

# 宏观

证券研究报告

2024年01月27日

## 二十年的两波出海潮

过去二十年间，中国经济经历了三个阶段。为了适应经济发展，企业经历了两轮出海潮。出海不同于出口，走出去的不只是商品，还有生产能力和管理经验。

第二波出海也不同于第一波的产能转移，营收/利润最大化取代成本最小化成为企业的核心关注，如何把服务于中国市场的生产和管理经验应用于全球，从中国品牌蜕变为全球品牌，是中国企业的成年礼，也是中国经济的二次开放。

**风险提示：**逆全球化思潮抬头，中国企业出海速度不及预期，地缘政策超预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：权益赔率偏高，但胜率中性偏低——24年1-3月资产配置报告》 2024-01-26
- 《宏观报告：宏观-缘何降准》 2024-01-24
- 《宏观报告：宏观-当下需要重视什么》 2024-01-21

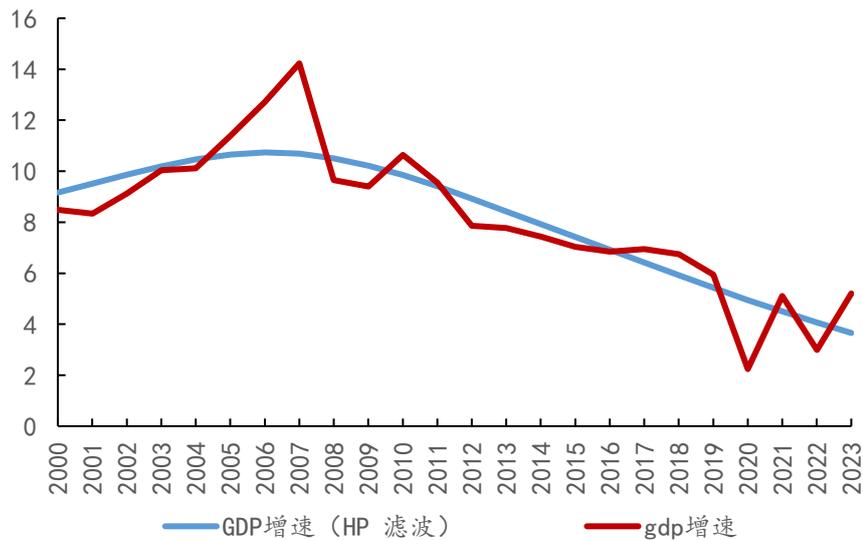
### 过去 20 年的中国经济大致可以分为三个阶段。

第一阶段是 2000 年-2007 年的高速增长期，此时依靠着全球化红利，中国快速崛起成为“世界工厂”，出口对 GDP 的贡献率一度超过 50%，GDP 增速一度超过 10%。

第二阶段是 2009 年-2016 年的中高速增长期，出口对经济拉动力减弱，以地产和基建为抓手，投资取代了外需成为国内经济增长的引擎。GDP 增速逐渐回落至 5-6% 左右。

第三阶段是 2018 年以来的“L”形减速换挡期，随着房地产迎来长周期拐点，传统的投资驱动模式逐渐失效，政策开始强调通过发挥国内超大规模市场和制造业优势来推动中国经济高质量发展。

图 1: 经济增速中枢下台阶 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 这三个阶段期间，国内先后发生了两波企业出海。

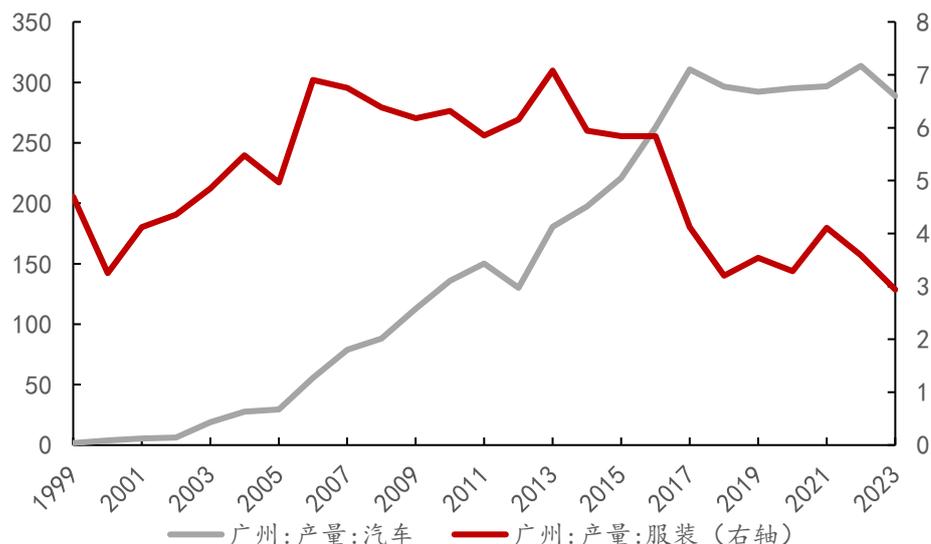
**第一波出海发生在 2008 年之后**，有一批劳动密集型产业将产能转移到越南、柬埔寨、老挝等东南亚国家，当时代表性的外迁行业有纺织服装和电子装配，**外迁的核心目的是为了追求生产成本的最小化。**

