

特朗普关税2.0对轻工出口影响几何

行业评级：看好

2024年12月7日

分析师

邮箱

证书编号

史凡可

shifanke@stocke.com.cn

S1230520080008

曾伟

zengwei@stocke.com.cn

S1230524090011

研究助理

邮箱

陈秋露

chenqiulu@stocke.com.cn

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

摘要

□ 美国加关税历史复盘

自2017年开启301调查开始共有三轮，目前轻工主要品类加征关税为25%左右，影响较大的品类是床垫（多轮反倾销加关税）和PVC地板（叠加23年美国原料溯源），影响较小的品类是花洒、宠物尿垫（加关税7.5%，且有豁免期）和保温杯（排除出清单）

□ 美国加关税对中国轻工企业影响

市场普遍担忧：美国加关税会导致收入降速或下滑，中国在全球份额下降，关税成本增加或转嫁导致利润率下滑。

与市场共识不同，我们发现加关税对轻工出口企业收入和格局影响有限：1) **收入端：**短期出现抢出口效应，中长期看出口增长稳健，16-23年中国家居出口保持4.4%复合增长，甚至，大部分细分品类龙头出现双位数复合增长，出现行业集中度提升；2) **格局端：**普遍加关税情况下，中国家居出口在全球份额不降反升（18-23年提升3.2pct），细分品类看，除了PVC地板/休闲沙发出口份额有所下滑外，功能沙发/花洒/龙头/空压机/宠物尿垫/保温杯中国出口份额仍在提升。**主要是因为中国轻工企业可通过产能转移和市场转移来对冲部分关税风险，且中国供应链优势明显，中国制造在全球份额提升不可逆。**

与市场共识不同，我们发现加关税对轻工出口企业利润影响有限，甚至，匠心家居/松霖科技/依依股份/嘉益股份/欧圣电气利润率仍有提升，这主要是因为：1) FOB模式下关税大部分由客户承担；2) 龙头可通过产品升级或客户升级助推利润优化。

□ 特朗普2.0影响推演和敏感性分析

我们认为特朗普2.0有三种可能性：1) 全球加征10%关税；2) 中国加征关税至60%；3) 撤销中国最惠国待遇。**但与特朗普1.0时期不同：**大部分轻工出口企业已提前布局海外产能，已实现美国敞口全覆盖的有敏华控股/匠心家居/永艺股份/共创草坪/中宠股份/欧圣电气。

我们根据以上三种情景进行敏感性分析，假设中国企业承担50%关税（悲观情况），经测算对轻工出口企业净利率影响在0-15%不等，海外产能覆盖美国业务越多，影响越小。

□ 投资建议

我们认为特朗普2.0对轻工出口企业影响可控，依然看好该板块。目前关税政策靴子尚未落地，预计带来行情波动和估值承压，我们推荐把握底部思维，优选高景气+海外产能布局充分资产，品牌出海类资产推荐泡泡玛特，匠心家居**，制造出口类资产推荐**永艺股份，欧圣电气**。此外，考虑跨境电商和美国保温杯景气延续，持续跟踪**致欧科技、嘉益股份、哈尔斯**等海外产能落地节奏。**

□ 风险提示 关税风险；海外需求不及预期；行业竞争加剧；汇率/运费及原材料价格波动

目录

CONTENTS

01

美国加关税历史复盘

02

美国加关税影响复盘

03

特朗普2.0敏感性分析

04

投资建议

05

风险提示

01

美国加关税 历史复盘

复盘看，美国关税主要有三轮：

	时间	商品价值	加征税率变化	事件
301调查	2017年8月			美国总统特朗普授权美国贸易代表办公室根据“301条款”对中国开展调查。
	2018年4月			美国发布“301”调查报告，依据301调查结果，特朗普称将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。
第一轮	2018年6月	总计500亿	25%	美国政府发布加征关税商品清单，对从中国进口的约500亿美元商品加征25%关税。
	2018年7月	其中340亿		美国对中国340亿美元商品(301清单1)加征25%关税，主要涉及机器、机器零部件、机动车、机动车零部件以及美国关税表(HTSUS)中的第84和85章主要产品。
	2018年8月	其中160亿		美国对中国160亿美元商品(301清单2)加征25%关税，主要涉及半导体、电子产品、塑料、化学产品、铁路机械、电单车、涡轮机、农用拖拉机、工具机、摩托车，甚至还有钢、铝等相关产品。
第二轮	2018年9月	2000亿	10%	美国对中国2000亿美元商品(301清单3)加征10%关税，主要涉及电子、纺织、金属制品及汽车零部件以及箱包、家具、灯具等消费品共计五千七百多项商品。
	2019年5月		10%提升到25%	美国对2000亿美元商品进一步加征15%关税，合计加征25%。
第三轮	2019年9月	3000亿	15%	美国对中国3000亿美元商品(301清单4)加征15%关税，涉及电机电气、机械设备、针织服装、手机、电脑、服装类、玩具、鞋类等共计三千八百多项产品。
	2020年2月		15%下降至7.5%	美国政府对3000亿美元商品加征率降为7.5%。
豁免清单	2020年3月		关税豁免	美国贸易代表办公室公布对中国3000亿美元加征关税商品中的部分商品排除清单。
	2022年3月			美国贸易代表办公室宣布301中国法案关税加征清单中的352项商品豁免加征关税，豁免期间自2021年10月12日至2022年12月31日。
	2022年12月			上述免加关税产品豁免期延长9个月。
	2023年9月			美国贸易代表办公室进一步延长对352项已恢复豁免关税的中国进口商品和77种与新冠防疫相关的中国进口商品的301条款关税豁免期，期限由今年9月30日延至12月31日。
	2023年12月			产品豁免期延长至24年5月31日
第四轮	2024年5月			USTR发布对华加征301关税四年期复审报告，建议在原有对我国征收301关税基础上，进一步加征自我国进口的电动汽车、锂电池、半导体、光伏电池、港口起重设备等共14类产品的301关税，新的关税幅度将增加至25%至100%不等。

当前轻工主要品类加征关税在25%左右：

品类	相关企业	基础关税	加征关税	加征关税节点
沙发	顾家家居、敏华控股、匠心家居	0%	25%	属于第二轮加征关税产品，18年9月加征10%，19年5月加征到25%
电动床	麒盛科技	0%	25%	
办公椅	永艺股份、恒林股份	0%	25%	
人造草坪	共创草坪	6%	25%	
遮阳棚	玉马遮阳、西大门	8.8%	25%	
宠物食品	乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份	0%	25%	
宠物牵引绳	源飞宠物	2.40%	25%	
床垫	梦百合	反倾销关税		19年加征57%+关税，21年泰国、塞尔维亚分别加征763%/112%
PVC地板	天振股份、海象新材、爱丽家居	5.3%	25%	属于第二轮加征关税产品，18年9月加征10%，19年5月加征到25%，19年11月获得豁免，20年8月恢复加征25%关税
花洒	建霖家居、松霖科技	1.8%	7.50%	属于第三轮加征关税产品，19年9月加征15%，20年下降至7.5%
宠物尿垫	依依股份	0%	7.50%	属于第三轮加征关税产品，19年9月加征15%，20年下降至7.5%，20年3月进入关税商品排除清单，23年6月加征7.5%
保温杯	嘉益股份、哈尔斯	7.2%	0%	属于第三轮加征关税产品，后被排除清单
空压机/吸尘器	欧圣电气	0%	25%	属于第二轮加征关税产品，18年9月加征10%，19年5月加征到25%

02

美国加关税 影响复盘

中国家居出口可以分为4大阶段：1) 2015年前：全球家居产能向中国转移，中国家居出口额占全球出口份额从04年15.4%提升到15年41.5%，其中美国家居进口来自中国的份额从45%提升到50%；2) 2017-2019年：美国加征关税带来17-18年中国家居出口额提速，有短期抢出口效应，19年关税落地后回落；3) 2020-2021年，全球卫生事件导致产能紧缩，叠加美国需求高增，中国家居出口额双位数高增；4) 2022年至今，因主动去库导致中国家居出口额下滑。**整体看，16-23年中国家居出口额仍保持年化4.4%的增长。**

