

2024 年 01 月 30 日
大消费

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

曙光初现：消费品出口轮动复苏开启！

2023 年四季度中国消费品出口降幅收窄显著

2023 年四季度，美元口径下中国消费品出口增速收窄至-3%，与第三季度的-11%相比表现出积极的恢复迹象，尤其是餐饮板块已见 2% 的正增长，家电和家具板块出口增速也即将转正。医药和纺织服装板块的出口同样呈现降幅收窄趋势。（见图 5）

洗衣机和啤酒表现亮眼，运动鞋服和沙发值得关注

尽管全球贸易萎缩对中国整体和消费品出口产生了影响，但各细分板块在出口市场上的表现存在周期差异。家电板块因价格优势和低基数表现出稳步复苏，特别是白电、黑电和厨房小家电；轻工板块中，截止到 2023Q4，床垫和办公家具持续保持增长趋势，沙发增速也迎来转正拐点；餐饮板块中，啤酒出口在取消对澳大利亚麦类产品的双反税后，凭借价格和口味优势，在亚洲市场销量持续高增；纺织服装板块大部分品类降幅亦有所收窄，预计 2024 年奥运年将带动运动鞋服景气度恢复。

美国通胀回落半途，补库已现端倪

美国核心 CPI 同比增速 12 月已经回落到 4% 以下，美联储暂停加息，此举对全球的经济的缓慢修复将会有联动效应。同时，美国消费品进口同比降幅收窄，结合零售同比销量的增加与批发商及零售库存水平的下降，共同指示出市场可能正在由去库存阶段逐步过渡至补库存阶段。

东盟消费品市场扩容，中国有望持续发力

亚洲市场是中国消费品出口的重要目的地，占总出口量的半数以上，其中对东盟的出口比例持续上升。近年来东盟国家保持超过 4% 的经济增长，强劲的消费需求得益于人口高速增长和年轻消费群体的扩大。此外，中国与东盟之间积极推动的贸易协定，如 RCEP，降低了贸易壁垒，提高了市场的互联互通。同时，中国制造业产能在向东盟转移，增强了其在当地消费品的竞争力。

投资建议

结合当前市场环境，优先看好美的集团（B 端+C 端齐发力贡献成长）、匠心家居（品牌出海&智能家居优质出口龙头）、哈尔斯（新品订单有望放量）、海尔生物（产品线拓展打开成长空间）等标的（详见表 7）。

风险提示：地缘政治风险；贸易保护主义风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险；供应链风险；航运价格波动风险。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级
000333 美的集团	71.70	买入-A
301061 匠心家居	55.29	买入-A
002615 哈尔斯	9.40	买入-A
688139 海尔生物	47.95	买入-A

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.0	5.1	20.3
绝对收益	1.2	-1.0	-1.3

张立聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

罗乾生 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

王朔 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030005
wangshuo2@essence.com.cn

陆偲聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522100001
lusc@essence.com.cn

马帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

相关报告

Stanley 保温杯，实用时尚两不误！	2024-01-20
“尔滨”缘何火爆？	2024-01-13
舞台灯光品牌出海为何领先？	2024-01-06
适时优化“控盘分利”模式能缓解渠道压力	2023-12-30
基药目录调整在即，中成药放量可期	2023-12-23



目 录

1. 投资概要.....	5
1.1. 核心观点	5
1.2. 有别于市场观点	5
2. 中国消费品出口：蓄势待发，拐点将至.....	6
3. 洗衣机和啤酒表现亮眼，运动鞋服和沙发值得关注.....	10
3.1. 中国家电价格优势凸显，复苏势头延续	10
3.2. 运动鞋服有望受益“奥运年”，加速进入补货周期	13
3.3. 沙发品类出口已有回暖趋势，自主品牌出海未来可期	14
3.4. 中国对澳麦“双反”取消，啤酒出口量价齐升	17
4. 分区域消费品出口：主力地区仍呈现下滑趋势.....	19
4.1. 亚洲：东盟和印度消费品市场扩容，中国有望持续发力.....	20
4.2. 美国：通胀回落半途，补库已现端倪	23
4.3. 欧盟：通胀已有回落，零售增速亟待转正	27
4.4. 中国劳动密集型产业有缓慢转移趋势，但短期产能尚未形成替代.....	30
5. 消费板块上市公司出口：家电领衔复苏，大公司表现相对稳健.....	32
5.1. 家电、食品饮料跌幅收窄，其余板块跌幅扩大	33
5.2. 可选消费：大公司稳健，中、小公司跌幅未有扩大	34
5.3. 2024 年消费品出口有望实现复苏.....	36
5.4. 出口相关公司	38
6. 风险提示.....	39
7. 附录.....	39

目 录

图 1. 中国整体出口增速、消费品出口增速、世界贸易量增速（美元口径）	6
图 2. 全球海运量及增速	6
图 3. 亚洲主要航线运量增速	7
图 4. 亚洲主要航线运价增速	7
图 5. 中国整体及消费品出口增速（美元口径）	7
图 6. 中国整体及消费品较 2019 年出口增速（美元口径）	7
图 7. 2023 年中国各板块出口额占比.....	8
图 8. 2023Q3、Q4 中国各板块出口增速（美元口径）	8
图 9. 中国消费品-家电出口额及增速（美元口径）	9
图 10. 中国消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）	9
图 11. 中国消费品-家具出口额及增速（美元口径）	9
图 12. 中国消费品-医药出口额及同比增速（美元口径）	9
图 13. 中国消费品-食品饮料出口额及增速（美元口径）	9
图 14. 2023 部分主要商品增速（美元口径）	10
图 15. 2023Q4 家电主要品类出口金额及增速（美元口径）	10
图 16. 液晶电视出口数量、金额、均价增速（美元口径）	11
图 17. 冰箱出口数量、金额、均价增速（美元口径）	11
图 18. 空调出口数量、金额、均价增速（美元口径）	11
图 19. 洗衣机出口数量、金额、均价增速（美元口径）	11
图 20. 波轮和滚筒洗衣机出口数量同比增速	12
图 21. 2023 年前三季度洗衣机不同地区出口量及增速.....	12

图 22. 2022-2023 年前三季度洗衣机分洲别出口均价对比	12
图 23. 厨房小家电出口金额同比增速（美元口径）	12
图 24. 厨房大家电出口金额同比增速（美元口径）	13
图 25. 个护电器出口金额同比增速（美元口径）	13
图 26. 美国服装批发商库存销售比及服装进口金额同比增速（美元口径）	13
图 27. 外套及正装出口金额同比增速（美元口径）	14
图 28. 运动鞋服出口金额同比增速（美元口径）	14
图 29. T 恤、婴儿服装、非运动鞋类出口金额同比增速（美元口径）	14
图 30. 美国家具批发商库存销售比及服装进口金额同比增速（美元口径）	14
图 31. 软装品类出口金额同比增速（美元口径）	15
图 32. 硬装品类出口金额同比增速（美元口径）	15
图 33. 保温杯和塑料餐具出口金额同比增速（美元口径）	15
图 34. 2023 年轻工板块各品类出口金额	15
图 35. 全球电动沙发各区域占比	16
图 36. 美国 CR5 家具企业出货规模	16
图 37. 匠心家居自主品牌 Motomotion 三电机真皮沙发	17
图 38. Ashley 网站最低价格三电机真皮沙发	17
图 39. La-Z-Boy 网站最低价格三电机真皮沙发	17
图 40. La-Z-Boy 线上最低价格三电机真皮沙发	17
图 41. 啤酒出口数量、金额、均价增速（美元口径）	17
图 42. 2023 年中国啤酒出口主要国家占比	18
图 43. 2023 年中国啤酒出口主要国家增速（美元口径）	18
图 44. 2022 年各国啤酒零售价格	18
图 45. 各国啤酒零售价格变化趋势（美元/升）	18
图 46. 中国出口澳大利亚啤酒金额及增速（美元口径）	19
图 47. 2023Q4 中国消费品出口结构（美元口径）	19
图 48. 2023Q4 中国消费品出口各地区增速（美元口径）	19
图 49. 中国对亚洲家电&机械设备出口额及增速（美元口径）	20
图 50. 中国对亚洲消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）	20
图 51. 中国对亚洲消费品-家具出口额及增速（美元口径）	20
图 52. 中国对亚洲消费品-医药出口额及增速（美元口径）	20
图 53. 中国对亚洲食品饮料出口额及增速（美元口径）	21
图 54. 亚洲主要国家 2017-2022 年 GDP 复合增速	22
图 55. 亚洲主要国家 2017-2022 年人口复合增速	22
图 56. 亚洲主要地区 CPI 增速	23
图 57. 中国对美国家电&机械设备出口额及增速（美元口径）	23
图 58. 中国对美国消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）	23
图 59. 中国对美国消费品-家具出口额及增速（美元口径）	24
图 60. 中国对美国消费品-医药出口额及增速（美元口径）	24
图 61. 中国对美国食品饮料出口额及增速（美元口径）	24
图 62. 美国核心 CPI 增速	26
图 63. 美国消费品进口、批发商库存、零售库存、零售增速（美元口径）	26
图 64. 美国消费品店铺零售增速（美元口径）	27
图 65. 美国消费品店铺零售库存增速（美元口径）	27
图 66. 中国对欧盟家电&机械设备出口额及增速（美元口径）	28

图 67. 中国对欧盟消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）	28
图 68. 中国对欧盟消费品-家具出口额及增速（美元口径）	28
图 69. 中国对欧盟消费品-医药出口额及增速（美元口径）	28
图 70. 中国对欧盟食品饮料出口额及增速（美元口径）	28
图 71. 欧盟食品、饮料和烟草及非食物类零售指数增速	29
图 72. 欧盟核心 CPI 增速	29
图 73. 欧洲消费品进口增速（美元口径）	29
图 74. 中国和亚洲轻工业主要国家出口金额及占比（美元口径）	30
图 75. 亚洲轻工业主要国家出口占比	30
图 76. 中国和亚洲主要服装制造国出口金额及占比（美元口径）	31
图 77. 亚洲服装制造主要国出口占比全球服装出口份额	31
图 78. 越南部分消费品出口增速（美元口径）	32
图 79. 印度部分消费品出口增速（美元口径）	32
图 80. 菲律宾部分消费品出口增速（美元口径）	32
图 81. 美元兑人民币即期汇率	33
图 82. 2022H2、2023H1 各消费板块上市公司合计出口金额（亿美元）	33
图 83. 2022H2、2023H1 各消费板块上市公司合计出口增速（美元口径）	33
图 84. 2022H2、2023H1 各消费板块前五大上市公司出口占比（美元口径）	33
图 85. 2023H1 消费二级板块出口金额及增速（按出口金额大小排序）	34
图 86. 家电、轻工、纺服公司按市值分类出口增速（美元口径，市值>500 亿元、100 亿元<市值<500 亿元、市值<100 亿元）	34
图 87. 家电、轻工、纺服公司按市值分类出口较 2019 年同期增速（美元口径，市值>500 亿元、100 亿元<市值<500 亿元、市值<100 亿元）	35
图 88. 家电、轻工、纺服公司按出口占比营收分类公司出口增速（美元口径，出口占比>70%、30%<出口占比<70%、出口占比<30%）	35
图 89. 家电、轻工、纺服公司按出口占比营收分类公司出口较 2019 年同期增速（美元口径，出口占比>70%、30%<出口占比<70%、出口占比<30%）	35
图 90. 家电、轻工、纺服出口依赖型公司增速（美元口径，出口占比>70%）	36
图 91. 家电、轻工、纺服出口依赖型公司出口较 2019 年同期增速（美元口径，出口占比>70%）	36
图 92. 各消费板块上市公司出口额占比海关出口额	37
图 93. 家电出口增速-上市公司 VS 非上市公司（美元口径）	37
图 94. 医药出口增速-上市公司 VS 非上市公司（美元口径）	37
图 95. 轻工出口增速-上市公司 VS 非上市公司（美元口径）	37
图 96. 纺服出口增速-上市公司增速 VS 非上市公司（美元口径）	37
图 97. 食品饮料出口增速-上市公司 VS 非上市公司（美元口径）	38
 表 1: 大消费板块出口优质标的推荐	5
表 2: 中国部分上市家具公司代工及自主品牌	16
表 3: 中国消费品出口亚洲主要地区占比亚洲整体	21
表 4: 美国对中国主要消费品增收关税信息	24
表 5: 美国进口服装、鞋类、家具、电气设备各主要国家占比	25
表 6: 家具全球出口前五国家占比	31
表 7: 大消费板块出口驱动型相关公司	38
表 8: HS 章类表分类	39

1. 投资概要

1.1. 核心观点

美国补库启动叠加东盟消费市场扩容，中国消费品出口回暖。从 2022 年起，受欧美高通胀、去库和紧缩货币政策的影响，全球贸易收缩明显，中国、东盟以及印度等关键消费品生产国家遭遇出口低迷。进入 2023Q4，随着美国库存周期见底并逐渐回升、欧美通胀率下降以及美联储暂停加息，市场逐渐看到复苏的曙光。中国消费品出口的恢复主要由以下几点驱动：美国补库趋势的启动、全球消费市场的逐渐复苏以及中国对东盟国家的出口增长，后者得益于东盟的强劲 GDP 和人口增速，RCEP 贸易协定的促进作用，以及中国产品品质提升和在当地设厂增强的竞争力。整体而言，中国对亚洲和美国市场的出口回暖趋势已经较为明显，预示着消费品板块的周期性复苏正在稳步进行。

在家电、轻工和纺服等消费品出口板块中，我们观察到周期性波动呈现时间异步性，目前整体呈现轮动复苏趋势。具体来看，家电板块在 2022 年率先步入调整周期，并在 2023 年，尤其是整机品类，表现出稳定复苏趋势，并有望在 2024 年延续。当前，轻工板块的复苏势头也较为明显，预计纺服板块也将在 2024 年迎来结构性转变。在消费品出口复苏的大背景下，以下是我们筛选出的具有优质基本面且有望率先受益于的标的：

表1：大消费板块出口优质标的推荐

消费板块	股票名称
家电	美的集团、海尔智家、石头科技、新宝股份
轻工	匠心家居、浩洋股份
纺服	哈尔斯、真爱美家、嘉益股份
商社	乖宝宠物
医药	海尔生物、药明康德、万孚生物、迈威生物、新产业

资料来源：国投证券研究中心

1.2. 有别于市场观点

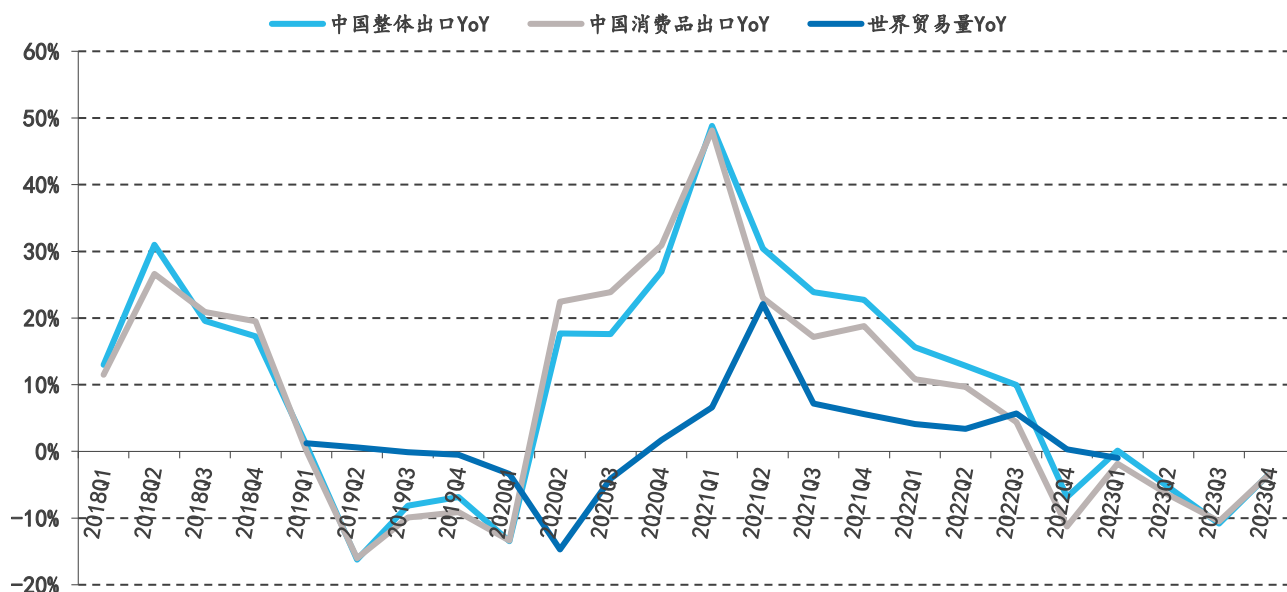
一种观点认为，中国消费品出口在人民币贬值的背景下也未能充分利好，大家可能会归因于中美贸易摩擦，但我们认为经济周期对出口的影响更为显著，尤其是美国货币政策对全球经济周期产生的联动效应。北美市场仅占中国消费品出口的 20%左右，亚洲才是中国消费品出口的主要地区，占比超过 50%。长期来看，中国也面临产业结构升级，以及随着人力成本的上升，劳动密集型产业占比出口必然会出现逐步下降的趋势，但现阶段短期占比较为稳定。对上市公司而言，消费各板块上市公司出口占比中国各消费板块整体出口基本仅在 10%左右，除家电外，所以整体出口的趋势并不能完全反映上市公司的业绩表现，但对周期是有指引性的。

部分投资人认为，消费品出口的投资机会来自短期的订单超预期。但我们认为，消费品出口的长期逻辑更值得重视。对于规模较大的消费品出口公司，长期竞争力的核心在于品牌力维护与增强，主要通过不断的技术创新、实施本土化战略、优化供应链管理，以及加强售后服务等方面实现。而中小型消费品出口企业在从代工到品牌建设的转型过程中应聚焦于深化特定细分市场的渗透，塑造品牌力，同时提升供应链的敏捷性以迅速应对市场变化。此外，它们需要利用其在成本控制上的优势，灵活创新商业模式和合作方式，并加速数字化及电商转型，以拓展销售渠道并在竞争中保持优势。长期来看，成熟代工企业通过拓展至消费端市场并建立自有品牌，尽管可能面临较高的市场营销和扩展成本，但这一战略对于实现可持续增长至关重要。同时，随着中国人力成本的上升，人口密集型制造领域价格优势会进一步削弱，因此，向中高端市场的渗透尤为重要，这不仅能与低端市场竞争的代工品牌形成差异化，还能更好地保障利润水平。

2. 中国消费品出口：蓄势待发，拐点将至

欧美去库+高息货币政策导致全球贸易量萎缩，中国消费品出口亦处于调整期。中国整体和消费品出口呈现出明显的周期性特点。全球市场供给扩张和需求的提升带动了出口的繁荣期，但随着时间推移，消费边际递减和资本边际产出下降的作用规律导致总需求自我抑制，从而进入衰退期。疫情前中国出口处于低水平，处于上轮周期的末尾，而疫情后出口迎来一轮繁荣周期，尤其是消费品出口受到居家需求和国外消费刺激政策的推动。然而，紧随其后的全球通胀率上升和高息货币政策抑制了经济活动，导致中国出口和消费品出口逐渐下滑。本轮经济周期的特点包括需求上升速度过快、快速加息和高通胀率导致需求收缩加快，而衰退期在缺乏新市场增量的情况下可能持续较长时间。

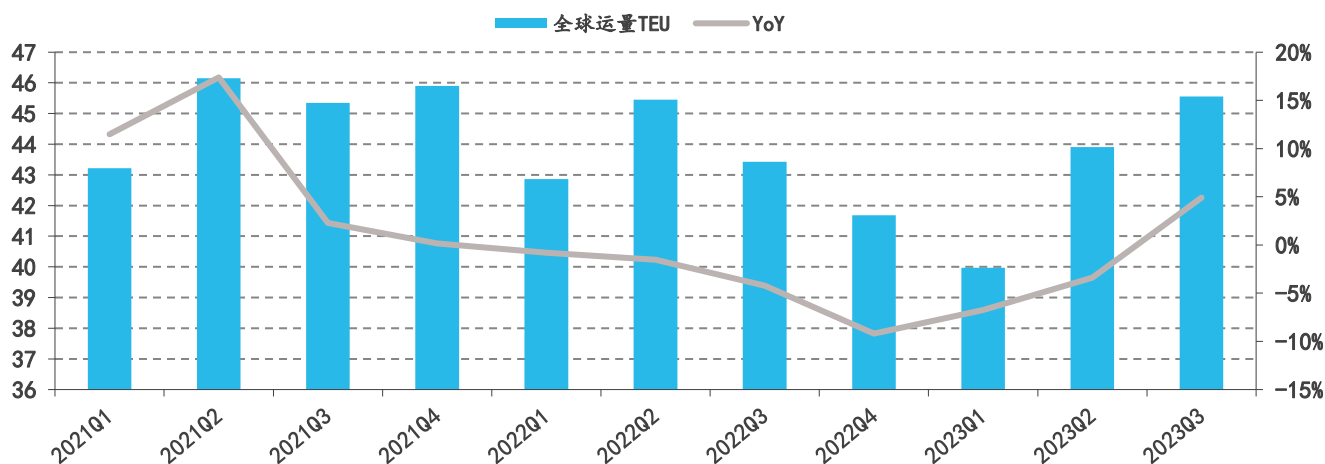
图1. 中国整体出口增速、消费品出口增速、世界贸易量增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，WTO 数据，国投证券研究中心

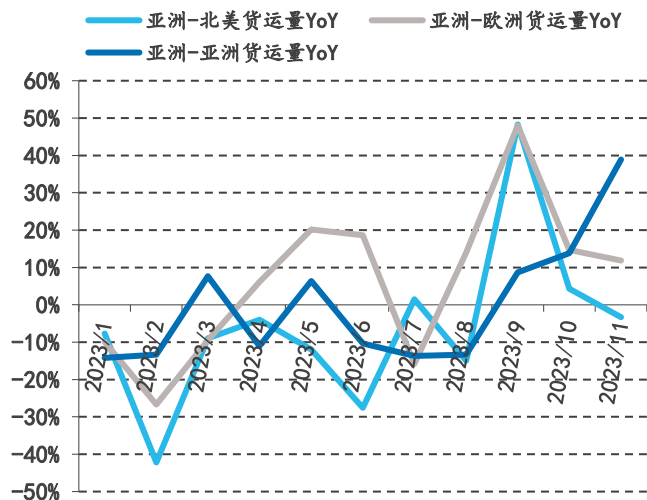
全球海运量有所恢复。CTS 数据显示，虽然现阶段全球航运价格持续走低，但全球集装箱运量从 2023Q3 开始增速转正。特别是亚洲至美国的航线运量因节日需求（如感恩节和万圣节）而显著增长。与此同时，亚洲至欧洲航线的运量自 8 月份起持续上升。这两大航线的运价降幅也有所收窄，有企稳趋势。此外，亚洲区域内的航线运量和运价自 9 月份起同样呈现运量逐步增加，运价降幅缩小。这些运量的边际改善迹象表明，尽管整体运价走低，但经济活动有所增加，支撑了 2024 年全球经济复苏的展望。

图2. 全球海运量及增速



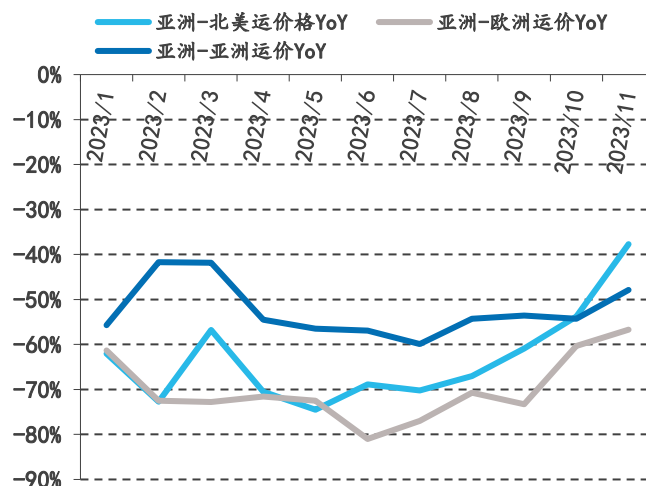
资料来源：CTS 数据，国投证券研究中心

图3. 亚洲主要航线货运量增速



资料来源：CTS 数据，国投证券研究中心

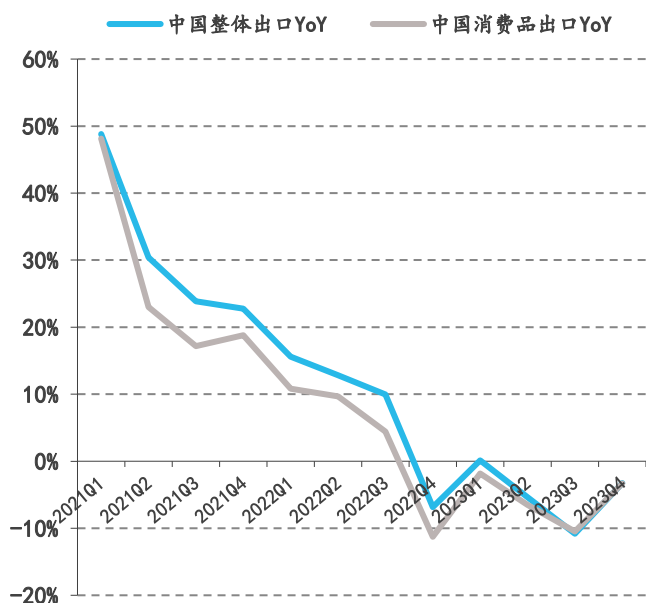
图4. 亚洲主要航线运价增速



资料来源：CTS 数据，国投证券研究中心

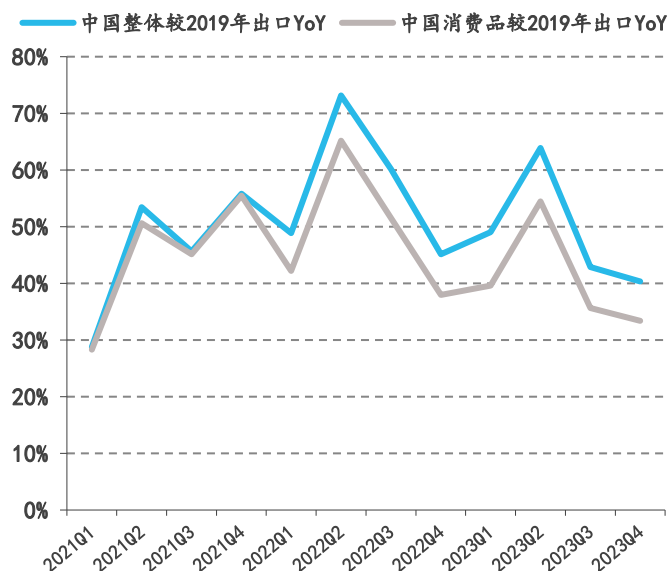
中国消费品出口增速逐步接近整体出口增速，有望 2024 实现阶段性复苏。中国整体出口增速在 2022 年前三个季度一直保持正增长，但在 2022Q4 出现了大幅下降，由增转降。2023 年开始，整体出口增速虽经历了第一季度的短暂回升，但在二、三季度延续了下降趋势。2023Q4 受益于去年同期低基数影响，增速降幅已明显收窄。另外，消费品出口增速在近六个季度总体上略低于整体出口增速，但差距不断缩小，到 2023Q4 已基本一致。

