



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2024年01月23日  
行业：轻工纺服  
增持（维持）

# 走出去，沉下来

## ——2024年度可选消费投资策略

分析师：杜洋SAC编号：S0870523090002

# 主要观点

## 可选消费：23年国内消费结构化修复，24年开启消费出海、国内需求修复。

2023年消费行业一系列务实举措，有力带动消费持续恢复和扩大。23年1-11月，我国社会消费品零售总额42.79万亿元，同比增长7.2%。同时，服务消费较快增长，23年1-11月，服务零售额同比增长19.5%，消费回暖折射消费信心逐渐提升。从月度看，23年7月至11月社会消费品零售总额分别同比增长2.5%/4.6%/5.5%/7.6%/10.1%，逐月企稳回升态势明显。

展望2024年，外部环境或有所改善，稳增长政策效果将继续显现，23年前三季度，全国居民人均可支配收入29398元，扣除价格因素实际增长5.9%，比上半年加快0.1pcts。国内需求有望持续修复，在政策发力和市场驱动下，我国经济将向潜在增速水平回归。

### ◆ 投资主线一：国内关注产品力提升、渠道持续拓展的逻辑。

- 23年国内服装品牌受益于疫后修复，表现出较好的业绩增长。24年品牌服饰从疫后修复逻辑转变为内生驱动逻辑：①上市公司品牌力提升、渠道持续拓展，并且部分公司符合高股息+低估值，建议关注：报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、歌力思；②直播和线上等新零售模式日益成熟，给予品牌更多赋能，建议关注：锦泓集团；③户外和功能性设计成为服装未来趋势。建议关注：安踏、李宁、361、波司登。

### ◆ 投资主线二：海外需求持续扩大，关注出口产业链逻辑。

- 23年家居企业外销表现出色，24年伴随海外需求旺盛和库存回落，我们认为制造业出口仍将是重要主线。23年11月美国耐用品订单环比上升5.4%，为2022年12月以来最大增幅，我们认为海外消费景气度回暖带来对我国出口产品需求增长。我们主要从两个逻辑去关注，第一是产品出口类逻辑，建议关注：匠心家居、恒林股份、嘉益股份、石头科技；第二是平台类跨境电商和跨境供应链，建议关注：拼多多（美股）、华凯易佰、赛维时代、致欧科技、乐歌股份。

### ◆ 投资主线三：关注科技创新产品，国产替代逻辑。

- 国内产品制造翘楚企业，持续进行产品创新、挖掘消费者需求。建议关注：三花智控（汽零业务持续放量、制冷业务稳健、机器人执行期总成龙头）、公牛集团（围绕转换器主业、智能生态、新能源赛道持续研发创新产品）、安克创新（泛消费电子品牌出海翘楚）。

**风险提示：**国内消费增长持续放缓；地产竣工及销售恢复速度低于预期；原材料价格大幅上涨；海外监管政策趋严；汇率大幅波动。



# 目录

## Content

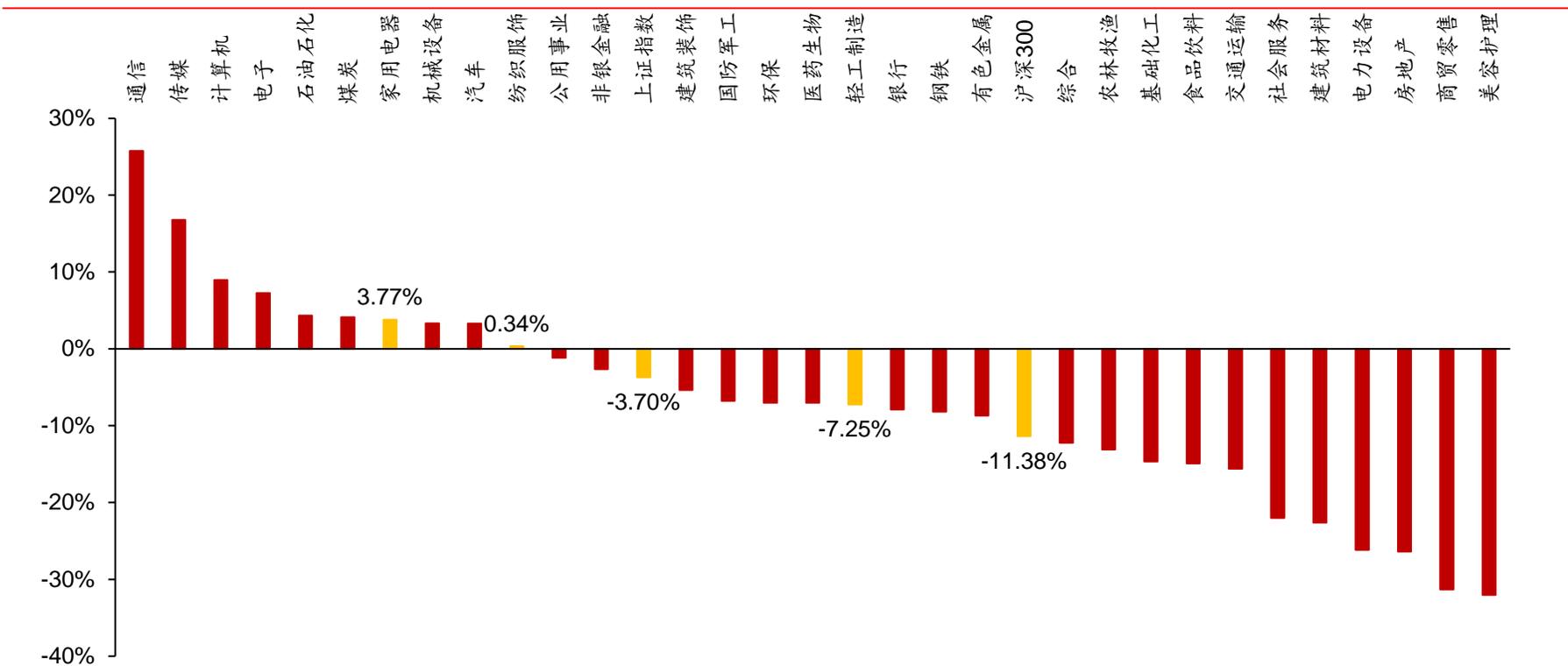
---

- 一、行情回顾：纺服、家电跑赢大盘指数
- 二、纺服：服装社零稳步回暖，纺织制造补库
- 三、轻工：出海需求强劲，多元渠道助力家居成长
- 四、家电：关注机器人及科技创新产品
- 五、跨境电商：全球线上消费旺盛，跨境电商快速崛起
- 六、投资建议
- 七、风险提示

# 1.1 板块行情回顾：家用电器、纺织服装行业指数跑赢大盘

◆ 2023年全年（2023.1.1-2023.12.29）A股纺织服装（SW）行业指数上涨0.34%，轻工制造（SW）行业指数下跌7.25%，家用电器（SW）行业指数上涨3.77%。沪深300下跌11.38%，上证指数下跌3.70%。纺织服装、轻工制造和家用电器在申万31个一级行业中涨幅排名分别排名第10、第17和第7位。

图1 年初至今大盘及申万一级行业涨跌幅情况



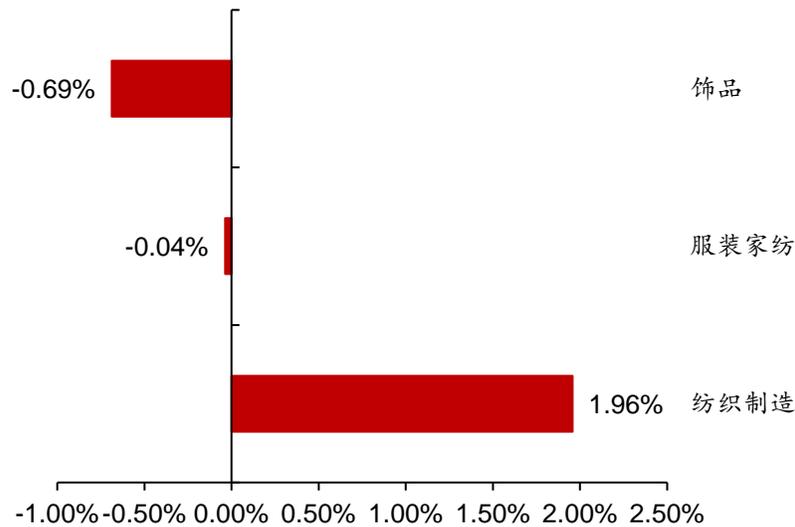
资料来源：ifind，上海证券研究所（截止时间：2023年12月29日）



# 1.1 板块行情回顾：家用电器、纺织服装行业指数跑赢大盘

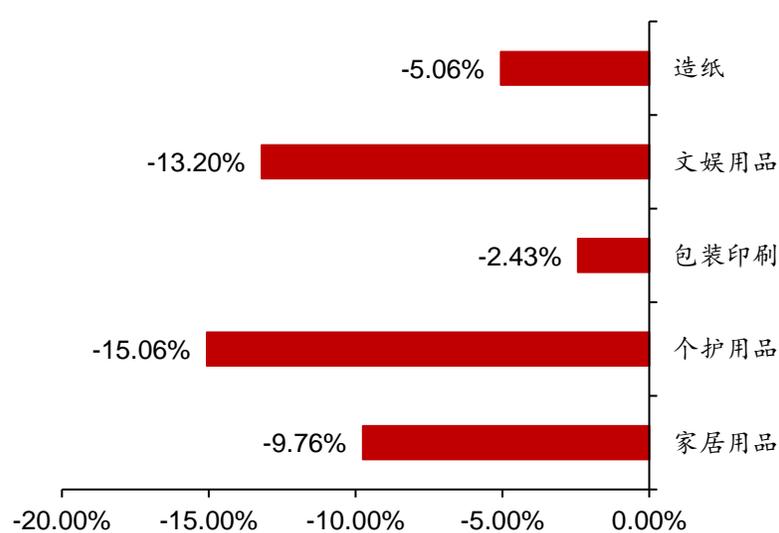
- ◆ **SW纺织服装**二级行业中，纺织制造板块上涨1.96%，饰品及服装家纺不同程度下跌，其中饰品下跌0.69%、服装家纺下跌0.04%。
- ◆ **SW轻工制造**二级子行业均录得负收益，跌幅最大的是个护用品板块，下跌15.06%；跌幅最小的是包装印刷板块，下跌2.43%，造纸、文娱用品、家居用品分别下跌5.06%、13.20%、9.76%。
- ◆ **SW家用电器**二级行业中，黑色家电涨幅最高，上涨44.19%，其次是家电零部件以及白色家电，分别上涨13.94%、1.02%。其他板块存在不同程度下跌，跌幅最大的是厨卫电器板块，下跌13.25%；跌幅最小的是照明设备，下跌2.43%。

图2 年初至今纺织服装子版块涨跌幅



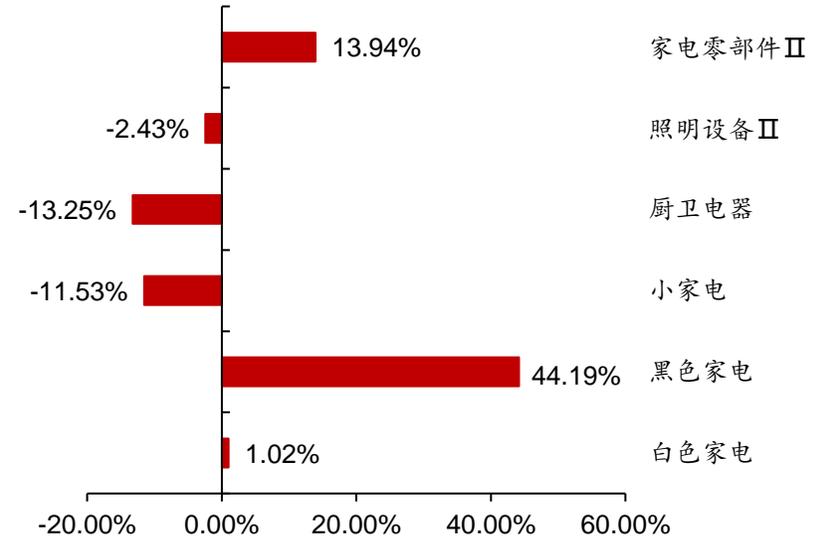
资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截止时间: 2023年12月29日)

