

# 全球化：从中国到墨西哥 从1到100

## 大国重车之琰究零部件系列深度报告二

华西证券汽车团队：

首席分析师 崔琰（SAC NO:S1120519080006）

分析师 郑青青（SAC NO:S1120522120001）

联系人 王旭冉

2023年06月28日



智能电动变革  
把握产业趋势



专注汽车及零部件行业投资研究，聚焦全球智能电动汽车变革，看好行业秩序重塑下汽车产业链的黄金十年，希望通过研究为汽车产业与投资贡献力量。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# H 中国汽车产业现状 | 零部件与整车产业地位不对等 自主与合资地位不对等

表：全球零部件100强中国公司及占比

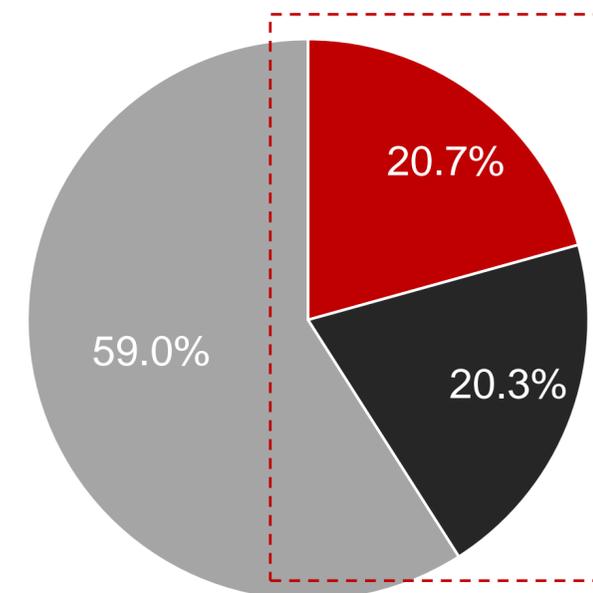
2022			2021		
公司	名次	汽车配套营收 (亿美元)	公司	名次	汽车配套营收 (亿美元)
博世	1	491.4	博世	1	465.1
1、宁德时代	5	335	1、延峰内饰	16	137.6
2、延峰内饰	17	150.0	2、均胜电子	34	71.7
3、均胜电子	40	74.0	3、海纳川	41	59.7
4、海纳川	48	57.9	4、中信戴卡	51	43.1
5、中信戴卡	50	57.1	5、福耀玻璃	56	36.9
6、福耀玻璃	60	41.8	6、德昌电机	72	26.4
7、德昌电机	77	29.1	7、五菱工业	79	23.6
8、宁波华翔电子	79	28.2	8、诺博汽车	83	22.6
9、敏实集团	83	25.7	9、敏实集团	84	22.1
10、诺博汽车	85	23.9	10、中鼎密封	87	18.5
11、德赛西威	90	22.1	11、宁波拓普	92	16.6
12、精诚工科	94	21.7	12、德赛西威	95	14.8
13、宁波拓普	95	21.5			
14、中鼎密封	96	21.2			
中国公司在前50强中的占比	10%	27.8%	中国公司在前50强中的占比	6%	3.5%
中国公司在前100强中的占比	14%	31.2%	中国公司在前100强中的占比	12%	5.2%

资料来源：美国汽车新闻，华西证券研究所

注：与原始公布榜单有差异，福耀玻璃是我们调整加入，在其之后的排名会有相应变化

图：2022年全球乘用车销量占比 (%)

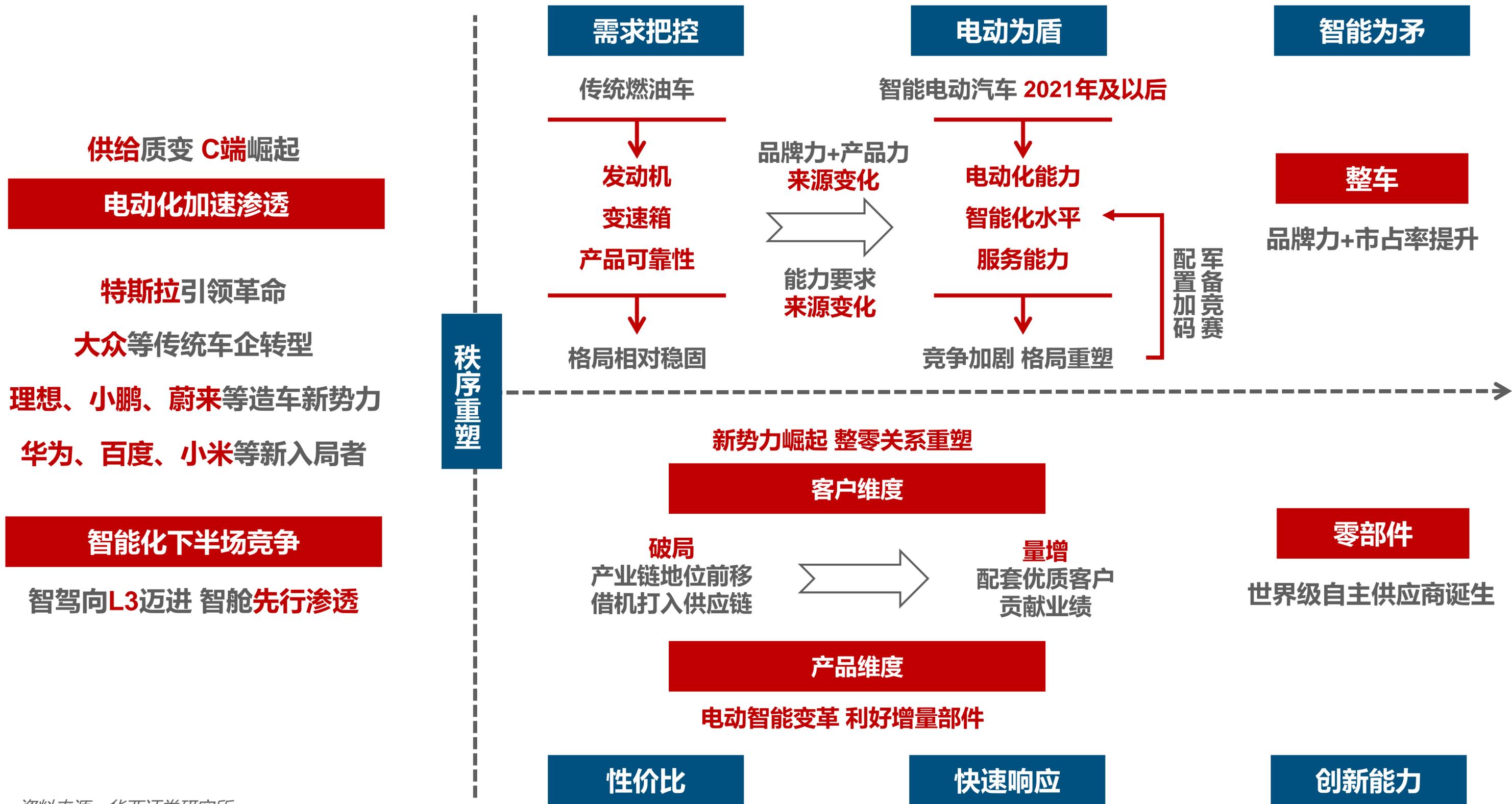
■ 中国自主汽车 ■ 中国其他汽车 ■ 全球其他汽车



31.2% vs 41.0%

资料来源：OICA，中国汽车工业协会

# H 零部件中期成长 | 智能电动变革 竞争格局重塑



# H 零部件中期成长 | 全球零部件巨头的必要条件之一：全球化的布点

**零部件生意属性：就近配套**

运费、供货稳定

**地缘政治：产业保护**

关税、补贴优惠

**全球布点**  
成为全球零部件巨头的必要条件之一

**市场空间**



全球6,000w辆+ VS 中国2,000w辆+

**盈利能力**



全球平均 <5% VS 中国平均 10%

**出海进程超预期**

中国—墨西哥—欧洲/东南亚

**海外建厂存风险**

政策、资源、文化差异等

**特斯拉**



其他主机厂

管理较难体现差异化

**订单有保证**

墨西哥成熟的汽车工业

同样的人工（调动员工积极性？自动化率？）、同样的水电（成本精细化？）等

**产能利用率**为最核心变量，而后再看成本与费用端的管理！

# H 核心观点 | 从中国到墨西哥 从1到100

## • 墨西哥汽车产业现状如何？

- ✓ 根据墨西哥汽车工业协会的数据，2022年墨西哥乘用车产量达330万辆，成为全球第七大汽车制造国和第四大零部件生产国。汽车生产以出口为主，主要辐射北美地区，占总产量的87%，其中出口美国占比77.5%。
- ✓ 燃油车产业链非常成熟：燃油车全球前十大车企在墨西哥均有产能布局，其中日系和美系车企上世纪便开始布局，孕育成熟的产业链配套，电子零件、发动机零件、变速箱和离合器、座椅和地毯合计产值占比超过45%。
- ✓ 新能源产业链迎新机：2022年北美新能源汽车产量为89.5万辆，对应渗透率为5.7%，根据 IHS Markit 预测，北美新能源汽车产量有望于2029年达500万辆，CAGR达27.9%。通用汽车、Stellantis、福特等多家主机厂在墨西哥布局新能源产能，2023年特斯拉宣布将投资50亿美元在墨西哥的新莱昂州建立第五座超级工场，预计年产能为100万辆，包含下一代紧凑车（售价2.5-3万美元），预计于2024年投产。

## • 自主零部件出海进展如何？

- ✓ 第一波出海（2010年以前）：以福耀、敏实为代表，国内发展遇增长瓶颈，海外建厂打开成长空间，其中福耀美国工厂运营一年即实现扭亏为盈，2022年净利率达7%+；
- ✓ 第二波出海（2010-2021年）：以爱柯迪、嵘泰为代表，跟随Tier 1客户在墨西哥建厂，目前盈利能力仍未达到稳态，其中嵘泰墨西哥工厂2022净利率为2%+；同时期，继峰股份、文灿股份、中鼎股份、均胜电子等通过收购完成全球化布局；
- ✓ 第三波出海（2022年以来）：以特斯拉产业链为代表，特斯拉带动下，多家产业链公司纷纷在墨西哥建厂，全球化进程全面提速。

# H 核心观点 | 从中国到墨西哥 从1到100

## • 墨西哥工厂的盈利如何展望？

- ✓ 特斯拉保障产能利用率：考虑到运输半径，我们预计中国零部件墨西哥工厂主要配套特斯拉德州工厂和墨西哥工厂，根据特斯拉当前规划，德州工厂年产能已达55万辆，墨西哥工厂初期规划年产能100万辆，若按照略低于上海工厂的平均单车计算，则产业链相关公司的收入弹性预计可达30%-100%。此外，若加上特斯拉机器人的远期规划，则弹性空间则更大。
- ✓ 从特斯拉到其他主机厂：基于北美当地新能源产业链配套处于发展初期，整体供给偏紧，中国零部件厂商有望凭借性价比和快速响应能力实现从特斯拉拓展至其他北美主机厂，进一步打开成长空间。
- ✓ 综合对比各项成本差异，预计墨西哥工厂利润率有望低于国内2-3pct。

## • 投资建议

- ✓ 特斯拉加速中国汽车零部件全球化进程，充足订单保障墨西哥工厂的产能利用率，提高海外建厂的成功概率，同时可延伸至北美其他主机厂，有望享受北美电动化率加速提升的红利。从中国到墨西哥再到全球其他地区，优质自主零部件加速崛起，剑指全球零部件巨头。基于墨西哥建厂布局的情况，优选【拓普集团、新泉股份、旭升集团、银轮股份、上声电子、爱柯迪、美利信、伯特利、继峰股份、文灿股份】，受益标的【岱美股份、嵘泰股份】。
- ✓ 特斯拉引领智能化发展，软件定义汽车是长期产业趋势，FSD或推广至全球，国内理想、小鹏等新势力将加速推进城市NOA，AI大模型强化语音交互体验，坚定看好智能驾驶和智能座舱的全面加速，优选智能驾驶-【伯特利、德赛西威、经纬恒润-W】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】。

