



德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告|行业年度策略

可选消费

2023年12月11日

# 对消费可以再乐观一点 ——可选消费2024年策略报告

## 证券分析师

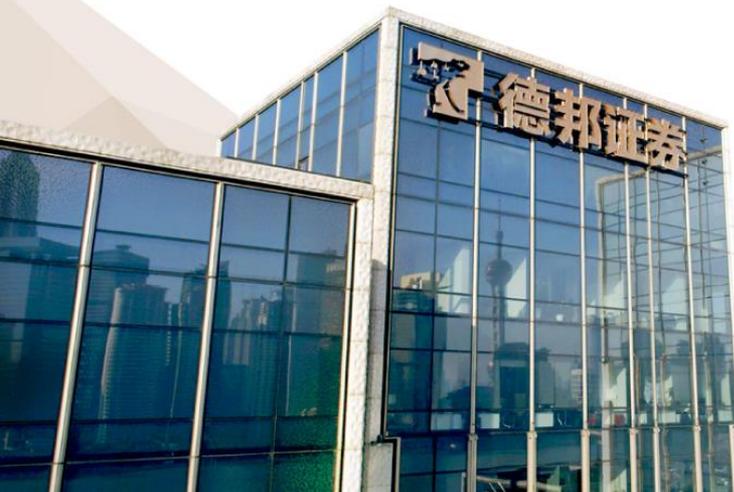
姓名：谢丽媛  
资格编号：S0120523010001  
邮箱：xiely3@tebon.com.cn

## 证券分析师

姓名：宋雨桐  
资格编号：S0120523090003  
邮箱：songyt@tebon.com.cn

## 证券分析师

姓名：贺虹萍  
资格编号：S0120523020003  
邮箱：hehp3@tebon.com.cn



# 目录 CONTENTS

- 01 品牌出海：从中国制造到中国品牌
- 02 内需向何方：浅析性价比及高端消费
- 03 回归生活本质，快乐经济
- 04 黑电产业链：半导体产业全球转移拐点机会
- 05 经营：依然关注精细化运营能力
- 06 投资建议及风险提示

# 引言

我们认为，2024年对消费可以再乐观一点，通过详细剖析2023年可选消费各板块、各区域、各价格带市场的基本面变动趋势及背后驱动因素，建议把握多条主线：

- **品牌出海**：我们认为中国消费品的产品力已经从中国制造走向中国品牌阶段，叠加国内经济进入稳定增长阶段，出海成为国内企业未来重要增量，尤其建议关注亚太等新兴地区各类消费品渗透率提升+一带一路政策驱动为国内出口带来的新增长点，此外，明年欧美发达国家终端消费有望回暖，叠加补库等需求，明年国内出口有望延续较好表现。
- **内需向何方**：我们认为23年疫后的内需修复未及预期或主要系消费信心指数低迷，从趋势来看年内对不确定性增强下消费者决策更加谨慎，性价比趋势凸显，而高端消费受到一定抑制影响。预期随着明年经济平稳发展，消费信心指数有望修复，从而推动内需表现提振，趋势上建议关注性价比消费趋势延续+大众消费的修复弹性。
- **回归生活本质，快乐经济**：我们认为第三消费时代下消费者对基础消费品的需求已得到满足，而面对经济增速放缓，更愿意回归生活本质，注重情绪价值，在健康、独居、提升自我价值与个性彰显等方面消费意愿增强。在当前我国基础消费品渗透率已较高的情况下，可以更加关注能够为消费者提供更高生活品质与情绪价值的品类/赛道。
- **黑电产业链**：我们认为黑电行业正在经历由过去的“格局很差”的阶段向集中度提升、利润率提升的“格局改善”方向发展的拐点；与此同时，Mini LED背光电视加速渗透，国产品牌加速布局，有望进一步抢占中高端市场份额，建议重点关注黑电产业链标的，包括品牌端海信视像、TCL电子，产业链上游TCL科技、兆驰股份、聚飞光电、芯瑞达等。
- **关注精细化运营能力**：在原材料降价、业务结构优化等驱动下，2023年前三季度家电板块毛利率明显修复，目前原材料价格进入平稳波动区间，明年毛利率有望维稳；费用端来看，由于消费恢复不及预期，2023年保持高营销投放的公司业绩或有承压，因此我们认为营销费用投放、汇率套保、管理费用支出等维度的精细化运营能力尤为重要，有助于保障盈利能力的稳定及改善。

**投资建议：看好可选消费修复逻辑，建议把握多条主线：**1) 品牌出海方面，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，建议关注**石头科技**，**科沃斯**；白电龙头全球化布局逐步见效，海外份额仍有较大提升空间，建议关注**海尔智家**，**美的集团**；2) 内需修复具有较大弹性，看好回归生活本质、快乐经济带来的消费需求释放，建议关注**小熊电器**，**新宝股份**，**乖宝宠物**，**中宠股份**，**Keep**以及国产运动服饰龙头**安踏体育**、**李宁**；3) 关注黑电产业链变革带来的3~5年维度全球份额提升+利润率提升机会，建议关注**海信视像**，**TCL科技**，**TCL电子**；4) 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**华利集团**、**申洲国际**。

**风险提示：原材料价格上涨风险、需求不及预期风险、汇率波动影响。**

# 01

## 品牌出海：从中国制造到中国品牌

我们认为，中国消费品的产品力已经从中国制造走向中国品牌阶段，叠加国内经济放缓，出海成为国内企业未来重要增量，尤其建议关注亚太等新兴地区各类消费品渗透率提升+一带一路政策驱动为国内出口带来的新增长点，此外，明年欧美发达国家终端消费回暖、补库等需求有望拉动国内出口延续较好表现。

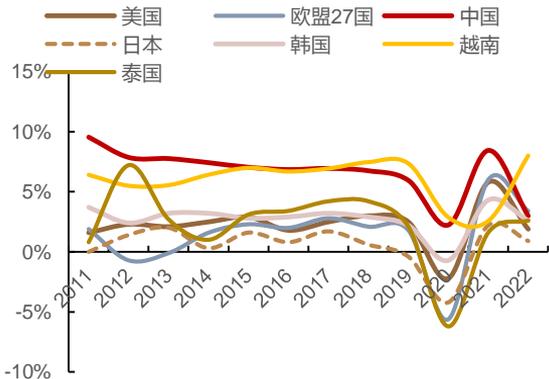
# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.1 全球消费趋势-宏观：东南亚增速瞩目，有望成为新的消费沃土

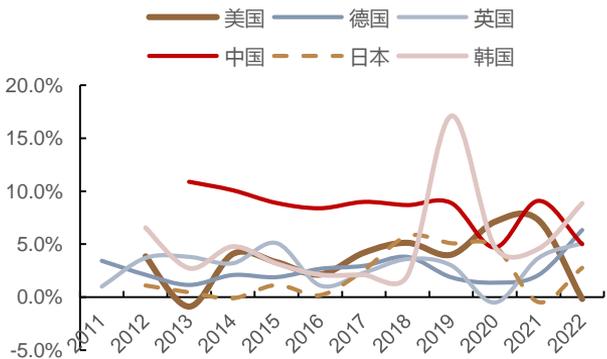
从宏观经济来看，核心发展中国家GDP增长快于发达国家。美国、欧盟国家近10年GDP增速延续较为平稳的趋势，且人均可支配收入稳步提升，反映其社会发展已步入成熟阶段，其消费增长机会更多体现在一些结构性赛道，产品升级或极度性价比或为突围关键；中国GDP增速有所放缓，新兴消费品仍有渗透率提升趋势；东南亚中越南、泰国GDP增长提速，且很多消费行业尚处于风口时期，且亚洲国家消费者在生活习惯、习俗文化、个人体征方面有所相似，未来或成为中国品牌出海的重要区域。

- 分年度，近10年核心发达国家GDP增长平缓，疫情后较快取得恢复；2021/22年美国GDP（不变价）分别同增5.8%/1.9%，欧盟27国分别同增6%/3.4%，日本同增2.2%/0.9%，韩国同增4.3%/2.6%。发展中国家GDP取得较快增长；中国于2011~2019年保持高于5%的GDP增速，但增速逐年呈放缓趋势，2021/22年分别同增8.4%/3.0%；东南亚地区中越南、泰国21/22年GDP（不变价）分别同增2.6%/8%、1.6%、2.6%。
- 分季度，2023年以来各地区表现分化，Q1~3美国GDP（不变价）增速分别为1.7%/2.4%/2.9%，增长环比提速；欧盟经济自春季以来缺失动力，Q2经济活动停滞，Q1~3 GDP增速分别同增1.1%/0.4%/0.1%；亚太发达国家中日本、韩国Q1~3 GDP增速分别为2%/1.7%/1.2%、1%/0.9%/1.2%。
- 人均可支配收入方面，发达国家中美国波动相对剧烈，日本、德国和英国变动较小；发展中国家中，中国2012~2019年人均可支配收入增速高单位数~10%左右增长，但每年增幅逐渐收窄，疫情后受基数影响，2021年取得9%高增。

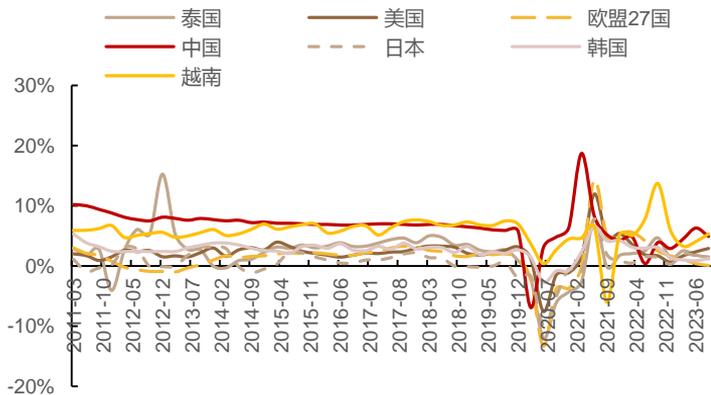
各国年度GDP增速（%）



各国人均可支配收入增速（%）



各国季度GDP增速（%）



# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

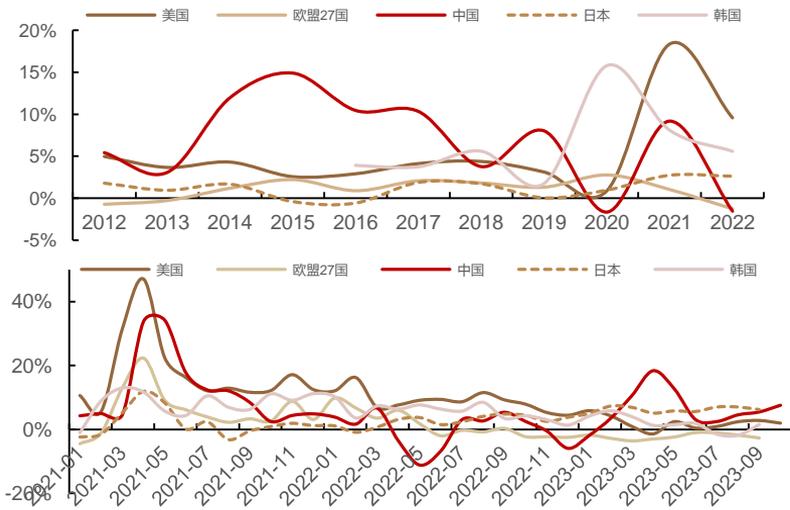
## 1.1.1 全球消费趋势-宏观：疫后修复步调分化，必选整体强于可选

各国零售数据随疫情后修复节奏不同有所差异；而基于宏观指标如信贷、就业、储蓄水平等影响对耐用品、必选品的需求产生分化。

**1) 美国：**近10年美国零售额展现较强的韧性（2020年仍有0.9%增长）；2023年以来由于就业市场紧俏、国民收入稳健，零售额表现仍较为强劲。分品类，对价格和利率敏感的耐用品（如电子&电器）等销售受到压制，主要受到居民储蓄存款下降、信用卡利率走高等因素影响；而部分快消属性较强的服装配饰、化妆品以及日用品及食品饮料等表现相对稳健。2024年预计随加息见顶、信用卡利率上行等因素，整体零售水平将受到影响。**2) 中国：**2012~18年我国社零年增速保持3%以上，消费增长强劲；疫情3年下波动加剧，进入2023年以来剔除基数影响增长缺乏动能。分品类，必需品表现较强，且随着社交场景恢复带动服装、化妆品等表现较好，耐用品如家电等增长乏力。**3) 日本：**零售额波动较小，但细分品类如服装、百货等颇有亮点，低基数下延滞的需求得到恢复。**4) 韩国：**2023年以来必选消费品（食饮、服饰、日用品）表现较强，耐用品增长乏力。

各国分品类零售额同比增速（%）

各年度零售额同比增速（%）



来源：wind，德邦证券研究所

		2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月
家用电器	美国	-1%	-1%	-4%	0%	-2%	-10%	-5%	2%	4%
	中国	-2%	-3%	-6%	5%	0%	5%	-1%	-2%	-13%
	日本	0%	6%	7%	12%	-5%	1%	-10%	-6%	-7%
	韩国	-6%	0%	-3%	0%	-1%	-10%	-11%	-16%	-10%
服装配饰	美国	1%	4%	2%	0%	0%	-3%	-2%	4%	9%
	中国	10%	5%	2%	7%	18%	32%	18%	5%	-13%
	日本	10%	13%	12%	5%	5%	9%	10%	24%	14%
	韩国	-2%	0%	2%	6%	4%	3%	16%	21%	6%
体育用品	美国	-1%	-2%	0%	0%	2%	-2%	1%	3%	8%
	中国	11%	-1%	3%	9%	14%	26%	16%	1%	-13%
	韩国	-5%	-6%	-7%	-2%	-1%	-4%	4%	0%	-3%
	日本	7%	9%	7%	8%	11%	6%	8%	9%	7%
化妆品	美国	2%	10%	-4%	5%	12%	24%	10%	4%	-19%
	中国	-9%	-9%	-12%	-11%	-9%	-3%	-5%	-2%	-4%
	日本	2%	3%	1%	1%	3%	3%	5%	6%	5%
	韩国	8%	5%	6%	5%	-1%	1%	4%	9%	11%
食品饮料	美国	4%	5%	4%	4%	3%	4%	2%	1%	3%
	中国	10%	-1%	4%	6%	5%	5%	7%	8%	3%
	日本	2%	-3%	1%	3%	4%	1%	2%	5%	10%
	韩国	1%	2%	-1%	-2%	9%	10%	8%	4%	-9%
日用品&百货	美国	8%	11%	8%	6%	5%	8%	9%	19%	14%
	中国	7%	5%	8%	7%	10%	10%	12%	14%	-3%
	日本	8%	11%	8%	6%	5%	8%	9%	19%	14%
	韩国	7%	5%	8%	7%	10%	10%	12%	14%	-3%

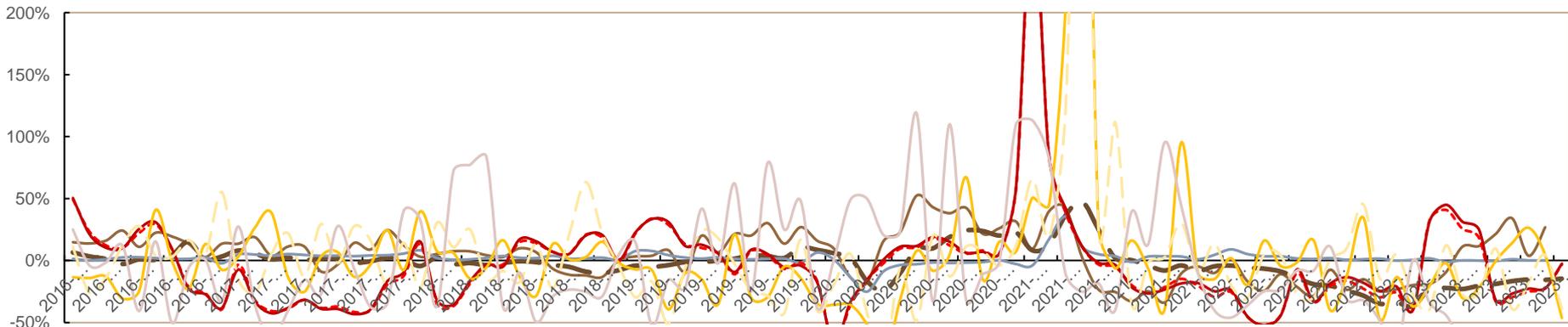
# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.1 全球消费趋势-宏观：政策为我国房地产需求提供支撑

从价的维度，由于发达经济体经济增长稳定、增速低、不具备爆发性，因此其房价/收入比值较为一般；而看发展中国家（如中国），其经济增速仍然高于发达国家，且核心城市房价水平维持较高位，反映仍具备一定的成长性。而从量的维度看，各国表现分化，美国新房成交好于成屋，中国在政策刺激下10月环比改善，日本进入Q4环比走弱。展望2024年，我们预计在今年Q3居民信贷端支持持续加码，降首付、降利率、认房不认贷等利好接连落地背景下，国内购房需求预计得到释放。

- 美国：2023年以来新房成交情况好于成屋，7~9月美国的新房销量同比增长34%/4%/27%，成屋销量同比下滑17%/15%/16%
- 中国：23Q3中国30城成交套数、成交面积分别同比下滑20~30%，表现相对低迷；10月较Q3降幅明显收窄，30城成交套数、成交面积分别同比仅下滑3.3%、2.6%。
- 日本：今年Q3首都圈新建公寓供给户数表现好于近畿圈；进入Q4环比走弱，10月首都圈、近畿圈新建公寓供给户数分别同比下滑46.3%、39%。
- 韩国：今年以来新建公寓楼数同比始终下滑，表现较弱。

各国住房成交情况（%）



# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.2 全球消费趋势-微观：去库结束+低基数，海外家电公司改善趋势明显

■ 受宏观经济波动、去库存等因素影响，2023年前三季度海外家电上市公司整体营收增速放缓，但单季度来看，随着海外去库存结束+低基数效应，海外家电上市公司营收增速呈现逐季改善趋势。不同板块趋势表现分化，大家电、小厨电逐季回暖趋势明显，黑电表现平淡。具体公司来看，

- 大家电板块，惠而浦、A.O史密斯逐季改善趋势明显，Q3收入转正，伊莱克斯、大金三季度增速略有放缓；
- 小家电板块，库存消化基本结束，三季度SEB、德龙、Hamilton等重点上市公司均实现收入转正；
- 生活电器板块，受需求减弱、竞争力下滑影响，iRobot增速显著放缓；
- 黑电板块，整体表现平淡，个股趋势分化，LG黑电业务降幅逐季收窄，受宏观经济影响、消费能力转弱，三星家电业务同比下滑。

■ 原材料&海运成本下降、产品结构优化为主旋律，多数公司家电业务利润率同比改善，

部分公司促销力度加大、毛利率下滑，对利润形成拖累。伊莱克斯：海外需求减弱+去库存，促销活动增加，出货价下降导致毛利率下滑，北美地区尤为明显。A.O史密斯：原材料降价、产品结构优化带动公司盈利表现亮眼。德龙：成本控制、产品结构优化等因素驱动盈利改善。SEB：消费者业务修复带来规模效应、较低的海运&原材料成本，共同驱动盈利改善。LG：白电在激烈竞争环境下增加营销费用，但原材料、运费成本节约，Q3营业利润率同比改善；黑电面临面板涨价压力，通过控制渠道库存、提升营销效率，Q3营业利润率同比改善。三星：竞争加剧导致家电业务营业利润率环比下降，但QLED/OLED等高端产品占比提升，Q3营业利润率同比改善。

海外上市公司单季度营收增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
伊莱克斯	9%	29%	-3%	4%	4%	11%	14%	1%	9%	-3%	-5%
惠而浦	24%	32%	4%	0%	-8%	-4%	-13%	-15%	-6%	-6%	3%
A.O史密斯	21%	30%	20%	19%	27%	12%	-4%	-6%	-1%	-1%	7%
SEB	27%	20%	9%	12%	3%	0%	-3%	-4%	-5%	2%	1%
德龙	73%	50%	24%	22%	8%	-6%	-5%	-4%	-18%	-3%	3%
Hamilton	24%	12%	42%	-15%	-2%	-5%	-4%	-1%	-12%	-7%	2%
LG (白电)					19%	18%	6%	-2%	1%	-1%	0%
LG (黑电)					1%	-15%	-11%	-10%	-17%	-9%	-4%
三星 (家电)						11%	5%	2%	-9%	-3%	-7%
iRobot	58%	31%	7%	-16%	-4%	-30%	-37%	-21%	-45%	-7%	-33%
大金	9%	37%	17%	21%	24%	21%	38%	30%	23%	13%	7%

来源：各公司公告，彭博，德邦研究所

海外上市公司调整后净利润增速

净利润增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
伊莱克斯	-20%	1071%	162%	13%	亏损	亏损
惠而浦	-12%	18%	7%	44%	-84%	-66%
A.O史密斯	53%	-19%	-5%	33%	5%	22%
德龙	4%	-9%	32%	50%	-44%	34%
SEB	10%	-1%	-19%	40%	-40%	8%
三星	6%	-51%	22%	50%	40%	-73%
LG	-25%	-67%	369%	-1%	-63%	-31%

来源：各公司公告，彭博，德邦研究所  
注：SEB2023净利润增速为2023H1数据。

海外上市公司营收增速

总营收增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
伊莱克斯	-4%	3%	-3%	8%	7%	0%
惠而浦	-1%	-3%	-5%	13%	-10%	-3%
A.O史密斯	6%	-6%	-3%	22%	6%	2%
德龙	5%	1%	12%	37%	-2%	-6%
SEB	5%	8%	-6%	16%	-1%	0%
三星	2%	-5%	3%	18%	8%	-18%
LG	0%	2%	2%	29%	13%	-1%

来源：各公司公告，彭博，德邦研究所

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.2 全球消费趋势-微观：欧洲家电需求明显回暖，其他地区有所放缓

- 从海外上市公司各地区收入表现来看，前三季度欧洲业务普遍回暖，北美、拉丁美洲、亚太地区增速放缓。
- 低基数下，欧洲业务普遍回暖：22年俄乌战争导致欧洲通胀上行，居民消费受到较大影响，22年海外家电上市公司欧洲业务普遍下滑，23年欧洲需求有所恢复，各公司欧洲业务得以改善，前三季度SEB集团EMEA地区收入转正，同比+5%，伊莱克斯、惠而浦、德龙降幅明显收窄。
- 北美业务增速放缓，大家电韧性优于小家电：疫情期间美国消费补贴刺激+终端消费能力坚挺，2021-2022年多数家电公司北美业务表现优异，经历两年的快速增长后，2023年北美业务整体增速放缓，前三季度大家电公司北美业务基本持平，小家电公司下滑。
- 拉丁美洲增速略有放缓，但成长性优于其他地区：经历两年快速增长，家电企业拉丁美洲业务增速略有放缓，但由于新兴市场仍有渗透空间，整体表现优于其他区域板块。
- 亚太地区大家电表现疲弱，小家电基本持平：受宏观经济影响，2023年亚太地区部分市场消费力减弱，部分地区行业竞争加剧，导致亚太业务增速放缓，大家电表现弱于小家电。