图3 年初至今轻工制造子版块涨跌幅



资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截止时间: 2023年12月29日)

图4 年初至今家用电器子版块涨跌幅



资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截止时间: 2023年12月29日)



## 1.2 重点个股行情回顾

表1 纺织服装板块重点个股区间涨跌幅

细分板块	证券代码	证券名称	区间涨跌幅
纺织制造	002042.SZ	华孚时尚	40.98%
	603055.SH	台华新材	19.21%
	603558.SH	健盛集团	17.60%
	002003.SZ	伟星股份	7.21%
	300918.SZ	南山智尚	0.49%
	300979.SZ	华利集团	-7.83%
	601339.SH	百隆东方	-14.56%
服装家纺	300840.SZ	酷特智能	122.96%
	603518.SH	锦泓集团	49.55%
	600398.SH	海澜之家	40.00%
	002154.SZ	报喜鸟	37.86%
	002327.SZ	富安娜	26.59%
	002832.SZ	比音勒芬	23.78%
	002563.SZ	森马服饰	10.11%
	603808.SH	歌力思	0.77%
	601718.SH	际华集团	-2.41%
	603877.SH	太平鸟	-7.12%
	002293.SZ	罗莱生活	-17.20%
	603908.SH	牧高笛	-38.86%

表2 轻工制造行业重点个股区间涨跌幅

板块	证券代码	证券名称	区间涨跌幅
轻工家居	301061.SZ	匠心家居	72.98%
	002790.SZ	瑞尔特	22.39%
	603848.SH	好太太	10.97%
	001323.SZ	慕思股份	-7.91%
	002572.SZ	索菲亚	-12.17%
	603180.SH	金牌厨柜	-12.49%
	603816.SH	顾家家居	-18.05%
	603801.SH	志邦家居	-37.61%
	603008.SH	喜临门	-40.42%
	603833.SH	欧派家居	-42.72%
轻工出口	603208.SH	江山欧派	-51.64%
	301004.SZ	嘉益股份	52.62%
	603661.SH	恒林股份	56.55%
	603600.SH	永艺股份	13.23%
	300729.SZ	乐歌股份	10.76%
造纸包装	301376.SZ	致欧科技	-3.00%
	002228.SZ	合兴包装	6.85%
	600963.SH	岳阳林纸	8.07%
	002078.SZ	太阳纸业	5.64%
	002831.SZ	裕同科技	-16.81%
	600567.SH	山鹰国际	-21.77%
	605007.SH	五洲特纸	-21.96%
	000488.SZ	晨鸣纸业	-22.09%
	605377.SH	华旺科技	-22.21%
	603733.SH	仙鹤股份	-47.03%
其他轻工消费	603899.SH	晨光股份	-31.70%
	603195.SH	公牛集团	-33.23%

## 1.2 重点个股行情回顾

表3 家用电器板块重点个股区间涨跌幅

子行业	证券代码	证券名称	区间涨跌幅
白电	000921.SZ	海信家电	54.90%
	002050.SZ	三花智控	38.55%
	000333.SZ	美的集团	5.46%
	000651.SZ	格力电器	-0.46%
	600690.SH	海尔智家	-14.15%
	002508.SZ	老板电器	-21.54%
	603187.SH	海容冷链	-52.21%
厨电	002035.SZ	华帝股份	12.09%
	605336.SH	帅丰电器	0.40%
	002677.SZ	浙江美大	-8.75%
	300911.SZ	亿田智能	-18.44%
	300894.SZ	火星入	-35.76%
	603486.SH	科沃斯	-43.19%
小家电	688169.SH	石头科技	14.21%
	002032.SZ	苏泊尔	7.18%
	603579.SH	荣泰健康	4.20%
	300824.SZ	北鼎股份	1.46%
	002705.SZ	新宝股份	-12.49%
	002959.SZ	小熊电器	-13.91%
	002614.SZ	奥佳华	-19.61%
	603355.SH	莱克电气	-20.47%
	002242.SZ	九阳股份	-22.88%
	603868.SH	飞科电器	-25.00%
	688696.SH	极米科技	-32.02%
	603195.SH	公牛集团	-33.23%
	688793.SH	倍轻松	-31.37%

资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截止时间: 2023年12月29日)

表4 跨境电商行业重点个股区间涨跌幅

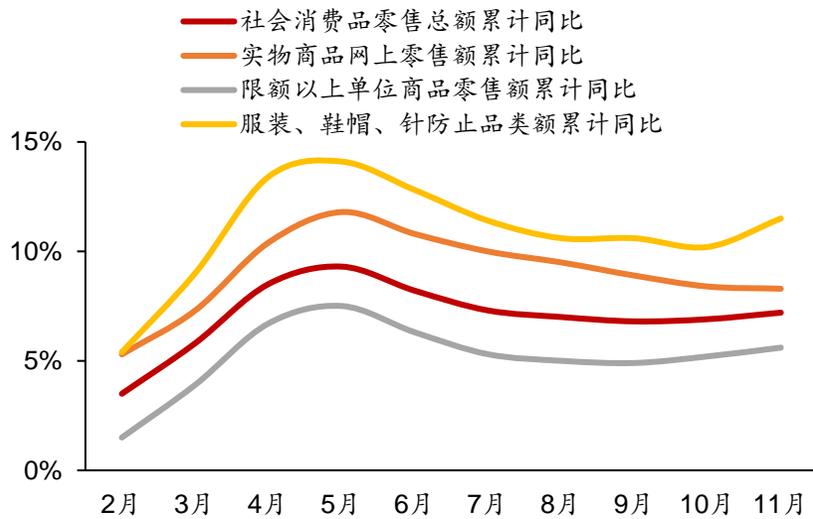
证券代码	证券名称	区间涨跌幅
002315.SZ	焦点科技	83.95%
300592.SZ	华凯易佰	63.50%
301381.SZ	赛维时代	48.12%
300866.SZ	安克创新	49.49%
002803.SZ	吉宏股份	29.80%
688169.SH	石头科技	14.21%
301376.SZ	致欧科技	-3.00%

资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截止时间: 2023年12月29日)

## 2.1 纺服行业：社零消费逐步回暖修复，纺织工业24年蓄势待发

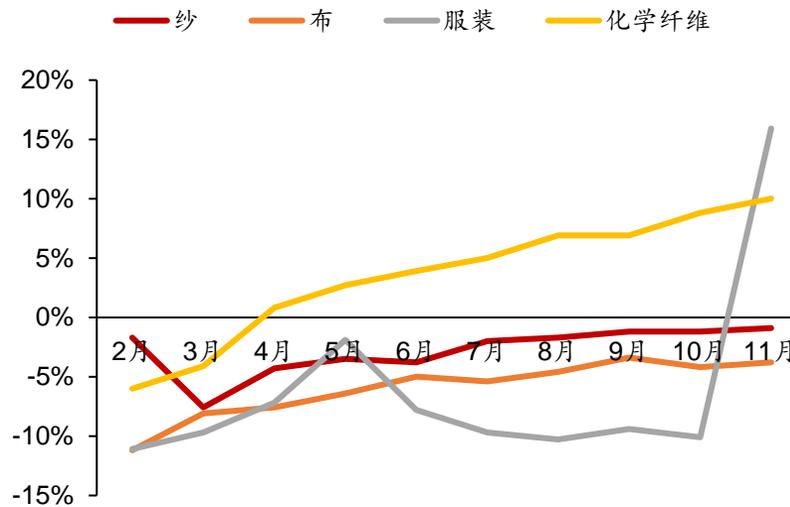
- ◆ **社零消费逐步修复，服装鞋帽类商品双位数增长。** 23年1-11月，社会消费品零售总额42.79万亿元，同比增长7.2%；全国限额以上单位消费品零售总额16.15万亿元，同比增长6.5%，其中，限额以上单位服装鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长11.5%，实物商品网上零售额同比增长8.3%。我们认为，消费市场持续恢复，服装市场稳步回暖，随着各项促消费政策加快落地，叠加传统消费旺季来临，预计年内消费市场将继续呈现稳步恢复态势。
- ◆ **纺织工业23年疫情后表现平稳，24年有望蓄势待发。** 23年1-11月，规模以上纺织企业工业增加值同比下降1.6%，营业收入4.22万亿元，同比下降1.5%；利润总额1447亿元，同比下降0.9%。规模以上企业纱、布产量同比-0.9%、-3.8%，服装、化纤产量同比增长15.9%、10.0%。纺织工业增加值等指标降幅收窄，我们预计2024年纺织工业有望向好增长。

图5 2023年社零及服饰类商品销售额累计同比增速



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图6 2023年规模以上企业纱、布、服装、化纤产量累计同比增速



资料来源：消费品工业司，上海证券研究所

图7 中国服装产业图谱



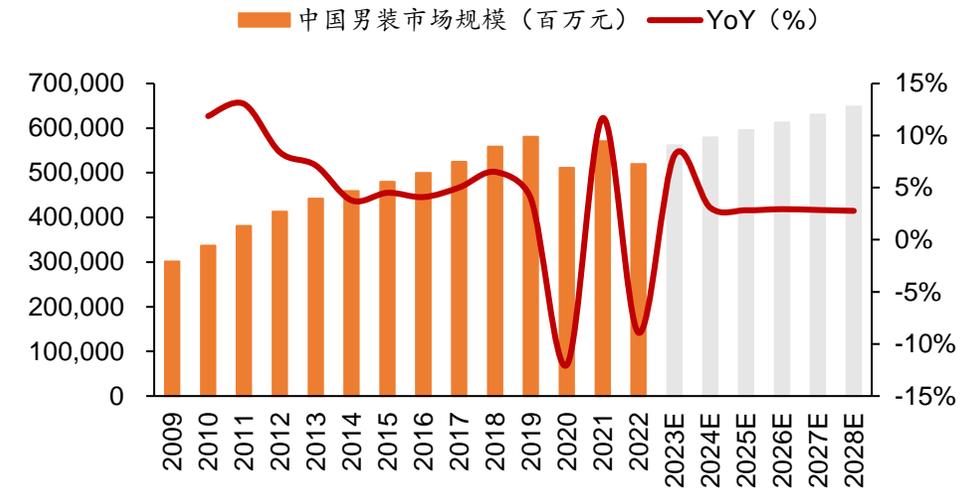
资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所



## 2.2 纺服行业：男装消费回暖、户外及功能性成为热点，渠道转型推动产业发展

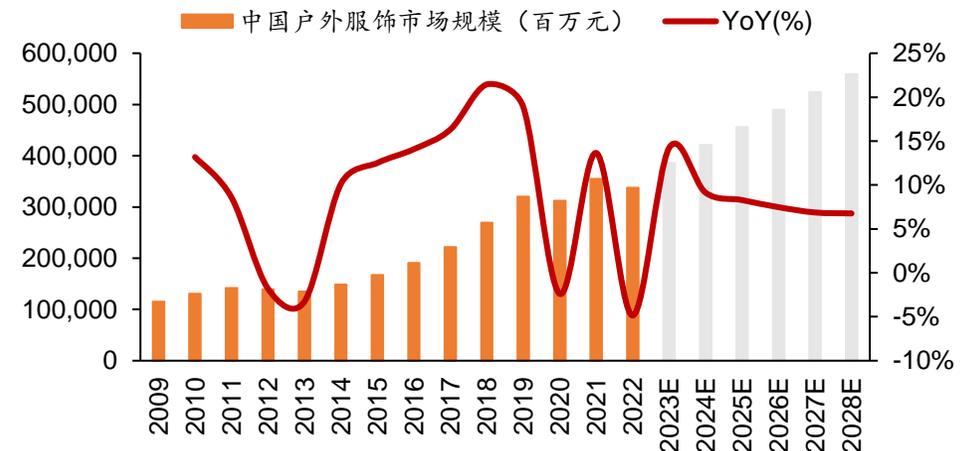
- ◆ **男装行业：2010-2022年，我国男装行业市场规模由3369亿元增加至5195亿元，年均复合增长率为3.9%。**随着疫后开放、消费者信心的逐渐恢复，商务出行等消费场景将持续修复，拉动男装消费回暖，据欧睿国际数据，2024年男装市场规模有望恢复至疫情前（2019年）水平，2025年达5953.10亿元，2023-2025年CAGR为2.95%。
- ◆ **渠道趋势：加速线上转型，直播电商助力服装产业发展。**2022年中国服装线上销售额接近内销销售额的50%，中国服装鞋帽针织品网络零售总额占全国实物商品网络销售额的21.5%，仍然是线上实物销售的最大品类。线上新零售模式日渐成熟，直播、短视频等新型营销模式已成为服装电商主要增量市场，服装企业逐步从传统电商转向直播电商转型。①随着实体店成本不断上升，线上渠道在服装领域的渗透率保持高位。②直播电商为消费者提供精准推送服务，拓宽销售渠道、推动服装行业数字化转型。
- ◆ **品类趋势：户外和功能性设计成为服装未来趋势。**随着户外经济的兴起，户外服饰行业的蓬勃发展，功能性设计越来越受到消费者青睐。根据MAXIMIZE研究数据，2022年户外服装市场规模为157.2亿美元，预计2029年户外服装市场总额达到228.0亿美元，2022-2029CAGR5.46%。以Lululemon、蕉下等品牌为代表的户外功能性服饰“异军突起”，引领新的风潮；MiuMiu、LV等奢侈品牌也加码功能性服饰，在其2023春夏系列中也融入了运动及功能性设计。

