

2024年02月05日

企业出海的动因分析及行业筛选

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 一、日本：需求主导下的企业出海

1、日元升值叠加房地产泡沫破裂，需求低迷倒逼企业出海

1985年日元相对于美元大幅升值，削弱了日本本土产品的出口价格竞争力，1991年日本房地产泡沫破裂后，国内需求的长期低迷压缩了日本本土企业盈利空间，日本对外直接投资由1993年的4.4万亿日元上升至2000年的7.5万亿日元。

2、分地区看：需求主导下欧美地区为主要投资方向

相较于劳动力等供给成本方面的考量，日本对外投资更多以需求为主导。1995-2019年，日本对美国、欧盟直接投资占比远高于中国、东盟。

3、分行业看：竞争力较强的行业占对外投资的主导

1988-2004年，日本制造业投资占比由1988年的23.4%上升至2004年的45%。细分行业中竞争力较强的电气设备、交运设备、金属、化学品、机械五大行业占比最高，共计占日本制造业对外投资总额的74%左右。

● 二、中国：供需两端共同驱动企业出海

与日本不同的是，除需求因素外，供给成本也是中国企业出海的重要考量因素。

1、需求不足而产能相对过剩，挤压企业国内盈利空间

受多方面因素影响，当前国内企业同样面临需求不足的挑战，部分行业产能相对过剩，企业通过“价格战”等方式扩大国内市场份额，盈利空间受到挤压。

2、劳动力人口下行叠加欧美推出贸易保护政策，抬升国内产品供给成本

一方面，我国劳动力人口在2011年左右开始下降，劳动力成本提升较快。另一方面，美欧等发达经济体近年来推行贸易保护政策，提高了本土生产的产品成本。

3、分地区看：供给成本与政治经贸关系考量下东盟占比最高

2005-2022年，我国对东盟的直接投资明显高于欧盟、美国，表明我国企业出海在需求导向的同时也较多考虑到生产成本。但同时，需求主导的欧盟与美国仍占据可观份额。从节奏上看，2017年以来，中美经贸摩擦逐步深化，我国对东盟投资整体呈上升趋势，对美国投资整体呈下降趋势。

4、从行业看：竞争力较强的装备制造企业为制造业出海主体

从对外投资存量来看，截至2022年底，我国制造业投资主要分布在汽车制造、计算机通信及其他电子设备制造、专用设备制造、医药制造等领域。从对外投资流量来看，2022年，我国流向装备制造业的投资占制造业投资的53.8%，属于我国出口竞争力较强、海外对我国产品依赖度持续提升的行业。根据《中国企业出海现状洞察报告》行业划分标准，按企业数量统计，医疗健康、信息技术、先进制造行业企业出海积极性最高。

● 三、海外供需红利驱动，产业竞争力或助力企业出海持续获益

企业出海动机为获取超额利润，利润由供给成本、需求决定，其中需求又可以拆分为绝对需求与市场份额，国民收入与经济增长潜力决定绝对需求，而市场份额则更多由产业竞争力决定。

1、海外绝对需求与供给成本优势或将持续

(1) 欧美等发达经济体居民消费能力与价格接受力将长期高于我国本土居民，东盟等发展中经济体受益于供应链转移，制造业发展速度较快，且随着本土居民收入水平的快速提高，其对于中低端消费品的增长潜力较大，我国相应行业的出海企业或将因此受益。(2) 劳动力成本端，东盟国家人口劳动年龄人口占比较高，劳动力成本远低于我国；国际贸易政策端，长期来看，美国等发达经济体的贸易保护政策难以发生趋势性变化，将持续提高我国本土产品的供给成本。

2、电力设备、机械、汽车、医药、通信电子等行业出海潜力或较大

(1) 从产能利用率看，供给端可能具有竞争力的工业行业有非金属矿物制品、汽车、计算机通信电子、食品、电气机械器材、纺织、医药、黑色冶炼及压延与专用设备制造业。

(2) 从出口份额看，近年来出口份额明显提升、竞争力较强的产品品类有钢铁制品、化学品、玩具运动用品、塑料及其制品、家具寝具、车辆及其零配件、消费电子与新能源等电气设备、专用通用设备等。

(3) 从上市公司海外营收数据看，出海带来的营收增长潜力较大的行业有通信、传媒、汽车、机械设备、轻工制造、电子、医药、电力设备等。

综合以上三类指标，出海潜力较大的行业或有电力设备、机械、汽车、医药、通信、电子、轻工制造等。

● 风险提示：指标难以区分出口与出海优势、未考虑利润率、样本代表性有限。

相关研究报告

《着力稳市场、稳信心—宏观周报》

-2024.2.4

《非农超预期回升或促使联储降息时点后移—美国1月非农就业数据点评》

-2024.2.4

《美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏—1月FOMC会议点评》

-2024.2.1

目 录

1、 日本：需求主导下的企业出海	4
1.1、 日元升值叠加房地产泡沫破裂，需求低迷倒逼企业出海	4
1.2、 分地区看：需求主导下欧美地区为主要投资方向	5
1.3、 分行业看：竞争力较强的行业占对外投资的主导	6
2、 中国：供需两端共同驱动企业出海	7
2.1、 需求不足而产能相对过剩，挤压企业国内盈利空间	7
2.2、 劳动力人口下行叠加欧美推出贸易保护政策，抬升国内产品供给成本	7
2.3、 分地区看：供给成本与政治经贸关系考量下东盟占比最高	8
2.4、 分行业看：竞争力较强的装备制造企业为制造业出海主体	10
3、 海外供需红利提供机遇，产业竞争力或助力企业出海持续获益	13
3.1、 海外绝对需求与供给成本优势或将持续	13
3.2、 出海潜力较大行业或集中于电力设备、机械、汽车、医药、通信电子等行业	14
风险提示	17

图表目录

图 1： 《广场协议》签订后日元相对于美元升值，出口增速中枢下移	4
图 2： 日本房地产泡沫破裂后，内需衰退，物价走势疲软	5
图 3： 1994-2000 年，日本对外直接投资流量整体上升	5
图 4： 美国、欧盟为日本对外直接投资重点地区	6
图 5： 2005-2009 年、2010-2014 年，日本对中国、东盟的投资增速高于美国、欧盟	6
图 6： 1988-2004 年，日本对外制造业投资占比呈上升趋势	7
图 7： 竞争力较强的行业占日本对外制造业投资的主体	7
图 8： 2021 年下半年以来我国工业产能利用率整体呈下行趋势	7
图 9： 2013 年以来社零与核心 CPI 同比中枢下移	7
图 10： 我国 15-59 岁人口比例 2011 年到达拐点	8
图 11： 美国直接进口份额由我国向墨西哥、印度、东盟等地区分散	8
图 12： 近年来我国对外投资维持较高水平	8
图 13： 我国对东盟投资占比高于欧盟、美国	9
图 14： 2017 年以来，我国对东盟投资保持高增速，对美国投资整体负增长	9
图 15： 近年来我国对东盟八国直接投资流量占比中，印尼、泰国、越南、马来西亚呈上升趋势	10
图 16： 近年来我国对东盟八国直接投资流量占比中，柬埔寨、菲律宾、缅甸、老挝呈下降趋势	10
图 17： 截至 2022 年底，我国对外投资存量前五大行业为租赁和商务服务业、批发零售业、金融业、制造业、采矿业	11
图 18： 我国对外制造业投资 2017-2021 年相较于前 5 年增速为 63%	11
图 19： 2022 年，制造业投资占我国对外直接投资流量的 16.6%，比 2021 年增长 1%	12
图 20： 医疗健康、信息技术、先进制造行业企业出海积极性最高	12
图 21： 2022 年我国相对于欧美的消费能力差距高于 1995 年日本相对于欧美的消费能力差距	13
图 22： 近年来美国、欧盟物价增长速度高于我国	13
图 23： 东盟年轻人口比例高于我国	14
图 24： 当前我国用工成本高于越南、印尼等	14
图 25： 非金属矿物制品、汽车、计算机通信电子等行业供给优势可能较大	14

