

证券研究报告|行业深度报告

可选消费

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年05月05日



可选消费2023A&2024Q1财报总结：

经营质量愈发重要

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

请务必阅读报告末页的重要声明

- **基数效应下，2023年可选消费表现分化，24Q1整体趋势向好。** **家电：**23年内销回暖，补库驱动外销改善，23年稳健增长，24Q1趋势延续。**纺织：**23年线下客流回暖，品牌如期修复，低基数+海外去库存尾声，23Q4明显复苏，23年整体表现稳健。**两轮车：**23年品牌竞争加剧，营收略有下滑，23Q4以来逐步修复。**宠物食品：**内销高景气+外销补库，23年实现较快增长，24Q1低基数下明显修复。
- **内销方面，社零数据整体向好，消费者信心逐步修复，可选消费内销整体呈改善趋势。** **家电：**受益于高温天气，空调高景气拉动白电板块景气增长；扫地机器人以价换量、以及按摩类小家电需求复苏拉动生活电器增长；大小厨电板块表现仍然有所承压。**纺织：**品牌如期修复，男装优势延续；运动保持韧性。**两轮车：**国内行业竞争加剧，23年内销增速有所放缓，24年行业竞争有望趋缓，产品结构升级有望驱动内销提速。**宠物食品：**本土品牌提质升级，国产替代趋势加速。
- **外销方面，家电：**补库驱动23年家电出口逐季改善，欧美消费需求韧性凸显，叠加“一带一路”等新兴市场贡献增量，24年家电出口有望延续稳健增长。**纺织：**受海外品牌去库存影响，23年纺织出口承压，当前海外去库存进入尾声，24Q1已有改善趋势，预计订单环比提速明显，24年纺织出口有望逐步改善。**两轮车：**国产大排量摩托车出口持续高景气，电动两轮出口仍处起步阶段，有望持续贡献增量；**宠物食品：**受去库存影响，23年出口呈现前低后高，在补库+低基数驱动下，宠物食品24年有望恢复至常态增长。
- **盈利端：可选消费23年毛利率整体呈改善趋势，但在竞争环境下，期间费用率有所提升，净利率稳中向好。**在原材料、海运费、结构升级、汇率等因素驱动下，可选消费23年毛利率整体呈改善趋势。费用端，23年可选消费板块期间费率同比不同幅度提升，预计主要系消费信心低迷及行业竞争加剧推高费率表现，24Q1随着业务规模恢复及主动降本控费的推进，各板块的期间费率稳中向好。综合来看，23年家电板块净利率稳中向好，纺织品牌端盈利能力承压，纺织代工龙头修复显著。展望24年，原材料价格波动或对家电板块毛利率有所影响，但家电龙头具有较强的成本端传导能力，毛利率有望实现稳中有升，降本增效驱动下企业费用率有望收敛，24年可选消费净利率有望延续稳中向好趋势。
- **经营质量：可选消费经营稳健。**家电净现比持续提升；存货周转速度有所改善；应收&应付账款周转率保持稳定；家电ROE持续优异，股息率表现突出。
- **投资建议：**
 - **家电：**1) 全球格局变迁背景下，关注中国家电品牌出海冲击全球龙头大趋势，叠加以旧换新政策持续助力内需修复，建议关注已在海外有较多布局的大家电龙头**海尔智家、美的集团、海信视像、TCL电子**，以及积极发力出东南亚蓝海市场的小家电**飞科电器、小熊电器**。两轮车出海**九号公司、春风动力**。发力出海欧美且低基数持续修复的**极米科技**。全球小家电制造龙头&擅长爆款研发与营销的**新宝股份**等；2) 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、科沃斯**；3) 关注人口基数庞大、高收入高储蓄、正在进入退休潮的60后消费，建议关注定位中高端品质生活的**苏泊尔、九阳股份**等；4) 巴黎奥运会7月份即将开幕，黑电有望迎来主题投资机会，建议关注**海信视像、康冠科技**。
 - **纺织：**国内、越南纺织品&服装出口数据好转，海外运动品牌去库接近尾声带动代工订单显著改善，叠加产能利用率回升，收入、利润有望取得改善；国内服饰消费延续弱复苏趋势，基数效应+奥运会赛事营销，看好运动结构性机会。代工制造恢复能见度高于下游品牌，建议优先布局业绩修复+估值提振的代工板块。建议把握以下逻辑主线：1) 制造出口基本面恢复剪能见度，且代工龙头核心订单恢复+新客户高成长逻辑下收入端达成目标确定性高，叠加产能利用率回升带动规模效应体现，建议关注**申洲国际、华利集团、健盛集团**。2) 运动24年在赛事营销提振+新产品发行背景下有望提振流水与店效，建议关注品牌力明显提升、订货会增长亮眼的**361度**。3) 看好出海趋势以及优先入局服饰品牌，建议关注**安踏体育、开润股份、森马服饰**。
 - **宠物：**宠物主粮具备高复购、高壁垒、持续升级等特点，稀缺优质属性突出，叠加当下情绪消费需求旺盛、生育率结婚率下降等趋势，建议积极关注宠物赛道。关注近几年消费者认知提升拐点带来的国产替代、竞争格局重塑的投资机会，建议关注内销自主品牌持续引领、基础研究+营销教育实力强劲、麦富迪+弗列加特双品牌成长的**乖宝宠物**、出口业务恢复+品牌调整效果有望逐步显现的**中宠股份**、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**。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；对美出口关税进一步上调；地缘冲突导致海运费上涨；竞争格局恶化。

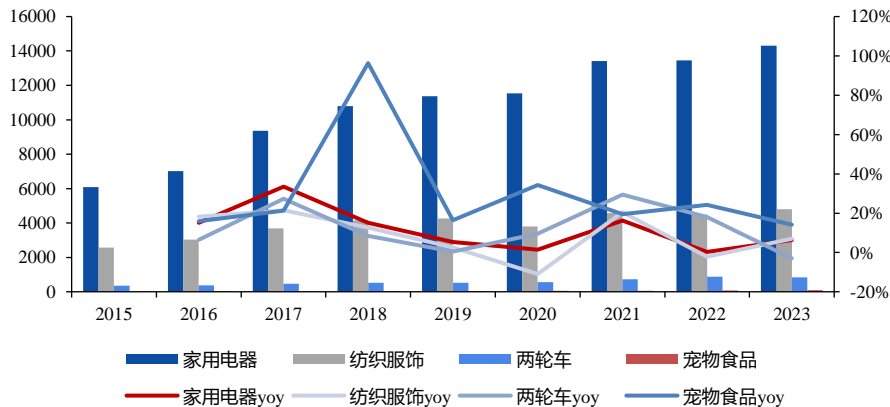
目 录

- 收入端：23年各板块表现分化，24Q1趋势向好
- 盈利端：毛利率延续改善趋势，期间费用率提升
- 经营质量：运营稳健，现金流质量高
- 投资建议&风险提示

收入端：23年可选消费各板块表现分化，24Q1趋势向好

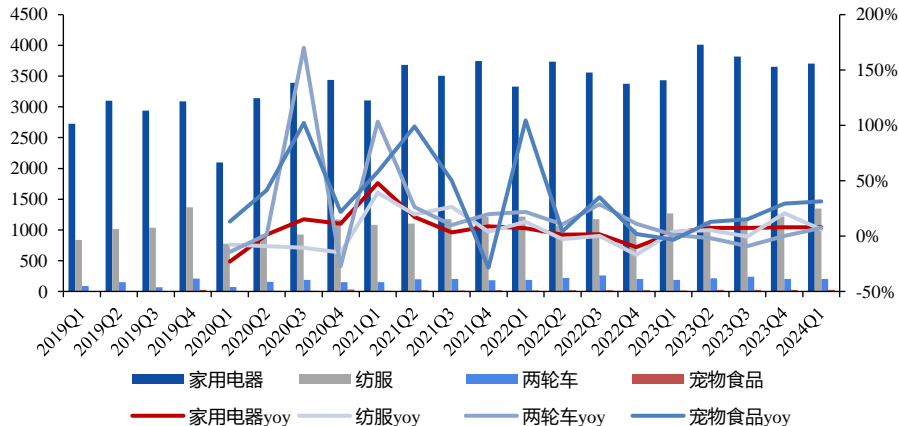
- **基数效应下，2023年可选消费表现分化。分板块来看：家电、纺服稳健复苏；两轮车竞争加剧、增速放缓；宠物食品在高基数下延续较快增长。24Q1低基数背景下，可选消费板块延续向好趋势。**
- **家电：23年内销回暖，补库驱动外销改善，23年稳健增长，24Q1趋势延续。** 23年实现营业总收入14305亿元，同比+6.37%，相比22年增速明显提振。分季度来看，23Q1-Q4同比分别+3.11%/+7.30%/+7.33%/+8.06%，逐季修复趋势明显。24Q1家电板块实现营业总收入3567亿元，同比+7.86%，延续稳健增长态势。
- **纺服：23年线下客流回暖，品牌如期修复，低基数+海外去库尾声，23Q4明显复苏，23年整体表现稳健。** 2023年实现营业总收入4796亿元，同比+7.01%，23Q1-Q4同比分别+4.25%/+5.41%/-0.47%/+20.77%，低基数下23Q4明显复苏，24Q1纺服板块实现营业总收入1349亿元，同比+6.03%，延续修复态势。
- **两轮车：23年品牌竞争加剧，营收略有下滑，23Q4以来逐步修复。** 23年实现营业总收入848亿元，同比-2.94%，23Q1-Q4同比分别+1.18%/-1.88%/-9.07%/+0.07%，23年行业竞争加剧，叠加旺季高基数，23Q2-Q3板块营收下滑，23Q4以来逐步修复，24Q1两轮车板块营收同比+7.38%。
- **宠物食品：内销高景气+外销补库，23年实现较快增长，24Q1低基数下明显修复。** 23年实现营业总收入102亿元，同比+14.06%，分季度来看，23Q1-Q4同比分别-3.32%/+12.90%/+15.11%/+29.39%，23Q2以来宠物食品板块表现强劲，24Q1宠物食品板块营收同比+31.43%，低基数下延续快速增长。

图：各板块年度营收及同比（单位：亿元）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：各板块季度营收及同比（单位：亿元）



内销：家电回暖，宠物食品继续强势增长，两轮车略有回调

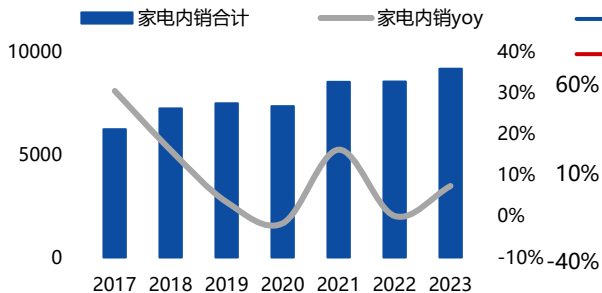
■ **23年家电内销回暖，宠物食品继续强势增长，两轮车增速略有回调。**分板块来看，23年家电内销同比+7.32%，两轮车内销-1.35%，宠物食品内销+28.80%，电动工具内销-9.17%。

➤ **家电：**受益于高温天气，空调高景气拉动白电板块景气增长；扫地机器人以价换量、以及按摩类小家电需求复苏拉动生活电器增长；大小厨电板块表现仍然有所承压，除受地产不景气影响之外，与前几年的需求透支亦有关系。

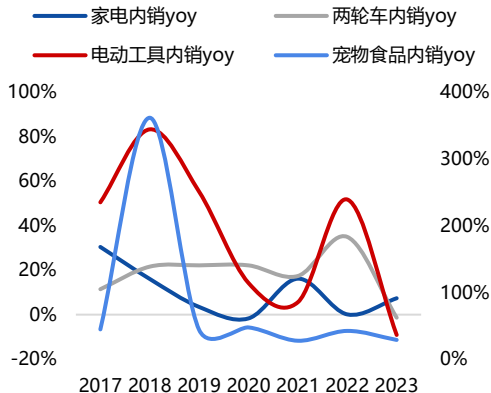
➤ **两轮车：**23年国内两轮车行业竞争加剧，两轮车企业内销增速有所放缓，23年内销收入同比-1%。

➤ **宠物食品：**消费升级和需求多元化使消费者更加注重产品品质且为高质价比产品买单，本土品牌提质升级，国产替代趋势加速。

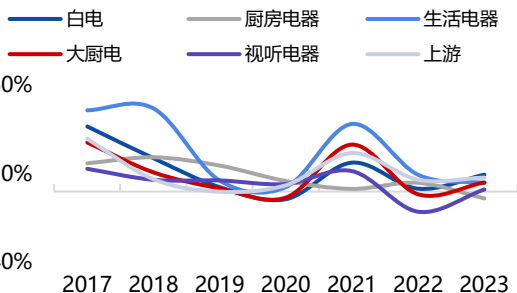
图：家电板块国内业务收入及同比增速（亿元）



图：各板块内销收入增速



图：家电细分板块内销收入同比增长



图：家电板块主要标的内销收入增速

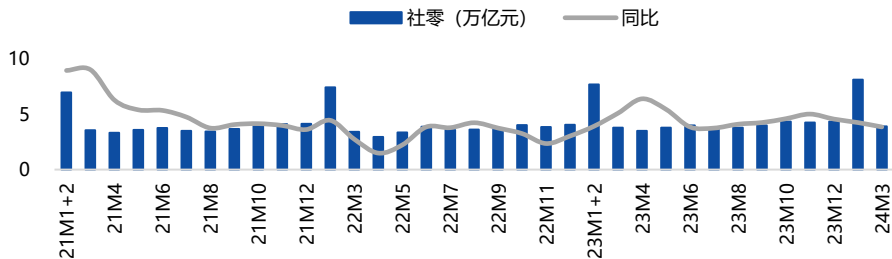
	2019	2020	2021	2022	2023
白电	2%	-4%	16%	2%	10%
美的集团	7%	1%	25%	-1%	10%
格力电器	1%	-16%	11%	0%	8%
海信家电	3%	30%	32%	11%	17%
海尔智家	1%	1%	4%	4%	7%
厨房电器	15%	6%	2%	5%	-4%
苏泊尔	12%	-13%	11%	5%	1%
九阳股份	12%	17%	-11%	-3%	-17%
新宝股份	47%	60%	9%	21%	-3%
小熊电器	31%	33%	-2%	17%	10%
北鼎股份	-29%	10209%	17%	-10%	-11%
生活电器	6%	2%	38%	9%	5%
石头科技	19%	-27%	-7%	27%	41%
倍轻松	39%	21%	42%	-23%	47%
奥佳华	-10%	29%	15%	-26%	15%
萤石网络	42%	23%	30%	-7%	8%
飞科电器	-6%	-5%	12%	16%	9%
大厨电	2%	-4%	26%	-2%	5%
老板电器	4%	5%	25%	1%	9%
浙江美大	20%	5%	22%	-15%	-9%
火星人	39%	22%	44%	-2%	-6%
亿田智能	9%	11%	72%	4%	-4%
视听电器	6%	4%	12%	-11%	1%
极米科技	31%	28%	36%	-5%	-23%
光峰科技	43%	4%	25%	-9%	-12%
家电板块	3%	-2%	16%	0%	7%
两轮车板块	22%	22%	17%	35%	-1%
钱江摩托	44%	-7%	6%	51%	-16%
春风动力	43%	67%	20%	18%	0%
爱玛科技	16%	24%	19%	35%	1%
宠物食品板块	362%	44%	48%	28%	42%
佩蒂股份	123%	108%	41%	6%	31%
中宠股份	62%	36%	71%	33%	28%
乖宝宠物	-	40%	38%	29%	52%
电动工具板块	83%	55%	14%	6%	52%
巨星科技	61%	55%	18%	1%	61%
格力博	-	55%	-14%	54%	-7%

资料来源：iFinD，华福证券研究所

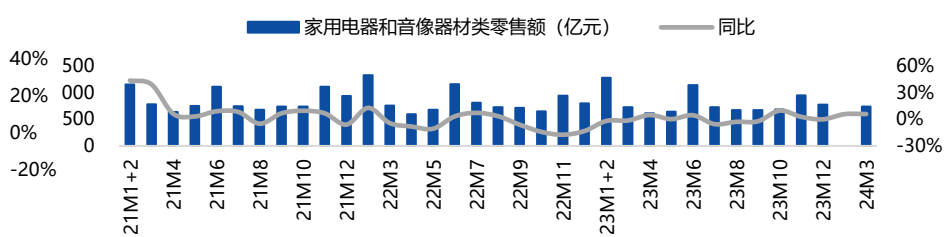
内销：社零数据整体向好，消费者信心开始修复

- **23年以来社零数据整体表现良好。**2023年整体社零总额47.2万亿元，同比+7.2%，24Q1整体社零总额12.0万亿元，同比+4.7%。分时间段来看，2023年3-5月快速增长，主要受益于低基数效应，随后进入稳增区间。分板块来看，Q1-Q3家电零售表现相对平淡，Q4开始修复，23年全年总额同比-2.84%，纺服表现好于整体社零增速，23年同比+10.79%，其中M3-M4，M11-M12表现亮眼。
- **消费者信心指数开始逐步修复。**23年初以来消费者信心指数短期出现下挫，4月份以来随国内经济回暖，逐渐开始进入修复周期。

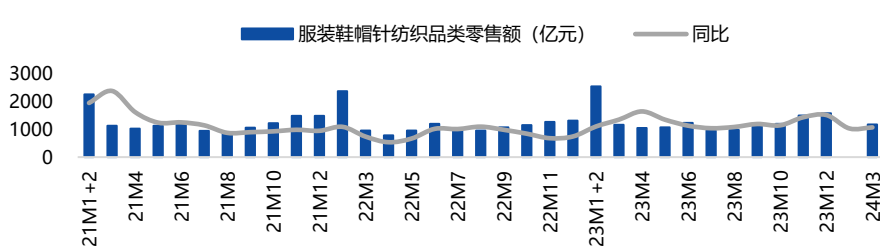
图：社会消费品零售总额当月值及同比增速



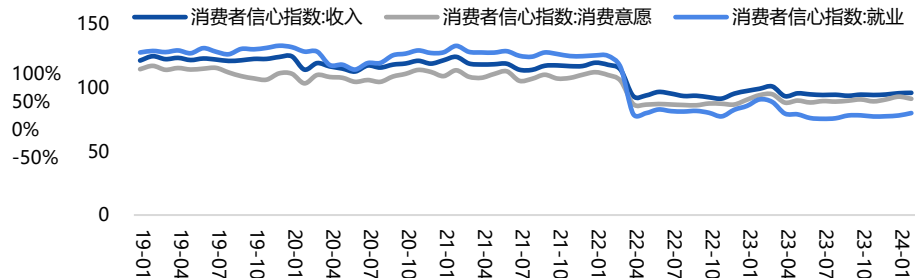
图：家电类社零当月值及同比增速



图：纺织服装类社零当月值及同比增速



图：23年以来消费者信心指数有所提振



资料来源：iFinD，华福证券研究所

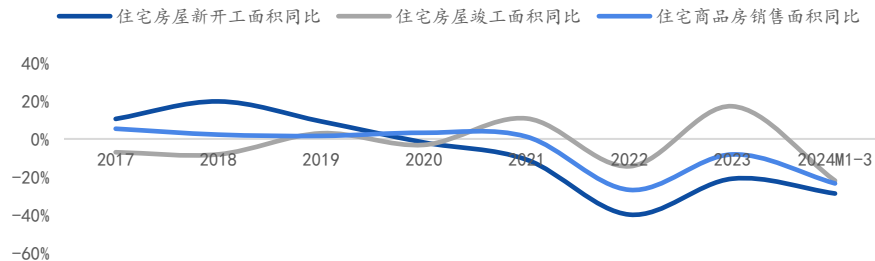
资料来源：iFinD，华福证券研究所

内销：地产表现仍然有所承压，重视政策拉动作用

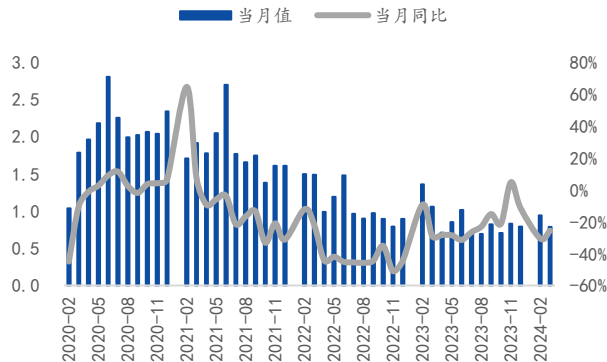
■ **23年竣工显著回暖，但销售端仍然有所承压。** 23年我国住宅新开工面积、竣工面积和商品房销售面积分别同比-20.90%、+17.20%和-8.20%，其中竣工端的复苏主要得益于持续推进的“保交楼”政策，但与竣工端形成对比的是相对疲软的新开工与销售端。

■ **重视地产相关政策的拉动作用。** 进入2024年以来，政府层面频繁出台拉动地产销售的相关政策，包括下调首付比例、降低存量房贷利率以及部分地区开始解除限购政策以支持居民改善需求等。随着相关政策推进，后续地产或有望迎来边际改善。

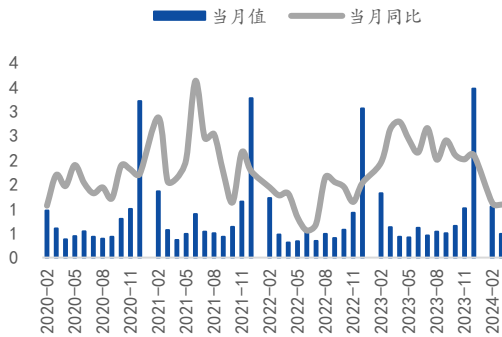
图：竣工数据明显改善



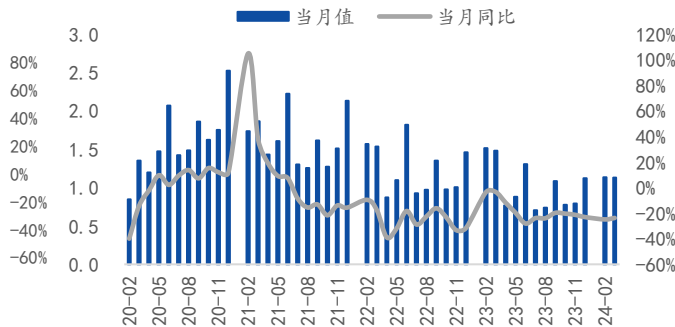
图：房屋新开工面积当月值（亿平方米）及同比增速



图：房屋竣工面积当月值（亿平方米）及同比增速



图：商品房销售面积当月值（亿平方米）及同比增速

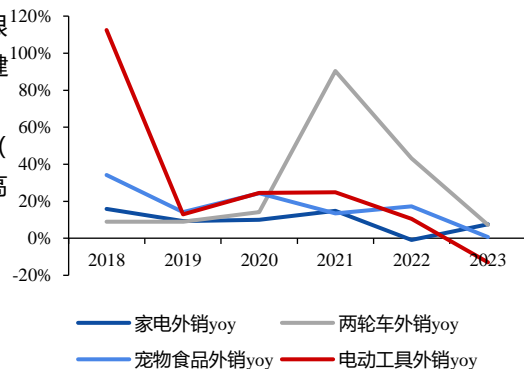


资料来源：iFinD，华福证券研究所

出口：23年可选消费各板块出口表现分化，补库驱动家电出口改善

- **补库需求驱动23年家电出口明显改善。**随着欧美逐渐开启补库存阶段，23年家电板块外销同比转正（+8%）；家电电子板块方面，白电出口提速（+9%），小厨电出口亮眼（+15%），视听电器企稳（+1%），生活电器出口稳健（+5%）。
- **两轮车出口表现平淡。**高基数下两轮车出口增速放缓（+7%），春风四轮车去库存导致增速放缓，两轮出口延续高增。
- **宠物食品个股表现分化。**23年宠物板块外销收入+1%，中宠出口明显改善，乖宝外销稳健，佩蒂下滑。
- **电动工具外销承压。**欧美高利率环境下，工具需求承压，渠道去库存，导致电动工具外销下滑，23年营收同比-12.9%。