- 风险提示：海外订单拓展不及预期、海外竞争加剧、海外工厂管理不及预期、原材料涨价、海外政策变化等。



## 目录

---

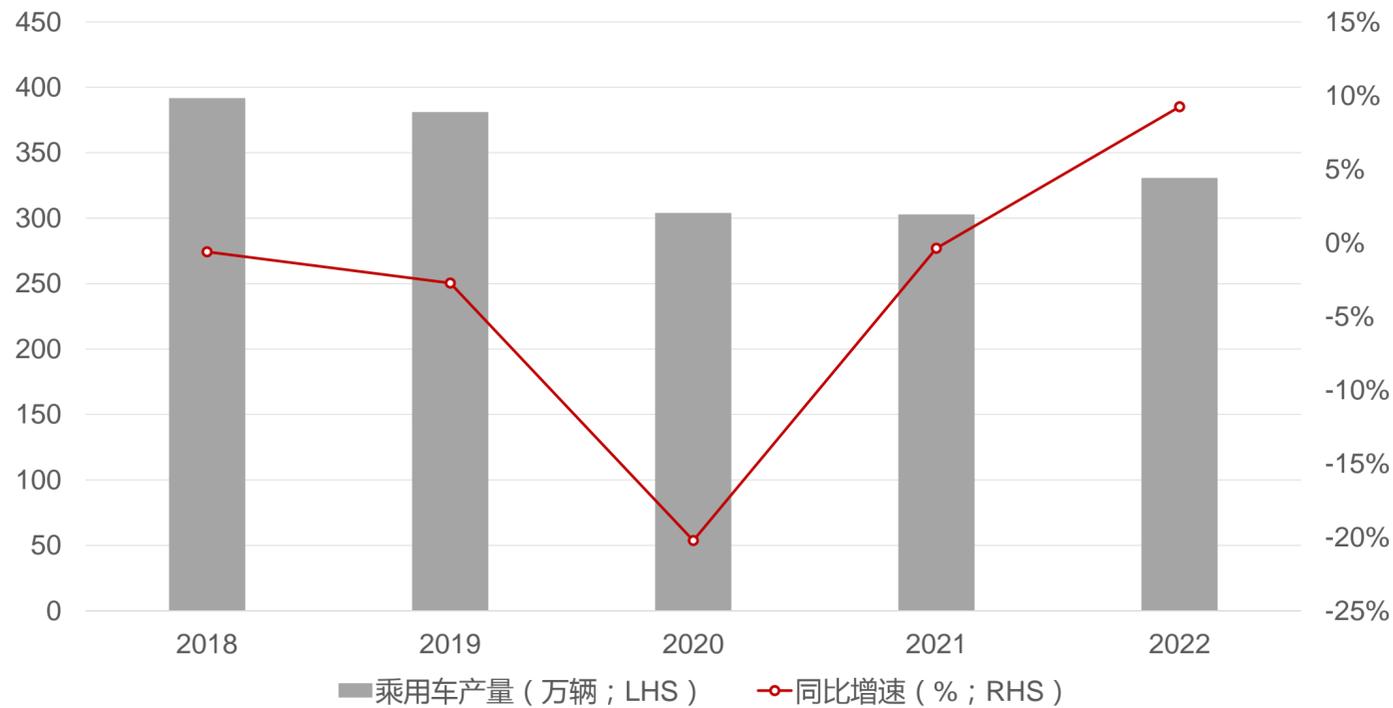
- 墨西哥汽车产业现状如何？
- 自主零部件出海进展如何？
- 墨西哥工厂的盈利能力如何？
- 投资建议与风险提示

# 墨西哥汽车产业现状如何？



# H 墨西哥汽车产业现状 | 汽车制造业是墨西哥支柱产业 燃油车产业链成熟

图：墨西哥乘用车产量及同比增速（万辆；%）



资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

表：墨西哥汽车制造工厂梳理（部分）

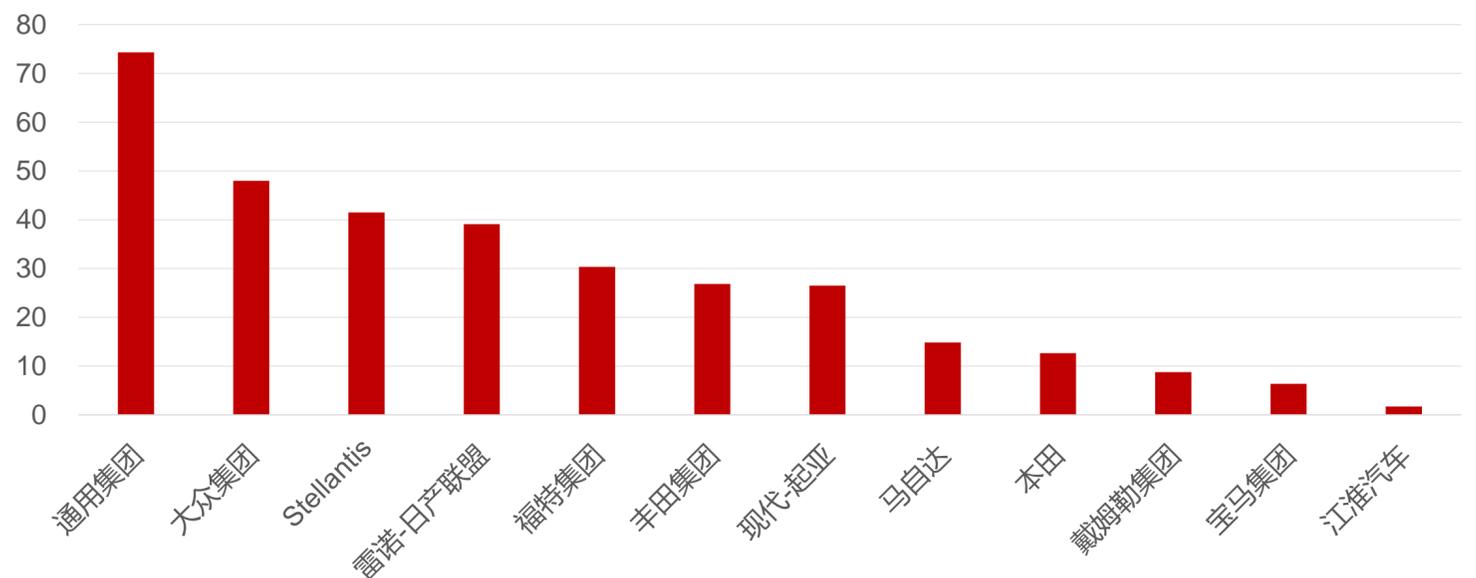
	建厂地点	量产时间	产能 (万辆)
日产	莫洛雷斯州、阿瓜斯卡连特斯州	1966、1992、2013、2017	99.9
通用	科阿韦拉州、瓜纳华托州、圣路易斯波托西州	1981、1995、2008	84.7
福特	墨西哥州、索诺拉州	1964、1986	68.4
Stellantis	萨尔蒂约、墨西哥州	1995、1964	57.3
本田	瓜纳华托州、哈利斯科州	1995、2014	38.4
丰田	下加利福尼亚州、瓜纳华托州	2004、2019	30.6
起亚	新莱昂州	2016	24.9
马自达	瓜纳华托州	2014	24.9
BMW	圣路易斯波托西	2019	14.5

资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

## 汽车制造业是墨西哥支柱产业

- 汽车制造业是墨西哥国民经济的支柱行业，GDP占比3.8%，从业人数超过100万。2022年墨西哥乘用车产量达330万辆，成为全球第七大汽车制造国和第四大零部件生产国。
- 燃油车全球前十大车企在墨西哥均有产能布局，其中日系和美系车企布局较早，孕育成熟的产业链配套。

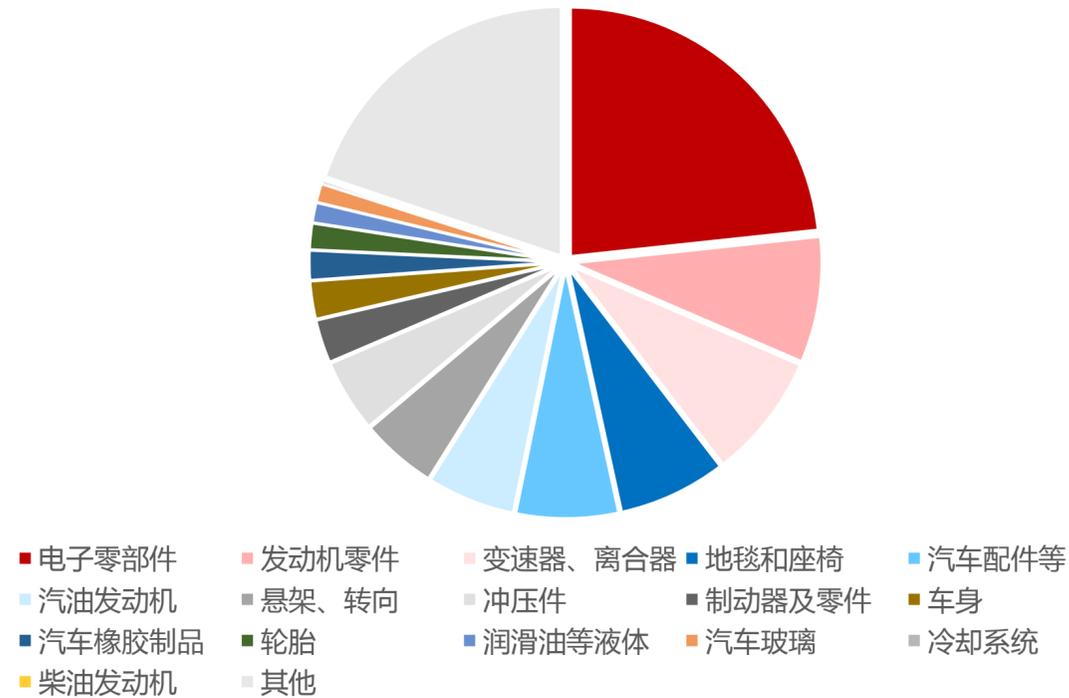
图：墨西哥2022年分车企产量（万辆）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

# H 墨西哥汽车产业现状 | 燃油车产业链成熟 以电子零件、发动机零件、变速箱为主

图：墨西哥2023年1-2月零部件产值占比（%）



资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

## 产业链以电子零件、发动机零件、变速箱为主

- 根据产值排序，墨西哥汽车零部件产值靠前的包括电子零件、发动机零件、变速箱和离合器、地毯和座椅，这四项合计占比超过45%。
- 博世、大陆、麦格纳、采埃孚、电装等零部件巨头在墨西哥布局相对完善，且近年来也在扩产。

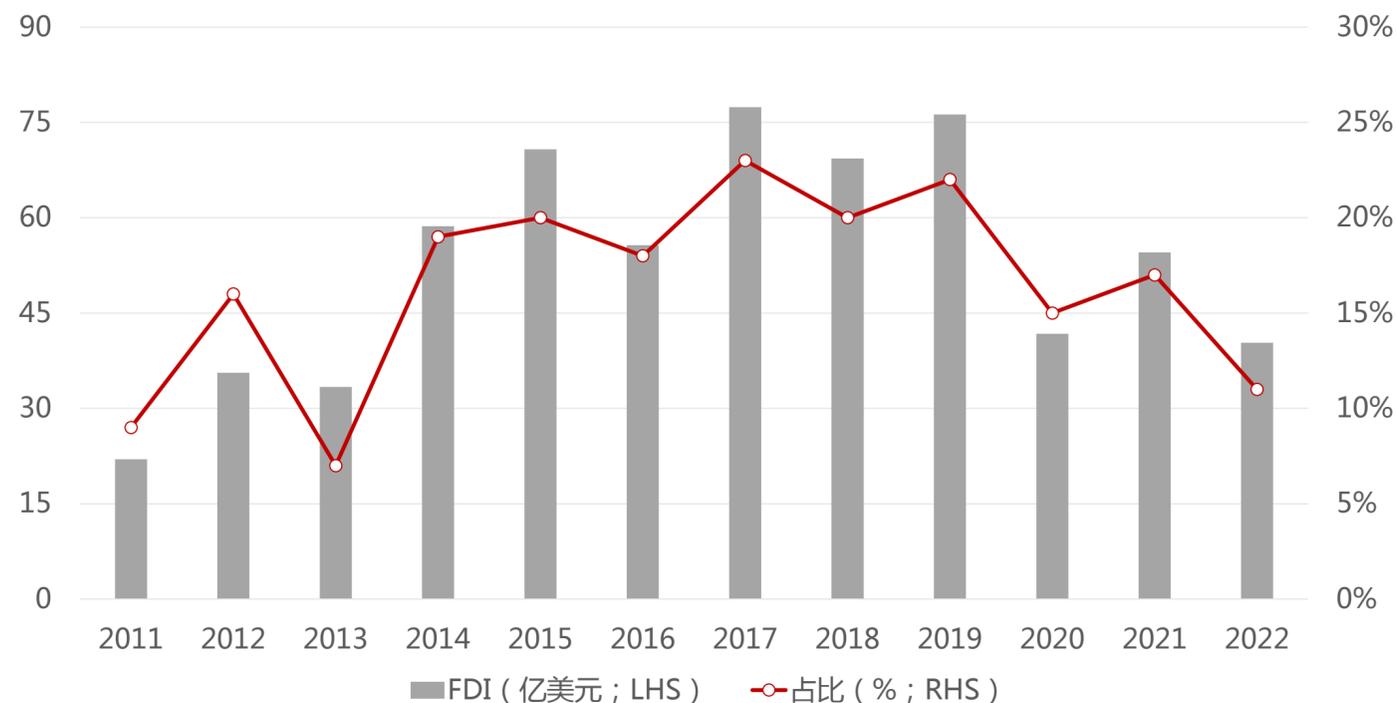
表：全球零部件巨头在墨西哥的工厂布局

Tier1厂商	地点	投产时间	已有	产品	扩建
博世	阿瓜斯卡连特斯州		iBooster机电伺服制动助力器、防抱死制动系统、ESP模块	为特斯拉、宝马、日产等车企生产电子驻车制动系统（EPB）	
	克雷塔罗州Colon		电动助力转向系统(EPS)	汽车传动柱 高科技生产线	
	阿瓜斯卡连特斯		制动系统	电子稳定系统和电子制动器集成到1个模块中的集成动力制动系统	
	圣路易斯波托西	2021年	汽油系统和底盘控制系统	工业4.0的开发	
			2019年	为大众和奥迪生产转向柱	
	Celaya工厂	2019年底		为大众、丰田、本田及FCA等供应ECU产品	
大陆	San Luis Potosi工厂	2019年	可控制、辅助车辆转向的Servoelectric用产品	速度传感器、点火线圈和电磁阀	
	墨西哥锡劳	2023年初	汽车伺服制动器和发动机制动器	用于制动和悬挂系统的电子控制单元等高科技电子产品	
	圣路易斯波托西州	2024年		液压软管	
	阿瓜斯卡连特斯	2021年		远程信息控制单元、电子控制模块、车门控制系统、电动闭合模块、舒适座椅模块	
	圣路易斯波托西瓜达拉哈拉	2022年10月		制动零部件 汽车智能照明零部件	
	圣路易斯波托西		制动系统和涡轮增压器；商用车用：安全气囊、传送带、内饰零部件、变速器零部件及装配零部件	开发气压、电子、液压、机器人、自动化等专业技术	
麦格纳	阿瓜斯卡连特斯州	2020年		为通用、福特和日产生产电子控制单元(ECU)、车门控制单元(DCU)、照明控制板、智能天线模块	
	拉莫斯阿里斯佩	2023年		为通用的纯电动车(EV)生产逆变器、电机和车载充电器	
采埃孚	圣路易斯波托西		白车身、车架导轨、车地板、上部支柱、车身侧面系统等		
	托卢卡 (Toluca)	2024Q1		电动乘用车生产用于前后车桥和角模块的悬架产品	
电装	华雷斯城托卢卡	2024年1月		转向零部件和悬架零部件	
	托卢卡	2023年		空调、散热器、交流发电机和雨刮系统	
	锡劳		空调、散热器、交流发电机和雨刮系统	雨刮器系统	
	瓜纳华托州伊拉普阿托				
	弗龙特拉	2020年年中			

