



汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告(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

从零跑与 Stellantis 合作，看中国汽车国际化新模式

——汽车出口专题报告（二）

核心观点

零跑国际开创了中国车企反向合资先河，有望形成 1+1>2 的双赢效果。合作模式主要为：零跑提供具有竞争力的电动车产品组合，以弥补 Stellantis 集团电动车产品的缺失，Stellantis 提供海外销售渠道加开零跑的海外市场开拓速度；以 Tier1 供应商向 Stellantis 集团其它品牌提供终端解决方案，如零跑汽车向合营公司出口零跑自研零部件。以零跑为例，中国车企完全有潜力逆转过去年外资在中国市场的超额收益模式。

日韩车企历史验证出海扩张逻辑。日本、韩国主要车企出海的三步走战略与零跑等国车路径不谋而合：第一步产正向研发阶段，成本控制与技术布局为先，与零跑全域自研、成本优化相应；第二步产品出海阶段，采取经销布局快速全球扩张，与零跑国际借力 Stellantis 全球经销网络相应；第三步产能出海阶段，利用海外投资规避贸易风险，意味着零跑等国车品牌或将依靠海外自建/合资产能实现全球扩张。

产能出海是中国汽车产业未来的出海方向。我们认为，目前的中国汽车出海与 1970-1980 年的日本类似：全球汽车市场结构性调整（日本：小排量/中国：电动化），核心技术大幅领先下车企迎来出海机遇（日本：发动机/中国：三电技术及智能化）。其中，技术和工艺、客户结构、管理能力三要素将决定企业出海成败，是日韩系汽车出海的胜利之匙；

合资成为规避贸易壁垒实现全球化的重要手段，比较优势分明是合资成败的关键。欧美车企在电动化/智能化技术上落后自主车企，为保护本土市场推出贸易保护性措施，使自主车企产品出海面临风险。在零跑和 Stellantis 合作的案例中，大华股份作为零跑的原主要股东向 Stellantis 转让了其全部股份，此次股份转让部分原因是公司被列入“实体清单”，大华退出，有利于减少零跑海外业务不必要的潜在监管摩擦。

同时，结合国际企业如丰田、本田的出海合资案例，零跑与 Stellantis 已经具备显著的比较优势，预计能够实现优势互补，实现双赢局面，为今后其它国产汽车厂商出海提供示范。

投资建议

1、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。整车方向，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、零跑汽车等；

2、零跑作为港股新势力，之前一直被市场忽视，我们认为，公司的精细化管理能力和合资出海模式的锐度，是最大的预期差，建议重点关注。

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、Stellantis 战略合作，轻资产模式确保盈利能力	4
1.1 零跑国际：开创车企反向合资先河	4
1.1.1 主推 T03, G10, 规划数款海外车型	4
1.1.2 零跑国际进军市场：从欧洲快速走向全球	5
1.1.3 整车多方位合作，双方互利共赢	6
1.1.4 谋求 Stellantis 现有产能造车，为公司业绩助力	6
1.1.5 以合资历史为参考，中国车企合资出海模式或能带来巨量超额收益	7
1.2 全域自研助力零跑零部件同步出海	7
1.2.1 零跑以零部件供应商身份出海	8
1.2.2 零部件合作助力整车业务	8
二、日韩汽车产业出海描绘中国车企发展先遣图	9
2.1 从丰田全球布局看国车出海机遇	9
2.2 中国传统汽车工业出海经历资本、产品、产能出海三阶段	10
2.2.1 资本出海：通过海外并购追赶技术差距	10
2.2.2 产品出海：技术为主线，海外布局定胜负	10
2.2.3 产能出海：中国整车、汽零未来的出海方向	12
三、合资模式是国车产能出海的关键途径	13
3.1 中国车企在智能电动车时代占据行业高位	13
3.1.1 国产品牌汽车电动化水平全球领先	13
3.1.2 自主品牌新能源汽车的智能化领先全球	15
3.2 国际化是中国车企的星辰大海	15
3.3 从资本输出到技术输出，合资成为规避贸易壁垒，快速实现全球化的手段	17
3.3.1 技术出海是更快实现全球化的手段	17
3.3.2 以合资方式技术出海天然拥有政策规避的优势	17
3.3.3 合资模式的成败关键在于对比较优势的利用	19
四、投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

图表 1：零跑海外商业模式	4
图表 2：零跑国际产品规划图	5
图表 3：MG 欧洲在售车型一览	5
图表 4：T03 与欧洲竞品参数对比	5



图表 5: C10 与欧洲竞品参数对比.....	5
图表 6: 零跑国际计划进军市场.....	6
图表 7: Stellantis“Dare Forward 2030”战略规划.....	6
图表 8: Stellantis 在各地区市场份额.....	6
图表 9: 大众集团在上汽大众长期拥有超额收益.....	7
图表 10: 零跑汽车全域自研示意图.....	8
图表 11: 零跑 LEAP 架构迭代情况.....	9
图表 12: 中国车企海外并购历史.....	10
图表 13: 中国汽车年出口量及 YOY (万辆).....	11
图表 14: 2012 年国车出口以欠发达国家为主 (万辆).....	11
图表 15: 2012 年奇瑞为出口销冠 (万辆).....	11
图表 16: 2010 年起日本车企出海进入收获期 (万辆).....	12
图表 17: 2013-2020 年国车出海进入震荡期 (万辆).....	12
图表 18: 21-23 年国内电车出口量 (万辆).....	12
图表 19: 21-23 年国内燃油车出口量 (万辆).....	12
图表 20: 当前自主车企部分海外产能分布现状.....	13
图表 21: 全球主要国家/地区新能源汽车渗透率 (%).....	14
图表 22: 2023 年车企全球新能源汽车销量排名 (万辆).....	14
图表 23: 2023 年主要市场新能源新上市车型数量 (个).....	14
图表 24: 海外电车相对中国电车竞争力薄弱, 性能&价格均处劣势.....	15
图表 25: 全球主要国家/地区智能化设备搭载车型数 (种).....	15
图表 26: 全球汽车销量市场结构 (%).....	16
图表 27: 2023 年至今乘用车出口量与占国内零售量比 (万, %).....	16
图表 28: 2023 年新能源乘用车出口量与占总出口比重 (万, %).....	16
图表 29: 2023 海外汽车销量结构 (%).....	17
图表 30: 2023 海外新能源车销量结构 (%).....	17
图表 31: 欧美汽车消费者的品牌忠诚度依旧较高.....	17
图表 32: 欧美消费者愿意为互联技术支付额外费用的意愿仍然相对较低.....	17
图表 33: 欧盟近期与中国贸易摩擦汇总.....	18
图表 34: 2024 年 4 月 IRA 法案细则内容规定.....	18
图表 35: 丰田通过合资规避中美两国汽车贸易壁垒.....	19
图表 36: 零跑汽车与 Stellantis 比较优势明显且存在技术主导方.....	19



一、Stellantis 战略合作，轻资产模式确保盈利能力

1.1 零跑国际：开创车企反向合资先河

双方的合作模式主要为两部分：1) 成立零跑国际以开展零跑电动车海外销售业务。零跑国际是 Stellantis 集团与零跑汽车按 51%：49% 比例成立的合资公司。零跑提供具有竞争力的电动车产品组合，以弥补 Stellantis 集团电动车产品的缺失，Stellantis 提供海外销售渠道加开零跑的海外市场开拓速度。除大中华地区以外，该合资公司独家拥有向全球其它所有市场开展出口、销售和制造业务的资格。同时，零跑汽车将向合营公司提供生产所需的便利条件，让其能够利用 Stellantis 现有产能就地生产，零跑汽车收取生产许可费。2) 以 Tier1 供应商向 Stellantis 集团其它品牌提供终端解决方案。零跑坚持全域自研，目前整车架构迭代到 LEAP3.0，具备以零部件厂商身份向其它主机厂供货的前提条件。

