



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：王况炜（执业 S1130525060007） 分析师：牟一凌（执业 S1130525060002）

wangkuangwei@gjzq.com.cn

mouyiling@gjzq.com.cn

出口出海：三分法全景投资框架

出口弹性回归，基本面分化与估值定价重构

中国出口格局正在深度重塑，2018 年中美贸易摩擦推动出口地域分散化启动，2020 至 2022 年全球供应链中断进一步强化中国出口份额优势，2025 年美国新一轮对等关税政策加速中国出口的“去美国化”进程，出口目的地集中度降至历史低位。2022 年成为出口板块投资逻辑的关键分水岭，此前出口型公司股价与外需基本面相关性较弱，而在此以后，外需强弱成为主导出口板块相对收益的核心变量：出口相对工业生产越强，出海贸易指数相对制造指数的超额收益越显著。与此同时，对出口数据的精准预测成为“难题”，总量出口增速的预测值往往低于实际值，且难以捕捉结构性的变化，其对出口出海板块的投资指导意义下降，进而导致出口上市公司呈现 ROE 优势持续扩大、但 PB 估值溢价不断收缩的分化格局，因此，围绕外需结构与边际变化的精细化研究，将成为把握出口主题投资机会的核心抓手。

外需结构化分层，寻找三大需求与目标区域

本文从消费、制造业投资、基建投资三大核心需求维度，构建“需求—地区—行业”的全景分析框架，明确不同需求的高增区域与驱动逻辑。消费需求层面，当前消费实力与未来增长潜力兼备的核心市场集中于亚洲，其中东南亚、西亚凭借年轻人口结构与快速提升的人均收入成为最优消费市场，非洲具备极强长期潜力但当前购买力偏弱，欧美消费成熟但增长动能趋弱。制造业投资需求层面，全球供应链向“一超多强”格局转变，东盟凭借低要素成本、低贸易壁垒、较高劳动力素质，成为最具确定性的制造业转移承接基地，南美、非洲制造业潜力充足但中国对其投资存量偏低，是中长期资本品出口的重要方向。基建投资需求层面，可分为两类核心市场，一是西亚（中东）等高收入资源国，依托国家的高财政收入与国家远景规划推动高端基建升级，政府基建支出具备强刚性；二是非洲、中亚等欠发达的资源国，以资源换项目模式释放基础建设需求，两类需求共同支撑中国基建产业链出海。

出口温度计、驱动逻辑与边际变化

本文构建的三大外需温度计显示当前基建需求 $\approx$ 消费需求 $>$ 制造业需求。消费需求以人口结构、人均收入提升为核心慢变量，跟踪难度低、确定性强；当前，西亚依靠人口年轻化、政策转型与世俗化加速推动消费结构升级，东南亚、南亚则依托收入跨越实现消费规模扩容。制造业投资需求长期由全球产业链重构与产能备份需求驱动，短期受高利率环境与 AI 投资挤出效应压制，制造业投资需求的跟踪相对消费更加复杂，因为许多关键因素的变化是偶然、不定期发生的。基建投资需求由中东国家在远景规划下财政支出刚性与非洲资源民族主义共同推动，因此跟踪的重点是前者财政支出的兑现、资源品价格的变化对两类国家基建行为的影响。

框架应用：当前的高景气出口细分赛道

消费出海赛道呈现购买力分层：灯具、玩具、塑料制品等初级消费品需求只在低收入的非洲增长较快，而汽车、厨卫家电这类消费品在不同收入阶层的地区需求都增长得很快，而需要一定基础设施、偏高端和改善的需求（比如跨境电商和大白电）只在东南亚和西亚增长较快，总的来看，跨境电商、厨卫家电的海外收入增速和毛利率均较高，成长性最强。制造业投资出海聚焦东南亚产能建设，印尼、泰国、越南、马来西亚等国在芯片、汽车、家电产能扩张过程中，拉动设备及上游原材料需求，其中电网设备、专用设备、电池板块海外盈利与增长表现突出。基建出海无论是高端升级还是资源换项目所带来的需求都重叠度较高，其中环保设备、电网设备、工程机械海外收入增速与毛利率双优，有望带来持续成长性。本文还整理出赛道与核心市场均匹配、具备景气度和估值修复空间的 31 只标的。

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、出口主题的弹性回归，但基本面的成长性分化	4
1.1 出口地位的变化，映射在股票市场表现的变化上	4
1.2 预测出口的难度加大，导致相应股票估值溢价的收缩	5
1.3 消费、FDI 与制造业投资、基建投资的机会在哪里？	5
二、需求驱动逻辑与边际变化	9
2.1 三大外需温度计	9
2.2 消费需求：高收入国家的结构性升级&收入跨越下的扩容	10
2.3 制造业投资需求：长期驱动是产业链重构，短期压制是利率与 AI 挤出	11
2.4 基建投资需求：资源民族主义兴起，加速基建出海	13
三、框架的应用：当前的出口高景气赛道	15
3.1 海外消费增长的三个层次：轻工制品→汽车、厨卫家电→跨境电商、白电	15
3.2 海外制造业投资：关注东南亚产能建设所需的电力设备、机械设备	17
3.3 海外基建投资：拉动环保设备、电网设备、工程机械	17
四、深入结构，“需求-地区-行业-个股”框架应用	18
风险提示	20

图表目录

图表 1：中国商品贸易出口金额占全球比重在 2021 年达到历史最高值，2024 年依然维持高位	4
图表 2：中国出口前 10/前 5 大目的地金额占比自 2018 年起持续回落，当前处于历史最低水平	4
图表 3：2017-2021 年时，出口股票的相对表现与出口的基本面的相对强弱无关	4
图表 4：2022 年之后，出口股票在出口增速强于工业整体时跑赢制造业股票	4
图表 5：过去两年中超过一半时间出口金额同比实际值高于分析师预测值，超预期幅度高于不及预期的幅度	5
图表 6：2024 年下半年以来，出口贸易指数相对制造指数的 ROE 优势扩张，但估值溢价却在缩窄	5
图表 7：全球各地区需求全景图	6
图表 8：全球消费实力与消费潜力一览：最优市场在亚洲，未来潜力在非洲	7
图表 9：全球制造业发展潜力与中国出口出海：东盟最优，非洲、南美洲潜力充分	8
图表 10：全球基建需求国分类：高端升级型、基础缺口型、资源换项目型	9
图表 11：当前三大外需的景气度温度测量	10
图表 12：三大外需综合评价温度计	10
图表 13：西亚核心消费年龄人口占比在 2039 年之前都将保持在世界前列	10
图表 14：东盟四国人均 GNI 与中高收入国家、高收入国家门槛值比较（美元）	10
图表 15：中国人均 GNI 在 2010 年达到中高收入国家阈值	11
图表 16：中国在达到中国收入国家阈值后，农村、城镇居民消费对 GDP 的拉动均上升	11



图表 17: 消费外需边际变化跟踪表	11
图表 18: 2020 年美联储降息也带来此后的两年间全球 FDI 流量大幅增长	12
图表 19: 2022-2024 年, 非洲、东南亚、北美获得的 FDI 绿地投资金额占全球总额比例提升	12
图表 20: 2022 年开始, 全球制造业的分布更加分散, 印度、东盟、墨西哥等国制造业发展迅速	12
图表 21: 当前联邦基金利率水平相较于加息前的水平高出 3.5 个百分点, 抑制新兴市场融资规模	12
图表 22: 新兴市场国际贷款规模与 10Y-联邦基金利率之差呈现负相关, 而当前利差扩大	13
图表 23: 2025 年宣布的绿地项目中, 属于全球价值链密集型行业的数量和金融都有所下降	13
图表 24: 制造业投资外需边际变化跟踪表	13
图表 25: 2020 年后, 沙特阿拉伯基建支出与石油收入脱钩, 成为一项持续性上升的支出	14
图表 26: 出口视角来看, 资源国占我国出口比重趋势抬升	14
图表 27: 海湾国家远景规划与中国合作概况一览	14
图表 28: 当前资源民族主义政策与历史进行对比	15
图表 29: 基建投资外需边际变化跟踪表	15
图表 30: 中国对消费三个高增长地区的主要出口消费品	16
图表 31: 高消费外需增长行业比较: 电商、厨卫家电海外毛利率与海外收入增速双高	16
图表 32: 中国对东南亚四国出口的原材料+设备类: 高增速品类一览	17
图表 33: 制造业投资拉动出口的行业比较: 电网设备、专用设备、电池海外毛利率与海外收入增速双高	17
图表 34: 高基建外需增长行业比较: 环保设备、电网设备、工程机械海外毛利率与海外收入增速双高	17
图表 35: 中国对两类基建需求的地区出口的高增速基建相关产品	18
图表 36: “三大外需-地区-行业-个股”框架落地标的池 (共 31 只)	19

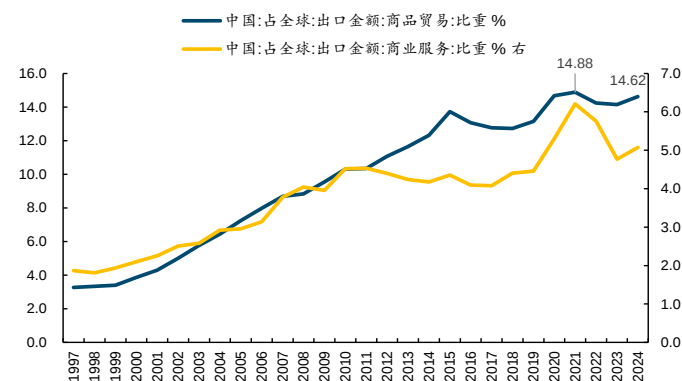


一、出口主题的弹性回归，但基本面的成长性分化

1.1 出口地位的变化，映射在股票市场表现的变化上

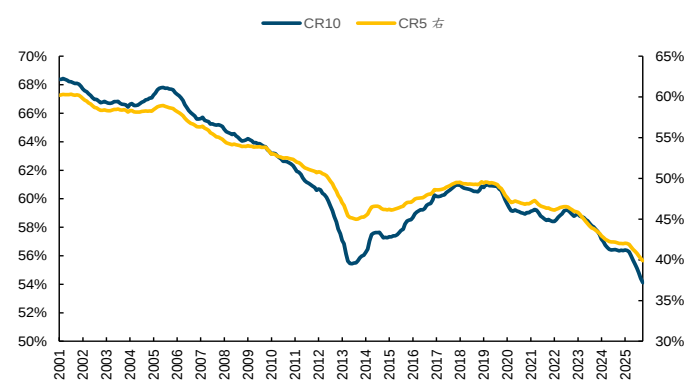
回顾过去十年中国的出口结构，经历了两个重要的转折点：第一次是2018年首次遭遇“中美贸易摩擦”，此后中国对美直接出口份额下降，出口的地域分散化开启；第二次是2020-2022年全球供应链中断时期，中国凭借更完备的产业链和复工复产速度，获得了更多的全球出口份额，出口产品分散化加速，此时，由于东盟受益于“产能备份基地”的定位，其制造业投资加速，并牢牢坐稳中国第一大贸易伙伴的位子；2025年4月，美国再次单方面发起“对等关税”之后，进一步加速了上述过程，中国的出口结构更加“去美国化”。出口的结构分散化背后，则是中国的出口企业积极调整业务布局，成功适应了新的需求。

图表1：中国商品贸易出口金额占全球比重在2021年达到历史最高值，2024年依然维持高位



来源：Wind, 国金证券研究所

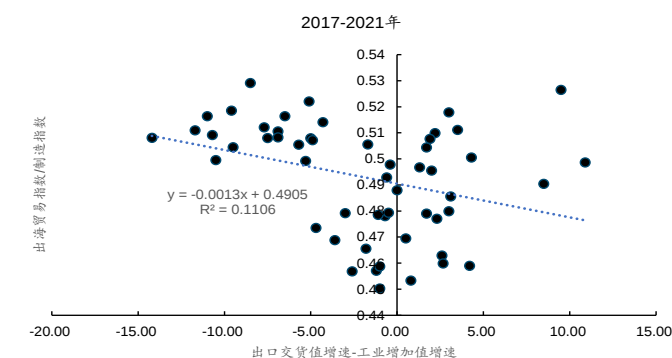
图表2：中国出口前10/前5大目的地金额占比自2018年起持续回落，当前处于历史最低水平