图 26: 我国中高端制造品中, 车辆及其零附件、消费电子产品与新能源等电气设备、专用通用设备等出口份额明显提升	15
图 27: 电力设备、医药、电子、轻工、机械设备、汽车、通信、传媒等行业出海潜力或较大	16

前言：近些年来，受国内需求与劳动力成本变化、国际贸易政策等因素影响，我国本土企业对外投资、出海创收趋势愈发明显。本文从地区、行业与结构等角度观察日本企业出海历史经验及我国当前企业出海现状，并基于供应成本、需求绝对额以及产业竞争力等多方面企业出海的驱动因素对未来持续性与发展趋势进行判断，筛选未来出海潜力较大的行业。

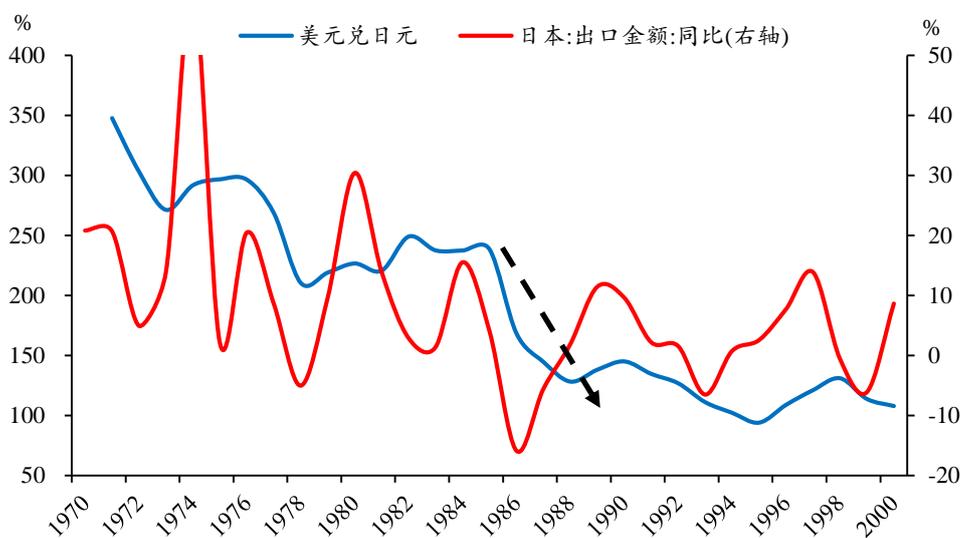
1、日本：需求主导下的企业出海

1.1、日元升值叠加房地产泡沫破裂，需求低迷倒逼企业出海

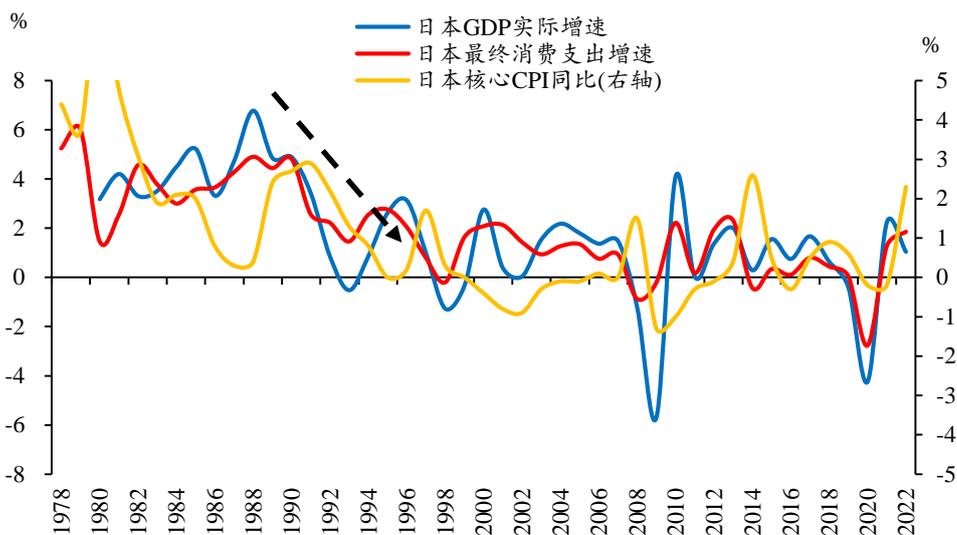
1985年《广场协议》签订后，日元相对于美元大幅升值，削弱了日本本土产品的出口价格竞争力，加快了日本企业海外迁移的步伐。1991年，日本房地产泡沫破裂，国内需求衰退，最终消费支出增速中枢由80年代的4%左右降至90年代的1.8%左右，泡沫破裂后国内需求的长期低迷压缩了日本本土企业盈利空间，日本企业开始寻求海外投资机会。

在1990-1993年经历缩减对外投资规模以化解国内流动性危机的短暂调整期后，日本对外直接投资进入上行通道，由1993年的4.4万亿日元上升至2000年的7.5万亿日元。日本国民海外收入几乎同步提升，GNI与GDP差值由1993年的353亿美元上升至2000年的2371亿美元。

