

家用电器

优于大市（维持）

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003

邮箱：hehp3@tebon.com.cn

纪向阳

资格编号：S0120523120001

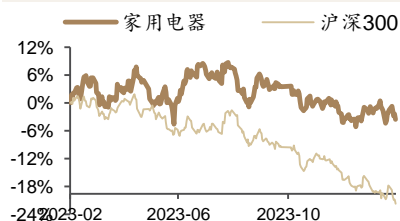
邮箱：jixy3@tebon.com.cn

宋雨桐

资格编号：S0120523090003

邮箱：songyt@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《从睿联技术招股书看智能摄像头出海潜力几何？——24W4 周观点》，2024.1.28
- 《石头科技：业绩表现超预期，内外并拓全面开花》，2024.1.24
- 《中美零售数据：节假日催化 12 月消费行情，可选表现亮眼——24W3 周观点》，2024.1.21
- 《借力四小龙，谁能加速品牌出海？》，2024.1.19
- 《CES 专题：国产品牌多领域引领行业——24W2 周观点》，2024.1.14

亚玛芬招股书专题：如何理解全球户外龙头增长动能？——24W5 周观点

投资要点：

● 亚玛芬招股书专题：如何理解全球户外龙头增长动能？

体育用品集团亚玛芬于北京时间 2024 年 2 月 1 日正式登陆纽交所，共募资约 13 亿美元，成为自 2023 年 9 月以来全球最大规模的 IPO，发行市值达到 63 亿美元。从财务上看，公司营收保持优质增长，毛利率提升，2023 全年预计有所减亏。亚玛芬集团营收从 2020 年的 24.5 亿美元增至 2022 年的 35.5 亿美元，2 年复合增速达到 20.5%；预计 2023 全年公司收入规模在 43.5~43.6 亿美元，同比增长 22.7%~22.9%，其增长预计主要来自专业服饰业务新开店、大中华区疫后恢复以及户外性能业务鞋类产品在大中华区的增长等。净利润方面，公司 2023 年 M1-9 净亏损 1.1 亿美元，2023 全年预计亏损幅度在 2.3~2.0 亿美元，同比 2022 年略有减亏。公司营收、毛利率水平持续增长部分冲淡高经营费用、财务费用以及 IPO 股权激励成本等带来的影响。

亚玛芬集团主要业务包括专业服饰、户外性能、球类运动，共有 11 个子品牌。专业服饰包含加拿大高端户外服装品牌 Arc'teryx 和瑞典户外品牌 Peak Performance，主要销售高性能、能应对户外运动的服装和装备，2023M1-9 该业务贡献 34% 的营收。户外性能业务主要包含法国户外品牌 Salomon、奥地利滑雪装备品牌 Atomic 等，2023M1-9 该业务营收占比为 37%。球类运动业务主要包含 Wilson Sporting Goods 品牌组合，其中包括 the iconic Wilson brand、Louisville Slugger、Demarini 等子品牌，该业务 2023M1-9 营收占比 28%。

全球化渠道扩张战略，大中华区贡献亮眼增长。从各个地区表现来看，EMEA/美洲/大中华区/其他亚太地区 2023 年 M1-9 分别贡献 33%/40%/19%/8%，其中 EMEA 占比较 2020 年有所下滑，美洲、亚太与 2020 年相比基本持平，大中华区营收占比从 2020 年的 8% 增至 2023M1-9 的 19%，有显著提升。具体来看，公司自 2018 年起发力大中华区，截至 2023 年 9 月末负责团队人员数量增加至 800 人，渠道方面严格按照数据分析进行选址，以提升店铺运营效率，集团 2020~22 年在大中华区营收取得 60.9% 复合增长，且营业利润率表现好于集团整体。

批发渠道占比领先，集团发力 DTC，构筑核心增长动力。从占比情况来看，公司大部分业务贡献来自批发业务，但其占比从 2020 年的 78% 降至 2023M1-9 的 67%，且 2020~22 年复合增速为 14%。集团坚定“走向市场”的营销战略，并注重 DTC 渠道搭建，其 DTC 渠道贡献收入从 2020 年的 22% 提升至 2023M1-9 的 33%，其中电商/零售分别占比 15%/18%；从增速上看，DTC 渠道 2020~22 年取得 40% 复合增长，其中电商/零售复合增速分别达到 37%/44%。截至 2023 年 9 月末，公司在 24 个国家共拥有超过 330 家直营店铺，其中三大品牌 Arc'teryx、Salomon、Wilson 分别拥有 138、114、9 家直营店铺。

● 行情数据

本周家电板块涨跌幅为-1.6%，其中白电/黑电/小家电/厨电板块涨跌幅分别+2.1%/-10.5%/-12.9%/-6.4%。原材料价格方面，LME 铜、LME 铝、塑料价格环比上周分别-0.56%、-0.11%、-1.65%。

本周纺织服装板块涨跌幅-11.47%，其中纺织制造涨跌幅-12.33%，服装家纺涨跌幅-10.67%。328 级棉现货 16975 元/吨（+0.28%）；美棉 CotlookA 95.25 美分/磅（+0.42%）；内外棉价差-105 元/吨。

● 投资建议

看好 23Q4 内需修复趋势，同时海外需求好于预期。看好可选消费修复逻辑。建议把握多条主线：

家电：1) 中国扫地机品牌在全球产品力优势已在份额提升中持续体现，叠加全球扫地机均处于渗透率提升的早期阶段，建议积极关注**石头科技**；2) 内外需后续不确定情况下，建议布局国内外均有布局、内外需修复均有弹性，且 2024 下半年基数较低、有望持续加速的标的，建议关注**美的集团、海尔智家、石头科技、新宝股份**；3) 持续看好宠物赛道高景气趋势，建议关注**乖宝宠物、中宠股份**；4) 关注产业链变革带来的 3~5 年维度全球份额提升+利润率提升逻辑，建议关注**海信视像、TCL 电子**；5) 消费修复趋势下，建议关注前期受影响较大的中高端品牌数据修复情况，建议关注**新宝股份、倍轻松、科沃斯、极米科技**。

纺服：22 年我国纺织服装出口基数呈现前高后低，23 年 8 月以后进入低基数区间，随着终端动销改善切换至主动补库，出口订单将有望逐月改善。国内服饰消费延续弱复苏趋势，2024 下半年低基数效应，有望支撑优质流水兑现与提振板块估值。国内外零售复苏基调下建议把握三条主线：1) 把握制造出口链基本面拐点，代工龙头产能规模与经营质量优势领先，业绩稳定性提高估值安全边际，建议关注**申洲国际、华利集团**。2) 公司自身具备 Alpha 属性或处于品类、客户拓展阶段， β 修复下业绩弹性较大标的，建议关注**新澳股份、伟星股份、台华新材**。3) 仍然看好运动服饰中长期成长性与估值修复，建议关注流水增长好于同业且中报盈利能力大幅改善的**安踏体育**。

宠物：宠食贯穿宠物的生命周期，主粮作为最主要的细分品类，存在高复购、高壁垒、持续升级等特点，稀缺优质属性突出。国内：近年来宠物角色定位已升级至家人或者朋友，可以较好满足消费者的“陪伴”等精神需求，宠食市场有望持续扩容。且近年来国产品牌崛起趋势明显，国产品牌在产品端注重创新升级，品牌端加码高端布局，营销端持续投入提升知名度，国产替代趋势料将持续。海外：随着海外客户去库存结束及同期低基，宠食出口有望迎来加速修复，23 年 10+11 月宠食出口金额恢复明显增长，同比+21%。出口加速修复+内销品牌景气延续，建议关注：自主品牌贡献为主，麦富迪+弗列加特保持靓丽表现的**乖宝宠物**；外销业务修复常态、盈利有望恢复，且自主品牌爵宴等持续靓丽的**佩蒂股份**；出口业务恢复+品牌调整效果有望逐步显现的**中宠股份**。