图8 男装市场预计2024年恢复至疫情前水平



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图9 户外服装市场规模呈现增长态势



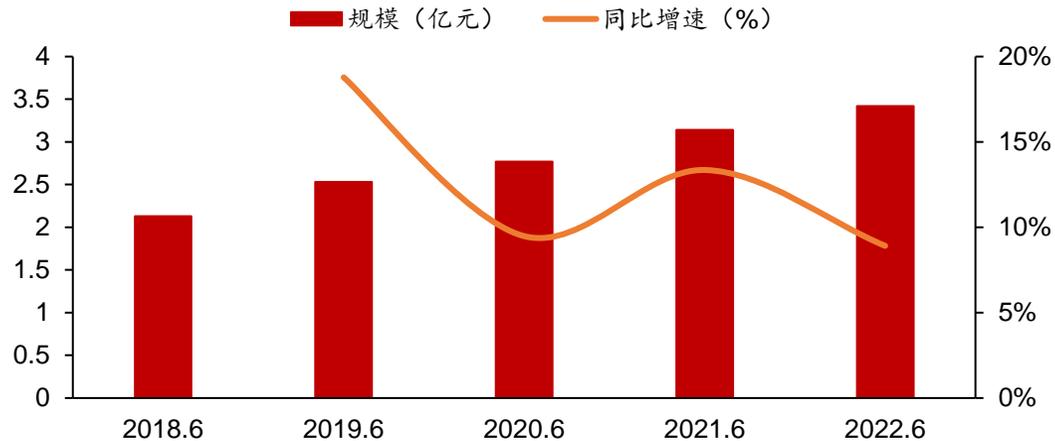
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所



## 2.3 纺服行业：“Z世代”增大国潮品牌需求，线上直播提升消费触达

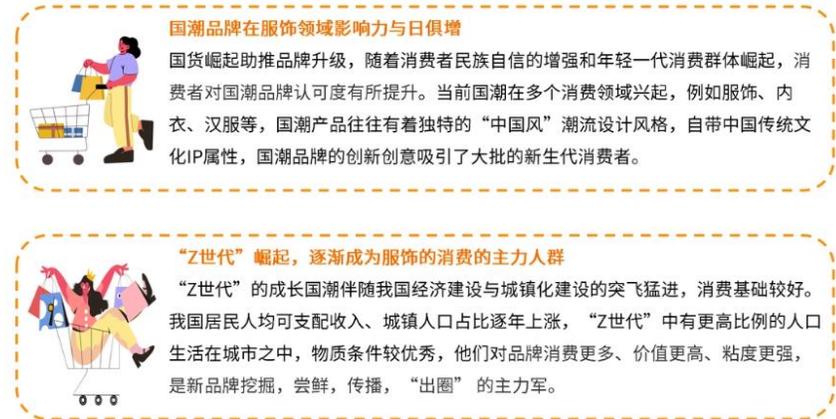
- ◆ 1) 个性化、年轻化趋势明显，“Z世代”成为服饰消费主力军，国潮迎来发展新契机。我国消费理念已经发生转变，消费者向年轻化、个性化、国际化转变，更加注重产品品质和满足个性化需求；希望能与品牌建立共鸣和情感链接，通过产品来表达自己的生活方式。我国消费者整体呈现出明显的年轻化倾向，“Z世代”群体已成为消费主力，预计到2035年我国Z世代群体消费规模将增长至16万亿元，将是未来消费增长的主要力量。另外，随着时装国潮风影响力越来越强劲，以李宁、波司登为代表的国潮服饰品牌惊艳亮相国际时装周，引领着众多国潮服饰品牌走向发展新方向，国潮服饰迎来发展契机。
- ◆ 2) 线上线下渠道趋向融合，直播、社交推动服装消费需求。科技的进步驱动新零售发展，消费者逐渐习惯线上购物的便利。为了更好地满足消费者多元化的购物需求，许多品牌纷纷将线上和线下渠道相互整合，为消费者提供更丰富的购物体验。其中，直播电商日益成为服装品牌重点线上销售模式，23年1-11月服饰内衣品类在抖音累计GMV超6000亿，为抖音销售额最大的品类，保持强劲的增长。我们认为，消费者在直播中直接了解产品特性、参与互动，更容易被产品所吸引，能够提高购买的决策速度，购买的决策速度也随之提高。

图10 我国“Z世代”群体规模增速明显



资料来源: QuestMobile, 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

图11 国潮品牌影响力提升，“Z世代”人群崛起



资料来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所



## 2.3 纺服行业：海外制造端出海需求强劲，国内渠道下沉

- ◆ **3) 制造出海机遇广阔，纺织出口有望增加。**我国纺织业在制造出海方面存在广阔机遇，纺织品出口增加成为推动行业发展的重要因素。中国纺织工业已形成全球规模最大、最完备的产业体系，为我国纺织品全球出海提供有力支持。23年1-11月，我国纺织品服装累计出口2685.6亿美元，同比下降8.9%，相比1-10月降幅收窄0.3pcts。截至23年8月，中国已与152个国家、32个国际组织签署了200多份共建“一带一路”合作文件，我们预计我国纺织业能够借助多边贸易协定和自由贸易协定等机制，降低贸易壁垒、提高出口竞争力，有助于拓展纺织品在国际市场上的份额，增加出口规模。
- ◆ **4) 企业加码下沉渠道铺设，下沉市场红利挖掘空间大。**国家及地方宏观政策陆续发布，资源向农村倾斜，致力于推动县域商业高质量发展，因此我们认为下沉市场蕴含重大机遇。国内外品牌开始下沉市场发力，开始往三、四线城市进军，寻找新的增量市场。优衣库公布未来经营计划，计划每年在中国开设80~100家新店，其中一半以上位于三四线城市。哈吉斯、比音勒芬、歌力思门店数量增长显著，其中歌力思直营门店从20年的312家增长60%至499家。我们认为，品牌顺应消费者需求变化和市场趋势的变化，努力提高其在下沉市场的知名度和渗透率，实现对更广泛消费者群体的覆盖。

图12 2023年中国纺织品服装出口累计同比

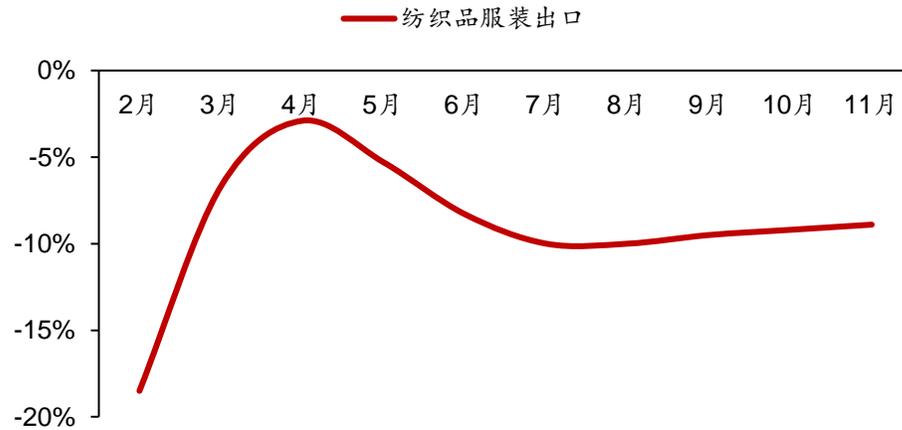


表5 2020-2023H1/Q1-Q3重点服装品牌门店数量一览表

时间	品牌门店数量 (个)					
	哈吉斯		比音勒芬		歌力思	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
2020年	288	105	486	493	312	238
2021年	301	100	532	568	380	170
2022年	313	104	579	612	460	153
23H1/Q1-Q3	331	111	579	614	499	159



### 3.1 轻工行业（家居）：利好政策催化行业需求复苏，龙头强者恒强

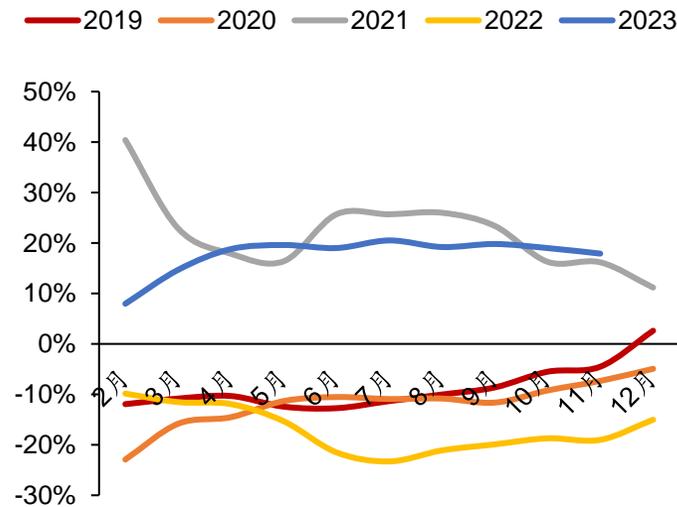
◆ **行业促销政策陆续出台，有望提振家居消费。**近年来多项相关政策出台，刺激家居消费需求回暖。23年4月以来，城中村改造被多次被中央提及，7月，多部门联合提出实施家居产业高质量发展行动方案等，随着年内稳地产、促消费等政策逐步落地，预计家居消费需求将有所回暖。一方面，原材料价格企稳，家居行业成本压力得以缓解。铜材、铝材、管材等价格指数较近年的峰值有不同程度下降，其中铜材24年1月数值与21年峰值相比下降79%左右，回落幅度较大。另一方面，地产竣工端景气度回升，销售端表现偏弱。23年房屋竣工面积1-11月累计同比增长17.9%，销售面积累计同比下降8%，竣工面积呈现回升态势，地产销售表现仍承压。家居作为典型地产后周期品类，我们认为地产利好政策有望提振家居购买需求，竣工面积增速逐步企稳，原材料价格回落缓解家居成本压力，预计行业基本面有望得到改善，未来需求不断增长。

表6 近年家居及地产相关政策及措施一览表

时间	政策文件	发文机关
2022/11	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	中国人民银行、银保监会
2023/7	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	中国人民银行、金融监管总局
2023/7	《商务部等13部门发布关于促进家居消费若干措施的通知》	商务部
2023/7	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	国务院
2023/8	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	住房城乡建设部、人民银行、金融监管总局
2023/8	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	中国人民银行、金融监管总局
2023/8	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	中国人民银行、金融监管总局
2023/7	《商务部办公厅关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	商务部

