

中国汽车出海研究框架： 厚积薄发，行稳致远！

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

2023年6月19日

■ **复盘100余年汽车历史的规律：汽车单位能耗越低则全球竞争力越强。** 地球石油资源整体有限的大背景下，对于石油对外依存度高的国家，一定会采取持强硬政策持续逼迫车企通过技术创新来达到降低百公里油耗的目标，尽管中途或存在政府的适当妥协（延迟推行等），而消费者最终在多因素（政策鼓励/油价上涨/环保意识提升等）推动下也将逐步习惯消费低油耗/0油耗车型。同一个国家内，面对降低油耗压力时，越是迎难而上的车企长期越能获得节油技术领先性，市场份额扩张的机会越大。政府对油耗下降要求越高，该国家车企的节油技术领先性越强，且该国车企的全球份额扩张机会越大。

■ **一个国家汽车产业出海的成功都需要自己的天时地利人和，历史不会简单的复制但相似。**

➤ **天时：地缘政治。** 汽车产业对于任何一个大国来说都是支柱型产业之一，涉及国家安全。汽车出海要获得成功的首要条件：基于特定时代背景下的大国关系，必须寻找能够与目的国战略共赢的合作方式。

➤ **地利：技术创新。** 持续追求单位能耗降低是汽车产业不变规律，这也是驱动汽车一轮又一轮技术创新的内核。新技术对旧技术的颠覆才会真正改变全球汽车格局。

➤ **人和：齐心协力。** 稳住本国市场的基础上，国家出口顶层设计+产业政策支持+企业家开创精神+员工积极向上等四方面形成合力一致加强海外拓展。

- **复盘100余年汽车历史的规律：一个国家的汽车产业出海有4种路径可以选择。**
- **类型一：厚积薄发（日本）。** 1) **技术**维度：遵守**最严格**的油耗/排放法规，实现**世界一流**的技术水平（油电混合+CVT 自动变速器+VVT）。 2) **组织**效率：用**精益生产方式**成功颠覆了大规模流水线生产方式。 3) **市场**维度：**守正出奇**。“正”是率先攻克难度系数最大的美国市场，“奇”是后期突破其他新兴市场。
- **类型二：选择比努力更重要（德国）。** 1) **技术**维度：遵守**较严格**的油耗/排放法规，实**心世界二流**的技术水平（柴油机+GDI+涡轮增压+VVT+发动机启停）。 2) **组织**效率：在精益生产方式基础上优化出**平台化生产方式**。 3) **市场**维度：**抓住黑马**。在21世纪初期全球四大新兴市场（中国俄罗斯印度巴西）中成功把握了【中国的腾飞】。
- **类型三：海外并购整合（美国）。** 本国**没有**严格油耗/排放法规压力，凭借强大美国国家背书+全球龙头地位（大型发动机技术优势+强大资金实力），直接通过在海外主流细分市场**收购当地二三线品牌**（具备小型发动机技术）进行全球扩张。
- **类型四：追求性价比（韩国）。** **缩小版的日本模式**。技术-组织-市场看起来类似于日本，但实际每一块均没有做到极致，最终获得全球市场份额远不及日本。
- **出海最终产生回报率排序（以带来净利率/ROE向上周期长度为标准）：**日本（30年）>德国（20年）>韩国（10年）>美国（出海盈利贡献甚微）。1994年是出海盈利重要拐点。
- **日本/德国/韩国的出海成功背后是：**1) 在美国市场讲【存量替代逻辑】。2) 在中国市场讲【做大蛋糕逻辑】。**总结一句话：日本/德国/韩国承接了美国制造业外迁的红利。**

- **结合海外历史复盘，如何看中国汽车产业出海？**
- 中国出海将形成【中国特色模式】，无法复制他国。借鉴意义排序：日本>德/美/韩。
- **中国汽车产业出海历史（2005-2020年）：韬光养晦阶段。** 1) 扎根于国内市场积累汽车技术。“以市场换技术”战略下自主品牌汽车持续追赶燃油车与外资品牌的竞争差距。“新能源汽车”战略下自主品牌汽车通过“弯道超车”实现对外资品牌的差异化竞争。2) 基于燃油车的高性价比+渠道/KD/CKD工厂建设，中国汽车出海获得了0-1的突破，**2020年中国汽车出口85万（乘用车+重卡+大中客），海外市占率1.5%。**
- **中国汽车产业出海未来（2021年-2030年）：厚积薄发阶段。【电动智能汽车强产品力+燃油车的高性价比】并驾齐驱将共同驱动中国汽车出海1-N阶段的成功。** 1) 乘用车出海：预计到2030年出口1090万辆（自主海外市占率约18%，自主海外/自主国内比例约85%）。2) 重卡出海：预计到2026年出口30万辆（自主海外非欧美市场占有率约40%，自主海外/自主国内比例约30%）。3) 大中客出海：预计2027年海外出口6万辆，约占海外客车市场总量的25%。4) 零部件出海：特斯拉依然是未来3年全球新能源汽车的引领者，而墨西哥工厂成为核心增量。【中国零部件-特斯拉墨西哥】双赢合作模式是核心看点。
- 乘用车&大中客的新能源出海核心看点是【欧洲】，乘用车&重卡&大中客的燃油车出海核心贡献是【一带一路国家】。零部件出海的首要贡献是【北美新能源需求】。

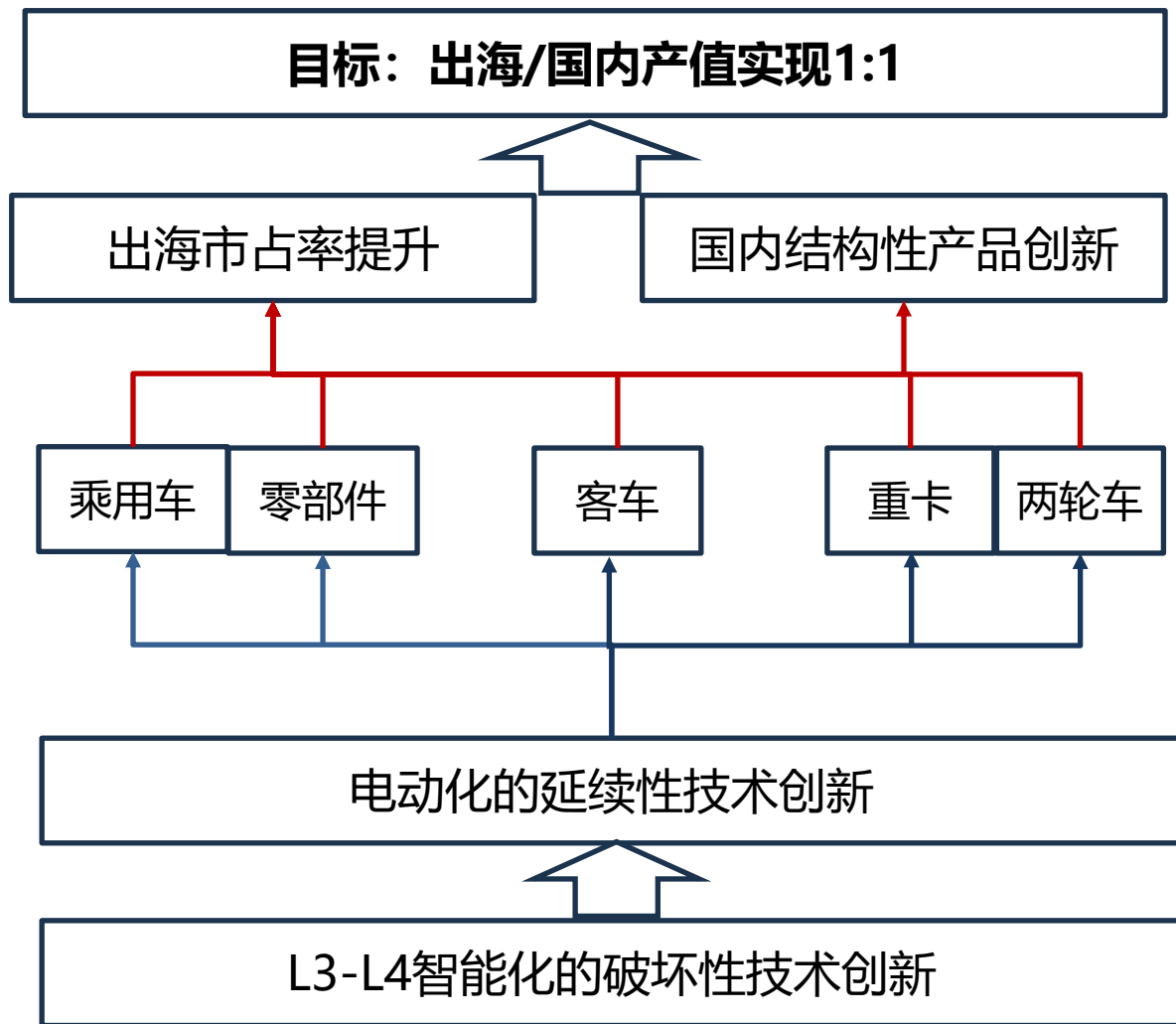
■ 复盘2005-2022年汽车行业投资逻辑是什么？

- 国内市场是主矛盾。建立了完善的国内汽车研究投资范式。
- 2005-2012年：乘用车/重卡/客车均完成第一次普及，**成长股投资范式**。两次小周期的轮回。
- 2013-2022年：【法规政策+技术创新+消费升级】驱动乘用车/重卡/客车均【结构性升级】，**渗透率的投资范式**。两次小周期的轮回。

图：SW汽车二级行业指数的PB历史变化趋势



- **展望2023-2030年汽车行业投资逻辑:**
- **国内国外共振迎来超级大周期!**
- **出海讲【市占率提升】**
- **国内讲【产品创新】**
- **基本前提:** 全球宏观经济稳中向上。
- **主驱动因素:** L3-L4智能化的破坏性技术创新
- **次驱动因素:** 电动化的延续性技术创新
- **时间节奏:** 2023年或酝酿期, 2024-2026年或加速期, 2026年或后爆发期。



■ 汽车出海主线，2023年买什么？

➤ **我们的选股思路：**1) 国内越没有价格战越好；2) 海外竞争对手越弱越好；3) 海外/内产能越共享越好；4) 海外的需求越稳定越好。**综合比较下来排序：客车>重卡/零部件T链墨西哥>乘用车。**

➤ **投资标的的选择：**1) 2023年业绩确定性越强越好。对国内经济恢复依赖度越低越好，且海外业绩贡献占比越高越好。2) 估值越便宜越好。2023年估值不能贵，2025年便宜。综合比较下来优选标的：

- **首选客车板块：**天时地利人和开启**技术输出**大周期。【**宇通客车+金龙汽车**】。
- **其次重卡板块：****高性价比+**一带一路驱动中国制造崛起。【**中集车辆A/H+中国重汽H/A**】
- **其次零部件板块：**紧跟**特斯拉**实现中国制造全球扩散。优选特斯拉墨西哥产业链标的。【**爱柯迪/嵘泰股份/岱美股份**】 / 【**拓普集团/旭升集团/新泉股份**】等。
- **乘用车板块：**出海高增长但2023年国内价格战是主矛盾。优选细分领域龙头【**理想+比亚迪**】等。

■ 2024年及以后汽车出海投资主线的标的排序需结合未来环境变化而评估。

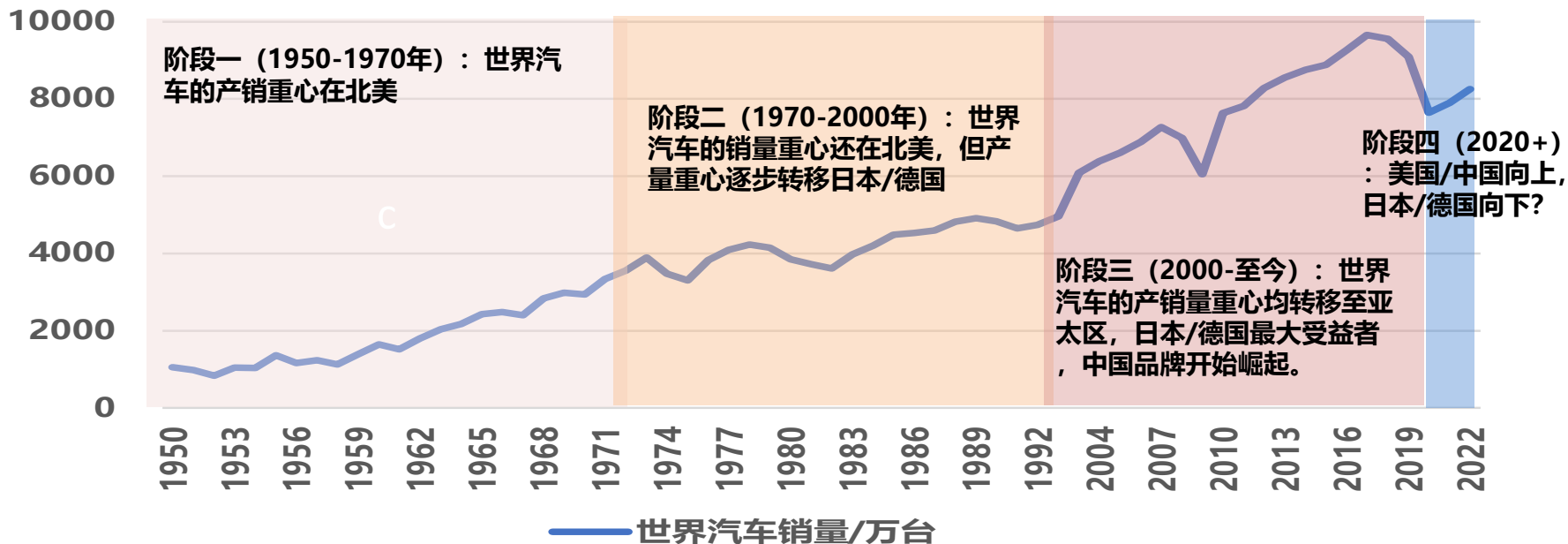
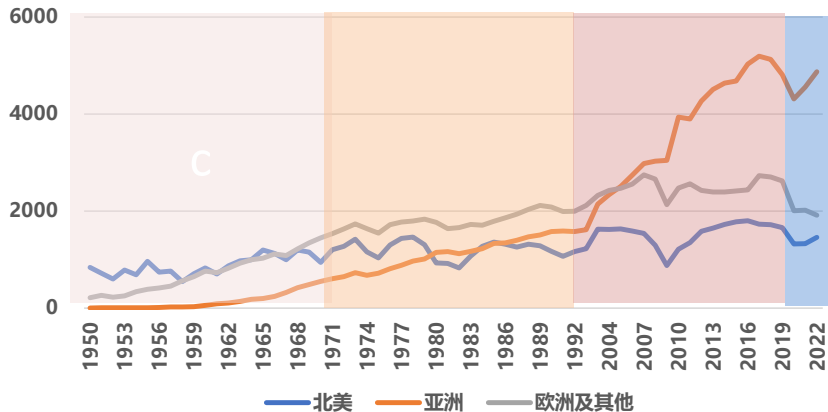
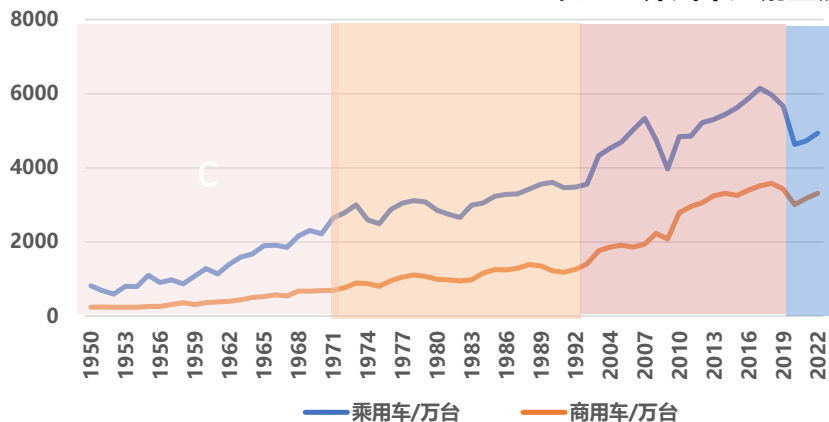
■ 风险提示：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

上篇：百年全球汽车格局变迁复盘

二战后世界汽车产业重心不断迁移

■ 1950年以来世界汽车产业重心经历：北美—日本/德国—日本/德国/中国—北美/中国（正在）。

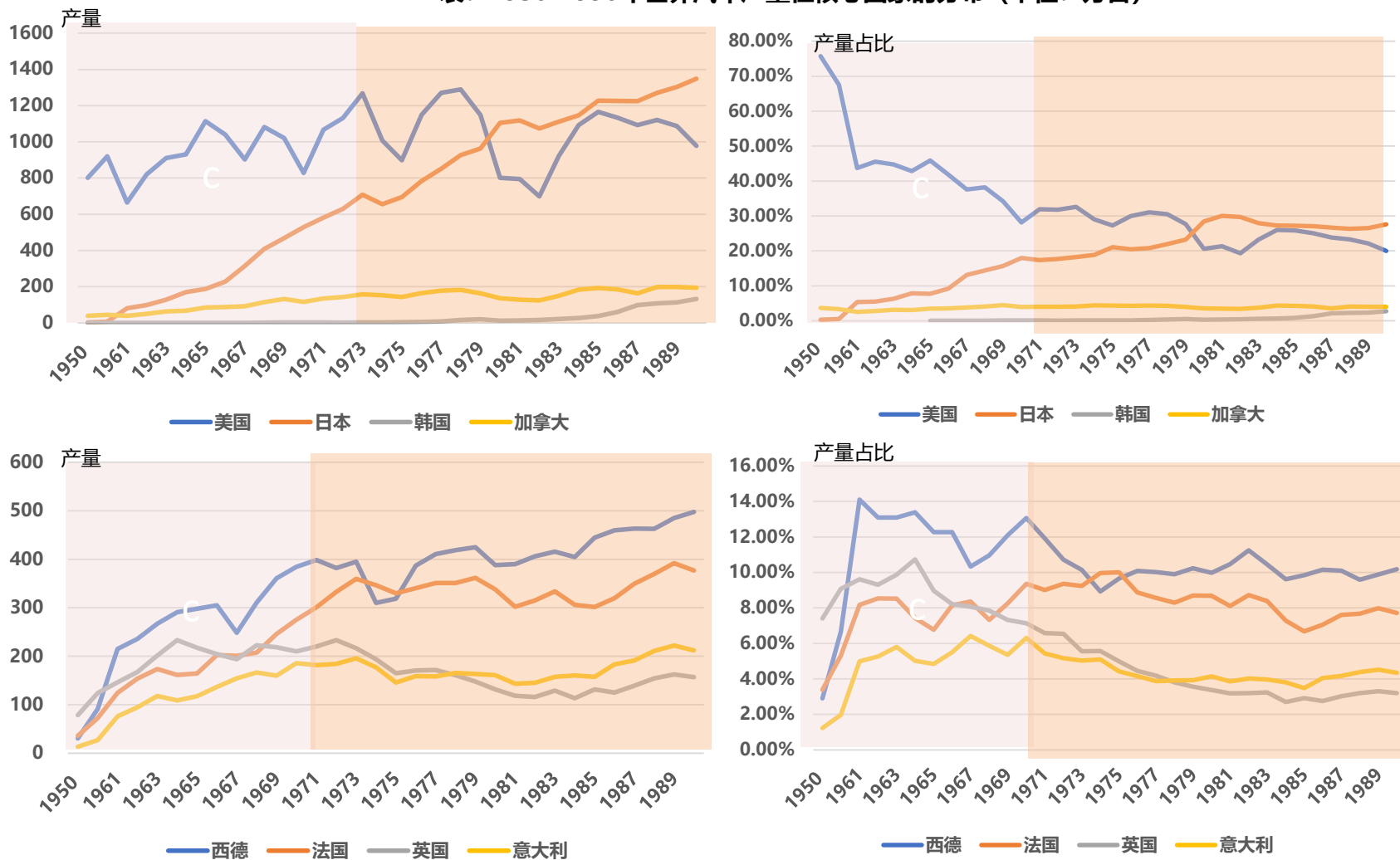
表：世界汽车产销量及类型/分大洲的分布（单位：万台）



20世纪全球汽车产量从美国转移亚太/欧洲

■ 第一阶段（1950-1970年）美国主导，第二阶段（1970年之后）：亚太快速崛起，欧洲稳步提升。

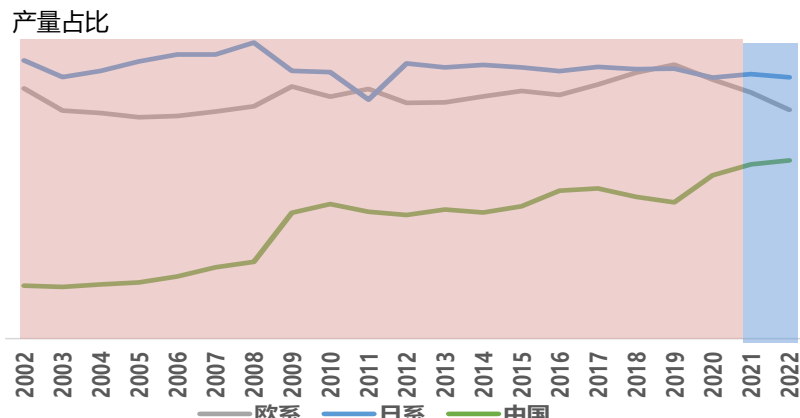
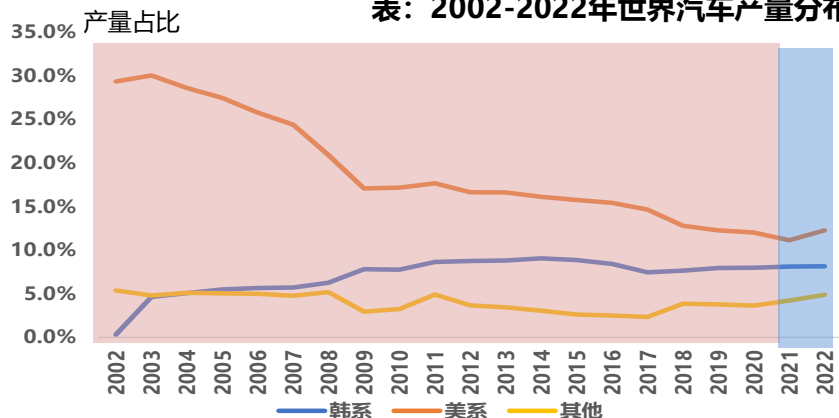
表：1950-1990年世界汽车产量在核心国家的分布（单位：万台）



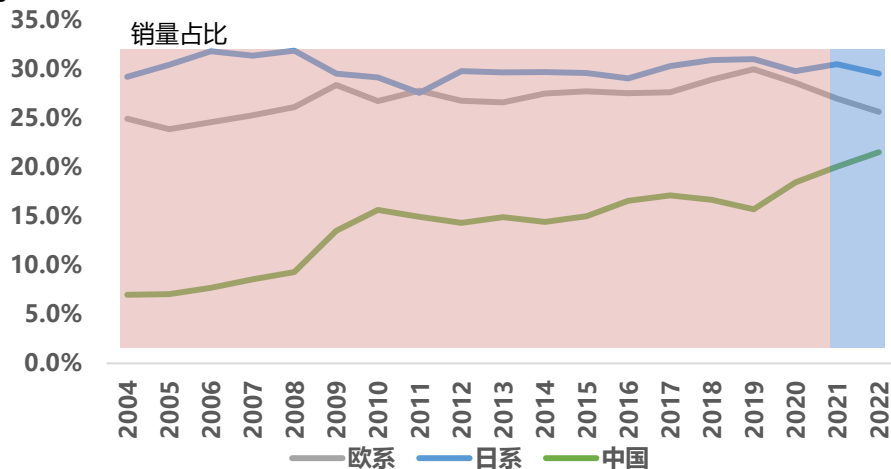
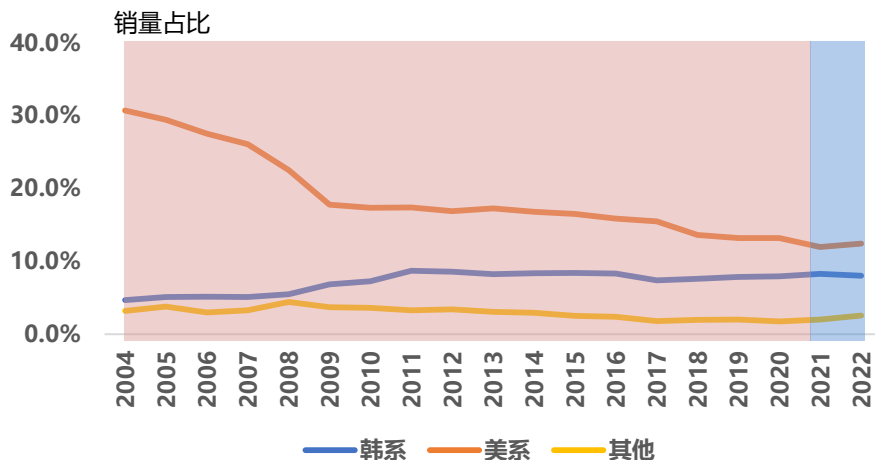
以2020年为分界，世界汽车产业重心又在转移

- 2000-2020年世界汽车产销重心是强化【日本和德国】，但中国崛起力量也不可忽视。
- 2020年以来世界汽车产销重心开始发生微妙变化，美国份额重新开始提升，日本/欧洲开始下降。