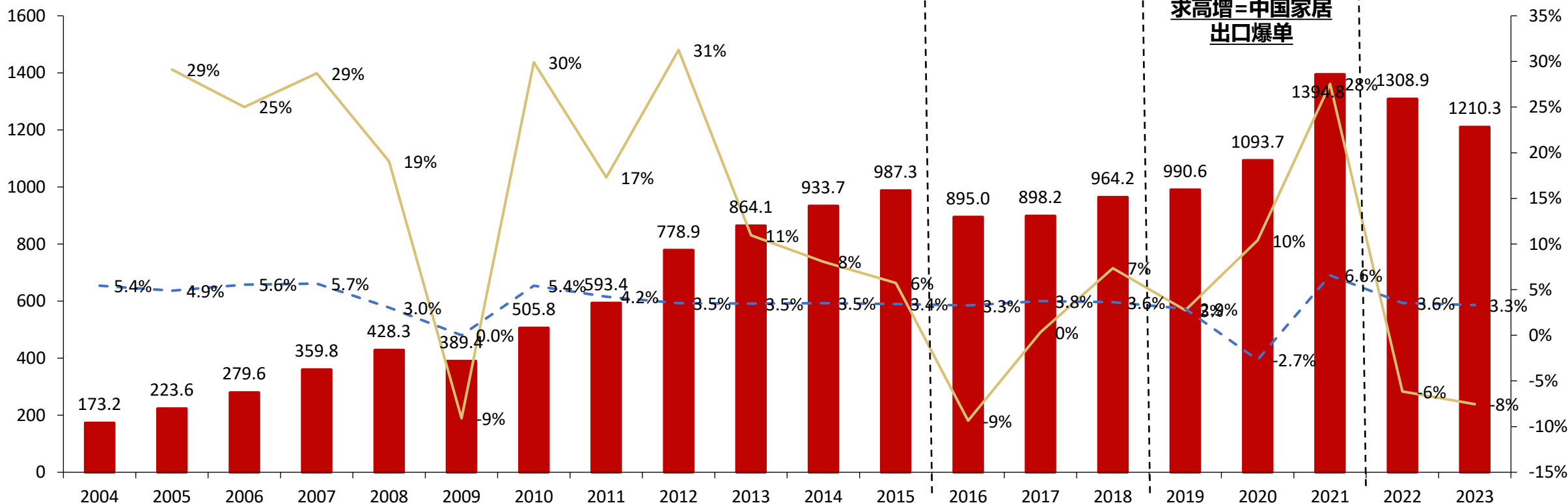
04-15年CAGR 15%

16-23年CAGR 4.4%

2015年前：全球家居产能向中国转移

美国加关税导致
短期抢出口效应全球卫生事件导致
产能紧缩+美国需求高增=中国家居
出口爆单

主动去库



资料来源：ITC, wind, 浙商证券研究所

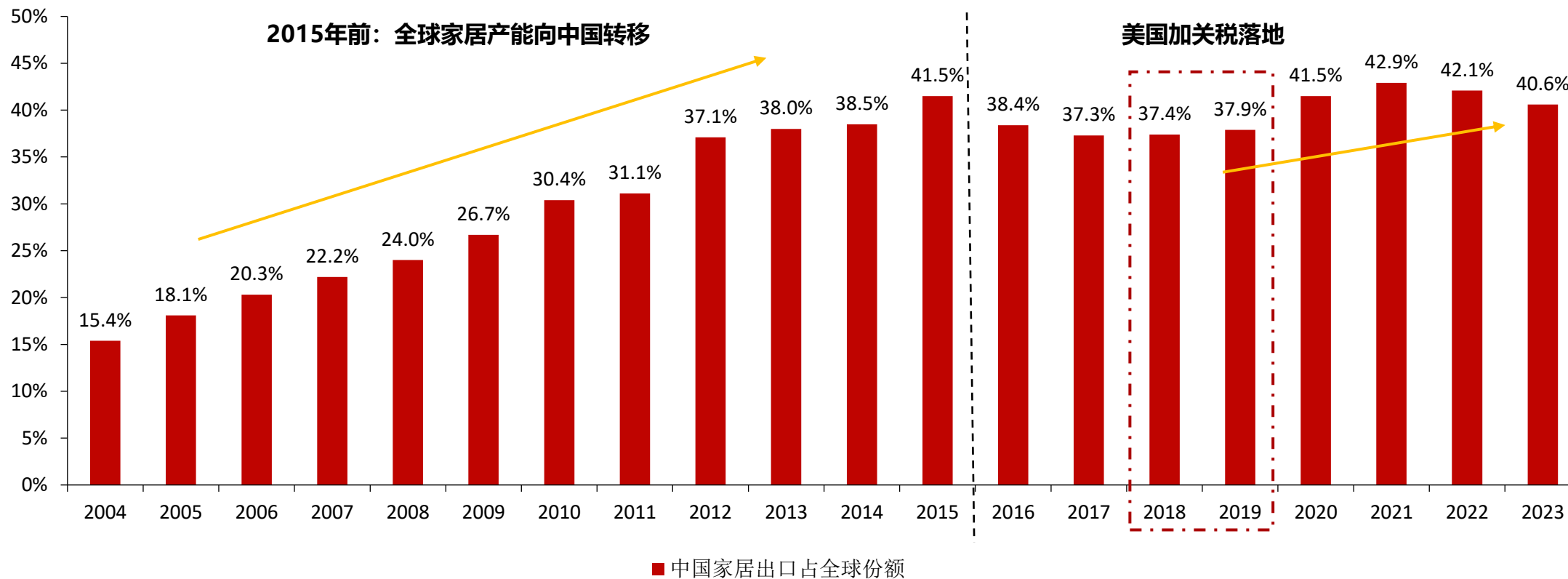
更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

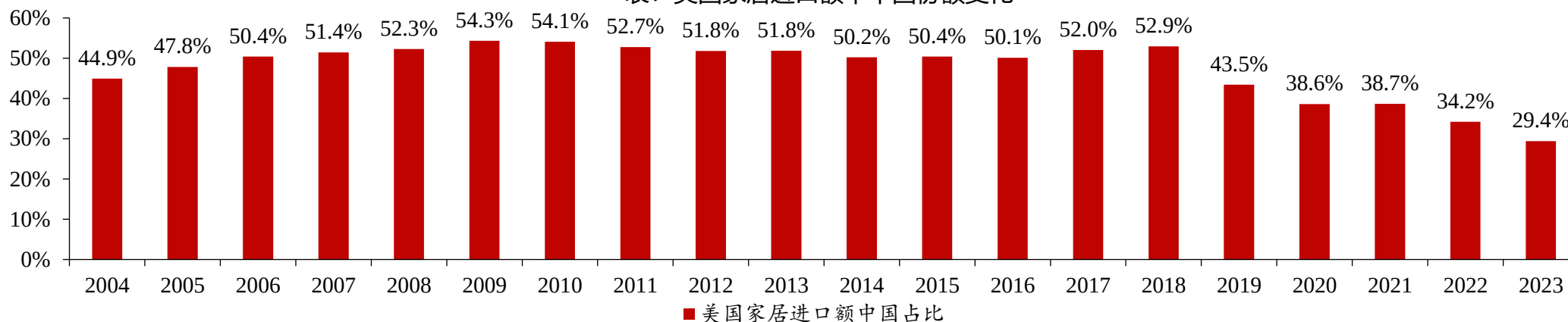
美国加关税后，中国家居出口在全球份额仍提升，冲击可控。美国加关税后，中国家居出口在全球份额仍从18年37.4%提升到23年40.6%，主要原因为：1) 产能转移：中国家居企业通过海外产能转移出口美国；2) 市场转移：中国家居企业通过拓展非美市场补足美国需求冲击。

表：中国家居出口占全球份额变化



美国加关税后，中国家居企业产能转移使中国对美份额冲击可控。美国加关税确实导致美国家居进口额中国占比从2018年52.9%下滑到2023年29.4%，份额大幅下滑23.5pct，对应期间份额提升的TOP5是越南/墨西哥/加拿大/柬埔寨/泰国，分别提升9.3/4.0/1.5/1.5/1.1 pct，我们认为中国产能转移贡献较大，中国家居企业集中选址东南亚及美洲国家，比如沙发海外产能集中在越南/墨西哥，花洒龙头产能集中泰国/越南等，且当地此前大多缺乏成熟供应链体系，对应2018-2023年中国家居出口份额提升TOP3是马来/泰国/菲律宾，分别提升1.8/1.1/1.0pct，可互相验证。**因此，考虑产能穿透，我们认为美国加关税对中国在美份额有冲击但可控。**

