



策略专题分析报告

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

wuhuimin@gjzq.com.cn

特朗普 2.0 关税对出海行业的比较影响分析

引言：特朗普关税 2.0 时代，企业出海将面临更多挑战

特朗普 2.0 时代的关税政策特征：①关税征收范围“更广”且力度“更大”；②以东南亚、南亚为代表的亚洲经济体受到本次“对等关税”的影响相对较大。在特朗普 1.0 时代，无论是出口全球份额，还是出海企业更高的毛利率和 ROE 表现，均表明关税 1.0 时代的中国企业通过出海至越南、墨西哥等地区实现“曲线救国”。然而，在特朗普 2.0 时代：

①直接出口面临更高的关税税率；②以东盟为代表的新兴国家也面临加征关税的背景下，企业通过海外建设产能实现“曲线救国”的路径也将遇到一定的阻力，这也将通过直接影响企业海外业务的毛利率进行而对其利润产生一定的冲击。显然，无论是对比特朗普 1.0 时代还是当年日本企业出海的经验来看，当下中国企业出海或将面临更多的挑战。

我国出海企业的行业、产能分布及渗透率现状

考虑到：在特朗普 2.0 全面关税的背景下，一方面，直接出口贸易的企业主要受到美国对我国加征关税的影响；另一方面，出海进程较高的企业则更多受到其海外产能布局地区所面临关税风险的冲击。1、基于产能建设活动，观察出海企业的行业及产能布局特征：①行业主要聚集在“海外敞口高+上一轮贸易摩擦中被加征关税”的细分领域，包括：汽车零部件、纺织制造、光伏设备、家居用品等。②企业对外产能布局主要集中在“东盟+北美”两大地区。2、基于“境外资产占比”下的各类出海行业的渗透率分析：①海外产能建设较快且“境外资产占比”较高的行业，包括：白色家电、纺织制造、家居用品、汽车零部件等；②“境外资产占比”处于中等分位的行业，包括：工程机械、消费电子、化学制药、农化制品、照明设备、元件等；③“境外资产占比”偏低的行业，包括：航海装备、商用车、黑色家电、乘用车等。3、出海的经济性评估：无论是整个板块还是比较各细分行业来看，过去几年海外业务的扩张确实能够帮助企业实现营收与盈利的双双改善。

基于特朗普 2.0 关税对“外需高敞口行业”的比较影响分析：寻找“被错杀”的结构性机会

1、历史复盘：“外需高敞口”组合确实对贸易风险敏感度更高。我们通过构建组合并进行股价回测，结果显示：无论是上一轮贸易摩擦的历史经验，还是近期市场表现来看，以“对美高敞口”组合为代表的股价表现均充分展示其对于贸易风险的高敏感度；相比之下，“对美低敞口”组合股价调整风险或弱于前者，且在短期的“无差别”下杀之后，可能会存在“被错杀”的结构性机会。

2、行业比较视角：基于“需求地区拆分+海外产能布局+海外业务盈利能力”三大因子对出口/出海板块进行排序：

①对美敞口较高+但产能布局于非北美区域，所受到的关税冲击或相对较大，相关企业主要分布在：纺织服饰、家居用品、家用电器、电子（消费电子、元件等）、商贸零售（互联网电商）等。

②对美敞口较高+境外资产占比较高且产能布局于北美区域+海外营业利润率高，短期内关税冲击或相对偏弱，相关企业主要分布在汽车零部件居多。

③对美敞口较低的板块所受到的关税冲击或相对有限，主要筛选对欧洲敞口高或者对新兴市场敞口高的产品，对应至二级行业主要分布在：橡胶、工程机械、专用设备>化学制品、化学纤维、商用车等，可关注短期风险释放后上述领域或存在修复性机会。

④短期获得关税豁免的商品，或具备相对韧性，相关的商品主要分布在：基础化工（如有机化学品、无机化学品等）以及半导体（半导体开关元件等、存储器等）。

显然，以上四类资产中，按照关税冲击排序来看，或为：①>②>③≈④，尤其是对于③和④类资产而言，由于对美敞口较低或存在关税豁免，短期内冲击或相对有限，可关注股价下杀后这两类资产的结构性机会。

风险提示

全球贸易摩擦超预期；美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；统计样本量有限；关税税率变化超预期。



内容目录

一、引言：特朗普关税 2.0 时代，企业出海将面临更多挑战.....	4
二、我国出海企业的行业、产能分布及渗透率现状.....	8
三、基于特朗普 2.0 关税对“外需高敞口行业”的比较影响分析：寻找“被错杀”的结构性机会.....	11
3.1 历史复盘：“外需高敞口”组合确实对贸易风险敏感度更高.....	11
3.2 行业比较视角：我们如何对出口/出海链进行排序？.....	13
四、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 特朗普 2.0 以来美国针对中国关税税率已大幅提升，产品覆盖率达 100%.....	4
图表 2： 4 月 2 日以来美国“对等关税”所设定的部分国家/地区的关税税率.....	4
图表 3： 特朗普上任以来所实施的涉及中国的关税政策.....	5
图表 4： 筛选 HS2 位编码下，对美出口依赖度较高的产品.....	6
图表 5： 筛选 HS4 位编码下（主要针对 84、85 和 87），对美出口依赖度较高的产品.....	6
图表 6： 2018 年以后我国出口全球份额仍在上升.....	7
图表 7： 2018 年以来我国出口地区份额出现变迁.....	7
图表 8： 2016 年以来“高海外收入占比”组合 ROE 较优.....	7
图表 9： 2020-2023 年出口链企业海外毛利率更高.....	7
图表 10： 以“在建工程”作为观察窗口：企业向外产能建设较为“活跃”的行业主要为汽车零部件、纺织制造等.....	8
图表 11： 以“在建工程”作为观察窗口：东盟、北美为企业向外产能布局建设较为青睐的两个区域.....	9
图表 12： 2021-2023 年中国企业对外投资的地区分布.....	9
图表 13： 2024 年中国企业对外投资的地区分布.....	9
图表 14： 东盟主要对应纺织制造、光伏设备等行业.....	10
图表 15： 北美主要对应汽车零部件、专用设备等行业.....	10
图表 16： 以“在建工程”作为观察窗口：企业向外产能建设较为“活跃”的行业主要为汽车零部件、纺织制造等.....	10
图表 17： 海外业务相对盈利优势来源拆分.....	11
图表 18： 回顾 2018-2019 年中美贸易摩擦加剧期间，“外需高敞口”组合股价短期存在阶段性回落且没有超额收益.....	12
图表 19： 2018-2019 年中美贸易摩擦加剧期间，“对美高敞口”组合股价同样存在阶段性回落.....	13
图表 20： 各一级行业收入对美敞口一览.....	14
图表 21： 各二级行业收入对美敞口一览.....	14



图表 22: 筛选需求地区主要以欧洲市场为主的产品	14
图表 23: 筛选需求地区主要以新兴市场为主的产品	15
图表 24: 以 HS 编码进行分类,“对美敞口低”的产品一览	15
图表 25: 美国关税豁免商品对应的 HS2 位编码	16
图表 26: 美国关税豁免商品对应的 HS6 位编码	16



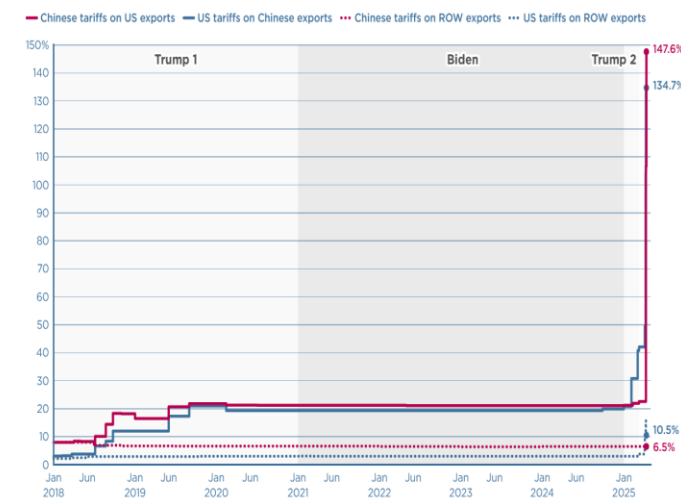
一、引言：特朗普关税 2.0 时代，企业出海将面临更多挑战

特朗普 2.0 时代，关税政策有何特征？自特朗普 1 月 20 日上任以来，其“美国优先”的核心主张体现为明显的贸易保护主义倾向，具体关税政策包括对中国、加拿大、墨西哥等加征关税，同时亦发起铜、木材等产品的调查，并对钢铁、铝、汽车和汽车零部件加征 25% 的关税。美国当地时间 4 月 2 日，美国白宫公布了备受关注的“对等关税”措施：(1) 引用《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 对所有国家征收 10% 的“基础关税”，并于 4 月 5 日生效；(2) 对美国贸易逆差最大的国家/地区征收个性化的更高“对等关税”，并于 4 月 9 日生效。不过，加拿大和墨西哥将暂时免受“对等关税”的影响，符合《美墨加贸易协议》(USMCA) 的商品可继续获得关税豁免，而不符合《美墨加贸易协议》(USMCA) 的商品则享受 25% 的关税（能源和钾肥 10%）；(3) 此外，部分商品不受“对等关税”的约束，主要包括钢/铝制品、汽车和汽车零部件、铜、药品、半导体和木材制品、以及金银等。其中，此前 2 月份美国已对钢铁、铝征收 25% 的进口关税且已经生效，同时在本次“对等关税”亦提到对汽车和汽车零部件征收 25% 的关税且立即生效；而其余的商品中如铜、木材制品等，此前美国已基于 232 条款对其发起调查。

