

制造出海：全球产业链再分工

华泰研究

2022年10月20日 | 中国内地

深度研究

中国制造出海闯新路，海外设厂再分工

过去，凭借较低的劳动力成本、加入WTO后的出口政策红利、完善的基础设施支持以及全产业链优势，中国成为世界工厂。如今，中国劳动力紧缺并且工资持续上涨，集约型环境使土地成本提高，对成本较为敏感的劳动力密集且出口导向型产业主动向外转移。近年来，全球贸易保护主义抬头，为了应对地缘政治的不确定性，供应链“自主可控”与安全性成为关键要素，更多中国企业开启了海外工厂布局。我们看到：1) 传统制造业出海亦孕育明珠，轮胎企业出海获得更高利润率；2) 建筑企业借助“一带一路”倡议进入更广阔市场；3) 医药企业通过出海建厂触达更多客户；4) 作为订单跟随者，纺服、家居与电子制造出海展现勃勃生机，市场份额有望向头部集中。

总趋势：寻求更低的成本，在贸易限制中寻找生机

在低成本的推动下，我国传统制造业早在多年前就开始外迁。继跨过刘易斯拐点后，中国老龄化问题亦显现，劳动力紧缺使制造业平均工资持续上涨。中国经济增长方式正在从粗放型向集约型转变，资源环境约束显现，土地成本亦大幅提高。越南、柬埔寨、印度尼西亚等东南亚国家则有充足的适龄劳动力并且平均工资更低，同时土地成本亦低于中国。2018年以来，全球贸易冲突不断，以规避贸易限制为契机，中国有更多企业开启海外设厂。相较于中国，从东南亚出口到欧盟和美国的贸易环境更为宽松，关税的税负更低。此外，中国产业升级与RCEP协定也加速了劳动密集型产业外迁至东南亚。

轮胎/纺服/家居出海：借道东南亚，劳动力成本更低，享受贸易优势

随着中国劳动力成本上涨，同时中国的水电、土地、所得税等成本高于东南亚主要国家，纺服产业链下游的成衣环节率先外迁。疫情使跨国供应链的脆弱性显现，而垂直一体化模式更能保障订单准时交付，这也加速了配套环节跟随外迁。近年来，中美贸易摩擦不断，轮胎/家居等产业遭遇美国“双反”限制。中国企业纷纷出海设厂，以求规避贸易限制。东南亚无论从成本、贸易关系还是文化认可度都有竞争优势，并成为中国制造出海首站。在此过程中，我们看到，海外设厂不仅帮助中国企业维持甚至扩大产业链份额，部分产业链细分环节的海外工厂甚至能获得比国内更高的利润率。

基建出海：享“一带一路”红利，向产业链高端迈进

全球经济形势复杂多变，海外经济不振和新冠疫情肆虐拖累了全球固定资产投资增速。在不利环境下，我国工程承包商逆势扩张份额，主要归功于“一带一路”带来的投资机会。从商业模式看，我国工程承包商在海外从最初的劳务输出模式逐渐向国际主流的全生命周期管理模式靠拢，产业链附加值的提高能够促进企业获得更丰厚的盈利。我们认为，融资成本、技术实力和管理边界决定了建筑国企，尤其建筑央企的全球市场份额或将持续提升。

CXO/电子出海：全球设厂自主可控，强调供应链安全性与冗余度

在全球分工背景下，中国具有无法复制的优势：1) 庞大的“工程师红利”；2) 完整的工业供应链体系；3) 发达的物流及基础设施。中美贸易摩擦成为扰动中国CXO/电子制造产业的重要因素。为应对地缘政治风险，同时满足更多海外客户需求，CXO龙头企业加快海外建厂，“自主可控”成为核心要素。过去40年的“全球化工分工+just-in-time精益生产”模式在疫情扰动下备受挑战，品牌企业更加重视供应链安全性与冗余度。中国电子制造业龙头企业一方面继续扩大在国内品类份额，一方面发挥技术优势，配合大客户在越南、印度等地建厂，把握供应链调整的商机。

风险提示：疫情影响超预期、海外经济低靡、地缘政治风险、汇率波动风险。

基础化工

增持 (维持)

建筑与工程

增持 (维持)

研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+ (86) 21 2897 2088
研究员	黄乐平, PhD
SAC No. S0570521050001	leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066	+ (852) 3658 6000
研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BF1915	+ (86) 21 2897 2078
研究员	罗艺鑫
SAC No. S0570520120002	luoyixin@htsc.com
SFC No. AWJ276	+ (852) 3658 6232
研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+ (86) 755 2266 0892
研究员	庄汀洲
SAC No. S0570519040002	zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933	+ (86) 10 5679 3939
研究员	吕明璋
SAC No. S0570521060001	lvmingzhang@htsc.com
	+ (86) 21 2897 2228
研究员	詹妮
SAC No. S0570521060003	zhanni@htsc.com
SFC No. BOF583	+ (852) 3658 6209
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+ (86) 21 2897 2228
研究员	林霞颖
SAC No. S0570518090003	linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840	+ (86) 755 8249 2388
研究员	张艺露
SAC No. S0570520070002	zhangyilu@htsc.com
	+ (86) 10 6321 1166
联系人	姚雯慧
SAC No. S0570122010032	yaowenyi@htsc.com
	+ (86) 21 2897 2228
联系人	黄礼悦
SAC No. S0570121070191	andrewhuang@htsc.com
SFC No. BRH099	+ (852) 3658 6000
联系人	李奕玮
SAC No. S0570121070125	liyiwei@htsc.com
SFC No. BSD964	+ (86) 21 2897 2228
联系人	刘思奇
SAC No. S0570121070181	liusiqi@htsc.com
SFC No. BSE590	+ (86) 21 2897 2228

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
森麒麟	002984 CH	49.56	买入
赛轮轮胎	601058 CH	16.80	买入
中国化学	601117 CH	11.75	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

制造出海综述：成本与贸易限制驱动中国企业海外设厂	3
出海驱动力一：寻求更低的成本	3
出海驱动力二：在贸易限制中寻找生机	4
轮胎出海：借道东南亚，劳动力成本更低，享受贸易优势	5
作为劳动密集型产业，低成本是传统竞争优势	5
贸易保护抬头，高关税驱动产业转移	6
依靠海外产能扩张，龙头胎企领先优势扩大	8
纺服出海：中国传统制造业出海的一个缩影	10
成本压力驱动产业链下游环节率先外迁	11
下游成衣加工纺企出海进程的共性	12
分散风险、提升效率：产业链中上游环节具备外迁动力	14
贸易风险：原产地监管趋严，中上游环节或面临外迁压力	14
“断链”风险：供应链效率成为关注，加速产业链配套环节外迁	15
中上游环节跟随外迁，支撑构建垂直一体化模式	16
中国纺织产业链向高附加值环节集中	17
家居出海：外需规模可观，海外建厂成新热点	18
家居外需规模可观，部分细分品类增速较快	18
贸易限制与成本驱动，海外建厂首站东南亚	20
海外工厂尚处爬坡期，看好份额向出海龙头集中	22
基建出海：国际工程领航，向产业链高端迈进	23
全球固定资产投资增速不佳，但我国承包商逆势扩张份额	23
承包模式从单一施工环节向更高端的全生命周期管理转变	24
凭借资金/技术/管理实力，市场份额或向建筑央企集中	26
CXO 出海：全球设厂，维持风险最小化	32
多因素驱动全球药物研发外包市场持续高景气	32
高壁垒驱动下，CXO 公司加速推进海外设厂	33
电子出海：满足客户对供应链安全性冗余性的需求	35
受益于全球化产业链分工，中国成为世界工厂	35
疫情与地缘政治之下，企业更强调安全性和冗余度	35
成本与贸易限制驱动组装厂率先外迁	36
重点推荐	38
森麒麟（002984 CH，买入，目标价：49.56 元）	38
赛轮轮胎（601058 CH，买入，目标价：16.8 元）	38
中国化学（601117 CH，买入，目标价：11.75 元）	38
风险提示	39

制造出海综述：成本与贸易限制驱动中国企业海外设厂

出海驱动力一：寻求更低的成本

近年来，中国沿海地区“招工难”现象屡见不鲜、劳动力工资亦持续提高。究其原因，继跨过刘易斯拐点后，老龄化人口结构问题亦显现，使我国劳动力由过剩转为短缺，人口红利优势缩小。越南、柬埔寨、印度尼西亚等东南亚国家则有充足的适龄劳动力并且工资更低，形成比较优势。与此同时，中国经济转型也对产业结构作出调整，经济增长方式从粗放型向集约型转变，资源环境约束显现，土地成本大幅提高。越南、柬埔寨、印度尼西亚等东南亚国家的土地成本低于中国。这些国家的企业所得税基础税率也均低于中国，同时，为鼓励外商投资，可享受不同程度的税收优惠政策。从劳动力、水、电、土地、税负等生产要素看，东南亚主要国家具有比较优势，吸引了我国劳动密集型和出口导向型企业主动外迁设厂。

在中国企业主动和跟随出海的过程中，我们看到传统制造业亦孕育明珠。海外设厂不仅帮助中国企业持续获得品牌客户订单、维持产业链份额，部分产业链细分环节的海外工厂利润率甚至高于国内。由于海外工厂的生产成本更低，率先出海的龙头企业具备先发优势，进一步抢占市场份额。

轮胎出海：借道东南亚，劳动力成本更低，享受贸易优势

轮胎制造业是传统劳动密集型产业，依托长期丰沛的劳动力资源和完善的工业产业链配套，我国逐步构建了全球最大轮胎产业集群。与国内其他劳动密集型+出口导向型产业处境相似，美国及欧盟这两个全球主要轮胎消费市场陆续对中国施加高额关税，削弱了国产轮胎直接出口的价格优势。2012年以后，以规避壁垒为契机，国内头部轮胎企业陆续布局海外生产基地，海外首厂均选择落子“一带一路”辐射的东南亚区域。东南亚区域一方面靠近天然橡胶主产地，另一方面各国与美国、欧盟等轮胎主要消费区域拥有较好的贸易伙伴关系，轮胎进出口关税较国内具有明显优势，且当地劳动力成本较低，政府普遍对外资企业提供优惠税收政策，有利于国内轮胎企业维持低成本运营，巩固性价比优势。建议关注赛轮轮胎和森麒麟。

纺服出海：中国传统制造业出海的一个缩影

由于劳动力及生产要素成本持续上升，中国在劳动密集型制造业上失去比较优势，导致纺织制造产业链中下游劳动密集型的加工环节率先外迁。近年来，中国成衣服装产品出口占全球出口的份额逐步下降，而东南亚国家份额逐步提高。中美贸易摩擦以来，针对中国纺服出口的关税壁垒及原产地监管日益加剧，中国纺企为规避贸易摩擦风险，主动寻求将产业链配套中上游环节外迁。此外，疫情背景下，全球高度分散的纺服产业链脆弱性暴露，品牌商及供应商均额外注重供应链的高效稳定，也进一步推动产业链配套环节出海。然而当前，东南亚各国仍不具备完全承接纺服产业链上游环节的能力，对中国纺织原材料的依赖度仍较高，中国纺织产业链也还在寻求转型升级的过程中，不断向上游技术及资本密集型的原材料研发环节集中。

家居出海：外需规模可观，海外建厂成新热点

过去，受益于出口政策红利、完善供应链、低人工成本以及成熟的生产工艺优势，我国成为全球领先的家居生产国及出口国，美日欧等发达国家为重点出口对象。2018年以来全球贸易保护主义抬头。基于未来贸易开展的不确定性以及抬高的税收成本迫使企业将产能向海外转移，从而打破贸易限制、降低成本。成本与区位优势下企业首选东南亚，但受床垫反倾销/反补贴等事件催化，近两年墨西哥愈受青睐。考虑到项目投产与产能爬坡周期，率先布局海外工厂、具备先发优势的头部家居企业有望在家居外销领域持续受益，长期利好市场份额向海外布局领先的头部家居企业集中。家居出海领域建议关注客户资源优质、制造布局领先、组织管理能力优秀的企业。

出海驱动力二：在贸易限制中寻找生机

2018年以来，贸易保护主义抬头，中美贸易摩擦不断，以规避贸易限制为契机，国内企业纷纷开启海外建厂布局。海外工厂选址通常首选“一带一路”辐射的东南亚区域，享受更低的劳动力成本与更低的税负。相较于中国，从东南亚各国出口到欧盟和美国的贸易环境更为宽松。然而，美国已对东南亚地区的轮胎/床垫等产品实施“双反”限制。居安思危，为应对可能存在的地缘政治风险，同时满足更多海外客户的需求，中国企业海外建厂进一步拓展到印度、墨西哥等地，在复杂多变的国际形势下维持风险最小化。

我们看到：1) 建筑企业受益于“一带一路”倡议，进入更广阔市场，获取更多订单；2) 医药企业通过出海建厂触达更多客户；3) 电子制造业供应链调整亦产生机会，中国企业出海展现勃勃生机。

基建出海：国际工程领航，向产业链高端迈进

2014年以来，全球经济形势进一步复杂化，外围经济不振、新冠疫情肆虐和我国经济增速放缓等不利因素拖累了全球固定资产投资增速。我国工程承包商逆势扩张国际份额，主要归功于：国家政策（尤其是“一带一路”倡议）带来的投资机会、我国海外工程传统优势区域受全球经济不振影响较小。我国国有大型承包商业务以总承包为主，工程体量大，往往能够凭借自己广阔的资源独立生存，属于主动出海；而民营企业则集中于利润较高的装饰、防水等专业工程分包，工程体量较小，对国有总承包商依存度一般较高，一般采用借船出海的模式，仅少部分软土地基处理民企实现了主动出海。我们认为，2021年以来龙头央企逆势表现优异，2022H1 四家国际工程企业海外订单、收入迎来改善，国际工程市场有望进入景气上行通道，建筑工程商业模式中融资成本、技术实力和管理边界决定了建筑国企，尤其建筑央企的全球市场份额或将持续提升，建议关注中国化学。

CXO 出海：全球设厂，维持风险最小化

全球新药研发投入加大，新兴生物医药公司受限于自身平台建设不足，具有更强烈的外包需求。CXO 企业通过专业化分工，能够降低新药研发成本并缩短时间。在全球分工背景下，中国具有其他国家无法复制的优势：1) 绝对数量庞大的“工程师红利”；2) 完整的工业供应链体系；3) 发达的物流及基础设施体系。我国 CXO 龙头企业收入构成大多来自海外客户，为应对可能存在的地缘政治风险，同时满足更多海外客户的需求，近年来 CXO 公司加快海外建厂布局，维持风险最小化。我们认为一站式、稳定性、自主可控有望成为未来生物制造的核心要素。

电子出海：配合客户海外建厂，满足供应链安全性冗余性需求

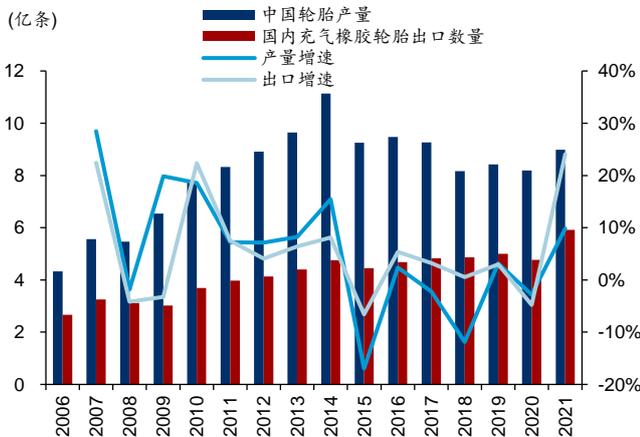
在疫情、地缘政治的数次扰乱之后，我们看到以苹果、三星为代表的公司开始将注意力从“低成本、低库存、高效”向“供应链稳定与安全”转变，要求电子制造产业链迁移。对电子制造业来说，立讯、歌尔、舜宇等龙头企业一方面继续扩大在国内品类份额，一方面发挥技术优势，配合大客户在越南、印度等地建厂，把握供应链调整的商机。我们看到组装环节先行，2018 年开始立讯、歌尔相继在越南、印度准备产能，2019 年纬创开始在印度生产 iPhone 老机型，在 2020 年起，Airpods, iPad、Mac、Watch 生产相继迁入越南与印度；简单零部件如舜宇、伯恩、领益、臻鼎等已经开始在越南、印度设厂，但当前越南地区整体产能贡献有限。我们认为在文化、工人、产业链配套等差异之下，迁移并不会一蹴而就。

轮胎出海：借道东南亚，劳动力成本更低，享受贸易优势 作为劳动密集型产业，低成本是传统竞争优势

我国已经成为全球最大的轮胎制造及出口国。轮胎制造业是传统劳动密集型产业，依托长期丰沛的劳动力资源和完善的工业产业链配套，我国逐步构建了全球最大轮胎产业集群。据国家统计局，2021年中国生产橡胶轮胎外胎9.0亿条，出口5.9亿条，约分别占全球轮胎销量52%/34%。

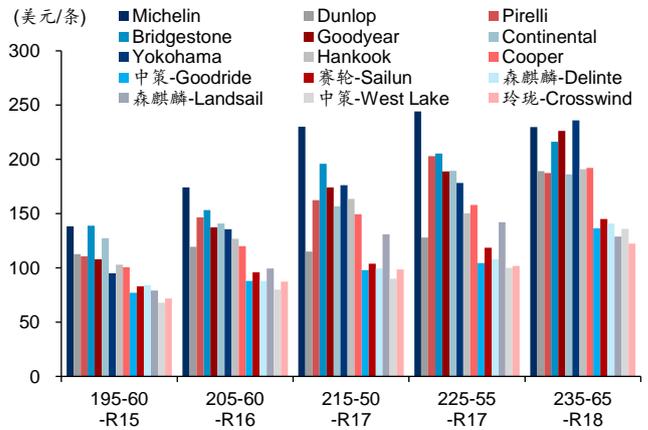
性价比是中国轮胎目前最主要的竞争优势。伴随产业发展和企业研发制造实力提升，我国轮胎产品质量已经可以媲美龙头厂商中高端产品，但终端销售价格仍较龙头品牌低50%或更多，对于终端消费者而言中国轮胎性价比优势突出。值得一提的是，我国轮胎企业与一线品牌的毛利率差距远低于其产品价格差距，考虑轮胎生产标准化程度较高，不同企业原材料成本差距不大，国内轮胎企业成本端优势主要来源于较低的劳动力成本和制造费用。

图表1：中国轮胎产量及出口量（2005-2021年）



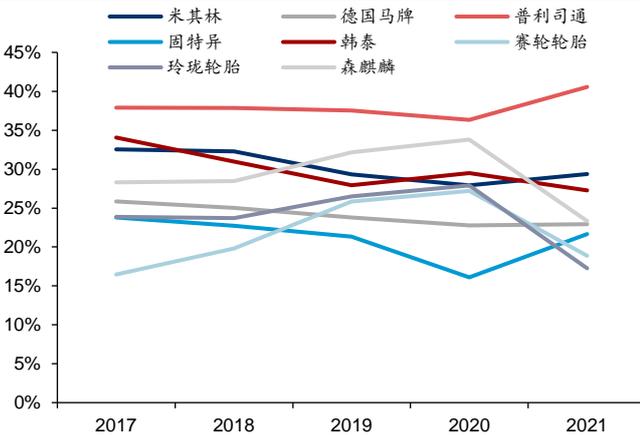
资料来源：中国橡胶工业协会，海关总署，华泰研究

图表2：主流国际轮胎品牌和中国轮胎品牌价格对比（2022年8月）



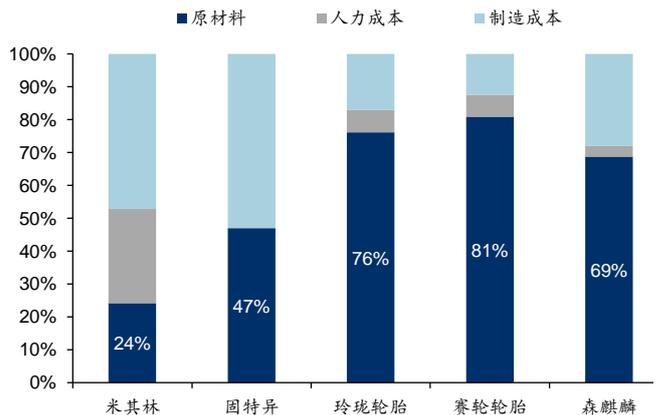
资料来源：Simpletire, Walmart, 华泰研究

图表3：主流国际轮胎公司及中国轮胎公司毛利率对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表4：国内轮胎公司人力及制造成本控制较好



