

家居出海专题：边际改善，估值重构

华泰研究

2024 年 3 月 17 日 | 中国内地

专题研究

轻工制造

家居用品

增持 (维持)

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

陈慎

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

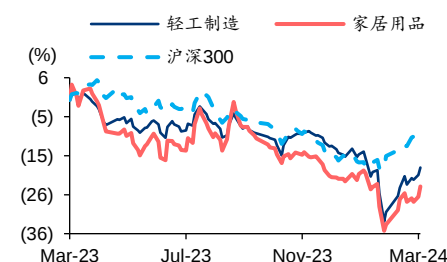
研究员

SAC No. S0570523090004
SFC No. BSE590

刘思奇

liusiqi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：华泰研究

核心观点：渠道补库+地产改善+跨境电商主题催化，家居出海估值重构

本轮家居出口股行情演绎的逻辑在于渠道补库下需求改善+海外降息/地产复苏预期先行+跨境电商主题催化，展望 2024 年，伴随上述积极因素陆续落地，家居出海有望成为轻工板块重要投资主线，进而带动家居出海链相关企业估值重构，建议关注：1) 在海外前瞻进行品牌/渠道/仓储布局、关联跨境电商/品牌出海投资主线、同时需求端收入/订单走向复苏的家居品牌出海个股；2) 深耕细分品类代工，有望受益于海外渠道补库及地产复苏、收入/订单逐季改善且估值性价比较高的家居制造出海个股。

短期：渠道补库在即，细分品类需求恢复

短期看，海外去库存节奏稳步推进，数据显示，至 23 年 12 月美国家具及家居摆设批发商库存降至 170.13 亿美元，批发商库销比降至 1.58，参考海外渠道补库历史，在库销比跌至历史均值附近后渠道往往迎来补库需求（1992 年以来历史均值为 1.61）。从细分品类看，23 年 11-12 月家具及其零件当月出口额同比增速已转正（分别+3.62%/+12.40%），其中木框沙发/床垫/办公家具等品类需求恢复较早，卫浴等品类需求恢复较慢，但增速均有所改善。此外，从企业端实际接单情况看，23Q3 以来家居出口企业订单普遍有所恢复，下游大客户率先完成库存去化，带动出口订单已初现暖意。

中期：海外有望迎降息周期，期待地产销售底部改善

目前美国 30 年期抵押贷款利率已自高点有所回落，复盘历史可知，美国地产销售量（成屋+新房）与 30 年期抵押贷款利率之间呈现明显的负相关性，降息阶段促进信用扩张，有利于带动地产销售向上改善。据数据，24 年 1 月，美国成屋和新建住房合计销售量折年数 466.1 万套，处于 2011 年 10 月以来最低水平附近，而参考 1999 年以来销售情况，该指标历史均值在 599.6 万套，20-21 年降息周期内，该指标普遍在 700 万套上下波动。若后续降息如期落地，一方面有望通过带动地产销售回暖进而改善家居消费需求，另一方面也有利于居民消费信心恢复，推动家居等耐用消费品需求回暖。

长期：制造+品牌出海大势所趋，跨境电商规模稳步扩张

一方面，跨境电商契合中国优质产能出海诉求，我国跨境电商步入高质量发展期，据艾瑞咨询统计及预测，17-22 年，我国跨境电商行业规模从 2.2 万亿增长至 6.6 万亿元，CAGR 达 24.6%，预计 2023 年规模达 7.9 万亿，到 2025 年则有望达到 10.4 万亿，其中轻纺类目为跨境电商出口优势品种。另一方面，跨境电商契合北美等地区电商渗透率提升大势，伴随需求端线上消费习惯养成、供给端商品及仓储物流等基础设施的不断完善升级，海外市场电商渗透率仍有望提升，为我国轻纺领域跨境电商企业提供良好发展契机，我们长期看好中国优质产能+品牌出海能力。

家居出口链梳理：收入步入改善，后续关注运价&汇率变化

我们对沪深两市 SW2021 行业分类下，归属于轻工制造-家居用品行业的 65 家公司进行梳理，筛选其中 2022 年境外收入占比超过 40% 的公司，共得到 27 家居出口链企业，数量上占到家居用品上市企业总数的 41.5%，占到家居用品行业总市值的 25.2%（截至 3 月 15 日）。从收入端看，23Q2/Q3 起上市家居出口企业单季收入增速已陆续转正，24 年渠道补库等推动下，收入有望延续改善趋势；利润端，23 年家居原材料价格普遍有所回落，预计 24 年原料成本端扰动不大，后续关注运价&汇率走势。

风险提示：贸易相关事件扰动，海外降息不及预期，需求恢复不及预期，原料价格及汇率等波动风险。

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

正文目录

家居出海：渠道补库+地产改善+跨境电商主题催化	3
短期：渠道补库在即，细分品类需求恢复	3
中期：关注海外降息周期，期待地产销售底部改善	6
长期：制造+品牌出海大势所趋，跨境电商规模稳步扩张	8
家居出口链梳理：收入步入改善，后续关注运价&汇率变化	12
收入端：23Q2/Q3 起单季收入增速步入改善	12
利润端：原料价格预计影响不大，关注运价&汇率走势	14
投资建议	19
风险提示	20

家居出海：渠道补库+地产改善+跨境电商主题催化

我国系全球领先的家居出口国，出口需求逐步迈入平稳发展期。受益于出口政策红利、完善供应链、低人工成本以及成熟的生产工艺优势，改革开放以来我国家居出口行业迅速成长，家居已成为轻工行业重要的出口部门之一，时至今日，我国业已成为全球领先的家居生产国和出口国。我们以 1995 年为起点据海关总署数据复盘我国家居外贸 28 年历史：

1) 快速成长阶段（1995-2005 年）：海外需求高景气之下，我国家具及其零件出口规模从 11.06 亿美元快速增长至 135.04 亿美元，CAGR 达 28.4%；

2) 增速降档阶段（2006-2012 年）：高基数下家居出口增速略有放缓，期间全球金融危机阶段性扰动需求，至 2012 年我国家具及其零件出口规模达 488.24 亿美元，7 年 CAGR 仍达 20.2%；

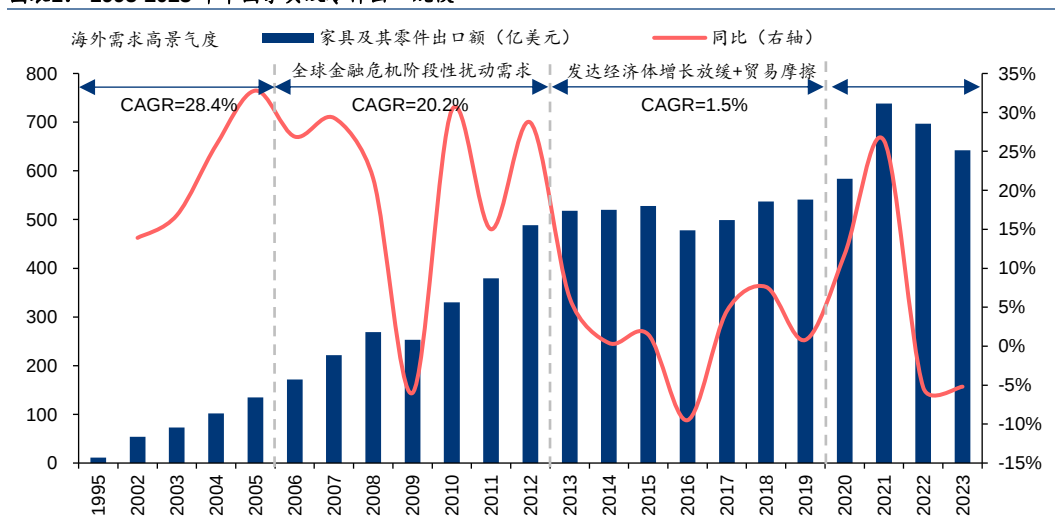
3) 平稳发展阶段（2013-2019 年）：欧美日等发达经济体增长低迷拖累我国出口需求，2013 年起我国外贸需求总体放缓，家具及其零件出口规模增速增长至 2019 年的 540.95 亿美元，CAGR 为 1.5%；

4) 新一轮扩张阶段（2020-2021 年）：全球疫情影响下海外财政+货币政策宽松，居民居家办公、海外产能受限及中国供应链的快速恢复为家居出口创造有利条件，出口需求重新步入扩张周期。据海关总署数据，20-21 年我国家具及其零件出口金额分别同比增长 11.8%/26.4%至 584.1/738.3 亿美元，出口规模分别创下历史新高（自 1995 年有数据统计以来）。

短期：渠道补库在即，细分品类需求恢复

2022-2023 年，海外加息、需求走弱、渠道库存高位影响下，我国家居出口需求承压。22 年 3 月起美联储开启加息周期，美国成屋/新房销售量见顶回落，居民对大宗消费预算收紧，带动终端消费需求承压；同时，前期订单集中到港交付后，美国家居渠道库存高企，据数据，至 22 年 9 月美国家具及家居摆设批发商库存达到阶段性高点 206.99 亿美元，渠道库存比达到 1.98，终端需求转弱叠加渠道高库存，导致我国家居出口承压，海关数据显示，22-23 年家具及其零件出口金额分别同比下滑 5.3%/5.2%至 696.8/642.0 亿美元。

