国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 13 日

出口出海主题投资月报

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：王况炜（执业 S1130525060007） wangkuangwei@gjzq.com.cn
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） mouyiling@gjzq.com.cn

外需景气，不仅仅在 AI

出口出海主题行情：降温至低点，需等待市场面的风

我们利用基本面、市场面、估值面三维共同定位出口出海主题行情，从 2021 年至今的周频数据复盘来看：**市场面信号更快、确认后的短期涨幅最大；而基本面信号发生后，行情来得更慢，但更持久；估值上相对“贵”而言更要警惕“便宜”。**这三个维度的确认与否共同构成了 8 种组合形态，从出海贸易指数相对沪深 300 超额收益率排序看，基本面是那道能否跑赢的分水岭：基本面有风的 4 种情况里有 3 种跑赢全样本平均，而基本面无风的 4 种情况全部跑输。而市场面是在这个基础上的加法，决定超额有多强。当前主题所处的组合是：基本面有风，外需相对内需景气优势显著；但从价格、成交额、个股涨幅广度来看，资金并未涌入主题中，估值也在地板位置。这种组合在 8 个组合形态里，平均超额收益排名第六，属于中等偏差的情景。往后看，最有力的正面信号是市场面重新回到 9 月 24 日之前的状态，从当前的无信号变成双信号验证，那么未来 12 周超额收益将上升 4.2 个百分点至 4.07%。

三大外需分化，未来外需景气度或略有下滑

9 月出口金额同比为 36.1%，其中制造类商品合计拉动 28.2 个百分点，是三大需求里的最大拉动，而其中最大的拉动又来源于电机电气与机械器具两章，两章再往下拆分，贡献又来自于集成电路和计算机零件两项，这是被市场充分交易的“AI 产业投资动能”；**值得关注的是消费类贡献 7.1 个百分点，并从今年 6 月开始逐步增强。从外需景气的广度来看，总量维度变化不大，但底层是消费的景气度小幅变宽、制造小幅收窄、基建明显收窄相互抵消。**从持续性上来看，制造看利率与限制措施、消费看海外的补贴与收入、基建看实物落地节奏。共性的影响因素在于利率、运价和汇率，而三者目前都处于对外需兑现不太友好的区间。往后看，基本面上外需相对内需的景气优势或将持续，但本身的景气度可能会因为基数、抢出口和 AI 投资松动而略有下滑。

深入结构，景气不止在 AI 产业

不可否认 AI 产业投资已经是外需中的重要支撑，但同时它的“独木支撑”又成为了担忧外需持续性的一大原因。但深入结构之后，我们会发现景气开始在 AI 以外的领域涌现，或将成为未来外需增长的重要支撑。从三大需求来看，消费呈现了大买家美国稳健、小买家底部复苏的特征，下沉至细分赛道中，服装鞋帽、玩具婴童、白电的改善速度可观；制造、基建则呈现大买家改善、向下依次传导的特征，其中非 AI 的景气赛道集中在新能源大类里，包括储能电池、动力电池、光伏组件、风电零部件、电机、自动化、变压器、电线电缆等，当然，传统制造业中的 LED 照明、电子代工，以及作为科技产业横向投入的稀有金属也呈现高景气。

组合落地：精选 22 条赛道中的 50 只个股

我们设置了三层约束门槛和两道门槛以筛选出当前出海景气度高涨，且边际上仍在加速的 22 条赛道。其中家纺面料、服装鞋帽、叉车/物流装备的上市公司 2026H1 海外收入同比中位数为负，根据高频的出口数据推断，它们可能将在 2026 年年报确认上半年的“业绩底”；入选赛道中服装鞋帽、电子代工与电线电缆海外毛利率偏低，对利率、运价、汇率的宏观因素变动更加敏感。从赛道再往下沉，先剔除无机构覆盖、或财务报表中存在明显瑕疵、或受过监管处罚的个股，再按其“所在赛道的 3 个月变化速度*公司海外收入占比”乘积由高到低排序，取前 50 只构成本月出口出海主题的 Core50 组合，它们分布在 17 个赛道中，其中消费 10 只、制造 35 只、基建 5 只。

风险提示

地缘政治与贸易摩擦加剧；全球供应链重构不及预期；大宗商品价格大幅波动

内容目录

一、定位出口出海主题行情 4
1.1 基本面、市场面、估值面的三维定位方法论 4
1.2 当前坐标：基本面有风，但资金还没来、估值在地板 6
二、三大外需（消费、制造、基建）温度计与持续性 7
2.1 制造撑住总量，消费贡献增大，基建明显走弱 7
2.2 持续性：制造看利率与限制措施、消费看补贴与收入、基建看实物落地 9
2.3 未来推演：基本面的信号维持，但景气可能略有下行 12
三、深入拆结构：外需哪里强？什么强？ 12
3.1 从国家/地区看三大需求 12
3.2 三大需求下沉到赛道：制造的改善赛道体量最大，消费、基建的改善赛道零星分布 13
3.3 消费呈现两端强中间弱，制造、基建边际增长来自大买家 14
四、组合落地：精选 22 条赛道中的 50 只个股 15
风险提示 17

图表目录

图表 1： 出口出海主题三维定位指标 4
图表 2： 基本面：出口的不同景气度信号下的超额收益 4
图表 3： 市场面：资金的不同确认程度信号下的超额收益 4
图表 4： 市场面的差距四周就走完 90%，基本面的差距到半年还在放大 5
图表 5： 估值角度来看，“便宜”并不意味着机会 5
图表 6： 8 种组合的未来 12 周超额收益比较：最好的是基本面和市场共同确认、估值贵 6
图表 7： 当前三面的状态：仅基本面投入一票 6
图表 8： “只翻一面”的变化：基本面回落的代价最大，市场面的确认最有利 7
图表 9： 三大需求出口金额当月同比增速 7
图表 10： 三大需求对总出口的拉动 7
图表 11： 9 月出口的增长几乎全部来自于 85 章和 84 章，共同拉动了 22.9 个百分点 8
图表 12： 两章内部再向下拆分，集成电路与计算机零件两项就占了一半以上 8
图表 13： 整体和三大需求内部的扩散指数 9
图表 14： 三大需求扩散指数的三个月变化 9
图表 15： 出口占比大于 1%的主要章节增速及边际变化 9
图表 16： 全球制造业 PMI 处于旺盛区间（单位：%） 10
图表 17： 全球半导体销售额与韩国出口额同步高增 10
图表 18： 美国消费稳健，消费者信心回暖 10

图表 19： 东南亚国家消费底部复苏 10
图表 20： 纺服和家具的出口价格指数低于对应的国内出厂价格指数（单位：上月=100） 11
图表 21： 中国对外承包工程累计增速加速 11
图表 22： 沙特、埃及的政府债务占 GDP 比重提升 11
图表 23： 集装箱运价处于高位 12
图表 24： 人民币有效汇率近期略有下降但仍在高位 12
图表 25： 三大需求 X 地区：消费美国强，制造越南、韩国强，基建欧盟强但在减速 13
图表 26： 三大需求下沉到赛道的比较 14
图表 27： 同一赛道在不同国家之间的冷热相差很远 14
图表 28： 22 条精选赛道：按变化速度位置*出口占比排序 15
图表 29： 22 条入选赛道 2026H1 的海外收入同比与海外毛利率比较 16
图表 30： 出口出海主题投资 Core50 组合 16

一、定位出口出海主题行情

我们在前期专题报告《出口出海：三分法全景投资框架》中提到，2022 年之后，由于中国企业出海竞争力的系统性增强，内外需的景气度呈现出明显差异，而当这种温差扩大的时候，万得出海贸易指数就会跑赢整体的制造业指数。事实上，除了上述的基本面特征能够构成出口出海主题行情的信号以外，市场面、估值面同样能够提供对后续行情的指引。

1.1 基本面、市场面、估值面的三维定位方法论

从 2021 年至今的周频数据复盘来看：市场面信号更快、确认后的短期涨幅最大；而基本面信号发生后，行情来得更慢，但更持久；估值上相对“贵”而言更要警惕“便宜”。对上述三方面，我们分别采纳的指标见下表，其中基本面共 2 个指标，市场面共 3 个指标，估值面一个指标。除估值以外，剩余的 5 个指标高于历史的 75%分位数即认为它发出主题看涨的信号。

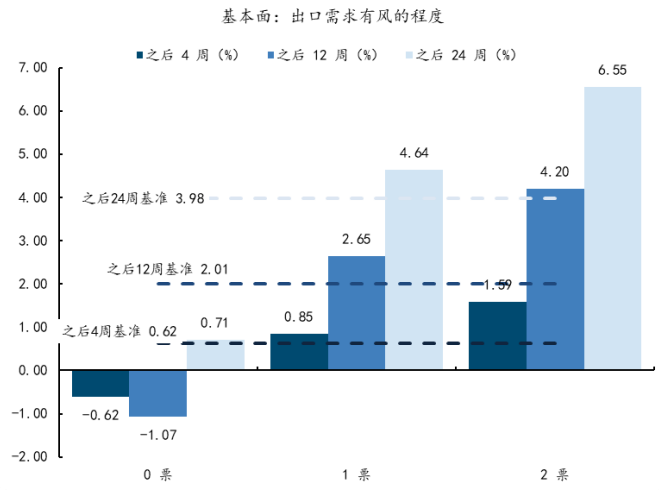
图表1：出口出海主题三维定位指标

指标	计算方式	衡量口径	时间区间和频率
基本面 ① 出口强度	出口金额：人民币累计同比-出口价格指数累计平均同比-工业增加值累计同比	差值本身的历史分位数水平	2014 年起（月度）
基本面 ② 出口扩散面	98 个商品章里，当月同比高于上月同比的章数占比	三个月变化的历史分位数水平	2011-02 起（月度）
市场 • 相对价格	出海贸易指数收盘价 ÷ 沪深 300 收盘价，取四周均值	四周或十二周变化，取较高者	2021-01 起（周度）
市场 • 价格广度	出海贸易指数成分股里，近四周跑赢沪深 300 的只数占比	四周或十二周变化，取较高者	2021-01 起（周度）
市场 • 成交额占比	出海指数成分股成交额 ÷ 万得全 A 成交额	四周或十二周变化，取较高者	2021-01 起（周度）
估值 • 贵还是便宜	整体市盈率（中位数）在自身历史上的位置	当前水平，0.5 以上算贵	2021-01 起（周度）

