

宏观

证券研究报告

2024年03月05日

两代人的出海

出口是货出去，出海是人出去。

研究出海，最重要的变量是人。

对二级市场投资来说，“出海”不是出口，而是一个全新的议题。

我们谈论“出海”的投资机会时还是习惯性地寻找海外业务收入占比较高的公司，这可能是一个“陷阱”。

“出海”与出口不同，不能仅凭出口货值或者海外业务收入占比判断企业的出海潜力，而是需要从第一性原理出发，从创始人开始梳理，关注有国际化经验背景的创始人或者创二代接班的公司。

出海的企业虽多，但发展还在早期，很多企业是小帆船，并非大航母。一年利润有限，上市融资的需求较少。

如何走出去做 80 亿人的生意依然是一个重要的议题，但也是大势所趋，而且从制造到消费、服务、传媒，各个行业都有开拓海外市场的动力，这将给股票估值空间带来提升的可能空间。

风险提示：海外营商环境不及预期；地缘政治导致出海受阻；出海目的地政局、社会稳定不及预期

作者

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

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年3月第1周》
2024-03-04
- 《宏观报告：宏观-2024 金价还能不能再创新高？》
2024-02-29
- 《宏观报告：宏观-面对变局的 ESG 投资新路向》
2024-02-29

很多人搞混了出海和出口，实际上两者之间的差别很大——出口是货出去，出海是人出去。

研究出口，本质上是在研究商品和生产地的比较优势，比如品牌、技术、政策、供应链，还有土地、能源、劳动力等要素成本。

研究出海，最重要的变量是人。

中国企业不是第一次出海，2008 年后就出现过一次“出海”潮。当时，一些企业走出去的方式是将产能转移到海外，寻找成本最小化的生产方案，集中在劳动密集型产业，比如纺织服装、电子装配等，东莞的制鞋厂和电子厂就是从这个时间开始慢慢转移到了越南。

还有一些企业走出去的方式是收购遇到困难的国际品牌，比如联想收购 IBM PC¹，海尔收购 GE 家电²，TCL 收购阿尔卡特³，吉利收购沃尔沃⁴等。那是中国企业的全球化尝试，结果几家欢喜几家愁。无论是产能转移还是收购品牌，第一波“出海”多少有些被动和无奈，通过降低生产成本或贴上国际化的标签来提升自身的竞争力和市场份额，做好 14 亿人的生意。

到了 2018 年以来的第二波“出海”潮，主动性明显更强，不只是卷成本、抢份额，而是积极走出去，通过创新和品牌建设，带着中国品牌和开拓全球市场。有的企业从诞生之初就有着全球化视野，关注的不仅是 14 亿人，而是如何做 80 亿人的生意。“出海”策略上也更加灵活多元，比如自主研发、合作开发、投资并购⁵等，不再局限于直接收购海外品牌，这是创二代与创一代展现出不同的思维模式。

SHEIN 依靠珠三角地区高度完备的纺织服装产业链，构建起了品牌生态并推出了大量 SKU。中国在纺织服装的人力成本优势减弱，SHEIN 之所以能够成为快时尚跨境 B2C 出海领头羊，靠的是小包直发模式，背后是中国的跨境快递物流体系日益成熟⁶。

类似 SHEIN 的还有 Temu 和 Aliexpress。依靠跨境物流和服务出海，这三家中国电商成为了仅次于 Amazon 的全球前四大电商企业⁷。

在港上市的极兔快递也不是中国本土企业，而是诞生于东南亚的“中国人企业”。由于印尼拥有众多小岛，物流运输需要很长时间，中国的手机企业将中国优秀的快递物流服务带到印尼，迅速颠覆了当地的快递物流行业。

更多的中国服务业品牌正在走出去。即使像餐饮这样非标准化且带有明显文化特征的服务品，也在快速地走向全球。

蜜雪冰城起步于中国低线城市，但已经快速地在东南亚开设了约 4000 家门店⁸。

中国品牌和服务进入东南亚相对容易。一方面文化上的差异较小，东南亚消费群体对中国的品牌、文化和生活方式容易产生好感。另一方面中国在经济上有优势，中国品牌出海东南亚类似于在国内市场的下沉。由于东南亚人口多，地理位置近，又有文化和经济上的亲近感，国内商业模式的成功容易复制，因此顺利成为了中国企业“出海”的首选目的地。

但是欧美才是中国企业出海的真正挑战。一方面欧美消费群体大、购买力高，所以真正意义上的全球化企业最终都要做欧美的生意。另一方面欧美与中国的文化差异更大，市场制度的差异也让国内的成功经验难以简单复制。

