

轻工制造

浅析海运费对出口盈利影响

► 2024年初至今海运费大幅提涨

近期马士基和地中海等头部船运公司宣布7月1日起调涨亚洲主要港口出口运价,亚欧FAK费率最高已达9800美元/FEU,海运重现2024年初和2021年情景,但此次上涨原因略有不同:1)2023年底红海事件影响持续,船运公司被迫绕行好望角,产生运价连锁反应;2)美国、欧盟等地关税预期迫使商家争夺集装箱以提前出货,需求增大、运力紧张导致海运费居高不下;在此背景下,市场对出口后续持续性以及相关企业短期利润影响较为关注。

► 本轮海运费对出口品类影响几何

我们根据SCFI指数对欧美航线运费涨幅进行测算,并对比2023年家居家电产品的海运费/货值比率,在一半货物签订长协价基础上,功能沙发、智能床、办公椅、升降桌、冰箱、洗衣机、空调海运费/货值水平分别约为9.29%/11.59%/10.07%/9.87%/6.42%/5.33%/3.50%。此外,我们通过敏感性分析测算在2023年基础上,海运费上涨程度对各品类运费/货值比例所产生的影响,家居受产品单位体积货值较低影响,受运费上涨影响相对更高。

► 从2021年看企业海运费实际变动

因报价模式、长协价签订等综合因素存在,企业最终承担的海运费与指数上涨程度会有不小偏差。我们选择致欧科技、赛维时代、乐歌股份、涛涛车业、敏华控股、匠心家居、永艺股份、共创草坪8家公司测算其2021年海运费率变动预估值,并与财报实际披露值对比可发现,2021年涛涛车业单位货柜运费涨幅仅为指数涨幅的1/3左右,同时FOB占比越大、产能迁移至海外比例越大、货值越高的企业,其实际变动值比运价指数变化越小。

► 投资建议:关注FOB占比高、货值高、产能迁移的相关企业

2024年至今海运费幅度较高,受此影响市场较为关注出口企业短期盈利表现,我们测算了2023年家居家电品类海运费/货值比例,并通过对比2021年海运费大涨背景下,8家样本出口企业实际成本变动情况,可以发现运费上行后企业成本的确有所承压,但受船运长协价格、业务结构等综合因素影响,实际海运费明显低于SCFI指数变化,我们认为FOB占比越大、产能迁移至海外比例越大、单位体积货值越高的企业,受运费上涨影响越小。

风险提示: 1)消费意愿不达预期的风险;2)海外经营环境和政策风险;3)人民币汇率波动风险;4)测算偏差风险。

投资建议: 强于大市(维持)
上次建议: 强于大市

相对大盘走势



作者

分析师: 管泉森
 执业证书编号: S0590523100007
 邮箱: guanqs@glsc.com.cn
 分析师: 孙珊
 执业证书编号: S0590523110003
 邮箱: sunshan@glsc.com.cn
 分析师: 戚志圣
 执业证书编号: S0590523120002
 邮箱: qizhsh@glsc.com.cn

相关报告

1、《轻工制造:质价比引领国货崛起,智价比推动家居焕新——轻工行业2024年度中期投资策略》
 2024.06.22
 2、《轻工制造:分地区看2024年轻工板块出口韧性》
 2024.06.02

正文目录

1.	2024 年初至今海运费大幅提涨	3
1.1	头部船运公司调涨亚洲出口运价	3
1.2	2024 年 1-5 月轻工出口保持高增	4
2.	本轮海运费对出口品类影响几何	5
2.1	海运费影响程度与货值高度相关	5
2.2	对不同品类海运费率敏感性分析	7
3.	从 2021 年看企业海运费实际变动	8
3.1	实际运费变化小于运价指数涨幅	8
3.2	企业海运费扰动受综合因素影响	10
4.	投资建议：关注 FOB 占比高、货值高、产能迁移企业	13
5.	风险提示	13

图表目录

图表 1:	马士基和地中海宣布 2024 年 7 月 1 日起调涨亚洲至欧基港口运价费率	3
图表 2:	最常见集装箱包括 20/40 尺标准柜和 40/45 尺高柜	3
图表 3:	2020 年至今中国出口集装箱运价指数经历三轮上涨	4
图表 4:	2023 年底红海和亚丁湾袭击事件发生	4
图表 5:	2024 年大量商品在关税加征条例生效前出货	4
图表 6:	2024 年 5 月轻工板块分品类出口金额及同比变化	5
图表 7:	欧美航线 SCFI 指数 2024H1 相较 2023 年上涨约 161%	6
图表 8:	2023 年各品类海运费/货值水平	7
图表 9:	2024 年各品类海运费/货值对不同运价涨幅的敏感性分析	8
图表 10:	2021 年欧美航线 SCFI 指数同比上涨约 216%	8
图表 11:	2021 年海运费率变动实际值均小于测算值	9
图表 12:	2021 年涛涛车业实际单位货柜运费上涨 69.85% (万元)	9
图表 13:	2020-2023 年涛涛车业成本构成及净利率变动情况	10
图表 14:	各公司海运相关费用/营业收入比及 2021 年变动	11
图表 15:	2019-2023 年海运相关费用/营业收入与毛利率变动情况	11
图表 16:	2020-2023 年出口企业成本构成及净利率变动情况	12
图表 17:	7 月 8 日美元兑人民币即期汇率 7.2698	13
图表 18:	7 月 8 日欧元兑人民币即期汇率 7.8717	13

