

证券研究报告 | 轻工制造 | 2024年02月19日

轻工团队·行业专题报告

海外需求彰显韧性，叠加补库订单拉动，重视自主品牌出海及供应链优势

分析师

李珍妮

登记编号：S1220523080002

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

美国零售业景气度逐月改善，需求端展现韧性。2023年11月起，密歇根大学消费者信心指数触底回升。2023年12月美国零售总额（不含机动车辆及零部件店）同比+4.5%、环比+0.4%，2024年1月在高基数下美国零售总额依旧实现同比+1.4%的增长，需求端整体展现出韧性，分行业来看，非耐用&必选消费总体表现更优，如餐饮服务、个护、杂货，耐用消费品中家电表现相对较优，家具零售同比仍有一定压力，后续伴随基数回落、地产逐步企稳，家具零售有望筑底改善。

批发商及零售商库销比持续走低，库存高点已过，补库需求有望持续释放。2023年初以来，美国批发商及零售商库存同比增速持续放缓，批发商库存同比于8月转负，其中家具类批发商及零售商去库幅度更为明显。

伴随降息周期到来，成屋销售有望企稳回升，进一步拉动家具家装消费，中国家具出口订单有望持续修复。美国房地产市场以成屋销售为主，观察美国成屋销售与30年期贷款利率走势，两者呈现较为明显的负相关性，2022年初以来，美国30年期贷款利率逐步提高，抑制居民购房需求释放，2023年12月，美国成屋销量折年数（季调）同比下滑6.2%至378万套，销量处于历史较低水位。目前30年期贷款利率已由高点回落，后续伴随降息周期到来，有望催化成屋销售企稳回升，进而拉动地产链相关品类零售表现。随着本轮美国地产市场转好预期加强，叠加库存水位由高位回落，我国家具出口订单有望迎来持续修复。

我们认为，当前两条主线值得关注：

➤ 跨境电商快速发展、线下模式创新，驱动自主品牌增长：

线上：疫情催化叠加“性价比”消费趋势渐强，海外消费者线上消费习惯逐步养成，截至23Q3美国网络零售额占零售总额比达15.6%，连续6个季度提升。依托亚马逊等成熟平台，同时伴随TikTok、Temu等新兴渠道快速崛起，凭借中国生产制造及供应链优势，跨境电商整体有望保持快速增长，建议关注【致欧科技】【乐歌股份】【恒林股份】。

线下：线下渠道依旧具备重要价值，模式创新、渠道拓展注入新的增长动能，建议关注【匠心家居】【泉峰控股】。

➤ 产能有序扩张，充分发挥供应链优势，提升大客户内占比：

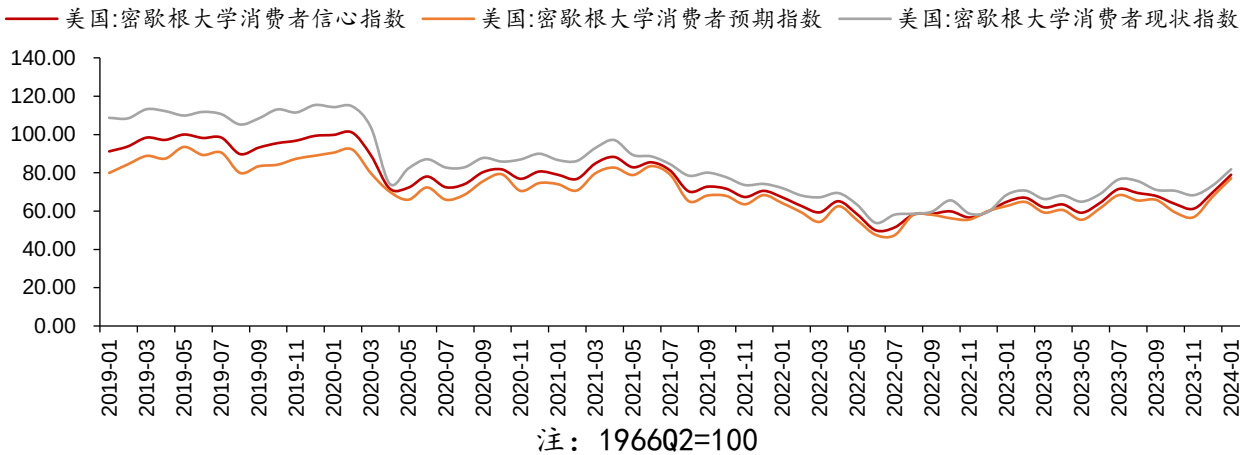
利用海外优质产能布局，发挥供应链管理及规模生产优势，伴随大客户共成长，在贸易环境不确定的大背景下，OEM/ODM代工龙头有望获得超过行业平均水平的增长，建议关注【永艺股份】【嘉益股份】。

风险提示：海外需求不及预期，汇率波动，原材料价格波动，行业竞争加剧等。

行业：美国零售总额保持稳步增长，消费者信心回升，需求韧性显现

美国零售业景气度逐月改善，需求端展现韧性。2023年11月起，密歇根大学消费者信心指数触底回升。2023年12月美国零售总额（不含机动车辆及零部件店）同比+4.5%、环比+0.4%，2024年1月在高基数下美国零售总额依旧实现同比+1.4%的增长，需求端整体展现出韧性，分行业来看，非耐用&必选消费总体表现更优，如餐饮服务、个护，耐用消费品中家电表现相对较优，家具零售同比仍有一定压力，后续伴随基数回落、地产逐步企稳，家具零售有望筑底改善。

图表：美国密歇根大学消费者信心、预期、现状指数



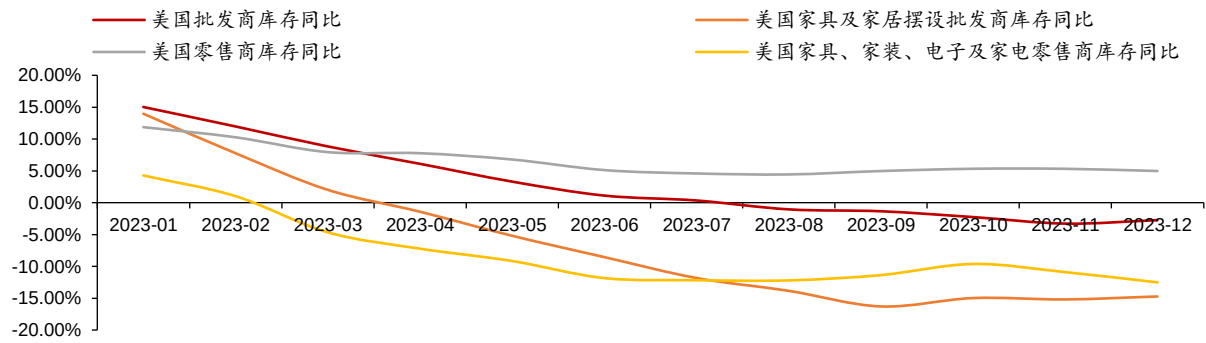
图表：美国零售业月度销售额同比

	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	2024/01
零售总额	8.5%	6.4%	2.5%	1.6%	1.4%	0.5%	1.7%	2.4%	3.4%	2.0%	3.4%	4.5%	1.4%
家具和家用装饰店	6.7%	-0.6%	-4.2%	-9.1%	-7.8%	-4.4%	-5.8%	-8.0%	-6.5%	-12.0%	-5.4%	-4.7%	-11.7%
电子和家用电器店	4.1%	1.2%	-5.3%	-8.6%	-3.6%	-0.3%	-3.5%	-0.7%	-0.9%	1.0%	10.0%	10.7%	-5.3%
建筑材料、园林设备及物料店	1.7%	1.4%	-4.6%	-4.6%	-2.0%	-3.5%	-3.7%	-4.2%	-4.1%	-5.2%	-2.4%	-2.3%	-7.4%
服装及服装配饰店	8.8%	3.4%	-1.9%	-2.0%	-0.1%	-0.7%	2.9%	2.4%	0.1%	-0.2%	1.6%	4.8%	0.5%
食品服务和饮吧	23.7%	15.4%	12.3%	9.1%	9.9%	9.3%	11.1%	9.0%	10.2%	8.4%	10.7%	11.2%	6.3%
运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店	7.6%	1.8%	1.4%	0.5%	0.8%	-0.7%	1.4%	-2.0%	-1.4%	-2.3%	0.1%	-2.4%	-3.2%
日用品商场:百货商店不包括出租部门	5.0%	2.7%	-1.6%	-3.7%	-3.7%	-5.0%	-2.9%	-3.4%	-5.6%	-4.7%	-4.8%	-2.6%	-6.7%
保健和个人护理店	6.0%	8.6%	7.7%	7.8%	9.2%	7.8%	7.3%	8.7%	8.6%	10.3%	9.9%	11.2%	5.0%
杂货店零售业	9.3%	4.1%	2.0%	2.7%	3.0%	1.5%	1.1%	-3.5%	2.9%	4.3%	7.0%	5.8%	-2.7%

行业：美国批发商、零售商库持续去库，补库需求有望持续释放

批发商及零售商库销比持续走低，库存高点已过，补库需求有望持续释放。2023年初以来，美国批发商及零售商库存同比增速持续放缓，批发商库存同比于8月转负，其中家具类批发商及零售商去库幅度更为明显。

图表：美国批发商及零售商库存同比



图表：美国批发商库存销售比

	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12
总计	1.38	1.37	1.41	1.40	1.40	1.41	1.39	1.36	1.33	1.35	1.34	1.34
耐用品:电气和电子产品	1.35	1.34	1.37	1.39	1.36	1.36	1.34	1.33	1.27	1.29	1.32	1.30
耐用品:汽车及汽车零件和用品	1.70	1.72	1.79	1.81	1.79	1.81	1.84	1.85	1.80	1.84	1.75	1.86
耐用品:家具及家居摆设	1.89	1.83	1.83	1.82	1.77	1.76	1.69	1.65	1.68	1.74	1.68	1.59
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	2.45	2.47	2.50	2.47	2.48	2.47	2.41	2.40	2.33	2.31	2.32	2.29
耐用品:木材及其他建材	1.70	1.67	1.69	1.68	1.65	1.65	1.63	1.64	1.63	1.62	1.60	1.58
非耐用品:服装及服装面料	3.11	3.04	3.08	3.19	3.26	3.17	2.99	2.88	2.72	2.77	2.81	2.75
非耐用品:药品及杂品	1.08	1.05	1.06	1.03	1.01	1.01	1.01	0.97	0.98	0.96	0.97	0.97
非耐用品:食品及相关产品	0.75	0.75	0.76	0.78	0.77	0.74	0.73	0.72	0.73	0.74	0.73	0.72

图表：美国零售商库存销售比

	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12
总计	1.26	1.28	1.30	1.29	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.31	1.31
日用品商场	1.38	1.37	1.42	1.42	1.41	1.42	1.40	1.40	1.38	1.36	1.36	1.36
食品和饮料店	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.79	0.78	0.78	0.78	0.78	0.77	0.76
服装及服装配饰店	2.30	2.37	2.41	2.40	2.40	2.38	2.36	2.35	2.39	2.38	2.34	2.29
机动车辆和零部件店	1.51	1.57	1.61	1.62	1.64	1.65	1.68	1.72	1.74	1.80	1.83	1.84
建筑材料、园林设备和物料店	1.95	1.92	1.96	1.95	1.91	1.93	1.92	1.91	1.91	1.89	1.90	1.87
家具、家用装饰、电子和家用电器店	1.59	1.66	1.67	1.66	1.63	1.59	1.58	1.57	1.56	1.56	1.53	1.53

渠道：库销比逐步回落，综合性渠道商及线上平台收入端表现更优

收入端来看，综合性渠道商表现更为稳健，沃尔玛、亚马逊2023Q3单季度收入同比分别+5%、+13%；家居建材渠道商Home Depot、Lowe's收入端依旧承压，线上家居零售平台Wayfair收入同比由负转正、表现相对较优。库存方面，截至2023Q3末，美国终端零售商库存绝对值高点已过，大部分零售商库销比已由高位有所回落，去库结束后订单有望迎来恢复性增长。

图表：美国终端零售商单季度销售收入同比增速

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
HOME DEPOT	7%	23%	23%	25%	33%	8%	10%	11%	4%	7%	6%	0%	-4%	-2%	-3%
LOWE'S	11%	30%	28%	27%	24%	1%	3%	5%	-3%	0%	2%	5%	-6%	-9%	-13%
WAYFAIR	20%	84%	67%	45%	49%	-10%	-19%	-11%	-14%	-15%	-9%	-5%	-7%	-3%	4%
WILLIAMS SONOMA	0%	9%	22%	24%	42%	31%	16%	9%	8%	10%	7%	-2%	-7%	-13%	-15%
RH	-19%	0%	25%	22%	78%	39%	19%	11%	11%	0%	-14%	-14%	-23%	-19%	-14%
WALMART	9%	6%	5%	7%	3%	2%	4%	1%	2%	8%	9%	7%	8%	6%	5%
AMAZON	26%	40%	37%	44%	44%	27%	15%	9%	7%	7%	15%	9%	9%	11%	13%
TARGET	11%	25%	21%	21%	23%	10%	13%	9%	4%	3%	3%	1%	1%	-5%	-4%
BEST BUY	-6%	4%	21%	11%	36%	20%	0%	-3%	-9%	-13%	-11%	-10%	-11%	-7%	-8%
TEMPUR-SEALY	19%	-8%	38%	21%	27%	76%	20%	29%	19%	4%	-6%	-13%	-3%	5%	0%
HNI	-2%	-21%	-19%	-9%	3%	22%	16%	7%	18%	22%	2%	-6%	-16%	-9%	19%
SLEEP NUMBER	11%	-20%	12%	29%	20%	70%	21%	-13%	-7%	13%	-16%	1%	0%	-16%	-13%

