

# 出海链：似曾相识燕归来：2025年出海链投资框架

## ——出海链深度报告

行业评级：看好

2025年8月26日

分析师 邱世梁

分析师 王华君

分析师 何家恺

研究助理 蒋逸

邮箱 qjushiliang@stocke.com.cn

邮箱 wanghuajun@stocke.com.cn

邮箱 hejiakai@stocke.com.cn

邮箱 jiangyi01@stocke.com.cn

证书编号 S1230520050001

证书编号 S1230520080005

证书编号 S1230523080007

# 出海链投资框架：重视优质对美、自有品牌占比高、消费品属性强公司

## ➤ 2025出海链投资框架：优选优质对美链、自有品牌占比高、消费品属性强的公司；核心出海企业有望迎来成长爆发

### 为什么优选优质对美链、消费品公司？

- 1) 对美vs非美：①对美竞争格局大幅改善，龙头公司市占率提升；②美国需求端有望提振：降息周期将至、“大而美”法案等落地。③非美竞争可能加剧
- 2) 消费品vs资本品：①消费品价格弹性更大，供给收缩价格提升幅度更大；②消费品公司直接面向终端，有望赚取通胀溢价。
- 3) 优质企业享超额利润：对美出口公司面临关税等贸易壁垒、在美本土化运营能力等非关税壁垒。优质对美出口企业具备海外产能（获得贸易壁垒下的比较优势）、美国渠道（掌握渠道端，提高利润率）、自有品牌（终端定价能力、拓展品类）、美国本土化运营能力（强化品牌认知度、售后服务、建立用户粘性）。

## ➤ 2020年出海链牛市复盘

- 1) **2020年出海链行情回顾**：出海链企业业绩增速超预期，如春风动力、巨星科技2020年归母净利润同比增速分别达到102%、51%，年内超额收益分别为287%、162%（相对沪深300）。
- 2) **供给侧**：疫情导致全球供应链断裂，中国供应能力优势凸显，中国出海企业全面受益，2020-2021年，中国大陆出口金额占全球比重分别为10.3%、10.4%，较2019年分别提升0.8、0.9pct。
- 3) **需求侧**：疫情下，美联储降息周期，各大经济体普遍放水+美国政府向个人直接转移支付+中美贸易摩擦缓和。

## ➤ 2025年出海链供需展望

- 1) **供给侧**：贸易壁垒下的供给侧出清：例：2025年1-7月中国出口至美国的高尔夫球车量下滑90%，拥有海外产能的企业有望获得竞争优势
- 2) **需求侧**：美联储降息周期将至、“大而美法案”落地。
  - ①**美联储降息周期将至**：当地时间8月22日鲍威尔发表鸽派发言，称美联储对降息持开放态度。
  - ②**“大而美法案”落地**，核心内容包括永久延续特朗普在2017年实施的企业减税措施，将企业税率从2017年减税前的35%永久降至21%；个人所得税减免、遗产税和赠予税调整等，有望提振企业投资、刺激中高端消费。
- 3) **情绪侧**：中美关税战缓和。

## ➤ 似曾相识燕归来：两轮出海环境在驱动因素、企业姿态方面存在不同

### 一、驱动因素有何不同？本轮供给端剩者为王，结构分化将更显著

- 1) 2020年牛市主要由需求端逻辑主导：降息周期+美国政府发钱，需求端消费能力大大提升；供应端中国供应链阶段性优势，大部分中国出口企业均享受红利。
- 2) 2025年需求侧尚未直接进入降息周期，但供给端逻辑更强：关税等贸易壁垒下大量企业出清，供给端洗牌，拥有海外产能布局的企业获得竞争优势，出海企业中结构的分化将更加显著。**核心逻辑：供给端剩者为王。**

### 二、企业姿态有何不同？历尽千帆：2018年贸易战以来，中国出海企业已经历一轮洗牌，龙头公司海外产能、美国本土化运营能力显著提升。

- **投资建议**：推荐涛涛车业、巨星科技、春风动力、泉峰控股、中际联合、浙江鼎力等，建议关注匠心家居、安克创新、石头科技、科沃斯、嘉益股份等。
- **风险提示**：1) 海外需求不及预期；2) 贸易摩擦超预期；3) 国际局势变化；4) 竞争格局变化。

# 目录

CONTENTS

**01 2025出海链投资框架**  
优选优质对美链、自有品牌占比高、具备消费品属性标的

**02 2020年出海链牛市复盘**  
需求、供给、情绪共振，出海迎全面牛市

**03 2025年出海链供需展望**  
需求侧降息周期将至，供给侧剩者为王，优质出海公司有望高成长

**04 似曾相识燕归来：两轮出海环境比较分析**  
①驱动因素：2020年需求端逻辑更强，2025年供给端剩者为王  
②企业姿态：历尽千帆，出海企业海外产能、美国本土化运营能力提升

**05 投资建议**

**06 风险提示**

# 01

## 2025出海链投资框架

优选优质对美链、自有品牌占比高、消费品属性强公司

# 1.1 2025年中美关税背景下市场交易行为复盘

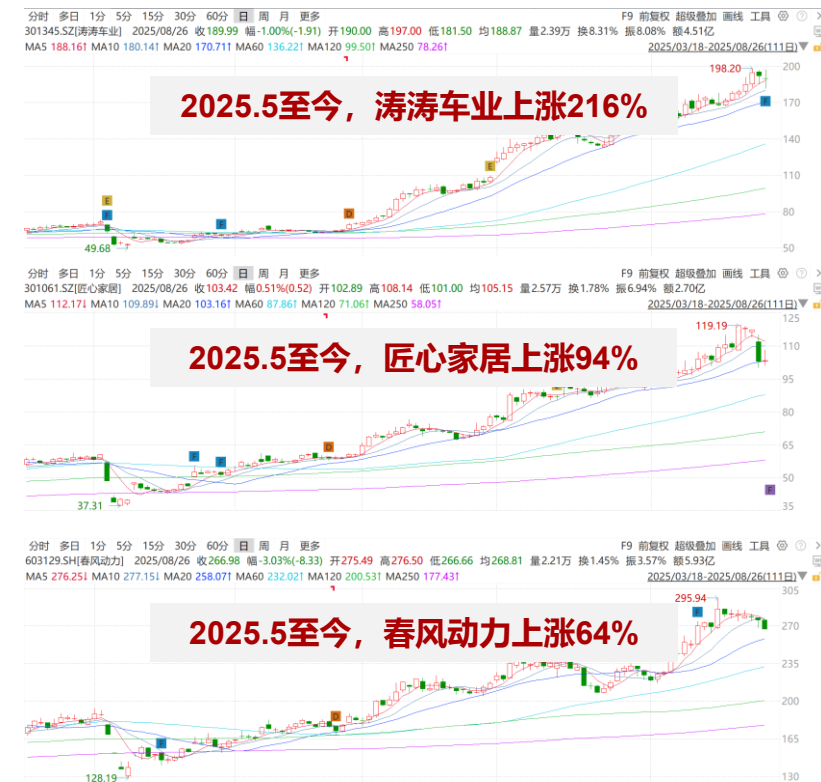
- 一、2025年2月开始，美国政府陆续宣布对中国加征“芬太尼关税”、对等关税；2025年5月中美达成协议，暂停部分关税的实施90天；8月再度发表联合声明，部分关税继续暂停。**初期，市场交易中关税情绪**：4月初对等关税落地，市场在恐慌情绪下下杀，随后逐渐修复。
- 二、**关税壁垒下的出海供给侧改革**：以关税为代表贸易壁垒事实上重塑了部分产品的供应格局，在低贸易壁垒国家/地区拥有产能的公司拥有竞争优势，有望填补竞争对手出清后的市场空缺、享受溢价。**该阶段，市场开始寻找拥有海外产能的公司，这批公司业绩、股价共振向上**：5月至今，拥有海外产能的**涛涛车业、匠心家居、春风动力**等公司在逻辑、情绪、业绩等多重因素共振下持续创历史新高。

## 4月初沪指下杀后逐渐修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：行情数据统计自2025.5.1至2025.8.26

## 拥有海外产能的公司跑出超额收益



# 1.2 2025出海链投资框架：优选对美链、自有品牌占比高、消费品属性强的公司

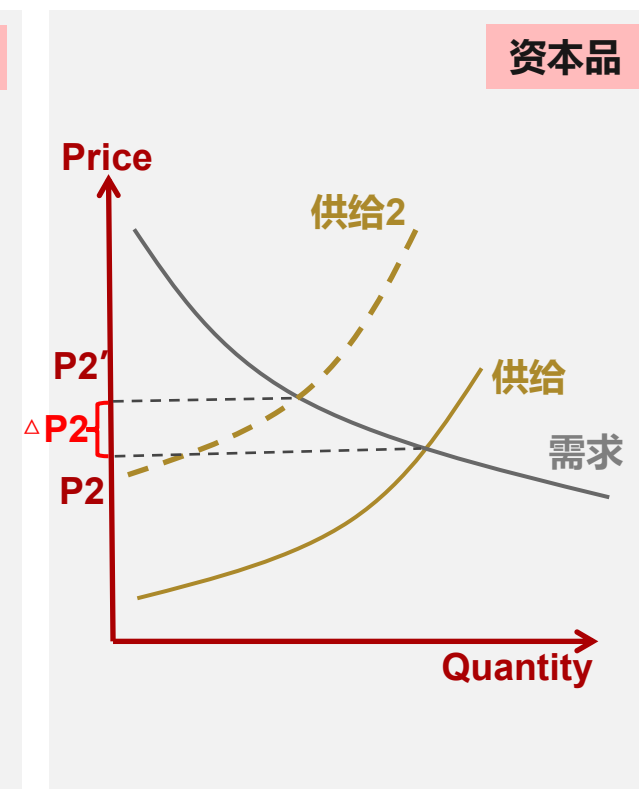
## 为什么是优质对美链、消费品公司？

- ✓ 1) 对美vs非美：①美国加征对等关税，对美链预期差大；②美国需求端有望提振，对美链有望受益：降息周期将至、“大而美”法案落地、特朗普考虑取消房屋销售资本利得税。核心是对美竞争格局大幅改善，龙头公司市占率提升，非美面临竞争加剧可能性。
- ✓ 2) 消费品vs资本品：①消费品价格弹性更大，供给收缩价格提升幅度更大；②消费品公司直接面向终端，有望赚取通胀溢价。
- ✓ 3) 自有品牌vs代工：①自有品牌掌控终端定价；②自有品牌关税承担成本更低。

