年8月美国服装及配饰店零售库存为580亿美元（+28%），2022年8月美国服装及服饰店库销比为2.22（+0.4），截至6/7/8月的累计增速均未出现降速表现，库存高位徘徊。

图88：国内产成品库存同比仍为提升趋势但环比增幅收窄



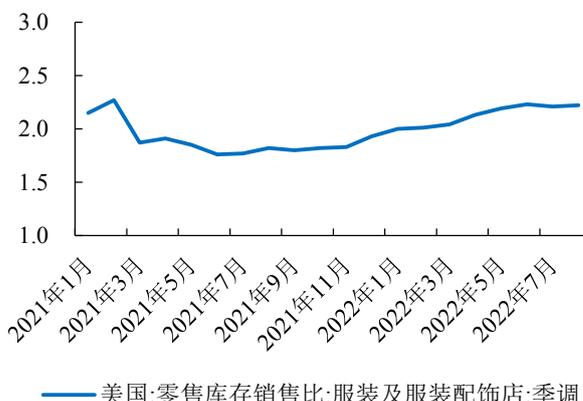
数据来源：Wind、开源证券研究所

图89：截至 2022 年 8 月美国服装及配饰店零售库存 +28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：2022 年 8 月美国服装库销比同比+0.4 至 2.22



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 8.2、经营层面：2022Q1-Q3 纺服板块收入增长但利润承压，制造表现好于品牌

我们跟踪 A+H 股中的 109 家上市公司，其中 A/H 股分别包括 85/24 家，通过分析我们跟踪的 85 家 A 股公司经营数据（样本公司详见图 183），并细分为服装制造（运动户外、毛纺、棉纺、面料、成衣、印染、无纺布、皮革、辅料、其他纺织）、服装家纺（户外、运动时尚、家纺、男装、休闲装、内衣、高端女装、鞋、职业装）20 个领域，回顾纺服板块以及细分板块的三季度业绩。

### 8.2.1、纺服板块：2022Q1-Q3 纺服板块各季度收入仍增长但利润端承压

2022Q1-Q3 纺服板块 A 股上市公司整体收入同比增速为+2.4%，整体净利润同比增速为-22.9%，扣非归母净利润同比增速为-16%。单季度看，2022Q1-Q3 各季度整体收入同比增速分别为 +4.6%/0%/+2.4%，整体净利润同比增速分别为 -21%/-27.4%/-19.8%，扣非归母净利润同比增速分别为 -9.6%/-23.5%/-10.1%，扣非好于净利润表现。

图91: 纺服 A 股公司 2022Q1-Q3 收入同比增速为 2.4%

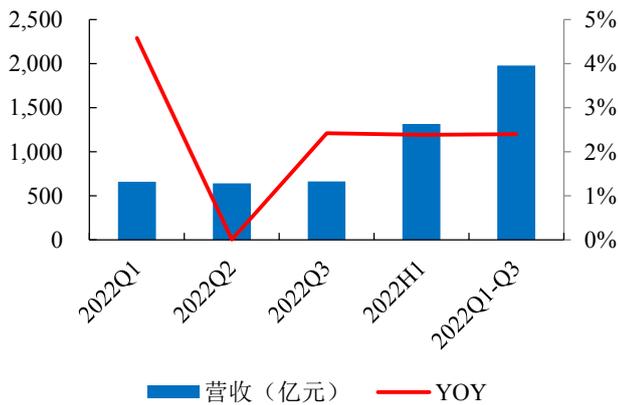
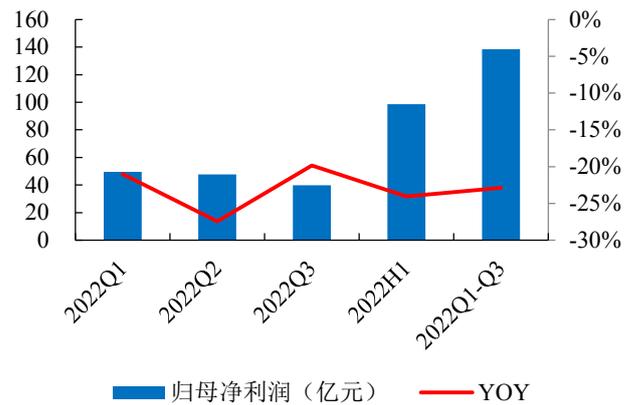


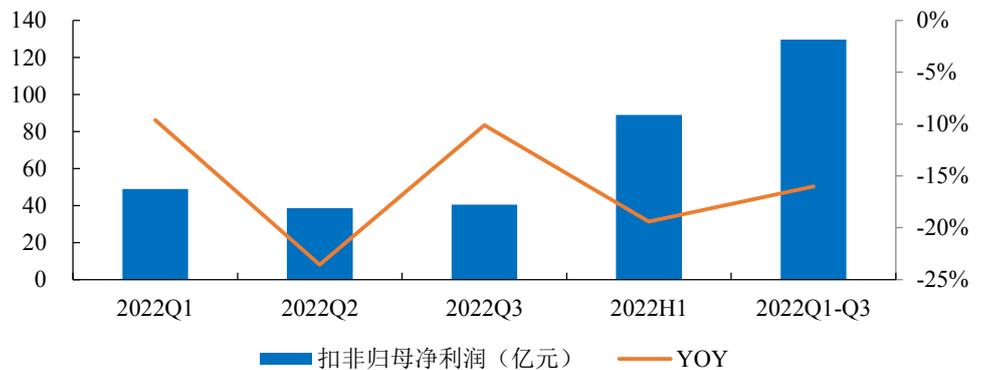
图92: 纺服 A 股公司 2022Q1-Q3 利润同比增速为-23%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

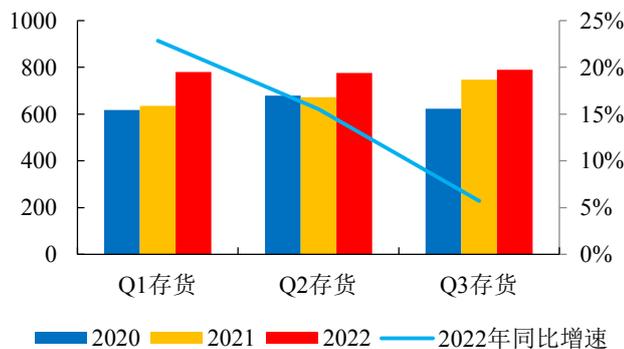
图93: 2022Q1-Q3 各季度扣非归母净利润同比增速分别为-9.6%/-23.5%/-10.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

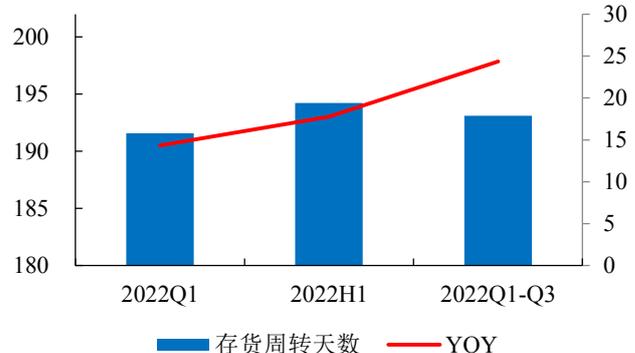
截至 2022Q3, A 股上市公司存货和国内中观行业产成品趋势一致, 库存周转天数提升。截至 2022Q3 纺服板块 A 股上市公司整体库存为 827.7 亿元, 同比增长 5.5%, 环比 2022H1 增长 1.3%, 但与 2022H1 的增速 16% 相比库存增长有降速表现。平均库存周转天数为 193 天, 同比+24 天, 较 2022H1 的库存周转天数减少 1 天。

图94: 截至 2022Q3 纺服 A 股公司存货规模同比提升 6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图95: 截至 2022Q3 纺服 A 股公司存货周转天数同比提升环比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 8.2.2、子板块：2022Q1-Q3 制造端收入增速好于品牌端，盈利能力均承压

收入端分板块看：2022Q1-Q3 制造端收入增速好于品牌端。

(1) 品牌端：2022Q1-Q3 户外品牌/职业装/运动时尚收入增速跑赢其他子板块，2022Q1-Q3 收入分别增长 31%/9%/7%，其中运动时尚环比 2022H1 提速。高端女装/休闲装/童装表现较弱但 2022Q3 有改善，2022Q1-Q3 收入增速分别为-13%/-14%/-27%，2022Q3 收入增速分别为-6%/-10%/-12%，单三季度降幅窄于 2022Q1-Q3 降幅。

(2) 制造端：2022Q1-Q3 面料/成衣/无纺布/皮革收入均有 17% 增长，运动户外/毛纺收入分别增长+14%/+13%，棉纺收入下滑 1%。相较 2022H1，2022Q1-Q3 除印染/无纺布/皮革领域的收入增速有所提升外，其他均有不同程度下降，体现 2022Q3 制造端增长乏力。

图96：2022Q1-Q3 户外/职业装/运动时尚、面料/成衣/无纺布/皮革收入增速领跑，2022Q3 运动时尚、印染/皮革收入环比增速有改善

代码	上市公司	收入(亿元)					同比增速				
		2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
服装制造	运动户外代工	370.7	191.7	90.7	92.1	79.1	13%	16%	13%	18%	5%
	毛纺	52.0	33.8	14.5	19.3	18.2	14%	19%	30%	9%	5%
	纺织	298.8	199.8	98.1	101.7	99.0	-1%	-9%	-8%	-4%	-2%
	面料	108.0	71.1	34.4	36.7	36.9	17%	23%	37%	12%	7%
	其他纺织	79.7	53.1	24.7	28.4	26.6	11%	10%	25%	13%	-1%
	成衣	72.7	48.1	22.8	25.3	24.6	17%	25%	26%	23%	5%
	印染	114.1	68.6	34.6	34.0	45.5	9%	3%	-4%	1%	20%
	无纺布	108.5	72.7	33.6	39.1	35.8	17%	14%	-4%	36%	24%
	皮革	20.3	10.9	4.4	6.6	9.3	17%	-3%	-3%	-7%	-80%
	辅料	44.4	29.2	12.0	17.2	15.2	12%	10%	30%	12%	1%
服装家纺	户外品牌	22.7	15.7	6.7	9.0	7.0	11%	11%	28%	5%	31%
	运动时尚	52.6	33.1	19.7	13.4	19.5	7%	4%	22%	-14%	11%
	家纺	102.8	66.9	34.5	32.3	35.9	-3%	-2%	3%	-7%	-6%
	男装	178.9	122.5	68.6	53.9	56.4	-4%	-6%	-5%	-8%	0%
	休闲装	201.5	132.1	77.7	54.4	69.4	-14%	-16%	-6%	-22%	-10%
	内衣	45.0	30.9	16.5	14.4	14.1	-4%	-6%	1%	-12%	-1%
	高端女装	64.6	42.2	23.0	19.1	22.4	-13%	-16%	-10%	-23%	-6%
	童装	19.1	12.9	4.1	3.8	6.2	-7%	-3%	-4%	-11%	-1%
	鞋	58.2	39.6	19.7	19.8	18.6	-10%	-12%	-14%	-9%	-7%
	职业装	24.2	16.5	7.1	9.5	8.7	9%	13%	6%	18%	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

净利润分板块看，2022Q1-Q3 制造端净利润增速好于品牌端。

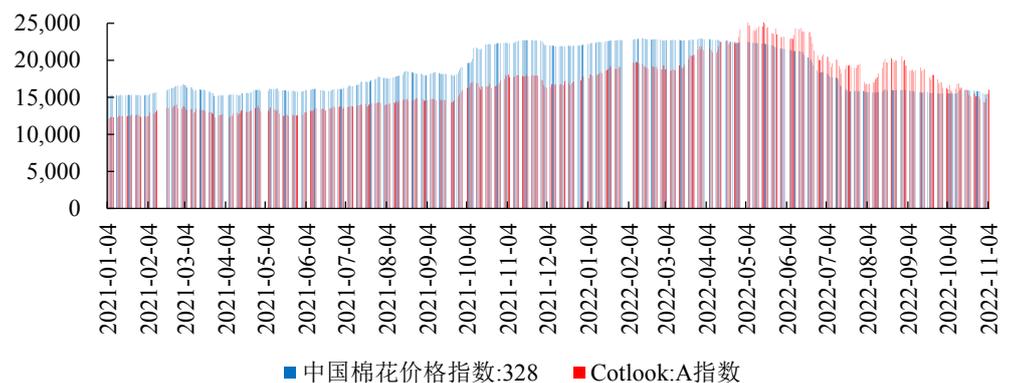
(1) 品牌端：2022Q1-Q3 户外品牌、运动时尚跑赢其他子板块，净利润增速分别为 27%/16%，职业装利润略有 2% 的增长；童装/鞋类/休闲装利润转负主要系休闲时尚品类需求下滑以及零售环境扰动。**单季度看**，2022Q3 户外品牌利润下滑较多主要系汇率远期套保导致，运动时尚及男装单季度提速，2022Q3 运动时尚/男装增速分别为+25%/+28%，带动 2022Q1-Q3 增速好于 2022H1，其他板块有不同程度降幅。

(2) 制造端：2022Q1-Q3 毛纺/面料/成衣净利润增速领跑，净利润增速分别为+63%/+55%/+32%，辅料及运动户外利润增长+14%/+2%，皮革及棉纺利润增速为-69%/-33%，其中棉纺下滑较多主要系棉价下降以及需求端疲软导致棉纱成品降价，同时仍有高价库存需要消化，毛利率下降。**单季度看**，2022Q3 面料/成衣/印染/辅料/运动户外归母净利润增速仍有正增长，分别为+52%/+40%/+5%/+4%/+2%，其中成衣净利润增速环比提升，2022Q3 棉纺净利润增速下降程度最深，2022Q3 归母净利润增速为-80%。

**图97：2022Q1-Q3 户外/运动时尚、毛纺/面料/成衣净利润增速领跑，2022Q3 运动时尚/男装、成衣净利润环比有改善**

代码	上市公司	归母净利润(亿元)					同比增速				
		2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
服装制造	运动户外代工	31.2	32.7	9.8	12.2	8.5	2%	2%	-2%	4%	2%
	毛纺	4.6	3.3	0.9	2.4	1.3	62%	148%	89%	91%	-15%
	家纺	14.2	12.6	4.3	8.3	1.6	-33%	-5%	-12%	-1%	-80%
	面料	9.1	5.7	2.2	3.5	3.6	55%	56%	62%	53%	52%
	其他纺织	3.6	3.2	1.2	2.1	0.4	-23%	-7%	270%	-35%	-67%
	成衣	7.2	4.6	1.8	2.8	2.6	32%	29%	44%	20%	-40%
	印染	4.4	2.7	1.3	1.4	1.7	-12%	-19%	-3%	-30%	-5%
	毛纺布	11.7	9.0	3.5	5.6	2.7	-9%	-5%	-4%	56%	-21%
	皮革	0.5	0.3	0.0	0.3	0.2	-69%	-74%	-91%	-71%	-51%
	辅料	5.9	3.7	0.9	2.9	2.2	14%	21%	37%	17%	-4%
服装家纺	户外品牌	1.1	1.2	0.5	0.7	4.1	27%	71%	38%	198%	-16%
	运动时尚	9.6	5.6	4.2	1.4	4.0	16%	10%	20%	-20%	25%
	家纺	8.9	5.4	3.6	1.8	3.5	-24%	-27%	-13%	-43%	-17%
	男装	17.3	13.1	7.1	6.0	4.3	-21%	-30%	-29%	-30%	28%
	休闲装	-1.2	-3.4	3.4	-6.8	2.1	-107%	-120%	-59%	-251%	-46%
	内衣	3.5	3.0	2.2	0.8	0.4	-35%	-38%	-10%	-66%	-13%
	高端女装	6.3	4.2	2.8	1.4	2.1	-46%	-50%	-39%	-64%	-33%
	童装	-2.1	-1.0	-0.9	-0.8	-1.1	-309%	-154%	-226%	-408%	49%
	鞋	-2.1	-0.5	-0.2	-0.3	-1.6	-220%	-124%	-120%	-134%	-289%
	职业装	2.5	1.7	0.6	1.1	0.8	2%	15%	3%	24%	-18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图98：2022Q3 内外棉价格均有明显下降（单位：元/吨）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**盈利能力分板块看，2022Q1-Q3 制造与品牌盈利能力均有承压。(1) 品牌端：**2022Q1-Q3 户外领域毛利率同比提升但净利率同比下降，家纺毛/净利率同比下降但较 2022H1 环比均有提升，运动时尚和休闲装净利率环比 2022H1 改善明显。**(2) 制造端：**2022Q1-Q3 毛纺/面料/成衣毛/净利率同比提升，其中成衣毛利率/净利率环比 2022H1 也有提升。

**图99：2022Q1-Q3 毛纺/面料/成衣、户外毛利率同比提升，成衣毛利率环比 2022H1 提升**

	毛利率					同比增速					
	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	
服装制造	运动户外代工	23%	23%	21%	20%	21%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%
	毛纺	26%	27%	24%	29%	22%	1%	3%	2%	2%	-3%
	棉纺	14%	15%	16%	15%	10%	-3%	-1%	0%	-2%	-2%
	面料	22%	22%	22%	21%	22%	2%	1%	2%	0%	2%
	其他纺织	14%	14%	15%	14%	13%	-1%	-1%	0%	-2%	-2%
	成衣	24%	23%	23%	24%	25%	1%	0%	-1%	1%	2%
	印染	10%	11%	12%	10%	10%	-3%	-4%	0%	-2%	-2%
	光研布	18%	19%	19%	19%	17%	-2%	-6%	-12%	-6%	-3%
	皮革	12%	18%	21%	15%	3%	-13%	-7%	-1%	-10%	-23%
	鞋材	38%	38%	37%	39%	37%	-1%	0%	0%	-1%	-3%
服装家纺	户外品牌	42%	43%	45%	41%	40%	2%	2%	-8%	0%	0%
	运动时尚	69%	70%	71%	69%	68%	-1%	-2%	-1%	-2%	0%
	家纺	38%	38%	39%	38%	39%	-3%	-4%	-2%	-5%	0%
	男装	48%	48%	48%	48%	49%	-1%	-1%	1%	-4%	-2%
	休闲装	49%	50%	51%	49%	48%	-4%	-4%	-4%	-5%	-2%
	内衣	50%	50%	52%	48%	50%	0%	-1%	0%	-2%	1%
	高端女装	64%	65%	65%	64%	64%	-2%	-3%	-4%	-2%	-1%
	童装	49%	51%	53%	37%	45%	-4%	-3%	-5%	-3%	-5%
	鞋	41%	41%	42%	41%	40%	-1%	-1%	0%	-3%	1%
	职业装	40%	40%	40%	40%	41%	0%	0%	-2%	0%	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图100：2022Q1-Q3 毛纺/面料/成衣、户外净利率同比提升，成衣、家纺/休闲/运动时尚环比 2022H1 改善**

	净利率					同比增速					
	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	
服装制造	运动户外代工	12%	13%	12%	13%	5%	-3%	-2%	-4%	-5%	-7%
	毛纺	6%	8%	4%	11%	2%	2%	11%	6%	10%	-4%
	棉纺	4%	6%	2%	9%	0%	-5%	-2%	-3%	-1%	-10%
	面料	10%	10%	8%	12%	9%	1%	1%	0%	3%	-1%
	其他纺织	-2%	2%	0%	3%	-12%	-6%	-4%	3%	-11%	-10%
	成衣	12%	11%	10%	11%	13%	1%	0%	1%	0%	3%
	印染	2%	2%	3%	1%	2%	-3%	-5%	-4%	-5%	-1%
	光研布	0%	-3%	2%	5%	-7%	-9%	-8%	-11%	-5%	-10%
	皮革	-9%	-3%	-2%	-5%	-19%	-9%	-6%	-3%	-7%	-9%
	鞋材	11%	13%	6%	14%	11%	-1%	-1%	0%	-1%	-2%
服装家纺	户外品牌	1%	3%	5%	0%	-5%	-3%	-2%	-1%	-3%	-4%
	运动时尚	19%	18%	22%	12%	24%	1%	1%	1%	0%	2%
	家纺	8%	8%	10%	6%	8%	-3%	-3%	-2%	-4%	-2%
	男装	4%	5%	4%	7%	1%	-3%	-5%	-8%	-1%	0%
	休闲装	-8%	-11%	2%	-3%	1%	-12%	-20%	-10%	-38%	-3%
	内衣	7%	9%	12%	5%	4%	-3%	-4%	-2%	-7%	-1%
	高端女装	10%	10%	13%	8%	10%	-6%	-7%	-6%	-9%	-3%
	童装	-14%	-12%	-25%	-12%	-18%	-18%	-23%	-34%	-19%	-7%
	鞋	-3%	-2%	-3%	-2%	-6%	-7%	-8%	-9%	-7%	-6%
	职业装	10%	11%	9%	12%	9%	0%	1%	0%	2%	-1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

库存分板块看，品牌端运动时尚和职业装库存周转天数提升较少、制造端毛纺和皮革处在去库存期。品牌端库存从高到低排序为：童装>休闲装>内衣>户外>鞋>男装>高端女装；制造端库存从高到低排序为：运动户外>棉纺>面料。

图101: 截至 2022Q3 毛纺/皮革处去库存期, 运动时尚/职业装库存周转天数提升少

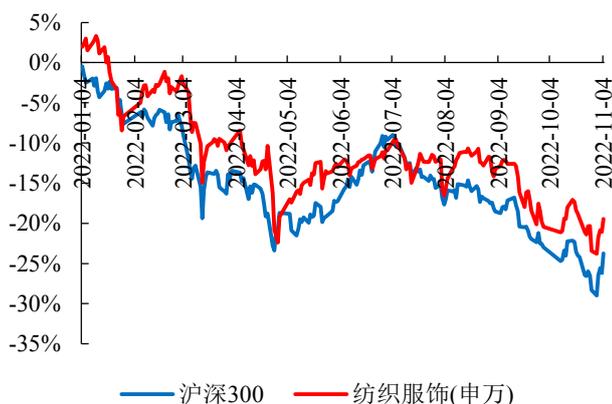
代码	上市公司	库存周转天数			YOY		
		2022Q1-Q3	22H1	22Q1	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1
服装制造	运动户外代工	114	107	90	-42	36	29
	毛纺	257	288	332	-81	-70	-47
	棉纺	167	171	182	35	37	39
	面料	121	122	126	12	6	0
	其他纺织	119	120	131	-3	-13	-15
	成衣	92	95	99	7	1	48
	印染	64	68	72	-3	-3	3
	无纺布	75	79	80	4	7	11
	皮革	296	396	530	-53	76	171
	辅料	90	96	123	0	10	17
服装家纺	户外品牌	294	276	294	18	43	37
	运动时尚	312	325	276	1	6	-36
	家纺	191	189	178	8	-2	-3
	男装	272	262	230	16	34	40
	休闲装	295	278	241	44	54	68
	内衣	288	281	281	24	45	36
	高端女装	313	304	275	15	8	-18
	童装	346	342	251	128	66	53
	鞋	193	182	182	16	17	27
	职业装	167	166	194	2	-8	13

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 8.3、资本市场表现: 纺服板块 PE 低于五年平均水平, 股息率较高体现性价比

资本市场表现方面, 从收益率看, 年初以来截至 2022 年 11 月 4 日, A 股纺织服装行业整体累计收益率为-19.4%, 但仍然跑赢大盘, 纺织制造板块自年初以来持续贡献超额收益率, 服装家纺板块表现有所波动但整体仍能贡献超额收益率。从估值看, 目前 A 股纺服板块估值处于低位, 截至 2022 年 11 月 4 日, PE-TTM 已经落入五年平均的 19.6 之下, 尤其龙头估值性价比高。从股息率角度看, 截至 2022Q3, 纺服 A 股的股息率为 3.8%, 在各板块中体现较高性价比。

图102: 年初以来截至 2022 年 11 月 4 日 A 股纺服板块累计收益率为-19.4%, 跑赢大盘



数据来源: Wind、开源证券研究所

图103: 纺织制造板块自年初以来持续贡献超额收益率



数据来源: Wind、开源证券研究所

图104: 截至 2022/11/4, 纺服板块估值已至低位, 低于五年平均水平



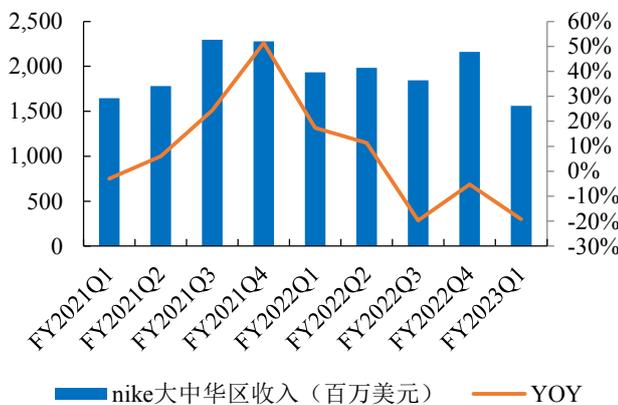
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 9、库存去化及疫后复苏展望下, 看好 2023 年四条主线投资

### 9.1、运动品牌: 2022Q4 积极去库存, 2023Q1 库存出清后业绩有望修复

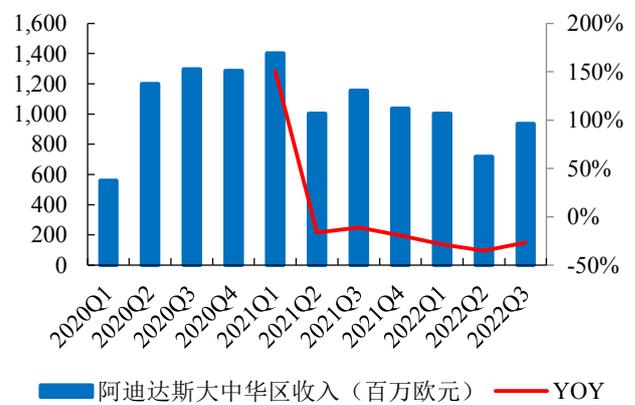
国际品牌在国内市场收入同比下滑趋势未变。Nike 大中华区 FY2022Q4 (2021.3-2022.5)、FY2023Q1 (2022.6-8) 收入分别为 21.6 亿美元 (-5%)、15.61 亿美元 (-19%); 阿迪达斯 2022Q1、2022Q2 收入分别为 10.04 亿欧元 (-28%)、7.19 亿欧元 (-35.1%)、2022Q3 剔除汇率影响收入仍有 26.6%的降幅。

图105: Nike 大中华区 FY2023Q1 (2022.6-8) 收入为 15.61 亿美元 (-19%)



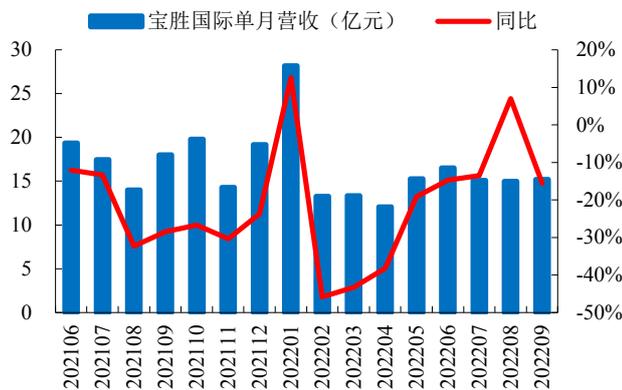
数据来源: Nike 公司公告、开源证券研究所

图106: Adidas 大中华区 2022Q3 收入降幅为 26.6%

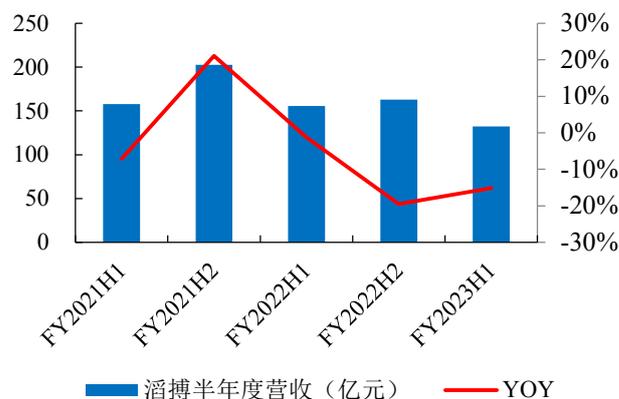


数据来源: 阿迪达斯公告、开源证券研究所

从国际品牌零售商角度看, 2022Q3 国际品牌终端销售弱复苏。滔搏 FY2023H1 (2021.12-2022.5) 收入为 132.2 亿元 (-15%), 其中 FY2023Q1 (2021.3-2022.5)、FY2023Q2 (2022.6-2022.8) 零售流水分别同比 20%-30%高段下跌、低单位数下跌; 宝胜国际 2022Q1-Q3 收入 144 亿元(-20.2%), 各季度增速分别为-25.0%/-24.1%/-8.5%。此外, 阿迪达斯 2022Q3 业绩披露其终端零售增长 7%, 我们认为, 2022Q3 零售商收入/流水降幅迅速收窄可以体现国际品牌在国内市场销售的负面因素主要为疫情影响, 新疆棉事件影响已逐渐淡化。

**图107: 宝胜国际 2022 年各季增速为 -25%/-24.1%/-8.5%**


数据来源: 宝胜国际公司公告、开源证券研究所

**图108: 滔搏 FY2023H1 收入为 132.2 亿元 (-15%)**


数据来源: 滔搏公司公告、开源证券研究所, 注: 滔搏上下财年分别为 3-8 月、9-次年 2 月

我们认为国内品牌抢占国际品牌份额趋势仍将延续。一方面, 国内品牌流水复苏弹性强于国际品牌, 2022Q3 疫情缓解下国内品牌中, 安踏/FILA/李宁/361 度/特步品牌流水增速分别为中单、10-20%低段、10-20%中段、中双、20-25%, 其中安踏、FILA、李宁迅速从负增长中转正, 李宁高基数期已过, 流水体现较大复苏弹性。另一方面, 2022 北京马拉松中男女冠军分别穿着特步、李宁跑鞋, 打破连续四届北马冠军被国际品牌垄断的局面, 体现国产品牌跑鞋本身科技含量和产品力大幅提升。

**表7: 2022Q3 国内运动品牌迅速恢复, 李宁体现较大复苏弹性**

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
安踏	40-45%	35-40%	低双	10-20%中段
FILA	75-80%	30-35%	中单	高单
李宁	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30-40%低段
特步	55%	30-35%	中双	20-25%
361 度	高双	15-20%	低双	高双
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	
安踏	10~20%高段	负低单	中单	
FILA	中单	负高单	10-20%低段	
李宁	20%-30%高段	负高单	10-20%中段	
特步	30-35%	中双	20-25%	
361 度	高双	低双	中双	

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

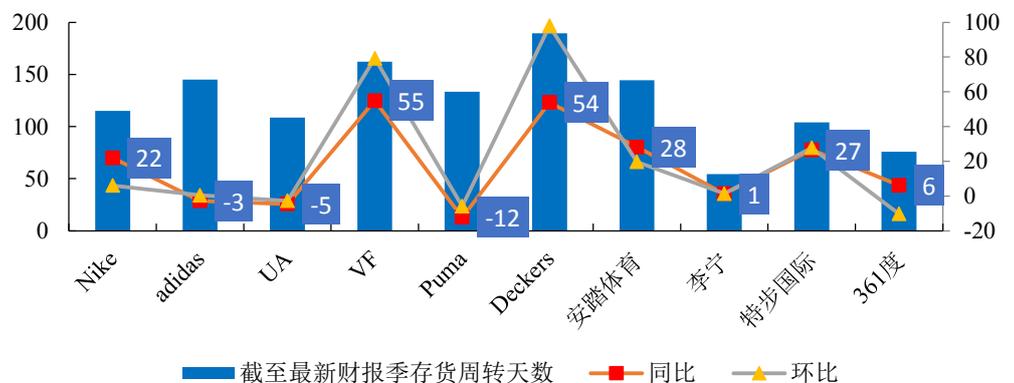
图109: 2022年北京马拉松男女冠军跑鞋分别为特步、李宁



资料来源: 悦跑圈公众号

从国际国内品牌库存情况看，运动品牌库存周转天数总体呈上升趋势。截至各国际品牌最新财报季，Nike/Adidas/UA/VF/Puma/Deckers 存货周转天数分别为115/145/109/162/133/190，同比分别+22/-3/-5/+55/-12/+54天，VF及Deckers库存周转天数提升较多且环比提升更为显著，Adidas/UA/Puma库存周转天数有下降。截至2022H1安踏体育/李宁/特步国际/361度存货周转天数分别为145/54/104/76天，分别同比+28/+1/+27/+6天，李宁与361度库存周转较为健康。