图表：美国终端零售商库销比

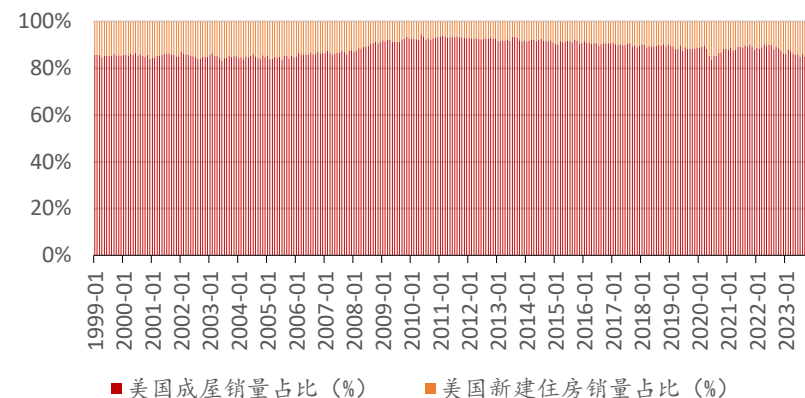
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
HOME DEPOT	0.52	0.37	0.44	0.51	0.48	0.46	0.54	0.60	0.61	0.59	0.67	0.71	0.67	0.57	0.61
LOWE'S	0.70	0.51	0.66	0.79	0.71	0.65	0.74	0.80	0.80	0.72	0.83	0.85	0.85	0.74	0.85
WAYFAIR	0.03	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
WILLIAMS SONOMA	0.88	0.71	0.61	0.46	0.60	0.58	0.60	0.50	0.70	0.69	0.74	0.64	0.81	0.73	0.73
RH	0.97	0.69	0.58	0.64	0.66	0.63	0.64	0.76	0.81	0.85	0.97	1.05	1.06	0.94	0.97
WALMART	0.32	0.30	0.34	0.32	0.33	0.33	0.37	0.37	0.42	0.40	0.41	0.37	0.37	0.35	0.38
AMAZON	0.26	0.22	0.23	0.19	0.22	0.21	0.25	0.23	0.29	0.30	0.29	0.24	0.27	0.26	0.25
TARGET	0.45	0.38	0.48	0.41	0.44	0.43	0.51	0.47	0.58	0.58	0.61	0.49	0.52	0.51	0.54
BEST BUY	0.54	0.41	0.49	0.39	0.49	0.51	0.63	0.44	0.57	0.60	0.63	0.42	0.55	0.57	0.68
TEMPUR-SEALY	0.32	0.40	0.24	0.28	0.30	0.27	0.26	0.31	0.42	0.50	0.47	0.49	0.46	0.43	0.40
HNI	0.36	0.39	0.30	0.25	0.30	0.33	0.32	0.31	0.34	0.35	0.38	0.35	0.39	0.38	0.33
SLEEP NUMBER	0.18	0.29	0.16	0.14	0.14	0.18	0.14	0.19	0.20	0.20	0.22	0.23	0.22	0.26	0.25

地产：美国成屋销售与利率呈现负相关，降息周期开启后美国地产有望企稳复苏

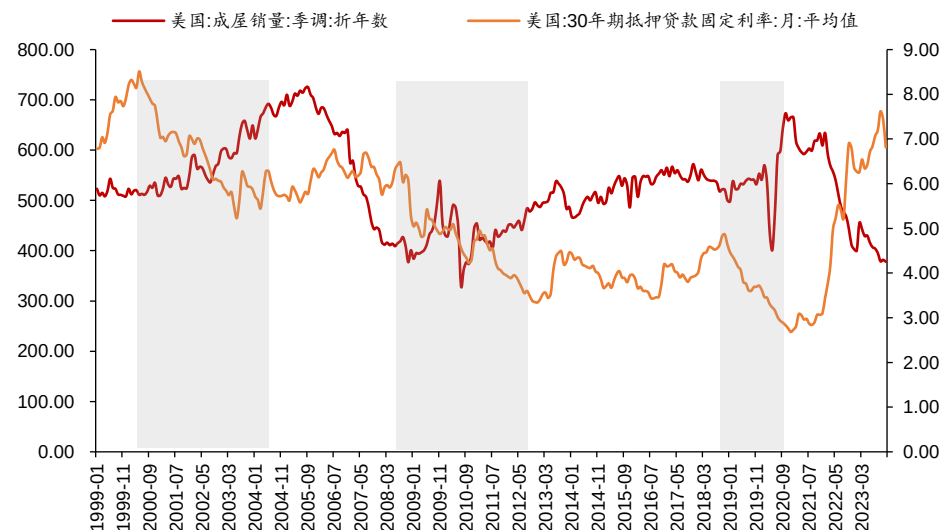
高利率环境下，成屋销售承压。美国房地产市场以成屋销售为主，观察美国成屋销售与30年期贷款利率走势，两者呈现较为明显的负相关性。2000年、2008年以及2018年，美国30年期抵押贷款固定利率拐点向下后，成屋销售情况均逐步好转、呈现修复态势。2022年初以来，美国30年期贷款利率逐步提高，抑制居民购房需求释放，2023年12月，美国成屋销量折年数（季调）同比下滑6.2%至378万套，降幅较11月的同比-7.3%有所收窄，销量仍处于历史较低水位。

目前看30年期贷款利率已由高点回落，后续伴随降息周期到来，有望进一步催化成屋销售企稳回升。

图表：美国地产市场以成屋销售为主



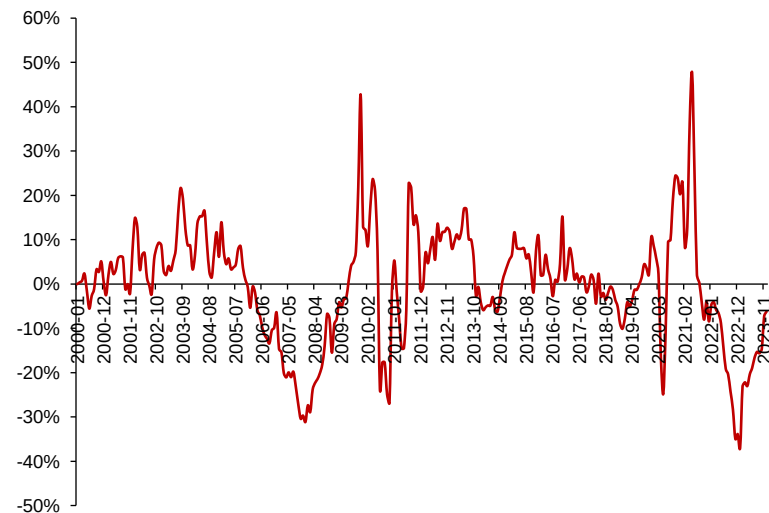
图表：美国成屋销售与30年期贷款利率呈现负相关



图表：美国30年期贷款利率由高位回落



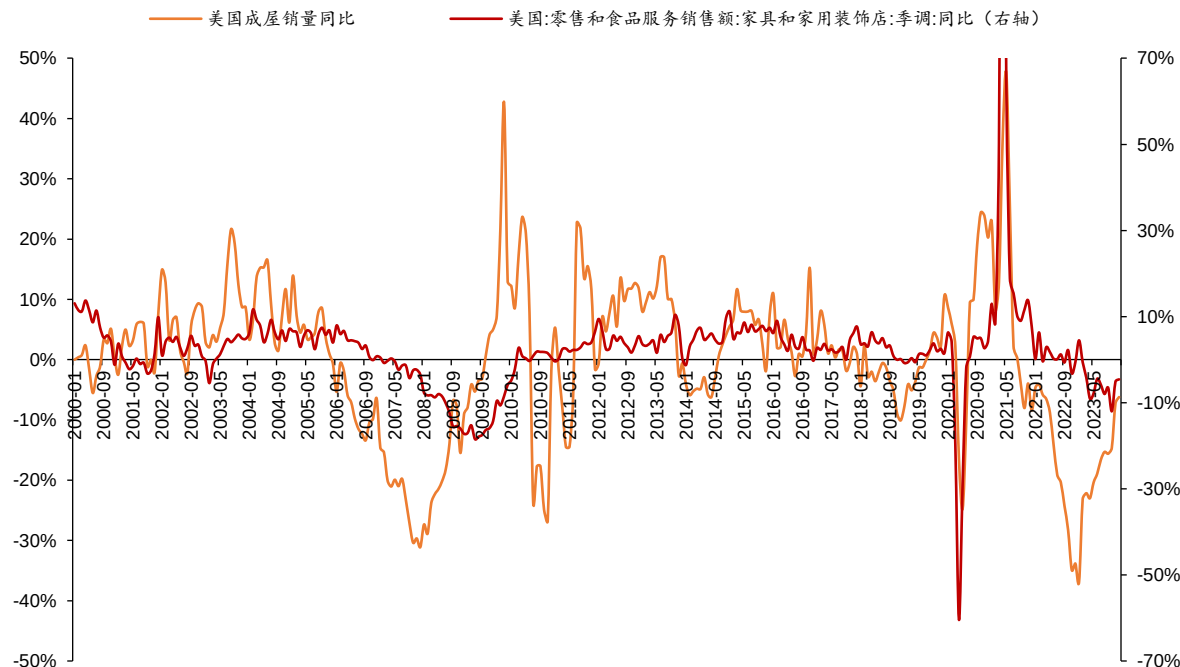
图表：美国成屋销售同比



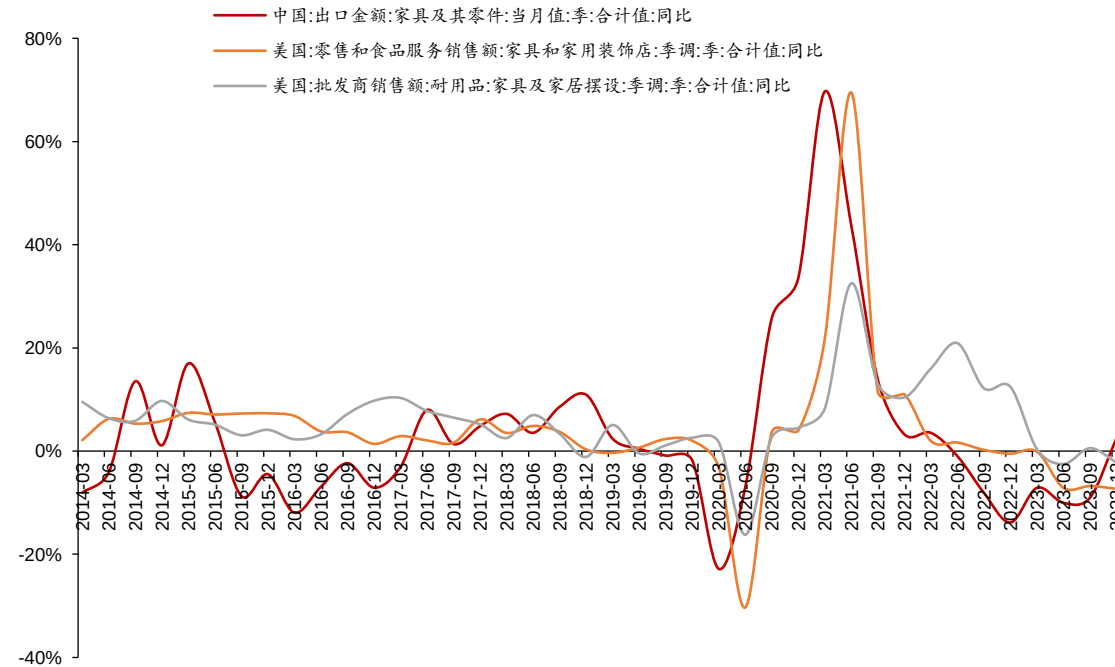
成屋销售与家具零售周期波动趋势总体一致性较强。观察美国成屋销量及家具零售额同比增速,由于美国地产市场以成屋销售为主,其成屋销售与家具销售周期波动一致性较强,考虑到美国居民的消费能力及消费习惯,对于家具家装的换新需求或可一定程度上平滑由成屋销售带来的周期波动,因此家具零售相比于成屋销售展现出更强的韧性。伴随后续地产销售回暖,有望催化家具家装需求。

伴随需求进一步向下游传导,中国家具出口有望持续改善。我国家具出口表现整体趋势与零售数据相近,考虑到生产运输时间及安全库存的要求,美国批发及零售商通常基于前瞻预测提前下达订单,因此我国家具出口略领先于零售数据。随着本轮美国地产市场转好预期加强,叠加库存水位由高位回落,我国家具出口订单有望持续改善。

