

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

轻纺行业2024年中期策略报告： 运动户外景气佳，出海跨境热度高

轻工纺服行业 强于大市（维持）

平安证券研究所 新消费团队

分析师：王源S1060524010001（证券投资咨询）

邮箱：WANGYUAN468@pingan.com.cn

2024年6月26日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心摘要

- **经济稳健增长，消费修复企稳。** 2024年一季度GDP同比+5.3%，消费成为经济增长主要驱动力。最终消费支出的拉动降至3.91%（前值+4.16%），货物和服务的净出口对当季GDP的拉动增至0.77%（前值-0.16%），投资对当季GDP的拉动降至0.63%（前值+1.20%）。从消费淡旺季看，下半年是服装家居的旺季，或将实现较高增速。从整体看，我国经济的修复动力较强，可选消费将持续稳健向好。
- **运动户外板块：服装消费波动调整，下半年景气度有望回升。** 由于我国服装零售持续波动调整，特别是不同季节数据波动差异较大。由于一季度及四季度是服装销售旺季，行业整体数据表现较佳；而二季度及三季度是销售淡季，数据表现较平淡。我们认为，服装终端消费季节性明显，且服装零售仍然处于波动调整阶段；下半年（特别是四季度）服装终端销售有望景气回升。
- **服装及家居出海板块：出海跨境高成长，投资热度持续不减。** 行业规模破万亿元，复合增速仍在高位。据弗若斯特沙利文数据，按照服装鞋履在跨境出口B2C电商市场中的市场份额（按GMV计算），2023年我国跨境电商行业规模为3.7万亿元，同比+16%，2024-2026年CAGR约为13%。其中，2024-2026年服装及家居复合增速分别为16%及14%，均超过行业整体增速水平，仍具备较高成长性。
- **投资主线：** 我们认为，2024年下半年行业有三条投资主线：1) 户外运动等功能性服饰行业中，业绩确定性较强的龙头企业。建议关注：安踏体育（2020.HK）、波司登（3998.HK）、申洲国际（2313.HK）。2) 关注渠道改善及经营有拐点，且处于估值洼地的个股龙头。建议关注：滔搏（6110.HK）、李宁（2331.HK）。3) 服装及家居出海行业中，海外订单暖意不断的细分领域龙头。建议关注：匠心家居（301061.SZ）、顾家家居（603816.SH）。
- **风险提示：** 1) 消费偏好变化，2) 渠道库存积压风险，3) 海外需求的不确定性。



一、轻纺行业投资策略

二、运动户外板块：行业修复，景气上行

三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

四、建议关注标的

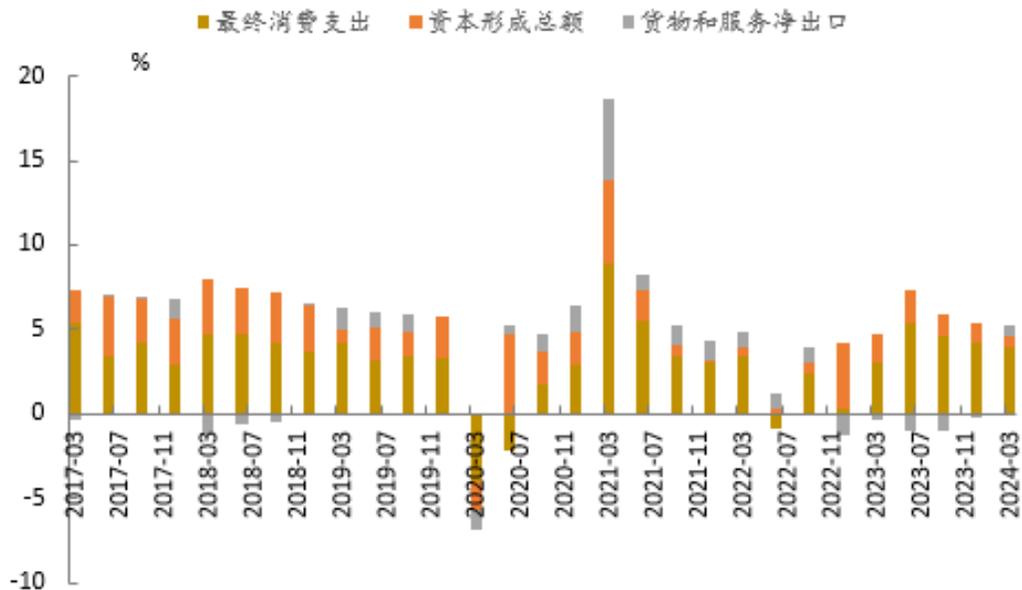
五、风险提示

一、轻纺服装行业投资策略

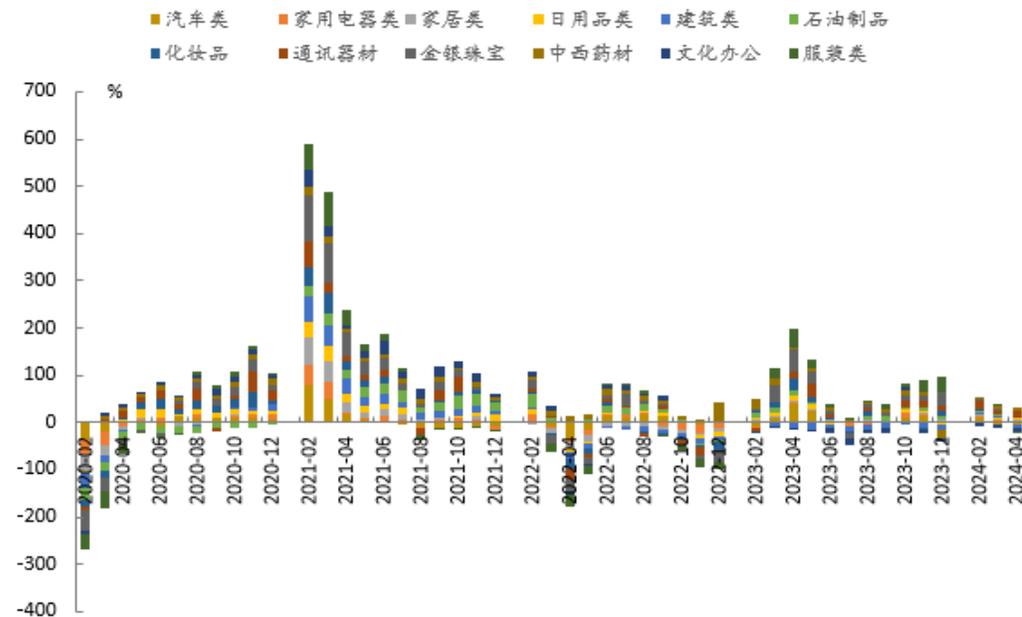
1.1 疫后经济稳健增长，可选消费修复企稳

2024年一季度GDP同比+5.3%，消费成为经济增长主要驱动力。最终消费支出的拉动降至3.91%（前值+4.16%），货物和服务的净出口对当季GDP的拉动增至0.77%（前值-0.16%），投资对当季GDP的拉动降至0.63%（前值+1.20%）。2024年初以来，消费需求表现逐渐恢复向好。1-4月社零数据同比+4.1%，服装（+1.0%）、金银珠宝（+3.6%）、家具家居类（+2.5%）等消费品跑输大盘，主要是由于去年同期的基数较高。从消费淡旺季看，下半年是服装家居的旺季，或将实现较高增速。从整体看，我国经济的修复动力较强，可选消费将持续稳健向好。

图表1、消费超越出口和投资成为经济增长的主要驱动力



图表2、可选消费社零数据（当月销售额同比）

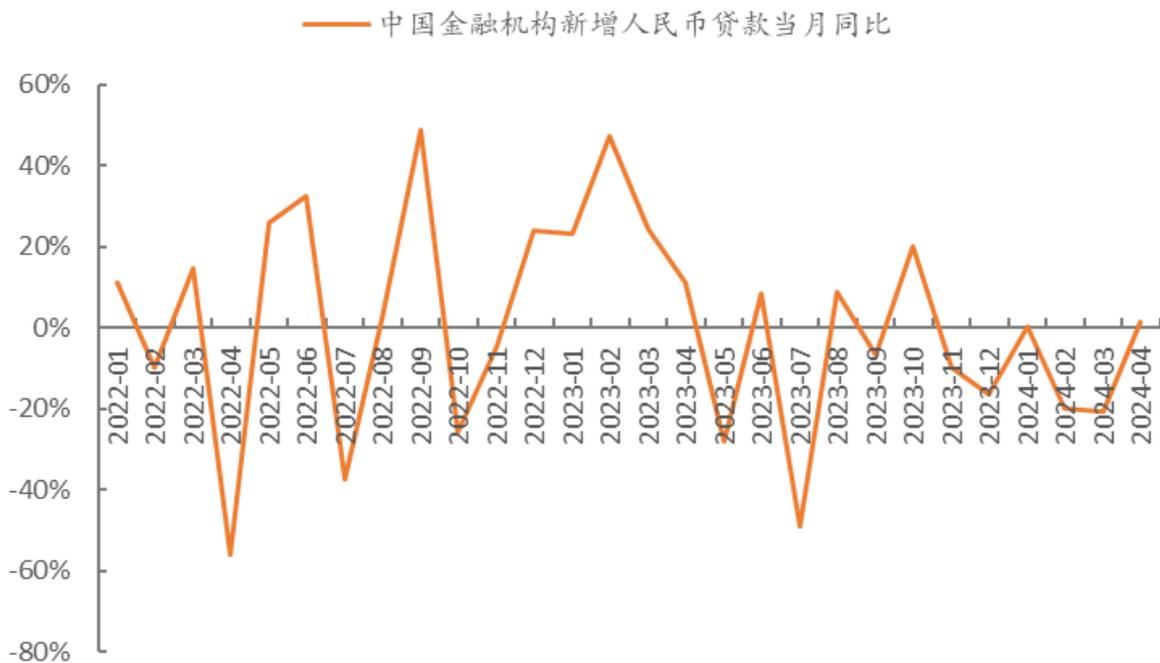




一、轻纺服装行业投资策略

今年下半年即将召开党的二十届三中全会，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化等问题，或将促使市场对经济信心进一步提升。我们认为，2024年下半年国内可选消费或有景气反转机会，且经济景气度将持续稳健提升。从金融机构贷款数据看，贷款月同比有上行趋势；且我国宏观经济景气度呈上行趋势。

