

汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究(深度)

证券研究报告

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

suchen@gjzq.com.cn

汽车出海的三阶段：资本、产品和产能出海

——汽车出口专题报告（一）

核心观点：

伴随自主汽车工业取得突破性进展，我国已成为全球最大的单一汽车市场，并孕育了一批优质的汽车整车和零部件企业，在深耕国内市场的同时也在持续推进海外扩张。至 2023 年，中国已成全球第一大汽车出口国。复盘历史，中国汽车工业的出海以技术和市场为主轴：技术提升下，细分赛道企业在国内市占率提升，催生海外市场开拓需求，并经历了资本出海、产品出海和产能出海三个主要阶段：

1、资本出海：全球化经营管理能力是核心要素。 1) 整车：“拿来主义”开启海外并购。自主汽车工业起步较晚，车企发动机/变速箱/底盘技术全线落后，早年合资品牌挤占市场，自主车企以获取技术和市场为目的开启并购。2) 汽零：为获取海外先进技术、提升市场份额、实现业务外延发展，零部件企业通过海外并购，快速进入他国市场。

海外并购存在较高的不确定性，复盘自主汽车工业资本出海历史，海外并购有成有败，其核心在于公司的全球化经营管理能力。同时由于海外经营环境难以改变。资本出海真正的协同是吸收海外技术、反哺国内市场，更易获取成功。

2、产品出海：从低端拓展到中高端，从 AM 拓展到 OEM。 1) 整车：早期自主车企技术和品牌力弱，通常以低定价的市场策略，抢占海外低端市场。伴随自主车企技术由落后到领先，品牌力重塑下产品出海实现了“由低端到中高端”、“由低势能国家到高势能国家”、“由轿车到 SUV”的突破。2) 汽零：从 AM 到 OEM，从轮胎到底盘件。早年轮胎利用海外替换需求占据汽零出口主要份额；2018 年起特斯拉带动 T 链出海，汽零出海实现“从 AM 到 OEM”、“从轮胎到车身件/底盘件”的变化。

3、产能出海：汽车产业正逐步从 GDP 过渡到 GNP 时代。 海外需求激增为自主汽车工业出海提出更高要求。现有产品出海模式易受地缘关系、国家政策及全球海运影响，具有不确定性。规模化与经济性要求下企业产能出海进程在加速：

1) 整车：复盘日韩，在国际间政策、终端市场需求差异化的制约下，整车产能出海是实现全球化的最重要途径。在广义出海口径下，我们必须提示，随着 25 年多个主机厂海外产能的投产，只统计中国批发数据，会低估中国汽车供应链的实际增速。汽车产业正逐步从 GDP 过渡到 GNP 时代。2) 汽零：汽零出海经历了 1.0 到 2.0 时代的跨越，1.0 时代产能出海靠并购、客户靠零散争取，2.0 时代自建产能+主机厂邀请。2.0 时代，时代的贝塔属性更为厚重，盈利的兑现度更高。

汽车出海的三阶段带来的经验启示： 中国汽车工业出海具备高度确定性、成长性，其中技术和工艺、客户结构、管理能力三要素决定企业出海成败：

1) 技术和工艺：技术和工艺优势是中国汽车产业链走向全球的核心竞争力，是长期竞争中是否持续兑现盈利的关键；

2) 客户结构：全球整车竞争格局正在迎来巨变阶段，优质的客户结构是出海成功与否的关键；

3) 全球化管理能力：海外经营对企业全球化管理能力提出更高要求，中国汽车产业出海逐步从生产全球化，过渡到研发、生产和销售全球化，全球化管理能力决定经营成败。

投资建议

中国汽车产业链全球相对竞争力的快速增长，是中国汽车全球化的核心驱动力。出海将成为未来 10 年汽车产业的下一个爆发点：1、整车：全球化市场和品牌运营能力、全球化的研发和生产体系，是决定主机厂出海成败的关键，建议关注创新力引领&全球化布局兼具的车企，如比亚迪、吉利汽车；2、汽零：零部件出海要求企业有领先的技术和工艺优势+优质的客户结构+国际管理能力。新品周期驱动下，T 链是 24 年潜力较大的赛道，推荐新泉股份、岱美股份等。长期看好工艺和成本领先的爱柯迪等。

风险提示

海外产能建设不及预期；海外市场开拓不及预期；海外对自主品牌接受程度低；地缘政治风险；



内容目录

一、资本出海：中国整车、汽车零部件海外并购历史复盘	7
1.1 整车海外并购：“拿来主义”下自主车企并购的“成与败”	7
1.2 汽零海外并购：零部件企业并购以快速扩张	16
二、产品出海：中国整车、汽零出口复盘	25
2.1 整车出海：技术为主线，海外布局定胜负	25
2.2 零部件出海：20 年来快速增长	37
三、产能出海：中国整车、汽零未来的出海方向	39
3.1 整车：经济性&政策驱动，车企海外产能建设加速	39
3.2 零部件：海外产能布局持续加速	46
四、投资建议	61
五、风险提示	61

图表目录

图表 1：东安三菱发动机曾为自主品牌广泛应用	7
图表 2：国产中低端发动机已接近国际领先水平	7
图表 3：自主油车发动机核心零部件依旧依赖进口	8
图表 4：自主油车变速箱多从海外直接采买	8
图表 5：吉利博越与市场主要竞品的对比	8
图表 6：自主车企/合资车企市占率比较（2010-2016）	8
图表 7：自主油车价格区间分布（万元）	9
图表 8：燃油车时代自主油车产品输出较弱（取各车系 2016 年海外销量，万辆）	9
图表 9：中国车企海外并购历史	9
图表 10：吉利-沃尔沃研发 2.0T 发动机	10
图表 11：吉利 1.0T 发动机与合资品牌发动机性能对比	10
图表 12：并购后吉利汽车产品矩阵走向高端化（横坐标：年份；纵坐标：万元）	10
图表 13：吉利海外并购动作一览	11
图表 14：沃尔沃技术反哺下吉利成自主销冠（万辆）	11
图表 15：海外并购使吉利 18 年出口量暴涨（万辆）	11
图表 16：并购后沃尔沃销量脱困（万辆）	11
图表 17：上汽集团发展历史	12
图表 18：2005 年罗孚汽车并购案	12



图表 19: 上汽自主乘用车品牌构成	12
图表 20: 并购名爵汽车后上汽全球布局发展迅猛	13
图表 21: 上汽已成国内出海第一梯队(月出口量, 辆)	14
图表 22: 2023 年上汽出口车型占比分布	14
图表 23: 上汽并购双龙汽车时间线	14
图表 24: 合作并未提升神龙汽车年销量(万辆)	14
图表 25: 自主车企海外并购方法论: 目的与决定性因素	15
图表 26: 吉利与沃尔沃的合作机制	16
图表 27: 东风汽车与 PSA 合作事实上不及预期	16
图表 28: 早期零部件企业进行大规模海外并购	17
图表 29: 中鼎股份海外并购历史	18
图表 30: 中鼎股份分地区营业收入及 YOY (亿元)	18
图表 31: 中鼎股份历年净利润及 YOY (亿元)	18
图表 32: 中鼎股份历年分业务营收(亿元)	19
图表 33: 中鼎股份历年分业务毛利率	19
图表 34: 中鼎股份历年资产负债率变化	19
图表 35: 中鼎股份历年毛利率与净利率变化	19
图表 36: 岱美股份以遮阳板为核心业务(2022 年, %)	20
图表 37: 岱美股份主要客户构成(2022 年, %)	20
图表 38: 岱美股份并购后业绩大涨(亿元)	20
图表 39: 岱美股份历年净利润及 YOY (亿元)	20
图表 40: 岱美股份历年毛利率与净利率	20
图表 41: 岱美股份历年资产负债率	20
图表 42: 均胜电子海外并购历史	21
图表 43: 均胜电子并购后营收大幅增长(亿元)	22
图表 44: 均胜电子以汽车安全/汽车电子系统为主营业务(2022 年, %)	22
图表 45: 均胜电子并购后净利润大幅增长(亿元)	22
图表 46: 继峰股份资产负债率	23
图表 47: 继峰股份净利率与毛利率	23
图表 48: 继峰股份历年净利润及 YOY (亿元)	23
图表 49: 继峰股份并购后营收大幅增长(亿元)	23
图表 50: 继峰股份历年国内-海外营业收入(亿元)	24
图表 51: 汽零海外并购方法论	24
图表 52: 中国汽车年出口量及 YOY (万辆)	25
图表 53: 2012 年国车出口以欠发达国家为主(万辆)	25



图表 54: 2012 年国车出口以轿车为主 (辆)	25
图表 55: 早年海关总署汽车出口均价较低 (万美元)	26
图表 56: 2012 年奇瑞为出口销冠 (万辆)	26
图表 57: 2012 年中国出口车型 VS 日韩出口车型 (万辆)	26
图表 58: 2013-14 年主要新型经济体经济衰退 (十亿美元)	27
图表 59: 2011-2014 年人民币汇率不断提升	27
图表 60: 2010 年起日本车企出海进入收获期 (万辆)	27
图表 61: 2013-2020 年国车出海进入震荡期 (万辆)	27
图表 62: 2018 年自主车企 SUV 出口占比上升至 38%	28
图表 63: 2018 年自主车企出口国家分布	28
图表 64: 21-23 年国内汽车出口量 (万辆)	28
图表 65: 21-23 年国内燃油车出口量 (万辆)	28
图表 66: 21-23 年国内电车出口量 (万辆)	28
图表 67: 21-23 年国内自主车企电车出口量 (万辆)	28
图表 68: 2020 年新冠疫情使海外车企出海战略进入紧缩期	29
图表 69: 长安 1.4T VS 大众 1.4T 发动机	30
图表 70: 现今国产车在海外已实现溢价销售(海外价格以欧洲为例, 万元)	30
图表 71: 中美欧三地电车车型数与 23 年新上市车型数对比 (款)	30
图表 72: 海外电车相对中国电车竞争力薄弱, 性能&价格均处劣势	30
图表 73: 20 年以来自主车企爆款中高端车型频出 (辆)	31
图表 74: 中高端市场自主车企份额提升	31
图表 75: 21 年起海关总署口径出口均价提升 (万美元)	31
图表 76: 12 月中国车企在挪威电车销量 (辆)	31
图表 77: 2023 年中国热销出口车型以 SUV 为主 (去除特斯拉后, 辆)	32
图表 78: 主要自主车企 23 年 1-11 月在欧洲电车销量及增速 (辆)	32
图表 79: 自主车企在欧洲市场月度电车市占率提升	32
图表 80: 自主车企在俄罗斯市场销量提升 (零售口径, 辆)	33
图表 81: 23 年自主车企加紧对俄市场布局	33
图表 82: 自主车企在泰国市场销量及渗透率提升 (辆)	33
图表 83: 拉美 2023 年电车市场竞争格局 (辆)	33
图表 84: 奇瑞 2.0T VS 友商发动机	34
图表 85: 奇瑞自主燃油车技术研发历史	34
图表 86: 21-23 年奇瑞月度出口量 (辆)	34
图表 87: 奇瑞分车型出口比例 (2023 年, 辆)	34
图表 88: 奇瑞在俄罗斯已实现溢价销售 (万元)	35



图表 89: 奇瑞汽车海外市场布局 (截至 2023 年 12 月)	36
图表 90: 23 年以来比亚迪出口量爆发式增长 (辆)	37
图表 91: 比亚迪电车技术领先产品力强	37
图表 92: 我国汽零出口额持续攀升 (亿美元)	38
图表 93: 我国汽车零部件板块海外收入及占比 (亿元)	38
图表 94: 2012 年我国汽车零部件出口分产品分布	38
图表 95: 2012 年我国汽车零部件出口分国家分布	38
图表 96: 各大类汽车零部件产品出口占比	39
图表 97: 当前自主车企部分海外产能分布现状	40
图表 98: 自主车企现有工厂数量对比 (2023 年, 座)	41
图表 99: 自主车企现有海外年产能对比 (2023 年, 万辆)	41
图表 100: 长城汽车海外产能建设情况	41
图表 101: 长城在泰国的月销量 (辆)	42
图表 102: 长城在俄罗斯的月销量 (辆)	42
图表 103: 奇瑞海外工厂建设及海外布局情况	42
图表 104: 2024/25 年自主车企海外产能达产统计 (万辆)	43
图表 105: 世界前五大滚装船企业	44
图表 106: 自主车企积极布局滚装船运力 (艘)	44
图表 107: 以奇瑞瑞虎 8 为例, 自主车企国内销售/出口海外/海外建厂的经济性测算	44
图表 108: 当产能利用率达到 50% 时, 海外建厂即可达成盈利	45
图表 109: 4 月 IRA 法案细则内容规定	45
图表 110: 东南亚新能源汽车补贴政策梳理	46
图表 111: 中国零部件汽车出海布局历史	47
图表 112: 部分零部件公司在海外建厂梳理	47
图表 113: 部分汽车零部件企业出海跟随客户情况	48
图表 114: 国内外企业成本对比 (中国-墨西哥-东欧-泰国)	48
图表 115: 《美墨加协定》与《北美自由贸易协定》汽车原产地规则对比	49
图表 116: 中墨双方签署的主要贸易投资协议 (部分)	49
图表 117: 福耀玻璃历年营业收入及 YOY (亿元)	50
图表 118: 福耀玻璃历年营业利润及 YOY (亿元)	50
图表 119: 福耀玻璃全球化布局	50
图表 120: 墨西哥主机厂布局	52
图表 121: 历史上零部件企业的海外产能多以收购为主要来源	53
图表 122: 近年零部件企业出海后墨西哥自主建厂	54
图表 123: 《美墨加协定》部分款项	55



图表 124: 与墨西哥有自由贸易协定的国家/地区	55
图表 125: 墨西哥成本结构	56
图表 126: 零部件企业墨西哥生产基地毛利率情况	56
图表 127: 零部件企业墨西哥生产基地净利率敏感性分析	56
图表 128: 国内零部件厂商在泰国布局情况	57
图表 129: 国内零部件厂商在泰国生产基地建设情况	57
图表 130: 泰国成本结构	58
图表 131: 零部件企业东南亚生产基地净利率敏感性分析	58
图表 132: 国内零部件厂商及车企在波兰与匈牙利生产基地建设情况	59
图表 133: 波兰工厂成本结构	60
图表 134: 匈牙利工厂成本结构	60
图表 135: 零部件企业东欧生产基地净利率敏感性分析	61



复盘中国汽车工业发展历史，伴随着汽车技术的突破和新能源汽车革新市场，我国已逐渐实现从“汽车大国”到“汽车强国”的蜕变，并孕育了一批优质的汽车整车和零部件企业，在深耕国内市场的同时也在持续推进海外扩张。2023年，我国已超越日本成为世界第一大汽车出口国。

回顾中国汽车工业出海的历史，我们认为：在技术主线驱动下，汽车出海经历了资本出海、产品出海和产能出海三个主要阶段：

1) 资本出海（2004 年开始）是汽车出海的起点。燃油车汽车工业技术落后，为获取先进技术、开拓海外市场、获取产业延展，整车企业自 2004 年起（上汽并购韩国双龙）开启海外并购，零部件企业亦从 2007-08 年开始并购进程。早期并购案例有成有败，其中全球化经营管理能力是核心要素。

2) 产品出海是汽车出海的现在。伴随中国汽技术提升&海外市场得到开拓，在海外产能尚未完全打开的情形下，当前汽车工业进入产品出海期（2020 年至今）：整车出海开始自 2001 年，但早期受制于技术自主车企无法出口无法打开局面，直至 2021 年，伴随汽车电动化，自主车企出口呈现爆发式增长。零部件上看，2020 年以来车身体/底盘件亦呈现高增态势，产品结构变化说明汽零出海稳中提质。

3) 产能出海是汽车出海的未来。面对贸易摩擦、环境变动、经济性等问题，自主汽车工业必将进入产能出海阶段。目前虽整车和汽零已有大规模产能出海，但整车上看，伴随油电替代进程加速，未来汽车出海将以电车为主，海外电车产能建设在路上，2024-25 年批量释放；汽零在特斯拉、自主车企出海的带动下，将进入产能出海爆发期，墨西哥/泰国/东欧是汽零企业产能出海的核心目的地。

一、资本出海：中国整车、汽车零部件海外并购历史复盘

1.1 整车海外并购：“拿来主义”下自主车企并购的“成与败”

1.1.1 产品力差距催生自主车企海外并购需求

早期的并购是“拿来主义”，其目的是为获取先进技术。自主汽车工业兴起于 20 世纪末，较海外车企有近 30 年的技术差距。彼时海外汽零厂商握有汽车绝大部分技术专利，自主车企在发动机、变速箱、底盘等核心零部件上表现落后：

1) 发动机：早期以采买为主。自主发动机曾经历采买-并购-自主研发三个过程。90-00 年代，受制自身技术落后，自主车企曾批量外采海外小排量发动机，东安三菱 4G13/4G15/4G18 等型号曾为长城、比亚迪、北汽、东南、华晨等厂商广泛应用。但发动机作为燃油车核心技术，为避免“卡脖子”现象发生，自主车企在采买的同时，亦通过海外并购及正向研发的方式，实现对外资发动机的追赶。

时至今日，虽国产中低端发动机在马力/扭矩等参数上已接近、甚至超越海外车企，但在高端市场仍有缺失，电喷系统、控制系统核心零部件依旧依赖进口。

图表1：东安三菱发动机曾为自主品牌广泛应用

发动机型号	使用车型	配置
三菱 4G15	比亚迪 F3、众泰 2008	最大功率 76 千瓦，最大扭矩 130 牛米
三菱 4G18	比亚迪 F3、华晨骏捷、	最大功率 74 千瓦，最大扭矩 134 千瓦
	众泰 2008、海马海福星、东南菱帅	
三菱 4G93	华晨骏捷、尊驰、酷宝、风行景逸哈飞赛豹	最大功率 100 千瓦，最大扭矩 165 牛米
三菱 4G63	中华尊驰、中华骏捷、中华酷宝、长城嘉誉	最大功率 105 千瓦，最大扭矩 185 牛米
三菱 4G69	比亚迪 F6、中华尊驰	最大功率 121 千瓦，最大扭矩 215 牛米

来源：Marklines，国金证券研究所

图表2：国产中低端发动机已接近国际领先水平

发动机	品牌	型号	马力/扭矩
1.6T	奇瑞	SQRF4J16	197/290
	PSA	EP6 II	215/300
1.4T	长安	JL473ZQ3	158/260
	大众	EA211	150/250
1.0T	吉利	3G10TD	136/205
	福特	CAF372WQ1	125/170
2.0T	广汽	4B20J1	252/390
	大众	EA888 Gen3b	186/320

来源：各车企官网，国金证券研究所

2) 变速箱：专利封锁，发展困难。自动变速箱共有 AT/AMT/DCT/CVT 四种结构，受制于专利壁垒和研发难度，AT 和 CVT 变速箱基本依赖进口，海外厂商掌握核心技术及生产设备；自主车企在 DCT 领域最为突出，长安/长城/奇瑞已有突破，但依旧依赖与国外知名供应商进行合作。目前自主油车多外采海外变速箱，如爱信 6AT、派沃泰 6AT、邦奇 CVT 等。

3) 底盘：中低端完备，高端上缺席。燃油车时代国产品牌在高端市场迟迟无法突破，早期自主车企多无法完全自主研发底盘工程，具备独立开发平台的则更少。时至今日，自主油车仍以中低端车型为主，其成本并不允许国产品牌大面积使用主动液压式悬挂、空气减振器、四轮转向系统等先进底盘技术。



图表3: 自主油车发动机核心零部件依旧依赖进口

车企	发动机系列	零部件进口来源
长安	蓝鲸系列发动机	涡轮增压器采购自美国博格华纳, ECU、火花塞由德国博世提供
奇瑞	ACOTEC 系列发动机	涡轮增压器由美国博格华纳提供
比亚迪	BYD483 和 BYD488	高压油泵由联合电子提供, 涡轮增压器由美国博格华纳提供

图表4: 自主油车变速箱多从海外直接采买

车企	车型	变速器	变速器厂商	所属国家
长安	凯程 F70	6AT 变速箱	帮志	法国
长安	CS95PLUS	8AT 变速箱	爱信	日本
长城	哈弗 H9	8AT 变速箱	采埃孚	德国
吉利	星越 L	8AT 变速箱	爱信。	日本
吉利	博越	6AT 变速箱	DSI	澳大利亚
比亚迪	新一代唐	6AT 变速箱	现代派沃泰	韩国
比亚迪	F3	5 档手动变速箱	JATCO	日本

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

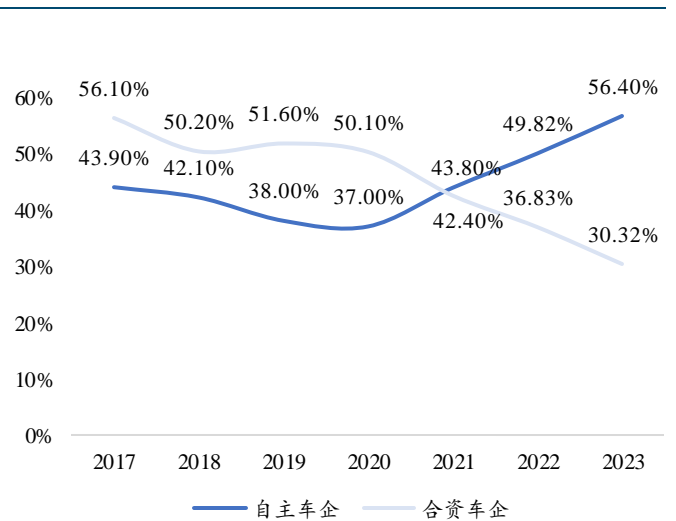
产品力差距带来品牌力差距, 催生海外并购需求。燃油车“三大件”的差距导致自主车企当时在产品力落后合资, 自主车企只能通过压低售价以维持竞争力, 以至于虽爆款车型产品力对油车已有超越, 但产品仍有折价。如哈弗 H6/吉利博越售价分别在 11.58/15.78 万元, 但竞品本田 CR-V/丰田荣放/大众途观在 2016 年售价分别为 17.98/19.78/21.18 万元。

折价销售损害自主车企品牌力。1) 高端化: 我们统计自主油车 90% 售价在 15 万元以下, 产品售价难以突破 20 万大关; 2) 市场竞争: 我们统计 2016 年自主车企市占率仅 27.28%, 合资车企市占率超 50%; 自主销冠吉利汽车市占率 3.16%, 仅为大众汽车 (市占率 15.94%) 的 19.8%; 3) 海外出口: 21 年前国车年出口长期在 100 万辆附近震荡波动, 产品输出力远落后于日、美、欧等发达国家。

图表5: 吉利博越与市场主要竞品的对比

车型	博越 2016 款	途观 2016 款	本田 CR-V 2016
外观			
上市时间	2016.03	2016.02	2016.03
价格 (万元)	15.78	21.18	17.98
变速箱	手自一体	手自一体	CVT 无级变速
轴距 (mm)	2670	2684	2620
最大功率-kW	135	118	114
百公里油耗-L	8.2	8.6	7.1
前悬架形式	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架
后悬架形式	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	双横臂式独立悬架
驱动方式	前置四驱	前置前驱	前置前驱

图表6: 自主车企/合资车企市占率比较 (2010-2016)



来源: 各车企官网, 懂车帝, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

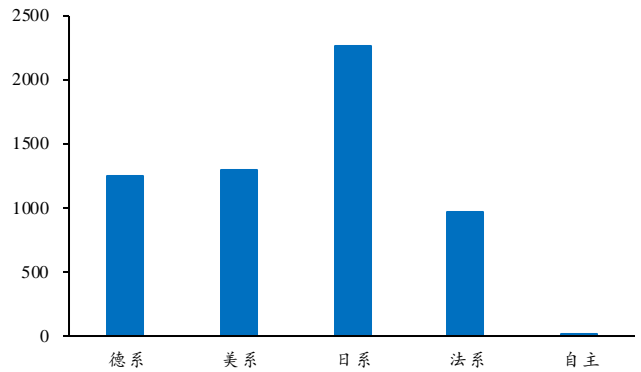


图表7: 自主油车价格区间分布(万元)

品牌	车型	价格区间(万元)
奇瑞	艾瑞泽8	10.89-14.69
	瑞虎8	9.78-16.29
	瑞虎9	14.59-20.29
吉利	帝豪	6.99-12.98
	星瑞	10.87-14.57
	缤越	7.58-10.38
	博越L	12.57-17.07
	星越L	12.22-17.52
长城	哈弗H6	8.88-12.58

来源: 懂车帝, 车主之家, 国金证券研究所

图表8: 燃油车时代自主油车产品输出较弱(取各车系2016年海外销量, 万辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

纵观整个燃油车时代, 中国汽车工业始终是“汽车大国”而非“汽车强国”。为破除海外技术壁垒, 实现对合资车企的追赶, 2005年起, 自主车企开始频繁发起海外并购, 其中较为有名的例子有: 1) 吉利收购沃尔沃、路特斯、戴姆勒等; 2) 上汽并购罗孚汽车/名爵; 3) 东风入股法国标致雪铁龙等。

图表9: 中国车企海外并购历史

车企	时间	并购对象	所属国家	主要内容
吉利	2010年8月	沃尔沃	瑞典	2010年8月2日, 吉利集团与福特汽车公司在伦敦举行沃尔沃资产交割仪式。吉利集团宣布, 圆满完成对沃尔沃轿车公司的全部股权收购
吉利	2017年6月	路特斯	英国	浙江吉利控股集团与马来西亚 DRB-HICOM 集团签署最终协议, 收购 DRB-HICOM 旗下宝腾汽车 49.9% 的股份, 以及豪华跑车品牌路特斯 51% 的股份
吉利	2018年2月	戴姆勒	德国	在 2018 年 2 月宣布以 90 亿美元巨额收购戴姆勒约 9.69% 的股份, 吉利集团成为戴姆勒的最大单一股东
上汽	2004年10月	双龙	韩国	收购韩国双龙汽车 48.9% 的股权, 总成交价约 5 亿美元
上汽	2005年	罗孚	英国	以 6700 万英镑收购罗孚 25、75 和 K 系汽油机和 L 系柴油机等核心知识产权。
上汽	2007年	名爵	英国	2007 年, 上汽出资并购南汽集团, 名爵随之成为上汽资产
北汽	2010年	萨博	瑞典	北汽集团以 1.97 亿美元的价格收购萨博 9-5、9-3 汽车平台和配套动力总成技术

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

1.1.2 自主车企并购案例盘点: 成与败

自主车企的并购并非一帆风顺, 复盘 05-17 年自主车企海外并购案例, 公司多通过并购海外车企获取先进技术, 从而提升自身产品力、品牌力, 打通国内、海外市场。其中较为成功的并购案例有吉利收购沃尔沃、上汽收购名爵等; 相对失败的并购案例有上汽收购双龙汽车、东风汽车入股 PSA 等:

成功案例 1: 吉利并购沃尔沃, 从“蛇吞象”到双赢

吉利汽车成立于 1986 年, 初创期从事汽车配件的生产和销售。1997 年吉利开始生产汽车, 成为最早一批具备汽车制造能力的自主车企。

吉利长期以技术为导向, 竞争激烈催生并购需求。05 年, 吉利便已成功自研增压发动机, 包括 4G 系列的 1.3T、1.4T 和 1.8T 等, 但相较合资仍有落后, 多应用在 10 万元以下紧凑型车上, 影响公司市场口碑。伴随 2010 年比亚迪、奇瑞、长城等自主车企第一次崛起, 吉利早期自研技术不再为主流, 面临竞争趋于激烈, 急需更先进的技术维持自身市场竞争力。

2010 年, 并购沃尔沃成吉利海外并购开端。吉利与福特自 09 年 6 月开始谈判, 在经过多轮协商、博弈后, 2010 年 3 月 28 日, 吉利与福特在瑞典哥德堡正式签署协议, 吉利以 18 亿美元收购沃尔沃 100% 股权。本次并购吉利最终联合投行、地方政府等多方力量, 通过融资完成全资收购, 亦成吉利海外并购的开端。

并购对吉利、沃尔沃是双赢:

1、对吉利: 吉利利用其较强的整合能力, 成功获取沃尔沃技术。沃尔沃虽为吉利全资子公司, 但沃尔沃拥有完全独立在吉利控股之外的管理层, 双方通过“对话与合作委员会”达成合作。由吉利对沃尔沃进行资金输送, 沃尔沃则通过合作的形式, 对吉利进行技术转让/联合正向研发。2013 年 3 月, 吉利与沃尔沃达成技术转让协议。同年 8 月, 沃尔



沃将 GMC 平台等三项技术转让给吉利。

技术转让盘活吉利技术。基于沃尔沃技术，吉利研发出了型号为 JLH-3G15TD 1.5T 的 3 缸发动机和型号 JLH-4G20TD 的 2.0T 发动机，发动机水平达到行业领先；同时双方合作研发了 7 速双离合变速箱，在自主变速箱研发中表现领先。

图表10: 吉利-沃尔沃研发 2.0T 发动机

图表11: 吉利 1.0T 发动机与合资品牌发动机性能对比



发动机	吉利 1.0T	福特 1.0T
装车年份	2018	2011
参数	136/205N.m	125 匹/170N m
燃油标号	92#	92#
缸体材料	铸铁	铸铁
正时系统	双 VVT	双 VVT
喷油系统	200bar 直喷	150bar 直喷
热效率	未知	35%
增压系统	单涡轮涡轮增压	单涡轮涡轮增压
亮点技术	集成式排气歧管	集成式排气歧管双节温器

来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

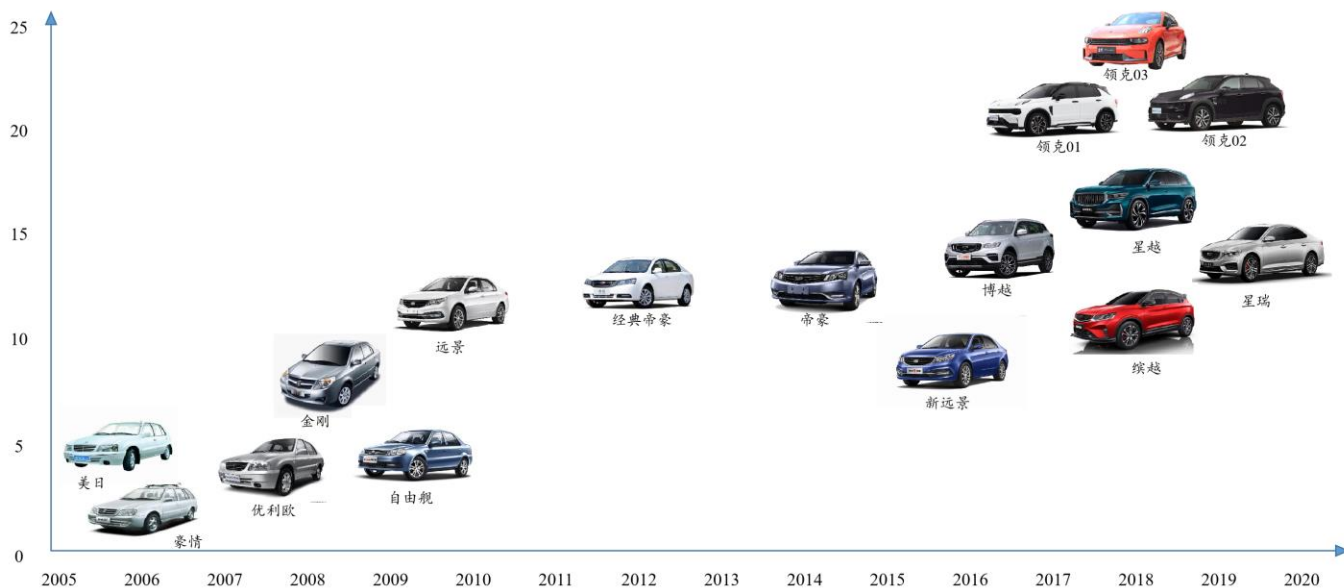
技术力增强重塑吉利产品力、品牌力，公司成自主品牌销冠。1) 产品力：爆款车型频出。公司早年以帝豪、全球鹰、英伦等子品牌为核心。吉利-沃尔沃并购后，吉利变动产品矩阵，推出了星瑞、星越、博瑞等新系列；2016 年，吉利推出新车型博越，凭借其 15 万附近的售价和优秀的性能，性价比凸显，在市场大获成功，月销量达 2 万辆以上。

2) 品牌力：领克子品牌打开公司高端化之路。2016 年 10 月，吉利与沃尔沃合作研发出全新 CMA 底盘架构，并正式推出高端品牌领克。以领克为基石，公司产品售价冲上 15-25 万元区间，并正式开启对欧洲的出口。