来源：国金证券研究所

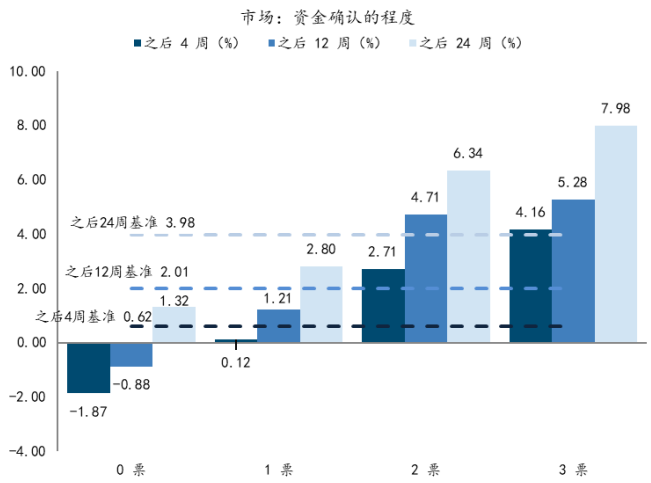
我们将 2021 年以来近 300 周的周频数据按三面信号是否发出进行分组，并统计万得出海贸易指数在往后的 4 周、12 周、24 周相对沪深 300 的超额收益，能够发现三面对行情的指示作用有所不同。先看基本面，从没有信号确认到单一信号确认，再到双信号确认，往后 12 周的相对收益从-1.07 百分点上涨到 4.2 百分点，单一信号确认时刚刚超越不分组基准；再看市场面，零信号到三个信号确认，往后 12 周的相对收益也是依次递增的，从-0.88 百分点上涨到 5.28 百分点，但是要至少两个信号确认时才超越不分组的基准。因此，更进一步的判断标准是：基本面中两项任一成立表明基本面上催化主题的“风”；市场面的三项中至少需要两项成立才能表明资金的风已经吹向出口出海主题。

图表2：基本面：出口的不同景气度信号下的超额收益



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：市场面：资金的不同确认程度信号下的超额收益



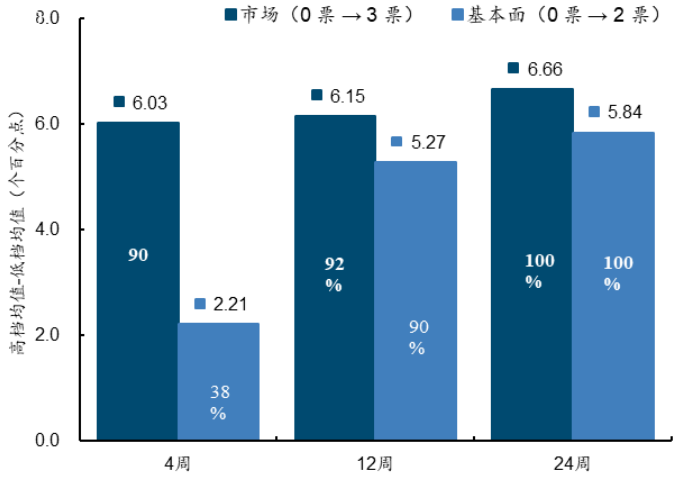
来源：Wind，国金证券研究所

但两个面在指示未来行情的持续性上有差异：市场面从零信号到三项全过，之后 4 周的超额为+6.03 个百分点、12 周为+6.16 个百分点、24 周为+6.66 个百分点，也就是四周就把

这段差距走完了 91%，之后基本不再扩大；而基本面从零信号到双信号确认，4 周超额为+2.21 个百分点、12 周为+5.27 个百分点、24 周为+5.84 个百分点，4 周只走完行情的 38%、12 周 90%。从这个对比来看，市场面指示的是未来 1 个月的行情，而基本面确认后行情可以看到至少 3 个月。

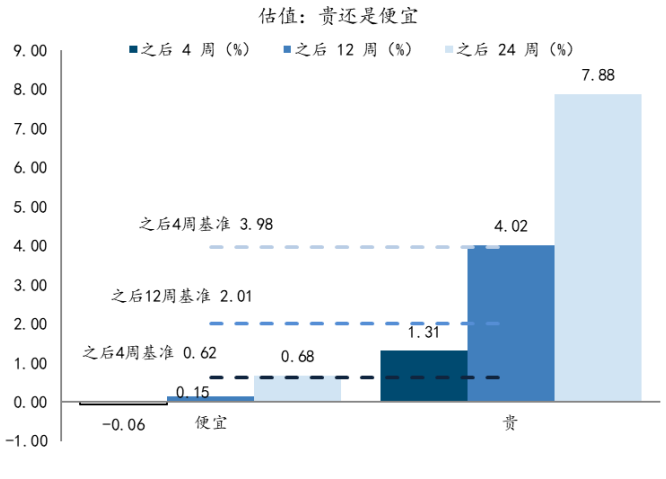
主题指数估值的“贵贱”可以作为额外的验证器，和直觉相反的是：便宜不是机会，是警示。应用和上文同样的方法，我们对样本按估值便宜和贵分成两组：便宜的那些周之后十二周超额收益率，比贵的那些周差 3.9 个百分点，“便宜”意味着盈利没起来、资金未确认、产业催化不明显；而“贵”本身就是个“后验”的指标，意味着市场已经对出口出海主题的盈利周期、产业趋势寄予厚望。

图表4：市场面的差距四周就走完 90%，基本面的差距到半年还在放大



来源：Wind，国金证券研究所 注：每组两根柱分别是市场面、基本面的「高档均值 - 低档均值」；柱顶是差距的百分点，柱内百分比是该窗口的差距占 24 周差距的比例。

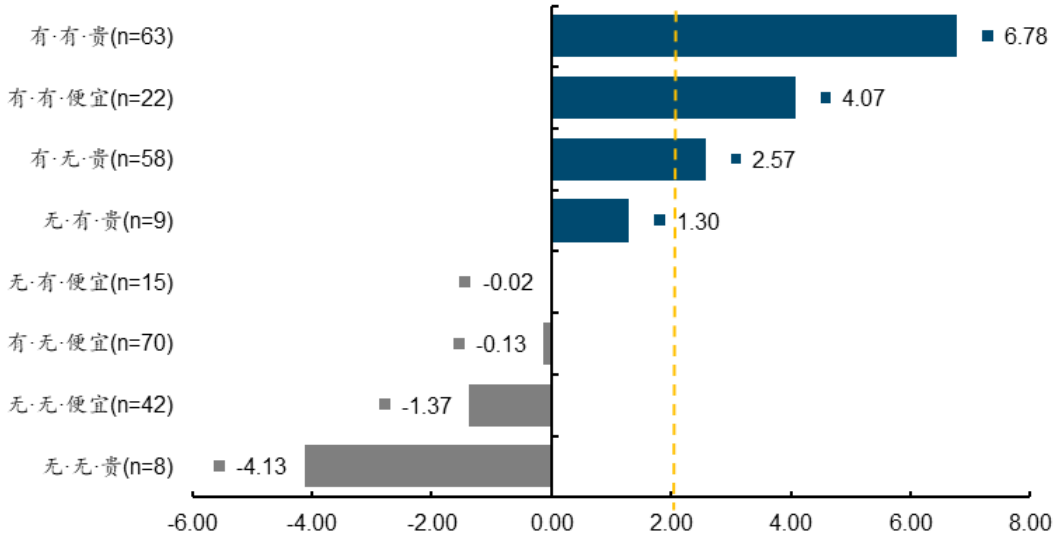
图表5：估值角度来看，“便宜”并不意味着机会



来源：Wind，国金证券研究所

基本面、市场面、估值面这三个维度的确认与否共同构成了 8 种组合形态，最好的一种是“三面都顺”——基本面有风、市场面有风、估值也贵：之后 12 周超额收益 6.8 个百分点、比全样本平均多 4.8 个百分点。最差的是“基本面和市场面都弱”——估值贵的情况下超额收益为-4.13%（但样本只有 8 周），估值便宜的情况下超额收益为-1.37%（42 周，样本充足）。从 8 种组合的超额收益率排序看，基本面是那道分水岭：基本面有风的 4 种情况里有 3 种跑赢全样本平均，而基本面无风的 4 种情况全部跑输。而市场面是在这个基础上的加法：同样基本面有风，（有·有·贵）的组合 12 周超额收益率达到 6.78%，比（有·无·贵）的超额收益率 2.57% 高 4.2 个百分点。**所以把握主题行情的判断顺序是：先看基本面有没有风（决定有没有超额），再看市场确认到什么程度（决定超额有多强）。**

图表6：8种组合的未来12周超额收益比较：最好的是基本面和市场共同确认、估值贵

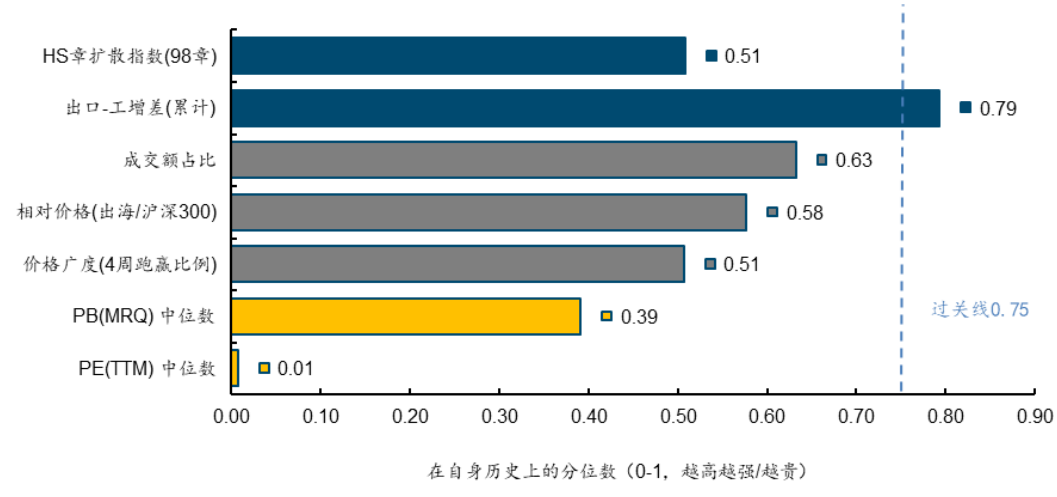


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 当前坐标：基本面有风，但资金还没来、估值在地板

按照上述坐标定位当下，基本面上，9月出口增速相对工业增加值的强度，处于历史的79%分位，意味着总量维度外需依然是相对内需更景气的，但出口本身的景气并未扩散，也就是基本面中两个信号仅投出8月票，9月票也同样如此；市场面上，三个指标都在线下，相对价格58%、价格广度51%、成交额占比63%，没有一项排进前四分之一，市场面的从“有”到“无”的变化发生在9月24日之后，从2票掉到0票，也与整个市场在9月下旬之后的持续调整密不可分，在这一段时间里投资者从“找景气”转向“找防御”，出口出海主题不再是焦点；估值面来看，当前出海贸易指数PE(TTM)处于0.7%的历史分位数，又再一次确认了这一主题没有被市场定价。