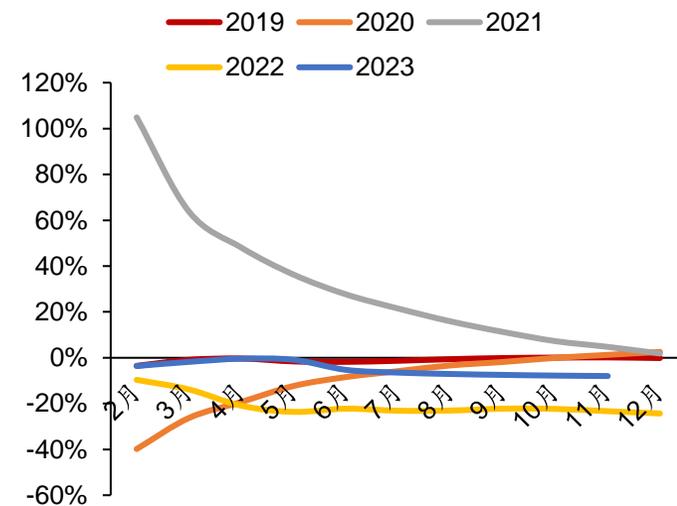
资料来源：中国政府网，上海证券研究所

图13 房屋竣工面积累计同比



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图14 房地产销售面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

### 3.1 轻工行业（家居）：利好政策催化行业需求复苏，龙头强者恒强

- ◆ **行业竞争格局分散，龙头市占率持续提升。**2023年1-11月，规模以上家具制造业企业营业收入5796.6亿元，同比下降5.5%；实现利润总额301.5亿元，同比下降6.3%。2020年我国家具行业集中度较低，2020年CR3/CR5/CR10为5.02%/6.32%/8.20%。随着产品标准化程度不断提升、行业进入成熟发展期，龙头企业在渠道、产品、客户资源等方面优势凸显，叠加利好政策推动提振消费需求，我们认为行业马太效应有望逐步显现，行业集中度、龙头企业市占率有望持续提升。
- ◆ **品类拓展、全渠道布局稳步推进，整装渠道成为开拓趋势。**在品类方面，家居龙头通过品类拓展及协同，将单一空间定制扩大至整个家居环境，积极拓展整装模式。我们认为，家居龙头有望持续通过产品升级、品类拓展等方式提升单客、拓展巩固客户群。在渠道方面，线上扩充流量矩阵，积极布局综合门店。近年家居企业积极通过线上渠道进行品宣、引流；线下持续推进综合店布局，伴随品类拓展、品类协同。我们认为线下综合店模式提高消费体验，终端运营效率有望得到强化。

图15 家居行业集中度情况

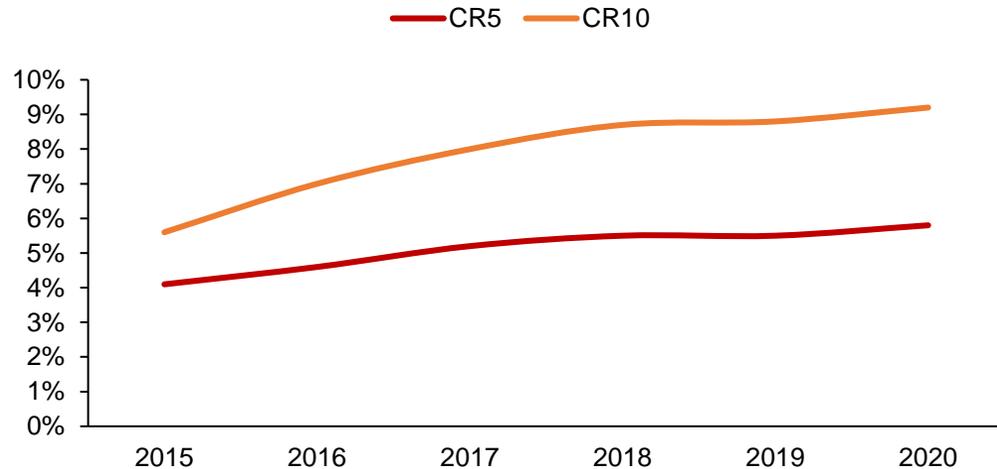
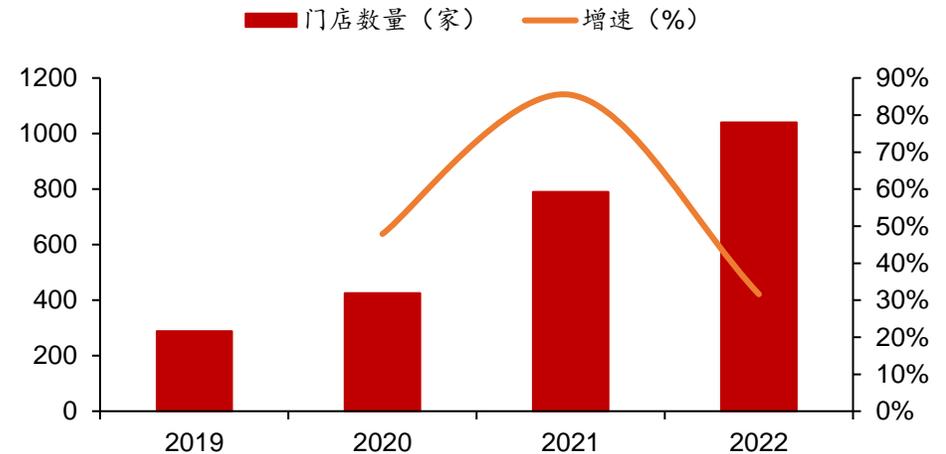


图16 欧派家居整装大家居门店数量及增速



资料来源：欧睿数据，上海证券研究所

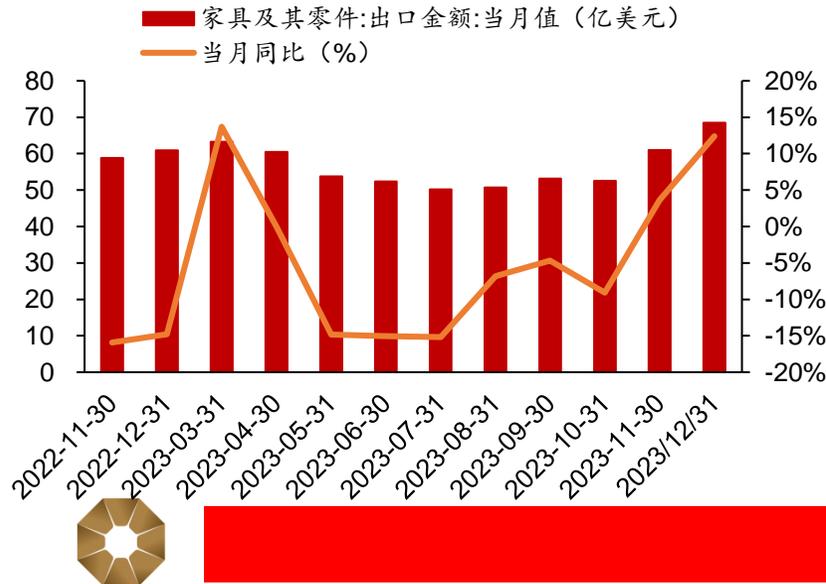
资料来源：欧派家居公司公告，上海证券研究所



### 3.1 轻工行业（出口）：海外需求回暖复苏，出口企业充分发挥优势

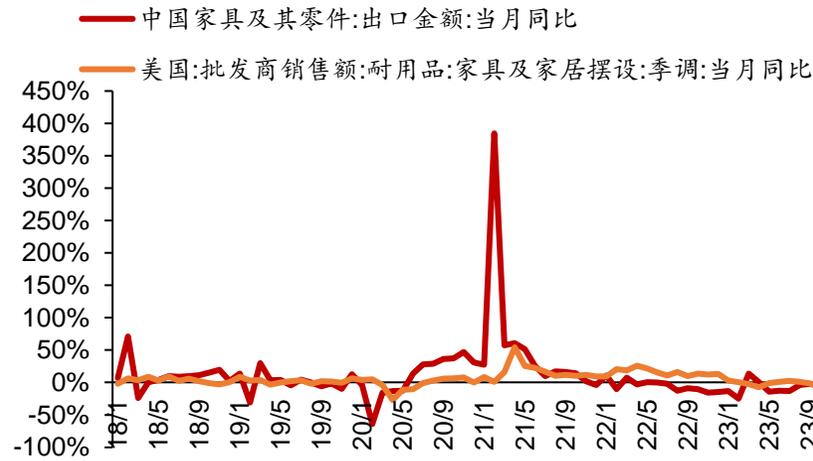
- ◆ **出口增速边际回升，家居出口稳中向好势头。**从家具及其零件类目来看，23年1-11月，中国家具及其零件出口额为4032.2亿元，同比下降1.7%，降幅环比前10个月收窄0.3pcts；单11月家具及其零件出口额为437.6亿元，环比上涨15.92%。受益于推动外贸发展的积极因素（人民币汇率、海运费、原材料价格、美国地产回暖等）不断增多，出口产业链的需求复苏，外贸企业订单增加、信心改善，海外家居零售主动补库，我们认为，2024年伴随地产销售好转后，耐用品需求的弹性有望得到修复。
- ◆ **家居出口企业外销改善，看好订单持续修复。**伴随海外库存逐步回落，家居出口企业订单环比持续好转。同时，海运费同比大幅下降，叠加人民币汇率改善，家居出口企业利润端呈现环比修复趋势。从家居出口企业的业绩来看，三季度业绩增速环比同比均改善明显，海外补库或已重启。**恒林股份：把握跨境电商趋势，订单修复、产品品牌不断升级。**公司作为宜家ODM供应链，Q3延续高增趋势。公司已形成了多渠道、多品类格局，突破单一品类的天花板；公司前瞻性海外产能布局叠加家居换新周期机会，我们认为随着下游库存优化，客户下单节奏恢复，预计有望推动2024年业绩再上新台阶。**永艺股份：内外销并重，坚定推进全球化经营。**公司加快拓展国内市场和自主品牌业务，同时加快海外基地建设。公司23H1罗马尼亚基地顺利投产贡献增量，越南基地供应链建设逐步完善，全球份额有望进一步提升。

图17 家电电器出口额及增速



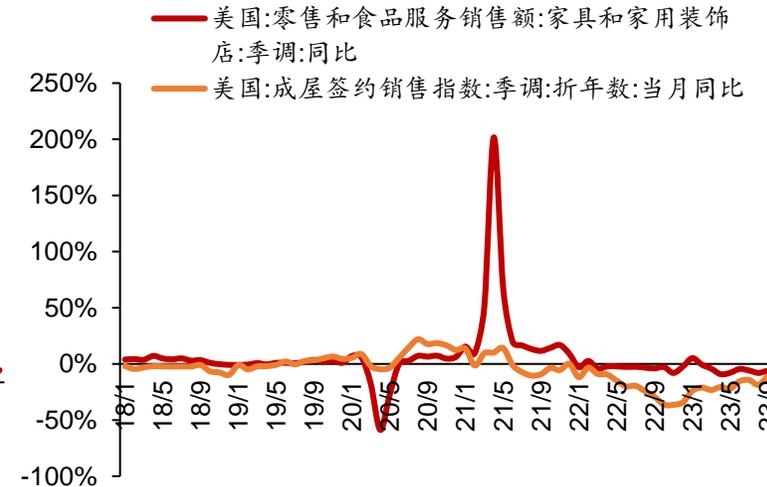
资料来源: ifind, 上海证券研究所

图18 中国家具出口及美国家具进口同比



资料来源: ifind, 上海证券研究所

图19 美国房屋销售及零售销售额同比



资料来源: ifind, 上海证券研究所

### 3.2 轻工行业（出口）：海外需求回暖复苏，出口企业充分发挥优势

- ◆ **匠心家居：智能家居龙头，高端品牌蓄势待发。** 作为功能沙发出口龙头之一，2023年公司品牌建设进入全新发展阶段，推出全新高端系列产品MotoLiving，预计24年10月底、11月初会陆续进入零售商店销售。我们认为，未来随着海外去库影响边际减弱，公司高端系列产品陆续放量，业绩增长值得期待。
- ◆ **致欧科技：23Q4旺季业绩表现亮眼，全链路管理能力赋能长期增长。** 公司在欧洲和北美市场Amazon平台的23年“黑五网一”活动中总销售额同比增长78%。公司构建了海外“自营仓+平台仓+三方合作仓”的仓储布局，与国际物流公司建立稳定合作关系，我们认为随着海运费用的回落以及跨境出口景气度提升，公司全链路管理能力有望赋能其长期增长。
- ◆ **嘉益股份：保温杯出口呈增长趋势，出口代工企业充分发挥供应链优势。** 从出口至美国保温杯数据来看，2022年我国出口金额为15.81亿美元，同比增长7.2%，其中出口量同比增长2.5%、单价同比增长4.6%；2017-2022年我国向美国出口额、出口量、单价CAGR分别为16.4%、12.1%、3.8%。受户外消费场景修复驱动，美国户外旅游及相关消费热度较高，驱动保温杯进口额加速增长。**嘉益股份**作为国内保温杯生产龙头，23H1出口收入占比95%，公司募资扩产建设，我们认为公司有望充分受益于户外运动高景气，以及不断增多的出口利好因素，随着产能释放，业绩有望持续提升。