在爆款车型的带动下，吉利汽车于 2016 年成为自主品牌销冠，直至 2021 年被比亚迪超越。2016 年销售 76.6 万辆同比+50%，公司进入鼎盛时期。

并购为吉利日后大量并购、海外扩张奠定基础。沃尔沃并购的成功为吉利继续扩张海外版图树立信心，公司在海外扩张加速。2013 年，吉利以 1104 万英镑（约合 1540 万美元）的价格收购了已停产的伦敦出租车公司。17 年 6 月，吉利完成对宝腾汽车 49.9% 股份与路特斯（英国莲花）51% 股份的收购。17 年底，吉利又相继收购美国 Terrafugia 飞行汽车公司，以及沃尔沃集团（AB Volvo）8.2% 股份，其中对后者的投资金额超过 30 亿美元。

图表12: 并购后吉利汽车产品矩阵走向高端化 (横坐标: 年份; 纵坐标: 万元)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

18 年 2 月 24 日，吉利宣布购买戴姆勒 9.69% 的股份，这是中国汽车工业目前最大的国外并购，吉利变为戴姆勒最大的单一股东。吉利入股戴姆勒本意是购买其电动化技术，但由于 20 年起自主电车技术已远超外资，本次入股仅有双

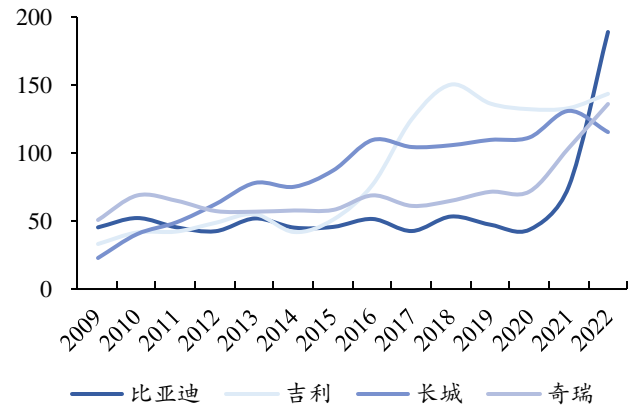


方合作的 smart 品牌较为顺利，事实上不及预期。

图表13: 吉利海外并购动作一览

时间	并购对象	所属国家	内容
2010年3月	沃尔沃	瑞典	吉利以18亿美元收购沃尔沃100%股权
2013年	伦敦出租车公司	英国	吉利以1104万英镑(约合1540万美元)的价格收购
2017年6月	路特斯	英国	收购51%股份
2017年6月	宝腾汽车	马来西亚	收购49%股份, 路特斯&宝腾总计1.8亿美元
2018年2月	戴姆勒	德国	购买戴姆勒9.69%的股份

图表14: 沃尔沃技术反哺下吉利成自主销冠(万辆)



来源: 吉利汽车官网, 各车企官网, 国金证券研究所

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

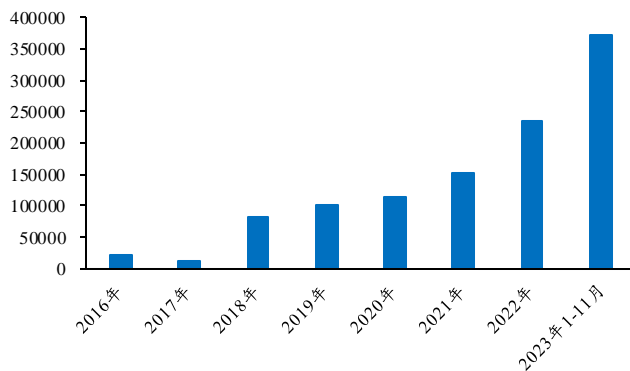
吉利对路特斯/宝腾的收购打开了吉利出海之路。18年以前, 吉利在海外市场出口量较小, 16年出口量仅2.3万辆, 17年吉利收购宝腾后, 根据协议吉利向宝腾转让三款车的专利权, 以供其在海外生产, 分别为博越(X70)、嘉际和缤越(X50), 就此打开吉利在东南亚的市场。2018年, 吉利海外出口达8.3万辆, 同比+596.8%。

2、对沃尔沃: 沃尔沃收取吉利现金流脱困, 公司经营起死回生。2010年前沃尔沃属于福特, 公司经营不佳面临危机, 2009年公司销量仅33.4万辆, 同比-10%; 在吉利现金流支持下, 并购后沃尔沃经营、销量显著向好。至21年年销已达69.8万辆, 相较并购前的09年翻倍。

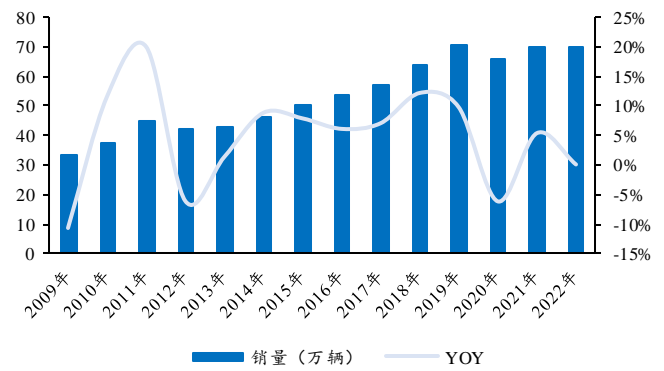
并购后沃尔沃深耕中国市场, 上海成沃尔沃亚太总部, 并设立研发中心和大庆工厂, 中国已成为沃尔沃除欧洲外的第二大单一市场。2023年, 沃尔沃中国市场销量17万辆, 相对2016年的8.3万辆亦翻倍。

电动化时代, 沃尔沃已开始承接吉利技术反哺, 经营维稳。在早期油改电后, 沃尔沃已开始基于吉利浩瀚SEA架构推出新车, 如EX30、EM90等, 吉利技术赋能下沃尔沃在欧美电车市场抢占先机。我们统计沃尔沃23年1-11月在欧销售电车18.8万辆, 同比+21.7%, 市占率排名第7; 23年1-11月在美国销售电车4.4万辆, 同比+33.2%, 市占率排名第10。

图表15: 海外并购使吉利18年出口量暴涨(万辆)



图表16: 并购后沃尔沃销量脱困(万辆)



来源: Marklines, 中汽协, 国金证券研究所

来源: 沃尔沃汽车官网, 国金证券研究所

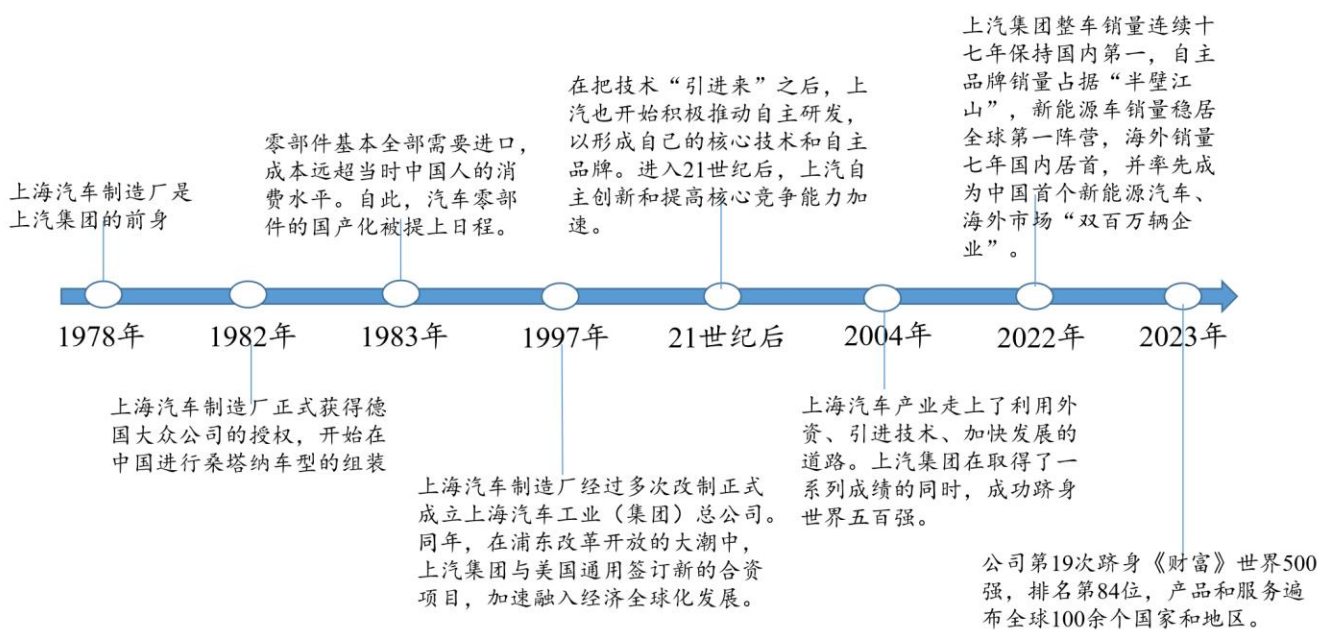
成功案例2: 上汽收购罗孚汽车与名爵, 自主业务重塑之路

改开后, 上汽长期依赖合资品牌。70年代上汽曾拥有上海牌/凤凰牌轿车。1985年上汽大众正式成立, 并快速推出早期爆款桑塔纳; 1996年与依维柯合资成立南京依维柯; 2000年与沃尔沃成立申沃客车; 2002-2003年与通用先后成立, 上汽通用五菱、上汽通用等合资公司。

自主品牌发展薄弱催生并购需求。1991年11月, 上海牌汽车正式停产。进入21世纪, 吉利、比亚迪、长城等自主品牌成立, 彼时上汽汽车业务几乎全部为合资品牌, 市场竞争加剧下上汽计划恢复自主乘用车业务。集团通过多次并购, 最终形成了名爵、荣威的自主品牌矩阵。



图表17: 上汽集团发展历史



来源：上汽官网，国金证券研究所

2004年，上汽以将近2170万美元的费用收购MG罗孚公司的罗孚汽车全部技术，并在基于罗孚汽车平台的基础上，推出荣威子品牌，构成上汽自主乘用车的主体。随后上汽对原罗孚汽车旗下名爵（MG）品牌展开收购。2007年，上汽出资并购南汽集团，南汽集团业务全面与上汽乘用车合并，此前为南汽收购的名爵及罗孚汽车发动机业务亦正式归属上汽集团。

通过收购罗孚汽车与名爵，上汽组成了自主乘用车业务，并成功开拓了海外市场：

1、上汽获取罗孚汽车技术，达成自主品牌重塑。罗孚汽车此前为英国汽车厂商，旗下曾拥有MINI、捷豹路虎、名爵、劳斯莱斯、宾利等众多知名品牌。20世纪80年代公司经营每况愈下，子品牌不断被出售，最终被宝马收购后拆解，仅剩发动机技术及名爵品牌。

上汽并购罗孚，本质也是通过购买技术提升自主乘用车产品。2004年6月，上汽集团与罗孚汽车签署合作协议，双方就技术合作、研发整车建立战略合作伙伴关系。2004年底，上汽以6700万英镑的代价购入罗孚25和75车型以及部分发动机技术的知识产权以及大部分研发团队，为发展自主品牌作准备。

基于罗孚汽车技术，上汽正式推出荣威品牌。2005年4月，罗孚汽车破产，南汽购得罗孚汽车剩余业务（发动机+名爵），福特则拥有罗孚商标权。上汽在并购不利的情形下，利用已得罗孚汽车技术，正式发布自主品牌荣威，并于2006年10月推出首款自主车型荣威750，新车基于原罗孚R75平台打造，拉开了上汽集团自主品牌乘用车快速发展的序幕。

图表18: 2005年罗孚汽车并购案



图表19: 上汽自主乘用车品牌构成



来源：各公司官网，国金证券研究所

来源：各公司官网，国金证券研究所

并购南汽获取罗孚剩余资产，上汽自主品牌搭建完成。2007年12月，上汽并购南汽，获得原罗孚汽车发动机业务、组装厂、名爵品牌等剩余资产，自此上汽并购罗孚汽车正式完成。2008年上汽将荣威与名爵改为共线生产，并正式推出紧凑型家轿荣威550，MG名爵品牌则推出了两厢跨界车型MG 3SW。上汽正式形成了名爵-荣威两大自主品牌体系。



并为后续上汽飞凡、大通、智己等自主品牌的建立打下基础。

2、名爵成上汽出海重要依托。名爵作为原英国品牌，并购前在海外已布局 40+ 国家，并拥有原罗孚汽车的海外品牌资产。2013 年，上汽开启全球化战略，名爵成上汽出海核心。经过 10 年的海外扩张，名爵已实现全球性布局：

至 2023 年，名爵已进入全球 90+ 个国家和地区，在泰国、印尼和印度建立了三个海外生产制造基地，和一个位于巴基斯坦的 KD 工厂。在硅谷、特拉维夫和伦敦设立 3 个创新研发中心，在欧洲、南美、中东、北非、澳新和东盟等地设立了多个区域营销服务中心，建成逾 1800 个海外营销服务网点。此外，上汽安吉物流开通了 4 条自有国际航运航线，上汽所属华域零部件在海外也拥有 101 个基地。

图表 20：并购名爵汽车后上汽全球布局发展迅猛

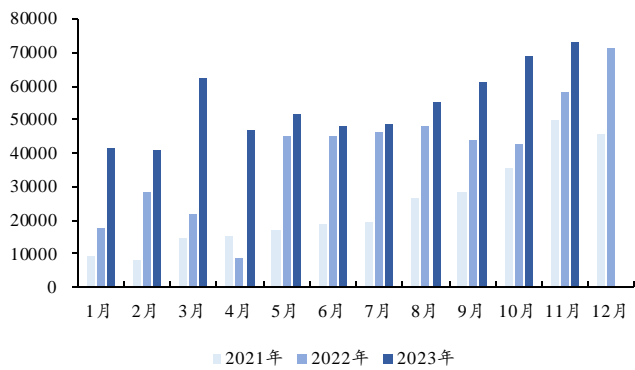
时间	国家	事件
2012 年	泰国	12 月 4 日上汽旗下品牌 MG 汽车正式与泰国正大集团签约，将于泰国兴建一座年产能 5 万辆的合资工厂。并以 CKD 的形式从中国出口零部件，未来澳洲地区及东南亚等诸国出口。
2017 年	泰国	上汽集团投资建造的泰国春武里府新工厂正式开始投产，主要生产名爵 ZS、锐腾以及名爵 3、名爵 6 等多款右舵车型，年产量达到 10 万辆，未来将成为名爵走向全球化市场的重要制造基地。
2023 年	泰国	泰国首款深度本地化的汽车电池在上汽正大有限公司（简称：上汽正大）全新电池工厂下线，这意味着该公司在泰国建设的电动汽车电池工厂投产。上汽正大电动汽车电池工厂占地 12 公顷，投资 5 亿泰铢（约合 1390 万美元），是上汽集团和 MG 泰国公司在东盟地区的首家电池工厂。
2017 年	印尼	印尼工厂从计划立项到正式投产仅用了两年时间，按照通用全球制造标准建设，总投资 7 亿美元，具备年产 12 万辆整车的的生产能力；供应商园区占地 30 公顷，在上汽通用五菱带动下，目前已有美国耐世特、德国曼胡默尔、中国五菱工业、宝钢等 15 家供应商企业入驻。这是中国汽车品牌首次在印尼独立建厂，也标志着上汽通用五菱迈出了“造船出海”的第一步。
2023 年	欧洲	上汽集团官宣，正计划在欧洲地区建立整车工厂，以更好推进上汽集团在欧洲等海外市场发展。
2019 年	非洲	6 月 17 日，上汽集团正式宣布进军非洲市场，并于当天与埃及最大汽车销售企业——曼苏尔集团（Mansour Automotive Group）签署了战略合作框架协议，双方宣布成立合资销售公司。
2019 年	加纳	5 月 22 日，批量上汽红岩金刚自卸车成功交付加纳共和国，标志着加纳正式被编入上汽红岩海外市场版图。
2019 年	印度	4 月 29 日，上汽集团官方公布，上汽集团位于印度的第三个海外整车基地正式建成投产，用于生产 MG 品牌新车，产能规划 8 万辆。
2017 年	澳新	在澳新地区，伴随着 T60 的上市以及 D90 的亮相，上汽大通吹响了中国汽车制造业走出去的新一轮号角。现在，上汽大通是澳大利亚销量第一的中国汽车品牌，而且增速是最快的。
2017 年	墨西哥	雪佛兰科沃兹出口至墨西哥，是继 2015 年雪佛兰新赛欧批量出口南美及中东、2016 年别克昂科威进军北美市场后，上汽通用再次拓展海外市场版图。
2015 年	中东	上汽集团携旗下 MG 名爵和上汽大通两大自主品牌的最新产品，强势亮相 2015 迪拜国际汽车展。同时上汽中东公司正式成立，开启上汽集团在中东地区的营销服务。
2012 年	澳大利亚	7 月 17 日，上海汽车商用车有限公司、上海汽车进出口有限公司与澳大利亚经销商签署协议，澳大利亚成为上汽商用车开拓的首个海外成熟市场。

来源：上汽官网，国金证券研究所

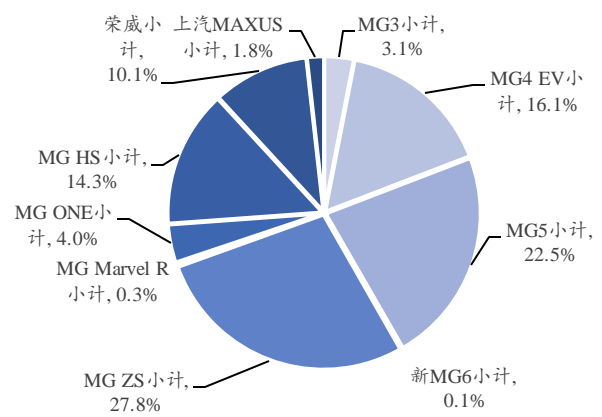
目前上汽名爵已成国车出口第一梯队。乘联会口径 11 月上汽乘用车出口 7.3 万辆，同/环比+25%/+6%；1-11 月累计 59.8 万辆，同比+47%；其中 88.1% 为名爵品牌。在名爵品牌的带动下，上汽 23 年 1-11 月出口量已仅次于奇瑞，位居自主车企出海第一梯队。



图表21: 上汽已成国内出海第一梯队(月出口量, 辆)



图表22: 2023 年上汽出口车型占比分布



来源: 中汽协, Marklines, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

失败案例 1: 上汽并购双龙汽车, 弱整合能力下的不欢而散

韩国双龙汽车起始于 1954 年初创的东亚汽车公司, 1997 年因资不抵债而被大宇集团收购, 后又独立。但由于经营不善于 2004 年再次落入危机。

2005 年 1 月, 上汽集团出资 5 亿美元正式收购双龙汽车 48.92% 股权, 成为双龙第一大股东, 并于 2006 年初进一步增资, 持股比超 50%。合作商定上汽出资帮助双龙汽车度过财务危机, 并协助双龙汽车扩产、进入中国市场; 上汽则希望获取双龙汽车发动机及变速箱技术。

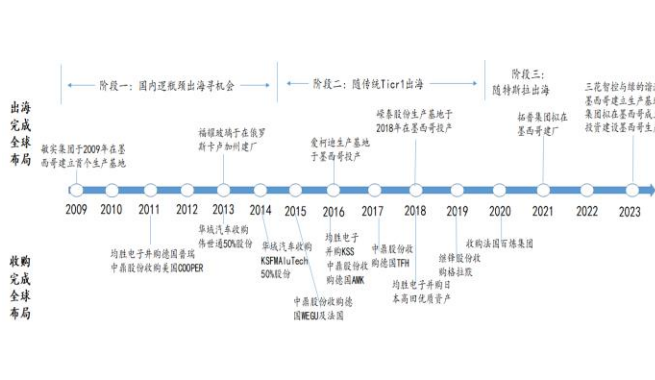
“并购容易, 整合难”。上汽对双龙的并购只是股权上的并购, 双方并未形成合力: 1) 根据并购协议, 上汽保留了原双龙社长作为双龙高管, 导致其与上汽安排的高管内斗, 使上汽对双龙的管理始终处于无为而治的状态。2) 文化问题上, 韩国工会宣扬上汽将获取双龙技术, 引发工人不满, 多次罢工下上汽不但没能获得技术, 反而双龙汽车每况愈下; 3) 上汽对罢工冷处理、不妥协, 并违约未能兑现扩建承诺, 双龙本部与上汽失去合作信心。

纵观整场并购, 受制于管理问题和文化冲突, 上汽始终未能对双龙汽车形成有效整合。08 年金融危机进一步加剧了双龙汽车的经营困难, 也使双方矛盾更加尖锐, 并购走向失败。2009 年 2 月 6 日, 首尔法院正式批准双龙提出的“回生”申请, 自此上汽失去对双龙汽车控制权, 并购以失败告终。

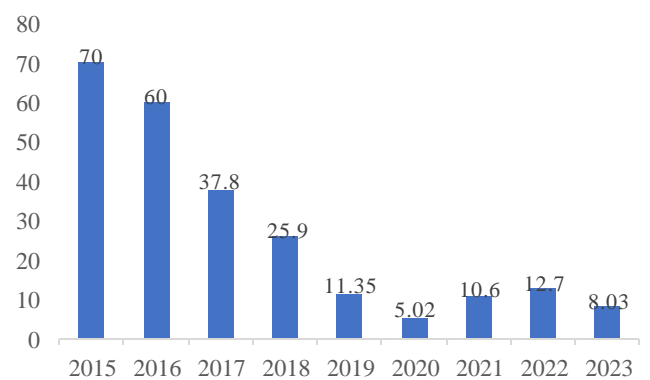
失败案例 2: 东风汽车入股 PSA, 弱整合能力导致合作进展缓慢

随着中法两国经贸往来不断升温, 中国汽车企业逐渐放眼国外市场, 参与国际竞争; 又值法国标致雪铁龙集团 (PSA) 危机之际, 双方合作由此而生: 2013 年 PSA 长期债务评级下调, 股市债市同期逼仄, 2014 年东风集团慷慨解囊, 以 8 亿欧元 (约 11 亿美元) 购入 PSA 集团 14.1% 股权。本次入股帮助 PSA 免于破产, 也帮东风成为欧洲车企巨头的大股东。

图表23: 上汽并购双龙汽车时间线



图表24: 合作并未提升神龙汽车年销量(万辆)



来源: 上汽官网, 各公司官网, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

合作之初双方协定: 1) 扩大在双方合资公司神龙的合作范围, 提升全价值链研发能力, 加强海外市场合作; 2) 加强在研发领域的战略合作, 包括在中国共同设立研发中心、在产品技术和车型平台上发挥协同效应; 3) 设立新的销售公司(出口公司), 负责神龙和 PSA 产品在亚太地区, 特别是东盟地区的销售和服务。并于 2015 年达成合作《谅解备忘录》。

合作进展缓慢最终不及预期。双方始终未能形成合力, 弱整合下双方矛盾频出最终合作不及预期。2016 年起双方合作



进度基本停滞。在研发中心上，PSA 与东风就选址产生分歧，加之 PSA 对技术输送态度冷淡，最终不得不搁置；出口公司上，双方虽成立出口公司但无出口目标，导致出口无进展。受此影响，神龙汽车表现快速下滑，人员出走，合作最终不及预期。

最终 PSA 依靠东风现金流成功脱困，但东风仅获得了几个 PSA 的老旧平台，在核心技术、新能源开发、国际市场开拓等关键问题上无实质性成果，合作不及预期。

1.1.3 自主车企海外并购的方法论：契机、标的、整合过程与结果

如何来形容一次自主车企海外并购事件？复盘自主车企海外并购历史，我们发现，并购事件往往由契机、标的、整合过程与结果构成，是自主汽车产业发展的必然：

1、契机：自主车企的海外并购多为“拿来主义”，原因在于早期自主汽车技术落后。其目的有两点：1) 获取海外先进发动机/变速箱技术，如吉利收购沃尔沃、上汽收购罗孚汽车、东风入股 PSA 等；2) 打开海外市场，便于出口，如东风入股 PSA，吉利收购宝腾/路特斯等。

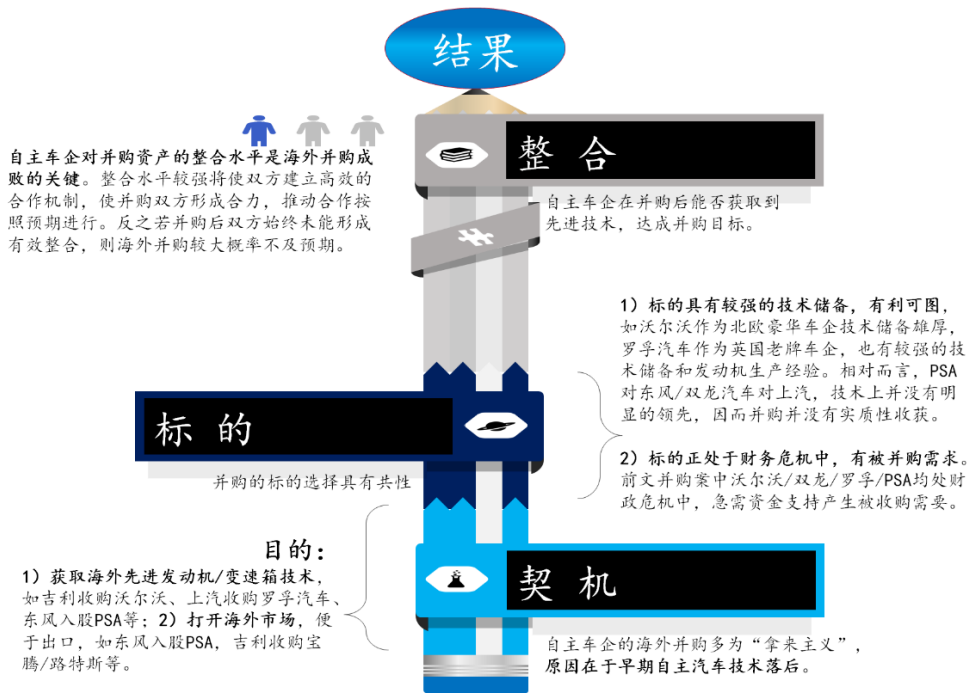
2、标的：并购的标的选择具有共性：1) 标的具有较强的技术储备，有利可图，如沃尔沃作为北欧豪华车企技术储备雄厚，罗孚汽车作为英国老牌车企，也有较强的技术储备和发动机生产经验。相对而言，PSA 对东风/双龙汽车对上汽，技术上并没有明显的领先，因而并购并没有实质性收获。

2) 标的正处于财务危机中，有被并购需求。前文并购案中沃尔沃/双龙/罗孚/PSA 均处财政危机中，急需资金支持产生被收购需要。

3、全球化经营管理能力是核心要素：自主车企在并购后能否获取到先进技术，达成并购目标。

我们认为，自主车企对并购资产的整合水平是海外并购成败的关键，其背后是企业是否具有全球化经营管理能力。整合水平较强将使双方建立高效的合作机制，使并购双方形成合力，推动合作按照预期进行。反之若并购后双方始终未能形成有效整合，则海外并购较大概率不及预期。

图表25：自主车企海外并购方法论：目的与决定性因素



来源：国金证券研究所整理

以吉利与沃尔沃并购成功为例：强整合能力下优秀的合作机制

吉利与沃尔沃之间优秀的合作机制实现资源的有效整合。吉利并购沃尔沃后，采用“放虎归山”的运行策略：沃尔沃新董事会中中方人员仅两名，沃尔沃管理层不受吉利控股的影响。但是，吉利在资源和财务方面对沃尔沃给予最大支持，激发了沃尔沃内生创造力；沃尔沃则积极与吉利推进合作，对吉利进行技术反哺。

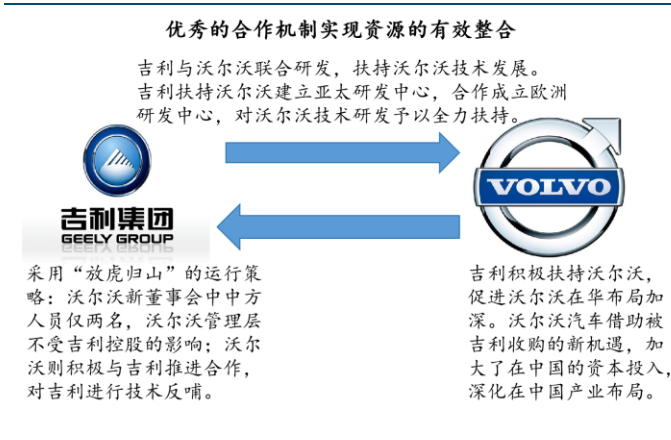
1) 吉利积极扶持沃尔沃，促进沃尔沃在华布局加深。沃尔沃汽车借助被吉利收购的新机遇，加大了在中国的资本投入，深化在中国产业布局，2014 年，沃尔沃汽车在华设立三家工厂，分别是大庆和成都两家整车制造基地，张家口发动机制造基地，使沃尔沃汽车获得了来自中国人力和供应链的优势。同时，这些工厂的严格遵守沃尔沃汽车的全球采购、质量控制、管理标准。

吉利还与沃尔沃联合研发，扶持沃尔沃技术发展。09 年之前沃尔沃技术长期与福特共同研发，被吉利收购后受制于专



利问题，无法独立使用。吉利扶持沃尔沃建立亚太研发中心，合作成立欧洲研发中心，对沃尔沃技术研发予以全力支持。

图表26: 吉利与沃尔沃的合作机制



来源：国金证券研究所整理

图表27: 东风汽车与PSA合作事实上不及预期

合作预期结果	合作实际结果
东风与PSA在上海签署“共用模块化平台(CMP)”和设立“共同研发中心(DPCT)”项目。在2015年年底前完成对PSA上海研发中心的吸收整合。	PSA上海研发中心仍然独立运营；两个研发中心的整合尚未启动；
东风入股PSA之后，双方高调结成全球战略联盟，表示未来将在产品、研发、制造、采购、管理等全价值链上开展深度合作。	双方合资成立国际公司面向东南亚市场但不及预期。

来源：各公司官网，国金证券研究所整理

2) 沃尔沃在技术上对吉利进行反哺。尽管沃尔沃与吉利独立运营，但实际上又“分而不离”，在各个领域紧密合作，互惠互利。在收购沃尔沃之后，吉利逐步通过和沃尔沃的联合研发、技术转让、专利转让等方法，实现技术共享。如2013年联合出品的CMA平台，自研1.5T/2.0T发动机等。

总结看：吉利较强的整合能力使得吉利与沃尔沃之间形成了高效的合作机制，双方互利互惠，最终实现了并购资源的有效整合，吉利获取了沃尔沃的技术后成为自主销冠。

无独有偶：1) 上汽与罗孚汽车的并购，事实上罗孚汽车已破产，并购后名爵和罗孚汽车技术完全归属上汽所有，实现了资源的整合；2) 上汽与双龙汽车的并购，由于文化和管理因素，双方始终未能实现整合，矛盾尖锐，最终并购以失败告终。3) 东风汽车入股PSA，亦出现无法有效整合，技术合作/转让进展困难的困境，滞后双方合作进度，最终合作不了了之。

各种并购事件都表明：自主车企的全球化经营管理能力是海外并购成败的关键。

同时，无论是上汽、吉利还是吉利，都运用在海外并购后所获得的先进技术，对国内市场产品进行反哺，自主乘用车业务星期。我们认为，由于海外经营环境难以改变。资本出海真正的协同是技术海外吸收后扩大经营中国市场，更易于获取成功。

4、结果：成功的并购将极大促进公司自主汽车业务的发展。体现在1) 公司借用海外所得先进技术，销量大幅提升，爆款新车频出；2) 公司海外市场得到开拓；3) 公司技术成长下，产品力、品牌力大幅提升，产品价格中枢上移。4) 为公司后续并购、扩张打下基础。

1.2 汽零海外并购：零部件企业并购以快速扩张

1.2.1 汽零的并购：技术+市场是并购发展主线

零部件的海外并购同样具有“拿来主义”色彩。零部件存有“零部件售后配套”(AM)和“对主机厂配套”(OEM)两种模式。早期受技术影响自主车企表现薄弱，整车市场以合资车企为主，直接采用德/日/美外资零部件配套，挤占零部件企业空间。

彼时大陆、法雷奥、博世等国际级零部件企业主导市场。受此影响，国内零部件企业在与外资竞争时，面临两大难题：1) 技术能力薄弱：海外汽车工业经历近百年发展，技术能力相对自主企业大幅领先，使自主企业难以进入美日欧主机厂配套体系。2) 规模小：彼时零部件企业多处于初创期，规模较小，导致研发费用亦远落后于海外企业，形成恶性循环。

技术+市场双重要素催生零部件海外并购需求。外此企业占据市场，挤压自主企业市场空间。2009年外资企业的工业总产值占国内汽车零部件行业的47.1%，利润总额超过国内汽车零部件行业一半以上。