表：2002-2022年世界汽车产量分布

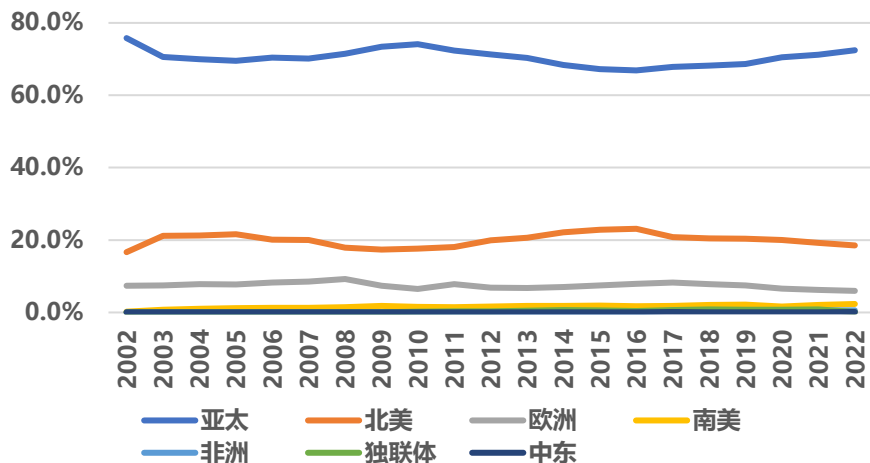


表：2004-2022年世界汽车销量分布

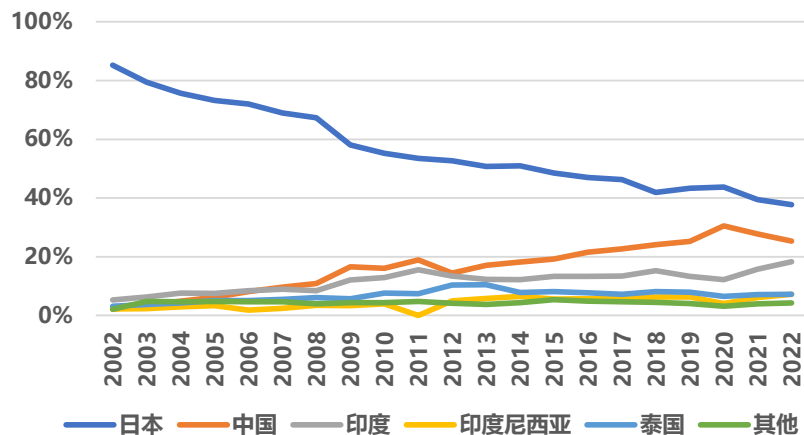


■ 日系全球汽车产量分布集中度是最高的。亚太地区以日本/中国为主，北美是美国。欧洲是英国。

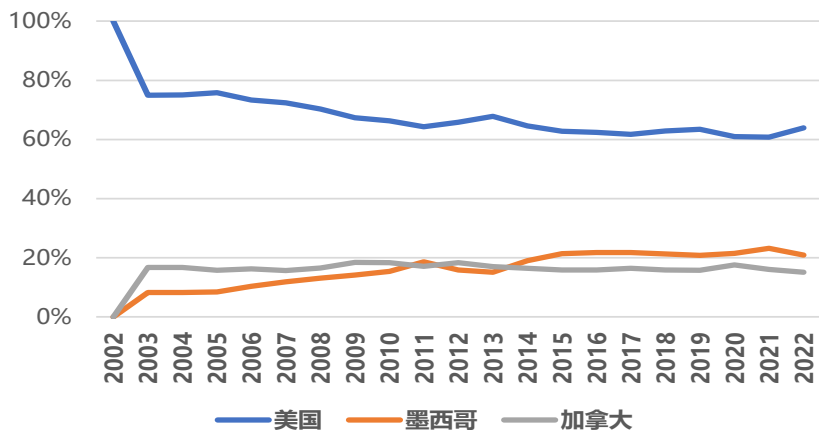
表：日本汽车全球产量分布



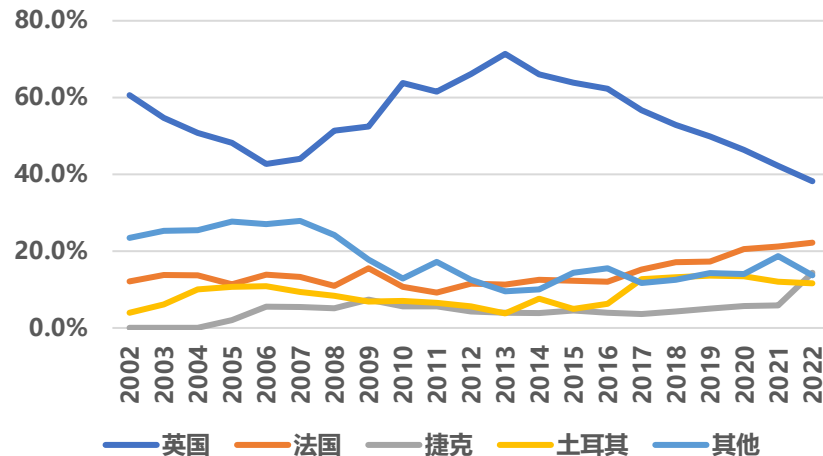
表：日本汽车亚太区的产量分布



表：日本汽车北美区的产量分布



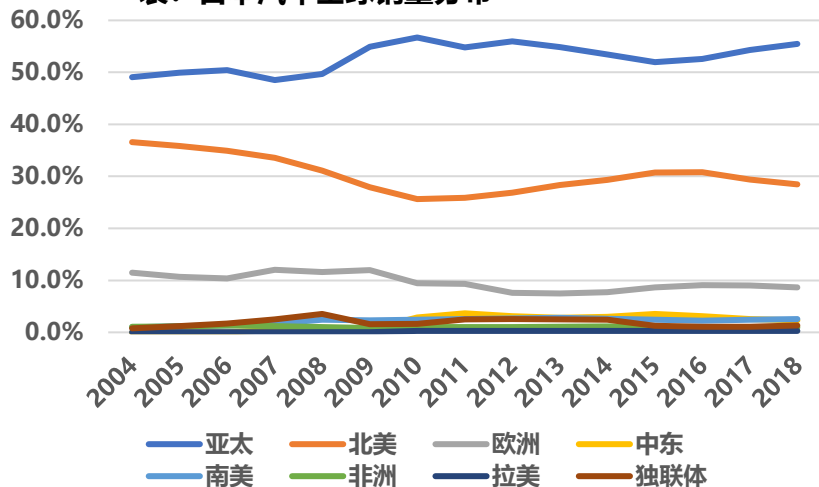
表：日本汽车欧洲区的产量分布



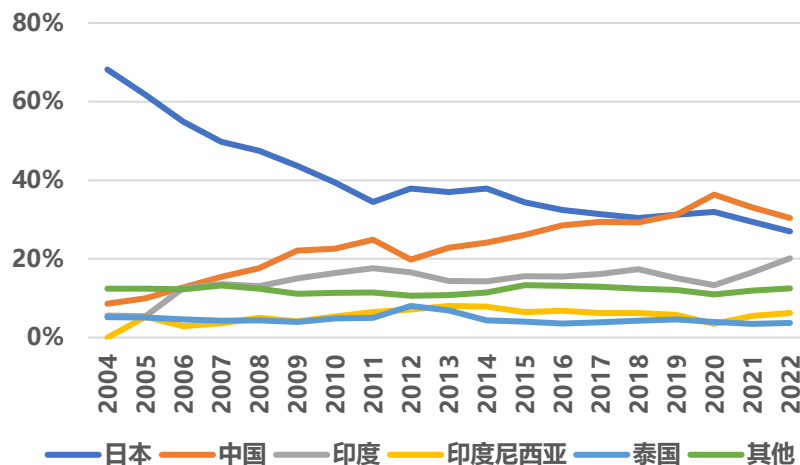
日本汽车全球销量分布：亚太>北美>欧洲

■ 日系全球汽车销量分布集中度低于产量，除了北美区例外。亚太/欧洲均销量分散度高于销量。

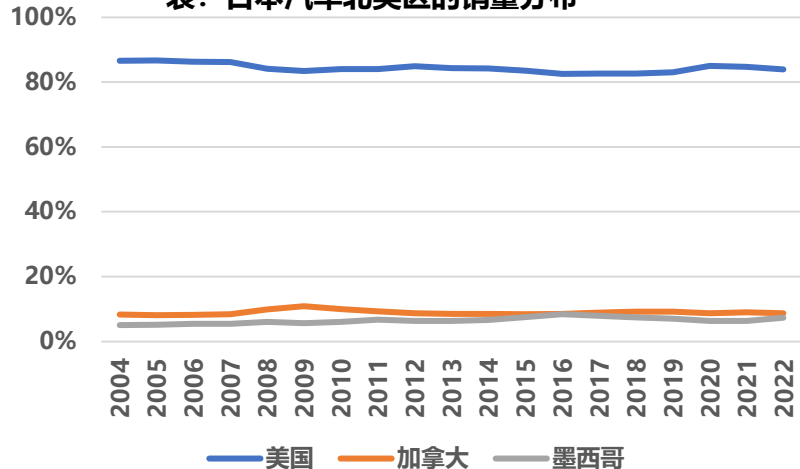
表：日本汽车全球销量分布



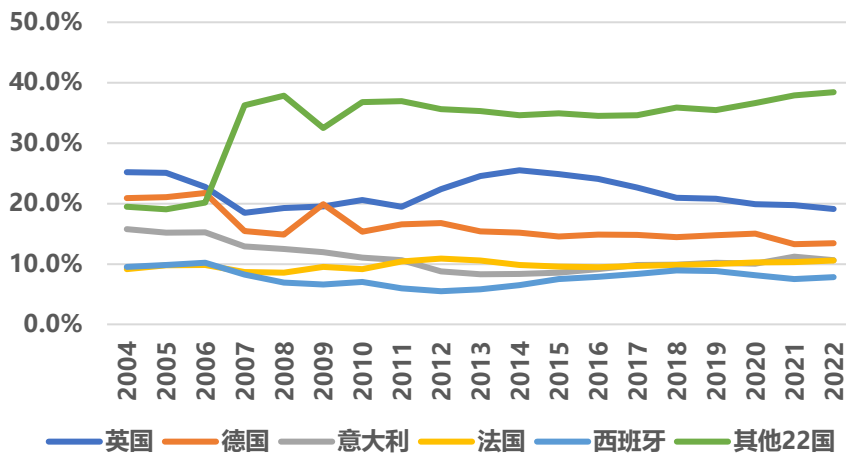
表：日本汽车亚太区的销量分布



表：日本汽车北美区的销量分布

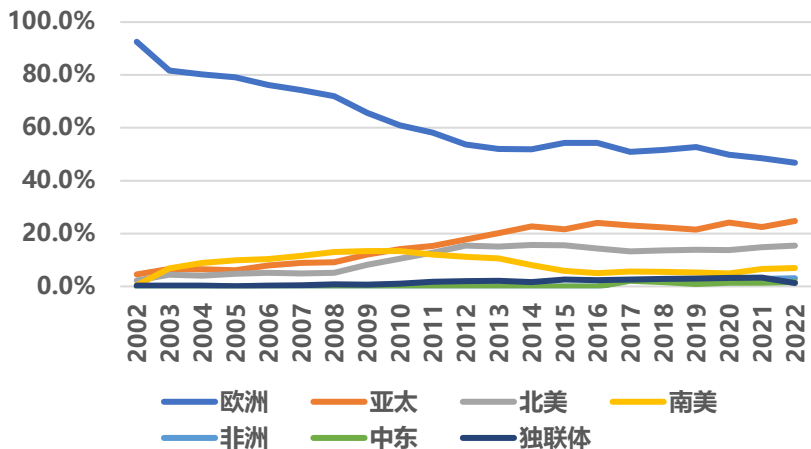


表：日本汽车欧洲区的销量分布

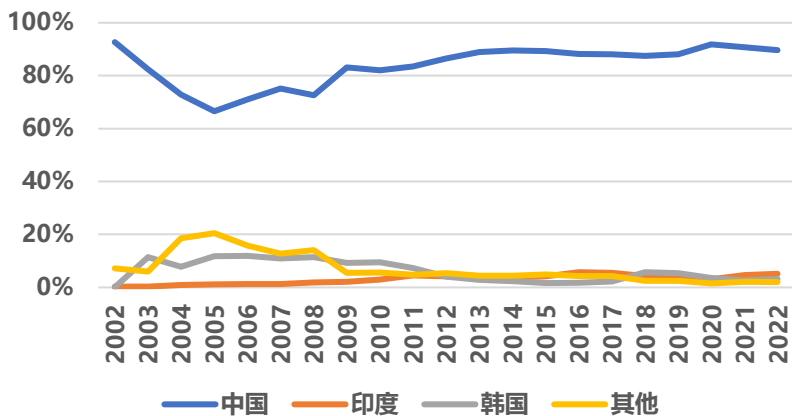


■ 欧系全球汽车产量分布集中度比日本低。亚太地区以中国为主，北美是美国。欧洲以德国为主。

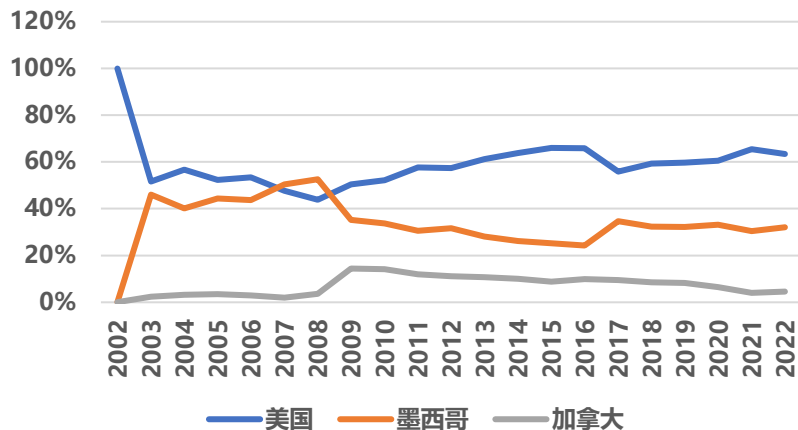
表：欧系汽车全球产量分布



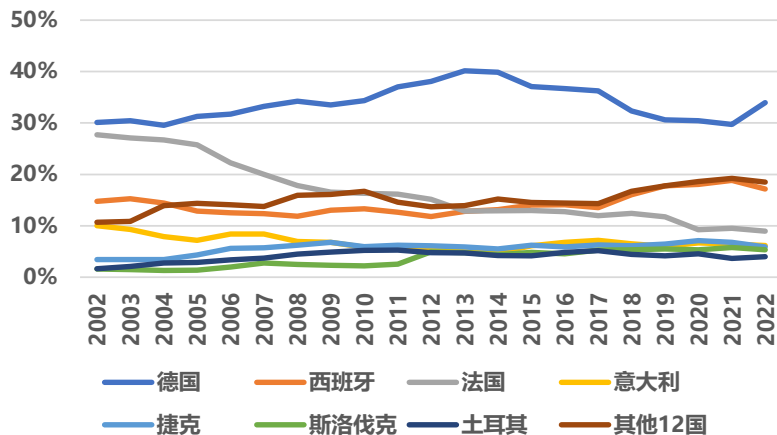
表：欧系汽车亚太区的产量分布



表：欧系汽车北美区的产量分布



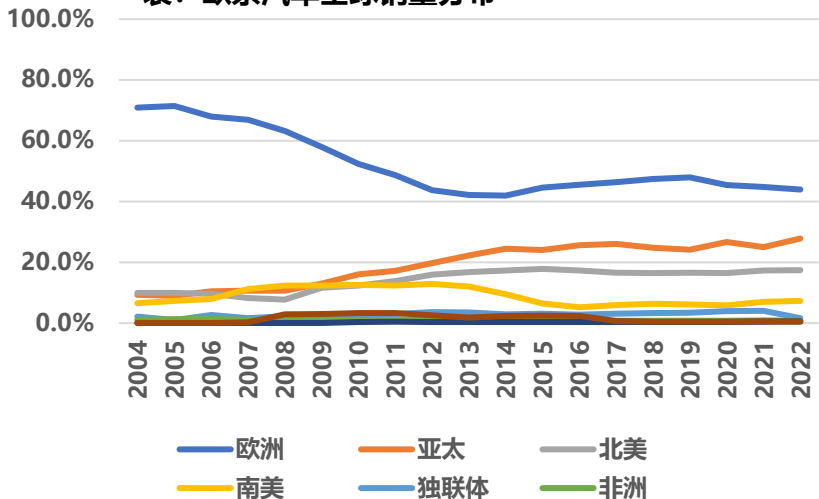
表：欧系汽车欧洲区的产量分布



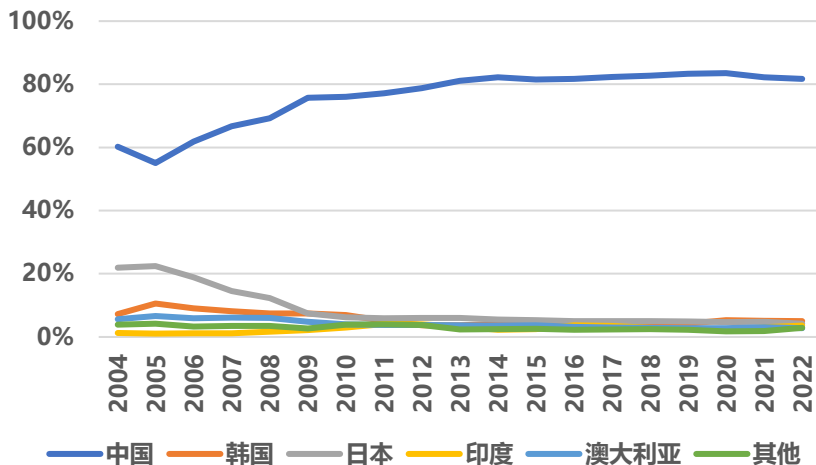
欧系汽车全球销量分布：北美>亚太>欧洲

■ 欧系全球汽车销量分布与产量类似。亚太地区以中国为主，北美是美国，欧洲非常分散。

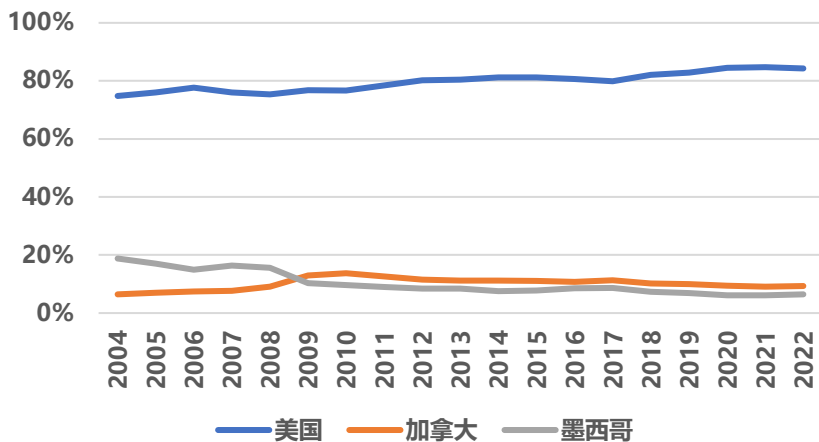
表：欧系汽车全球销量分布



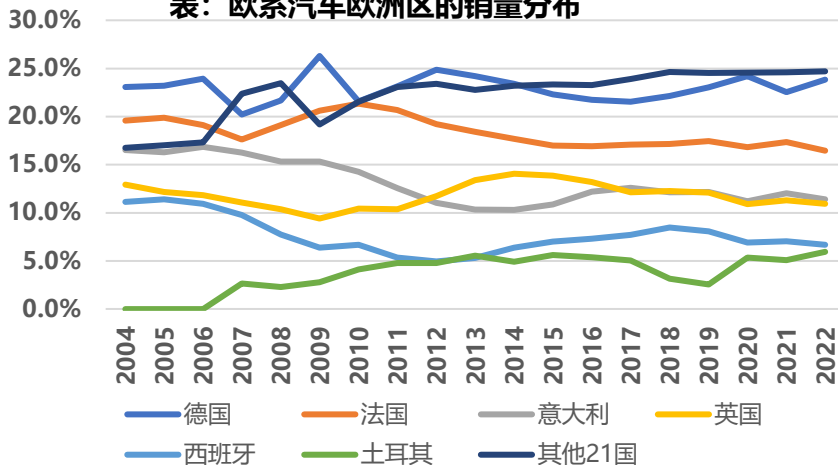
表：欧系汽车亚太区的销量分布



表：欧系汽车北美区的销量分布

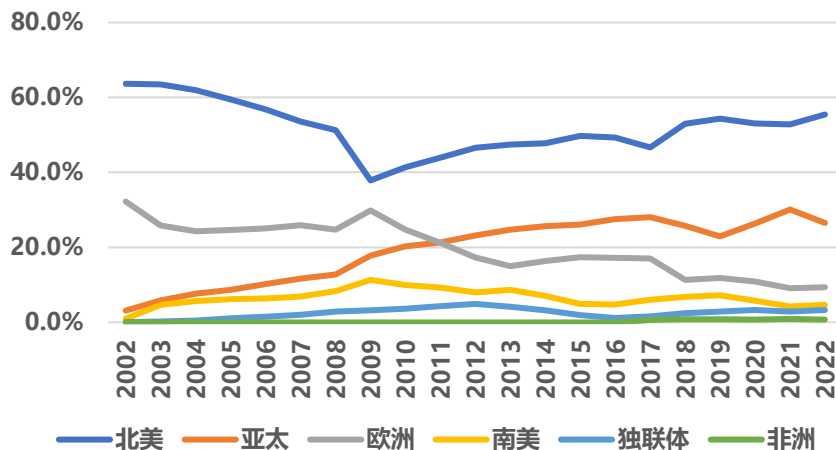


表：欧系汽车欧洲区的销量分布

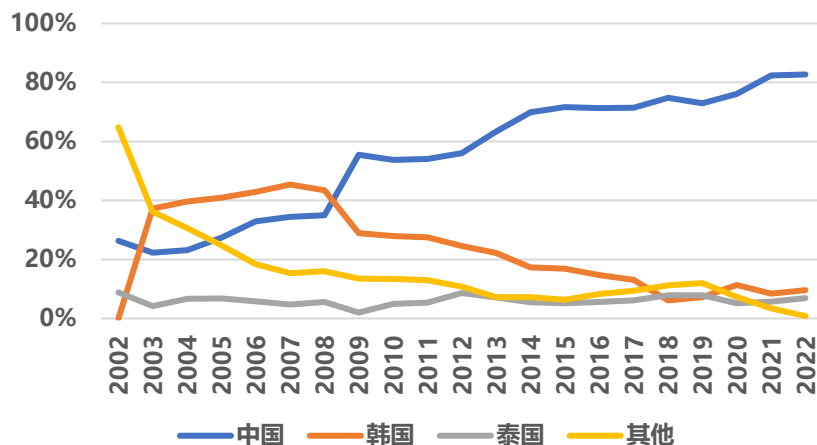


■ 美系全球汽车产量分布集中度比日本低。亚太地区以中国为主，北美是美国，欧洲分散。

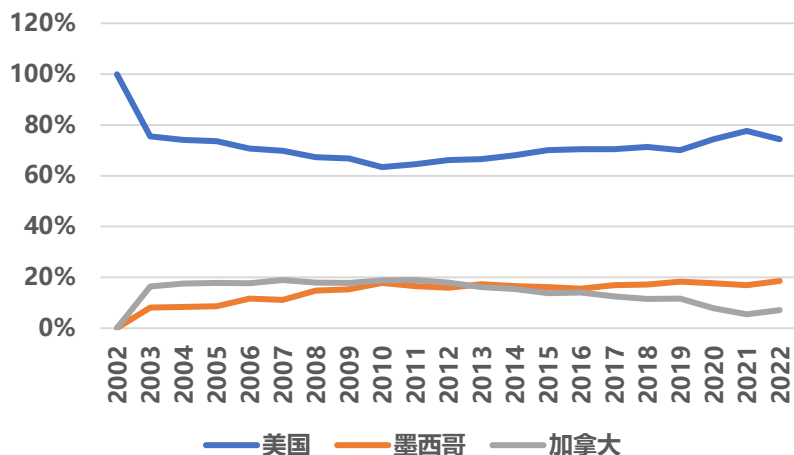
表：美国汽车全球产量分布



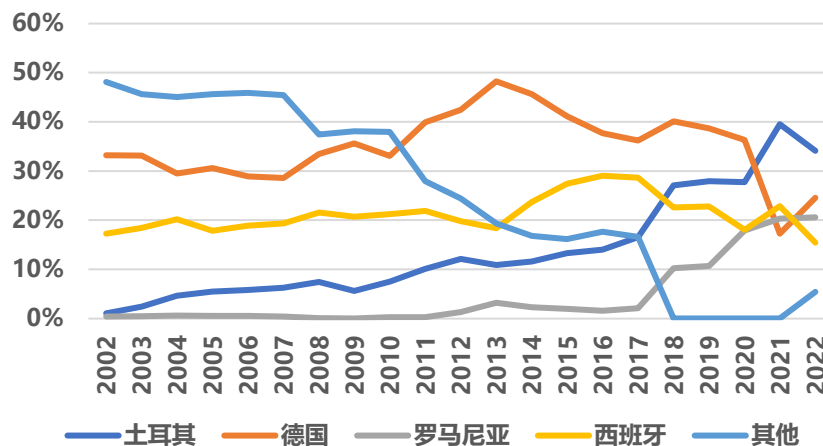
表：美国汽车亚太区的产量分布



表：美国汽车北美区的产量分布



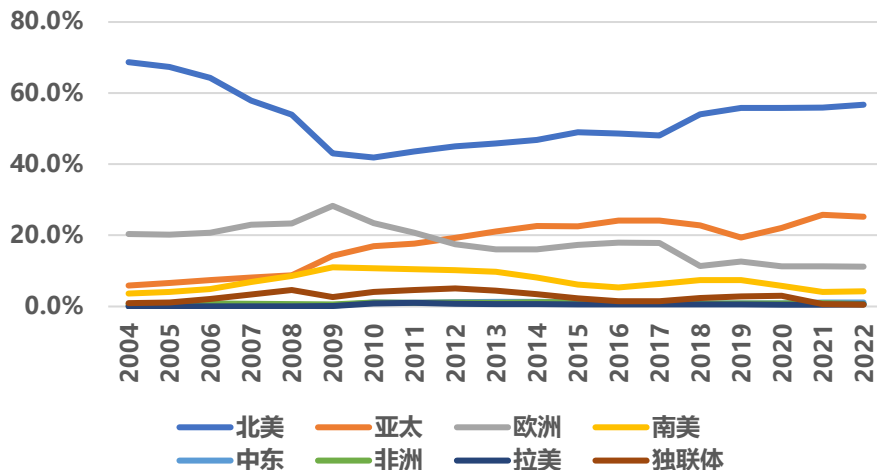
表：美国汽车欧洲区的产量分布



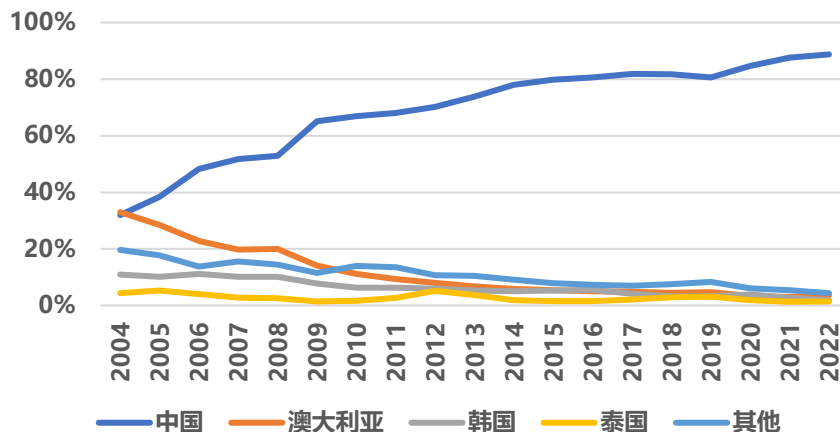
美国汽车全球销量分布：北美>亚太>欧洲

■ 美系全球汽车销量和产量分布类似，但北美和亚太区明显销量集中度更高，欧洲分散。

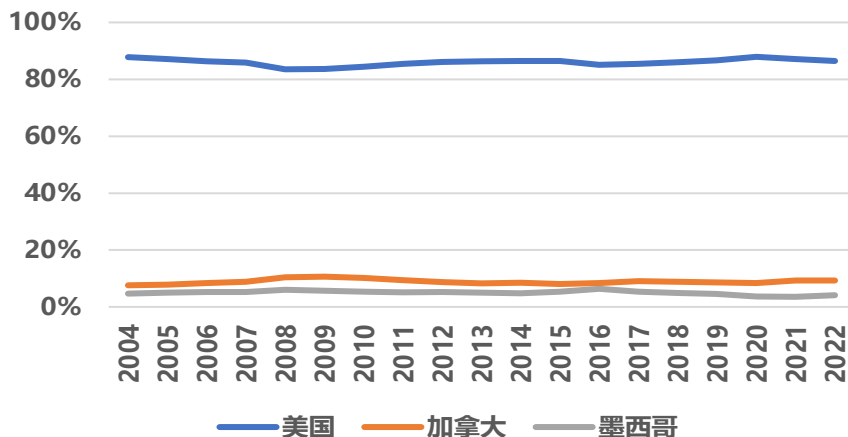
表：美国汽车全球销量分布



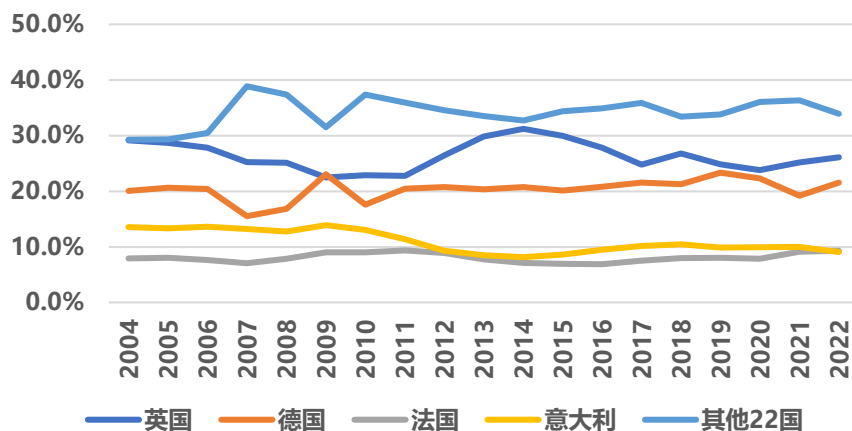
表：美国汽车亚太区的销量分布



表：美国汽车北美区的销量分布

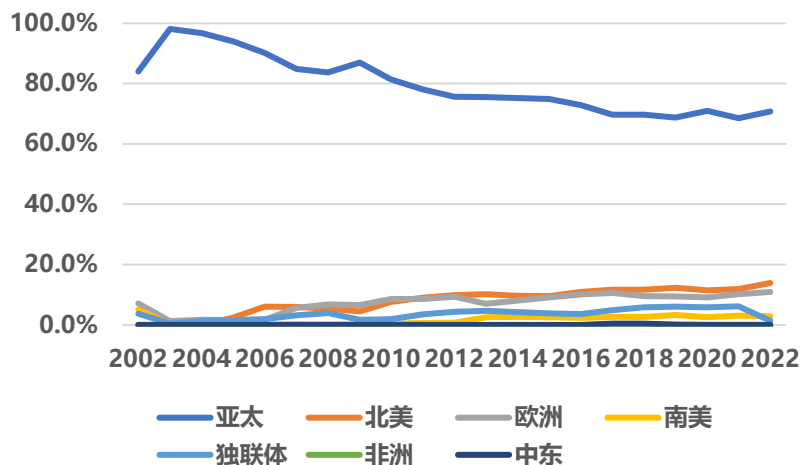


表：美国汽车欧洲区的销量分布

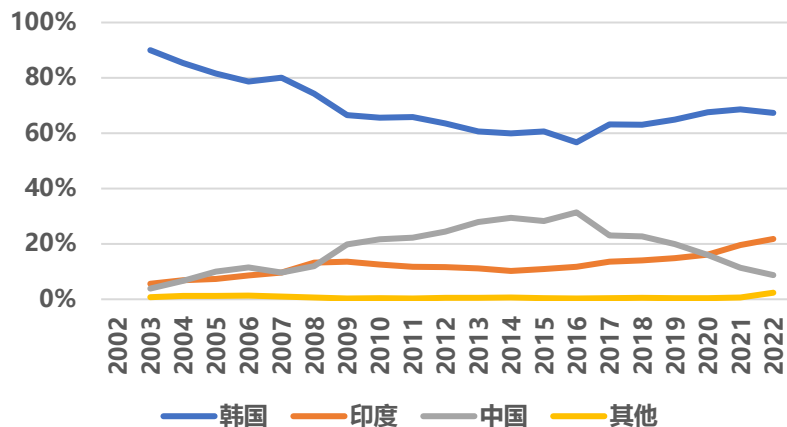


■ 韩系全球汽车产量分布与日本最为类似，但其体量明显小于日系/欧系/美系。

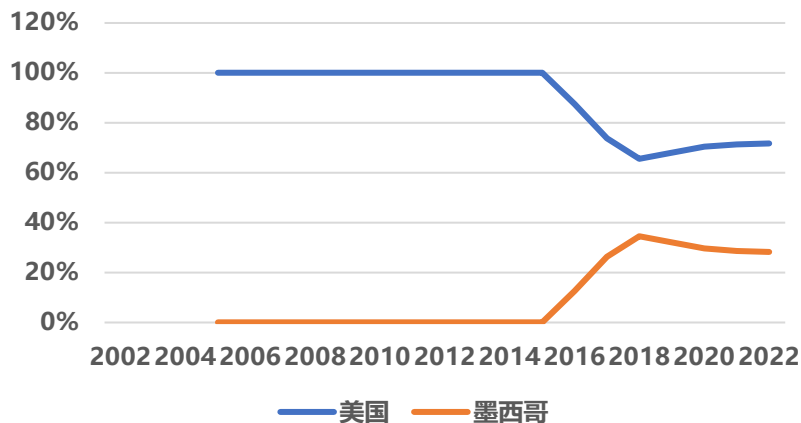
表：韩国汽车全球产量分布



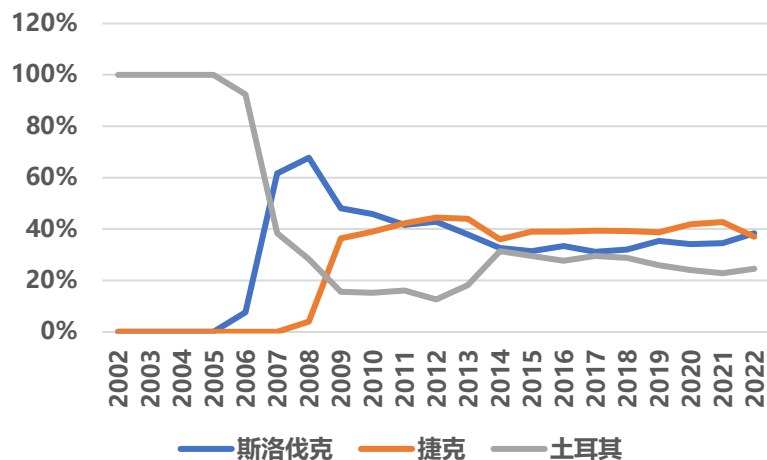
韩国汽车亚太区的产量分布



表：韩国汽车北美区的产量分布



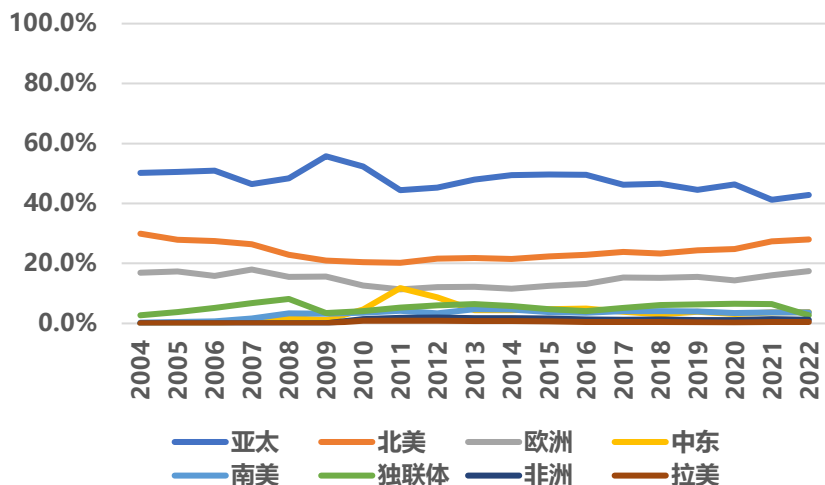
表：韩国汽车欧洲区的产量分布



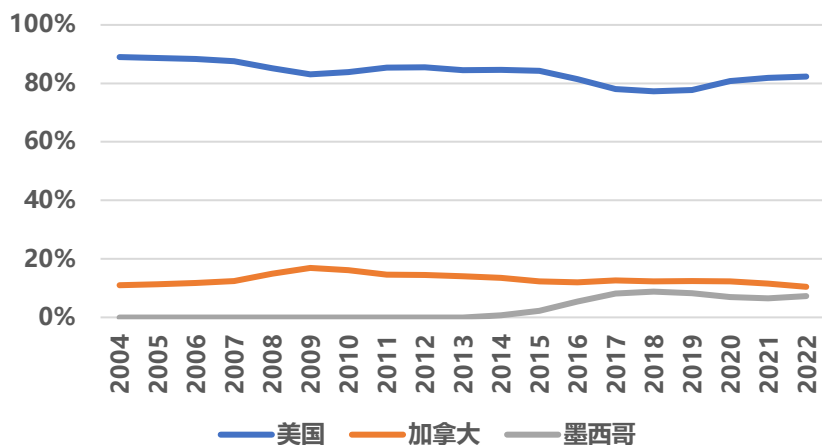
韩国汽车全球产量分布：亚太>北美>欧洲

■ 韩系全球汽车销量分布与日本类似，但比其自身产量更分散，其体量明显小于日系/欧系/美系。

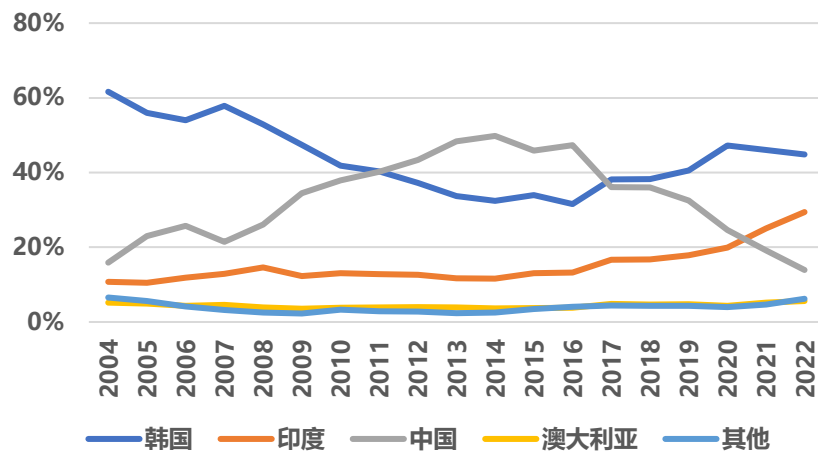
表：韩国汽车全球销量分布



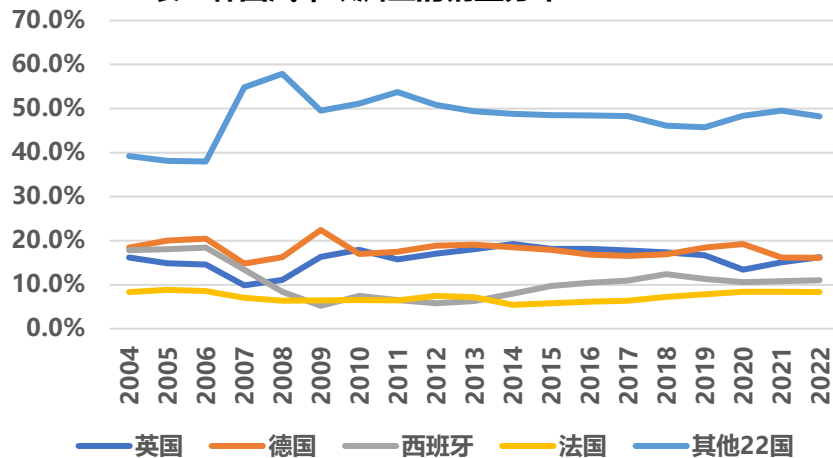
表：韩国汽车北美区的销量分布



韩国汽车亚太区的销量分布

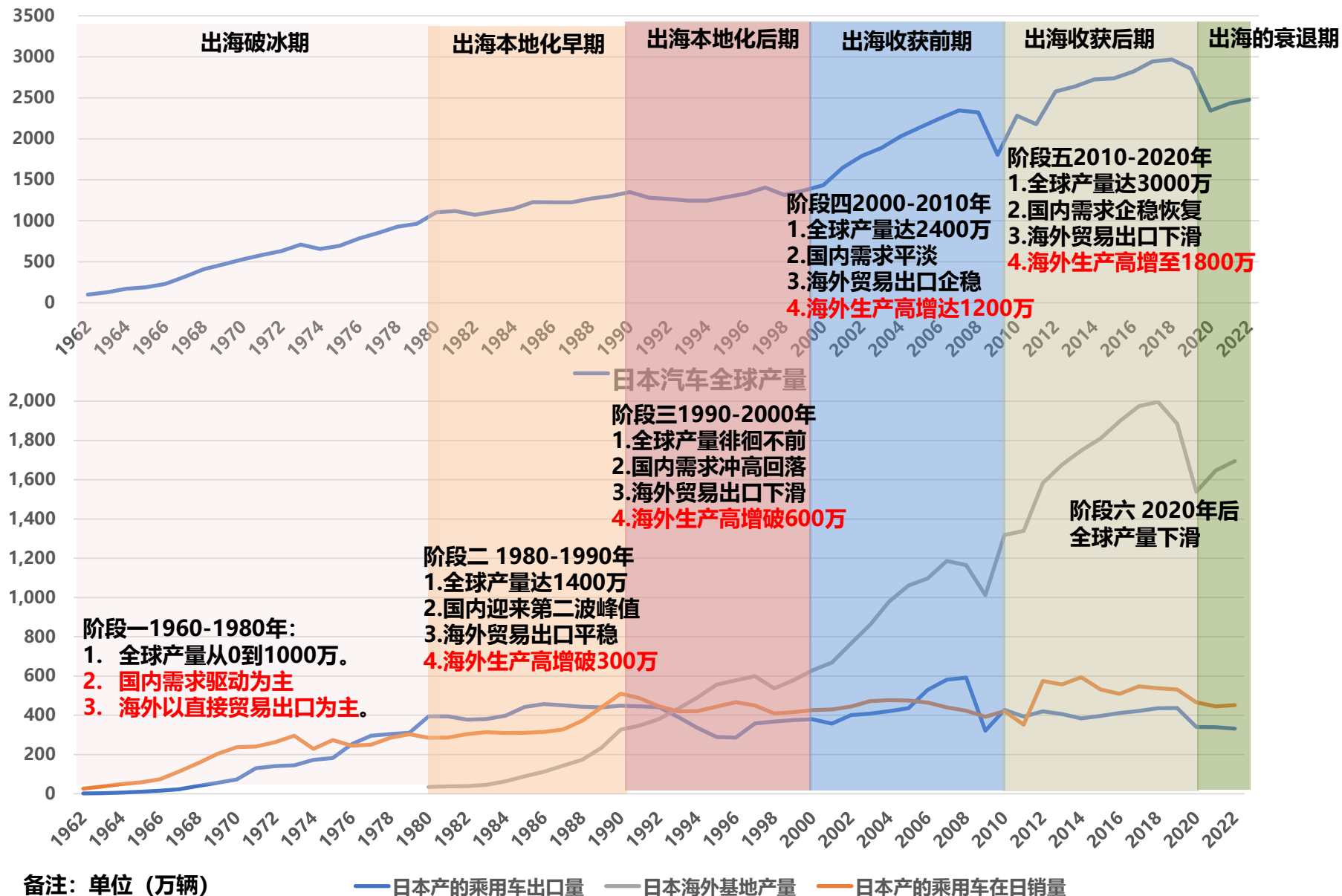


表：韩国汽车欧洲区的销量分布



1. 日本模式：厚积薄发！

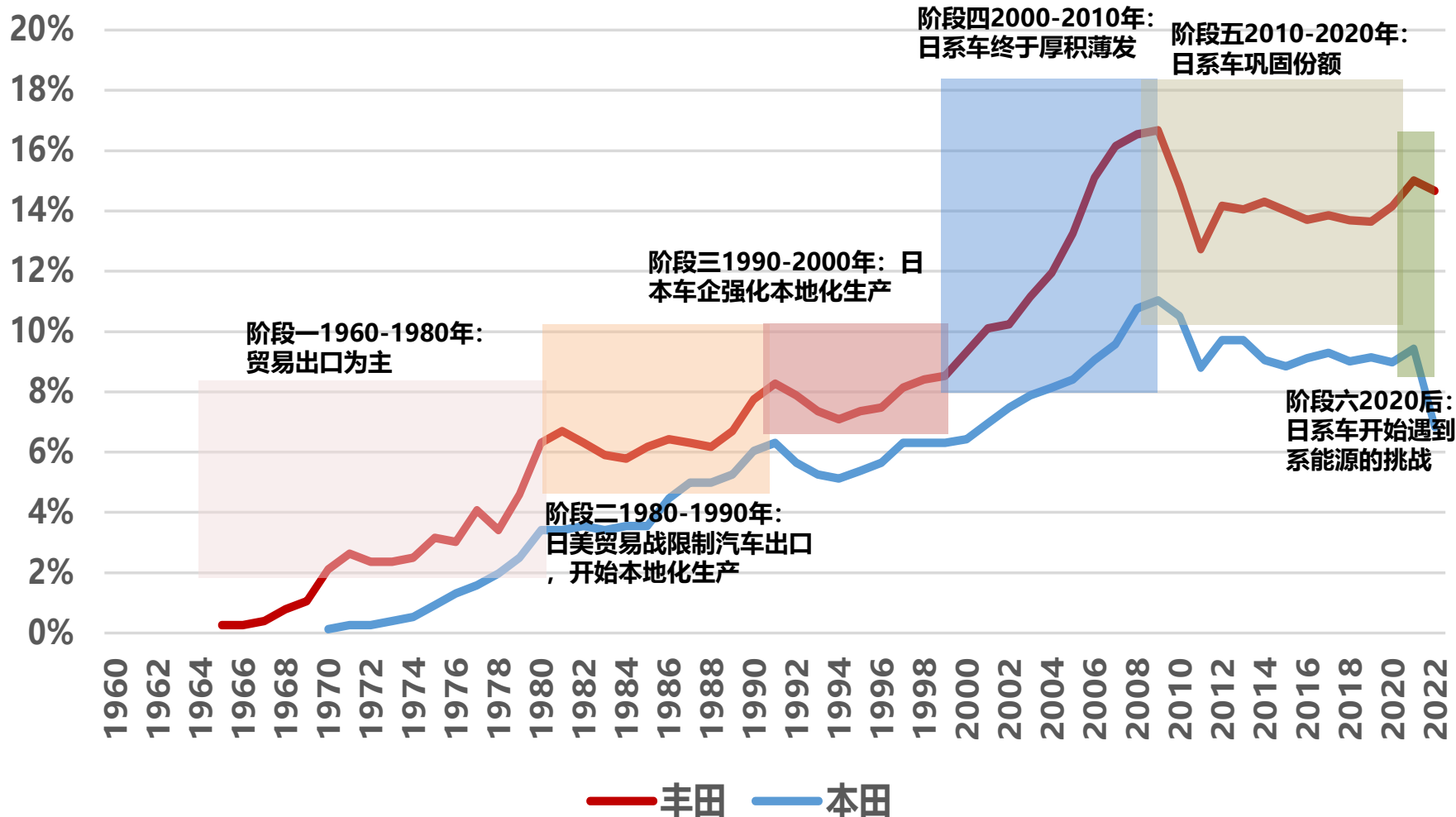
日本汽车产业全球扩张的六阶段划分



数据来源: JAMA, Marklines, 东吴证券研究所绘制

日系车出海美国市场的六阶段划分

图：丰田/本田在美国市场的份额变化趋势



日系车出海中国市场的四阶段划分

■ 阶段一2008年前:

- 市占率上升
- 日系车是品质的代表

■ 阶段二2009-2014年:

- 市占率下降
- 新车周期慢+钓鱼岛事件

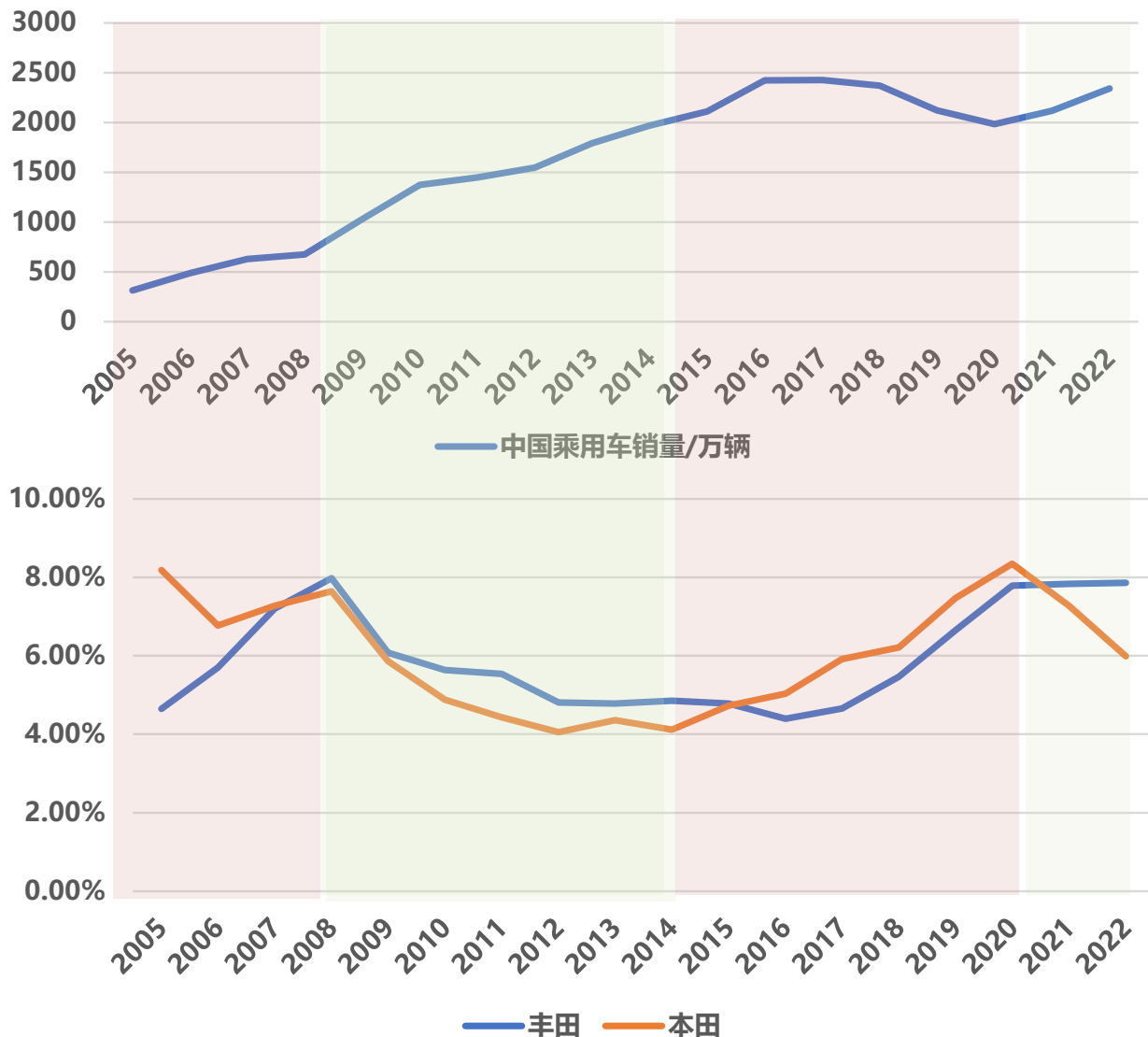
■ 阶段三2015-2020年:

- 市占率上升
- 新车周期加速+低油耗高品质

■ 阶段四2020年后:

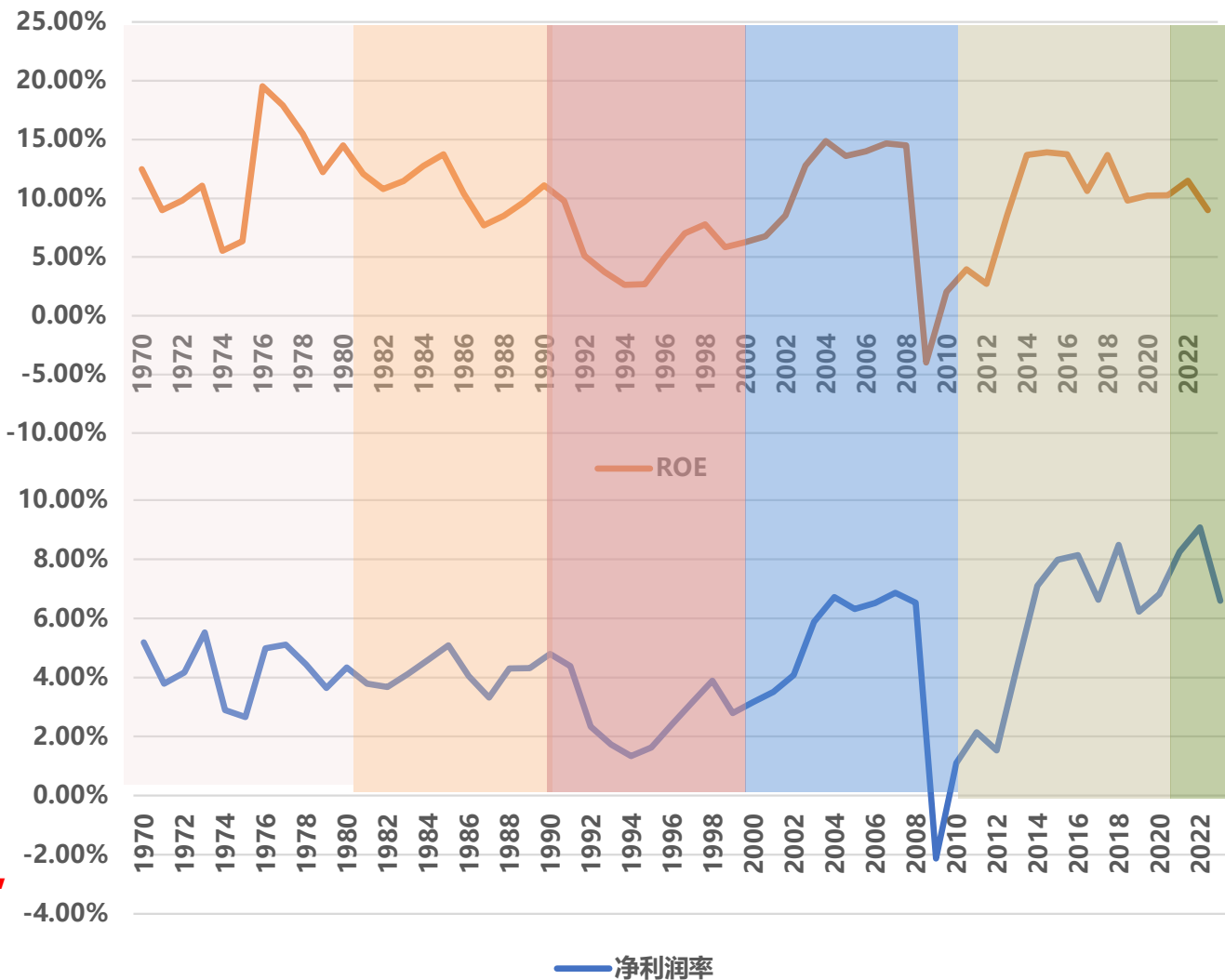
- 市占率下降
- 新能源车型少

图：丰田/本田在中国市场的份额变化趋势



丰田汽车盈利以1994年为重要分界

图：丰田汽车1970年以来的ROE和净利率变化



阶段一1960-1980年：

盈利高位趋稳

阶段二1980-1990年：

盈利波动向下

阶段三1990-2000年：

以1994年为界，盈利呈现V字反转

阶段四2000-2010年：

以2008年为界，盈利呈现倒V字反转

阶段五2010-2020年：

盈利波动向上

阶段六2020年后：

盈利开始向下

出海盈利向上周期近30年，核心驱动是美国+中国。

本田汽车盈利以1994年为分界

阶段一1960-1980年：

数据缺失。

阶段二1980-1990年：

盈利波动向下

阶段三1990-2000年：

以1995年为界，盈利呈现V字反转

阶段四2000-2010年：

以2008年为界，盈利呈现倒V字反转

阶段五2010-2020年：

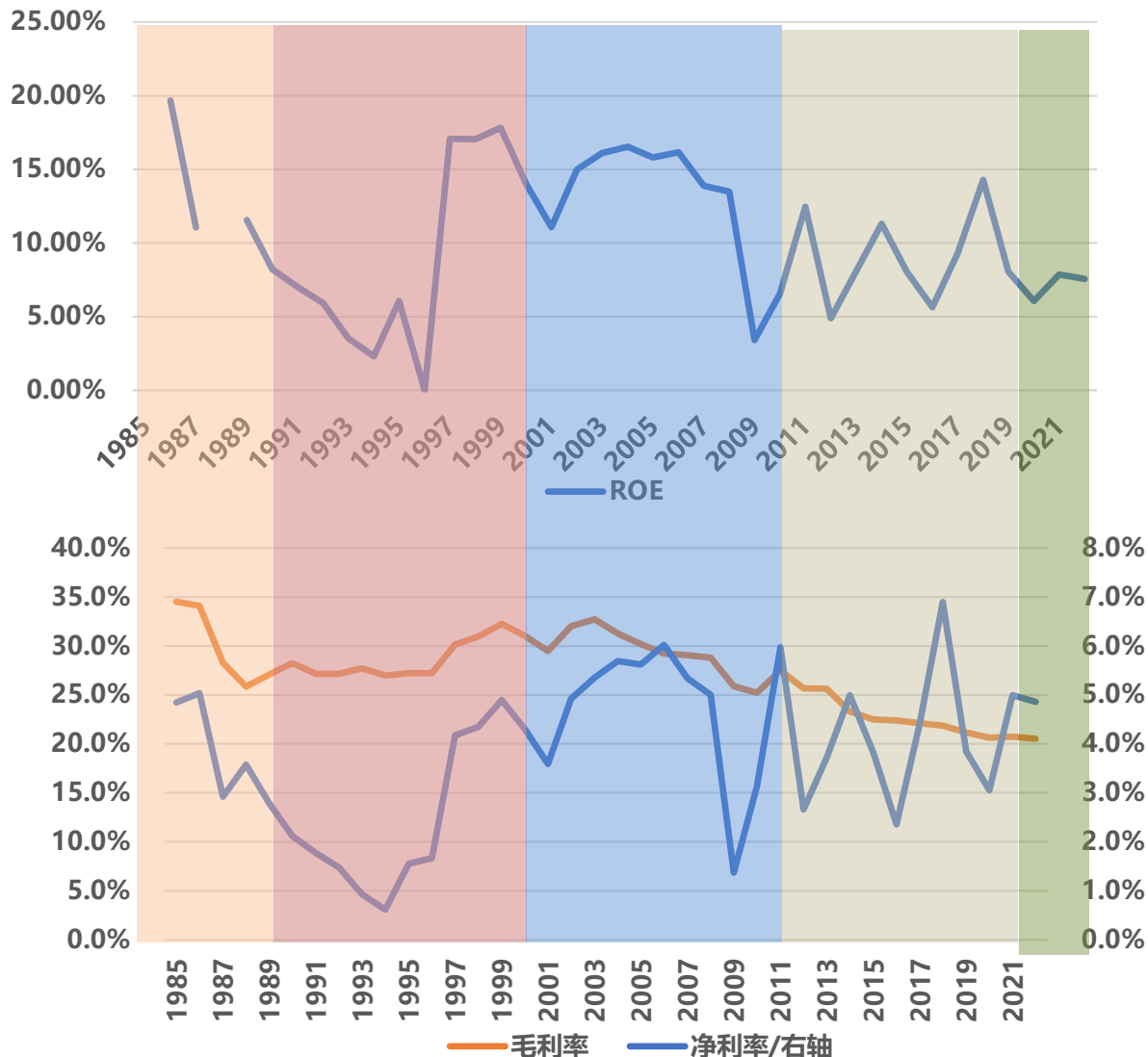
盈利波动向上

阶段五2020年后：

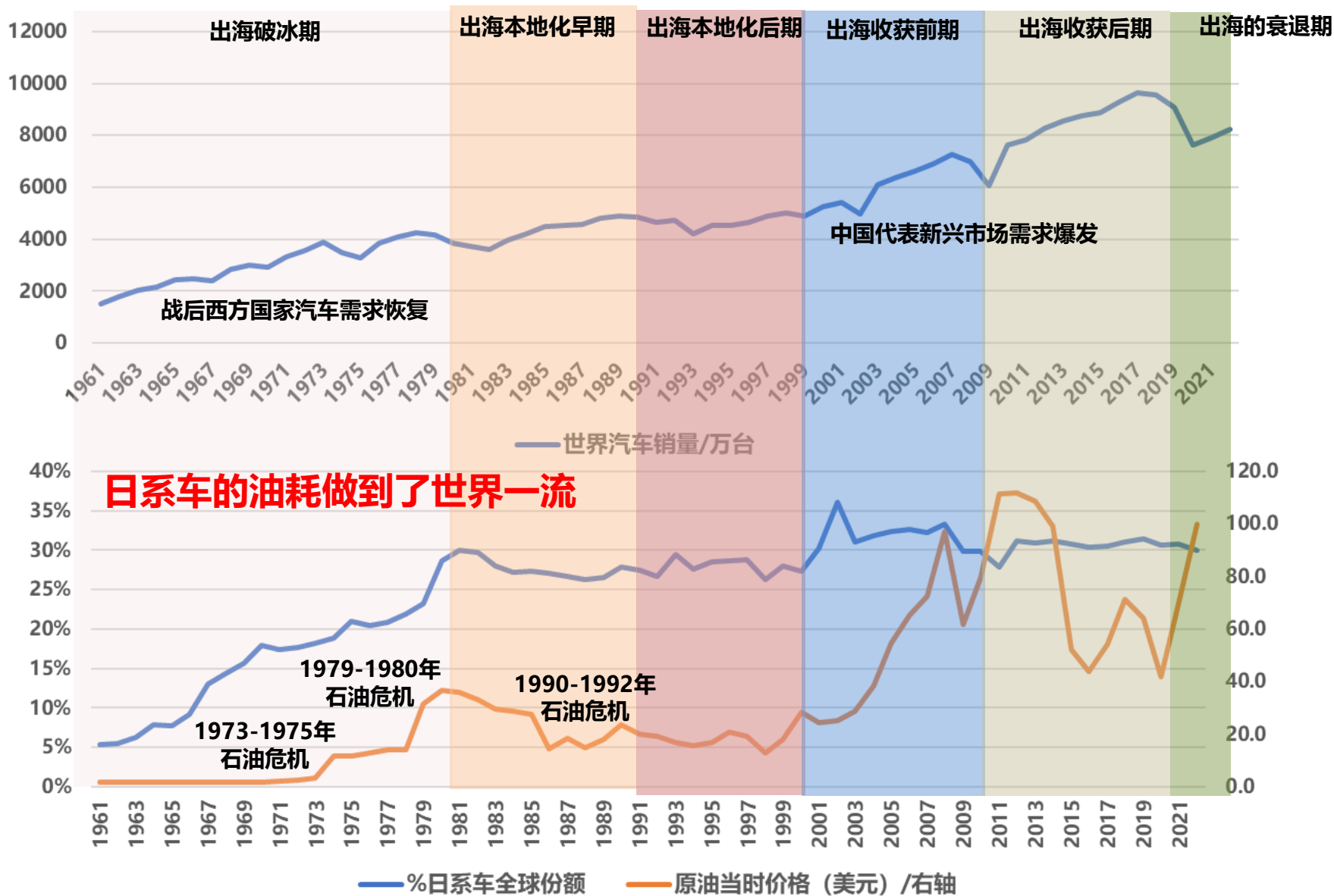
盈利开始向下

出海盈利向上周期基本同步丰田

图：本田汽车1985年以来的ROE和净利率/毛利率变化



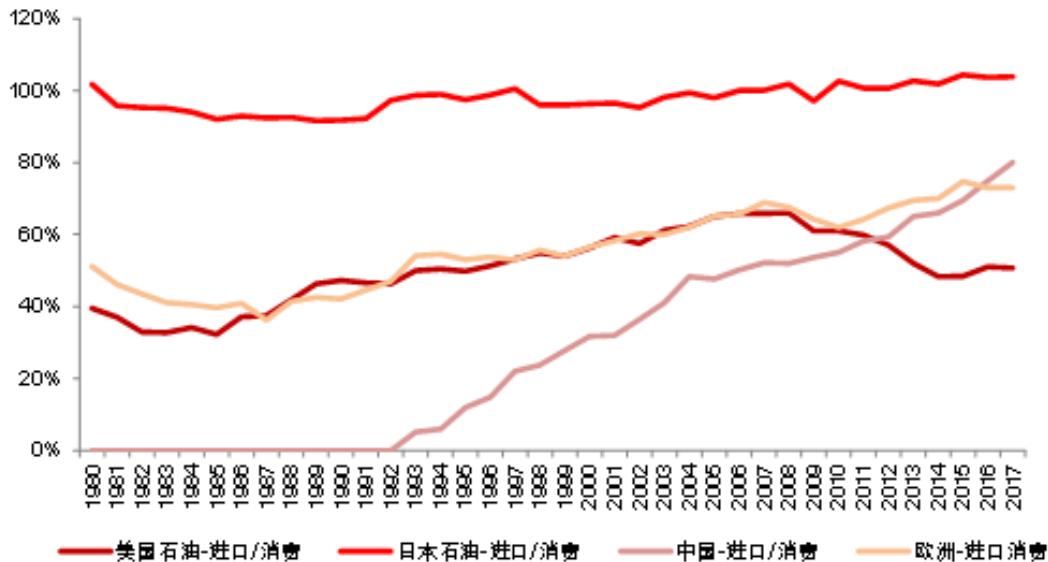
日本汽车出海成功的标签是【低油耗】



- 驱动日系车油耗做到世界一流的因素：
- 日本自身石油对外依赖程度最高

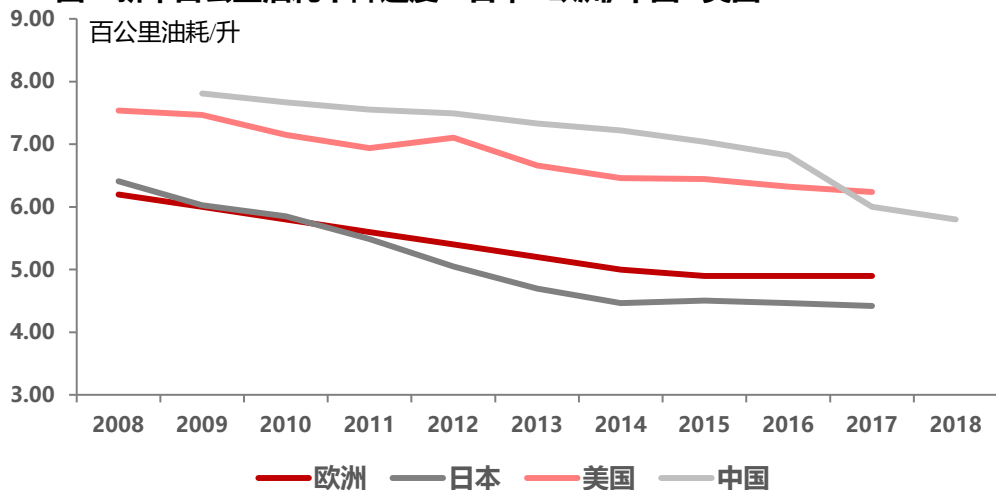


图：石油对外依赖程度：日本>中国>欧洲>美国



- 日本在汽车单位油耗降低的力度和执行力全球第一（2018年前）

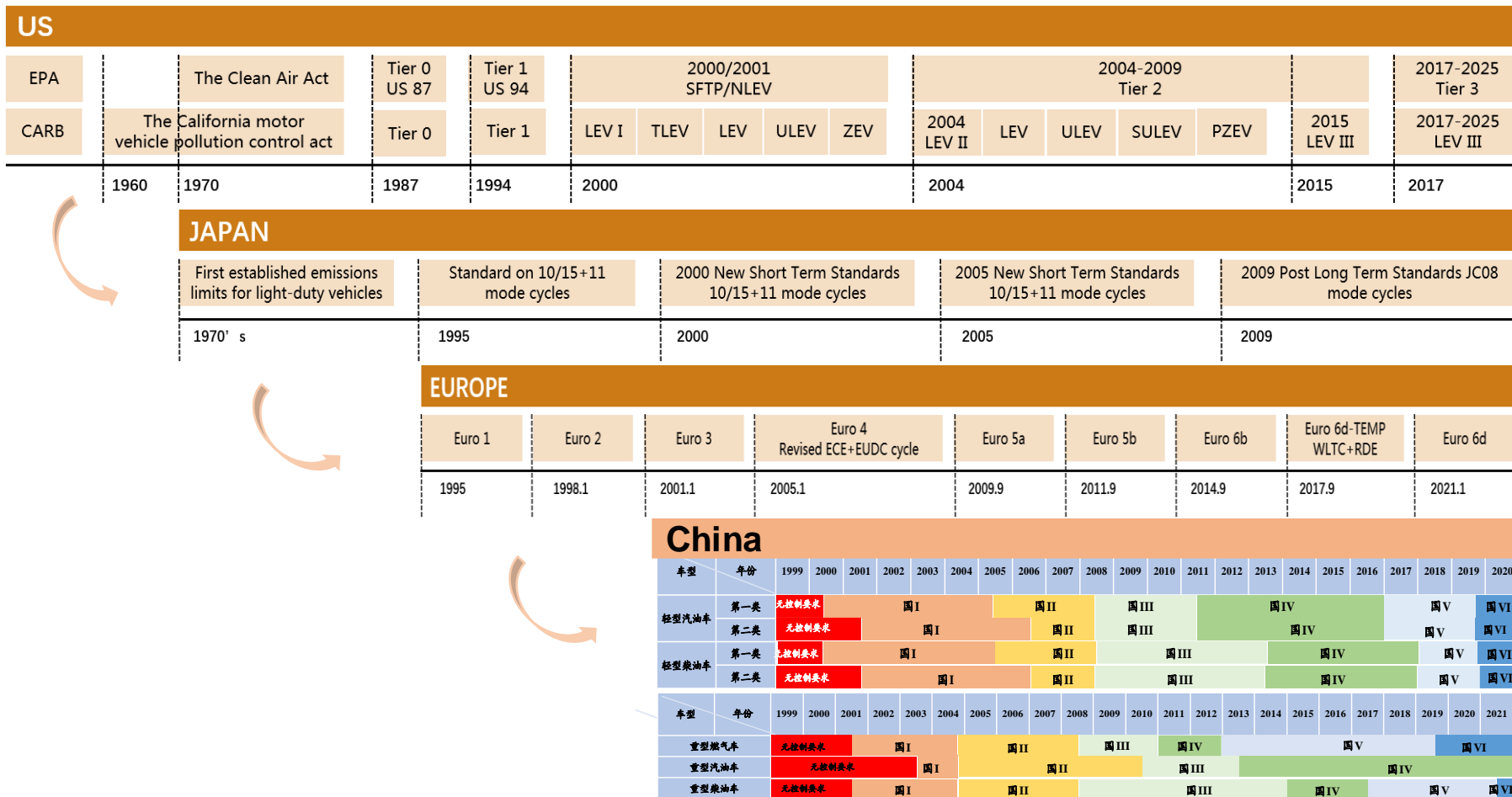
图：新车百公里油耗下降速度：日本>欧洲/中国>美国



日系车低油耗的驱动因素之二：排放标准执行严格

日本针对汽车排放标准的升级不是最早的，但是执行力度强。

图：世界主要国家的排放标准升级时间表



- 1) **车企维度。**日系车降低油耗最大法宝是【油电混合+CVT自动变速器+VVT】；欧系车企降低油耗最大法宝是【柴油机+GDI+涡轮增压+VVT+发动机启停】；美系车企降低油耗最大法宝是【自动变速器+VVT+GDI】，实际降低油耗效果上，日系好于欧系好于美系。
- 2) **市场维度。**欧洲市场渗透率较高的技术是【柴油机+GDI+涡轮增压+VVT+发动机启停】，美国市场渗透率较高的技术是【自动变速器+VVT+GDI+油电混合】。**实际降低油耗效果上，欧洲市场好于美国市场。**

图：三大车系及两大市场采用油耗下降技术路径的总结（颜色越深，渗透率越高）

	日系车企	欧系车企	美系车企	欧洲市场	美国市场
柴油机					
GDI缸内直喷					
Turbo涡轮增压					
VVT可变气门正时					
CVT / 6+档位					
自动档变速器					
发动机启停					
油电混合					
纯电动					

日本汽车出海成功的内核是【精益生产方式】

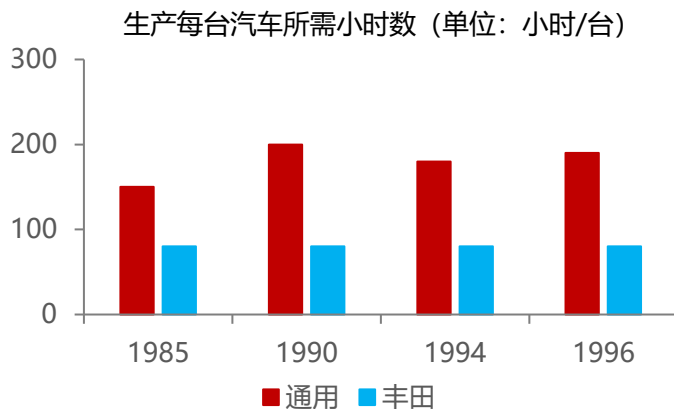
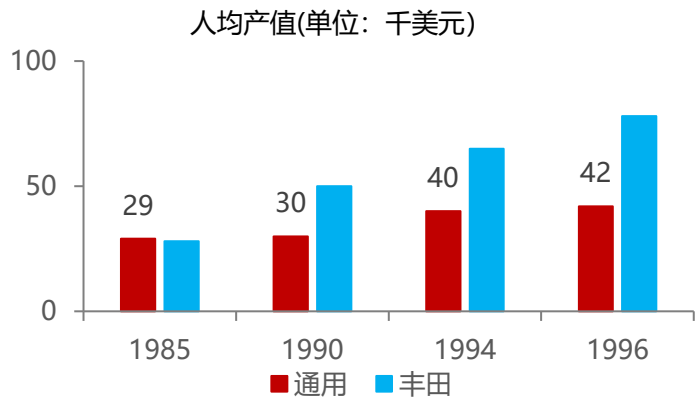
日本精益生产方式（丰田为代表）：

- **产生背景：**1) 大批量生产方式出现了库存堆积+产品质量低下弊端。2) 日本民族情怀，不甘于被贴上的“模仿创新”标签。
- **核心思想：**通过准时化+自动化来彻底杜绝浪费。“准时化”是将所需要的物品，以所需要的数量，在所需要的时间。
- **产生效果：**根据日本学者大鹿隆著作的记录，1985-1996年期间，丰田每台车生产时间是通用的二分之一，人均产值从相当到是通用的1.8倍