注：以上公司数据均来自于各公司2021年年报，其中固特异仅公布原材料成本及其他成本占比，未区分人力成本及制造成本
资料来源：米其林，固特异，Wind，华泰研究

贸易保护抬头，高关税驱动产业转移

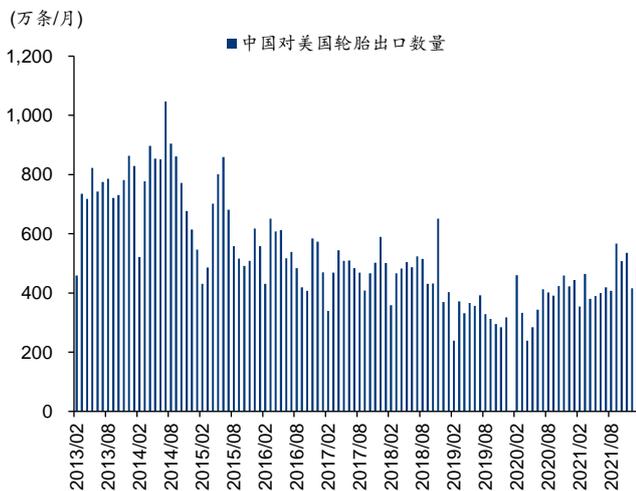
与国内其他劳动密集型+出口导向型产业处境相似，我国轮胎产业也历经多次海外国家贸易限制。特别是美国及欧盟这两个全球主要轮胎消费市场陆续对中国施加高额关税，削弱了国内轮胎直接出口的高性价比优势。我国向美国及欧洲出口轮胎数量在相关“双反”政策实施后大幅萎缩，据海关总署，2021年中国向美国出口轮胎5285万条，较2013年（贸易限制空档期）出口量减少逾3500万条，累计下滑40.0%；2021年中国向欧盟（包含英国）出口轮胎18.3万吨，较2017年（限制前）出口量减少21.6万吨，累计下滑54.1%。

图表5：部分国家对我国轮胎贸易限制政策

国家	开始时间	名称	涉及轮胎产品	结果及贸易保护措施
美国	2009年6月	中美轮胎特保案	乘用车胎及轻卡胎	2009年9月开始连续三年对中国输美乘用车及轻卡胎分别加征55%/45%/35%从价特别关税
	2013年12月	对华新重启工程机械轮胎反倾销情势变迁复审	工程轮胎	2014年2月终裁决定惩罚税率为16.18%-105.59%
	2014年7月	对华半钢子午线轮胎“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	2015年8月终裁认定我国半钢轮胎征收反倾销和反补贴合并税率30.61%-107.68%；2018年3月行政复审终裁延续双反裁定，合并税率为22.18%-107.68%
	2016年2月	对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	2017年2月中国轮胎行业取得终裁胜诉，反倾销和反补贴不成立。 2018/11/1重启双反调查，2019年2月确定对中国卡客车胎相关企业实施全国统一税率42.31%。
	2018年6月	中美贸易冲突加征关税	多种轮胎	美国商务部对华输美轮胎产品加征25%关税
欧洲	2017年8月	对华卡客车轮胎反倾销调查	卡客车轮胎	2018年11月终裁决定此后5年中国输入欧盟卡客车轮胎需缴纳42.73-61.76欧元/条固定惩罚税
印度	2016年5月	对华充气子午线轮胎反倾销调查	卡客车轮胎	2017年9月-2022年12月对华相关产品征收245.35-452.33美元/吨反倾销税。

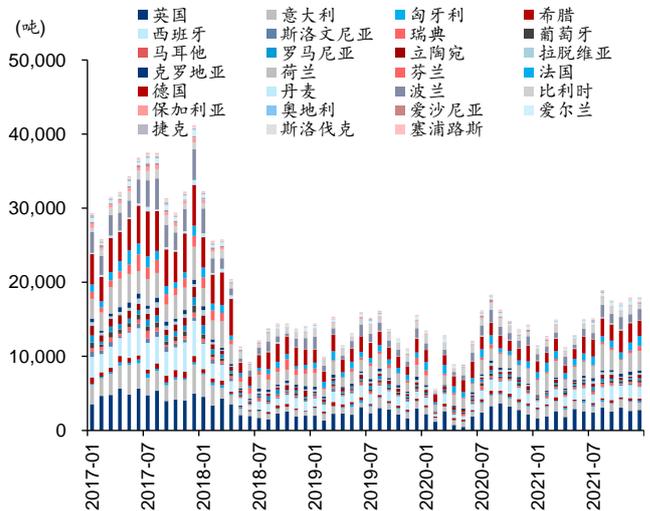
资料来源：轮胎商业网，华泰研究

图表6：中国对美出口轮胎情况（2013-2021年）



资料来源：海关总署，华泰研究

图表7：中国对欧盟出口轮胎情况（2017-2021年）



注：包含英国数据

资料来源：海关总署，华泰研究

2012年以后，以规避贸易限制为契机，国内头部轮胎企业陆续布局海外生产基地，海外工厂均选择落子“一带一路”辐射的东南亚区域。东南亚区域一方面靠近天然橡胶主产地，另一方面各国与美国、欧盟等轮胎主要消费区域拥有较好的贸易伙伴关系，轮胎进出口关税较国内具有明显优势，且当地劳动力成本较低，政府普遍对外资企业提供优惠税收政策，有利于国内轮胎企业维持低成本运营，巩固性价比优势。

图表8：东南亚地区运营轮胎工厂优势条件梳理

国家	欧美等对该国轮胎贸易政策	原材料可得性	劳动力成本	所得税
中国	美国 ：对中国半钢加征“双反”合并关税 22.18%-107.68%、对中国全钢加征“双反”合并关税 42.31%； 欧洲 ：对中国全钢胎加征 42.73-61.76 欧元/条固定关税	不产天然橡胶，其他材料国内自给	2020 年平均工资（城镇私营单位就业人员）4810 元/月	25%
泰国	美国 ：2020 年 9 月之前进口关税 4%；2020 年 9 月之后加征“双反”合并关税 14.62%-21.09% 欧洲 ：进口关税 4.5%	天然橡胶原产地	2020 年平均工资 619 美元/月（折人民币 4270 元/月）	前 8 年免所得税，第 9-13 年 10%，第 14 年及以后 20%
越南	美国 ：2020 年 9 月进口关税 4%；2020 年 9 月之后加征反倾销及反补贴关税； 欧洲 ：免关税；	天然橡胶原产地	2020 年平均工资 662 万越南盾/月（折人民币 3413 元/月）	前 7 年 5%，第 8-9 年 10%，第 10 年及以后 20%
柬埔寨	美国 ：进口关税 4%； 欧洲 ：免关税；	天然橡胶原产地	2020 年平均工资 212 美元/月（折人民币 1463 元/月）	最长可免 9 年所得税

资料来源：WTO, European Commission, 赛轮轮胎, 通用股份, 玲珑轮胎, 华泰研究

图表9：国内部分轮胎企业出海建厂统计（2015-2020 年）

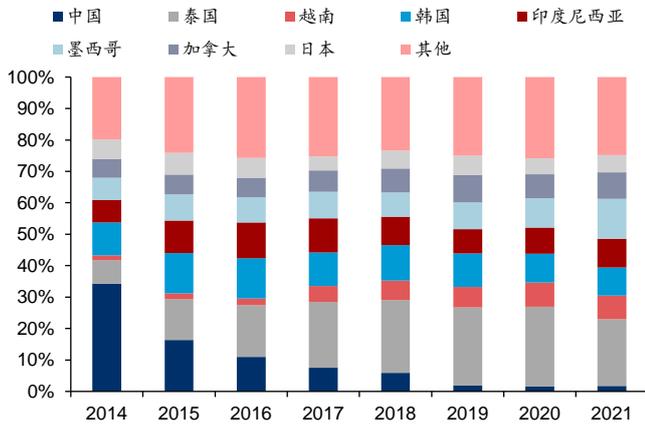
企业	所在地	开工时间	项目状态	投资额	项目产能	
					半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）
玲珑轮胎	泰国	2012	已投产	6.89 亿美元	1200	120
	泰国（追加）	2017	已投产	1.2 亿美元	300	100
	塞尔维亚	2018	建设中	9.94 亿美元	1200	160
赛轮轮胎	越南	2012	已投产	32.6 亿元	1000	120
	越南（与固铂合资）	2018	部分投产	2.8 亿美元	-	240
	越南（追加）	2021	建设中	30.11 亿元	300	100
	柬埔寨	2021	部分投产	37.15 亿元	900	165
森麒麟	泰国	2014	已投产	4.0 亿美元	1200	-
	泰国（追加）	2021	已投产	31.84 亿元	600	200
	西班牙	2021	建设中	5.23 亿欧元	1200	-
中策橡胶	泰国	2012	已投产	240 亿泰铢	850	210
	泰国（追加）	2019	已投产	250 亿泰铢	500	120
双钱轮胎	泰国	2016	已投产	2.85 亿美元	-	180
	通用股份	泰国	2018	已投产	3.0 亿美元	600
贵州轮胎	柬埔寨	2021	建设中	19.07 亿元	500	90
	越南	2018	已投产	14.34 亿元	-	120
	越南（追加）	2021	建设中	11.76 亿元	-	95
浦林成山	泰国	2019	已投产	21 亿元	400	80

资料来源：公司公告，中国橡胶，轮胎商业，华泰研究

依靠海外产能扩张，龙头胎企领先优势扩大

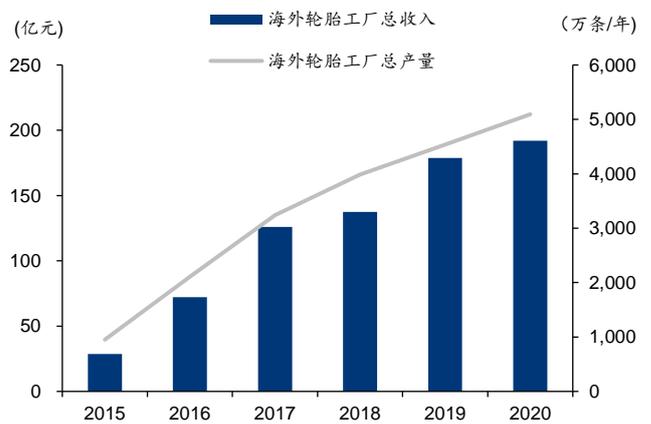
国际化布局助力企业“享受”贸易保护下的高利润市场，性价比驱动份额提升。海外轮胎市场规模及格局相对稳定，欧美发达国家对于高性价比替换轮胎具有刚性需求，对中国实施“双反”政策后，东南亚区域出口有效填补了因高关税而退出的中国出口份额，实际是中国轮胎海外产能逐步投放“收复失地”。另一方面，由于东南亚工厂能够享受低关税优势，且劳动力成本低廉，国内胎企海外工厂投放后利润丰厚，利润率显著高于国内。

图表10：美国乘用车胎主要进口来源国变化（2014-2021年）



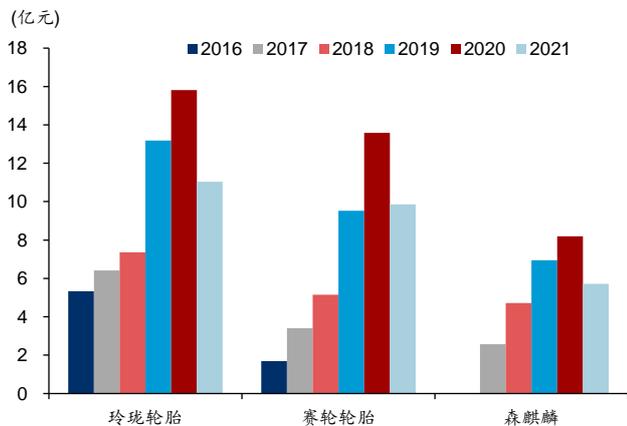
注：乘用车胎包含轿车胎和轻卡胎
资料来源：美国商务部，中国橡胶，华泰研究

图表11：中国轮胎企业海外工厂产量及收入情况（2015-2020年）



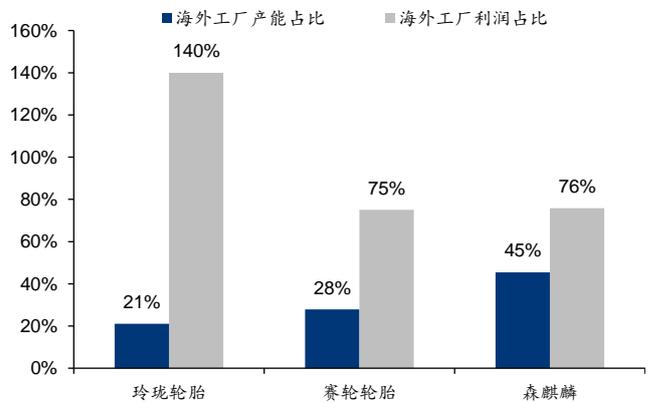
资料来源：橡胶工业协会，华泰研究

图表12：国内龙头胎企海外工厂净利润（2016-2021年）



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：轮胎海外工厂净利润贡献大于产能贡献

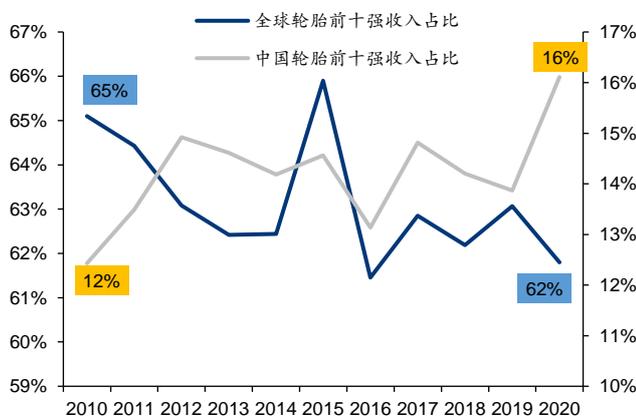


注：数据为2021年
资料来源：Wind，华泰研究

海外产能布局成为企业发展“分水岭”，龙头企业对内领先优势不断拉大。据中国橡胶工业协会，2020年42家会员单位轮胎产量约占中国轮胎产量77%，其中前十名企业（其中5家拥有海外工厂）约占中国轮胎产量53%，前十名企业利润约占协会42家单位利润的97%。国内轮胎龙头企业依靠前瞻性海外产能扩张，已经形成了资本开支-利润-研产销提升的良性循环，领先优势不断扩大。

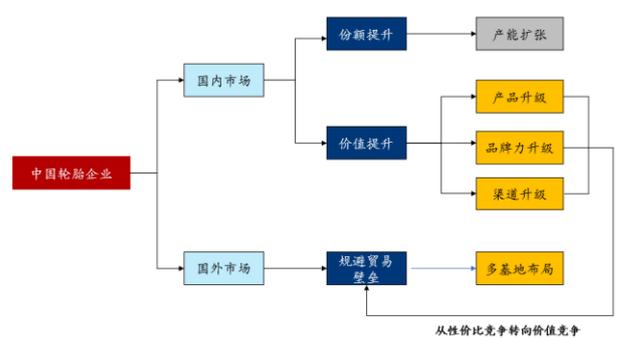
中国胎企有望依靠全球化布局实现弯道超车，从性价比竞争逐步转向产品力及品牌力竞争。回顾过去10余年，中国轮胎企业走出国门，依靠性价比竞争不断攫取全球轮胎市场份额，实现弯道超车之路。然而，美国已于2020年对东南亚地区实施新一轮轮胎“双反”限制，中国胎企海外工厂再一次迎来贸易挑战。对于中国轮胎企业，一方面应继续加速全球化布局，靠近轮胎消费地，另一方面应针对技术、产品、品牌、渠道进行全方位的升级，从性价比竞争转向产品力及品牌力竞争。

图表14：中国胎企过去10年全球市占率不断提升（2010-2020年）



资料来源：轮胎商业，华泰研究

图表15：中国轮胎企业弯道超车之路



资料来源：Wind，华泰研究

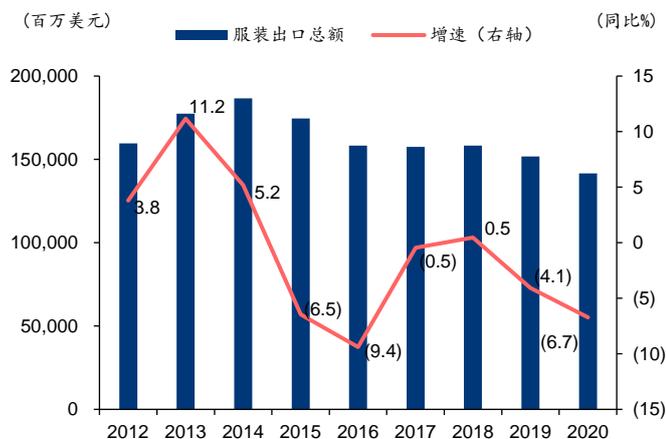
纺织服装出海：中国传统制造业出海的一个缩影

由于劳动力及生产要素成本持续上升，中国在劳动密集型制造业上失去比较优势，导致纺织制造产业链中下游劳动密集型的加工环节率先外迁。近年来，中国成衣服装产品出口占全球出口的份额逐步下降，而东南亚国家份额逐步提高。根据中国纺织工业协会，2015年至2020年，中国纺织服装行业的对外投资超过67亿美元，其中约27%的投资流向了越南、柬埔寨等东南亚主要国家。中国服装出口金额从2014年峰值的1,867亿美元，以年化4%的速度下降至2020年的1,416亿美元。中国服装出口额在全球服装出口总额中的份额也从2014年的38.6%下滑至2019年的30.7%。

随着中美贸易摩擦升温，针对中国纺织服装出口的关税壁垒及原产地监管日益加剧，中国纺企为规避贸易摩擦风险，主动寻求将产业链配套中上游环节外迁。此外，疫情背景下，全球高度分散的纺织服装产业链脆弱性暴露，品牌商及供应商均额外注重供应链的高效稳定，也进一步推动产业链配套环节出海。我们认为，已在海外基地进行从上游原材料、到中游面料、再到下游成衣加工的产能布局的中国纺企将进一步强化这种产业链垂直一体化模式，同时推动其他更多产业链中上游环节的相关纺企出海进行配套产能布局。

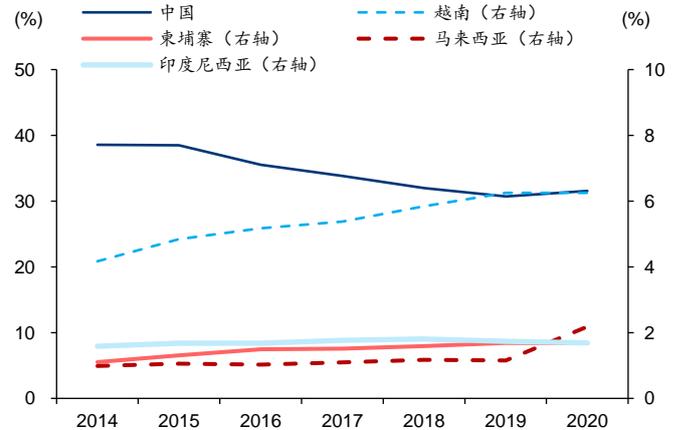
目前，东南亚各纺织制造主要国家仍不具备纺织服装产业链上游环节的承接能力，对中国纺织原材料的依赖度仍较高，中国纺织产业链自身也还在向上游技术及资本密集型的原材料研发集中。近年来中国政府出台一系列鼓励纺织行业进行产品技术创新、推进绿色环保的政策及发展纲要，以推进高附加值上游环节的建设。中国龙头纺企将低附加值环节向低生产成本国家转移，同时专注产品研发及精细化管理，也遵循了这一产业结构转型升级趋势。

图表16：中国服装出口总额及增速



资料来源：WTO，华泰研究

图表17：中国 vs 东南亚主要国家：服装出口总额占全球份额



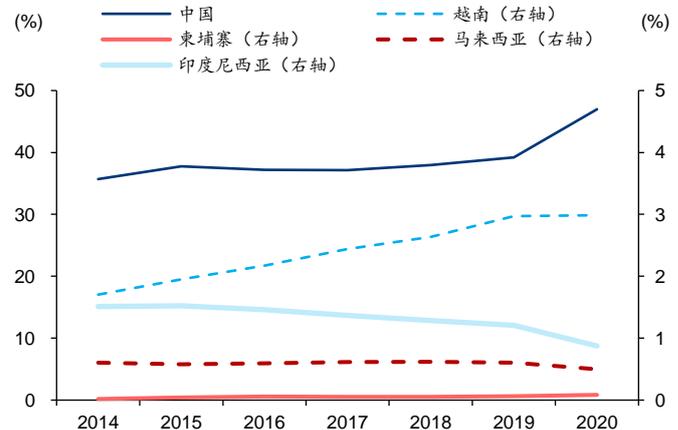
资料来源：WTO，华泰研究

图表18：中国纺织品出口总额及增速



资料来源：WTO，华泰研究

图表19：中国 vs 东南亚主要国家：纺织品出口总额占全球份额



资料来源：WTO，华泰研究

成本压力驱动产业链下游环节率先外迁

我们认为，中国纺织产业链外迁的首要动力为化解成本上涨的压力，包括来自人工成本、水、电、地价、以及税负的压力。

人工成本

通常，纺企的生产制造成本除原材料外，比重最大的即为人工成本，特别是成衣加工环节，由于裁剪、缝制、熨烫等工艺较为复杂精细，难以完全机械化，对人工的依赖程度高，人工成本可达30%以上。相比中国，地理位置较近的东南亚邻国所处经济发展阶段相对滞后，仍能够享受人口红利，适龄劳动力资源丰富，制造业的人均工资水平也较低，因此成为中国成衣加工企业出海布局的首站地。