### 主要对美链公司2025上半年利润增速

公司	主要产品	2022-2024 平均对美收入占比	25H1归母净 利润同比增速
涛涛车业	电动高尔夫球车、全地形车、 电动滑板车、平衡车等	70% (美国)	88%
匠心家居	家居	90% (2024.1-9)	预告44%-61%
泉峰控股	户外动力设备、电动工具等	72% (北美)	预告50%
春风动力	全地形车、摩托车等	38% (北美)	41%
欧圣电气	吸尘器、空压机、工业风扇 等	80% (北美, 2023年)	19%
创科实业	电动工具、地板护理及器具 等	77% (北美)	14%
巨星科技	手工具、工业工具、电动工 具等	63% (美洲)	7%

### 消费品价格弹性更大 (供给收缩时, $\Delta P1 > \Delta P2$ )



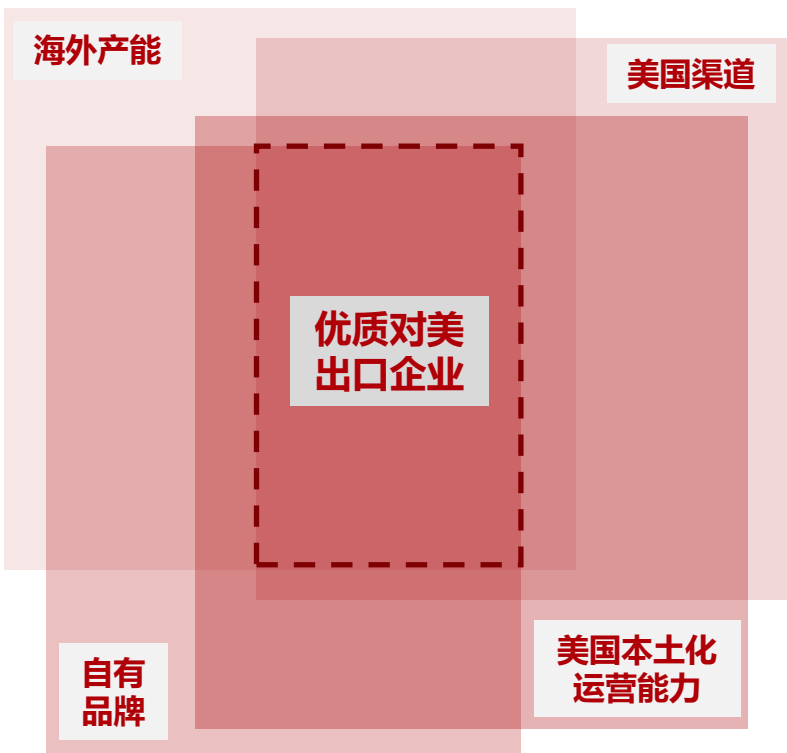
# 1.3 2025出海链投资框架：优选具备美国本土化运营能力的公司

## ➤ 为什么是优质对美链、消费品公司？（续）

### ✓ 3) 如何定义优质：

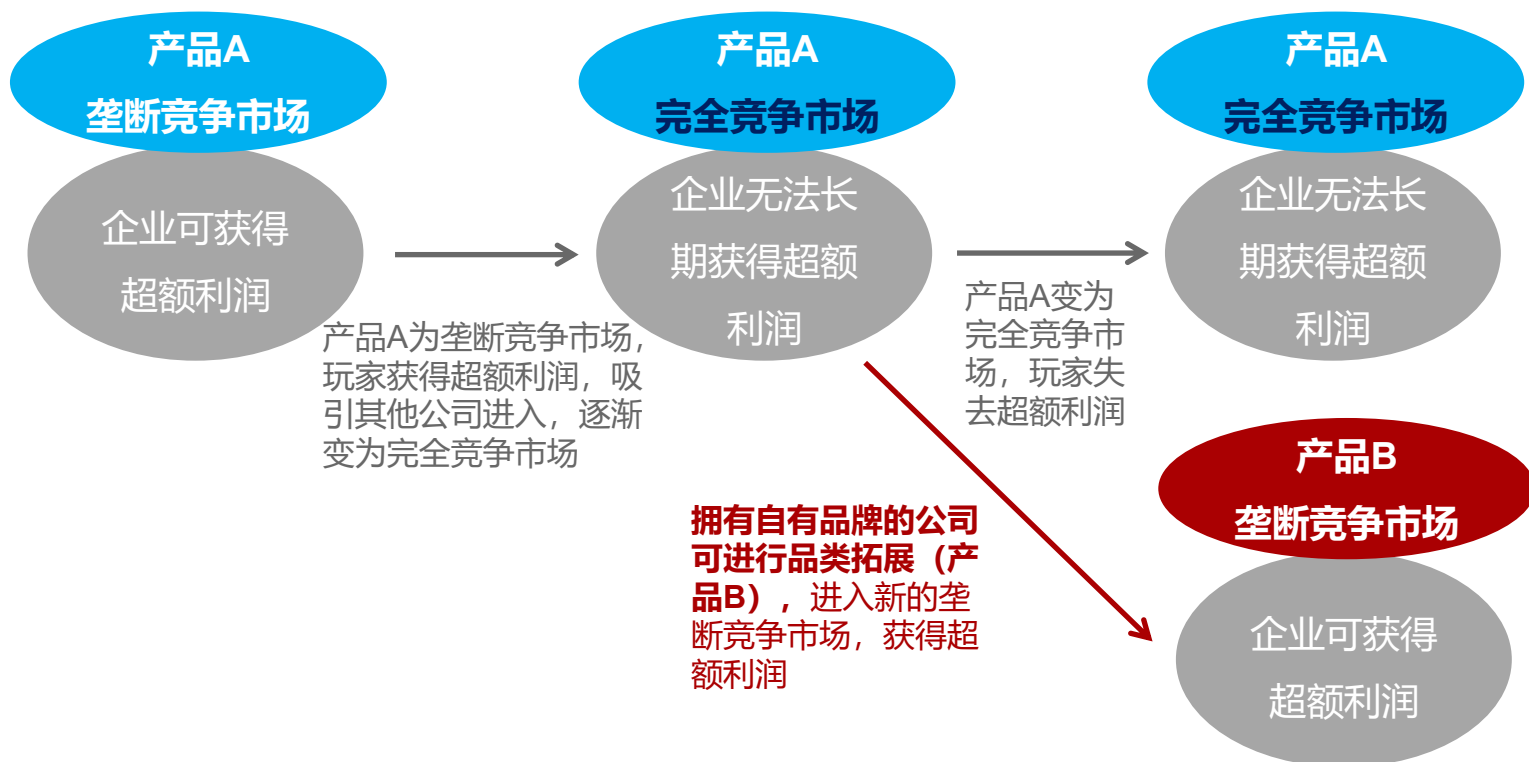
- 对美出口企业面临两大难点：①关税等贸易壁垒：中国进口商品面临美国最高的平均有效关税。②非贸易壁垒：大部分中国出口企业不具备美国本土化运营能力，如售后服务等。
- **因此，优质对美出口企业需具备四个特征：**①海外产能：获得贸易壁垒下的比较优势；②美国渠道：掌握渠道端，提高利润率；③自有品牌：具备终端定价能力，持续品类扩张；④美国本土化运营能力：强化品牌认知度、售后服务、建立用户粘性。