资料来源：Marklines，华西证券研究所

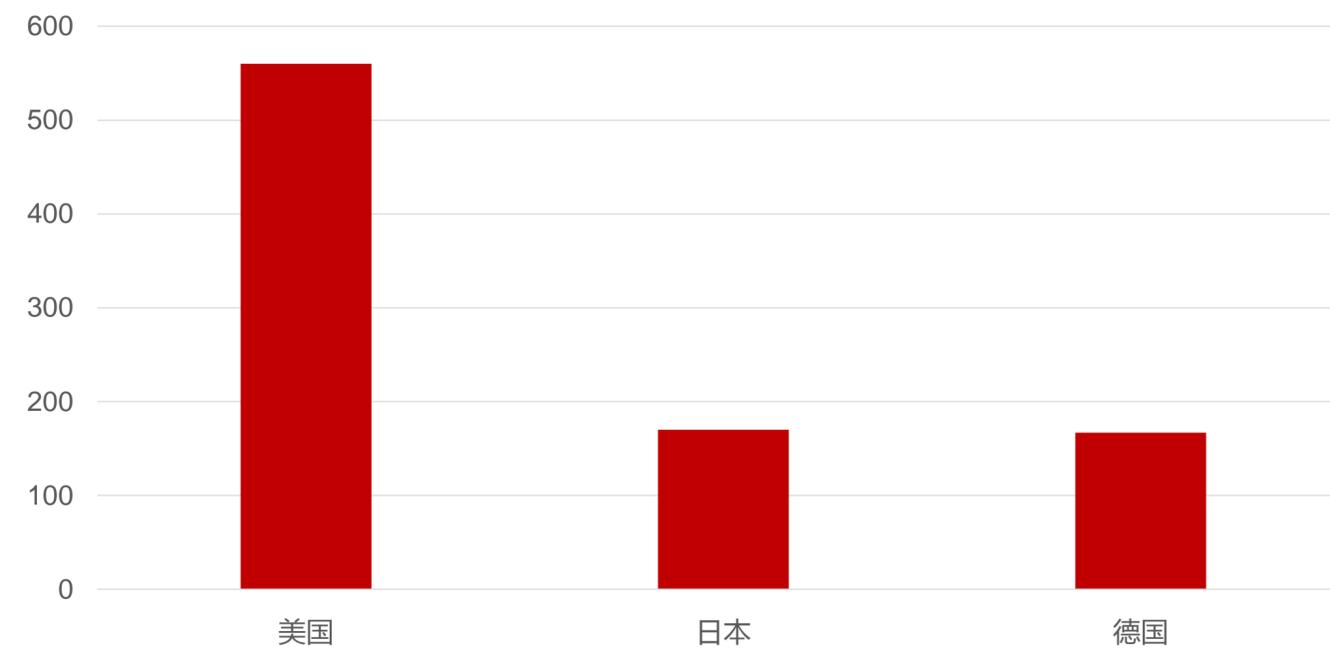
# H 墨西哥汽车产业现状 | 汽车FDI流入最多 美国、日本、德国位居前三

图：墨西哥汽车行业FDI及占比（亿美元；%）



资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

图：墨西哥1999-2022年汽车行业FDI分国家（亿美元）



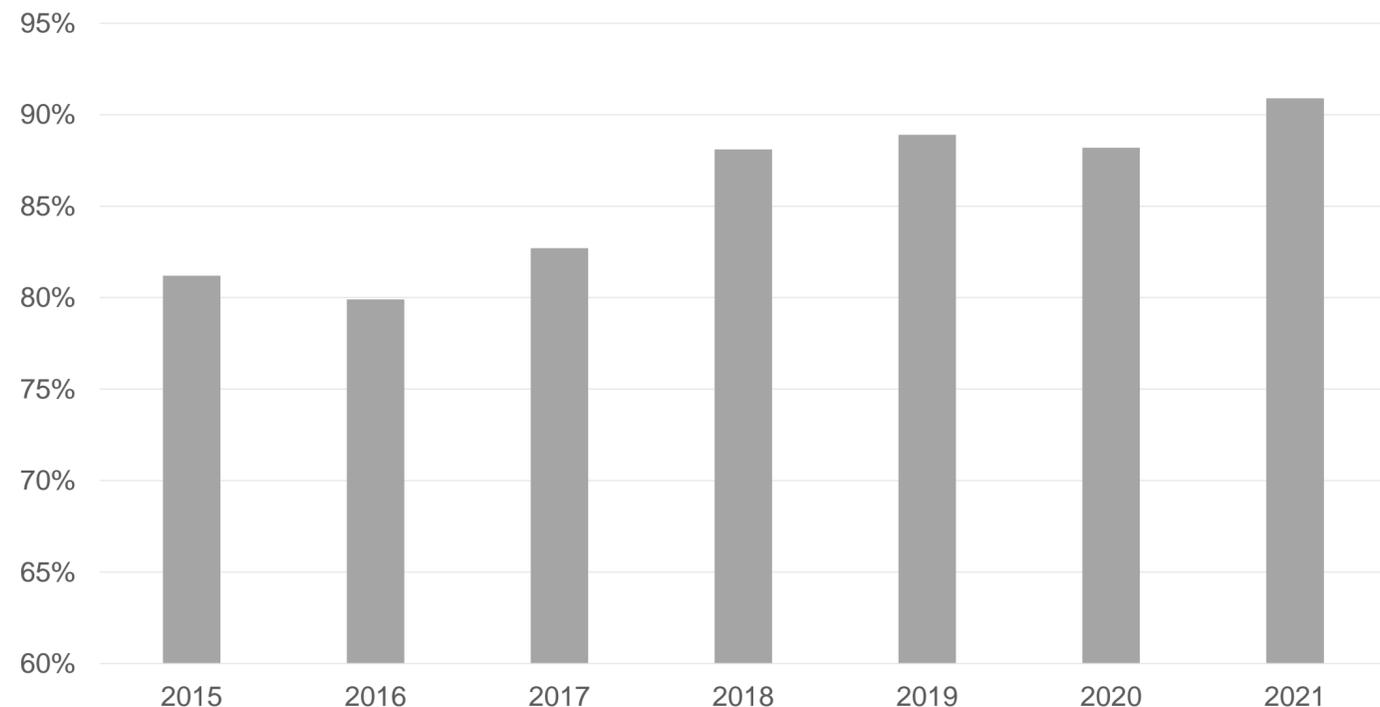
资料来源：墨西哥汽车零部件协会（INA），华西证券研究所

## 汽车FDI流入最多 美国、日本、德国位居前三

- 自上世纪，美国企业开始大量投资于墨西哥汽车产业，根据墨西哥汽车零部件协会公布数据，自1999年至2022年，有1486家外国企业在墨西哥汽车产业进行投资，投资额为882亿美元，占总体FDI 13.1%，其中56%投资于汽车零部件、41%投资于轻型汽车生产。
- 美国以超过450亿美元成为墨西哥汽车产业FDI贡献最大的国家，第2、3名分别为日本、德国，均未超过200亿美元。

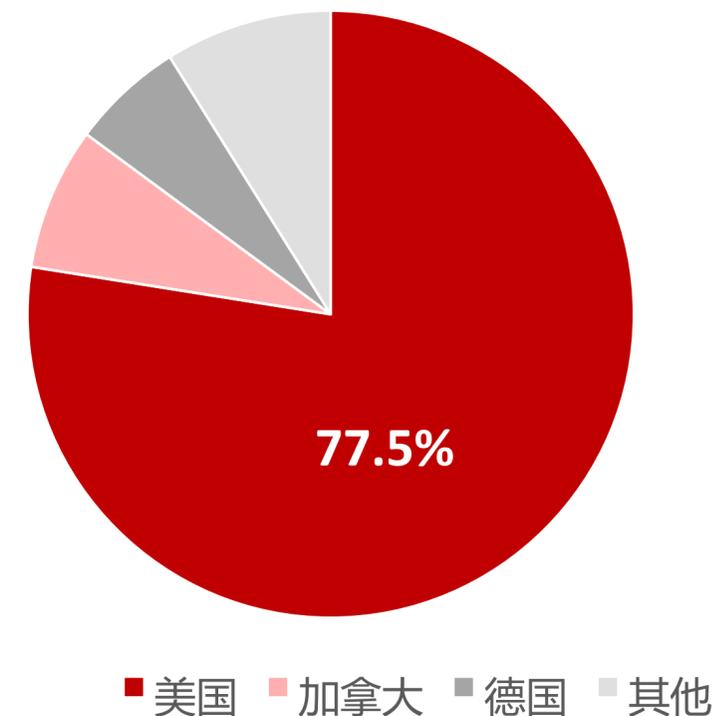
# H 墨西哥汽车产业现状 | 主要辐射北美地区 出口美国占比78%

图：墨西哥轻型车出口占产量比（%）



资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

图：2022年墨西哥乘用车出口目的地国占比（%）

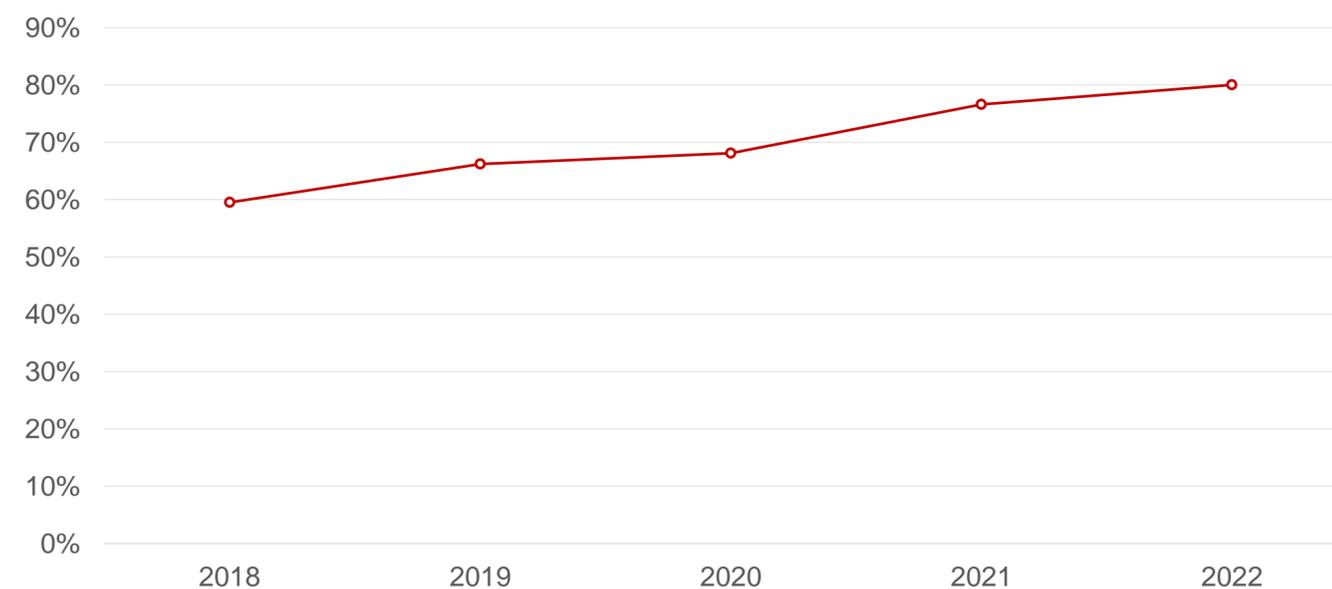


资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

## 美国汽车生产“后花园”

- 墨西哥汽车生产以出口为主，主要辐射北美地区，2021年汽车出口达286万辆，占总产量87%，其中北美占比近9成。
- 墨西哥汽车出口美国占比77.5%，顺应美国市场需求，生产车型主要为SUV和皮卡，SUV和皮卡占比逐年提升，2022年达80%。