图20 功能沙发出口额及增速

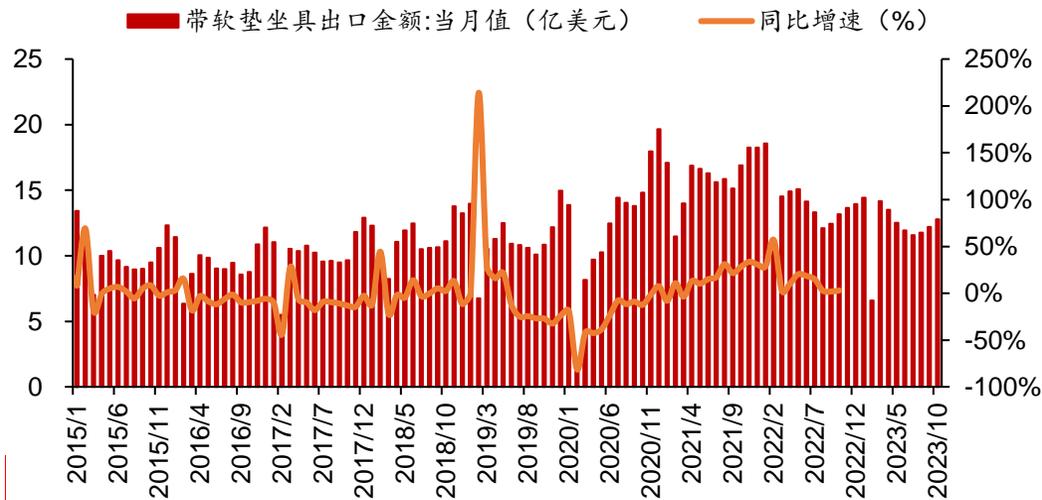


图21 中国保温杯行业规模及增速



资料来源: ifind, 上海证券研究所

资料来源: 智研咨询, 上海证券研究所



### 3.2 轻工行业（出口）：海外需求回暖复苏，出口企业充分发挥优势

- ◆ **全球零售电商发展迅速，全球海外仓数量持续增长，发展潜力及优势吸引跨境企业陆续建仓。**海外仓的模式分类有三种，分别是自营海外仓、第三方海外仓以及亚马逊FBA仓库。海外仓作为一种新兴的物流管理方式，具备缩短物流时间、降低运费成本、提高售后服务、降低退货率和优化库存管理等多重优势。由于亚马逊FBA多次上调FBA费用，跨境企业纷纷加码海外仓布局，跨境企业租用第三方仓和自建海外仓的需求提升。据《2023海外仓蓝皮书》调研数据显示，1-3亿规模的卖家使用第三方海外仓的比例达78.57%，我们预计未来海外仓数量将持续增多。
- ◆ **乐歌股份：前瞻布局海外仓，助力智能家居产品出海。**公司积极布局海外仓，2020年全力推进跨境电商公共海外仓布局。公司海外仓主要为外部第三方客户提供服务，少部分根据公司自有产品实时需求自用。随着跨境电商、海外仓产业发展潜力释放，公司仓储物流服务业收入实现高速增长，23H1实现收入3.63亿元，同比增长101.13%，占比营收21.66%。截至2023年9月末，公司美国、英国、德国、日本等地也均设有海外仓，累计全球共13仓，面积28.82万平方米；其中美国10仓主要用于公共海外仓业务。公司通过建立全球海外仓，仓储信息化、自动化程度不断提升，另外毛利率大幅改善、实现及大仓运营的规模效应，助力盈利能力大幅提升。

图22 2020-2022年各国海外仓数量情况（单位：个）

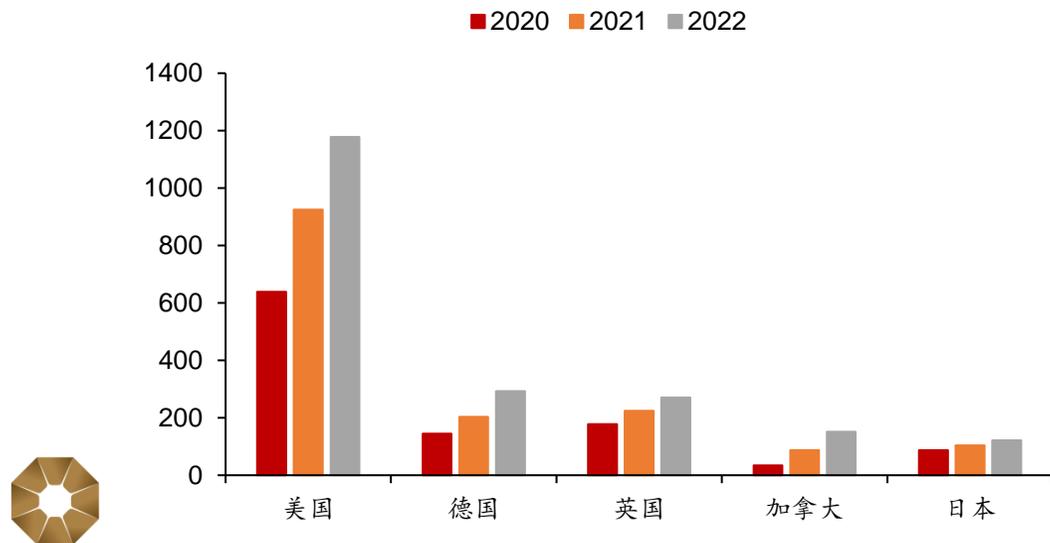


表7 乐歌股份海外仓布局情况

所有区域	产权情况	所在州	仓库面积（平方米）	期间自用比例
美中	购买	德克萨斯州	5,574.18	9.41%
	租赁	德克萨斯州	12,351.55	10.67%
	租赁	田纳西州	11,197.14	27.53%
美西	购买	加利福尼亚州	4,645.15	97.77%
	租赁	加利福尼亚州	111,804.07	17.21%
美南	购买	佛罗里达州	21,739.31	-
	租赁	佛罗里达州	9,514.11	5.78%
美东	购买	南卡罗来纳州	4,645.15	100.00%
	租赁	宾夕法尼亚州	46,906.74	27.37%
	租赁	佐治亚州	41,119.44	11.19%

资料来源：跨境眼观察，上海证券研究所

资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 3.2 轻工行业（其他消费）：制造龙头把握消费趋势，持续推动产品创新升级

- ◆ **把握消费趋势，持续推动产品创新升级。**公牛集团围绕新能源、智能生态两大赛道，创新应用各种新技术、新材料与新工艺，持续推出设计、外观、技术、性能等方面富有差异化特点的产品。23H1公司新增有效专利授权211项，新增软件著作权7项；累计有效专利授权2590项，累计软件著作权66项。
- ◆ **无主灯和新能源打开成长第二曲线。**以产品品质为根本，通过在产品研发、渠道开拓、营销推广、品质管控、技术开发与供应链建设等方面持续的、全方位的创新与变革，逐步形成了较强的综合性竞争优势，叠加无主灯及新能源等第二增长曲线业务拓展顺利，我们认为公司未来业绩有望随国际化战略推进实现高速增长。

图23 公牛插座产品创新矩阵



资料来源：公牛集团官网，上海证券研究所



## 3.2 轻工行业重点公司业绩及估值一览

表8 轻工行业重点公司业绩及估值一览（预测数据来自ifind一致预测，获取时间2024年1月2日）

板块	分类	细分分类	公司	总市值 (亿元)	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
					23Q1-Q3	23E	24E	25E	23Q1-Q3	23E	24E	25E	23E	24E	25E
轻工内销	零售家居	定制	欧派家居	410.45	165.65	240.05	273.66	311.13	23.10	30.97	35.54	40.79	13.25	11.55	10.06
			YOY		1.82%	6.78%	14.00%	13.69%	0.69%	15.20%	14.77%	14.76%			
			索菲亚	149.27	82.00	121.45	138.85	158.97	9.52	13.22	15.34	17.75	11.29	9.73	8.41
			YOY		3.36%	8.22%	14.33%	14.49%	598.80%	24.24%	16.02%	15.69%			
			志邦家居	71.46	39.29	61.76	71.24	82.17	3.49	6.20	7.23	8.36	11.52	9.89	8.54
			YOY		11.71%	14.61%	15.36%	15.33%	6.17%	15.57%	16.53%	15.72%			
			江山欧派	51.93	27.05	40.58	49.15	57.91	2.91	3.99	4.92	5.94	13.01	10.56	8.75
			YOY		22.22%	26.45%	21.12%	17.83%	-218.44%	233.68%	23.23%	20.73%			
	金牌厨柜	38.58	25.47	38.41	44.39	51.08	1.66	3.19	3.78	4.39	12.08	10.21	8.78		
	YOY		2.35%	8.10%	15.56%	15.07%	-18.58%	15.28%	18.33%	16.26%					
	软体	顾家家居	281.66	141.36	199.17	229.13	262.82	15.01	20.70	24.11	27.90	13.61	11.68	10.10	
		YOY		2.72%	10.58%	15.05%	14.70%	8.63%	14.22%	16.50%	15.69%				
		慕思股份	117.72	38.05	60.28	69.44	79.31	5.18	8.14	9.48	11.07	14.47	12.42	10.64	
		YOY		-8.38%	3.71%	15.19%	14.22%	3.27%	14.80%	16.46%	16.77%				
		喜临门	64.54	60.69	86.86	99.68	113.26	3.90	5.46	6.53	7.70	11.83	9.88	8.38	
		YOY		5.72%	10.81%	14.76%	13.62%	-55.03%	129.72%	19.68%	17.93%				
		匠心家居	64.59	14.55	19.59	24.00	28.84	3.23	3.98	4.67	5.68	16.22	13.84	11.36	
		YOY		31.17%	33.95%	22.48%	20.18%	11.95%	19.15%	17.24%	21.79%				
智能家居	好太太	61.76	11.16	16.69	19.94	23.48	2.38	3.25	3.93	4.66	19.03	15.71	13.25		
	YOY		10.71%	20.76%	19.46%	17.77%	-27.54%	48.49%	21.10%	18.63%					
	瑞尔特	43.54	15.46	22.90	27.19	32.00	1.76	2.55	3.06	3.66	17.11	14.24	11.91		
	YOY		11.55%	16.88%	18.72%	17.69%	55.76%	20.66%	20.12%	19.58%					
其他轻工消费	晨光股份	324.49	158.60	239.74	287.31	339.87	10.94	15.87	19.22	22.69	20.44	16.88	14.30		
	YOY		15.52%	19.89%	19.84%	18.29%	-11.62%	23.76%	21.10%	18.07%					
	公牛集团	841.61	116.07	159.06	181.79	207.66	28.13	37.93	43.75	50.36	22.19	19.24	16.71		
	YOY		10.81%	12.96%	14.29%	14.23%	14.57%	18.95%	15.35%	15.10%					
轻工出口	致欧科技	93.35	41.36	61.97	74.76	88.97	2.86	3.95	4.91	5.98	23.66	19.01	15.60		
	YOY		0.42%	13.60%	20.62%	19.02%	4.29%	57.77%	24.44%	21.87%					
	乐歌股份	62.30	26.85	37.04	45.61	54.90	5.17	5.72	4.27	5.05	10.90	14.58	12.33		
	YOY		16.14%	15.44%	23.16%	20.37%	18.61%	161.42%	-25.26%	18.25%					
	恒林股份	61.65	57.76	79.45	95.45	110.94	3.66	4.45	5.54	6.58	13.85	11.13	9.37		
	YOY		24.74%	21.95%	20.14%	16.23%	2.19%	26.12%	24.42%	18.79%					
	嘉益股份	47.57	12.28	16.64	19.99	23.30	3.14	4.09	4.81	5.59	11.62	9.89	8.51		
	YOY		46.90%	32.13%	20.09%	16.56%	232.59%	50.57%	17.52%	16.24%					
永艺股份	37.55	25.00	37.50	43.65	50.20	2.11	3.09	3.59	4.17	12.16	10.46	9.00			
YOY		-21.57%	-7.53%	16.40%	15.00%	85.14%	-7.90%	16.29%	16.20%						