◆ 图表3、我国新增人民币贷款当月同比 (%)



◆ 图表4、我国宏观经济景气指数



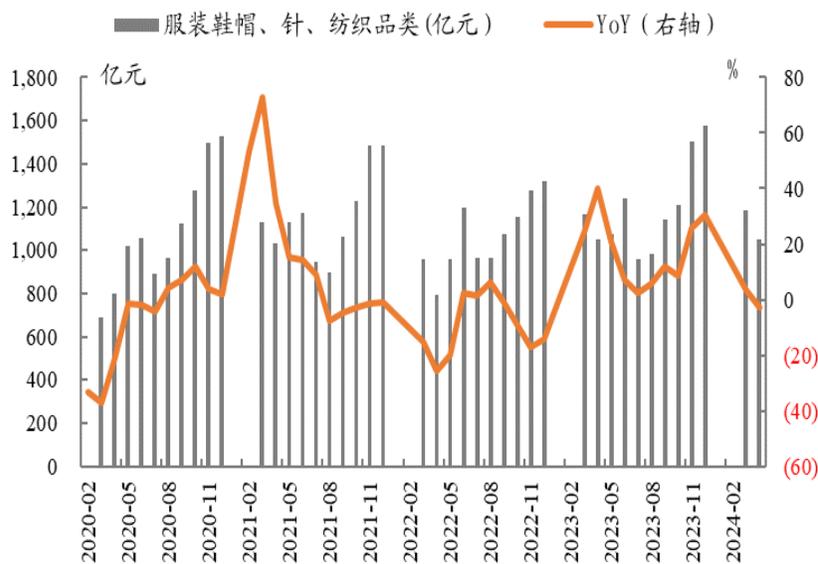


一、轻纺服装行业投资策略

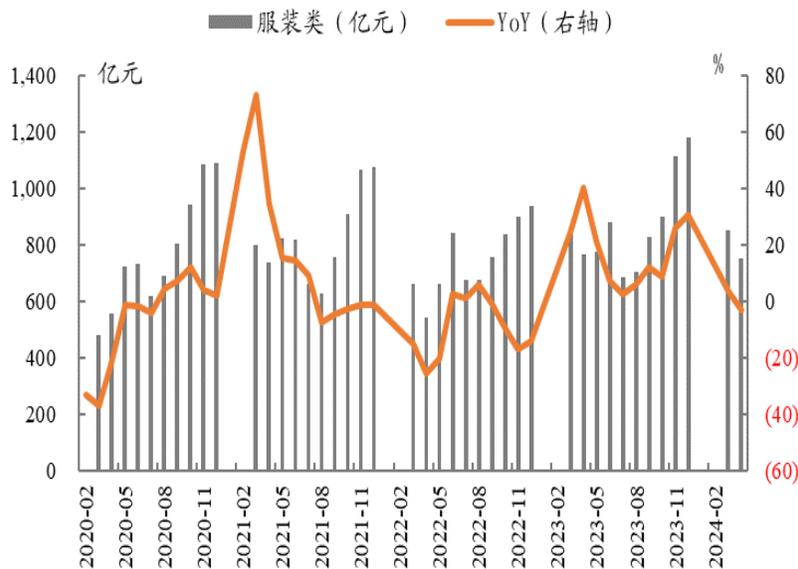
1.2 优选运动户外及服装家居出海赛道，把握细分领域品牌龙头机会

➤ 从纺织服装板块来看，悦己消费及性价比消费需求促使本土品牌备受青睐，国货产品迎来新消费时代的红利，致使行业竞争格局反转，本土品牌或将实现市占率及品牌力的双提升。我们认为，1) 运动鞋服板块由于竞争壁垒和准入门槛较高，竞争格局较稳定，头部龙头受益其中。2) 服装出海市场广阔且尚未形成固化格局，出海品牌或将赢得机遇。

图表5、服装鞋帽及针织品零售额（亿元）及YoY（%）



图表6、我国服装类零售额（亿元）及YoY（%）



图表7、我国服装成品存货同比表现

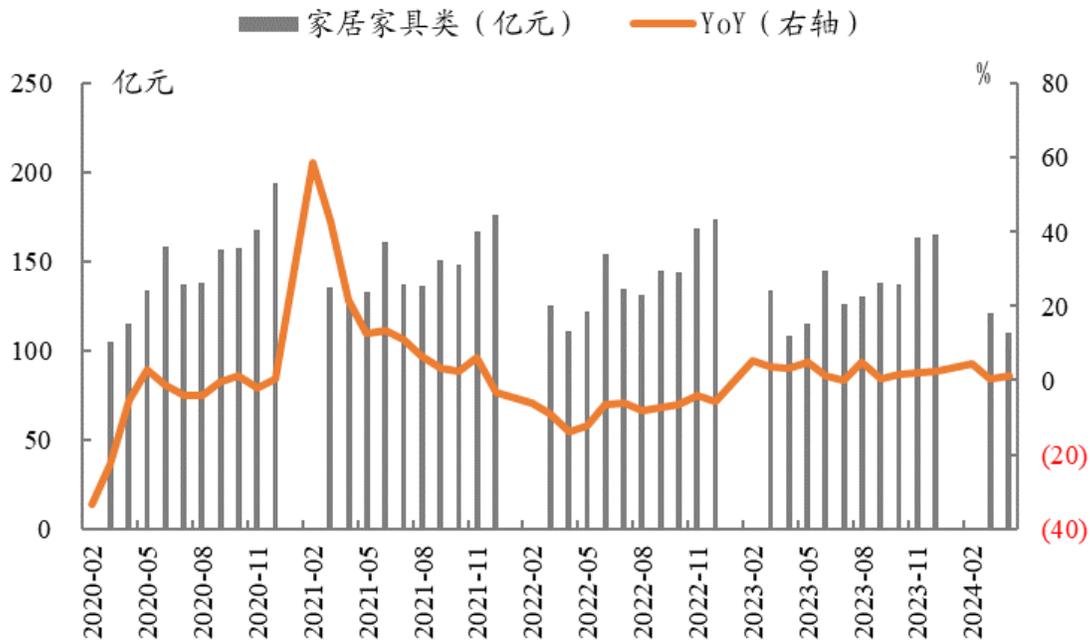




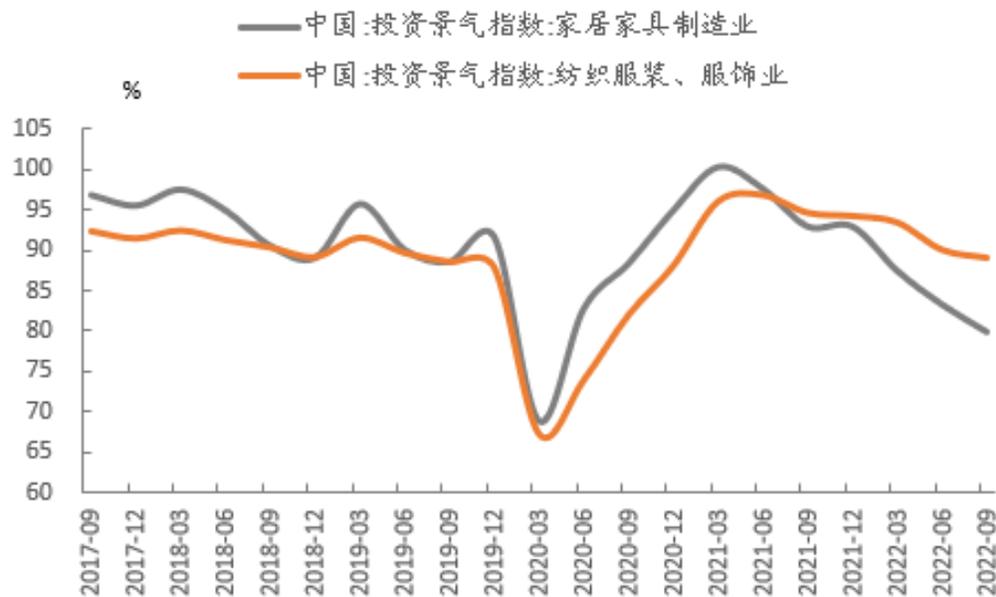
一、轻纺服装行业投资策略

➤ 从家居出海板块看，海外家居消费出口需求表现佳。从国内家居家具行业投资指数来看，行业内需表现一般。虽然国内家居家具需求表现疲弱，但海外补库需求表现较强，特别是家居细分类目需求恢复。我们认为，家居出海企业将迎来海外需求回暖的行情。

◆ 图表8、我国家居家具零售额（亿元）及YoY（%）



◆ 图表9、我国家居家具及纺织服饰投资经济指数



资料来源: Wind, 平安证券研究所



一、轻纺服装行业投资策略

1.3 投资主线

基于可选消费修复逻辑，我们认为**2024**年下半年行业有三条投资主线：

- 主线一：户外运动等功能性服饰行业中，业绩确定性较强的龙头企业。建议关注：安踏体育（2020.HK）、波司登（3998.HK）、申洲国际（2313.HK）。
- 主线二：关注渠道改善及经营有拐点，且处于估值洼地的个股龙头。建议关注：滔搏（6110.HK）、李宁（2331.HK）。
- 主线三：服装及家居出海行业中，海外订单暖意不断的细分领域龙头。建议关注：匠心家居（301061.SZ）、顾家家居（603816.SH）。