图表:美国成屋销售与家具家装用品周期



图表:中国家具出口与美国家具批发/零售趋势相近



投资建议：建议关注两条主线，重视自主品牌出海+中国企业的供应链优势

一、跨境电商快速发展、线下模式创新，驱动自主品牌增长：

①疫情催化叠加“性价比”消费趋势渐强，海外消费者线上消费习惯逐步养成，截至23Q3美国网络零售额占零售总额比达15.6%，连续6个季度提升。依托亚马逊等成熟平台，同时伴随TikTok、Temu等新兴渠道快速崛起，凭借中国生产制造及供应链优势，跨境电商整体有望保持快速增长：

【致欧科技】作为家居跨境电商龙头，产品矩阵向场景化、系列化扩充以推升消费者关联购买，美线供应链整合、自有仓逐步完善有望带来尾程运费优化，推动盈利水平提升；

【乐歌股份】有望充分受益跨境电商行业红利，发挥中大件商品配套服务优势，累计服务出海企业超过600家，通过有序扩仓（目前仓库面积28万方，24年预计扩仓10-15万方）和库容率提升，盈利能力有望持续改善；

【恒林股份】升级跨境电商团队，调整产品结构、丰富产品布局，除亚马逊以外同步布局Tiktok等多平台进行引流，低基数下24Q1表现可期。

②线下渠道依旧具备重要价值，模式创新、渠道拓展注入新的增长动能：

【匠心家居】稳步推进“店中店”新模式带动OBM收入占比提升，MotoLiving高端系列（美国终端售价5000-6000美金/组）推动产品均价抬升，新拓客户有望持续贡献增量；

【泉峰控股】有望受益于大客户劳氏补库，美国地产链修复或将拉动电动工具需求，中长期有望借助战略合作伙伴美国农机制造商John Deere广泛的经销网络带动EGO品牌销售。

二、产能有序扩张，充分发挥供应链优势，提升大客户内占比：

【永艺股份】率先布局海外优质产能，越南基地运营效率领先、订单及产能快速增长，越南三期建设有望推动公司美国大客户渗透率提升；罗马尼亚基地23H1出货，支撑加速开拓欧洲及其他海外市场；

【嘉益股份】应用场景多元+限量版等畅销产品推出持续刺激需求，24年产能预计同比增长21.2%，全球化产能布局深度绑定大客户，供应链精益管理毛利率表现优于行业。

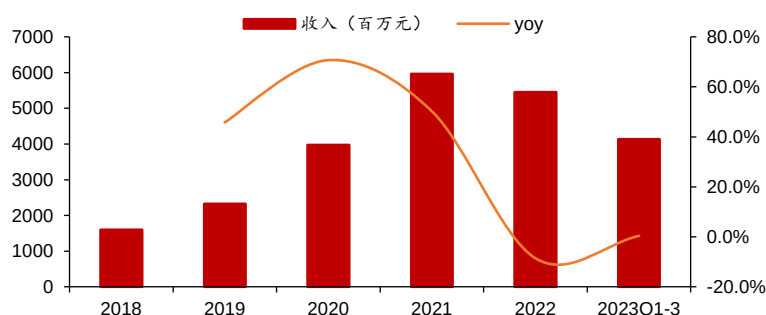
图表：出口公司估值表（截至2024年2月8日）

			收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE			
股票代码	公司简称	市值	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
301376.SZ	致欧科技	89.4	54.6	61.4	73.9	88.0	2.5	4.0	5.0	6.0	—	22.2	18.0	14.9
300729.SZ	乐歌股份	53.3	32.1	39.1	48.6	59.4	2.2	6.0	4.5	5.2	24.3	8.9	11.9	10.3
603661.SH	恒林股份	62.0	65.1	81.2	96.0	112.3	3.5	4.5	5.5	6.6	11.6	13.7	11.3	9.4
301061.SZ	匠心家居	70.2	14.6	19.6	24.3	29.5	3.3	4.0	4.7	5.7	11.0	17.5	14.9	12.3
603600.SH	永艺股份	35.0	40.6	37.1	43.4	50.2	3.4	3.0	3.6	4.2	8.7	11.5	9.8	8.4
301004.SZ	嘉益股份	59.8	12.6	17.5	21.3	25.1	2.7	4.3	5.2	6.0	11.3	13.8	11.5	9.9
2285.HK	泉峰控股	69.3	19.9	16.1	18.7	21.6	1.4	0.9	1.4	1.8	19.4	9.7	6.4	5.1

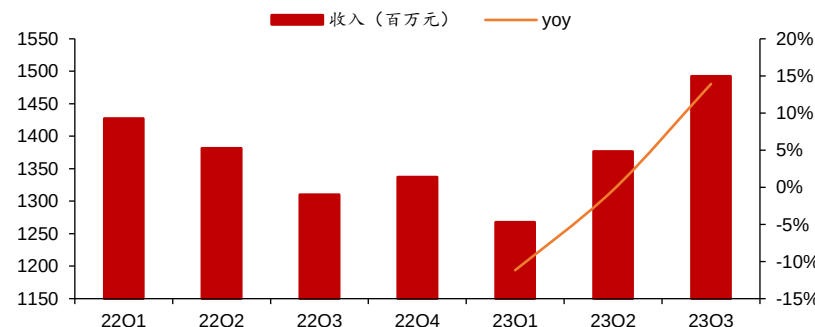
致欧科技：2023年收入增长逐季提速，业绩预计高增59.9%-67.9%

- **营收增长总体稳健，23年收入增长逐季提速。**2023前三季度公司实现收入41.4亿元，同比持平，业绩预告23年全年收入60.2-61.0亿元，同比增长10.3%-11.8%，其中Q4单季度预计实现营收18.8-19.6亿元，同比增长40.9%-46.9%。
- **盈利能力稳步提升，23年全年预计业绩高增。**2023前三季度公司实现归母净利润2.86亿元，同比+67.1%，业绩预告23年全年归母净利润4.0-4.2亿元，同比增长59.9%-67.9%，其中Q4单季度预计实现归母净利润1.14-1.34亿元，同比增长44.2%-69.6%；2023前三季度公司毛利率及净利率较22年同期均有提升，2023Q1-3公司毛利率、净利率分别为36.9%、6.9%，同比分别+5.6pct、+2.8pct，其中2023Q3公司毛利率、净利率分别为37.7%、6.7%，同比分别+7.0pct、+2.1pct。

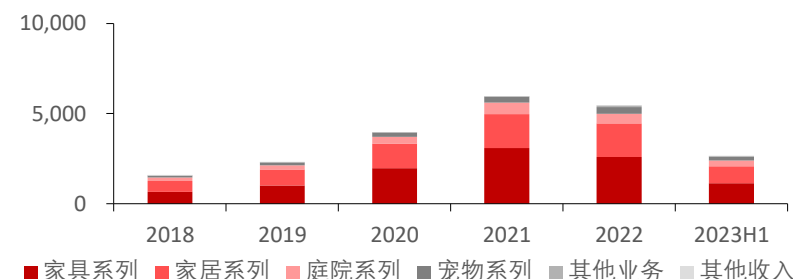
图表：2018-2023前三季度收入及同比



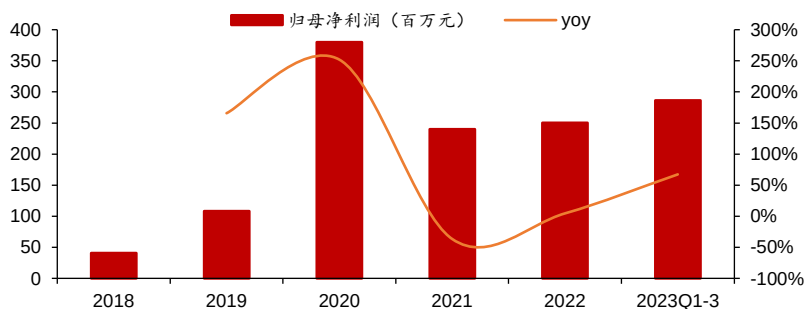
图表：2022Q1-2023Q3单季度收入及同比



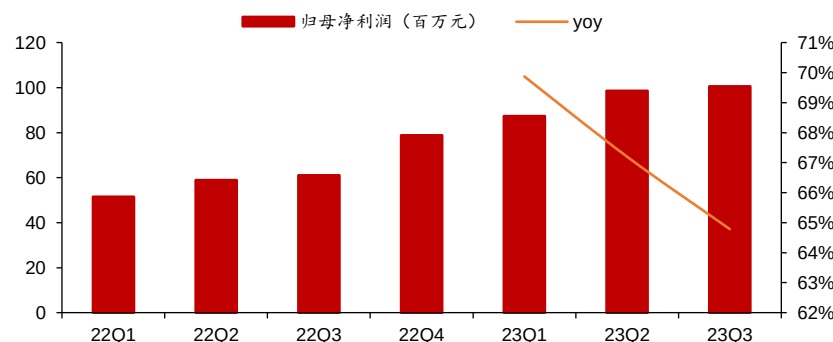
图表：2018-2023H1收入拆分（单位：百万元）



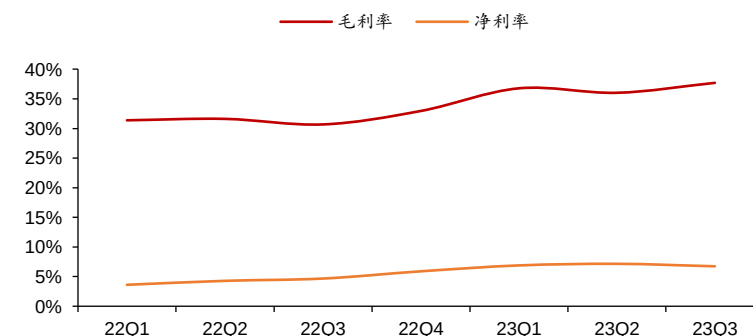
图表：2018-2023前三季度归母净利润及同比



图表：2022Q1-2023Q3单季度归母净利润及同比



图表：2022Q1-2023Q3单季度毛利率、净利率



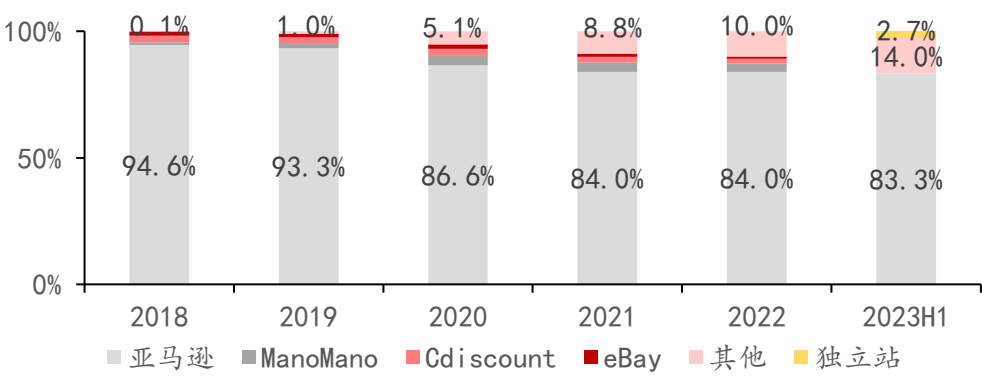
致欧科技：股权激励计划彰显长期发展信心，产品、运营新布局推动发展提质增效

- 发布股权激励计划，彰显长期发展信心。2024年2月，公司发布限制性股权激励计划，向公司董事、高管、核心技术及业务人员授予权益总计不超过401.5万股（占公司总股本1%），公司层面业绩考核目标为：2024-2026年，营业收入目标值较2023年分别增长25%、56.25%、95.31%，即每年同比分别增长25%，达成目标值后公司层面即可100%归属；触发值为较2023年分别增长20%、44%、72.8%，即每年同比分别增长20%。
- 品类扩充进一步覆盖全屋场景，强品牌力助力线上大促亮眼表现。公司旗下SONGMICS、VASAGLE、Feandrea覆盖家具、家居、庭院、宠物系列，并向家纺品类扩充，进一步覆盖全屋场景，满足消费者一站式购物需求，促进关联购买；公司多款产品受消费者喜爱，2023年亚马逊“黑五网一”大促中，公司在欧洲和北美亚马逊平台总销售额同比增长78%，表现亮眼。
- 第三方电商平台流量带动GMV增长，多渠道策略捕捉动态消费偏好。借助亚马逊等电商平台的流量优势，公司产品、品牌可获得大量曝光机会，带动销售规模提升；除亚马逊外，公司亦覆盖多个特色电商平台，入驻在德国本土大型电商Otto、欧洲首家家居园艺电商ManoMano，以及新兴的SHEIN平台、并在初期实现较快业务增速。截至23H1，亚马逊/独立站/其他渠道占B2C销售收入分别为83.3%/2.7%/14.0%，亚马逊以外的渠道收入占比逐年提升。
- 自营仓布局及采购管理推进，公司发展提质增效。公司持续推进海外仓建设，进一步完善公司“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系，通过提升对订单的响应速度以及存货周转效率，有望实现降本增效。我们认为，随着供应链整合、海外供应商寻源、以及自有仓布局优化带来的美线仓储及尾程配送费用降低，公司美线毛利率有望逐步改善。

图表：股权激励计划考核安排

考核年度	营收增长率			
	目标值 (较2023年)	目标值 (同比)	触发值 (较2023年)	触发值 (同比)
2024	25.00%	25.00%	20.00%	20.00%
2025	56.25%	25.00%	44.00%	20.00%
2026	95.31%	25.00%	72.80%	20.00%