海外家电上市公司各地区业务营收增速

欧洲	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
伊莱克斯	10%	5%	1%	7%	-6%	-4%
惠而浦	-7%	-5%	2%	16%	-21%	-13%
德龙	4%	4%	15%	25%	-10%	-3%
SEB		4%	2%	18%	-12%	5%

北美	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
伊莱克斯	-5%	-2%	-2%	6%	16%	0%
惠而浦	3%	1%	-2%	11%	-8%	-1%
A.O史密斯	7%	2%	2%	19%	11%	3%
德龙	9%	3%	9%	30%	11%	-13%
SEB		8%	6%	27%	1%	-4%

拉丁美洲	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
伊莱克斯	-2%	9%	-14%	18%	22%	16%
惠而浦	-8%	-12%	-18%	22%	-1%	6%
SEB-南美		-4%	-22%	16%	14%	-2%

亚太	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
伊莱克斯-亚太中东非洲	7%	4%	-1%	7%	7%	-13%
惠而浦-亚洲	3%	-5%	-17%	-2%	-11%	-11%
德龙-亚太	9%	-4%	11%	10%	16%	-5%
SEB-亚洲		11%	-3%	13%	8%	-2%

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.2 全球消费趋势-微观：24年家电终端需求或有好转，竞争有望趋缓

- 我们认为，海外通胀逐步放缓、消费需求好转，叠加低基数，明年海外需求有望实现改善。分区域来看，欧洲2023年呈现逐季改善趋势，但前三季度多数海外公司欧洲业务仍未转正，预计明年欧洲需求将延续改善趋势、恢复良性增长；北美地区消费能力仍具韧性，但在高利率环境下，高端消费受到一定影响，性价比产品景气度较高，看好明年北美性价比消费延续较好表现，同时，随着通胀放缓、利率下行，中高端消费有望逐步修复；亚太地区，受宏观经济影响，2023年亚太地区家电销售放缓，在低基数背景下，明年亚太地区家电消费有望得以改善，其中新兴地区家电渗透率较低、居民消费能力潜力较大，看好亚太新兴地区未来持续贡献增量。
- 从海外上市公司最新指引来看，海外家电上市公司普遍战略为通过聚焦高端化、优化产品结构、降本增效等措施来保障盈利能力，因此我们预计明年海外家电市场竞争情况有望得以缓解，预计国内企业海外业务利润率有望得以保障。
- **伊莱克斯**：消费者需求转弱、供应链缓解，主要市场的促销力度加大，预计Q4促销延续，均价将延续下滑趋势。未来公司重点聚焦中高端品类、简化产品组合，从而更快地降低成本。展望2023年，鉴于高通胀、高利率环境，欧洲、拉丁美洲、亚太中东非洲延续此前悲观预期，鉴于频繁的促销活动，北美由悲观预期上调为中性预期。
- **SEB**：全年维持中报预期，2023年收入端预计同比中个位数增长，ToC业务同比实现正增长，专业客户业务实现强势增长，营业利润预计增速10%以上。
- **德龙**：Q3业绩表现优异，公司实现了强劲的有机增长，EBITDA达到创纪录水平，逐步抵消了通胀压力对生产成本和消费的负面影响。鉴于盈利能力逐步复苏，公司上调此前利润预期，预计全年调整后的EBITDA利润为4.2-4.4亿欧元（此前目标为3.7-3.9亿欧元）。
- **三星**：展望Q4，预计需求的不确定性将继续存在，但大尺寸电视等高端产品需求预计保持坚挺，但基于旺季，预计行业竞争将加剧。公司视觉显示VD业务将继续加强线上和线下渠道的竞争力，以满足旺季需求，同时继续通过NEO QLED等高端产品组合来保障盈利能力。生活电器DA业务将聚焦B2B来改善业务结构，并通过增加高端产品组合销售来保障盈利能力。展望2024年，预计消费者信心将有所改善，公司将坚持高端战略，并瞄准体育赛事需求，同时进一步提升产品力，以保证公司竞争力。
- **LG**：展望Q4，预计旺季带动市场需求环比改善，但竞争加剧将延续，公司将加强与零售商合作，解决旺季需求、提升营销效率，确保盈利能力。在大家电、汽车零部件业务的推动下，预计Q4收入将同比增长，通过提高费用支出效率、库存管理能力，预计Q4盈利能力同比改善。

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.2 全球消费趋势-微观：服装去库如期推进，FY24审慎乐观

从龙头运动品牌披露的财报数据来看，收入端受到海外消费者储蓄走低、物价上涨及对应的消费意愿降低等影响收入端表现略有承压；库存虽然相对于19年仍有差距，但同比已经逐渐转负，且周转正常、结构健康。展望FY24，预计伴随着库存改善、存货结构中旧货回到正常水位持续带动动销提升，看好明年运动品牌表现，尤其在细分赛道领先的\*\*品牌增长值得\*\*关注（如跑鞋赛道的On Running、瑜伽赛道的Lululemon等）。

- **Nike**：FY24一季报中表示，全渠道库存数量下降双位数，与零售表现一致；各地区鞋服ASP有所提升。另外，Nike在大中华区持续推进数字化转型，深化与本地消费者的连接，促进在大中华区的销售转化。FY24全年，公司预计收入录得中个位数增长。
- **Adidas**：公司截至9/30末库存水平同比-23%，库存金额处于22Q2以来最低水平。公司在三季报业绩会上表示，零售商24年订货信心已经逐渐修复。产品方面，得益于Samba、Campus系列等热度上升，产品效应带动增长，Q3表现超预期；得益于营收、毛利率、库存等多项财务指标持续向好，以及Yeezy库存出售的推动，Adidas上调全年营收指引（从年初的高个位数下降调整为低个位数下降）。
- **Fast Retailing**：公司FY23海外业务（尤其大中华区）表现亮眼。预计FY24综合收益总额同比增长10.2%，综合经营溢利总额同比增长18.1%，归母净利润同增4.6%。

核心海外品牌营收同比（%）

	收入增速											
	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
Nike	8.9%	2.5%	95.5%	15.6%	1.0%	5.0%	-0.9%	3.6%	17.2%	14.0%	5.0%	2.0%
Adidas	-11.9%	19.8%	51.5%	3.4%	0.3%	1.0%	10.2%	11.4%	0.9%	-0.5%	-4.5%	-6.4%
Skechers	-0.5%	15.5%	127.8%	19.8%	25.0%	26.8%	12.4%	20.5%	13.5%	10.0%	7.7%	7.8%
Lululemon	23.8%	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	18.0%	19.0%
Puma	2.8%	19.2%	91.2%	20.0%	16.2%	23.5%	26.0%	23.9%	21.1%	14.4%	5.9%	6.0%
优衣库	-0.6%	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%

（Nike财年末为5/31，Adidas、Skechers、Puma财年末为12/31，Lululemon财年末为1/30，Deckers、UA财年末为3/31）

核心海外品牌库存金额同比（%）

	存货增速											
	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
Nike	-1.8%	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.0%	-10.0%
Adidas	7.6%	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.0%
Skechers	-5.0%	8.3%	2.9%	16.8%	44.7%	35.8%	47.9%	44.6%	23.6%	3.6%	-5.0%	-24.0%
Lululemon	24.8%	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	14.7%	-4.0%
Puma	7.1%	2.5%	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	50.4%	43.9%	8.1%	-20.3%
优衣库	-4.8%	0.2%	-9.5%	-5.4%	0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.60%

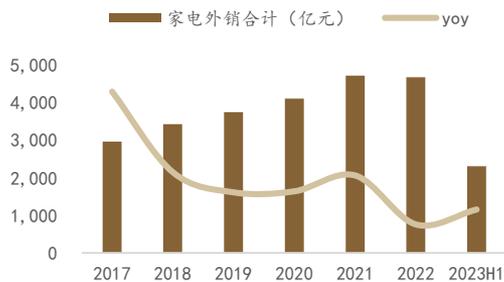
# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.1.3 全球消费趋势-出口：可选消费各板块渐次修复

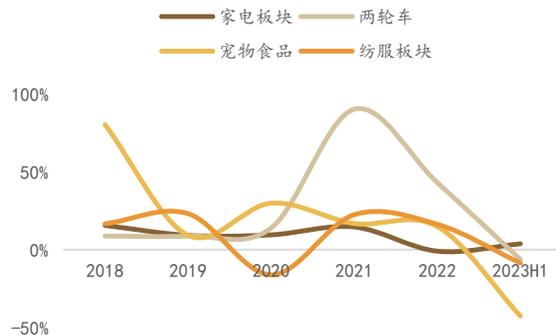
23H1家电外销回暖，其他板块外销放缓。家电海外去库存接近尾声、欧美终端需求回暖，上半年家电板块外销同比转正（+4%），其他板块外销增速放缓，两轮车-6%，宠物食品-43%，纺服-9%（部分公司中报未披露外销收入，或导致板块数据与实际有所差异）。

家电子板块方面，白电出口稳健（+6%），小厨电降幅收窄（-10%），生活电器个股表现分化，视听电器降幅收窄（-9%）。代工厂明显回暖，比依、九阳外销实现快速增长，苏泊尔、新宝降幅收窄。

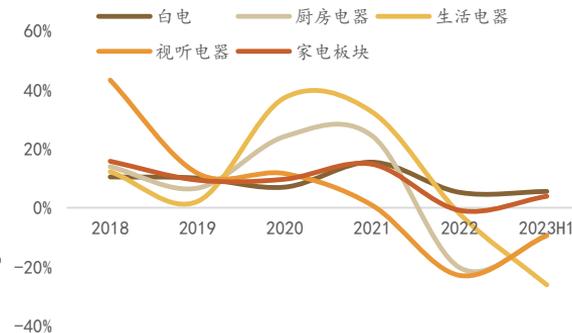
家电板块外销收入增速



各板块海外业务收入同比增速



家电子板块外销收入增速



各板块主要标的外销收入增速

外销增速%	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
<b>白电</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
美的集团	6%	6%	4%	14%	4%	3%
格力电器	20%	-7%	-4%	13%	3%	-7%
海尔智家	14%	22%	9%	13%	10%	9%
海信家电	9%	7%	27%	58%	7%	-1%
<b>厨房电器</b>	<b>14%</b>	<b>7%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>-20%</b>	<b>-10%</b>
苏泊尔	19%	8%	12%	28%	-29%	-13%
九阳股份	102%	82%	80%	53%	-7%	53%
新宝股份	2%	1%	41%	14%	-16%	-14%
比依股份	-	16%	48%	49%	-19%	39%
北鼎股份	14%	-9%	-94%	96%	57%	-43%
<b>生活电器</b>	<b>12%</b>	<b>2%</b>	<b>37%</b>	<b>32%</b>	<b>-2%</b>	<b>-26%</b>
奥佳华	15%	-1%	35%	12%	-23%	-38%
董石网络	-	347%	83%	73%	35%	27%
<b>视听电器</b>	<b>43%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>-23%</b>	<b>-9%</b>
极米科技	24051%	-46%	330%	145%	82%	39%
光峰科技	1%	43%	-53%	93%	134%	25%
<b>家电板块</b>	<b>16%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>-1%</b>	<b>4%</b>
钱江摩托	26%	-3%	-1%	41%	6%	-4%
爱玛科技	-	3%	44%	65%	28%	-27%
<b>两轮车</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>90%</b>	<b>43%</b>	<b>-6%</b>
佩蒂股份	33%	8%	32%	-7%	37%	-50%
中宠股份	35%	18%	20%	28%	7%	1%
<b>宠物食品</b>	<b>81%</b>	<b>9%</b>	<b>30%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>-43%</b>
罗莱生活	0%	8%	4%	20%	7%	-6%
华孚时尚	-37%	17%	-45%	69%	-27%	-29%
新澳股份	14%	8%	-25%	37%	32%	-2%
华利集团	24%	22%	-7%	25%	17%	-7%
伟星股份	-1%	20%	-13%	50%	23%	14%
开润股份	18%	87%	-1%	42%	42%	11%
<b>纺服板块</b>	<b>17%</b>	<b>23%</b>	<b>-16%</b>	<b>23%</b>	<b>16%</b>	<b>-9%</b>

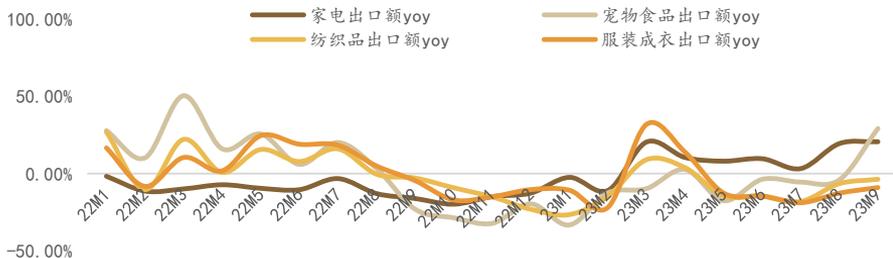
来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

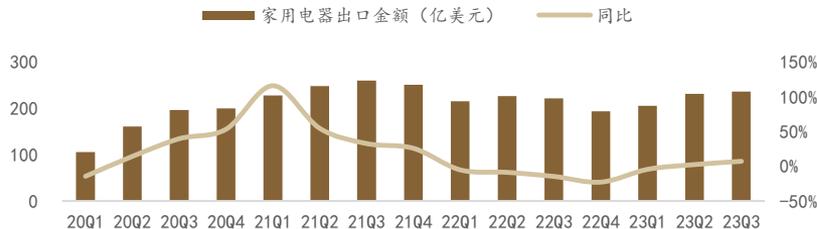
## 1.1.3 全球消费趋势-出口：家电、宠物延续回暖，纺服迎来拐点

■ 前三季度可选消费出口渐次修复，Q3家电、宠食表现亮眼，纺服降幅逐月收窄。展望明年，海外家电终端需求修复，家电出口有望保持稳健增长，低基数+补库有望驱动纺服出口明显修复，宠物食品有望延续快速增长。海外去库存周期接近尾声，23Q2家电出口迎来拐点，23Q3实现较快增长，Q3/Q2家电出口同比+7%/+2%（美元口径），在低基数、海外补库存驱动下，Q4家电出口有望延续改善趋势。纺服板块去库持续推进，出口降幅逐月收窄。23Q3纺织品、服装成衣出口额（人民币口径）同比-10%、-14%，7-9月降幅逐月收窄，Q4有望迎来库存拐点，叠加低基数，纺服出口有望改善。宠物食品出口降幅逐步收窄。23年1-9月份宠物食品出口额（美元口径）同比-7%，Q3同比+5%，迎来拐点，随着终端去库存进入尾声叠加Q4进入低基数区间，预期四季度宠物食品出口有望持续改善。

各板块出口金额人民币口径同比增速



我国家用电器季度出口金额美元口径及同比增速



我国宠物食品出口金额及同比



我国纺织品出口金额及同比 (亿元, %)



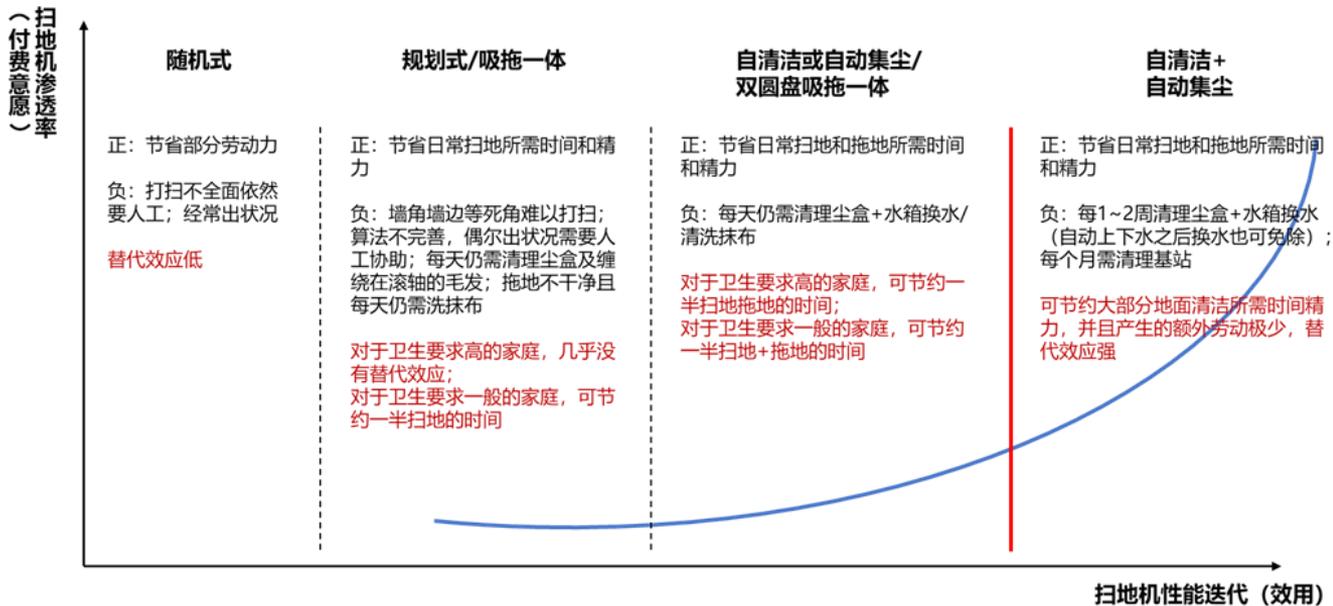
我国服装成衣出口金额及同比 (亿元, %)



# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.2 优势新兴品类-清洁电器：全球增长拐点，国产品牌技术引领

- 国产品牌扫地机出海正当时。海外扫地机市场空间充足（目前多数地区渗透率较低）且近年国产品牌换道超车，在技术与产品力上引领全球扫地机发展，推动海外产品结构从单一产品向自集尘、自清洁等复合基站产品升级，有望开启长周期增长拐点，国产品牌料将凭借突出产品力持续受益。
- 国产品牌技术提速，国内全能款具备领先的产品力。国内扫地机产品已迭代至全能基站款，可较好满足消费者的清洁与解放双手的需求，目前已成为市场主流产品，奥维云网数据显示23Q2线上扫地机市场全能基站款销额占比已提升至75%。国产扫地机已具备突出的产品力，GFK数据截至2022年底国产扫地机已占据海外市场近50%的份额。

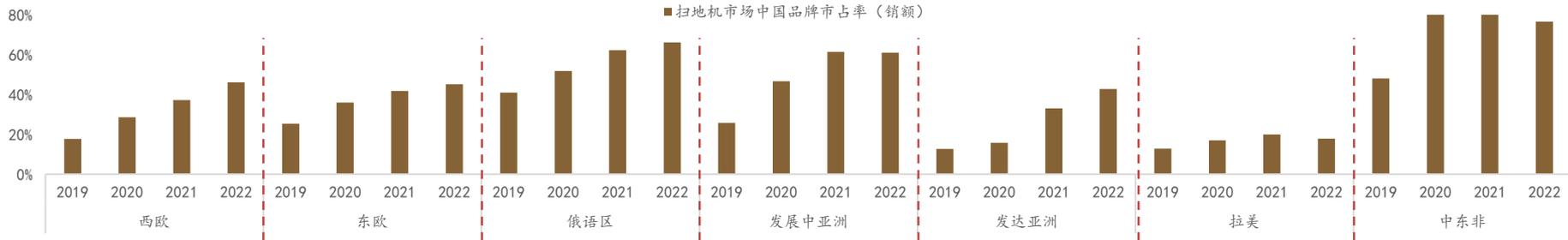


# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

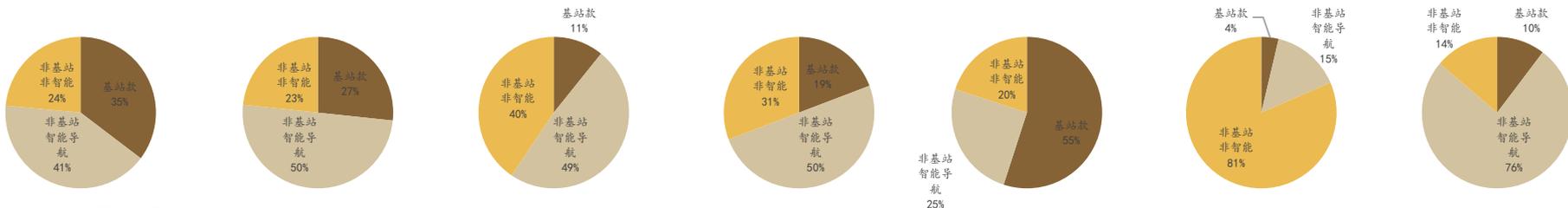
## 1.2 优势新兴品类-清洁电器：全球增长拐点，国产品牌技术引领

- 国品牌在海外扫地机市场逐步占据主导地位，全能产品优势突出加速海外产品结构升级，未来国产出海发展空间充足。全球扫地机渗透率仍有提升空间，且近年来国产品引领的全能基站产品具备突出竞争力，助力国品牌在海外市场份额持续提升。GFK推总数据显示2022年中国品牌扫地机在除拉美市场外的主要区域均已占据绝对性主导地位，市占率（销售额占比）已超过40%。从产品结构来看，中国大陆扫地机市场引领全球发展（中国大陆市场基站款销售额占比达84%），22年主要区域扫地机市场基站款销售额占比多数未超过30%，凭借基站款尤其是全能基站产品的突出产品力及国品牌的加速出海布局，未来海外基站款扫地机市场仍有充足发展空间，中国品牌技术领先产品力突出有望持续受益。

