

贸易摩擦下的肌肉记忆：16-19 年出口链经营图谱

2025 年 03 月 01 日

➤ **上一轮贸易摩擦演绎：时断时续，关税逐步上行。**2024 年中国出口美国总额占中国总出口额 14.7%。美国自 2018 年 7 月开始对中国部分商品征收“301 关税”，2017、2018 年中国出口到美国商品总额分别同增 11.3%、10.8%，而 2019 年同降 12.9%（2019 年美国社零增速稳定，同增 3.3%）。贸易摩擦呈现时断时续，强度持续提升：一方面关税清单从 2018 年 4 月 500 亿美元逐步覆盖至中国出口美国的大部分产品；另一方面关税额从 10% 逐步增加至 25%，最终随着 2019 年 10 月中美第一阶段贸易协定达成，阶段性贸易摩擦告一段落。

➤ **复盘 2017-2019 年，贸易摩擦影响出口链估值而非短期利润。**我们选取轻工境外收入占比超 60% 主要企业进行复盘，2016-2019 年期间：1) **收入**：出口链公司收入增速均值分别为 21.7%/24.4%/24.7%/6.0%，美国地产周期景气上行，贸易摩擦前国内企业凭借效率&产品创新优势（企业正从 OEM 转向 ODM），在美占比持续提升（美国进口金额中国占比从 2000 年 7.1% 提升至 2017 年 18.0%）。贸易摩擦是 2019 年收入承压关键要素，头部企业一方面通过转口贸易进行规避（出口东南亚增速提升至 10%+），另一方面加码产能出海。2) **利润**：出口链公司当期毛利率均值分别为 33.5%/30.4%/28.7%/31.8%，终端提价保证盈利合理水平，但原材料价格上涨&汇率波动致 2018 年盈利阶段性承压。至于大家关注的“抢出口”问题，上轮贸易摩擦中“抢出口”现象并不明显，在贸易摩擦前夕（2017-2018 年），宏观维度：美国家具品类各环节库销比下行；微观维度：零售商库存天数持续下降，我们判断 2018 年出口美国产品增加主因 Fed 仍处于加息周期中，直至 2019 年下半年才开始预防性降息，经济上行周期中经济活跃度高；3) **估值**：贸易摩擦期间多数出口链公司估值中枢震荡下行。其中 *PE (TTM)* 从 2016 年的 50X 左右降至 2019 年的 20X 左右水平，*PB (LF)* 从 6X 左右降至 3X 左右水平。虽然增加的关税可顺利传导到终端（出口链公司盈利受影响有限），且出口增速虽有放缓，但依然和美国消费增速相当，但是在加关税背景下，国内面向欧美市场的产能竞争优势减弱，ROE 下行导致 PB 中枢承压。

➤ **四处突围，多因素共振打破估值螺旋式下行。**方向一：贸易摩擦影响企业 CAPEX 投放，若我们假设未来国内销美关税仍显著高于东南亚销美关税，则有能力布局海外的企业收入增长或将提速，贸易摩擦是中国制造业海外产能扩张的发令枪，在贸易摩擦前，国内制造业资本开支相对稳定，但 2017 年后各家公司显著增加资本开支且主要投向海外，如恒林股份 2017 年前 CAPEX 不足 5000 万元，2017 年增长至 2 亿元，2020-2023 年稳定在 4 亿元+，其他出口链公司（无论刚上市或早已上市）亦呈现该特点；方向二：新渠道带动跨境电商公司增长机会。跨境电商：跨境电商已成拉动我国外贸重要抓手，得益于全球网购渗透率提升&跨境电商服务链完善，以及大件品红利&Temu 等新兴平台新履约模式，我们判断本土化服务能力成为跨境电商长期发展方向，如安克创新/赛维时代等企业脱颖而出，收入分别从 2017 年的 39.0 亿元/19.5 亿元增至 2023 年的 175.0 亿元/65.6 亿元，显著快于代工出口增长。方向三：代工出海转型为品牌出海（OEM/ODM 转 OBM）。随着全球市场竞争加剧，代工企业面临利润空间缩小、议价能力受限的挑战，越来越多的企业正从代工向品牌出海转型。如 2014 年浙江正特自主品牌采用跨境电商模式在海外开展销售；2016 年匠心家居自主设计、开发的智能家居批量进入美国前 100 位家具零售商店。

➤ **风险提示**：全球宏观波动风险；出口美国产品关税上升风险；海外产能投放进度不及预期风险。

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 李陌凡

执业证书：S0100125010003

邮箱：limofan@mszq.com

相关研究

1. 新型烟草行业深度报告：基于路径之争&基因之辨，探讨 Hilo 产品潜力-2025/01/22
2. 轻工行业 2025 年度投资策略：逐光而行-2024/12/23
3. 潮玩行业专题报告：一文读懂潮流玩具消费新趋势-2024/10/16
4. “碳中和”深度报告：第三履约周期渐进，碳市场看点几何？-2024/09/19
5. 轻工行业 2024 年中报业绩综述：出清，出海-2024/09/10

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

目录

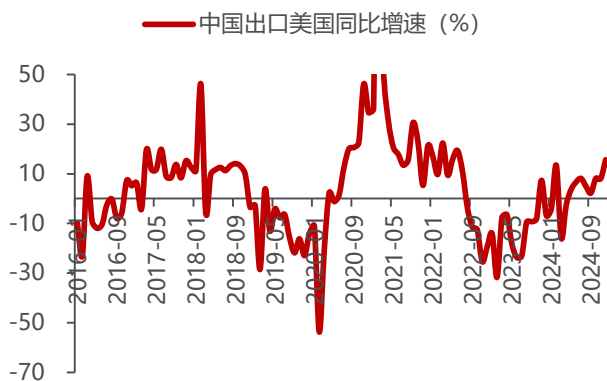
1 上一轮贸易摩擦演绎：时断时续，关税逐步上行	3
2 复盘 2017-2019 年，贸易摩擦影响估值而非短期利润	4
2.1 收入：美国地产周期上行，但贸易摩擦导致收入阶段性承压	4
2.2 利润：终端提价保证盈利合理水平，但汇率&原材料价格上涨造成阶段性扰动	7
2.3 “抢出口”现象存在但影响有限	9
2.4 估值：多数出口链公司 PE 与 PB 均有所下滑	10
3 四处突围，多因素共振打破估值螺旋式下行	12
3.1 突围方向一：海外产能布局完善	12
3.2 突围方向二：新渠道带动跨境电商公司增长机会	14
3.3 突围方向三：代工出海转型为品牌出海（OEM/ODM 转 OBM）	17
4 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

1 上一轮贸易摩擦演绎：时断时续，关税逐步上行

2024 年中国出口美国总额约 5243 亿美元，占中国总出口额 14.7%。美国自 2018 年 7 月开始对中国部分商品征收“301 关税”，中国出口美国数据自 2018 年 12 月开始承压，同比增速由正转负。2017/2018 年中国出口到美国商品总额分别同比增长 11.3%/10.8%，而 2019 年同比下滑 12.9%（2019 年美国社零增速稳定，同比 3.3%）。