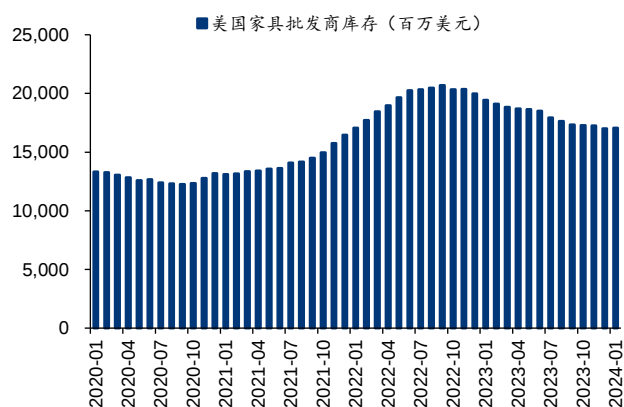
图表1：1995-2023 年中国家具及零件出口规模



资料来源：，华泰研究

去库存节奏稳步推进, 24 年有望迎来补库需求。复盘 21 年以来美国家居渠道库存表现: 1) 22 年 9 月家居批发商库存达到阶段性高点, 库存金额从 21 年 1 月的 131.02 亿美元增长至 22 年 9 月的 206.99 亿美元, 渠道库存比从 1.43 升至 1.98; 22 年 10 月起开启去库存周期, 至 23 年 12 月美国家具及家居摆设批发商库存降至 170.13 亿美元, 批发商的库存销售比降至 1.58, 印证批发商库存稳步去化。2) 家居零售商库存去化节奏基本同步, 22 年 6 月零售商库存达到阶段性高点 342.9 亿美元, 库存销售比 1.75, 至 23 年 12 月零售商库存去化至 280.62 亿美元, 库存销售比为 1.5。结合以上数据判断, 当前家居批发商库存销售比已低于历史均值 (1992 年以来历史均值为 1.61), 参考海外渠道补库历史, 在库存销售比跌至当前历史均值附近后渠道往往迎来补库需求, 有望驱动国内家居出口回暖。

图表2: 美国家居批发商库存



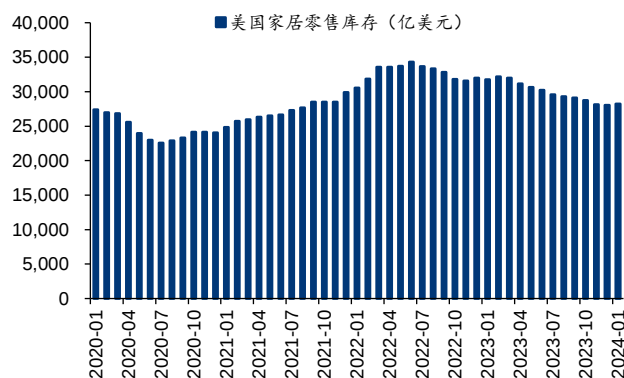
资料来源: , 华泰研究

图表3: 美国家居批发商库存销售比



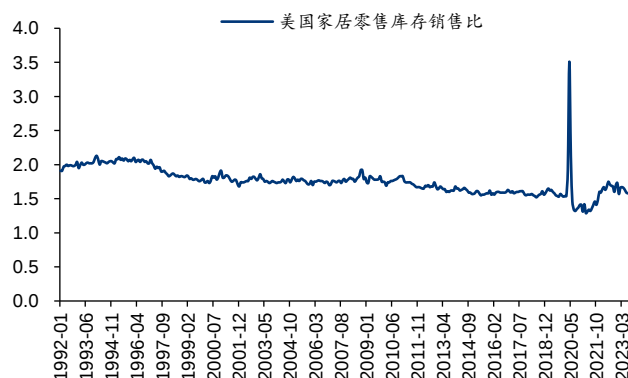
资料来源: , 华泰研究

图表4: 美国家居零售商库存



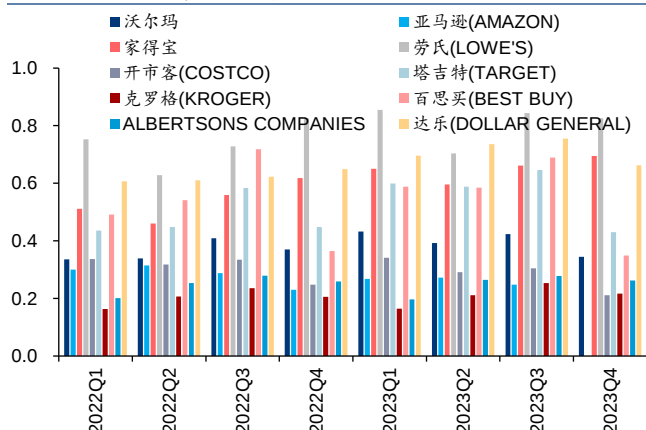
资料来源: , 华泰研究

图表5: 美国家居零售商库存销售比



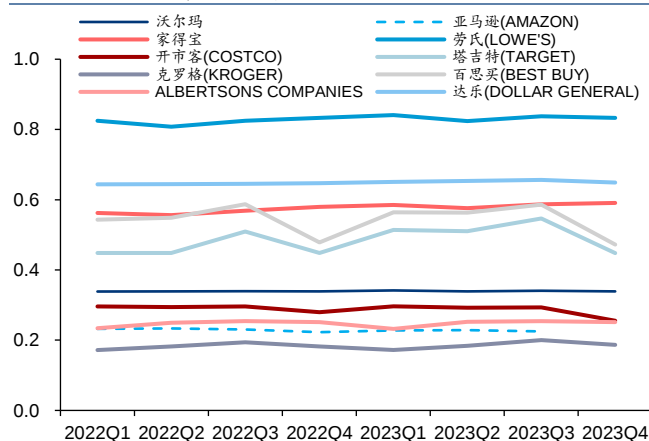
资料来源: , 华泰研究

图表6：美国重点零售企业库存销售比



资料来源：，华泰研究

图表7：美国重点零售企业库存销售比历史分位变化趋势



注：除亚马逊（20Q1-23Q3）外历史分位数统计区间均为为 20Q1-23Q4；

资料来源：，华泰研究

家居海外订单暖意频现，细分品类出口需求回暖。据海关总署数据，23 年 11-12 月家具及其零件当月出口金额分别同比+3.62%/+12.40%至 61.0/68.5 亿美元，单月同比增速已转正，印证需求有所恢复。从各品类需求复苏节奏看：1）木框沙发、床垫、办公家具等品类需求恢复较早，基本在 2023 年中甚至年初的出口额已恢复到双位数以上增速，我们判断主要系此类家居用品消费属性较强、存在置换需求，前期渠道库存去化较为充分；2）PVC 地板、卫浴等品类需求恢复较慢，基本在年尾才见到出口额增速有所改善，部分品类如陶瓷卫浴下跌幅度仍然不小，但跌幅有明显收窄，我们判断主要系此类家居用品与地产周期关联度更高，后续需求复苏仍值得期待。此外，从企业端实际接单情况看，23Q3 以来家居出口企业订单普遍有所恢复，下游大客户率先完成库存去化，带动家居出口订单已初现暖意。

图表8：家居细分品类出口额：当月同比增速（单位：%）

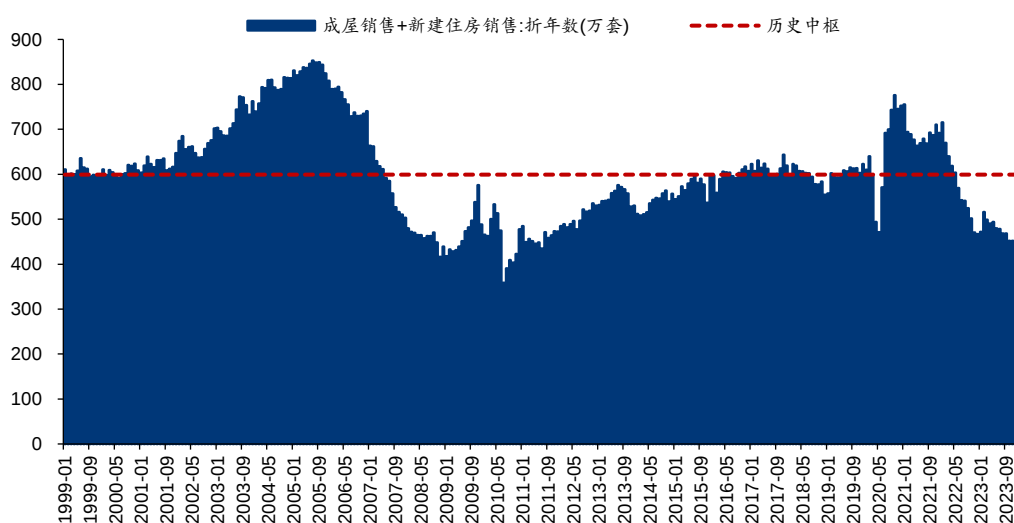
品类	海关分类	相关公司	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	23M12
沙发	带软垫的木框架坐具	敏华控股、顾家家居、匠心家居	-31.38	-39.08	-9.36	-7.16	-12.14	-9.76	-11.97	10.97	14.72	18.20	24.61	28.79
	带软垫的金属框架坐具		-20.04	-37.63	-5.55	-18.06	-23.31	-21.70	-13.21	-16.31	-18.85	-20.96	-6.09	9.47
床垫	弹簧床垫	梦百合、麒盛科技、顾家家居	-17.97	-4.16	20.72	-12.73	-2.86	15.73	12.41	25.69	18.41	18.34	25.55	40.03
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫		-18.32	-12.26	13.22	6.40	5.92	20.08	13.93	18.77	12.05	3.67	12.93	20.94
办公家具	办公室用金属家具	恒林股份、永艺股份、乐歌股份	10.22	31.49	48.23	43.35	20.66	30.73	11.28	6.37	7.96	-3.90	26.72	26.47
	办公室用木家具		-6.59	-33.41	3.64	10.28	-7.88	-2.94	2.02	24.78	20.05	23.96	43.26	18.40
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品和糊墙品	海象新材、天振股份	-31.10	-47.92	-21.45	-15.60	-20.88	-26.68	-30.84	-9.24	0.84	2.08	8.00	9.28
卫浴	陶瓷洗涤槽、脸盆、脸盆座、浴缸、坐浴盆、抽水马桶、水箱、小便池及类似的固定卫生设备	瑞尔特、建霖家居、松霖科技、海鸥住工	-46.73	-55.41	4.67	-33.21	-46.40	-40.69	-38.41	-34.50	-43.60	-44.24	-31.14	-19.61
	塑料浴缸、淋浴盆、洗涤槽、盥洗盆、坐浴盆、便盆、马桶座圈及盖、抽水箱及类似卫生洁具		-19.49	-30.10	16.62	6.00	-7.35	7.83	3.19	5.59	2.05	-2.90	14.63	30.29