海外主要区域扫地机市场中国品牌销售额市占率（西欧、东欧、俄语区、发展中亚洲、发达亚洲、拉美、中东非）



海外主要区域扫地机市场产品结构销售份额（西欧、东欧、俄语区、发展中亚洲、发达亚洲、拉美、中东非）



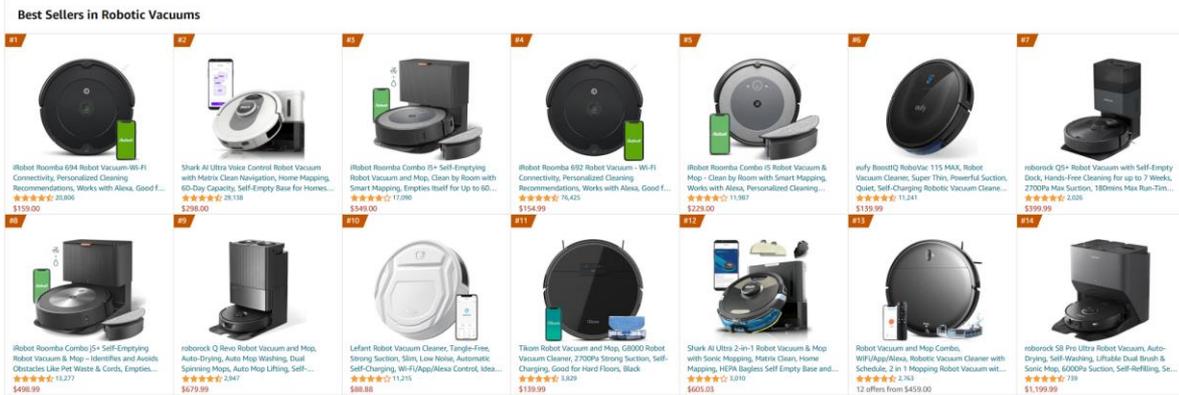
来源：GFK，德邦证券研究所

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

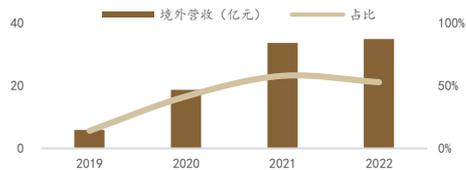
## 1.2 优势新兴品类-清洁电器：石头科技助力海外行业产品结构升级

- **扫地机国产品牌出海大市场，石头科技产品力突出有望持续引领市场。**近年来国产品牌在扫地机领域积累的技术深厚，产品竞争力突出，石头、科沃斯、追觅等品牌加速海外布局，其中石头科技表现尤为靓丽。具体来看：
- **石头科技：海外贡献超五成，全能产品引领海外升级趋势。**石头注重海外市场的发展，重点发展美国、欧洲及亚太市场，2022年实现海外市场收入35亿元，营收占比超52%。石头积极推动全能基站产品出海，其售价较高但凭借技术领先、功能齐全的特征备受消费者青睐，助力海外产品结构从单机产品逐步过渡到具备自清洁、自集尘等多功能复合产品。23年11月28日晚美国亚马逊best sellers榜单显示热销的前14款扫地机产品中roborock占据3个席位，且2款（Q Revo及S8 Pro Ultra）产品为全能基站款。
- **科沃斯：国内业务为主，海外业务占比提升。**23H1科沃斯品牌海外业务收入同比增长26.5%，添可海外业务同比增长24.2%，占各自收入比重分别达到34.3%和30.9%，较上年同期分别增加7.1和3.2个百分点。23年Q1-Q3科沃斯受国内扫地机性价比产品缺口、洗地机行业价格战激烈、抖音渠道费率高企等影响经营表现有所承压，但科沃斯渠道布局完善（线上线下全覆盖）、产品竞争力领先、扫地机+洗地机双轮驱动，随着产品价位段的补足及运营提效有望迎来修复。

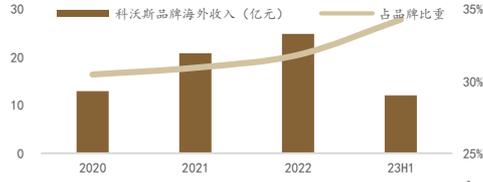
美国亚马逊Best seller榜单



石头科技境外收入及占比



科沃斯品牌海外收入及占比



来源：亚马逊北美官网，wind，各公司公告，德邦证券研究所

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

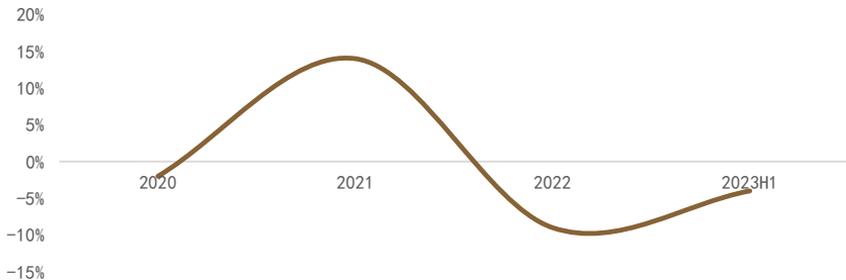
## 1.3 亚太的机会：渗透率提升+政策驱动，新兴地区发展潜力大



- 受宏观经济影响，亚太地区家电消费整体仍未恢复至疫前水平，随着宏观经济环境好转，叠加低基数，明年亚太地区家电消费有望实现修复；中长期来看，亚太新兴国家地区家电保有量、居民消费力仍有较大提升空间，叠加一带一路等政策驱动，有望为国内家电出口持续贡献增量，成为国内出口重要的增长来源。
- 受宏观经济影响，2023上半年亚太地区家电市场表现偏弱，但相比22年降幅有所收窄，大家电表现优于小家电。根据gfk，在疫情、通货膨胀和生活成本增加等因素影响下，亚太地区（中国大陆、中国台湾、中国香港、印度、日本、韩国、澳大利亚和新西兰以及东南亚）科技及耐用消费品市场销售额在2021年创下历史新高后，2022年销售额同比下降9%，2023年上半年销售额同比下降4%，降幅有所收窄。具体品类来看，大家电销售额同比-1%，小家电同比-6%，与2019年同期相比，大家电销售额下降9%，小家电销售额下降6%。
- 不同国家和地区市场表现差异较大，新兴国家和地区表现出相对强劲的发展潜力。根据gfk，今年上半年日本科技及耐用消费品市场销售额同比跌幅最大，为-13%；其次是亚洲发达国家和地区（-11%）以及亚洲发展中国家和地区（-8%）。与2019年上半年疫情前相比，亚洲发展中国家和地区表现出相对强劲的发展潜力。

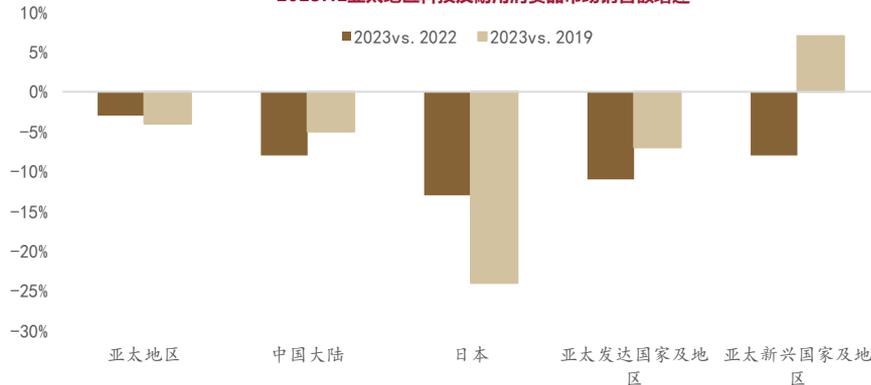
亚太科技及耐用消费品市场销售额增速

— 亚太科技及耐用消费品市场销售额增速



2023H1亚太地区科技及耐用消费品市场销售额增速

■ 2023vs. 2022 ■ 2023vs. 2019



# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.3 亚太的机会：渗透率提升+政策驱动，新兴地区发展潜力大

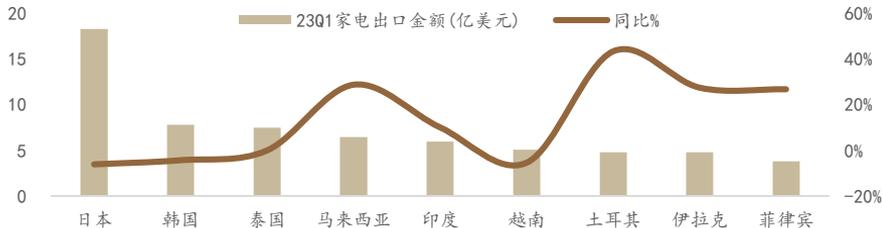


■ 国内出口格局呈现分化，我国对一带一路沿线和RCEP相关市场出口表现亮眼。根据中国机电商会，2022年随着需求减弱，我国家电出口至欧美市场的回落幅度更大，相较而言去年我国对东盟和中东非的出口不降反增。23Q1上述趋势仍在延续，我国对北美家电出口下滑17%，对欧盟家电出口下滑6.3%，对东盟出口增长14.5%，对中东和北非地区出口增长17.9%，对非洲出口增长21.2%，一带一路沿线和RCEP相关市场出口表现亮眼。

■ 中长期来看，渗透率提升+一带一路等政策驱动，亚太新兴市场有望逐步贡献国内家电企业出海增量。印尼、菲律宾、印度等国家仍处在大家电普及阶段，人口基数大、经济发展快，保有量提升空间可观。根据欧睿数据，2023年印尼、菲律宾、印度冰箱渗透率分别为65.0%、45.9%、41.8%，空调渗透率分别为43.1%、14.6%、15.1%，微波炉渗透率分别为2.1%、4.7%、3.5%，目前新兴国家空调、微波炉等改善型家电渗透率较低，未来有较大提升空间。

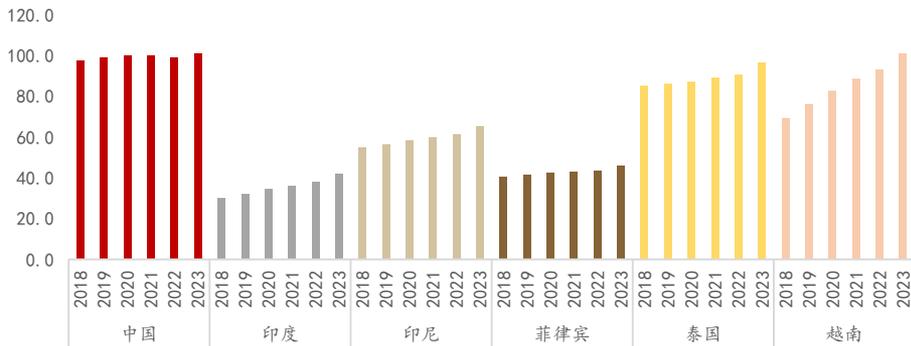
■ 与此同时，随着“一带一路”倡议、RCEP协议落地推进，亚太新兴市场将逐渐成为家电市场的重要增长点，为我国家电出口贡献重要增量。

2023年一季度我国对部分主要亚洲国家出口情况



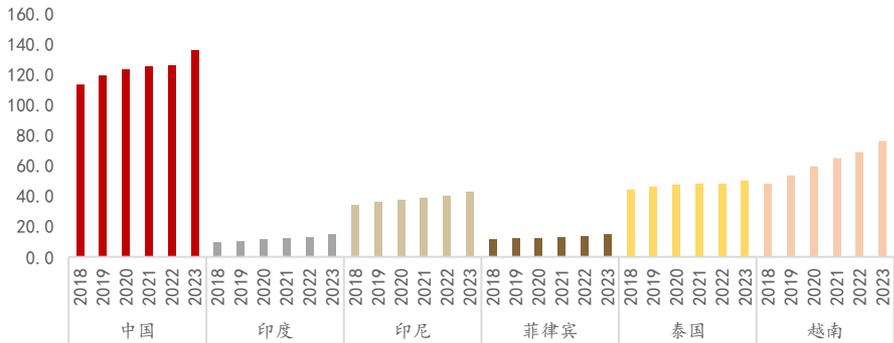
来源：中国机电商会公众号，德邦证券研究所

亚太国家冰箱渗透率 (%)



来源：欧睿，德邦证券研究所

亚太国家空调渗透率 (%)



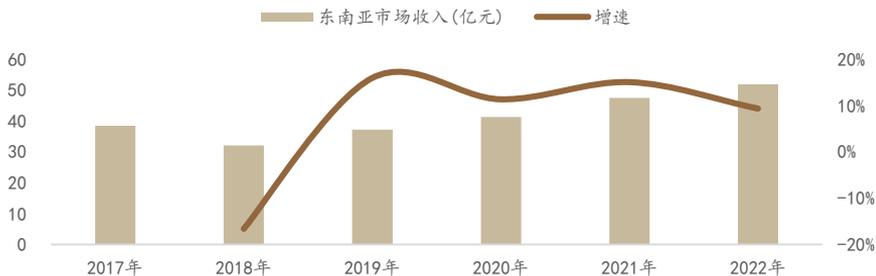
来源：欧睿，德邦证券研究所

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.3 亚太的机会：中国品牌重点布局亚太市场，有望持续贡献增量

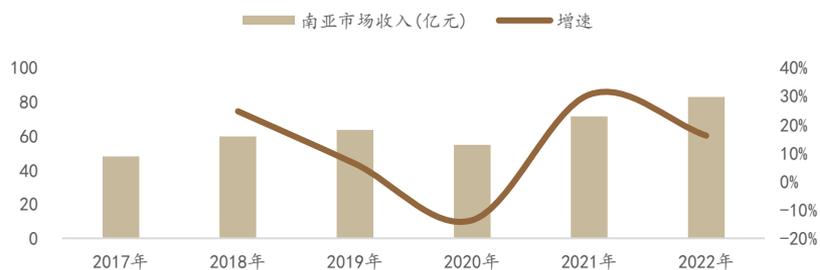
- 中日韩在全球家电市场影响力呈交接态势，上世纪80-90年代日本品牌凭借技术创新主导国际家电市场；2000年左右，韩国开始进入国际市场，定位低端，2000年左右日系衰落，韩国家电品牌崛起；期间中国开始全球化，早期以代工、低端产品为主，15年之后中国品牌开始赶超韩系，并具有明显体量优势。**2020年疫情加速了中国家电品牌全球化进程，中期来看，中国家电品牌有望接棒日韩成为主流。中国家电品牌重点布局亚太市场，未来新兴市场有望成为国内家电企业出口增长的重要来源。**
- **海尔智家**：23H1南亚市场实现收入 59.55 亿元，同比增长 23.5%；东南亚市场实现收入 31.07 亿元，同比增长 6.3%。在东南亚市场积极开拓专业渠道、连锁渠道；在南亚市场加速四五级市场分销网络建设，提升终端市场份额。
- **美的集团**：在东盟市场强化本地供应链优势和加大新产品投入，并针对当地不同国家的市场需求进行多品牌布局；参照北美品牌建设专项模式，在亚太与中东市场从线下终端零售体验、导购团队建设、社交媒体投放及全屋套系产品营销等多维度强化自有品牌影响力。
- **海信视像**：亚太为公司重要新兴成长市场，核心重点渠道效率高速提升。
- **TCL电子**：长期深耕重点国家及地区，2022年TCL智屏菲律宾、土耳其及印尼出货量分别同比增长43.0%、52.3%和62.0%。截至2022年12月31日，TCL智屏出货量市场份额排名在澳大利亚、菲律宾及巴基斯坦位居第一，在缅甸及沙特阿拉伯位居第二，在泰国、越南、阿根廷及摩洛哥位居第四。
- **小熊电器**：2023年海外业务增速较快，过去海外业务以 ODM 代工为主，现在主要是自主品牌出海和跨境电商业务。自主品牌出海主要集中在东南亚，以及欧美地区的华人市场，目前东南亚市场部分国家对小熊品牌已有一定的认知，公司未来会继续加大品牌建设和推广力度。
- **飞科电器**：2023年公司调整海外市场策略，将重点聚焦东南亚、非洲等新兴市场，组建新的海外业务团队，全面布局重点海外市场的渠道建设，实现海外市场新的突破。

海尔智家东南亚市场收入及增速



来源：wind，海尔智家年报，德邦证券研究所

海尔智家南亚市场收入及增速



来源：wind，海尔智家年报，德邦证券研究所

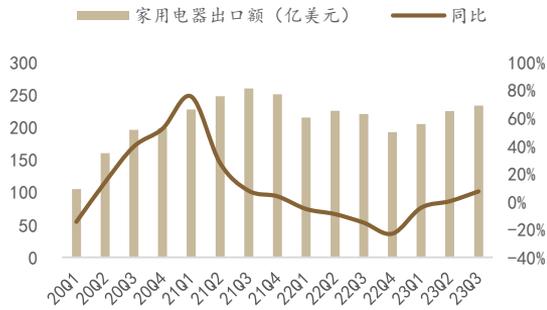
# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.4 代工制造-家电&宠物：明年出口或延续修复态势，呈现前高后稳节奏

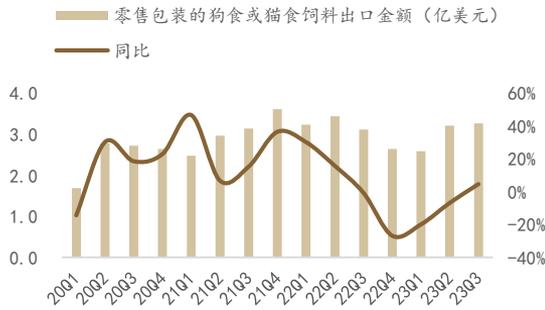
23Q3以来家电与宠物出口恢复，预期明年出口表现或有望恢复常态增长，节奏上或呈现前高后稳的趋势。

- **家电**：海关数据显示23Q1/Q2/Q3家电出口金额同比-4%、+0%、+7%，呈现逐季改善趋势，主要系海外客户去库存进入尾声及去年低基数影响。从月度数据来看，23年8月开始出口恢复较为明显，保持双位数增长，10月亦实现10%的增长。基于去年的低基数预期23Q4家电出口仍有望延续恢复趋势。展望明年：考虑基数效应（23H1：-2%），家电出口或呈现前高后稳节奏。
- **宠物**：海关数据显示23Q1/Q2/Q3宠物食品出口金额同比-20%、-7%、+5%，亦呈现逐季改善。从月度数据来看，我国宠物食品出口从9月（+29%）开始改善明显，10月（+15%）亦延续增长趋势。明年宠食出口亦有望呈现前高后稳的趋势，且年内（23M1-10：-6%）基数较低，明年预期恢复弹性较大。

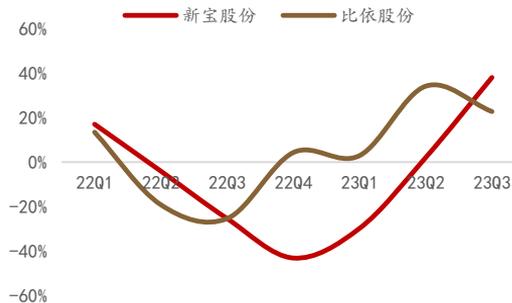
我国家电出口金额及同比



我国宠物食品出口金额及同比

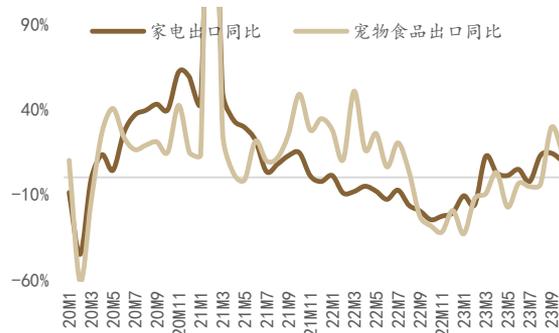


新宝股份及比依股份外销营收同比



备注：新宝股份为外销收入，比依股份为整体营收

我国月度家电及宠物食品出口金额同比增速



来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

# 1 品牌出海：从中国制造到中国品牌

## 1.4 代工制造-纺服：出口筑底回升，制造订单有望逐渐修复

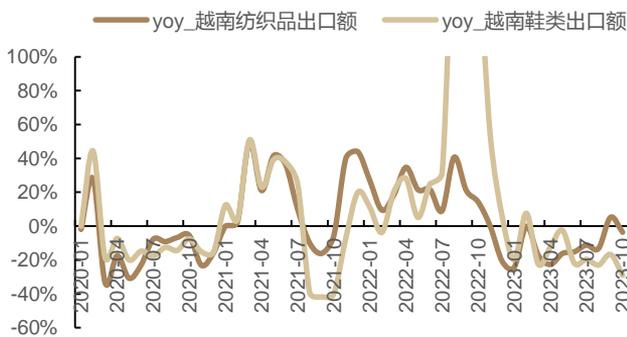
出口数据筑底回升，台资制造龙头单月营收透露积极信号。

- 我国海关数据来看，1~9月中国纺织品/服装出口额同比-10.1%/-8.1%；表现较弱主要系海外品牌为清库存减少下单。变化趋势上，8~10月我国纺织品出口额分别同比-6.4%/-3.6%/-5.8%，较5~7月降幅环比显著收窄，我国服装成衣出口额分别同比-12.5%/-8.9%/10.2%，较5~7月有所好转但仍表现较低落。
- 从越南数据来看，越南1-9月纺织品/鞋类累计出口额同比-13.3%/-15.8%，且从近期趋势上看，纺织品出口情况好于鞋类，8~10月纺织品出口额同比-13.2%/+5.3%/-3.6%，鞋类8~10月同比下滑幅度仍高于15%，有所承压。
- **台资制造龙头单月营收数据有所好转**：从去年底开始，受海外品牌库存积压减少下单影响，中国台湾制造企业单月营收开始走弱，2023年同比延续下滑趋势。进入Q3以后，头部制鞋工厂、Nike重要合作供应商丰泰降幅环比收窄，而Lululemon核心供应商儒鸿更是于10月同比取得正增长，反映海外品牌去库逐渐接近尾声叠加终端信心逐渐修复，带动品牌商下单意愿增强。

中国纺织品、服装出口额同比（%）



越南纺织品、鞋类出口额同比（%）



台资代工企业月营收同比增速（%）

	丰泰		裕元（制造业务）		钰齐		儒鸿	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
1月	9.6%	-15.2%		-25.0%	6.8%	3.6%	21.0%	-42.9%
2月	16.7%	-0.4%	16.8%	-5.9%	53.0%	33.5%	28.6%	-27.8%
3月	21.2%	-22.2%	11.0%	-21.3%	47.3%	0.8%	63.4%	-35.8%
4月	19.6%	-16.3%	14.5%	-25.4%	57.2%	8.1%	111.8%	-31.5%
5月	36.3%	-18.1%	16.9%	-10.8%	61.9%	-15.0%	66.9%	-24.7%
6月	22.5%	-13.7%	18.7%	-24.2%	108.8%	-51.9%	68.1%	-33.9%
7月	44.7%	-8.4%	59.4%	-23.9%	79.4%	-18.0%	26.8%	-26.0%
8月	154.7%	-2.6%	106.3%	-19.8%	77.2%	-63.3%	24.7%	-30.9%
9月	163.0%	-21.7%	95.3%	-28.7%	67.7%	-65.7%	-21.6%	-17.8%
10月	83.9%	-6.0%	61.8%	-17.3%	59.1%	-40.1%	-19.0%	26.7%
11月	4.2%		6.1%		58.1%		25.5%	
12月	0.7%		-13.5%		55.6%		13.1%	

# 02

## 内需向何方：浅析性价比及 高端消费

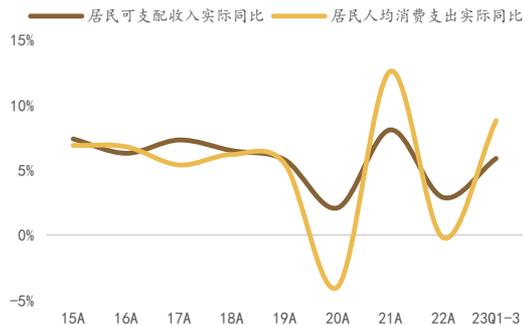
我们认为23年疫后的内需修复未及预期或主要系消费信心指数低迷，从趋势来看年内对不确定性增强下消费者决策更加谨慎，性价比趋势凸显，而高端消费受到一定抑制影响。预期随着明年经济平稳发展消费信心指数有望修复、推动内需表现提振，趋势上建议关注性价比消费趋势延续+大众消费的修复弹性。