图表28: 早期零部件企业进行大规模海外并购

公司	并购事件
中鼎股份	2003、06年在欧洲美国成立子公司。2008年起开启海外并购。2014年收购德国公司KACO；2015年收购德国WEGU；2016年收购德国AMK；2017年收购德国TFH；在冷却系统、降噪减振底盘系统、密封系统、空气悬挂系统领域构建核心护城河。
均胜电子	2012年收购德国PREH；2014年收购德国QUIN；2016年收购美国KSS及德国TS道恩；2018年收购日本高田资产（初硝酸铵气体发生器业务外）；
岱美股份	2018年收购美国遮阳板厂商Motus
继峰股份	2019年收购德国格拉默
保隆科技	2005年收购美国DILL；2018年收购德国PEX和TESONA；2019年收购奥地利MMS&合资成立保富电子
银轮股份	2016年收购美国TDI；2019年收购瑞典斯塔普
福耀玻璃	2019年并购德国SAM公司
德赛西威	2019年收购德国知名天线技术公司ATBB；2022年收购德国ATC；
潍柴动力	2009年收购法国博杜安；2012年收购德国林德液压；2019年收购德国ARADDEX

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所整理

技术差距下自主零部件企业难以进入海外车企配套，市场开拓困难，因而激发自主车企海外并购需求。汽车行业技术研发是一个长周期，技术研发、产品开发、产能建设、客户突破均需要较长时间。海外并购具有速度快、周期短、降低海外市场进入门槛的优点，成为早期零部件企业出海的首选。

通过海外并购，自主零部件企业可：1) 快速获取技术，直接获取被并购公司零部件技术，并通过正向研发实现技术迭代；2) 扩展市场与客户资源，直接承接被并购公司原有客户群体，借此进入美欧头部车企供应链。3) 实现产业延展，国际零部件龙头如博世等往往拥有多个业务范围，而此时国内零部件企业产品大部分都比较单调，多只有一到两个产品的产线。

1.2.2 案例复盘：双方业务整合是成功与否关键

自2005年起，国内零部件企业开始“走出去”，至2022年间大量国内汽车零部件企业进行了海外并购，其中以中鼎股份、均胜电子两家的并购动作最为频繁。复盘零部件企业海外并购历史，与乘用车海外并购类似，双方业务整合是零部件海外并购成功与否的关键。只有实现有效整合才可达成零部件并购1) 获得海外先进技术、2) 提升市场份额、3) 实现业务外延发展的目标。

案例1、中鼎股份：并购实现高端化+转型升级

中鼎股份主营业务为密封件、特种橡胶制品的研发、生产和销售，下游应用于汽车、摩托车、电器、工程机械等行业。公司热衷于海外并购由来已久，推动公司开拓海外客户及市场。2014年以来，公司发起对外收购超10起，其中交易额超5亿元的有4次，均为海外收购。

中鼎的海外并购历程主要分为两个阶段：第一阶段为密封领域的连续收购，以获得高端密封技术进军高端市场，并开拓顶级主机厂客户，如14-15年并购德国企业KACO、WEGU；第二阶段为非橡胶领域的拓展，向空悬及冷却领域延伸，实现公司转型，如16-17年并购AMK、法国Tristone等。

1) 2014年4月，中鼎股份以约5亿元现金，收购德国特种橡胶密封件企业KACO公司80%股权，以此拓展下游大众、宝马、保时捷等车用橡胶密封件客户。德国KACO作为世界著名特种橡胶密封件研发生产企业。主营汽车和机械行业的高精度橡胶密封件，在新能源汽车领域具有世界领先研发技术，为电动车、混合动力汽车等生产高精度密封件。

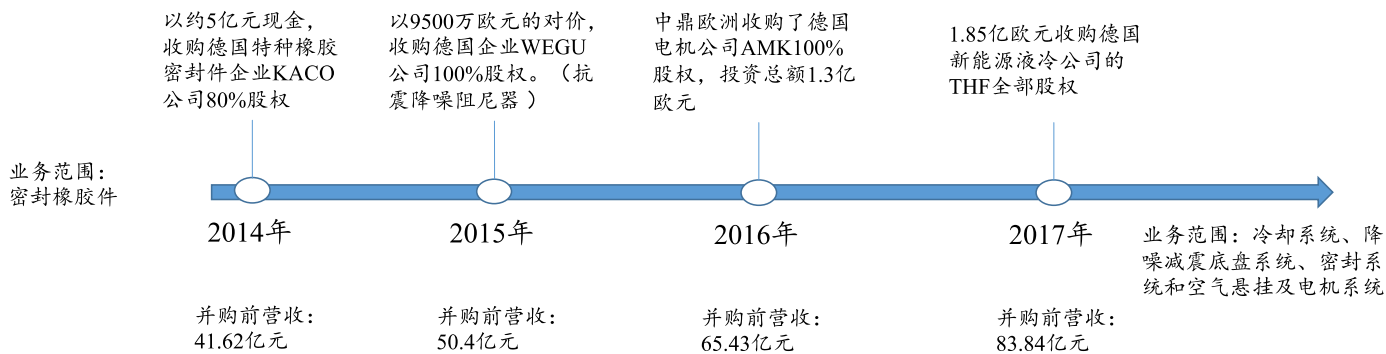
2) 2015年2月，公司以9500万欧元的对价，收购另一家德国企业WEGU公司100%股权。WEGU主业为抗震降噪阻尼器生产商，在抗震降噪技术方面拥有世界领先科技产品，已有成熟的产品工艺、盈利转化模式和稳定的客户资源，同样拥有宝马、奔驰等世界顶级主机厂客户。

3) 2016年6月，全资子公司中鼎欧洲收购了德国AMK公司100%股权，投资总额1.3亿欧元。AMK是汽车电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统供应商，德国汽车电子顶级企业AMK，其拥有的伺服电机驱动技术、电池控制技术、工业自动化工程技术在近五十年内都处于行业领先地位，为特斯拉、奔驰、宝马等世界知名主机生产商配套。

4) 2017年1月，公司以1.85亿欧元收购注册于德国的Tristone公司全部股权，Tristone作为传统发动机及新能源汽车冷却系统的高端供应商，主营产品为发动机冷却系统产品、新能源汽车电池冷却系列产品等。借助此次并购，公司成为了新能源电池热管理系统总成产品供应商。



图表29: 中鼎股份海外并购历史

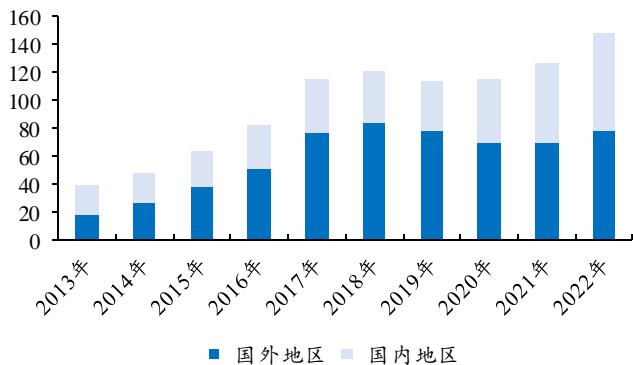


来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所整理

中鼎的海外并购标的的规模均不大,但拥有细分行业的领先技术。在管理方面,因为中鼎并购标的的体量均比公司小,因此公司管理整合相对容易。通过连续海外并购实现海外市场营收的持续增长,并通过将海外高端技术在国内的转化落地,实现内生增长及业务转型:

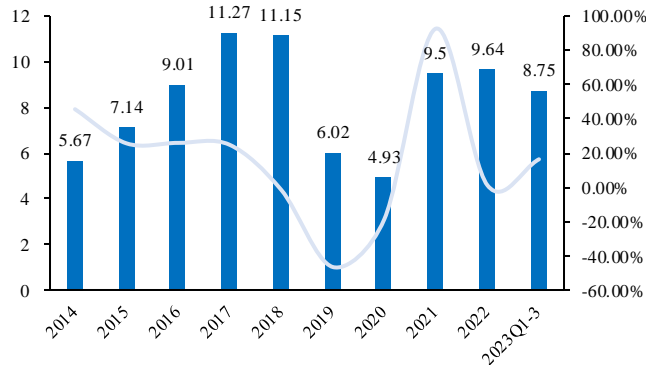
- 1) 中鼎基于 KACO 的先进生产技术、品牌优势和重要客户资源,大力进军国内高端密封件产品市场。2015 年,中鼎制造业营收同比增长 36.36%,其中橡胶制品营收 43.13 亿元,同比增长 31.38%,国内外地区营收同比增长 17.67%、45.14%。逐步打破国外厂商在汽车高端密封产品市场的垄断地位,推动国内高端密封件行业的发展。
- 2) 中鼎在 2015 年收购 WEGU 后,2016 年并未开展相关的降噪减震零部件业务,仍维持原制造业赛道,主营橡胶制品,持续扩大公司在制造业的领先,营收同比增长 28.14%。
- 3) 2016 年,中鼎收购德国汽车电子顶级企业 AMK,利用 AMK 在汽车零部件供应商的丰富资源,与其本土市场销售高度集中的特点,实现由制造业向汽车行业的转型升级。2017 年实现营收 117.70 亿元,同比增长 44.22%,毛利 33.43 亿元,同比增长 34.47%。

图表30: 中鼎股份分地区营业收入及 YOY (亿元)



来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所

图表31: 中鼎股份历年净利润及 YOY (亿元)



来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所

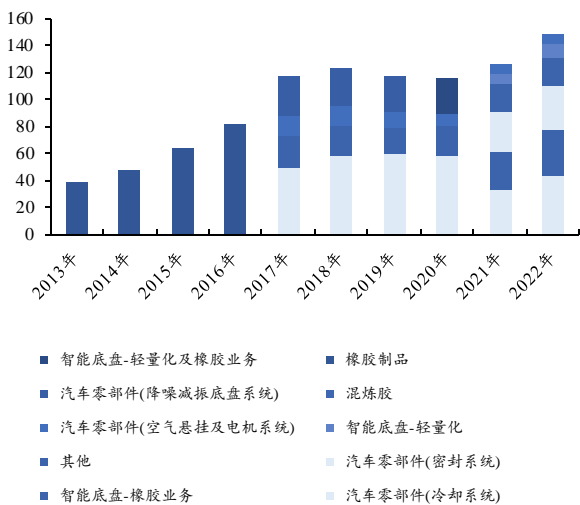
利用海外并购,公司实现了高端化和产业延展,海外市场初步成功。2017 年公司收购 THK 后,正式消化并落实 WEGU、AMK、THK 的汽车零部件业务,叠加原先橡胶密封件技术,确立了冷却系统、降噪减震底盘系统、密封系统和空气悬挂及电机系统四大零部件产品,2017 年国内、外地区分别盈利 38.37、76.72 亿元,同比增长高达 25.66%、50.18%,进一步提高公司在国内及国际市场拓展能力,实现在欧洲市场的战略布局。

受此影响,公司表现强势,14-18 年进入快速成长期。1) 营收上,公司营收从 13 年的 41.62 亿元上升至 18 年的 123.75 亿元,上涨近 3 倍; 2) 净利上,公司净利从 13 年的 3.88 亿上升至 17 年最高的 11.27 亿元。

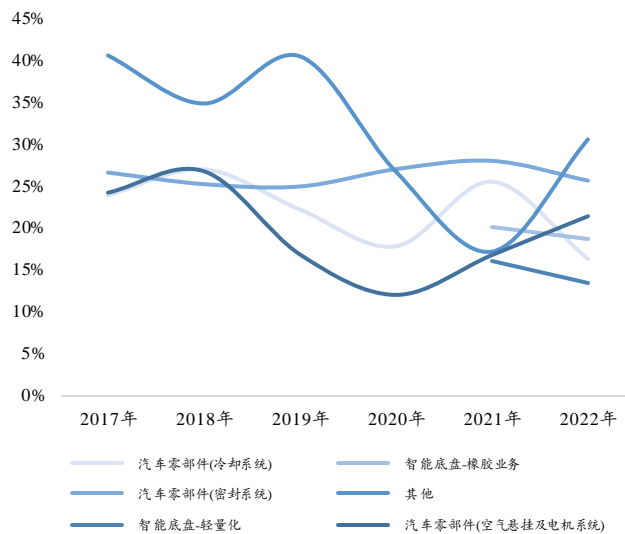
但是由于并购企业业务毛利率低于公司传统的密封件业务,且连年下滑;叠加 20 年以来海外市场疫情影响,子公司盈利下滑,公司毛利率与净利率处于连年下滑状态。



图表32: 中鼎股份历年分业务营收(亿元)



图表33: 中鼎股份历年分业务毛利率



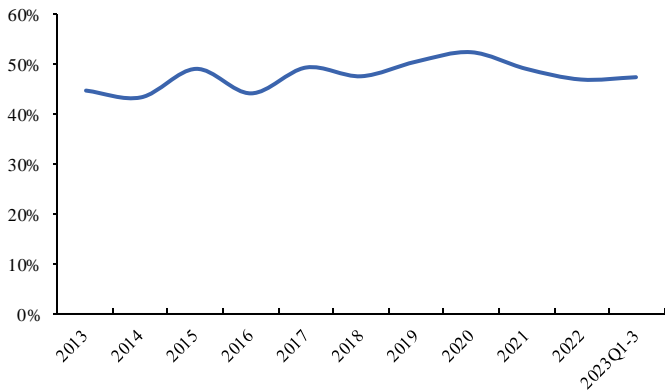
来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所

来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所

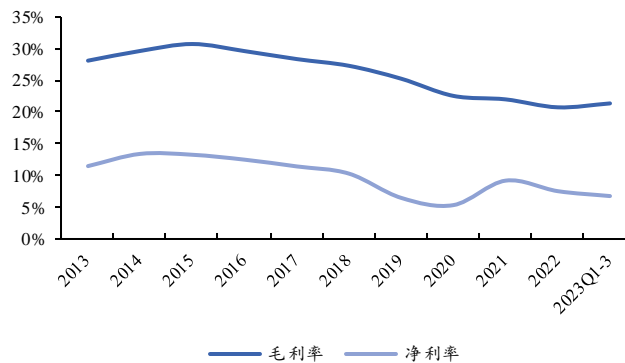
中鼎股份海外并购的成功来自于公司优秀的管理能力和整合能力。公司每一个海外企业并购之后, 都会有国内项目的落地, 比如密封的 KACO、冷却的 Ttistone、减震的 WEGU、空悬的 AMK, 国内落地的项目都有一个完整的研发团队, 要求国内研发团队要定期和海外进行沟通交流, 技术吸收渠道畅通。因而完成了对海外企业的相对吸收, 实现核心技术的国产化落地。

面对疫情公司运行平稳凸显其抗风险能力。20年起海外疫情, 严重影响公司子公司运营, 但公司营收、资产负债率均处平稳态势, 业绩韧性较强。

图表34: 中鼎股份历年资产负债率变化



图表35: 中鼎股份历年毛利率与净利率变化



来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所

来源: 中鼎股份公告, 国金证券研究所

案例 2、岱美股份: 外延并购+协同发展, 成全球遮阳板龙头

岱美股份以遮阳板为公司第一大产品, 根据公司披露, 遮阳板占其收入的 71%, 其次分别为头枕、顶棚中央控制器。主要客户以中高端品牌为主, 已经进入了特斯拉、通用、大众、福特、克莱斯勒、奔驰、宝马、丰田、本田等主流厂商供应链。

岱美早期以遮阳板业务为基石, 关注到头枕和扶手的全球市场空间分别将近 300 亿元, 是遮阳板全球市场空间的 2-3 倍, 计划不断拓展至头枕、扶手和顶棚中央控制器, 开拓新产品领域, 复刻遮阳板业务的龙头优势。因此选择横向扩张, 收购 Motus 以提高客户覆盖面, 整合客户资源。

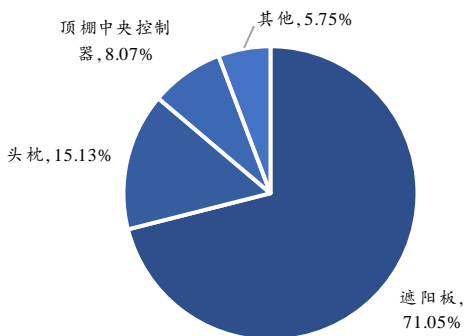
2018 年, 岱美股份支付现金完成对美国汽车零部件企业 Motus Integrated Technologies 旗下的汽车遮阳板业务及资产的收购。收购前岱美股份与 Motus 的汽车遮阳板业务在 2017 年全球乘用车市场领域的份额分列前二。岱美股份称此次收购是优质资产的整合, 主要收购 Motus 的墨西哥工厂和法国工厂, 合并成本达到 10.45 亿元, 可辨认净资产公允价值 5.11 亿元, 形成的商誉合计 5.33 亿元。

并购使公司成全球遮阳板市场龙头, 海外市场全面发力。并购前岱美股份已经为全球市场龙头, 市占率 22%左右; 2018 年公司完成并购后, 市占率提升至 37%。并购完善公司生产基地的全球化布局, 进一步提升公司的国际化运营能力、持续盈利能力及总体抗风险能力。使公司快速切入劳斯莱斯、奔驰、宝马、保时捷等高端客户以及丰田、本田、斯巴

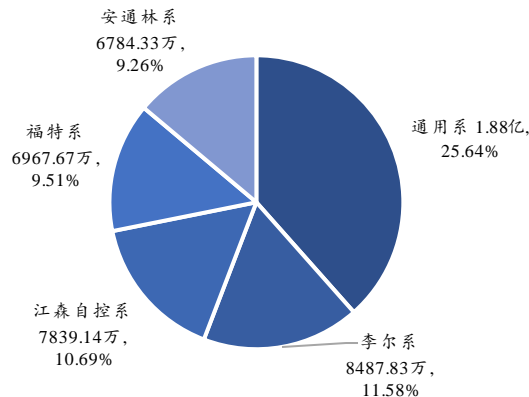


鲁等日系客户。

图表36: 岱美股份以遮阳板为核心业务 (2022年, %)



图表37: 岱美股份主要客户构成 (2022年, %)

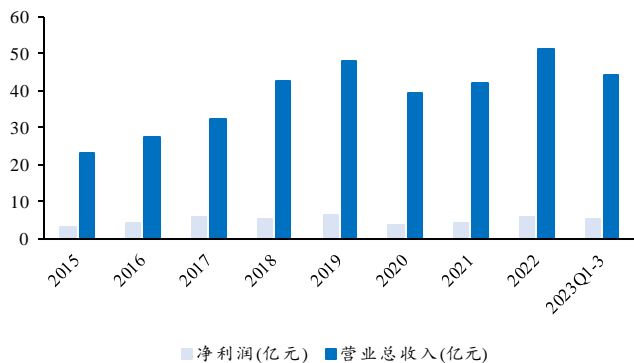


来源: 岱美股份公告, 国金证券研究所

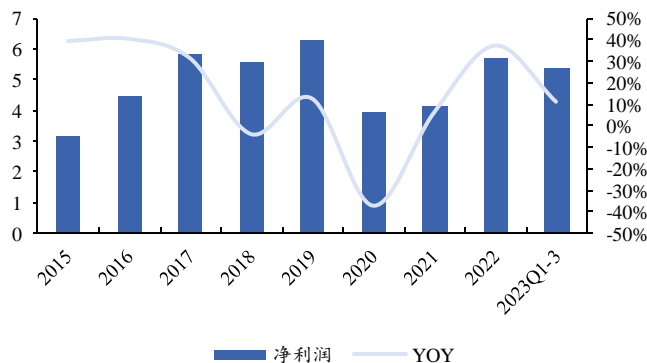
来源: 岱美股份公告, 国金证券研究所

受此影响, 公司 18 年营收/利润大涨, 公司披露 18 年实现营收 42.73 亿, 同比+31.6%; 净利润 5.58 亿, 同比小幅下降, 但在 19 年上涨至 6.27 亿历史最高, 同比+12.4%, 毛利率 30.4%, 同比+5.95%, 净利率 13%。并购完成后岱美负债压力增大, 18 年资产负债率 35.4%, 同比+89%, 但在 19 年业务结构升级的带动下资产负债率 29%, 同比-18.1%, 直到 22 年稳步下调至 26.8%, 现金流稳定, 财务风险降低。

图表38: 岱美股份并购后业绩大涨 (亿元)



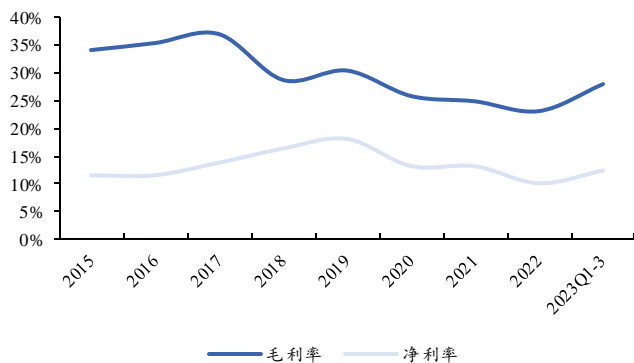
图表39: 岱美股份历年净利润及 YOY (亿元)



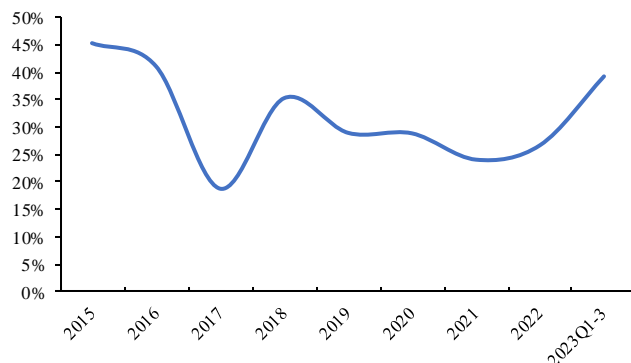
来源: 岱美股份公告, 国金证券研究所

来源: 岱美股份公告, 国金证券研究所

图表40: 岱美股份历年毛利率与净利率



图表41: 岱美股份历年资产负债率



来源: 岱美股份公告, 国金证券研究所

来源: 岱美股份公告, 国金证券研究所

岱美股份并购成功的原因在于双方在技术、客户、生产上具备较强的协同效应, “强强联合”:

- 1) 技术: “拿来主义”下技术整合。Motus 相对岱美在技术水平上小幅领先, 岱美通过技术整合弥补技术差距, 从而坐稳全球龙头位置。
- 2) 客户: 具备高度互补性。岱美客户以美系的通用、福特以及德系大众为主; Motus 客户以德系和北美日系为主, 双方客户重合度极低, 可使岱美快速扩充客户市场, 切入日系、欧系车企供应链。
- 3) 生产: Motus



在墨西哥和法国拥有产能，帮助岱美实现海外生产，在开拓海外客户、规避海外风险等方面具备突出作用。

案例 3、均胜电子：并购助力公司业绩高增，整合问题导致公司陷入波折

均胜电子成立于 2004 年，现主营业务包括汽车安全与汽车电子两大板块，产品线丰富，包含汽车主被动安全产品、智能座舱、新能源管理、智能网联、智能驾驶等，客户涵盖包括保时捷在内的全球主流整车厂及国内自主品牌和新势力。

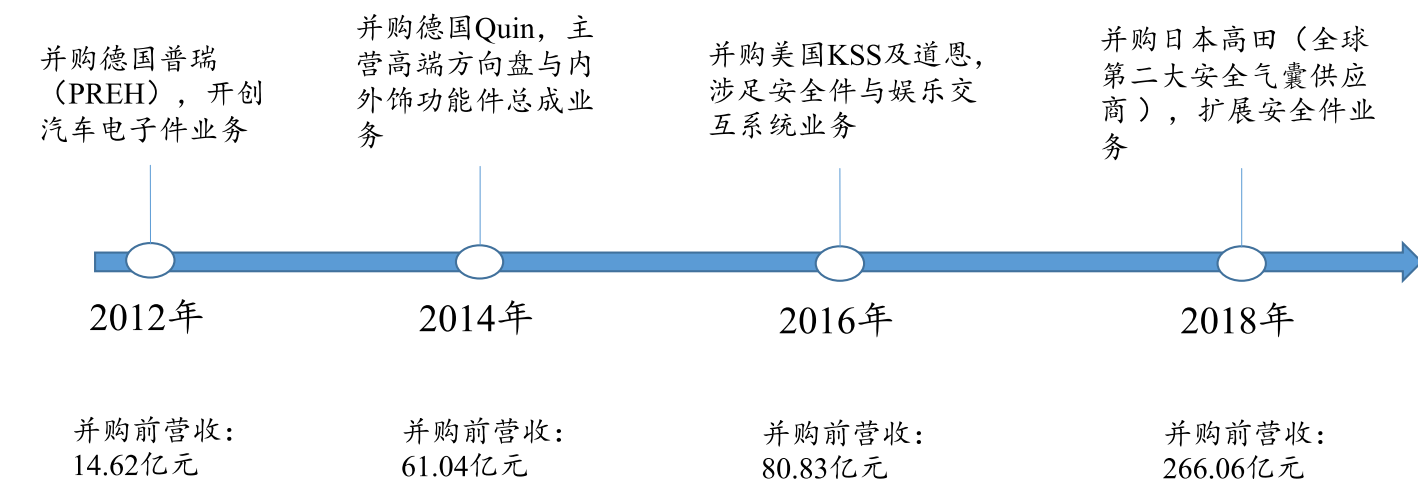
自 2011 年上市后，公司先后收购了德国 PREH、德国 QUIN、美国 KSS 以及日本高田资产（PSAN 业务除外）等企业，实现了从汽车零部件企业向系统技术提供商转型：

1) 德国普瑞（PREH）成立于 1919 年，其主要业务包括空调控制系统、驾驶控制系统、传感器系统、电子驻车系统、电源管理系统等；其核心电子控制单元技术和新能源汽车相关技术是普瑞的核心技术。主要客户包括全球前十大汽车公司宝马、奔驰和福特等。2011 年 6 月 27 日，均胜电子母公司均胜集团以支付现金的方式取得普瑞公司 5.10% 的股权与普瑞控股 74.90% 的股权（普瑞控股直接持有德国普瑞 94.90% 的股权），完成并购。

2) 德国 Quin 主营高端方向盘与内外饰功能件总成业务，在汽车零部件行业处于全球领先地位。客户有宝马、奔驰等高端汽车企业。2014 年均胜发布公告拟以 9000 万欧元收购标的公司。2015 均胜分两次收购，第一次以现金支付方式通过其子公司德国普瑞控股有限公司以 1430 万欧元收购 Quin75% 的股份；第二次再收购剩余的 25% 股权。

3) 日本高田是全球第二大安全气囊供应商，产品包括安全带、安全气囊系统、方向盘、主动安全电子产品及其他车类安全产品。2017 年，均胜电子通过子公司 KSS 与高田签定《谅解备忘录》，针对高田硝酸铵气体发生器（“PSAN 业务”）以外的资产进行收购。

图表 42：均胜电子海外并购历史



来源：均胜电子公告，国金证券研究所整理

并购极大地带动了公司业绩高增和产业转型。公司最初的业务以汽车内外饰功能件为主，产品主要包括发动机进气管、洗涤器、空调出风口等。海外并购带动公司快速成长：

1) PREH 早年就以电子原件起家，是一家拥有多项自主技术专利和稳定客户群体的汽车中控平台制造商，在国际市场占有一席之地，且颇有影响力，无论从年收入还是技术规模都远超均胜电子。并购后 PREH 给均胜带来的客户、技术等资源，成功帮助其转型进入高端汽车电子零部件行业。2012 年均胜营收 53.38 亿元，同比增长 58.11%，实现从汽车制造业向汽车零部件的转型，产品类型也拓展至汽车电子类、内外饰类、工业自动化设备制造等，大幅扩增产品种类；突破国外地区零部件市场，营收 38.76 亿元，业务占比达到 72%。

2) Quin 作为高端汽车方向盘总成的领军企业，其产品和均胜的中控系统产品实现有机的互补，使得均胜能够与国际大型汽车零部件供应商进行竞争。客户方面在进一步巩固原有奔驰、宝马、宾利、大众等基础上，还赢得新的客户如：GM、福特、沃尔沃、路虎和 MINI 等，同时还拓展亚洲的日系、韩系等车系，实现全球全覆盖。2016 年，国外地区营收 124.40 亿元，同比增长 123.56%，国内地区 58.26 亿元，同比增长 158.98%，均实现大幅增长。

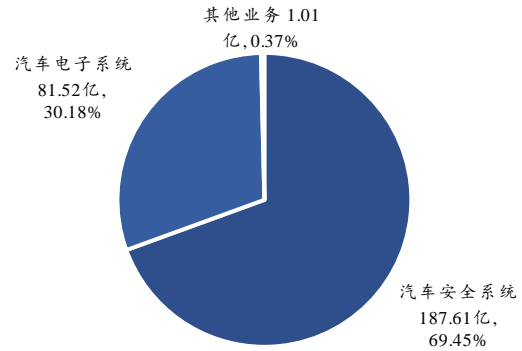
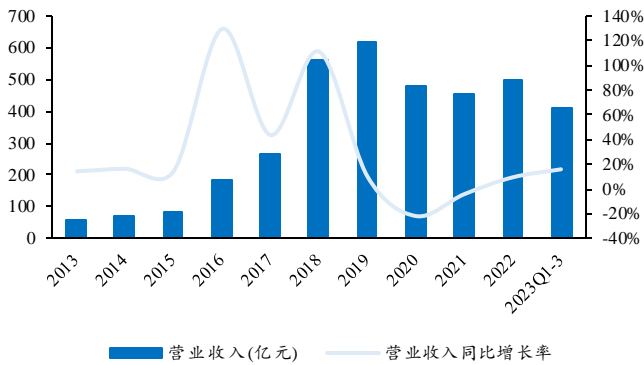
3) 高田气囊作为全球第二大安全气囊生产厂家，在全球安全带和安全气囊市场占有 20% 份额。均胜在 2016 年完成对 KSS 的收购后，希望在业务、市场和资源等方面产生互补和协同效应，成为汽车电子系统、汽车安全，特别是主被动安全领域的全球供应商。因此，此次对高田主要资产的收购，目的是帮助子公司 KSS 实现产能的有效扩充并满足新增订单的需要，同时进入日系整车厂商供应体系，凭借高田现有的主被动安全技术对 KSS 进一步补强。

经过多次并购，公司转型成以主被动安全系统、汽车电子系统为主的零部件厂商，22 年车载安全系统营收占比 69.5%，已成主被动安全龙头。在公司并购日本高田的 2018 年，公司营收/净利均有大幅增长。2018 年公司营收 561.81 亿元，同比+113%；净利润 13.2 亿元，同比+233%，为历史最高。



图表43: 均胜电子并购后营收大幅增长(亿元)

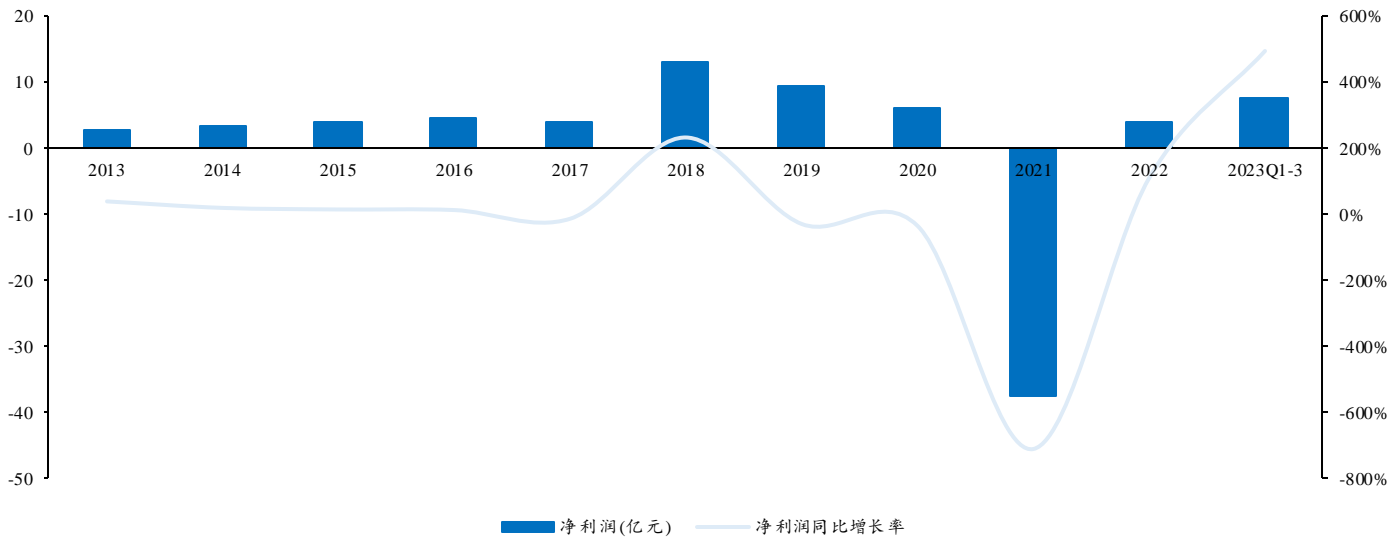
图表44: 均胜电子以汽车安全/汽车电子系统为主营业务(2022年, %)