来源：Wind, 国金证券研究所

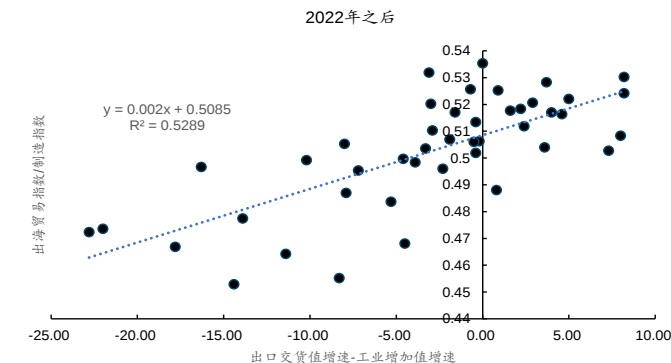
投资者也对此表示了认可，这种认可表现在：以2022年作为分水岭，出口型公司的股价表现开始与单纯的制造业公司产生差异，这一差异的基本面支撑很容易跟踪：当出口强于工增时，也就是外需强于整体时，出海贸易指数就会跑赢制造指数。下面的散点图刻画了2017-2021年、2022年至今，出口型公司与制造业公司的比值和出口强度之间的关系：我们以出口交货值同比增速减去出口价格指数同比增速作为出口强弱的代表，以工业增加值当月同比作为整体工业生产的代表，两者的差异则是出口强于工业生产的程度；同时，以万得出海贸易指数（8841070.WI）作为出口型公司的代表，该指数在A股全市场中按照海外营收占比调整后市值降序，累计占比前70%公司入选，以制造指数（399233.SZ）作为制造业股票的代表，两者比值的变化则刻画了出口型公司跑赢制造业公司的程度。在2022年之前，即使出口强于工增，出口型股票也不一定能跑赢制造股票，甚至从相关性而言存在负向的关系；而在2022年之后，当出口相对工增变强时，出口型股票就能够跑赢制造股票。

图表3：2017-2021年时，出口股票的相对表现与出口的基本面的相对强弱无关



来源：Wind, 国金证券研究所

图表4：2022年之后，出口股票在出口增速强于工业整体时跑赢制造业股票



来源：Wind, 国金证券研究所



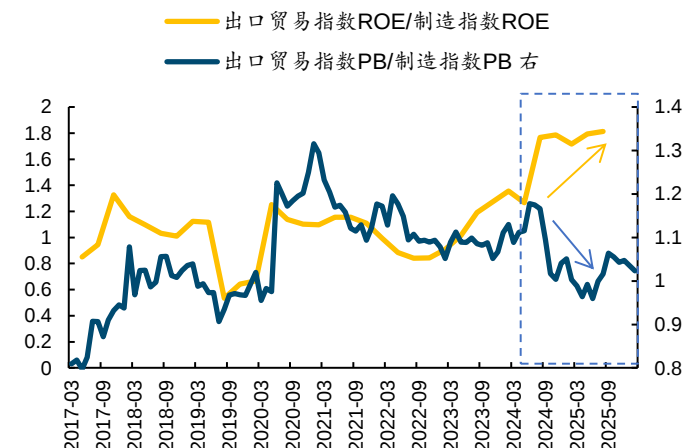
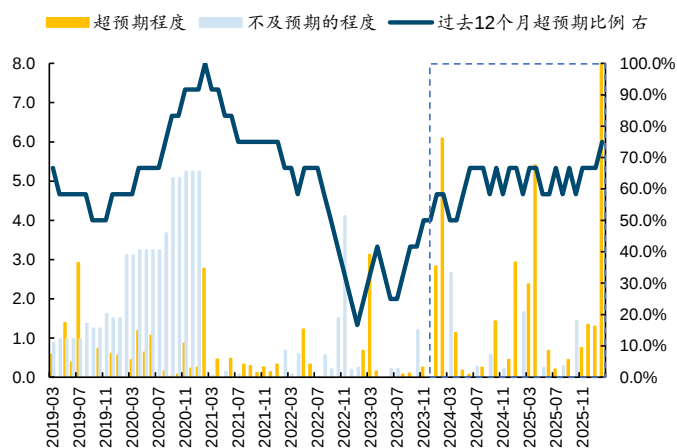
1.2 预测出口的难度加大，导致相应股票估值溢价的收缩

这样一来，“出口主题”的投资似乎变得格外简单，因为按照上文讨论的规律，只要能够预测出口的强弱，就能够精准把握做多“出口主题”的机会。但事实上在过去两年，出口的预测显然对宏观分析师来说是一道“难题”：以分析师预测与实际值比较来看，出口金额的当月同比在近两年中有半数以上的时间是“超预期”的，且“超预期的幅度”明显高于“不及预期的幅度”。换言之，宏观分析师对出口常常“不够乐观”，这种谨慎背后一方面来源于2018年的“肌肉记忆”，当时在中美贸易谈判期中，大量的企业为了规避之后的高关税“抢出口”，结果从2018年8月开始出口增速快速回落，直至2020年才因新的外生变量而扭转，因此在之后的几年中，出口增速处于高位或者超预期时，就总被解读为某种外生变量导致的“抢出口”，潜台词是“后续存在大幅回落的风险”；而另一方面的原因就更加现实，正是因为中国的出口结构出现了地区和产品上的多样化，要进行总量预测所需要采集的信息和参数就更多了，对各部分进行假设之后得出的总量数据与现实的误差也就会更大，因此分析师也得时刻提醒自己在假设时保持谨慎，这就造成了我们看到的出口持续“超预期”的现状。

对出口强弱的难以把握，或者是对出口强势持续性的质疑，还造成了另一个问题：投资者不愿意对出口型企业的ROE优势进行定价，出口企业与制造业企业的PB比值和它们之间ROE的比值之间出现了2017年3月以来的首次持续分化，出口型企业ROE优势不断扩大的同时，其PB溢价却在缩小。

图表5：过去两年中超过一半时间出口金额同比实际值高于分析师预测值，超预期幅度高于不及预期的幅度

图表6：2024年下半年以来，出口贸易指数相对制造指数的ROE优势扩张，但估值溢价却在缩窄



来源：Wind, 国金证券研究所 注：超预期和不及预期的程度=（实际值-预测值）/预测值的绝对值

来源：Wind, 国金证券研究所

1.3 消费、FDI 与制造业投资、基建投资的机会在哪里？

对出口企业的定价不足也意味着机会：加强对出口强弱的判断，就可以获取出口型企业的估值溢价修复的收益。因此本文尝试把“预测出口”这个宏大的问题化整为零——从需求的本质出发，对消费、制造业投资、基建投资这三个维度分别找到对应的增速最高、潜力最大的地域，并建立一套跟踪其边际变化的系统，接下来再去挖掘深耕当地、匹配当地需求和发展潜力的出口公司，形成一个“需求-地区-行业（个股）”的矩阵，构成中国企业出口出海的全景图，这套框架将出口总量的黑箱拆解为三大可跟踪的需求维度，能够帮助投资者清晰把握外需的结构性边际变化，提前识别出口板块的结构性机会与风险。从全景图中，我们发现全球的需求并非均质分布：消费的核心增量在东南亚和西亚；制造业发展所需的资本品出口的最优目的地集中在东南亚和南美；基建投资需求最强的是西亚（中东产油国），其次是非洲资源国。这三类需求在地理上有交叉，但驱动逻辑完全不同，例如面对中东的出口公司，其消费品和工程机械都可能受益，但前者靠的是人口红利，后者靠的是油气收入驱动政府投资。



图表7：全球各地区需求全景图

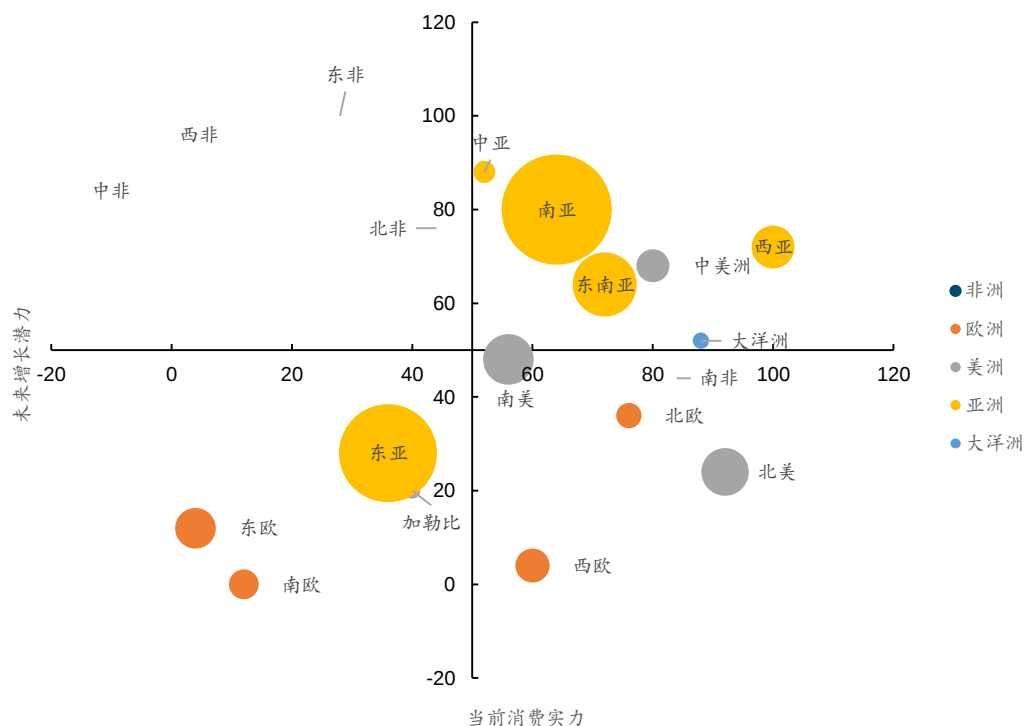
区域	消费需求 强弱	最佳&潜力消费 市场	制造业发展 强弱	最佳&潜力资本品市场	基建需求 强弱	工程承包 类型	基建需求国
非洲							
东非	☆☆☆	肯尼亚	☆☆☆	乌干达、肯尼亚、马达加斯加	☆		---
西非	☆☆☆	尼日利亚	☆☆☆	马里、尼日利亚、加纳、布基纳法索	☆☆	资源换项目型	加纳、马里、利比里亚
北非	☆☆☆	埃及	☆	埃及	☆☆☆	资源换项目型	阿尔及利亚、利比亚、苏丹、毛里塔尼亚
中非	☆☆☆	刚果（金）	☆	---	☆☆	资源换项目型	刚果（金）、刚果（布）、加蓬
南非	☆☆	---	☆☆☆	南非共和国、赞比亚、安哥拉	☆☆	资源换项目型 基础缺口型	安哥拉 毛里求斯
美洲							
中美洲	☆☆☆☆	巴拿马	☆	---	☆		---
南美	☆☆	---	☆☆☆☆	巴西、秘鲁、智利、哥伦比亚、阿根廷	☆☆☆	高端升级型 基础缺口型 资源换项目型	智利 委内瑞拉 秘鲁、玻利维亚、圭亚那
北美	☆☆	---	☆☆	加拿大、墨西哥	☆		---
加勒比	☆	---	☆	---	☆		---
亚洲							
东南亚	☆☆☆☆	印度尼西亚、泰国	☆☆☆☆	印度尼西亚、泰国、越南、马来西亚、缅甸	☆	高端升级型	文莱
南亚	☆☆☆☆	印度	☆☆☆	印度、尼泊尔、孟加拉国、巴基斯坦	☆		---
西亚	☆☆☆☆	海湾国家、土耳其	☆	土耳其	☆☆☆☆	高端升级型 基础缺口型 资源换项目型	沙特阿拉伯、阿联酋、科威特、阿曼、卡塔尔、阿塞拜疆 格鲁吉亚 伊拉克
中亚	☆☆☆☆	哈萨克斯坦	☆	哈萨克斯坦	☆☆	基础缺口型 资源换项目型	哈萨克斯坦 乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦
东亚	☆		☆	日本	☆	资源换项目型	蒙古
欧洲							
北欧	☆☆	---	☆	---	☆		---
西欧	☆☆	---	☆	---	☆		---
东欧	☆	---	☆	---	☆☆☆	高端升级型 基础缺口型	俄罗斯 塞尔维亚、波黑、乌克兰
南欧	☆	---	☆	---	☆		---
大洋洲	☆☆☆☆	澳大利亚	☆	澳大利亚	☆	资源换项目型	巴布亚新几内亚

