

中国消费品企业如何抵御中美贸易战带来的冲击？

美国总统特朗普 2 月 1 日签署行政令，在原有的关税基础上，对中国再加征 10% 的关税。这意味着中国出口美国商品的关税税率平均将达到 29%。这一加征幅度虽符合市场预期，但也使此前貌似有所缓和的中美关系再次蒙上一层阴影，对市场情绪无疑会带来负面影响。另外，我们不排除美国政府后续对关税持续加码的可能性，也不排除中国将短期内采取反制措施（比如对美国加征报复性关税）。贸易战将会对哪些消费子行业的业绩带来负面影响？而消费企业又是通过哪些途径来规避贸易战的潜在影响的？

• **中国出口的产品在美国市场的竞争力将受到挑战：**美国对中国加征 10% 的关税之后，最直接的影响就是加大了美国商品出口美国的成本。如果企业选择在美国市场涨价，将关税带来的成本转嫁给消费者，则会降低中国产品在美国的竞争力和市场需求。如果企业选择维持原本的出口价格，则会使企业的利润受到影响。目前，出口美国市场规模较大的消费品类主要包括电子产品、家电、服装和玩具等。

• **调整供应链是规避关税影响的主要途径：**就目前看来，将生产和供应链转移至东南亚或其他海外地区是消费企业规避关税影响的主要途径。拿泡泡玛特举例，根据我们的调研，美国目前占其整体出口的比例不超过 10%，而其越南工厂的产能也基本能满足其海外订单的 10%。泡泡玛特正积极将美国的订单需求转移至东南亚基地来生产，从而降低美国关税对其海外收入的影响。另一方面，服装鞋履 OEM 企业（比如申洲国际和裕元）从很早就开始布局东南亚的产能。根据我们的调研，申洲目前美国的订单 100% 由东南亚的工厂生产，而裕元美国的订单也基本实现了由海外工厂生产。我们认为，海外产能和供应链体系的成熟度很大程度上决定了消费企业对本轮贸易战的防御能力。

• **降低出口美国的比例，聚焦其他海外市场：**对于出口型消费企业，短期内降低出口美国市场的比例，转而聚焦关税风险较小的市场（比如日韩、东南亚及欧洲）可能是较好的选择。我们一直强调，文化与我们更为相近的日韩以及东南亚是不少零售型消费品企业出海的首选。而美国虽然市场更大，但由于文化上的差异较大，同时伴随着潜在的政治风险，零售型消费品企业对于直接出口美国相对较为谨慎。我们认为中美贸易战可能使中国消费品企业进一步远离美国市场并向其他海外市场转移。

• **倒逼出口型消费品企业加大产品创新和品牌建设：**美国加征 10% 的关税意味着中国直接出口美国商品的成本增加 10%。这对产品力和品牌力较弱的产品会带来巨大的打击，主要是由于这类产品通常利润率更低，且不具备将成本通过涨价转嫁给消费者的能力，如食品饮料、服装玩具等。这也意味着通过低价策略来抢占海外的市场份额未来将不再可行。

林闻嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025 年 2 月 3 日

浦銀國際

行业点评

中国消费品企业如何抵御中美贸易战带来的冲击？



扫码关注
浦銀國際研究

这就倒逼企业必须通过技术创新和品牌营销提升自身产品的附加价值，从而转化为较高的溢价。我们观察到越来越多的中国消费品牌出海都采取了高价策略(比如海底捞与瑞幸)，并通过产品创新来与当地品牌竞争。

•**贸易战如若全面开打，可能影响部分企业原材料成本：**如果贸易战升级，我们不排除中国采取强硬的反制措施的可能性。这可能会导致一些消费品行业的原材料成本面临一定的上涨压力。比如说，中国对美国进口的玉米和大豆加征报复性关税可能导致中国的饲料成本上升，而对美国进口的棉花加征关税可能导致部分纺织服饰企业的生产成本有所上升。另外，在特朗普第一个任期内，除美国外的其他国家也对中国实施了相应的关税政策。我们不排除同样的情况会重演。因此，我们需要对从加拿大、澳大利亚、欧盟、印度等地区有进口原材料的消费企业保持警惕。对于内需主导的中国消费品企业来说，提早布局中国本地原材料的供应与采购有助于减小贸易战带来的潜在风险。

