



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

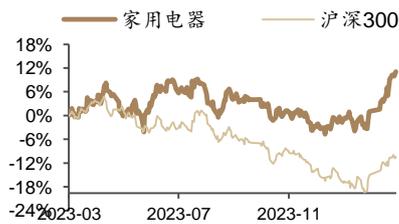
邮箱：jixy3@tebon.com.cn

宋雨桐

资格编号：S0120523090003

邮箱：songyt@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《白电数据专题：1月销售数据靓丽，3月排产表现积极——24W9周观点》，2024.3.3
- 《随心屏有望成为家中的第二块屏吗？——24W8周观点》，2024.2.25
- 《春节假期消费火热；关注清洁电器新品——24W7周观点》，2024.2.18
- 《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》，2024.2.4
- 《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

百丽时尚招股书专题：时尚鞋服龙头重启 IPO，数字化赋能 DTC 模式——24W10 周观点

投资要点：

● 百丽时尚招股书专题：时尚鞋服龙头重启 IPO，数字化赋能 DTC 模式

公司前身丽华鞋业于 1981 年在香港创立，初期主要从事鞋类产品贸易，1991 年起逐步启动鞋类定制及生产，以及在中国大陆地区开展鞋类产品批发销售业务。在多年发展之下，公司成功搭建遍布全国的零售网络，实施拓宽客户群的多品牌策略，建立涵盖时尚潮流趋势研究、商品企划、设计研发、生产制造、商品管理、DTC 零售及消费者洞察的垂直一体化业务模式。从财务表现来看，公司收入、利润于 FY2024 逐渐恢复，FY24M1-9 分别同增 12.8%/92.7%，且销售/管理费用率取得优化。

多品牌+夯实渠道+数字化，打造垂直一体化模式。

1) 品牌：当前公司运营 19 个品牌（包含 12 个自有品牌+7 个合作品牌），品类覆盖女士、男士和儿童鞋履、服饰及配饰。公司收入 Top5 品牌为 Belle、Tata、Staccato、Teenmix 以及 Basto，其合计约贡献 63% 收入，该 5 个品牌均为公司自有品牌；公司授权及代理品牌合计收入占比约 18%。

2) 渠道：公司始终坚持 DTC 零售模式，并加大线上资源投放，其线上收入占比从 FY2017 年的不足 7% 大幅提升至 FY24M1-9 的 27.7%。线下渠道方面，公司通过 9 个销售区域管理直营门店，截至 2023 年 11 月 30 日，公司于国内有 8361 家直营门店，其中鞋履业务百货店铺占比由 70%+（截至 2017 年 2 月 28 日）降低至不足 40%（截至 2023 年 11 月 30 日），而购物中心及奥莱店占比有所提升。线下门店作为公司旗下品牌的重要触点，通过去中心化方式进行客户运营，叠加疫情后客流等恢复，公司截至 2023 年 11 月 30 日为止的九个月同店销售额同比增长 16.1%。

3) 供应链：公司采用柔性供应链体系，即通过“订、补、选”货品模式来获取当季消费者需求，并根据时尚趋势调整产品组合，以降低库存风险。另外，公司拥有先进的商品管理数字化系统，覆盖采购、商品分配、库存补充、调货等环节，提升货物全链路效率。另外，公司在零售运营端、后端的生产制造端均实现数字化管理，强大的全流程数字化体系为公司高效 DTC 提供保障。

● 行情数据

本周家电板块涨跌幅为+1.7%，其中白电/黑电/小家电/厨电板块涨跌幅分别为+2.4%/+1.1%/+0.6%/-0.3%。原材料价格方面，LME 铜、LME 铝价格环比上周分别+1.89%、+1.17%，塑料价格环比-1.22%。

本周纺织服装板块涨跌幅+2.60%，其中纺织制造涨跌幅+1.85%，服装家纺涨跌幅+1.36%。本周 328 级棉现货 17226 元/吨（-0.02%），美棉 CotlookA 101 美分/磅（-4.72%），内外棉价差-1942 元/吨（-0.92%）。

● 投资建议

看好内需修复趋势，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. 百丽时尚招股书专题：时尚鞋服龙头重启 IPO，数字化赋能 DTC 模式.....	6
1.1. 我国鞋服零售龙头，疫后业绩重回增长	6
1.2. 竞争力：多品牌+夯实渠道+数字化，打造垂直一体化模式	8
2. 周度投资观点	10
3. 行情数据.....	11
4. 各板块跟踪	13
5. 行业新闻.....	15
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
6.3. 纺织原材料价格跟踪	17
7. 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 公司业务模式	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司营收及增速 (百万元, %)	7
图 4: 公司净利润及增速 (百万元, %)	7
图 5: 公司毛利率、经营利润率以及净利率 (%)	8
图 6: 公司销售及管理费用率 (%)	8
图 7: 公司品牌矩阵	8
图 8: 公司线上/线下销售额及增速 (百万元, %)	9
图 9: 公司分鞋服线上/线下销售、增速及占比情况 (百万元, %)	9
图 10: 公司鞋/服装门店数 (家)	9
图 11: 公司库存周转天数 (天)	9
图 12: 公司自有鞋履产能、产量及利用率 (万双, %)	10
图 13: 公司自有鞋履产能分布区域占比 (%)	10
图 14: 家电及细分板块周涨跌幅	11
图 15: 家电及细分板块指数走势	11
图 16: 纺织服装及细分板块周涨跌幅	11
图 17: 纺织服装及细分板块指数走势	11
图 18: 家电重点公司估值	12
图 19: 纺织服装重点公司估值	13
图 20: 白电板块重点公司销售数据跟踪	13
图 21: 小家电板块公司销售数据跟踪	14
图 22: 厨电板块公司销售数据跟踪	14
图 23: 小家电板块公司销售数据跟踪	14
图 24: 铜铝价格走势 (美元/吨)	15
图 25: 塑料价格走势 (元/吨)	15
图 26: 钢材价格走势 (1994 年 4 月=100)	15
图 27: 美元兑人民币汇率走势	15
图 28: 海运运价指数	15
图 29: 面板价格走势 (美元/片)	15
图 30: 累计商品房销售面积 (亿平方米)	16
图 31: 当月商品房销售面积 (亿平方米)	16
图 32: 累计房屋竣工面积 (亿平方米)	16

图 33: 当月房屋竣工面积 (亿平方米)	16
图 34: 累计房屋新开工面积 (亿平方米)	17
图 35: 当月房屋新开工面积 (亿平方米)	17
图 36: 累计房屋施工面积 (亿平方米)	17
图 37: 30 大中城市成交面积 (万平方米)	17
图 38: 328 棉现价走势图 (元/吨)	17
图 39: CotlookA 指数 (美元/磅)	17
图 40: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)	18
图 41: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)	18
图 42: 长绒棉价格走势图 (元/吨)	18
图 43: 内外棉价差走势图 (元/吨)	18