图表1：零跑海外商业模式



来源：零跑官网，国金证券研究所

1.1.1 主推 T03, C10，规划数款海外车型

T03 和 C10 两款车型将被首先推出。C10 于 2023 年 9 月在慕尼黑车展首度亮相，是零跑的首款全球化车型，被视为零跑全球化战略的起点。在接下来的三年里，零跑国际每年至少推出一款全新车型。零跑希望对后续的出口产品都以全球化设计理念、全球化研发标准打造，并且希望在欧洲、亚太、中东、美洲等地同步销售。

据 Automotive News Europe 披露，明年一季度，零跑汽车将出口一款代号为 A12 的紧凑型 SUV 和一款代号为 A03 的紧凑型车型。在紧凑型车型之后将推出两款小型车型，其中一款是 SUV，代号为 T05 和 T11。小型和紧凑型车型的加入将使零跑国际拥有六款车型的阵容，以匹配欧洲最成功的中国汽车制造商上汽集团的 MG 品牌。

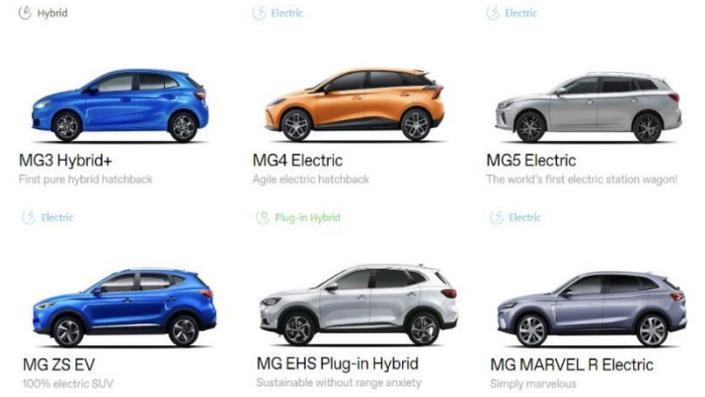


图表2: 零跑国际产品规划图



来源: 零跑官网, 国金证券研究所

图表3: MG 欧洲在售车型一览



来源: MG 欧洲官网, 国金证券研究所

T03 是一款适合城市用途的 A00 级智能纯电动汽车, 其拥有 265 公里的 WLTP 续航里程和接近 A0 级车型的内部空间, 在欧洲归属于 A 级车, 与相似级别的菲亚特 500e、菲亚特 PANDA、标志 e-208 相比, T03 价格仅为竞品的 1/2-1/4, 即便公司海外售价相较国内有所提升, 我们预计仍会有价格优势。

图表4: T03 与欧洲竞品参数对比

	零跑 T03 (国内)	菲亚特 500E (欧版)	菲亚特 PANDA (欧版)	标志 e-208 (欧版)
价格	4.99-6.99 万	18.5 万起	10.6 万起	27.8 万起
车型定位	微型	微型	微型	小型
动力形态	纯电	纯电	插电混动	纯电
长 x 宽 x 高 (mm)	3620*1652*1605	3632*1900*1527	3650*1643*1551	4055x1745x1430
续航里程 (KM)	200-520 (CLTC)	185-315 (WLTP)	-	363-400 (WLTP)

来源: 各汽车品牌官网, Marklines, 国金证券研究所

C10 是一款主要定位为家庭用车的 B 级车型, 有纯电和增程两种版本, 在欧洲归属于 D 级车, 与标致 e3008、斯柯达 ENYAQ、日产 ARIYA 等欧洲竞品相比, 按照相似逻辑依旧会保持价格优势。

图表5: C10 与欧洲竞品参数对比

	零跑 C10 (国内)	标志 e-3008 (欧版)	Skoda ENYAQ (欧版)	Nissan ARIYA (欧版)
价格	12.88-16.88 万元	38.2 万起	30.5 万起	34.2 万起
车型定位	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
动力形态	纯电	纯电	纯电	纯电
长 x 宽 x 高 (mm)	4739x1900x1680	4542*1895*1641	4649*1879*1616	4595*1850*1655
续航里程 (KM)	410-530 (CLTC)	524-700 (WLTP)	390-545 (WLTP)	403-531 (WLTP)

来源: 各汽车品牌官网, Marklines, 国金证券研究所

1.1.2 零跑国际进军市场: 从欧洲快速走向全球

借助 Stellantis 集团在全球的分销渠道, 零跑国际计划自今年 9 月起在法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、葡萄



牙、比利时、希腊和罗马尼亚欧洲 9 国市场推出零跑汽车。零跑国际计划在今年年底前共计拓展包括 Stellantis & You 网络在内的 200 家销售网点，并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家。2024 年年底，零跑国际还将在中东和非洲地区的土耳其、以色列和法属海外领地，印度和亚太地区的澳大利亚、新西兰、泰国、马来西亚，以及南美地区的巴西和智利进行产品上市。

图表6: 零跑国际计划进军市场

地区	开始日期	主要型号	销售点(2024)
欧洲(9个国家)	2024年9月	T03、C10	200
印度、亚太、中东、非洲、南美	2024年第四季度	T03、C10	待定

来源: 零跑官网, 国金证券研究所

1.1.3 整车多方位合作, 双方互利共赢

就目前而言, 零跑和 Stellantis 的合作尚未转化为实际量化成果。但是我们认为, 双方合作为首次开启我国车企反向合资的先河, 有望形成 1+1>2 的双赢效果。长期来看, 若将 Stellantis 的销量规模结合零跑的全栈自研能力, 形成平台化的高度技术复用, 有望打造极强的规模效应与成本优势, 助力双方在全球市场实现领先, 并共享取得的成果。

此前小鹏与大众的战略合作主要是以技术合作为主, 推出的新车型依旧是在国内销售。而此次零跑于 Stellantis 的合作是覆盖全球市场, 围绕技术、市场、品牌、生态的全方位合作。

对零跑而言: 借助 Stellantis 集团在全球市场所拥有的强大渠道和产能布局, 以及多品牌运营成熟经营经验, 可以快速跨越出海过程中建厂、渠道、售后、品牌影响力等本地化门槛, 加快海外市场开拓进度。在海外市场, 零跑作为造车新势力进入新市场, 天生面临市场认可度低的问题, 而若以 Stellantis 子品牌的身份, 和其它知名品牌一齐销售, 无疑更有利于打开市场。Stellantis 入股零跑, 在国内市场上也会带来一些间接的认知度和声誉的提升, 有助于形成零跑在国内市场乃至业内更大的声量。

对 Stellantis 而言: 公司提出名为“Dare Forward 2030”的战略规划: 即到 2030 年, 集团在欧洲售出的所有乘用车均为纯电动汽车, 在美国售出的乘用车及轻型卡车中有 50% 为纯电动汽车, 目前销量距离该目标尚有长远距离。此外, Stellantis 旗下所有品牌均在中国市场表现不佳, 虽然此次合作不包括中国国内市场, 但是亦可看作 Stellantis 集团对中国汽车市场的一次再布局。同时对于 Stellantis 来说, 零跑的电动车产品组合, 不仅弥补了 Stellantis 在电动车方面产品的缺失, 还为 Stellantis 提供了一个高水平、高效率的综合研发体系。Stellantis 或能基于零跑的电动车研发能力, 在自有品牌上推出有市场竞争力的电动车产品。

我们还要注意到, 在销售渠道建设方面, 零跑一方面可以利用 Stellantis 在欧洲成熟的渠道资源, 同时可以将零跑在中国市场积累的部分营销经验带到欧洲市场。根据公司介绍, 零跑可以将包括促进客户下订单, 对客户资源信息的传播方法等在中国市场的营销经验与欧洲市场的情况相结合, 构建对品牌最有力的销售模式。

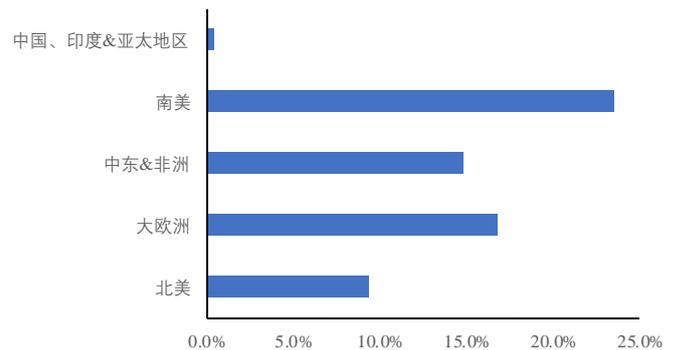
图表7: Stellantis “Dare Forward 2030” 战略规划