贸易摩擦呈现时断时续，强度持续提升：一方面关税清单从 2018 年 4 月 500 亿美元逐步覆盖至中国出口美国的大部分产品；另一方面关税额从 10%逐步增加至 25%，最终随着 2019 年 10 月中美一阶段贸易协定达成，阶段性贸易摩擦告一段落。

图1：美国占中国总出口额比重变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：中国出口美国同比增速变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

表1：美国加关税时间线及主要事件

时间	事件
2020.1	中国和美国签署第一阶段贸易协议，美国取消了2019年10月和12月两批计划要加征的关税；同时把2019年9月已加征的商品关税税率从15%降到7.5%；并对加征税额为60亿美元的商品进行排除。
2019.10	中美达成第一阶段的贸易协议，美国将推迟实施对中国进口商品的更多关税。
2019.09	美国对价值超过1250亿美元的中国进口商品如期开始征收关税。
2019.05	在贸易谈判破裂后，美国将价值2000亿美元的中国商品的关税从10%提高到25%。
2018.12	中美在G20峰会上就贸易摩擦达成暂停协议，在中国承诺购买“大量”的美国出口商品后，中美两国元首同意达成90天的贸易摩擦暂停，以便进一步谈判。
2018.09	美国正式实施对中国2000亿美元商品加征10%关税。
2018.07	美国开始对中国340亿美元商品加征25%的关税。
2018.06	美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税，同时就约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。
2018.04	美国政府依据301调查单方认定结果，宣布将对原产于中国的进口商品加征25%的关税，涉及约500亿美元中国对美出口。
2018.03	美国对全球钢铁和铝产品加征关税：钢铁25%，铝10%。
2017.08	特朗普政府依据《1974年贸易法》第301条款，正式对中国发起“301调查”。
2017.04	特朗普依据《1962年贸易扩展法》第232条款，要求美国商务部对钢铁、铝等有关国家安全的产品展开调查。

资料来源：央视网，中国经济周刊，商务部，新华社，民智国际研究院，环球网，民生证券研究院

2 复盘 2017-2019 年，贸易摩擦影响估值而非短期利润

2.1 收入：美国地产周期上行，但贸易摩擦导致收入阶段性承压

从主要出口链公司营业收入情况来看，2017/2018/2019 年营业收入同比增速的平均值分别为 24.4%/24.7%/6.0%，2019 年收入增速显著下滑。

表2：主要出口链公司营业收入增速变化情况

证券名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
恒林股份		25.29%	9.46%	12.60%	10.03%	22.25%	25.28%	63.34%	21.81%	12.76%	25.78%
乐歌股份		19.68%	5.26%	29.56%	53.29%	26.60%	3.31%	98.42%	47.95%	11.74%	21.61%
梦百合	6.22%	21.59%	18.51%	25.11%	35.74%	30.39%	25.65%	70.43%	24.64%	-1.50%	-0.52%
浙江自然					25.31%	19.78%	7.16%	6.68%	44.91%	12.27%	-12.95%
爱丽家居				19.45%	10.36%	30.08%	-16.53%	-5.95%	0.08%	-25.92%	47.19%
海象新材					86.92%	101.42%	9.57%	42.52%	46.87%	5.39%	-15.60%
创源股份	15.36%	16.30%	4.77%	27.84%	3.53%	18.13%	16.44%	16.60%	27.29%	-4.65%	3.04%
浙江永强	9.54%	9.18%	7.30%	7.11%	19.62%	-3.31%	6.82%	5.75%	64.51%	0.84%	-41.15%
德艺文创		-0.22%	0.12%	4.81%	33.31%	18.45%	10.51%	-9.06%	43.98%	3.84%	-13.92%
共创草坪	4.70%				14.13%	12.77%	11.15%	19.10%	24.39%	7.35%	-0.38%
麒盛科技				81.73%	9.73%	72.21%	5.78%	-10.65%	31.28%	-10.23%	16.50%
哈尔斯	15.47%	21.59%	1.57%	76.88%	7.28%	24.68%	-0.03%	-16.83%	60.12%	1.63%	-0.86%
英派斯		15.62%	5.86%	6.53%	10.09%	5.88%	3.30%	-7.43%	-0.41%	-4.59%	8.56%
永艺股份	24.06%	6.99%	18.33%	23.44%	31.29%	30.99%	1.63%	40.12%	35.67%	-12.95%	-12.75%
松霖科技				9.07%	18.26%	1.34%	-1.14%	17.04%	46.30%	6.84%	-6.20%
实丰文化	23.67%	14.52%	11.23%	-3.18%	7.74%	-8.86%	-2.49%	-35.30%	45.54%	-10.08%	-4.05%
华瓷股份			10.79%	1.09%	23.47%	16.11%	12.41%	-3.00%	30.69%	14.63%	-10.75%
方大新材			1.23%	3.52%	38.35%	26.04%	-11.19%	23.13%	21.91%	5.95%	30.10%
平均值	14.15%	15.05%	7.87%	21.70%	24.36%	24.72%	5.98%	17.49%	34.31%	0.74%	1.87%

资料来源：ifind，民生证券研究院

2017-2018 年美国地产市场整体较为稳定，虽然 2019H1 短暂承压但 2019H2 持续改善，成屋销售同比增速呈提升趋势。

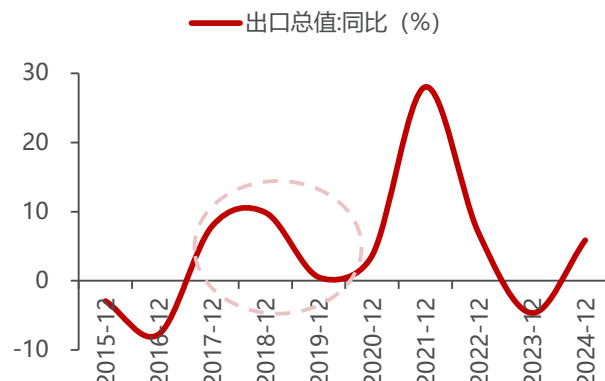
虽然地产周期呈上行趋势，但我们观察到 2019 年中国出口总值同比增速由此前的高个位数显著下滑至 0.5%，此趋势与主要出口链公司收入增速变化情况一致。

图3：美国成屋销售同比变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：中国出口总值同比变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

我们判断 2019 年增速的下滑主要由于家具品类受贸易摩擦影响，2018 年 9 月家具品类被加征 10% 关税，而后于 2019 年 5 月关税进一步上升至 25%。此外，上一轮贸易摩擦“抢出口”现象并不明显，美国主要零售商库存周转率持续提升（详见 2.3 章节）。

