

行业投资专题系列

中美贸易摩擦对消费品及文化教育行业 的影响分析

建投研究院 龚先念 研究员

主要观点

- ▶ 必需消费品行业中，商贸零售行业属于内需型，一季度以来超市营收一直延续增长态势，短期来看中美贸易摩擦影响甚微；食品饮料行业也属于内需型，需求韧性强，受中美贸易摩擦的影响较低，具有良好的防御性，且食品饮料企业利润率改善，龙头优势在不断加强；医药行业由于基本不在美国加征关税的清单里，意味着短期内受到贸易摩擦的影响有限。
- ▶ 可选消费品行业中，家电行业内各细分龙头受益于消费需求强势的国内市场，出口美国所占整体收入占比较低，整体看短期所受影响有限；服装消费品在我国纺服世界出口结构和美国世界进口结构中均处较重要位置，如果3000亿美元清单做实，必将对中美双方贸易企业均会产生不同程度的影响，且联动影响较2000亿美元清单范围更广，发酵时间更长，不确定性亦相对更强；中美贸易摩擦蔓延到签证可能会波及中美旅游市场，但是目前中国出境游市场中美国目的地接待游客人次占到整体出国游人次的5%，权重比例相对较低，因此对整体出境游市场影响较小。
- ▶ 文化教育行业，我国对美影视文化贸易逆差，暂无文化方面的影响，目前影响有限；中美电影谈判若未来重启，或将进一步放开进口大片配额。在当前中美经贸摩擦背景下，中美两国教育交流合作形式日趋复杂；美方以“国家信息安全保护”为名，对中国赴美留学生持续设限，但是基于中国留学生对美国经济的贡献，美国完全禁止中国留学签证的可能性较小；然而，留美政策持续收紧对专注于赴美留学服务的中介和考试培训机构、国际学校将产生较大影响。

目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、中美贸易摩擦影响的分析框架 | 3 |
| 二、相关行业影响分析 | 4 |
| (一) 商贸零售行业 | 4 |
| (二) 食品饮料行业 | 5 |
| (三) 医药行业 | 6 |
| (四) 家电行业 | 7 |
| (五) 纺织服装行业 | 8 |
| (六) 旅游行业 | 10 |
| (七) 文化行业 | 12 |
| (八) 教育行业 | 12 |

中美贸易摩擦前景，短期来看双方正由“以谈促和”向“以打促和”的局面转变，即使近期双方博弈日趋紧张，未来走向依然存在多种变化。从此前特朗普政府表现来看，无论之前的美-墨-加贸易协定，还是与韩国的谈判都充满了极限施压的硝烟味，甚至美国国内民主、共和两党的谈判也宁愿放任政府停摆，也要试探对方的底线，这种“极限施压”行为是其谈判的惯用手段。目前美方扬言对额外的 3000 亿美元的自华商品加征关税，对华为、海康威视等中国企业采取限制行为，为中美谈判道路再添“阴霾”，短期中美贸易问题走向仍不明朗。

一、中美贸易摩擦影响的分析框架

对国内消费品及文化教育行业而言，判断中美贸易摩擦产生的影响需要从五个维度进行综合分析：其一，是否在加征关税的清单里。对于不在清单里的行业，短期内影响相对较小。其二，对美贸易顺差还是逆差。对美贸易顺差的行业一定是美国加征关税的重点，因此影响相对较大；而贸易逆差的行业一般不在清单内，影响较小。其三，产业结构。具体要看该行业是内需型还是外贸型，海外业务营收占比较小的行业受到的影响肯定相对较小。其四，行业周期性。贸易摩擦可能导致国内经济下行风险，那么周期性较强的行业就会受到较大影响，而周期属性较弱的行业将具有一定的抗风险能力。其五，汇率波动。汇率贬值通道下，外币资产型及出口加工型（这里主要指原材料、

