



消费行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

消费出海总论：迈向 2.0 品牌出海时代，迎接繁星璀璨与星辰大海

研究结论

消费出海是国金新消费四大长期主线之一，也是涉及消费行业最广、撬动市值最大的主线。美国日本等发达国家在城镇化率放缓后的二十年均迎来品牌出海的黄金浪潮，当下贸易战 2.0 正催化中国消费由价差 1.0 跃迁至品牌 2.0。本报告以“区域—定位—模式”三维魔方捕捉出海 β ，再以“天时·地利·人和·品强·牌立”五阶漏斗精选 α ，共同发掘更广阔的出海投资机会。

研究内容

- 消费出海研究缘起：城镇化到达平台期，发展动能亟待切换。**日美经验显示，城镇化率在达到 70%后斜率有所放缓，随着中国城镇化率临近阈值，增长范式亟待重构。90 年代日本借品牌出海再启成长曲线，海外扩张助推相关企业维持盈利韧性与市值空间。索尼：技术破壁与品牌溢价构建消费电子企业价值，1980-1990 年股价涨幅超 600%。优衣库：从平价基本款到“服饰帝国”蝶变，2012 - 2024 财年迅销集团股价录得 11.7 倍收益。任天堂：软硬件生态叠加爆款 IP 铸就全球游戏帝国，1985-1990 年间股价 14 倍。
- 关税重构全球秩序：全球贸易底层逻辑换轨，中国品牌跃迁 2.0 时代。**25 年 4 月起，美方将对中国基准关税一次性上调 10pcts 至 20%，延伸至 60 余国系统性加税，国际贸易版图重塑。中国企业洞见摩擦常态，价差套利与信息套利难以为继，主动抬升全球价值链站位，由 1.0 价差阶段向拥有定价权的 2.0 品牌阶段跃迁。
- 消费出海 beta 赛道机会挖掘：“地域—定位—模式”三维投资魔方：**
 - **地域维度：**欧美消费降级：消费市场占据全球一半以上份额，中国企业凭极致供应链输出高质价比，顺势承接“消费降级”红利。东南亚消费升级：经济高速增长带动消费，文化共振降低教育成本，国货可精准卡位“消费升级”窗口。中东非洲消费普及：人口红利叠加供给缺口，渠道与品牌真空显著，国货落地即完成“消费普及”的从 0 到 1。
 - **定位维度：**绝对低价模式：在美日产业链转移的时代背景下，凭规模化构筑的极致成本优势完成出海启动。中产阶级性价比模式：“高质低价”横扫欧美，小家电等国货凭功能迭代与成本护城河实现对本土品牌的部分替代。高端溢价模式：凭功能价值和情绪价值夺取定价权，跃升价值链顶端。
 - **商业模式维度：**供给侧来看，出海模式可分为平台品牌、消费品品牌、代工品牌。需求侧来看，（1）情绪价值：潮玩龙头泡泡玛特以盲盒击中全球 Z 世代“自我犒赏+圈层认同”心理；老铺黄金凭东方美学与稀缺手工占位国产奢侈空档。（2）功能价值：硬件技术侧，以扫地机器人为代表的小家电赛道在技术迭代过程中逐渐接过话语权；软件技术侧，以 Tiktok 为代表的短视频赛道将推荐算法以及共创模式输出至海外市场，积累丰厚用户资产。
- 消费出海 alpha 标的挖掘：“天时、地利、人和、品强、牌立”五维框架。**对于渗透率超过 50%的 beta 赛道而言，alpha 机会也仍然广阔。（1）天时：先借天时锁定供给端和需求端存在拐点的目标市场；（2）地利：借地利选择相似的价值取、较短的地理距离的市场，降低运营与教育成本；（3）人和：再嵌入本土血液，积累对当地消费者观察；（4）品强：叠加供给端打磨不可替代性，以技术或体验优势抵御价格战；（5）牌立：最终凭牌立占领用户心智。匠心家居：美国功能沙发消费成熟度全球领先，匠心抢跑海外产能布局，组织本土客服，研发迭代，实现红海突围。蜜雪冰城：中国茶饮市场 2020 后连锁化率快速提升，蜜雪冰城先手卡位东南亚，自建供应链+冷链，极致性价比与雪王 IP 锁定茶饮出海头雁。

风险提示

出海时机选择错误、未适应市场变化趋势、本土化运营程度不足、产品力脱节陷入低价低质泥潭、品牌定位错误导致既有优势无法发挥等。



内容目录

1.	全球化布局的战略必然	7
1.1.	品牌出海必要性：内需增长放缓，低价代工模式难以为继	7
1.2.	品牌出海可行性：中国企业有能力，海外市场又需求	7
2.	日本消费出海的启示：从价值链底端入局到品牌突围	9
2.1.	日本消费企业出海宏观环境：内需增长相对停滞，外需面临贸易摩擦	9
2.2.	日本消费企业出海的成果：业绩与估值齐增	10
2.3.	日本消费企业出海三部曲：低价切入→品牌升级→全球深耕	12
2.3.1.	索尼：坚持品牌出海，技术破壁与品牌溢价构建消费电子企业价值	12
2.3.2.	优衣库：从“廉价基本款”到“全球服饰帝国”的出海跃迁	13
2.3.3.	任天堂：IP 为核重建北美游戏生态废墟	14
3.	消费出海β分析框架——从三维投资魔方看赛道出海	16
3.1.	地域：消费全球出海空间广阔，不同区域打造差异化出海路径	16
3.1.1.	欧美：消费出海核心区域，供应链成本优势打造价格竞争力，满足消费降级	16
3.1.2.	东南亚：经济发展拓宽出海空间，降维出海满足消费升级	18
3.1.3.	中东非洲：国货出海挖掘巨大市场空间，满足消费普及	19
3.2.	定位：中国消费出海的溢价、性价比与平价之路	20
3.2.1.	低价模式：要素成本优势构筑全球化跳板第一步	20
3.2.2.	中端性价比：高质低价占领市场，产业链成本优势保证盈利	21
3.2.3.	高端溢价：从功能价值到情绪价值的系统性价值捕获	22
3.2.4.	关税风暴下的出海跃迁：从“低价渗透”到“规则重塑”历史拐点	23
3.3.	商业模式：摆脱单纯制造业逻辑，满足更高层级需求	24
3.3.1.	情绪价值：向内悦己、向外悦人与文化符号输出	24
(1)	向内悦己：潮玩对自我情绪需求的满足	24
	泡泡玛特：从“区域试水”到“全球共振”，兑现海外第二成长曲线	24
(2)	向外悦人：奢侈品定位彰显个人身份，满足社交需求	26
	老铺黄金：东方高珠叙事补位全球奢侈黄金断层	26
(3)	文化符号：茶饮与品牌服饰蕴含的中国文化	28
3.3.2.	功能价值：技术优势争夺市场，获取溢价	29
(1)	硬件技术：中国引领扫地机器人技术发展，蚕食美国市场份额	29
	石头科技：技术研发驱动，抢占高端市场	30
(2)	软件技术：短视频模式输出开拓海外市场	31
3.3.3.	代工企业转型：研发驱动或客户绑定，取得产业链内话语权	31
(1)	研发驱动型代工，掌握产业链话语权	32



申洲国际：研发制造纵向一体化，缔造代工行业龙头地位.....	32
思摩尔国际：以技术供给为核心，助力客户实现市场突破。.....	33
(2) 客户深度绑定型代工，供应链与产能优势筑牢合作壁垒.....	34
嘉益股份：绑定优质客户，打造双赢格局.....	34
4. 消费出海 α 分析框架——从五个维度看企业出海.....	35
4.1. 匠心家居：成熟赛道中的异军突起者.....	36
4.2. 蜜雪冰城：新茶饮赛道中的出海领军者.....	38
附录中国消费出海股票池.....	40
风险提示.....	41

图表目录

图表 1：中国社会消费品零售总额增速放缓.....	7
图表 2：中美部分主要出口产业毛利率对比 (%).....	7
图表 3：我国跨境电商物流规模快速增长.....	7
图表 4：我国第三方跨境支付市场高速增长.....	7
图表 5：全球自中国进口该类商品金额占进口总额比重.....	8
图表 6：中印以外各国中产阶级数量增长预测.....	8
图表 7：全文框架图.....	8
图表 8：上世纪日本连续遭遇内外部经济问题，资产价格下跌，内需陷入停滞.....	9
图表 9：90 年代，日本国内消费投资疲软（万亿日元）.....	9
图表 10：日美城镇化率在 70%之后到达平台期，中国已接近此水平.....	9
图表 11：贸易摩擦产生后，日本从“贸易立国”转向“对外投资立国”.....	10
图表 12：日本海外子公司与国内企业的营业利润率.....	10
图表 13：日本海外子公司与国内企业的 ROA.....	10
图表 14：制造业/非制造业海外子公司的销售收入和经常利润占比变化趋势.....	11
图表 15：行业海外收入占比高低对于股价表现有支撑作用.....	11
图表 16：日本各消费板块代表性公司市值增速表现汇总.....	12
图表 17：日本消费企业出海三阶段.....	12
图表 18：索尼首创便携立体声磁带机.....	13
图表 19：1980-1990 年间索尼股价走势（美元）.....	13
图表 20：2012 年后，海外业务打开迅销集团股价第二增长曲线.....	14
图表 21：迅销集团收入结构（十亿日元）.....	14
图表 22：2009 年后优衣库海外门店数量快速增长.....	14
图表 23：NES 主机和手柄.....	15
图表 24：NES 游戏《Open Tournament Golf》.....	15



图表 25:	1985-1990 任天堂股价走势图 (日元)	15
图表 26:	中国消费出海投资魔方	16
图表 27:	全球主要地区人均实际 GDP (美元)	17
图表 28:	全球主要地区人均消费支出 (美元)	17
图表 29:	2024 年中美欧各国劳动成本指数对比	17
图表 30:	72%的消费者因为有竞争力的价格进行购物	17
图表 31:	跨境电商助力国货出海向微笑曲线两端转移	18
图表 32:	东南亚多国 GDP 增速预计高于全球平均水平	18
图表 33:	东盟人均 GDP 复合增速预测	18
图表 34:	东南亚华人数量占总人口的比例	19
图表 35:	中国对东南亚直接投资快速增长 (万美元)	19
图表 36:	名创优品马来西亚店产品标价 (1 马币=1.73 人民币)	19
图表 37:	2011-2022 年海湾六国 GDP 复合增速	20
图表 38:	2022 年中东北非人口年龄中位数	20
图表 39:	全球物流绩效指数中东非洲处于较低水平	20
图表 40:	非洲进口额与中国所占市场份额	20
图表 41:	中美日韩制造业工资对比 (美元/月)	21
图表 42:	美日韩和台湾地区对中国 FDI 金额 (亿美元)	21
图表 43:	中国制造业增加值占比遥遥领先	21
图表 44:	部分中国消费品产量占全球份额持续提升	21
图表 45:	徕芬与戴森同级吹风机产品的详细对比分析	22
图表 46:	品牌追随者和高端购物狂是 Z 世代 2 个最大的消费细分客群 (%)	23
图表 47:	2 月以来关税政策动态	23
图表 48:	2018 年后美国进口来源地逐渐转移	24
图表 49:	美国主要贸易伙伴面临关税情况	24
图表 50:	2023 年产品购买原因 (左轴) 及变化 (右轴)	24
图表 51:	2020-2025 全球潮玩市场规模预测 (亿美元)	24
图表 52:	泡泡玛特海外门店数量	25
图表 53:	泡泡玛特海外收入占比加速上升	25
图表 54:	国内 VS 海外店效 (单店收入) 对比	25
图表 55:	泡泡玛特海外毛利率高于国内	25
图表 56:	泡泡玛特 CRYBABY 系列	26
图表 57:	泡泡玛特越南古堡主题店	26
图表 58:	星巴克门店增速长期高于咖啡消费增速	26
图表 59:	星巴克向绿工坊	26



图表 60:	老铺黄金上市以来累计收益率显著高于行业指数	27
图表 61:	老铺黄金塑造门店内部独特品牌氛围	27
图表 62:	天珠系列产品图	27
图表 63:	老铺黄金忠诚会员贡献营收占比	28
图表 64:	老铺黄金毛利率同业领先	28
图表 65:	老铺黄金新加坡店	28
图表 66:	老铺黄金境外市场门店空间广阔	28
图表 67:	可口可乐广告中的经典圣诞老人形象	29
图表 68:	二战时期可口可乐与美国大兵的形象绑定	29
图表 69:	喜茶伦敦 New Oxford ST 店	29
图表 70:	李宁纽约时装周“悟道”系列	29
图表 71:	中国品牌进入美国扫地机器人市场后三家代表公司的股价变化	30
图表 72:	石头科技研发费用率	31
图表 73:	2025 年 5 月美亚扫地机器人前 9 大品牌	31
图表 74:	TikTok 海外注册用户数量变化 (百万)	31
图表 75:	TikTok 海外电商 GMV (亿美元)	31
图表 76:	代工龙头的三重跃迁逻辑	32
图表 77:	一体化+ODM 生产模式助力长期成长	33
图表 78:	申洲国际股价 (港币)	33
图表 79:	公司营收主要来自前五大客户	34
图表 80:	公司主要客户在美国市占率不断提升	34
图表 81:	2018-2020 年前五大客户收入占比	34
图表 82:	2021-2024 年前五大客户收入占比	34
图表 83:	公司覆盖多层次、不同类型的客户	35
图表 84:	消费出海五维度图示	36
图表 85:	匠心家居业绩表现穿越周期	36
图表 86:	2020 年全球功能沙发市场分布	37
图表 87:	2020 年全球智能电动床市场分布	37
图表 88:	近两年新增客户数量	37
图表 89:	2018-2024 年前五大客户收入占比	37
图表 90:	可比公司研发费用率对比	38
图表 91:	2023 年 4 月推出 Moto Living 品牌	38
图表 92:	蜜雪海外收入与市场规模增速比较	38
图表 93:	蜜雪冰城与同业股价比较	38
图表 94:	中国茶饮行业连锁化率趋势图	39



图表 95: 蜜雪冰城海外门店数量变化.....	39
图表 96: 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入百分比.....	39
图表 97: 东南亚人口基数大, 经济相对欠发达.....	39
图表 98: 印尼蜜雪冰城菜单.....	40
图表 99: Ai-CHA、MOMOYO 与蜜雪有较高相似度.....	40
图表 100: 中国消费出海股票池.....	40



1. 全球化布局的战略必然

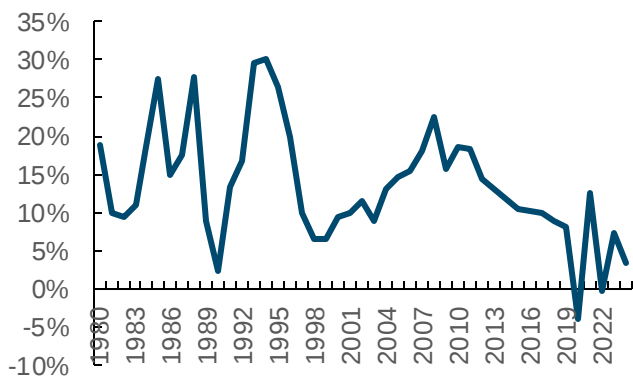
改革开放近 50 年以来，中国经济与消费发展取得了相当成就，相关产业打下了良好基础，但人口红利消退与存量博弈加剧已是既定事实，“内卷”成为国内市场的高频词。在出海方面，长期代工模式使中国企业深陷“微笑曲线”底端。面临关税风险和其他新兴市场竞争，中国消费企业正站在历史性拐点：品牌出海已非锦上添花的选项，而是关乎生存的战略必选项。新一轮全球化浪潮下，依托中国供应链的深厚积淀与数字创新的全球领先性，消费出海正迎来前所未有的机遇窗口。

1.1. 品牌出海必要性：内需增长放缓，低价代工模式难以为继

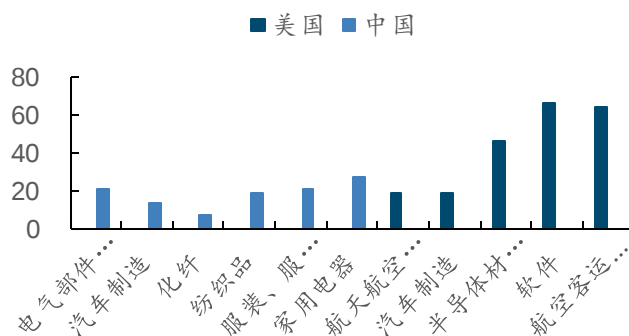
国内增长进入高质量阶段，出海成突围刚需。中国社会消费品零售总额增速已从十年前的两位数增长放缓至近年低位震荡，叠加人口老龄化加速、生育率走低的结构性压力，家电、3C 等成熟品类渗透率逼近天花板。当“分蛋糕”取代“做蛋糕”成为主旋律，开拓海外增量市场是企业维持增长曲线的生命线。

长期代工模式使中国企业深陷“微笑曲线”底端，亟待品牌化转型。目前中国大量出口的纺织业和中低端制造业等劳动、资源密集型产业，盈利能力较差，出海是向高附加值端攀升的核心路径——通过建立全球品牌认知获取溢价空间。参考上世纪日本索尼等消费电子企业的品牌转型之路以及科沃斯、安克创新等中国品牌出海领头羊的成功经验，印证品牌出海对盈利模型的根本性重塑。

图表1：中国社会消费品零售总额增速放缓



图表2：中美部分主要出口产业毛利率对比 (%)



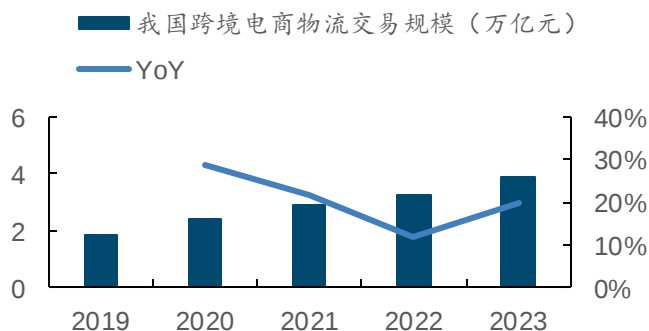
来源：国家统计局、Wind，国金证券研究所整理

来源：Wind，国金证券研究所整理

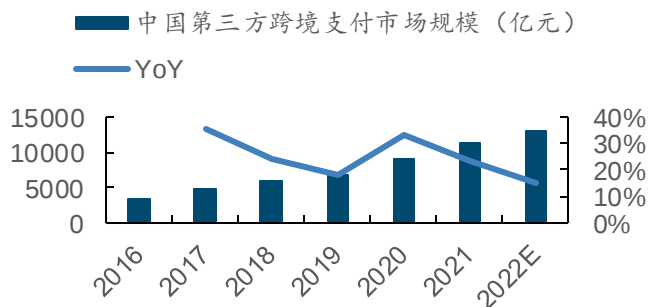
1.2. 品牌出海可行性：中国企业有能力，海外市场又需求

中国制造业规模全球领先，跨境电商快速发展。生产端，根据世界银行数据，2023 年中国占全球制造业增加值比重达到 28.8%。具体看细分行业，消费品领域方面我国在纺织服装、汽车、家具家居等细分行业维持较高复合增速，产业优势较强。基础设施方面，我国持续加强相关物流和支付基础设施建设。物流方面，2019-2023 年跨境物流交易规模年复合增长率达 20.3%；第三方支付方面，截至 2021 年我国三方跨境支付市场规模达 1.12 万亿元，同比增长 23%。

图表3：我国跨境电商物流规模快速增长



图表4：我国第三方支付支付市场高速增长



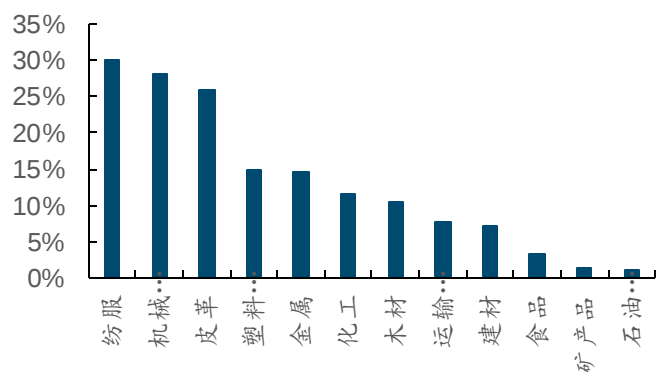
来源：观研天下，国金证券研究所整理

来源：iFind，国金证券研究所整理



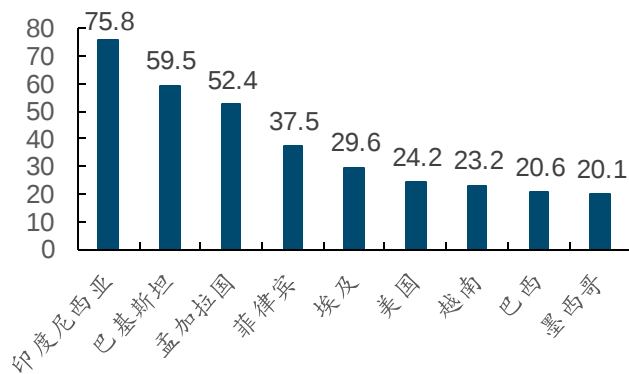
中国产能优势与全球新兴市场红利形成历史性共振。海外对中国电机、电子等技术优势产业和纺服、家具产品有较大需求。出口优势产业意味着进口国对相关产业有较大需求，国内产业更便于利用已形成的产品优势向出海转变。海外需求方面，存量上看：发达国家居民消费能力远超国内市场；增量上看：世界中产阶级数量不断增长，仅印度就将有 4.1 亿人在未来 10 年跨入中产阶级，消费升级需求迸发。