图表：B2C销售模式下各渠道收入占比

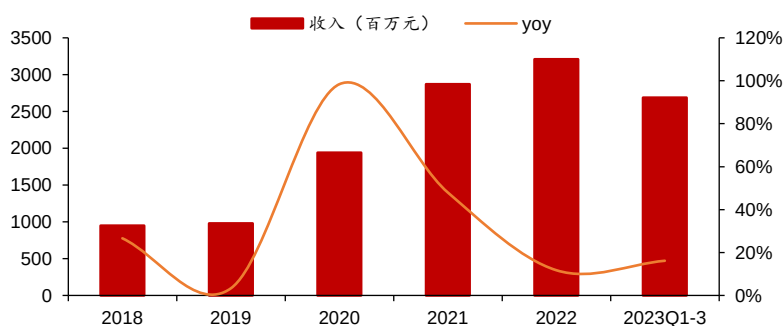


资料来源：wind，公司公告，万里汇，中关村在线
注：2018-2022年公司未披露独立站收入，其被包

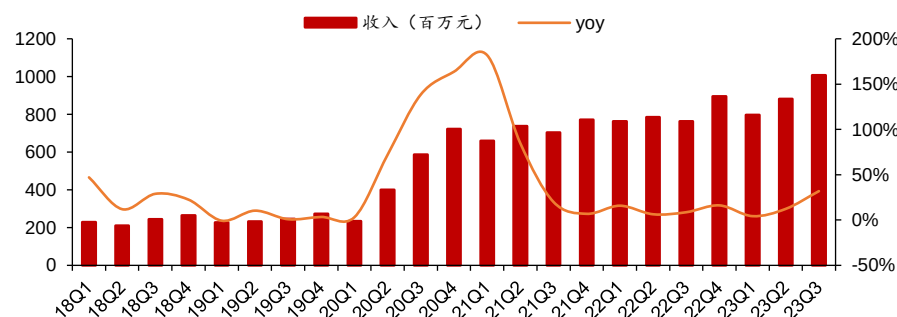
乐歌股份：智能家居+海外仓双轮驱动收入增长

- 营收稳健增长，公共海外仓业务营收贡献提升。2023前三季度公司实现收入26.9亿元，同比+16.1%；单Q3实现收入10.1亿元，同比+31.9%。截至2023H1，人体工学工作站及仓储物流服务收入合计占总收入比84.3%，其中仓储物流服务收入占比21.7%，较2022年末贡献收入比提升6.4pct。
- 资产处置受益推高2023年净利率水平。2023前三季度公司实现归母净利润5.17亿元，同比+226.4%，业绩预告23年全年归母净利润6.1-6.5亿元，同比增长178.9%-197.2%，其中Q4单季度预计实现归母净利润0.93-1.33亿元，同比增长54.3%-120.5%；2023Q1-3公司毛利率、净利率分别为36.5%、19.3%，同比分别-2.4pct、+12.4pct，净利率显著提高主要系23Q1海外仓库出售带来的资产处置收益。

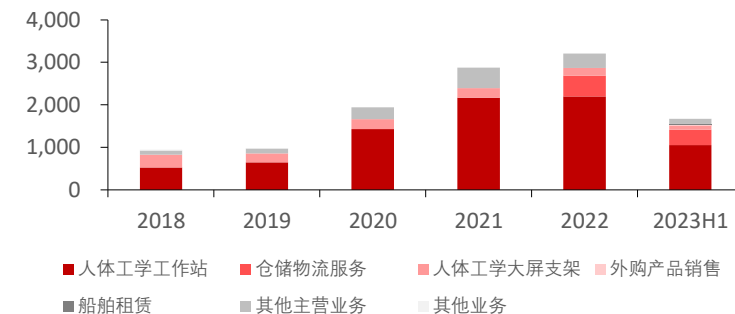
图表：2018-2023前三季度收入及同比



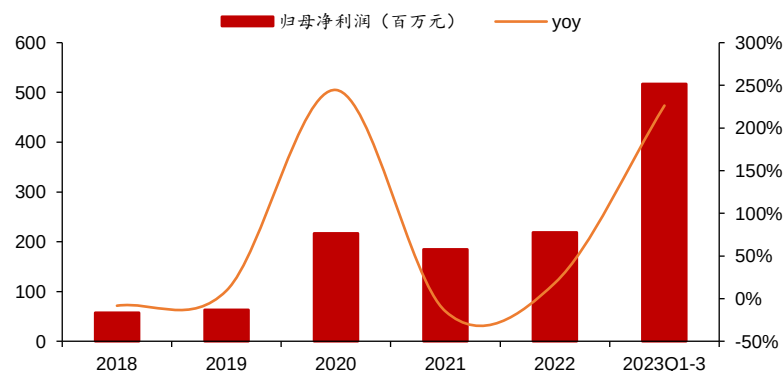
图表：2018Q1-2023Q3单季度收入（百万元）



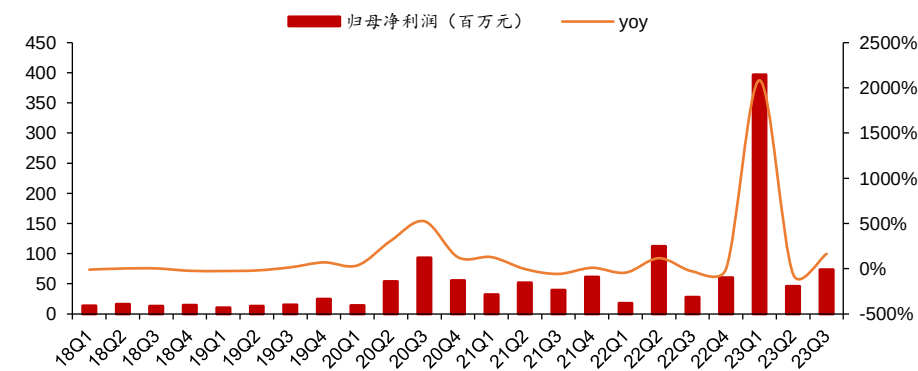
图表：2018-2023H1收入拆分（单位：百万元）



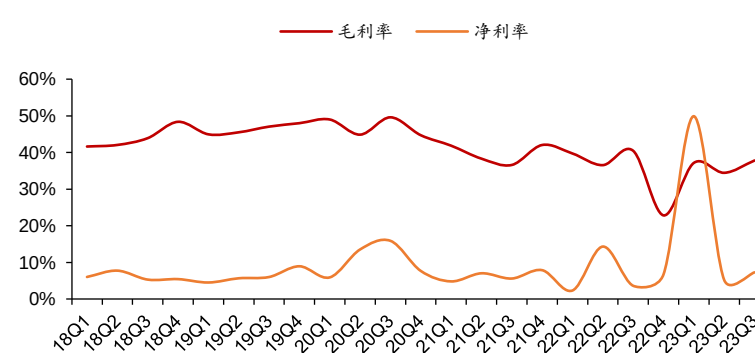
图表：2018-2023前三季度归母净利润（百万元）



图表：2018Q1-2023Q3单季度归母净利润（百万元）

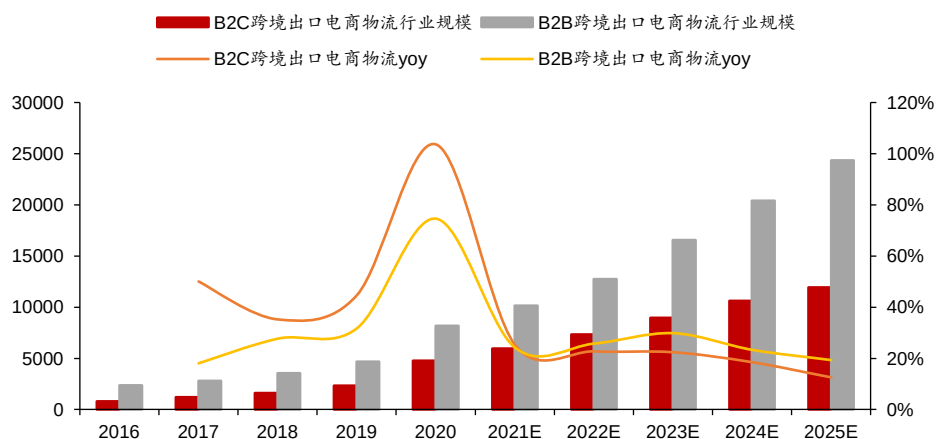


图表：2018Q1-2023Q3单季度毛利率、净利率

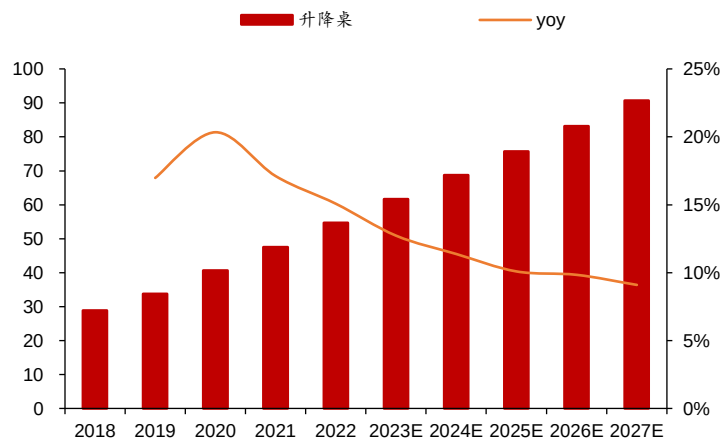


- 跨境电商行业快速发展，公司海外仓业务有望受益。随着美国电商渗透率持续提升、中国跨境电商品牌出海趋势不断加强，且乐歌海外仓客户多为垂直类目的头部卖家，自身拥有较高增长，海外仓需求大幅提升；此外，乐歌海外仓以中大件配套服务为主，在中大件海外仓细分领域中处于领先地位，竞争优势突出，现有客户增量叠加新增客户逐步拓展，预计海外仓业务有望快速放量。
- 有序扩仓+库容率提升推动及盈利能力提升。此前为加快美东、美西海外仓布局，公司在美国核心港口周围购买800英亩土地，目前公司共运营12个海外仓，面积超过28万平米，2024年预计新增10-15万平米，同时开建美东/美西两个仓库，自建仓预计2025年投入运营，以自建仓取代租赁仓，盈利水平有望进一步提升。
- 推出电动沙发产品，拓展跨境电商产品品类。公司主动调整产品结构，推出高性价比系列；其次，公司借助多年来累积的品牌力，有序布局新品类，以期拓展跨境电商品类，为业务注入新动能，公司推出电动沙发产品已在23Q3取得不错的预售成绩，考虑到中长期内功能沙发市场规模远大于升降桌市场规模，拓展电动沙发品类有望驱动公司跨境电商业务持续增长；此外，公司逐步开拓东南亚、中东等新市场，自主品牌总体有望保持稳健增长。

图表：中国跨境出口电商物流行业规模（单位：亿元）



图表：升降桌市场规模测算（单位：亿美元）



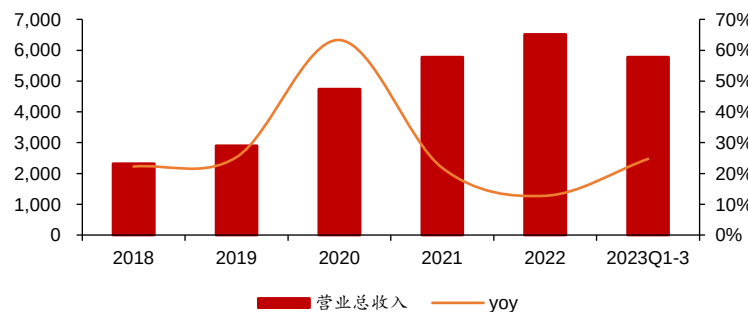
图表：功能沙发市场规模测算（单位：亿美元）



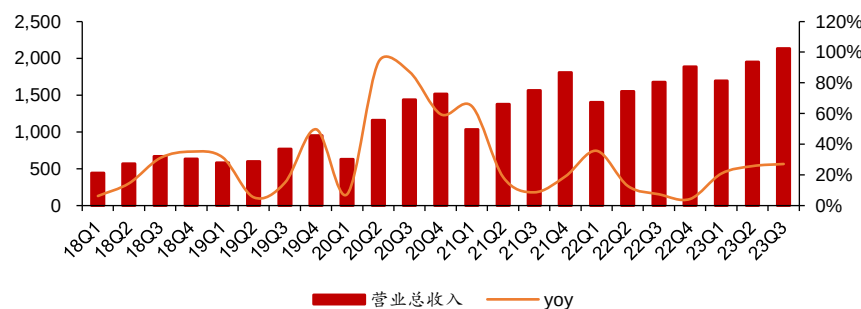
恒林股份：营收保持增长，盈利能力逐步改善

- 收入保持稳健增长。2023前三季度公司实现收入57.8亿元，同比+24.7%，其中单Q3实现收入21.3亿元，同比+27.1%。分业务看，截至2023H1，公司办公家具/软体家具/板式家具分别实现收入16.3/5.6/5亿元，同比+3.1%/-19.2%/-5.6%，分别占收入比44.7%/15.4%/13.6%；新材料地板实现收入6.9亿元，占收入比19.1%。
- 盈利水平总体稳定，毛利率稳步提升。2023前三季度公司实现归母净利润3.7亿元，同比+22.9%，其中单Q3实现归母净利润1.04亿元，同比+21.3%；2023前三季度公司毛利率、净利率分别为24.1%、6.5%，同比分别+1.6pct、+0.2pct，毛利率稳步提升。