表：美国家居进口额中中国份额变化

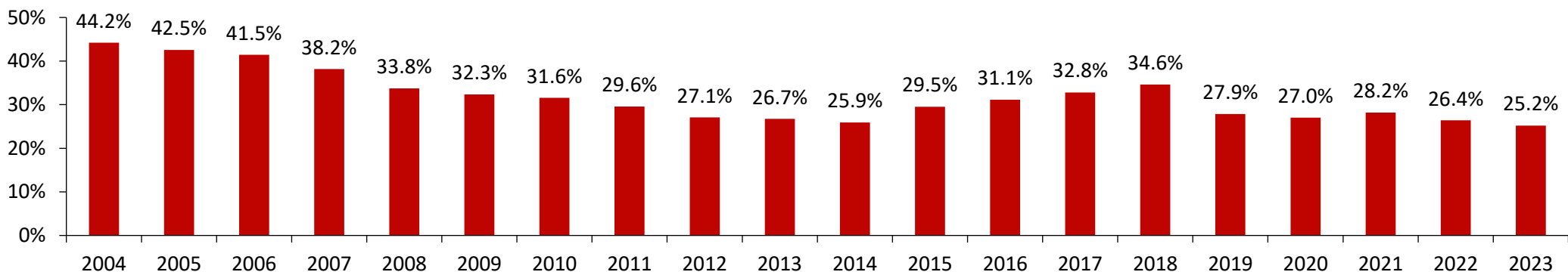


表：美国家居进口份额增加TOP10

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
Viet Nam	8.1%	12.3%	17.2%	17.5%	18.2%	17.3%	9.28%
Mexico	15.3%	16.1%	14.7%	14.2%	15.2%	19.4%	4.04%
Canada	6.9%	7.8%	6.7%	6.1%	6.8%	8.4%	1.54%
Cambodia	0.1%	0.7%	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%	1.53%
Thailand	0.4%	0.6%	1.2%	1.3%	1.6%	1.5%	1.14%
Indonesia	1.2%	1.7%	2.3%	2.4%	2.8%	2.3%	1.05%
Italy	2.0%	2.2%	2.1%	2.4%	2.8%	3.0%	0.94%
Malaysia	1.5%	2.1%	3.4%	2.7%	2.9%	2.3%	0.83%
India	1.4%	1.6%	1.6%	2.1%	2.1%	2.0%	0.68%
Taipei, Chinese	1.7%	2.1%	2.4%	2.4%	2.2%	2.0%	0.34%

美国加关税后，中国家居企业通过非美市场转移补足。美国加关税后，中国家居出口额美国占比从2018年34.9%下滑到2023年25.2%，份额下滑9.7pct，同期份额提升较多TOP10 国家为马来西亚/泰国/菲律宾/阿拉伯/韩国/越南/墨西哥/印尼/印度/阿联酋，集中在东南亚/美洲/一带一路国家，非美市场补充需求，对于东南亚国家，除产能转移外，也可供当地市场需求。如建霖家居/松霖科技/欧圣电气等企业也在积极拓展欧洲市场。

表：中国家居出口额中美国份额变化



■ 中国家居出口额美国占比

表：中国家居出口份额增加TOP10

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	23-18份额变化
Malaysia	1.8%	2.6%	2.7%	2.6%	3.1%	3.6%	1.8%
Thailand	1.0%	1.2%	1.6%	1.7%	2.0%	2.2%	1.1%
Philippines	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.9%	1.8%	1.0%
Saudi Arabia	1.5%	2.1%	2.7%	2.2%	2.1%	2.3%	0.8%
Korea, Republic of	2.6%	2.9%	3.8%	3.7%	3.5%	3.4%	0.7%
Viet Nam	1.4%	2.0%	2.4%	1.8%	2.2%	2.1%	0.7%
Mexico	1.1%	1.1%	1.0%	1.4%	1.6%	1.8%	0.7%
Indonesia	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	0.6%
India	1.7%	1.8%	1.4%	1.6%	2.1%	2.1%	0.4%
United Arab Emirates	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%	0.4%

美国加关税后，中国出口全球份额变化有差异。全球份额仍增长的强势品类是**功能沙发/花洒/龙头/空压机/宠物尿垫/保温杯**；全球份额下降比较大的品类是**PVC地板/休闲沙发**。

我们认为，导致品类份额变化差异的主要影响因素有2个：1) 加税程度；2) 中国供应链优势程度。

表：中国轻工品类出口占全球出口份额总览

品类	公司	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
家居大盘		15%	18%	20%	22%	24%	27%	30%	31%	37%	38%	39%	42%	38%	37%	37%	38%	42%	43%	42%	41%	3%
床垫	梦百合 麒盛科技 顾家家居	39%	42%	44%	45%	43%	45%	50%	50%	52%	52%	51%	52%	51%	51%	51%	50%	48%	48%	48%	49%	-2%
休闲沙发	顾家家居 匠心家居	12%	18%	23%	27%	29%	34%	40%	39%	43%	44%	46%	48%	48%	48%	47%	43%	41%	41%	37%	35%	-12%
功能沙发	敏华控股 中源家居	23%	30%	36%	42%	46%	51%	57%	60%	75%	74%	69%	68%	63%	61%	64%	67%	72%	72%	69%	67%	3%
PVC地板	天振股份 海象新材 爱丽家居	9%	10%	11%	15%	15%	17%	23%	25%	29%	32%	36%	41%	44%	50%	56%	56%	59%	56%	53%	48%	-8%
花洒	建霖家居	6%	6%	9%	10%	12%	16%	15%	14%	13%	14%	15%	18%	19%	20%	19%	22%	27%	28%	27%	24%	4%
龙头	松霖科技	8%	10%	13%	15%	16%	15%	17%	18%	19%	19%	20%	21%	20%	20%	21%	21%	22%	25%	26%	24%	3%
遮阳篷	玉马遮阳 西大门	34%	42%	46%	43%	49%	45%	50%	52%	53%	53%	53%	56%	54%	54%	56%	58%	55%	60%	61%	55%	-1%
空压机	欧圣电气	4%	5%	5%	6%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	15%	19%	19%	17%	4%
吸尘器					39%	37%	38%	38%	37%	39%	40%	41%	42%	43%	43%	43%	42%	45%	46%	41%	40%	-3%
宠物食品	乖宝宠物 中宠股份 佩蒂股份	1%	1%	2%	4%	5%	6%	7%	7%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	-1%
宠物尿垫	依依股份	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	5%	10%	18%	20%	22%	22%	24%	26%	26%	23%	28%	29%	29%	4%
保温杯	嘉益股份 哈尔斯	57%	62%	62%	65%	73%	73%	75%	75%	74%	75%	74%	74%	78%	75%	74%	77%	77%	79%	80%	82%	8%

加税程度：1) 床垫经受美国多轮反倾销加税、PVC地板受美国原料溯源影响，中国出口占全球份额下滑较大；2) 加关税率较低或不加关税品类如花洒（加税7.5%）/保温杯（不加税）/宠物尿垫（加税7.5%），中国出口份额延续增长趋势；

中国供应链优势程度：对于在加税25%情况下中国出口在全球份额仍在提升的品类有功能沙发/龙头/空压机，18-23年份额提升3/3/4pct，这些源于中国供应链的绝对优势。经测算，2022沙发/龙头中国制造在全球占比超过50%，具有同样供应链优势的还有办公椅/保温杯/人造草坪等。

表：中国轻工品类制造规模在全球占比

品类	中国制造市场规模（亿元）	全球市场规模（亿元）	占比	备注
办公椅	784	1078	72.78%	2022年数据
沙发	2921	5153	56.68%	2022年数据
床垫	921	2357	39.07%	2022年数据
PVC地板	1113	2911	38.25%	2022年数据
保温杯	341	528	64.66%	2021年数据，全球产量占比
人造草坪	124.8	208	60%	2021年数据，全球产能占比
龙头	576	884	65.17%	2022年数据

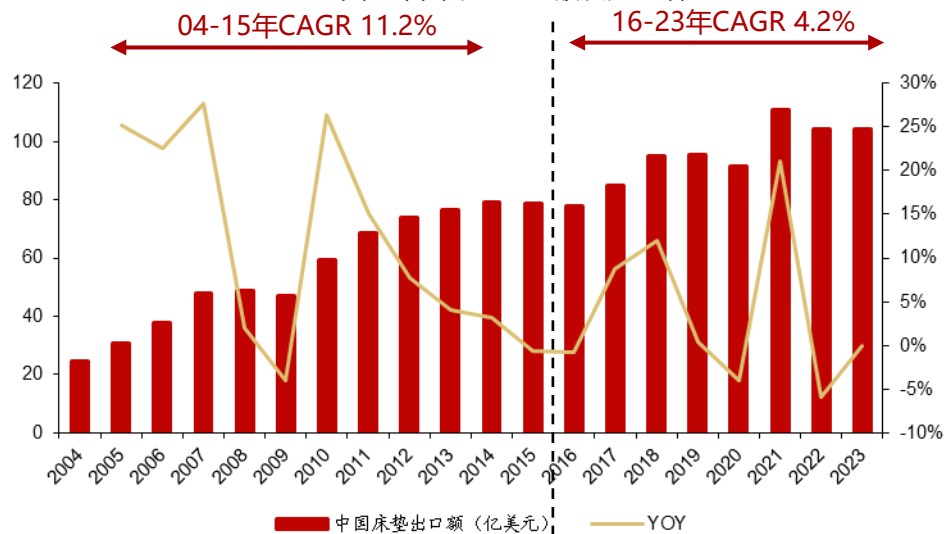
表：2023年中国轻工品类出口占全球出口份额总览

	2023年中国出口额占全球出口额比
家居大盘	41%
床垫	49%
休闲沙发	35%
功能沙发	67%
PVC地板	48%
花洒	24%
龙头	24%
遮阳篷	55%
空压机	17%
吸尘器	40%
宠物食品	5%
宠物尿垫	29%