来源: 均胜电子公告, 国金证券研究所

来源: 均胜电子公告, 国金证券研究所

图表45: 均胜电子并购后净利润大幅增长(亿元)



来源: 均胜电子公告, 国金证券研究所

但是, 并购后对公司管理能力的要求提升, 拖累了公司后续业绩发展。业务整合难度高、产生大额商誉和资产负债率较高等问题困扰公司经营。2020 年全球新冠疫情爆发, 海外汽车市场大受影响, 导致公司营收和盈利能力都出现下滑, 其中 2021 年安全事业部商誉减值大幅拖累公司业绩。此次商誉减值主要为公司的汽车安全事业部资产组的商誉计提减值, 由于公司近年多项并购导致商誉持续增长, 前期从未计提大额商誉减值, 此次一次性计提长期资产减值, 导致其 2021 年净利润下降 20 至 25 亿元。2021 年, 公司最终营收 456.7 亿元, 同比-4.64%, 净利润-37.53 亿元, 同比-709%, 净利率-9.9%。

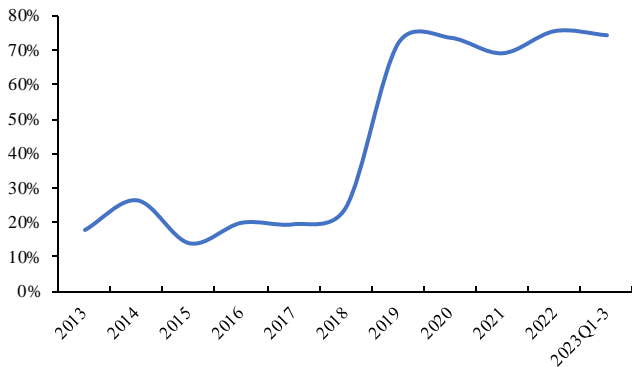
案例 4、继峰股份: 收购百年德企, 拓展全球化战略布局

继峰股份多年深耕汽车零部件业, 是一家专业从事汽车内饰件及其系统、乘用车座椅以及道路车辆、非道路车辆悬挂驾驶座椅和乘客座椅的开发、生产和销售的全局性汽车零部件供应商。公司持续在座舱内饰件领域上做深做强, 不断加强自身的专业能力, 先后成为奥迪、一汽大众供应商。

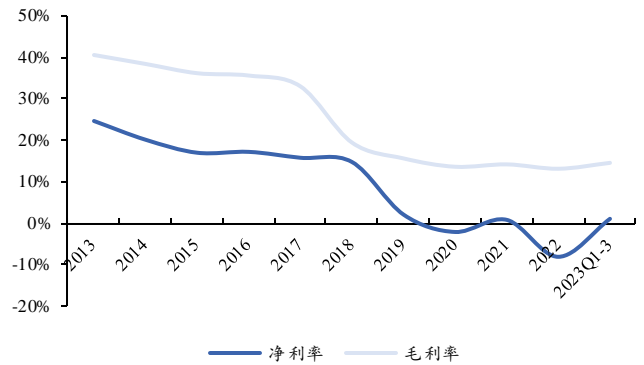
2019 年继峰股份斥资 37.5 亿元, 通过持有继峰投资 100% 股权, 间接收购目标公司 Grammer 84.23% 股权, 实现对于目标公司 Grammer 的控制并将其纳入自身合并报表范围。根据继峰股份上市时招股说明书介绍, 在乘用车座椅头枕领域, 继峰股份竞争优势显著, 国内鲜逢敌手, 而国际上的主要竞争对手就是 Grammer。



图表46: 继峰股份资产负债率



图表47: 继峰股份净利率与毛利率



来源: 继峰股份公告, 国金证券研究所

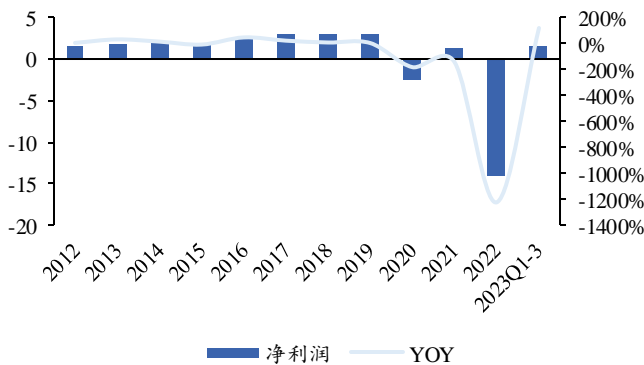
来源: 继峰股份公告, 国金证券研究所

并购效益显著带动公司业绩高增。1) 2019年, 继峰营收 180.01 亿元, 同比增长 147.19%, 其中座椅头枕、扶手产品分别营收 47.56、23.15 亿元, 同比大幅提升 380%、189.52%, 新开展的商用车座椅和中控系统软件, 分别营收 47.53、58.52 亿元, 两项新业务累计占主营业务 58.91%。至此, 继峰有效地吸收并转化 Grammer 的四大汽车零部件产品, 并对原头枕和扶手业务升级。

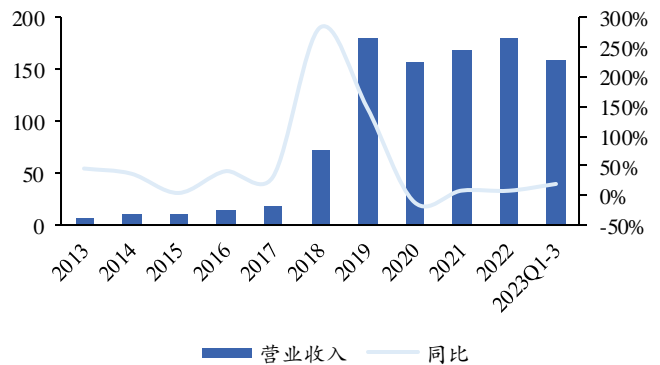
2) 地区上, 国外业务营收 141.58 亿元, 同比增长 3992.82%, 切实将汽车零部件业务拓展到全球, 有效地分散和降低了行业区域性下滑的风险; 国内市场营收 37.63 亿元, 同比增长 118.7%, 充分转化国内座椅头枕市场上的领先优势。

3) 2019年公司净利润 2.98 亿元, 同比小幅下降, 净利率 2%, 毛利率 15.6%。资产负债率 72%, 较收购前同比+192.7%, 并购 Grammer 后的几年里, 公司的营业收入、净利率、毛利率均缓步恢复。在公司并购乘用车座椅头枕领域中唯一的强劲对手后, 行业竞争格局由双寡头转变为了近似垄断的竞争格局, 公司牢牢把握行业内的龙头地位。即使受到前几年疫情所带来消费不振的冲击, 公司依然能够保持稳定的运营, 并在疫情后的 23 年成功实现扭亏为盈。

图表48: 继峰股份历年净利润及 YOY (亿元)



图表49: 继峰股份并购后营收大幅增长 (亿元)



来源: 继峰股份公告, 国金证券研究所

来源: 继峰股份公告, 国金证券研究所

继峰股份的并购成功之处在于: 1) 双方的“强强联合”; 2) 公司对格拉默的优秀整合。

1) 同行业收购, 实现龙头地位。继峰头枕在中国市占率第一、欧洲市占率第三, 是国内少数能同时为欧系、美系、日系及自主品牌配套的供应商。Grammer 头枕在欧洲市占率第一, 中国市占率第三, 全球 19 个国家共设立了 42 家控股子公司, 并建立了全球生产、物流和营销网络, 主要客户包括大众、戴姆勒、宝马、通用等。继峰通过本次并购, 开拓业务新线条, 推动技术领域的业务协同, 占据全球头枕绝对龙头的地位。

2) 整合能力强劲便于形成合力。2019年10月, 双方实现并表。采购层面: 2020年3月, 继峰股份与格拉默签订联合采购协议, 继峰在生产资料和物料上的优势赋能格拉默, 降低公司和格拉默的采购成本提高双方毛利率水平。

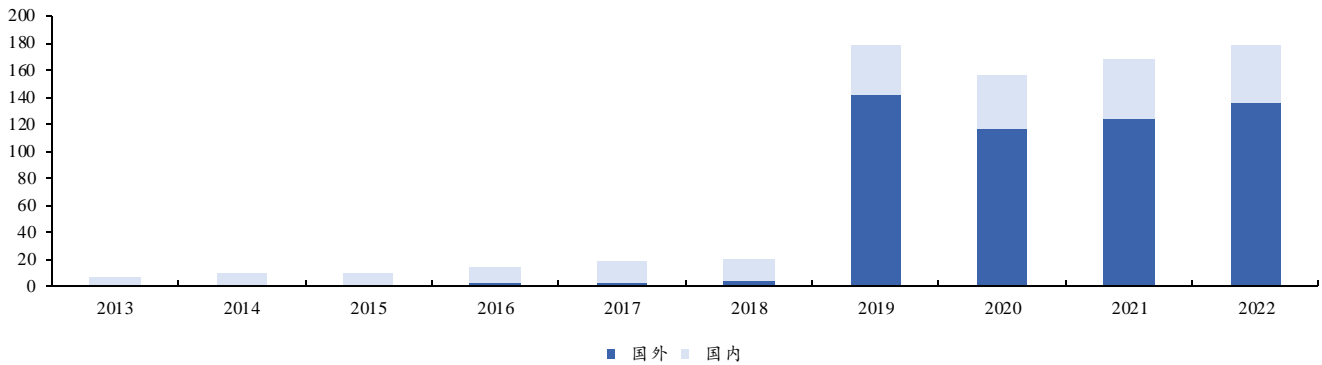
整合格拉默工厂: 2020年1月起, 继峰将位于美国的四家公司 TMDWEK、TMD 田纳西、TMD 威斯康星和 TMDWEK 北, 整合至 TMDLLC; 2020年7月, 格拉默江苏工厂搬迁至宁波北仑, 与继峰宁波工厂合并。

客户资源方面, 双方强强联合。如格拉默与一汽集团子公司组建合资公司, 开展高端商用车座椅业务, 并为解放商用车配套产品等。

协同战略下效果显著: 2019年起继峰集团营收大涨, 海外营收占比超 80%; 同时格拉默也逐步扭亏为盈。2021年格拉默实现营收 146.51 亿元, 同比+7.84%; 实现净利润 0.12 亿元, 而去年同期为亏损 5.11 亿元。



图表50: 继峰股份历年国内-海外营业收入 (亿元)



来源: 继峰股份公告, 国金证券研究所

1.2.3 汽零海外并购方法论: 动机、并购选择与成功要素

复盘中国汽车零部件企业出海历史, 不难发现:

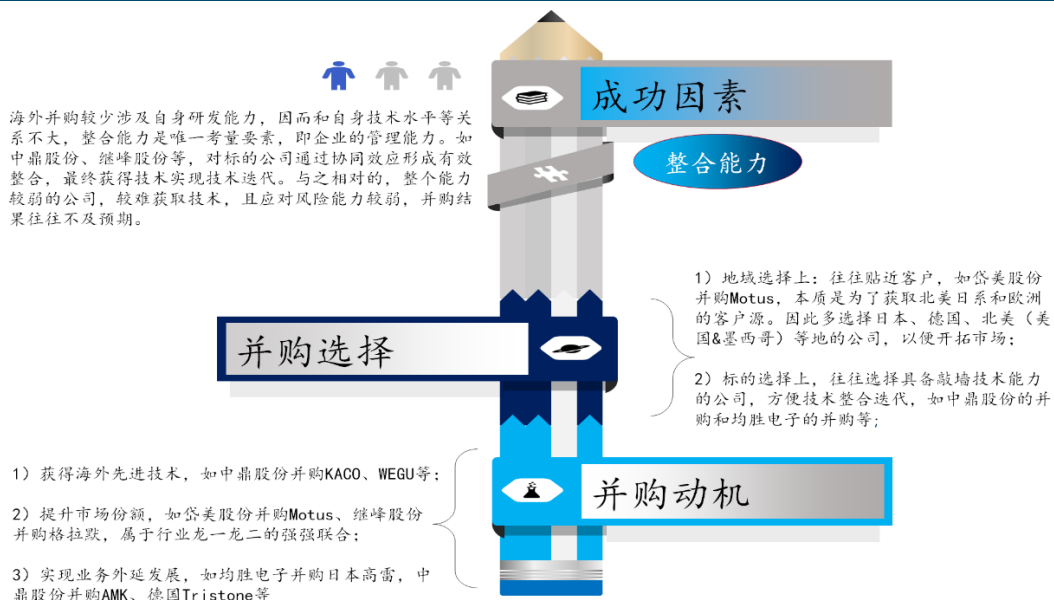
1、汽零海外并购的目的在于: 1) 获得海外先进技术, 如中鼎股份并购 KACO、WEGU 等; 2) 提升市场份额, 如岱美股份并购 Motus、继峰股份并购格拉默, 属于行业龙一龙二的强强联合; 3) 实现业务外延发展, 如均胜电子并购日本高雷, 中鼎股份并购 AMK、德国 Tristone 等。

2、汽零海外并购的选择: 1) 地域选择上: 往往贴近客户, 如岱美股份并购 Motus, 本质是为了获取北美日系和欧洲的客户源。因此多选择日本、德国、北美(美国&墨西哥)等地的公司, 以便开拓市场; 2) 标的选择上, 往往选择具备敲门技术能力的公司, 方便技术整合迭代, 如中鼎股份的并购和均胜电子的并购等;

3、全球化经营管理能力是核心要素。海外并购较少涉及自身研发能力, 因而和自身技术水平等关系不大。但因其涉及海外子公司及海外客户的管理, 因而企业的全球化经营管理能力是核心要素。

如中鼎股份、继峰股份等, 对标的公司通过协同效应形成有效整合, 最终获得技术实现技术迭代。与之相对的, 整个能力较弱的公司, 较难获取技术, 且应对风险能力较弱, 并购结果往往不及预期。

图表51: 汽零海外并购方法论



来源: 国金证券研究所整理

同样地, 由于海外经营环境难以改变。零部件资本出海真正的协同也是技术海外吸收、扩大经营中国市场。如中鼎股份、岱美股份等, 均在并购后将先进技术回传中国本部, 实现对海外技术的整合消化, 同时反哺本土零部件业务, 成为市场龙头。



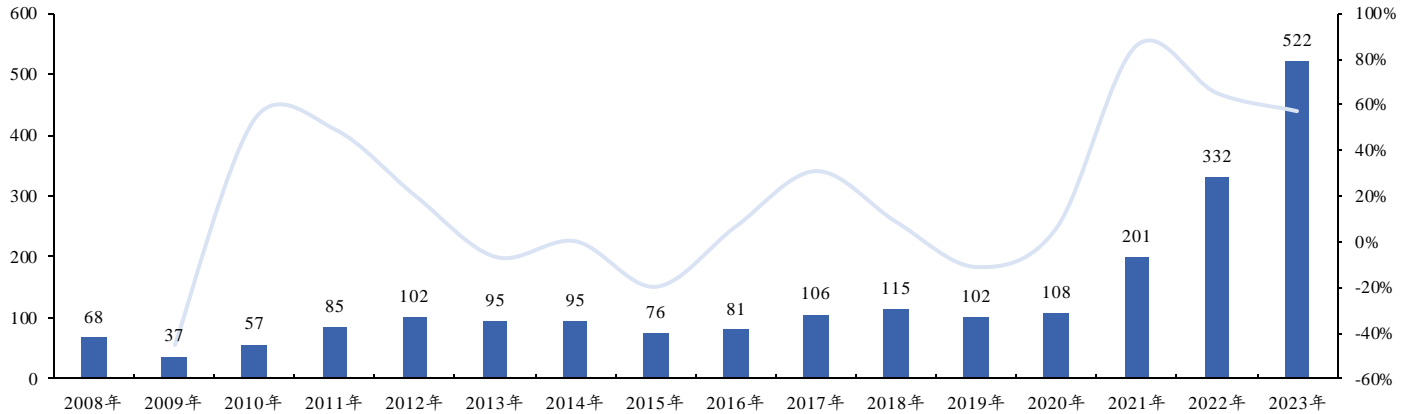
二、产品出海：中国整车、汽配出口复盘

2.1 整车出海：技术为主线，海外布局定胜负

2.1.1 复盘：中国汽车出海历史，深耕二十载终迎爆发式增长

复盘自主汽车出海历史，我们认为，自主车企出海以 2012/2020 年为临界点，可分为快速起步期（2001-2012 年）、震荡波动期（2012-2020 年）、兑现爆发期（2020 年至今）三个阶段。

图表52：中国汽车年出口量及 YOY（万辆）



来源：海关总署、乘联会，国金证券研究所

1、快速起步期（2001-2012 年）：集中欠发达地区，出口紧凑型轿车

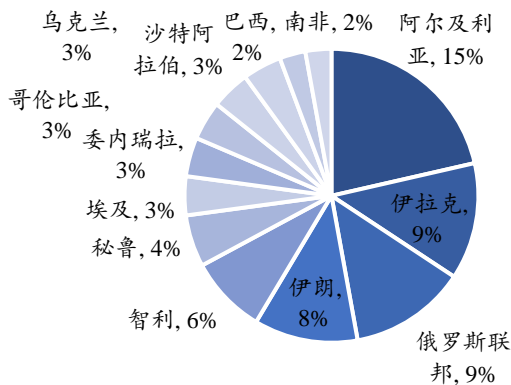
2001 年中国“入世”刺激汽车出口快速发展。2001 年之前中国汽车年出口仅万余辆，中国加入 WTO 后，奇瑞等公司拉开国车出海序幕。除去 07-09 年因金融危机导致的短暂下滑，国车出口量始终稳步增长，并于 2012 年突破 100 万辆大关，当年出口 105.6 万辆，同比+17.1%。

早期出海以非洲、中东、拉美欠发达国家为主，出口质量低。2012 年阿尔及利亚（北非）为国车出海最大单一市场，当年出口 15.2 万辆占比 15%；其次为伊拉克、俄罗斯，当年出口约 9.1 万辆占比 9%；阿尔及利亚、俄罗斯、伊朗、伊拉克就占据出口总量的 46%。在拉美，国车出口集中在秘鲁、玻利维亚、委内瑞拉、智利等国家。

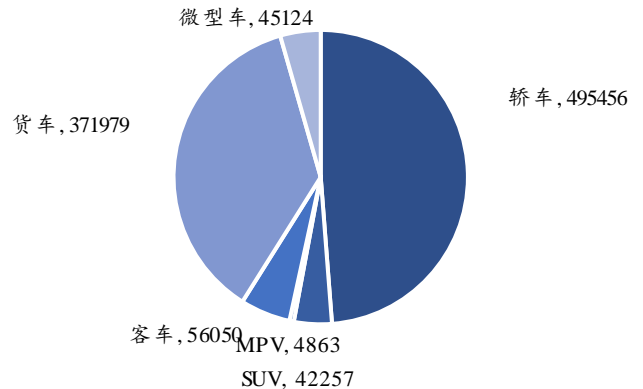
分车企上看：中汽协口径，2012 年，在主要汽车出口企业中，奇瑞继续高居榜首，共出口 18.48 万辆，同比增长 16.26%；出口量排名二到十位的企业依次为：吉利、长城、上汽、力帆、东风、江淮、广汽、长安和北汽，分别出口 10.08 万辆、9.65 万辆、9.56 万辆、8.70 万辆、8.48 万辆、5.72 万辆、5.30 万辆、5.19 万辆和 5.09 万辆。2012 年，上述十家企业共出口汽车 86.26 万辆，占汽车出口总量的 81.68%。

以欠发达国家为主带来的是出口均价走低。受制于主要市场购买力，国车出口以紧凑型轿车为主。海关总署口径，12 年国车出口轿车 49.5 万辆，同比+33%，占出口总量的 48.8%；SUV 仅 4.2 万辆。主要出口车辆为奇瑞风云 A3/A5、吉利熊猫、帝豪 EC7，受此影响，2012 年及此前的汽车出口均价长期在 1 万美元附近震荡。

图表53：2012 年国车出口以欠发达国家为主（万辆）



图表54：2012 年国车出口以轿车为主（辆）

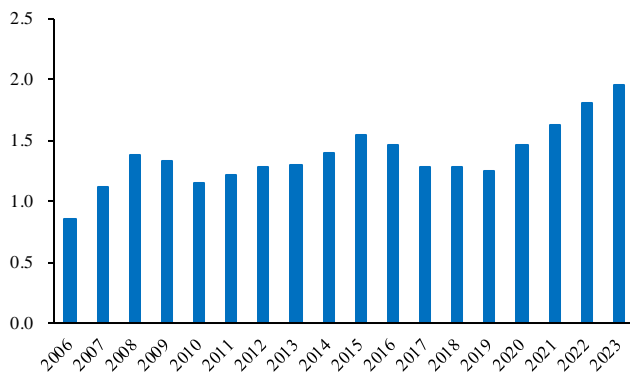


来源：海关总署，乘联会，国金证券研究所

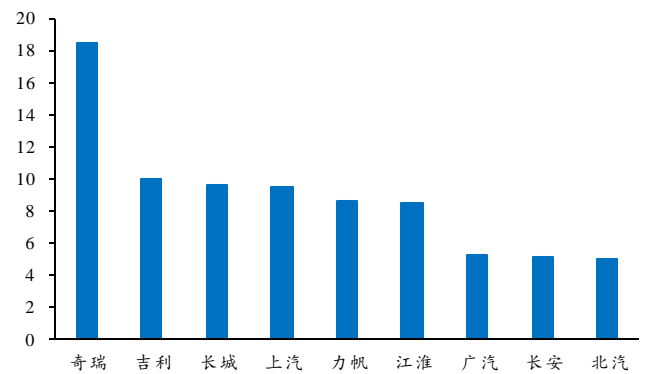
来源：海关总署，乘联会，国金证券研究所



图表55: 早年海关总署汽车出口均价较低(万美元)



图表56: 2012年奇瑞为出口销冠(万辆)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 中汽协, 各车企官网, 国金证券研究所

技术压制下产品力薄弱, 导致早期出海质量较差。彼时自主车企刚进入由紧凑型轿车-城市型 SUV 的成长期, 技术水平仍较弱, 仅能出口原有的紧凑型轿车, 主要竞争对手为日本丰田、本田及韩国现代等车企。为在海外形成对日韩紧凑型轿车的竞争优势, 国车不得不采取折价策略, 通过低廉的价格冲量, 品牌力受损。因而虽 2012 年国车出口已突破百万, 但质量偏低, 为后续长期震荡埋下隐患。

图表57: 2012年中国出口车型 VS 日韩出口车型(万辆)

车型	奇瑞风云 2 2012	吉利全球鹰 2012	丰田雷凌 2014	日产阳光 2010	丰田凯美瑞 2012
外观					
上市时间	2012.03	2012.03	2014.07	2010.12	2011.12
价格(万元)	5.18	9.29	10.78	8.28	22.58
变速箱	5 挡手动	5 挡手动	5 挡手动	5 挡手动	6 挡手自一体
轴距(mm)	2670	2661	2700	2600	2775
最大功率-kW	80	102	90	82	135
百公里油耗-L	6.5	8.79	6.2	6.1	9.4
前悬架形式	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架
后悬架形式	扭力梁式非独立悬架	多连杆式独立悬架	扭力梁式非独立悬架	扭力梁式非独立悬架	双连杆独立悬架
驱动方式	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱

来源: 各公司官网, 懂车帝, 国金证券研究所

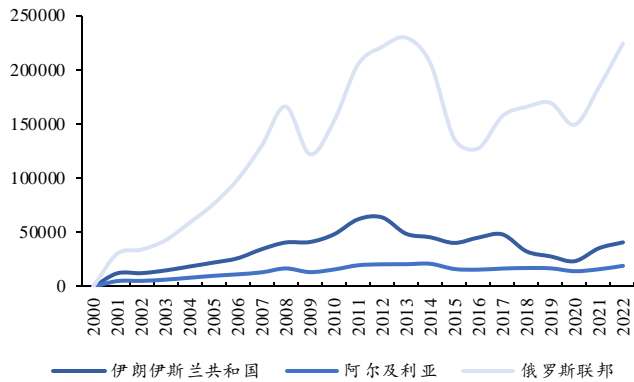
2、震荡波动期(2012-2020年): 冲击高端市场遇挫折, 车型结构性调整

2013年起, 由于 1) 新兴经济体经济困难: 伊朗、俄罗斯等经济体受宏观经济形势及政治因素影响, 经济形势困难, 市场需求减少; 2) 人民币汇率升值: 美元兑人民币汇率从 2011 年的 6.46 下降至 2014 年的 6.14, 影响国车出口经济性, 价格优势丧失;

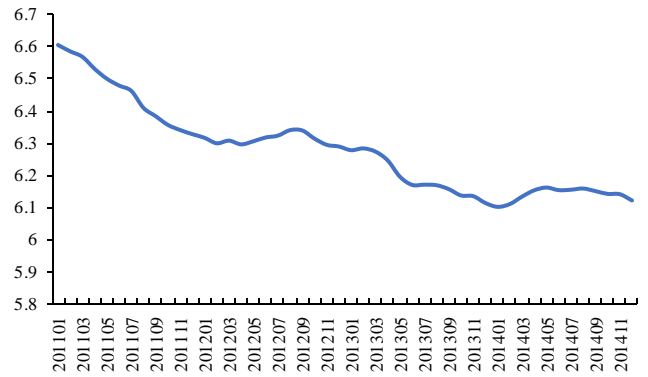
3) 海外市场竞争趋于激烈: 2010 年起日本汽车出海步入收获期, 全球生产布局基本完成, 海外产能爬升至 1800 万辆/年, 日企出口达到顶峰。铃木、大发、丰田、本田等日系车企本就以紧凑型轿车/SUV 为主导, 定位与国车重合, 产品力更强, 冲击国车海外地位。



图表58: 2013-14 年主要新型经济体经济衰退 (十亿美元)



图表59: 2011-2014 年人民币汇率不断提升



来源: 世界银行, 国金证券研究所

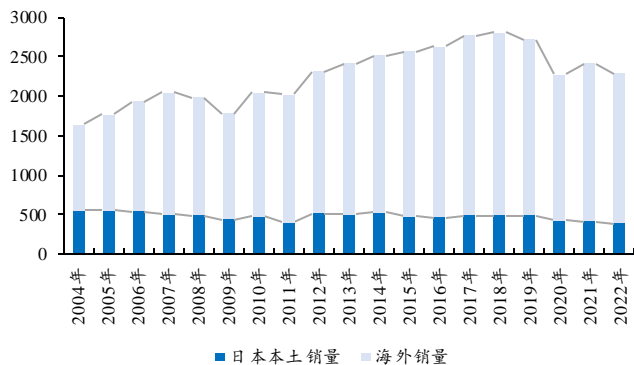
来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

因而国车出海进入震荡期, 2012-2016 年, 国车出海曾经历长达 5 年的衰退期, 2015 年出口量下滑至 76 万辆, 相较于 2012 年-25.5%。2013-2020 年, 国车出海始终维持在 100 万辆附近震荡波动。2020 年, 国车出口 108 万辆, 同比+5.9%, 相较于 2012 年+6%。

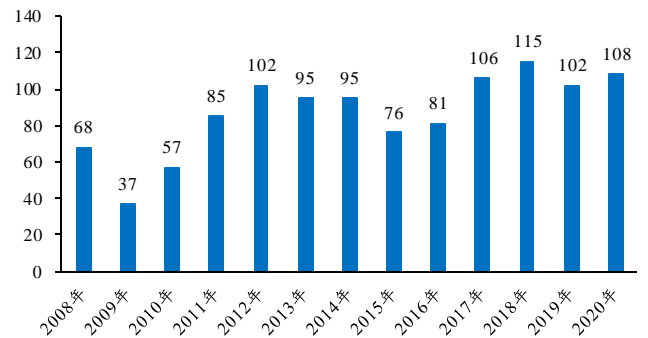
为应对出海困境, 自主车企也曾采取多项手段维持市场份额。1) 进入其他市场, 如吉利收购宝腾后进入东南亚市场, 上汽开启全球出海等, 2017 年起, 吉利、奇瑞等车企在美国开启尝试; 2) 转换出口车型, 彼时自主车企在 SUV 领域获得突破, 出海车型 SUV 占比显著提升。

但在 21 年以前, 自主车企仍未打开出口局面: 1) 自主车企出海仍显稚嫩, 受中美关系影响, 中国车企对美出口失败, 最终奇瑞等被迫退出美国市场; 对欧洲出口则受到欧盟规则限制, 叠加本土车企强势, 进展缓慢; 2) 自主车企竞争力仍有不足, 2020 年之前国车技术尚未取得长足进步, 对海外产品力、品牌力仍有不足。

图表60: 2010 年起日本车企出海进入收获期 (万辆)



图表61: 2013-2020 年国车出海进入震荡期 (万辆)



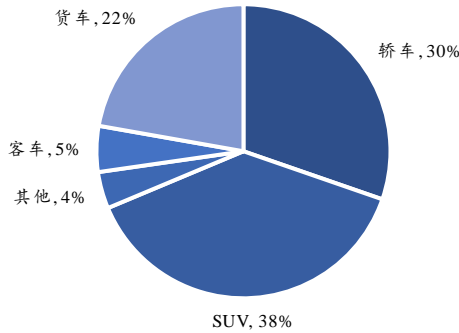
来源: JAMA, Marklines, 国金证券研究所

来源: 中汽协, 国金证券研究所

因此此时出海仍以发展中国家为主, 出口质量仍较低。中汽协统计, 2018 年汽车整车商品出口 TOP10 国家分别是伊朗、墨西哥、智利、美国、厄瓜多尔、泰国、埃及、巴西、秘鲁、俄罗斯; 当年出口均价为 1.34 万元, 仍较低。

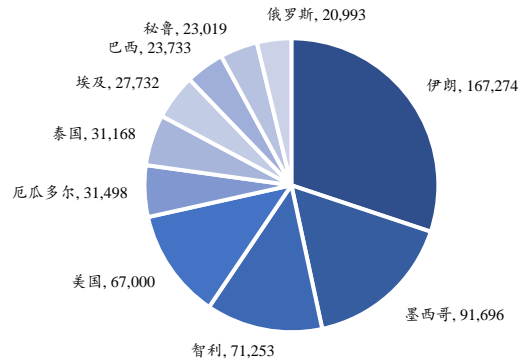


图表62: 2018年自主车企SUV出口占比上升至38%



来源: 中汽协, 国金证券研究所

图表63: 2018年自主车企出口国家分布



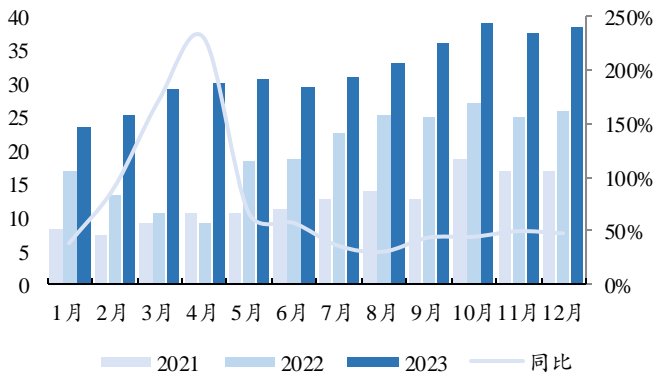
来源: 中汽协, 国金证券研究所

3、兑现爆发期(2020年至今): 油电出海同步爆发

21年起国车迈入出口“高光期”。21年起, 国车出海获突破性进展, 当年出口量破200万至201.5万辆, 同比涨幅达101%。

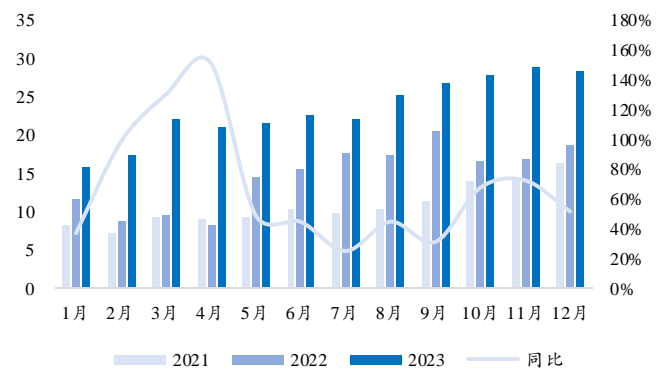
22-23年, 国车出口维持强势, 增势不减: 乘联会口径, 2023年乘用车累计出口383万辆, 同比+62%; 12月出口(含整车与CKD)38.5万, 同/环比+49%/+3%。其中电车累计103.6万辆同比+39.7%, 12月出口10.2万辆, 同/环比+39.8%/+19.4%。