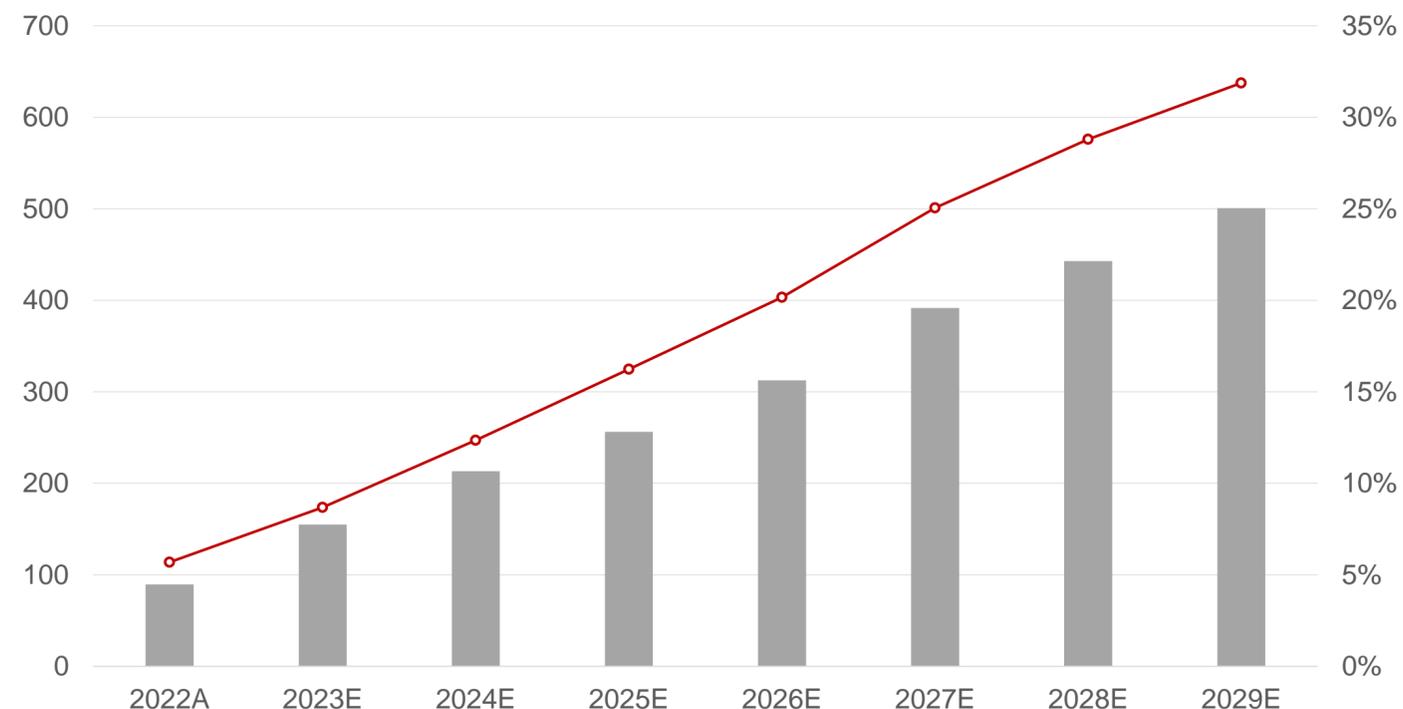
图：墨西哥SUV+皮卡产量占比(%)



资料来源：墨西哥汽车工业协会（AMIA），华西证券研究所

# H 墨西哥汽车产业现状 | 北美电动化率有望加速提升 新能源产业链迎新机

图：北美新能源汽车产量及占比预测（万辆；%）



资料来源：IHS Markit, 华西证券研究所

## 北美电动化率有望加速提升 带动产业链发展

- 随着《通胀削减法案》的颁布以及各大车企加速新能源汽车布局，北美新能源汽车有望加速发展。2022年北美新能源汽车产量达89.5万辆，对应渗透率为5.7%，根据 IHS Markit 预测，北美新能源汽车产量有望于2029年达到500万辆，CAGR达27.9%。

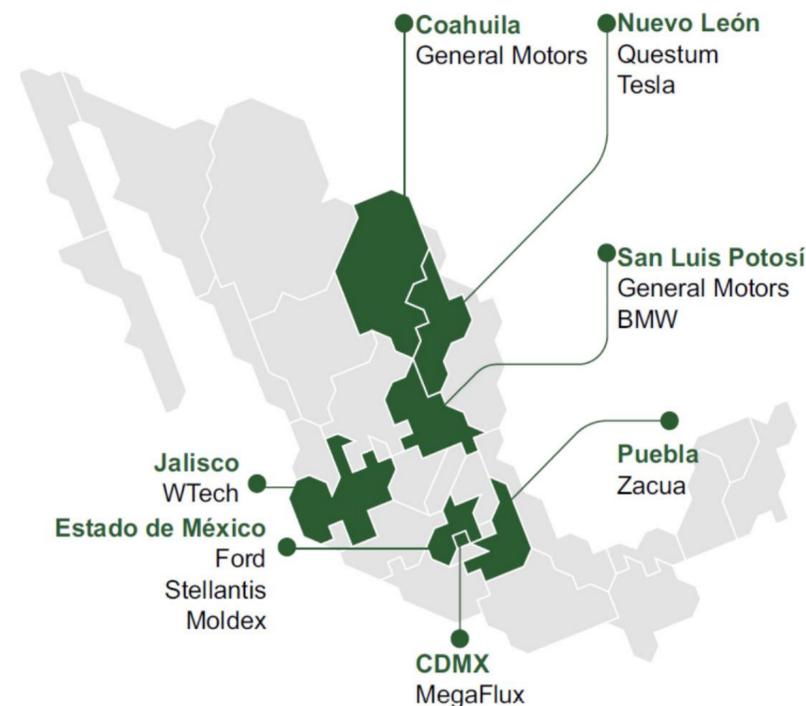
表：美国《通胀削减法案》新能源车相关条例

相关要求	内容细节
<b>关键矿产要求 (3,750美元)</b>	汽车电池中所含关键矿物材料（铝、钴、锂、镍、石墨）的价值量必须有一定比例是在美国或与美国有自由贸易协定的国家提取或加工，或必须在美国回收。对于2024年1月1日前投产的车辆，该比例为40%，并每年平均上升10%，2026年后投产的车辆，要求为80%。
<b>电池组件要求 (3,750美元)</b>	<b>电池组件价值的一定比例必须在北美制造或组装。</b> 2024年前投产的车辆，50%的电池组件应来自北美；该要求每年上升10%，2028年后要求为100%。
<b>其他限制</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由合格的美国制造商制造的车辆，但不包括“受关注的外国实体”（foreign entity of concern）制造或组装的车辆。</li> <li><b>必须在北美进行组装</b></li> <li>轿车售价不高于5.5万美元、皮卡、SUV售价不高于8万美元</li> <li>纳税人调整后总收入不超过15万美元（已婚纳税人为30万美元）</li> <li>2023年后投产的车辆不具备抵免资格</li> </ul>

资料来源：美国国家税务局, 华西证券研究所

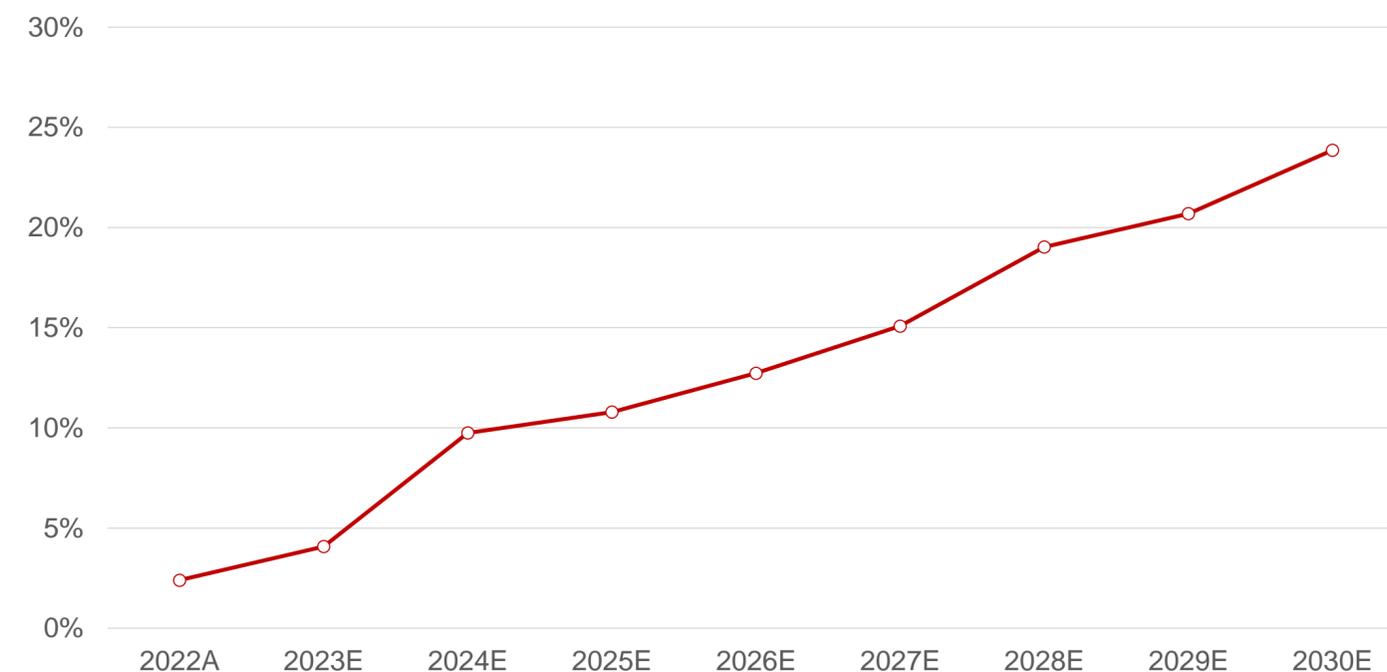
# H 墨西哥汽车产业现状 | 主机厂加速在墨西哥布局新能源产能 产业链发展空间大

图：墨西哥新能源汽车产能布局



资料来源：亚太经合组织（APEC），华西证券研究所

图：INA预测墨西哥新能源车占汽车产量比（%）



资料来源：墨西哥汽车零部件协会（INA），华西证券研究所

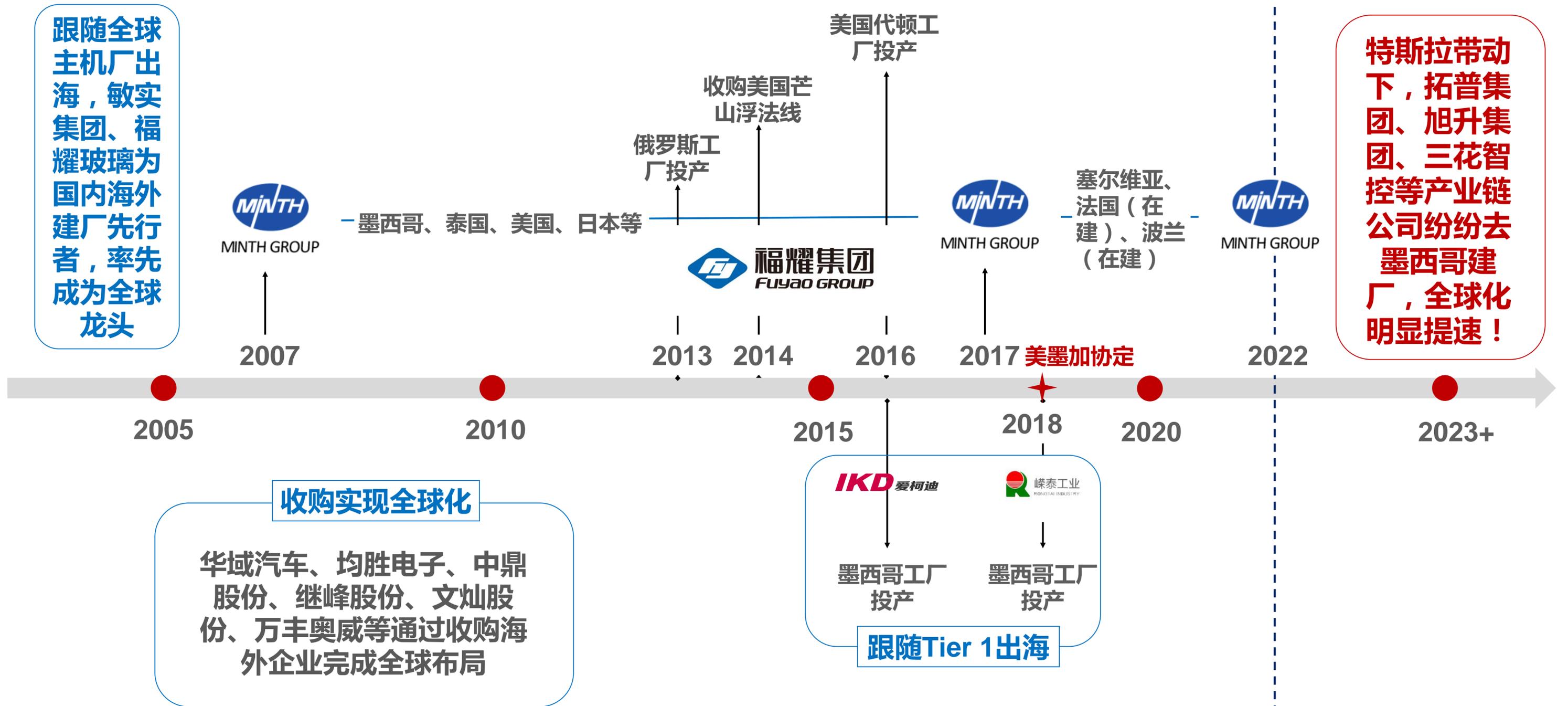
## 主机厂加速在墨西哥布局新能源产能 产业链发展空间大

- 墨西哥汽车产业链及市场的新能源渗透率较低，但较2018年增长近100%。2022年墨西哥新能源车占汽车总产量比不足2.4%，根据INA预测，墨西哥2030年新能源汽车产量占比有望提升至24%，总产量将超过468万辆。
- 已有多家大型整车厂在墨西哥布局新能源汽车产能，包括通用汽车、Stellantis、福特等。2023年特斯拉宣布将投资50亿美元在墨西哥的新莱昂州建立第五座超级工场，预计年产能为100万辆，包含下一代紧凑车（售价2.5-3万美元），预计于2024年投产。该工厂比德州超级工厂占地面积多近70%，是上海工厂的近20倍，将成为特斯拉最大的产能扩张基地。