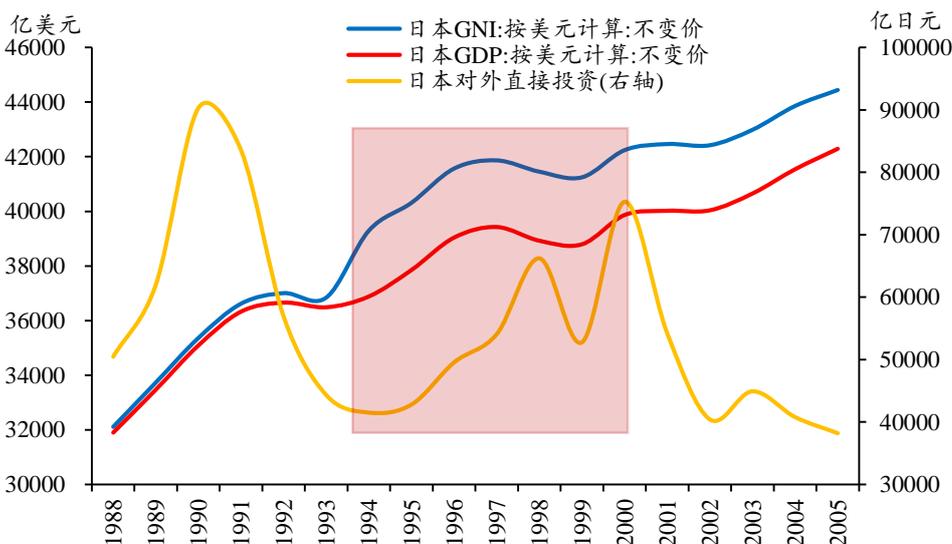
图1：《广场协议》签订后日元相对于美元升值，出口增速中枢下移



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：日本房地产泡沫破裂后，内需衰退，物价走势疲软


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：1994-2000年，日本对外直接投资流量整体上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

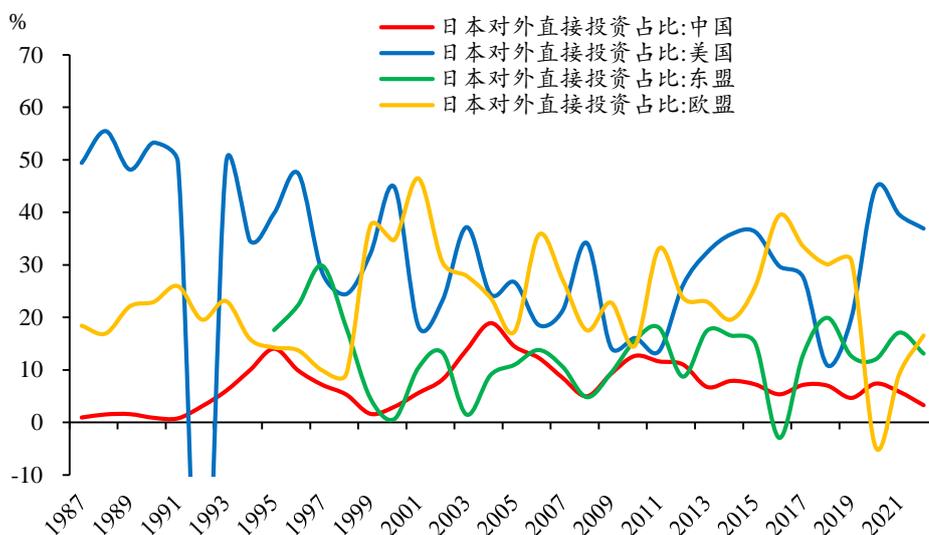
1.2、分地区看：需求主导下欧美地区为主要投资方向

从日本对外直接投资占比来看，美国与欧盟为日本对外投资的重点地区，1995-2019年，美国、欧盟平均占比分别为25.8%、27.4%，而中国、东盟仅为7.8%、12.0%。表明相较于劳动力等供给成本方面的考量，日本对外投资更多以需求为主导，主要流向发达经济体。

从节奏上看，我们以5年为区间，将日本对外投资划分为1995-1999年、2000-2004年、2005-2009年、2010-2014年、2015-2019年五个时间段，分别对各地区投资流量相较于前5年的增速，2005-2009年、2010-2014年两个时间段中，日本对中国、东

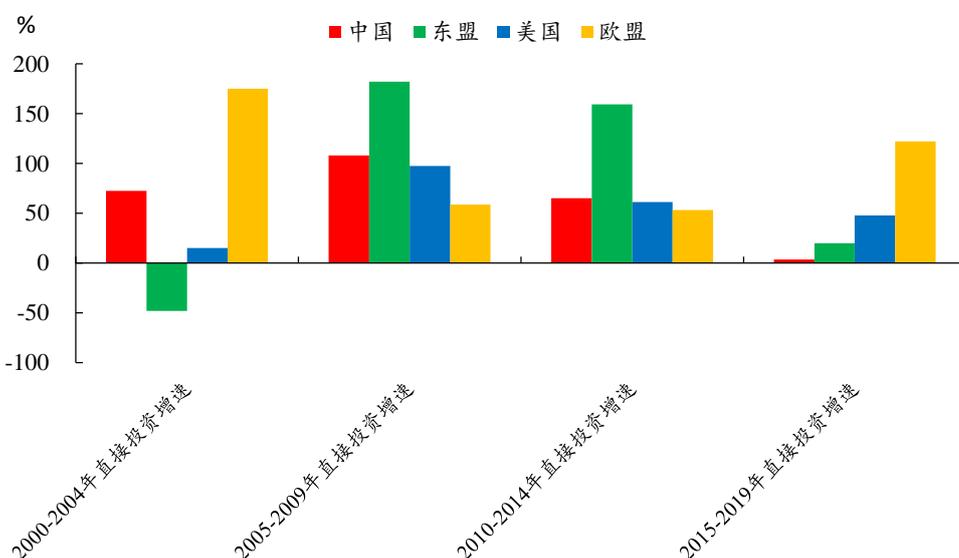
盟的投资增速高于美国、欧盟，也即在此时间段内，日本对中国、东盟投资增长更快。

图4：美国、欧盟为日本对外直接投资重点地区



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2005-2009年、2010-2014年，日本对中国、东盟的投资增速高于美国、欧盟



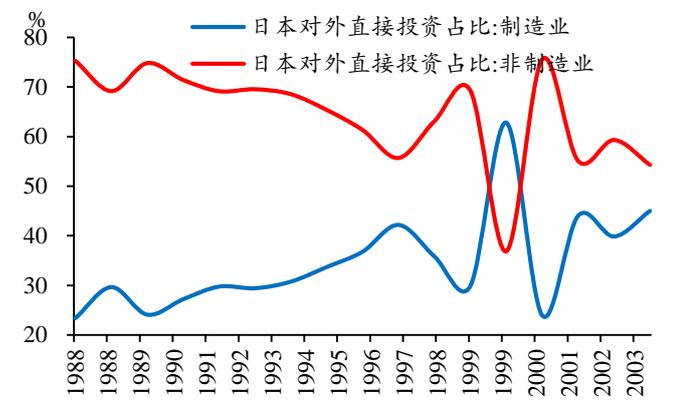
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、分行业看：竞争力较强的行业占对外投资的主导

从大类行业看，1988-2004年，日本对外制造业投资占比呈上升趋势，由1988年的23.4%上升至2004年的45%。制造业细分行业中，日本竞争力较强的电气设备、交运设备、金属、化学品、机械五大行业占比最高，1988-2004年，以上行业占日本对外制造业投资总额的74%左右。而非制造业投资以金融保险、房地产、贸易、服务业、交通运输为主体，1988-2004年，以上行业占日本非制造业对外投资总额的94%