### 对美出口企业竞争优势分析



资料来源：浙商证券研究所绘制

### 优质对美出口企业有望通过拓展品类实现市场跨越，获得超额利润



# 02

## 2020年出海链牛市复盘：

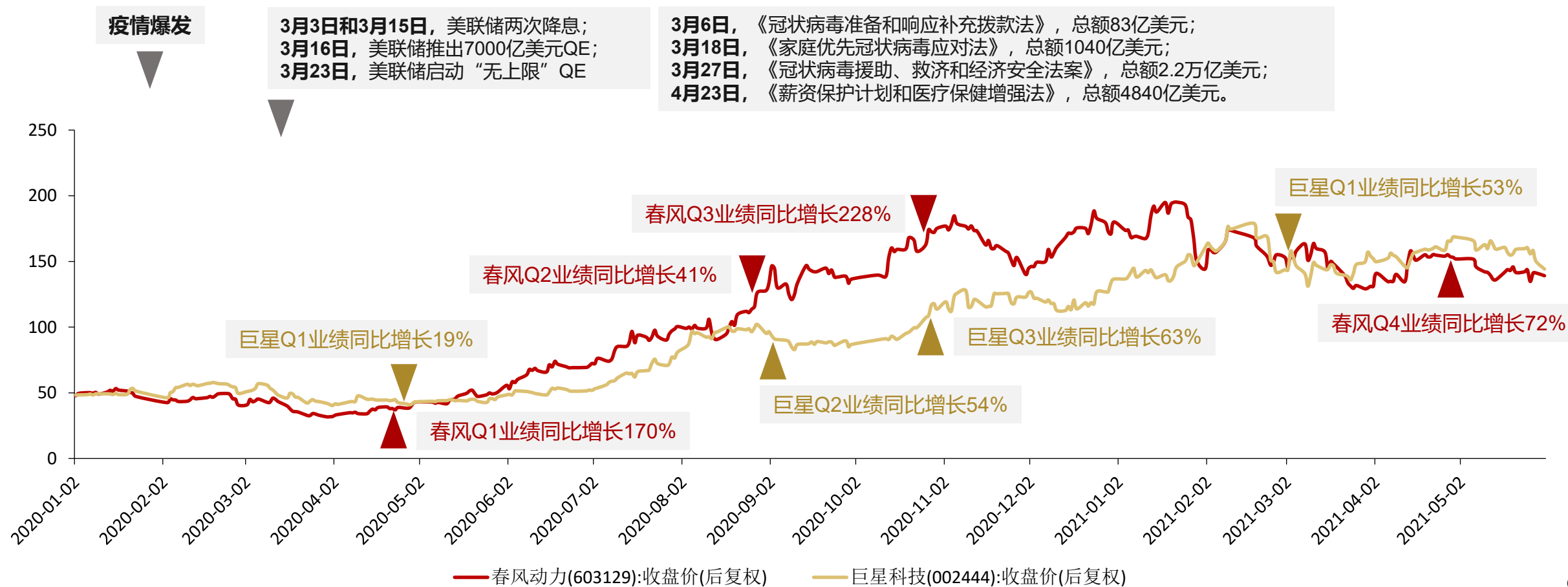
供给侧：结构性出清，疫情致全球供应链断裂，中国供应能力优势凸显

需求侧：①美联储降息；②疫情下财政政策刺激；③中美贸易摩擦缓和

# 2.1 2020年复盘：全球放水+中国供应链优势凸显，出海链业绩大超预期

➤ **2020年出海链全面爆发**：当年春风动力、巨星科技年内股价涨幅分别达到314%、190%；相对沪深300（当年涨幅27%）超额收益分别为287%、162%。2020年，春风动力、巨星科技归母净利润同比增速分别达到102%、51%。

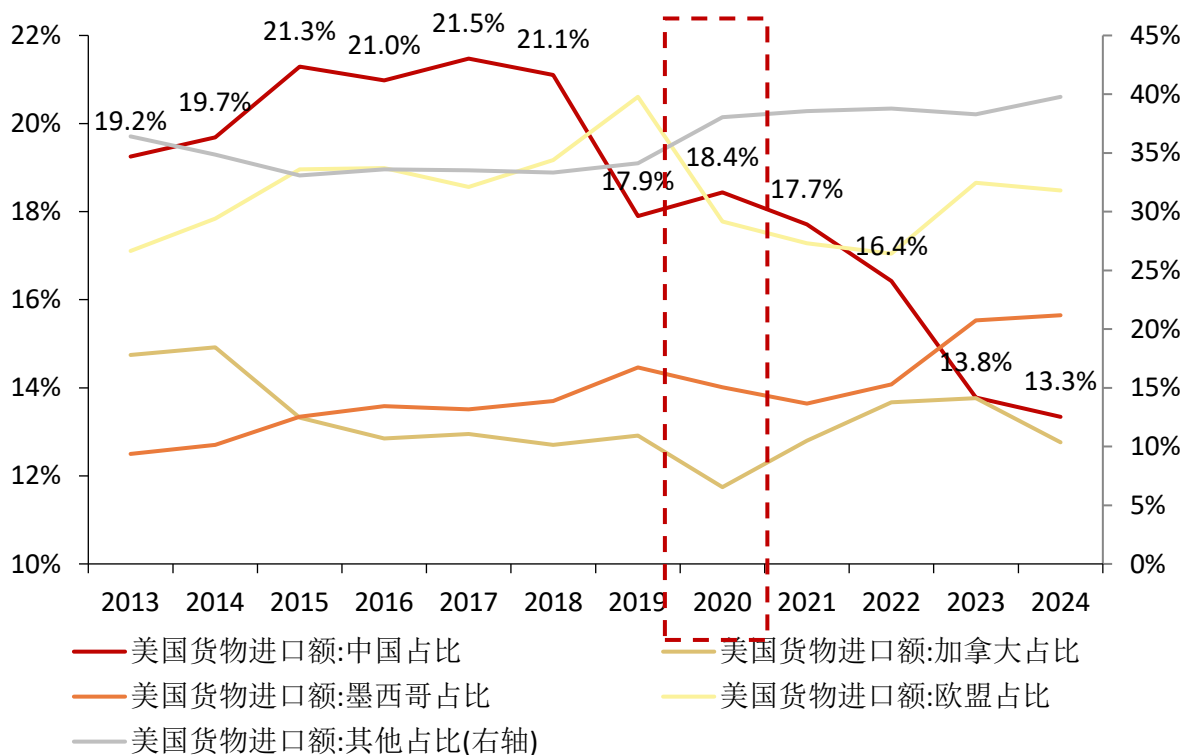
## 2020年出海链重点公司股价复盘及主要宏观事件盘点



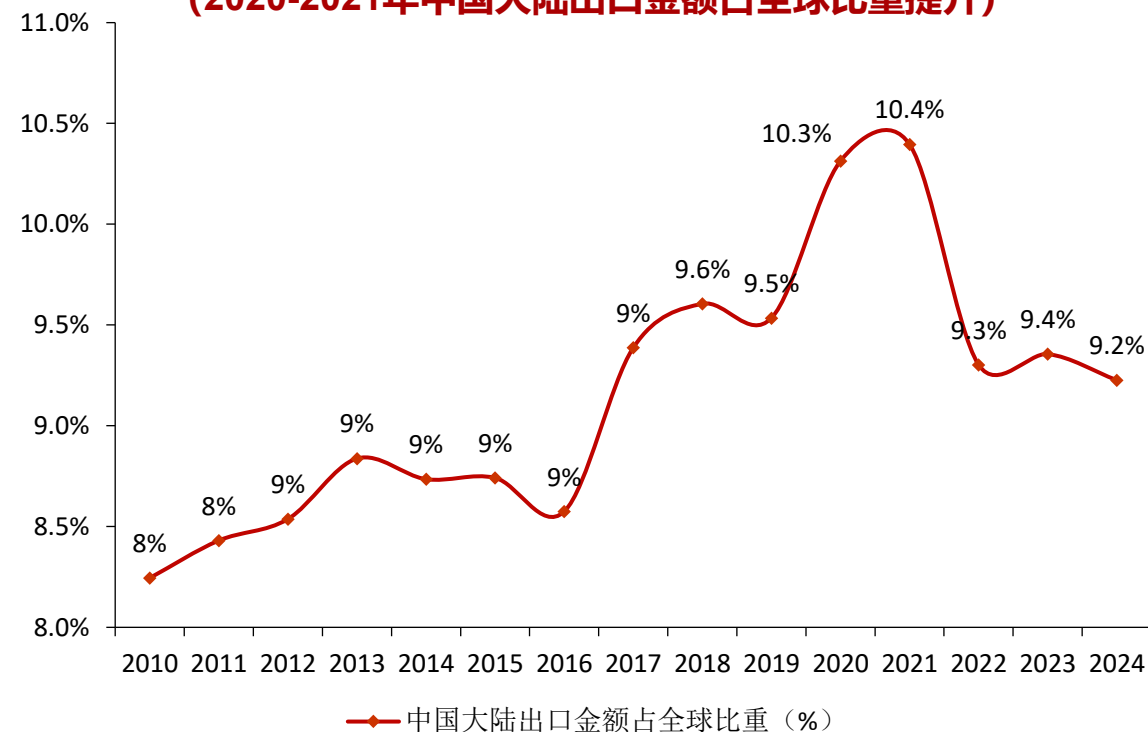
## 2.2 供给侧：疫情导致全球供应链断裂，中国供应能力优势凸显

- **供给侧：**疫情导致全球供应链断裂，中国受益于良好的控制，供应能力迅速恢复。
- **2020年中美贸易摩擦缓和，在这一时间窗口下中国对美出口占比提升：**2020年，美国从中国、加拿大、墨西哥、欧盟的货物进口额占比分别为18.4%、11.7%、14.0%、17.8%，**同比2019年分别+0.5、-1.2、-0.4、-2.8pct。**
- **中国供应链优势凸显，出海全面大牛市：**2020-2021年，中国大陆出口金额占全球比重分别为10.3%、10.4%，较2019年分别提升0.8、0.9pct。