# 中国零部件出海的进度如何？



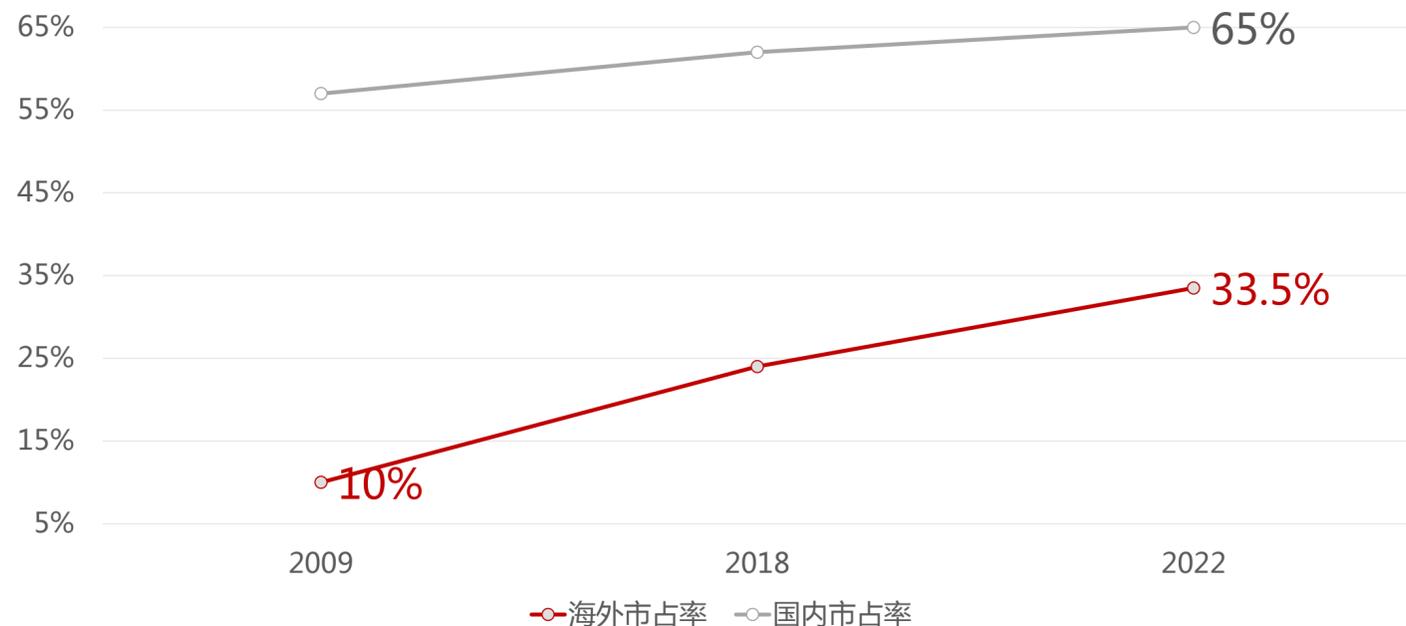
# 中国零部件出海 | 特斯拉带领下 中国零部件加速出海



注：美墨加协定规定北美地区所产汽车75%及以上的组成部件产自本地区可享受零关税优惠。

# H 第一波出海 | 福耀玻璃：海外建厂打开成长空间 从中国龙头到全球龙头

图：福耀玻璃国内市占率与海外市占率（%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图：公司全球布局



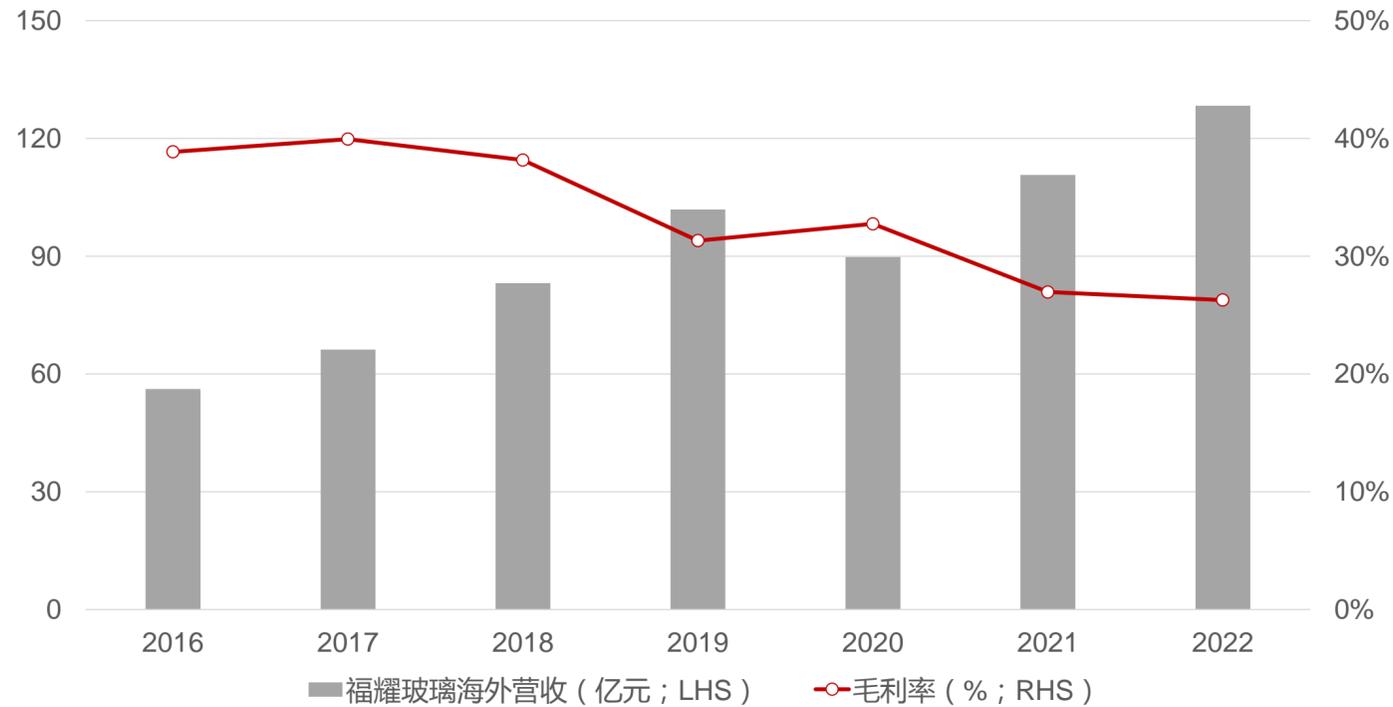
资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 国内发展遇增长瓶颈 海外建厂拓展全球空间

- 2009年公司在国内汽车玻璃市场市占率已经超过55%，提升空间不大，业务已经步入瓶颈期，而全球市占率仅为10%。因此突破海外市场是福耀成为国际零部件巨头的必经之路。
- 公司于2013年开始布局海外，先是2013年俄罗斯卢卡家州一期工厂建成，2014年收购美国芒山浮法线，并买下位于俄亥俄州代顿市的废旧通用汽车工厂，2016年代顿工投产。
- 根据公司投资者问答，2021年公司在国内市场市占率约为65%，仅较2007年提升10%。而全球市占率达到从10%大幅提升至2022年的33.5%，成为全球第一。

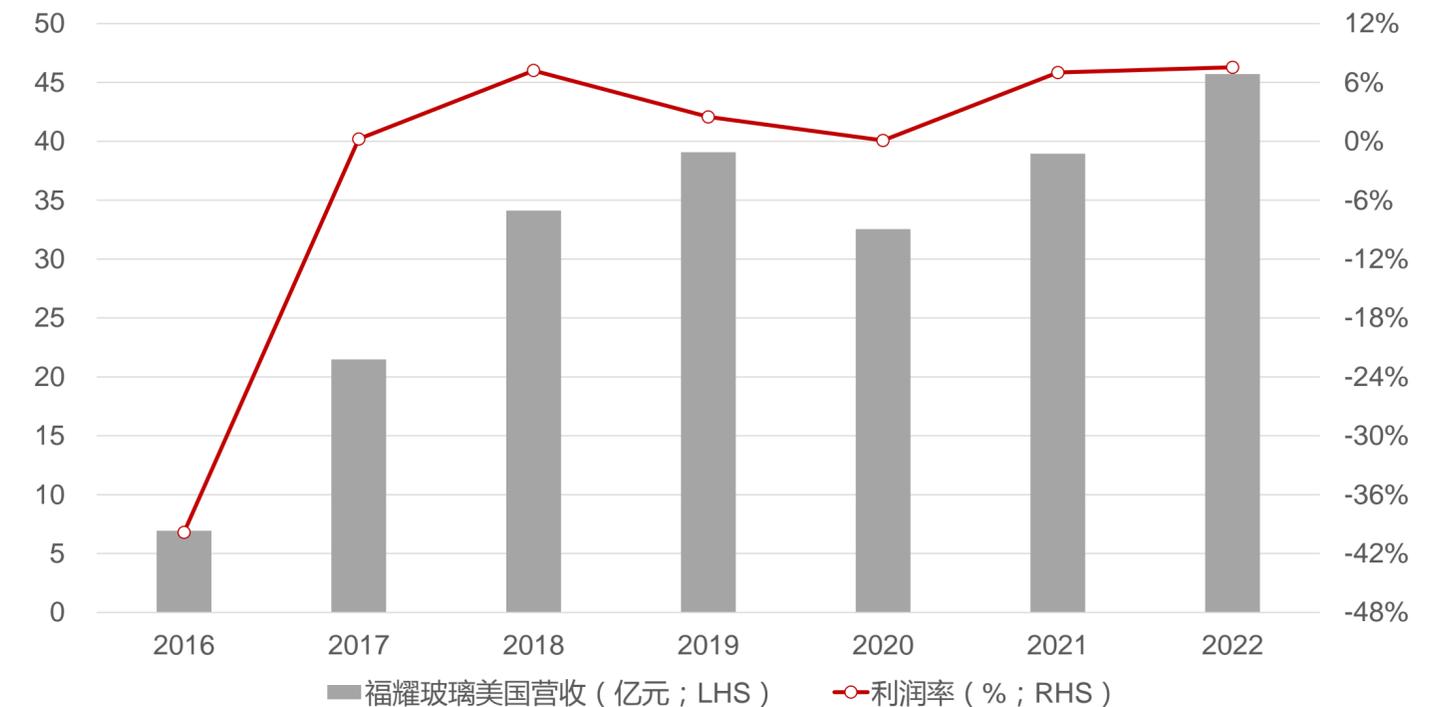
# 第一波出海 | 福耀玻璃：充足订单保障产能利用率 美国工厂净利率达7%+

图：福耀玻璃海外营收及毛利率（亿元；%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图：福耀美国营收及净利率（亿元；%）



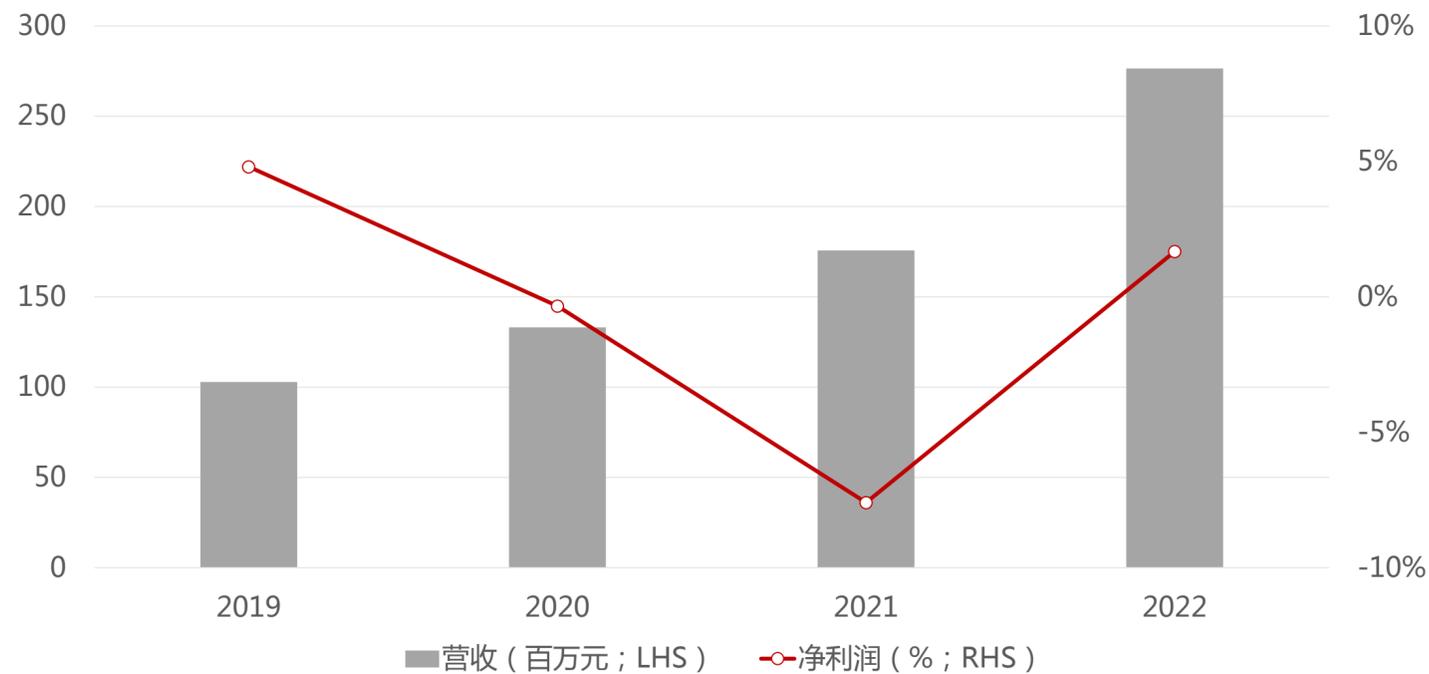
资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 充足订单保障产能利用率 美国工厂投产一年即扭亏为盈