图表5：全球自中国进口该类商品金额占进口总额比重



来源：Wind，国金证券研究所整理

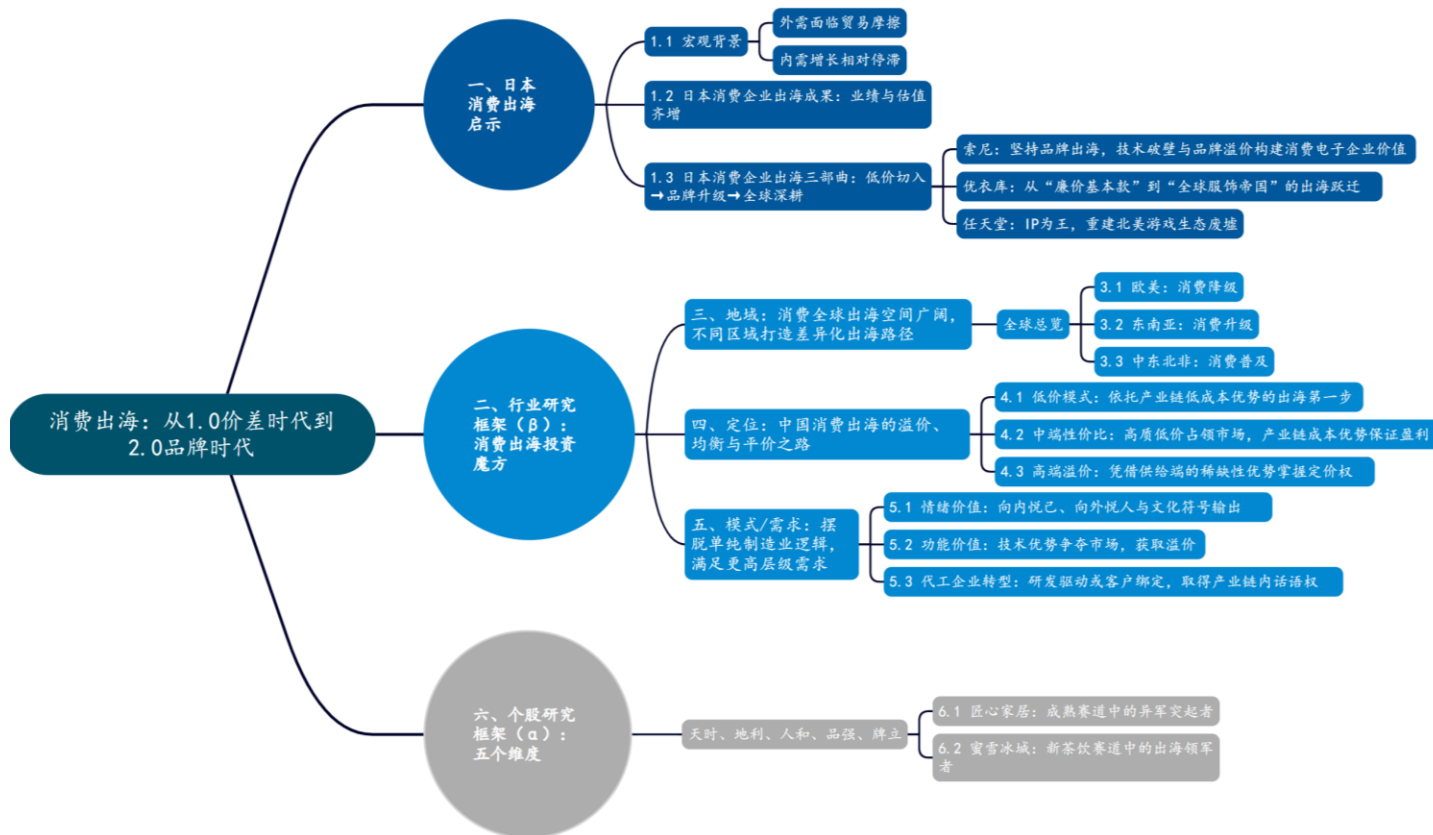
图表6：中印以外各国中产阶级数量增长预测



来源：世界数据实验室，国金证券研究所整理

本报告首先回顾上世纪日本消费出海之路，而后通过三维投资魔方建立 β 研究框架寻找出海前景明朗的赛道，再通过五维个股研究框架挖掘增量和存量赛道中的高 α 公司，试图为中国消费企业的全球化征程提供一幅全景图。

图表7：全文框架图



来源：国金证券研究所整理



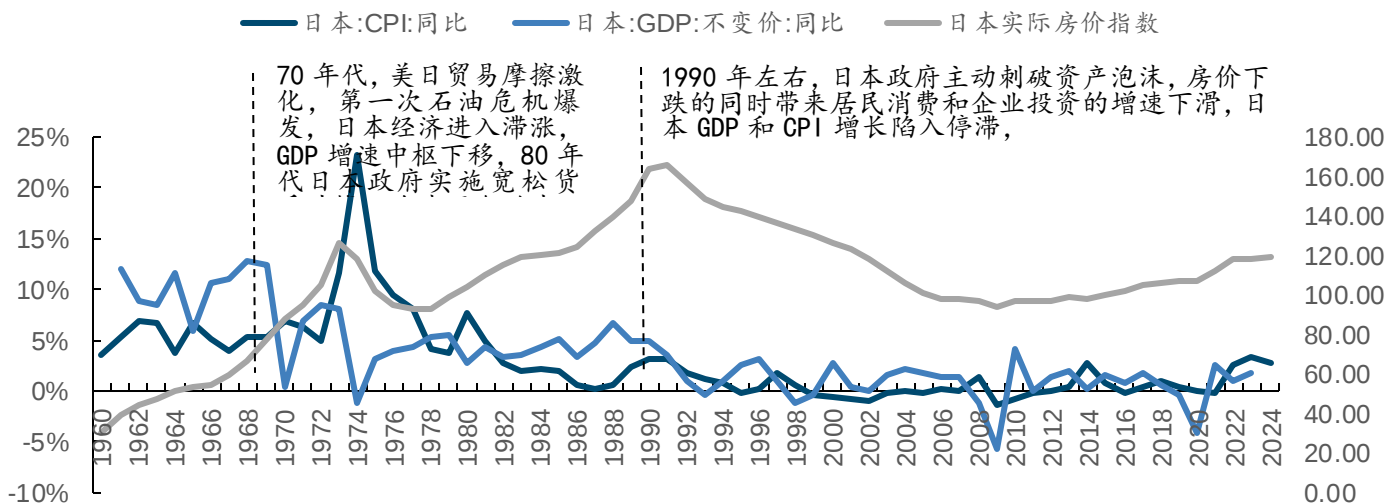
2. 日本消费出海的启示：从价值链低端入局到品牌突围

2.1. 日本消费企业出海宏观环境：内需增长相对停滞，外需面临贸易摩擦

日本曾在上世纪 90 年代面临内外交困的宏观经济环境，而后依靠品牌出海和对外投资打造了一个“海外日本”。

内部来看，宽松政策导致泡沫滋生，破裂后内需持续不振。二战后日本在美国扶持和政策刺激下经济快速发展，而后受第一次石油危机和贸易摩擦等影响经济增速迅速下滑。为刺激内需，日本采取大规模“放水”的宽松货币政策，泡沫逐渐滋生。1989 年日本经济过热且通胀持续上升引发政府担忧，日本当局主动刺破泡沫收紧土地政策及融资政策，引发房价大跌。资产泡沫破裂后日本陷入长期增长停滞与慢性通缩状态，内需不足，居民消费和企业投资增长缓慢，日本进入“失去的二十年”。

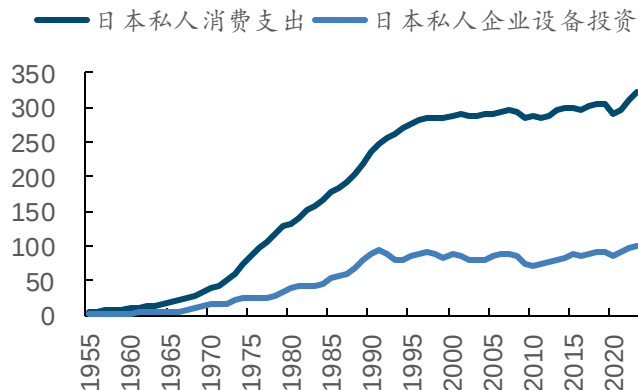
图表8：上世纪日本连续遭遇内外部经济问题，资产价格下跌，内需陷入停滞



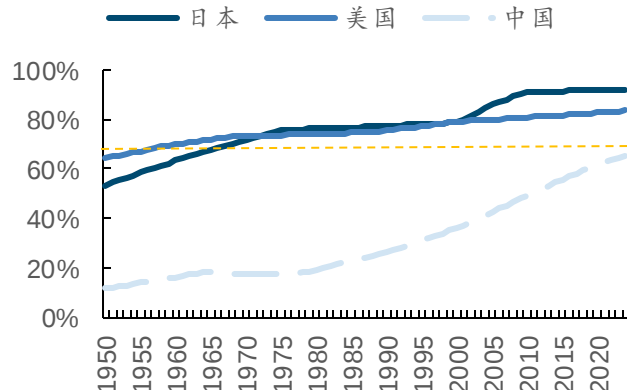
来源：日本财务省、贸易振兴机构，国金证券研究所整理

城镇化到达平台期，国内消费投资疲软，发展动能亟待切换。日美城镇化率在达到 70% 后都有所放缓，随着中国城镇化率逐渐逼近这一数值，提升速度也将逐步减缓，伴随地产调整，以及经济增长放缓，日本企业及个人的投资和消费趋于保守，1990 年之后，日本私人消费支出和私人企业设备投资进入了漫长的平台期，在 30 多年的时间内几无增长。在旧的发展动能逐渐式微之际，日本企业将出海作为寻求新发展机遇的重要途径，为中国未来消费股的发展带来启示。

图表9：90 年代，日本国内消费投资疲软（万亿日元）



图表10：日美城镇化率在 70% 之后到达平台期，中国已接近此水平



来源：日本内閣府，国金证券研究所整理

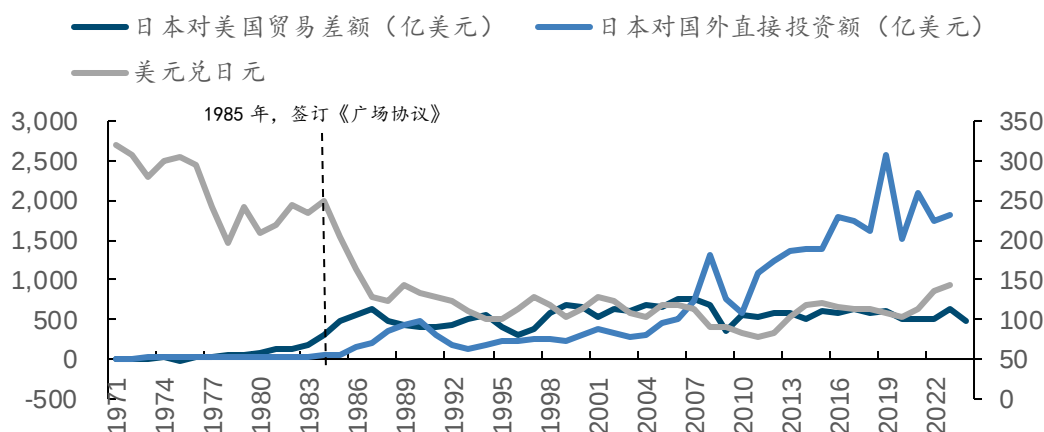
来源：联合国，国金证券研究所整理

外部来看，贸易摩擦限制产品出海，促使日本以产能出海规避贸易壁垒。日美贸易摩擦于



80-90 年代进入白热化阶段，美国贸易保护主义措施迫使日本不得不进行“自愿出口限制”，日本被动实行金融自由化、扩大自美进口以及日元升值。在 1985 年签订广场协议后日元兑美元快速升值，企业在面对汇率升值推升成本压力、削弱产品出口竞争力时，对外直接投资成为企业的新选择。日本政府发布《前川报告》提出“扩大对外投资”以期充分发挥对外直接投资的贸易替代效果，标志着日本的经济由“贸易立国”转向“对外投资立国”。短期为了绕关税壁垒，日本企业集中加大对美国的直接投资，建设产能；中长期面临持续的贸易保护主义威胁，一方面以直接投资减少未来美欧等国贸易壁垒实质性落地的可能性，另一方面增加在东亚投资，以便为美国市场建立“出口平台”，同时利用低廉劳动力和原材料压低成本。在逆全球化和中美贸易战的大背景下，目前中国外贸环境与当时的日本有着一定相似之处。

图表11：贸易摩擦产生后，日本从“贸易立国”转向“对外投资立国”



来源：日本财务省、贸易振兴机构，国金证券研究所整理

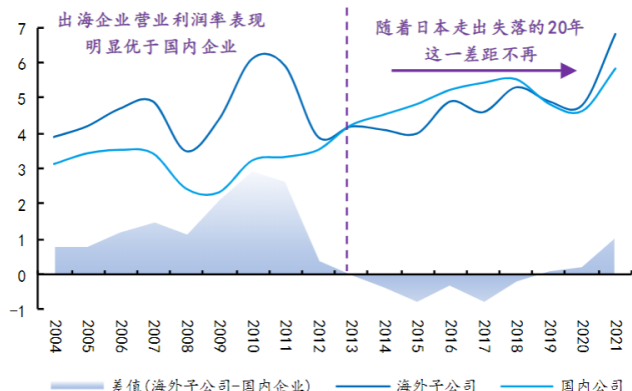
2.2. 日本消费企业出海的成果：业绩与估值齐增

在国金证券 2024 年 1 月外发报告《企业出海系列（1）：日本企业出海的历史经验与重要启示》中提出日企出海对于业绩增长的驱动作用在 2012 年之前是清晰可见的。

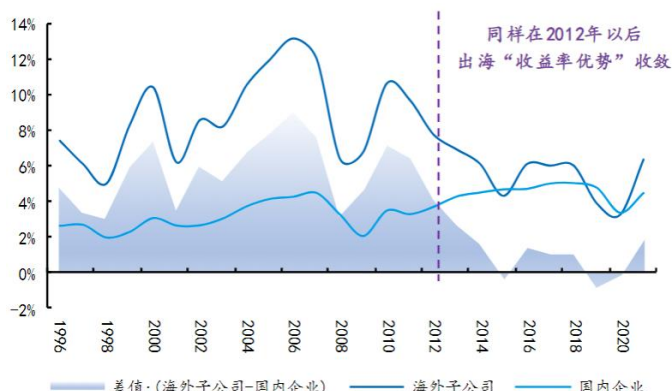
从营业收入来看，海外市场份额的扩张为企业贡献收入增量。在 1992-2021 年这接近 30 年的时间里，制造业和非制造业的海外收入年均复合增速分别为 6.1%/3.9%，均远高于国内收入的年均复合增速 0.2%/0.3%。截至 2021 年，日本制造业/非制造业海外子公司的销售收入占比分别从 1992 年的 6.3%/5.8% 左右提升至 2021 年的 26.3%/15% 左右，两者经常利润的海外子公司占比分别从 92 年的 2%/0.8% 提升至 2021 年的 13.5%/15.1%。

从盈利能力来看，海外市场规模的扩张同时带来公司营业利润率的改善。2012 年以前，海外子公司无论制造业、非制造业，其经常业绩收入和盈利能力均优于国内企业。

图表12：日本海外子公司与国内企业的营业利润率



图表13：日本海外子公司与国内企业的 ROA

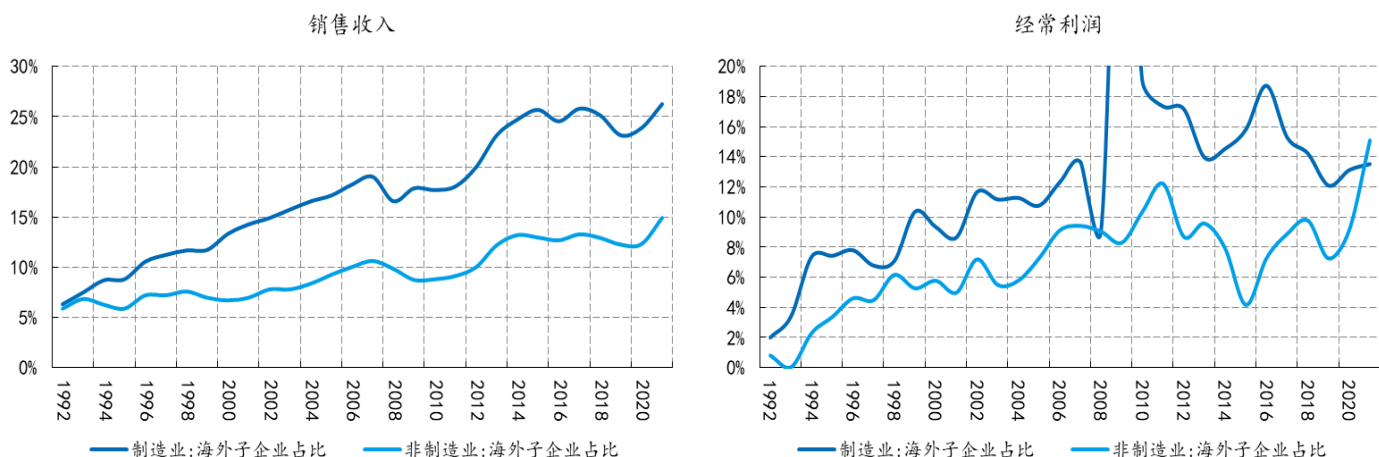


来源：国金证券《企业出海系列（1）：日本企业出海的历史经验与重要启示》，国金证券研究所整理

来源：国金证券《企业出海系列（1）：日本企业出海的历史经验与重要启示》，国金证券研究所整理



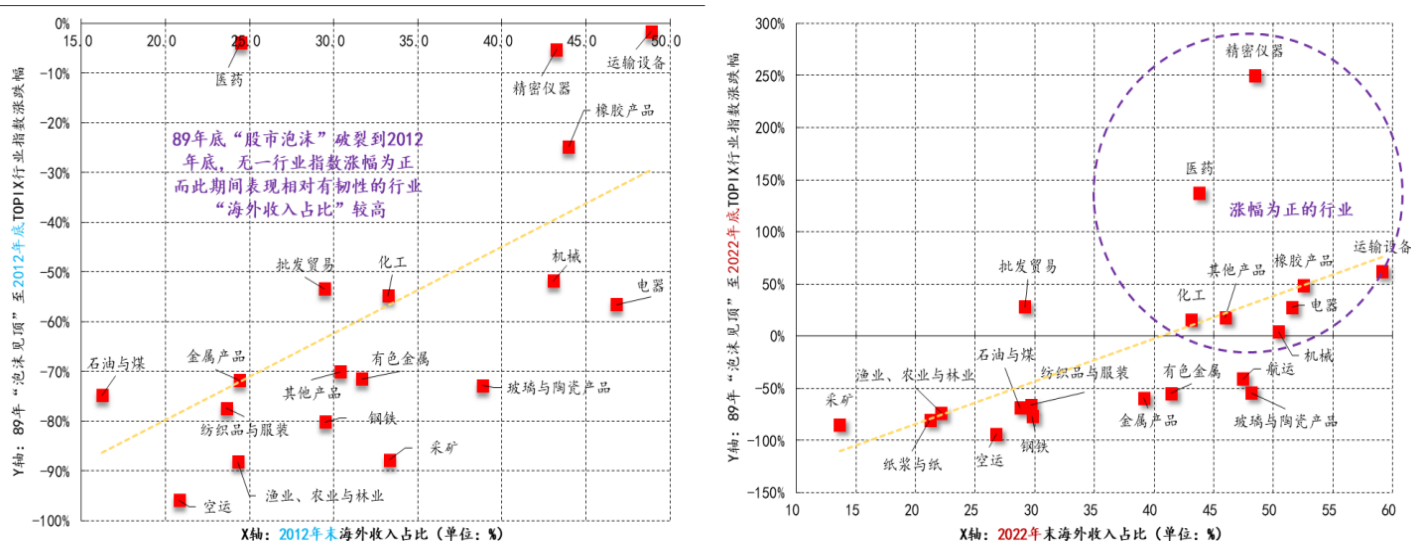
图表14：制造业/非制造业海外子公司的销售收入和经常利润占比变化趋势



来源：国金证券《企业出海系列（1）：日本企业出海的历史经验与重要启示》，国金证券研究所整理

从股价表现来看，日企海外扩张带来的盈利优势，成为制造业股价表现韧性背后的重要驱动力。在1989年末至2012年末日本股市漫长的杀估值期间，指数跌幅超过70%。1989年末至2022年底，表现相对韧性且具备超额收益的行业主要集中在海外收入占比较高的板块，典型的如运输设备、精密仪器、橡胶产品等制造业类相关行业在2022年末的海外收入占比均超过了40%。日本企业出海业务版图的扩张在带来市场份额提升的同时，由于海外业务具备更高的利润率，进而将带来整体利润率的提升。

图表15：行业海外收入占比高低对于股价表现有支撑作用



来源：国金证券《企业出海系列（1）：日本企业出海的历史经验与重要启示》，国金证券研究所

具体到消费行业，食品饮料、鞋服、个护以及谷子经济等二级行业，海外业务对市值增长存在较为明显的支撑作用。分析其原因，一是因为日本本身具有较好的轻工业基础，出海具备一定优势；二是日本处于大东亚文化圈中，食品饮料等容易被饮食习惯相近的中国接受，提供了一个空间庞大且教育成本低的市场；三是日本动漫、游戏等对外文化输出强劲，带动相应谷子经济蓬勃发展。