图表7：当前三面的状态：仅基本面投入一票



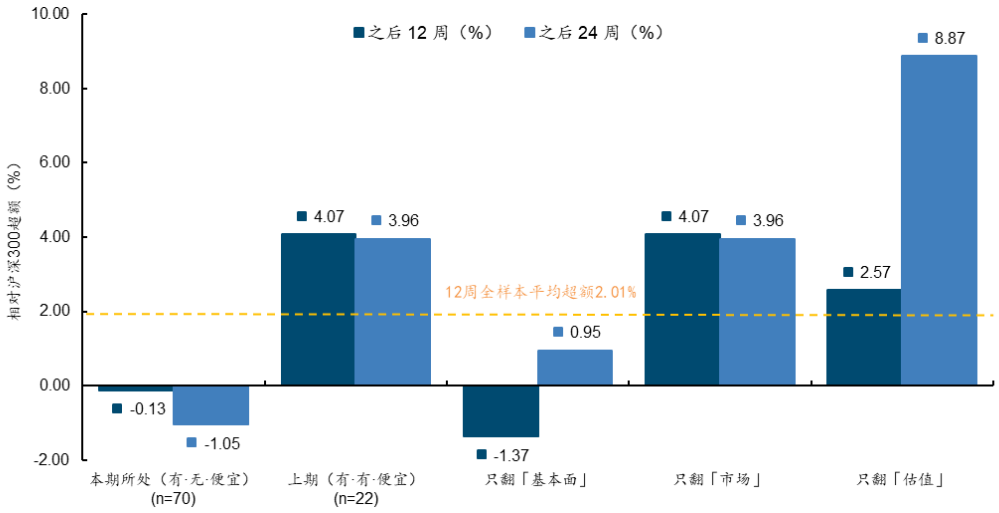
来源：Wind，国金证券研究所

当前的状态落到8个组合里，平均超额收益排名第六，属于中等偏差的情景。这种“基本面有风、市场面无风、估值便宜”的情况在复盘中有70周，之后12周相对沪深300平均超额-0.13%，平均超额比全样本平均（+2.01%）少2.14个百分点。

往后看，值得警惕的风险是基本面“熄火”，如果基本面不仅不扩散，甚至连外需总量上相对内需的优势也减弱至75%的历史分位数阈值以下，那么未来12周超额收益将当下组

合的-0.13%下降至-1.37%，均值少 1.2 个百分点；最有力的正面信号是市场重新回到 9 月 24 日之前的状态，如果市场面从当前的无信号变成双信号验证，那么未来 12 周超额收益将上升 4.2 个百分点至 4.07%。

图表8：“只翻一面”的变化：基本面回落的代价最大，市场面的确认最有利



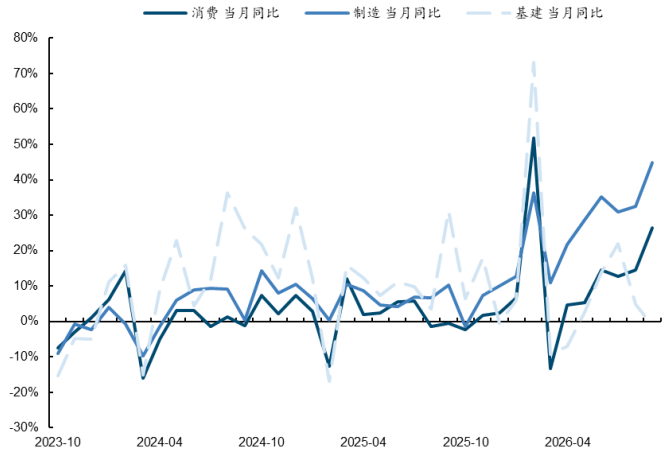
来源：Wind，国金证券研究所

二、三大外需（消费、制造、基建）温度计与持续性

2.1 制造撑住总量，消费贡献增大，基建明显走弱

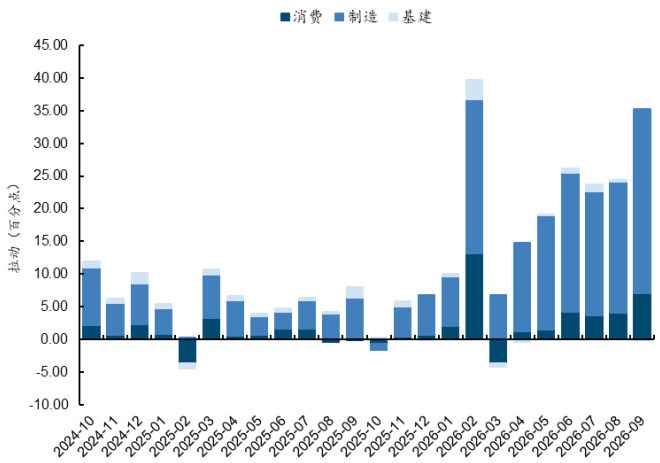
将外需拆分为三个维度，按 HS 分类的商品章加总：消费占 24.8%、制造占 66.8%、基建占 4.6%，另有 3.9% 是石油炼化等横向投入。9 月出口金额同比为 36.1%，其中制造类章合计拉动 28.1 个百分点，是三大需求里的最大拉动，而其中最大的拉动又来源于电机电气与机械器具两章，两章再往下拆分，贡献又来自于集成电路和计算机零件两项；消费类贡献 7.1 个百分点，从今年 6 月开始逐步增强，基建类基本为零（-0.1 个百分点），石油炼化等横向投入拉动 1 个百分点。

图表9：三大需求出口金额当月同比增速



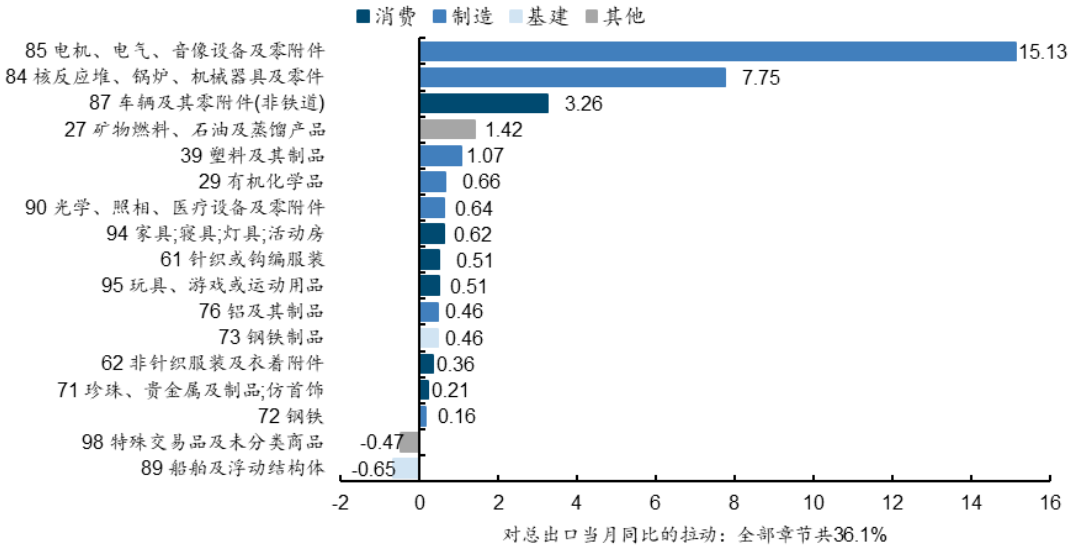
来源：Wind，国金证券研究所

图表10：三大需求对总出口的拉动



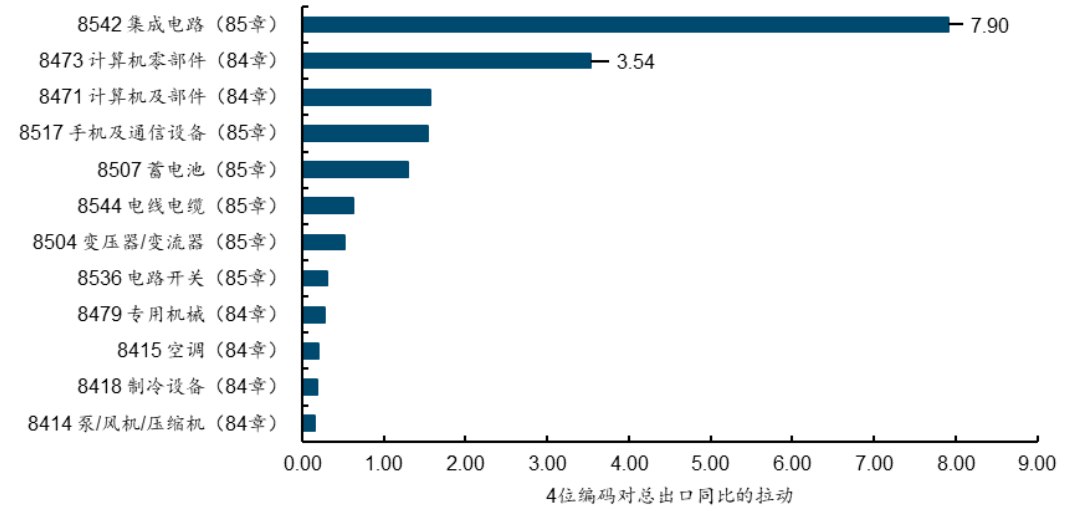
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：9月出口的增长几乎全部来自于85章和84章，共同拉动了22.9个百分点