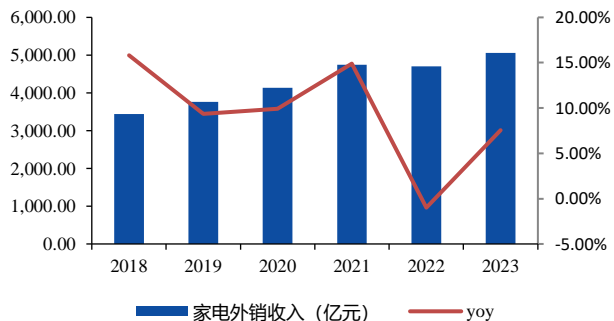
图：各板块海外业务收入同比增速



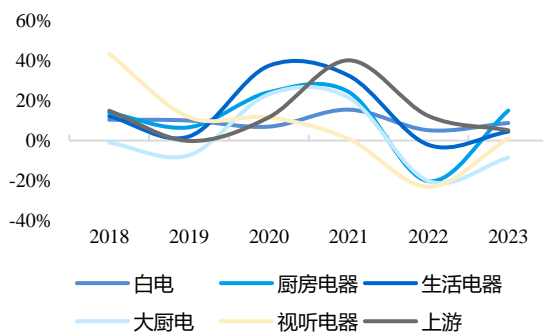
图：各板块主要标的外销收入增速

	2019	2020	2021	2022	2023
白电	10%	7%	15%	5%	9%
美的集团	6%	4%	14%	4%	6%
格力电器	-7%	-4%	13%	3%	7%
海尔智家	22%	9%	13%	10%	8%
海信家电	7%	27%	58%	7%	12%
奥马电器	11%	26%	21%	-32%	72%
海容冷链	27%	11%	-16%	42%	48%
厨房电器	7%	24%	24%	-20%	15%
苏泊尔	8%	12%	28%	-29%	19%
九阳股份	82%	80%	53%	-7%	69%
新宝股份	1%	41%	14%	-16%	11%
小熊电器	40%	143%	10%	-22%	106%
生活电器	2%	37%	32%	-2%	5%
科沃斯	-14%	35%	40%	10%	26%
石头科技	-	221%	80%	4%	21%
倍轻松	20%	4%	59%	-38%	-7%
荣泰健康	13%	-1%	32%	-19%	-9%
萤石网络	347%	83%	73%	35%	25%
飞科电器	48%	-61%	6%	-42%	-28%
视听电器	12%	12%	1%	-23%	1%
海信视像	-3%	38%	19%	-12%	20%
极米科技	-46%	330%	145%	82%	16%
光峰科技	43%	-53%	93%	134%	-17%
家电板块	9%	10%	15%	-1%	8%
两轮车	9%	14%	90%	43%	7%
钱江摩托	-3%	-1%	41%	6%	2%
春风动力	19%	23%	118%	57%	9%
爱玛科技	3%	44%	65%	28%	2%
宠物食品	14%	24%	13%	17%	1%
佩蒂股份	8%	32%	-7%	37%	-27%
中宠股份	18%	20%	28%	7%	19%
乖宝宠物	-5%	50%	27%	9%	9%
电动工具	13%	24%	25%	10%	-13%
巨星科技	10%	30%	29%	13%	-13%
格力博	19%	16%	16%	4%	-12%

图：家电板块外销收入增速



图：家电电子板块外销收入增速

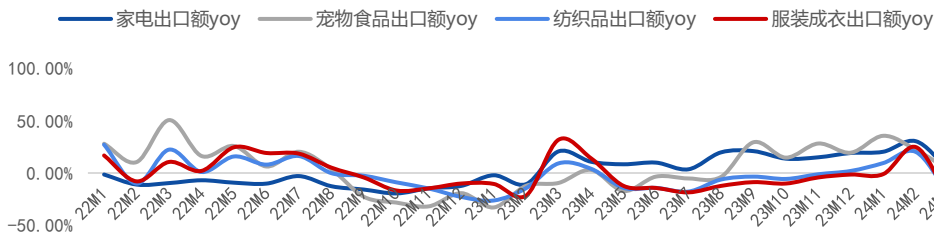


资料来源：iFinD，华福证券研究所

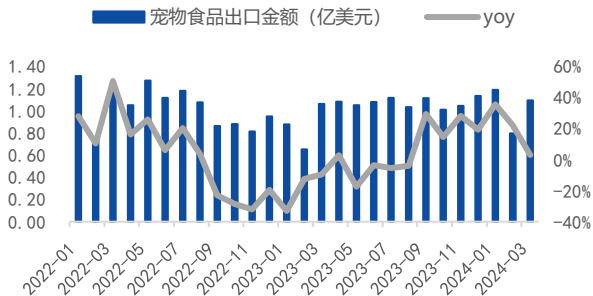
出口：24年纺服出口有望逐步改善，家电、宠物增长态势延续

■ **补库驱动23年家电出口逐季改善**，23M3家电出口趋势拐点出现，此后延续回暖趋势，23年家电出口金额为878亿美元，同比+3.8%，24Q1家电出口金额同比+9%，延续稳健增长。欧美消费需求韧性凸显，叠加“一带一路”等新兴市场贡献增量，24年家电出口有望延续稳健增长。**受海外品牌去库存影响，23年纺服出口承压**，其中纺织品/成衣出口金额同比-8%/-7%，当前海外去库存进入尾声，24Q1纺织品/成衣出口金额同比+0.1%/-3.8%，已有改善趋势，预计订单环比提速明显，24年纺服出口有望逐步改善。**宠物食品板块，受去库存影响，23年出口呈现前低后高**，23M9同比转正（+29.35%），此后开启快速增长，23年宠物食品出口金额同比-1.5%，在补库+低基数驱动下，宠物食品24年有望恢复至常态增长。

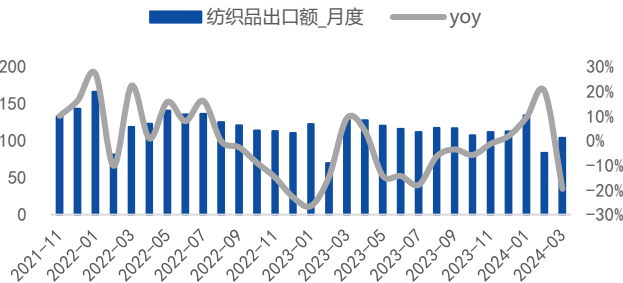
图：各板块出口金额同比增速



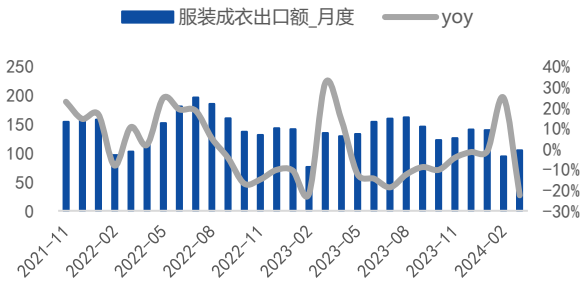
图：我国宠物食品出口金额及同比



图：我国纺织品出口金额及同比 (亿元, %)

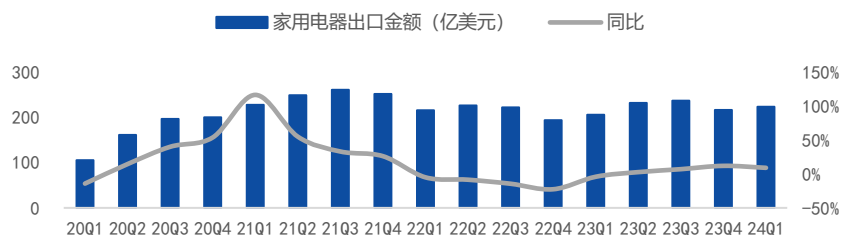


图：我国服装成衣出口金额及同比 (亿元, %)



资料来源：wind，华福证券研究所

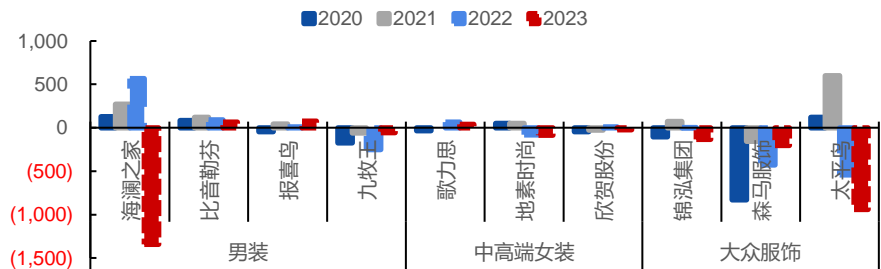
图：我国家用电器季度出口金额及同比增速 (美元口径)



纺服：品牌如期修复，男装优势延续

- 叠加基数效应下如期修复，但细分板块之间有分化，至24Q1男装仍延续较优营收增长。线下门店经历梳理后更加健康，叠加需求恢复有望回归高质量可持续增长。**
- 2023年随着线下场景修复、客流回暖带动流水好转，尤其在23Q2、23Q4低基数效应下更为显著。但结合服饰社零与品牌流水表现来看，7月以来服饰消费作为可选属性较强品类，在消费意愿受到抑制背景下，品牌受到不同程度的压力，导致Q3收入端增速环比走弱。
- 24Q1以来品类之间、品牌之间分化更为显著，尤其在23年表现亮眼的品牌在24年延续优质增长，例如男装中比音/报喜鸟/海澜/九牧王分别取得17.6%/4.8%/8.7%/21.7%增长；中高端女装中歌力思延续双位数增长；大众休闲服饰中森马收入同增5%。
- 从开店情况看，23年大部分重点品牌以渠道调整为主，门店保有量个位数~双位数下降。其中1) 海澜总门店数净减少16%主要系处置男生女生（主品牌直营/加盟分别净开店198/-164家）；2) 太平鸟门店数减少20%通过清理低效门店改善渠道质量；3) 比音、报喜鸟、歌力思仍保持净拓店节奏。

图：A股品牌服饰公司近年来净开店情况



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图：A股品牌服饰重点公司收入及增速

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)									
品牌服饰 中高端服饰									
歌力思	6.28	5.43	5.75	6.49	6.66	7.07	6.93	8.50	7.49
地素时尚	5.97	5.04	6.18	6.81	6.10	6.37	5.98	8.03	5.37
欣贺股份	5.04	3.94	4.06	4.39	4.51	4.47	3.99	4.62	3.65
锦泓集团	10.80	7.66	8.60	11.93	11.67	9.44	9.85	14.49	11.53
安正时尚	5.76	4.71	6.44	5.73	6.04	6.88	4.93	3.85	5.09
比音勒芬	8.10	5.03	9.12	6.60	10.79	6.05	11.12	7.40	12.68
报喜鸟	11.57	8.38	10.42	12.75	12.90	11.80	11.97	15.86	13.53
品牌服饰 大众服饰									
太平鸟	24.64	17.33	20.27	23.78	20.74	15.28	16.22	25.69	18.06
森马服饰	33.09	23.32	33.02	43.89	30.02	25.58	33.38	47.62	31.39
海澜之家	52.12	43.04	41.59	48.87	56.82	55.17	43.70	59.58	61.77
九牧王	7.66	5.21	6.64	6.69	7.72	6.28	7.37	9.17	9.40
戎美股份	2.04	1.83	2.27	3.35	2.07	1.86	1.29	2.45	1.80
品牌服饰 家纺									
梦洁股份	5.14	4.40	4.42	6.37	4.62	5.37	4.63	6.94	4.09
罗莱生活	12.86	10.96	13.36	15.96	12.40	12.17	12.98	15.60	10.88
水星家纺	8.06	8.36	8.55	11.66	8.18	9.78	9.57	14.57	9.15
富安娜	6.71	6.65	6.47	10.97	6.20	6.52	6.53	11.05	6.52
YOY									
品牌服饰 中高端服饰									
歌力思	1.2%	-3.7%	0.2%	-5.9%	6.0%	3.2%	2.6%	3.9%	1.5%
地素时尚	-9.1%	-27.6%	-7.8%	-22.1%	2.3%	2.5%	-3.3%	1.9%	-12.0%
欣贺股份	-7.4%	-21.6%	-11.7%	-26.2%	-10.5%	1.5%	-1.6%	1.2%	-19.1%
锦泓集团	0.7%	-13.9%	0.5%	-20.8%	8.1%	2.2%	1.5%	2.5%	-1.2%
安正时尚	-29.9%	-34.4%	-4.0%	-34.0%	4.8%	4.2%	-23.4%	-3.7%	-15.7%
比音勒芬	3.2%	-14.3%	2.1%	-12.2%	3.1%	2.3%	2.0%	1.1%	1.6%
报喜鸟	1.3%	-14.5%	4.5%	-13.8%	1.5%	4.8%	1.8%	2.5%	4.8%
品牌服饰 大众服饰									
太平鸟	-7.7%	-26.1%	-15.4%	-32.3%	-15.8%	-1.9%	-20.0%	8.0%	-12.9%
森马服饰	0.0%	-27.3%	-5.8%	-18.7%	-9.3%	9.7%	-1.1%	8.5%	-1.6%
海澜之家	-5.1%	-7.2%	3.4%	-9.0%	9.0%	2.2%	5.1%	2.9%	3.7%
九牧王	-5.6%	-10.9%	-14.4%	-23.8%	0.8%	2.6%	1.0%	3.7%	2.7%
戎美股份	-10.5%	-2.8%	7.2%	3.2%	1.6%	1.3%	-4.3%	-26.7%	-12.9%
品牌服饰 家纺									
梦洁股份	2.2%	-14.3%	-14.0%	-31.7%	-10.1%	2.1%	4.8%	9.0%	-11.6%
罗莱生活	-2.5%	-9.2%	-9.3%	-9.4%	-3.6%	1.0%	-2.8%	-2.2%	-12.3%
水星家纺	1.3%	-7.2%	2.2%	-13.2%	14.4%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%
富安娜	6.1%	-2.3%	-5.0%	-7.8%	-7.6%	-1.9%	0.9%	0.7%	5.2%

纺服：运动保持韧性，24Q1流水出现分化

- 运动服饰中，2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度收入分别同比+16.2%/+7%/+10.9%/+21%。**1) 安踏体育**：安踏品牌/FILA/其他品牌收入分别同增9.3%/16.6%/57.7%，安踏品牌在高基数下保持稳健增长，FILA在电商+线下双向恢复下取得超预期表现，其他品牌延续亮眼增长。**2) 李宁**：为保证更高健康增长，公司减少电商、批发商拿货，导致电商/批发收入同比基本持平，而直营随高线城市线下场景恢复取得30%优质增长。**3) 特步国际**主品牌/时尚运动/专业运动收入分别同增7.4%/44.4%/99%。**4) 361度**童装、电商分别同增35.7%、38%，表现亮眼。
- 流水表现**：2023年安踏体育旗下安踏品牌/FILA/其他品牌流水分别取得高单位数/高双位数/60-65%增长；李宁全年流水增长12%，快于收入增长；特步主品牌全年流水20%+增长，增长快于收入，主要系品牌年内清理库存带动流水表现较好；361度在线下全批发模式下与收入表现相近。
- 2023年运动服饰将保证库存健康下的高质量增长作为首要目标，尤其Q4折扣环比略有加深，随着旧货库存占比下降，库销比回归健康水平。

图：运动服饰单季度流水表现

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
安踏体育	安踏品牌	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	10-20%中段增长	中单位数增长
	FILA	高单位数增长	10-20%中段增长	10-20%低段增长	25-30%增长	高单位数增长
	其他品牌	75-80%增长	70-75%增长	45-50%增长	55-60%增长	25-30%增长
李宁	中单位数	10-20%低段	中单位数	20-30%低段增长	低单位数增长	
特步国际	主品牌	同增约20%	高双位数增长	高双位数增长	超过30%增长	高单位数增长
	主品牌	低双位数增长	低双位数增长	约15%增长	超过20%增长	高双位数增长
	童装	20-25%增长	20-25%增长	25-30%增长	约40%增长	约20-25%增长
361度	电商	约35%增长	约30%增长	约30%增长	超过30%增长	约20-25%增长

图：港股品牌服饰重点公司收入及增速

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23
收入 (亿元)								
运动服饰								
李宁	61.81	82.76	101.97	123.76	124.09	133.95	140.19	135.80
安踏体育	146.69	208.43	228.12	265.16	259.65	276.86	296.45	327.11
特步国际	36.79	44.93	41.35	58.78	56.84	72.47	65.22	78.23
361度	26.86	24.41	31.07	28.26	36.54	33.07	43.12	41.12
中国动向	8.99	9.42	8.99	12.43	8.52	10.64	7.76	9.03
运动零售								
滔搏	169.58	167.33	157.70	202.40	155.73	163.03	132.18	138.55
宝胜国际	117.40	138.71	130.74	102.76	98.65	87.73	109.60	91.04
品牌								
波司登	44.36	77.54	46.61	88.55	53.90	108.24	61.80	105.94
赢家时尚	20.03	33.22	30.78	32.77	28.96	27.67	33.41	35.71
新秀丽	56.74	43.22	51.62	77.07	85.09	114.22	129.06	133.33
YOY								
运动服饰								
李宁	-1.2%	3.7%	65.0%	49.5%	21.7%	3.2%	13.0%	1.4%
安踏体育	-1.0%	9.0%	55.5%	27.2%	3.8%	4.4%	14.2%	18.1%
特步国际	9.6%	-6.9%	12.4%	30.8%	37.5%	23.3%	14.8%	3.0%
361度	-17.0%	1.9%	15.7%	15.8%	17.6%	17.0%	18.0%	24.3%
中国动向	-	-	0.0%	32.0%	-5.2%	-14.4%	-8.9%	-15.2%
运动零售								
滔搏	-	-48.6%	-7.0%	21.0%	-1.2%	-19.4%	-15.1%	-15.0%
宝胜国际	-12.2%	0.4%	11.4%	-25.9%	-24.5%	-14.6%	11.1%	3.8%
品牌								
波司登	23.8%	17.7%	3.1%	14.2%	13.6%	23.2%	14.7%	-2.1%
赢家时尚	49.8%	13.2%	53.7%	-1.4%	-5.9%	-15.5%	15.4%	25.1%
新秀丽	-3.0%	-7.5%	-9.0%	73.3%	63.8%	43.2%	51.7%	11.7%

纺服：下游如期去库，制造改善显著

随着核心客户去库接近尾声，补库需求向上传导，带动纺织上游及制造企业报表端出现明显改善。

- 由于纺织制造从下游品牌产生补库需求并向产业链中上游逐级传导，下单到出货确认收入有所滞后，对应从23Q4开始，纺织制造（尤其海外运动品牌客户占比高）的企业出现显著改善。
- 纺织上游：1) 新澳股份**23Q3~24Q1收入端保持双位数增长，反映订单饱满，下游需求旺盛；**2) 台华新材**受益于功能性材料需求好转叠加低基数，23Q4/24Q1收入分别同增58%/52%。
- 代工制造：**1) 华利集团**于23Q4收入端转正，实现12%增长，且24Q1增长环比继续提速，其中核心客户有所恢复、而新品Reebok、On、Lululemon等均有所放量；**2) 伟星股份**与23Q2即实现收入端增速转正，并保持稳健增长，快反+差异化服务优势凸显；**3) 健盛集团**23Q4/24Q1保持双位数增长，棉袜迅速恢复，无缝底部改善。

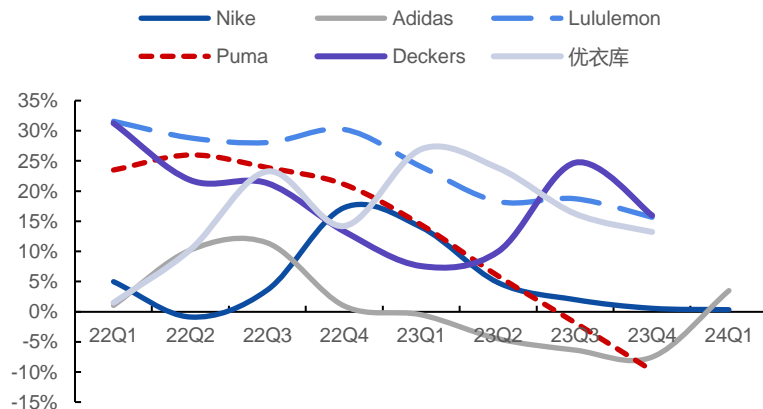
图：A股纺织制造重点公司收入及增速

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)									
纺织制造 原材料&印染									
富春染织	4.74	5.69	5.75	5.90	4.73	6.34	7.04	6.99	5.37
百隆东方	19.75	19.89	17.63	12.62	14.86	17.34	18.72	18.22	18.34
华孚时尚	41.47	43.89	47.66	11.58	45.33	32.20	33.00	26.11	39.24
新澳股份	8.93	12.26	10.05	8.25	9.78	13.43	11.90	9.28	11.00
航民股份	23.22	20.48	31.62	20.38	23.72	23.02	26.60	23.32	31.27
台华新材	9.45	11.03	9.61	9.99	9.70	12.26	13.19	15.78	14.72
纺织制造 代工									
华利集团	41.24	57.74	54.75	51.95	36.61	55.51	50.97	58.05	47.65
健盛集团	5.32	7.22	5.63	5.36	4.97	6.11	5.51	6.23	5.49
鲁泰A	15.80	17.50	18.76	17.32	13.78	14.62	15.03	16.18	13.83
盛泰集团	13.73	14.72	15.05	16.16	13.09	12.40	10.49	10.52	10.04
伟星股份	7.23	11.05	9.90	8.10	6.97	11.32	10.76	10.02	8.01
开润股份	6.12	7.07	8.41	5.81	7.40	8.17	7.26	8.22	9.10
真爱美家	1.77	1.96	3.14	2.92	1.66	1.96	3.39	2.52	1.60
YOY									
纺织制造 原材料&印染									
富春染织	4.0%	-4.5%	-2.0%	-11.1%	-0.2%	1.5%	2.6%	13.4%	1.5%
百隆东方	5.4%	-2.8%	7.8%	-43.1%	-24.8%	-12.8%	6.2%	47.4%	2.5%
华孚时尚	7.9%	-6.8%	14.5%	-71.0%	9.3%	-26.6%	-30.8%	125.4%	-13.4%
新澳股份	4.2%	9.2%	6.3%	11.5%	9.4%	9.6%	1.3%	12.5%	12.5%
航民股份	-1.4%	-6.6%	27.0%	-16.9%	2.2%	12.4%	-15.9%	11.4%	31.8%
台华新材	27.9%	0.3%	-21.8%	-16.0%	2.7%	1.2%	37.8%	57.9%	57.7%
纺织制造 代工									
华利集团	11.4%	28.5%	23.3%	7.4%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	30.2%
健盛集团	28.5%	45.3%	-7.7%	1.1%	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%
鲁泰A	59.0%	42.7%	39.3%	3.6%	-12.8%	-16.5%	-19.9%	-6.6%	0.3%
盛泰集团	30.5%	19.9%	15.0%	3.0%	-4.7%	-15.7%	-30.3%	-34.9%	-23.3%
伟星股份	33.6%	17.4%	13.5%	-17.8%	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%
开润股份	35.6%	31.3%	43.8%	-18.7%	21.0%	15.5%	-13.7%	41.4%	22.9%
真爱美家	3.0%	10.7%	-3.3%	12.4%	-6.3%	-0.1%	8.0%	-13.6%	-3.6%