图表20：东南亚国家在劳动力成本上具备优势

国家	2020年15岁以上就业人口比例(%)	2020年制造业工人每月基本工资(美元)
中国	64.8	531
越南	72.8	250
柬埔寨	79.2	222
印度尼西亚	64.7	360
孟加拉国	53.6	115

资料来源：世界银行，JETRO《亚洲和大洋洲的日本附属公司调查》，华泰研究

水、电、土地价格

相较中国，东南亚主要国家在水、电价格方面也具备比较优势。此外，国内大多数纺织企业都集中在东部省份，近年来东部地区土地价格飞快上涨，而东南亚各国土地租金价格较中国更低，有利于纺织企业在当地进行投资建厂及开展规模化的生产经营活动。

图表21：中国 vs 东南亚主要国家：工业用水、用电、土地价格

	中国	越南	柬埔寨	马来西亚	印度尼西亚
水价	平均 0.69 美元/立方米	特别市和一级市为 0.15-0.79 美元/立方米；2-5 级市中心为 0.13-0.66 美元/立方米	自来水平均价格为 0.19 美元/立方米	工业/商业用户用水量在 35 立方米以下，单价约为 0.455 美元/立方米；超过 35 立方米，价格约为 0.502 美元/立方米	工业用水量在 10 立方米以内的，单价约为 0.323 美元/立方米；11-20 立方米，单价约为 0.396 美元/立方米；超过 20 立方米，约为 0.488 美元/立方米
电价	平均 0.09 美元/度	110 千伏及以上工业用电普通时段价格为约 0.067 美元/度	2019 年，电价平均为 0.124 美元/度	2017 年起，工业用电单价约为 0.04-0.10 美元/度	450W 以内单价为 0.026 美元/度，451W-900W 单价为 0.027 美元/度，901W 以上单价为 0.030 美元/度
地价	2019 年东部工业用地地价约为 233 美元/平方米；中西部工业用地地价为 98 美元/平方米	北方 25 省市工业平均土地出让价约 78.3 美元/平方米/租期，中部 21 省市约 33.4 美元/平方米/租期，南部 17 省市约 74.2 美元/平方米/租期	2019 年，金边市商业用地价格为 208-1,000 美元/平方米；西哈努克市商业用地价格为 29-375 美元/平方米	经济比较发达的檳城 42.6-153.9 美元/平方米，雪兰莪 20.1-165.7 美元/平方米，柔佛 18.9-90.0 美元/平方米，经济欠发达的登嘉楼 4.7-142.1 美元/平方米	雅加达市工业用地平均价格 400 美元/平方米，唐格朗平均价格 181 美元/平方米，勿加西平均价格 173 美元/平方米，茂物工业用地平均价格 139 美元/平方米

注：除特别指明，数据均为 2020 年

资料来源：《对外投资合作国别（地区）指南》，中国商务部，自然资源部 2018/2019 年第四季度全国主要城市地价监测报告 Trading Economics，华泰研究

税负成本

东南亚国家企业所得税及增值税基础税率均低于中国，当地政府还出台针对制造业的各类税收优惠政策，对外商投资具备吸引力。例如，申洲国际（2313 HK）位于越南的世通成衣工厂、德利面料工厂自 2015、2016 年分别投产，此后进入“四免九减半”的税收优惠期，带动集团整体有效税率从 2016 年的 19.1% 下降至 2019 年的 11.0%。

关税方面，由于较少受到发达国家的贸易打压，同时对外签订了大量自由贸易协议，东南亚主要国家相较中国也具备税收优惠优势，尤其是对欧洲、美国等主要服装消费市场的出口得以享受关税超普惠制待遇，甚至是免税待遇，使其出口纺织品更具价格优势。而与此同时，中国出口企业则面临相对严峻的贸易条件。2018 年 7 月，美国宣布对来自中国的部分商品加征 10% 的关税，纺织服装受影响的项目达 1,000 余个。

图表22: 中国 vs 东南亚主要国家: 企业所得税政策

	企业所得税	增值税	部分税收优惠政策	对欧美日出口适用税率
中国	25%	一般企业 16%，出口企业在出口退税政策下有一定程度减免	企业一年所得税基本税率为 25%，符合条件的小微企业税率 20%，高新技术企业税率 15%	美国: 普通税率+附加税 欧盟: 普通税率 日本: 普通税率
越南	20%	一般企业为 10%，出口型企业在出口退税政策下有一定程度减免	特别鼓励投资项目所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年；鼓励投资项目所得税率为 15%，减免期限为 2-10 年；普通投资项目所得税率为 20%，减免期限为 2 年。对于投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3,000 个以上的企业，越方给予所得税“四免九减半”的特殊优惠	美国: 普通税率 欧盟: EVFTA 下 99% 的货物享受零关税 日本: CPTPP 下享受零关税
柬埔寨	20%	一般企业为 10%，出口企业免征	企业投资后可享受 3—8 年的免税期，免税期后按税法交纳税率为 9% 的利润税；利润用于再投资，免征利润税；分配红利不征税；产品出口，免征出口税。	美国: 普通税率 欧盟: 享受普惠制待遇下零关税 日本: 享受普惠制待遇下零关税
马来西亚	24%	标准销售税率为 10% 或 5%	新兴企业(包括制造业、农业、饭店、旅游及其他产业)投产 5 年内，70% 的法定所得免纳所得税；对从事资本密集型和高技术投资的企业可以按照逐案审查原则给予全部免税，免税期设定在最初 5 年；满足条件的企业可享受免税期优惠，根据投资额的大小确定税率减免额度 (50% 或 100%) 及优惠期 (5-20 年)，在免税期结束后，企业仍可以在未来两年内享受 25% 或 50% 的企业所得税减免	美国: 普通税率 欧盟: 享受普惠制待遇下零关税 日本: 享受普惠制待遇下零关税
印度尼西亚	22%	标准税率为 10%		美国: 普通税率 欧盟: 享受普惠制待遇下零关税 日本: 享受普惠制待遇下零关税

资料来源: Trading Economics, 中国商务部, 国家税务总局, 华泰研究

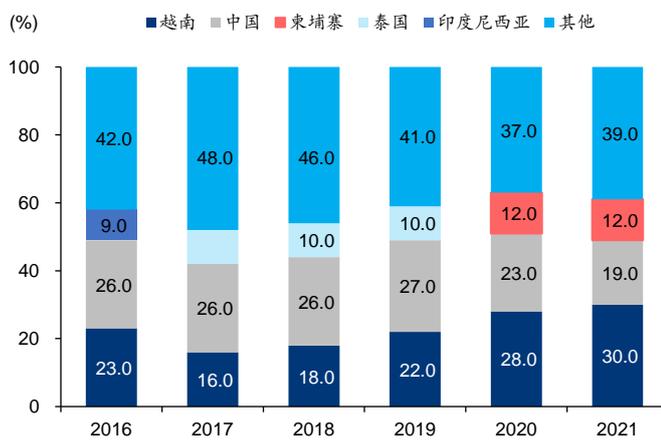
下游成衣加工纺企出海进程的共性

共性一: 国际品牌客户占比高, 下游产能外迁与品牌客户寻求低成本供应源的需求相契合
申洲国际(2313 HK)、晶苑国际(2232 HK)以及健盛集团(603558 CH)等成衣制造龙头均与全球知名运动品牌及休闲服饰品牌建立了长远的合作关系, 国际品牌客户占比较高。自 2008 年金融危机以后, 考虑到成本上涨风险, 国际品牌商纷纷关闭在华的直属工厂以控制成本。例如 2009 年、2012 年, Nike (NKE US)、Adidas (ADS AG) 相继关闭其在中国的唯一直属工厂; 优衣库(6288 HK)于 2011 年年报中也表示, 公司正积极拓展在亚洲其他国家的生产, 以便降低成本, “目标是把三分之一的生产转移到中国以外”。在已有的前瞻性产能布局基础上, 中国成衣加工龙头纺企也相应加快在东南亚产能布局的节奏, 以利用当地劳动力成本及生产要素成本优势、招商引资的优惠税收政策以及关税优惠政策, 从而确保自身的竞争力及在品牌客户中的份额。对比 2010 年, 过去十年间品牌商的采购来源明显从中国转移到了东南亚国家, 但可以看到核心供应商的份额却稳中有升。

共性二: 以越南及柬埔寨为起点, 向周边国家溢出

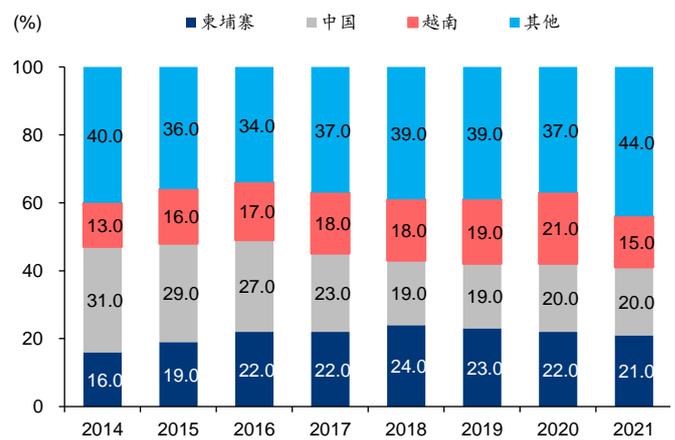
我国纺织制造产业近 80% 以上的产能聚集在广东、福建、浙江、江苏、山东五省。考虑到地理位置远近对运输效率、管理半径及文化风俗差异的影响, 纺企出海通常优先考虑与中国东南部地区距离更近的越南、柬埔寨、泰国、缅甸以及孟加拉, 其中, 较早加入 WTO 且签订较多自由贸易协定签订的越南、以及仍作为欧美日等 28 个发达国家的贸易普惠制(GSP)受惠国的柬埔寨更受到青睐, 成为出海纺企海外建厂的首站地。随着越南逐渐饱和, 纺企也有意向向周边东南亚国家进行进一步扩张, 目前处于初期考察及规划建设阶段。

图表23: Nike 服装采购来源: 中国份额下降, 东南亚份额上升



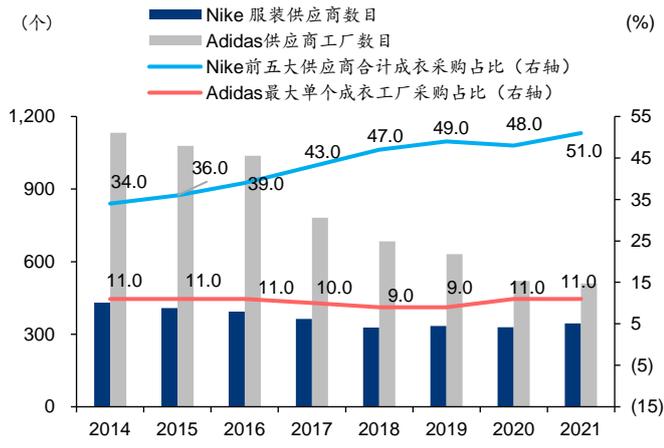
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: Adidas 服装采购来源: 中国份额下降, 东南亚份额上升



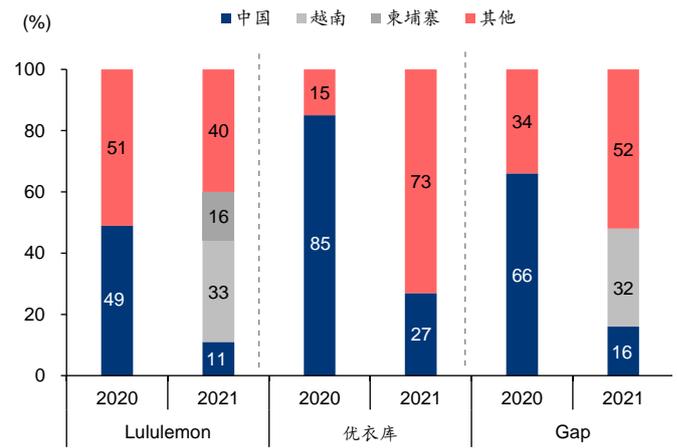
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表25: Nike/Adidas 核心供应份额保持稳中有升



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表26: Lululemon/优衣库/GAP 供应商来源地分布



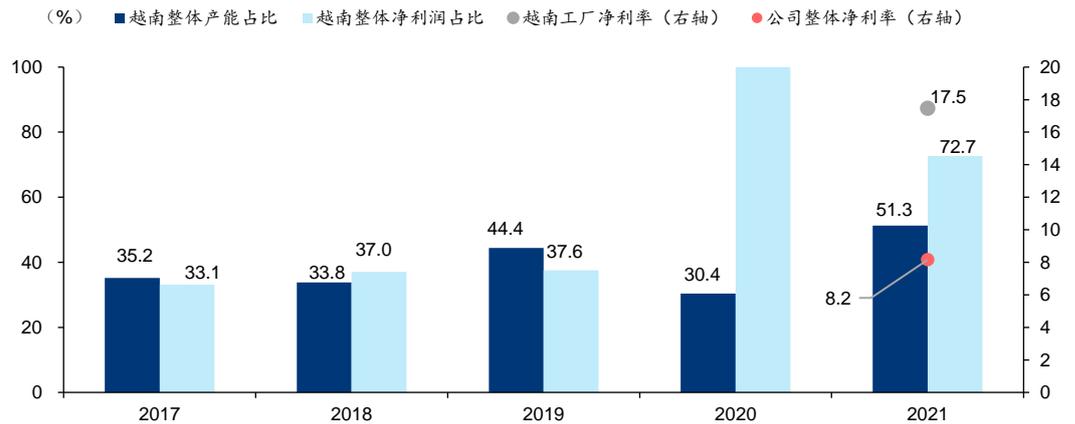
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表27: 成衣加工龙头纺企海外建厂一览

公司	主营业务	主要品牌客户	海外建厂进程	海外产能占比	意向扩张东南亚国家
申洲国际	全球最大的针织成衣制造商, 运动服饰营收占比超 70%	Nike、Adidas、Puma、优衣库、Lululemon、安踏、李宁、特步	2005 柬埔寨金边成衣工厂投产	截至 2021 年, 面料约占 50%, 成衣约占 40%	印度尼西亚、孟加拉
			2012 柬埔寨大千成衣工厂投产		
			2017 越南世通成衣工厂投产		
			2018 柬埔寨荣德成衣工厂投产		
			2019 越南德利成衣工厂投产		
			2020 柬埔寨金边新成衣工厂一期投产		
			2022 Adidas 新成衣专用工厂投产		
鼎苑国际	全球最大服装制造商之一, 以毛衣代工起家, 后涉足休闲服、牛仔服、内衣及运动服代工	优衣库、H&M、Marks & Spencer、Victoria's Secret、Gap、Under Armour、Puma、The North Face	2003 越南 Regent Garment 休闲服及毛衣工厂成立	2019 年公司约 74% 的产能位于中国境外	孟加拉项目在建
			2006 孟加拉 Crystal Martin 休闲服及贴身内衣工厂成立		
			2007 越南河内 Star Fashion 运动服及户外服工厂成立		
			2008 孟加拉达卡 Crystal Martin Knitwear 毛衣工厂成立		
			2009 孟加拉达卡 Ever Smart 休闲服工厂成立		
			2010 越南河内 Crystal Martin 贴身内衣工厂成立		
			2011 柬埔寨金边 Crystal Martin 运动服及户外服工厂成立		
			2012 柬埔寨金边 Starlight 运动服及户外服工厂成立		
			2013 越南河内 Crystal Sweater 毛衣工厂成立		
			2013 柬埔寨金边 Perfect Growth 休闲服工厂成立		
2014 柬埔寨金边 Yi Da 牛仔服工厂成立					
健盛国际	全球领先的袜品及无缝服饰生产商, 涉足棉袜生产及无缝内衣加工	迪卡侬、伊藤忠、Nike、Under Armour、优衣库、华歌尔、CK、李宁、蕉内、UBARS、FILA	2015 越南海防生产基地投产	2021 年公司越南基地棉袜出货量占 57%, 无缝产能约占 20%	计划继续在越南新增产能
			2019 越南清化新增年产 9,000 万双中高档棉袜扩产项目		
			2019 越南兴安无缝内衣生产基地开始建设		
			2021 越南兴安无缝内衣生产基地逐步投产		

资料来源: 公司公告, 华泰研究

考虑到东南亚生产基地的生产成本更低, 且能有效帮助纺企持续获得来自品牌客户的订单, 确保产业链份额, 我们认为下游成衣加工龙头纺企将生产基地外迁至东南亚能有效帮助其改善整体盈利能力。据健盛集团披露的数据, 近年来其越南工厂的净利润占比持续攀升, 快于其产能占比扩张速度, 2021 年越南工厂的净利率水平也显著高于公司整体净利率水平。

图表28：健盛集团越南工厂盈利能力强于公司整体水平


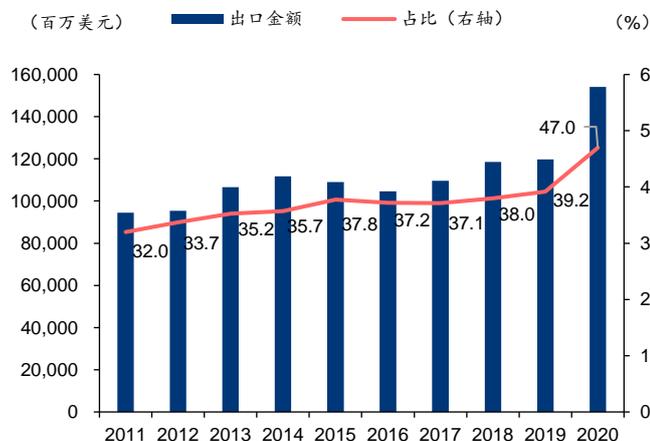
资料来源：公司公告，华泰研究

分散风险、提升效率：产业链中上游环节具备外迁动力

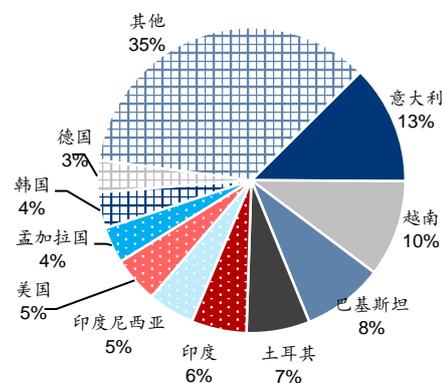
贸易风险：原产地监管趋严，中上游环节或面临外迁压力

欧盟及美国长期以来对纺织品及服装的进口规定了严格的国别配额制度及“原产地规则”以确定进口产品是否可享受最惠国、双边或多边自由贸易协定下的优惠关税待遇。近年来，中国通过东盟国家的转口贸易（即对越南等国出口半成品或制成品，经简单加工将最终产品附上越南等国的原产地证明，再出口至欧盟或美国）以避免直接对欧美等地出口所要面对的高关税门槛。在这类贸易中，获得东盟国家原产地证书尤为重要。随着中美贸易摩擦升级，这类贸易成为欧盟及美国海关的重点监察对象，对原产地认证的监管也趋严。例如越南2019年签订了《东盟—越南自由贸易协定》，对纺织成衣的原产地判定要求“从布料开始”（即出口地由布料的原产地决定）。而2018年底由包含越南、日本、马来西亚、加拿大等11国签署生效的CPTPP协定对原产地的判定有更加严格的标准，即要求“从纱开始”，这要求纤维生产、布料的剪裁及缝制等步骤均须在成员国境内进行，方能享有CPTPP协定成员国的关税优惠待遇。

然而，目前越南等国大部分的纺织服装原材料依赖进口，产业链配套的纱线及面料产能不足，因此也难以满足自贸协定中原产地规则要求，无法充分享受自贸协定下优惠税率安排。中国仍是面料和化纤等纺织原料的净出口主要经济体，2020年，中国纺织原料出口金额占全球总量的近47%；越南、印度、印尼、孟加拉国是中国纺织原料的主要出口目的地。

图表29：中国纺织原料出口金额及占全球总量比重


资料来源：WTO，华泰研究

图表30：中国纺织原料主要出口目的地（2021年）


资料来源：中国海关总署，华泰研究

因此，在欧盟及美国对进口商品“原产地”的向上溯源力度不断加强、东南亚等国对中国的纺织原材料及半成品依赖度仍较高的背景下，中国纺企充分具备在东南亚国家加强纺织产业链中上游环节部署的动力。