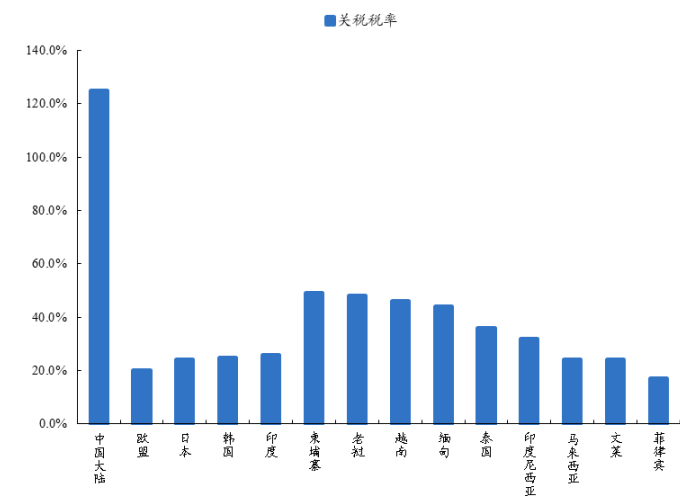
显然，不管是对比特朗普关税 1.0 还是就本次“对等关税”所实施的具体措施来看，具备以下几点特征：①关税征收范围“更广”且力度“更大”，一方面，加征关税所涉及的国家由此前的“中美”延伸至所有贸易伙伴，尤其是对美贸易逆差较大的国家/地区影响更大；商品范围来看，就对中国而言，加征关税的商品覆盖率由关税 1.0 的 66.6% 上升至 100%。另一方面，以中国为例，由于“对等关税”是在现有的关税基础上进行额外的累加，2025 年以来美国已对我国加征 20% 的关税，叠加 4 月以来的“对等关税”（已由 4 月 2 日的 34% 上调至 125%），特朗普上任至今已累计加征 145%。②以东南亚、南亚为代表的亚洲经济体受到本次“对等关税”的影响相对较大，如越南（46%，对应 4 月 2 日“对等关税”的加征关税税率，下同）、柬埔寨（49%）、泰国（36%）、老挝（48%）、印度（26%）等。不过，美东时间 4 月 9 日美国暂缓了对其他各国超过 10% 部分的“对等关税”（期限 90 天），后续可进一步观察贸易谈判进展。

图表1：特朗普 2.0 以来美国针对中国关税税率已大幅提升，产品覆盖率达 100%

图表2：4 月 2 日以来美国“对等关税”所设定的部分国家/地区的关税税率



来源：PIIE、国金证券研究所；注：以上数据更新至 2025 年 4 月 12 日。



来源：白宫、国金证券研究所；注：①针对中国大陆的关税税率，已由 4 月 2 日的 34% 上调至 125%；②针对除中国外其他国家的“对等关税”，已于 4 月 9 日宣布暂缓 90 天，仅实施基准税率 10%。


图表3：特朗普上任以来所实施的涉及中国的关税政策

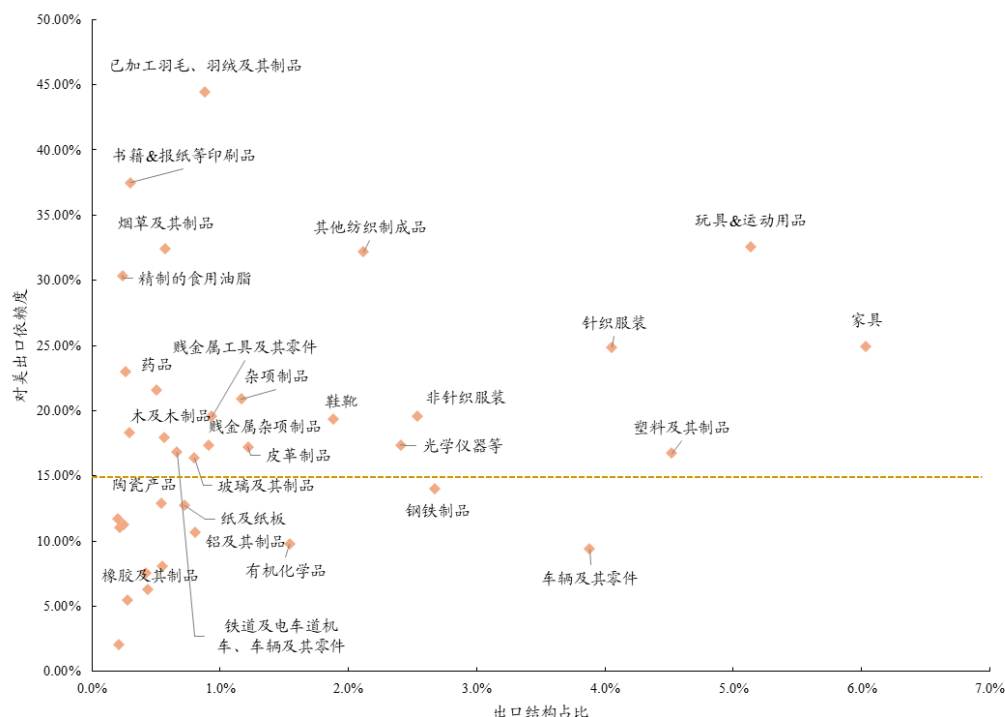
时间	主要内容
2025年2月1日	特朗普以芬太尼为借口，宣布从2月4日起对加拿大、墨西哥和中国征收关税；同时，将结束对这些国家的低价值包裹的免税最低限额待遇。
2025年2月4日	(1) 美国实施2月1日宣布的关税政策，对从中国进口的商品征收10%的关税。(2) 取消对来自中国的低价值包裹的免税处理（不再享受零关税待遇）。
2025年2月5日	(1) 暂时恢复对来自中国的低价值包裹的免税待遇。 (2) 针对加拿大和墨西哥的低价值包裹的免税政策将于3月2日生效。
2025年2月10日	(1) 特朗普发布声明，对钢铁、铝征收25%的进口关税，自2025年3月12日起生效。 (2) 同时调整2018年3月首次对这些金属征收的第232条关税。
2025年2月25日	调查铜进口是否构成根据1962年《贸易扩展法》第232条对美国国家安全的威胁。
2025年3月1日	(1) 根据 1962 年《贸易扩展法》第 232 条款，调查木材和木材进口是否对美国国家安全构成威胁。 (2) 另行发布的行政命令要求内政部和农业部发布新的监管规定，扩大国内木材生产的扩展。
2025年3月4日	修改2月1日的行政命令，将所有来自中国的进口商品的关税从10%提高到20%。
2025年3月4日	(1) 针对美国3月4日额外关税，中国宣布将于3月10日起对美国农产品出口征收新的关税，涉及大豆、鸡肉、小麦、玉米、棉花等产品，以及高粱、猪肉、牛肉、海鲜、水果、蔬菜和乳制品。 (2) 中国还宣布对美国光纤产品进行反倾销调查，将10家美国公司列入不可靠实体名单，15家公司面临出口管制，并禁止进口Illumina公司的基因测序仪。
2025年3月12日	(1) 美国于2月10日宣布对进口钢铁、铝及衍生产品征收25%关税的决定正式生效； (2) 尽管之前加拿大安全威胁要美国的能源出口征收25%的关税，特朗普威胁要通过将美国对加拿大钢铁的关税从25%提高到50%来进行报复，但到目前为止都没有实现。
2025年3月20日	白宫发布了一项行政命令，旨在鼓励增加在美国的关键矿物的开采和加工。
2025年3月25日	白宫发布行政命令，扩充之前对于委内瑞拉的制裁，自2025年4月2日起，任何从委内瑞拉进口石油的第三国对美国的出口将根据国际紧急经济法案征收25%的美国进口关税。
2025年3月26日	(1) 援引1962年《贸易扩展法》第232条，于2025年4月3日对汽车和某些汽车零部件征收25%的关税，如发动机、变速器、动力总成部件和电气部件。 (2) 白宫宣布对符合美墨加协定的汽车零部件以及根据美墨加协定进口的汽车中嵌入的美国内容的价值给予特别关税豁免。（注：该公告指的是特朗普第一届政府于2019年5月发布的一份公告，其中总统同意商务部长关于进口汽车和零部件对国家安全构成威胁的结论。）
2025年4月2日	美国白宫公布“对等关税”具体措施：(1) 对所有国家征收10%的基础关税，并对贸易逆差最大的国家征收个别关税；(2) 部分商品不受“对等关税”约束，如钢铁、铝及其制品、汽车和汽车零部件，铜、药品、半导体和木材制品等，其中，针对钢铁、铝、汽车和汽车零部件，美国此前已加征25%的进口关税；(3) 对于加拿大和墨西哥（不受此次“对等关税”的影响），符合USMCA的商品继续享受零关税，不符合USMCA的商品将享受25%的关税（能源钾肥10%）。
2025年4月3日	美国根据“232 条款”对汽车征收 25% 的关税。
2025年4月9日	美国根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对包括中国（税率为74%）在内的几乎所有对美存在贸易顺差的国家征收1%至74%不等的关税。美国对中国征收的关税中还包括额外50%的关税，作为对中国宣布实施反制措施的反报复手段。
2025年4月10日	中国对美国在4月5日和9日根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）所征收的关税进行反制，加征84%的关税；美国暂缓了4月9日根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对存在贸易顺差国家（中国除外）所征收的关税；针对中国，根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）面临额外41%的关税上调（总税率达到125%）。

来源：PIIE、白宫、国金证券研究所

直观上，美国关税 2.0 的大棒之下，对美高依赖度的出口产品影响或更大。在加征关税的背景下，外部环境所面临的贸易政策不确定性明显提升，这意味着外需依赖度较高，尤其是对美依赖度较高的产品，将会直接面临需求国家加征关税所带来的潜在冲击。结合“对美敞口”和“出口结构占比”对所有出口商品进行筛选：①“对美敞口大且结构占比高”的产品，包括：家具、玩具&运动用品、针织服装、非针织服装、塑料及其制品、自动数据处理设备、手机等；②“对美敞口大但结构占比偏低”的产品，包括：药品、木及木制品、玻璃及其制品等。