图表8: Stellantis 在各地区市场份额



来源: Stellantis 2023 年报, 国金证券研究所

来源: Stellantis 2023 年报, 国金证券研究所整理



1.1.4 谋求 Stellantis 现有产能造车, 为公司业绩助力

虽然目前零跑在中国的产能充足, 但是利用 Stellantis 的已有产能来扩大生产依旧是一种重要选择。从产能角度考虑, 在当前欧洲部分国家依旧有类似中国的政府补贴的情况下, 叠加未来关税进一步提高的风险, 零跑可以考虑在欧洲生产以获得成本优势。我们可以看到, 运用海外公司销售只是零跑汽车全球化战略的第一步, 公司已经在布局并探索在海外本土造车的可能性。

根据英媒 Autocar 报道, 虽然 Stellantis 当前计划从零跑的杭州工厂进口 C10 车型, 但是他们也同时考虑在波兰的蒂黑 (Tychy) 工厂自行生产该车型。该工厂目前正在生产吉普 Avenger、阿尔法罗密欧 Junior、菲亚特 600e 菲亚特



500, 考虑到近期菲亚特计划在意大利的都灵工厂生产最新的菲亚特 500EV 来取代已有 17 年历史的 500 车型, 对现有的满足生产条件的工厂分配产能给新能源汽车或将实现。另外根据 Automotive News Europe 报道, 多方信息源表明, Stellantis 正考虑在菲亚特位于意大利都灵米拉菲奥里(Mirafiori)的工厂生产多达 15 万辆零跑电动汽车, 最早可能在 2026 年或 2027 年开始生产。在米拉菲奥里增加 15 万辆电动汽车产量, 将有助于 Stellantis 履行其对意大利政府的承诺, 即到本十年末, 将该汽车制造商在意大利的产量从 75 万辆提高到 100 万辆。

准备在欧洲投产的同时, 零跑也在考虑在印度投产的可能性。根据零跑国际的全球扩张战略, 零跑汽车将于 2024 年最后一个季度进入印度。根据 Stellantis 负责人发言, 考虑到印度进口 CBU 的高关税, 如果他们要将零跑汽车引入印度, 就必须通过本地制造。Stellantis 旗下的雪铁龙 eC3 当前是在邦蒂鲁瓦卢尔(Thiruvallur)工厂生产。工厂目前的峰值产能为 90000 台, 尚未到达饱和阶段。同时, 因为 Stellantis 已经拥有从印度向东南亚出口雪铁龙 C3 和 eC3 的经验, 除了在印度本地制造并销售零跑电车外, 以印度作为出口中心, 出口车辆到东南亚市场同样值得期待。

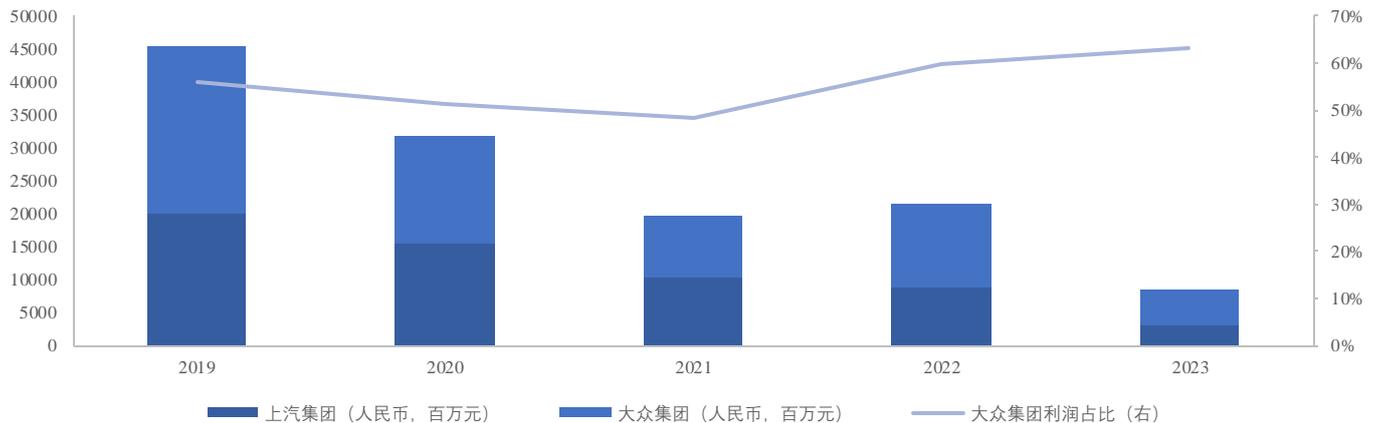
1.1.5 以合资历史为参考, 中国车企合资出海模式或能带来巨量超额收益

纵观上世纪 80 年代以来海外车企进入中国建立合资车企的历程, 我们认为在电动化和智能化迅猛发展的今天, 中国车企的合资出海模式有望重塑这一成功路径。历史经验表明, 在合资企业的运营中, 通常负责品牌建设、产品规划、技术研发及零部件供应的一方所获得的收益远高于主要负责生产和销售渠道的一方。

以上汽大众为例, 该合资企业由中资的上汽集团和外资的大众集团各持股 50%。然而, 在利润分配上, 两者的差异颇为显著。根据 2023 年的年报数据, 上汽大众全年汽车销售量达到 121.5 万辆, 其中归属于上汽集团的净利润为 31.32 亿元人民币, 而归属于大众集团的净利润高达 53.57 亿元人民币(6.81 亿欧元), 外资方面的利润占比高达 60.8%。这一数据清晰地体现了技术和品牌输出方在合资企业中的经济优势。

展望未来, 随着中国品牌如零跑汽车在国际市场上逐渐扩张, 通过提供优质产品、创新技术和品牌优势进行合资出海, 中国车企完全有潜力逆转过去外资在中国市场的超额收益模式。

图表9: 大众集团在上汽大众长期拥有超额收益



来源: 上汽集团、大众集团年报, 国金证券研究所整理

1.2 全域自研助力零跑零部件同步出海

目前零跑的研发力量涵盖了整车架构、电气架构、电池架构、电驱架构、智能网联和智能驾驶六大领域, 自研板块覆盖了整车成本的 70%。目前除电芯、内外饰完全从第三方采购, 底盘、音响等电子电器自研但生产外包外, 其他所有的核心零部件零跑汽车都做到了自研自产。基于三电核心零部件的自研自制, 并经过零跑产品在市场长期验证, 零跑正在与其他主机厂洽谈进入他们的供应链体系。



图表10: 零跑汽车全域自研示意图



来源: 零跑招股说明书, 国金证券研究所

1.2.1 零跑以零部件供应商身份出海

此次合作的零部件合作涉及: 零跑汽车向合营公司出口零跑自研零部件。通过合作, Stellantis 可以获得零跑汽车的零部件及某些技术使用权, 比如零跑中央集成式电子电气架构 (LEAP3.0 四叶草架构)。

零跑的一些电子核心零部件可以销售给 Stellantis, 以及其他更多的 OEM 厂商。出口的价格按照“基础价格及加成”的计算, 前 4 年的加成为 0, 之后到第 7 年的加成为 2%-5%, 第 7 年之后则根据情况具体协商, 不低于 2%。零跑希望在首先海外打开口碑、打开销量, 所以定价上, 只需要保证零跑汽车的研发成本、生产成本, 保证该板块毛利不亏损。

1.2.2 零部件合作助力整车业务

1) 规模效应降本: 零跑已实现整车成本 70%的自研自造, 同时零跑整车架构通用化率达到行业最高的 88%, 可覆盖 A0-C 级车型产品, 已经显现出制造端的规模化优势。此次通过零部件合作进行大量出货后, 可以更大程度平摊固定资产成本, 从而降低零跑整车制造成本。