一、轻纺行业投资策略

◆ 图表10、行业重点公司估值表（更新至2024年6月25日）

细分行业	公司名称	公司代码	报告货币	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E			股息率 (%)
						2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
服装品牌	海澜之家	600398.SH	CNY	433.7	9.0	0.7	0.7	0.8	13.3	13.0	11.6	6.2
	比音勒芬	002832.SZ	CNY	144.6	25.3	1.6	2.0	2.4	15.8	12.6	10.4	0.0
	报喜鸟	002154.SZ	CNY	81.4	5.6	0.5	0.6	0.6	11.6	10.0	8.7	4.5
	地素时尚	603587.SH	CNY	56.5	11.8	1.0	1.1	1.2	11.4	11.2	9.9	0.0
	太平鸟	603877.SH	CNY	66.8	14.1	0.9	1.2	1.4	15.7	11.8	10.1	4.2
	森马服饰	002563.SZ	CNY	157.9	5.9	0.4	0.5	0.6	14.0	12.0	10.4	5.1
	锦泓集团	603518.SH	CNY	30.2	8.7	0.9	1.1	1.3	10.0	8.0	6.7	1.1
	欣贺股份	003016.SZ	CNY	26.5	6.2	0.2	0.2	0.2	25.8	33.1	29.7	3.6
	歌力思	603808.SH	CNY	23.7	6.4	0.3	0.7	0.9	22.1	9.4	7.3	3.7
服装制造	华利集团	300979.SZ	CNY	762.4	65.3	2.7	3.3	3.8	23.8	19.9	17.2	1.8
	富春染织	605189.SH	CNY	15.5	10.4	0.7	1.5	1.9	15.5	7.0	5.6	1.4
	台华新材	603055.SH	CNY	91.3	10.3	0.5	0.7	0.9	20.5	14.6	11.8	1.6
	健盛集团	603558.SH	CNY	37.8	10.3	0.7	0.9	1.0	13.9	11.8	10.1	4.9
	百隆东方	601339.SH	CNY	77.3	5.2	0.3	0.4	0.5	15.1	12.9	9.6	5.8
	兴业科技	002674.SZ	CNY	29.9	10.3	0.6	0.9	1.2	16.1	11.3	8.7	5.8
	新澳股份	603889.SH	CNY	56.3	7.7	0.6	0.6	0.7	13.8	12.2	10.5	3.9
	伟星股份	002003.SZ	CNY	149.3	12.8	0.5	0.6	0.6	24.1	22.9	19.9	3.5
	鲁泰A	000726.SZ	CNY	49.5	6.9	0.5	0.8	0.9	14.6	9.1	7.8	1.9
家纺及箱包	罗莱生活	002293.SZ	CNY	68.1	8.2	0.7	0.7	0.8	11.9	11.4	10.0	4.9
	富安娜	002327.SZ	CNY	84.3	10.1	0.7	0.8	0.8	14.6	13.3	12.1	6.5
	水星家纺	603365.SH	CNY	43.6	16.6	1.4	1.6	1.8	11.5	10.2	9.0	4.2
	开润股份	300577.SZ	CNY	51.1	21.3	0.5	1.1	1.4	44.4	19.4	15.0	0.4
黄金珠宝	老凤祥	600612.SH	CNY	239.9	59.0	4.2	4.9	5.6	13.9	12.0	10.5	2.5
	潮宏基	002345.SZ	CNY	43.6	4.9	0.4	0.5	0.6	12.9	10.3	8.7	5.1
港股	安踏体育*	2020.HK	HKD	2234.9	78.9	4.0	4.7	5.5	19.9	16.9	14.4	2.5
	李宁	2331.HK	HKD	464.2	18.0	1.2	1.3	1.5	14.6	13.7	12.2	3.4
	特步国际	1368.HK	HKD	128.9	4.9	0.4	0.5	0.5	12.0	10.8	9.3	4.4
	361度	1361.HK	HKD	86.6	4.2	0.5	0.6	0.6	9.0	7.6	6.5	4.9
	滔搏体育	6110.HK	HKD	285.9	4.6	0.3	0.4	0.4	15.6	12.4	11.5	8.4
	波司登*	3998.HK	HKD	492.3	4.5	0.2	0.3	0.3	21.1	16.8	14.5	4.1
	赢家时尚	3709.HK	HKD	72.4	10.3	1.2	1.4	1.7	8.3	7.2	6.1	6.8
	江南布衣	3306.HK	HKD	79.3	15.3	1.2	1.6	1.9	12.3	9.4	8.3	9.9
	申洲国际*	2313.HK	HKD	1210.8	80.6	3.3	3.9	4.5	24.2	20.7	17.9	2.5
	维珍妮	2199.HK	HKD	29.6	2.4	0.3	0.0	0.0	7.7	NA	NA	2.2
	中国利郎	1234.HK	HKD	55.2	4.6	0.4	0.5	0.6	10.4	9.0	8.0	7.8
	新秀丽	1910.HK	HKD	357.5	24.5	0.3	0.3	0.4	84.6	76.1	67.5	3.3
	周大福	1929.HK	HKD	867.9	8.7	0.5	0.0	0.8	16.2	NA	11.3	14.4
	谢瑞麟	0417.HK	HKD	2.0	0.8	-0.3	0.0	0.0	NA	NA	NA	0.0
	周生生	0116.HK	HKD	49.1	7.3	1.5	1.8	2.1	4.8	4.0	3.5	8.3

数据来源：*为平安证券研究所预测，其余为wind一致预期，平安证券研究所注：NA为该项目不适用。



目录CONTENTS

① 一、轻纺行业投资策略

② 二、运动户外板块：行业修复，景气上行

③ 三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

④ 四、建议关注标的

⑤ 五、风险提示

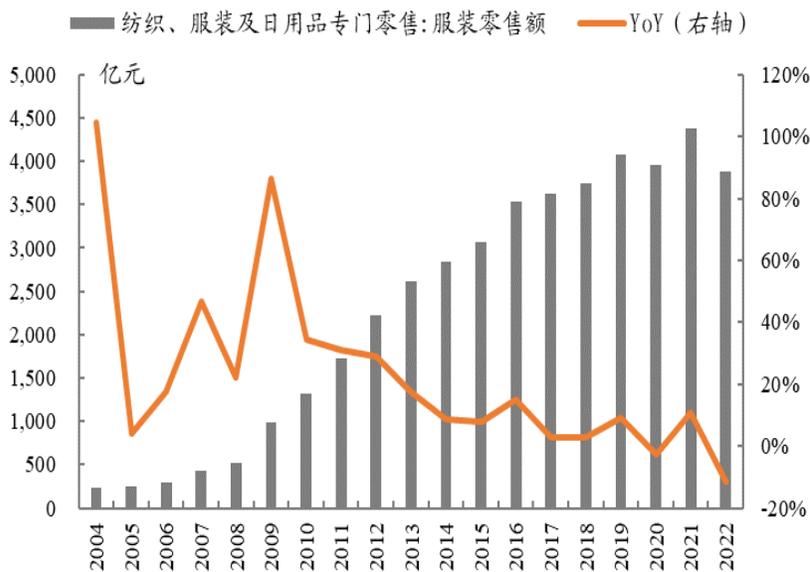


二、运动户外板块：行业修复，景气上行

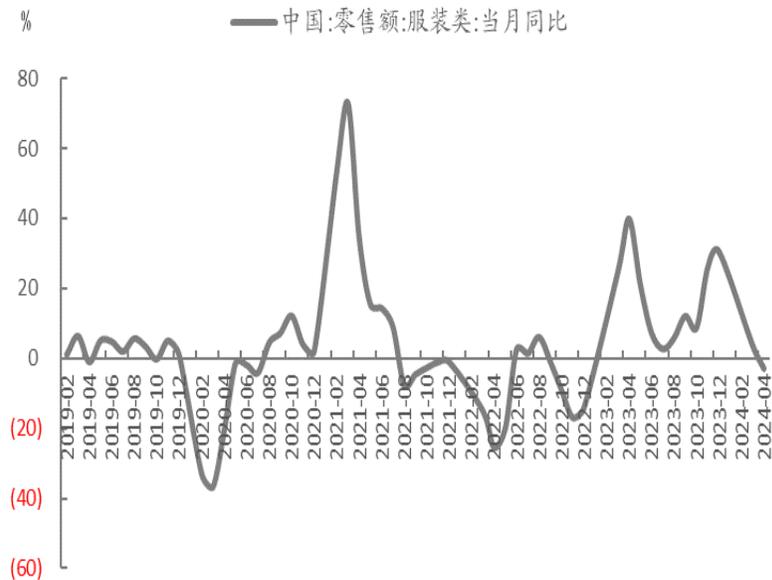
2.1 服装消费波动调整，下半年景气度有望回升

➤ 下半年有望回弹，不同各类目存在分化，运动户外景气回升。2020年以来我国服装零售持续波动调整，特别是不同季节数据波动差异较大。由于一季度及四季度是服装销售旺季，行业整体数据表现较佳；而二季度及三季度是销售淡季，数据表现较平淡。我们认为，服装终端消费季节性明显，且服装零售仍然处于波动调整阶段；下半年（特别是四季度）服装终端销售有望景气回升。

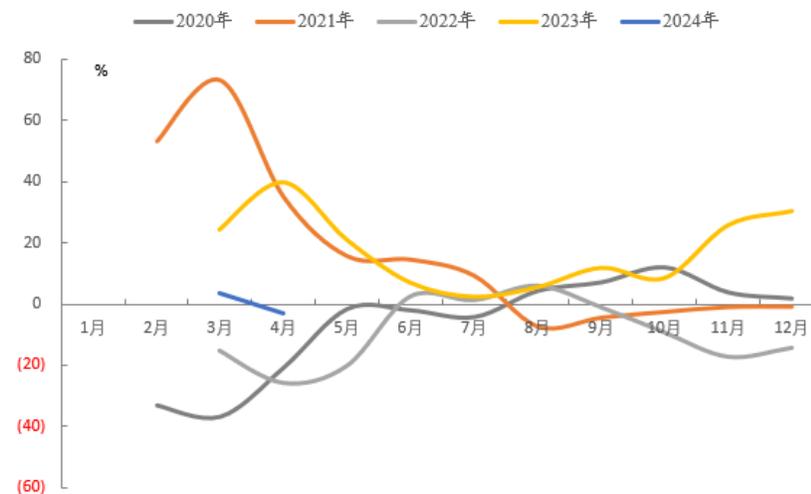
◆ 图表11、服装及用品零售额(亿元)及YoY(%)