图：精益生产方式对大批量生产方式的创新

大批量生产		类型		
		轿车	SUV	微客/MPV
尺寸	小型	[]	[]	[]
	中型			
	大型			

多品种小批量		类型		
		轿车	SUV	微客/MPV
尺寸	小型	○	○	○
	中型	○	○	○
	大型	○	○	○

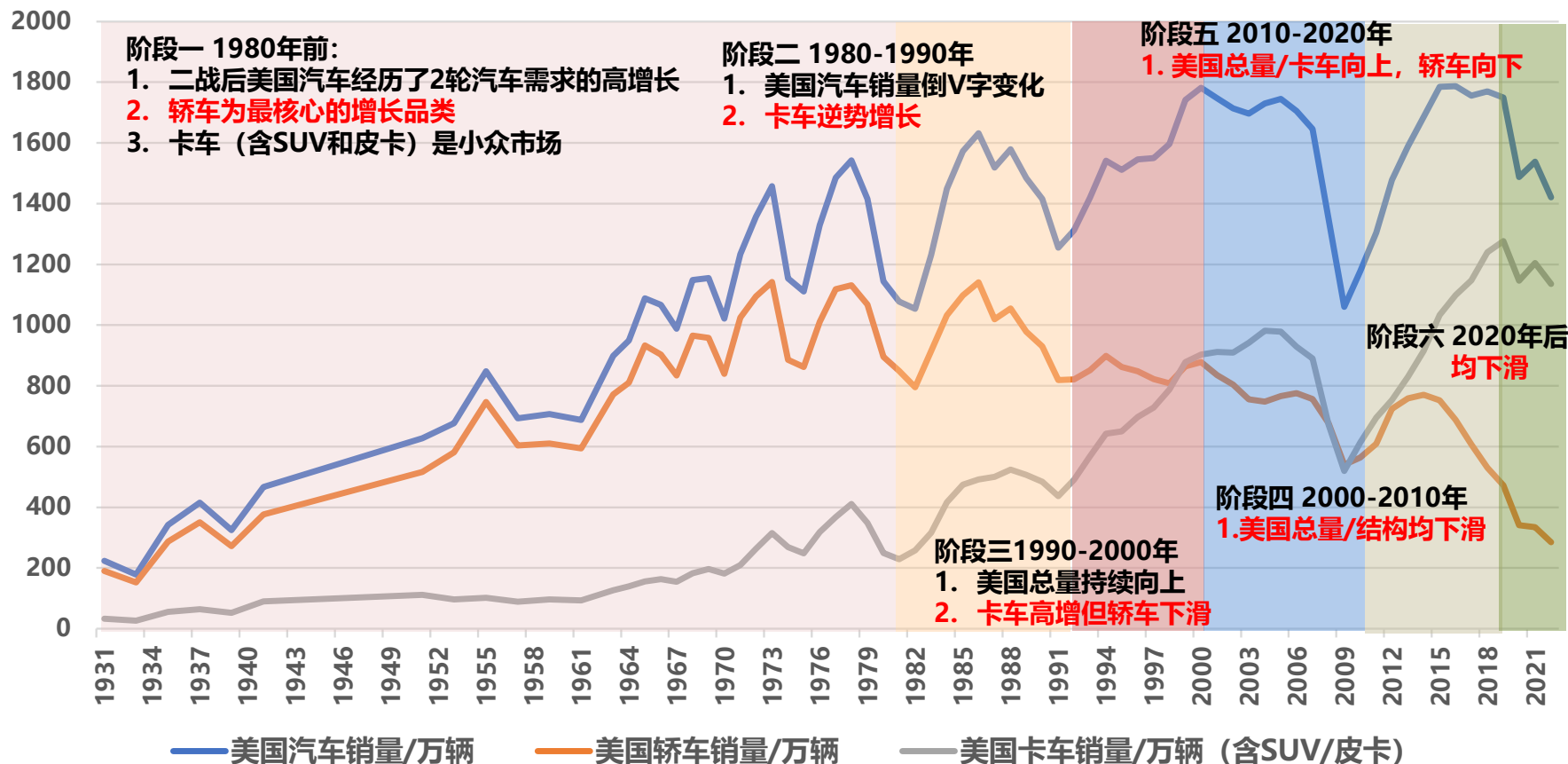


2. 美国模式：海外并购！

以日本出海划分阶段的时间轴为基准，二战后美国汽车市场划分为6个阶段，核心特征：

- 1980年为界线，之前是总量持续创新高，之后总量周期波动。
- 1980年为界线，之前轿车是第一品类，之后是卡车逐步取代轿车为第一品类。

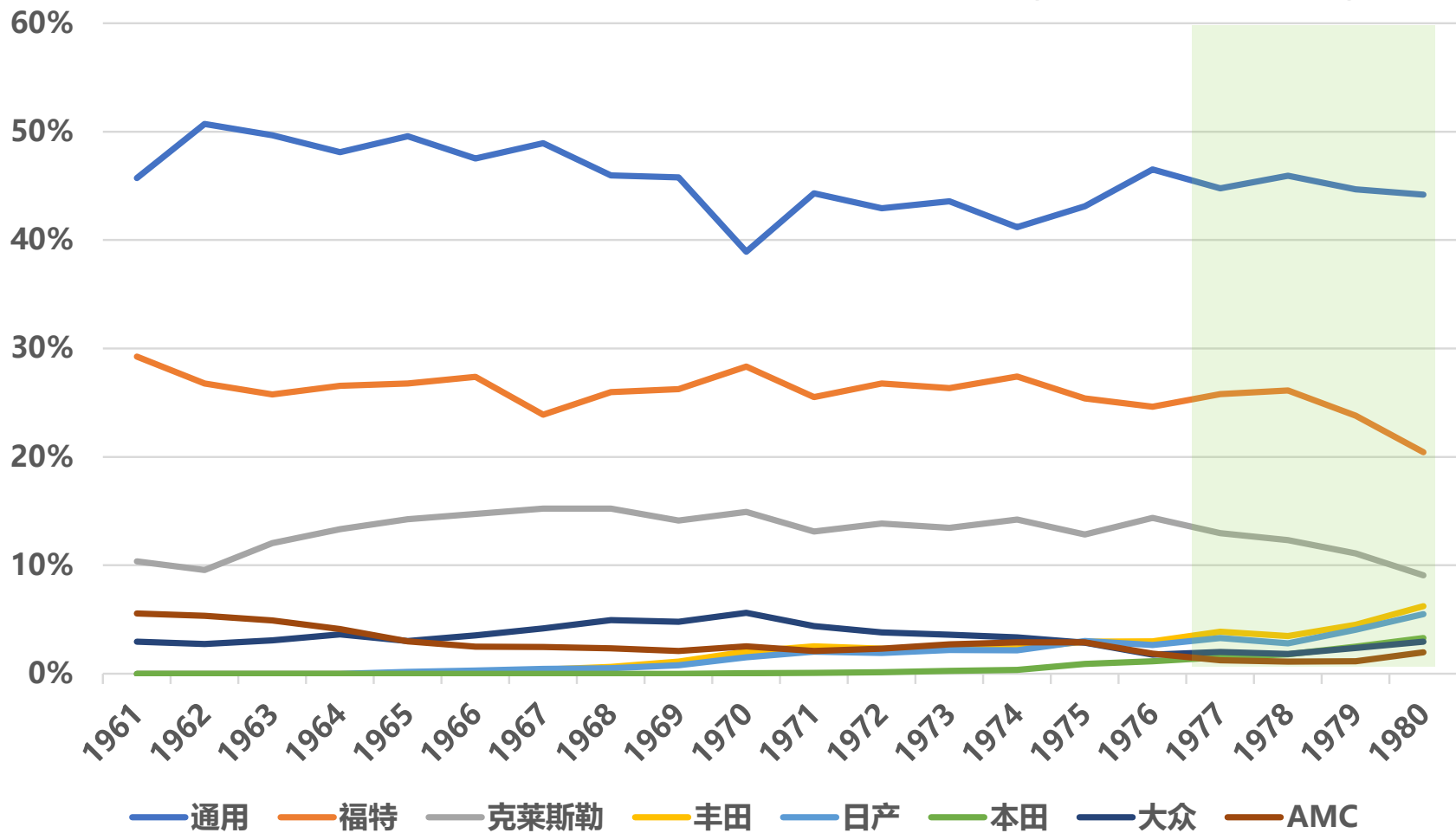
图：美国汽车市场的分阶段划分



阶段一-1980年前：美系车主导美国市场

- 1960-1980年美国汽车市场是【通用-福特-克莱斯勒】CR3>75%，1975年后影响力有所下降。
- 最早受到日系车冲击的是：美国低端品牌AMC和德国大众。

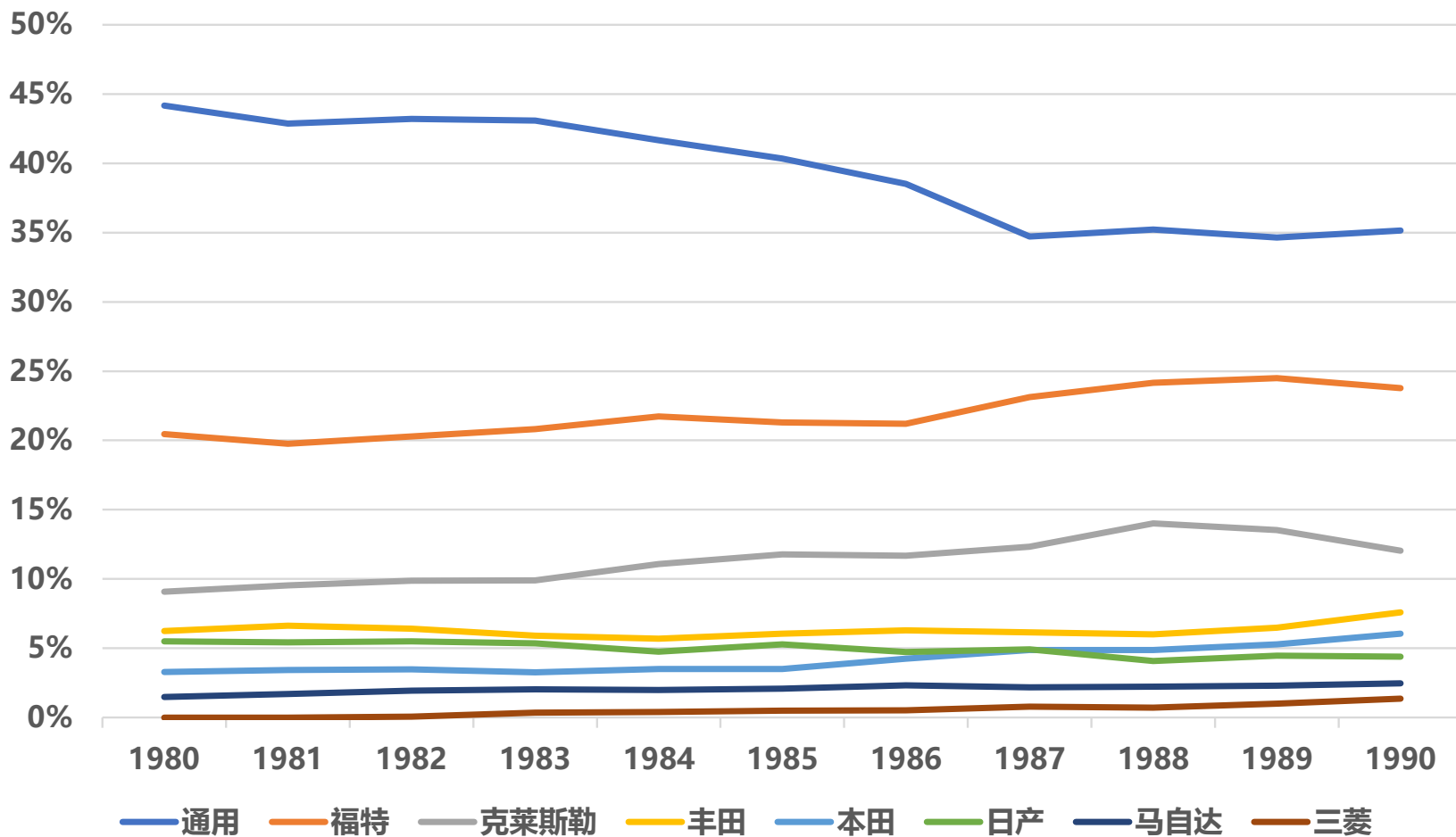
图：美国1960-1980年汽车市场格局
(绿色背景为油价快速上涨期)



阶段二1980-1990年：美系仍强势，日系初现

- 1980-1990年美国汽车市场【通用-福特-克莱斯勒】CR3约70%-75%，通用份额下降明显。
- 日系显著拉开了大众/AMC的差距，尤其丰田/本田。

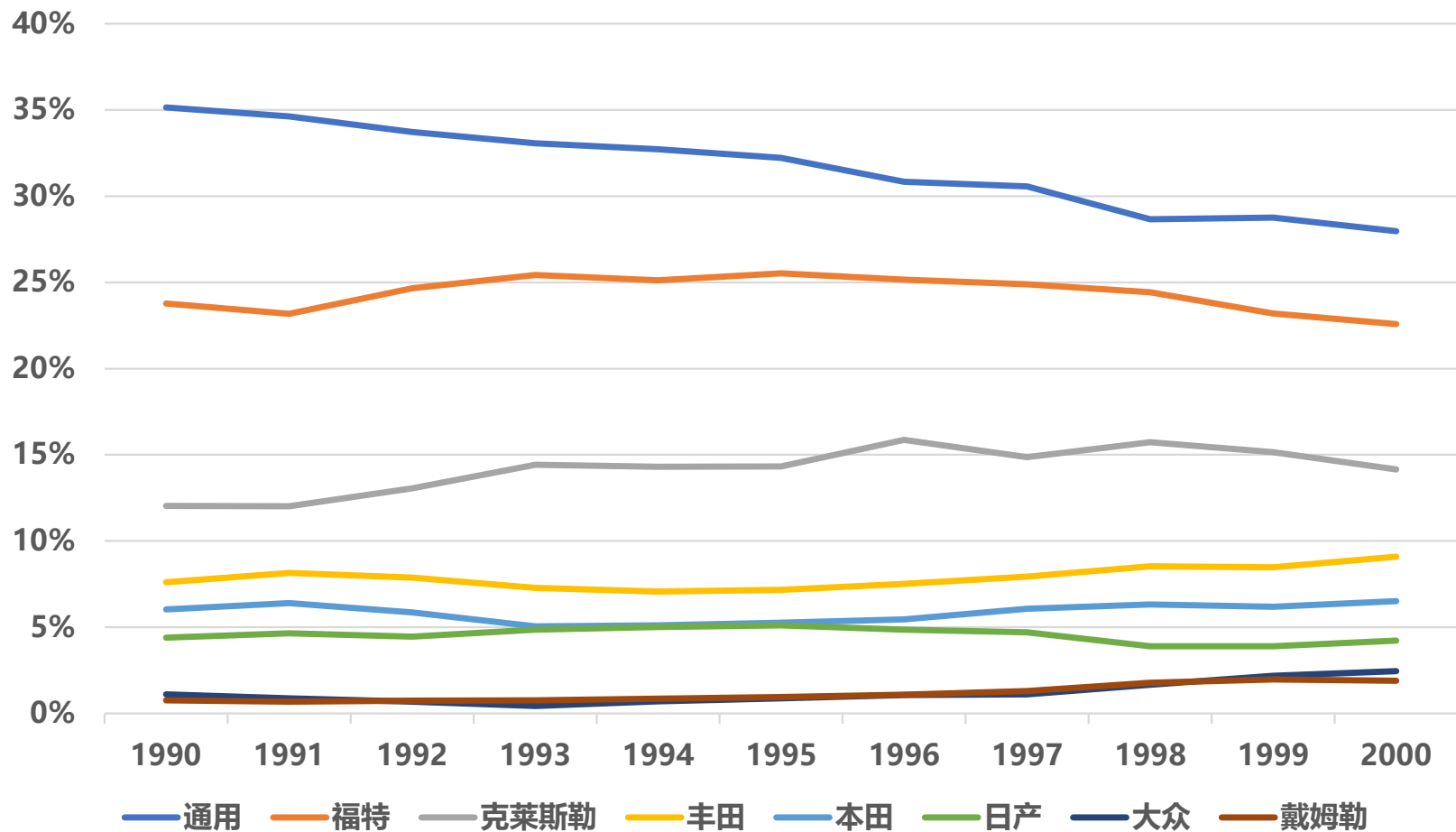
图：美国1980-1990年汽车市场格局



阶段三1990-2000年：美系下降，日系稳步向上

- 1990-2000年美国汽车市场【通用-福特-克莱斯勒】CR3下降至63%左右。
- 日系份额稳步提升至20%，丰田/本田拉开与日产差距。

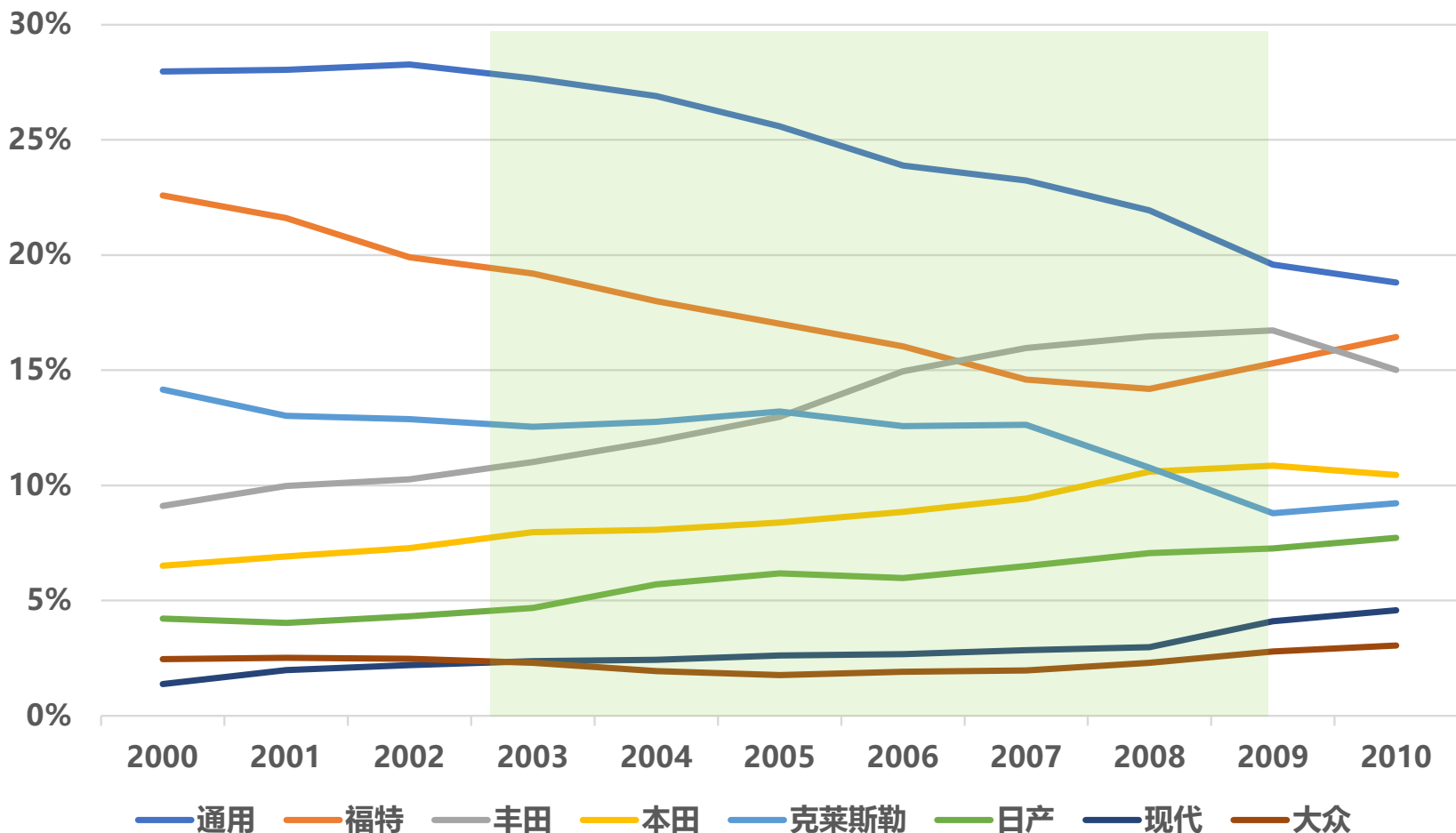
图：美国1990-2000年汽车市场格局



阶段四2000-2010年：美系快速下降，日系崛起

- 2000-2010年美国汽车市场【通用-福特-克莱斯勒】CR3跨省下降至44%左右。
- 日系车加速崛起，CR3快速提升至33%。丰田份额超过了福特/克莱斯勒，本田超过了克莱斯勒。

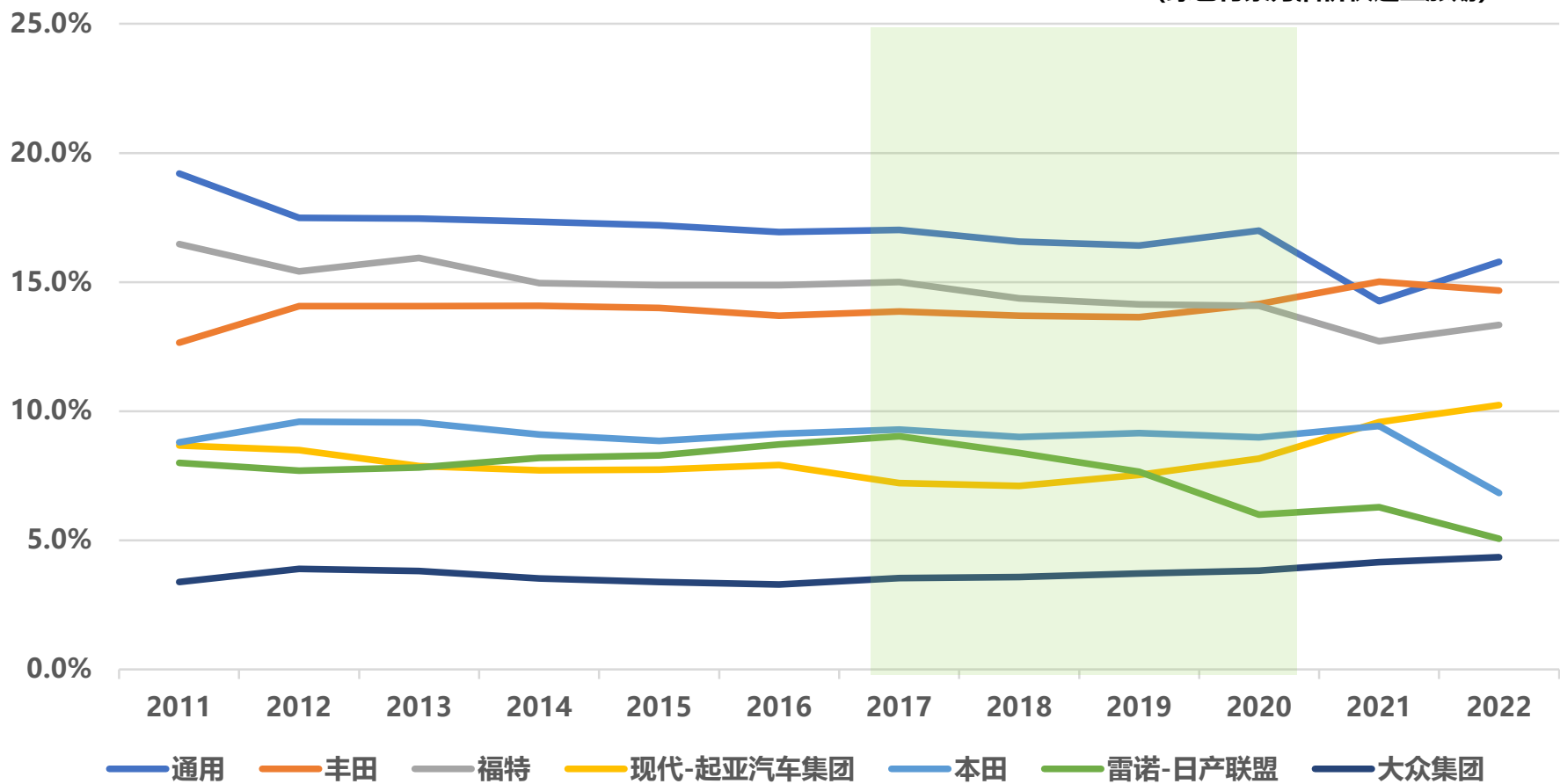
图：美国2000-2010年汽车市场格局
(绿色背景为油价快速上涨期)



阶段五2010-2020年：美系/日系达到均衡

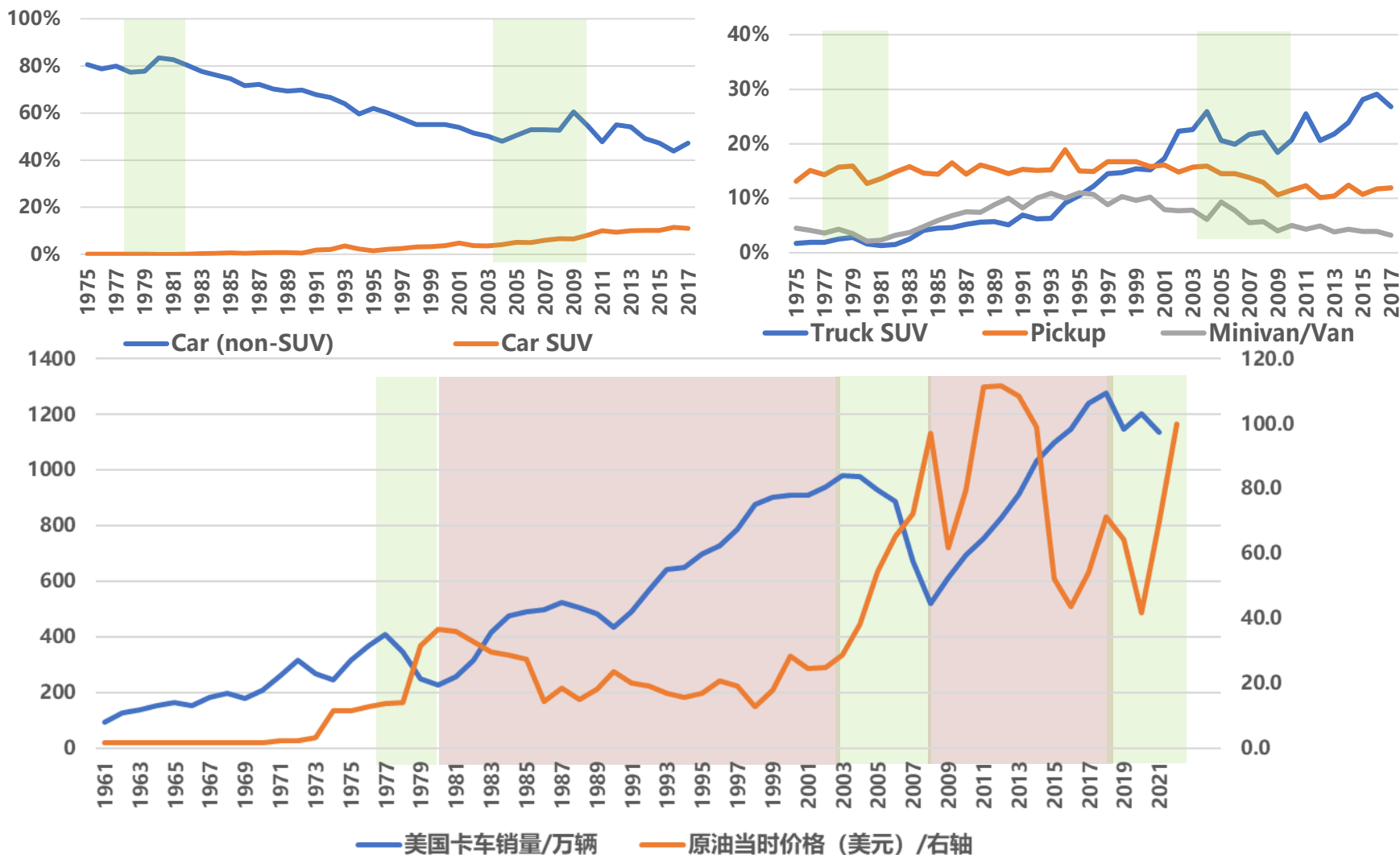
- 2010-2020年美国汽车市场呈现【美系】与【日系】寡头垄断格局，剩余韩系+大众。
- 2021-2022年美系新能源品牌【特斯拉】开始崛起。

图：美国2010-2022汽车市场格局
(绿色背景为油价快速上涨期)



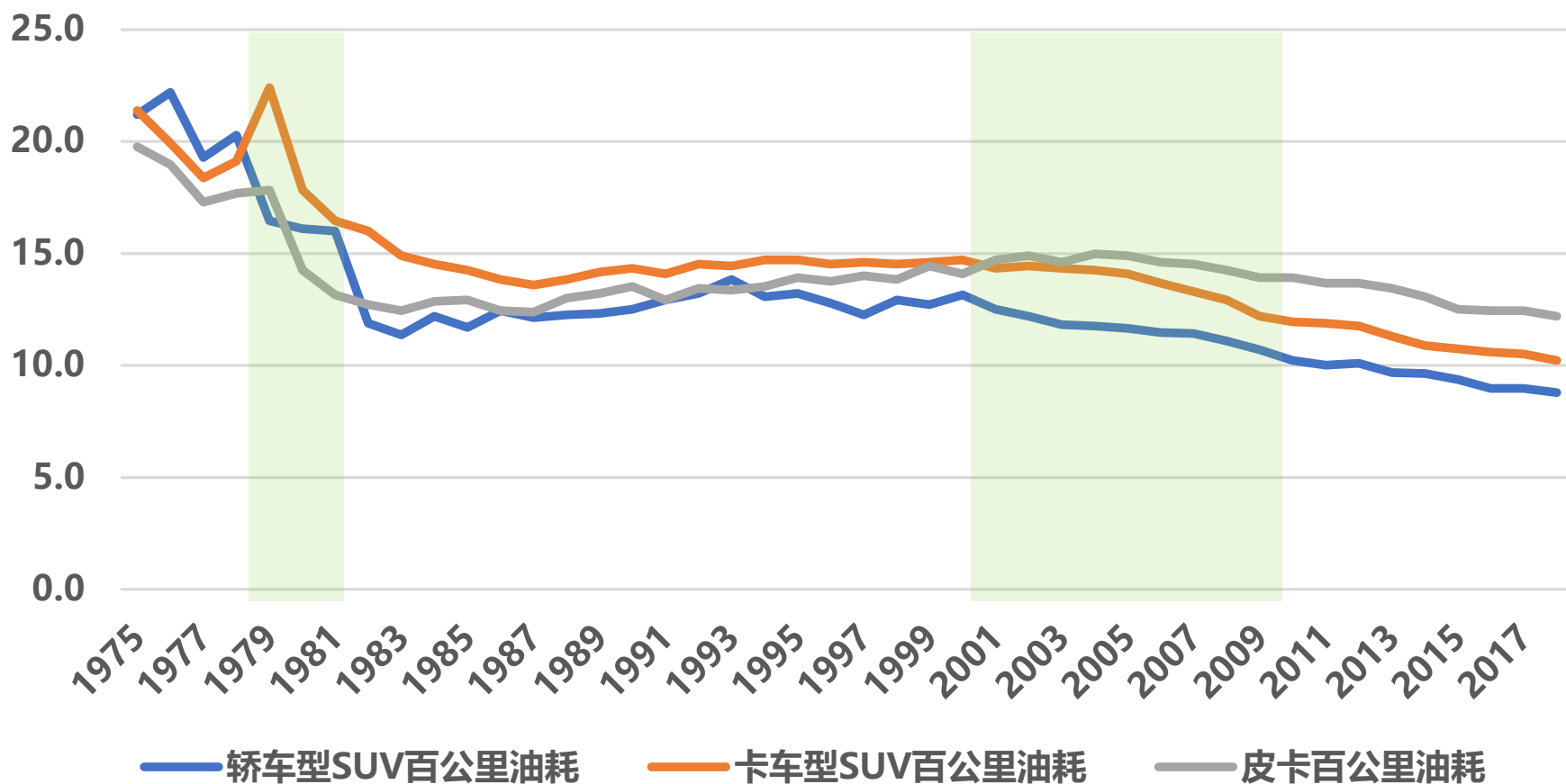
- 1980年后美国消费掀起卡车（中大型SUV和皮卡）潮流，但每次油价大幅上涨便会需求回落。

图：美国汽车销量结构与油价变化息息相关（绿色为油价快速上行阶段）



- 1980年后美国消费者喜欢消费卡车类产品，但石油危机后，总趋势上还是要求车企不断地下降车型百公里油耗，尤其是油价快速上涨阶段。这也是日系车后期份额加速的核心原因。

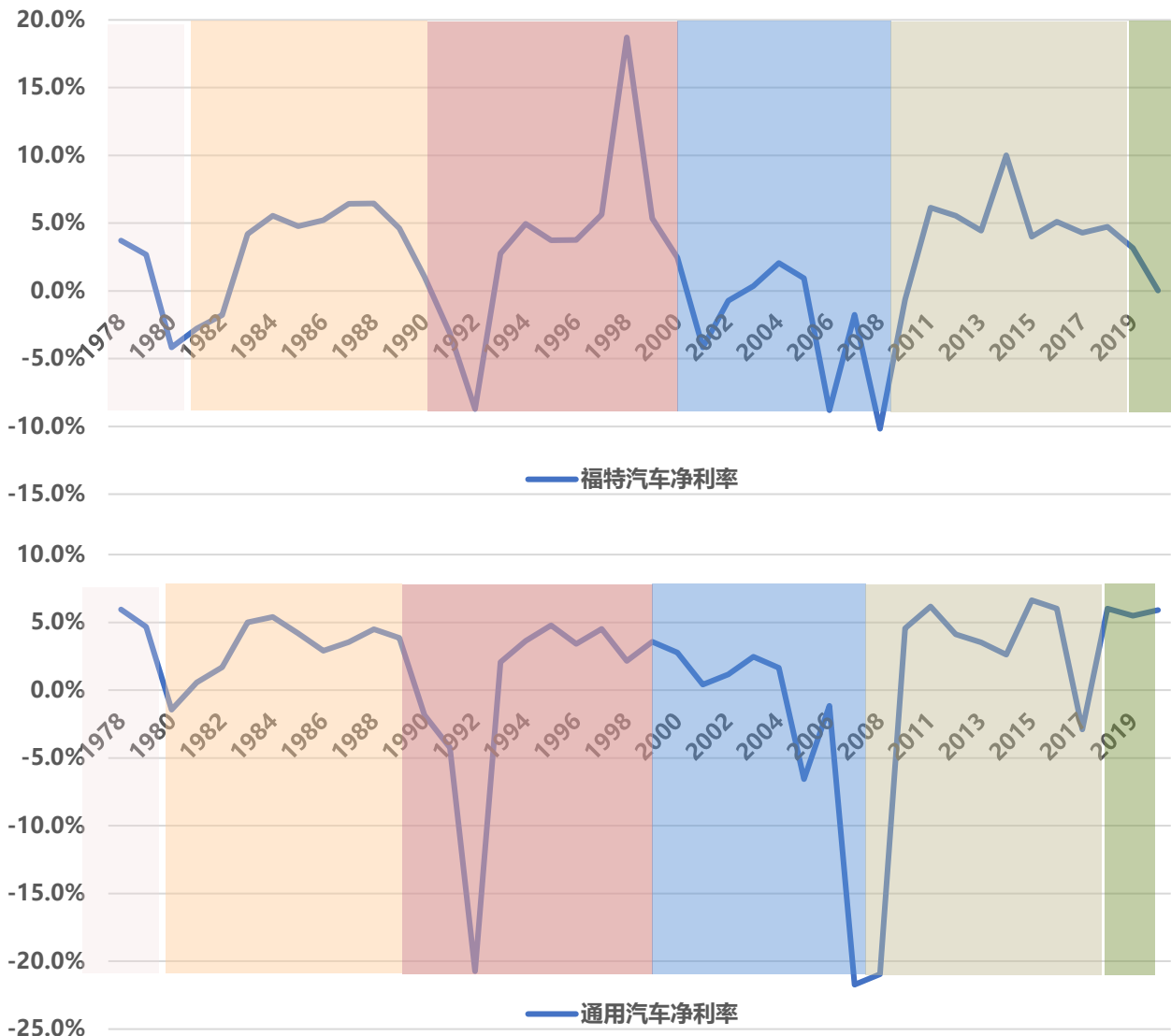
图：美国卡车市场畅销品类的油耗下降节奏与全球油价趋势类似（绿色为油价快速上涨期，单位：升）



福特/通用盈利平均10年一次周期轮回

- **阶段一1975-1980年：**
 - 福特&通用均向下
- **阶段二1980-1990年：**
 - 1988年为界，福特&通用盈利呈现倒V字反转
- **阶段三1990-2000年：**
 - 1998年为界，福特&通用盈利呈现倒V字反转
- **阶段四2000-2010年：**
 - 2008年为界，福特&通用盈利呈现V字反转
- **阶段五2010-2020年：**
 - 福特&通用盈利波动向上
- **阶段六2020年后：**
 - 福特&通用盈利开始向下
- **盈利周期跟随美国市场，出海模式不算成功。**