1. 百丽时尚招股书专题：时尚鞋服龙头重启 IPO，数字化赋能 DTC 模式

1.1. 我国鞋服零售龙头，疫后业绩重回增长

创立 40 余年，建立涵盖产品设计、生产、DTC 零售及消费者洞察全链路模式。公司前身丽华鞋业于 1981 年在香港创立，初期主要从事鞋类产品贸易，1991 年起逐步启动鞋类定制及生产，以及在中国大陆地区开展鞋类产品批发销售业务。在多年发展之下，公司成功搭建遍布全国的零售网络，实施拓宽客户群的多品牌策略，建立涵盖时尚潮流趋势研究、商品企划、设计研发、生产制造、商品管理、DTC 零售及消费者洞察的垂直一体化业务模式。

公司通过自主孵化+外延收购的方式完善品牌矩阵。公司于 1992 年率先创立自主品牌 BELLE，并分别于 1998、1999 年分别创立 STACCATO、TEENMIX。2005 年，公司开始设立自有零售网络，业务进入快速发展期。2007 年随着公司在港交所上市，并逐渐收购 SKAP、INITIAL、73Hours 等品牌，业务从鞋履零售延伸至服饰。据公司招股说明书，FY24M1-9（截至 2023 年 11 月 31 日）公司鞋履/服饰分别贡献 87%/13% 营收。

图 1：公司业务模式



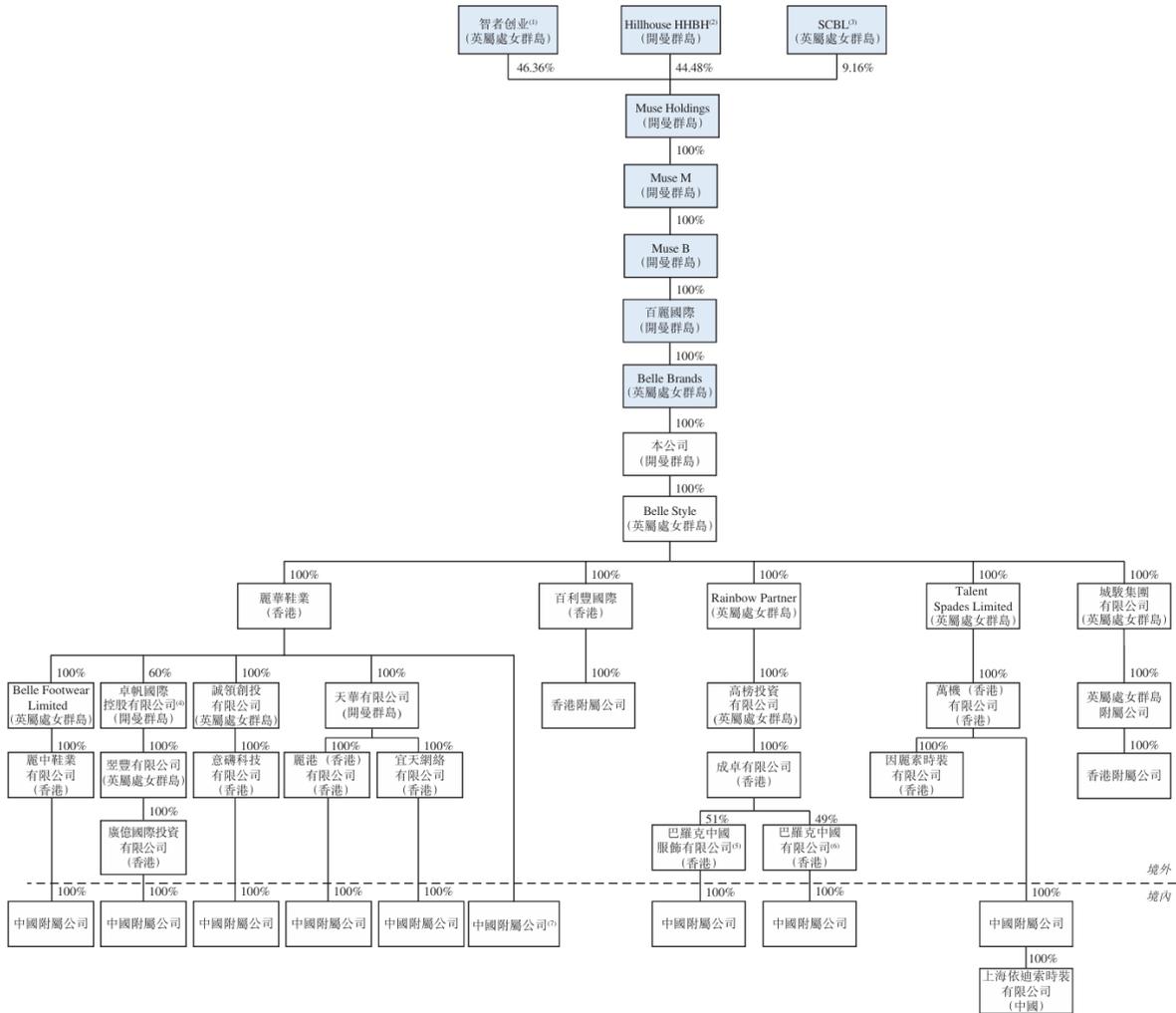
资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

私有化后重新筹备上市，智者创业、高瓴为实际控股股东。公司在 2007 年 5 月 23 日在港交所上市，2014 年起随着其鞋类业务业绩大幅下滑，2017 年 7 月 25 日高瓴、鼎晖等牵头财团完成对百丽国际的私有化，退市时市值约为 531 亿港元；2019 年 10 月，百丽国际拆分其运动鞋服业务，并以滔搏（6110.HK）登陆港交所上市。

私有化后，基于财团成员的经验资源，公司针对鞋类业务进行一系列举措，包括 1) 将零售主导转化为品牌主导的组织架构，2) 重新定位品牌，并强调品牌差异化，3) 注重包含抖音等社交平台的线上渠道资源投放，4) 优化线下门店网络，5) 加快垂直一体化价值链的数字化转型，6) 探索智能制造和规模定制等能力。

公司于 2024 年 3 月 1 日重新递交上市申请，拟登陆港交所主板。据最新提交的招股说明书，当前 Muse Holding 持有 Belle Brands 100% 股份，Muse Holding 主要股东包括智者创业（持股 46.36%，由部分董事、高管间接持有），HillhouseHHBH（持股 44.48%，由高瓴投资管理），以及 SCBL（持股 9.16%，背后由鼎晖投资等持股）。

图 2：公司股权结构

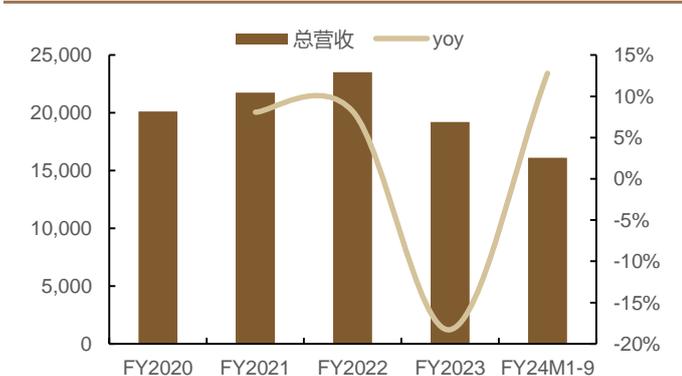


资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所（截至 2024 年 3 月 1 日公告的公司招股说明书）