➢ 随着核心客户去库接近尾声，补库需求向上传导，带动纺织上游及制造企业报表端出现明显改善。

- 从部分海外品牌客户表现来看，运动品牌收入端表现分化，自然年下Nike 24Q1收入同比持平、Adidas同比+3.5%；自然年下23Q4 Nike/Adidas/Lululemon/Puma/Deckers分别同比+0.5%/-7.6%/+15.6%/-9.8%/+16%，细分赛道品牌（瑜伽运动Lululemon、户外Deckers）表现好于综合运动品牌（Nike、Adidas、Puma）。但是从库存层面看，近几个季度重点运动品牌库存同比均呈现下降趋势，反映去库正在如期推进。大众休闲品牌优衣库最新财季收入/库存分别同比+13.2%/-14.8%，表现稳健。
- 申洲国际：**公司23年营收同比下滑10.1%至249.7亿元，运动/休闲/内衣/其他分别-13.6%/-1.4%/+30.2%/-41.6%占比-2.9/+2/+1.3/-0.4pct至72.2%/22.7%/4.3%/0.8%。分地区，欧洲/美国/日本/中国市场分别同比-19.1%/-20.4%/-6.4%/-7.6%/+0.7%。

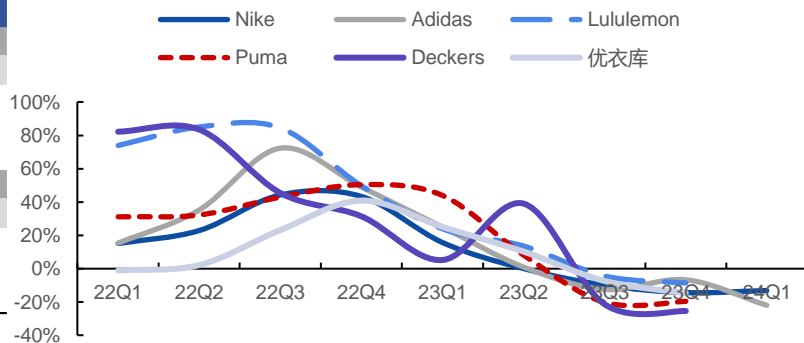
图：海外品牌分季度收入增速



图：港股纺织制造重点公司收入及增速

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23
收入 (亿元)								
代工制造								
申洲国际	102.34	127.97	113.69	124.76	135.93	141.89	115.62	134.08
晶苑国际	65.13	64.01	68.08	81.03	83.18	89.23	73.33	81.82
维珍妮	28.46	29.62	22.14	28.31	33.89	33.79	41.69	27.25
YOY								
代工制造								
申洲国际	-0.4%	1.3%	1.1%	-2.5%	19.6%	13.7%	-14.9%	-5.5%
晶苑国际	-17.1%	-29.3%	4.5%	26.6%	22.2%	10.1%	-11.8%	-3.3%
维珍妮	18%	17%	-22.2%	4.4%	53.1%	13.4%	23.0%	-19.3%

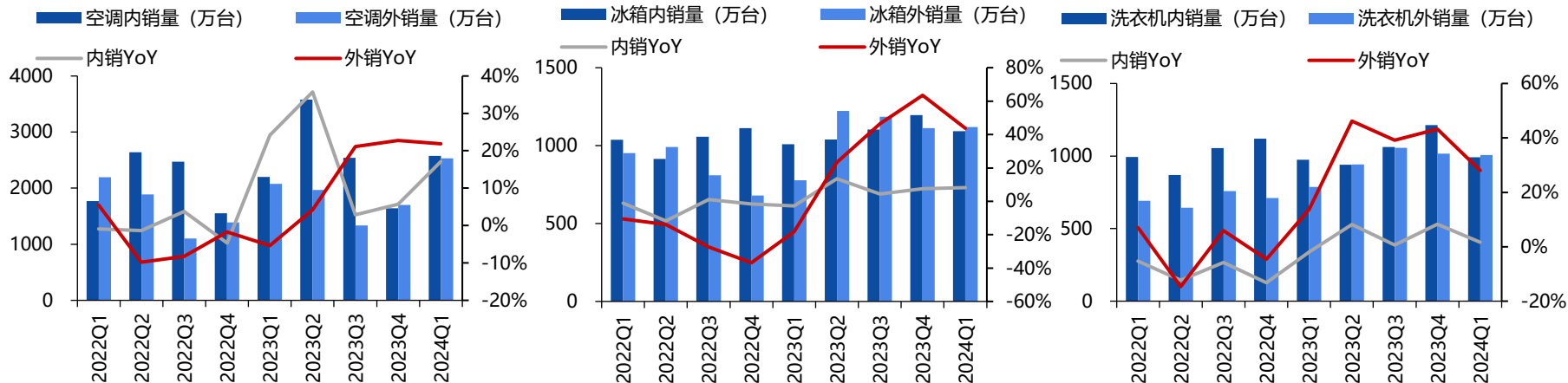
图：海外品牌分季度库存增速



白电：23年内外销均实现较好增长，看好以旧换新政策下的持续性

- **内销：高温天气拉动空调实现快速增长，冰洗出货量亦实现温和复苏。**根据产业在线数据，在高温天气以及渠道库存低水位的拉动之下，空调出货端迎来高景气增长，23Q1和Q2同比增长分别超过20%和30%；与此同时，冰箱与洗衣机之前累积的换新需求也开始逐步兑现，23Q2开始出货端开始同比转正。
- **外销：海外库存去化结束，开始进入补库存周期。**根据产业在线数据，23Q2开始随海外家电去库存结束，开始进入补库存周期，低基数效应之下空冰洗均保持连续数个季度的双位数以上较快增长。

图：空冰洗内外销及同比增速



资料来源：产业在线，华福证券研究所

- **各地财政&企业纷纷推出以旧换新政策，看好Q2终端动销增长持续性。**据央视新闻报道，随着消费品以旧换新行动陆续落地，上海、湖北、浙江、宁夏、山东等地已经推出实施方案和操作细则；同时，企业端也开始针对以旧换新进行发力，其中美的计划投入80亿元、格力计划投入30亿元以支持家电以旧换新。我们认为，随着以旧换新政策逐步发力，我国大量超期服役家电在后续几年实现加速更换，从而提升此轮内销景气的持续性。

图：美的计划投入80亿元支持以旧换新

关于开展美的“绿色行动·以旧换新”活动的通知

为响应国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，强化贯彻国家《双碳》战略，美的集团拟投入80亿元大力推动美的集团全品牌、全品类产品的以旧换新，包括全屋家电产品及暖通、机器人、医疗器械、电梯等工程设备产品。消费者可通过全国美的各官方授权网点或“美的集团”微信公众号、“美的到家”微信小程序了解活动详情。

特此通知！

附件：美的“以旧换新”活动细则



资料来源：美的集团微信公众号，华福证券研究所

图：格力计划投入30亿元支持以旧换新

珠海格力电器股份有限公司

关于格力电器回馈用户 推动家电升级的公告

为响应国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，经公司研究决定，从即日起，格力电器投入30亿元资金，启动对家电产品的以旧换新活动。消费者可通过格力董明珠店、全国3万多家专卖店了解活动详情。

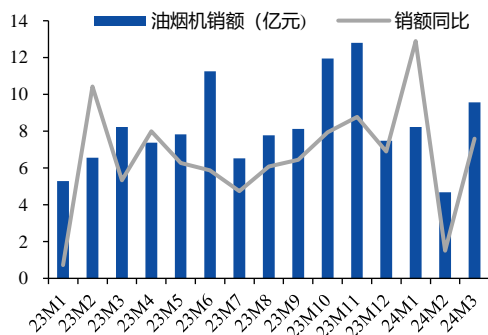


资料来源：格力电器微信公众号，华福证券研究所

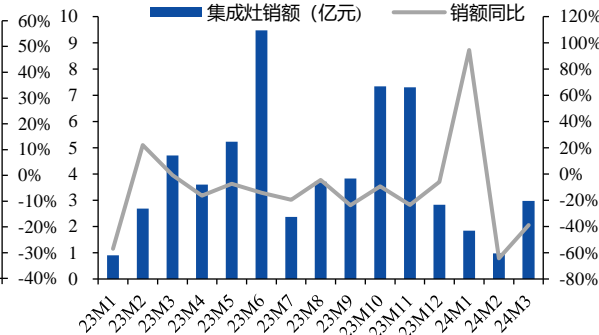
大厨电：传统烟机表现稳健，集成灶表现持续承压

- 行业层面，受地产表现弱势影响，大厨电行业需求表现较为平淡，其中传统烟机：表现更为稳健，奥维云网数据显示23A/24Q1油烟机全渠道销额预计分别+6%/+10%；集成灶：三四线地产修复节奏缓慢，集成灶需求承压较为明显，23A/24Q1销额预计分别-14%/-32%。
- 个股分化，**华帝股份**：品牌升级+渠道改革助力表现优于行业整体，23A/24Q1营收分别+7%/+16%；**老板电器**龙头经营韧性十足，23A (+9%) /24Q1 (+3%) 亦取得稳健增长；受景气度影响，24Q1**火星人** (-15%)、**浙江美大** (-19%)、**亿田智能** (-45%)、**帅丰电器** (-33%) 均超双位数下滑。

图：油烟机全渠道月度销售额及同比



图：集成灶全渠道月度销售额及同比



	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)													
002508.SZ 老板电器	19.1	24.2	27.4	30.8	20.9	23.6	27.9	30.3	21.8	27.6	30.0	32.7	22.4
002035.SZ 华帝股份	10.5	16.1	13.1	16.2	11.2	16.8	14.6	15.6	11.9	16.8	15.5	18.0	13.8
002677.SZ 浙江美大	3.7	5.4	6.2	6.3	4.1	4.2	5.7	4.4	3.4	4.3	4.9	4.1	2.7
300894.SZ 火星人	3.5	5.7	6.8	7.2	4.5	5.7	6.2	6.4	4.1	6.1	5.5	5.7	3.5
300911.SZ 亿田智能	1.5	3.5	3.1	4.2	2.5	3.6	3.5	3.1	2.3	3.9	3.3	2.8	1.3
605336.SH 帅丰电器	1.6	2.6	2.7	2.9	1.9	2.7	2.5	2.4	1.8	2.8	1.7	2.1	1.2
yoy													
002508.SZ 老板电器	51%	24%	14%	23%	9%	-2%	2%	-1%	4%	17%	7%	8%	3%
002035.SZ 华帝股份	52%	65%	0%	17%	7%	4%	12%	-4%	6%	0%	7%	16%	16%
002677.SZ 浙江美大	229%	1%	18%	6%	12%	-23%	-9%	-31%	-18%	4%	-14%	-6%	-19%
300894.SZ 火星人	180%	48%	37%	18%	29%	0%	-9%	-12%	-9%	7%	-12%	-10%	-15%
300911.SZ 亿田智能	204%	66%	41%	78%	63%	4%	14%	-26%	-7%	7%	-7%	-10%	-44%
605336.SH 帅丰电器	164%	30%	29%	19%	23%	1%	-6%	-19%	-9%	4%	-32%	-13%	-33%

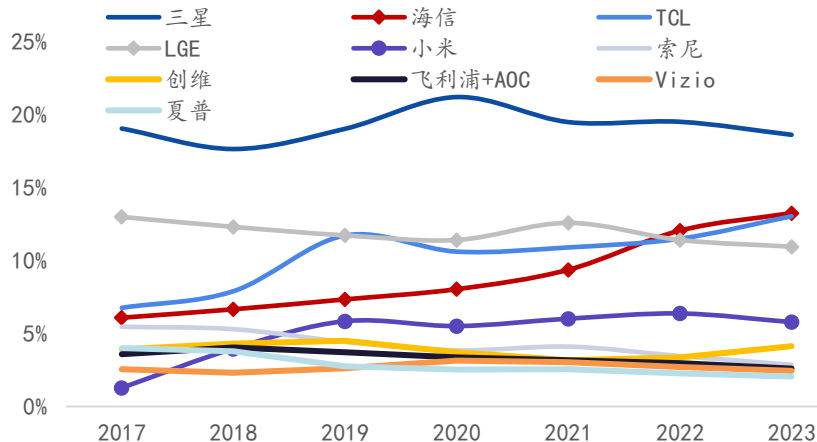
视听电器：黑电龙头表现稳健，智能投影企稳回升

■ 23年传统黑电龙头表现稳健，大屏化、高端化升级持续推进，全球份额提升逻辑延续。24Q1表现平稳，期待Q2国际运动赛事催化。

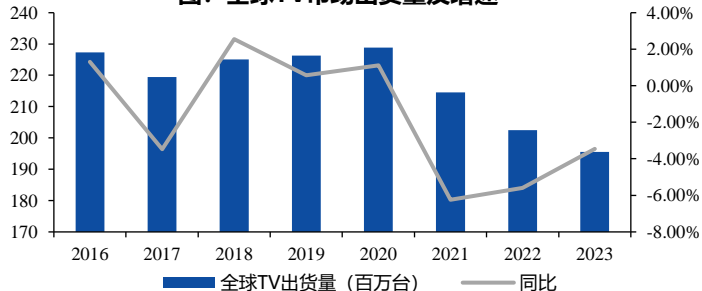
- 海信视像23年收入同比+17%，智慧显示终端销量为2654万台，同比+5.21%，均价同比+11.22%。根据奥维睿沃，2023年海信系电视全球出货量市占率为13.23%，同比提升1.17pct，稳居世界第二。
- TCL电子23年收入+11%，中高端+大屏叠加双品牌战略落地，智屏出货量、收入逆势增长。2023年TCL智屏全球出货量同比+6.2%至2,526万台，智屏业务收入同比+7.6%至486.32亿港元，增速均高于行业平均水平。2023年TCL智屏全球出货量市占率达12.5%，同比+0.8pct。

■ 24Q1智能投影企稳回升，品牌降幅收窄。根据洛图科技，23年智能投影销量586.4万台，同比-5%，行业销额为103.7亿元，同比-17%，24Q1中国智能投影市场（不含激光电视）销量为144.3万台，同比+8.7%；销额为23.6亿元，同比下降5.1%，均价下降主要系促销折扣、入门级1LCD占比提高。极米科技23年收入同比-16%，其中内外销分别-23%/+16%，海外欧洲渠道建设取得突破，有望持续贡献增量；24Q1收入同比-7%，降幅收窄，新品play5预售亮眼，公司经营有望逐步回暖。

图：全球TV市场品牌份额



图：全球TV市场出货量及增速



资料来源：wind, 奥维沃睿, 奥维云网, 华福证券研究所

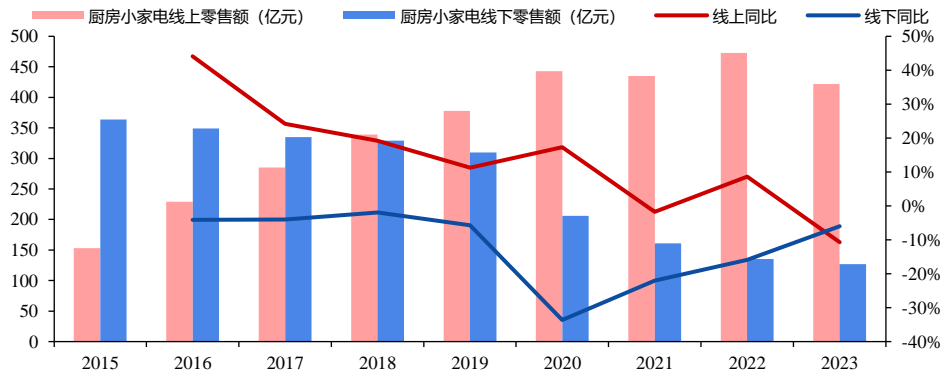
图：视听电器重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)													
极米科技	8	9	10	14	10	10	8	13	9	7	8	11	8
海信视像	104	106	130	129	102	100	123	132	115	134	144	144	127
光峰科技	5	6	6	8	5	7	6	7	5	6	6	6	4
四川长虹	238	254	236	268	201	239	232	254	229	237	234	274	238
yoy													
极米科技	62%	36%	32%	45%	24%	17%	-12%	-4%	-13%	-27%	-6%	-15%	-7%
海信视像	53%	16%	12%	9%	-2%	-5%	-5%	3%	13%	34%	17%	9%	11%
光峰科技	71%	42%	6%	18%	0%	28%	9%	-21%	-13%	-17%	-5%	-15%	-3%
四川长虹	46%	17%	-10%	-11%	-16%	-6%	-2%	-5%	14%	-1%	1%	8%	4%

厨房小家电：外销逐季景气加速，内销平淡品类分化

- 内销：景气度平淡，但细分品类有所分化。** 奥维云网全渠道推总数据显示2023年国内厨房小家电整体零售额约549.3亿元，同比下降9.6%，零售量26543万台，同比下降1.8%，景气度稍显弱势，但细分品类来看，豆浆机、电蒸锅、咖啡机实现快增，电水壶电饭煲主流刚需较为平稳，而空气炸锅、破壁机均有双位数以上下滑；
- 外销：海外去库结束，出口逐步改善。** 受益于海外小家电需求的逐步恢复，小家电出口迎来复苏，海关总署数据显示23Q1/Q2/Q3/Q4厨房小家电（包括搅拌器、其他电动、微波炉、电热锅等7类）出口金额分别同比-10%/-3%/+5%/+10%。
- 个股来看，外销改善贡献增长动力，内销品牌普遍稳中求好。** 23年厨房小家电板块外销增速表现优于内销，主要龙头公司内外表现亦跟随行业趋势，其中小熊电器23α属性突出，内外表现均优于行业。步入24Q1，外销景气延续，内销仍显平淡，受去年同期基数影响，小家电主要企业表现有所分化，其中小熊电器在高基及弱行业景气略显承压。

图：23年国内厨房小家电全渠道推总零售额下滑10%



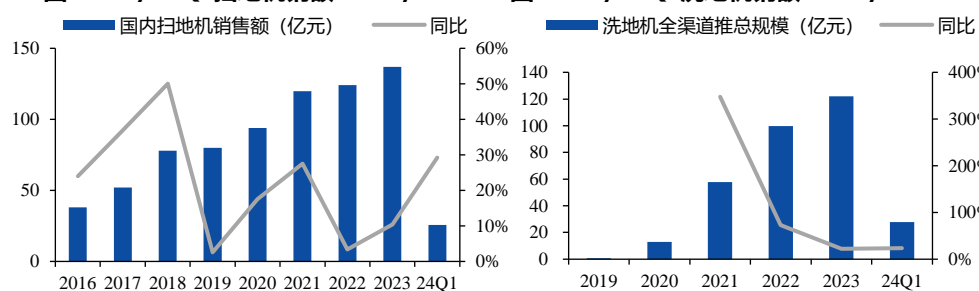
内销yoy		2019	2020	2021	2022	2023
厨房电器		15%	6%	2%	5%	-4%
苏泊尔		12%	-13%	11%	5%	1%
九阳股份		12%	17%	-11%	-3%	-17%
新宝股份		47%	60%	9%	21%	-3%
小熊电器		31%	33%	-2%	17%	10%
外销yoy		2019	2020	2021	2022	2023
厨房电器		7%	24%	24%	-20%	15%
苏泊尔		8%	12%	28%	-29%	19%
九阳股份		82%	80%	53%	-7%	69%
新宝股份		1%	41%	14%	-16%	11%
小熊电器		40%	143%	10%	-22%	106%

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)													
苏泊尔	51	53	52	59	56	47	47	52	50	50	54	59	54
九阳股份	22	25	23	35	23	24	22	33	19	24	25	28	21
新宝股份	32	34	41	42	36	35	36	30	28	35	44	39	35
小熊电器	9	7	7	12	10	9	9	14	13	11	10	14	12
北鼎股份	2	2	2	3	2	2	2	3	2	2	2	2	2
比依股份	3	4	4	4	4	4	3	4	4	5	4	3	3
yoy													
苏泊尔	43%	15%	2%	12%	9%	-11%	-11%	-12%	-12%	7%	16%	14%	8%
九阳股份	32%	-12%	-9%	-15%	4%	-5%	-3%	-7%	-19%	2%	11%	-13%	9%
新宝股份	4%	11%	0%	3%	13%	1%	-12%	-29%	-22%	1%	23%	31%	23%
小熊电器	23%	-26%	-6%	7%	8%	20%	16%	14%	28%	25%	15%	-2%	-5%
北鼎股份	54%	8%	18%	17%	4%	4%	-12%	-11%	-7%	-19%	-9%	-28%	-7%
比依股份				8%	13%	-19%	-25%	4%	3%	34%	23%	-33%	-15%

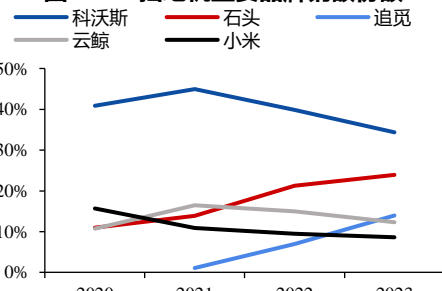
生活电器：扫地机景气度提振，龙头品牌出海获效

- 扫地机：国内景气度提振，国产品牌出海正当时。**
国内市场：奥维云网数据显示23年扫地机全渠道销售额约137亿元，同比增长10%，其中销量+4%，均价+6%；受益于行业龙头在不同价位段的新品布局完善，24Q1扫地机品类景气度提振明显，全渠道推总销额约26亿元，同比+29%，且延续量（+22%）价（+6%）同增。
海外市场：近年国产品牌持续发力超车，凭借优质产品已引领海外市场的发展，GFK数据显示23年中国品牌在海外扫地机器人市场中份额已达到75%，其中石头表现尤为靓丽，23年已成为全球扫地机销额第一，且24Q1在美亚渠道超过iRobot成为扫地机销额份额第一。
- 洗地机：价减趋势延续。**奥维数据23A/24Q1机销额分别增长22%和23%，主要依靠销量增长驱动，量分别增长45%和50%，而均价继续下探，分别下降16%和18%。

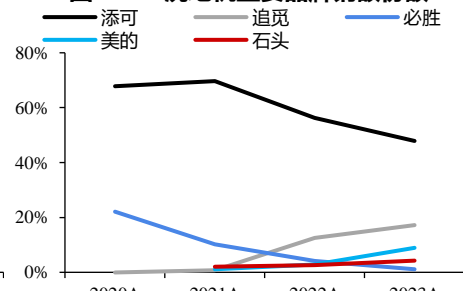
图：23A/24Q1扫地机销额+10%/+29% **图：23A/24Q1洗地机销额+22%/+23%**