来源：国金证券研究所

消费是人的收入、年龄、意愿的函数，对一个国家笼统地来看，可衡量的消费能力就是“有多少人能够消费”和“这些人的收入能否支撑消费”，因此我们可以做的是量化比较全球的人口结构是否适用于消费、人均收入是否能够支撑消费。对于前者，本文综合了三重指标：青少年抚养比、老年抚养比、消费年龄人口占比，并以 2025 年的最新数据对全球进行归一化打分；对于后者，本文采取了人均 GDP 作为衡量手段，同样归一化打分，两者共同作为“当前消费实力”的代表。当然，随着时间的推移，人口会发生显著的变化，许多地区的人均 GDP 还处于高速增长中，十年后这一地区的消费能力会大为不同，因此我们还采用了 IMF 预测的未来五年人口增长速度和人均 GDP 增长速度作为“未来消费潜力”的代表。这两个维度是为了判断，一个地区对于消费企业来说，是“现在就能变现”的市场，还是“需要提前布局以享受其成长性”的市场。从这个标准筛选来看：除东亚外的亚洲兼具当前消费实力和未来增长潜力，是最优先的消费市场，比如南亚的印度、东南亚的东盟诸国、西亚的一系列产油国（沙特、卡塔尔）、中亚的哈萨克斯坦；除南非外的非洲增长潜力强但当前购买力弱，是长线布局方向，比如北非的埃及、东非的肯尼亚、西非的尼日利亚、中非的刚果（金）；中国企业重视的欧洲、北美消费实力强但增长动能趋弱。而东亚（中国是主要组成部分）则可能陷入到当前和未来消费增长都乏力的困境中，从这个角度来看，消费类的企业确实需要更加重视其面向外需的业务。



图表8：全球消费实力与消费潜力一览：最优市场在亚洲，未来潜力在非洲

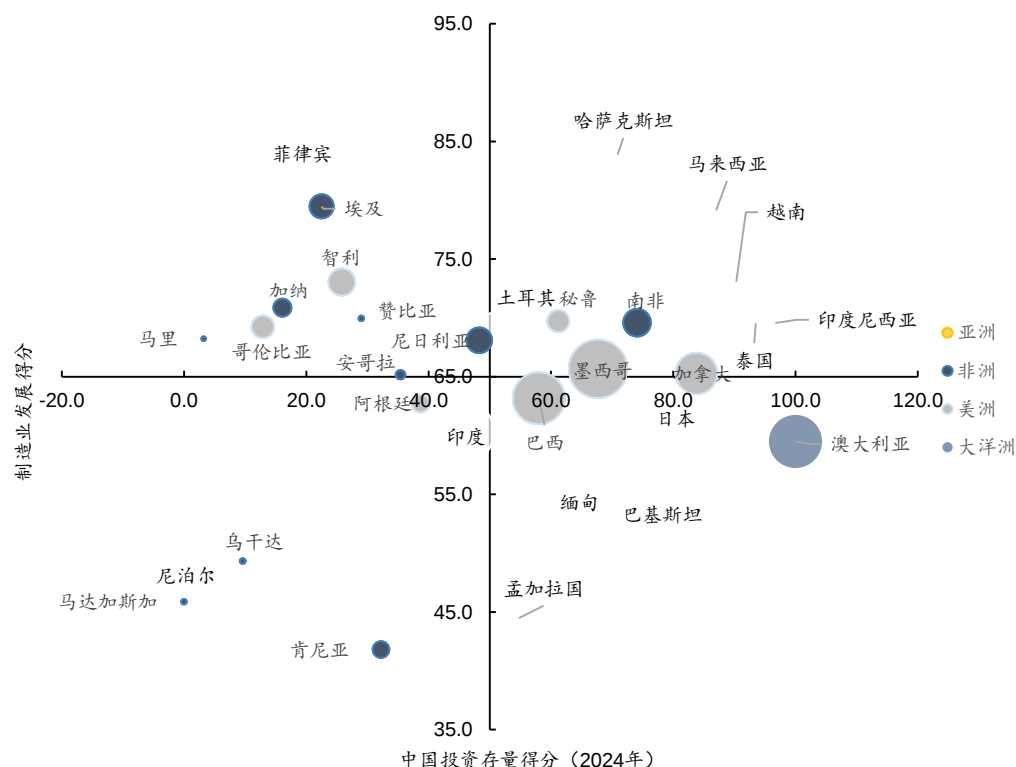


来源：联合国，IMF，国金证券研究所 注：横轴“当前消费实力”=人口结构分*0.5+人均GDP得分*0.5，数值越大表明当前消费实力越强；纵轴“未来增长潜力”=人口增速分*0.5+人均GDP增速分*0.5，数值越大表明未来消费增长潜力越大。气泡大小为人口数，气泡越大表明该地区人口越多。

对中上游的材料和中游制造类的公司而言，他们重视的需求是投资需求，国内固定资产形成额增速在2010年后的经济结构转型中已趋势性下行，因此外需成为了更为重要的成长性来源。特别是在2022年全球供应链重组加速之后，企业和投资者都更加关心新兴经济体的制造业发展和所带来的投资需求，因此，本文从贸易壁垒、要素成本、劳动力素质、投资自由度这四个维度，对全球的主要经济体制造业发展的潜力和受益于供应链重组的程度进行了打分：(1) 贸易壁垒：采用WTO的关税数据，计算每个经济体对其最大的五个出口对象出口时面临的非农产品关税的加权平均值，数值越小表明这一经济体面临的贸易壁垒越少，越能够成为一个新的制造业基地；(2) 要素成本：采用世界劳工组织的制造业平均月薪衡量劳动力成本，采用GlobalPetrolPrices统计的工业电价衡量能源成本，数值越小表明在这里进行制造生产的成本越低；(3) 劳动力素质：采用世界劳工组织的劳动者平均受教育年限和高等教育劳动者占比来衡量，素质越高表明在这里发展制造业的边界越宽，越能够进行产业链的攀爬；(4) 投资自由度使用Heritage Foundation所构造的指标，它衡量了法律文本和实际执行层面，在一地进行投资的市场化程度，该数值越高越好，表明投资面临的环境越好。对这四类指标，我们认为重要程度是要素成本>贸易壁垒>劳动力素质>投资自由度，以此构造出一个“制造业发展得分”。另外，一个地区即使制造业发展迅速，也不一定就会采用中国设备、购买中国材料，但中国对该地的投资是本国对东道国出口增加的加速器，因此我们再用截至2024年末的中国对各国直接投资存量来衡量这种加速器效应。两个维度很好地筛选出了中游材料和设备最值得重视的出口目的地，主要是亚洲（尤其是东盟的几个国家），印度尼西亚、泰国、越南、马来西亚、哈萨克斯坦是制造业发展潜力强，且中国对他们已经有较高的投资存量的地区，这意味着对中国产品的接受度可能较强；非洲和南美洲虽然中国当前对其投资存量不多，但是制造业发展潜力较强，例如非洲的尼日利亚、加纳、埃及，南美洲的智利、哥伦比亚。



图表9：全球制造业发展潜力与中国出口出海：东盟最优，非洲、南美洲潜力充分



来源：WTO, ILO, GlobalPetrolPrices, Heritage Foundation, 国金证券研究所 注：气泡大小为 2024 年中国对该国的出口金额，气泡越大表明出口金额越高

另一类投资需求并非单纯为建设某一类产业的产能，而是投资基础设施和公共服务，需求方是各国政府。对中国的建筑承包商、建筑材料和其他公共服务提供商（电力、交通运输等）而言，锚定这一类的外需也是在国内基础设施建设空间越来越小时寻找成长性的方式。可能存在两类基础设施建设投资增长较快的国家：（1）一类是“有钱、有基建需求”，大多在西亚和东欧地区，这些国家外汇储备充足、人均 GNI 高，但基础设施还不够完善，或者政府有大量的资源收入需要转化为基础设施投资，为今后国家收入的来源多样化打下基础，对于“有钱”，我们筛选了全球外汇储备覆盖进口月数处于前 75% 分位且人均 GNI 高于 50% 分位的国家，其中“有基建需求”的国家筛选标准是其世界银行 LPI 基础设施得分来看低于中位数，或其资源租金占 GDP 比例高于 75% 分位数，最后筛选出典型的国家包括：沙特、俄罗斯、阿联酋、科威特这些油气资源丰富，基建有升级需求的国家，还有哈萨克斯坦、塞尔维亚、毛里求斯这些基建存在缺口的国家；（2）一类是“没钱、用资源换基建项目”，这类的国家本身发展较为落后，外汇储备不够充裕或者收入本身就偏低，为了求发展只能利用自身较好的资源禀赋来换取他国对基础设施建设，“资源禀赋”则是指资源租金占 GDP 比例高于 75% 分位数或者是人均非可再生资本高于 75% 分位数（这一指标衡量可能还未得到开发的资源储量），这一类的国家大多集中在非洲和西亚、中亚，例如阿尔及利亚、刚果（金）、伊拉克、蒙古、乌兹别克斯坦等国。