从财务表现来看，公司收入、利润于 FY2024 逐渐恢复同比增长，费用率取得优化。

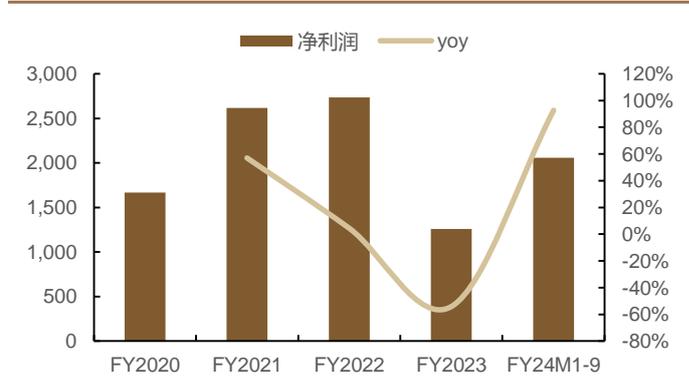
营收方面，公司 FY2020~FY2023 营收由 201.1 亿元略下滑至 192.1 亿元，年复合增速为-1.5%，下滑主要系疫情对业务带来影响；FY24M1-9（截至 2023 年 11 月 30 日）公司营收同比+12.8%至 161.1 亿元，有所恢复。净利润方面，公司 FY2020~FY2023 净利润由 16.7 亿元降至 12.6 亿元，年复合增速为-8.9%；FY24M1-9（截至 2023 年 11 月 30 日）公司净利润同比+92.7%至 20.6 亿元。

图 3：公司营收及增速（百万元，%）



资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

图 4：公司净利润及增速（百万元，%）

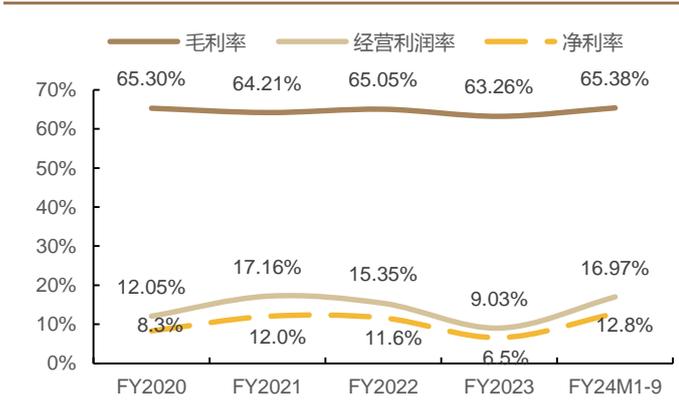


资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

从费用端来看，公司历年销售费用率整体维持在 40%~45%，其中 FY2024M1-9 的销售费用率同比降低 5.1Pct 至 40.3%，主要系部分业绩不佳线下直营店关闭及单店平均销售额增长，导致租赁相关开支及员工成本/收入下降。公司的管理费用率整体呈现下降趋势，主要系公司为提升运营效率精简人员带动员工成本降低，FY2024M1-9 公司的管理费用率降低至 9.5%。

公司的毛利率整体维持在 63%-66% 区间，其中 FY24M1-9 毛利率同比提升 0.8Pct 至 65.4%，鞋履/服饰毛利率分别同比提升 0.5Pct/2.4Pct 至 65.8%/62.7%，上升主要系疫情好转后公司减少促销折扣。公司的经营利润率、净利率同步波动，FY24M1-9 分别为 17.0%/12.8%。

图 5：公司毛利率、经营利润率以及净利率（%）



资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

图 6：公司销售及管理费用率（%）



资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

1.2. 竞争力：多品牌+夯实渠道+数字化，打造垂直一体化模式

多品牌矩阵定位鲜明，覆盖品类丰富的多元化产品。当前公司运营 19 个品牌（包含 12 个自有品牌+7 个合作品牌），品类覆盖女士、男士和儿童鞋履、服饰及配饰。公司收入 Top5 品牌为 Belle、Tata、Staccato、Teenmix 以及 Basto，其合计约贡献 63% 收入，该 5 个品牌均为公司自有品牌；公司授权及代理品牌合计收入占比约 18%。而从品类维度来看，FY24M1-9 公司分别销售鞋履/服饰 140.2/20.9 亿元，分占 87%/13%。

图 7：公司品牌矩阵

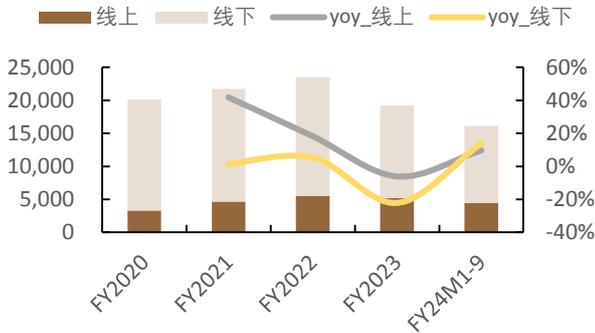


资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

线上占比提升，DTC 模式改革带动渠道质量优化。从渠道来看，公司始终坚持 DTC 零售模式，并加大线上资源投放，已在国内主要电商平台（天猫、京东、唯品会）以及社交媒体（抖音、小红书）建立广泛影响力，其线上收入占比

从 FY2017 年的不足 7% 大幅提升至 FY24M1-9 的 27.7%。线下渠道方面，公司通过 9 个销售区域管理直营门店，截至 2023 年 11 月 30 日，公司于国内有 8361 家直营门店，其中鞋履业务百货店铺占比由 70%+（截至 2017 年 2 月 28 日）降低至不足 40%（截至 2023 年 11 月 30 日），而购物中心及奥莱店占比有所提升。线下门店作为公司旗下品牌的重要触点，通过去中心化方式进行客户运营，叠加疫情后客流等恢复，公司截至 2023 年 11 月 30 日为止的九个月同店销售额同比增长 16.1%。

图 8：公司线上/线下销售额及增速（百万元，%）



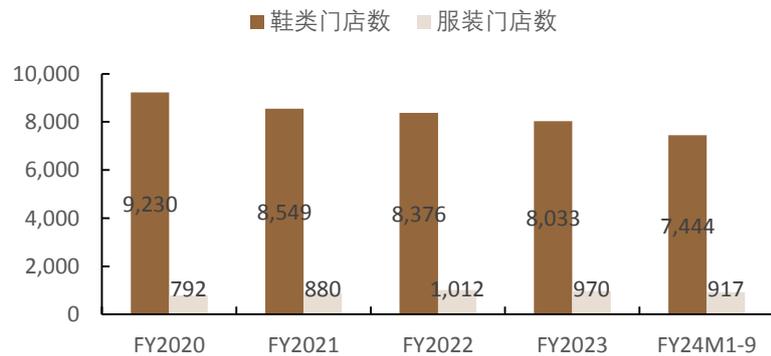
资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