◆ 图表12、我国服装零售额当月同比 (%)



◆ 图表13、2020-2024年服装零售额当月同比增速的比较 (%)



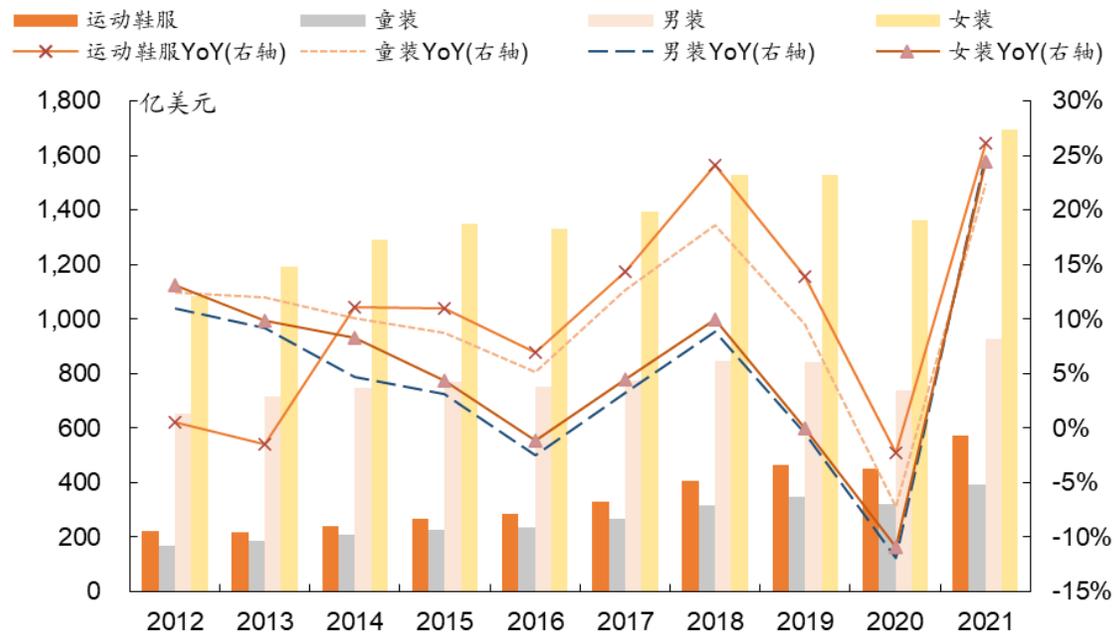
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、运动户外板块：行业修复，景气上行

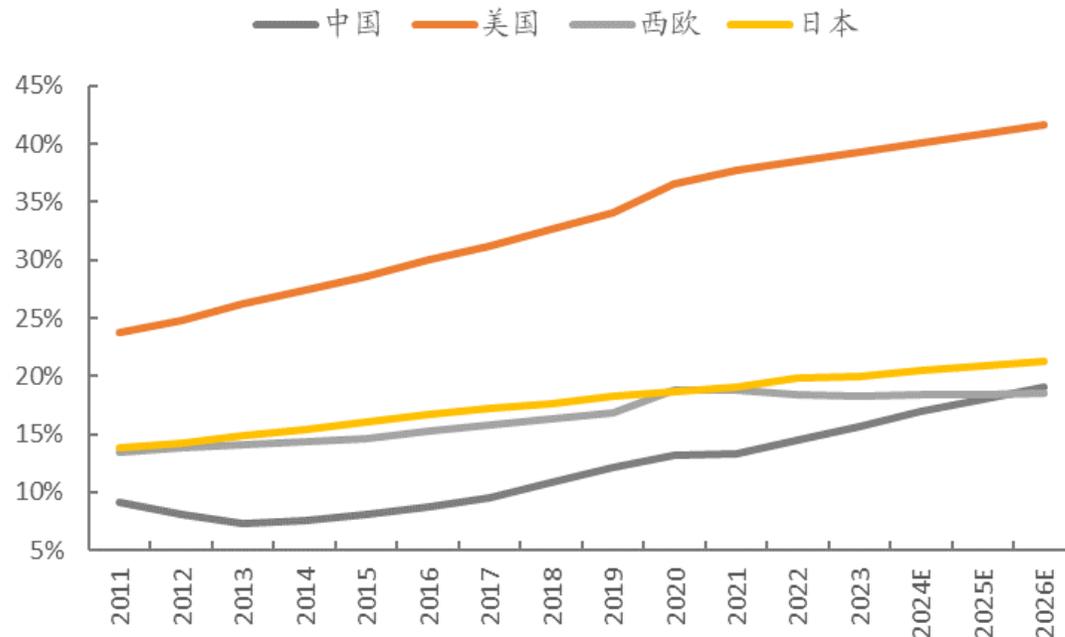
2.2 看好运动户外板块的投资机会

从中长期看，我们看好运动户外鞋服赛道的成长性，我们认为该板块是服装行业中最具潜力及竞争力的板块。主要原因：1) 运动户外鞋服成长性领先于其他服装细分赛道；2) 运动户外鞋服赛道仍有增量市场。根据Euromonitor数据，2023年我国运动户外鞋服的渗透率不及16%，与欧美日等成熟的市场存在较大差距。同时，虽然欧美日为存量市场，但仍具备较高的增长空间。

图表14、我国服装行业细分赛道规模（亿美元）及增速（%）



图表15、我国及海外国家地区的运动户外行业渗透率走势



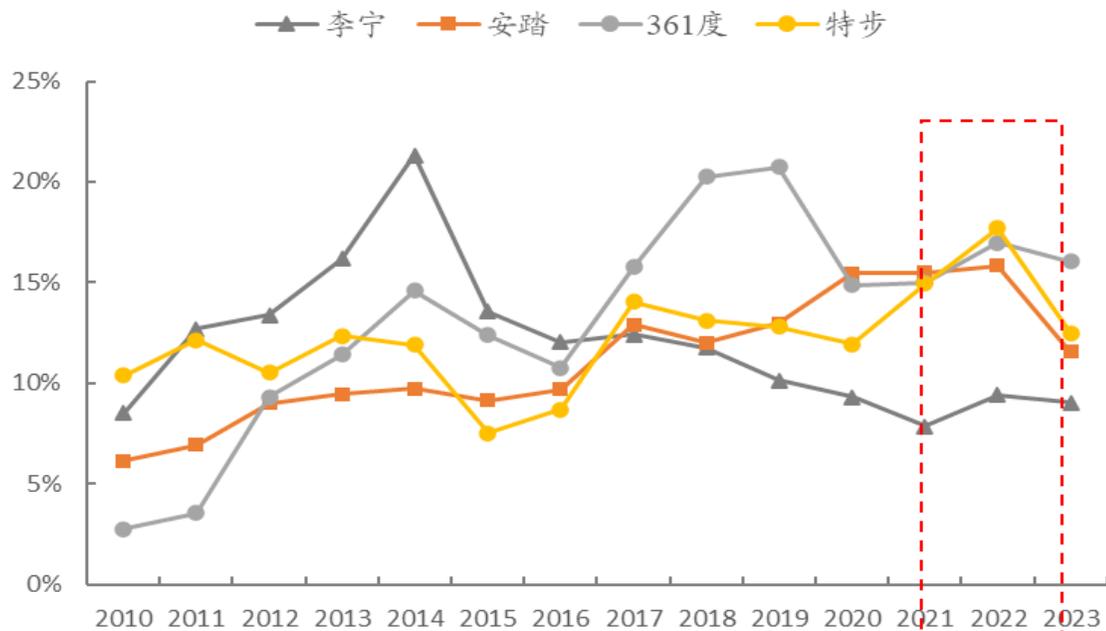
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所



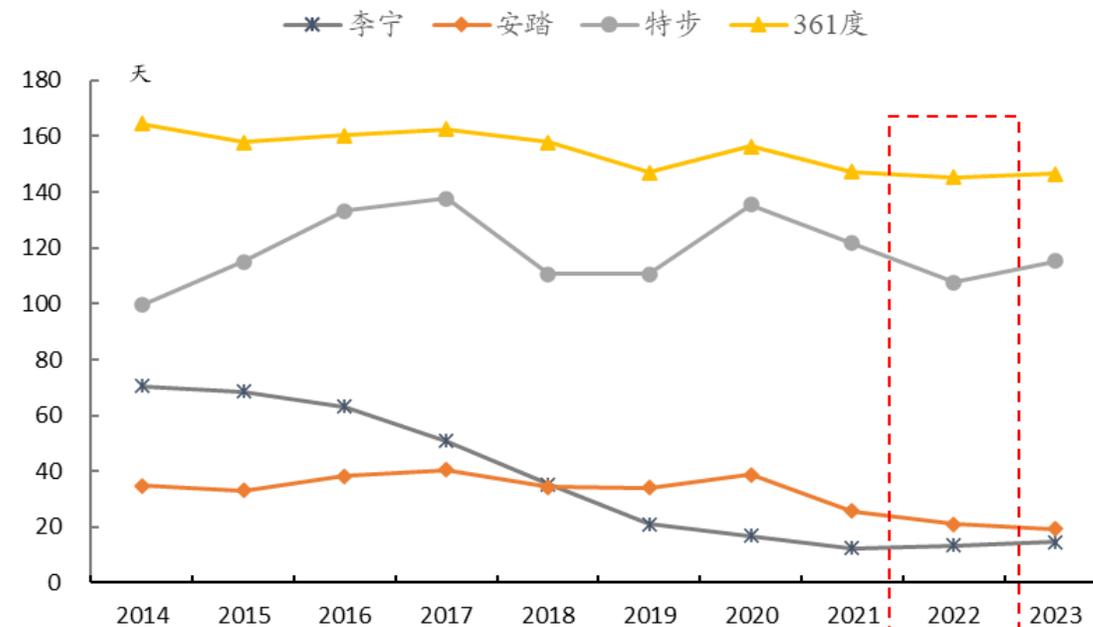
二、运动户外板块：行业修复，景气上行

3) 本土品牌有望“弯道超车”。一方面，本土品牌对终端库存的管控能力更强。2020年以来，我们发现我国本土品牌在对终端库存的管理及去化能力好于外资品牌。根据各公司财报数据，2022年我国TOP4品牌存货收入比均增高，但于2023年恢复正常水平。加之，从流水数据看，本土品牌流水转正速度快于外资品牌。另一方面，本土品牌性价比优势更强。我国本土运动鞋服品牌的功能性及设计感均大幅提升，深受年轻消费者认同，本土品牌与外资品牌的差距正逐渐缩小。