图表10：全球基建需求国分类：高端升级型、基础缺口型、资源换项目型

国家名称	LPI基础设施得分	外汇储备覆盖进口月数	人均GNI (PPP), 美元	自然资源租金_占GDP%	人均非可再生自然资源, 美元	需求类型	中国承包工程合同金额, 2023年, 万美元
沙特阿拉伯	3.6	15.1	71730	25.6	3937	高端升级型 (资源富国)	1,675,858
俄罗斯	2.7	16.3	46780	18.5	19300	高端升级型 (资源富国)	1,301,146
阿联酋	4.1	5.2	81530	17.6	93808	高端升级型 (资源富国)	593,478
科威特	3.6	9.0	63270	29.3	1586	高端升级型 (资源富国)	220,364
智利	2.8	4.2	34320	16.9	15251	高端升级型 (资源富国)	151,270
阿曼	3.2	3.7	39340	29.2	40640	高端升级型 (资源富国)	104,251
卡塔尔	3.8	6.7	121900	27.3	243178	高端升级型 (资源富国)	89,210
阿塞拜疆	—	4.7	24220	29.9	988	高端升级型 (资源富国)	51,910
文莱	—	5.5	92750	24.3		高端升级型 (资源富国)	14,470
哈萨克斯坦	2.5	5.3	37590	26.8	23845	基础缺口型	486,092
塞尔维亚	2.4	6.2	30770	1.8	1484	基础缺口型	211,568
毛里求斯	2.5	5.2	35100	0.0	0	基础缺口型	57,974
波黑	2.6	6.5	24990	0.8	1473	基础缺口型	48,714
委内瑞拉	2.4	3.7	20030	20.6	—	基础缺口型	22,424
乌克兰	2.4	5.0	18560	7.5	3795	基础缺口型	14,424
格鲁吉亚	2.3	2.3	26200	1.4	1080	基础缺口型	12,904
阿尔及利亚	2.1	16.5	17290	22.6	—	资源换项目型	746623
刚果 (金)	2.3	1.7	1760	38.8	578	资源换项目型	649592
伊拉克	2.2	11.2	14530	43.5	29610	资源换项目型	529010
蒙古	2.3	3.3	17000	33.1	18656	资源换项目型	460875
乌兹别克斯坦	2.4	10.3	12000	20.5		资源换项目型	426374
刚果 (布)	2.1	1.6	6340	37.7	4948	资源换项目型	311378
加纳	2.4	1.5	7720	13.4	1204	资源换项目型	291651
秘鲁	2.5	10.5	16780	12.7	6132	资源换项目型	288283
安哥拉	2.1	5.5	9460	30.0	477	资源换项目型	252783
巴布亚新几内亚	2.4	4.4	4580	27.4	5983	资源换项目型	71887
苏丹	2.3	0.2	2050	12.8	487	资源换项目型	68310
玻利维亚	2.4	1.9	12620	9.5	1985	资源换项目型	65789
圭亚那	2.4	0.9	52290	33.7	20173	资源换项目型	62243
利比里亚	2.4	3.4	1750	21.9	2312	资源换项目型	56923
毛里塔尼亚	2	5.4	7300	11.5	6369	资源换项目型	31821
马里	2	—	3230	18.4	1170	资源换项目型	30861
加蓬	2.2	0.9	20400	18.5	3871	资源换项目型	29517
吉尔吉斯斯坦	2.4	3.1	7900	11.5	2271	资源换项目型	18846
利比亚	1.7	31.6	15400	61.0	—	资源换项目型	12163

来源：世界银行，国金证券研究所 注：表格中国家名称标黄表示属于亚洲、标橙色为欧洲、标灰色属于美洲、标深蓝色属于非洲、标浅蓝色属于大洋洲。

二、需求驱动逻辑与边际变化

2.1 三大外需温度计

将外需拆分为三个层次：消费、制造业、基建和它们对应的高增长、潜力地区之后，我们再对其当前景气度和未来变化做一个刻画，结论是：**当前基建需求≈消费需求>制造业需求**。

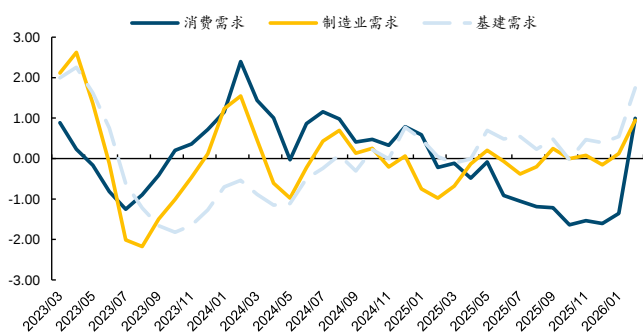
首先，当前景气度的刻画我们采用了出口数据分类跟踪的方式，对消费、制造业、基建分别跟踪了 10 种典型的商品，它们的出口数量指数和出口价格指数按照 7:3 的权重进行加权得到各个产品的出口景气度，对各个大类需求则是将跟踪的 10 种商品出口景气度缩尾求均值之后，为减小波动进行三个月移动平均，再对将他们处理为标准化 Z 值（区间为近 36 个月）以横向、纵向可比，对比之后能发现：**进入 2026 年之后，三大外需都出现了明显的修复，绝对值上基建强于消费强于制造业，边际上消费强于基建强于制造业**。把时间拉长来看，制造业需求自 2023 年的 FDI 和产业链重构高峰之后下滑至中枢水平波动，而基建需求则从 2023 年起稳步提升，消费则出现 1 年强、下一年弱的周期性状态，而 2026



年或许正好是海外消费品补库的年份。

其次，下文中我们也分析了具体的国家、地区需求的边际驱动因素和风险分别是什么，三大需求都分别有长期的驱动因素支撑，但对制造业而言，“产业链重构”这一驱动力也已经在过去几年支撑了制造业投资，目前没有加速它的新动力出现，反而有“高利率+AI 挤出”这两个风险因素。对基建需求而言，地缘冲突可能会在短期内放缓其需求落地的速度，但在长期却加强了“安全”需求，包括能源、工业、运输等等。因此我们综合判断外需中，当前最值得关注的是短期补库+长期升级和扩容的消费，以及基建需求，最后是制造业需求。

图表11：当前三大外需的景气度温度测量



图表12：三大外需综合评价温度计

外需类型	消费需求	制造业需求	基建需求
当前景气度	强	中等	最强
边际趋势	大幅改善	小幅改善	持续向好
边际驱动	高收入国家结构性升级；收入跨越型国家消费扩容	产业链重构	经济多元化、资源民族主义
主要风险	低	高利率+AI 挤出融资	地缘冲突
综合判断	★★★★	★★	★★★★

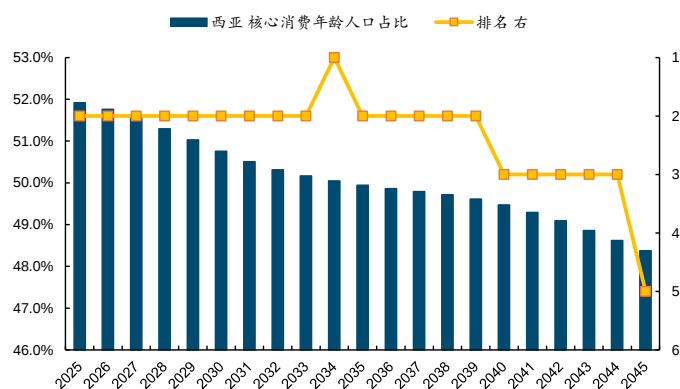
来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

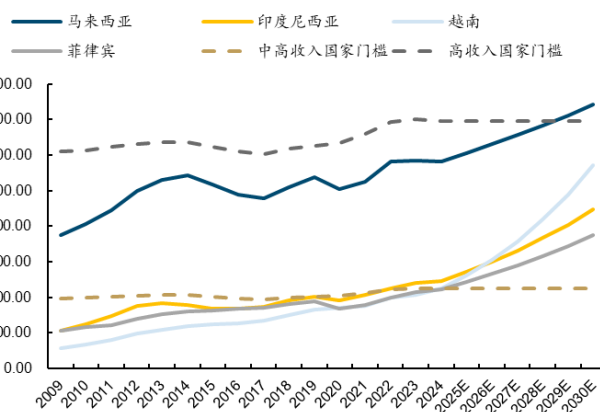
2.2 消费需求：高收入国家的结构性升级&收入跨越下的扩容

当一个地区同时具备年轻的人口结构和快速提升的人均收入，消费扩张的动能最强，反之则消费动能衰减。上文提到消费最优的市场在西亚（中东）、东南亚和南亚，但它们的消费所处阶段和未来主要驱动力略有不同：（1）对西亚（中东）地区而言，目前它的人均 GDP 位居全球前列，未来消费增长的主要驱动力是“年轻化+政策鼓励+世俗化加速”下的结构化升级，西亚（中东）地区核心消费年龄（25-50 岁）人口占比在全球比较中位居前列，沙特“2030 愿景”、阿联酋“D33 计划”等长期经济转型政策均致力于推动非石油经济占比突破 50%，并大力发展旅游、零售、电商等消费产业，女性劳动参与率的提升也释放了新的消费空间。（2）对东南亚和南亚而言，消费增长的主要驱动力则是未来其切入全球制造业供应链之后，带来本国收入的快速增长和跨入中高收入国家门槛后的消费扩容，东南亚中的马来西亚即将跨越高收入国家门槛、越南、菲律宾即将跨越中高收入门槛，印度尼西亚 2024 年刚刚跨越中高收入国家门槛，南亚的印度如果能够保持过去几年的人均 GNI 增长速度，也可能在未来 4-5 年内达到中高收入国家门槛。参考中国在 2010 年跨入中高收入国家行列后，消费对 GDP 增长的拉动力增强。

图表13：西亚核心消费年龄人口占比在 2039 年之前都将保持在世界前列



图表14：东盟四国人均 GNI 与中高收入国家、高收入国家门槛值比较（美元）

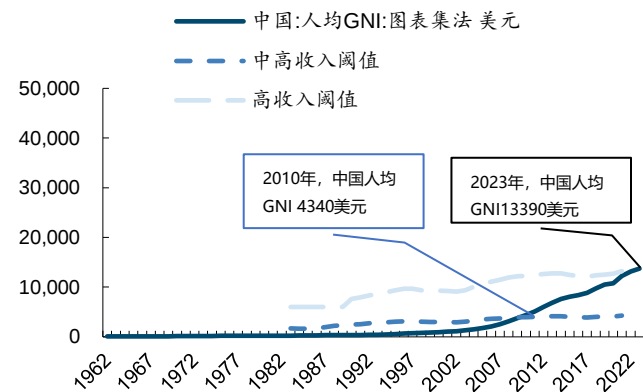


来源：联合国, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

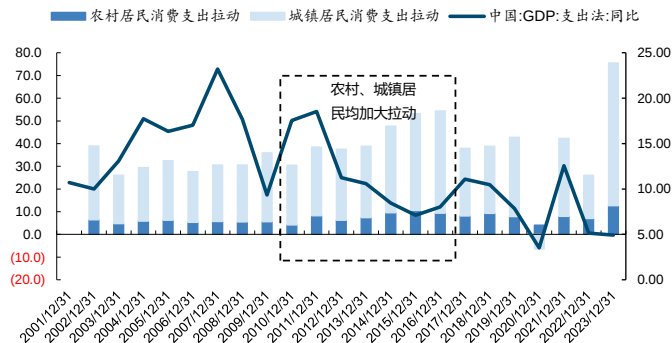


图表15：中国人均 GNI 在 2010 年达到中高收入国家阈值



来源：联合国，国金证券研究所

图表16：中国在达到中国收入国家阈值后，农村、城镇居民消费对 GDP 的拉动均上升



来源：Wind，国金证券研究所

消费可能是本文关注的三大需求中，在宏观层面最好跟踪的一类：由于人口、收入都是慢变量，国际机构年度进行的统计和预测能够很好地满足观测需求。在此之上，还可以利用各国统计局月度统计的消费总量和结构数据进行验证；而对中国外需的拉动，则同样可以采用海关的出口月度数据和消费品公司的季度财报进行印证。

图表17：消费外需边际变化跟踪表

跟踪方向	跟踪维度	具体指标	数据来源	更新频率	边际加速信号	边际减速信号
人口、收入慢变量	收入水平	人均GDP、人均GNI绝对值及增速	IMF、世界银行	每年两次	人均GNI突破阈值	增速连续两季度低于预期
	人口红利	核心消费年龄人口占比变化	联合国人口署	每年	核心消费年龄人口占比上升	抚养比开始上行拐点
消费总量和结构	消费能力	消费总额增速	各国统计局	月度/季度	实际零售增速加速且持续3个月以上	零售增速回落至历史均值以下
	消费结构	耐用品/非耐用品支出比	各国统计局	季度	耐用品占比提升，说明消费升级启动	耐用品占比回落，消费降级
政策导向	政策规划	财政支出、发展规划等	各国政府	不定期	提高福利、经济多元化、重视消费	福利削减、世俗化降速、经济结构单一
外部需求印证	消费出口	中国对该地区消费品出口增速	中国海关	月度	消费品出口增速加快	出口增速回落或份额被替代
	企业景气	重点消费品公司该地区收入增速	上市公司财报	季度	海外营收加速，海外毛利增长高于国内	海外收入降速，海外毛利增长慢于国内