图：福特&通用1978年以来的净利率呈现显著的周期性波动



■ 通用汽车海外并购的主要案件：

- 1) **进军日本市场。**1971 年收购五十铃 49%股权，1981 年参股铃木 9.9%股权，1999 年收购富士重工（拥有斯巴鲁品牌）20%股权。
- 2) **进军欧洲市场。**1990 年收购瑞典萨博 50%股权，2000 年全部收购。2000 年通过相互持股方式与菲亚特形成联盟关系。
- 3) **进军韩国市场。**2000 年前后 5 大汽车厂商争夺收购韩国大宇案件是这一轮全球大整合的高潮。通用-福特-雷诺-菲亚特-戴姆勒相互竞抢过程中，福特层一度高价竞标而后却突然抽身离去，最终通用接手大宇。

■ 福特汽车海外并购的主要案件：

- 1) **进军日本市场。**1979 年参股马自达 25%股权，1996 年增加至 33.4%。
- 2) **进军欧洲市场。**1987 年收购英国的阿斯顿·马丁品牌，1989 年收购英国的捷豹路虎品牌，1999 年收购瑞典的沃尔沃品牌。

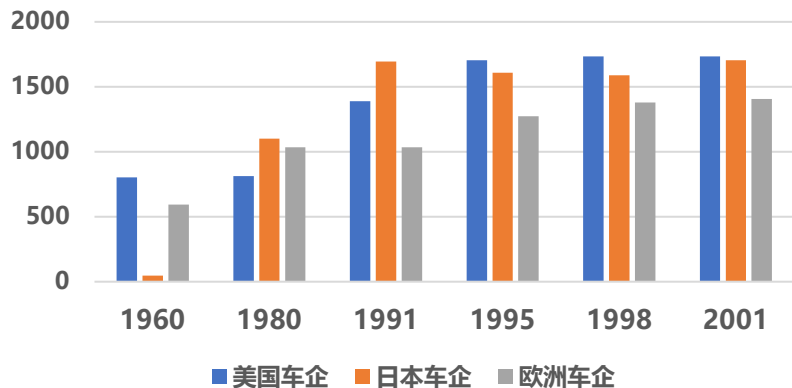
■ 总结通用和福特整合意图：宗旨是抵制丰田的崛起，保住世界霸主的位置。

- 1) 获得小型车开发技术经验，重点通过日系车的整合。
- 2) 丰富产品线，多元化品牌满足不同区域及层次需求，比如欧洲豪华车品牌的收购。
- 3) 拓展全球化战略，尤其是亚洲和欧洲市场份额的提升。

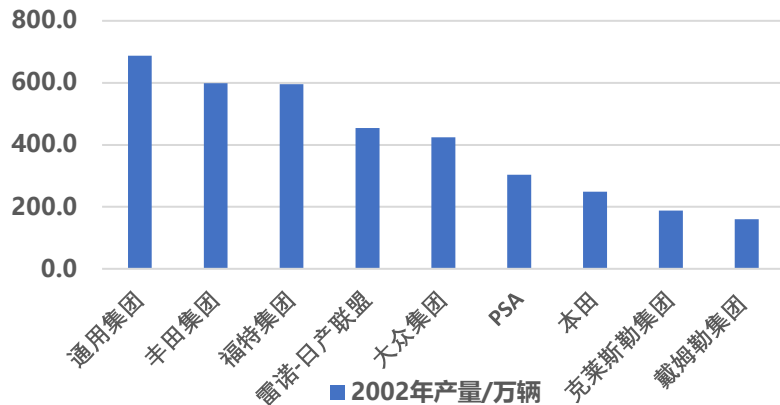
■ 福特&通用海外并购初期取得成果显著：

- 美国成功挤压日本重新获得汽车产值全球第一，通用取代丰田成为全球产量第一。

图：美国/日本/欧洲车企全球产量（单位：万辆）



图：2002年全球车企的产量排名



■ 福特&通用海外并购后期以失败收场：

- 2000-2010年美国汽车市场进入需求下行周期（尤其是卡车市场受油价大幅上涨的拖累），而且美国本土市场格局上进一步受到【高性价比且油耗低】日系车的份额侵蚀，最终在2008年经济危机催化下，不得不宣告整合失败。
- 2008年后福特：选择回归“一个福特”，先后卖掉其他“不赚钱”子品牌。
- 2008年后通用：宣告破产，寻求美国政府的帮助。
- 失败核心原因：为了追求全球化市场拓展，满足不同区域消费者的多样化需求，选择通过直接收购或联盟策略，实现快速扩张，但各个品牌各个区域之间并没有形成良好的协同效应。

美系车并购形式出海的成果（以通用汽车数据为例）

- 1990-2000年是美系车通过并购形式在全球扩张阶段。复盘通用汽车销量数据可知：
 - 北美市场依然是通用的核心权重，非北美市场占比一直维持在35%上下。
 - 非北美市场中，欧洲市场的权重最高，亚太地区突破一般。

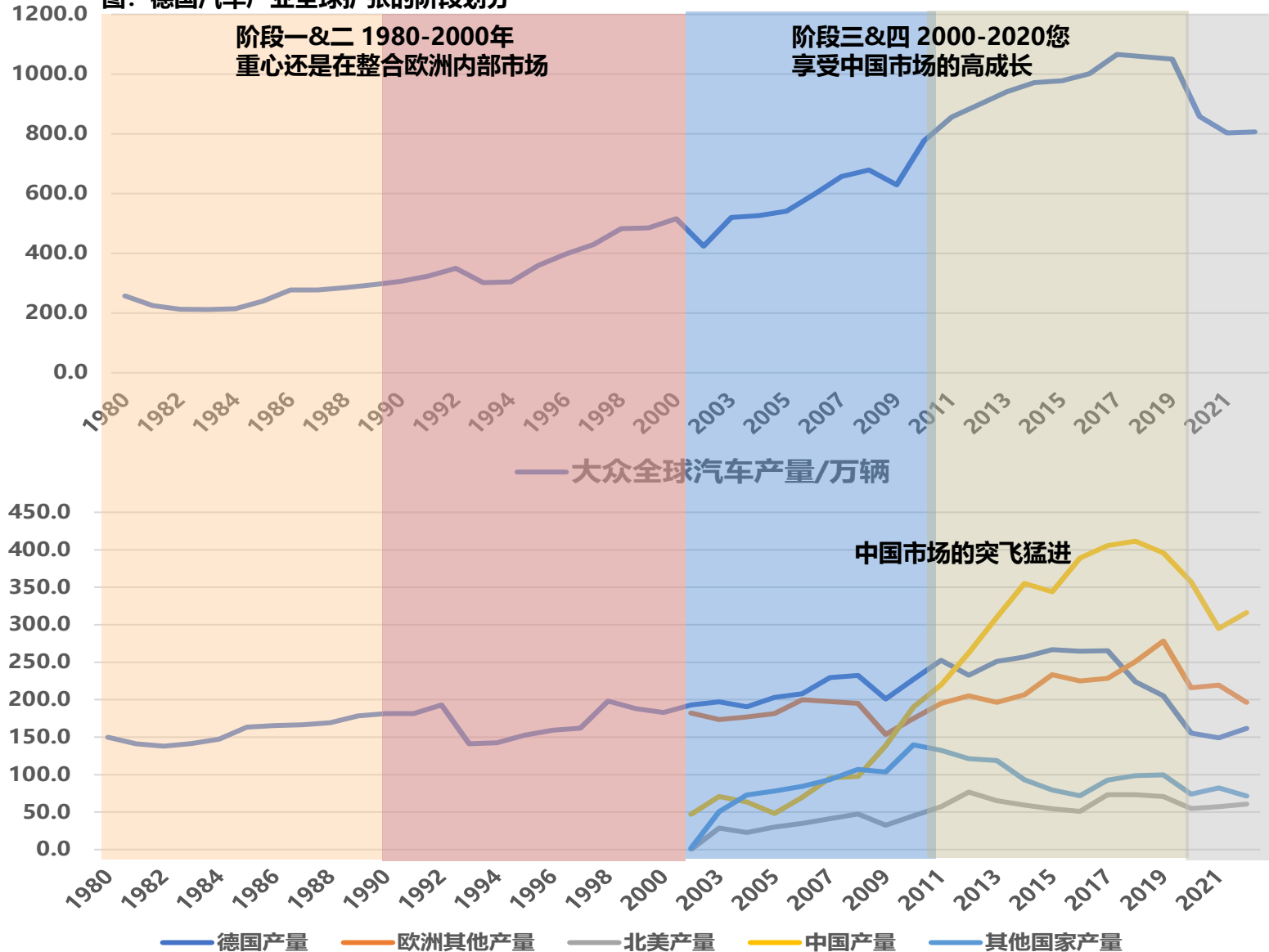
图：通用汽车全球销量数据（单位：万辆）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
北美地区	480	488	521	559	533	526	536	524	570	566
美国	425	438	473	506	490	479	477	460	502	495
——轿车	287.6	280.9	295.3	307.9	295.6	278.6	268.9	245.6	259.1	253.2
——卡车	137.3	157.2	177.6	198.4	193.9	200.7	207.7	214.8	242.6	242.1
其他地区	55.5	50.3	47.7	52	43	47	59	63.9	68.3	70.7
——加拿大				41	38.5	38.1	45.1			
——墨西哥				11.4	4.8	8.9	14.3			
北美以外地区	260	280	258	279	299	312	321	294	297	293
欧洲				171	173	180	184	185	197	186
拉美非洲中东				54.2	64.8	69.1	77.6	65.4	53.6	60.3
亚太				54.7	61.9	62.9	58.5	43.9	46.8	47.3
全球总计	740.4	768.5	778.5	838	832	838	857	819	867	859
海外占比	35%	36%	33%	33%	36%	37%	37%	36%	34%	34%

3. 德国模式：押注中国！

德国汽车产业全球扩张的阶段划分

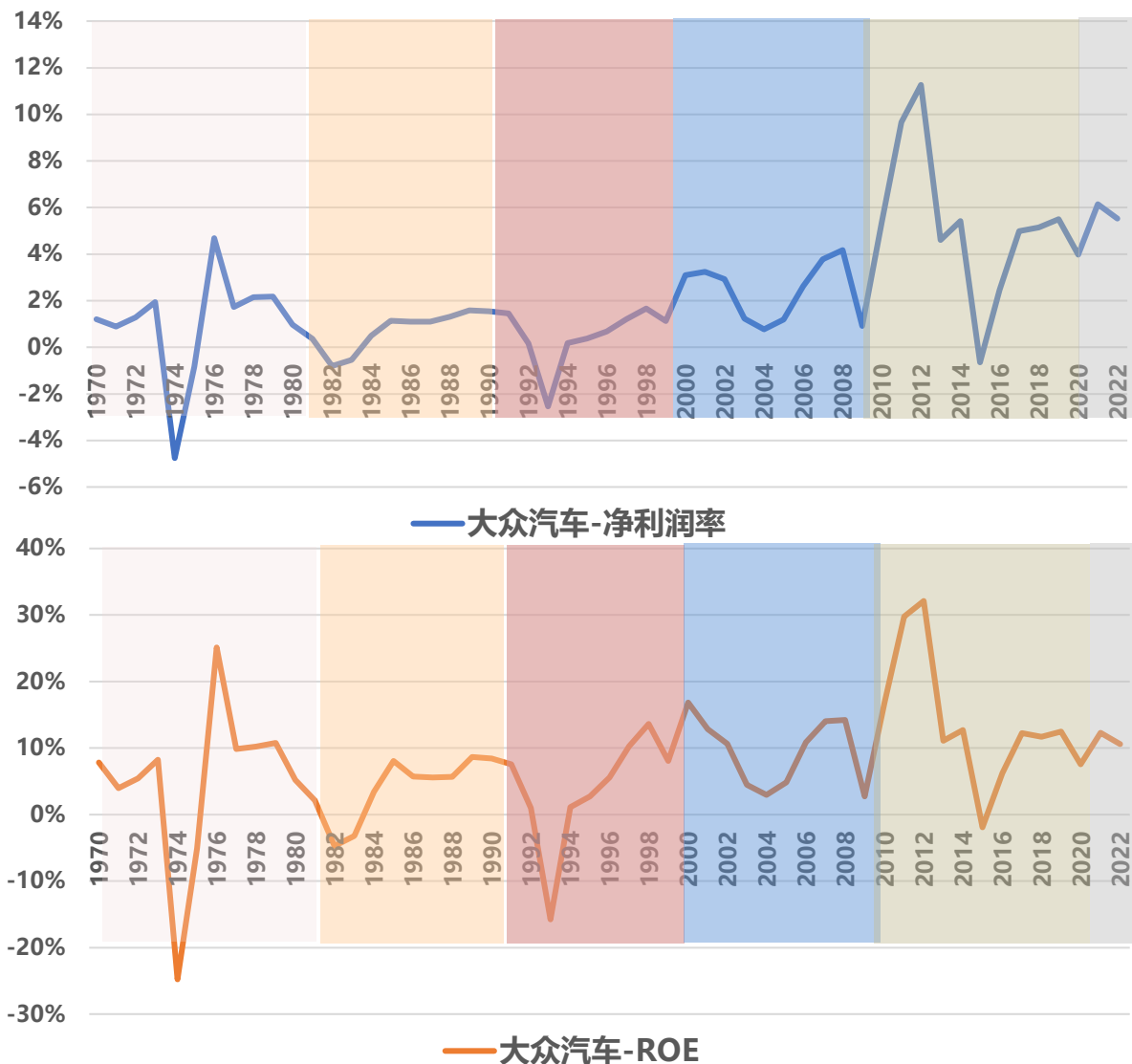
图：德国汽车产业全球扩张的阶段划分



大众汽车盈利波动以1993年为重要分界点

- **阶段一1970-1980年：**
 - 1974年为界，周期波动
- **阶段二1980-1990年：**
 - 盈利向上但幅度有限
- **阶段三1990-2000年：**
 - 1993年后一路向上
- **阶段四2000-2010年：**
 - 周期波动向上
- **阶段五2010-2020年：**
 - 波动向下但绝对值依然高
- **阶段六2020年后：**
 - 开始向下
- **出海盈利向上周期维持20年左右，核心中国驱动**

图：大众汽车1970年以来的盈利数据



大众在欧洲内部的地位巩固（1980-2000年）

- **欧洲具有明显三大特征：1) 名牌众多；2) 超豪华车著称；3) 德法意汽车产业主导。**随着第一次工业革命蒸汽机的发明，汽车文化从英国蔓延到欧洲，而欧洲国家众多，文化各有特征，诞生品牌数量非常多，1990-1939年（二战前）是集中爆发期。欧洲汽车制造从手工制作方式开始，历史渊源，聚集了全球众多超豪华车品牌，尤其是英国（阿斯顿·马丁+劳斯莱斯+捷豹+路虎+mini+宾利等）。经过100多年整合，欧洲汽车产业主导力量是德国+法国+意大利，产销排名进入全球前五大的集团分别是：大众集团/戴姆勒集团/宝马集团（德国）+雷诺集团/标致雪铁龙（法国）+菲亚特（意大利）。
- **大众汽车自身发展历史看，也是多个品牌构成，**尤其1980-2000年期间大众核心精力还是放在欧洲市场的巩固和自身平台化的打造，并没有类似美系车全球范围内搞并购联盟，这些使得2008年经济危机对其影响在全球车企中相对较小。

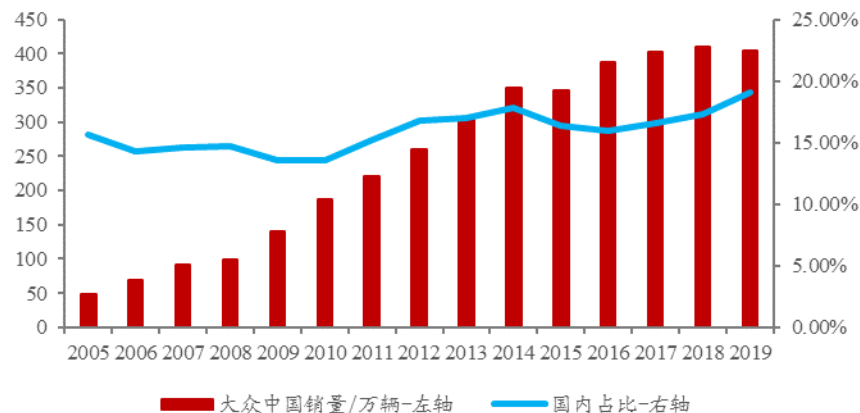
图：大众集团内部品牌

集团	品牌	成立时间	所属国家	被整合
大众	大众	1937年	德国	
	奥迪	1932年	德国	1970s逐步整合到大众集团
	西雅特	1950年	西班牙	1986年被大众收购
	斯柯达	1905年	捷克	1991年和2000年先后被大众全部收购
	宾利	1919年	英国	1997年被大众收购
	保时捷	1931年	德国	2015年被大众收购

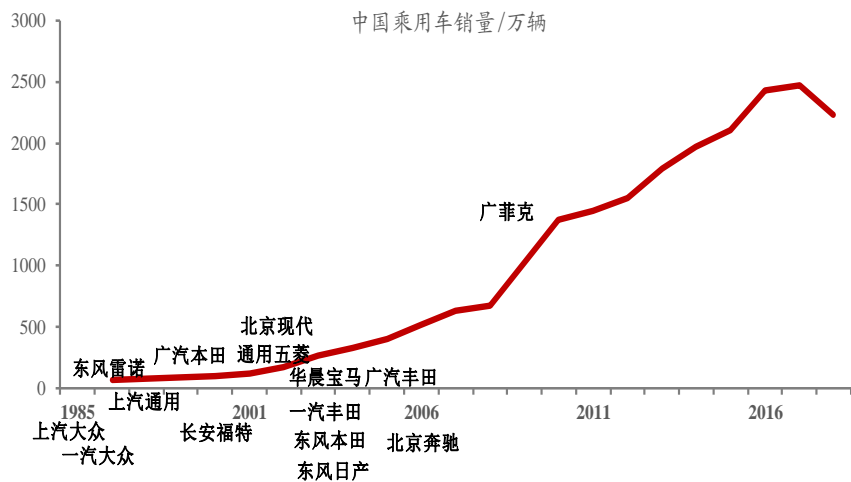
大众成功开拓了中国市场（2000-2020年）

■大众的崛起离不开中国市场：2008-2019年，大众逐步超越丰田成为全球汽车龙头位置。站在2000年时点，中国-印度-巴西-俄罗斯均是欧美日车企眼中的海外新兴市场，中国市场是否值得下最大的赌注，各家车企战略上存在差异性。1) 积极派，大众/通用为代表。2) 保守派，日系/福特为代表。3) 落后派，菲亚特为代表。经过10多年的PK赛，最终大众成为中国市场最大的赢家，也成就了其全球地位。

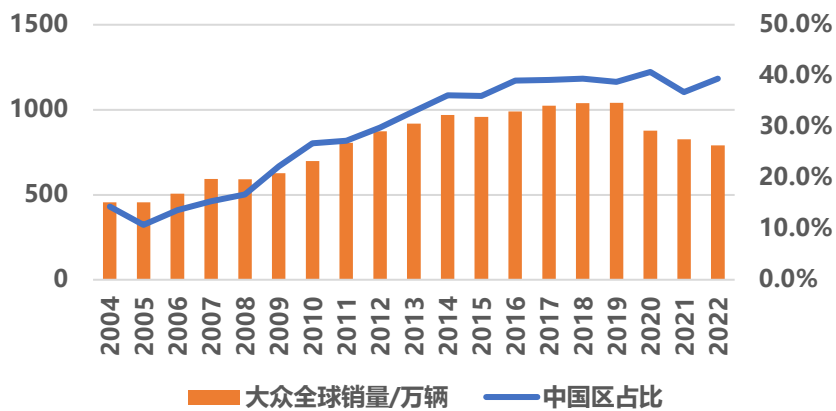
图：大众中国销量及占国内比例



图：主要合资品牌在华成立时间表



图：大众中国区的销量占比趋势



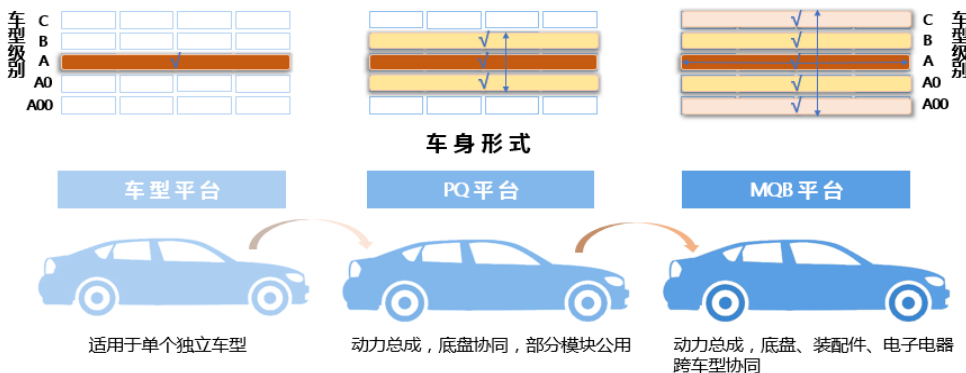
■ 大众模块化生产方式（模块化代表） 模块化思路最早出现在美国通用，但发扬光大却是在大众。

➤ **产生背景：** 1) 汽车全球化范围越来越广，不同国家消费者对汽车的需求多样化性越来越复杂。2) 一款车前期的研发投入占比越来越高，车型开发的风险越来越高。3) 全球汽车需求增速放缓，车企之间的价格战愈加明显。4) 2008年经济危机前，大众主要精力在于欧洲市场内部整合，在多品牌之间如何实现品牌独立性又能实现技术紧密联系上处理很好。2008年之后，美系进入了多元化战略失败的恢复期，日系主要精力在美国市场的进攻，而大众在亚洲（尤其中国）和南美洲积极推进全球化，对寻求多样化需求与规模效应最大化平衡的迫切性强。

➤ **核心思想：** 在保证多样化需求时，尽可能的实现不同车型零部件通用性，且缩减车型开发周期。

➤ **产生效果：** 1) 平台化的概念在不断升级。从最初单维度实现平台化（尺寸或类型），到实现尺寸和类型兼顾下的平台化（衍生出了模块化的叫法）。2) 全球各大车企先后推出自己的平台化（模块化）策略。3) 大众2016-2018年取代丰田成为全球汽车霸主位置。

图：德国大众生产方式演变



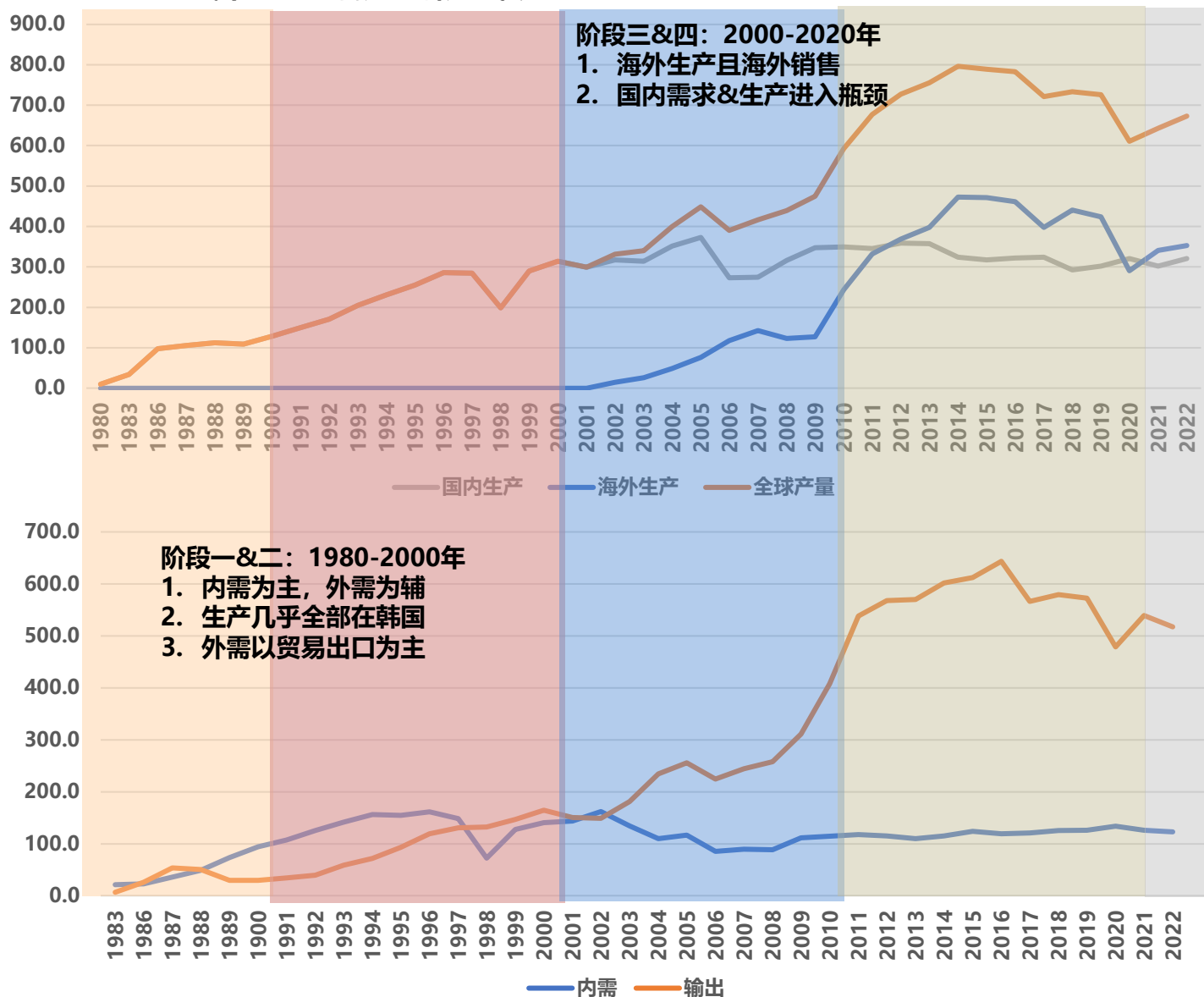
图：大众模块化效果明显

角度	功效
生产成本	-20%
生产时间	-30%
年化绝对值	-174亿美元

4. 韩国模式：高性价比！

韩国汽车产业全球扩张的阶段划分

图：韩国汽车产业全球扩张的阶段划分



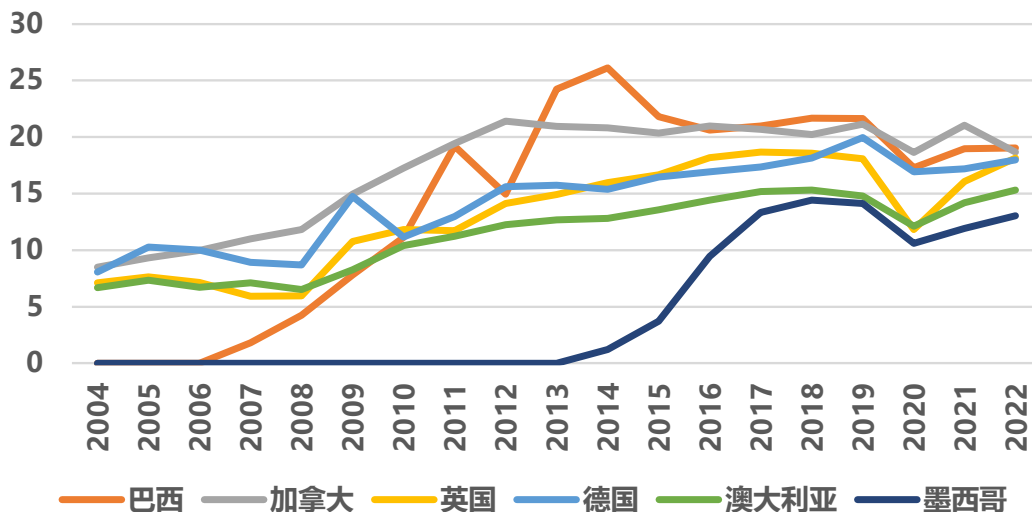
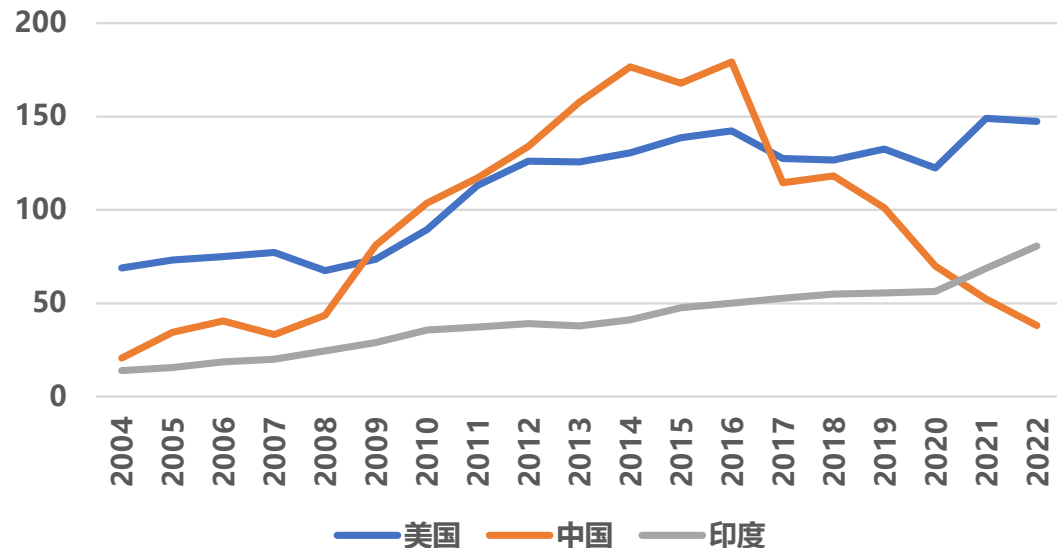
第一梯队市场

- **美国**：跟随日系车稳步替代美系车
- **中国**：享受SUV行业红利高增长，但后期被中国自主品牌挤压
- **印度**：跟随日系一起寡头垄断印度市场

第二梯队市场

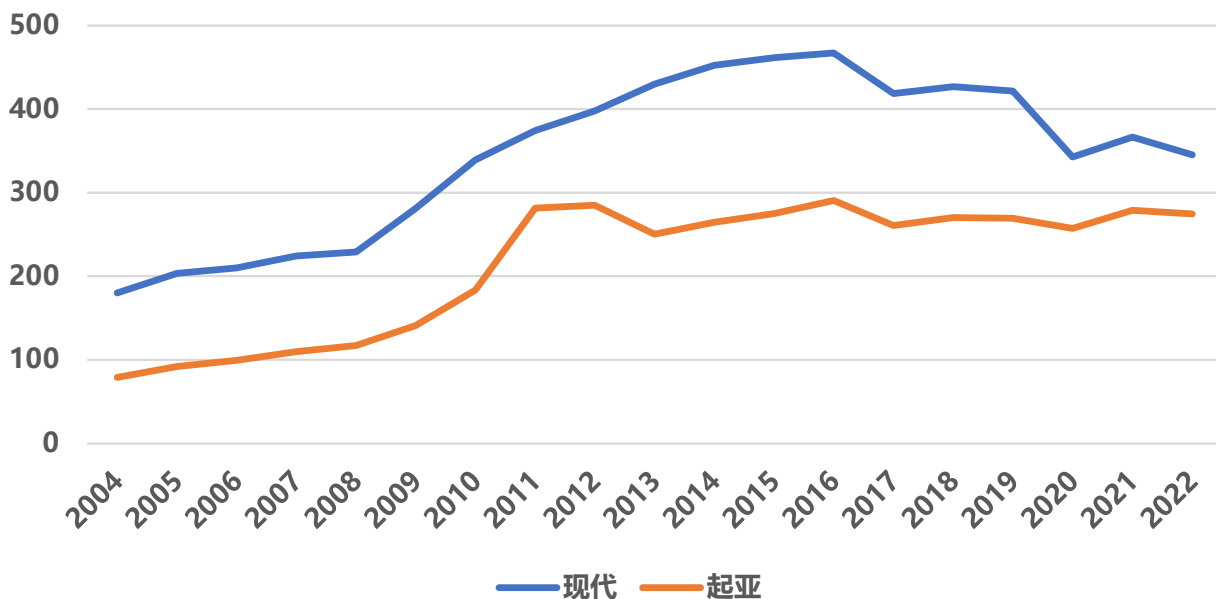
- 巴西-加拿大-英国-德国-澳大利亚-墨西哥等具备共同特征：
- 1) 单一市场销量10-20万辆/年。
- 2) 韩系份额基本都低于日系/欧系/美系等。

图：韩系车海外主要国家的销量趋势（单位：万辆）



- 韩国汽车产业类似于日本，政府主导力量强且以本土品牌为主。在 1998 年亚洲金融危机中，在政府推动下，大宇被通用收购，起亚被现代收购，现代-起亚成为韩国最大的汽车集团。依托于牢靠的本土市场，**现代-起亚在 2000 年之后重心拓展全球化市场：**
 - 1) 一方面以韩国本土为生产基地，直接出口到海外（美欧新兴国家）。
 - 2) 另一方面直接海外投资建厂，布局美欧新兴国家。除了日本市场撤出了，**美国/欧洲/中国/印度四大市场现代均取得成功，原因在于：1) 汇率相对稳定。2) 车型高性价比。3) 美系车企本土市场的失守。4) 新兴市场需求的崛起。**
 - **但现代（含起亚）汽车在2016年后全球竞争力开始下行：核心性价比优势逐步被中国品牌反超。**