图5. 中国整体及消费品出口增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

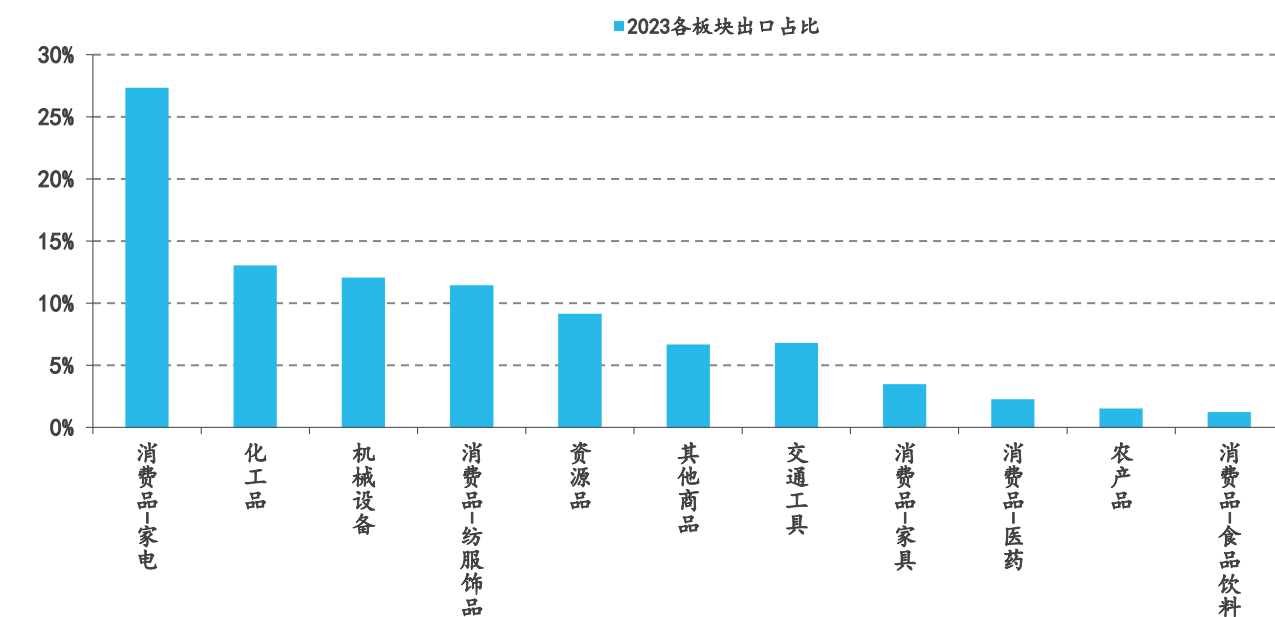
图6. 中国整体及消费品较 2019 年出口增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

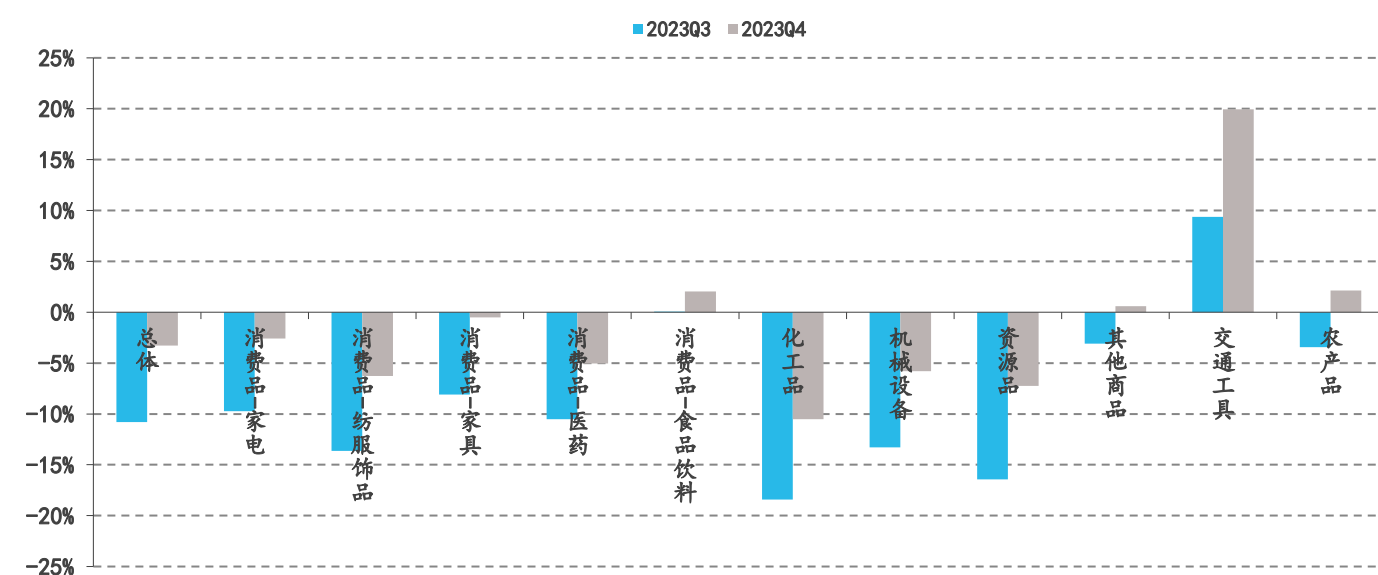
2023Q4 相较 Q3 降幅收窄明显。从各板块的出口情况来看，只有交通工具板块在 2023Q3、Q4 的出口继续保持高增趋势，主要受益于新能源车出口的持续增长。所有消费品板块出口增速降幅均有收窄的趋势。值得注意的是，2023 年以来，全球进入后疫情时代，供应链逐步恢复，食品饮料、其他商品、和农产品出口在 2023Q4 也逐步修复。

图7. 2023 年中国各板块出口额占比



资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

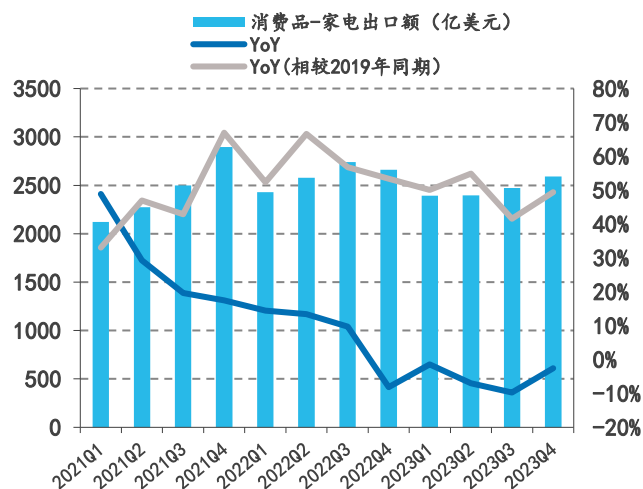
图8. 2023Q3、Q4 中国各板块出口增速 (美元口径)



资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

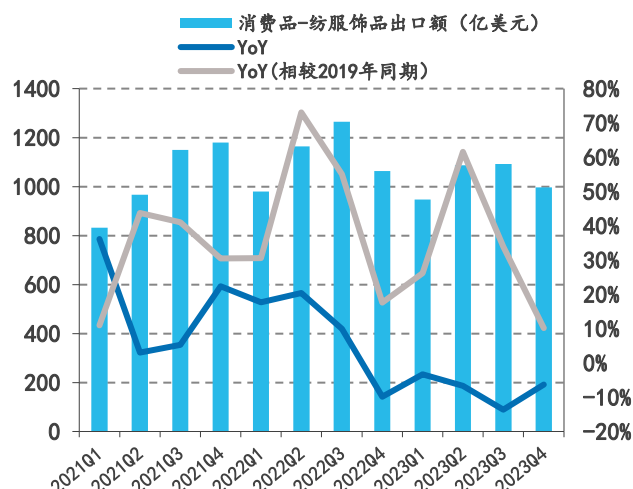
多数消费板块降幅收窄, 复苏迹象已现。在消费品板块, 由于全球需求减弱和订单减少, 整体行业仍处于去库向补库转换的过渡阶段。然而, 我们观察到, 截止到 2023Q4, 多数消费品板块在去年同期低基数影响下降幅明显收窄, 显示出一定的复苏趋势。另一方面, 相较 2019 年同期, 各消费板块从 2022Q4 开始呈现明显的增速上升趋势, 但在 2023Q3 已有所下滑。出现这种现象有一部分原因是 2022 年整体基数较高, 尤其是 2022Q2 的上升突出, 所以 2023Q2 同比增速展现的恢复趋势不明显。值得注意的是, 消费品在 2019Q2 消费品增速达到了五年内的最低点, 位于上轮去库的顶峰, 所以基数相对较低。整体而言, 考虑到库存周期和基数, 预计 2024 年整体仍然会呈现弱复苏趋势。

图9. 中国消费品-家电出口额及增速（美元口径）



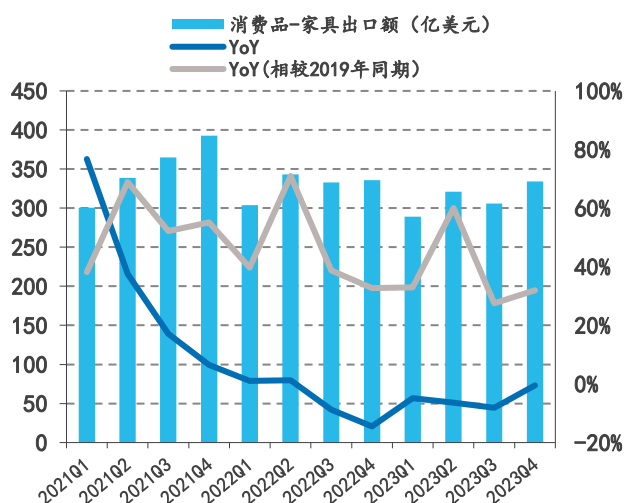
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图10. 中国消费品-纺织服装品出口额及增速（美元口径）



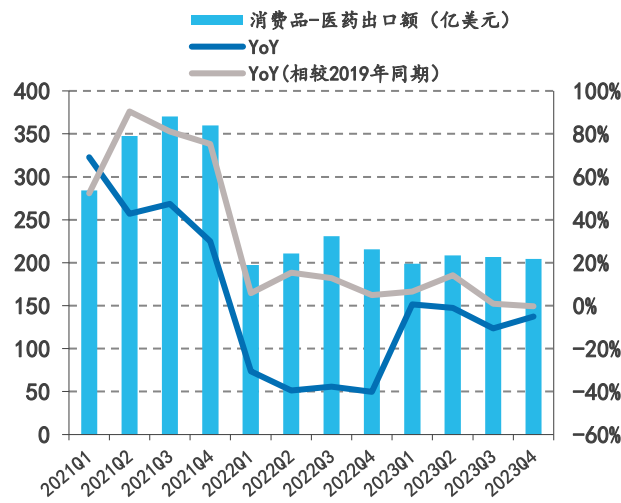
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图11. 中国消费品-家具出口额及增速（美元口径）



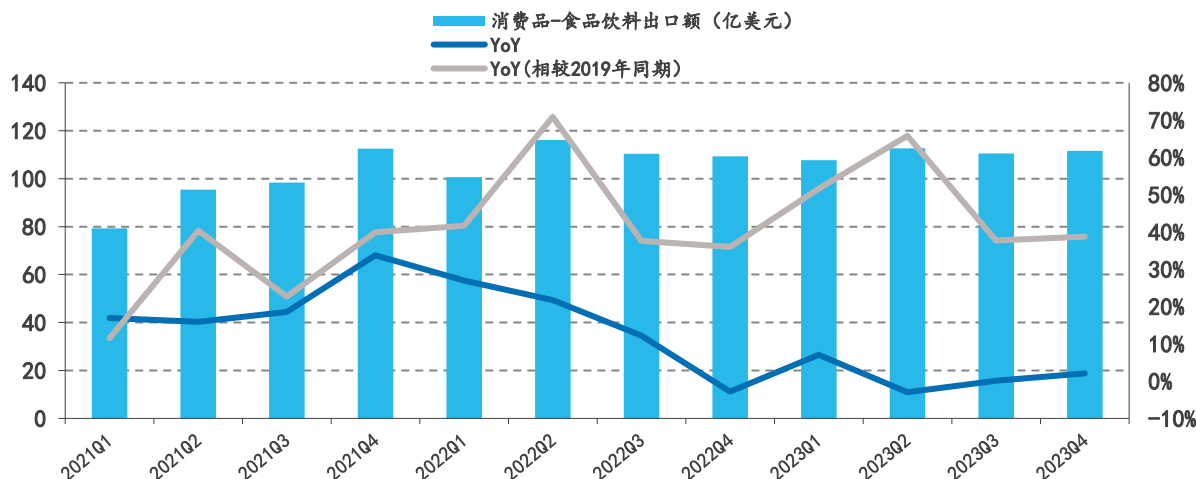
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图12. 中国消费品-医药出口额及同比增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图13. 中国消费品-食品饮料出口额及增速（美元口径）

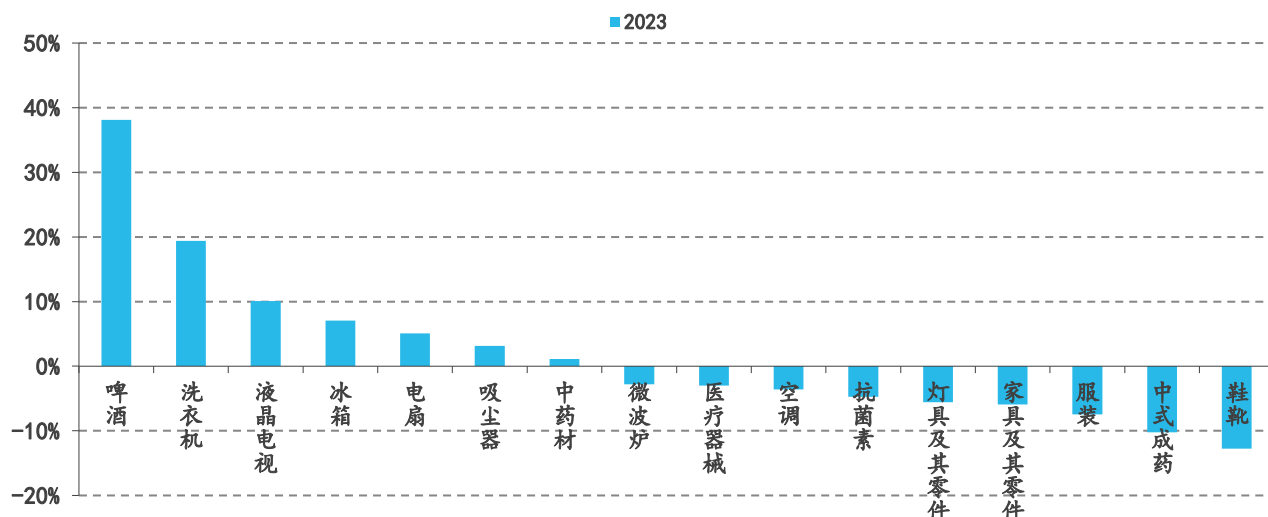


资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

3. 洗衣机和啤酒表现亮眼，运动鞋服和沙发值得关注

家电品类引领复苏。家电、轻工和纺服等消费品出口板块的周期性波动存在时间上的异步性，目前整体呈现轮动复苏态势，尽管如此，细分市场分析揭示部分品类可能会展现出提前复苏或逆周期增长的特点。2023 年，啤酒与家电出口领域均展现强劲增长态势。家电板块大件产品，如洗衣机和液晶电视，增速达到 10%或以上，已进入复苏期。纺织服装板块增长乏力，但预计 2024 年奥运将激发运动鞋服提前进入补货周期。轻工板块家具品类大部分已进入增长区间，沙发出口增速在 2023Q4 也已转正。啤酒因基数低+澳麦双反取消出口增长显著，同比增幅达 38%。

图14. 2023 部分主要商品增速（美元口径）

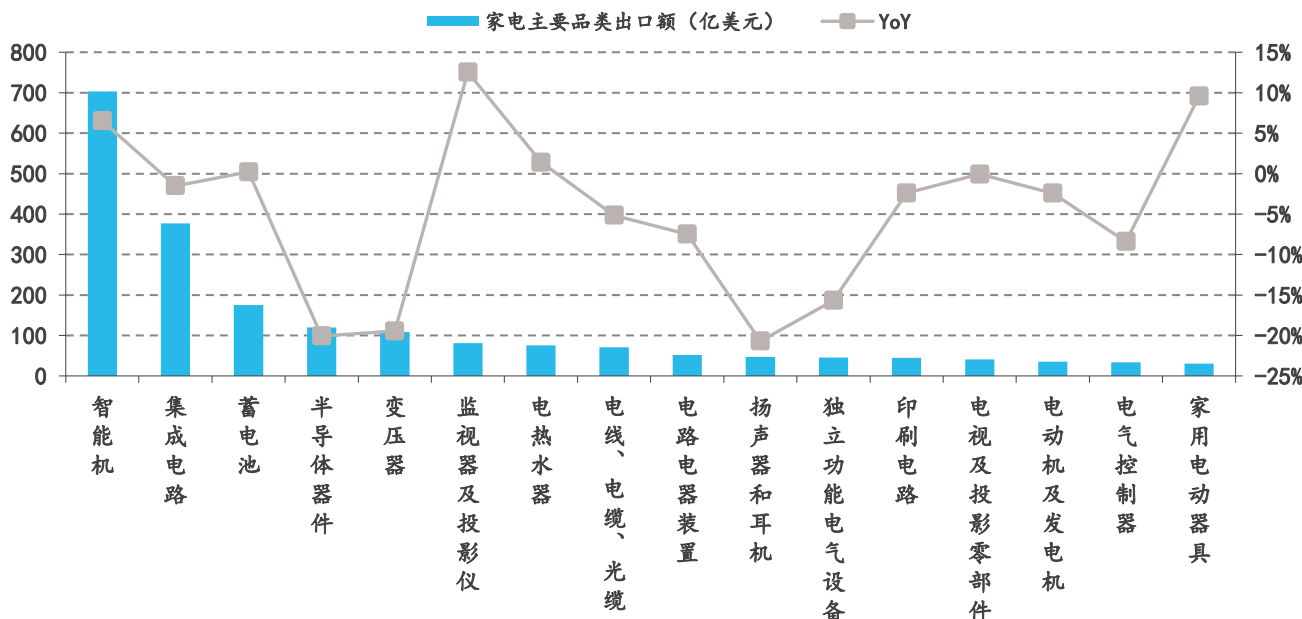


资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

3.1. 中国家电价格优势凸显，复苏势头延续

家电整机出口复苏。在 2023 年第四季度，尽管大件家电品类如洗衣机、电视机、吸尘器、冰箱、微波炉和空调均显示出正增长，但整体家电出口金额却仍位于负增长区间。从结构上来看，家电整机出口是增长，但电子元器件呈现下降趋势。

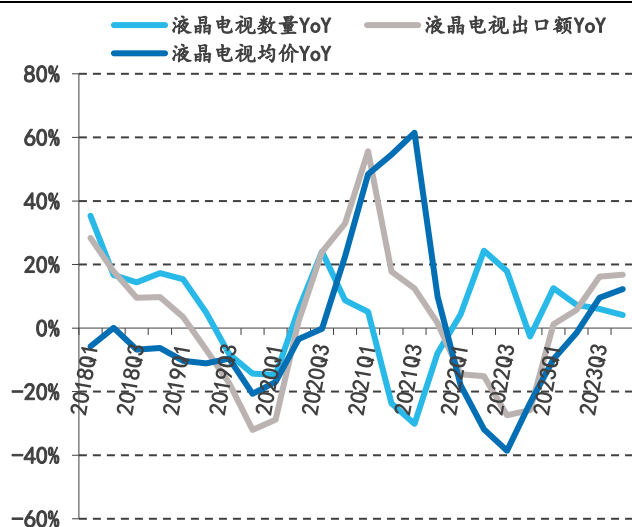
图15. 2023Q4 家电主要品类出口金额及增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

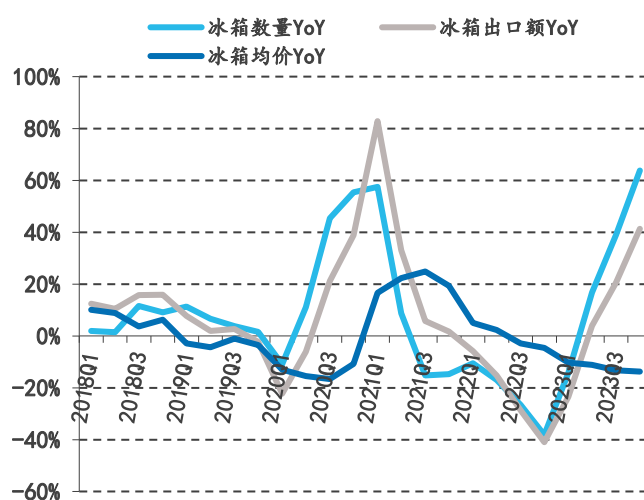
受益于价格优势+低基数，家电主要品类出口表现突出。在 2022 年，中国家电品类的出口金额普遍经历了负增长，然而进入 2023 年，除了液晶电视外，如冰箱、空调和洗衣机等家电品类的出口数量出现同比上升，尽管它们的均价出现了下降。均价的下滑主要受到两个因素的影响：一是人民币对美元的汇率下降，二是家电制造出厂价格的持续降低。与此相反，液晶电视的均价之所以上涨，是由于其关键原材料-玻璃基板价格的上涨。此外，值得关注的是洗衣机，特别是滚筒洗衣机在 2022 年下半年已恢复增长，并在 2023 年第四季度展现出强劲的增速，这主要得益于对欧美市场的大量出口。考虑到低基数和美联储暂停加息，预计在人民币汇率相对稳定的背景下，家电出口在 2024 年将继续保持积极增长态势。

图16. 液晶电视出口数量、金额、均价增速（美元口径）



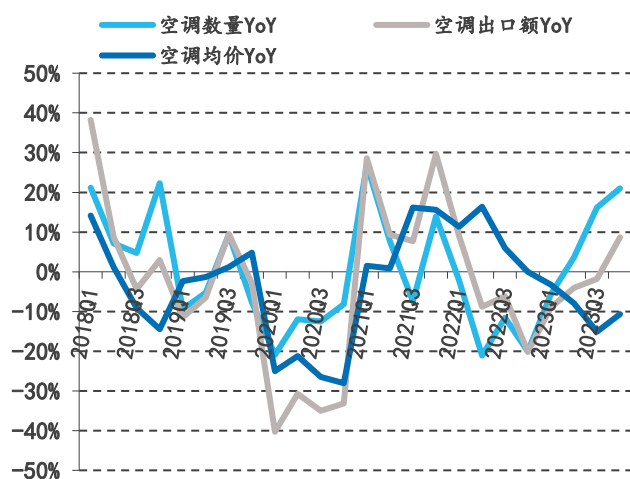
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图17. 冰箱出口数量、金额、均价增速（美元口径）



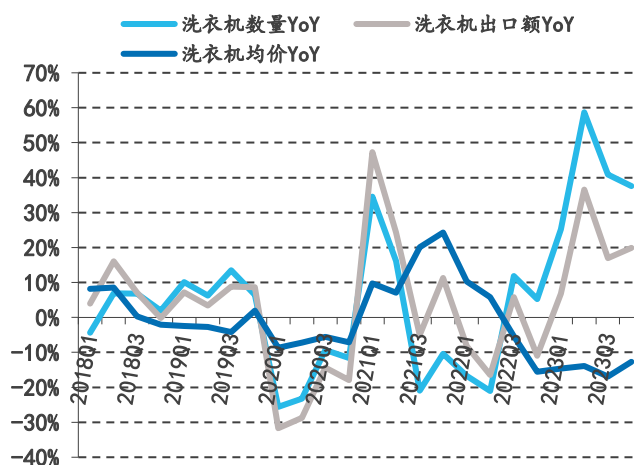
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图18. 空调出口数量、金额、均价增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

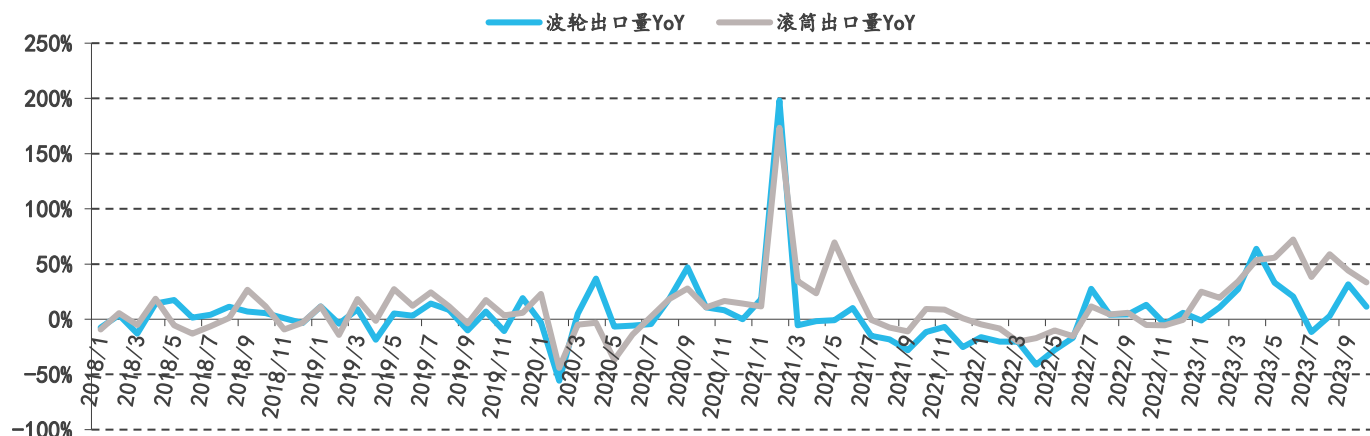
图19. 洗衣机出口数量、金额、均价增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