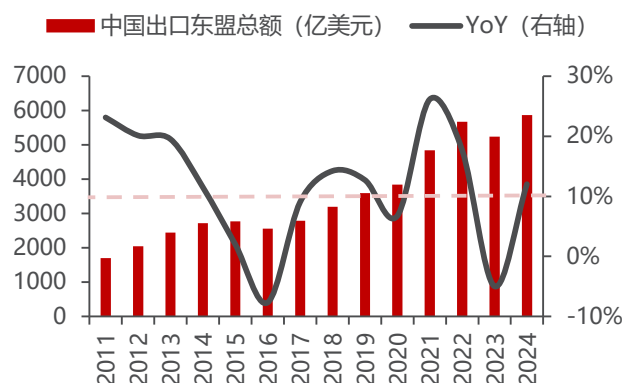
表3：美国加关税时间、关税额度及覆盖品类情况

时间	关税额度	覆盖品类
2018.7.6	25%关税	机械、汽车、硬盘和飞机零部件等
2018.8.23	25%关税	钢铁产品、电气机械、铁路产品、仪器和设备等
2018.9.24	10%关税（2019年5月升至25%）	家具、纺织品、食品、化工品等
2019.9.1	15%关税（部分推迟至2019年12月）	手机、电脑、服装类、玩具、鞋类等

资料来源：民智国际研究院，搜狐，跨境知道，民生证券研究院

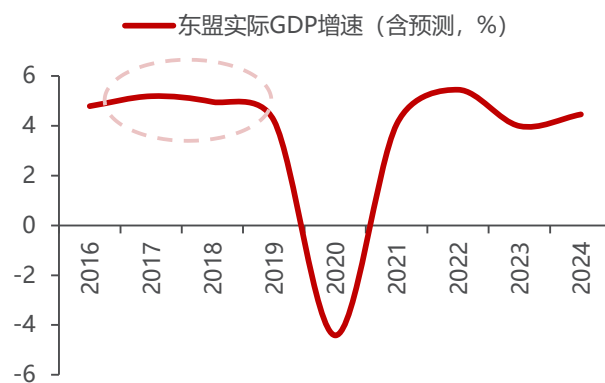
贸易摩擦期间公司积极进行转口贸易&产能布局，中国出口东盟总额从 2017 年的 2791 亿美元，提升至 2019 年的 3594 亿美元。上市公司积极加大海外产能布局（例如永艺股份于 2018 年投资建设越南生产基地；匠心越南于 2019 年 4 月设立，作为海外生产基地；共创草坪于 2018 年设立越南有限公司，开始越南工厂筹建项目）持续平滑贸易摩擦影响，为此后发展奠定了良好基础。

图5：2017-2019 年中国出口到东盟呈现双位数增长



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：东盟实际 GDP 增速在 5%水平



资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 利润：终端提价保证盈利合理水平，但汇率&原材料价

格上涨造成阶段性扰动

从主要出口链公司毛利率情况来看，2017/2018/2019 年毛利率平均值分别为 30.4%/28.8%/31.8%，虽略有波动在维持在合理水平。

表4：主要出口链公司毛利率变化情况

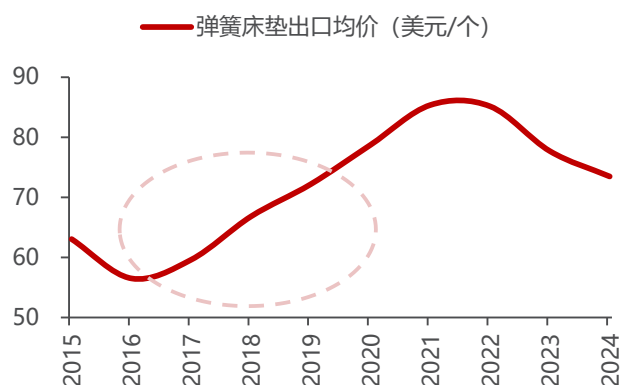
证券名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
恒林股份	20.48%	24.27%	28.62%	31.16%	25.03%	19.60%	24.97%	29.49%	22.50%	21.78%	23.78%
匠心家居					35.36%	28.98%	32.46%	35.45%	28.78%	32.56%	33.95%
乐歌股份	37.71%	40.04%	43.58%	50.42%	47.09%	44.20%	46.47%	46.74%	39.72%	34.41%	36.53%
梦百合	30.89%	30.04%	34.86%	33.60%	29.54%	32.08%	39.72%	33.92%	28.47%	31.04%	38.35%
浙江自然				36.10%	36.09%	35.06%	39.83%	40.68%	38.76%	36.61%	33.84%
爱丽家居			31.74%	34.75%	27.68%	24.94%	23.72%	17.81%	7.78%	3.42%	18.53%
海象新材				31.01%	29.71%	28.87%	33.05%	29.75%	16.75%	22.05%	24.44%
创源股份	25.63%	25.21%	28.74%	32.87%	31.54%	31.27%	35.13%	29.86%	23.87%	28.94%	33.04%
浙江永强	23.25%	19.46%	22.87%	28.79%	25.45%	20.26%	28.31%	28.31%	14.13%	17.20%	23.60%
德艺文创	26.15%	25.55%	24.21%	23.70%	21.03%	17.89%	22.16%	17.94%	12.33%	15.77%	19.30%
共创草坪	27.03%			38.05%	35.60%	33.74%	37.18%	36.92%	27.90%	28.74%	31.58%
嘉益股份					25.89%	34.98%	34.99%	35.64%	28.73%	34.26%	40.72%
麒盛科技			37.73%	38.42%	36.06%	35.02%	39.30%	38.01%	35.47%	31.61%	36.68%
哈尔斯	28.85%	28.96%	30.39%	35.61%	32.86%	31.60%	29.82%	26.66%	26.13%	29.24%	31.20%
英派斯	35.74%	37.43%	38.57%	40.78%	37.45%	31.92%	34.00%	32.85%	25.58%	26.21%	31.85%
永艺股份	17.97%	18.89%	20.21%	21.10%	18.76%	15.64%	19.98%	19.18%	14.64%	19.34%	22.88%
松霖科技			28.65%	33.48%	30.33%	31.88%	34.78%	34.55%	29.54%	30.79%	35.02%
实丰文化	27.37%	25.35%	24.19%	25.05%	26.83%	23.09%	20.96%	14.91%	16.08%	12.26%	14.99%
华瓷股份		32.27%	34.24%	37.39%	30.48%	30.52%	31.16%	32.87%	29.96%	32.42%	32.36%
方大新材			27.02%	30.39%	24.38%	23.88%	27.83%	28.32%	21.03%	18.48%	18.75%
平均值	27.37%	27.95%	30.38%	33.48%	30.36%	28.77%	31.79%	30.49%	24.41%	25.35%	29.07%

资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2.1 终端提价平滑加税影响

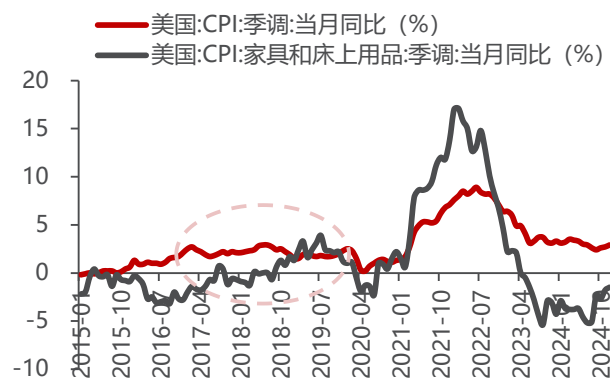
终端提价对贸易摩擦间出口链公司业绩起到有力支撑。2017-2019 年间中国弹簧床垫年度出口均价持续提升，由 59.6 美元/个提升至 72.2 美元/个。此外，2017 年以来美国家具和床上用品 CPI 同比增速震荡上行，2019 年 1 月同比增长 1.3%，显著高于 2017 年 6 月的-2.0%，而同期美国 CPI 同比增速基本稳定在 1.5%-2.9%之间。