如同牧民逐草而居，二战后每一轮产业转移几乎都是劳动密集型产业追求低廉劳动力的过程。比如 60 年代劳动密集型产业从日本外迁到亚洲四小龙，90 年代从亚洲四小龙再迁到中国大陆沿海，降本增效是这类产业转移的主要驱动力。

2008 年后，随着中国东南沿海地区人力、土地等要素价格持续上行，当地的劳动密集型产业再度开始寻求新的生产地。

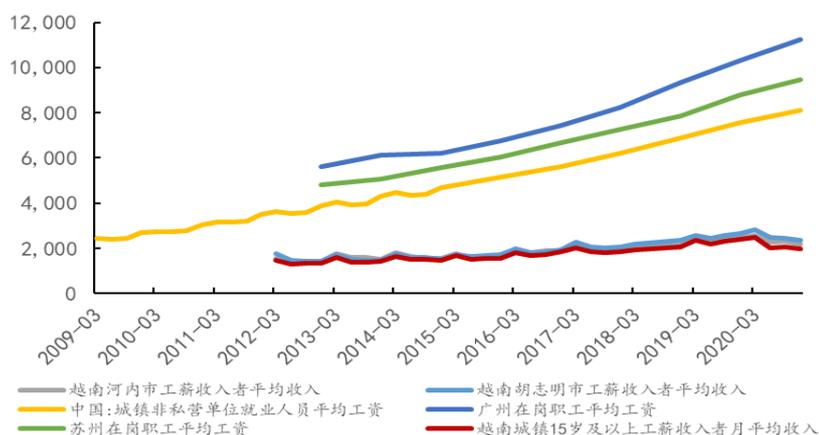
彼时对于劳动密集型的本土企业而言有两个选择，一个是往内陆迁，另一个是去周边国家。前者的优点是有熟练的工人，成熟的生产模式，但运输成本上升；后者的优点是继续沿海布局，出口的运输成本低，但需要培训工人，面临各地政府的不确定性等。

图 2: 广州从纺服等轻工业向汽车等重工业转变 (右轴单位: 亿件; 左轴单位: 万辆)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 越南劳动力成本明显低于中国 (单位: 元/月)



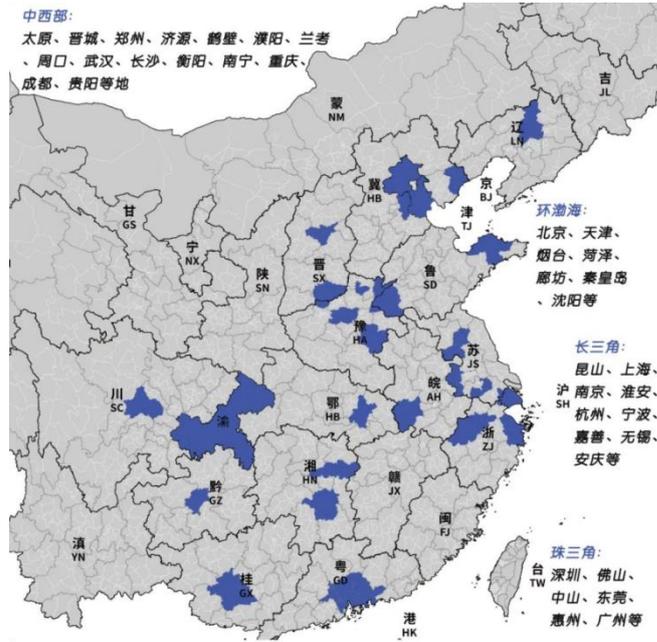
资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 越南工资使用中间价倒算)

当时内迁企业的代表是富士康。1988年富士康进军中国，2007年后富士康开始加速在中国内陆的布局。2007年、2009年、2010年、2011年、2013<sup>1</sup>年，富士康陆续在廊坊、武汉、重庆、成都、惠州、郑州、南宁、贵阳成立了产业园区，在中国大陆已经有超过40个产业园区<sup>2</sup>。

图 4: 富士康在中国大陆布局

<sup>1</sup> <https://www.foxconn.com.cn/milestone#1998>

<sup>2</sup> 富士康 ([foxconn.com.cn](http://foxconn.com.cn))