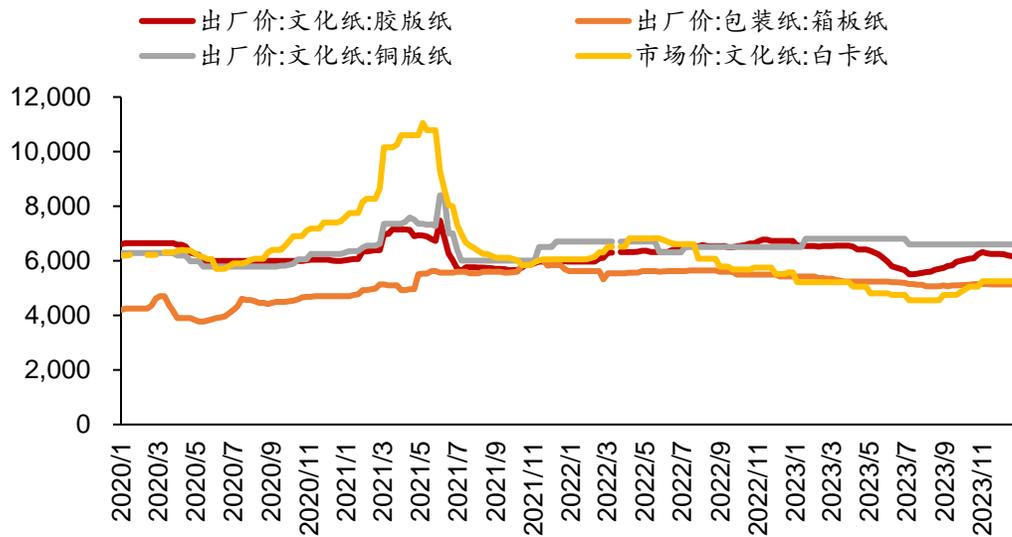
### 3.2 轻工行业（造纸）：纸企盈利水平逐渐改善，造纸行业有望复苏

◆ 行业温和复苏，产能持续释放。

1) 需求端，随着双“11”、双“12”、元旦、春节等消费窗口依次开启，带动电商、物流所需包装纸消费量上升，造纸行业迎来旺季。

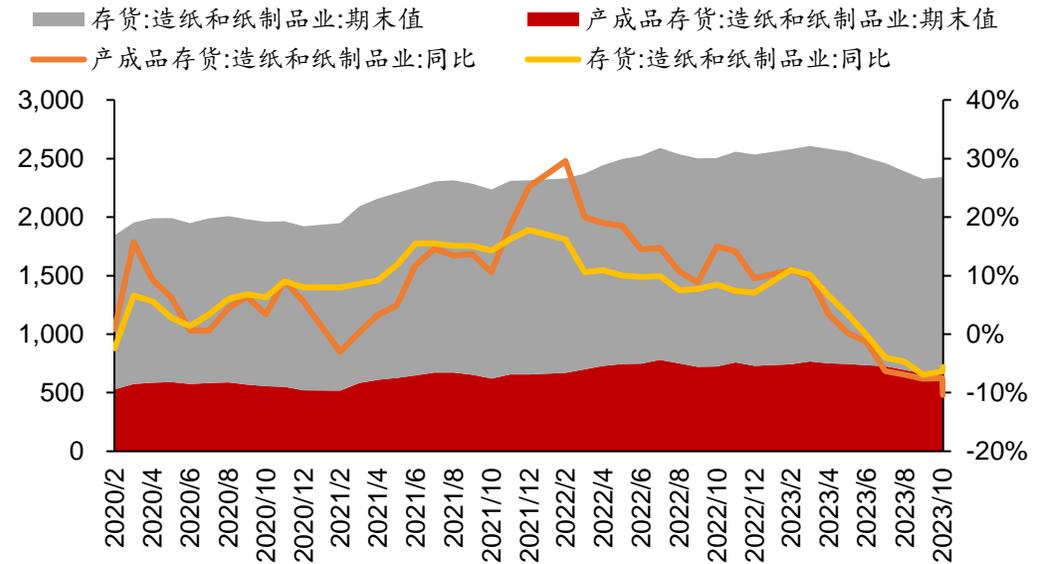
2) 供给端，23年8月，国内有5家浆纸企业共7条新纸机生产线开机投产，新释放原纸产能约160万吨/年；在产能的增长方面，纸业商会分享预估数据，2026年全球阔叶浆将增加490万吨左右，我们预计24年造企成本端压力或有限。分品类看，特种纸方面，特种纸行业集中度不高，呈现出强弱分明格局，仙鹤股份、五洲特纸已经形成稳固的头部地位，我国优质企业的特种纸制造工艺与水平逐渐达到国际化高等标准。我们认为，随着周转速度的加快，造纸企业库存压力或有望减轻，预计未来纸浆价格平缓，废纸价格略降，造纸板块采购成本有望降低，造纸行业复苏迹象愈加明显。

图24 造纸行业部分原材料价格走势



资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截至时间: 2023年12月29日)

图25 造纸及纸制品行业存货情况



资料来源: ifind, 上海证券研究所 (截至时间: 2023年12月29日)



### 3.2 轻工行业（造纸）：纸企盈利水平逐渐改善，造纸行业有望复苏

◆ **产品多元化、高端化、一体化发展，龙头盈利水平逐步改善。**多家纸企致力于推动产品多元化、高端化，并积极布局林浆纸一体化。太阳纸业已经形成多类纸品、纸浆产品布局，我们认为有效抵抗单一产品周期波动对整体业绩的影响；华旺科技作为国内装饰原纸行业龙头企业之一，马鞍山“年产18万吨特种纸生产线扩建项目（一期）”已达到预定可使用状态，公司规模化生产能力再上新台阶，我们预计纸业龙头2024年有望进入收获期，随着产品多元化、高端化、一体化战略为公司注入成长动能，增厚企业利润。

表9 重点造纸企业业绩情况

分类	公司	总市值 (亿元)	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
			23Q1-Q3	23E	24E	25E	23Q1-Q3	23E	24E	25E	23E	24E	25E
浆纸	太阳纸业	348.48	292.03	402.27	439.65	470.77	21.37	30.25	35.86	40.59	11.52	9.72	8.59
	YOY		-1.48%	1.10%	9.35%	7.08%	-5.44%	7.71%	18.53%	13.20%			
	岳阳林纸	110.52	66.20	103.31	113.44	131.35	1.16	6.08	7.79	9.20	18.17	14.18	12.02
	YOY		3.06%	5.62%	9.80%	15.79%	-75.05%	-1.19%	28.16%	18.00%			
	晨鸣纸业	87.53	197.22	-	-	-	-7.68	-	-	-	-	-	-
	YOY		-22.22%	-	-	-	-371.91%	-	-	-			
废纸	山鹰国际	87.18	213.12	345.51	393.79	440.42	-1.16	2.17	10.44	14.52	40.11	8.35	6.00
	YOY		-16.26%	0.99%	14.63%	11.84%	-688.01%	109.63%	380.45%	39.08%			
特种纸	仙鹤股份	112.74	62.13	87.37	112.84	137.36	3.82	6.41	10.70	13.83	17.60	10.54	8.15
	YOY		12.75%	12.91%	29.15%	21.73%	-32.63%	-9.80%	66.96%	29.27%			
	华旺科技	62.46	29.84	39.88	46.54	56.80	3.97	5.71	6.75	8.06	10.94	9.25	7.75
	YOY		19.86%	16.05%	16.69%	22.06%	20.18%	22.12%	18.28%	19.41%			
	五洲特纸	58.89	46.64	64.37	78.41	95.55	1.07	2.71	5.69	7.21	21.76	10.34	8.16
	YOY		2.50%	6.62%	23.34%	21.86%	-51.95%	31.87%	110.43%	26.68%			
包装	裕同科技	247.42	108.07	161.36	187.31	215.64	9.85	15.07	17.80	20.80	16.41	13.90	11.90
	YOY		-10.22%	-1.45%	16.16%	15.12%	-7.10%	1.32%	18.07%	16.87%			
	合兴包装	43.35	93.77	-	-	-	1.20	-	-	-	-	-	-
	YOY		-20.30%	-	-	-	-15.59%	-	-	-			

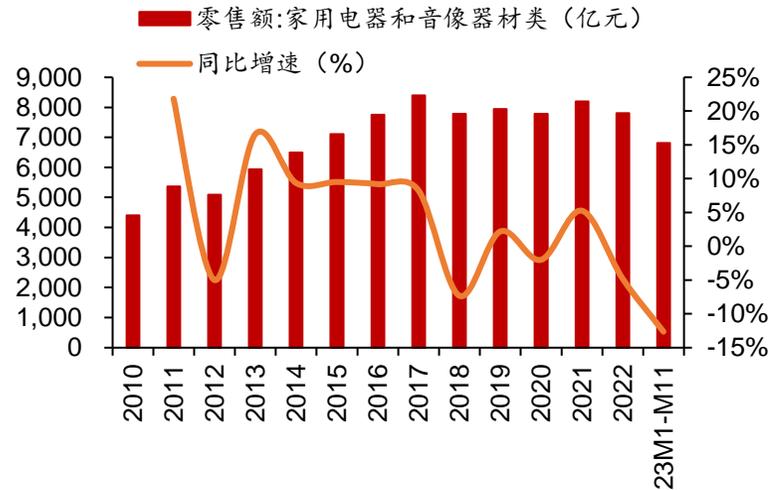
资料来源: ifind, 上海证券研究所 (预测数据来自ifind一致预测, 获取时间2023年12月29日)



## 4.1 家用电器：抓住高景气细分赛道，内销关注地产政策，出口有望边际改善

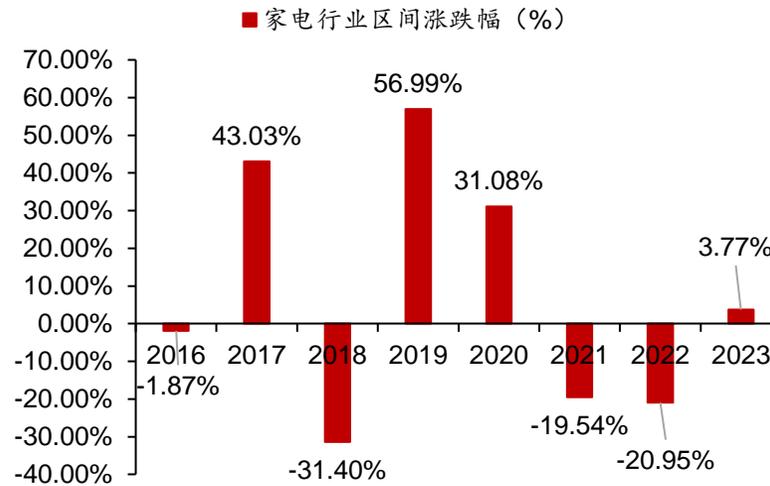
- ◆ **内销：把握消费降级及实用主义趋势，小家电销售存在机会。** 我们认为大家电销售地产、政策等需求侧的影响大，小家电的销售则主要受到新品迭代、产品升级等供给侧变化影响。我们认为随着地产政策松绑，有望刺激2024年国内家电消费需求；消费降级及理性消费背景下，产品迭代速度快、性价比高的小家电产品更容易获得青睐。
- ◆ **外销：静待不利影响因素减弱，家电全球化趋势显著。** 截止2023年12月29日，家电行业区间涨跌幅为3.77%。23Q3以来，随着海外家电市场需求逐步提振，库存回落带动家电出口回暖趋势，月度23年11月家电出口额同比增长11.83%，增速转正。我们预计随着全球化的不断发展、家电行业技术的更新迭代、国产龙头全球化布局持续进行，海外市场去库存的结束，2024年家电行业有望实现边际改善，出口型家电龙头企业有望凭借自身竞争优势，不断扩大海外市场份额。