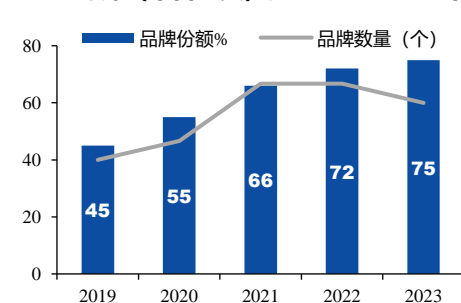
图：23A扫地机主要品牌销额份额



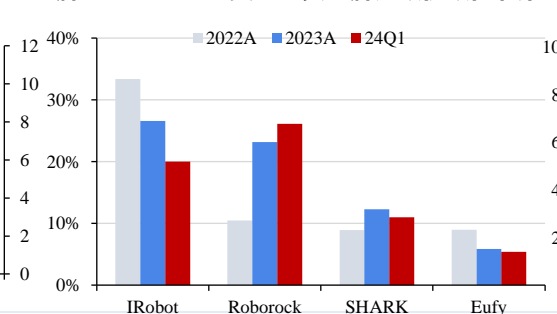
图：23A洗地机主要品牌销额份额



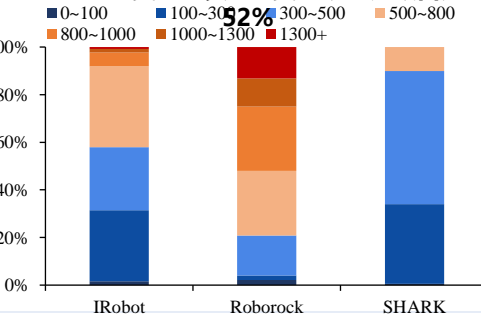
图：海外 (不含北美) 扫地机TOP20内中国品牌



图：24Q1美亚石头品牌销额份额位居第一



图：23年美亚石头800美元以上销额占比



图：石头实现扫地机全球销额第一



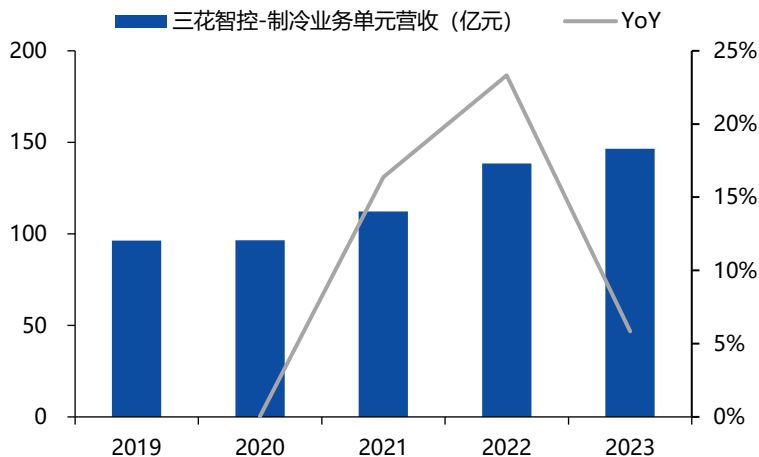
生活电器：清洁龙头表现靓丽，海外表现优于国内

- 石头科技：Q1经营表现超预期，全球领先优势持续扩大。** 凭借优质完善的产品矩阵及全球化布局步入收获期，石头科技经营表现持续靓丽，24Q1公司营收同比+59%，其中国内市场+20%；海外市场+80%，欧洲+80%，北美+100%，亚太+60%。石头较早切入海外市场，凭借突出产品力引领海外产品结构升级，且成功突破北美线下渠道且有望以点带面、全面开花，迈入全球放量阶段。
- 科沃斯：经营拐点已显。** 23年科沃斯营收+1%，其中科沃斯品牌-1%，添可品牌+5%。持续加大海外市场拓展力度，23年品牌海外表现优于内销，其中科沃斯海外同比增长20%，添可海外同比增长超40%，国内科沃斯品牌表现较弱或主要系产品布局与投入资源的缺位。24Q1随着性价比全能产品的补足丰富产品矩阵及海外市场的获效，公司营收实现7%的增长，预计海外表现优于国内，但随着国内清洁行业景气度的提振，国内品牌表现预计改善向好。
- 飞科电器：营收表现略显承压。** 新品上市推迟、双节叠加（情人节与春节重合）、低端去品等影响，24Q1飞科营收下滑15%，其中飞科品牌-23%，博锐品牌+35%。

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)													
科沃斯	22.2	31.3	28.9	48.4	32.0	36.2	33.0	52.0	32.4	39.1	33.9	49.7	34.7
石头科技	11.1	12.4	14.8	20.1	13.6	15.6	14.7	22.4	11.6	22.1	23.1	29.7	18.4
倍轻松	2.1	3.3	2.7	3.8	2.5	2.1	1.9	2.5	2.3	3.7	3.4	3.3	2.9
萤石网络			10.7	11.6	10.4	10.6	10.5	11.7	10.8	12.1	12.2	13.3	12.4
莱克电气	20.1	20.6	16.7	22.0	23.5	21.6	22.3	21.7	18.3	18.2	21.4	30.1	23.1
飞科电器	8.8	8.7	11.1	11.4	11.2	11.6	14.3	9.1	13.7	13.0	13.2	10.7	11.7
yoy													
科沃斯	31%	18%	66%	57%	44%	16%	14%	7%	1%	8%	3%	-4%	7%
石头科技	82%	6%	23%	30%	22%	26%	-1%	11%	-15%	42%	58%	33%	59%
倍轻松	62%	67%	40%	24%	15%	-36%	-29%	-34%	-8%	76%	80%	35%	29%
萤石网络							-2%	1%	4%	14%	17%	14%	15%
莱克电气	78%	47%	-2%	8%	17%	5%	33%	-1%	-22%	-16%	-4%	38%	27%
飞科电器	23%	13%	9%	7%	28%	33%	29%	-20%	23%	12%	-8%	17%	-15%

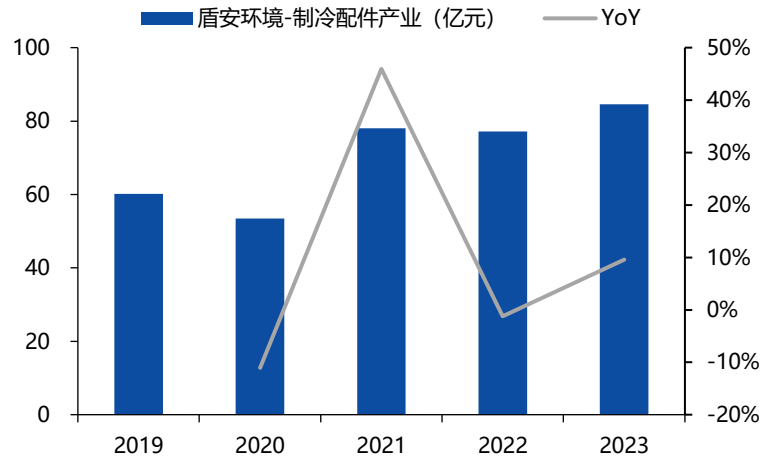
- **空调高景气拉动制冷零部件需求，三花智控&盾安环境制冷业务均实现稳健增长。**据iFinD数据，2023年三花智控制冷配件业务收入同比增长6%，并且这建立在2022年同比增长23%的高基数基础上（受益龙头转单）；盾安环境制冷配件产业营收同比+10%，同样表现亮眼。其他零部件企业，比如长虹华意、海立股份、星帅尔等的家电业务亦表现稳健。
- **Q2空调排产持续景气，看好零部件企业的业绩弹性。**据产业在线数据，受Q2以旧换新政策以及短期铜价上涨影响，5月份空冰洗排产分别同比增长19.4%/13.4%/4.3%，排产端的高景气有望拉动零部件需求延续增长。

图：三花智控制冷业务单元营收及同比增速



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：盾安环境制冷业务单元营收及同比增速

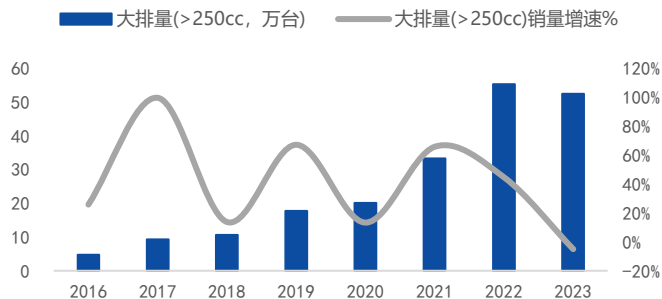


资料来源：iFinD，华福证券研究所

两轮车：高基数叠加需求转弱，整体增速放缓

- **雅迪控股**：23年逆势下实现较快增长，主要为拓展产品组合、增加营销活动、扩大销售网络共同驱动。23年营收+12%，电动两轮销量同比+18%，市场份额进一步提升。24年产品结构升级有望驱动快速增长，雅迪 2024Q1 发布冠能 6 代新品，有望带动公司均价提升、毛利率上行。
- **爱玛科技**：行业竞争加剧，公司增速放缓，单车ASP稳健。23年营收同比+1%，23年整体销量同比-0.3%，其中电动自行车销量同比+5%，电动两轮摩托销量同比-18%，电动三轮同比+63%。24Q1营收同比-9%，主要系高基数、国检、冻雨天气等因素影响。
- **春风动力**：两轮外销持续超预期，四轮去库结束，Q2有望企稳回升。2023年收入同比+6%，24Q1收入同比+6%，四轮车23年收入同比-5%，23Q4、24Q1四轮海外去库存，收入端承压。两轮车23年收入同比+33%，其中两轮内销量9.9万台，同比+4%；两轮出口量9.8万台，同比+95%，两轮出口持续超预期。
- **钱江摩托**：受高基数、行业需求转弱影响，23年收入下滑，发力自主品牌外销，有望贡献高增长。23年收入-10%，24Q1收入+1%，企稳回升。250cc以上（含）大排量销量同比-22.7%，小排量同比+21.8%；公司持续推进自主外贸渠道建设，2023年新增开拓20+国家市场，建立30+家进口商渠道，自主外贸（非通过第三方出口）营业收入同比增长200%，占比提升至29%。

图：大排量摩托车销量及增速



资料来源：wind，摩托车商会公众号，华福证券研究所

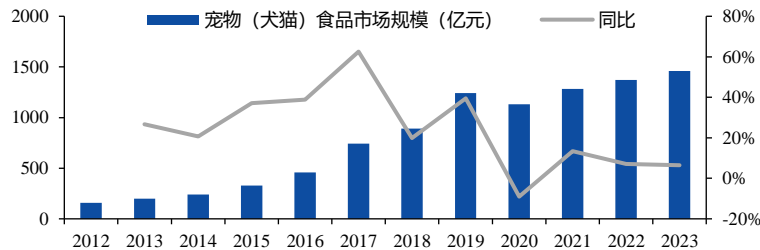
图：两轮车重点公司收入及增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)													
钱江摩托	9	12	13	9	9	17	19	12	13	16	12	10	13
春风动力	16	20	21	22	23	26	37	27	29	36	29	27	31
爱玛科技	31	42	52	29	46	49	78	36	54	48	72	36	50
yoy													
钱江摩托	72%	24%	15%	-9%	2%	36%	44%	35%	43%	-5%	37%	14%	1%
春风动力	51%	76%	53%	58%	45%	29%	79%	26%	27%	37%	23%	-1%	6%
爱玛科技	69%	4%	2%	48%	47%	16%	50%	24%	19%	-2%	-7%	0%	-9%

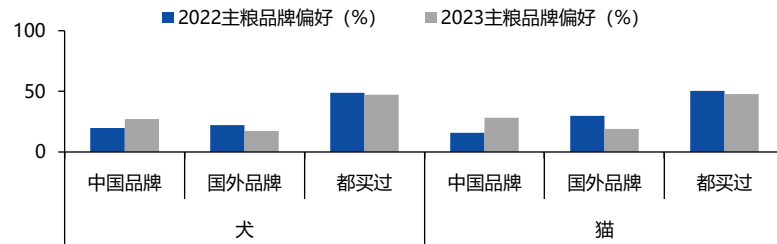
宠物：内销国产替代延续，外销代工修复明显

- 内销：宠物市场蓬勃发展，国产替代趋势延续。**随着居民消费水平的提高及宠物亲友属性加强，消费者更愿意为提升宠物幸福感进行消费，且近年来国产品牌质价比优势明显、加速推动国产替代，中国宠物白皮书显示2023年我国城镇宠物犬及猫主人购买主粮时只购买国外品牌的占比仅约18%和19%，而只购买中国品牌的占比分别约27%和28%，目前宠主对中国品牌的偏好度大幅上升。
- 出口：外销代工修复趋势显著。**随着客户去库存的结束，宠物食品出口迎来逐季修复，23Q1/Q2/Q3/Q4我国宠物食品出口金额分别同比-20%/-7%/+5%/+20%，24Q1亦延续景气趋势出口额同比+19%。
- 分公司来看：乖宝宠物：自有品牌优势持续领先，**代工业务随趋快增（23A+18%）。23年品牌收入同比+34%，麦富迪在多个电商平台销量稳居第一；高端猫粮弗列加特也已成为国内高端猫粮头部品牌；**中宠股份：**境内占比提升至29%，受益于行业恢复趋势公司出口业务亦实现13%的增长（H1同比+1%，H2同比+25%）；**佩蒂股份：**受客户类型及结构影响恢复节奏相对较慢，使得23年全年出口下滑27%（H1同比-50%，H2同比-3%）。24Q1受益于内外景气延续，宠物主要龙头公司营收表现靓丽。

图：23年我国城镇犬猫宠物食品市场规模同比+6%



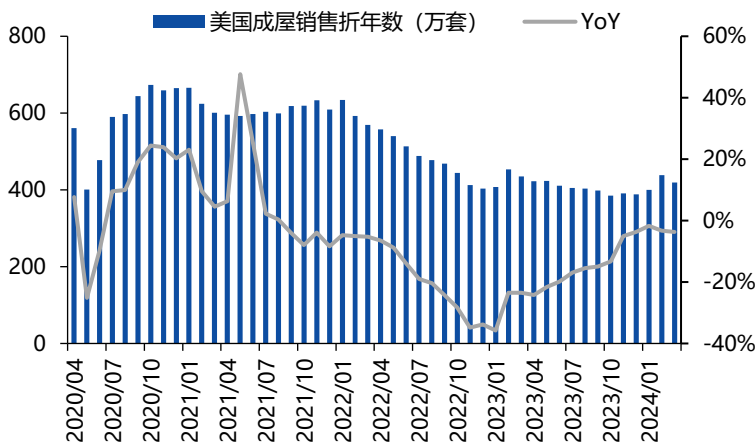
图：23年宠物主粮中国产品牌偏好度提升明显



	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿元)													
佩蒂股份	3	4	2	4	3	5	5	4	2	3	4	5	4
中宠股份	6	7	8	9	8	8	9	8	7	10	10	10	9
乖宝宠物	0	0	6	0	7	10	8	9	9	12	10	12	11
yoy													
佩蒂股份	33%	15%	-48%	-3%	7%	29%	149%	6%	-54%	-34%	-17%	31%	142%
中宠股份	50%	13%	19%	42%	42%	14%	13%	-7%	-11%	27%	17%	28%	24%
乖宝宠物							29%		25%	21%	31%	34%	21%

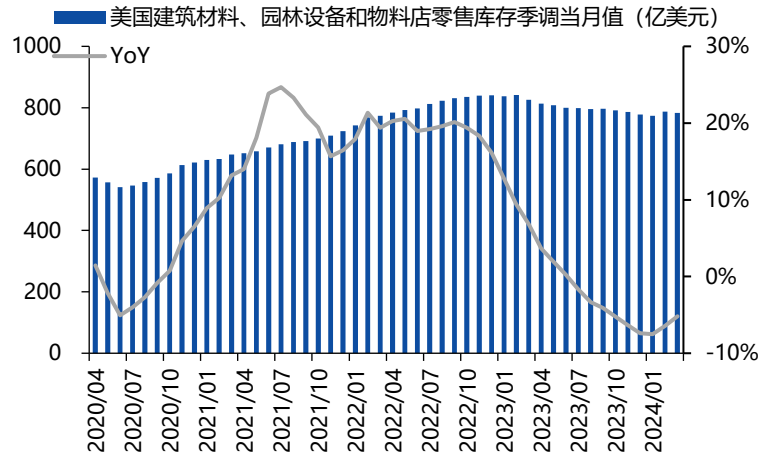
- **美国工具品类商超库存去化结束，随地产回暖或有望迎来新一轮补库。**据iFinD数据，美国成屋销售数据自2023年11月份以来跌幅从之前的双位数收窄至个位数，其中24年3月份同比仅下滑3%，跌幅较此前已经显著收窄，尽管当前美联储降息节奏或有所推迟，但地产回暖仍将带动工具品类的终端需求。同时，从库存角度来看，美国建筑材料、园林设备和物料店的零售库存已经开始见顶回落，随后续需求回暖将有望迎来新一轮补库周期。

图：美国成屋销售增速见底后开始回暖



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：美国工具品类零售库存见顶后开始回落

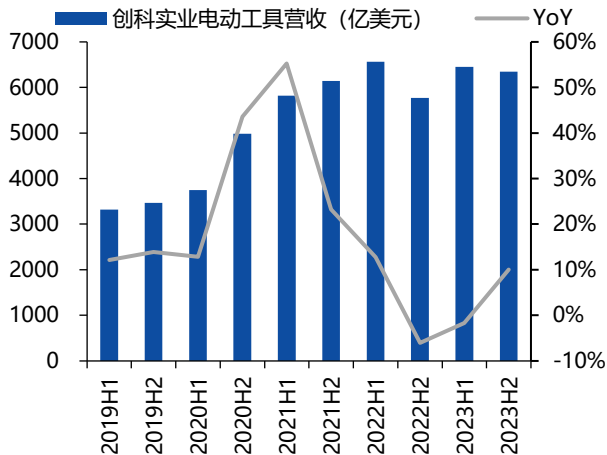


资料来源：iFinD，华福证券研究所

电动工具：上市公司营收自23Q4开始陆续回暖，持续性值得期待

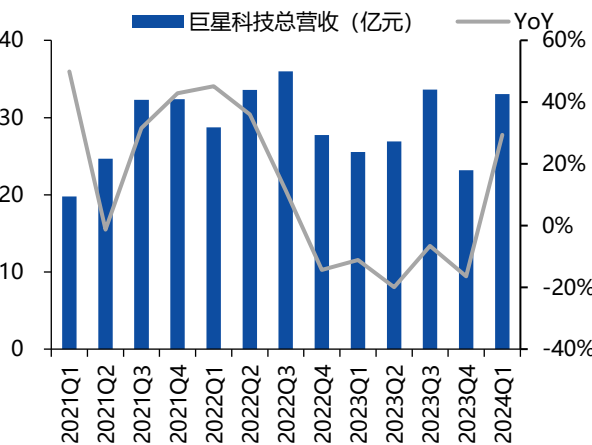
- **随零售商库存去化见底，上市公司营收开始陆续回暖。**据iFinD数据，创科实业电动工具业务23H2营收同比+10%，结束连续两个季度的负增长；巨星科技24Q1营收同比+29%，结束连续五个季度的负增长；格力博23Q4营收同比+11%，结束连续四个季度的同比负增长。我们认为，随着海外工具需求逐渐回暖，叠加商超库存去化结束，工具企业的业绩改善具有较强的持续性。

图：创科实业电动工具业务开始回暖



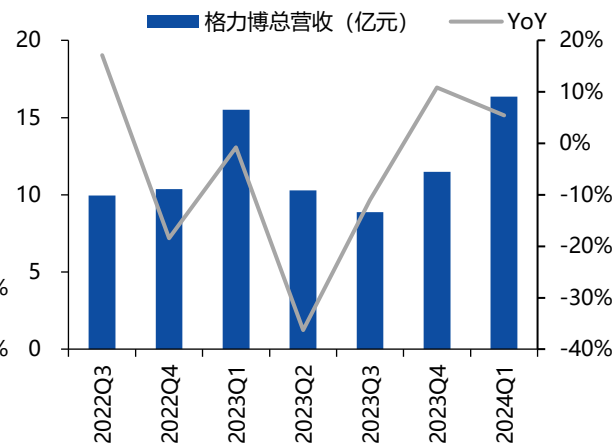
资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：巨星科技24Q1营收实现转正



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图：格力博23Q4营收实现同比转正



资料来源：iFinD，华福证券研究所

目 录

- 收入端：23年可选消费各板块表现分化，24Q1趋势向好
- 盈利端：毛利率延续改善趋势，期间费用率提升
- 经营质量：运营稳健，现金流质量高
- 投资建议&风险提示

毛利率：23年家电板块毛利率整体改善，关注原材料涨价影响

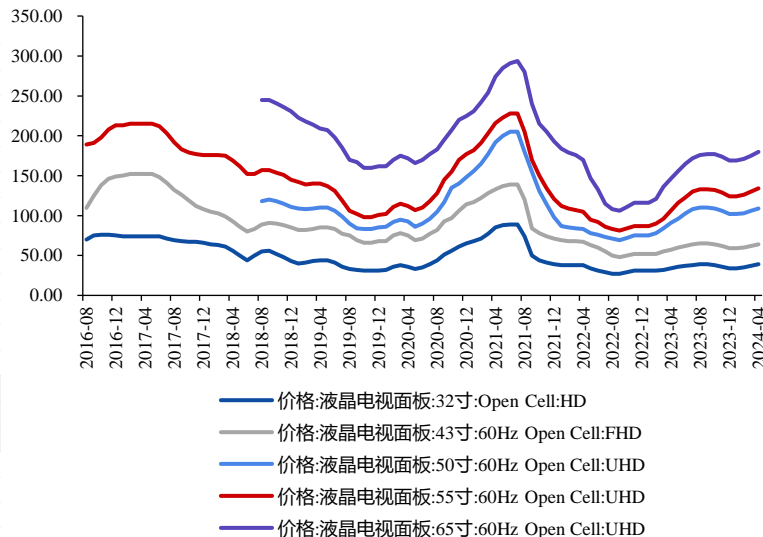
- 家电主要原材料上涨始于20Q4，21Q2价格增速达到高峰，22Q2铜和钢材价格同比转负，此后原材料价格进入下行区间，23Q3以来家电主要原材料价格同比有所上浮，24年以来铜、钢材价格同比下滑，铝、塑料价格同比上涨，整体处于平稳波动区间。纺服原材料价格22Q3开始进入下行区间，23Q3以来棉花价格同比上涨，其他原材料波动幅度较小。面板价格23年4月开始同比上涨，8-9月达到高点后开始回落，同比增幅有所收敛，24年2月开始再次进入上行区间。面板厂控产背景下，预计未来面板价格波动周期性减弱，根据淡旺季需求变化而波动。
- 2023年原材料价格同比仍处于低位，叠加产品结构升级等因素，家电板块整体毛利率改善趋势明显，具体子板块来看，生活电器毛利率改善最为明显，其次为白电和大厨电，小厨电板块毛利率表现平稳。受原材料涨价等因素影响，24Q1部分板块毛利率有所下滑，白电、生活电器板块毛利率稳健。展望24年，原材料价格波动或对家电板块毛利率有所影响，但家电龙头具有较强的成本端传导能力，毛利率有望实现稳中有升。

图：原材料价格同比变动

	LME铜	LME铝	塑料	钢材	中国棉花价格指数:3128B	Cotlook A 指数	粘胶短纤	涤纶短纤
	同比							
2020-03	-9%	-9%	-20%	-6%	-16%	-10%	-28%	-26%
2020-06	-12%	-17%	-20%	-10%	-22%	-19%	-26%	-29%
2020-09	12%	-3%	-4%	-1%	-8%	-4%	-24%	-28%
2020-12	22%	9%	5%	8%	11%	4%	5%	-18%
2021-03	51%	24%	21%	28%	20%	22%	53%	6%
2021-06	81%	60%	26%	45%	36%	40%	57%	18%
2021-09	44%	55%	17%	46%	42%	45%	49%	30%
2021-12	35%	44%	16%	20%	52%	56%	33%	28%
2022-03	18%	56%	8%	4%	45%	52%	-9%	11%
2022-06	-2%	20%	9%	-9%	37%	71%	9%	22%
2022-09	-17%	-11%	-6%	-27%	-9%	23%	12%	10%
2022-12	-18%	-16%	-10%	-21%	-30%	-17%	-6%	1%
2023-03	-11%	-27%	-9%	-14%	-32%	-29%	-1%	-5%
2023-06	-11%	-21%	-10%	-17%	-24%	-41%	-15%	-12%
2023-09	8%	-8%	4%	-3%	12%	-23%	-11%	-4%
2023-12	2%	-6%	2%	2%	11%	-8%	0%	0%
2024-03	-3%	4%	0%	-10%	10%	-1%	1%	2%
2024-04	-2%	7%	6%	-8%	0%	-7%	-6%	4%