“断链”风险：供应链效率成为关注，加速产业链配套环节外迁

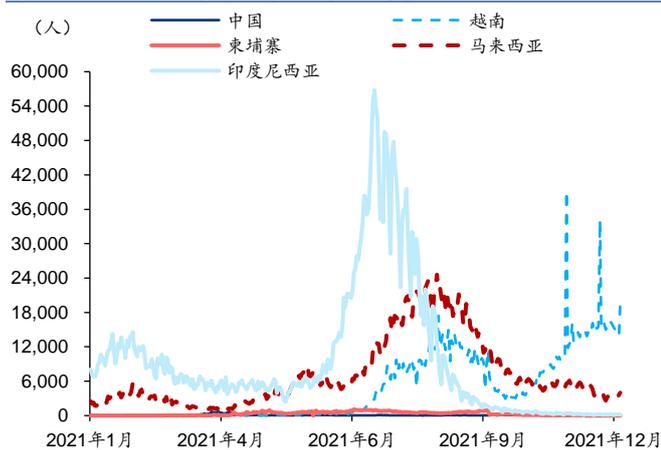
贸易全球化背景下，纺织产业链的国际分工更加分散化和专业化，当全球宏观经济出现重大波动时，产业链过长引发的脆弱性暴露，也面临中断风险。新冠疫情爆发以来，中国及东南亚各国交替出现停工停产现象，对纺织行业跨国物流及供应链稳定性造成较大冲击。

例如 2021 年下半年，在外需恢复的背景下，东南亚主要国家的供应链受到疫情扰动，出现较长时间停工停产，因此纺织服装订单回流中国。据中国海关总署统计，2021 年中国服装出口额达到 1,703 亿美元，为 2015 年以来的新高，同比增长约 24%，是近十年以来的最大增幅；中国对美国、欧盟、日本三大主要市场的服装出口额分别同比增长 37.1%、21.0% 和 7.2%。而到 2021 年底及 2022 年上半年，东南亚等国家陆续复工复产，而中国长三角地区疫情有所反复，物流效率降低，因此此前回流中国的订单又开始向东南亚流出。

因此在疫情背景下，我们认为：

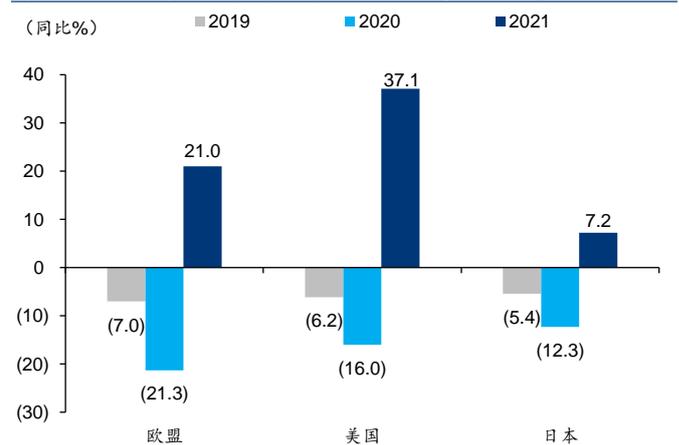
- 1) 订单的流出及回流只是短期现象，随着疫情逐步得到控制，全球纺织制造产业链将继续加速转移到要素成本更低、关税争端扰动更少的东南亚国家；
- 2) 品牌方将在成本和风险之间寻找平衡，除了考虑各项生产成本及贸易摩擦外，还将额外注重产业链的高效及稳定，对供应商交期的灵活性及订单交付的稳定性提出更高要求，将供应商产能布局的多元化纳入重要考量因素。

图表31：2021年下半年东南亚国家疫情反扑



资料来源：WHO, 华泰研究

图表32：2021年中国对欧盟、美国、日本服装出口增速显著回升



资料来源：中国海关总署, 华泰研究

这使得具备海内外布局、且建立垂直一体化模式的供应商得以凸显优势，因其垂直一体化模式能够帮助整合上下游关键生产步骤和工序，加强对供应链的把控力度，最大程度保障订单的准时交付。因此，我们预计已在海外进行产能布局的纺织制造企业将进一步强化自身的垂直一体化模式，同时推动更多产业链中上游环节的相关纺企出海进行配套产能布局。

中上游环节跟随外迁，支撑构建垂直一体化模式

类型一：成衣加工企业将配套环节进一步外迁，构建垂直一体化模式

1) 申洲国际

基于在面料研发及染整工艺方面的长期技术积累，申洲较早构建了垂直一体化生产模式，纱线通过外购，面料则通过浙江宁波工厂自产并全部供集团的成衣工厂使用，集织布、染整、印绣花、裁剪缝制四大工序于一体。通过这一模式，申洲从接收订单、到面料和成衣生产，再到产品交货仅需 15-45 天，相较于行业平均 2-3 个月的周期明显缩短。2013 年，公司计划将其在国内的垂直一体化模式复制到海外，开始在越南建设面料生产基地。目前，申洲在越南的面料产能占集团总面料产能的 50%，服务于其在越南的德利及世通成衣工厂，面料及成衣产能配套相对均衡。未来 2-3 年，随着申洲在越南及柬埔寨下游成衣工厂的员工扩招及产能爬坡，我们预计公司将继续推进海外配套面料产能的建设。

2) 鲁泰 A (000726 CH)

鲁泰作为全球领先的中高档色织面料生产商，主要生产高档衬衫用色织布，同时也为 Burberry、Gucci、Armani 等一众奢侈品牌进行衬衫成衣加工。公司 2014 年起重点布局柬埔寨、越南、缅甸等东南亚国家，截至 2021 年底，面料产能国内占 83%，越南占 17%，而成衣产能国内占 47%，海外已达到 53%。我们认为未来几年公司或将持续推进海外面料配套产能的建设，以强化其海外生产基地的垂直一体化优势。2022 年 3 月，公司披露在越南西宁省总投资约 2.1 亿美元购地，用于面料产品生产基地建设，旨在规避潜在贸易限制。

类型二：中上游环节跟随出海以匹配下游客户需求，确保采购份额

面料生产环节属于技术密集型，产能布局上往往会依靠在下游成衣加工环节附近进行配套建设以获取在运输成本、交期保障方面的优势。

1) 百隆东方 (601339 CH)

百隆东方是中国色纺纱龙头之一，主营中高端色纺纱线，是申洲国际、鲁泰 A、健盛国际等纺企的上游主要纱线供应商。随着其下游客户逐渐将面料及成衣产能外迁，百隆自 2013 年也开始布局越南，2021 年 7 月又在越南新建 39 万锭产能。目前百隆越南产能达 110 万锭，占公司总产能的 60% 以上。

2) 天虹纺织 (2678 HK)

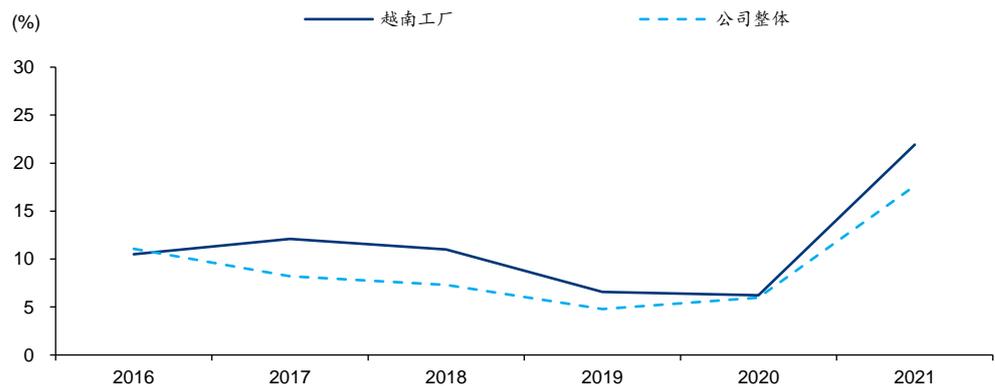
公司是全球弹力包芯纱市场龙头，主营产品为纱线、坯布及针梭织面料，尤其专注生产具有高附加值的弹力包芯纱线。公司早在 2006 年开始在海外建厂，但海外纱线产能快速扩张时期主要集中在 2010-2014 年，期间 CAGR 约为 35%。2021 年，公司纱线产能国内占 56%，海外占 44%，其中越南占 38%。

图表 33：中国龙头纺企在海外配置面料及纱线产能

	海外建厂进程		海外产能占比
申洲国际	2014	越南德利面料工厂一期	2021 年，面料约占 50%，成衣约占 40%
	2016	越南德利面料工厂二期	
鲁泰 A	2015	越南 3000 万米色织面料工厂	2021 年，面料产能国内占比 83%，国外占比 17%（主要分布在越南西宁省）；衬衫产能国内占比 47%，国外占比 53%（主要分布在越南安江省、柬埔寨柴楨省、缅甸仰光）
	2015	越南 6 万锭纺纱工厂	
百隆东方	2013	越南百隆一期纱线工厂	2021 年百隆越南产能达 110 万锭，占公司总产能的 60% 以上
	2014	越南百隆二期纱线工厂	
	2015	越南百隆三期纱线工厂	
	2017	越南百隆 B 区纱线工厂	
天虹纺织	2010	越南 19 万锭纱线工厂	2021 年，国内纱线产能 215 万锭(56%)，海外 172 万锭(44%)，其中越南占 38%、尼加拉瓜 3.5%、土耳其 2%、其他 0.5%。
	2015	2015 年越南北部第三期扩张计划	
	2017	越南天虹银河布厂及染整厂	

资料来源：公司公告，华泰研究

以百隆东方为例，中上游纺企扩张海外成熟生产基地同样有助于公司整体盈利能力，百隆越南子公司近年净利润水平持续高于公司整体。

图表34：百隆越南净利率水平持续高于公司整体


资料来源：公司公告，华泰研究

中国纺织产业链向高附加值环节集中

中长期来看，中国纺企具备将纺织产业链配套环节外迁、加强海外生产基地垂直一体化布局的动力，这符合国内产业结构转型升级的趋势。近年来，政府出台一系列的政策及发展纲要，以推进中国纺织产业向全球产业链附加值更高的上游环节集中。2021年发布的《纺织行业“十四五”发展纲要》对纺织行业在技术创新及绿色环保方面提出具体目标，例如到2025年：1) 规模以上纺织企业研究与试验发展经费支出占营业收入比重达到1.3%；2) 高性能纤维自给率达到60%以上；3) 纺织行业用能源结构进一步优化，单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低13.5%和18%；4) 生物可降解材料和绿色纤维产量年均增长10%以上，循环再利用纤维年加工量占纤维加工总量的比重达15%。

图表35：2021-2025“十四五”时期纺织行业发展主要指标

类别	指标	2020年	2025年	年均增长 (%)
	纤维加工总量占全球比重 (%)	>50	>50	
	出口额占全球比重 (%)	>30	>30	
结构调整	服装、家纺、产业用纺织品纤维消费量比重 (%)	40:27:33	38:27:35	
科技创新	研究与试验发展经费支出占营业收入比重 (%)	>1	>1.3	
	高性能纤维自给率 (%)		>60	
	两化融合发展水平评估指数		>60	
绿色发展	单位工业增加值能耗			-13.5
	单位工业增加值二氧化碳排放			-18.0
	印染行业水重复利用率 (%)		>45	
	生物可降解材料和绿色纤维产量 (%)			10
	循环再利用纤维年加工量占纤维加工总量比重 (%)		15	

资料来源：工信部，发改委，华泰研究

中国拥有相对完备的软硬件基础设施优势、科研人才储备、广阔的国土面积，以及高品质原材料（如棉花和羊毛）的生产基地，同时化工行业发展也较为迅速，因此纺织产业向高端原材料端的转移具备坚实基础。而东南亚等国虽具备劳动力成本优势及关税优势，但基础设施较为欠缺，劳动力素质及技术熟练程度也不及中国，难以承接上游高附加值环节的转移。根据越南统计局发布的《劳动力调查报告》，截至2021年一季度，全部劳动人口中拥有大专、本科及以上学历的占比合计仅为15.5%，无培训经历的占比则高达74.02%；制造业就业仍以低技术水平的初级工作为主。因此，中国龙头纺企将低附加值环节向低生产成本国家转移，专注产品研发及精细化管理，是遵循国内产业结构转型升级趋势、提升估值及增强盈利能力的有效战略方向。

家居出海：外需规模可观，海外建厂成新热点

我国是全球最大的家居生产国及出口国，生产制造优势全球领先。据统计局及海关总署，2021年我国家具及其零件出口金额达到738.3亿美元，家具制造业出口交货值占到行业总营收的约四分之一，出口业务是沙发、床垫、办公家具等成品家居企业重要收入渠道。

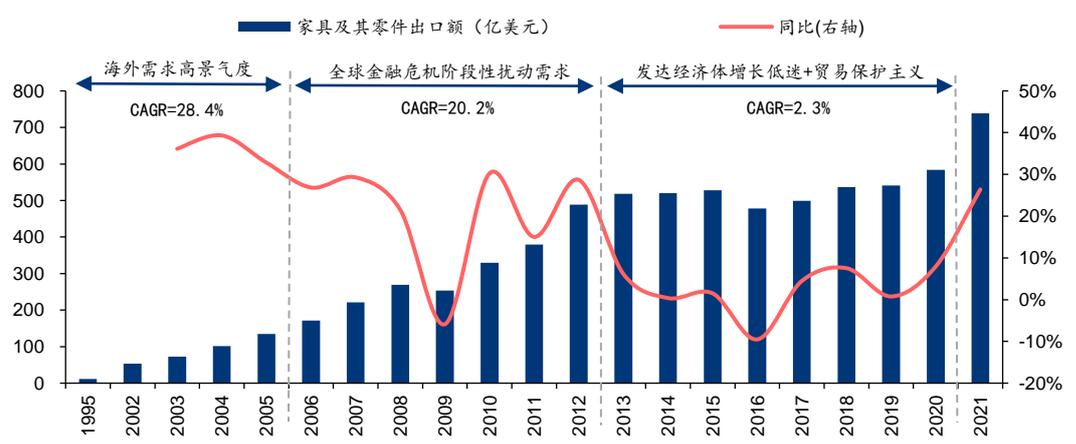
2018年以来全球贸易保护主义抬头，家居企业纷纷加快产能出海步伐，以求打破贸易限制、优化供应链效率。我们根据公告统计，截至2021年8家（见下文）涉足外销的典型家居企业在全中国9个国家共拥有约19个海外生产基地，另有部分项目尚处前期准备与建设中，海外建厂已成为主流家居企业开拓国际市场的重要抓手。

展望后续，我们认为贸易摩擦将促使家居出口产业格局被动优化，同时海外建厂壁垒较高，具备先发优势的头部家居企业有望在家居外销领域持续受益。家居出海领域建议关注客户资源优质、制造布局领先、组织管理能力优秀的企业。

家居外需规模可观，部分细分品类增速较快

依托强大生产制造优势，我国已成为全球领先的家居出口国。20世纪80年代末到90年代初，借改革开放春风，西方先进制造设备开始引入中国，我国家居制造业开始告别手工打造，进入机械化、规模化生产的工业之旅。受益于出口政策红利、完善供应链、低人工成本以及成熟的生产工艺优势，改革开放以来我国家居出口行业迅速成长。时至今日，我国已成为全球领先的家居生产国和出口国。据海关总署数据，2021年我国家具及其零件出口金额同比增长26.4%至738.3亿美元，增速创下2013年以来的新高，主要因为：1) 国内疫情有效控制下，产能及供应链有保障；2) 海外疫情扩散下，居家生活、居家办公需求仍旺盛，而本土产能供给有限且恢复较差，我国家居出口需求逆势高增。展望后续，考虑到海外货币政策逐步收紧、居民生活成本上行及全球产能陆续恢复，我们判断短期内需求端增长料将放缓，据海关总署数据，2022年1-8月我国家具及其零件出口金额同比略降1.2%至465.3亿美元，预计2023年家居出口需求仍面临一定压力。

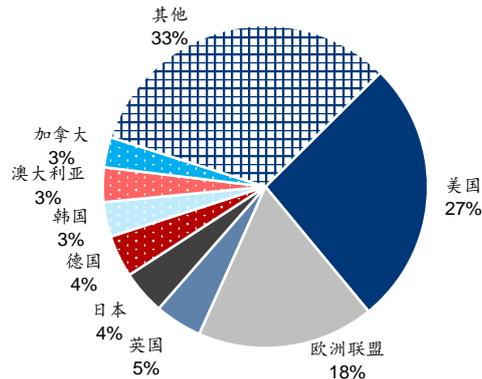
图表36：1995-2021年我国家具及其零件出口规模



资料来源：Wind，华泰研究

分区域看，美日欧等发达国家为我家居重点出口对象，但对美依赖度逐步下降。据海关总署，2021年，我国家具等产品对外出口的国家及地区前四位分别为美国、欧盟、英国、日本，合计占比约53.3%。其中美国仍为我家居出口最大贸易伙伴，据海关总署数据，1999-2006年间我国对美家具出口占我国家具总出口比例维持40%以上，随着开放不断深化，国际市场交易对手增多，家具行业出口对美依赖程度整体下行，2010年以来维持在30%上下，2019年起受中美贸易摩擦影响，对美家具出口规模同比一度下滑，但至2021年对美家居出口规模仍占到家居出口总规模的约27%。

图表37：2021年中国家居出口市场分区域



资料来源：海关总署，华泰研究

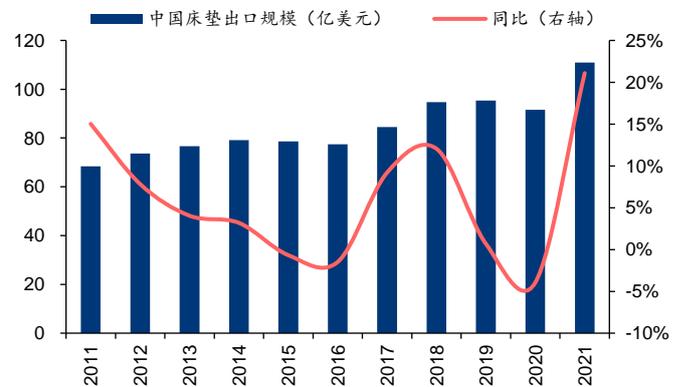
分品类看，沙发、床垫、办公家具等成品家居是出口核心品类。1) **沙发**：据海关总署，2011-2021年我国沙发出口规模由535亿元增至1244亿元，CAGR达8.8%，其中2020-2021年受益于疫后海外需求高景气，当年度出口规模增速快速抬升，分别达12.0%/18.9%，连续创下2013年以来最高增速。2) **床垫**：据海关总署，2011-2021年我国床垫、寝具及类似品出口规模由68亿美元增长至111亿美元，CAGR达5.0%，当下美国对来自中国乃至东南亚各国的进口床垫仍持反倾销/反补贴政策，贸易摩擦尚未得到解除，头部企业通过海外建厂、开拓其余区域市场等积极应对。3) **办公家具**：疫情催化海外消费者购置办公椅、办公升降桌等办公家具需求。以办公椅为例，据海关总署，2017-2021年我国办公椅出口金额由20.91亿美元快速增长至51.49亿美元，CAGR达25.3%。

图表38：2011-2021年中国沙发出口规模



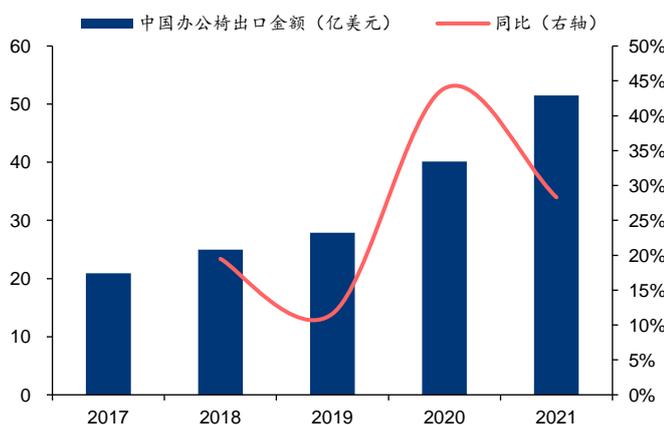
资料来源：海关总署，华泰研究

图表39：2011-2021年中国床垫出口规模



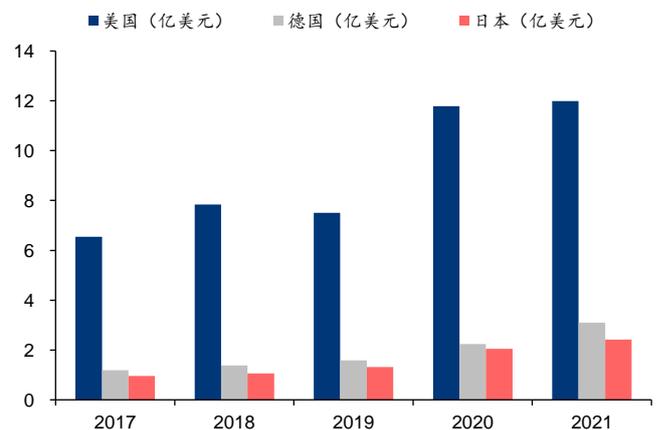
资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：2017-2021年中国办公椅出口规模