图表16：日本各消费板块代表性公司市值增速表现汇总

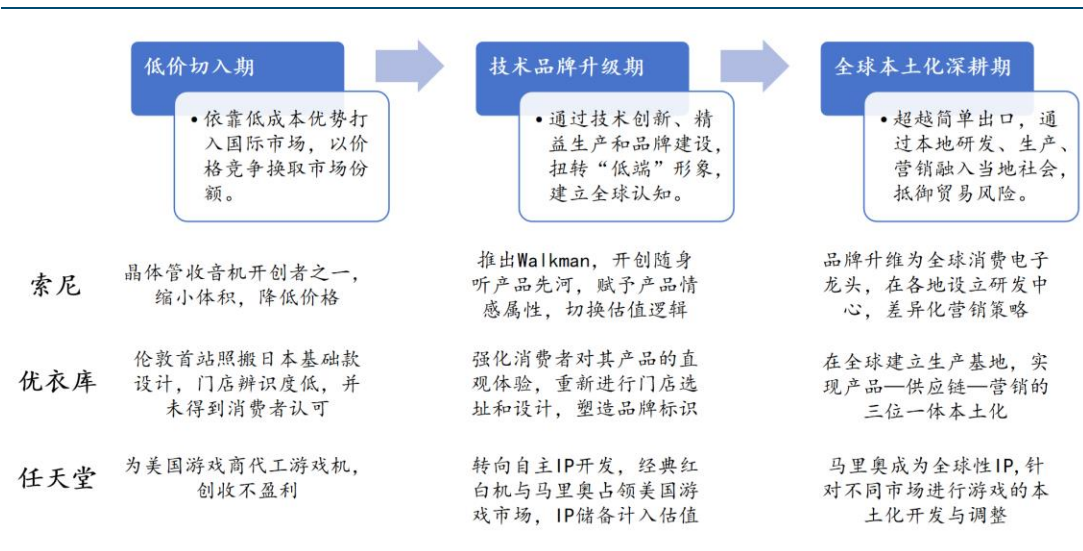
一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需品	零售	唐吉柯德	7532 JP	21,400	21%	1997-2023	83%	7%	20%	15%	20%
	食品药店	WELCIA	3141 JP	5,170	24%	2001-2023		26%	23%	1%	24%
	食品药店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	20%	2006-2023		-7%	30%	低	20%
	批发	三菱商事	8058 JP	97,200	3%	1996-2023	18%	-8%	8%	90%	-6%
	批发	伊藤忠商事	8001 JP	91,400	0%	2002-2023		-4%	3%	90%	-10%
	批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500	6%	1993-2023	-7%	9%	11%	90%	-2%
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	9%	1994-2023	9%	4%	13%	42%	7%
	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	10%	1993-2023	14%	5%	13%	60%	7%
	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	9%	1999-2023		0%	13%	36%	7%
	食品生产	寿制果株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023	-16%	14%	32%	3%	15%
	食品生产	味之素	2802 JP	28,400	5%	1993-2023	4%	-5%	13%	70%	0%
	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	8%	1993-2023	1%	1%	18%	77%	3%
	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	3%	2013-2023			3%	55%	-5%
	饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	5%	1994-2023	-3%	6%	8%	38%	3%
	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	6%	1993-2023	2%	3%	10%	39%	4%
非必需品	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	7%	1994-2023	-31%	12%	27%	5%	7%
	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	5%	1994-2023	-11%	13%	13%	56%	2%
	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023	-14%	28%	13%	74%	11%
	零售(专业服饰店)	迅销集团	9983 JP	107,452	16%	1994-2023	43%	5%	13%	61%	12%
	零售(专业服饰店)	PAL Group	2726 JP	2,201	15%	2001-2023		20%	11%	低	15%
	批发(汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805	6%	1994-2023	-14%	10%	14%	31%	5%
	批发(消费电子商店)	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	13%	2009-2023		25%	12%	43%	9%
	餐饮业	泉盛控股ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	26%	2014-2023			26%	68%	11%
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	20%	2006-2023		7%	24%	38%	16%
	娱乐设施	东京迪士尼度假区管理公司 ORIENTAL LAND CO	4661 JP	95,487	11%	1997-2023	8%	-1%	22%	0%	11%
	电子商务	MonotaRO Co., Ltd	3064 JP	7,448	24%	2006-2023		0%	32%	4%	23%
	电子商务	ZOZO	3092 JP	9,206	23%	2007-2023		82%	13%	低	23%
	谷子经济	万代南梦宫	7832 JP	18,802	9%	2006-2023		-14%	18%	29%	7%
	谷子经济	三丽鸥	8136 JP	4,782	5%	1994-2023	14%	-12%	15%	31%	4%
	谷子经济	任天堂	7974 JP	59,737	3%	1991-2023	0%	5%	3%	78%	1%
	谷子经济	科乐美	9766 JP	8,228	9%	1992-2023	38%	-11%	10%	29%	5%
	谷子经济	东映动画	4816 JP	5,381	11%	2001-2023		-9%	28%	54%	7%

来源：国金报告《美日消费变迁的启示——经济驱动动能转换，消费结构牛市渐起》，国金证券研究所

2.3. 日本消费企业出海三部曲：低价切入→品牌升级→全球深耕

回顾日本消费企业的出海历程，可大致划分为三个阶段：低价切入期（1950s-1970s）、技术品牌升级期（1970s-1990s）和全球本土化深耕期（1990s 至今）。技术品牌升级和全球本土化深耕可以同时进行，目前中国企业也正处在由第一阶段向第二、第三阶段转型升级的关键时期，日本企业在每个阶段的策略以及阶段间的跃迁都对当今中国企业具有重要借鉴意义。接下来，我们将在几个具体案例中找到企业阶段跃迁与价值成长之间的关系。

图表17：日本消费企业出海三阶段



来源：国金证券研究所

2.3.1. 索尼：坚持品牌出海，技术破壁与品牌溢价构建消费电子企业价值

坚持自有品牌出海，成为开创新生活方式的 3C 消费电子领军企业，实现 10 年 6 倍涨幅。1955 年：拒绝贴牌代工，优质产品开启品牌出海之路。1955 年，索尼（时称东京通信工



业株式会社)推出日本首款晶体管收音机 TR-55,大小仅有当时真空管收音机的五分之一,价格仅有其三分之一。索尼在国内市场取得成功之后,计划将产品送往美国销售。但索尼本品牌在美国知名度较低,美国著名手表制造商宝路华表示可以贴牌索尼产品,索尼当即表示拒绝,坚持以自有品牌销售。该系列下代产品 TR-63 供不应求,以至于常规发货无法满足,不得不包机租用一架日航飞机来空运大批货物。

1979 年推出 Walkman TPS-L2, 产品创新打开业绩增长点。

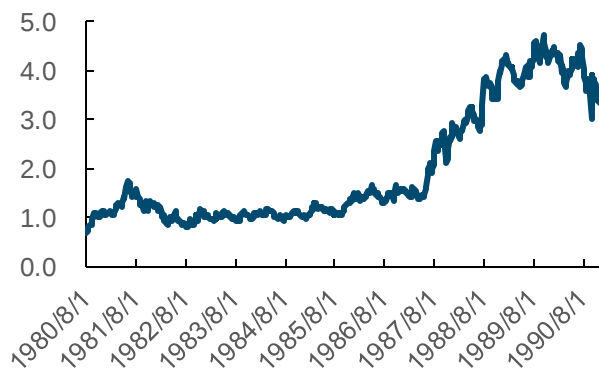
- 工程层面,索尼舍弃传统磁带机的外置扬声器,以微型化机电一体化设计首次实现“随身”与“立体声”的耦合,奠定便携音频硬件的形态基线。
- 品牌层面,索尼摒弃参数说教,将产品锚定为“移动音乐生活方式”的情感入口,消费者无需理解无刷电机转速曲线,即可感知“音乐随身而行”的即时自由,从而确立“场景定义技术”而非“技术堆栈场景”的新话语体系。
- 渠道策略同步升维,Walkman 退出折扣通路,进驻西尔斯百货专柜,定价 150 美元,完成从“性价比”到“情价比”的价值跃迁,品牌势能随之抬升。

1989 年 6 月,在第一款型号推出 10 年后,索尼随身听的制造总数已超过 5000 万台,1992 年达到 1 亿台。1995 年,Walkman 设备的总产量达到 1.5 亿台。包括特别的 15 周年纪念款在内,迄今为止已生产了 300 多种不同的 Walkman 型号产品。

销量爆发对应的是股价的快速上涨,1980 年初,索尼的股价在 0.6 美元左右徘徊,而在 Walkman 爆火的 10 年间,索尼股价也涨到了 1990 年的 4.5 美元左右,涨幅超过 600%。

图表18: 索尼首创便携立体声磁带机

图表19: 1980-1990 年间索尼股价走势 (美元)



来源: 索尼官网, 国金证券研究所整理

来源: 国金证券研究所整理

2.3.2. 优衣库: 从“廉价基本款”到“全球服饰帝国”的出海跃迁

优衣库以线下门店为基础,独特风格占领用户心智,优化购物体验,实施全球化战略后股价涨幅超 1100%, 在全球树立起服装零售的标杆。

海外市场首战折戟,性价比路线未能走通。2001 年后日本优衣库增长乏力,开始尝试海外扩张。海外首站选址伦敦,但由于管理团队能力不足、文化差异较大等问题导致店铺运营效率低下,商品规划、尺寸和版型也没有进行本土化调整,品牌无法得到当地消费者的认可,经营并不顺利。

重新打开海外市场,技术、设计到渠道,三轴联动重启全球渗透。产品上,优衣库推出 HEATTECH 面料,具备吸湿发热功能,创领全球保暖科技。设计上,聘请佐藤可士和重塑优衣库红白色的品牌标识,使其更加简约、明亮,同时改变了服装的包装材料,用塑料罐式的包装手法展示产品。渠道上,优衣库关闭英国郊区低效网点,布局巴黎歌剧院大道、纽约第五大道等全球地标,以旗舰锚点撬动品牌势能。

全球扩张进入“深度本土化”阶段,区域定制与文化嵌入并举。优衣库以直营模式密集布局,海外店数由 2005 年 14 家跃升至 2018 年 1241 家;收入同步扩张,自 31 亿日元增至 8963 亿日元,海外占比一举过半。

- 产品层: 功能价值与情绪价值双轮驱动。针对华南及东南亚湿热气候,推出“Dry-EX 速干系列”,以微孔织法提升透气指数。在美国市场与当代艺术家 KAWS 联名,该系列最高售价仅 99 元的产品在部分店铺 3 秒内就被全部抢光,在二手市场,此系列产品的价格一度被炒至 10 倍至近千元的价格,验证文化溢价变现能力。



- 渠道层：先以旗舰店建立心智，后借电商平台下沉。完成一二线地标布点后，迅速登陆天猫、京东及 TikTok Shop，主攻三线及以下城市。
- 供应链层：全球产能分布式布局，风险对冲与极速响应并重。官网数据显示，截至 2025 年 3 月 3 日，优衣库与 488 家代工厂合作，产能覆盖中国、东南亚及欧美。优秀的供应链管理使得优衣库的平均库存的周转天数仅有 84 天，比我国服装企业的周转速度至少快一半以上。

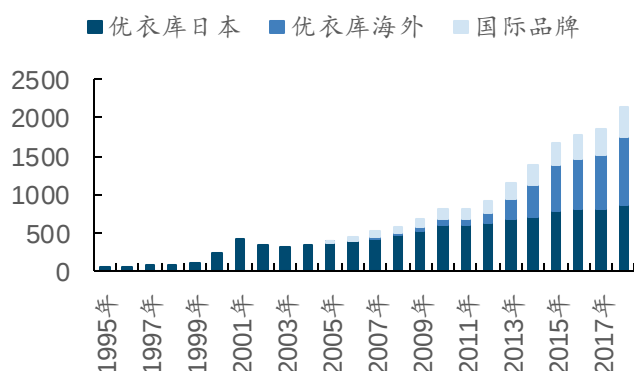
业绩与股价共振上行。2012 - 2024 财年，优衣库海外收入扩张至 1.71 万亿日元，CAGR 为 22.3%。同期迅销集团股价自 4217 日元升至 53558 日元，十二年间录得 11.7 倍收益，验证“本土化飞轮”对估值的乘数效应。

图表20：2012年后，海外业务打开迅销集团股价第二增长曲线

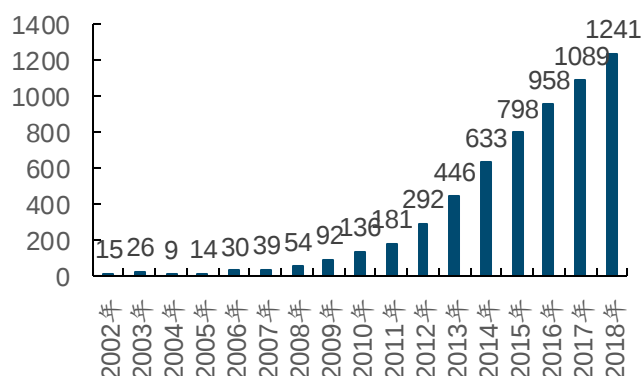


来源：英为财经，国金证券研究所

图表21：迅销集团收入结构（十亿日元）



图表22：2009年后优衣库海外门店数量快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所整理

来源：公司公告，国金证券研究所整理

2.3.3. 任天堂：IP 为核重建北美游戏生态废墟

抓住天时地利，严格把关品控，软硬件生态叠加爆款 IP 铸就全球游戏帝国，股价 5 年上涨 12 倍。

代工业务食之无味，自研街机挖到美国市场第一桶金。1970 年为 Midway 代工《海狼》、《喷气战机》机壳与基板，利润微薄；1977 年任天堂转向自研。1980 年任天堂开始向美国市场出口自研街机游戏超级马里奥的前身《森喜刚》，并于 1981 年销售 6 万台、收入破 1 亿美元，完成原始资本与品牌双积累。



原有巨头崩塌形成市场真空，叠加民众娱乐需求大增，为任天堂创造“天时”。1985 年“雅达利大崩溃”令美国电子游戏产业的产值从 1983 年的超 30 亿美元，跌到了 1 亿美元，跌幅超过 95%；叠加里根新政刺激消费主义，民众亟需情绪出口，任天堂趁势切入。

软硬件结合，技术标准化+IP 内容垄断重构商业模式。任天堂吸取雅达利的教训，严控游戏质量，创新性地在自己的游戏主机产品上装载了加密芯片。只有任天堂自身或者经授权的第三方游戏开发商才可以在 NES 平台上发行游戏。同时，任天堂对第三方游戏开发商有严格的内容指引，要求第三方游戏厂商在 NES 上开发的游戏不能登录其他平台，且每年不能发行超过 5 款 NES 游戏。在这样的高标准严要求下，诞生出《超级马里奥兄弟》等现象级 IP。1981 至今，马里奥系列销量逾 8 亿份，碾压《宝可梦》《GTA》等头部 IP（4000 万 - 5 亿份区间），以品控重塑生态，奠定全球游戏帝国基座。

图表23: NES 主机和手柄



图表24: NES 游戏《Open Tournament Golf》

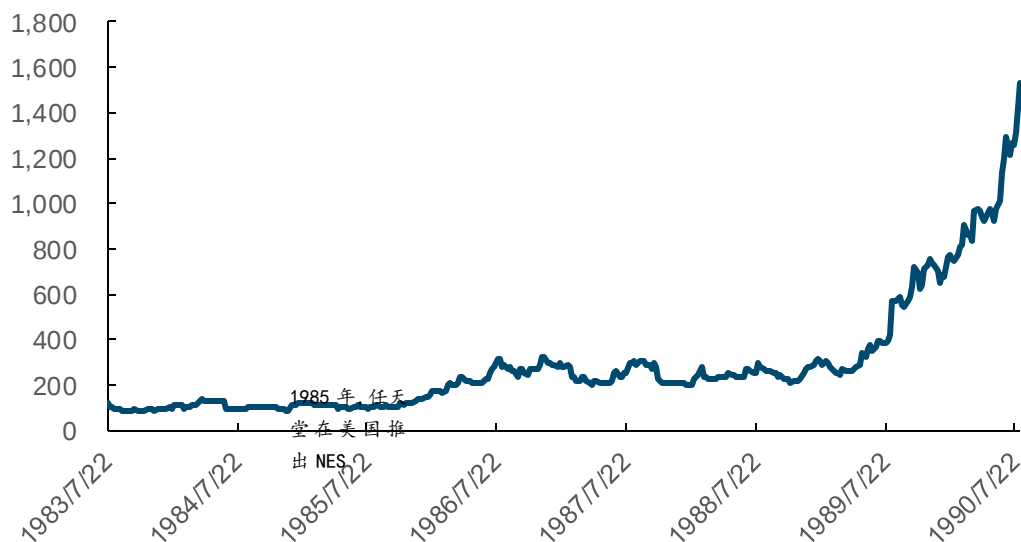


来源：36 氪，国金证券研究所整理

来源：任天堂官网，国金证券研究所整理

NES 在全球市场大获成功，助力任天堂估值逻辑转变。到 1986 年，美国游戏市场规模骤然扩大到 4.3 亿美元，其中 3.2 亿美元归于任天堂。而到 1988 年，任天堂已经占据了北美游戏市场 83% 的市场份额。据估算，NES 在全生命周期中实现了 6191 万台的销量。反映在资本市场上，NES 推出 2 年后，任天堂股价由 1985 年初的 108 日元涨到了 1986 年底的 286 日元左右，而在推出 5 年后的 1990 年 8 月，股价到达了巅峰的 1530 日元，5 年间暴涨 14 倍。

图表25: 1985-1990 任天堂股价走势图（日元）



来源：Wind，国金证券研究所整理

汲取日本消费企业出海经验，结合国金可选消费方法论，我们将把赛道归入“区域、模式/需求、定位”的三维投资魔方以分析 β ，同时通过“天时、地利、人和、品强、牌立”五维矩阵分析个股 α ，力图搭建起中国消费出海的完整分析框架。



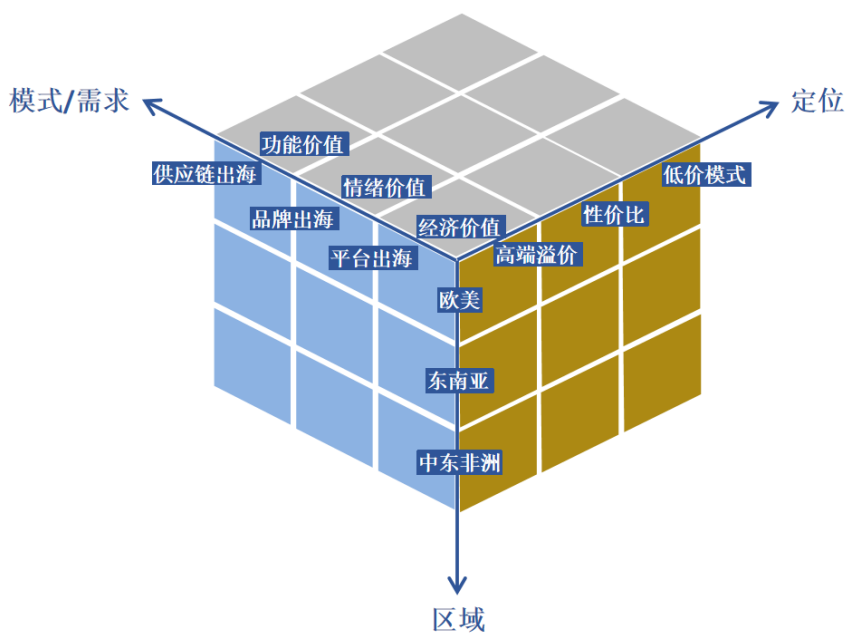
3. 消费出海β分析框架——从三维投资魔方看赛道出海

我们从以下三个维度来分析中国消费出海，从赛道角度形成投资魔方，将把不同行业或赛道放在魔方中进行归类，以便于横向分析与比较，并找出高β赛道在魔方中的位置：

1. 区域：欧美消费降级，东南亚消费升级，中东北非消费普及。我们根据经济发展情况和消费能力将主要出海市场分为欧美、东南亚和中东非洲。相对于中国市场的产品或服务而言，出海至欧美市场代表着迎合当地市场消费降级趋势。东南亚市场消费水平略低于中国市场，出海至东南亚一般为消费升级。中东非洲产品和服务比较缺乏，出海至当地实际为消费普及。
2. 定位：消费降级和消费普及对应中端性价比和低价模式，消费升级则对应高端溢价和中端性价比。我们将产品定位分为高端溢价、中端性价比和低价模式。
3. 商业模式：供给侧来看，出海模式可以分为平台模式出海，消费者品牌出海（包括垂类集合品牌&耐用品单品品牌&服务类品牌）、代工业务出海；需求侧来看，消费者的价值需求可以分为功能价值、情绪价值和经济价值。

在后文中，我们根据此研究框架对高β的出海赛道进行分析，包括潮玩零售、黄金珠宝（东南亚，高端溢价，情绪价值）、小家电（欧美，中端性价比，功能价值）以及代工制造（全球，低价，供应链出海）等。

图表26：中国消费出海投资魔方



来源：国金证券研究所

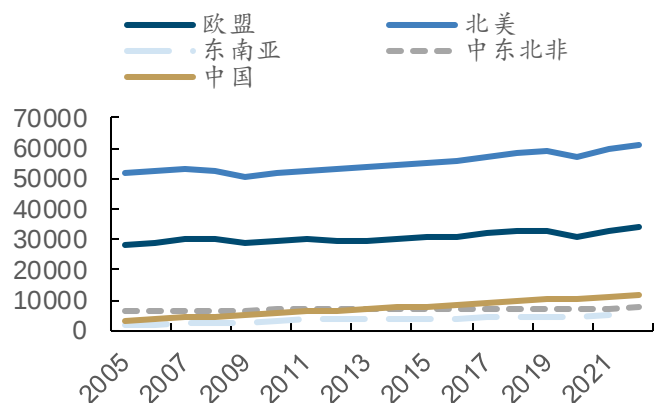
3.1. 地域：消费全球出海空间广阔，不同区域打造差异化出海路径

3.1.1. 欧美：消费出海核心区域，供应链成本优势打造价格竞争力，满足消费降级

欧美成熟市场高消费力为中国企业海外拓展提供显著优势。欧美地区经济发达，人均GDP和消费支出均显著高于全球平均水平，欧美市场强大的居民消费力为中国企业出海提供广阔空间。