1. 2024 年初至今海运费大幅提涨

1.1 头部船运公司调涨亚洲出口运价

马士基等头部船运公司近期宣布 7 月 1 日起调涨亚洲主要港口出口运价，截至 6 月底 CCFI 综合指数相较年初涨幅已达 105.21%。2024 年 6 月 13 日，马士基宣布自 7 月 1 日起，调整亚洲主要港口至欧基港费率至 5000 美元/TEU 和 9000 美元/FEU；6 月 15 日地中海航运也宣布自 7 月 1 日起提涨亚欧 FAK 费率至 6370 美元/TEU 和 9800 美元/FEU。截至 6 月 28 日，CCFI 综合指数 1922.46 点，与年初相比已上涨 105.21%，其中美西/美东/欧洲/地中海/东南亚/南美/南非/波红航线分别上涨 106.26%/79.58%/143.10%/100.04%/73.99%/183.57%/153.05%/120.46%。

图表1：马士基和地中海宣布 2024 年 7 月 1 日起调涨亚洲至欧基港口运价费率

马士基				地中海			
出发地	目的地	运价 (美元)		出发地	目的地	运价 (美元)	
		20DC	40DC/HC			20DV	40DV/HC
远东	Rotterdam,NL	5000	9000	亚洲	NWC	6370	9800
	Gdansk,PL	5050	9100		ADRIATIC	6200	9000
	Felixtowe.GB	5000	9000		WEST MED	6200	9000
	Aarhus,DK	5025	9050		EAST MED	5300	7900
	Gothenburg,SE	5025	9050		BLACK SEA	5350	8000
	Oslo,NO	5200	9400				

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表2：最常见集装箱包括 20/40 尺标准柜和 40/45 尺高柜

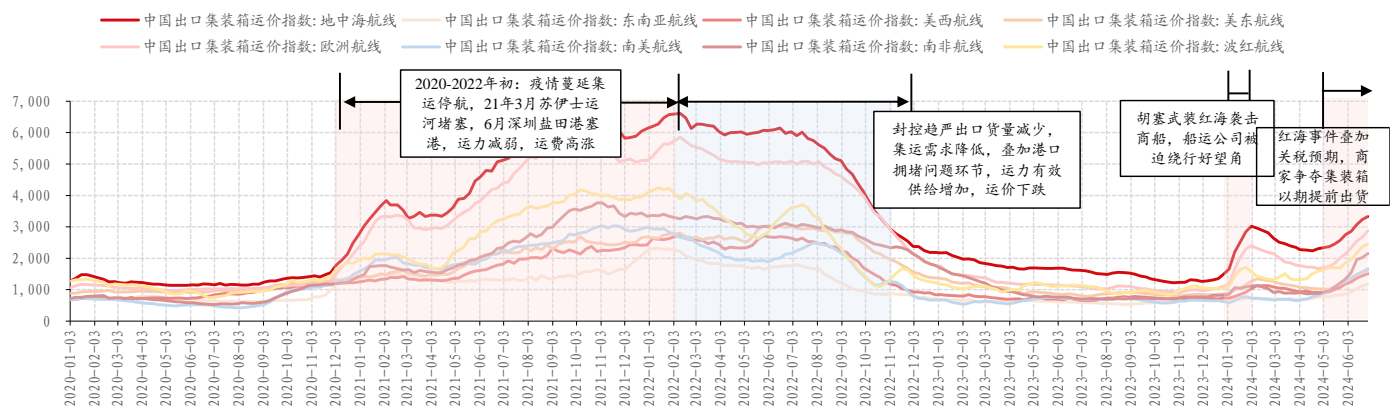
指标	20 尺标准柜 (20DC, TEU)	40 尺标准柜 (40DC, FEU)	40 尺高柜 (40HC)	45 尺高柜 (45HC)
体积	20 英尺*8 英尺*8 英尺 6 英寸	40 英尺*8 英尺*8 英尺 6 英寸	40 英尺*8 英尺*9 英尺 6 英寸	45 英尺*8 英尺*9 英尺 6 英寸
	5.9 米*2.35 米*2.39 米	12.03 米*2.35 米*2.39 米	12.03 米*2.35 米*2.67 米	13.55 米*2.35 米*2.67 米
	33.2 立方米	67.7 立方米	76.3 立方米	86 立方米
载重	25000kg	27600kg	28600kg	27860kg

资料来源：艾世捷官网，国联证券研究所

2020-2022 年中国已经历过一轮海运费高涨和港口堵塞。2020 年疫情蔓延，集运停航，供给减少；同时渠道商为避疫情停摆等不可抗力带来库存不足现象，纷纷开始主动补库，叠加 2021 年 3 月货轮搁浅致使苏伊士运河堵塞、6 月深圳盐田港塞港等因素，供需双向因素致使运费高涨，2022 年初海运费到达最高点。此后国内封控趋严，出货量有所减少，叠加港口拥堵问题得以缓解以及有效运力供给增加，运费开始下跌，截至 2022 年年中供需逐渐平衡，海运费维持稳定。

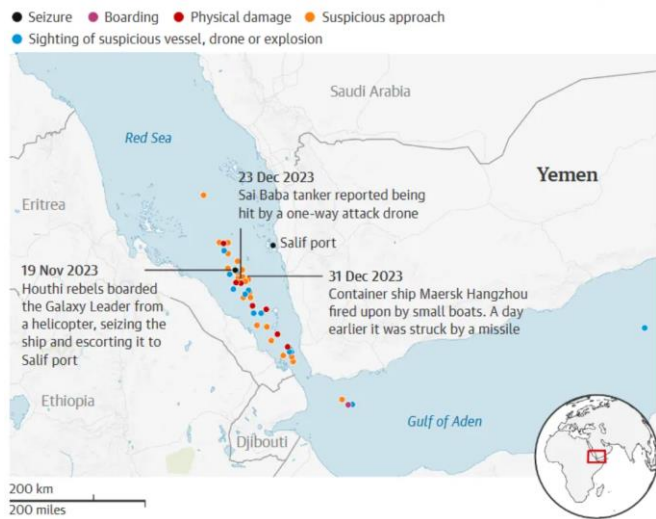
2024 年海运上涨情景重现原因有二：1) 红海事件使得船运公司被迫绕行好望角，并产生运价连锁反应；2) 关税提升预期让商家开始争夺集装箱以期提前出货，需求增大、运力紧张导致海运费居高不下。2023 年底胡塞武装袭击红海航线商船，随着紧张局势不断升级，集装箱船被迫绕行好望角，导致 2024 年初欧洲线和美国线运价高涨。2-4 月出口需求放缓，新运力投入，运价也随之放缓。然而今年 5 月美国宣布对中国电动汽车、锂电池、光伏电池等价值约 180 亿美元产品加征关税，商家纷纷抢在关税加征前集中出货，集装箱和运力趋紧，因此欧线、美线海运费持续高涨至今。