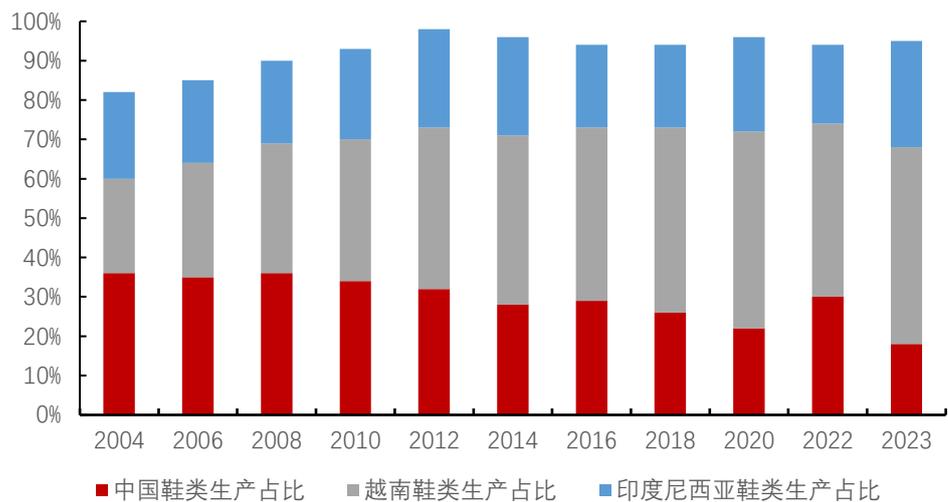


资料来源：搜狐城市<sup>3</sup>，天风证券研究所

外迁企业的代表有耐克。耐克作为跨国企业，一直在全球布局生产工厂。2004年，中国、越南、印度尼西亚分别提供了36%、24%、22%的耐克品牌鞋，中国一度是耐克最大的海外生产地。但2008年后，中国生产占比持续震荡回落，到2023年占比仅剩18%，越南生产鞋类占比已经升至50%，成为耐克最大的海外生产地。

2008年后，中国本土纺织企业也开始跟随跨国企业一起布局海外产能。比如天虹集团（全球最大的包芯棉纱企业）从2006年开始在越南建立生产基地，目前在越南拥有三大生产基地，纺纱生产规模达125万锭，占越南总生产规模的17.9%<sup>4</sup>。2013-2021年，中国的纺织行业对外投资总额达到110.8亿美元<sup>5</sup>。

图 5：耐克的产量占比分布（单位：%）



资料来源：耐克官网，天风证券研究所

图 6：部分年份中国纺织行业对外直接投资（单位：亿美元）

<sup>3</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/ac6-J-SRAa\\_OHQAnA-zGvQ](https://mp.weixin.qq.com/s/ac6-J-SRAa_OHQAnA-zGvQ)

<sup>4</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/V6tLY6Mm86zmcMEY6lYcdg>

<sup>5</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/V6tLY6Mm86zmcMEY6lYcdg>

年份	产业总计		纺织业		纺织服装、服饰业		化学纤维制造业	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
2015	14.1	47.96%	8.6	50.86%	2.5	2.83%	2.9	118.15%
2016	26.6	89.30%	19.3	124.05%	5.3	111.50%	2.0	-31.83%
2017	11.8	-55.48%	8.4	-56.52%	2.6	-50.59%	0.9	-57.60%
2018	9.8	-17.02%	5.0	-40.90%	3.8	44.30%	1.1	28.70%

资料来源：中国外汇公众号，天风证券研究所

### 中国企业的第二波出海发生在 2018 年以后。

第二波出海和第一波不同。中国企业的**第一波出海**，类似游牧民族的迁徙，本土企业跟着跨国公司把产能转移到海外，在产品质量不变的情况下，寻找成本最小化的生产方案。

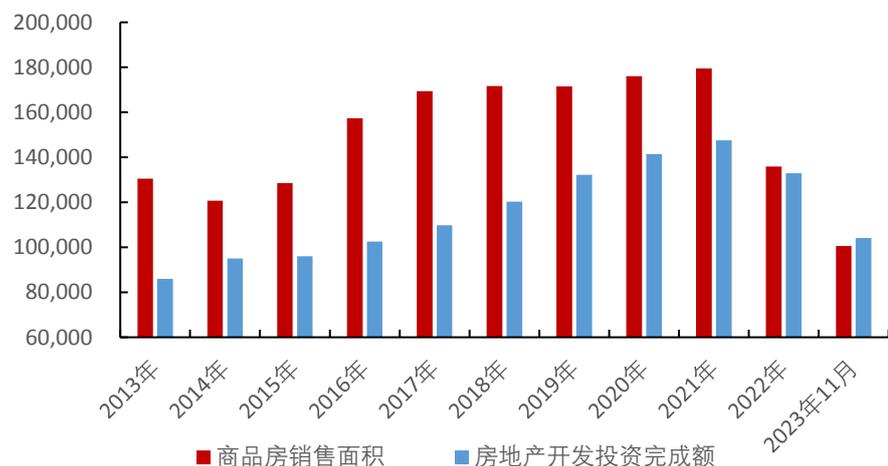
**第二波出海**的主体是具有全球竞争力的中国品牌，核心目的是开拓全球市场，寻找利润的最大化，开启了中国企业走出国门，利用当地资源，逐渐成长为全球品牌的“大航海时代”。