图7：中国弹簧床垫年度出口均价变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：美国 CPI 与家具和床上用品 CPI 同比变化情况

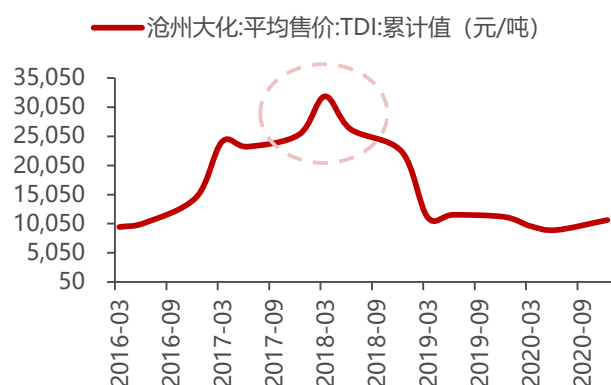


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2.2 成本上行&汇率波动致使 2018 年盈利承压

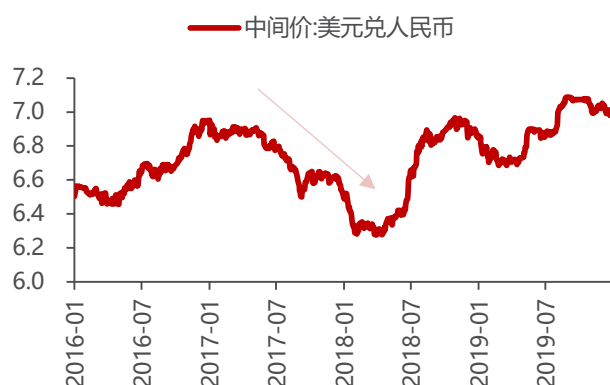
我们关注到 2018 年出口链公司毛利率普遍有所下滑，主要由于：**1) 成本处于较高水平**：TDI 平均售价从 2016 年 3 月的 9470 元/吨增至 2018 年 3 月的 31872 元/吨；**2) 汇率波动**：2017 年-2018H1 人民币持续升值（美元兑人民币中间价从 2017 年 1 月初的 6.95 降至 2018 年 6 月底的 6.62），大部分出口链公司以美元结算货款，因此汇率波动会对公司业绩产生影响。

图9：2018 年 TDI 价格处于较高水平



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：美元兑人民币中间价变化情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

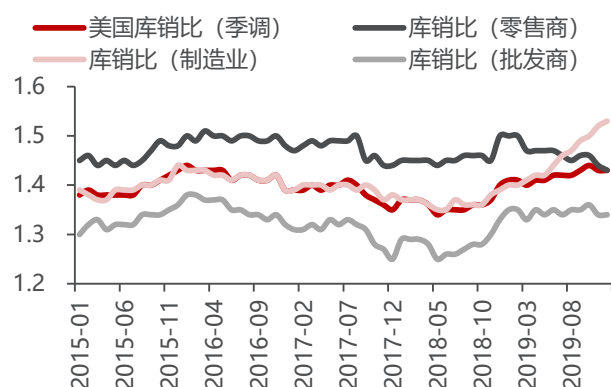
2.3 “抢出口”现象存在但影响有限

整体来看,上一轮贸易摩擦中“抢出口”现象并不明显,在贸易摩擦前夕(2017-2018年):

- **宏观维度:** 美国家具品类各环节库销比下行, 2017年6月美国库销比/零售商库销比/制造业库销比/批发商库销比分别为 1.40/1.49/1.40/1.32, 而2018年6月分别为 1.35/1.45/1.35/1.26, 相较2017年同期均有所下降。
- **微观维度:** 美国主要零售商库存天数持续下降, 如沃尔玛库存周转率由2015/2016年的 8.11/8.06 提升至 2017/2018年的 8.26/8.60; 家得宝由 4.90/5.09 提升至 5.11/5.26; Costco 由 11.64/11.51 提升至 11.90/11.80。

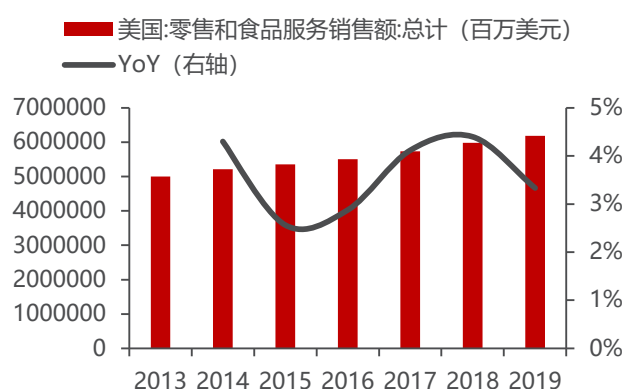
我们判断2018年出口美国产品增加主因Fed仍处于加息周期中,直至2019年下半年才开始预防性降息,经济上行周期中经济活跃度高。

图11: 2018年美国库销比下行



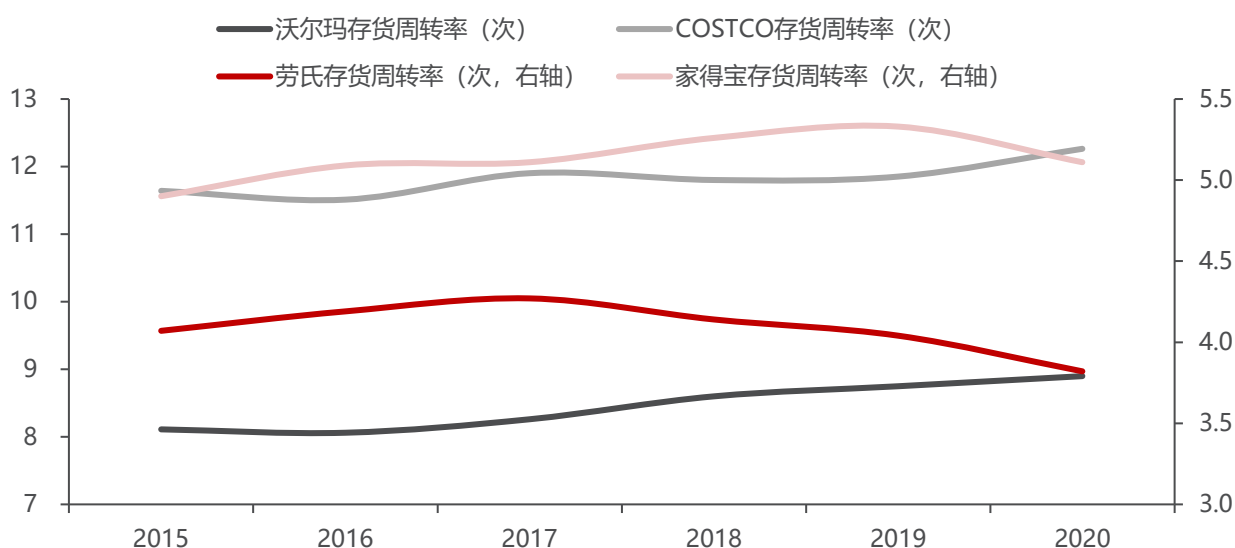
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 2017-2018年美国消费持续向好