图表3：2020 年至今中国出口集装箱运价指数经历三轮上涨



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：2023 年底红海和亚丁湾袭击事件发生



资料来源：Ambrey Analytics、乐歌海外仓微信公众号，国联证券研究所

图表5：2024 年大量商品在关税加征条例生效前出货

时间	国家	关税相关内容
2024. 04. 22	墨西哥	对钢/铝/纺织品/服装/鞋类/木材/塑料及其制品等 544 项商品征收 5%-50% 临时进口关税
2024. 5. 14	美国	对电动汽车/电动汽车电池/太阳能电池/计算机芯片/医疗产品等中国进口商品进一步提高关税，包括将电动汽车关税提高到 100% 以上、半导体关税提高至 50%
2024. 07. 05	欧盟	对来自中国的电动汽车进口征收临时反补贴税，包括上汽集团 (37.6%)、吉利 (19.9%)、比亚迪 (37.6%)

资料来源：厦门自贸区暨海关特殊监管区协会、中国经济网，国联证券研究所

1.2 2024 年 1-5 月轻工出口保持高增

2024 年上半年轻工出口保持高增，海运费高涨是否会使得出口企业增收不增利，成为当前市场主要关心问题之一。轻工出口品类增速从 2023 年下半年开始转正，2024 年 1-2 月低基数背景下同比高增，3 月有所波动后，4-5 月大部分品类重回双位数增长，且 5 月增速环比提升显著。5 月/1-5 月海关口径家具及其零件出口额同比

+18.1%/+16.6%。但与此同时，近期地缘政治扰动不断，美国、欧盟、墨西哥、巴西等地对中国大力加征关税，对高尔夫球车等品类进行“双反”调查，叠加运费上行影响，市场对出口利润损失程度和下半年可持续性有所担忧。因此本篇报告对本轮海运费对家居家电品类及出口企业实际影响进行了相关测算，以供投资者参考。