资料来源：，华泰研究

中期：关注海外降息周期，期待地产销售底部改善

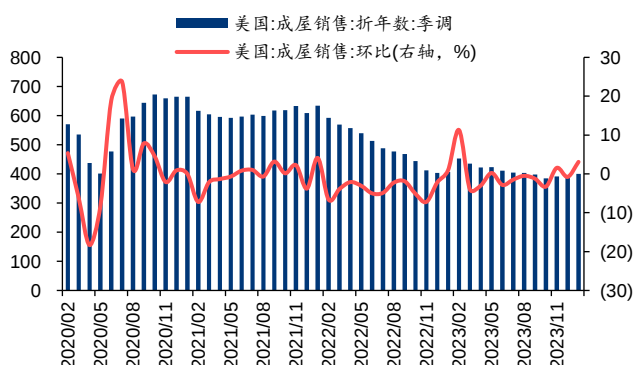
利率上行环境下美国地产销售高位回落，当前销售量处于 2011 年以来历史底部。美国房地产市场以成屋销售为主、新房销售为辅，1999 年以来成屋销售量贡献总销售量的 9 成上下。20-21 年，美国低利率环境拉动地产需求快速增长，根据全美地产经纪商协会数据，成屋销售折年数最低从 20 年 5 月的 401 万套恢复至最高 21 年 1 月的 665 万套，新建住房销售折年数最低从 20 年 4 月的 56.9 万套恢复至最高 20 年 8 月的 102.9 万套。自 21 年底开始，受美联储加息、房价上涨和抵押贷款利率上升等影响，美国成屋及新房销售量开始走弱，至 24 年 1 月，成屋销售量和新建住房销售量折年数分别为 400 万套、66.1 万套，合计销售量折年数 466.1 万套，处于 2011 年 10 月以来最低水平附近，而参考 1999 年以来销售情况，该指标历史均值在 599.2 万套，20-21 年降息周期内，该指标普遍在 700 万套上下波动，若后续降息预期如期落地，地产销售有望迎来恢复。

图表9：美国成屋销售+新建住房销售:折年数



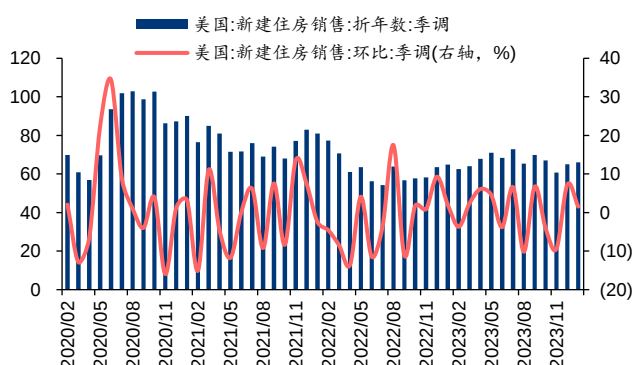
资料来源：，华泰研究

图表10：美国成屋销售折年数及环比



资料来源：，华泰研究

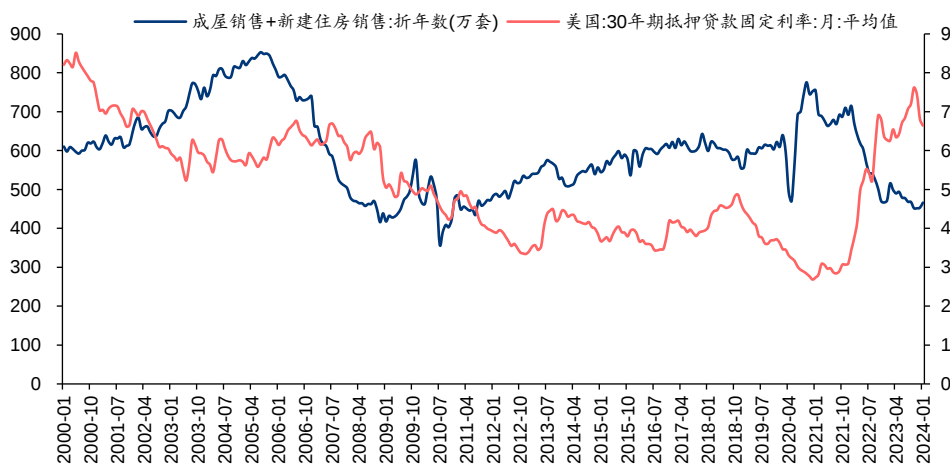
图表11：美国新建住房销售折年数及环比



资料来源：，华泰研究

24 年美联储有望开启降息周期,房贷利率已自高位有所回落,期待地产销售改善。复盘 2000 年以来美国长期贷款利率与地产销售表现可知,除特殊阶段外(例如 07-09 年金融危机、20 年上半年海外疫情扩散),美国地产销售量(成屋+新房)与 30 年期抵押贷款利率之间呈现明显的负相关性,降息阶段促进信用扩张,有利于带动地产销售向上改善。据房地美数据,受降息预期催化,截止 24 年 3 月 7 日,美国 30 年期抵押贷款利率为 6.88%,已较 23 年 10 月 26 日 7.79% 的高点回落 91bp,但相较于 20 年底 2.6-2.7% 区间内的利率水平而言,当前贷款利率仍处相对高位。根据华泰宏观团队 3 月 12 日发布的报告《商品通胀“回马枪”推升美国核心 CPI》中的观点:1-2 月通胀超预期,导致美国通胀前景的不确定性加大,降低了 5 月会议降息的概率,但基准情形下联储 6 月降息概率更大。综上,通胀反弹仅是推后了美联储降息预期,若后续如期步入降息周期,美国地产销售有望底部改善,进而支撑家居消费回暖。

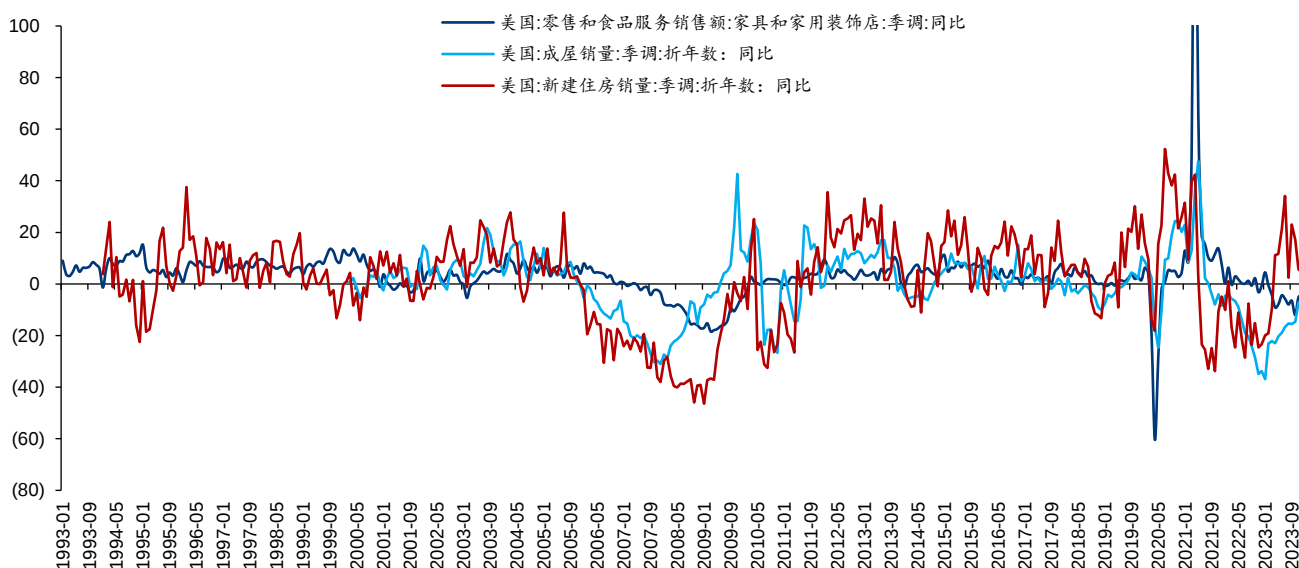
图表12: 美国成屋销售+新建住房销售:折年数



资料来源: , 华泰研究

复盘来看,美国家居零售与住房销售整体正相关,但家居零售波动更小。家居作为地产链配套商品,与地产销售具备一定相关性,通过对 1993 年来美国家具和家用装饰店销售额增速 vs 住房(成屋、新房)销售增速的复盘,我们发现:1) 美国家具类零售额增速与住房销售量增速整体呈现正相关,地产销售增速上行周期,家具类零售额增速大概率随之上行;2) 美国家具和家用装饰店销售额增速波动幅度整体弱于住房销售,我们判断主要系美国市场中家居用品自身置换的消费需求贡献较高,消费属性更强,在一定程度上平滑了地产周期性的影响。若后续美联储降息如期落地,一方面有望通过带动地产销售回暖进而改善家居消费需求,另一方面也有利于居民消费信心恢复,推动家居等耐用消费品需求回暖。