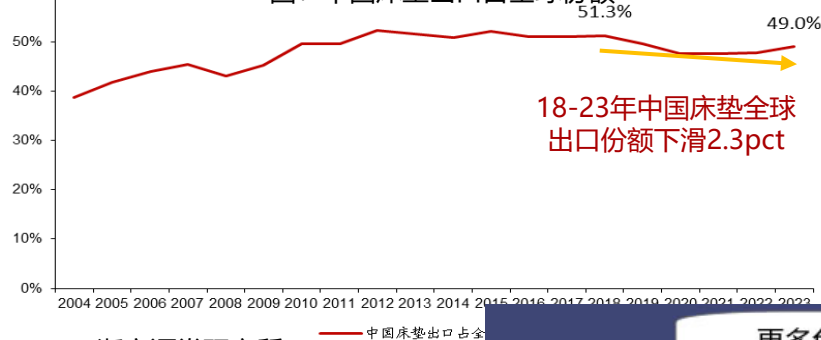
床垫经历3轮反倾销，产能从“中国-东南亚/墨西哥-美国”多次迁移：1) 起始于18年10月，美国商务部宣布对进口中国床垫进行反倾销调查，19年5月宣布初裁，国内产能开始向东南亚转移；2) 20年10月，美国国际贸易委员会公布对柬埔寨/印尼/马来西亚/塞尔维亚/泰国/土耳其/越南等7国反倾销初裁，涉及梦百合/喜临门/顾家等工厂，产能开始从东南亚向中国台湾、墨西哥、欧洲等迁移；3) 23年7月，美国床垫企业和协会联合发起针对墨西哥/中国台湾等13国反倾销诉讼，24年2月美国商务部宣布初裁，床垫产能向美国本土回流不可逆。

结论：1) 床垫生产自动化率较高，是制造业回流美国落地相对容易的品类代表；2) 3轮反倾销导致中国床垫出口额在全球份额略有下降，中国企业通过多次产能转移应对，产能回流美国不可逆；3) 反倾销推动床垫行业集中度提升，**建议关注具有美国本土产能如梦百合。**

图：中国床垫出口额及同比增速



图：中国床垫出口占全球份额



图：中国床垫出口美国份额下降明显、产能转移及新市场转移补量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
United States of America	34.8%	37.5%	38.5%	33.1%	32.5%	34.0%	30.6%	31.3%	-7.2%
Malaysia	1.6%	1.3%	1.3%	2.0%	2.3%	2.3%	3.4%	4.1%	2.8%
Singapore	1.1%	0.8%	0.8%	1.2%	1.5%	1.3%	3.3%	3.4%	2.6%
Korea, Republic of	3.6%	3.2%	3.0%	3.4%	4.2%	4.1%	4.0%	4.3%	1.3%
Kyrgyzstan	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	0.8%
Australia	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%	5.6%	4.4%	5.6%	5.0%	0.7%
Viet Nam	0.4%	0.7%	1.3%	1.8%	1.6%	1.4%	1.7%	1.9%	0.6%
Germany	2.8%	2.7%	2.5%	2.7%	3.3%	3.2%	3.0%	3.1%	0.6%
Mexico	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	0.5%
Taipei, Chinese	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.2%	1.6%	1.8%	2.0%	0.4%
United Kingdom	1.6%	1.2%	1.1%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	0.3%

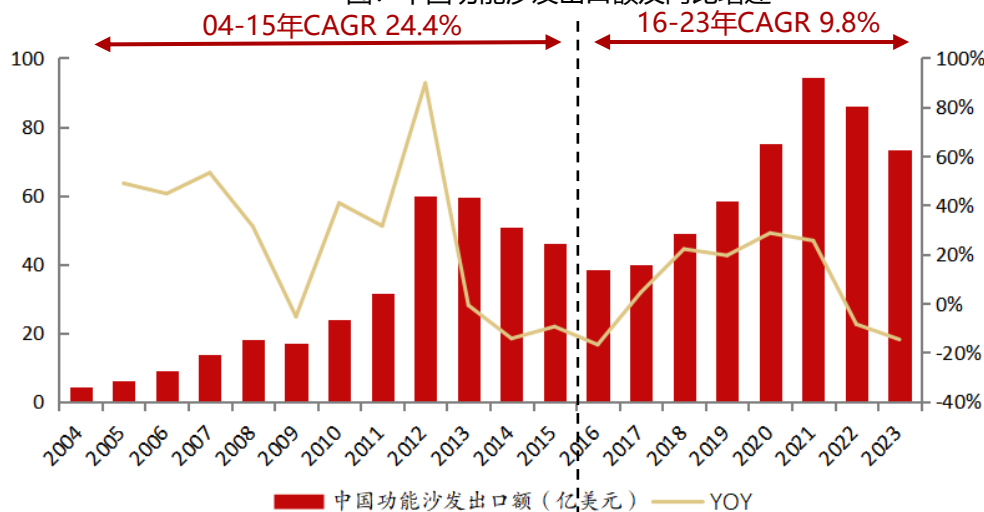
图：美国床垫进口中国份额下降明显、东南亚/墨西哥等份额上升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
China	77.9%	80.4%	80.7%	65.0%	52.8%	55.4%	50.2%	47.7%	-33.1%
Indonesia	0.1%	0.0%	0.2%	4.0%	8.3%	6.7%	8.4%	8.2%	8.0%
Mexico	8.0%	6.5%	6.2%	6.0%	4.8%	8.4%	10.0%	13.0%	6.9%
Myanmar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.4%	3.4%	3.4%
Serbia	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.6%	2.0%	2.8%	2.1%	2.1%
Taipei, Chinese	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	1.0%	3.4%	3.4%	2.5%	1.9%
Pakistan	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%	1.7%	2.3%	2.8%	2.9%	1.8%
Viet Nam	0.5%	0.6%	0.7%	6.2%	8.1%	1.5%	2.3%	2.3%	1.6%
India	5.7%	5.1%	5.6%	6.1%	6.1%	8.3%	8.2%	7.1%	1.5%
Korea, Republic of	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	1.3%	1.1%
Philippines	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%

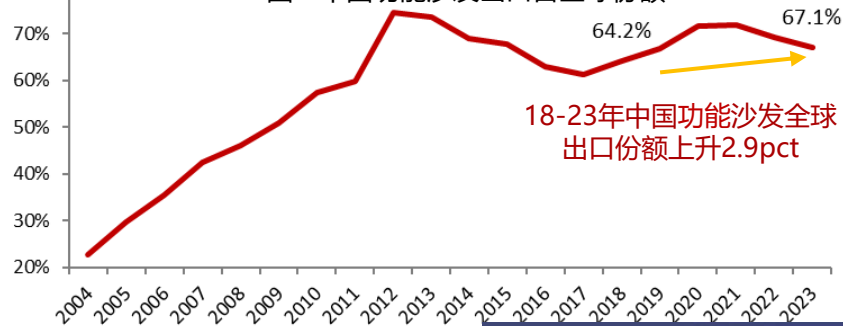
沙发属于属于第二轮加征关税产品，18年9月加征10%，19年5月加征到25%。

结论：1) 加关税对功能沙发冲击有限，2016-2023年中国功能沙发出口额复合增速为9.8%，全球出口份额仍在提升；2) 美国功能沙发进口来自中国份额有较大下滑（18-23年下滑9.2pct），但来自越南进口大幅提升（18-23年提升9.0pct），以匠心家居为代表的中国企业将产能转移到越南，有效控制关税风险；3) 中国出口到美国份额下降明显（18-23年下滑7.2pct），但产能转移和市场转移可充分补充，新市场拓展包括一带一路国家如沙特阿拉伯/阿联酋/尼日利亚等新市场开拓。

图：中国功能沙发出口额及同比增速



图：中国功能沙发出口占全球份额



图：中国功能沙发出口美国份额下降明显、产能转移及新市场转移补量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
United States of America	30.1%	32.1%	31.0%	23.4%	23.2%	26.0%	26.2%	23.8%	-7.2%
Malaysia	1.8%	1.7%	1.9%	3.5%	3.2%	2.9%	3.2%	3.4%	1.5%
India	1.5%	1.6%	1.7%	2.1%	1.8%	1.6%	2.4%	3.0%	1.3%
Thailand	0.8%	0.6%	0.6%	0.9%	1.7%	1.3%	1.5%	1.8%	1.2%
Saudi Arabia	2.2%	1.8%	1.5%	2.2%	2.9%	2.2%	2.0%	2.6%	1.1%
Philippines	0.6%	0.6%	0.7%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%	0.9%
Viet Nam	0.6%	0.7%	1.0%	1.5%	1.6%	1.0%	1.9%	1.9%	0.9%
United Arab Emirates	1.8%	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%	2.0%	0.7%
Indonesia	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.9%	1.3%	0.6%
Ghana	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.8%	0.6%
Nigeria	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	1.0%	0.6%