图表6：2024年5月轻工板块分品类出口金额及同比变化

名称	单位：亿美元	24M5	环比	24M4	24M3	24M2	24M1	23M12	23M11	23M10	23M9	23M8	23M7	23M6	23M5	23M4	23M3	23M2	23M1
弹簧床垫	出口金额	1.1	8.1%	1.0	0.9	0.6	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.4	0.7
	当月同比	44.5%		33.2%	20.9%	57.4%	71.0%	40.0%	25.5%	18.3%	18.4%	25.7%	12.4%	15.7%	-2.9%	-12.7%	20.7%	-4.2%	-18.0%
乳胶床垫	出口金额	0.7	0.3%	0.6	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
	当月同比	15.1%		3.7%	4.4%	30.7%	18.4%	20.9%	12.9%	3.7%	12.1%	18.8%	13.9%	20.1%	5.9%	6.4%	13.2%	-12.3%	-18.3%
休闲沙发	出口金额	7.0	1.3%	6.9	6.0	4.8	8.1	8.0	7.8	7.2	6.8	6.6	6.1	6.4	6.6	6.4	6.4	2.9	6.0
	当月同比	7.0%		5.8%	-6.3%	65.8%	36.1%	28.8%	24.6%	18.2%	14.7%	11.0%	-12.0%	-9.8%	-12.1%	-7.2%	-9.4%	-39.1%	-31.4%
功能沙发	出口金额	7.3	4.5%	7.8	7.0	5.6	9.8	8.5	7.0	5.6	5.2	5.1	5.4	5.4	5.8	6.4	7.1	3.5	7.9
	当月同比	26.2%		21.9%	-1.2%	60.6%	24.8%	9.5%	-6.1%	-21.0%	-18.8%	-16.3%	-13.2%	-21.7%	-23.3%	-18.1%	-5.5%	-37.6%	-20.0%
办公家具	出口金额	3.3	26.0%	2.6	1.7	1.5	2.4	2.3	2.2	1.8	1.9	1.8	1.8	2.0	1.9	1.9	1.8	0.9	1.9
	当月同比	77.0%		36.0%	-3.9%	74.6%	26.9%	21.4%	36.7%	11.2%	14.6%	16.5%	5.9%	9.9%	3.1%	22.2%	20.5%	-11.7%	-4.4%
升降桌椅	出口金额	3.8	5.1%	3.6	4.2	2.1	3.0	3.9	3.7	3.4	3.5	3.1	3.0	3.0	3.0	3.1	3.2	1.5	2.9
	当月同比	27.0%		15.0%	28.8%	45.7%	4.1%	30.3%	20.2%	7.5%	17.4%	10.9%	3.9%	1.0%	-5.8%	7.7%	26.8%	-12.7%	-20.4%
PVC地板	出口金额	4.4	0.7%	4.4	3.9	3.3	5.2	5.0	4.6	4.1	4.6	4.4	4.2	4.6	4.7	4.6	4.5	2.2	4.4
	当月同比	-5.2%		-3.4%	-13.4%	55.2%	18.0%	8.6%	7.5%	1.1%	0.4%	-9.6%	-30.9%	-27.3%	-21.0%	-16.5%	-22.5%	-49.0%	-31.3%
保温杯	出口金额	5.1	21.0%	4.3	3.1	3.0	4.9	4.0	4.2	3.9	4.2	4.1	3.9	3.8	3.8	4.2	3.7	1.5	3.8
	当月同比	36.1%		1.7%	-15.0%	91.4%	26.8%	21.2%	21.4%	4.2%	22.8%	24.7%	-2.3%	-6.1%	-4.9%	19.4%	26.6%	-29.4%	-4.5%
人造草坪	出口金额	0.6	-2.9%	0.6	0.6	0.4	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.6
	当月同比	11.6%		8.9%	-9.0%	17.2%	15.0%	17.0%	3.8%	-4.1%	-5.9%	-12.9%	-12.0%	-15.7%	-6.8%	7.0%	13.4%	-22.3%	-31.0%
牙刷	出口金额	0.8	0.3%	0.8	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.5	0.7
	当月同比	3.6%		-6.1%	-15.1%	14.8%	15.5%	-4.3%	-9.7%	-25.9%	-17.9%	-12.4%	-15.3%	-12.4%	-6.5%	12.3%	33.4%	7.9%	-14.2%
电子烟	出口金额	2.0	4.2%	2.2	2.0	1.5	2.3	2.6	2.5	1.9	2.2	2.3	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6	1.7	2.5
	当月同比	-5.9%		-10.2%	-23.7%	-14.1%	-7.8%	-14.4%	-17.1%	-28.2%	-13.6%	-20.5%	-37.9%	-31.6%	-35.2%	-6.5%	8.5%	8.2%	-37.4%
探照灯及聚光灯	出口金额	37.5	7.4%	34.9	25.8	28.5	43.5	42.2	37.0	32.3	35.4	38.0	37.9	37.0	36.6	36.6	34.1	15.3	40.0
	当月同比	2.4%		-4.5%	-24.3%	86.7%	8.7%	1.1%	-6.3%	-16.0%	-12.6%	-8.1%	-11.1%	-11.4%	-4.8%	0.6%	26.2%	-39.6%	-15.9%
陶瓷卫浴	出口金额	4.4	1.3%	5.0	4.2	3.7	6.9	6.8	5.7	5.1	5.1	4.9	4.8	5.3	5.1	5.8	5.6	2.1	6.0
	当月同比	-13.7%		-13.7%	-25.5%	78.1%	15.2%	-19.6%	-31.2%	-44.0%	-42.4%	-34.6%	-39.0%	-41.1%	-45.4%	-26.1%	15.1%	-48.2%	-34.5%
装饰壁纸	出口金额	0.7	-1.9%	0.8	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.5	0.8
	当月同比	-4.0%		-11.2%	-8.5%	11.8%	6.0%	-9.5%	-15.3%	-9.2%	-0.1%	-13.5%	-29.1%	-20.7%	-7.7%	4.4%	51.6%	39.6%	-0.1%
宠物饲料	出口金额	1.3	6.3%	1.2	1.1	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	0.7	0.9
	当月同比	21.4%		10.9%	2.9%	22.2%	35.5%	19.3%	28.0%	14.7%	29.3%	-3.9%	-5.4%	-3.6%	-17.4%	2.7%	-9.6%	-12.4%	-33.2%
电动摩托车及脚踏车	出口金额	5.7	16.3%	4.9	3.6	3.5	4.0	2.9	3.1	3.3	4.0	4.8	4.2	4.7	4.3	4.4	3.8	1.9	4.0
	当月同比	32.4%		12.7%	-3.2%	80.6%	-0.8%	2.4%	-21.0%	-20.6%	-21.0%	-11.7%	-26.8%	-9.5%	-7.0%	9.0%	-7.6%	-42.4%	-15.2%
全地形车	出口金额	1.6	8.8%	1.5	1.4	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	0.8	1.2
	当月同比	42.4%		41.1%	9.2%	19.5%	0.8%	0.6%	-6.0%	10.1%	24.8%	-10.8%	-24.4%	-18.7%	-2.1%	-15.3%	1.6%	-20.6%	-20.8%
高尔夫球车	出口金额	1.1	34.1%	0.8	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.4	0.4
	当月同比	36.9%		10.0%	2.1%	16.6%	42.1%	18.7%	-0.9%	-8.7%	1.8%	13.3%	-15.6%	-4.1%	27.9%	28.6%	32.0%	0.2%	-16.5%
卫生巾及尿布	出口金额	3.0	4.8%	2.8	2.8	2.2	3.2	3.1	2.9	2.6	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	3.2	3.2	2.0	2.7
	当月同比	9.1%		-10.8%	-13.1%	10.5%	18.1%	6.5%	3.3%	4.7%	1.1%	0.6%	-1.7%	10.3%	7.3%	50.2%	43.5%	20.8%	2.1%
庭园用伞	出口金额	0.7	-2.3%	1.0	1.3	1.0	1.6	1.0	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	1.1	0.7	1.5
	当月同比	28.8%		19.7%	11.0%	43.5%	3.8%	-5.3%	-15.1%	-40.4%	-45.1%	-27.6%	-32.7%	-31.6%	-41.1%	-46.9%	-37.0%	-43.8%	-24.2%

资料来源：Wind、海关总署，国联证券研究所

2. 本轮海运费对出口品类影响几何

为测算本轮海运费对家居出口影响，我们选取不受合约价格扰动的上海集装箱运价指数 SCFI，对欧美航线运费涨幅进行了平均统计，并测算在 2023 年海运费基础上，不同货值产品对应的海运费率（即海运费/货值比率）变化幅度。