以游戏和视频为代表的二次元是全球共同语言，目前看走得更远。米哈游的《原神》在正式上线当日空降 iOS 全球游戏下载榜第二⁹，《崩坏》则登上 iOS 免费榜与畅销榜的总榜第

¹<http://finance.people.com.cn/n/2013/1008/c70392-23127008.html>

²https://www.haier.com/press-events/news/20220928_201953.shtml

³<https://www.jiemian.com/article/232513.html>

⁴<https://jingji.cntv.cn/special/jili/01/index.shtml>

⁵<https://www.thomsonreuters.cn/content/dam/openweb/documents/pdf/china/report/globalization-chinese-enterprises.pdf>

⁶https://epaper.southcn.com/nfdaily/html/202401/08/content_10086927.html

⁷根据 Similarweb 的数据，2023 年 12 月，Temu 的独立访客数量达 4.67 亿，与 Aliexpress 持平，排名第二。Amazon 以 26.59 亿用户位居第一。Shein 拥有 1.723 亿用户，排名第三。<https://www.amz123.com/t/GURKY7NG>

⁸<https://www.21jingji.com/article/20240104/herald/8878936ba15381ad0534a2af9ef2388e.html>

⁹<http://www.gamethk.com/news/detail/15473/1.html>

一及其他多国和地区榜首¹⁰。中国的情感短剧也在欧美取得了出人意料的成功¹¹。

另一个有挑战的目的地是世界人口第一大国印度。印度庞大的人口基数是中国企业早期出海的目标市场，2014年至2019年，中国对印度的直接投资年均增速达到了11%¹²。尤其是手机行业，印度本土品牌发展并不理想，中国手机品牌占据了约70%的印度市场份额，印度销售排名前几大多都是中国品牌¹³。小米、Vivo¹⁴等早期也在印度建厂或委托生产、销售。

但是近几年中国企业在印度频繁遭遇挑战。印度采取了一系列措施对中国企业进行严格审查，有的措施针对的是所有外国投资企业，比如增加进口限制、强化数据隐私规定。有的措施针对中国企业，比如限制中国投资，对中国企业选择性执法。自2020年起，中国企业在印度的投资出现了根本性的变化，连续两年中国对印度的投资额出现了断崖式下跌，复合同比增速下滑28%。

因此，印度开始转变策略，试图从中国手机制造商那里获得更多利益。

2023年12月，Vivo印度分公司的两名高管因“反洗钱调查”被捕¹⁵，华为印度子公司也曾因收入申报问题被税务部门调查¹⁶。曾经热情问候印度粉丝的小米，因特许权使用费和非法汇款而被罚款¹⁷。许多早期进入印度市场的中国企业已经逐渐撤出。比亚迪曾考察过印度市场并考虑投资，但最终并未继续进行。

对二级市场投资来说，“出海”不是出口，而是一个全新的议题。

我们谈论“出海”的投资机会时还是习惯性地寻找海外业务收入占比较高的公司，这可能是一个“陷阱”。

从2008年到2018年，出海的弄潮儿换了一批企业，也换了一代创业者。本土的商业模式成功，并不能保证走出去也成功，在不同文化和政治背景下，依赖过去的成功经验对于企业走出去可能反而是拖累。

“出海”与出口不同，不能仅凭出口货值或者海外业务收入占比判断企业的出海潜力，而是需要从第一性原理出发，从创始人开始梳理，关注有国际化经验背景的创始人或者二代接班的公司。

这样会发现，出海的企业虽多，但发展还在早期，很多企业是小帆船，并非大航母。一年利润有限，上市融资需求较少。

但从长期来看，这一波出海企业的估值空间要高于上一波。过去中国消费类上市公司的长期估值低于美国同行，原因是标普500里的上市公司很多做的是80亿人的生意，而大部分中国公司专注于14亿人的生意。

如何走出去做80亿人的生意依然是一个重要的议题，但也是大势所趋，而且从制造到消费、服务、传媒，各个行业都有开拓海外市场的动力，这将给股票估值空间带来提升的可能空间。

¹⁰ <https://tidenews.com.cn/news.html?id=2467547>

¹¹ <https://m.huxiu.com/article/2467995.html?type=text>

¹² https://mp.weixin.qq.com/s/k_dAx2_UpCivt9EkuwIoNQ

¹³ https://mp.weixin.qq.com/s/k_dAx2_UpCivt9EkuwIoNQ

¹⁴ <https://m.yicai.com/news/101932346.html>

¹⁵ <https://finance.sina.cn/2023-12-24/detail-imzzaptz1941078.d.html>

¹⁶ <https://m.yicai.com/news/101320795.html>

¹⁷ https://www.mycailing.com/article/detail/494965?source_id=40

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