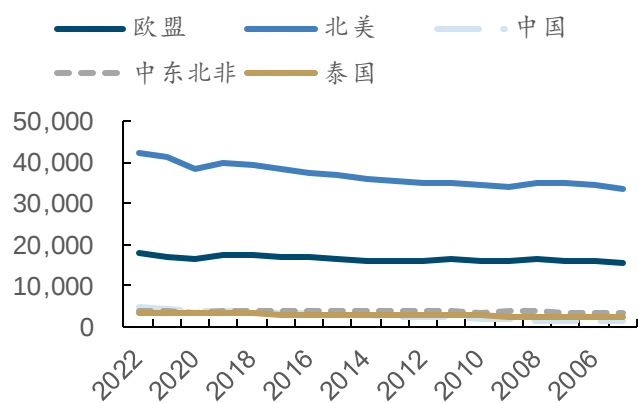


图表27：全球主要地区人均实际 GDP（美元）



来源：iFind，国金证券研究所

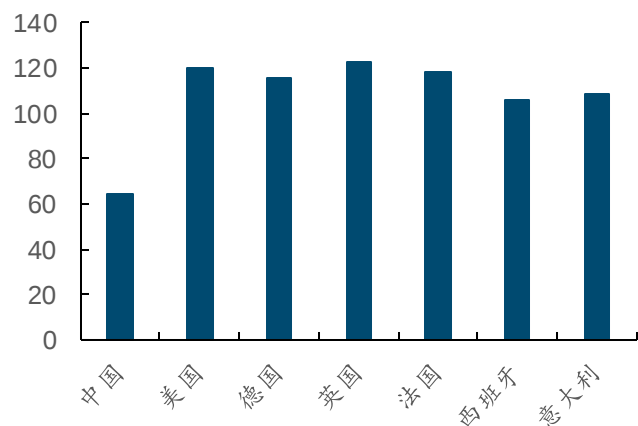
图表28：全球主要地区人均消费支出（美元）



来源：iFind，国金证券研究所

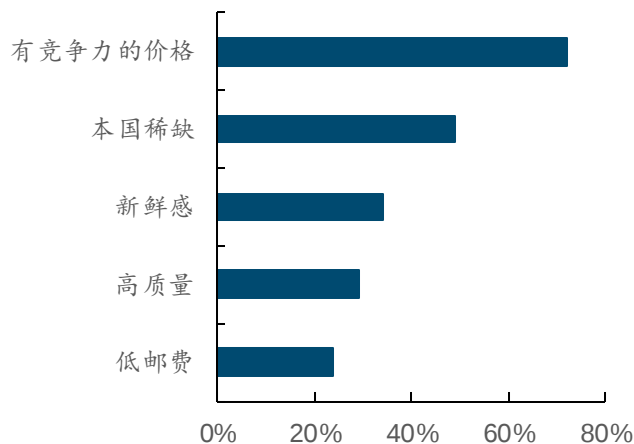
中国供应链及人力成本优势打造价格竞争力，国货低价产品平替当地高端品牌。人力成本方面，根据 2024 年 Trading Economics 数据，我国单位劳动成本指数远低于欧美国家；供应链成本方面，我国制造业产业链发达，多年供应链打磨造就低成本高效率生产能力，凸显强大的消费出口价格优势。据 Paypal 调研数据，有 72% 的海外消费者会因有竞争力的价格进行跨境购物。中国消费品出口欧美也逐渐形成了低价产品平替当地中高端品牌商品的出海路径。在关税风险之下，中国商品价格优势可能缩小，中国品牌需从其他方面寻求突破。

图表29：2024 年中美欧各国劳动成本指数对比



来源：Trading Economics，国金证券研究所

图表30：72%的消费者因为有竞争力的价格进行购物

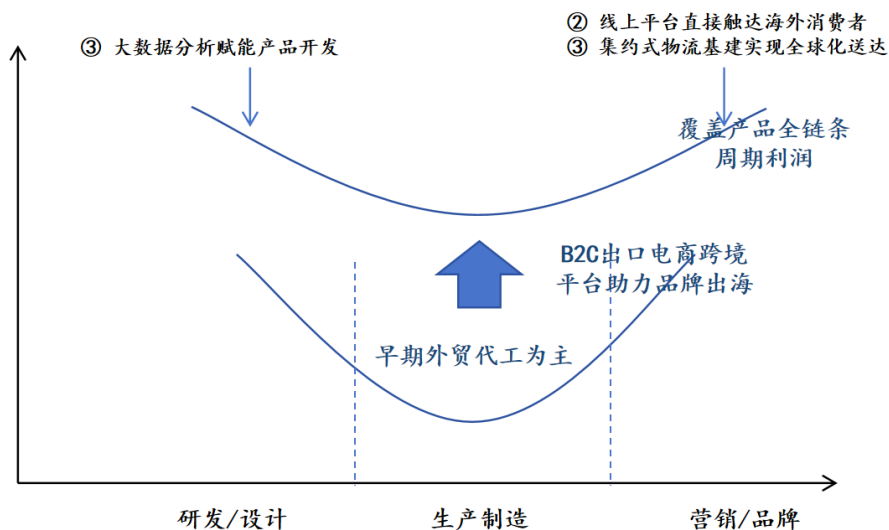


来源：Paypal，国金证券研究所

早期传统外贸为中国商品出海欧美的主要路径，居于微笑曲线底部，后期欧美电商快速发展为中国品牌及供应链出海提供新机遇。随着欧美电商市场不断渗透，跨境电商逐步兴起，跨境平台打通了中国商家与海外消费者间的沟通渠道，为国牌向欧美等发达经济体出口提供发展通路，帮助国内商家获取覆盖商品全链条周期的利润价值。



图表31：跨境电商助力国货出海向微笑曲线两端转移

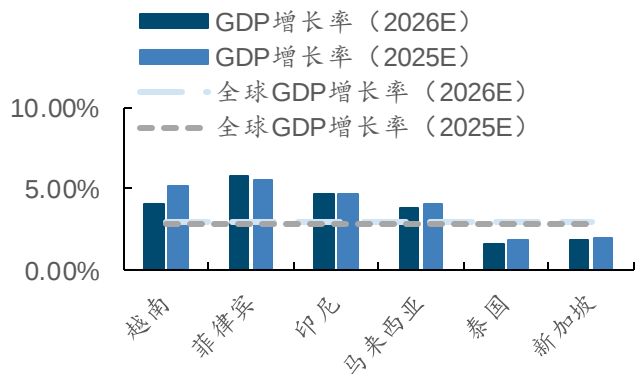


来源：国金证券研究所整理

3.1.2. 东南亚：经济发展拓宽出海空间，降维出海满足消费升级

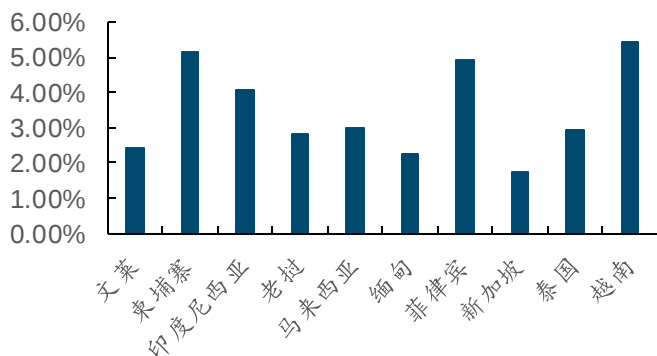
东南亚经济保持稳步增长，市场空间持续扩大。近年东盟各国的经济呈现持续增长的态势，东盟的经济体量不断扩大，是世界第5大经济体。据国际货币基金组织预测，2025-2026年越南、菲律宾、马来西亚、印尼实际GDP复合增长率将超过全球水平，经济增长呈现韧性。据Statista估计，东盟各国人均GDP将保持较高复合增速，其中柬埔寨、菲律宾、越南三国增速接近5%。

图表32：东南亚多国GDP增速预计高于全球平均水平



来源：国际货币基金组织、iFind，国金证券研究所

图表33：东盟人均GDP复合增速预测

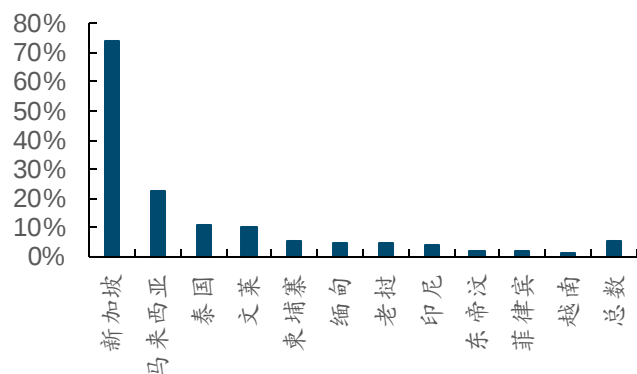


来源：statista，国金证券研究所

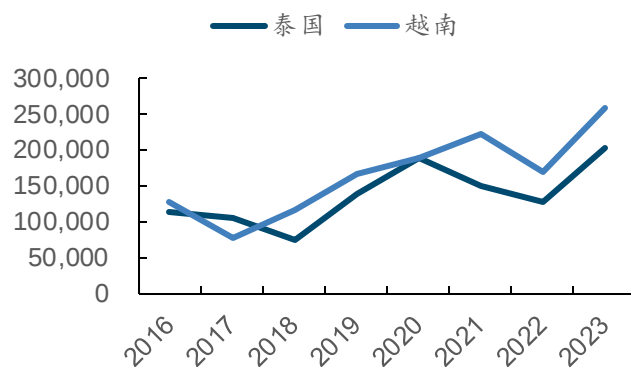
东南亚比邻中国，相似性消费文化更易输出。东南亚华人数量占总人口的比例相对较高，当地华人保留原本的文化与习俗，一定程度上影响东南亚的消费文化，国内产品更容易被东南亚消费者所接受。近年来，中国对泰国、越南等东南亚国家的直接投资额也快速增长，反映了东南亚对于中国企业的吸引力。



图表34：东南亚华人数量占总人口的比例



图表35：中国对东南亚直接投资快速增长（万美元）



来源：《当代东南亚华人基督徒数量的估算与评析》，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

东南亚消费业发展相较国内仍相对落后，国牌切中当地消费升级赛道，打造品牌力溢价。我国产品出海东南亚在品牌定位、渠道卡位、产品设计方面具有更前瞻性布局，新品切中其消费升级赛道，进而维持对当地本土品牌的品牌力碾压优势从而打造品牌溢价。

例如零售品牌 MINISO 以“轻奢”定位进入东南亚市场。名创优品在东南亚迎合当地民俗加强产品本土化，主推防晒套袖、香料、本地化装饰等本土特色产品，并打造轻奢定位。名创优品 CMO 表示总部在保留一部分利润的情况下，当地子公司基于经营目标去定价，终端售价普遍较国内高 2.6-2.8 倍；参照当地人均收入水平，该价格带精准切入“消费升级”空档。

图表36：名创优品马来西亚店产品标价（1 马币=1.73 人民币）



来源：澎湃新闻，国金证券研究所整理

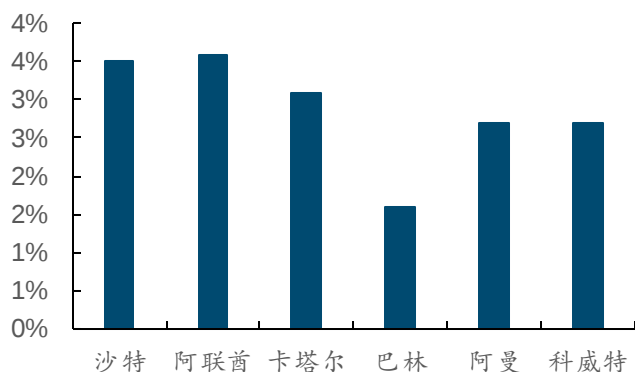
3.1.3. 中东非洲：国货出海挖掘巨大市场空间，满足消费普及

中东经济持续增长、资源条件优越，消费出海市场前景广阔。沙特、阿联酋、卡塔尔、科威特、阿曼、巴林组成的海湾六国总人口超过 6000 万，2022 年经济总量达到 2.1 万亿美元，人均 GDP 达到 3.4 万美元，高于新兴市场经济体 1.4 万美元的平均水平。

中东非洲人口结构年轻，消费增长潜力巨大。中东非洲地区的人口年龄中位数较低，2022 年多数国家的人口年龄中位数为 32 岁左右。此外，海湾六国劳动力人口约有 4300 万，占总人口的 74%，高于世界平均水 65%，海湾六国整体人口结构呈年轻化。年轻人口具有较高的消费意愿和消费能力，有助于释放中东非洲地区的消费潜力，未来消费市场持续旺盛。

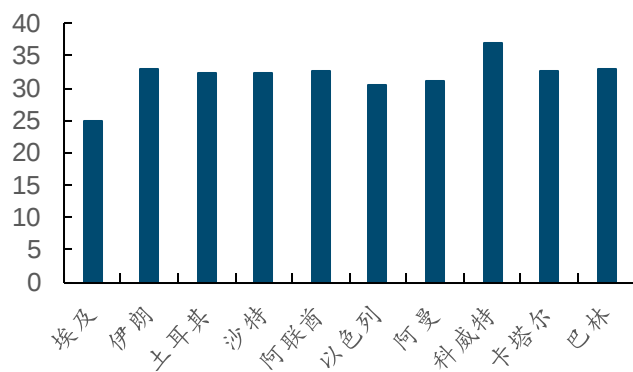


图表37：2011-2022 年海湾六国 GDP 复合增速



来源：毕马威，国金证券研究所整理

图表38：2022 年中东北非人口年龄中位数



来源：EqualOcean，国金证券研究所整理

中东非洲商品品类较为匮乏，品牌认知尚未完全建立。中东非洲国家产业结构单一，经济严重依赖资源出口，消费品和工业品匮乏，极度依赖进口。随着经济发展和人口增长，匮乏的品类难以满足不断增长的消费需求，可选择性较低导致消费者较少关注商品品牌。中国出海中东非洲的核心是构建品类认知而非品牌认知。

中东非洲消费基础薄弱、渠道端尚不完善，空白市场为国货向当地出海创建机遇。由于中东北非地广人稀、邮政地址信息缺失、缺乏完善的物流基础设施和街道系统，物流配送成本较高、时效较低、难度更大，线上销售渠道受到较大的限制，实体零售仍为当地主流消费渠道。众多出海中东非洲的国内企业以线下渠道切入市场，并逐步铺设当地物流网络开展线上渠道拓展，将物美价廉的实用性产品铺向合理的综合性渠道。

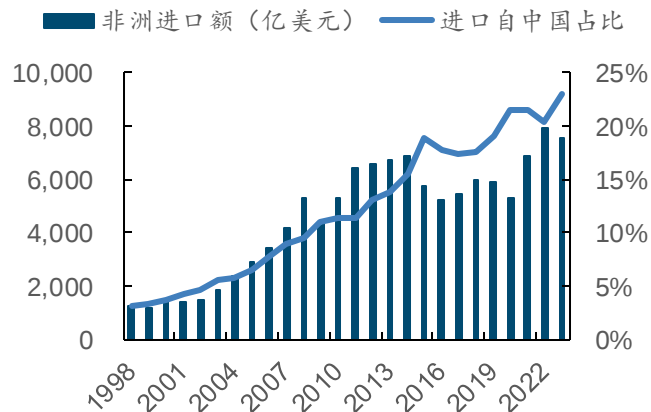
非洲地区对于中国商品的依存度逐年提升。随着中国“一带一路”发展战略的实施以及与非洲国家交好，进入 21 世纪以来，来自中国的进口额占比从 11.3% 提升到了 23.0%。

图表39：全球物流绩效指数中东非洲处于较低水平



来源：世界银行，国金证券研究所整理

图表40：非洲进口额与中国所占市场份额



来源：iFind，国金证券研究所整理

3.2. 定位：中国消费出海的溢价、性价比与平价之路

3.2.1. 低价模式：要素成本优势构筑全球化跳板第一步

20 世纪 80-90 年代，美日等发达经济体在产业升级的刚性约束下启动全球产能重构，将部分产业向外转移至中国大陆。

- 劳动力成本拐点：美国制造业月薪从 1990 年的 1748 美元跃升至 2000 年的 2317 美元，CAGR 为 2.8%，日本同期从 3131 美元增至 3430 美元，CAGR 为 0.9%，劳动密集型环节的边际成本敏感型特征迫使产能外迁。
- 规制与技术双重挤出：发达国家通过《京都议定书》等环保规制抬升高污染产业成本，叠加半导体、信息技术等技术、资本密集型产业的超额收益驱动，形成“去工业化”与“再工业化”的并行演进。
- 亚洲四小龙的二次转移：亚洲四小龙在跨越刘易斯拐点后，将劳动密集型产业二次转



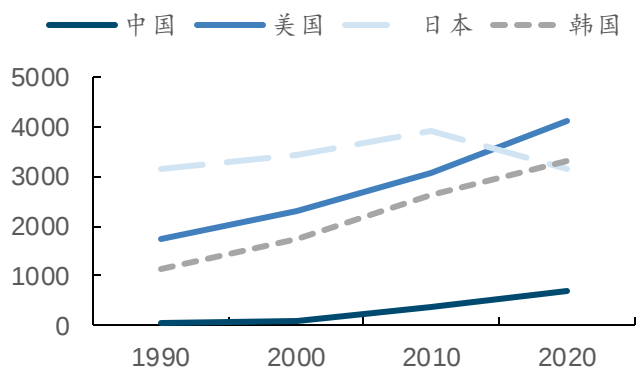
移至中国大陆，完成从“比较优势”到“比较优势梯度转移”的范式验证，中国成为承接二次转移的核心目的地。

过去中国以要素型低成本与制度型低成本双重红利，成为全球价值链重构的终极洼地。绝对成本优势方面，1990 年中国制造业月薪 36 美元，仅为美国的 2.1%、日本的 1.1%。制度方面，1980 年代深圳等经济特区通过“三减两免”外资准入政策，压缩制度成本，实现监管套利。

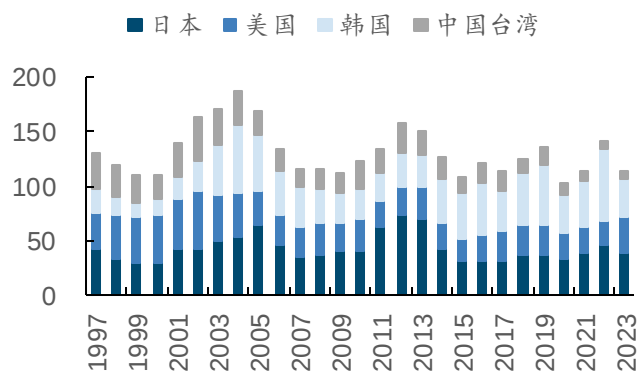
当前中国制造业的成本优势已从单点要素升级为系统级能力。规模经济虹吸效应角度，2023 年制造业增加值占全球 28.8%。

从阶段性成果来看，截至 2000 年中国累计吸引外商直接投资达 3469 亿美元，其中美日韩占比超 40%。家电和纺服是代工出海的 2 个代表性行业，家电领域，全球 95% 的 500 强家电企业曾与中国代工厂合作，中国厂商通过 OEM 模式快速占领国际市场；纺织领域，中国纺织品出口占全球份额从 1980 年的 4% 升至 2010 年的 34%。

图表41：中美日韩制造业工资对比（美元/月）



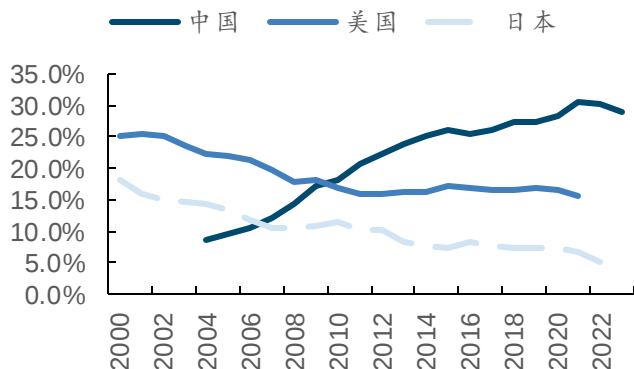
图表42：美日韩和台湾地区对中国 FDI 金额（亿美元）



来源：聚汇数据，国金证券研究所整理

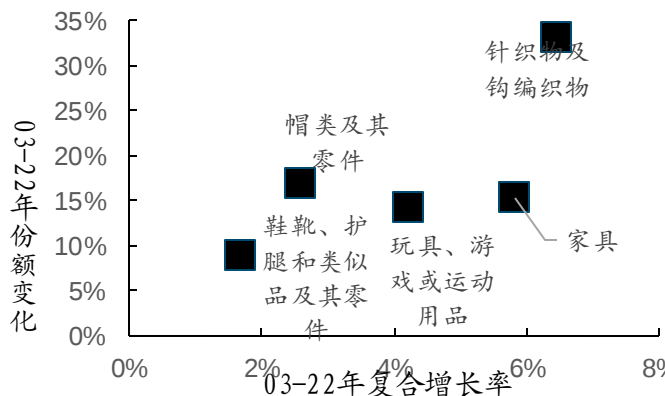
来源：国家统计局、iFind，国金证券研究所整理

图表43：中国制造业增加值占比遥遥领先



来源：世界银行、iFind，国金证券研究所整理

图表44：部分中国消费品产量占全球份额持续提升



来源：世界银行，国金证券研究所整理

低价代工模式的问题在于处于价值链底端、缺乏自主性，长期发展乏力。代工企业利润率长期处于低位。同时代工企业对终端市场缺乏控制力，品牌方转移产能或调整策略时，代工企业面临订单流失风险。

贴牌代工模式在出海 1.0 时代为中国融入全球产业链、积累资本和技术奠定了基础，但其“打工经济”属性导致企业长期受制于价值链底端。随着劳动力成本上升和贸易环境复杂化，单纯依赖低成本与规模化的模式难以为继。未来，企业需从“代工依赖”转向“技术+品牌”双轮驱动。

3.2.2. 中端性价比：高质低价占领市场，产业链成本优势保证盈利

中端性价比定位产品通常具有一定技术门槛，性能接近甚至超越其他知名品牌，但依靠中国完整产业链带来的成本优势打造极致性价比，完成对于市场份额的争夺。目前中端性价比定位产品主要锚定欧美市场，在小家电等赛道上国产品牌完成了市场份额的争夺。