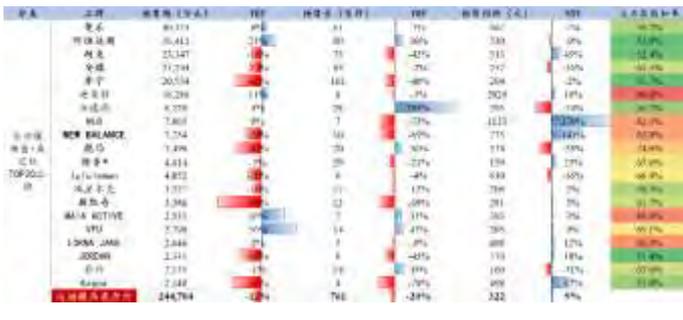
图110: 运动品牌库存周转天数总体呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所,注:国内品牌截至2022H1,国际品牌Nike/Adidas/UA/VF/Deckers财报季分别截至2022年8月31日、3月31日、9月30日、7月2日、6月30日,Puma截至2021年12月31日

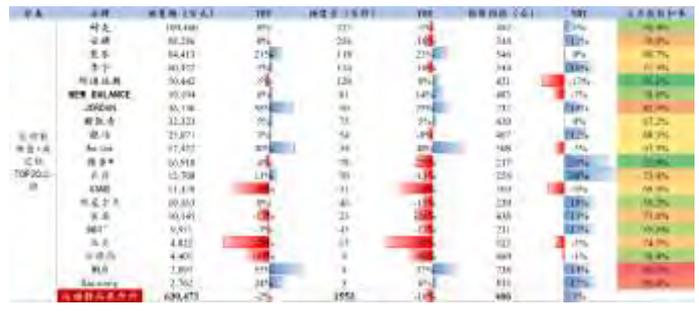
双十一各品牌积极清库存，主力款折扣力较深。以10.20预售开始~11.03成交的期间计算，2022年双十一运动服、鞋销售整体为24.47亿元(-12%)、63.05亿元(-2%)，鞋销售好于服装，折扣上，预售+成交额TOP20品牌运动服/鞋平均折扣为67折/69折。运动服销售中，FILA规模第一，销售额为4亿元(+8%)，主力款折扣为59折，远低于线下正价店86折，增速前五品牌分别为VFU、Maia Active、adidas、迪桑特、FILA；运动鞋销售中，Nike规模第一，销售额为10.9亿元(基本持平)，主力款折扣为58折，增速前五品牌分别为MLB、亚瑟士、Jordan、索康尼、FILA。

图111：2022年双十一运动服销售中 FILA 规模第一为4亿元、VFU 增速第一为56%



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

图112：2022年双十一运动鞋销售中，Nike 规模第一为10.9亿元、MLB 增速第一为55%



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

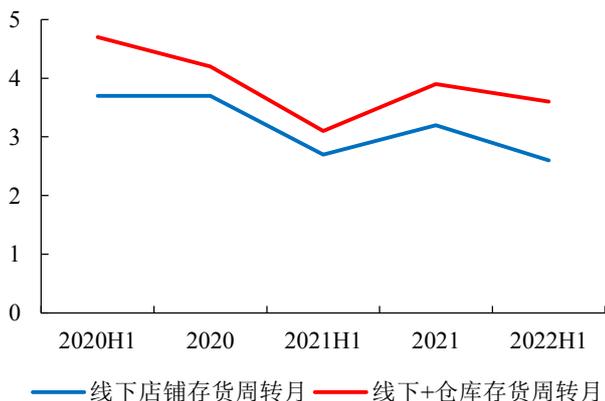
由于2022Q4借助电商旺季及春节提前的机会清理库存为各运动品牌主旋律，我们预计短期折扣将有所加深，盈利能力将有承压。预计2023Q1库存健康化以及疫情管控放松后收入及盈利端将均有改善。

### 9.1.1、李宁：2022Q3 流水增速稳健，存货压力及存货结构好于行业，预计率先完成库存出清

**2022Q3 李宁流水稳健。**2022Q3 李宁（不含李宁 Young）全平台的流水增速为10%-20%中段，国庆期间流水仍有中双位数增长。（1）零售流水方面：2022Q3 线下渠道（零售批发）流水增速为10%-20%中段，其中零售渠道流水增速为20%-30%低段主要系新开店带动，批发渠道流水增速为10%-20%低段；线上流水增速为20%-30%中段，快手得物等新平台快速增长导致线上零售流水增长与同店增长的差异。（2）同店增长方面：2022Q3 李宁（不含李宁 Young）全平台同店增长为高单位数，分渠道来看，零售渠道同店增长中单位数，批发渠道同店增长高单位数，电商渠道同店增长10%-20%中段。

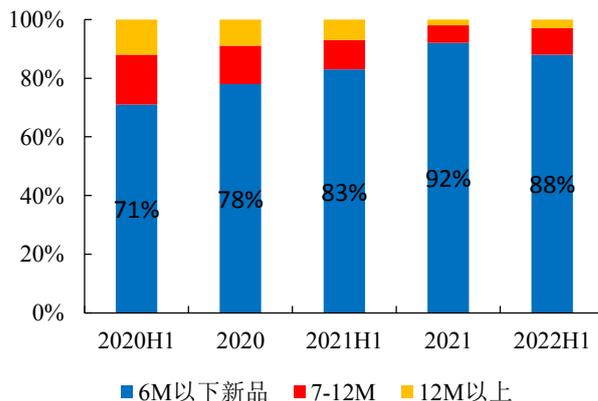
**疫情扰动叠加备货导致库销比略高，市场竞争加剧下预计保持基本稳定的折扣策略。**（1）库存方面，2022Q3 由于疫情扰动及季节备货导致库销比略高于4个月，同比略有增长但仍为良好水平，同时库存结构优秀，截至2022H1，6个月及以下新品占比为88%（+5pct），表现好于行业，公司重视库存健康，持续进行周库存动态管理，随着电商旺季及春节催化预计库销比领先行业最先落至疫情前健康水平。（2）折扣方面，2022Q3 折扣同比加深低单位数，预计2022Q4 谨慎运用折扣工具、动态关注库存，折扣整体保持稳定或小幅下调。

图113: 截至 2022H1 整体存货周转月为 3.6 个月



数据来源: 李宁公司公告、开源证券研究所

图114: 截至 2022H1, 6 个月及以下新品占比为 88%



数据来源: 李宁公司公告、开源证券研究所

**科技与设计实力领先, 常青款不断迭代和创新款叠出不穷。**李宁中底科技不断向高端化迈进, 至今积累了䨻轻弹、弼、light foam、云、䨻丝等科技, 在高端竞速跑鞋的功能性上不弱于国际品牌, 2022年9月25日飞电3 ultra (搭载䨻/弼/䨻丝科技, 预计2023年上市) 助力运动员 Tadu Abate 斩获柏林马拉松第三, 于2022年11月6日北马上再次斩获女子第一, 刷新中国跑鞋最佳战绩。

(1) **在专业运动方面,**根据产品生命周期来看, 李宁的产品可以分为常青、成长和创新系列, 均能通过科技迭代提高功能性进而提升单价。超轻、驭帅、韦德之道系列作为常青款已经分别迭代到超轻19、驭帅15、韦德之道10; 而烈骏、赤兔、飞电、利刃系列等作为年轻系列迭代至烈骏6、赤兔5 pro、飞电3 ultra、利刃3.0; 同时不断创新系列光影等, 储备新产品。产品口碑与销量双收, 2022H1超轻19销量接近200万双, 赤兔销量也在十万量级以上。

图115: 韦德之道系列通过不断提升科技迭代而提升单价

年份	产品	中底科技	中底材料	碳板	价格
2012	韦德之道1	前掌Bounce反弹、后掌Cushion缓震科技		✓	849
2013	韦德之道2	前掌Bounce反弹、后掌Cushion缓震科技	Phylon	✓	899
2014	韦德之道3	前掌Bounce反弹、后掌Cushion缓震科技+云减震科技	EVA	✓	899
2015	韦德之道4	前掌Bounce+反弹、后掌Cushion缓震科技	EVA	✓	1199
2016	韦德之道5	前掌Bounce+反弹、后掌Cushion缓震科技	EVA	✓	1199
2017	韦德之道6	前掌Drive Foam、后掌Cushion缓震科技+云减震科技	TPU	✓	1099
2018	韦德之道7	前掌Drive Foam、后掌Cushion缓震科技+䨻科技+云减震科技	PEBAX	✓	1199
2020	韦德之道8 infinity	前掌Drive Foam、后掌Cushion缓震科技+䨻科技+云减震科技	PEBAX	✓	1599
2021	韦德之道9	前掌䨻轻弹科技、䨻科技后掌模块+云缓震科技	PEBAX	✓	1299
2022	韦德之道10晨曦	全掌䨻轻弹科技	PEBAX	✓	1499

资料来源: 李宁公司公告、李宁官方天猫旗舰店、开源证券研究所

**图116：常青款超轻 19 单价较 11 代明显提升**


资料来源：李宁公司公告、李宁官方天猫旗舰店、开源证券研究所

(2) 在运动时尚方面，李宁“国潮”品牌形象的完成离不开产品设计和创新能力。从国潮元年至今，李宁凭借对国潮的理解不断创新产品，运动元素从最初的街头潮流、体操及乒乓球等中国传统运动强项不断延伸至当下说唱、篮球、街舞、滑板等新兴小众运动潮流元素；产品设计从外露到内秀，从国际时装周到本土秀场，从红黄配色到水墨配色，并从布料、工艺等方面挖掘中国式的表达；产品时尚度和潮流度上紧跟潮流趋势不断跨界联名并与各种国潮元素联名，包括迪士尼、漫威、韦德 X 艺术家、DFT、空山基、S.H.，以及成龙、功夫、人民日报、红旗等。

**2022Q3 篮球鞋类和童装流水增速强劲，预计专业鞋类产品将支撑 2023 年业绩稳健增长。**(1) 鞋：预计 2022Q3 鞋类增速好于服装增速，篮球品类流水增长稳定性更好。公司将持续挖掘黑科技平台机会，运用至更多跑鞋及篮球鞋上，以提高复购率和连带率。预计 2023 年常青系列百万双鞋规划及专业鞋类支撑业绩稳健增长。(2) 童装：预计 2022Q3 流水增长 50%+，李宁 YOUNG 持续推进产品及渠道布局，预计 2025 年童装营收占比有望提至 10%。

**渠道：门店向大面积、新形象升级，2022Q3 李宁逆势下实现净开店。**

李宁持续推动旗舰店等高效大店落地，加速八代店的形象升级，2021 年大店超 1200 家，平均面积超 410 平米，平均月店效 60 万元，高效大店的加速落地带动整体店铺面积增加 10-20%高段至 200 平米左右，2022H1 持续推进千万店项目，并复制到 200 家大店进行业务落地，带动整体店铺平均面积进一步提升至 220 平米。同时，为消费者带来更好的购物体验，李宁配合高效大店打造全新视觉形象，将 2019 年以前开设的七代以下的形象店铺升级为最新的八代店，截至 2021 年底八代店形象店铺占比超 40%，同时中国李宁 2.0 形象店铺、李宁奥莱 3.0 形象同步升级。

截至 2022Q3 末，李宁（不含李宁 Young）共有线下门店 6101 家，较 2022Q2 末净增加 164 家，其中零售门店增加 79 家，批发门店增加 85 家，实现净开店。截至 2022Q3 末，李宁 Young 共有门店 1238 家，较 2022Q2 末净增加 63 家。

**表8：李宁持续推动旗舰店等高效大店落地**

	2021	2022H1
店铺总面积	增加 10%-20%高段	增加 20%-30%低段
店铺平均面积	200 平米左右	约 220 平方米
店铺平均月店效	提升 50-60%高段	提升 10%-20%低段
高层级（超大及一线城市）流水贡献	提升低单位数	保持稳定
购物中心的流水贡献	提升高单位数	提升高单位数

资料来源：李宁公司公告、开源证券研究所

公司流水增速稳健，库存状况好于行业，双十一第一轮期间鞋品类销售额增长 5%，折扣 71 折扣好于行业平均水平，对公司 2022Q4 经营仍具信心，我们预计 2022-2024 公司净利润为 45.4/55.15/66.3 亿元，分别对应 EPS 为 1.7/2.1/2.5 元，当前股价对应 PE 为 28.2/23.2/19.3 倍，公司打造肌肉型企业持续引领行业，维持“买入”评级。

### 9.1.2、安踏体育：FILA 客流受疫情重创，看好疫后复苏弹性

**安踏主品牌：高基数及疫情下流水中单增长，备货致库销比略高，折扣良好。**

2021Q3 东京奥运会的高基数和 9 月疫情扰动下，安踏品牌 2022Q3 流水录得中单位数增长，其中分品牌看：预计大货中单增长、儿童高单增长，主品牌电商渠道高单增长。经营指标：截至 2022Q3 库销比略超 5，高于正常水平主要系为国庆及双十一备货，随着 2022Q4 电商旺季到来，预计至年底库存水平回归至正常水位。折扣：疫情干扰下折扣保持良好，大货折扣同比持平、儿童改善 2-3pct。

**FILA：9 月疫情反弹下流水仍有低双增长，加强新零售电商渠道录得高增长。**

(1) 流水：FILA2022Q3 流水录得 10-20%低段增长，主要系 9 月初深圳、成都、长春等城市有疫情反弹，但流水表现仍好于国际品牌，其中预计 FILA 大货流水增长中单位数，儿童和潮牌增长双位数。(2) 电商渠道：疫情下 FILA 通过和天猫合作低碳系列产品、线下门店在小红书及抖音直播等方式加大线上新零售力度，预计 2022Q3 线上流水同比增长 65%。(3) 经营表现：截至 2022Q3 综合线下折扣（包括奥莱）为 74-75 折左右，同比加深 2pct，但正价折扣维持良好，为 85-86 折左右；库销比 7-8 倍，主要系国庆和双十一旺季备货。考虑消费意愿略有疲软、城市间人员流动性减弱，预计 2022Q4 开大店节奏放缓。

预计 FILA 上海区门店 87 家（含集合店），流水规模全国领先。我们以 FILA 上海区受疫情影响及复苏的节奏为例看 FILA 疫后复苏的弹性。

3 月上海疫情导致购物中心客流量同比大幅下滑并持续至 9 月。(1) 分批封控期：2022 年 2 月 28 日上海首个病例确诊，3 月 28 日分区分批实施封控。(2) 全域静态管理期：4 月 4 日全域静态管理，以上海万象城客流为例，截至 2 月底之前客流处于正常波动范围，3 月后客流急转直下，至 4 月全域静态管理后日客流量仅有 47 人次。(3) 疫后复苏期：6 月上海疫情缓解后客流迅速恢复至同期水平的 5 成以上，7 月恢复至同期的 80%+，8-9 月在疫情时有反复下恢复至 9 成以上。

FILA 线下零售占比超 7 成，且门店大多位于购物中心，经我们测算零售流水与购物中心客流相关系数高达 0.71，预计最高峰时期全国闭店 20%，月流水规模受重创。我们通过拆分单店模型，两客数据变化不显著，同时 FILA 上海区门店月流水与

上海万象城客流成线性关系，相关系数高达 0.71，因此业绩恢复与购物中心客流恢复节奏类似。

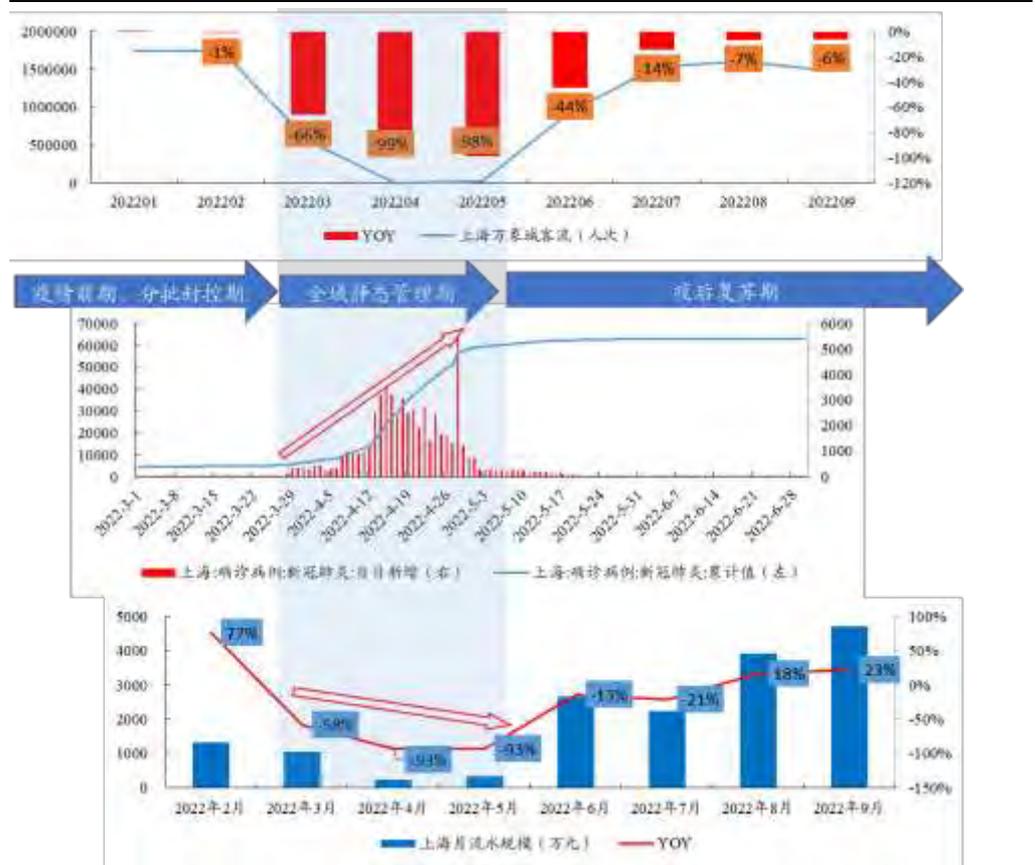
表9: FILA 客单价与客单量变化不显著，月流水与客流密切相关

指标	月流水	客单量	客单价	折扣	客流*
单位	万元	件	元/件	%	万人次
2月	1,334.7	2.4	2133	88	0.3
3月	1,048.1	2.7	2,138	32	0.6
4月	227.4	0.0	0	0	0.0
5月*	350.0	1.5	905	98	0.3
6月	2,666.1	3.0	1,839	73	0.7
7月	2,236.6	2.8	1,939	75	0.5
8月	3,918.8	2.9	1,736	85	0.9
9月	4,713.9	2.9	1983	83	1.0

数据来源：汇客云公众号、开源证券研究所，注：4月流水预计多为线上渠道发货，5月\*数据为同店数据，客流\*数据为计算的成交客流，颜色深度代表客流受创程度

疫情管控放开后第三个月，FILA 恢复双位数增长，与客流恢复节奏相类似。2022年3-5月流水增速分别为-58%、-93%、-93%，6月1日上海解封后流水逐步恢复，至8月已经逐步恢复至正常范围内的双位数增长，9月流水提速至23%。

图117: 疫情管控放开后第三个月，FILA 店效恢复双位数增长，与客流恢复节奏相类似



数据来源：Wind、汇客云公众号、开源证券研究所

其他品牌：2022Q3 流水增长 40-45%，可隆受益户外新风尚全渠道表现亮眼。

可隆及迪桑特品牌 2022Q3 流水增长 40-45%，其中预计迪桑特流水增长 35%+、可隆流水增长 55%+，可隆直接受益于户外趋势的新风尚，产品的刚性需求开始呈现，预计线上表现亮眼增速 50-60%，预计 9-10 月线下店效为 50 万左右。

我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 80.6/95.4/113.8 亿元，对应 EPS 分别为 3.0/3.5/4.2 元，当前股价对应 PE 分别为 25.1/21.2/17.8 倍，动态管理下预计各品牌仍能保持健康增长，各品牌长期目标不变，继续维持“买入”评级。

### 9.1.3、特步国际：北马亮眼表现催化主品牌再向上，预计 2022Q4 去库后再扬帆

**主品牌：**本土跑鞋专家地位稳固，2022Q4 北马复赛，特步 160X 3.0pro 首战告捷，助力阿努拜克·库弯斩获男子第一，特步 160X 3.0 助力何杰夺得第三，160X2.0 位列女子前八名中第五位，男女前八名中特步跑鞋渗透率 25%，3 小时内完赛选手跑鞋穿着率 4.6%，跑鞋获专业跑者高度认可，催化品牌进一步向上。

图118：2022 年北马 3 小时内完赛选手跑鞋穿着率中，国际品牌领先



资料来源：悦跑圈

图119：2022 年北马冠军跑鞋花落特步，男女前八名中特步跑鞋渗透率 25%

名次	男子	女子
第1名	X 特步 160X 3.0 PRO	LI-NING 160X 3.0 PRO
第2名	AWA 160X 3.0	AWA 160X 3.0
第3名	X 特步 160X 3.0	adidas ultraboost 22
第4名	adidas ultraboost Pro 2	LI-NING 160X 3.0 PRO
第5名	PUMA Velocity NITRO Edge	X 特步 160X 3.0
第6名	adidas ultraboost Pro 2	X 特步 160X 3.0 PRO
第7名	Nike Air Zoom Alphaberry BEPTH	adidas ultraboost Pro 2
第8名	LI-NING 160X 3.0 PRO	Nike Air Zoom Alphaberry BEPTH

资料来源：悦跑圈

(1) 流水：2022Q3 全渠道流水增长 20-25%，7-9 月流水分别增长 25%+、约 30%、低双位数，国庆期间流水仍有中双位数增长，9 月以来增速略放缓主要系疫情影响范围扩大，预计影响 20% 的门店正常经营。2022Q4 电商旺季预计优先库存去化，折扣预计有所加深，但北马时隔三年实现复赛，将于 11 月 6 日举办，有望催化品牌力与 2022Q4 销售提升。经营表现：截至 2022Q3 折扣为 70-75 折，环比 2022Q2 持平，存货周转为 4.5-5 月，环比 2022Q2 有所提升，略高于正常水位。

(2) 2022Q3 电商和童装增长强劲，预计将持续带动主品牌增长。电商方面：预计 2022Q3 电商流水增长 30%，其中预计天猫渠道占比 40-50%、京东渠道占 10%+、抖音小红书直播为主、拼多多和唯品会以去化库存为主。童装方面：预计 2022Q3 童装流水增长 50%，其中预计线下渠道占比 50%+、电商渠道占比约 30%左右、团购渠道（合作学校 100 家以上）占比约 10%左右，线下流水增长 30%+、电商及团购渠

道流水分别有翻倍增长。

**新品牌：索康尼 2022Q3 国内流水翻倍增长，K-Swiss 海外供应链及物流恢复正常。**（1）专业运动：索康尼 2022Q3 国内流水翻倍增长，门店月店效预计 40-50 万，预计 2023 年初开出加盟门店。2022 北马中 Saucony 跻身破 3 跑者穿着率国际品牌前三，体现其专业产品具有市场认可度以及其持续深耕中国市场的策略有效性。（2）时尚运动：K-Swiss 国内部分门店的月店效超 50 万，受品牌代言人卡梅隆诺里、萨姆索诺娃带动，品牌形象提升的同时海外网球销售翻倍增长；海外供应链及物流恢复正常，大部分货品已顺利发出。

**特步国际旗下各品牌双十一战况亮眼，预计将缓解部分库存压力。**双十一截至 11 月 11 日 23:59:59，集团累计线上成交额 9.1 亿元，收入增长约 30%，其中：主品牌累计销售 7.9 亿元，同比增长 23%，特步儿童同比增长 37%；索康尼同比增长 95%，连续三年品牌增长率前三；迈乐同比增长 184%；帕拉丁 2021 年首次参与双十一，2022 年同比增长 53%，大黄靴累计销售突破 1 万双。

我们预计 2022-2024 年归母净利润为 10.7/13.3/16.3 亿元，对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 17.8/14.4/11.7 倍，继续维持“买入”评级。

## 9.2、户外品牌：户外运动参与率快速提升，政策催化下预计蓬勃发展

**需求旺盛、供给优化，户外运动行业蓬勃发展。**近年国内户外行业展现以下几点特征：**（1）参与人数持续增加**，截至 2021 年底，全国户外运动参与人数已超过 4 亿人，户外活动参与率约为 29%，相较 2019 年 COA 公布的徒步旅行、休闲户外等泛户外运动参与率 9.5%，以及有登山、攀岩、徒步等户外运动参与率 4.38%，已有较大提升，参考 OIA 公布的 2021 年美国户外运动参与率 54%，国内参与率仍有较大提升空间；**（2）基本形成山水陆空全覆盖的产品供给体系**，登山/徒步/马拉松/自行车/滑雪/皮划艇/滑翔伞/定向等户外运动项目兴起带动户外用品体系丰富；**（3）场地设施逐渐完善以及政策体系不断健全**，为行业茁壮成长打下坚实基础。

**政策推动户外运动产业供给侧结构性改革，有效匹配供需预计释放户外消费需求，行业迎来新格局。**“十四五”时期是推进体育强国建设的开局时期，也是推动体育产业成为国民经济支柱性产业的关键阶段，为满足人民群众日益增长的户外运动需求和美好生活向往，2022 年 11 月 7 日，国家体育总局、发展改革委等八部门联合印发《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》的通知，提出到 2025 年，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。在常态化疫情防控形势下，人民群众增进健康、亲近自然的需求提升不可逆，但户外设施与产品有效供给不足以及品牌影响力有待提升阻碍了户外运动消费潜力的释放，预计政策端深化户外运动产业供给侧结构性改革背景下行业将迎来新格局。

**表10：预计政策端深化户外运动产业供给侧结构性改革背景下行业将迎来新格局**

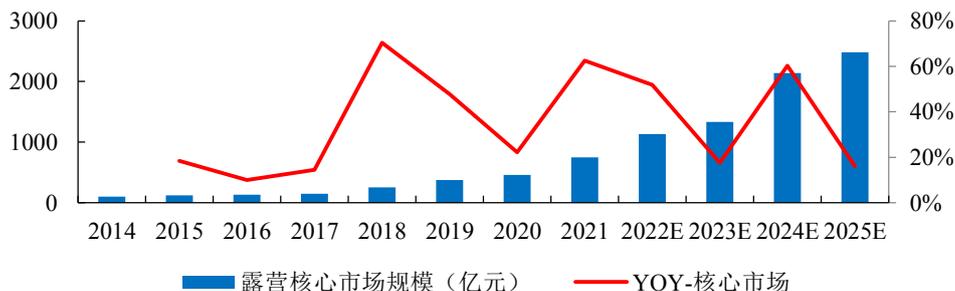
主要任务	具体措施
完善户外运动产业	<p><b>构建“五区三带”户外运动产业空间布局：</b></p> <p>打造具有国际影响力的北方冰雪运动引领区；</p> <p>打造华东户外运动示范区（露营、铁人三项、滑翔伞、滑水、桨板、骑行等项目）；</p> <p>打造中部户外运动体验区（因地制宜开发山地自行车、垂钓、航空运动等山水陆空各类项目）；</p> <p>打造华南户外运动休闲区（帆船、冲浪、海钓、潜水等项目）；</p> <p>打造西南户外运动集聚区（山地越野、定向、登山、攀岩、探洞、溯溪等有区域特色的项目）；</p> <p>打造黄河文化户外运动带（以黄河文化为主题的马拉松、徒步、自行车、汽车自驾等项目）；</p>

业发		打造长江水上运动带（皮划艇、赛艇、龙舟、漂流等水上运动项目）； 打造滨海户外运动带（大力发展各类水上运动项目）。
展	优化重点项目空间布局	推动 <b>冰雪、山地户外、水上、汽车摩托车、航空</b> 等重点户外运动项目差异化发展。
布	加强户外运动场地设施建设	因地制宜建设航空飞行、汽车自驾、冰雪、山地、水上等户外运动营地， <b>到2025年，建设各类户外运动营地10000个。</b>
局	提升户外赛事/节庆活动品质	<b>到2025年目标，打造100个全国知名的户外运动赛事与节庆活动品牌。</b>
丰		支持室内攀岩馆、室内滑冰馆、室内潜水馆、室内滑雪场等开发户外运动室内培训和体验产品。 在农事体验、生态运动会中增加户外运动项目。
富	丰富户外健身休闲产品	利用绿道以及城乡步道系统等开展徒步、自行车、马拉松、定向等户外运动。 加强AR/VR等智能技术应用，打造沉浸式户外运动体验空间，实现户外运动场景感知化、运动体验数据化、运动展示互动化、运动社交情境化。
户		<b>在城市郊野、农村地区等建设更多露营基地，满足就地露营需求。</b>
外	优化露营产品供给	鼓励在营地周边配套登山、徒步、骑行、垂钓、冰雪、赛车、马术、航空、水上等户外运动设施及服务， <b>提高露营消费粘性。</b> 鼓励户外运动装备企业立足群众露营需求， <b>研制多系列满足不同人群的露营装备。</b>
运	培育户外运动市场主体	<b>到2025年，培育一批具有自主品牌、创新能力和竞争实力的户外运动龙头企业。</b> 引导中小微户外运动企业 <b>深耕细分市场</b> ，鼓励有条件的企业以 <b>单项冠军企业</b> 为目标做强做优做大。
动	加强户外运动技能培训	大力开展各级各类户外运动赛事活动，完善户外运动等级标准，不断提高户外运动爱好者技能水平， <b>增强消费粘性。</b>
产	完善户外运动消费政策	鼓励发放体育消费券的地区将户外运动消费纳入使用范围。 引导和支持各地开展融合文体旅多业态的消费季、消费月活动， <b>营造户外运动消费氛围。</b>
品		推动科技赋能户外运动场景，开发智能骑行、智能划船、模拟飞行等线上产品和服务， <b>打造户外运动线上线下协同发展的消费新模式。</b>
供	创新户外运动消费新场景、新模式、新业态	创新户外运动用品柔性制造与个性化设计，开拓户外运动个性化、智能化、时尚化消费新业态， <b>引导高端消费回流。</b> 推进户外运动消费场景与乡村旅游、休闲农业等融合，转化绿水青山生态价值。 支持和引导滑雪场等户外运动场所创新四季运营产品。鼓励有条件的户外运动场所延时经营， <b>挖掘夜间户外运动消费潜力。</b>

资料来源：国家体育总局官网、开源证券研究所

随着众多户外运动兴起，我国户外用品市场预计保持蓬勃发展。国内精致露营发展成为现象级户外运动，带动露营核心市场规模高增，2021年规模为748亿元（+63%），2016-2021年CAGR为42%，艾媒咨询预计2022-2025年以29.8%的CAGR成长至2483.2亿元。

图120：艾媒咨询预计2025年中国核心露营用品市场规模约达2483亿元

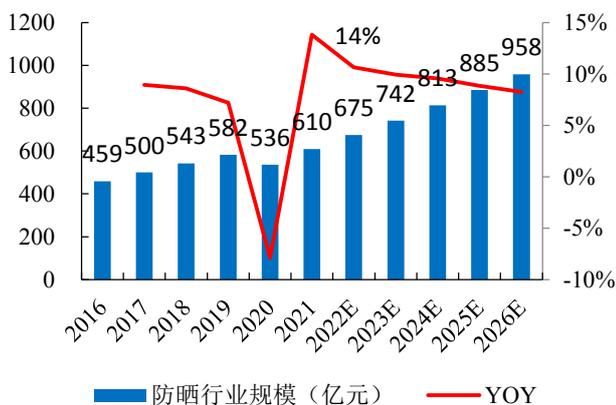


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

## 9.2.1、蕉下控股：以防晒心智筑城市户外品牌，积极拓品类、铺渠道

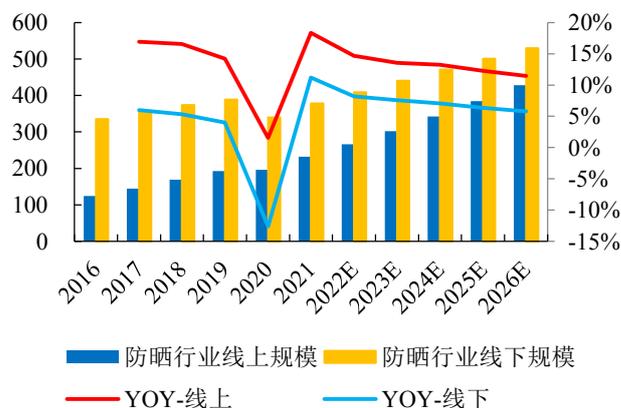
防晒服饰行业加速成长，预计长期步入千亿规模。国内防晒服饰市场主要包括具有防晒功能的衣服/伞具/帽子/墨镜/口罩/披肩/袖套及手套等产品。2021 年防晒服饰市场规模为 611 亿元 (+14%)，2016-2021 年 CAGR 为 5.9%，预计在功能性、时尚性、普适性及可及性四方面因素驱动下，市场规模将加速拓展，预计 2022-2026 年 CAGR 为 9.4%。市场驱动力包括：消费者对于防晒和皮肤健康管理的需求提升(功能性)，除基础防晒功能外对防晒服饰设计感的偏好(时尚性)，户外运动丰富带来防晒服饰使用场景的多样化(普适性)，防晒服饰可及性提高(渠道拓展)。