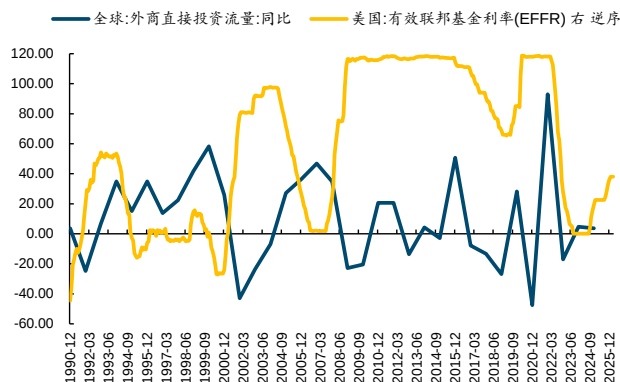
来源：国金证券研究所

2.3 制造业投资需求：长期驱动是产业链重构，短期压制是利率与 AI 挤出

2020 年后新兴市场制造业发展和投资进入加速阶段，主要动力是美联储的大举降息+供应链中断后各国开始产能备份的诉求，在这一过程中非洲、东南亚、北美获得了更高的绿地投资流入。特别是在 2022 年俄乌冲突发生之后，欧美发达国家的“供应链安全”要求与新兴市场深度参与全球价值链的发展需求不谋而合，从 2022 年开始，全球制造业的集中度就从中国“一枝独秀”转变为“一超多强”的格局，东南亚、墨西哥和印度等新兴国家制造业迅速崛起。

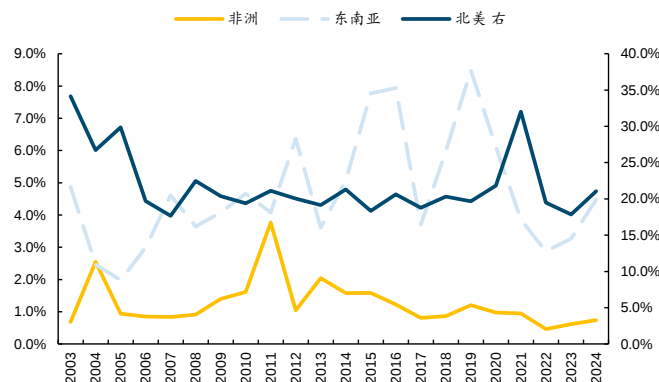


图表18：2020 年美联储降息也带来此后的两年间全球 FDI 流量大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

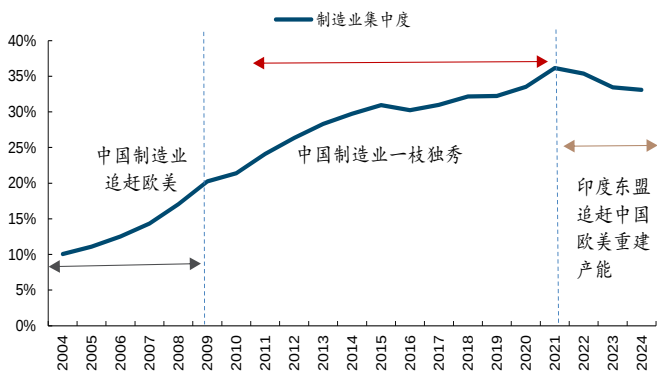
图表19：2022-2024 年，非洲、东南亚、北美获得的 FDI 绿地投资金额占全球总额比例提升



来源：世界银行，国金证券研究所

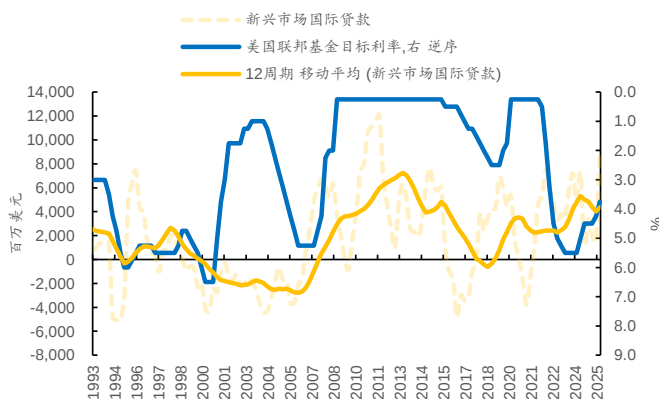
站在 2026 年来看，这种“顺风”遭遇到一定的压制：首先，从降息周期的角度来看，虽然 2024 年 9 月美联储开启了降息周期，但当前利率维持在高位（3.75%），相较上一轮新兴市场融资潮时（2020-2022 年）的最低政策利率高了 3.5 个百分点；10Y 国债收益率和联邦基金利率的利差也呈现扩大的趋势，这两个特征都意味着新兴市场美元融资相较上一轮投资周期更困难。NBER 研究显示，美联储降息与新兴市场美元贷款量大幅增长之间存在显著正相关，新兴市场约 80% 的跨境贷款以美元计价，对欧洲以外的新兴市场则为 90%。贷款规模也受到收益率利差（即 10 年期美国国债收益率与联邦基金利率之差）的影响，随着利差收窄，银行将贷款组合重新调整，转向风险更高的资产，利差每上升 1%，新兴市场经济体的贷款规模就会降低约 16%；其次，以 2025 年的经验来看，AI 产业的发展挤出了对新兴经济体传统制造业的投资，2025 年全球 FDI 增长 14%，但其中很大一部分增长来自数据中心投资项目的资金流动，受关税影响较大的全球价值链密集型行业的项目数量大幅下降（-25%），尤其是纺织、机械、汽车等需要全球跨区域生产的行业。简而言之，降息节奏与 AI 产业融资强度是未来一段时间影响制造业投资的重要因素。

图表20：2022 年开始，全球制造业的分布更加分散，印度、东盟、墨西哥等国制造业发展迅速



来源：世界银行，国金证券研究所 注：制造业集中度为中国制造业增加值占全球最大十个制造业增加值国家总和的比例。

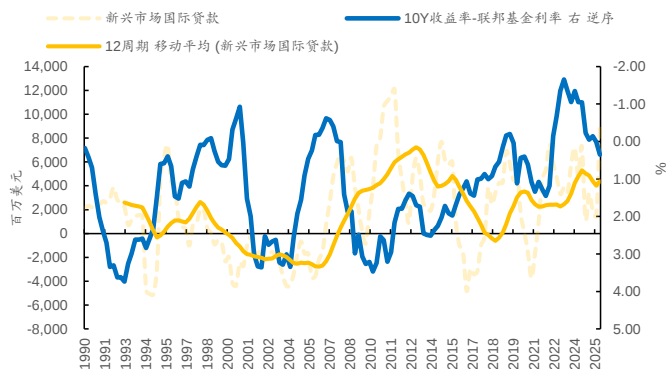
图表21：当前联邦基金利率水平相较于加息前的水平高出 3.5 个百分点，抑制新兴市场融资规模



来源：Wind，“U.S. Monetary Policy and Emerging Market Credit Cycles,” NBER Working Paper 25185 (2018)，国金证券研究所 注：“新兴市场”包括东盟五国、越南、印度、墨西哥、巴西



图表22：新兴市场国际贷款规模与10Y-联邦基金利率之差呈现负相关，而当前利差扩大



来源：Wind, "U.S. Monetary Policy and Emerging Market Credit Cycles," NBER Working Paper 25185 (2018), 国金证券研究所 注：“新兴市场”包括东盟五国、越南、印度、墨西哥、巴西

图表23：2025年宣布的绿地项目中，属于全球价值链密集型行业的数量和金融都有所下降

类别	2023	2024	2025*	2024-2025增长率(%)
全球价值链密集型产业				
金额（十亿美元）	299	318	303	-5
项目数量	4545	4849	3645	-25
电子及电气设备				
金额（十亿美元）	171	185	208	13
项目数量	1450	1487	1103	-26
半导体				
金额（十亿美元）	43	123	166	35
项目数量	142	152	141	-7
汽车				
金额（十亿美元）	88	89	63	-29
项目数量	992	967	875	-10
机械及设备				
金额（十亿美元）	24	23	19	-18
项目数量	1019	1156	964	-17
纺织、服装及皮革				
金额（十亿美元）	16	22	13	-40
项目数量	1084	1239	704	-43

来源：UNCTAD, 国金证券研究所 注：全球价值链密集型行业指的是生产环节高度跨境拆分、中间品多次跨境、对外依存度高、由跨国公司主导的行业，典型的行业如电子、交通运输设备、纺织服装、基础化工、金属与机械、食品加工等

对制造业投资的外需的跟踪与对消费的跟踪相比，要求更多的精力，原因在于许多关键因素的变化是偶然的、不定期的，因此需要时刻持续关注。例如要素成本中的能源变动，本轮中东局势紧张导致的能源短缺就给许多新兴制造业国家带来了考验；同时，东道国的贸易和投资政策也可能随着政府的换届、国际关系的变化而出现较大变动。相对而言比较容易关注到的变化反而是全球资金成本的变动，跟踪美联储降息行为和美国国债利差即可。此外，制造业投资外需不仅需要通过出口数据和上市公司海外营收来印证，中国对东道国的直接投资增加也往往是对其出口增加的领先指标，因此相比于消费而言，制造业投资外需需要多加关注的是中国的直接对外投资情况。

图表24：制造业投资外需边际变化跟踪表

跟踪方向	跟踪维度	具体指标	数据来源	更新频率	边际加速信号	边际减速信号
本国发展制造业的优势	要素成本	制造业平均工资增速、能源供应与价格	ILO/各国统计局	年度	工资增速低于生产率增速，竞争力维持、能源供应充足价格下降	工资增速持续超过生产率，成本优势侵蚀、能源断供、价格大涨
	产业链配套	工业园区入驻率及新增企业数	各国工业部/媒体	不定期	重点工业园区满园、新园区规划启动	企业撤离、园区空置率上升
	贸易政策与投资政策	关税变化及自贸协定进展	WTO/商务部	不定期	新自贸协定生效、关税降低	贸易摩擦升级、关税壁垒提高
全球资金动向	资金利率情况	美联储有效联邦基金利率、10Y与联邦基金利率利差	美联储	日度	降息开启、利差缩窄	降息推迟或加息、利差扩大
本国制造业发展的实际情况	FDI流入规模	实际利用外资金额及增速	UNCTAD/各国央行	季度	单季FDI流入创历史新高或增速加快	连续两季度FDI净流出
	制造业景气	PMI制造业指数	Markit/各国统计局	月度	PMI连续3个月站稳50以上且新出口订单分项上行	PMI跌破50且持续
外部需求印证	中国企业行为	中国对该地区直接投资流量	商务部	季度	中国对该地区ODI加速流入	ODI增速放缓或转向其他地区
	资本品出口	中国对该地区资本品出口增速	中国海关	月度	消费品出口增速加快	出口增速回落或份额被替代
	企业景气	重点资本品公司该地区收入增速	上市公司财报	季度	海外营收加速，海外毛利增长高于国内	海外收入降速，海外毛利增长慢于国内

来源：国金证券研究所

2.4 基建投资需求：资源民族主义兴起，加速基建出海

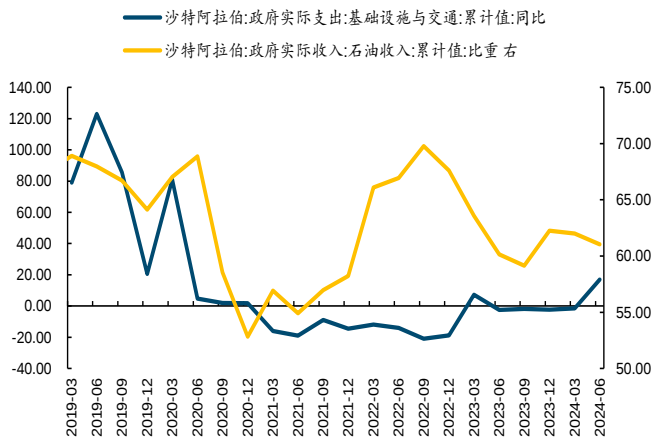
上文中那些“有钱，有需求”的中东政府基建相关资本支出加速：沙特王国利亚德获批承办2030年世博会，2025年6月沙特主权财富基金成立专门公司负责建设与运营2030年世博会相关设施。此外，中东国家在远景规划指导下，一大批基础设施建设项目正待开工（跨国铁路、新能源项目、未来城市），以沙特为例，政府资本支出并未因油价波动而收缩，基建投资始终维持高强度。对于这一类国家的基建需求跟踪相对容易，主要是对远景规划中提及的重点领域，跟踪相关项目进展，再从中国商务部、上市公司公告等信息源进