图表16、2022年行业内主要公司存货收入比率略有上升(%)



图表17、2022年前后行业内主要公司应收账款周转天数情况(天)



资料来源：各公司财报，平安证券研究所



二、运动户外板块：行业修复，景气上行

图表18、2020年以来，行业重点上市公司季度零售流水同比增速表现汇总

公司	品牌	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
安踏	安踏牌	20-25%下降	低单位数下降	低单位数增长	低单位数增长	40-45%增长	35-40%增长	10-20%低段增长	10-20%中段增长	10-20%高段增长	中单位数增长	中单位数增长	高单位数下降	中单位数增长	高单位数增长	高单位数增长	10-20%高段增长	中单位数增长
	FILA牌	中单位数下降	10-20%增长	20-25%增长	25-30%增长	75-80%增长	30-35%增长	中单位数增长	高单位数增长	正中单位数增长	高单位数增长	10-20%增长	10-20%下降	高单位数增长	10-20%高段增长	10-20%低段增长	25-30%增长	高单位数增长
	其他品牌（不含Amer）	高单位数下降	25-30%增长	50-55%增长	55-60%增长	115-120%增长	70-75%增长	35-40%增长	30-35%增长	40-45%增长	20-25%增长	40-50%增长	10-20%增长	75-80%增长	70-75%增长	45-50%增长	55-60%增长	25-30%增长
李宁	李宁牌整体	10%-20%高段下降	中单位数下降	中单位数增长	10%-20%中段增长	80%-90%高段	90%-100%低段增长	40%-50%低段增长	30%-40%低段增长	20%-30%高段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%低段下降	中单位数增长	10%-20%低段增长	中单位数增长		低单位数增长
	线上	10-20%低段增长	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	约100%增长	90%-100%高段增长	50%-60%中段增长	40%-50%低段增长	30%-40%中段增长	中单位数增长	20%-30%中段增长	中单位数增长	10%-20%低段下降	低单位数增长	低单位数下降		20%-30%低段增长
	线下	20%-30%低段下降	10%-20%低段下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%中段增长	高单位数下降	10%-20%中段增长	10%-20%高段下降	高单位数增长	10%-20%低段增长	高单位数增长		低单位数下降
	~零售	30%-40%中段下降	10%-20%低段下降	持平	中单位数增长	90%-100%低段增长	80%-90%高段增长	30%-40%中段增长	20%-30%高段增长	30%-40%中段增长	高单位数下降	20%-30%低段增长	10%-20%中段下降	10%-20%中段增长	20%-30%低段增长	20%-30%低段增长		中单位数增长
	~批发	10%-20%高段下降	高单位数下降	低单位数下降	10%-20%低段增长	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	30%-40%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%低段增长	高单位数下降	10%-20%低段增长	20%-30%低段下降	中单位数增长	高单位数增长	低单位数增长		中单位数下降
361度	361° 主品牌整体	25-30%下降	低双位数下降	高单位数下降	低单位数增长	高双位数增长	15-20%增长	低双位数增长	高双位数增长	高双位数增长	低双位数增长	中双位数增长	大致持平	低双位数增长	低双位数增长	15%增长	超过20%增长	高双位数增长
	361° 童装品牌	25-30%下降	低双位数下降	高单位数下降	中单位数增长	20-30%低段增长	30-35%增长	15-20%增长	25-30%增长	20-25%增长	20-25%增长	20-25%增长	低单位数增长	20-25%增长	20-25%增长	25-30%增长	约40%增长	20-25%增长
	361° 电子商务平台	-	-	-	-	-	-	-	35-40%增长	50%增长	40%增长	45%增长	25%增长	35%增长	30%增长	30%增长	超过30%增长	20-26%增长
特步	特步主品牌	20-25%下降	低单位数下降	中单位数增长	高单位数增长	55%增长	30-35%增长	中双位数增长	20%-25%	30%-35%	中双位数增长	20%-25%增长	高单位数下降	20%增长	高双位数增长	高双位数增长	超过30%增长	高单位数增长

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

注：1. 安踏公司其他品牌中不包含Amer Sports相关品牌；2. 李宁牌中不包括国际市场及李宁YOUNG；3. 2023Q3李宁公司无相关数据披露；4. 特步集团数据仅包含特步主品牌；5. 绿色部分表示该季度该品牌增速下降。



二、运动户外板块：行业修复，景气上行

2.3 恰逢2024年夏季奥运会，运动户外产业链受益

下半年夏季奥运会即将举办，或将迎来行业的修复反转。品牌端将联动制造端及渠道端实现运动户外全产业链的协同发展。从2024年下半年的全球性体育赛事来看，数量颇丰且质量较高。其中，7月即将举办的巴黎夏季奥运会；此外，9月、10月及12月较多运动项目将在我国境内举办。

我们认为，经过行业库存的修复调整后，2024下半年运动户外行业将实现稳健增长。同时，运动户外品牌端企业也将协同渠道端及制造端齐发力。

◆ 图表19、2024年下半年重要国际体育赛事梳理

月份	赛事	地点
7月	7月1日—7月14日 温布尔登网球锦标赛	英国伦敦
	7月26日—8月11日 巴黎奥运会	法国巴黎
8月	8月25日—8月28日 全国游泳夏季锦标赛	中国合肥
	8月26日—9月8日 美国网球公开赛	美国纽约
	8月28日—9月8日 巴黎残奥会	法国巴黎
9月	9月17日—9月22日 中国羽毛球公开赛	中国常州
	9月25日—10月6日 中国网球公开赛	中国北京
10月	10月2日—10月3日 上海网球大师赛	中国上海
	10月18日—10月20日 游泳世界杯	中国上海
	10月24日—10月26日 游泳世界杯	韩国首尔
	10月31日—11月2日 游泳世界杯	新加坡
11月	11月3日—11月10日 WTA年终总决赛	待定
	11月10日—11月17日 ATP年终总决赛	意大利都灵
12月	12月4日—12月14日 举重世锦赛	巴林麦纳麦
	12月6日—12月8日 短道速滑世界杯北京站	中国北京
	12月11日—12月15日 世界羽联巡回赛总决赛	中国杭州