资料来源：海关总署，华泰研究

图表41：2017-2021年中国对主要国家办公椅出口金额



资料来源：海关总署，华泰研究

贸易限制与成本驱动，海外建厂首站东南亚

贸易摩擦以来，家居企业加快产能出海步伐，全球产能布局提升出口优势。以顾家家居、敏华控股、梦百合、匠心家居、麒盛科技、永艺股份、恒林股份、乐歌股份共 8 家涉足出口的家居企业为代表进行海外产能梳理，据公司公告，截至 2021 年上述 8 家企业共计有约 19 个海外生产基地，分布于全球 9 个国家。其中，梦百合海外布局起步最早也最为完善，其于 2015 年起就在塞尔维亚设立生产基地，至今已在塞尔维亚、西班牙、美国、泰国 4 个国家拥有 6 个生产基地。

图表 42：主流家居出口企业海外建厂情况

公司	工厂所在地	海外项目/工厂	开工时间	投产时间	年产能
顾家家居	越南	越南生产基地	2020 年 3 月	2020 年 Q4 一期投产，2021 年底二期投产	45 万套
		越南生产基地扩建	2021 年 2 月	预计 2022 年 Q1 投产	50 万套
	马来西亚	马来西亚生产基地	马来西亚床垫工厂已经完善产业布局，反倾销后产能转移至墨西哥		
	墨西哥	墨西哥生产基地	2022 年上半年	预计 2023 年中	30.19 亿元
敏华控股	越南	越南生产基地	2018 年 6 月	2019 年 8 月	60 万套
	墨西哥	墨西哥生产基地	筹建中	-	36000-48000 柜
梦百合	塞尔维亚	塞尔维亚一期	-	2015 年 6 月	-
		塞尔维亚二期	-	2019 年 10 月	-
		塞尔维亚三期	-	2020 年 4 月	-
	西班牙	西班牙生产基地	-	2017 年末	-
	西班牙	西班牙生产基地	-	2020 年 Q3	-
	美东	美东生产基地	2018 年	2019 年 12 月投产，2020 年 4 月满产，目前正在扩建	-
	泰国	泰国生产基地	2019 年	2019 年投产，2020 年 4 月满产	-
	美西	美西生产基地	-	2021 年 2 月	-
	美西扩产项目	2021 年	-	-	
匠心家居	越南	越南生产基地	2019 年	2019 年 Q4	-
麒盛科技	越南	越南生产基地	2019 年	2020 年	50 万张
	墨西哥	墨西哥生产基地	2020 年 2 月	2021 年 Q3	12 万张
永艺股份	越南	越南工厂一期	2018 年 Q4	2019 年 1 月	-
		越南工厂二期	2020 年 1 月	2020 年 Q4	-
	罗马尼亚	罗马尼亚工厂	2019 年	-	-
恒林股份	越南	越南生产基地	2018 年	-	-
	瑞士	瑞士生产基地	2019 年	-	-
乐歌股份	越南	越南生产基地	2015 年	2016 年底，目前正在扩产	1810 万元
	越南	福来思博智能家居（越南）项目	2020 年	-	-

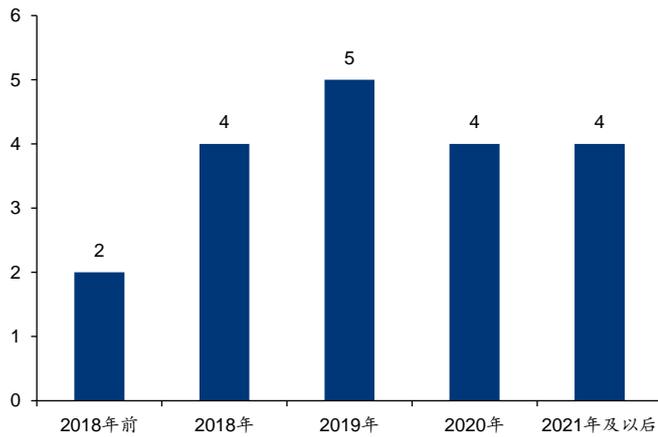
资料来源：公司公告，华泰研究

从开工时间和区位选择看家居企业海外建厂两大特征：

(1) 特征一：贸易摩擦驱动为主，2018 年起海外建厂显著提速。据公司公告，2018 年前，仅有乐歌股份于越南、梦百合于塞尔维亚各建有一处生产基地，2018 年起，不完全统计共有 17 个海外项目落地或处于筹建状态，各企业建厂节奏显著提速。我们认为中美贸易摩擦系背后主要驱动因素。2018 年以来，中美贸易摩擦开始升温，美国共计对中国商品进行 4 轮关税加征，沙发、床垫、办公家具等家居类出口消费品亦被涉及其中（床垫还需承担额外的反补贴/反倾销关税）。基于未来贸易开展的不确定性以及抬高的税收成本迫使企业将产能向海外转移，从而打破贸易限制、降低成本。

(2) 特征二：成本与区位优势下首选东南亚，但近两年墨西哥愈受青睐。据公司公告，匠心家居、麒盛科技等 7 家家企业均在越南建有工厂，顾家家居在马来西亚亦拥有工厂。一方面，越南作为人口密集的发展中国家，劳动力成本相对较低，有助于企业节省人工成本；另一方面，越南政府为吸引外资企业注入，推出增值税出口免抵退税、“两免四减半税收”等一系列税收优惠政策，企业前往越南建厂不仅可以规避贸易保护，还能享受到更低的负税率。然而，2020 年 3 月，美国将床垫反倾销范围由中国拓展至越南、塞尔维亚、泰国等七个国家，梦百合、顾家等在越南工厂受到波及，而墨西哥凭借区位运输优势以及“美墨加自由贸易协议”下的交易优势正成为我国家家居企业海外建厂新热点地区。据公司公告，顾家家居、敏华控股两大头部软体企业均有墨西哥生产基地在建。

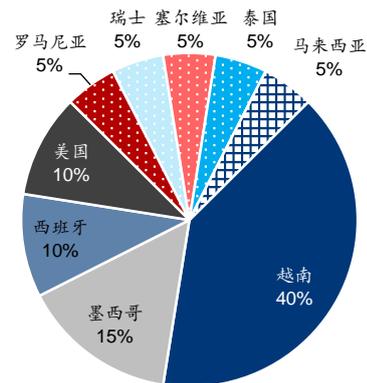
图表43: 家居企业海外生产项目开工时间分布



注: 筹建中的海外项目计入“2021年及以后”

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表44: 家居企业海外建厂区位分布 (按家数统计)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表45: 美国对华贸易摩擦重要事件梳理

时间	主要事件	备注
2018/3/23	美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录。特朗普当场宣布, 将有可能对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税, 并限制中国企业对美投资并购。	
2018/6/15	美国政府发布了加征关税的商品清单, 将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税, 其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税措施, 同时对约 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见。	
2018/7/6	美国于当地时间 7 月 6 日起对第一批清单上 818 个类别、价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 的进口关税	第一轮加征关税执行
2018/8/23	美国从 8 月 23 日起对从中国进口的约 160 亿美元商品加征 25% 的关税。	第二轮加征关税执行
2018/9/18	美国总统特朗普宣布, 9 月 24 日起对 2000 亿美元中国进口商品加征 10% 关税, 至次年 1 月调高到 25%	
2018/9/24	美国从 9 月 24 日起对 2000 亿美元中国进口商品加征 10% 关税	第三轮加征关税执行
2019/2/15	2 月 14-15 日, 第六轮中美经贸高级别磋商结束, 双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等议题, 达成原则共识。	
2019/5/6	特朗普变脸, 美国将从 5 月 10 日起对中国原征收 10% 关税的 2000 亿美元的进口商品加征关税至 25%, 且短期内将对另外 3250 亿美元商品征收 25% 的关税。	
2019/5/10	美国对中国原征收 10% 关税的 2000 亿美元的进口商品加征关税至 25%	第三轮加征关税进一步加码
2019/8/6	2019 年 8 月 2 日, 美国总统特朗普表示, 美国将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税	
2019/8/15	美国宣布对价值 3000 亿美元中国商品加征 10% 关税分两批实施, 实施日期分别为 9 月 1 日和 12 月 15 日	
2019/8/28	USTR 宣布对价值 3000 亿美元中国商品加征关税税率由原定的 10% 提高至 15%; 同时对 2500 亿美元关税税率从 25% 提高到 30% 征求公众意见, 并于 2019 年 10 月 1 日生效	
2019/9/1	美国从 9 月 1 日起对 1200 亿美元中国进口商品加征 15% 关税	第四轮加征关税执行
2019/10/12	美国暂停对定于 10 月 15 日生效的 2500 亿美元中国进口商品的关税上调。	

资料来源: 商务部, USTR, 华泰研究

图表46: 美国商务部床垫反补贴、反倾销终裁税率结果

国家	制造商	初裁时反补贴/反倾销税率	终裁时反补贴/反倾销税率
中国	梦百合	97.78%	97.78%
	Kewei Furniture	97.78%	97.78%
	宁波明辉	97.78%	97.78%
	际诺思 (厦门)	97.78%	97.78%
柬埔寨	宜奥国际公司	252.74%	45.34%
印度尼西亚	际诺思	2.61%	2.22%
马来西亚	玺堡家居 (顾家家居)	42.92%	42.92%
	远东家具	42.92%	42.92%
塞尔维亚	梦百合	13.65%	112.11%
泰国	梦百合	763.28%	763.28%
	喜临门	763.28%	37.48%
土耳其	-	20.03%	20.03%
越南	远东家具	190.79%	144.92%
	高裕家居	989.90%	668.38%

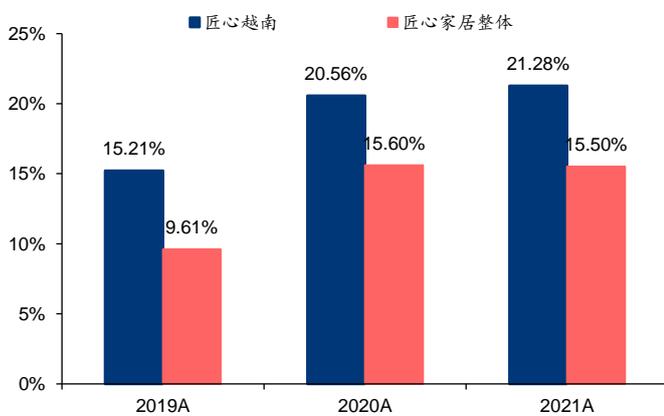
注: 倾销率换算方式参照: 认定为 1000% 的倾销率, 即是低于市场价格 10 倍的倾销幅度, 本图表仅列示涉及的中国家居企业。

资料来源: ITC 官网, 华泰研究

海外工厂尚处爬坡期，看好份额向出海龙头集中

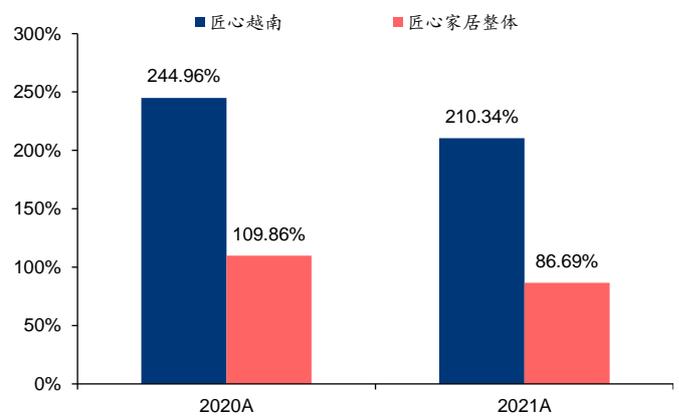
当前部分企业海外工厂运营尚处爬坡期，成熟海外工厂运营效率可观。例如，2019年匠心越南生产基地正式投产，主要从事智能电动沙发、智能电动床及其配件的生产。匠心越南采取境内外一体化管理模式，管理层由总部兼任，并定期或不定期派驻境内各业务条线骨干员工前往越南驻场、指导，同时积极吸纳越南本土优秀员工担任人事、财务、生产等关键岗位的管理人员，形成深度融合的国际化管理团队。据公司公告，2019-2021年间，匠心越南净利率分别为15.21%、20.56%、21.28%，高于匠心家居整体水平；2020、2021年匠心越南总资产收入率分别达到244.96%、210.34%，均高于匠心家居整体水平，经营效率可观。敏华控股旗下越南工厂亦已实现规模化生产，海绵发泡、电机生产、铁架组装等零部件生产逐步本地化，生产效率大幅提升，据公司公告，截止2022财年末，敏华越南工厂产能爬坡率达到83%，人均生产效率已达到了大亚湾工厂同等水平。此外，记忆棉床垫龙头梦百合海外基地运营亦逐步走上正轨，产能爬坡下运营效率不断增强。

图表47：匠心越南及匠心家居净利率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表48：匠心越南及匠心家居总资产收益率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

长期利好市场份额向海外布局领先的头部家居企业集中。家居产能出海的核心诉求在于打破贸易限制和降成本，一方面，通过在全球范围（甚至直接在美国本土）完善产能布局，将有助于企业打破贸易限制的限制，同时可享受相关国家为吸引外资注入推出的诸多外商激励措施和税收优惠政策；另一方面，全球化产能布局亦将带来供应链效率提升，例如降低劳动成本与海运成本、缩短交货周期、扩大市场覆盖等，增厚公司在外销市场竞争壁垒。但同时，相比于商品出口，海外建厂必将面临更高的进入门槛，包括更复杂的文化、政策与法律环境、资金实力要求以及更高的组织管理能力等，考虑到项目投产与产能爬坡周期，率先布局海外工厂、具备先发优势的头部家居企业有望在家居外销领域持续受益，我们认为近年贸易摩擦与床垫反倾销/反补贴等事件亦将促使家居出口产业格局被动优化，长期看好市场市场份额向海外布局领先的头部家居企业集中，家居出海领域建议关注客户资源优质、制造布局领先、组织管理能力优秀的企业。

基建出海：国际工程领航，向产业链高端迈进

全球固定资产投资增速不佳，但我国承包商逆势扩张份额

2014年以来，全球经济形势进一步复杂化，外围经济不振、新冠疫情肆虐和我国经济增速放缓等不利因素拖累了全球固定资产投资增速。根据 ENR 统计，2021 年全年 ENR 国际承包商 TOP 250 新签约国际订单 5472 亿美元，较 2020 年增长 5.1%，国际营业总额为 3979 亿美元，较 2020 年下降 5.4%，降幅收窄。在全球承包商业务放缓的情况下，我国承包商的对外工程承包业务保持了比较稳定的增速，2021 年 63 家上榜的中国内地公司的国际营收为 1070 亿美元，同比增长 5.20%，占全球承包商 TOP 250 国际收入的 28.40%，较 2020 年提升了 3.16pct。商务部的数据显示，2011-2021 年，我国承包商对外承包工程新签合同额 CAGR 为 6.13%，对外承包工程完成额 CAGR 为 4.83%。我国承包商在大环境不利的情况下取得稳定的增长，一方面归功于国家政策（尤其是一带一路）带来的投资机会，另一方面也和我国海外工程传统优势区域受全球经济不振影响较小有关。

图表49：中国对外承包工程合同额及同比增速



资料来源：国家商务部，华泰研究

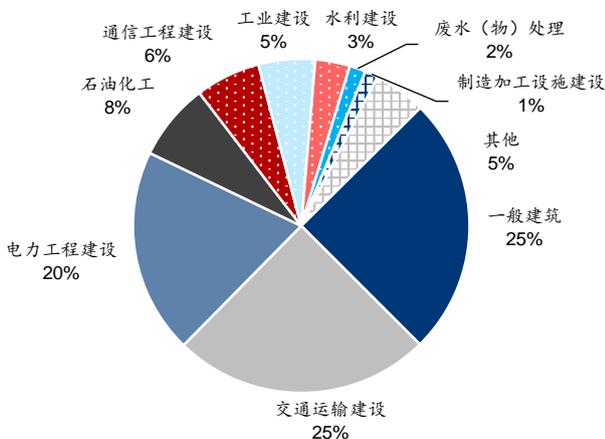
图表50：中国对外承包工程完成营业额及同比增速



资料来源：国家商务部，华泰研究

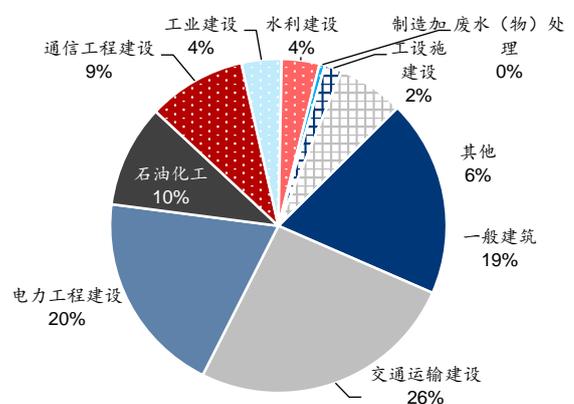
项目类型来看，我国海外项目以房建、交通运输、电力工程为主。据商务部，从新签订单看，2020 年我国承包商在国际市场新签订单 9933 项，合同金额 2555.4 亿美元，其中一般建筑类项目达到了 1352 个，合同金额 640.1 亿美元，占当年新签合同总额的 25%；交通运输新签合同 971 个，合同金额 633.3 亿美元，占比 24.8%；电力工程位列第三，新签项目 1504 个，合同金额 507.3 亿美元，占比 19.9%。从完成额看，交通运输、电力工程、一般建筑分别占比 25.8%/19.6%/19.1%。

图表51：2020 年我国承包商海外新签项目类型分布（按金额）



资料来源：国家商务部，华泰研究

图表52：2020 年我国对外承包工程完成额项目类型分布



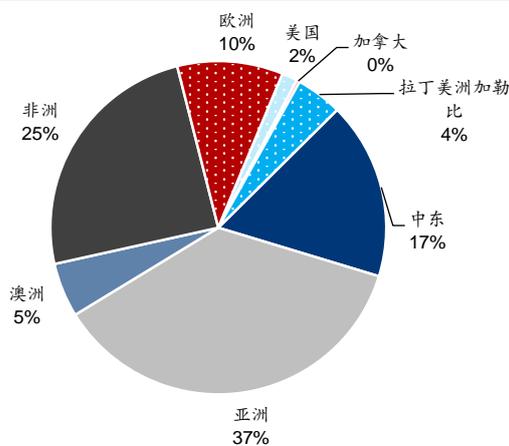
资料来源：国家商务部，华泰研究

我国承包商完成产值逆势上升的原因主要是传统优势市场的强势表现和我国承包商对先前未进入市场的积极拓展。中国企业以推动非洲工业化进程为切入点，因此非洲市场一直是我国承包商的重要战场，2015-2021 年我国承包商占非洲市场的市场份额从 54.9% 提升至 59.3%。而非洲地区作为份额较大的市场，收入规模一直较为稳定且在 2021 年同比增长，因此是我国企业业绩上涨的持续动力。我国企业自 2015 年起借助并购重组等手段，在欧美市场也有所斩获，实现了从无到有的突破，2015-2021 年中国在欧洲的市场份额由 3.6% 上升至 10.2%，跃升为欧洲市场除本地企业以外的第二大承包商。

亚澳、非洲以及中东市场是中国承包商主要发展业务的三大区域。亚澳市场作为主要发展市场，2021 年度中国承包商在该市场实现收入占我国海外总营收的 41.8%；非洲市场近几年收入占比出现一定程度下降，目前占中国总海外营收的 24.6%；中东地区承包收入占比在近 5 年内快速提升，2021 年达到了 17.2%。

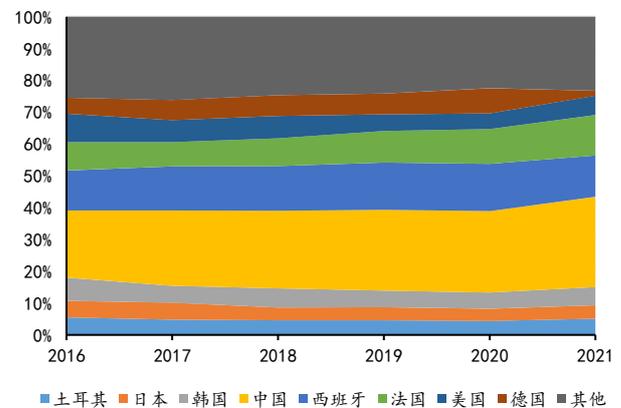
“一带一路”是海外市场工程业务增长的主要地区。根据商务部统计数据，2021 年我国承包商在“一带一路”国家新签承包合同金额占我国新签对外承包合同总额的 51.9%，涉及地区主要包括亚洲，中东欧和北非。亚洲是我国承包商的传统优势区域之一，2021 年中国占亚洲市场的市场份额在 55% 左右；北非地处中东，我国承包商在近些年也实施了积极的布局，市场份额有所扩大。中东欧市场对于我国企业来说相对陌生，之前进入的企业较少，但随着“一带一路”和亚投行对相关国家基建需求释放的推动作用逐渐显现，我国承包商在欧洲市场已实现一定突破，因此预计我国未来市场份额的增长将主要体现在中东欧和中亚市场。其他区域市场由于竞争格局相对稳定，有利于我国承包商开拓市场的国家政策也不多，预计市场份额将会维持在比较稳定的水平。