2) 装车量增多促进技术迭代: 与下游整车厂的合作能够促进更多的自研零部件装车, 从而反哺自身技术迭代, 推动零跑的自研能力持续提升, 更快迭代出新架构 (LEAP3+), 最终产出更具竞争力的产品。Stellantis 主要销往中国以外地区, 因此装车量增多势必带来大量海外汽车的数据。在零跑未来更多布局更多海外车型的战略背景下, 海外汽车数据无疑是对零跑现有缺乏海外市场经验短板的补足。



图表11: 零跑 LEAP 架构迭代情况



来源: 零跑汽车公众号, 国金证券研究所

二、日韩汽车产业出海描绘中国车企发展先遣图

零跑与 Stellantis 的合作是中国汽车工业出海的缩影, 而早在上世纪六十年代起, 以日韩为代表的汽车出海历程就已经开启, 从中可以汲取一些宝贵经验。

经验一: 成本控制与技术布局打造的产品力。到 80 年代初, 效率与质量保障推动日本在每辆同款式轿车制造成本上相对美国汽车有着 1000-2000 美元的成本优势。

经验二: 经销布局快速全球扩张。日韩汽车出海普遍采用经销商模式, 快速实现对海外市场的扩展。以丰田为例, 在中国, 丰田通过与广汽、一汽两大集团合资, 并授权经销商经营;

经验三: 海外投资规避贸易风险。80 年代美日贸易战、欧洲价格歧视政策倒逼日本车企开启海外产能建设, 汽车出口量下降而海外销量高增, 汽车产业逐步从 GDP 过渡到 GNP 时代。

2.1 从丰田全球布局看国车出海机遇

第一阶段探索期: 政府扶持下的原始技术积累

政府对海外汽车的排斥性政策为自主车企减轻竞争压力, 温室效应下日本汽车技术得到快速发展。在韩国汽车工业发展过程中, 政府对本国市场和企业给予多方面保护。政府通过各种补贴和优惠措施降低本国汽车生产成本, 鼓励本国汽车出口。从 1962-1990 年, 韩国对汽车工业发展颁布了一系列有关扶植法规政策。与此同时, 设置各种关税和非关税壁垒限制国外汽车进口, 使本国汽车企业免受国外的企业竞争压力。本田于 1972 年成功生产低排放的 CVCC 发动机, 成为世界上第一家完全遵守当时最严格的排放法规的制造商。受制于日本本土文化及人口稠密、道路狭窄的实际路况, 日本汽车工业以小排量汽车为首要方向。六十年代, 丰田卡罗拉爆款上市, 掀动日本乘用车市场销量爆发式增长, 日本小排量发动机技术达到领先水平。

第二阶段成长期: 石油危机为丰田带来出海机遇

二十世纪七十年代, 两次石油危机为丰田的出海带来了前所未有的黄金时期。1970 年, 美国颁布《清洁空气法案》要求汽车制造商降低排量, 市场小排量汽车需求陡增。1973 年, OPEC 对美实施石油禁运, 石油危机爆发, 油价高企, 从危机前的每桶 3 美元上升至 13 美元。受此影响, 美市场开启从偏好大排量汽车到偏好紧凑型小排量轿车的转型周期, 市场结构发生逆转。

第三阶段成熟期: 贸易战倒逼丰田出海建厂

丰田受限于美日贸易摩擦, 出口量保持波动态势。贸易摩擦倒逼丰田在美国建厂, 开启产能出海之路, 深化海外本土化扩张。通用与丰田在 1983 年 2 月原则上同意在美国联合生产小轿车。次年, 丰田与通用各出资 50% 的合资公司经美国联邦贸易委员会核准成立。此后, 丰田又于 1986 年在位于肯塔基州北部的斯科特建立了丰田肯塔基汽车制造公司 (TMMK)。1998 年 12 月, 丰田印第安纳汽车制造公司 (TMMI) 开始投产。



2.2 中国传统汽车工业出海经历资本、产品、产能出海三阶段

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，自主车企以获取技术和市场为目的开启并购。2) 汽零：零部件企业通过海外并购，快速进入他国市场。

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。 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：复盘日韩，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，随着 25 年多个主机厂海外产能的投产，汽车产业正逐步从 GDP 过渡到 GNP 时代。若只统计中国批发数据，会低估中国汽车供应链的实际增速。2) 汽零：汽零出海 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。

2.2.1 资本出海：通过海外并购追赶技术差距

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。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。

图表 12：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

2.2.2 产品出海：技术为主线，海外布局定胜负

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。

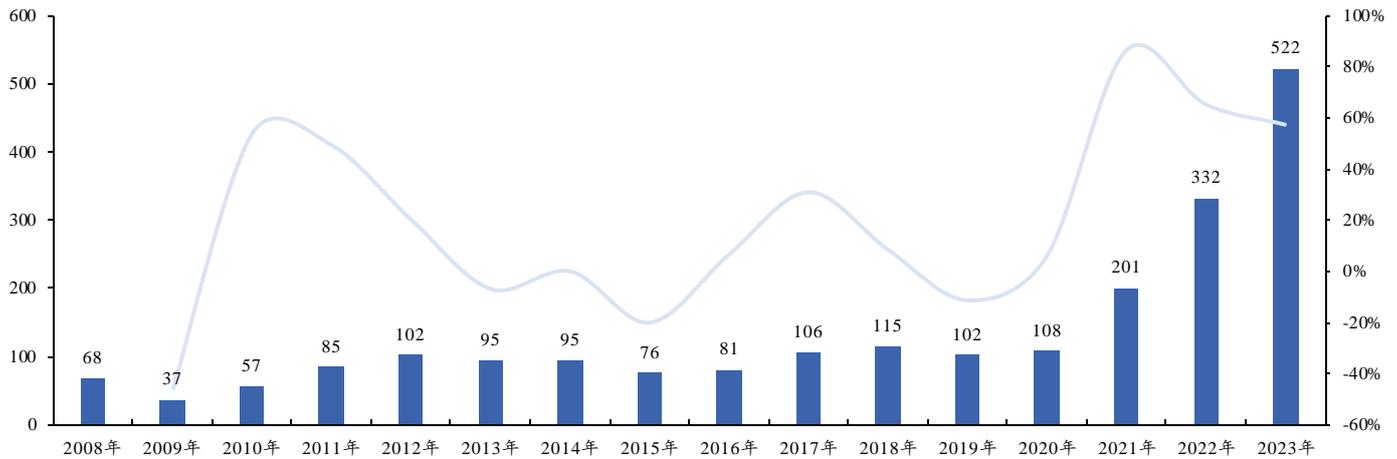
1、快速起步期（2001-2012 年）：集中欠发达地区，出口均价较低

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。

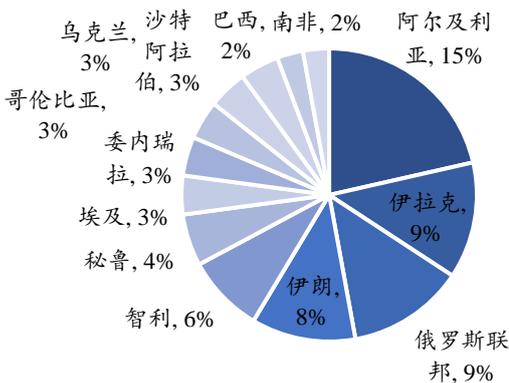


图表13: 中国汽车年出口量及 YOY (万辆)

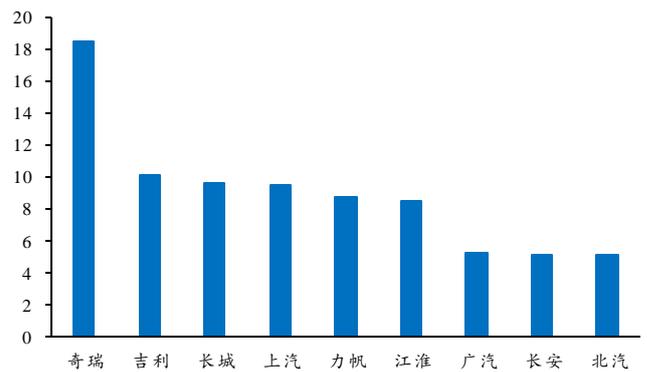


来源: 海关总署、乘联会, 国金证券研究所

图表14: 2012年国车出口以欠发达国家为主 (万辆)