2020年美国进口自中国的货物金额占比提升



2020年供给端：中国供应链阶段性优势  
(2020-2021年中国大陆出口金额占全球比重提升)



## 2.3 需求侧：各大经济体放水+中美贸易摩擦缓和

- **疫情下，各大经济体普遍放水刺激经济。**以美国为例，2020年美国出台了力度空前的经济刺激方案：**货币政策方面**，①2020年3月3日和3月15日，美国两次宣布降息，联邦基金利率下调至近零区间；②2020年3月26日起，金融机构存款准备金率降至零；③2020年3月16日，美联储宣布推出新一轮7000亿美元的量化宽松（QE）计划；④2020年3月23日，美联储启动“无上限”QE，宣布将资产购买速度提升为每天1250亿美元，且按需购买不设上限。
- **中美贸易摩擦缓和：**2017年8月，美对华发起301调查，于2018-2019年对中国进口产品加征三轮关税，**美对华进口的平均税率从3.2%升至21%，加税影响范围达到三分之二的进口。**2020年1月，中美签订第一阶段贸易协议，美国将此前第三轮关税加征中的1200亿美元进口产品税率从15%下调至7.5%，1800亿美元继续暂缓（原定关税为15%，2019年12月生效），**美对华进口平均税率从21%降至19.3%。**

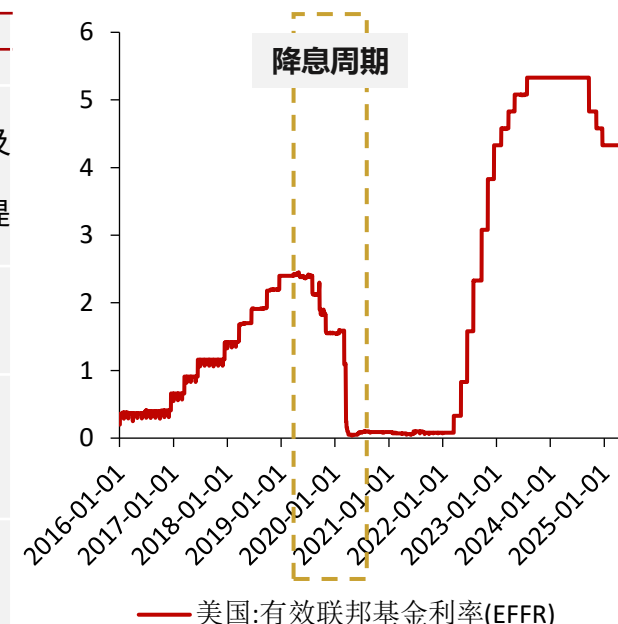
2020年美国货币刺激政策

政策	时间	主要内容
货币政策	3月3日和3月15日	美联储两次降息
	3月16日	美联储推出7000亿美元QE
	3月23日	美联储启动“无上限”QE

2020年中美贸易摩擦缓和

加征轮次	时间	主要内容
301调查	2017年8月	美对华发起301调查
第一轮	2018年7月、8月	针对 <b>500亿美元</b> 中国进口产品，分别在2018年7月和8月，实施 <b>340亿美元</b> （涉及818种进口产品，清单1）和 <b>160亿美元</b> （涉及279项进口产品，清单2），税率提高至 <b>25%</b> 。
第二轮	2018年9月	对 <b>2000亿美元</b> 中国进口产品加征 <b>10%</b> 关税（清单3）；2019年6月，进一步提高至 <b>25%</b> 。
第三轮	2019年8月	列出 <b>3000亿美元</b> 的加税产品清单，分为 <b>1200亿美元</b> 和 <b>1800亿美元</b> 两批次，第一批 <b>1200亿美元</b> 加征 <b>15%</b> 关税、 <b>9月生效</b> （清单4A）， <b>1800亿</b> 则在 <b>12月</b> 生效
缓和	2020年1月	中美签订第一阶段贸易协议后，美国将此前的 <b>1200亿美元</b> 产品税率从 <b>15%</b> 下调至 <b>7.5%</b> ，后续的 <b>1800亿美元</b> 继续暂缓

2020年美国联邦基金利率大幅下降



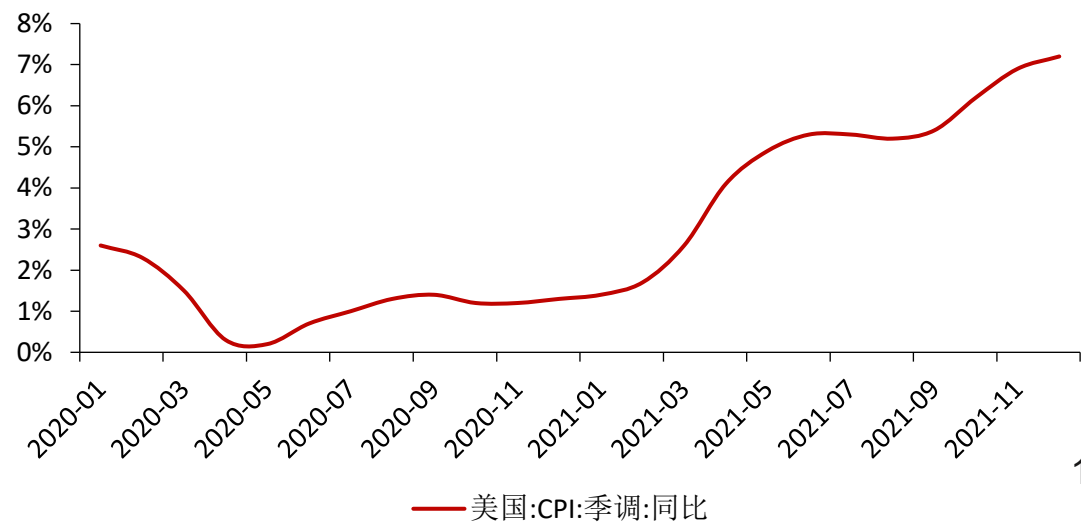
# 2.4 需求侧：美国联邦政府三次发放补贴款，居民端消费能力大幅提升

- 2020-2021年，美国联邦政府共发放三次补贴款，向每个符合条件的美国公民支付至少2000美元，有效刺激消费。
- ✓ 1) 2020年3月，《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》，总额2.2万亿美元  
 法案对个人直接进行补贴：  
 个人年收入低于7.5万美元者将直接发放每人**1200美元**（家庭2400美元）的补助，每名儿童可获得额外**500美元**；  
 个人年收入7.5万美元以上或家庭共同申报年收入15万美元以上者所获得的补助将逐步减少。
- ✓ 2) 2020年12月，《新冠疫情纾困计划》，总额近9000亿美元  
 法案为个人提供**600美元现金**、每周300美元的失业救济（持续10至16周）
- ✓ 3) 2021年1月，《美国救援计划》，总额1.9万亿美元  
 法案向大多数美国人直接支付**1400美元**。

2020-2021年美国面向个人的三次补贴

时间	法案名称	主要内容
2020年3月	冠状病毒援助、救济和经济安全法案	个人年收入低于7.5万美元者将直接发放每人 <b>1200美元</b> （家庭2400美元）的补助，每名儿童可获得额外 <b>500美元</b> ； 个人年收入7.5万美元以上或家庭共同申报年收入15万美元以上者所获得的补助将逐步减少。
2020年12月	新冠疫情纾困计划	为个人提供 <b>600美元</b> 现金、每周300美元的失业救济（持续10至16周）。
2021年1月	美国救援计划	向大多数美国人直接支付 <b>1400美元</b> 。