图表 53：2021 年我国上榜承包商收入区域分布



资料来源：ENR，华泰研究

图表 54：2016-2021 年主要国家承包商国际市场份额变化

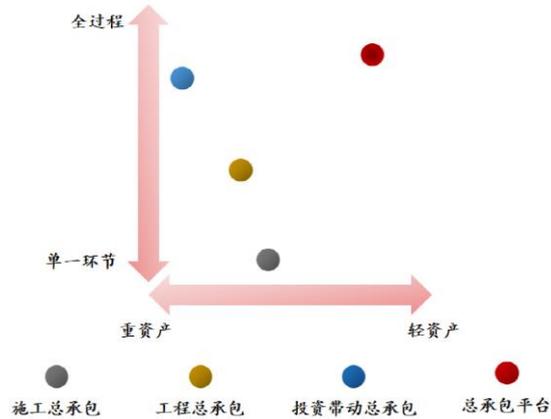


资料来源：ENR，华泰研究

承包模式从单一施工环节向更高端的全生命周期管理转变

我国国有承包商和民营企业承包商在走向国际市场的过程中业态区别明显，在产业链布局长度、工程承包规模和承包模式上都十分不同。总体而言，国有大型承包商业以总承包为主，工程体量大，往往能够凭借自己广阔的资源独立生存，属于主动出海；而民营企业则集中于利润较高的装饰、防水等专业工程分包，工程体量较小，对国有总承包商依存度一般较高，一般采取借船出海的模式；少部分民营企业专注软土地基等更细分市场，通过专业技术和项目经验实现了主动出海。

从我国建国以来对第三世界国家的援建工程开始算起，我国国有承包商的国际工程业务已经发展了 60 多年，根据承包商在工程全生命周期中所参与的环节和参与程度，总承包模式可以分为四类，总趋势是从单一施工管理向全生命周期管理转变，我国承包商在海外的模式从最初的劳务输出在逐渐向国际主流模式靠拢。

图表55：四大承包模式主要特征


资料来源：华泰研究

(1) 施工总承包模式：深度参与施工，毛利率低

施工总承包模式与国内 DBB 模式相似，承包商深度参与并亲自完成工程在施工阶段的工作内容，其他阶段不参与或较少参与。在海外工程中，业主通常会将项目委托给 BT 承包商进行建设，因此施工总承包商应该更准确地界定为 BT 总承包商下的一个分包商。施工业务进入门槛较低，竞争激烈，因此毛利率相对于其他模式较低。我国承包商在海外的房建、交通设施项目上有大量该类型的业务，一定程度上拉低了中国企业海外业务的毛利率，在海外，中国建筑，上海建工等以房建为主的公司大多采用该模式。

(2) 工程总承包模式：深度参与设计和施工，一体化降低成本

工程总承包模式按照项目类型的不同分为 DB、EPC 等种类，但都是承包商在项目设计阶段和施工阶段（包括设备的采购安装）深度参与并亲自完成设计和施工工作内容。项目发起人在确定了项目各方面使用参数，且资金到位后，将项目整体委托给 DB/EPC 承包商，在项目完全建成后验收并开始使用项目。国际工程中，在业主资金到位的情况下，交通和能源设施类工程广泛使用该模式。由于设计相比施工门槛进一步提高，加之设计施工一体化对施工单位降低成本有显著效果，工程总承包模式毛利率总体上高于施工总承包模式。我国承包商在海外的交通建设和电力设施建设上有较大优势，主要就是因为我国在这两个方面的承包商在各自擅长领域拥有较强的设计和施工一体化服务能力，代表公司为北方国际、中国交建和中国电建等。

(3) 投资带动总承包模式：深度服务全生命周期

该模式的主要代表为 BOT 模式，广泛应用于公用基础设施类项目的建设。在该模式下，承包商在项目建设期的参与深度可以是前述两种模式之一，但与前述模式不同的是，承包商需要在建设过程中垫付建设投资，并在运营阶段通过自身经营收回投资。由于海外工程中业主将设计、施工等内容亲自分解发包的情况较少，因此该模式下的承包商往往亲自深度参与项目的设计、施工和运营阶段。近年来，该模式下的总承包商经常会参与到项目的前期策划和融资计划的制定过程当中，越来越朝着项目全生命周期管理的方向方展。目前这个模式与总承包平台模式最大的区别在于，投资带动总承包模式是一种重资产模式。我国承包商由于后期运营能力较弱，在海外该类型的工程还比较少，2015 年年报中仅有中国电建、中国交建等少数公司披露在海外有特许经营类的项目，国外最著名的该类型承包商是法国万喜。该模式由于要求承包商垫资建设，对承包商的融资能力和后期运营能力提出了很高的要求，门槛提高，毛利率较上述两种模式有较大幅度提高。

除承包商对拟建项目投入资金之外，我们认为投资带动总承包模式与前述模式最大的区别在于承包商要参与后期运营。在后期运营过程中，设备和建筑的维护是一项很大的支出，而承包商参与后期运营的核心逻辑就是自己对于建成项目的深入了解可以有效降低项目的运维费用，对于子系统越多的工程，效果越明显，行业的龙头更容易形成技术壁垒和成本优势壁垒。因此，在电力工程、大型交通枢纽、水处理设施等复杂工程行业处领先地位的承包商将有机会进一步扩大领先优势。

(4) 总承包平台模式：轻资产和智力密集型，毛利率高

总承包平台商在海外工程的工程全过程中深度参与项目的前期策划、融资安排、设计施工和后期运营各个阶段，但平台商并不一定亲自完成各个阶段的工作，类似于 BT 模式中的 BT 承包商，但业务范围比 BT 承包商要更广泛。业主在确定建设需求之后，平台商介入工程运作，协助业主进行项目的策划、融资以及设计施工运营各阶段服务商的确定，是项目发起人的“智囊”，也是上游施工单位、设计单位和项目投资者的桥梁。与前三种模式相比，总承包平台模式最大的特点是轻资产和智力密集型。由于在该模式下平台上并不需要投入大量的资本，成本主要体现为人工成本，加上智力服务的高价值性和稀缺性，平台商的毛利润相比传统模式要高很多。中工国际的投资-建设-贸易模式与总承包平台模式类似，其海外业务毛利率超过 20%。

总承包平台商一般具有业务综合，能够为业主在前期和后期运营提供重要帮助的特点。以中工国际为例，其与政策性银行良好的关系能够帮助业主降低融资难度和成本，而其自身拥有的贸易业务又能够解决项目运营投产后项目的收入问题。

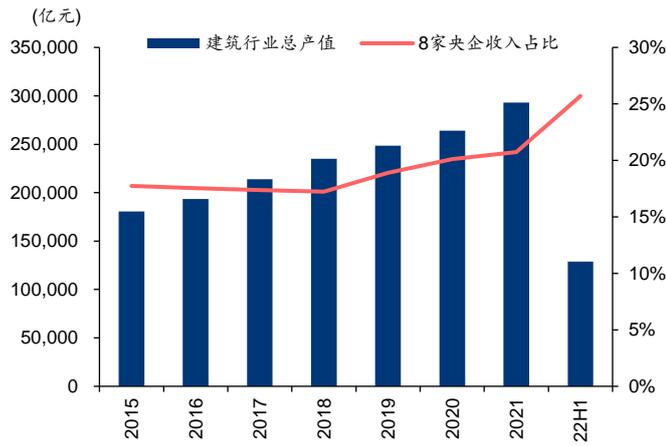
我国民营企业由于掌握的资金资源和市场资源不及国有企业，在国际建筑市场中扮演的角色与国企并不相同，其主要业务还是分包和分供，在专业工程上提供劳务、材料供应和技术服务。民企进军海外主要有三种模式：**绑定国企做分包（借船出海）、并购海外公司和设立海外子公司。**

凭借资金/技术/管理实力，市场份额或向建筑央企集中

国内中小、民营建筑企业被动出清，龙头建筑企业市占率持续提升。自 18 年信用环境收紧，民企融资难导致建筑行业集中度提升已出现加速现象，21 年地产信用风险导致大量中小建筑企业被动出清，22 年以来在稳增长助力下，行业集中度再次提速。**我们认为，建筑工程商业模式中融资成本、技术实力和管理边界决定了建筑国企，尤其建筑央企的市场份额将持续提升。**2017 年宏观去杠杆实施以来，八大建筑央企的订单和收入市占率已实现了加速提升。

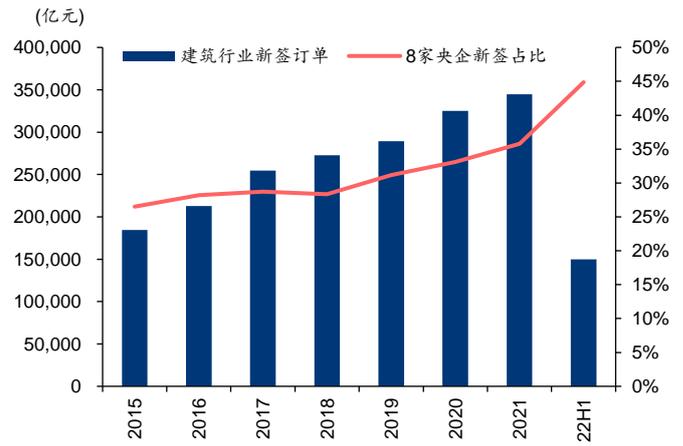
根据对八家建筑央企（中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学）统计，22H1 收入市占率较 21 年显著提升 5.0pct 至 25.7%，新签订单市占率则提升 9.1pct 达到 44.9%。根据中国建筑公告数据，2009 年以来，其行业占比基本以每年 0.5 个百分点增长速度匀速提升，2022H1 较 2021 年显著提升 0.7pct 至 11.4%。参考日本建筑企业在在房地产下行、建筑投资收缩后的发展路径，我们认为国内建筑龙头当前已彰显竞争实力，未来在面临行业放缓甚或下滑的情况下，有望向提升利润份额的方向继续迈进。

图表56: 2015-2022H1 八大央企收入市占率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表57: 2015-2022H1 八大央企新签订单市占率



资料来源: Wind, 华泰研究

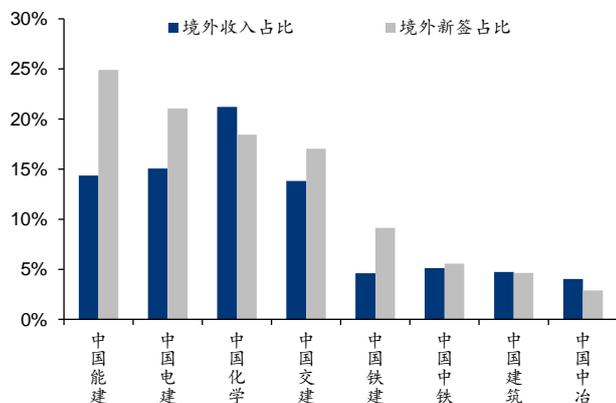
图表58: 2009-2022H1 中国建筑房屋施工市占率



资料来源: Wind, 华泰研究

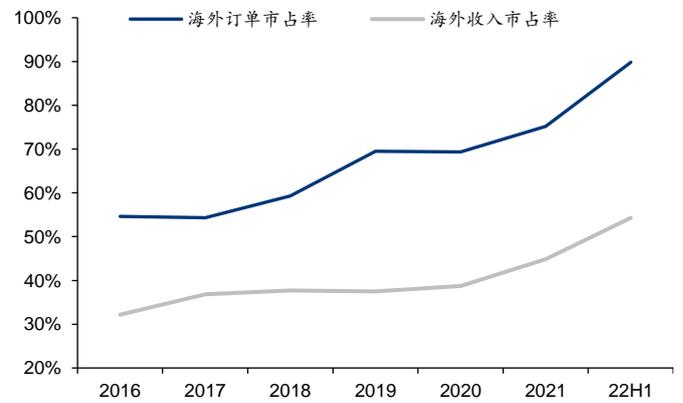
此外, 建筑央企继续开拓海外业务, 其中 2021 年中国能建境外新签占比排名第一, 约为 24.9%, 中国化学境外收入占比排名第一, 约为 21.2%。我们估算 2021 年 CR8 建筑央企海外新签订单市占率高达 75.2%, 海外收入市占率 44.8%, 较 2021 年分别提升 8.43、6.12pct, 2022 年出现进一步加速提升。

图表59: 2021 年主要建筑央企海外业务订单和收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表60: 2018 年以来八大上市建筑央企海外订单市占率加速提升

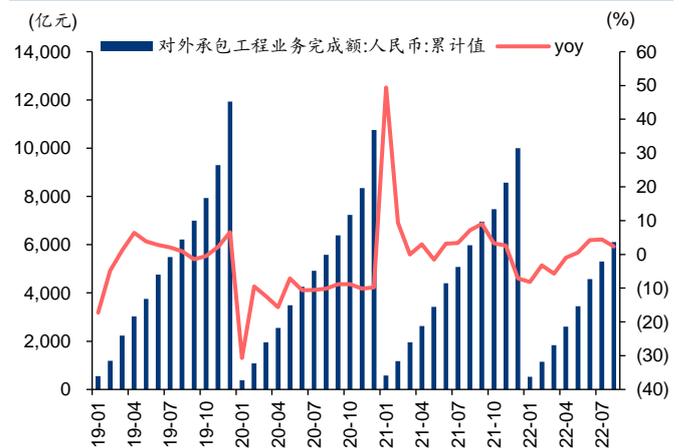


资料来源: 中国商务部, Wind, 华泰研究

疫情至今，建筑企业海外收入率先恢复，新签订单逐步改善中。2020年新冠疫情大规模爆发，全球建筑市场均受到消极影响，各种生产要素流动性降低，流动成本升高，国际建筑项目执行难度增加，利润空间受到压缩，我国建筑企业的海外业务量亦随之收缩。商务部数据显示，2020年我国承包商对外承包工程新签合同额较2019年下降1.80%，对外承包工程完成营业额较2019年下降9.80%，收入降速高于订单降速。2021年收入由于低基数增速迎来改善，新签订单一方面恢复滞后于收入，另一方面由于人民币持续升值，以人民币统计的新签合同额仍然下滑。进入2022年，海外疫情影响进一步转弱，对外承包工程完成额自5月以来小幅正增长，但签约订单受国内上半年短暂停工、停运影响较大，4月显著下滑达到低点，累计同比增速-14.1%，随着复工复产有所好转，人民币汇率承受一定压力，1-8月新签订单累计同比下滑-7.20%，降幅较1-4月收窄5.2pct。

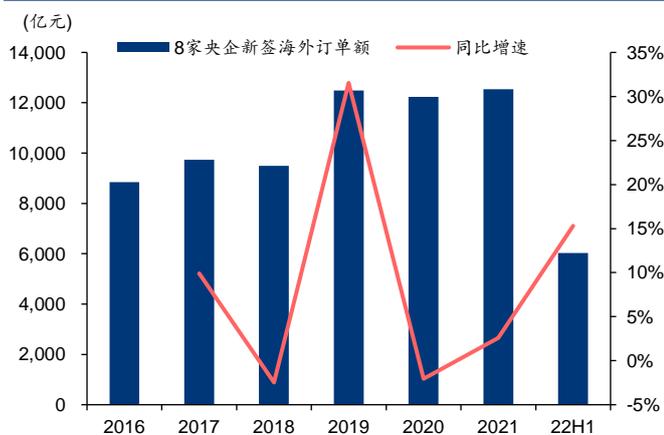
图表61：建筑企业海外订单情况


资料来源：Wind，华泰研究

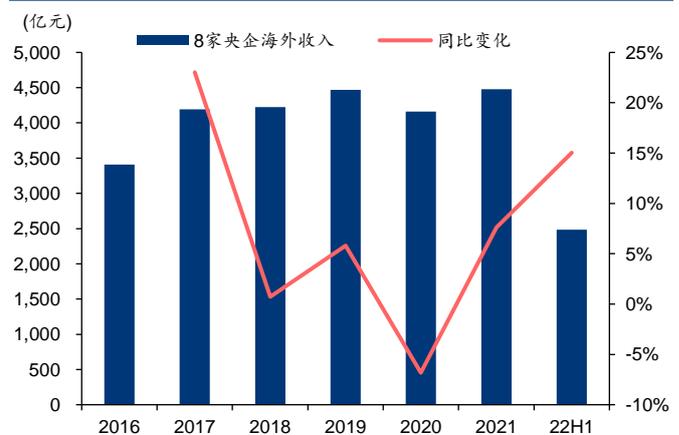
图表62：建筑企业海外收入情况


资料来源：Wind，华泰研究

2021年以来龙头央企逆势表现优异。八大建筑央企2020年新签海外订单额较2019年下降2.05%，实现境外收入较2019年下降6.82%，海外订单与收入降幅均优于行业整体表现。2021年与行业相似境外营收率先迎来改善，全年同比增长7.62%，订单恢复滞后于收入，同比增长2.59%，与行业下滑相比形成逆势表现。2022H1越发明显，八大央企海外新签订单和收入分别同比增长15.3%、15.04%，较2021年均实现显著改善，同一时间对外承包工程新签和收入同比增速分别为-6.1%、4.20%。

图表63：八大建筑央企海外订单情况


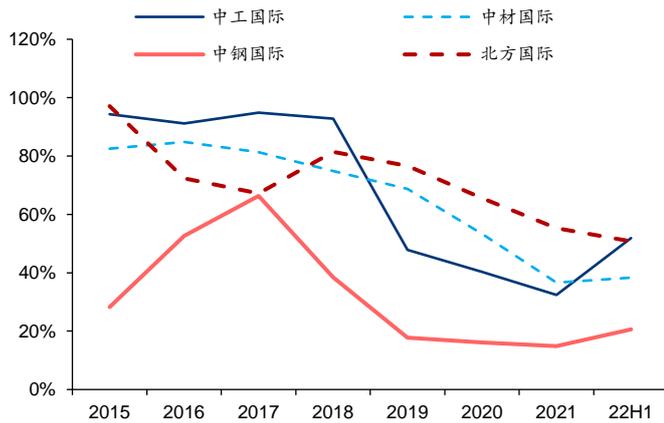
资料来源：Wind，华泰研究

图表64：八大建筑央企海外收入情况


资料来源：Wind，华泰研究

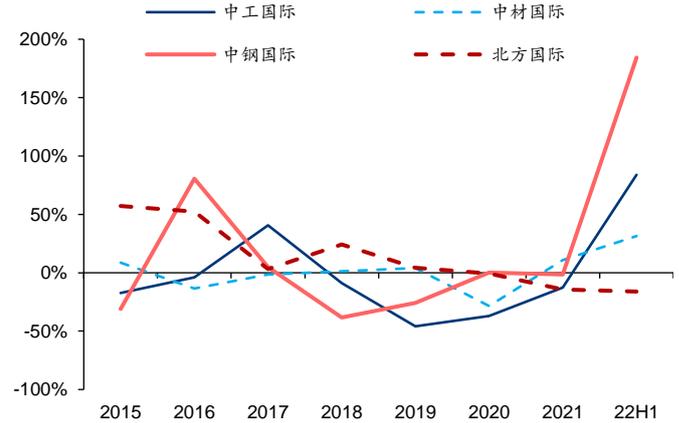
2022H1 四家国际工程企业海外订单、收入迎来改善。整体来看，2021 年四家国际国际工程公司海外收入增速已显示边际改善，订单方面各家公司差异较大，中材国际 2020-2021 年境外新签维持较快增长，中工国际新签虽未加速，但 2021 年合同生效显著改善。2022H1 除北方国际外，中钢国际、中工国际、中材国际境外收入同比增速分别为 184%/84%/31%，扭转 2021 年下滑态势；订单方面，除中材国际境外新签同比下滑 15.8%，其余三家均表现出色，北方国际和中钢国际同比分别增长 2270%/379%，中工国际虽然境外新签同比下滑 6.7%，但合同生效同比继续增长 313%，显示海外需求复苏，我们认为相比于国内长期投资增速放缓，“资源国”及产业链转移受益地区投资拥有较好韧性，国际工程市场有望进入景气上行通道。