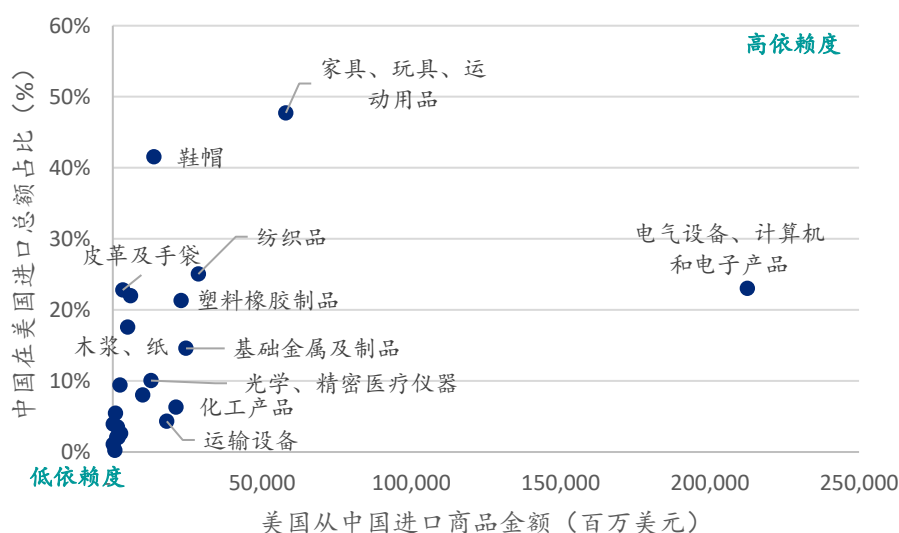
•**投资风险：**国内消费需求放缓；政策刺激效果减弱；美国增加关税影响大于预期。

中国消费品企业如何抵御中美贸易战带来的冲击？

中国出口的产品在美国市场的竞争力将受到挑战

美国对中国加征 10% 的关税之后，最直接的影响就是加大了美国商品出口美国的成本。如果企业选择在美国市场涨价，将关税带来的成本转嫁给消费者，则会降低中国产品在美国的竞争力和市场需求。如果企业选择维持原本的出口价格，则会使企业的利润受到影响。目前，出口美国市场规模较大的消费品类主要包括电子产品、家电、服装和玩具等。

图表 1：2023 年美国从中国进口商品情况



资料来源：UN Comtrade、浦银国际

调整供应链是规避关税影响的主要途径

我们认为特朗普对中国更加激进的关税政策主要是针对在中国本土生产并直接出口至美国的商品（即“中国制造”）。就目前看来，将生产和供应链转移至东南亚或其他海外地区是消费企业规避关税影响的主要途径。

拿泡泡玛特举例，根据我们的调研，美国目前占其整体出口的比例不超过 10%，而其越南工厂的产能也基本能满足其海外订单的 10%。泡泡玛特正积极将美国的订单需求转移至东南亚基地来生产，从而降低美国关税对其海

外收入的影响。另一方面，服装鞋履 OEM 企业（比如申洲国际和裕元）从很早就开始布局东南亚的产能。根据我们的调研，申洲国际东南亚的产能已经占其总产能的 60%，目前申洲来自美国的订单 100% 由东南亚的工厂生产，而裕元美国的订单也基本实现了完全由海外工厂生产。