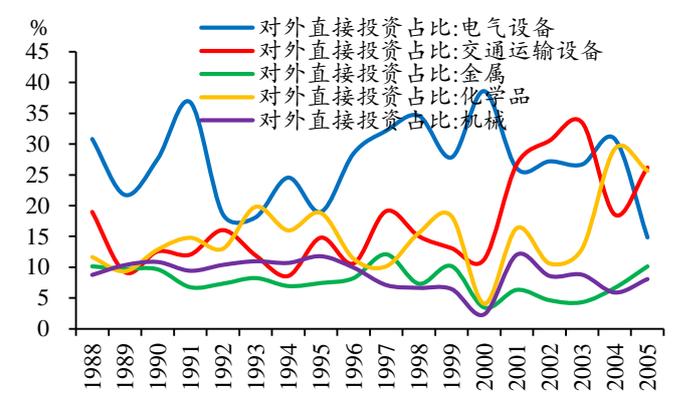
左右。

图6：1988-2004年，日本对外制造业投资占比呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：竞争力较强的行业占日本对外制造业投资的主体



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、中国：供需两端共同驱动企业出海

与日本类似的是，需求因素同样是中国企业出海的主要驱动因素之一；而与中国不同的是，需求之外，供给成本也是中国企业出海的重要考量因素。

2.1、需求不足而产能相对过剩，挤压企业国内盈利空间

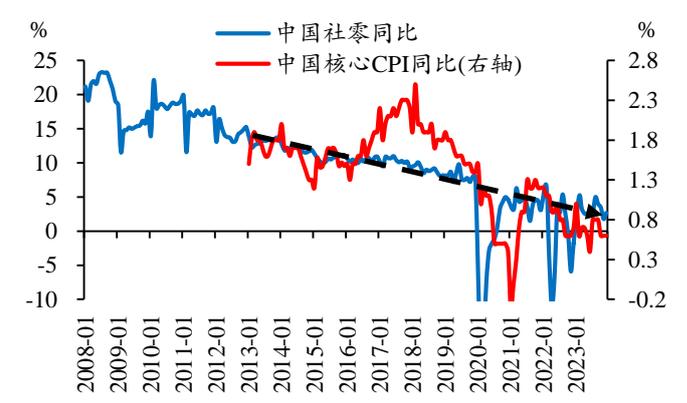
受人口年龄结构调整、房地产周期、疫情疤痕效应等因素影响，近些年来国内企业同样面临着需求不足的挑战。2023年12月中央经济会议指出：经济回升面临“有效需求不足、部分行业产能过剩”等挑战。汽车等行业通过“价格战”等方式扩大市场份额，企业国内盈利空间受到挤压。

图8：2021年下半年以来我国工业产能利用率整体呈下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2013年以来社零与核心CPI同比中枢下移



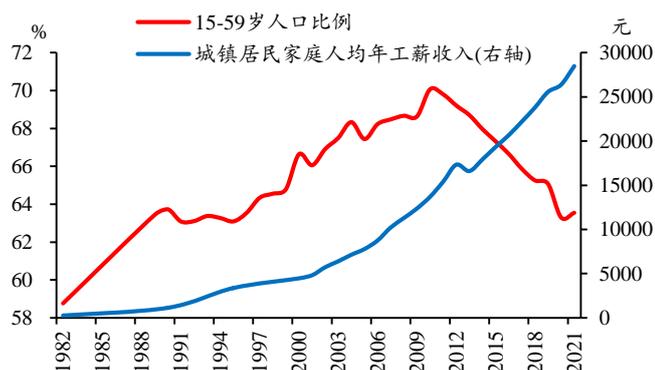
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、劳动力人口下行叠加欧美推出贸易保护政策，抬升国内产品供给成本

一方面，我国劳动力人口在2011年左右开始下降，15-59岁人口比例由2011年的69.8%下降至2021年的63.6%，劳动力成本不断提高。另一方面，美国、欧盟等

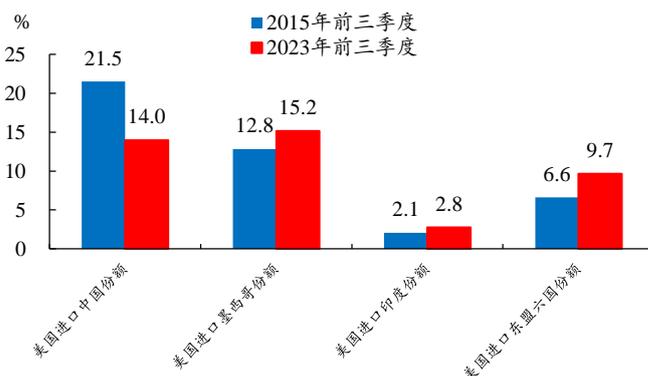
发达经济体近年来推行贸易保护政策，美国推动制造业回流，并推出“原产地原则”以及“近岸外包”与“友岸外包”政策，对部分我国生产的产品提高关税，进口份额由我国向墨西哥、东盟、印度等地区分散。欧盟提出“经济安全”战略，并对我国电动汽车行业发起反补贴调查。一系列贸易保护政策提高了我国本土生产的产品成本。

图10：我国 15-59 岁人口比例 2011 年到达拐点



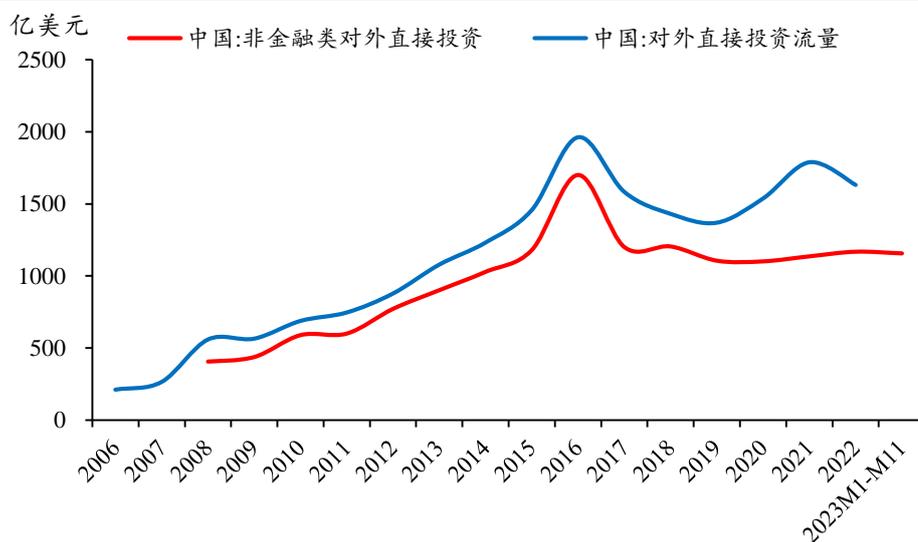
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图11：美国直接进口份额由我国向墨西哥、印度、东盟等地区分散