以徕芬吹风机为例，同质低价进行卡位竞争。徕芬吹风机通过在镂空风筒外型、高风速等



方面像素级对标戴森，同时依靠国内产业链优势压低价格，在各项关键指标上接近戴森的同时价格仅有其 25% 左右。徕芬依靠极致性价比打开市场，获得海外消费者认可，其产品 Laifen Hair Dryer SE 在 2024 年黑五期间拿下美国和加拿大亚马逊新品榜 TOP1。

图表45：戴森 Supersonic HD17 与徕芬 Hair Dryer SE 吹风机产品的详细对比分析

	Dyson Supersonic HD17	Laifen Hair Dryer SE
图片		
电机	11万转/min	10.5万转/min
风速	42m/s	21m/s
温控监测频率	40次/s	50次/s
尺寸	245×97×78mm	277x89x70mm
重量	325g	407g
售价	569美元	130美元

来源：京东、徕芬官网，国金证券研究所

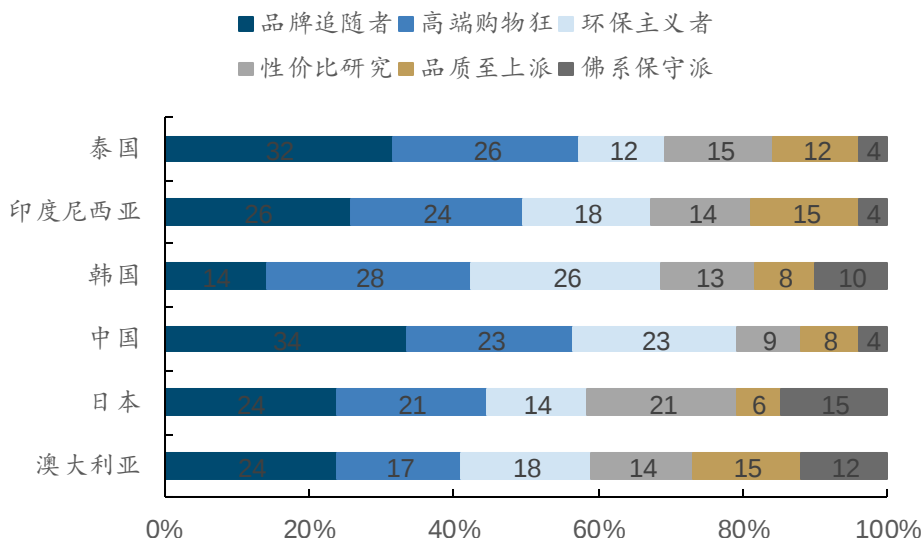
3.2.3. 高端溢价：从功能价值到情绪价值的系统性价值捕获

全球奢侈品定价权长期由西方品牌垄断，其溢价本质是功能价值与情绪价值重构。该体系通过稀缺性生产、身份编码与国家实力的隐性背书，完成从物理商品到精神图腾的升维

- 功能价值：通过材料稀缺性与顶级工艺要求营造艺术品形象。爱马仕通过严苛的原料选择标准和精湛的手工技艺，采用“零缺陷鳄鱼皮”，将产品升华为“可穿戴的艺术品”。对极致的追求使其包袋价格可达数十万元。
- 情绪价值：（1）社交资本的定价机制。高端奢侈品在特定场合中可能直接传递实力信号，大幅降低信任建立成本。“社交货币”溢价支付本质上是为社交货币和圈层通行证付费。（2）文化叙事：国家实力的符号化转译。奢侈品牌通过历史传奇和价值共鸣构建精神图腾。迪奥在 1947 年推出的“New Look”系列精准回应战后巴黎重建时期的社会心理需求——通过重塑女性优雅形象唤醒民族精神，使服装升华为文化复兴的象征。叙事能力让品牌超越物理属性，成为价值观载体。（3）代际迁移：Z 世代的溢价认知重构。一方面，代际溢价偏好存在差异，根据麦肯锡调研数据显示，全部受访者中，Z 世代人气品牌溢价支付意愿比 X 世代高 17%。另一方面，高端购物群体溢价支付意愿高。在中国，53% 的高端购物群体愿意为得到想要的产品或服务支付溢价。同时，日本的三分之二以及中国 75% 的高端购物群体愿意在可负担的情况下进行消费升级。（4）国家经济实力：品牌隐性背书。18 世纪中国风在欧洲的盛行与 19 世纪后的衰落，再到西方奢侈品牌的崛起，印证国家实力与文化辐射力的正相关关系。改革开放初期，外资品牌在中国的高端形象很大程度上得益于其西方背景代表的“现代性”与“优越性”想象。



图表46: 品牌追随者和高端购物狂是Z世代2个最大的消费细分客群(%)



来源: 麦肯锡报告《赢得后浪: 亚太地区Z世代消费者研究》, 国金证券研究所整理

3.2.4. 关税风暴下的出海跃迁: 从“低价渗透”到“规则重塑”历史拐点

美国以“对等关税”为刃的无差别攻击, 重构全球贸易的底层逻辑。本轮关税升级始于25年4月美国将对中国基准关税税率调高10pcts至20%起, 蔓延为对60余国的系统性加税, 深深影响全球国际贸易格局。此后, 美国释放缓和信号, 逐渐和各经济体达成关税暂缓协定。

图表47: 2月以来关税政策动态

时间	事件
2月1日	特朗普签署行政令, 宣布对进口自中国的商品加征10%芬太尼关税, 并取消T86清关政策(即800美元以下包裹免税)
2月4日	中国宣布对原产于美国的部分进口商品加征关税, 其中煤炭、液化天然气加征15%关税; 原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税
2月27日	特朗普表示自3月4日起, 对加拿大和墨西哥加征25%的关税, 同时对对中国再次加征10%的关税
4月2日	特朗普签署两项“对等关税”行政令, 宣布美国对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”, 并对数十个贸易伙伴征收更高关税, 其中对中国输美商品加征34%的“对等关税”。
4月4日	中国宣布对原产于美国的所有进口商品, 加征34%关税。
4月8日、9日	美国宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由34%提高至84%, 中国对等反制; 加拿大、欧盟出手反制
4月10日	美国宣布对中国产品关税增至125%; 宣布对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停;
4月12日	中国宣布对原产于美国的商品关税税率提高至125%; 美国宣布对通信设备等商品免征“对等关税”
5月12日	中美双方在14日之前各取消91%关税, 90天内暂缓24%关税, 累计降幅达115%。
7月3日	美国对越南所有商品征收至少20%的关税, 对从越南转道输美的产品征收40%的关税

来源: 郑州日报、新华社、新华网, 国金证券研究所整理

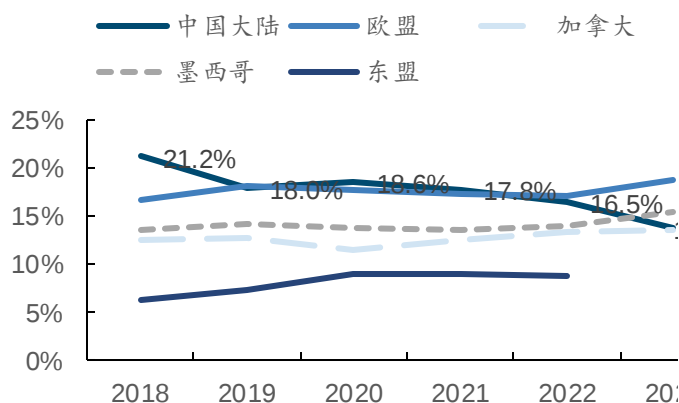
本轮关税风波影响范围广, 尽管中国企业已有较为完善的海外产能布局, 但未来效果存疑。

转移产地是中国企业规避关税的重要对策。2018年贸易战中, 中国企业通过转口贸易或向东南亚、欧洲和拉丁美洲等地区转移产能规避关税。2018年后, 中国对泰国、越南和墨西哥等地直接投资流量快速增长, 近5年CAGR分别为22.3%/17.6%/23.3%。

本轮关税战中, 中国企业海外产能重点布局地区受影响较大。在已生效或即将生效的美国“对等关税”政策中, 原产于越南的商品将被征收20%左右关税, 转口输美的商品将征收40%的关税; 而泰国、墨西哥等国家同样面临着30%或以上的税率, 在这些地区建设产能的企业关税压力陡增。



图表48：2018年后美国进口来源地逐渐转移



来源：国际货币基金组织，国金证券研究所整理

图表49：美国主要贸易伙伴面临关税情况

国家/地区	关税税率	备注
中国	30%	仍在谈判中，暂定8月1日起提高24%
越南	20%	7月9日生效，转口出口商品税率40%
泰国	36%	
日本	25%	
印度尼西亚	32%	
韩国	25%	8月1日生效
墨西哥	30%	
欧盟	30%	

来源：美国白宫、新华社等，国金证券研究所整理

关税风波催化进程，出海路径跃迁是历史必然。本轮美国加征关税虽直接冲击中国出口，对中国消费品企业而言，无论目的地为何，单纯依赖低成本所形成的价格弹性已触及天花板，向“性能-价格比”优异的中端定位、乃至高溢价的高端定位升级才是终极归宿。

3.3. 商业模式：摆脱单纯制造业逻辑，满足更高层级需求

3.3.1. 情绪价值：向内悦己、向外悦人与文化符号输出

在国金可选消费《情绪价值框架报告：始于情绪，终于情感，尊重时间，尊重经营》的范式下，出海赛道的情绪价值可拆分为“向内悦己-向外悦人-文化符号”三级递进，在消费出海中也同样适用。我们将沿用报告中的分类方法，找出切中不同情绪需求的消费出海赛道。

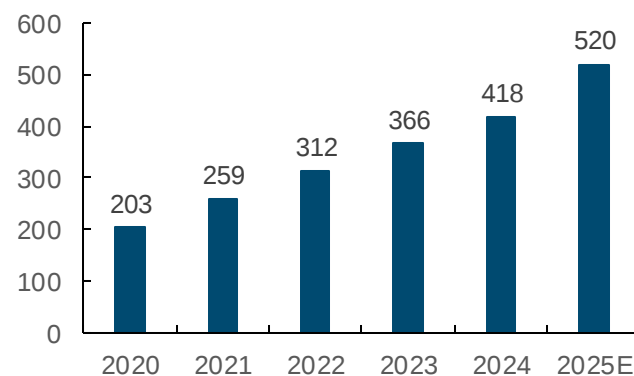
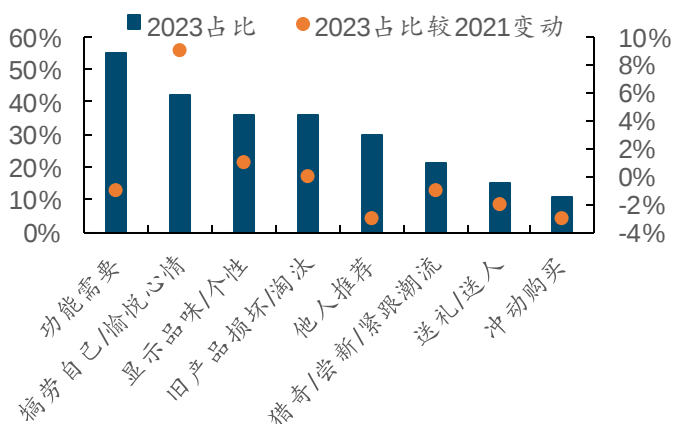
(1) 向内悦己：潮玩对自我情绪需求的满足

高压职场与后疫情焦虑的双重挤压，使Z世代将消费视为即时可得的“精神镇痛剂”。根据小红书发布的《后疫情消费心理调研报告》，当前除产品品质外，消费者最注重商品中的情绪价值，2023年因“犒劳/愉悦自己”而消费的意愿较2021年提升9pct。

潮玩赛道切中新消费群体的需求转变趋势，其崛起折射出Z世代对精神满足的追求。盲盒机制提供可控的惊喜阈值，随着文化赋能深化、科技融合加速以及全球化布局拓展，潮玩正构筑起连接传统与现代、本土与全球的独特文化桥梁，持续释放巨大的商业潜能与社会价值。据中商产业研究院数据显示，预计2025年全球潮玩市场规模将达到520亿美元，5年CAGR达到20.7%。

图表50：2023年产品购买原因（左轴）及变化（右轴）

图表51：2020-2025全球潮玩市场规模预测（亿美元）



来源：小红书，国金证券研究所整理

来源：中商产业研究院，国金证券研究所整理

泡泡玛特：从“区域试水”到“全球共振”，兑现海外第二成长曲线

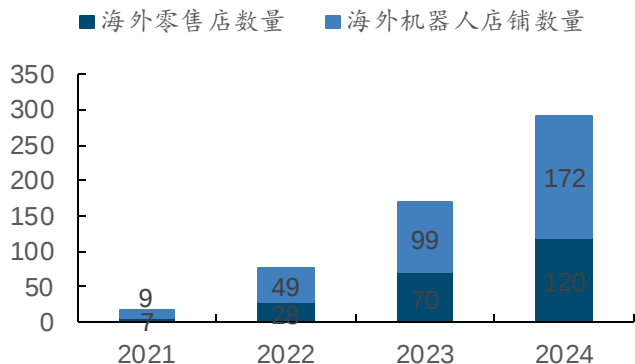
海外门店网络扩张。泡泡玛特2022年仅28家，2024年已跃升至130家，覆盖东南亚及欧美核心商圈。定价端，海外溢价逻辑清晰，泰国产品售价平均比国内高5%-10%。海外



联名新品定价显著高于国内，如叛桃系列盲盒美国售价 17.99 美元（约 130 元），较国内 79 元溢价超 39%。叠加限量款、联名款策略，与海外 IP 爆款产品的成功，2024 年海外单店年收入接近 2500 万元，约为国内门店 2.5X-3.0X。

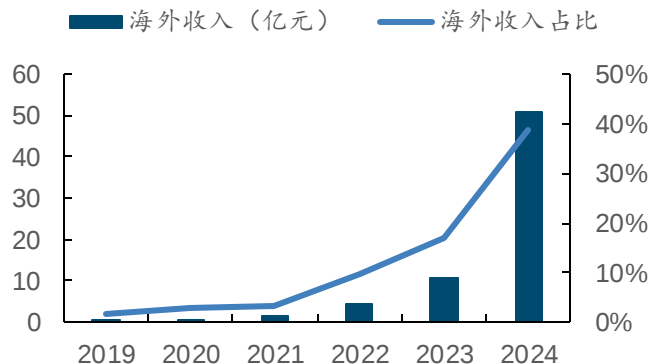
资本市场以估值兑现成长。泡泡玛特股价在 2022 年海外业务开始发力时的历史低点 10.3 元上涨至三年后的 250 元左右，市盈率由约 14X 上升至 2025 年 7 月的约 100X（TTM）。

图表52：泡泡玛特海外门店数量



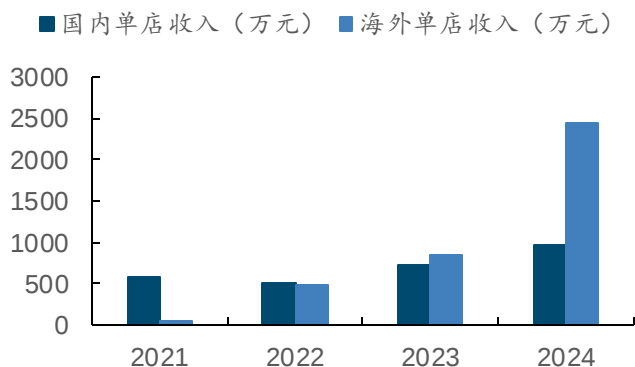
来源：泡泡玛特公告，国金证券研究所整理

图表53：泡泡玛特海外收入占比加速上升



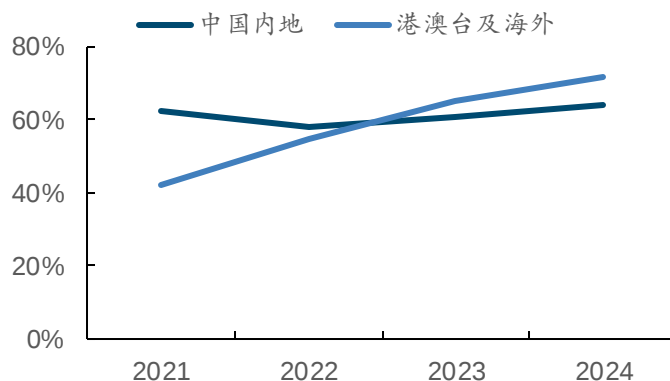
来源：iFind，国金证券研究所整理

图表54：国内 VS 海外店效（单店收入）对比



来源：泡泡玛特公告，国金证券研究所整理

图表55：泡泡玛特海外毛利率高于国内



来源：iFind，国金证券研究所整理

IP 矩阵的梯级渗透：从国际大 IP 到自有 IP、本地化 IP 设计。首阶段泡泡玛特在开拓东南亚市场初期，为解决文化折扣问题，绑定与迪士尼、漫威及三丽鸥等 IP 合作，以“大版权+自有 IP”组合包降低获客成本，快速完成用户教育。次阶段以 Labubu、Molly 等独家艺术家 IP 承接流量转化，形成差异化留存。终局阶段签约本土艺术家，实时捕捉审美偏好，定制产品开发。例如与泰国艺术家合作推出的 CRYBABY 系列，传递“释放情绪、接纳脆弱”的理念，深度契合东南亚地区文化精神内核，成为泰国的国民 IP。美国，消费者反响热烈的 Peach Riot 由美国的艺术家创作，系列象征自由与个性，与北美青年对自由、反叛的追求契合，反响热烈。

门店核心地段选址与明星助力形成品牌宣传矩阵，满足消费者多层次需求。

- 选址层面，泡泡玛特锁定异域符号建筑，打造新奇购物体验。2023 年 5 月，海外首家古堡主题店巴拿山乐园古堡主题店在越南岘港盛大开业；9 月曼谷 Central World 首店落地，开业当日排起千人长队，单日销售破 200 万元；12 月台北核心商圈西门町五层独栋建筑启幕，首日入账 1140 万新台币（约 254 万人民币）。2024 年品牌势能跃迁，向欧洲拓展，7 月卢浮宫 Carrousel 店揭幕，距倒金字塔入口仅数步之遥，成为首个进驻卢浮宫的中国潮玩品牌。
- 流量宣传方面，泡泡玛特邀请顶流明星代言，借力粉丝经济杠杆。BLACKPINK 成员 Lisa 在 Instagram 晒出 Labubu 盲盒、泰国官方授予 Labubu “神奇泰国体验官”称号，并在曼谷机场举办盛大欢迎仪式，为公司出海之路加速提供催化。

得益于其 IP 的强话题性以及社媒宣传，潮玩产品也不止于满足向内悦己的精神慰藉，而是成为了更多的精神共鸣载体，从而被赋予了更多社交价值。潮玩产品也被越来越多的年



轻人作为礼物相送，产生社交裂变效果。

图表56：泡泡玛特 CRYBABY 系列



来源：泡泡玛特官网，国金证券研究所整理

图表57：泡泡玛特越南古堡主题店

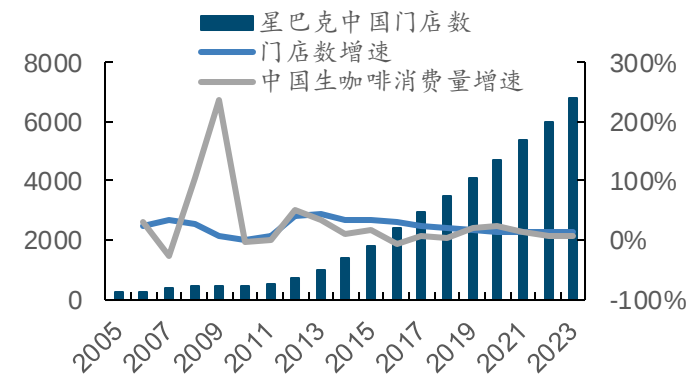


来源：央广网，国金证券研究所整理

(2) 向外悦人：奢侈品定位彰显个人身份，满足社交需求

星巴克以“第三空间”叙事切入高势能商圈，用空间设计而非杯量定价，将咖啡升维为身份介质。星巴克是“第三空间”概念的首创者，其门店被打造为区别于家庭和工作场所的社交空间。同时星巴克的门店设计注重营造舒适、开放的氛围。例如，太古里西南旗舰店以双层阁楼+独立吧台重构社交动线，宠物友好及手语门店进一步细分客群，通过场景颗粒度放大情绪价值，完成从功能需求到身份认同的跃迁。2005-2023 年门店数由 209 家扩张至 6804 家，CAGR 为 21.3%，验证其“品牌先于品类”的引领效应。

图表58：星巴克门店增速长期高于咖啡消费增速



来源：艾瑞咨询、美国农业部，国金证券研究所整理

图表59：星巴克向绿工坊



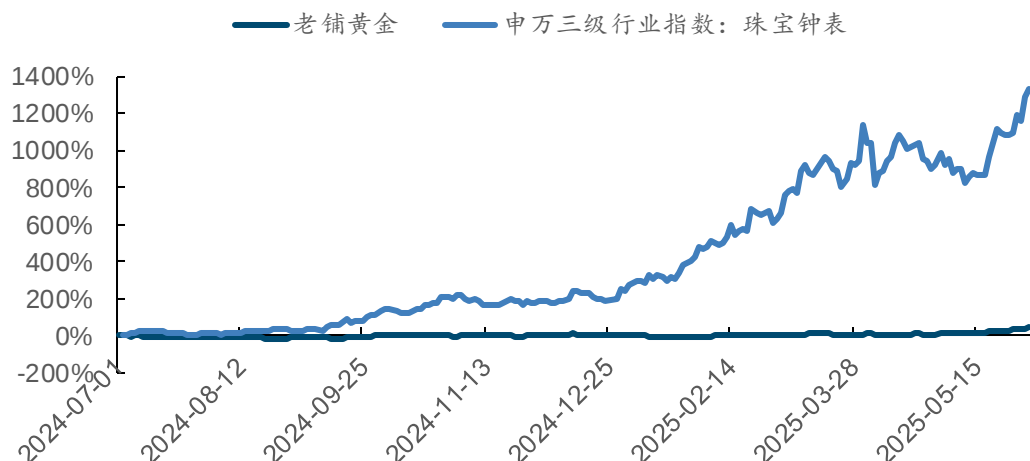
来源：星巴克官网，国金证券研究所整理

老铺黄金：东方高珠叙事补位全球奢侈黄金断层

以老铺黄金为代表的黄金珠宝品牌正在快速崛起，填补高端奢侈品空白。中国品牌长期缺席向外悦人奢侈品话语，老铺凭“中式礼制+足金奢材”稀缺性，成为高端珠宝品牌龙头。在金价急升压制行业β，老铺以奢侈品定位切割出α行情，2024 年逆势交出高增答卷，股价屡创新高。其本质为社交货币属性对黄金商品属性的升维定价，并具备将内地高势能模型向文化同源的东南亚复制的潜在杠杆。