图121：防晒服饰行业加速成长，预计 2026 年达 958 亿元（单位：亿元）



数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

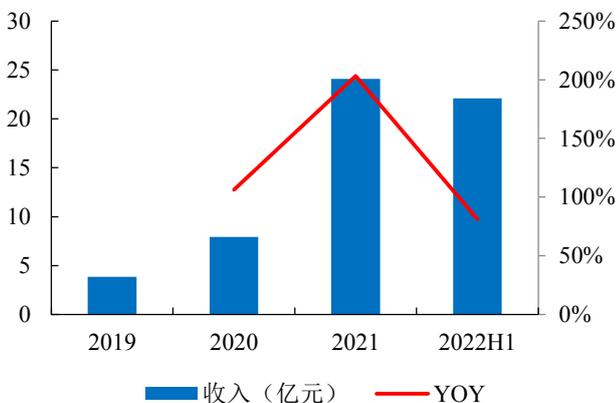
图122：防晒服饰行业线上增长快于线下



数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

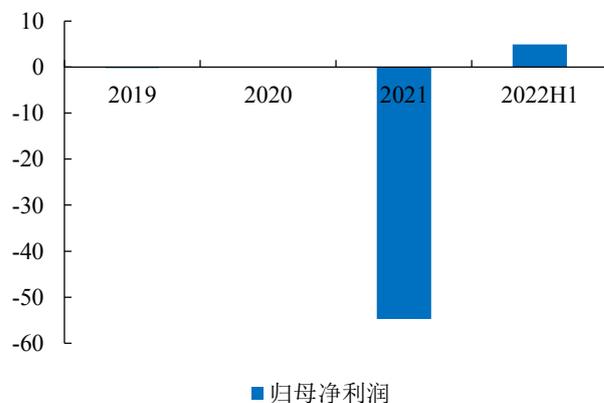
蕉下控股业绩亮眼，防晒品牌龙头地位稳固，培育非防晒产品系拓宽成长边界。按零售额计，2021 年蕉下品牌在防晒品牌中市占率为 5%，位列第一，其中在线上渠道蕉下品牌在防晒品牌中的市占率为 12.9%，显著高于第二名的 2.5%。蕉下控股通过小黑伞这一爆款 SKU 建立防晒品牌心智，再通过打造多个经典品渗透户外众多垂类细分领域，目前已经积累多个跨场景、多元化的经典品，早期经典品生命周期长、新品规模化节奏加速，体现公司较强的产品研发力与市场需求敏感性。

图123：2020-2022H1 蕉下控股收入分别 +106%/203%/81%



数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

图124：2022H1 蕉下控股扭亏为盈



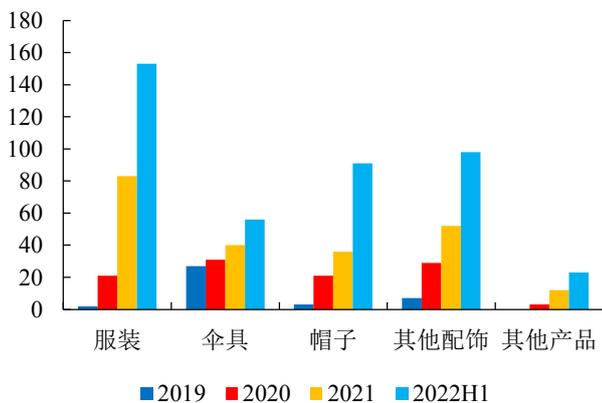
数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

蕉下控股通过产品研发及优质产品组合、DTC 驱动的全渠道运营、精准投放营

销资源三方面快速成长。

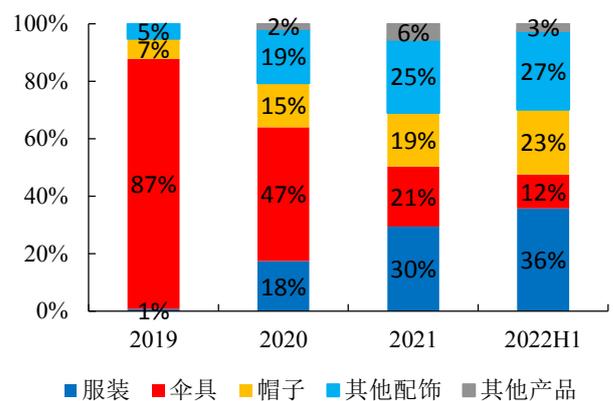
**产品端：(1) 沉淀防护科技底层技术，坚持“功能+品质+设计”兼具的产品研发创新。**一方面，围绕功能、品质、设计设立工作室研发创新机制，另一方面集中资源投入核心基数并实现跨品类复用，最大化投资效率。**(2) 产品组合优化，**不断拓展新品类丰富SKU，截至2022H1，产品SKU已经从2019年的39个扩充至421个，服装/伞/帽/配饰/其他产品SKU分别扩充了151/29/88/91/23个，伴随新品类发展，收入来源多元化，2021年服装零售额7.1亿元(+412%)，占比从2019年的1%迅速提升至30%，成为第一大品类，帽子/配饰/其他产品占比均有较快提升，体现多元化战略有效性。

图125：截至2022H1，产品SKU已经扩充至421个



数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

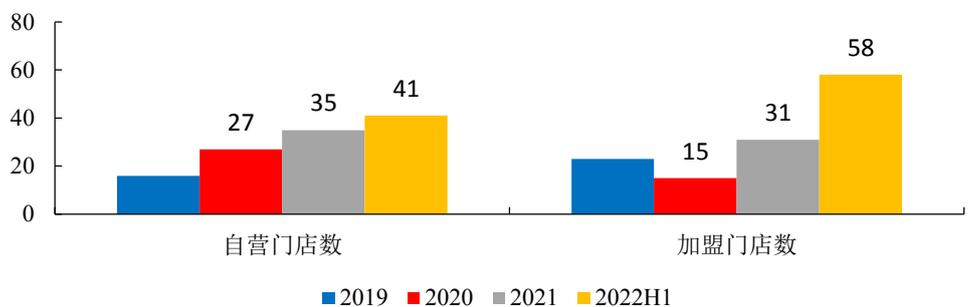
图126：2021年收入来源多元化，不再依赖单一品类



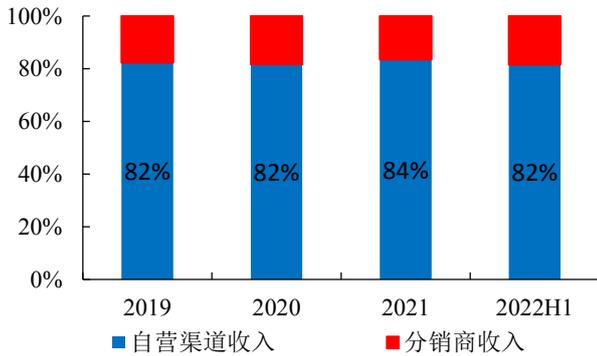
数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

**渠道端：DTC 驱动，线下依靠加盟加速门店布局节奏。**2019-2022H1 自营渠道收入占比稳定在8成以上，其中线上贡献主要收入，2020-2022H1 线上渠道在整体收入中占比65%以上。线下门店迅速拓展截至2022H1，蕉下控股拥有线下门店99个，覆盖34个城市，较2021年底增加33家，其中自营/加盟分别为41/58个，分别较2021年底增加6/27家。

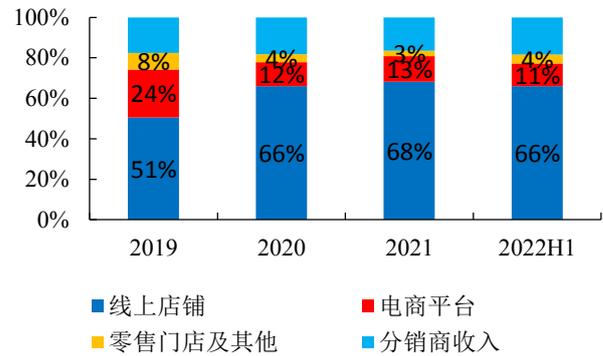
图127：线下依靠加盟加速门店布局节奏



数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

**图128：自营渠道收入占比稳定在8成以上**


数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

**图129：将自营渠道拆分后，线上渠道贡献主要收入**


数据来源：蕉下控股招股说明书、开源证券研究所

**(3) 基于单品及产品组合实施精准内容投放，获客与连带均有提升。**针对单品适用人群精准投放内容营销，依托大数据以效果反向指导投放，同时基于产品组合进行投放，爆款引流实现拉新、推出新品类提升老客连带。

### 9.2.2、波司登：产品丰富拉长旺季期催化销售，看好品牌渠道全面升级

波司登产品涵盖多种场景，极寒、户外、商务、时尚运动、时尚休闲，满足从专业御寒到日常穿着的各种细分需求。

**专业御寒功能方面：**在塑造羽绒服专家形象方面，波司登羽绒服的生产过程至少要经过 62 位工艺师、150 道严苛工序，并参与 23 项国际标准、3 项团体标准、11 项国家标准、4 项行业标准的起草修订工作。同时，波司登承担 ISO/TC133 秘书处、全国服装标准化技术委员会羽绒服装分技术委员会秘书处工作。

据中国服装协会，2018-2021 年我国羽绒服产品合格率分别为 90%、85%、90% 和 90%，而波司登绝大部分产品含绒量达 90%+、蓬松度 600-1000，均具有国际 RDS 和瑞士蓝标认证，同时储备包括原本应用于宇航、军事及医疗等方面的新型 GORE-TEX 面料在内的多种科技，GORE-TEX 薄膜微孔比水滴小 2 万倍有效防水防风、比水蒸气大 700 倍有效排汗透气。

**表11：从羽绒服参数看，“中国质造”不输国际品牌，波司登价格带虽有上移但仍具高性价比**

品牌/价格带	产品	填充物	含绒量	充绒量	蓬松度	价格	设计/功能
波司登 199-14900	轻薄羽绒服	鹅绒	90%	49g	700+	1099-1499	谷爱凌同款
	Annakiki	鸭绒	90%	100-149g	800+	1599	新锐设计师联名
	梵高大师系列	鸭绒	90%	146-216g	680+	1499-1999	梵高 IP 联名
	登峰 2.0	鹅绒	90%	200-249g	1000	11900-14900	北斗定位、防护面料、航空调温系统
	首创风衣羽绒服	鹅绒	90%	60-89g	800+	2699-6690	Burberry 前设计总监 Russell
	GORE-TEX 系列	鹅绒	90%	166-220g	800+	2999-3999	ePTFE 薄膜，持久防风防水透气保暖
加拿大鹅 4500-19000	Expedition 派克大衣	鸭绒	80%-89%	300g+	625	12500	
Moncler 6540-22300	Corydale 羽绒夹克	鹅绒	90%	/	700-900	13900	王一博同款
	Grenoble 户外系列	鹅绒	90%	/		13000	定位高山探险

资料来源：各品牌京东旗舰店、开源证券研究所，注：品牌价格带来源于京东旗舰店

波司登品牌揽获五项国际大奖，公司首创四大舒适科技，首创轻量绒芯科技实现重量减轻 22%，自研 bo-tech 面料可在基础防风雨功能上实现透气性超行业 9 倍，柔弹力高达 29.2%，最低可抵御-10℃，全面提升产品穿着体验。

图130：波司登首创四大舒适科技



资料来源：波司登官方微博

图131：波司登品牌揽获五项国际大奖



资料来源：波司登官方微博

**设计方面：**随着大众消费水平提升和消费诉求多样化，消费者对羽绒服除基础保暖需求外还有颜值需求，产品设计和创新成为各品牌提升竞争力的关键。**波司登重视设计、工艺、面料、版型和装饰，围绕消费者的新需求创新**，2021 年突破传统羽绒服设计推出商务场景的“风衣羽绒服”，随着对羽绒服暖冬年份增多，2022 年推出“轻薄羽绒服”；**同时强化设计资源整合**，和国际知名设计公司、顶级设计师开展合作以及 IP 联名，使时尚创意成为波司登核心竞争力的重要组成部分。例如，陆续推出波司登 X 高缙耶、高田贤三、Ennio Capasa 等设计师联名系列和漫威、迪士尼、梵高等 IP 联名，引起消费者关注和热议并引发抢购热潮，2018 年设计师系列双十一期间设计师系列线上 5 分钟售罄。

**通过重视设计以及资源整合，公司产品设计感不断提升。**2022 年公司推出卫衣羽绒服、拼接羽绒服和艺术绉缝羽绒服“三大创新设计”，轻盈设计感十足，11 月 1 日与中国航天 ASES 联名系列，汲取航天服灵感打造科技感产品。

表12：专业羽绒服品牌×IP&设计师联名成为趋势

品牌	设计师联名	IP 联名
波司登	X 法国设计师高缙耶（爱马仕前设计总监） X 法国设计师 AntoninTron（LV 前设计师） X 美国设计师 Tim Coppens（Ralph Lauren 前设计总监） X 意大利设计师 Ennio Capasa（山本耀司名徒） X 高田贤三（KENZO 品牌创始人） X 新锐设计师 ANNAKIKI	星球大战、漫威、迪士尼、梵高联名
Moncler	<b>Moncler Genius 设计师系列</b> 包括 VALENTINO 创意总监 Pierpaolo Piccioli、造型艺术家 Karl Templer、新锐设计师 Simone Rocha 及 Sandro Mandrino、川久保玲爱将二宫启、日本潮流文化教父藤原浩、英国设计师 Craig Green 以及 Palm Angels 的设计师兼 Moncler 艺术总监的 Francesco Ragazzi	Gentle monster、Rimowa、Mate.Bike、PoldoDog Couture、Interparfums 香水、泡泡玛特跨界联名
Canada Goose	<b>张鼎昀联名系列</b> Junn.J 联名系列、ANGEL CHEN 联名系列、OVO、X CONCEPTS X BAPE、WANT LES ESSENTIELS	Vetements.联名系列、Y/Project 联名系列

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

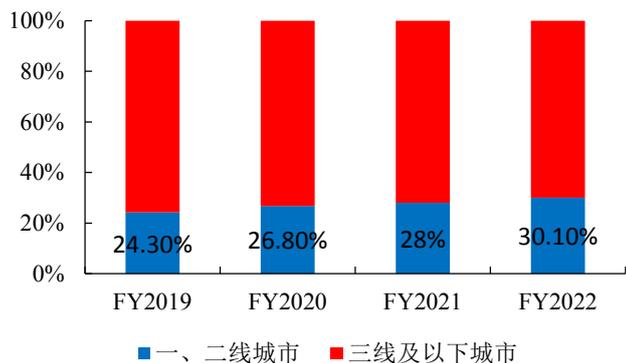
### 渠道端：门店点位和形象优化，零售能力升级，新渠道布局享受流量红利

**(1) 渠道资源向一二线和核心商圈升级：波司登针对不同区域市场体量与渠道质量，制定差异化渠道策略，重点关注“2+13”个重点城市的拓展和打造**（即北京、上海及其他 13 个一线及新一线城市），通过“关小店、开大店、核心商圈形象迭代”，在购物中心、时尚商圈和城市的核心地带铺设更多更高质量的门店，FY2022 波司登一二线(北上广深及省会城市)渠道占比较 FY2019 提升 5.8pct 至 30.1%。**门店换新：波司登渠道升级的关键动作之一为千店换新标，2018 年波司登品牌发布全新 LOGO 当日全国近千家门店同时更换门店标志。**

**(2) 零售能力升级：波司登通过打造专业高素质店长团队、增强导购能力，不断提升终端门店的经营能力和销售效率，羽绒服品牌的线下店效从 FY2018 开始有明显提升。**

**(3) 波司登基于兴趣电商的新打法打破高客单产品的增长困境。**在抖音渠道上，新品风衣羽绒服发布当天客单价达 3500 元，在流量聚焦承接、人群精准投放的背景下，为用户提供 DOU 分期 12 期免息服务，最终实现原价 3222 元的风衣羽绒服单品渗透率 62.5%，首发总销售额突破 3074 万，实现品销合一。

图132：波司登一二线(北上广深及省会)渠道占比提升



数据来源：波司登公司公告、开源证券研究所

图133：波司登羽绒服品牌线下店效提升明显



数据来源：波司登公司公告、开源证券研究所

**品牌方面**，一方面，借助官宣代言人+大秀发布新品，邀请知名人物体验产品，有效提振品牌声量。9月20日官宣全新品牌代言人谷爱凌，9月21日以“波司登重新定义轻薄羽绒服”为主题举办大秀，发布轻薄羽绒系列新品；10月19日，官宣易烱烱成为品牌代言人，并10月20日发布升级版风衣羽绒服。**另一方面，全球体验店首次落地，场景化+智能化提升消费者对品牌及产品专业性的感知度。**波司登全球首家体验店近日正式落地静安区南京西路 881 号，为消费者打造丰富体验场景，探秘产品设计的新科技，不断刷新羽绒科技新体验。

公司羽绒服龙头地位稳固，轻薄新款丰富产品矩阵拉长旺季销售，官宣代言人有利于品牌形象获得高曝光，预计 2023 年供应链快反能力提升及控费有望进一步提升盈利能力。我们预计 FY2023-2025 净利润 24.15/28.2/32.7 亿元，对应 EPS 为 0.2/0.3/0.3 元，当前股价对应 PE 为 14.2/12.1/10.4 倍，继续维持“买入”评级。

### 9.3、代工制造：运动户外仍为板块内高景气品类，布局供应链龙头

运动户外代工由于品类景气度、下游库存水位、客户结构不同以及公司供应链

议价能力而导致业绩端出现分化。2022Q3 华利集团及开润股份收入分别+22%/+44%，其中开润股份代工业务收入预计+79%，我们认为原因有：（1）品类外需韧性高，参考海关总署出口数据，箱包和鞋靴品牌外销表现出韧性，其他品类出口下滑时 2022 年 9 月仍有 28%/8%的正增长，尤其箱包 10 月仍有同比增长 20%的亮眼表现。（2）客户多元化，华利集团 2022Q3 新品牌仍然有亮眼表现，致前五大客户占比略有下降；开润股份 2022 年加强与迪卡侬合作，2022Q1-Q3 迪卡侬订单高速增长、VF 同样有亮眼表现，弥补耐克订单损失。（3）供应链议价能力，华利集团作为鞋类核心供应商，预计砍单程度弱于行业平均；开润股份 2022Q3 耐克砍单低于预期主要系差异化的印尼产能使得公司具备一定的议价力。

2022Q3 户外品类内需仍然旺盛，外销需求韧性相对较足，因此下游国际品牌虽然库存水位提升但对 2022Q4 销售乐观，9 月外销订单仅有推单未有砍单，但浙江自然/牧高笛大客户占比较高，推单影响较深。同时 2022Q3 人民币大幅贬值，导致远期套保影响投资收益与公允价值变动损益科目，利润端大幅承压。

考虑下游品牌去库存节奏和全球各地经济复苏步伐参差，部分品牌预计 2022Q4 或 2023Q1 完成库存出清，同时预计 2023H2 海外消费逐步恢复，由于制造端出货早于品牌库存出清，预计 2023H1 业绩将逐季迎来改善，建议布局各细分领域内的供应链龙头。

图134：运动户外代工 2022Q3 表现出现分化，华利集团与开润股份收入+23%/+44%

公司	品类	收入(亿元)					收入YOY				
		2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
华利集团	运动休闲鞋	153.7	99.0	41.2	57.7	54.8	22%	21%	11%	29%	23%
华生科技	水上用品材料	2.1	1.4	0.8	0.6	0.7	-57%	-37%	-47%	-65%	-37%
浙江自然	充气床垫	8.0	6.4	3.3	3.1	1.7	21%	28%	47%	13%	-1%
浙江正特	庭院休闲用品	11.1	8.8			2.3	18%	31%			-15%
浙江永强	庭院休闲用品	55.5	49.3	31.5	17.7	6.2	9%	17%	15%	21%	-29%
开润股份	户外箱包	21.6	13.2	6.1	7.1	8.4	37%	33%	36%	31%	44%
久谦股份	自行车	18.7	13.6	7.7	5.9	5.1	-28%	-14%	3%	-29%	-50%

公司	品类	归母净利润(亿元)					归母净利润YOY				
		2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
华利集团	运动休闲鞋	24.5	15.6	6.5	9.1	8.8	22%	21%	12%	28%	25%
华生科技	水上用品材料	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	-65%	-62%	-53%	-70%	-21%
浙江自然	充气床垫	2.0	1.7	0.8	0.9	0.2	9%	27%	38%	18%	-45%
浙江正特	庭院休闲用品	0.5	0.6			-0.1	-36%	13%			转亏
浙江永强	庭院休闲用品	1.4	2.8	1.4	1.4	-1.3	-58%	-39%	-42%	-37%	亏损放大
开润股份	户外箱包	0.7	0.5	0.5	0.0	0.2	-54%	-49%	3%	-94%	-63%
久谦股份	自行车	1.5	1.0	0.4	0.6	0.5	3%	19%	27%	13%	-15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

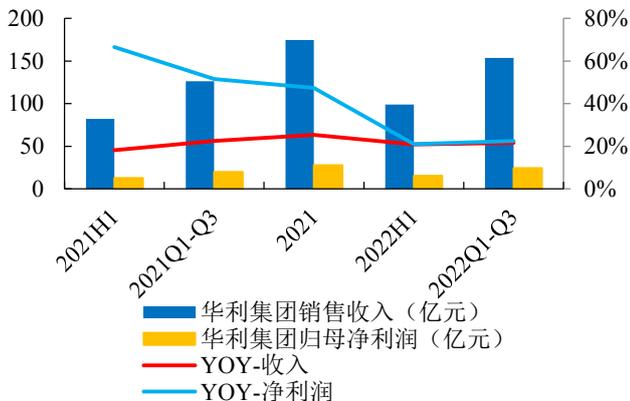
### 9.3.1、华利集团：产品结构向上，预计 2023 年延续价增高于量增趋势

**2022Q1 受越北疫情影响，2022Q2-Q3 业绩稳健。**2022Q1-Q3 实现收入 153.7 亿元(+21.7%，剔除汇率+18.54%)，归母净利润 24.5 亿元(+22.5%，剔除汇率+19.29%)。2022Q3 收入 54.8 亿元 (+23.3%，剔除汇率影响+18.54%)，归母净利润 8.8 亿元 (+25.1%)。分季度看，2022Q1-Q3 各季度收入分别增长 11.4%、28.6%、23.3%，净利润分别增长 12.4%、28%、25.1%，可比口径下毛利率分别-2.7pct、-1.1pct、-0.8pct，净利率分别+0.1pct、-0.07pct、+0.23pct。

**2022Q3 部分品牌出货下降致毛利率承压，净利率改善，现金流表现良好。**2022Q3 毛利率为 25.12%，可比口径下-0.83pct，第二第三大品牌收入下降导致其在所在工厂产能利用率低拖累毛利率。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/4.4%/1.3%/-1.2%，分别同比-0.6/+0.3/+0.1/-0.5pct，财务费用率下降主要系定期存款增加致利息收入相应增加、人民币对美元贬值致汇兑收益增加。净利率 16.14%，同比+0.23pct 环比+0.32pct。截至 2022Q3，存货为 28.43 亿元 (+14.5%)，经营性

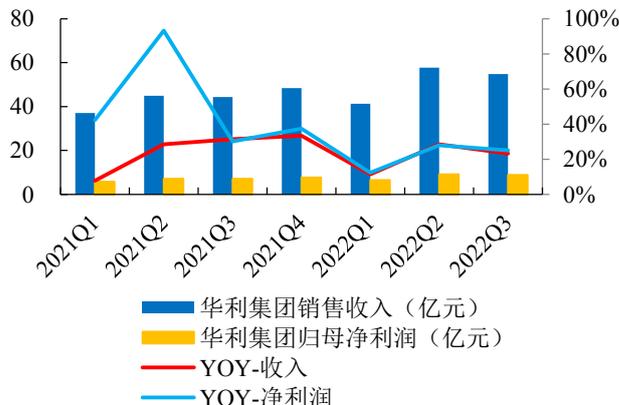
现金流净额 31.74 亿元 (+82%)，1.3 倍覆盖净利润。

图135: 2022Q1-Q3 华利集团收入/净利润+21.7%/22.5%



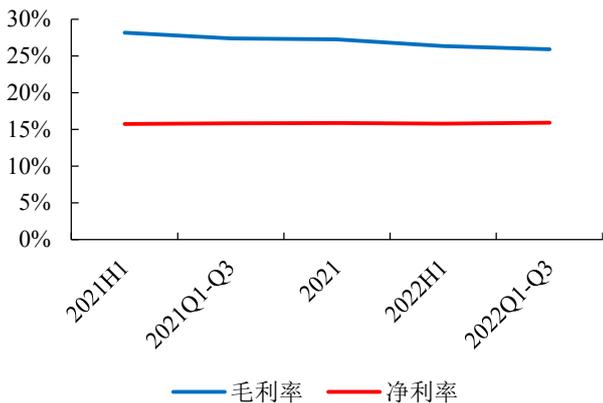
数据来源: Wind、开源证券研究所

图136: 华利集团 2022Q2 及 Q3 收入及净利润增速稳健



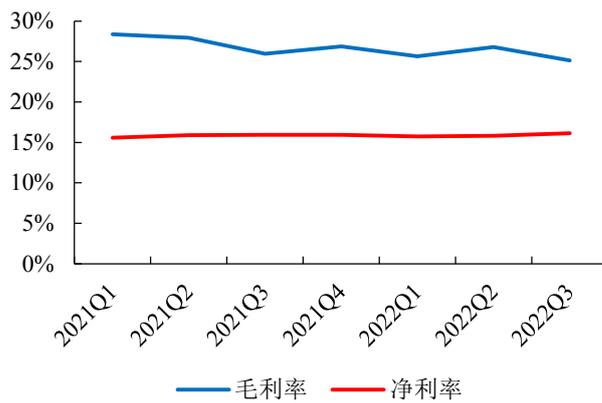
数据来源: Wind、开源证券研究所

图137: 2022Q1-Q3 华利集团盈利能力基本稳定



数据来源: 华利集团公司公告、开源证券研究所

图138: 分季度看, 华利集团毛利波动中略有下行



数据来源: 华利集团公司公告、开源证券研究所

我们预计 2023 年收入增长继续延续由量增转为价增驱动趋势。2022Q1-Q3 销量 1.61 亿双, 各季度分别为 5114/6386/5352 万双, 量价拆分, 前三季度量/价分别 +9.9%/+10.7%(美元 ASP+7.9%), 2022Q3 量/价分别+3.3%/+19%(美元 ASP+12%), 环比之下量增趋缓而价增明显主要系部分品牌由于库存压力出货下降、高端鞋型占比提升。

分客户看, 2022Q3 第一大客户继续提速, 部分客户库存压力出货下降。前三季度 CR5 客户占比同比-1.4pct/环比-0.5pct 主要系新品牌占比提升, CR5 客户收入分别为 58.4/30.7/27.3/16.1/8.5 亿元, 分别+32%/+2%/+11%/+15%/+17%, 我们预计 2022Q3 分别+36%/-10%/-6%/+31%/+60%, Nike 持续高增且逐季提速, 各季增速为 +23.1% (剔除汇率) /+35%/+36%, 第四/五大客户 Q3 出货提速预计 Q4 仍有亮眼表现, 第二/三大客户出货下降主要系库存压力/高基数&谨慎下单。

展望 2023 年, 我们认为华利集团作为全球鞋类核心供应商, 核心竞争力未变且处于量价齐升趋势中, 多元化客户结构预计将缓解部分客户砍单影响, 由于各品牌去库存进度和全球经济复苏步伐参差, 预计 2022Q4 部分客户率先实现库存出清,

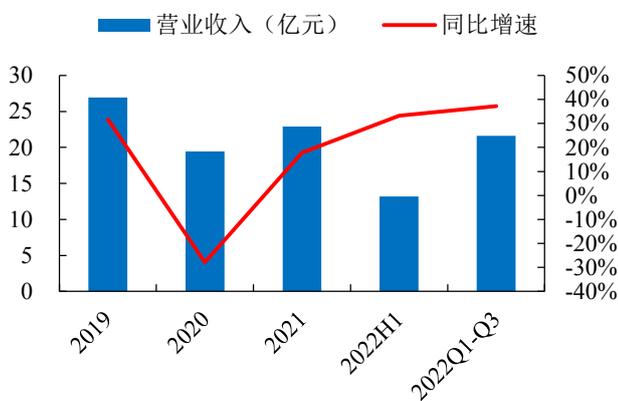
2023H2 各品牌客户基本库存出清，制造端出货早于品牌库存出清，预计 2023H1 业绩将逐季迎来改善。

我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 33.3/40.4/50.3 亿元，对应 EPS 为 2.9/3.5/4.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.6/13.7/11.0 倍，短期受市场悲观情绪影响，当前股价对应 2023 年估值为 13.7 倍，继续维持“买入”评级。

### 9.3.2、开润股份：2023 年轻装上阵，看好品牌端转盈、代工端新拓客户放量增长

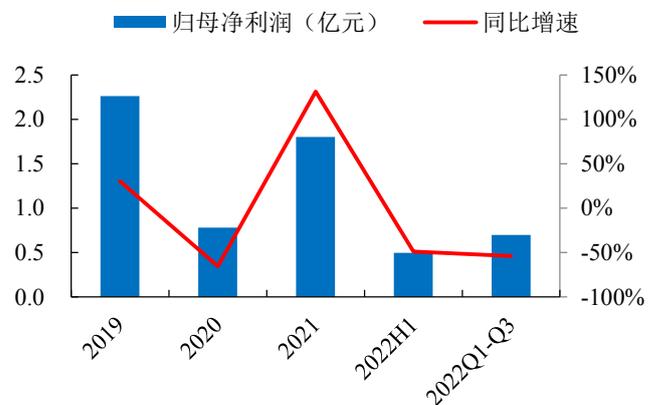
开润股份 2022Q1-Q3 收入 21.6 亿元 (+37.2%)，净利润 0.7 亿元 (-53.8%)，扣非净利润 0.48 亿元 (-61.3%)，扣非下滑幅度更高主要系计提资产减值损失。2022Q3 收入 8.4 亿元 (+43.85%) 同比高增且环比加速主要受益于代工业务订单增长，净利润 0.2 亿元 (-62.8%) 主要系政府补助及投资收益同比减少 1700/1976 万元，扣非净利润为 2906 万元 (-25.9%)。

图139：开润股份 2022Q1-Q3 收入 21.6 亿元 (+37.2%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图140：开润股份 2022Q1-Q3 净利润 0.7 亿元 (-53.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图141：开润股份 2022Q3 收入 8.4 亿元 (+43.85%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图142：开润股份 2022Q3 净利润 0.2 亿元 (-62.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### B2B：砍单预期下代工业务增速超预期，嘉乐亏损环比大幅收窄。

- 收入端：预计 2022Q3 代工收入 6.7 亿元 (+79%)，明显好于同行，其中箱包代工收入增长 60%+、与嘉乐相关的服装代工收入 0.6 亿元。箱包分客

户看，2022 年全年预计迪卡侬增长 50%+，占比 25%+，超 Nike 成为第一大客户；预计 Nike 双位数增长，占比约 20%；VF 增速高于供应链内平均水平，占比高单位数。

- **盈利端：**2022Q3 代工毛利率预计接近 25%，其中箱包毛利率超 25%，环比提升接近 0.8pct，主要系调价机制落地、客户结构有所优化；嘉乐 2022Q2 盈利能力受上海疫情影响，2022Q3 经营状况已大幅改善，亏损由 2022H1 的 1600 万大幅收窄。

**B2C 业务：2022Q3 收入受疫情散发影响，但如期大幅减亏。**

- **收入端：**预计 2022Q3 收入 1.6 亿元左右，同比下滑 15~20%，环比 Q2 降幅收窄，其中预计小米及 90 分收入各占 50%，主要系主动收缩 90 分以及国内疫情散发，疫情防控下出行需求受损。
- **盈利：**预计 2022Q3 品牌端毛利率略下滑，主要系受 90 分海外渠道清货惯性影响，小米和 90 分国内毛利率仍保持稳定，预计净利润同比大幅减亏近 2000 万。

**预计开润股份 2022Q4 业绩承压。**收入端：B2C 业务延续 2022Q3 减亏势头，有望实现盈亏平衡；B2B 业务考虑 2022Q4 遇高基数以及下游去库存，预计 2022Q4 代工收入将有所下滑。利润端：考虑工厂 SAP 上线后公司陆续进行盘亏和历史库存清理，2022Q4 预计继续计提资产减值影响净利润。

**展望 2023 年：2022 年损失计提后轻装上阵，预计 B2C 实现盈利、代工新拓客户放量增长。**(1) B2C 业务：2022Q3 已如期大幅减亏，预计 2022H2 计提损失后 2023 年将轻装上阵，季度不亏损态势延续下预计 2023 年实现盈利；(2) B2B 业务：预计箱包板块收入低双位数增长同时保持盈利能力稳定，箱包板块由于老客户下单谨慎，预计 2023 年由 2022 年新拓客户 PUMA、YETI、HOMEDEPOT 贡献增量；同时，看好嘉乐和优衣库步入合作阶段、新客户订单放量弹性对集团收入的贡献，预计服装板块 50% 增长并实现盈利。