2.1 海运费影响程度与货值高度相关

集装箱海运费：假设 2023 年欧美航线平均海运费为 1948.73 美元/FEU，2024H1 平均海运费为 5091.53 美元/FEU。家居产品出口目的地主要集中在欧美地区，因此我们选取 2023 年全年和 2024 年上半年欧洲、地中海、美西、美东航线 SCFI 指数平均数作为海运费参考值，计算以 USD/FEU 为单位的欧美航线海运费上涨幅度，得出结果 2024H1 相较 2023 年海运费上涨约 161%。

图表7：欧美航线 SCFI 指数 2024H1 相较 2023 年上涨约 161%

航线	单位	2023年均值	2024H1均值	2024H1上涨幅度
欧洲（基本港）	USD/FEU	1328.74	4284.48	222.45%
地中海（基本港）	USD/FEU	2323.18	5661.90	143.71%
美西（基本港）	USD/FEU	1603.10	4554.04	184.08%
美东（基本港）	USD/FEU	2539.90	5865.68	130.94%
欧美航线指数	USD/FEU	1948.73	5091.53	161.27%

资料来源：上海航运交易所，国联证券研究所

注：受最大承重限制，假设欧线和地中海线 1 FEU =1.5*TEU

海运费/货值：我们将家居家电产品海运费/货值水平进行对比，以判断海运费对不同品类影响程度的区别。家居家电均属于中大件物品，因此假设出口仅使用 40 尺高标集装箱，体积 76.3 立方米（12.03 米*2.35 米*2.67 米）。取京东和天猫家居家电热销单品外包装体积作为品类平均体积，假设沙发、智能床、办公椅、升降桌、洗衣机、冰箱、空调出厂价格分别为 250/258/40/50/195/308/326 美元（假定渠道加价率 30%，以 2023 年销售价格的 70%作为出厂价，忽略陆运运费的影响）。此外，因冰箱体积较大且高度较高，无法累放，冰洗又是白电企业常见品类，因此我们假设一个 40 寸集装箱高度可累放一台冰箱和一台洗衣机，通过混合发货方式最大程度利用空间，最终可得功能沙发、智能床、办公椅、升降桌、冰箱（+洗衣机）、洗衣机、空调海运费/货值水平基本在 9.17%/11.44%/9.94%/9.74%/6.34%/5.26%/3.46%。此外，考虑到企业会通过长协一定程度上对冲海运费影响，若 2023 年相关企业一半货物签订长协价 2000 美金/FEU（略高于全年平均运费水平）、一半运价随行就市，则相关品类海运费/货值水平约为 9.29%/11.59%/10.07%/9.87%/6.42%/5.33%/3.50%。

图表8：2023年各品类海运费/货值水平

品类	体积(m ³)	预计每箱可装数量	平均价格(美元)	货值(美元)	海运费/货值	若50%签订长协价
家居						
功能沙发	1*0.94*1.01 拆包体积0.94*0.83*0.86	85	250	21250	9.17%	9.29%
智能床	2.3*1.54*1.04可拆包: 电机1.92*0.48*0.21 床头1.57*1.07*0.24 床侧床尾1.99*0.39*0.11 床垫0.33*0.33*1.60	66	258	17028	11.44%	11.59%
办公椅	0.49*0.44*0.5 (椅身) 拆包体积0.59*0.38*0.52	490	40	19600	9.94%	10.07%
升降桌	0.79*0.54*0.4可拆包: 桌板1.46*0.75*0.06 桌腿1.16*0.28*0.22	400	50	20000	9.74%	9.87%
家电						
冰箱+洗衣机合计	(0.94+1.6)*0.6*0.6	124	248	30734	6.34%	6.42%
洗衣机	0.94*0.56*0.57	66	195			
冰箱	1.6*0.6*0.6	58	308	17864	10.91%	11.05%
单洗衣机	0.87*0.515*0.53 包装体积0.94*0.56*0.57	190	195	37050	5.26%	5.33%
挂式空调	内机包装0.91*0.38*0.29 外机包装0.93*0.635*0.39	173	326	56398	3.46%	3.50%

资料来源：海关总署、京东、公司公告、上海航运交易所，国联证券研究所测算

2.2 对不同品类海运费率敏感性分析

在此基础上，我们以2023年海运费为基数，对2024年以来海运费上涨对于家居家电各品类的影响进行敏感性分析。从大类来看，单位体积货值对费率冲击程度的影响较大，家居整体单位体积货值较低，因此受海运费率影响的敏感程度更高，其中升降桌受益于体积相对小，功能沙发则在拆包发货基础上体积略小于智能床，货值也相对较高，因此两者海运费率在家居品类里均较低。与家居相比，空调等高货值产品的敏感性程度明显偏低，但冰箱受制于体积及摆放方式限制，受海运费影响程度也略大。

图表9：2024年各品类海运费/货值对不同运价涨幅的敏感性分析

品类	20%	50%	100%	120%	150%
家居					
功能沙发	1.83%	4.59%	9.17%	11.00%	13.76%
智能床	2.29%	5.72%	11.44%	13.73%	17.17%
办公椅	1.99%	4.97%	9.94%	11.93%	14.91%
升降桌	1.95%	4.87%	9.74%	11.69%	14.62%
家电					
冰箱(+洗衣机)	1.27%	3.17%	6.34%	7.61%	9.51%
洗衣机	1.05%	2.63%	5.26%	6.31%	7.89%
挂式空调	0.69%	1.73%	3.46%	4.15%	5.18%

资料来源：上海航运交易所，国联证券研究所测算

因报价模式、长协价格签订等综合因素影响，企业最终承担的海运费与指数上涨程度存在一定偏差。为探究企业实际海运费变化与 SCFI 指数涨幅差距，我们取 2021 年企业披露报表中的海运真实数据，以对比 2020 年到 2021 年海运费率和毛利率同比变化情况与预估测算值的差距。