图 9：公司分鞋服线上/线下销售、增速及占比情况（百万元，%）

单位：百万元，%	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY24M1-9
鞋履					
线上	3,061	4,160	4,899	4,686	3,996
yoy_线上		35.9%	17.8%	-4.3%	9.4%
占比_线上	17.3%	22.2%	24.2%	28.3%	28.5%
线下	14,601	14,609	15,325	11,844	10,025
yoy_线下		0.1%	4.9%	-22.7%	15.7%
占比_线下	82.7%	77.8%	75.8%	71.7%	71.5%
服装					
线上	240	521	637	517	464
yoy_线上		116.7%	22.4%	-18.9%	12.1%
占比_线上	9.8%	17.5%	19.4%	19.3%	22.2%
线下	2,212	2,449	2,648	2,163	1,626
yoy_线下		10.7%	8.2%	-18.3%	4.7%
占比_线下	90.2%	82.5%	80.6%	80.7%	77.8%

资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

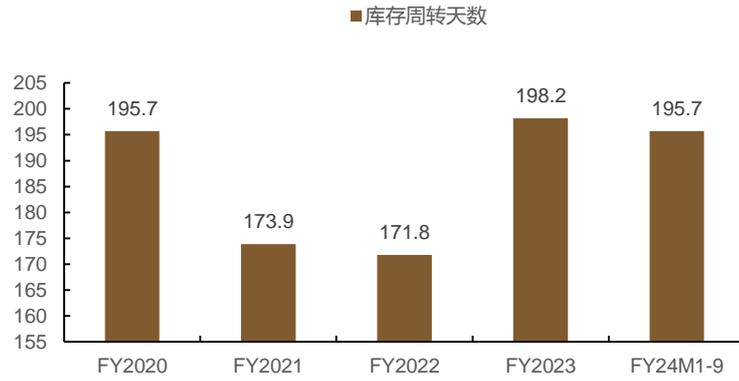
图 10：公司鞋/服装门店数（家）



资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

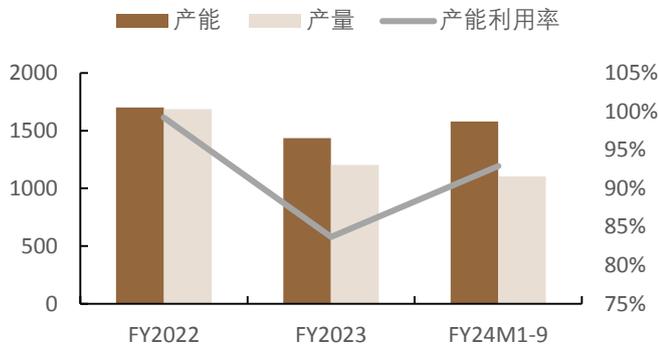
全流程数字化体系，助力 DTC 推进。公司采用柔性供应链体系，即通过“订、补、送”货品模式来获取当季消费者需求，并根据时尚趋势调整产品组合，以降低库存风险。另外，公司拥有先进的商品管理数字化系统，覆盖采购、商品分配、库存补充、调货等环节，提升货物全链路效率。另外，公司在零售运营端、后端的生产制造端均实现数字化管理，强大的全流程数字化体系为公司高效 DTC 提供保障。

图 11：公司库存周转天数（天）



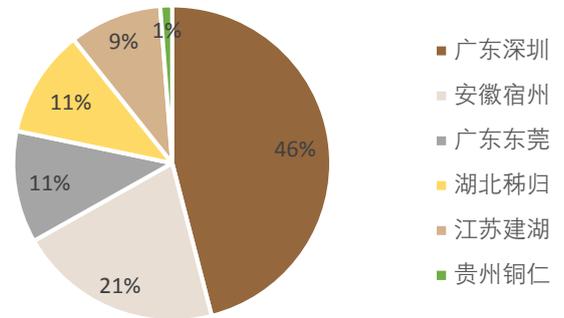
资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

图 12：公司自有鞋履产能、产量及利用率（万双，%）



资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

图 13：公司自有鞋履产能分布区域占比 (%)



资料来源：百丽时尚招股说明书，德邦研究所

2. 周度投资观点

看好内需修复趋势，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**。

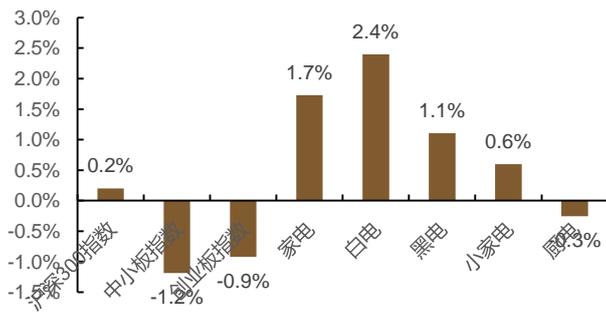
纺服：22 年我国纺织服装出口基数呈现前高后低，23 年 8 月以后进入低基数区间，随着终端动销改善切换至主动补库，出口订单将有望逐月改善。国内服饰消费延续弱复苏趋势，2024 下半年低基数效应，有望支撑优质流水兑现与提振板块估值。国内外零售复苏基调下建议把握三条主线：1) 把握制造出口链基本面拐点，代工龙头产能规模与经营质量优势领先，业绩稳定性提高估值安全边际，建议关注**申洲国际、华利集团**。2) 公司自身具备 Alpha 属性或处于品类、客户拓展阶段，β 修复下业绩弹性较大标的，建议关注**新澳股份、伟星股份、台华新材**。3) 仍然看好运动服饰中长期成长性与估值修复，建议关注流水增长好于同业的**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+1.7%，其中白电/黑电/小家电/厨电板块涨跌幅分别为+2.4%/+1.1%/+0.6%/-0.3%。原材料价格方面，LME 铜、LME 铝价格环比上周分别+1.89%、+1.17%，塑料价格环比-1.22%。

图 14：家电及细分板块周涨跌幅



资料来源：iFinD，德邦研究所

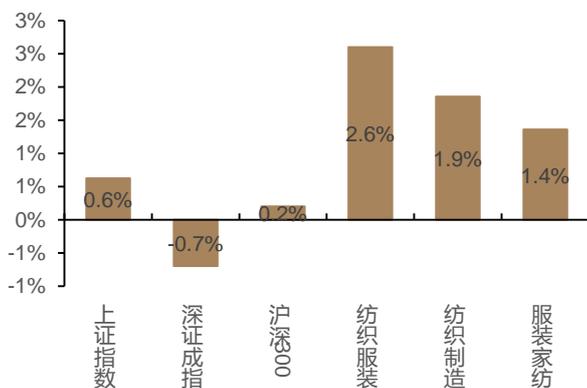
图 15：家电及细分板块指数走势



资料来源：iFinD，德邦研究所（基期为 2022 年 1 月 1 日）

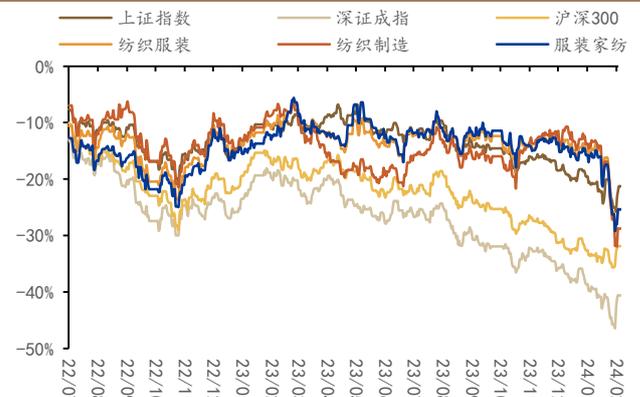
本周纺织服装板块涨跌幅+2.60%，其中纺织制造涨跌幅+1.85%，服装家纺涨跌幅+1.36%。本周 328 级棉现货 17226 元/吨（-0.02%），美棉 CotlookA 101 美分/磅（-4.72%），内外棉价差-1942 元/吨（-0.92%）。