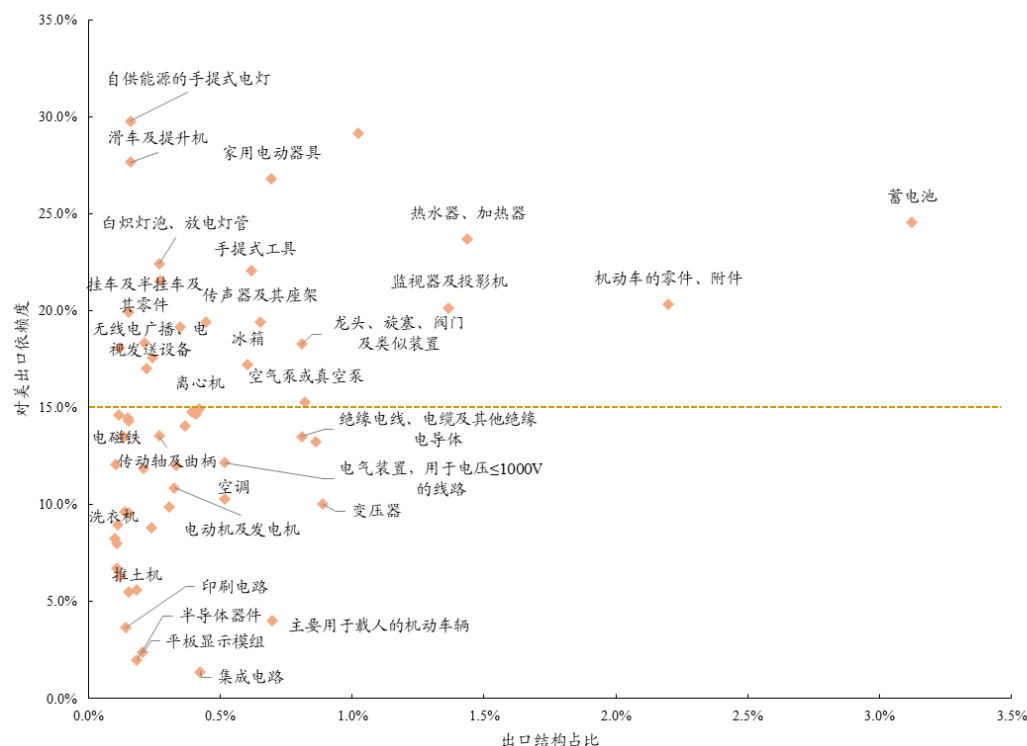


图表4：筛选 HS2 位编码下，对美出口依赖度较高的产品



来源：Wind、国金证券研究所；注：由于 HS84 和 HS85 这两位编码所对应的产品结构占比较高（2024 年数据分别为 17.6% 和 24%），考虑到展示效果，故在此并未展示出来。

图表5：筛选 HS4 位编码下（主要针对 84、85 和 87），对美出口依赖度较高的产品



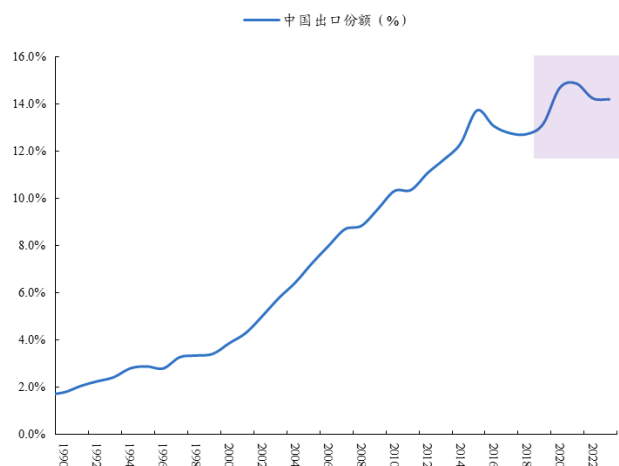
来源：Wind、国金证券研究所；注：由于电话机和自动数据处理设备及其零件所对应的产品结构占比较高（2024 年数据分别为 17.6% 和 24%），考虑到展示效果，故在此并未展示出来。



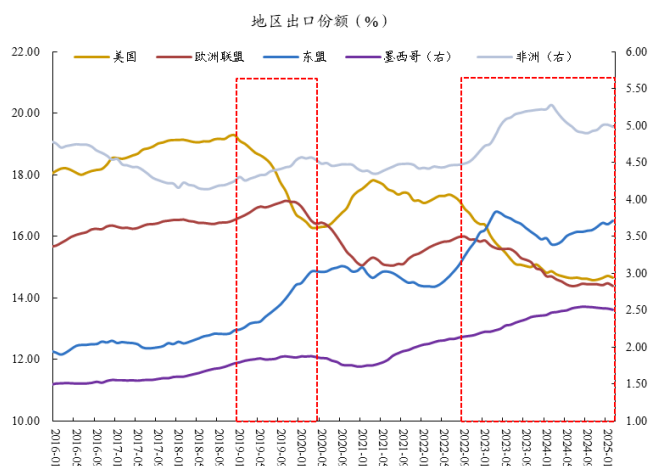
为 8.9% 和 7.9%)，考虑到展示效果，故在此并未展示出来。

特朗普“关税大棒”下，企业出海或面临更多的挑战。对比特朗普关税 1.0 来看，尽管经过 2018-2019 年美国对华加征关税之后，我国对美“市占率”确实出现趋势性回落，但从另外的两个视角来看，无论是中观层面的出口全球份额，还是微观层面出海企业更高的毛利率和 ROE 表现，均表明关税 1.0 时代的中国企业通过出海至越南、墨西哥等地区实现“曲线救国”。①中观层面，2018 年以来中国出口全球份额总体依然维持扩张趋势且保持高位稳定；与此同时，在对美出口回落的同时可以观察到我国出口地区分布更为“多元化”，出口至以东盟、墨西哥等代表的新兴经济体占比出现明显上升。②微观层面，对比“高海外收入占比”公司组合和全 A 非金融的 ROE，2018 年至今两者之间的“ROE 差”持续维持高位；与此同时，出口企业更高的“海外毛利率”也证实了企业出海确实可以实现盈利层面的扩张。然而，在特朗普 2.0 时代：①直接出口面临更高的关税税率；②以东盟为代表的新兴国家也面临加征关税的背景下，企业通过海外建设产能实现“曲线救国”的路径也将遇到一定的阻力，这也将通过直接影响企业海外业务的毛利率进行而对其利润产生一定的冲击。显然，无论是对比特朗普 1.0 时代还是当年日本企业出海的经验来看，当下中国企业出海或将面临更多的挑战。

图表6：2018 年以后我国出口全球份额仍在上升



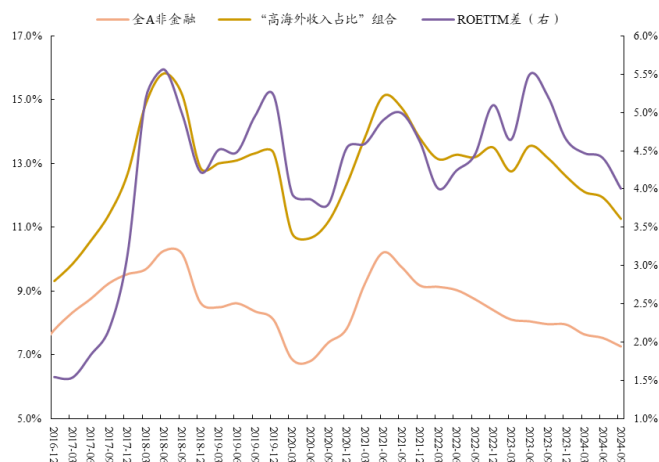
图表7：2018 年以来我国出口地区份额出现变迁



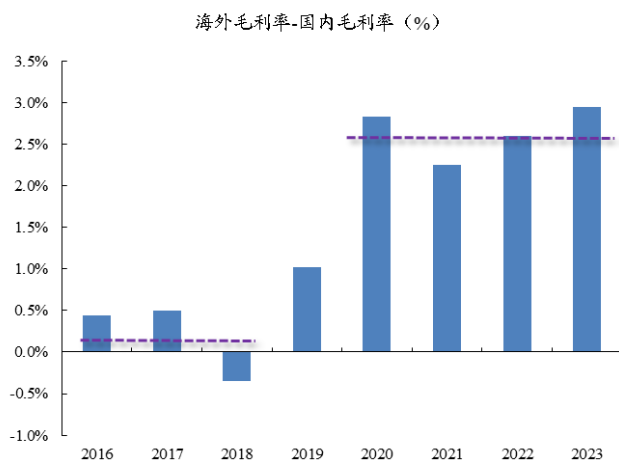
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表8：2016 年以来“高海外收入占比”组合 ROE 较优



图表9：2020-2023 年出口链企业海外毛利率更高



来源：Wind、国金证券研究所；注：“高海外收入占比”组合仅取自基础化工、电力设备、机械设备、纺织服装、家用电器、汽车、轻工制造这 7 个行业成分股

来源：Wind、国金证券研究所



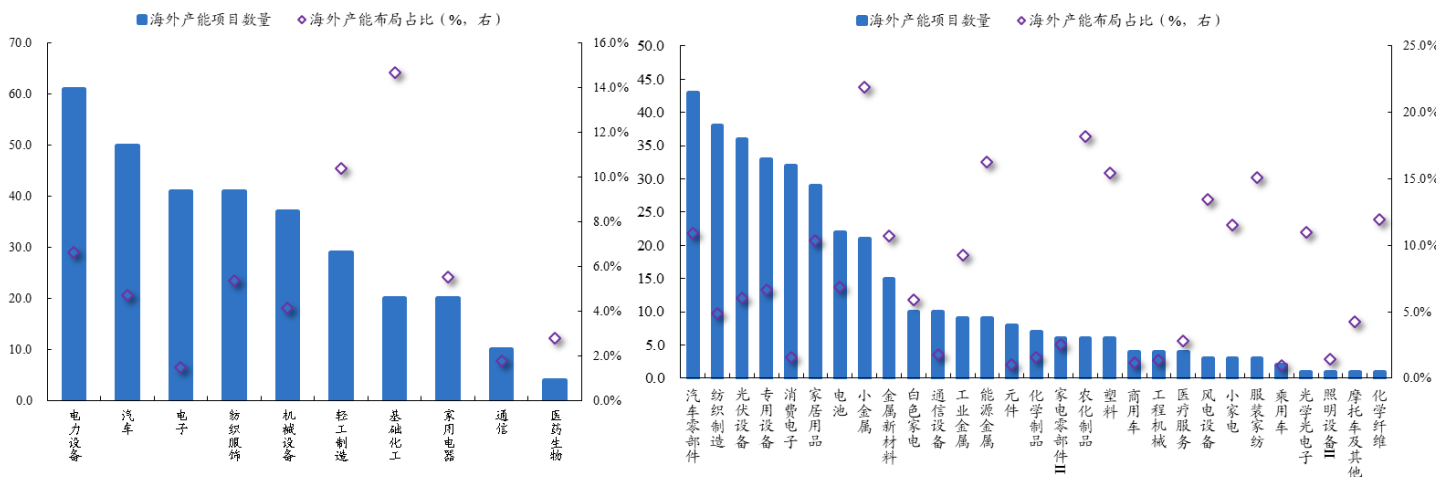
中“海外收入占比”较高的个股。

二、我国出海企业的行业、产能分布及渗透率现状

考虑到：出口与出海存在差异性，即出口为直接贸易数据，而出海更多对应的是在通过海外建设产能以满足当地或者第三方国家的需求。在特朗普 2.0 全面关税的背景下，一方面，直接出口贸易的企业主要受到美国对我国加征关税的影响；另一方面，出海进程较高的企业则更多受到其海外产能布局地区所面临关税风险的冲击。因此，以下我们结合微观角度下企业海外产能建设活动以观察最近几年中国企业海外产能布局的情况。