图表64: 21-23年国内汽车出口量(万辆)



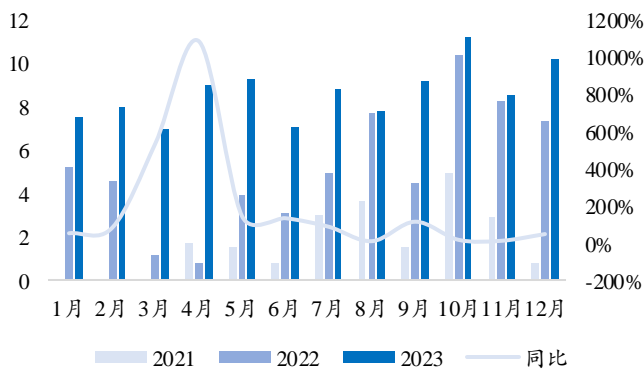
来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表65: 21-23年国内燃油车出口量(万辆)



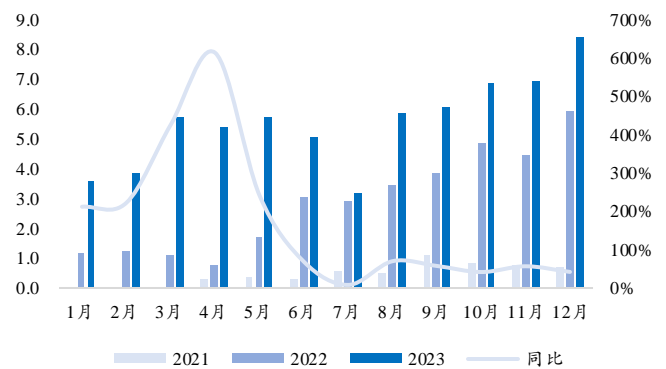
来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表66: 21-23年国内电车出口量(万辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表67: 21-23年国内自主车企电车出口量(万辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

21年来国车出海迎爆发式增长, 其原因主要在于:

1、国产油车海外布局深入, 进入兑现期



2018年，中国汽车销量首次下滑，自主车企开始意识到海外市场对于增长的重要性，加快出海计划部署。同时在20年疫情影响，全球汽车销量步入下行区间，通用、福特、日产等企业海外业务利润坍塌，叠加电动化、智能化转型要求更多资金投入，许多海外车企纷纷收缩业务版图。

图表68：2020年新冠疫情使海外车企出海战略进入紧缩期

公司	时间	市场	事件
福特	2021年	印度	福特印度汽车公司9月9日宣布，将于近期关闭在印度的两家制造工厂。福特在印度西部古吉拉特邦的萨南德汽车出口制造工厂将在今年第四季度关闭；福特在印度南部海岸城市钦奈投资的汽车和发动机制造工厂将在明年第二季度结束前关闭。
	2022年	俄罗斯	10月30日消息，福特将暂停在俄罗斯的业务，福特准备出售合资公司49%的股份。其合资股份将以1欧元的名义价值转让给合资企业。如果全球形势发生变化，福特将保留在五年内回购股票的选择权。事实上，早在2019年，因为业务亏损，福特已经退出俄罗斯乘用车市场，关闭了三家工厂，专注于轻型商用车、零部件供应、信息技术和工程支持。
通用	2020年	澳大利亚	2月17日，通用汽车公司宣布退出澳大利亚和新西兰市场，并将于2021年前，逐步结束在澳大利亚和新西兰地区的运营，包括销售、设计、研发等，并完全退役“名存实亡”的霍顿品牌（Holden）
	2020年	新西兰	通用汽车发布公告，宣布2021年开始将逐步减少其旗下霍顿品牌在澳大利亚和新西兰的销售、工程和设计业务。
	2020年	泰国	2月17日，长城汽车和通用汽车宣布，长城汽车将收购通用汽车的泰国罗勇府制造工厂。根据双方已签署的条款书，包括罗勇府汽车工厂和动力总成工厂在内的通用汽车泰国公司将移交给长城汽车，双方计划在2020年底完成交易和最终移交。
日产	2022年	俄罗斯	日产官宣将退出俄罗斯市场，将本地的业务出售给俄罗斯汽车与汽车发动机研究所，打包出售的业务只收取了1欧元的象征性价格。这笔交易完成后，日产预计损失额度将达1000亿日元，日产也是继丰田后第二家退出俄罗斯的日本车企。
	2020年	韩国	日产汽车决定，在2020年底前退出韩国市场。日韩紧张的政治关系和贸易关系，加上疫情影响，日产已经无法在韩国持续经营，销量大幅减少。

来源：各公司官网，国金证券研究所

自主车企在海外布局深入。自2012年起，自主车企经历10余年海外布局，已基本成熟。截止23年12月，自主车企出口已遍布六大洲，超100个国家和地区，其中上汽/奇瑞/比亚迪三大龙头均已进入80+以上国家和地区，上汽/奇瑞在海外门店超1000家，使自主车企快速填补美日车企收缩后留下的市场空缺。

而电车时代，海外车型供给不足，再次给予国车出海空间。伴随国车海外布局深入，自主车企对海外供给提升，带动国车出海进入兑现期。我们预计乘用车24年出口480万辆，同比+25.4%，依旧维持强势。

2、技术进步革新国车产品力、品牌力

1) 燃油车：油车技术进步缩小国车与海外品牌差距。2015年后，自主车企在发动机、变速箱上技术进步明显，产品力差距相对海外车型已有明显减小。至2018年，国产的奇瑞1.6T/长安1.4T/吉利2.0T等发动机已接近甚至超越大众/PSA同级别发动机，自主车企产品力差距减小，品牌力提升。

产品力、品牌力提升下自主车企在海外已不再折价销售。以奇瑞为例，瑞虎8国内售价10.99-15.79万元，在俄罗斯售价折合人民币17.58-20.66万元；欧萌达在国内售价9.29-12.89万元，在俄罗斯售价21.4-22.1万元。自主油车在海外相对国内存在50%-100%的溢价。



图表69: 长安 1.4T VS 大众 1.4T 发动机

图表70: 现今国产车在海外已实现溢价销售(海外价格以欧洲为例, 万元)

发动机	长安 1.4T	大众 1.4T
装车年份	2019	2014
参数	158/260N.m	150 匹/250N.m
燃油标号	92#	95#
缸体材料	全铝	全铝
正时系统	双 VT	双 VVT
喷油系统	350bar 直喷	200bar 直喷
热效率	38%	35%
增压系统	双涡轮涡轮增压	集成式排气歧管

来源: 长安汽车官网, 大众官网, 国金证券研究所

车型	国内价格	国外价格
比亚迪汉EV	18 万起	70 万起
比亚迪元 PLUS	15 万起	28-30 万
比亚迪海豚	10 万起	17-20 万
极氪 001	26.8 万元起	47.2 万元起
蔚来 ET5	29.80-35.60 万元	45.48-52.09 万元
奇瑞瑞虎 7 Pro	9.99 万起	20.52 万元
蔚来 ET7	45.8-53.6 万元	60.17-66.78 万元
MG4 EV	13.98-18.68 万	20 万起

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

2) 电动车: 技术大幅领先瞄准海外转型期空缺。海外已进入电动化初期, 但受制于车型供给电动化滞后。国车在三电系统、智能化配置中具备创新实力, 如比亚迪的八合一电驱驱动传动比、电流、电机输出形成极致效率。国内“汽车+互联网”的融合模式加速下, 智能配置成为国产汽车的标配, 在海外市场上有着独特优势;

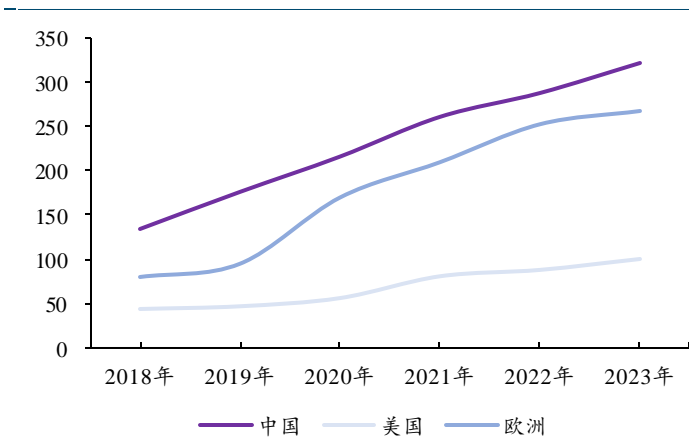
反观海外车企仍以油改电车型为主, 为早期传统车企为达碳减排要求而上市的油改电车型, 并无专属的电动平台, 外观/内饰/智能化水平与传统油车完全一致。油改电车并未体现出电车强性能、高度智能化的特性, 导致电车相对油车并无产品力优势。同时, 美欧电车相对油车存在 30%+的溢价, 导致性价比低下。

同时, 海外电车供给长期匮乏, 给予国车机会。以丰田/本田/铃木为首的日系车企在 2023 年分别仅有 2/1/0 款纯电车型, 在东南亚、中东等优势地区电动化的大背景下, 逐渐失去市场。欧美车企上, 我们统计 23 年美国仅上市 10 款电车, 总车型仅 97 款, 远低于中国的 400+款。

我们认为: 长期看, 在技术和产品力优势下, 电车出海为国车提供品牌重塑机会。伴随自主电车在欧美布局深入, 国车出海将逐渐转向电车为主。

图表71: 中美欧三地电车车型数与 23 年新上市车型数对比 (款)

图表72: 海外电车相对中国电车竞争力薄弱, 性能&价格均处劣势



来源: Marklines, 国金证券研究所

参数	蔚来 ET5	BMW i5 eDrive40	福特电马 Mach-E
厂商	蔚来 (中国)	宝马 (德国)	福特 (美国)
起步价	约 \$ 41,657	\$ 67,795	\$ 45,995
电池容量	100 kWh	81.2 kWh	78.2 kWh
里程	700 km	582 km	> 600km
最大功率	359 kW	249 kW	210 kW
最大扭矩	700 N m	430 N m	430 N m
零百加速	4.3 s	6 s	3.57s
智驾水平	L3	/	/
生产年份	2022	2023	2022

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

2.1.2 总结: 技术力提升下, 国车出海经历“三大突破”

复盘国车产品出海历史, 伴随车企技术力提升, 产品力、品牌力不断突破, 自主品牌在海外经历了“低端到高端”、“轿车到 SUV”、“低势能到高势能”的“三大突破”。

1、品牌上: 从低端到中高端

早期自主车企出海以紧凑型油车为主; 近年来, 在 1) 自主车企已实现对油车技术的追赶, 及 2) 自主车企在电车技术上大幅领先的影响下, 自主车企走向高端化。

电动化给予自主车企品牌力重塑机会。自主电车相对合资, 在车型数量、电气化和智能化上等产品力要素上均大幅领先, 具备获得产品溢价的能力。新势力车企蔚来/小鹏/理想/华为系自身即定位中高端市场, 传统自主车企如吉利/比



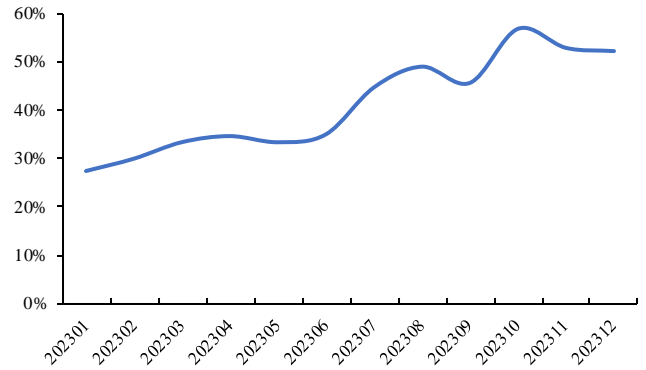
亚迪/长安等亦通过设置如极氪/腾势/阿维塔向高端化转型。

高端化转型下自主车企进入中高端市场，20万以上爆款车型频出，如极氪001/问界M7/理想L7/比亚迪汉等电车均曾实现月销破万。凭借对合资及BBA传统豪华的替代效应，自主车企在20万以上市场中的份额不断提升，从2019年的6.8%提升至2023年12月的31.8%。

图表73：20年以来自主车企爆款中高端车型频出（辆）

图表74：中高端市场自主车企份额提升

车型	集团	动力	售价 (万元)	12月销量
理想L9	理想汽车	PHV	49.98	14913
蔚来ES6	蔚来汽车	EV	39.6	3960
理想L8	理想汽车	PHV	33.98	15013
蔚来ET5	蔚来汽车	EV	32.8	5420
极氪001	吉利汽车	EV	30	7980
问界M7	赛力斯	PHV	24.98- 32.98	25545



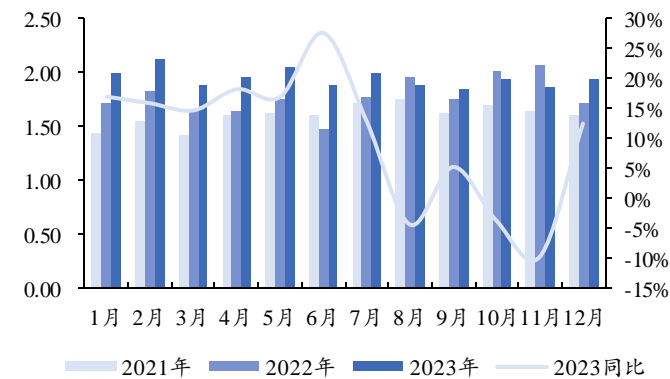
来源：乘联会，国金证券研究所

来源：乘联会，国金证券研究所

高端化对海外传导，国车出海呈现显著的高端化趋势。海外电车相对国内电车产品力较差，国车在海外产品力、品牌力重塑，同样走向高端化：1) 海关总署口径的出口均价抬升至2万美元附近；2) 蔚来、极氪、小鹏等中高端车企宣布出海，并进入以欧洲为首的发达国家市场。目前看自主车企在挪威/瑞典等市场表现良好，23年12月总市占率11.9%，中高端市场实现出口突破。

图表75：21年起海关总署口径出口均价提升（万美元）

图表76：12月中国车企在挪威电车销量（辆）



来源：海关总署，国金证券研究所

来源：Marklines，国金证券研究所

2、车型上：从商用车到轿车到SUV

2001年以前，自主车企出口以商用车为主，轻卡/轻客为国车出口主流。2001年后，自主车企逐步转向紧凑型轿车。2012年以后，伴随SUV技术突破及城市SUV在国内崛起，自主车企出口转向SUV为主，并在2020年之后的电车时代维持了这一趋势。

2010年以来，世界主要市场均呈现SUV化特征。SUV车型凭借其自身1) 实用性：内部空间更大且具备牵引力；2) 适配城市应用情景的特性，刺激消费者需求，在欧美等多个主要市场均实现占比提升。以英国为例，2008年SUV约占总市场11.6%的销售份额。不过到了2017年却是突飞猛进达30.5%的总销售比例。

自主车企转向SUV迎合了市场SUV化的趋势，为后续出口爆发打下基础。我们统计2023年自主车企出口车型，销量前十多为SUV，如奇瑞瑞虎7/瑞虎5/欧萌达5；上汽名爵MG4/MG ZS；比亚迪元PLUS/海豚；吉利缤越；长城哈弗初恋；五菱宝骏530等。

集团	销量	市占率
上海汽车工业(集团)总公司	465	3.9%
比亚迪汽车(BYD)	335	2.8%
小鹏汽车(XPeng)	205	1.7%
吉利汽车	299	2.5%
蔚来汽车(NIO)	62	0.5%
安徽江淮汽车集团	25	0.2%
东风汽车公司	16	0.1%
中国第一汽车集团有限公司	2	0.0%
总计	1409	11.9%



图表77: 2023年中国热销出口车型以SUV为主(去除特斯拉后, 辆)

车型	集团	2023年总出口量	车型类别
名爵 ZS	上汽	251292	SUV
瑞虎 7	奇瑞	178731	SUV
瑞虎 5X	奇瑞	136332	SUV
欧萌达 5	奇瑞	127546	SUV
名爵 5 系	上汽	109431	轿车
比亚迪元	比亚迪	100653	SUV
缤越	吉利	100324	SUV
哈弗初恋	长城	98269	SUV

来源: 乘联会, 国金证券研究所

3、分布上: 从低势能到高势能国家

在传统燃油车领域, 中国自主品牌在核心零部件(如发动机、变速箱)技术研发上起步较晚, 固然奋力直追, 但与合资品牌有一代左右差距。且燃油机效率提升的空间有限, 美、欧、日市场格局较为稳定, 中国品牌不易通过传统燃油车实现产品力超越、突破高势能市场。因而早期国车出口以发展中国家为主, 集中在中东、非洲欠发达国家, 且多为折价销售;

电动化的技术变革, 让中国车企向上突破高势能市场。20 年以来, 海外电动化趋势显现&自主车企长期正向研发下电车技术进入兑现期, 一大批具有竞争力的车型上市甚至出口(如上汽名爵 MG4, 比亚迪元 PLUS 等), 国车出口的地域分布出现明显变化:

1) 欧洲市场的开拓: 低关税、基础设施完善。a、关税低: 德国、法国等国家电动车整车进口享受 10%的低进口税, 挪威对电动车进口实行免税。b、充电基础设施较完善; c、市场接受度高: 欧洲消费者对于环保理念认可度高, 且碳排放政策下对电车销量具有强制要求。

2020 年起, 上汽在欧洲逐渐扩张, 名爵品牌大放异彩。2022 年底, 蔚来、比亚迪进入欧洲市场, 23 年比亚迪投放比亚迪海豹和元 PLUS; 23 年 9 月起, 小鹏, 岚图, 阿维塔, 零跑等亦开启欧洲战略。国车在欧洲布局逐渐深入, 市占率也在提升, 我们统计 23 年 11 月自主车企在欧洲出口 3.3 万辆, 同/环比-1%/+11%, 23 年 1-11 月累计 33.2 万辆, 同比+52%, 市占率达 12%。

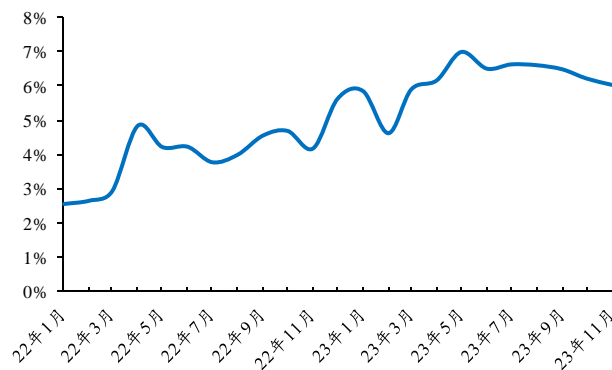
此外, 自主电车在澳大利亚、新西兰等国亦有明显突破。我们统计 23 年 11 月自主电车销售 2395 辆, 同/环比+80%/21%, 累计销售 1.7 万辆, 同比+616%。

图表78: 主要自主车企 23 年 1-11 月在欧洲电车销量及增速(辆)

品牌	22 年 1-11 月	23 年 1-11 月	同比
上汽集团	56251	118447	111%
吉利控股集团	21174	22500	6%
比亚迪汽车	2057	13738	568%
长城汽车	47	5708	12045%
蔚来汽车	1043	2229	114%
小鹏汽车	623	810	30%
零跑汽车	0	714	-%
赛力斯	0	464	-%
奇瑞集团	0	355	-%
江淮汽车	63	308	389%
总量	83352	165699	

来源: Marklines, 国金证券研究所

图表79: 自主车企在欧洲市场月度电车市占率提升



来源: Marklines, 国金证券研究所

2) 发展中国家市场: 早期为北非、中东欠发达国家, 直至 18 年自主车企出海依旧以伊朗、伊拉克等国为主。20 年开始, 伴随自主车企在海外布局深入, 自主车企进入市场快速增加, 油车上进入了如土耳其、墨西哥等国市场。



尤其在俄罗斯市场，2022 年来西方车企退出俄罗斯市场，自主车企则快速填补俄市场空缺，23 年 1-11 月累计出口 41.97 万辆，同比+337.5%，市占率从 21 年的 10%提升至 23 年的 45%，24 年有望突破 50%；其中奇瑞、长城已成为俄罗斯第二/第三大车企。23 年俄罗斯 56.3%的汽车经销网点有销售中国品牌汽车，22 年仅 27%。

图表80: 自主车企在俄罗斯市场销量提升 (零售口径, 辆)

图表81: 23 年自主车企加紧对俄市场布局

品牌	23 年 1-11 月	22 年 1-11 月	YOY
哈弗	96381	29772	223.7%
奇瑞	105600	31441	235.9%
吉利	79935	22210	259.9%
长安	39983	2211	1708.4%
欧萌达	38464	154	24876.6%
星途	38174	10143	276.4%
江淮	10676	0	/
坦克	10482	0	/
总计	419695	95931	337.5%

集团	品牌	车型	推出时间
奇瑞	瑞虎	瑞虎 7 pro max	2023 年 1 月
奇瑞	艾瑞泽	艾瑞泽 8	2023 年 3 月
长城汽车	长城炮	长城炮 KinKong	2023 年 3 月
长城汽车	坦克	坦克 300	2023 年 3 月
长城汽车	坦克	坦克 500	2023 年 3 月
吉利	吉利	吉利 Monjaro	2023 年 4 月
奇瑞	捷途	捷途 X90 Plus	2023 年 7 月
奇瑞	捷途	捷途 X70 Plus	2023 年 9 月
奇瑞	瑞虎	瑞虎 7 pro	2023 年 10 月
奇瑞	瑞虎	瑞虎 8 pro	2023 年 10 月
吉利	星越	吉利星越 L	2023 年 12 月

来源: PCC JKC, 国金证券研究所

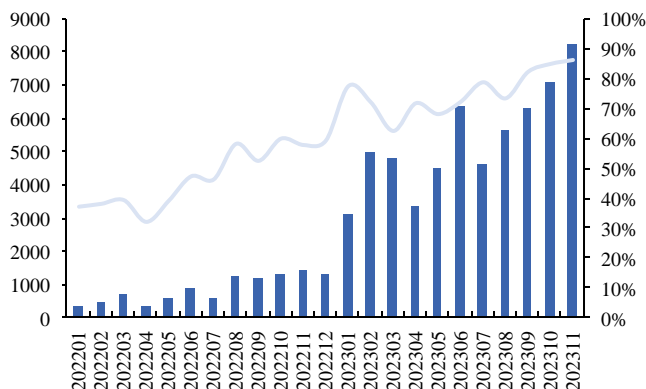
来源: 各车企俄罗斯官网, 国金证券研究所

电车上: 发展中国家对新能源车进口的关税相对较低, 如泰国、巴西、厄瓜多尔对纯电动车实行 0 关税。但是这些地区补能等配套设施不完善, 新能源车处在“导入阶段”早期。发展中国家市场 EV 潜力大, 一方面由于新能源车渗透率有很大的提升空间, 另一方面, 中国车企在当地 EV 市场发展初期进入, 有望在品牌影响力、标准制定上具备先发优势。

自主电车已成为巴西、泰国等地区电动化的核心驱动力。在泰国, 23 年自主车企电车市占率达 85%, 11 月单月出口近 8000 辆。此前东南亚市场长期为日系两田、铃木等占据, 自主车企市占率极低。电动化成功为自主车企打开东南亚等发展中国家市场, 实现从非洲到东南亚市场的切换。

图表82: 自主车企在泰国市场销量及渗透率提升 (辆)

图表83: 拉美 2023 年电车市场竞争格局 (辆)



集团	22 年 1-11 月	23 年 1-11 月	YOY	22 市占率	23 市占率
比亚迪	827	12763	1443%	8.46%	54.97%
江淮汽车	2069	2715	31.22%	21.2%	11.69%
现代-起亚	1853	1918	3.51%	19.0%	8.26%
宝马集团	1704	1739	2.05%	17.4%	7.49%
福特集团	415	965	132.5%	4.25%	4.16%
奔驰集团	183	574	213.7%	1.87%	2.47%
大众集团	479	538	12.32%	4.90%	2.32%
三菱	198	471	137.9%	2.03%	2.03%
雷诺-日产	882	440	-50.11%	9.03%	1.89%
吉利	97	350	260.8%	0.99%	1.51%
总计	9770	23219	137.7%		

来源: FIT, Marklines, 国金证券研究所

来源: Marklines, 国金证券研究所

2.1.3 复盘出海优质企业: 奇瑞布局致胜, 比亚迪布局广+产品领先最具潜力

盘点优质自主车企出海历史, 我们认为 1) 车型产品力; 2) 海外布局 (渠道和车型供给); 3) 车企海外品牌力为车企出海核心要素。

海外是由供给驱动的市场, 布局深入带动渠道/车型增多, 供给提升下才能在海外市场成规模销售。目前看, 奇瑞、上汽为自主车企出海前两名, 23 年分别出口 92.3/68.5 万辆, 同比+105.6%/43.1%; 电车上比亚迪居首且增速较快, 23 年出口 24.3 万辆同比+334.1%。



案例 1、奇瑞的海外全面布局

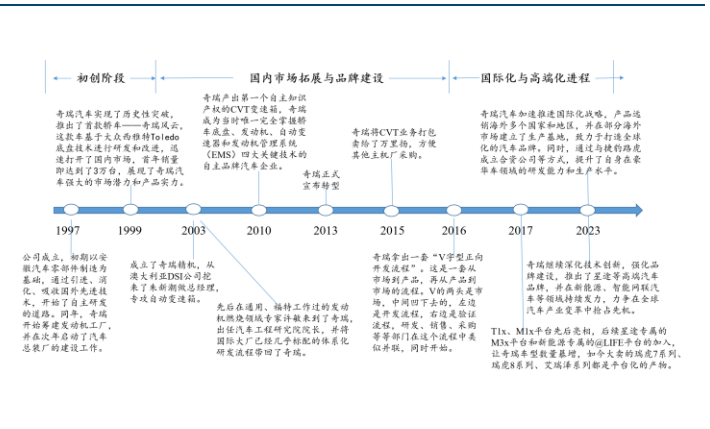
奇瑞是我国最早一批发展出海的自主车企。2001 年奇瑞便开启国际化之路，出口到叙利亚、乌克兰。随后分别在 06/08/10 年进入南美（智利）/东南亚/北美市场。2007 年，奇瑞出口便已超过 10 万辆，并连续 21 年位居全国汽车出口榜首。2023 年奇瑞总销量 188.1 万辆，其中出口 92.3 万辆，海外销量占比 49.1%。

奇瑞的成功之处在于：1、奇瑞自身技术过硬：奇瑞自研发动机由来已久。03 年便已实现 ACTECO 系列一代量产。目前的 ACTECO 三代 2.0T 发动机已在参数上超越本田同级别发动机，1.6T 版本在与 PSA 同级发动机中亦不落下风。低油耗、高性能赋予奇瑞于海外车企竞争的资本。2022 年底，奇瑞自研 8AT 变速箱现身，有望补齐公司在变速箱领域的的短板。

图表84：奇瑞 2.0T VS 友商发动机

车型	星途凌云 400T 两驱	长安 UNI- K2.0T 两驱	本田冠道 370TURBO 两驱
发动机	ACTECO 2 .0T	蓝鲸 2.0T	地球梦 2.0T
最大马力(Ps)	261	233	272
最大扭矩 (N m)	400	390	370
变速箱类型	7DCT	8AT	9AT
百公里综合 油耗(L)	7.1	8.4	8.3

图表85：奇瑞自主燃油车技术研发历史



来源：奇瑞汽车官网，各公司官网，国金证券研究所

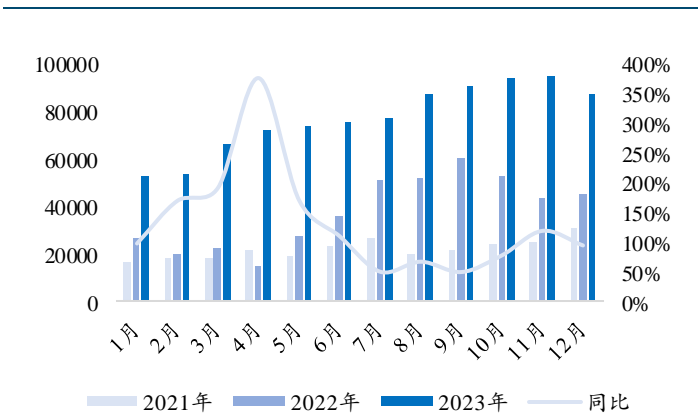
来源：奇瑞官网，国金证券研究所

2、奇瑞深耕海外市场，布局广泛。1) 截止 23 年 12 月，奇瑞在海外已拥有超 1500 家经销商门店，遍布全球超 80 个国家和地区，总用户人数超 330 万，累计用户数超 1400 万，并拥有 10 个已投产工厂；在地域分布上，奇瑞虽以俄罗斯市场为主（23 年出口 33.4 万辆占比 36.1%），但奇瑞在墨西哥、土耳其、澳大利亚、非洲等地均有广泛分布。

作为对比，比亚迪/吉利/长安/长城等传统自主车企海外门店数普遍在 300-400 家，远低于奇瑞，地域分布更为集中，如吉利/长安/长城明显集中于俄罗斯市场。

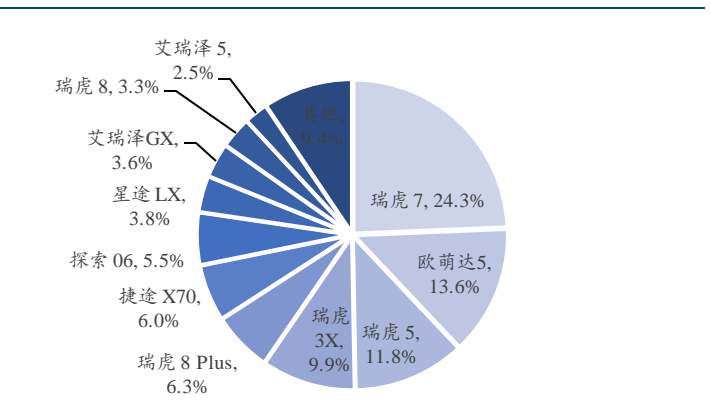
2024 年公司扩展东南亚与欧洲市场。24 年将进入泰国、印尼市场并在越南开设工厂；欧萌达于 23 年底在西班牙马德里、巴塞罗那、瓦伦西亚、阿里坎特等重要城市建立 31 家经销商网络，未来将逐步扩大到 80 个销售点，从立足西班牙开始掀开欧洲市场浪潮

图表86：21-23 年奇瑞月度出口量（辆）



来源：乘联会，国金证券研究所

图表87：奇瑞分车型出口比例（2023 年，辆）



来源：乘联会，国金证券研究所

深耕海外的另一个方面是奇瑞在本地化适配表现优越。奇瑞通过深耕属地文化，在每进入一个海外市场之前，奇瑞汽车会对当地市场和消费者进行充分调查研究，以此来加强与当地文化的融合。如在俄罗斯市场，奇瑞汽车因地制宜推出适合俄罗斯本土的产品，车身镀锌&1.6T 发动机不惧严寒冰面；拉美市场，奇瑞使用汽油+乙醇的双燃料高功率发动机应对当地特殊燃料&高原地形以构建产品力优势，同比持续上升。

3、奇瑞品牌力在海外的提升。在技术力提升、海外深耕的共同作用下，目前奇瑞已实现折价销售到溢价销售的转变，凸显技术力提升下奇瑞品牌力的提升。以俄罗斯市场为例：



1) 艾瑞泽 1.6T 自动版中国起售 10 万人民币，俄罗斯售价 355.99 万卢布，折合 27.6 万人民币；2) 瑞虎 1.5T 自动版中国起售 8 万人民币，俄罗斯售价 310 万卢布，折合 24 万人民币；3) 星途揽月 400T 中国起售 19.39 万人民币，俄罗斯售价折合 46 万人民币；4) 瑞虎 7 plus 中国起售 9 万人民币，俄罗斯售价折合 21.5 万元人民币；5) 瑞虎 5X 中国起售 6.99 万人民币，俄罗斯售价折合 18.4 万元人民币；6) 瑞虎 8PLUS 中国起售 13.19 万人民币，俄罗斯售价 2.0T 版折合 17.58 万人民币，1.6T 版售价区间折合 19.34~20.66 万人民币。

品牌力提升下，奇瑞在海外市场已经成功挤入中高端区间：

图表88：奇瑞在俄罗斯已实现溢价销售（万元）

	艾瑞泽1.6T自动版	瑞虎1.5T自动版	星途揽月 400T	瑞虎7 plus	瑞虎5X	瑞虎 8PLUS
中国售价	10万	8万	19.39万	9万	6.99万	11.99万
俄罗斯售价（折合人民币）	27.6万	24万	46万	21.5万	18.4万	21.66万