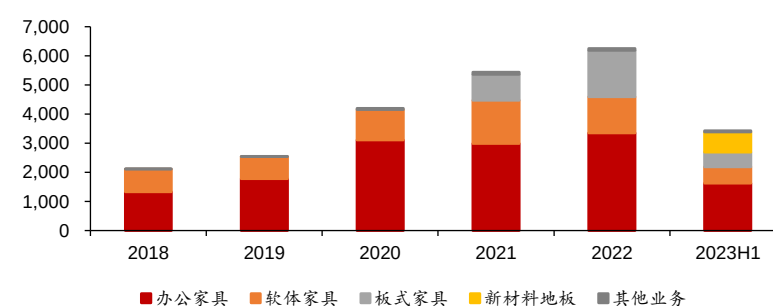
图表：2018-2023前三季度收入及同比（单位：百万元）



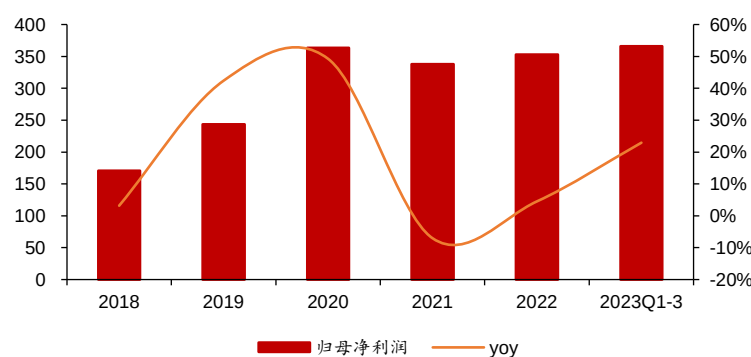
图表：2018Q1-2023Q3单季度收入及同比（单位：百万元）



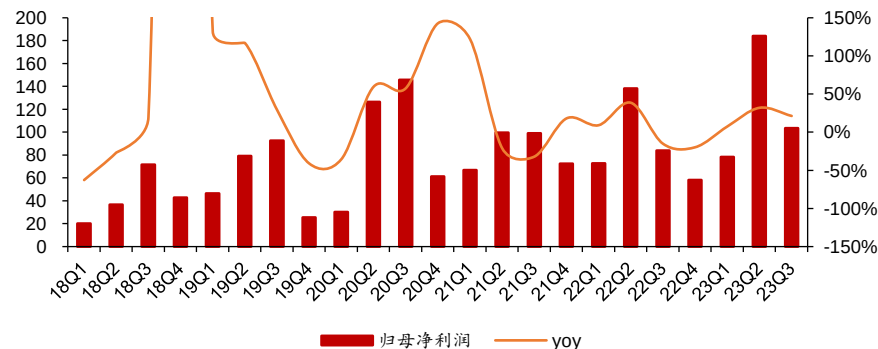
图表：2018-2022H1收入拆分（单位：百万元）



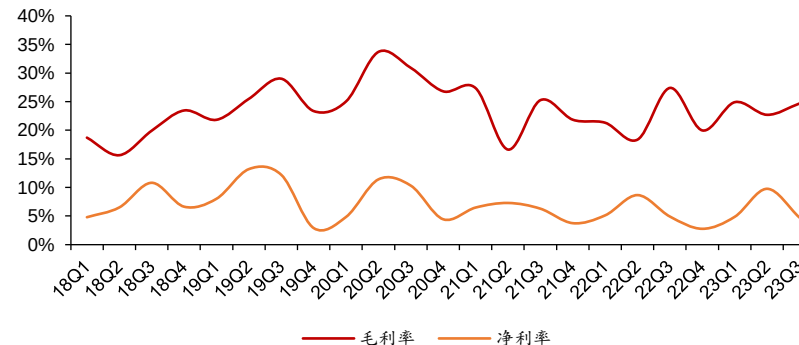
图表：2018-2023前三季度归母净利润及同比（单位：百万元）



图表：2018Q1-2023Q3单季度归母净利润及同比（单位：百万元）



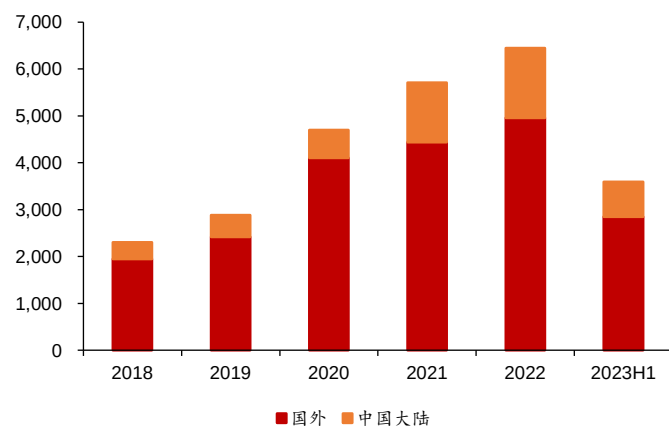
图表：2018Q1-2023Q3单季度毛利率、净利率



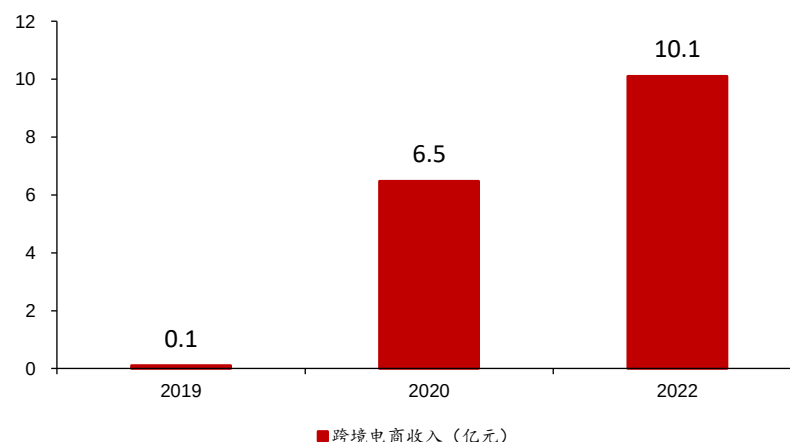
恒林股份：跨境电商收入高增，大家居战略持续推进

- 跨境电商围绕“制造+服务”理念布局全生态链，海外仓建设凸显成本优势。公司持续升级跨境电商团队，以“制造+服务”理念为核心，围绕全生态链布局，主要于亚马逊平台销售自有品牌产品。通过自建海外仓储物流基地和成立货代公司，优化仓储管理流程，缩短配送时间，提高用户体验；自主开发跨境电商数字化系统，提升运营效率。2019-2022年，跨境电商规模从0.1亿元增至10.1亿元，2022年跨境电商同比增长58.3%。
- 业务板块持续拓展，收并购完善大家居战略版图。公司主要有ODM和OBM两种销售模式，有望通过逐步提高OBM比例以提升市场竞争力，实现代工业务和自主品牌双轮驱动。目前公司拥有“恒林、Lista Office LO、厨博士、NOUHAUS”等品牌，收购LO开拓欧洲市场，收购厨博士提高板式家具制造能力并打开国内市场，收购永裕家居开拓塑料地板业务，各版块相互赋能打造大家居战略。2022年公司主营业务收入同比+13.01%，其中外销/内销分别+11.59%/+17.98%，外销增长主要系国际市场的开拓、海外电商业务增长所致，内销增长主要系并入厨博士销售收入所致。
- 以研发创新为核心，重塑制造业价值链。2023H1公司研发投入1.05亿元，不断强化技术研发能力，先后上市多款中高端人体工学椅、休闲按摩椅、智能升降桌等，同时推出了一系列创新的办公家居配件，丰富用户更多舒适、高效的办公产品选择。

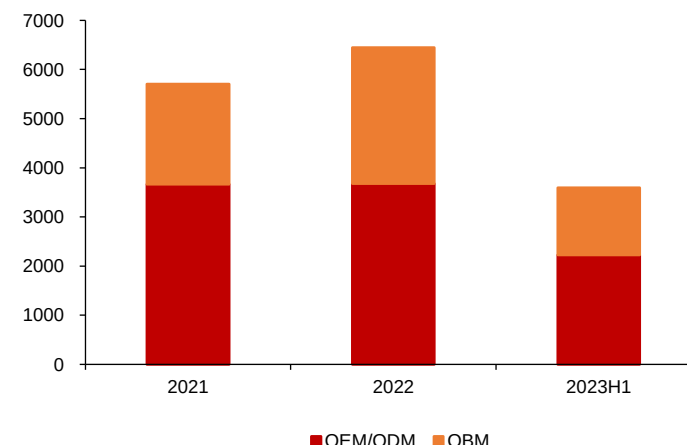
图表：2018-2023H1分地区收入拆分（单位：百万元）



图表：2019、2020及2022年跨境电商收入情况（单位：亿元）



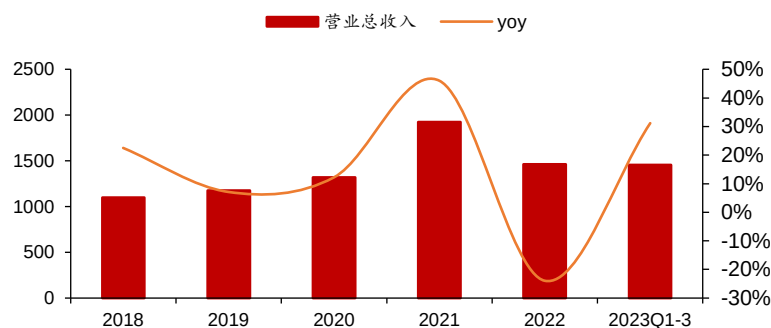
图表：2021-2023H1分销售模式收入情况（单位：百万元）



匠心家居：收入实现快速增长，盈利水平稳定提升

- 核心产品增长迅速，驱动总收入实现快速提升。2023前三季度公司实现收入14.5亿元，同比+31.2%，其中Q3单季度收入5.1亿元，同比+55.8%。2023H1营业收入为9.5亿元，其中智能电动沙发收入6.9亿元，同比+34.3%，占比72.9%；智能电动床收入1.5亿元，同比-5.7%，占比15.4%。
- 盈利水平稳定提升，毛利实现平稳增长。2023前三季度公司归母净利润为3.2亿元，同比+25.6%，其中Q3单季度归母净利润1.2亿元，同比+43.9%。2023前三季度毛利率为32.0%，同比+1.4pct；净利率为22.2%，同比-1.0pct。