1、基于产能建设活动，观察出海企业的行业及产能布局特征。(1) 行业层面，主要聚集在“海外敞口高+上一轮贸易摩擦中被加征关税”的细分领域，包括：汽车零部件、纺织制造、光伏设备、家居用品等，近几年其海外产能建设活动相对活跃。(2) 地区层面，企业对外产能布局主要集中在“东盟+北美”两大地区，以“在建工程”项目数量这一口径进行衡量，这两个地区海外产能建设项目数量占总样本的比重分别为 54.7%和 15.2%。即便是我们从另外一个视角来看，采用 AEI 数据所跟踪的企业对外投资金额数据进行测算，东盟（印尼、马来西亚、泰国、越南等）、北美（美国）在 2024 年企业对外投资目的地的选择中同样较为领先。进一步结合行业来看，在东盟进行产能建设的行业主要包括：纺织制造、光伏设备、消费电子、家居用品等；而在北美（加拿大、美国和墨西哥）进行产能建设的行业主要分布在汽车零部件、专用设备、电池等。(3) 此外，商用车、工程机械、小家电、服装家纺等为代表的行业，向外进行产能建设的项目数量占比相对较低。

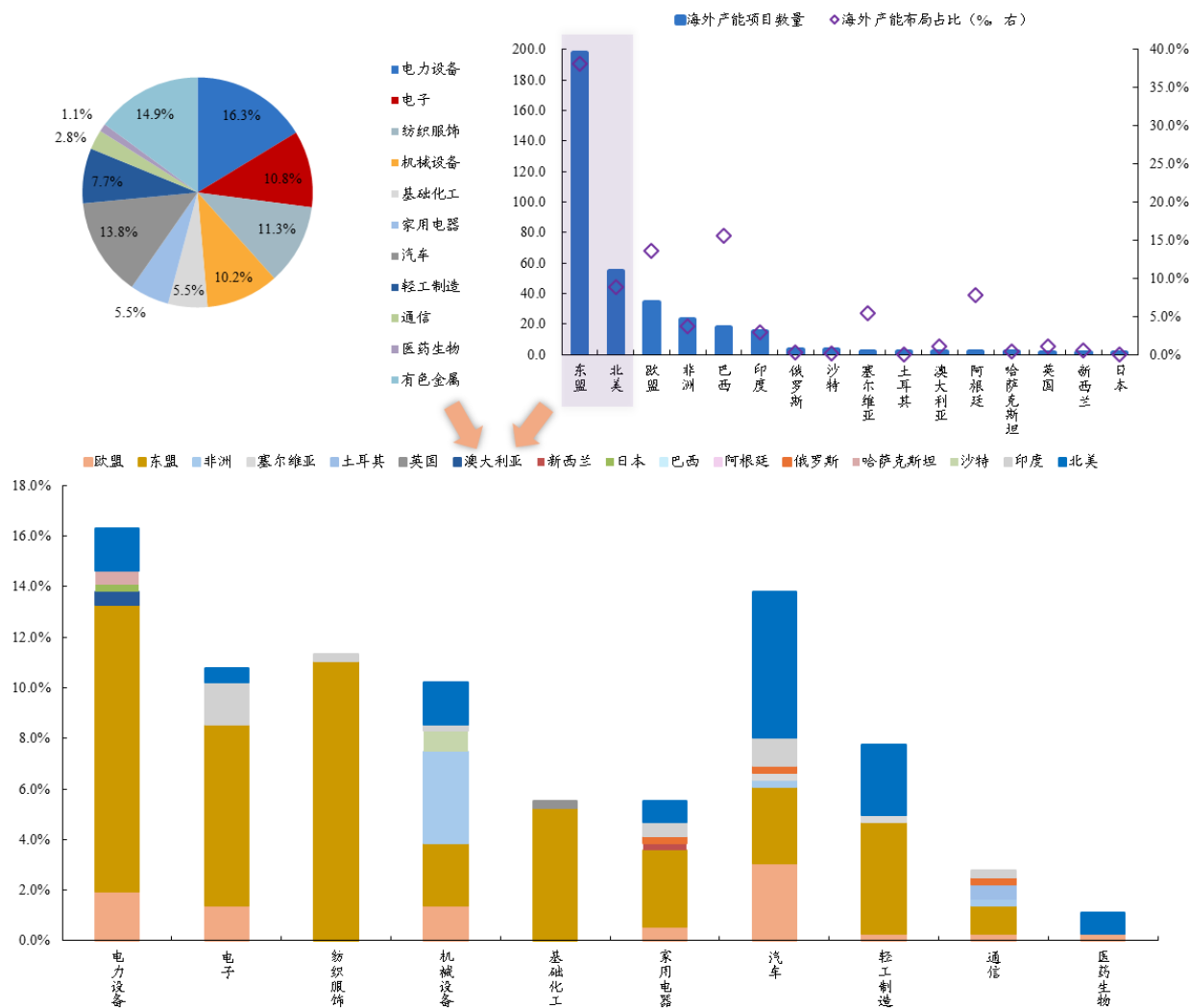
图表10：以“在建工程”作为观察窗口：企业向外产能建设较为“活跃”的行业主要为汽车零部件、纺织制造等



来源：Wind、国金证券研究所



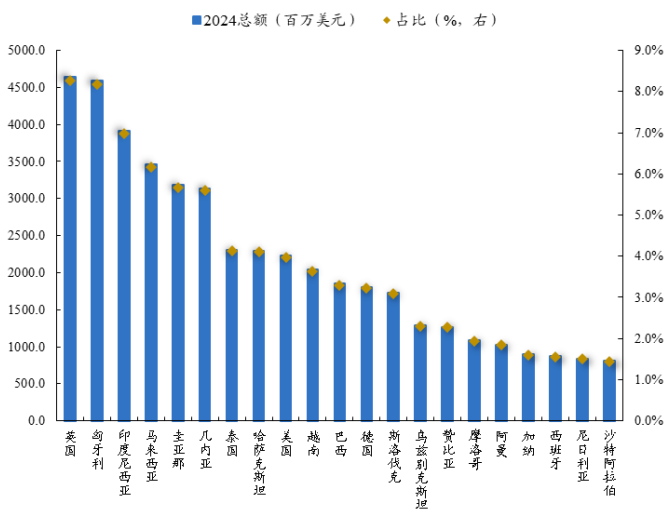
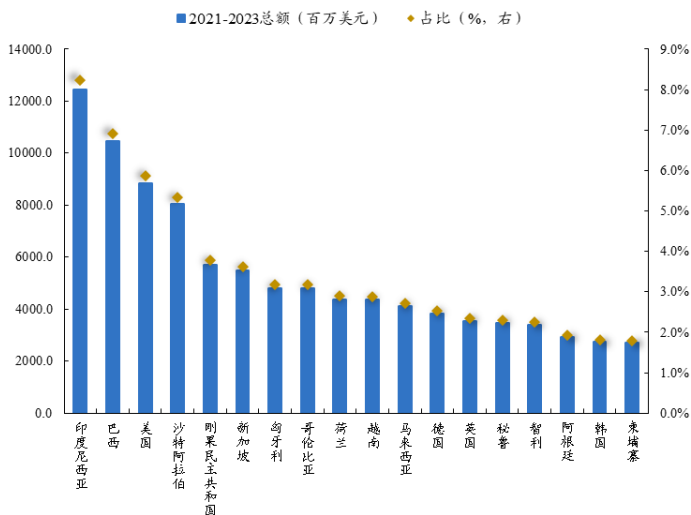
图表11：以“在建工程”作为观察窗口：东盟、北美为企业向外产能布局建设较为青睐的两个区域



来源：Wind、国金证券研究所

图表12：2021-2023 年中国企业对外投资的地区分布

图表13：2024 年中国企业对外投资的地区分布



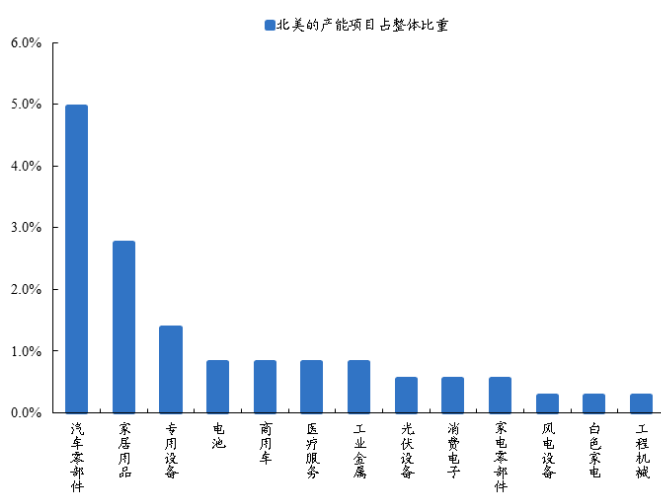
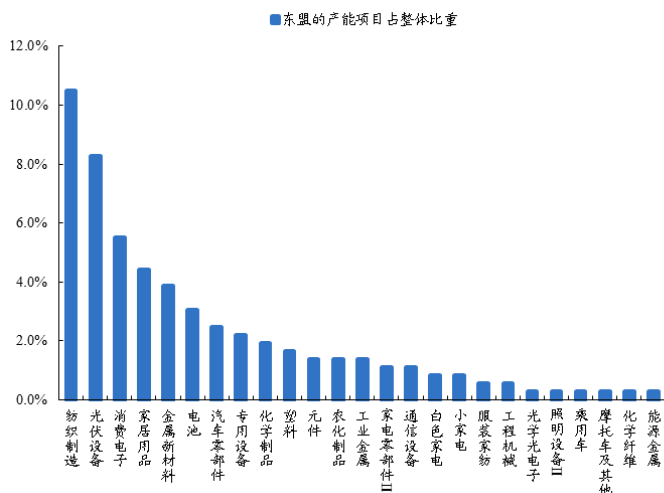
来源：AEI、国金证券研究所