图表60：老铺黄金上市以来累计收益率显著高于行业指数



来源：海关总署，国金证券研究所整理

老铺黄金的需求黏性源自“高阶社交货币”心智。从情绪价值的角度来看，老铺黄金与香奈儿、爱马仕等奢侈品类似，具备彰显品位与阶层、向外社交的特性。这一定位由较为高端的商圈入驻与较为高端的定价推动：

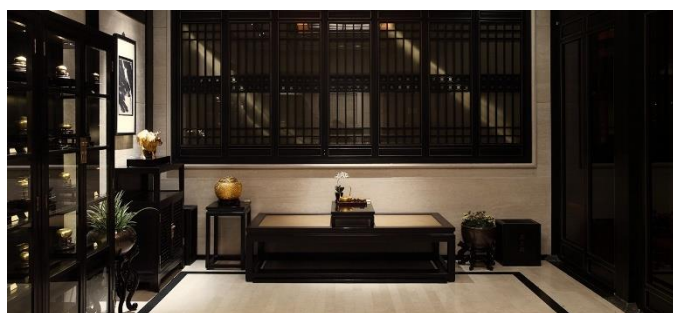
- 场域杠杆：锚定“次顶级商圈”。老铺聚焦国内一线、新一线及核心二线城市的 SKP、德基、太古汇等高势能 mall，新加坡首店亦落位乌节路奢侈品集群，以地理围合策略快速植入“奢金”认知。
- 价格杠杆：坚持一口价+高频提价。老铺黄金以一口价产品为主，相较于克重产品会有较大的溢价。在金价 β 之外叠加品牌 α ，将消费属性升维为投资和收藏属性，进一步强化社交排他性。

高端心智的根源在于独特的产品设计：

- 老铺黄金产品设计独特，且具备文化属性，如 2025 年春节前后推出推出六眼天珠、九眼天珠系列产品，将春节生肖等元素融入至产品之中，增强了产品的文化属性，更易于高端消费者心中产生增量价值。
- 老铺黄金产品做工优良，在审美、生活方式、品牌认同等维度筑牢竞争壁垒。

图表61：老铺黄金塑造门店内部独特品牌氛围

图表62：天珠系列产品图



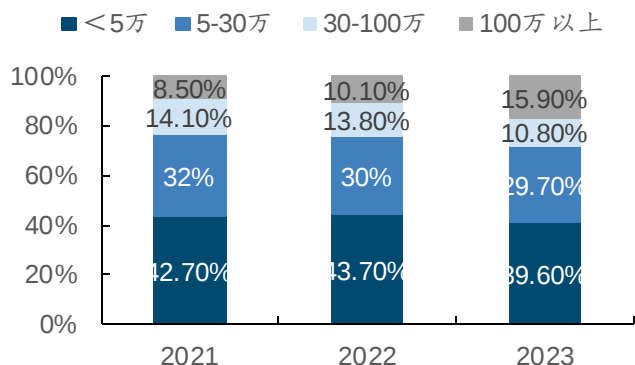
来源：老铺黄金官网，国金证券研究所整理

来源：老铺黄金公众号，国金证券研究所整理

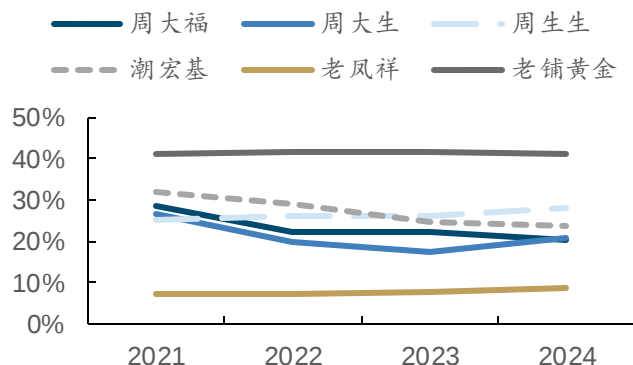
落实到经营情况和报表端，直观表现在于忠诚客户数量和质量齐升以及高毛利率水平。2023 年单年消费 30 万元以上会员占比不足 1%，撬动 26.7% 销售额，高端用户的忠实度远超中低端客户。老铺黄金会员数量同步提升，2024 年会员池扩至约 35 万人，忠实客户贡献营收占比达 96%。老铺黄金一口价策略叠加年均 2-3 次有序调价，既放大社交溢价又固化“保值”认知，推动毛利率稳居行业峰值。



图表63：老铺黄金忠诚会员贡献营收占比



图表64：老铺黄金毛利率同业领先



来源：老铺黄金招股书，国金证券研究所整理

来源：iFind，国金证券研究所整理

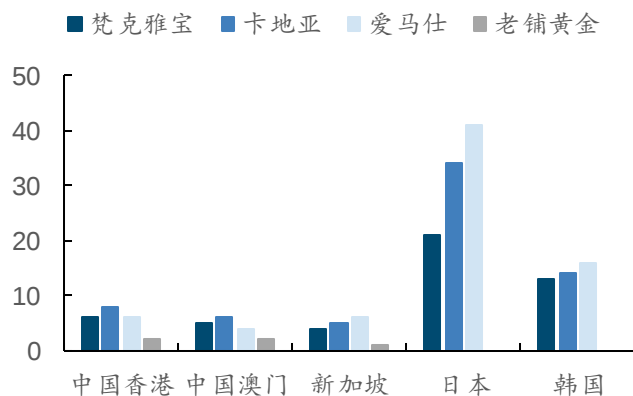
港澳旗舰延续良好表现，单店能效逼近内地天花板。截止最新，港澳门店4家，其中2024年3月启用的香港旗舰店建面逾1000平米，创品牌单体面积纪录。2024年港澳店均收入2.13亿元，与内地店均收入峰值2.39亿元仅差2600万元，考虑到香港两店年中才开业，年化口径下店效已隐有反超之势。

新加坡将为老铺黄金出国第一站，首店业已开业。新加坡店于6月21日在滨海湾金沙酒店正式开业，因新加坡高消费能力、与国内相似的语言及风俗环境，市场潜力巨大。此外，日本兼具文化审美同频与奢侈品消费纵深，或为品牌全球化纵深扩张的下一站锚点。

图表65：老铺黄金新加坡店



图表66：老铺黄金境外市场门店空间广阔



来源：小红书评测，国金证券研究所整理

来源：各品牌官网，国金证券研究所整理

(3) 文化符号：茶饮与品牌服饰蕴含的中国文化

可口可乐与美国文化深度绑定，打造行业内世界第一的品牌价值。可口可乐作为全球最大的软饮品牌，其品牌形象在海外拓展中与美国文化深度绑定。当下中国消费品牌出海，核心命题正是“由理性商品跃迁为非理性符号”。我们拆解可口可乐品牌形象的建立过程，复盘可口可乐百年符号化路径，为本土品牌提供可复用的范式。

品牌与美国宗教和饮食文化进行绑定。1931年可口可乐借《星期六晚邮报》首刊弗雷德·密甄插画，将红衣高胖老人定格为全球圣诞视觉锚点。该形象随美文化外溢，重塑多国对西方宗教节日的集体记忆。此后，品牌以广告把可乐锚定热狗、汉堡、薯条，完成“美式正餐”味觉-符号双绑定，使功能饮料升维文化图腾。

二战时期，可口可乐借美军全球部署完成渠道裂变。1939年可口可乐的海外销售只有5家海外装瓶工厂，1945年激增至64家。艾森豪威尔总司令特批“每兵每半年6瓶”的军需配额，使前线成为最强分销网络。当二战硝烟终于散去时约500万瓶可乐被美军消耗，而“自由-胜利-快乐”的美国叙事随瓶身植入各国心智；可口可乐凭国家实力背书、叠加饱和广告曝光，完成从商品到文化符号的跃迁。



图表67：可口可乐广告中的经典圣诞老人形象



来源：中欧商业评论，国金证券研究所整理

图表68：二战时期可口可乐与美国大兵的形象绑定



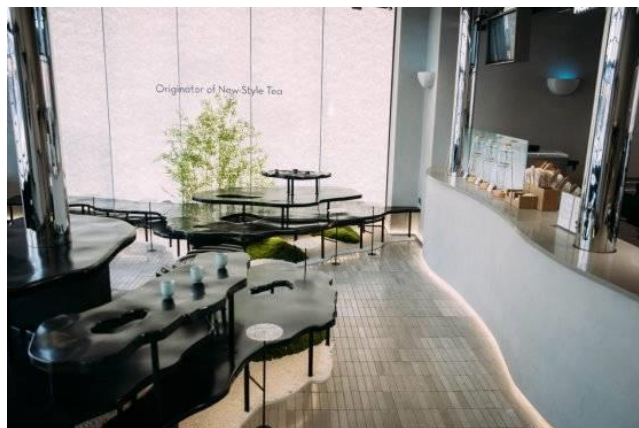
来源：界面新闻，国金证券研究所整理

随着国家实力的不断提升，中国文化正越来越多地被全世界所看到和认可，中国品牌乘此东风占领海外消费者心智。

茶饮赛道正被中国企业锻造成“文化出海”的情绪价值范式。截至 2024 年底，喜茶已在新加坡、英国、加拿大、澳大利亚、马来西亚、美国布局逾 70 家海外门店，以“在地叙事×东方茶魂”双线并置。例如，伦敦 New Oxford ST 店，毗邻大英博物馆，墨韵游园与茶道仪轨；纽约曼哈顿 Herald Square 店以“墨韵金香，闲庭饮茶”为主题，将曼哈顿街景折叠进中式庭院，完成传统静谧与都市节奏的场景对冲。

传统文化符号被系统性转译为当代品牌语言，进而撬动 Z 世代的文化身份认同。李宁 2018 纽约时装周“悟道”系列以汉字 LOGO 叠印道教意象，引爆社媒裂变，四周内股价抬升 20%，随后“少不入川”等续作持续夯实东方美学心智。

图表69：喜茶伦敦 New Oxford ST 店



来源：消费日报，国金证券研究所整理

图表70：李宁纽约时装周“悟道”系列



来源：央广网，国金证券研究所整理

3.3.2. 功能价值：技术优势争夺市场，获取溢价

(1) 硬件技术：中国引领扫地机器人技术发展，蚕食美国市场份额

国家科技崛起：硬实力背书重塑全球消费者认知。中国在 5G、人工智能、高端制造等领域的国际领先地位，世界知识产权组织 (WIPO) 数据显示，2024 年中国 PCT 国际专利申请量达到 70160 件，同比增长 0.9%。部分中国品牌已成为科技代名词，为产品拓展溢价空间。

以扫地机器人为例，石头科技、科沃斯等中国品牌凭借技术优势接过技术话语权，成为行业龙头。扫地机起源于海外，但在中国完成了技术升级与规模化生产，其发展可分为三个阶段。

- 第一阶段，功能奠基，海外龙头主导。1996 年伊莱克斯 Trilobite 以超声波避障完成 0 到 1 的“可移动吸尘”验证；2002 年 iRobot 以“边刷+滚刷+吸尘口”三段式清扫结构固化机械路径，奠定扫地功能雏形。

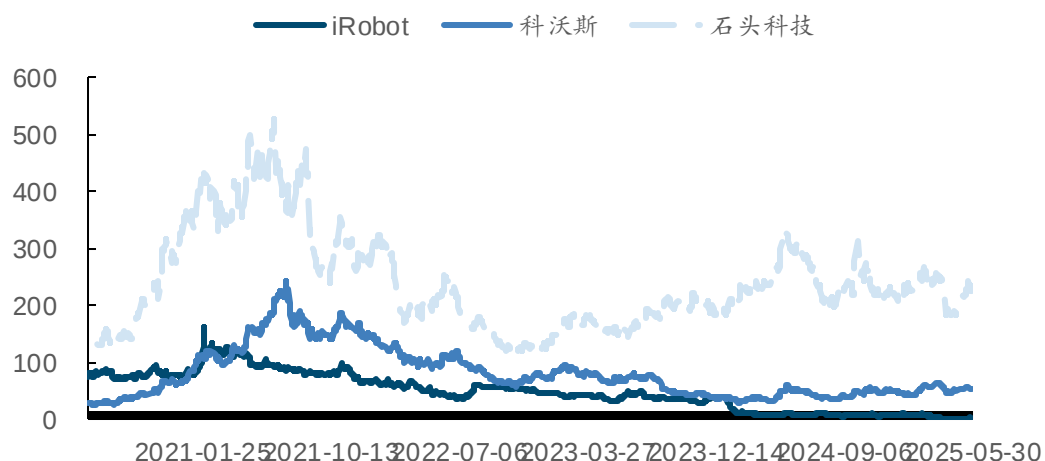


- 第二阶段，智能跃迁，中外并跑。2004 年，iRobot 灯塔定位初探路径规划；Neato、Dyson 相继推出激光/视觉雏形，方案尚处早期。2012 年 iRobot 收购 Evolution Robotics 获取 vSLAM 专利。2015 年 Roomba 980 以视觉导航+高价高规定义高端范式。2016 年石头科技为小米代工米家扫地机器人，首次以 LDS 激光导航大规模降本，确立规划式技术主流。
- 第三阶段，便捷升维，中国主导。2019 年，iRobot 推出了业内首款自集尘产品 S7+，云鲸推出首款自清洁产品 J1，行业开始进入基站时代。2021 年起，中国扫地机厂商陆续推出自动上下水、全基站、机械臂、底盘升降等产品，逐渐实现了扫地机品类的技术引领。

随着中国品牌逐渐掌握技术话语权，消费市场份额提升。2025 年 5 月，亚马逊美国站扫地机器人销量前 9 大品牌中，中国品牌占据 6 席，合计市占率超过 48%。其中，石头科技是中国品牌的领头羊，2025 年以来市占率稳定在 15%左右，仅次于美国本土品牌 iRobot 的 19%。全球来看，根据 IDC 2024 年度的全球智能扫地机器人市场统计信息，石头科技凭借 16%的出货量占比，维持全球智能扫地机器人出货量榜单的第一名。

反映到资本市场，中国品牌和美国品牌也呈现此消彼长的态势。美国本土企业 iRobot 在 2020 年后业绩和股价一路下跌，在被亚马逊收购失败后更是跌入谷底。而科沃斯和石头科技在 2021 年 6 月之前均在 1 年内实现了 280%以上的涨幅，此后虽因贸易战等原因有所回落，但反弹之后总体收益率仍然为正。

图表71：中国品牌进入美国扫地机器人市场后三家代表公司的股价变化



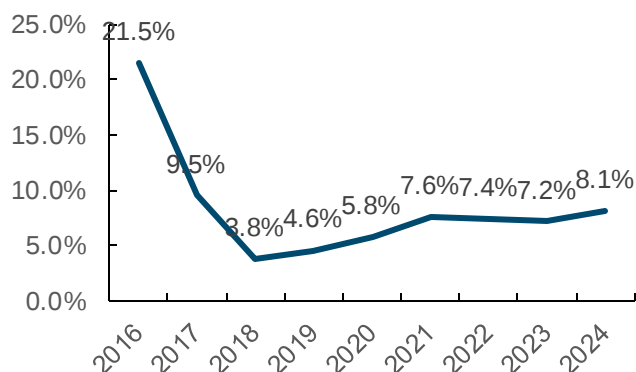
来源：iFind，国金证券研究所整理

石头科技：技术研发驱动，抢占高端市场

石头科技：高度重视技术研发。2024 年石头科技研发投入 9.71 亿元，研发费用率为 8.13%，长期高于行业内传统白电巨头以及可比公司。持续的技术投入为其产品创新提供了坚实保障，使产品在感知层、决策层和执行层都积累了技术优势，例如自研激光雷达与 AI 视觉模组相结合，能够更准确高效地感知周围环境，并优化路径规划和避障功能。此外，石头科技还为产品配备了智能集尘、智能自清洁等功能，进一步提升了产品的实用性。凭借技术优势和极强产品力，其产品在北美市场的高端价位段（800 美元以上）占据了 57%的份额，显示出其在高端市场的竞争力。

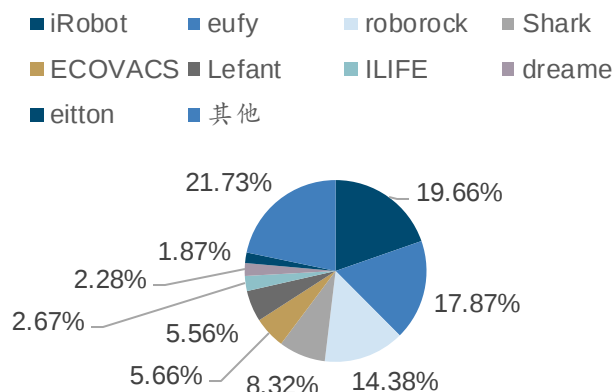


图表72：石头科技研发费用率



来源：iFind，国金证券研究所整理

图表73：2025年5月美亚扫地机器人前9大品牌



来源：sorftime，国金证券研究所整理

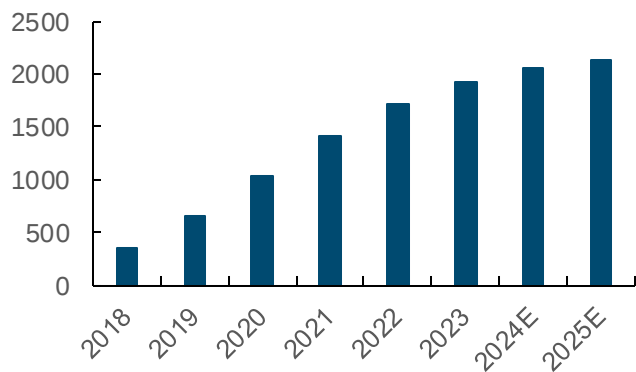
(2) 软件技术：短视频模式输出开拓海外市场

除硬科技以外，另一条依靠功能价值出海的路径在于软件技术与模式输出。以短视频平台为例，TikTok 在全球范围内推广短视频文化，影响了各国用户的习惯，成为一种全球性的流行媒介形式。TikTok 将国内抖音的个性化推荐算法复制到海外市场，通过 AI 技术分析用户行为，精准推荐用户感兴趣的内容。同时为用户提供简单易用的短视频创作工具，降低了内容创作的门槛，鼓励用户创作高质量的内容。

在具体推广上，TikTok 将国内抖音成功的“标签挑战赛”模式复制到海外市场。例如，在美国与著名主持人吉米·法伦（Jimmy Fallon）合作发起“#TumbleweedChallenge”，通过名人效应和互动性内容吸引了大量用户参与，推动了用户增长。

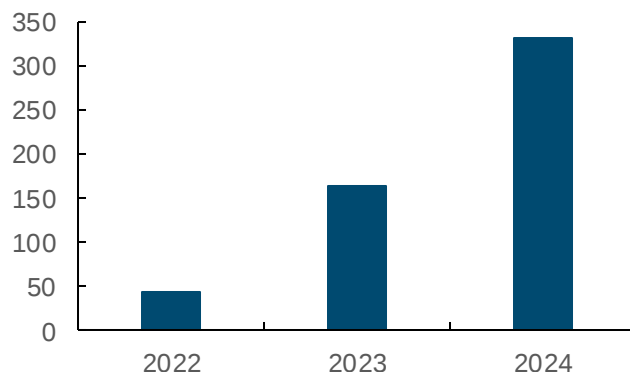
在电商领域，TikTok 将国内的电商模式复制到海外市场，推出了 TikTok Shop 小店模式。小店模式包括跨境店、本土店和全托管模式，支持商家通过 TikTok 平台直接销售商品，在海外市场开创了短视频电商的先河。

图表74：Tiktok 海外注册用户数量变化（百万）



来源：Statistic，国金证券研究所整理

图表75：TikTok 海外电商 GMV（亿美元）



来源：36 氪、Momentum Works，国金证券研究所整理

3.3.3. 代工企业转型：研发驱动或客户绑定，取得产业链内话语权

在代工外贸蓬勃发展的 1.0 时代，家电、纺织领域中涌现出了大批企业充分利用时代机遇，成长为了各自领域的国际龙头，撑起了中国企业出海的 1.0 时代。

回顾代工龙头企业的成长之路，我们可以总结出他们的“三重跃迁”逻辑：

- 1) 生存层：通过规模化与成本控制获取订单。代工行业本质是效率竞争，企业通过“规模效应+产业链控制”压缩成本，形成成本优势。若仅依赖单一加工环节，极易被成本更低的后来者替代；唯有掌控上游材料或核心部件，才能建立长期壁垒。
- 2) 进化层：借力客户与技术建立壁垒。大客户既是收入保障，也是技术升级的导师，代工企业可以通过合作反哺自身能力，甚至通过技术优势争夺话语权。绑定大客户不仅限于被动接单，还能够通过技术沉淀将客户需求转化为自身“know-how”，逐步掌握



产业链话语权。

- 3) 突破层：向品牌或解决方案服务商转型。OBM（自主品牌）是利润倍增器，但需以代工积累的技术与资金为基础。在自主品牌建设中，要注意巨额投入和代工客户订单减少的风险。因此要避免与原客户的直接竞争，同时先以代工利润反哺品牌试错，而非 All in 转型。

图表76：代工龙头的三重跃迁逻辑



来源：国金证券研究所整理

(1) 研发驱动型代工，掌握产业链话语权

申洲国际：研发制造纵向一体化，缔造代工行业龙头地位

纺服代工领域的申洲国际经过 30 余年的发展，其已经成长为全球纵向一体化针织制造龙头，客户包括优衣库、耐克、阿迪、彪马、露露乐蒙、拉夫劳伦、安踏等国内外大牌，股价也由上市时的 2.7 港币涨至 2021 年最高值的 207 港币，涨幅超过 7500%。