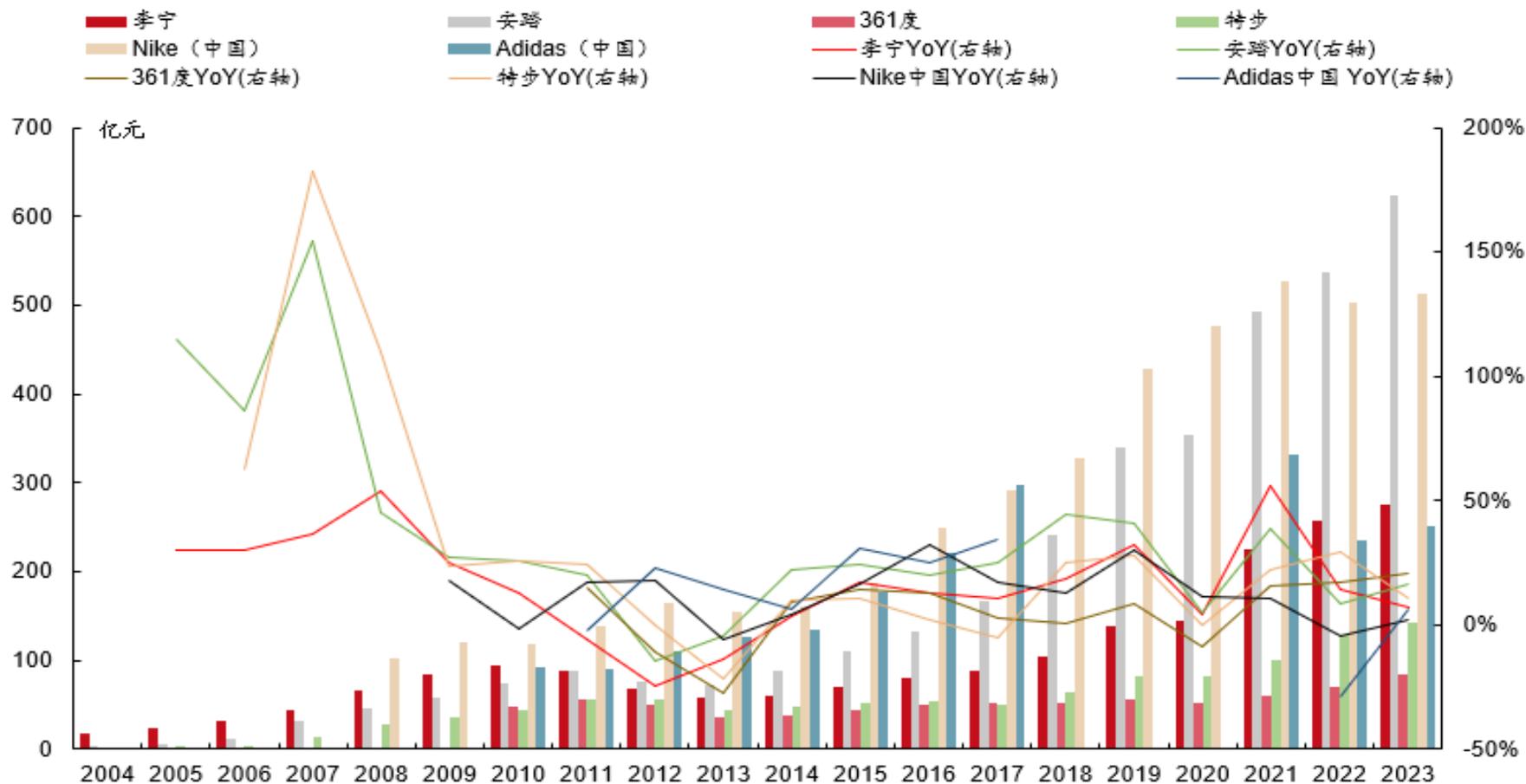
资料来源：上海体育官网，平安证券研究所

注：红色字体为在我国举办的赛事



二、运动户外板块：行业修复，景气上行

图表20、行业主要品牌公司营收（亿元）及增速（%）



资料来源：各公司财报，平安证券研究所



目录 CONTENTS

① 一、轻纺行业投资策略

② 二、运动户外板块：行业修复，景气上行

③ 三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

④ 四、建议关注标的

⑤ 五、风险提示

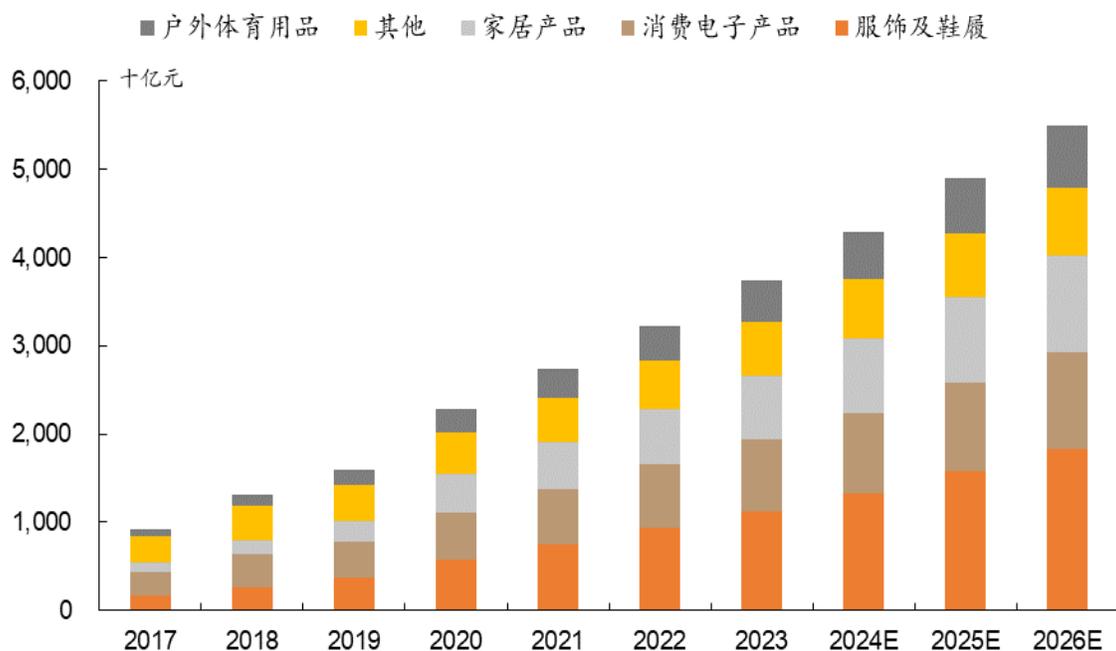


三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

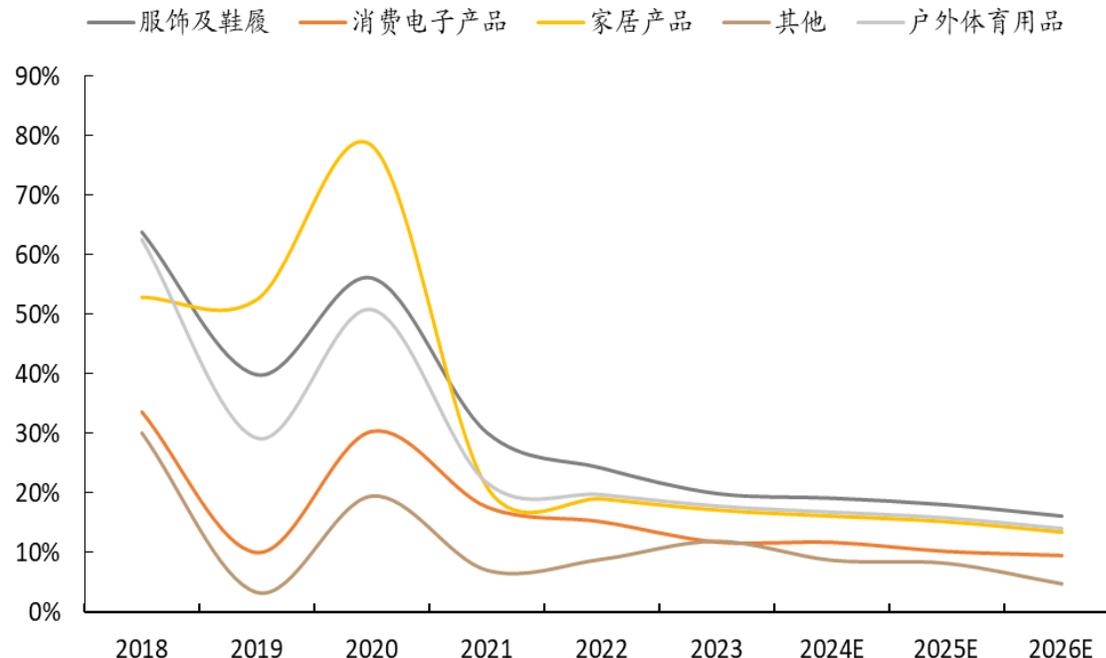
3.1 出海跨境高成长，投资热度持续不减

► 行业规模破万亿元，复合增速仍在高位。据弗若斯特沙利文数据，按照服装鞋履在跨境出口B2C电商市场中的市场份额（按GMV计算），2023年我国跨境电商行业规模为3.7万亿元，同比+16%，2024-2026年CAGR约为13%。其中，服装及家居复合增速分别为16%及14%，均超过行业整体增速水平，仍具备较高成长性。

图表21、出海跨境电商B2C细分赛道GMV行业规模（十亿元）



图表22、出海跨境电商B2C细分赛道GMV增速（%）



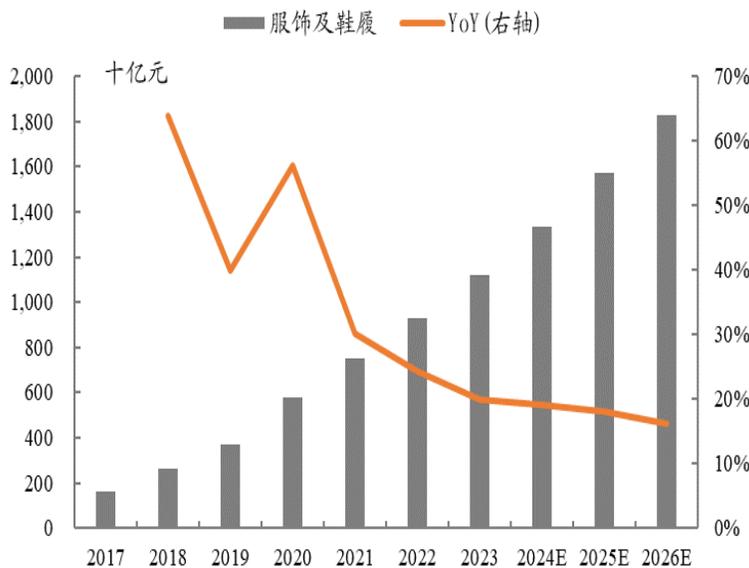


三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

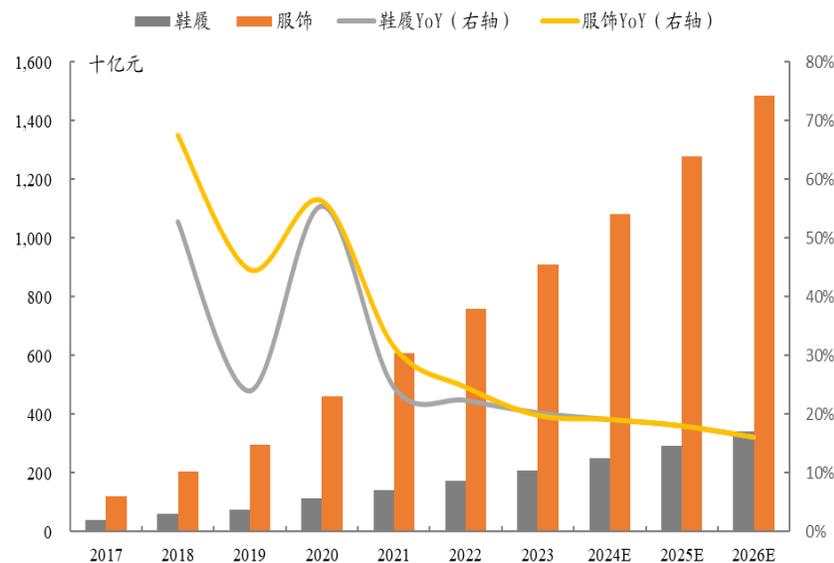
3.2 服装品类占比更高且增速更快

- **服装出海跨境GMV较高。**据弗若斯特沙利文，2023年我国服饰鞋履及户外体育的跨境出海电商GMV规模分别为1.12万亿元及0.46万亿元，分别同比+20%及+17.8%。
- **服装出海跨境的成长性较好。**据弗若斯特沙利文，预计2026年服装鞋履及户外运动GMV合计将达至2.5万亿元，占跨境B2C电商份额的46.2%。服装鞋履及户外运动GMV 2024-2026年CAGR分别为17%及15%。由于我国服饰性价比高，海外服装需求旺盛，国产服装出海顺利。