图表15: 2012年奇瑞为出口销冠 (万辆)



来源: 海关总署, 乘联会, 国金证券研究所

来源: 中汽协, 各车企官网, 国金证券研究所

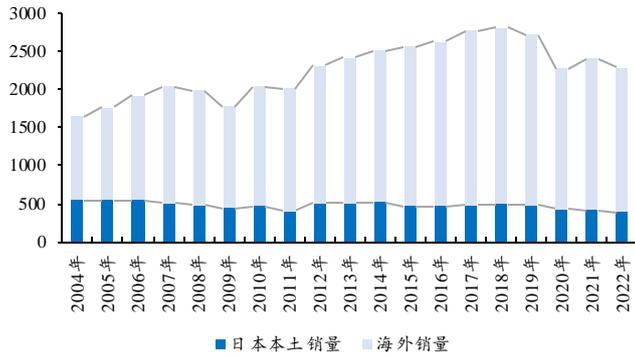
2、震荡波动期 (2012-2020年): 冲击高端市场遇挫折, 车型结构性调整

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。

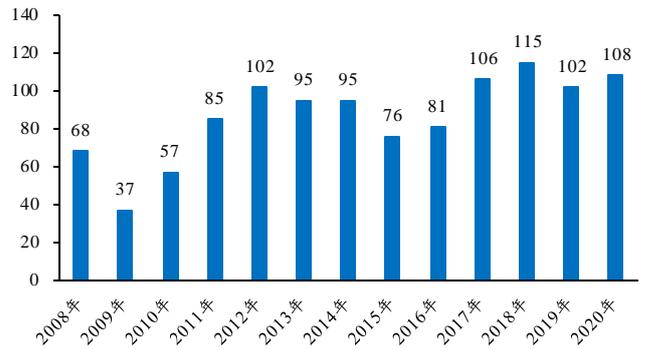
2012-2016 年, 国车出海曾经历长达 5 年的衰退期, 2015 年出口量下滑至 76 万辆, 相较 2012 年-25.5%。2013-2020 年, 国车出海始终维持在 100 万辆附近震荡波动。2020 年, 国车出口 108 万辆, 同比+5.9%, 相较 2012 年+6%。



图表16: 2010年起日本车企出海进入收获期(万辆)



图表17: 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

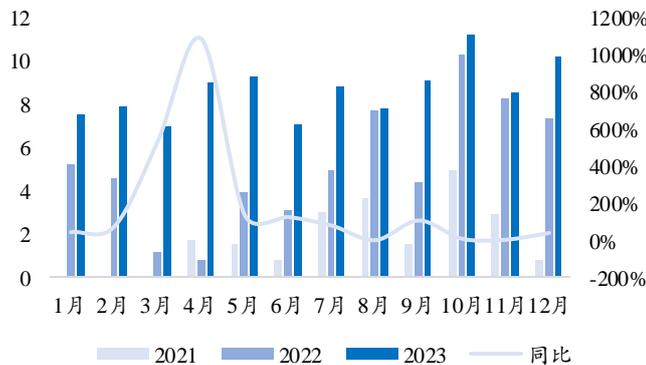
3、兑现爆发期(2020年至今): 油电出海同步爆发

21年起国车迈入出口“高光期”: 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”。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%。21年来国车出海迎爆发式增长, 其原因主要在于:

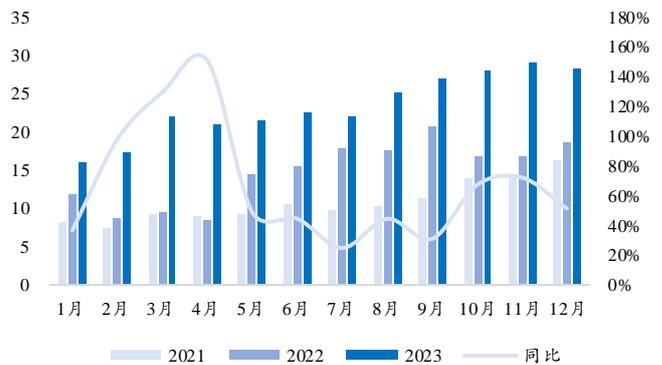
- 1) 自主车企经历10余年海外布局, 进入兑现期。电车时代, 海外车型供给不足, 再次给予国车出海空间; 同时在20年全球宏观经济低迷影响下, 海外汽车品牌销量步入下行区间。
- 2) 技术进步革新国车产品力、品牌力。燃油车技术进步缩小国车与海外品牌差距; 电动车技术大幅领先瞄准海外转型期空缺

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18: 21-23年国内电车出口量(万辆)



图表19: 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

来源: 乘联会, 国金证券研究所

2.2.3 产能出海: 中国整车、汽零未来的出海方向

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。
- 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。

图表20：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
		欧洲	俄罗斯	2019年6月	/
		亚洲	泰国	2021年6月	年产能8万辆
长城	长城汽车	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	/
		亚洲	马来西亚、越南、伊朗	已投产	/
长安	长安汽车	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

以日韩汽车出海历史为鉴，我们认为，目前的中国汽车出海与1970-1980年的日本类似：全球汽车市场结构性调整（日本：小排量/中国：电动化），核心技术大幅领先下车企迎来出海机遇（日本：发动机/中国：三电技术及智能化），参考日韩汽车出海轨迹，我们认为：

技术和工艺、客户结构、管理能力三要素将决定企业出海成败，是日韩系汽车出海的胜利之匙。1) 技术上日韩以小排量技术做壁垒，对美系车企行程10年的技术领先，从而实现产品出海和品牌力重塑；2) 客户结构看日韩汽车企业由协同体系而来，基于主机厂打开出海道路；3) 管理能力：日系车企采用丰田制TPS管理模式，为其产品质量、生产成本、经销商建设、产能出海等提供优势。

三、合资模式是国车产能出海的关键途径

3.1 中国车企在智能电动车时代占据行业高位

中国已经成为全球领先的智能电动车市场。2023年，中国市场汽车销量已经超过3000万辆，高居全球第一。与此同时中国的新能源渗透率、智能化水平平均引领全球，优质产品出海将是水到渠成。

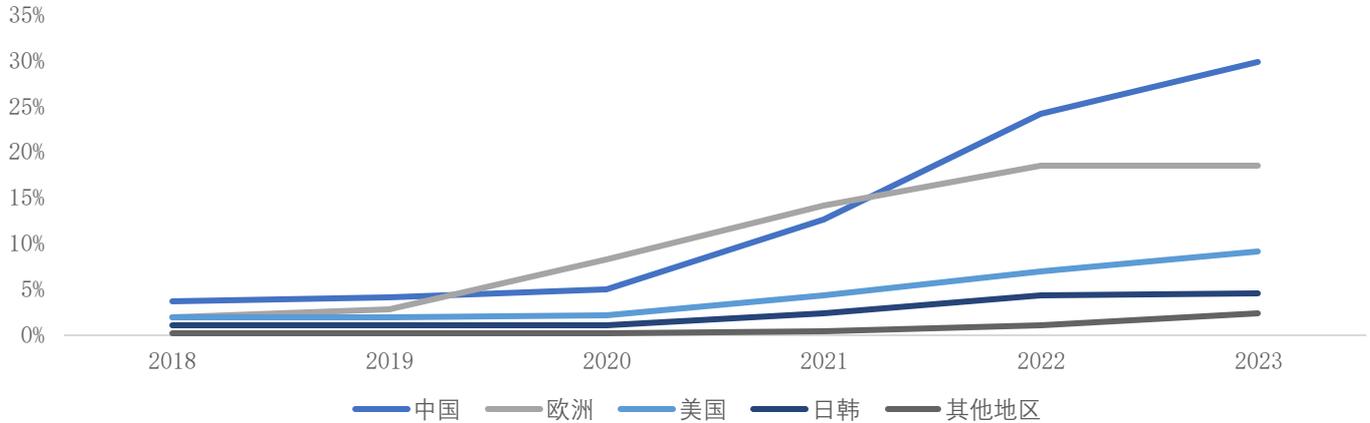
3.1.1 国产品牌汽车电动化水平全球领先

2020年以来，中国汽车市场新能源渗透率快速攀升，到2023年已经达到30%左右，成为全球新能源汽车领头羊。而欧洲、美国、日韩以及全球其他地区2023年新能源汽车渗透率分别为18%、9%、4%，且从增长趋势上来看仍较中国落