● **风险提示：**原材料涨价；需求不及预期；汇率波动；芯片缺货涨价。

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 亚玛芬招股书专题：如何理解全球户外龙头增长动能？ | 6 |
| 2. 周度投资观点 | 9 |
| 3. 行情数据..... | 10 |
| 4. 各板块跟踪 | 12 |
| 5. 行业新闻..... | 14 |
| 6. 上游跟踪..... | 15 |
| 6.1. 家电原材料价格、海运走势 | 15 |
| 6.2. 房地产数据跟踪 | 16 |
| 6.2. 纺织原材料价格跟踪 | 17 |
| 7. 风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司主要股东 IPO 前后持股比例..... | 6 |
| 图 2: 亚玛芬集团营收及增速 (百万美元, %) | 6 |
| 图 3: 亚玛芬集团净利润及净利率 (百万美元, %) | 6 |
| 图 4: 公司毛利率、经营利润率以及调整后 EBITDA/Revenue (%) | 6 |
| 图 5: 亚玛芬集团品牌矩阵 | 7 |
| 图 6: 亚玛芬分业务营收及营收占比 (百万美元, %) | 7 |
| 图 7: 亚玛芬分业务经营利润率 (%) | 7 |
| 图 8: 亚玛芬分地区营收表现 (百万美元) | 8 |
| 图 9: 亚玛芬分地区营收占比 (%) | 8 |
| 图 10: 亚玛芬集团分渠道表现 (百万美元) | 8 |
| 图 11: 亚玛芬集团批发、DTC 业务营收占比 (%) | 8 |
| 图 12: 家电及细分板块周涨跌幅 | 10 |
| 图 13: 家电及细分板块指数走势 | 10 |
| 图 14: 纺织服装及细分板块周涨跌幅 | 10 |
| 图 15: 纺织服装及细分板块指数走势 | 10 |
| 图 16: 家电重点公司估值 | 11 |
| 图 17: 纺织服装重点公司估值 | 11 |
| 图 18: 白电板块重点公司销售数据跟踪 | 12 |
| 图 19: 小家电板块公司销售数据跟踪 | 12 |
| 图 20: 厨电板块公司销售数据跟踪 | 13 |
| 图 21: 小家电板块公司销售数据跟踪 | 13 |
| 图 22: 铜铝价格走势 (美元/吨) | 15 |
| 图 23: 塑料价格走势 (元/吨) | 15 |
| 图 24: 钢材价格走势 (1994 年 4 月=100) | 15 |
| 图 25: 美元兑人民币汇率走势 | 15 |
| 图 26: 海运运价指数 | 15 |
| 图 27: 面板价格走势 (美元/片) | 15 |
| 图 28: 累计商品房销售面积 (亿平方米) | 16 |
| 图 29: 当月商品房销售面积 (亿平方米) | 16 |
| 图 30: 累计房屋竣工面积 (亿平方米) | 16 |
| 图 31: 当月房屋竣工面积 (亿平方米) | 16 |
| 图 32: 累计房屋新开工面积 (亿平方米) | 16 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 33: 当月房屋新开工面积 (亿平方米) | 16 |
| 图 34: 累计房屋施工面积 (亿平方米) | 17 |
| 图 35: 30 大中城市成交面积 (万平方米) | 17 |
| 图 36: 328 棉现价走势图 (元/吨) | 17 |
| 图 37: CotlookA 指数 (美元/磅) | 17 |
| 图 38: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨) | 17 |
| 图 39: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨) | 17 |
| 图 40: 长绒棉价格走势图 (元/吨) | 18 |
| 图 41: 内外棉价差走势图 (元/吨) | 18 |

1. 亚玛芬招股书专题：如何理解全球户外龙头增长动能？

体育用品集团亚玛芬于北京时间 2024 年 2 月 1 日正式登陆纽交所，共募资约 13 亿美元，发行市值达到 63 亿美元。

图 1：公司主要股东 IPO 前后持股比例

| | 普通股持股比例 | |
|--------------------|---------|-------|
| | IPO前 | IPO后 |
| 安踏集团 | 56.0% | 44.0% |
| 方源资本 | 16.0% | 12.5% |
| Anamed Investments | 20.6% | 16.2% |
| 腾讯集团 | 5.6% | 4.4% |

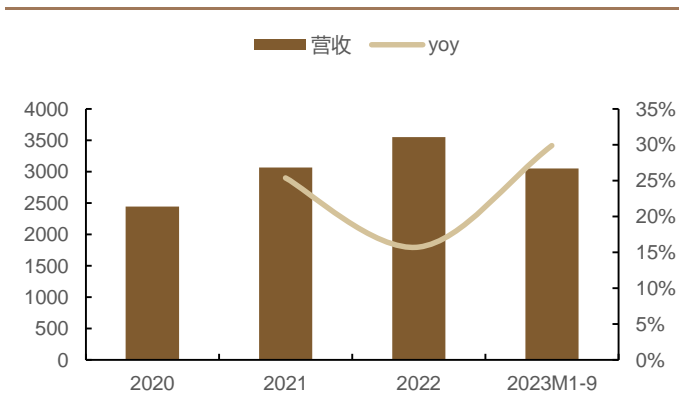
资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

营收保持优质增长，毛利率提升，2023 全年预计略有减亏。

据公司招股书，亚玛芬集团营收从 2020 年的 24.5 亿美元增至 2022 年的 35.5 亿美元，2 年复合增速达到 20.5%；2023 年 M1-9 公司实现营收 30.5 亿美元，同比增长 30%，且预计 2023 全年公司收入规模在 43.5~43.6 亿美元，同比增长 22.7%~22.9%，其增长预计主要来自专业服饰业务新开店、大中华区疫后恢复以及户外性能业务鞋类产品在大中华区的增长等。

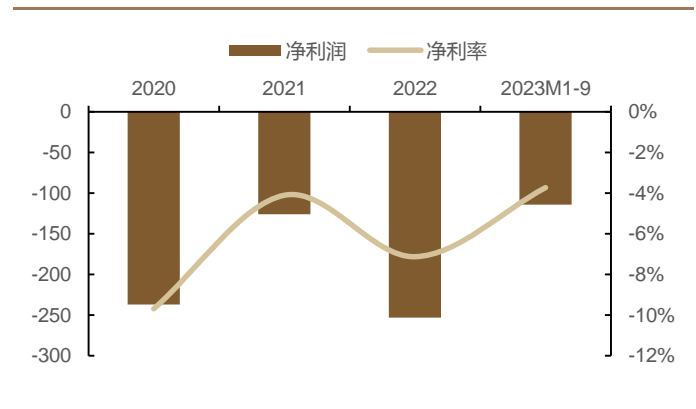
净利润方面，公司 2023 年 M1-9 净亏损 1.1 亿美元，2023 全年预计亏损幅度在 2.3~2.0 亿美元，同比 2022 年略有减亏。公司营收、毛利率水平持续增长部分冲淡高经营费用、财务费用以及 IPO 股权激励成本等带来的影响。

图 2：亚玛芬集团营收及增速（百万美元，%）



资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

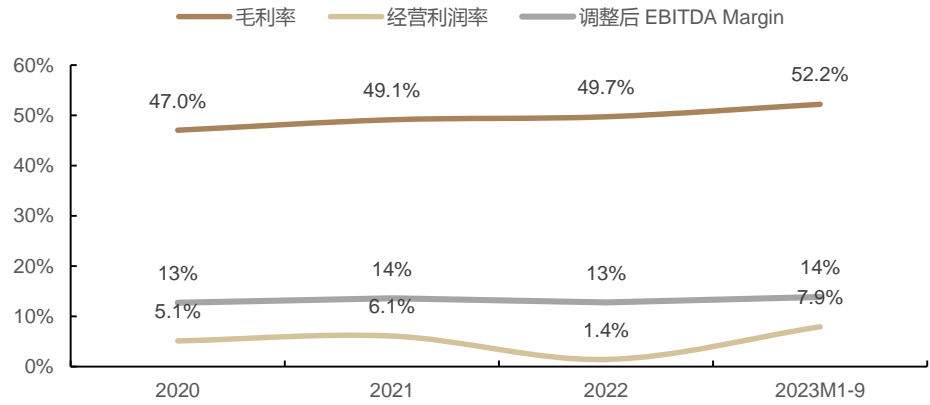
图 3：亚玛芬集团净利润及净利率（百万美元，%）



资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

其他盈利指标来看，公司毛利率从 2020 年的 47% 提升至 2023 年 M1-9 的 52.2%，主要得益于渠道、地区业务结构的不断优化，以及物流成本等下降。2023 年 M1-9 公司的经营利润率有所回升，主要来自营收、毛利率提升带动。公司的调整后 EBITDA Margin 相对平稳。

图 4：公司毛利率、经营利润率以及调整后 EBITDA/Revenue (%)