# 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

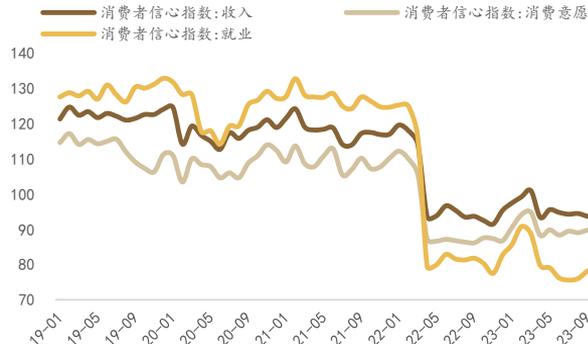
## 2.1 宏观：消费信心指数低迷推高居民储蓄

■ 年内消费信心指数未明显修复，或拖累内需恢复节奏。23年以来我国居民消费支出呈现恢复趋势，23Q1/Q2/Q3人均消费支出分别+4%、+12%、+11%，已有恢复趋势。但具体来看影响消费支出的因素，今年以来内销的相对平淡并非完全来自收入影响（23年前三季度人均可支配收入仍保持增长态势，23Q1-Q3：+5.9%，且较22年有所提振），居民储蓄从22年以来大幅提升，说明消费修复缓慢并非完全因为收入下降，很大程度上是因为信心不足。随着经济平稳发展，消费信心有望逐步修复，推动消费支出继续恢复向好。

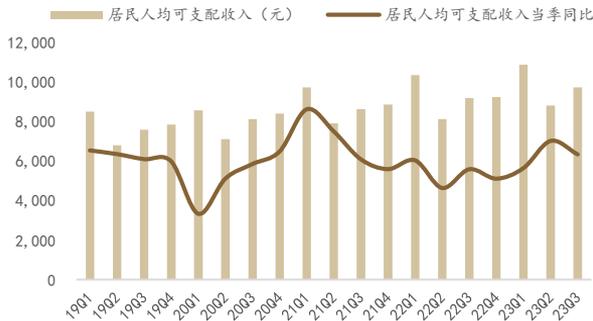
### 2015-2023前三季度居民可支配收入与消费支出同比



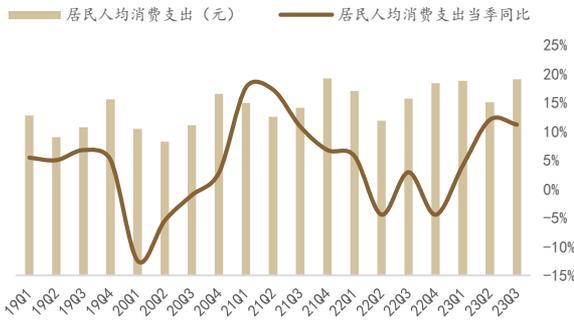
### 2019M1-2023M9消费者信心指数走势



### 我国居民人均可支配收入及同比（季度）

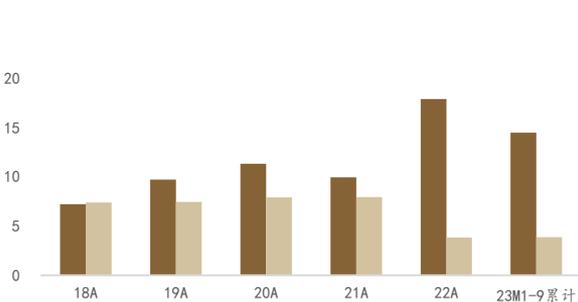


### 我国居民人均消费支出及同比（季度）



### 23M1-9我国居民新增储蓄金额明显高于新增贷款额

■ 新增人民币存款居民户当年值（万亿元）

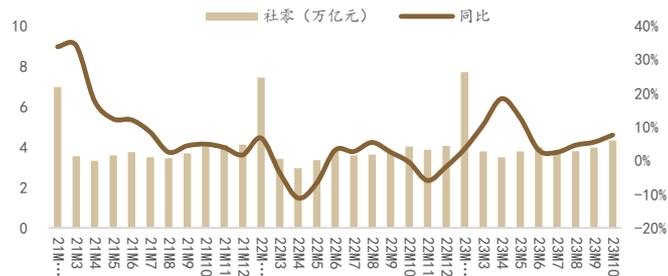


# 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

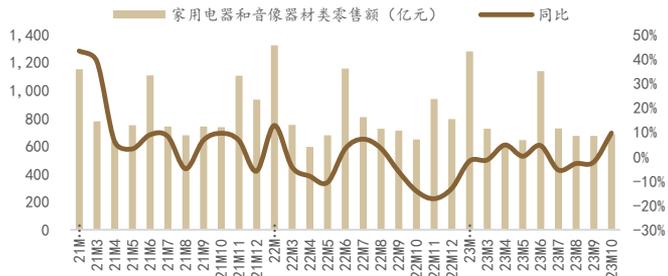
## 2.1 宏观：疫后出行类消费先行回暖，家电类滞后静待后续修复

■ 疫后消费稳步修复，出行类率先修复，居家类有所滞后。23年前三季度整体社零总额为34.2万亿元，同比+6.8%，7-10月社零增速呈逐月改善趋势。具体来看，消费情绪低迷下必选类表现优于可选类，另外疫后出行类需求迎来明显释放，其中体育娱乐品类恢复最为明显，而家电、家居等消费需求则有所滞后表现较为平淡。从可选主要品类来看，家电类社零修复弱于整体，23M1-10仅是19年同期水平的98%；服装类或受性价比趋势影响表现亦弱于社零整体，23M1-10仅修复至19年同期的106%。

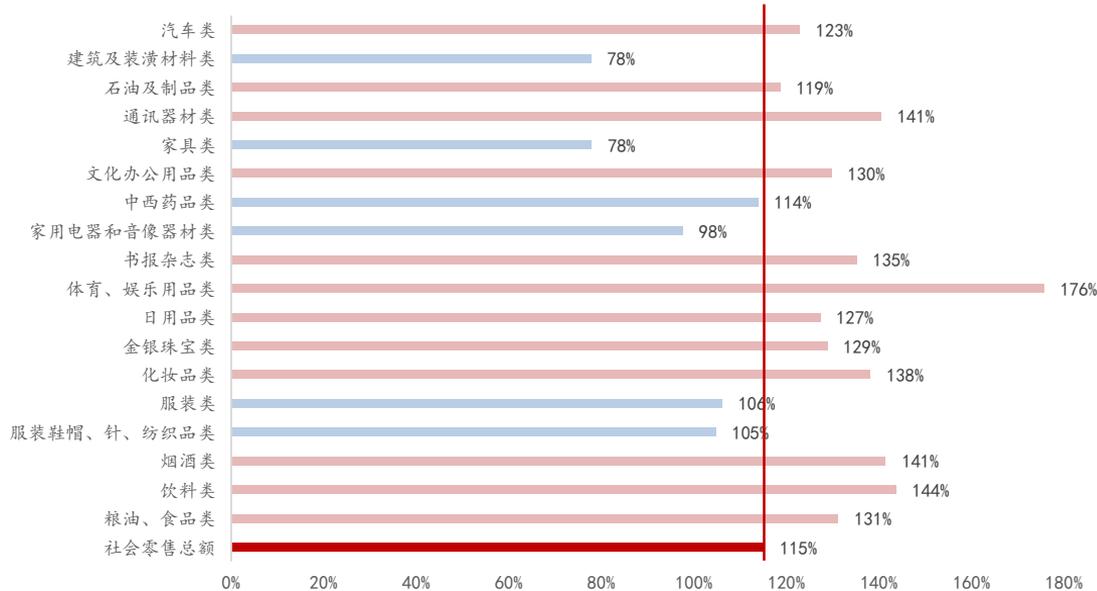
### 社会消费品零售总额当月值及同比增速



### 家电类社零当月值及同比增速



### 23M1-10家电类社会零售额尚未恢复至19年同期水平



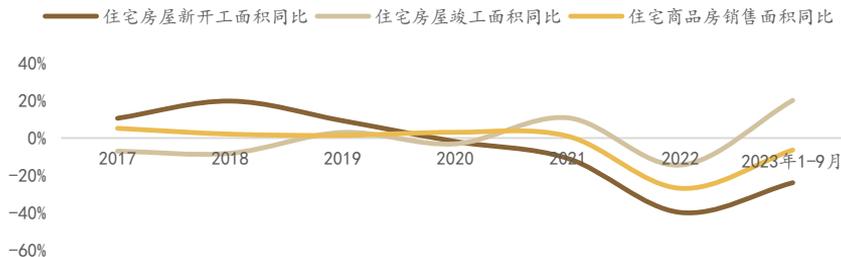
来源：wind，德邦证券研究所

# 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

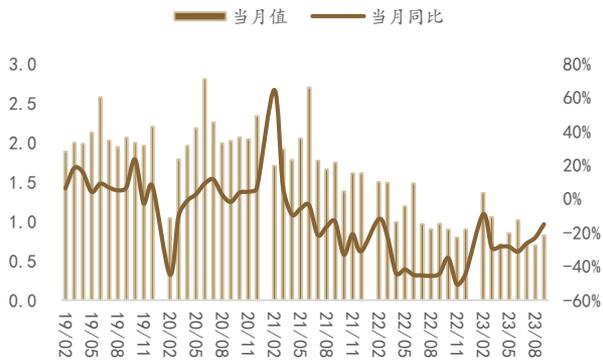
## 2.1 宏观：地产竣工提振明显，销售面积仍显低迷

- 政策驱动地产有望稳健修复。**保交楼政策下23Q3竣工数据延续改善趋势，9月新开工、销售数据降幅收窄。23年1-9月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-24%、+20%和-7.5%。23Q3房地产新开工、竣工和商品房销售面积分别同比-25%、+19%和-16%，9月新开工、销售面积降幅明显收窄，政策驱动下地产数据有望逐步回暖。
- 竣工对家电销售影响更为直接，**一般对家电工程端拉动较为迅速，对零售端的拉动预计存在2~3季度延迟，今年2月以来竣工数据持续回暖，由地产竣工拉动的家电销售增长后续有望逐步显现。

1-9月竣工数据明显改善



房屋新开工面积当月值 (亿平方米) 及同比增速



房屋竣工面积当月值 (亿平方米) 及同比增速



商品房销售面积当月值 (亿平方米) 及同比增速



来源：wind，德邦证券研究所

# 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

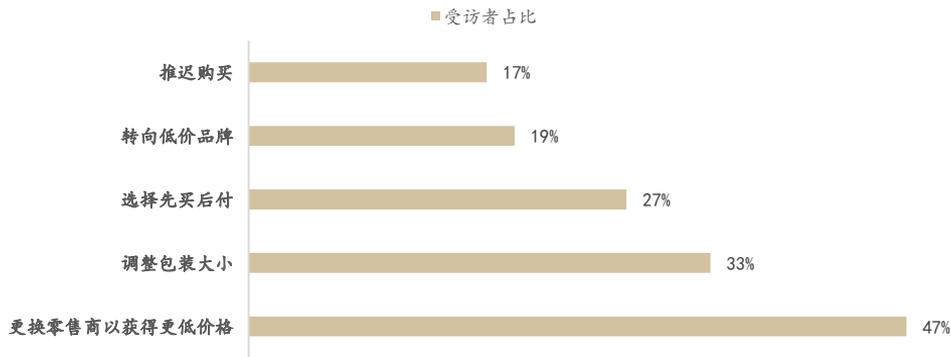
## 2.2 方向一-性价比：消费者决策更加明智，性价比趋势显现

- 消费信心指数低迷下，性价比消费凸显优势。** 消费者信心指数低迷之下居民对未来存在较强不确定性的担忧，从而消费的选择与决策趋于谨慎。麦肯锡在《2023麦肯锡中国消费者报告》提出消费者的选择更加明智，倾向转向价格更具竞争力的渠道且积极寻求折扣和促销；在23年7月的《中国消费洞察：乐观中或更需谨慎》报告里显示受访的中国消费者中有19%选择直接转向低价品牌。另外国内五一与十一两大黄金周出游单人消费金额亦有所降低，文化和旅游部数据中心测算23年五一假期期间全国国内旅游人次恢复至19年同期的119%，旅游收入恢复至19年同期的101%，中秋节国庆节假期国内旅游出游人数恢复至19年同期的104%，旅游收入恢复至19年同期的101.5%。另外今年名创优品、拼多多、抖音等平台性价比平替崛起亦体现消费者的决策更加谨慎。
- 性价比消费是消费者的选择决策更加理性，并非简单的追求低价、消费降级，在性价比趋势的同时消费者并未放弃对产品品质的追求；即便未来消费信心迎来逐步修复，预期性价比的消费并不会被放弃，结合四五六线城市消费潜力释放，预计定位性价比的品牌/公司中有望出现持续增长的潜力投资标的。**

21Q1-23Q3名创优品及拼多多营收同比



中国消费者的降级选项

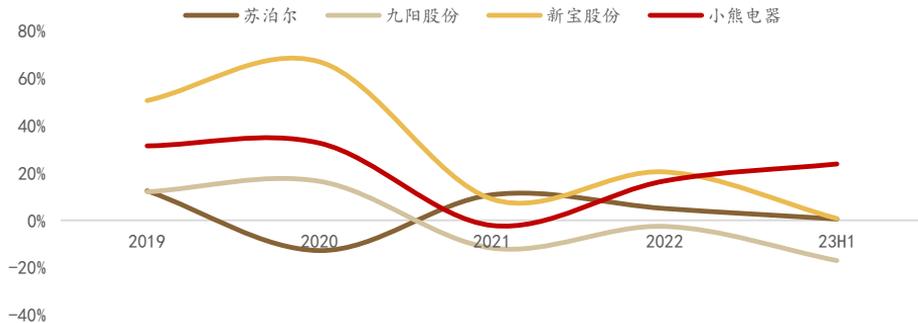


# 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

## 2.2 方向一-性价比：小熊电器契合性价比趋势

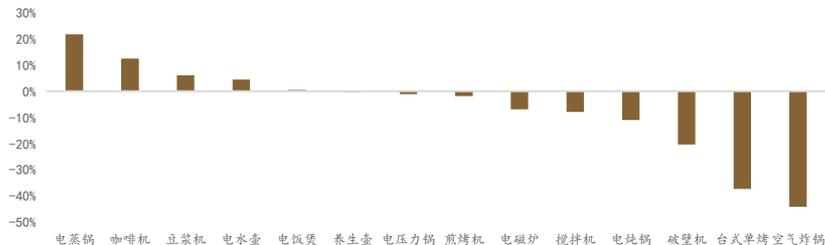
■ 性价比消费之下有望孵化出契合定位、运营能力突出的龙头公司。对家电领域而言：小熊电器年轻化+高性价比的定位贴合性价比消费趋势，看好后续长远发展。小家电具备较强的可选消费属性，不同品类景气度趋势波动大，且竞争愈发激烈，小熊电器性价比定位较为契合时下消费趋势，且全品类布局+面对消费者需求快速变化具有快速响应的能力，23H1内销营收增速表现明显优于其他主要可比小家电。基于时下的低水平消费信心指数，叠加日益激烈的竞争环境，预期线上运营能力突出+性价比定位的小熊电器有望受益，长远发展可期。

2019-23H1小家电主要公司内销营收同比增速



23M1-9厨房小家电全渠道主要品类销售额同比

■ 23M1-9全渠道（含抖音）零售额同比



小熊电器品类覆盖完善

### 厨房电器



### 生活&个护



### 净水&厨具



来源：wind，奥维云网，小熊电器京东旗舰店，各公司公告，德邦证券研究所

## 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

### 2.3 方向二-高端：奢侈品Q3业绩放缓，中国人出境消费趋势变化

全球来看，四大奢侈品品牌上半年增速已有明显放缓，而三季度增速进一步下滑，23Q3 爱马仕/Prada/LVMH/开云集团全球增速分别为15.6%/10.3%/9%/-9%（以固定汇率计），均为20Q4以来新低。亚太地区（除日本）来看，爱马仕/Prada/LVMH/开云23Q3同比增速分别为10.2%/13.5%/11%/1%（以固定汇率计），其中3家亚太区表现仍好于全球整体。过去20年全球奢侈品增长一定程度上依赖于“中产阶级”以及出境的中国消费者，2023年中国出境放开后奢侈品消费并未如期回流，主要系中国消费者出境目的地地发生结构性变化，更愿意为生态观光、健康疗养、户外冒险等消费，而非打卡游和免税店消费。这一系列的改变导致奢侈品整体业绩有所承压，高端消费短期面临一定的压力。

- **开云集团**：23Q3集团销售额同比-9%（固定汇率，下同），23H1整体销售额同比+2%。分地区，亚太（除日本）/日本/西欧/北美 23Q3分别同比+1%/+28%/-10%/-21%。
- **爱马仕**：23Q3整体销售额同比增长15.6%（固定汇率计）；尽管三季度增速有所下滑（H1+25%），但爱马仕表现仍优于其他奢侈品品牌。分地区，亚太（除日本）/欧洲/美洲Q3分别同比+10.2%/+18%/+20%，亚太增速较低主要系高基数。
- **LVMH**：23Q3集团销售额同增+9%（固定汇率），较H1有所放缓（H1同增17%）。分地区，亚太（除日本）/欧洲/美国分别同比+11%/+7%/+2%。
- **Prada**：23Q3 Prada集团整体销售额同增10.3%，其中亚太（除日本）/欧洲/美洲分别同增42%/6.4%/-1.8%。

奢侈品品牌分季度营收增速（%）

公司名称	交易货币	年报截止日期	分季度营收增速（%）										
			21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
LVMH	EUR	12月31日	32%	89%	30%	40%	29%	27%	27%	13%	17%	13%	1%
Hermes	EUR	12月31日	38%	119%	31%	13%	33%	26%	32%	26%	22%	22%	7%
Kering	EUR	12月31日	21%	91%	13%	35%	27%	20%	23%	-2%	2%	2%	-13%
Prada	HKD	12月31日	60%		26%		27%		23%		17%		10%
moncler	EUR	12月31日	18%	175%	54%	29%	61%	28%	15%	20%	23%	25%	5%
FERRAGAMO	EUR	12月31日	10%	97%	17%	21%	23%	22%	11%	-5%	-6%	-4%	-15%
Tapestry	USD	7月2日	-14%	-7%	19%	126%	26.34%	27%	13%	1%	2%	-5%	5%
Capri	USD	4月2日	-66%	-23%	-17%	0%	178%	17%	24%	25%	9%	9%	-6%

大中华区/亚洲整体 分季度营收增速（%）

公司名称	交易货币	年报截止日期	大中华区/亚洲整体 分季度营收增速（%）										
			21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
LVMH	EUR	12月31日	86%	54%	12%	3%	20%	-8%	6%	-6%	14%	34%	11%
Hermes	EUR	12月31日	74%	88%	23%	11%	19%	12%	32%	25%	23%	32%	12%
Kering	EUR	12月31日	83%	53%	1%	18%	0%	-15%	7%	-19%	10%	22%	1%
Prada	HKD	12月31日	35%		25%		-7%		4%		25%		21%

## 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

### 2.3 方向二-高端：高端服饰关注消费力恢复与品牌力兑现

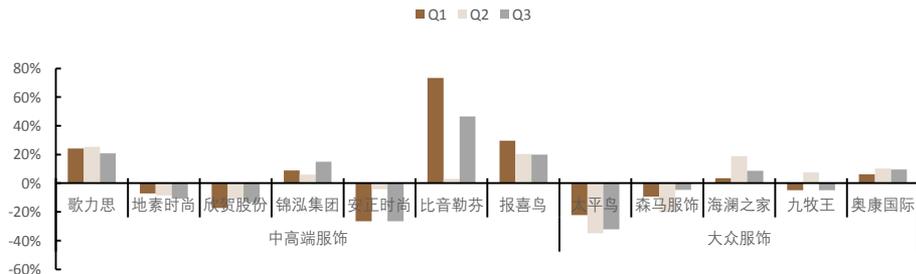
高端服饰中男装亮眼、女装分化；展望24年，仍需密切关注宏观消费趋势变化下高端品牌在渠道、产品方面的调整。

- 中高端服饰品牌中，男装表现好于女装：今年男装增长强劲，其中比音勒芬、报喜鸟2023年Q1~3营收增速分别为33%/20%/22%、11%/41%/15%；女装表现分化，歌力思今年延续较为积极的开店政策，叠加线下场景恢复带动流水增长，23年Q1~3收入分别同增6%/30%/21%；其他高端女装品牌如地素时尚、欣贺股份、锦泓集团均在22年Q2低基数效应下取得较高同比增长，但进入Q3以后受宏观消费环境低迷影响下，增长有所承压。
- 与2021年同期相比，中高端品牌表现比大众服饰整体更好。具体来看，中高端男装比音勒芬、报喜鸟单季度营收较21年同期基本取得双位数增长；而中高端女装中歌力思、锦泓集团较21年同期基本亦取得较优异的表现，欣贺股份、地素时尚尚未回到21年同期水平。大众服饰普遍尚未回到21年同期水平。
- 展望2024年，高端服饰消费在宏观经济形势不明朗背景下依然具有一些不确定性（Q3部分高端品牌营收增速环比显著放缓甚至转负），需要密切关注在该消费背景下，品牌在产品、渠道方面的调整，以及对应的流水变化。

中高端、大众品牌服饰分季度营收增速对比（%）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
YOY											
品牌服饰_中高端服饰											
歌力思	30.6%	39.5%	7.7%	12.1%	17.2%	-3.7%	0.2%	-5.9%	6.0%	30.2%	20.6%
地素时尚	61.1%	20.3%	3.6%	-6.1%	-9.1%	-27.6%	-7.8%	-22.1%	2.3%	26.5%	-3.3%
欣贺股份	32.7%	38.3%	1.6%	-2.0%	-7.4%	-21.6%	-11.7%	-26.2%	-10.5%	13.5%	-1.6%
锦泓集团	78.0%	68.8%	29.4%	-2.8%	0.7%	-13.9%	0.5%	-20.8%	8.1%	23.2%	14.5%
安正时尚	44.2%	4.5%	-24.3%	-40.2%	-29.9%	-34.4%	-4.0%	-34.0%	4.8%	46.2%	-23.4%
比音勒芬	48.5%	23.6%	11.7%	3.0%	30.2%	-14.3%	20.1%	-12.2%	33.1%	20.3%	22.0%
报喜鸟	53.6%	35.1%	12.5%	-3.2%	15.3%	-14.5%	4.5%	-13.8%	11.5%	40.8%	14.8%
品牌服饰_大众服饰											
太平鸟	93.1%	27.8%	3.9%	-9.2%	-7.7%	-26.1%	-15.4%	-32.3%	-15.8%	-11.9%	-20.0%
森马服饰	20.9%	7.0%	-5.7%	-6.2%	0.0%	-27.3%	-5.8%	-18.7%	-9.3%	9.7%	1.1%
海澜之家	42.8%	9.1%	9.4%	-2.4%	5.1%	-7.2%	3.4%	-19.0%	9.0%	28.2%	5.1%
九牧王	40.0%	7.8%	21.5%	-3.6%	-5.6%	-10.9%	-14.4%	-23.8%	0.8%	20.6%	11.0%
奥康国际	92.2%	21.3%	9.6%	-30.5%	-9.0%	2.8%	3.4%	-20.7%	16.7%	7.2%	6.0%