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：东盟六国为新加坡、马来西亚、印度尼西亚、越南、泰国、菲律宾，2022年，东盟六国出口额占东盟出口总额的95%以上，代表性较强。

图12：近年来我国对外投资维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

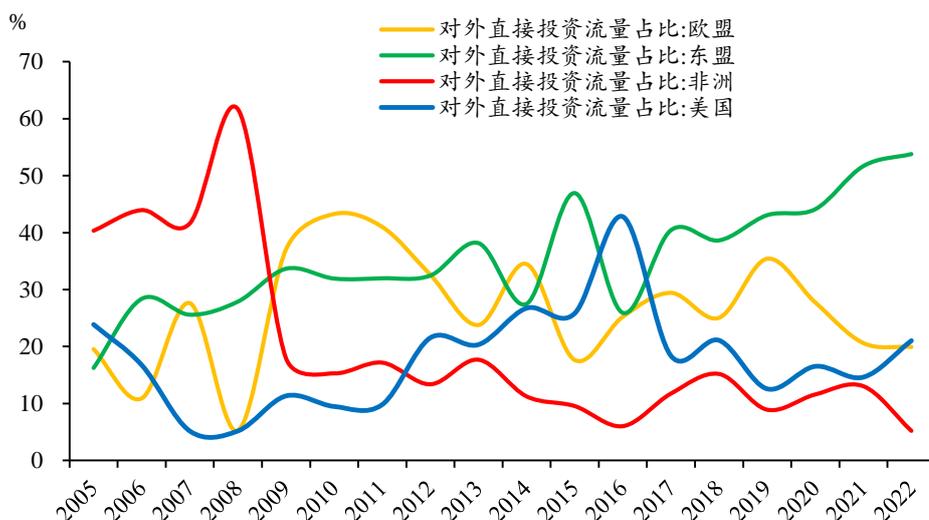
2.3、分地区看：供给成本与政治经贸关系考量下东盟占比最高

相较于上世纪90年代的日本，我国对供给成本的考量权重更大，叠加国际政治经贸关系的不同，我国企业出海的目的地更多倾向于“生产成本洼地”而非“最终需求高地”。但需要注意，对欧盟等发达地区也具有可观的投资绝对额。

除中国香港、中国澳门、开曼群岛、英属维尔京群岛、百慕大群岛外，2022年底，欧盟、东盟、非洲、美国约占我国大陆对外投资存量的67%，是我国实体企业出海的主要去向地。以我国对于欧盟、东盟、非洲、美国的投资流量总额作为分母，分别计算我国对于其中各主体占投资流量总额的占比：2005-2022年，我国对欧盟、东盟、非洲、美国直接投资占比分别为27.1%、39.4%、13.0%、20.5%。对东盟的直接投资明显高于欧盟、美国，表明我国企业出海在需求导向的同时也较多考虑到生产成本。但同时，需求主导的欧盟与美国亦占据较大份额。

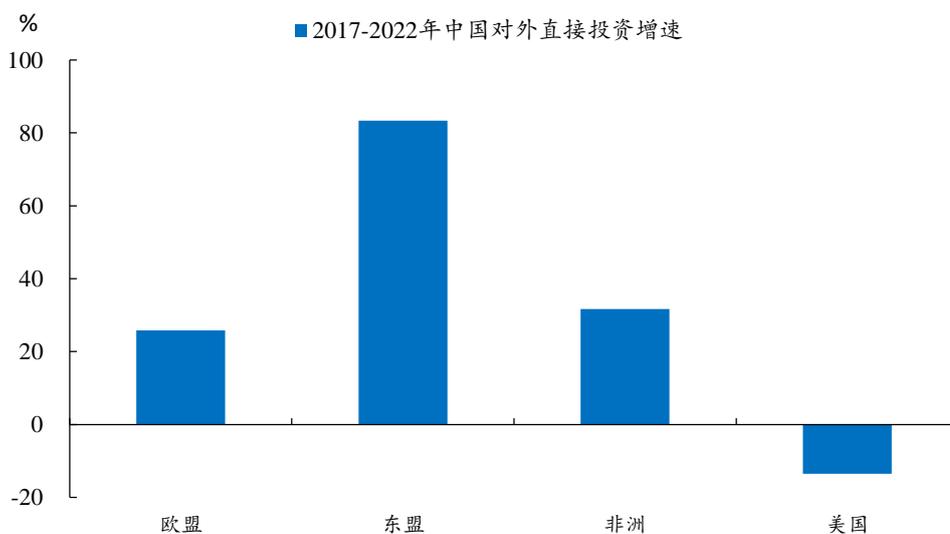
从节奏上看，2017年以来，中美经贸摩擦逐步深化，我国对东盟投资保持较高增速，而对美国投资整体则呈现负增长。

图13：我国对东盟投资占比高于欧盟、美国



数据来源：Wind、开源证券研究所

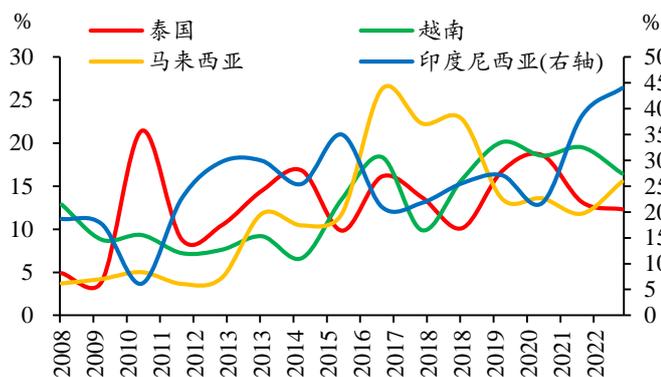
图14：2017年以来，我国对东盟投资保持高增速，对美国投资整体负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

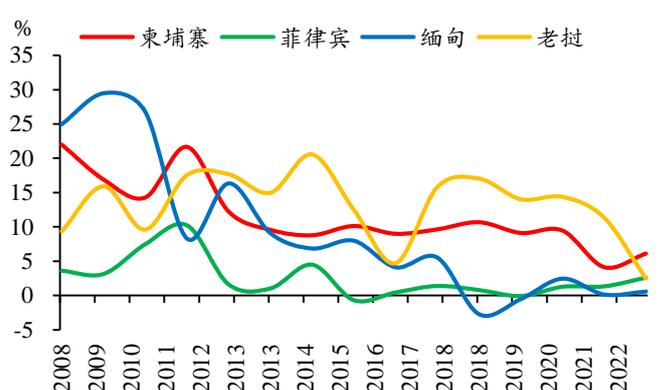
进一步，将新加坡、文莱外的东盟八国作为整体¹，观察东盟各国占我国对整体直接投资流量的比重。主要东盟国家中，近年来我国对印尼、泰国、越南、马来西亚直接投资流量占比不断提升，由2008年的40.1%提升至2022年的88.2%。而柬埔寨、菲律宾、缅甸、老挝等占比则呈下降趋势。