图：现代和起亚的全球销量趋势（单位：万辆）



现代汽车盈利周期波动以2011年为重要分界点

阶段一&二1970-1990年

➤ 数据缺失。

区别于日系-美系-德系：

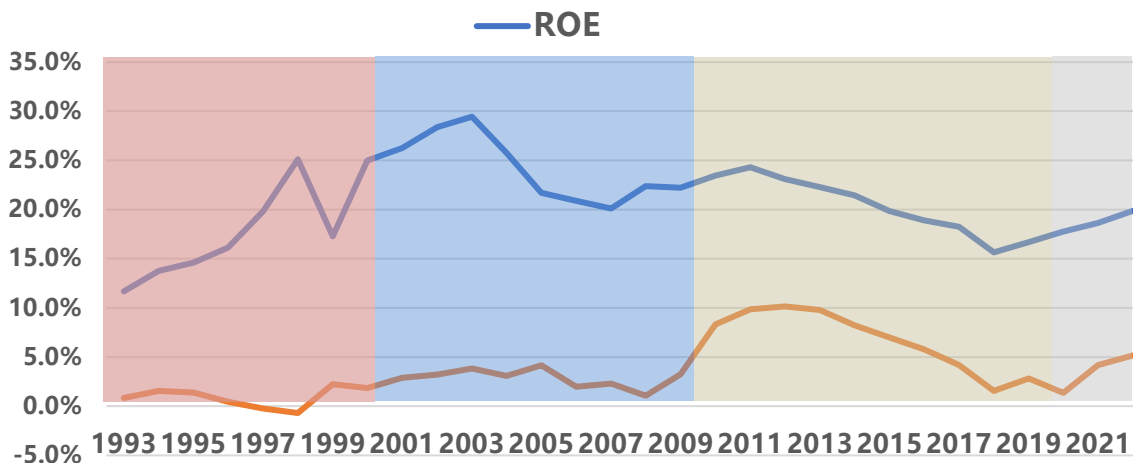
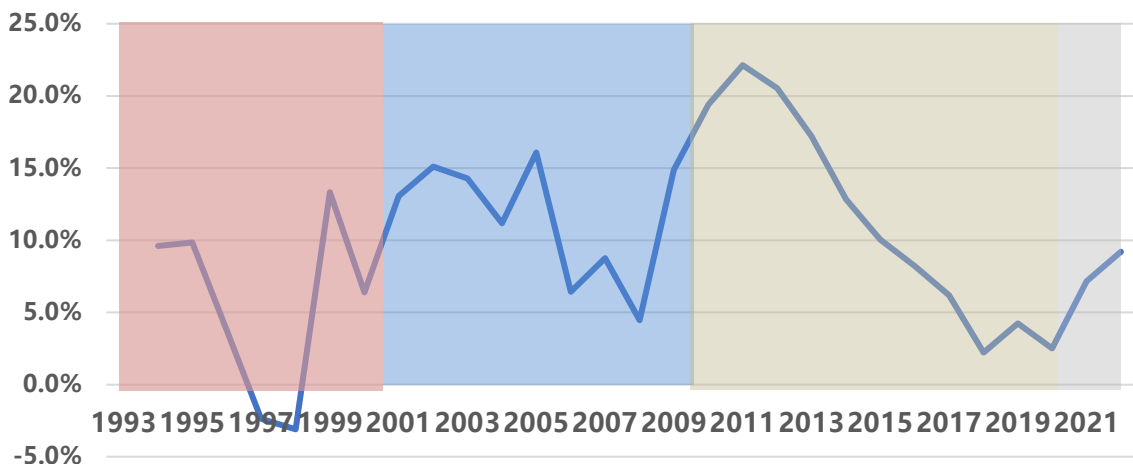
韩系（现代汽车为例）业绩波动周期和自身发展阶段相关度更强。按照类似日系的6阶段划分，比较难分析。

现代汽车自身盈利特征：

- 上行周期1997-2011年
- 下行周期2012-2019年
- 2020年后开始上行

出海盈利向上周期约10年， 核心驱动美国+中国

图：现代汽车1995年以来的盈利数据趋势



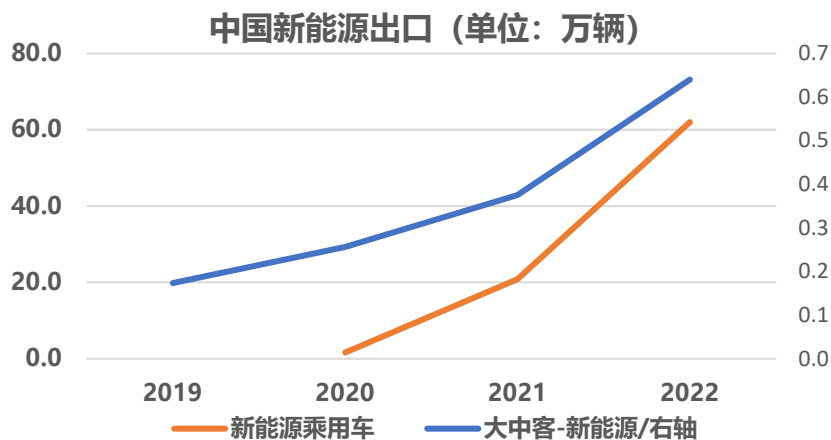
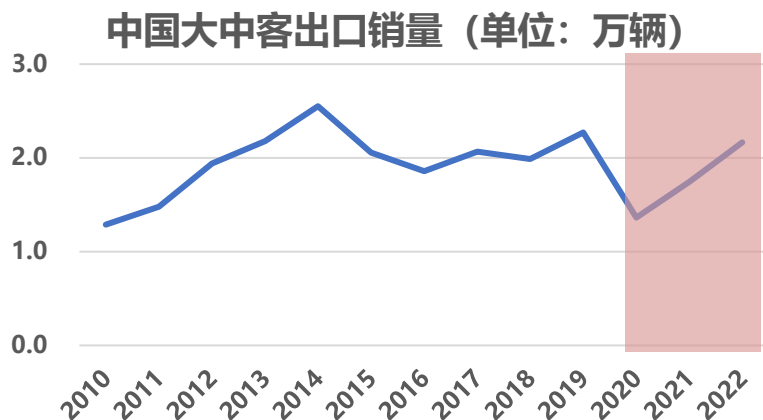
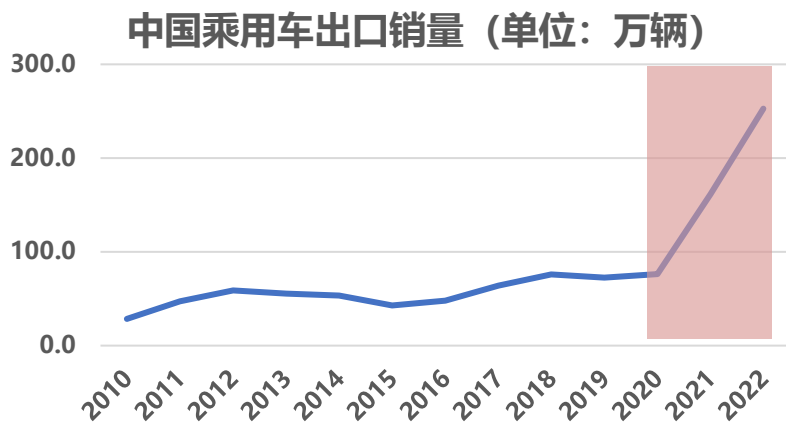
— ROE

— 净利率

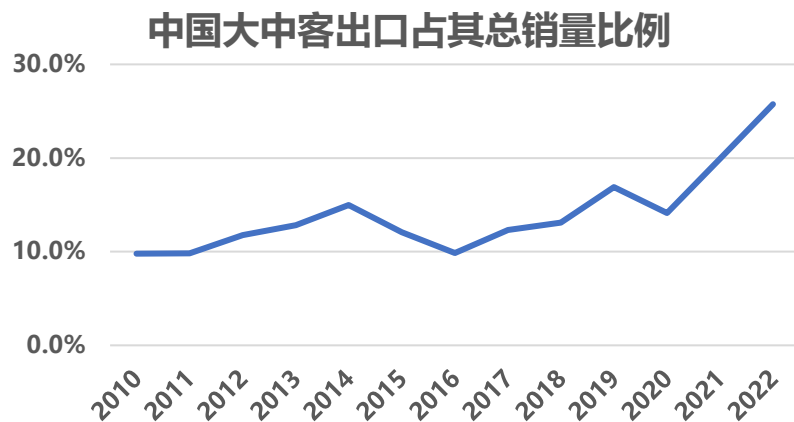
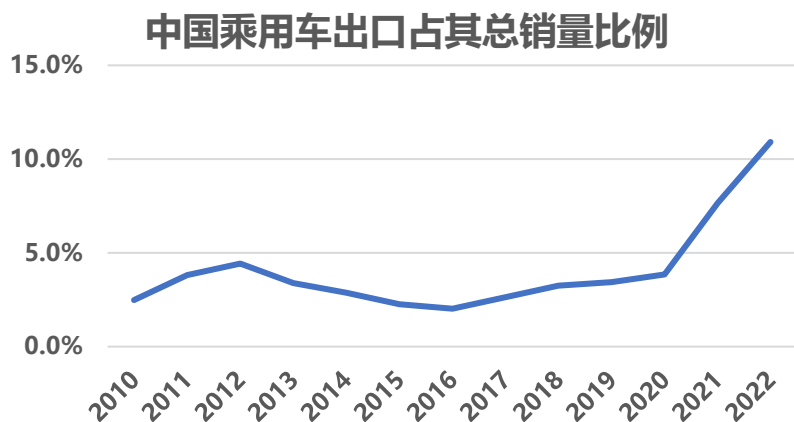
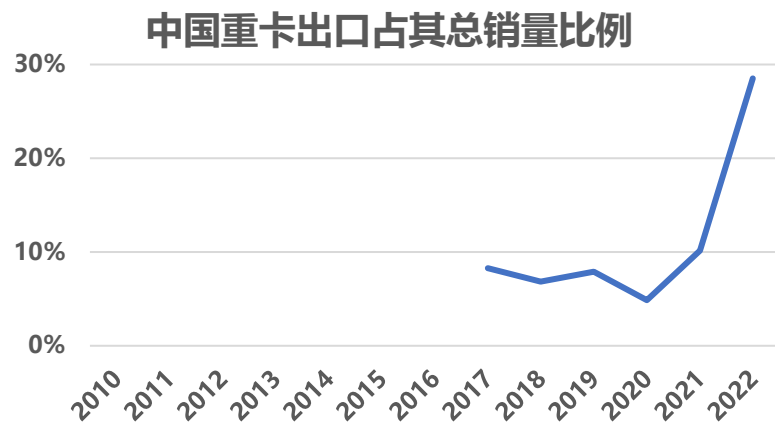
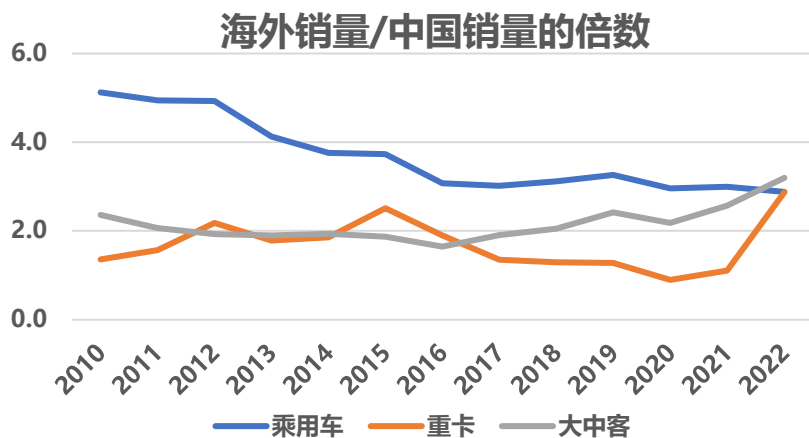
下篇：中国汽车出海复盘及展望

复盘：从量变到质变，2020年为分界点

- 2010-2020年：乘用车/重卡/客车出海均在量变储备阶段，几乎全是油车，主打性价比。
- 2021年以来：疫情爆发突显了中国汽车供应链稳定性+新能源产品竞争力，推动新一轮出海增长。

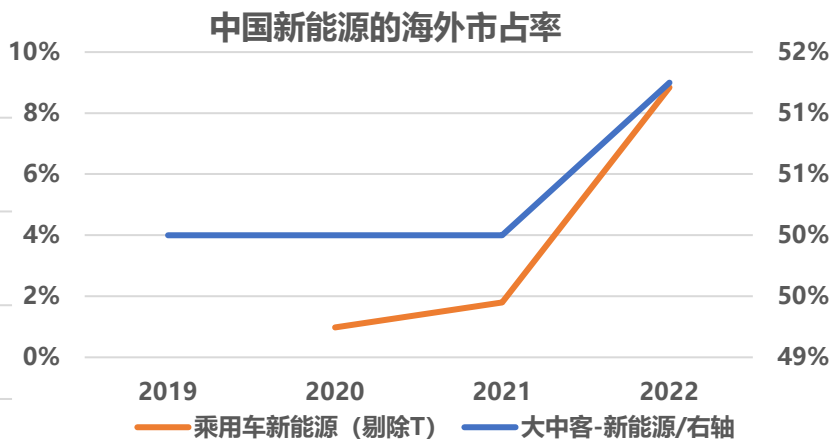
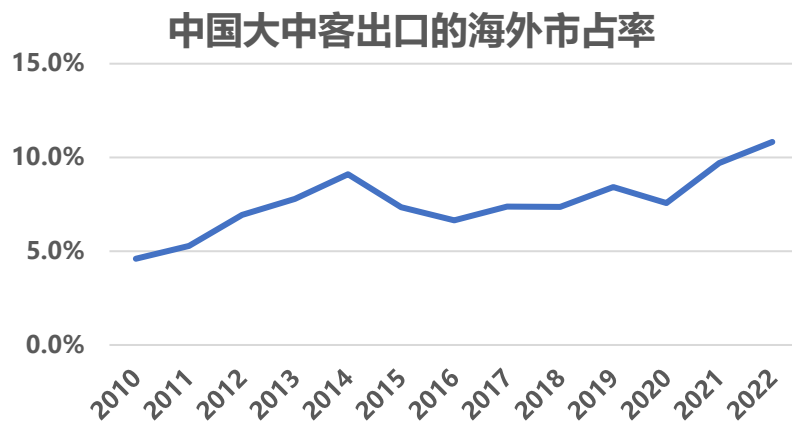
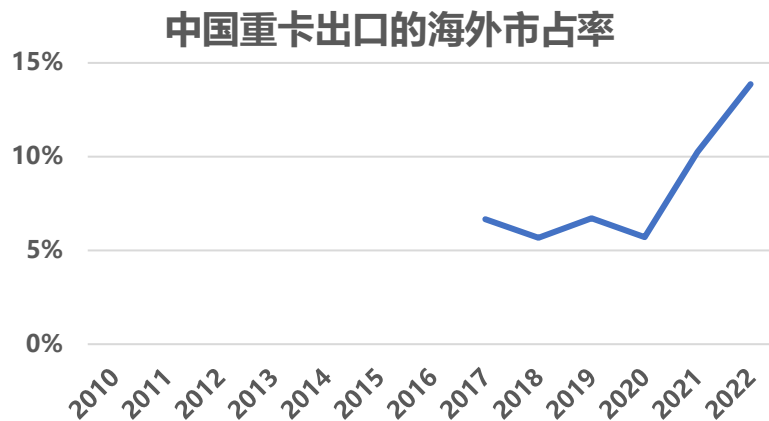
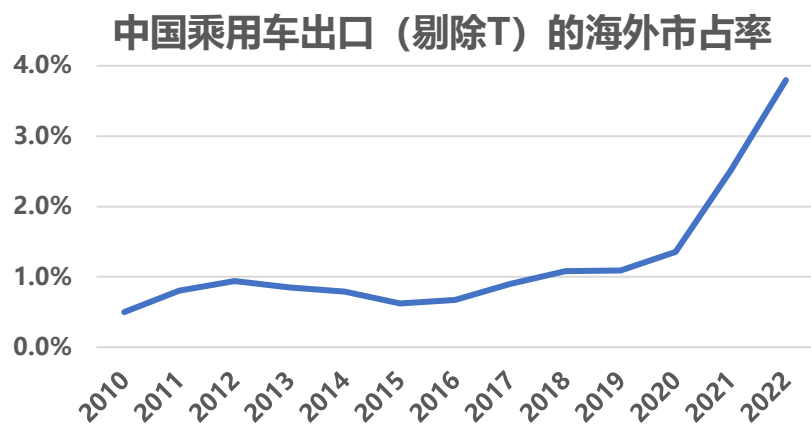


- **出海市场销量可带来弹性空间：乘用车>大中客>重卡。**对于重卡，需考虑欧美重卡售价高因素。
- **从2022年各个汽车品类占其出口比例排序：重卡（28%）>大中客（26%）>乘用车（11%）。**
- 重卡/大中客的比例显著高于乘用车，2022年基数过低也是原因之一。



复盘：海外市占率重卡>大中客>乘用车

- 乘用车出口（剔除特斯拉中国工厂出口）2022年的海外市占率接近4%。
- 重卡出口2022年的海外市占率接近15%（欧美重卡销量不高但单价高）。
- 大中客出口2022年的海外市占率近11%。新能源大中客海外市占率约50%



1. 乘用车出海复盘及展望

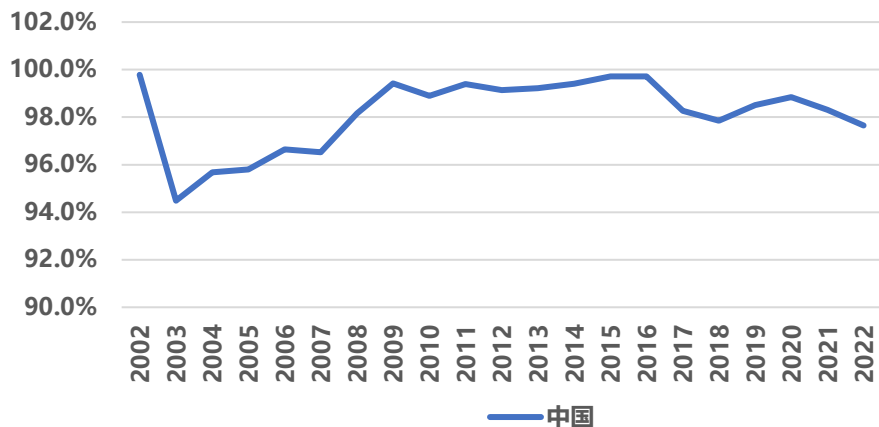
- 乘用车总体出口数据2021年同比增速持续高增长，新能源自主出口2022年后也加速。

图：乘用车出口月度数据趋势（单位：万辆）

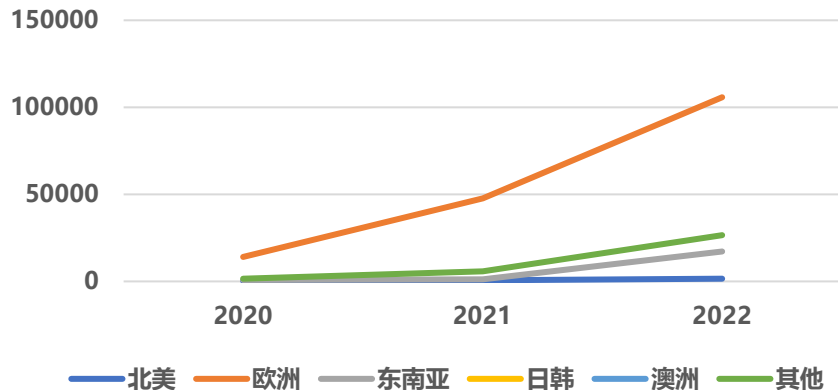
乘用车出口/万辆	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计
2020	4.8	3.3	6.8	5.5	5.8	3.9	3.4	5.0	6.2	7.3	8.2	10.0	70.2
2021	8.2	7.3	9.2	10.7	10.7	11.2	12.8	14.0	12.8	18.8	17	17	149.7
YOY	72.2%	118.3%	35.3%	94.5%	84.5%	187.2%	276.5%	180.0%	106.5%	157.5%	107.3%	70.0%	113.2%
2022	16.9	13.3	10.7	9.1	18.4	18.7	22.6	25.2	25	27	25	26	237.9
YOY	106.1%	82.2%	16.3%	-15.0%	72.0%	67.0%	76.6%	80.0%	95.3%	43.6%	47.1%	52.9%	59%
2023	23	25	29	30									
YOY	36.1%	88.0%	171.0%	229.7%									
新能源出口	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计
2022	5.2	4.8	1.1	0.8	3.9	3.1	4.9	7.7	4.4	11	8	7	61.93
特斯拉	4.1	3.3	0.0	0.0	2.2	0.1	2.0	4.2	0.6	5.5	3.8	1.4	27.1
自主品牌	1.2	1.5	1.1	0.8	1.7	3.0	2.9	3.5	3.8	5.1	4.4	5.9	34.8
2023	7.4	7.9	7	9.1									
YOY	42%	65%	536%	1038%									
特斯拉	3.9	4.0	1.2	3.6									
自主品牌	3.5	3.9	5.8	5.5									

■ 油车出口聚焦于广义的一带一路国家，新能源以欧洲为主。

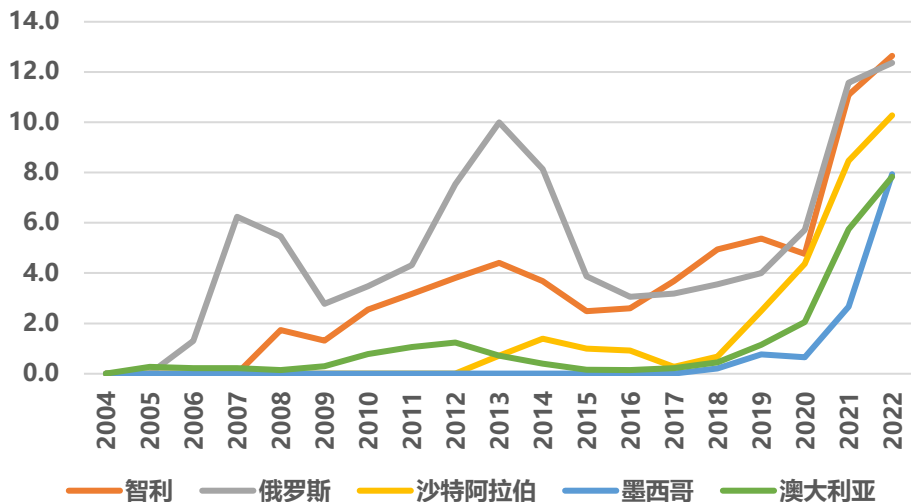
图：中国汽车全球产量在国内产量占比



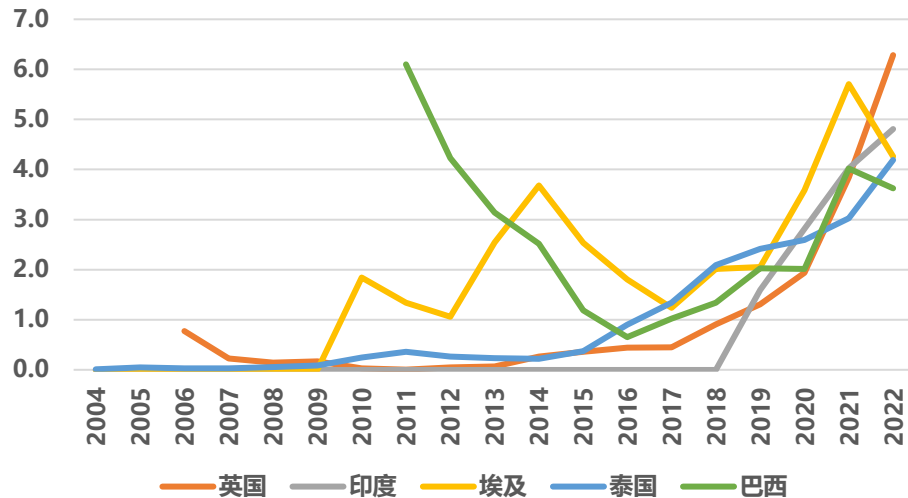
图：中国新能源乘用车出口分布以欧洲为主/辆



图：中国汽车销量的海外前五大销量国家/万辆



图：中国汽车销量的海外前5-10名销量国家/万辆



乘用车出海预测：到2030年自主出口1090万辆

- 基于有限假设基础上，我们理论测算预估：到2030年中国乘用车出口/国内比例达85%，也即【我们需或7年时间海外再造一个中国市场】。自主新能源出口市场核心增量：欧洲>东南亚>其他。自主燃油出口市场核心增量：一带一路国家。详细拆分逻辑可见历史报告《新能源汽车出海进入快车道》。

表：中国乘用车出海销量预测结论（单位：万辆）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2030E	核心假设	数据口径
海外乘用车/万辆	5819	5933	6052	6052	6052	6052		marklines
YoY		2%	2%	0%	0%	0%	假设海外需求平稳	
中国乘用车出口/万辆	161	253	400	520	718	1252		中汽协
YoY		57%	58%	30%	38%	12%		
新能源乘用车	21	62	112	156	251	626		乘联会
YoY		198%	81%	39%	61%	20%		
占比	13%	25%	28%	30%	35%	50%	假设新能源增速快于油车增速，产品力更强	
其中：特斯拉	15	27	38	40	45	100	假设未来特斯拉国内新增扩建产能	乘联会
其中：自主新能源	6	35	74	116	206	526		
燃油乘用车	141	191	288	364	467	626		中汽协
YoY		36%	51%	26%	28%	6%	假设性价比驱动持续海外抢份额	
其中：合资油车	24	30	35	44	56	63		
占比	17%	16%	12%	12%	12%	10%	假设德系/美系有部分油车依托中国出口	
其中：自主油车	117	161	253	320	411	564		
自主出口	122	195	327	436	617	1090		
国内乘用车销量/万辆	1944	2061	2061	2102	2144	2144		乘联会
YoY		6%	0%	2%	2%	0%	假设国内需求平稳	
自主国内	941	1166	1236	1261	1286	1286		
占比	48%	57%	60%	60%	60%	60%	假设自主品牌市占率趋稳	
自主全球	1063	1361	1564	1697	1903	2376		
自主出口/自主国内	13%	17%	26%	35%	48%	85%		
自主出口的海外市占率	2%	3%	5%	7%	10%	18%		
自主全球市占率	14%	17%	19%	21%	23%	29%		

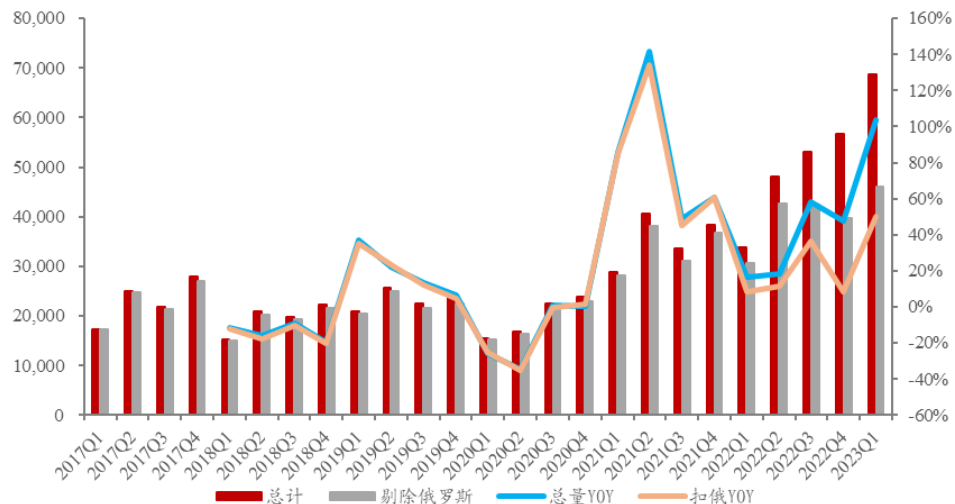
2. 重卡出海复盘及展望

- **东南亚、非洲为自主重卡出口的重要市场，2022年起俄罗斯/中东等地区市场全面开花。**
- 2022年前越南与菲律宾为自主重卡出口的主要市场，2022年后对俄重卡出口量快速提升，中东市场出口量提升也较为明显。**当前海外市场中，非洲市场自主重卡已经占据主力地位。**
- 2021年前其他地区平均出口量仍处于较低水平，但逐年增长趋势明显，2021年后海外各市场平均销量较2017年约翻倍，各市场销量差距逐渐缩小。

图：国内重卡主要出口地区销量占比



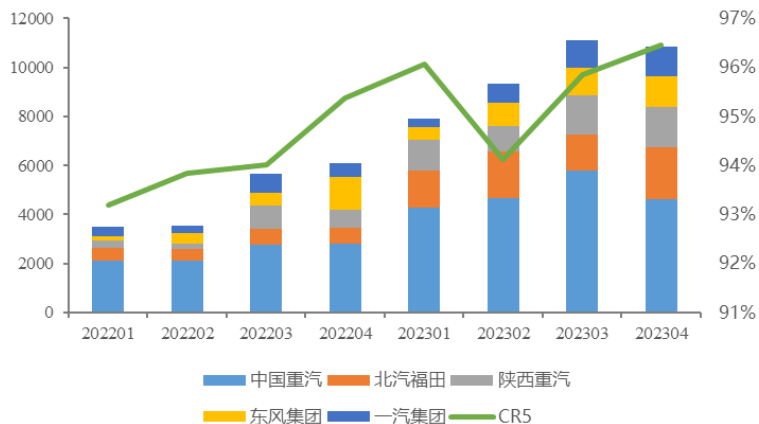
图：国内重卡出口总量以及扣俄后总量/辆



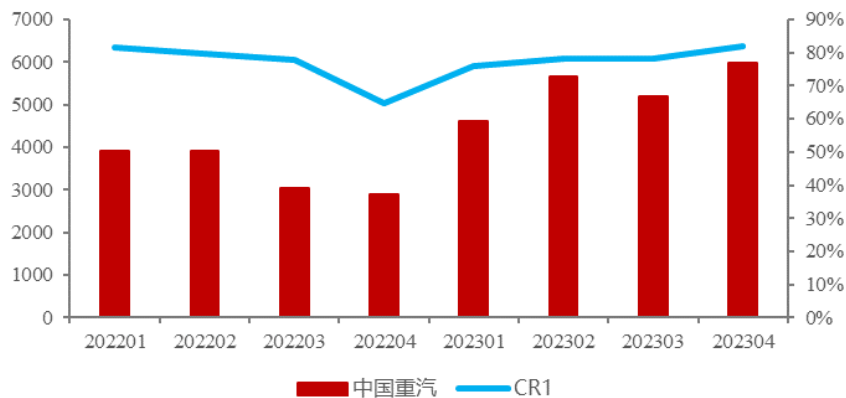
重汽出口份额领先，半挂牵引/整车市占率较高

- 中国重汽重卡出口市占率行业领先。2022年以来，半挂牵引车占整车出口比例由2022年初36%增加至2023年4月47%，整车比例小幅下滑，重汽持续保持领先优势，市占率稳定占据45%~50%。

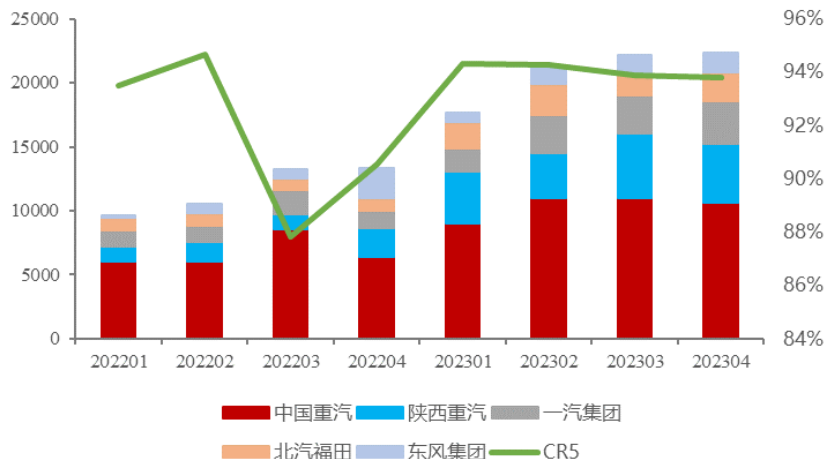
图：国内重点车企半挂牵引车出口市占率情况（单位：辆）



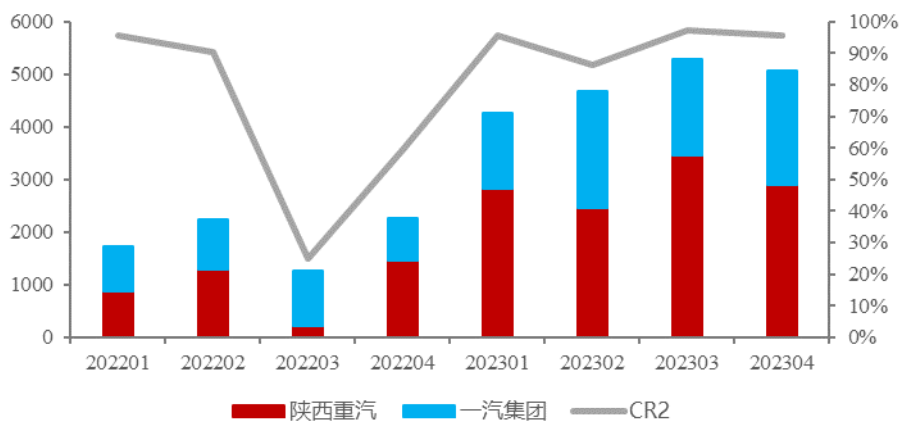
图：国内重点车企重卡整车出口市占率情况（单位：辆）



图：国内重点车企重卡出口市占率情况（单位：辆）

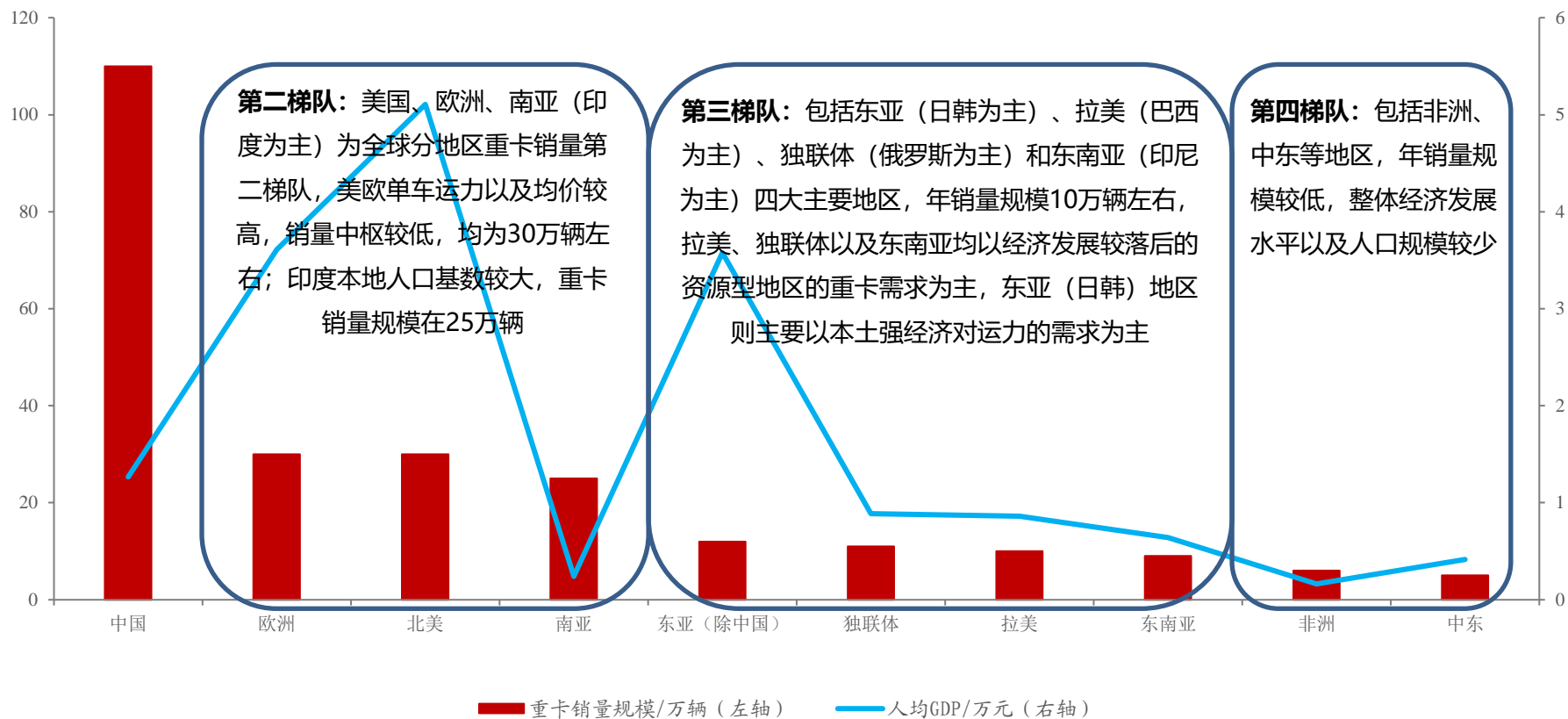


图：国内重点车企重卡底盘出口市占率情况（单位：辆）



- 全球重卡年销量规模超250万辆，“区域集中”+“人口/经济强相关”。** 自下而上角度测算，全球重卡年销量规模250万辆以上，其中中国占比40%+，北美以及欧洲占比均为12%，为重卡销量第一梯队；其他地区重卡销售呈现“国别集中”的特征，印度、日韩、巴西、俄罗斯、印尼等分别作为第二/第三梯队地区的主力销售国家，第四梯队地区内的国家经济发展水平与人口规模均较低，各年销量累计不足12万辆。