图 16：纺织服装及细分板块周涨跌幅



资料来源：iFinD，德邦研究所

图 17：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 18: 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	4,607	2.5%	21.0%	295.5	337.1	372.9	409.4	3%	14%	11%	10%	16	14	12	11	21.9	3.0
	格力电器	2,307	2.4%	27.4%	245.1	277.0	300.2	324.1	6%	13%	8%	8%	9	8	8	7	18.1	2.3
	海尔智家	1,561	1.4%	17.9%	147.1	168.6	192.2	216.7	13%	15%	14%	13%	11	9	8	7	10.3	2.4
	海信家电	286	1.9%	50.8%	14.3	28.3	32.6	37.6	48%	97%	15%	15%	20	10	9	8	8.6	3.6
厨电	老板电器	234	1.0%	13.0%	15.7	18.6	20.8	23.2	18%	18%	12%	11%	15	13	11	10	10.7	2.3
	火星人	54	3.2%	-18.1%	3.1	3.9	4.6	5.3	-16%	25%	18%	15%	17	14	12	10	3.9	3.4
	浙江美大	60	0.9%	-7.7%	4.5	4.8	5.3	5.8	-32%	7%	10%	10%	13	12	11	10	3.2	2.9
	亿田智能	31	1.8%	-22.0%	2.1	2.3	2.6	2.9	0%	8%	15%	11%	15	14	12	11	13.0	2.3
	帅丰电器	22	0.2%	-18.5%	2.1	1.9	2.2	2.4	-13%	-9%	13%	11%	10	11	10	9	10.7	1.1
	华帝股份	49	0.5%	-6.9%	1.4	4.9	5.7	6.4	-31%	245%	16%	12%	34	10	9	8	4.0	1.4
小家电	苏泊尔	470	7.0%	9.8%	20.7	21.9	24.1	26.4	6%	6%	10%	10%	23	21	19	18	9.2	6.3
	九阳股份	86	-2.5%	-11.6%	5.3	5.0	6.5	7.6	-29%	-6%	31%	16%	16	17	13	11	4.5	2.5
	小熊电器	85	2.0%	4.3%	3.9	4.6	5.5	6.4	36%	19%	19%	17%	22	18	15	13	15.6	3.5
	新宝股份	124	4.1%	3.4%	9.6	9.1	10.7	12.0	21%	-5%	17%	12%	13	14	12	10	8.7	1.7
	北鼎股份	23	-2.1%	-21.3%	0.5	0.9	1.1	1.3	-57%	85%	21%	19%	49	27	22	18	2.3	3.2
	极米科技	62	-2.8%	-22.2%	5.0	5.4	6.1	6.7	4%	8%	12%	11%	12	11	10	9	45.8	1.9
	科沃斯	217	3.5%	-9.0%	17.0	8.9	12.5	14.9	-16%	-48%	41%	20%	13	25	17	15	11.5	3.3
	石头科技	435	2.1%	16.9%	11.8	20.8	23.9	27.7	-16%	75%	15%	16%	37	21	18	16	74.5	4.4
	飞科电器	202	1.8%	-8.0%	8.2	10.6	12.8	14.8	28%	28%	21%	16%	25	19	16	14	8.6	5.4
	莱克电气	124	-2.8%	3.5%	9.8	10.2	11.2	12.4	96%	13%	16%	12%	13	12	11	10	6.8	3.2
	倍轻松	25	5.9%	-13.1%	-1.2	0.2	1.0	1.6	-235%	116%	420%	54%	-	126	24	16	5.4	5.5
	荣泰健康	25	-1.4%	-12.8%	1.6	2.1	2.6	2.9	-31%	41%	18%	11%	15	12	10	9	13.4	1.4
黑电	海信视像	322	3.5%	18.0%	16.8	22.8	27.6	31.8	48%	36%	21%	15%	19	14	12	10	13.9	1.8
	创维数字	135	-2.1%	-25.2%	8.2	8.5	10.8	12.2	95%	3%	27%	13%	16	16	13	11	5.3	2.2

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 3 月 8 日

图 19: 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	413	5.0%	21.0%	21.6	29.4	33.1	37.4	-13%	36%	13%	13%	19	14	12	11
	森马服饰	146	-1.5%	-6.1%	6.4	11.5	13.8	15.8	-57%	81%	19%	15%	23	13	11	9
	太平鸟	71	-3.0%	-12.1%	1.8	4.3	6.1	7.2	-73%	130%	43%	19%	39	17	12	10
	比音勒芬	176	-0.2%	-2.8%	7.3	9.6	11.9	14.4	17%	32%	24%	22%	24	18	15	12
	地素时尚	60	-1.0%	-4.9%	3.8	5.3	6.2	7.2	-44%	38%	17%	15%	15	11	10	8
	歌力思	29	-1.3%	-15.5%	0.2	1.7	3.2	3.9	-93%	743%	87%	20%	140	17	9	7
	富安娜	93	5.5%	23.9%	5.3	5.8	6.4	7.1	-2%	8%	11%	11%	17	16	14	13
	罗莱生活	84	4.4%	7.3%	5.7	6.2	7.3	8.3	-20%	9%	17%	14%	15	13	11	10
	水星家纺	46	12.1%	20.9%	2.8	3.7	4.3	4.9	-23%	33%	16%	14%	16	12	11	9
品牌服饰 港股	安踏体育	2120	-1.7%	-12%	75.9	97.7	116.4	136.0	-2%	29%	19%	17%	25	20	16	14
	李宁	497	-4.1%	-8.0%	40.6	35.3	40.7	47.6	1%	-13%	15%	17%	11	13	11	9
	特步国际	110	-5.0%	-5.2%	9.2	10.4	12.3	14.6	1%	13%	18%	19%	11	10	8	7
	361度	89	1.4%	23.6%	7.5	9.4	11.2	13.4	24%	25%	20%	20%	11	9	7	6
	波司登	438	1.0%	14.2%	20.6	21.4	27.1	31.7	21%	4%	26%	17%	19	18	15	12
纺织制造 A股	华孚时尚	75	9.4%	2.5%	-3.5	4.6	7.1	7.0	-162%	231%	56%	-2%	-	16	11	11
	百隆东方	84	8.7%	15.6%	15.6	5.9	8.1	10.4	14%	-63%	38%	29%	5	14	10	8
	健盛集团	35	2.5%	-1.7%	2.6	2.4	2.9	3.6	57%	-9%	23%	21%	13	15	12	10
	航民股份	75	2.4%	-18.8%	6.6	7.1	8.1	9.3	-1%	8%	15%	14%	11	11	9	8
	鲁泰A	37	0.0%	-3.5%	9.6	5.3	7.2	8.3	177%	-45%	35%	16%	4	7	5	4
华利集团	665	2.0%	8.8%	32.3	31.6	37.2	43.5	17%	-2%	18%	17%	21	21	18	15	
纺织制造 港股	申洲国际	955	-0.9%	-21.0%	45.6	45.7	54.2	62.9	35%	0%	19%	16%	19	19	16	14