我们认为，海外产能和供应链体系的成熟度很大程度上决定了消费企业对本轮贸易战的防御能力。

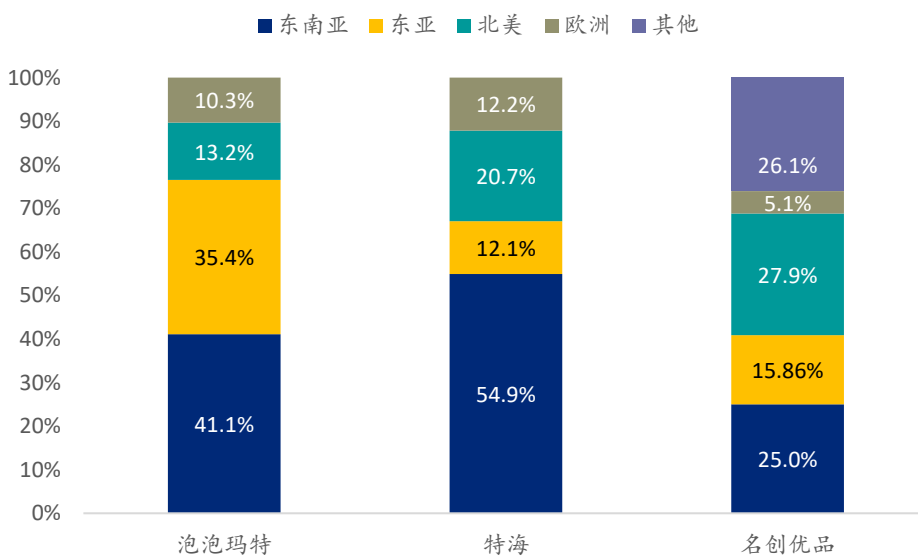
降低出口美国的比例，聚焦其他海外市场

对于出口型消费企业，短期内降低出口美国市场的比例，转而聚焦关税风险较小的市场（比如日韩、东南亚及欧洲）可能是较好的选择。

由于美国是全世界最大的消费市场，所以美国自然成为很多“中国制造”企业出海的首选目的地之一。然而，对于零售品牌出海，我们一直认为文化与我们更为相近的日韩以及东南亚是不少消费品企业出海的首选。

美国虽然市场更大，但由于文化和产品偏好上的差异较大，需要更强的本土化战略，供应链难度也更高，同时伴随着潜在的政治风险，不少零售型消费品企业对于出海美国市场都相对较为谨慎。这也解释了为什么在中国零售与餐饮企业的海外业务中，欧美市场占其海外收入的比例相对有限。

图表 2：泡泡玛特、特海、名创优品等企业海外收入按地区分布，1H24



资料来源：公司数据、浦银国际估算

展望未来，我们认为中美贸易战可能使中国消费品企业进一步远离美国市场并向其他海外市场转移。

倒逼出口型消费品企业加大产品创新和品牌建设

美国加征 10% 的关税意味着中国直接出口美国商品的成本增加 10%。这对产品力和品牌力较弱的产品会带来巨大的打击，主要是由于这类产品通常利润率更低，且不具备将成本通过涨价转嫁给消费者的能力，如食品饮料、服装玩具等。

这也意味着通过低价策略来抢占海外的市场份额未来将不再可行。这就倒逼企业必须通过技术创新和品牌营销提升自身产品的附加价值，从而转化为较高的溢价。我们观察到越来越多的中国消费品牌出海都采取了高价策略（比如海底捞与瑞幸），并通过产品创新来与当地品牌竞争。

贸易战如若全面开打，可能影响部分企业原材料成本

如果贸易战升级，我们不排除中国采取强硬的反制措施的可能性。这可能会导致一些消费品行业的原材料成本面临一定的上涨压力。比如说，中国对美国进口的玉米和大豆加征报复性关税可能导致中国的饲料成本上升，而对美国进口的棉花加征关税可能导致部分纺织服饰企业的生产成本有所上升。

另外，在特朗普第一个任期内，除美国外的其他国家也对中国实施了相应的关税政策。我们不排除同样的情况会重演。因此，我们需要对从加拿大、澳大利亚、欧盟、印度等地区有进口原材料的消费企业保持警惕。

总体而言，对于内需主导的中国消费品企业来说，提早布局中国本地原材料的供应与采购有助于减小贸易战带来的潜在风险。

图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.6	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	82.4	买入	93.0	2025 年 1 月 8 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.8	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	46.3	买入	61.5	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	353.4	买入	479.7	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.0	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	19.1	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.5	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	28.1	买入	34.1	2025 年 1 月 13 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.8	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.2	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.3	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	48.8	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.5	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	15.2	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.3	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.2	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.5	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	92.7	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.6	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	56.9	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	37.2	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.4	持有	62.1	2024 年 10 月 31 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	39.4	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	25.6	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	24.8	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	32.1	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.4	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.4	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 1 月 31 日收盘价, A 股截至 2025 年 1 月 27 日收盘价以及港股截至 2025 年 2 月 3 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