后。

图表21: 全球主要国家/地区新能源汽车渗透率 (%)

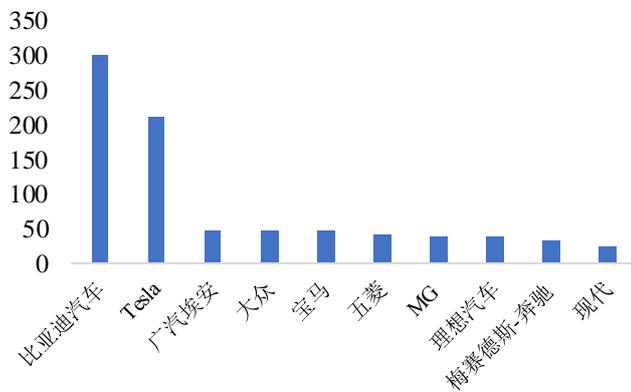


来源: Marklines, 国金证券研究所

中国车企的快速发展以及车型产品供给的丰富带动中国新能源汽车市场遥遥领先。2023年,全球范围新能源汽车销量前十名中,中国品牌(比亚迪、埃安、五菱、理想)占据4席,合计占全球新能源汽车销量的近30%,其中比亚迪以近300万辆的销量高居榜首。

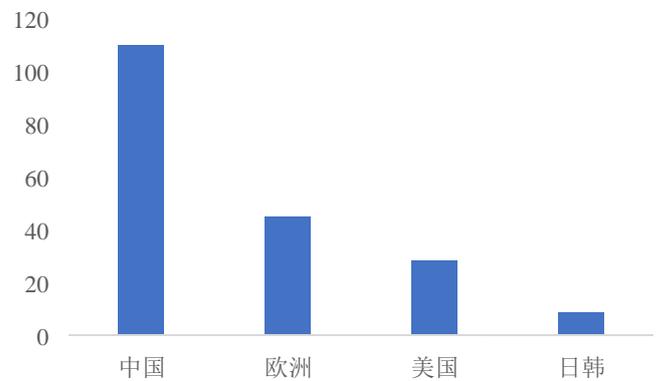
除销量外,中国市场同样提供了大量的新车型供给。2023年,中国汽车品牌新上市车型(含改款,下同)数量达到110个,而欧洲、美国、日韩车企当年新车型合计仅83个。

图表22: 2023年车企全球新能源汽车销量排名(万辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

图表23: 2023年主要市场新能源新上市车型数量(个)



来源: Marklines, 国金证券研究所

丰富车型供给下国车电动化、智能化配置相对海外车型具有显著优势。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使传动比、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。



图表24: 海外电车相对中国电车竞争力薄弱, 性能&价格均处劣势

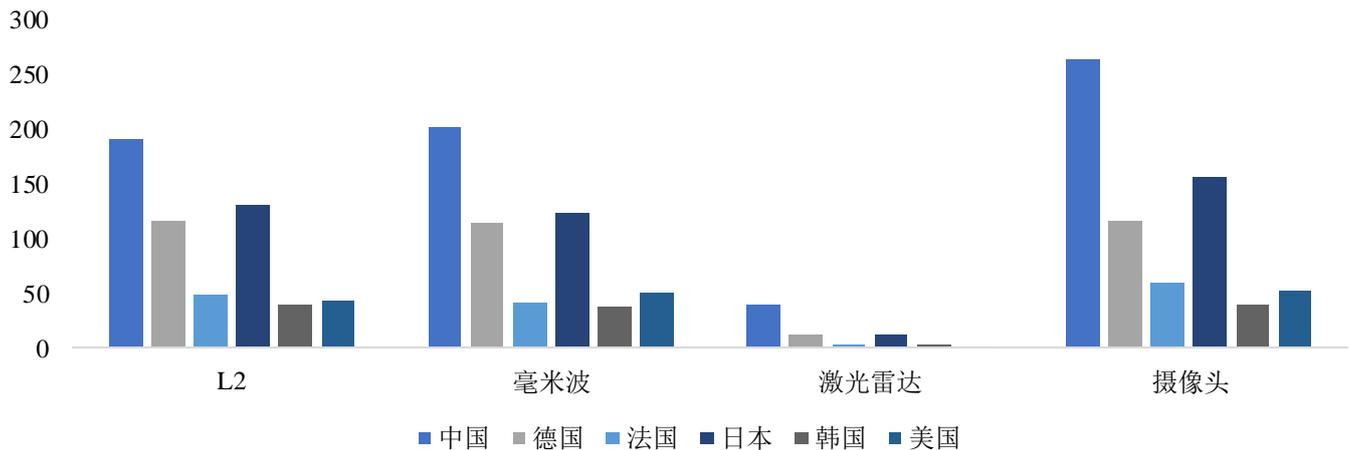
参数	蔚来 ET5	BMW i5 eDrive40	福特电马 Mach-E
厂商	蔚来(中国)	宝马(德国)	福特(美国)
起步价	约\$41,657	\$67,795	\$45,995
电池容量	100kWh	81.2kWh	78.2kWh
里程	700km	582km	>600km
最大功率	359kW	249kW	210kW
最大扭矩	700N·m	430N·m	430N·m
零百加速	4.3s	6s	3.57s
智驾水平	L3	/	/
生产年份	2022	2023	2022

来源: 各车企官网, 国金证券研究所

3.1.2 自主品牌新能源汽车的智能化领先全球

国车智能驾驶硬件搭载车型数量全球前列。智驾在技术和政策催化下, 迎来渗透率增长斜率陡峭化增长阶段, 电动汽车正在走向电动智能网联汽车。从全球主要汽车品牌国别来看, 中国搭载 L2 及以上级别智能驾驶系统、毫米波雷达、激光雷达、摄像头的新能源汽车型号分别达到 191、202、39、264 种, 均领先于其他主要国家。其中, 自主品牌搭载激光雷达的新能源车型渗透率达到了 14.5%。

图表25: 全球主要国家/地区智能化设备搭载车型数(种)