图15：近年来我国对东盟八国直接投资流量占比中，印尼、泰国、越南、马来西亚呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：近年来我国对东盟八国直接投资流量占比中，柬埔寨、菲律宾、缅甸、老挝呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、分行业看：竞争力较强的装备制造企业为制造业出海主体

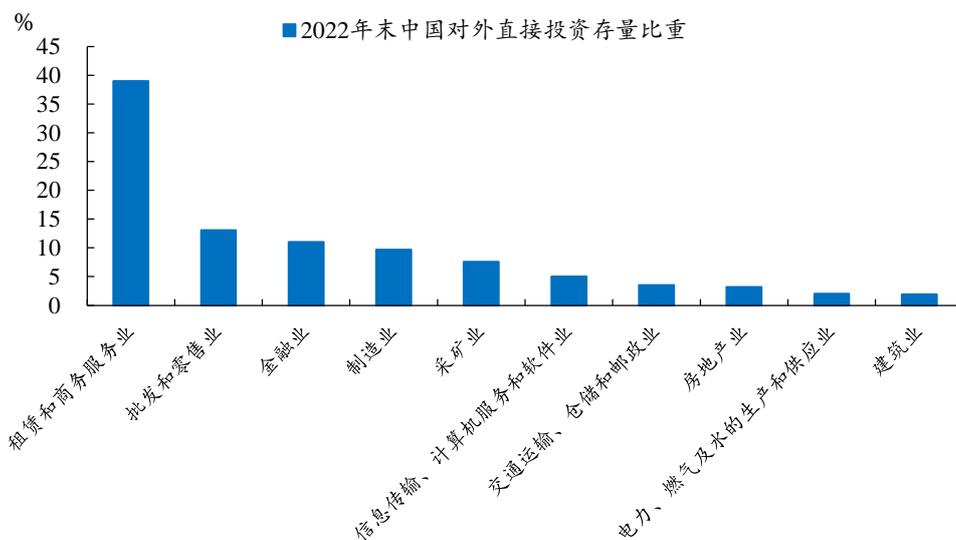
从对外投资存量来看，截至2022年底，以国民经济行业为划分依据，我国对外投资存量前五大行业为租赁和商务服务业、批发零售业、金融业、制造业、采矿业，占比分别为39.0%、13.1%、11.0%、9.7%、7.6%，其中租赁和商务服务业主要投英属维尔京群岛、开曼群岛等地区，投资指向意义相对较小；制造业投资主要分布在汽车制造、计算机通信及其他电子设备制造、专用设备制造、其他制造、医药制造、非金属矿物制品等领域，其中汽车制造业存量631.8亿美元，占制造业投资存量的23.6%。

从节奏上看，2017-2021年，除金融业外，相较于上五年对外投资增速最快的五大行业为教育、社保卫生社会福利业、交运仓储邮政业、电力燃气水供应业、制造业，增速分别为203%、179%、122%、110%、63%。

从对外投资流量来看，2022年，以国民经济行业为划分依据，我国对外直接投资主要投向租赁和商务服务业、制造业、金融业、批发零售业、采矿业、交通运输/仓储和邮政业，以上六大行业合计投资1441亿美元，占2022年对外投资流量的88.3%。对外制造业投资中，流向装备制造业的投资146亿美元，占制造业投资的53.8%，装备制造业包含金属制品业、普通机械制造业、专用机械制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业、电子及通讯设备制造业、仪器仪表及办公用机械制造业中扣除消费类产业制造业的“生产生产资料的行业”，与我们在《进出口依赖度视角下的出口动能研究》中的生产类机械重合度高，属于我国出口竞争力较强、海外对我国产品依赖度持续提升的行业。

¹ 新加坡、文莱国土、人口较为有限，产业承载能力弱，因此不纳入统计

图17：截至 2022 年底，我国对外投资存量前五大行业为租赁和商务服务业、批发零售业、金融业、制造业、采矿业

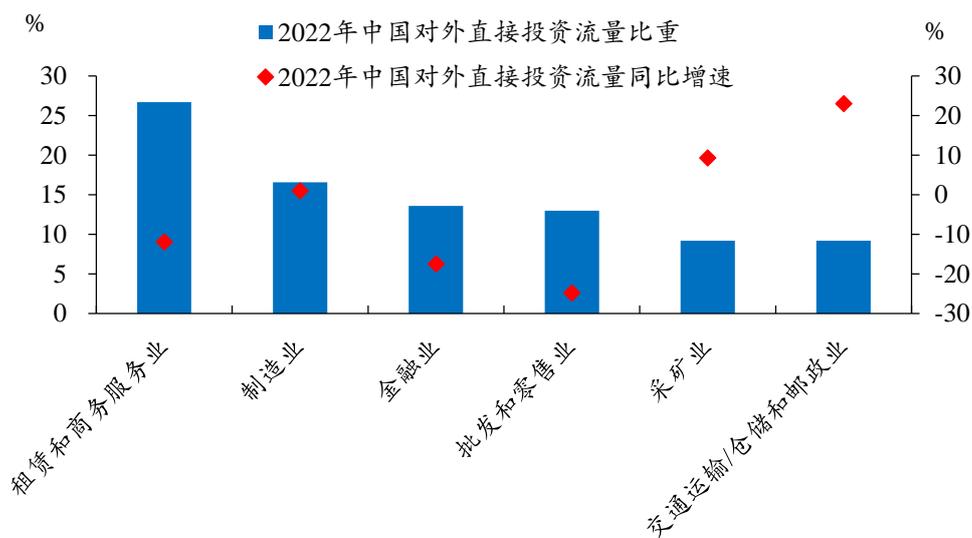


数据来源：《2022 年度中国对外直接投资统计公报》、开源证券研究所

图18：我国对外制造业投资 2017-2021 年相较于前 5 年增速为 63%



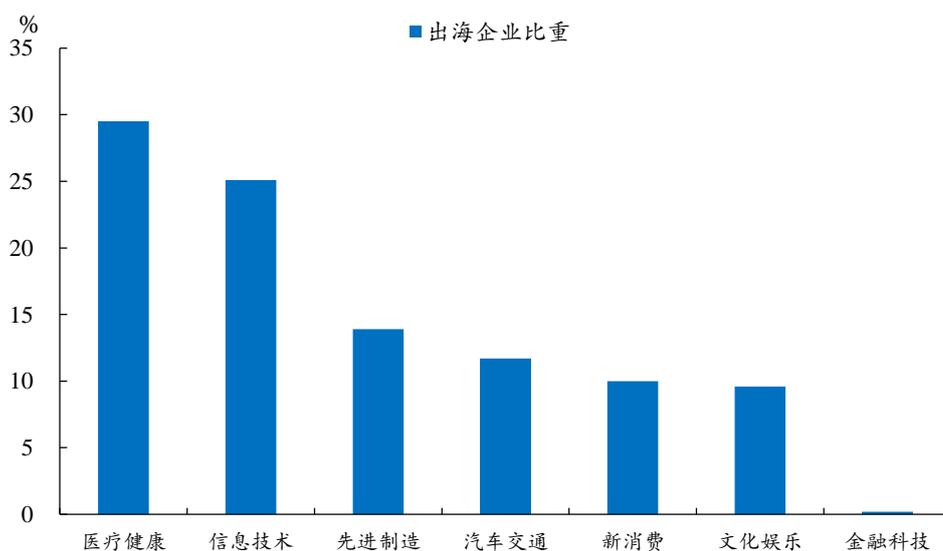
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2022年，制造业投资占我国对外直接投资流量的16.6%，比2021年增长1%