来源：奇瑞官网，奇瑞俄罗斯官网，国金证券研究所


图表89: 奇瑞汽车海外市场布局 (截至2023年12月)

地点	当地主要车型	具体动向	基地名称	年产能
乌兹别克斯坦	-	-	ADM-Jizzakh (Lada)	25000 辆
俄罗斯	艾瑞泽 8、星途 LX、星途 RX、星途 TXL、星途 VX、欧萌达 C5、欧萌达 S5、Tiggo 4、Tiggo 7、Tiggo 8、捷途	计划 2023 年底开启奇瑞瑞虎 7 PRO e+混合动力汽车的销售工作。2024 年, 计划向俄罗斯推出奇瑞艾瑞泽 8e+混合动力轿车。	-	-
意大利	-	-	DR Automobiles srl, Macchia d'Isernia Plant	60000 辆
西班牙、英国	-	-	-	-
巴西	艾瑞泽 6、Tiggo 7、Tiggo 8、Tiggo 5x	2017 年, 奇瑞宣布与卡奥集团成立奇瑞卡奥, 这是第一家中巴合资企业。	CAOA Chery Brasil, Jacarei 工厂	50000 辆
			CAOA Chery Brazil, Anapolis Plant	86000 辆
墨西哥	欧萌达 5、欧萌达 C5、欧萌达 O5、Tiggo 2、Tiggo 4、Tiggo 7、Tiggo 8	2023 年 8 月, 奇瑞 Omoda O5 GT 轿车在墨西哥首次亮相	-	-
马来西亚	欧萌达 5、Tiggo 8	-	Inokom Corporation Sdn. Bhd., Kulim Plant	38000 辆
印度尼西亚	欧萌达 5、Tiggo 7、Tiggo 8	-	PT Handal Indonesia Motor (HIM), Bekasi plant (原 PT. Hyundai Indonesia Motor)	25000 辆
菲律宾、智利、南非	Tiggo 4、Tiggo 7、Tiggo 8	-	-	-
以色列	奇瑞 FX、Tiggo 7、Tiggo 8	-	-	-
澳大利亚	欧萌达 5	2023 年 9 月, 奇瑞瑞虎 7 Pro 在澳大利亚上市	-	-
阿根廷	艾瑞泽 5、捷途、Tiggo 4	奇瑞宣布将在阿根廷投资 4 亿美元建厂, 目标 2030 年底在阿根廷实现年产 10 万辆汽车	-	-
东南亚	印度尼西亚: OMODA5、Tiggo 7、Tiggo 8	泰国投资促进委员会表示, 奇瑞正在与泰国的潜在合作伙伴进行谈判。该公司计划于 2024 年初在泰国发售纯电版紧凑型 SUV OMODA 5。	-	-
埃及	艾瑞泽 5、Tiggo、Tiggo 4、Tiggo 7、Tiggo 8	-	GB Auto S. A. E., Cairo Plant	80000 辆
巴基斯坦	Tiggo	-	Gandhara Automobiles Limited, Bin Qasim Plant	16000 辆
以色列	奇瑞 FX、Tiggo 7、Tiggo 8	-	-	-
澳大利亚	欧萌达 5	2023 年 9 月, 奇瑞瑞虎 7 Pro 在澳大利亚上市	-	-
阿根廷	艾瑞泽 5、捷途、Tiggo 4	奇瑞宣布将在阿根廷投资 4 亿美元建厂, 目标 2030 年底在阿根廷实现年产 10 万辆汽车	-	-

来源: Marklines, 国金证券研究所整理

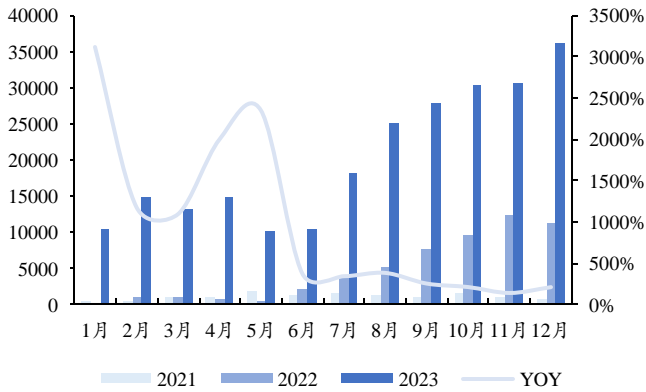


案例 2、电动车时代比亚迪技术领先，公司潜能仍待释放

在 2022 年之前，比亚迪以商用车出口为主，主要对外出口纯电大客。2021 年 5 月，比亚迪开启新能源乘用车出海进程，并先后进入欧洲、日本、泰国、巴西等地市场。截至 23 年 12 月，比亚迪已覆盖六大洲的超 70 个国家和地区，门店覆盖超 400 个城市，在泰国、以色列、巴西、新加坡等多国赢得电车销冠。其中在欧洲市场已进入 19 个国家，累计开店超 170 家。并已推出海豚、海豹、元 PLUS 等多款车型。

图表 90：23 年以来比亚迪出口量爆发式增长（辆）

图表 91：比亚迪电车技术领先产品力强



车型	比亚迪海豹 冠军版	特斯拉 Model 3 后轮驱动版
售价	22.28 万元	24.69 万元
车身尺寸	4800/1875/1460mm	4694/1850/1443mm
轴距	2920mm	2875mm
官方续航里程	700km	556km
零百加速	3.8s	6.1s
峰值扭矩	330Nm	340Nm
电机功率	170kW	194kW

来源：比亚迪官网，国金证券研究所

来源：比亚迪官网，特斯拉官网，国金证券研究所

比亚迪出口量爆发式增长，在于：1、电动车时代比亚迪技术相对领先。比亚迪坚持全栈自研，拥有刀片电池、“易四方”电驱技术、云辇车身控制系统等技术。e3.0 平台及 DM-i 插混系统使其具备模块化造车能力，性能及新车推出速度相对海外车企领先。

2、比亚迪海外布局逐渐深入：1) 覆盖国家上看，早期比亚迪从发达国家入手，在欧洲推出 ATT03（元 PLUS）；但受制于欧洲本土汽车工业表现强势，销量表现较弱，23 年 11 月月销 2057 辆。23 年起比亚迪进入海外发展中国家，覆盖范围大幅扩张，其中泰国、巴西等国家的开拓帮助比亚迪出口量快速增长。

2) 推出车型上：22 年比亚迪出海伊始，比亚迪仅有元 PLUS 一款车型，因此 23H1 比亚迪月出口维持在 1 万辆附近。23 年 7 月，比亚迪海豚在海外批量上市，并在泰国、巴西持续放量；9 月，比亚迪海豹在泰国、日本等地上市，年底海鸥/宋 PLUS 亦开启上市。新车上市放量带动比亚迪 23H2 出口量大涨。12 月出口量上涨至 3.6 万辆，同/环比 +218.9%/+17.8%。

3、比亚迪在发展中国家 EV 市场具备先发优势，发达国家品牌力仍有待耕耘。目前比亚迪仍处出海起步阶段，但在泰国、巴西等国家，凭借先入优势快速占据市场，树立品牌，已成为市场龙头。欧洲电车市场目前仍以特斯拉和本土大众等车企为主，比亚迪在竞争中虽产品力获胜，但品牌力仍显薄弱，是比亚迪销量难以爬升的原因之一。

自主车企在发达国家品牌力建设需要时间。长期看，伴随 1) 比亚迪在欧洲市场布局的逐渐深入，新建工厂提上日程，品牌力提升下公司在欧洲有较大增长潜力；2) 比亚迪在发展中国家具备先发优势，伴随进入市场增多有望复刻现有成功。

2.2 零部件出海：20 年来快速增长

2.2.1 数据复盘汽零产品出海历史：稳中提质

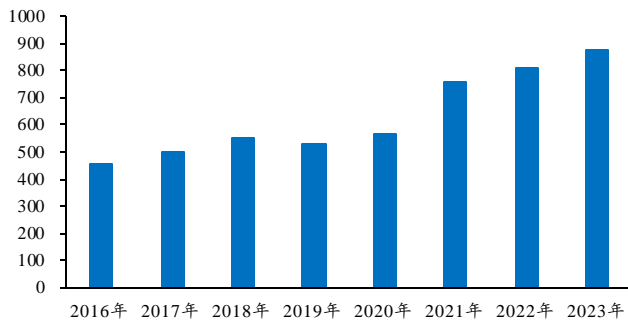
20 年以来，中国汽车零部件出口快速增长。海关总署口径，汽零出口额从 2012 年的 327 亿美元增至 2023 年的 877 亿美元。但在 2020 年之前，汽零出口额长期在 500-600 亿美元区间内波动。2021 年，中国汽零出口额实现爆发式增长，当年出口额 755.7 万辆，同比+33.7%。

技术提升是零部件出口额高增的主要原因。2020 年起欧美电动化加速进行，汽车行业迎来结构性调整，为国内汽零企业带来出海机遇：1) 21 年起海外疫情影响冲击供应链，导致 21 年 H2 起全球汽车产销下行。国内零部件企业恢复较早抓住供给空缺，实现产品出海高增；2) 电动化时代国内零部件技术领先，叠加国内企业在电动化领域的产业优势，拉动零部件产品出海。

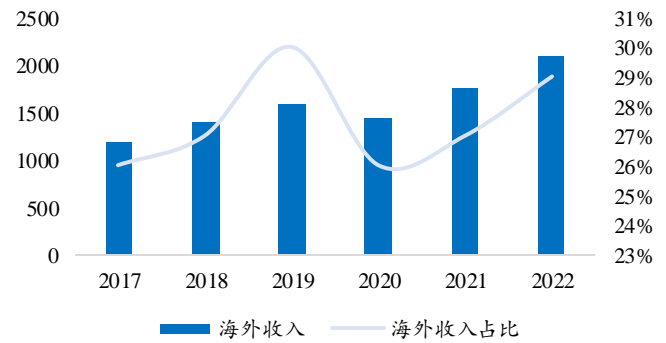
Wind 口径，2022 年我国汽车零部件板块海外收入接近 2000 亿元，营收创新高的同时占比从 2020 年的 26%回升至 2022 年的 29%。



图表92: 我国汽零出口额持续攀升 (亿美元)



图表93: 我国汽车零部件板块海外收入及占比 (亿元)



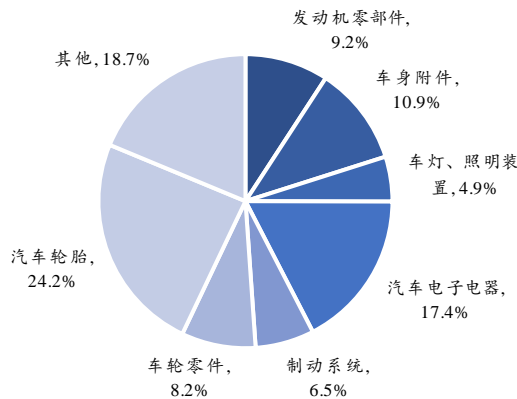
来源: 乘联会, 海关总署, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

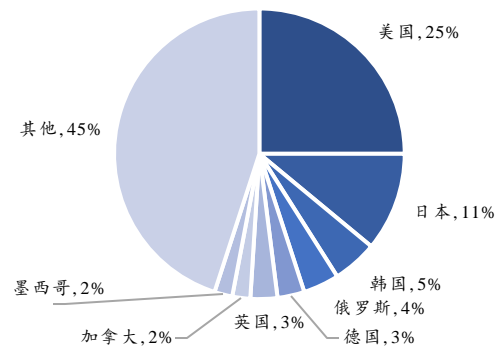
汽车零部件出海出现结构性变化。早期, 汽零企业主要出口产品包括轮胎、电子产品、镜子、钢轮和照明部件等, 附加值较低。这些出口通常支持 1) 发达国家的海外售后市场, 如美国、日本等; 2) 发展中国家的自主车企 CKD 组装厂, 例如, 力帆汽车在非洲、南美和东南亚建立了散装装配工厂, 依靠国内附属供应商出口零部件。

我们统计海关总署口径: 1) 分产品口径: 2012 年轮胎出口 142 亿美元同比+8%, 占比 24.2%, 其次为汽车电子电器, 2012 年出口 102 亿美元同比+18%, 占比 17.4%。轮胎占据主要位置。2) 分地区口径: 美国是彼时自主车企出口的首要市场, 当年出口额占 25%, 其次为日本 11%。总体上分布较为均衡。

图表94: 2012 年我国汽车零部件出口分产品分布



图表95: 2012 年我国汽车零部件出口分国家分布



来源: 乘联会, 国金证券研究所

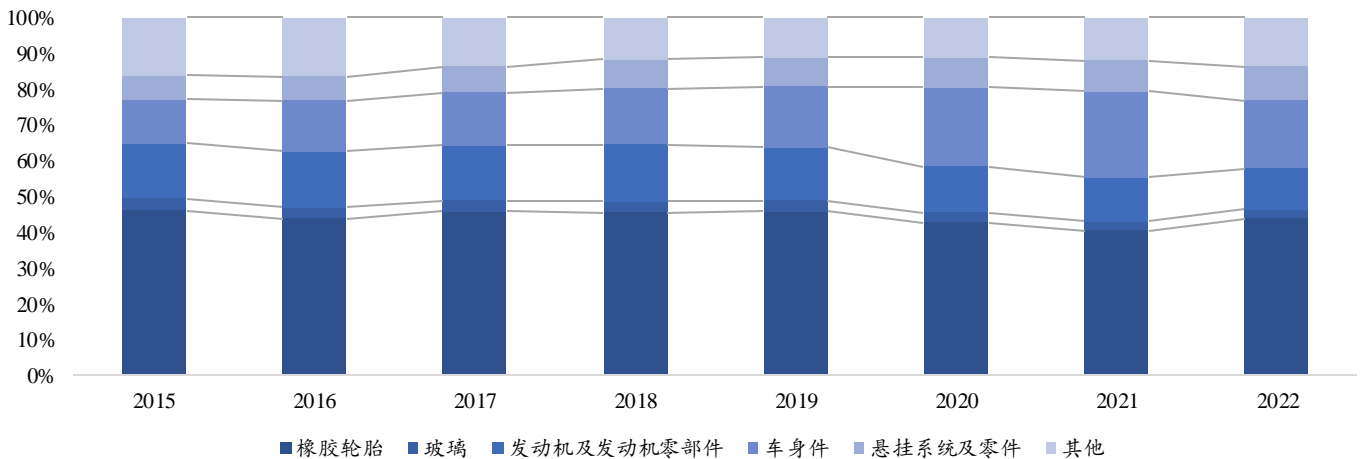
来源: 乘联会, 国金证券研究所

现今, 汽零企业技术提升下主要跟随国际头部 OEM 厂商出海, 出海产品逐渐向高附加值的汽零关键件转移, 如空气悬挂、主副仪表、刹车系统、电子控制系统等, 汽车零部件出海出现结构性变化。

海关总署口径: 2015-2022 年, 轮胎及轮胎零件占零部件出口额的比重从 46%下降至最低 40.2%; 车身件占比大幅提升, 从 12%上升至最高 24%; 此外, 悬挂及底盘零部件出口占比亦有大幅提升, 从 2016 年的 6.6%上升至 2022 年的 9.5%。与之相对应的, 伴随全球汽车电动化, 发动机零部件、变速箱等出口额大幅减少。



图表96: 各大类汽车零部件产品出口占比



来源: 海关总署, 国金证券研究所

出口产品结构变动凸显汽车零部件出口稳中提质。20 以来全球汽车产业电动化, 国内汽零企业进入特斯拉供应链, 竞争优势凸显, 开始出口高附加值产品, 带动车身件、底盘件出口额高增, 出口占比提升, 相对稀释了轮胎产品的出口份额。汽零产品出口进入“高质量出海”阶段。

2.2.2 出海优质企业的禀赋总结: 优质客户+核心技术

零部件的出海更倾向对下游 OEM 厂商的竞争。因此与海外并购倾向于自发性获取技术、市场不同, 零部件产品出海是基于下游 OEM 厂商需求的出海。在产品出海时代, 零部件由本土生产发运, 由于没有海外直接经营, 因此受整合能力(管理能力)影响小, 转向客户+技术导向:

1、技术强劲: 产品出海时代, 技术在其中扮演重要角色, 为公司进入头部 OEM 供应链打下基础。因此优质出海要求公司具备较强的研发能力。

2、有海外核心客户: 零部件出海往往基于下游 OEM 厂商, 其出海往往有明确的 OEM 客户, 已经有早期自发出海导向转化为客户导向。2016 年起汽零产品出海的结构变化, 已说明了汽零出海实现“从 AM 到 OEM”的突破。目前看主要对欧洲、北美车企供货。

技术+客户表现兼具的龙头企业为优质标的。汽零企业出海在于优质客户+核心技术: 既要挤入头部 OEM 厂商供应链, 同时也要拥有核心技术。叠加零部件出海对企业管理水平、人员体系等要求较高, 因而需要企业在国内市场已经占据一定市场地位。

我们统计到的海外营收占比靠前企业, 如岱美股份等, 多为行业内龙头企业。

三、产能出海: 中国整车、汽零未来的出海方向

3.1 整车: 经济性&政策驱动, 车企海外产能建设加速

3.1.1 整车产能出海历史与现状: 燃油车时代的产能出海选择

早在燃油车时代, 自主车企便已开启海外建厂进程。自 2010 年至今, 经过 10 余年的海外产能建设, 自主车企在海外产能已初具规模。其中, 自主车企海外建厂呈现出几个显著特征:

1) 市场分布: 海外建厂目的地多与出口目标市场配套, 集中在老一代出口目的地, 如巴基斯坦、俄罗斯、南非等, 并伴随自主车企对东南亚、拉美市场的开拓, 逐渐向泰国、印尼、巴西转移。目的地国内形势稳定, 且多对华关系友善, 不易受行业外因素影响。

2) 产能分布: 新建产能与并购海外旧产能并重。总产能多在 10-15 万辆之间, 或为 CKD 出口建厂。早期自主车企出海部分为收购产能, 如吉利利用宝腾产能, 长城收购图拉工厂等, 且出现大量 CKD 工厂。伴随自主车企出口逐渐旺盛, 自建产能逐渐兴起, 在海外生产整车, 形成并重局面。



图表97: 当前自主车企部分海外产能分布现状

车企	品牌	地区	国家	投产时间	产量
上汽	上汽通用五菱	亚洲	印尼	2017年	年产量15万辆
	上汽乘用车	亚洲	泰国	2017年	年产能10万辆
长城	长城汽车	欧洲	俄罗斯	2019年6月	/
		亚洲	泰国	2021年6月	年产能8万辆
		南美洲	巴西	2022-2032年持续投资建设	预计年产能10万辆
		亚洲、非洲、欧洲、南美洲	巴基斯坦、马来西亚、突尼斯、保加利亚、厄瓜多尔	均已投产	KD工厂、散件相装
奇瑞	奇瑞汽车	俄罗斯、中东、北非、东南亚、南美洲	/	均已投产	/
江淮	江淮汽车	亚洲	哈萨克斯坦	2015年底	/
比亚迪	比亚迪汽车	亚洲	泰国	预计2024年投产	年产能15万辆
吉利	吉利汽车	亚洲	马来西亚收购宝腾及其工厂	已投产	/
长安	长安汽车	亚洲	马来西亚、越南、伊朗	已投产	/
		欧洲	乌克兰	已投产	/
		北美洲	墨西哥	2009年	/
广汽	广汽国际	非洲	尼日利亚	2022年10月	年产能5,000辆
	广汽传祺	欧洲、亚洲	俄罗斯、伊朗	2019年后	/
东风	东风风神	欧洲	俄罗斯	2014年后	/
	东风汽车	欧洲	土耳其	2009年后	年产量52,000辆
	东风神龙	亚洲	东南亚	2014年后	/
一汽	一汽集团	非洲	南非	2014年	/
	一汽集团	亚洲	巴基斯坦	2017年前已投产	/
	一汽红旗	欧洲	意大利	2023年后	/
	一汽海马	欧洲	俄罗斯	2010年11月	/

来源: Marklines, 国金证券研究所测算

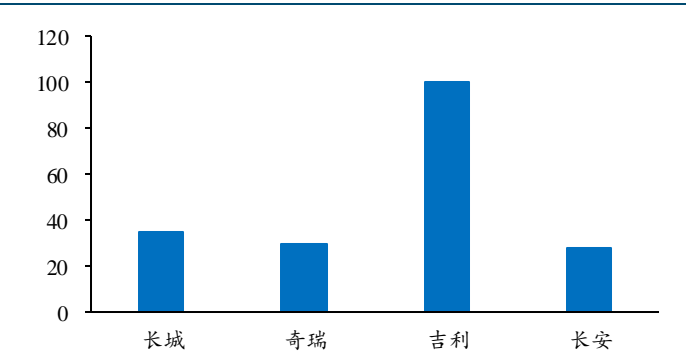
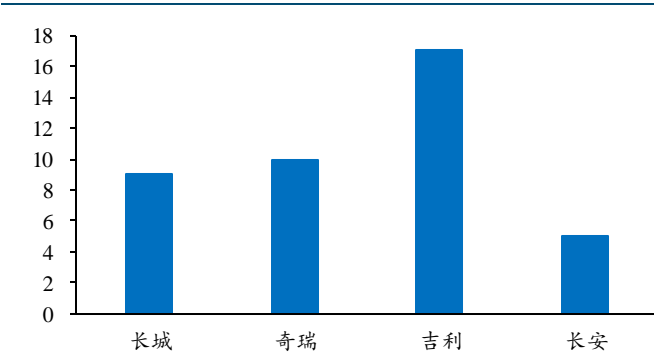
3) 电车注重配套因素。上汽、长城、比亚迪的电车工厂,并不仅仅是单独的整车生产,往往还有配套的电池厂、零部件供应体系等,如上汽的罗勇府产业园,同时囊括零部件、整车和电池制造;比亚迪的里约工厂亦如此。

其中长城、奇瑞、吉利、长安4家车企在海外产能分布较广,分别有4个工厂、5个KD工厂/10个组装工厂/13个工厂和装配厂、4个组装工厂(含宝腾)/5个工厂,初步统计现有年产能35/30/100/28万辆。



图表98: 自主车企现有工厂数量对比 (2023年, 座)

图表99: 自主车企现有海外年产能对比 (2023年, 万辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

来源: Marklines, 国金证券研究所

产能建设案例 1、长城汽车：产能出海构筑全球性布局

公司长期重视出海，系自主车企第一批出海企业。早在 1997 年，长城皮卡出口中东，拉开了长城汽车出海战略起步阶段的序幕，在此后 7 年，长城汽车在中国皮卡、SUV 细分市场累计出口量第一；2005 年，长城汽车开始发展海外KD 组装业务，“生态出海”战略雏形渐始，期间，哈弗品牌销往意大利创造了中国品牌批量出口欧盟的记录，成为长城汽车进军高势能市场的初尝试；

图表100: 长城汽车海外产能建设情况

地点	当地主要车型	具体动向	当地生产基地名称	年产能	生产车型
泰国	Good Cat、H6、Jolion	2023年9月28日，长城汽车正式在泰国发布两款备受期待的重磅车型——坦克300、坦克500	Great Wall Motor (Thailand), Rayong Plant, Rayong Plant)	80000 辆	SUV H6 Hybrid, H6 PHEV, SUV Jolion Hybrid、坦克 500、Hybrid SUV)、EV 好猫
俄罗斯	GW Poer、H9、哈弗 Dargo、哈弗 F7、哈弗 M6、Jolion、Kingkong Poer、Tank 300、Tank 500	-	OOO Haveyl Motor Manufacturing Rus, Tula plant	80000 辆	哈弗(Haval) F7 Crossover, F7X, H9 SUV, H5 SUV, Jolion Crossover, Dargo Crossover, 发动机 (2029年-计划)
马来西亚	-	2022年7月，长城汽车在马来西亚成立子公司。同年11月，在吉隆坡 GWM 品牌发布会上，长城汽车表示在到 2025 年计划推出涵盖轿车、SUV、皮卡等多品类共 9 款以新能源为主的车型。	Go Automobile Manufacturing Sdn Bhd (GAM), Gurun Plant	25000 辆	长城 哈弗 (KD) H5, M4 (=H1), H2 SUV, H6, H9 (2020年-计划); 长城 风骏 (KD)
巴基斯坦	-	-	Sazgar Engineeringworks Ltd., Kasur, Punjab Car Plant	24000 辆	哈弗 H6、H6 HV, Haval Jolion SUV
巴西	H6	长城汽车巴西整车工厂预计 2024 年投产	Great Wall Motors, Iracemópolis Plant (原 Mercedes-Benz Brazil)	20000 辆	长城汽车: HV FFV 长城炮 皮卡 (2024年-计划), HV FFV 长城 Tank500 越野车 (2024年-计划);

来源: Marklines, 国金证券研究所

产能出海构筑长城全球性布局。公司以市场为导向开启产能出海计划，2014 年，以长城汽车在欧亚市场图拉工厂奠基为节点，正式进入战略升级阶段，后续快速在泰国投建罗勇工厂，巴西投建伊拉塞马波利斯工厂等等，截至 2023 年，长城汽车拥有超过 700 家海外销售渠道，俄罗斯、泰国和马来西亚等国家均有生产基地。

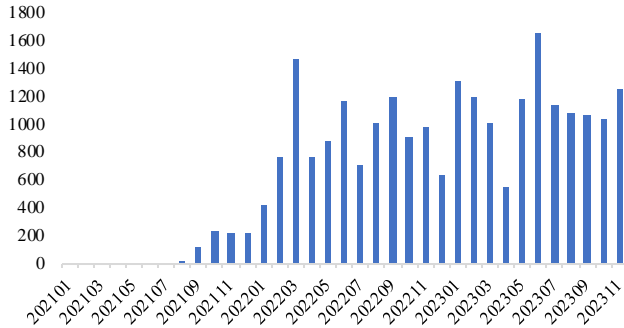
复盘长城海外建厂的历史，公司海外产能建设受地缘因素影响严重。1) 泰国工厂：宣布建设时起至 19 年快速投产，生产哈弗初恋、坦克混动、电动好猫等出口主力车型，为长城打开了东南亚市场；2) 图拉工厂：15 年秋季开启建设，



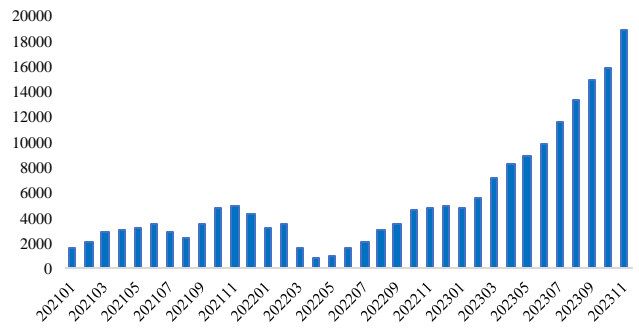
19年正式投产，是中国车企首个海外全工艺工厂，本土化生产极大地帮助了长城在俄罗斯市场及独联体国家的发展。目前，长城已成为俄罗斯市场第三大车企。

而受地缘因素影响，长城的部分建厂动作最终草草收场，如对印度尼西亚和乌克兰的工厂建设议程，受双边关系影响出现本土势力阻挠，最终作罢。

图表101: 长城在泰国的月销量 (辆)



图表102: 长城在俄罗斯的月销量 (辆)



来源: Marklines, FIT, 国金证券研究所

来源: Marklines, AEB, 国金证券研究所

产能建设案例 2、奇瑞汽车：美国产能出海建设始末

如前文所描述，奇瑞是出海头部车企，深耕海外市场由来已久。2014年8月，奇瑞汽车的首个海外独资工厂——巴西工厂落成投产，标志着奇瑞从仅仅依靠整车出口进入了海外建厂的新阶段。从2015年开始，奇瑞在全球生产基地推行了“奇瑞生产模式(CPS)”，其中包括全员参与、标准化、持续改进、质量优先、缩短制造周期和杜绝成本浪费等原则。

图表103: 奇瑞海外工厂建设及海外布局情况

地点	当地主要车型	具体动向	基地名称	年产能	生产车型
乌兹别克斯坦	-	-	ADM-Jizzakh(Lada)	25000 辆	瑞虎 8 Pro(2022 年-), 瑞虎 8 Pro Max(2022 年-), 瑞虎 7 Pro(2022 年-), 艾瑞泽 6 Pro(2022 年-);
意大利	-	-	DR Automobili srl, Macchia d'Isernia Plant	60000 辆	DR3 (Chery Tiggo 3x base, 2016 年-), DR4 (JAC S3 base, 2017 年-2020 年), DR6 (Chery Tiggo5 base, 2017 年-2020 年), DR3 EV (Chery Tiggo 3xe, 2019 年-2020 年), DR 5.0 (Chery Tiggo 5x, 2020 年-), DR F35 (2020 年-), DR 4.0(2021 年-), DR 6.0 (2022 年-), EV DR 1.0 (2023 年-);
巴西	艾瑞泽 6、Tiggo 7、Tiggo 8、Tiggo 5x	2017 年，奇瑞宣布与卡奥集团成立奇瑞卡奥，这是第一家中外合资企业。	CAOA Chery Brasil, Jacarei 工厂 (原 Chery Brazil)	50000 辆	奇瑞 Celer/Fulwin 2 (2014 年-2018 年), QQ (2016 年-2019 年), 瑞虎 2 (2018 年-2022 年, CKD), Tiggo 3 (-2017 年, 2021 年-2022 年), 艾瑞泽 5 (2019 年-2022 年), Arrizo 6 (2020 年-2021 年), Tiggo 3X (2021 年-2022 年); 艾瑞泽 6 Pro(2025 年-)(计划), iCar (2025 年-)(计划)
			CAOA Chery Brazil, Anapolis Plant (原 Hyundai Caoa do Brasil Ltda.)	86000 辆	奇瑞 瑞虎 5x (2018 年-), 瑞虎 7 (2019 年-), 瑞虎 8 (2020 年-), 瑞虎 5x Pro (2022 年-), 瑞虎 7 (2022 年-), 瑞虎 8 PHEV(计划)
马来西亚	欧萌达 5、Tiggo 8	-	Inokom Corporation Sdn. Bhd., Kulim Plant	38000 辆	Tiggo 8 Pro (2023 年-), Omoda 5 (2023 年-)
印度尼西亚	欧萌达 5、Tiggo 7、Tiggo 8	-	PT Handal Indonesia Motor (HIM), Bekasi plant	25000 辆	Tiggo 8 Pro (2022 年-), Tiggo 7 Pro (2022 年-), Tiggo 4 Pro (2022 年-计划), Omoda 5 (2023 年-)

来源: Marklines, 国金证券研究所



奇瑞虽在海外产能建设顺利，但在美国曾有失败。2017年奇瑞进入美国市场，并计划在美国建设工厂。然而，由于后续中美关系恶化，特朗普政府强化了自主车企在美国建厂的基本要求，美国对于安全、环保和质量标准有着严格的监管要求，导致奇瑞需要额外的投资和技术改进，增加了建设成本和时间。最终，奇瑞不得不延迟了在美国建厂的计划，同时，北美本土经销商多次引进奇瑞也都以失败破产告终。

综合来看，国车建厂的结果受地缘关系影响，区位的选择主要有三点：

- 1) 本地有一定的汽车工业基础，具备熟练工人/完善供应链/成熟工业能力，甚至会直接收购福特等公司闲置产能进行生产，以降低成本，如比亚迪在泰国/巴西的工厂；
- 2) 政府明确对电车抱有支持态度，政治局势稳定，对华关系友好，如东南亚各国、中东欧国家、拉美墨西哥、巴西等。与之相对的，国车很少在印度等国家建厂。
- 3) 多为没有本土品牌的发展中国家。缺乏本土汽车品牌意味着国车一旦在本地实现生产，可以快速占据本土市场；发展中国家则意味着劳动力、土地等要素成本投入较低。

未来：整车产能出海将以电车为主。目前自主电车出海正处起步期，受制于滚装船运力，比亚迪等车企在亚洲以外的区域销售不畅，建厂成必然，企业产能出海进程在加速。

当前国车在海外电车建厂主要集中在泰国、中东欧、拉美巴西等地。目前看，24/25年自主车企将有19/41万产能达产，集中在拉美、中亚和东南亚地区，上汽、吉利在欧洲拥有或有在建产能；零跑和斯特兰迪斯合资，开创国车合资出海的新模式。自主汽车产能出海将转向电车为主要的时代。