图表65：2015-2022H1 四家国际工程境外收入占比



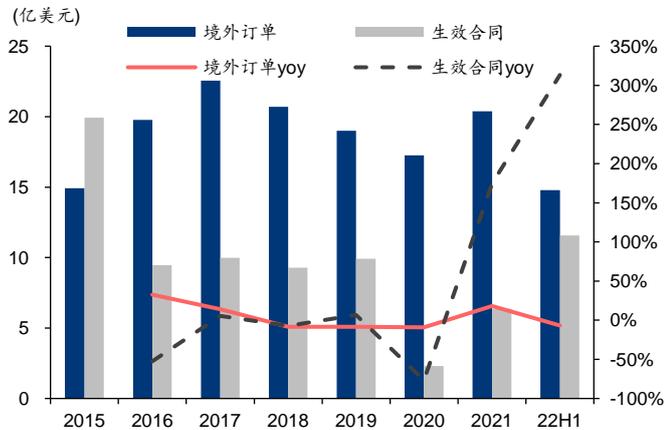
资料来源：Wind，华泰研究

图表66：2015-2022H1 四家国际工程境外收入同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表67：2015-2022H1 中工国际境外订单及生效情况



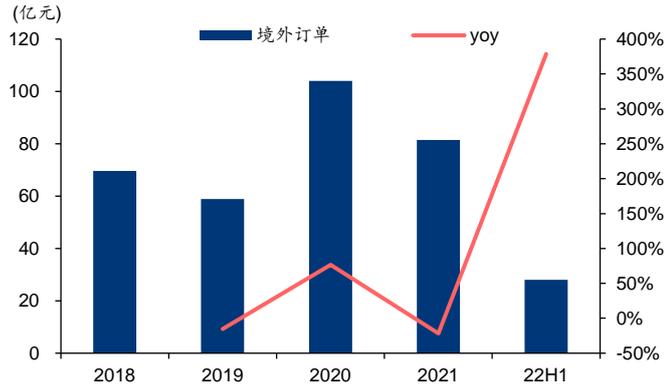
资料来源：Wind，华泰研究

图表68：2015-2022H1 中材国际境外订单情况



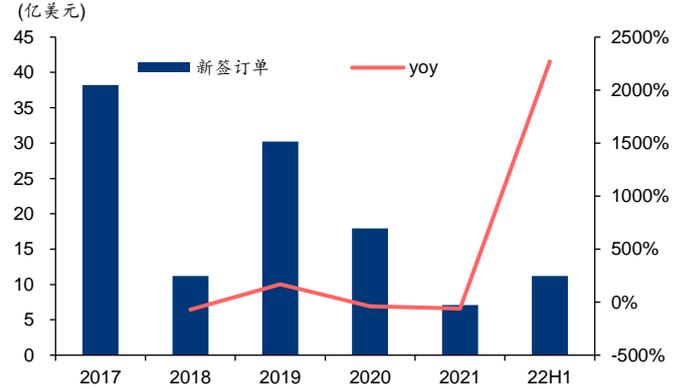
资料来源：Wind，华泰研究

图表69：2018-2022H1 中钢国际境外订单及生效情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表70：2017-2022H1 北方国际订单情况

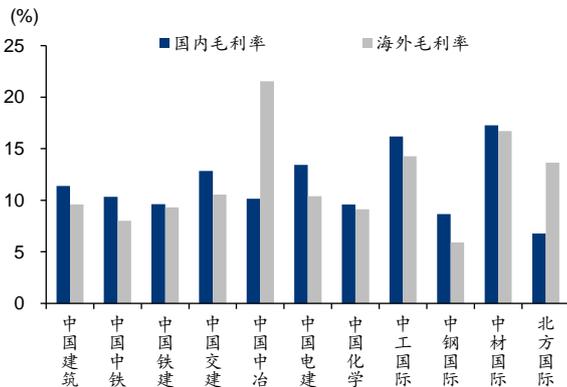


注：北方国际新签订单未分境内外披露，但合同情况以美元列示，故考察整体订单情况代境外

资料来源：Wind，华泰研究

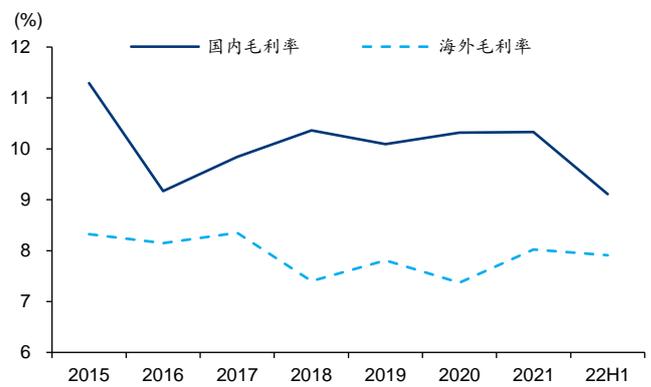
疫后时代海外业务毛利率有望迎来恢复。盈利能力方面，综合性央企海外业务毛利率多数低于国内业务，2021年中国中冶表现突出主要系海外矿产资源利润率水平较高，我们认为其他大央企主要系本土化经营程度仍不高，导致成本较高。国际化程度较高的国际工程公司，海外业务毛利率呈现阶段性高于国内业务的特点，我们认为主要与项目结算周期有关，结算高峰期利润集中释放，毛利率相对更高，而从平均历史水平来看，国内外毛利率总体相近。20年以来由于海外抗疫成本增加，多数建筑企业海外业务毛利率下滑，我们认为随着海外市场逐步恢复经营，有望迎来改善。

图表71：2021年部分建筑公司国内外业务毛利率对比



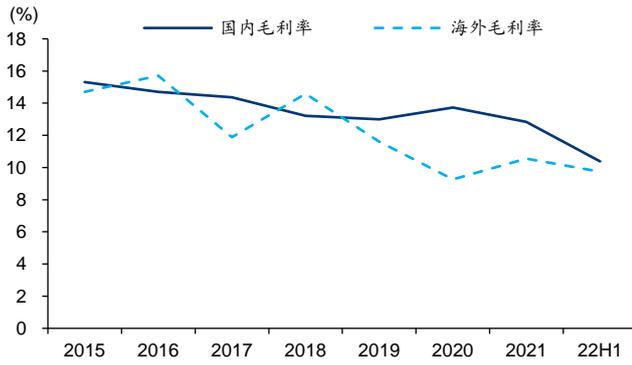
资料来源：Wind，华泰研究

图表72：2015-22H1 中国中铁国内外毛利率



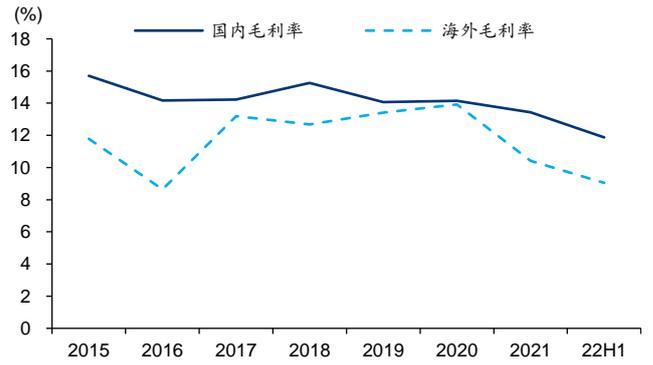
资料来源：Wind，华泰研究

图表73: 2015-22H1 中国交建国内外毛利率



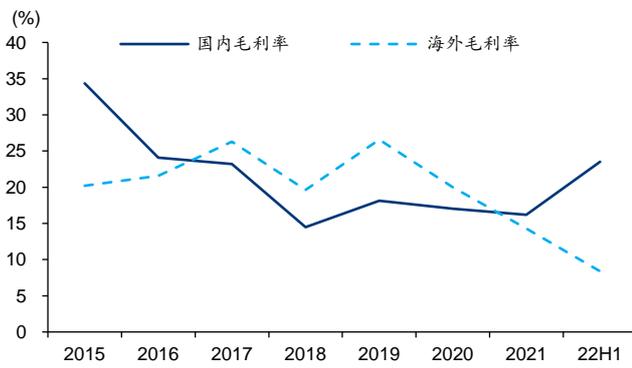
资料来源: Wind, 华泰研究

图表74: 2015-22H1 中国电建国内外毛利率



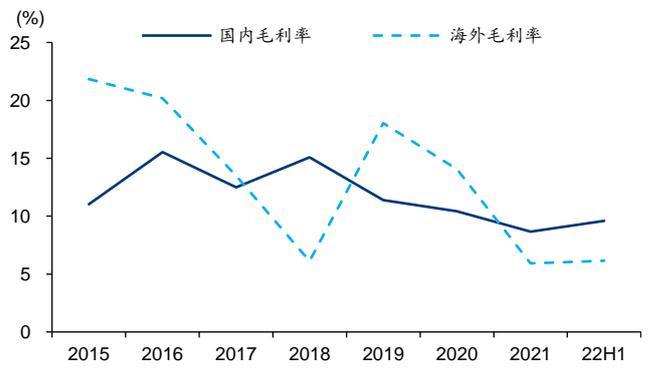
资料来源: Wind, 华泰研究

图表75: 2015-22H1 中工国际国内外毛利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表76: 2015-22H1 中钢国际国内外毛利率



资料来源: Wind, 华泰研究

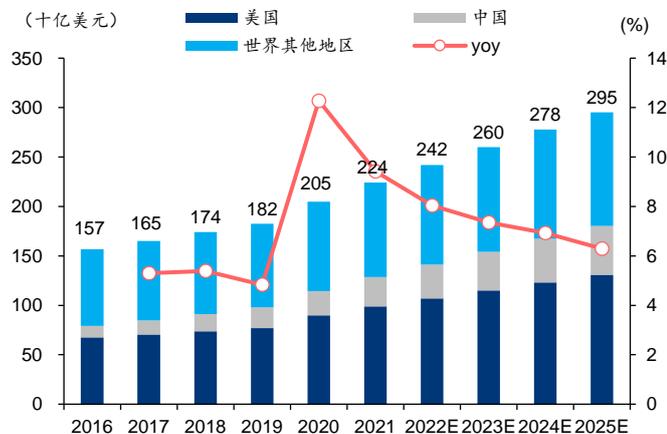
CXO 出海：全球设厂，维持风险最小化

国内 CXO 企业出海起步，维持风险最小化。国内 CXO 公司已逐步展开海外产能布局，如药明康德已在美国、英国、德国、瑞士等国家拥有厂房并将在新加坡等地建厂，药明生物在爱尔兰、德国、美国建厂并将在新加坡建立综合性服务中心，金斯瑞规划在美国建立质粒和病毒 GMP 厂房，康龙化成通过并购在美国和英国均有成熟生产基地等。我们认为一站式、稳定性、自主可控有望成为未来生物制造的核心要素，建议继续关注全球布局的 CXO 龙头和专注“卡脖子”科研服务细分赛道的领军者。

多因素驱动全球药物研发外包市场持续高景气

驱动因素一：全球新药研发投入加大。新型生物医药公司在全球药物研发的参与度不断提升，2018 年新兴生物医药公司的研发管线数量占全球管线总量的 80% (IQVIA)，新药研发呈现向初创公司转移的趋势。新兴生物医药公司受限于自身平台建设不足，具有更强烈的外包需求 (2011-2021 年全球医疗健康领域融资额 CAGR=36%)。

图表 77：全球研发投入规模



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

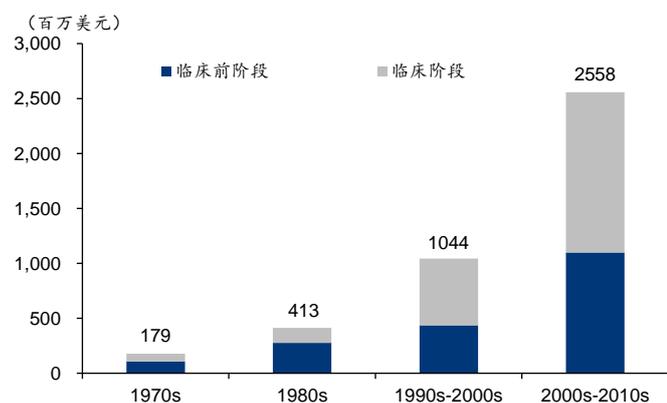
图表 78：全球医疗健康领域投融资数据



资料来源：动脉橙，华泰研究

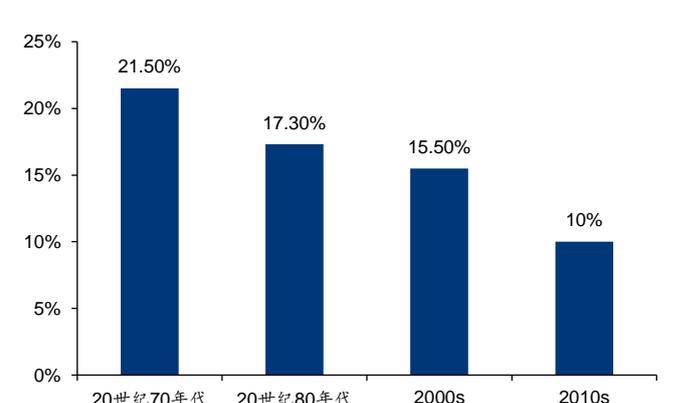
驱动因素二：药企研发功能外部化，专业化分工降成本并缩短时间。医药研发外包服务商 CXO 企业通过专业化分工为药企提供降本提效的药物研发服务，备受药企青睐；随着外包需求强烈的新型生物技术公司在全球药物研发参与度的提高，全球 CRO 服务渗透率持续提升。弗若斯特沙利文数据显示，2014 年全球 CRO 渗透率为 33.7%，预计 2022 年将提升至 46.8%。我们认为伴随新药研发市场趋于成熟，研发成功率呈下降趋势 (2010s 10% vs 20 世纪 70 年代 20%+)，而医药外包具有规模化优势，可缩短新药研发时间 (2/3 期临床平均缩短 40-50 天，新药申报平均缩短 30 天)，推动全球医药外包行业蓬勃发展。

图表 79：新药研发费用高企



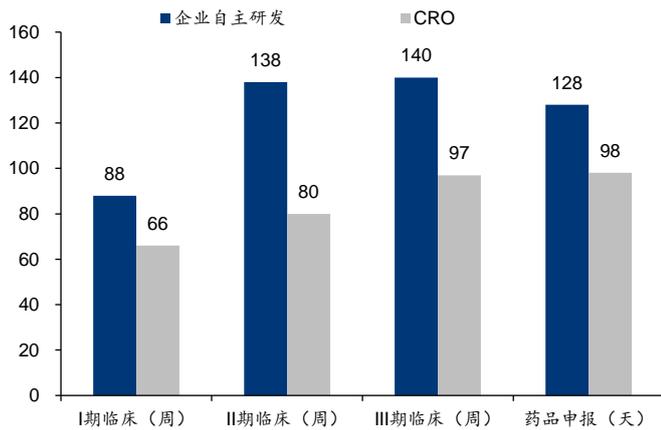
资料来源：Informa，Frost & Sullivan，Tufts Center for the Study of Drug Development，华泰研究

图表 80：新药研发成功率下降 (I 期至 III 期累计成功率)



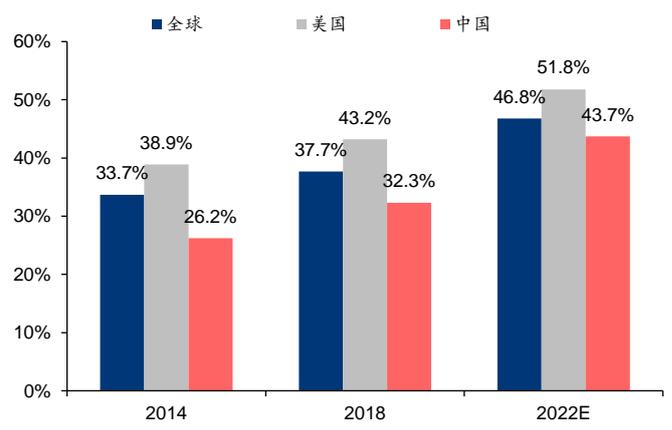
资料来源：Informa，Frost & Sullivan，Tufts Center for the Study of Drug Development，华泰研究

图表81：医药外包可缩短研发时间



资料来源：Informa, Frost & Sullivan, Tufts Center for the Study of Drug Development, 华泰研究

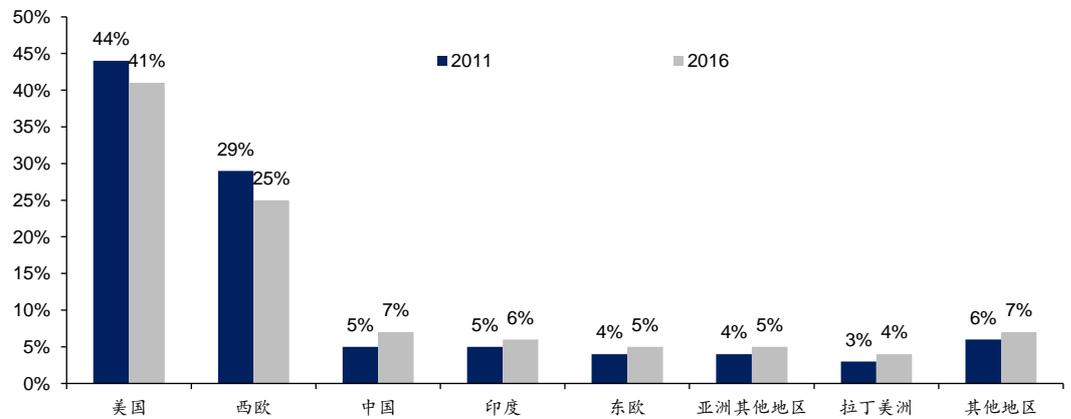
图表82：全球医药外包率持续上升



资料来源：Frost & Sullivan, 华泰研究

驱动因素三：全球 CRO 产业向亚太地区转移。在全球制造业分工背景下，中国具有其他国家无法复制的优势：1) 绝对数量庞大的“工程师红利”；2) 完整的工业供应链体系；3) 发达的物流及基础设施体系。本土的人力和制造业优势保证了国内 CXO 公司在生物制造领域逐步扩大影响力，2019 年 FDA 发文显示美国上市药品中原料药生产基地有 13% 位于中国，这是供应链分配的自然选择。Frost & Sullivan 数据显示，从 2011 年至 2016 年，美国及西欧 CRO 产业占全球的份额分别下行 3.0pct 和 4.0pct，而以中国为代表的发展中地区所占份额扩大，中国的份额提升速度最快。

图表83：全球 CRO 产业分布格局变迁（按地区）



资料来源：Frost & Sullivan, 华泰研究

高壁垒驱动下，CXO 公司加速推进海外设厂

CXO 公司海外订单贡献较大，海外建厂热潮掀起。我国 CXO 龙头企业收入构成大多来自海外客户（1H22 海外客户收入贡献：药明康德 82%，康龙化成 82%，药明生物 75%），为应对可能存在的地缘政治风险，同时满足更多海外客户的需求，近年来 CXO 公司加快海外建厂布局（以药明康德、药明生物和康龙化成为代表的 CXO 公司均已在海外多个国家建设 10 个左右工厂，且药明康德和药明生物均计划未来 10 年累计投资 20 亿新元在新加坡建厂）。我们认为全球生产体系在当前不稳定的国际格局下能够更好地适应不同的政策环境，并为不同要求的客户提供不同类型的服务，建议持续关注全球布局的 CXO 企业。