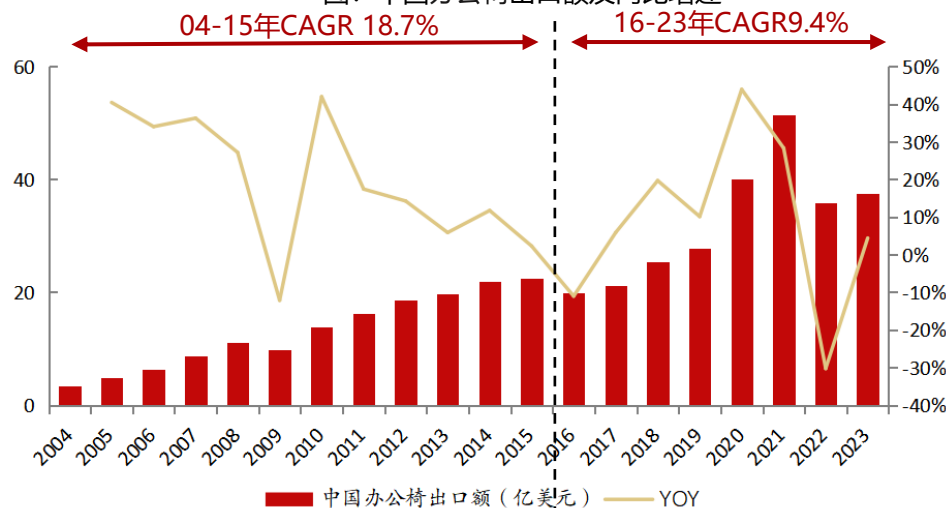
图：美国功能沙发进口中国份额下降明显、越南份额上升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
China	61.4%	66.0%	66.0%	57.4%	64.3%	65.7%	61.6%	56.8%	-9.2%
Viet Nam	0.8%	1.3%	1.7%	5.6%	7.3%	8.1%	8.6%	10.7%	9.0%
India	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%	1.1%	0.7%
Spain	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	0.5%
Mexico	8.5%	6.8%	6.7%	8.0%	5.1%	4.9%	5.6%	7.1%	0.4%
Indonesia	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	1.0%	0.6%	0.3%
Sweden	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.5%	0.3%
Lithuania	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
Thailand	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	0.3%	0.3%
Poland	0.4%	0.2%	0.4%	0.9%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.3%
Italy	4.9%	4.9%	4.9%	5.5%	5.1%	5.0%	5.5%	5.2%	0.3%

办公椅属于属于第二轮加征关税产品，18年9月加征10%，19年5月加征到25%。

结论：1) 加关税对办公椅冲击有限，2016-2023年中国办公椅出口额复合增速为9.4%；2) 美国办公椅进口来自中国份额有较大下滑（18-23年下滑12.7pct），但来自越南进口大幅提升（18-23年提升17.4pct），以永艺股份、恒林股份为代表的中国企业将产能转移到越南，有效控制关税风险；3) 中国出口到美国份额下降明显（18-23年下滑7.8pct），但产能转移和市场转移可充分补充，新市场开拓如智利、波兰、德国、荷兰、日本等。

图：中国办公椅出口额及同比增速



图：中国办公椅出口美国份额下降明显、产能转移及新市场转移补量

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	18-21年份额变化
United States of America	25.1%	28.7%	31.2%	31.2%	31.1%	27.0%	29.4%	23.3%	-7.8%
Philippines	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.7%	2.2%	3.3%	2.0%
Chile	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	2.0%	1.1%
Thailand	2.1%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.6%	2.2%	1.0%
Poland	2.1%	2.0%	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%	3.4%	0.7%
Brazil	2.6%	2.2%	1.4%	2.3%	2.4%	2.8%	2.5%	3.0%	0.6%
Germany	5.2%	5.6%	6.1%	5.7%	5.5%	5.7%	5.6%	6.0%	0.5%
Japan	4.0%	3.8%	4.8%	4.5%	4.2%	4.7%	5.1%	4.7%	0.5%
Netherlands	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.6%	2.5%	2.8%	0.5%
Viet Nam	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	0.5%
Malaysia	2.7%	2.1%	1.5%	1.7%	1.7%	2.2%	1.6%	2.1%	0.4%

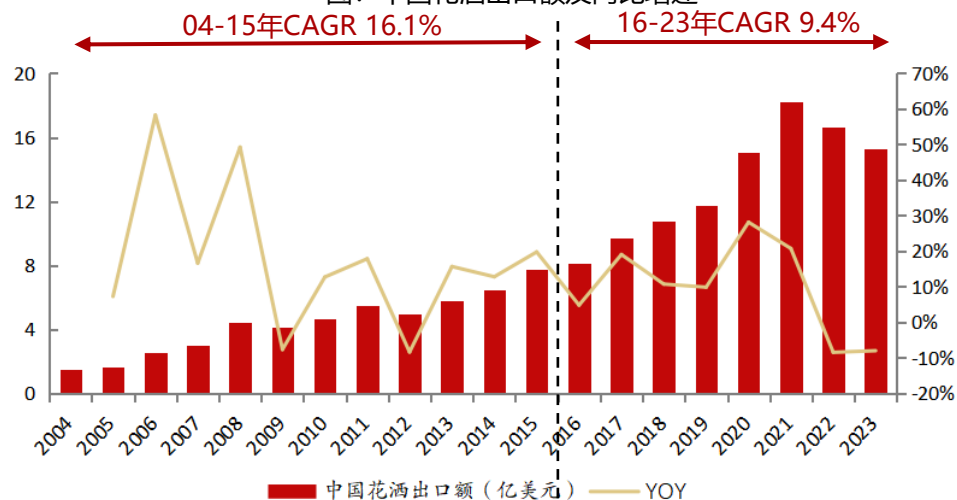
图：美国办公椅进口中国份额下降明显、东南亚/墨西哥等份额上升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	18-21年份额变化
China	61.4%	62.8%	66.2%	65.6%	68.4%	67.5%	60.7%	55.7%	-12.7%
Viet Nam	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%	10.8%	17.7%	17.4%
Taipei, Chinese	9.1%	8.7%	7.7%	7.0%	6.2%	5.4%	7.6%	6.6%	0.4%
Malaysia	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%	0.4%	0.2%
Korea, Republic of	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.7%	0.4%	0.1%
Japan	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
Spain	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
Thailand	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
Türkiye	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%

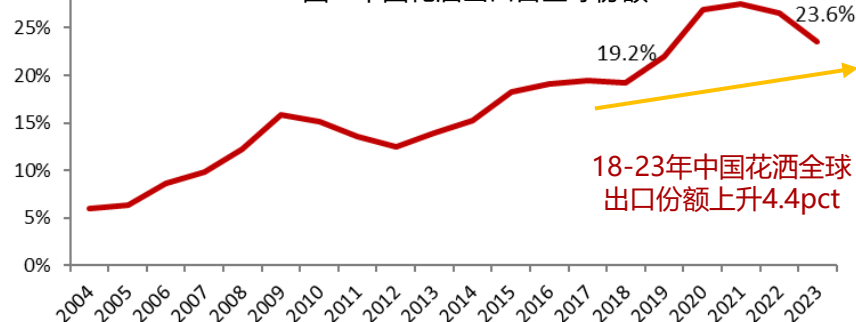
花洒属于第三轮加征关税产品，19年9月加征15%，20年下降至7.5%，后进入豁免名录，24年6月豁免期结束开始加税

结论： 1) 加关税对花洒冲击有限，2016-2023年中国花洒出口额复合增速为9.4%； 2) 考虑到关税豁免有期限问题，美国花洒进口来自中国份额有较大下滑（18-23年下滑15.0pct），来自韩国/法国/加拿大/意大利/丹麦/印度等占比提升显著，另外从越南/泰国进口份额有较大提升，以建霖家居、松霖科技为代表已开始积极在东南亚进行产能布局，建霖设址在泰国和墨西哥，松霖选址越南。3) 中国出口到美国份额下降明显（18-23年下滑7.2pct），而来自越南/墨西哥/马来西亚/泰国等份额提升补充，产能转移和市场转移发挥较大作用。

图：中国花洒出口额及同比增速



图：中国花洒出口占全球份额



图：中国花洒出口美国份额下降明显、产能转移及新市场转移补量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
United States of America	27.0%	24.7%	25.7%	21.5%	25.9%	22.4%	24.3%	18.5%	-7.2%
Viet Nam	3.0%	6.9%	4.0%	6.6%	4.1%	4.6%	5.3%	6.1%	2.1%
Mexico	3.6%	2.8%	2.5%	2.3%	2.5%	2.6%	3.6%	3.9%	1.4%
Malaysia	1.2%	1.4%	1.3%	2.1%	1.6%	3.1%	1.9%	2.5%	1.2%
Russian Federation	2.5%	2.4%	3.1%	3.1%	2.9%	3.3%	3.0%	4.2%	1.1%
Indonesia	2.8%	1.8%	2.4%	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	3.5%	1.1%
Thailand	2.0%	2.2%	1.6%	2.3%	1.6%	2.5%	2.2%	2.7%	1.1%
Singapore	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%	0.8%
India	3.0%	2.8%	3.7%	3.6%	3.9%	3.2%	3.3%	4.4%	0.7%
Brazil	1.0%	1.3%	2.2%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	2.8%	0.6%
Kazakhstan	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.5%