中高端、大众服饰23年分季度较21年增速（%）

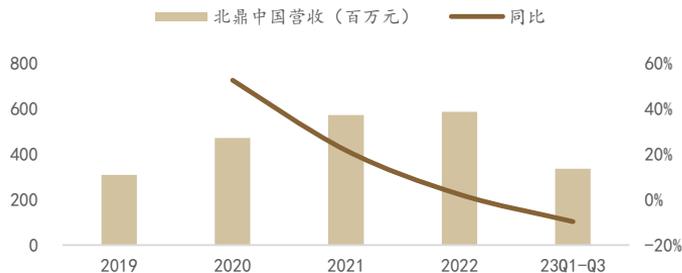


## 2 内需向何方：浅析性价比及高端消费

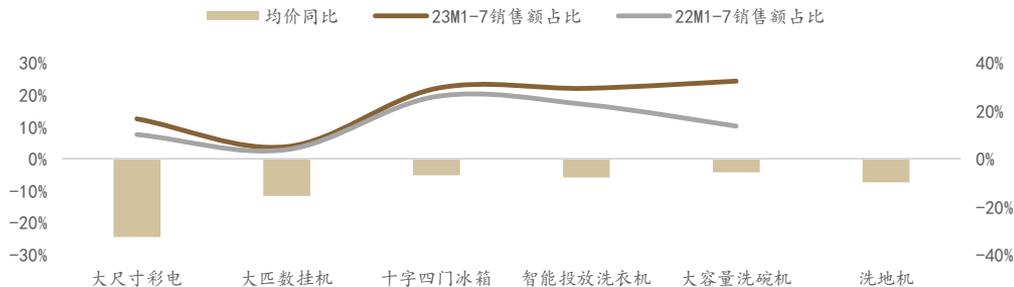
### 2.3 方向二-高端：家电品质生活结构升级趋势延续，静待高端消费提振

- **产品结构升级+高端价格下探，家电整体均价仍保持小幅提升。**消费信心指数低迷但消费者仍对品质生活有所追求，产品结构的升级仍为主调，GFK数据显示23M1-7大尺寸彩电、大匹数挂机、十字四门冰箱、智能投放洗衣机、大容量洗碗机占品类的销售额份额分别为17%、5%、29%、29%和32%，同比分别+7pct、+1pct、+3pct、+7pct和+19pct。但受内需环境影响及技术成熟降本，高端产品的均价同比有所下调，其中大尺寸彩电均价下滑25%。产品结构升级+高端价格下探双重影响，大家电整体均价略有提升。
- **高端消费有所抑制，静待后续修复。**年内高端定位的卡萨帝、北鼎等品牌表现平淡，其中小家电可选属性较强高端消费压制更为明显，23Q1-Q3北鼎品牌中国地区营收同比下滑10%。随着明年经济有望平稳发展，消费信心有望提振，品质生活预计仍将备受青睐，高端消费有望迎来修复。

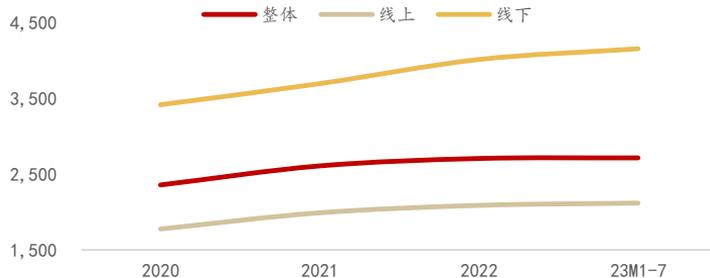
北鼎品牌中国地区营收及同比



23M1-7线上主要家电品类高端价位销售额占比同比变动



中国家电市场大家电线上线下均价 (元)



# 03

## 回归生活本质，快乐经济

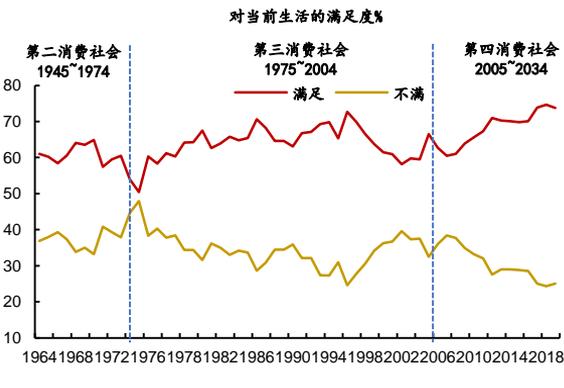
我们认为，第三消费时代下消费者对基础消费品的需求或已得到满足，而面对经济增速放缓，更愿意回归生活本质，注重情绪价值，在健康、独居、提升自我价值与个性彰显等方面消费意愿增强。在当前我国基础消费品渗透率已较高的情况下，可以更加关注能够为消费者提供更高生活品质与情绪价值的品类/赛道。

# 3 回归生活本质，快乐经济

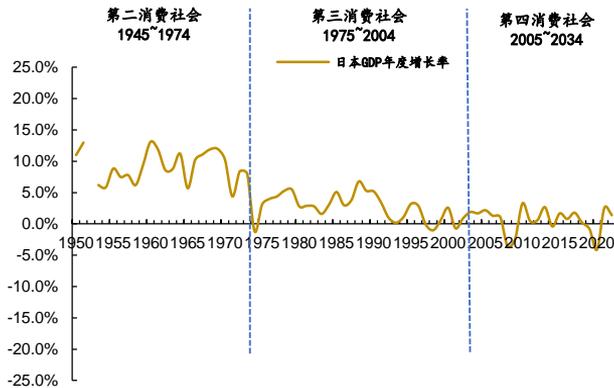
## 3.1 对标日本，期待拐点

- 我们在《中国的第三消费时代——重读与解构<第四消费时代>》报告中对中国与日本消费社会进行了详细对比，并将中国的消费社会根据多重指标量化划分阶段，并且认为中国当前处于第三消费社会。
- **第三消费社会的底层逻辑**：第二消费社会是经济快速增长的阶段，大众消费品经历从0到1的过程，空冰洗等基础消费品均经历从0到100的每百户保有量快速提升。而在第三消费社会，消费者的基础消费已得到满足，经济增速逐渐放缓，大众开始放慢脚步，回归关注生活的本质，注重自我取悦，并且面对经济增速放缓初期带来的工作与生活压力，需要通过消费缓解压力、提供情绪价值，并且第三消费社会的主流消费者，成长过程中具备相对充足的物质条件，从而开始关注产品的颜值与品质。因此在第三消费社会，能够满足情绪需求，令人愉悦、降低压力的消费品赛道具有较高的景气度，比如改善生活的小家电、促进分泌多巴胺的运动健身、提供陪伴的宠物、改善生活品质的智能家居等等。

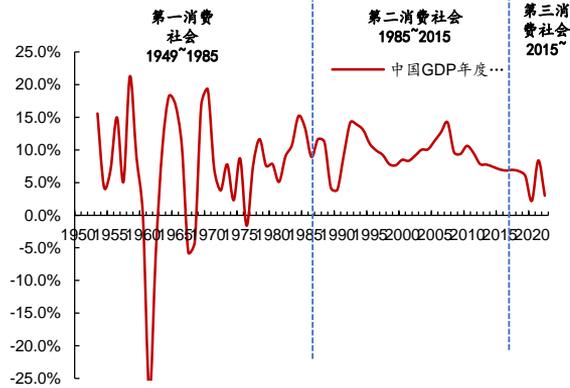
日本居民在第三消费社会初期的不满情绪达到顶峰



日本正处于第四消费时代



中国正处于第三消费时代



# 3 回归生活本质，快乐经济

## 3.2.1 运动：小众细分运动突围，户外景气上行

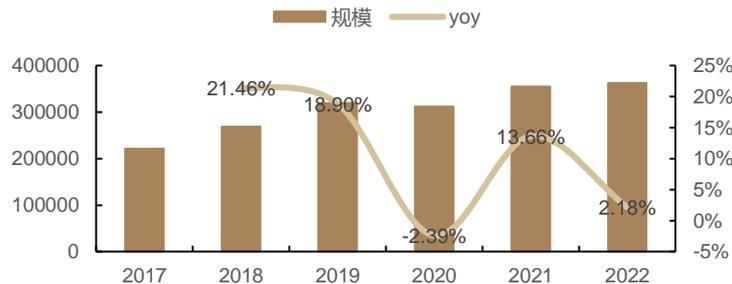
政策+疫情催化下大众对身体健康更为重视，该趋势与第三消费时代前半阶段规律相契合。经历疫情三年，我们看到更加小众、聚焦的运动方式逐渐从中突围，受关注度日益上升。与此同时，运动龙头品牌亦将户外作为重要战略布局方向。

- **小众细分赛道、功能性龙头表现优异：**据任拓咨询统计，运动服饰呈现越来越细分，且功能性和场景化趋势越发明显的特点，而其中户外品类在23年2月统计中增速为运动各类目分类Top1，达到53.3%。例如安踏体育旗下的迪桑特、可隆在户外运动、越野跑、滑雪、铁人三项以及高尔夫等领域表现优异，今年普遍表现出快于同业的流水增长。
- **国内运动龙头各有看点，长期增长趋势明确：**1) 安踏体育，预计主品牌在新总裁上任后将在产品、渠道方面有所变革，坚定“大众为基，品牌向上”的发展战略，保持双位数增长；FILA预计继续发力高尔夫、网球等小众赛道；迪桑特、可隆等高端小众运动品牌预计继续夯实品牌优势，年复合增长高于20%。2) 特步国际：推动库存周转回归健康水平的同时，继续提升跑鞋矩阵知名度。

运动品牌分季度流水增速（%）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
安踏	10-20%高段	中单位数下滑	中单位数增长	高单位数下跌	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长
FILA	中单位数增长	高单位数下滑	10%-20%低段增长	下滑10%-20%低段	高单位数增长	10%-20%高段增长	10-20%低段增长
迪桑特+可隆	40-45%增长	20-25%增长	40-45%增长	10-20%低段增长	75%-80%增长	70-75%增长	45-50%增长
李宁成人	20%-30%高段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%高段下降	中单位数增长	10-20%中段增长	中单位数增长
特步	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数同比下跌	约20%增长	高双位数增长	高双位数增长
361度成人线下	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	持平	低双位数增长	低双位数增长	15%增长

我国运动服饰行业规模及增速（百万元，%）



我国Top10运动品牌市场份额及每年变动情况（%）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nike	18.2%	18.7%	18.8%	20.1%	18.1%	17.0%
adidas	18.3%	19.2%	18.8%	16.6%	15.0%	11.2%
Anta	8.4%	9.0%	9.1%	8.6%	9.8%	11.0%
Li-Ning	6.2%	6.0%	6.5%	6.8%	9.3%	10.4%
Fila	2.5%	3.7%	5.4%	6.5%	7.3%	7.5%
Xtep	4.5%	4.7%	4.8%	4.6%	5.0%	6.3%
Skechers	3.9%	4.9%	5.3%	5.9%	6.6%	6.0%
Jordan	2.9%	3.0%	3.9%	4.5%	4.3%	4.4%
361度	3.8%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	3.1%
NB	3.0%	2.2%	1.8%	1.6%	1.5%	1.7%

	2018	2019	2020	2021	2022
Nike	0.5%	0.1%	1.3%	-2.0%	-1.1%
adidas	0.9%	-0.4%	-2.2%	-1.6%	-3.8%
Anta	0.6%	0.1%	-0.5%	1.2%	1.2%
Li-Ning	-0.2%	0.5%	0.3%	2.5%	1.1%
Fila	1.2%	1.7%	1.1%	0.8%	0.2%
Xtep	0.2%	0.1%	-0.2%	0.4%	1.3%
Skechers	1.0%	0.4%	0.6%	0.7%	-0.6%
Jordan	0.1%	0.9%	0.6%	-0.2%	0.1%
361度	-0.7%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.4%
NB	-0.8%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.2%

# 3 回归生活本质，快乐经济

## 3.2.1 运动：Keep—适配上班族的健身解决方案

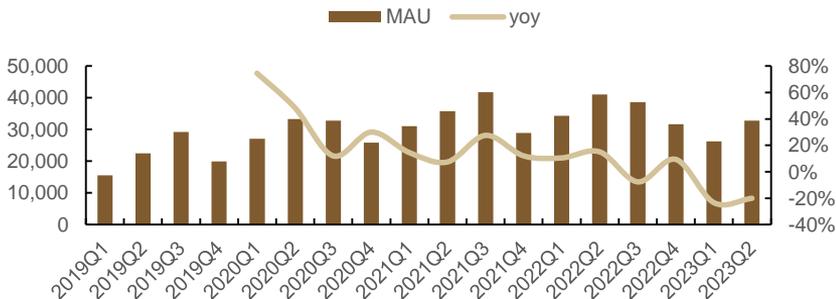
Keep为最大的运动社交平台，其商业模式通过线上健身内容引流获客、通过智能健身设备与配套健身产品销售变现，并进一步强化用户粘性，从而形成闭环。据Keep 2020年1月发布的《国民运动生活大赏》，Keepers平均每周锻炼4.64次、锻炼时间20mins；其中使用频率最高的Top5城市为北京、上海、广州、成都、深圳，20:00~21:00为使用高峰期。根据画像，高线城市年轻群体为核心用户群体，Keep针对这部分用户画像深度挖掘解决痛点，完善适合上班族的专业健身解决方案。

- **内容-互联网逻辑：解决“不想动”的痛点和更专业的需求。** 借风互联网运动红利，Keep于2015年上线第一版App，并通过健身博主深度合作、AI赋能等方式加强内容的深度、广度，打造优质内容生态，巩固用户习惯；截至目前MAU已超过2600w。为提高内容变现能力，公司推出直播课等会员权益课程，并探索虚拟赛事、线下Keepland等。
- **产品-消费品逻辑：从内容流量到消费品的转化。** Keep的消费品业务包括智能健身设备和配套产品。公司通过内容搭建的流量生态作为获客渠道和品牌营销基石，并夯实自身研发实力，推出跑步机、动感单车、手环等拳头智能设备；配套产品方面将瑜伽垫、哑铃、健身手套等大众产品做到品质化，叠加品牌效应赋能完成销售转化，2022年Keep瑜伽垫份额达到18.3%，位居国内第一。

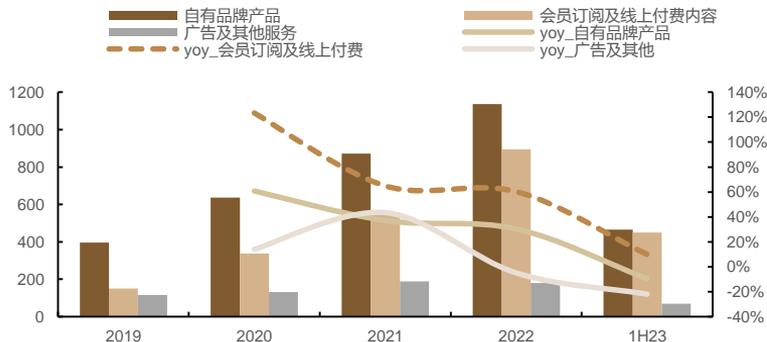
Keep商业模式(%)



Keep的MAU保持增长(千人, %)



各业务收入及增速(百万元, %)



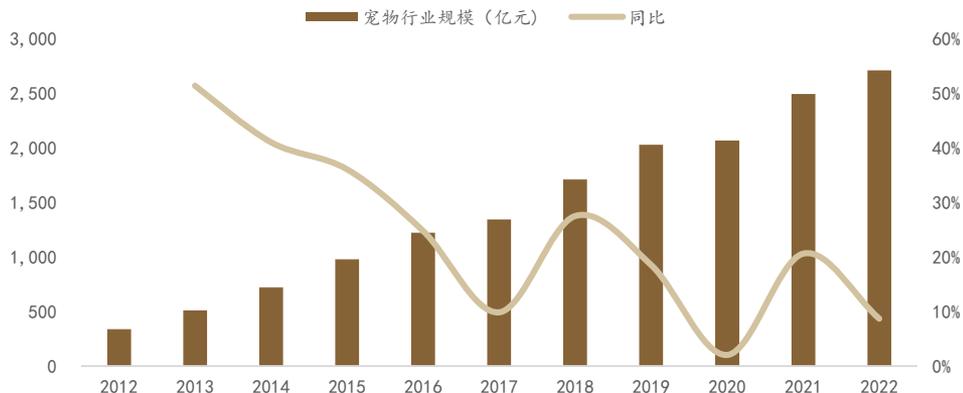
来源：Keep招股说明书，Keep公司公告，德邦证券研究所

# 3 回归生活本质，快乐经济

## 3.2.2 宠物食品：长坡厚雪、国产替代，国内品牌表现靓丽

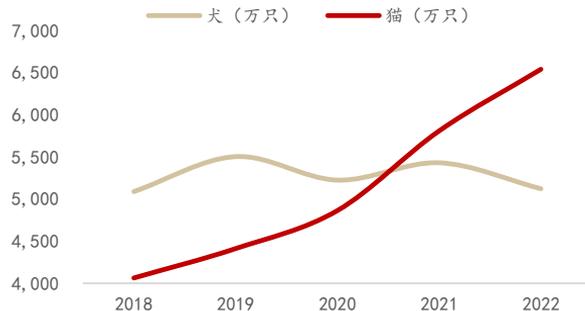
■ **契合第三消费时代需求，宠物食品赛道长坡厚雪。**近年来宠物角色定位已升级至家人或者朋友，可以较好满足消费者的“陪伴”等精神需求，符合第三消费时代的消费逻辑，且赛道属性长坡厚雪、成长空间充足。2012年-2022年我国城镇宠物消费市场以23%的复合增速扩张至2706亿元。从宠物结构来看，犬猫是目前我国最主要的宠物类型，21年我国城镇宠物猫数量5806万只（+19%），首次超过宠物犬（5429万只，同比+4%）成为饲养最多的宠物，主要系养猫人群持续扩张（21A：3225万人，+19%），缩小与养犬人数（21A：3619万人，+1%）的差距。

2012-2021年我国城镇宠物（犬猫）消费市场复合增长25%

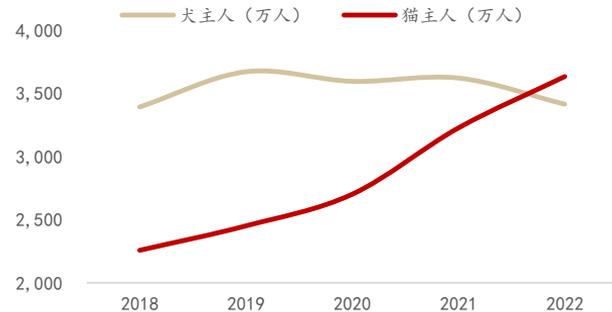


来源：中国宠物行业白皮书，德邦证券研究所

2022年我国城镇犬猫数量超1.16亿只



我国城镇猫主人数量快速扩张已超过犬主人数量



# 3 回归生活本质，快乐经济

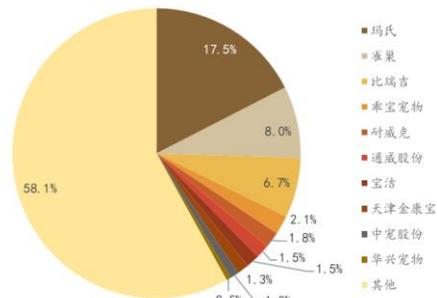
## 3.2.2 宠物食品：长坡厚雪、国产替代，国内品牌表现靓丽

■ **国产崛起，线上大促排名跻身前列。** 受益于供给端优化升级和需求端消费者认知提升，宠物食品呈现出明显的国产替代趋势。近年来宠物食品国产品牌知名度与认可度明显提升，在近三年的线上电商大促中表现良好，23年双十一大促中天猫平台和京东平台的宠物品牌榜单中国产品牌分别占有7个和4个席位，其中麦富迪延续优势地位，稳居榜单前二，另网易严选、伯纳天纯等国产品牌亦跻身前列。

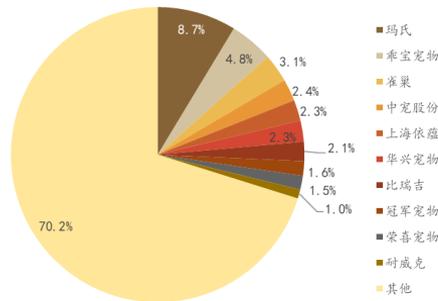
排名	天猫						京东					
	21年618	21年双11	22年618	22年双11	23年618	23年双11	21年618	21年双11	22年618	22年双11	23年618	23年双11
1	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家
2	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	网易严选	麦富迪
3	渴望	渴望	渴望	渴望	网易严选	蓝氏	爱肯拿	渴望	渴望	网易严选	麦富迪	网易严选
4	爱肯拿	爱肯拿	卫仕	网易严选	渴望	网易严选	宝路	伯纳天纯	伯纳天纯	爱肯拿	伯纳天纯	渴望
5	卫仕	卫仕	网易严选	卫仕	鲜朗	诚实一口	冠能	卫仕	卫仕	伯纳天纯	渴望	伯纳天纯
6	凯锐思	PIDAN	ZIWI	爱肯拿	诚实一口	鲜朗	伯纳天纯	爱肯拿	冠能	渴望	冠能	爱肯拿
7	疯狂的小狗	凯锐思	凯锐思	PIDAN	爱肯拿	Instinct	福来恩	冠能	网易严选	卫仕	卫仕	PIDAN
8	福来恩	ZIWI	PIDAN	Instinct	Instinct	渴望	卫仕	耐威克	PIDAN	素力高	爱肯拿	素力高
9	PIDAN	网易严选	江小傲	ZIWI	蓝氏	伯纳天纯	洁客	比瑞吉	素力高	PIDAN	素力高	冠能
10	耐威克	耐威克	爱肯拿	阿飞和巴弟	卫仕	卫仕	里兜	福来恩	福来恩	冠能	ZIWI	Instinct