3. 从 2021 年看企业海运费实际变动

3.1 实际运费变化小于运价指数涨幅

为计算 2021 年海运费变动情况，我们同样将 2020 及 2021 年欧线、地中海线、美西线、美东线每周航运指数进行平均统计，最终测算出 2021 年欧美航线上涨幅度约为 216.29%。

图表10：2021年欧美航线 SCFI 指数同比上涨约 216%

航线	单位	2020年均值	2021年均值	2021年上涨幅度
欧洲（基本港）	USD/FEU	1,801.01	9,121.30	406.45%
地中海（基本港）	USD/FEU	1,939.82	8,980.44	362.95%
美西（基本港）	USD/FEU	2,719.58	5,322.34	95.70%
美东（基本港）	USD/FEU	3,590.04	8,364.43	132.99%
欧美航线指数	USD/FEU	2512.61	7947.13	216.29%

资料来源：上海航运交易所，国联证券研究所

注：受最大承重限制，假设欧线和地中海线 1 FEU=1.5*TEU

2021 年海运费率变动实际值明显小于测算值。我们选择可以拆解出较详细海运费数据的致欧科技、赛维时代、乐歌股份、涛涛车业、敏华控股、匠心家居、永艺股份、共创草坪公司进行测算，在其他条件不变的情况下，假设企业海运费率与 2021 年 SCFI 指数变动一致（即上涨 216.36%），从而计算出 2021 年海运费率变动预估值。可以看到公司实际海运相关费率变动均小于测算值。毛利率则受综合因素影响，各公司变动情况均有所不同，但除共创草坪生产耗用原材料成本大幅上涨导致毛利率锐减外，大部分企业毛利率变动也小于测算值。

图表11：2021 海运费率变动实际值均小于测算值

部分出口公司列举	2020年海运费率	预计2021年		实际2021年	
		海运费率	毛利率变动	海运费率	毛利率变动
致欧科技(海运费)	4.24%	13.41%	-9.17%	10.50%	-5.28%
赛维时代(头程物流)	5.24%	16.57%	-11.33%	7.12%	-4.04%
乐歌股份(合同履行成本)	7.71%	24.39%	-16.68%	6.77%	-7.02%
涛涛车业(清关及海运费)	5.38%	17.02%	-11.64%	8.48%	-2.20%
敏华控股(境外运输及港口费用)	5.98%	18.91%	-12.93%	6.10%	0.63%
匠心家居(货代及运费)	4.56%	14.43%	-9.87%	4.19%	2.99%
境外运费	2.02%	6.40%	-4.38%	1.75%*	
永艺股份(运输费用)	2.94%	9.29%	-6.35%	2.77%	-4.54%
共创草坪(运输港杂费及业务费)	2.49%	7.87%	-5.38%	2.70%	-9.02%

资料来源：各公司公告、招股说明书，国联证券研究所测算

注*：匠心家居 2021 年境外运费非真实值，而是假设匠心家居报关货代费维持 2020 年不变，所计算得到的境外运费占收入比

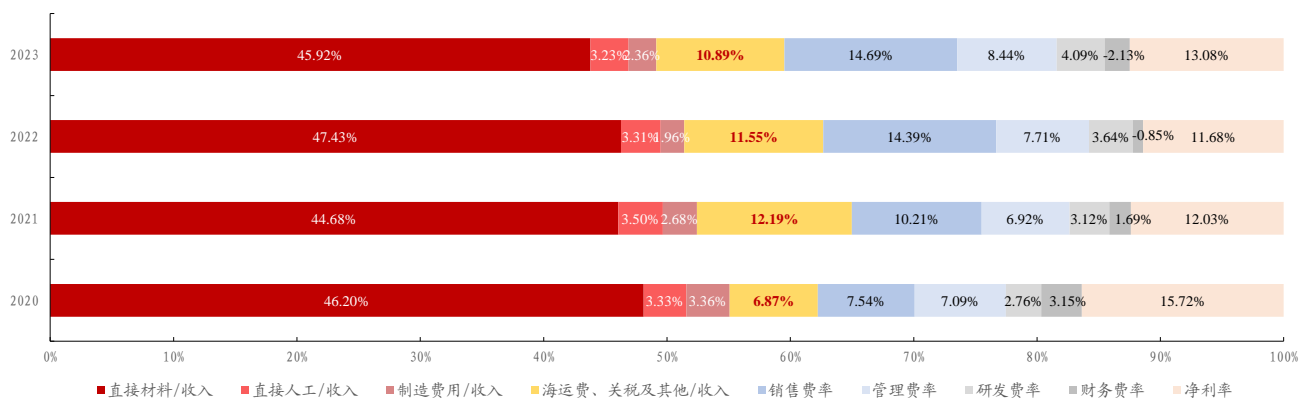
根据涛涛车业招股说明书披露数据也可得知，2021 年单位货柜运费实际上涨 69.85%，占收入比例从 5.38% 上升至 8.48%，同比+3.1pct，与根据 SCFI 指数测算所得数据相差约 3 倍。此外，尽管“海运费、关税及其他”科目 2021 年同比上涨 158%，但实际该科目受美国上调关税征收标准影响更大，进口关税同比增长 251% 至 0.59 亿元，若单独计算清关及海运费科目，则同比提升 69.54%。

图表12：2021 年涛涛车业实际单位货柜运费上涨 69.85% (万元)

涛涛车业	2019	2020	2021
海运费、关税及其他	-	9,523.42	24,598.74
yoy			158.30%
其中：			
进口清关海运费+			
境外仓库间产品调拨运费	-	7848.88	18714.54
yoy		176.67%	138.44%
境内销售运费	473.87	651.64	1,077.60
境外销售运费	2,445.19	3,127.07	5,066.02
清关及海运费(万元)	2472.13	7454.70	17104.89
yoy		78.28%	69.54%
占营业成本比	5.72%	8.29%	12.65%
销售货柜数(个)	723	1826	2468
单位货柜运费(万元/个)	3.42	4.08	6.93
yoy		19.30%	69.85%
进口关税		1674.54	5884.19
yoy		-3.22%	251.39%
营业成本合计	43,212.90	89,886.37	135,243.94
清关及海运费占营业收入比	3.29%	5.38%	8.48%
海运费、关税及其他占收入比	-	5.66%	9.28%
进口关税占收入比		1.21%	2.92%
毛利率	42.51%	35.13%	32.97%