劳动力来自国内，产品销往国外的企业）企业将受益；而外币负债型及原材料进口型企业将受到一定损失。

二、相关行业影响分析

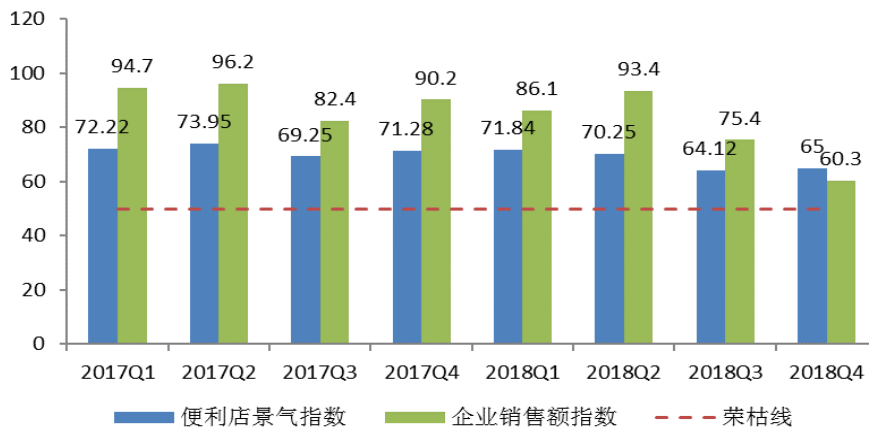
（一）商贸零售行业

果蔬及猪肉价格推升 CPI 向好，提升市场对于超市类公司同比营收增长的预期。4 月份 CPI 数据，全国居民消费价格同比上涨 2.5%；受益于食品价格上涨带动，增速较 3 月环比上浮 0.2 个百分点。4 月食品价格同比增长 6.1%，影响 CPI 上涨约 1.19 个百分点；其中，鲜菜价格维持在高位水平，同比上涨 17.4%，影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点；前期猪瘟的影响发酵蔓延，猪肉价格上涨 14.4%，涨幅较上月扩大 9.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点；去年秋季北方水果欠收导致今年存量不足，鲜果价格上涨 11.9%，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点。果蔬及猪肉价格推升 CPI 向好，提升市场对于超市类公司同店营收增长的预期。在非食品中，由于服装换季，价格环比上涨 0.1%。

二季度超市营收同比有望延续一季度增长态势。从渠道来看，超市表现较好，2019Q1 营业收入当季同比增长 8.33%，较去年水平有回暖趋势。2018 年便利店企业发展指数为 65.0，营商环境指数 54.0，市场竞争指数 80.6，人才储备指数 54.4，均高于荣枯线 50.0（见图 1）；2018 年下半年开始受到无人店推行不达预期等业内因素、以

及P2P暴雷等场外因素的拖累，行业景气指数有所下滑。中国便利店头部企业以及区域龙头便利店企业仍然保持着较为稳健的发展速度。因此，中美贸易摩擦短期来看对于内需型的商贸零售行业影响较小。

图1 便利店景气指数与便利店企业销售额指数



资料来源：中国银河证券研究院

(二) 食品饮料行业

内需消费板块对中美贸易摩擦具有防御性，消费将继续成为全年经济增长首要动力。2018年，消费支出对经济增长的贡献率达76.2%，同比提高了17.4个百分点，创历史新高。今年一季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达65.1%，消费仍为经济增长首要驱动力。近期中美贸易摩擦持续升温，预计将影响我国的出口。然而，今年我国财政政策以减税降费为主，1-4月全国累计个人所得税收入已同比下降30.9%，近日国家发改委、财政部等四部门进一步发布《关于做好2019年降成本重点工作的通知》，要求继续推动大规模减税和降费，外加央行强调“结构性去杠杆与稳健的货币政策”预计未来货币政策

将松紧适度，不会“大水漫灌”，减税政策及稳健的货币政策料将制约政府固定投资增长。因此，预计消费将继续成为全年经济增长的首要推动力。而食品饮料等内需消费品需求韧性强，受中美贸易摩擦的影响较低，具有良好的防御性。