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 3 月 8 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

2023 年 12 月家电销售整体表现平淡, 线下表现好于线上。

图 20: 白电板块重点公司销售数据跟踪

品牌	品类	线下				线上			
		23M12		23Q4		23M12		23Q4	
		销额	均价	销额	均价	销额	均价	销额	均价
海尔	冰箱	-21%	4%	16%	6%	-26%	3%	-5%	5%
	洗衣机	24%	7%	23%	5%	-32%	5%	-21%	6%
	空调	10%	3%	12%	0%	-30%	-3%	-2%	-2%
	洗碗机	93%	43%	50%	21%	21%	9%	22%	9%
卡萨帝	洗碗机	128%	-8%	94%	-7%	-	-	0%	0%
美的	冰箱	-1%	9%	36%	12%	-44%	9%	-11%	18%
	洗衣机	-4%	-19%	-9%	-19%	-23%	-2%	-14%	-1%
	空调	25%	5%	22%	4%	-18%	2%	3%	8%
	清洁电器	170%	19%	50%	18%	-21%	11%	-30%	-9%
小天鹅	洗衣机	63%	-2%	71%	-2%	-22%	2%	-8%	4%
格力	空调	22%	4%	22%	3%	-5%	-1%	0%	-2%

资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

图 21: 小家电板块公司销售数据跟踪

品牌	品类	线下				线上			
		23M12		23Q4		23M12		23Q4	
		销额	均价	销额	均价	销额	均价	销额	均价
九阳	电饭煲	23%	15%	27%	13%	-22%	2%	-12%	8%
	料理机	10%	-3%	1%	-3%	-19%	-9%	-12%	-4%
	空气炸锅	-45%	-14%	-25%	-10%	-33%	-18%	-33%	-18%
	电水壶	-19%	1%	-10%	1%	-10%	-15%	4%	-18%
	养生壶	-24%	-12%	-7%	-10%	-30%	-7%	-16%	-5%
苏泊尔	电饭煲	10%	2%	16%	1%	-20%	-5%	-12%	-3%
	料理机	13%	-10%	3%	-9%	-29%	-11%	-27%	-4%
	空气炸锅	-39%	1%	-34%	-2%	-41%	-17%	-42%	-17%
	电水壶	-19%	-3%	-5%	-3%	-17%	10%	-4%	8%
	养生壶	-44%	6%	-21%	1%	-40%	-10%	-24%	-13%
美的	电饭煲	0%	0%	4%	2%	0%	-8%	0%	-2%
	空气炸锅	-21%	-9%	-5%	-11%	-39%	-22%	-28%	-18%
	电水壶	-19%	-1%	-6%	-3%	-20%	-5%	-6%	-1%
	养生壶	-15%	1%	17%	3%	-17%	-21%	-3%	-14%
小熊	电饭煲	-23%	-8%	-19%	-8%	-15%	5%	-10%	10%
	料理机	10%	31%	15%	27%	-15%	-9%	-6%	0%
	空气炸锅	-47%	-3%	-46%	7%	-44%	-21%	-46%	-21%
	电水壶	-18%	28%	-5%	3%	-26%	-20%	-21%	-18%
	养生壶	-22%	-3%	-8%	-5%	-38%	-17%	-19%	-11%
科沃斯	扫地机	87%	14%	64%	14%	-11%	4%	-9%	3%
石头	扫地机	300%	8%	409%	4%	14%	-1%	35%	-2%

资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

图 22: 厨电板块公司销售数据跟踪

品牌	品类	线下				线上			
		23M12		23Q4		23M12		23Q4	
		销额	均价	销额	均价	销额	均价	销额	均价
老板	油烟机	98%	6%	60%	5%	-2%	-1%	27%	1%
老板	洗碗机	17%	1%	20%	-1%	-38%	-2%	5%	3%
老板	集成灶	435%	-9%	329%	-7%	-	-	0%	0%
华帝	油烟机	76%	7%	62%	5%	16%	4%	12%	4%
华帝	洗碗机	82%	7%	37%	-1%	73%	-4%	87%	22%
火星人	集成灶	43%	5%	64%	9%	22%	12%	-21%	5%
美大	集成灶	38%	2%	17%	7%	52%	5%	72%	16%
帅丰	集成灶	333%	-	0%	0%	32%	-7%	29%	11%
亿田	集成灶	1046%	-9%	186%	-2%	15%	1%	0%	3%

资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

图 23: 小家电板块公司销售数据跟踪

品牌	品类	线下				线上			
		23M12		23Q4		23M12		23Q4	
		销额	均价	销额	均价	销额	均价	销额	均价
海信	彩电	16%	17%	18%	10%	-16%	28%	0%	28%
小米	彩电	25%	2%	50%	-5%	-23%	44%	-3%	45%
TCL	彩电	11%	22%	18%	22%	-9%	21%	-4%	30%
创维	彩电	28%	18%	27%	10%	-2%	30%	6%	35%
长虹	彩电	9%	26%	23%	16%	-31%	41%	-33%	18%

资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

5. 行业新闻

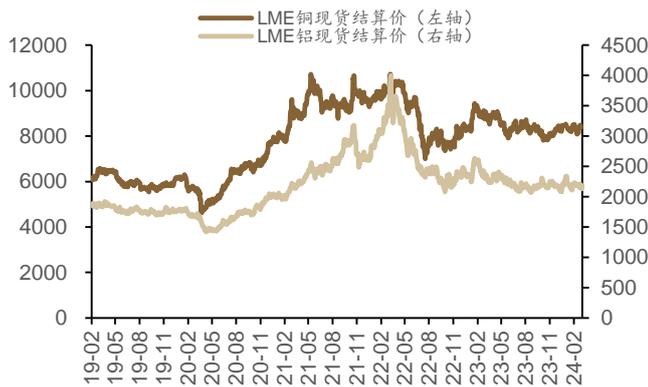
十四届全国人大二次会议于3月6日下午3时举行记者会。商务部部长王文涛在记者会上表示，今年要推动汽车、家电、家装等消费品以旧换新，还要提振服务消费。（新闻来源：艾肯家电网）

3月7日，苏宁易购联合奥维云网共同发布了《2024年中国家电品质消费白皮书》，对家电消费的变化及高质量发展趋势做了研判。《白皮书》指出，当下中国家电行业正式迈入新周期，提质增效成为行业主旋律。在消费端，消费者呈现出“K”型分化：一方面高端家电市场增长迅猛，另一方面高性价比的家电也备受青睐。在产品端，绿色、健康、智能化的家电产品成为行业热点。在零售端，零售企业更重视服务价值链的延伸。（新闻来源：新浪财经）