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图13: 美国主要零售商库存周转率变化情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

2.4 估值：多数出口链公司 PE 与 PB 均有所下滑

整体来看，贸易摩擦期间多数出口链公司估值中枢震荡下行，其中 PE (TTM) 从 2016 年的 50X 左右降至 2019 年的 20X 左右水平，PB (LF) 从 6X 左右降至 3X 左右水平。

表5：主要出口链公司 PE (TTM) 与 PB (LF) 变化情况

证券名称	PE TTM			
	2016	2017	2018	2019
梦百合	50.77	31.65	41.57	20.24
浙江永强	56.29	202.44	-28.49	25.22
哈尔斯	51.29	26.81	23.16	20.97
永艺股份	50.90	28.86	25.08	21.44
方大新材	17.17	27.49	33.27	34.91

证券名称	PB LF							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
梦百合	5.96	4.24	3.08	3.40	3.46	2.66	1.71	1.53
浙江永强	4.90	3.97	1.84	2.73	2.18	2.09	2.40	1.81
哈尔斯	6.76	4.70	2.48	2.58	2.33	2.68	2.15	2.53
永艺股份	8.87	5.28	1.88	3.13	2.91	2.60	1.72	1.78
方大新材	5.58	7.48	5.00	4.41	2.38	2.77	1.64	2.72

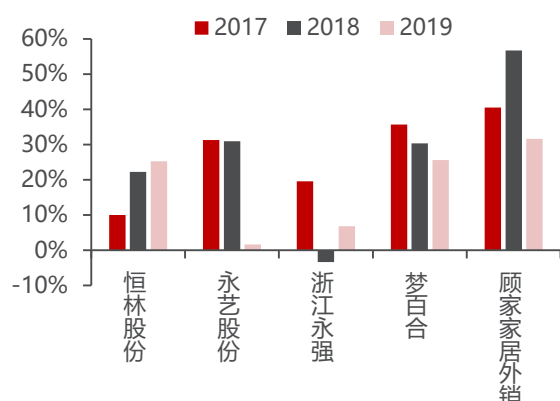
资料来源：ifind，民生证券研究院

□ 结合业绩与股价来看：

- **初始估值较高叠加汇率&成本影响，2018 年出口链公司跑输市场。**2018 年政策密集出台期，不过恒林股份/永艺股份/浙江永强/梦百合/顾家家居(外销)营业收入分别同比增长 22.3%/31.0%/-3.3%/30.4%/56.7%；受到原材料价格上行与人民币汇率扰动，恒林股份/永艺股份/浙江永强/梦百合/顾家家居归母净利润同比增长 3.1%/3.7%/转亏/19.4%/20.3%；股价跌幅分别为 56.7%/50.7%/56.1%/21.7%/23.7%（同期沪深 300 跌幅 25.3%）。此轮股价下跌主因估值中枢下移，恒林股份/永艺股份/顾家家居 PE (TTM) 由 2017 年的 29X/29X/33X 下跌至 2018 年的 23X/25X/20X。
- **2019 年伴随贸易摩擦政策实际落地，企业表现出较强价格传导能力，EPS 上行驱动股价上涨。**恒林股份/永艺股份/浙江永强/梦百合/顾家家居 2019 年归母净利润同比增长 42.4%/74.5%/扭亏为盈/100.8%/17.4%/-11.2%。股价随 EPS 上涨，恒林股份/永艺股份/浙江永强/梦百合/顾家家居股价涨幅分别为 48.1%/75.4%/58.7%/0.5%/1.6%（同期沪深 300 涨幅 36.1%）。伴随业绩持续释放，PE (TTM) 甚至持续下行，其中恒林股份/永艺股份/梦百合 PE (TTM) 由 2018 年的 23X/25X/42X 下降至 2019 年的 17X/21X/20X。

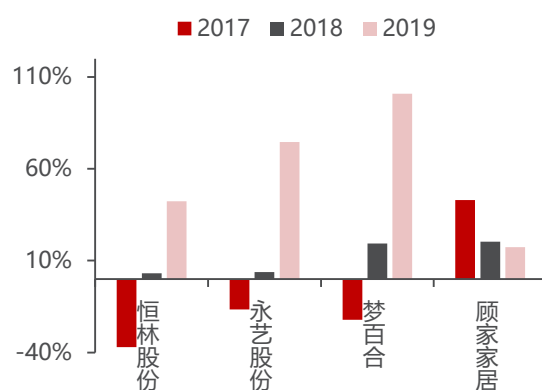
虽然增加的关税可顺利传导到终端（出口链公司盈利受影响有限），且出口增速虽有放缓，但依然和美国消费增速相当（国内企业市占率稳定），但是在加关税背景下，国内面向欧美市场的产能竞争优势减弱，ROE 下行导致 PB 中枢承压。

图14：2017-2019 年出口链公司收入增速



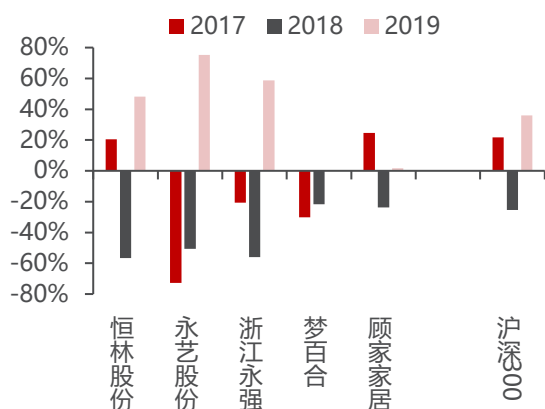
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：2017-2019 年出口链公司归母净利润增速



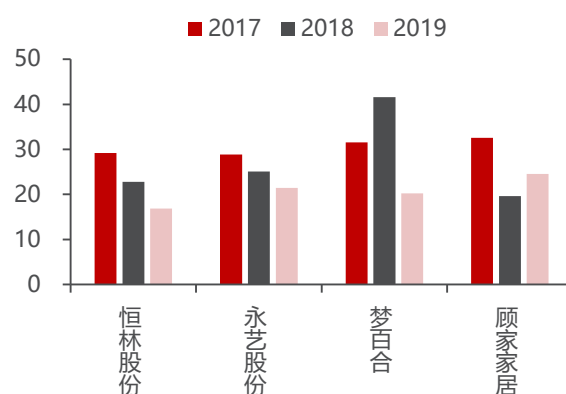
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：2017-2019 年出口链公司股价涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：2017-2019 年出口链公司 PE (TTM) 变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