图26 家用电器零售额及同比增速（截止时间2023年11月）



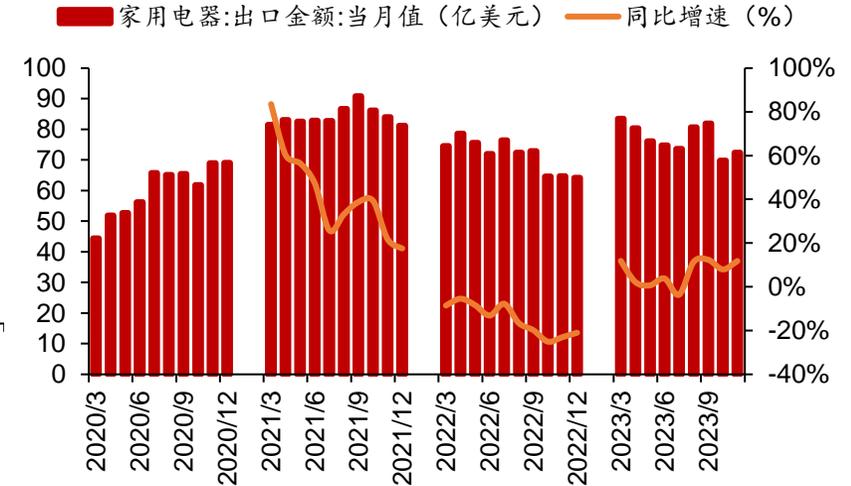
资料来源: ifind, 上海证券研究所

图27 家电行业区间涨跌幅（截止时间2023.12.29）



资料来源: ifind, 上海证券研究所

图28 家用电器出口额及同比增速



资料来源: ifind, 上海证券研究所



## 4.2 家用电器：暖通空调市场有望持续扩大，强α国货龙头有望把握复苏机遇

- ◆ **白电：暖通空调市场有望持续扩大，亚太地区为主要发展区域。** 由于智能恒温器具有诸多优势，商业和住宅领域对其的需求不断增长，预计将推动暖通空调控制系统市场的扩大。全球暖通空调控制市场规模预计将从2023年的152.7亿美元增至2030年的346亿美元。亚太地区是全球暖通空调控制市场的主要发展区域，预计2023-2030年亚太地区全球暖通空调市场规模复合增长率达9.5%。我们认为中国家电龙头已经成长为暖通龙头，未来将在中央空调、热泵、热管理领域有望逐步实现全球化研产销。
- ◆ **厨电：地产政策有望拉动厨电需求回暖。** 厨电需求与地产具有相关性，随着地产政策放松以及改善需求的政策措施发布，如京沪优化地产政策（调整首套房、二套房的首付比例等），我们认为未来国内厨电需求有望改善，龙头凭借品牌、产品、渠道等优势快速提升市场份额。
- ◆ **小家电：把握单身经济、发力电商渠道，新兴品牌不断崛起。** 从出口看，小家电出口短期回落已减缓，出口市场有望复苏。2022年，由于全球通胀和供应链问题，我国小家电出口市场受到较大冲击，2022年出口额下滑至460.23亿元。从国内市场看，小家电领域涌现出许多新兴品牌，而高端品牌为了抢夺市场份额，持续渠道下沉并调整其产品及价格策略，行业竞争有所加剧。我们认为，把握单身经济的发展及线上流量红利的小家电龙头企业挖掘年轻人群消费需求，加码电商营销布局，抢占更多市场份额。

图29 全球暖通空调市场规模（亿美元）

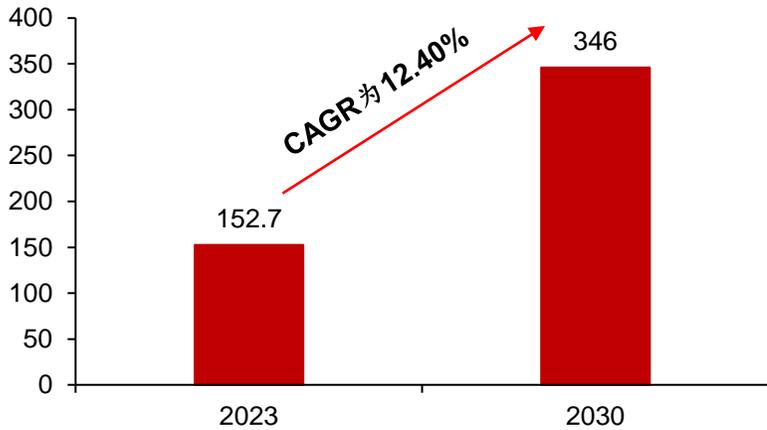


表10 家电板块重点标的业绩及估值情况

分类	公司	总市值 (亿元)	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	23E	24E	25E
白电	海尔智家	1872.03	2435.14	2636.82	2848.29	3060.20	147.11	168.59	192.23	216.91	11.64	10.21	9.05
	格力电器	1803.74	1901.51	2043.76	2191.35	2334.92	245.07	275.60	298.57	322.37	6.54	6.04	5.60
	三花智控	1058.57	213.48	268.75	328.46	398.32	25.73	31.61	39.22	48.17	33.49	26.99	21.98
	海信家电	260.62	741.15	837.74	915.51	994.57	14.35	27.70	32.15	37.10	10.26	8.84	7.66
	老板电器	203.57	102.72	113.52	124.81	136.78	15.72	18.83	21.08	23.44	10.81	9.66	8.69
厨电	火星人	65.89	22.77	23.38	26.45	29.81	3.15	3.42	4.01	4.59	19.27	16.45	14.34
	浙江美大	65.77	18.34	18.17	19.80	21.63	4.52	4.99	5.50	5.91	13.18	11.95	11.12
	亿田智能	39.26	12.76	13.44	15.25	17.22	2.10	2.36	2.72	3.08	16.63	14.46	12.76
小家电	苏泊尔	420.94	201.71	216.16	236.95	258.58	20.68	22.08	24.46	27.00	19.06	17.21	15.59
	石头科技	364.76	66.29	85.02	102.75	121.28	11.83	18.32	21.72	25.82	19.91	16.79	14.13
	科沃斯	234.27	153.25	164.12	190.64	221.73	16.98	12.02	15.74	19.52	19.49	14.88	12.00
	飞科电器	210.83	46.27	54.73	65.91	77.28	8.23	10.78	13.10	15.39	19.55	16.10	13.70
	新宝股份	118.76	136.96	141.72	155.84	170.55	9.61	9.93	11.38	12.81	11.96	10.44	9.27
	九阳股份	96.72	101.77	104.73	115.73	126.38	5.30	5.74	6.59	7.49	16.86	14.67	12.92
	小熊电器	78.56	41.18	49.34	57.14	65.54	3.86	4.68	5.56	6.45	16.80	14.12	12.17
	比依股份	32.56	14.99	17.98	22.71	27.93	1.78	2.32	2.64	3.20	14.03	12.34	10.19
	倍轻松	30.05	8.96	13.42	16.74	20.34	-1.24	0.35	1.13	1.48	84.73	26.55	20.36



## 4.3 家用电器：抓住高景气细分赛道，内销关注地产政策，出口有望边际改善

- ◆ **人形机器人支持政策颁布，行业加速走向产业化，国内企业加紧布局对标海外。**人形机器人发展历史悠久，概念持续火热；国外人形机器人厂商起步较早，国内厂商起步晚但发展迅速。2000年国内首台人形机器人“先行者”（国防科大发布）问世，并涌现了优必选、小米、傅利叶、达闼等一批人形机器人主机厂。2023年9月24日，Tesla Optimus展示了人形机器人Optimus的最新进展；12月21日，全国工业和信息化工作会议出台未来产业发展行动计划，瞄准人形机器人、量子信息等产业，着力突破关键技术、培育重点产品、拓展场景应用。当前人形机器人概念热度较高，我们认为，海外新技术不断迭代及国产替代趋势下的机器人产业链存在机遇，建议关注产业链新技术升级等投资机会。
- ◆ **德昌股份：新增“机器人概念”，家电与汽车零部件业务协同并进。**23年10月，公司拟与五家产业相关企业开展战略合作，共同建设广东省人形机器人创新中心，设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”作为创新中心的实际运营载体。12月20日，公司发布关于旗下全资子公司宁波德昌收到了耐世特北美公司关于EPS电机的项目定点通知书。我们认为，此次新增定点加速汽零业务国际市场开拓，或将利好公司未来业绩增长。

表11 人形机器人发展历史

来源	早稻田大学WABOT-1	机器人ASIMO（阿西莫夫）	人形机器人E2-DR	波士顿动力Atlas	特斯拉Optimus	小米CyberOne
发布时间	1972	2000	2017	2018（更新优化）	2022	2023
身高（cm）	约200	约130	约168	约175	约172	177
体重（KG）	约160	约48	约85	约81.6	约56.6	52
特点	26个关节，行走一步需要45秒，步伐也只有10公分左右；搭载着机械手脚、人工视觉、听觉装置，并且拥有拟人化的外型与现代人形。	全身57个关节，能实现小跑、单脚跳、上下楼梯以及踢足球等系列复杂运动。	共33个关节，面对不同地形采用相应的行走模式，具有很强的环境适应能力。	全身具有28个关节，速度能达到1.5m/s，能完成快速小跑、三级跳、后空翻和空中体操等一些列复杂动作。	Optimus的大脑采用特斯拉的超级计算机系统Dojo，拥有超强的计算能力；视觉感知系统主要基于特斯拉FSD的计算机模组和方案，面部配备8个汽车同款Autopilot摄像头，最远监测距离可达250米。	能感知45种人类语义情绪，分辨85种环境语义；搭载小米自研全身控制算法，可协调运动21个关节；配备了Mi Sense视觉空间系统，可三维重建真实世界；全身5种关节驱动，峰值扭矩300Nm。

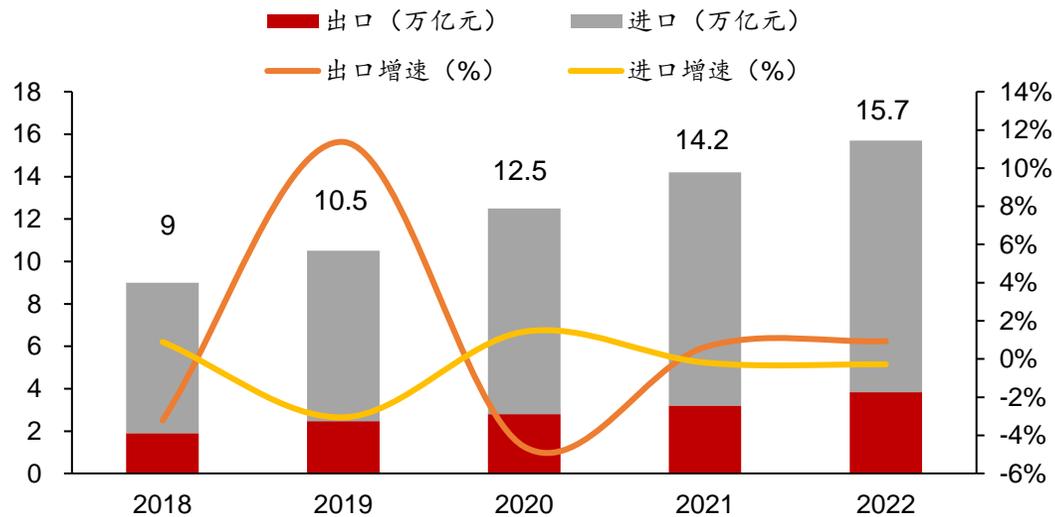


资料来源：上游新闻，读创，上海证券研究所

## 5.1 跨境电商：跨境行业规模逐年增长，渗透率持续提升

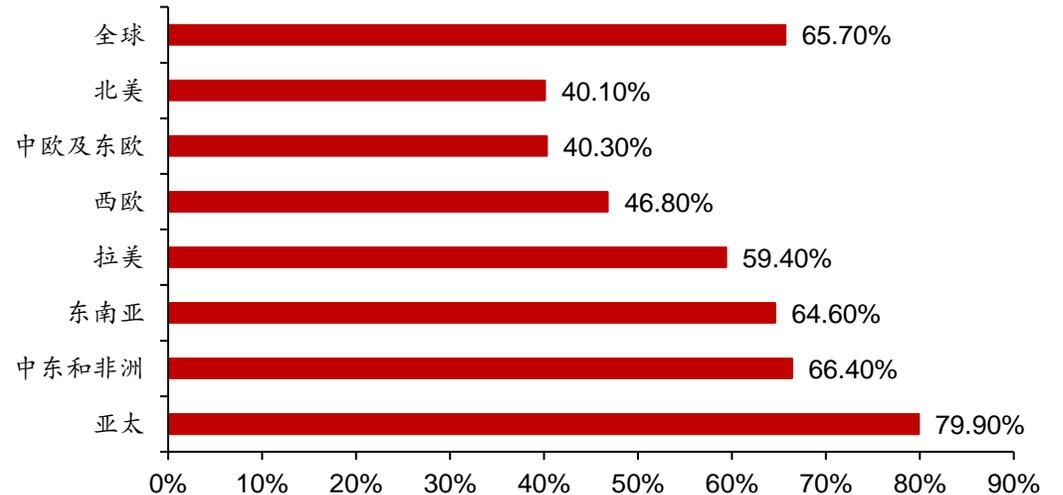
- ◆ 随着电子商务和对外贸易的发展，我国跨境电商的交易规模呈现逐年增长态势。根据网经社统计，预计2023全年跨境电商市场交易规模将达17.48万亿元。2018-2022年跨境电商市场规模从9万亿元增长至15.7万亿元，5年复合增速为12%；我们认为独立站等模式的出现，叠加疫情对世界各国消费端线上化的加速效应，给跨境电商企业更多的渠道选择，也将带动行业规模的发展。
- ◆ 跨境贸易往来增加以及物流便利，跨境电商出口业务持续增长。2022年中国跨境电商出口占比达到77.25%，进口比例22.75%。中国跨境电商出口电商行业规模持续保持着高于20%的同比增速，艾媒咨询认为，跨境贸易往来日益增加以及互联网技术渗透率提升的作用下，中国跨境电商出口规模将持续增长。