6. 上游跟踪

6.1. 家电原材料价格、海运走势

图 24：铜铝价格走势（美元/吨）



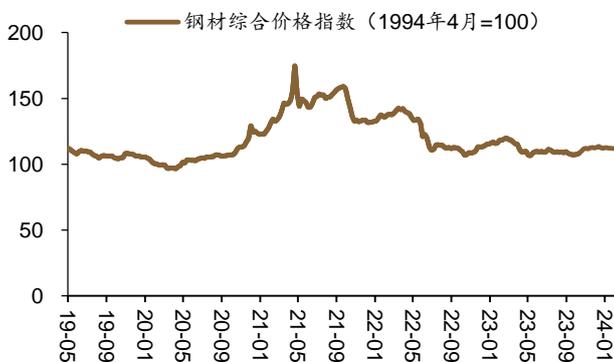
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 25：塑料价格走势（元/吨）



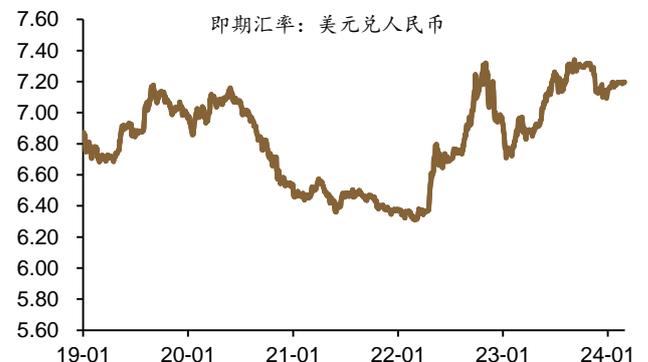
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 26：钢材价格走势（1994年4月=100）



资料来源：iFinD，德邦研究所

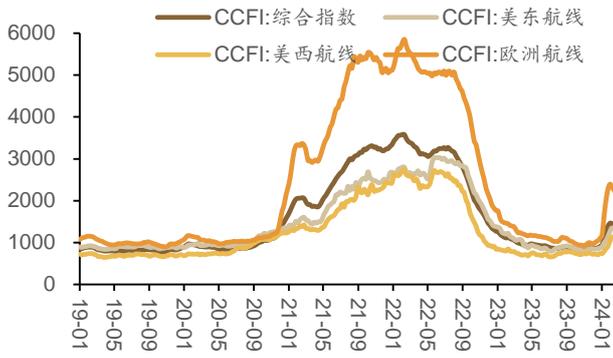
图 27：美元兑人民币汇率走势



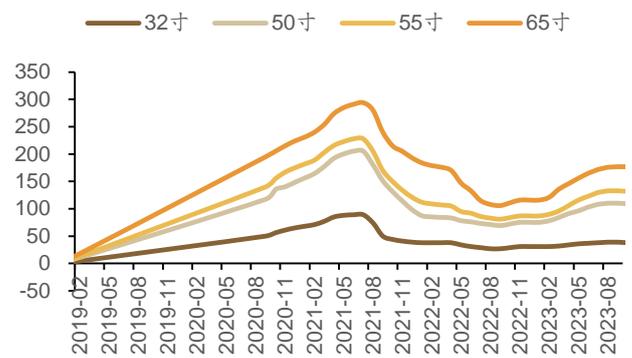
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 28：海运运价指数

图 29：面板价格走势（美元/片）



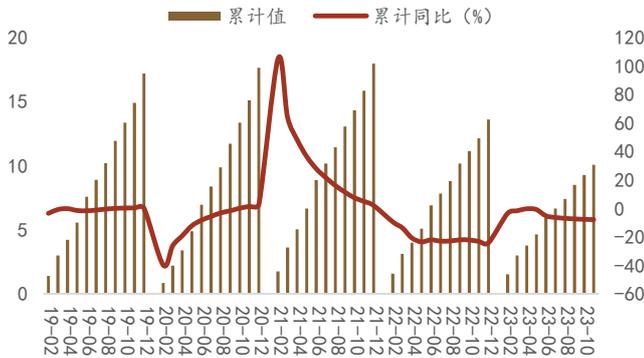
资料来源：iFinD，德邦研究所



资料来源：iFinD，德邦研究所

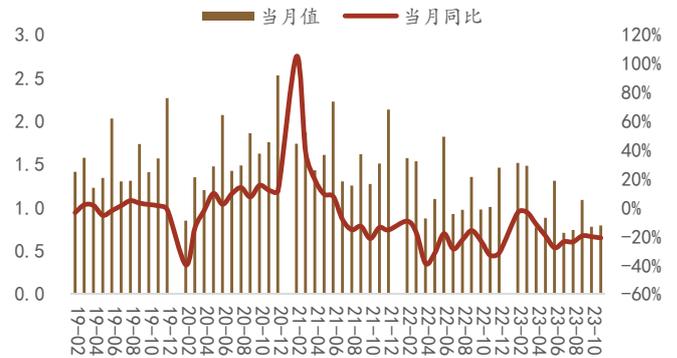
6.2. 房地产数据跟踪

图 30：累计商品房销售面积（亿平方米）



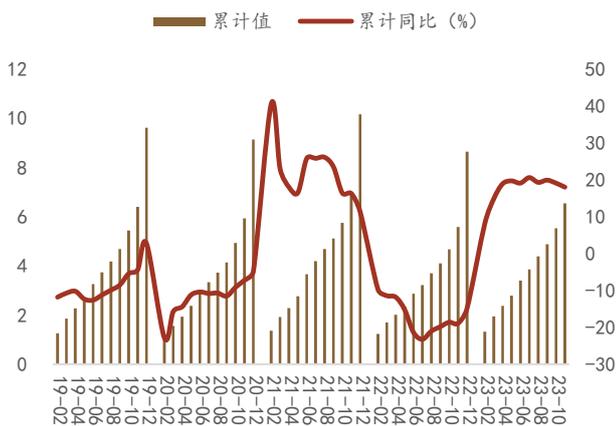
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 31：当月商品房销售面积（亿平方米）



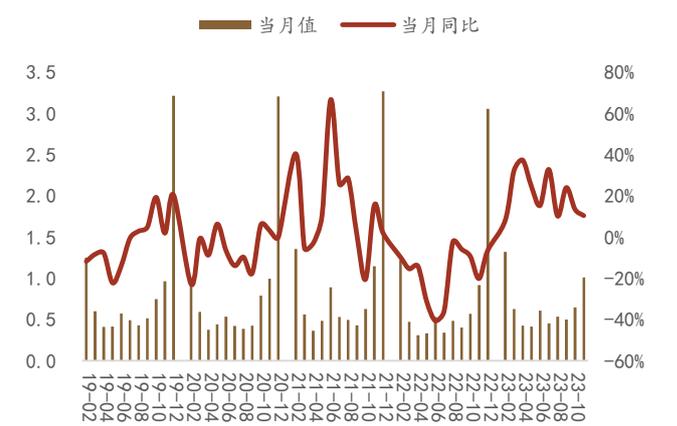
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 32：累计房屋竣工面积（亿平方米）