3 四处突围，多因素共振打破估值螺旋式下行

3.1 突围方向一：海外产能布局完善

贸易摩擦影响企业 CAPEX 投放方向，内资企业加速海外产能建设，有能力布局海外的企业收入增长提速，行业加速整合。如恒林股份 2017 年前 CAPEX 不足 5000 万元，2017 年增长至 2 亿元，2020-2023 年稳定在 4 亿元+。其他出口链公司亦呈现该特点，主要出口链上市公司 CAPEX 平均值于 2018 年升至 1 亿元，2021-2023 年稳定在 2 亿元+。

表6：主要出口链公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）

证券名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
恒林股份	0.24	0.26	0.46	0.28	2.23	1.89	2.82	4.16	4.61	4.01	4.50
匠心家居					0.34	0.22	0.26	0.45	0.62	0.36	0.38
乐歌股份	0.17	0.29	0.21	0.99	1.08	0.52	0.80	7.72	3.12	5.38	13.88
梦百合	0.56	0.96	1.91	1.08	1.90	4.19	7.84	9.15	5.39	6.31	4.15
浙江自然				0.13	0.32	1.09	1.01	0.99	1.38	1.52	1.81
致欧科技						0.02	0.13	0.15	0.35	0.13	0.11
爱丽家居			0.48	0.54	0.69	0.70	1.34	2.60	3.67	3.17	1.09
海象新材				0.26	0.34	1.71	2.38	2.31	4.43	2.69	1.84
创源股份	0.33	0.47	0.52	0.25	0.28	0.91	1.08	1.40	1.66	0.52	0.68
美新科技						0.22	0.16	0.34	1.72	1.56	1.53
浙江永强	1.14	1.63	1.24	0.84	1.49	0.35	0.38	1.07	1.50	1.34	1.75
天振股份						0.34	1.96	2.62	2.29	1.91	1.06
德艺文创	0.02	0.01	0.09	0.06	0.01	0.15	0.52	1.49	1.63	2.33	0.65
共创草坪	0.70			0.58	1.39	1.92	2.61	0.98	2.34	1.33	0.89
嘉益股份					0.16	0.27	0.60	0.14	0.92	1.27	2.78
浙江正特	0.11	0.10	0.24	0.29		0.55	0.31	0.56	1.56	1.05	0.61
麒盛科技			0.44	1.17	1.01	2.71	2.25	1.61	2.26	2.76	3.41
哈尔斯	0.74	1.08	2.00	1.79	1.39	1.34	0.66	0.42	0.95	1.32	1.93
英派斯	0.23	0.38	0.27	0.22	0.42	0.76	0.12	0.40	4.32	4.55	3.08
永艺股份	0.29	0.30	0.47	1.22	0.83	2.08	1.35	4.54	3.47	2.06	3.30
松霖科技			0.55	0.61	1.26	0.63	2.99	3.31	3.36	2.14	1.51
实丰文化	0.07	0.22	0.53	0.20	1.11	0.39	0.26	0.13	0.16	0.38	0.69
华瓷股份		0.06	0.15	0.08	0.47	0.72	0.40	0.74	2.11	1.45	0.88
方大新材		0.04	0.14	0.25	0.19	0.27	0.40	0.51	0.21	1.25	1.65
平均值	0.38	0.44	0.61	0.57	0.85	1.00	1.36	1.99	2.25	2.12	2.26

资料来源：ifind，民生证券研究院

短期看，国内销美关税显著高于东南亚等区域（根据特朗普 2025 年 2 月 1 日签署行政令，美国将对中国商品加征 10% 关税，叠加此前对家具征收的 25% 关税，美国将对大部分家具征收 35% 关税；而美国对越南大部分家具基本不征收关税）。若我们假设此趋势，国内销美关税仍明显高于东南亚销美关税，率先在海外布局产能的企业受益。虽然如东南亚等地亦存在被美国加关税可能，不过若税率低于国内，战略价值亦将持续凸显。目前绝大多数出海公司亦完成海外产能布局，我们认为行业集中度持续整合可期。

表7：主要出口链公司海外产能及主要市场覆盖区域

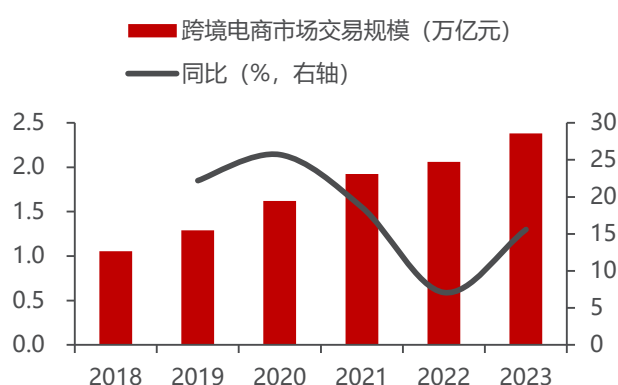
	海外工厂布局	主要市场覆盖区域
敏华控股	越南平阳、北欧波兰、立陶宛、爱沙尼亚、乌克兰等	北美、欧洲、亚洲
顾家家居	越南、墨西哥、德国等	北美、欧洲、东南亚、亚洲
梦百合	塞尔维亚、美国、泰国、西班牙等	北美、欧洲、东南亚、亚洲
喜临门	泰国	拉美、欧洲、亚洲
匠心家居	越南	东南亚、北美
恒林股份	越南、瑞士等	北美、欧洲、东南亚
永艺股份	越南、罗马尼亚	北美、欧洲、亚洲、澳洲
天振股份	东南亚、美国	北美、欧洲
海象新材	越南	美洲、欧洲、澳洲

资料来源：各公司官网，各公司公告，ifind，民生证券研究院

3.2 突围方向二：新渠道带动跨境电商公司增长机会

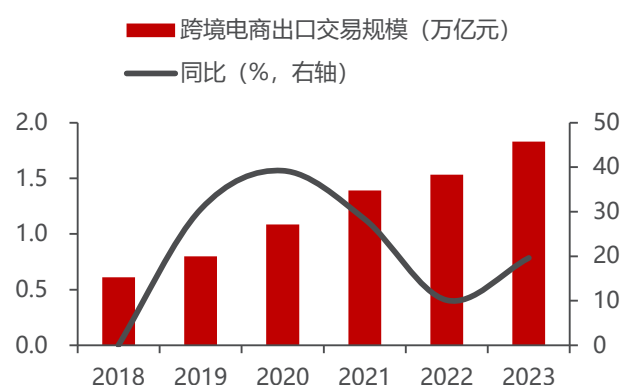
我国跨境电商交易规模高速增长，其中出口占比连年提升。近年来我国外贸持续增长，据中国海关口径，2023 年我国出口总额达到 23.8 万亿元人民币，同比增长 0.6%，约增长 0.1 万亿元。2023 年我国跨境电商进出口 2.4 万亿元，增长 15.6%；其中出口 1.8 万亿元，同比增长 19.6%，**绝对值约增长 0.3 万亿元，超过我国出口总体增量**；进口 5483 亿元，增长 3.9%。跨境电商中出口占比连年提升，2023 年达到 77%，跨境电商已成为拉动我国外贸的重要抓手。此外，参与跨境电商进口的消费者人数逐年增加，2023 年达到 1.6 亿。