食品饮料企业利润率改善，龙头优势在不断加强。今年以来，瓦楞纸、白砂糖等食品饮料行业上游原材料价格处于下行通道，令食品饮料企业生产成本下降，有助于改善企业利润率。此外，随着品质消费成为行业发展的重要趋势，龙头消费品企业在市场竞争中优势不断增强，业绩增长较为强劲。今年一季度，统一企业中国（220HK）净利润同比增长48%至3.8亿元，澳优（1717HK）一季度经调整股东应占净利润增长87.2%至1.9亿元。

（三）医药行业

从出口来看，中国出口医药产品多数为原料药、低附加值器械/耗材等产品，譬如按摩器具和注射器。从上市公司披露信息来看，2018年上市药企海外业务占比超过30%的有44家，占171家上市药企的25.73%，多数集中在器械、CMO、原料药细分领域，其中英科医疗、凯莱英和海普瑞排前三名，海外业务占比分别为96.36%、90.47%和90.37%，主营业务分别为医疗耗材及设备、CMO和原料药。

美国2000亿美元和3000亿美元清单基本不涉及医药产品，意味着短期内医药行业受到贸易战影响有限，中国的原料药在国际具有较

强的竞争优势，且原料药往往属于高污染、高耗能产业，在之前的全球产业链转移过程中，欧美已经将污染相对较为严重的原料药产业转移发展中国家，自身生产量有限，对外存在刚需缺口。

从进口来看，中方反制清单包括高端医疗器械，加速本土创新药的研发和发展。目前中国在高端医疗器械、进口创新药、高端仿制药领域严重依赖进口，高端产品的技术含量和附加值比较高，技术壁垒高。我国企业核心技术临床使用时间较短，医生认可度不高。倘若贸易摩擦持续升级，国内企业有望加速在国内高端设备和器械领域的自主创新，并实现进口替代，促使产业升级，优化贸易结构。

总体来说，中美贸易战对医药行业影响有限，国内政策释放红利，鼓励民族品牌自主创新，医药行业将稳健发展。

（四）家电行业

从国内企业对美出口依赖程度上看：除外销导向型企业外，家电行业内各细分龙头受益于消费需求强势的国内市场，出口美国所占整体收入占比较低，我们认为整体看短期所受影响有限，并且龙头凭借全球产能布局及强议价能力，有望在长期影响中继续保持市场地位。

从国内企业国际竞争力角度来看：从规模上看，龙头企业外销市场份额高，具备较强议价能力；从全球白电产能分布上看，白电产能集中于中国，其次是非中国以外的亚洲区域，冰洗产能部分分布于欧

洲，我们认为短期产能较难实现快速转移；从白电企业海外生产布局上看，国内白电龙头在海外拥有生产基地，已经提前做好应对关税提升的准备。

总体来看，强者恒强无惧争端，全球白电龙头竞争力不减。我们认为国内家电龙头基于全球最大的本土内销市场和最完善的产业链成为全球家电霸主，关税增加依然难以削弱其相对竞争力，最终成本上涨将部分传递到美国产品的最终价格端，挤压消费者剩余。另则美国以更新需求为主的成熟市场环境下，叠加家电的必需消费品属性，价格的温和上涨对总需求的影响亦无需过度担忧。

（五）纺织服装行业

3000 亿美元清单将服装成品首次列入。中国时间 2019 年 5 月 14 日，美国 USTR 公告，将于 2019 年 6 月 17 日就 3000 亿美元中国商品加征 25%关税举行听证会，6 月 24 日截止收集意见。3000 亿美元中国商品清单中，涉及部分纺织品和大部分服装成品，其中税号 61-64 及 66 开头的服装、鞋靴等均为首次列入。