图表84: 药明康德海外建厂布局



资料来源: 药明康德公司公告, 华泰研究

图表85: 康龙化成海外建厂布局



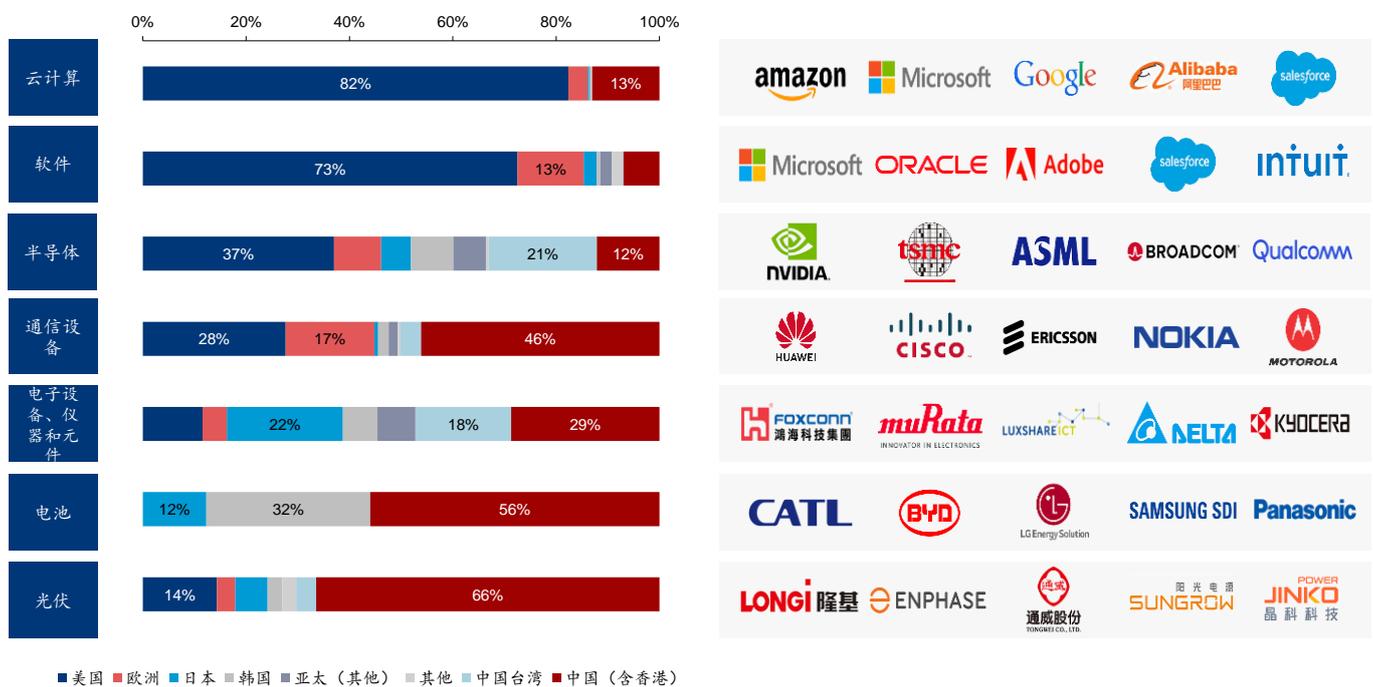
资料来源: 康龙化成公司公告, 华泰研究

电子出海：满足客户对供应链安全性冗余性的需求 受益于全球化产业链分工，中国成为世界工厂

自 1970 年代起，在低成本驱动下，全球电子制造业以欧美→日本→韩国、中国台湾→中国大陆→东南亚的路线不断迁移。全球科技硬件产业链，经过过去三十年全球化大潮，逐渐形成美国、日本、韩国、中国台湾、中国大陆、东南亚、印度之间互相复杂连接的产业链。其中，美国在半导体、软件等领域保持竞争优势，中国大陆在光伏、动力电池、电子元件、电子设备和仪器领域已经崛起。

中国大陆电子制造业充分受益于全球化之下的国际分工，凭借人口红利与成本优势在零部件制造和组装环节处于领先地位，成为电子产业链的世界工厂。在这个发展过程中，中国积累了其它国家短期难以复制的大量技术人才和高效的供应链体系。

图表 86：全球科技行业地域分布（2021 年）及全球各产业链前五位企业一览



注：云计算 IDC 收入口径，软件、通信、半导体彭博收入口径，零部件彭博净利润口径，电池 SNE Research 装机量口径，光伏 Wind 收入口径
资料来源：Bloomberg, Wind, IDC, SNE Research, 华泰研究

疫情与地缘政治之下，企业更强调安全性和冗余度

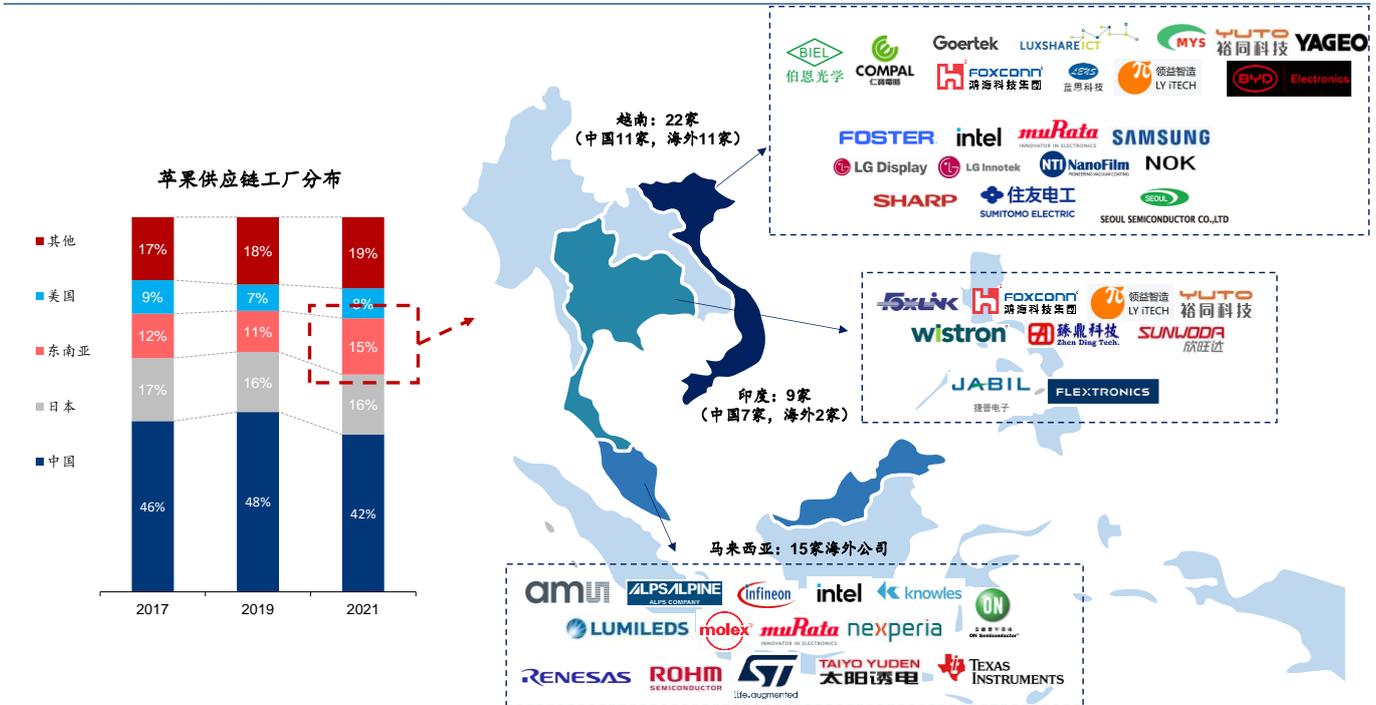
新变化：疫情与地缘政治坚定了企业强调安全性和冗余度的供应链策略变化。过去 40 年以丰田、苹果为代表的大厂持续执行“全球化分工+just-in-time 精益生产”，但 2018 年开始在疫情、地缘政治的数次扰乱之后，各公司注意力从“低成本、低库存、高效”向“供应链稳定与安全”转移：

1) 2018 年开始，在中美贸易摩擦，特别是美国对从中国进口商品增收关税等影响下，电子制造业出现向东南亚、印度等区域外迁的趋势。全球电子制造业供应链可能出现 G2 格局。各家企业需要提供两条供应链分别服务美国和中国市场。

2) 但自从 2020 年全球新冠疫情大流行以来，全球许多企业在设计、生产、物流、配送等各个环节遭遇延误和中断。2022 年情况更加严峻，俄罗斯和乌克兰地缘冲突，疫情持续传播，无论在封控期间的停工停产，港口公路的处处设卡，还是复工复产过程中供应配套的艰难恢复，准时化生产越来越困难。企业不得不牺牲一部分效率，而去更多的考虑供应链的安全性和冗余度。

以苹果为例：要求供应链区域分散化。根据日经亚洲等媒体，2018 年开始为躲避加征关税，苹果要求供应商将部分产能转出中国，2018 年开始，立讯、歌尔、纬创、富士康相继在越南、印度准备产能，2019 年纬创开始在印度生产 iPhone 老机型，在 2020 年，近三成 AirPods 产能迁入越南，2022 年 4 月，鸿海印度钦奈工厂开始生产最新的 iPhone 13 系列，iPad、Mac、Watch 等产能也相继迁入越南。

图表87：苹果 2021 年东南亚地区供应链工厂分布



资料来源：Wind, Digitimes, 华泰研究

成本与贸易限制驱动组装厂率先外迁

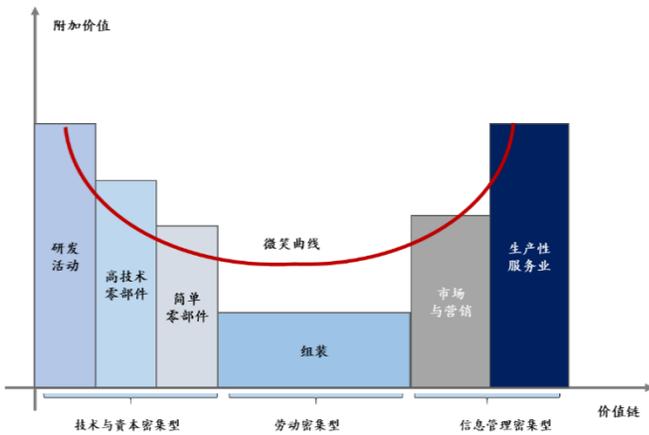
组装厂率先迁移至人力密集、低人力成本的地区。我们看到 1) 电子制造业微笑曲线中，组装属于重人力、高成本敏感（正常毛利率在 2-3% 之间）环节，随着原生产国人力成本的提升，组装环节将率先倾向于迁移至人力密集、用人成本低的国家与地区，2) 在运力成本波动剧烈、地缘政治冲突频发的今天，组装环节同样倾向于靠近终端需求市场。基于这样两条标准，我们看到继台湾与中国大陆之后，越南、印度、墨西哥等地成为组装工厂的下一批承接地。

供应链迁移顺序：组装先行、简单零部件随后，但整体速度并不快。我们认为在文化、工人素质、产业链配套等差异之下，产业链迁移并不会一蹴而就，

1) 4-5 年内新组装厂生产效率或仍有爬坡空间。鸿海在 2021 年度业绩会上表示，尽管公司逐渐开始在东南亚投资设厂，但 4-5 年内东南亚组装效率或仍然低于成熟地区工厂。我们看到 19 年纬创在印度设厂后曾出现过工厂暴力打砸，厂区建设完成之后，员工的培训、管理的优化、供应商之间的配合，仍然需要持续打磨；

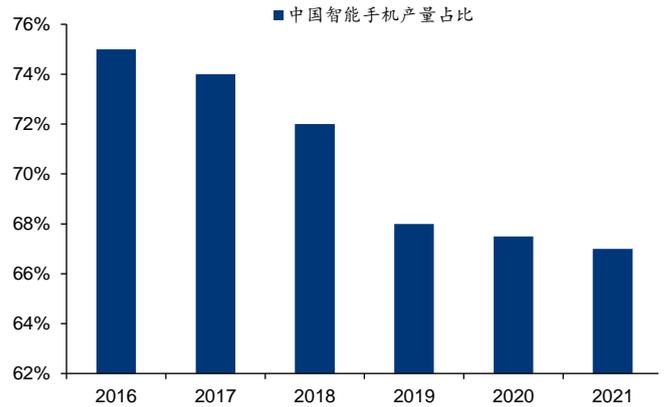
2) 零部件迁移已经开始。我们看到舜宇等公司为配套三星产业链已经开始在越南、印度设厂，伯恩、领益、臻鼎、蓝思等零部件果链公司也相继在越南建设产能。但大部分印度、越南、菲律宾建厂的厂商在原公司所在地（如中国大陆、中国台湾等）仍布有主要产能。当前越南地区整体产能贡献有限。但考虑到后端模组技术密集度及附加价值相对较低、且倾向于就近组装产能，未来伴随组装进一步迁移，我们预计零部件亦将随后跟进。

图表88：产业链迁移由微笑曲线底部向两端



资料来源：宏碁电脑施振荣，华泰研究

图表89：中国智能手机产量占全球智能手机比例近年来持续降低



资料来源：counterpoint，华泰研究

图表90：部分中国电子制造业厂商海外布局情况

股票代码	公司	市值 (人民币亿元)	东南亚地区布局			
			印度	越南	新加坡/马来西亚	其他东南亚国家
601138 CH	工业富联	1,668.33	通信网络高精密机构件	网络/电信设备、通信网络高精密机构件	服务器、存储器	无
002475 CH	立讯精密	2,072.10	加工制造	AirPods: 连接器等	技术服务、投资咨询	无
600745 CH	闻泰科技	592.01	整机组装及机壳	MAC 代工	后端封测	菲律宾、印尼设厂
2382 HK	舜宇光学	742.65	光学模组	光学模组	无	无
300433 CH	蓝思科技	476.46	无	消费电子、智能汽车零组件: 新能源汽车中控屏/B柱/充电桩	无	无
002241 CH	歌尔股份	871.29	无	AirPods 产线	无	无
000100 CH	TCL 科技	596.30	模组整机制造、显示终端、TVOpenCell 生产线	电视/面板模组、智屏、液晶面板	太阳能电池	无
2018 HK	瑞声科技	136.79	无	整机组装及机壳、WLG 玻塑混合镜头、摄像头模组	无线射频实验室、微机电系统芯片设计、传感器及半导体	菲律宾工厂
601231 CH	环旭电子	373.49	无	智能穿戴芯片模组	无	无
300136 CH	信维通信	145.91	无	PCB/柔性印刷电路板、FBCP、SIM 卡托、笔记本电脑、移动电话电线	无	无
0285 HK	比亚迪电子	391.16	手机零部件和模组、电动车及其零部件所用电池、充电器、磷酸铁电池	iPad	马来西亚工厂: 生产组装车体	海外乘用车工厂在泰国落地
300207 CH	欣旺达	449.25	消费类锂电池	无	无	无
300115 CH	长盈精密	140.04	智能终端零组件、弱电工程	结构件优先供应三星	无	无

注：市值对应 2022 年 10 月 19 日收盘价

资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

森麒麟 (002984 CH, 买入, 目标价: 49.56 元)

- 1) 公司专注中高端轮胎成长赛道, 产品毛利率领先同行, 品牌力不断增强。
- 2) 公司智能制造水平突出, 保障海外产能高效率低成本运营, 增强国际竞争力。
- 3) 公司全球化布局加速, 泰国 2 期已于 22 年投产, 西班牙基地计划于 24-25 年投产, 驱动中期成长。

目标价 49.56 元基于 28X 2022PE (2022-24 年 EPS 预测为 1.77/2.55/3.64 元)。(报告日期: 2022/8/28)

风险提示: 原材料价格大幅波动, 新项目达产不及预期, 轮胎需求不及预期, 汇率大幅波动, 贸易冲突加剧。

赛轮轮胎 (601058 CH, 买入, 目标价: 16.8 元)

- 1) 原材料及海运费加速下行, 出口需求有所好转, 轮胎行业迎来拐点。
- 2) 公司内外并举加速扩张, 海外柬埔寨、越南基地同步推进, 全球市占率有望进一步提升。
- 3) 技术革新推出“液体黄金”新产品, 打开长期成长天花板。

目标价 16.80 元基于 25X 2022PE (2022-24 年 EPS 预测为 0.67/0.98/1.21 元)。(报告日期: 2022/8/22)

风险提示: 原材料价格大幅波动, 新项目达产不及预期, 轮胎需求不及预期, 汇率大幅波动, 贸易冲突加剧, 新产品推广不及预期。

中国化学 (601117 CH, 买入, 目标价: 11.75 元)

公司是我国化学工程龙头, 并逐步向化学实业拓展, 己内酰胺和己二腈项目进展顺利。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 0.90/1.16/1.45 元。可比公司 22 年 Wind 一致预期平均 11.9xPE。考虑公司 22 年多个实业项目已陆续开车, 预计将迎来全新增长阶段, 目标价 11.75 元是基于 22 年 13xPE 得出, “买入”评级。(报告日期: 2022/8/16)

风险提示: 毛利率大幅下降, 化工实业投资不及预期。

图表 91: 重点推荐公司一览表

公司名称	公司代码	评级	10月19日		EPS (元)				P/E (倍)			
			收盘价 (元)	目标价 (元)	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
森麒麟	002984 CH	买入	26.00	49.56	1.16	1.77	2.55	3.64	22.41	14.69	10.20	7.14
赛轮轮胎	601058 CH	买入	9.28	16.80	0.43	0.67	0.98	1.21	21.58	13.85	9.47	7.67
中国化学	601117 CH	买入	8.10	11.75	0.76	0.90	1.16	1.45	10.66	9.00	6.98	5.59

资料来源: Wind, 华泰研究

图表92：报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
纺织板块							
中洲国际	2331 HK	优衣库	6288 HK	李宁	2331 HK	GAP	GPS NYE
晶苑国际	2232 HK	鲁泰 A	000726 CH	特步国际	1368 HK	伊藤忠商事	8001 TYO
健盛集团	603558 HK	百隆东方	601339 CH	Lululemon	LULU NASDAQ		
NIKE	NKE US	天虹纺织	2678 HK	Under Armour	UAA NYSE		
Adidas	ADS AG	安踏体育	2020 HK	Marks & Spencer	MKS LN		
轮胎板块							
米其林	ML PA	德国马牌	CTTAY AG	通用股份	601500 CH	浦林成山	1809 HK
普利司通	5108 JP	森麒麟	002984 CH	赛轮轮胎	601058 CH	玲珑轮胎	601966 CH
固特异	GT US	中策轮胎	未上市	三角轮胎	601153 CH	双钱轮胎	未上市
韩泰轮胎	161390 KS	玲珑轮胎	601966 CH	双钱轮胎	未上市	贵州轮胎	000589 CH
家居板块							
顾家家居	603816 CH	梦百合	603313 CH	麒盛科技	603610 CH	恒林股份	603661 CH
敏华控股	1999 HK	匠心家居	301061 CH	永艺股份	603600 CH	乐歌股份	300729 CH
CXO 板块							
药明康德	603259 CH	药明生物	2269 HK	康龙化成	300759 CH	金斯瑞生物科技	1548 HK
电子板块							
工业富联	601138 CH	伯恩光学	未上市	伟创力国际	FLEX US	亚马逊	AMZN US
立讯精密	002475 CH	裕同科技	002831 CH	knowles	KN US	微软	MSFT US
闻泰科技	600745 CH	领益智造	002600 CH	英仕公司	MOLX US	阿里巴巴	BABA US
舜宇光学	2382 HK	美盈森	002302 CH	瑞萨电子	6723 JP	谷歌	GOOGL US
蓝思科技	300433 CH	福斯特	603806 CH	罗姆半导体	6963 JP	赛富时	CRM US
歌尔股份	002241 CH	村田股份	6981 JP	太阳诱电	6976 JP	甲骨文	ORCL US
TCL 科技	000100 CH	三星电子	005930 KS	德州仪器	TXN US	奥多比	ADBE US
瑞声科技	2018 HK	LG 显示	LPL US	思科	CSCO US	财捷	INTU US
环旭电子	601231 CH	夏普	6753 JP	爱立信	ERIC US	英伟达	NVDA US
信维通信	300136 CH	正威新材	002201 CH	诺基亚	NOK US	台积电	TSM US
比亚迪电子	0285 HK	臻镭科技	688270 CH	摩托罗拉	MSI US	阿斯麦	ASML US
欣旺达	300207 CH	捷普	JBL US	京瓷	6971 JP	博通	AVGO US
长盈精密	300115 CH	纬创集团	3231 TW	宁德时代	300750 CH	高通	QCOM US
LG 新能源	373220 KS	松下	6752 JP	隆基绿能	601012 CH	Enphase 能源	ENPH US
阳光电源	300274 CH	晶科科技	601778 CH	英特尔	INTC US	淮海科技	未上市
住友电工	5802 JP	仁宝电脑	2324 TW	英飞凌科技	IFNNY US	国巨电子	2327 TW
纳微科技	688690 CH	亮锐商贸	未上市	安森美	ON US	艾迈斯半导体	AMS SIX
台达电子	2308 TW	海威科技	未上市	华为	未上市	首尔半导体	027040 KS
LG Innotek	011070 KS						
建筑板块							
中国建筑	601668 CH	中国中铁	601390 CH	中国铁建	601186 CH	中国交建	601800 CH
中国电建	601669 CH	中国能建	601868 CH	中国中冶	601618 CH	中国化学	601117 CH
中工国际	002051 CH	中材国际	600970 CH	北方国际	000065 CH	中钢国际	000928 CH

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

风险提示

1) 疫情影响超预期

若国内疫情扩散及时长超预期，或将影响制造业生产效率，使外向型产业竞争力下降。

2) 海外经济低靡

若美国和欧洲经济衰退，或对中国与东南亚出口需求产生负面影响。

3) 地缘政治风险

若贸易冲突范围扩大至东南亚，中国企业可能需要寻找新的设厂地区。

4) 汇率波动风险

在美联储加息周期中，全球汇率大幅波动，企业面临的汇率风险敞口增大。

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、黄乐平、代雯、罗艺鑫、方晏荷、庄汀洲、吕明璋、詹妮、黄颖、林霞颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 赛轮轮胎（601058 CH）、顾家家居（603816 CH）、喜临门（603008 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄乐平、代雯、罗艺鑫、方晏荷、庄汀洲、吕明璋、詹妮、黄颖、林霞颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 赛轮轮胎（601058 CH）、顾家家居（603816 CH）、喜临门（603008 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司