来源：欧睿，天猫战报，京东战报，德邦证券研究所

2013年我国宠物（犬猫）食品销售额前十公司



2022年我国宠物（犬猫）食品销售额前十公司



# 3 回归生活本质，快乐经济

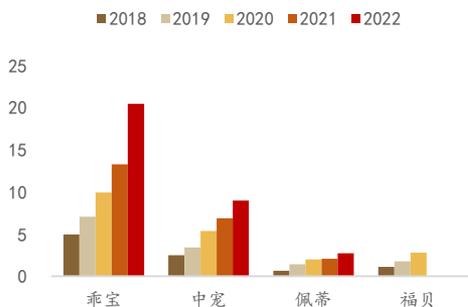
## 3.2.2 宠物食品：长坡厚雪、国产替代，国内品牌表现靓丽

■ 国产替代趋势延续，麦富迪引领国内宠物食品品牌表现靓丽。年内宠物食品消费依旧保持亮眼表现，中宠股份23H1境内营收同比增长30%，佩蒂股份23H1国内收入1.26亿元（+15%），其中自主品牌表现更为靓丽（同比+63%）。双十一期间国产宠物食品品牌亦延续较好增长，其中乖宝宠物旗下麦富迪品牌及弗列加特品牌全网销售额突破3.6亿元，同比增长28%以上，佩蒂旗下爵宴品牌销售额突破2500万元，同比增长67%。受益于自主品牌的靓丽表现，主要宠物食品企业经营表现均较为靓丽，23Q2/Q3乖宝宠物营收增长21%和31%，中宠股份营收分别增长27%和17%。

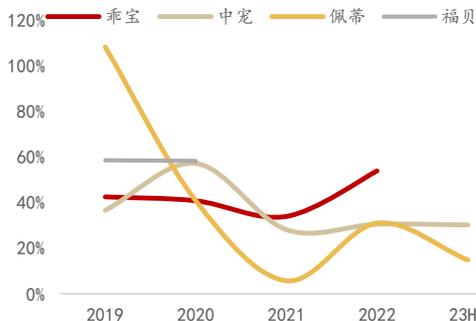
宠物食品重点公司收入、业绩及增速情况

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
<b>收入（亿元）</b>											
乖宝宠物			6.21	8.72	7.26	9.61	8.01	9.10	9.05	11.61	10.47
中宠股份	5.60	6.97	7.55	8.69	7.93	7.97	8.53	8.06	7.06	10.09	9.97
佩蒂股份	3.21	3.91	2.04	3.56	3.43	5.03	5.09	3.77	1.59	3.34	4.24
<b>yoy%</b>											
乖宝宠物											
中宠同比	30%	3%	9%	42%	42%	4%	39%	4%	5%	1%	1%
佩蒂同比	33%	15%	48%	-3%	7%	29%	49%	6%	54%	34%	17%
<b>归母净利润（亿元）</b>											
乖宝宠物			0.15	0.82	0.44	0.94	0.79	0.50	0.85	1.21	1.09
中宠股份	0.21	0.40	0.31	0.24	0.23	0.45	0.46	-0.09	0.16	0.81	0.81
佩蒂股份	0.23	0.42	0.14	-0.19	0.29	0.62	0.67	-0.31	-0.38	-0.05	0.14
<b>yoy%</b>											
乖宝宠物											
中宠股份	185%	5%	38%	38%	11%	14%	49%	39%	3%	29%	7%
佩蒂股份	9%	2%	65%	159%	22%	49%	311%	6%	233%	107%	80%

国内主要宠物企业境内/自主品牌营收规模（亿元）



国内主要宠物企业境内/自主品牌营收同比增速



来源：公司公告，wind，乖宝宠物食品集团微信公众号，佩蒂股份微信公众号，德邦证券研究所

23年双11乖宝宠物旗下品牌表现



23年双11佩蒂股份旗下品牌表现

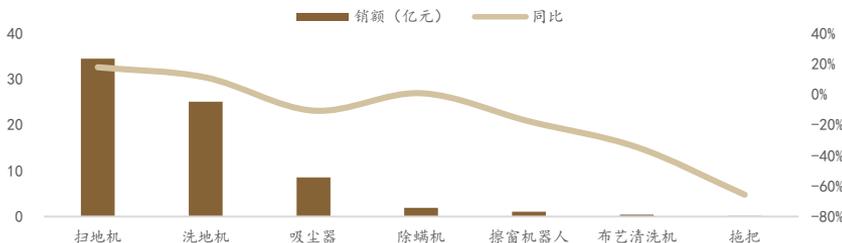


# 3 回归生活本质，快乐经济

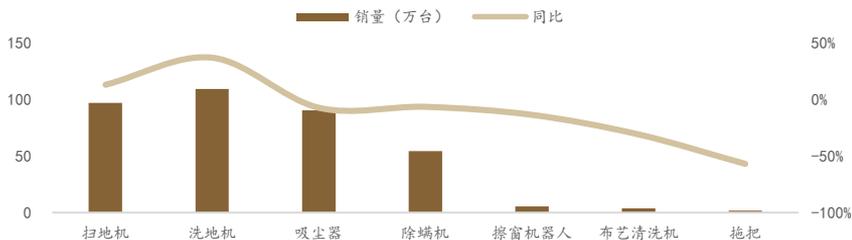
## 3.2.3 智能家居：扫地机年内迎来销量拐点

- 随着AI时代逐步来临、智能家居产品发展逐步成熟，凭借舒适、便捷、智能等优势备受消费者青睐，有望迎来蓬勃发展。
- 智能扫地机：已迭代至足够好用放量阶段，年内迎来销量拐点。国内扫地机产品已完成从随机式→规划式/吸拖一体→单基站（自集尘或自清洁）→全能基站（自清洁+自集尘）的升级，目前的全能产品已可较好满足消费者的清洁与解放双手的需求，有望推动清洁需求释放。年内扫地机已迎来销量拐点，23年双11扫地机品类表现尤为靓丽，奥维数据显示线上扫地机销额同比增长17.5%，销量增长13%，表现优于前三季度。石头α属性突出，凭性价比P系列及旗舰G系列满足不同消费需求。23Q3表现明显加速（Q3营收+58%），国内市场线上份额持续提升，海外重点发展美国、欧洲及东南亚市场。科沃斯受国内消费环境、洗地机品类价格竞争激烈等因素影响，经营表现有所承压，23Q3营收同比+3%，较前期表现有所趋弱（23Q2：+8%）。

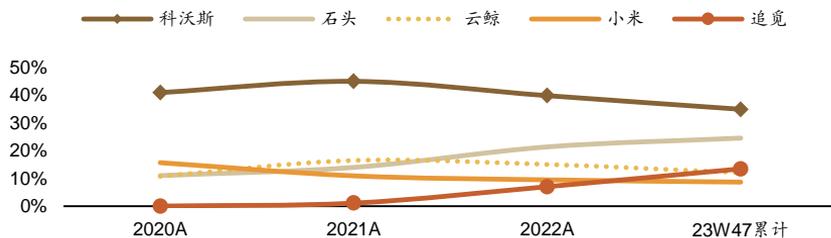
23年双11国内扫地机品类恢复较好增长（销额+18%）



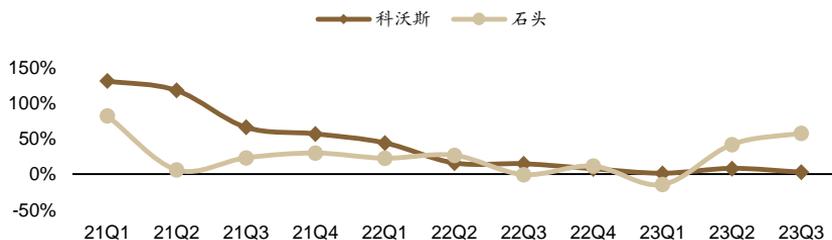
23年双11国内扫地机品类恢复较好增长（销量+13%）



23W47国内线上扫地机CR5（销额份额）提升至93%+



科沃斯和石头科技营收规模同比增速

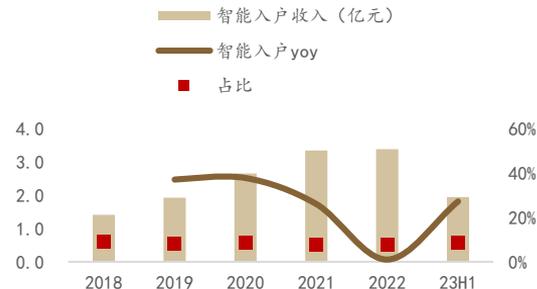


# 3 回归生活本质，快乐经济

## 3.2.3 智能家居：蓝海市场，需求有待充分释放

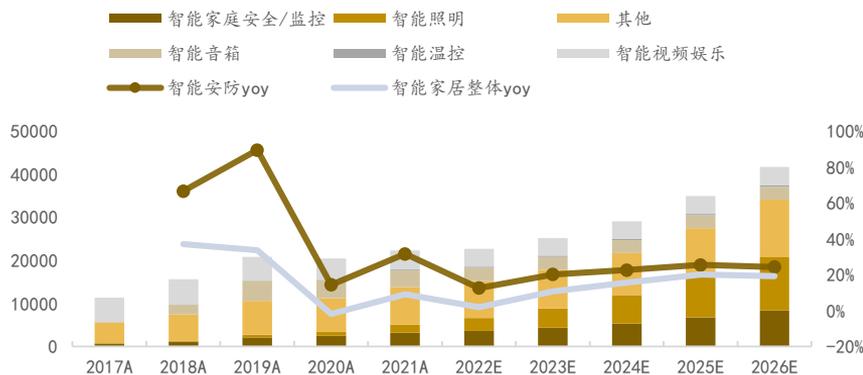
- **智能家居目前为景气度较高的蓝海市场，行业空间大。**根据IDC数据，2021年中国智能家居市场出货量为2.2亿台，同比增长9%，其中家庭安防出货量快速增长至3235万台，同比增长率为32%，优于智能家居整体增速。根据IDC预计，智能家居2022年出货量约为2.3亿台，同比增长13%，2021-2026年市场出货量复合增长率为13.3%，作为一个大赛道维持了较高增速，其中智能安防出货量22年有望实现出货量3643万台，2020-2025年出货量复合增长率为20.9%。此外，智能门锁景气度较高，后续有望维持较高增速，IDC预计智能门锁2026年出货量有望达到2455万台，2021-2026年市场出货量复合增长率为33.87%，供给端产品功能持续升级，需求端消费者接受度逐步提升，后续有望实现高增。
- **年轻用户持续催生智能家居新需求，平台生态向全场景延伸并加速发展，交互入口、传感技术、设备连接等技术进一步加强。其中智能安防软硬件技术共同成长，成为智能家居重点赛道，建议关注β与α兼具的稀缺龙头萤石网络。**

### 萤石网络智能入户收入、同比及占比



来源：wind，公司年报，德邦证券研究所

### 中国智能家居历年出货量及预测（万台）



来源：IDC，德邦证券研究所

### 中国家庭安全监控历年出货量及预测（千台）



来源：IDC，德邦证券研究所

# 04

## 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

我们认为，黑电行业正在经历由过去的“格局很差”的阶段向集中度提升、利润率提升的“格局改善”方向发展的拐点；与此同时，Mini LED背光电视加速渗透，国产品牌加速布局，有望进一步抢占中高端市场份额，建议重点关注黑电产业链标的，包括品牌端海信视像、TCL电子，产业链上游TCL科技、兆驰股份、聚飞光电、芯瑞达等。

## 4 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

我们认为，黑电行业正在经历由过去的“格局很差”的阶段向集中度提升、利润率提升的“格局改善”方向发展的拐点。随着黑电龙头品牌的品牌力逐步强化，议价能力提升，对上游面板的依赖度日渐下降，与此同时，随着面板价格波动和传统龙头品牌在内容端和电商渠道端持续发力追赶，互联网品牌的优势减弱，黑电竞争格局也有望日趋改善。综合来看，黑电龙头全球份额有望持续提升、利润率有望逐步改善，当前时间点建议重点关注海信视像、TCL电子等黑电产业链标的。

### ■ 黑电过去不被看好，主要由于以下原因：

- **底层逻辑**：黑电中面板成本占比高，下游议价能力较低，未形成较强品牌认知。
- **催化因素**：13-15年面板价格下行叠加互联网发展，给了互联网品牌入局机会，通过产品端内容优势和渠道端电商渠道加价低的价格优势，导致竞争格局恶化。
- **表现型**：过去多年黑电行业呈现竞争格局较差、集中度低、利润率低的现状。

### ■ 当前行业已进入格局改善、利润率提升的拐点阶段，面对上述困境，目前行业正在对应破局：

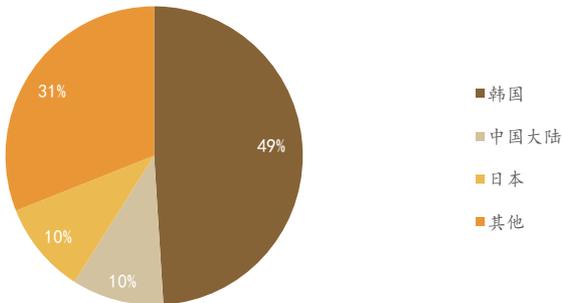
- **底层逻辑**：黑电龙头品牌的品牌力正逐步强化，议价能力提升，对上游面板的依赖度也日渐下降；
- **格局催化**：随着面板价格波动和传统龙头品牌在内容端和电商渠道端持续发力追赶，互联网品牌的优势不再，格局日趋改善；
- **表现型**：从行业集中度和龙头公司利润率水平角度，我们都已经可以看到日益提升的趋势。

# 4 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

## 4.1 面板：上游国产厂商主导，国内品牌产业链地位有望改善

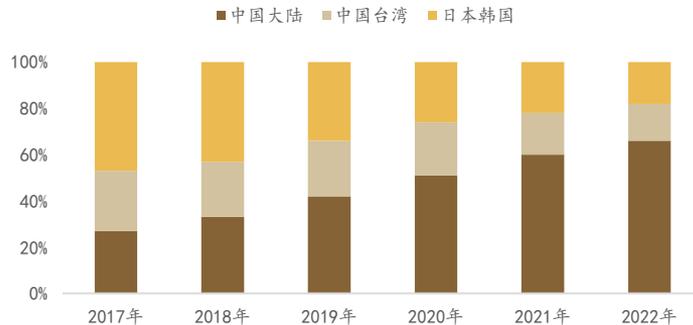
- **全球LCD面板产业已实现国产厂商主导。**从面板格局来看，目前全球LCD面板产业已实现国产厂商主导，目前面板产能已经达到全球第一。根据群智咨询，2012年大陆面板厂全球份额仅约10%，而2023H1京东方及华星光电面板出货量份额分别为25%及20%，大陆面板厂出货占比已提升至68.5%，实现全面赶超。**终端需求趋稳+面板格局趋稳背景下，预计后续面板价格波动趋弱、供应的稳定性有所保障，中长期来看，国产TV品牌产业链的话语权有望持续提升。建议关注面板龙头TCL科技。**
- 此外，龙头品牌寻求新的技术路径，海信视像坚持多年三色激光，激光电视产品原理为镜头投射至幕布，幕布反射至人眼，产品形态无需使用面板，从根源上摆脱上游面板约束。

2012年全球面板出货格局



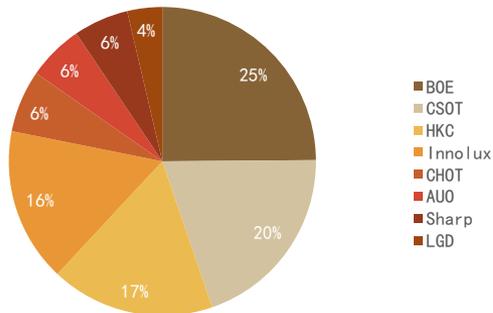
来源：群智咨询公众号，德邦证券研究所

全球面板出货格局变动



来源：TCL公告，群智咨询公众号，德邦证券研究所

2023H1全球面板出货格局



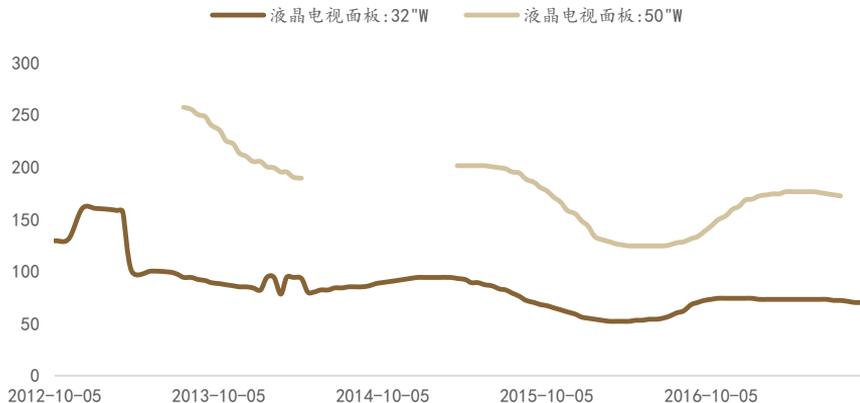
来源：群智咨询公众号，德邦证券研究所

# 4 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

## 4.2 格局：国内竞争格局改善，互联网品牌优势转弱

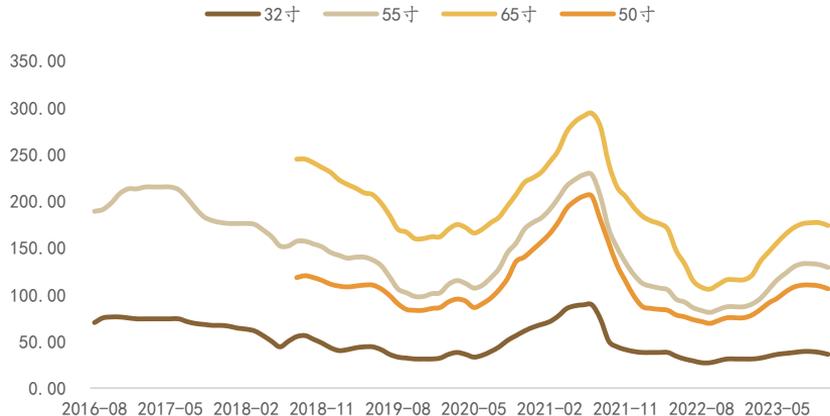
- **面板价格波动之下，互联网品牌失去价格优势。**2015年左右互联网品牌快速发展，作为催化因素加剧了行业竞争格局的恶化及价格战。面板价格于2013年开始持续下降，给了互联网品牌较好的进入机会。而2020年面板价格快速上涨，以55寸面板为例，21年7月份最高点价格达到228美元/片，较19年11月的最低点98美元/片，涨幅达132.65%。在面板涨价之下，互联网品牌原来的价格优势难以维持，且其受众多为对价格敏感度较高的群体，成本端压力之下其发展受到较大影响。
- **海信等传统龙头品牌补齐内容、渠道短板，推出Vidda直面互联网品牌竞争。**在内容端，2016年海信视像全资子公司海信传媒公司同其他股东共同出资成立“聚好看”平台，发力内容显示。在渠道端，除不断加大线上平台营销及投入外，公司2019年推出以“年轻、智能、潮牌”为定位的线上电视品牌--Vidda，凭借公司产品技术支撑，并卡位音乐电视、游戏电视等差异化路线，价格定位性价比区间，实现快速增长。2022年，Vidda电视销量同比增长98.89%；根据奥维云网数据，Vidda零售量市占率在中国内地线上市场同比提升3.9pct至8.2%，排名前5，成为中国成长最快的互联网电视品牌。

2013年起液晶面板价格波动下降（美元/片）



来源：wind，德邦证券研究所

面板从20年初开始大幅涨价（美元/片）



来源：wind，德邦证券研究所

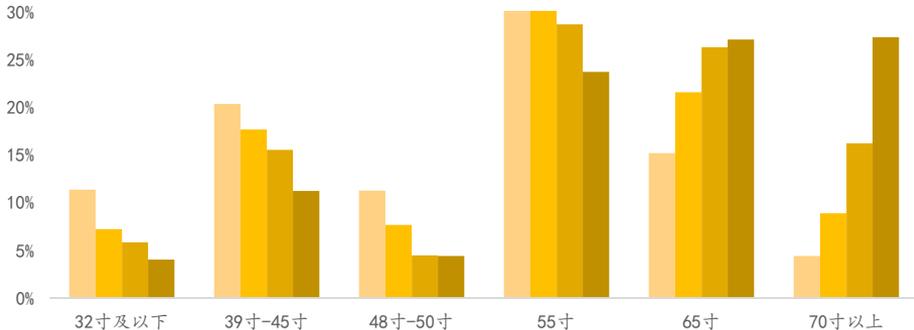
# 4 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

## 4.3 行业大屏化、高端化趋势明确，有助于品牌盈利改善

- **从行业层面看，行业智能化、高端化，大屏化及均价提升趋势明显。**电视转向可选消费新趋势，品牌将致力满足消费者需求。根据奥维云网，人工智能电视及远场语音电视销量占比持续提升，2022年分别已达70.5%、54.2%；根据中怡康，2022年4K电视的普及率已接近80%。随着我国经济高速发展，社会逐渐走向科技与创新的新时代，消费者拥有更多休闲娱乐方式选择空间，电视已不再是家庭必备“三大件”之一，此时影响消费者购买决定的关键因素成为了产品本身的体验感和品牌赋予产品的创新性，“智能化”与“高级化”正为目前中国黑电市场主旋律。
- **65+、75+屏幕收入及销量持续提升，大屏已成确定性趋势。**根据奥维云网，2022年，65寸及以上线上线下销量占比分别已达27%、21%，70寸及以上线上线下销量占比分别已达27%、19%，对比其他尺寸线下线上销量占比均持续下滑，行业产品结构正逐步向大屏化升级。
- **线下线上均价持续延续提升趋势。**2019-2022年间，6000元以上价格带线下线上占比分别持续提升至33%和5%，为行业提供利润增长空间，其中海信线下均价稳步提升至6358元；2021年海信线上均价迅速提升至3255元，2022年其线上均价均回落至2963元；2019-2022年间，Vidda均价小幅波动，维持稳定。

彩电线下不同尺寸销量占比

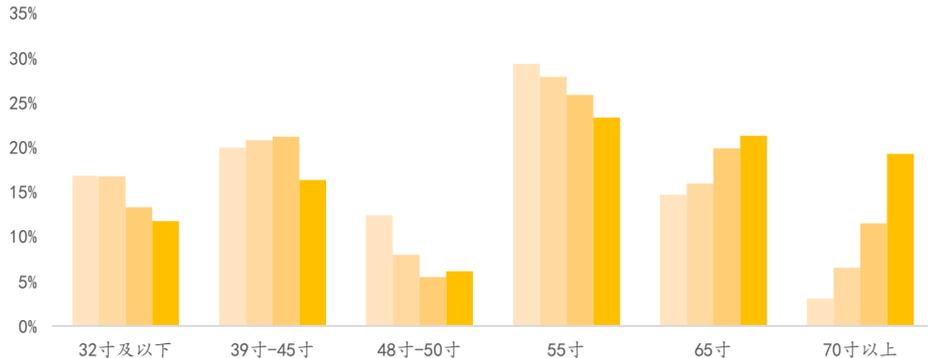
■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022