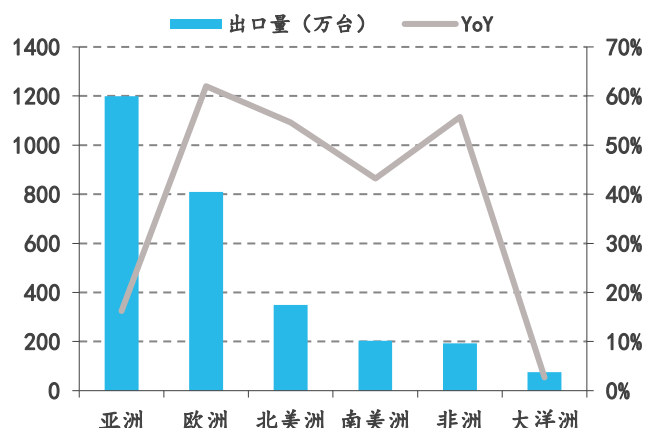
对欧美的滚筒洗衣机出口成为 2023 年洗衣机出口增长关键。从结构来看，欧美市场是滚筒洗衣机主要的出口目的地，其中欧洲和北美的出口增速在 2023 年前三季度累计增速均超过了 50%。尽管如此，同期的出口均价在各主要地区都出现了下滑，以欧洲的降幅最为显著，下降了 17.1%。这一价格下降趋势除了受到之前分析的人民币汇率走低和制造成本下降的影响外，还与全球经济复苏的缓慢以及部分地区消费降级的趋势有关，后者导致了更多基础款洗衣机的出口，进一步压低了出口均价。

图20. 波轮和滚筒洗衣机出口数量同比增速



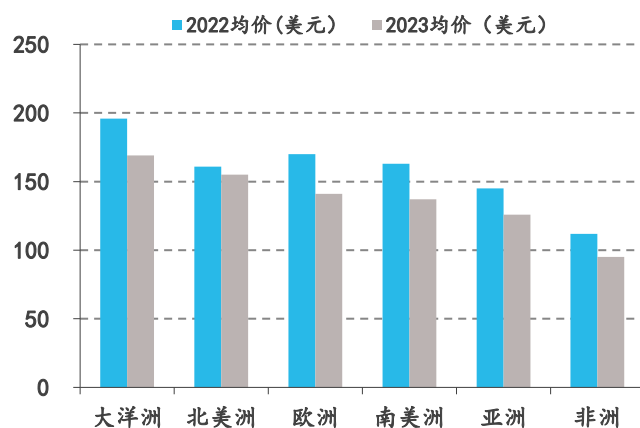
资料来源: Wind 数据, 海关总署, 国投证券研究中心

图21. 2023 年前三季度洗衣机不同地区出口量及增速



资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心

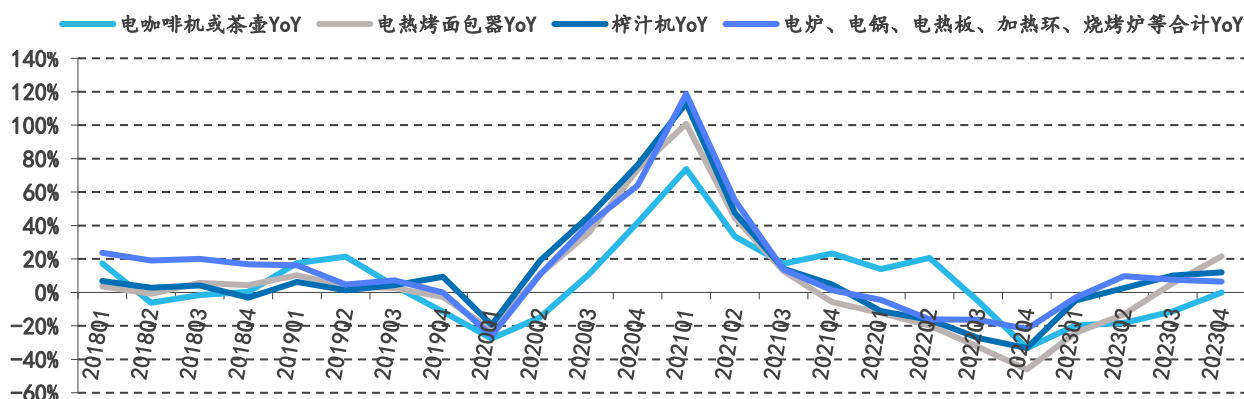
图22. 2022-2023 年前三季度洗衣机分洲别出口均价对比



资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心

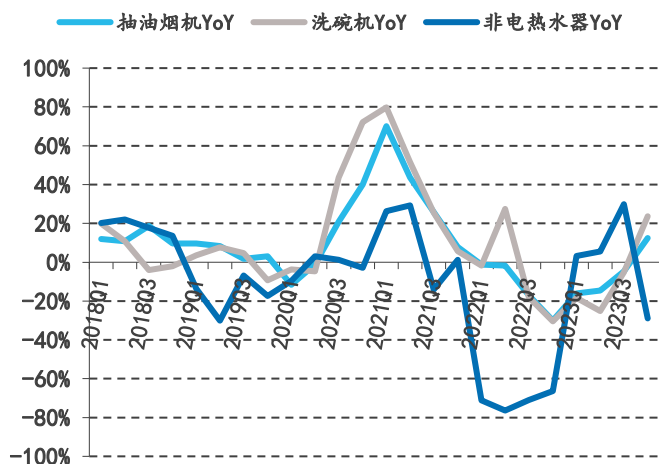
厨房小家电亦有复苏趋势。截止到 2023Q4, 大部分厨房小家电已买入正增长区间, 并且厨房大电除去非电热水器, 其余增速均已转正。与此同时, 个护电器类别尽管之前保持正增长, 高基数导致在 2023 年第三季度出现了一定的下降趋势。整体来看, 考虑到美国家电零售库存处于较低水平以及人民币汇率的持续走低, 预计这两大利好因素将推动 2024 年家电板块出口继续延续复苏趋势。

图23. 厨房小家电出口金额同比增速 (美元口径)



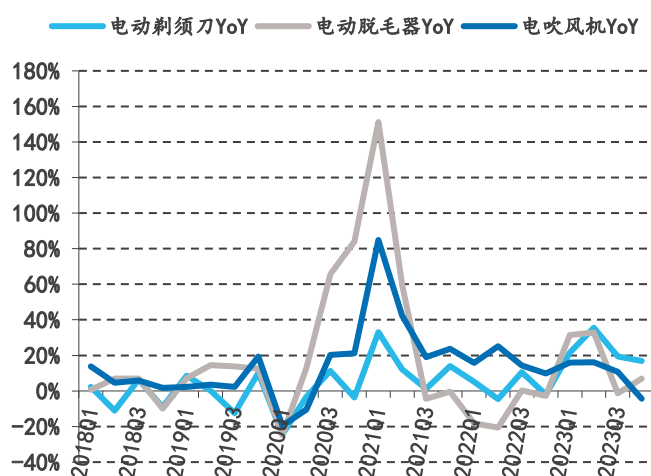
资料来源: Wind 数据, 海关总署, 国投证券研究中心

图24. 厨房大家电出口金额同比增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，海关总署，国投证券研究中心

图25. 个护电器出口金额同比增速（美元口径）

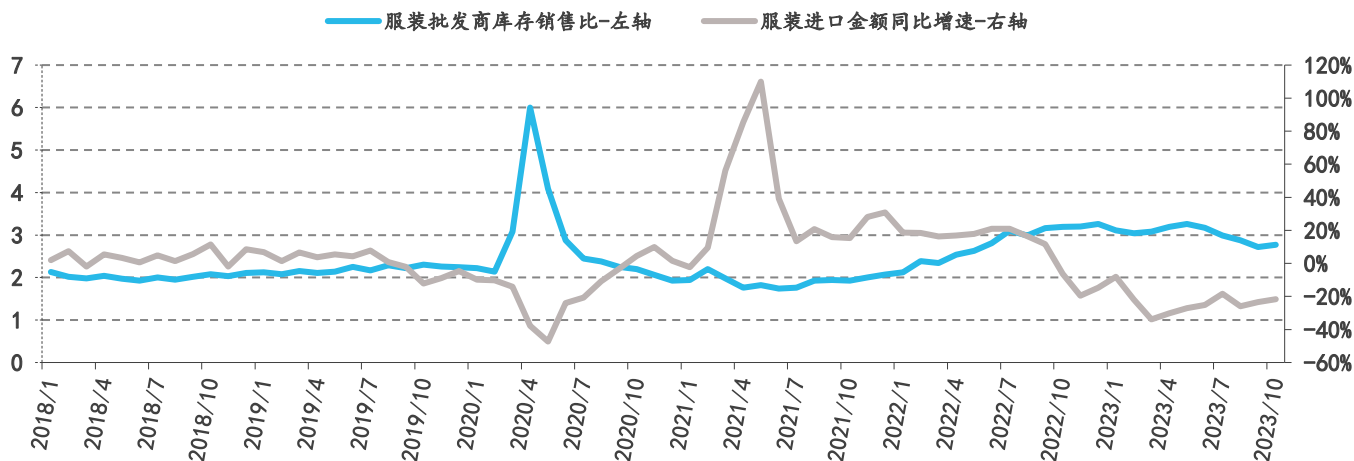


资料来源：Wind 数据，海关总署，国投证券研究中心

3.2. 运动鞋服有望受益“奥运年”，加速进入补货周期

美国服装品类仍然处于去库阶段。美国批发商的库存销售比与服装进口金额同比增速之间存在显著的负相关关系。数据显示，当库存销售比处于较低水平时，批发商的补库意愿增强，尤其是在库存销售比变化率急剧上升或下降的时期。历史走势表明，库存销售比与服装进口金额增速的交点往往预示着库存周期的开始和结束。目前，库存销售比维持在较高水平，而服装进口金额的同比增速持续处于低谷，暂未出现交点，表明短期内美国市场补库周期尚未启动。

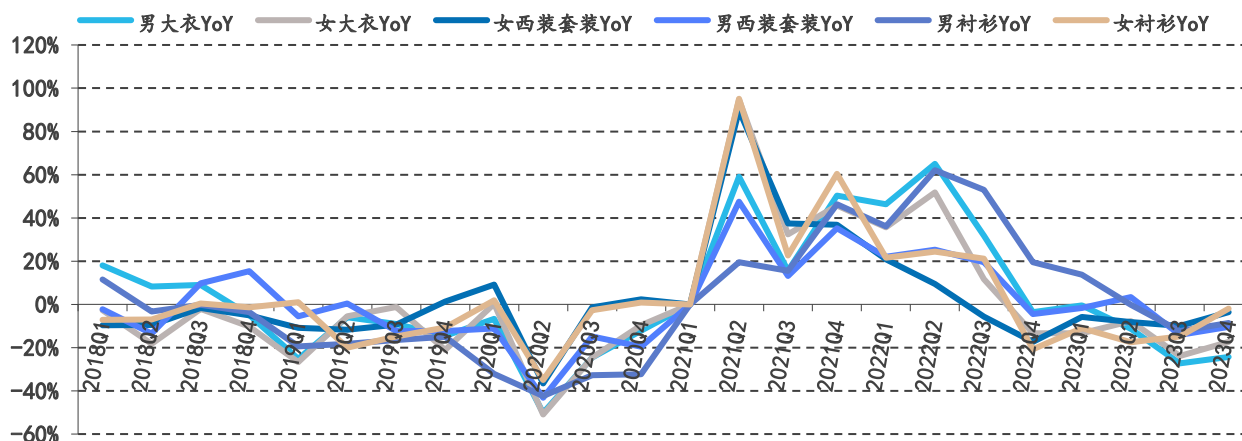
图26. 美国服装批发商库存销售比及服装进口金额同比增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，美国商务部数据，国投证券研究中心

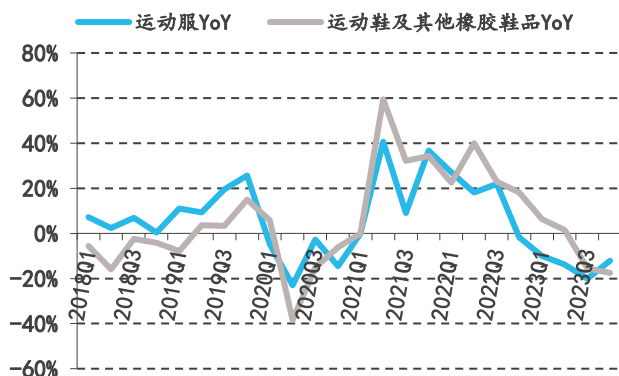
运动鞋服有望受益 2024 “奥运年”，加速进入补货周期。截止到 2023Q4，大部分外套及正装品类出口降幅有收窄迹象。T 恤和非运动鞋类在低基数影响下已恢复至增长区间。自 2022 年第四季度以来，受美联储加息政策影响显现，特别是非耐用品如服装，需求率先减弱。此外，2021 年的低息环境曾促使批发商大量补货，导致至 2022 年第四季度库存销售比达到相对高位。这些因素共同作用下，中国服装 2023 年出口经历了快速下滑。考虑到目前库存销售比仍较高，预计未来两个季度内，服装出口市场不会进入全面补货周期。然而，从运动鞋服细分市场来看，一方面运动服降幅已开始收窄。另外，鉴于 2024 年巴黎奥运会即将到来，参考 2021 年东京奥运期间的市场趋势，我们预计运动鞋服类产品可能在 2024 年第二季度加速进入补货周期。

图27. 外套及正装出口金额同比增速（美元口径）



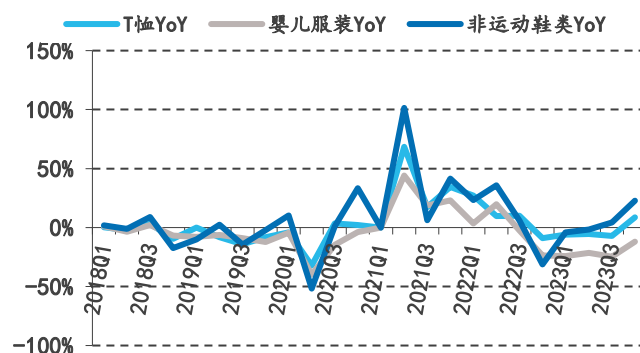
资料来源: Wind 数据, 海关总署, 国投证券研究中心

图28. 运动鞋服出口金额同比增速（美元口径）



资料来源: Wind 数据, 海关总署, 国投证券研究中心

图29. T 恤、婴儿服装、非运动鞋类出口金额同比增速（美元口径）

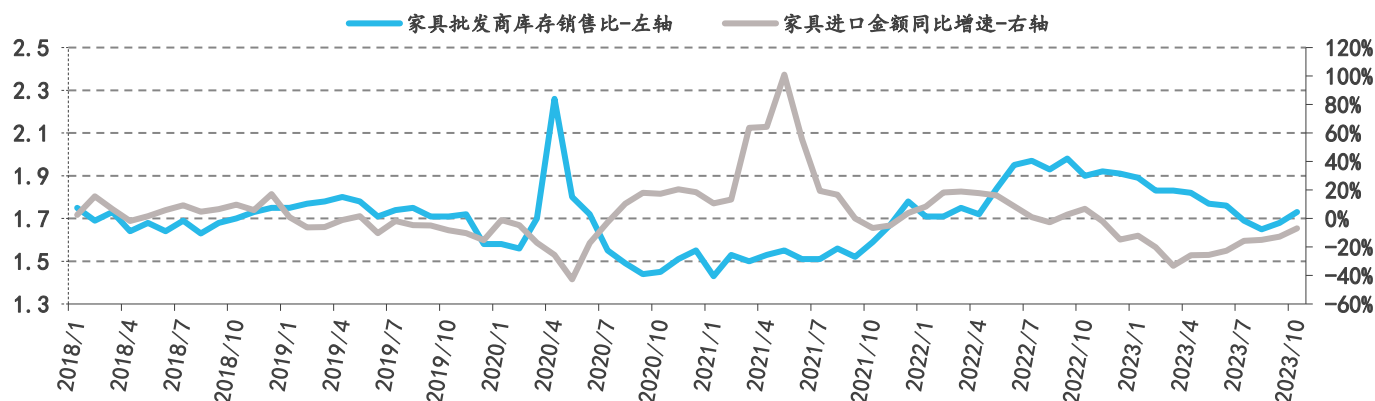


资料来源: Wind 数据, 海关总署, 国投证券研究中心

3.3. 沙发品类出口已有回暖趋势，自主品牌出海未来可期

美国家具库存销售比已回归合理水平，有望在明年开启补库周期。美国商务部数据显示，家具批发商的库存销售比已降至 1.7，回归至 2018 年以来的平均水平。伴随库存销售比与进口金额同比增速趋近交汇点，我们预测市场可能即将进入一个全面的补货周期。这一趋势若持续，预计在明年将触发家具批发商加大进口量，以满足市场需求并重新平衡库存水平。

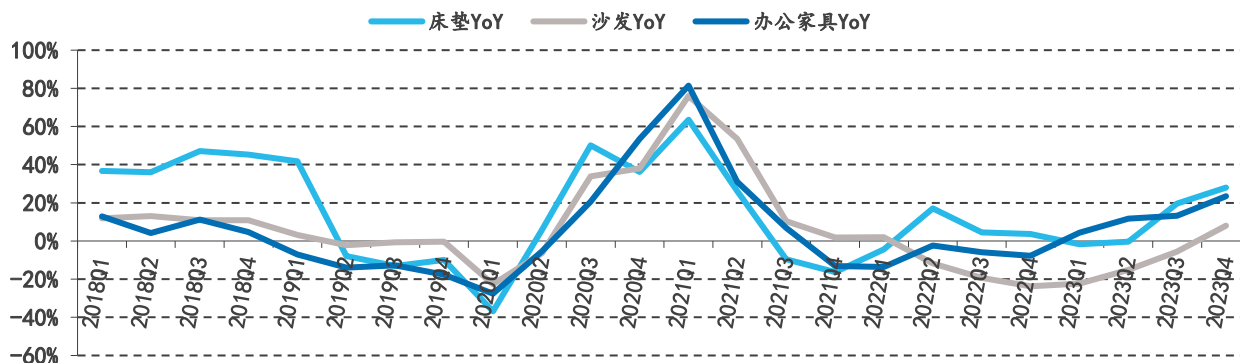
图30. 美国家具批发商库存销售比及服装进口金额同比增速（美元口径）



资料来源: Wind 数据, 美国商务部数据, 国投证券研究中心

大部分轻工品类出口有回暖迹象。在轻工出口板块，多数产品类别正在显示出积极的市场动态，其中大部分已经实现了增速正转或者跌幅的显著收窄。特别是在软装领域，床垫和办公家具延续了 2023 年以来的复苏趋势，而沙发出口增速在 2023Q4 也已转正。在硬装类产品中，PVC 地板已恢复至增长区间。消费品方面，保温杯在 2023 年第二、第三季度已经开始增长，塑料餐具的跌幅亦有所缓解。从库存周期角度分析，美国家具行业的库存去化接近尾声，预计有望在 2024 上半年进入补库周期，而部分产品类别已经率先步入补库阶段。

图31. 软装品类出口金额同比增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，海关总署，国投证券研究中心

图32. 硬装品类出口金额同比增速（美元口径）

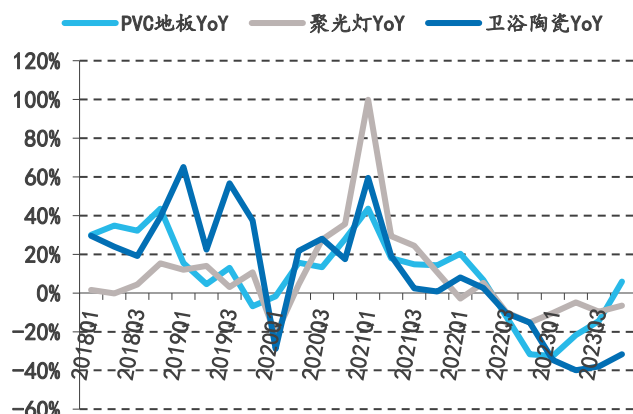
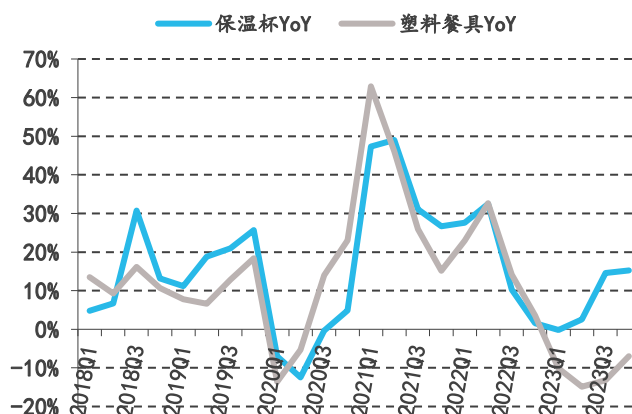


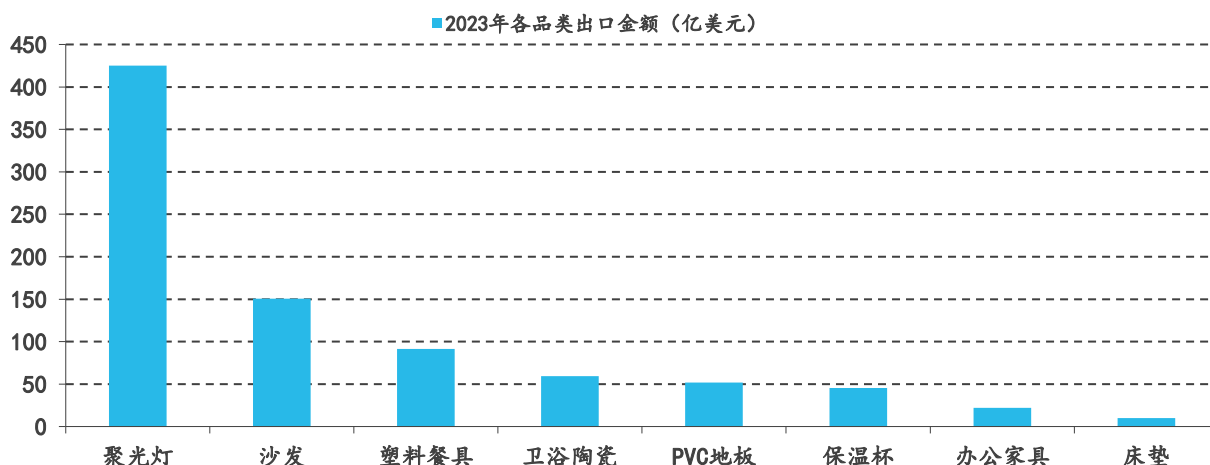
图33. 保温杯和塑料餐具出口金额同比增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，海关总署，国投证券研究中心

资料来源：Wind 数据，海关总署，国投证券研究中心

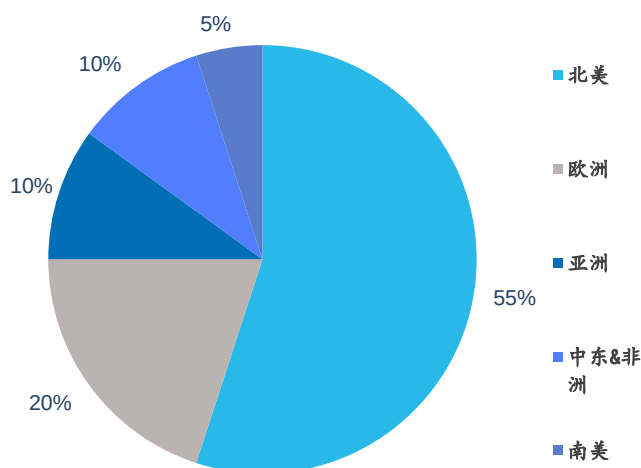
图34. 2023 年轻工板块各品类出口金额



资料来源: Wind 数据, 海关总署, 国投证券研究中心

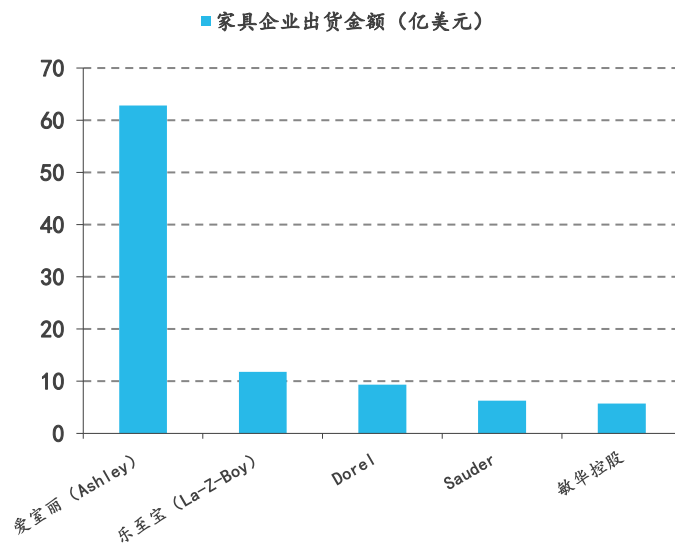
全球电动沙发市场增量可观, 中国企业市场份额与品牌影响力有望进一步提升。根据市场研究机构 MMR 的数据显示, 北美地区在全球电动沙发市场中占据主导地位, 贡献了超过半数的消费份额, 具体来说占比达到 55%。展望未来, MMR 预测 2022 年至 2029 年间, 全球电动沙发市场规模将从 53.8 亿美元增长至 78.8 亿美元, 复合年增长率(CAGR)为 5.6%。在供应链方面, 中国企业前期主要作为国际品牌如 Ashley、La-Z-Boy 等的 OEM 生产商, 但近年来, 这一角色正经历着显著变迁。中国制造商不仅在向 ODM 模式转变, 提供更高附加值的设计和制造服务, 而且还在积极发展自有品牌, 以获取更大的市场份额和品牌影响力。

图35. 全球电动沙发各区域占比



资料来源: maximizemarketresearch, 国投证券研究中心

图36. 美国 CR5 家具企业出货规模



资料来源: FurnitureToday, 国投证券研究中心

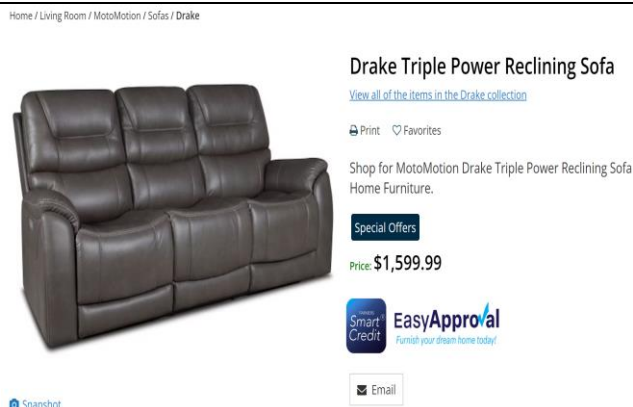
表2: 中国部分上市家具公司代工及自主品牌

公司名称	代工品牌	自主品牌
匠心家居	Ashley, Pride Mobility, NATUZZI, Bob's Discount, Badcock	MotoMotion, MotoSleep, HHC, Yourway
敏华	Roomstogo, American Signature, Macy's 等各大欧美主流家具品牌/零售商	芝华仕
永艺	IKEA, Staple, NITORI, ITOKI, Okamura, HON, AIS, The Office Depot	永艺 / UE
恒林	IKEA, Staple, NITORI, Conforama, Ashley, Argos, The Office Depot	恒林, Nouhaus