来源：AEI、国金证券研究所；注：2024 年数据截至当年 10 月份。



图表14：东盟主要对应纺织制造、光伏设备等行业

图表15：北美主要对应汽车零部件、专用设备等行业

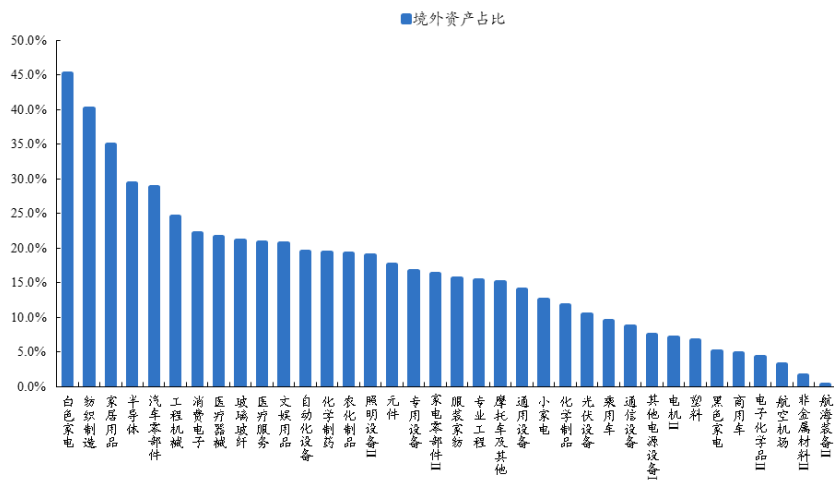
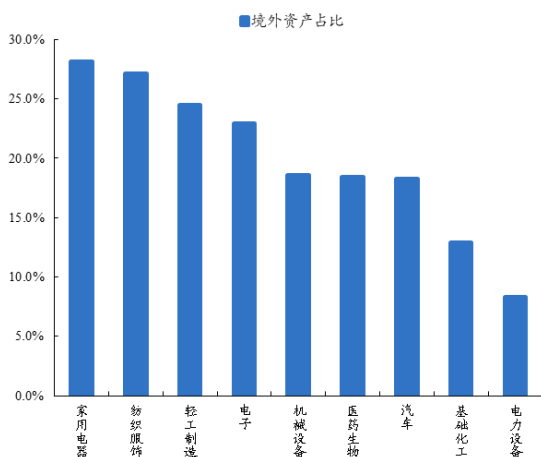


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

2、基于“境外资产占比”下的各类出海行业的渗透率分析。逻辑上讲，随着企业海外“在建工程”项目建设完成并转为“固定资产”之后，在其海外产能迎来释放阶段的同时我们也能够看到企业所持有的境外资产在总资产当中的比重出现上升，一定程度上可用来衡量企业海外产能建设的进度。理论上来说，当企业所持有的“境外资产”占比越高，意味着其海外收入更多是通过“出海”所获取。因此，这里我们以“境外资产占比”这个指标来进行衡量：①海外产能建设较快且“境外资产占比”较高的行业，主要包括：白色家电、纺织制造、家居用品、汽车零部件等；②“境外资产占比”处于中等分位的行业，主要包括：工程机械、消费电子、化学制药、农化制品、照明设备、元件等；③“境外资产占比”偏低的行业，主要包括：航海装备、商用车、黑色家电、乘用车等，或意味着当下该类行业的“海外收入”更多由“出口”所创造的。

图表16：以“在建工程”作为观察窗口：企业向外产能建设较为“活跃”的行业主要为汽车零部件、纺织制造等



来源：Wind、国金证券研究所

3、出海的经济性评估。基于：①关税对于企业利润的核心影响变量在于毛利率；②企业出海过程中，更为重要的是海外业务的扩张能否带来盈利层面的扩张，“海外毛利率”同样是一个可供参考的重要指标。因此，我们采用“海外毛利率”这一指标来衡量企业出海的经济性。

(1) 整体上来看，对比具备“海外业务”个股组合的海外业务与国内业务，2017年以来海外营收占比持续提升，期间海外毛利率与国内毛利率差值明显扩张，2020-2023年该差



值均值为 2.6%。这意味着，随着海外业务的扩张，在为企业带来需求增量的同时，确实也能够为企业起到降本增效的作用，进而帮助企业实现营收与盈利的双双改善。

(2) 横向比较各细分行业，考虑到：尽管海外-国内毛利率差值后期趋于改善，但在国内毛利率和海外毛利率的动态演变过程中，海外业务相比国内业务的盈利优势来源存在差异性。因此，在考察各行业出海的经济性时，我们同样考虑各细分板块海外与国内毛利率的变化趋势，进而探究海外业务的相对盈利优势究竟是源于公司产品在全球竞争力的提升或者是降本增效逻辑的显现，还是国内比差效应所带来的差距收敛甚至是带来海外明显优于国内。我们可具体分为两种情况：

① 海外毛利率下降/企稳，但海外-国内毛利率改善，说明海外业务的相对盈利优势主要是来自于国内毛利率的持续下行所带来的。具体行业包括：橡胶、化学制品、农化制品、专用设备、光学光电子、消费电子。除了消费电子外，其他行业均对应至第一种企业出海模式，即阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利。针对该种情形，我们认为应下沉至细分赛道或自下而上筛选个股的 α 逻辑。事实上，根据我们对上述行业细分赛道的拆分，典型的如钾肥、品牌消费电子等，近几年海外毛利率均维持高位水平且相比于国内毛利具备明显优势，2023 年海外毛利率与国内毛利率差值分别为 26.9%、2%。

② 海外毛利率和海外-国内毛利率均趋于改善：期间，无论国内毛利率如何演变，海外毛利率的持续改善均证明公司产品在海外市场具备较高的附加价值且相比于国内业务相对盈利优势明显，侧面验证出海确实能够帮助企业实现降本增效、贡献业绩增量。结合考虑国内毛利率的变化情况，可细分为两种类型：1) 国内毛利率趋于下降，包括：纺织制造、电池、摩托车及其他、元件、工程机械、白色家电，其中，前两个行业属于增收增利模式；2) 国内毛利率企稳/上升，包括：汽车零部件、商用车、家居用品、黑色家电等。

图表17：海外业务相对盈利优势来源拆分

情形	模式	行业	是否符合中观竞争力筛选	国内毛利率		海外毛利率	
				2023年	趋势变化	2023年	趋势变化
海外下降/企稳，但海外-国内毛利率改善	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	橡胶	✓	12.5%		26.7%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	化学制品	✓	15.2%		16.0%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	农化制品	✓	18.5%		16.2%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	专用设备	✓	22.4%		26.5%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	光学光电子	✓	10.7%		16.8%	
海外毛利率改善、国内毛利率下降	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	消费电子	✓	15.9%		16.0%	
	增收增利模式	纺织制造	✓	15.0%		21.8%	
	增收增利模式	电池	✓	19.1%		21.3%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	摩托车及其他	✓	18.5%		26.3%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	元件	✓	17.9%		24.9%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	工程机械	✓	22.0%		28.9%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	白色家电	✓	29.8%		25.0%	
海外毛利率改善、国内毛利率企稳/上升	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	汽车零部件	✓	18.1%		20.3%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	商用车	✓	11.2%		17.9%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	家居用品	✓	32.3%		29.1%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	游戏 II	✓	64.6%		68.7%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	黑色家电	✓	13.4%		14.2%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	通信设备	✓	27.5%		31.1%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	小家电	✓	34.3%		29.2%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	家电零部件 II	✓	17.3%		25.9%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	医疗服务	✓	42.1%		43.7%	
	阶段 I 增收不增利→阶段 II 增收增利	航海装备 II	✓	10.8%		9.0%	

来源：Wind、国金证券研究所；注：中观竞争力筛选主要是结合我们已发布报告《投资我国出海机遇的三条线索》中的筛选结果进行判断，而以医疗服务为代表的偏服务类型的，由于在出口贸易中并未明显体现出来，故并未符合筛选逻辑。