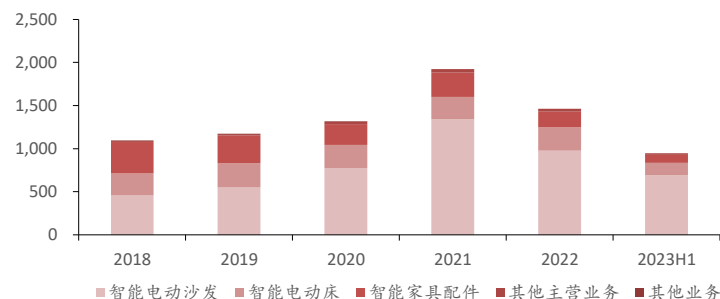
图表：2018-2023前三季度收入及同比（单位：百万元）



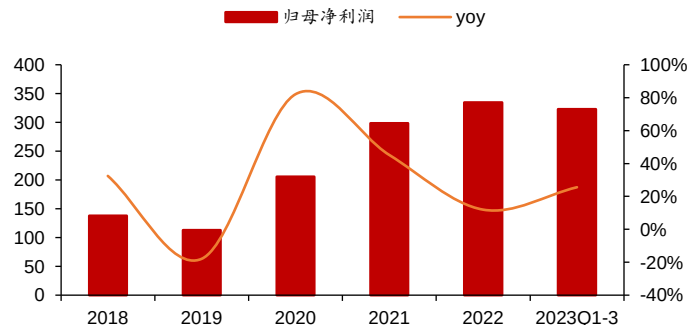
图表：2020Q3-2023Q3单季度收入及同比（单位：百万元）



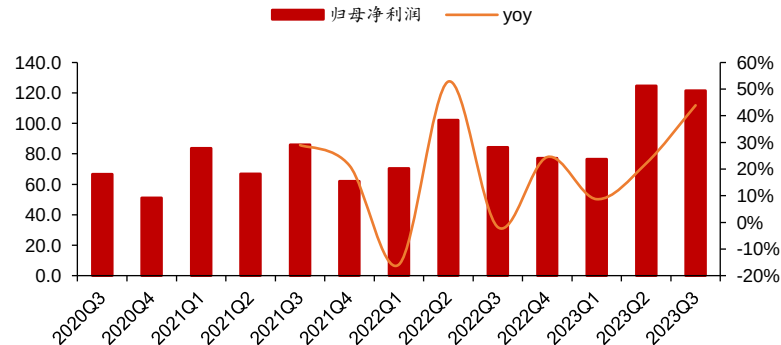
图表：2018-2023H1收入拆分（单位：百万元）



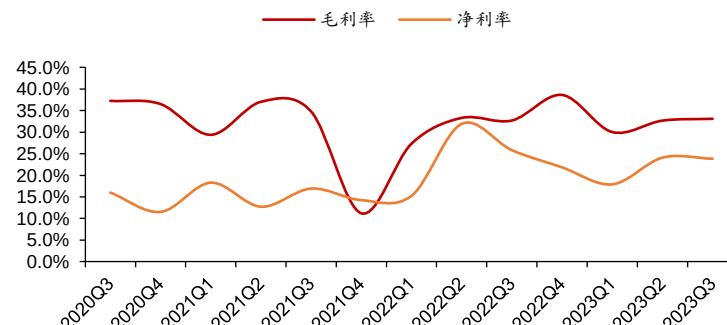
图表：2018-2023前三季度归母净利润及同比（单位：百万元）



图表：2020Q3-2023Q3单季度归母净利润及同比（单位：百万元）



图表：2020Q3-2023Q3单季度毛利率、净利率



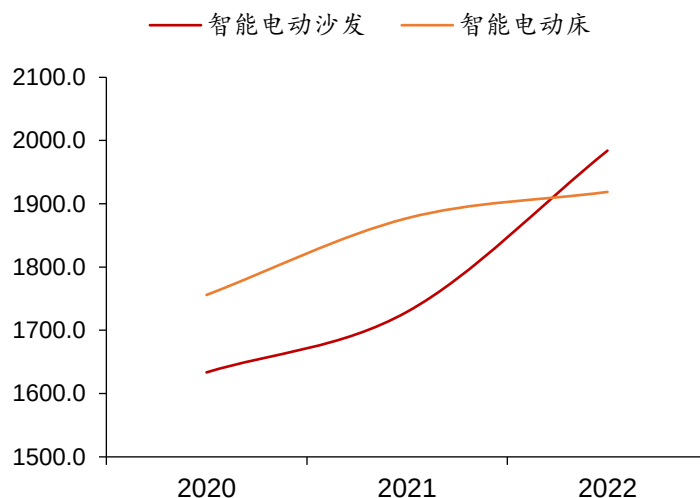
匠心家居：加大自主品牌建设力度，研发投入推陈出新

- **稳步推进“店中店”模式，提高品牌知名度。**公司自2023年起加大自主品牌建设力度，以“店中店”形式实现自主品牌强露出。2023年，公司系统性开展对Logo、广告语等的设计和制作，相关设计在10月份的美国高点展会取得客户认可，或将直接应用于后续“店中店”的设计中。伴随“店中店”模式的进一步推进，品牌知名度有望得到提高。
- **产品均价持续提升，新品迭代拉动售价增长。**2020-2022年，公司核心产品智能电动沙发、智能电动床的销售均价持续提升。2018-2023前三季度，研发费用总体呈现上升趋势，研发费用率维持在较高水平。研发持续投入推动产品不断推陈出新，2023年推出的自主品牌高端系列MotoLiving定义行业新品类，美国终端定价约5,000-6,000美元/组合，2023年8月底开始出货，10月底、11月初陆续进入零售商店销售；2023年10月在高点展出的新品陆续在12月底和2024年年初开始发货。伴随新品的迭代及高单价产品占比提升，产品整体均价有望保持提升态势。
- **稳定拓展新客户，既有客户订单金额增加。**2023年前三季度，公司新增26个客户，23个为零售商，其中4个属于“全美排名前100位家具零售商”。2023年前三季度，公司前十大客户中的多数向公司采购商品的金额均有上涨，上涨比例从16%到1150%不等。

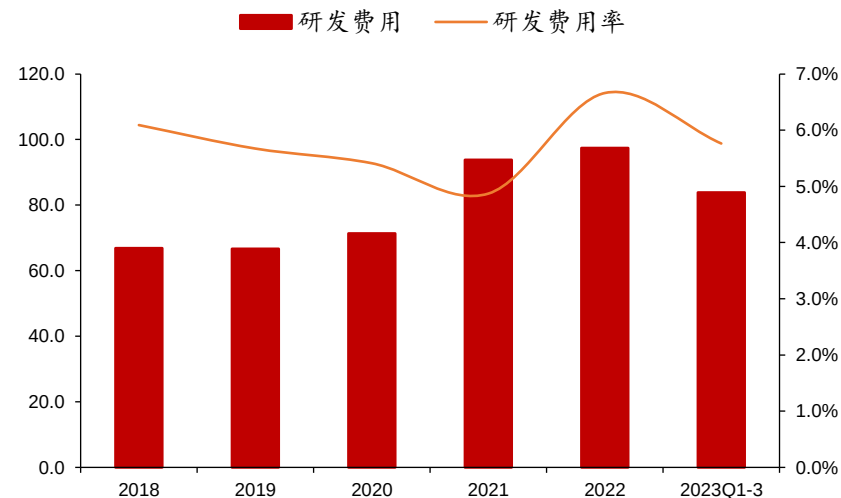
图表：2023年10月高点展厅设计



图表：2020-2022核心产品均价（单位：元/件）



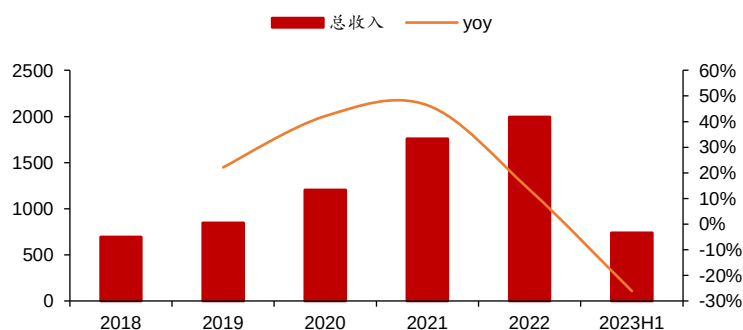
图表：2018-2023前三季度研发投入（单位：百万元）



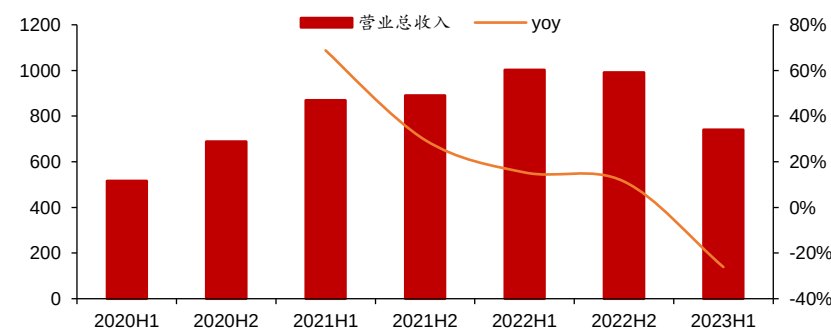
泉峰控股：受客户库存策略影响23年业绩承压

- 受大客户库存策略影响，公司2023年业绩承压。2023H1公司实现收入7.4亿美元，同比-26.1%，分产品看，销售电动工具和户外动力工具收入分别为2.9亿美元、4.5亿美元，占总收入比分别为38.8%、60.3%，分区域市场看，美国和欧洲收入分别为4.9亿美元和1.7亿美元，占总收入比分别为65.7%、23.7%。2023H1公司归母净利润达到0.6亿美元，同比-28.8%；毛利率、净利率分别为10.7%、7.3%，同比分别-2.6pct、+0.2pct。
- 2023年11月，公司发布公告，预期2023全年纯利润同比下滑80%，主要系(i)主要客户面临宏观经济不确定性而采取更保守的库存政策(ii)集团持续投资于研究及产品开发、销售及营销以及管理转型(iii)产能利用率相对较低。