来源: Marklines, 国金证券研究所

注: 仅统计新能源车型

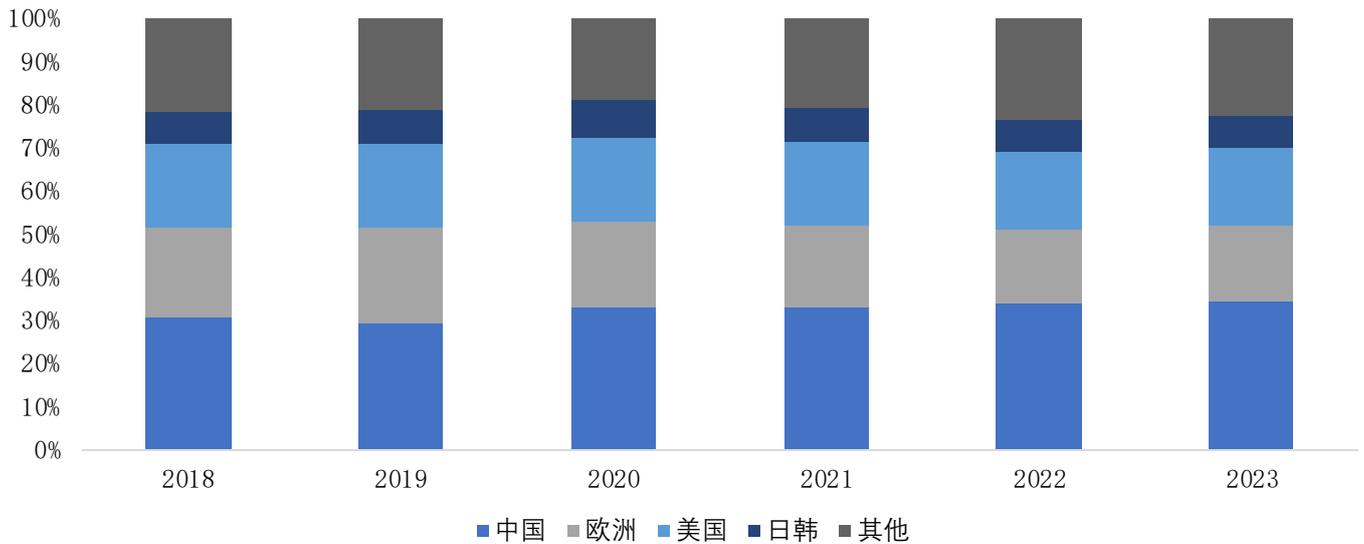
舱驾智能化增长亮眼。2023 年中国乘用车市场前装同时标配 L2 级以上智能驾驶和智能座舱的新车交付量达到 635 万辆, 同比增长 66%, 渗透率首次超过 30%; 标配 W/AR HUD 交付新车 225 万辆, 同比增长 50%, 搭载率提升至 11%。标配座舱控制器乘用车交付 349 万辆, 同比增长 111%, 搭载率超过 16%, 其中自主品牌贡献占比超过 70%。

3.2 国际化是中国车企的星辰大海

全球汽车市场空间广阔, 发展中国家及地区仍有增量。近年来, 美国、欧洲、日韩等主要发达经济体占全球汽车销量市场份额的 40% 以上。中国、拉美、东南亚、非洲等国家和地区汽车销量占比过半, 且仍在逐年提升。2023 年除中国、美国外汽车市场合计销量达到 4201 万辆, 国车出口空间广阔。



图表26: 全球汽车销量市场结构 (%)

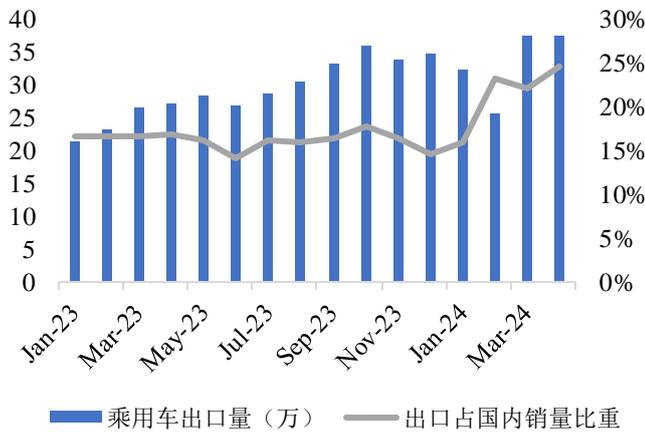


来源: Marklines, 国金证券研究所

国产车出口加速, 国产新能源车占据较高份额。23年乘用车出口(含整车与CKD) 383万辆, 同比增长62%, 达历史新高, 占国内零售额比重上升。受到欧洲反补贴政策影响, 新能源乘用车增速稍低, 占总出口比重有所下降, 2023年新能源乘用车出口量约104万辆, 占总出口比重约30%。

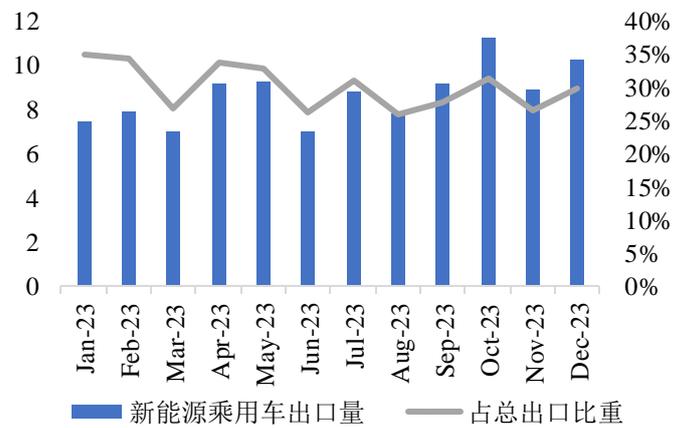
中国新能源汽车在海外市场更加具备竞争力。2023年, 海外汽车市场中, 中国出口量占比8.45%; 而海外新能源汽车销量结构中, 中国新能源汽车出口量占其比重超过23%。未来随着国产新能源车渗透率进一步提升, 新能源车竞争力将更加凸显, 出口前景十分广阔。

图表27: 2023年至今乘用车出口量与占国内零售量比 (万, %)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

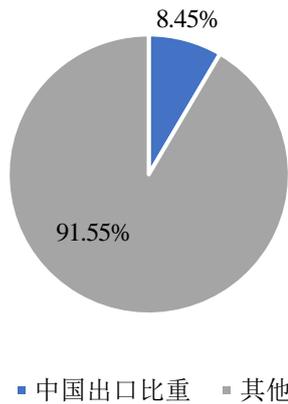
图表28: 2023年新能源乘用车出口量与占总出口比重 (万, %)



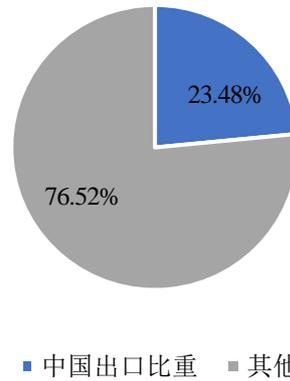
来源: 乘联会, 国金证券研究所



图表29: 2023 海外汽车销量结构 (%)



图表30: 2023 海外新能源车销量结构 (%)



来源: 中汽协, Marklines, 国金证券研究所

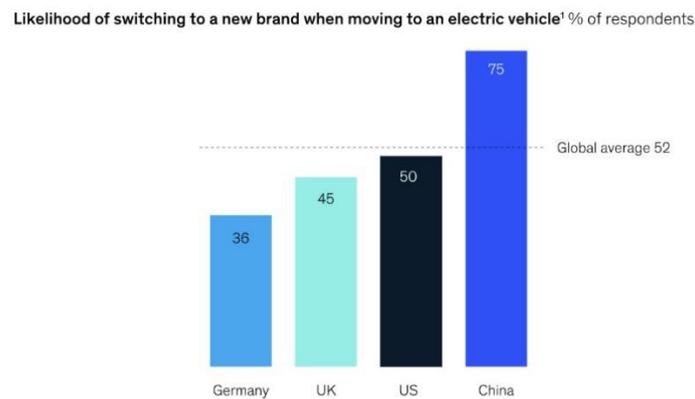
来源: 中汽协, Marklines, 国金证券研究所

3.3 从资本输出到技术输出, 合资成为规避贸易壁垒, 快速实现全球化的手段

3.3.1 技术出海是更快实现全球化的手段

海外汽车市场的特征依旧区别于中国。欧洲汽车市场相对成熟, 欧洲消费者对购车也相对保守。根据 McKinsey&Company 对未来汽车业零售调查的数据, 欧美消费者对于一个新汽车品牌的接受程度依旧较低, 并且大幅低于中国。因此中国新兴品牌在缺乏认知度的情况下, 拓展海外市场会相对缓慢。同时, 中国车企在海外缺乏售后, 进一步放大了品牌的负面影响。对于国内新兴电动车品牌, 在资源和规模有限的前提下, 很难在海外投入大量资源于销售、服务和口碑的积累。因此, 与成熟的汽车集团合作是最具有性价比的方式。同时, 电动车市场的迭代远高于燃油车时代, 因此对时机的把控更为重要。以时间换取利润空间, 虽然短期看零跑国际的盈利会被 Stellantis 分走一半, 但是长期看公司或能利用先发优势占据更大的市场份额。电动车产品更多靠技术服务、软件服务取胜是未来的发展趋势, 也是零跑的优势所在, 因此只有在前期获得了基础的产品销量, 才有未来的进一步技术软件服务的升级。并且, 西方消费者对电动车技术软件服务的需求和认可尚未清晰, 需要等待市场对其消费习惯的培养。待消费者的消费观念转变后, 自然会通过前些年品牌已有的销量积累形呈爆发式反馈。