三、基于特朗普 2.0 关税对“外需高敞口行业”的比较影响分析：寻找“被错杀”的结构性机会

3.1 历史复盘：“外需高敞口”组合确实对贸易风险敏感度更高

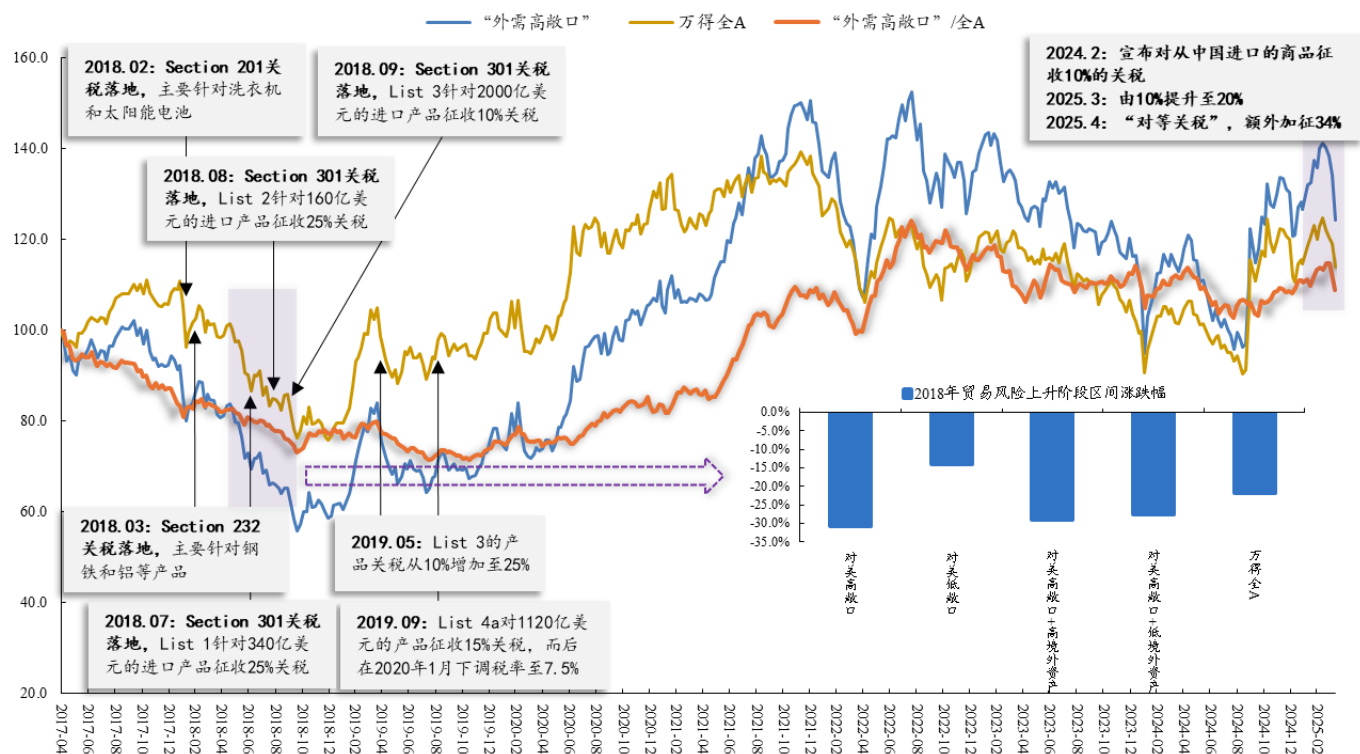
回到市场定价层面，在中美贸易摩擦加剧期间，我们如何刻画贸易风险的影响？基于关税壁垒对于企业盈利的传导路径（加征关税→①终端产品价格上涨，消费需求下降；②企业贸易成本上升，出口毛利率下降→冲击企业利润）来看，外需敞口较大的板块显然所受到的冲击将会更大。因此，我们采用“海外收入占比”作为主要的选股指标并构建“外需高敞口”组合，结果显示：贸易摩擦加剧阶段市场风险偏好回落，尤其是以“外需高敞口”组合为代表的，对于贸易风险具备高敏感度。历史复盘显示，在 2018-2019 年贸易摩擦加剧阶段，风险偏好回落均导致 A 股股价趋于下跌，典型的如 2018 年及 2019 年 5-8 月初。期间，“外需高敞口”组合的股价回落更为明显，相比于万得全 A 往往不具备超额收益，



在反映当时市场弥漫的贸易风险正在上升的同时，也意味着彼时市场倾向于规避“出口”企业。事实上，2018年2-10月“外需高敞口”组合的区间收益率为-38%，相比全A的相对收益率为-8.3%；2019年5-8月初期间“外需高敞口”组合区间收益率为-23.7%，相比全A的相对收益率为-8.5%。

考虑到：2018-2019年主要是美国针对自中国进口商品加征关税，我们进一步选取部分海外收入占比较高且海外收入主要由美国贡献的代表性公司构建组合，即对应“对美高敞口”组合；同时选取海外收入当中来自于美国占比较低的代表性公司构建组合，即对应“对美低敞口”组合，结果显示：“对美低敞口”组合相比于“对美高敞口”（对于美国市场的需求暴露比例较高）而言，其股价韧性凸显且相比于万得全A仍有超额收益。

图表18：回顾2018-2019年中美贸易摩擦加剧期间，“外需高敞口”组合股价短期存在阶段性回落且没有超额收益

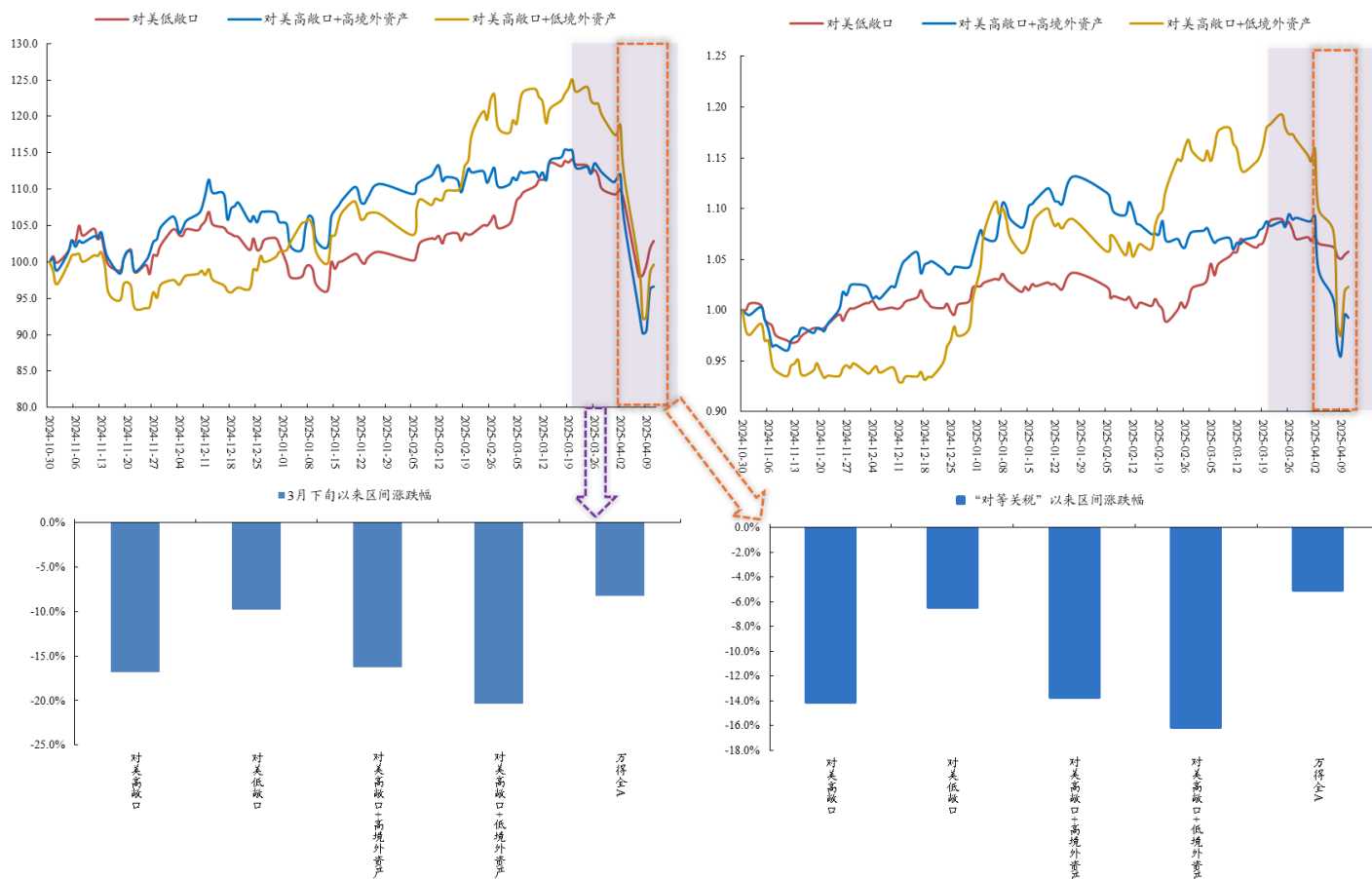


来源：Wind、国金证券研究所；注：①以上股价均以2017年4月30日数据为起始点100进行标准化；②“外需高敞口”组合主要选取出口链板块（电力设备、机械设备、基础化工、汽车、家用电器、纺织服装、轻工制造）中海外收入占比在10%以上的个股构建而成。

考虑到：①特朗普2.0关税政策所波及的范围较广且力度较大，我们同样选取A股存在“海外业务收入”上市公司中的部分代表性公司，并将其需求地区按照“对美敞口高低”进行拆分以刻画本轮贸易风险；②经过2018-2019年中美贸易摩擦之后，中国出口企业加速出海进程，我们结合企业“境外资产/总资产”比重来衡量企业出海进度。最终，我们可构建三类组合：①“对美低敞口”，理论上受到的关税冲击相对较为有限；②“对美高敞口+高境外资产”，意味着企业海外收入主要由海外产能所贡献；③“对美高敞口+低境外资产”，意味着企业海外收入更多由出口所获取。观察这三类资产的股价表现来看，主要呈现两点特征：（1）无论是美国“对等关税”措施落地之前（股价自3月下旬开始下跌）还是落地之后（对应北京时间4月3日之后的股价表现）的股价表现来看，整体上“外需高敞口”组合股价回落且没有超额收益，尤其是“对等关税”之后股价下行斜率更快。其三类资产来看，同样不具备超额收益，或反映出本轮“对等关税”远超市场预期之后，市场倾向于短期规避“出口”企业，故出现“无差别”的股价下杀。（2）对三类资产的股价韧性进行排序：“对美低敞口”>“对美高敞口+高境外资产”>“对美高敞口+低境外资产”。回测结果显示，4月3日至4月11日上述三类资产的区间收益率分别为-6.4%、-13.8%和-16.1%。显然，无论是上一轮贸易摩擦的历史经验，还是近期市场表现来看，以“对美高敞口”组合为代表的股价表现均充分展示其对于贸易风险的高敏感度；相比之下，“对美低敞口”组合股价调整风险或弱于前者，且在短期的“无差别”下杀之后，可能会存在“被错杀”的结构性机会。



图表19：2018-2019 年中美贸易摩擦加剧期间，“对美高敞口”组合股价同样存在阶段性回落



来源：Wind、国金证券研究所；注：①以上股价均以 2024 年 10 月 31 日数据为起始点 100 进行标准化；②组合构建方式，基于部分海外收入占比较高的公司样本：

1) “对美低敞口”选取海外收入当中来自于美国收入占比较低的个股构建而成；2) “对美高敞口+高境外资产”选取海外收入当中来自于美国收入占比较高且境外资产占总资产比重较高的个股构建而成；3) “对美敞口低+低境外资产”选取海外收入当中来自于美国收入占比较高且境外资产占总资产比重较低的个股构建而成。