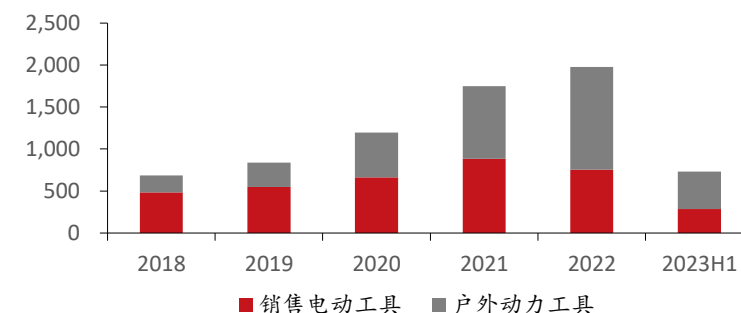
图表：2018-2023H1收入及同比（单位：百万美元）



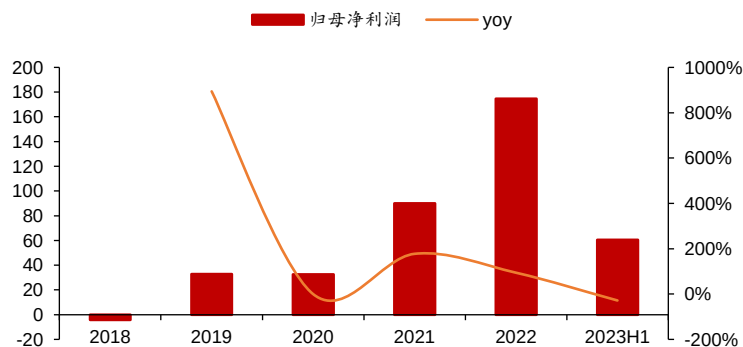
图表：2019Q1-2023H1半年度收入及同比（单位：百万美元）



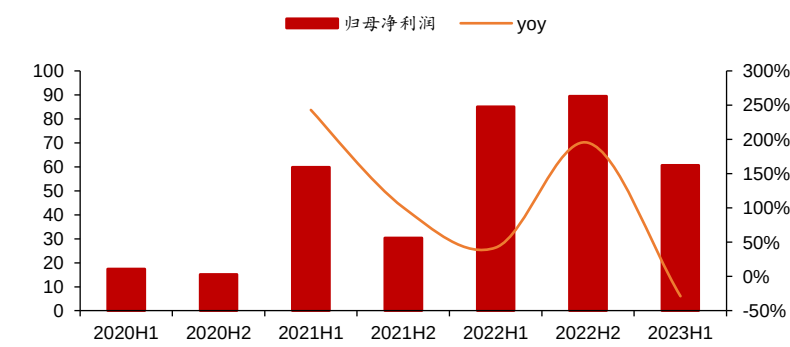
图表：2018-2023H1收入拆分（单位：百万美元）



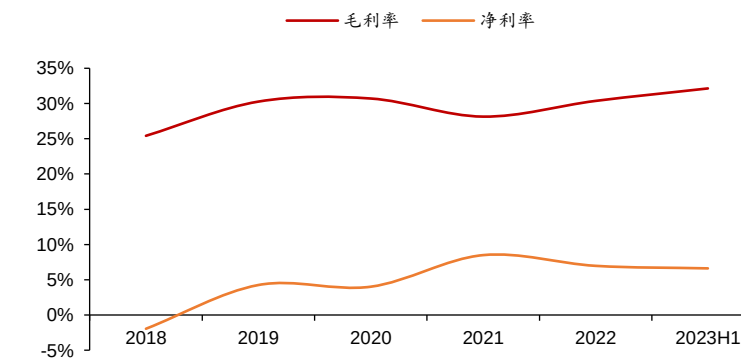
图表：2018-2023H1归母净利润及同比（百万美元）



图表：2020H1-2023H1半年度归母净利润及同比（单位：百万美元）



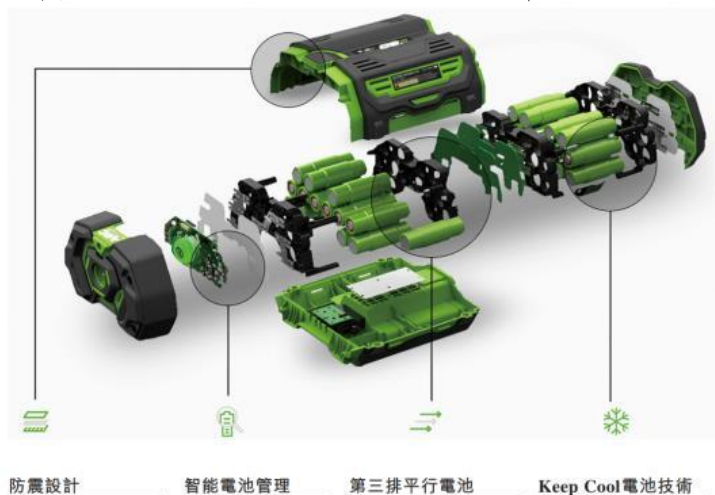
图表：2018-2023H1毛利率、净利率



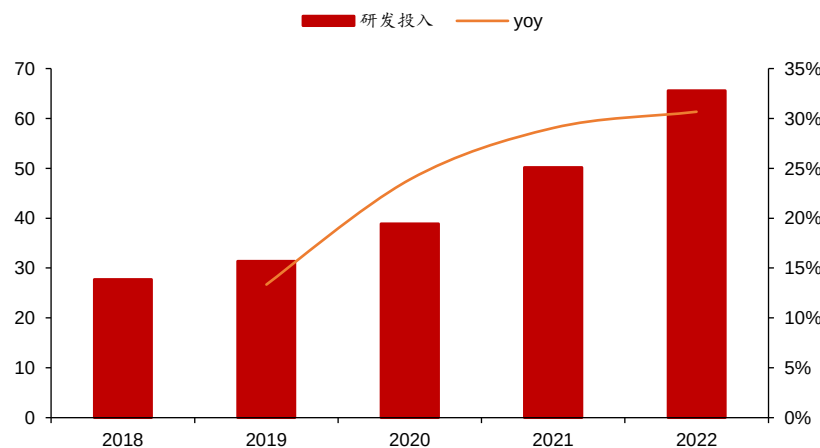
泉峰控股：伴随去库完成，大客户订单有望修复

- 伴随去库逐步完成，大客户订单有望修复。2018-2022年，公司前五大客户收入占总收入比分别为51.7%、56.8%、64.8%、64.7%和70.5%。2023年由于主要客户采取更保守的库存政策，公司收入端承压，但终端消费者对公司自有品牌产品的购买量依然稳健增长，伴随去库逐步完成，大客户订单有望恢复。
- 差异化品牌矩阵覆盖广泛客群，产品性能领先。公司旗下拥有EGO、SKIL、FLEX、大有、小强五大独立差异化品牌，实现对高端与大众市场 OPE、消费级与工业级电动工具的全方位覆盖。同时，公司掌握电池、电机、电控等核心零部件的自主设计与制造能力，基于领先的三电技术，研发了业内首批56V电池平台系统Arc-Lithium。
- 研发投入加大，核心技术突破。公司研发以终端市场需求为导向，在中国、美国、德国、英国及荷兰全球五个国家设有研发中心，截至2021H1研发团队数量达到 680 名。研发投入从2018年的0.28亿美元增加至2022年的0.66亿美元。截至2021H1，公司在全球拥有超过1630项专利，覆盖产品相关的核心技术，例如BMS及电动机。
- 多元渠道发力，战略合作John Deere打开长期发展空间。公司持续深化与头部建材卖场的合作，同时加强与合格分销商和本地零售商的合作，同时通过与电商平台合作以及运营自有网店，增强线上销售，电商平台收入占比持续增加；2023年6月，公司与美国农机制造商John Deere达成战略合作，自2023年Q3起公司将借助美国和加拿大的John Deere经销网络销售EGO品牌产品。

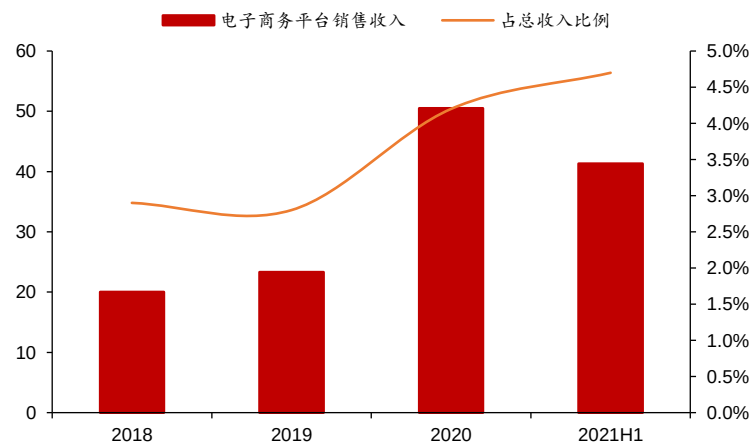
图表：EGO 56V Arc-Lithium™ 电池平台



图表：公司研发投入及同比（单位：百万美元）



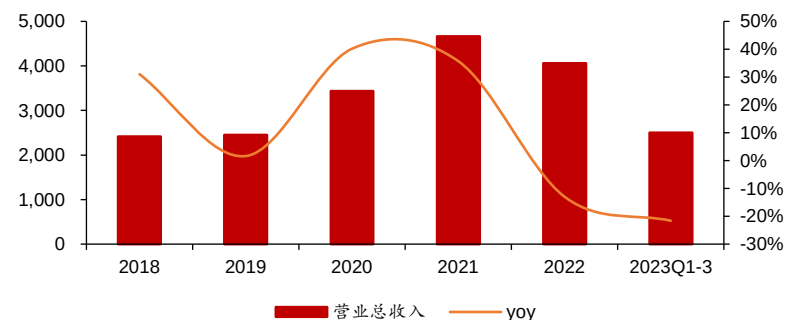
图表：公司电商平台收入及同比（单位：百万美元）



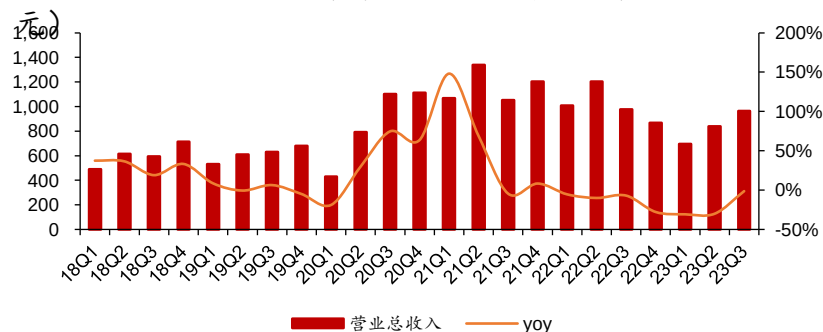
永艺股份：2023Q3营收逐步企稳修复，毛利率延续改善趋势

- **2023Q3收入逐步企稳。**2023前三季度公司实现收入25亿元，同比-21.6%；单Q3实现收入9.6亿元，同比-1.4%。分产品看，办公椅为公司主要产品，2023H1办公椅实现收入14.1亿元，贡献收入比为92%；分区域市场看，2022年公司国外、中国大陆分别实现收入32.1亿元、8.3亿元，贡献收入比分别约为80%、20%。
- **毛利率延续改善趋势。**2023前三季度公司实现归母净利润2.1亿元，同比-25.9%；单Q3实现归母净利润0.7亿元，同比-53.4%；2023前三季度公司毛利率、净利率分别为23.1%、8.6%，同比+4.3pct、-0.4pct。

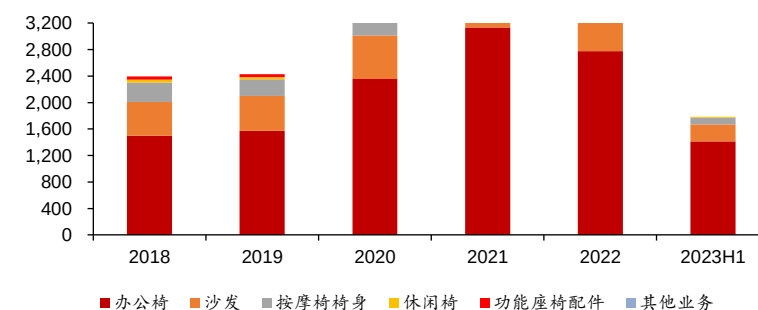
图表：2018-2023前三季度收入及同比（单位：百万元）



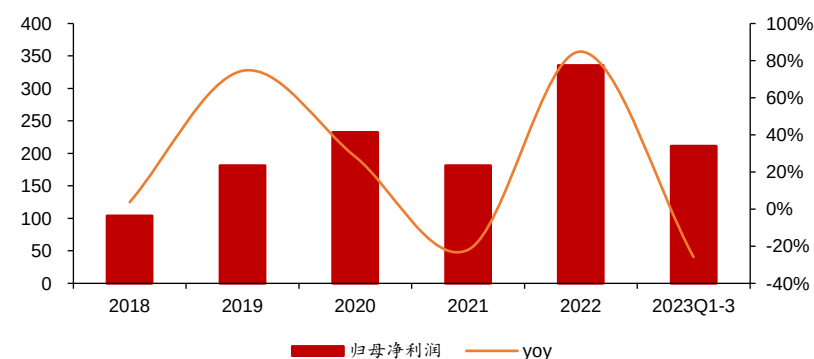
图表：2018Q1-2023Q3单季度收入及同比（单位：百万）



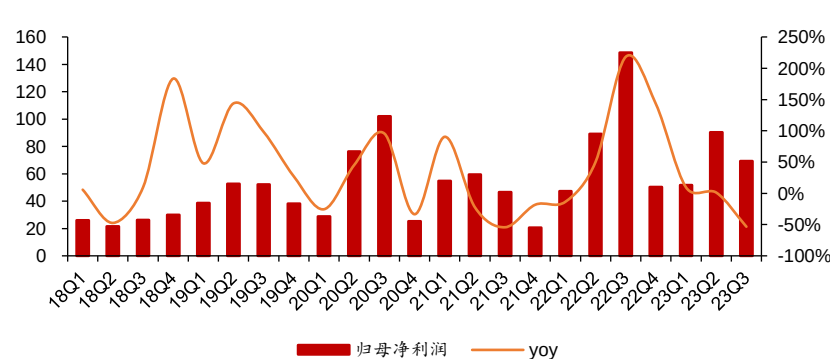
图表：2018-2023H1收入拆分（单位：百万元）



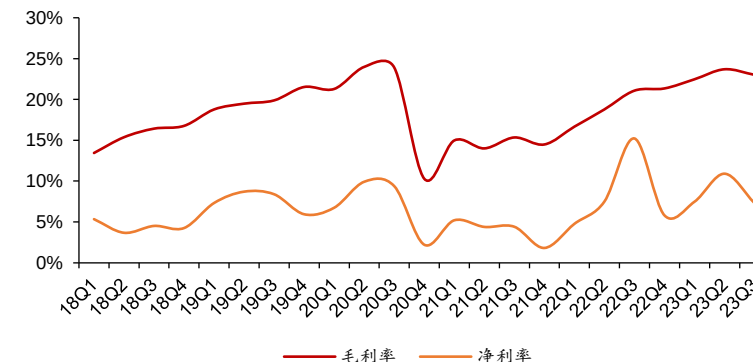
图表：2018-2023前三季度归母净利润及同比（单位：百万元）



图表：2019Q1-2023Q3单季度归母净利润及同比（单位：百万元）

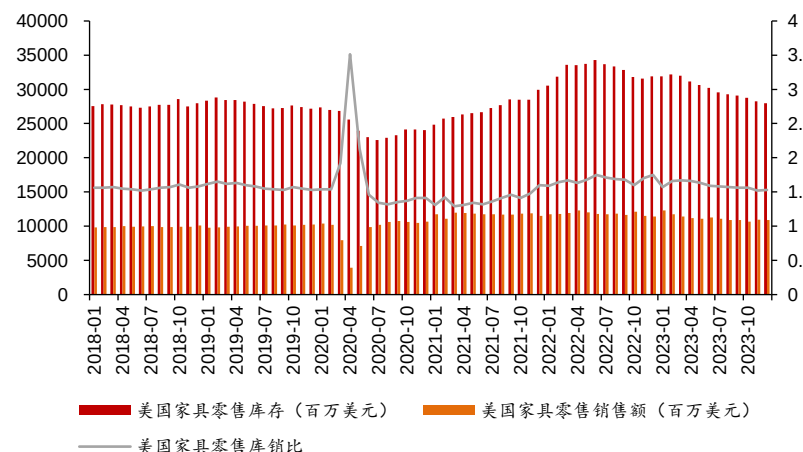


图表：2018Q1-2023Q3单季度毛利率、净利率

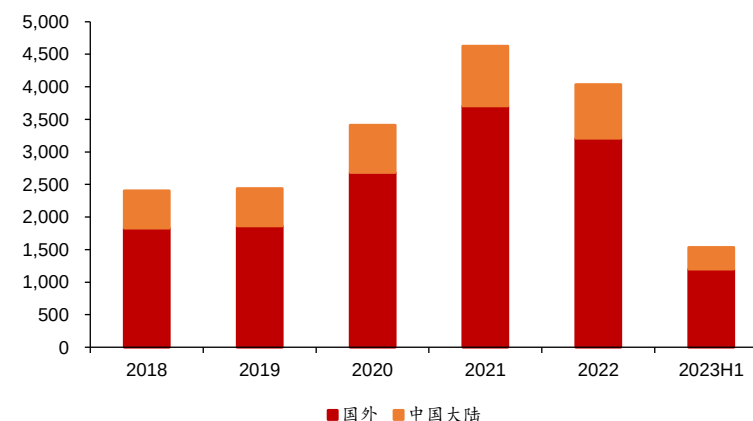


- 大客户订单有望逐步恢复，依托新品持续开发新客户。23H1欧美主要经济体继续收紧货币政策，加剧需求收缩、订单承压，随着当前欧美加息周期接近尾声，截止23年12月美国家具零售库存279.7亿美元，自22年6月以来持续回落，12月美国家具零售库销比约1.5，渠道端库存水位已处于较低水平，后续需求端有望回暖向好。公司依托新品和KAM大客户价值营销体系持续开发新客户和提高老客户渗透率。
- 全球化产能前瞻布局，出口竞争优势凸显。公司加快建设越南、罗马尼亚等海外生产基地，当前已经形成了国内、越南、罗马尼亚三大生产基地布局，实现全球产能协同，有效规避国际贸易摩擦风险，进一步增强竞争优势提高海外市场份额。罗马尼亚生产基地已于23年上半年投产出货，为公司加快开拓欧洲及其他海外市场提供战略支点。随着当前欧美客户对供应链安全的重视程度日益提升，公司后续将有望承接新一轮国际订单转移。
- 加强产品研发，建设自主品牌。公司在行业内首创人体工学撑腰办公椅品类，以“撑腰”为价值锚点，目前已形成分区撑腰、可调撑腰、随动撑腰和主动撑腰四条产品线，实现不同价位段产品撑腰技术全覆盖。同时，积极把握智能家居发展趋势，加快智能座椅、智能升降桌等新产品开发，围绕消费者学习、办公、电竞等使用场景构建一整套的智能桌椅产品解决方案，目前智能桌椅产品已接入华为鸿蒙、涂鸦智能等主流智能生态。23H1公司围绕核心价格段陆续推出X3、P530、XY350等系列旗舰产品，助推销售增长和品牌打造。