- 产能利用率**：2016年美国代顿工厂投产，规划汽车玻璃产能550万套，一期300万套，二期250万套于2017年投产。随着产能的释放和订单的涌入，公司产能利用率逐步提升，并于投产的一年后实现扭亏为盈，根据公司官网披露，公司产品配套多家知名主机厂如：丰田、通用、本田、克莱斯勒等。福耀美国工厂2022年收入达45.7亿元，净利率7.6%。
- 成本**：美国天然气成本约为国内1/3、电力成本为国内1/2,而人力成本是中国约6倍。而由于玻璃易碎、易磨损等特点，运输成本高昂，而代顿工厂距离通用、福特、本田等主机厂距离近2-3小时车程。
- 自动化率**：根据《中国汽车报》的报道，美国工厂的生产线在投入之初就有400个工业机器人，自动化程度远高于国内工厂。

## 第二波出海 | 嵘泰股份：跟随Tier 1出海 墨西哥工厂盈利能力有望持续提升

图：莱昂嵘泰营收及净利率（百万元；%）



资料来源：公司年报，公司招股说明书，华西证券研究所

图：嵘泰股份工厂布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 跟随Tier 1出海 墨西哥工厂盈利能力爬升中

- 2016年公司在墨西哥瓜纳华托州成立莱昂嵘泰，以更好的响应美国博世并降低中美贸易摩擦因素对中国境内出口业务的影响，并于2017年至2018年逐步投产以承接部分境外客户订单，进一步提升竞争优势。
- 随着北美客户资源导入，订单量快速增加，自2019年来，营业收入从2021年的1亿元提升至2022年2.69亿元，CAGR达28%。

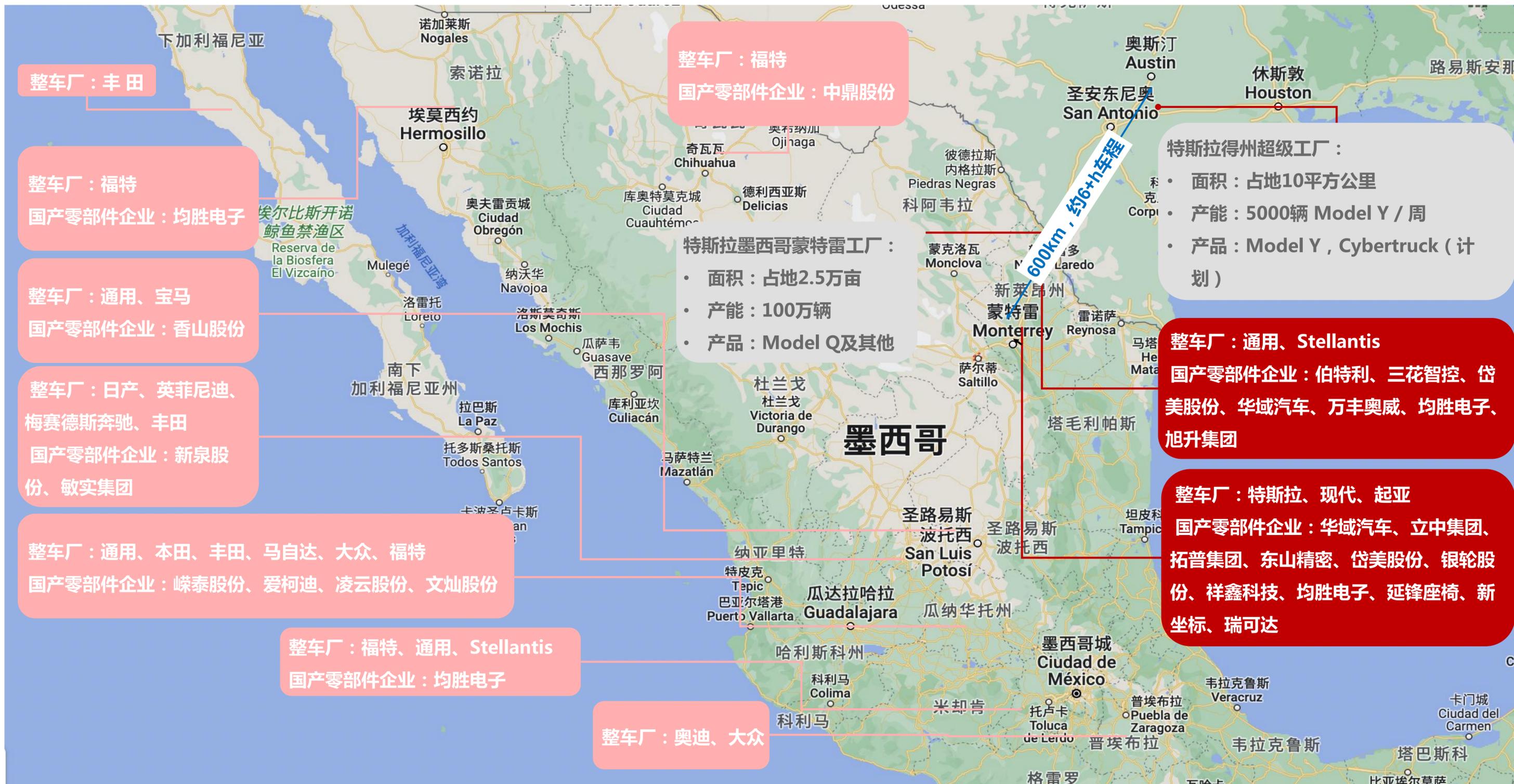
# H 第三波出海 | 跟随特斯拉 产业链公司纷纷建厂墨西哥

表：中国汽车零部件企业墨西哥工厂情况梳理（部分）

公司	建厂详细情况
拓普集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年9月29日公司公告拟投资不超过2亿美元在墨西哥建厂，主要生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统等。</li> </ul>
新泉股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年1月公告公司以自有资金通过新泉香港出资 600 万美元，其中注册资本 400 万美元。主要从事汽车零部件的研发、设计、制造和销售。</li> <li>2021年5月对墨西哥子公司增资3000万美元，2023年2月增资5000万美元，计划投资3600万美元建设墨西哥厂房，投产后可年产仪表板总成25万套，座椅背板170万套。</li> </ul>
旭升集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年3月29日，公司公告，拟建立子公司投资建设墨西哥生产基地。总投资额不超过2.76亿美元。此次项目计划购置31公顷（约等于31万平方米）土地，进行三大工艺（压铸、锻造、挤压）全产业链布局，为北美及全球客户提供先进的产品和优质的服务。</li> </ul>
爱柯迪	<ul style="list-style-type: none"> <li>子公司 IKD Mexico 于2014年建立，主要生产铝合金、压铸零件及零部件的精密加工和装配。</li> <li>墨西哥北美生产基地现已完成主体厂房竣工交付，并于2023年第一季度完成所有设备搬迁，第二季度正常投入使用。</li> <li>墨西哥二期项目正在推进中，主打3000T~5000T压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。</li> </ul>
嵘泰股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016 年公司在墨西哥瓜纳华托州设立子公司莱昂嵘泰并于2017 年投产，并于2021年建设墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目。</li> <li>2022年9月发行可转债募集资金，并投资2.7亿元于墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目。选址在墨西哥莱昂市，建设期为24个月。</li> </ul>
伯特利	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年2月公告，公司以自有资金在萨尔蒂约市投资3.5亿元，建设年产400万件的轻量化业务产线，预计2023年投产。二期项目正在建设，建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品。</li> </ul>
三花智控	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015年12月，公司发行股份募集资金用于投资建设“在墨西哥建设微通道换热器生产线项目”和“新增年产80万台换热器技术改造 项目”。</li> <li>2023年与绿的谐波合资在墨西哥建厂，合资企业拟建于公司位于墨西哥的工业园区，将由绿的控股，主营谐波减速器的生产与销售。</li> </ul>
岱美股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019年8月公司将募集资金投资项目，原“汽车内饰件产业基地建设项目”的实施主体部分变更为公司全资子公司墨西哥岱美。2022年8月12日拟公开发行可转债总额不超过14.98亿元，投资8.23亿元用于墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目。</li> </ul>
银轮股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年10月公告，同意公司使用自有资金向上海银欣投资合伙企业（有限合伙）增资2.7亿元，用于墨西哥生产基地建设，主要生产供北美战略客户的电动车热管理模块和油冷器产品。2023年计划量产多个品类产品，首个品类已于2023年上半年投产。</li> </ul>
上声电子	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017年成立子公司墨西哥上声，从事车载扬声器系统生产、销售与服务，一号、二号产线分别于2018、2019年达到可使用状态</li> </ul>

资料来源：公司公告、墨西哥公司官网、公司投资者问答、华西证券研究所

# 第三波出海 | 跟随特斯拉 产业链公司纷纷建厂墨西哥



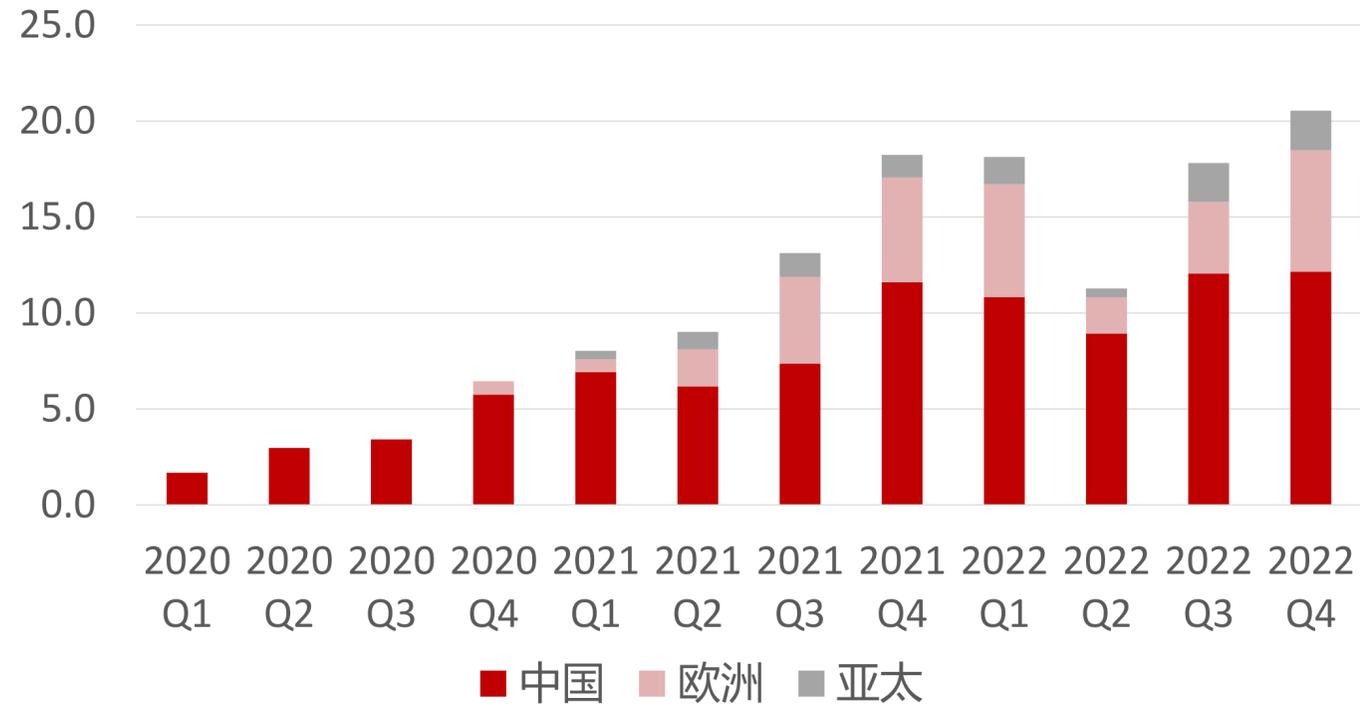
资料来源：墨西哥汽车工业协会 (AMIA)，特斯拉官网，公司公告，华西证券研究所