图表13：美国家具类销售额增速 vs 新房、成屋销售增速对比

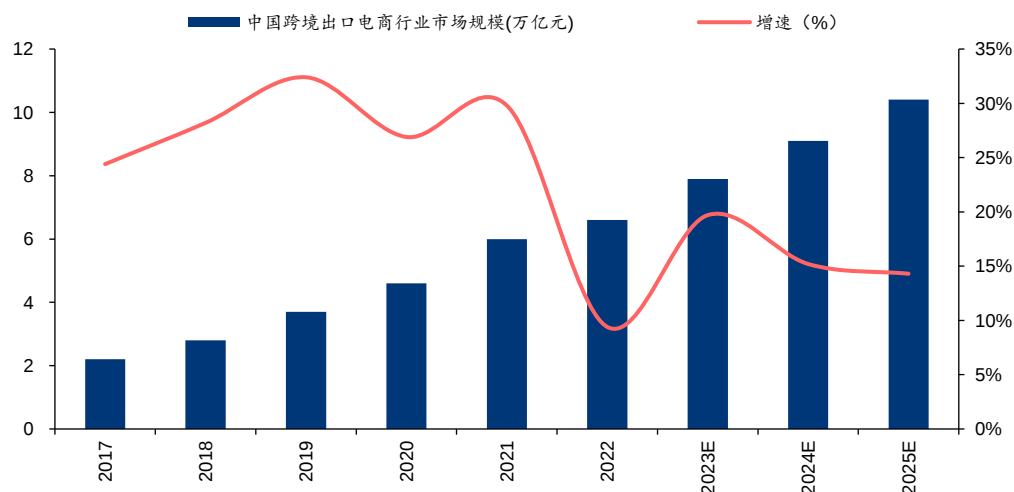


资料来源：，华泰研究

长期：制造+品牌出海大势所趋，跨境电商规模稳步扩张

我国跨境电商步入高质量发展期，市场规模稳步扩张。对消费者而言，跨境电商相较于传统贸易-分销模式更具性价比、消费体验更优，同时跨境电商的兴起契合中国优质产能出海诉求，亦契合北美地区电商渗透率提升大势（疫情对世界各国消费端线上化起到推动作用）。据艾瑞咨询统计及预测，17-22 年，我国跨境电商行业规模从 2.2 万亿增长至 6.6 万亿元，CAGR 达 24.6%，预计 2023 年规模达 7.9 万亿，到 2025 年则有望达到 10.4 万亿。

图表14：2017-2025 年中国跨境出口电商行业规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

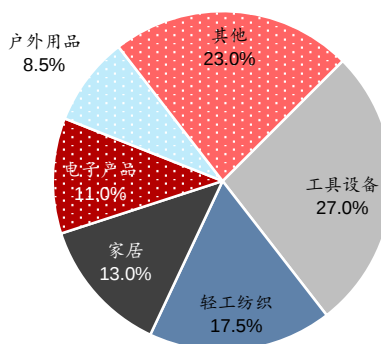
图表15：中国跨境出口电商产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

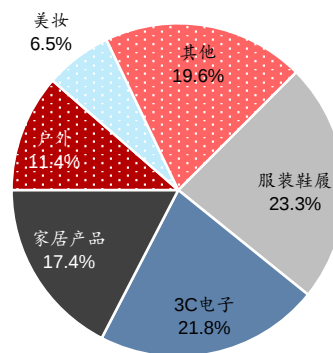
分品类看，轻纺类为跨境电商出口优势品种，且逐步走向品牌出海。轻工纺服等产业凭借优异的制造能力、规模效应及产业链配套能力，已然成为跨境电商出海的主力品种。根据艾瑞咨询统计，2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类中，服装鞋履/3C 电子/家居/户外用品分别贡献出口额的 23.3%/21.8%/17.4%/11.4%，位列前四；B2B 电商品类中，工具设备/轻工纺织/家居/电子产品分别贡献出口额的 27.0%/17.5%/13.0%/11.0%，位列前四；可见纺服/家居/户外等泛轻工品种为我国跨境电商出口的主要类目。出口本就是我国广大轻工纺服企业重要创收来源，多年生产运营经验为这些品类通过跨境电商出海提供了良好的产业基础，未来有望继续保持优势。此外，受到平台规则和产业成熟度等多重因素影响，跨境出口卖家从早年以白牌、低附加值产品为主逐步向品牌化、高附加值的产品进行探索，艾瑞咨询预计到 2025 年 B2C 和 B2B 品牌化率将分别达到 20-30%和 13-20%（22 年分别约为 15%/10%），从商品出海逐步迈向品牌出海是大势所趋。

图表16：2022 年中国跨境出口 B2B 电商品类分布



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

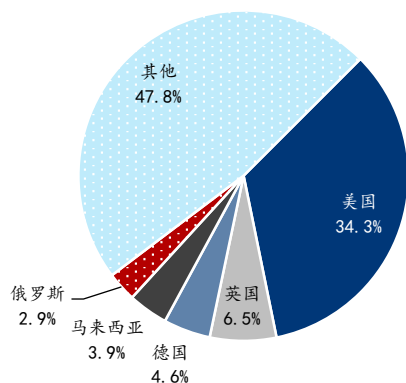
图表17：2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

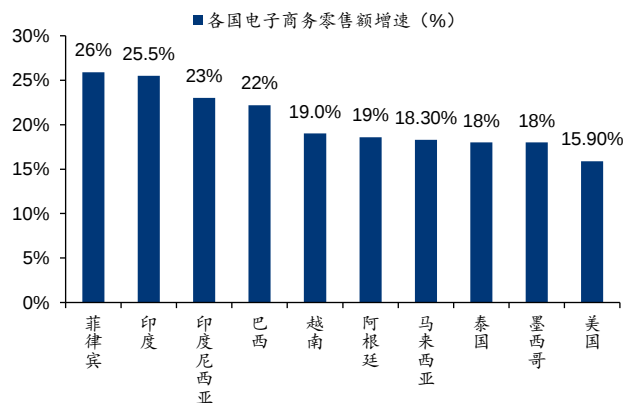
分区域看，欧美为主要贸易市场，东南亚快速崛起。据海关总署及艾瑞咨询数据，美国为我国跨境出口电商第一大贸易国，2022 年出口份额占到 34.3%，其后分别为英国（6.5%）、德国（4.6%），可见欧美等成熟市场仍为我国跨境电商企业的主要目标市场。此外，新兴市场逐步成为跨境卖家新一轮的“掘金点”，菲律宾、印尼、越南、马来西亚、泰国等东南亚国家电商发展迅猛，2022 年全球各国电商零售额增速前十位中，东南亚国家占有 5 席，得天独厚的区位优势+电商蓬勃发展的市场环境为我国跨境电商企业进军东南亚市场提供条件，东南亚市场的重要意义正逐步凸显，未来市场贡献有望进一步提升。

图表18：2022 年中国跨境出口电商目的地分布



资料来源：海关总署，华泰研究

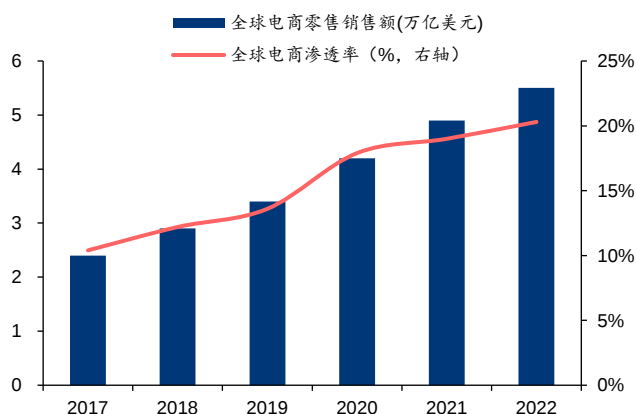
图表19：2022 年全球各国电子商务零售额增速



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

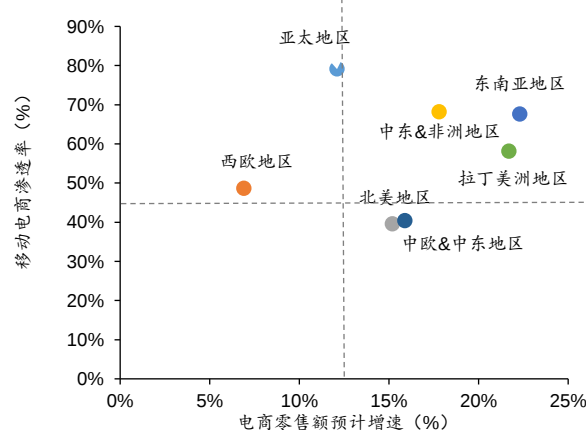
全球电商渗透率稳步提升，欧美&东南亚电商市场前景仍然可期。据 eMarketer 数据，2017-2022 年，全球电商零售额从 2.4 万亿美元增长至 5.5 万亿美元，电商渗透率从 10.4% 提升至 20.3%，渗透率稳步提升。以美国市场为例，美国商务部&eMarketer 数据显示，2018-2023 年美国电商规模从 0.5 万亿美元增长至 1.1 万亿美元，CAGR 达到 17.4%，US Department of Commerce data 数据显示美国电商渗透率已在 23Q1 达到 21.7%（据统计局数据，2023 年我国网上商品及服务零售额占总社零的 32.72%）。伴随需求端线上消费习惯的养成、供给端商品及仓储物流等基础设施的不断完善升级，海外市场电商渗透率仍有望提升，尤其欧美&东南亚等区域电商市场前景可期，为我国轻纺领域跨境电商企业提供良好发展契机，我们长期看好中国优质产能+品牌出海能力。