图30 跨境电商交易规模增速（分进口、出口）



资料来源：网经社，上海证券研究所

图31 按地区划分下，移动电商占电商总体销售额比重变化情况



资料来源：eMarketer，上海证券研究所



## 5.2 跨境电商：跨境电商四小龙发展迅猛，顺利出海

- ◆ **跨境电商四小龙发展迅猛，抢占海外市场先机。**我国出海“四小龙”包括：阿里巴巴旗下速卖通+Lazada；拼多多旗下Temu；字节跳动旗下TikTok shop；希音SHEIN。23年以来，我国四小龙积极布局出海之路，让海外电商市场格局产生了巨大改变。其中SHEIN和Temu，根据Data.ai最新发布的2023Q1-Q3全球购物App下载量数据，SHEIN超过亚马逊成为全球第一，而从23年10月全球用户数来看，亚马逊同增4%，Temu和SHEIN加总增至2.6倍。23Q1-Q3期间SHEIN收入达240亿美元，增长超40%。预计年底收入将达320-330亿美元，有望实现全年销售额40%的增长目标。另外，Temu在23Q3销售额已突破50亿美元，9月上线一周年之际单日GMV达8000万美元。
- ◆ **出海赛道竞争逐渐热化，各平台也在不断利用差异化吸引客户。**国内各大电商平台将国内的运营模式复制到海外市场，屡试不爽。传统跨境电商头部玩家则是通过服务体系的拓展和纵向加深等方式进行模式创新，而独立站平台也在进行第三方平台模式的探索和品类扩展，以尝试突破自营型平台可能面临的增长瓶颈。

表12 国内跨境电商出海四小龙销售额及增速情况

	GMV (亿美元)	
	23E	24E
 TEMU	140	300
SHEIN	400	-
AliExpress	-	-
 TikTok	-	500

图32 2015-2023年初至今全球shein应用程序下载情况

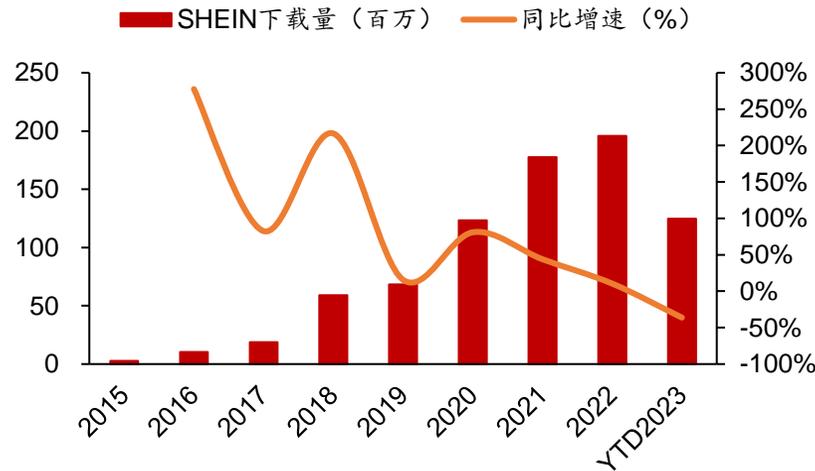
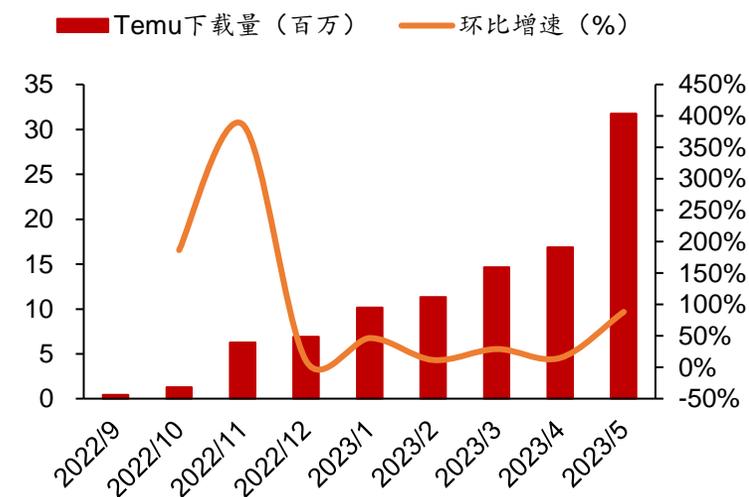


图33 2022.09-2023.05全球temu下载总量变化



### 5.3 跨境电商：国内跨境产业链分布完善，诸多企业快速崛起

- ◆ 我国跨境电商行业产业链企业在全国绝大多数省份均有分布，但超40%的企业集中分布在广东省。其余企业分布在中部和东部地区，西部地区企业分布较少。从代表性企业分布情况来看，广东省代表性企业较多，如三态股份、跨境翼、环球易购、棒谷科技等。除广东省之外，浙江、江苏和北京跨境电商企业也有较多跨境电商代表性企业分布。
- ◆ **华凯易佰**：公司拟现金收购通拓科技，跨境电商业务持续拓展。**赛维时代**：内衣/家居服/男装/运动持续增长，优化供应链效率及解决库存痛点。**致欧科技**：跨境家居品类出口，依托亚马逊打开海外市场需求。**三态股份**：公司在拼多多TEMU平台上开店铺。A+智能图片生成项目，三季度净利润同比显著增长。**AI赋能跨境业务**：1) **焦点科技**：公司AI产品迭代进展积极，AI麦可3.0升级为自动化数智员工，未来有望打开公司成长空间。2) **吉宏股份**：公司借助AI、ChatGPT等创新前沿技术融合跨境社交电商应用场景，持续优化跨境社交电商业务，叠加公司包装业务行业积累深厚，未来有望保持稳定增长。

表13 跨境电商地域分布企业业绩情况

证券代码	公司	总市值 (亿元)	营业收入				归母净利润				预测PE		
			20	21	22	23Q1-Q3	20	21	22	23Q1-Q3	23E	24E	25E
688169.SH	石头科技	369.45	45.30	58.37	66.29	56.89	13.69	14.02	11.83	13.60	20.17	17.01	14.31
	YOY		7.74%	28.84%	13.56%	29.51%	74.92%	2.41%	-15.62%	59.10%			
300866.SZ	安克创新	326.52	93.53	125.74	142.51	117.86	8.56	9.82	9.82	9.82	20.02	17.04	14.36
	YOY		40.54%	34.45%	13.33%	23.59%	23.99%	14.48%	15.66%	46.98%			
301381.SZ	赛维时代	115.51	52.53	55.65	49.09	43.74	4.51	3.48	1.85	2.23	31.61	23.03	17.19
	YOY		82.47%	5.93%	-11.78%	30.27%	733.30%	-22.88%	-46.76%	41.71%			
002315.SZ	焦点科技	101.31	11.30	14.54	14.63	11.19	1.73	2.45	3.00	2.98	26.67	21.40	17.21
	YOY		15.52%	28.72%	0.62%	1.44%	14.90%	44.95%	21.06%	24.83%			
301376.SZ	致欧科技	93.35	39.71	59.67	54.55	41.36	3.80	2.40	2.50	2.86	23.66	19.01	15.60
	YOY		70.75%	50.27%	-8.58%	0.42%	252.10%	-36.93%	4.29%	67.14%			
002803.SZ	吉宏股份	78.35	44.10	51.78	53.76	49.31	5.59	2.27	1.84	3.21	18.68	14.63	11.90
	YOY		46.56%	17.40%	3.83%	25.25%	66.57%	-63.79%	-17.86%	59.46%			
300592.SZ	华凯易佰	67.49	1.35	20.75	44.17	47.50	-0.62	-0.87	2.16	2.99	17.41	12.18	9.80
	YOY		-67.18%	1435.08%	112.88%	55.29%	-882.91%	-31.16%	397.53%	97.72%			

资料来源：ifind，上海证券研究所（获取时间：2024年1月2日，PE为ifind一致预测）

图34 2022年中国跨境电商产业链企业分布热力图



资料来源：前瞻经济学人，上海证券研究所

未来十二个月内，维持纺织服装/轻工制造/家电行业“增持”评级。

### ◆ 投资主线一：国内关注产品力提升、渠道持续拓展的逻辑。

- 23年国内服装品牌受益于疫后修复，表现出较好的业绩增长。24年品牌服饰从疫后修复逻辑转变为内生驱动逻辑：①上市公司品牌力提升、渠道持续拓展，建议关注：报喜鸟、比音勒芬、海澜之家、歌力思；②直播和线上等新零售模式日益成熟，给予品牌更多赋能，建议关注：锦泓集团；③户外和功能性设计成为服装未来趋势。建议关注：安踏、李宁、361、波司登。

### ◆ 投资主线二：海外需求持续扩大，关注出口产业链逻辑。

- 23年家居企业外销表现出色，24年伴随海外需求旺盛和库存回落，我们认为制造业出口仍将是重要主线。23年11月美国耐用品订单环比上升5.4%，为2022年12月以来最大增幅，我们认为海外消费景气度回暖带来对我国出口产品需求增长。我们主要从两个逻辑去关注，第一是产品出口类逻辑，建议关注：匠心家居、恒林股份、嘉益股份、石头科技；第二是平台类跨境电商和跨境供应链，建议关注：拼多多（美股）、华凯易佰、赛维时代、致欧科技、乐歌股份。

### ◆ 投资主线三：关注科技创新产品，国产替代逻辑。

- 国内产品制造翘楚企业，持续进行产品创新、挖掘消费者需求。建议关注：三花智控（汽零业务持续放量、制冷业务稳健、机器人执行期总成龙头）、公牛集团（围绕转换器主业、智能生态、新能源赛道持续研发创新产品）、安克创新（泛消费电子品牌出海翘楚）。



- 1.国内消费增长持续放缓风险：如果国内需求持续放缓，且持续的时间超预期，对消费行业的基本面将带来不利影响。
- 2.地产竣工及销售恢复速度低于预期风险：若国内房地产销售未有相应改善，并且地产竣工改善低于预期，直接影响家居行业的终端需求。
- 3.原材料价格大幅上涨风险：若原材料价格大幅上涨，企业成本压力加大，业绩可能不及预期。
- 4.海外监管趋严风险：若海外监管政策变得更加严格，出口制造企业容易面临经营风险。
- 5.大客户流失风险：部分代工厂下游客户集中度较高，若出现大客户减少订单或流失，公司业绩有可能会受到影响。
- 6.汇率大幅波动风险：若汇率发生大幅波动，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。



# 行业评级与免责声明

## 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



# 行业评级与免责声明

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