来源：Wind，国金证券研究所

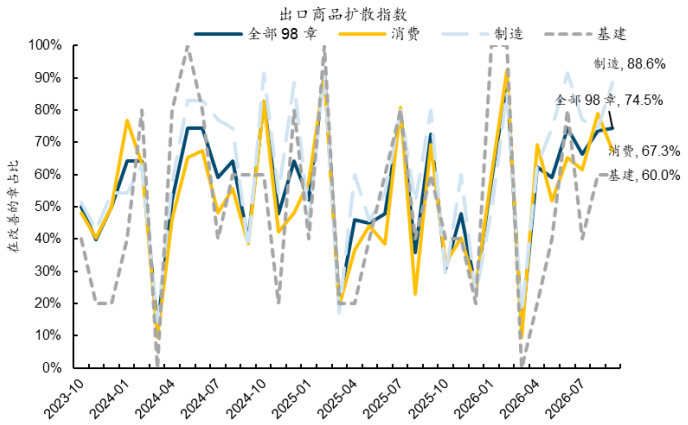
图表12：两章内部再向下拆分，集成电路与计算机零件两项就占了一半以上



来源：Wind，国金证券研究所

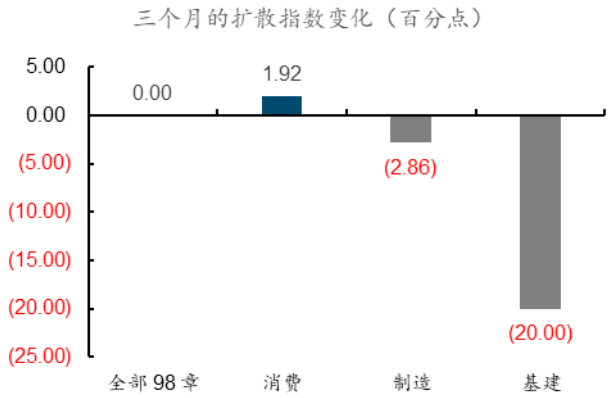
拆开三大需求内部的景气广度来看：消费、制造、基建都有超过一半的章节出口金额同比相较1个月前更高，水平不差，合计98章节中有74.5%的章节都表现得比1个月前更好。但这种景气扩散并未加速，总量看3个月边际上没有变化，但底层是消费的景气度小幅变宽（+1.9百分点）、制造小幅收窄（-2.9百分点）、基建（-20百分点）明显收窄相互抵消。

图表13：整体和三大需求内部的扩散指数



来源：Wind，国金证券研究所

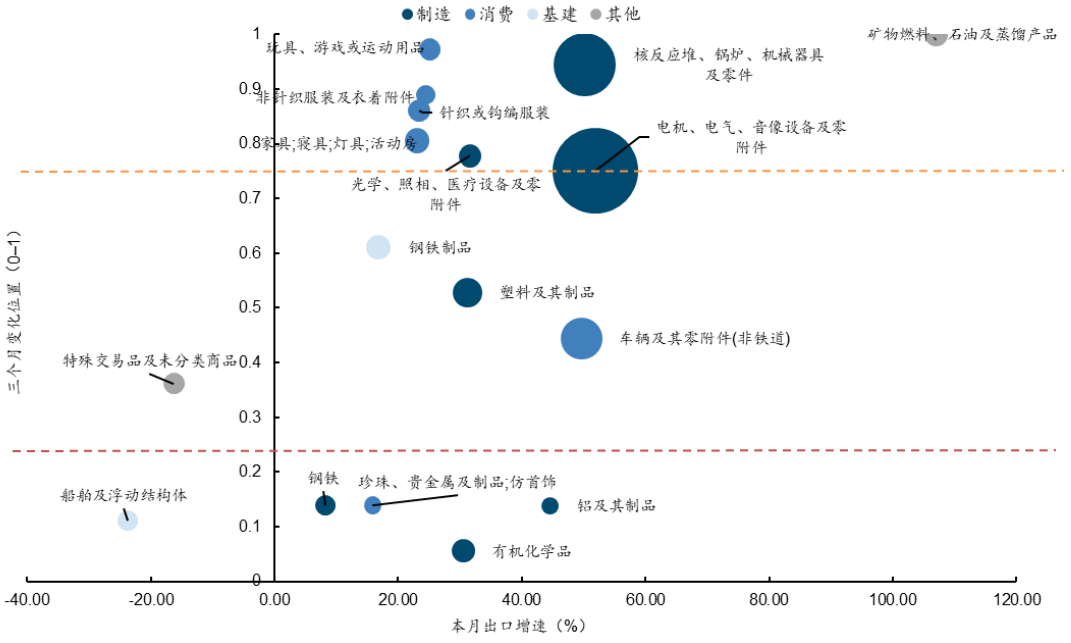
图表14：三大需求扩散指数的三个月变化



来源：Wind，国金证券研究所

只看总量和广度还不能全面地认知外需的分布，因此我们将出口金额占比大于 1%的章节放在一套坐标上：横轴是本月出口增速、纵轴是三个月变化在近三年的位置、气泡大小是占出口比重、颜色是所属需求。在这套坐标中右上方的章节是“当期增长快且在加速”的商品，例如矿物燃料、机械器具、电机电气设备；左下方的章节是“当期负增长且在减速”的商品，例如船舶及浮动结构体。

图表15：出口占比大于 1%的主要章节增速及边际变化



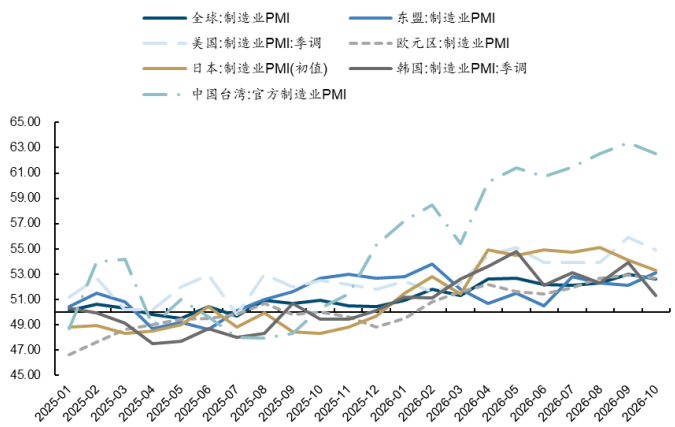
来源：Wind，国金证券研究所

2.2 持续性：制造看利率与限制措施、消费看补贴与收入、基建看实物落地

制造业投资的需求处于旺盛区间，10 月全球制造业 PMI 为 52.6，美国、欧元区、东盟、中国台湾等主要制造业地区全部处于荣枯线以上的三年高位，背后是 AI 投资活动的持续景气驱动——全球半导体销售额持续上行、韩国 10 月出口同比增速高达 93.7%。往后看，制造业投资外需是否能够持续，核心变量是三点：（1）作为投资的一项资金来源，FDI 的流动能否加速？当前的情况是 9 月中国非金融类对外直接投资 12 个月滚动同比-8.26%，我国的出海投资在变慢；越南 1-10 月的 FDI 注册资金累计同比增长 285.4%；印度最新数据 8 月份的外商直接投资同比 86.6%，但每月间波动巨大，还难以构成趋势；印度尼西亚今年 Q2 的 FDI 流量同比为-12.7%。我们在此前的报告中阐述过，FDI 的增长、新兴国家投资与美债利率呈现负相关关系，本质上这一问题是利率能否顺利实现下移；（2）中国企业是否能更加深度地参与到景气的制造业生产中？这就取决于海外的贸易壁垒和投融资

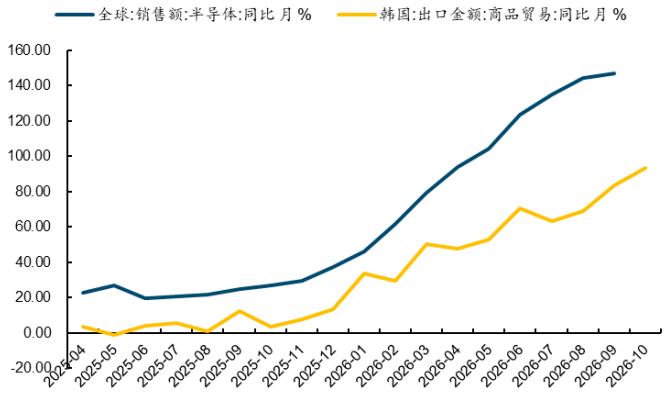
限制性措施，边际变化中有两件风险值得关注：一是 10 月 13 日美国 FCC 供应链新规生效，管制从整机延伸到芯片、光模块、通信模组，含清单内中企核心组件的成品无论在哪国组装都不获美国市场准入；二是电动车产业链正在被多国同时收紧，产业链上的汽车零部件、动力电池、整车等环节面临的贸易风险上升，近一个月以来就有连续三条重要变化：10 月 20 日菲律宾发布轻型电动汽车及电池强制认证法规草案，10 月 30 日欧盟对特定新型混合动力汽车发起全球保障措施调查，11 月 3 日泰国上调进口电动汽车消费税至 35%。