资料来源: 各公司官网整理, 国投证券研究中心

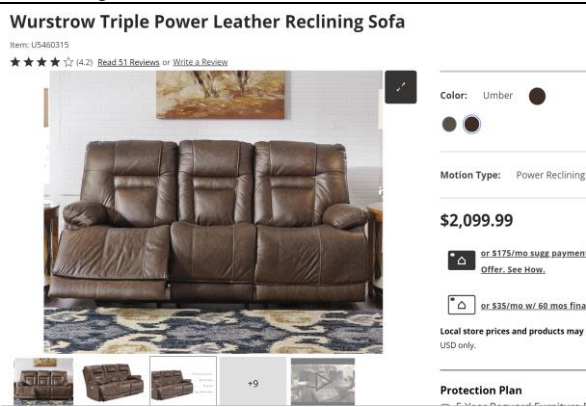
电动沙发自主品牌出海有较大的提价空间。在比较各主要家具品牌的三电机真皮沙发价格时, 匠心家居旗下的自主品牌 MotoMotion 在 Farmers Home Furniture 网站上的销售价格定为 1599.99 美元, 相较之下, 美国市场上电动沙发销量领先的品牌 Ashley 在其官方网站上同类产品的最低价格为 2099.99 美元, 而知名家具品牌 La-Z-Boy 的起价更高, 官网价格达到 3649 美元, 线上较低的 La-Z-Boy 同款沙发价格也是达到 2839.99 美元。这一价格差异不仅反映了美国本土品牌的品牌溢价能力, 同时也表明, 拥有深厚代工经验和品质保障的自主品牌, 如匠心家居, 存在较大的价格提升空间, 尤其是在品牌建设和市场定位方面。

图37. 匠心家居自主品牌 Motomotion 三电机真皮沙发



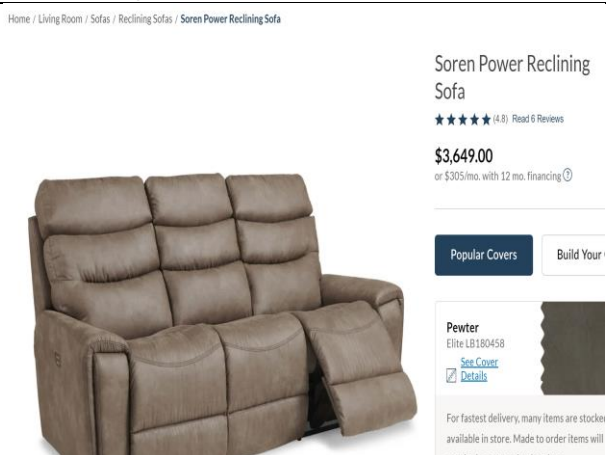
资料来源: FarmersHomeFurniture 网站, 国投证券研究中心

图38. Ashley 网站最低价格三电机真皮沙发



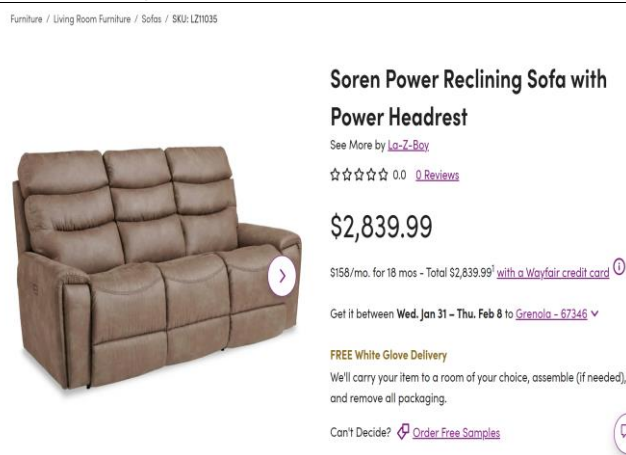
资料来源: Ashley 官网, 国投证券研究中心

图39. La-Z-Boy 网站最低价格三电机真皮沙发



资料来源: La-Z-Boy 官网, 国投证券研究中心

图40. La-Z-Boy 线上最低价格三电机真皮沙发

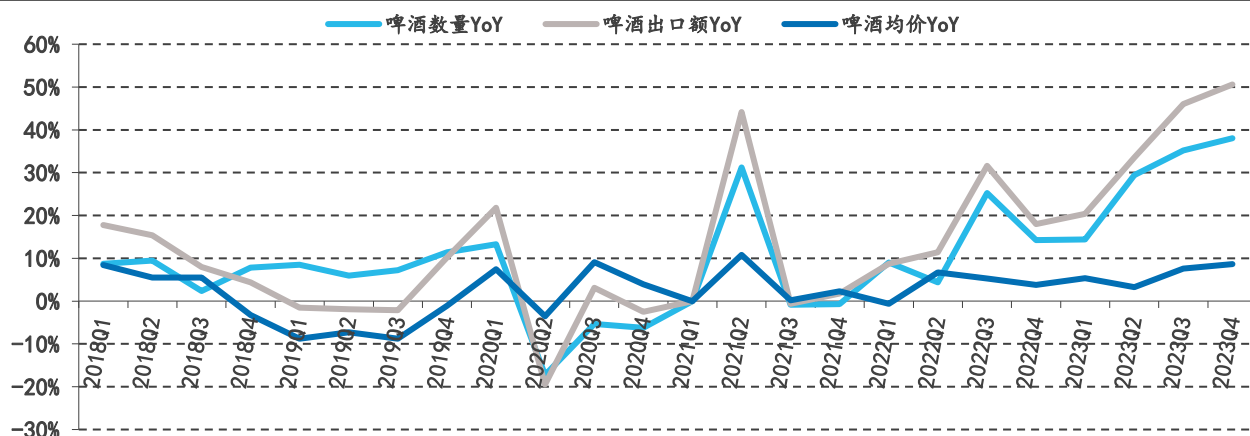


资料来源: Wayfair 网站, 国投证券研究中心

3.4. 中国对澳麦“双反”取消，啤酒出口量价齐升

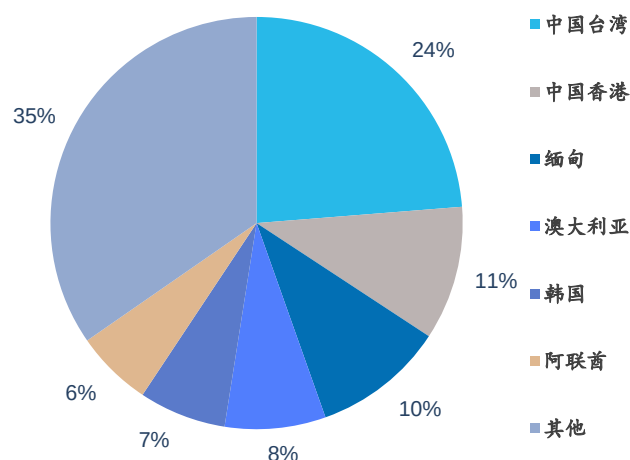
中国啤酒出口量价齐升，潜力十足。自 2020 年第三季度起，中国啤酒的出口数量、金额和平均价格均呈现高速增长趋势。2022 年，主要出口区域仍为亚洲，包括中国台湾、中国香港和韩国，前五出口地均位于亚洲，占比超过 70%。主要原因是中国啤酒具备价格优势，且口味在亚洲地区接受度高。据 Pintprice 网站，中国啤酒零售价远低于日韩和欧美，大约为日韩的 60%，更是不及欧美的一半。自 2020 年起，中国啤酒出口均价持续增长，部分原因是大麦等原材料价格上涨。但长期来看，欧睿数据显示，欧美及亚洲发达国家啤酒价格一直处于增长区间，且中国啤酒均价远低于这些国家，有大幅上升空间。目前，中国啤酒出口额基数相对较低，增速稳定，有望保持量价齐升趋势。

图41. 啤酒出口数量、金额、均价增速（美元口径）



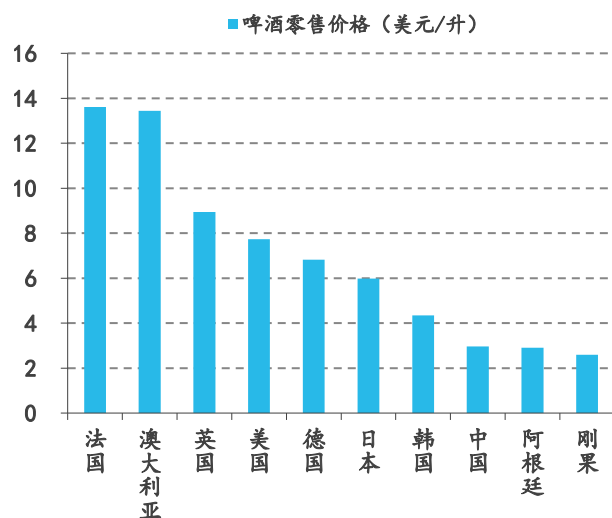
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图42. 2023 年中国啤酒出口主要国家占比



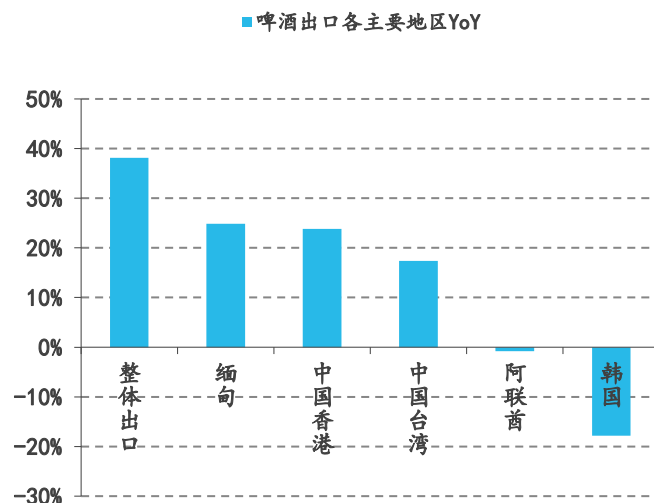
资料来源: 中国海关总署, 国投证券研究中心

图44. 2022 年各国啤酒零售价格



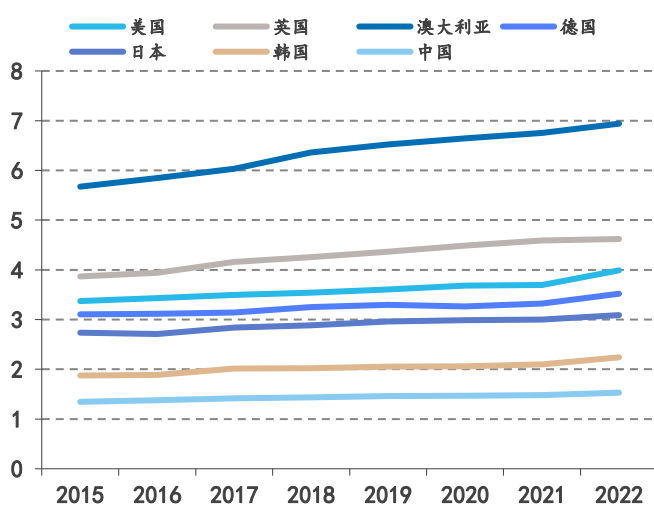
资料来源: Pintprice, 国投证券研究中心

图43. 2023 年中国啤酒出口主要国家增速 (美元口径)



资料来源: 中国海关总署, 国投证券研究中心

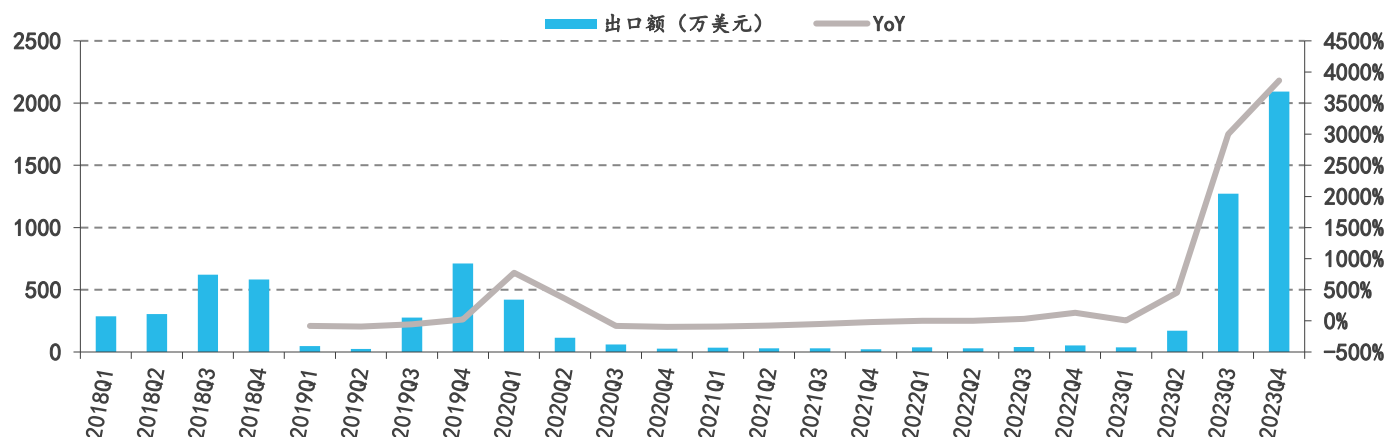
图45. 各国啤酒零售价格变化趋势 (美元/升)



资料来源: Pintprice, 国投证券研究中心

中国对澳麦“双反”取消后, 啤酒出口迎来爆发式增长。2023 年, 中国对澳大利亚啤酒出口增速激增 2123%。这一爆发式增长的关键在于, 中国在 2023 年 8 月取消了对澳大利亚大麦的反倾销和反补贴措施。据商务部反倾销裁定显示, 自 2020 年中国对澳大利亚大麦实施“双反”以来, 大麦价格累计增长 53%, 对啤酒生产成本造成了压力。大麦是麦芽的主要原料, 麦芽又是啤酒生产的关键原料, 因此, 大麦价格的上涨对啤酒, 特别是高端啤酒的生产影响显著。取消反倾销和反补贴措施后, 降低了啤酒生产成本, 推动了啤酒行业的发展, 进一步满足了消费者对高端啤酒的需求。这一政策调整也使得中国对澳大利亚的啤酒出口从低谷强势恢复。2023 年, 中国对澳大利亚的啤酒出口占比整体啤酒出口从 2022 年的 0.5% 猛增至 8%, 成为 2023 年推动中国啤酒出口的主力增长点。

图46. 中国出口澳大利亚啤酒金额及增速（美元口径）

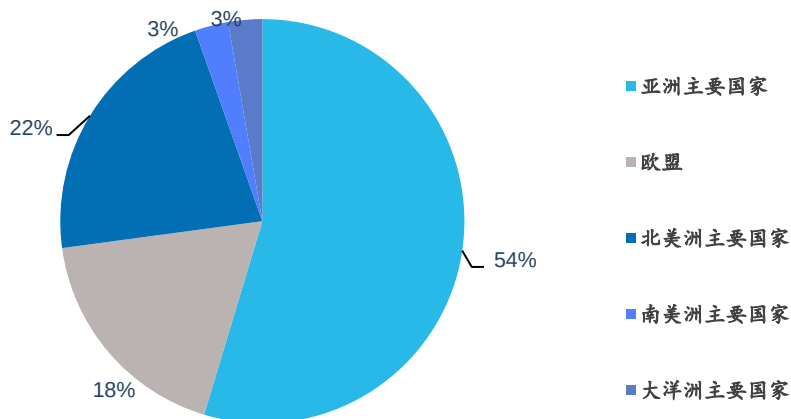


资料来源：中国海关总署，国投证券研究中心

4. 分区域消费品出口：主力地区仍呈现下滑趋势

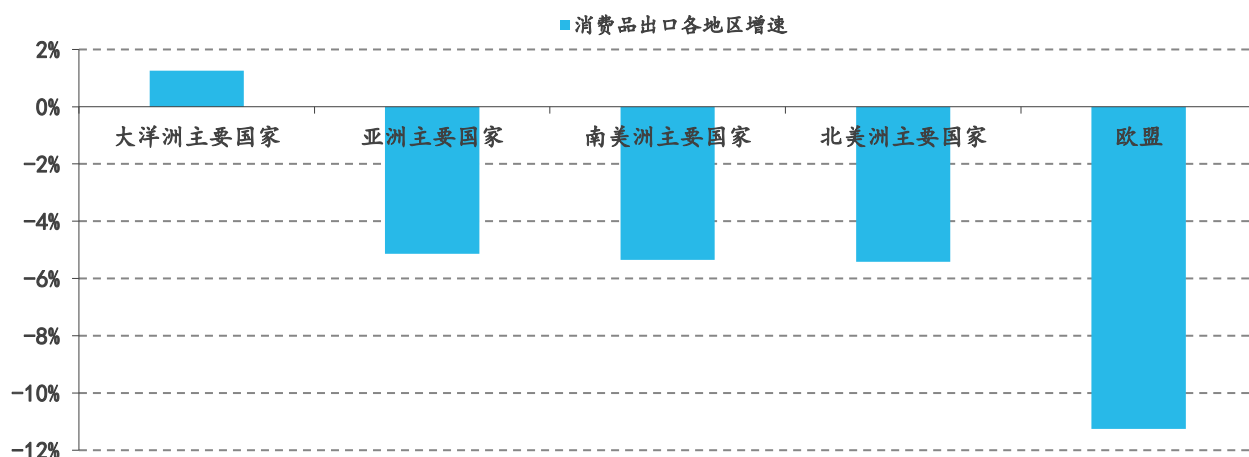
中国消费品出口欧盟、北美跌幅较大。亚洲是中国消费品出口的主要地区，占比超过 50%，其次是北美和欧盟，占比均在 20%左右。从 2023Q4 出口到各地区的同比增速来看，消费品出口到欧盟下滑幅度最大，其次是北美。

图47. 2023Q4 中国消费品出口结构（美元口径）



资料来源：中国海关总署，国投证券研究中心

图48. 2023Q4 中国消费品出口各地区增速（美元口径）

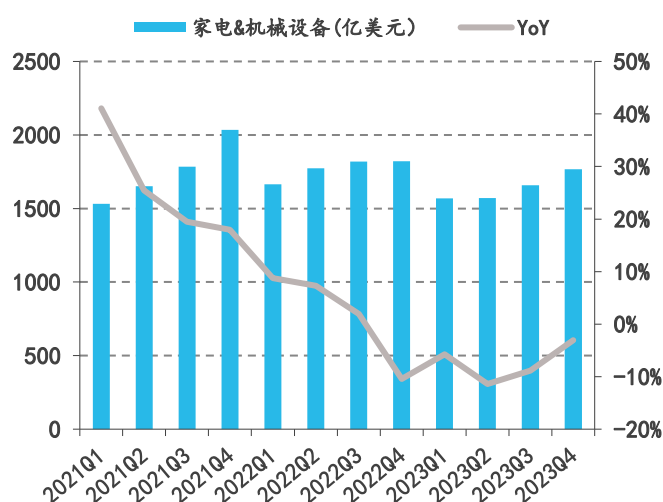


资料来源：中国海关总署，国投证券研究中心

4.1. 亚洲：东盟和印度消费品市场扩容，中国有望持续发力

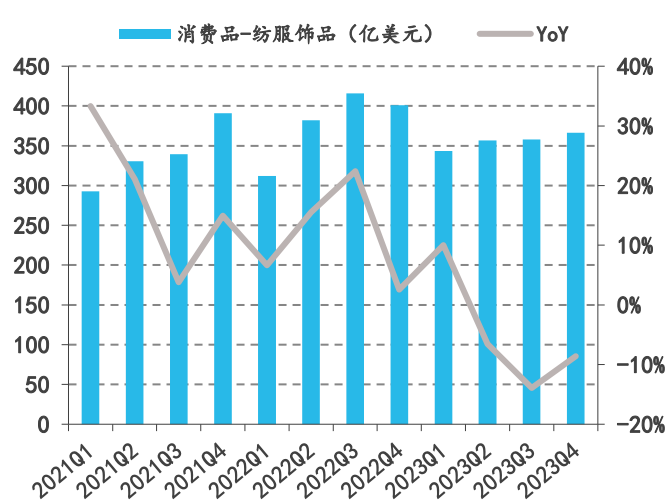
家电&机械设备和纺服板块降幅收窄，其余消费品仍处于调整期。中国对亚洲的消费品出口在经历了 2021 年的强劲增长后，在 2023 年遭遇了分化，其中家电行业已于 2022 年底先行陷入负增长。紧随其后，纺织服装和家具行业在 2023 年第二季度加入负增长行列，食品饮料业在第三季度也步入同样趋势。此外，医药出口的减少主要受到新冠疫情后期需求的减退和较高的基数效应影响。这一出口下滑趋势反映了欧美经济的高息环境及去库存周期对亚洲出口的影响，减少了出口收入，可能导致生产减缓，进而影响亚洲国家的就业和工资水平，最终削弱了消费者的购买力。随着欧美市场的通胀率逐步回归正常，需求端有望逐步改善，对中国出口的正面影响预计将在不久的将来显现，从而带动中国对亚洲各国消费品出口逐步回升。

图49. 中国对亚洲家电&机械设备出口额及增速（美元口径）



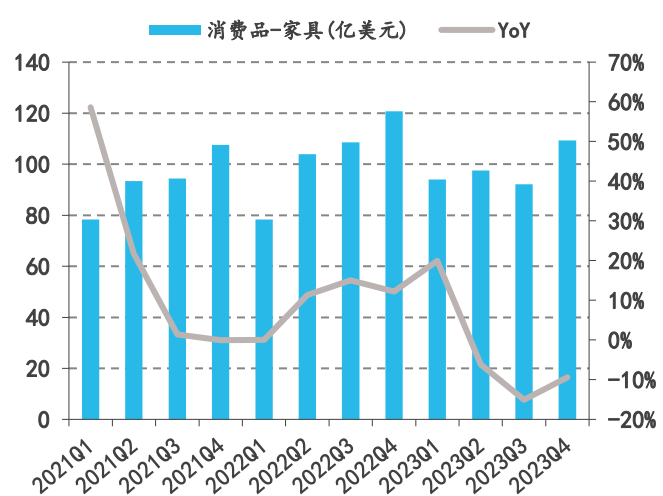
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图50. 中国对亚洲消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）



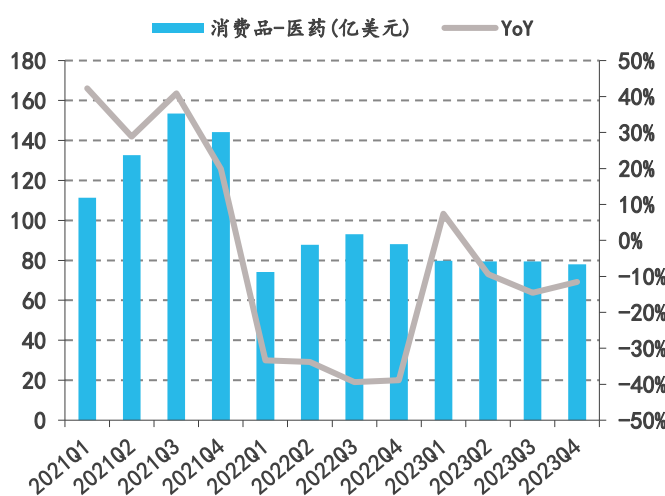
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图51. 中国对亚洲消费品-家具出口额及增速（美元口径）



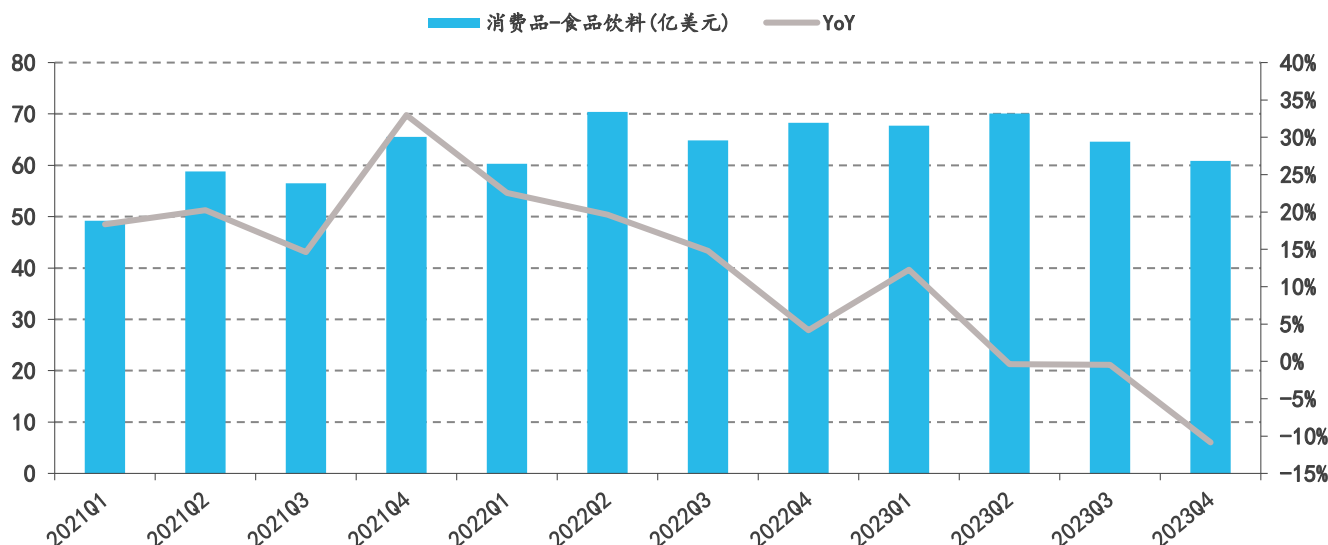
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图52. 中国对亚洲消费品-医药出口额及增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图53. 中国对亚洲食品饮料出口额及增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

东盟和印度消费品市场处于扩容阶段，中国对该部分区域出口占比稳步提升。从 2020-2023 年，中国消费品对东盟和印度的出口占比呈现显著增长趋势，主要得益于东盟主要国家和印度持续的 GDP 高速增长，市场需求不断扩大。相比之下，中国香港、日本、韩国和中国台湾的 GDP 增速相对平稳，市场成熟，增长放缓，对劳动力高度集中的消费品如纺织服装和家具的需求增长有限。近年来，东盟国家在这些领域的本地产能逐渐提升，也对中国的出口产生竞争压力。然而，在家电和机械设备这类有一定技术壁垒的消费品行业，中国的出口占比相对稳定，这反映了中国在这些领域的技术优势和持续的市场竞争力。