# 墨西哥工厂的盈利能力如何？

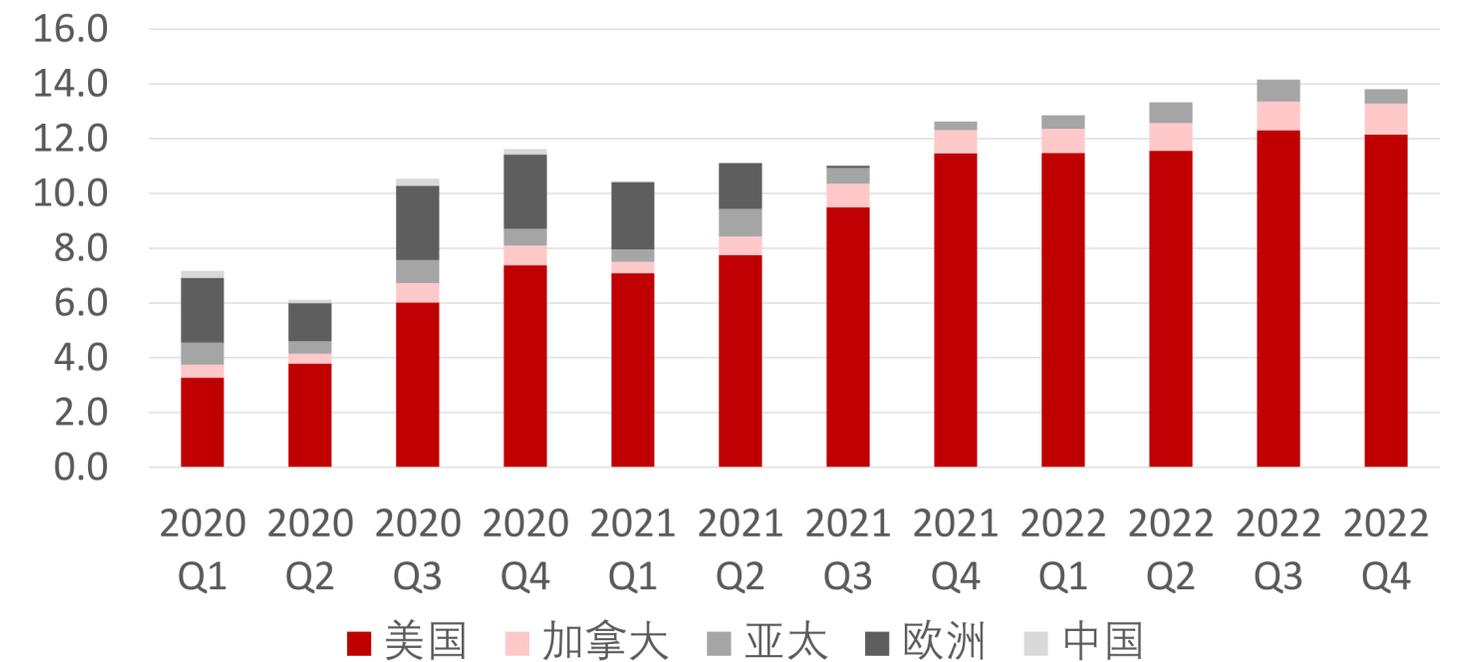


# 特斯拉全球产能 | 上海、加州贡献核心产能 德州、柏林爬产完成

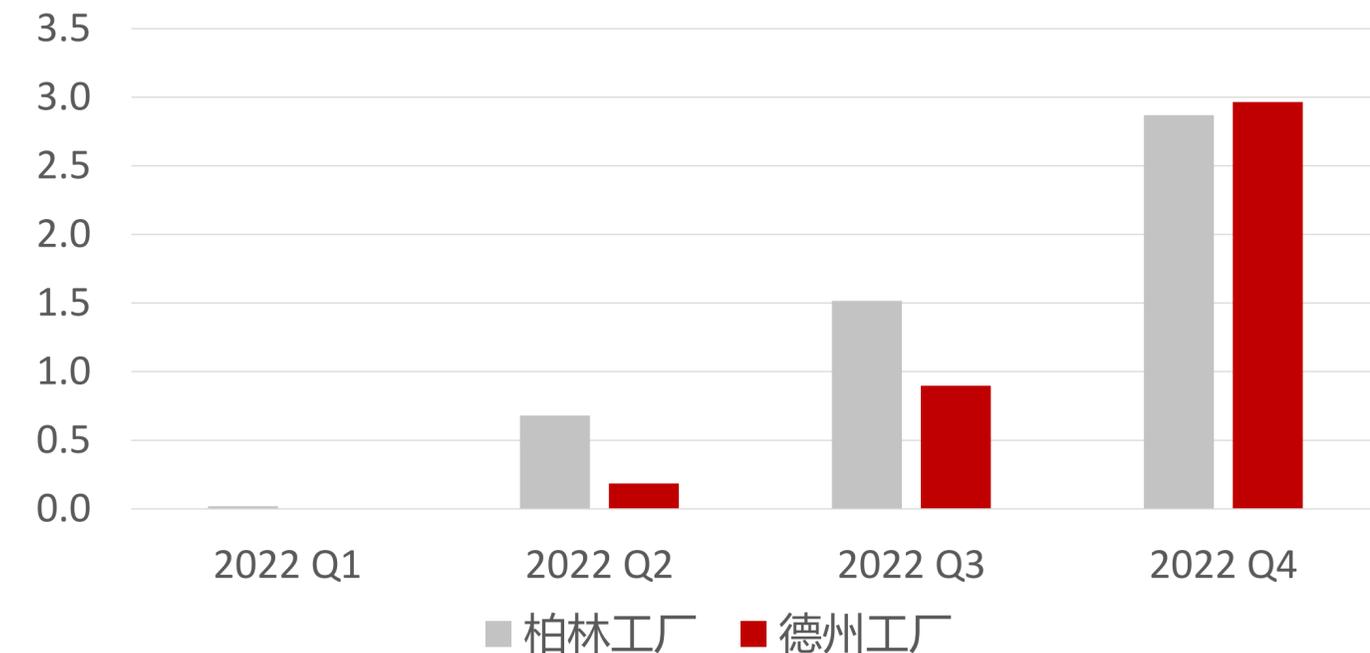
图：上海工厂交付区域构成（万辆）



图：加州工厂交付区域构成（万辆）



图：德州和柏林工厂交付（万辆）



- **上海工厂**：承接中国、欧洲、加拿大和亚太需求，生产Model 3/Y，年产能超过75万辆。
- **加州工厂**：承接美国需求，Model 3/Y 年产能55万辆，Model S/X年产能10万辆。
- **德州工厂**：承接美国需求，目前生产Model Y，年产能25万辆；2023年底将开始生产Cybertruck。
- **柏林工厂**：承接欧洲需求，生产Model Y，年产能35万辆。

资料来源：Troy Teslike，华西证券研究所

# H 特斯拉销量预测 | Model Q/2驱动未来增长 2025年贡献核心增量

表：特斯拉各工厂年产量预测（万辆）

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	73	92	100	130
柏林	5	20	30	35
德州	4	20	50	60
加州	55	55	55	55
墨西哥	0	0	0	30
总量	137	187	235	310

资料来源：华西证券研究所测算

表：特斯拉全球交付量预测（万辆）

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	44	60	65	90
美国	51	70	100	120
欧洲	23	35	40	60
亚太	8	12	15	20
其他	5	5	5	10
总量	131	182	225	300

资料来源：华西证券研究所测算

图：特斯拉Model Q/2概念图



- **Model Q价格有望下探至2.5万美元。** 特斯拉2022Q3业绩会上马斯克正式公布了Model Q。Model Q成本仅为当前Model 3/Y的一半。基于Model Q的成本，我们预计未来起售价格约为2.5万美元。
- **公司预期未来Model Q年销量超过3/Y之和。** 马斯克表示，预计Model Q未来销量将超过特斯拉目前车型之和。

底稿来源：Top Electric SUV，华西证券研究所

# H 特斯拉墨西哥工厂 | 特斯拉中期产能扩张的核心

表：特斯拉墨西哥工厂建设情况

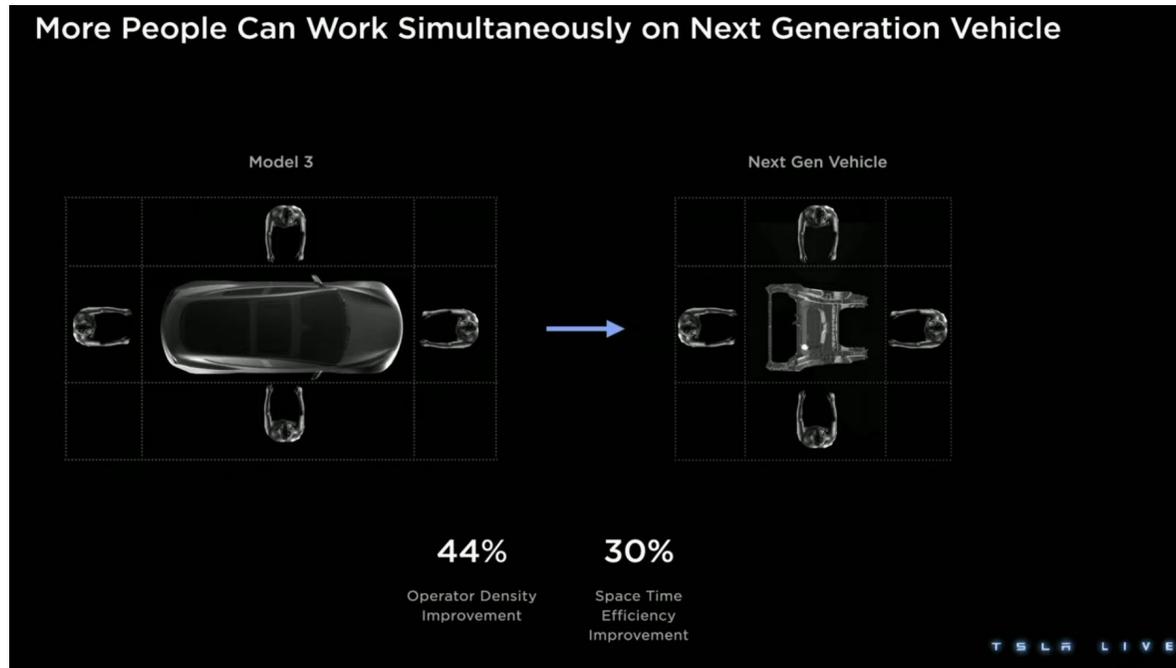
	建厂详细情况
地址	墨西哥新莱昂州蒙特雷郊外
投资额	预计总投资100亿美元
占地面积	2.5万亩，约为上海工厂占地面积的20倍，是特斯拉目前最大的生产基地
初期规划产能	100万辆
建设状态	规划中，预计3个月内开工
建设时间	12-15个月
计划投产车型	售价2.5万美元左右的Model 2/Q以及其他车型
未来规划	据36氪报道，特斯拉鼓励旭升集团等中国供应商前往墨西哥蒙特雷建立工厂，以此能够与特斯拉墨西哥工厂形成配套，特斯拉计划在墨西哥复刻上海工厂的本地化供应链生产。通过墨西哥工厂的产能支持，以此更好地完成Model Q等低价车型的生产以及2030年2,000万辆的目标。

资料来源：licarco、新浪、eet-china、NACLA、华西证券研究所

- **在墨西哥建厂可辐射美洲市场。**在南美新能源市场渗透率较低，而墨西哥汽车工业发达且工人等综合成本低，因此在墨西哥建厂将有利于出口南美市场。同时墨西哥能享受北美贸易自由协定和IRA优惠，在墨西哥建厂不仅可以辐射本地和南美市场，原材料、供应链、成品都可以和美国、加拿大紧密地流通。
- **动员中国供应商协同构建本地化供应链。**特斯拉与多家中国供应商达成合作于墨西哥本地建厂，我们预计将带动下游零组件一起到墨西哥就近供货，复刻上海工厂的本地化供应链模式；同时利用墨西哥的地理优势和美国-墨西哥-加拿大协定的政策便利。