行验证如何拉动中国基建出海。

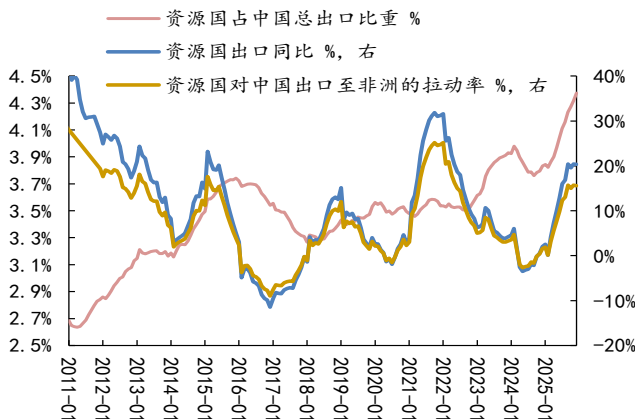
另外一类基建需求国——主要是非洲资源国资源民族主义兴起，在我们的春季策略《重返真实》中梳理过，相比于 70 年代的资源民族主义，新一轮资源民族主义存在新特征：①关注重心由过往的油气领域转向关键矿产；②资源国的诉求并不仅仅是追求完全的资源国有化，而是更希望以资源谋求发展，向下游延长产业链、增加附加值。我国“一带一路”合作倡议的不断推动，当前我国出口至非洲的总额中，资源国贡献占比已超 70%。此类国家的基建需求波动较大，其政局稳定性、主权信用和融资能力、大宗商品价格周期都会影响基建需求的释放。

图表25：2020 年后，沙特阿拉伯基建支出与石油收入脱钩，成为一项持续性上升的支出



来源：Wind，国金证券研究所

图表26：出口视角来看，资源国占我国出口比重趋势抬升



来源：wind，国金证券研究所

图表27：海湾国家远景规划与中国合作概况一览

	规划名称	规划内容	承包工程情况	经贸合作最新项目
阿联酋	《阿联酋2071百年计划》	1、弹性政府；2、专业化、职业化、道德化教育；3、多元化经济结构；4、包容、尊重、团结社会	2024年，中国与阿联酋新签合同额约87.69亿美元，完成营业额37.55亿美元	2025年8月15日，阿联酋电信运营商du携手华为在阿联酋部署本地区首个5G-A网络
	《阿布扎比2030年经济远景规划》	2030年经济总量比2008年翻两番，石油占GDP的比重降至36%。		2025年7月18日，中国通号卡斯柯正式签约迪拜蓝线项目，在海湾国家市场实现首单突破。
	《迪拜2040年规划》	增加迪拜经济和娱乐活动规模、扩大自然保护区面积、增加教育和医疗设施等		2025年7月4日，阿布扎比港务集团与宁波舟山港集团将共同打造汽车物流生态系统
	《迪拜经济议程D33》	2023年发布，在未来10年将迪拜的经济规模扩大一倍，并巩固其在全球重要城市中的地位。		2025年7月4日，京东产发与阿布扎比机场自由区共建中东智慧物流枢纽
阿曼	《阿曼2040愿景》	渔业、制造业、物流、可再生能源和制药业，构成了阿曼《2040愿景》的核心领域。每个产业均充分利用阿曼的自然资源、地理优势及亲商政策，形成独特的发展潜力。	2024年中国企业在阿曼新签合同额11.04亿美元，完成营业额13.28亿美元	2025年12月16日，中国能源建设集团山西省电力设计院有限公司中标阿曼Dhofar II 125兆瓦风电项目。主要建设内容包括整个风电场的设计、设备采购、施工、调试及后期服务，并配套新建一座400千伏升压站及长约3.7公里的外送线路。
沙特阿拉伯	《沙特“2030年愿景”》	2030年实现沙特跻身全球前15大经济体，将非油外贸出口占比从16%提升至50%，将政府非油财政收入从435亿美元提高至2667亿美元，将油气行业本地化水平从40%提升至75%。电力方面，沙特计划到2030年生产950万千瓦时的可再生能源电力。巩固沙特连接亚非欧三大洲的物流中心地位	2024年中国企业在沙特阿拉伯新签承包工程合同合同额325.5亿美元，同比增长94.25%，完成营业额126.3亿美元，同比增长36.18%。	2025年12月14日，成都建院签署沙特33/11千伏电网变电站EPC总承包合同
科威特	《科威特2035国家愿景》	在发挥私营企业在科威特经济发展中的重要作用，保障人民生活全面均衡发展，实现社会公正。发展现代化基础设施，提高所有公民的生活质量。项目涉及航空、港口、道路、医院、电力供应、海水淡化、数字通信等领域。	2024年中国企业在科威特新签承包工程合同额24.79亿美元，完成营业额11.67亿美元。	2025年12月22日，中国交建签署科威特大穆巴拉克港项目首个EPC合同
卡塔尔	《2030国家愿景》	主要从四个方面开展经济建设，包括建设能源强国，巩固全球领先液化天然气出口国地位，继续保持原油出口规模；深入推进经济多元化，积极建设物流、旅游、制造业、金融、数字、教育医疗、农业和新兴产业等九大产业集群。	近年来，中卡能源基础设施合作潜能不断释放，中资工程企业抓住卡塔尔北部气田扩能等契机，连续拿下多个油气领域重点工程项目，累计签约金额超20亿美元。	2025年10月13日，由海洋石油工程股份有限公司承揽的卡塔尔BH EPIC总包项目全面启动。该项目合同金额约40亿美元，项目位于波斯湾卡塔尔海域Bul Hanine (BH) 油田

来源：根据新闻整理，国金证券研究所



图表28：当前资源民族主义政策与历史进行对比

	主战场	国有化方式	政策整体特点	对外资态度	核心目标
过去	油气领域	“直接国有化”	粗暴严厉，对矿企影响大	零和博弈下的对立抗争，排斥态度	去殖民化
当前	关键矿产领域	“间接国有化”	温和理性，负面影响较小	合作基础上的利益之争，开放态度	现代化
区域	国家	限制措施类型	具体内容		
亚太	印尼	出口禁令&本地加工	(1) 印度尼西亚于2020年1月1日对镍矿石出口实施禁令。 (2) 从2023年6月开始，政府将禁止铝土矿出口，并推动在本国加工铝土矿的发展。		
	菲律宾	出口禁令&下游产业化	2025年2月，菲律宾参议院曾通过法案提议禁止出口未经加工的原矿，以推动国内加工产业、提高矿业的附加值。法案设定5年宽限期，以便矿业公司建立加工设施。然而，在立法过程中，最终版本未纳入原矿出口禁止条款。		
非洲	刚果（金）	出口配额&下游产业化	1、2025年2月21日，战略矿产市场监管局（ARECOMS）为应对全球钴供应过剩，发布了为期四个月的钴矿产品出口禁令。随后，该出口禁令于2025年6月21日再次延长三个月。 2、自2025年10月16日起正式实施钴出口配额管理制度，以规范出口秩序，促进战略矿产的本地增值利用。		
	津巴布韦	出口管制&本地加工	1、2022年12月，《基础矿物出口管制令（含锂矿石和未选锂矿）》禁止出口未经加工的含锂矿石，除非经矿山矿业发展部部长书面许可； 2、2023年1月，《第5号法令》将出口禁令扩大至所有“基础矿物”，包括除贵金属、宝石、石油和天然气之外的所有矿物； 3、2023年5月，《第57号法令》进一步细化、锂矿的开采、运输、储存、境内销售、加工和出口的程序并引入了相关许可制度。 4、政府已宣布自2027年1月起，禁止锂精矿出口，仅允许出口更高加工度的锂盐或硫酸锂产品。该政策旨在推动境内形成锂化工及电池材料产业链，促进矿业投资向下游延伸。		
	加纳	出口禁令&本土加工	(1) 自2024年6月起实施禁止原铝土矿的出口，以确保约9亿吨铝土矿储量在国内进行精炼和加工。(2) 2023年出台了“绿色矿产政策”，明确要求锂矿不得以原矿形式出口，必须在本国内进行提炼加工后再对外销售。		
	几内亚	出口税&本地加工	1、税收制度：(1) 对贵金属、铁矿、铝土矿等征收矿产资源税。其中，若矿业企业在几内亚未建成至少80%加工能力的相关设施，超过初始生产期后，其铁矿及铝土矿的适用税率将上调15%。(2) 出口税：除贵金属外，未加工或未转化为半成品的矿产品出口须缴纳出口税。 2、《矿业法》未对原矿或加工矿物设定明确的出口限制。但政府已经采取战略政策以推动本地增值与选矿加工，因此从事铝土矿和铁矿运营的企业，通常会在采矿协议条款被鼓励或要求建设本地加工设施（如精炼厂或冶炼厂）。 3、《矿业法》未普遍强制要求本地加工，但政府积极推动选矿加工（特别是铝土矿、铁矿等战略矿产）。采矿协议通常包含建设本地转化设施的承诺，例如氧化铝精炼厂或球团厂。为支持此类投资，可能提供财税及关税优惠，且通过优先使用几内亚商品、服务及合作，进一步鼓励本地增值。		

来源：《当前一轮“资源民族主义”特点及前景》，中国贸促会服务企业平台，商务部，中国有色网等，国金证券研究所

图表29：基建投资外需边际变化跟踪表

跟踪方向	跟踪维度	具体指标	数据来源	更新频率	边际加速信号	边际减速信号
政府投资意愿与财力	政府预算	政府资本支出占GDP比例	IMF财政监测报告	每年两次	资本支出占比提升且预算通过	财政赤字扩大、资本支出削减
	远景规划	政府远景规划	各国政府	不定期	远景规划提出加强基建	规划没有后续落地
	融资环境	多边开发银行对该地区基建贷款规模	世界银行、亚开行	季度	贷款规模扩大，新项目审批提速	债务可持续性问题分析致融资收紧
资源换项目	资源品价格	大宗商品价格（铜、钴、原油）	Bloomberg/Wind	日度	大宗商品价格持续上涨，资源国谈判意愿增强	大宗商品价格下跌，资源国财政收缩
	地缘政治	中国与目标国外交关系及双边协议	商务部、新华社	不定期	新签双边合作协议或领导人互访	制裁、政权更迭、合同纠纷
外部需求印证	企业订单	重点建筑/工程机械公司海外新签订单	上市公司公告	季度	海外新签订单占比提升、增速加快	海外订单增速低于预期或取消
	项目储备	新签海外工程合同金额	中国商务部	月度	单月新签合同金额同比增速加快	连续3个月同比负增长

来源：国金证券研究所

三、框架的应用：当前的出口高景气赛道

3.1 海外消费增长的三个层次：轻工制品→汽车、厨卫家电→跨境电商、白电

对前文中我们筛选出未来消费的潜力市场，可以按照收入层次大概分为三个层级：西亚（最高）、东南亚（中等）、非洲（初级），从 2019–2024 年中国对该区域最大贸易伙伴的出口商品统计来看，海外消费品需求的增长也分为三个层次：最初级的是从人均 GDP 最低的非洲地区来看，中国对其增速最快消费品是灯具，这一需求在其余两个层级中并不突出，此