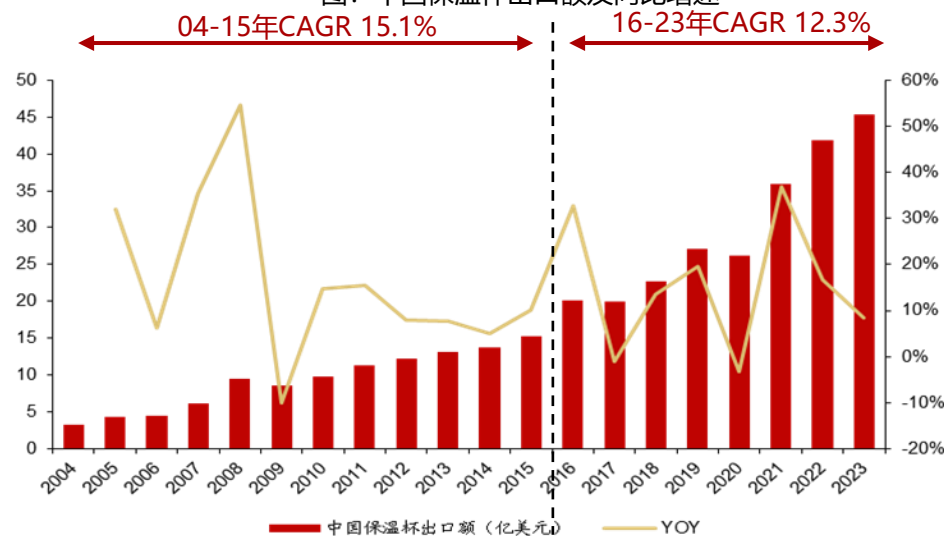
图：美国花洒进口中国份额下降明显、东南亚/墨西哥等份额上升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
China	43.0%	41.7%	44.9%	35.9%	49.2%	42.3%	37.2%	28.0%	-15.0%
Korea, Republic of	3.7%	4.0%	6.9%	10.9%	6.4%	4.9%	8.7%	12.2%	8.5%
Germany	6.6%	9.3%	7.7%	9.5%	5.2%	7.9%	8.5%	12.0%	5.4%
Canada	6.1%	6.0%	5.2%	6.8%	5.0%	7.7%	9.5%	10.3%	4.2%
Italy	2.7%	1.9%	2.2%	2.9%	1.6%	2.0%	3.3%	5.4%	2.7%
Viet Nam	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	0.6%	1.1%	2.2%	2.1%
Denmark	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	1.2%	1.7%	2.6%	1.9%
India	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	2.0%	2.6%	3.4%	2.3%	1.9%
Brazil	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	0.3%	0.4%	0.4%
Netherlands	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%
Thailand	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.9%	1.0%	0.6%	0.4%

保温杯曾列入第三轮加征关税产品，后被移除名单，至今微加征关税。

结论：1) 在未加征关税情况下，中国保温杯出口占全球份额持续提升；2) 为规避后续加税风险，嘉益股份/哈尔斯分别选址越南/泰国加大产能，海外产能优势也推动拿单能力进一步提升。

图：中国保温杯出口额及同比增速



图：中国保温杯出口占全球份额



图：中国保温杯出口美国份额略有下降、产能转移及新市场转移补量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
United States of America	43.9%	37.4%	39.0%	38.6%	37.8%	41.2%	37.9%	36.5%	-2.5%
Brazil	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	1.5%	2.3%	3.3%	2.8%
Viet Nam	0.7%	1.2%	1.1%	2.0%	2.8%	2.6%	2.7%	2.5%	1.4%
Mexico	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	1.2%	1.9%	2.0%	1.4%
Philippines	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.4%	2.7%	2.1%	1.3%
Australia	0.6%	1.0%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	2.2%	2.6%	1.1%
Saudi Arabia	2.5%	2.5%	2.2%	3.2%	3.2%	2.3%	1.9%	2.5%	0.3%
India	2.9%	3.6%	4.5%	4.8%	3.9%	3.1%	4.4%	4.5%	0.0%
Korea, Republic of	2.6%	2.9%	3.2%	3.6%	3.1%	3.2%	3.0%	2.7%	-0.5%
Canada	1.7%	2.6%	2.5%	2.0%	2.6%	3.0%	2.4%	2.0%	-0.5%
Japan	9.1%	9.3%	8.5%	6.8%	6.9%	5.9%	5.0%	4.2%	-4.3%

图：美国保温杯进口中国份额仍在增长

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23年份额变化
China	96.8%	96.4%	96.8%	97.5%	97.4%	98.5%	98.8%	98.4%	1.6%
Mexico	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
Malaysia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%
Canada	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Hong Kong, China	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
United Kingdom	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
India	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Germany	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
Netherlands	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
Taipei, Chinese	0.7%	1.1%	1.0%	0.9%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	-0.7%
Thailand	1.5%	1.8%	1.7%	1.1%	1.3%	0.3%	0.5%	0.7%	-1.0%

美国加关税对轻工出口核心公司收入影响：1) 短期周期波动加剧：17-18年普遍出现抢出口效应，带来收入高增，2019年关税落地回落；2) 中国供应链优势长期难取代：20-21年全球卫生事件导致产能紧缩，叠加美国需求高增，中国家居出口额双位数高增，看16-23年长周期复合增速，多数公司保持稳健甚至双位数增长。

表：轻工出口核心公司营业收入增速

品类	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	16-23年复合增速
沙发	顾家家居	30.2%	39.0%	37.8%	21.2%	14.4%	44.8%	-1.8%	6.6%	22.0%
	敏华控股	11.7%	6.2%	29.1%	13.0%	7.8%	35.3%	29.1%	-19.2%	13.0%
	匠心家居	/	/	22.8%	7.1%	12.8%	46.3%	-24.2%	31.4%	/
	中源家居	38.2%	32.5%	13.4%	20.5%	8.8%	-12.1%	-29.4%	52.3%	9.3%
办公椅	恒林股份	12.3%	9.8%	22.7%	25.4%	63.7%	21.8%	12.7%	25.8%	25.0%
	永艺股份	22.8%	31.5%	31.3%	1.6%	40.2%	35.6%	-12.8%	-12.8%	14.2%
床垫	梦百合	24.9%	36.0%	30.6%	25.5%	70.8%	24.6%	-1.7%	-0.5%	24.5%
电动床	麒盛科技	81.6%	9.6%	72.4%	5.8%	-10.7%	31.3%	-10.3%	16.8%	13.7%
PVC地板	天振股份	/	/	/	-16.3%	30.5%	42.3%	-6.8%	-89.7%	/
	海象新材	/	86.3%	101.2%	9.5%	42.7%	46.9%	5.5%	-15.9%	33.7%
	爱丽家居	19.5%	10.3%	30.2%	-16.6%	-5.7%	0.1%	-26.2%	46.8%	3.0%
人造草坪	共创草坪	/	14.1%	13.0%	11.1%	19.3%	24.7%	7.3%	-0.3%	12.5%
遮阳棚	玉马遮阳	/	/	25.2%	19.3%	0.3%	35.9%	5.1%	20.8%	/
	西大门	/	12.4%	12.8%	4.6%	-13.4%	31.5%	7.1%	27.5%	10.9%
花洒龙头	建霖家居	/	16.6%	14.5%	-4.0%	13.3%	23.0%	-11.3%	3.6%	7.3%
	松霖科技	8.9%	18.3%	1.4%	-1.0%	17.0%	46.5%	6.9%	-6.5%	10.7%
宠物食品	乖宝宠物	/	/	/	/	/	28.2%	31.9%	27.3%	/
	中宠股份	21.4%	28.7%	39.3%	21.7%	30.1%	29.1%	12.6%	15.4%	25.0%
	佩蒂股份	10.6%	15.0%	37.8%	16.1%	32.8%	-5.1%	36.4%	-18.6%	14.5%
宠物尿垫	依依股份	6.4%	17.3%	21.8%	13.7%	20.8%	5.7%	15.4%	-11.9%	11.2%
保温杯	嘉益股份	/	/	10.4%	7.6%	-11.8%	65.0%	115.2%	40.6%	/
	哈尔斯	76.7%	7.4%	24.4%	-0.1%	-16.6%	60.3%	1.8%	-1.1%	8.7%
塑料制品	家联科技	/	/	17.4%	7.7%	0.8%	20.4%	60.2%	-13.2%	/
空压机/吸尘器	欧圣电气	/	/	21.3%	-3.3%	62.7%	32.7%	-2.4%	-5.4%	/
中大件跨境	致欧科技	/	/	/	45.8%	70.7%	50.3%	-8.6%	11.3%	/
	乐歌股份	29.7%	53.4%	26.7%	3.4%	98.7%	48.0%	11.6%	21.5%	34.6%