图表104：2024/25年自主车企海外产能达产统计（万辆）

车企	国家	宣布/开工日期	建成日期	设计年产能	备注（生产车型）	预计2024年新增达产	预计2025年新增达产
比亚迪	泰国	2023年3月10日	2024年6月	15万	海豚	7.5	7.5
	巴西	2023年10月19日	2024年H2	15万	海豚等；及比亚迪巴士、轻卡；配套动力电池厂	2.5	12.5
	匈牙利	2023年12月1日	2025年	/	/	/	/
长安	泰国	2023年10月13日	2025年Q1	一期10万辆	BEV+REEV+PHEV车型（深蓝+启源）	/	7.5
埃安	泰国	2023年11月	2024年7月	一期5万辆	埃安S/Y/V	2.5	2.5
哪吒	泰国	2023年3月	2024年Q1	2万辆	哪吒X	2	0
	印尼	2023年11月1日	2024年Q2	/	CKD工厂	/	/
	马来西亚	2024年1月12日	2025年	/	未披露细节	/	/
长城	乌兹别克斯坦	2023年7月14日	2024年	3.5万辆	借用本地产能生产	1.75	1.75
	巴西	2022年1月18日	2024年5月	一期5万辆	面向拉美电动车	2.5	2.5
长城、长安、奇瑞	哈萨克斯坦	2023年5月8日	2025年Q1	9万辆	阿斯塔纳公司所有，生产三家公司车型	0	6.75
总计						18.8	41.0

来源：各车企官网，国金证券研究所

3.1.2 需求导向、经济性高、政策驱动、规避风险，产能出海是必然

产能出海为整车国际化的必然趋势：

1、布局逐渐深入，现有滚装船运力已无法满足自主车企出海需求。产品出海阶段，整车出口主要通过汽车滚装船运输。然而国际远洋船舶长期为欧日韩船舶企业占有，前五大船舶公司全部为日韩系+欧洲系，优先运输海外车辆出口。根据中国船舶披露的数据，目前全球总计700艘汽车滚装船，归属中国船东的数量不足10%。

自主车企产品出海超预期，至2023年乘用车出口382.9万辆，24年有望突破480万辆，已成为全球第一大汽车出口国。现有滚装船运力已无法满足自主车企国际化需求。

自主车企积极布局滚装船运力，但兑现仍需时间。为解决海外运力问题，比亚迪、上汽等车企加快滚装船布局。23年8月，上汽下水首条滚装船；24年1月，比亚迪首条滚装船正式下水，运力7000辆，负责对欧洲出口。目前看，比

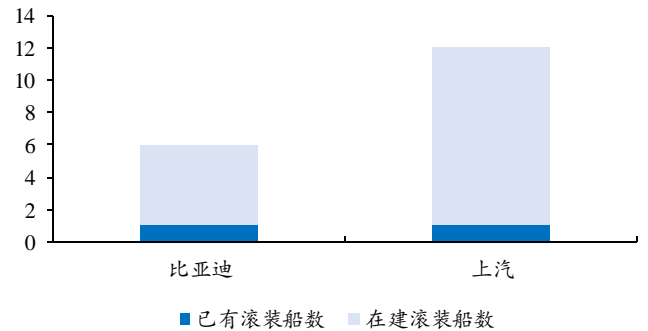


亚迪/上汽分别规划了6条/12条的滚装船运力。但由于滚装船需要2-3年的建设周期，因而滚装船运力预计到25-26年方能落地，兑现仍需时间。

图表105: 世界前五大滚装船企业

图表106: 自主车企积极布局滚装船运力(艘)

公司名	简称	所属国家	市占率
华尔威廉臣	WWL	挪威	32%
日本邮船	NYK	日本	18%
川崎汽船	Kline	日本	16%
商船三井	MOL	日本	14%
礼诺航运	Hoegh	挪威	12%



来源: lucky lion, 国金证券研究所

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

2、海外建厂相对滚装船运输更具经济性。经济性是自主车企产能出海的重要原因。

- 1) 国内销售: 我们以国内售价12万元的奇瑞瑞虎8 Pro 1.6T版本为例。设定其在国内销售单车毛利率为20%，最终计算得出其单车税前利润率仅*%。
- 2) 产品出海上: 其在俄罗斯需缴纳30%关税(奇瑞在俄罗斯并无产能)，售价235万卢布，折合人民币20.66万元。我们给定在高关税国家，产品出海需溢价80%销售，在低关税国家溢价50%。则测算整车出口情景下，国车在高关税/低关税地区税前利润率为9%/16.8%，毛利31%/41%；
- 3) 产能出海: 而在海外建厂情境中(假定产能利用率80%)，由于免除了关税、运费，，虽然单车BOM成本有大幅上扬，但单车收入相对整车出口有大幅提升，对标准模型+50%，毛利58%，税前利润率27.3%。通过调整产能利用率，我们计算当产能利用率达到50%时，车企海外建厂毛利率即可转正；产能利用率突破60%时，即可超过国内销售毛利率。

图表107: 以奇瑞瑞虎8为例，自主车企国内销售/出口海外/海外建厂的经济性测算

	国内销售		整车出口				海外建厂	
	金额/万	%	金额/万	增减	金额/万	增减	金额/万	增减
车辆售价	11.99		21.6	80%	18	50%	18	50%
关税	/		6.5		1.8		0	
税率	/		30%		10%		0%	
单车收入	11.99		15.1	26%	16.2	35%	18	50%
单车成本	10		11.5	15%	11.5	15%	11.4	18%
BOM	7.2	60%	7.2	/	7.2	/	8.64	25%
折旧摊销	0.7		0.7	/	0.7	/	0.875	25%
工人工资	0.6	5%	0.6	/	0.6	/	0.75	25%
其他	1.1	9%	1.1	/	1.1	/	1.1	/
运费	0	/	1.5	净增	1.5	净增	0	/
毛利	2.4		3.6		4.7		6.6	
毛利率	20%		31%		41%		58%	
SGBA	0.96	8%	1.2	20%	1.2	20%	1.2	20%
RSD	0.48		0.48		0.48		0.48	
税前利润	0.96		1.94		3.02		4.92	
税前利润率	8.0%		9.0%		16.8%		27.3%	
适用地区/假设	标准模型		中高关税地区，如俄罗斯/墨西哥		低关税地区，如东南亚/欧洲		假设80%产能利用率	

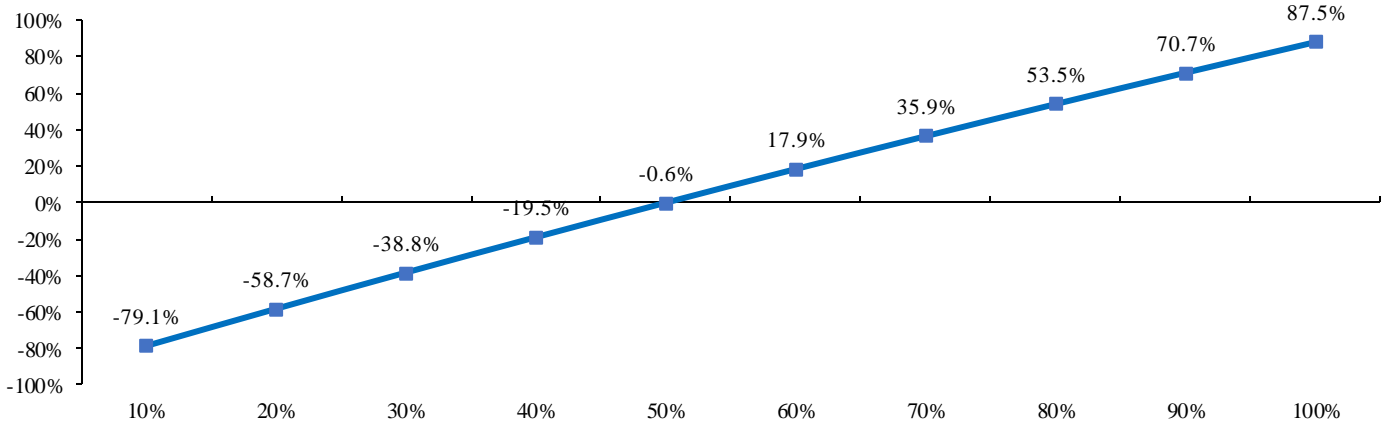
来源: 奇瑞官网, 国金证券研究所测算

伴随着生产本地化，车企盈利能力相对国内销售/整车出口有了大幅提升，海外建厂经济性凸显，凌厉目的车企选



择海外建厂成为必然趋势。

图表108: 当产能利用率达到50%时, 海外建厂即可达成盈利



来源: 奇瑞官网, 国金证券研究所测算

3、政策原因1: 规避欧美政策风险。欧美国家存在保护主义倾向, 阻遏自主车企开拓。目前欧美车企在电动化/智能化技术上落后自主车企, 为保护本土市场, 纷纷以实现电车产业链本土化为缘由, 推出贸易保护性措施, 使自主车企产品出海面临风险。

1) 美国: IRA 法案与美墨加协定。2018 年 11 月, 美墨加签署《美墨加协定》, 对在美国市场销售汽车做出零部件比例规定, 变相驱逐非本土车企。

电动化时代, 美国推出 IRA 法案扶持本土产业链发展。IRA 法案对关键矿物、电池组件等核心产业链做出了在美国生产的规定, 并设置“国外关注实体”(FEOC)的概念, 排除中国电池产业链。自主电车若不符合《美墨加协定》及 IRA 法案的规定, 则需要缴纳 27.5%的关税的同时, 还无法获得最高 7500 美元的补贴, 导致自主车企长期无法进入美国市场。

图表109: 4 月 IRA 法案细则内容规定

方面	具体内容	细则
消费者税收抵免	抵免前提条件	新能源车的机械部分组织须在北美国家完成。
		Van/SUV/Pickup Truck/其他的建议零售价分别不超过 8/8/5.5 万美元。
		2024 年起, 含有来自国外关注实体”制造的电池组件, 将无法享受消费者补贴。
		2025 年起, 不得含有来自“国外关注实体”的提取、加工回收的关键矿物。
消费者税收抵免	满足关键电池矿物要求, 可抵免 3750 美元	电池中一定价值量占比(2023/2024/2025/2026/2027 及以后为 40%/50%/60%/70%/80%)的关键矿物需来自于美国或美国自贸协定国家。
		关键矿物指锂、钴、石墨、镍和锰及其组成材料。
		美国自贸协定国家包括澳大利亚、巴林、加拿大、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼加共和国、萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯、以色列、日本(日本为本次指南中新增)、约旦、韩国、墨西哥、摩洛哥、尼加拉瓜、阿曼、巴拿马、秘鲁和新加坡。
消费者税收抵免	满足电池组件要求, 可抵免 3750 美元	电池中在北美制造或组装的电池组件需大于一定占比 (2023/2024/2025/2026/2027/2028/2029 及以后为 50%/60%/60%/70%/80%/90%/100%)。
电池制造商税收抵免	抵免 35 美元/45 美元	电池制造商在美国生产电芯可以享受 35 美元/kWh 税收抵免, 生产模组可再享受 10 美元/kWh 税收抵免。

来源: 白宫官网, 国金证券研究所整理

2) 欧盟: 反补贴调查。9 月 13 日, 欧盟宣布已展开对中国电车的反补贴调查, 调查的核心内容是中国政府是否对中国汽车厂商提供补贴, 以评估欧盟是否需要征收惩罚性关税。10 月, 调查正式开启, 并于 12 月正式将比亚迪、吉利、上汽三家车企列入调查名单。

3) 法国: 23 年 12 月, 法国宣布 24 年新补贴措施, 与 IRA 法案类似, 要求获补贴电车需有 50%/60%的比例在法国本土生产, 在法国市占率领先的上汽被排除出补贴名单。

自主车企可通过产能出海重新获得补贴。目前海外的排斥性政策多针对中国本土生产出口的车辆, 即产品出海部分, 并未针对到自主品牌; 目前看, 产能出海尚不属于被调查范围。23 年 12 月, 比亚迪宣布在匈牙利建设工厂, 走出自



主车企在欧洲产能出海第一步；此外，我们判断上汽未来或将通过新建产能/盘活已有产能的形式，规避被调查风险，已实现其 2025 年欧洲目标。

4、政策原因 2: 发展中国家政策支持引导。

以东南亚国家为例，22 年以来东南亚各国加大新能源扶持政策，分别在购置、使用以及车企生产环节进行相应激励，政策利好下电车渗透率迅速上升。尤其在生产环节上，泰国/印尼/马来西亚/越南等均提出本土化生产，积极引进中国车企建厂，并给予税收优惠，希望将其打造为东南亚汽车工业中心。

1) 政府对企业的引进：11 月底，泰国总理宣布正与特斯拉商讨建厂事宜，此前在 23 年中，印尼也曾与特斯拉展开接触建厂；此外，10-11 月，长城、哪吒、吉利等公司亦被印尼、越南等国邀请，商讨在本国投资建厂事宜。东南亚国家政府支持态度确定。

2) 政策的支持：泰国提出了 30 年产 250 万辆的目标，其中要求 30% 为电车；其他如马来西亚/印尼/越南等，均对本地开设工厂予以税收减免。

图表 110: 东南亚新能源汽车补贴政策梳理

国家	政策内容
泰国	对于零售价不超过 200 万泰铢（人民币 38.6 万元）的纯电动汽车，可享受高达 40% 的关税折扣； 对于电池容量超过 30 千瓦时、零售价为 200-700 万泰铢（人民币 38.6 万-135 万元）的电动汽车，可进一步享受 20% 的关税优惠。
	纯电动汽车的消费税从 8% 降至 2%
	电池容量为 10-30 千瓦时的乘用车每辆可获得 7 万泰铢（人民币 13525 元）的补贴； 电池容量超过 30 千瓦时的 CKD（全散件组装）和 CBU（完全组装）的汽车每辆可获得 15 万泰铢（人民币 28983 元）补贴； 电池容量超过 30 千瓦时的 CKD 皮卡可以获得每辆 15 万泰铢的补贴。
印度尼西亚	对在印尼生产的电动汽车最高补贴 5130 美金，而混动汽车的补贴金额减半
	企业在印尼投资额只要超过 1000 亿印尼盾（约 5000 万人民币），即可享受 5 年企业所得税 50% 的减免，投资额超过 5000 亿印尼盾以上将会获得 100% 的所得税减免，投资金额越大，享受的免税期也越长。
	清单内的电动车原料、设备、零配件免征关税、增值税和进口所得税
	满足本地化率要求的纯电动车（BEV）和燃料电池汽车（FCEV），可以享受 0% 的奢侈品税率。 驾驶电动车将不受单双号限行政策限制。同时在部分停车场，电动车也能享受更高的停车费用优惠 自 2023 年 4 月起至 2023 年 12 月，消费者购买电动四轮客车的，仅需缴纳 1% 的增值税，其余 10% 由政府承担，而购买电动公交车的仅需缴纳 6% 的增值税，前提条件是该电动汽车需在印尼本地组装，且 TKDN≥40%
马来西亚	电动汽车企业可申请 70%—100% 的所得税减免
	截止 2027 年 12 月 31 日，对于本地组装的进口汽车零部件免除进口关税
	免征充电设备制造商 2023 至 2032 财政年度的收入所得税，以及为期 5 年的 100% 投资税津贴
	截止 2027 年 12 月 31 日，对本地组装电动汽车（CKD）免征消费税和销售税 截止 2025 年 12 月 31 日，对全进口电动汽车（CBU）免征进口关税及消费税
越南	将电动汽车制造、组装和电池生产列入享受特殊投资激励政策的行业名单，免除或降低电动汽车和电池制造、组装和维修所需的设备、生产线和配件的进口关税； 充电站将享受更低的电价，并免除与充电站建设相关的设备和配件的进口税，以及在前五年免除充电站的土地相关税费和企业所得税，并在后五年将税费减半。
	为电动汽车购买者提供补贴，每购买一辆电动汽车，购车者将获得 1000 美元的补贴。 自 2022 年 3 月 1 日起，电动汽车的前五年免征登记费；在接下来的五年内，即 2027 年 3 月 1 日起，电动汽车首次登记费按照同型号汽油和柴油车费用的 50% 座位数缴纳。

来源：各国政府官网，国金证券研究所

3.2 零部件：海外产能布局持续加速

3.2.1 产能出海历史与现状：出海升级，自建+主机厂引导

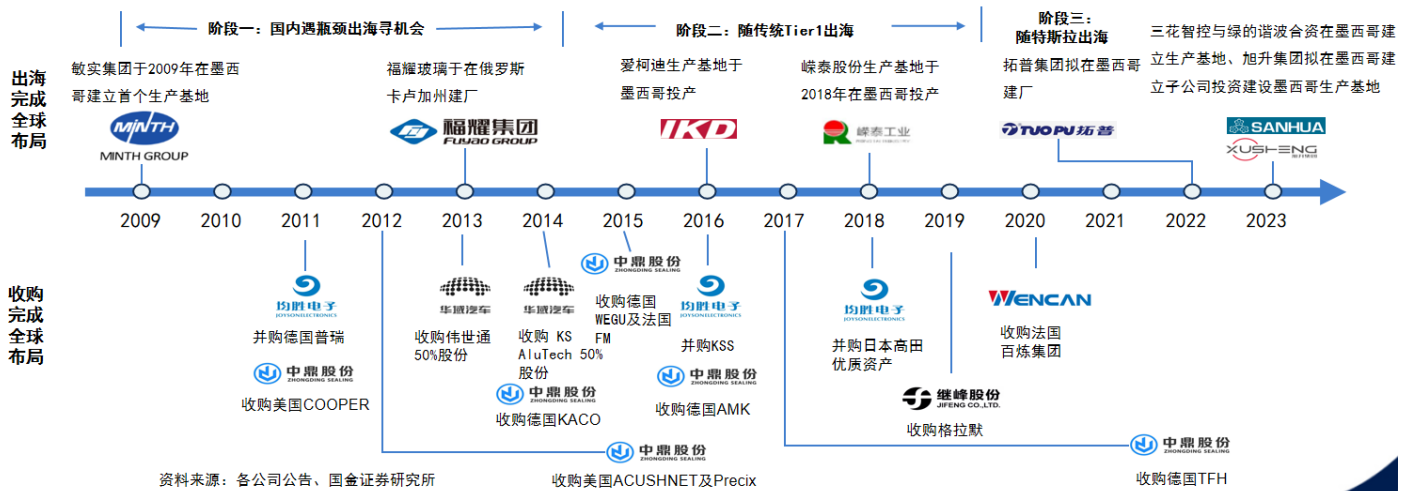


近年来,国内自主汽车零部件企业的成长迅速,逐渐在国内各细分市场占据优势竞争地位。并开始向海外市场拓展,汽车零部件行业海外新建投资持续加速。

从发展历程看,中国汽零出海经历了从收购到自主建厂,经营管理能力提升;从零散出海到主机厂引导系统性出海,客户和产能利用率更有保障。我们认为,本轮出海企业获得经营成功的概率比上一轮要高。

历史上,多家汽零企业通过收并购/跟随 tier1 出海,但由于全球化经营困难,海外资产盈利情况都远远不及国内业务。但近年看,零部件企业通过自主建厂来达到出海,节约了和国外管理层的融合成本,有利于将国内生产经验复刻,同时叠加主机厂的优惠政策,实际上零部件企业的出海境况比市场预期好。

图表111: 中国零部件汽车出海布局历史



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

产能出海以行业龙头出海为主。虽然相对海外并购,产能出海具有风险可控,匹配度高的优势。但海外建厂周期漫长,不确定性高,需要有大量的前期准备工作。若企业本身海外经验缺乏,产能、人员、管理体系也需要从零建立,对公司的资金实力、经营能力等要求较高,需要企业在国内市场已经占据一定市场地位。因而根据我们的统计,目前产能出海较为顺利的零部件公司多为银轮、新泉、拓普、德赛等特斯拉供应链企业或行业龙头。

2019年以来,零部件企业海外建厂动作频出,我们整理A股历史零部件企业海外建厂如下:

图表112: 部分零部件公司在海外建厂梳理

公司	年份	海外新建投资事件
拓普集团	2020年	波兰建厂; 2021年,公司向波兰工厂增资
	2022年	墨西哥建厂
敏实集团	2009年	建立首个墨西哥生产基地
	2018年	筹建英国工厂,塞尔维亚工厂成立
福耀玻璃	2013年	建立俄罗斯汽车玻璃生产基地一期;
	2016年	美国汽车玻璃工厂建成
	2018年	德国福耀欧洲新工厂建成
爱柯迪	2015年	墨西哥建立IKD生产基地; 2023年,公司再次在墨西哥投资,建设新生产基地
岱美股份	2019年	建立墨西哥内饰件生产基地; 2022年建立墨西哥汽车内饰件产业基地
新泉股份	2020年	设立墨西哥子公司,并后续连续增资,建设墨西哥生产基地
银轮股份	2021年	开启墨西哥、波兰工厂建设
恒帅股份	2022年	2022年后美国、泰国生产基地投入建设

来源: 各公司公告, 国金证券研究所整理

尤其特斯拉的崛起加速汽零企业海外建厂进程。2020年特斯拉上海超级工厂投产,大量本土零部件企业进入到特斯拉供应体系,本土零部件企业凭借着最优的效率和领先的成本优势成为了特斯拉体系内的一线供应链合作伙伴。2023年3月,特斯拉宣布建设墨西哥超级工厂,在特斯拉的带动下,T供应链企业加速海外建厂布局,主要目的地便为墨西哥,其次为波兰(配套柏林工厂)。

3.2.2 产能出海的驱动因素: 客户、投资区位与政策



复盘近年来零部件海外建厂，我们认为零部件产能出海的原因主要有两方面：

- 1) 是受客户引导的出海。与以往的海外并购和产品出口不同，产能出海因为扎根于下游 OEM 厂，受地缘因素等要素的影响小，因此相对于海外并购，产能出海虽建设周期较长，但是更为稳定。
- 2) 规避贸易摩擦风险。逆全球化趋势抬头，汽车产业链贸易摩擦加剧。如前文所述，23 年美国、法国等分别出台差异化补贴政策，以扶持本国相关产业链发展。同时海外、尤其是中国企业收取较高双反关税。贸易摩擦加剧及主机厂保供需求的背景下，部分零部件公司更加倾向于海外建厂布局产能，零部件公司全球化布局提速。

综合来看，相对直接并购和海外出口，产能出海主要受客户、投资区位与本土政策三方面影响。汽零出口从自发逐渐转向客户引导：

1、零部件企业海外建厂一般均会有跟随的明确目标客户。由自发性到主机厂配套引导转化。

早期汽零企业海外并购多为自发性行动。但根据我们统计的零部件企业出海信息，其建厂几乎全部为面向明确客户配套。由于海外头部车企/客户工厂位于欧洲、北美，因此零部件出海追随客户，主要分布于波兰/匈牙利等中东欧国家（服务西欧车企）及墨西哥（服务特斯拉等北美车企）。伴随自主车企在海外东南亚布局逐渐深入，近年来零部件出海泰国趋势显现，

随国内份额上升阻力变大+规避出口关税等，主机厂纷纷引导国内零部件厂商出海建厂，汽零企业海外建厂与客户直接挂钩。

图表113：部分汽车零部件企业出海跟随客户情况

公司	海外投资内容	是否为跟随客户？
银轮股份	波兰工厂及墨西哥工厂均主要面向国际知名电动车企业	是
福耀玻璃	波兰、匈牙利工厂面向国际知名电动车企业	是
均胜电子	波兰、匈牙利工厂面向俄罗斯、日本客户	是
华域汽车	匈牙利工厂面向国际知名电动车企业	是
银轮股份	波兰工厂及墨西哥工厂均主要面向国际知名电动车企业	是
福耀玻璃	波兰、匈牙利工厂面向国际知名企业	是
均胜电子	波兰、匈牙利工厂面向俄罗斯、日本客户	是

来源：各公司公告，国金证券研究所整理

2、投资区位：选择低成本辐射战略。在投资区位上，虽受客户定位影响，零部件出海集中于欧美，但仍坚持低成本战略。目前来看，自主车企往往选择要素成本较低，且临近主要客户的国家。

如对于美国客户，国内零部件企业多选择同属《美加墨贸易协定》的墨西哥；之于英法德等西欧国家，选择同属欧盟的中东欧国家波兰/匈牙利等。对于自主车企在东南亚的配套，选择前往泰国建厂等。出海建厂相对美国、西欧、中国本土生产，具有明显的要素成本优势

图表114：国内外企业成本对比（中国-墨西哥-东欧-泰国）

成本项目		中国	墨西哥	东欧工厂（波兰为例）	泰国工厂
税率成本	关税	出口美国：约 27.5%	出口美国：满足相关条例可享受 0 关税	0	出口美国：关税 2.5%+0.125%港口维护费+0.346%货物处理费
	增值税	13%	16%	23%	7%
	企业所得税	25%	30%	19%	20%
人工成本	制造业平均工资（美元/h）	2.8-4.5	4.2-4.9	10	2.24
用地成本	工业用地租金（美元/m ² /月）	2.3-4.0	4.5-7.7	3.5-5	5
能源成本	汽油（美元/L）	1.22	1.42	1.2-1.4	1.28
	柴油（美元/L）	1.06	1.4	1.1-1.3	0.86
	水费（美元/m ³ ）	0.57	1.85	1-2	0.29-0.43
	工业用电（美元/kWh）	0.06	0.12	0.1-0.15	0.14-0.17
	工业天然气（美元/m ³ ）	0.51	0.34	0.2-0.3	0.43

来源：商务部，各国政府官网，国金证券研究所整理



3、政策：明确的政策导向是关键。与整车出海一致，零部件产能出海也需要考量部分要素，如政府明确对电车抱有支持态度，政治局势是否稳定，对华关系是否友好等。

以墨西哥为例，该国与中国贸易关系友好，2013 年中国和墨西哥两国建立全面战略伙伴关系以来，经贸合作成果丰硕。墨西哥是中国在拉美地区第二大贸易伙伴，中国是墨西哥全球第二大贸易伙伴，2021 年双边贸易额已突破 1000 亿美元，签署大量贸易投资协定。

同时，《美加墨贸易协定》增强对汽车原产地规则之要求，要求整车、核心零部件“区域价值含量”不低于 75%（以前为 62.5%），伴随 IRA 法案颁布，零部件在北美本地化生产需求凸显。

图表115: 《美墨加协定》与《北美自由贸易协定》汽车原产地规则对比

汽车原产地规则	《美墨加协定》款项	《北美自由贸易协定》款项
汽车区域价值含量比例	不低于 75%	不低于 62.5%
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%	部分汽车零部件的北美地区价值含量不得低于 60-62.5%
符合区域价值含量的零部件种类	轻扩大了需符合区域价值含量的零部件范围，分别对乘用车、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	列出符合区域价值含量的零部件种类，未被列入该清单的零部件不受区域价值含量要求限制
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	无
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	无
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	机动车辆组装商在生产出第一台原型车之日以后 5 年内区域价值含量要求为 50%

来源：各公司官网，国金证券研究所整理

图表116: 中墨双方签署的主要贸易投资协议（部分）

协定名称	签署时间
《中国商务部和墨西哥经济部关于加强数字经济领域投资合作的谅解备忘录》	2022 年 9 月 6 日
《中国商务部和墨西哥经济部关于关于推动绿色发展领域投资合作的谅解备忘录》	2022 年 9 月 6 日
《中国商务部和墨西哥经济部关于建立投资合作联合工作组的谅解备忘录》	2021 年 8 月 20 日
《中国商务部和墨西哥经济部关于设立贸易畅通工作组和谅解备忘录》	2020 年 7 月 10 日
《中国国家发展和改革委员会和墨西哥合众国经济部关于促进产业投资与合作的谅解备忘录》	2014 年 11 月 13 日
《中国商务部与墨西哥合众国经济部关于成立中墨企业家高级别工作组谅解备忘录》	2013 年 11 月 29 日
《中国国家发展和改革委员会与墨西哥合众国财政和公共信贷部关于设立政府间高级投资工作组促进投资合作的谅解备忘录》	2013 年 9 月 5 日
《中国商务部与墨西哥经济部关于加强贸易救济合作的谅解备忘录》	2013 年 6 月 4 日

来源：各国政府官网，国金证券研究所整理

3.2.3 复盘龙头公司产能出海历史：核心看全球化管理和工艺领先

龙头零部件公司出海建厂，是市场有成有败，除去政策等外部因素，自身全球化管理能力和工艺水平是核心要素：

1、案例之福耀玻璃：管理能力下北美工厂扭亏为盈

福耀玻璃是全国车用玻璃龙头企业，2009 年公司在国内市占率已超 55%，2020 年官方披露市占率在 65%以上，并占有 70%的利润。近年来福耀玻璃的营收稳步增长，2022 年公司总营收 280.99 亿元，同比+19%。23 年 H1 公司实现营业收入 150.31 亿元，同比+16.5%；归母净利润 28.36 亿元，同比+19.1%。

技术领先驱动福耀出海。公司自创始之初便集中于汽车玻璃制造，通过与圣戈班的战略技术合作，及海外采购生产设备，使公司生产的汽车玻璃全部达到同类 A 级标准，实现车载玻璃的进口替代，快速切入一汽、东风、广汽等龙头国有 OEM 厂商供应链。

目前公司作为全国汽玻行业龙头，产品矩阵完善。公司产品涵盖前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗玻璃、模块



化玻璃，实现汽玻全品类覆盖。同时，公司前挡风玻璃已实现 HUD 抬头显示、隔音、天线、隔热、可加热、轻量化全覆盖，产品高端化进展顺利。

图表117: 福耀玻璃历年营业收入及 YOY (亿元)



图表118: 福耀玻璃历年营业利润及 YOY (亿元)



来源: 福耀玻璃公告, 国金证券研究所

来源: 福耀玻璃公告, 国金证券研究所

公司在国内的成功，叠加公司研判全球汽车玻璃市场空间广阔，打开公司海外建厂之路。1994年12月，福耀在美国成立美国绿榕玻璃工业有限公司(GGI)，负责在北美销售汽车玻璃，开始海外扩张。经过近30年的打拼，公司已占据全球35%的市场份额，进一步成为全球性龙头。

全球化管理能力进步铸造全球性玻璃龙头。早期公司在北美扩张以失败告终，核心在于当时管理能力的薄弱。福耀玻璃利用本土人员进行管理，同时从中国发运汽车玻璃。关税、运输、人员管理等成本导致GGI自成立以来连年亏损，又无法利用降本形成规模效应，在市场竞争中落后于加拿大TCG公司。最终陷入了“成本高-售价高-没有市场-没有规模成本-成本无法下降”的恶性循环。在亏损下，福耀于1998年退出美国。

2004年福耀玻璃重返美国市场，并在2007年开启第二轮全球性扩张，先后设立了福耀玻璃韩国、福耀玻璃日本、福耀玻璃欧洲和北美配套等子公司，其中位于德国的欧洲公司为生产型公司，公司在海外扩张中全球性管理经验逐渐提升，并于2004年获得了美加玻璃反倾销案诉讼的胜利。

图表119: 福耀玻璃全球化布局



来源: 福耀玻璃官网, 国金证券研究所

公司后续在美国建厂大获成功。2004-2010年，福耀玻璃在北美依旧亏损，直到2011年，福耀玻璃北美才开始实现盈利。2016年，福耀玻璃美国工厂正式成立，通过的严谨的制度管理和对本土管理人员的有机整合，公司北美业务逐渐实现盈利，摆脱了常年的亏损状态。2017年公司北美实现净利润508.23万元，2018年，实现净利润约为2.46亿元。

2022年，公司在北美实现净利润3.5亿元，公司海外营收128.3亿元，同比+15.9%，海外营收占比46.4%，管理水平提升带动公司出海大获成功。

2、总结：零部件产能出海，自身全球化管理能力和工艺水平是核心要素



复盘零部件龙头企业产能出海，如敏实集团、岱美股份、福耀玻璃，成功的关键在于：

- 1) 全球化管理能力，海外建厂与海外并购类似，需要对海外资源形成有效管理整合，如福耀玻璃依靠对美国公司的管理层管理进步，快速实现北美市场的扭亏为盈。
- 2) 自身工艺水平：产能出海是基于 OEM 的出海，零部件厂商需要有一定的工艺水平，进入龙头 OEM 供应链体系，方才具备出海资格，如特斯拉产业链企业等，在特斯拉的引导下，前往波兰、墨西哥等地建厂，为柏林工厂及北美/墨西哥工厂供货。

3.2.4 零部件产能出海的经济性与区位选择：东南亚、墨西哥与东欧

随国内份额上升阻力变大+规避出口关税等，主机厂纷纷引导国内零部件厂商出海建厂，并愿意给予一定的优惠商务条款，目前主要集中于东南亚、墨西哥、东欧等三个地区。

从营业成本方面看：

- 1) 若不考虑关税：东欧营业成本（比国内高约 39.8%）>墨西哥营业成本（比国内高约 20%）>东南亚营业成本（比国内高约 5%）>国内营业成本；
- 2) 若考虑关税：东欧营业成本（比国内高约 15%）>国内营业成本>东南亚营业成本（比国内低约 2%）>墨西哥营业成本（比国内低约 9%）。