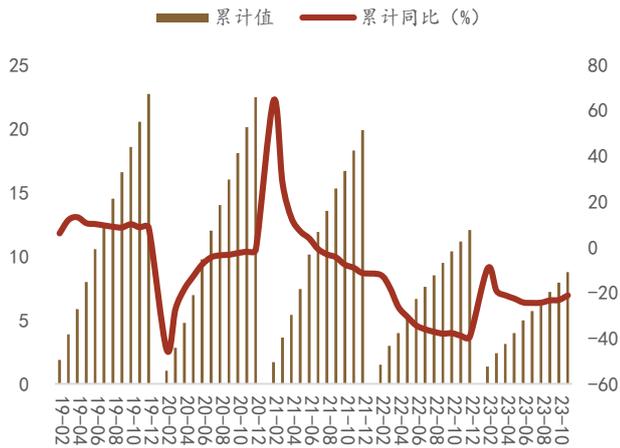
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 33：当月房屋竣工面积（亿平方米）



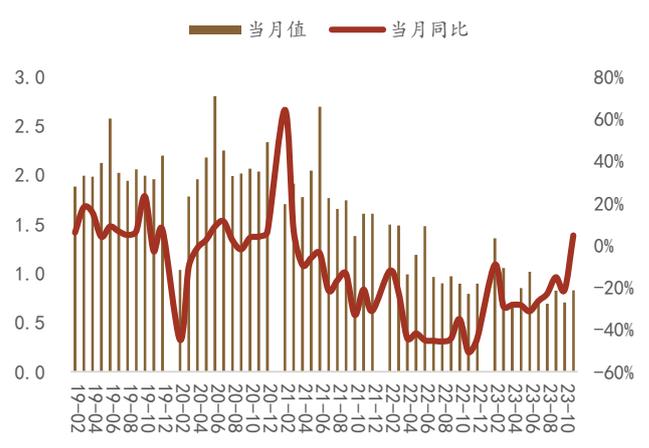
资料来源：iFinD，德邦研究所

图 34: 累计房屋新开工面积 (亿平方米)



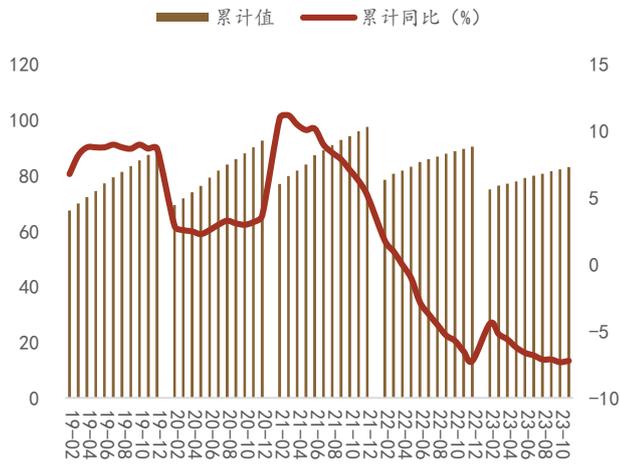
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 35: 当月房屋新开工面积 (亿平方米)



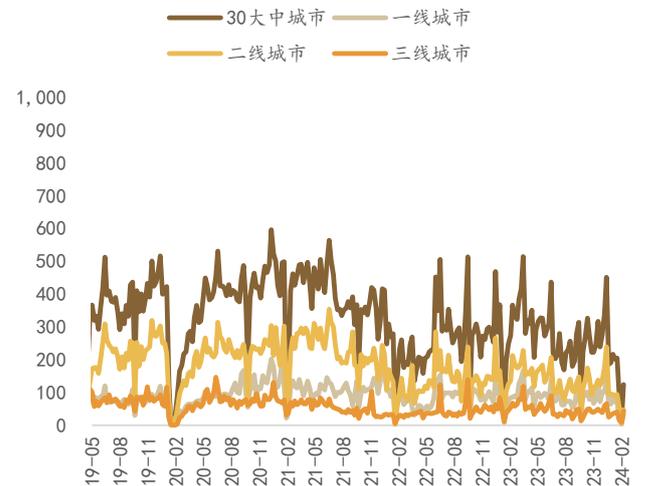
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 36: 累计房屋施工面积 (亿平方米)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 37: 30 大中城市成交面积 (万平方米)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

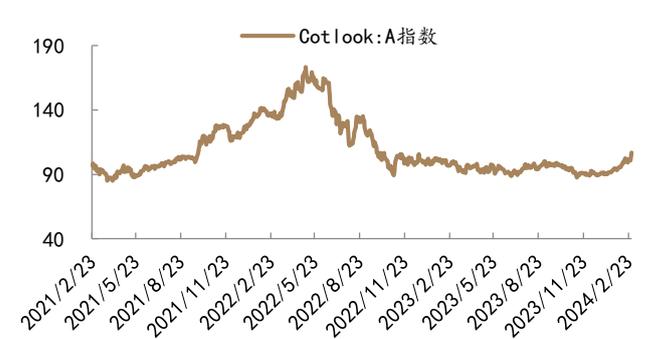
6.3. 纺织原材料价格跟踪

图 38: 328 棉现价走势图 (元/吨)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 39: CotlookA 指数 (美元/磅)



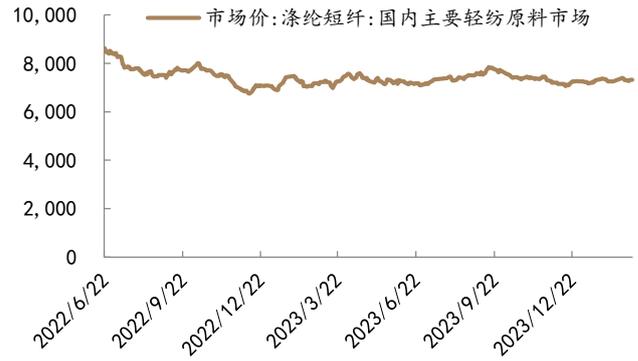
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 40: 粘胶短纤价格走势图 (元/吨)



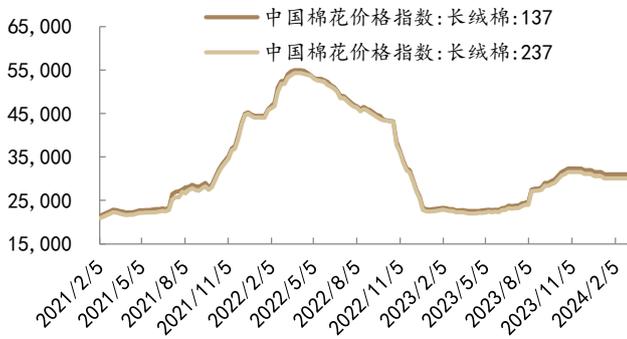
资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 41: 涤纶短纤价格走势图 (元/吨)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 42: 长绒棉价格走势图 (元/吨)



资料来源: iFinD, 德邦研究所

图 43: 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

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；	类别	评级	说明
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。	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。
	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经营范围包括证券投资咨询业务。