图表20：2017-2022 年全球电商零售销售额及电商渗透率



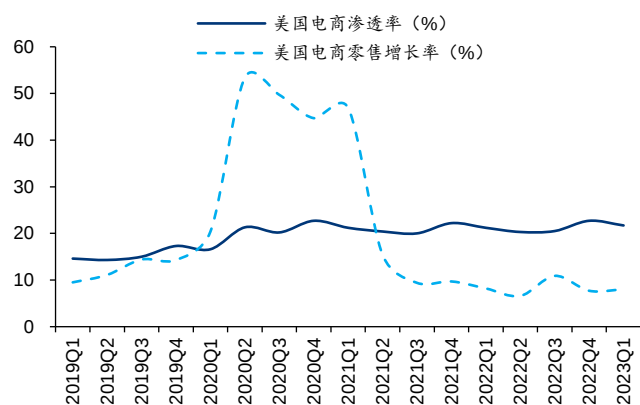
资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表21：2022 年全球各国电子商务零售额增速



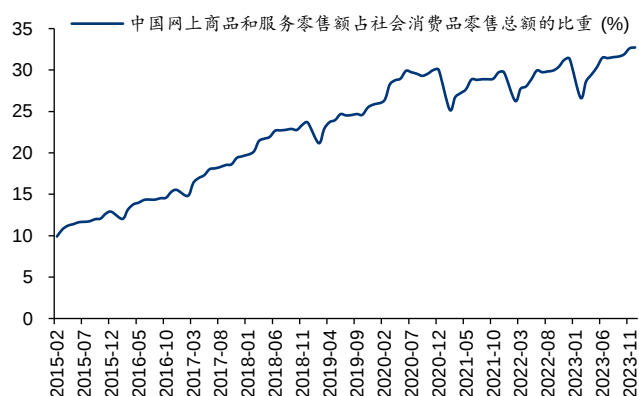
资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表22：2019年至今美国电商情况



资料来源：Digital Commerce 360，华泰研究

图表23：中国网上商品和服务零售额占社会消费品零售总额的比重



资料来源：国家统计局，华泰研究

家居出口链梳理：收入步入改善，后续关注运价&汇率变化

我们对沪深两市 SW2021 行业分类下，归属于轻工制造-家居用品行业的 65 家公司进行梳理，筛选其中 2022 年境外收入占比超过 40% 的公司，共得到 27 家家居出口链企业。从行业分布看，家居出口企业主要分布于沙发/寝具/卫浴/地板/办公/户外/保温杯等赛道，我们对家居出口链企业收入及利润表现进行汇总分析。

收入端：23Q2/Q3 起单季收入增速步入改善

从上市公司收入表现看，23Q2/Q3 起单季收入增速已陆续转正。受 22 年起的海外加息、需求走弱、渠道库存高位影响，我国家居出口需求逐步走弱，绝大部家居出口上市企业在 22Q1-23Q1 经历过收入下滑；但进入 23Q2，伴随客户渠道库存消化&上市企业作为行业龙头在产品推新、区域/渠道/客户资源开发上更为积极主动，绝大部分企业单季收入增速开始在 23Q2 起步入改善，例如：

1) 沙发赛道：匠心家居单季收入跌幅自 22Q4 起开始大幅收窄，23Q2 起呈现快速增长态势，主要系公司新品推出获客户青睐、同时新客户开拓顺利、OBM 业务稳步推进所致；曲美家居海外收入主要由子公司 Ekornes 贡献，主要面向全球销售定位中高端的舒适椅、沙发等成品家居，23Q2-Q3 下游仍处去库周期，但收入跌幅逐季收窄。

2) 寝具赛道：麒盛科技下游客户较为集中，客户放缓下单节奏导致 22Q2-Q4 收入表现不佳，23Q2-Q3 收入恢复弹性更大。

3) 办公赛道：恒林股份 23Q1 起营收增速表现亮眼，主要系收购的永裕家居并表所致，参照永艺股份收入表现，23Q3 营收增速跌幅已大幅收窄，印证终端需求恢复趋势；此外，乐歌股份 22 年以来各季度收入保持稳健的正增长，主要系公司跨境电商业务增长较好、海外仓业务快速增长贡献收入增量所致。

4) 卫浴赛道：本轮补库行情中，卫浴需求恢复节奏略慢，但其中建霖家居 23Q2 收入跌幅明显收窄，至 23Q3 收入增速大幅转正至 22.1%；此外，松霖科技 23Q3 收入增速已转正，海鸥住工 22 年以来连续 7 季度收入同比下滑，但 23Q3 跌幅亦大幅收窄至 -2.2%。

5) 地板赛道：天振股份与海象新材 23Q3 收入同比仍有明显下滑，主要受美国海关溯源审查影响，爱丽家居受益于订单转移及海外产能布局，23Q2 起收入表现亮眼。

综上所述，家居出口类企业普遍在 23Q2/Q3 迎来收入改善（增速转正、跌幅收窄等），展望后续，考虑到：1) 海外渠道库存去化下补库需求崛起；2) 降息及地产复苏预期演绎下消费需求回暖；3) 22-23 年低基数影响，我们对 24 年家居出口链收入改善保持乐观。

图表24：家居出口链公司单季度营业总收入增速变化

细分赛道	代码	名称	单季度·营业总收入 yoy							
			22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E
沙发	603818 CH	曲美家居	14.3%	-10.3%	-1.3%	-17.2%	-26.3%	-19.9%	-18.9%	28.9%
	600337 CH	美克家居	-14.6%	-7.1%	-9.7%	-25.3%	11.2%	6.5%	-12.9%	
	301061 CH	匠心家居	1.1%	-39.0%	-35.6%	-18.8%	-7.4%	61.7%	55.8%	44.8%
	603709 CH	中源家居	-16.2%	-37.1%	-31.8%	-32.2%	-3.8%	54.2%	85.0%	
寝具	603313 CH	梦百合	13.5%	-3.5%	-10.2%	-3.9%	-20.7%	-2.0%	6.5%	22.9%
	603610 CH	麒盛科技	14.1%	2.2%	-20.2%	-30.1%	-6.4%	19.9%	27.2%	19.5%
办公	603661 CH	恒林股份	35.7%	12.8%	7.4%	4.3%	20.8%	25.7%	27.1%	23.6%
	603600 CH	永艺股份	-5.5%	-10.1%	-7.1%	-27.9%	-30.9%	-30.2%	-1.4%	38.7%
	300729 CH	乐歌股份	15.8%	6.4%	8.6%	16.2%	4.3%	12.3%	31.9%	35.6%
卫浴	603408 CH	建霖家居	6.7%	-1.1%	-18.0%	-30.3%	-29.0%	-11.6%	22.1%	37.1%
	002084 CH	海鸥住工	-2.9%	-16.0%	-25.5%	-32.1%	-24.6%	-20.3%	-2.2%	
	603992 CH	松霖科技	49.3%	37.0%	-2.7%	-29.1%	-23.7%	-14.0%	3.1%	32.9%
地板	301356 CH	天振股份	0.0%	0.0%	-10.3%	-64.0%	-80.3%	-91.7%	-96.9%	
	003011 CH	海象新材	11.5%	19.1%	0.3%	-7.0%	7.2%	-11.3%	-30.0%	24.9%
	603221 CH	爱丽家居	-13.6%	2.2%	-43.5%	-40.5%	-31.5%	24.7%	107.7%	130.1%
户外	002489 CH	浙江永强	15.2%	20.7%	-29.1%	-13.0%	-22.7%	-73.6%	-68.5%	
	605099 CH	共创草坪	27.8%	0.3%	9.1%	-6.2%	-18.0%	12.2%	1.4%	39.2%
	300993 CH	玉马遮阳	9.6%	9.3%	3.4%	-0.5%	14.4%	22.4%	18.8%	26.3%
	605155 CH	西大门	23.5%	-2.1%	8.9%	2.4%	5.0%	38.1%	26.1%	32.4%
	301113 CH	雅艺科技	-20.7%	-76.2%	-71.8%	-60.5%	-73.0%	-38.1%	125.3%	
保温杯	002615 CH	哈尔斯	15.7%	24.9%	2.5%	-27.2%	-35.9%	-21.4%	27.7%	39.5%
	301004 CH	嘉益股份	131.2%	97.1%	116.2%	120.4%	32.5%	49.8%	51.8%	29.2%
陶瓷	001216 CH	华瓷股份	50.0%	52.0%	13.8%	-28.3%	-20.8%	-25.3%	-6.5%	
	603268 CH	松发股份	-46.0%	-40.9%	-8.2%	-36.6%	-25.3%	-1.6%	-29.0%	
	603838 CH	四通股份	-27.9%	-34.0%	-54.0%	-25.5%	-46.8%	-22.5%	-5.5%	
塑料制品	301193 CH	家联科技	35.8%	111.8%	79.2%	20.5%	-20.8%	-24.3%	-21.1%	12.6%
家居文创	300640 CH	德艺文创	34.7%	22.7%	-9.4%	-21.7%	-20.1%	-22.6%	-9.5%	