图表16：全球制造业 PMI 处于旺盛区间（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

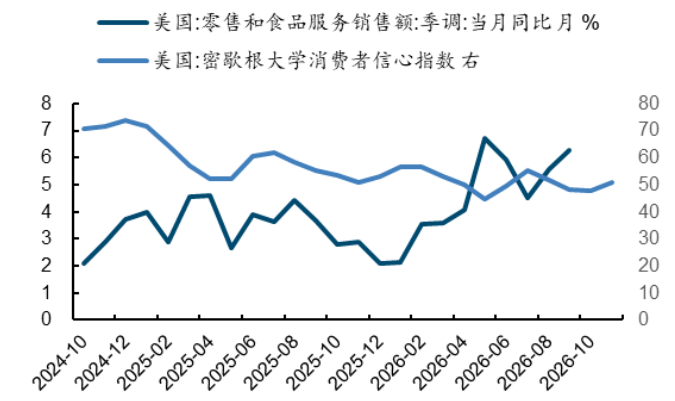
图表17：全球半导体销售额与韩国出口额同步高增



来源：Wind，国金证券研究所

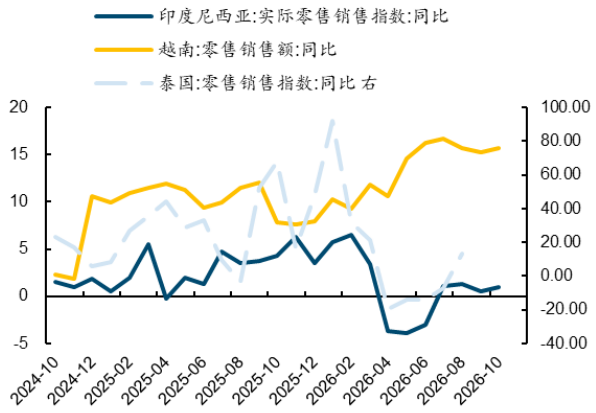
消费外需今年下半年的拉动逐步扩大，主要是由于去年下半年的低基数带来的高增长，以及结构上美国消费的稳健，与东南亚消费的修复共同支撑。从主要的消费品出口对象本国的消费情况来看：9 月美国零售同比增长依然稳健（6.29%），11 月份美国密歇根大学消费者信心重新回升；而东南亚国家却呈现出景气由低位向上的改善，10 月越南零售同比 15.67%、泰国 8 月零售销售指数同比 13.2%（相对于 7 月由负转正）、印尼 10 月实际零售同比 0.96%（相对于 9 月的 0.55%上升）。当前的消费出口还有一个特征是“以价换量”，从利润空间的比较而言，针织服装、家具的出口价格指数跌幅高于出厂价格指数 PPI，表明出口的毛利在收窄。往后看，欧美的收入能否保持稳健，以及新兴市场的通胀是否会侵蚀购买力是消费外需能否持续的关键，值得注意的是，印尼、泰国此前都出台了 10-11 月份落地的消费相关的补贴包，若补贴退坡，那么新兴市场的消费能否持续改善需要重新验证。

图表18：美国消费稳健，消费者信心回暖



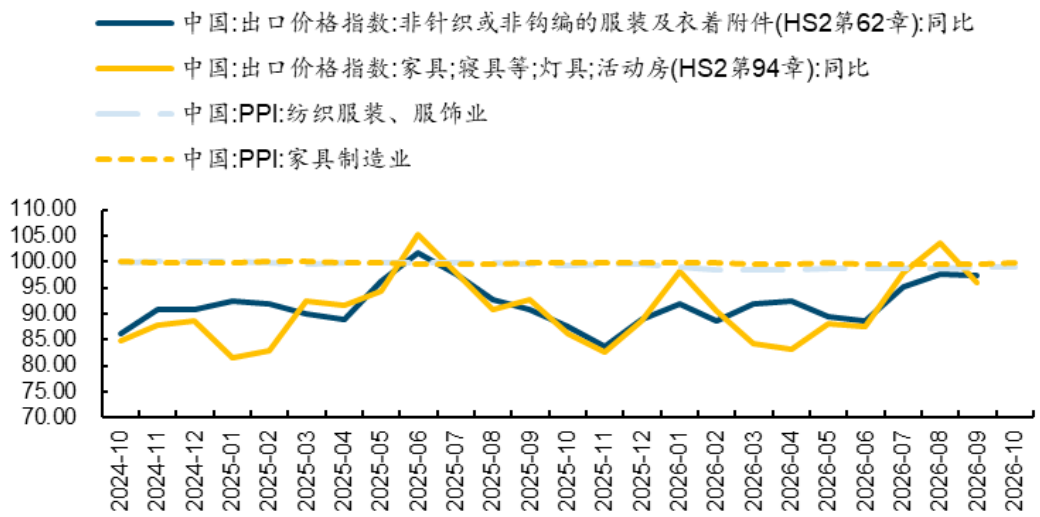
来源：Wind，国金证券研究所

图表19：东南亚国家消费底部复苏



来源：Wind，国金证券研究所

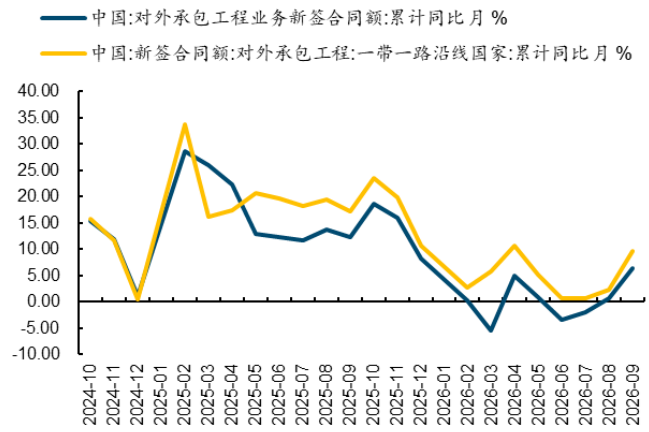
图表20：纺服和家具的出口价格指数低于对应的国内出厂价格指数（单位：上月=100）



来源：Wind，国金证券研究所

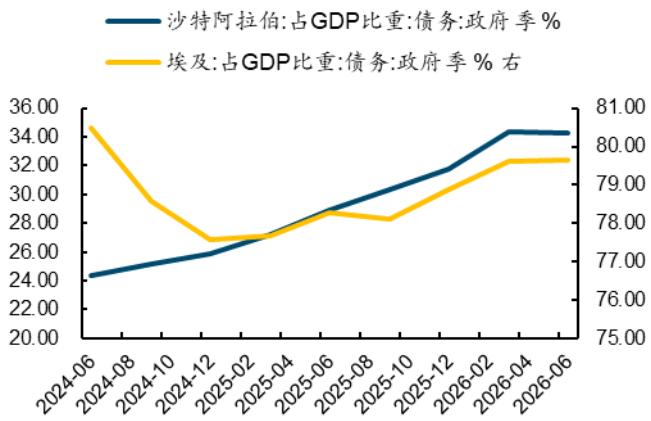
9 月中国基建新签合同额增速达到 49.1%，“一带一路”国家新签合同额占全部的 83.5%，基建需求表现出高景气，但基建相关的商品类出口还没跟上，9 月 HS 分类下基建相关章节出口同比-1.1%。当然，从工程招标、签约、分包到设备采购通常会滞后 1-2 个季度，所以未来基建的景气度验证需要关注后半段的开工情况。往后看，基建需求主要受到两层制约：一是地缘冲突导致的资源运输瓶颈，中东国家的财政收入减少，目前来看埃及、沙特的政府债务占 GDP 比重连续上行，是财政压力的一个体现；另一方面，若供给瓶颈接触，铜价、原油价格从高位下滑，也会使得中东以外的资源国财政收入、“资源换项目”的谈判筹码都有所减弱。

图表21：中国对外承包工程累计增速加速



来源：Wind，国金证券研究所

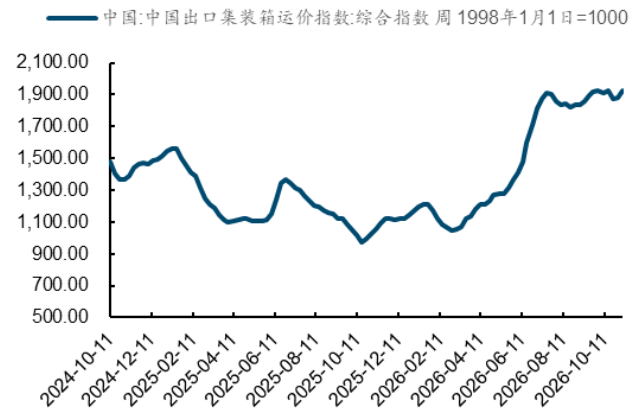
图表22：沙特、埃及的政府债务占 GDP 比重提升



来源：Wind，国金证券研究所

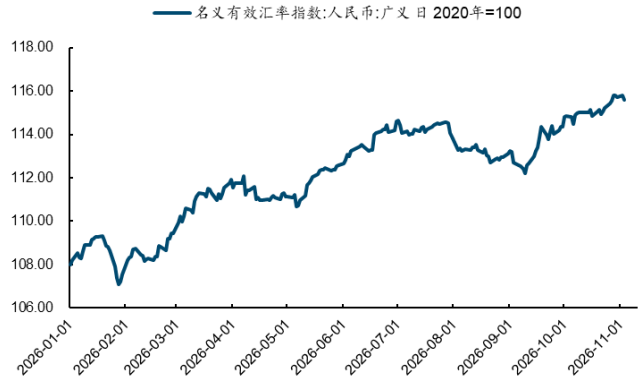
还有一些共性条件将影响三大需求的持续性：一是利率，正如上文所提到的，美债利率仍处于高位水平，抑制了 FDI 流动和国际融资，对制造业投资需求不利；二是运费，当前制成品对应的集装箱运价处于高位，对本身就在“以价换量”的消费品而言进一步带来了压力；三是从我国出口自身而言，人民币实际有效汇率依然维持高位，出口的价格压力难言缓解。

图表23：集装箱运价处于高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表24：人民币有效汇率近期略有下降但仍在高位



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 未来推演：基本面的信号维持，但景气可能略有下行

当前基本面的两票：相对内需强度和外需自身广度上，前者投出一票，而后者距离广度改善的门槛还较远。从变动的门槛来看：前者翻面需要出口与工业增加值的差从 4.7%掉到 3.9%以下、一个月回落 0.8 个百分点，历史上单月跌幅达到这一水平以上的月份只占 24%。而后者要达到改善的门槛，则要求 98 章商品扩散度回到 87.8% 以上——比九月高 13.3 个百分点，相当于再有 13 章从减速转成加速，这 13 章里最重要的是船舶及浮动结构体、钢铁、贵金属这三个章节，还是指向基建要落地、利率要降。