我们预计 2022-2024 年净利润为 0.7/1.5/2.0 亿元，对应 EPS 为 0.3/0.6/0.8 元，当前股价对应 PE 为 50.0/23.7/18.1 倍，维持公司“买入”评级。

### 9.3.3、浙江自然：TPU 垂直一体化核心竞争力稳固，看好柬埔寨出货和家用气垫拓展

公司 2022Q1-Q3 实现营收 8.03 亿元(+20.82%)，归母净利润 1.99 亿元(+8.84%)，扣非归母净利润 2.04 亿元(+19.4%)。2022Q3 实现营收 1.68 亿元(-1.19%) 收入下降主要系下游客户处在去库存周期，推单未砍单导致公司产值增长但发货延后，归母净利润 0.25 亿元(-45.44%)，扣非净利润 0.399 亿元(+2.67%)，归母与扣非净利润差距主要系 2022Q3 人民币大幅贬值导致交易性金融资产公允价值净损失 1871 万，同比增加 1589 万所致。

**2023 年看点：预计传统品类 2023 年外销稳定内销高增长，预计柬埔寨硬箱 2023H1 出货。**预计公司未来将围绕气垫/防水箱包/水上/车载用品四大核心品类发展，(1) 传统品类（不包括 TPU 家用充气床垫）：外销方面，2022Q4 下游客户清库存完成后预计 2023 年外销订单量仍将有所增长，考虑原材料、汇率等因素后预计报价有低单位数增长；内销方面，预计针对性开发新产品及国内精致露营带动下内销订

单仍有较高增长。(2) 柬埔寨产能：预计 2022Q3 已逐步生产配件，注塑保温箱 2023 年已有明确订单，目前已进入设备调试和试产阶段，预计 2023H1 出货。

考虑推迟发货可能挤压 2023 年订单空间，但我们认为不必过于悲观：一方面系公司核心产品 TPU 充气床垫，与 PVC 相比，TPU 主打中高端市场，轻量便捷的同时兼具环保性，深受欧洲户外徒步露营用户的欢迎，市场仍处发展阶段，预计订单增速好于气垫行业平均。另一方面系公司 TPU 产品垂直一体化和规模优势明显，作为熔接类唯一的战略供应商，与大客户深度绑定，同时海外供应链布局有利于降低成立成本以及提升竞争力，供应链整合下头部供应商预计占比进一步提升。

我们预计 2022-2024 年归母净利润为 2.4/3.2/4.0 亿元，对应 EPS 为 2.4/3.1/4.0 元，当前股价对应 PE 为 18.8/14.3/11.3 倍。考虑 10 月下旬发货量已有明显改善，TPU 产品垂直一体化竞争优势明显，柬埔寨硬箱及家用充气床垫预计贡献增量，继续维持“买入”评级。

## 9.4、上游纺织及辅料：看好细分领域逆势扩产、格局优化的龙头标的

### 9.4.1、鲁泰 A：垂直一体化高端色织布龙头，智能化稳步推进

鲁泰 A 是全球高档色织面料生产商和国际一线品牌衬衫制造商。凭借产品创新、垂直一体化产业链布局和国际产能布局，深度绑定国内外客户，与 Burberry、Calvin Klein、HUGO BOSS、Armani、Gucci、OLYMP、UNIQLO、利郎、海澜之家等国内外知名品牌商建立了战略合作关系，中高档色织面料出口市场份额占全球市场的 18% 以上。同行业比较，鲁泰 A 2022Q1-Q3 及各季度收入和利润均领先同行。

图143：2022Q1-Q3 鲁泰 A 收入和利润领先同行

公司	收入 (亿元)					收入 YOY				
	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
鲁泰 A	52.1	33.3	15.8	17.5	18.8	46%	50%	59%	43%	39%
联发股份	33.0	22.8	11.5	11.4	10.2	-5%	2%	22%	-13%	-18%
凤竹纺织	9.4	6.1	2.6	3.5	3.3	-3%	2%	15%	-6%	-12%
嘉麟杰	10.3	6.4	3.0	3.4	4.0	29%	43%	40%	46%	12%
众望布艺	3.2	2.5	1.5	1.0	0.7	-24%	-10%	8%	-29%	-50%
行业整体	108.0	71.1	34.4	36.7	36.9	17%	23%	37%	12%	7%

公司	归母净利润 (亿元)					归母净利润 YOY				
	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
鲁泰 A	7.0	3.9	1.6	2.3	3.0	182%	157%	114%	197%	222%
联发股份	0.6	0.6	0.1	0.5	-0.1	-66%	-43%	-26%	-46%	转亏
凤竹纺织	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	-63%	-53%	-4%	-62%	-69%
嘉麟杰	0.7	0.2	0.0	0.2	0.5	扭亏	-371%	-156%	-357%	393%
众望布艺	0.8	0.7	0.4	0.3	0.1	-26%	-6%	-9%	-1%	-75%
行业整体	9.3	5.7	2.2	3.5	3.6	55%	56%	62%	53%	52%

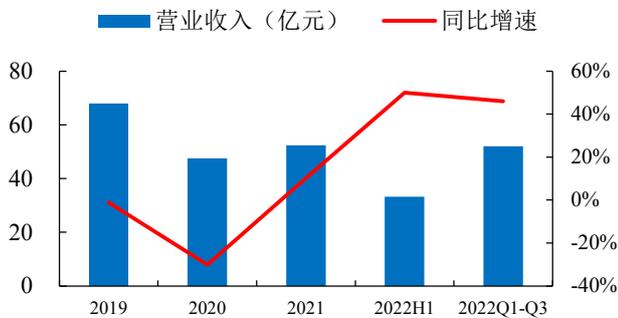
数据来源：Wind、开源证券研究所

鲁泰 A 现有纱线、色织面料、印染面料、功能性面料、针织面料、服装六大产品线，产品销往包括中美意日韩越等 30 多个国家和地区，并实现“国内总部+欧美日设计+东南亚生产”三点协同发展的国际化布局，在柬埔寨、缅甸、越南等国设有海外生产基地，在意大利成立了设计机构，在美国、日本设立了市场服务机构。

开机率恢复、毛利率大幅改善叠加汇兑收益，使 2022Q3 营收利润双增。2022Q1-Q3 鲁泰 A 实现营收 52.1 亿元 (+46%)，归母净利润 7 亿元 (+181.6%)，各季度收入分别为 15.8/17.5/18.76 亿元，同比+59.1%/+42.7%/+39.4%，净利润分别为 1.59/2.35/3.02 亿元，同比增长 113.8%/197.1%/222.4%，净利率分别为 10.1%/13.4%/16.1%，在出口增速放缓下收入增长逐季略有放缓，但仍领跑行业，短期公司盈利能力大幅提升主要受益于：海外高端商务正装需求的强劲恢复和产能小

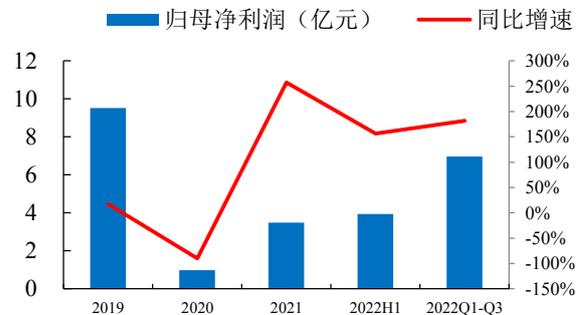
幅增长背景下带动产能利用率提升；人民币贬值带来毛利率提升及汇兑受益、棉价下降以及公司积极控费四重因素。

图144: 2022Q1-Q3 鲁泰 A 实现营收 52.1 亿元 (+46%)



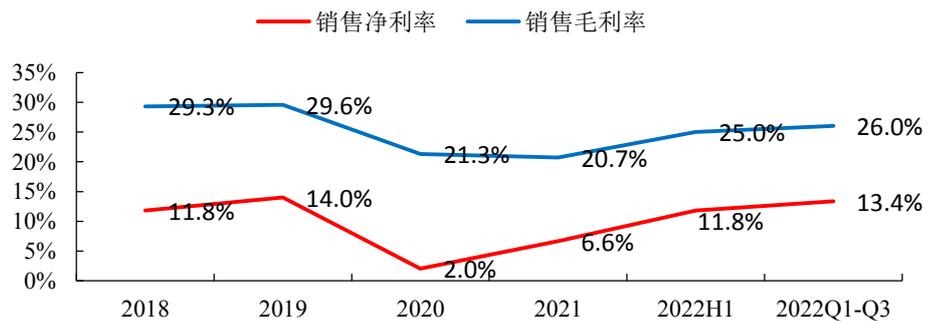
数据来源: Wind、开源证券研究所

图145: 2022Q1-Q3 鲁泰 A 净利润 7 亿元 (+181.6%)



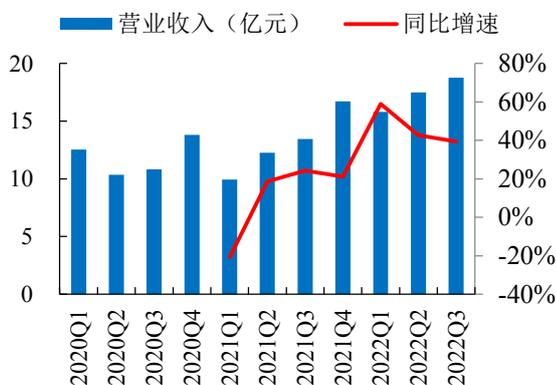
数据来源: Wind、开源证券研究所

图146: 2022Q1-Q3 盈利能力稳步上扬



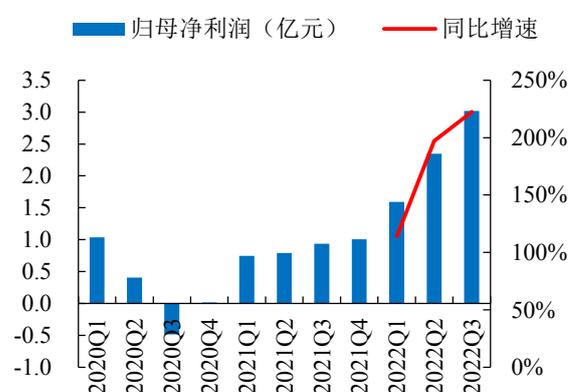
数据来源: Wind、开源证券研究所

图147: 2022Q3 鲁泰 A 收入+39.4%，略有放缓



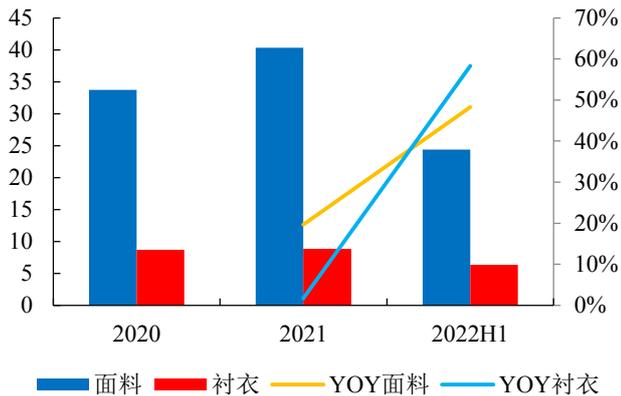
数据来源: Wind、开源证券研究所

图148: 2022Q3 鲁泰 A 净利润+222%，盈利能力再提升

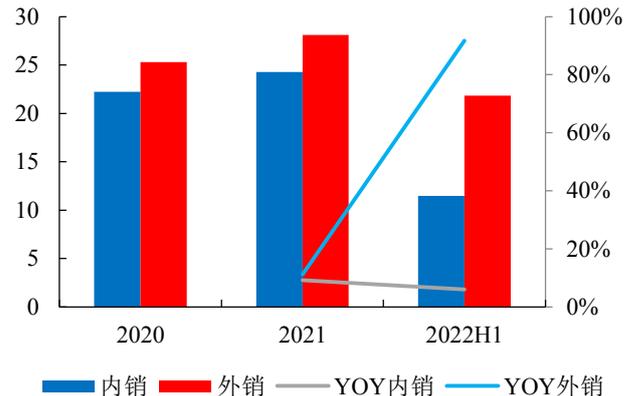


数据来源: Wind、开源证券研究所

2022H1 鲁泰 A 面料及衬衣均有较高增长，分别增长 48%/58%，外销高增 92%，外销占比较 2021 年底提升 12pct，内销略有增长，同比增长 6%。产能利用率方面：2022H1 鲁泰 A 面料、服装产能利用率同比显著回升，分别为 87%（同比+21pct）、85%（+25pct），其中面料国内（山东省）、海外（主要为越南西宁省）产能占比及产能利用率为 80%/89%、20%/81%；服装国内（山东省）、海外（主要为越南安江省、柬埔寨柴楨省、缅甸仰光迪拉瓦经济特区）产能占比及产能利用率为 44%/81%、56%/85%。

**图149：2022H1 鲁泰 A 衬衣及面料共同驱动收入高增**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图150：2022H1 鲁泰 A 外销高增带动整体增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**鲁泰 A 产能扩张持续释放，智能化带来效率提升。**（1）**产能**：截至 2021 年底，鲁泰 A 面料/服装产能分别达到 2.9 亿米/2030 万件，**面料产能扩张 6500 万米**，其中越南年产 3000 万米高档功能性面料项目稳步推进，国内切入功能性面料景气赛道，年产 3500 万米高档功能性面料正在建设中；**成衣产能扩张 300 万件**，越南年产 300 万件成衣产能 6 月份已安装完毕将进入试生产阶段。2021 年，除此外柬埔寨启明服饰三期项目启动。（2）**智能化**：2021 年与阿里巴巴犀牛智造达成战略合作，旨在升级工厂数字化并加快反应速度提升生产效率和成本管控水平。

**表13：鲁泰 A 产能扩张持续释放**

	项目	产品	年产能	建设情况
面料	越南西宁省展鹏县 万象高档面料产品线项目 (一期)	生产高档印染及印花面料	年产高档印染及印花面料 3,000 万米	截至 2022H1 正在建设中，2023 年底有望试防部分产能
	山东省淄博市淄川区鲁泰工业园北侧 功能性面料智慧生态园区项目 (一期)	生产功能性休闲服装面料，产品可用于高端户外用品	高档功能性面料年产能 3500 万米，其中色织功能性机织面料、针织面料 1100 万米/年、1200 万米/年，匹染功能性面料 900 万米/年以及功能性复合面料 300 万米/年	截至 2022H1 正在建设中
成衣	越南安江省 越南鲁安成衣投资建设三期项目	成衣	成衣 300 万件	截至 2022H1 设备安装完毕进入试生产阶段
	柬埔寨柴楨市 柬埔寨启明服饰三期项目			

资料来源：鲁泰 A 公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 9.4.2、富春染织：色纱生产龙头，仓储式生产优势突出叠加产能积极扩张

色纱生产龙头，“仓储式生产为主，订单式生产为辅”。自2002年成立至今，富春染织专注于色纱的开发、生产与销售。业务模式分为两部分，一是仓储式生产模式，主要依托于富春标准色卡进行，采用“合理库存+订单驱动”的原则实现色纱的标准化、大批量生产。**该生产模式优势突出：**(1)规模化生产有效降低生产成本；(2)进行备货提高产能利用率，公司结合历史订单、市场未来需求等信息进行一定规模的备货，实现满缸生产，有效提高产能利用率以降低平均生产成本。(3)大大缩短交货周期，提高了客户的存货和资金周转率。二是订单式生产模式，为满足客户的个性化定制需求，研发部门与生产部门按订单要求进行工艺研发，再组织生产。

色纱量价齐升带动公司业绩增长，盈利能力短期受棉价下行制约。2021年富春染织加速扩张叠加色纱量价齐升带动业绩增长，公司营收/归母净利润分别实现21.75/2.33亿元，2017~2021年CAGR分别为13.09%/33.31%。2022年前三季度需求不振叠加棉价下行导致利润端短期承压，营收/归母净利润分别实现16.17/1.40亿元，同比变动+7.04%/-13.80%，毛利率为13.3%(-5.6pcts)，主要系棉价下行短期因素所致，但表现仍好于行业整体。

图151：2022Q1-Q3 富春染织收入和利润领先同行

公司	收入 (亿元)					收入YOY				
	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
百隆东方	57.3	39.6	19.8	19.9	17.6	3%	1%	5%	-3%	8%
富春染织	16.2	10.4	4.7	5.7	5.7	7%	13%	44%	-4%	-2%
华孚时尚	133.0	85.4	41.5	43.9	47.7	5%	0%	8%	-7%	15%
新野纺织	26.6	20.2	9.8	10.4	6.4	-33%	-20%	-27%	-12%	-56%
宇日股份	39.9	27.2	14.1	13.0	12.7	6%	11%	11%	11%	-2%
华茂股份	25.9	17.0	8.2	8.8	8.9	0%	2%	4%	0%	-3%
行业整体	298.8	199.8	98.1	101.7	99.0	-1%	0%	4%	-4%	-2%

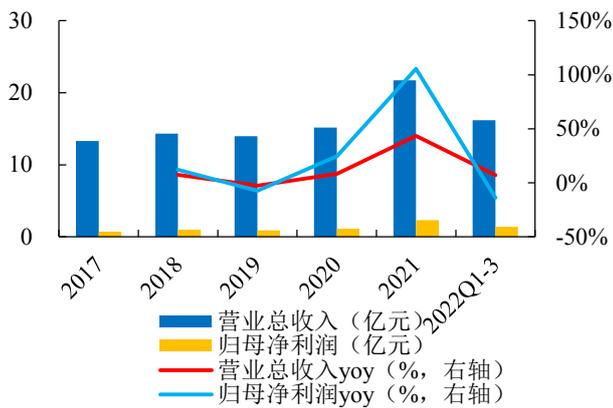
  

公司	归母净利润 (亿元)					归母净利润YOY				
	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1-Q3	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
百隆东方	10.4	7.8	3.4	4.3	2.6	31%	41%	55%	32%	8%
富春染织	1.4	1.2	0.3	0.9	0.2	-14%	16%	-33%	46%	-66%
华孚时尚	3.0	2.9	1.5	1.4	0.1	-33%	-3%	14%	-16%	-94%
新野纺织	-1.1	-0.3	0.1	-0.4	-0.9	转亏	-145%	-69%	-226%	转亏
宇日股份	2.3	1.8	0.5	1.2	0.5	-7%	6%	-39%	55%	-34%
华茂股份	-1.8	-0.8	-1.6	0.8	-1.0	转亏	-153%	535%	-53%	转亏
行业整体	14.2	12.6	4.3	8.3	1.6	-33%	-5%	-12%	-1%	-80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

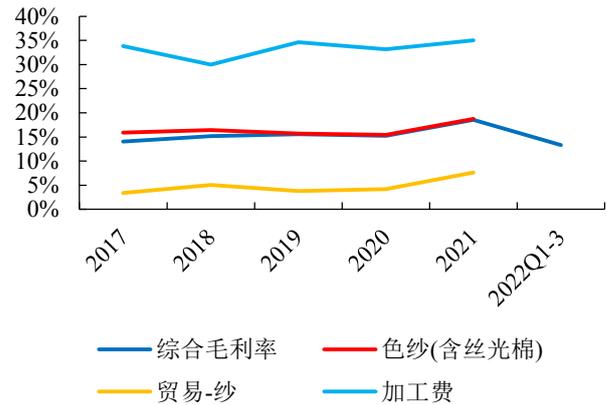
分产品看，色纱为公司主要产品，2021年实现收入19.52亿元，同比增长43.3%，收入占比提升至在90%。分量价来看，2018-2020年色纱的销量/单价年复合增速为14.68%/2.53%，量价齐升带动业绩和盈利能力提升。

图152：2021年色纱量价齐升带动业绩快速增长



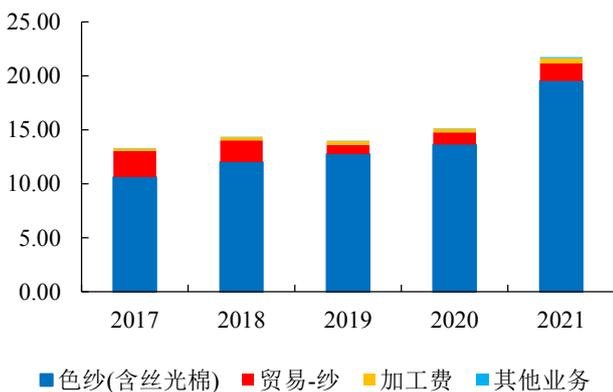
数据来源：Wind、开源证券研究所

图153：产品提价叠加效率提升带动盈利能力提升 (%)



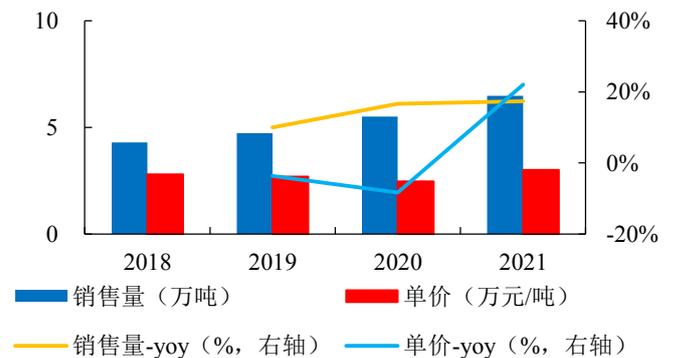
数据来源：富春染织公司公告、Wind、开源证券研究所

图154：色纱为富春染织主要产品 (亿元)



数据来源：富春染织公司公告、开源证券研究所

图155：2021年色纱量价齐升



数据来源：富春染织公司公告、富春染织招股说明书、开源证券研究所

**富春染织积极储备项目，满足产能增长。**公司 2018-2020 年产能利用率均超过 100%，为满足产能需求，公司于 2021 年先后四次募集资金进行产能扩张，芜湖年产 3 万吨高品质筒子纱生产线建设项目和智能化精密纺纱项目在 2022 年 3 月处于在建状态，并储备芜湖年产 3 万吨纤维染色建设项目和荆州 6 万吨高品质筒子纱建设项目，根据公司规划，现有项目已经能满足未来 3-5 年的产能增长。

表14：富春染织产能持续扩张

项目名称	公告时间	总投资	资金来源	建设周期	达产时间
芜湖年产 3 万吨高品质筒子纱生产线建设项目	2021.05	4.2 亿元	IPO	3 年	2023 年
芜湖智能化精密纺纱项目	2021.08	20 亿元 (一期 10.42)	5.7 亿可转债+自有资金	一期 3 年	2024 年
芜湖年产 3 万吨纤维染色建设项目	2021.11	5 亿元	60% 自有资金+40% 银行借款	2 年	2024 年

荆州 6 万吨高品质筒子纱建设项目	2021.12	9 亿元 (一期: 3.75)	银行贷款+自有资金	一期: 2 年; 二期: 2 年	一期: 2024 年; 二 期: 2026 年
-------------------	---------	--------------------	-----------	---------------------	----------------------------

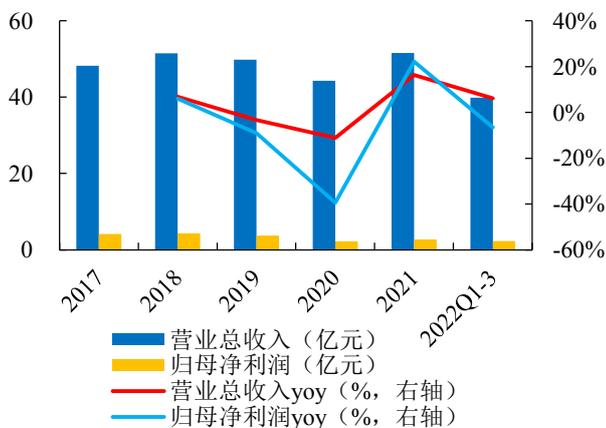
数据来源: 富春染织公司公告、富春染织招股说明书、开源证券研究所

### 9.4.3、伟星股份：辅料龙头，东南亚布局叠加产品升级持续抢占市场份额

“一站式服饰辅料供应商”，服饰辅料龙头。伟星股份成立于 1988 年，公司专注于高档服饰及箱包辅料产品的研发、制造与销售，已成为国内综合规模最大、品类最为齐全的服饰辅料龙头，形成纽扣、拉链两大核心产品。公司坚持大辅料战略进行产品链拓展，进行国际化布局，通过完善的营销网络和强大的保障体系为全球客户提供专业、优质的一站式（全程）服务，以高端智能制造的水平为国内外客户提供优质、快速交期的服务。

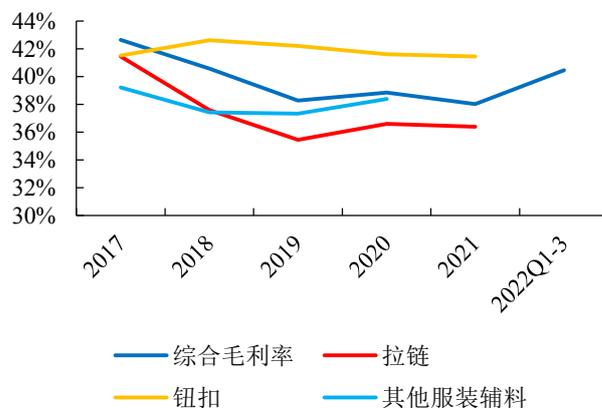
拉链、纽扣订单增加带动公司业绩稳健增长，盈利能力略有波动。2021 年拉链、纽扣订单增加带动业绩稳健增长，公司营收/归母净利润分别实现 33.56/4.49 亿元，2017~2021 年 CAGR 分别增长 6.34%/5.33%；2022 年前三季度海内外服饰消费疲软及下游品牌由于库存压力下单较为谨慎导致营收短期承压，而净利润受益于汇兑损益实现逆势增长，营收/归母净利润分别实现 28.18/5.20 亿元，同比增长 18.88%/30.31%。近年来公司毛利率略有波动，2021 年/2022 年前三季度公司毛利率分别为 38.0%/40.5%，分别同比下降 0.8/0.1pcts，主要系原材料上涨叠加产品结构调整所致。

图156：拉链、纽扣订单增加带动业绩增长



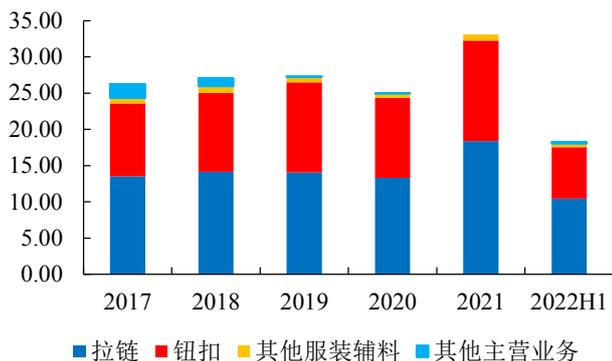
数据来源: Wind、开源证券研究所

图157：伟星股份盈利能力略有波动 (%)

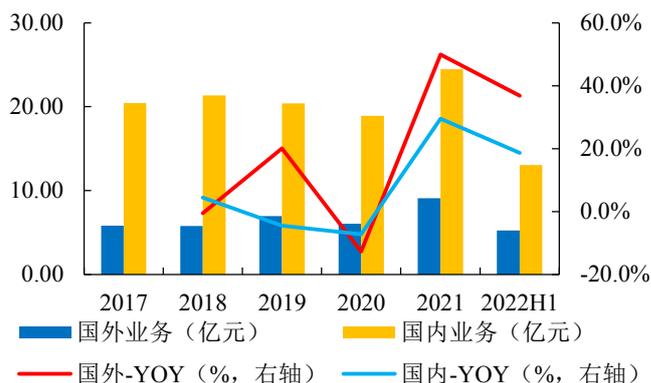


数据来源: 伟星股份公司公告、开源证券研究所

分产品看，拉链、纽扣为公司主要产品，2022H1 分别实现收入 10.45/7.07 亿元，同比增长 29.2%/13.1%。从量价拆分来看，2021 年拉链、纽扣的销量分别达到 4.6 亿米/91.4 亿粒，分别同比增长 27.4%/15.3%，单价分别为 3.96 元/米和 0.15 元/粒，分别同比增长 8.3%/9.4%，纽扣和拉链量价齐升带动收入增长，同时，缓解原材料成本上涨对盈利能力的影响。分地区看，公司国外/国内市场 2022H1 分别实现 5.25/13.03 亿元，分别同比增长 36.8%/18.6%，公司积极开拓海外业务，国外业务占比逐步从 2017 年的 22.1%提升至 2022H1 的 28.7%。

**图158：拉链、纽扣为伟星股份主要产品（亿元）**


数据来源：伟星股份公司公告、开源证券研究所

**图159：从地区上看，国外业务占比显著提升**


数据来源：伟星股份公司公告、开源证券研究所

**东南亚布局叠加产品升级，持续抢占市场份额。**公司致力于成为“全球化、创新型时尚辅料王国”，并为此进行全球产能布局，截止 2022H1 末，孟加拉国的产能占比为 14.95%，目前国内邵家渡工业园、潍坊工业园以及国外孟加拉工业园三期、越南工业园都在积极建设投产中，利用区域优势辐射全球，加速全球客户的拓展。在占据区域优势的同时，公司持续投入技术研发和智能制造，产品质量和稳定性显著提升，快反能力优于同行，更好地满足客户需求，持续抢占竞争对手的市场份额。

## 9.5、跨界标的：主业稳固，新布局开启第二增长曲线

### 9.5.1、兴业科技：汽车真皮内饰业务快速增长，期待 2023 年放量及新车型交付

2022Q3 公司主业经营稳健、汽车皮革业务快速增长，实现收入 6.599 亿元 (+52.84%)，归母净利润 0.803 亿元 (+30.67%)，扣非净利润 0.77 亿元 (+32.8%)。2022Q1-Q3 收入 14.01 亿元 (+13.37%)，净利润 1.32 亿元 (-25.71%)。

**制革主业：**2022Q3 主业经营稳健，实现收入 4.3 亿元 (+4%)，主业产能利用率随着秋冬用皮量提升而有所改善，同时原材料进口价格下降利好利润端修复，2022Q3 净利润同比增长 8%。2022Q4 由于春节同比提前预计下游工厂春节假期将缩短旺季，我们预计 2022Q4 发货和产能利用率略有压力，但高价原材料库存继续消化将继续对利润端产生正向影响。展望 2023 年，主业收入端稳健的同时受益于 2022H1 由于泉州疫情导致的低基数。

**汽车业务：**2022Q1-Q3 宏兴皮革收入 2.66 亿元 (+108.3%)，净利润 2069 万元，较 2021 年增长 173.6%，净利率提升 1.9pct 至 7.8%，净利率环比下降主要系原材料备货旺季之下运用美元押汇，2022Q3 人民币贬值下汇兑损益亏损约 300 万，剔除汇兑损益影响后净利率 11%左右，环比有所提升，2022Q4 兴业科技加大对宏兴皮革资金支持力度，预计净利率承压情况有所改善。预计 6 月并表后收入约 2 亿元，截至 2022Q3 预计理想/蔚来/问界收入占比 70%左右，定点多款车型 2022H2 逐渐交付（蔚来 ET5/理想 L8/问界 M5 EV/哪吒 S/零跑 C01/自游家 NV 等），在手订单充足。

**2023 年看点：**兴业科技依托主业切入新能源高景气赛道，宏兴皮革 2023 年仍有理想 L7/蔚来 EC6/ES6 改款等车型储备，预计存量车型放量及新车型交付提振收入端。在兴业科技的产能/资金/原材料协同之下快速扩产且盈利能力大幅提升，目前公司产能爬坡按预期推进，2022Q3 月产能 200 万平方英尺，预计 2022 年底爬坡至

300-350 万平方英尺/月，2023H1 达 400-450 万平方英尺/月，达产后预计为宏兴皮革扩建徐州工厂。预计 2023 年兴业科技对宏兴皮革的持股比例将提至 70%左右，汽车业务效率提升、精细化管理下，长期净利率有望进一步提升，增厚集团利润端。

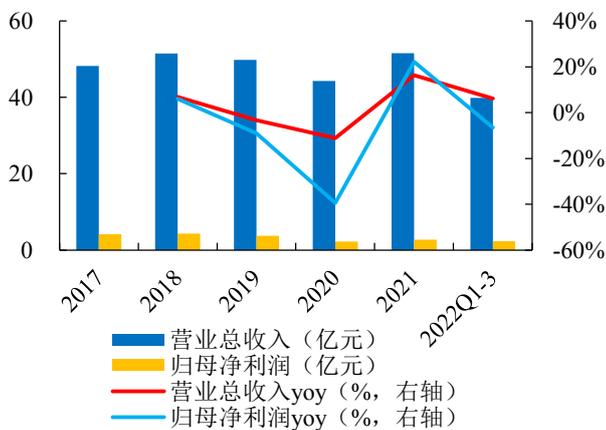
2023 年看主业稳健发展、汽车业务收入与盈利的双升，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 2.1/2.7/3.6 亿元，对应 EPS 为 0.7/0.9/1.2 亿元，当前股价对应 PE 为 15.5/12.2/9.1 倍，继续维持“买入”评级。