图表31: 欧美汽车消费者的品牌忠诚度依旧较高



图表32: 欧美消费者愿意为互联技术支付额外费用的意愿仍然相对较低



Source: McKinsey Future of Auto Retail Survey, Aug 2022; China, Germany, UK, and US, n = 4,078

Note: Percentages may not add to 100 due to rounding. Q50. Are you willing to pay extra for these features (i.e., paying a monthly subscription)? Sample size: n= 817 [China]; 1,273 [Germany]; 864 [India]; 667 [Japan]; 912 [Republic of Korea]; 4,985 [Southeast Asia]; 969 [US]

来源: McKinsey Future of Auto Retail Survey, 国金证券研究所

来源: Deloitte 2024 Global Automotive Consumer Study, 国金证券研究所

3.3.2 以合资方式技术出海天然拥有政策规避的优势

近年来, 欧美与中国频繁发生贸易摩擦。欧盟方面, 2023 年 7 月 12 日, 《外国补贴条例》(FSR) 开始适用。去年 10 月以来总计发起过 5 次 FSR 调查, 均针对中国新能源相关企业。



图表33: 欧盟近期与中国贸易摩擦汇总

时间	事件
2023年10月4日	欧委会公报发布 2023/160 号通知, 正式对中国纯电动汽车发起反补贴调查。
2024年2月16日	欧盟依据《外国补贴条例》(FSR) 对中国中车子公司发起反补贴调查。
2024年4月3日	欧盟对参与罗马尼亚 110MW 太阳能发电园区公开招标的两家中国竞标企业(隆基绿能, 上海电气) 展开反补贴调查。
2024年4月9日	欧盟依据《外国补贴条例》(FSR) 对中国在欧盟五国的风力涡轮机供应商发起调查。
2024年4月15日	欧盟将首次调用于 2022 年 6 月颁布的《国际采购工具》, 拟对中国医疗器械采购启动调查。

来源: WindEurope, Grip, European Commission 官网, 国金证券研究所

在零跑和 Stellantis 合作的案例中, 大华股份作为零跑的原主要股东向 Stellantis 转让了其全部股份。此次股份转让部分原因是公司被列入“实体清单”。**大华退出, 有利于减少零跑海外业务不必要的潜在监管摩擦。**贸易争端背后的民粹主义同样值得关注, 我国公司通过股权转让, 实现由欧美企业部分持股可一定程度避免陷入该矛盾。此次股权转让也为今后其它汽车厂商出海提供潜在的示范作用。

合资对于更具体的中国新能源汽车行业来讲, 也可以避免欧美地区贸易保护主义的针对。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34: 2024 年 4 月 IRA 法案细则内容规定

方面	具体内容	细则
		新能源车的机械部分组织须在北美国家完成。
抵免前提条件		Van/SUV/PickupTruck/其他的建议零售价分别不超过 8/8/8/5.5 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	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。	
	满足关键电池矿物要求, 可抵免 3750 美元	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。
	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: 《IRA》、国金证券研究所

2) 欧盟: 反补贴调查。2023 年 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。目前人们担心, 来自中国的廉价汽车可能会在欧洲“泛滥”。

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。

自主车企或可通过运用海外产能重新获得补贴。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, 并未直接针对到自主品牌。目前看, 各种形式的产能出海尚不属于被调查范围。如果未来零跑可以运用 Stellantis 自有产能生产, 即可以规避被调查风险。



3.3.3 合资模式的成败关键在于对比较优势的利用

丰田屡次通过合资出海规避贸易壁垒，推进全球扩张战略。上世纪八九十年代，美国由于石油危机等事件针对日车企制定了严格的尽快限制措施；欧洲各国、中国等市场出于对本国汽车产业的扶持，也设置了关税、合资要求等壁垒。而日本彼时在国内市场增长放缓的态势下，通过在美国与通用合资成立 NUMMI、在中国与一汽合资成立一汽丰田、与广汽合资成立广汽丰田等方式进入中美市场，保证了全球范围整车生产规模的稳定。随着整车出海，丰田跟进在对应国家投建零部件生产线，带动汽车产业整体出海。可以说，贸易战间接推动了丰田全球探索布局。

丰田合资模式在中美市场的成功在于优势互补以及技术主导上的主次分明。在与通用的合作中，丰田优势在于小排量产品技术以及低成本管理能力，拥有管理和技术优势，但缺乏对美国生产制造产业的认知；通用作为美国汽车巨头，拥有更加完善的本地化供应链网络和经销渠道，但由于生产管理欠佳等导致经营不善。两者分别在管理和产业资源方面实现了互补，同时丰田在管理和技术方面作为主导。而丰田在中国市场中，则从技术、生产、经营等各方面均拥有明显优势，一汽、广汽主要提供入场资质以及广阔的市场空间，两者再次优势互补且管理上主次分明。

图表35：丰田通过合资规避中美两国汽车贸易壁垒

	美国市场	中国市场
时间	1980S	1990S
起因	1、日本借助小排量发动机等优质产品冲击美国整车市场； 2、两次石油危机致美国本土车企巨额亏损，陷入汽车行业危机； 3、巨额贸易逆差，输出性失业。	1、改革开放初期，扶持民族工业； 2、中日关系特殊；
贸易壁垒措施	限制出口：1981年至1994年日本自愿进行出口限额，十三年间限额数均在230万辆以下，基本停止出口增长。	外资仅可至多与“三大三小两微”范围内两家本土车企合资，同时限定生产规模。
合资案例	丰田与通用合资：成立 NUMMI 出海产能	1、一汽丰田；2、广汽丰田
合资双方比较优势	通用：提供已有厂房设备、工人等，提供美国本土供应链 丰田：注入丰田生产管理思想 TPS，提供生产技术	中方：提供广阔且缺乏竞争的市场空间； 丰田：从生产线、技术指导到零部件本土供应；
结果	1、日本车企海外产能持续投产，实现产能出海对出口的替代； 2、通用重整废弃产能，吸收日企精益管理精髓；	1、丰田在华销量峰值接近200万辆，成功开拓中国市场； 2、中国“市场换技术”引入日企汽车技术，为发展自主品牌奠定基础；

来源：丰田官网，澎湃新闻，人民日报，国金证券研究所

势均力敌且缺乏相对优势的合作模式难以为继。2022年4月，本田通用达成合作，计划开发全新平台电动汽车，且预计售价低于3万美元，但由于成本等问题难以落地，2023年取消合作计划。此次合作双方本意为共同分担研发成本，在技术方面的合作没有明确的主次之分，同时双方作为传统车企，均缺乏在电动汽车产品方面的市场检验，更难言比较优势，因此合作失败。

此次零跑汽车与 Stellantis 的合作或将复刻国际车企合资成功案例。合作双方比较优势鲜明：零跑在技术能力及生产制造端全面占优，且以及在国内拥有成功经验；Stellantis 在全球范围内拥有更加完善的经销网络布局，且品牌管理能力出色，预计能够帮助零跑品牌在不同地区找到恰当产品定位。

图表36：零跑汽车与 Stellantis 比较优势明显且存在技术主导方

	零跑汽车	Stellantis
三电技术	全面领先，电驱专利数新势力第一	-
成本	完整汽车产业链、全域自研带来零跑极致性价比	-
智能化	智能网联技术、自动驾驶技术自主研发	-
品牌	-	全球排名前四汽车集团，十四个品牌布局
经销	-	提供超过130个国家产品与服务
产能	-	全球三十余国生产制造

来源：北京日报等，国金证券研究所



四、投资建议

- 1、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。整车方向，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、零跑汽车等；
- 2、零跑作为港股新势力，之前一直被市场忽视，我们认为，公司的精细化管理能力和合资出海模式的锐度，是最大的预期差，建议重点关注。

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，导致海外工厂投产时间延迟，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，如销售门店数量少、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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究