资料来源：wind，华福证券研究所

图：面板价格波动趋势

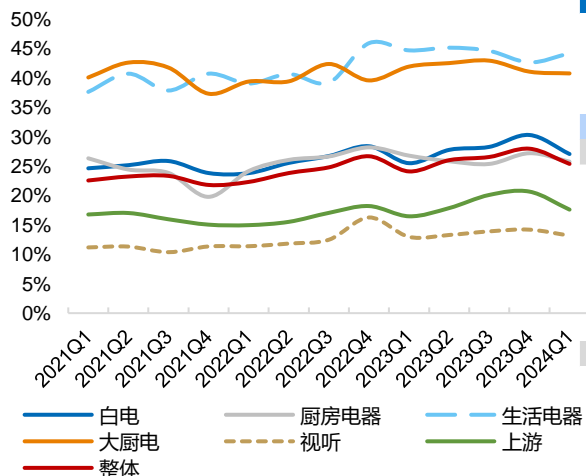


毛利率：白电龙头毛利率持续改善，成本端压力传导顺畅

■ **白电龙头毛利率持续改善**。23年美的毛利率同比+2pct，格力同比+4.5pct，海信家电+1.4pct，海尔+0.2pct，白电龙头毛利率整体改善明显，预计主要受益于23年大宗原料价格整体处于相对低位、公司产品结构改善以及汇率变动等因素。24Q1龙头毛利率延续同比改善趋势，成本端压力向下游传导较为顺畅。

■ **23年厨电板块毛利率明显修复，受原材料价格波动等因素影响，24Q1毛利率同比下滑**。厨电22Q3开始呈现板块性毛利率改善，23年整体延续修复趋势，23年老板毛利率同比+0.7pct，华帝同比+2.7pct，浙江美大、火星人、亿田毛利率同比分别+3.0pct、+2.6pct、+2.0pct，预计主要受益于原材料降价、内部降本增效、产品结构升级等因素。受原材料价格上涨影响，24Q1厨电板块毛利率下滑，华帝毛利率同比仍有改善，预计主要受益于渠道结构优化。

图：家电各板块毛利率变化



资料来源：wind，华福证券研究所

图：原材料价格及毛利率同比变动——白电&大厨电

	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03
LME铜	51%	81%	44%	35%	18%	-2%	-17%	-18%	-11%	-11%	8%	2%	-3%
LME铝	24%	60%	55%	44%	56%	20%	-11%	-16%	-27%	-21%	-8%	-6%	4%
塑料	25%	34%	25%	7%	-1%	-5%	-13%	-16%	-14%	-17%	-6%	-4%	2%
钢材	28%	45%	46%	20%	4%	-9%	-27%	-21%	-14%	-17%	-3%	2%	-10%
毛利率同比变动													
白电													
美的集团	-2%	-2%	0%	-6%	-1%	1%	0%	8%	2%	2%	2%	2%	3%
长虹美菱	3%	-3%	-12%	-5%	-4%	-3%	9%	6%	2%	1%	-1%	-1%	-1%
格力电器	6%	1%	-1%	-10%	-1%	1%	2%	3%	4%	4%	3%	7%	2%
海信家电	0%	-3%	-3%	-10%	-2%	-1%	1%	6%	3%	2%	0%	1%	1%
奥马电器	-1%	-5%	-5%	7%	-2%	-1%	5%	11%	10%	7%	0%	-13%	-7%
海尔智家	1%	3%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
海信冷链	-9%	-14%	-16%	10%	-1%	0%	9%	6%	5%	7%	8%	5%	0%
大厨电													
老板电器	1%	2%	-4%	-10%	-5%	-9%	-3%	5%	2%	3%	0%	-1%	-4%
华帝股份	-2%	-2%	-7%	1%	-3%	0%	1%	-4%	0%	-1%	3%	8%	2%
浙江美大	5%	3%	-2%	-5%	-1%	-14%	-7%	-8%	-3%	5%	5%	4%	-1%
火星人	0%	2%	-8%	-10%	-3%	-6%	1%	2%	3%	2%	4%	1%	-1%
亿田智能	-7%	3%	1%	-5%	-1%	2%	4%	1%	6%	4%	-2%	0%	-5%
帅丰电器	1%	0%	-7%	-4%	-3%	-4%	4%	2%	3%	2%	1%	-3%	-3%

毛利率：小厨电毛利率稳健，生活电器明显改善

- **23年小厨电企业毛利率表现分化，24Q1同比下滑。** 23年苏泊尔毛利率同比+0.5pct，九阳同比-3.2pct，小熊同比+0.2pct，新宝同比+1.6pct，九阳下滑主要系业务结构变动、低毛利海外代工占比提高。24Q1小厨电板块毛利率小幅下滑，预计系内外销结构变动、原材料涨价等因素所致。
- **23年多数生活电器毛利率显著改善，24Q1延续23年趋势。** 23年石头科技毛利率同比+6pct，预计主要受益于海外占比提升；科沃斯同比-4pct，主要系国内竞争激烈、内销毛利率明显下滑；倍轻松同比+9.5pct，主要系抖音爆款产品拉动；飞科同比+3.5pct，延续高端化升级。24Q1生活电器板块毛利率整体延续23年趋势。

图：原材料价格及毛利率同比变动——小家电、生活电器

	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03
LME铜	51%	81%	44%	35%	18%	-2%	-17%	-18%	-11%	-11%	8%	2%	-3%
LME铝	24%	60%	55%	44%	56%	20%	-11%	-16%	-27%	-21%	-8%	-6%	4%
塑料	25%	34%	25%	7%	-1%	-5%	-13%	-16%	-14%	-17%	-6%	-4%	2%
钢材	28%	45%	46%	20%	4%	-9%	-27%	-21%	-14%	-17%	-3%	2%	-10%
毛利率同比变动													
厨房电器													
苏泊尔	3%	-1%	0%	-14%	-1%	1%	0%	11%	0%	0%	0%	3%	-1%
九阳股份	-2%	-2%	0%	-10%	-5%	1%	0%	6%	1%	-4%	-6%	-3%	-1%
新宝股份	-5%	-11%	-9%	0%	-2%	4%	7%	6%	5%	1%	-1%	0%	0%
小熊电器	0%	-4%	-1%	5%	2%	0%	3%	8%	3%	2%	4%	-6%	-1%
北鼎股份	-8%	-4%	-4%	3%	0%	-4%	-2%	1%	3%	2%	-1%	3%	-2%
比依股份				-5%	-2%	3%	5%	9%	8%	4%	1%	-6%	-8%
爱仕达	-6%	-4%	-8%	1%	-3%	-1%	5%	7%	2%	1%	-1%	-5%	2%
生活电器													
科沃斯	8%	11%	5%	10%	3%	0%	-1%	1%	1%	-5%	-1%	-9%	-3%
石头科技	4%	1%	-6%	-7%	-2%	-3%	1%	6%	2%	3%	10%	6%	7%
倍轻松	1%	5%	-3%	-8%	-3%	-12%	-4%	-9%	5%	9%	11%	12%	4%
莱克电气	-4%	-6%	-3%	-3%	1%	-1%	-4%	8%	6%	7%	5%	-5%	-3%
奥佳华	-1%	-6%	-14%	1%	-6%	-2%	9%	9%	11%	6%	4%	-3%	-1%
荣泰健康	-1%	-6%	-8%	6%	-3%	-3%	3%	1%	2%	8%	6%	1%	7%
萤石网络							0%	3%	6%	9%	7%	4%	2%
飞科电器	4%	6%	3%	9%	10%	6%	4%	7%	2%	6%	4%	1%	1%

资料来源：wind，华福证券研究所

毛利率：两轮车整体趋稳，宠物板块毛利率明显改善

- **宠物：**原料价格下降、产品结构优化等因素共同驱动板块毛利率显著改善。乖宝23年毛利率同比+4.25pct，其中境外毛利率+8.91pct，境内毛利率+0.54pct，24Q1毛利率同比+4pct，预计主要受益于产品结构升级、原料价格下行等因素。23年中宠股份毛利率同比+6pct，或主要系业务结构、产品结构升级，原材料价格下行及汇率帮助。24Q1宠物板块毛利率延续改善趋势。
- **两轮车：**企业经营战略存在差异，个股表现分化。23年春风动力毛利率同比+8pct，主要系产品结构优化、降本增效，叠加美元汇率升值、海运费大幅回落；钱江摩托毛利率同比+0.36pct；爱玛科技毛利率同比+0.15pct，主要系公司未积极参与行业价格战，毛利率趋稳；雅迪毛利率同比-1.15pct，主要系公司产品组合变化。
- **工具：**巨星科技毛利率23Q2同比持续改善，主要受益于人民币贬值、海运费&原材料价格下降；格力博毛利率23年下滑较多，主要因为在去库存周期中，公司通过增加促销扣款的方式加快库存去化速度，从而导致了毛利率下滑。

图：毛利率同比变动——两轮车、宠物食品、电动工具

	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03
两轮车													
钱江摩托	0%	-1%	-6%	1%	1%	0%	2%	0%	0%	-2%	0%	5%	1%
春风动力	-10%	-11%	-10%	-2%	-3%	1%	4%	12%	15%	8%	7%	5%	-2%
爱玛科技	-2%	-1%	1%	3%	2%	5%	5%	8%	2%	0%	0%	-1%	2%
宠物食品													
佩蒂股份	2%	-1%	1%	-7%	3%	0%	-9%	-1%	-11%	-12%	-4%	11%	10%
中宠股份	-3%	-3%	-8%	-3%	-3%	-2%	1%	2%	6%	6%	7%	6%	3%
乖宝宠物	22%	23%	21%	-4%	-2%	-1%	-1%	1%	2%	0%	4%	8%	4%
电动工具													
巨星科技	-4%	-5%	-7%	-3%	-7%	-3%	0%	13%	6%	5%	6%	3%	2%
格力博							6%	0%	5%	-8%	4%	-18%	-4%

资料来源：wind，华福证券研究所

毛利率：大众、运动服饰修复明显

➤ 受益于23全年线下客流回暖，线下流水、折扣指标改善，叠加线下表现好于线上，共同带动毛利率出现修复。

- 23年以来品牌服饰毛利率整体上行且较22年改善趋势向好。分板块，1) 大众服饰毛利率22年相对受损，23~24Q1修复力度较大，其中24Q1森马服饰/海澜之家/九牧王毛利率分别为46.6%/46.7%/65%，同比分别+2.3/2.1/4.4 Pct；且若和21Q1相比，也分别提升2.7/3.8/4.6Pct，表现亮眼。
- 2) 中高端服饰折扣控制严格，对应毛利率相对稳定，24Q1歌力思/地素/比音/报喜鸟毛利率分别为67.3%/75.6%/76.0%/67.8%，同比分别+1.7/-1.1/+0.3/+0.7 Pct。
- 3) 运动服饰：提折扣、动销改善背景下毛利率同比有所提升，安踏体育/李宁/特步国际/361度 2H23毛利率分别为62.0%/48.0%/41.6%/40.5%，同比分别提升3.4/1.0/1.5/1.0 Pct；和21H2相比，除安踏体育提升1.7Pct，其他几个运动品牌毛利率仍略有差距。

图：品牌服饰重点公司毛利率

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变动	24Q1变动
毛利率											
品牌服饰_中高端服饰											
歌力思	62.25%	65.68%	64.59%	63.08%	65.51%	69.36%	65.59%	70.05%	67.26%	7.0%	1.7%
地素时尚	76.65%	75.08%	72.38%	77.14%	76.65%	74.86%	72.86%	73.66%	75.55%	-3.5%	-1.1%
欣贺股份	69.66%	70.26%	70.29%	67.35%	70.16%	72.14%	67.72%	67.58%	68.96%	0.2%	-1.2%
锦泓集团	69.14%	69.62%	69.75%	68.59%	69.38%	68.44%	69.71%	69.19%	70.20%	0.6%	0.8%
安正时尚	51.81%	45.96%	46.95%	43.56%	49.26%	40.40%	50.61%	69.75%	48.73%	26.2%	-0.5%
比音勒芬	75.49%	75.64%	73.77%	86.09%	75.71%	79.75%	75.75%	86.20%	76.03%	0.1%	0.3%
报喜鸟	65.74%	62.66%	62.58%	60.19%	66.07%	64.94%	62.71%	64.93%	67.80%	4.7%	1.7%
品牌服饰_大众服饰											
太平鸟	54.19%	48.61%	45.88%	43.75%	60.00%	55.83%	52.10%	49.65%	55.26%	5.9%	-4.7%
森马服饰	42.65%	38.99%	39.19%	43.10%	44.34%	44.98%	43.28%	43.83%	46.63%	0.7%	2.3%
海澜之家	45.26%	42.26%	42.05%	41.64%	44.58%	45.65%	43.92%	43.67%	46.69%	2.0%	2.1%
九牧王	61.90%	58.91%	59.80%	56.76%	60.53%	67.55%	62.90%	63.92%	64.98%	7.2%	4.4%
戎美股份	44.90%	38.97%	40.37%	38.81%	39.25%	39.89%	34.17%	41.21%	43.57%	2.4%	4.3%
品牌服饰_家纺											
梦洁股份	38.31%	35.17%	38.09%	23.94%	42.22%	44.37%	42.15%	37.54%	40.84%	13.5%	-1.4%
罗莱生活	41.85%	45.05%	41.28%	53.80%	44.01%	47.00%	43.14%	53.49%	43.55%	-0.8%	-0.5%
水星家纺	38.14%	36.10%	40.46%	39.66%	39.71%	40.09%	40.30%	40.03%	41.44%	0.4%	1.7%
富安娜	53.12%	52.49%	53.85%	53.01%	54.34%	54.05%	55.39%	57.43%	54.21%	4.4%	-0.1%

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23
毛利率								
运动服饰								
李宁	49.46%	48.79%	55.89%	50.66%	49.97%	46.91%	48.78%	47.96%
安踏体育	56.85%	59.07%	63.16%	60.33%	62.04%	58.55%	63.27%	61.98%
特步国际	40.48%	38.04%	41.82%	41.65%	42.00%	40.09%	42.88%	41.58%
361度	37.81%	37.94%	41.83%	41.49%	41.48%	39.46%	41.67%	40.51%
中国动向	65.37%	55.31%	60.06%	76.56%	64.79%	53.60%	62.39%	64.17%
运动零售								
滔搏	43.70%	40.51%	41.63%	40.10%	44.46%	42.33%	45.62%	37.92%
宝胜国际	29.98%	31.04%	36.12%	34.81%	35.44%	36.38%	33.49%	33.89%
品牌								
波司登	43.50%	61.63%	47.79%	64.33%	50.48%	64.82%	49.98%	65.01%
赢家时尚	73.68%	73.28%	73.49%	75.56%	74.84%	75.41%	75.26%	75.34%
新秀丽	49.42%	41.42%	50.76%	57.02%	55.69%	55.79%	58.75%	59.78%

毛利率：纺服代工企业产能利用率提升带动毛利率改善

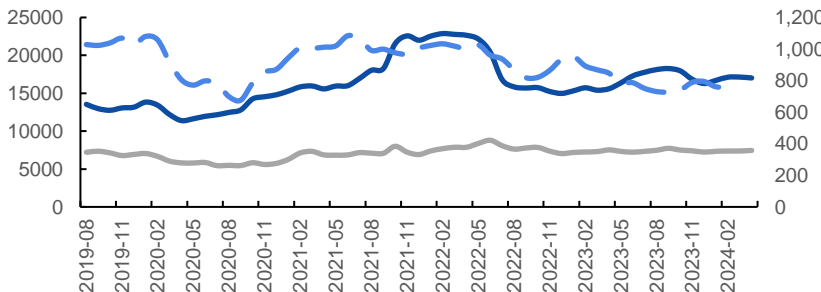
原材料价格上行向下游纺织制造企业传导，叠加产能利用率提升，带动毛利率回升

- 纺织上游企业受原材料价格变动影响较大：23H2棉价格指数位于处于上行区间；棉企多采用成本加成方式定价，低价库存+定价边际提升带动棉企（如华孚、富春、百隆）等毛利率改善。
- 原材料&印染：纺织上游毛利率分化，新澳23Q3~24Q1毛利率分别同比-2/-1.6/+0.6Pct至17.6%/15.6%/19.9%，主要系羊毛价格下跌导致毛利率受到影响；色纺纱龙头百隆、华孚单季度毛利率变动较为剧烈，主要受到棉价直接影响。
- 代工制造：海外需求回暖带动产能利用率回升，毛利率环比持续改善，尤其至24Q1大部分制造毛利率回到健康水平。华利23Q3/23Q4/24Q1毛利率分别同比提升1.4/0.6/5Pct，至24Q1恢复至28.4%较高水平；申洲H2毛利率在低基数+产能利用率回升下毛利率显著回升至25.8%，且越南、柬埔寨爬坡顺利，对盈利贡献提升。

图：代工制造重点公司毛利率

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变动	24Q1变动
毛利率											
纺织制造 原材料&印染											
富春染织	14.58%	15.63%	10.01%	7.59%	11.61%	12.52%	10.65%	11.33%	11.78%	3.7%	0.2%
百隆东方	26.08%	29.17%	28.84%	21.75%	13.31%	16.30%	3.57%	2.78%	5.89%	-1.0%	-7.4%
华孚时尚	10.28%	7.88%	4.15%	-	5.70%	4.93%	4.69%	0.30%	5.28%	19.1%	-0.4%
新澳股份	17.78%	19.94%	19.65%	17.22%	19.27%	21.12%	17.62%	15.63%	19.91%	-1.6%	0.6%
航民股份	10.28%	14.68%	11.17%	17.75%	12.05%	17.07%	10.46%	16.11%	14.86%	-1.6%	2.8%
台华新材	26.60%	22.90%	19.94%	17.41%	20.58%	21.62%	22.76%	21.85%	23.40%	4.4%	2.8%
纺织制造 代工											
华利集团	25.65%	26.81%	25.12%	25.75%	23.34%	25.43%	26.47%	26.37%	28.37%	0.6%	5.0%
健盛集团	28.05%	27.53%	27.42%	19.45%	22.38%	26.64%	28.62%	25.83%	29.34%	6.4%	7.0%
鲁泰A	24.38%	25.59%	27.86%	24.73%	20.75%	21.92%	24.55%	24.38%	23.51%	-0.4%	2.8%
盛泰集团	17.67%	20.42%	20.88%	14.91%	16.56%	16.40%	12.82%	19.08%	14.07%	4.2%	-2.5%
伟星股份	37.91%	41.28%	41.41%	33.96%	37.70%	43.38%	42.21%	39.00%	37.93%	5.0%	0.2%
开润股份	25.04%	21.60%	20.59%	19.56%	21.75%	21.60%	25.16%	28.72%	24.16%	9.2%	2.4%
真爱美家	21.56%	20.11%	21.05%	21.76%	18.21%	22.68%	25.07%	20.22%	23.84%	-1.5%	5.6%

328棉价格指数 涤纶短纤价格指数 澳大利亚东部羊毛指数 (右轴, 美元)



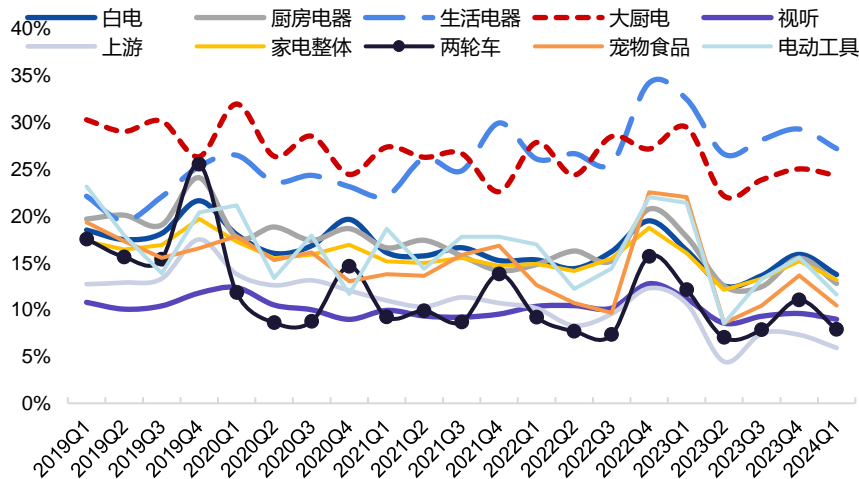
图：A股代工制造重点公司收入及增速

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H22
毛利率								
代工制造								
申洲国际	30.86%	31.54%	29.66%	19.38%	22.55%	21.57%	22.44%	25.84%
晶苑国际	18.51%	20.38%	18.56%	19.58%	18.48%	18.71%	19.09%	19.28%
维珍妮	22.49%	22.94%	19.35%	21.80%	24.03%	24.98%	25.33%	22.33%

费用端-家电：规模恢复+降本增效，Q1期间费率稳中向好

■ **期间费用率**：23年家电/宠物/两轮车/电动工具期间费率同比分别+1.1pct、+2.4pct、+2.5pct、+5.2pct，主要系消费信心低迷及行业竞争加剧推高费率表现，其中电动工具提升尤为明显主要系客户去库存影响规模体量拖累费率效率。24Q1随着业务规模恢复及主动降本控费的推进，各板块的期间费率稳中向好，除家电略微提升0.5pct，宠物（-6.1pct）/两轮车（-0.5pct）/电动工具（-2.9pct）期间费率均有所下降。