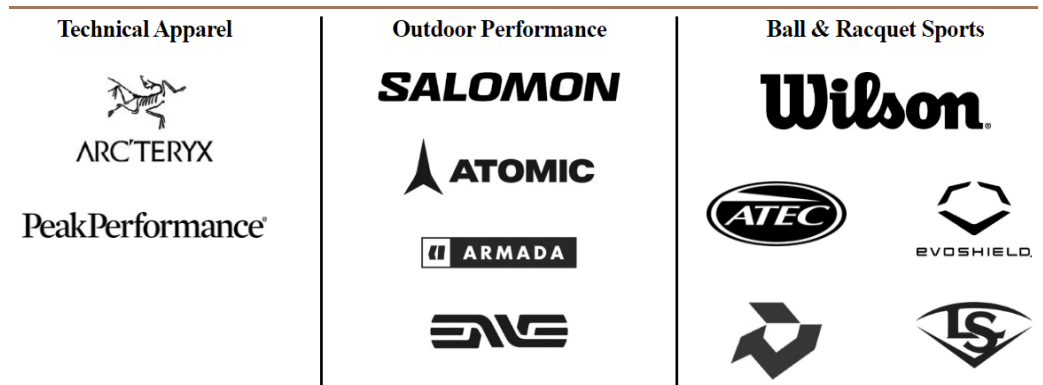


资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

亚玛芬集团主要业务包括专业服饰、户外性能、球类运动，共有 11 个子品牌。专业服饰包含加拿大高端户外服装品牌 Arc' teryx 和瑞典户外品牌 Peak Performance，主要销售高性能、能应对户外运动的服装和装备，2023M1-9 该业务贡献 34% 的营收。户外性能业务主要包含法国户外品牌 Salomon、奥地利滑雪装备品牌 Atomic 等，2023M1-9 该业务营收占比为 37%。球类运动业务主要包含 Wilson Sporting Goods 品牌组合，其中包括 the iconic Wilson brand、Louisville Slugger、Demarini 等子品牌，该业务 2023M1-9 营收占比 28%。

从盈利能力来看，专业服饰业务经营利润率保持领先，2023M1-9 达到 17.8%；其次户外性能、球类运动两项业务较为接近，两者 2023M1-9 经营利润率分别为 9%、6.4%。

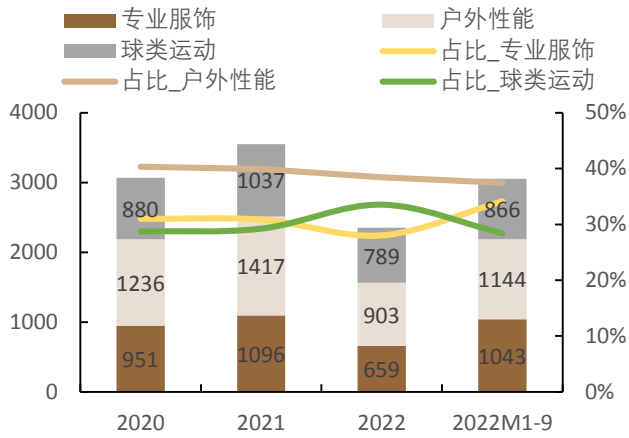
图 5：亚玛芬集团品牌矩阵



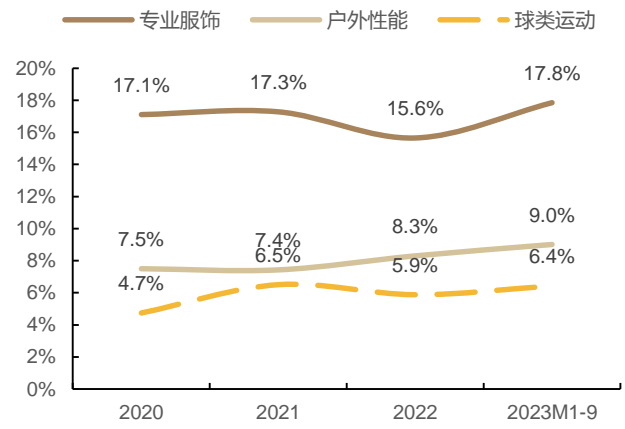
资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

图 6：亚玛芬分业务营收及营收占比（百万美元，%）

图 7：亚玛芬分业务经营利润率（%）



资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

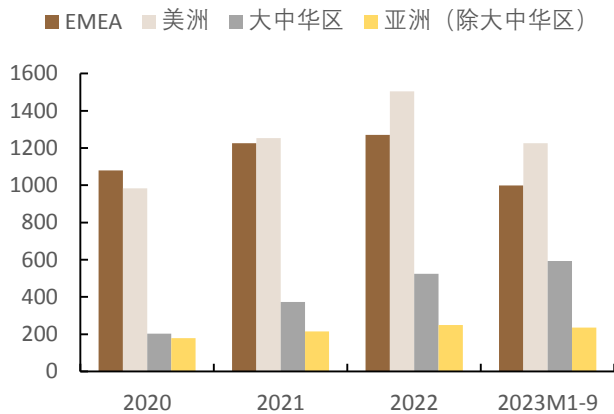


资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

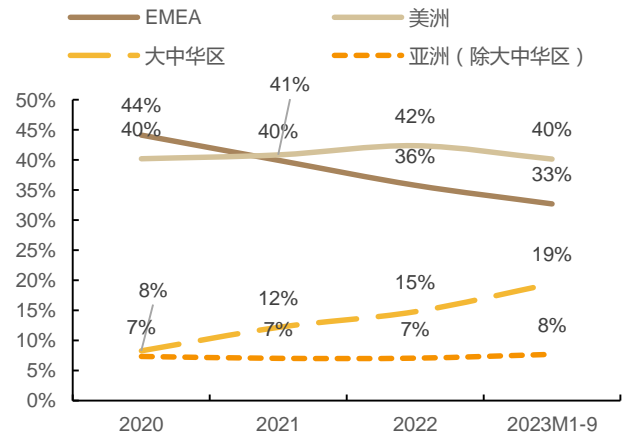
全球化渠道扩张战略，大中华区贡献亮眼增长。从各个地区表现来看，EMEA/美洲/大中华区/其他亚太地区2023年M1-9分别贡献33%/40%/19%/8%，其中EMEA占比相较于2020年有所下滑，美洲、亚太与2020年相比基本持平，大中华区营收占比从2020年的8%增至2023M1-9的19%，有显著提升。具体来看，公司自2018年起发力大中华区，截至2023年9月末负责团队人员数量增加至800人，渠道方面严格按照数据分析进行选址，以提升店铺运营效率，集团2020~22年在大中华区营收取得60.9%复合增长，且营业利润率表现好于集团整体。

图8：亚玛芬分地区营收表现（百万美元）

图9：亚玛芬分地区营收占比（%）



资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

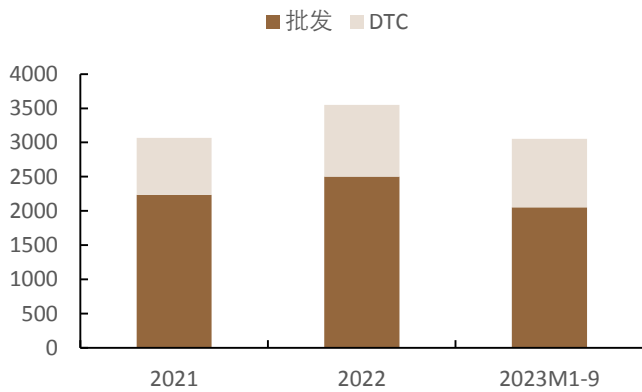


资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

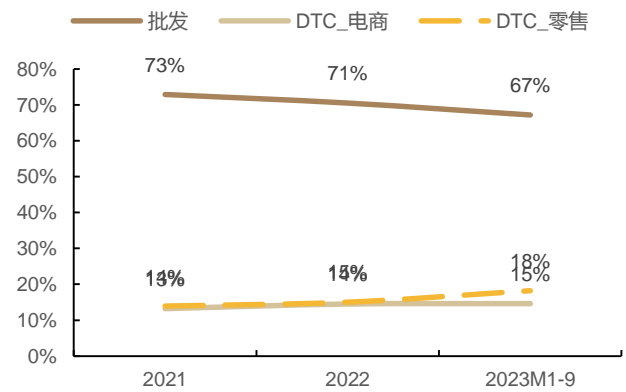
批发渠道占比领先，集团发力 DTC，构筑核心增长动力。从占比情况来看，公司大部分业务贡献来自批发业务，但其占比从2020年的78%降至2023M1-9的67%，且2020~22年复合增速为14%。集团坚定“走向市场”的营销战略，并注重DTC渠道搭建，其DTC渠道贡献收入从2020的22%提升至2023M1-9的33%，其中电商/零售分别占比15%/18%；从增速上看，DTC渠道2020~22年取得40%复合增长，其中电商/零售复合增速分别达到37%/44%。截至2023年9月末，公司在24个国家共拥有超过330家直营店铺，其中三大品牌Arc'teryx、Salomon、Wilson分别拥有138、114、9家直营店铺。