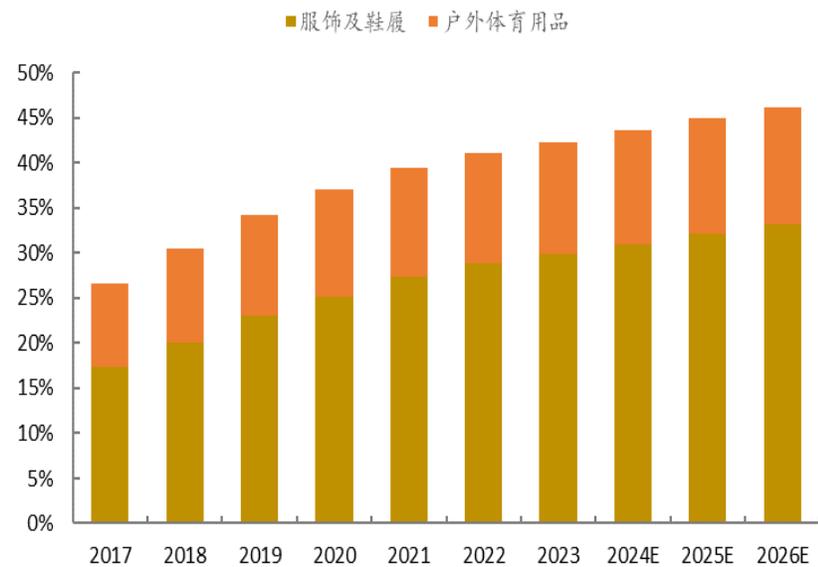
图表23、出海跨境B2C服装鞋履总额GMV（十亿元）及增速（%）



图表24、出海跨境B2C服装及鞋履拆分GMV（十亿元）及增速（%）



图表25、出海跨境B2C服饰鞋履及运动户外GMV占比趋势（%）

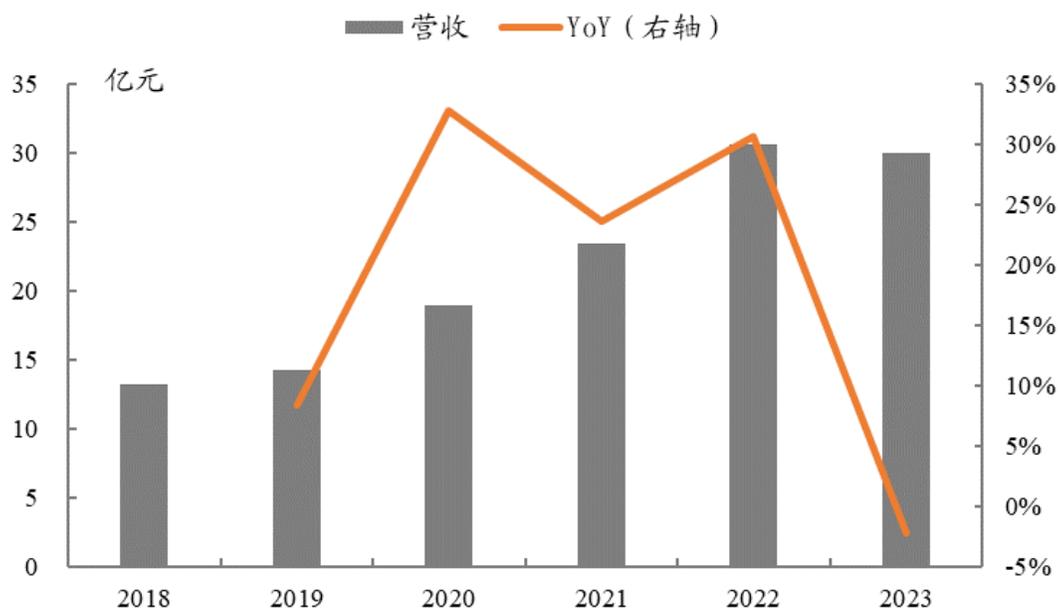




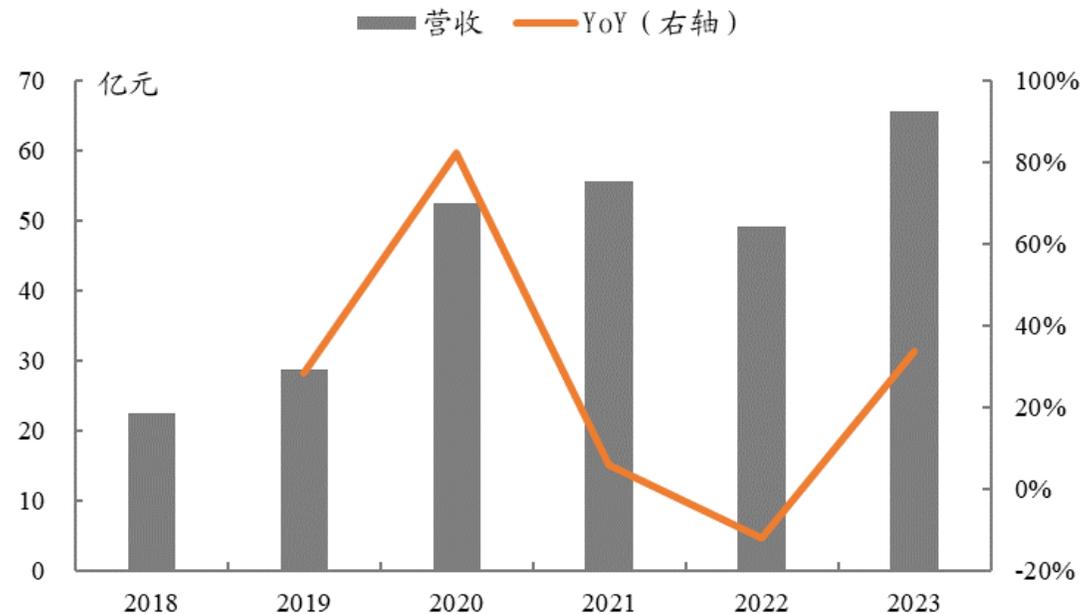
三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

从服装出海跨境公司来看，头部公司通过完善供应链提高运营效率及上新速度，实现业绩的持续高增长。根据2023年财报数据，相较于子不语，赛维时代表现更佳，公司营收为65.6亿元，同比+33.7%。主要是由于公司数字化及标准化带来产品上新速度及公司营运效率的提升。我们发现，行业头部公司在多年深耕中，通过研究各品类消费者的喜好及需求来进行产品的精准布局，逐步提升品牌市场占有率，在规模增长的同时逐步提升品牌溢价能力。我们认为，随着供应链数字化水平的提升，服装出海企业的运营效率及上新速度也将逐步提升。