### 9.5.2、孚日股份：家纺行业龙头，主业稳健，功能涂层和新材料业务顺利推进

“海外出口份额领先+国内自主品牌发力”，家纺行业龙头。孚日股份前身为高密县织带厂，1987 年更名为高密县毛巾厂，公司专注于毛巾、装饰布、床上用品等家纺用品的研产销，已成为国内家纺行业龙头。业务布局方面，经过多年的紧密合作和良好美誉度，海外出口优势地位稳固，海外业务在规模优势基础上业绩稳健增长；凭借多年来积累的先进技术和生产制造能力，公司经营孚日、洁玉二大主导品牌，多渠道布局进行销售，产品市场占有率处于国内领先地位。

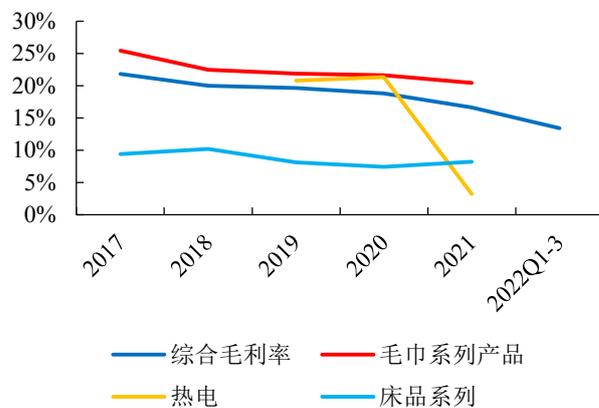
毛巾订单增加带动公司业绩增长，主业承压下盈利能力持续下滑。2021 年海外出口恢复，毛巾订单增加带动业绩增长，公司营收/归母净利润分别实现 51.57/2.73 亿元，2017~2021 年 CAGR 分别为 1.70%/-9.68%；2022 年前三季度海外高通胀、下游需求疲软等导致业绩短期承压，营收/归母净利润分别实现 39.85/2.29 亿元，同比变动+6.24%/-6.57%。近年来公司毛利率持续下滑，2021 年/2022 年前三季度公司毛利率分别为 16.6%/13.4%，分别同比下降 2.2/4.3pcts，主要由于主要产品毛巾的毛利率由 2017 年的 25.4%逐年下滑至 2021 年的 20.4%，拖累公司整体毛利率。

图160：毛巾订单增加带动业绩快速增长



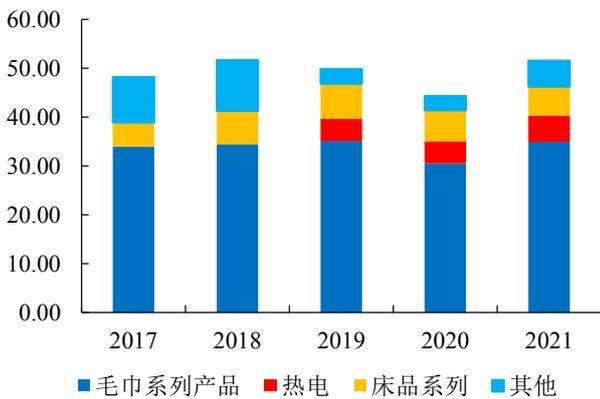
数据来源：Wind、开源证券研究所

图161：孚日股份主业盈利能力持续下滑 (%)

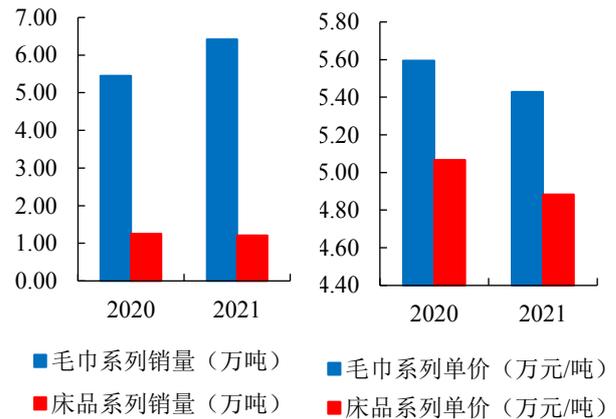


数据来源：孚日股份公司公告、开源证券研究所

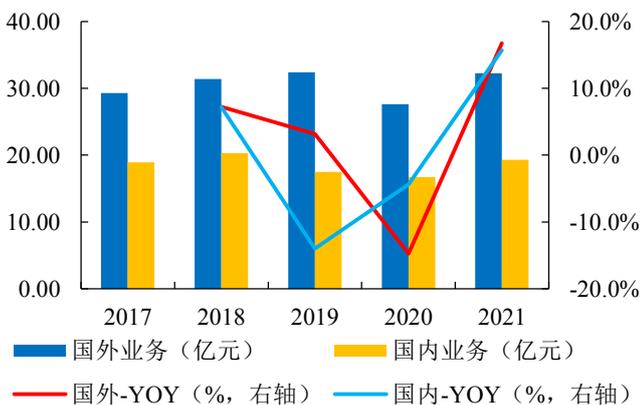
分产品看，毛巾系列为公司主要产品，2021 年实现收入 34.86 亿元，同比增长 14.4%，此外还有部分床品系列和热电收入，2021 年实现收入 5.89/5.48 亿元，同比变动-7.3%/+21.6%。从量价拆分来看，2021 年床品系列的单价和销量较 2020 年均有所下降，而毛巾系列的单价同比下降 3%，收入增长主要来自于量增，2021 年毛巾系列销量为 6.42 万吨，同比增长 17.8%。分地区看，公司国外/国内市场 2021 年分别实现 32.26/19.32 亿元，分别同比增长 16.8%/15.7%。分销售渠道看，公司以 OEM/ODM 为主，2021 年实现收入 35.78 亿元，占比达到 87.8%。

**图162：毛巾系列产品为孚日股份主要产品（亿元）**


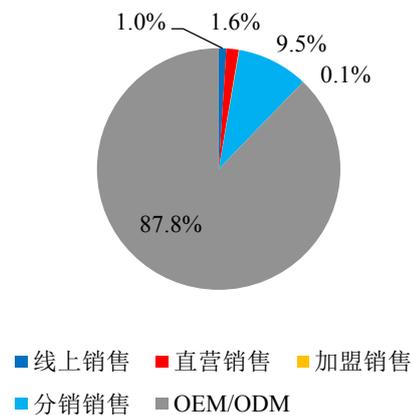
数据来源：孚日股份公司公告、开源证券研究所

**图163：毛巾系列收入增长来自量增**


数据来源：孚日股份公司公告、开源证券研究所

**图164：从地区上看，孚日股份以国外市场为主（亿元）**


数据来源：孚日股份公司公告、开源证券研究所

**图165：从销售渠道看，孚日股份以 OEM/ODM 为主**


数据来源：孚日股份公司公告、开源证券研究所

**布局新材料、新能源赛道。**公司积极拓展新材料、新能源等业务，2021年先后成立孚日宣威、孚日新能源等子公司，聚焦功能涂层业务和电池级VC等新材料业务。**功能涂层业务：**2022年7月军民两用功能性涂层材料项目已进入试生产阶段，产品品类丰富、技术壁垒较高，具备优异的性能并已达到国内同领域领先水平，项目稳步推进。**新材料业务：**2022年9月首期2000吨/年碳酸亚乙烯酯（VC）精制项目已进入试生产阶段，现已产出纯度大于99.995%的合格电子级VC产品，而原材料VC粗品的3000吨/年合成装置预计2022年底投产；公司利用自身液氯优势，投资建设了40000吨/年氯代碳酸乙烯酯（CEC）装置，生产合格的CEC产品为VC和氟代碳酸乙烯酯（FEC）提供原料，预计2022年底投产；公司凭借产业链配套优势将进一步强化锂电池材料项目的市场竞争力。

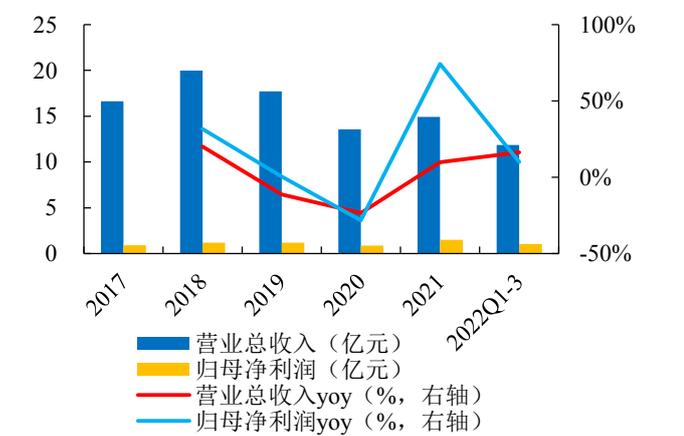
### 9.5.3、南山智尚：精纺服装领军企业，精纺服饰稳健增长+新材料业务顺利推进

**“一体化精纺服饰产业链+新材料布局”，精纺服装领军企业。**自2007年成立至今，南山智尚专注于精纺呢绒、正装职业装的研发设计、生产与销售，经过多年发展已成为国内在精纺呢绒、正装职业装领域的领军企业，拥有较为完善的一体化毛纺织服装产业链。业务布局方面，公司自成立之初深耕精纺服饰业务，不断开发高附加值的进口替代面料及功能性面料，智能化制造和个性化定制助力精纺品牌与服

装设计产业高质量发展;2021年切入超高分子量聚乙烯新材料领域,聚焦高端产品,逐步实现“从有到优”。

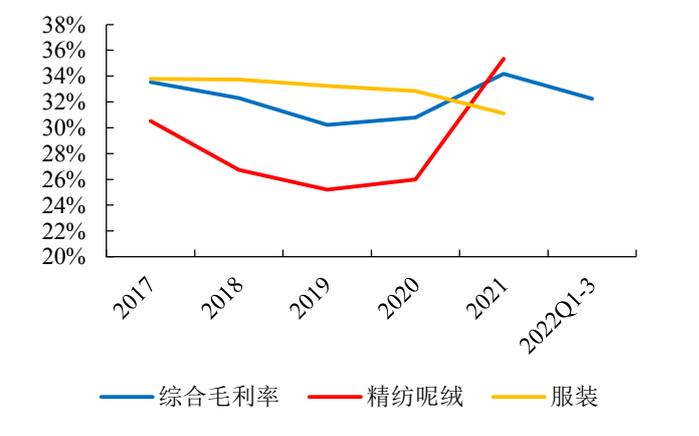
**海外订单增加叠加进口替代加速带动公司业绩稳健增长,盈利能力趋势上行。**2021年开始国产面料进口替代趋势加速,海外客户订单增多带动业绩增长,2021年公司营收/归母净利润分别实现14.92/1.52亿元,2017~2021年CAGR分别为-2.69%/13.44%;2022年前三季度营收/归母净利润分别实现11.85/1.06亿元,同比增长16.27%/10.13%。2018-2020年公司毛利率维持在30%水平,2021年/2022年前三季度公司毛利率分别为34.2%/32.2%,分别同比变动+3.4/-1.8pcts,主要由于高附加值订单占比提升以及羊毛价格波动带动毛利率呈上行趋势。**分产品看**,精纺呢绒和服装为公司主要的营收来源,2022H1分别占比52.5%和46.5%。**分地区看**,公司国内市场贡献收入持续增长,2021年收入占比提升至82.0%;2022H1国产替代进程加快,海外收入实现1.79亿元,同比增长72.5%。

图166: 海外订单增加叠加进口替代加速带动业绩稳健增长



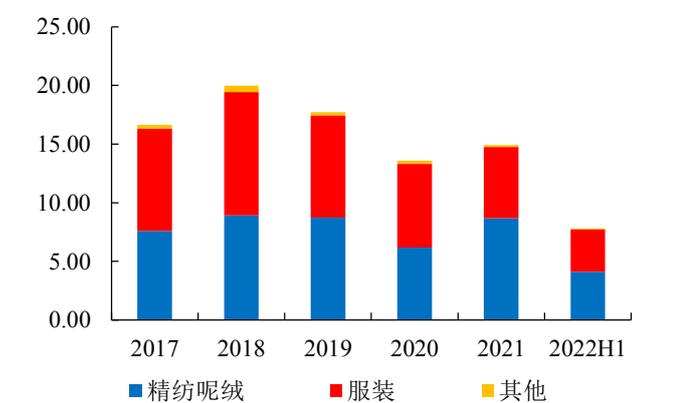
数据来源: Wind、开源证券研究所

图167: 高附加值订单占比提升,盈利能力显著提升(%)



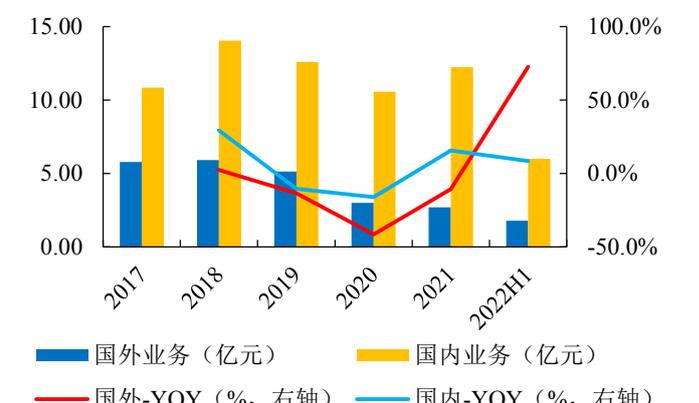
数据来源: 南山智尚公司公告、Wind、开源证券研究所

图168: 精纺和服装为营收主要支柱(亿元)



数据来源: 南山智尚公司公告、开源证券研究所

图169: 南山智尚国内业务占比持续提升



数据来源: 南山智尚公司公告、开源证券研究所

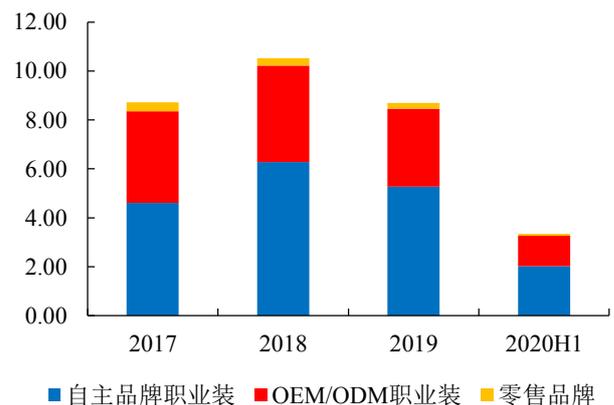
### (1) 精纺服饰: 精纺定位高端产品, 正装设计实现高质量发展

**精纺呢绒: 双品牌差异化布局中高端国际化市场。**南山智尚精纺呢绒面料通过“南山”和“菲拉特”两大自主品牌进行销售,两个品牌差异化定位,“南山”品牌

定位科技和功能性，面向国内外中高端市场；“菲拉特”品牌重点突出意大利原创时尚设计和高品质天然环保理念，引领国内外高端市场。**正装服装：一体化产业链下，自主品牌与 OEM/ODM 协同高质量发展。**公司主要运营了发展成熟的中国职业装领军品牌“缔尔玛”以及尚处培育阶段的高级定制品牌“织尚”；同时，凭借公司一体化的毛纺服饰产业链，建设了集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系，开展 ODM/OEM 业务，公司重点发展自主品牌业务，2020H1 自主品牌实现收入 2.02 亿元，占服装业务比重的 60.4%；其中定制服装业务在自主品牌业务的占比也逐步提升至 2%。

**图170：精纺和服装业务品牌差异化布局**

自主品牌	定位	消费人群	发展阶段
<b>精纺呢绒</b>			
南山	中高端	国外市场：高端奢侈品牌、中高端西装饰品、工业定制客户； 国内市场：国家单位、品牌服装厂	成熟
菲拉特	高端时尚	一线服装品牌、高端定制品牌、高端职业装公司	成熟
<b>正装服装</b>			
缔尔玛	高端职业装	国内外都市白领、职场精英、国家机关单位	成熟
织尚	高端私人订制	都市白领、职场精英	培育

**图171：2020H1 自主品牌收入提升至 60.4%（亿元）**


资料来源：南山智尚招股说明书、南山智尚公告、开源证券研究所

数据来源：南山智尚招股说明书、开源证券研究所

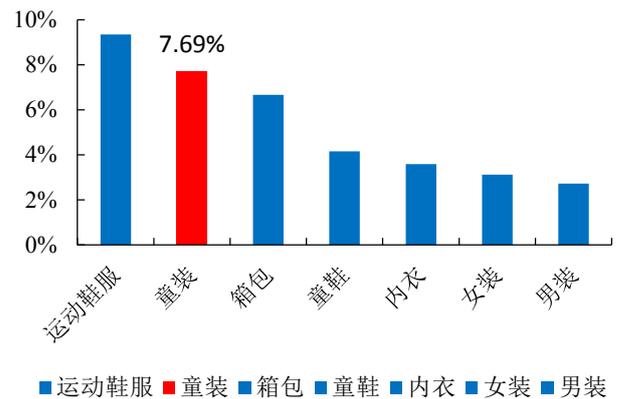
## (2) 新材料业务：募投项目进展顺利

2021 年公司切入超高分子量聚乙烯新材料领域，2022 年募年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目，项目投资总额 7 亿元，其中一期 600 吨项目在 7 月份已调试生产，在手订单充足并已达到满产状态，主要产品分别为 400d 手套丝和 800d 的防弹丝，随着本次募投项目的投产和超高一期项目推进，新材料业务将逐步成熟。

### 9.5.4、安奈儿：童装主业品牌升级行进中，拓展抗病毒新材料业务

**童装市场高速增长。**根据欧睿数据，2021 年我国童装市场规模约为 2563.64 亿元，同比增长 24.56%，2016-2021 年 CAGR 为 10.3%。尽管近年来出生率有所下滑，但每年新出生人数依然稳定在 1000 万以上，随着三胎政策以及各种支持生育养育减负的措施出台长期驱动童装行业发展，据欧睿国际预计，2026 年国内童装市场规模将达到 4170.5 亿元，2022-2026 年 CAGR 预计为 7.69%。

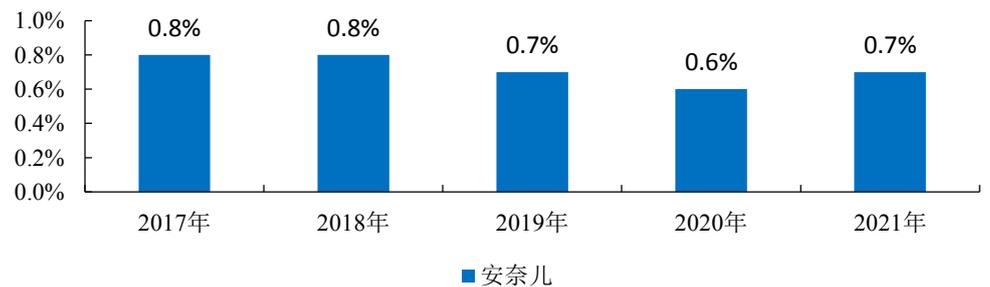
**图172：童装行业 2016-2021 年 CAGR 为 10.3%**

**图173：欧睿国际预计 2022-2026 年童装增速为 7.69%**


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

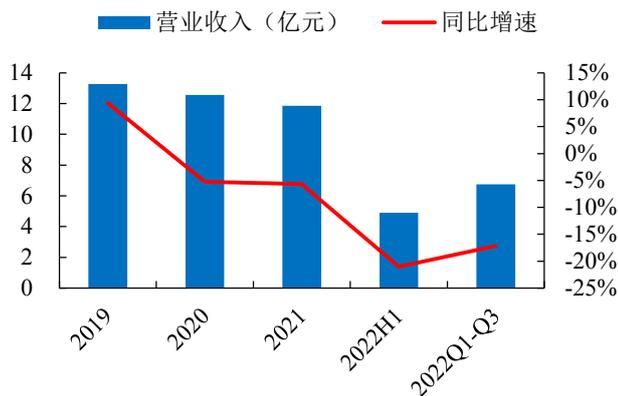
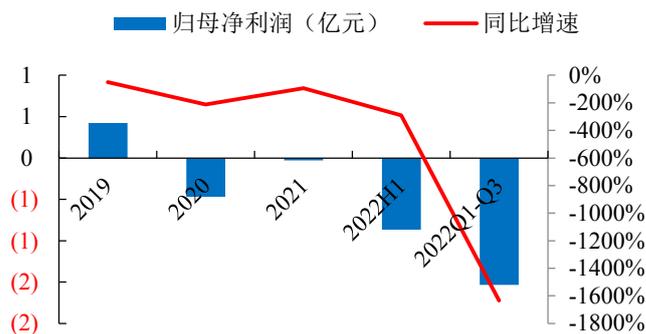
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

**安奈儿品牌市占率 2021 年恢复至疫情前。**2021 年安奈儿品牌市占率为 0.7%，位列第七，童装市场品牌集中度较低，2021 年 CR5 市占率为 12.1%，CR10 市占率仅为 15.3%，头部品牌仍有较大发展空间。

**图174：安奈儿品牌市占率 2021 年恢复至疫情前**


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

随着新生代消费者的育儿理念和对消费品质需求的提升，童装的选购从偏重价格逐渐转变为注重产品的舒适性、安全性、功能性和时尚性。安奈尔品牌创立于1996年，深耕童装26年，定位中高端童装市场，2022Q1-Q3收入6.7亿元(-17.2%)，净利润-1.5亿元（同期为盈利0.1亿元）主要系公司线下直营占比较高，零售业务受疫情影响较深。2022年公司以“科技时尚、超级舒适”为品牌内核从产品、渠道、运营端进行品牌升级。

**图175：安奈儿 2022Q1-Q3 收入 6.7 亿元（-17.2%）**

**图176：安奈儿 2022Q1-Q3 净利润下滑幅度较大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**产品端：产品覆盖 0-12 岁的全年龄段童装，科技、时尚与舒适打造品牌心智。**

**(1) 科技与舒适升级，设立合资公司安奈儿水木科技，开拓独家抗病毒抗菌面料在童装的应用，提高童装单品附加值。**

2022 年 8 月公司发布公告，全资子公司深圳市安奈儿研发设计有限公司与水木聚力接枝新技术有限责任公司成立合资公司安奈儿水木科技，经营范围为抗病毒抗菌功能纺织品的研发、生产、加工及销售。

**安奈儿水木科技自研电子束接枝改性面料可有效抑制痘病毒。**根据《武汉大学病毒学国家重点实验室检测报告》，安奈儿水木的电子束接枝改性面料的检测结果表明电子束接枝改性面料对痘病毒抑制率超过 99%，此面料在抗病毒领域的有效性和重要性有助于公司推动抗病毒抗菌产品在儿童服饰领域的首次应用。

除设立合资全资子公司深圳市安奈儿研发设计有限公司与清华大学天津高端装备研究院共同建立研究中心，持续对电子束接枝改性面料及其在儿童服饰领域应用的共性技术进行深入研究，未来公司还将积极与各大高校、研究机构合作开展科研项目，持续研发科技面料。

**(2) 时尚性升级，安奈儿产品风格从“法式优雅”升级为“雅酷活力”。**安奈儿全新打造了高端产品线 ANNIL BLUE 系列，通过网络童星及 KOL 宣传增强时尚调性，设计上运用到安奈儿品牌超级符号“OK 兔”以及儿童参与的独特创意。

图177：产安奈儿品风格向“雅酷活力”升级



资料来源：安奈儿官方微博账号

图178：通过林钰珊等网络童星宣传，产品时尚性提升



资料来源：安奈儿官方微博账号

### 渠道端：线上改革与线下精细化运营驱动成长

(1) 电商改革成效初现，公司 2021H2 通过人效、产品、用户体验、社群运营等多举措对电商渠道进行改革，2022 年加深与电商平台合作，天猫旗舰店从 5 月开始实现同比增长，在天猫内行业排名大幅提升。在促进传统电商渠道增长的同时全面布局和发力新兴渠道，2022H1 直播电商业务实现翻倍增长。

(2) 线下渠道结构向购物中心升级，门店形象焕新加强消费者体验感，截至 2022H1，直营渠道购物中心店占比已从 2017 年的 18.48% 提升至 33.25%，同时快速对购物中心和头部百货商场门店进行新一代店铺形象的升级迭代。加速数字化进程，修炼全域精细化运营能力，公司加速建设数据平台和业务中台，通过数据共享支撑门店、电商、新零售全渠道精细化运营，目前数据平台第一期已经上线，业务中台将在 2023 年初上线，精细化运营效果初显，2022 年 6 月公司核心销售区域广东地区收入同比增长 29.7%，线下直营门店平均店效同比增长 10.8%。

### 9.6、纺服板块投资建议

依循库存去化以及疫后复苏逻辑，我们提出 2023 年四条投资主线：(1) 继续推荐景气度高的运动户外板块；(2) 建议布局各细分领域内的供应链龙头；(3) 看好细分领域逆势扩产、格局优化的龙头标的；(4) 建议关注纺服主业稳固，新布局开启第二增长曲线的跨界标的。

**表15：依循库存去化以及疫后复苏逻辑，建议关注四条主线**

公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
安踏体育	买入	2281	77.2	80.6	95.4	113.8	2.8	3.0	3.5	4.2	29.5	28.3	23.9	20.0
李宁	买入	1462	40.1	45.4	55.2	66.3	1.5	1.7	2.1	2.5	36.5	32.2	26.5	22.1
特步国际	买入	213	9.1	10.7	13.3	16.3	0.3	0.4	0.5	0.6	23.5	19.9	16.1	13.1
波司登	买入	380	20.6	24.4	28.9	33.9	0.2	0.2	0.3	0.3	18.4	15.6	13.2	11.2
浙江自然	买入	46	2.2	2.4	3.2	4.0	2.2	2.4	3.1	4.0	20.8	19.0	14.5	11.4
华利集团	买入	589	27.7	33.3	40.4	50.3	2.4	2.9	3.5	4.3	21.3	17.7	14.6	11.7
开润股份	买入	39	1.8	0.7	1.5	2.0	0.8	0.3	0.6	0.8	21.7	53.5	25.4	19.3
兴业科技	买入	34	1.8	2.1	2.7	3.6	0.6	0.7	0.9	1.2	18.6	16.2	12.7	9.5
鲁泰 A	未评级	63	3.5	8.1	9.1	9.9	0.4	0.9	1.0	1.1	18.0	7.8	6.9	6.3
伟星股份	未评级	107	4.5	5.7	6.8	8.2	0.4	0.6	0.7	0.8	23.8	18.7	15.7	13.1
富春染织	未评级	24	2.3	1.9	2.6	3.3	1.9	1.5	2.1	2.6	10.4	12.9	9.5	7.4
南山智尚	未评级	38	1.5	1.7	2.2	2.8	0.4	0.5	0.6	0.8	24.8	22.2	17.2	13.3
孚日股份	未评级	44	2.7	2.9	3.9	5.9	0.3	0.3	0.5	0.7	16.0	15.3	11.2	7.4
安奈儿	未评级	41	0.0	-0.1	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.2	-1338.3	-811.0	675.8	101.4

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：鲁泰 A/伟星股份/富春染织/南山智尚/孚日股份/安奈儿为一致盈利预测，其他盈利预测来自开源证券研究所，总市值截至 2022 年 12 月 2 日，2022 年 12 月 2 日汇率：1 港币=0.9 人民币。

### 9.7、附：纺服行业研究样本

我们跟踪 A+H 股中的 109 家上市公司，其中 A/H 股分别包括 85/24 家，纺织制造/服装家纺/零售公司分别包括 53/54/2 家，在研究纺服行业经营情况时，以 A 股 85 家上市公司为研究样本。

图179：以 A 股 85 家上市公司为研究样本

A+H (53)	细分领域	代码	包含标的	A+H (56)	细分领域	代码	包含标的
纺织制造	运动服装	2313.HK	中洲国际	服装家纺品牌	运动服饰	2020.HK	安踏体育
		0551.HK	裕元集团			2331.HK	李宁
	户外代工	300979.SZ	华利集团		1368.HK	特步国际	
		605180.SH	华生科技		1361.HK	361度	
		605080.SH	浙江自然		603908.SH	牧高笛	
		001238.SZ	浙江正特		300005.SZ	探路者	
		002489.SZ	浙江永强		002780.SZ	三夫户外	
		300577.SZ	开润股份		3998.HK	波司登	
		300994.SZ	久谦股份		002832.SZ	比音勒芬	
		603889.SH	新澳股份		002154.SZ	报喜鸟	
	毛纺	600220.SH	江湾阳光		家纺	002293.SZ	罗莱家纺
		002193.SZ	如意集团			603365.SH	水星家纺
	家纺	601339.SH	百隆东方		002327.SZ	富安娜	
		605189.SH	富春染织		003041.SZ	慕爱美家	
		002042.SZ	华孚时尚		002397.SZ	梦洁股份	
		002087.SZ	制鞋纺织		男装	600398.SH	海澜之家
		002083.SZ	孚日股份			1234.HK	中国利郎
		000850.SZ	华茂股份		601566.SH	九牧王	
		2678.HK	天虹纺织		600400.SH	红豆股份	
		面料	000726.SZ		晋泰A	1817.HK	慕尚集团控股
002394.SZ			联发股份	002029.SZ	七匹狼		
600493.SH			凤竹纺织	休闲装	603877.SH	太平鸟	
002486.SZ	嘉麟杰		002563.SZ		森马服饰		
1382.HK	在太纺织	301088.SZ	戎美股份				
605003.SH	众望布艺	603196.SH	拜播时尚				
辅料	603055.SH	台华新材	0709.HK	信丹致国际			
	002404.SZ	泰杭丝绸	002269.SZ	走郎服饰			
非毛纺织纺织机械	600156.SH	华升股份	603518.SH	群创集团			
	600232.SH	金鹰股份	603511.SH	爱慕股份			
服装	603558.SH	捷成集团	002763.SZ	汇洁股份			
	001234.SZ	泰茗士	2298.HK	都市丽人			
印花	2232.HK	晶苑国际	600137.SH	浪莎股份			
	002634.SZ	棒杰股份	1388.HK	安莉莎控股			
	605138.SH	奥泰集团	603587.SH	地素时尚			
	600448.SH	华纺股份	603808.SH	歌力思			
无纺布	600987.SH	航民股份	003016.SZ	欣智股份			
	605055.SH	迎丰股份	603839.SH	安正时尚			
皮革	300888.SZ	锦健医药	3306.HK	江南布衣			
	300658.SZ	越江股份	3709.HK	赢家时尚			
鞋	603238.SH	诺邦股份	002875.SZ	安奈儿			
	000955.SZ	欣龙控股	301276.SZ	嘉曼服饰			
内衣	300877.SZ	金泰股份	603557.SH	起步股份			
	002674.SZ	兴世科技	002762.SZ	壹发江比			
鞋	300591.SZ	万里马	603001.SH	奥康国际			
	002494.SZ	华斯股份	603116.SH	红蜻蜓			
鞋	002003.SZ	伟星股份	603958.SH	哈森股份			
	002098.SZ	兴兴股份	1028.HK	千百度			
鞋	2199.HK	维珍鞋	0210.HK	达芙妮国际			
	2111.HK	超差国际控股	300901.SZ	中胤时尚			
鞋服跨界	兴世科技 孚日股份 红豆股份 江苏阳光 金鹰股份 联发股份 美尔雅(600107.SH) 中银绒业(000982.SZ) 宝达高科(002144.SZ) 鹿港达(603665.SH)	鞋面用革+汽车内饰皮革 家纺+锂电池电解液添加剂 男装品牌-风电储能 精纺呢绒面料+热电+光伏 纺织机械设备+锂电池材料 毛纺主业+新能源车锂电 服装品牌+合作阿拉善盟新能源热汽 羊绒贸易+锂电池材料 经编面料+汽车内饰经编面料 防护手套+锂电池矿	零售	1836.HK	九兴控股		
				603608.SH	天创时尚		
				002687.SZ	鲁洁白		
				300918.SZ	南山智尚		
				300840.SZ	赫特智能		
				6110.HK	滔搏		
3813.HK	宝胜国际						