2021年开始美国CPI同比数据开始上行



资料来源：Wind，摩根路易斯公众号，每日经济新闻，观察者网，浙商证券研究所

# 03

## 2025年出海链展望：

供给侧：美国在全球范围加征对等关税，中国出海企业迎结构性机会

需求侧：①美联储有望开启降息周期；②“大而美”法案落地，中产阶级减税

情绪侧：中美贸易战缓和

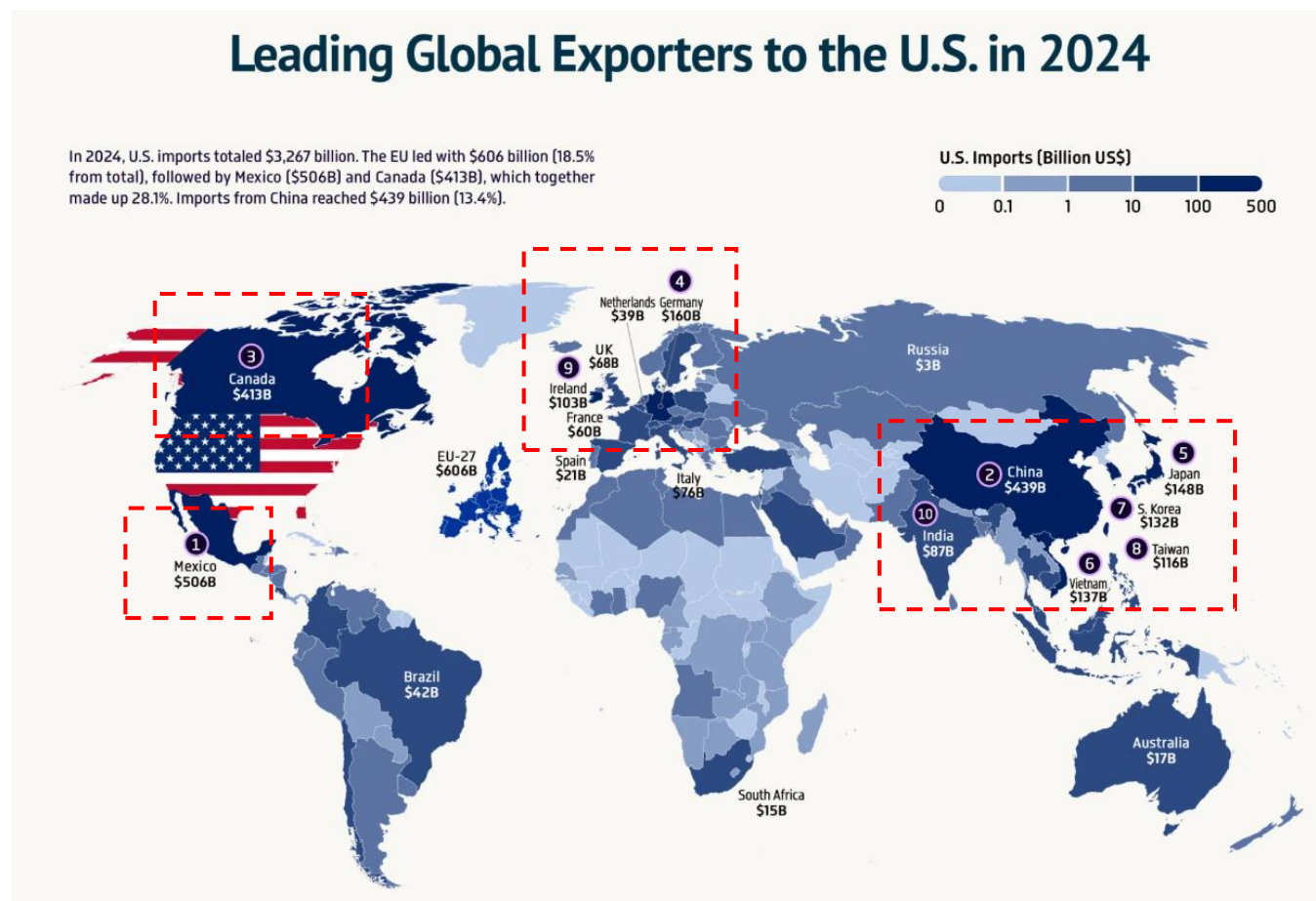
# 3.1 供给侧：美国在全球范围加征对等关税

- **美国在全球范围加征对等关税：**当地时间2025年4月2日，美国总统特朗普宣布加征对等关税；最新公布的各经济体税率较4月2日涨跌不一。
- **2024年美国前十大进口国家/地区分别为墨西哥、中国、加拿大、德国、日本、越南、韩国、中国台湾、爱尔兰、印度。**各国家/地区普遍面临10%-35%的对等关税税率。

美国2024年前十大进口国/地区面临的对等关税税率

国家/地区	对等关税税率
墨西哥	25%
中国	10%
加拿大	35%
日本	15%
越南	20%
韩国	15%
中国台湾	20%
印度	25%
欧盟（德国、爱尔兰）	15%

2024年美国前十大进口国家/地区

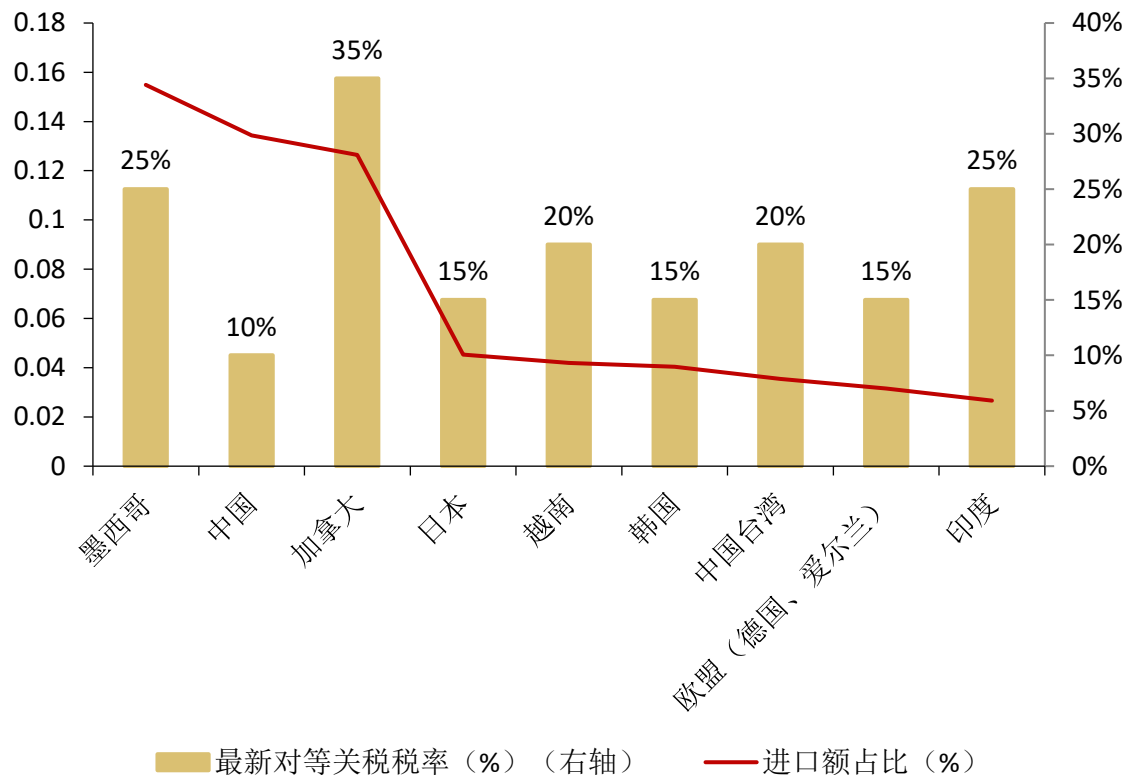


资料来源：华尔街见闻，求是网，Voronoi，浙商证券研究所

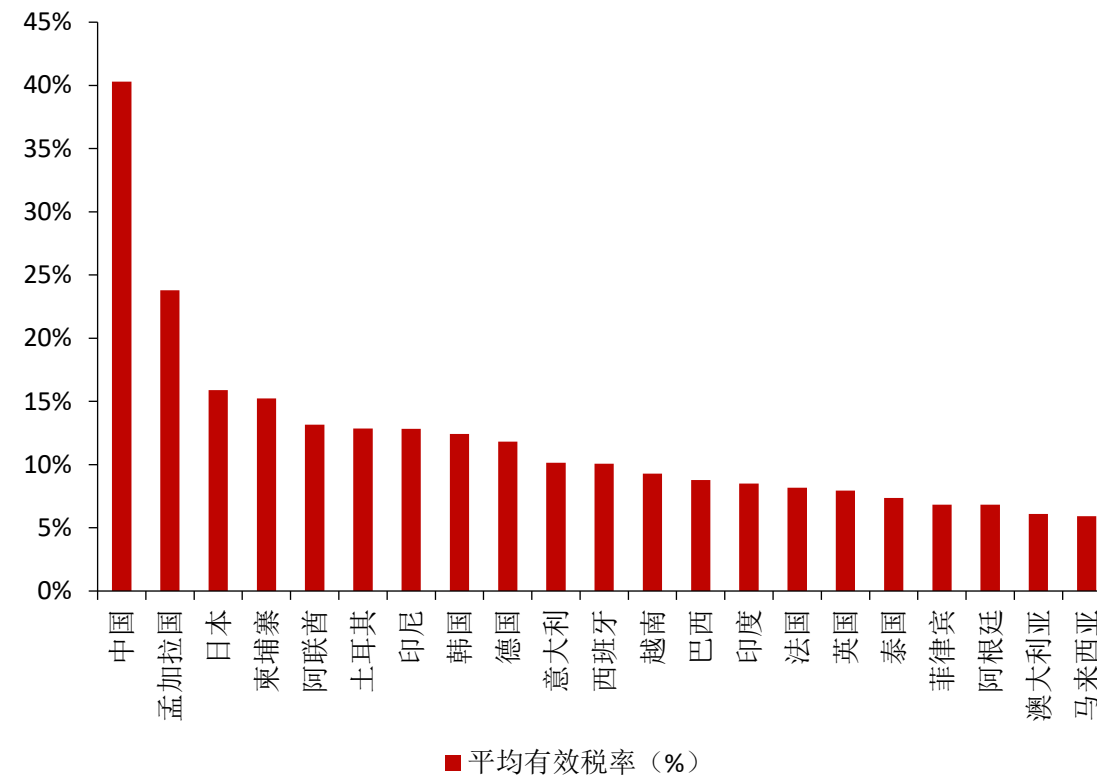
## 3.2 供给侧：美国加征对等关税，部分区域成本拥有比较优势

- 2024年对美出口前十大经济体普遍被加征10%以上对等关税，中国面临最高的平均有效税率。
- 在低税率国家/地区拥有产能布局的企业成本优势有望凸显。

美国前十大进口国/地区对等关税税率



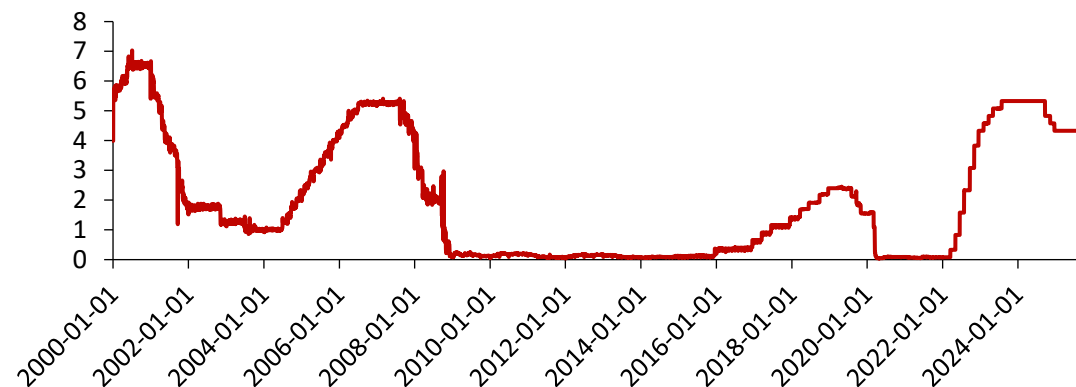
各大经济体面临的美国平均有效税率 (降序, 截至2025年6月)