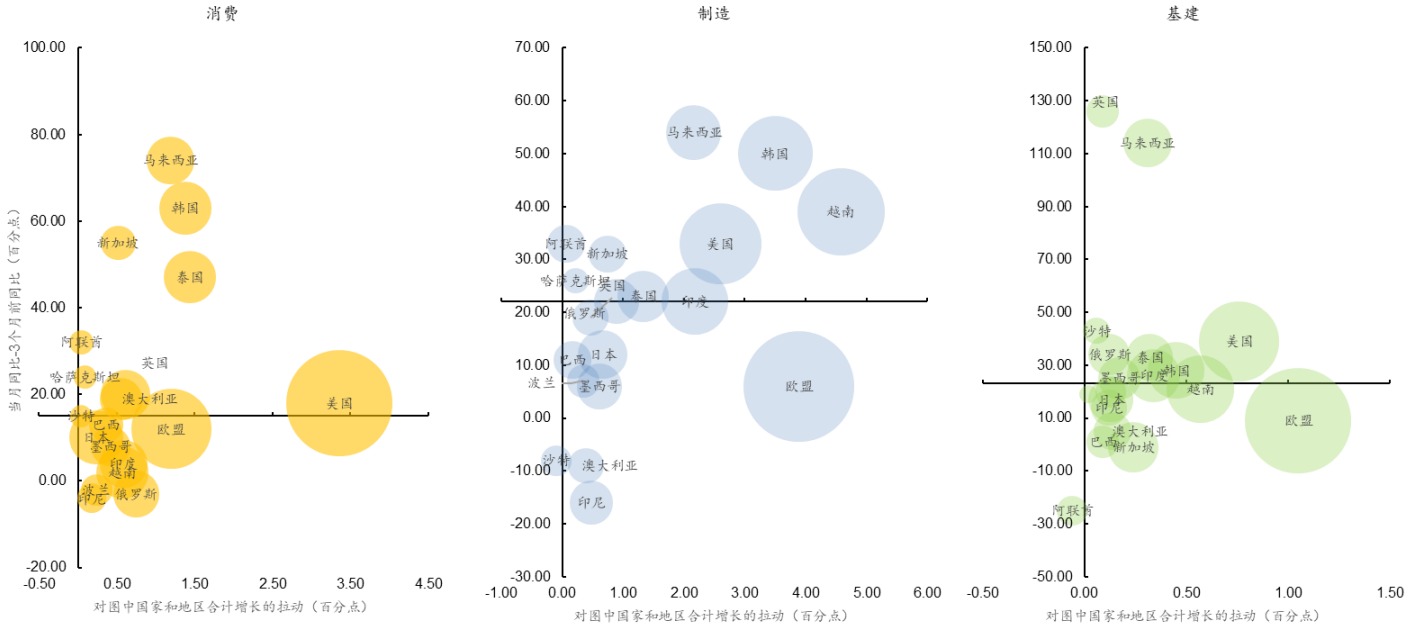
但当前观察到的高景气可能会略有打折，原因在于基数、抢出口以及外需中 AI 投资的独木支撑可能松懈。首先，9 月 36.1%的出口增速对应的去年同月只有 8.2%，拆开看三大类的基数还不一样：消费对应去年同月 2.10%、制造 6.67%、基建 10.42%——制造的高是实的，消费的高要打折，基建的弱也要打折。其次，在中美关税暂缓期的“抢出口”一定程度上推高了出口的水温，虽然关税暂缓又延期至了明年 11 月 10 日，但前期的快速出货会导致后期动能衰减；最后，是当前出口的高景气主要受到制造业需求里的两个章节支撑，背后是 AI 投资的高景气，一旦产业趋势动摇，就会快速反映在总量增长上。

三、深入拆结构：外需哪里强？什么强？

3.1 从国家/地区看三大需求

消费链最大拉动是美国且在边际加速，制造链是韩国、越南且同样在边际加速，基建链是欧盟，但加速度已经落后其他地区。下图按照三大需求分类，刻画了主要的国家/地区 9 月对出口增长的拉动和相对三个月前的边际变化，值得关注的是右上和左上两类，右上是“拉动大且还在加速”，是当前的主发动机，左上虽然拉动不大、但已经在加速，是下一段接力的需求来源。右下需要关注减速风险，拉动大但三个月的加速度已经低于中位数水平，例如基建链上的欧盟。

图表25：三大需求X地区：消费美国强，制造越南、韩国强，基建欧盟强但在减速

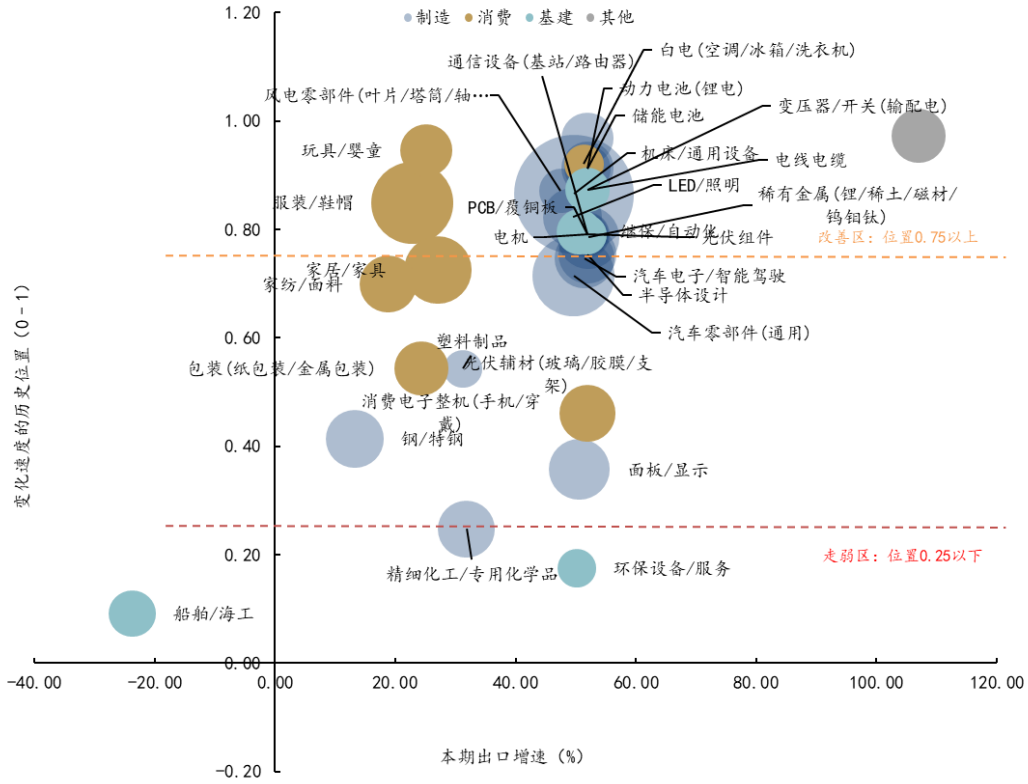


来源：Wind，国金证券研究所　注：横轴交叉点为当月同比-3个月前同比的各国中位数水平，气泡大小表示9月中国对该国出口该类产品的金额大小

3.2 三大需求下沉到赛道：制造的改善赛道体量最大，消费、基建的改善赛道零星分布

为了能够将宏观景气落地到上市公司微观景气度上，我们将上市公司的主营产品细分为98条赛道，并与HS分类下的章节（2位、4位编码）相对应，力图用宏观上更为高频的月度数据，前瞻地预测上市公司的出海业务景气度。从赛道级的出口金额增速来看，制造中的机床/通用设备占比高且边际改善快，AI投资相关的赛道中半导体设计、PCB/覆铜板改善快，其他赛道多数集中在新能源大类里，包括储能电池、动力电池、光伏组件、风电零部件、电机等，当然，传统制造业中的LED照明、电子代工以及横向投入的稀有金属也呈现高景气；边际改善速度处于75%的三年分位数以上的赛道中，消费赛道主要是服装鞋帽、玩具婴童、白电；基建赛道的分化明显，既有电线电缆、继保/自动化、变压器/开关这一类的高改善赛道，也有环保设备、船舶这样的走弱赛道。

图表26：三大需求下沉到赛道的比较



来源：Wind，国金证券研究所　注：纵轴为当月同比减三个月前同比在近三年的历史分位数

3.3 消费呈现两端强中间弱，制造、基建边际增长来自大买家

即使是高景气赛道，在不同国家面临的需求强弱也有很大的差别，下图中我们对三大需求各取了最大的 5 个赛道，并观察对 15 个国家和地区在各个赛道上出口增速的近三个月变化速度，为能够进行国与国之间、赛道与赛道之间的比较，量纲全部取近三年分位数。从颜色的深浅上能够一目了然地看到：首先，澳大利亚、印尼、巴西这三个资源出口国的需求在大多数的赛道上都没那么景气；其次，消费的景气分布在首尾两端，也就是大买家和尾部买家在加大购买，中间层表现一般，制造和基建就更加呈现大买家带领的特征。最后，消费里家居家具的国家间冷热差异很大、制造里 LED 照明的差异大、基建里船舶的差异很大，这些赛道在落地标的时更需要精确寻找正确的地域敞口。