图18：中国跨境电商市场交易规模及增速



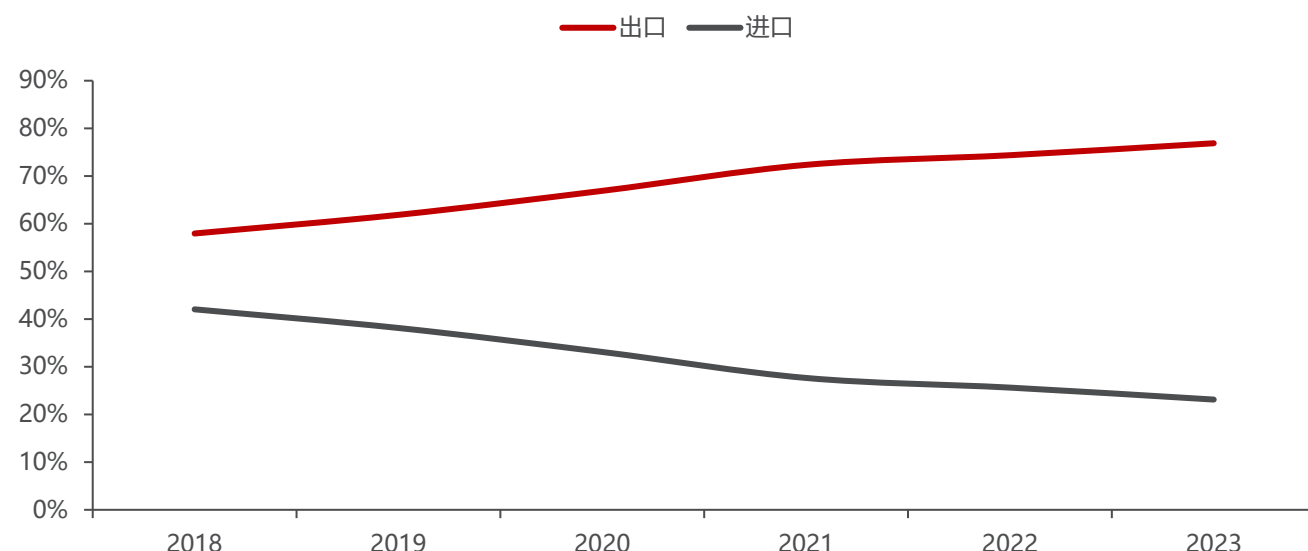
资料来源：中国海关，民生证券研究院

图19：中国跨境电商出口交易规模及增速



资料来源：中国海关，民生证券研究院

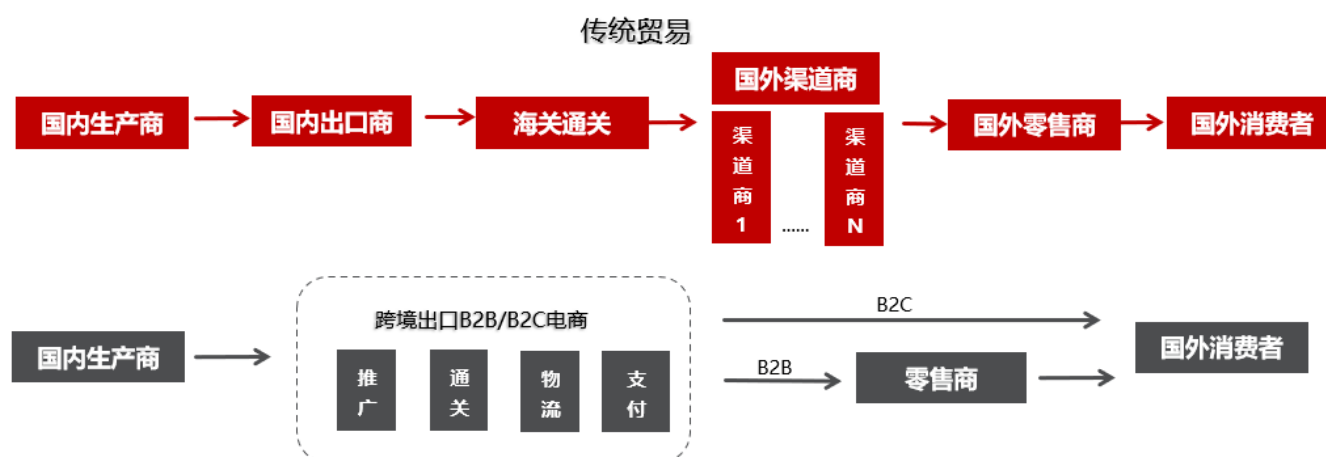
图20：中国跨境电商交易进出口结构



资料来源：中国海关，民生证券研究院

跨境电商缩短了传统消费链条，为欧美消费者直供性价比商品。有了跨境电商的兴起，中国制造企业得以绕过代理商和线下零售巨头直达 C 端消费者，大量工贸一体企业、小贸易商通过电商平台直达消费者；中国以出色的制造能力实现产能外溢，为跨境电商物流带来广阔发展空间。

图21：传统贸易与跨境电商消费链条对比



资料来源：观研报告，民生证券研究院

公共卫生事件改变购买习惯，加速线上渗透率提升。据 Fred 统计，截至 2024Q3，美国零售电商渗透率已经达到 16.2%。自 2020Q1 公共卫生事件加剧，消费者出行受限的同时大量线下实体店铺暂停营业，消费者被动转向线上购物。我们观察到 2020Q2 美国零售线上渗透率达到 16.4%，环比陡增 4.5pcts，此后线上渗透率一直维持在 14%以上的水平；我们判断公共卫生事件加速了线上渗透率的提升，并对消费者购物习惯造成较为长期的影响。

图22：2010Q1-2024Q3 美国零售电商渗透率（%，季调）



资料来源：Fred，民生证券研究院

跨境电商方面，大件品红利&TEMU 新模式共振，本土化服务能力成为发展新方向。 Temu 半托管模式于 3 月中旬正式上线美国站，该模式下商家利用境外现货快速配送履约，平台抓住拥有海外本土履约能力的成熟卖家及其本土货盘资源，实现履约时效和平台 SKU 丰富度的双重优化。TEMU 将半托管作为完善货盘的重要手段，平台向卖家提高 1V1 专属运营团队对接并给予定向扶持及补贴：**1) 佣金方面**，目前亚马逊平台佣金约在 15%，而 Temu 半托管模式仍是 0 佣金；**2) 定价方面**，半托管定价标准或是对标同类 ASIN（亚马逊标准识别号）的 75%左右，且平台给予一定流量倾斜及定价补贴，即卖家利润或短期内或不低于亚马逊。**中长期看**，Temu、Tiktok 在内的新兴平台补贴政策存在不确定性，我们认为拥有产业链一体化能力、本土履约能力的卖家方能在较长时间维度上保持竞争力，获得正向收益。从 B2C 到 L2L（本对本），我们观察到跨境电商呈现本土化发展趋势，从消费者洞察、经营合规、仓储物流、再到推广营销，本地化服务能力是商家在商品同质背景下建立差异化竞争优势的关键，更是建立消费者连结、打造品牌价值的中长期发展方向。