# 3.3 需求侧：美联储有望开启新一轮降息周期

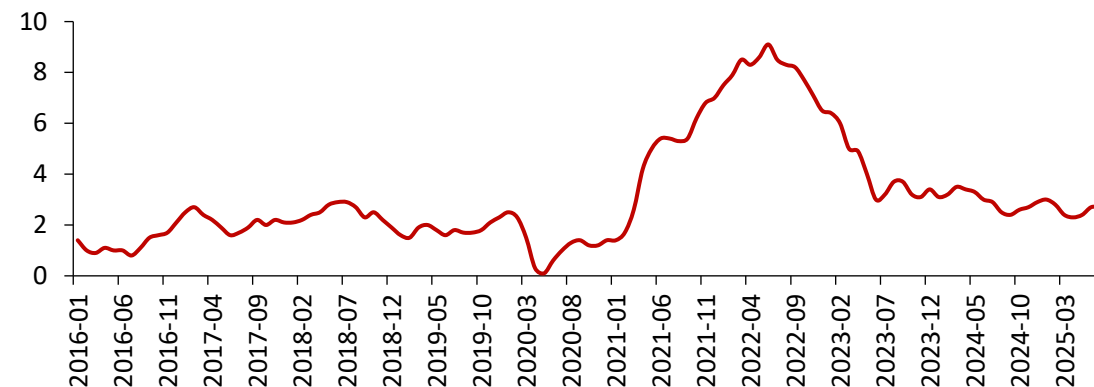
▶ **鲍威尔称美联储对降息持开放态度：**当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策。

### 美国联邦基金利率



— 美国:有效联邦基金利率(EFFR) (%)

### 2025年7月，美国CPI同比增长2.7%



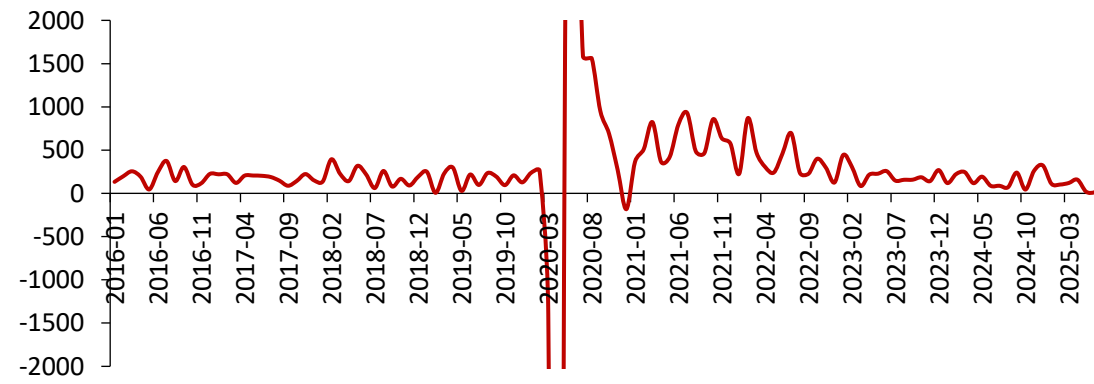
— 美国:CPI:非季调:同比 (%)

### 2025年7月，美国失业率为4.2%



— 美国:失业率:季调 (%)

### 2025年7月，美国新增非农就业人数为7.3万人，前值1.4万人



— 美国:新增非农就业人数:季调 (千人)

- 当地时间7月3日，美国众议院以218票对214票的微弱优势通过了特朗普政府“大而美法案”的立法；7月4日，特朗普签署“大而美法案”。
- ✓ “大而美法案”核心内容：
  - 1) 税收政策：①**企业减税**：永久延续特朗普在2017年实施的企业减税措施，将企业税率从2017年减税前的35%永久降至21%。②**个人所得税减免**：将小费、加班费、退休金等收入免于缴纳联邦所得税。③**遗产税和赠予税调整**：大幅提高遗产税和赠予税的免税额，并根据通胀指数进行调整。④**电动汽车补贴取消**：2025年9月起，取消对电动汽车的税收抵免。⑤**清洁能源项目税收抵免受限**：取消对风能和太阳能项目的新消费税条款，维持2027年底前全面终止清洁能源税收抵免的期限。
  - 2) 支出政策：①**增加边境安全和移民执法支出**：计划提供1600亿美元用于边境安全和移民执法。②**国防预算增加**：计划增加1500亿美元的国防预算。③**医疗补助削减**：计划削减近万亿美元的医疗补助。④**食品援助减少**：计划减少“营养补助援助计划”（SNAP）的经费。
- ✓ “大而美法案”主要影响：企业永久性降税，鼓励企业投资、扩大生产规模；富人减税，利好中高端消费品需求。
- 当地时间7月22日，美国总统特朗普表示正考虑取消买卖房屋资本利得税的提议，以提振房地产市场，与地产链正相关的C端消费品需求有望获得提振。

## 3.5 情绪侧：中美关税局势缓和

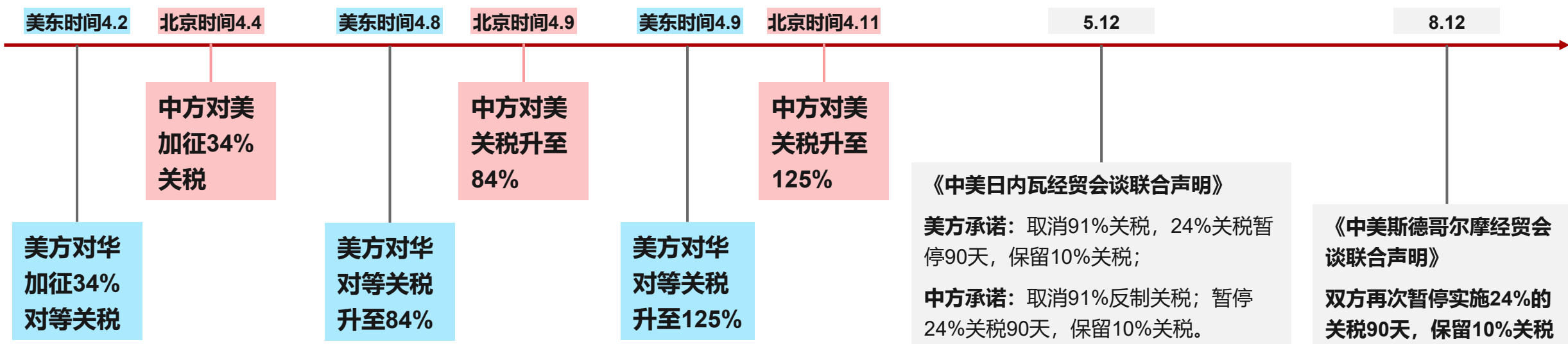
### ➤ 美方加征对等关税，贸易战升温：

- 1) **美方**：美东时间4月2日，美国宣布加征对等关税，其中对华对等关税税率为34%。**中方**：北京时间4月4日，中方宣布对美加征34%关税。
- 2) **美方**：美东时间4月7日，美方威胁进一步对华加征50%关税；4月8日，美方宣布对华对等关税由34%提高至84%。**中方**：北京时间4月9日，中方宣布对美关税由34%提高至84%。
- 3) **美方**：美东时间4月9日，美方宣布对华对等关税由84%提高至125%。**中方**：北京时间4月11日，中方宣布对美关税由84%提高至125%。

### ➤ 局势缓和：

- 1) **5月12日**，中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，**美方承诺**：取消共计91%的关税，24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税；**中方承诺**：相应取消共计91%的反制关税；相应暂停24%的关税90天，剩余10%的关税予以保留。
- 2) **8月12日**，中美发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，双方**再次暂停实施24%的关税90天，同时保留剩余10%的关税。**