第一波出海始于中国经济转型之初，第二波出海已经是中国经济转型的结果，也是生产型经济体发展到一定阶段后的必然选择。

伴随着地产迎来中长期拐点，以地产为核心的经济-信用发展模式对经济的支撑快速减弱。如房地产投资、销售规模从 2021 年的 14.8 万亿元和 17.9 亿平方米下滑至 2023 年 11 月的 10.4 万亿元和 10 亿平方米。

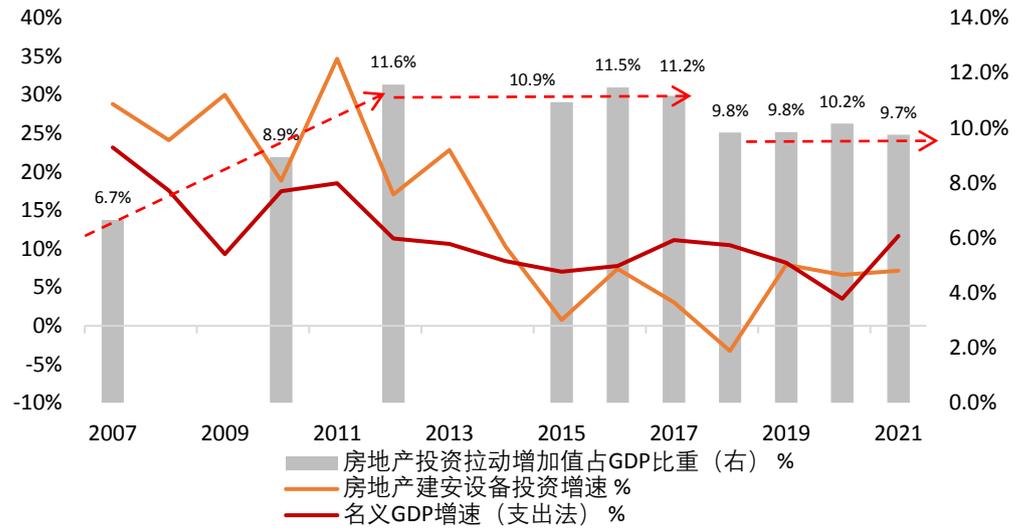
地产下行后，土地财政模式难以为继，地方政府土地出让收入从 2021 年的 8.7 万亿下滑至 2023 年 11 月的 4.2 万亿，明显制约了地方政府发力基建的能力。同时，地产销售下滑也带动居民地产相关消费支出回落，2023 年地产类商品零售额占零售额比重相比于 2020 年下滑 1.1 个百分点。

图 7：地产中枢下台阶（单位：亿元，万平方米）



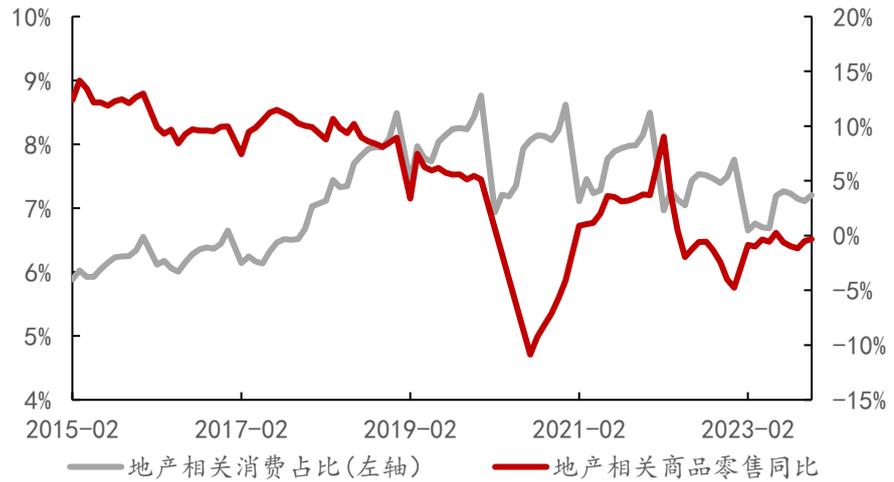
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：房地产对 GDP 的拉动下台阶（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