3.2 行业比较视角：我们如何对出口/出海链进行排序？

参考我们已经发布报告《海外不确定性上升：出海板块的分化与筛选》中的核心结论，在特朗普 1.0 美国对我们加征关税的过程中，我们确实可以观察到部分企业仍然具备抵御关税风险的能力；但随着特朗普 2.0 时代的到来，我们也需要承认的是，当前宏观环境更为复杂、变数较多，美国“对等关税”之下，全球经贸环境所面临的两大不确定性再次上升（关税+终端需求放缓风险）。结合历史经验显示，在外部不确定性上升+风险偏好回落阶段，出口/出海板块存在外部风险扰动，短期内整体股价或承压。但结构层面来看，在短期风险释放之后出口/出海板块或出现分化，我们结合“需求地区拆分+海外产能布局+海外业务盈利能力”三大因子对出口/出海板块进行筛选，具体而言：

①对美敞口较高+境外资产占比低或境外资产占比高但产能布局于非北美区域，所受到的关税冲击或相对较大。在特朗普 2.0 对多数国家加征关税的背景下，无论是企业是否存在海外产能建设（产能布局在北美地区的除外），均可能面临一定的关税冲击，相关企业主要分布在：纺织服饰、家居用品、家用电器、电子（消费电子、元件等）、商贸零售（互联网电商）等。

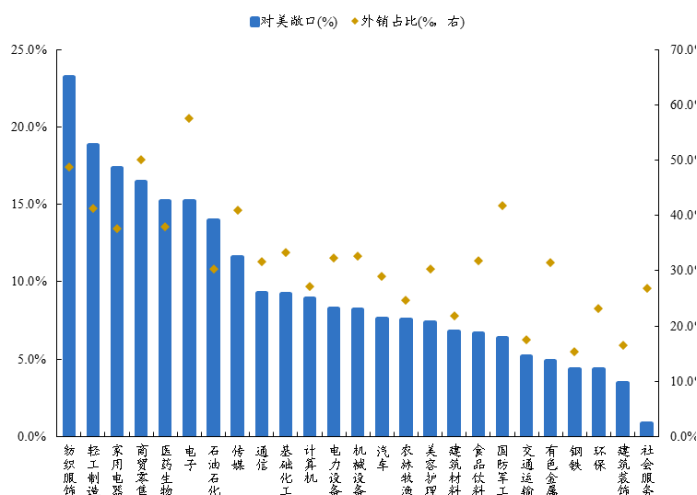
②对美敞口较高+境外资产占比较高且产能布局于北美区域+海外营业利润率高，相比于①类资产而言，短期内关税冲击或相对偏弱，相关企业主要分布在汽车零部件居多。由于墨西哥和加拿大不受本次“对等关税”的影响，故产能布局在北美区域内的企业短期内所受到的关税冲击或偏弱。

③对美敞口较低的板块所受到的关税冲击或相对有限。对应两个方向：一是，对欧洲敞口高的产品，主要对应：基础化工（有机化学品）、国防军工（船舶）、机械设备（机床、叉车）、汽车（乘用车）等；二是，对新兴市场敞口高的产品，主要对应：基础化工（化学纤维、有机化学品、橡胶及其制品）、机械设备（工程机械、专用设备）、汽车（商用车）、电子（光学光电子）等。以上均属于“对美敞口低”的细分领域，所面临的关税冲击或相对有限，对应至二级行业主要分布在：橡胶、工程机械、专用设备>化学制品、化学纤维、商用车等（前三个行业海外营业利润率相对较高），可关注短期风险释放后上述领域或存在修复性机会。

④短期获得关税豁免的商品，或具备相对韧性。根据美国白宫所公布的关税豁免商品目录（HS8 位编码），将其对应至 HS2 位和 HS6 位编码，相关的商品主要分布在：基础化工（如有机化学品、无机化学品等）以及半导体（半导体开关元件等、存储器等），并在 4 月 12 日美国进一步扩大了商品豁免范围，主要包括手机、半导体等电子产品。后续可关注是否通过 232 条款对此类产品加征特殊商品关税。

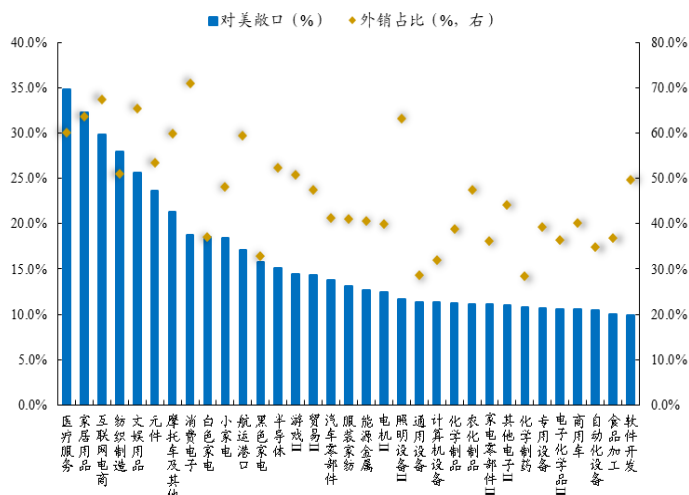
显然，以上四类资产中，按照关税冲击排序来看，或为：①>②>③≈④，尤其是对于③和④类资产而言，由于对美敞口较低或存在关税豁免，短期内冲击或相对有限，可关注股价下杀后这两类资产的结构性价机会。