### 中美关税战时间线



# 04

## 似曾相识燕归来：两轮出海环境异同分析

①驱动因素：2020年需求端逻辑更强，2025年供给端剩者为王

②企业姿态：自2018年贸易战以来，出海企业海外产能布局、美国本土化运营能力显著提升

# 4.1 驱动因素有何不同：本轮供给端剩者为王，结构分化将更显著

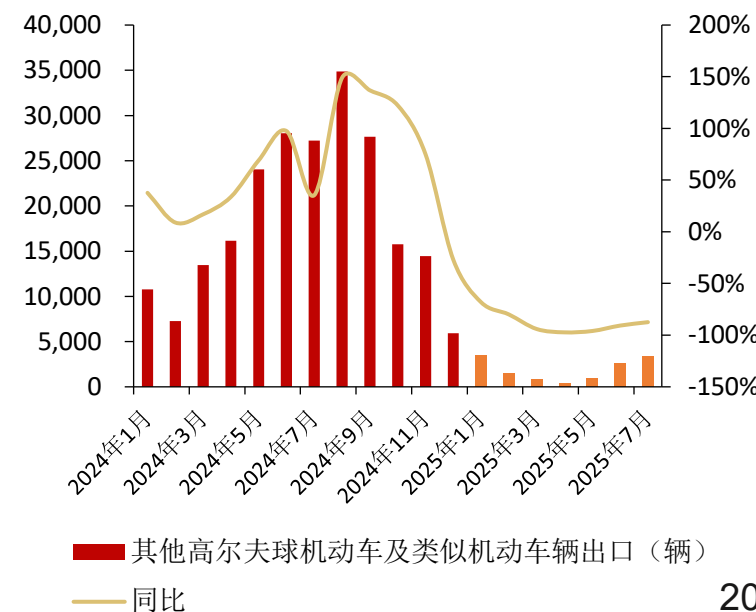
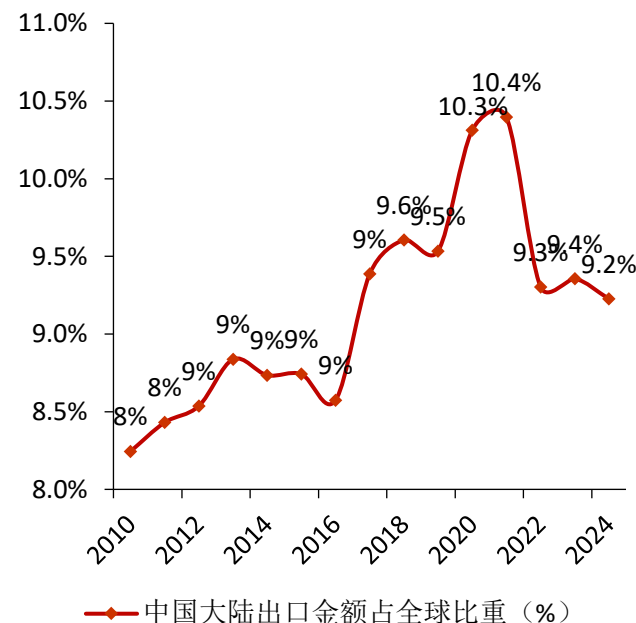
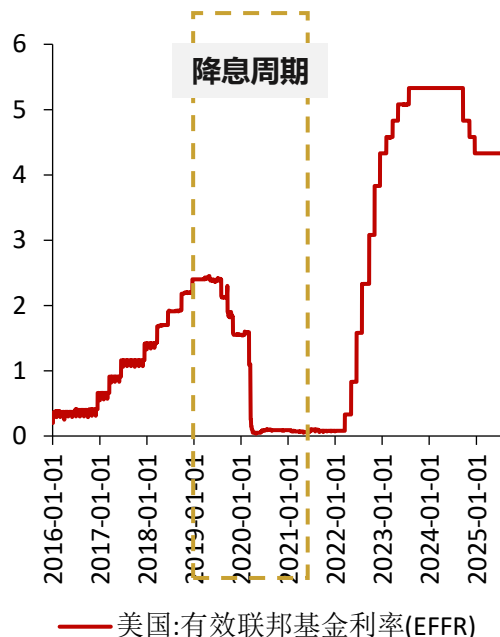
- **本轮出海牛市与2020年驱动因素有何区别？**
  - ✓ 1) 2020年牛市主要由需求端主导：降息周期+美国政府向个人直接转移支付，需求端消费能力大大提升；供应端中国供应链阶段性优势，大部分中国出口企业均享受红利。
  - ✓ 2) 2025年需求侧并未直接进入降息周期，但供给端逻辑更强：关税等贸易壁垒下大量企业出清，供给端洗牌，拥有海外产能布局的企业获得竞争优势，出海企业中结构的分化将更加显著。
- **核心逻辑：供给端剩者为王。**例：2025年，美国对进口自中国的高尔夫球车加征高昂双反税率，2025年1-7月，中国对美出口高尔夫球车总量大幅下滑90%；拥有海外产能的高尔夫球车制造商涛涛车业业绩大超预期（25H1归母净利润同比增长88%）。

**2020年需求端：美国政府补贴+降息**

**2020年供给端：中国供应链阶段性优势  
(2020-2021年中国大陆出口金额占全球比重提升)**

**2025年供给端逻辑强化：  
1-7月中国对美出口高尔夫球车大幅下滑**

时间	法案名称	主要内容
2020年3月	冠状病毒援助、救济和经济安全法案	个人年收入低于7.5万美元者直接发放每人 <b>1200美元</b> （家庭2400美元）补助；每名儿童可获得额外 <b>500美元</b> ；
2020年12月	新冠疫情纾困计划	为个人提供 <b>600美元</b> 现金、每周300美元的失业救济（持续10至16周）。
2021年1月	美国救援计划	向大多数美国人直接支付 <b>1400美元</b> 。



资料来源：Wind，海关总署，摩根路易斯公众号，每日经济新闻，浙商证券研究所

# 4.2 2020年出海公司业绩全面超预期，2025年对美链业绩亮眼

### 2020年出海链重点公司股价及业绩复盘

公司	海外收入结构	2020年 股价涨幅	归母净利润同比增速			
			2020Q1	2020H1	2020Q1-3	2020全年
英科医疗	2020H1对美收入占比51%	1428%	282%	2612%	3377%	3830%
科沃斯	2020年海外收入占比47%	336%	-43%	0%	147%	431%
春风动力	2020年海外收入占比55%，北美占比25%、欧洲占比22%	314%	170%	68%	110%	102%
巨星科技	2020年海外收入占比94%，美洲占比71%、欧洲占比19%	190%	19%	42%	50%	51%
石头科技	2020年海外收入占比41%	108%	-8%	19%	54%	75%
八方股份	2020年海外收入占比30%，产品主要销往美国和欧洲	87%	-15%	11%	28%	24%
欧圣电气	2020年海外收入占比99%，主要为印度和美国					134%

### 主要对美链公司2025上半年利润增速

公司	主要产品	2022-2024 平均对美收入占比	25H1归母净 利润同比增速
涛涛车业	电动高尔夫球车、全地形车、电动滑板车、平衡车等	70% (美国)	88%
匠心家居	家居	90% (2024.1-9)	预告44%-61%
泉峰控股	户外动力设备、电动工具等	72% (北美)	预告50%
春风动力	全地形车、摩托车等	38% (北美)	41%
欧圣电气	吸尘器、空压机、工业风扇等	80% (北美, 2023年)	19%
创科实业	电动工具、地板护理及器具等	77% (北美)	14%
巨星科技	手工具、工业工具、电动工具等	63% (美洲)	7%

# 4.3 企业姿态有何不同：出海企业海外产能、美国本土化运营能力提升

➤ **出海企业海外产能、美国本土化运营能力显著提升**  
2018年贸易战以来，中国出海企业已经历一轮洗牌，剩下的企业多为行业佼佼者，海外产能、美国本土化运营能力获得显著提升。

## 出海企业海外产能、美国运营能力得到显著提升

公司	海外产能进展	美国运营能力进展
涛涛车业	2024年底，越南、美国工厂已具备一定生产能力 2025年，越南产能持续爬坡	2022年末，北美市场经销商达到100家； 2023年末，经销商数量超过360家； 2024年末，经销商数量拓展至520多家。 2025年9月，第二品牌Teko将在北美首发。
匠心家居	公司自2019年就在越南建有全资生产企业，出口美国的家居产品均在越南生产 越南生产基地自建成以来，始终坚持本地化建设、本地化运营的原则。	2024年，公司已在美国主要零售商门店建成超过150个中小型“店中店”品牌展示区，并统一冠以“MOTO Gallery”命名，公司在北美市场由“制造输出”向“品牌输出”转型的第一阶段已基本完成。
巨星科技	截至2025年4月，越南基地一、二期已投入使用，三期已完成基建； 目前海外产能占比超过一半	截至2024年，公司已成为美国HOME DEPOT、美国WALMART、美国LOWES、欧洲Kingfisher、加拿大CTC等多家大型连锁超市最大的工具和储物柜供应商之一，并且依托这些客户不断拓展新的产品品类。
春风动力	墨西哥工厂于2022年中开始筹划，2023年中建成； 在泰国也有产能基地	2025上半年新增渠道130家，累计渠道总量突破3000家。