表3：中国消费品出口亚洲主要地区占比亚洲整体

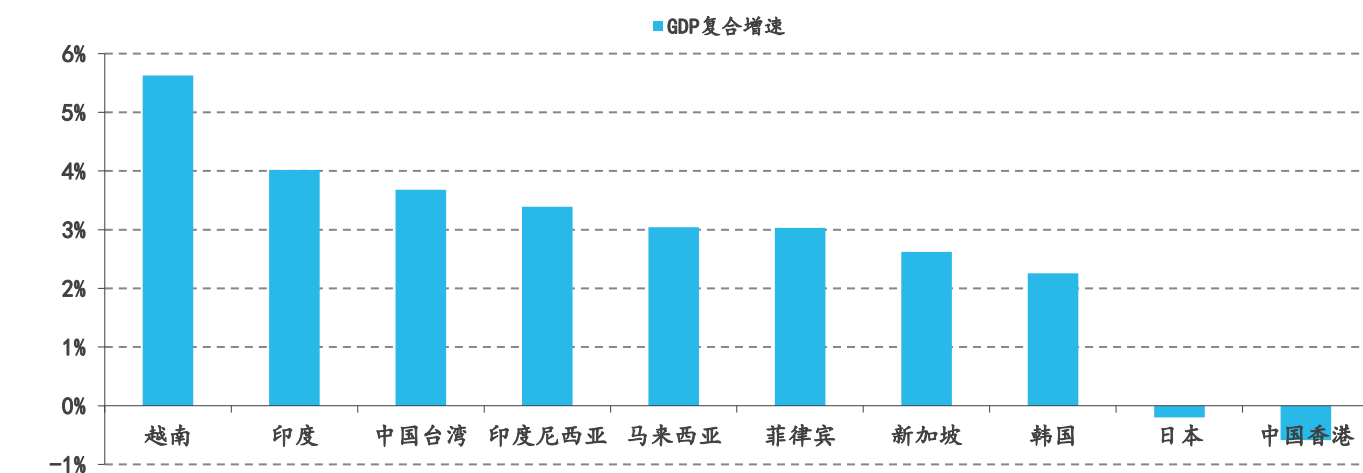
消费品-家电&机械设备						
	中国香港	东盟	日本	韩国	中国台湾	印度
2020	34.5%	26.3%	10.3%	9.0%	6.4%	5.7%
2021	35.5%	25.7%	9.5%	9.4%	6.5%	6.5%
2022	29.6%	28.7%	9.6%	9.7%	6.9%	7.8%
2023	28.8%	28.4%	9.8%	9.3%	6.3%	9.1%
消费品-纺织品						
	中国香港	东盟	日本	韩国	中国台湾	印度
2020	6.4%	40.1%	22.0%	10.3%	2.7%	4.0%
2021	5.9%	42.6%	18.8%	10.4%	2.5%	5.5%
2022	3.8%	46.3%	17.1%	9.4%	2.2%	5.8%
2023	3.8%	44.4%	15.5%	9.7%	2.2%	5.8%
消费品-家具						
	中国香港	东盟	日本	韩国	中国台湾	印度
2020	4.8%	38.8%	16.2%	12.4%	2.9%	4.4%
2021	5.5%	37.9%	17.7%	13.9%	3.5%	6.0%
2022	6.8%	41.2%	14.9%	11.0%	3.1%	6.7%
2023	5.6%	43.2%	13.5%	10.5%	2.9%	6.8%
消费品-医药						
	中国香港	东盟	日本	韩国	中国台湾	印度
2020	33.6%	25.2%	10.9%	9.5%	6.2%	6.4%
2021	26.6%	33.7%	9.7%	8.7%	5.6%	7.5%
2022	23.6%	28.5%	13.7%	11.3%	4.5%	8.3%
2023	21.0%	30.1%	13.6%	10.6%	4.3%	9.2%
消费品-食品饮料						
	中国香港	东盟	日本	韩国	中国台湾	印度

2020	18.3%	31.8%	27.4%	10.8%	5.7%	0.6%
2021	17.9%	37.1%	24.3%	9.7%	4.9%	0.6%
2022	18.2%	40.4%	20.9%	9.5%	4.1%	0.6%
2023	18.6%	40.0%	20.2%	9.9%	3.9%	0.6%

资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

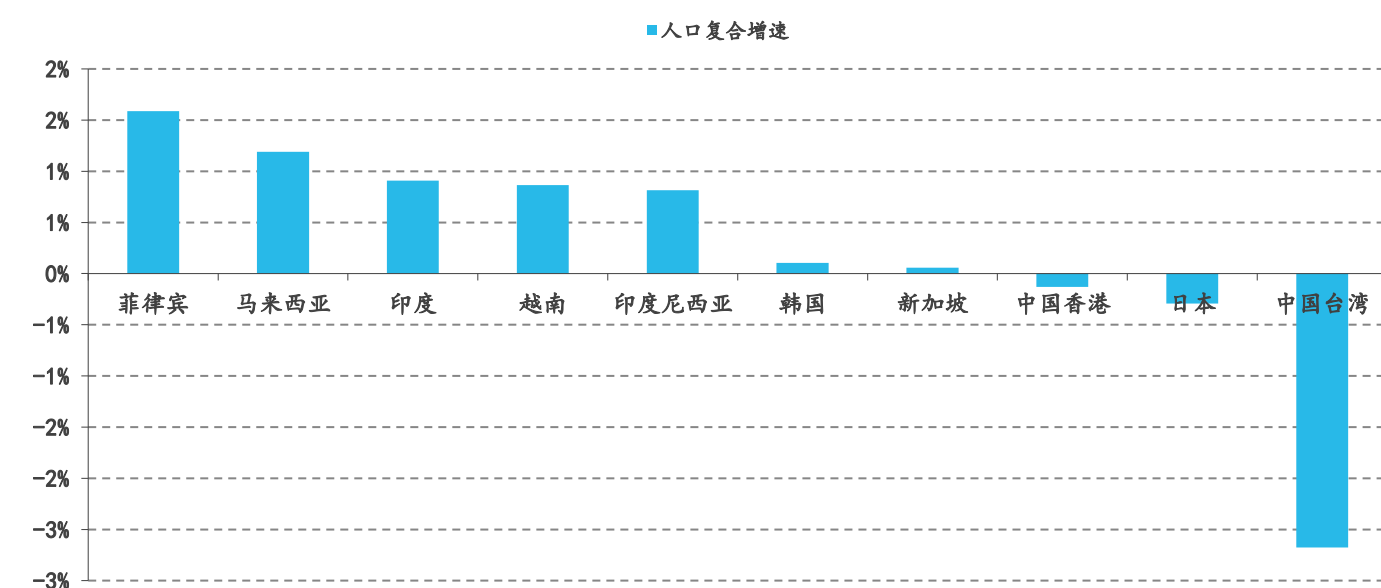
东盟国家经济增速可观, 消费市场潜力十足。大部分东盟国家经济增速基本维持在 3% 或以上, 带来了较强的消费需求, 同时人口增长率较高, 尤其是年轻消费群体的扩大对消费品的需求提供了动力。而日本、韩国、中国台湾和中国香港等经济体则面临成熟市场所常见的低人口增长和消费市场饱和问题。此外, 中国与东盟之间积极推动的贸易协定, 如 RCEP, 降低了贸易壁垒, 提高了市场的互联互通。与此同时, 中国制造业产能在向东盟转移, 增强了其在当地消费品的竞争力。相比之下, 东亚的其他经济体正专注于产业升级和高科技产品, 减少了对中国传统消费品的依赖。综合上述因素, 中国对东盟的出口增长得以持续, 而对其他东亚地区的出口增长则略有放缓。

图54. 亚洲主要国家 2017-2022 年 GDP 复合增速



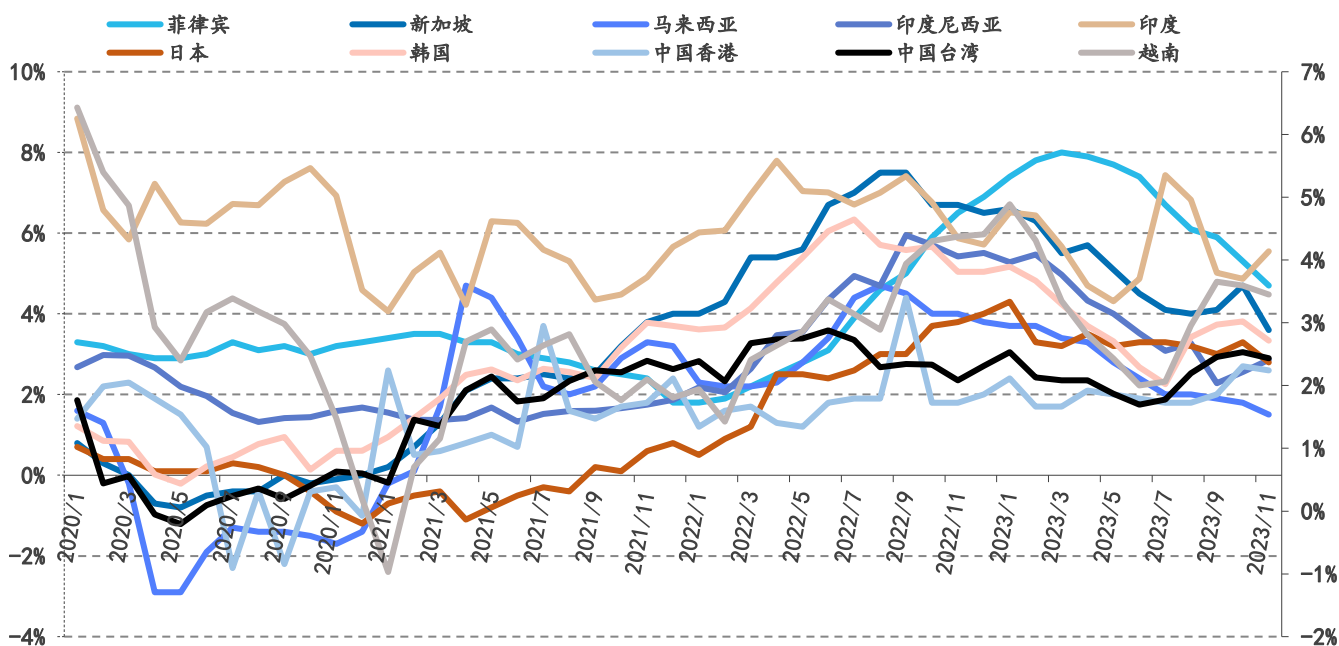
资料来源: Wind 数据, 世界银行, 国投证券研究中心

图55. 亚洲主要国家 2017-2022 年人口复合增速



资料来源: Wind 数据, 世界银行, 国投证券研究中心

图56. 亚洲主要地区 CPI 增速

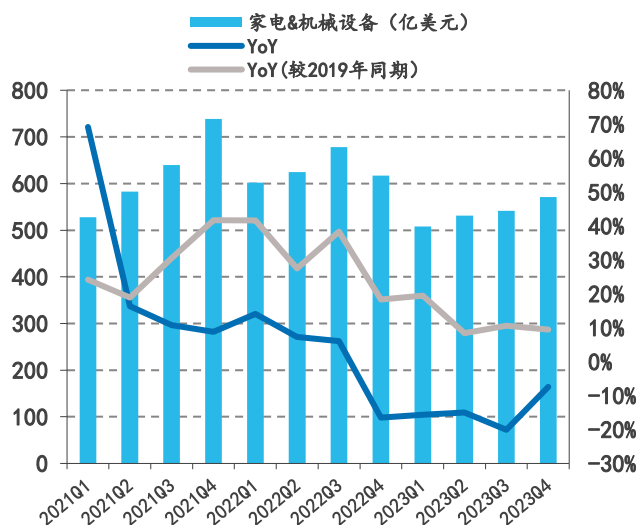


资料来源：Wind 数据，各国统计局，国投证券研究中心

4.2. 美国：通胀回落半途，补库已现端倪

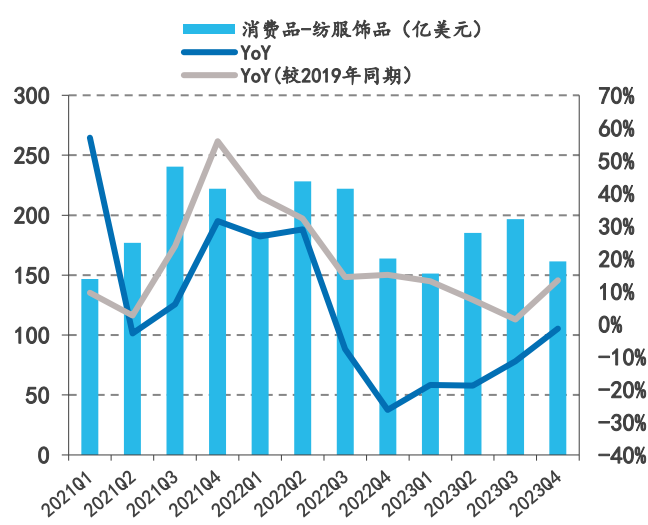
中国消费品对美出口有企稳迹象。在消费品板块中，截止到 2023Q4，食品饮料保持高速增长，纺织服装和家具增速转正，其余板块降幅也大幅收窄，即将转正。与此同时，与 2019 年同期相比，各消费板块的增速也呈上升趋势，进一步印证了整体的复苏趋势。核心驱动因素是通胀率在 2023 年 12 月已下降到 4% 以下，美联储暂停加息，库存增速底部已筑成，有企稳趋势。但长期来看，由于贸易摩擦，美国进口中国消费品占比在近年来一直呈现下降趋势，美国也将部分进口份额转移到了墨西哥和东南亚国家。综合考虑通胀水平、库存周期和进口重心转移，我们预计 2024 年消费品对美出口有望实现阶段性回暖。

图57. 中国对美国家电&机械设备出口额及增速（美元口径）



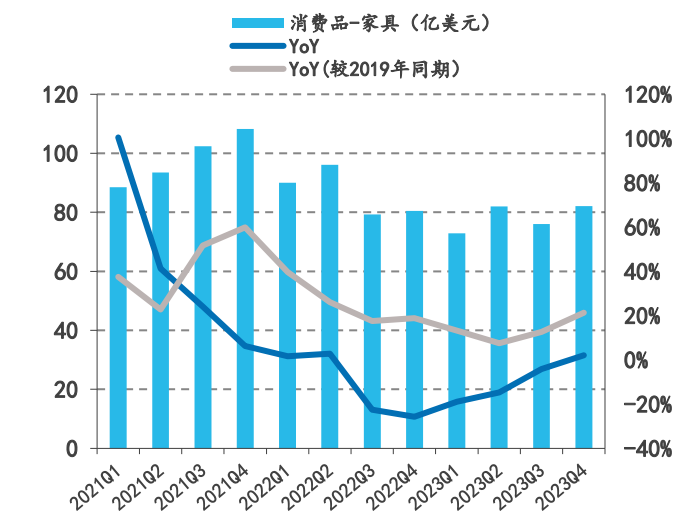
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图58. 中国对美国消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）



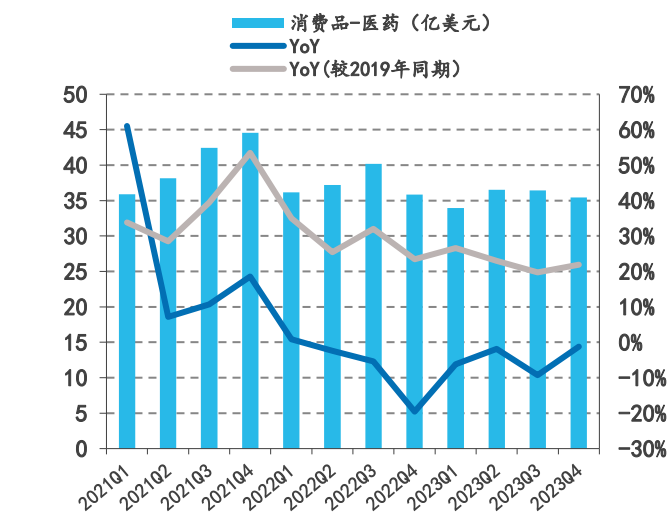
资料来源：Wind 数据，中国海关总署，国投证券研究中心

图59. 中国对美国消费品-家具出口额及增速（美元口径）



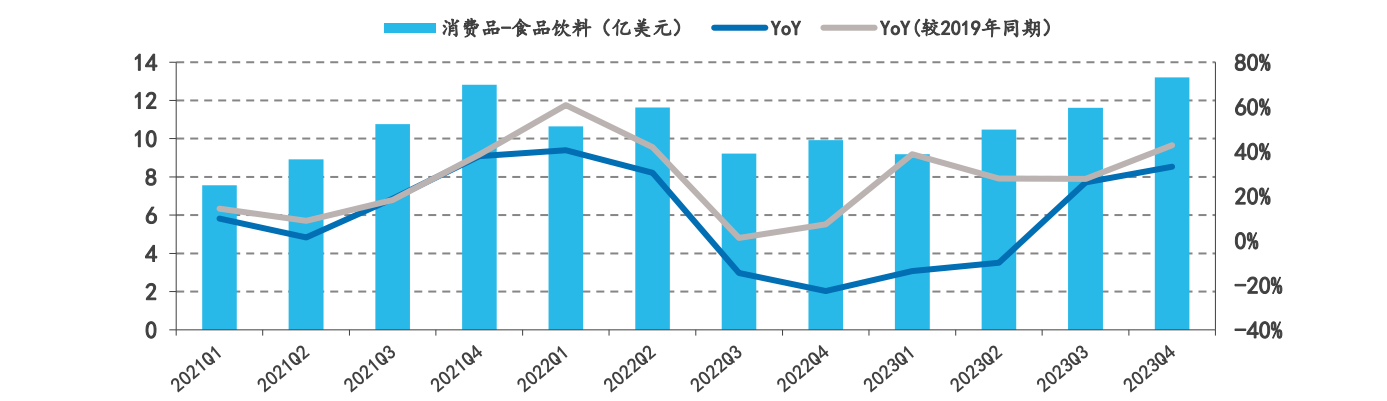
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图60. 中国对美国消费品-医药出口额及增速（美元口径）



资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图61. 中国对美国食品饮料出口额及增速（美元口径）



资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

贸易摩擦削弱中国产品在美竞争力。在中美贸易摩擦背景下, 美方对来自中国的家电、家具、服装鞋类产品类别施加额外关税, 显著提升了这些商品进入美国市场的直接成本。这种政策调整对中国出口商构成了显著影响, 不仅压缩了其利润空间, 也削弱了在美国市场的价格竞争力。部分企业为规避关税效应, 已逐步将生产线迁移至其他国家。对于医药和食品行业, 尽管某些关键产品在紧急公共卫生事件期间获得了关税豁免, 以保障供应链的稳定, 长期而言, 这些行业可能趋向于多元化市场战略, 以降低对单一出口市场的依赖度。

表4: 美国对中国主要消费品增收关税信息

服装和鞋类	2018 年: 初始关税措施主要未涉及服装和鞋类。 2019 年: 在后续轮次中, 美国对包括服装和鞋类在内的中国商品加征了额外的关税。这些关税开始时是 10%, 后来提升到 15%。服装和鞋类是在 2019 年 9 月列入关税清单的。
家具	2018 年: 美国对某些家电产品施加了高达 25% 的关税。 2019 年: 更广泛的家电产品被列入了关税清单, 受影响的商品面临了从 10% 增加到 25% 的关税。
家电	2018 年: 美国对大约 340 亿美元的中国商品加征了 25% 的关税, 其中包括家具。 2019 年: 额外的 2000 亿美元中国商品被加征了最初 10%, 后来提升至 25% 的关税, 广泛影响家具行业。

医药	2018-2019 年：某些医药产品和医疗设备被加入关税清单，但关税税率不一，一些关键的医疗用品可能被豁免或关税较低。
食品饮料	2018-2019 年：美国对从中国进口的食品饮料也增收了关税，不同的产品有不同的税率，但也包括了高达 25% 的税率。

资料来源：美国贸易代表办公室（USTR），国投证券研究中心

美国进口中国消费品有持续下降趋势。自 2018 年中美贸易摩擦之后，中国向美国出口的轻工业商品，包括服装、鞋类和家具，在美国进口市场中的占比急剧下降。此间，越南、孟加拉和印度尼西亚在服装和鞋类领域的市场份额迅速上升，而家具产品的出口份额主要转移至越南和墨西哥。对于电气设备类商品，越南、墨西哥、印度尼西亚、印度和泰国的出口份额亦有所增长。另外，2021 年美国的库存补充周期使得中国产品的市场份额下降速度有所放缓，但进入 2023 年前三季度的去库阶段，尽管人民币贬值提供了出口优势，中国在美国进口消费品市场中的份额仍呈现持续下降趋势。

表5：美国进口服装、鞋类、家具、电气设备各主要国家占比

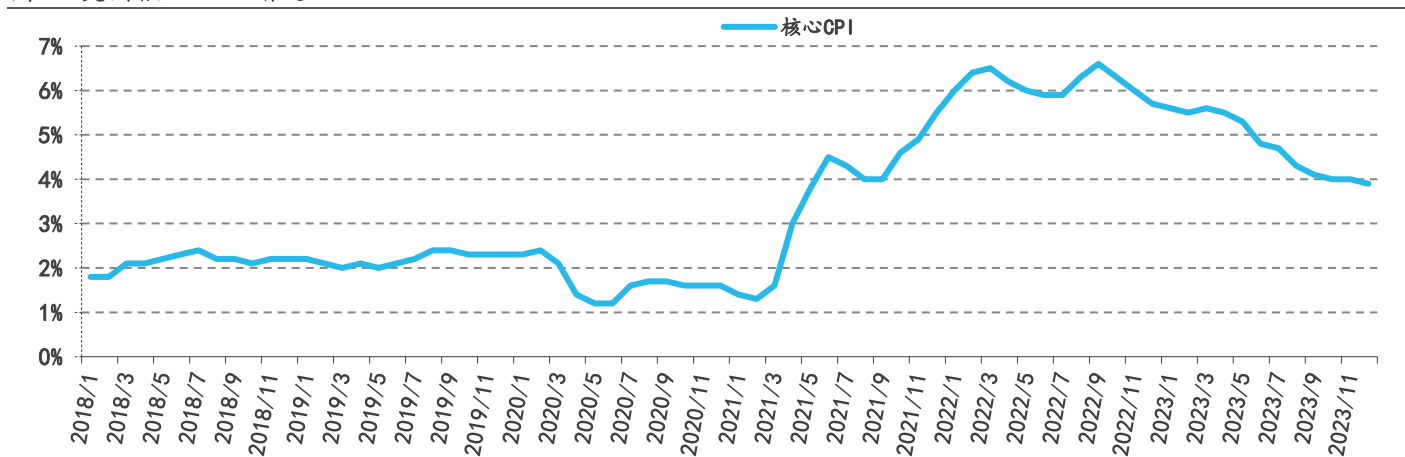
美国进口各国服装占比									
	中国	右边七国合计	越南	墨西哥	印度尼西亚	印度	孟加拉	泰国	马来西亚
2016	35.8%	35.9%	12.4%	4.1%	5.5%	4.4%	6.0%	1.6%	1.8%
2017	34.9%	36.7%	13.3%	4.4%	5.4%	4.4%	5.8%	1.6%	2.0%
2018	34.2%	36.8%	13.6%	4.1%	5.1%	4.4%	5.9%	1.6%	2.2%
2019	30.7%	38.8%	14.9%	3.9%	5.0%	4.6%	6.4%	1.7%	2.2%
2020	29.5%	41.2%	16.6%	3.4%	4.8%	4.1%	6.7%	2.0%	3.6%
2021	27.8%	42.2%	14.7%	3.3%	4.5%	4.4%	7.1%	2.4%	5.8%
2022	23.3%	43.5%	16.9%	3.3%	5.4%	5.4%	8.9%	1.7%	1.8%
2023Q3	22.5%	43.3%	16.9%	3.9%	5.2%	5.7%	8.7%	1.6%	1.3%
较 2016 变化	-13.3%	7.4%	4.5%	-0.2%	-0.4%	1.4%	2.7%	0.0%	-0.5%
美国进口各国鞋类占比									
	中国	右边七国合计	越南	墨西哥	印度尼西亚	印度	孟加拉	泰国	马来西亚
2016	57.8%	29.2%	19.2%	1.6%	5.7%	2.0%	0.4%	0.4%	0.0%
2017	55.6%	31.6%	21.6%	1.6%	5.9%	1.7%	0.4%	0.4%	0.0%
2018	52.9%	33.6%	23.4%	1.9%	5.8%	1.7%	0.5%	0.4%	0.0%
2019	49.3%	36.5%	26.0%	1.6%	6.1%	1.7%	0.6%	0.4%	0.0%
2020	40.9%	43.2%	32.2%	1.6%	6.8%	1.5%	0.7%	0.4%	0.0%
2021	41.8%	40.5%	27.9%	2.1%	7.3%	1.7%	1.0%	0.4%	0.0%
2022	38.4%	45.1%	30.4%	2.3%	8.6%	2.2%	1.2%	0.5%	0.0%
2023Q3	37.8%	43.5%	29.4%	2.8%	8.2%	1.8%	0.9%	0.4%	0.0%
较 2016 变化	-20.0%	14.3%	10.2%	1.2%	2.5%	-0.2%	0.5%	0.0%	0.0%
美国进口各国家具占比									
	中国	右边七国合计	越南	墨西哥	印度尼西亚	印度	孟加拉	泰国	马来西亚
2016	46.7%	32.2%	8.7%	18.5%	1.4%	1.3%	0.0%	0.5%	1.7%
2017	48.8%	30.7%	9.3%	16.4%	1.4%	1.3%	0.0%	0.5%	1.8%
2018	49.8%	30.0%	9.5%	15.6%	1.4%	1.4%	0.0%	0.4%	1.7%
2019	39.9%	37.6%	14.1%	16.8%	2.0%	1.6%	0.0%	0.6%	2.5%
2020	34.7%	44.3%	19.6%	15.1%	2.7%	1.7%	0.0%	1.4%	3.9%
2021	34.7%	44.0%	19.4%	15.3%	2.8%	2.2%	0.1%	1.4%	2.9%
2022	30.6%	46.6%	19.7%	16.9%	3.1%	2.2%	0.1%	1.5%	3.1%
2023Q3	26.3%	48.7%	18.5%	21.7%	2.7%	2.1%	0.1%	1.3%	2.3%
较 2016 变化	-20.4%	16.5%	9.8%	3.2%	1.2%	0.8%	0.0%	0.8%	0.6%
美国进口各国电气设备占比									
	中国	右边七国合计	越南	墨西哥	印度尼西亚	印度	孟加拉	泰国	马来西亚
2016	26.3%	35.3%	2.3%	20.5%	0.4%	0.5%	0.0%	1.6%	9.9%
2017	26.9%	35.4%	2.5%	20.6%	0.4%	0.6%	0.0%	1.6%	9.7%
2018	27.8%	35.7%	1.8%	21.1%	0.4%	0.7%	0.0%	1.5%	10.2%