资料来源：Wind、开源证券研究所

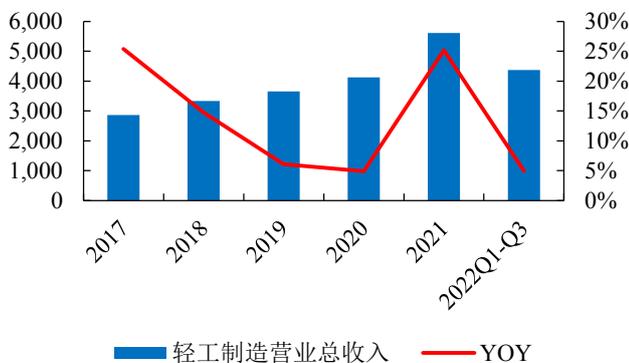
## 10、轻工行业：板块持续分化，把握景气赛道

### 10.1、行业整体回顾：2022Q1-Q3 疫情扰动下业绩承压，2022Q3 轻工板块利润降幅收窄

#### 10.1.1、板块收入稳健增长，疫情扰动下业绩承压

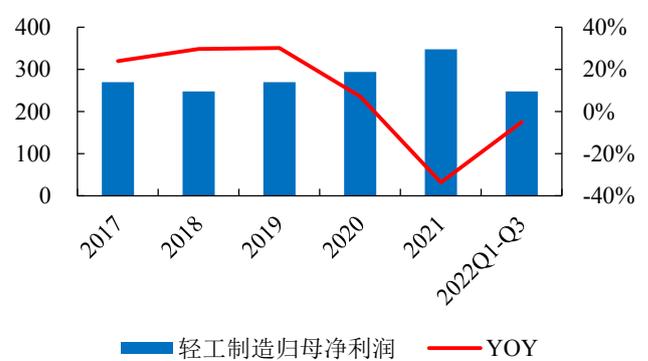
**2022Q3 轻工板块收入稳健增长，利润端仍承压。**2022Q1-Q3 轻工制造板块合计收入 4376 亿元，同比增长 4.9%，实现归母净利润合计 248 亿元，同比下降 5.1%。其中，2022Q3 轻工板块合计收入 1541 亿元，同比增长 3.8%，实现归母净利润合计 90.3 亿元，同比下降 13.8%。受房地产下行及疫情反复影响，板块利润下降明显，收入保持稳健增长。

图180：2022Q1-Q3 轻工板块收入同比+4.9%（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图181：2022Q1-Q3 轻工板块利润同比-5.1%（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

分子行业看，2022Q1-Q3 家居用品/造纸/包装印刷/文娱用品行业收入增速分别为 0.4%/10.4%/5.3%/3.5%，归母净利润增速分别为-17.5%/-51.3%/-20.7%/-11.6%。收入方面，包装印刷及文娱用品收入增速表现较好，其余板块受外部环境及同期高基数影响增速放缓；利润方面，各子行业受原材料价格高企及地产下行影响跌幅明显。

2022Q3 家居用品/造纸/包装印刷/文娱用品行业收入增速分别为-4.6%/+10.6%/+9.1%/+6.5%，归母净利润增速分别为-6.1%/-37.3%/-5.7%/-14.0%。

其中，2022Q3 包装印刷和文娱用品行业收入端环比降幅收窄，除文娱用品外，其余行业利润端增速回升，表现出盈利能力修复弹性。2022Q3 家居用品/造纸/包装印刷/文娱用品行业收入增速分别环比变化-4.4pct/-4.9pct/+9.0pct/+5.8pct，利润增速分别环比变化+9.2pct/+15.2pct/+24.7pct/-4.4pct。

**表16：分子行业看，2022Q3 家居用品、造纸和包装印刷板块环比利润边际修复**

	2019	2020	2021	2022Q1-Q3	2022Q2	2022Q3
<b>合计收入同比增速</b>						
轻工制造	6.1%	4.9%	25.2%	4.9%	5.0%	3.8%
家居用品	9.6%	4.8%	27.9%	0.4%	-0.2%	-4.6%
造纸	0.4%	2.9%	24.2%	10.4%	15.4%	10.6%
包装印刷	5.5%	5.0%	23.7%	5.3%	0.1%	9.1%
文娱用品	27.6%	16.7%	19.0%	3.5%	0.7%	6.5%
<b>合计净利润同比增速</b>						
轻工制造	3.8%	-6.3%	-1.2%	-29.6%	-31.2%	-13.7%
家居用品	45.4%	-22.3%	-21.8%	-17.5%	-15.3%	-6.1%
造纸	-27.3%	7.6%	39.8%	-51.3%	-52.5%	-37.3%
包装印刷	8.8%	-5.4%	5.9%	-20.7%	-30.4%	-5.7%
文娱用品	0.4%	49.5%	-32.6%	-11.6%	-9.6%	-14.0%

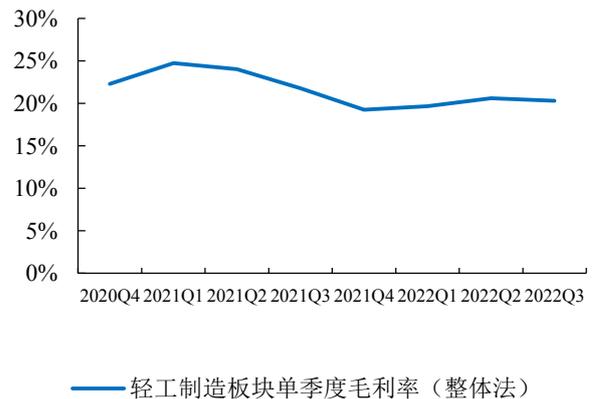
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 10.1.2、盈利能力：2022Q1-Q3 板块毛利率及净利率受宏观环境影响仍承压

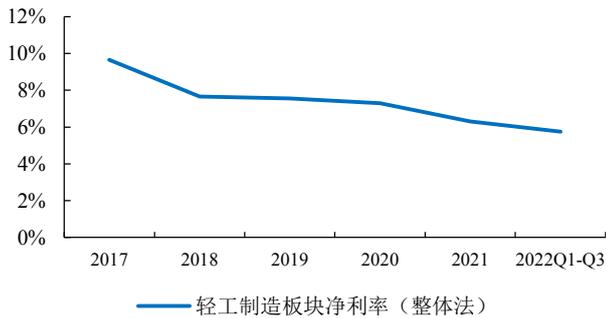
2022Q1-Q3 轻工板块毛利率净利率阶段性承压。2022Q1-Q3 轻工制造板块毛利率（用整体法计算）为 20.4%，同比下降 3.3pct；净利率（用整体法计算）为 5.8%，同比下降 2.8pct，相较于 2022H1，毛利率及净利率同比降幅收窄。其中，2022Q3 轻工制造板块毛利率为 20.3%，环比下降 0.3pct；净利率为 6.0%，环比下降 0.3pct，原材料高位运行及疫情反复下需求走弱影响仍在持续，板块盈利能力亟待修复。

**图182：2022Q1-Q3 轻工制造板块毛利率同比下降3.3pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图183：2022Q3 轻工制造板块毛利率环比下降0.3pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图184：2022Q1-Q3 轻工制造板块净利率同比下降 2.8pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图185：2022Q3 轻工制造板块净利率环比下降 0.3pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

分子行业看，2022Q3 家居用品、包装印刷盈利能力显著修复，造纸板块环比回落明显。2022Q1-Q3 家居用品/造纸/包装印刷/文娱用品行业毛利率分别为 29.2%/13.1%/16.7%/20.0%，净利率分别为 7.5%/4.1%/5.3%/6.0%。受外部宏观因素扰动，各个子行业毛利率及净利率仍承压；造纸盈利能力下降最为明显，主要系受原材料价格高位运行影响。

从 2022Q3 单季度看，家居用品及包装印刷板块盈利能力环比趋势向好。2022Q3 家居用品/造纸/包装印刷/文娱用品行业平均毛利率分别为 30.5%/11.5%/16.6%/19.5%，净利率分别为 8.8%/3.0%/5.6%/6.2%。其中，家居用品及包装印刷毛利率及净利率均有不同程序环比提升，主要系受益于原材料高位回落及美元升值贡献汇兑收益。

**表17：分子行业看，2022Q3 家居用品、包装印刷盈利能力环比修复，造纸板块盈利能力环比回落**

	2019	2020	2021	2022Q1-Q3	2022Q2	2022Q3
<b>毛利率</b>						
轻工制造	26.8%	25.0%	22.5%	20.4%	20.6%	20.3%
家居用品	35.5%	33.5%	29.1%	29.2%	28.8%	30.5%
造纸	20.6%	18.8%	17.6%	13.1%	14.2%	11.5%
包装印刷	24.0%	21.0%	17.8%	16.7%	16.3%	16.6%
文娱用品	27.6%	25.9%	22.1%	20.0%	20.0%	19.5%
<b>净利率</b>						
轻工制造	7.6%	7.3%	6.3%	5.8%	6.3%	6.0%
家居用品	9.3%	7.9%	6.2%	7.5%	8.5%	8.8%
造纸	6.0%	6.5%	7.2%	4.1%	4.5%	3.0%
包装印刷	7.7%	7.0%	5.8%	5.3%	5.2%	5.6%
文娱用品	6.7%	9.1%	3.7%	6.0%	6.1%	6.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

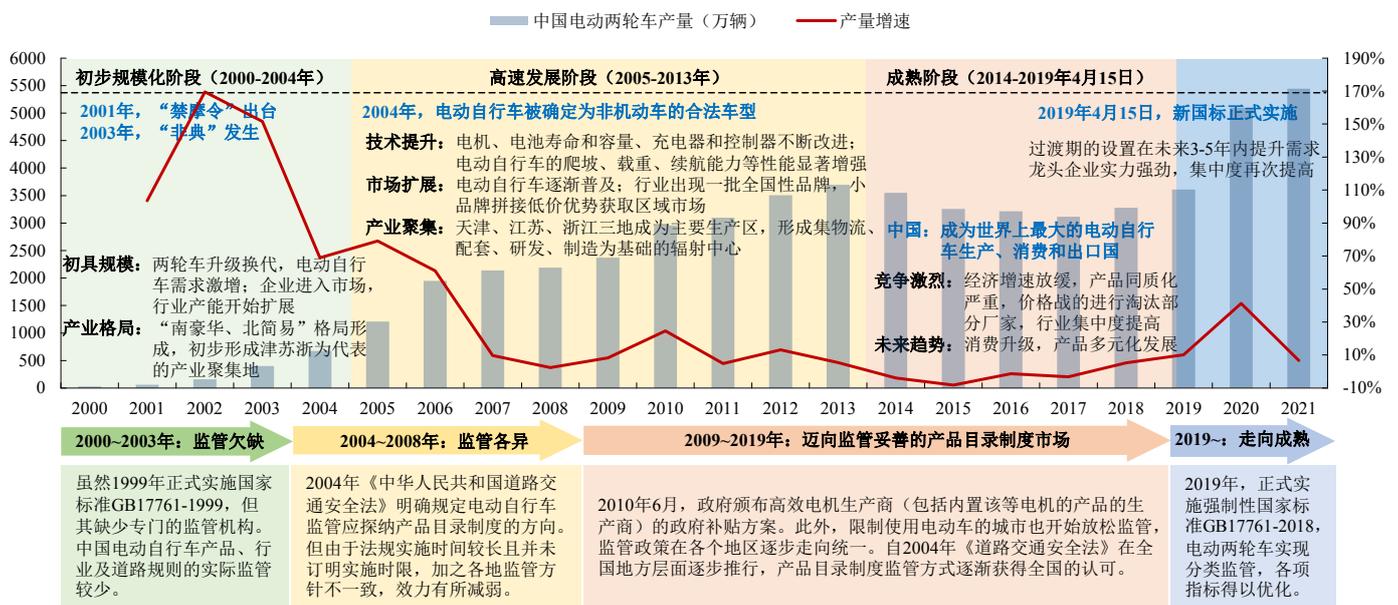
## 10.2、高景气细分赛道：电动两轮车、宠物、保温杯行业

### 10.2.1、电动两轮车：海内外双轮驱动，未来成长可期

■ 国内：供给端持续出清，需求端量价可期

经过 20 余年的发展，我国电动两轮车监管体系从欠缺走向完善，行业发展从初具规模走向提质增效，监管与发展相辅相成。(1) 初步规模化阶段(2000-2004 年)，产量 CAGR 达到 119.7%。为规范电动自行车产品质量，国家出台了许多相关政策和法规，但制度不完善、监管体系匮乏。随着后续产品技术提升，加之 2001 年的“禁摩令”出台，消费者对电动自行车的需求不断提升，企业开始逐渐转投，行业产能初具规模。(2) 高速发展阶段(2005-2013 年)，产量 CAGR 达到 14.97%。为加强监管，2004 年国家颁布了《中华人民共和国道路交通安全法》，规定电动自行车为非机动车，需依法登记；为促进发展，2010 年国家加大电机生产补贴力度，核心技术显著提升，推动电动自行车大范围普及。截止 2013 年产量已达到 3695 万辆。(3) 成熟阶段(2014-2019 年 4 月 15 日)，行业进入整合期，产量增速放缓。行业监管体系虽走向成熟，但产品同质化严重，价格战成为主要竞争手段，电动两轮车产量较 2014 年初大幅下滑。(4) 新国标实施阶段(2019 年 4 月 15 日之后)，产量增速回暖。随着 2019 年《电动自行车安全技术规范》(GB 17761-2018)实施，行业进入规范化生产，电动两轮车安全、质量得到进一步改善，产量增速出现回升。

图186：当前我国电动两轮车行业进入提质增效的成熟发展阶段



资料来源：爱玛科技招股说明书、艾瑞咨询、开源证券研究所，注：2019 年开始根据新国标将电动两轮车分为电动自行车、电动普通摩托车和电动轻便摩托车

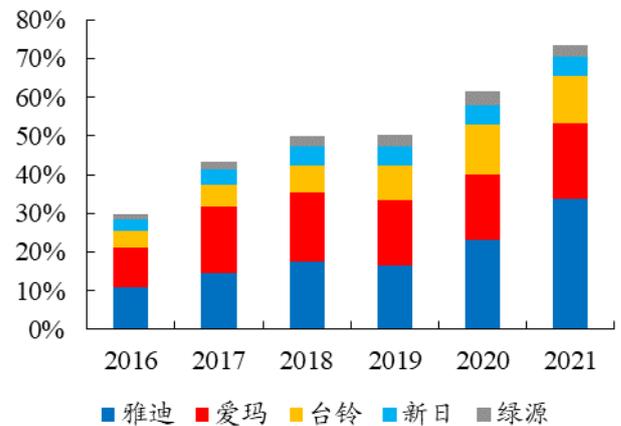
**新国标加速供给出清：**新国标的实施，完善了行业监管体制，塑造了行业健康生态，解决了行业三大问题：(1) 分类细化，便于监管。电动两轮车被分为：电动自行车、电动轻便摩托车和电动摩托车，所有车型均需 3C 强制认证，不同车型需办理不同牌照，除电动自行车外，其他车型还需拥有相应机动车驾驶证。(2) 完善法规，消除漏洞。新国标弥补了旧国标关于“否决项目、重要项目和一般项目”出现的漏洞，规定所有项目均符合要求才认定合格，杜绝了“超标车”的出现，加高了行业技术壁垒。(3) 增加要求，保障安全。新国标加强了了防火阻燃、充电保护等

安全性能要求，限制车身尺寸、增加车速提示音、放宽最高车速，提高了消费者的出行效率和安全性。

图187: 《新国标》监管趋严, 电动两轮车行业出清加快



图188: 头部品牌市占率稳步提升



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

《新国标》成行业拐点, 中短期促进需求快速增长。《新国标》政策一方面加快了合规电动两轮车的替换速度, 另一方面促进了行业整体的参数优化和产品序列的迭代升级, 行业渗透率有望提升。在该政策实施后, 行业需求空间主要由强制性替换需求、保有量带来的新增需求和自然更新需求构成。预计未来行业短期需求驱动主要来自于新国标剩余执行的更换需求, 长期需求驱动来自于存量自然更新需求和保有量提升带来的新增需求。在整个测算过程中, 我们均是在依据各地计划的新国标过渡期截至时间超标车全部替换完成进行, 因此测算的结果会显示行业需求峰值预计在 2022 年达到, 约 7722.7 万辆, 随后销量在 2024 年回落至 5500 万辆左右的水平。同时因为部分地区过渡期是在 2025 年截止, 所以到 2025 年迎来销量的第二个小高峰, 预计在 6018.4 万辆左右。2020 年行业实际销量为 4760.0 万辆, 与测算出的行业需求水平 5048.5 万辆相近。

图189: 预计电动两轮车 2022-2025 年均增量 6119 万辆

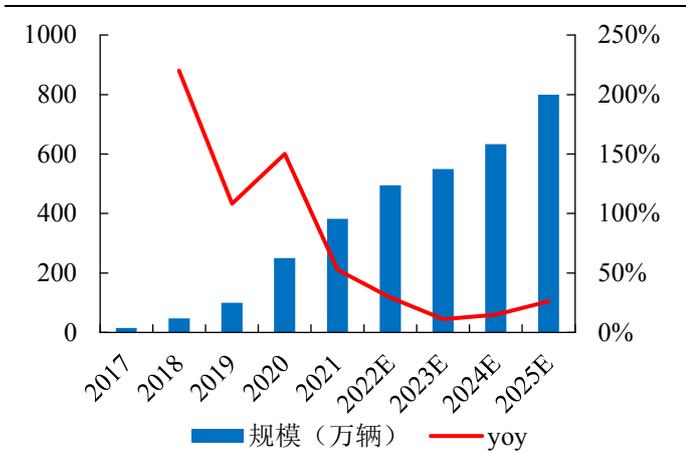
年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新国标强制性替换需求 (万辆)	1644.9	1764.5	3877.2	1377.9	1497.5	1722
保有量提升带来的新增需求 (万辆)	2000	3000	2336	2091	2053	2102
自然更新需求 (万辆)	1284	1285	1509	1806	1909	2194
电动两轮车的需求空间测算 (万辆)	4928.9	6049.7	7722.7	5274.9	5459.7	6018.4
行业销量 (万辆)	4760.0	4975.0	6100 (艾瑞咨询)			

数据来源: 艾瑞咨询《2021 年中国两轮电动车智能化白皮书》、开源证券研究所, 注: 我们假设非新国标的电动两轮车在过渡期前全部替换, 而大部分省市在 2022 年结束过渡期, 故新国标强制替换需求在 2022 年处于 3877.2 万辆的水平。但考虑到用户对政策的实施普遍持观望态度, 对于政策的响应会相对滞后, 加之部分地区延长《新国标》过渡期, 加剧了用户新国标强制替换的滞后性。基于时

滞的存在，2022 年的部分替换需求将会在 2022 年之后（2023-2025 年）完成，整体来看根据测算的结果 2022-2025 行业新增需求累计是 24475.8 万辆，平均每年新增需求大概是 6119 万辆。

此外 B 端共享单车及即时配送也会为电动两轮车的需求带来增量。(1) 共享单车处于规模扩张期，预计未来市场前景广阔。2021 年共享电单车投放规模达 382 万辆，同比+52.8%，作为中短途轻便代步工具，共享单车升级将为电动单车带来新增长。根据艾媒咨询，共享电单车市场规模在 2025 年有望达到 800 万辆。(2) 疫情带来线上订餐市场新一轮红利。受疫情影响，大众出行与店内就餐受限，这加快了线上订餐市场的发展。2021 年即时配送服务行业规模达 279 亿单，同比+32.9%，未来随着即时配送服务场景不断拓宽，预计 2026 年市场规模将达千亿量级。外卖行业配送服务高度依赖电动自行车，在线订餐市场规模增长使得外卖配送群体不断扩大，激发了新一轮电动自行车需求。

图190：电单车投放量预计持续增长



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图191：即时配送服务行业处于快速上升期



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

### ■ 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、减免电动车税收等政策，同时鼓励铺设充电设备，加快推动电动两轮车的普遍适用性，持续助力“油改电”。此外，东南亚国家受限于经济发展水平和道路铺设情况，油摩具有较大的市场规模，随着禁摩令的实施，将有力推动电动车市场快速发展。

**图192：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	为鼓励民众尽快广泛使用电动车，对售价不超过 150,000 泰铢的电动摩托车（包括全散件进口组装和整车进口）补贴 18,000 泰铢/辆（2022-2025 年），同时免征/减征电动摩托车整车（CBU）进口关税，下调消费税率，并按规定给予补贴，以期通过降低售价来刺激消费者对电动车的需求
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，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，加快在全国兴建充电站和充电桩，引进充电摩托车等。政府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
菲律宾	2022	实施《电动车产业发展法》，免除电动车制造商四到七年的所得税
	2021	颁布《电动汽车和充电桩法案》，旨在为电动汽车产业的发展提供政策和监管框架，有效促进电动汽车的购买和采用，支撑电动汽车商业化。

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

我们预计东南亚电动两轮车市场规模将持续扩大。2001-2004 年，我国的电动化率分别为 5.3%、11.3%、21.5%、28.8%。由于全球电动两轮车产业发展已趋于成熟，因此限油改电政策的逐步推行无疑会快速提升东南亚地区的电动化率，并极大概率超过我国 2001-2004 年的水平。因此以中国 2001-2004 年的电动化率作为东南亚地区 2022-2025 年的估计值对该地区的电动两轮车市场做出预测，结果显示 2022-2025 年东南亚地区电动两轮车的销量分别为 60 万辆、140 万辆、310 万辆和 470 万辆，市场规模不断扩大。

**图193：预测东南亚 2025 年电动两轮车销量达 470 万辆 单位：百万辆**

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
东南亚摩托车销量	10.5	10.2	10.6	10.8	11.1	11.3	11.5
yoy	2.3%	-2.3%	3.1%	2.8%	2.8%	1.8%	1.8%
电动化率				5.3%	11.3%	21.5%	28.8%
东南亚电动两轮车销量				0.6	1.4	3.1	4.7
yoy					135.2%	118.4%	50.2%

数据来源：东南亚摩托车协会、国家统计局、中国自行车协会《自行车行业经济运行分析报告》、开源证券研究所 注：此处东南亚统计的口径包括印尼、泰国、菲律宾、新加坡、马来西亚

#### ■ 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，外加电池端的外延延申降本增效综合拉动毛利率的提升所致。

图194：新国标落地后营收增速提升

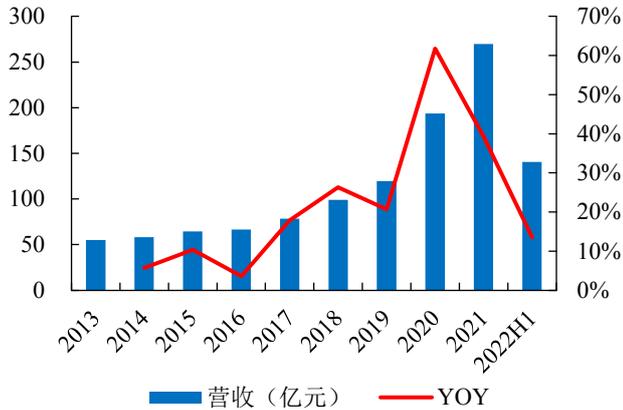
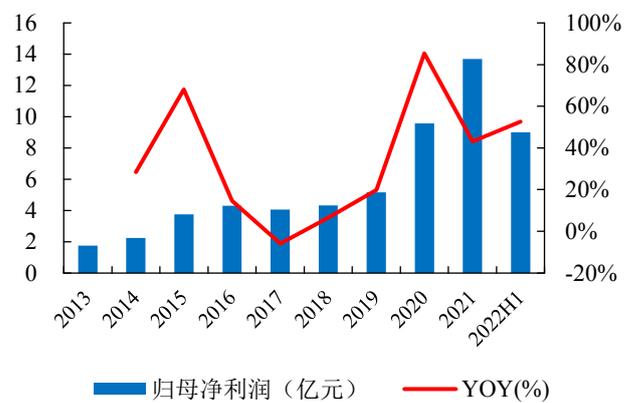


图195：新国标落地+内生产品优化催生公司业绩增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端，三项费用保持稳定，研发费率有所提高。其中：2017 年雅迪各项费用均有所下降，系价格战过程中适当降低营销费用。2022H1，雅迪销售费率 4.5%，逐年有所下降；管理费率 3.3%，同比+18pct，主要由公司系统化变革，每年以高薪和股权激励招收 985、211 应届毕业生所致；研发费率 3.6% (+31.39pct)，主要系于雇员福利开支以及与新产品及新技术有关的开发项目增加所致。

利润端，毛利率/净利率呈稳步上升态势。2012 年-2021 年，公司毛利率维持在 15%左右，净利率维持在 5%左右。其中：2016 年销售毛利率、净利率创下历史最高，分别为 20%、6%，主要系公司产品性能提升、升级换代从而售价提高，并且控制销售成本；2017 年毛利率下降，主要由价格战中电动踏板车及电动自行车的平均售价下降以及销售成本增加的综合影响所致；2022H1 毛利率净利率皆上升，系电动两轮车产品结构改善带动产品出厂价上涨。

图196：研发费率有所提高

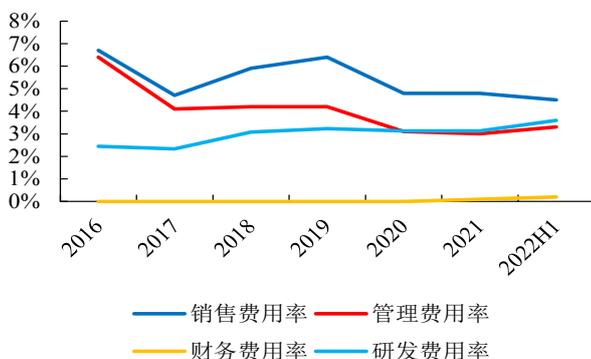
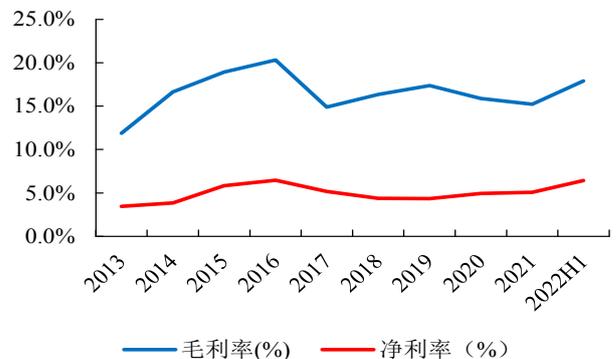


图197：2021H1 结构优化致盈利水平提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 10.2.2、宠物：短期终端需求较高韧性，建议关注绑定优质客户的细分龙头

#### ■ 国外：宠物行业相对成熟，市场稳健扩容

发达国家的宠物行业历经 100 多年的发展已经相对成熟，形成了宠物用品、食品、饲养、培训以及保险等产品和服务组成的行业体系。

**(1) 美国市场：高基数下市场规模持续稳定扩大。**美国是宠物市场需求最庞大的国家，据《2021-2022 APPA National Pet Owners Survey》，70%的美国家庭都有一只宠物，54%的美国家庭养狗，35%的美国家庭养猫，宠物持有量持续增长，且千禧一代占据主导地位，在宠物主人中占比 32%。APPA (American Pet Products Association) 数据显示，2017-2021 年美国宠物行业销售额由 694 亿美元提升至 1236 亿美元，CAGR 为 15.5%，整体增长较快，其中 2021 年市场规模同比+19.3%，较高基数下增长提速，展现出强劲的增长势头。APPA 预计 2022 年宠物市场规模将继续增长，不过增速环比预计更温和。

拆分去看，宠物食品、医疗、用品+交易+非处方药品是美国宠物消费的三大来源，2021 年市场份额分别为 40%/28%/24%。其中 2021 年宠物用品+交易+非处方药品市场规模为 298 亿美元，同比增速为 17.8%，高于宠物食品增速（13.6%）和宠物医疗增速（8.9%），并且 2019-2021 年两年 CAGR 为 24.6%，保持高速增长。

**(2) 欧洲市场：市场较为成熟，宠物用品市场规模稳健增长。**欧洲宠物市场较为成熟，据 FEDIAF（欧洲宠物食品工业联合会）数据，2021 年欧洲 9000 万家庭中，46%的家庭拥有宠物，相比 2020 年 38%的渗透率有较大的提升。2020 年欧派宠物市场规模为 430 亿欧元，2018-2020 年两年 CAGR 为 4.3%，增长稳健。拆分来看，2020 年宠物食品/用品/服务销售额分别为 218/92/120 亿欧元，市场份额分别为 51%/28%/21%。其中，宠物用品 2018-2020 两年 CAGR 为 10%，高于同期宠物食品 CAGR（2%）和宠物服务 CAGR（4%）。

**(3) 日本市场：宠物市场进入稳定发展期，市场规模呈现低速增长。**日本的宠物经济经过多年的发展已经进入稳定发展期，市场规模呈现低速增长。根据日本矢野经济研究所数据，2018-2020 年日本宠物市场规模由 1.54 万亿日元增长至 1.60 万亿元，两年 CAGR 为 1.7%，预计 2021 年宠物市场规模为 1.63 万亿元，对应增速为 1.9%，整体呈现低速增长。拆分来看，2020 年日本宠物食品/用品市场规模分别为 4364/1730 亿日元，对应市场份额为 27%/11%，预计 2021 年增速分别为 1.9%/1.7%，和大盘低增速状态保持一致。

#### ■ 国内：宠物市场呈现快速增长态势

中国宠物行业发展较短，起步于 20 世纪 90 年代初期，但受益于国民经济发展和消费转型，近年来国内宠物市场规模呈现快速增长趋势。据《中国宠物行业白皮书》，2021 年全国城镇宠物狗和猫的总数超过 1.12 亿只，城镇宠物（犬猫）主达到 6844 万人，同比增长 8.7%；2018-2021 年，中国猫和狗的消费市场规模由 1708 亿元提升至 2490 亿元，三年 CAGR 为 13.4%，2021 年增速为 20.6%，整体呈现较快增长趋势。拆分来看，2019 年国内宠物食品和用品的市场份额分别为 61%/12%，宠物食品占比较大，宠物用品的占比相对较低，对比海外市场份额仍有提升空间。

**欧瑞咨询预测 2027 年我国宠物用品行业市场规模将达到 646 亿元，对应 2021-2027 年六年 CAGR 为 13%。**我们认为，国内宠物用品行业市场规模增长驱动力包括：

**(1) 居民收入水平的提高。**居民可支配收入的提高意味着居民消费能力的增强，越来越多人有能力承担养宠的费用，选择养宠或者更好地养宠，从海外情况来看，宠物渗透率高的国家人均 GDP 也较高。2015-2021 我国人均 GDP 由 5.0 万元提升至 8.1 万元，六年 CAGR 为 8.4%，国内居民收入水平的提升为宠物饲养提供了充分的经济保障。

**(2) 老龄化程度和独居青年数量的加深。**国家统计局数据显示，2021 年末我国 60 周岁/65 周岁及以上人口在总人口中分别占比。据《中国空巢老人现状报告》，超 40% 的老人没有子女照顾，预计 2025 年我国 60 岁以上的人口将会突破 3 亿人，中国也将成为超老年型国家。由于缺乏子女的陪伴，未来我国老年人的陪伴需求较大。当前较大的工作压力下，我国 20-40 岁青年的独居比例不断增加，中国青年报社会调查数据显示，缺乏感情寄托是独居面临的首要困境。预计老年人、独居青年对宠物陪伴的需求将有望提升，宠物数量的持续稳定提升将带来相应宠物用品的需求不断增加。

**(3) 政策驱动。**最新养宠管理条例的出台，严格对及时清除宠物粪便进行要求，并对违反规定者进行相应的惩戒，宠物尿裤和宠物清洁袋作为解决此类问题的主要产品，该政策的推出，有利于宠物卫生用品领域的发展。

#### ■ 海外市场集中度较高，国内集中度较为分散

**发达国家产品集中度较高，品牌/渠道商依靠采购进行销售。**整体上发达国家经过多年的经营积累和市场的优胜劣汰，产品的市场集中度较高，市场份额主要被大的国际品牌商所占据，而小的品牌商竞争能力较弱。发达国家宠物用品品牌批发商和销售渠道商主要通过线上或线下渠道销售自己品牌产品，拥有长期稳定的销售渠道，其产品主要依靠全球供应链进行采购，自身并不开设工厂进行生产。

**我国宠物用品行业处于快速发展初期，发展时间较晚，市场集中度不高。**宠物一次性卫生用品行业目前也正处于快速发展阶段，在需求方面，随着居民人口的提升，生活水平的提高，我国饲养宠物数量逐渐增多，人们对于宠物消费的观念亦发生转变，越来越多的饲养者选择为宠物购买专业的宠物卫生用品，进一步增加了宠物一次性卫生用品的需求。在供给方面，由于市场的快速增长，行业内企业数量不断增加，产能不断扩大，市场供给总量呈现出扩大的趋势。但是，我国规模较大、生产品质、生产成本比较有保障的生产商并不多，市场集中度较为分散。随着市场需求的不断加大带动市场规模增长到一定的规模，国内宠物卫生用品企业在一段时期的积累与优胜劣汰后，市场集中度将会逐步提高。

**短期来看，宠物消费需求有较强韧性，受益标的为依依股份、源飞宠物：**

**(1) 依依股份：宠物一次性卫生护理用品龙头。**依依股份是具有较好研发、设计、生产能力的宠物一次性卫生护理产品生产厂商，能够向国内外品牌运营商销售产品，同时也将自有品牌（乐事宠、Hushpet）产品面向市场进行销售。2019 年-2021 年，公司以宠物垫、宠物尿裤为主的宠物一次性卫生护理用品出口额占国内海关同类产品出口额的比例分别为 33.08%、36.33%、37.00%，近两年已达到出口市场规模的三分之一以上，市场占有率水平较高，且呈现稳定增长态势，市场地位较为稳固，市场占有率排名领先。同时，公司也在积极加大自主品牌建设，努力拓展国内自主品牌销售业务。