# 05

## 投资建议

## 5.1 涛涛车业：北美休闲车龙头，有望强者恒强

### ➤ 一句话逻辑

全面推进智能化布局，北美休闲车龙头有望强者恒强。

### ➤ 北美电动低速车（LSV）持续扩圈

1) 华尔街日报称高尔夫球车正在席卷美国郊区，越来越受到美国消费者喜爱，获得合法上路资格的社区持续增加。

2) **需求+供给双轮驱动**：公司海外产能爬坡+新品放量+第二品牌发布，Q3有望持续产销两旺。①需求端：预计市场渗透率快速提升趋势持续，C端消费场景不断拓展。②供给端：预计北美电动低速车行业库存持续下降，公司进一步提升市场份额。③全球制造布局提速：越南基地冲刺满产、美国工厂生产加速、泰国工厂建设稳步推进。

### ➤ 品牌影响力提升+渠道拓展+海外产能持续爬坡，公司对下半年经营的持续增长充满信心。

1) 新品全景露营车CITY，定价15500美元正式发售。公司电动高尔夫球车产品线持续完善。

2) 第二品牌TEKO 将于9月1日在北美首发：50+高端经销商、12+专属旗舰店布局，与北美TOP1电动高尔夫球车连锁经销商战略合作，覆盖美国15个核心州。

3) 发力美国本土产能持续爬坡，瞄准高尔夫球场、机场酒店等更多B端场景。

### ➤ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027年归母净利润为7.5、9.8、12.8亿元，同比增长74%、31%、31%，24-27年复合增速为44%，8月26日收盘价对应25-27年 PE 为28、21、16倍。

### ➤ 风险提示：1) 新品放量不及预期；2) 销售渠道拓展不及预期。

### ➤ 一句话逻辑

产品矩阵不断优化，全球化布局持续完善

### ➤ 产品矩阵不断优化

1) 全地形车：启用全新三缸动力平台，U10 PRO、X10等新品相继上市，实现大功率、大排量技术的迭代升级，核心产品矩阵全面焕新。

2024年公司实现销售16.91万辆；实现营收72.1亿元，同比增长11%；出口额占行业72%，连续十余年稳居第一。公司进一步完善全球化布局，在美国市场推动渠道优化、终端渗透，已跻身TOP4；在欧洲市场收购GOES品牌，整合渠道及资源，实现双品牌协同作战，市占率位居第一。

2) 两轮摩托车：全球化+高端化双轮驱动，产品谱系日益丰富

2024年公司实现销售28.65万辆；实现营收60.4亿元，同比增长37%。

国内市场：实现销售14.32万台；实现营收30.9亿元，同比增长44%；>200CC 跨骑摩托车销量登顶行业第一。全年新增渠道 81 家，累计超 600 家，夯实渠道根基；依托抖音、B站等平台优化“新媒体矩阵+数智营销”体系，提升品牌市场渗透力。

海外市场：实现销售14.33万台；实现营收29.4亿元，同比增长30%。聚焦重点市场、重点产品高频开展全球营销，品牌渗透从玩乐向大众出行突破延伸。

3) 极核电动：聚焦高端电动出行，成长价值领跑行业

2024年公司实现销售10.60万辆；实现营收4.0亿元，同比增长414%；AE2、AE4、EZ3、AE5i等爆款相继发布，AE6、AE8系列在高端电摩市场占据领先地位。国内市场聚焦核心城市，渠道数量同比增长1489%，覆盖范围显著扩大；国外市场参加国际车展、举办新品发布会，品牌知名度逐步提升，产品覆盖欧、亚、南美等 30 余个国家和地区。

### ➤ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027年归母净利润为18、22、26亿元，同比增长24%、22%、16%，24-27年复合增速为21%，8月26日收盘价对应25-27年 PE 为 22、18、16。

➤ 风险提示：1) 海外开拓不及预期；2) 国内竞争加剧；3) 原材料、运费、汇率波动风险。

### ➤ 一句话逻辑

手工具行业出海龙头，持续扩品类、提份额，海外产能布局领先行业。

### ➤ 核心逻辑

公司收入和净利润的确定性均有望超市场预期。收入业绩超预期来源是工具需求触底回升、公司自身提份额扩品类、公司海外产能稀缺在关税背景下具备提价空间，驱动机理如下：

- 1) 关税不确定性→渠道要求供应链稳定性→龙头加速海外建厂→国内尾部出清→份额提升超预期→**业绩超预期**
- 2) 国内新增关税落地→全球工具产能集中在中国和东南亚→东南亚产能具备边际提价空间→**业绩超预期**
- 3) 美国房龄高、对维修保养需求高→工具需求有较强支撑→公司收入超预期→**业绩超预期**

### ➤ 催化剂

公司订单公告超预期；公司新业务（如电动工具等）取得新进展公告；公司收购公告超预期；美联储降息超预期；美国成屋销售量超预期；美国新房建设计划超预期。

### ➤ 与众不同的认知

- 1) 公司基于北美市场渠道深度合作与供应链精细管理的飞轮效应不断快速发展，目前已成全球手工具行业龙头，而优势形成需要较长时间积累， $\alpha$ 极强易守难攻。
- 2) 公司的海外产能在当前背景下是显著稀缺资源，进可提升份额，退可对冲关税。

### ➤ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 27、34、41 亿元，同比增长 18%、25%、20%，24-27 年复合增速为 21%，8 月 26 日收盘价对应 25-27 年 PE 为 15、12、10 倍。

### ➤ 风险提示：贸易摩擦风险，原材料价格波动风险，并购整合不及预期风险。

## 5.4 浙江鼎力：中国高空作业平台龙头出口韧性显著

### ➤ 一句话逻辑

中国高空作业平台龙头，臂式产能有望逐步放量

### ➤ 业绩超预期，2025H1业绩同比增长27%，出口增长+汇率波动贡献业绩

2025H1公司实现营业总收入43.4亿元，同比增长12%；归母净利润10.5亿元，同比增长27%；扣非归母净利润10.5亿元，同比增长22%。

2025Q2单季公司实现营业总收入24.4元，同比增长1%，环比增长28%；归母净利润6.2亿元，同比增长19%，环比增长45%；扣非归母净利润6.2亿元，同比增长28%，环比增长44%。

### ➤ 核心逻辑

1) 海外市场臂式产品推广顺利，2024年海外臂式产品销售收入同比增长47%。公司募投项目“年产4,000台大型智能高位高空平台项目”已结项，臂式产能爬坡顺利，有望逐步放量。

2) 公司除臂式、剪叉式、桅柱式200余款通用款产品外，还拥有船舶喷涂除锈机器人、隧道打孔机器人、大吸力纯电动玻璃吸盘车等差异化、高品质新产品。

3) 7月19日上午，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式举行。公司针对雅下水电工程特殊高原环境和复杂施工需求，量身打造全方位“鼎力方案”，可用于5座梯级电站主体建设、引水隧洞及隧道、隧道壁设备安装、配套基建、特高压相关工程等场景。

### ➤ 盈利预测与估值

预计公司2025-2027年归母净利润为20、24、28亿元，同比增长26%、18%、16%，24-27年复合增速为20%，8月26日收盘价对应25-27年PE为14、12、10倍。

### ➤ 风险提示：国内需求复苏不及预期；海外贸易摩擦风险；行业竞争加剧风险；项目落地不及预期风险。

重点公司估值表（数据更新至2025年8月26日）

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	2024 归母净利润 (亿元)	2025E 归母净利润 (亿元)	2026E 归母净利润 (亿元)	2024 PE	2025 PE	2026 PE	PB (LF/MRQ)	ROE (平均) (2024)
0669.HK	创科实业	1884	102.90	11.2	12.8	14.9	168	147	126	0.00	19%
300866.SZ	*安克创新	755	140.89	21.1	26.5	35.6	36	28	21	8.64	25%
603486.SH	*科沃斯	554	96.45	8.1	15.3	17.8	69	36	31	6.99	12%
688169.SH	*石头科技	540	208.50	19.8	17.5	22.4	27	31	24	4.03	16%
002444.SZ	*巨星科技	414	34.70	23.0	27.1	33.8	18	15	12	2.45	15%
603129.SH	*春风动力	407	266.98	14.7	18.2	22.3	28	22	18	6.01	26%
603338.SH	*浙江鼎力	281	55.56	16.3	20.4	24.1	17	14	12	2.66	17%
301061.SZ	*匠心家居	225	103.42	6.8	9.1	11.3	33	25	20	6.10	21%
301345.SZ	*涛涛车业	206	189.99	4.3	7.5	9.8	48	28	21	6.24	14%
603277.SH	银都股份	108	17.52	5.4	6.3	7.1	20	17	15	3.65	19%
301004.SZ	*嘉益股份	97	66.88	7.3	10.3	12.5	13	9	8	5.57	45%
301187.SZ	*欧圣电气	80	31.40	2.5	3.2	4.1	32	25	19	5.31	17%
605305.SH	*中际联合	80	37.70	3.1	5.0	6.2	25	16	13	2.91	13%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：\*为浙商覆盖标的，25、26年对母净利润为浙商预测值，其他为wind一致预期

# 06

## 风险提示

- **海外需求不及预期**  
若海外需求低于预期，出口企业业绩增长可能低于预期。
- **贸易摩擦超预期**  
若贸易摩擦超预期，出口企业业绩可能因此受到影响。
- **国际局势变化**  
国际局势等因素的变化可能引起出口企业业绩不确定性增强。
- **竞争格局变化**  
若行业竞争格局变化，相关公司的盈利能力可能因此受到影响。

## 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。

本报告仅供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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

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>