美国鞋类企业联名要求撤除 3000 亿美元商品清单中的鞋类产品。2019 年 5 月 20 日，在美国 USTR 宣布 3000 亿美元商品加征关税流程 6 天后，173 家美国代表鞋类企业、品牌、零售商致信美国总统特朗普，要求其立即将鞋类产品从 3000 亿美元商品清单中排除，信件在 FDRA（美国鞋业批发与零售协会）网站发布。代表企业包括

NIKE、ADIDAS、PUMA、Under Armour 等全球知名公司。联名信中提到，建议对鞋类加征的 25%关税将会对美国消费者、企业、整体经济产生灾难性的影响，虽然美国对所有进口消费品的平均关税税率仅为 1.9%，但鞋类平均关税税率为 11.3%，最高达 67.5%。加征 25%关税，意味着部分美国消费者将支付近 100% 的关税。

中国仍为美国鞋类进口第一大国，越南占比提升显著。美国鞋类商品主要从中国、越南、印尼、意大利进口，2018 年四者出口至美国鞋类金额分别占其鞋类进口总金额 53%、24%、6%、6%。

中国仍具显著产业链优势。联名信中同时提到，虽然美国鞋类企业正在将供应链逐步转移出中国，但是鞋业为高度资本密集性行业，供应链的最终决定需要数年的计划，如今企业无法简单的将工厂转移，以适应当前的贸易变化。我们认为综合考虑工人能力，工厂稳定性、产业链的完整和成熟度，中国具备显著产业优势，在国际贸易环境宽松时，仍将是出口目的地国家的优选，中短期内无法完全替代。

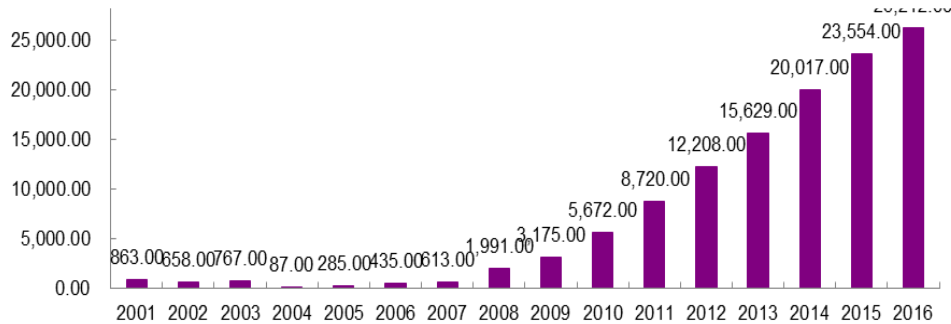
美国对中国服装的进口依赖度相较更高。2018 年中国出口美国服装、鞋靴成品约 531 亿美元，占比其整体出口至美国纺服产品的 76%。我们认为虽然中国出口美国的纺服产品中，服装、鞋靴成品占比较高，但美国对中国服装的进口依赖程度相较更高，主要依据为① 2018 年中国出口美国服装，鞋靴成品总额占比美国从全球进口总额的 36%，高于中国出口至全球总额比重（24%）；②从历史趋势来看，

2010-2018年，中国出口美国服装、鞋靴总额占美国从全球进口总额比重提升 3.1pct，而其占中国出口全球总额的比重则提升 1.6pct。但由于服装消费品在我国纺服世界出口结构和美国世界进口结构中均处较重要位置，其对中美双方贸易企业均会产生不同程度的影响，且联动影响较 2000 亿美元清单范围更广，发酵时间更长，不确定性亦相对更强。

（六）旅游行业

出境游板块——中美贸易摩擦可能会波及中美旅游市场，对整体出境游市场影响较小：我国对美旅游贸易常年来逆差（如图 2 所示），2016 年中国赴美国的游客人次达到 297.2 万人次/+14.7%，2017 年前三季度中国赴美国游客人次 224.01 万人次/-5.8%，处于美国海外入境游客第五名，16 年中国游客在美旅行支出达到 330 亿美元/+9%。从贸易战蔓延到签证以及中美旅游市场存在一定的可能，目前中国出境游市场中美国目的地接待游客人次占到整体出国游人次的 5%，权重比例相对较低，若贸易摩擦影响到中国的赴美旅游市场的情况下出国游复苏逻辑仍有望持续（2018 年 1-2 月日本、越南、泰国及澳门等出境游景气度持续）。