**(2) 源飞宠物：国内宠物牵引用具龙头。**公司拥有较强的研发壁垒，深度绑定

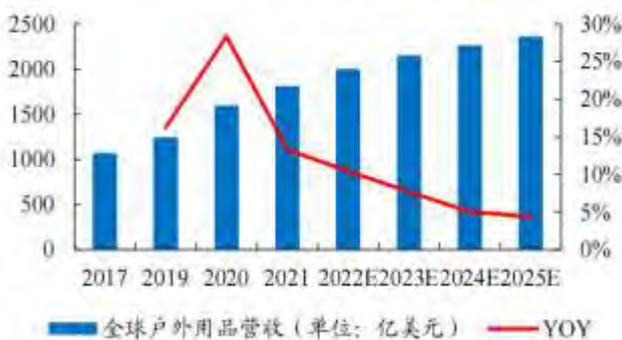
PetSmart 等优质客户，合作关系长期且稳定；同时，公司紧贴终端市场需求，目前公司已有近 2 万的狗带 SKU，且每年更新几千款，产品力强劲。此外，公司 2019 年投建的柬埔寨工厂目前已逐步投产。

### 10.2.3、保温杯行业：受益于海外疫后户外活动热潮，行业景气度持续上行

不锈钢保温杯是杯壶行业中密封型产品的一种，相较于传统的玻璃、陶瓷等保温容器，保温性更好、使用更安全，应用场景涵盖长途旅行、休闲娱乐、司机驾驶、户外露营等。行业消费端来看，发达国家相比于发展中地区有更大的不锈钢真空保温器皿的消费市场，2018 年欧洲为最大的消费市场，占比高达 27%，其次为北美、中国和日本，分别占比 24%/18%/15%。行业制造端来看，中国为不锈钢真空保温器皿生产第一大国，2018 年产品产量占比达 65%。

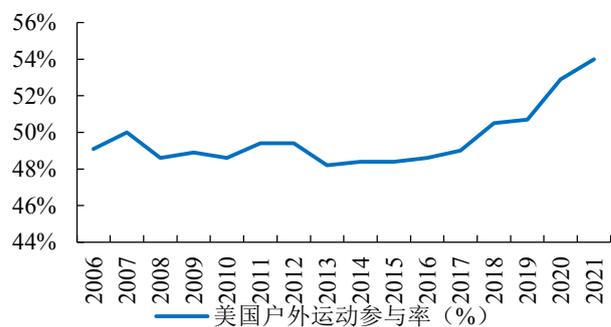
行业受益于国外疫后户外活动热潮，保温杯产品出口加速。2020 年中起，国外疫情影响减弱，掀起一阵阵以露营、徒步为主的户外活动热潮，消费者对户外用品的需求增加，2020 年全球户外用品市场规模增速明显，由 2019 年的 1246 亿美元扩大至 2020 年的 1600 亿美元，同增 28.3%；主要消费市场美国的户外运动参与率也于疫情影响减弱后有明显上升，由 2019 年的 51% 上升 3pcts 至 54%。户外场景的兴起带动了不锈钢保温杯市场规模的进一步扩张，2021 年初我国保温杯出口金额增速大幅增加至 30%-50% 区间，且高增速延续至今，2022 年 9 月不锈钢真空保温器皿出口额 1.57 亿美元 (+37.8%)；1-9 月累计出口额 11.56 亿美元 (+48.29%)。

图198：2020 年全球户外用品市场规模增速增加



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图199：美国户外运动参与率疫后明显上涨



数据来源：OIA、开源证券研究所

图200：2021 年后我国保温杯出口金额累计值增速明显



数据来源：海关统计数据平台、开源证券研究所

图201：保温杯单月出口值仍保持较高增长



数据来源：海关统计数据平台、开源证券研究所

受益标的：嘉益股份、哈尔斯

(1) 嘉益股份：核心客户绑定公司加速发展，突破产能瓶颈后业绩释放可期

**核心竞争力：客户资源积累深厚，核心客户市场开拓强劲。**公司为 2004 年创立的国内知名的不锈钢杯壶制造商，业务以 OEM/ODM 代工模式为主，2017-2020 年代工（OEM+ODM）收入占比均维持在 90% 以上。公司长期与国际优质客户深度绑定（合作年份均为 5 年以上），核心客户包括 PMI、ETS、Takeya 等，间接或直接向星巴克、STANLEY、aladdin 等知名品牌供货。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。

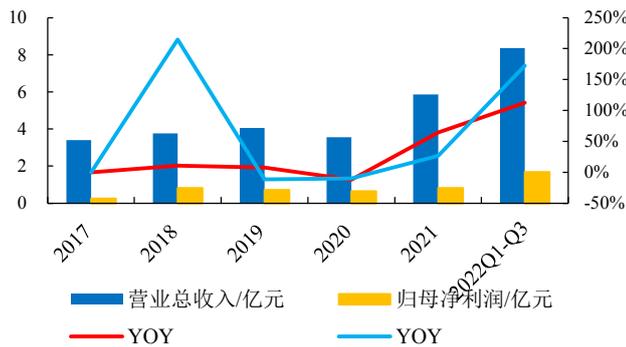
表18：嘉益股份与数家国际不锈钢真空保温器皿的知名品牌商保持深度合作（单位：万美元）

客户名称	介绍	合作时长	其采购体系中所处地位	2019 年客户销售额情况	2019 年公司该客户收入情况	2019 年预计客户采购金额	公司预计供应链占比
PMI	为星巴克重要合作伙伴，主要销售星巴克系列以及 aladdin、STANLEY 等国际知名品牌的保温容器	10 年	主要供应商	\$32,000.0 (同比增长 3.2%)	\$1,198.2	\$12,000.0	10.0%
Takeya	日本知名品牌，不锈钢真空保温器皿及密封容器的销售	5 年	主要供应商；Lululemon 保温杯独家供应商	\$6,000.0	\$1,607.5	\$2,400.0	67.0%
ETS	美国知名品牌商，主要从事美国礼赠品私人定制业务	16 年	主要供应商	\$12,000.0	\$1,108.4	\$4,800.0	23.1%
S'well	美国时尚品牌，保温容器的批发和销售	7 年	第一大供应商	\$3,000.0	\$671.7	\$1,200.0	56.0%

资料来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

**财务分析：海外订单增加带动公司营收及业绩快速增长。**行业高景气度的驱动下，自 2021 年起公司海外客户订单增多，营收及利润呈高增长趋势，2021 年公司营收及归母净利润分别为 5.9 亿元/0.8 亿元，分别同增 64.7%/26.7%；2022Q1-Q3 公司收入及利润分别同比增长 112.5%/172.2%至 8.4 亿元/1.7 亿元，维持高增速态势。**分季度看**，公司自 2022Q1 起，公司营收及业绩同比均实现 95%+ 增长，体现出公司凭借强阿尔法能力较好地承接了行业的高景气度。

图202：2022Q1-Q3 嘉益股份营收及利润增速明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

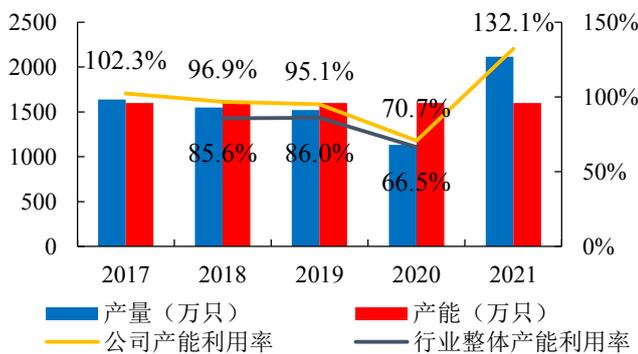
图203：2022Q3 嘉益股份营收及利润增速明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

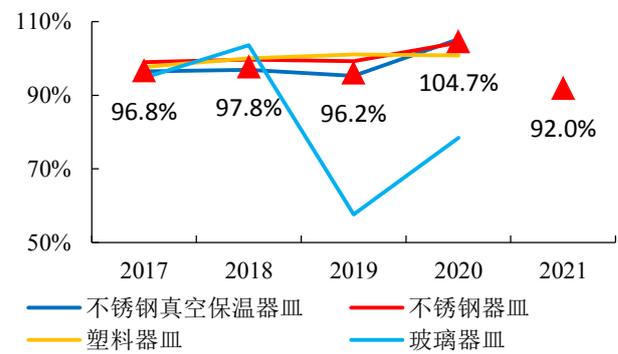
**IPO 有效解决产能瓶颈，订单饱满期待业绩释放。**自 2017 年起，公司产能为 1600 万只，产能利用率及产销率一直处于高位，平均产能利用率及产销率分别为 99.4%/97.5%，产品处于供不应求状态。随着 IPO 募集资金逐步到位，公司重点项目“年产 1,000 万只不锈钢真空保温杯生产基地”持续推进，目前该募投项目生产楼主体已经完工，其中两栋预计 2022Q4 将投入试生产，有望新增产能 900 万只/年，并计划在后续 3 年内将年产能提升至 2500 万台，有效解决产能瓶颈。

图204：2021 年嘉益股份产能利用率达 132%



数据来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

图205：嘉益股份各品类产销率基本维持在 90% 以上



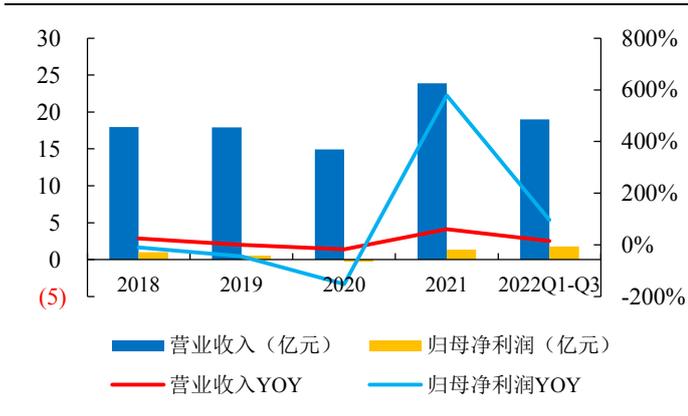
数据来源：嘉益股份招股说明书、开源证券研究所

## (2) 哈尔斯：中国杯壶上市第一股，自主品牌发力成长可期

**中国杯壶上市第一股。**哈尔斯成立于 1995 年，于 2011 年在深交所挂牌上市，成为中国杯壶行业上市第一股。截止目前，公司已成功开发不锈钢真空保温杯、瓶、壶及保温饭盒等 30 多个系列近 300 个品种产品，远销 80 多个国家和地区。公司销售模式以 OEM/ODM 为主，目前已经和 YETI、PMI（星巴克、STANLEY）等多个知名品牌进行合作。

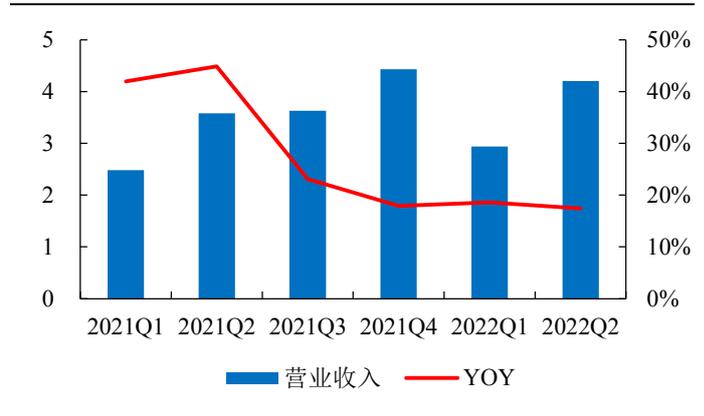
**海外需求增多，核心客户持续绑定。**公司 2019~2021 年营收及归母净利润年复合增速分别为 15.40%/56.80%。2021 年起，在海外户外休闲需求旺盛催化下，公司真空器皿销量上升带动业绩增长，2022Q3 公司营收及归母净利润在高基数下分别实现 19.0/1.8 亿元，同增 14.3%/96.2%。

图206: 2022Q1-Q3 哈尔斯营收及业绩在高基数下实现稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图207: Yeti 营业收入保持稳健增长 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

**自主品牌矩阵完善, OBM 业务发力可期。**在传统 OEM 业务稳步快速增长的基础上, 公司积极发力自主品牌建设, 已经打造出四大自主品牌: 哈尔斯 (中端健康生活器具)、SIGG (高端饮用器具)、NONOO (原创设计潮牌水杯) 和 SANTECO (中高端饮用器具), 品牌矩阵覆盖中高低端杯壶市场。据热点榜单统计, 公司主力品牌“哈尔斯”目前已为中国保温杯前五大品牌。2021 年公司 OBM 业务实现收入 4.4 亿元, 同比增长 21.51%。

表19: 哈尔斯创建四大自主品牌, 实现中高低杯壶市场全覆盖

品牌	主要产品	定位	目标市场
	全系列杯壶产品 	公司主品牌, “驰名商标”	国内市场, 大众消费者
	钛杯、不锈钢保温杯 	跨境电商平台上的自主品牌, 在国内布局较少, 强调健康与环保定位	国外市场, 中高端消费人群
	铝瓶、塑料杯、运动水杯 	2016 年收购的瑞士杯壶品牌, 定位于中高端产品, 主打轻便运动“铝杯”和塑料杯	国外市场, 中高端消费人群, 户外爱好者
	设计款杯壶、智能杯壶 	定位为“原创设计潮牌水杯”, 面向年轻消费群体, 主打个性化和时尚特征	国外市场, 年轻时尚消费者

资料来源: 哈尔斯公司公告、开源证券研究所

### 10.3、家居板块：关注基础优势领跑行业的龙头公司

#### 10.3.1、定制家居：关注拥有整体空间装修解决方案能力的龙头

**地产高增带来的流量红利已逐步消退。**2016年后由于地产政策逐步收紧，新房销售增速明显放缓；2021年下半年信贷政策收紧，房地产市场大幅度降温，新房销售/竣工数据增速较大幅度下降且持续至今，位于地产产业链下游的家具制造业整体营收增速也出现了较为明显的回落。我们认为，房地产市场高速增长带来的流量红利已逐渐消退，家居消费需求也逐渐从新房时代向存量房时代过渡。

**当前家居行业流量呈现碎片化、粉尘化的趋势。**在房地产市场降温背景下，新房硬装需求在下降，但旧房翻新、拎包入住等需求兴起，传统实体门店的自然客流正在被分化。另外，目前家居消费群体年轻化，主要为80、90后，互联网思维成熟，自媒体时代下内容营销打破了物理消费半径，消费场景呈现多样化。

**传统家装主要存在两大痛点**，一是传统的家庭装修包含前期设计、中期硬装、后期软装等步骤，整体被分拆成不同的流程和产品供给，涉及到的专业知识比较多，冗长的链条让消费者在选择上耗神费力，且前后期执行主体的断层对完整装修效果的呈现大打折扣；二是传统家装价格透明度较低，供应链各环节容易产生错误信息传递，流程价格不透明。因此，身处快节奏工作生活状态的、年轻化的消费者有“省时省力省心”和“性价比”的切实需求。

在行业需求承压且流量分化的背景下，家居行业已从“卖方市场”转为“买方市场”，定制家居龙头企业一方面更加注重把握各种流量入口，另一方面更加重视满足家装消费者的切实需求，整体策略为：**在有流量的渠道向消费者输出整体空间装修解决方案**；在不同流量渠道落地的举措为：**整家定制和整装**；终端营销方式一般为：**套餐式**。

**(1) 针对传统的实体门店流量，家居龙头推出整家定制。**整家定制的核心为品类拓展和融合，主要表现为“定制+成品配套”套餐。2021年欧派家居首次提出整家定制概念后，龙头公司纷纷加码，具体而言，

**欧派家居：**率先提出并尝试整家定制模式，已形成完整的体系，2022年7月15日推出欧派衣柜发布整家定制2.0模式，且同步提出了1个核心、2大标志、3项关键能力和4步服务流程，代表性套餐为29800元高颜整家套餐。

**索菲亚：**定义整家定制为“整家定制+基装=整装”，是介于“全屋定制”和“整装”的过渡，推出“7大品类、8大空间”整体整家定制解决方案，代表性套餐为39800元整家套餐。

从效果来看，**整家定制主打性价比套餐，通过核心定制产品（尤其是衣柜）带单配套品销售，对收入规模增长驱动显著。**

**欧派家居：**2022Q1-Q3衣柜及配套品收入87.1亿元，同比+20.9%，其中配套品同比+39%，渗透率已达提升至23.4%。从客单值去看，当前零售衣柜客单值约5万，其中定制柜体贡献约3.5万，配套品贡献约1.5万，未来零售衣柜客单值增长驱动为整家套餐的持续扩充，包括木门、墙板等定制产品的导入，以及配套品的日益丰富，中长期客单值有望提升至8万。

**索菲亚：**2022年开始坚持“多品牌全品类全渠道”策略，各品牌均执行整家战略，其中主品牌索菲亚在整家落地上较为成熟，终端39800套餐订单在全部订单中

占比持续提升，达到 30%以上；并且套餐式销售让客单价显著提升，2022Q1-Q3 主品牌索菲亚工厂端平均客单价 18133 元，同比+34.89%，增速高于品牌收入增速 (+11.19%)，整家套餐销售带动客单价提升逻辑持续兑现。

**(2) 针对装修链条前端硬装的流量，家居龙头携手装修公司推出整装。**整装作为一种新的零售服务模式，通过一体化设计、一站式产品整合、一揽子施工服务来满足消费者整体的装修需求。而消费者在家装环节中只需对接一家整装公司，较大地简化了决策购买流程，也更愿意为“所见即所得”买单，更愿意接受更为个性化、系统化的“反向定制”。

**我们认为整装的核心在于：强强联手：**家居龙头/经销商直接选择和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展合作。**流量共享：**由于整装合作对象为各地优质装企，因此厂家可以借此截取当地优质的家装渠道客流。而龙头家居的品牌效应也可以为装企进行品牌背书，提升获客能力。**能力互补：**家居龙头充分利用公司品牌知名度、产品品类丰富、品类搭配工艺板材一体化优势，在整个客户服务环节，为家装公司提供产品生产制造及营销支持培训，家装公司则负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。

经过几年的探索，当前龙头企业主流整装模式主要有两种，一是**厂家总部直接和大型装修公司合作**，比如欧派整装大家居和索菲亚直营整装等，此模式下整装企业相当于家居企业的经销商，可以赚取较为丰厚的毛利空间；二是**龙头的经销商直接和中小型装修公司合作**，此模式下装企相当于家居企业的二级经销商，赚钱一定的毛利空间。

另外，作为整装渠道开拓的领头羊，欧派家居 2022 年 4 月推出了新的整装模式即**零售大家居**，该模式下公司和经销商共同出资在核心城市成立合资公司，在所在城市开设立体引流的大家居展示中心，探索“定制装修一体化”的大家居新模式。我们认为现阶段的整装业务中，装修公司把控了流量入口，公司此举在于脱离家装公司，掌握品牌流量入口，使消费者以后想到欧派就能联想到家装的所有。目前全国范围内总部授权同意的试点城市已有 70 个，且已有试点城市的客单值达到 8-10 万，随着该模式逐渐跑通和成熟，公司收入规模和客单值也有望进一步提升。

**从效果来看，整装渠道已经成为龙头企业增长最快的渠道。**

**欧派家居：**2021 年公司整装业务收入 18.7 亿元，同比+83.8%，接单金额约 24 亿元，同比+92%，已有约 600 个代理商，约 790 家门店，2022 年公司预计再开设 250 家整装门店。2022Q1-Q3 公司整装大家居收入 17.81 亿元，同比+50%以上，增速远高于经销渠道和工程渠道（二者收入增速分别为+16.6%/-7.7%）。我们预计未来随着整装产品线的持续扩充和零售大家居模式的逐渐成熟，整装业务依然有望保持高速增长。

**索菲亚：**2020 年公司完成约 500 家整装企业签约计划，2021 年步入收获期，2021 年公司整装业务收入 5.29 亿元（2020 年收入为 0.74 亿元），同比+613%。2022 年整装业务保持高速增长，2022Q1-Q3 整装业务收入 6.91 亿元，同比+121%，增速远高于经销渠道和工程渠道（二者收入增速分别为+13.0%/-8.1%）。我们预计随着公司持续深化客户合作以及产品线的日益丰富，整装依然有望保持快速高增长。

**志邦家居：**2021 年整装业务收入 3 亿元（2020 年收入 1 亿元）。2022Q1-Q3 整装业务收入约 2.6 亿元，全年有望突破 3.5 亿元，增速较低主要系疫情等外部环境的

短期扰动。往后看，公司针对整装渠道开发套系化产品，加强与全国性大型装企合作，发布“超级邦”装企服务战略，整装业务有望恢复至高速增长。

**整家和整装是龙头市场份额提升的重要抓手。**中长期看，随着存量房装修时代的来临，龙头增长驱动主要来自市场份额提升，而整体空间装修解决方案能力无疑是核心壁垒，其代表着从设计、生产、销售至服务的综合实力，整家和整装是重要抓手，中小厂商难以达到。另外从流量角度看，龙头企业品牌美誉度高，自带流量属性，合作伙伴优质，同时也有更多资源进行线上等新型渠道引流，我们预计未来流量会越来越向龙头企业汇集。

推荐标的：欧派家居、索菲亚、志邦家居。

### 10.3.2、软体家居：关注纵深下沉渠道、品类融合顺利的家居企业

#### ■ 喜临门：多举措同步升级，锚定量质双收

**产品：**完善千元价格带提高单品销量，套系化升级打法拉动客单值持续提升。喜临门完善千元以上产品价格带以提高床垫销量。喜临门现有产品价格带在七百元至四万元以上，公司在此基础上主推千元以上床垫新品，形成多层次的产品矩阵，完善现有产品价格带。套系化方面：床垫是主流产品，沙发、软床紧随其后。通过对床垫单价进行适度拉伸，给予沙发、软床一定折扣，从而打造套系化高性价比销售模式。在套系化销售策略下，（1）公司实现可尚沙发上半年近 60% 的增长，软床 40%-50% 的增长；（2）客单值持续提升。2020 至今，公司客单值稳步提升，从 12000 元增至 16000 元，预计 2022 年全年客单值为 1.8~2 万元。随着套系化销售模式逐步成熟，预计未来客单值有进一步增长空间。

图208：喜临门纵向拓展品牌价格带

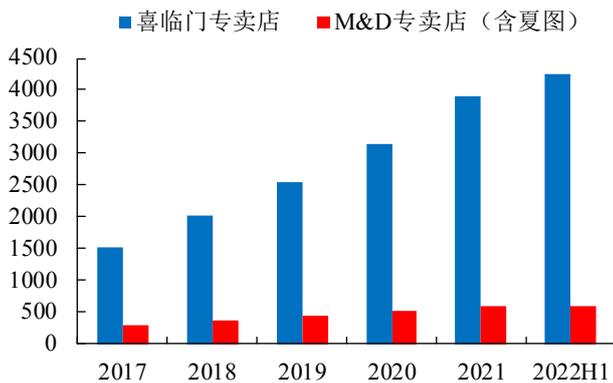


资料来源：喜临门官方旗舰店、开源证券研究所

**渠道：**渠道赋能+店态升级 ➡ 店数稳增+店效提升。（1）渠道数量高效开拓：经销商赋能力度到位，开店意愿积极，助力线下渠道顺利拓展。经销商帮扶方面，①公司首先在销售终端、财务资金端适当的调整授信政策，给予更多加盟商获得授信帮扶，延长贷款周期；②加大终端营销费用的投放，赋能加盟商终端销售。③与加盟商形成站盟关系，加大支付供应商的贷款力度，减轻供应商现金流的压力，同时稳固公司在原材料采购上的溢价优势，达成降本增效的目标。在上述扶持政策下，公司 2022H1 门店高效开拓为未来业绩增长保驾护航。截至 2022H1 末门店净增加 342 家至 4837 家。分品牌看：喜临门专卖店（含喜眠）净增加 344 家至 4243 家，M&D（含夏图）门店净增加 2 家至 594 家。（2）店态升级，提升坪效。公司在高效开拓门店的同时，也在对终端门店店态做精致化提升，逐步扩大大店（600 平以上，至少

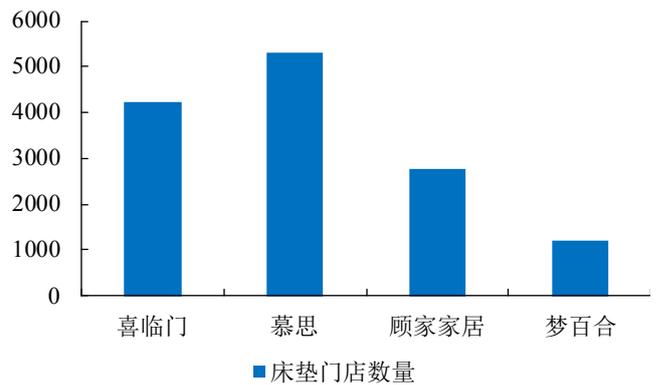
包含 3-4 个系列) 店态占比。2022 年公司规划新开 800-1000 家门店, 净开 800 家左右, 规划大店占比在 20%-30%。公司大店布局按多种系列, 多层次来布局: 不同层级系列, 客厅和卧室产品放在同一个区域。相对小店, 大店可有效提升坪效。此外作为公司主打下沉市场的品牌喜眠在 2022 年也开始升级, 疫情下喜眠在高线城市也有消费群体。坪效看喜眠门店提货额也有最初的 50 万元提升至 70 万元以上。2021 年喜眠收入 6+ 亿元, 预期 2022 年收入会翻番。

图209: 2022H1 喜临门/M&D 门店净增 344 家/-2 家



数据来源: 喜临门公司公告、开源证券研究所

图210: 喜临门床垫门店数量行业领先



数据来源: 喜临门公司公告、开源证券研究所

■ 顾家家居: 品类整合+聚焦零售推动向大家居整合迈进

**产品: 纵向拓展品牌价格带、套系化打法拉动客单值增长。**纵向推出更具性价比的天禧派子品牌、惠尚系列, 纵向拉开品牌价格带。推出惠尚系列, 零售价格比现价降低 20-30%, 公司在低线城市增加惠尚 SKU, 加快原有业绩较差门店的周转; 2019 年成立天禧派子品牌, 在天禧派商业模式经过充分调整之后销量快速增长, 天禧派价格比顾家便宜 30%-50%, 与顾家客户充分错位, 抢占同价格带其他竞争对手市场份额。

图211: 顾家家居纵向拉开价格带



资料来源: 顾家家居公司官网、开源证券研究所

**渠道: 精细化管理, 店效提升明显。**截止目前, 顾家家居在全球拥有 6000 多家品牌专卖店, 位于软体行业门店数量最多, 覆盖面最广的龙头。众多的销售门店为

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司产品销售提供了有力的渠道保障，有利于公司不断提升满足用户需求能力，提高公司产品的市场占有率。在渠道布局上，公司积极推进“1+N+X”即“顾家生活馆、大店模式+品类综合店、系列单店+商超、电商等多元渠道”的渠道发展战略，截至2021年末，顾家生活馆达到541家，其中融合大店+定制大店达到108家，大店提升比例从2020年底4%+提升至11%+。从门店调整数量看增加直营店47家（期末净增加42家），调整关闭自有品牌经销店1502家（期末净减少274家），关闭其他品牌经销店496家（期末净减少3家）。经过公司有效门店调整，平均单店店效提升明显，自主品牌店单店店效同比增长49%达到近300万水平，其他品牌店提升至近200万水平。

图212：顾家家居推出8.0新店态



资料来源：顾家家居官方公众号

图213：顾家家居融合大店展示



资料来源：顾家家居官方公众号

### ■ 慕思股份：产品+渠道多方发力打造核心优势

**产品：整合产品线+全方位优化产品矩阵，提升客单价。（1）全面拓宽产品线：**据天猫旗舰店、京东旗舰店的产品统计，慕思股份线上床垫销售品类繁多，位居行业前列。线上销售品牌以慕思股份经典系列产品为主，产品价格主要处于6000元以下，其中，价格区间为1099-1999、3000-5000的产品深受消费者青睐。产品价格带遍布低、中、高端市场，以消费者需求为导向提供全方位的服务。**（2）优化产品矩阵：**公司以V6家居和慕思沙发为扩品类的突破口，为相关产品引流，满足消费者一站式购物需求，进而提升客单价。自2018年起，V6逐步从以床垫为主导向全屋家居销售过渡，通过提供配套产品组合优惠价，提高门店客单价。根据公司中期业绩交流会，截至2022H1，公司客单价已超过2万元。公司产品布局正从单品类向多品类转型，预计未来公司客单价仍有一定增长空间。

**图214：公司拓宽产品价格带，满足消费者多样化需求**

产品系列	图例	价格区间 (元)	3000元以下的产品数	3000-6000元的产品数	6000-10000元的产品数	10000元以上的产品数	最受欢迎的产品价格区间
慕思	慕思经典	613-17328	36	41	15	6	1099-1999 3000-5000
	V6家居	899-2999	8	0	0	0	1499-1999
喜临门	喜眠净眠	499-36998	40	35	11	2	1179-2999
舒达		1775-21298	1	13	9	8	13000-15000
丝涟		1873-39374	0	3	21	15	8969-10499
梦百合	Mlily梦百合	749-16999	7	11	5	6	3599-4599
	朗乐福	3299-21998	0	7	15	11	7999-8999
顾家	顾家家居	713-4284	17	7	0	0	1856-2427
	天禧派	999-8285	7	8	6	0	2800左右

数据来源：慕思股份天猫旗舰店、慕思股份京东旗舰店、开源证券研究所

渠道：模式多元化拓展+电商拓宽导流入口

**开拓多品牌大店，门店形式愈发灵活多样。店面形式多元化：**慕思股份专卖店形式仍主要以单品牌/系列店为主，逐渐探索多品牌综合店。与歌蒂娅、凯奇等主力单品牌/系列店普遍面积要求 160 m<sup>2</sup>不同，多品牌综合店的面积要求基本在每个系列 150-200 m<sup>2</sup>的左右。**店面区位多元化：**公司专卖门店主要位于红星美凯龙、居然之家等 KA 渠道，并逐渐向全国大型连锁商场及地方机场、汽车 4S 店等渠道拓展，推动门店从核心商圈到流通门店的多层次覆盖，并通过开设睡眠体验馆，在行业内率先引入“样板间”模式，开创家居领域体验式消费，提高了客户的消费体验。

**图215：慕思股份主力单品牌店面面积要求普遍在 160 m<sup>2</sup>**
**图216：慕思股份逐步拓展多品牌综合店**



品牌/系列	面积要求
慕思·歌蒂娅	160㎡
慕思·凯奇	160㎡
慕思·0769	160㎡
慕思·3D	160㎡
慕思·V6	150-360㎡
PAULY	130㎡
慕思·儿童	120㎡
Derucci Home	160㎡
慕思·国际	160㎡



品牌/系列	面积要求
两品牌综合店	300-400㎡
三品牌综合店	450-550㎡
四品牌综合店	700㎡
五品牌综合店	800-1000㎡

资料来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所

资料来源：慕思股份公司公告、开源证券研究所

## 10.4、新型烟草：监管边界逐渐清晰，龙头蓄能长期发展可期

### 10.4.1、国内：消费税靴子落地，行业政策监管体系全面搭建利好龙头发展

电子烟消费税出台，电子烟行业政策监管体系初步搭建完成。2022年10月，财政部、海关总署、税务总局发布关于对电子烟征收消费税的公告，将电子烟纳入消费税征收范围，在烟税目下增设电子烟子目。电子烟实行从价定率的办法计算纳税，生产（进口）环节的税率为36%，批发环节的税率为11%，产品出口适用于退（免）税政策，不受消费税影响。我们测算，消费税若由上中游的制造品牌方消化，对上、中游的利润影响较大，消费税由终端消费者消化对生产链的利润影响最小。

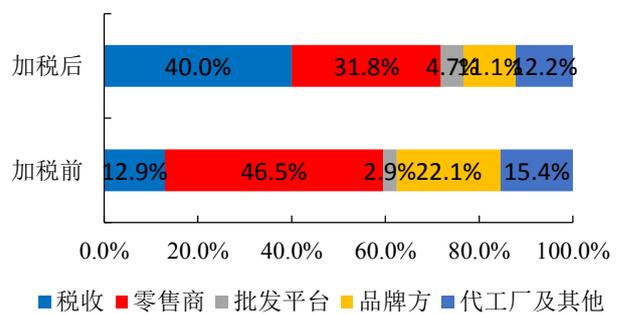
据此推断，我们预计消费税的落地将会对我国电子烟生产链产生如下影响：（1）**生产链利润重新分配**，消费税下中上游产业利润压缩严重，制造商、品牌商将上调出厂价消化税费影响，中上游提价将带动终端消费价格升高。（2）**加速行业出清**，销量下滑叠加利润空间因税负压缩，中小企业竞争力将进一步被削弱，利好行业龙头企业。（3）**电子烟行业进一步规范**，电子烟行业目前已经全面纳入税务部门的监管，行业监管有序有利于其长远发展。