图：全球分地区重卡年销量中枢/万辆



■ 看好重卡出口高增长下受益企业【中国重汽+中集车辆】，关注【潍柴动力+一汽解放】。1) 总量角度，海外市场规模销量有望翻倍，核心增量市场来源于俄罗斯的自主快速替代以及东南亚/南美等市场的竞品份额。2) 格局角度：重卡领域中国重汽以成熟渠道体系为核心竞争力有望持续收益保持接近50%左右的稳定份额，陕汽/解放/东风/福田等头部品牌共同发力，多点开花。3) 自主重卡出口加速，有望带动中集专用车上装业务出海同步加速，与海外半挂业务协同发展贡献增量。

图：全球重卡市场规模情况与测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
海外市场 (除欧美) /万辆	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0
自主出口整体	9.2	7.8	9.3	7.9	14.1	19.1	25.2	27.2	28.9	30.8
市占率	11.8%	10.0%	11.9%	10.1%	18.1%	24.5%	32.3%	34.9%	37.0%	39.5%
东亚整体	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
东亚-自主重卡	0.4	0.5	0.4	0.4	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3	1.4
自主市占率	3.6%	3.9%	3.7%	3.4%	7.4%	6.3%	8.0%	10.0%	11.0%	12.0%
东南亚整体	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
东南亚-自主重卡	4.1	2.3	2.9	2.5	4.9	5.0	5.4	5.6	5.9	6.1
自主市占率	45.9%	25.9%	32.4%	27.7%	54.4%	55.7%	60.0%	62.0%	65.0%	68.0%
独联体整体	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
独联体-自主重卡	0.3	0.4	0.7	0.5	1.0	4.0	7.7	8.3	8.3	8.3
自主市占率	3.0%	3.9%	6.2%	4.4%	9.2%	36.1%	70.0%	75.0%	75.0%	75.0%
南亚整体	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
南亚-自主重卡	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.8	1.3
自主市占率	1.8%	1.6%	0.8%	0.6%	1.0%	1.1%	1.5%	2.0%	3.0%	5.0%
非洲整体	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
非洲-自主重卡	2.7	2.8	3.5	2.9	5.1	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
自主市占率	44.4%	46.4%	57.7%	47.5%	85.4%	94.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
中东整体	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
中东-自主重卡	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	1.0	1.4	1.5	1.6	1.8
自主市占率	8.2%	7.7%	4.9%	5.0%	7.4%	19.8%	27.0%	30.0%	32.0%	35.0%
拉美整体	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
拉丁美洲-自主重卡	0.5	0.5	0.6	0.5	0.9	1.5	2.4	3.0	3.6	4.2
自主市占率	3.8%	4.5%	5.0%	4.1%	7.3%	12.4%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%
其他地区-自主重卡	0.3	0.5	0.7	0.8	0.7	1.0	1.0	1.2	1.5	1.8

备注：重卡海外市场缺少可靠官方数据，采用调研结论，历史市场规模假设保持稳定

数据来源：海关总署，戴姆勒/帕卡等公司年报，东吴证券研究所测算（欧洲>16t，北美>15t定义为重卡，重卡定义以各国规定为准，后文同）

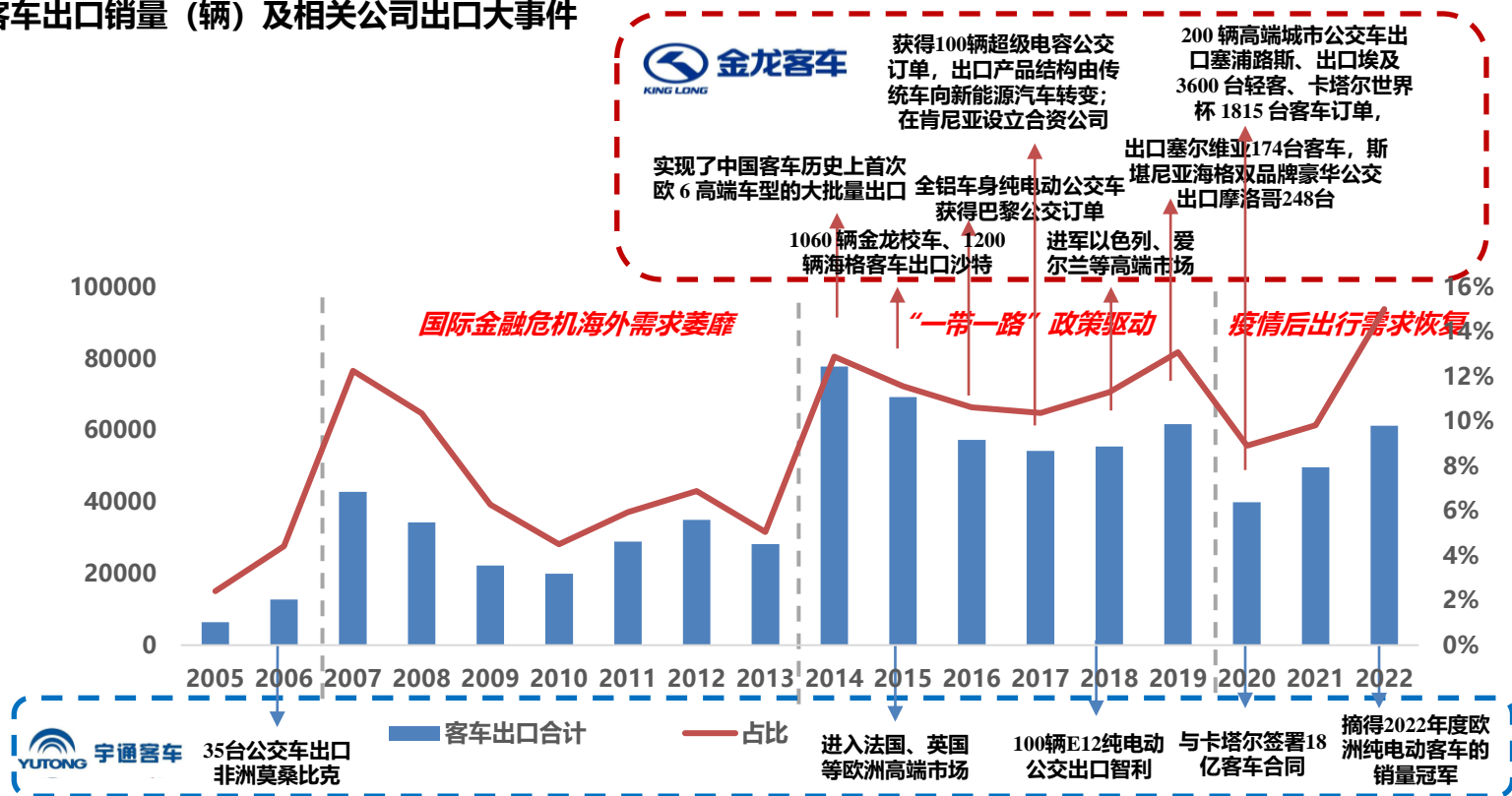
3. 客车出海复盘及展望

客车出海：十年布局与沉淀或迎爆发

■ 2010年后国内客车龙头企业均开始布局 and 沉淀海外市场的核心优势：

- **总体出口市场来看：**中国客车出口通过2014年前后“一带一路”政策刺激迅速打开一带一路沿线国家市场，随后通过性价比及性能优势逐步进入欧洲高端客车市场，中国客车在国际市场建立了一定的品牌口碑。
- **复盘龙头客车企业出口历史：**宇通及金龙作为中国客车出口领先企业，在长期出口亚非拉等地区积累长足出口经验的基础上，在2015年前后完成了欧洲高端客车市场的突破，中国客车品牌国际认可度进一步提升。

图：客车出口销量（辆）及相关公司出口大事件



国内已呈现较好的电车经济性，全生命周期运营成本可节省50万元以上

- 1) 由于我国充电价格相对便宜，电车年保养费相对更低，全生命周期电车运营成本足以覆盖一次性采购支出
- 2) 更高的运营里程下，纯电全生命周期成本更具优势。我国客车报废年限为8-14年，年运营里程约6万公里，在此前提下纯电客车已经呈现了充分的经济性

图：中国纯电公交经济性测算核心假设

核心假设		
能源价格	柴油价格	7.4 元/升
	电价	0.5 元/度
燃油车	燃油车售价	70 万元
	百公里油耗	30 升
	年保养费	2 万元
电车	新能源车售价	120 万元
	百公里耗电	80 度
	年保养费	1.5 万元
年运营天数		300 天
报废年限		10 年

图：中国纯电公交经济性测算

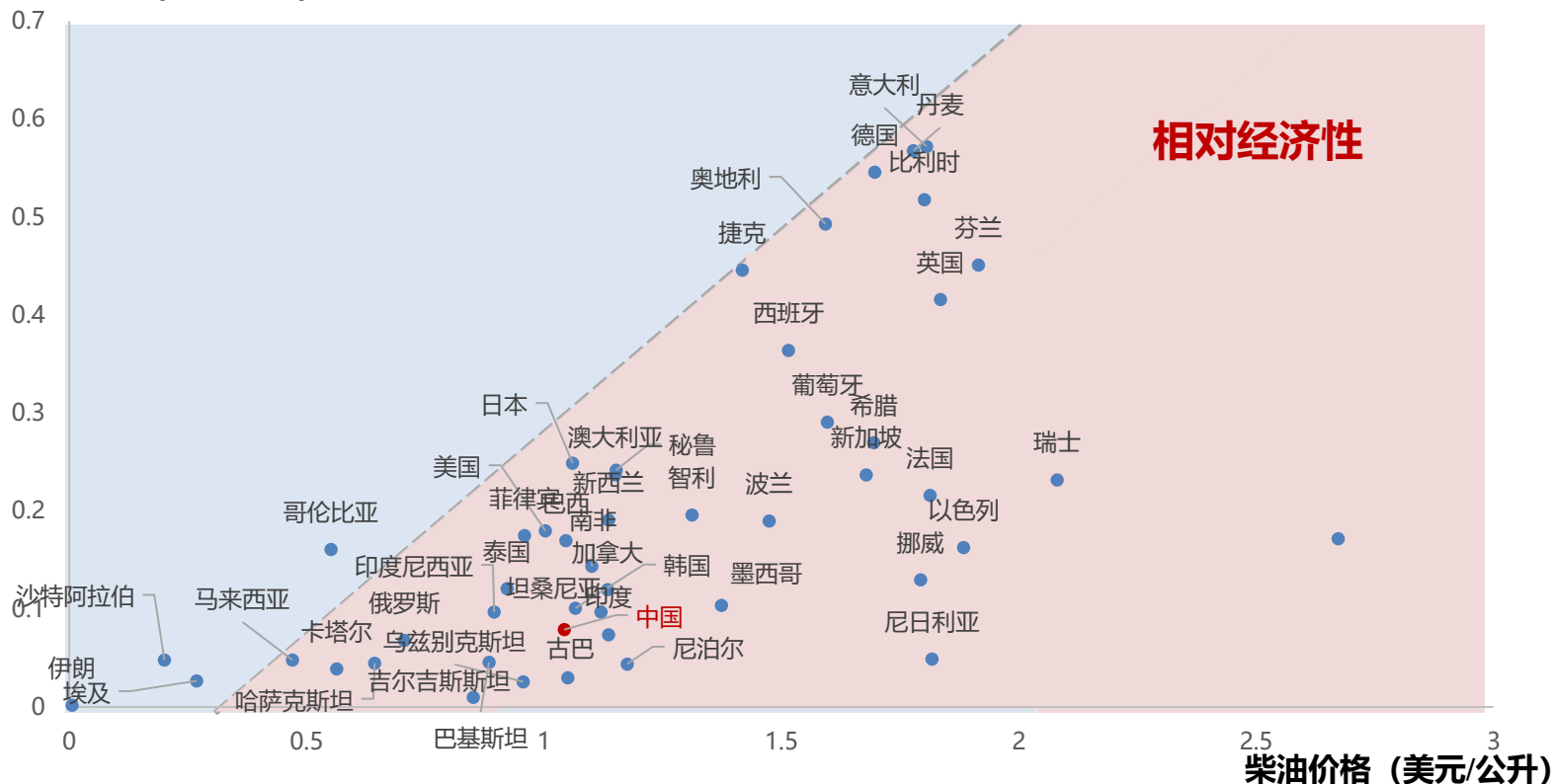
注：电车年保养费含更换电池费用

	单天行驶里程/km	180	200	220	240	260	280	300
燃油车	燃油车单天运营成本/元	400	444	488	533	577	622	666
	燃油车年运营成本/万元	14	15	17	18	19	21	22
	生命周期运营成本/万元	140	153	167	180	193	206	220
	生命周期总成本/万元	210	223	237	250	263	276	290
电车	电车单天运营成本/元	72	80	88	96	104	112	120
	电车年运营成本/万元	3.7	3.9	4.1	4.4	4.6	4.9	5.1
	生命周期运营成本/万元	37	39	41	44	46	49	51
	生命周期总成本/万元	157	159	161	164	166	169	171
燃油车成本-电车成本		53	64	75	86	97	108	119

■ **通过柴油和电费的相对价格来衡量世界各地推广电动客车的经济性：**以中国油电差价为基准，油电差价和中国相仿甚至更高的地方我们认为具备电动化切换的经济性。

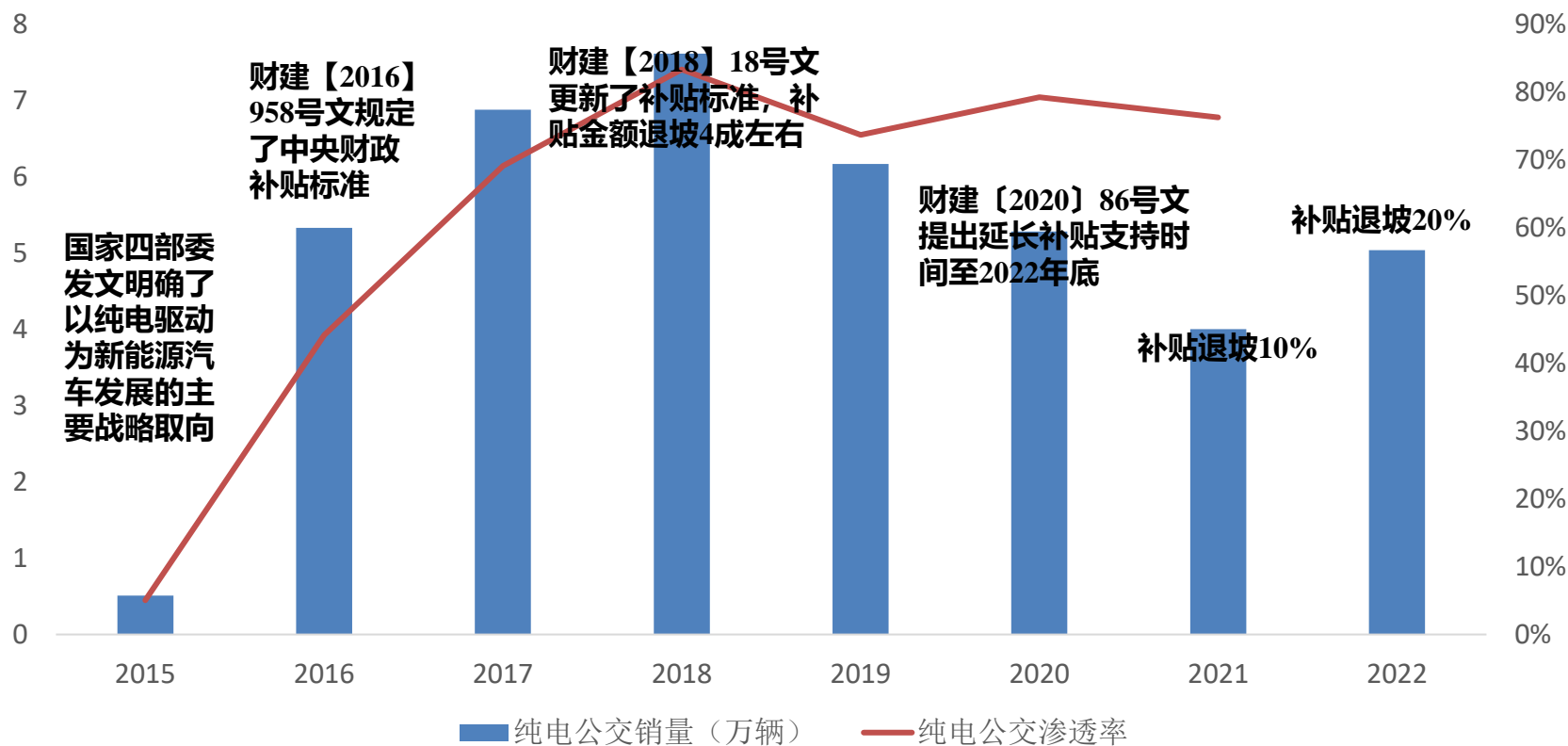
➤ 横向比较，各地区电动化经济性排序：**东亚（中国）>北欧>拉美/亚太其他>西欧/南欧/北美/独联体>东欧>中东/非洲**（使用柴油和居民用电差价作为衡量标准，不同国家有所差异），绝大部分地区存在电动化切换的经济性。

图：部分国家柴油与电费价格对比
电费价格（美元/kwh）



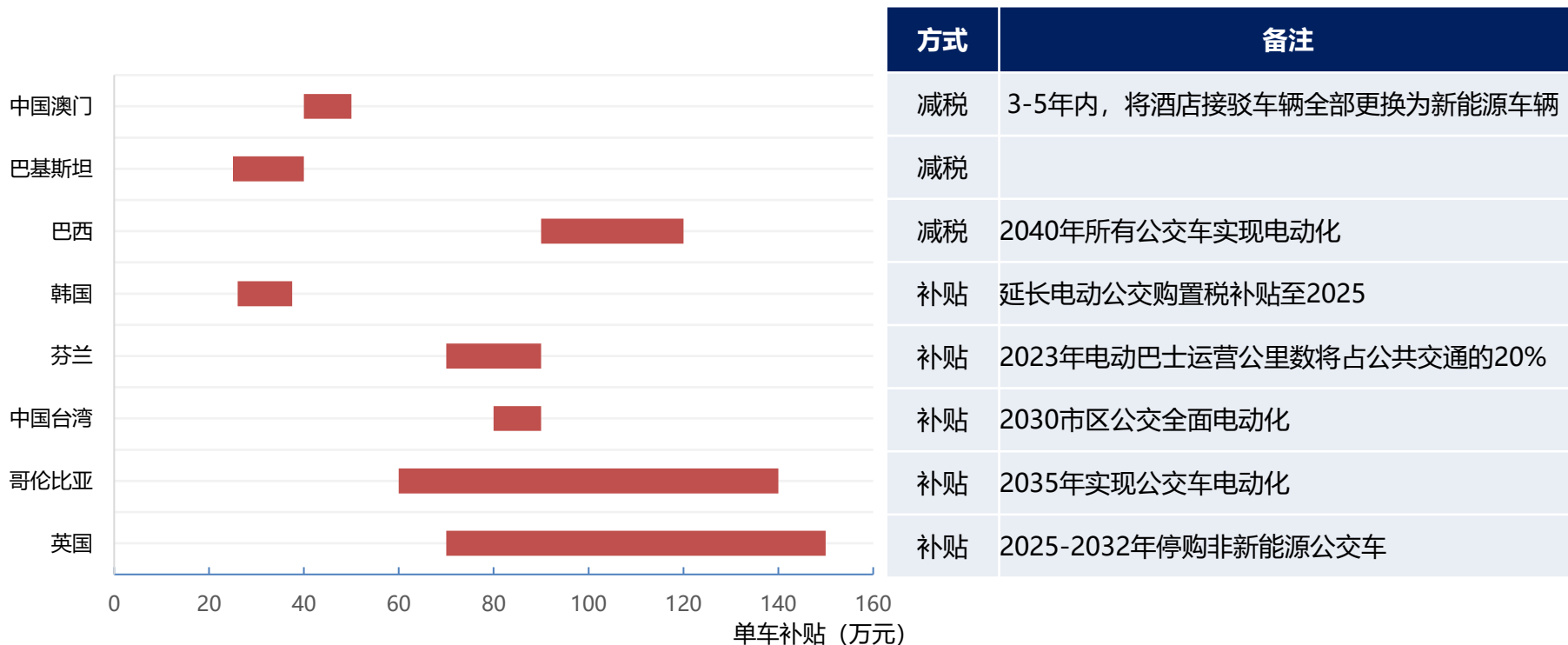
- 电动化推行初期由于没有完善的基础设施建设，加上电车一次性采购成本较高，运营商切换动力不足，往往需要政府补助拉动。中国率先采用补贴方式推动公交电动切换，韩国、欧洲跟随，其他多数国家处于初期阶段。
- 复盘中国补贴对电动化的需求拉动：中国历时五年完成了80%公交的电动化切换。

图：中国纯电公交销量及渗透率



- 欧洲、拉美及亚太部分国家陆续推出新能源政策，主要方式有补贴和减免进口关税两种：
- 1) 补贴，政策力度较大，通常发生在经济基础较好的地区和国家，如韩国会根据电池密度对电动客车实施70%~100%的补贴，英国累计拨款3.2亿英镑用于累计4000辆零排放公交的切换。
- 2) 关税减免，政府对进口新能源客车有所关税减免，侧面鼓励新能源客车的进口，如巴西宣布免除电动巴士120%的进口关税。

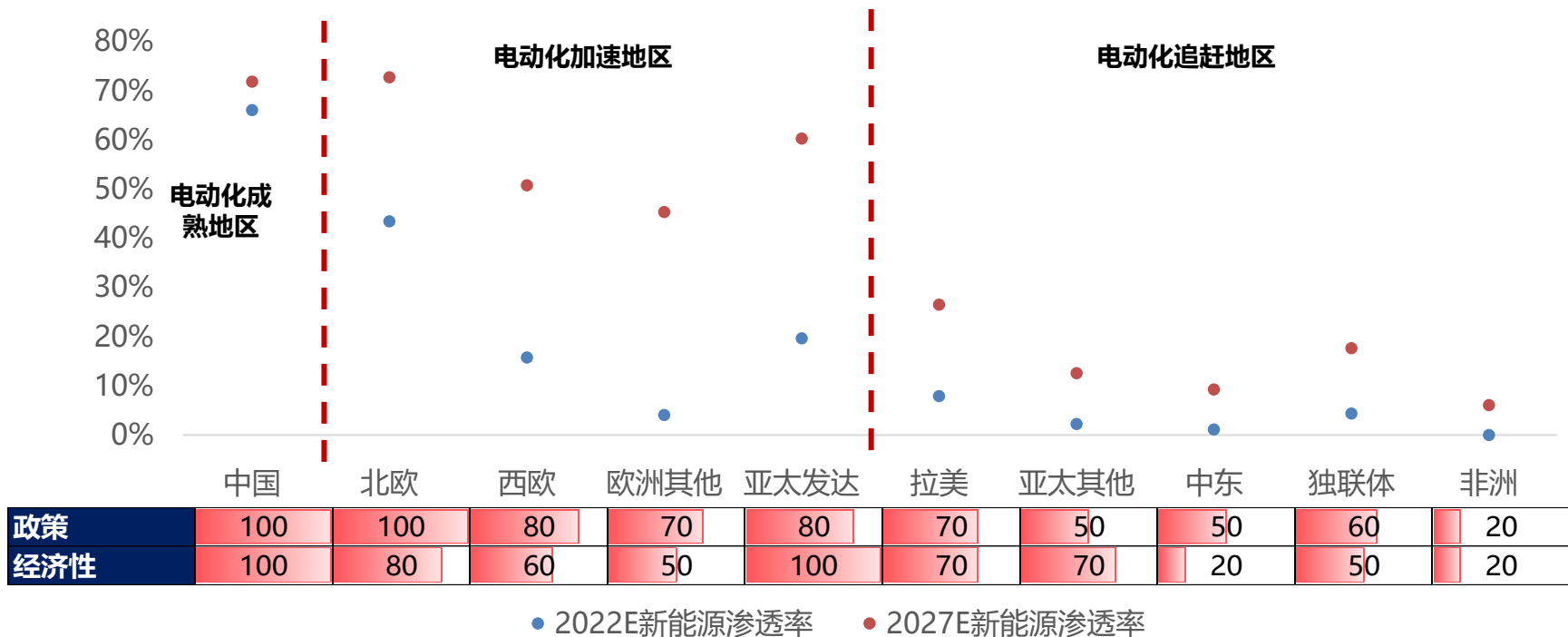
图：海外地区及国家对电动客车的单车补贴（测算）



政策支持力度决定了电动化切换的速度，经济性决定了长期稳态新能源渗透率

- 1) 电动化成熟地区，中国（政策与经济性皆具），稳态新能源渗透率达到70%以上
- 2) 电动化加速地区，欧洲（政策力度大，具备一定经济性），亚太发达地区（具备一定政策支持，经济性较强），当前新能源渗透率20%上下，预期五年新能源渗透率提高约30pct
- 3) 电动化追赶地区，亚洲其他地区、拉美、中东、非洲地区，个别国家已经有了新能源支持政策，由于油电差价及基础设施问题不具备较强经济性，当前新能源渗透率10%以下

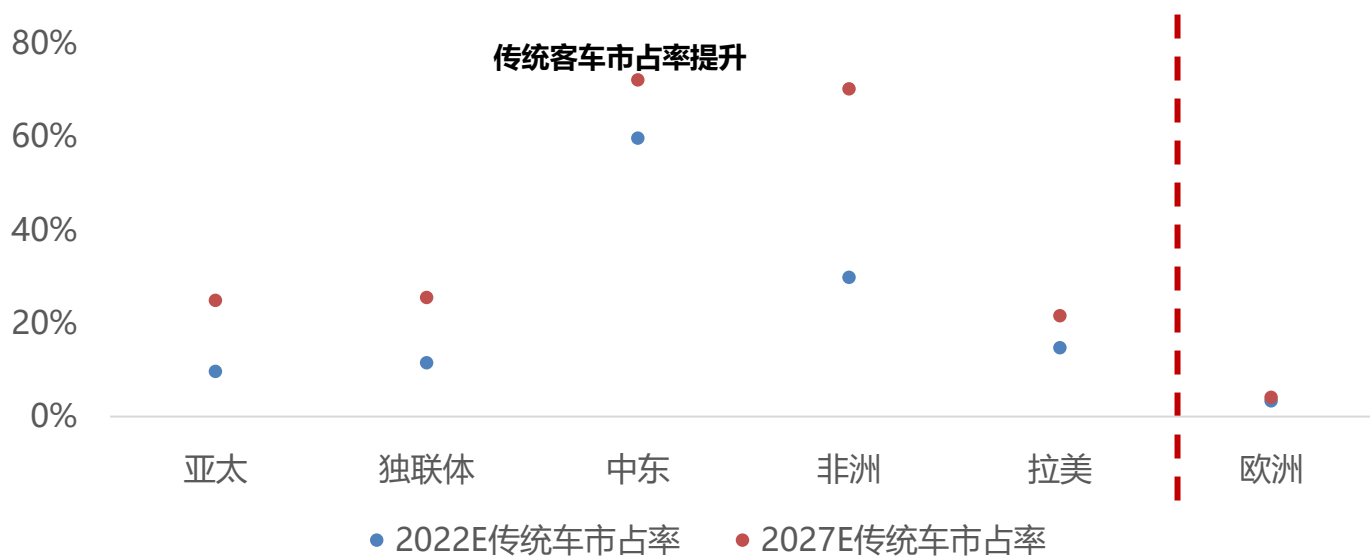
图：不同地区2022/2027年新能源客车渗透率预测



注：打分越高代表政策支持力度/经济性越好

- **海外客车市场与国内不同，传统客车依旧是基本盘。**据我们测算，海外传统客车渗透率仍在90%以上，参与者为海外传统客车公司，戴姆勒、马可波罗、斯堪尼亚等，中国车企目前在品牌价值、渠道建设上相对老牌公司尚有差距，但在产品性价比、渠道开拓能力上具备优势，预计通过产品性价比优势触及更大市场实现市占率的提升。
- **中国传统客车市占率提升的主要地区为除欧美外的其他地区：**
 - 1) 非洲、拉美、东南亚地区，经济增长拉动新增客车需求
 - 2) 独联体地区，一带一路政策驱动中国车企份额提升
 - 3) 中东地区，渠道布局发挥优势

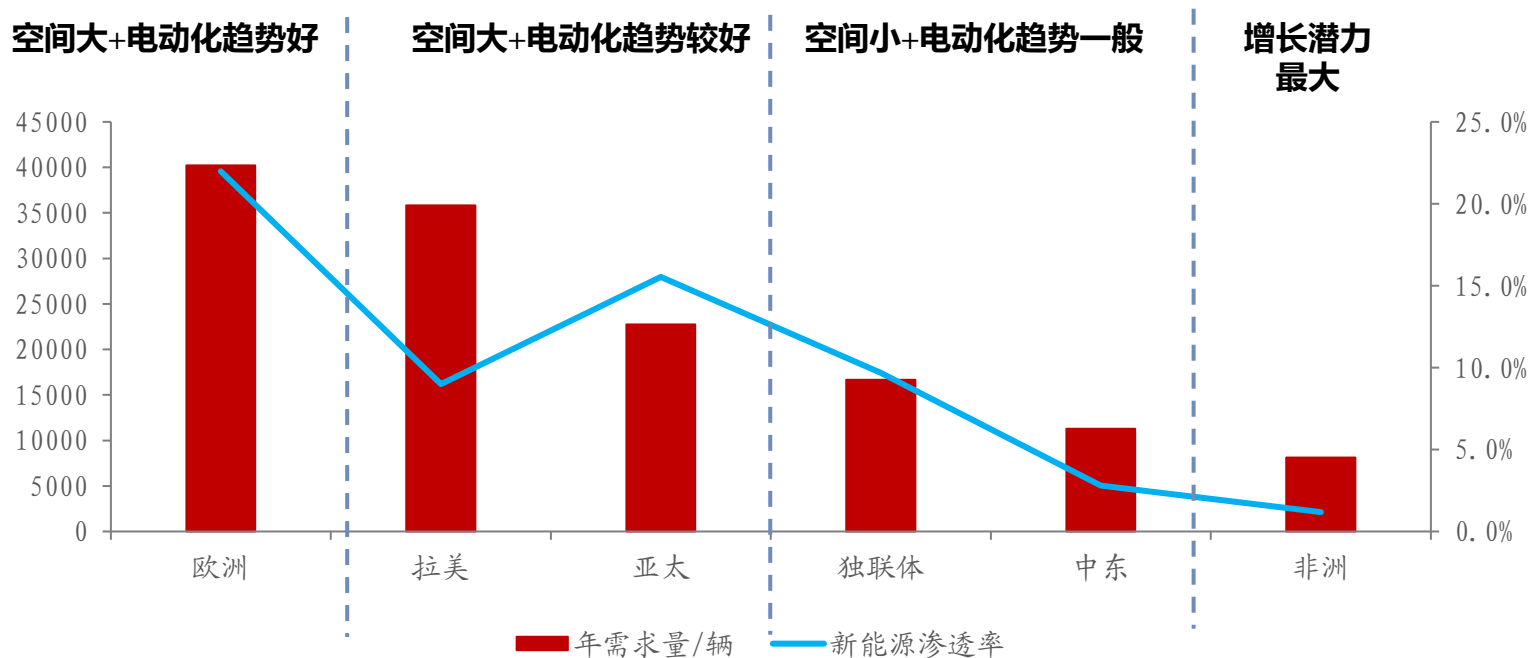
图：不同地区2022/2027年传统客车中国车企市占率预测



■ 全球除中国外客车市场总需求量约为13万辆/年，根据市场规模和电动化渗透率两个维度可将海外市场分为四大部分（排除无效市场美国、日本、印度）：

- 1) 市场空间大+电动化趋势强：欧洲（年销量中枢4万辆）
- 2) 市场空加大+电动化趋势较好：拉美（年销量中枢3.5万辆）、亚太（年销量中枢2万辆）
- 3) 市场空间小+电动化趋势一般：独联体（年销量中枢1.5万辆）、中东（年销量中枢1万辆）
- 4) 潜在市场空间大，电动化趋势较差：非洲（年销量中枢约7000辆）