图：各子版块期间费用率走势（分季度）



资料来源：wind，华福证券研究所

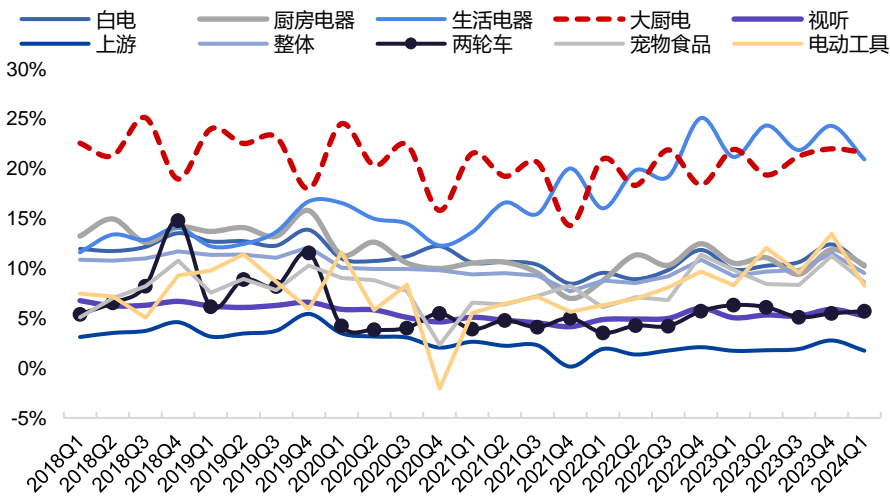
图：重点公司期间费用率走势（分季度）

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变动	24Q1变动	
白电	美的集团	12.9%	13.0%	13.9%	18.2%	14.3%	14.1%	15.8%	20.5%	17.0%	2.2%	2.1%
	长虹美菱	11.9%	8.7%	12.6%	12.9%	11.2%	7.1%	10.9%	11.9%	9.7%	-1.1%	-1.5%
	格力电器	11.1%	9.2%	11.5%	12.2%	14.1%	13.0%	12.9%	12.9%	13.6%	0.7%	-0.5%
	海信家电	15.4%	15.5%	18.0%	15.9%	15.6%	14.6%	16.7%	19.5%	15.6%	3.3%	0.0%
	奥马电器	15.7%	6.9%	10.5%	14.6%	11.3%	6.7%	11.2%	12.9%	8.6%	-1.7%	-2.7%
	澳柯玛	11.6%	9.4%	10.6%	12.4%	12.0%	11.3%	13.8%	14.6%	11.2%	2.2%	-0.8%
	海尔智家	21.9%	22.6%	23.7%	28.3%	21.7%	22.8%	23.9%	28.6%	20.9%	0.3%	-0.8%
	海信冷链	8.7%	6.0%	10.4%	20.9%	9.7%	7.7%	19.0%	21.9%	10.8%	1.1%	1.1%
	惠而浦	11.1%	3.2%	3.7%	15.6%	13.6%	6.9%	13.2%	13.3%	10.9%	-2.8%	-2.7%
	苏泊尔	12.7%	15.0%	14.9%	14.1%	14.3%	14.2%	14.2%	14.7%	13.8%	0.6%	-0.4%
厨房电器	九阳股份	18.2%	24.6%	19.7%	26.1%	20.6%	21.7%	17.2%	28.1%	20.7%	2.0%	0.1%
	新宝股份	10.5%	8.0%	7.4%	18.9%	15.7%	9.0%	11.8%	16.2%	12.3%	-2.7%	-3.4%
	小熊电器	21.9%	24.7%	25.9%	25.9%	21.9%	30.3%	33.1%	21.1%	25.1%	-4.8%	3.1%
	北鼎股份	41.9%	48.9%	47.4%	43.3%	43.9%	40.2%	37.9%	47.0%	38.9%	3.3%	-5.0%
	科沃斯	35.3%	37.3%	38.5%	41.4%	40.7%	40.7%	44.7%	45.4%	37.9%	4.1%	-2.8%
生活电器	石头科技	22.9%	27.1%	27.7%	31.4%	34.9%	26.2%	27.8%	29.7%	33.3%	-1.7%	-1.5%
	莱克电气	10.5%	5.7%	3.2%	19.5%	15.8%	4.1%	11.9%	11.9%	10.3%	-7.5%	-5.5%
	奥佳华	29.8%	25.3%	20.8%	34.5%	37.9%	29.9%	29.4%	34.3%	38.8%	-0.8%	0.9%
	荣泰健康	17.4%	15.2%	18.7%	18.4%	21.3%	16.4%	22.1%	16.8%	18.0%	-1.5%	-3.3%
	飞科电器	26.3%	30.4%	26.7%	39.0%	28.9%	35.1%	35.7%	39.6%	38.6%	0.6%	9.1%
	老板电器	34.7%	31.8%	31.3%	30.6%	36.6%	31.6%	32.4%	31.5%	31.8%	0.9%	-4.8%
大厨电	华帝股份	33.1%	31.3%	38.6%	29.5%	33.1%	31.0%	33.6%	34.6%	33.0%	5.1%	0.0%
	浙江美大	17.9%	12.8%	14.2%	28.0%	12.3%	15.5%	13.8%	24.7%	13.9%	-3.8%	1.6%
	火星人	32.5%	30.3%	30.8%	28.0%	35.6%	31.4%	33.0%	31.9%	36.0%	3.9%	0.4%
	亿田智能	24.3%	28.9%	29.7%	32.8%	28.9%	29.0%	32.5%	43.8%	45.2%	11.1%	16.1%
	帅丰电器	24.1%	19.1%	23.3%	21.1%	22.5%	18.3%	32.6%	18.1%	25.5%	-2.9%	3.1%
视听电器	极米科技	26.3%	28.7%	30.8%	20.5%	30.7%	40.5%	33.1%	27.2%	29.8%	6.7%	-0.9%
	光峰科技	31.7%	23.0%	30.5%	38.8%	36.8%	27.8%	30.5%	36.2%	30.1%	-2.5%	-6.7%
	四川长虹	8.2%	8.8%	9.0%	9.2%	8.0%	8.8%	9.4%	8.4%	8.5%	-0.8%	0.5%
上游	富佳股份	9.2%	1.8%	0.7%	9.0%	9.7%	1.8%	6.1%	10.2%	9.0%	1.2%	-0.7%
	三花智控	12.1%	9.4%	10.4%	16.4%	13.6%	8.0%	16.3%	14.1%	13.1%	-2.8%	-0.5%
	汉宇集团	11.4%	7.8%	7.2%	13.2%	12.0%	5.4%	11.4%	10.8%	10.3%	-2.4%	-1.8%
	盾安环境	11.9%	8.5%	10.4%	11.2%	10.7%	9.5%	10.2%	10.5%	10.0%	-0.8%	-0.7%
	春光科技	11.4%	5.3%	5.0%	7.6%	9.4%	6.7%	10.6%	12.3%	12.1%	4.7%	2.1%
	星帅尔	9.4%	7.1%	7.1%	8.8%	8.4%	5.1%	9.9%	4.3%	9.4%	-4.5%	1.1%
	赛特新材	17.3%	11.5%	14.5%	14.5%	19.2%	11.6%	16.4%	16.1%	18.7%	1.7%	-0.6%
	三星新材	6.2%	6.4%	9.1%	12.4%	5.9%	5.3%	15.8%	24.1%	14.9%	11.7%	9.0%
	德昌股份	8.8%	-4.9%	-11.6%	7.6%	9.4%	-2.1%	6.4%	9.9%	6.5%	2.3%	-3.0%
	钱江摩托	15.2%	8.2%	6.1%	18.0%	13.0%	6.5%	16.5%	16.1%	10.5%	-1.9%	-2.6%
两轮车	春风动力	14.4%	11.2%	13.0%	26.3%	25.4%	17.6%	22.9%	22.5%	19.7%	-3.8%	-5.7%
	爱玛科技	5.4%	5.6%	4.9%	6.7%	4.9%	6.0%	5.6%	9.4%	7.0%	2.7%	2.0%
	佩蒂股份	12.7%	8.8%	6.4%	21.9%	38.8%	15.4%	13.3%	15.5%	11.6%	-6.4%	-2.2%
宠物食品	中宠股份	12.6%	11.9%	11.6%	22.8%	18.2%	12.6%	15.5%	19.1%	17.8%	-3.8%	-0.4%
	乖宝宠物	20.7%	18.9%	22.9%	29.0%	21.3%	20.9%	25.6%	26.9%	23.9%	-2.1%	2.3%
电动工具	巨星科技	15.8%	10.6%	10.4%	19.6%	18.9%	9.3%	14.3%	22.8%	16.9%	3.2%	-2.0%
	格力博	19.2%	15.7%	28.9%	28.4%	25.6%	34.3%	45.4%	35.2%	21.9%	6.8%	-3.7%

费用端-家电：业务结构及主动控费，Q1销售费率稳中有降

■ **销售费用率**：受行业竞争加剧及投放效率的影响，23年家电/宠物/两轮车/电动工具销售费率同比分别+0.8pct、+1.4pct、+1.6pct、+3.0pct，其中家电的细分板块内生活电器受高举高打策略、品类景气度及竞争激烈营销效率趋弱等影响提升最为明显（+2.8pct）。24Q1外部环境延续但受业务结构及主动费用管控的影响，销售费率稳中有降，家电/宠物/两轮车/电动工具分别+0.3pct、-1.2pct、-0.6pct、-0.1pct。

图：各子版块销售费用率走势（分季度）



资料来源：wind，华福证券研究所

图：重点公司销售费用率走势（分季度）

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变动	24Q1变动	
白电	美的集团	8.4%	7.7%	7.4%	10.2%	8.7%	8.6%	8.7%	11.7%	10.0%	1.5%	1.2%
	长虹美菱	8.4%	5.3%	8.1%	7.2%	7.9%	5.0%	7.1%	6.6%	7.0%	-0.3%	-0.5%
	格力电器	5.5%	4.9%	6.5%	7.0%	7.3%	9.1%	8.7%	7.8%	7.3%	0.7%	0.0%
	海信家电	10.5%	10.7%	12.5%	9.7%	10.1%	10.8%	11.2%	11.3%	10.0%	1.6%	-0.9%
	奥马电器	5.1%	3.3%	4.0%	4.0%	4.3%	3.6%	3.8%	4.3%	3.6%	0.3%	-0.6%
	澳柯玛	7.3%	6.4%	7.5%	8.1%	7.3%	7.9%	8.9%	8.7%	6.6%	0.6%	-0.4%
	海尔智家	13.9%	14.9%	15.7%	18.9%	13.6%	14.9%	15.5%	18.8%	13.1%	-0.4%	-0.4%
	海信冷链	3.7%	4.0%	6.7%	8.6%	4.2%	5.7%	9.7%	13.4%	6.4%	4.7%	2.1%
惠而浦	5.8%	5.8%	6.9%	5.9%	6.5%	7.6%	7.1%	4.9%	3.8%	-0.9%	-2.1%	
厨房电器	苏泊尔	9.5%	11.5%	11.8%	10.1%	11.1%	10.9%	10.5%	10.7%	10.9%	0.5%	-0.1%
	九阳股份	11.0%	19.3%	13.7%	17.6%	12.5%	15.8%	11.1%	18.8%	13.2%	1.2%	0.7%
	新宝股份	2.7%	3.0%	3.3%	5.4%	4.3%	3.7%	3.2%	4.9%	4.0%	-0.4%	-0.4%
	小熊电器	15.9%	17.7%	17.5%	19.1%	15.6%	22.2%	23.0%	15.9%	17.9%	-3.4%	2.2%
	北鼎股份	26.3%	34.4%	33.6%	31.7%	26.9%	27.8%	22.4%	33.7%	23.6%	-3.0%	-3.0%
生活电器	科沃斯	24.7%	29.4%	30.1%	34.1%	29.3%	34.5%	33.0%	37.9%	27.7%	3.7%	-1.4%
	石头科技	13.3%	20.4%	19.6%	23.7%	20.9%	19.4%	19.3%	23.5%	20.8%	-0.1%	-0.1%
	倍轻松	45.7%	54.4%	53.9%	61.5%	50.4%	58.5%	53.6%	51.6%	48.1%	-9.5%	-2.1%
	莱克电气	3.4%	4.7%	4.6%	7.4%	6.5%	7.8%	5.4%	4.7%	5.0%	-2.4%	-1.4%
	奥佳华	17.0%	18.0%	15.9%	23.3%	22.8%	22.7%	16.9%	22.5%	23.5%	-0.4%	0.7%
	荣泰健康	8.2%	9.7%	10.4%	14.3%	11.0%	12.6%	11.2%	9.5%	9.8%	-4.7%	-1.2%
	飞科电器	21.2%	25.3%	22.3%	32.0%	24.8%	30.1%	30.8%	31.7%	33.6%	-0.4%	8.8%
大厨电	老板电器	29.0%	24.6%	26.2%	23.0%	30.9%	25.0%	26.0%	26.4%	26.7%	3.4%	-4.6%
	华帝股份	23.1%	24.2%	29.4%	20.7%	22.2%	24.0%	25.4%	26.6%	24.1%	5.8%	1.8%
	浙江美大	11.1%	6.2%	9.0%	19.3%	5.9%	10.4%	7.4%	18.3%	7.0%	-0.4%	1.0%
	火星人	23.3%	21.7%	22.4%	21.0%	23.3%	22.5%	22.5%	23.3%	23.2%	2.2%	-0.9%
	亿田智能	18.6%	20.9%	20.9%	28.6%	19.8%	21.4%	23.5%	29.4%	29.8%	0.7%	9.9%
帅丰电器	12.3%	11.0%	16.6%	18.0%	16.0%	14.0%	20.5%	13.3%	20.1%	-4.3%	4.1%	
视听电器	极米科技	13.7%	14.2%	15.0%	13.9%	15.2%	23.5%	16.7%	17.9%	17.3%	-3.9%	2.0%
	光峰科技	10.5%	8.8%	13.2%	20.2%	13.1%	13.6%	13.1%	14.5%	9.9%	-5.0%	-3.5%
	四川长虹	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%	4.2%	4.7%	4.5%	4.4%	0.2%	0.2%
	海立股份	2.1%	0.3%	1.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%	3.0%	1.7%	0.8%	-0.1%
上游	富佳股份	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.2%	0.2%
	三花智控	2.2%	2.2%	2.6%	2.6%	2.2%	2.2%	2.3%	4.2%	2.0%	1.6%	-0.1%
	星帅尔	1.0%	0.8%	1.0%	1.9%	1.2%	0.4%	0.8%	2.0%	0.9%	0.0%	-0.3%
	赛特新材	5.6%	5.7%	5.8%	4.9%	6.8%	5.6%	5.1%	4.8%	5.7%	-0.1%	-1.1%
	三星新材	1.3%	1.8%	2.2%	1.9%	1.3%	1.0%	2.2%	2.9%	1.7%	0.9%	0.4%
	德昌股份	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.0%	0.5%	0.5%	0.3%	-0.1%	-0.4%
	钱江摩托	3.9%	3.0%	2.7%	5.3%	3.4%	3.6%	4.8%	5.8%	3.1%	0.5%	-0.6%
两轮车	春风动力	5.2%	7.1%	8.5%	9.2%	14.7%	11.0%	11.3%	7.1%	10.4%	-2.1%	-4.3%
	爱玛科技	2.6%	3.1%	2.6%	3.2%	2.6%	3.2%	2.7%	4.1%	3.6%	0.9%	0.9%
宠物食品	佩蒂股份	4.3%	4.2%	4.9%	6.9%	10.7%	7.9%	5.2%	7.4%	4.6%	0.5%	-6.7%
	中宠股份	6.9%	9.0%	8.0%	13.5%	9.7%	8.6%	9.6%	13.1%	10.4%	-0.4%	0.7%
电动工具	菲宝宠物	13.3%	14.3%	16.8%	19.4%	14.4%	16.5%	16.6%	18.6%	17.3%	-0.5%	2.9%
	巨星科技	6.1%	5.0%	5.4%	7.9%	7.2%	7.7%	6.6%	10.3%	6.8%	2.4%	-0.3%
	格力博	6.8%	10.9%	17.8%	14.5%	10.1%	23.4%	20.8%	19.9%	11.1%	5.4%	1.0%

费用端-纺服：预计24年销售费率回升

- 2023年在整体控费背景下，销售费用率变动幅度较为克制，但随着2024年品牌清理库存、渠道调整，预计销售费用率将有所回升，匹配规模增长。
- 中高端：**2023年中高端服饰销售费用率并未出现明显增长，至24年销售费用率大部分有所提升。23Q4/24Q1重点品牌中歌力思销售费用率分别-4/+2.2Pct至47.7%/46.8%；比音勒芬分别+10.5/-0.2Pct至47.9%/33.0%；报喜鸟分别+1.9/+1.4Pct至42.6%/36.2%。
- 大众：**2023年Q3销售费用率整体提升幅度较大，至23Q4~24Q1同比变动较小，其中24Q1太平鸟/森马服饰/海澜之家销售费用率分别同比+0.3/+1.1/2.7Pct至35.9%/24.5%/19.0%。
- 运动：**李宁、安踏体育整体销售费用率高于特步国际、361度。23H2李宁销售费用率为37.8%，同比提升8.4Pct；安踏体育销售费用率同比-1.4Pct至35.5%，主要系安踏体育直营占比高，随线下恢复杠杆效应带动销售费用率下行；特步国际、361度在塑造品牌阶段销售费率保持上行趋势，23H2分别为23.8%/26.9%。2024年随着奥运等赛事展开预计销售费用率有所回升。

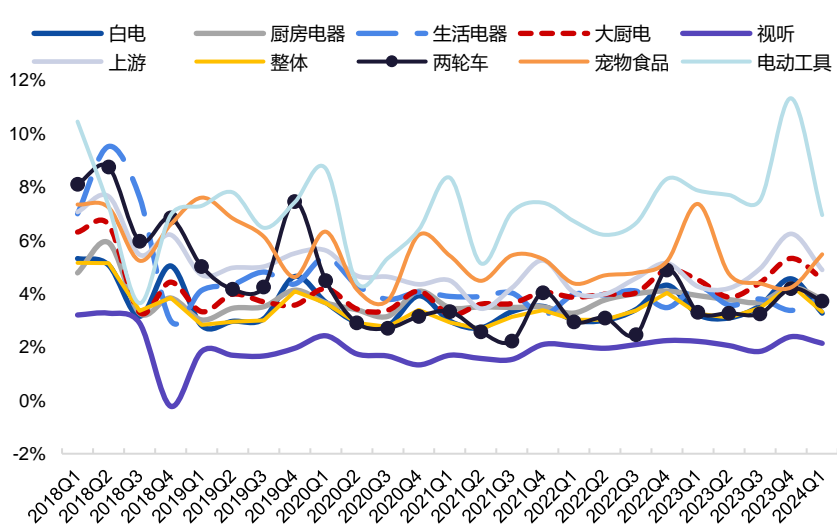
图：品牌服饰重点公司销售费用率（%）

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变动	24Q1变动
销售费用率									
品牌服饰_中高端服饰									
歌力思	46.26%	51.74%	44.62%	45.96%	45.64%	47.69%	46.81%	-4.05%	-2.18%
地素时尚	36.76%	53.49%	40.21%	38.27%	36.78%	45.11%	41.76%	-8.38%	-1.55%
欣贺股份	47.84%	50.87%	43.53%	45.75%	46.04%	48.57%	50.13%	-2.30%	-6.60%
锦泓集团	60.51%	58.38%	48.22%	52.83%	53.88%	51.17%	47.67%	-7.21%	-0.55%
安正时尚	26.49%	35.91%	31.52%	26.67%	34.06%	55.28%	34.30%	-19.36%	-2.78%
比音勒芬	28.13%	37.40%	33.25%	48.42%	27.49%	47.86%	33.03%	-10.46%	-0.22%
报喜鸟	36.81%	40.69%	34.83%	40.71%	35.53%	42.63%	36.18%	-1.94%	-1.35%
品牌服饰_大众服饰									
太平鸟	34.04%	34.16%	35.54%	40.11%	38.21%	32.43%	35.88%	-1.73%	-0.35%
森马服饰	22.87%	21.49%	23.40%	27.31%	22.42%	24.03%	24.47%	-2.54%	-1.07%
海澜之家	17.56%	18.78%	16.27%	21.16%	19.03%	24.01%	18.97%	-5.23%	-2.71%
九牧王	31.35%	36.28%	32.32%	36.84%	35.85%	40.60%	28.74%	-4.32%	-3.58%
戎美股份	12.93%	13.44%	13.38%	14.95%	18.95%	13.34%	12.72%	-0.10%	-0.65%
品牌服饰_家纺									
梦洁股份	41.38%	53.24%	27.10%	30.14%	27.58%	30.80%	26.16%	-22.44%	-0.93%
罗莱生活	20.93%	21.69%	17.47%	27.55%	24.47%	28.41%	21.75%	-6.72%	-4.28%
水星家纺	23.95%	22.57%	22.36%	25.28%	22.75%	25.19%	23.26%	-2.62%	-0.90%
富安娜	25.36%	24.81%	25.65%	28.24%	25.57%	25.49%	26.83%	-0.68%	-1.18%
销售费用率									
运动服饰									
李宁	29.92%	28.02%	26.51%	27.26%	29.35%	28.16%	37.79%		
安踏体育	30.57%	33.12%	38.46%	36.35%	36.81%	33.98%	35.46%		
特步国际	18.97%	18.72%	19.01%	18.41%	22.69%	23.15%	23.76%		
361度	25.02%	14.86%	24.00%	16.52%	25.09%	17.57%	26.88%		
中国动向	62.95%	62.37%	48.97%	65.59%	61.29%	63.21%	59.75%		
运动零售									
滔搏	29.38%	26.68%	26.92%	29.17%	30.03%	30.95%	28.59%		
宝胜国际	26.80%	27.59%	32.65%	31.18%	31.13%	26.58%	29.38%		
品牌									
波司登	40.72%	25.94%	40.63%	29.95%	42.10%	26.26%	42.49%		
赢家时尚	53.80%	54.33%	55.05%	56.73%	57.53%	53.64%	55.61%		
新秀丽	49.04%	44.42%	34.86%	34.12%	32.95%	33.98%	34.94%		

费用端-家电：管理&研发费用率整体保持平稳向好态势

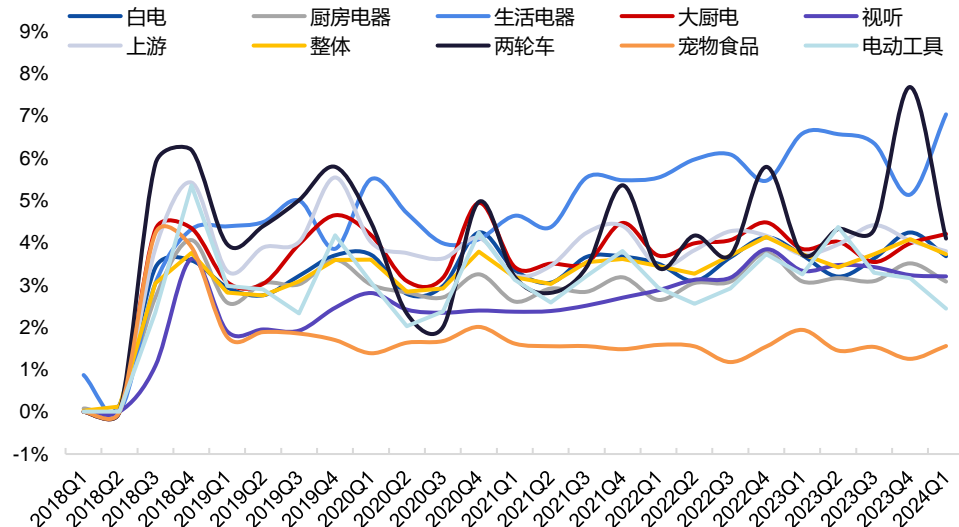
- **管理费用率：Q1稳中降。**23年家电/宠物/两轮车/电动工具管理费率同比分别+0.2pct、+0.4pct、+0.3pct、+1.6pct，其中电动工具管理费率提升较为明显主要系电动工具处于去库存周期费率效率有所降低。24Q1随着业务规模恢复，电动工具管理费率有所改善，同比-0.9pct；另外家电（+0.1pct）/宠物（-1.9pct）/两轮车（+0.4pct）呈现平稳态势。
- **研发费用率：保持平稳态势。**23年家电/宠物/两轮车/电动工具研发费率同比分别+0.1pct、-0.1pct、+0.6pct、+0.5pct；24Q1家电/宠物/两轮车/电动工具研发费率同比分别+0.0pct、-0.4pct、+0.4pct、-0.8pct，整体保持平稳态势。