表8：Temu 全托管模式与半托管模式对比

模式	类型	备货	运营	物流
Temu全托管	平台核价	商家负责： 选品、备货、寄样以及提供图片和基本信息	平台负责：投放、营销以及售后客服	商家负责： 头程配送至国内仓
		平台负责： 选品审核、审版、图审、核价以及上架到各国站点		平台负责： 集货、仓储、跨境运输、尾程投送以及逆向物流
Temu半托管	平台核价	商家负责： 开店、选品以及提供图片与基本信息	平台负责：投放、营销以及售后客服	商家负责： 仓库管理、发货履约、维护库存以及逆向物流
		平台负责： 完善商品详情、协助比价，以及上架到所在国站点		平台负责：灵活的发货选项

资料来源：亿邦动力，民生证券研究院

3.3 突围方向三：代工出海转型为品牌出海（OEM/ODM 转 OBM）

随着全球市场竞争加剧，代工企业正面临利润空间缩小、议价能力受限的挑战。为了摆脱对订单的高度依赖，实现长期可持续发展，越来越多的企业正从代工（OEM/ODM）向品牌出海（OBM）转型。

对于传统出口代工企业：通过精准的市场定位、产品创新、品牌营销和本地化运营，企业可以在国际市场上树立独特的品牌形象，实现从“幕后”到“台前”的跃迁，迈向全球价值链的更高端；**对于终端零售商：**公共卫生事件期间，许多零售商意识到通过与 OBM 合作能够更好地控制供应链，提升产品质量，并减少对中间环节的依赖。OBM 企业直接管理产品设计和生产，能够提供更高的质量控制和响应速度，这对于公共卫生事件后复杂多变的市场需求非常重要。如 Costco 加强了与自有品牌（例如其 Kirkland 品牌）制造商的合作，通过更加精细的库存管理与 OBM 合作伙伴共享数据，快速响应变化的需求。沃尔玛也加强了与 OBM 企业的合作，确保产品质量和供应链稳定。在此背景下，加码自有品牌建设的企业通过本土化品牌运营有望打开成长空间：

- **浙江正特：**公司最早业务模式为 OEM，2014 年以来自主品牌 Abba Patio、Sorara 的相关产品陆续采用跨境电商模式通过亚马逊等互联网平台在北美、欧洲等地区开展销售。自此，海外电商成为公司探索外贸转型升级、实现品牌战略的重要“落子”。从第三方托管运营，到建立海外子公司、海外仓，近年来，公司的运营能力快速成长。
- **匠心家居：**公司最早从事机械零部件加工，而后启动智能抬升椅的 OEM 业务。2016 年公司自主设计、开发的智能家居开始批量进入美国前 100 位家具零售商的门店；2019 年美国销售额排名前 100 位的家具零售商中 15 位采购公司自有品牌产品：MotoMotion、MotoSleep 等。
- **傲基股份：**公司旗下拥有多个知名品牌，包括数码 3C 类产品品牌 Aukey、电动工具品牌 Tacklife、家庭健康电器品牌 Naipo、小家电品牌 Aicok 等，公司产品主要通过亚马逊、eBay 等第三方平台和自营平台销往全球，具体有以亚马逊为主的线上第三方 B2C 平台销售、线上自营平台 B2C 销售和 B2B 销售等三种销售模式。
- **安克创新：**公司成功打造了智能充电品牌 Anker，并相继推出 Soundcore、eufy、Nebula 等自主品牌。主要销售渠道为 Amazon、Ebay、天猫、京东等海内外线上平台，在亚马逊等境外大型电商平台上占据领先的行业市场份额，同时在北美、欧洲、日本和中东等发达国家和地区与沃尔玛、百思买以及贸易商合作。

表9：主要上市公司及其海外品牌、核心产品情况

公司名称	所属行业	主要海外品牌	主要市场	核心产品
浙江正特	户外休闲用品	Abba Patio、Sorara、Mirador	欧美、加拿大、澳大利亚	遮阳用品、户外休闲家具
匠心家居	智能家居/健康产品	MotoMotion、MotoSleep	欧美、加拿大、澳大利亚	智能电动沙发、智能床
傲基股份	跨境电商	Aukey、Tacklife、Naipo、Aicok	欧美、日本	科技类消费品、家居产品
安克创新	消费电子	Anker、Soundcore、eufy、Nebula	北美、欧洲、日本	充电设备、无线设备

资料来源：各公司官网，各公司公告，民生证券研究院

4 风险提示

1) 全球宏观波动风险。出口链公司的产品在全球范围内销售，其销售状况会受到全球宏观波动影响，若海外宏观状况不及预期或将影响终端消费需求，从而影响出口链公司营业收入。

2) 出口美国产品关税上升风险。若中国商品出口至美国的关税进一步上升，部门出口链公司国内部分产能的利润率或将下降。

3) 海外产能投放进度不及预期风险。部分出口链公司还在工厂正在建设过程中，若投产情况不及预期将对公司业绩产生影响。

插图目录

图 1: 美国占中国总出口额比重变化情况	3
图 2: 中国出口美国同比增速变化情况	3
图 3: 美国成屋销售同比变化情况	5
图 4: 中国出口总值同比变化情况	5
图 5: 2017-2019 年中国出口到东盟呈现双位数增长	6
图 6: 东盟实际 GDP 增速在 5% 水平	6
图 7: 中国弹簧床垫年度出口均价变化情况	8
图 8: 美国 CPI 与家具和床上用品 CPI 同比变化情况	8
图 9: 2018 年 TDI 价格处于较高水平	8
图 10: 美元兑人民币中间价变化情况	8
图 11: 2018 年美国库销比下行	9
图 12: 2017-2018 年美国消费持续向好	9
图 13: 美国主要零售商库存周转率变化情况	9
图 14: 2017-2019 年出口链公司收入增速	11
图 15: 2017-2019 年出口链公司归母净利润增速	11
图 16: 2017-2019 年出口链公司股价涨跌幅	11
图 17: 2017-2019 年出口链公司 PE (TTM) 变化	11
图 18: 中国跨境电商市场交易规模及增速	14
图 19: 中国跨境电商出口交易规模及增速	14
图 20: 中国跨境电商交易进出口结构	14
图 21: 传统贸易与跨境电商消费链条对比	15
图 22: 2010Q1-2024Q3 美国零售电商渗透率 (%，季调)	15

表格目录

表 1: 美国加关税时间线及主要事件	3
表 2: 主要出口链公司营业收入增速变化情况	4
表 3: 美国加关税时间、关税额度及覆盖品类情况	5
表 4: 主要出口链公司毛利率变化情况	7
表 5: 主要出口链公司 PE (TTM) 与 PB (LF) 变化情况	10
表 6: 主要出口链公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)	12
表 7: 主要出口链公司海外产能及主要市场覆盖区域	13
表 8: Temu 全托管模式与半托管模式对比	16
表 9: 主要上市公司及其海外品牌、核心产品情况	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048