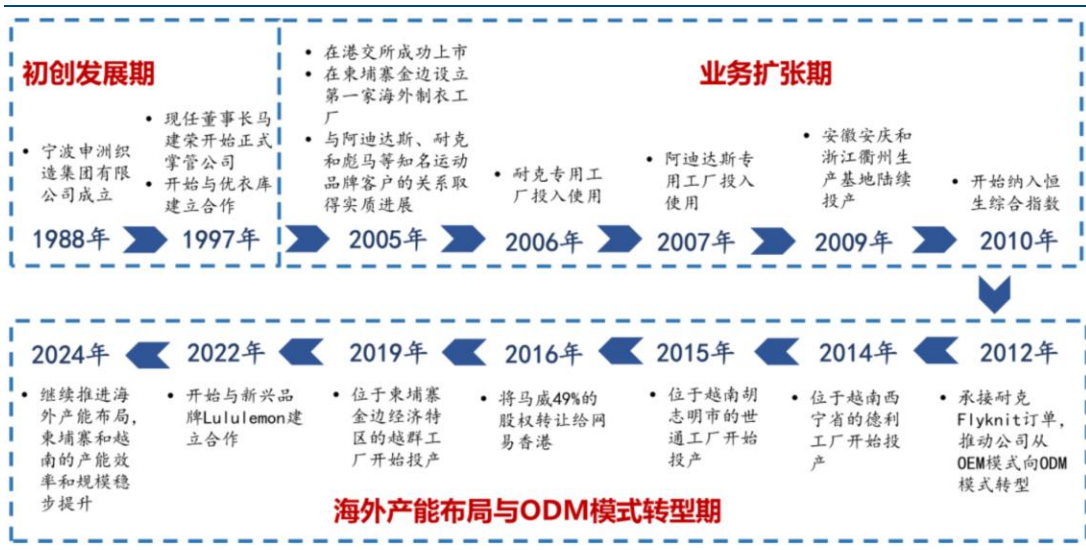
凭借研发制造一体化，牢牢掌握产业链话语权，盈利能力反超甲方。申洲国际通过垂直一体化的生产模式，将面料研发、织布、染整、裁剪、缝制等环节集中在同一工业园区，实现了高效的协同运作。这种模式不仅减少了生产环节间的沟通成本，还提升了面料使用率 and 产品良品率。2024 年申洲国际实现毛利率 28.1%，净利润率 21.8%。

高度重视技术创新和面料研发，投入大量资源用于研发高附加值产品。例如，其为耐克生产的 Flyknit 鞋面和与优衣库合作开发的功能性面料 Airism，不仅提升了产品的技术含量，还增强了与客户的深度绑定。通过面料研发，申洲国际从传统的 OEM 模式成功转型为 ODM 模式，提升了在产业链中的地位。

多元海外工厂布局控制成本，分散风险。公司目前中国/越南/柬埔寨产能占比分别为 47%/27%/26%，海外产能布局享有税收及劳动力成本优势。公司凭借多元优势在生产端拥有较强的规模效应，盈利水平领跑行业。



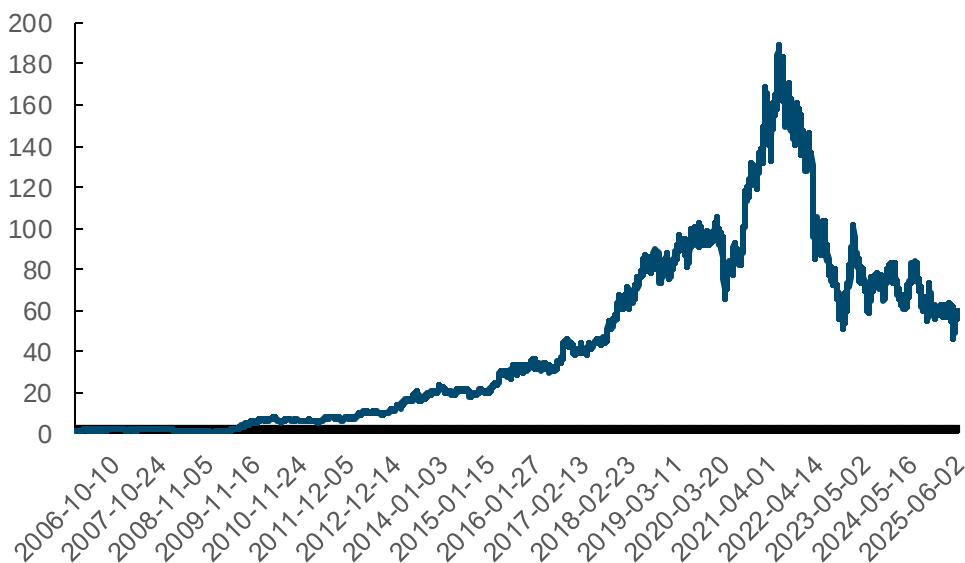
图表77：一体化+ODM 生产模式助力长期成长



来源：国金报告《申洲国际：全球针织成衣龙头，关税不改核心优势》、iFind，国金证券研究所整理

映射至市值维度，申洲国际以 15 年百倍涨幅书写代工传奇。在 2021 年达到历史峰值的 204 港币之前，其股价除受 2020 年疫情影响外，未有过较大回撤。申洲国际短期股价可能受大客户业绩表现和库存影响，但支撑其股价穿越周期长期上涨的是技术壁垒、效率极限、以及全球化成本管控的三重护城河。

图表78：申洲国际股价（港币）



来源：公司公告、iFind，国金证券研究所整理

思摩尔国际：以技术供给为核心，助力客户实现市场突破。

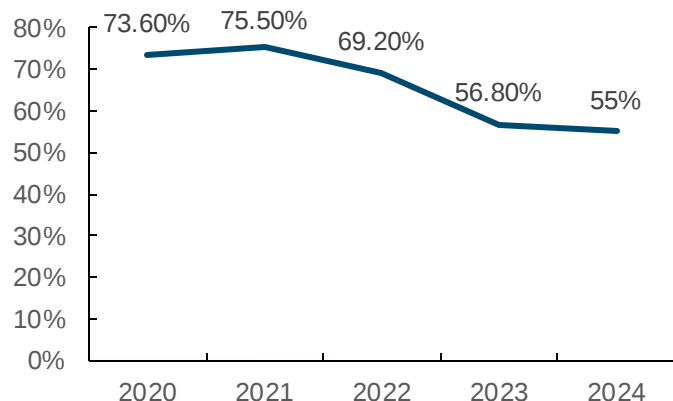
思摩尔持续保持高研发投入，研发体系完善高效。公司近年来研发投入不断加码，2024 年研发费用为 15.7 亿元，同比增长 6%。2022 年以来公司营收增速有所放缓，管理层依旧坚持高研发投入铸就高产品壁垒的战略方针，2024 年研发费用率为 13.3%。截止 2024 年底，公司已构建起包括海内外在内的多个基础研究院、技术中心、技术产业化中心和专项研究中心在内的完整研发体系，为保证核心产品领先优势打下坚实基础。

专利数持续增加，铸就核心品类技术领先优势。思摩尔为应对全球扩张的需要，持续构建覆盖全球的专利保护体系，不断强化针对核心技术的专利壁垒。思摩尔专利涵盖温控、发热体、防漏液、储液四大技术类型，专利技术主要分布在发热体技术、电子技术、结构相关技术和产品外观方面。截止 2024 年底，公司在全球累计申请专利 9253 件，其中发明专利 4760 件。

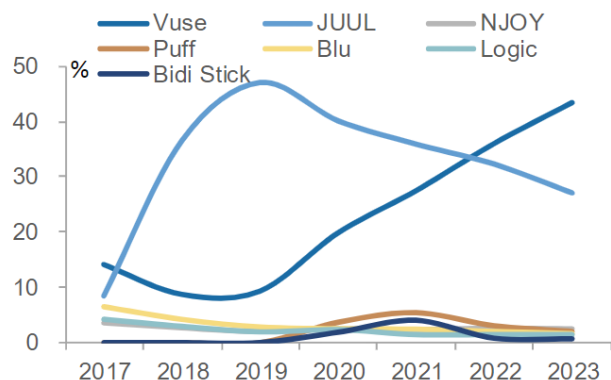


思摩尔以优异的产品性能，助力核心客户市占率持续提升，双方合作进一步巩固。思摩尔前五大客户均为国内外知名烟草企业，2024年前五大客户营收为64.89亿元，占比55.0%，其中第一大客户销售额占比40.1%。依托思摩尔代工产品的优异产品力，2019至2023年英美烟草在美国雾化电子烟市场的市占率由9.3%提升至43.3%，已超越JUUL成为美国雾化电子烟第一大品牌商。在此背景下，思摩尔与英美烟草等大客户合作关系进一步巩固。

图表79：公司营收主要来自前五大客户



图表80：公司主要客户在美国市占率不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所整理

来源：国金报告：《思摩尔国际（06969）：全球政策逆风期结束，雾化科技平台迎接新成长》，国金证券研究所整理

（2）客户深度绑定型代工，供应链与产能优势筑牢合作壁垒

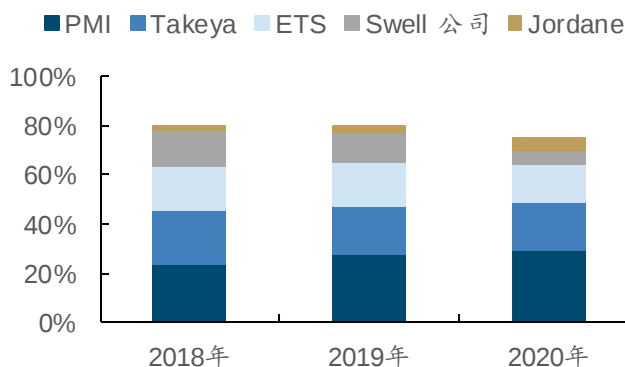
嘉益股份：绑定优质客户，打造双赢格局

大客户战略：资源聚焦与深度绑定。嘉益长期坚持大客户战略，将有限的产能和资源精准配置于优质客户和高价值订单。嘉益客户结构较为集中，前五大客户收入占比多年维持高位，2024年达到96.16%，其中第一大客户贡献收入的占比不断提高。

核心大客户实力强劲。欧美品牌保温杯在产业链中具有较高的利润加价率，其代工厂的利润率也因此更为突出。在2025年3月美国亚马逊销量前十的保温杯品牌中，公司代工业务覆盖了多个头部品牌，包括斯坦利（Stanley）、Owala、YETI以及Hydro Flask。此外，公司还与美国时尚保温杯品牌S'well、TAKEYA等大客户保持着紧密合作。公司充分受益于大客户品牌溢价能力和市场拓展能力，进一步提升自身的市场份额和盈利能力。

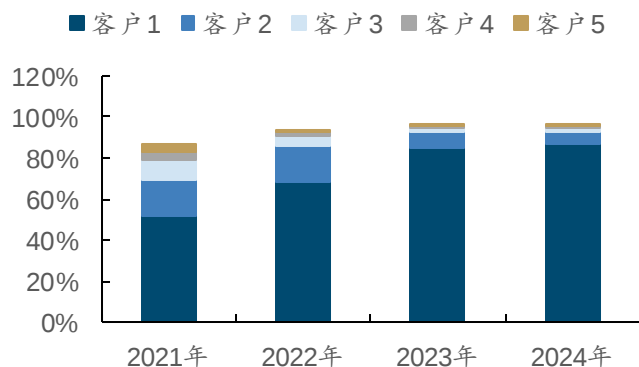
大客户绑定的双赢格局：规模效应与成本优化。不同品牌、不同产品的杯形、材质和技术难点存在显著差异，代工厂往往需要为每个产品单独立开流水线或新建厂房。只有在长期稳定且订单量大的代工合作中，品牌方才能通过规模采购实现成本最优化。嘉益作为国际知名品牌的优质供应商，通过强大的供应链整合能力和精益生产模式，帮助品牌方实现了成本控制与效率提升，进而与品牌方形成了互利共赢的良性循环。

图表81：2018-2020年前五大客户收入占比



数据来源：嘉益公告、iFind，国金证券研究所

图表82：2021-2024年前五大客户收入占比



数据来源：嘉益公告、iFind，国金证券研究所


图表83：公司覆盖多层次、不同类型的客户

价格定位	客户名称	公司简洁及差异化
高端	PMI	Stanley、Alladin、星巴克北美地区水杯类产品独家经营权
	Takeya	同名品牌 Takeya 专注运动水平，Lululemon 全球唯一杯壶类供应商
	ETS	高品质的定制化水杯，旗下品牌 H ₂ Go 专注环保水杯
	S' well	“老牌”时尚保温杯，旗下品牌 S' well 和 S' ip
	Owala	小容量（24-32oz）产品，目前北美增速最高的杯壶品牌
中端	MiiR	12 盎司小杯形，以“设计驱动”和“公益导向”为核心
	Eco Vessel	设计师品牌，终端品牌
	Bufferflask	南美洲中端品牌

数据来源：嘉益官网，国金证券研究所

4. 消费出海α分析框架——从五个维度看企业出海

在前文中运用三维投资魔方分析了高β的出海赛道，接下来将运用5维个股分析框架寻找在高增长和存量成熟赛道中的高α公司。总结提炼日本和中国消费企业出海成功案例，可以发现**天时、地利、人和、品强、牌立**5个要素不可或缺。

（1）天时：进入目标国市场的时机。外来企业进入时机通常选在目标市场供给端或需求端发生较大变化时。供给端的变化可能在于本土企业陷入困境或在某一方面落后于行业前沿，当地龙头企业市占率下降或本土企业研发支出长期低于行业平均；需求端的变化在于市场规模的快速增长或终端客户的情绪转变。

任天堂选准美国本土游戏机企业雅达利崩溃和民众娱乐需求高涨的时机，使其游戏主机和掌机都大获成功，创造出史诗级IP“超级马里奥”。

（2）地利：有利的市场环境。企业出海第一站通常选在邻国市场，相似的价值取向和文化以及较短的地理距离可以降低企业运营和市场教育成本。

泡泡玛特出海首选日韩以及东南亚，相似的文化根脉使得市场理解和消费者需求洞察更加容易，打造出爆款IP的概率更高，试错成本也更低。

（3）人和：本地化运营。因地制宜是每个出海企业成功的关键所在，也许底层逻辑或者商业模式可以在不同市场间复用，但产品细节必须根据市场特点进行特异化打造，管理团队也必须要本地人的参与，才能在目标市场获得更高的接受和认可度。

例如中国家电出海龙头企业海尔智家在欧洲，针对天气多雨潮湿的特点，推出了大容量除菌干衣机。在印度，海尔根据用户的素食文化特点，创新推出不弯腰的冰箱。在日本，海尔针对人均居住面积较小的情况，推出了3门超窄冰箱、宽度仅50厘米的前开门式冷柜等精致轻薄型产品。

（4）品强：产品力。产品力是品牌出海摆脱价格战陷阱，实现品牌价值升级的关键抓手，本质是在供给端打造差异性，深挖护城河。

大疆以产品力获取专业人士的认可，频繁参与制作和入镜好莱坞电影和热播美剧。同时科技测评博主以视频的形式直观且令人震撼地在社交媒体上展现大疆无人机产品力。在2017、2019以及2020年，美国对其进行了三次加关税制裁，但大疆直接通过涨价进行应对，由于其产品优势足够明显，市场份额不减反增。

（5）牌立：品牌定位。品牌是一个直接面向终端消费者企业的立身之本，在出海过程中，应尽可能保持自身的高端品牌形象以获得溢价，避免自降身价。

例如星巴克通过其“第三空间”理念和门店选址装修带来的高端形象为消费者提供咖啡以外的情绪价值，也支撑了它在中国市场普遍高于其他饮品的定价。



图表84：消费出海五维度图示

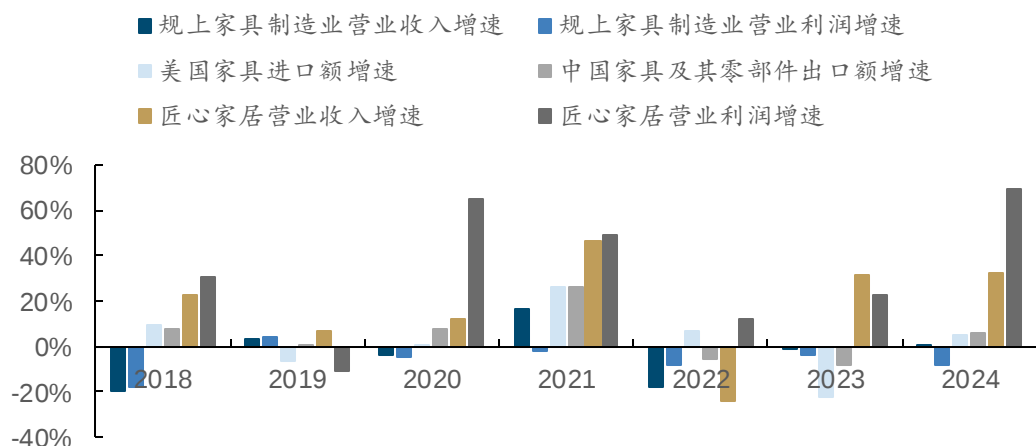
	天时	地利	人和	品强	牌立
含义	正确的发展时机	合适的市场	本土化运营	强大产品力	深入人心的品牌
匠心家居	及时在海外布置产能，风波之中保持稳定供应	美国是全球最大高端家居市场，市场空间广阔	海外员工超7成，搭建本土化销售与客服团队	研发费用领先行业，专利储备丰富	自有品牌发展迅速，原有客户资源助力增长
蜜雪冰城	及时转移发展重心，率先抢占国外蓝海市场	东南亚气候炎热，现制茶饮渗透率低，大有可为	产品适配本地，依托本地加盟商运营	依托国内成熟供应链打造高性价比产品	平价亲民形象深入人心，雪王IP风靡东南亚

来源：国金证券研究所整理

4.1. 匠心家居：成熟赛道中的异军突起者

业绩穿越周期，α显著表现。美国的功能沙发和智能家居市场是一个高度成熟、竞争激烈的红海市场。La-Z-Boy、Ashley Furniture 等众多本土和进口品牌盘踞多年。2018-2024年，匠心家居在疫情、贸易战等系统性风险干扰下，业绩增速整体优于规模以上家具制造业，也整体优于美国家具市场规模以及进口规模增速，展现出公司穿越周期的独特成长性。

图表85：匠心家居业绩表现穿越周期



来源：iFind、匠心家居公告，国金证券研究所整理

- 1) 天时：及时布局海外产能，供应链危机下稳定性凸显。匠心家居越南生产基地于 2019 年下半年建成投产，在疫情以及近期中美贸易战之前将大部分产能转移至海外，展现了强大的韧性和交付能力，赢得了对供应链稳定性要求极高的美国大客户的深度信任和依赖，目前公司 84.01% 的产品自越南出口。
- 2) 地利：锚定增长核心市场，避免精力分散。美国是全球最大的单一高端家居消费市场，对功能化、智能化、品质化的家居产品接受度高，支付能力强。在智能家居方面，美国市场渗透率在全球位列第二，仅次于英国。

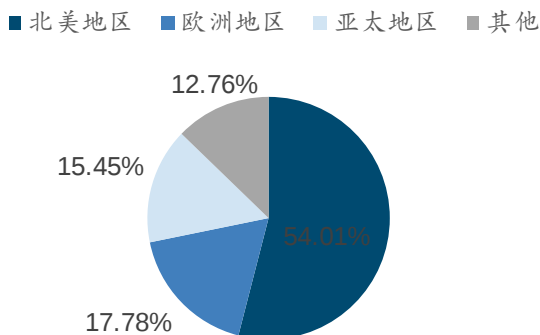
功能沙发领域，美国存量市场领先全球，后续结构升级有望带来扩容。美国功能沙发消费成熟度全球领先，体现在销售规模、市场渗透率均处于较高水平，2020 年北美功能沙发市场规模占全球的 54.01%。2023 年美国功能沙发市场规模约 131 亿美元，同比下滑 6.7%，2019-2023 年期间复合增速约为 2.6%。展望后续，虽然美国功能沙发渗透率已较高，但智能化趋势依然确定，后续产品结构升级或仍有望驱动行业进一步扩容。

智能电动床领域，产品推广相对早期，未来扩张可期。智能电动床相比于功能沙发出现时间较晚，早期主要用于护理功能，使用群体为行动不便的中老年人群。北美智能电动床市场发展同样领先全球，2020 年市场规模占全球的 44.3%。2023 年美国智能电动床市场规模约 27.8 亿美元，同比增长 10.6%，2019-2023 年复合增速约为 16.4%。由于智能电动床尚处于产品推广初期，规模较小但增速更高，外部不利因素也并未影



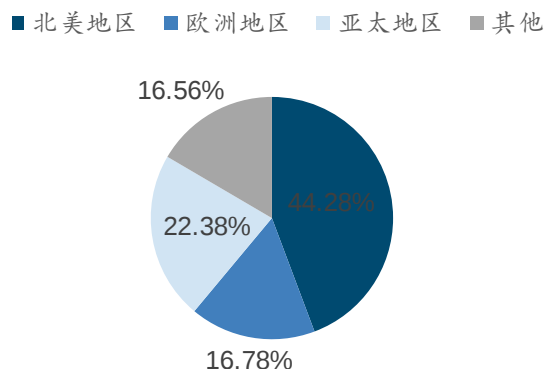
响品类规模持续扩张。

图表86：2020 年全球功能沙发市场分布



数据来源：匠心家居招股书，国金证券研究所

图表87：2020 年全球智能电动床市场分布



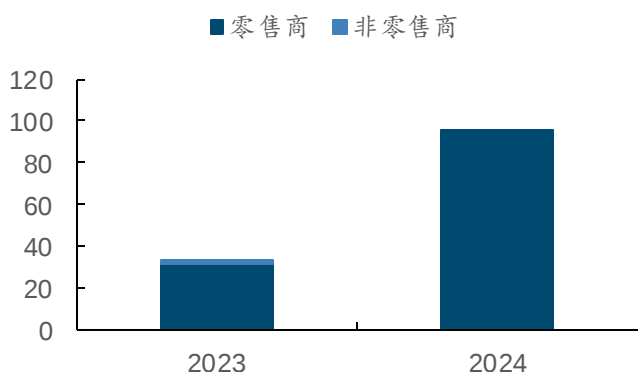
数据来源：匠心家居招股书，国金证券研究所

- 3) 人和：深度本地化运营与人才战略。截至 2023 年 3 月底，公司海外员工数量的占比达到 69.08%，公司在美国家具集中生产地密西西比州建立了专门的售后服务中心，组织本土化客服团队处理客户反馈，并储备了用于售后服务的配件及材料，收到客户反馈后 24 小时内即可。