图10：亚玛芬集团分渠道表现（百万美元）

图11：亚玛芬集团批发、DTC业务营收占比（%）



资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所



资料来源：亚玛芬公司招股书，德邦研究所

2. 周度投资观点

看好 23Q4 内需修复趋势，同时海外需求好于预期。看好可选消费修复逻辑。建议把握多条主线：

家电：1) 中国扫地机品牌在全球产品力优势已在份额提升中持续体现，叠加全球扫地机均处于渗透率提升的早期阶段，建议积极关注**石头科技**；2) 内外需后续不确定情况下，建议布局国内外均有布局、内外需修复均有弹性，且2024下半年基数较低、有望持续加速的标的，建议关注**美的集团、海尔智家、石头科技、新宝股份**；3) 持续看好宠物赛道高景气趋势，建议关注**乖宝宠物、中宠股份**；4) 关注产业链变革带来的3~5年维度全球份额提升+利润率提升逻辑，建议关注**海信视像、TCL 电子**；5) 消费修复趋势下，建议关注前期受影响较大的中高端品牌数据修复情况，建议关注**新宝股份、倍轻松、科沃斯、极米科技**。

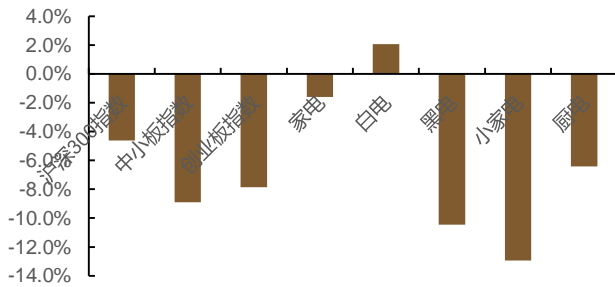
纺织：22年我国纺织服装出口基数呈现前高后低，23年8月以后进入低基数区间，随着终端动销改善切换至主动补库，出口订单将有望逐月改善。国内服饰消费延续弱复苏趋势，2024下半年低基数效应，有望支撑优质流水兑现与提振板块估值。国内外零售复苏基调下建议把握三条主线：1) 把握制造出口链基本面拐点，代工龙头产能规模与经营质量优势领先，业绩稳定性提高估值安全边际，建议关注**申洲国际、华利集团**。2) 公司自身具备Alpha属性或处于品类、客户拓展阶段，β修复下业绩弹性较大标的，建议关注**新澳股份、伟星股份、台华新材**。3) 仍然看好运动服饰中长期成长性与估值修复，建议关注流水增长好于同业且中报盈利能力大幅改善的**安踏体育**。

宠物：宠食贯穿宠物的生命周期，主粮作为最主要的细分品类，存在高复购、高壁垒、持续升级等特点，稀缺优质属性突出。国内：近年来宠物角色定位已升级至家人或者朋友，可以较好满足消费者的“陪伴”等精神需求，宠食市场有望持续扩容。且近年来国产品牌崛起趋势明显，国产品牌在产品端注重创新升级，品牌端加码高端布局，营销端持续投入提升知名度，国产替代趋势料将持续。海外：随着海外客户去库存结束及同期低基，宠食出口有望迎来加速修复，23年10+11月宠食出口金额恢复明显增长，同比+21%。出口加速修复+内销品牌景气延续，建议关注：自主品牌贡献为主，麦富迪+弗列加特保持靓丽表现的**乖宝宠物**；外销业务修复常态、盈利有望恢复，且自主品牌爵宴等持续靓丽的**佩蒂股份**；出口业务恢复+品牌调整效果有望逐步显现的**中宠股份**。

3. 行情数据

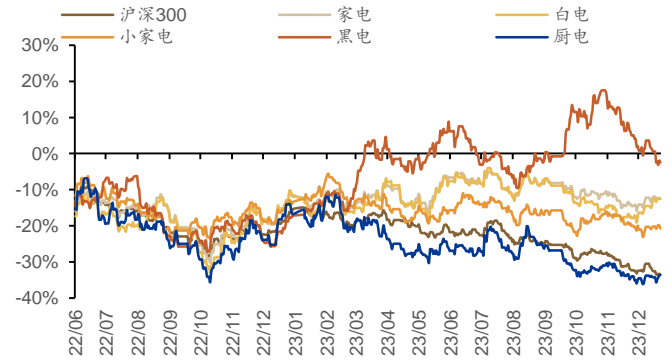
本周家电板块涨跌幅为-1.6%，其中白电/黑电/小家电/厨电板块涨跌幅分别+2.1%/-10.5%/-12.9%/-6.4%。原材料价格方面，LME 铜、LME 铝、塑料价格环比上周分别-0.56%、-0.11%、-1.65%。

图 12：家电及细分板块周涨跌幅



资料来源：iFinD，德邦研究所

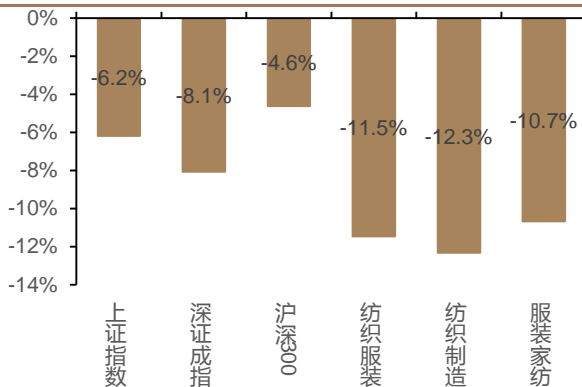
图 13：家电及细分板块指数走势



资料来源：iFinD，德邦研究所（基期为 2022 年 1 月 1 日）

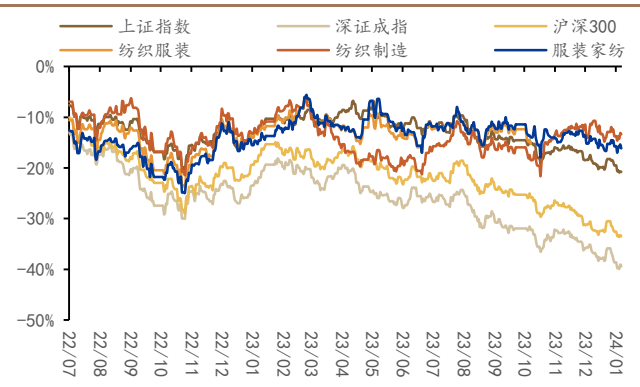
本周纺织服装板块涨跌幅-11.47%，其中纺织制造涨跌幅-12.33%，服装家纺涨跌幅-10.67%。328 级棉现货 16975 元/吨（+0.28%）；美棉 CotlookA 95.25 美分/磅（+0.42%）；内外棉价差-105 元/吨。