2019	23.3%	39.9%	3.4%	22.0%	0.4%	0.8%	0.0%	1.8%	11.4%
2020	22.7%	41.3%	5.1%	20.7%	0.5%	0.9%	0.0%	2.7%	11.4%
2021	22.1%	40.7%	5.1%	19.7%	0.6%	1.0%	0.0%	2.8%	11.5%
2022	21.4%	39.9%	5.1%	20.2%	1.2%	1.3%	0.0%	3.4%	8.7%
2023Q3	18.9%	41.7%	5.4%	22.0%	1.1%	1.9%	0.0%	4.3%	6.9%
较 2016 变化	-7.5%	6.4%	3.1%	1.6%	0.7%	1.4%	0.0%	2.7%	-3.0%

资料来源: Wind 数据, 美国商务部, 国投证券研究中心

通胀率回落半途, 美联储维持高息。自 2022 年 3 月以来, 美联储为了抑制通胀而开启了本轮的加息周期。通过连续进行 11 次加息, 截止到 2023 年 12 月, 联邦基金利率已经达到并继续维持在 5.25%-5.5% 的区间。这种高息货币政策对于抑制消费过热产生了显著的效果。数据显示, 从 2022 年 3 月开始加息到 2022 年 8 月, 核心消费者物价指数 (CPI) 同比增长率达到了 6.6% 的高点, 然后开始回落。到 2023 年 12 月, 核心 CPI 同比增长率降至 3.9%。高利率环境下, 银行借贷成本的增加导致信用卡和贷款的利率上升, 从而增加了消费者的借贷成本, 抑制了消费者的购买力和消费意愿。

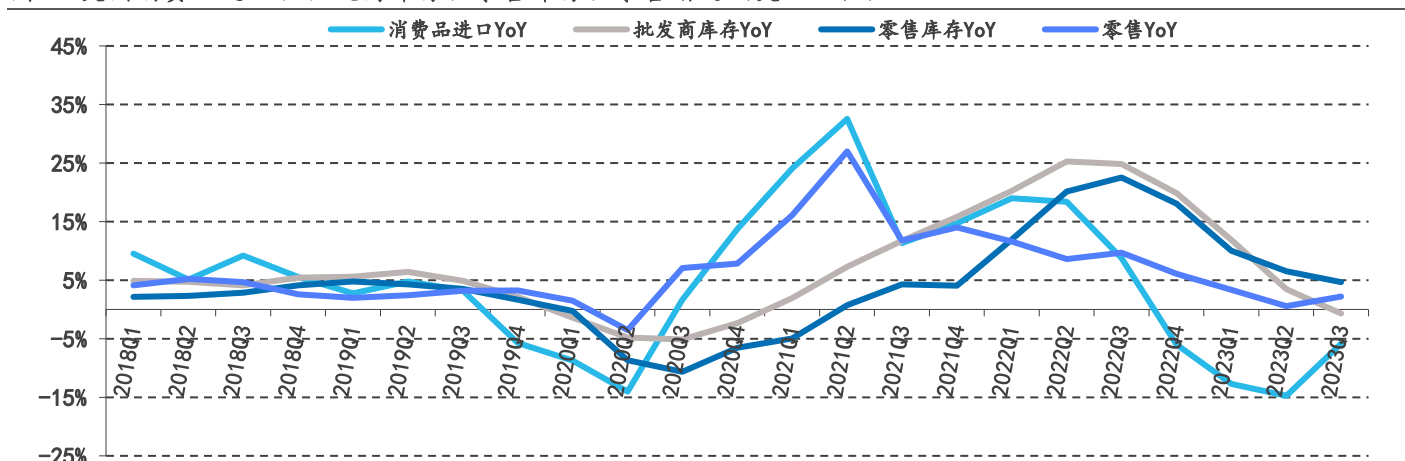
图62. 美国核心 CPI 增速



资料来源: Wind 数据, 美国劳工部, 国投证券研究中心

消费市场有从去库转向补库迹象。截止到 2023Q3, 美国消费品进口同比降幅的收窄, 结合零售同比销量的增加与批发商及零售库存水平的下降, 共同指示出市场可能正在由去库存阶段逐步过渡至补库存阶段, 并逐步走向一个供需平衡的正常化阶段。进口量减少的速度放缓可能表明之前的库存调整已经接近尾声, 市场对进口商品的需求趋于稳定。同时, 零售销量的同比增长反映出消费者需求的回暖, 这进一步验证了库存水平的合理化调整。库存的减少也暗示着行业对未来需求预期的谨慎乐观, 预计如果消费趋势保持此增长态势, 将可能导致进一步的进口增长, 以确保市场供需之间的平衡。

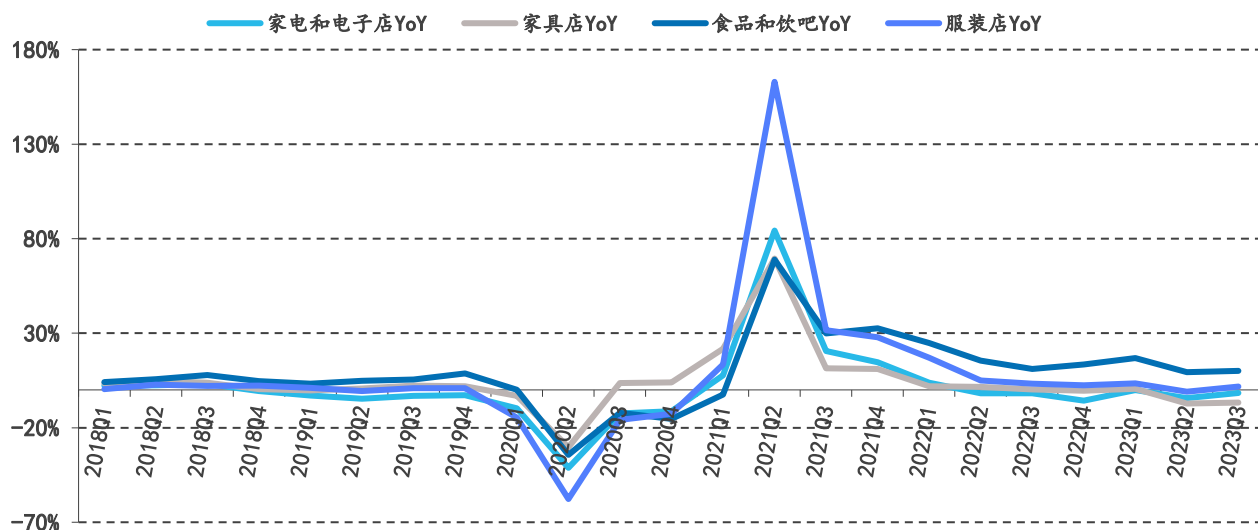
图63. 美国消费品进口、批发商库存、零售库存、零售增速 (美元口径)



资料来源: Wind 数据, 美国商务部, 国投证券研究中心

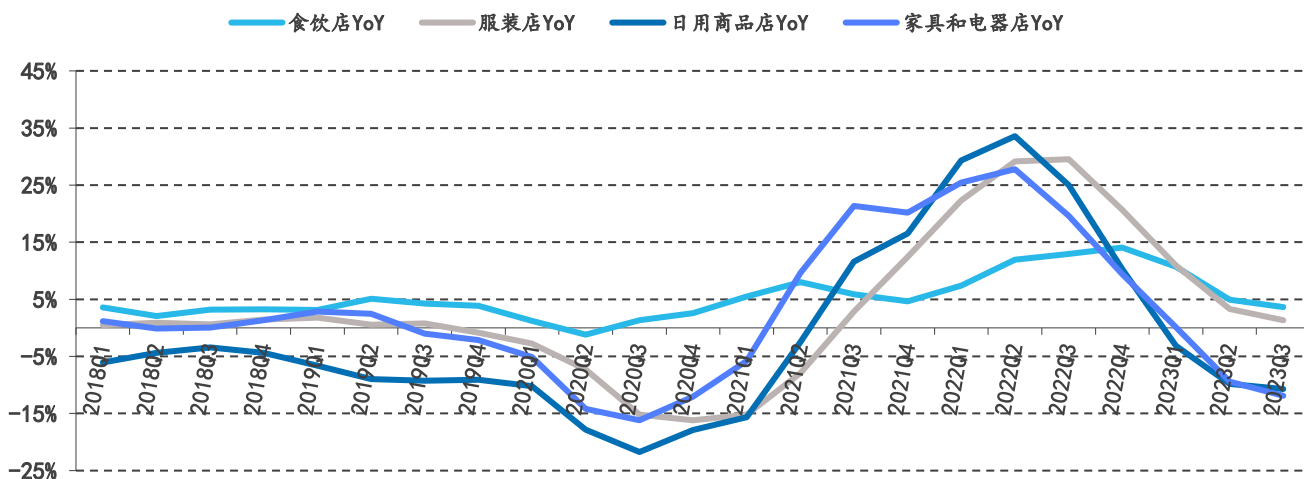
消费品零售端回暖，库存磨底。我们通常将一个完整的库存周期划分为四个阶段：主动去库（库存和零售同比增速下降）、被动去库（库存同比增速下降、零售同比增速上升）、主动补库（库存和零售同比增速上升）和被动补库（库存同比增速上升、零售同比增速下降）。从美国零售端库存同比增速来看，大部分消费板块在 2022 年中已掠过库存增速的高点，这也意味着被动补库的结束，主动去库的开始，截止到 2023Q3，我们观察到，消费品店铺零售增速已有收窄或上升迹象，再结合零售店铺库存增速还在继续小幅下降，表面大概率美国已处于被动去库阶段。

图64. 美国消费品店铺零售增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，美国商务部，国投证券研究中心

图65. 美国消费品店铺零售库存增速（美元口径）

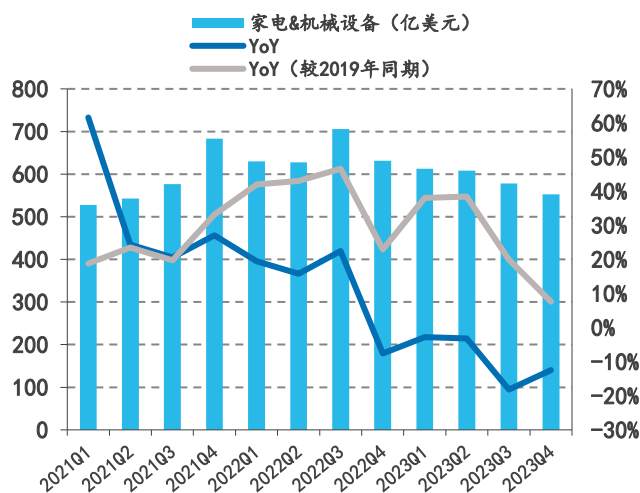


资料来源：Wind 数据，美国商务部，国投证券研究中心

4.3. 欧盟：通胀已有回落，零售增速亟待转正

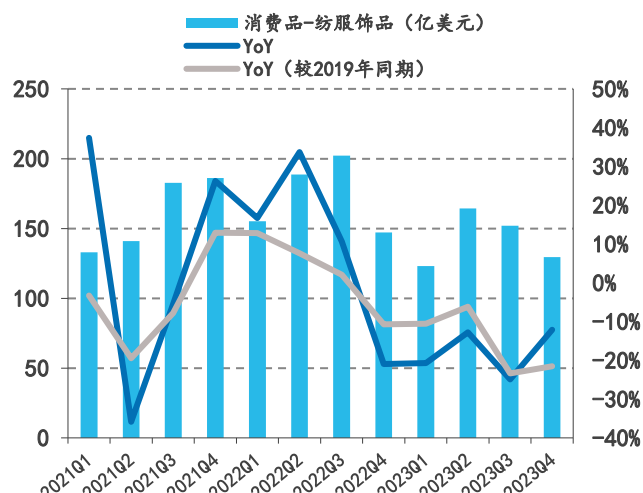
中国对欧盟消费品出口降幅收窄，家具增速转正。欧盟消费品出口领域的大部分消费板块自 2022 年第四季度开始出现大幅下降，截止到 2023Q4，中国对欧盟各消费品类出口跌幅已有收窄。结合零售端数据来看，欧盟食物零售指数和非食物零售指数在 2023Q3 均有跌幅收窄的迹象，即将转正。另外，欧盟自 2022 年 7 月开始的高息货币政策已使通胀明显下降，但仍对整体消费有一定的抑制作用，暂未真正实现消费回暖。

图66. 中国对欧盟家电&机械设备出口额及增速（美元口径）



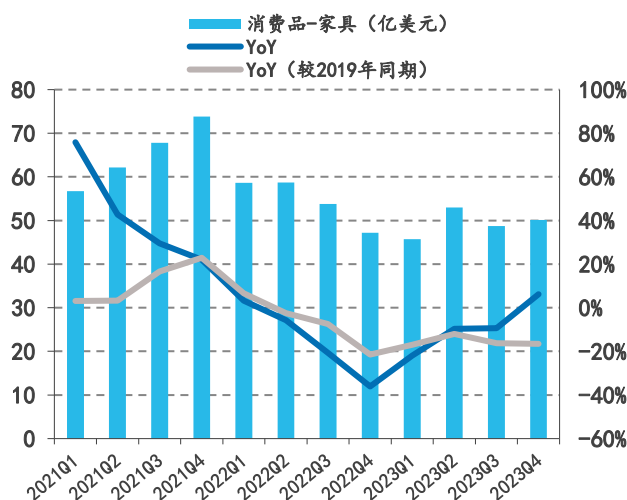
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图67. 中国对欧盟消费品-纺服饰品出口额及增速（美元口径）



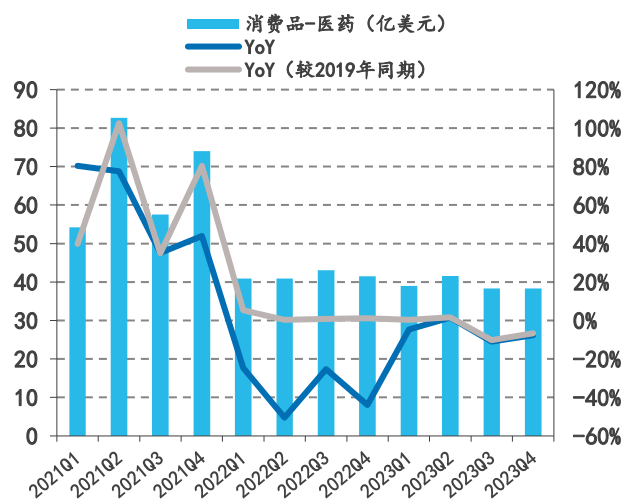
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图68. 中国对欧盟消费品-家具出口额及增速（美元口径）



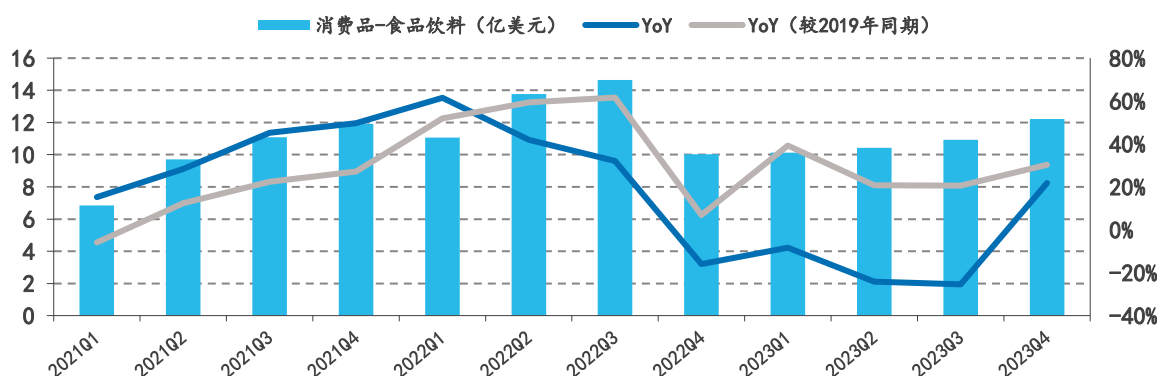
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图69. 中国对欧盟消费品-医药出口额及增速（美元口径）



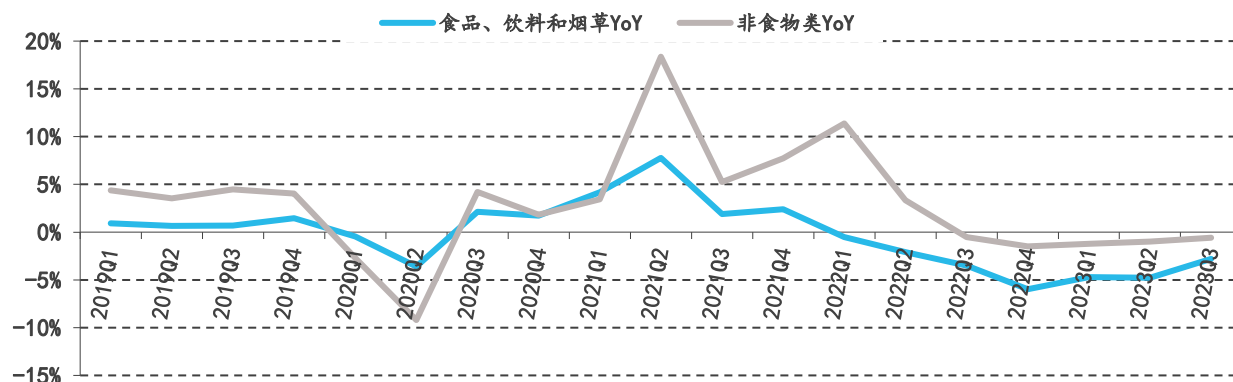
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图70. 中国对欧盟食品饮料出口额及增速（美元口径）



资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

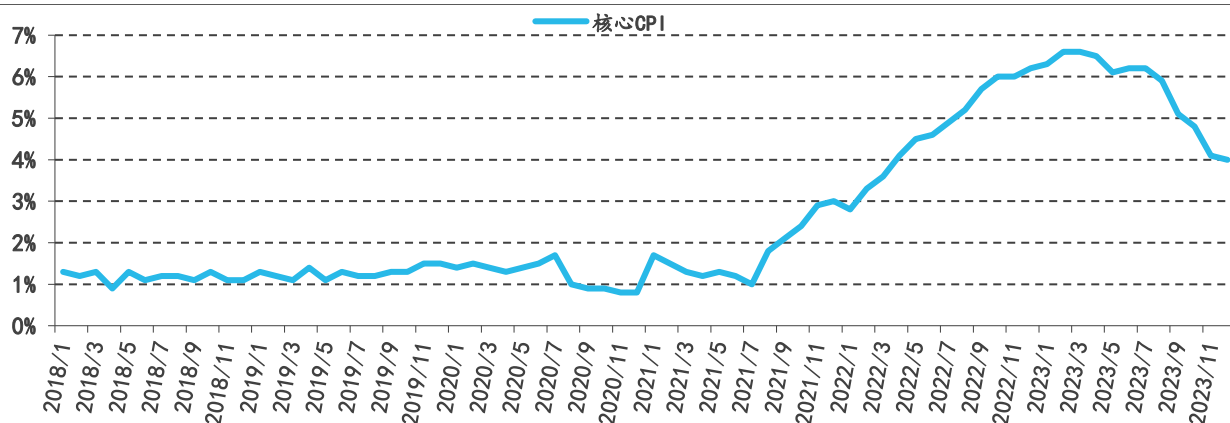
图71. 欧盟食品、饮料和烟草及非食物类零售指数增速



资料来源: Wind 数据, 欧盟统计局, 国投证券研究中心

欧盟通胀率已明显回落, 高息货币政策延续。欧盟央行自 2022 年 7 月起开始本轮加息周期, 截至 2023 年 9 月已进行了 10 次加息。从 2023 年 9 月 20 日起, 再融资操作利率、边际借贷利率和存款利率分别调至 4.50%、4.75% 和 4.00%。尽管 2023 年 12 月核心 CPI 从高点 6.6% 回落至 4.0%, 已大幅下降。根据欧盟委员会夏季经济预测, 2024 年底将达到 2.8%。但由于高息仍对经济产生一定的抑制作用, 欧盟经济在 2023 年上半年活动低迷, 高涨的商品和服务价格对国内需求造成冲击。

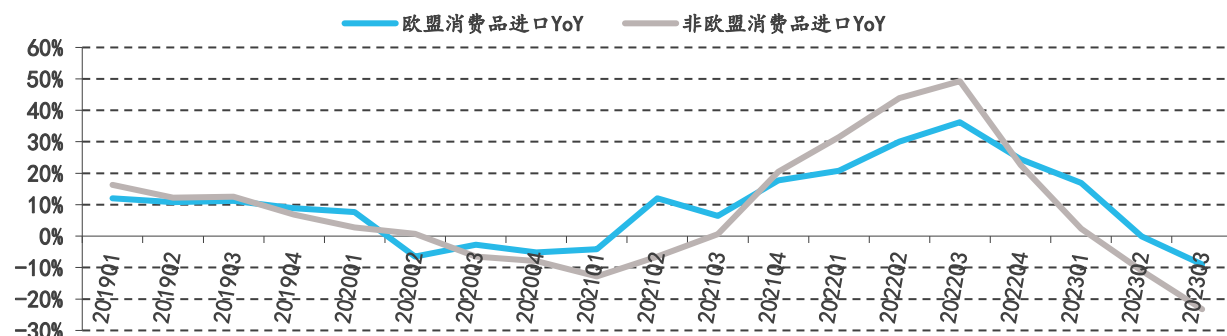
图72. 欧盟核心 CPI 增速



资料来源: Wind 数据, 欧盟统计局, 国投证券研究中心

欧洲消费品进口仍延续下滑趋势。截止到 2023Q3, 欧洲消费品进口增速仍然处于持续下滑阶段, 但结合零售端数据显示, 同期零售增速降幅收窄, 这意味着被动去库 (库存同比上升, 零售同比上升) 可能将要开启, 具体还是得关注零售端增速是否转正。要实现需求的正式回暖, 需要等待通胀率逐步恢复、零售复苏, 并最终传导到补库意愿上, 从而对进口产生积极影响。

图73. 欧洲消费品进口增速 (美元口径)

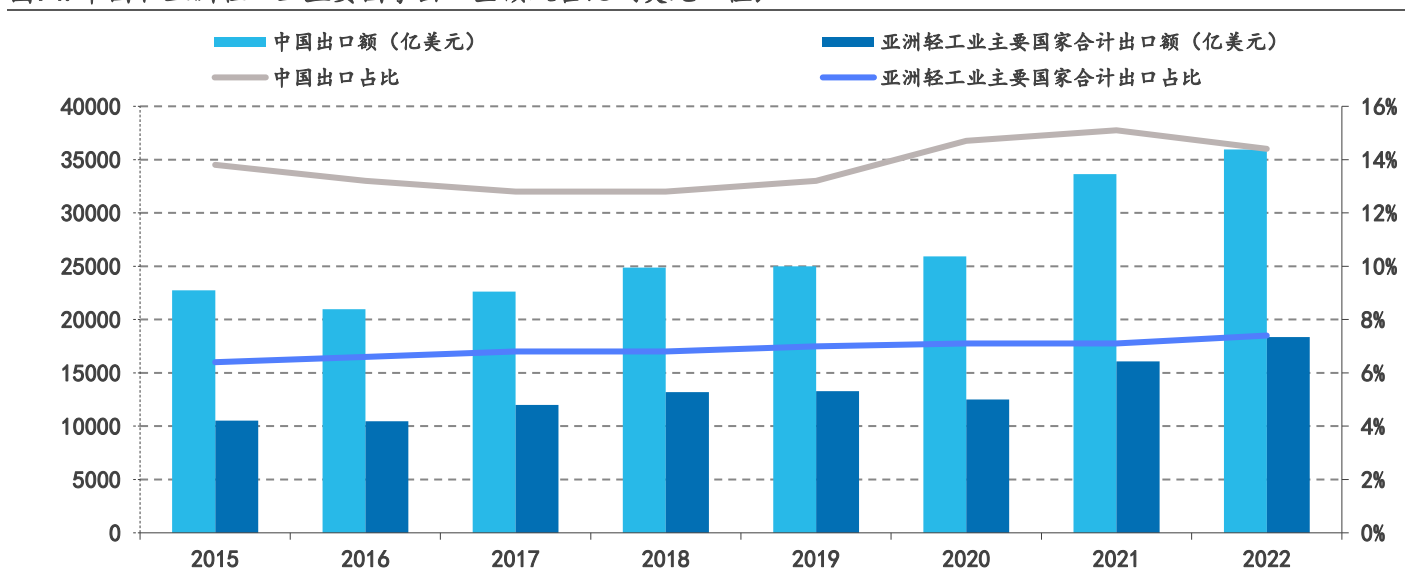


资料来源: Wind 数据, 欧盟统计局, 国投证券研究中心

4.4. 中国劳动密集型产业有缓慢转移趋势, 但短期产能尚未形成替代

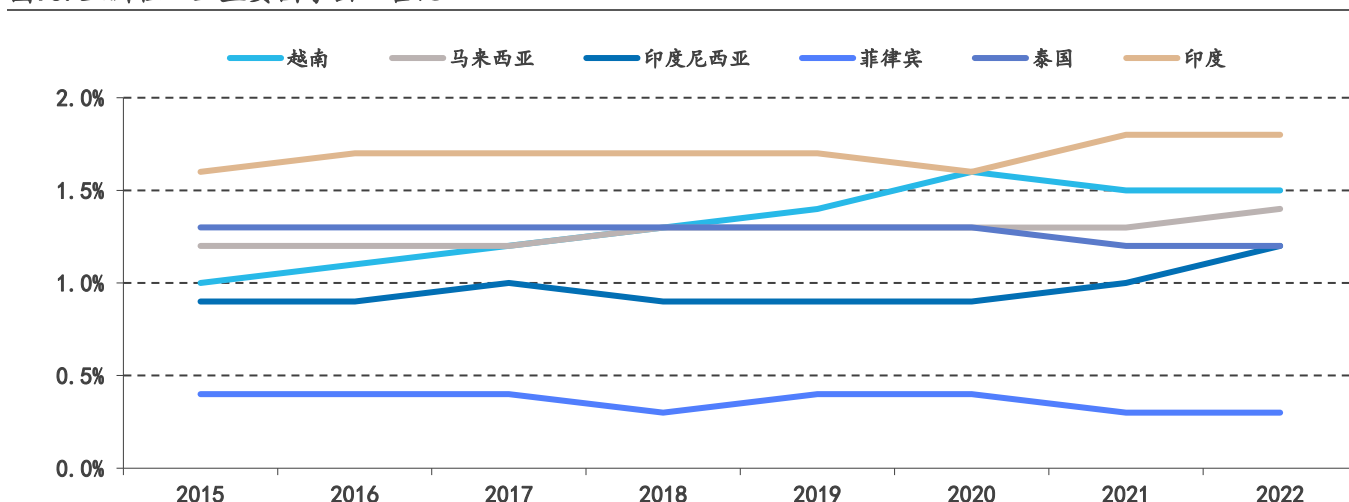
中国占比世界整体出口比例依然稳定, 并未有大结构变化。整体来看, 在 2015 至 2018 年期间, 中国在全球出口份额中的下滑反映了其产业结构的转型和对外转移部分劳动密集型产业的策略。这一时期, 中国政府推动高附加值和技术密集型产业的发展, 以减少对低端制造的依赖。2019 年以后, 中国经济的这一调整开始稳定, 并且新兴产业如新能源汽车的增长为出口贸易带来新的动力。疫情期间, 中国展现了其制造业和供应链的弹性, 加之全球宽松的货币政策, 中国出口经历了快速增长。同时, 亚洲其他轻工业产能中心, 尤其是越南、马来西亚和印度尼西亚, 在出口市场中的份额也稳步提升, 合计从 2015 年的 6.4% 增长至 2022 年的 7.4%, 尽管增长显著但目前尚未构成对中国轻工业的全面替代。