注：因 2023 年完整年度的财务报告尚未发布，23Q4 营收增速根据截至 2024 年 3 月 15 日的
 资料来源：，Bloomberg，华泰研究

一致预期预测的 2023 年全年收入进行计算。

利润端：原料价格预计影响不大，关注运价&汇率走势

23 年家居原材料价格普遍有所回落，预计 24 年原料成本端扰动不大。家居出口成本结构中直接材料占比较高，且多为成品家居企业，主要原材料为钢材、木材、面料、化学物等。2023 年成品家居主要原材料价格普遍有所回落，据 数据，2023 年综合钢价指数均值/进口木材价格指数均值/进口皮革均价/TDI 现货均价/MDI 现货均价/进口乳胶均价分别同比 -9.33%/-25.76%/-17.94%/-0.93%/-8.30%/-17.75%，原材料价格下行有望抬升家居出口企业毛利率。经过 20-21 年家居原材料上涨周期，22-23 年家居主要原材料价格逐步回落至正常水位，我们认为在国内需求复苏偏弱的背景下，主要原材料价格以窄幅波动为主，较难大幅攀升至 20-21 年间高位，预计 24 年原料成本对家居出口企业利润表现扰动不大。

图表25：家居出口链公司直接材料占比及主要原材料一览

细分	代码	名称	营业成本 (亿元)-2022	直接材料 (亿元)-2022	直接材料占比	主要原材料类别
沙发	603818 CH	曲美家居	32.9	-	-	板材、木材、五金件等
	600337 CH	美克家居	26.0	-	-	板材、木材、五金件等
	301061 CH	匠心家居	9.9	7.07	71.7%	钢材、电子元器件、电机金属零件、皮、纺织面料、木制品、填充材料等
寝具	603709 CH	中源家居	5.9	2.72	45.9%	铁件、面料、棉和木材等
	603313 CH	梦百合	55.3	29.03	52.5%	化工原料（聚醚、TDI、MDI 等）、面料、包装材料等
	603610 CH	麒盛科技	18.2	14.98	82.2%	电器部件、钢材、木板、纺织面料、化工材料等
办公	603661 CH	恒林股份	51.0	38.44	75.4%	铁制品、塑料制品、面料、木制品、钢材、电机、海绵等
	603600 CH	永艺股份	32.7	25.09	76.7%	铁件、塑料、面料、木件、海绵、包装等
	300729 CH	乐歌股份	21.0	9.87	46.9%	钢板、钢管、铝锭、塑料粒子等
卫浴	603408 CH	建霖家居	31.7	19.15	60.4%	塑胶原料、金属材料 and 滤材
	002084 CH	海鸥住工	27.8	4.96	17.9%	黄铜合金、锌合金及外购零配件
	603992 CH	松霖科技	22.0	-	-	塑料米、铜锌合金、五金零配件、橡胶零配件
地板	301356 CH	天振股份	23.1	-	-	聚氯乙烯（PVC 树脂粉）、耐磨层、印花面料等
	003011 CH	海象新材	14.8	-	-	PVC 树脂粉、印花面料、耐磨层等
	603221 CH	爱丽家居	7.7	5.22	67.6%	PVC 树脂粉、增塑剂、印刷膜等
户外	002489 CH	浙江永强	68.1	32.74	48.1%	钢材、铝材、藤条、玻璃、五金件等
	605099 CH	共创草坪	17.6	10.70	60.8%	塑料粒子（PP、PE）、胶等
	300993 CH	玉马遮阳	3.2	-	-	聚酯纤维、水性丙烯酸乳液和 PVC
保温杯	605155 CH	西大门	3.3	-	-	聚酯纤维、水性丙烯酸乳液和 PVC 等
	301113 CH	雅艺科技	1.1	-	-	冷轧板、钢管等
	002615 CH	哈尔斯	17.2	-	-	不锈钢
陶瓷	301004 CH	嘉益股份	8.3	5.19	62.7%	不锈钢
	001216 CH	华瓷股份	9.3	3.68	39.5%	泥料、釉料
	603268 CH	松发股份	2.9	1.87	64.3%	高岭土、长石、石英、硅酸锆、瓷泥、釉料、花纸和包装物品等
塑料制品	603838 CH	四通股份	2.2	1.23	55.0%	瓷泥、化工材料、包装材料等
	301193 CH	家联科技	15.4	11.92	77.6%	PP、PS
	300640 CH	德艺文创	7.1	-	-	陶瓷、树脂、竹木等

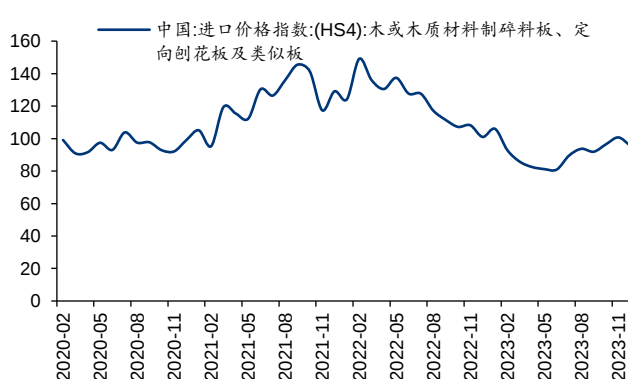
资料来源：，Bloomberg，公司公告，华泰研究

图表26：综合钢价指数



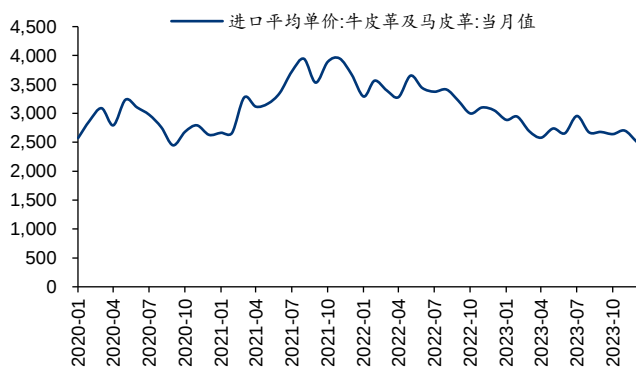
资料来源：，华泰研究

图表27：进口木材价格指数



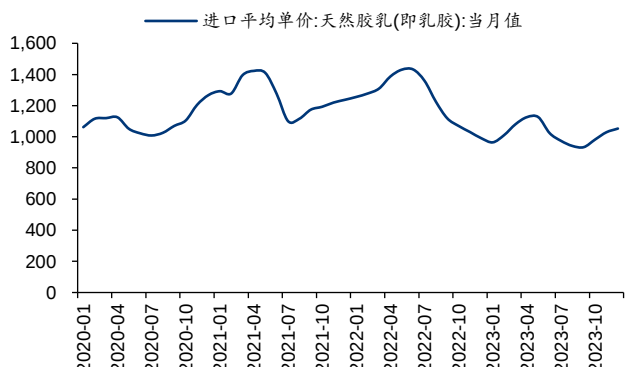
资料来源：，华泰研究

图表28：进口皮革平均单价（美元/吨）



资料来源：，华泰研究

图表29：天然乳胶进口平均单价（美元/吨）



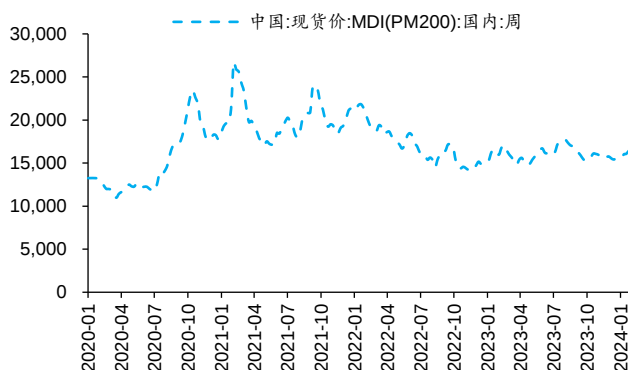
资料来源：，华泰研究

图表30：TDI 现货价格（元/吨）



资料来源：，华泰研究

图表31：MDI 现货价格（元/吨）



资料来源：，华泰研究

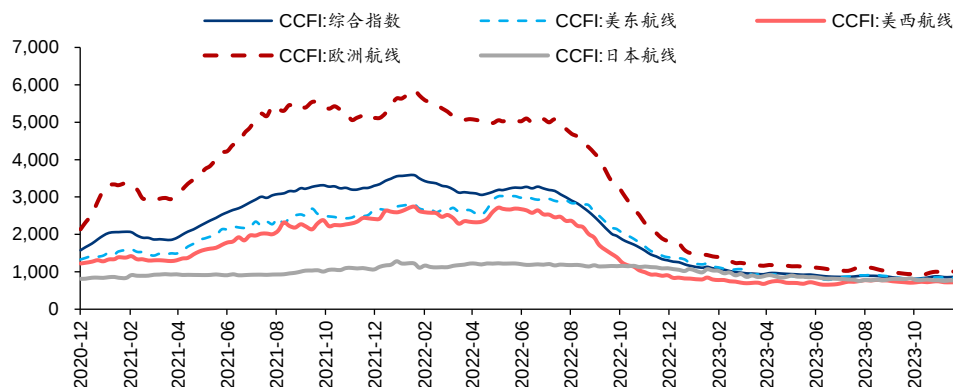
运费端，23 年海运运价回落低位，近期略有波动，关注后续运价走势。海运费上涨对家居出口企业的影响路径包括：1) 对制造出海的代工企业而言，主要采用 FOB 的贸易模式，海运费主要由客户端承担，但若运费大幅上行（例如 20-21 年全球公共卫生事件导致海运费大涨），客户可能要求调价以分担运费压力，进而影响到出口企业收入及利润；2) 对品牌出海企业而言，公司直接面向终端消费者，海运费需要自行承担，若海运费大幅上行，对品牌出海模式为主的出口企业影响较大；3) 部分出口企业在海外设有工厂，向海外工厂运输原材料及中间产品的运输成本需要自担。据 数据，23 年中国出口集装箱平均运价指数同比下降 66.4%至 937.29，其中美东、美西、欧洲、日本航线平均运价指数分别同比下降 63.0%/65.5%/74.2%/26.7%；但值得关注的是，24 年以来，受红海事件影响，美东/美西/欧洲航线运价环比又有所波动，但仍明显低于 21-22 年间高位，我们认为短期影响有限，后续需关注运价走势情况。