图 14：纺织服装及细分板块周涨跌幅



资料来源：iFinD，德邦研究所

图 15：纺织服装及细分板块指数走势



资料来源：iFinD，德邦研究所（基期为 2022 年 1 月 1 日）

图 16: 家电重点公司估值

| 【德邦家电】家电重点公司估值 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|------|------------|--------|-------------|------------|-------|-------|-------|---------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|
| | 公司 | 市值 (亿元) | 周涨跌幅 | 年初至今 涨跌幅 | 归母净利润 (亿元) | | | | 归母净利润增速 | | | | PE | | | | BVPS | PB |
| | | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | | |
| 白电 | 美的集团 | 4,093 | 1.3% | 6.6% | 295.5 | 337.4 | 373.1 | 409.3 | 3% | 14% | 11% | 10% | 14 | 12 | 11 | 10 | 21.7 | 2.7 |
| | 格力电器 | 2,005 | 5.8% | 10.7% | 245.1 | 275.9 | 299.0 | 322.7 | 6% | 13% | 8% | 8% | 8 | 7 | 7 | 6 | 18.1 | 2.0 |
| | 海尔智家 | 1,415 | 0.9% | 6.8% | 147.1 | 168.6 | 192.2 | 216.9 | 13% | 15% | 14% | 13% | 10 | 8 | 7 | 7 | 10.3 | 2.2 |
| | 海信家电 | 235 | 0.2% | 24.2% | 14.3 | 27.8 | 32.1 | 37.0 | 48% | 94% | 15% | 15% | 16 | 8 | 7 | 6 | 8.6 | 2.9 |
| 厨电 | 老板电器 | 209 | 2.6% | 1.0% | 15.7 | 18.8 | 21.1 | 23.4 | 18% | 20% | 12% | 11% | 13 | 11 | 10 | 9 | 10.7 | 2.1 |
| | 火星人 | 49 | -17.3% | -25.9% | 3.1 | 3.9 | 4.6 | 5.3 | -16% | 25% | 18% | 15% | 16 | 13 | 11 | 9 | 3.9 | 3.1 |
| | 浙江美大 | 53 | -14.0% | -18.3% | 4.5 | 4.9 | 5.4 | 5.9 | -32% | 8% | 10% | 10% | 12 | 11 | 10 | 9 | 3.2 | 2.6 |
| | 亿田智能 | 28 | -20.6% | -31.5% | 2.1 | 2.3 | 2.6 | 2.9 | 0% | 8% | 15% | 11% | 13 | 12 | 10 | 9 | 13.0 | 2.0 |
| | 帅丰电器 | 21 | -19.5% | -24.7% | 2.1 | 2.2 | 2.5 | 2.8 | -13% | 4% | 12% | 11% | 10 | 9 | 8 | 7 | 10.7 | 1.0 |
| | 华帝股份 | 45 | -9.9% | -13.8% | 1.4 | 5.0 | 5.8 | 6.5 | -31% | 247% | 16% | 12% | 32 | 9 | 8 | 7 | 4.0 | 1.3 |
| | 苏泊尔 | 400 | -3.7% | -6.4% | 20.7 | 21.9 | 24.2 | 26.6 | 6% | 6% | 10% | 10% | 19 | 18 | 17 | 15 | 9.2 | 5.4 |
| 小家电 | 九阳股份 | 78 | -10.5% | -19.7% | 5.3 | 5.0 | 6.5 | 7.6 | -29% | -6% | 31% | 16% | 15 | 16 | 12 | 10 | 4.5 | 2.3 |
| | 小熊电器 | 74 | -2.8% | -9.3% | 3.9 | 4.7 | 5.6 | 6.4 | 36% | 21% | 19% | 16% | 19 | 16 | 13 | 11 | 15.6 | 3.0 |
| | 新宝股份 | 97 | -11.5% | -18.9% | 9.6 | 9.1 | 10.7 | 12.0 | 21% | -5% | 17% | 12% | 10 | 11 | 9 | 8 | 8.7 | 1.4 |
| | 北鼎股份 | 23 | -18.8% | -23.0% | 0.5 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | -57% | 85% | 21% | 19% | 48 | 27 | 22 | 18 | 2.3 | 3.1 |
| | 极米科技 | 55 | -13.7% | -30.4% | 5.0 | 5.4 | 6.1 | 6.7 | 4% | 8% | 12% | 11% | 11 | 10 | 9 | 8 | 45.8 | 1.7 |
| | 科沃斯 | 174 | -17.7% | -27.0% | 17.0 | 8.9 | 12.5 | 14.9 | -16% | 48% | 41% | 20% | 10 | 20 | 14 | 12 | 11.5 | 2.6 |
| | 石头科技 | 390 | -1.3% | 4.7% | 11.8 | 20.8 | 23.9 | 27.7 | -16% | 75% | 15% | 16% | 33 | 19 | 16 | 14 | 74.5 | 4.0 |
| | 飞科电器 | 183 | -10.2% | -17.0% | 8.2 | 10.8 | 13.1 | 15.4 | 28% | 31% | 21% | 18% | 22 | 17 | 14 | 12 | 8.6 | 4.9 |
| | 莱克电气 | 101 | -12.9% | -20.8% | 9.8 | 10.2 | 11.2 | 12.4 | 96% | 13% | 16% | 12% | 10 | 10 | 9 | 8 | 6.8 | 2.6 |
| | 倍轻松 | 24 | -3.7% | -15.9% | -1.2 | 0.2 | 1.0 | 1.6 | -235% | 116% | 420% | 54% | - | 122 | 23 | 15 | 5.4 | 5.3 |
| | 荣泰健康 | 24 | -16.1% | -18.0% | 1.6 | 2.1 | 2.6 | 2.9 | -31% | 41% | 18% | 11% | 14 | 11 | 9 | 8 | 13.4 | 1.3 |
| 黑电 | 海信视像 | 286 | -0.4% | 4.8% | 16.8 | 22.8 | 27.6 | 31.8 | 48% | 36% | 21% | 15% | 17 | 13 | 10 | 9 | 13.9 | 1.6 |
| | 创维数字 | 111 | -19.8% | -38.8% | 8.2 | 8.8 | 10.9 | 12.9 | 95% | 7% | 24% | 18% | 13 | 13 | 10 | 9 | 5.3 | 1.8 |

资料来源: 万得一致预期、德邦证券研究所; 备注: 火星人、亿田智能、九阳股份、新宝股份、北鼎股份、极米科技、科沃斯、石头科技、莱克电气、倍轻松、荣泰健康、海信视像采用德邦预测, 收盘日 2024 年 2 月 2 日

图 17: 纺织服装重点公司估值

| 【德邦可选消费】纺服重点公司估值 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------|------|------------|--------|-------------|------------|------|-------|-------|---------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--|--|
| | 公司 | 市值 (亿元) | 周涨跌幅 | 年初至今 涨跌幅 | 归母净利润 (亿元) | | | | 归母净利润增速 | | | | PE | | | | | |
| | | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | | |
| 品牌服饰 A股 | 海澜之家 | 334 | 0.5% | 2.8% | 21.6 | 29.3 | 33.1 | 37.4 | -13% | 36% | 13% | 13% | 16 | 11 | 10 | 9 | | |
| | 森马服饰 | 140 | -13.0% | -9.9% | 6.4 | 11.3 | 13.7 | 15.8 | -57% | 77% | 21% | 16% | 22 | 12 | 10 | 9 | | |
| | 太平鸟 | 68 | -15.7% | -15.7% | 1.8 | 4.8 | 6.5 | 7.7 | -73% | 162% | 34% | 19% | 37 | 14 | 11 | 9 | | |
| | 比音勒芬 | 162 | -4.6% | -10.2% | 7.3 | 9.6 | 11.8 | 14.3 | 17% | 32% | 24% | 21% | 22 | 17 | 14 | 11 | | |
| | 地素时尚 | 57 | -9.6% | -9.2% | 3.8 | 5.5 | 6.5 | 7.4 | -44% | 44% | 18% | 14% | 15 | 10 | 9 | 8 | | |
| | 歌力思 | 27 | -16.9% | -20.8% | 0.2 | 2.1 | 3.4 | 4.1 | -93% | 908% | 64% | 21% | 131 | 13 | 8 | 7 | | |
| | 富安娜 | 81 | 1.4% | 8.4% | 5.3 | 5.8 | 6.4 | 7.1 | -2% | 9% | 11% | 11% | 15 | 14 | 13 | 11 | | |
| | 罗莱生活 | 73 | -5.8% | -5.4% | 5.7 | 6.4 | 7.5 | 8.5 | -20% | 11% | 17% | 14% | 13 | 12 | 10 | 9 | | |
| | 水星家纺 | 39 | -4.2% | 3.6% | 2.8 | 3.7 | 4.3 | 4.9 | -28% | 33% | 16% | 14% | 14 | 11 | 9 | 8 | | |
| 品牌服饰 港股 | 安踏体育 | 1887 | -4.9% | -12.1% | 75.9 | 97.5 | 116.1 | 135.7 | -2% | 28% | 19% | 17% | 22 | 17 | 15 | 13 | | |
| | 李宁 | 458 | 3.5% | -15.2% | 40.6 | 37.0 | 43.0 | 50.3 | 1% | -9% | 16% | 17% | 10 | 11 | 10 | 8 | | |
| | 特步国际 | 102 | -2.5% | -12.0% | 9.2 | 10.5 | 12.6 | 14.9 | 1% | 14% | 19% | 19% | 10 | 9 | 7 | 6 | | |
| | 361度 | 72 | -5.2% | 0.0% | 7.5 | 9.4 | 11.2 | 13.4 | 24% | 25% | 20% | 20% | 9 | 7 | 6 | 5 | | |
| 纺织制造 A股 | 波司登 | 388 | -1.4% | 1.4% | 20.6 | 21.4 | 27.1 | 31.7 | 21% | 4% | 26% | 17% | 17 | 16 | 13 | 11 | | |
| | 华孚时尚 | 52 | -14.4% | -29.3% | -3.5 | 3.8 | 6.1 | 7.2 | -162% | 209% | 58% | 19% | - | 13 | 9 | 7 | | |
| | 百隆东方 | 71 | -10.2% | -2.7% | 15.6 | 6.5 | 8.8 | 11.1 | 14% | 59% | 37% | 26% | 5 | 11 | 8 | 6 | | |
| | 健盛集团 | 32 | -10.8% | -9.7% | 2.6 | 2.4 | 2.9 | 3.5 | 57% | -9% | 23% | 20% | 12 | 14 | 11 | 9 | | |
| | 航民股份 | 70 | -14.7% | -24.3% | 6.6 | 7.6 | 8.8 | 9.9 | -1% | 16% | 15% | 12% | 11 | 9 | 8 | 7 | | |
| 纺织制造 港股 | 鲁泰A | 35 | -10.5% | -9.3% | 9.6 | 6.1 | 7.6 | 8.8 | 177% | 36% | 23% | 16% | 4 | 6 | 5 | 4 | | |
| | 华利集团 | 665 | 8.7% | 8.3% | 32.3 | 31.6 | 37.5 | 44.1 | 17% | -2% | 19% | 18% | 21 | 21 | 18 | 15 | | |
| | 申洲国际 | 1025 | -4.3% | -15.2% | 45.6 | 46.0 | 56.1 | 66.5 | 3% | 1% | 22% | 19% | 20 | 20 | 16 | 14 | | |
| 天虹纺织 | 34 | -6.3% | -14.8% | 1.6 | -3.6 | 7.9 | 10.1 | -94% | -327% | -319% | 27% | 19 | - | 4 | 3 | | | |