来源：奥维云网，德邦证券研究所

彩电线上不同尺寸销量占比

■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022



来源：奥维云网，德邦证券研究所

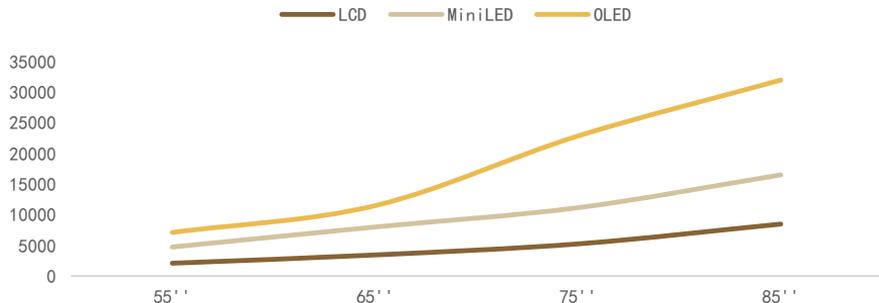
# 4 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

## 4.4 Mini Led抢滩中高端市场，国产品牌有望弯道超车

■ OLED市场下滑，Mini Led凭借更高性价比优势快速放量，预计2023年全球占比达到2.4%。

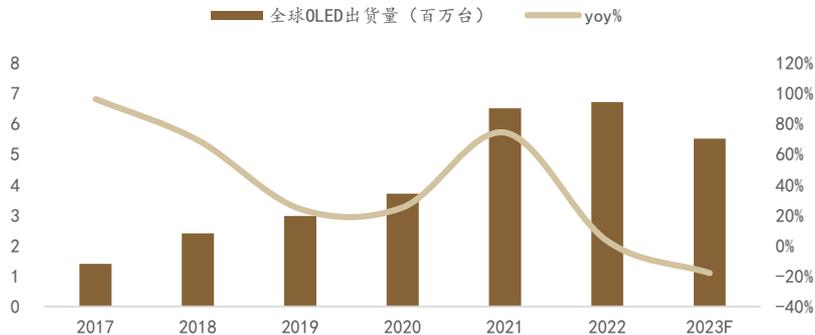
根据奥维沃睿，2023上半年全球电视出货共89.2百万台，同比下降1.7%；发达市场持续高通胀与其他高端产品分流影响下，上半年OLED TV出货量2.2百万台，同比下降21.3%，占比2.47%，而Mini LED电视具有远低于OLED电视的价格，同时具有优于传统LCD画质，凭借更高性价比，实现快速放量，上半年全球出货量为190万台，占比2.13%，接近OLED份额。根据奥维沃睿预测，2023年全球Mini LED背光电视出货预计达470万台，同比增长约24%，占比约2.4%。Mini LED背光电视仍属于LCD技术路径，相比传统LCD，背光成本增加、面板成本占比降低，有较大技术降本、规模效应降本的空间。TCL、海信、小米等国产品牌积极布局Mini LED背光电视，有望推动供应链成本优化，加速品类渗透，与此同时，国产品牌有望凭借Mini LED背光电视进一步抢占中高端市场份额，产业链上游兆驰股份、芯瑞达、聚飞光电也有望受益。

2023H1中国TV零售市场均价



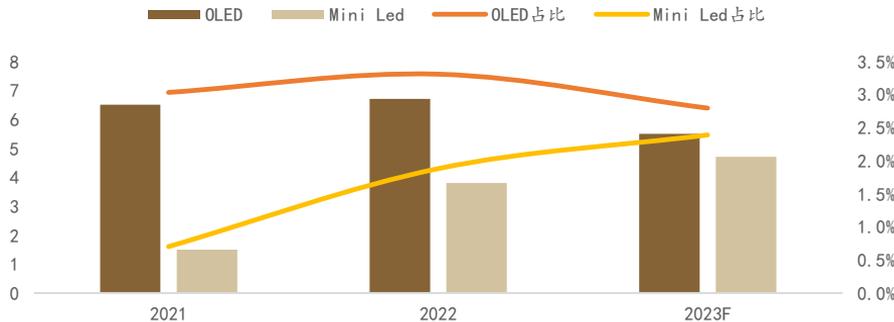
来源：奥维沃睿，德邦证券研究所

彩电线下不同尺寸销量占比



来源：奥维沃睿，德邦证券研究所

彩电线上不同尺寸销量及占比 (销量单位：百万台)



来源：奥维沃睿，德邦证券研究所

# 4 黑电产业链：关注半导体产业全球转移拐点机会

## 4.5 高端化趋势取代价格战，黑电品牌盈利改善可期

- 在多重因素驱动之下，互联网品牌份额下降，海信、TCL等份额持续提升龙头地位渐显，国内黑电行业竞争格局优化，高端化趋势取代价格战，龙头利润率提升。
- 从国内份额看：线下，海信品牌持续提升，稳居第一，2022年市占率达24%；线上，海信品牌持续提升至15%，Vidda市占率快速升至8%，2019-2022年小米品牌市占率由26.69%明显下滑至16.85%，Vidda以科技潮牌定位满足线上消费者需求，迅速占领市场份额。
- 从全球维度看：海信系、TCL22年份额跃居全球第二、第三。根据奥维睿沃数据，从出货量角度看，22年韩国品牌三星维持全球出货量第一，其规模高居39.5百万台，领先优势明显，我国头部品牌海信系、TCL赶超LGE，成为全球出货量第二名和第三名，其出货量分别为24.4百万台和23.3百万台。
- 对标全球龙头三星，在全球持续取得高市占率为国内品牌打开想象空间，同时其凭借较高的市占率及时的高端化战略，在黑电行业仍能取得较高净利率，亦让我们相信，国内黑电龙头在市占率提升、高端化持续进行的道路上有望逐步向三星靠拢，利润率提升及业绩优化仍存较大空间，建议关注海信视像、TCL电子。

彩电线下品牌销量市占率

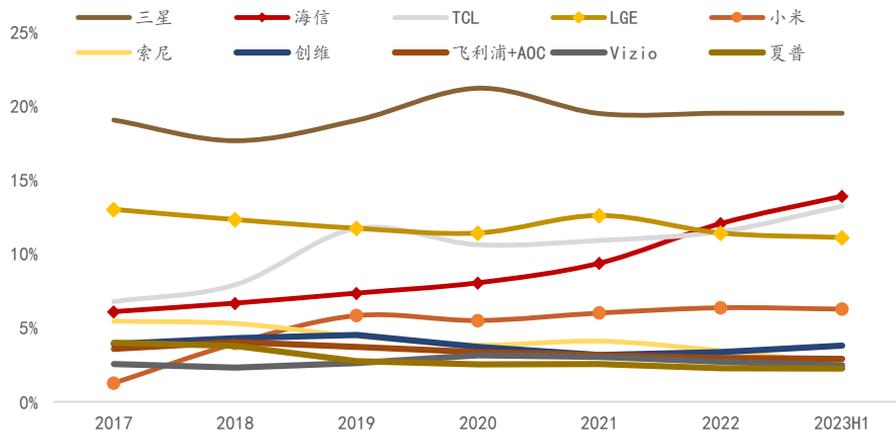


彩电线上品牌销量市占率



来源：奥维云网，德邦证券研究所

全球黑电销量前十品牌份额



来源：奥维睿沃，德邦证券研究所

# 05

## 经营：依然关注精细化运营能力

在原材料降价、业务结构优化等驱动下，2023年前三季度家电板块毛利率明显修复，目前原材料价格进入平稳波动区间，明年毛利率有望维稳；费用端来看，由于消费恢复不及预期，2023年保持高营销投放的公司业绩或有承压，因此我们认为营销费用投放、汇率套保、管理费用支出等维度的精细化运营能力尤为重要，有助于保障盈利能力的稳定及改善。

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

## 5.1 毛利率：白电厨电稳健修复，小家电表现分化



■ 23Q3多数家电企业毛利率仍延续改善趋势，白电、大厨电企业毛利率修复趋势更为明显，修复幅度基本与Q2持平，小家电企业修复幅度表现分化。

■ 白电Q3毛利率继续修复，修复幅度基本与Q2持平。Q3美的毛利率同比+2pct，格力+3pct，海尔、海信基本持平，长虹美菱-1pct，海容冷链+8pct，主要受益于大宗物料价格处于相对低位、公司产品和客户结构进一步改善以及汇率变动。

■ 厨电龙头毛利率稳健修复，集成灶企业毛利率明显改善。厨电22Q3开始呈现板块性毛利率改善，23Q3老板毛利率持平，火星人、亿田、浙江美大、帅丰毛利率分别+4pct、-2pct、+5pct、+1pct，火星人、浙江美大明显改善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。

■ 由于外销占比提升，多数小厨电毛利率下滑。23Q3小熊、新宝、苏泊尔、九阳毛利率同比分别+4pct、-1pct、-0.28pct、-6pct，小熊明显改善主要系自营渠道销售占比提升等因素，九阳下滑主要系业务结构变动、低毛利海外代工占比提高。

■ 多数生活电器毛利率显著改善。飞科延续高端化升级，Q3毛利率同比+4pct；倍轻松+11pct，主要系渠道结构、产品结构变动；莱克电器+5pct，主要系业务结构优化；萤石+7pct，主要系产品结构优化及原材料成本下降；石头+10pct，或系公司积极加快海外市场产品结构提升。

来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

原材料及毛利率同比变动

	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
<b>LME铜</b>	22%	51%	81%	44%	35%	18%	-2%	-17%	-18%	-11%	-11%	8%
<b>LME铝</b>	9%	24%	60%	55%	44%	56%	20%	-11%	-16%	-27%	-21%	-9%
<b>塑料</b>	5%	21%	26%	17%	16%	8%	9%	-6%	-10%	-9%	-10%	3%
<b>钢材</b>	7%	26%	50%	44%	23%	6%	-9%	-25%	-21%	-14%	-17%	-1%
<b>毛利率同比变动</b>												
<b>白电</b>												
美的集团	-3%	-2%	-2%	0%	-6%	-1%	1%	0%	8%	2%	2%	2%
海尔智家	2%	1%	3%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
格力电器	16%	6%	1%	-1%	-10%	-1%	1%	2%	3%	4%	4%	3%
海信家电	1%	0%	-3%	-3%	-10%	-2%	-1%	1%	6%	3%	2%	0%
海容冷链	-26%	-9%	-14%	-16%	10%	-1%	0%	9%	6%	5%	7%	8%
长虹美菱	-3%	3%	-3%	-12%	-5%	-4%	-3%	9%	6%	2%	1%	-1%
<b>厨电</b>												
老板电器	2%	1%	2%	-4%	-10%	-5%	-9%	-3%	5%	2%	3%	0%
华帝股份	-9%	-2%	-2%	-7%	1%	-3%	0%	1%	-4%	0%	-1%	3%
浙江美大	0%	5%	3%	-2%	-5%	-1%	-14%	-7%	-8%	-3%	5%	5%
火星人	1%	0%	2%	-8%	-10%	-3%	-6%	1%	2%	3%	2%	4%
亿田智能	3%	-7%	3%	1%	-5%	-1%	2%	4%	1%	6%	4%	-2%
帅丰电器	0%	1%	0%	-7%	-4%	-3%	-4%	4%	2%	3%	2%	1%
<b>小家电、生活电器</b>												
科沃斯	4%	8%	11%	5%	10%	3%	0%	-1%	1%	1%	-5%	-1%
石头科技	12%	4%	1%	-6%	-7%	-2%	-3%	1%	6%	2%	3%	10%
莱克电气	-5%	-4%	-6%	-3%	-3%	1%	-1%	-4%	8%	6%	7%	5%
苏泊尔	-4%	3%	-1%	0%	-14%	-1%	1%	0%	11%	0%	0%	0%
九阳股份	1%	-2%	-2%	0%	-10%	-5%	1%	0%	6%	1%	-4%	-6%
新宝股份	-8%	-5%	-11%	-9%	0%	-2%	4%	7%	6%	5%	1%	-1%
小熊电器	-8%	0%	-4%	-1%	5%	2%	0%	3%	8%	3%	2%	4%
北鼎股份	-7%	-8%	-4%	-4%	3%	0%	-4%	-2%	1%	3%	2%	-1%
倍轻松	-	1%	5%	-3%	-8%	-3%	-12%	-4%	-9%	5%	9%	11%
极米科技	-	5%	7%	7%	0%	3%	-1%	-2%	0%	-3%	-3%	-6%
萤石网络	-	-	-	-	-	-	-	0%	3%	6%	9%	7%
飞科电器	0%	4%	6%	3%	9%	10%	6%	4%	7%	2%	6%	4%

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

## 5.1 毛利率：明年家电板块毛利率或将趋稳

- 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，22Q3四种原材料同比均转负，23H1原材料价格同比进一步下滑，23Q3铝、钢材价格延续下滑趋势，铜、塑料价格同比有所上浮。纺服主要原材料上涨整体滞后家电板块一个季度，Q3主要原材料仍处于下行区间。
- 原材料传递至报表端约1个季度左右，21Q4整个行业毛利率下滑最为明显，22Q2开启修复，白电龙头、小家电龙头毛利率同比转正，随后各板块企业陆续进入毛利率改善区间。23Q3多数家电企业毛利率仍延续改善趋势，白电、大厨电企业毛利率修复趋势更为明显，修复幅度基本与Q2持平，小家电企业修复幅度表现分化。**Q4铜、铝、塑料、钢材等家电原材料价格波动幅度呈涨幅逐月收窄、降幅逐月扩大的趋势，我们预计Q4家电板块毛利率有望延续稳中有升，明年毛利率或将趋稳。**

**原材料同比变动**

	LME铜	LME铝	塑料	钢材	中国棉花价格指数:328	Cotlook:A指数	粘胶短纤	涤纶短纤
	<b>同比</b>							
2020-03	-9%	-9%	-20%	-5%	-16%	-10%	-28%	-26%
2020-06	-12%	-17%	-20%	-10%	-22%	-19%	-26%	-30%
2020-09	12%	-3%	-4%	-2%	-8%	-4%	-26%	-28%
2020-12	22%	9%	5%	7%	11%	4%	0%	-18%
2021-03	51%	24%	21%	26%	20%	22%	50%	6%
2021-06	81%	60%	26%	50%	36%	40%	57%	17%
2021-09	44%	55%	17%	44%	42%	45%	50%	31%
2021-12	35%	44%	16%	23%	52%	56%	28%	29%
2022-03	18%	56%	8%	6%	45%	52%	-8%	11%
2022-06	-2%	20%	9%	-9%	37%	71%	7%	23%
2022-09	-17%	-11%	-6%	-25%	-9%	23%	15%	10%
2022-12	-18%	-16%	-10%	-21%	-30%	-17%	-1%	0%
2023-03	-11%	-27%	-9%	-14%	-32%	-29%	0%	-6%
2023-06	-11%	-21%	-10%	-17%	-24%	-41%	-11%	-12%
2023-09	8%	-8%	4%	-4%	12%	-22%	-12%	-3%
2023-10	4%	-2%	3%	-3%	14%	-4%	0%	-4%
2023-11	2%	-6%	3%	2%	10%	-10%	2%	0%
2023-12	0%	-11%	-2%	0%	9%	-11%	2%	3%

来源：wind，德邦证券研究所

**原材料及毛利率同比变动——白电**

	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
<b>LME铜</b>	22%	51%	81%	44%	35%	18%	-2%	-17%	-18%	-11%	-11%	8%
<b>LME铝</b>	9%	24%	60%	55%	44%	56%	20%	-11%	-16%	-27%	-21%	-9%
<b>塑料</b>	5%	21%	26%	17%	16%	8%	9%	-6%	-10%	-9%	-10%	3%
<b>钢材</b>	7%	26%	50%	44%	23%	6%	-9%	-25%	-21%	-14%	-17%	-1%
<b>毛利率同比变动</b>												
<b>白电</b>												
美的集团	-3%	-2%	-2%	0%	-6%	-1%	1%	0%	8%	2%	2%	2%
海尔智家	2%	1%	3%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
格力电器	16%	6%	1%	-1%	-10%	-1%	1%	2%	3%	4%	4%	3%
海信家电	1%	0%	-3%	-3%	-10%	-2%	-1%	1%	6%	3%	2%	0%
海信冷链	-26%	-9%	-14%	-16%	10%	-1%	0%	9%	6%	5%	7%	8%
长虹美菱	-3%	3%	-3%	-12%	-5%	-4%	-3%	9%	6%	2%	1%	-1%

**原材料及毛利率同比变动——厨电**

	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
<b>LME铜</b>	22%	51%	81%	44%	35%	18%	-2%	-17%	-18%	-11%	-11%	8%
<b>LME铝</b>	9%	24%	60%	55%	44%	56%	20%	-11%	-16%	-27%	-21%	-9%
<b>塑料</b>	5%	21%	26%	17%	16%	8%	9%	-6%	-10%	-9%	-10%	3%
<b>钢材</b>	7%	26%	50%	44%	23%	6%	-9%	-25%	-21%	-14%	-17%	-1%
<b>毛利率同比变动</b>												
<b>厨电</b>												
老板电器	2%	1%	2%	-4%	-10%	-5%	-9%	-3%	5%	2%	3%	0%
华帝股份	-9%	-2%	-2%	-7%	1%	-3%	0%	1%	-4%	0%	-1%	3%
浙江美大	0%	5%	3%	-2%	-5%	-1%	-14%	-7%	-8%	-3%	5%	5%
火星人	1%	0%	2%	-8%	-10%	-3%	-6%	1%	2%	3%	2%	4%
亿田智能	3%	-7%	3%	1%	-5%	-1%	2%	4%	1%	6%	4%	-2%
帅丰电器	0%	1%	0%	-7%	-4%	-3%	-4%	4%	2%	3%	2%	1%

来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

## 5.2 费用端：费用率提升明显，关注具备精细化运营能力的企业

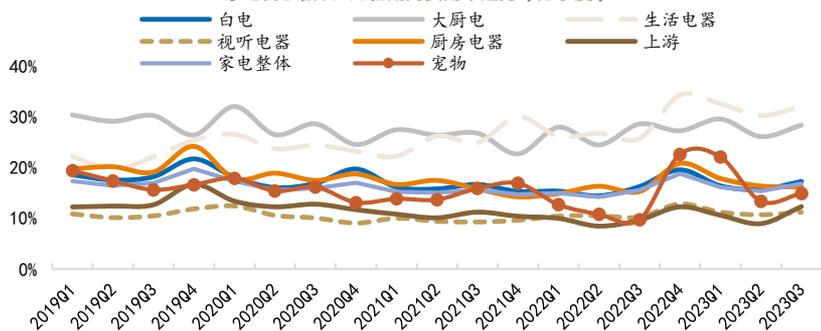


- 期间费用率：23Q3家电、宠物板块期间费用率整体分部同比+1.3pct、+5.2pct，主要由于内销营销投资效率趋弱导致销售费率推高+汇率影响财务费率提升明显，导致整体期间费用率有所提升。展望明年，关注具备精细化运营能力的企业费用投放效率的提升。
- 销售费用率：Q3各公司营销投入较多，家电及宠物整体销售费率较高，同比有所提升。家电整体销售费率提升0.66pct，部分公司由于新品投入及竞争激烈营销效率趋弱，销售费率提升明显，如科沃斯(+2.94pct)、飞科电器(+8.56pct)。
- 管理费用率、研发费用率整体较为平稳，23Q3家电板块管理费用率整体同比+0.1pct、研发费用率整体同比+0.0pct。
- 财务费用率：人民币波动恢复较小，但22Q3受益于汇率波动存在汇兑收益高基数，受汇率影响，23Q3家电(+0.5pct)及宠物(3.7pct)板块财务费用率均有所提升。

重点公司期间费用率走势(分季度)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	Q3变动	
美的集团	13.76%	13.14%	15.65%	11.52%	12.92%	12.97%	13.92%	18.24%	14.30%	14.07%	15.84%	1.92%	
	12.19%	12.05%	9.69%	7.85%	11.11%	9.23%	11.46%	12.20%	14.13%	12.96%	12.87%	1.41%	
	22.27%	23.93%	24.61%	27.58%	21.91%	22.61%	23.73%	28.31%	21.66%	22.76%	23.91%	0.18%	
厨电	苏泊尔	14.58%	16.01%	16.45%	5.01%	12.69%	15.04%	14.91%	14.14%	14.27%	14.18%	14.16%	-0.15%
	九阳股份	22.65%	22.12%	18.00%	22.74%	18.19%	24.59%	19.70%	26.10%	20.59%	21.72%	17.17%	-2.33%
	新宝股份	11.65%	11.87%	9.55%	12.84%	10.50%	7.99%	7.44%	18.90%	15.70%	8.97%	11.77%	4.33%
	小熊电器	19.98%	24.50%	25.21%	20.45%	21.94%	24.69%	25.88%	25.93%	21.88%	30.27%	33.10%	7.22%
	北鼎股份	32.81%	40.91%	38.34%	38.61%	41.91%	48.86%	47.42%	43.30%	43.91%	40.18%	37.87%	-3.55%
生活电器	比依股份	7.80%	6.56%	5.95%	8.62%	6.92%	2.04%	2.16%	10.93%	8.96%	1.85%	6.76%	4.60%
	科沃斯	28.68%	33.67%	31.92%	36.58%	35.25%	37.28%	38.49%	41.37%	40.74%	40.66%	44.67%	6.18%
	石头科技	19.94%	24.70%	23.67%	28.32%	22.89%	27.05%	27.65%	31.39%	34.89%	26.19%	27.81%	0.16%
	倍轻松	51.17%	52.20%	49.23%	43.99%	56.59%	67.95%	67.80%	69.40%	60.10%	66.11%	61.50%	-6.11%
	萤石网络			26.89%	25.36%	28.94%	28.10%	31.06%	29.28%	29.85%	32.71%	33.33%	2.27%
大厨电	飞科电器	21.58%	27.63%	25.73%	29.99%	26.25%	30.43%	26.74%	39.00%	28.91%	35.09%	35.70%	8.96%
	老板电器	37.54%	33.07%	32.24%	20.91%	34.73%	31.84%	31.30%	30.63%	36.63%	31.57%	32.42%	1.12%
	华帝股份	35.55%	30.15%	36.20%	30.87%	33.12%	31.28%	38.55%	29.54%	33.05%	30.96%	33.62%	-4.33%
	浙江美大	19.46%	22.00%	14.23%	13.95%	17.89%	12.85%	14.21%	28.04%	12.35%	15.51%	13.79%	-0.42%
	火星人	34.66%	31.78%	22.68%	26.61%	32.55%	30.29%	30.85%	28.02%	35.58%	31.38%	32.99%	2.14%
视听娱乐	亿田智能	22.65%	27.42%	18.67%	32.08%	24.30%	28.89%	29.69%	32.84%	28.92%	29.00%	32.45%	2.76%
	帅丰电器	20.12%	16.23%	18.11%	20.27%	24.11%	19.12%	23.26%	21.08%	22.45%	18.30%	32.57%	9.31%
	极米科技	22.49%	26.96%	27.44%	21.95%	26.30%	28.69%	30.85%	20.55%	30.70%	40.54%	33.09%	2.25%
	海信视像	13.83%	14.02%	11.87%	12.65%	13.77%	14.56%	12.51%	13.97%	13.08%	12.93%	11.73%	-0.17%
	光峰科技	21.59%	27.07%	30.51%	28.52%	31.72%	23.03%	30.50%	38.83%	36.77%	27.79%	30.48%	-0.62%
上游零部件	富佳股份	0.34%	2.27%	0.59%	3.43%	2.04%	-3.72%	-3.96%	2.30%	2.49%	-5.08%	1.01%	4.97%
	三花智控	14.50%	14.15%	14.02%	11.52%	12.08%	9.36%	10.44%	16.37%	13.64%	8.04%	16.29%	5.85%
	盾安环境	12.35%	7.68%	12.75%	10.93%	11.93%	8.45%	10.41%	11.20%	10.74%	9.54%	10.20%	-0.21%
	春光科技	11.67%	10.94%	11.05%	11.11%	11.42%	5.30%	5.03%	7.60%	9.44%	6.69%	10.57%	5.55%
	东方电热	10.85%	9.85%	11.76%	13.47%	10.49%	8.77%	9.67%	9.96%	9.42%	9.26%	9.19%	-0.48%
宠物	中宠股份	17.02%	13.38%	16.25%	19.70%	14.47%	15.34%	13.94%	14.20%	13.35%	12.75%	16.62%	2.67%
	佩蒂股份	17.83%	18.62%	17.08%	14.96%	16.80%	17.32%	11.55%	13.03%	14.06%	27.27%	17.36%	5.80%