图表20: 各一级行业收入对美敞口一览



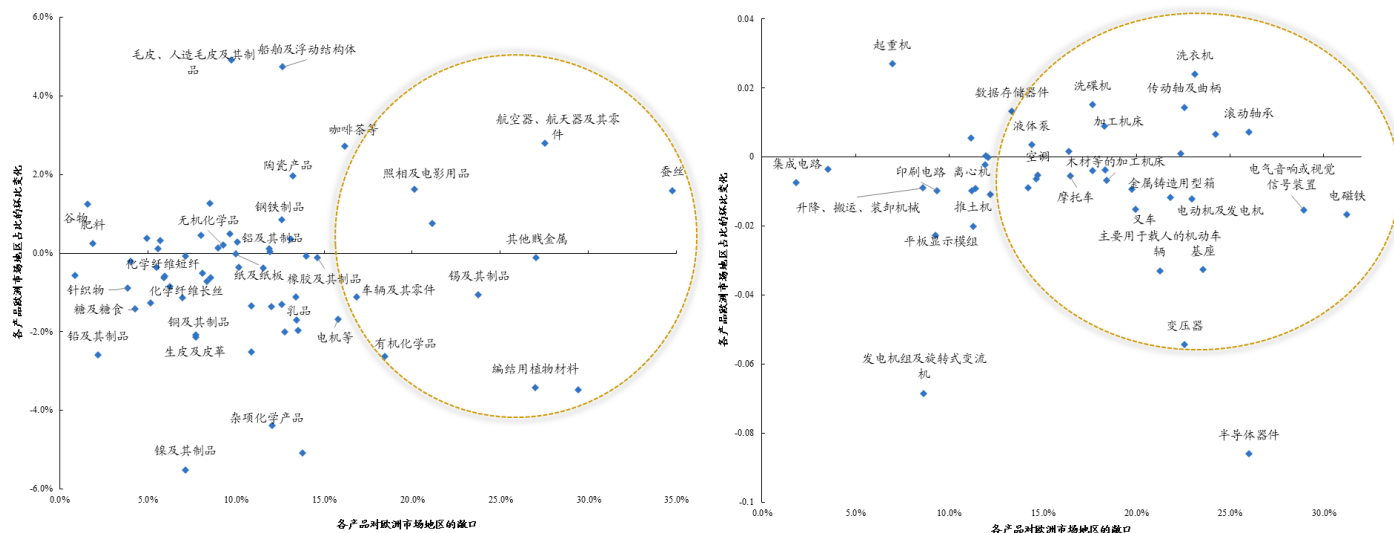
来源：Wind、国金证券研究所

图表21: 各二级行业收入对美敞口一览



来源：Wind、国金证券研究所

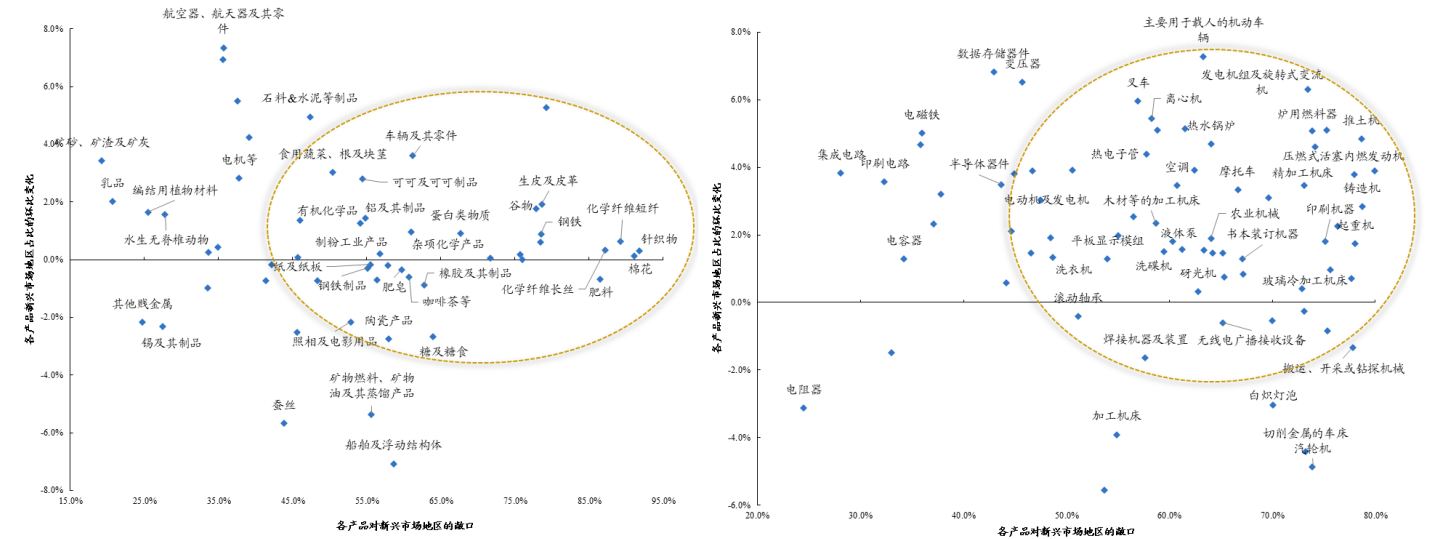
图表22：筛选需求地区主要以欧洲市场为主的产品





来源：Wind、国金证券研究所

图表23：筛选需求地区主要以新兴市场为主的产品



来源：Wind、国金证券研究所

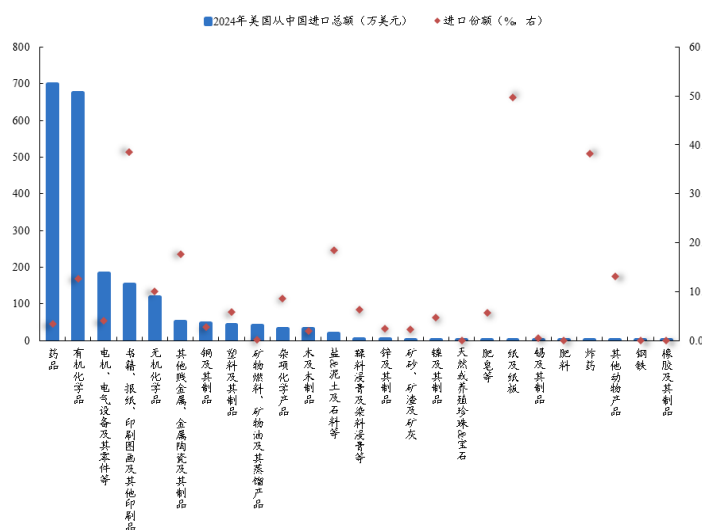
图表24：以 HS 编码进行分类，“对美敞口低”的产品一览

产品	对美敞口		新兴国家		环比	欧洲		环比	产品	对美敞口		新兴国家		环比	欧洲		环比
	2023	2024	2023	2024		2023	2024			2023	2024	2023	2024		2023	2024	
航空器、航天器及其零件	13.0%	14.4%	28.4%	35.8%	7.3%	24.7%	27.5%	2.8%	电气音响或视觉信号装置	14.2%	14.5%	31.2%	35.9%	4.7%	30.5%	28.9%	-1.5%
有机化学品	9.4%	9.8%	52.8%	54.1%	1.3%	21.1%	18.4%	-2.6%	半导体器件	1.5%	2.0%	40.2%	43.7%	3.5%	34.6%	26.0%	-8.6%
车辆及其零件、附件	9.4%	9.5%	57.6%	61.2%	3.6%	18.0%	16.9%	-1.1%	用于电气控制或电力分配的盘、板、台、柜及其他基座	10.3%	8.8%	42.5%	50.6%	8.1%	26.8%	23.6%	-3.3%
电机、电气设备及其零件	13.9%	13.5%	35.0%	37.8%	2.8%	17.5%	15.8%	-1.7%	电动机及发电机	12.6%	10.9%	44.4%	47.4%	3.0%	24.2%	23.0%	-1.2%
橡胶及其制品	8.5%	8.1%	63.6%	62.7%	-0.9%	14.7%	14.6%	-0.1%	变压器、静止式变流器及电感器	10.2%	10.0%	39.2%	45.7%	6.5%	28.0%	22.6%	-5.4%
水生无脊椎动物	10.5%	11.1%	26.2%	27.8%	1.6%	14.5%	13.4%	-1.1%	传动轴及曲柄	14.8%	13.5%	46.6%	48.5%	1.9%	21.1%	22.6%	1.4%
陶瓷产品	11.2%	13.0%	60.7%	58.0%	-2.8%	11.3%	13.2%	2.0%	主要用于载人的机动车辆	3.3%	4.0%	56.0%	63.3%	7.3%	24.5%	21.2%	-3.3%
船舶及浮动结构体	1.0%	1.1%	65.7%	58.7%	-7.1%	7.9%	12.7%	4.7%	摩托车及装有辅助动力装置的脚踏车	12.9%	12.0%	63.3%	66.7%	3.3%	17.0%	16.5%	-0.6%
钢铁制品	13.6%	14.1%	55.4%	55.1%	-0.3%	11.8%	12.6%	0.8%	空气调节器	11.3%	10.3%	57.3%	60.7%	3.5%	15.2%	14.7%	-0.5%
杂项化学产品	6.8%	7.6%	60.1%	61.0%	1.0%	16.4%	12.0%	-4.4%	具有独立功能的机器及机械器具	10.7%	9.9%	56.4%	61.5%	5.1%	15.3%	14.6%	-0.6%
铝及其制品	10.9%	10.8%	53.4%	54.9%	1.4%	11.8%	11.9%	0.1%	液体泵	15.5%	14.1%	58.5%	60.3%	1.8%	14.1%	14.4%	0.4%
絮胎、毡呢及无纺布	9.5%	10.2%	58.1%	57.9%	-0.2%	11.9%	11.6%	-0.4%	电路开关、保护或连接用的电气装置，用于电压≤1000V的线路	13.0%	12.2%	42.6%	44.7%	2.1%	15.1%	14.2%	-0.9%
染料浸渍及染料浸渍	3.4%	3.9%	71.6%	71.7%	0.1%	12.2%	10.9%	-1.3%	利用温度变化处理材料的机器、装置及类似的实验室设备	10.7%	11.9%	58.5%	62.4%	3.9%	13.3%	12.2%	-1.1%
蔬菜、水果制品	9.1%	11.7%	42.2%	41.4%	-0.7%	10.5%	10.2%	-0.3%	绝缘电线、电缆及其他绝缘电导体	13.5%	13.5%	45.1%	46.6%	1.5%	12.1%	11.9%	-0.2%
肥皂	8.9%	9.2%	60.0%	59.7%	-0.3%	9.8%	10.1%	0.3%	推土机	6.6%	5.5%	73.8%	78.6%	4.8%	13.3%	11.3%	-2.0%
纸及纸板：纸浆、纸或纸板制品	13.1%	12.7%	55.7%	55.5%	-0.2%	10.0%	10.0%	0.0%	离心机	16.5%	14.9%	52.8%	58.3%	5.4%	12.2%	11.2%	-1.0%
无机化学品	4.2%	5.5%	30.7%	42.9%	12.2%	9.1%	9.3%	0.2%	平板显示模组	2.3%	2.4%	52.7%	54.0%	1.3%	11.5%	9.3%	-2.3%
石料&水泥的制品	10.7%	10.2%	42.4%	47.4%	5.0%	8.9%	9.0%	0.1%	集成电路	1.7%	1.4%	24.3%	28.1%	3.8%	2.6%	1.8%	-0.7%
杂项食品	10.8%	15.0%	48.1%	45.6%	-2.5%	7.3%	8.5%	1.3%									
浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品	5.0%	5.1%	76.0%	76.0%	0.0%	9.1%	8.3%	-0.7%									
特种机织物	5.8%	5.5%	75.5%	75.7%	0.2%	8.6%	8.1%	-0.5%									
铜及其制品	5.4%	6.2%	55.8%	46.7%	-9.1%	9.8%	7.7%	-2.1%									
矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品	1.5%	2.0%	61.0%	55.6%	-5.4%	8.1%	7.0%	-1.1%									
化学纤维长丝	1.4%	1.4%	86.9%	87.2%	0.3%	7.1%	6.3%	-0.8%									
钢铁	1.1%	0.9%	77.6%	78.5%	0.9%	6.5%	5.9%	-0.6%									
化学纤维短纤	1.2%	1.1%	88.6%	89.2%	0.6%	6.5%	5.9%	-0.6%									
水生无脊椎动物、昆虫的制品	8.3%	9.1%	42.3%	42.2%	-0.2%	5.4%	5.7%	0.3%									
食用水果及坚果	4.2%	3.6%	77.9%	78.5%	0.6%	5.5%	5.6%	0.1%									
食用蔬菜、根及块茎	5.6%	6.5%	47.4%	50.4%	3.0%	5.8%	5.5%	-0.3%									
天然或养殖珍珠、宝石或半宝石、贵金属、包贵金属及其制品	9.1%	6.6%	12.2%	13.9%	1.7%	6.4%	5.1%	-1.3%									
棉花	0.7%	0.8%	91.0%	91.1%	0.1%	4.3%	4.0%	-0.2%									
针织物及钩编物	1.5%	1.3%	91.4%	91.7%	0.3%	4.7%	3.8%	-0.9%									
肥料	0.2%	0.1%	87.2%	86.5%	-0.7%	1.6%	1.9%	0.2%									

来源：Wind、国金证券研究所；注：以上数据主要展示结构占比在 0.2% 以上的产品；左图对应 HS2 位编码的产品，右图对应 HS4 位编码（84、85、87）的产品。

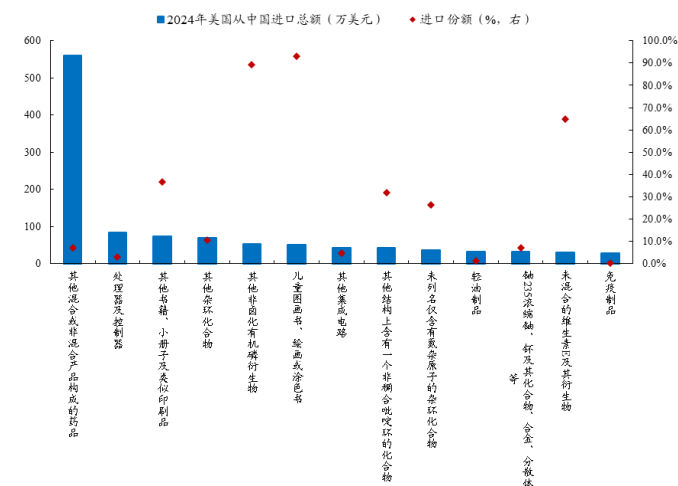


图表25：美国关税豁免商品对应的HS2位编码



来源：USITC、国金证券研究所

图表26：美国关税豁免商品对应的HS6位编码



来源：USITC、国金证券研究所

四、风险提示

- (1) 全球贸易摩擦超预期，或将导致关税冲击升级，对企业带来更大冲击；
- (2) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (3) 统计样本量有限，可能形成统计误差。
- (4) 关税税率变化超预期，包括美国对我国加征关税税率变化，以及倘若出海目的地国家对我国加征关税等，均可能导致出口/出海企业的海外业务利润率出现变化。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究