资料来源: 万得一致预期、德邦研究所 (其中 361 度使用德邦预测, 收盘日: 2024 年 2 月 2 日)

注：港股公司对应市值单位为亿港元，归母净利润单位为亿元人民币。

4. 各板块跟踪

受基数效应影响，2023年11月大家电线下销售保持快速增长，家电板块线上整体表现平淡。

图 18：白电板块重点公司销售数据跟踪

| 品牌 | 品类 | 线下 | | | | 线上 | | | |
|-----|------|-------|------|------|------|-------|-----|------|-----|
| | | 23M11 | | 23Q3 | | 23M11 | | 23Q3 | |
| | | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 |
| 海尔 | 冰箱 | 29% | 7% | 15% | 8% | -3% | 2% | 2% | 2% |
| | 洗衣机 | 27% | 7% | 17% | 11% | -24% | 4% | -21% | -4% |
| | 空调 | 16% | 2% | -17% | 5% | 3% | -2% | -30% | 2% |
| | 洗碗机 | 30% | 30% | 57% | 14% | 21% | 4% | 3% | 8% |
| 卡萨帝 | 洗碗机 | 83% | -4% | 93% | -6% | - | - | - | - |
| 美的 | 冰箱 | 51% | 14% | -5% | 1% | -3% | 17% | 10% | 12% |
| | 洗衣机 | -6% | -19% | -26% | -13% | -13% | -2% | -13% | -4% |
| | 空调 | 22% | 3% | -8% | 5% | 3% | 8% | -14% | 16% |
| | 清洁电器 | 0% | 0% | -10% | 22% | 0% | 0% | 74% | 98% |
| 小天鹅 | 洗衣机 | 94% | -4% | 35% | -16% | -13% | 1% | 3% | 3% |
| 格力 | 空调 | 20% | 1% | -17% | 1% | -8% | -5% | -19% | 1% |

资料来源：奥维云网，德邦研究所注：均价单位为元

图 19：小家电板块公司销售数据跟踪

| 品牌 | 品类 | 线下 | | | | 线上 | | | |
|-----|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | | 23M11 | | 23Q3 | | 23M11 | | 23Q3 | |
| | | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 |
| 九阳 | 电饭煲 | 37% | 12% | 7% | 11% | -11% | 9% | -10% | 5% |
| | 料理机 | 3% | -1% | -21% | -5% | -23% | -2% | -21% | -5% |
| | 空气炸锅 | -15% | -10% | -38% | -18% | -47% | -18% | -38% | -23% |
| | 电水壶 | 5% | -1% | -15% | 5% | 8% | -19% | -3% | -5% |
| | 养生壶 | 13% | -6% | -11% | -5% | -11% | -3% | -26% | 0% |
| 苏泊尔 | 电饭煲 | 34% | -2% | 6% | -1% | -18% | -3% | -9% | -5% |
| | 料理机 | 11% | -10% | -12% | -8% | -36% | -6% | -13% | 3% |
| | 空气炸锅 | -21% | -4% | -32% | 5% | -47% | -17% | -49% | -18% |
| | 电水壶 | 14% | -3% | -9% | -5% | 2% | 8% | 2% | 1% |
| | 养生壶 | 13% | -1% | -10% | 3% | -16% | -16% | 3% | -12% |
| 美的 | 电饭煲 | 13% | -4% | 6% | -9% | -4% | -1% | -2% | -14% |
| | 空气炸锅 | 6% | -21% | -21% | -16% | -36% | -17% | -25% | -17% |
| | 电水壶 | 7% | -8% | 12% | 1% | -4% | -1% | 3% | -2% |
| | 养生壶 | 60% | 2% | 19% | 14% | 0% | -11% | 7% | -7% |
| 小熊 | 电饭煲 | -19% | -5% | -29% | -2% | -18% | 12% | 9% | 16% |
| | 料理机 | 25% | 32% | -17% | 21% | -11% | 2% | -6% | 0% |
| | 空气炸锅 | -16% | 7% | -5% | 2% | -56% | -22% | -48% | -8% |
| | 电水壶 | 7% | 15% | -11% | 11% | -29% | -19% | 16% | -13% |
| | 养生壶 | 10% | -11% | -1% | -1% | -9% | -10% | -10% | -6% |
| 科沃斯 | 扫地机 | 64% | 18% | 51% | -2% | -23% | 4% | -20% | 5% |
| 石头 | 扫地机 | 428% | 4% | 314% | 3% | 13% | -1% | 11% | -2% |

资料来源：奥维云网，德邦研究所注：均价单位为元

图 20：厨电板块公司销售数据跟踪

| 品牌 | 品类 | 线下 | | | | 线上 | | | |
|-----|-----|-------|------|------|-----|-------|-----|------|-----|
| | | 23M11 | | 23Q3 | | 23M11 | | 23Q3 | |
| | | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 |
| 老板 | 油烟机 | 65% | 4% | 8% | 4% | 26% | -9% | 11% | 3% |
| 老板 | 洗碗机 | 9% | 1% | 92% | 8% | 23% | 1% | -22% | 4% |
| 老板 | 集成灶 | 328% | -7% | 261% | -8% | - | - | 0% | 0% |
| 华帝 | 油烟机 | 87% | 6% | 45% | 1% | -1% | 2% | 7% | 3% |
| 华帝 | 洗碗机 | 35% | 3% | 45% | 3% | 57% | 23% | -22% | 31% |
| 火星人 | 集成灶 | 85% | 16% | -4% | 5% | -21% | 1% | -27% | 13% |
| 美大 | 集成灶 | 34% | 14% | -16% | 3% | -71% | 21% | -60% | 8% |
| 帅丰 | 集成灶 | 564% | 137% | 0% | 0% | -3% | 5% | -10% | 10% |
| 亿田 | 集成灶 | 33% | 44% | 363% | 2% | -4% | 1% | -18% | 8% |

资料来源：奥维云网，德邦研究所注：均价单位为元

图 21：小家电板块公司销售数据跟踪

| 品牌 | 品类 | 线下 | | | | 线上 | | | |
|-----|----|-------|-----|------|------|-------|-----|------|-----|
| | | 23M11 | | 23Q3 | | 23M11 | | 23Q3 | |
| | | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 | 销额 | 均价 |
| 海信 | 彩电 | 20% | 5% | 14% | 3% | 1% | 31% | 1% | 34% |
| 小米 | 彩电 | 71% | -6% | -5% | -10% | 6% | 44% | -7% | 10% |
| TCL | 彩电 | 26% | 22% | 12% | 9% | -12% | 27% | -8% | 37% |
| 创维 | 彩电 | 31% | 6% | 7% | -8% | 3% | 33% | -12% | 28% |
| 长虹 | 彩电 | 31% | 15% | 7% | 3% | -24% | 35% | -13% | 36% |

资料来源：奥维云网，德邦研究所注：均价单位为元

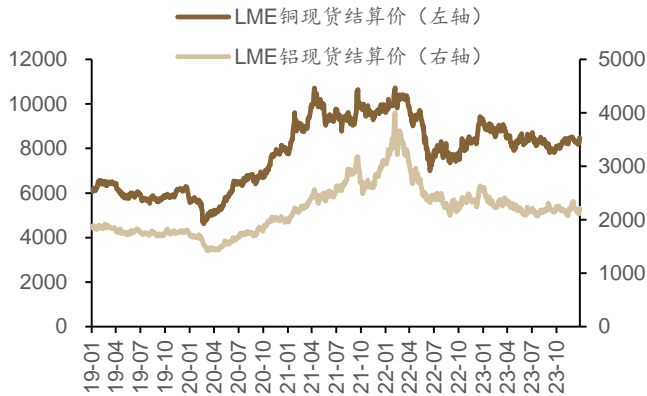
5. 行业新闻

近日，家电行业又添喜讯：美的集团在京东平台 2023 年整体销售额突破 500 亿，成为京东家电行业首个破此纪录的品牌！为庆祝这一里程碑事件，1 月 31 日美的与京东在广东·佛山共举盛典。京东集团 CEO 许冉、副总裁李帅，美的集团董事长兼总裁方洪波、副总裁柏林等双方高层出席本次活动，共构未来三年 2100 亿目标的宏伟蓝图。京东集团 CEO 许冉在活动现场表示：“能够实现 500 亿的业绩突破，离不开美的与京东过去 10 年的相互信任与支持。双方团队创新、拼搏的共同特质与奋斗精神，不仅是保持长期合作共赢的基础，更是我们开拓更广阔市场空间、实现未来 3 年 2100 亿目标的信心。”。（新闻来源：艾肯家电网）