图表32：家居出口链公司收入分区域构成一览

细分	代码	名称	总收入(亿元)	境外收入占比(2022)	收入构成分区域
沙发	603818 CH	曲美家居	48.53	70.7%	境外主要在北美&日本&欧洲&澳大利亚
	600337 CH	美克家居	44.96	43.9%	-
	301061 CH	匠心家居	14.63	98.9%	2020 年：美国：89.13%；其他境外地区：8.79%；境内：2.08%
	603709 CH	中源家居	7.22	96.9%	2017 上半年：北美洲：62.71%；亚洲：18.64%；非洲：6.08%；欧洲：5.24%；大洋洲：4.09%；南美洲：3.14%
寝具	603313 CH	梦百合	80.17	84.8%	2022 年：美国：54.85%；境外：87.28%；境内：12.72%
	603610 CH	麒盛科技	26.63	90.1%	美国：81.89%；欧洲：8.22%；境内 9.89%
办公	603661 CH	恒林股份	65.15	76.1%	境外主要在北美&欧洲&亚太
	603600 CH	永艺股份	40.55	79.1%	-
	300729 CH	乐歌股份	32.08	91.0%	2017 年：北美洲：44.3%；亚洲：11.73%；欧洲 18.6%；境内：17.39%
卫浴	603408 CH	建霖家居	41.86	77.4%	境外主要在北美&欧洲&一带一路&南美
	002084 CH	海鸥住工	32.95	59.6%	2006 年：北美洲 48.2%；欧洲：22.09%；境内：23.76%
	603992 CH	松霖科技	31.81	68.0%	2019 年：欧洲 33.25%；北美洲：23.57；亚洲（除中国）：10.67%；大洋洲：4.84%；南美洲：1.22%；非洲：0.88%；境内：25.57%
地板	301356 CH	天振股份	29.67	99.8%	2022 年：北美洲：96.79%；南美洲：0.28%；欧洲：2.72%；亚洲及其他：0.16%
	003011 CH	海象新材	18.94	99.1%	2019 年：北美洲：56.24%；欧洲 41.14%；境内 2.62%
	603221 CH	爱丽家居	7.99	95.9%	2019 年：北美洲 88.81%；欧洲：7.91%；境内：4.28%
户外	002489 CH	浙江永强	82.19	96.8%	2022 年：北美洲:55.55%;欧洲:39.64%;国内:3.16%
	605099 CH	共创草坪	24.71	87.4%	2018 年：EMEA：40.52%；美洲：38.84%；亚太：20.64%
	300993 CH	玉马遮阳	5.47	72.9%	2020 年：欧洲：25.56%；亚洲：17.29%；北美洲：14.63%；南美洲：11.96%；非洲：2.05%；大洋洲：0.36%
保温杯	605155 CH	西大门	4.99	62.6%	2022 上半年：南美洲：68.32%；欧洲：15.53%；亚洲：15.74%；2022 年：北美洲：13.61%；非洲：2.53%；大洋洲：3.99%
	301113 CH	雅艺科技	1.74	98.5%	2021 上半年：美国：94.04%；加拿大：3.37%；英国：1.65%
	002615 CH	哈尔斯	24.28	83.9%	2011 年：美国：37.84%；俄罗斯：8.98%；日韩：11.18%；印度：6.74%；伊朗：1.54%；加拿大：3.07%；其他：30.65%
陶瓷	301004 CH	嘉益股份	12.60	94.6%	2020 年：美国：55.82%；欧洲+日韩：27.39%；内销：16.79%
	001216 CH	华瓷股份	13.80	67.2%	2020 年：北美：24.69%；欧洲：28.98%；其他：8.69%；境内：37.63%
	603268 CH	松发股份	2.71	65.4%	2014 年：亚洲：16.36%；北美洲：11.80%；欧洲：24.55%；大洋洲：10.66%；中东：12.34%；非洲：0.88%；南美洲：0.21%；境内：23.19%
	603838 CH	四通股份	2.37	79.5%	2022 年：欧洲地区:36.36%;中国地区:20.42%;亚洲地区:18.93%;美洲地区:11.41%
塑料制品	301193 CH	家联科技	19.76	77.2%	2022 年：北美:60.17%;内销:22.84%;欧洲:12.44%
家居文创	300640 CH	德艺文创	8.38	98.0%	2022 年：欧洲:45.02%;美洲:23.89%;大洋洲:15.82%;亚洲:9.33%

资料来源：， Bloomberg， 公司公告， 华泰研究

图表33：CCFI 运价指数走势

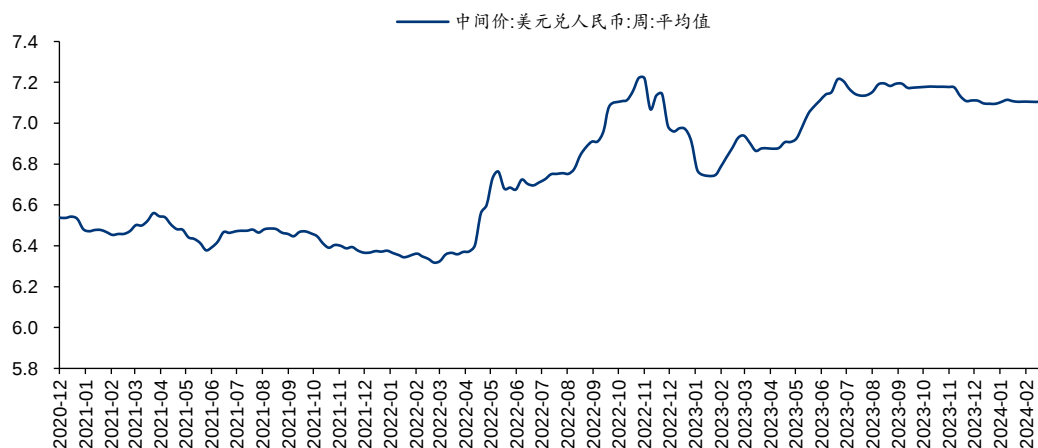


资料来源：，华泰研究

汇率方面，人民币汇率波动对家居出口企业的影响路径为：1) 财务层面看，出口业务收入端一般以外币结算，而成本端普遍以人民币结算，人民币升值将导致收入确认减少/毛利润减少，同时，人民币升值下，外币计价的资产或负债项目在期末确认汇兑损失增加或收益减少，也将对净利润产生影响；2) 业务层面看，人民币升值相当于增强外币在华购买力，对出口产业链竞争力也有一定影响。其中，汇兑损益的影响在报表端更为直观，据数据，我们统计 2020-2023H1 家居出口企业汇兑损益情况可知，2020-2021 年人民币升值周期内，家居出口企业普遍录得汇兑损失，汇兑损失对 27 家出口企业利润率的平均拖累分别为 1.59/0.41pct，而 2022-2023H1 人民币贬值周期内，家居出口企业普遍录得汇兑收益，对利润率的平均拉动分别为 1.92/1.41pct。

当前汇率仍处相对高位，关注后续汇率表现。美国是我国重要家居出口对象，国内大部分家居外贸业务以美元为主要结算货币，美元兑人民币汇率波动对家居出口企业影响较大。据数据，23 年美元兑人民币整体升值(23 年平均汇率 7.04, vs22 年平均汇率 6.71)，利好出口企业盈利能力提升(毛利率修复、汇兑损失减少或收益增加)。展望 24 年，根据华泰宏观团队 2023 年 11 月 5 日发布的报告《结构调整持续，增长行稳致远》预测，2024 年美元指数预计维持高位震荡，据此我们预计 24 年汇率端对出口企业影响有限。具体来看：1) 考虑到 23H1 美元兑人民币平均汇率 6.92，基数较低，当前汇率仍处 7.10 高位(截至 3.10)且美联储尚未开启降息，对出口企业利润端影响有限；2) 23H2 美元兑人民币平均汇率 7.16，整体已处于高位，24H2 需关注汇率进一步走势。