图：各子版块管理费用率走势（分季度）



资料来源：wind，华福证券研究所

图：各子版块研发费用率走势（分季度）



费用端-纺服：管理费用率相对稳定

图：重点公司管理费用率

	22Q1	22Q2	22Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变化	24Q1变化
品牌服饰 中高端服饰										
歌力思	8.16%	9.90%	10.21%	9.25%	7.89%	8.04%	9.12%	8.30%	7.87%	-0.8%
地素时尚	7.22%	6.59%	7.01%	7.42%	6.67%	6.62%	7.83%	7.39%	9.20%	2.5%
欣贺股份	3.75%	4.53%	6.40%	5.21%	4.32%	4.59%	6.70%	15.31%	5.30%	1.0%
锦泓集团	3.85%	3.78%	5.17%	3.37%	3.43%	4.43%	5.17%	3.07%	4.48%	-0.8%
安正时尚	9.58%	10.76%	9.43%	10.06%	9.96%	8.62%	10.08%	13.66%	11.27%	3.6%
比音勒芬	5.39%	7.37%	4.15%	11.69%	4.88%	11.58%	5.74%	12.28%	6.10%	1.2%
报喜鸟	6.54%	8.16%	7.55%	4.41%	6.06%	7.86%	9.33%	5.54%	6.20%	0.1%
品牌服饰 大众服饰										
太平鸟	6.70%	8.12%	7.06%	7.44%	7.14%	9.07%	7.70%	4.95%	6.75%	-2.5%
森马服饰	4.43%	6.13%	4.32%	3.60%	4.28%	5.89%	4.94%	3.91%	4.38%	0.3%
海澜之家	6.10%	3.43%	6.11%	4.14%	5.78%	2.83%	6.32%	3.39%	5.24%	-0.7%
九牧王	6.80%	10.24%	8.62%	7.56%	9.79%	8.30%	5.57%	5.99%	4.81%	-1.5%
戎美股份	3.67%	3.94%	5.68%	2.96%	4.55%	5.42%	9.70%	5.75%	6.64%	2.1%
品牌服饰 家纺										
梦洁股份	6.67%	6.26%	6.89%	5.63%	7.69%	6.35%	4.85%	2.97%	6.86%	-2.7%
罗莱生活	7.19%	5.92%	4.91%	8.43%	7.84%	3.84%	5.59%	6.39%	9.26%	-2.0%
水星家纺	4.57%	4.91%	5.31%	4.26%	5.21%	4.34%	4.96%	3.33%	4.81%	-0.8%
富安娜	4.42%	4.28%	5.58%	2.76%	4.22%	4.81%	4.26%	2.53%	3.74%	-0.5%
纺织制造 原材料&印染										
富春染织	2.19%	2.14%	1.95%	1.61%	2.39%	2.26%	2.07%	2.40%	2.85%	0.4%
百隆东方	3.80%	4.77%	4.90%	10.78%	6.53%	5.09%	4.20%	3.69%	4.51%	-7.1%
华孚时尚	2.15%	2.10%	2.16%	8.28%	1.82%	3.08%	2.27%	3.69%	1.76%	-4.5%
新澳股份	2.79%	2.20%	2.83%	4.55%	3.12%	2.32%	2.71%	3.47%	3.06%	-1.1%
航民股份	2.26%	2.23%	1.65%	0.89%	2.03%	2.34%	1.96%	1.48%	1.69%	0.6%
台华新材	5.30%	5.33%	6.08%	6.19%	4.74%	4.67%	3.67%	4.54%	3.08%	-1.5%
纺织制造 代工										
华利集团	3.73%	4.51%	4.35%	2.30%	3.39%	2.79%	4.37%	3.23%	5.18%	0.9%
健盛集团	6.81%	5.43%	6.98%	11.18%	8.21%	7.34%	7.46%	8.34%	7.71%	-2.8%
鲁泰A	5.87%	5.57%	4.85%	6.64%	6.00%	6.33%	7.11%	6.19%	5.97%	-0.4%
盛泰集团	4.51%	4.96%	5.82%	5.82%	6.17%	8.33%	6.93%	7.55%	6.20%	1.7%
伟星股份	12.86%	7.13%	8.84%	14.62%	12.46%	8.08%	8.09%	14.13%	12.95%	-0.5%
开润股份	7.96%	9.15%	6.48%	5.30%	6.25%	6.42%	6.88%	6.23%	5.30%	0.9%
真爱美家	3.11%	3.86%	1.76%	2.59%	3.11%	3.36%	1.77%	6.24%	5.02%	3.4%

中高端&大众服饰：歌力思/地素时尚/比音勒芬/报喜鸟 Q4管理费用率分别持平/+2.5/+1.2/+0.1Pct，变动较小。大众服饰中太平鸟/森马服饰23Q4管理费用率分别-0.4/+0.1Pct。

运动服饰：李宁/安踏体育/特步国际/361度管理费用率分别+0.5/-0.7Pct/+0.5/-0.6Pct。

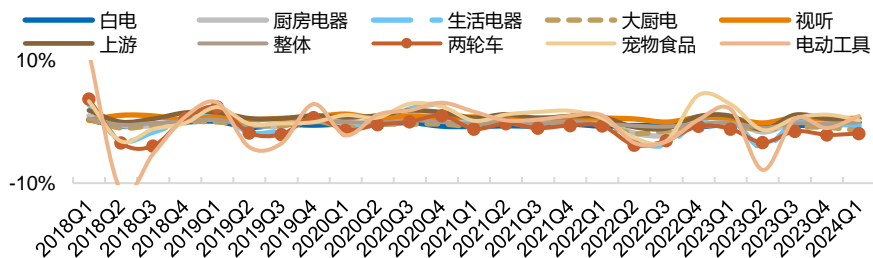
纺织制造：原材料&印染企业变动较小；代工制造企业中24Q1华利管理费用率同比+1.8Pct至5.2%，主要系计提绩效薪酬比例较高。

	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23
运动服饰						
李宁	4.29%	5.44%	4.18%	4.44%	4.21%	4.90%
安踏体育	5.64%	6.19%	6.55%	6.81%	5.72%	6.11%
特步国际	11.67%	12.02%	11.54%	11.01%	9.76%	11.55%
361度	7.69%	11.30%	6.70%	8.97%	6.62%	8.38%
中国动向	10.79%	4.74%	10.04%	7.41%	6.44%	6.27%
运动零售						
滔搏	3.84%	3.15%	4.07%	4.04%	4.34%	3.80%
宝胜国际	3.09%	4.50%	3.81%	4.94%	3.62%	3.90%
品牌						
波司登	8.37%	7.18%	8.40%	6.93%	8.50%	6.41%
赢家时尚	0.00%	16.38%	0.00%	21.73%	0.00%	17.04%
新秀丽	13.55%	7.95%	8.36%	7.22%	7.16%	6.44%
代工制造						
申洲国际	8.39%	8.22%	7.37%	6.71%	7.90%	7.22%
晶苑国际	10.32%	10.18%	10.11%	8.94%	9.84%	10.16%
维珍妮	15.45%	12.70%	12.83%	12.83%	11.25%	12.88%

费用端-家电：人民币仍呈贬值态势但幅度收窄，23年财务费率小幅提升

- **财务费用率**：23年人民币延续贬值趋势，23年底美元兑人民币的即期汇率为7.0920，较23年初提升2.7%。受人民币贬值影响，23年出口企业存在较明显的汇兑收益，但22年同期的贬值亦贡献明显的汇兑收益（22年底较22年初美元兑人民币数值提升9.1%），从财务费用来看，家电/宠物/两轮车/电动工具财务费率略有上升，分别+0.1pct、+0.6pct、+0.2pct、+0.0pct。24Q1美元兑人民币环比提升1.3%，延续小幅贬值态势，家电/宠物/两轮车/电动工具财务费率分别+0.1pct、-2.6pct、-0.7pct、-1.1pct。

图：各子版块财务费用率走势（分季度）



图：21年至今美元兑人民币汇率



图：各子版块汇兑收益（单位：亿元）

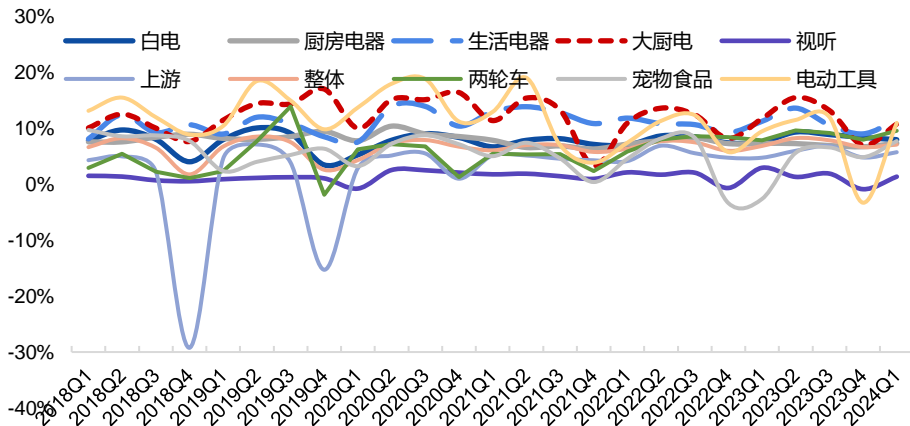
	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A
白电	-1.42	-1.77	6.19	8.35	-3.01	17.89	-6.86	-8.00	-8.37	-0.07
厨电	0.00	-0.04	-0.13	0.51	0.24	0.39	-1.04	-1.26	-0.30	-0.21
黑电	-0.51	-0.43	0.02	-0.56	0.30	0.02	0.65	1.43	-0.87	0.85
零部件	0.00	-0.02	-0.01	0.09	0.02	0.06	-0.14	-0.31	-0.12	-0.04
家电整体	-2.56	-4.24	3.78	22.14	0.90	25.32	-15.54	-26.95	-20.96	-6.68
两轮车	-0.05	-0.18	-0.16	1.58	0.37	0.92	-2.19	-3.48	-1.05	-0.91
宠物食品	-0.02	-0.14	-0.02	0.57	0.08	0.36	-0.43	-0.84	-0.15	-0.19
电动工具	-0.33	-0.57	-0.05	1.34	0.40	0.87	-1.54	-3.52	-2.16	-2.10

资料来源：wind，华福证券研究所

净利率：毛利率与费用率综合作用，净利率稳中趋好

■ **净利率**：在毛利率与期间费用率综合作用下，23年家电/宠物/两轮车/电动工具净利率同比分别+0.5pct、+0.9pct、+0.9pct、-1.6pct，主要系产品结构优化及降本增效的推进，其中电动工具归母净利率-1.6pct，主要系客户去库存主要公司规模受损，24Q1家电/宠物/两轮车/电动工具净利率同比分别+0.2pct、+10.4pct、+1.7pct、+1.5pct，其中宠物板块归母净利率提振明显主要系佩蒂股份随着订单恢复产能利用率提升盈利优化明显；电动工具亦随着补库的开启规模恢复盈利有所提振。

图：各子版块归母净利率走势（分季度）



资料来源：wind，华福证券研究所

图：重点公司期间归母净利率走势（分季度）

		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q4变动	24Q1变动
白电	美的集团	7.9%	9.5%	9.6%	6.9%	8.3%	10.1%	10.0%	7.4%	8.5%	0.50p	0.18p
	长虹美菱	0.1%	0.9%	2.0%	1.7%	2.4%	3.0%	2.2%	4.8%	2.6%	3.07p	0.18p
	格力电器	11.3%	12.4%	13.0%	14.8%	11.5%	13.4%	13.2%	18.1%	12.8%	3.30p	1.28p
	海信家电	1.5%	1.8%	2.4%	2.1%	3.2%	3.8%	4.2%	2.0%	4.2%	-0.15p	1.01p
	海尔智家	5.8%	7.2%	5.9%	5.2%	6.1%	7.5%	6.2%	5.5%	6.9%	0.31p	0.82p
厨房电器	苏泊尔	9.6%	8.4%	8.1%	14.6%	8.8%	8.8%	8.9%	13.8%	8.7%	-0.85p	-0.09p
	九阳股份	7.1%	7.6%	7.1%	0.8%	6.4%	5.2%	4.7%	0.9%	6.3%	0.14p	-0.12p
	新宝股份	4.9%	4.8%	10.0%	3.9%	4.9%	7.3%	7.8%	6.2%	5.0%	2.25p	0.08p
	小熊电器	10.7%	5.1%	10.8%	10.3%	13.2%	6.6%	8.1%	9.3%	12.6%	-0.97p	-0.54p
	北鼎股份	9.0%	3.3%	2.5%	7.5%	10.3%	13.3%	9.8%	9.8%	14.2%	2.38p	3.84p
	比依股份	6.9%	14.3%	16.7%	10.5%	12.3%	17.1%	11.9%	8.7%	3.2%	-1.72p	-9.89p
生活电器	爱仕达	-3.6%	2.0%	0.6%	-9.9%	-6.6%	-4.9%	-12.2%	-35.8%	3.0%	-2.10p	9.62p
	科沃斯	13.2%	12.5%	7.4%	11.1%	10.1%	6.6%	0.6%	0.2%	8.6%	-10.81p	-1.31p
	石头科技	25.2%	17.5%	16.2%	14.7%	17.6%	24.2%	26.8%	23.3%	21.7%	8.6p	4.08p
	倍轻松	-4.0%	-12.1%	-11.6%	-27.1%	-0.8%	-6.3%	2.6%	-10.4%	5.3%	16.78p	6.12p
	莱克电气	9.0%	12.5%	15.2%	7.5%	10.1%	21.3%	10.3%	10.7%	11.8%	3.28p	1.62p
	奥佳华	1.7%	-0.9%	3.6%	2.5%	1.6%	2.0%	3.8%	0.6%	0.5%	-1.89p	-1.14p
大厨电	荣泰健康	10.3%	5.2%	8.5%	8.7%	9.7%	13.4%	11.5%	9.2%	15.7%	0.44p	5.94p
	萤石网络	6.6%	7.9%	6.4%	9.8%	8.4%	13.9%	11.7%	12.1%	10.1%	2.38p	1.68p
	飞科电器	21.1%	18.9%	19.9%	8.9%	23.3%	22.2%	16.6%	18.1%	15.3%	9.2p	-7.88p
	老板电器	17.6%	15.1%	18.3%	11.2%	17.9%	16.0%	18.1%	11.0%	17.8%	-0.16p	-0.05p
	华帝股份	7.1%	9.6%	2.7%	-8.8%	7.7%	10.0%	6.4%	4.9%	9.0%	13.8p	1.27p
视听	浙江美大	29.4%	25.9%	25.2%	18.2%	29.7%	27.1%	29.7%	24.5%	28.3%	6.30p	-1.46p
	火星人	13.3%	13.7%	13.0%	15.1%	11.9%	14.2%	15.8%	4.3%	10.6%	-10.72p	-1.77p
	亿田智能	18.1%	18.3%	14.1%	15.6%	17.8%	22.2%	14.7%	1.4%	3.6%	-14.14p	-14.25p
	帅丰电器	19.7%	24.7%	19.2%	26.3%	22.9%	26.4%	15.1%	24.3%	18.9%	-1.99p	-3.94p
上游	极米科技	12.0%	14.5%	7.1%	12.8%	5.9%	5.5%	-0.8%	3.0%	1.7%	-9.10p	-4.77p
	光峰科技	3.4%	3.8%	7.5%	4.2%	3.0%	10.0%	9.3%	-4.5%	10.0%	-8.13p	7.08p
	四川长虹	0.3%	0.4%	0.3%	1.0%	0.4%	0.5%	1.2%	0.8%	0.7%	-0.19p	0.38p
两轮车	海立股份	1.0%	0.9%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.9%	3.3%	-0.1%	3.88p	0.52p
	富佳股份	10.6%	13.4%	16.3%	9.8%	6.1%	14.7%	9.4%	8.4%	11.6%	-1.41p	5.52p
	三花智控	9.4%	10.3%	11.5%	16.5%	10.6%	11.6%	11.9%	13.6%	10.1%	-2.81p	-0.93p
	星帅尔	13.1%	9.8%	5.6%	1.5%	7.8%	7.2%	9.1%	3.5%	11.4%	1.91p	3.54p
	赛特新材	7.2%	7.4%	11.9%	13.1%	7.4%	15.0%	15.8%	10.8%	12.8%	-2.44p	5.38p
宠物食品	三星新材	13.2%	16.3%	17.8%	7.2%	13.7%	20.4%	11.9%	-2.7%	8.1%	-9.17p	-5.77p
	德昌股份	10.5%	17.6%	27.2%	8.8%	7.5%	16.6%	11.7%	9.1%	10.3%	0.27p	2.87p
	钱江摩托	3.7%	10.0%	11.1%	0.6%	5.5%	13.2%	10.8%	5.4%	10.4%	4.75p	4.85p
电动工具	春风动力	4.7%	7.6%	7.1%	4.8%	7.3%	9.4%	8.7%	7.6%	9.1%	2.79p	1.76p
	爱玛科技	6.9%	7.7%	8.8%	13.9%	8.8%	8.7%	9.2%	9.0%	9.8%	-4.87p	0.98p
宠物食品	两轮车合计	5.9%	8.1%	8.7%	8.5%	7.9%	9.2%	8.0%	9.6%	-0.50p	1.73p	
	佩蒂股份	8.3%	12.3%	13.3%	-8.2%	-24.0%	-1.4%	3.2%	3.7%	10.9%	11.81p	34.86p
	中宠股份	3.0%	5.6%	5.4%	-1.1%	2.2%	8.0%	8.1%	5.5%	6.4%	6.58p	4.18p
	乖宝宠物	6.0%	9.7%	9.9%	5.5%	9.4%	10.4%	10.4%	9.4%	13.5%	3.92p	4.12p
电动工具	巨星科技	6.4%	13.7%	17.3%	5.6%	11.8%	21.2%	18.8%	8.0%	12.5%	2.35p	0.67p
	格力博	9.4%	6.6%	-5.2%	6.2%	5.6%	-13.7%	-13.6%	-26.1%	7.9%	-3.23p	2.30p

净利率：纺服品牌净利率整体承压

- **中高端服饰**：歌力思、地素、比音、报喜鸟 23Q4/24Q1净利率分别为3.6%/+3.9%、10%/20.5%、20.6%/28.5%、9%/18.5%，同比有所走弱。
- **大众服饰**：太平鸟/森马/海澜 23Q4/24Q1净利率分别为8.3%/8.8%、6.1%/11%、8.4%/14.4%，同比变动不大。
- **运动服饰**：2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度经营利润率分别为24.6%/12.9%/11%/16.4%，分别+3.7/-6/-0.3/+1pct。2023年安踏体育/李宁/特步国际/361度净利率分别为16.4%/11%/7.2%/11.4%，同比+2.3/-4.7/+0.1/+0.7pct。

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23
	归母净利率							
运动服饰								
李宁	11.05%	12.27%	19.24%	16.55%	17.64%	13.99%	15.13%	7.85%
安踏体育	11.30%	16.81%	16.83%	14.63%	13.82%	14.45%	16.02%	16.78%
特步国际	6.74%	5.90%	10.32%	8.20%	10.39%	4.57%	10.20%	4.66%
361度	11.24%	4.63%	12.92%	7.09%	15.08%	5.93%	16.32%	6.27%
中国动向	20.92%	18.92%	124.16%	55.84%	-87.80%	-93.90%	-49.75%	55.53%
运动零售								
滔搏	8.67%	4.98%	8.30%	7.22%	9.19%	6.23%	8.67%	4.99%
宝胜国际	0.10%	2.09%	4.86%	-2.72%	0.18%	0.82%	2.79%	2.03%
品牌								
波司登	7.72%	11.10%	10.43%	13.82%	11.85%	13.15%	11.88%	13.26%
赢家时尚	6.56%	9.68%	9.08%	8.68%	9.00%	4.40%	13.33%	11.00%
新秀丽	-17%	-7.03%	-2.76%	2.03%	0.66%	2.24%	1.18%	1.98%

图：品牌服饰重点公司归母净利率及同比变动

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	
	归母净利 (百万元)									
品牌服饰 中高端服饰										
歌力思	47.09	3.31	31.21	-61.16	47.28	62.37	26.73	-30.73	29.19	
地素时尚	150.37	101.47	123.58	9.12	164.41	142.34	106.85	80.03	110.10	
欣贺股份	62.15	36.99	30.21	-0.22	48.96	46.79	21.13	-16.74	5.64	
锦泓集团	41.15	-5.54	36.16	-0.36	102.59	40.75	47.18	107.11	116.12	
安正时尚	21.28	-1.96	26.38	-400.57	27.41	0.53	2.37	16.46	-13.71	
比音勒芬	212.69	82.13	278.67	154.11	300.67	115.12	342.21	152.76	362.08	
报喜鸟	205.76	59.02	119.67	74.33	255.59	152.01	147.52	142.74	250.23	
品牌服饰 大众服饰										
太平鸟	190.23	-56.92	19.23	32.18	217.25	33.51	-41.22	212.40	158.76	
森马服饰	208.93	-104.53	167.05	365.55	310.98	204.68	316.35	289.49	346.44	
海澜之家	723.11	552.70	473.59	405.86	803.19	875.86	772.56	500.35	886.80	
九牧王	-57.46	-2.53	-55.42	22.00	97.22	-4.80	3.86	94.96	108.18	
戎美股份	47.83	27.03	36.78	55.40	36.34	19.90	7.13	21.35	26.00	
品牌服饰 家纺										
梦洁股份	-9.21	-34.14	-54.72	-350.16	10.90	10.33	10.03	-8.84	8.81	
罗莱生活	159.36	63.47	169.04	181.64	177.11	107.43	131.52	156.38	89.49	
水星家纺	84.69	22.24	75.59	95.73	83.66	85.98	82.40	127.03	93.32	
富安娜	105.44	105.89	116.29	206.21	111.01	108.30	126.95	225.84	122.37	
	YOY									
品牌服饰 中高端服饰										
歌力思	-50%	-96%	-46%	-202%	0%	1786%	-14%	50%	-38%	
地素时尚	-23%	-48%	-25%	-93%	9%	40%	-14%	778%	-33%	
欣贺股份	-34%	-62%	-43%	-101%	-21%	26%	-30%	7407%	-88%	
锦泓集团	-57%	-114%	395%	-100%	149%	836%	30%	30175%	13%	
安正时尚	-73%	-233%	-32%	-714%	29%	127%	-91%	104%	-150%	
比音勒芬	41%	-13%	30%	-7%	41%	40%	23%	-1%	20%	
报喜鸟	14%	-27%	14%	-24%	24%	158%	23%	92%	-2%	
品牌服饰 大众服饰										
太平鸟	-6%	-127%	-87%	-74%	14%	159%	-314%	560%	-27%	
森马服饰	-41%	-133%	-40%	-33%	49%	296%	89%	-21%	11%	
海澜之家	-14%	-32%	19%	-9%	11%	58%	63%	23%	10%	
九牧王	-158%	-1111%	21%	-85%	269%	-89%	107%	332%	11%	
戎美股份	-9%	-32%	74%	14%	-24%	-26%	-81%	-61%	-28%	
品牌服饰 家纺										
梦洁股份	-127%	-369%	-179%	-91%	218%	130%	118%	97%	-19%	
罗莱生活	-13%	-36%	-19%	-18%	11%	69%	-22%	-14%	-49%	
水星家纺	7%	-74%	-12%	-30%	-1%	287%	9%	33%	12%	
富安娜	14%	-10%	8%	-10%	5%	2%	9%	10%	10%	

净利率：纺服代工龙头修复显著

- 代工制造净利率相对稳健，需求不足导致收入承压且毛利率有所受损，人民币贬值导致以出口为主的企业财务收益提升，叠加下半年产能利用率回升带动净利率回升。24Q1华利净利率达到16.5%，处于近年来较高水平，主要系人效、产能利用率提升共同作用；健盛23Q4/24Q1净利率分别同比+13/+7Pct至11.2%/15%、修复显著；伟星23Q4/24Q1净利率亦有明显提升，分别同比+6.5/+2Pct至2.6%/9.7%。