美国加关税导致
短期抢出口效应全球卫生事件致产能紧
缩+美国需求高增=中国

主动去库

我们需要控制变量来观察上市公司加税后利润率变化。除关税外，影响出口公司毛利率波动的核心要素是：原材料价格、运费、汇率变动。同时，考虑20年受新会计准则调整（运费从销售费用调整到营业成本），我们使用毛销差来替代观察。

美国加关税后，上市公司利润率变化有差异：1) 利润率出现双位数下滑的主要是天振股份（PVC地板受加征关税及美国原料溯源冲击大，订单下滑）/中源家居/佩蒂股份/西大门；2) 在加税情况下利润率仍有提升的是**匠心家居/松霖科技/依依股份/嘉益股份/欧圣电气**。我们认为，导致加关税后公司利润率冲击有限的核心原因有：1) 代工以FOB模式为主，且中国供应链强势，导致关税可大部分转嫁到下游客户和终端消费者；2) 产品升级或客户升级是公司利润率不降反升的核心原因。

表：轻工出口核心公司毛销差

品类	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	17-23变化
美元兑人民币汇率		6.6	6.8	6.6	6.9	6.9	6.4	6.7	7.1	5%
轻工业PPI		99.6	101.8	101.1	100.3	99.5	102.5	102.7	99.2	-3%
CCFI 综合运价指数		700.5	820.7	817.5	824.0	970.6	2,601.9	2,807.0	942.0	15%
沙发	顾家家居	18%	16%	17%	16%	15%	14%	14%	15%	-0.9%
	敏华控股	23%	27%	21%	18%	20%	17%	17%	19%	-7.5%
	匠心家居		28%	21%	25%	28%	27%	29%	31%	3.2%
	中源家居	21%	19%	14%	11%	10%	6%	2%	9%	-10.1%
办公椅	恒林股份	25%	20%	14%	18%	18%	16%	14%	15%	-4.3%
	永艺股份	18%	15%	12%	15%	16%	11%	16%	15%	-0.2%
床垫	梦百合	22%	17%	19%	23%	20%	12%	13%	16%	-1.4%
电动床	麒盛科技	29%	26%	25%	29%	28%	26%	17%	24%	-2.0%
PVC地板	天振股份			28%	28%	25%	15%	17%	-63%	
	海象新材	23%	21%	19%	23%	21%	10%	15%	17%	-4.0%
	爱丽家居	32%	25%	22%	21%	17%	6%	1%	16%	-8.9%
人造草坪	共创草坪	30%	27%	26%	29%	33%	24%	24%	26%	-1.4%
遮阳棚	玉马遮阳		39%	41%	43%	43%	40%	38%	35%	-3.4%
	西大门	35%	36%	32%	35%	37%	30%	24%	23%	-12.7%
花洒龙头	建霖家居	25%	24%	24%	25%	24%	20%	21%	22%	-1.5%
	松霖科技	30%	27%	28%	30%	31%	26%	26%	30%	3.7%
宠物食品	乖宝宠物			18%	29%	16%	15%	16%	20%	
	中宠股份	20%	18%	13%	14%	16%	12%	10%	16%	-2.5%
	佩蒂股份	26%	34%	30%	18%	21%	19%	17%	12%	-21.8%
宠物尿垫	依依股份	11%	8%	8%	17%	25%	15%	12%	14%	5.9%
保温杯	嘉益股份		24%	32%	29%	30%	26%	33%	39%	14.7%
	哈尔斯	25%	23%	22%	19%	18%	20%	22%	21%	-1.7%
塑料制品	家联科技		14%	12%	18%	21%	13%	17%	13%	-1.0%
空压机/吸尘器	欧圣电气		16%	15%	19%	24%	16%	19%	23%	7.4%
中大件跨境	致欧科技			10%	13%	17%	11%	10%	13%	
	爱丽家居	32%	25%	22%	21%	17%	6%	1%	16%	-5.6%

公司	上一轮关税影响
匠心家居	19年越南工厂投产，关税18年影响毛利率1.55%，19年影响6.85%，20年影响1.75%，对应公司25%额外关税下承担比例不到10%
永艺股份	办公椅主要为第二轮加征关税产品，10%时公司基本未分担关税影响，25%时对销售有一定影响，但订单很快转移到越南
乐歌股份	越南工厂16年投产，受关税影响较小
家联科技	纸制品未调价，塑料吸管对TEAM THREE等客户降价5%
致欧科技	通过提价应对，三轮关税后，公司美国区域毛利率下降3pct
共创草坪	对美国客户放宽应收账款条件、部分有降价
海象新材	关税使得公司综合降价6.56%
麒盛科技	SSB：公司承担7.5%，客户17.5%。 TSI：公司承担7.5%，客户17.5%。 Costco：公司25%。 美国其他客户：公司承担7.5%，客户17.5%。
浙江自然	主要品类未加征关税，箱包等产品关税由客户承担（涉税产品19年收入下滑）
欧圣电气	空压机/吸尘器属于第二轮加征关税产品，Costco全由客户承担，Walmart承担16%，家得宝和劳氏承担20%，Menards承担13-40%不等，Harbor Freight Tools承担15%

产品升级或结构优化是缓解关税冲击的核心因素。在加税情况下利润率仍有提升的是匠心家居/松霖科技/依依股份/嘉益股份/欧圣电气，均受益于产品优化，比如嘉益股份受益于毛利率较高Stanley核心大客户订单贡献提升，且规模效应充分发挥；松霖科技得益于毛利率超过50%的美容健康业务占比提升，且利润率较低的松霖家业务剔除；欧圣电气得益于空压机吸尘器代工产品往中高端升级。通过产品升级推升均价的品类还包括：床垫/沙发/办公椅/花洒/龙头/遮阳棚/空压机/宠物尿垫/保温杯。

表：轻工出口各品类均价变化

品类	公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	17-23年变化
床垫	梦百合 麒盛科技 顾家家居	6009	5482	5260	5478	5604	5246	5673	6456	5702	8%
休闲沙发	顾家家居 匠心家居	4.74	4.64	4.43	4.46	4.30	4.39	4.94	5.42	5.05	14%
功能沙发	敏华控股 中源家居	4.98	4.05	3.83	4.27	4.74	5.69	5.74	6.28	5.50	44%
办公椅	永艺股份 恒林股份	3.64	3.19	3.11	3.36	3.55	3.75	4.16	4.70	4.22	35%
PVC地板	天振股份 海象新材 爱丽家居	1.41	1.30	1.31	1.32	1.22	1.15	1.18	1.25	1.15	-12%
人造草坪	共创草坪	3.39	3.03	2.77	2.78	2.78	2.70	2.84	2.90	2.66	-4%
花洒	建霖家居 松霖科技	5.84	6.28	5.75	6.05	6.35	6.75	6.97	8.44	7.84	36%
龙头		9.35	8.92	8.74	8.97	8.84	9.44	10.53	11.02	10.30	18%
遮阳篷	玉马遮阳 西大门	3.15	2.98	2.81	2.86	2.96	3.04	3.41	3.84	3.73	32%
空压机	欧圣电气	25.11	23.63	21.35	22.94	21.18	22.72	27.72	32.23	32.90	54%
宠物食品	乖宝宠物 中宠股份 佩蒂股份	6.29	6.01	5.78	5.72	5.28	4.96	4.69	4.62	4.61	-20%
宠物尿垫	依依股份	2.13	1.92	1.93	2.03	2.00	1.95	2.02	2.11	2.04	6%
保温杯	嘉益股份	7.02	7.05	7.51	8.15	8.46	8.68	8.47	10.01	9.10	33%

注意：床垫单位为美元/吨，其他单位为美元/kg
资料来源：ITC，浙商证券研究所

03

特朗普2.0下 敏感性分析

本轮竞选期间特朗普多次表态将对全球进口商品加征10%关税并对中国进口商品加征60%关税，从关税实现路径看，除了可以采用类似18年301调查形式外，**取消我国最惠国待遇亦为可选方案，我们梳理看若取消我国最惠国地位，有关产品关税或达到70%+：**