图217：主要电子烟品牌商进行大幅度加价

品牌	产品	含税批发价 涨价幅度	含税零售价 涨价幅度
税刻	烟具	95.30%	68.79%
	烟弹	78.47%	75.99%
雪加	烟具	41.17%	42.81%
	烟弹	60.67%	61.90%
柚子YOOZ	烟具	38.89%	39.06%
	烟弹	57.29%	57.70%
魔笛MOTI	烟具	129.26%	126.05%
	烟弹	68.78%	67.80%
小野vild	烟具	89.42%	85.61%
	烟弹	100.00%	91.96%

数据来源：蓝洞新消费、开源证券研究所

图218：提价后电子烟产品销售价格发生变化



数据来源：蓝洞新消费、开源证券研究所

**图219：消费税对中上游环境利润有一定压缩**

	制造商	品牌商	渠道商	零售商
成本价	10.5	21.0	45.0	65.0
出厂价	21.0	45.0	65.0	99.0
毛利率	50.0%	53.3%	30.8%	34.3%
消费税率		36%	11%	
消费税额		16.2	7.2	
增值税率	13%	13%	13%	13%
增值税价	2.7	5.9	8.5	12.9
平台费率			6%	
平台费用			3.9	
税费占产品GMV比例				57.7%
<b>测算：税费对电子烟产业链影响</b>				
<b>若消费税由厂商自行消化</b>				
成本价	10.5	21.0	45.0	65.0
出厂价/售价	21.0	45.0	65.0	99.0
税费	2.7	22.1	19.5	12.9
毛利率	37.0%	4.3%	0.8%	21.3%
环节利率变动	-13.0%	-49.0%	-30.0%	-13.0%
生产链利率变动				-105.0%
<b>若上游承担50%消费税费</b>				
成本价	10.5	21.0	45.0	65.0
出厂价/售价	21.0	45.0	65.0	99.0
税费	10.8	17.5	15.9	12.9
毛利率	1.6%	14.4%	6.3%	21.3%
环节利率变动	-51.6%	-38.9%	-24.5%	-13.0%
生产链利率变动				-128.0%
<b>若终端提价40%承担消费税费</b>				
成本价	10.5	21.0	45.0	45.0
出厂价/售价	21.0	45.0	65.0	138.6
税费	2.7	5.9	12.4	41.4
毛利率	37.0%	40.3%	11.8%	37.7%
环节利率变动	-13.0%	-13.0%	-19.0%	3.3%
生产链利率变动				-41.7%

数据来源：国家税务总局官网、开源证券研究所

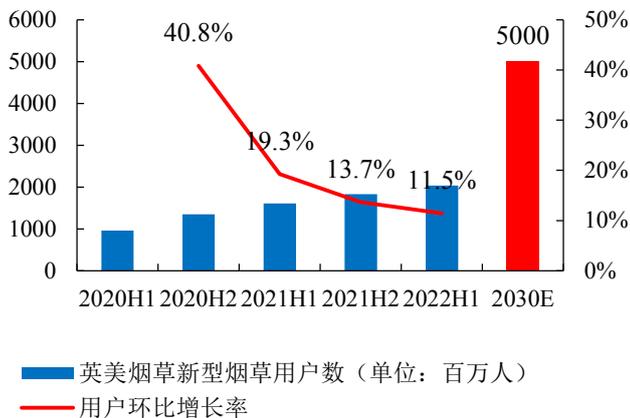
**电子烟行业全流程监管体系搭建初步完成。**随着《电子烟管理办法》、《电子烟》国际标准以及电子烟消费税公告等法律法规依次颁布，我国的电子烟行业全流程监管体系逐步搭建完成，市场回归传统烟草口味+减害化为必然趋势；口味及产品功能研发或为行业公司发展重点，研发及成本压力将加速市场出清，利好龙头企业发展。同时，在企业经营活动管理方面，内销各环节的管控力度强于外销，体现出国家对电子烟企业出口创汇持支持鼓励态度，“品牌出海”或成行业发展重点。

#### 10.4.2、国外：龙头经营稳中向好，一次性市场扩容催生行业第二增长曲线

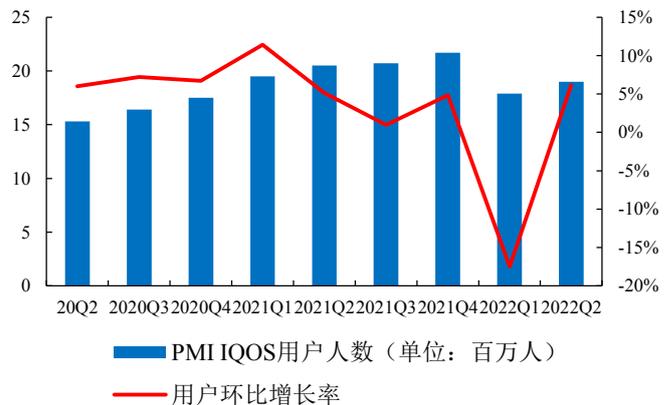
以烟草巨头看国际新型烟草市场近期发展，用户规模稳步增长，新兴市场增长潜力初显。目前国外的新型烟草市场寡头垄断特征明显，从电子雾化烟及HNB赛道的龙头企业英美烟草和菲莫国际近期披露的公司公告看：

**(1) 用户端：**英美烟草 2022 年 H1 用户已突破 2000 万人，同增 11.5%；菲莫国际 2022Q2 用户达 1900 万人，同增 6.1%，转化率进一步增加至 69%。虽全球市场处于政策调整期，但用户数量仍呈稳步上升趋势。

**(2) 收入端：**英美烟草 2022H1 实现营收 12.8 英镑 (+45.0%)，收入延续高速增长；菲莫国际因受俄乌冲突影响收入增速放缓，2022Q1-Q3 实现营收 69.77 亿美元 (+2.2%)。值得一提的是，两家企业均在欧洲、非洲、亚太等新兴市场实现突破：2021 及 2022H1 英美烟草在美洲及其他地区分别实现 115%/71% 的收入增长，并于 2022 年上半年成功在英国推出首款一次性电子烟产品；菲莫国际 HNB 产品在发展中国家的渗透率由 2021 年的 2.0% 提升至 2022Q1-Q3 的 2.9%。

**图220：2022H1 英美烟草新型烟草用户环比增长 11.5%**


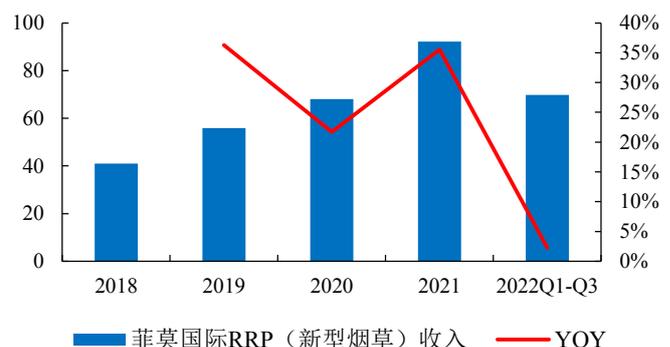
数据来源：菲莫国际年报、开源证券研究所

**图221：菲莫国际加热不燃烧品牌用户人数持续增长**


数据来源：菲莫国际年报、开源证券研究所

**图222：2022H1 英美烟草新型烟草收入同增 45.0%**


数据来源：英美烟草年报、开源证券研究所

**图223：受俄乌冲突影响，PMI 新型烟草业务增速放缓**


数据来源：菲莫国际年报、开源证券研究所

**一次性电子烟市场加速扩容，第二增长曲线快速成型。**自 2020 年 2 月，美国政府发布电子烟禁令，只保留烟草与薄荷醇口味烟弹，但未将一次性产品纳入管辖，一次性产品在政策宽松期下迎来高速发展。据沙利文数据统计，2022 年一次性电子烟雾化设备市场规模预计达到 27.2 亿美元，2022-2026 年，一次性电子烟市场复合增速将超其他品类达到 28%，成为电子烟行业的第二增长曲线。

图224：自 2020 年 2 月起，美国一次性电子烟市场加速扩大（单位：百万颗）



数据来源：CDC、开源证券研究所

### 10.4.3、受益标的：思摩尔国际、盈趣科技

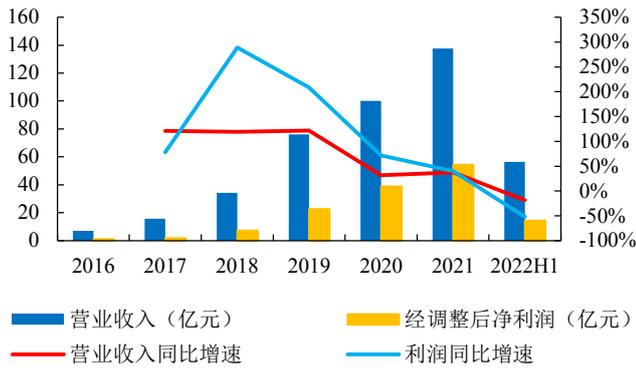
#### (1) 思摩尔国际：低基数下业绩弹性释放可期，加大研发蓄能长期发展

思摩尔国际为全球最大的电子雾化设备制造商，2021 年按收入计公司占全球电子雾化设备市场份额的 22.8%。2022 年，公司因国内市场收缩及研发投入加大影响，2022H1 年营收及业绩下降明显，实现营收 56.53 亿元 (-18.7%)，经调整后净利润 14.36 亿元 (-51.7%)。

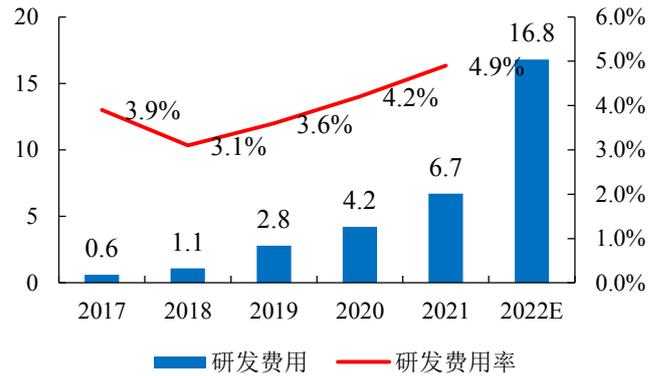
短期来看，2022H1 公司快速响应一次性产品市场，推出 FEELM Max 一次性产品陶瓷芯解决方案，并取得较好的市场反馈，预计将贡献较为亮眼的营收增量；同时，随着市场政策阶段扰动减弱，看好公司在低基数下释放较大业绩弹性。中长期来看，公司持续加大雾化技术基础研究上的投入，尤其在雾化机理、生命科学、材料科学等方面的投入，同时加大人才引进力度，2022 上半年公司研发人员已突破 1,400 人，2022 年研发费用预计为 16.8 亿元，为过去五年研发费用之和，公司研发壁垒持续铸高，护航公司长期发展。

图225：思摩尔国际 2022H1 收入及利润同比下降明显

图226：思摩尔国际研发投入预计持续加大



数据来源: Wind、开源证券研究所



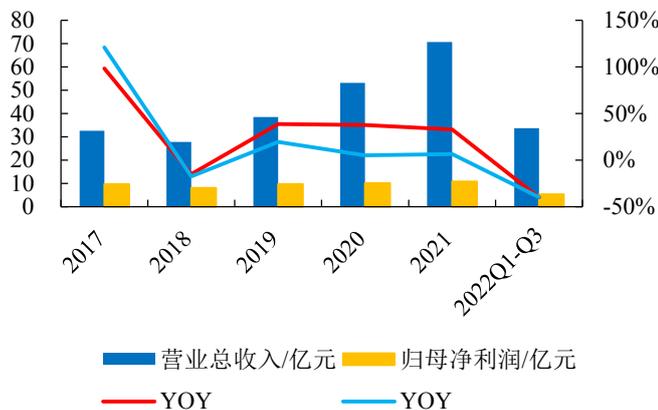
数据来源: Wind、开源证券研究所

## (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近期放量

盈趣科技为国内少有的设计制造一体化智能制造企业, 2022年公司在外部疫情反复, 内部新业务开拓期下迎来多重挑战, 2022Q1-Q3 公司营收 33.7 亿元, 同比下降 39.9%, 归母净利润 5.4 亿元, 同比下降 39.6%。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。

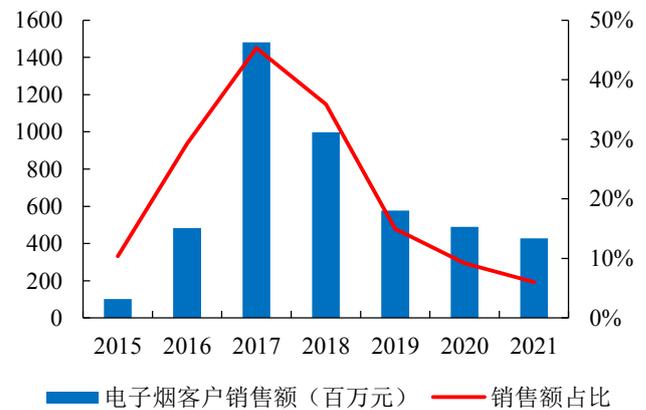
**短期来看**, 公司核心客户 PMI 受益于 IQOS ILUMA 新品热销, 收入增长确定性增强, 2021 年 PMI 加热装置出货量为 950 亿台(+13.20%); 盈趣供货给 IQOS ILUMA 系列产品的的新订单电子烟加热模组目前正在试产中, 预计将于 2022 年底实现量产, 创造公司发展新动能。**长期来看**, 公司获批我国《烟草专卖生产企业许可证》(电子烟代加工), 电子烟产业链布局进一步完善, 有利于公司打开我国电子烟整机市场。

图227: 2022Q1-Q3 公司营收及业绩下降明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图228: 盈趣科技电子烟业务销额逐步降低



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 10.5、包装: 关注韧性较强的细分板块龙头

### 10.5.1、纸包装: 关注大包装战略持续深化, 盈利能力拐点向上的裕同科技

2022Q1-Q3 纸包装行业收入 434.29 亿元, 同比+8.41%, 归母净利润 27.89 亿元, 同比-5.22%。分季度看, 2022Q3 纸包装行业收入 161.36 亿元, 同比+9.76%, 归母净利润 10.66 亿元, 同比-2.54%, 单季收入增长提速主要系消费电子等可选消费需求在 Q3 逐渐进入旺季, 利润端跌幅收窄主要系主要原材料成本有所回落。

**短期展望，纸包装企业收入端受需求影响略有压力，盈利继续处于上升通道。**

**(1) 收入端**，由于纸包装下游需求主要来自消费电子、烟酒等，可选消费需求短期受疫情和消费降级扰动较大，叠加部分酒企库存较高，预计未来短期纸包装需求略有压力。**(2) 利润端**，由于2022年前三季度主要原材料包括白板纸/白卡纸、双胶纸、铜版纸、瓦楞纸价格同比均有所回落，且考虑到下游纸需求疲弱阻挠上游企业提价落地，预计未来短期纸包装企业原材料成本压力不大，叠加企业自身降本增效举措落地，盈利继续处于上升通道。

在行业需求疲弱背景下，龙头企业韧性更强，可依靠市场份额提升驱动增长，且智能化改造和内部管理降本增效等举措落地也有望带来更多利润弹性，**我们推荐制造和服务优势突出、多元化业务结构持续深化、盈利能力拐点向上的裕同科技**，具体来看：

**大包装战略持续推进（多元化业务结构）：3C 包装（收入占比 67%）：**下游智能手机、电脑、硬件等领域市场集中度很高，看点为公司开拓和绑定龙头客户并提升份额，同时公司收购仁禾智能和华宝利电子切入智能硬件领域，需求高景气驱动增长。**烟酒包装（收入分别占比 5%/8%）：**公司外延迟制造和服务竞争优势，抓住行业市场化程度提升的机遇开拓市场，当前公司市占率很低，中长期提升空间很大，但短期预计需求受消费降级和疫情、以及酒企去库存扰动。**环保包装（收入占比 7%）：**环保政策推出和居民环保意识提升等刺激市场扩容，公司积极打造领先的产能和服务优势，国内外客户拓展顺利，收入端有望维持高增。**化妆品包装（收入占比 2%）：**公司收购江苏德晋（主营化妆品塑料包装）增强服务能力，与多个知名品牌客户达成合作，随着核心客户订单逐渐放量，预计收入未来有望较快增长。

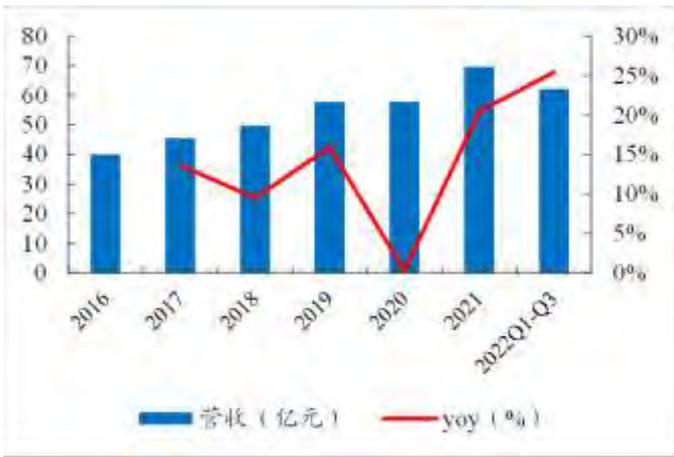
**盈利能力拐点向上：（外部因素）原材料价格：**2022年前三季度同比改善，且短期预计上涨可能性较小。**（内部因素）业务结构优化：**3C 包装方面预计核心客户压价空间有限，新业务毛利率整体高于3C包装，比如环包毛利率27%左右。**降本增效：**一是工厂智能化改造升级（许昌工厂改造基本完成，预计可节约2/3人工成本，总成本下降3-5%），二是内部管理优化，2022年是公司降本增效元年，期待未来管理/销售费用率下降。**产能利用率提升和资本支出放缓：**公司目前全球已布局44个工厂，产能布局已基本完成，资本支出放缓，未来产能利用率提升有望释放规模效应。

### 10.5.2、金属包装：受益标的行业龙头公司宝钢包装

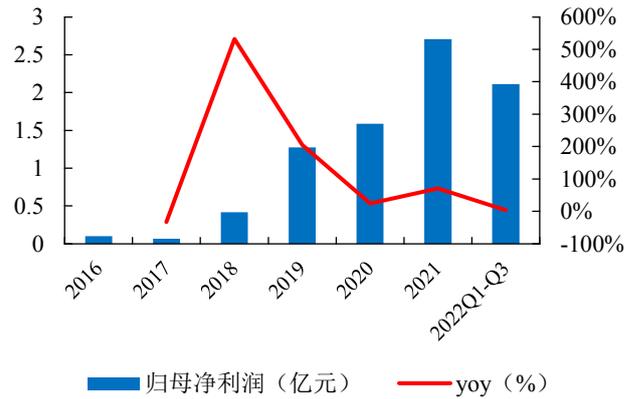
2022Q1-Q3 公司实现营收 62.15 亿元，同比+25.43%；归母净利润 2.11 亿元，同比+3.43%。（1）受益于疫情缓解，加上啤酒罐化率的提升，终端需求逐渐恢复持续增长。（2）行业加速集中，产能布局持续优化。目前两片罐行业 CR4 已达 70%+，行业有不断集中趋势。宝钢包装与可口可乐、百威啤酒等优质客户建立长期合作关系，并将持续进行产能投放，东南亚市场和国内安徽、兰州产能逐步释放，海内外市场双管齐下；（3）提价逐步落地，锚定量价齐升。公司提价落地，营收和净利润持续增长，单 Q3 营收达 23.8 亿元，同比+34.75%。

图229：2022Q1-Q3 宝钢包装营收同比+25.43%

图230：2022Q1-Q3 宝钢包装归母净利润达同比+3.43%



数据来源：宝钢包装公司公告、开源证券研究所



数据来源：宝钢包装公司公告、开源证券研究所

## 10.6、造纸：看好未来浆价下行后的纸种盈利修复

### 10.6.1、全球纸浆产能投放有望引致浆价下行

**供应端多发事件+欧洲需求拉动导致纸浆价格持续上涨。**根据中国造纸工业协会统计的数据，我国纸浆市场 60%以上依赖进口，受国外多发事件及国内疫情对物流运输的影响，纸浆价格持续高位。影响全球纸浆价格的主要原因有：(1) 受俄乌冲突影响，俄罗斯伊利姆集团暂停对中国供应漂白针叶浆，恢复时间暂无明确消息，根据包装地带统计的数据，2021 年我国纸浆总进口量中约 12%来自俄罗斯伊利姆集团；(2) 欧洲木材供应也受俄乌冲突升级影响，俄罗斯对欧洲木材供应基本处于停滞状态；(3) 芬兰歇工 2022 年 1 月至 2022 年 4 月持续 4 个月左右、UPM 浆厂和纸厂连锁性停工事件均导致浆价上涨；(4) 智利卡车司机罢工及芬宝旗下 AKI 浆厂停产事件引起纸浆供应偏紧。

**表20：纸浆供应面多发事件扰动价格持续高位**

时间	事件
2021.11	加拿大供应链物流原因,码头开始收取拥堵费,以及公路及铁路运输中断导致额外运输成本增加,PaperExcellence2021 年 11 月 29 日开始在现有报价基础上加收 20 美元/吨的附加费。
2021.12	由于 BC 运输中断,Canfor 将减少 NorthwoodPulp 至少两周的针叶浆生产和 TaylorPulp 至少四周的化机浆生产来降低库存压力。后期 TaylorPulp 延长检修时间陆续公布,合计延长 12 周。
2022.1	芬兰造纸工人工会已向芬欧汇川发布了歇工公告,宣布对芬欧汇川即将到期的造纸业集体协议下的所有工作进行歇工。工厂的歇工自 2022 年 1 月 1 日开始,期间不断延期。4 月 22 日新的和解协议达成。
2022.3	受俄乌冲突影响,Ilm 旗下 Ust-Ilimsk 工厂暂停向中国市场供应漂白针叶浆,恢复供应时间待定。Ust-Ilimsk 目前拥有 3 条浆线,前期有 4 万-4.5 万吨/月的漂白针叶浆销往中国,该工厂约占中国纸浆供应总量的 12%。
2022.3	芬兰 Finnpulp 放弃了其在芬兰东部库奥皮奥的新纸浆厂项目。前期该公司预计投资总成本在 16 亿欧元,2022 年 3 月计划建设年产 120 万吨针叶浆及生物精炼厂。
2022.5	智利卡车司机发起罢工,纸浆生产商 CMPC 临时停止其智利所有三个纸浆厂

时间	事件
2022.6	芬宝旗下 AKI 浆厂因碱炉故障被迫停产，估计 6 月对中国减少 50%供应量。

资料来源：卓创资讯、开源证券研究所

各国 CPI 维持高位，需求大量恢复引起国外纸浆价格上涨。2022 年上半年，美国 CPI 当月同比均超 7，其中 6 月 CPI 当月同比达 9.1，为历史高位，此后有所回落。在高通胀情况下，纸浆市场的供需一路向上，欧美市场需求的恢复加上能源、物流成本的上升导致纸浆价格持续上涨。但到 6 月份开始，欧美市场的消费出现萎缩情况，增长需求明显弱于 2 到 4 月份，其中箱板瓦楞包装用纸的需求量下滑更为明显，这也带来了 OCC 废纸价格大跌。总而言之，欧美纸浆需求的高光时刻已过，此后预计会回归常态，纸浆供需趋于平稳。

图231：2022 年 6 月美国 CPI 当月同比达 9.1



数据来源：Wind、开源证券研究所

未来伴随新增木浆产能落地和供应端扰动减弱，纸浆供给大于需求，浆价或有望在年底回落。需求方面，2020 年全球商品浆需求量为 5880 万吨，其中针叶浆/阔叶浆需求量分别为 2580/3300 万吨。根据芬林集团，随着生活用纸和下游包装需求不断增长，阔叶浆需求量年度增长率约 2.9%，针叶浆需求量年度增长率约为 1.3%，预计 2025 年全球商品浆（口径为针叶浆+阔叶浆）需求量达到 6521 万吨，新增需求 421 万吨。供给方面，木浆的进口主要来自巴西，加拿大，印尼等地，同时集中度较高决定了木浆产能的投放力度。通过梳理全球纸浆巨头以及国内主要企业公告披露的拟投放产能，未来 2-3 年国内外纸浆产能预计陆续投放，其中 2022 年 Arauco、Paracel 合计 306 万吨阔叶浆产能投产，2023 年全球纸浆产能增量较多，预计 2022-2024 年海外+国内新增商品浆产能 1968 万吨。目前全球针叶浆产能大概 2600 万吨，阔叶浆 3800 万吨，合计 6400 万吨左右，则预计 2025 年全球产能可达 8000 万吨，显著大于需求，因此预计 2022 年底浆价向下概率较大。

**表21：未来 2-3 年国内外纸浆产能预计陆续投放**

造纸企业（海外）	海外：合计 1266 万吨		国内：合计 702 万吨		预计投产时间
	新增产能	预计投产时间	造纸企业	新增产能	
智利 Arauco	156 万吨短纤维浆	延期至 2022 年 10 月	福建联盛纸业（一期）	50 万吨化学浆	2022 年
巴拉圭 Paracel	150 万吨阔叶浆	2022 年第四季度	广西金桂浆纸	75 万吨化机浆	2022 年
乌拉圭 UPM	210 万吨漂桉浆	2023 年第一季度	广西金桂浆纸	105 万吨化学浆	三期
巴西 Euca Energy	210 万吨漂桉浆	2023 年第四季度	湖北玖龙	60 万吨化学浆	2022 年第四季度
瑞典 Stora Enso	40 万吨针叶浆	2023 年第四季度	沈阳玖龙	62 万吨化学浆	2022 年第四季度
芬兰 Metsa Group	150 万吨阔叶浆及针叶浆	2023 年第三季度	广西北海玖龙	50 万吨本色浆 +140 万吨化机浆	2023 年第四季度
巴西 Suzano	220 万吨阔叶浆	2024 年下半年	广西仙鹤	100 万吨化学浆	2023 年
巴西 Eldorado	230 万吨短纤维纸浆	尚未确定	理文造纸	30 万吨漂白木浆	2023 年底
			晨鸣纸业	30 万吨漂针浆	2024 年-2025 年

资料来源：Arauco、Paracel、UPM、卓创资讯、纸业联讯、中华纸业网、开源证券研究所

### 10.6.2、成本推升+需求疲软，成品纸市场持续承压

**文化纸：成本高企+需求疲软，盈利整体处于底部。**文化纸价格当前处于倒挂状态，（1）双胶纸价格窄幅上涨，但仍低于针阔叶浆价，日前部分纸企发行涨价函，提价 200 元/吨，实际落地情况较差；（2）需求方面：纸浆价格高位震荡，文化纸仍处较高成本面；（3）供给端：前期的出口承压在 8 月有所上升，双胶纸 8 月出口环比增速自 Q2 起首次为负；进口方面，俄乌冲突对文化纸进口的影响渐渐平息，双胶纸 8 月进口量小幅下降，铜版纸进口环降 20%。预期随着海外疫情常态化及需求的恢复，文化纸的销售回归常态。（4）需求端：海外需求回落，社会需求无明显增长，随着出版春季教材的招投标进行，预期整体需求存在一定利好。

**图232：双胶纸 Q3 以来吨盈利逐步修复**


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

**包装纸：纸厂联合停机限产去库存，中高端包装纸行情相对较好。**三季度瓦楞纸全国均价 3389 元/吨，箱板纸全国均价 4553 元/吨，白卡纸全国均价 5336 元/吨。

(1) 市场整体开工水平下滑较为明显，多数纸厂停机检修，纸厂联合限产去库存且存在拉涨意向，因此纸价上行趋势有望恢复。但由于疫情导致物流运输不畅，下游采购速度偏缓，Q3 白卡纸市场弱势整理为主，成交无明显起色。(2) 随着纸浆价格调整，Q3 木浆全国均价为 4591 元/吨，环比+4%，总成本整体增加，且涨幅高于白卡纸均价，行业毛利率继续下滑；(3) 日前国内规模纸企多个基地发布箱板纸、瓦楞纸降价消息，而上游主要原料废纸涨幅有限，市场成本受支撑力度有限，再加上终端订单释放一般，多方因素导致 Q3 箱板纸市场价格继续下行，均价环比-3%。

**图233：白卡纸价格上行趋势有望恢复**


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

**图234：箱板纸价格持续下行**


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

**生活用纸：成本推升提价落地，盈利逐步修复。**(1) **成本推升产品均价：**受疫情及供给面冲击影响，三季度原材料价格继续上涨，2022Q3 纸浆进口平均单价为 853 美元/吨，同比+11.96%，环比+11.63%。原材料价格上涨推升产品均价，2022Q3 生活用纸全国均价 8200 元/吨，同比+32.39%，环比+7.42%。(2) **纸企提价落地：**生活用纸消费属性明显，成本转嫁能力较强，企业提价逐渐落地，2022Q3 华北地区河北港兴纸业/华东地区唯尔福纸业/太阳纸业/美伦纸业/华中地区河南聚源纸业木浆生活用纸出厂价格同比上升 9.62%/6.83%/8.75%/1.90%/5.26%。

**图235：纸浆进口平均单价上升**
**图236：成本推涨生活用纸价格逐步上升**



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

### 10.7、轻工板块投资建议

基于 2023 年，我们提出四条投资主线：

(1) 细分景气赛道如电动两轮车/保温杯/宠物；(2) 受益于保交楼及地产 16 条政策刺激下的家居企业；(3) 纸浆下行带来贝塔行情的造纸板块；(4) 持续领跑行业的包装龙头企业。

图237：建议关注细分景气赛道、地产刺激下的家居板块、电子烟板块、包装和造纸板块

公司	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				EPS				
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
细分景气赛道	嘉益股份	未评级	33.39	0.82	2.27	2.67	3.18	40.71	14.71	12.50	10.50	0.79	2.20	2.59	3.08
	哈尔斯	未评级	29.29	1.36	2.44	2.78	3.07	21.54	12.00	10.54	9.54	0.29	0.52	0.60	0.66
	雅迪控股	买入	419.74	13.69	20.23	26.84	32.22	30.66	20.75	15.64	13.03	0.45	0.66	0.88	1.05
	依依股份	未评级	34.68	1.14	1.60	1.87	2.27	30.42	21.68	18.55	15.28	0.86	1.21	1.42	1.72
家居	欧派家居	买入	680.12	26.66	27.49	33.47	40.09	25.51	24.74	20.32	16.96	4.38	4.51	5.49	6.58
	索菲亚	买入	156.47	1.23	12.74	15.85	18.67	127.21	12.28	9.87	8.38	0.13	1.40	1.74	2.05
	志邦家居	买入	86.29	5.06	5.53	6.62	8.12	17.05	15.60	13.03	10.63	1.62	1.77	2.12	2.60
	顾家家居	买入	308.87	16.64	19.05	23.04	27.68	18.56	16.21	13.41	11.16	2.02	2.32	2.80	3.37
	喜临门	买入	110.92	5.59	6.70	8.53	11.02	19.84	16.55	13.00	10.07	1.44	1.73	2.20	2.84
慕思股份	买入	136.56	6.86	7.15	8.55	10.35	19.91	19.10	15.97	13.19	1.71	1.79	2.14	2.59	
电子烟	思摩尔国际	买入	725.71	54.43	36.41	45.74	57.06	13.33	19.93	15.87	12.72	0.90	0.60	0.75	0.94
包装	裕同科技	买入	306.33	10.17	15.02	19.24	24.58	30.12	20.39	15.92	12.46	1.09	1.61	2.07	2.64
	宝钢包装	未评级	74.67	2.71	3.15	3.93	4.87	27.55	23.70	19.00	15.33	0.24	0.28	0.35	0.43
造纸	五洲特纸	买入	72.48	3.90	5.10	7.26	9.71	18.59	14.21	9.98	7.46	0.97	1.27	1.81	2.43
	太阳纸业	买入	299.10	29.57	30.33	31.90	33.34	10.12	9.86	9.38	8.97	1.09	1.12	1.18	1.23
	中顺洁柔	买入	157.32	5.81	3.71	4.58	5.75	27.08	42.40	34.35	27.36	0.44	0.28	0.35	0.44
	仙鹤股份	未评级	221.82	10.17	8.04	11.92	15.10	21.81	27.59	18.61	14.69	1.44	1.14	1.69	2.14

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：哈尔斯/依依股份/宝钢包装/仙鹤股份为 Wind 一致预测，其余标的均为开源证券研究所预测；思摩尔为港币，HKD: CNY=0.9069，收盘价截至 2022 年 12 月 2 日）

## 11、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。

### 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

### 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

### 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

### 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