图74. 中国和亚洲轻工业主要国家出口金额及占比 (美元口径)



资料来源: WTO, 国投证券研究中心

图75. 亚洲轻工业主要国家出口占比

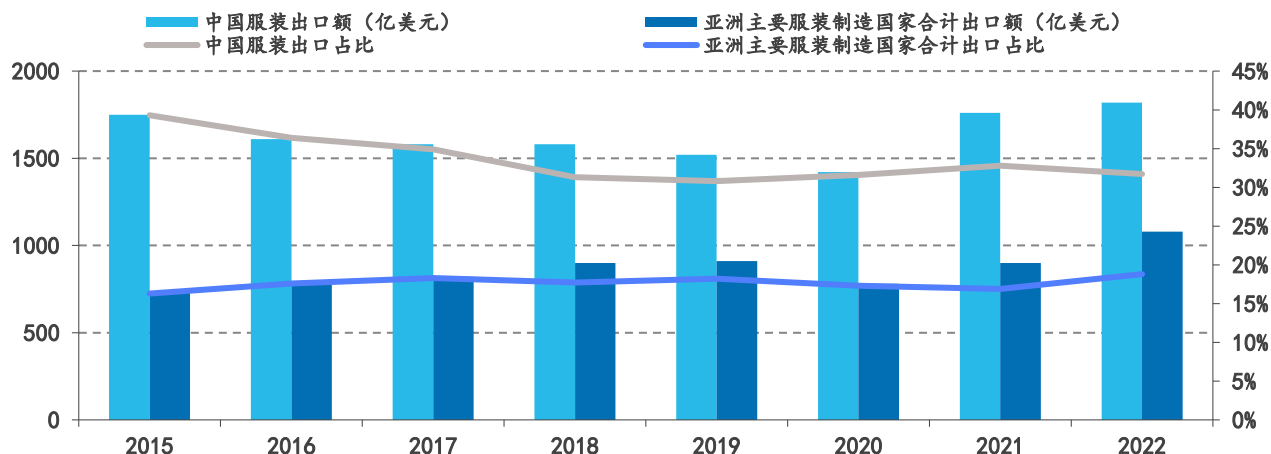


资料来源: WTO, 国投证券研究中心

中国服装出口在全球市场的份额从 2015 年的 39% 下降至 2018 年的 31%，并在随后几年中稳定在此水平。这一趋势受多重因素影响，包括中美贸易摩擦中的关税问题、中国生产成本的普遍上升，以及服装制造业中熟练劳动力的短缺。随着工资和其他可变成本的上涨，中国制造商面临利润压缩。与此同时，孟加拉国因其低生产成本优势，正在逐渐接替中国成为服装

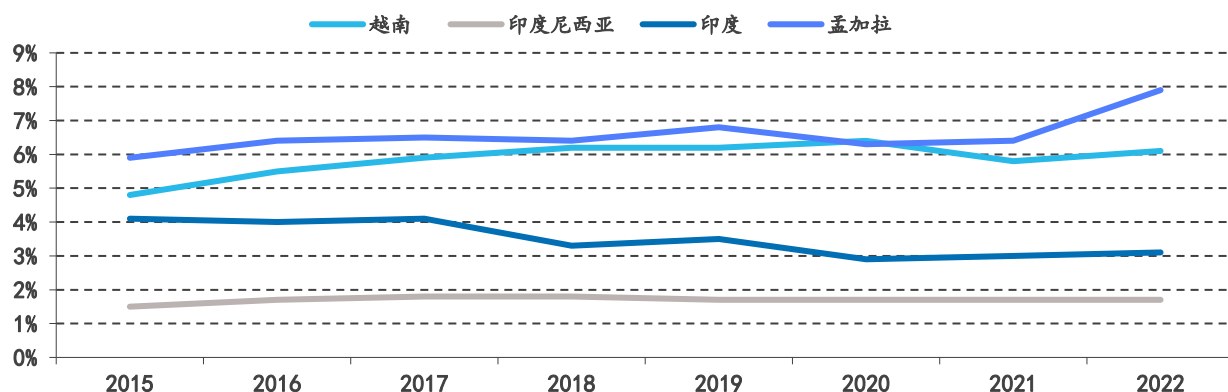
出口的新兴领军国家。尤其是在新冠疫情时期，孟加拉国得益于中国转移过来的订单，实现了出口份额的增加。预计中国在产业升级的背景下，服装出口份额将继续缓慢下降，而孟加拉国等成本较低的国家将可能继续扩大其在国际市场上的份额。

图76. 中国和亚洲主要服装制造国出口金额及占比（美元口径）



资料来源：WTO，国投证券研究中心

图77. 亚洲服装制造主要国出口占比全球服装出口份额



资料来源：WTO，国投证券研究中心

中美贸易摩擦导致中国家具出口份额略微下滑，但仍占据全球四成份额。在2018年至2020年间，中国家具出口市场份额稳步增长并在2020年见证了显著提升，得益于其健全的供应链体系及成熟的海运物流能力，特别是在全球疫情大流行期间的供应链中断背景下。然而，自2018年9月起，由于美国对中国家具加征的关税从10%上调至25%，中国家具出口商遭遇政策压力。虽然人民币贬值部分抵消了关税影响，进口商成本有所增加，但中国家具制造商在原材料采购上受到更严重的打击，特别是对于依赖美国进口木材的制造商，由于对美木材征收高达5%-25%的报复性关税，加上汇率变动，成本大幅上升。2020年至2022年间，中国家具出口份额略有波动，墨西哥凭借其地理位置和成本优势在美国市场接替了部分中国份额，这一转变主要受中美贸易摩擦和关税政策的直接影响。

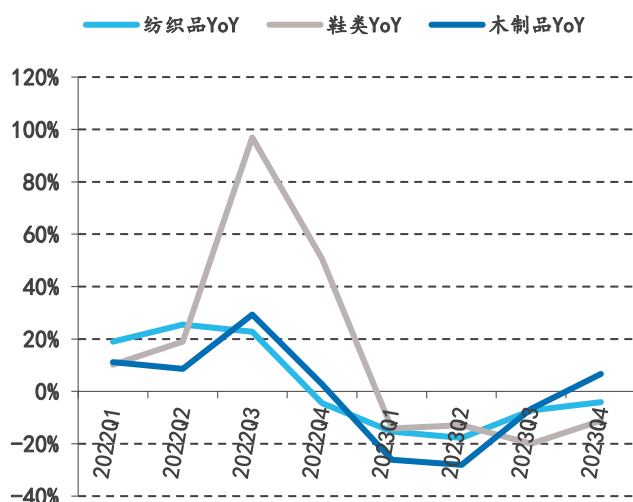
表6: 家具全球出口前五国家占比

2018		2019		2020		2021		2022	
中国	39.1%	中国	39.9%	中国	43.2%	中国	42.3%	中国	41.7%
德国	7.7%	德国	7.2%	德国	6.5%	德国	6.1%	德国	6.2%
波兰	6.1%	波兰	5.9%	波兰	5.7%	波兰	5.5%	意大利	5.3%
意大利	6.0%	意大利	5.6%	意大利	5.0%	意大利	5.0%	越南	4.6%
美国	4.4%	美国	4.1%	越南	4.7%	越南	4.3%	墨西哥	4.2%

资料来源：World Integrated Trade Solution (WITS)，国投证券研究中心

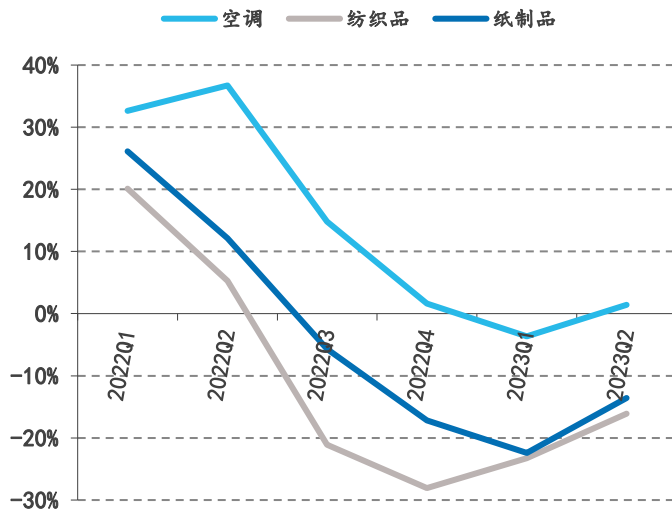
可选消费品制造主要国家出口均处于低谷期。越南、印度和菲律宾作为制造业为主的国家，其可选消费品在 2022 年第二季度和第三季度开始出现下滑趋势。到 2023 年三季度，除了印度空调出口以及越南木制品出口增速转正外，纺织品和鞋类行业仍处于低迷状态，并没有明显的复苏迹象。在全球可选消费品需求减弱的情况下，制造业为主的国家通常会受到影响。这是因为需求减弱会导致订单减少，进而影响制造业的产出和出口。在这种情况下，不同国家之间并没有明显的分化迹象，因为面临共同挑战是需求不足和市场萎缩。

图78. 越南部分消费品出口增速（美元口径）



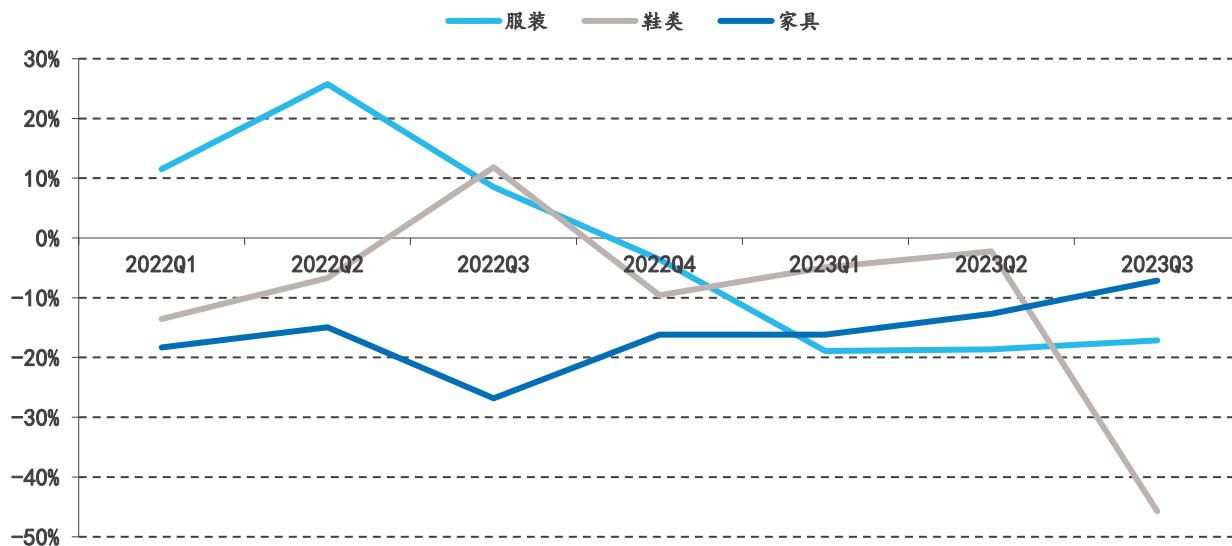
资料来源：Wind 数据，越南统计局，国投证券研究中心

图79. 印度部分消费品出口增速（美元口径）



资料来源：Wind 数据，印度商务部，国投证券研究中心

图80. 菲律宾部分消费品出口增速（美元口径）

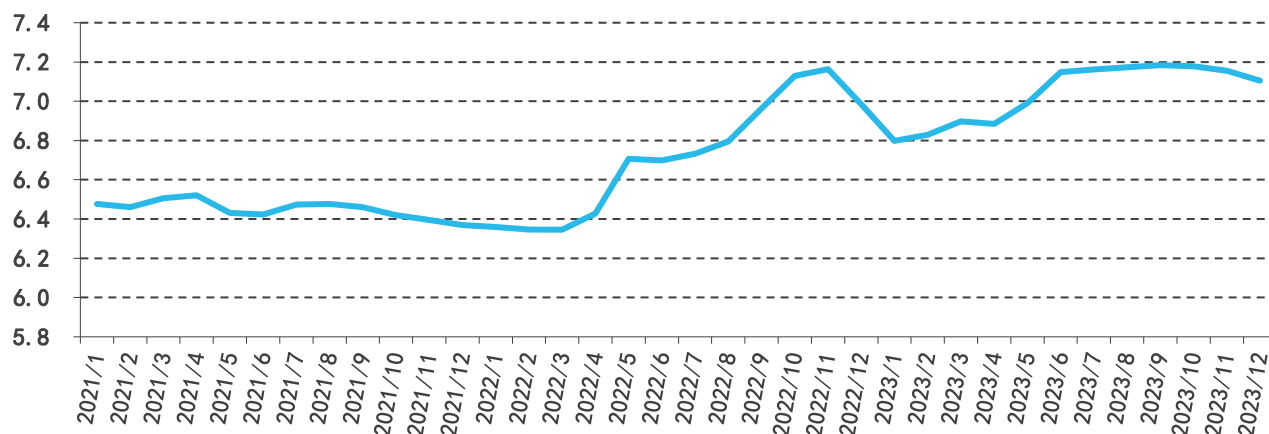


资料来源：Wind 数据，菲律宾央行，国投证券研究中心

5. 消费板块上市公司出口：家电领衔复苏，大公司表现相对稳健

2022 年以来人民币持续贬值，汇兑收益贡献颇多。由于上市公司出口金额采取的是采用人民币口径统计，但出口均以美元结算，从 2022 年开始，人民币一直呈现贬值趋势，美元走强。2022 上半年，美元兑人民币平均即期汇率为 6.48，到 2023 上半年，平均即期汇率为 6.93，上涨约 6.9%，所以人民币贬值的确给出口贡献了可观的汇兑收益。

图81. 美元兑人民币即期汇率

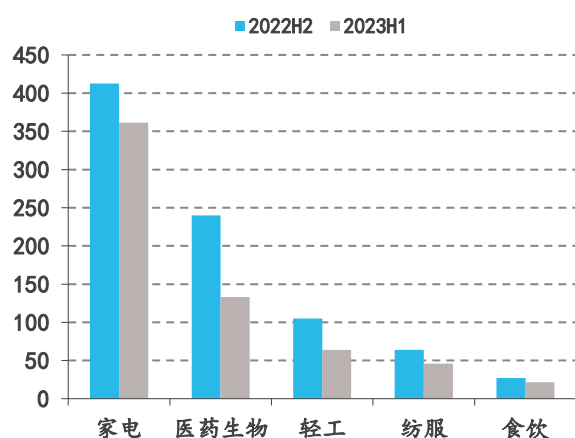


资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

5.1. 家电、食品饮料跌幅收窄, 其余板块跌幅扩大

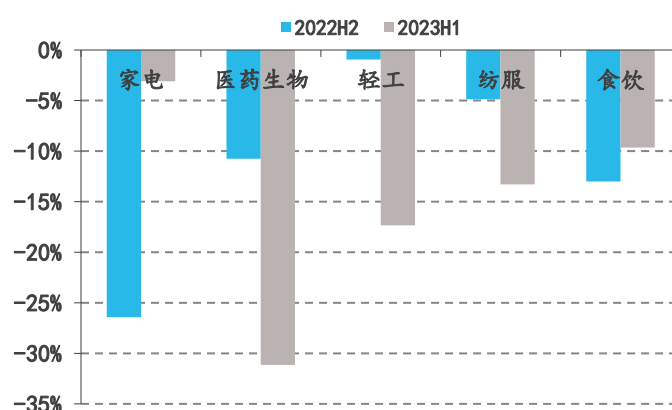
2023 上半年消费板块上市公司出口普遍下滑, 家电板块降幅收窄明显。在各消费板块中, 家电出口额最高, 其次为医药生物、轻工和纺服, 而食品饮料的出口额最低。2023 上半年, 仅有家电、食品饮料降幅收窄, 主要原因是家电周期相对前置且大公司多, 渠道和客户相对稳定、波动小。相比之下, 其他消费板块的整体出口集中度不高, 且均呈现负增长态势, 这进一步证实了出口下滑的普遍情况。

图82. 2022H2、2023H1 各消费板块上市公司合计出口金额 (亿美元)



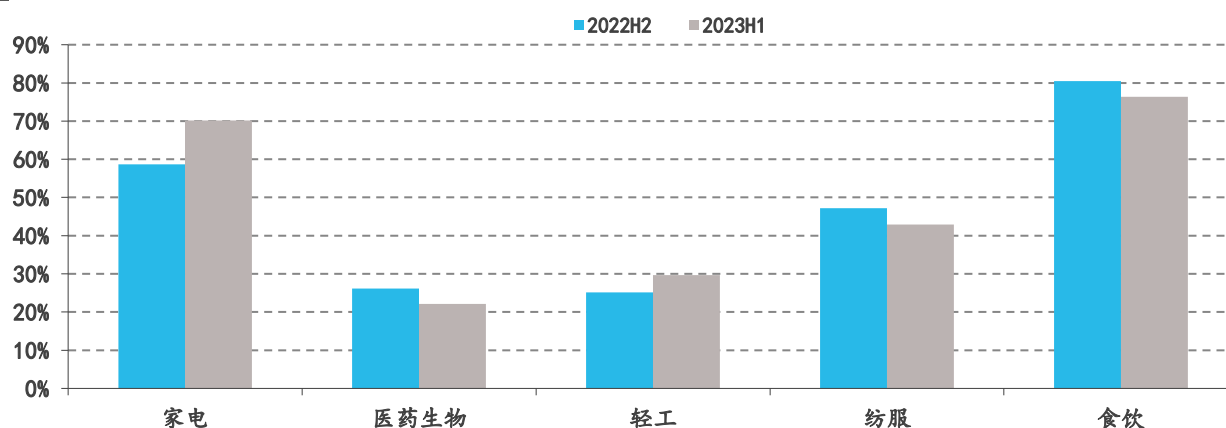
资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

图83. 2022H2、2023H1 各消费板块上市公司合计出口增速 (美元口径)



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

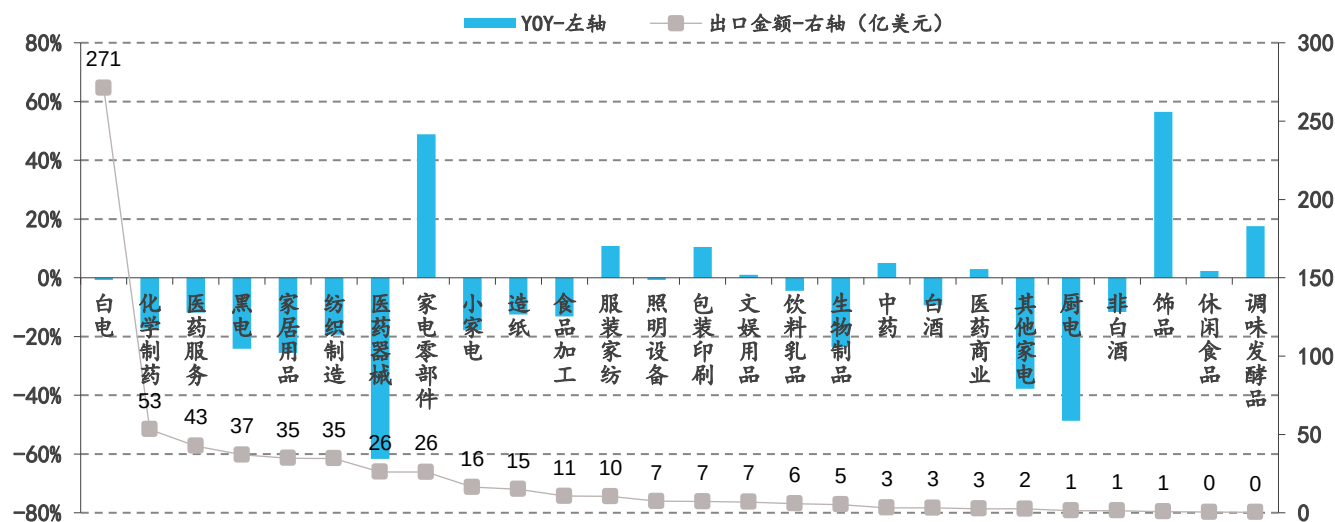
图84. 2022H2、2023H1 各消费板块前五大上市公司出口占比 (美元口径)



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

核心二级板块普遍呈现下滑趋势。2023 上半年，以造纸为分界线，出口金额超过 15 亿美元的二级板块中，家电零部件表现亮眼，其余板块均为负增长；出口金额在 5-15 亿美元的二级板块，服装家纺和包装印刷增长趋势较优；出口金额低于 5 亿美元的二级板块由于整体基数较低，波动性较大，参考意义不大。

图85. 2023H1 消费二级板块出口金额及增速（按出口金额大小排序）

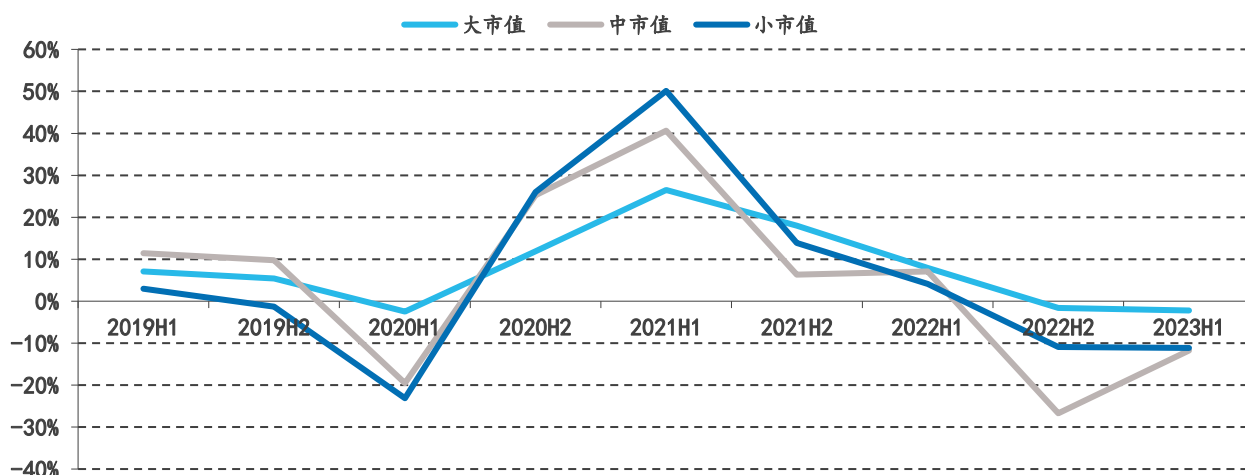


资料来源：Wind 数据，国投证券研究中心

5.2. 可选消费：大公司稳健，中、小公司跌幅未有扩大

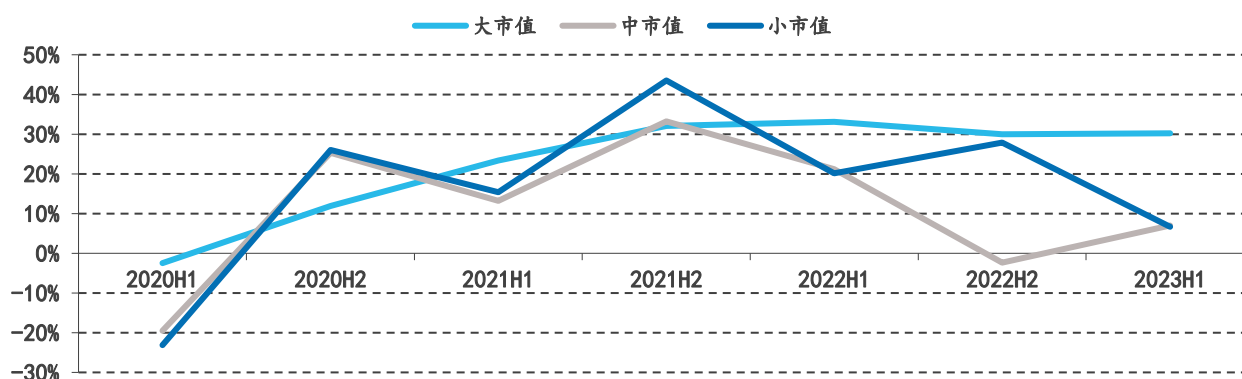
可选消费大市值公司表现较优。在家电、轻工和纺织服装三个可选消费品板块中，通过市值分类，我们发现大市值公司（市值超过 500 亿元）在出口增速波动方面表现出显著的稳定性，相比之下，中市值（市值在 100 至 500 亿元）和小市值（市值小于 100 亿元）公司的出口波动性较大。即便在面临库存去化或新冠疫情等系统性风险的情况下，大市值公司的出口增速通常能够维持在-5pct 以内的幅度。这种抗风险能力的差异，可以归因于两个主要因素：首先，小市值公司由于出口规模相对较小，面临的渠道稳定性问题较大，这使得它们在大规模补库周期中可能迎来较强的增长势头；其次，大市值公司凭借其稳定的渠道和客户基础以及较高的出口基数，表现出更强的市场抗压能力。

图86. 家电、轻工、纺服公司按市值分类出口增速（美元口径，市值>500 亿元、100 亿元<市值<500 亿元、市值<100 亿元）



资料来源：Wind 数据，国投证券研究中心

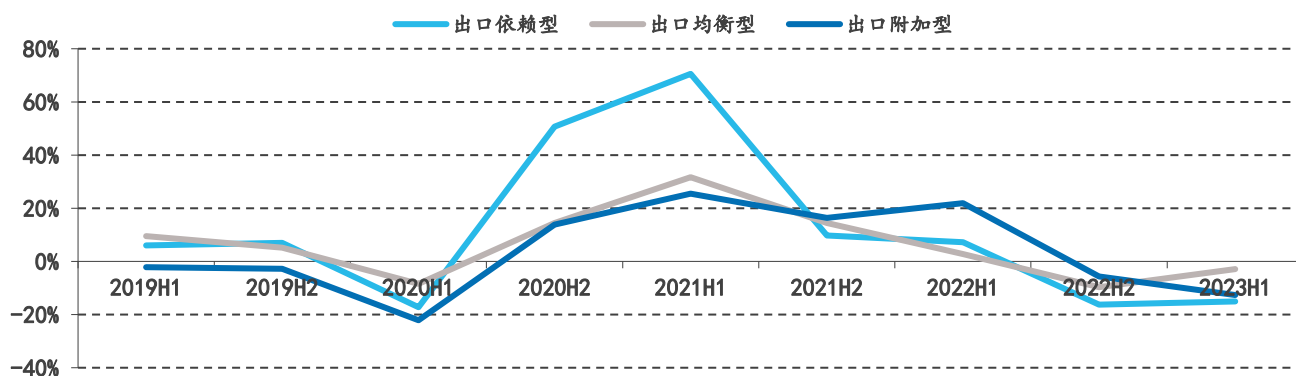
图87. 家电、轻工、纺服公司按市值分类出口较 2019 年同期增速（美元口径，市值>500 亿元、100 亿元<市值<500 亿元、市值<100 亿元）