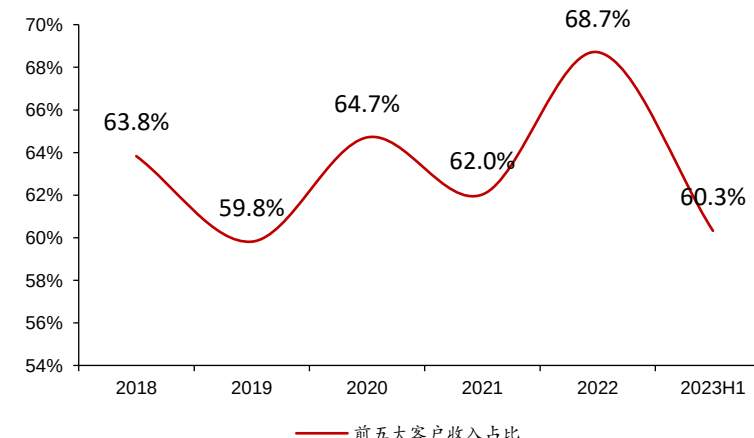
图表：2018-2023美国家具库存、销售额及库销比



图表：2018-2023H1公司分地区收入拆分（百万元）



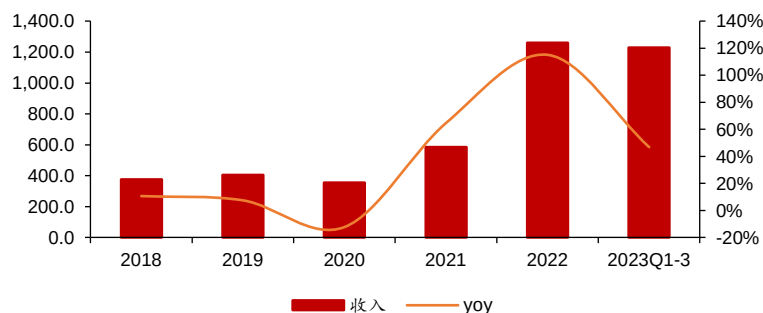
图表：2018-2023H1公司前五大客户收入占比



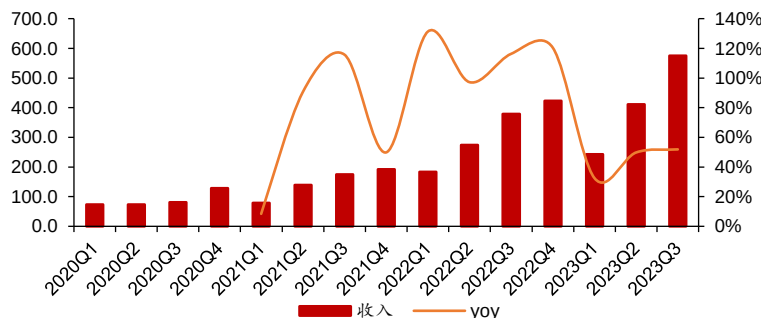
嘉益股份：订单持续景气，规模效应释放助力业绩高增

- 2023前三季度公司实现营收12.3亿元，同比+46.9%，其中单Q3实现营收5.75亿元，同比+51.8%；2023前三季度实现归母净利润3.1亿元，同比+87.3%，其中单Q3实现归母净利润1.51亿元，同比+85.8%。公司2023前三季度毛利率39.4%，同比+7.1pct；归母净利率为25.5%，同比+5.5pct。
- 订单持续景气，2023全年业绩高增。公司发布年度业绩预告，2023年预计实现归母净利润4.5-4.75亿元，同比+65.5%-74.7%，实现扣非归母净利润4.44-4.68亿元，同比+63.9%-72.7%；其中，Q4单季度预计实现归母净利润1.36-1.61亿元，同比+30.4%-54.4%，实现扣非归母净利润1.2-1.44亿元，同比+17.0%-40.4%。公司业绩高增，主要系：1) 终端市场持续向好，公司订单饱和，规模效应较为显著；2) 公司内部管理持续精益化，叠加外部环境对经营的正向影响。

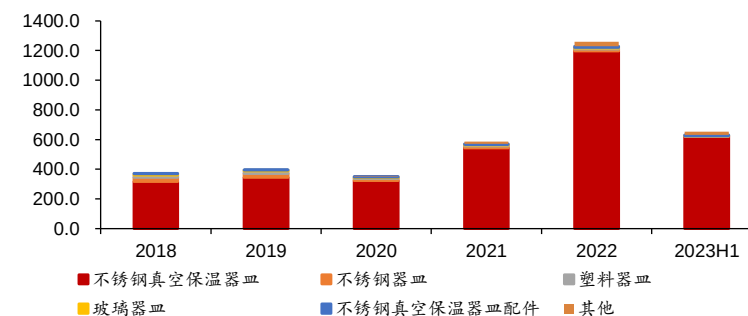
图表：2018-2023前三季度收入及同比（单位：百万元）



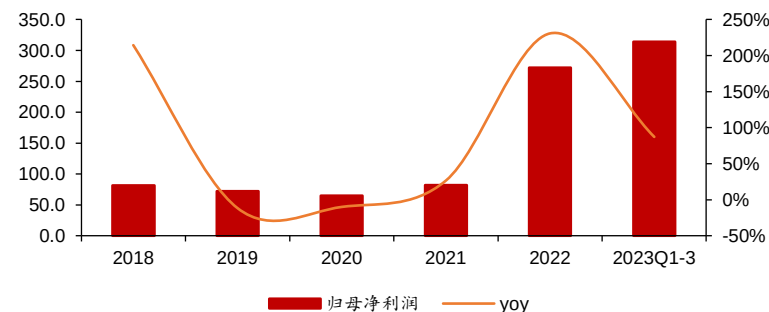
图表：2020Q1-2023Q3单季度收入及同比（单位：百万元）



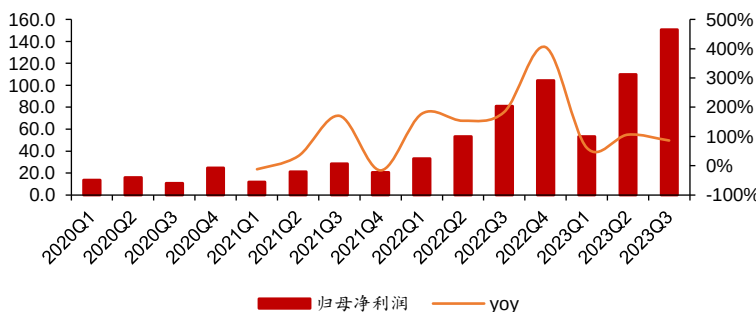
图表：2018-2023H1收入拆分（单位：百万元）



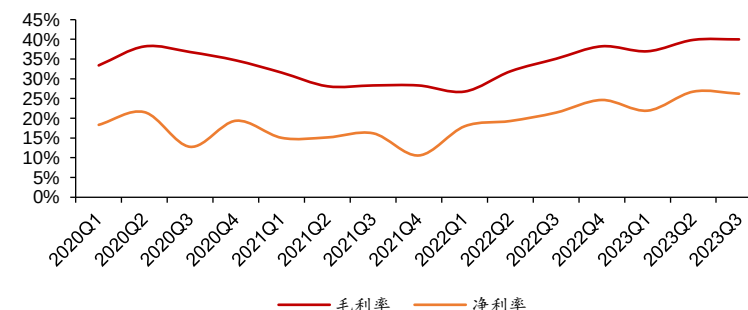
图表：2018-2023前三季度归母净利润及同比（单位：百万元）



图表：2020Q1-2023Q3单季度归母净利润及同比（单位：百万元）



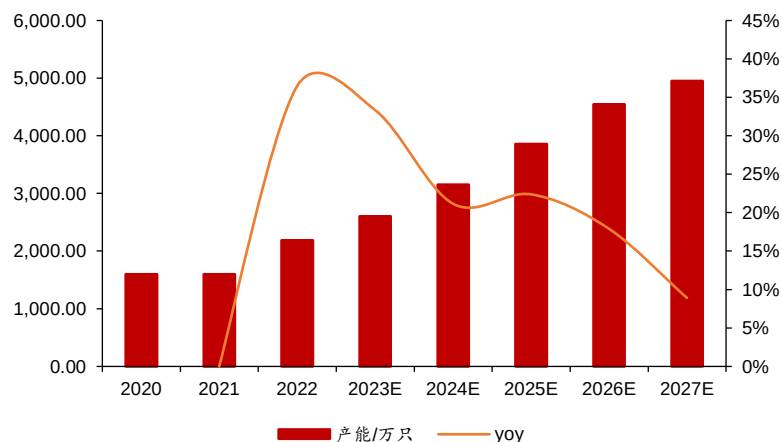
图表：2020Q1-2023Q3单季度毛利率、净利率



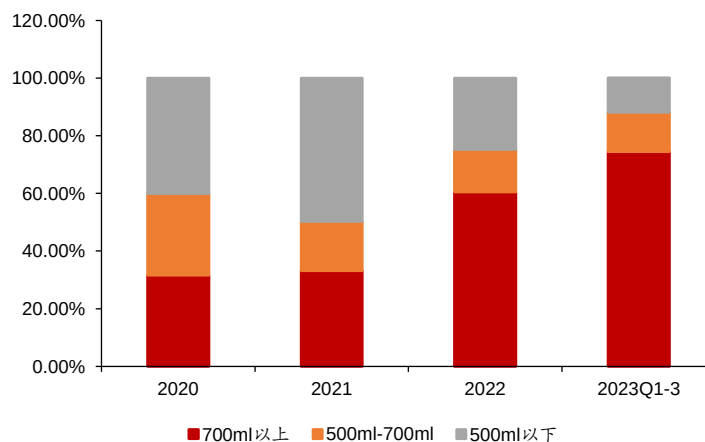
嘉益股份：产品均价稳步提升，产能扩张奠定中长期发展基础

- **应用场景多元化+保温杯消费属性增强，推动海外终端动销持续景气。**受户外消费场景修复驱动，美国户外出游及相关消费热度较高，驱动保温杯市场持续扩容，2021、2022年美国保温杯进口额分别增长58%、70%。此外，随着应用场景不断延伸，消费者倾向于购买多个保温杯以匹配不同场景的需求，例如长途驾驶中，相较于便携程度，消费者更注重产品的保温性能及容量。同时，随着消费者购买力的增强，保温杯逐步从功能型产品向消费型过渡，尤其IP联名设计限量版产品刺激了年轻一代消费者的购买热情。消费属性渐强，进一步提升了消费者的产品替换速度，并推动产品溢价提升。
- **产品结构优化，销售单价稳步提升。**公司产品结构中，700ml以上的大容量杯型占销售收入比由2020年的31.59%稳步提升至2023年前三季度的74.45%，大容量杯型占比大幅提升推动销售单价上行，且由于工艺更为复杂，产品附加值更高，公司毛利率表现优于行业。
- **产能稳步扩张，增强交付能力。**2022年公司产能利用率高达151.66%，公司拟通过发行可转债募集资金4.0亿元，用于建设年产1000万只不锈钢真空保温杯生产线，以及越南年产1350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目，越南工厂预计或在2024底达到预定可使用状态，公司将充分利用越南制造业人力成本优势，扩大生产能力，增强订单交付能力。2023年产能预计2600万只，2024-2027年每年规划新增产能分别为550/705/690/405万只，2027年预计产能合计达4950万只。

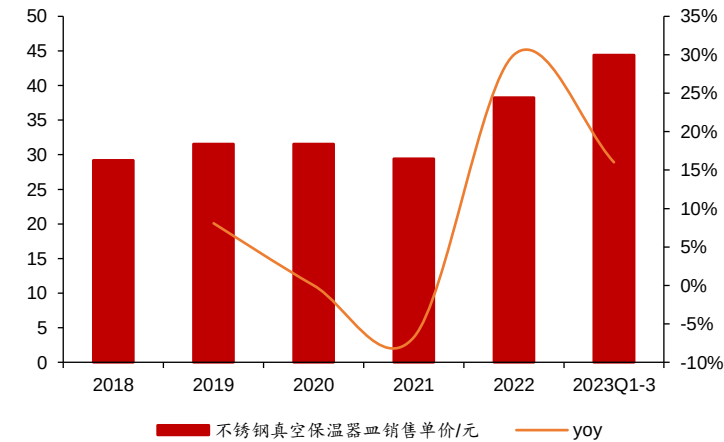
图表：2024~2027产能预计稳步增长



图表：700ml 大容量杯型营收占比持续攀升



图表：不锈钢真空保温器皿销售单价稳步增长



风险提示

- 海外需求不及预期
- 汇率波动风险
- 原材料价格波动风险
- 行业竞争加剧

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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指数为基。



方正证券研究所

专注·专心·专业

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券