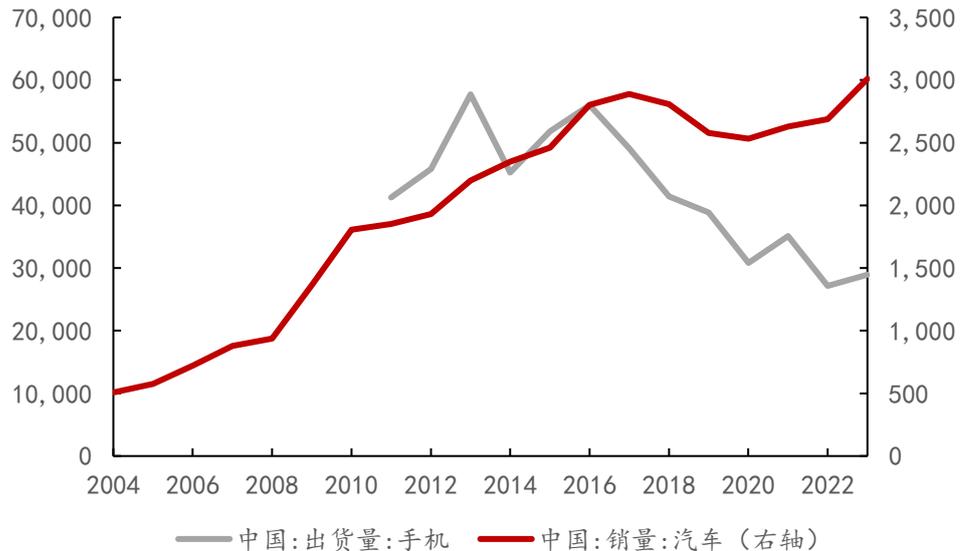
图9: 地产相关消费也在下台阶 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 为看清楚趋势, 不包含2020年上半年地产相关商品零售同比增速)

随着国内经济增速中枢下移, 国内需求放缓, 中国企业开始面临着更大的竞争压力, 企业必须思考怎么提升产品竞争力, 把商品和服务卖到更多的地方去。

图10: 汽车、手机等销量在2016年后明显迎来增速拐点 (右轴单位: 万辆; 左轴单位: 万部)



资料来源: wind, 天风证券研究所

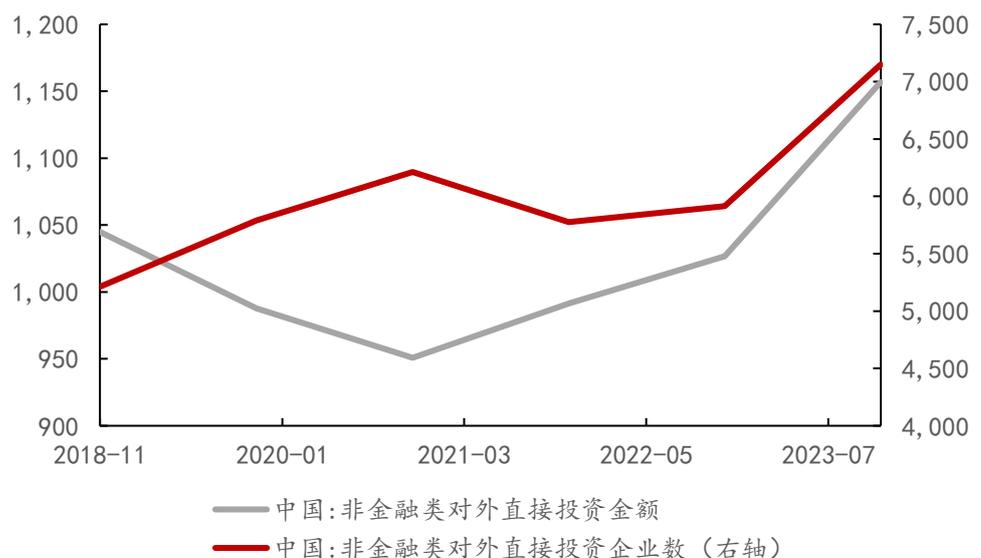
**对外出海和对内下沉，就成了这一阶段企业的共同选择。**中国市场的优势在于具有完整的供应链体系、更懂人性的商业模式以及允许不断试错的庞大消费群体。凭借着从中国市场“内卷”出来的经验，优秀的中国企业在出海和下沉时，往往能够显得更加游刃有余。