6. 上游跟踪

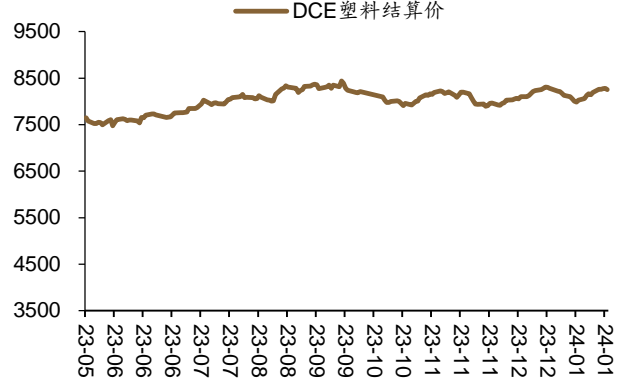
6.1. 家电原材料价格、海运走势

图 22: 铜铝价格走势 (美元/吨)



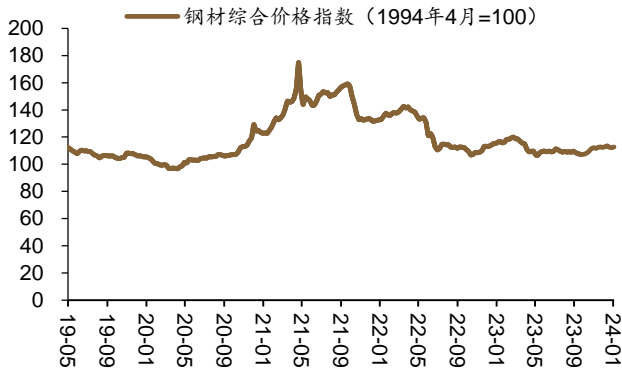
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 23: 塑料价格走势 (元/吨)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 24: 钢材价格走势 (1994年4月=100)



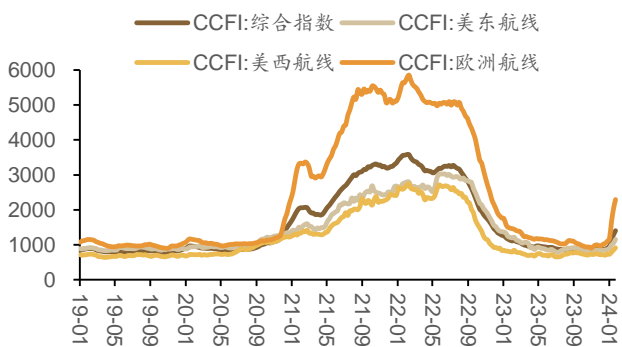
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 25: 美元兑人民币汇率走势



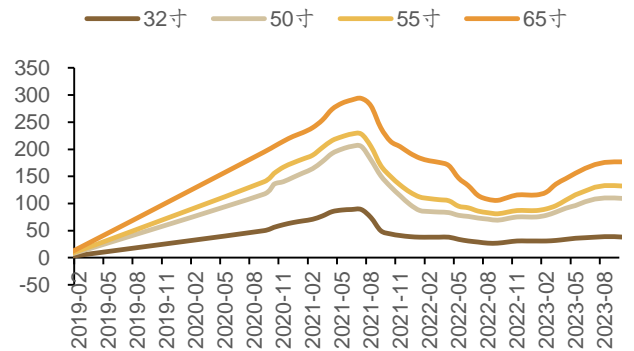
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 26: 海运运价指数



资料来源: iFinD, 德邦研究所

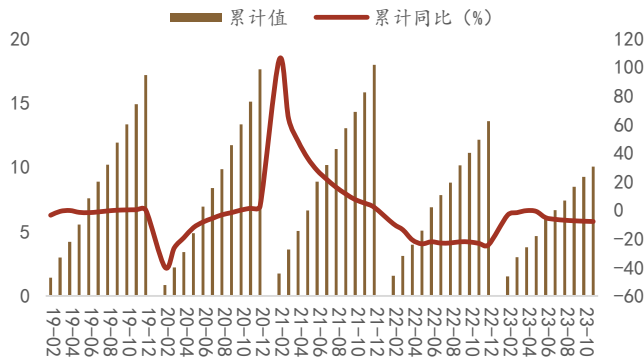
图 27: 面板价格走势 (美元/片)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

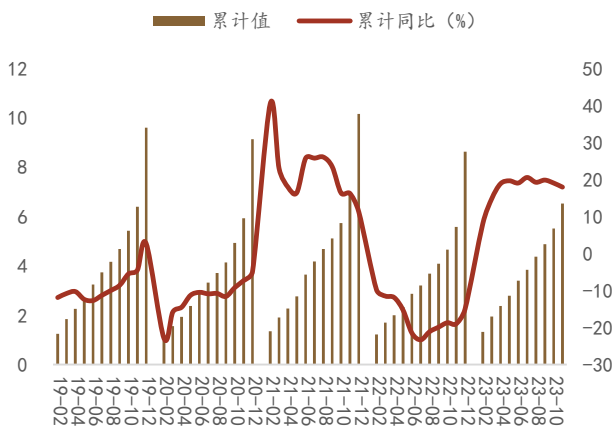
6.2. 房地产数据跟踪

图 28: 累计商品房销售面积 (亿平方米)



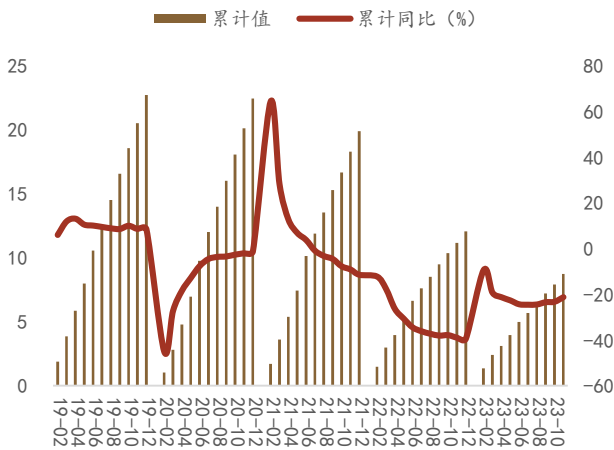
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 30: 累计房屋竣工面积 (亿平方米)



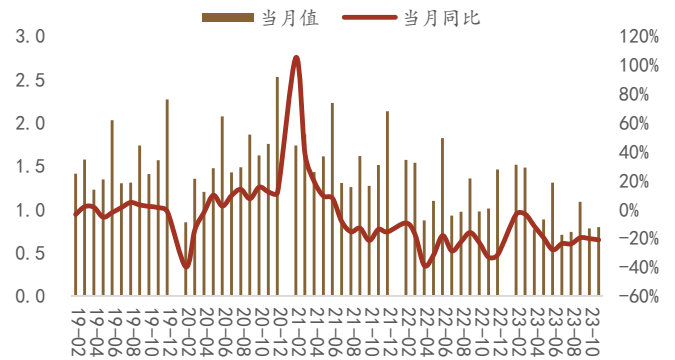
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 32: 累计房屋新开工面积 (亿平方米)



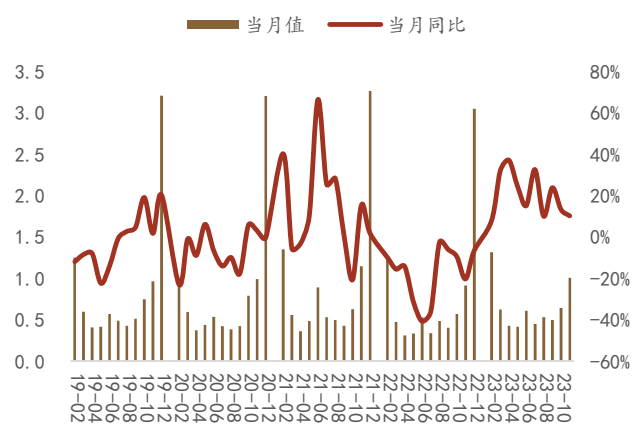
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 29: 当月商品房销售面积 (亿平方米)