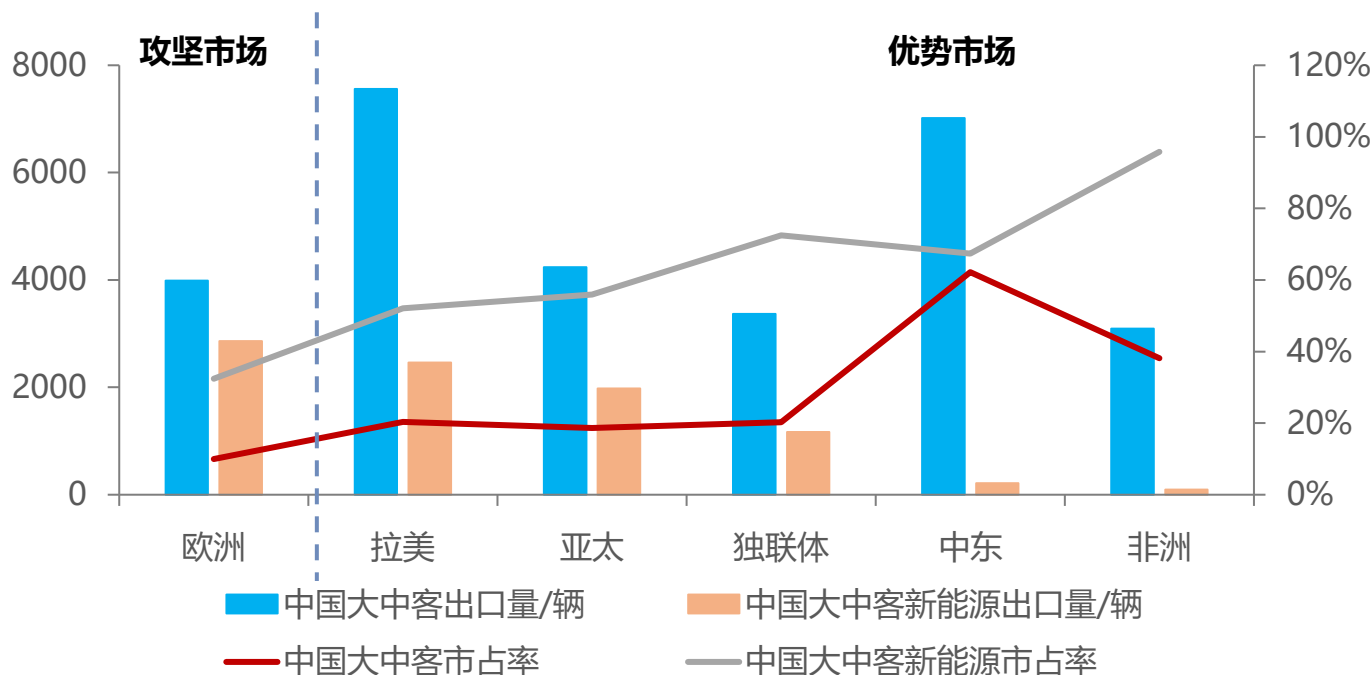
图：海外大中客市场需求概况（2023E）



■ 根据中国车企在全球各地区车辆销售情况，全球客车市场可分为三大地区：

- 1) 无效市场，美国、加拿大、印度、日本，由于本国产业实力较强与双边关系的不确定性，我国车企几乎不考虑该市场
- 2) 攻坚市场，欧洲，地区产业实力较强、地方产业保护较强，但是电动化趋势最优，市场空间较大，我国头部车企目前处于攻坚阶段
- 3) 传统优势市场，拉美、亚太（不含日本、印度）、独联体、中东、非洲，我国车企评价较强产品力与极高的性价比在这些地区具备相对优势。

图：海外大中客市场需求概况（2023E）



客车出海预测：远期海内外产值有望趋向1：1

- **疫情后复苏驱动国内外市场扩容：**20-22年疫情导致国内外客车总体市场萎缩，疫情后经济复苏+客车更换周期+电动化切换需求预计三年维度海内外市场持续扩容。
- **中国客车市占率提升：**1) 十余年海外布局渠道搭建趋于完善，可触及市场显著增加，2027年客车海外市占率有望提升至37%；2) 电动客车驱动，2027年新能源出口占总出口比例有望至45%
- **中国车企总产值有望翻倍：**中国车企海外市占率提升叠加高ASP电动汽车比例提升，中国客车出口产值有望高增，远期来看中国客车企业国内外产值有望达到1：1。

图：中国及海外客车市场概览

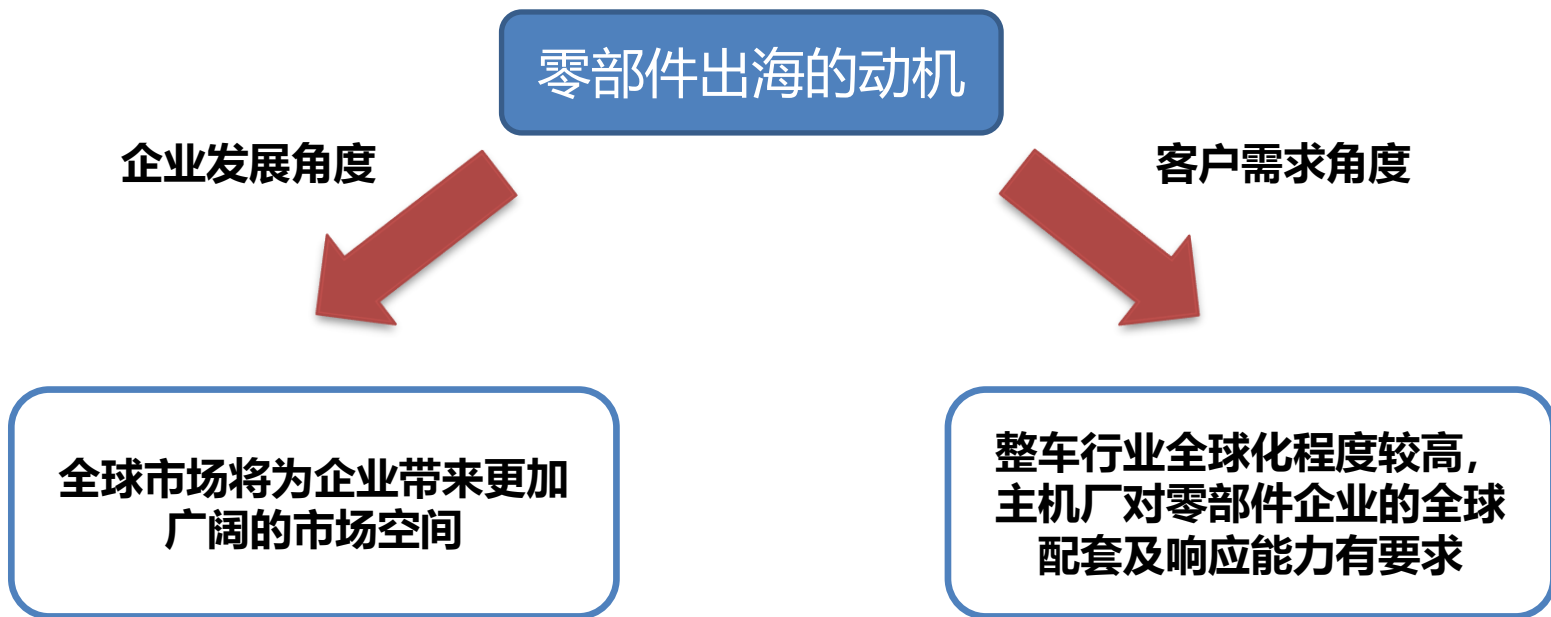
	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
大中客年需求量/辆						
中国	62547	68802	77058	88617	93047	94908
YoY		10%	12%	15%	5%	2%
其中：新能源客车	41350	46534	52365	61997	66336	68247
新能源渗透率	66%	68%	68%	70%	71%	72%
海外	126508	136161	146712	158268	161725	165351
YoY		8%	8%	8%	2%	2%
其中：新能源客车	10252	19121	27335	36728	43524	51447
新能源渗透率	8%	14%	19%	23%	27%	31%
中国客车出口/辆						
中国客车出口量	22138	29262	37135	45967	53158	60800
YoY		32%	27%	24%	16%	14%
海外市场市占率	17%	21%	25%	29%	33%	37%
其中：传统车出口	17836	20488	23608	27127	30042	33181
海外市场市占率	15%	18%	20%	22%	25%	29%
其中：新能源出口	4302	8774	13527	18840	23116	27618
海外市场市占率	42%	46%	49%	51%	53%	54%
新能源出口占比	19%	30%	36%	41%	43%	45%
产值/亿元						
国内市场产值	506	559	627	726	765	782
海外出口产值	243	339	445	562	655	753

注：海外市场不考虑日本、印度、美国、加拿大市场

4. 零部件出海复盘及展望

- 零部件企业出海的动机可以从两方面来看：1、企业发展的角度；2、客户需求的角度。
- 企业发展角度：全球市场将为企业带来更加广阔的市场空间。
- 客户需求角度：整车行业全球化程度较高，主机厂对零部件企业的全球配套及响应能力有要求。
- 总结：零部件企业要做大做强必须要实现全球化。

图9：两大方面因素促进零部件企业走向海外



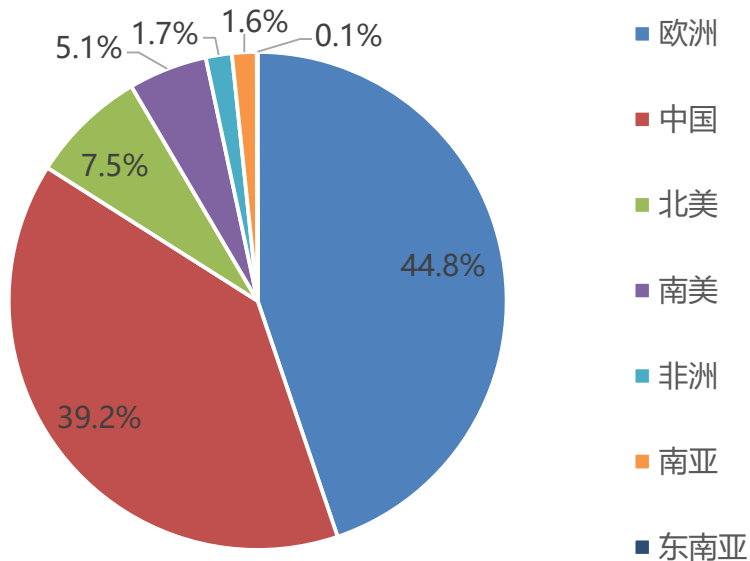
■ **海外零部件巨头均已实现全球化业务布局。**通过梳理全球营收排名前列的汽车零部件企业的经营布局可以看到，这些海外零部件巨头均已实现了全球化的业务布局，只有依靠全球市场汽零企业营收体量才能达到千亿规模。

表：全球零部件巨头均实现了全球化布局（注：表中营收和排名为2021年数据）

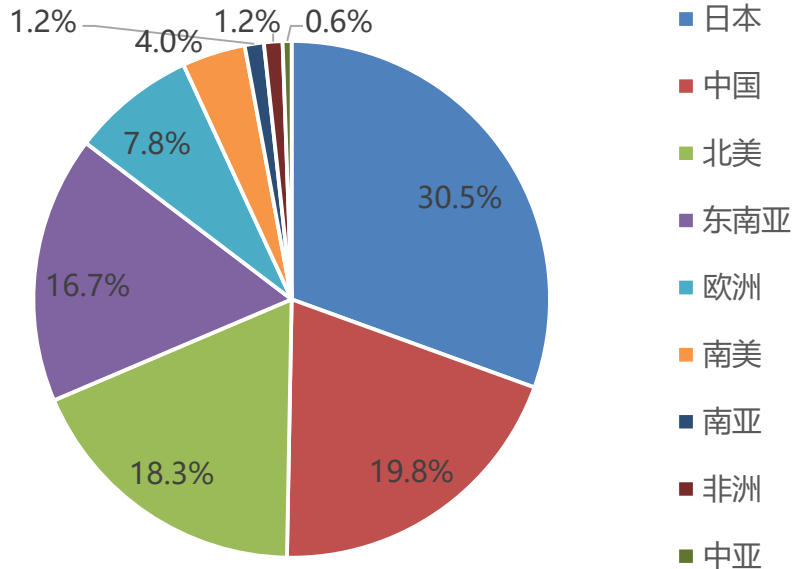
零部件企业	总部地址	主要业务	营业收入 (亿美元)	全球营收 排名	业务覆盖区域				
					欧洲	亚洲	北美洲	南美洲	非洲
博世	德国	动力总成、底盘、电动化产品、汽车电子等	491.44	1	√	√	√	√	√
电装	日本	热管理、动力总成、汽车电子、电气系统等	435.69	2	√	√	√	√	√
采埃孚	德国	主被动安全、底盘、电动动力总成、ADAS等	393.00	3	√	√	√	√	√
麦格纳国际	加拿大	车身结构及外饰、动力总成与视觉、座椅等	362.00	4	√	√	√	√	√
爱信精机	日本	动力总成、驾驶安全相关、车身相关等	334.76	5	√	√	√	√	√
现代摩比斯	韩国	底盘模块、座舱模块、前端模块、被动安全等	290.73	6	√	√	√	√	
佛瑞亚	法国	座椅、内饰、绿动智行、电子、照明等	258.80	7	√	√	√	√	√
大陆	德国	安全与制动、架构和网络、智能出行等	241.97	8	√	√	√	√	√
巴斯夫	德国	涂料、功能材料等	213.53	9	√	√	√	√	√
李尔	美国	座椅、电子零部件等	192.63	10	√	√	√	√	√
法雷奥	法国	驾驶辅助、动力总成、热管理、车灯等	167.37	11	√	√	√	√	√
天纳克	美国	洁净空气系统、性能解决方案系统、动力总成等	150.44	12	√	√	√	√	√
矢崎	日本	线束、仪表、连接器等	148.98	13	√	√	√	√	√
住友电工	日本	线束、弹簧钢线、光学镜头、漆包线等	143.33	14	√	√	√	√	√
博格华纳	美国	空气管理、电动/传动系统、燃油喷射等	139.85	15	√	√	√	√	
延锋	中国	内外饰、座椅、安全系统、座舱电子等	137.57	16	√	√	√		√

- **下游整车行业全球化程度较高，头部车企均实现了全球化的业务布局。** 整车行业为了追求规模效应的最大化，通常都采取全球化的经营模式，龙头车企如大众集团和丰田汽车，均在全球设有产能。
- **整车全球化相应地对供应链提出了全球化的要求。** 下游整车的全球化布局将对零部件企业提出全球化属地配套和属地服务响应的要求，有利于车企减小供应链的不确定性，保障供应链的配套安全。

图：大众集团全球分区域产量占比（2022年）



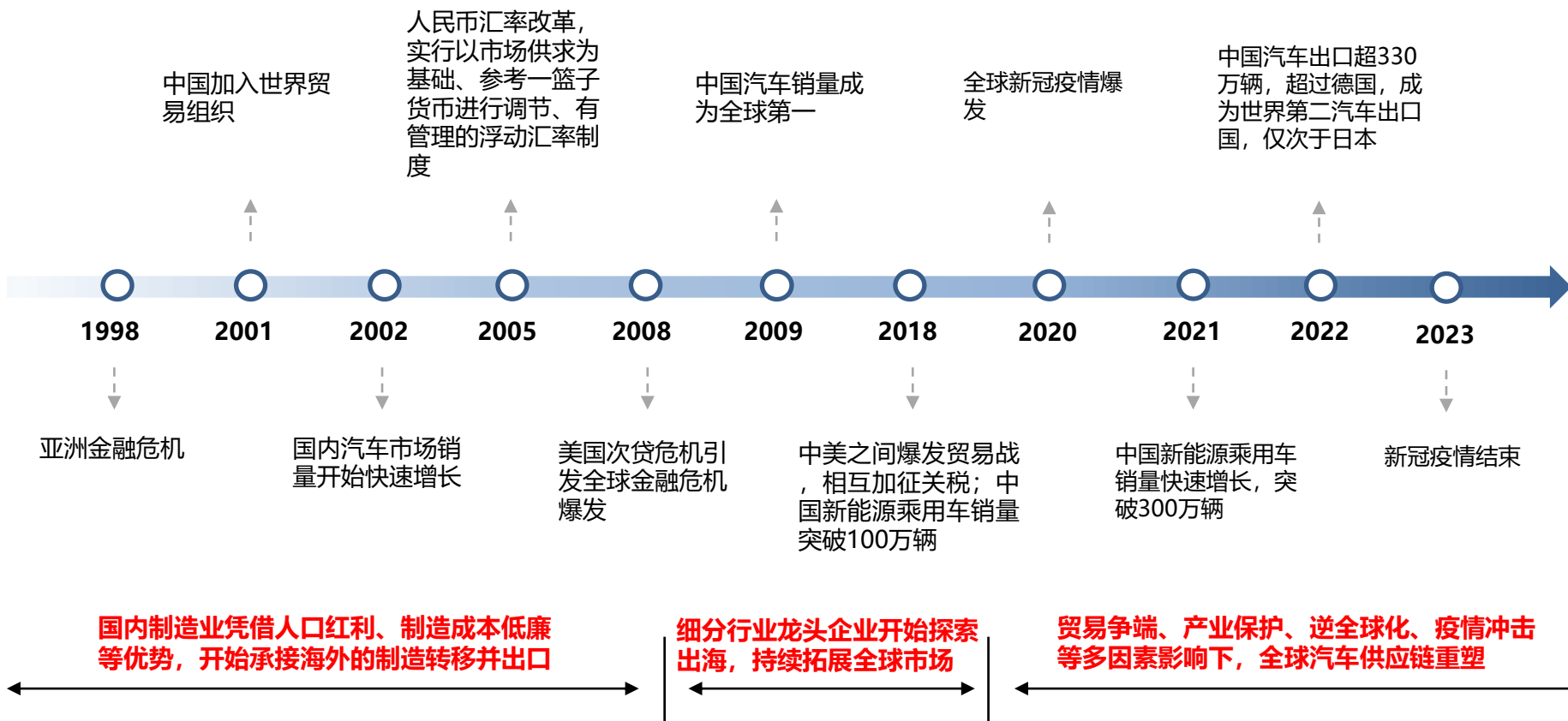
图：丰田汽车全球分区域产量占比（2022年）



■ 零部件企业出海历程可以大致划分为三个阶段：

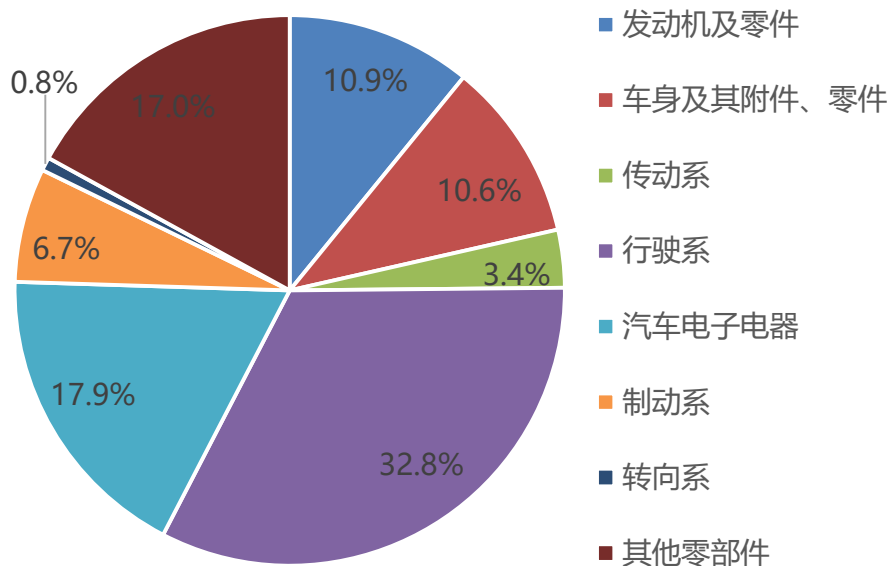
- 1、90年代至2008年：零部件国际采购向国内转移，国内零部件承接海外企业的转移制造并出口；
- 2、2009年至2018年：部分在国内细分行业具备显著优势的龙头开始探索和开拓海外市场；
- 3、2018-至今：更多的国内零部件企业走向海外，全球供应链开始重塑。

图：国内零部件企业出海的几个阶段

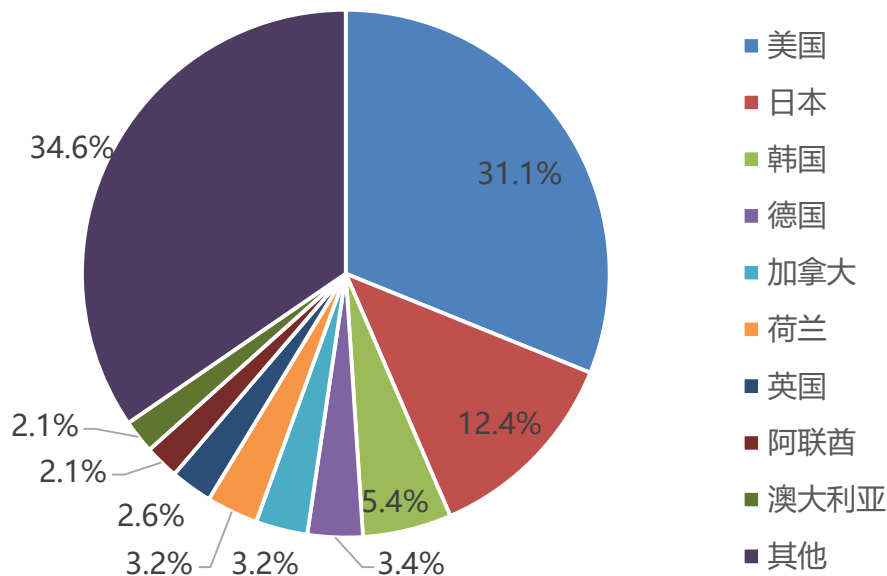


- **阶段一出口零部件产品特征：**在这一阶段，我国零部件产品主要以劳动力密集型、资源密集型和高能耗高耗能产品为主，如汽车玻璃、轮胎、车轮等，而高技术产品的出口量非常少。这一阶段零部件出口产品的特征为技术水平较低、产品附加值不高、对资源和能源的消耗量较大。
- **阶段一出口零部件的出口区域特征：**这一阶段零部件出口的主要目标市场为美国、日本、韩国、德国和加拿大等汽车工业较为发达的国家为主，体现出国内承接了大量的海外制造转移。

图：2007年前三季度零部件各产品种类出口金额占比



图：2007年前三季度零部件分区域出口金额占比

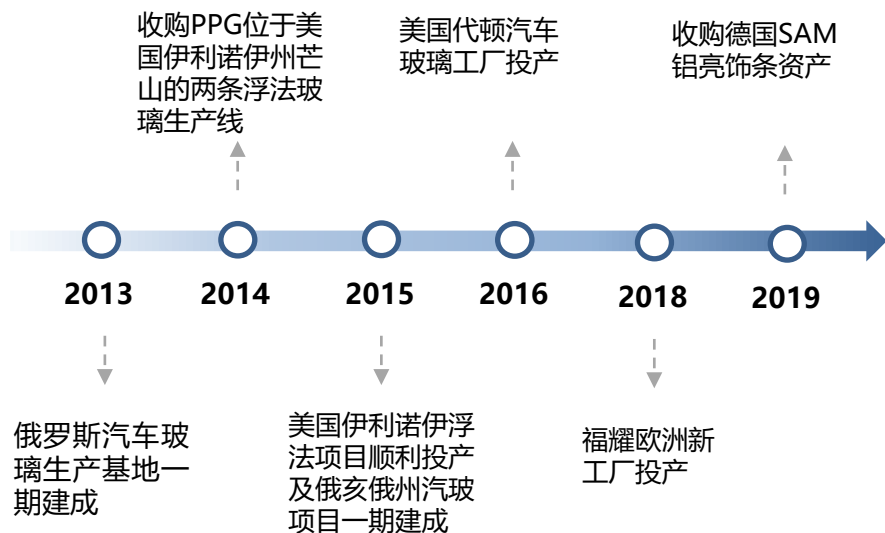


■ 在这一阶段，部分在国内细分市场具有领先优势的龙头企业开始探索和拓展海外市场。至2009年，中国汽车市场已经成为了全球最大的市场，得益于巨大的市场容量和较高的发展速度，国内细分零部件赛道已经培育出了部分具备全球竞争能力的细分赛道龙头。细分赛道龙头通过配套国内合资车企向海外配套延伸，在这一阶段完成了出海和国际化，典型的代表为福耀玻璃和敏实集团。

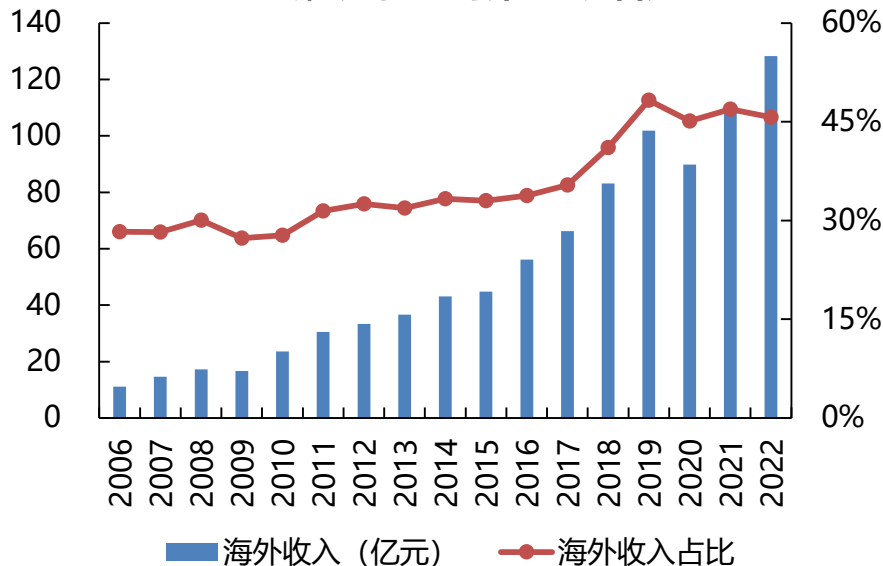
■ 福耀玻璃全球化历程：

- **开始全球扩张前公司基本面：**2010年，福耀玻璃营业收入规模达到85亿元，国内OEM市场市占率高达68%，已经成为国内汽车玻璃行业的龙头。
- **福耀全球化的机遇：**08年经济危机造成竞争对手盈利能力下滑；美国本土玻璃厂商的衰退，PPG退出玻璃行业；竞争对手缩减资本开支。
- **福耀海外收入的变化：**从2010年的23.61亿元增长至2019年的101.88亿元。海外收入占比从2010年的27.75%提升至2019年的48.28%。

图：福耀玻璃海外扩张历程梳理



图：福耀玻璃历年海外收入及占比



■ **中美贸易战、新冠疫情、逆全球化政策等因素推动全球汽车供应链重塑。**2018年，中美爆发贸易争端，部分零部件被加征关税加速其产能向海外如墨西哥转移。新冠疫情加剧了跨国供应链的不确定性，因此各国均试图建立独立完整的产业链，预计全球汽车供应链将被简化。最后，各种逆全球化的政策也促使全球汽车供应链重塑，如2020年7月生效的《美墨加贸易协定》对于车辆出口北美享受零关税提出了价值量本地化的要求；2023年1月美国《通胀削减法案》正式生效，对于购买电动汽车获取补贴提出了条件，对电池关键原材料和电池组件的原产地提出了北美本地化要求，如上的逆全球化政策均将在未来改变全球的汽车供应链布局。

表：《美墨加贸易协定》主要内容

汽车原产地规则	《美墨加协定》款项
汽车区域价值含量比例	不低于75%
相关零部件区域价值含量	核心件不低于75%，主件不低于70%，辅件不低于65%
符合区域价值含量的零部件种类	扩大了需符合区域价值含量的零部件范围，分别对乘用车、轻型卡车的核心件、主件和辅件，重型卡车的主件和辅件，以及其他机车的零部件中需要达到北美地区价值含量的零部件的HS编码进行了逐一列表
钢铝产品购买含量	不低于70%，未限定所涉及的钢铝产品的HS编码，成员国可在具体操作中给出钢铝产品的额外描述或修订
劳动价值含量	原产于北美地区的汽车必须达到40%至45%的劳动价值含量
过渡期合规要求	在协定生效5年内，该车企总产量的不多于10%可在报备后继续享受62.5%的区域价值含量要求

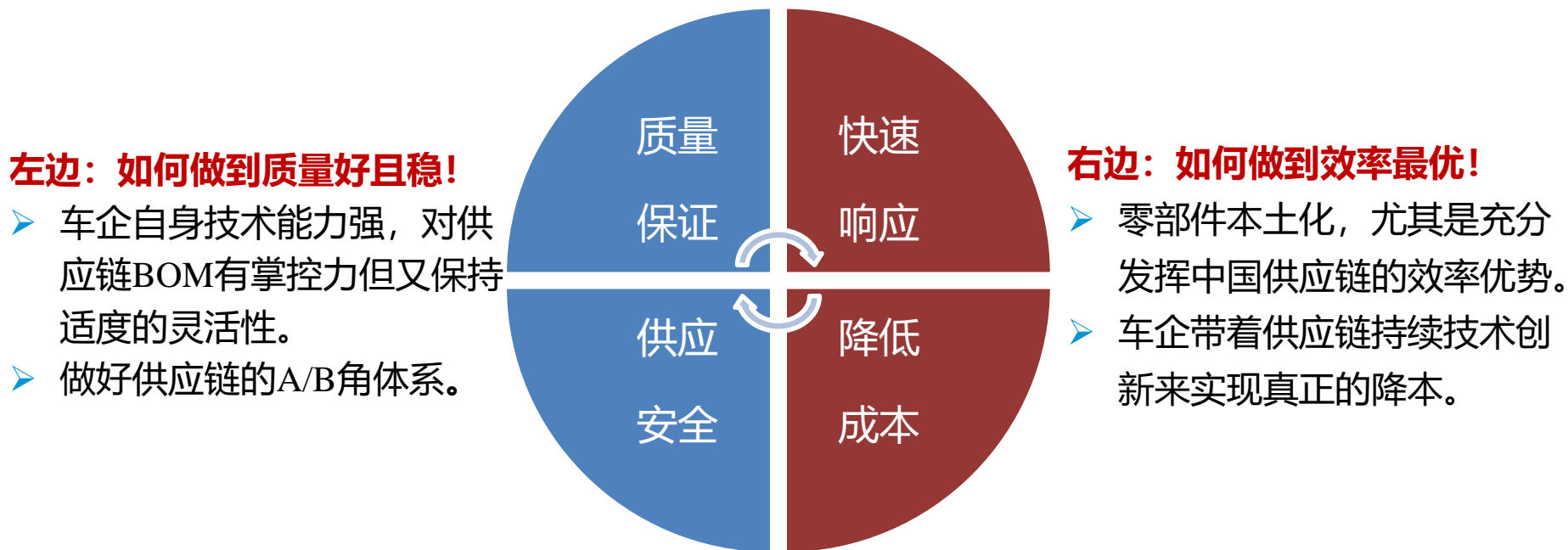
表：美国《通胀削减法案》主要内容

项目	总体需求	原材料需求	补贴金额
关键原材料	1、车辆价格：仅限于定价不超过8万美元的电动卡车、货车或加工、或在北美回车和SUV，以及价格不超过5.5万美元的轿车 2、购车人收入：联合申报人不超过30万美元，户主22.5万美元，个人总收入15万美元 3、新车在北美最终组装 4、电池组件及关键原材料不由外国关注实体参与	电池关键物质（镍锰钴锂等）一定比例的价值量由美国或与美国签订自由贸易协定的国家提供 电池部件（正负极、铜箔、电解液、电芯等）由北美制造或组装的价值量达到一定比例以上	\$3750
电池组件			\$3750

- **观点摘录至东吴汽车团队2023/2/12发布的《特斯拉及产业链深度报告：以价换量！》**
- **全球新能源汽车景气度未来3年仍高增长！**
 - 政策支持+优质供给共同驱动全球新能源汽车销量递增，2023~2025年销量分别是：1416万/2028万/2848万，对应同比+44%/+43%/+40%，核心增量来自于：中国+欧洲+美国等。其中2023年新能源销量数据：中国批发销量（含出口）968万辆，美国为172万辆，欧洲为291万辆。
- **全球新能源格局：特斯拉领导品牌优势依然显著！**
 - 新能源车供给：新品推出国内>北美>欧洲>其他海外。国内市场产品矩阵持续丰富，美国市场新车推出明显加速，欧洲市场新车继续推出。特斯拉目前全球新能源领导品牌优势仍显著。特斯拉在主要新能源市场相对优势排序：美国>欧洲>中国。
- **特斯拉自身经营周期：新一轮产品周期将爆发！**
 - **核心竞争力：**是第一性原理指导下的颠覆性技术创新能力。特斯拉做到车企的最高境界：【技术创造需求】，但可持续发展还需配合【优异的管理能力】。特斯拉高盈利来自于：1) 全球领导品牌的溢价；2) 超级大单品背后的极致效率；3) 直营模式背后的产品自信力；4) 全球配置最优供应链的优势。
 - **未来3年成长性：**2008年（超跑Roadster）—2012/2015年（Model S/X）—2017-2019年（Model 3/Y）—2023-2025年（Cybertruck /Model Q）。预计2023-2025年全球特斯拉销量实现200万-400万的发展阶段。硬件盈利能力有望高于油车车企。

- 系统性降本能力是特斯拉真正区别于其他车企的核心竞争力。具体表现特征：特斯拉在全球范围内选取一线供应链伙伴合作，追求资源全球配置最优。

图：车企的供应链体系的4大指标



- **观点摘录至东吴汽车团队2023/4/16发布的《特斯拉供应链标的出海—墨西哥的机遇》**
- **政策优势+产业趋势驱动，墨西哥汽车制造地位进一步提升。** 电动智能化成为汽车工业确定性的趋势，截至2022年美国新能源渗透率仅为中国的一半（14.8% VS 30.7%），为了加速推进本土新能源渗透率提升，美国推出《通胀削减法案》对新能源车进行补贴减免，叠加《美墨加协议》的签订，符合政策补贴范围的墨西哥的汽车制造业重要性进一步提升。
- **特斯拉规划墨西哥超级工厂，有望成为全球核心生产基地。** 特斯拉作为全球新能源+智能化头部车企，引领整个行业的发展，2025年全球产量有望突破400万。2023年特斯拉宣布在墨西哥建设全新的产能，根据土地规模规划，有望成为特斯拉全球最主要的产能基地，为相关配套供应链增长带来绝佳的投资机会。
- **成本优势+产业机会，国内零部件企业开启墨西哥布局。** 相较于北美更加低廉的土地和人工成本，使得墨西哥成为中国零部件企业布局北美区域重要的制造基地，各家零部件企业分布在墨西哥各州。目前国内零部件企业在墨西哥的产能主要分为三大类：1) 原有产能的持续经营；2) 原有产能基础+新增加产能投放；3) 全新产能投放。
- **海外战略扩张面临一定挑战，具备各项要素零部件企业有望率先突破。** 结合墨西哥汽车零部件现有格局（相对较为完善+主要面向燃油车企），以及海外整体投资带来的国情和文化相关的差异，我们认为满足以下标准的零部件企业更容易取得经营上的突破：**1) 所涉业务面向新能源（轻量化+热管理+电池）/智能化方向；2) 在墨西哥有一定的经营经验；3) 现有业务在墨西哥具备一定的盈利能力，未来有望随着规模效应持续增长。**

- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，会影响乘用车终端消费及商用车的采购。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。** 如果智能化技术创新不及预期将影响高级别自动驾驶的渗透率，影响相关产业链公司的经营。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源需求不及预期将影响新能源汽车的出海。
- ◆ **地缘政治不确定性风险增大。**

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园