**近年来，第二波中国企业出海的步伐有所加快。**商务部《我国全行业对外直接投资简明统计》显示，2023年前11个月，中国投资者对全球154个国家/地区的7149家企业累计投资8145亿元人民币，同比增长18.4%<sup>6</sup>。

2022年，A股1300多家（有连续海外营收）<sup>7</sup>上市公司的海外营收规模为6万亿，是2013年1.7万亿的3.5倍，海外营收占上市公司总营收的比重从2013年的13.2%上升至2022年的18.2%。

2022年，商贸零售、传媒、汽车的海外业务营收占比较2013年提高了24.3、17.6和14.1个百分点，在各行业中排名最高。高增的海外营收成为了一些行业新的增长点。

图 11: 中国企业对外投资 (左轴单位: 亿美元; 右轴单位: 家)

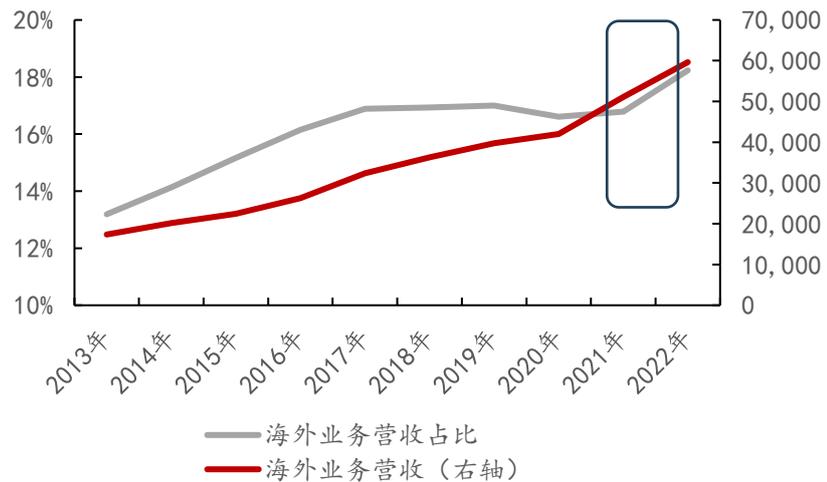


资料来源: wind, 天风证券研究所

<sup>6</sup> [2023年1-11月我国全行业对外直接投资简明统计 \(mofcom.gov.cn\)](http://mofcom.gov.cn)

<sup>7</sup> 选择自2013年以来有连续海外营收数据的1700多家样本公司进行数据统计比较

图 12：部分上市公司海外营收不断提高（右轴单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：哪些行业海外营收占比更高（单位：亿元）

	2022年海外业务营收	2022年海外营收增速	2022年营收增速	2022年海外营收占比	2022年海外营收占比相比2013年变动
电子	9126	2.0%	5.6%	55.3%	7.6%
汽车	6021	10.4%	26.4%	23.9%	14.1%
建筑装饰	5164	9.9%	13.1%	7.0%	-1.4%
家用电器	4778	-0.2%	-0.9%	36.3%	12.6%
基础化工	4332	14.8%	28.5%	29.3%	9.6%
有色金属	4247	17.7%	27.8%	20.0%	8.8%
电力设备	3872	35.7%	35.1%	21.8%	5.3%
银行	3089	0.1%	2.0%	10.4%	3.3%
机械设备	2966	-3.2%	32.2%	22.6%	5.9%
交通运输	2255	6.3%	37.7%	17.0%	-9.2%
石油石化	1798	21.1%	33.8%	18.2%	11.5%
医药生物	1774	9.3%	14.6%	16.6%	5.5%
商贸零售	1499	-7.4%	-4.4%	50.2%	24.3%
钢铁	1282	-5.6%	15.7%	6.9%	-0.1%
计算机	1208	-0.5%	9.0%	21.8%	-18.2%
通信	1063	6.0%	7.7%	28.2%	-7.5%
轻工制造	812	3.5%	16.6%	20.8%	1.6%
煤炭	699	7.5%	70.2%	8.5%	5.0%
农林牧渔	589	9.8%	17.5%	13.3%	-0.7%
国防军工	588	6.1%	7.0%	17.0%	-10.9%
公用事业	537	23.2%	166.9%	12.2%	2.0%
非银金融	518	-17.6%	1.6%	27.3%	12.6%
纺织服装	431	0.4%	10.8%	20.6%	-0.2%
食品饮料	291	11.1%	12.5%	10.7%	3.7%
建筑材料	253	-10.5%	20.9%	8.6%	1.0%
传媒	229	-14.0%	-6.7%	31.2%	17.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