图表34：美元兑人民币中间价走势



资料来源：，华泰研究

图表35：家居出口链公司 2020-2023H1 汇兑损益情况

细分赛道	代码	名称	汇兑损益 (亿元)				汇兑损益/营业总收入			
			2020A	2021A	2022A	2023H1	2020A	2021A	2022A	2023H1
沙发	603818 CH	曲美家居	0.01	0.20	0.27	0.38	0.02%	0.40%	0.56%	1.97%
	600337 CH	美克家居	-0.06	-0.15	0.23	0.19	-0.12%	-0.29%	0.52%	0.84%
	301061 CH	匠心家居	-0.48	-0.16	0.63	0.13	-3.63%	-0.84%	4.31%	1.37%
	603709 CH	中源家居	-0.22	-0.07	0.19	0.08	-1.90%	-0.73%	2.65%	1.66%
寝具	603313 CH	梦百合	-1.05	-0.72	1.21	0.82	-1.61%	-0.89%	1.50%	2.29%
	603610 CH	麒盛科技	-0.72	-0.31	1.24	0.52	-3.19%	-1.04%	4.65%	3.42%
办公	603661 CH	恒林股份	-0.74	-0.37	0.83	0.98	-1.56%	-0.65%	1.28%	2.70%
	603600 CH	永艺股份	-0.64	-0.18	0.29	0.34	-1.85%	-0.38%	0.72%	2.23%
	300729 CH	乐歌股份	-0.20	-0.17	0.37	0.29	-1.03%	-0.58%	1.15%	1.75%
卫浴	603408 CH	建霖家居	-0.47	-0.28	0.93	0.31	-1.22%	-0.59%	2.22%	1.63%
	002084 CH	海鸥住工	-0.30	0.05	0.74	0.30	-0.90%	0.12%	2.24%	2.21%
	603992 CH	松霖科技	-0.37	-0.09	0.60	0.15	-1.82%	-0.31%	1.88%	1.08%
地板	301356 CH	天振股份	-0.54	-0.20	0.58	-0.04	-2.42%	-0.63%	1.94%	-1.76%
	003011 CH	海象新材	-0.24	-0.04	0.36	0.24	-1.93%	-0.22%	1.90%	2.57%
	603221 CH	爱丽家居	-0.15	-0.07	0.20	0.09	-1.35%	-0.61%	2.55%	2.01%
户外	002489 CH	浙江永强	0.73	1.73	-0.27	-0.70	1.47%	2.12%	-0.33%	-2.41%
	605099 CH	共创草坪	-0.30	-0.12	0.70	0.19	-1.62%	-0.52%	2.85%	1.53%
	300993 CH	玉马遮阳	-0.11	-0.04	0.14	0.03	-2.73%	-0.78%	2.52%	0.85%
	605155 CH	西大门	-0.04	-0.02	0.10	0.04	-1.12%	-0.40%	2.05%	1.61%
	301113 CH	雅艺科技	-0.07	-0.03	0.04	0.00	-2.18%	-0.60%	2.44%	0.69%
保温杯	002615 CH	哈尔斯	-0.26	-0.10	0.37	0.12	-1.74%	-0.43%	1.54%	1.29%
	301004 CH	嘉益股份	-0.08	-0.04	0.22	0.13	-2.25%	-0.62%	1.75%	2.05%
陶瓷	001216 CH	华瓷股份	-0.11	-0.03	0.05	0.02	-1.19%	-0.25%	0.38%	0.32%
	603268 CH	松发股份	-0.09	-0.03	0.06	0.01	-2.08%	-0.78%	2.31%	1.07%
	603838 CH	四通股份	-0.07	-0.03	0.07	0.03	-2.53%	-0.81%	2.95%	2.88%
塑料制品	301193 CH	家联科技	-0.03	0.00	0.27	0.05	-0.33%	-0.03%	1.36%	0.70%
家居文创	300640 CH	德艺文创	-0.12	-0.05	0.16	0.06	-2.15%	-0.68%	1.96%	1.54%
平均值	-	-	-	-	-	-	-1.59%	-0.41%	1.92%	1.41%

注：财务报告内汇兑损益为财务费用细分科目，作为费用项，以负数确认汇兑收益，正数确认汇兑损失，本表中为准确反映汇兑损益对利润的影响，对历年来汇兑损益取相反数，即正数表当年确认汇兑收益、负数确认汇兑损失。

资料来源：，Bloomberg，华泰研究

投资建议

我们对沪深两市 SW2021 行业分类下，归属于轻工制造-家居用品行业的 65 家公司进行梳理，筛选其中 2022 年境外收入占比超过 40% 的公司，共得到 27 家家居出口链企业。我们整理相关企业的细分赛道、境外收入占比、23 年以来经营情况及估值水平如下表所示。据表可知，家居出口企业普遍为市值 80 亿以下的中小型上市公司，数量上占到家居用品上市企业总数的 41.5%，截至 3 月 15 日 27 家家居出口企业合计市值 1048.7 亿元，占到家居用品行业总市值的 25.2%。从行业分布看，家居出口企业主要分布于沙发/寝具/卫浴/地板等地产后周期赛道，共计 12 家，另有 10 家分布于办公/户外/保温杯等消费品赛道，此外另有 5 家分布于陶瓷品等行业，市值体量较小。

图表36：家居出口链公司一览

细分赛道	代码	名称	市值(亿元)	PE-TTM	PE-24E	境外收入占比	2023Q1-3 经营情况			
							总收入	销售毛利率	销售净利率	归母净利润
沙发	603818 CH	曲美家居	27.52	-8.1	12.2	70.7%	29.32	31.4%	-7.2%	-2.06
	600337 CH	美克家居	36.54	-10.4	-	43.9%	33.66	42.1%	-7.9%	-2.66
	301061 CH	匠心家居	72.97	21.3	15.5	98.9%	14.55	32.0%	22.2%	3.23
	603709 CH	中源家居	13.19	-90.5	-	96.9%	7.48	25.7%	4.0%	0.30
寝具	603313 CH	梦百合	57.23	78.9	15.0	84.8%	57.15	36.5%	2.2%	1.13
	603610 CH	麒盛科技	38.86	26.2	12.9	90.1%	23.86	35.1%	7.8%	1.87
办公	603661 CH	恒林股份	57.50	17.3	10.5	76.1%	57.76	24.1%	6.5%	3.66
	603600 CH	永艺股份	37.15	15.2	10.7	79.1%	25.00	23.1%	8.6%	2.11
	300729 CH	乐歌股份	59.30	31.1	13.2	91.0%	26.85	36.5%	19.2%	5.17
卫浴	603408 CH	建霖家居	52.85	16.1	11.2	77.4%	30.90	25.3%	9.4%	2.90
	002084 CH	海鸥住工	20.57	-42.4	-	59.6%	21.58	17.5%	0.2%	0.08
	603992 CH	松霖科技	68.83	21.5	14.7	68.0%	21.94	35.1%	15.3%	3.04
地板	301356 CH	天振股份	36.29	-38.3	-	99.8%	2.75	13.7%	-25.3%	-0.70
	003011 CH	海象新材	16.05	7.4	9.8	99.1%	12.56	29.9%	11.0%	1.39
	603221 CH	爱丽家居	20.28	100.7	14.9	95.9%	7.89	16.9%	2.0%	0.32
户外	002489 CH	浙江永强	60.52	86.4	-	96.8%	31.01	24.6%	2.4%	0.82
	605099 CH	共创草坪	81.74	19.1	14.2	87.4%	19.16	31.8%	18.4%	3.52
	300993 CH	玉马遮阳	32.97	21.9	16.2	72.9%	4.77	40.9%	25.1%	1.20
	605155 CH	西大门	17.29	19.6	12.1	62.6%	4.51	38.7%	15.5%	0.76
	301113 CH	雅艺科技	16.28	59.3	-	98.5%	1.12	38.2%	20.0%	0.22
保温杯	002615 CH	哈尔斯	30.69	16.9	12.6	83.9%	17.06	31.9%	8.9%	1.53
	301004 CH	嘉益股份	66.72	15.6	12.2	94.6%	12.28	39.4%	25.5%	3.14
陶瓷	001216 CH	华瓷股份	35.77	26.3	-	67.2%	8.99	33.5%	16.5%	1.49
	603268 CH	松发股份	24.20	-17.7	-	65.4%	1.56	5.8%	-40.9%	-0.63
	603838 CH	四通股份	17.60	-27.2	-	79.5%	1.39	5.6%	-17.8%	-0.25
塑料制品	301193 CH	家联科技	34.43	52.2	23.9	77.2%	12.30	18.8%	4.8%	0.63
家居文创	300640 CH	德艺文创	15.37	51.2	-	98.0%	5.49	19.3%	4.0%	0.22

注：1) 市值统计截至 2024 年 3 月 15 日；2) PE-TTM 为剔除非经常性损益后计算结果，24 年预测 PE 参考一致预期，统计均截至 2024 年 3 月 15 日；3) 境外收入占比统计来自 2022 年年报数据；

资料来源：Bloomberg, 华泰研究

家居出口企业上一轮股价高点普遍出现在 21-22 年（美联储加息周期前），此后受美联储加息、海外需求疲软、地产需求走弱等影响，出口链股价面临基本面下行+估值下修双重压制。23Q4 起，海外渠道补库需求渐起，海外降息+地产复苏预期催化，家居出口链股价普遍迎来一轮修复。展望 2024 年，渠道补库+地产改善+跨境电商主题催化下，家居出海有望成为轻工板块重要投资主线，建议关注：1) 在海外前瞻进行品牌/渠道/仓储布局、关联跨境电商/品牌出海主线、同时需求端收入/订单走向复苏的家居品牌出海个股；2) 深耕细分品类代工，有望受益于海外渠道补库及地产复苏、收入/订单逐季改善且估值性价比较高的家居制造出海个股。

图表37：家居出口链指数走势



注：家居出口链指数根据上述 27 家家居出口链企业按照自由流通股股本加权计算而来，选取 2020 年 1 月 1 日为基期，基点为 1000 点，可用于反映家居出口企业近年来综合股价表现。

资料来源：华泰研究

风险提示

贸易相关事件扰动：美国上一任总统特朗普任期内，中美间产生贸易摩擦，例如对中国商品加征关税等；2024 年又为美国选举年，特朗普对中美贸易持关注态度，美国大选前后，总统候选人对中美贸易表态将影响市场情绪，进而影响市场对家居出口企业的预期。

海外降息不及预期：海外降息带动地产改善是本轮出口股走强的重要逻辑支撑，若后续降息时点延后或降息力度不及预期，将影响市场情绪，也将对出口企业需求改善的可持续性带来挑战。

需求恢复不及预期：外销需求与海外家居消费表现、渠道库存水平密切相关，若下游需求不及预期将影响到出口企业收入增长速度。

原料价格及汇率等波动风险：钢材、钢铁、TDI、MDI 等为家居产品主要原材料，原料成本上涨将增加相关企业成本压力，若原料成本大幅上涨，将对相关企业盈利产生影响。轻工出口企业收入及利润表现受汇率波动影响大，若人民币大幅升值，将对出口企业收入及利润表现产生压制。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司