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

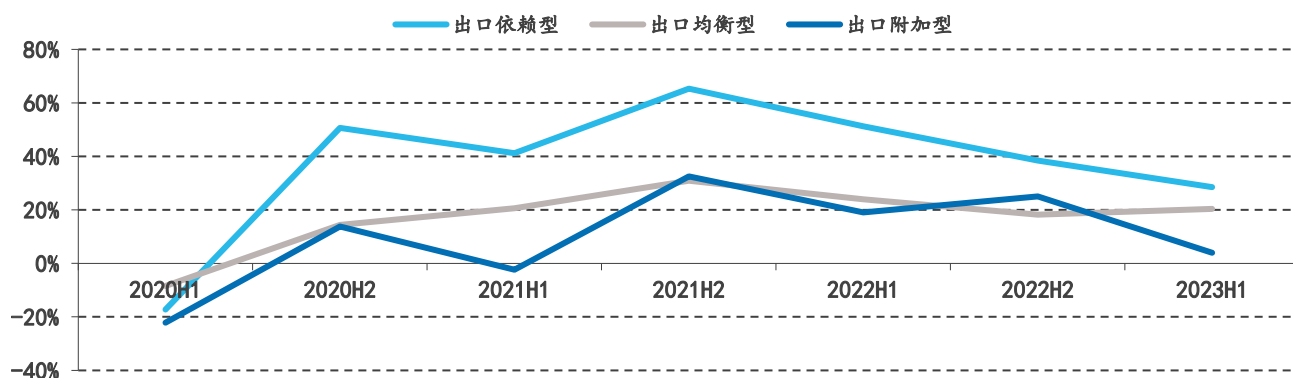
可选消费中、小公司出口形势依然严峻。根据出口占比营收进行分类，大于 70% 的公司为出口依赖型，30% 和 70% 之间的公司为出口均衡型，小于 30% 的公司为出口附加型。观察到自 2020 年开始，在乐观的出口形势下，出口依赖型公司的增速远高于综合型和附加型公司。出口依赖型公司对出口环境更为敏感，可作为出口风向标参考。从 2021 下半年到 2022 下半年，增速明显优于出口依赖型和综合型公司。到了 2023 上半年，出口综合型公司的跌幅收窄看似更为明显，但实际上是因为同期基数较低。排除基数影响后，我们发现三种类型的出口下滑幅度基本保持一致，同比下滑约为 15%，仍然处于底部区间。

图88. 家电、轻工、纺服公司按出口占比营收分类公司出口增速（美元口径，出口占比>70%、30%<出口占比<70%、出口占比<30%）



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

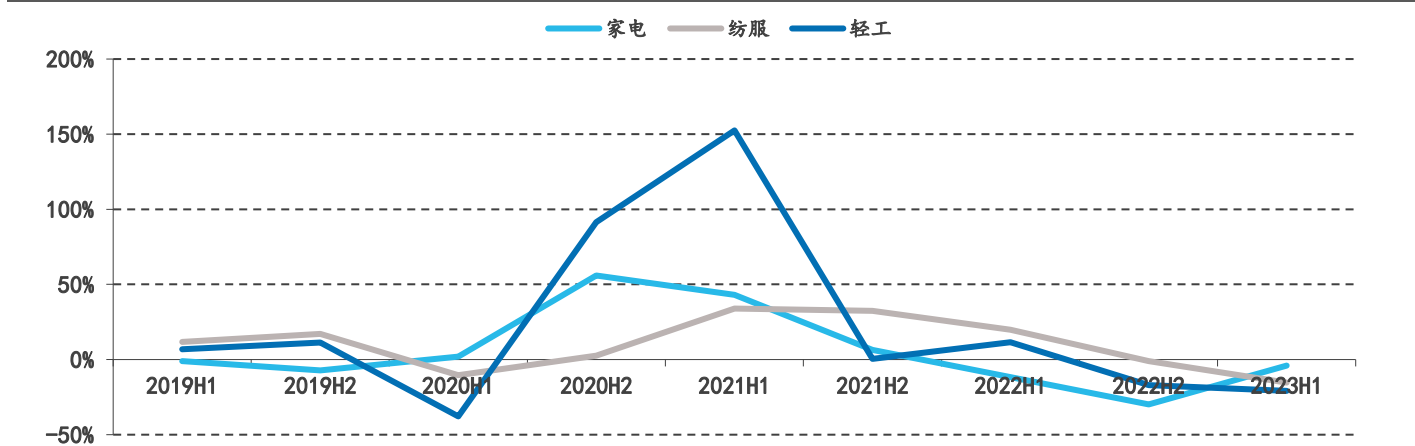
图89. 家电、轻工、纺服公司按出口占比营收分类公司出口较 2019 年同期增速（美元口径，出口占比>70%、30%<出口占比<70%、出口占比<30%）



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

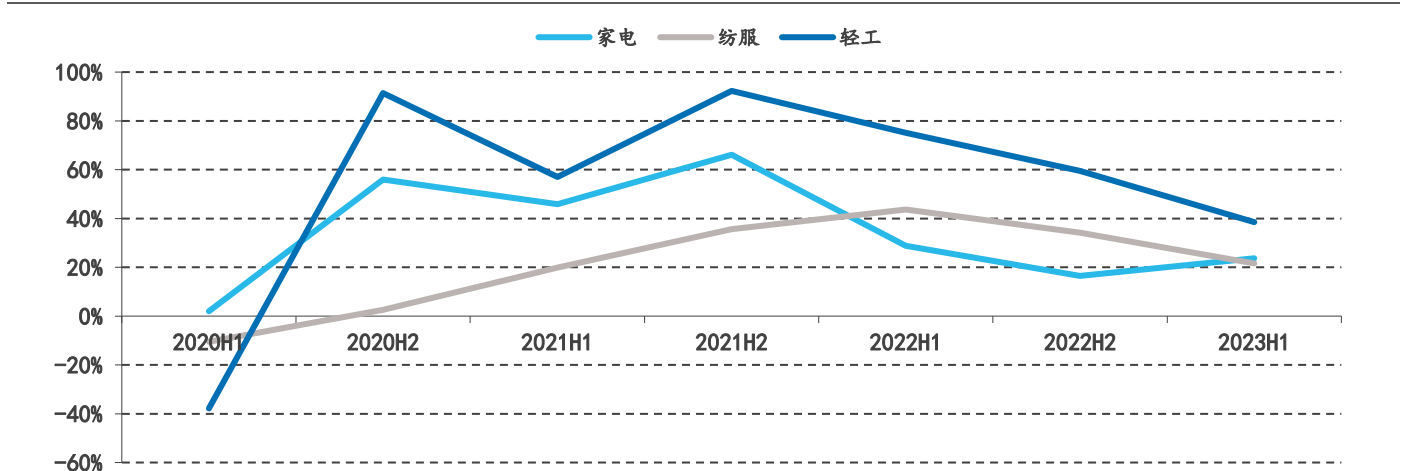
家电板块复苏趋势领先。在出口依赖型公司中，家电板块的出口增速已经明显收窄，且展现出即将转正的迹象。这表明家电板块可能已开始进入新的增长周期。相比之下，纺织服装和轻工板块的出口增速则持续缓慢下降，未见明显的复苏迹象。历史增速数据显示，家电板块在 2020 年下半年达到上一个周期的增速顶点，而纺织服装和轻工板块则是在 2021 年上半年见顶。这一趋势表明家电板块的补货周期相对较早开始，且该板块的出口下降幅度在 2022 年下半年已经触底。基于这些观察，我们可以推测纺织服装和轻工板块可能已在 2023 年形成底部，并有望在 2024 年逐步展开温和的复苏趋势。

图90. 家电、轻工、纺服出口依赖型公司增速（美元口径，出口占比>70%）



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

图91. 家电、轻工、纺服出口依赖型公司出口较 2019 年同期增速（美元口径，出口占比>70%）

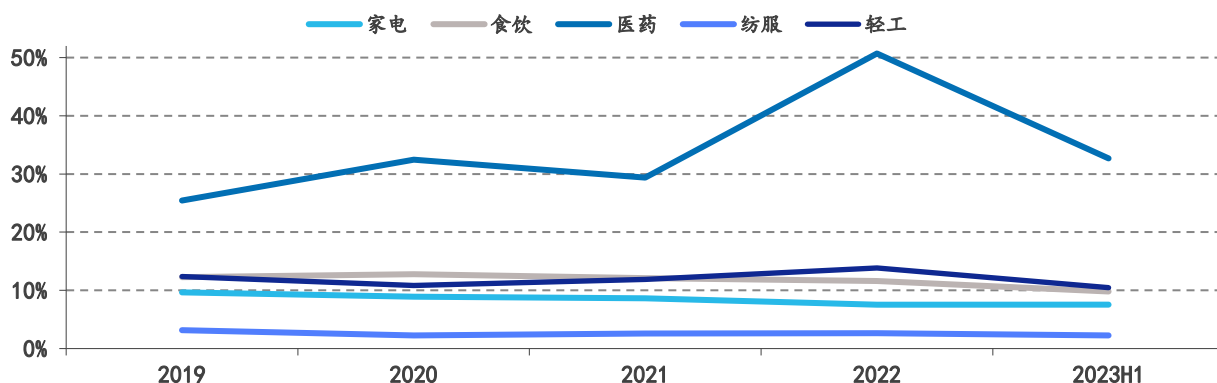


资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

5.3. 2024 年消费品出口有望实现复苏

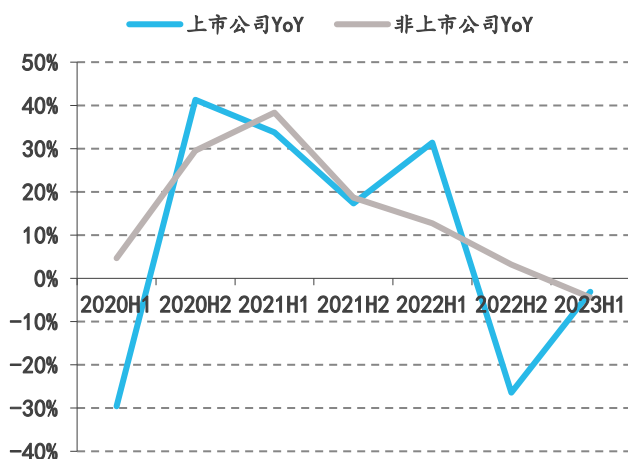
消费品出口受益低基数叠加需求回暖有望在 2024 年实现复苏。除医药外，其他各板块上市公司出口额占比海关出口总额均未超过 15%，且近五年来占比相对稳定，表现出低集中度特征。值得关注的是，上市公司的出口业绩普遍优于非上市公司，但随着 2022 年下半年全球需求的疲软，即便是上市公司也遭遇了较大幅度的出口下降。进入 2023 年上半年，家电和食品饮料板块的出口降幅有所收窄，而其他板块继续面临挑战。整体来看，消费板块出口呈现负增长态势，主要受到需求不足和过高基数的双重影响。展望 2024 年，由于欧美通胀水平恢复使得消费预期复苏和 2023 年较低的基数，我们预计消费板块尤其是上市公司的出口增速将有所改善。然而，结构性转折的确认仍需观察库存周期的进一步信号。

图92. 各消费板块上市公司出口额占比海关出口额



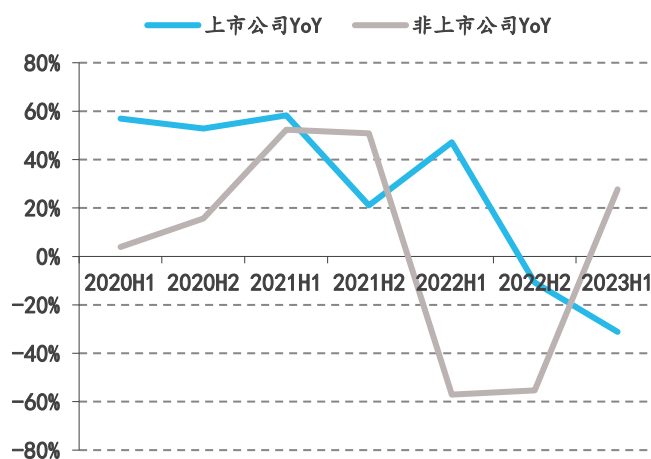
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图93. 家电出口增速-上市公司 VS 非上市公司 (美元口径)



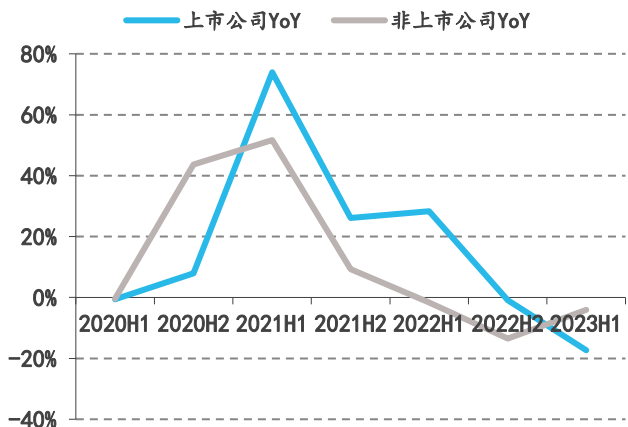
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图94. 医药出口增速-上市公司 VS 非上市公司 (美元口径)



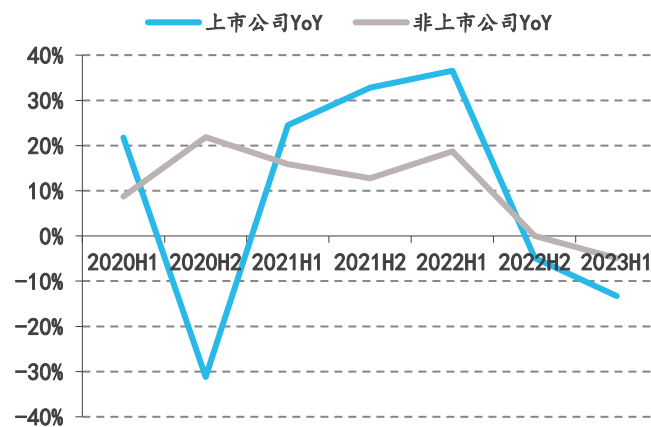
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图95. 轻工出口增速-上市公司 VS 非上市公司 (美元口径)



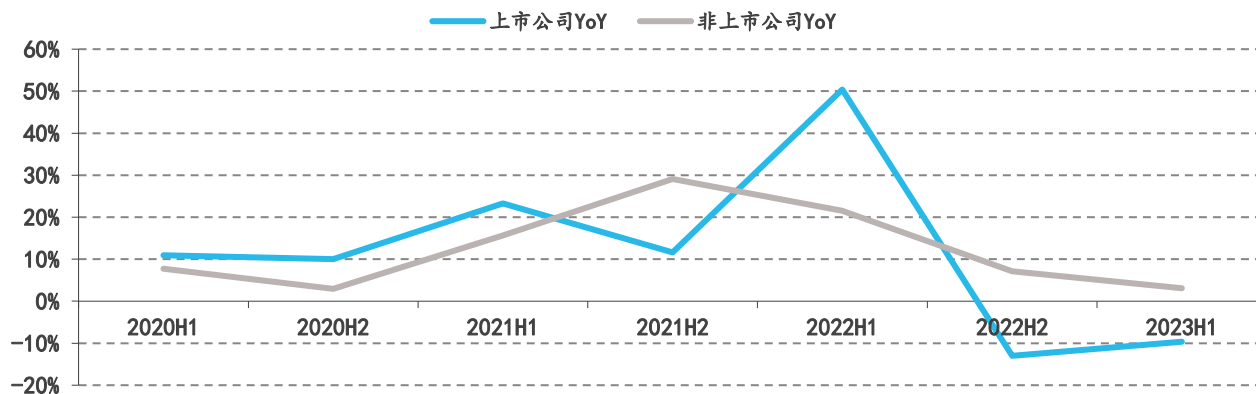
资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图96. 纺织服装出口增速-上市公司增速 VS 非上市公司 (美元口径)



资料来源: Wind 数据, 中国海关总署, 国投证券研究中心

图97. 食品饮料出口增速-上市公司 VS 非上市公司（美元口径）



资料来源: Wind 数据, 国投证券研究中心

5.4. 出口相关公司

表7: 大消费板块出口驱动型相关公司

股票名称		2022 出口 收入 占比	收入 YoY		归母净利润 YoY		PE		推荐逻辑
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
家电	美的集团	41%	18%	8%	14%	10%	12	11	B 端+C 端齐发力贡献成长性。短期看外销订单转好。当前估值水平处于历史较低位置，股息率约为 5%
	海尔智家	52%	9%	7%	14%	14%	11	10	海外份额提升拉动海外收入增长，产品结构升级、数字化变革拉动利润率提升。美联储降息有望刺激北美地产家电需求
	石头科技	53%	27%	16%	65%	9%	19	18	扫地机全球渗透率提升空间大，公司产品力行业领先，海外进入产品换代周期，有望获取成长红利
	新宝股份	71%	6%	8%	-7%	14%	12	10	海外小家电补库存需求延续，且通胀压力趋缓，终端消费需求有望复苏，新宝外销订单持续向好
轻工	匠心家居	99%	34%	24%	26%	21%	16	13	品牌出海优质标的&智能家居优质出口龙头
	浩洋股份	94%	13%	28%	17%	31%	21	16	品牌出海优质标的&全球舞台灯光细分冠军
纺织	哈尔斯	84%	2%	13%	7%	9%	15	14	保温杯生产制造领先企业，新品订单有望在 2024 年逐步放量，增厚业绩规模
	真爱美家	91%	4%	28%	2%	37%	14	10	毛毯生产制造龙头，产品远销中东非洲，复购频次高，订单稳定。数字化新工厂自动化程度高，降本增效逻辑明显，2024 年业绩有望释放
	嘉益股份	95%	50%	19%	69%	21%	14	12	嘉益股份是 Stanley 热门保温杯主要生产商，终端市场供不应求且热度不断提升，嘉益 2024 年订单有望持续增长
	乖宝宠物	40%	26%	21%	46%	25%	41	33	国内自主品牌不断进行高端化升级，海外订单逐渐回暖
医药	海尔生物	29%	-20%	25%	-20%	25%	21	17	医用存储龙头，产品线拓展开成长空间，海外市占率提升贡献增量市场
	药明康德	81%	3%	23%	8%	22%	23	19	CXO 龙头率先受益于多肽药品研发创新的蓬勃发展，其 TIDES 业务订单充足，驱动公司持续快速发展
	万孚生物	49%	-54%	21%	-58%	30%	24	19	荧光产品放量+发光业务高增长；公司产品、服务相比海外竞争对手具备竞争力，单发项目补齐后有望接力增长
	迈威生物-U	0%	480%	306%	19%	18%	-14	-17	核心品种 Nectin-4 ADC 临床数据优异、进度领先，未来海外授权及放量潜力大
	新产业	32%	27%	29%	19%	32%	35	27	装机结构优化+子公司模式铺开，看好海外业务中长期保持高增；业绩风险较小，有望获得估值溢价

建议关注: 永艺股份、恒林股份、致欧科技、华凯易佰、赛维时代、中宠股份、百济神州

资料来源：更新时间 2024 年 1 月 26 日，Wind 数据，国投证券研究中心预测

6. 风险提示

- 1) **地缘政治风险**：国际局势的不稳定性和地缘政治紧张局势可能对出口市场产生影响。地缘政治冲突、贸易制裁、政治不确定性等因素可能导致市场不稳定、贸易中断或关键市场的减少。
- 2) **贸易保护主义风险**：国际贸易政策的变化，如关税调整、贸易壁垒的出现等，可能对出口业务造成不利影响，增加市场准入的难度。
- 3) **行业竞争加剧风险**：随着其他国家和地区制造商的竞争力提升，出口企业可能面临价格竞争压力和市场份额减少的风险。
- 4) **汇率波动风险**：汇率的波动性可能影响出口产品的竞争力和盈利能力，尤其是对外贸易企业。汇率波动可能导致出口产品价格变动、成本上升或利润减少。
- 5) **供应链风险**：全球供应链的不稳定性可能对出口业务产生影响，如关键原材料供应的中断、物流运输的延误等，可能导致生产和交付的困难。
- 6) **航运价格波动风险**：全球经济波动可能引发运费及燃料价格不稳定，从而影响出口成本

7. 附录

文中各板块出口数据均是按照海关编码 HS 章类表分类后进行分析

表8：HS 章类表分类

农产品	01 章 活动物
	02 章 肉及食用杂碎
	03 章 鱼、甲壳动物、软体动物及其他水生无脊椎动物
	04 章 乳品；蛋品；天然蜂蜜；其他食用动物产品
	05 章 其他动物产品
	06 章 活树及其他活植物；鳞茎、根及类似品；插花及装饰用簇叶
	07 章 食用蔬菜、根及块茎
	08 章 食用水果及坚果；甜瓜或柑桔属水果的果皮
	09 章 咖啡、茶、马黛茶及调味香料
	10 章 谷物
	11 章 制粉工业产品；麦芽；淀粉；菊粉；面筋
	12 章 含油子仁及果实；杂项子仁及果实；工业用或药用植物；稻草、秸秆及饲料
	13 章 虫胶；树脂、树脂及其他植物液、汁
	14 章 编结用植物材料；其他植物产品
消费品-食品饮料	15 章 动、植物油、脂及其分解产品；精制的食用油脂；动、植物蜡
	16 章 肉、鱼、甲壳动物、软体动物及其他水生无脊椎动物的制品
	17 章 糖及糖食
	18 章 可可及可可制品
	19 章 谷物、粮食粉、淀粉或乳的制品；糕饼点心
	20 章 蔬菜、水果、坚果或植物其他部分的制品
	21 章 杂项食品
消费品-医药	22 章 饮料、酒及醋
	23 章 食品工业的残渣及废料；配制的动物饲料
	30 章 药品
消费品-纺织服装品	90 章 光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器及设备；上述物品的零件、附件
	41 章 生皮（毛皮除外）及皮革
	42 章 皮革制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包及类似容器；动物肠线（蚕胶丝除外）制品
	43 章 毛皮、人造毛皮及其制品
	50 章 蚕丝
	51 章 羊毛、动物细毛或粗毛；马毛纱线及其机织物
	52 章 棉花
	53 章 其他植物纺织纤维；纸纱线及其机织物
	54 章 化学纤维长丝
	55 章 化学纤维短纤
	56 章 絮胎、毡呢及无纺织物；特种纱线；线、绳、索、缆及其制品
	57 章 地毯及纺织材料的其他铺地制品
	58 章 特种机织物；簇绒织物；花边；装饰毯；装饰带；刺绣品
	59 章 浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品
	60 章 针织物及钩编织物



	61 章 针织或钩编的服装及衣着附件
	62 章 非针织或非钩编的服装及衣着附件
	63 章 其他纺织制成品；成套物品；旧衣着及旧纺织品；碎织物
	64 章 鞋靴、护腿和类似品及其零件
	65 章 帽类及其零件
	66 章 雨伞、阳伞、手杖、鞭子、马鞭及其零件
	67 章 已加工羽毛、羽绒及其制品；人造花；人发制品
消费品-家具	94 章 家具；寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似的填充制品；未列名灯具及照明装置；发光标志、发光名牌及类似品；活动房屋
消费品-家用电器	84 章部分（8414/8415/8418/8419/8422/8450/8476）
	85 章 电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件
交通工具	86 章 铁道及电车道机车、车辆及其零件；铁道及电车道轨道固定装置及其零件、附件；各种机械（包括电动机械）交通信号设备
	87 章 车辆及其零件、附件，但铁道及电车道车辆除外
	88 章 航空器、航天器及其零件
	89 章 船舶及浮动结构体
资源品	25 章 盐；硫磺；泥土及石料；石膏料、石灰及水泥
	26 章 矿砂、矿渣及矿灰
	44 章 木及木制品；木炭
	71 章 天然或养殖珍珠、宝石或半宝石、贵金属、包贵金属及其制品；仿首饰；硬币
	72 章 钢铁
	73 章 钢铁制品
	74 章 铜及其制品
	75 章 镍及其制品
	76 章 铝及其制品
	78 章 铅及其制品
	79 章 锌及其制品
	80 章 锡及其制品
	81 章 其他贱金属、金属陶瓷及其制品
	82 章 贱金属工具、器具、利口器、餐匙、餐叉及其零件
	83 章 贱金属杂项制品
化工品	27 章 矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品；沥青物质；矿物蜡
	28 章 无机化学品；贵金属、稀土金属、放射性元素及其同位素的有机及无机化合物
	29 章 有机化学品
	31 章 肥料
	32 章 鞣料浸膏及染料浸膏；鞣酸及其衍生物；染料、颜料及其他色料；油漆及清漆；油灰及其他类似胶粘剂；墨水、油墨
	33 章 精油及香膏；芳香料制品及化妆盥洗品
	34 章 肥皂、有机表面活性剂、洗涤剂、润滑剂、人造蜡、调制蜡、光洁剂、蜡烛及类似品、塑型用膏、“牙科用蜡”及牙科用熟石膏制剂
	35 章 蛋白类物质；改性淀粉；胶；酶
	36 章 炸药；烟火制品；火柴；引火合金；易燃材料制品
	37 章 照相及电影用品
	38 章 杂项化学产品
	39 章 塑料及其制品
	40 章 橡胶及其制品
机械设备	84 章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件（除去 8414/8415/8418/8419/8422/8450/8476）
	24 章 烟草、烟草及烟草代用品的制品
	45 章 软木及软木制品
	46 章 稻草、秸秆、针茅或其他编结材料制品；篮筐及柳条编结品
	47 章 木浆及其他纤维状纤维素浆；纸及纸板的废碎品
	48 章 纸及纸板；纸浆、纸或纸板制品
	49 章 书籍、报纸、印刷图画及其他印刷品；手稿、打字稿及设计图纸
其他	68 章 石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品
	69 章 陶瓷产品
	70 章 玻璃及其制品
	91 章 钟表及其零件
	92 章 乐器及其零件、附件
	93 章 武器、弹药及其零件、附件
	95 章 玩具、游戏品、运动用品及其零件、附件
	96 章 杂项制品
	97 章 艺术品、收藏品及古物
	98 章 特殊交易品及未分类商品
	99 章 跨境电商 B2B 简化申报商品

资料来源：根据海关 HS 编码目录整理分类，国投证券研究中心

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034