资料来源：涛涛车业招股说明书，国联证券研究所

图表13：2020-2023年涛涛车业成本构成及净利率变动情况



资料来源：公司公告、招股说明书，国联证券研究所

3.2 企业海运费扰动受综合因素影响

出现较大差异主要原因在于，海运费还受报价模式、产能分配、长协运价签订等因素影响，因此实际变动比运价指数变化小。我们以海运费占比大小将轻工出口公司进行排列，可以发现海运费影响与业务结构、报价模式和产地强相关：

业务架构：公司业务模式影响海运费占比和毛利率水平，跨境电商或海外自有渠道占比越高，需自行承担的海运费比例越大，受扰动程度越强。致欧科技、赛维时代、涛涛车业等跨境电商或海外 OBM 为主的公司海运费占比较大，约占收入的 7%-10% 左右。从 2020-2021 年各公司海运费/营收的变动情况来看，致欧科技/涛涛车业/赛维时代分别上涨 6.26%/3.10%/1.88pct。

报价模式：海运费直接影响 CIF 相关业务运输成本，间接扰动 FOB 企业订单和出货节奏。出口按报价模式大体可分为 FOB（离岸价）及 CIF（到岸价）两种，其中 FOB 模式由客户方承担运费，短期受海运费影响程度有限，更多影响来自于集装箱紧缺导致的运力不足及下游客户排单变化带来的订单节奏提前和出货节奏延后；CIF 模式由己方承担运费，因此海运费上涨会造成一定当期业绩压力。

产地：海外产能建设减弱海运费及关税影响。2020 年匠心家居大幅提高越南基地出货量以抵御美国加征沙发关税影响，2020 年越南销售收入占比达 59%，越南自行报关费用较低，因此匠心报关货代费自 2019 年起持续下行，境外运输费率也在 2020-2022 年间与海运费呈反向下行趋势，从 2020 年的 2.02% 下降至 2021/2022 年的 1.75%/1.42%。

船运长协价格签约：2023 年底红海事件导致海运费上涨，多家出口企业已在今年签订欧美线长协价，以对冲海运价格上涨风险。近期或受电动汽车等品类加征关税影响，集装箱运力不足致使船运公司履约不及预期，同时出口企业为避免后续海运市场价格下跌，不会全部货物均签订长协价，但海运影响程度仍然会小于 SCFI 指数波动。

图表14：各公司海运相关费用/营业收入比及2021年变动

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2021年同比变动%	
							海运费率	毛利率
致欧科技(海运费)	-	-	4.24%	10.50%	11.33%	-	6.26	(5.28)
赛维时代(头程物流)	-	-	5.24%	7.12%	6.03%	-	1.88	(4.04)
乐歌股份(合同履行成本)	-	-	7.71%	6.77%	10.98%	7.87%	(0.94)	(7.02)
涛涛车业(海运费关税及其他)	-	-	5.66%	9.28%	11.55%	10.89%	3.61	(2.20)
清关及海运费	-	3.29%	5.38%	8.48%	-	-	3.10	(2.20)
进口关税	-	-	1.21%	2.92%	-	-	1.71	-
敏华控股(境外运输及港口费用)	-	-	5.98%	6.10%	4.60%	3.20%	0.12	0.63
进口关税	-	-	0.72%	0.80%	0.52%	0.39%	-	-
匠心家居(货代及运费)	3.96%	4.21%	4.56%	4.19%	3.53%	4.05%	(0.37)	2.99
境外运费	1.75%	1.67%	2.02%	1.75%	1.42%	1.67%	(0.28)	2.99
报关货代费	1.02%	1.06%	0.69%	0.70%	0.70%	0.70%	-	-
永艺股份(运输费用)	-	2.14%	2.94%	2.77%	2.47%	3.36%	(0.17)	(4.54)
共创草坪(运输港杂费及业务费)	-	2.96%	2.49%	2.70%	2.39%	2.53%	0.21	(9.02)

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：1) 敏华控股作为港股公司，其2021年数据取自2022财年年报（时间跨度为2021.04-2022.03）