数据来源：《2022年度中国对外直接投资统计公报》、开源证券研究所

根据《中国企业出海现状洞察报告》行业划分标准，截至2023年5月，按企业数量统计，医疗健康、信息技术、先进制造行业企业出海积极性最高，出海企业数量分别占总数量²的29.5%、25.1%、13.9%。

从出海企业结构分布上看，目前我国大多数企业处于初级出海阶段，《中国企业出海现状洞察报告》从公司资质、产品力、品牌力多个角度对出海企业进行质量打分，质量分区间为0-100分，99%以上的企业质量分处于0-59分区间内，对于外国市场需求了解和适应相对较弱，发展潜力较大。

图20：医疗健康、信息技术、先进制造行业企业出海积极性最高


数据来源：《中国出海企业现状洞察报告》、开源证券研究所

² 《中国企业出海现状洞察报告》数据范围仅覆盖文化娱乐、新消费、电子商务、信息技术、医疗健康、先进制造、汽车交通、金融科技7大行业。

3、海外供需红利提供机遇，产业竞争力或助力企业出海持续

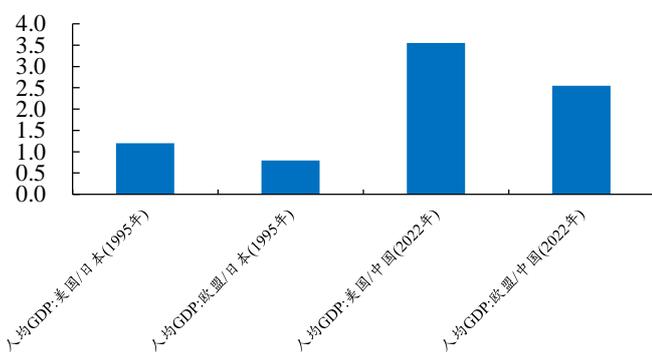
获益

企业出海动机为获取超额利润，利润由供给成本、需求决定，其中需求又可以拆分为绝对需求与市场份额，本土产业结构、国民收入与经济增长潜力决定绝对需求，而市场份额则更多由产业竞争力决定。

3.1、海外绝对需求与供给成本优势或将持续

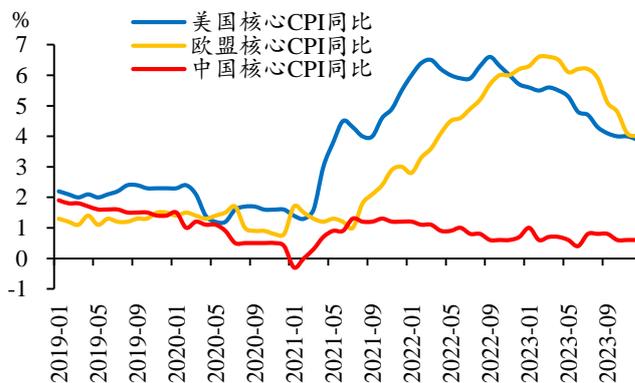
海外绝对需求优势或将持续。发达经济体中，美国、欧盟等地区居民消费能力与价格接受力将长期高于我国本土居民：以按购买力平价计算的现价国际元为衡量标准，1995年，美国、欧盟与日本人均GDP的比值为1.2、0.8，低于2022年美国、欧盟与我国3.6、2.6的比值；同时，近些年来美欧等发达经济体整体物价增长速度高于我国。**发展中经济体中**，我们在《进出口依赖度视角下的出口动能研究》中指出，越南、泰国等东盟国家受益于供应链转移，制造业发展速度较快，因此对中间品、资本品等产品需求较高，且随着本地居民收入水平的快速提高，其对于中低端消费品的增长潜力较大。东盟发展中经济体的制造业发展需引进先进技术与资本，因此我国相应行业的出海企业或将因此受益。

图21：2022年我国相对于欧美的消费能力差距高于1995年日本相对于欧美的消费能力差距



数据来源：Wind、开源证券研究所

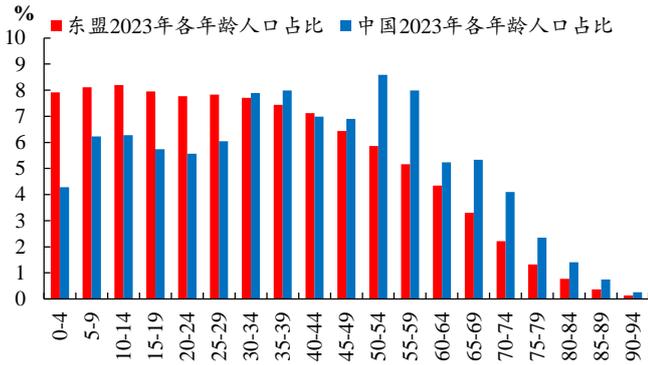
图22：近年来美国、欧盟物价增长速度高于我国



数据来源：Wind、开源证券研究所

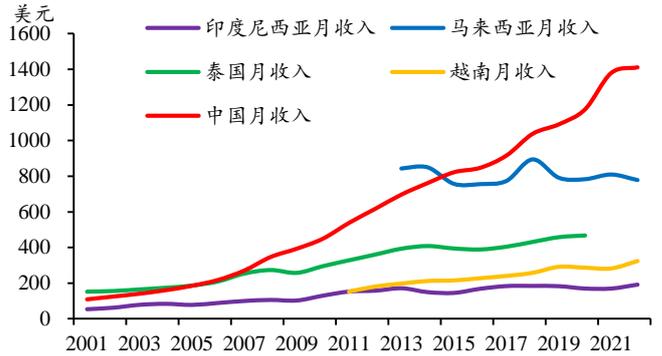
海外供给成本优势或将持续。劳动力成本端，东盟国家人口劳动年龄人口占比高，劳动力成本低于我国；国际贸易政策端，长期来看，美国等发达经济体的贸易保护政策难以发生趋势性变化，这将持续提高我国本土产品的供给成本，倒逼企业寻求低供给成本的生产地区。