外还有玩具、塑料制品等；其次则是最普遍的消费需求，例如汽车、厨电家电（电热水器、电熨斗），这类消费品在非洲和东南亚、西亚都增长得很快，或许也体现出中国企业在上述领域中具备较强的竞争力；接着是需要一定基础设施、偏高端和改善的需求，比如跨境电商和大白电（空调、冰箱），这两类需求只在东南亚和西亚增长较快。

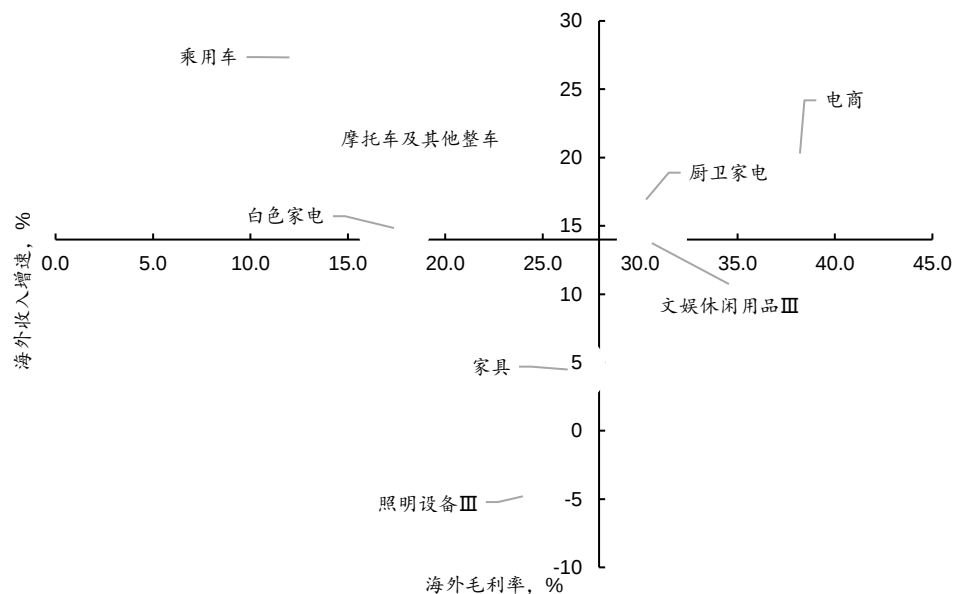
图表30：中国对消费三个高增长地区的主要出口消费品

中国对东南亚出口增速高的消费品				中国对西亚出口增速高的消费品			
HS 编码	品类名	2024年出口金额（美元）	2019-2024年复合增速（%）	HS 编码	品类名	2024年出口金额（美元）	2019-2024年复合增速（%）
9999	未按种类具体列名的商品	19397634920	61.8	8703	主要载人机动车辆（含旅行车、赛车）	11411715881	71.7721622
9403	第 94 章未列名家具及其零件	5914612174	14.4	8415	空调机；	4146349276	15.5521825
4202	衣箱、旅行包、工具包及类似容器	5660365423	14.2	9999	未按具体品类列名的商品	3589168505	43.7612711
9503	三轮玩具车、踏板车、玩偶、玩具、模型、拼图	5155546367	11.8	8516	电热水器、电热理发器具、干手器、电熨斗、家用电热器具	1609472811	15.0625159
8703	主要载人机动车辆（含旅行车、赛车）	4934850941	40.6	8418	电动或其他制冷设备，如冰箱、冷冻柜等	1156569825	17.6824923
9401	坐具（可转床或不可转床）及其零件	3591286332	10.7	8711	摩托车（含机动脚踏两用车）及装有辅助发动机的脚踏车，不论是否带边车；边车	997420625	33.4959471
8516	电热水器、电热理发器具、干手器、电熨斗、家用电热器具	3314378246	17.9	中国对非洲出口增速高的消费品			
8415	空调机	2623445008	15.7	9405	未列名灯具及照明装置；发光标志、铭牌及其零件	773395938	12.7
3924	塑料制餐具、厨具及其他家用制品	2603705438	17.7	8703	主要载人机动车辆（含旅行车、赛车）	672950662	30.5
				9403	第 94 章未列名的家具及其零件	481729901	12.2
				9401	坐具（品目 9402 除外）及其零件	323252650	10.2
				8516	电热水器、电热理发器具、干手器、电熨斗、家用电热器具	266199424	9.8

来源：UNcomtrade, 国金证券研究所

从这几个细分行业的上市公司来看，未来成长性最高的或是电商、厨卫家电这两个品类，它们的海外毛利率较高，且以 2025H1 的财报来看海外收入增速高于整体，验证了其受益于海外消费需求的成长性，而且随着越来越多的地区（例如非洲国家）收入提升之后加入到中等和高端改善需求行列中，它们还会释放出更多的成长性。其次则是乘用车、摩托车和白色家电，中国品牌在这两个品类中建立了极强的全球竞争优势，但由于行业的竞争格局，也使得其海外毛利率偏低。最后则是家具和照明设备，家具受到欧美传统市场的需求不振拖累较大，而照明设备则是由于其需求增长只能来自于低收入地区，独木难支。

图表31：高消费外需增长行业比较：电商、厨卫家电海外毛利率与海外收入增速双高



来源：Wind, 国金证券研究所 注：坐标轴交点为消费板块整体水平。



3.2 海外制造业投资：关注东南亚产能建设所需的电力设备、机械设备

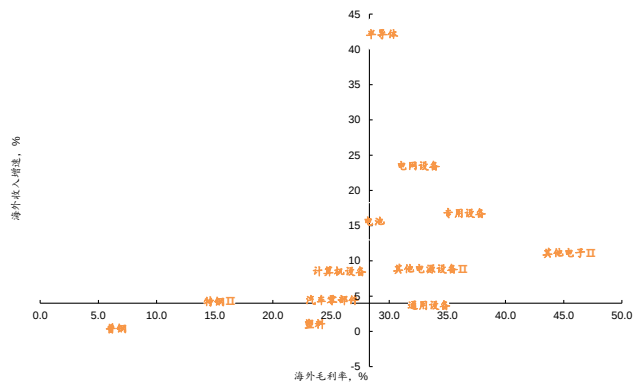
全球来看，当前潜力最大且中国对其投资最多的制造业新兴基地主要是上文中所筛选出的东南亚国家：印度尼西亚、泰国、越南、马来西亚。我们对中国向这四个国家 2019-2024 年出口的品类统计后发现，它们主要承接的产能可能集中在：芯片制造（进口集成电路和印刷电路）、汽车制造（进口汽车零部件）、家电制造（进口空气泵、压缩机），而为了产能的建设，它们自身产生了对电力设备、机械设备等设备类和钢铁、塑料等材料类的需求。从上市公司角度来看，在东南亚产能建设过程中，电网设备、专用设备、其他电源设备的海外收入增速高，海外毛利率也高于整体材料+设备类上市公司平均水平。

图表32：中国对东南亚四国出口的原材料+设备类：高速增长品类一览

HS 编码	品类名	2024年出口金额 (百万美元)	2019-2024年复 合增速 (%)
8542	电子集成电路	30049.9	12.5
8471	自动数据处理设备及其部件；磁 / 光阅读器	8845.7	14.3
7208	铁或非合金钢；宽度≥600mm 热轧扁平轧材，未包镀层	6047.7	133.9
8507	蓄电池，包括隔板	5994.6	25.8
8504	变压器、静止式变流器（如整流器）及电感器	5808.1	19.3
8473	专用于品目 8470~8472 机器的机械零件及附件	5770.2	22.4
8544	绝缘电线、电缆及其他导电材料；光纤光缆	4892.2	14.4
8708	品目 8701~8705 机动车辆的零件及附件	4346.6	14.7
8534	印刷电路	4046.7	19.3
8414	空气泵、真空泵、压缩机、风扇、通风罩	3666.4	13.9
8479	本章未列名、具有独立功能的机械及器具	3360.4	15.1
8536	电压≤1000V 电路开关、保护、连接装置；光纤连接器	3205.1	15
8529	专用于品目 8525~8528 设备的传输装置零件	3163.0	15.7
3907	初级形状聚醚醚酮、聚醚、环氧树脂、聚碳酸酯、聚酯	2409.7	15
7326	第 73 章未列名钢铁制品	2393.4	21.8

来源：UNcomtrade, 国金证券研究所

图表33：制造业投资拉动出口的行业比较：电网设备、专用设备、电池海外毛利率与海外收入增速双高

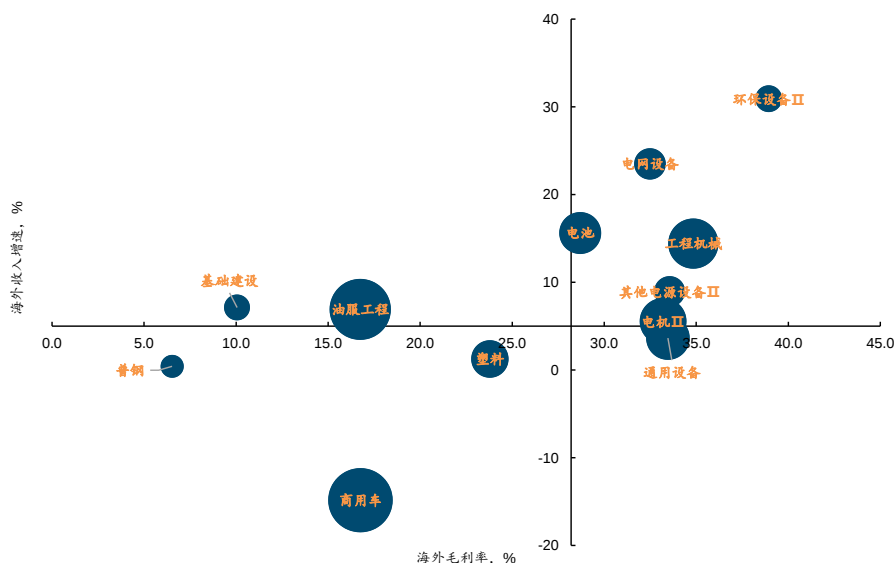


来源：wind, 国金证券研究所 注：坐标轴交点为材料+设备板块整体水平。

3.3 海外基建投资：拉动环保设备、电网设备、工程机械

2026 年以来，大宗商品尤其是能源价格高位波动，这成为了资源国进行“资源换项目”谈判的催化剂，也加强了海湾国家进行“高端升级型”基建拜托石油依赖的紧迫性。然而，通过对两重基建需求的典型地区进行出口统计后，我们发现它们所需要的产品重叠度较高，产品应用集中于水利环保、房建、电力基建和道路基建。从上市公司角度来看，服务于海外基建需求的行业中，环保设备、电网设备、工程机械海外毛利率较高，且近五年来海外收入增速较高。