家电各子板块&宠物期间费用率走势(分季度)



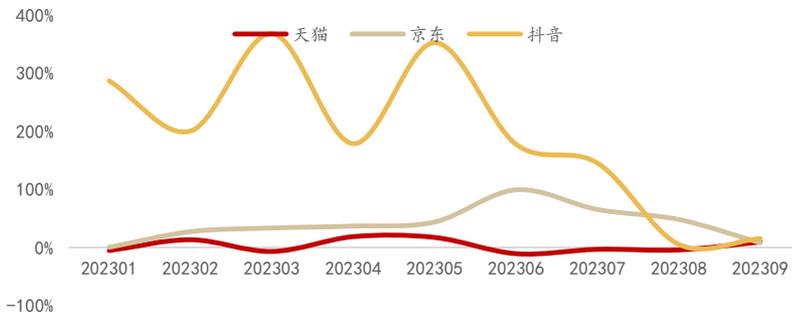
来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

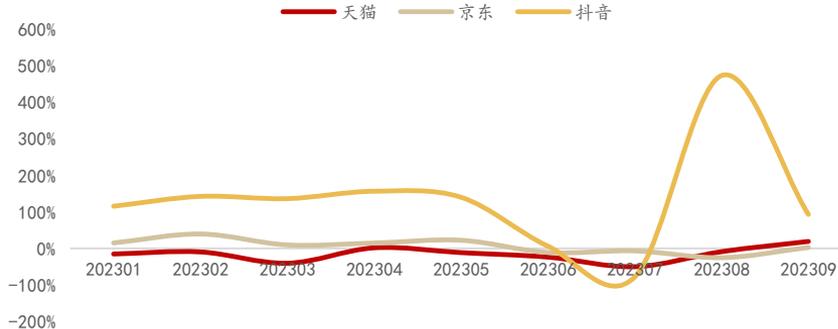
## 5.2.1 品牌开始寻求流量与盈利平衡点

- **抖音流量加持明显，多数家电品牌抖音渠道表现靓丽。**抖音作为不可忽视的流量入口，众多家电品牌加强布局，亦成为其重要渠道之一。**小熊电器**：23H1公司传统核心渠道天猫和京东保持稳定增长，抖音等新兴电商平台贡献较大增量；**科沃斯**：积极与抖音等新兴电商渠道合作，23年8月联手抖音电商超级品牌日推出 DEEBOT X2等多款旗舰新品；**飞科电器**：继续加强与抖音的深度合作，优化抖音平台的多账号多店铺同播矩阵运营。久谦数据显示23M1-9小熊品牌抖音渠道销售额同比增长180%，表现优于天猫与京东，飞科抖音渠道增速表现亦领先天猫京东。

23M1-M9小熊电器线上主要平台销售额同比



23M1-M9飞科电器线上主要平台销售额同比



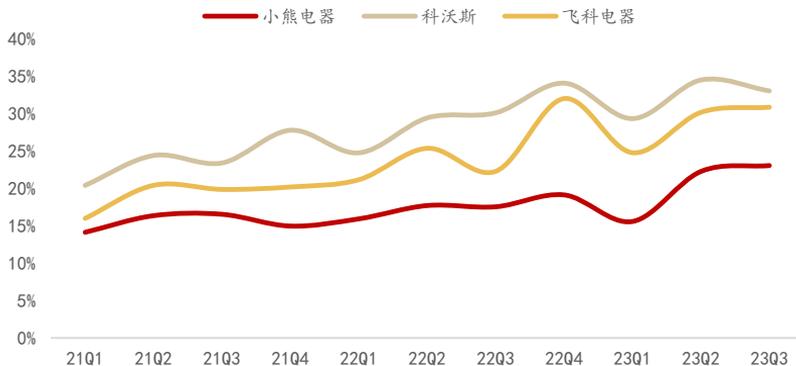
来源：久谦，德邦证券研究所

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

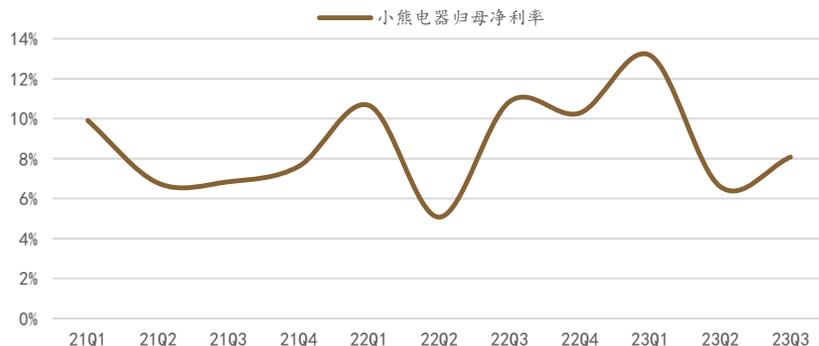
## 5.2.1 品牌开始寻求流量与盈利平衡点

- 高费率抖音渠道占比提升或推高品牌销售费率。**23Q1-Q3小熊电器、科沃斯、飞科电器的销售费率分别为19.96%、32.43%、28.52%，同比分别+2.96pct、+4.27pct、+5.62pct，其中科沃斯费率提升主要系抖音等社交电商及站外渠道投入加大以及达人直播收入比重增加导致平台服务费及佣金增加所致。抖音具备较强流量优势，但或由于其兴趣电商逻辑（货找人）在内容营销转化率较低，整体渠道盈利能力需高毛利率产品支撑。
- 精细化运营，提高营销效率。**年内国内家电需求略显平淡，且品牌竞争激烈，或导致品牌为营收增长加强营销投入，使得营销转化率有所降低，从而拖累盈利能力表现。部分平台具备流量但费率高企盈利能力较弱，从长期维度看品牌会在流量与盈利能力间寻求较好的平衡点。23Q2小熊电器销售费率+4.56pct，归母净利润率6.59%，23Q3小熊开始控制费率，加强费用投放的细节管理，重点提高费用投放效率，在实现收入增长的同时保持费率平稳，23Q3小熊销售费率较为平稳（环比+0.8pct，盈利能力有所恢复，归母净利润率8.07%，环比+1.48pct）。**因此，具备精细化运营能力以及快速反应能力的企业，长期看依然有较高投资价值。**

21Q1-23Q3小熊电器、科沃斯、飞科电器销售费率高企



21Q1-23Q3小熊电器归母净利润率



来源：wind，德邦证券研究所

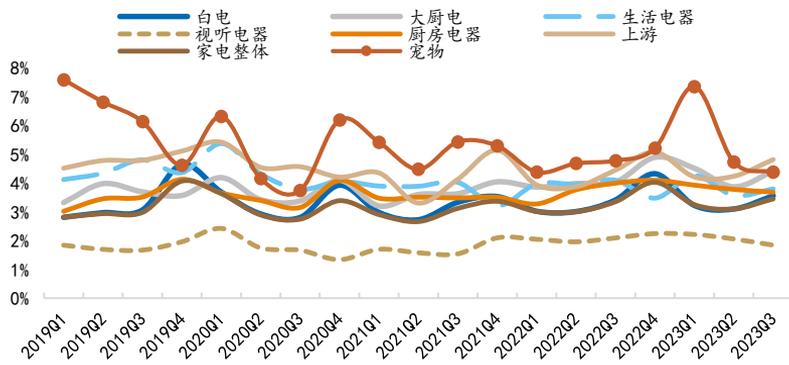
# 5 经营：依然关注精细化运营能力

## 5.2.2 复杂外部环境下，管理效率提升有助于盈利改善

■ **管理费用率**：整体较为平稳，23Q3家电板块管理费用率整体同比+0.1pct。23Q3白电/大厨电/生活电器/视听电器/厨房小电/上游分别+0.1pct/+0.4pct/-0.3pct/-0.3pct/-0.3pct/+0.4pct；宠物板块23Q3管理费用率同比-0.4pct，小幅下降。

■ 根据各家公司公告，2022年申万家电板块96家上市公司中，有56家公司员工数量减少，预计为疫情期间为降本增效进行的人员优化，而56家员工数量减少的公司中，有33家公司今年前三季度盈利能力同比改善，即超半数公司实现盈利改善，**虽然企业盈利改善的个体化差异较大，但我们认为，人员优化后盈利改善的公司具有较强的反应速度并收效显著，但部分公司员工减少后盈利能力仍有下滑，说明除了快速反应外，精细化运营也十分重要，因此建议关注管理效率高、精细化运营能力强的公司。**

家电各子板块&宠物管理费用率走势（分季度）



来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

家电板块员工总数变化、人均创收、人均创利情况

证券简称	员工总数			人均创收 (万元)			人均创利 (万元)			销售净利率 (%)		
	2021年	2022年	yoy	2021年	2022年	yoy	2021年	2022年	yoy	2023前三季度	2022前三季度	yoy(pct)
创维数字	7634	5397	-29%	142	223	57%	6	15	176%	6	8	-2
北鼎股份	1246	943	-24%	68	85	26%	9	5	-43%	11	5	6
奥佳华	10799	8426	-22%	73	71	-3%	4	1	-71%	3	2	1
兆驰股份	13725	11470	-16%	164	131	-20%	2	10	322%	10	8	2
倍轻松	1083	922	-15%	110	97	-12%	8	-13	-259%	-2	-9	7
奥马电器	10322	8854	-14%	98	89	-10%	-1	5	-718%	15	12	3
苏泊尔	11840	10224	-14%	182	197	8%	16	20	23%	9	9	0
海信视像	18385	16043	-13%	255	285	12%	6	10	69%	5	5	0
荣泰健康	1294	1136	-12%	202	176	-13%	18	14	-21%	12	8	4
格力电器	81884	72380	-12%	232	263	13%	28	34	20%	13	12	1
比依股份	1863	1653	-11%	88	91	3%	6	11	67%	14	12	1
浙江美大	1179	1056	-10%	184	174	-5%	56	43	-24%	29	27	2
唐安环境	10990	10180	-7%	90	100	11%	4	8	123%	6	10	-2
华帝股份	5566	5262	-5%	100	111	10%	4	3	-27%	8	7	1
新宝股份	28012	26529	-5%	53	52	-3%	3	4	28%	7	8	-1
石头科技	952	904	-5%	613	733	20%	147	131	-11%	24	19	4
飞科电器	3766	3652	-3%	106	127	19%	17	23	32%	21	20	1
极米科技	2715	2635	-3%	149	160	8%	18	19	7%	4	11	-8
九阳股份	2915	2832	-3%	362	359	-1%	26	19	-27%	5	7	-2
莱克电气	8861	8723	-2%	90	102	14%	6	11	99%	14	12	2
美的集团	165799	166243	0%	207	208	0%	17	18	3%	10	9	1
四川长虹	46664	47353	1%	214	195	-9%	1	1	52%	2	1	1
海信家电	48263	49367	2%	140	150	7%	2	3	44%	6	4	2
帅丰电器	1227	1257	2%	80	75	-6%	20	17	-15%	22	21	1
三花智控	14478	14860	3%	111	144	30%	12	17	49%	12	11	1
德尔玛	2769	2847	3%	110	116	6%	6	7	9%	4	4	0
东方电热	3344	3458	3%	83	110	32%	5	9	68%	18	9	9
亿田智能	1403	1454	4%	88	88	0%	15	14	-3%	19	17	2
欧普照明	6008	6263	4%	147	116	-21%	15	13	-17%	12	10	2
老板电器	4879	5095	4%	208	202	-3%	27	31	13%	17	17	0
海尔智家	104874	109586	4%	217	222	2%	12	13	8%	7	6	0
火星人	2080	2197	6%	111	104	-7%	18	14	-21%	14	13	1
长虹美菱	12815	14322	12%	141	141	0%	0	2	322%	3	1	2
科沃斯	7854	8899	13%	167	172	3%	26	19	-25%	6	11	-5
小熊电器	4013	4691	17%	90	88	-2%	7	8	17%	10	9	1
佛山照明	9287	12891	39%	51	68	32%	3	2	-34%	5	5	0
德昌股份	3566	5049	42%	80	38	-52%	8	6	-30%	12	17	-5

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

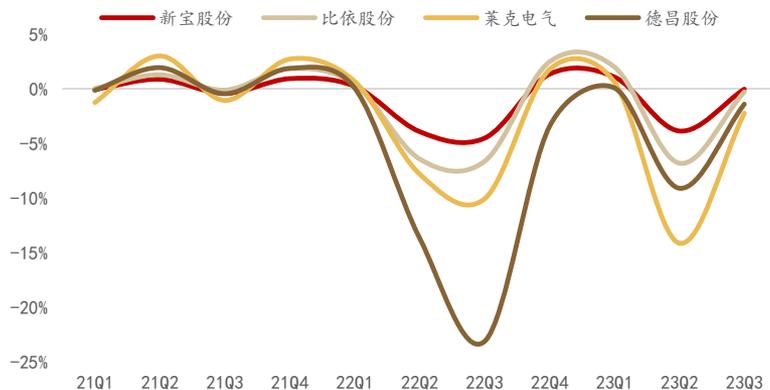
## 5.2.3 人民币近期已有小幅升值趋势，新宝精细管理汇率波动影响小

- 今年以来人民币维持贬值态势，达08年以来高值，近期已有小幅升值趋势。23Q1/Q2/Q3美元兑人民币即期汇率分别为6.8475、7.0187、7.2455，同比分别+8%、+6%、+6%，环比分别-4%、+3%、+3%。人民币贬值一方面会带来明显的汇兑收益，另一方面也利于外销业务毛利率的提振（外销业务多数以美元结算收入，以人民币结算成本）。23年以来美元兑人民币即期汇率均值7.0807，为2008年以来的高值水平，11月下旬以来已有小幅升值趋势。
- 外销公司财务费率受汇率波动影响较大，从过往季度费率来看，新宝股份财务费率波动区间相对较小，或系新宝股份外销业务经验丰富且采用进口材料对冲、新产品即时报价、远期外汇合约等金融工具的运用等措施来降低汇率波动风险，因此即便是外部因素波动影响，具备较强精细化管理能力的公司依然能够降低其影响。

2019年至今美元兑人民币汇率走势



21Q1-23Q3外销主要公司财务费用率走势



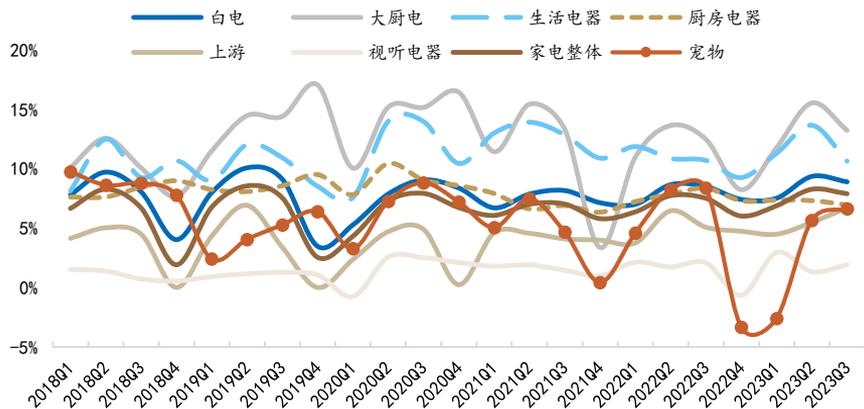
来源：wind，德邦证券研究所

# 5 经营：依然关注精细化运营能力

## 5.3 归母净利润：毛利率与费用率综合作用，净利率小幅优化

- 归母净利润：在毛利率与期间费用率综合作用下，家电归母净利润整体小幅优化，同比+0.4pct。23Q3厨房电器（-1.4pct）、视听电器（-0.2pct）、生活电器（-0.1pct）归母净利润小幅下降，上游（+1.6pct）、白电（+0.4pct）、大厨电（+0.7pct）板块归母净利润均小幅提升。宠物板块整体归母净利润同比下滑1.7pct，主要由于佩蒂股份净利率下滑。
- 展望明年，毛利率有望趋稳，关注精细化运营能力带动的净利率分化及相应的投资机会。

家电各子板块归母净利润走势（分季度）



来源：wind，各公司公告，德邦证券研究所

重点公司期间归母净利润率走势（分季度）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	Q3变动	
白电	美的集团	7.79%	9.30%	9.59%	6.36%	7.89%	9.51%	9.62%	6.88%	8.32%	10.07%	10.03%	0.41%
	格力电器	10.27%	10.28%	13.02%	14.81%	11.27%	12.38%	13.01%	14.84%	11.51%	13.36%	13.24%	0.23%
	海尔智家	5.58%	6.68%	5.28%	5.44%	5.84%	7.19%	5.91%	5.18%	6.10%	7.50%	6.24%	0.33%
厨房电器	苏泊尔	9.83%	6.81%	7.18%	11.87%	9.59%	8.38%	8.08%	14.62%	8.82%	8.82%	8.94%	0.87%
	九阳股份	8.03%	10.85%	9.25%	2.35%	7.14%	7.56%	7.14%	0.77%	6.42%	5.19%	4.72%	-1.42%
	新宝股份	5.30%	4.20%	6.91%	4.70%	4.89%	8.85%	9.95%	3.95%	4.89%	7.27%	7.75%	-1.20%
	小熊电器	9.90%	6.77%	6.83%	7.60%	10.66%	5.06%	10.84%	10.28%	13.18%	6.59%	8.07%	-1.77%
	北鼎股份	16.38%	11.97%	9.85%	13.10%	9.01%	3.28%	2.49%	7.51%	10.33%	13.26%	9.76%	7.26%
	比依股份	7.06%	6.89%	7.62%	7.71%	6.93%	14.31%	16.66%	10.46%	12.26%	17.07%	11.88%	-1.78%
生活电器	科沃斯	14.97%	16.50%	16.65%	14.04%	13.23%	12.52%	7.43%	11.08%	10.08%	6.60%	0.58%	-1.85%
	石头科技	28.36%	27.22%	24.64%	19.22%	25.22%	17.50%	16.23%	14.69%	17.61%	24.18%	26.82%	10.59%
	倍轻松	5.18%	9.19%	9.13%	6.88%	-1.99%	-1.12%	-1.59%	-2.10%	-0.80%	-1.34%	2.63%	14.23%
大厨电	萤石网络	9.73%	12.64%	6.59%	7.93%	6.41%	7.93%	6.41%	9.75%	8.45%	13.88%	11.68%	5.27%
	飞科电器	16.95%	18.91%	16.99%	12.07%	21.14%	18.90%	19.95%	8.86%	23.31%	22.16%	16.57%	-1.38%
	老板电器	18.80%	17.85%	20.11%	-0.35%	17.63%	15.09%	18.26%	11.17%	17.85%	15.99%	18.12%	-0.14%
	华帝股份	7.36%	10.07%	2.93%	-1.33%	7.07%	9.64%	2.69%	-1.82%	7.71%	10.02%	6.36%	3.66%
	浙江美大	27.28%	28.44%	31.47%	33.94%	29.41%	25.95%	25.19%	18.22%	29.72%	27.07%	29.73%	4.55%
	火星人	12.68%	16.59%	19.84%	14.20%	13.33%	13.68%	13.01%	15.05%	11.86%	14.24%	15.84%	2.83%
视听娱乐	亿田智能	19.45%	17.79%	20.77%	12.83%	18.06%	18.32%	14.14%	15.56%	17.82%	22.21%	14.72%	0.58%
	帅丰电器	22.00%	34.26%	22.24%	21.51%	19.68%	24.71%	19.24%	26.33%	22.87%	26.41%	15.05%	-1.18%
	极米科技	10.98%	11.84%	11.23%	13.15%	11.99%	14.46%	7.11%	12.83%	5.91%	5.45%	-0.83%	-1.94%
上游零部件	海信视像	1.95%	1.75%	1.83%	3.97%	2.93%	2.94%	4.17%	4.32%	5.41%	3.11%	4.12%	-0.05%
	光峰科技	10.36%	16.73%	10.78%	2.63%	3.40%	3.78%	7.48%	4.22%	2.97%	9.97%	9.29%	1.81%
	富佳股份	11.19%	6.80%	13.14%	4.94%	10.61%	13.38%	16.27%	9.78%	6.07%	14.73%	9.43%	-1.83%
	三花智控	10.56%	10.87%	11.60%	9.09%	9.43%	10.27%	11.48%	16.45%	10.59%	11.58%	11.86%	0.38%
宠物	唐安环境	4.55%	5.58%	3.56%	2.56%	4.15%	17.77%	4.58%	4.76%	6.67%	5.31%	7.35%	2.77%
	春光科技	12.83%	10.73%	8.04%	4.81%	5.18%	9.40%	4.85%	2.78%	4.06%	3.51%	1.35%	-1.50%
	东方电热	4.05%	2.84%	4.81%	13.21%	7.75%	9.00%	9.58%	5.70%	7.44%	10.96%	32.95%	23.37%
宠物	中宠股份	3.77%	5.67%	4.11%	2.75%	2.95%	5.64%	5.43%	-1.08%	2.22%	7.98%	8.08%	2.65%
	佩蒂股份	7.29%	10.64%	6.73%	-1.25%	6.32%	12.31%	13.27%	-1.16%	-24.01%	-1.38%	3.19%	-1.07%

# 06

## 投资建议及风险提示

# 投资建议

看好可选消费修复逻辑，建议把握多条主线：

- 品牌出海方面，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，建议关注**石头科技，科沃斯**；白电龙头全球化布局逐步见效，海外份额仍有较大提升空间，建议关注**海尔智家，美的集团**；
- 内需修复具有较大弹性，看好回归生活本质、快乐经济带来的消费需求释放，建议关注**小熊电器，新宝股份，乖宝宠物，中宠股份，Keep**以及国产运动服饰龙头**安踏体育、李宁**；
- 关注黑电产业链变革带来的3~5年维度全球份额提升+利润率提升机会，建议关注**海信视像，TCL科技，TCL电子**；
- 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**华利集团、申洲国际**。

# 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。

## 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。

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

# 免责声明

**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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

## 德邦证券股份有限公司

地址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电话：+862168761616 传真：+862168767880

400-8888-128