从净利率方面看：

- 1) 东南亚：假设主机厂给到零部件企业的价格和国内相当，零部件企业泰国生产基地的费用率 17%，对应零部件企业的净利率约为 4%；
- 2) 墨西哥：假设主机厂给到零部件企业的价格是国内的 1.2 倍，零部件企业墨西哥生产基地的费用率为 20%，对应零部件企业的净利率约为 5%；
- 3) 东欧：假设主机厂给到零部件企业的价格为国内的 1.4 倍，零部件企业东欧生产基地的费用率为 20%，对应零部件企业的净利率约为 4.8%。

总结来看：

- 1) 与历史对比，本轮出海动力不同：复盘历史，零部件企业是自发性出海，主要通过收并购的方式，因此受到地缘政治、资产整合等因素干扰较多。本轮出海，零部件企业主要是在主机厂的引导下出海，因此能够享受到商务条款方面的一定优惠，同时通过自建生产基地，避免受到资产整合、管理层更换等方面的影响。
- 2) 零部件企业出海建厂将集中于墨西哥、东南亚等地：零部件企业在墨西哥建厂可以避免关税，在东南亚建厂可以享受媲美国内的人工综合成本，因此将集中于在这两地进行建厂。东欧方面，更适合原本在美国等高成本地区收购、建设了生产基地的零部件企业进行产能搬迁，从而相对降低生产成本。
- 3) 零部件企业海外盈利能力有望比预期好：通过上述成本、盈利能力的分析，我们判断通过主机厂的商务条款优惠+充足的订单支持，零部件企业在墨西哥、东南亚等地区的生产毛利率有可能媲美国内，但实现国内相当净利率较为困难，关键在于产能利用率+降本控费措施。

地域分析：东南亚、墨西哥优于东欧

零部件出海的目的地看，主要集中在墨西哥、东南亚和中东欧。

1、墨西哥：世界汽车产业的投资热土

根据墨西哥汽车工业协会（AMIA）数据显示，2022 年，墨西哥汽车产量同比增长 9.2%，达到 330.8 万辆，超过 85% 用于出口；汽车销量为 109.5 万辆，同比增长 7.9%。其中，美国占墨西哥汽车整体海外出口近八成。

墨西哥 1992 年与美国、加拿大签署《北美自由贸易协定》，赋予免税优势，墨西哥的汽车制造业逐渐崛起：

自 20 世纪 20 年代以来，福特、通用汽车等美国车企纷纷在墨西哥建厂。此后，大众、丰田、日产、现代等车企陆续进入墨西哥市场。特斯拉官宣将在墨西哥蒙特雷建造一家超级工厂，计划投资 50 亿美元，预计未来可能会带动配套供应链企业投资约 100 亿美元。



图表120: 墨西哥主机厂布局



来源: marklines, 国金证券研究所

免税+就近配套，零部件企业纷纷投资建厂。自主机厂纷纷在墨西哥建厂后，在就近配套+免税优势下，国内部分零部件企业通过收购等方式在墨西哥投资建厂。但由于地缘政治变动较大+国外综合成本较高，这些零部件企业盈利情况较差。


图表121: 历史上零部件企业的海外产能多以收购为主要来源

公司名称	墨西哥生产基地所在地	产品品类	投资金额(项目)	投产时间	产能(营收)	利润率
华域汽车	克雷塔罗州、新莱昂州、科阿韦拉州	内饰+座椅	未知	最新座椅工厂 2021 年	5 家工厂	/
文灿股份	克雷塔罗州、瓜纳华托州	低压铸造	/	最新三厂 2021 年	2021:预计 4 亿元	/
上声电子	特拉斯卡拉州	车载扬声器	3500 万	2017 年	2021:3414 万	暂未盈利
继峰股份	克雷塔罗州	座椅+头枕+中控	收购格拉默	未知	2022:16.7 亿元	暂未盈利
均胜电子	新莱昂州、科阿韦拉州、索诺拉州、墨西哥州、塔毛利帕斯州	安全件+内饰	收购普瑞	早于 2015 年	/	/
宁波华翔	阿瓜斯卡连特斯州	内饰件	1 亿元	2022 年	/	/
模塑科技	圣路易斯波托西州	外饰件	23 亿元(3.35 亿美元)	2019 年	2022H1:6.4 亿元 2021:12 亿元	暂未盈利
奥特佳	普埃布拉州	热管理空调系统	/	2019 年	/	暂未盈利
中鼎股份	奇瓦瓦州	热管理管路系统	/	2017 年前	/	/
三花智控	科阿韦拉州	热管理系统	/	2017 年	2020:2 亿元	盈利
香山股份	圣路易斯波托西州	内饰件	收购群英	2017 年前	2021 年:5.35 亿元	盈利
瑞玛精密	克雷塔罗州	金属冲压件	2000 万元	2016 年	2021 年:0.44 亿元	暂未盈利
凌云股份	瓜纳华托州	铝型材保险杠吸能盒	/	2019 年	1360 万欧元	/
新坐标	新莱昂州	液压挺杆等	6100 万	2021 年 Q4	2021:717 万 2022H1:673 万	暂未盈利
万丰奥威	科阿韦拉州	镁铝合金锻造	/	2015 年前	1500 吨	/

来源: 各公司公告, 国金证券研究所


图表122: 近年零部件企业出海后墨西哥自主建厂

公司名称	墨西哥生产基地所在地	产品品类	投资金额	投产时间	产能(营收)
岱美股份	科阿韦拉州	遮阳板/顶棚	/	2018年收购	/
			/	2025年	/
嵘泰股份	新莱昂州	铝合金压铸	2.5亿元	2017年	一期:2022年2.8亿收入
			2.7亿元	2024年	二期:年均2.9亿收入
爱柯迪	瓜纳华托州	铝合金压铸	1.4亿元	2016年	2021年5700万
			/	2023年Q2	每年3.5亿
伯特利	科阿韦拉州	转向节/控制臂	3.5亿元	2023年底	预计回收期6.13年
		转向机/控制臂	/	2024年底	/
拓普集团	新莱昂州	内饰/底盘/热管理	13.6亿元	2024年	/
旭升集团	科阿韦拉州	压铸/挤压/锻造工艺	<18.8亿元	2024年Q4	/
瑞可达	新莱昂州	新能源连接器	2000万	2023年H2	/
银轮股份	新莱昂州	热管理产品	2.7亿元	2023年	预计:4.22亿元
新泉股份	阿瓜斯卡连特斯州	内饰件	8600万美元	2022年	/
祥鑫科技	新莱昂州	精密金属加工	1.4亿元	2022年H2	/

来源:各公司公告,国金证券研究所

墨西哥当地建厂可规避出口关税风险。2023年8月15日,墨西哥总统签署《关于修改一般进出口关税法行政命令》,将钢材、橡胶、玻璃等392个海关编码的进口关税,调整为5%~25%。该法令于2023年8月16日生效,有效期至2025年7月31日。据不完全统计(中、墨税则不完全对应),此次墨西哥政府调整的392个税号中与汽车产业相关的税号商品,2022年中国对墨出口额达19.62亿美元。但此份增加进口关税的法令不适用于与墨西哥签订了贸易协定的国家和地区,倒逼国内零部件企业出海建厂,规避关税风险。



图表123: 《美墨加协定》部分款项

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，该企业总产量的不多于 10% 可在报备后继续享受 62.5% 的区域价值含量要求

图表124: 与墨西哥有自由贸易协定的国家/地区

自由贸易协定	签订的对象国(或组织)	实施时间
北美自由贸易协定	美国、加拿大	1994 年 1 月 1 日
墨西哥-哥伦比亚自由贸易协定	哥伦比亚	2011 年 8 月 2 日
墨西哥-哥斯达黎加自由贸易协定	哥斯达黎加	1995 年 1 月 1 日
墨西哥-尼加拉瓜自由贸易协定	尼加拉瓜	1998 年 7 月 1 日
墨西哥-智利自由贸易协定	智利	1999 年 8 月 1 日
墨西哥-欧盟自由贸易协定	欧洲联盟	2000 年 7 月 1 日
墨西哥-以色列自由贸易协定	以色列	2000 年 7 月 1 日
墨西哥-北三角自由贸易协定	萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯	2000 年 3 月 14 日与萨尔瓦多、危地马拉，2001 年 6 月 1 日与洪都拉斯
墨西哥-欧洲自由贸易协会自由贸易协定	挪威、冰岛、瑞士、卢森堡	2001 年 10 月 1 日
墨西哥-乌拉圭经济合作协定	乌拉圭	2004 年 7 月 15 日
墨西哥-日本自由贸易协定	日本	2005 年 4 月 1 日
墨西哥-秘鲁自由贸易协定	秘鲁	2012 年 2 月 1 日
跨太平洋伙伴全面进步协定	文莱、马来西亚、新加坡、澳大利亚、新西兰、越南等 11 国	2018 年 3 月 8 日签署协定
太平洋联盟自贸协定	哥伦比亚、智利、秘鲁	2015 年 7 月 20 日太平洋联盟框架协议正式生效

来源:《美墨加协定》汽车原产地规则特征及启示、格隆汇, 国金证券研究所

来源:《美墨加协定》汽车原产地规则特征及启示、格隆汇, 国金证券研究所

经济性分析: 考虑到关税影响, 当地营业成本较国内出口低 10% 左右。假设一般零部件企业成本结构为直接材料 67%+人工成本 20%+能源费用 5%+运输成本 4%+其他 4%。1) 原材料: 墨西哥原材料成本比国内高出 25% 左右; 2) 人工制造: 考虑到效率等因素, 预计墨西哥人工制造成本比国内高约 20%; 3) 能源费用: 燃油费用比国内高约 20%; 水电费高约 220%; 电费高约 100%; 4) 税费: 墨西哥关税 0 (中国约 27.5%), 企业所得税 30% (中国 25%)。

综合来看, 不考虑关税, 墨西哥生产成本比国内高 20%; 考虑到关税等, 墨西哥营业成本约比国内生产再出口低约 9%。因此墨西哥建厂是否盈利主要取决于公司降本控费能力。



图表125: 墨西哥成本结构

成本项目		墨西哥	中国
税率成本	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%
人工成本	制造业平均工资(美元/h)	4.2-4.9	2.8-4.5
用地成本	工业用地租金(美元/m ² /月)	4.5-7.7	2.3-4.0
能源成本	汽油(美元/L)	1.42	1.22
	柴油(美元/L)	1.40	1.06
	水费(美元/m ³)	1.85	0.57
	工业用电(美元/kWh)	0.12	0.06
	工业天然气(美元/m ³)	0.34	0.51

图表126: 零部件企业墨西哥生产基地毛利率情况

项目	营业收入毛利率	税后静态投资回收期(年)	税后内部收益率
嵘泰股份:墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目(2022年8月再融资)	31.36%	7.4	15.19%
立中集团:墨西哥立中年产360万只超轻量化铝合金车轮项目(2023年3月再融资)	17.94%	9.97	12.88%
爱柯迪:新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地(墨西哥瓜纳华托州)	24.34%	7.89	13.41%

来源: Tetakawi, 国金证券研究所

来源: 爱柯迪定增说明书, 国金证券研究所

敏感性分析: 由于主机厂引导国内零部件企业出海建厂, 主机厂海外预计将会给零部件企业产品一定价格优惠, 从而弥补零部件企业海外生产基地的盈利能力。假设主机厂给到零部件企业的价格是国内的 1.2 倍, 零部件企业墨西哥生产基地的费用率为 20%, 对应零部件企业的净利率约为 5%。

图表127: 零部件企业墨西哥生产基地净利率敏感性分析

价格 销+管+研+其他费用率	1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
15%	-5.3%	2.9%	9.7%	15.5%	20.4%	24.7%	28.5%	31.8%	34.7%	37.3%	39.7%
17%	-7.3%	0.9%	7.7%	13.5%	18.4%	22.7%	26.5%	29.8%	32.7%	35.3%	37.7%
19%	-9.3%	-1.1%	5.7%	11.5%	16.4%	20.7%	24.5%	27.8%	30.7%	33.3%	35.7%
20%	-10.3%	-2.1%	4.7%	10.5%	15.4%	19.7%	23.5%	26.8%	29.7%	32.3%	34.7%
22%	-12.3%	-4.1%	2.7%	8.5%	13.4%	17.7%	21.5%	24.8%	27.7%	30.3%	32.7%
24%	-14.3%	-6.1%	0.7%	6.5%	11.4%	15.7%	19.5%	22.8%	25.7%	28.3%	30.7%
26%	-16.3%	-8.1%	-1.3%	4.5%	9.4%	13.7%	17.5%	20.8%	23.7%	26.3%	28.7%
28%	-18.3%	-10.1%	-3.3%	2.5%	7.4%	11.7%	15.5%	18.8%	21.7%	24.3%	26.7%
30%	-20.3%	-12.1%	-5.3%	0.5%	5.4%	9.7%	13.5%	16.8%	19.7%	22.3%	24.7%
32%	-22.3%	-14.1%	-7.3%	-1.5%	3.4%	7.7%	11.5%	14.8%	17.7%	20.3%	22.7%
34%	-24.3%	-16.1%	-9.3%	-3.5%	1.4%	5.7%	9.5%	12.8%	15.7%	18.3%	20.7%
36%	-26.3%	-18.1%	-11.3%	-5.5%	-0.6%	3.7%	7.5%	10.8%	13.7%	16.3%	18.7%
38%	-28.3%	-20.1%	-13.3%	-7.5%	-2.6%	1.7%	5.5%	8.8%	11.7%	14.3%	16.7%
40%	-30.3%	-22.1%	-15.3%	-9.5%	-4.6%	-0.3%	3.5%	6.8%	9.7%	12.3%	14.7%

来源: 国金证券研究所测算

2、东南亚: 廉价劳动力吸引主机厂布局

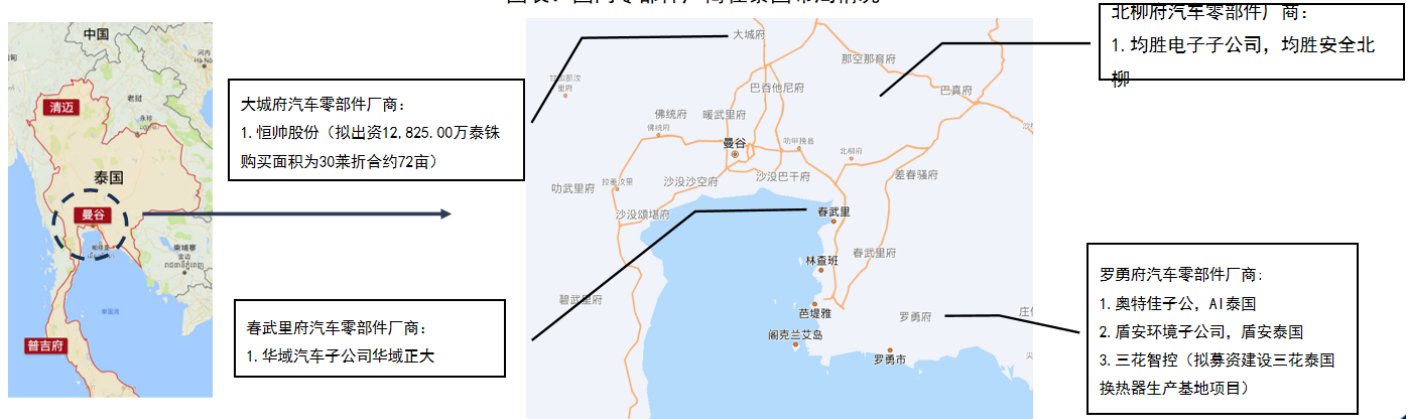
以泰国为例, 泰国是世界重要的汽车生产基地, 年均整车生产能力近 200 万辆, 占东南亚汽车市场的一半左右。汽车零部件行业 2022 年的出口总额达 1.31 万亿泰铢, 同比增长 8.2%, 约占 GDP 的 12.3%; 为东盟中最高, 同时在全球排名第 14 位, 其中, 汽车轮胎的出口额更是达到了全球第二。

泰国汽车零部件行业的制造商数量超过 2,200 家, 其中一级汽车供应商 700 家左右, 同时, 泰国汽车从业劳动力资源丰富, 泰国汽车产业工人约占其劳动力人口的 10%。全球知名的汽车零部件供应商在泰国设立生产基地的包括博世、



电装、麦格纳、大陆集团、采埃孚、爱信精机

图表128: 国内零部件厂商在泰国布局情况



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

现状: 国内已有部分零部件厂商在泰国进行布局, 如华域汽车、奥特佳等。

图表129: 国内零部件厂商在泰国生产基地建设情况

公司名称	泰国生产基地所在地	产品品类	投资金额 (项目)	是否投产	年产能 (规划)
华域汽车	春武里府	汽车仪表板总成、中控台总成、座椅总成、方向盘总成、保险杠总成、摇窗机总成、发动机装配和门总成等	/	已经投产	/
均胜电子	北柳府	汽车安全系统	/	已经投产	/
奥特佳	罗勇府	空调类	/	已经投产	/
三花智控	罗勇府	换热器	拟投资 10200 万元于三花泰国换热器生产基地项目	未投产	120 万台换热器产品
盾安环境	罗勇府	金属材料: 截止阀、电子膨胀阀、排水泵、电磁阀、单向阀、压缩机、机电液控制泵及其他机电液控制元器件	/	已经投产	/
恒帅股份	大城府	门类电机、充电门执行器、隐形门把手执行器、洗涤泵	恒帅泰国拟出资 12,825.00 万泰铢购买面积为 30 莱 (折合约 72 亩)	未投产	门类电机 300 万件、充电门执行器 130 万件、隐形门把手执行器 130 万件、洗涤泵 300 万件

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

经济性分析: 东南亚人工成本低+企业所得税率低, 营业成本比国内较低。

假设一般零部件企业成本结构为直接材料 67%+人工成本 20%+能源费用 5%+运输成本 4%+其他 4%。1) 原材料: 东南亚原材料成本比国内高出 15%左右。2) 人工制造: 考虑到效率等因素, 预计东南亚人工制造成本比国内低约 20%。3) 能源费用: 燃油费用比国内低约 20%; 水费低约 30%; 电费高约 158%。4) 税费: 企业所得税 20% (中国 25%)。

综合来看, 不考虑税费等, 东南亚生产成本比国内高约 5%; 考虑到税费等, 东南亚营业成本比国内低约 2%。



图表130: 泰国成本结构

成本项目		东南亚 (以泰国为例)	中国
税率成本	关税 (出口美国)	关税 2.5%+0.125%港口维护费+0.346%货物处理费	约 27.5%
	关税 (出口泰国)	0	0
	增值税	7%	13%
	企业所得税	20%	25%
人工成本	制造业平均工资 (美元/h)	2.24	2.8-4.5
用地成本	工业用地租金 (美元/m ² /月)	5	2.3-4.0
能源成本	汽油 (美元/L)	1.28	1.22
	柴油 (美元/L)	0.86	1.06
	水费 (美元/m ³)	0.29-0.43	0.57
	工业用电 (美元/kWh)	0.14-0.17	0.06
	工业天然气 (美元/m ³)	0.43	0.51

来源: CHYIELD 初禾源投资视野, 国金证券研究所

敏感性分析: 与墨西哥和中国相比, 东南亚地区的人工制造成本较低, 增值税和所得税较低, 可以更好的消化原材料成本高带来的影响。因此, 对于国内零部件企业而言, 前往东南亚生产配套的成本优势较墨西哥明显, 基本不需要主机厂额外的价格优惠政策。假设主机厂给到零部件企业的价格和国内相当, 零部件企业泰国生产基地的费用率为 17%, 对应零部件企业的净利率约为 4%。

图表131: 零部件企业东南亚生产基地净利率敏感性分析

价格 销+管+研+其他费用率	1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2
15%	6.0%	13.1%	19.1%	24.1%	28.5%	32.2%	35.5%	38.4%	41.0%	43.3%	45.3%
17%	4.0%	11.1%	17.1%	22.1%	26.5%	30.2%	33.5%	36.4%	39.0%	41.3%	43.3%
19%	2.0%	9.1%	15.1%	20.1%	24.5%	28.2%	31.5%	34.4%	37.0%	39.3%	41.3%
20%	0.9%	8.1%	14.1%	19.1%	23.5%	27.2%	30.5%	33.4%	36.0%	38.3%	40.3%
22%	-1.1%	6.1%	12.1%	17.1%	21.5%	25.2%	28.5%	31.4%	34.0%	36.3%	38.3%
24%	-3.1%	4.1%	10.1%	15.1%	19.5%	23.2%	26.5%	29.4%	32.0%	34.3%	36.3%
26%	-5.1%	2.1%	8.1%	13.1%	17.5%	21.2%	24.5%	27.4%	30.0%	32.3%	34.3%
28%	-7.1%	0.1%	6.1%	11.1%	15.5%	19.2%	22.5%	25.4%	28.0%	30.3%	32.3%
30%	-9.1%	-1.9%	4.1%	9.1%	13.5%	17.2%	20.5%	23.4%	26.0%	28.3%	30.3%
32%	-11.1%	-3.9%	2.1%	7.1%	11.5%	15.2%	18.5%	21.4%	24.0%	26.3%	28.3%
34%	-13.1%	-5.9%	0.1%	5.1%	9.5%	13.2%	16.5%	19.4%	22.0%	24.3%	26.3%
36%	-15.1%	-7.9%	-1.9%	3.1%	7.5%	11.2%	14.5%	17.4%	20.0%	22.3%	24.3%
38%	-17.1%	-9.9%	-3.9%	1.1%	5.5%	9.2%	12.5%	15.4%	18.0%	20.3%	22.3%
40%	-19.1%	-11.9%	-5.9%	-0.9%	3.5%	7.2%	10.5%	13.4%	16.0%	18.3%	20.3%

来源: 国金证券研究所测算

3、东欧: 汽车产业薄弱, 新车及新能源渗透率低, 就近配套优势明显

东欧汽车市场产业薄弱、准入门槛较低、新能源汽车市场处于发展初期:

1) 东欧地区汽车产业薄弱: 波兰和匈牙利汽车产业薄弱: 自苏联解体以来, 波兰和匈牙利的汽车工业发展相对较慢, 没有形成强大的本土汽车品牌。这两个国家的汽车市场主要依赖于欧美日韩等国家的汽车进口。虽然波兰和匈牙利有一些汽车制造厂和装配厂, 但规模相对较小, 生产的车型多为低端产品;

2) 东欧市场准入门槛相对较低: 波兰和匈牙利的汽车市场准入门槛相对较低。除了一些必要的安全和环保要求外, 这两个国家的汽车市场没有太多的进口限制和认证要求。这使得外国汽车制造商相对容易进入这些市场, 并在当地销售其产品;



3) 东欧地区,波兰和匈牙利整体经济发展相对落后:与西欧相比,波兰和匈牙利的整体经济发展水平较低。这导致了人均收入较低,消费能力相对较弱。在此情况下,新能源汽车市场的发展相对较慢。虽然波兰和匈牙利政府也在鼓励新能源汽车的发展,并提供一些补贴和优惠政策,但由于市场规模相对较小,新能源汽车在这些国家的普及程度仍然较低。

总体来看,在波兰,欧美日韩品牌仍然是主导力量,如大众、福特、斯柯达、雷诺等。这些品牌在波兰市场有着广泛的销售渠道和消费者基础。此外,波兰也有一些本土汽车制造商,如FSO和Arrinera Automotive,但规模相对较小。匈牙利的汽车市场也以欧美日韩品牌为主导,如奥迪、梅赛德斯-奔驰、宝马、雪铁龙等。这些品牌在匈牙利市场享有很高的声誉,并且拥有广泛的经销网络 and 市场份额。然而,中国品牌在波兰和匈牙利的汽车市场中也有一定的存在和增长。例如,中国品牌吉利和奇瑞在波兰市场有一定的市场份额,并且逐渐提升其产品质量和技术水平。在匈牙利,中国品牌奇瑞和哈弗也在市场上取得了一定的成功。

图表132: 国内零部件厂商及车企在波兰与匈牙利生产基地建设情况

公司名称	东欧生产基地所在地	产品品类	投资金额	投产时间	产能(营收)	配套客户
福耀玻璃	波兰拉多姆市、匈牙利塞格德市	汽车用玻璃制品生产和销售	1.2亿/4.5亿欧元	2014/2017	/	现代、通用、雷诺、大众、奥迪、福特、GAZ
均胜电子	波兰斯拉维亚地区、匈牙利基兰基亚县	汽车安全系统(安全气囊、安全带、方向盘、机加工、仪表盘和控制模块等)	/	/	/	GAZ、Sollers 伏尔加、日产
华域汽车	匈牙利基兰基亚县	汽车内饰、轻量化铸铝、油箱系统、汽车电子	/	/	/	吉利、通用、大众、福特
亚普汽车(华域汽车参股)	匈牙利基兰基亚县	燃油处理与蒸发系统零部件	/	/	/	Peugeot、Stellantis、三菱汽车、大众、奥迪、斯柯达、雪铁龙
宁波继峰	匈牙利基兰基亚县	座椅零部件、内饰零部件	1.5亿欧元	2013	/	大众、奥迪
上海贝尔	波兰斯拉维亚地区	汽车座椅和座椅组件	/	/	/	大众、奥迪、宝马、奔驰、福特、雪铁龙
上汽集团	匈牙利基兰基亚县	发动机和变速器零部件	/	/	/	上汽大众、上汽通用、上汽荣威、上汽名爵

来源: marklines, 国金证券研究所

经济性分析: 假设一般零部件企业成本结构为直接材料 67%+人工成本 20%+能源费用 5%+运输成本 4%+其他 4%。1) 原材料: 受战争影响,波兰和匈牙利原材料价格上涨,原材料成本比国内高约 10-15%。2) 人工制造: 波兰和匈牙利人工制造成本比国内高约 53%。3) 能源费用: 燃油费用比国内高约 13%; 水费高约 251%; 电费高约 83%。4) 税费: 企业所得税 19%/9% (中国 25%)。

综合来看,不考虑税费等,波兰和匈牙利生产成本比国内高约 39.8%。考虑税费,东欧营业成本比国内约高 15%。


图表133: 波兰工厂成本结构

成本项目		波兰工厂	中国
税率成本	关税	0	从2024年1月1日起, 如果电动汽车等出口产品的欧盟或英国零部件比例低于45% (电池低于60%), 将征收10%的关税 (可能会被推迟)
	增值税	23%	13%
	企业所得税	19%	25%
人工成本	制造业平均工资 (美元/h)	10	6.5
用地成本	工业用地租金 (美元/m ² /月)	3.5-5	2.3-4.0
能源成本	汽油 (美元/L)	1.2-1.4	1.22
	柴油 (美元/L)	1.1-1.3	1.06
	水费 (美元/m ³)	1-2	0.57
	工业用电 (美元/kWh)	0.1-0.15	0.06
	工业天然气 (美元/m ³)	0.2-0.3	0.51

来源: 商务部, 欧盟理事会统计局, 各国政府官网, 国金证券研究所

图表134: 匈牙利工厂成本结构

成本项目		匈牙利工厂	中国
税率成本	关税	0	从2024年1月1日起, 如果电动汽车等出口产品的欧盟或英国零部件比例低于45% (电池低于60%), 将征收10%的关税 (可能会被推迟)
	增值税	27%	13%
	企业所得税	9%	25%
人工成本	制造业平均工资 (美元/h)	8	6.5
用地成本	工业用地租金 (美元/m ² /月)	4.5-6	2.3-4.0
能源成本	汽油 (美元/L)	1.4-1.6	1.22
	柴油 (美元/L)	1.3-1.5	1.06
	水费 (美元/m ³)	1-3	0.57
	工业用电 (美元/kWh)	0.1-0.15	0.06
	工业天然气 (美元/m ³)	0.3-0.4	0.51

来源: 商务部, 欧盟理事会统计局, 各国政府官网, 国金证券研究所

敏感性分析: 与国内和墨西哥相比, 波兰和匈牙利地区的人工制造成本和原材料成本都较高。相对于国内零部件企业而言, 前往东欧生产配套的成本优势并不明显, 因此东欧多为国内零部件企业搬迁工厂的选择。此前, 国内零部件企业通过收购, 在高成本地区如美国、德国等国家进行生产, 为了降低成本, 因此近几年国内零部件企业大多数选择关闭高成本地区的成本, 或者将工厂迁往成本比美国低的东欧国家。

假设主机厂给到零部件企业的价格为国内的1.4倍, 零部件企业东欧生产基地的费用率为20%, 对应零部件企业的净利率约为4.8%。



图表135: 零部件企业东欧生产基地净利率敏感性分析

价格 销+管+研+其他费用率	1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2
15%	-20.2%	-10.6%	-2.7%	4.0%	9.8%	14.8%	19.2%	23.0%	26.5%	29.5%	32.3%
17%	-22.2%	-12.6%	-4.7%	2.0%	7.8%	12.8%	17.2%	21.0%	24.5%	27.5%	30.3%
19%	-24.2%	-14.6%	-6.7%	0.0%	5.8%	10.8%	15.2%	19.0%	22.5%	25.5%	28.3%
20%	-25.2%	-15.6%	-7.7%	-1.0%	4.8%	9.8%	14.2%	18.0%	21.5%	24.5%	27.3%
22%	-27.2%	-17.6%	-9.7%	-3.0%	2.8%	7.8%	12.2%	16.0%	19.5%	22.5%	25.3%
24%	-29.2%	-19.6%	-11.7%	-5.0%	0.8%	5.8%	10.2%	14.0%	17.5%	20.5%	23.3%
26%	-31.2%	-21.6%	-13.7%	-7.0%	-1.2%	3.8%	8.2%	12.0%	15.5%	18.5%	21.3%
28%	-33.2%	-23.6%	-15.7%	-9.0%	-3.2%	1.8%	6.2%	10.0%	13.5%	16.5%	19.3%
30%	-35.2%	-25.6%	-17.7%	-11.0%	-5.2%	-0.2%	4.2%	8.0%	11.5%	14.5%	17.3%
32%	-37.2%	-27.6%	-19.7%	-13.0%	-7.2%	-2.2%	2.2%	6.0%	9.5%	12.5%	15.3%
34%	-39.2%	-29.6%	-21.7%	-15.0%	-9.2%	-4.2%	0.2%	4.0%	7.5%	10.5%	13.3%
36%	-41.2%	-31.6%	-23.7%	-17.0%	-11.2%	-6.2%	-1.8%	2.0%	5.5%	8.5%	11.3%
38%	-43.2%	-33.6%	-25.7%	-19.0%	-13.2%	-8.2%	-3.8%	0.0%	3.5%	6.5%	9.3%
40%	-45.2%	-35.6%	-27.7%	-21.0%	-15.2%	-10.2%	-5.8%	-2.0%	1.5%	4.5%	7.3%

来源: 国金证券研究所测算

四、投资建议

汽车出海的三阶段带来的经验启示: 中国汽车工业出海具备高度确定性、成长性, 其中技术和工艺、客户结构、管理能力三要素决定企业出海成败:

- 1) 技术和工艺: 技术和工艺优势是中国汽车产业链走向全球的核心竞争力, 是长期竞争中是否持续兑现盈利的关键;
- 2) 客户结构: 全球整车竞争格局正在迎来巨变阶段, 优质的客户结构是出海成功与否的关键;
- 3) 全球化管理能力: 海外经营对企业全球化管理能力提出更高要求, 中国汽车产业出海逐步从生产全球化, 过渡到研发、生产和销售全球化, 全球化管理能力决定经营成败。

我们认为, 中国汽车产业链全球相对竞争力的快速增长, 是中国汽车全球化的核心驱动力。出海将成为未来 10 年汽车产业的下一个爆发点:

- 1、整车: 全球化市场和品牌运营能力、全球化的研发和生产体系, 是决定主机厂出海成败的关键, 建议关注创新力引领&全球化布局兼具的车企, 如比亚迪、吉利汽车、长城汽车等;
- 2、汽配: 零部件出海要求企业有领先的技术和工艺优势+优质的客户结构+国际管理能力。新品周期驱动下, T 链是 24 年潜力较大的赛道, 推荐新泉股份、岱美股份、三花智控、拓普集团等。长期看好工艺和成本领先的岱美、爱柯迪、福耀玻璃等。

五、风险提示

海外产能建设不及预期: 受局势波动、审查手续、国内企业对海外市场不了解等因素影响, 倒是海外工厂建成时间延迟, 投产效率低下的风险。

海外市场开拓不及预期: 海外布局进度缓慢, 如整车厂门店数量少、新进入国家动作迟缓等, 导致供给落后下出海无法打开局面, 海外销量不及预期。

海外对自主品牌接受程度低: 海外企业/市场长期以海外品牌为主, 已形成品牌认可, 中国企业出海为品牌重塑过程, 需直面与本地品牌竞争, 存在海外企业/消费者对国内品牌不认可情形。

地缘政治风险: 海外国家存在政治环境变化的可能性, 引发电动车支持政策退坡、对华经贸关系出现波折, 存在不确定性。



行业投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



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。

任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402