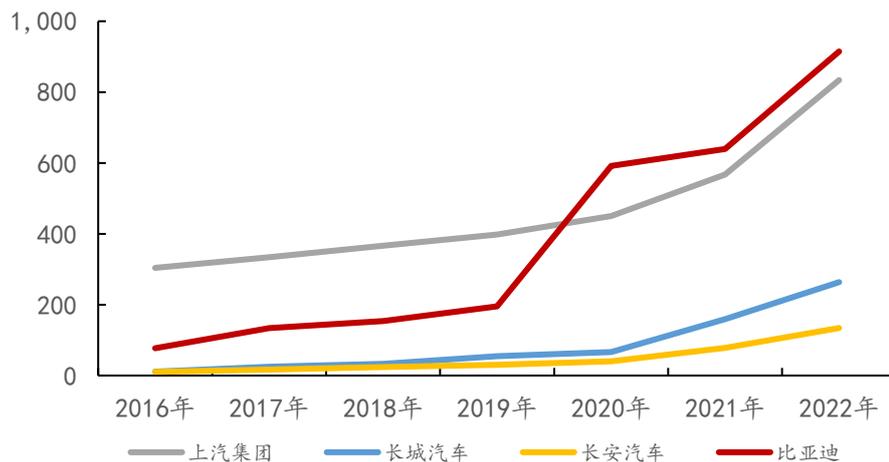
第二波中国企业出海大致可以分为两类。

**第一类以汽车和家电的出海为代表，背后驱动是中国商品的技术竞争力提升。**

中汽协口径，2023 年中国汽车整车出口 491 万辆，同比增长 57.9%，新能源汽车出口 120.3 万辆，同比增长 77.6%<sup>8</sup>。海关口径，2023 年中国汽车出口 522 万辆，超过日本 430 万辆，成为全球第一大汽车出口国<sup>9</sup>。

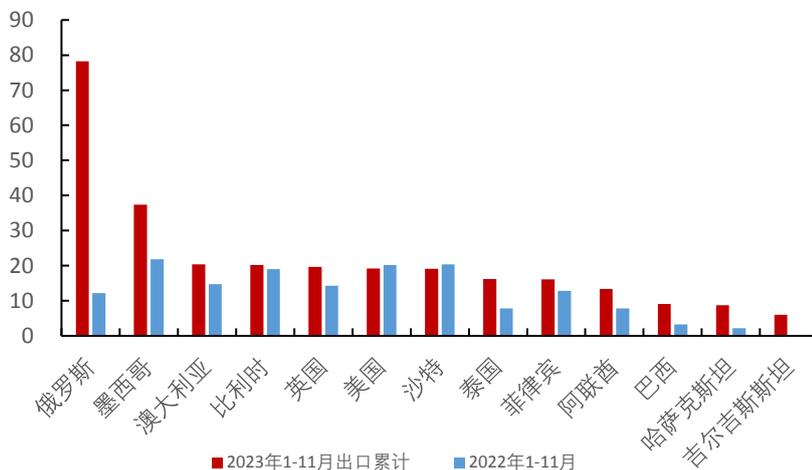
图 14：部分车企境外营收快速增长（单位：亿元）

<sup>8</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/sfam1z8acvw59sjuliaVVq><sup>9</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/YeC1zxTqqoyEegh5S6sB6g>



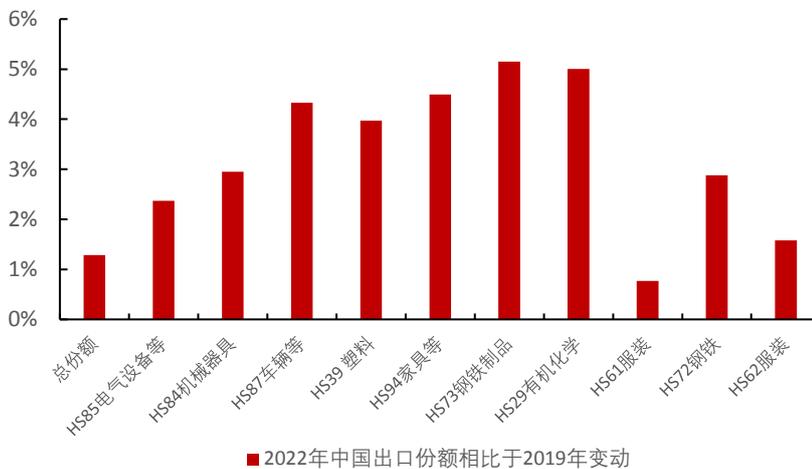
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 中国汽车出口目的地 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽研政研咨询中心公众号, 天风证券研究所

图 16: 汽车和电气机械的出口份额提高, 体现了技术竞争力持续提升 (单位: %)