图2 2001-2016年美国旅游行业对我国顺差(百万美元)



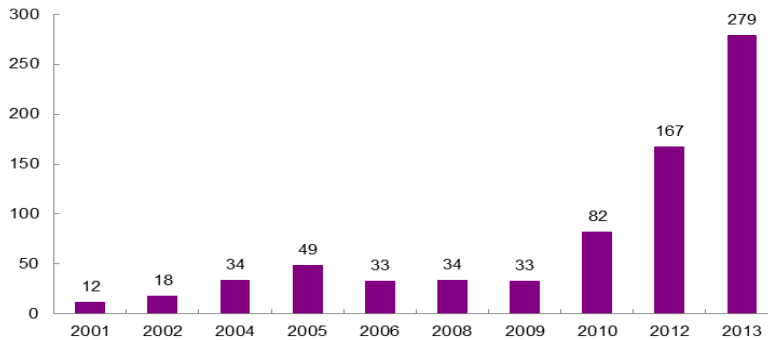
资料来源: Wind, 光大证券研究所

免税板块——尽管中国与其他国家的外交关系发生变化,但不变的是引导境外的消费回流到国内的决心: 2016年中国的境外消费达到2610亿美元,其中中国游客在美国的消费达到331.7亿美元/+9.5%(其中教育花费占比37.8%,休闲度假占比54.4%),而2017年中国接待外国游客入境2917万人次/+3.6%,旅游花费为695亿美元。按照2016年中国接待美国游客约220万人次的数据来看美国游客在中国的旅游消费相对较低(按照权重来看约为50亿美元)。从中国在美的旅游消费及旅游贸易逆差的角度来看尽管中美贸易战存在中美旅游市场的负面影响,而中国游客在美国的旅游消费存在部分回流的可能。

(七) 文化行业

我国对美影视文化贸易逆差(如图3所示),暂无文化方面的影响,目前影响有限。中美电影谈判若未来重启,或将进一步放开进口大片配额(见表1)。

图3 2001-2013年美国影视行业对我国顺差（百万美元）



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表1 2012年中美WTO电影谅解备忘录部分信息

| | 引进电影部数 | 票房分账 |
|----------|--------|------|
| 谅解备忘录谈判前 | 20 | 13% |
| 谅解备忘录谈判后 | 34 | 25% |

资料来源: 新华网, 光大证券研究所

(八) 教育行业

6月3日下午, 教育部发布2019年第1号留学预警。预警指出, 一段时间以来, 中方部分赴美留学人员的签证受到限制, 出现签证审查周期延长、有效期缩短以及拒签率上升的情况, 对中方留学人员正常赴美学习或在美顺利完成学业造成影响。教育部提醒广大学生学者出国留学前加强风险评估, 增强防范意识, 做好相应准备。

美国对留学生的限制政策一直存在。在当前中美贸易摩擦背景下, 中美两国教育交流合作形式日趋复杂。美方以“国家信息安全保护”为名, 对中国赴美留学生持续设限, 具体限制手段如下:

1. 签证有效期缩短: 据美联社于2018年5月29日的报道, 特朗普政府计划缩短发给部分中国公民的签证有效期。若中国研究生在机

机器人、航空和高科技制造业等领域学习，他们的签证期效将被限制为一年。

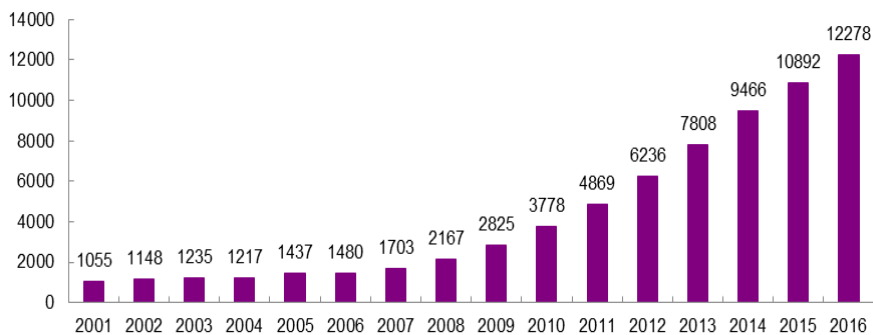
2. 申报个人社交媒体账号：今年6月2日，美国国务院以加强安全审查为由，更新了移民和非移民签证的申请要求。新规要求，自6月1日起，美国签证申请者需填报5年内使用过的个人社交媒体账号。20余个要求填报的社交媒体平台包括中国国内的豆瓣、QQ空间、新浪微博、腾讯微博、优酷等社交媒体。

3. 大幅提升SEVIS费：根据美国法律的要求，国际学生或访问学者在获得签证前，必须缴纳SEVIS费用，以备移民局随时查询境内国际学生和访问学者的具体信息。根据最新规定，在美国攻读学位的SEVIS费用将从原来的200美元涨至350美元；访问学者签证费用将从180美元涨至220美元。

4. 拒签率上升：根据国家留学基金委统计，2018年我计划公派赴美留学10313人，其中因签证问题无法按原计划赴美331人，占计划派出人数3.2%；而2019年1月至3月，中方计划公派赴美留学1353人，因签证问题未能成行182人，占计划派出人数13.5%。2018年以来，美以反间谍为由吊销或重新审查中方赴美人员签证，从自然科学向社会科学扩散，近期美方还取消了一批中方从事中美关系研究学者赴美十年签证。

美国完全禁止中国留学签证的可能性较小。国际教育协会（IIE）数据显示，2016-2017 学年，中国是美国最大的留学生来源国，有超过 35 万中国公民到美国高校就读，而来自印度的留学生为 18.6 万，中国的留学生总数超过排名第 2-4 名印度、韩国和沙特加总的留学生人数。中国赴美留学的花销每人每年超过 5 万美元，中国学生每年为美国贡献经济收入超过 180 亿美元。目前，美国对中国在服务业方面处于贸易顺差状态（见图 4），其中一大部分正是来自中国学生在美国的生活、休闲、课外开销。根据美国劳工部数据，美国普通家庭年均支出为 4.97 万美元。每个中国留学生可以支持一个美国家庭的全年支出。切断 180 亿美元的中国留美花费流入，显然不是特朗普政府最好的选择，所以禁止留学签证的可能性较小。

图4 2001-2016年美国教育行业对我国顺差(百万美元)



资料来源：Wind，光大证券研究所

留美政策收紧的影响分析。如今美方的行为正在使中美教育交流合作遭遇寒流。老查留学创始人张超表示，目前的形式对于申请美国本科的留学生来说，基本没有影响。但对于想要赴美留学或者已经在

美就读的研究生和博士生及学者，无论公派留学或者因私赴美，可能需要提前做好风险评估和相应准备。在教育日趋开放化的背景下，尽管赴美留学遭遇寒流，但留学总人数大概率不会下滑。更多中国学生将会把目光投向欧洲，留学生的申请会变成“美国+其他”。2020 赴美留学人数可能出现下行态势，而英国、澳洲、香港地区、欧洲大陆留学人数可能会增长明显。可以预见，如果美国政府还继续坚持这些对留学生不友好的政策，中国学生的赴美意愿还将进一步降低。

在留学服务市场上，留美政策对留学产业、国际学校产业影响较大。如果未来赴美留学政策进一步收紧，我们认为专注于赴美留学服务的中介和考试培训机构、专注于留美的国际学校或将受到较大影响；而专注于非美留学地区的留学中介和培训机构、国际学校等或将受益。

免责声明

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。