◆ 图表26、子不语营收（亿元）及增速（%）



◆ 图表27、赛维时代营收（亿元）及增速（%）



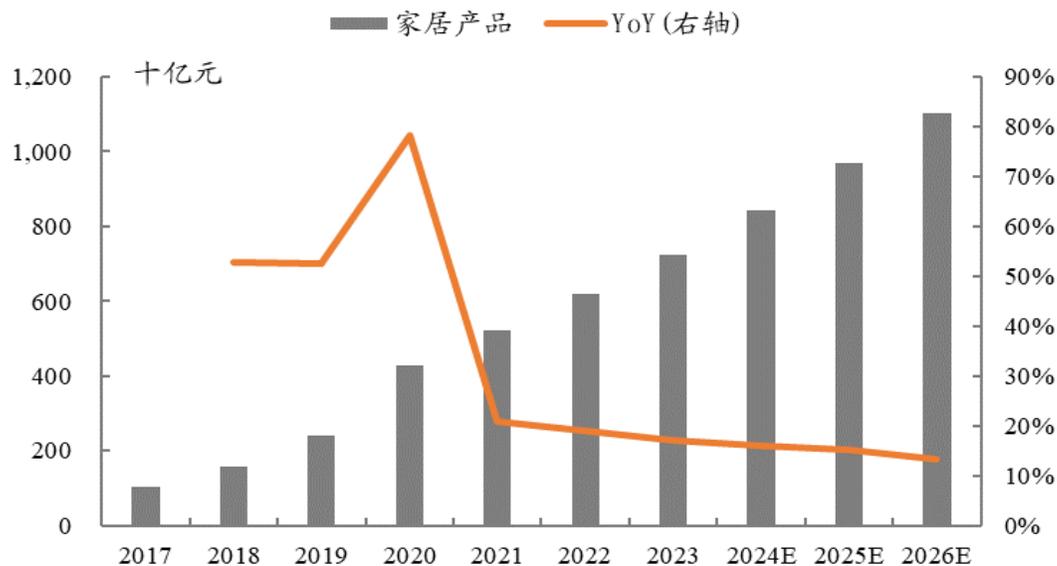


三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

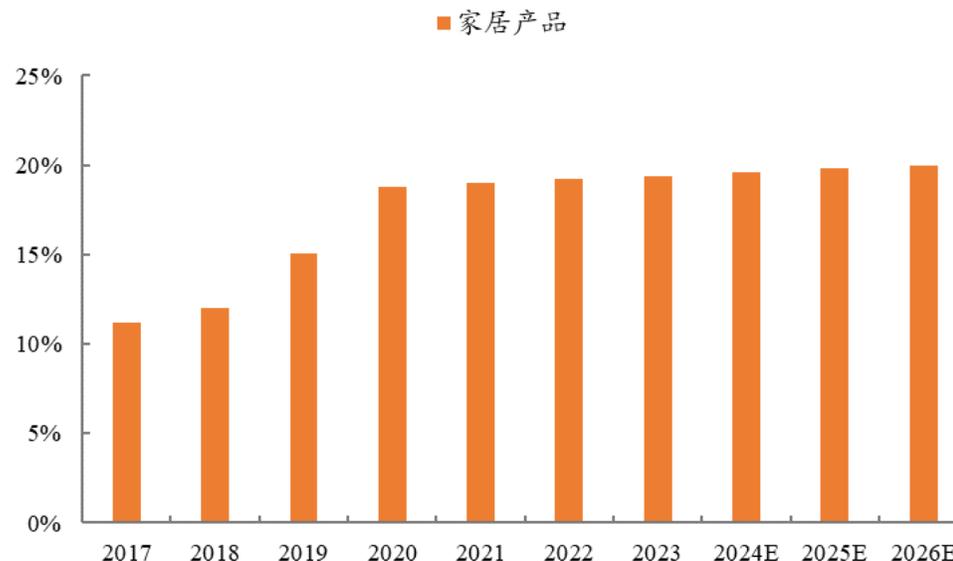
3.3 家居出海前景佳，细分类目订单波动

- ▶ 家居成为我国跨境出口电商市场的重要组成部分。2023年我国家居跨境出海电商GMV规模为0.73万亿元，同比+17.1%，2024-2026年CAGR约为14%。
- ▶ 家居细分类目订单各有差异。2024年以来，特别是1-2月，海外家居需求高涨，补库催化订单大幅增长。3-4月以来，软体家居（沙发及床垫等）订单延续双位数增长，而卫浴及地板类目出现不同程度下滑（详见图表30）。我们认为，对于品牌企业而言，由于国内需求冷却，家居出海是不错的发展战略。

图表28、出海跨境B2C家居产品GMV（十亿元）及增速（%）



图表29、出海跨境B2C家居产品占比及趋势





三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道

◆ 图表30、23M1-24M4 我国家居细分类目出口额当月同比 (%)

产品品类	海关分类	相关标的	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	23M12	24M1	24M2	24M3	24M4
床垫	弹簧床垫	梦百合 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	71.04	57.45	20.85	33.19
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫	麒盛科技	-18.32	-12.26	13.22	6.40	5.92	20.08	13.93	18.77	12.05	3.67	12.93	20.94	18.44	30.67	4.36	3.67
沙发	带软垫的木框架坐具	匠心家居 顾家家居	-31.38	-39.08	-9.36	-7.16	-12.14	-9.76	-11.97	10.97	14.72	18.20	24.61	28.79	36.11	65.84	-6.28	5.76
	带软垫的金属框架坐具	敏华控股	-20.04	-37.63	-5.55	-18.06	-23.31	-21.70	-13.21	-16.31	-18.85	-20.96	-6.09	9.47	24.84	60.61	-1.19	21.89
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	海象新材 天振股份	-31.30	-48.99	-22.50	-16.52	-21.04	-27.33	-30.90	-9.65	0.36	1.11	7.50	8.59	17.97	55.20	-13.42	-3.37
办公家具	办公室用金属家具	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	23.84	30.64	-3.37	43.64
	办公室用木家具	恒林股份	-6.59	-33.41	3.64	10.28	-7.88	-2.94	2.02	24.78	20.05	23.96	43.26	18.40	29.05	118.38	-4.34	30.39
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	建霖家居 松霖科技	-46.73	-55.41	4.67	-33.21	-46.40	-40.69	-38.41	-34.50	-43.60	-44.24	-31.14	-19.61	41.27	109.56	-16.35	-3.81
	塑料浴缸、淋浴盘、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	瑞尔特	-19.49	-30.10	16.62	6.00	-7.35	7.83	3.19	5.59	2.05	-2.90	14.63	30.29	24.83	57.67	-18.00	-7.36

资料来源：Wind，海关总署，平安证券研究所



目录CONTENTS

- ① 一、轻纺行业投资策略
- ② 二、运动户外板块：行业修复，景气上行
- ③ 三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道
- ④ 四、建议关注标的
- ⑤ 五、风险提示



四、建议关注标的

4.1 安踏体育：本土运动户外品牌的先行者

【短期】 强化渠道效率，提升产品毛利率。线上及线下渠道齐发力，提高渠道营运效率。同时，公司将在不同层级市场分层级门店，以实现更好的聚焦终端消费者。此外，不断提升门店店效水平，实现门店经营有质量的增长。

【中长期】 “运动+户外”双管齐下，龙头风采依旧。安踏集团市场份额较高，且对外资的替代“初现”。安踏品牌的“赢领计划”及渠道DTC改革将助力店效的提升，FILA品牌以提升店效为中长期目标。我们认为，立足中长期，FILA Kids及FILA Fusion的展店空间更大，而FILA大货的店效提升可期。

【我们的观点】 安踏集团坐拥专业运动、时尚运动及户外运动三条成长曲线，叠加体育运动及户外运动的红利期，以及国货新机遇的加持下，公司长短期均呈现较强韧性。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为120.8亿元/141.8亿元/165.6亿元，同比+18.0%/+17.4%/+16.8%。



四、建议关注标的

4.2 波司登：“羽绒服+防晒服”双轮驱动业绩增长

【短期】产品持续升级，流水表现健康。1) 推出创新性产品轻薄羽绒服，重点聚焦大众羽绒服消费市场。2) 正能量明星代言，激发国货热情。聘请北京冬奥会冠军谷爱凌及新生代明星易烱千玺为代言人，将国货产品与爱国热情深度链接。3) 库存新鲜度高，新品折扣收窄。由于公司采用拉式补货及灵活的物流系统，库存的健康度高，且货品基本为当季货品。

【中长期】持续提升品牌力，不断提升市占率。提高市占率是公司中长期的重要发展目标。一方面，扩大羽绒服市占率。即进一步抢占四季化服饰品牌冬款羽绒服的市场份额作为公司发力的重点。另一方面，挖掘夏季防晒服的市场占有率。即以专业防晒服产品品类加深波司登功能性服饰的产品定位。通过终端渠道的持续优化，波司登有望触及更多消费群体，提升市场份额。

【我们的观点】公司对终端渠道的把控能力提升，品牌升级及迭代能力增厚。量价齐升逻辑仍在，旺季销售值得期待。我们继续看好公司对终端折扣及库存的把控力，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为26.9亿元/31.2亿元/35.5亿元，同比+25.9%/+15.7%/+14.0%。



四、建议关注标的

4.3 申洲国际：服装制造龙头标杆

【短期】 基本面改善，订单增速表现佳。1) 从订单看，24Q1服装制造行业订单低基数，整体呈增长趋势。申洲国际作为行业龙头，订单水平与行业趋势基本一致。我们估计，2024年公司国内品牌客户及Adidas国外客户订单有望提升，Nike订单稳健增长。2) 从产能看，公司产能利用率持续向好。我们估计，2024年公司国内外产能利用率均将回归正常年份水平，并有望实现利润的进一步增长。

【中长期】 规模一体化优势突出，占客户份额有望持续提升。1) 公司集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整工序于一体，规模化优势带来高抗风险能力以及更快的业绩增长能力。2) 订单资源向头部集中，公司占核心国际客户的份额有望保持较高水平、占国内品牌客户及新客户的份额有望提升。

【我们的观点】 公司收入端的表现已充分体现公司作为头部供应商的韧性。我们认为，公司在鞋服供应链的龙头地位没有改变，疫后盈利水平有望恢复正常。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为53.5亿元/61.7亿元/71.0亿元，同比+17.3%/+15.4%/+15.1%。



四、建议关注标的

4.4 滔搏体育：估值洼地，具备性价比

【短期】业绩重回高增长，现金流水平充足。1) 利润增长好于营收。FY2024全年营收同比+6.9%，归母净利润同比+20.5，主要是由于终端折扣改善及费用率下降。2) 现金流充足，维持高派息。公司凭借健康的现金回流，持续为股东创造价值，FY2024全年派息比率高达100.9%。

【中长期】零售景气提升，公司势能回弹。1) 主力客户深度绑定，Nike和Adidas品牌力仍在，中长期增长势能回弹较快；2) 开拓潜力品牌，与本土品牌合作，增强渠道实力；3) 升级门店形象，优化消费场景，通过优质私域社群，增强与粉丝粘性。公司是线下零售运营的能手，在零售环境景气回升之后，公司业绩将持续高增长。

【我们的观点】在外部零售环境相对较差的情况下，公司仍然能保持较高的零售营运效率，以及较高的毛利率，保证了业绩的持续稳健。我们认为，公司零售实力及应对变化的能力更强，仍然能保持充足的现金流充足且较高的派息比率。根据Wind一致预期，6月21日收盘价对应公司2025财年Wind一致预期PE约为10.1倍。



目录 CONTENTS

- ① 一、轻纺行业投资策略
- ② 二、运动户外板块：行业修复，景气上行
- ③ 三、服装及家居出海板块：热度不减的高景气赛道
- ④ 四、建议关注标的
- ⑤ 五、风险提示



五、风险提示

- **消费偏好变化。**我国服装产品品类及品牌众多，且各细分赛道竞争激烈。品牌口碑及销量容易受社会舆论影响、品牌宣传力度以及消费者购买力等因素的影响，消费者对服装品牌及风格的喜好容易发生转移。同时，服装消费的潮流及风尚容易发生变化，服装品牌公司若不及时加强与终端消费者的互动，则可能导致消费者与品牌的粘性下降，进而导致客流的流失以及业绩的下降。
- **渠道库存积压风险。**消费环境尚存不确定性，若当季货品成交率不足，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。
- **海外需求的不确定性。**虽然服装出海公司的产品性价比较高，但海外市场仍具不确定性，或将给轻工及纺服出海企业业绩带来一定的不确定性。

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推 荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中 性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现±10%之间)

回 避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中 性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

免责声明:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。