图表34：高基建外需增长行业比较：环保设备、电网设备、工程机械海外毛利率与海外收入增速双高



来源：Wind, 国金证券研究所 注：坐标轴交点为材料+设备+工程服务板块整体水平。



图表35：中国对两类基建需求的地区出口的高增速基建相关产品

中国对“资源换项目型”国家出口的基建相关产品				
HS 编码	品类名称	2024年出口金额 (百万美元)	2019-2024年复 合增速 (%)	基建分类
8479	本章未列名具有独立功能的机械器具	466	17.5	水利环保 / 房建基建
8413	液体泵、液体提升机	841	18.9	水利环保
8421	离心机、液体 / 气体过滤净化设备	566	16.9	水利环保
3907	初级形状聚缩醛、聚醚、环氧树脂、聚碳酸酯、聚酯	977	18.7	房建基建
7308	钢铁结构体及其部件	922	14.4	房建基建
7326	第 73 章未列名钢铁制品	576	13.3	房建基建
3920	非自粘塑料板、片、膜、箔、带	371	19.2	房建基建
8504	变压器、静止式变流器（整流器）及电感器	908	26.3	电力基建
8544	绝缘电线、电缆、光纤光缆	885	17.3	电力基建
8507	蓄电池（含隔板）	534	28.8	电力基建
8537	电气控制配电盘、板、柜等	512	21.6	电力基建
8502	发电机组、旋转式变流器	445	24.2	电力基建
7208	宽度≥600mm 热轧非包覆铁或非合金钢平板轧材	927	99.4	道路基建 / 房建基建
8704	货运机动车辆	1545	16.4	道路基建
8429	自行式推土机、平地机、挖掘机、压路机等工程机械	1260	27	道路基建
8701	牵引车、拖拉机（不含 8709）	546	25.4	道路基建
8431	品目 8425-8430 机械专用零件	534	20.8	道路基建
中国对“高端升级型”海湾国家出口的基建相关产品				
HS 编码	品类名称	2024年出口金额 (百万美元)	2019-2024年复 合增速 (%)	基建分类
8481	管道、锅炉、储罐用阀门及类似装置	1689	14.2	水利环保 / 房建基建
8479	其他具有独立功能的机械器具	944	26.9	水利环保 / 房建基建
8413	液体泵、液体提升机	998	17.2	水利环保
7304	钢铁无缝管及空心型材	1457	14.4	房建基建 / 水利环保
7210	宽度≥600mm 包覆、镀层铁或非合金钢平板轧材	1920	20.5	房建基建
3907	初级聚缩醛、聚醚、环氧树脂、聚碳酸酯、聚酯	1486	34	房建基建
7308	钢铁结构体及其部件	1337	23.4	房建基建
8504	变压器、静止式变流器、电感器	2385	33	电力基建
8507	蓄电池（含隔板）	2009	35.3	电力基建
8544	绝缘电线、电缆、光纤光缆	1285	14.5	电力基建
8537	电气控制及配电盘、板、柜	959	35.7	电力基建
7208	宽度≥600mm 热轧非包覆铁或非合金钢平板轧材	4536	271.6	道路基建 / 房建基建
8429	自行式推土机、平地机、挖掘机、压路机等工程机械	1113	41.5	道路基建
8704	货运机动车辆	916	63.1	道路基建
8431	品目 8425-8430 工程机械专用零件	809	19.6	道路基建
8427	叉车及其他载货起重工程车	808	51	道路基建

来源：UNcomtrade, 国金证券研究所

四、深入结构，“需求-地区-行业-个股”框架应用

中国出口在贸易摩擦与全球供应链重构双重驱动下已完成深度结构转型，地域与产品分散化趋势明确。与此同时，2022 年之后出口型公司股价与外需基本面形成强绑定，外需相对强弱直接决定板块相对收益，但出口持续超预期与市场的谨慎定价并存，出口企业 ROE 优势扩张与估值溢价收缩形成明显背离，带来可观的估值修复投资机会。

为此，本文构造出一个分析外需的新框架，将外需分为消费、制造业投资、基建投资三大赛道，并找到各自对应的高潜力区域与驱动逻辑，三大需求驱动逻辑不同但均可通过人口、收入、利率、政策、项目进度等指标实现跟踪验证，规避了宏观总量层面对出口“预测不准”、“不敢乐观”的问题。

从框架应用的结果来看，外需分化格局下优先聚焦三大高景气出海方向，消费出海重点关注跨境电商、厨卫家电等兼具高毛利与高增速的赛道，制造业投资出海聚焦东南亚产能建设带动的电网设备、专用设备、电池等资本品领域，基建出海则把握中东与非洲需求共振下的环保设备、电网设备、工程机械。

最后，本文围绕“需求—地区—行业”三维框架，锚定核心高增区域，精选估值修复空间大、海外增长确定性强的出口优质企业，整理出 31 只符合逻辑的标的，以充分把握本轮外需分化带来的结构性投资机会。



图表36：“三大外需-地区-行业-个股”框架落地标的池（共31只）

需求类别	证券代码	证券简称	公司简介	所属一级行业	所属二级行业	标的国外收入增速		所属二级行业国外收入增速		国外毛利率	所属二级行业国外毛利率	估值	所属二级行业平均估值
						2025H1	2024A	2025H1	2024A		2025H1 (TTM)		PE (TTM)
消费	300866.SZ	安克创新	公司的主要产品是充电储能类产品、智能创新类产品、智能影音类产品。	电子	消费电子	23.5	53.8	11.4	13.3	27.5	14.4	21.8	90.4
	301606.SZ	绿联科技	公司的主要产品是充电创意产品、智能办公产品、智能影音产品、智能存储产品。			51.4	46.5			43.2		42.9	
	688775.SH	影石创新	公司的主要产品是消费级智能影像设备、专业级智能影像设备、配件及其他产品。			51.2	48.9			36.2		80.2	
	002668.SZ	TCL智家	公司的主要产品是冰箱、冷柜、洗衣机。	家用电器	白色家电	9.0	31.8	14.9	10.5	25.7	23.1	8.7	13.1
	688169.SH	石头科技	公司的主要产品是智能扫地机器人、洗地机、洗烘一体机及其他智能电器。	家用电器	小家电	72.1	51.1	15.5	22.5	50.7	27.9	19.2	65.7
	601633.SH	长城汽车	公司的主要产品是整车、零部件、模具、劳务等。	汽车	乘用车	-2.4	51.1	27.5	25.6	19.0	15.9	18.0	20.4
	689009.SH	九号公司	公司的主要产品是电动两轮车、电动滑板车、全地形车、E-bike、服务机器人。	汽车	摩托车及其他	57.7	20.0	32.0	22.6	36.5	25.6	18.5	71.8
	603195.SH	公牛集团	公司的主要产品是转换器（即插座）、数码配件、电动工具、墙壁开关插座、LED照明（含智能照明）、安全断路器、智能浴霸、智能晾衣机、智能门锁、智能窗帘机、新能源汽车充电桩/枪、家庭储能、工商业储能、户外便携式储能。	轻工制造	家居用品	1.9	36.8	7.5	23.3	29.9	27.3	18.8	50.0
	301381.SZ	赛维时代	主营业务是出口跨境品牌的设计、提供。公司的主要产品是服饰配饰品类和非服饰配饰品类两大类。	商贸零售	互联网电商	30.5	52.5	27.4	19.8	43.9	38.4	34.5	262.9
制造业	301327.SZ	华宝新能	公司的主要产品是便携储能产品、光伏太阳能板。	电力设备	电池	43.5	62.4	15.5	-7.3	43.1	22.6	50.1	107.1
	300660.SZ	江苏雷利	公司的主营业务是家用电器、新能源汽车微特电机、医疗仪器用智能化组件及相关零部件、工控电机及组件的研发、生产与销售。	电力设备	电机II	22.1	18.1	5.5	8.0	33.8	26.8	59.3	69.5
	002028.SZ	思源电气	主营业务是输配电设备及其核心零部件的研发、设计、制造、销售及服务与工程总包。	电力设备	电网设备	89.0	44.7	18.0	20.6	37.3	26.3	57.7	64.5
	688472.SH	阿特斯	公司的主要产品是TOPCon组件（TOPHiKu/TOPBiHiKu系列）、HJT异质结组件（HiHero和HiHero+系列）、阳光瓦BIPV系统、大型储能产品、工商业储能系统产品、户用储能系统产品、光伏系统业务、逆变器/储能PCS产品、电站工程EPC业务。	电力设备	光伏设备	2.6	1.5	-21.7	-14.4	18.7	13.3	36.8	73.8
	000811.SZ	冰轮环境	公司的主营业务是为用户提供安全、环保、节能的智慧绿色能源系统解决方案。	机械设备	通用设备	100.9	103.6	5.9	8.7	30.5	22.9	31.9	95.7
	600499.SH	科达制造	公司的主营业务是建筑陶瓷机械及海外建材产品的生产和销售，并战略投资以蓝科锂业为主体的锂盐业务，另有锂电材料及装备、液泵泵、智慧能源等培育业务。	机械设备	专用设备	58.5	37.9	17.0	12.0	32.7	25.2	25.0	75.9
	002001.SZ	新和成	公司的主营业务是营养品、香精香料、高分子材料、原料药生产和销售。	基础化工	化学制品	18.4	54.6	0.4	5.3	51.1	18.4	15.8	60.2
	301196.SZ	唯科科技	公司的主营业务是精密注塑模具的研发、设计、制造和销售业务。	基础化工	塑料	60.5	44.6	1.3	17.6	31.5	17.1	50.7	95.1
	688087.SH	英科再生	公司的主营业务是可再生塑料的回收、再生、利用。公司的主要产品是成品柜、装饰建材、粒子、PET产品、环保设备。			27.8	31.9			26.2		22.5	
	601058.SH	赛轮轮胎	公司的主要产品是全钢子午胎、半钢子午胎、非公路轮胎。	汽车	汽车零部件	18.7	23.6	2.6	6.3	27.1	20.5	12.2	53.7
基建	688408.SH	中信博	公司的主要产品是光伏跟踪支架系统、固定支架系统、柔性支架系统及智能运维相关产品。	电力设备	光伏设备	—	127.6	-21.7	-14.4	20.0	13.3	24.1	73.8
	000027.SZ	深圳能源	公司的主营业务是各种常规能源和新能源的开发、生产、购销。	公用事业	电力	1.6	-2.7	-6.0	-14.8	33.9	22.7	17.1	38.3
	000157.SZ	中联重科	公司的主营业务是工程机械和农业机械的研发、制造、销售和服务。	机械设备	工程机械	14.7	30.6	14.0	15.9	31.6	28.9	15.6	42.9
	000680.SZ	山推股份	公司的主营业务是建筑工程机械、矿山机械、农田基本建设机械、收获机械及配件的研究、开发、制造、销售、租赁、维修及技术服务。			7.7	26.1			29.6		14.5	
	600176.SH	中国巨石	公司的主营业务是玻璃纤维及制品的生产、销售。公司的主要产品是电子布、粗纱及制品。	建筑材料	玻璃玻纤	5.0	6.6	6.1	-7.1	27.4	19.7	34.1	157.1
	002225.SZ	濮耐股份	公司的主营业务是研制、生产和销售定型、不定形耐火材料，功能耐火材料及配套机构，并承担各种热工设备耐火材料设计安装、施工服务等整体承包业务。	建筑材料	装修建材	17.0	-1.2	12.0	9.2	28.5	22.6	58.8	89.5
	603257.SH	中国瑞林	公司的主要产品是境内外有色金属采矿、选矿、冶炼及加工领域客户提供涵盖设计咨询、总承包、装备制造、数智转型等全链条技术解决方案及全过程服务；同时积极拓展生态环境治理、市政基础设施等领域的创新解决方案。	建筑装饰	工程咨询服务II	—	94.9	-3.2	15.4	29.4	17.7	40.5	70.9
	600970.SH	中材国际	公司的主营业务是以EPC工程总承包服务为主，同时采用工程咨询和设计、成套技术装备供货（EP）、设备安装、工程建设管理等模式。	建筑装饰	专业工程	25.1	10.8	15.1	13.4	20.8	14.0	10.1	63.5
	600428.SH	中远海特	公司的主营业务是远洋及沿海货物运输。	交通运输	航运港口	55.4	47.0	8.9	34.5	19.7	4.8	14.6	27.6
	001872.SZ	招商港口	公司的主营业务是港口投资、港口运营、港口物流和智慧科技。			15.4	15.0			56.7		11.9	
	603619.SH	中曼石油	公司的主营业务是勘探开发、油服工程、石油装备制造。			—	19.4	6.9	0.6	23.1	6.5	32.2	144.5
	300164.SZ	通源石油	公司的主营业务是为石油、天然气开发提供技术支持和技术服务。	石油石化	油服工程	4.3	11.0			20.2		132.5	

来源：Wind, 国金证券研究所



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。

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