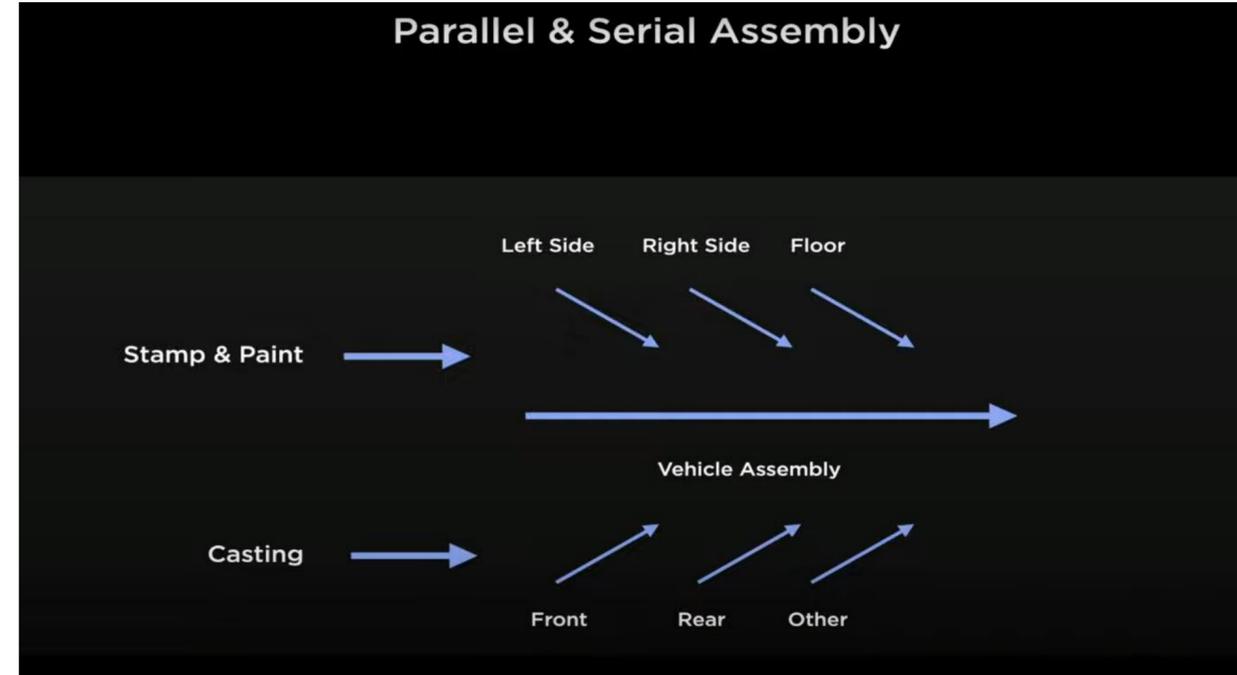
# H 特斯拉技术优化 | 全新生产模式 改变汽车工业百年流程

图：特斯拉下一代车型平台的生产方式



资料来源：特斯拉，华西证券研究所

图：特斯拉全新产线模式

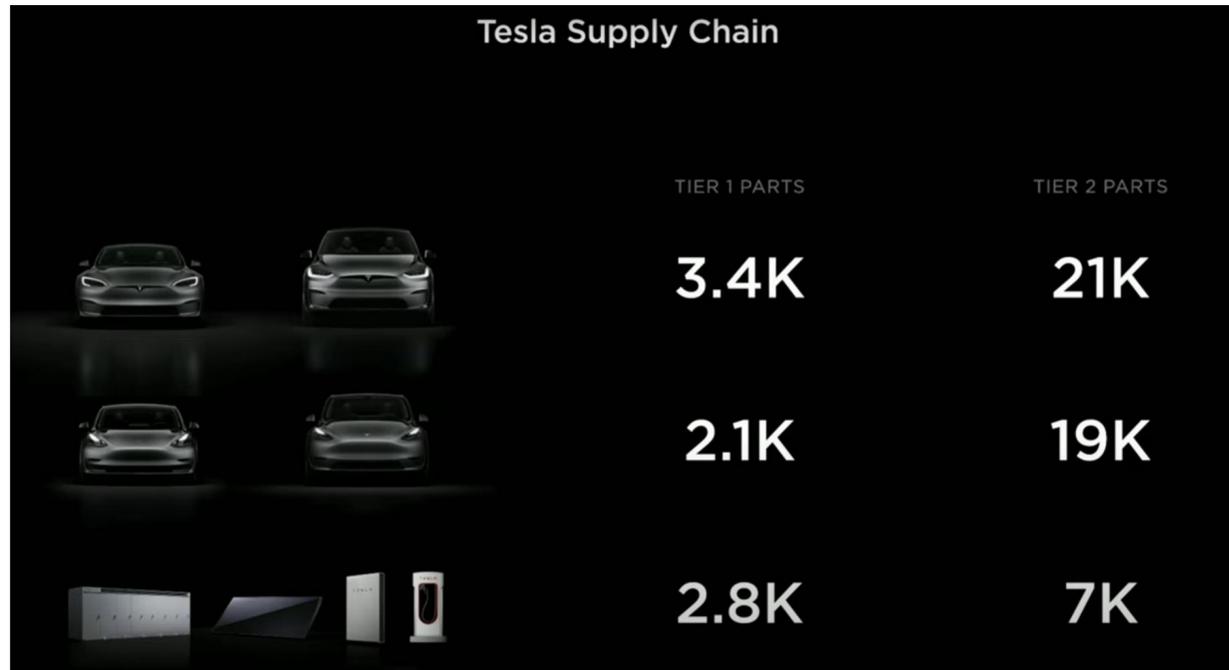


资料来源：特斯拉，华西证券研究所

- **启用分部生产一次拼装的模块化生产方式。**对于下一代车型平台的生产方式，特斯拉着重提出了对生产效率的极致追求。公司表示，下一代车型平台产线将提高44%的操作人员密度和30%的空间效率，以达到50%的生产成本缩减；在装配方面，下一代车型平台产线将采用底板一体化压铸，分部喷漆的并行模式，目标达到每45秒生产一辆汽车的极致制造效率和规模效应。

# H 特斯拉管理优化 | 简化供应链管理 优化成本

图：特斯拉供应链体系



资料来源：特斯拉，华西证券研究所

图：特斯拉供应链物流



资料来源：特斯拉，华西证券研究所

- **追求本地化生产，降低物流及供应链管理成本。**汽车制造涉及零部件繁杂、任意零件的缺失都将导致生产端的停滞，带来成本负担。特斯拉的供应链管理追求扁平化，以降低管理难度，优化效率。在供应链物流层面，特斯拉的通过工厂布局，尽量缩短零部件生产地和零部件使用地的距离，以达到降低复杂度的效果。因此，我们认为，特斯拉墨西哥工厂将会首选本地具有产能的供应商。

## H 墨西哥工厂收入弹性 | 特斯拉保障产能利用率 其他北美主机厂亦有望覆盖

表：特斯拉产业链核心公司墨西哥工厂收入弹性测算

股票代码	公司简称	2022年收入（亿元）	特斯拉平均单车价值（万元）	配套份额（%）	墨西哥工厂来自特斯拉的收入（亿元）	对应弹性
601689.SH	拓普集团	160	0.6	60%	56	35%
603179.SH	新泉股份	69	0.3	60%	28	40%
603305.SH	旭升集团	45	0.5	60%	47	104%
002050.SZ	三花智控	213	0.3	60%	28	13%
603730.SH	岱美股份	51	0.2	60%	19	36%
002126.SZ	银轮股份	85	0.2	60%	19	22%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 特斯拉保障产能利用率 其他北美主机厂亦有望覆盖

- **特斯拉保障产能利用率**：考虑到运输半径，我们预计中国零部件墨西哥工厂主要配套特斯拉德州工厂和墨西哥工厂，根据特斯拉当前规划，德州工厂年产能已达55万辆，墨西哥工厂初期规划年产能100万辆，我们测算产业链相关公司的收入弹性预计可达30%-100%。此外，若加上特斯拉机器人的远期规划，则弹性空间则更大。
- **从特斯拉到其他主机厂**：基于北美当地新能源产业链配套处于发展初期，整体供给偏紧，中国零部件厂商有望凭借性价比和快速响应能力实现从特斯拉拓展至其他北美主机厂，进一步打开成长空间。

# H 墨西哥工厂利润弹性 | 综合对比各项成本差异 墨西哥工厂稳态利润率有望低国内2-3pct

表：中国、墨西哥建厂成本对比

	墨西哥	中国
关税	满足相关条例可享受0关税	约27.5%
增值税	16%	13%
企业所得税	30%	25%
制造业平均工资（美元/h）	3.7 - 4.4	6.7
工业用地租金（美元/平米/月）	4.4 - 7.5	4.3

资料来源：墨西哥国家统计与地理信息局（INEGI），华西证券研究所

表：中国、墨西哥能源价格对比

	墨西哥	中国
汽油（美元/L）	1.38	1.17
柴油（美元/L）	1.35	1.04
水费（美元/立方）	1.85	0.58
工业用电（美元/kWh）	0.12	0.09
工业天然气（美元/kWh）	0.03 - 0.04	0.05

资料来源：Globalpetrolprices，tetakawi，华西证券研究所

## 综合对比各项成本差异 墨西哥工厂稳态净利率有望低国内2-3pct

- ✓ **人工成本**：墨西哥重视制造业人才的培养，其教育系统每年可向制造业输送超过10万名工程师，墨西哥平均工资为3.7美元，低于国内的6.7美元，但墨西哥是周薪制，员工的稳定性弱于国内。
- ✓ **其他成本**：1) 墨西哥联邦政府主要收取所得税和增值税，其中所得税、增值税分别高于中国3%、5%，地方政府（州和市）还有权征收不动产税、薪金税(主要向雇主征收)、不动产交易税、经营资产税等；2) 工业用地租金、大部分能源价格均高于中国。
- ✓ **《美墨加协定》、《通胀削减法案》**：1) 满足北美原产地等规则的汽车、零部件可0关税出口到美国。2) 《通胀削减法案》为在北美生产的部分新能源车型提供7,500美元的税收抵免。

# H 墨西哥工厂利润弹性 | 综合对比各项成本差异 墨西哥工厂稳态利润率有望低国内2-3pct

表：特斯拉产业链核心公司墨西哥工厂利润弹性测算

股票代码	公司简称	2022年净利 (亿元)	2022年净利率 (%)	墨西哥工厂预计净利率 (%)	墨西哥工厂净利润 (亿元)	对应弹性
601689.SH	拓普集团	17	11%	8%	5	27%
603179.SH	新泉股份	5	7%	4%	1	25%
603305.SH	旭升集团	7	16%	13%	6	88%
002050.SZ	三花智控	26	12%	10%	3	10%
603730.SH	岱美股份	6	11%	9%	2	28%
002126.SZ	银轮股份	4	5%	3%	1	12%

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 综合对比各项成本差异 墨西哥工厂稳态净利率有望低国内2-3pct

- **成本和费用拆解**：以轻量化和内饰件公司为例，原材料占比大概75%-80%，人工成本5%-7%，制造费用15%-17%，综合费用率10%-15%，结合税费等影响，假设产能达到90%以上，我们预估墨西哥工厂稳态净利率有望低国内2-3pct。
- **利润弹性**：若按墨西哥工厂稳态净利率平均低国内2-3pct测算，结合前面计算的墨西哥工厂收入，特斯拉产业链相关公司的墨西哥工厂利润弹性预计可达10%-90%。

# 投资建议与风险提示



## H 投资建议 | 零部件秩序重塑 重点关注海外布局领先的优质自主零部件

我们坚定看好电动智能变革造就中国汽车产业做大做强的历史性机遇，传统燃油车时代欧美日整车厂占据主导地位，诞生博世、电装、采埃孚、麦格纳、爱信精机、大陆等欧美日零部件巨头，而在智能电动车时代，自主车企和新势力有望实现弯道超车，带动产业链共同成长，叠加中国速度和性价比优势，相信必将也会诞生领先全球的自主车企及零部件巨头。

参考海外零部件巨头的发展史，由于就近配套的生意属性和地缘政治下的产业保护，全球布点是成为全球零部件巨头的必要条件之一。特斯拉带领下，中国汽车零部件出海进程超预期，从中国到墨西哥、欧洲，从中国的2000w+辆乘用车到全球6000w+乘用车，享受全球电动化率加速提升的红利，进一步打开成长空间。风宜长物放眼量，不着眼于当前海外工厂的低利润率，而应看到未来全球零部件巨头的诞生，且在充足订单和精益管理下，我们认为不必对海外工厂的利润率过于悲观。

特斯拉加速中国汽车零部件全球化进程，充足订单保障墨西哥工厂的产能利用率，提高海外建厂的成功概率，同时可延伸至北美其他主机厂，有望享受北美电动化率加速提升的红利。从中国到墨西哥再到全球其他地区，优质自主零部件加速崛起，剑指全球零部件巨头。基于墨西哥建厂布局的情况，优选【拓普集团、新泉股份、旭升集团、银轮股份、上声电子、爱柯迪、美利信、伯特利、继峰股份、文灿股份】，受益标的【岱美股份、嵘泰股份】。

特斯拉引领智能化发展，软件定义汽车是长期产业趋势，FSD或推广至全球，国内理想、小鹏等新势力将加速推进城市NOA，AI大模型强化语音交互体验，坚定看好智能驾驶和智能座舱的全面加速，优选智能驾驶-【伯特利、德赛西威、经纬恒润-W】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】。

注：全球和中国乘用车销量数据分别根据OICA疫情前的数据和中汽协数据

# 投资建议 | 零部件秩序重塑 重点关注海外布局领先的优质自主零部件

表：盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	投资评级	重点公司 EPS（元）				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601689.SH	拓普集团	75.83	买入	0.93	2.11	3.06	4.44	81.54	35.94	24.78	17.08
603179.SH	新泉股份	43.31	买入	0.75	1.6	2.45	3.12	57.75	27.07	17.68	13.88
603305.SH	旭升集团	28.14	买入	0.92	1.05	1.42	1.79	30.59	26.80	19.82	15.72
688533.SH	上声电子	45.40	买入	0.41	1.36	2.29	3.36	110.73	33.38	19.83	13.51
600933.SH	爱柯迪	22.43	买入	0.36	0.92	1.31	1.82	62.31	24.38	17.12	12.32
301307.SZ	美利信	33.22	买入	0.63	1.37	1.83	2.47	52.73	24.25	18.15	13.45
603997.SH	继峰股份	14.68	买入	0.12	0.43	0.63	1.05	122.33	34.14	23.30	13.98
603348.SH	文灿股份	43.47	买入	0.38	1.5	2.45	3.56	114.39	28.98	17.74	12.21
603596.SH	伯特利	78.10	买入	1.24	2.45	3.48	4.7	62.98	31.88	22.44	16.62
002920.SZ	德赛西威	146.90	增持	1.51	3.03	4.2	5.36	97.28	48.48	34.98	27.41
688326.SH	经纬恒润- W	148.99	买入	1.62	2.53	4.71	6.93	91.97	58.89	31.63	21.50
688007.SH	光峰科技	20.05	买入	0.52	0.35	0.84	1.09	38.56	57.29	23.87	18.39

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 风险提示

- ✓海外订单拓展不及预期；
- ✓海外竞争加剧；
- ✓海外工厂管理不及预期；
- ✓原材料成本上升；
- ✓海外政策变化等。

# H 免责声明

## 分析师与团队简介

崔琰/首席分析师

经济学硕士，10余年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，专注于汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化）研究，在行业变革中深挖投资机会。获2022年新财富汽车行业最佳分析师第五名、金牛奖第五名、水晶球入围（公募榜单第三名）、新浪金麒麟第四名、上证报第三名、WIND第二名；2021年金牛奖汽车行业最佳分析师第五名、水晶球入围、新浪金麒麟入围、WIND第一名；获2020年汽车行业最佳分析师水晶球公募组第五名，WIND第一名；2017年新财富入围，水晶球第三名，金翼奖第四名，WIND第一名；2016年水晶球第一名，2014年新财富入围。

郑青青/王旭冉/乔木/杜丰帆/马天韵

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
<b>行业评级标准</b>		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**THANK YOU**