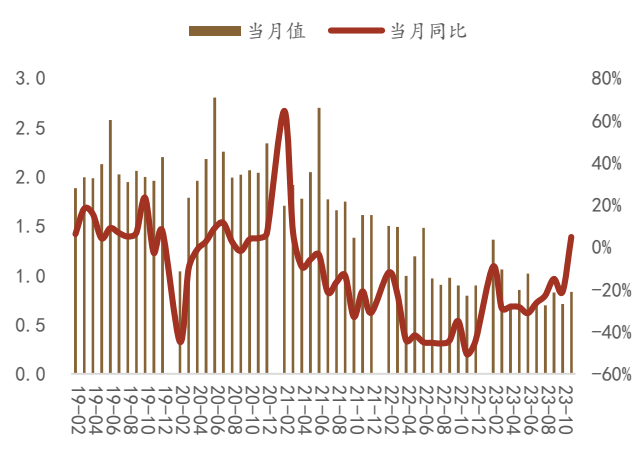
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 31: 当月房屋竣工面积 (亿平方米)



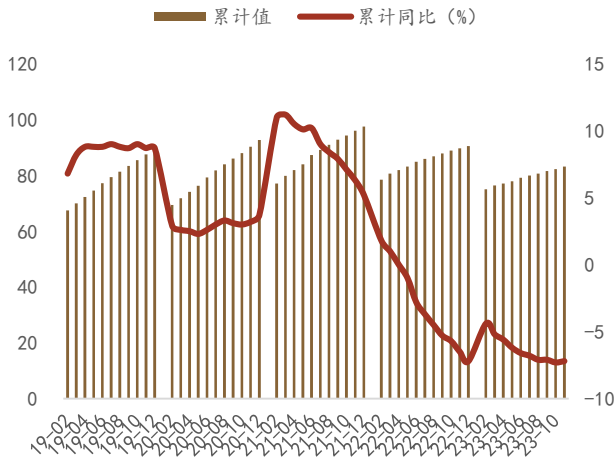
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 33: 当月房屋新开工面积 (亿平方米)



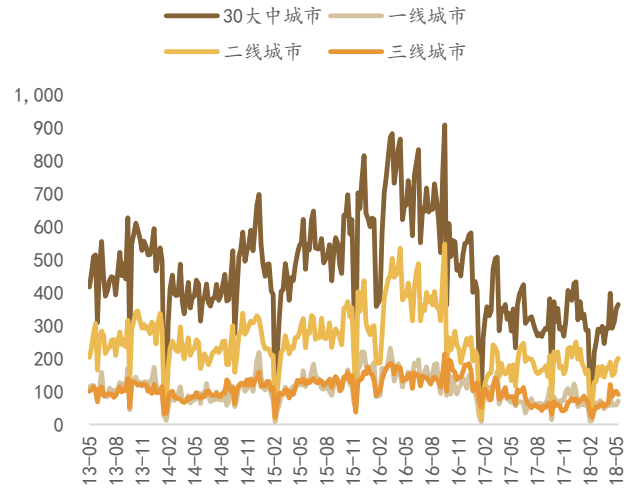
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 34: 累计房屋施工面积 (亿平方米)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

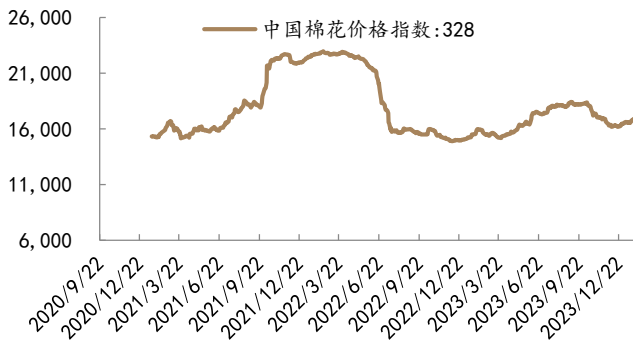
图 35: 30 大中城市成交面积 (万平方米)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

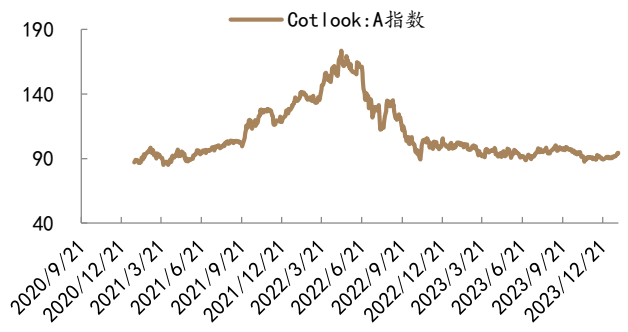
6.2. 纺织原材料价格跟踪

图 36: 328 棉现价走势图 (元/吨)



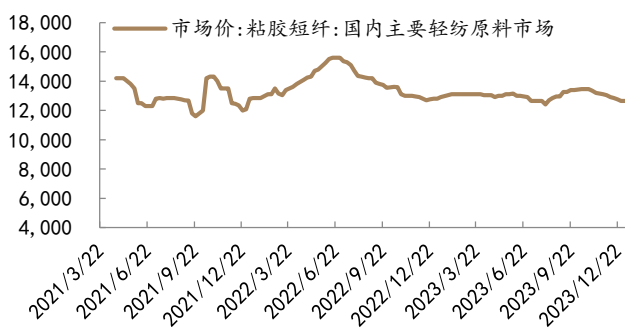
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 37: CotlookA 指数 (美元/磅)



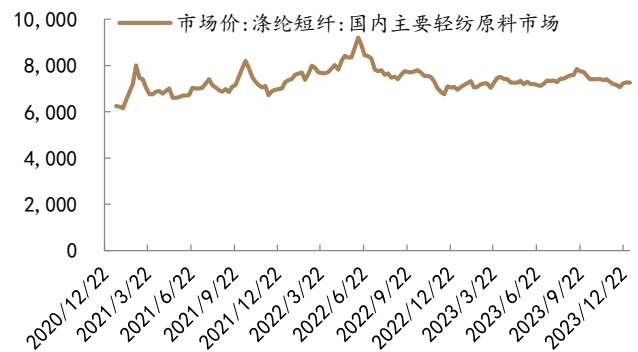
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 38: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



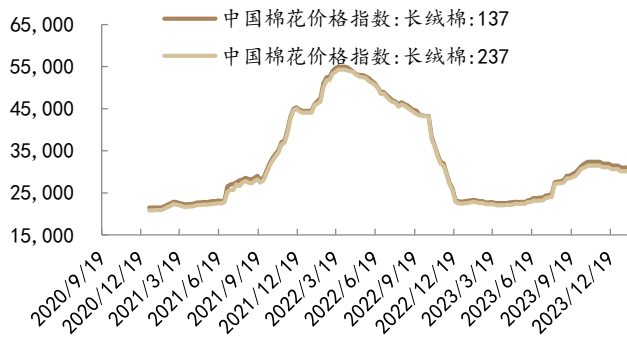
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 39: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)



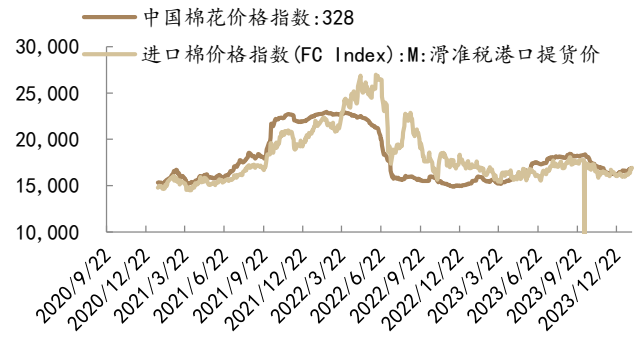
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 40: 长绒棉价格走势 (元/吨)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 41: 内外棉价差走势图 (元/吨)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

7. 风险提示

- **原材料价格上涨风险。**若原材料持续涨价，家电企业的毛利率会出现显著下滑，进而影响企业的盈利能力。
- **需求不及预期风险。**如果消费整体疲软，终端需求不及预期，将会对企业业绩造成较大压力。
- **汇率波动影响。**汇率波动超预期将对企业最终业绩产生较大的非经营性影响。
- **芯片缺货涨价风险。**芯片紧缺将影响下游终端出货，制约企业盈利能力。

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。