图：代工制造重点公司净利率及同比变动

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
归母净利率									
纺织制造_原材料&印染									
富春染织	5.5%	16.4%	3.6%	3.9%	4.8%	3.2%	4.1%	4.7%	5.5%
百隆东方	17.4%	21.7%	14.8%	41.6%	5.7%	10.9%	14.9%	-2.7%	4.4%
华孚时尚	3.6%	3.2%	0.2%	-56.3%	1.1%	0.9%	0.1%	-0.7%	0.3%
新澳股份	8.3%	13.7%	9.5%	6.3%	9.2%	12.3%	8.1%	5.7%	8.7%
航民股份	5.0%	7.8%	5.3%	10.5%	5.2%	6.8%	6.4%	10.0%	4.1%
台华新材	12.1%	11.3%	6.0%	-2.9%	7.7%	8.9%	10.9%	7.7%	10.2%
纺织制造_代工									
华利集团	15.7%	15.8%	16.1%	15.1%	13.1%	17.6%	16.3%	15.7%	16.5%
健盛集团	15.5%	14.6%	14.3%	-1.3%	7.8%	13.9%	13.9%	11.2%	15.0%
鲁泰A	10.1%	13.4%	16.1%	15.5%	6.9%	8.6%	7.5%	4.2%	4.9%
盛泰集团	4.5%	9.1%	7.8%	3.9%	4.3%	5.6%	0.2%	-2.2%	0.7%
伟星股份	9.0%	22.3%	21.1%	-3.9%	7.7%	21.9%	21.4%	2.6%	9.7%
开润股份	7.6%	0.4%	2.4%	-3.9%	4.7%	4.9%	6.3%	-0.7%	7.8%
真爱美家	10.5%	12.9%	14.6%	22.4%	7.7%	10.5%	14.7%	9.1%	16.5%
归母净利率同比变动									
纺织制造_原材料&印染									
富春染织	-6.8%	5.7%	-6.6%	-6.7%	-0.7%	-13.2%	0.5%	0.8%	0.7%
百隆东方	5.6%	5.7%	0.1%	15.2%	-11.8%	-10.8%	0.1%	-44.2%	-1.3%
华孚时尚	0.2%	-0.4%	-3.3%	-59.4%	-2.5%	-2.3%	-0.1%	55.5%	-0.8%
新澳股份	0.4%	2.8%	0.7%	0.6%	0.9%	-1.5%	-1.4%	-0.6%	-0.5%
航民股份	0.7%	0.1%	-0.8%	0.4%	0.2%	-1.0%	1.1%	-0.5%	-1.1%
台华新材	-1.1%	-3.6%	-3.4%	-10.1%	-4.5%	-2.4%	4.9%	10.5%	2.5%
纺织制造_代工									
华利集团	0.1%	-0.1%	0.2%	-0.9%	-2.6%	1.7%	0.2%	0.7%	3.4%
健盛集团	4.1%	2.4%	2.3%	1.3%	-7.7%	-0.7%	-0.3%	12.5%	7.2%
鲁泰A	2.6%	7.0%	9.1%	9.5%	-3.1%	-4.8%	-8.5%	-11.2%	-2.0%
盛泰集团	0.4%	-1.6%	3.3%	0.2%	-0.2%	-3.6%	-7.6%	-6.1%	-3.6%
伟星股份	0.7%	1.9%	2.7%	-8.9%	-1.3%	-0.4%	0.4%	6.5%	2.0%
开润股份	-2.4%	-9.2%	-6.9%	-8.0%	-2.9%	4.5%	3.9%	3.3%	3.1%
真爱美家	-3.0%	2.0%	1.6%	13.5%	-2.8%	-2.5%	0.1%	-13.3%	8.8%

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23
归母净利率								
代工制造								
申洲国际	24.55%	20.27%	19.58%	9.18%	17.41%	15.48%	18.40%	18.13%
晶苑国际	0.42%	1.26%	0.93%	1.23%	0.91%	1.09%	1.00%	1.10%
维珍妮	4.97%	5.01%	-1.46%	5.58%	7.50%	7.88%	7.51%	2.58%
YOY								
代工制造								
申洲国际	1.0%	-1.4%	-5.0%	-11.1%	-2.2%	6.3%	1.0%	2.6%
晶苑国际	-0.3%	0.2%	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%
维珍妮	0.0%	-0.5%	-6.4%	0.6%	9.0%	2.3%	0.0%	-5.3%

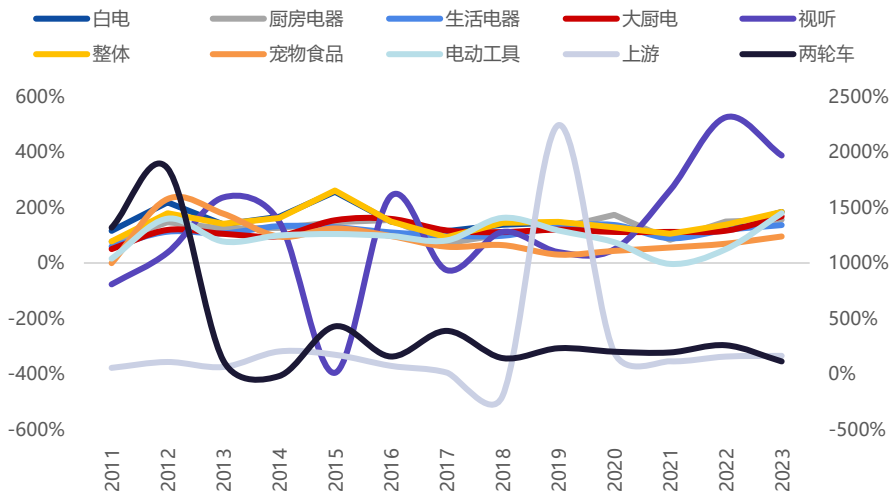
目 录

- 收入端：23年可选消费各板块表现分化，24Q1趋势向好
- 盈利端：毛利率延续改善趋势，期间费用率提升
- 经营质量：运营稳健，现金流质量高
- 投资建议&风险提示

经营质量：家电净现比持续提升，存货周转速度有所改善

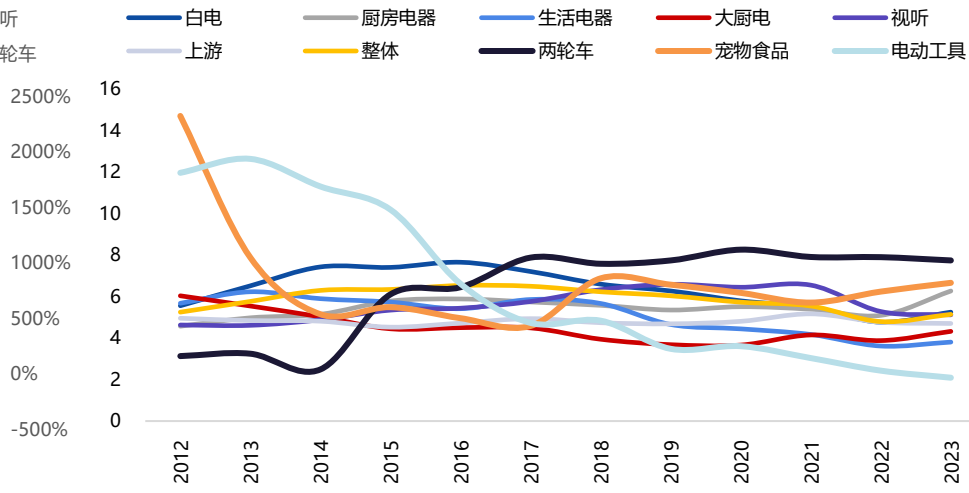
- **从净利润现金含量（经营活动产生的现金流量净额/归母净利润）来看**，家电板块整体达到1.8，较2022年提升0.4，其中白电和厨房大家电均提升0.5，而视听板块则有所下降。两轮车板块净利润现金含量有所下降，从2022年的2.6下降至1.1；宠物食品从0.7提升至1.0，电动工具从0.5提升至1.8。
- **存货周转方面**，家电板块总体显著改善，从2022年的4.8提升至2023年的5.1，其中厨房电器提升1.2，白电、生活电器和大厨电也均有所提升。两轮车板块周转速度有所下降，从2022年的7.9下降至7.7；宠物食品板块同比提升0.5至6.7，工具板块同比下降0.3至2.1。

图：子板块净利润现金比率走势（两轮车右轴）



资料来源：wind，华福证券研究所

图：子板块存货周转率走势



资料来源：wind，华福证券研究所

经营质量：纺服去库进入尾声，存货结构健康

图：重点品牌&制造库存周转天数

■ **运动、制造库存周转健康，品牌去库持续推进。**

■ **中高端&大众服饰**：2023年整体库存周转有所加快，主要系清货推进、叠加终端好转。品牌中歌力思存货周转相对稳定，比音勒芬、报喜鸟库存较2022年有所加快。

■ **运动服饰**：库存健康度较高，公司注重库存清理及库龄结构控制，并通过打折促销等方式降低老旧库存占比。

■ **纺织制造**：库存周转情况整体较好，制造端企业通常根据订单进行原材料储备并完成生产，原材料&产成品库存可控；产成品出货随终端改善亦较逐渐加快。

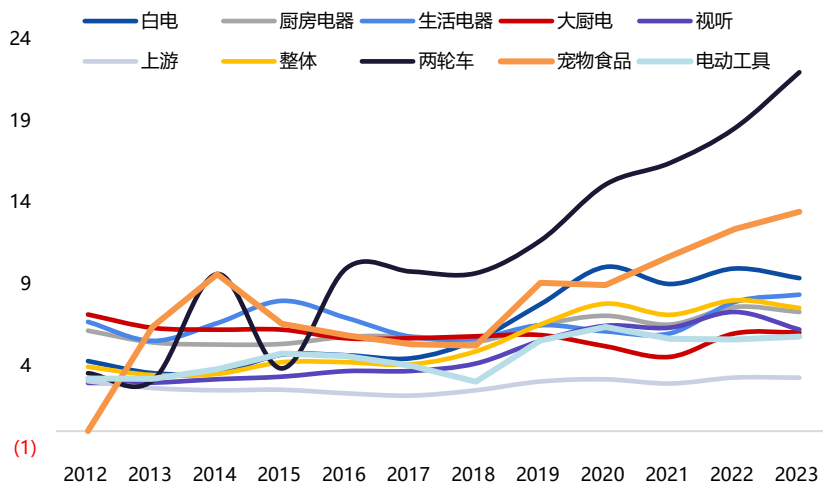
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1
存货周转天数 A股								
品牌服饰 中高端服饰								
歌力思	196	220	226	306	284	306	330	335
地素时尚	179	168	174	188	168	213	204	286
欣贺股份	404	436	492	502	381	468	519	587
锦泓集团	225	291	365	313	250	324	266	230
安正时尚	326	376	297	211	243	253	232	204
比音勒芬	294	323	397	384	360	388	346	200
报喜鸟	281	236	263	257	237	261	226	229
品牌服饰 大众服饰								
太平鸟	185	184	179	166	168	189	183	160
森马服饰	106	129	138	131	133	181	155	143
海澜之家	277	286	251	264	233	298	283	240
九牧王	243	235	245	271	246	295	287	246
奥康国际	163	149	161	172	148	163	158	159
品牌服饰 家纺								
梦洁股份	219	204	177	204	183	182	161	193
罗莱生活	114	162	170	153	140	185	191	194
水星家纺	157	156	155	144	127	156	141	167
富安娜	185	190	222	216	186	196	196	223
纺织制造 原材料&印染								
富春染织	72	88	94	83	72	71	80	153
百隆东方	204	279	296	251	240	334	287	244
华孚时尚	120	145	135	137	139	156	142	122
新澳股份	125	147	141	157	152	182	180	190
航民股份	30	41	82	110	61	66	72	83
台华新材	116	121	151	173	133	170	161	168
纺织制造 代工								
华利集团		63	65	75	67	61	63	79
健盛集团	130	121	126	126	131	135	126	123
鲁泰A	158	155	170	212	188	156	166	178
盛泰集团		84	80	80	79	90	104	100
伟星股份	69	68	73	86	77	91	91	121
开润股份	87	83	88	120	99	95	84	60
真爱美家		65	65	77	75	84	97	157

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
存货周转天数 港股							
运动服饰							
李宁	79	77	67	67	53	57	62
安踏体育	73	80	86	120	125	136	121
特步国际	74	79	73	73	76	89	89
361度	81	109	119	109	86	90	92
中国动向	173		0	224	229	174	215
运动零售							
滔搏			102	118	109	129	147
宝胜国际	147	147	148	141	161	206	146
品牌							
波司登	151	109	125	153	173	148	142
赢家时尚	222	230	176	169	182	252	229
新秀丽	118	131	134	226	157	146	166
代工制造							
申洲国际	119	122	120	115	114	107	118
晶苑国际	48	47	51	58	52	52	53
维珍妮	72	64	63	73	89	80	91

资料来源：iFinD，华福证券研究所

- **应收账款周转率方面**，家电板块整体为7.5，同比下降0.5，其中白电同比下降0.6至9.3，生活电器板块同比提升0.4至8.3，其他板块基本保持平稳。两轮车板块应收账款周转率同比提升3.4至21.9，宠物食品和电动工具板块则分别同比提升1.0。
- **应付账款周转率方面**，家电板块整体为2.6，同比提升0.1，其中白电同比提升0.2、厨房电器和生活电器均同比提升0.1，大厨电、视听和上游零部件则均有所下降，进一步体现出白电、厨电以及生活电器龙头对上游占款能力的提升。两轮车板块应收账款周转率同比下降0.2至1.9，宠物食品板块大幅提升3.5至16.8，电动工具同比提升0.4至2.5。
- **通过梳理发现应收和应付账款周转率均提升的板块包括生活电器、宠物食品和电动工具，说明上述板块的运营能力在稳步改善，产业链话语权在逐步提升。**

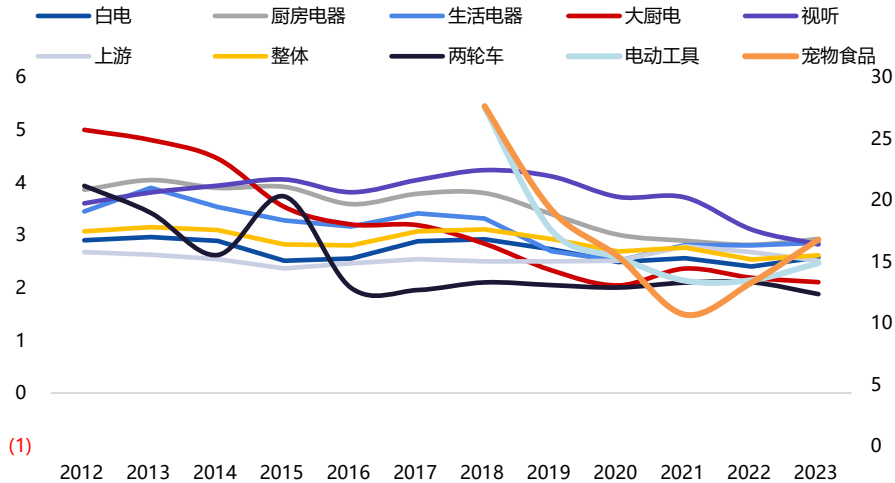
图：子板块应收账款周转率走势



(1)

资料来源：wind，华福证券研究所

图：子板块应付账款周转率走势（宠物食品为右轴）



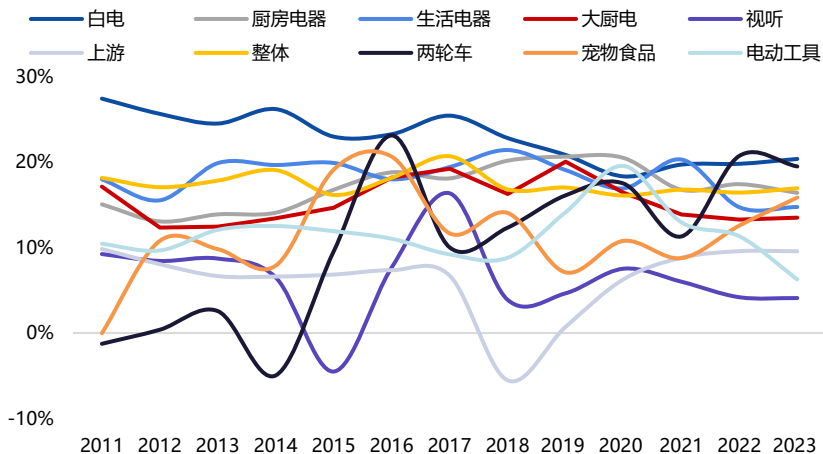
(1)

资料来源：wind，华福证券研究所

经营质量：家电ROE持续优异，股息率表现突出

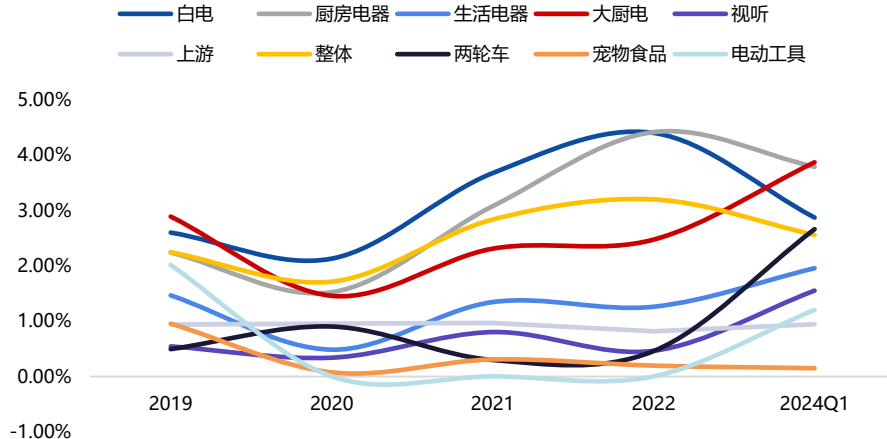
- **ROE水平**：家电板块2023年整体ROE为16.9%，同比+0.5 pcts；其中，白电同比+0.6 pcts至20.4%，是家电板块ROE改善的最主要动力，主要受益于内销空调的高景气、以及外销的显著改善，其他板块基本保持相对稳定。两轮车板块略有下滑，同比-1.2 pcts至19.5%；宠物食品板块ROE持续提升，同比+3.3 pcts至15.9%；工具板块ROE大幅下降5 pcts至6.3%。
- **股息率**：家电板块的股息率仍处于较高水平，整体高达2.6%，其中白电板块经历Q1股价较大涨幅之后股息率仍然高达2.9%，厨房电器和大厨电股息率分别高达3.8%和3.9%。两轮车板块股息率2.7%，同样十分亮眼；宠物食品和工具板块股息率较低，分别为0.1%和1.2%。

图：子板块ROE走势



资料来源：wind，华福证券研究所

图：子板块股息率走势

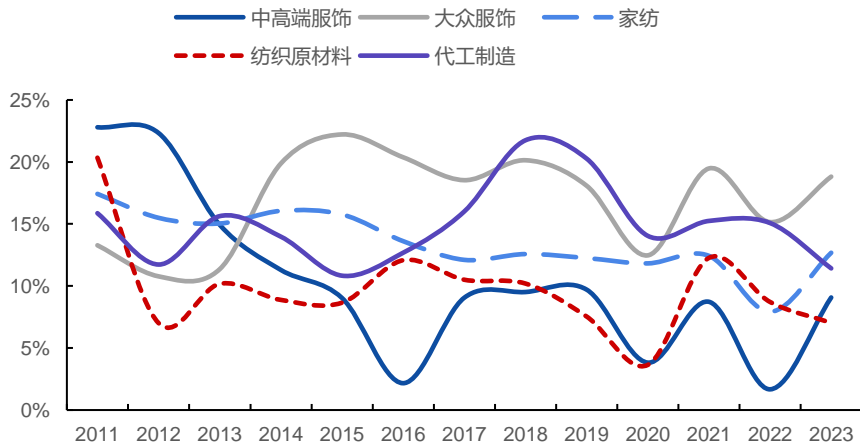


资料来源：wind，华福证券研究所

*注：以每年3.31日前最后一个交易日的收盘市值作为分母，以特定年份3.31日前一年的区间累计分红作为分子。

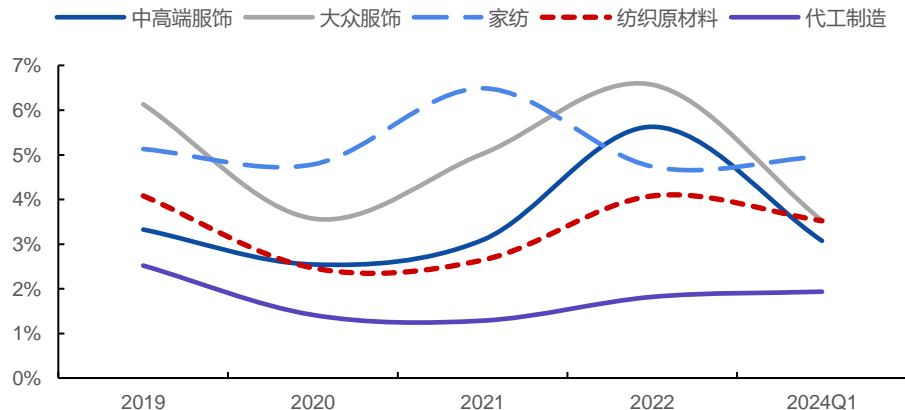
- ROE水平：**纺服板块2023年整体ROE为12.36%，同比+0.7Pcts；其中中高端服饰同比+7.4 pcts至9.1%，大众服饰同比+3.7 pcts至18.8%，家纺提升4.8 pcts至13.7%，服饰家纺板块盈利显著提升带动ROE改善；纺织制造业绩相对承压，纺织原材料、代工制造分别-1.7 pcts、-3.7 pcts至7.0%、11.4%。
- 股息率：**纺服板块的股息率仍处于较高水平，整体高达近3%，其中家纺板块现金流状况充足，股息率近5%；其次大众服饰、中高端服饰股息率分别为3.5%、3.1%，随23年业绩修复带动经营现金流状况好转，分红比例较高。纺织制造方面，纺织原材料股息率达到3.5%，好于代工制造的1.9%。

图：子板块ROE走势



资料来源：wind，华福证券研究所

图：子板块股息率走势



资料来源：wind，华福证券研究所

*注：以每年3.31日前最后一个交易日的收盘市值作为分母，以特定年份3.31日前一年的区间累计分红作为分母。

目 录

- 收入端：23年可选消费各板块表现分化，24Q1趋势向好
- 盈利端：毛利率延续改善趋势，期间费用率提升
- 经营质量：运营稳健，现金流质量高
- 投资建议&风险提示

- 全球格局变迁背景下，关注中国家电品牌出海冲击全球龙头大趋势，叠加以旧换新政策持续助力内需修复，建议关注已在海外有较多布局的大家电龙头**海尔智家、美的集团、海信视像、TCL电子**，以及积极发力出海东南亚蓝海市场的小家电**飞科电器、小熊电器**、两轮车出海**九号公司、春风动力**、发力出海欧美且低基数持续修复的**极米科技**、全球小家电制造龙头&擅长爆款研发与营销的**新宝股份**等；
- 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、科沃斯**；
- 关注人口基数庞大、高收入高储蓄、正在进入退休潮的60后消费，建议关注定位中高端品质生活的**苏泊尔、九阳股份**等；
- 巴黎奥运会7月份即将开幕，黑电有望迎来主题投资机会，建议关注**海信视像、康冠科技**。

- 宠物主粮具备高复购、高壁垒、持续升级等特点，稀缺优质属性突出，叠加当下情绪消费需求旺盛、生育率结婚率下降等趋势，建议积极关注宠物赛道。关注近几年消费者认知提升拐点带来的国产替代、竞争格局重塑的投资机会，建议关注内销自主品牌持续引领、基础研究+营销教育实力强劲、麦富迪+弗列加特双品牌成长的**乖宝宠物**、出口业务恢复+品牌调整效果有望逐步显现的**中宠股份**、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**。

- **原材料价格大幅上涨：**若原材料价格出现大幅波动，将对公司盈利能力产生不利影响。
- **对美出口关税进一步上调：**部分国家和地区如为保护自身经济利益，通过提高关税等手段加剧贸易壁垒，将导致企业销售成本增加，影响企业海外业务的竞争力。
- **地缘冲突导致海运费上涨：**地缘冲突导致的海运费上涨，或对企业出口盈利能力造成负面影响。
- **竞争格局恶化：**市场参与者众多，若竞争激烈程度加剧，开启价格战等措施将导致行业整体营收和利润受到较大冲击，削弱企业的盈利能力。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