品类	相关企业	基础关税(最惠国关税)	加征关税	非最惠国关税	若取消最惠国关税后的综合关税
沙发	顾家家居、敏华控股、匠心家居	0%	25%	40%	65%
电动床	麒盛科技	0%	25%	45%	70%
办公椅	永艺股份、恒林股份	0%	25%	45%	70%
人造草坪	共创草坪	6%	25%	60%	85%
遮阳棚	玉马遮阳、西大门	8.8%	25%	90%	124%
宠物食品	乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份	0%	25%	10%	35%
宠物牵引绳	源飞宠物	2.4%	25%	35%	62.4%
床垫	梦百合	反倾销关税		40%	/
PVC地板	天振股份、海象新材、爱丽家居	5.3%	25%	40%	70.3%
花洒	建霖家居、松霖科技	1.8%	7.50%	35%	44%
宠物尿垫	依依股份	0%	7.50%	30%	37.5%
保温杯	嘉益股份、哈尔斯	7.2%	0%	55.5%	62.7%
空压机/吸尘器	欧圣电气	0.0%	25%	35%	60%

公司名称	23年外销占比	美国/北美占营收比例	数据口径
梦百合	79%	—	—
玉马遮阳	67%	15%	2020年北美
匠心家居	99%	85%	2022年美国
共创草坪	88%	28%	2019年美洲
致欧科技	100%	36%	2023北美
永艺股份	74%	—	—
恒林股份	81%	24%	2017H1美洲
麒盛科技	89%	89%	2018北美
乐歌股份	92%	33%	2016北美
顾家家居	39%	—	—
松霖科技	65%	—	—
建霖家居	77%	76%	2019美国
嘉益股份	95%	56%	2020美国

假设三类场景：

场景A：中国加征到60%，全球加征10%，公司承担50%；

场景B：中国加征到60%，其他地区不变，公司承担50%；

场景C：中国取消最惠国待遇，全球加征10%，公司承担50%。

整体看，对于海外产能布局充分&利润率水平较高的企业关税影响相对较小，而本身利润率较高的企业往往在产业链中话语权较强，有利于其向下游传导关税压力，综合稳定利润率水平。

公司	23年收入 (亿元)	23年利润 (亿元)	23年净利率	利润影响(%)			净利率影响(pct)		
				情景A	情景B	情景C	情景A	情景B	情景C
顾家家居	192.12	20.06	10.4%	-15.5%	-7.2%	-16.5%	-1.6%	-0.8%	-1.7%
敏华控股	174.04	19.15	11.0%	-8.2%	0.0%	-8.2%	-0.9%	0.0%	-0.9%
匠心家居	19.21	4.07	21.2%	-18.0%	0.0%	-18.0%	-3.8%	0.0%	-3.8%
永艺股份	35.38	2.98	8.4%	-15.9%	0.0%	-15.9%	-1.3%	0.0%	-1.3%
麒盛科技	31.03	2.06	6.6%	-99.4%	-64.9%	-117.9%	-6.6%	-4.3%	-7.8%
共创草坪	24.61	4.31	17.5%	-9.1%	0.0%	-9.1%	-1.6%	0.0%	-1.6%
玉马遮阳	6.63	1.65	24.9%	-4.6%	-4.6%	-11.3%	-1.1%	-1.1%	-2.8%
西大门	6.37	0.91	14.3%	-12.0%	-12.0%	-29.7%	-1.7%	-1.7%	-4.2%
建霖家居	43.34	4.25	9.8%	-102.8%	-85.9%	-70.6%	-10.1%	-8.4%	-6.9%
松霖科技	29.83	3.52	11.8%	-18.8%	-12.9%	-14.8%	-2.2%	-1.5%	-1.8%
乖宝宠物	43.27	4.29	9.9%	-20.7%	-14.5%	-10.3%	-2.0%	-1.4%	-1.0%
中宠股份	37.47	2.33	6.2%	-21.5%	0.0%	-21.5%	-1.3%	0.0%	-1.3%
依依股份	13.37	1.03	7.7%	-159.0%	-159.0%	-90.9%	-12.3%	-12.3%	-7.0%
嘉益股份	17.75	4.72	26.6%	-58.7%	-52.8%	-54.7%	-15.6%	-14.0%	-14.5%
哈尔斯	24.07	2.50	10.4%	-140.7%	-126.6%	-131.2%	-14.6%	-13.1%	-13.6%
欧圣电气	12.16	1.75	14.4%	-23.0%	0.0%	-23.0%	-3.3%	0.0%	-3.3%

04

投资建议

- 由前文，历史复盘看，美国加关税对中国轻工出口企业收入增速/全球份额/利润率影响有限，甚至，得益于产能转移和市场转移，如**功能沙发/花洒/龙头/空压机/宠物尿垫/保温杯**等品类保持全球份额仍在增长；得益于产业链强势转嫁关税和自身产品升级，如**匠心家居/欧圣电气/嘉益股份/松霖科技/依依股份**等企业保持利润率持续增长，超额明显。
- 但特朗普2.0靴子尚未落地，预计对轻工出口板块带来行情波动和估值承压，我们推荐把握底部思维，优选高景气+海外产能布局充分资产，品牌出海类资产推荐IP全球影响力提升、出海加速的**泡泡玛特**，成长提速且店中店进度持续超预期的**匠心家居**，制造出口类资产推荐新客户&新产品持续放量的**永艺股份**，大客户市占提升、新产品新市场放量的**欧圣电气**。此外，考虑跨境电商赛道供应链国内仍是主力，持续跟踪东南亚布局进度，关注**致欧科技**；考虑美国保温杯高景气仍在持续，持续跟踪**嘉益股份、哈尔斯**海外产能落地节奏。

单位：亿元	营收（亿元）			净利润（亿元）			PE		市值（亿元）
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	(2024E)	(2025E)	
盈趣科技	38.60	48.89	58.11	4.51	6.27	7.62	18.09	14.89	113
yoy	-11%	27%	19%	-27.44%	39.18%	22%			
梦百合	79.76	98.11	112.24	1.07	4.35	5.39	9.59	7.74	42
yoy	-1%	23%	14%	157.74%	308.07%	24%			
玉马遮阳	6.63	8.24	10.08	1.65	2.02	2.48	15.68	12.77	32
yoy	21%	24%	15%	5.36%	22.39%	22.77%			
中宽股份	37.47	45.18	53.04	2.33	3.53	4.02	26.79	23.52	95
yoy	15%	18%	17%	123.49%	18.28%	13.88%			
乖宝宠物	43.27	52.60	64.81	4.29	6.10	7.54	43.15	34.91	263
yoy	27%	21%	23%	59.90%	18.28%	23.61%			
匠心家居	19.21	25.07	33.29	4.07	5.47	6.69	16.80	13.74	92
yoy	31%	30%	32%	21.93%	34.27%	22.30%			
嘉益股份	17.75	28.15	35.33	4.72	7.53	9.08	13.62	11.30	103
yoy	41%	59%	20%	73.60%	59.52%	20.58%			
共创草坪	24.61	29.71	35.51	4.31	5.27	6.27	14.78	12.42	78
yoy	0%	21%	20%	-3.54%	22.21%	18.98%			
哈尔斯	24.07	31.76	37.86	2.50	3.10	3.63	12.46	10.65	39
yoy	-1%	32%	22%	21.31%	24.11%	17.00%			
致欧科技	60.74	79.14	98.78	4.13	4.28	5.81	19.61	14.44	84
yoy	11%	30%	25%	65.08%	3.66%	35.75%			
永艺股份	35.38	47.11	56.43	2.98	3.28	4.04	11.74	9.53	39
yoy	-13%	33%	25%	-11.14%	10.11%	23.17%			
恒林股份	81.95	105.36	127.00	2.63	5.43	6.64	8.38	6.86	46
yoy	26%	29%	20%	-25.44%	106.39%	22.28%			
乐歌股份	39.02	51.04	62.06	6.34	4.46	4.97	13.12	11.77	59
yoy	22%	31%	25%	189.72%	-29.62%	11.43%			
浩洋股份	13.05	14.50	17.37	3.66	4.18	5.05	13.63	11.28	57
yoy	7%	11%	13%	2.81%	14.15%	20.81%			
建霖家居	43.34	51.43	58.38	4.25	5.37	6.24	10.36	8.92	56
yoy	4%	19%	13%	-7.25%	26.40%	16.20%			
松霖科技	29.83	32.10	37.32	3.52	4.49	5.44	19.07	15.74	86
yoy	-6%	8%	15%	34.98%	27.38%	21.16%			
欧圣电气	12.16	17.91	22.97	1.75	2.46	3.16	21.93	17.07	54
yoy	-5%	47%	40%	8.43%	40.68%	28.46%			

注：截至2024年12月6日，标红为wind一致预期，
资料来源：，浙商证券研究所

- 1、**关税政策超预期：**特朗普上台加剧贸易摩擦，带来关税风险；
- 2、**海外需求不及预期：**美国降息节奏低于预期，海外消费持续下行，终端动销不及预期；
- 3、**行业竞争加剧：**部分行业加大海外扩产，导致行业竞争加剧；
- 4、**汇率、运费及原材料价格波动：**制造型企业受原材料价格、运费、汇率波动影响较大，可能影响企业盈利情况。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>