2) 标蓝部分：假设匠心家居报关货代费维持2020年不变，所计算得到的境外运费占收入比，非真实值

图表15：2019-2023年海运相关费用/营业收入与毛利率变动情况

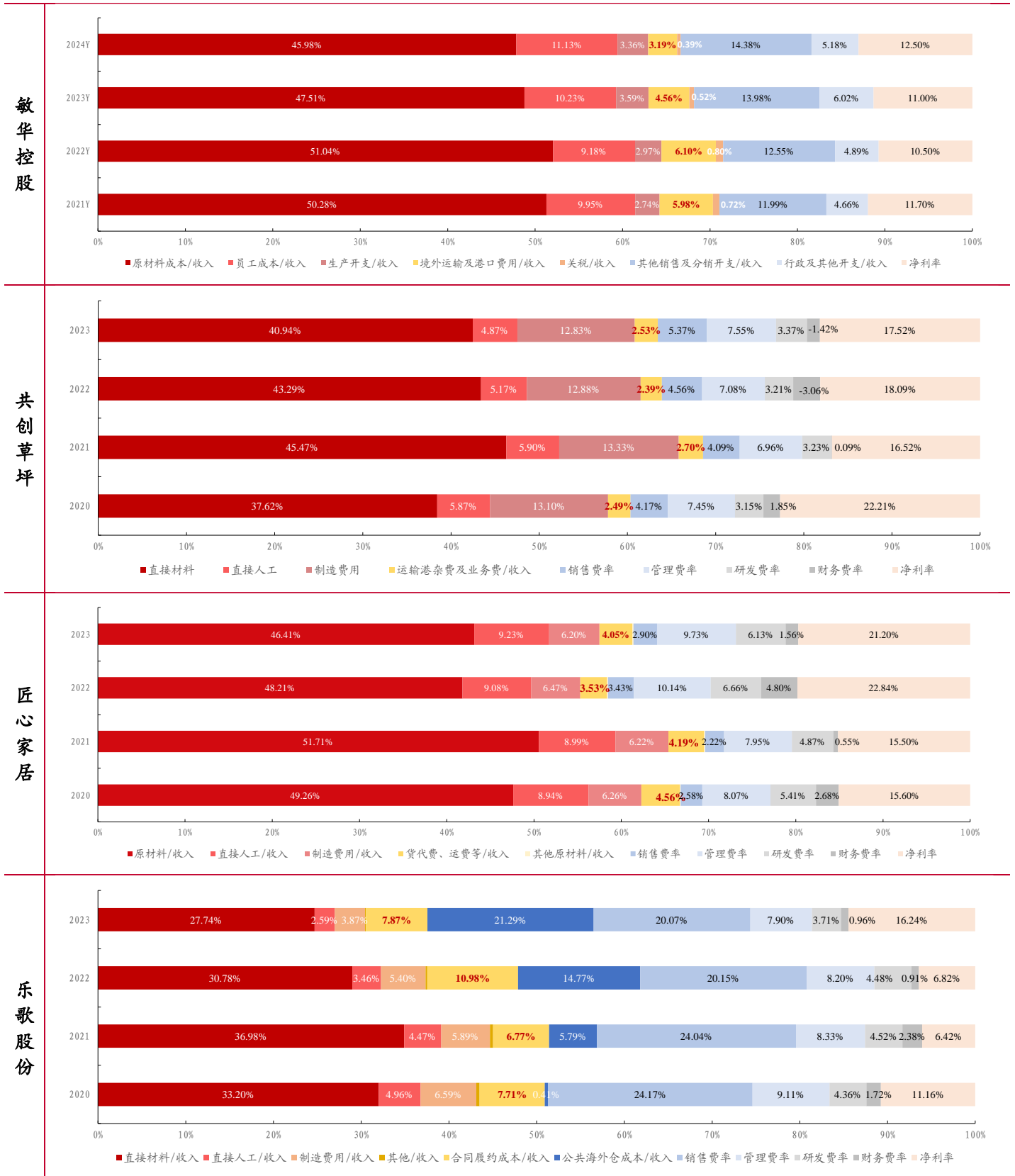


资料来源：公司公告，国联证券研究所

总结来看，2021年SCFI欧美航线指数上涨216%，但受长协价签订、报价模式不同等各方面综合因素影响，实际海运费上涨约为指数涨幅的1/3，其中跨境电商占比较高的企业海运费率变化在1.88pct-6.26pct不等，以FOB报价为主的代工企业海运费率变化则仅为0.12pct-0.21pct（共创草坪+0.21pct、敏华控股+0.12pct），更有当年产地和内外销模式切换幅度较大的企业，其海运费率反而有所下降，如匠心家居产地迁往越南（-0.28pct）、乐歌股份2021年大力发展国内品牌海运费被摊

薄 (-0.94pct)。

图表16: 2020-2023 年出口企业成本构成及净利率变动情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

此外, 美元持续强势、中美货币周期错位等因素扰动 6-7 月人民币贬值, 或将部分减弱 2023Q2 带来的汇兑高收入影响。2024 年二季度美联储货币政策预期持续调

整，降息预期再次延后，同时日本央行加息、瑞士央行率先减息等举措推高美元，人民币持续承压。6月6日，欧洲央行宣布下调基准利率25BP，主要再融资利率、边际贷款利率、存款机制利率分别降至4.25%/4.50%/3.75%，6月欧元兑人民币短暂升值，但7月初又重回下行趋势。截至7月8日，美元兑人民币即期汇率7.2698，环比6月+0.38%；欧元兑人民币即期汇率7.7855，环比6月+0.31%。2024Q2与2023Q2人民币贬值走势趋同，或将部分减弱去年汇兑高基数影响。

图表17：7月8日美元兑人民币即期汇率7.2698



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：7月8日欧元兑人民币即期汇率7.8717



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 投资建议：关注FOB占比高、货值高、产能迁移企业

2024年至今海运费幅度较高，受此影响市场较为关注出口企业短期盈利表现。我们测算了2023年家居家电品类海运费/货值比例，并对2024年海运费上涨带来的变化进行敏感性分析；同时，通过对比2021年海运费大涨背景下，8家样本出口企业实际成本变动情况，可以发现海运费上行后企业成本的确有所承压，但受船运长协价格、业务结构等综合因素影响，实际海运费扰动程度明显低于SCFI指数变化，我们认为FOB占比越大、产能迁移至海外比例越大、单位体积货值越高的企业，其受海运费上涨影响越小。

5. 风险提示

消费意愿不达预期的风险：若欧美消费需求不及预期，则未来出海企业、尤其是代工企业可能面临客户订单下滑的困境，从而导致收入回落、盈利下降的风险；

海外经营环境和政策风险：海外各地市场环境、政策环境、国际关系等具备不确定性，出海企业面临海外市场法律和政策风险；

人民币汇率波动风险：若未来人民币出现大幅升值波动，将会在某种程度上影响行业中出口产品的销售价格，进而削弱相关产品的市场竞争力。

测算偏差风险：海运费相关指标测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差风险；

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