图表27：同一赛道在不同国家之间的冷热相差很远

国家（当月出口，亿美元）	消费					制造					基建					消费均	制造均	基建均
	消费电子	电子代工	服装鞋帽	家居家具	玩具婴童	半导体设计	通用设备	汽车零部件	LED照明	稀有金属	继保/自动化	变压器/开关(输配	电线电缆	环保设备/服务	船舶/海工			
欧盟（518）	0.75	0.75	0.78	0.53	0.75	0.75	0.58	0.53	0.78	0.75	0.72	0.75	0.75	0.50	0.33	0.71	0.68	0.61
美国（450）	0.08	0.67	0.83	0.89	0.97	0.25	0.81	0.72	0.92	0.83	0.86	0.83	0.83	0.97	0.83	0.69	0.71	0.87
越南（284）	0.28	0.22	0.69	0.78	0.64	0.78	0.75	0.28	0.83	0.78	0.83	0.78	0.58	0.69	0.25	0.52	0.68	0.63
韩国（224）	0.22	0.72	0.92	0.42	0.83	0.81	0.58	0.44	0.92	0.94	0.94	0.58	0.75	0.86	0.06	0.62	0.74	0.64
印度（180）	0.42	0.64	0.44	0.11	0.31	0.53	0.33	0.64	0.47	0.56	0.83	0.78	0.39	0.58	0.94	0.38	0.51	0.71
马来西亚（151）	0.75	0.81	0.92	0.69	0.86	0.17	0.75	0.72	0.86	0.72	0.78	0.81	0.72	1.00	0.56	0.81	0.64	0.77
泰国（140）	0.56	0.83	0.81	0.83	0.72	0.83	0.72	0.58	0.97	0.86	0.94	0.67	0.78	0.97	0.17	0.75	0.79	0.71
日本（139）	0.61	0.22	0.64	0.69	0.58	0.56	0.81	0.36	0.83	0.67	0.83	0.81	0.81	0.81	0.78	0.55	0.64	0.81
俄罗斯（108）	0.56	0.44	0.83	0.75	0.81	0.75	0.81	0.64	0.89	0.56	0.86	0.75	0.67	0.83	0.92	0.68	0.73	0.81
墨西哥（99）	0.03	0.03	1.00	0.60	1.00	0.50	0.75	0.39	0.90	0.50	0.57	0.81	0.83	0.17	0.93	0.53	0.61	0.66
英国（92）	0.36	0.81	0.89	0.78	0.86	0.83	0.47	0.81	0.83	0.89	0.94	0.25	0.56	0.78		0.74	0.77	0.63
新加坡（92）	0.78	0.28	0.97	0.89	0.97	0.03	0.81	0.78	0.78	0.14	0.33	0.69	0.28	0.58	0.56	0.78	0.51	0.49
澳大利亚（79）	0.72	0.42	0.83	0.78	0.97	0.11	0.64	0.50	0.67	0.22	0.28	0.06	0.83	0.89	0.36	0.74	0.43	0.48
印尼（77）	0.36	0.36	0.56	0.06	0.89	0.36	0.28	0.67	0.14	0.31	0.47	0.36	0.36	0.28	0.75	0.44	0.35	0.44
巴西（68）	0.08	0.33	0.64	0.11	0.69	0.03	0.33	0.17	0.33	0.11	0.17	0.50	0.53	0.22		0.37	0.19	0.35

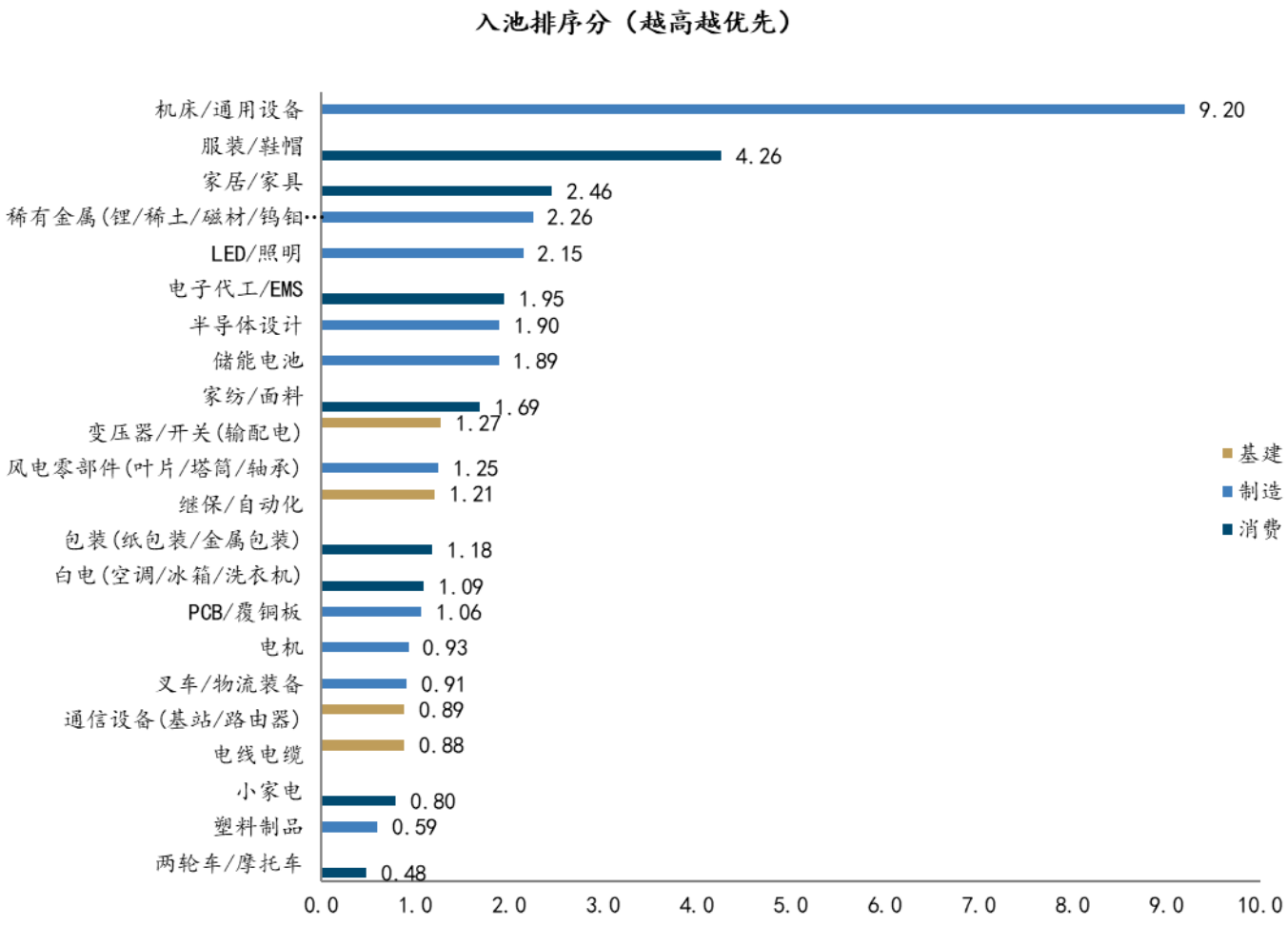
来源：Wind，国金证券研究所　注：单元格里的数是这条赛道在这个国家「加速程度」的近三年分位数

四、组合落地：精选 22 条赛道中的 50 只个股

我们设置了三层约束门槛和两道门槛以筛选出当前出海景气度高涨，且边际上仍在加速的 22 条赛道。这三层约束是：赛道出口金额同比相对 3 个月前在加速，且这个加速度在其历史中位以上、赛道下要有足够的公司样本、公司层面海外收入占比不低于 30% 且流通市值不低于 50 亿元。两道门槛是赛道入选遵循“加速度优先”原则：先把 3 个月加速度处于历史 75%分位数以上的赛道（称为“改善”赛道），按照其加速度分位数与出口占比的乘积排序，覆盖到改善档自身出口占比的 80% 为止，这一步是为了筛选出“又快又大”的赛道，它们的市场规模大，能够映射的上市公司标的更多；如果这些赛道对总体出口的覆盖还不到 80%，再将 3 个月加速度处于历史 50%-75%分位数的“中性”赛道按同样的乘积排序，补位至覆盖总体出口的 80%。

筛选之后，22 条赛道中改善的一共 17 条，中性的 5 条。按照“加速度位置*出口占比”的评分排序，改善赛道中排名靠前的是机床/通用设备、服装鞋帽、稀有金属、LED/照明、电子代工/EMS、半导体设计、储能电池等，中性赛道中排名靠前的是家居家具、家纺面料、包装、塑料制品、两轮车/摩托车。