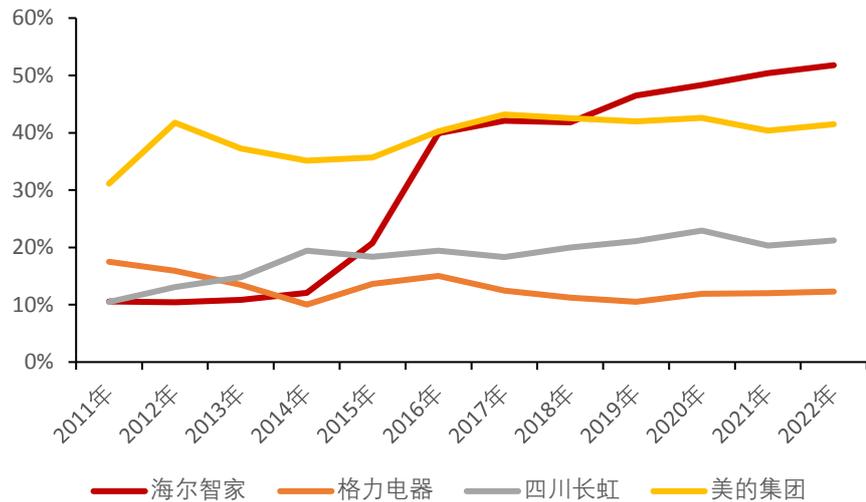


资料来源: ITC, 天风证券研究所

同时，部分汽车企业加速布局海外产能，上汽、比亚迪、哪吒、长安在泰国投资建厂，规划总投资额超过 100 亿元<sup>10</sup>。上汽已经在泰国、印尼、印度、巴基斯坦布局了 4 座整车制造基地，吉利汽车在英国、印尼、比利时、美国等多地拥有 13 座工厂<sup>11</sup>。

家电的出海早于汽车。美的集团、海尔智家等家电企业的海外营收占比从 2013 年的 37.3% 和 10.9% 稳步提升至 2022 年的 41.5% 和 51.8%。依靠海外营收，海尔智家的营收规模已经超过海外营收占比 12.3% 的格力电器，成为家电行业营收第二的公司。

图 17：部分家用电器公司海外营收快速上行（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 第二类以电商、游戏、短视频、快递等服务业为代表，开拓新市场，提供新供给。

在十四亿人口快速网民化的时期，中国互联网涌现出了许多前所未有的新业态，这些新业态在国内移动互联网的流量红利减弱之后，正在主动出海寻找新的流量红利。

比如 2022 年中国网文行业的海外营收为 40.63 亿元，同比增长 39.87%，占总营收的 13%<sup>12</sup>。以起点国际为例，截至 2023 年 10 月，平台上线的海外原创作品约 61 万部，同比三年前增长 280%。

中国游戏行业也在主动扩展海外营收，星辉娱乐、掌趣科技半数以上的收入都来自海外，2022 年两家公司的海外营收占比为 77.8%、55.7%。

**在下沉市场中快速成长的拼多多，也在积极主动出海。**拼多多旗下跨境电商平台 Temu 在 2022 年 9 月登陆北美市场后，依靠全托管的经营模式快速崛起。根据研究机构 Similarweb 披露数据，截止 2023 年 12 月，Temu 的独立用户数量已达 4.67 亿，排在亚马逊之后位列全球电商第二，第三和第四名的速卖通和 Shein 也是中国电商<sup>13</sup>。

依靠着下沉市场快速发展的蜜雪冰城(2023 年 9 月蜜雪冰城在三线及以下城市的门店数达到 18297 家，占总门店数的 56.9%<sup>14</sup>)，也在积极出海，目前已经进入了越南、印尼、菲律宾、新加坡和马来西亚<sup>15</sup>。

过去二十年间，中国经济经历了三个阶段。为了适应经济发展，企业也经历了两轮出海潮。出海不同于出口，走出去的不只是商品，还有生产能力和管理经验。

<sup>10</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/q73nEQutA6pS0CpTq8gZnA>

<sup>11</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/V2niZrGdHMDY9hLNFw35YA>

<sup>12</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/Dx6g7Dj\\_LS5ZQD3TNOMN4A](https://mp.weixin.qq.com/s/Dx6g7Dj_LS5ZQD3TNOMN4A)

<sup>13</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/zQWv\\_h9dzpH9ue84d9FFIA](https://mp.weixin.qq.com/s/zQWv_h9dzpH9ue84d9FFIA)

<sup>14</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/OiqVTQdVdSfhwwfFacel-A>

<sup>15</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/moKfCPgtJFVjgoVWZ6rjGQ>

第二波出海也不同于第一波的产能转移, 营收/利润最大化取代成本最小化成为企业的核心关注点, 如何把服务于中国市场的生产和管理经验应用于全球, 从中国品牌蜕变为全球品牌, 是中国企业的成年礼, 也是中国经济的二次开放。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com