存量客户合作紧密，增量客户质量俱优。2024 年 1-12 月，公司前 10 大客户全部来自美国市场，其中 70%为零售商客户。公司前 10 大客户中，除一家外，其余九家客户的采购金额均实现增长，增幅范围为 4.28%到 217.54%不等。在新客户拓展方面，2024 年公司共新增客户 96 家，全部为美国零售商客户，其中 14 家入选《Furniture Today》于 2024 年 5 月 27 日发布的“全美前 100 位家具零售商”榜单，客户结构进一步优化，渠道资源持续增强。同时，由于对于客户关系的重视和投入，公司不少新客户的拓展是通过老客带新客的方式来进行，这也为公司节约了大量的营销费用。

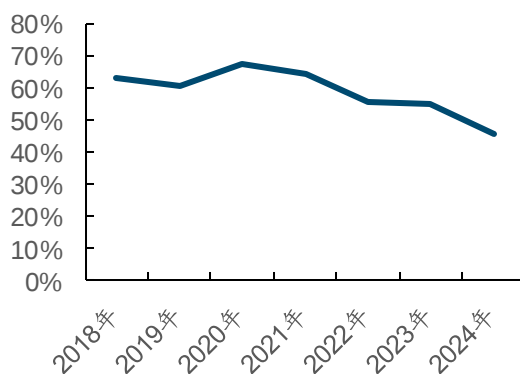
2019-2024 年前五大客户收入占比平均为 58.3%，2024 年继续达到 45.5%，虽然由于公司业绩的快速增长和新客户的开拓，相对比例有所下降，但绝对值由 10.5 亿元增长到 11.6 亿元，保持稳定增长。依托较优产品质量及服务，与头部客户长久且稳定的合作关系，是公司智能家居销量能保持韧性并持续增长的关键。

图表88：近两年新增客户数量



数据来源：匠心家居公告，国金证券研究所

图表89：2018-2024 年前五大客户收入占比



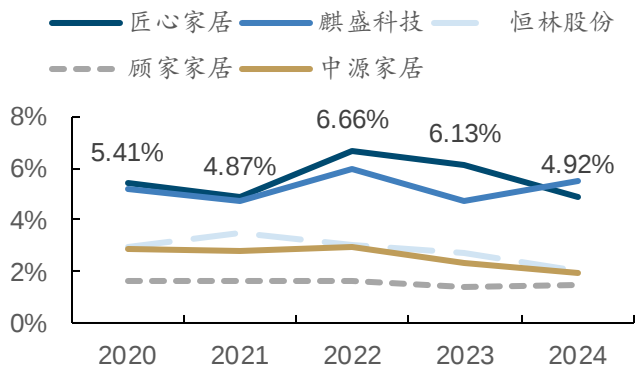
数据来源：匠心家居公告，国金证券研究所

- 4) 品强：重视研发投入，满足消费者对舒适性的需求。匠心 2015 年进军智能家居之初即以自主设计、开发产品打开美国市场，对比同行业可比公司，匠心研发费用率位列前茅，2024 年研发费用率约 4.9%，近五年平均 5.6%，位于行业前列。在具体产品设计上，匠心尤其注重产品质量和客户体验，不断融入更多智能化功能。例如在智能电动沙发产品上增加了零重力结构、USB 充电口、防夹装置、隐藏杯架等功能，满足消费者的痛点需求。
- 5) 牌立：升级原有渠道，孵化自主品牌。2023 年匠心开始加速孵化自主品牌，推出高端 Moto Living 系列公司不断自我革新以提升品牌形象。2023 年 1 月匠心提出了全新的



Logo 和广告语“Fashion.Forward.Furniture”，打造更年轻、活力、亲近消费者的品牌形象，并于 2023 年 7 月在拉斯维加斯展会上首次使用。截至 2024 年一季度，Moto Living 收到的订单体量已经达到千万美元级别。自主品牌渠道拓展方面，2022 年匠心开始着手联合零售客户共同打造店中店模式，依托公司广泛的客户资源，升级自主品牌渠道、加快自主品牌的形象塑造，截至 2024 年底，公司已在美国主要零售商店内建成超过 150 个中小型“店中店”品牌展示区。

图表90：可比公司研发费用率对比



图表91：2023 年 4 月推出 Moto Living 品牌



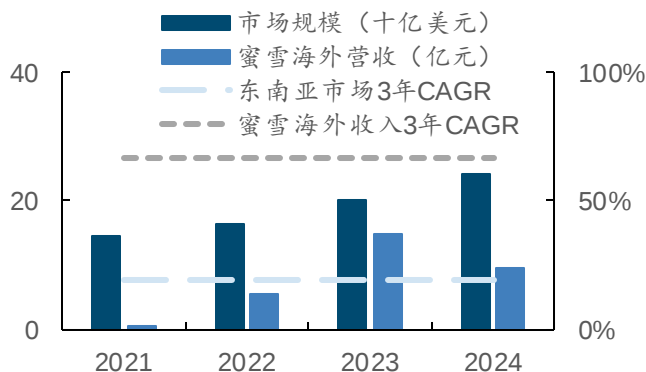
来源：iFind，国金证券研究所整理

来源：匠心家居公告，国金证券研究所整理

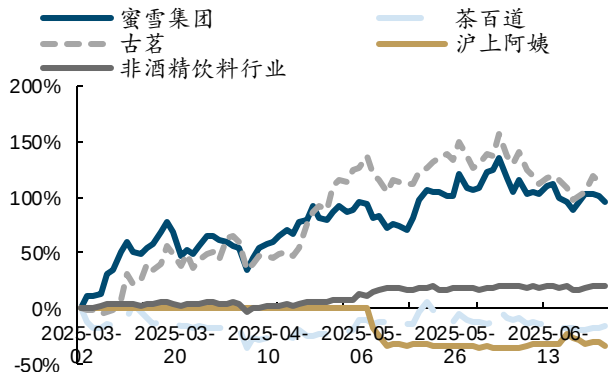
4.2. 蜜雪冰城：新茶饮赛道中的出海领军者

蜜雪冰城引领先茶饮出海，已成为东南亚市场排名第一的现制茶饮品牌。据公司 2024 年财报，蜜雪冰城海外门店数达 4895 家，海外收入近三年复合增长率达 66.8%，高于东南亚现制饮品市场规模同期 19% 的复合增长率。按照 2023 年底的门店数量及 2023 年的饮品出杯量计，蜜雪冰城已成为东南亚市场排名第一的现制茶饮品牌。赛道高β景气度叠加公司独特优势的高α共同支撑起业绩和股价双重高增。

图表92：蜜雪海外收入与市场规模增速比较



图表93：蜜雪冰城与同业股价比较



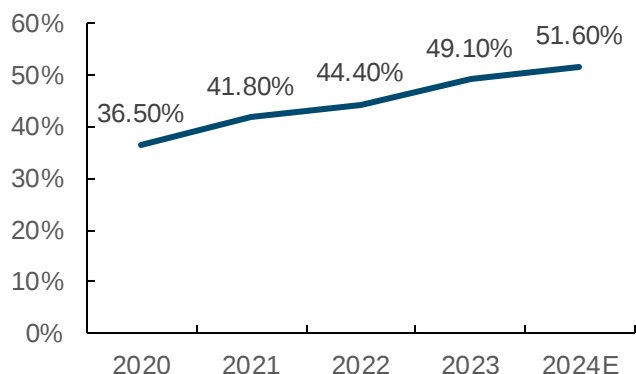
来源：蜜雪集团招股书，蜜雪集团公告，国金证券研究所整理（公司 2024 年海外收入为前 3 季度数据，CAGR 也据此计算）

来源：iFind，国金证券研究所整理

- 1) 天时：精准把握扩张窗口期，利用国内成熟体系快速复制。蜜雪冰城在国内市场饱和度和见顶之前，率先布局东南亚市场，成为了浪潮引领者而非追随者。2018 年蜜雪冰城在越南河内开出首家海外门店，开启了出海之路。2020 后，中国茶饮市场连锁化率快速提升，预计 2024 年已超过 50%，而蜜雪冰城海外门店数量在 2022 年左右实现爆发式增长，在另一片广阔市场实现突破。

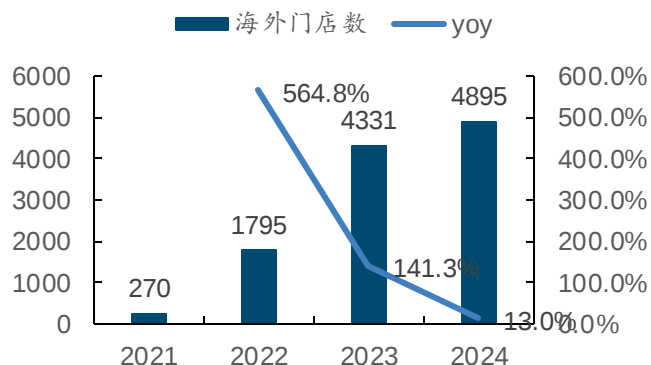


图表94：中国茶饮行业连锁化率趋势图



来源：中商产业研究院，国金证券研究所整理

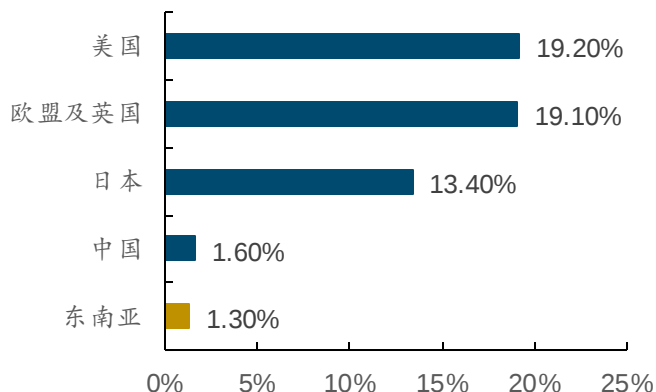
图表95：蜜雪冰城海外门店数量变化



来源：iFind，国金证券研究所整理

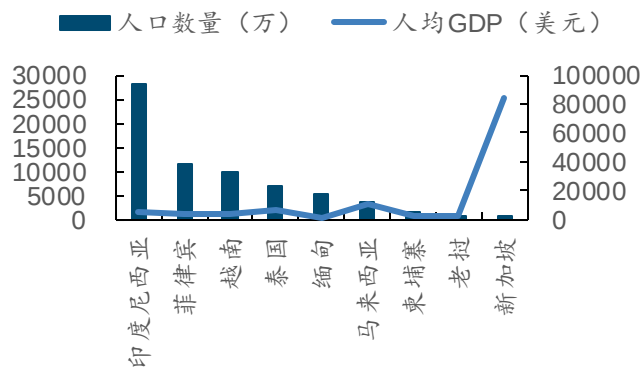
- 2) 地利：聚焦成长空间巨大的下沉市场。东南亚气候炎热，全年气温接近 30℃，现制饮品需求量大，根据灼识咨询，23 年东南亚人均现制饮品饮用量 16 杯/年、占饮用水分摄入量 1.3%，低于中国的 1.6%和发达国家的 10%-20%，均有提升空间。同时东南亚具备庞大且年轻的消费群体，除新加坡外人均 GDP 均低于中国，欠发达的经济情况符合品牌的下沉市场定位。

图表96：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入百分比



来源：蜜雪集团招股书，国金证券研究所整理

图表97：东南亚人口基数大，经济相对欠发达



来源：iFind，国金证券研究所整理

- 3) 人和：高效适配与加盟模式驱动。据招股书显示，公司计划将使用募集资金在东南亚建设一个多功能供应链中心，以实现水果、小料等食材的本地生产。同时，公司已在东南亚的 4 个国家建立本地化仓储体系，拥有 7 个自主运营仓、总面积约 6.9 万平方米，并建立专属配送网络，覆盖了 4 个海外国家的超 560 个城市。在运营模式方面，蜜雪冰城在国内已实证的加盟管理基础上，采取了适合当地市场特点的加盟商筛选、培训等措施。
- 4) 品强：高效供应链支撑的极致性价比。蜜雪冰城拥有业内最大规模的高度数字化端到端供应链体系，是国内现制饮品行业中少数实现加盟商的饮品食材、包材及设备 100% 从品牌方采购的品牌。原料采购方面，就同类型、同品质的奶粉而言，蜜雪冰城 2023 年采购成本较同行业平均分别低约 10%及 20%以上。强大的供应链优势使得蜜雪冰城在海外仍能保持性价比优势。菜单显示，当地蜜雪冰城蛋筒冰淇淋定价为 8 千印尼盾（约 3.8 元人民币），珍珠奶茶等产品价格均在 2 万印尼盾（约 10 元人民币）以内。
- 5) 牌立：标志性“雪王”IP 与平价亲民形象的心智占领。蜜雪冰城着力打造高质平价以及“甜蜜与爱”的品牌文化，同时推出辨识度极高的吉祥物“雪王”，制作了大量音视频用于宣传，使品牌形象深入人心。在海外市场，蜜雪冰城也充分利用「雪王」IP 因地制宜推出丰富的营销活动，使我们的品牌在东南亚地区受到广泛欢迎及快速传播。截至招股书发行之日，有关「蜜雪冰城印度尼西亚」(#mixueindonesia)的话题在 TikTok 上的累计曝光量约为 25 亿次。蜜雪冰城及雪王的大火甚至引来了模仿者，印尼 Ai-CHA、MOMOYO 等品牌均推出了类似风格的产品、吉祥物以及宣传海报。



图表98：印尼蜜雪冰城菜单



图表99：Ai-CHA、MOMOYO 与蜜雪有较高相似度



来源：观察网，国金证券研究所整理

来源：bukalegal，国金证券研究所整理

附录中国消费出海股票池

图表100：中国消费出海股票池

证券代码	公司名称	所属行业	地域			模式			定位			预计营收增速			预计净利润增速		
			欧美	东南亚	中东非洲	平台	品牌	供应链	高端溢价	性价比	低价战略	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9992.HK	泡泡玛特	轻工	√	√			√		√	√		76.9%	35.4%	29.5%	61.8%	64.8%	30.3%
9896.HK	名创优品	轻工	√	√			√			√		19.4%	19.3%	21.1%	-7.6%	27.3%	28.0%
2097.HK	蜜雪集团	社服		√			√	√			√	25.2%	14.9%	13.0%	24.0%	17.1%	14.5%
6990.HK	科伦博泰生物-B	医药	√					√		√		-12.2%	33.1%	63.5%	-73.6%	43.8%	271.5%
9926.HK	康方生物	医药	√					√		√		64.0%	55.0%	42.6%	87.5%	961.1%	177.4%
301381.SZ	赛维时代	轻工	√				√			√		28.0%	28.0%	28.2%	17.2%	34.3%	30.6%
301376.SZ	致欧科技	轻工	√				√			√		20.3%	23.6%	21.5%	22.4%	36.7%	26.9%
301061.SZ	匠心家居	轻工	√				√		√			22.3%	20.9%	20.3%	15.5%	17.6%	19.1%
1585.HK	雅迪控股	轻工	√	√			√			√		35.6%	12.7%	8.7%	136.9%	13.3%	14.3%
603661.SH	恒林股份	轻工	√									1.2%	9.4%	11.1%	54.0%	22.0%	14.0%
300729.SZ	乐歌股份	轻工	√				√	√	√			23.1%	17.4%	13.8%	14.6%	13.0%	20.0%
6969.HK	思摩尔国际	轻工	√					√	√			10.8%	23.8%	20.5%	-4.7%	97.3%	40.8%
603129.SH	春风动力	轻工	√				√		√			29.9%	21.8%	20.8%	21.9%	23.1%	20.2%
6181.HK	老铺黄金	纺织		√			√		√			98.9%	47.4%	34.4%	114.0%	47.1%	33.3%
300979.SZ	华利集团	纺织	√	√				√		√		14.8%	14.0%	14.0%	15.3%	14.7%	14.2%
2313.HK	申洲国际	纺织	√	√				√		√		10.9%	11.3%	11.4%	5.8%	11.8%	11.6%
1070.HK	TCL电子	家电	√	√			√	√	√	√		15.7%	12.4%	10.4%	15.2%	12.9%	12.2%
688169.SH	石头科技	家电	√	√			√		√			36.9%	24.6%	22.5%	3.6%	21.8%	22.0%
688775.SH	影石创新	家电	√				√		√			57.7%	40.7%	32.5%	12.1%	31.3%	21.2%

来源：Wind（数据截至 2025 年 7 月 10 日），国金证券研究所整理

注：股票池中表的均处于国金覆盖期以内，未给出未来三年完整盈利预测的，使用 Wind 一致预期



风险提示

(1) 出海时机选择错误：参考沃尔玛因未能准确把握发展时机，无法复制成功经验。沃尔玛作为首批进入中国的外资零售企业，自 1999 年开立深圳首店后深耕线下供应链。然而，2011 年后中国移动电商爆发，线下商超面临着线上电商冲击和客流量减少问题。沃尔玛中国曾向总部递交线上化方案，被以“门店基数不足、履约成本过高”为由否决。期间沃尔玛选择控股 1 号店、增持京东等方式切入电商赛道，但战略相对保守。2016 年沃尔玛重启电商，已错过行业发展黄金阶段，电商行业的马太效应已然凸显。

(2) 未适应市场变化趋势：参考 Wish 在美国的断崖式下滑，单纯低价策略与美国消费市场趋势背道而行。Wish 2013 年进入美国市场，主打低价策略，目标用户为欧美价格敏感型群体，依赖中国供应链，通过跨境平邮降低成本。2013-2020 年期间 Wish 经历了爆发式增长，2018 年下载量超越亚马逊，成为全球下载次数最多的购物软件，销售额攀升至美国前三。但由于其低价低质定位与北美市场疫情之后的消费升级趋势相反，仅仅 2 年之后其月活用户和营收均下降近 80%，最终以 1.73 亿美元的价格被收购。

Wish 的失败在于其产品与市场需求的错位，欧美消费者（尤其是后疫情时代）对物流速度及购物体验的要求越来越高，对低价但劣质商品的容忍度降低。但 Wish 平台上山寨、伪劣商品泛滥，商品图与实物差异巨大等问题。此后，Wish 也尝试过“品质化”转型，但受制于原有用户画像和平台生态，进展艰难。

(3) 本土化运营程度不足：参考亚马逊中国，在运营和管理上均未做好本土化。亚马逊于 2004 年，通过收购卓越网进入中国市场，经过十几年的经营，2012 年至 2018 上半年亚马逊在中国市场中的份额一直在 3% 以下。最终在 2019 年 4 月，亚马逊宣布将停止为亚马逊中国网站上的第三方卖家提供服务。

首先，亚马逊没有做好本土化的工作，它沿用了美国的网站设计、商品分类、支付方式等，没有考虑到中国消费者的喜好和习惯，例如信用卡普及率较低。其次，亚马逊很少投放广告或参与促销活动，也没有与当地的合作伙伴建立良好的关系，导致了亚马逊在中国市场上缺乏知名度和竞争力。再者，亚马逊在中国的管理团队多数来自公司总部，缺少本土人才的参与。在中国市场的 15 年里，亚马逊始终没有给予中国人进入高级管理层的机会，并未真正融入中国市场。

(4) 产品力不足：参考中国燃油摩托车 90 年代败走东南亚，初期依靠低价竞争在东南亚突围，但后续产品力脱节，陷入低价低质泥潭。国内摩托车企业在进入东南亚市场时，依靠较低的成本，相对接近的地理优势，迅速推出了产品价格明显低于日系品牌价格的产品，部分同级别产品，相关价格为日系品牌的 1/4 左右，依靠较高的性价比，国产品牌迅速在东南亚站稳脚跟，市占率一度超过日系品牌，成为东南亚最主要的摩托车品牌。

然而，在经历市占率快速提升之后，国产品牌并没有聚焦于产品力升级，反而在内部展开价格竞争，相关企业盈利迅速萎缩，产品开始出现质量问题，偷工减料现象愈加明显，国产品牌逐步沦为低质低价的代名词，相关产品的生命周期远低于日系品牌，导致性价比优势不再存在。随着时间推移，日系品牌又重新占据东南亚摩托车市场。

(5) 定位错误，既有优势无法发挥：参考塔吉特进入加拿大，定位错误导致营收不及预期，财务出现困难。美国塔吉特集团 2011 年开始进入加拿大市场，首先兼并收购了加拿大本土零售商 Zellers 旗下的 220 家商店租赁权，并于 2013 年在加拿大开设第一家商店，计划一年之内开设商店 100 家到 150 家。但到 2015 年年底，塔吉特集团无力承受加拿大市场的巨额支出和连续巨额亏损，宣布关闭在加拿大的所有商店，退出加拿大市场。

塔吉特集团收购的 Zellers 门店与其定位不同，尽管收购 Zellers 门店看似让塔吉特直接进入了加拿大市场，但是这些店铺的问题颇多。最严重的问题在于，数量众多的店铺看似可以直接开展业务，但是其位置基本都在低端消费区附近，离塔吉特传统的中产阶级客户较远。这些店铺在设计上也不适合塔吉特的形象，虽然收购成本较低，但一方面 Zellers 门店的影响极大地拉低了品牌形象，另一方面将这些店铺重新装潢成塔吉特的传统形象花费了巨大的成本，加上销售增长不如预期，公司在财务上出现巨额亏损。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究