



Research and
Development Center

出口链：关税初步落地，后续如何展望

轻工制造

2025年02月04日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编：100031

出口链：关税初步落地，后续如何展望

2025年02月04日

本期内容提要：

事件：2025年2月1日特朗普政府确认正式开始对来自墨西哥和加拿大的商品征收25%关税，并对中国产品征收10%的关税。目前，1)加拿大：将对价值1550亿加元的美国产品征收25%的关税（其中300亿加元的商品将在2月4日生效，1250亿加元的商品将在21天内生效），并表示将考虑采取包括“非关税选择”在内的其他措施（目前美国已表示暂停向加拿大加征关税，时间推迟一个月）。2)墨西哥：总统辛鲍姆已指示经济部长向美国输墨产品加征关税（目前墨西哥总统称通过谈判、美国加征关税生效延缓1个月）。3)中国：外交部称坚决反对，并将采取必要反制措施。

贸易纠纷初现，谈判尚有余地。墨西哥、中国、加拿大为美国最大进口国，2023年占比分别为15.2%、14.1%、13.6%；同时亦为美国贸易逆差主要大国（中/墨/加占比分别为36.1%、19.7%、8.9%）。我们认为，特朗普此举更多在于呼应国内舆论并为政治谈判赋予筹码。1月20日，特朗普签署《美国优先贸易政策》总统备忘录，并未立即宣布具体的关税措施，而是通过该备忘录为贸易政策的调整预留模糊空间，并设定一系列调查、审查和政策建议的“截止日期”。根据复旦发展研究院，这一策略既为未来的政策行动铺垫法律和行政依据，同时也向主要贸易伙伴释放信号，暗示存在一定谈判余地。展望未来，4月1日（调查报告提交日）或为关键节点，特朗普或依旧采取模糊策略给对手施压、触发更广范围或更高幅度的关税。

加征关税影响出口总额，有力打击转口贸易，对龙头企业影响有限。2018-23年我国出口总金额CAGR为6.3%，其中美国占比从19.3%降低至14.8%（沙发出口总金额CAGR为-2.5%、美国占比由47.8%降低至34.6%；办公椅出口总金额CAGR为8.1%、美国占比由31.4%降低至21.2%；保温杯出口总金额CAGR为14.8%、美国占比由39.1%降低至36.5%），近年来我国企业凭借产业链转移&向下游传压、已逐步弱化关税影响。根据经济学人智库预测，宏观层面，若美国再次对我国加征10%额外关税，美国自中国进口额预计在25-27年下降10%，GDP将被拖累0.3pct，但大部分影响将会被产业链转移、内需刺激、产业链贸易商所吸收。我们认为，微观层面：

1) 墨西哥加25%关税或打击转口贸易，对合规轻工企业影响有限：自18年贸易战，我国部分中小企业通过转口墨西哥规避关税（18-23年墨西哥占我国出口额比例由1.8%增至2.4%），若未来墨西哥25%关税落地，转口贸易有望收窄。根据我们梳理，轻工上市出口公司海外产能主要集中于东南亚，墨西哥/加拿大布局较少，且墨西哥生产成本显著高于东南亚&中国，出口企业墨西哥布局主要面向价格敏感度较低客户，关税落地后影响有限。

2) 对我国加征10%关税对轻工企业影响有限：目前轻工各出口公司已逐步完成产业链转移，龙头公司东南亚基地已可充分覆盖美国订单。此外，部分行业加价倍率高，10%加征关税落地后产业链有望平稳消化（以保温杯举例，行业加价倍率高达7X+，10%关税加征后，终端仅需提价1.4%即可

平滑影响)。

3) 短期对东南亚大幅加征关税可能性较小：2023 年越南、泰国占美国进口比例分别为 3.8%、1.9%，东南亚国家整体占比较低。此外，全球可承接中国订单转移的地区有限，东南亚人工/制造/原材料等综合成本可接近中国，若美国对东南亚加征关税，美国通胀风险可能迅速提升。

800 美元小额货物关税豁免取消，对轻工跨境电商影响有限。特朗普此次签署的行政令取消美国对价值低于 800 美元的小额货物的“最低限度”关税豁免，此前小额货物关税纠纷已曾多次演绎。Temu 等平台自 24 年就已开启半托管模式吸引在美国仓库有库存的中国卖家入驻其网站，以便将包裹从美国当地运送给美国购物者。轻工多数跨境电商公司已在海外拥有成熟仓储体系，影响可能有限。此外，部分公司采取空运直邮主要系产品定制化、客单价较高，此前绝大多数订单亦需承担关税。

投资建议：目前海外经济数据持续回暖，出口公司 24Q4 业绩普遍靓丽且 25 年订单展望乐观，我们预计 25H1 出口链超额更多源于 EPS 提升、25H2 优质全球供应链布局个股或将迎来估值抬升。关注海外布局充分的**永艺股份、匠心家居、共创草坪**等，业绩具备弹性的**嘉益股份、浙江自然**等，困境反转的**致欧科技、赛维时代、华凯易佰、恒林股份、浩洋股份、天振股份**等，结构成长、估值依然偏低的**哈尔斯、西大门、依依股份、英科再生、玉马遮阳、英派斯、建霖家居、松霖科技**等。

风险提示：海外需求低于预期，贸易摩擦超预期。

研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇SCI+EI论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获2024年新财富最佳分析师第四名、2023/2024年水晶球评选第四名、2024年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有3年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。