*图表28：22 条精选赛道：按变化速度位置*出口占比排序*

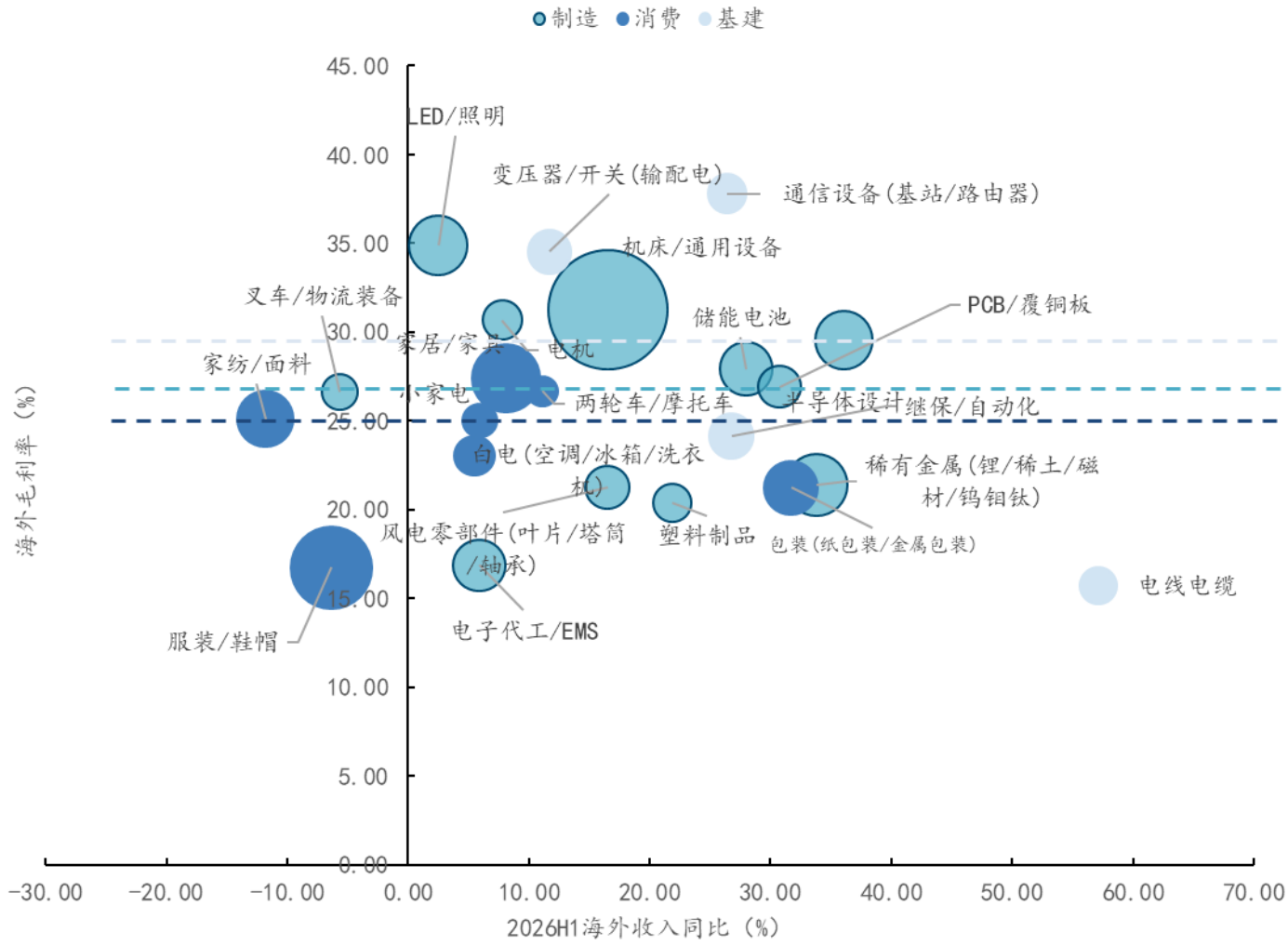


来源：Wind，国金证券研究所

尽管海外收入财务数据按半年报披露，比已知的出口数据会滞后 1-2 个季度，但我们依然可以用 2026 年中报的数据了解上述筛选出的赛道的大致情况。首先，在入选赛道中，基建的毛利率中位数高于消费高于制造，基建的优势来源于通信设备和变压器/开关。其次，入选赛道中有三个上半年海外收入同比中位数为负的赛道，分别是家纺面料、服装鞋帽、叉车/物流装备，它们可能将是 2026 年年报中呈现“业绩底”的方向。最后，入选赛道中

服装鞋帽、电线电缆与电子代工海外毛利率偏低，因此其业绩表现将会对上文中提及的几大宏观因素更敏感：利率、运价、汇率。

图表29：22 条入选赛道 2026H1 的海外收入同比与海外毛利率比较



来源：Wind，国金证券研究所 注：图中虚线从上到下分别是基建、制造、消费入选赛道的海外毛利率中位数

从赛道再往下沉，我们优选了景气赛道中的优质标的。我们按照海外收入占比大于 30%、流通市值高于 50 亿元这两个硬性门槛找到上述景气赛道内符合条件的备选公司共 158 只，再剔除无机构覆盖、滚动一年无利润、利润来自非经常性损益、商誉占净资产过重、现金流相对负债太低、有监管处罚或净资产为负的个股，这一步剔除掉 60 只公司。剩下的个股按其“所在赛道的 3 个月变化速度*公司海外收入占比”乘积由高到低排序，取前 50 只构成本月出口出海主题的 Core50 组合，它们分布在 17 个赛道中。

图表30：出口出海主题投资 Core50 组合

三大需求	序号	证券简称	细分行业	自由流通市值（亿元）	海外收入占比（%）公司/赛道中位	海外收入同比（%）公司/赛道中位	海外毛利率（%） 公司/赛道中位
消费	1	裕同科技	包装	125.1	35.6 / 32.0	+15.2 / +26.8	32.1 / 27.6
消费	2	顾家家居	家居/家具	107.2	46.5 / 78.6	+19.0 / -3.2	24.2 / 22.1
消费	3	萤石网络	家居/家具	42.4	39.6 / 78.6	+21.2 / -3.2	— / 22.1
消费	4	孚日股份	家纺/面料	51.8	59.6 / 72.0	+6.8 / +7.4	21.6 / 17.7
消费	5	海尔智家	小家电	697.3	51.1 / 46.5	-6.8 / +10.7	— / 20.7
消费	6	科沃斯	小家电	86.9	46.5 / 46.5	+44.7 / +10.7	47.8 / 20.7
消费	7	江苏国泰	服装/鞋帽	63.6	84.2 / 78.2	+2.1 / +4.3	15.6 / 25.3
消费	8	美的集团	白电	3956.2	42.7 / 77.7	+5.5 / +16.0	26.3 / 24.2

三大需求	序号	证券简称	细分行业	自由流通市值（亿元）	海外收入占比（%）公司/赛道中位	海外收入同比（%）公司/赛道中位	海外毛利率（%）公司/赛道中位
消费	9	海信家电	白电	89.9	43.1 / 77.7	+4.6 / +16.0	11.2 / 24.2
消费	10	TCL 智家	白电	47.3	77.7 / 77.7	+16.0 / +16.0	24.2 / 24.2
制造	11	威尔高	PCB/覆铜板	54.6	40.2 / 45.9	+36.3 / +7.2	7.9 / 14.8
制造	12	方正科技	PCB/覆铜板	322.2	27.2 / 45.9	+147.6 / +7.2	— / 14.8
制造	13	钱江摩托	两轮车/摩托车	29.4	53.7 / 94.3	+33.9 / +31.9	24.6 / 25.0
制造	14	春风动力	两轮车/摩托车	274.0	69.8 / 94.3	— / +31.9	31.4 / 25.0
制造	15	隆鑫通用	两轮车/摩托车	184.4	66.9 / 94.3	-8.4 / +31.9	20.1 / 25.0
制造	16	九号公司	两轮车/摩托车	21.4	37.3 / 94.3	+42.3 / +31.9	36.0 / 25.0
制造	17	阳光电源	储能电池	1033.6	0.0 / 51.8	-10.6 / +16.9	— / 18.9
制造	18	豪鹏科技	储能电池	53.2	51.8 / 51.8	+7.1 / +16.9	20.4 / 18.9
制造	19	江波龙	半导体设计	564.3	66.8 / 43.7	+142.3 / +8.7	57.6 / 40.7
制造	20	兆易创新	半导体设计	1832.0	22.8 / 43.7	+200.3 / +8.7	66.1 / 40.7
制造	21	华天科技	半导体设计	370.8	36.5 / 43.7	+31.2 / +8.7	13.5 / 40.7
制造	22	汇顶科技	半导体设计	137.2	43.7 / 43.7	-6.9 / +8.7	44.0 / 40.7
制造	23	龙迅股份	半导体设计	45.3	37.4 / 43.7	+38.5 / +8.7	54.3 / 40.7
制造	24	佰维存储	半导体设计	643.6	51.2 / 43.7	+291.8 / +8.7	52.2 / 40.7
制造	25	振华重工	机床/通用设备	74.9	45.3 / 41.1	+33.1 / +2.6	10.9 / 30.0
制造	26	科达制造	机床/通用设备	102.2	67.3 / 41.1	+25.4 / +2.6	39.6 / 30.0
制造	27	纽威股份	机床/通用设备	106.1	68.0 / 41.1	— / +2.6	41.8 / 30.0
制造	28	杰瑞股份	机床/通用设备	522.8	48.3 / 41.1	+16.9 / +2.6	34.4 / 30.0
制造	29	豪迈科技	机床/通用设备	220.7	42.1 / 41.1	+24.9 / +2.6	36.8 / 30.0
制造	30	开山股份	机床/通用设备	55.7	47.1 / 41.1	+7.8 / +2.6	41.4 / 30.0
制造	31	福斯达	机床/通用设备	15.0	62.4 / 41.1	-37.1 / +2.6	42.5 / 30.0
制造	32	赛腾股份	机床/通用设备	78.2	54.3 / 41.1	+36.5 / +2.6	44.8 / 30.0
制造	33	均普智能	机床/通用设备	45.2	74.5 / 41.1	-11.3 / +2.6	15.2 / 30.0
制造	34	优利德	机床/通用设备	39.3	54.6 / 41.1	+51.1 / +2.6	45.6 / 30.0
制造	35	恒铭达	电子代工/EMS	80.6	64.9 / 52.5	-0.1 / +5.4	38.0 / 21.2
制造	36	深科技	电子代工/EMS	302.1	63.0 / 52.5	+6.3 / +5.4	18.9 / 21.2
制造	37	达瑞电子	电子代工/EMS	33.1	37.3 / 52.5	+8.0 / +5.4	31.2 / 21.2
制造	38	捷昌驱动	电机	51.5	70.0 / 60.2	+6.7 / -7.0	32.4 / 24.9
制造	39	大洋电机	电机	104.6	45.9 / 60.2	+2.8 / -7.0	31.3 / 24.9
制造	40	鸣志电器	电机	90.8	45.1 / 60.2	+16.2 / -7.0	48.6 / 24.9
制造	41	当升科技	稀有金属	136.0	28.5 / 26.0	+168.8 / +6.9	9.6 / 23.8
制造	42	道氏技术	稀有金属	106.8	58.4 / 26.0	+27.2 / +6.9	26.6 / 23.8
制造	43	中伟新材	稀有金属	132.1	49.9 / 26.0	+23.7 / +6.9	10.9 / 23.8
制造	44	宝钢包装	稀有金属	25.3	32.0 / 26.0	+21.9 / +6.9	15.5 / 23.8
制造	45	新锐股份	稀有金属	98.2	42.6 / 26.0	+41.7 / +6.9	51.3 / 23.8
基建	46	华通线缆	电线电缆	102.4	72.3 / 21.2	+57.1 / +70.4	18.2 / 11.1
基建	47	和而泰	继保/自动化	136.4	65.7 / 34.2	+3.4 / -4.1	18.2 / 26.9
基建	48	博杰股份	继保/自动化	99.7	45.1 / 34.2	+139.2 / -4.1	56.8 / 26.9
基建	49	长芯博创	通信设备	425.6	59.4 / 54.0	+58.7 / +7.2	62.8 / 17.0
基建	50	中兴通讯	通信设备	847.9	33.0 / 54.0	+33.1 / +7.2	25.5 / 17.0
—	合计	17 5家赛道	—	—	—	—	—

风险提示

地缘政治与贸易摩擦加剧风险：中东、东南亚、非洲等重点区域地缘冲突、政权更迭、政策突变，将直接影响当地项目落地与出口订单交付。

全球供应链重构不及预期风险：若新兴市场制造业承接进度放缓、产业链配套能力不足，或欧美“友岸外包”“近岸外包”加速推进，可能导致中国设备、材料出口需求弱于判断。

大宗商品价格大幅波动风险：能源、矿产价格剧烈波动将影响中东、非洲资源国财政能力与基建支出意愿，削弱“资源换基建”项目落地节奏，进而拖累工程机械、建材、电力设备等相关出口。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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