图23：东盟年轻人口比例高于我国



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：当前我国用工成本高于越南、印尼等



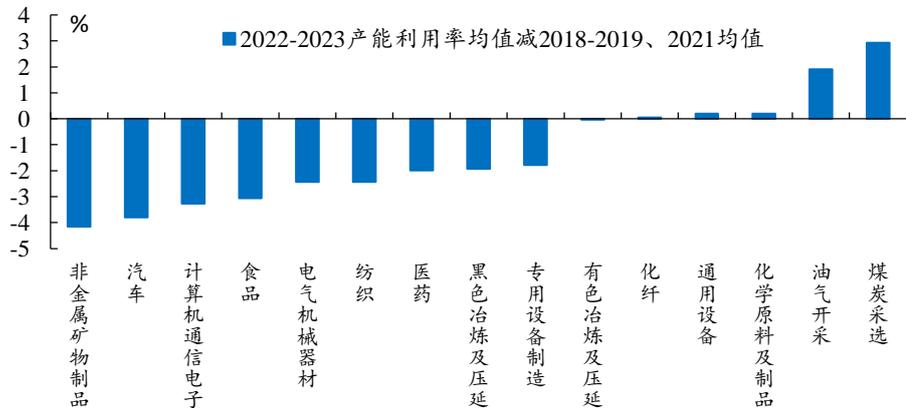
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、出海潜力较大行业或集中于电力设备、机械、汽车、医药、通信电子等行业

在海外的绝对需求量与供给成本优势之外，企业在海外的盈利表现还取决于其自身竞争力，竞争力表现在产品力、渠道力与品牌力。当前我国大多数企业处于出海初期阶段，产品力为竞争力的最大决定因素，我们通过三类指标衡量产品或行业竞争力与出海潜力。

指标一：产能利用率。在供给端，国内产能过剩行业往往也是供给端竞争激烈的行业，此类行业大多发展较为成熟，生产具有规模效应，相较于海外产品生产成本较低，产品质量较高。我们以2022-2023产能利用率均值与2018-2019、2021年产能利用率均值的差值衡量行业产能过剩情况，可能具有竞争力的工业行业有非金属矿物制品、汽车、计算机通信电子、食品、电气机械器材、纺织、医药、黑色冶炼及压延与专用设备制造业。

图25：非金属矿物制品、汽车、计算机通信电子等行业供给优势可能较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

指标二：出口份额。在需求端，因企业出口与出海的最终需求均主要来自海外，所以出口竞争力提升较快的产品往往在海外竞争力提升较快，因此以我国各类产品在东盟、日本、韩国、印度、欧盟 28 国、美国、中国等主要制造业地区的出口份额变化衡量产品竞争力变化。以 HS2 位码为产品分类依据，在我国出口金额前 20 类产品中，2022 年出口份额较 2017 年明显提升的除钢铁制品、化学品等原材料产品外，还有玩具运动用品、塑料及其制品、家具寝具等消费品，以及车辆及其零附件、消费电子产品与新能源等电气设备、专用通用设备等中高端制造品。

图26：我国中高端制造品中，车辆及其零附件、消费电子产品与新能源等电气设备、专用通用设备等出口份额明显提升



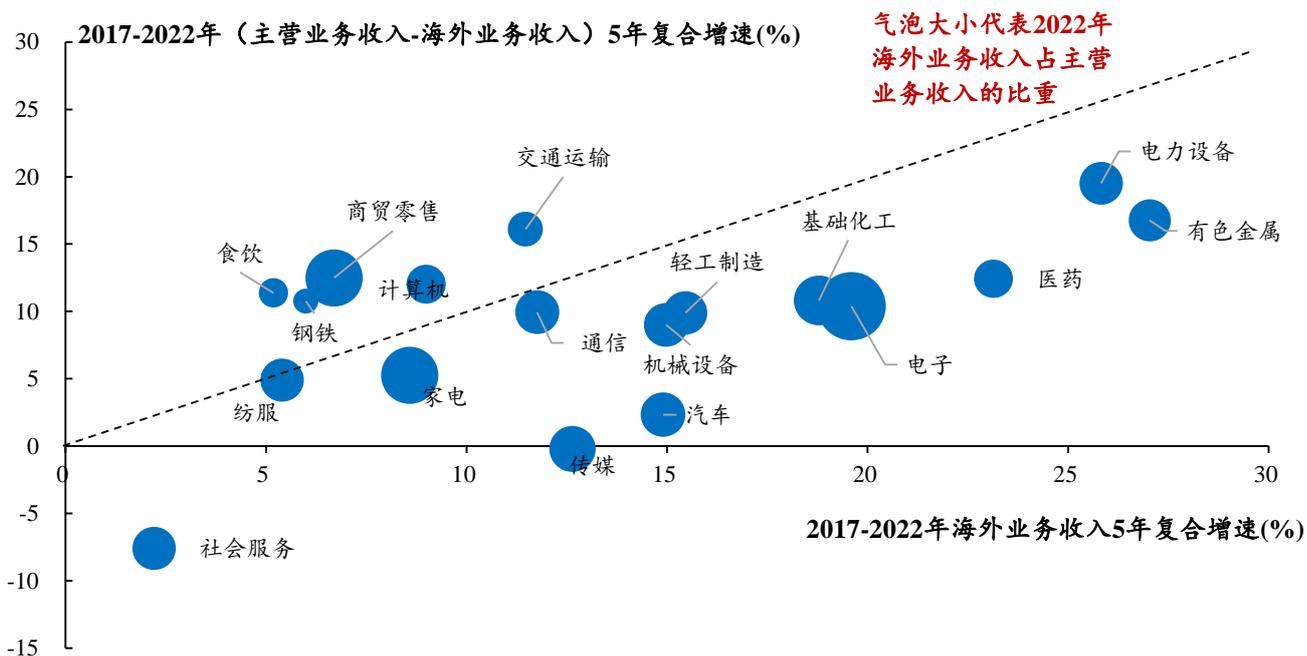
数据来源：Trademap、开源证券研究所

指标三：上市公司营收数据。以 2017-2022 年为验证时间段，选取在此期间内均具有海外业务收入与主营业务收入数据的上市公司为样本，以“主营业务收入-海外业务收入”5 年复合增速、海外业务收入 5 年复合增速以及 2022 年海外业务收入占主营业务收入的比重作为考核指标，对主要申万一级各行业表现进行验证。

海外业务收入增速高于“主营业务收入-海外业务收入”增速的行业主要有社会服务、纺服、家电、通信、传媒、汽车、机械设备、轻工制造、基础化工、电子、医药、电力设备、有色金属等行业；其中海外业务收入增速高于 10% 的行业主要有通信、传媒、汽车、机械设备、轻工制造、基础化工、电子、医药、电力设备、有色金属等行业，其中有色金属、基础化工行业主要受益于 2022 年本土生产的能源价格优势，出海后其价差优势或将有所降低，其他行业海外业务收入占主营业务收入比重多在 20% 以上，表明该行业内企业出海带来的收入增长潜力或较大。

综合以上三类指标，产业或产品竞争力较强、出海潜力较大的行业或有电力设备、机械、汽车、医药、通信、电子、轻工制造等。

图27：电力设备、医药、电子、轻工、机械设备、汽车、通信、传媒等行业出海潜力或较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

风险提示

- 1、所选衡量指标难以区分出口与出海优势，未考虑利润率变化；
- 2、部分行业上市公司样本代表性有限。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn