

# 中国汽车全球化： 出海塑新格局，挑战中迎新机

国投证券研究汽车团队

分析师：徐慧雄 S1450520040002

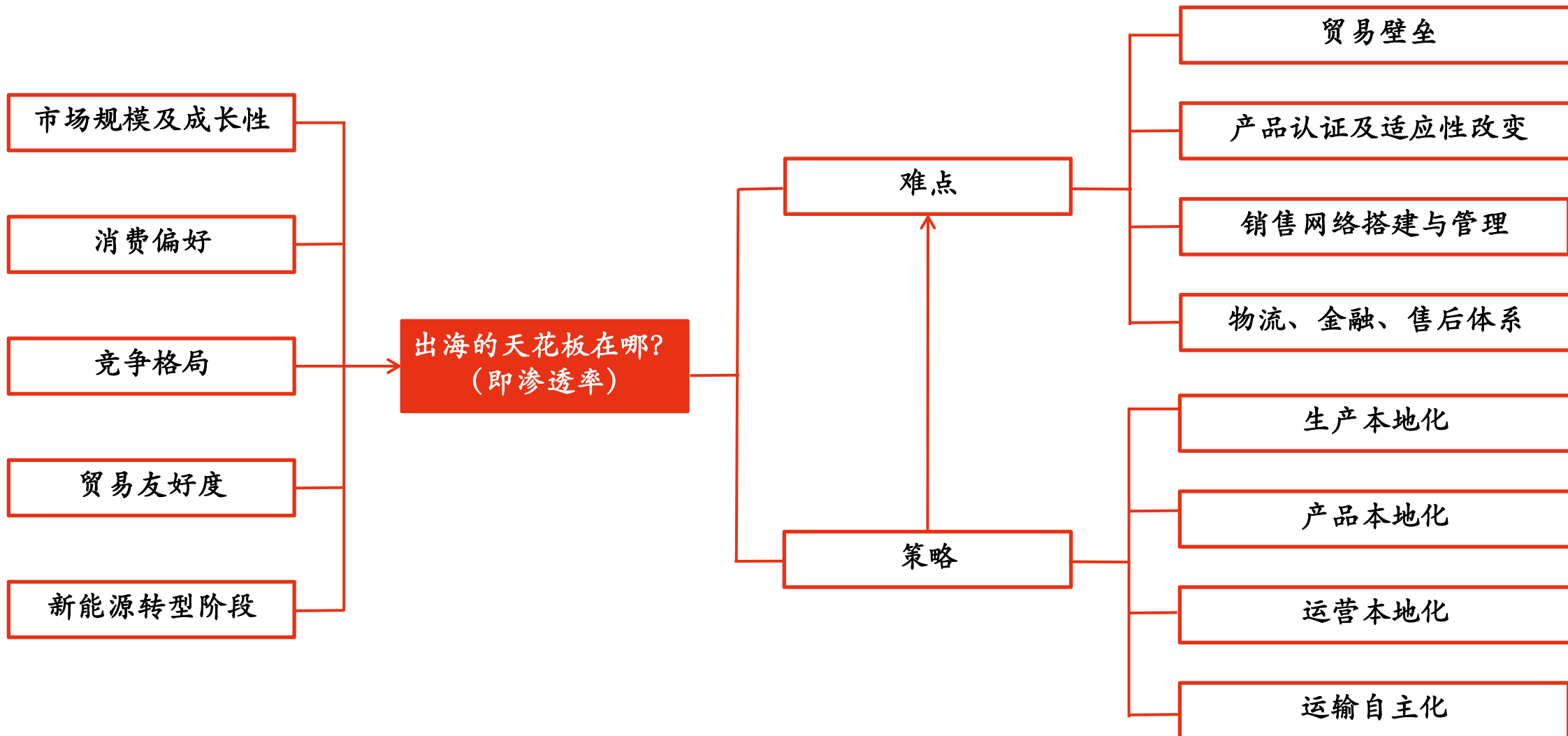
联系人：夏心怡 S1450122070029

2024年5月28日



- **我国乘用车出海的空间有多大？——预计2030年有望达899万辆。**在中国乘用车产品竞争力提升、部分市场竞争格局优化以及部分市场新能源转型积极驱动下，2023年我国乘用车整车累计出口383万辆、同比增长62%，2024年1-4月出口总量累计148万台、同比增长37%。我们认为中国乘用车出海将延续优异表现，**主要增量将来源于**：1) 电动化、智能化技术加持下中国汽车产品力持续提升，在欧洲、泰国等新能源转型积极市场实现突破；2) 车型性价比优势持续提升，在发展中国家实现市占率增长。结合各市场规模及成长性、消费偏好、竞争格局、贸易友好度、新能源转型进度等要素，我们测算2024年我国乘用车出海空间有望达到510万辆、同比增长33%，到2030年有望达到899万辆。其中上汽、奇瑞、长城、比亚迪等将贡献较大增量。
- **我国乘用车出海难在哪？——**1) **贸易壁垒**：目标市场通过加税等方式保护本土产业，如欧盟启动双反调查、美国将自华进口的电动车关税提高至100%、俄罗斯提高报废税、巴西提高电动车进口关税；2) **产品**：进入海外市场时车企需面对各国强制性认证、环保法规、数据安全法规等，以及各国因气候、地理环境、经济水平而产生的差异化消费偏好，因此需做适应性开发和改变；3) **渠道**：基于消费习惯不同各国销售模式存在差异，同时在渠道网络搭建与管理时会存在存量渠道被占据、经销商认知与信心不足等问题；4) **出海≠出口，物流、金融、售后均需配套“走出去”。**
- **我国乘用车如何实现高质量出海？——**1) **生产本地化**：在规避贸易风险、顺应政策引导、辐射更多国家等多重需求推动下，海外建厂是中国车企出海的必然趋势；2) **产品本地化**：自主车企建立了海外研发中心、在车型开发阶段已从全球化角度考量；3) **运营本地化**：销售模式的选择应充分结合当地市场特点和法律法规，同时应派驻团队常驻目标市场、并引入当地人才，采用加强激励力度、全方位培训等方式实现经销商提质增效；4) **运输自主化**：目前已有包括上汽、比亚迪在内的多家车企进行了滚装船自营，将有效应对运力紧张和运费波动的风险。
- **投资建议**：1) **长城汽车**：2024年出口销量有望达到40-50万辆，同时新能源越野有望带来高弹性增长、全面变革下主流市场有望超预期；2) **比亚迪**：我们预计2024年比亚迪的出口量有望达45-50万辆，同时销量基本盘有望再上台阶、高端化持续突破。
- **风险提示**：海外政治经济形势变化；海外宏观经济下行；贸易壁垒增加；市场竞争加剧；车企新车型导入、新区域开拓等不及预期；文中相关测算不及预期风险等。

# 乘用车出海研究框架





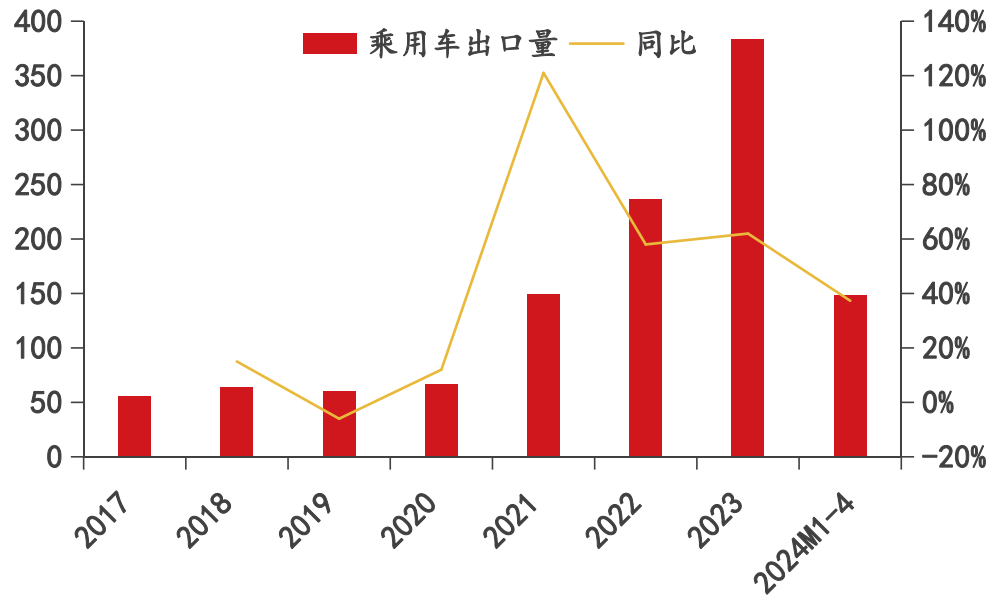
# 一、我国乘用车出海的空间有多大？

1. 出海空间测算：预计2030年有望达899万辆
2. 西欧：2023年总量重回增长，政策退坡致新能源整体渗透率略有下滑
3. 东南亚：市场总量稳定在300万左右，新能源市场中系占比近半
4. 拉美：市场总量逐步恢复，新能源转型处于起步阶段
5. 澳新：市场总量恢复，中系份额提升明显
6. 俄罗斯：2024年市场总量预计有30-50万增量，中系份额已近半

# 1.出海空间测算：预计2030年有望达899万辆

▶ 内外因驱动下，我国乘用车出口保持高增长趋势。根据乘联会数据，2023年我国乘用车整车累计出口383万辆，同比增长62%；2024年1-4月出口总量累计148万台、同比增长37%。根据崔东树公众号，目的地维度，俄罗斯、墨西哥、比利时、巴西贡献较大；车企维度，2024年1-4月乘用车出口销量贡献较大的车企主要有奇瑞、上汽、吉利、长安、比亚迪、长城等，贡献份额分别为23%、18%、9%、9%、9%、7%。

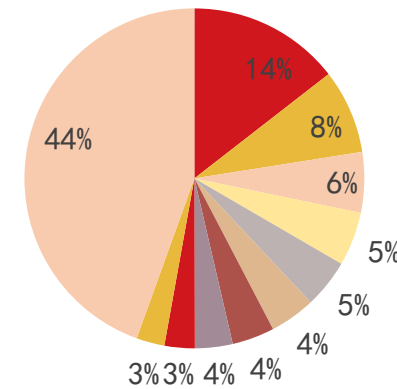
### 2017-2024M4我国乘用车出口销量及增速



资料来源：乘联会、国投证券研究中心

### 2024M1-4中国车企分国别出口销量占比

■ 俄罗斯	■ 墨西哥	■ 巴西	■ 比利时
■ 阿联酋	■ 英国	■ 沙特	■ 澳大利亚
■ 菲律宾	■ 泰国	■ 其他	



资料来源：崔东树公众号、国投证券研究中心

# 1.出海空间测算：预计2030年有望达899万辆

- 乘用车出口近两年高增主要来自自主品牌乘用车产品竞争力的提升、部分市场竞争格局优化以及部分市场新能源转型积极：1) 内因：自主品牌在技术创新、外观设计、质量控制等方面具备较强竞争力，尤其是新能源车电动化、智能化水平表现优异、成为支撑出口高质量发展核心增长点；2) 外因：俄乌冲突下，欧美、日本等汽车厂商纷纷退出俄罗斯市场，竞争格局优化下中国车企实现市占率快速提升；欧洲、泰国等市场新能源政策积极，为自主品牌进军带来机遇。

2017-2024M4我国乘用车出口销量及增速

制造商	2023年销量 (万辆)	2024M1-4销量 (万辆)	2024M1-4 同比增速	2024M1-4 份额	主销车型
上汽集团	99	26	-8%	18%	MG ZS、MG5 NB、MG Mulan EV
奇瑞集团	92	34	40%	23%	瑞虎 7、瑞虎 5X、欧萌达
特斯拉中国	34	12	-7%	8%	Model 3、Model Y
吉利汽车	27	13	67%	9%	缤越、博越、帝豪 NB
长城汽车	27	11	85%	7%	哈弗 H6、哈弗F7、大狗
长安汽车	22	13	87%	9%	长安CS55 Plus、长安CS35 Plus、悦翔 NB
比亚迪	24	14	159%	9%	元PLUS EV、比亚迪海豚 EV、宋 PLUS DM
广汽集团	8	6	277%	4%	传祺 GS3、传祺 GS8、致在

资料来源：乘联会、国投证券研究中心

全球销量超100W海外国家排名

排名	国家	2023年销量 (万辆)
1	美国	1561.8
2	印度	410.1
3	日本	399.3
4	德国	284.5
5	巴西	217.9
6	英国	190.3
7	法国	177.5
8	加拿大	170.9
9	意大利	156.6
10	墨西哥	136.1
11	韩国	122.3
12	澳大利亚	116.5

资料来源：Marklines、国投证券研究中心

# 1.出海空间测算：预计2030年有望达899万辆

- 我们认为，乘用车出海的空间与各海外目标市场的特征密切相关，包括市场规模及成长性、消费偏好、竞争格局、贸易友好度、新能源转型进度等维度。根据测算，2024/2025年我国乘用车出海空间有望达到510/636万辆、同比增长33%/25%，到2030年有望达到899万辆。
- 我们认为我国乘用车出海将延续优异表现，主要增量将来源于：
  - 1) 电动化、智能化技术加持下中国汽车产品力持续提升，在欧洲、泰国等新能源转型积极市场实现突破；
  - 2) 车型性价比优势持续提升，在发展中国家实现市占率增长。

## 2024、2025我国乘用车各车企出口量预测

集团	乘用车销量（万辆）				增速		
	2022	2023	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
上汽集团	79	99	115	128	25%	16%	11%
奇瑞汽车	45	92	115	130	105%	25%	13%
特斯拉中国	27	34	41	48	25%	22%	15%
长城汽车	12	32	45	80	159%	42%	78%
比亚迪	5	24	49	64	358%	104%	31%
吉利汽车	20	27	36	45	36%	33%	25%
长安汽车	13	22	42	60	63%	93%	43%
广汽集团	3	8	20	25	135%	158%	25%
其他	31	45	47	57	49%	3%	21%
合计	236	383	510	636	62%	33%	25%

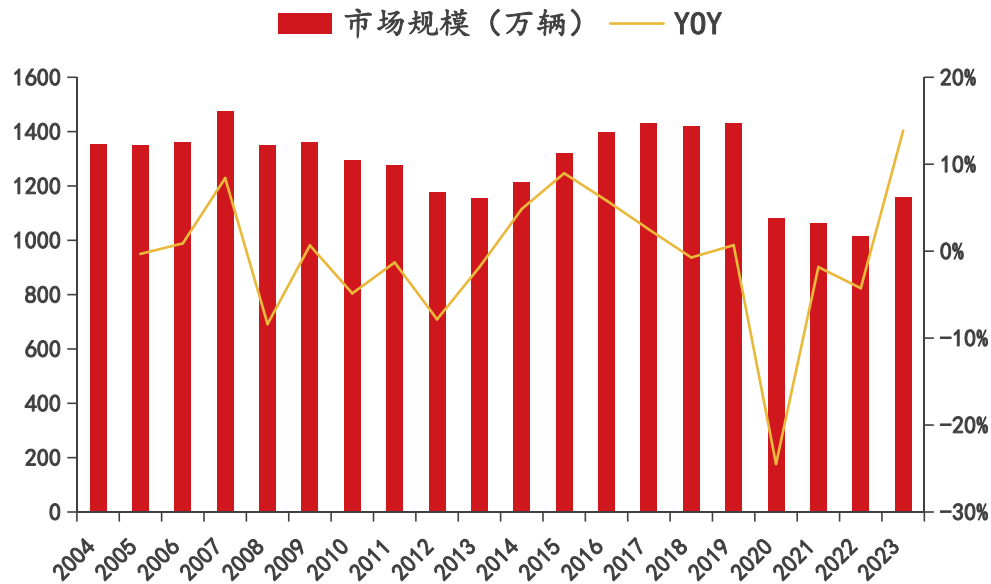
	(单位: 万辆)	2022A	2023A	2024E	2025E	2030E	消费偏好	竞争格局	贸易友好度	新能源转型
西欧	市场规模	1015	1156	1167	1179	1179	SUV和小型车 (对应国内A0、A级)	德法系长期主导	双反可能导致关税提高(目前10%);本地化要求或提高	2019-2022政策力度大;2023起各国政策分化、整体力度退坡
	中国品牌市占率	1.5%	2.4%	3.5%	4.5%	7.5%				
东南亚	市场规模	296	295	298	301	308	右舵市场多;各国偏好差异大(如泰国皮卡+A0级、印尼MPV等)	燃油时代日系主导、新能源时代中系领先	燃油车关税较高(50%+);电动车部分国家有关税减免	渗透率提升快、主要泰国贡献(政策力度大但已出现退坡)
	中国品牌市占率	2.3%	4.1%	7.0%	10.5%	18.0%				
拉美	市场规模	413	446	464	473	497	A0、A级车为主	德意法日主导、格局相对分散	整体友好,但部分国家有本土汽车工业且巴西对电动车由免税将逐步提高至35%	初期,巴西、墨西哥有政策支持但后续方向不明确
	中国品牌市占率	6.0%	6.2%	7.5%	10.0%	15.0%				
澳新	市场规模	115	128	130	132	132	皮卡和中大型SUV	日系美系主导,中系份额提升快	友好,中国汽车进口零关税	初期,22、23年政策刺激下渗透率快速提升
	中国品牌市占率	7.5%	9.9%	13.0%	16.0%	20.0%				
俄罗斯	市场规模	69	94	131	158	174	皮卡和中大型SUV	战前本土+日韩欧占主导,目前主要是本土和中系品牌	相对友好,中国汽车进口15%关税	虽有补贴但基本未转型
	中国品牌市占率	18.0%	48.9%	50.0%	50.0%	50.0%				
北美	市场规模	1545	1733	1733	1733	1733	皮卡和中大型SUV	美日系主导、集中度高	美国对中国电动车加征100%的进口关税;加拿大目前关税6%	转型缓慢
	中国品牌市占率	0.8%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%				
中东	市场规模	200	200	200	200	200	中型SUV	日韩系主导	各国分化(如沙特关税5%、土耳其对中国电动车关税50%)	起步阶段、转型积极
	中国品牌市占率	15.0%	16.7%	18.0%	20.0%	25.0%				
南非	市场规模	37	35	36	36	38	小型轿车、中型SUV	日韩德系主导	进口关税燃油车18%、电动车25%	未转型
	中国品牌市占率	6.0%	8.7%	12.0%	15.0%	20.0%				
其他市场	市场规模	1200	1200	1200	1200	1200	数据来源:Marklines、乘联会、国投证券研究中心 注:1)对中国品牌市占率的预测主要依据各国市场规模及成长性、消费偏好、竞争格局、市场友好度、新能源转型进度、日系品牌在当地市占率、现有市占率水平等; 2)乘联会为国内批发口径,仅披露出口总量和分车型数据,无法获取各海外市场情况,而Marklines数据为当地市场注册数据(可理解为零售口径)、但存在部分国家和地区统计不全的问题,故二者口径下总量存在差异。因此我们仅通过Marklines计算出自主品牌出口增速、最后以乘联会口径计算出口总量; 3)中东市场中阿联酋、阿曼、科威特、沙特、伊朗2017年之后数据缺失,故我们依据可得数据以及2017年之前市场对中东市场规模进行估算; 4)海外其他市场依据亚洲除东南亚、中欧、东欧除俄罗斯的国家市场进行估算; 5)中国品牌市占率计算剔除了吉利LEVC、LTI、Polestar、路特斯、沃尔沃,上汽Rover、双龙,北汽宝沃 6)测算前提为不发生极端政治、贸易环境变化			
	中国品牌市占率	0.6%	1.0%	1.5%	2.5%	4.0%				
海外整体市场	市场规模	4890	5286	5359	5411	5461				
	增速	-3.8%	8.1%	1.4%	1.0%	0.9%				
	中国品牌市占率	2.4%	3.6%	4.7%	5.8%	8.2%				
	中国品牌销量-Marklines	119.6	190.2	253.0	316.0	446.2				
	增速(%)		59.0%	33.1%	24.9%	41.2%				
中国品牌销量-批发口径(乘联会)		383	510	636	899					



## 2. 西欧：2023年总量重回增长，更偏好SUV和小型车

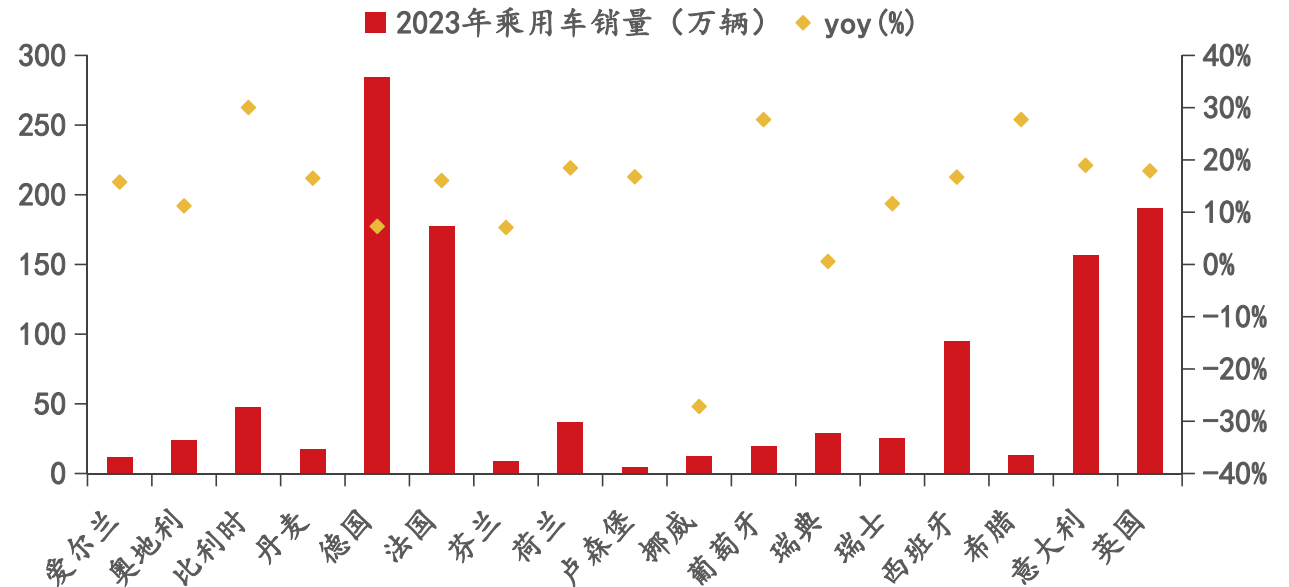
- 乘用车：2023年市场总量1156万辆，重回增长
- 总量：2023年西欧乘用车市场重回增长。根据Marklines，受疫情和芯片短缺因素影响经历连续三年下滑后，2023年西欧乘用车市场总量恢复至1156万辆，同比增长14%。

2004-2023西欧地区市场规模（左轴）及增速（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2023年西欧各国乘用车销量（万辆）及增速（%）

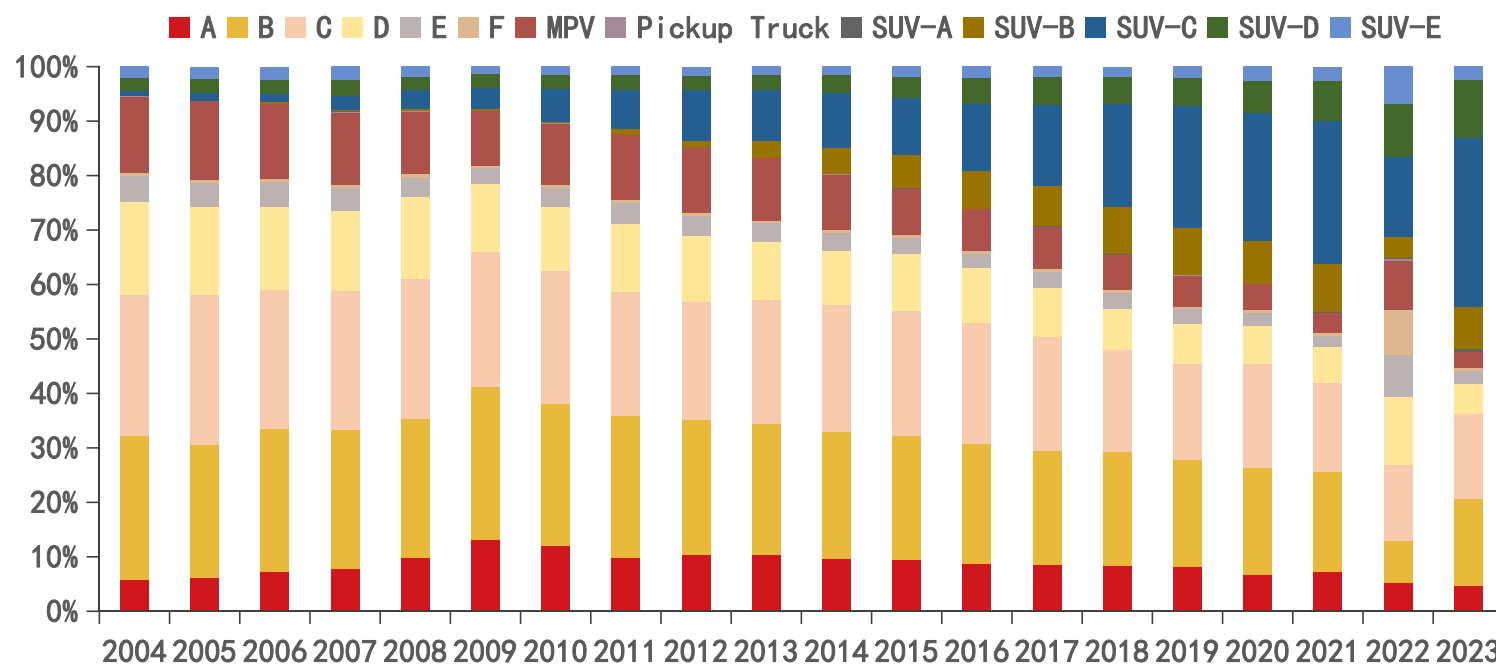


资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 2. 西欧：2023年总量重回增长，更偏好SUV和小型车

- **消费偏好：更偏好SUV和小型车。**在消费偏好方面，分车型看，西欧消费者偏好乘用空间更大的SUV，2023年SUV销量达到581.5万辆，同比增长18.7%，占比突破50%；分级别看，由于西欧老城区道路较窄，消费者更偏好小型车，其中SUV-C（对应国内A级SUV）2023年销量为343万辆，占比接近30%，B级轿车（对应国内A0级轿车）和C级轿车（对应国内A级轿车）销量占比均超过15%。

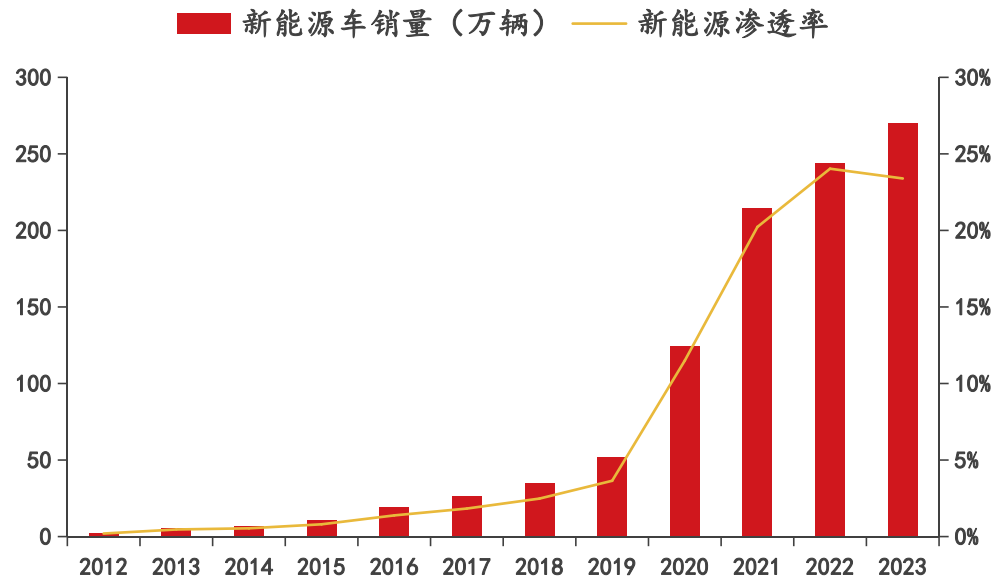
2004-2023 西欧地区分级别销量占比



## 2. 西欧：政策退坡致新能源整体渗透率略有下滑

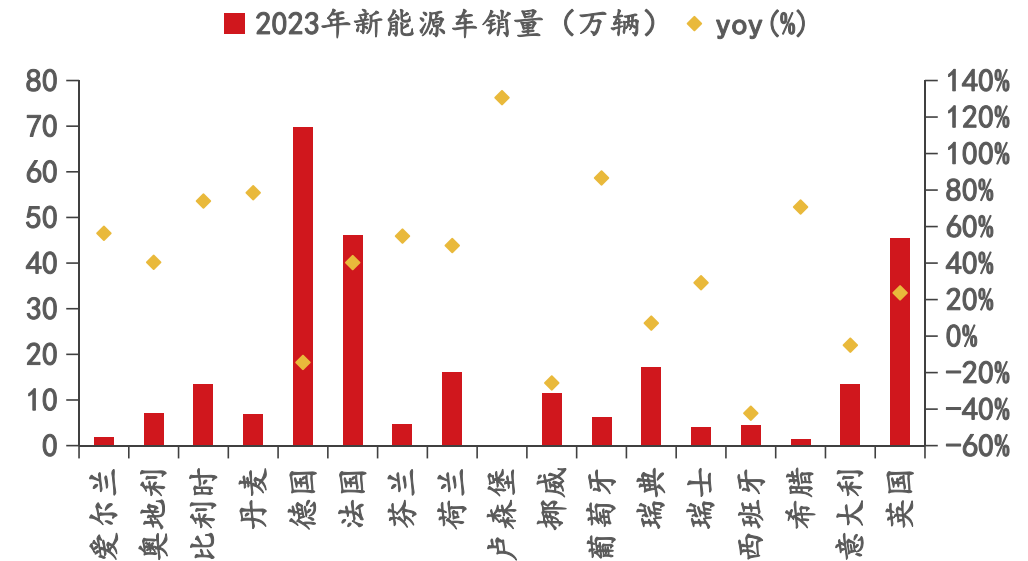
- 新能源车：政策退坡致渗透率略有下滑，各国表现分化
- 政策退坡致2023年新能源渗透率略有下滑。2019年欧盟出台碳中和计划，各国对新能源汽车的补贴和税收优惠政策相继出台，2020年欧洲启动全球最严碳排放法规，新能源车激励力度随之加大。根据Marklines，2019至2022年西欧乘用车新能源渗透率从3.6%迅速提升至24.1%。2023年西欧新能源乘用车总量上升至270.4万辆、同比增长10.8%，新能源渗透率为23.4%，同比下滑0.7pct主要系英国、德国等部分国家出现政策退坡。

2012-2023西欧地区新能源车销量及渗透率（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2023年西欧各国新能源车销量（万辆）及增速（%）



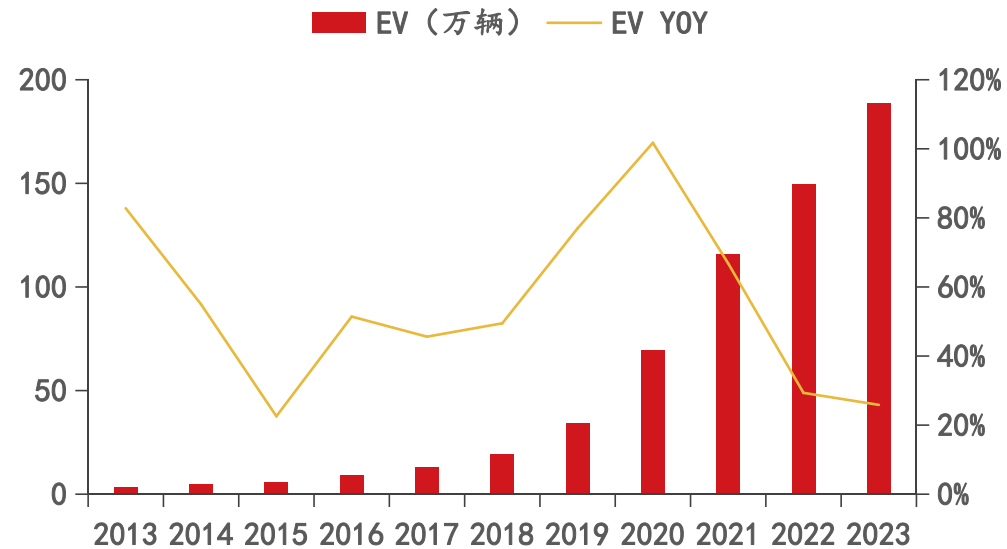
资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 2. 西欧：政策退坡致新能源整体渗透率略有下滑

### ➤ 新能源车：政策退坡致渗透率略有下滑，各国表现分化

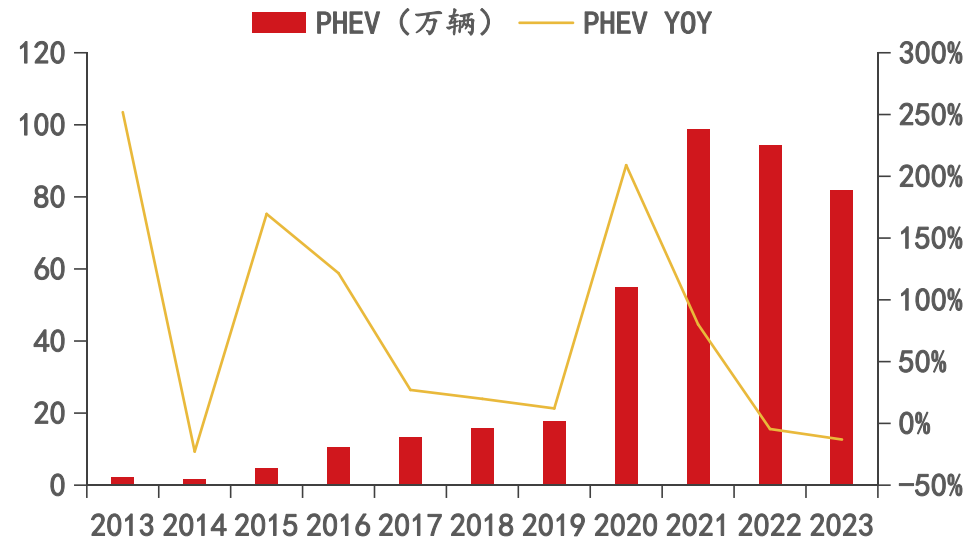
- **纯电稳中有增、插混需求走弱。**2023年EV销量188.5万辆，同比增长26%，新能源渗透率为16.3%，同比提升1.5pcts；而插混车型下滑相对明显，2023年PHEV销量81.9万辆、同比减少13%，新能源渗透率为7.1%、同比下滑2.2pcts，主要原因一是插混的激励政策力度较纯电小、且部分国家率先结束，二是西欧插混车型多为燃油车改造，产品竞争力和智能化水平等方面弱于纯电。

2012-2023西欧地区EV销量及增速（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2012-2023西欧地区PHEV销量及增速（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 2. 西欧：政策退坡致新能源整体渗透率略有下滑

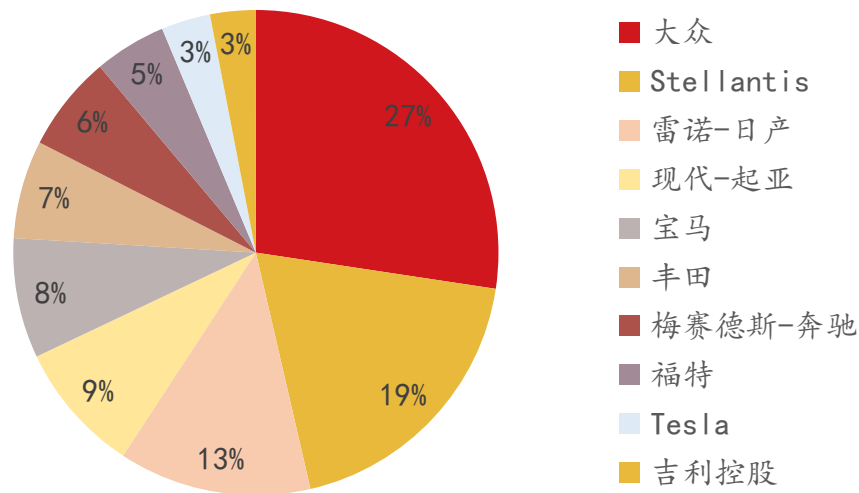
2022-2023年西欧部分国家政策退坡/激励加大 资料来源：各国政府官网、国投证券研究中心

国家	内容	
挪威	BEV：①购置税：1990-2022年免购置税，2023年起500公斤以上车辆需缴纳每公斤12.5克朗的重量税；②增值税：2001-2022年免增值税，2023年起纯电汽车价格超过50万克朗的部分征收25%增值税。	
	BEV 1996-2021年免征道路税，2022年起正常征收。	
	BIK税率为30%；公司车辆税2000-2008年减免25%、2009-2017年减免40%、2022起减免20%	
	收费公路：1997-2017年免费，2018-2022年收费不得超过50%，2023年起收费不得超过70%。 摆渡：2009-2017年免费，2018年起摆渡费用最高不得超过总费用50%。 市政收费停车：1999-2017年免费。	
瑞典	2022年11月7日前：购买BEV、FCEV可获得最高7万克朗补贴，补贴数额不超过车辆价格的25%；购买碳排放低于50g/km的PHEV，可获得最高2万克朗的补贴；售价超过70万克朗的新能源汽车不享受补贴。 2022年11月8日起：全面取消新能源车补贴。对于11月8日之前购买新能源汽车，从2023年1月1日起BEV最高补贴5万克朗，PHEV最高补贴1万克朗。	
德国	2016-2022年：售价在4万欧元以下的纯电动和插混汽车分别获得6000和4500欧元补贴；售价在4万-6.5万欧元的纯电动和插混汽车分别获得5000和4000欧元补贴；售价在6.5万欧元以上的新能源汽车没有补贴。 2023年：1月1日起插混的补贴结束；4万欧元以下纯电动车的补贴降至4500欧元，售价4万-6.5万欧元的电动车，补贴降至3000欧元；9月起对to B端纯电车型取消补贴；12月18日起电动车补贴计划提前结束。	政策退坡
英国	补贴：2011年开始对电动汽车启动补贴，最高补贴额曾达到5000英镑，随后逐步退坡、2022年初降至1500英镑且可享受补贴车型的最高售价从3.5万下降到3.2万英镑，2022年6月取消补贴政策。 购置税：FY2001-2016：CO2排放量不高于130g/km的车辆免征，代用燃料汽车(含PHEV、HEV、CNGV)同排放量下首次注册税优惠10英镑； FY2017起：仅零排放车辆免征首次注册税 道路税：FY2002-2016：按照CO2排放量征收，代用燃料汽车(含PHEV、HEV、CNGV)同排放量下标准保有税优惠10英镑，CO <sub>2</sub> 排放量不高于100g/km的车辆免征。 FY2017起：定额征收，非零排放车FY2017需缴纳140英镑，数额逐年提升；对同排放量下代用燃料汽车优惠10英镑，零排放车辆免征；此外，车价高于4万英镑的车辆FY2017每年需额外缴纳310英镑，数额逐步提升。 FY2025起：销售的新电动汽车第一年缴纳最低费率10英镑、之后逐步提升至每年165英镑；车价高于4万英镑的电动车将每年需额外缴纳355英镑、随使用年限增长最高可达到560英镑。	
法国	补贴：2020-2021年6月：最高7000欧元；2021年7月-2022年底：最高6000欧元；2023年：5000欧元 2024年1月起：4000欧元（低收入家庭7000欧元），附加“碳足迹”评分条件；购买二手电动汽车的1000欧元补贴取消。 道路税：BEV、FCEV、纯电续航里程超过50km的PHEV：免CO <sub>2</sub> 排放税和重量税 2024年1月起：CO <sub>2</sub> 排放量超过118g/km车辆需缴纳5欧，最高可达到6万欧；车重超过1600公斤的车辆额外缴纳每公斤10-30欧的罚款	
意大利	补贴：2022年：售价≤3.5万欧元（含增值税）且CO <sub>2</sub> 排放量≤20g/km的PHEV和BEV，补贴3000欧元；售价≤4.5万欧元（含增值税）且CO <sub>2</sub> 排放量在21-60g/km的BEV和PHEV，补贴2000欧元；报废旧车补贴2000欧元； 2023年：在此基础上，对收入低于3万欧元的个人补贴增加至4500/3000欧元。 2024年：年收入低于3万欧元、报废欧0或欧2标准旧车，购买电动车最高可获得13750欧元补贴。	
西班牙	2023年6月底至2024年底，购买电动汽车可减免个税15%、上限20000欧元。	

## 2. 西欧：本土品牌表现强势，上汽初步突围

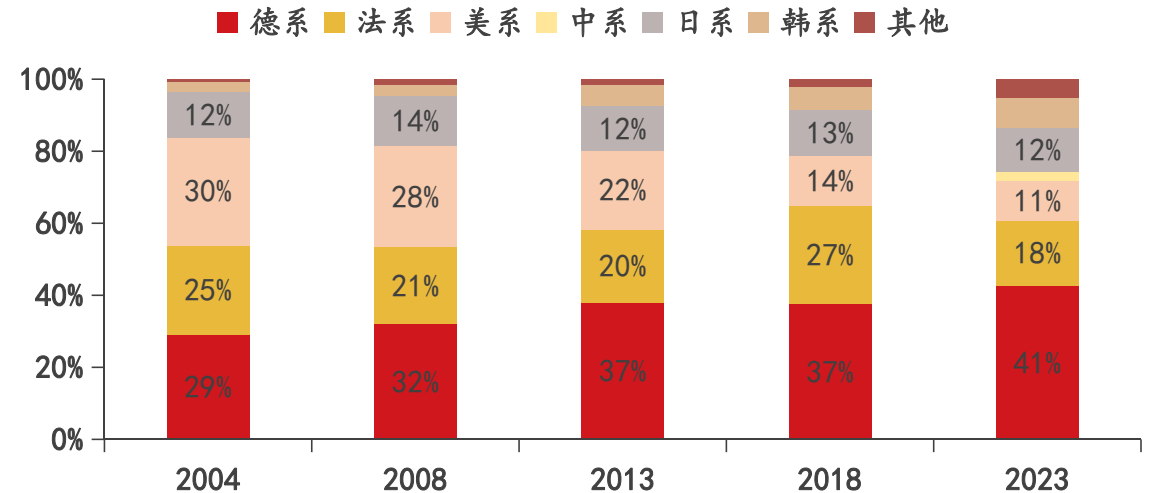
- **竞争格局：本土品牌表现强势，上汽初步突围**
  - **本土品牌长期主导市场。** 西欧乘用车市场较为成熟，大众、雷诺、宝马等老牌车企经多年沉淀、品牌认知度和忠诚度高，市占率持续领先，德系+法系市场份额保持在50%以上；日系丰田等车企也凭借性价比优势较早布局西欧市场、占据一定市场份额（12%左右）；韩系车企增长亮眼，市占率已从2004年的3%增长至2023年8%，现代-起亚也位列市占率第4。
  - **中国出口西欧以新能源车为主，上汽初步突围。** 虽然中国车企进入西欧市场时面对强势的本土车企和先发的日韩车企，但仍凭借领先的电动化、智能化技术取得一定突破。上汽集团2023年在西欧市场整体销售22.5万台、市占率1.95%、位列第11名，其中新能源车型销售11.9万辆、市场份额达到4.39%、位列第9。
- **贸易友好度：目前关税为10%相对友好、但后续有双反落地风险。**

2023年西欧地区汽车销量TOP10集团



资料来源：乘联会、国投证券研究中心

2004-2023西欧地区分系别销量占比



资料来源：乘联会、国投证券研究中心

## 2. 西欧：中国车企布局情况

### 中国车企在西欧布局情况

车企	已导入车型	2023年销量	2023年份额	产能及物流布局	渠道布局
上汽	MG4、MG-5、MG ZS SUV、MG HS、MG MARVEL R等	22.55万	1.95%	1) 2023年7月，上汽集团宣布计划在欧洲建立上汽欧洲整车制造基地 2) 2020年上汽旗下的安吉物流开通了自营的欧洲航线	1) 名爵从内部抽调国际化人才进入海外销售队伍、每家海外公司都有外派的总经理和关键岗位人员； 2) 截至目前上汽名爵已在英国、法国、斯洛伐克等国共建立经销商近700家。
比亚迪	唐EV、汉EV、Atto 3、宋Plus DM-i、海豚、海豹等	1.45万	0.14%	1) 在欧洲的首个新能源乘用车工厂匈牙利工厂已经完成选址工作，预计26年投产，以实现生产本地化 2) 2024年1月比亚迪首艘滚装船开启首航，拥有7000个标准车位，未来两年内将有另外7艘滚装船陆续投入运营	2023年比亚迪在欧洲19个国家累计开设的销售网络已达250个；与当地大型经销商如荷兰Louwman集团、挪威RSA、瑞典Hedin集团等合作；与SIXT、法巴安诺集团等租赁公司合作以切入B端市场。
吉利	领克01、极氪001	2.22万	0.19%		首创订阅模式，包括直接购买、月费订阅会员、免费会员、B2B（公司直接采购）等方式；将传统租车公司的固定提车点改为“送车上门”；推出”车分享“模式，会员可分享闲置汽车并获得收益；在欧洲虽没有传统意义的门店，但开设了11家Club遍布主要城市核心区域。
长城	欧拉好猫、Coffee 01、Coffee 02等	0.63万	0.05%	2023年开始推进欧洲工厂的选址工作	在慕尼黑开设子公司；与Emil Frey集团达成战略合作
蔚来	ET5、ET7、EL7、ES8等	0.24万	0.02%	2022年在柏林建立创新中心，9月在匈牙利布达佩斯投资建设的蔚来能源欧洲工厂投入运营，负责换电站制造与加电产品研发。	采用直营方式，目前已在欧洲开设6家NIO House和9家NIO Space
小鹏	G3、P7、P5、G9等	0.20万	0.02%		引入“直营+授权”的新零售模式，在瑞典、荷兰、丹麦、挪威等地建立品牌直营店，同时与欧洲头部经销商集团达成战略合作协议。

### 3. 东南亚：市场总量稳定在300万左右

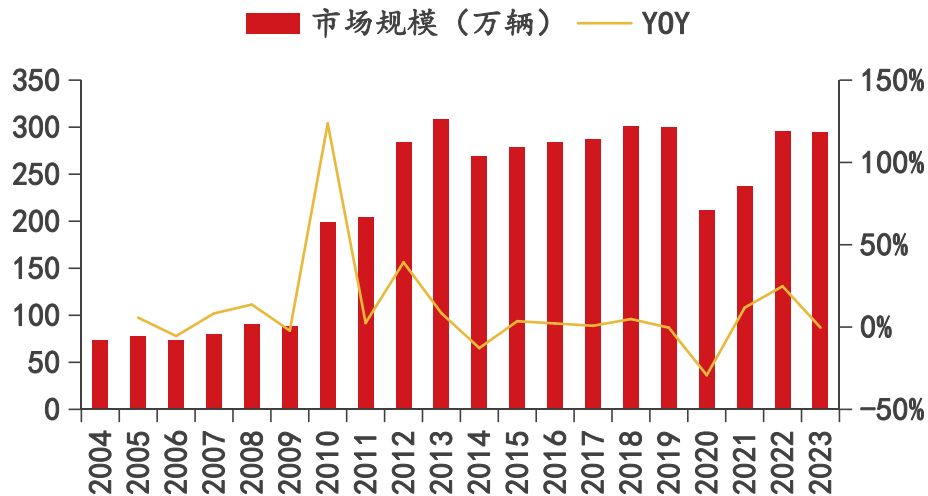
► 乘用车市场：总量稳定在300万左右，各国体量及偏好差距较大

- 总量：除2020-2021年外，近十年东南亚乘用车市场规模基本稳定在300万辆左右，其中泰国、马来、印尼市场规模接近80万辆，菲律宾接近40万辆，越南20万辆左右。

• 消费偏好：

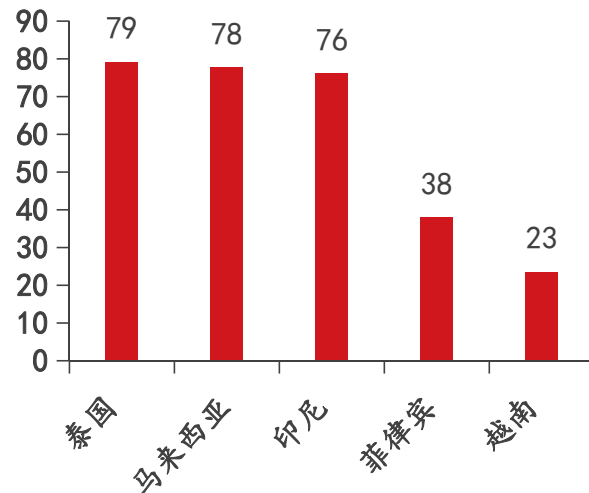
- 1) 泰国：偏好皮卡+A0级小车。23年皮卡销量占比达到36.9%，一是由于泰国地形复杂，皮卡对路况适应性强，一车多用属性满足出行、农产品运输、旅游服务需求，二是消费税向皮卡显著倾斜（单排、双排皮卡消费税分别为3%、10%，而乘用车为25%-35%）；
- 2) 印尼：偏好MPV。23年皮卡销量占比达到47.2%，一是印尼穆斯林比例高、家庭庞大，MPV能满足大家庭用车需求；二是道路建设不佳、路况恶劣、雨水多、易淹水塌陷，而MPV底盘高；三是税收方面MPV车型的奢侈品税税率为10-20%、其他车型为30-40%；
- 3) 马来西亚以小型轿车为主；菲律宾以轿车、SUV为主但也有一定MPV和皮卡需求；越南以SUV为主。

2004-2023东南亚地区市场规模（左轴）及增速（右轴）



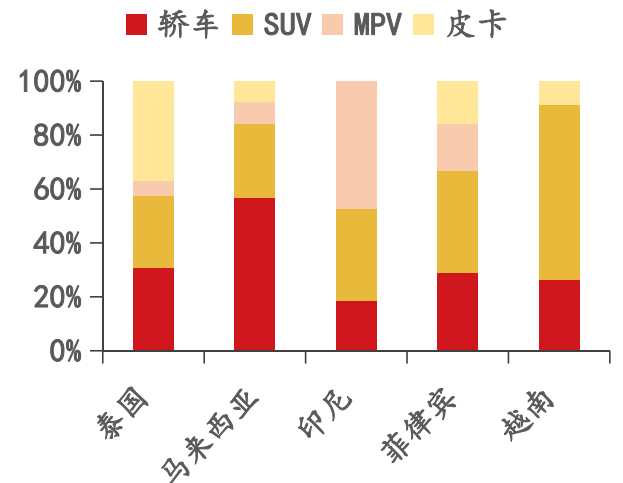
资料来源：Marklines、国投证券研究中心 注：基于数据可得性，文中统计仅包括泰国、马来西亚、印尼、菲律宾、越南，下同。

2023年东南亚各国市场规模（万辆）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2023年东南亚各国分车型占比



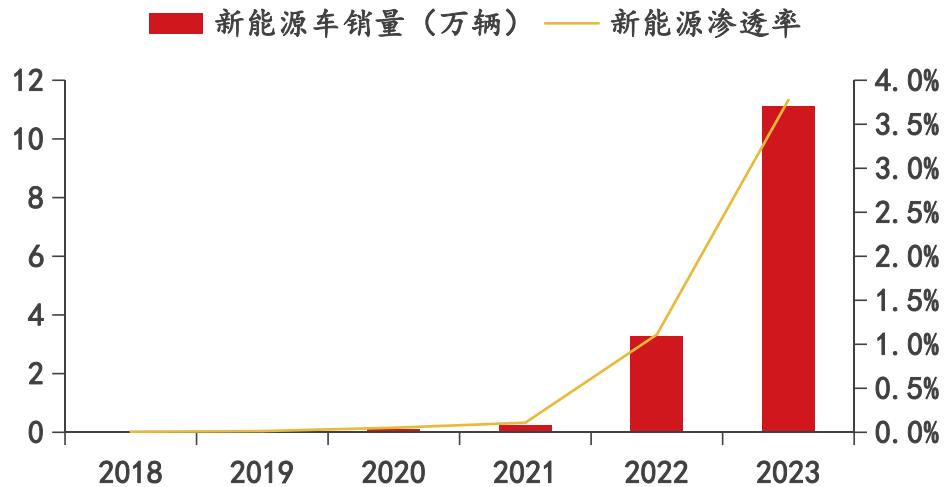
资料来源：Marklines、国投证券研究中心



### 3. 东南亚：政策刺激下泰国新能源渗透率快速提升

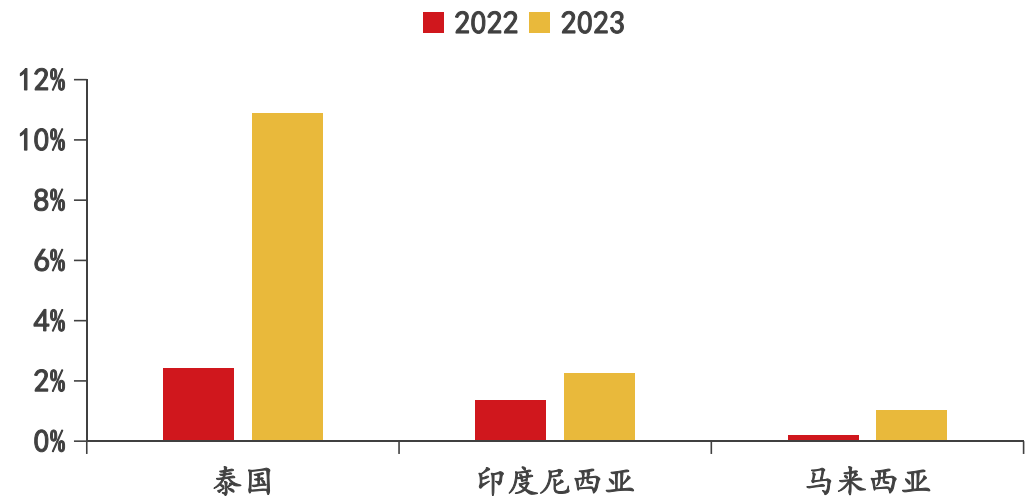
- **新能源车：政策刺激下2023年泰国新能源渗透率提高8pct**
  - 2023年东南亚新能源车总销量为11万辆、增加8万辆，新能源渗透率为4%、同比增长3pct。新能源渗透率的快速提高主要由政策驱动下的泰国市场贡献。
  - **泰国**：2023年新能源车总量从2万增长至8.6万辆，新能源渗透率从2.4%提升至10.9%。2022-2023年实施的ev3.0对于满足一定条件的电动乘用车每辆提供7-15万泰铢补贴、电动皮卡免征消费税其提供每辆15万泰铢的补贴，关税减免20%-40%，消费税由8%降至2%；2024年开始实施的ev3.5中对电动乘用车的补贴下降至每辆2-10万泰铢、电动皮卡下降至5-10万泰铢，我们认为可能会导致泰国新能源渗透率提升放缓。
  - 其余市场如印尼、马来西亚也有一定补贴和税费减免政策推出，但目前均处于新能源转型初期。

2004-2023东南亚地区新能源车销量及渗透率（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2022、2023年不同国家新能源渗透率



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

### 3. 东南亚：政策刺激下泰国新能源渗透率快速提升

➤ 贸易友好度：燃油车进口关税高（可达50%以上），部分国家对电动车免征或减免进口关税（如泰国、马来等）

#### 泰国、印尼、马来新能源车补贴政策

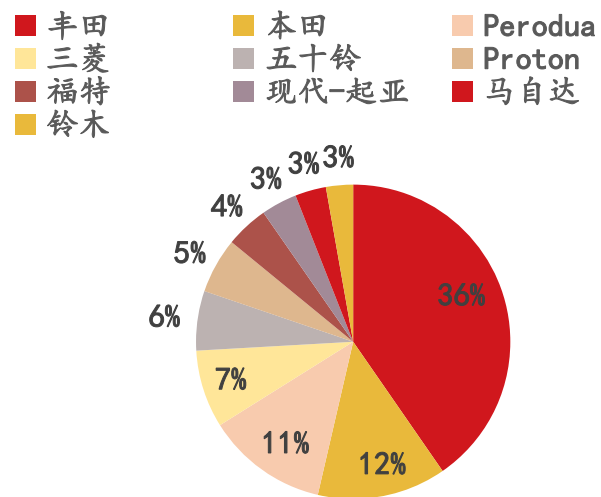
国家	政策内容
泰国	ev3.0（2022-2023），售价不超过200万泰铢、电池容量低于30千瓦时的电动乘用车每辆可获得7万泰铢的补贴，而电池容量超过30千瓦时的CKD和CBU的汽车每辆可获得15万泰铢的补贴；售价不超过200万泰铢且电池容量为30千瓦时或以上的纯电动皮卡车可免征消费税以及获补贴15万泰铢/辆（仅限泰国生产）；关税折扣200万泰铢以内40%、200-700万泰铢20%；消费税8%降至2%
	ev3.5（2024-2027），售价不超过200万泰铢、电池容量大于50千瓦时的电动汽车，每辆将获得5万至10万泰铢的补贴，电池容量小于50千瓦时的电动汽车，每辆将获得2万至5万泰铢的补贴；售价不超过200万泰铢、电池容量大于50千瓦时的电动皮卡车，每辆将获得5万至10万泰铢的补贴；关税、消费税基本不变
印尼	2022年12月，购买新的纯电动汽车将获得8000万印尼盾（约合5388美元）补贴；
	2023年3月20日起推出电动汽车补贴计划，涵盖20万辆电动摩托车和3.59万辆电动汽车的销售，以及5万辆传统汽油车的改装；
	投资超过5000亿印尼盾的电动汽车企业将获得100%的企业所得税抵免，投资100-5000亿印尼盾的企业将获得50%的减免。
马来西亚	2022-2025，对整车进口的纯电动车免征进口税和国内税；
	2022-2027，对本地组装的纯电动车免征国内税和销售税，对其零部件免征进口税；
	企业租用不超过30万马来西亚林吉特的电动车，享受税收优惠；
	2023-2032，电动车充电设备制造商所得税豁免

### 3. 东南亚：燃油时代日系垄断，新能源市场中系占比近半

#### ➤ 竞争格局：燃油时代日系垄断，新能源市场中系占比近半

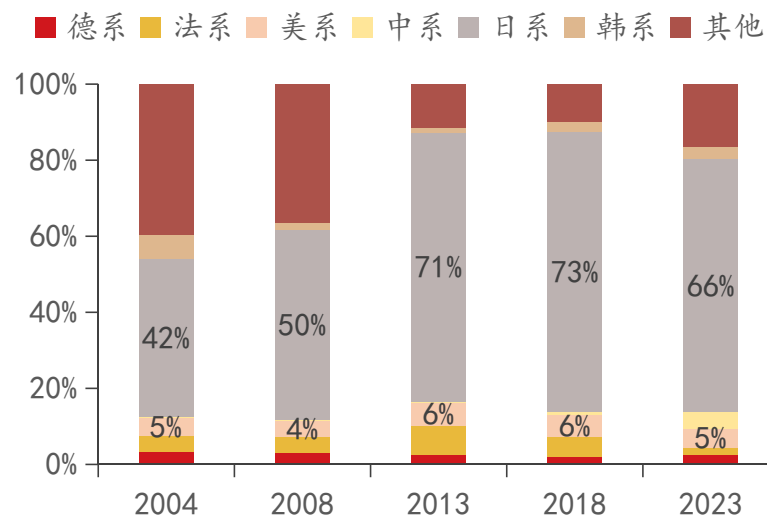
- **燃油车时代**：缺乏本土品牌，日系占据绝对优势，市占率一度达到70%以上，丰田、本田常年稳居第一、第二，2023年份额分别为36.3%、11.9%，第三为马来西亚本土品牌Perodua。
- **新能源时代**：集团维度，中系车企在新能源市场已占据近半份额，前三名分别为比亚迪（30.6%）、上汽（12.0%）、合众（11.7%）；车型维度，2023年销量前十中有五个来自中国，分别是Atto3（2.3万辆）、Neta V（1.3万辆）、海豚（0.9万辆）、好猫（0.7万辆）、MG 4（0.5万辆）。

2023年东南亚地区汽车销量TOP10集团



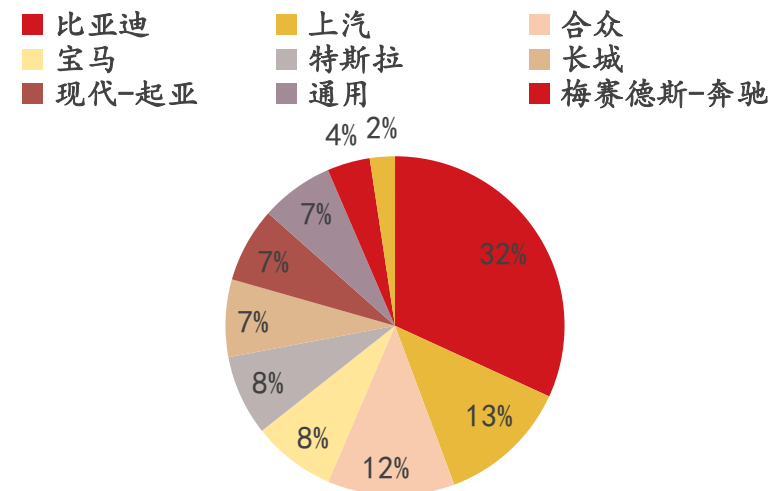
资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2004-2023东南亚地区分系别销量占比



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2023年东南亚地区新能源车销量TOP10集团



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

### 3. 东南亚：中国车企布局情况

#### 中国车企在东南亚布局情况

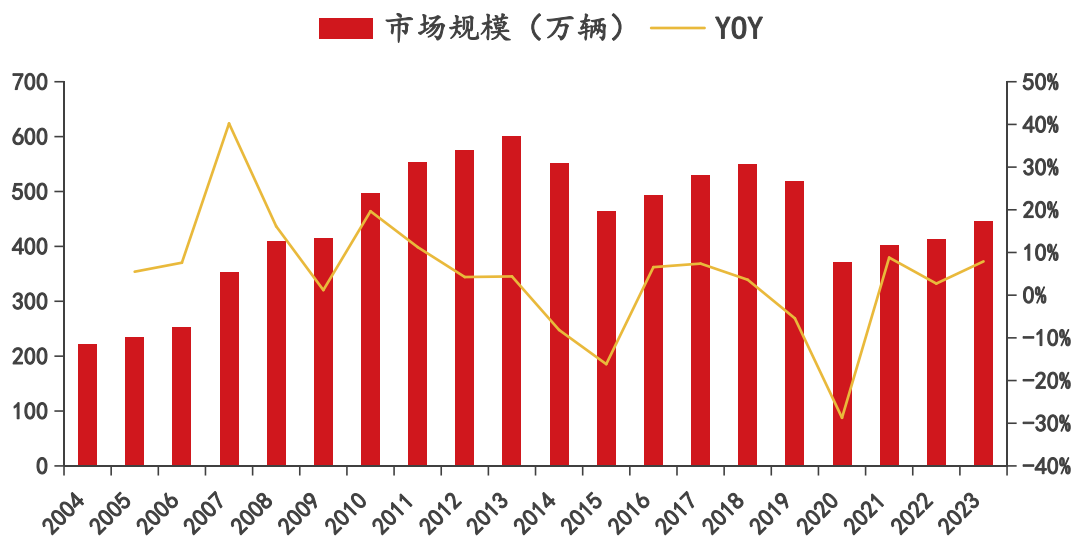
车企	已导入车型	2023年销量	2023年份额	产能及物流布局	渠道布局
上汽	MG3、MG4、MG-5、MG ES、MG EP、MG HS、MG GS、MG ZS SUV、MG VS、Maxus 9等	3.74万	1.27%	1) 2013年2月，上汽正大有限公司正式投产，规划产能为10万辆/年；2) 2023年5月，上汽集团泰国新能源产业园区奠基，占地12万平方米的产业园区，一期工程年内竣工，整体项目将于2025年建成。	
比亚迪	元Plus/Atto 3、海豚	3.41万	1.16%	2022年9月，比亚迪宣布与WHA伟华集团大众有限公司签约，签署土地认购、建厂相关协议，工厂预计将于2024年开始运营，年产约15万辆，生产的车型将投放泰国本土市场，并辐射周边东盟国家及其他地区。	2022年8月，比亚迪携手本土新能源汽车经销商RÉVER Automotive进入泰国乘用车市场。
广汽	埃安Y	0.20万	0.07%	2023年11月宣布在泰国建厂，总投资额达到23亿泰铢，设计年产能达5万台，分两期，预计第一期24年7月建成。	目前已成功认定约50家销售店和服务中心，2024年计划建成70家，服务覆盖泰国全境。
长城	哈弗H6、哈弗初恋、欧拉好猫	1.38万	0.47%	2020年9月收购通用汽车泰国公司的罗勇府汽车制造工厂和动力总成工厂；2021年6月9日正式投产，初期年产能达8万辆，60%在泰国本地销售、40%出口到其他海外市场。哈弗 H6 HEV/PHEV、JOLION HEV、坦克300/500 HEV、欧拉好猫均已实现本地生产；同时还将精工、曼德、蜂巢能源等核心零部件企业引入泰国市场。	以泰国为例，不同于传统4S店，而是采用直营+授权的混合网络模式，并且采用了透明定价（全国统一定价、统一促销政策）+销售合伙人的概念。
长安				泰国工厂一期设计产能达10万辆/年，计划在2025年初投产；二期建设投产后总产能将达到20万辆/年。该制造基地将服务于整个东盟地区和全球右舵市场。	在泰国的销售服务渠道已覆盖曼谷、清迈、春武里、清莱等重点省份，并计划在2024年拓展至80-100个销售服务网点。
哪吒	哪吒V	1.30万	0.44%		已设立了印尼、越南子公司，同时在马来西亚、缅甸、老挝、文莱设立了总代理或办事处。

## 4.拉美：市场总量逐步恢复，新能源转型处于起步阶段

### ➤ 乘用车市场：

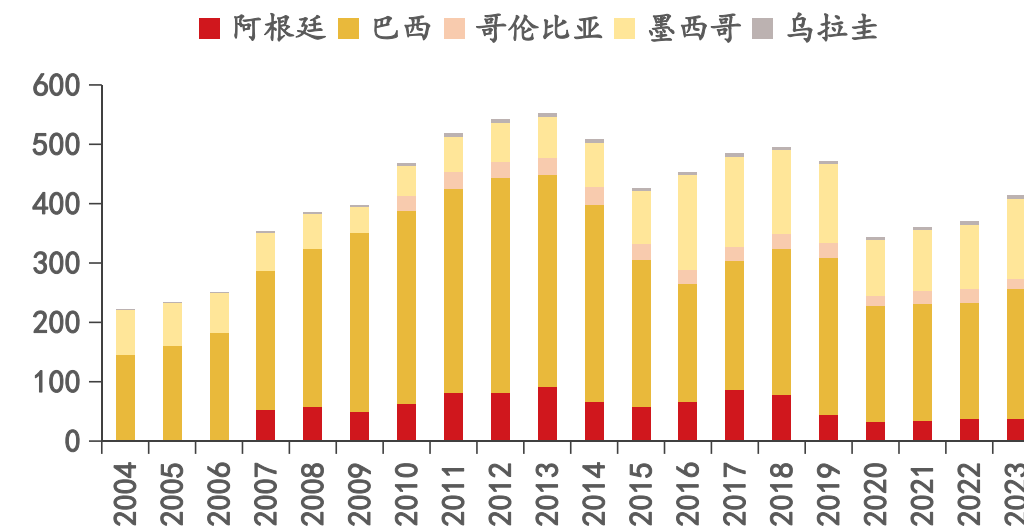
- **总量：**峰值时期市场规模达到近600万辆、近两年下降至400-450万辆，2023年总销量为446万辆、同比增长8%、但仍未恢复至高峰时期水平。
- **消费偏好：**早期以轿车为主，近年来SUV和轻卡占比提升。

#### 2004-2023拉美市场规模及增速（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心  
注：基于数据可得性，文中统计仅包括阿根廷、巴西、哥伦比亚、墨西哥、乌拉圭，下同。

#### 2004-2023拉美市场分国别市场规模（万辆）



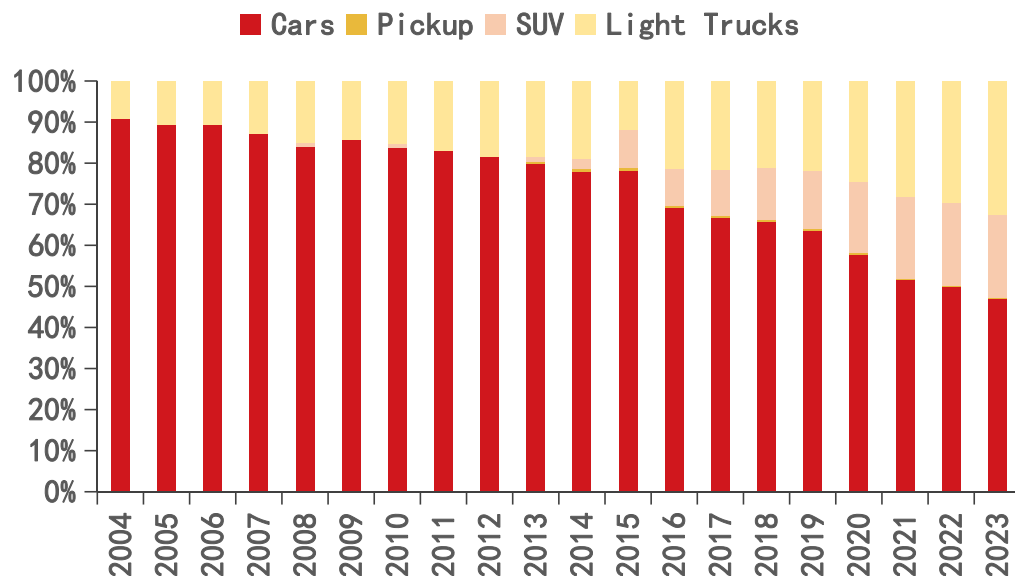
资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 4.拉美：市场总量逐步恢复，新能源转型处于起步阶段

### ► 新能源市场：转型初期，2023年渗透率0.7%

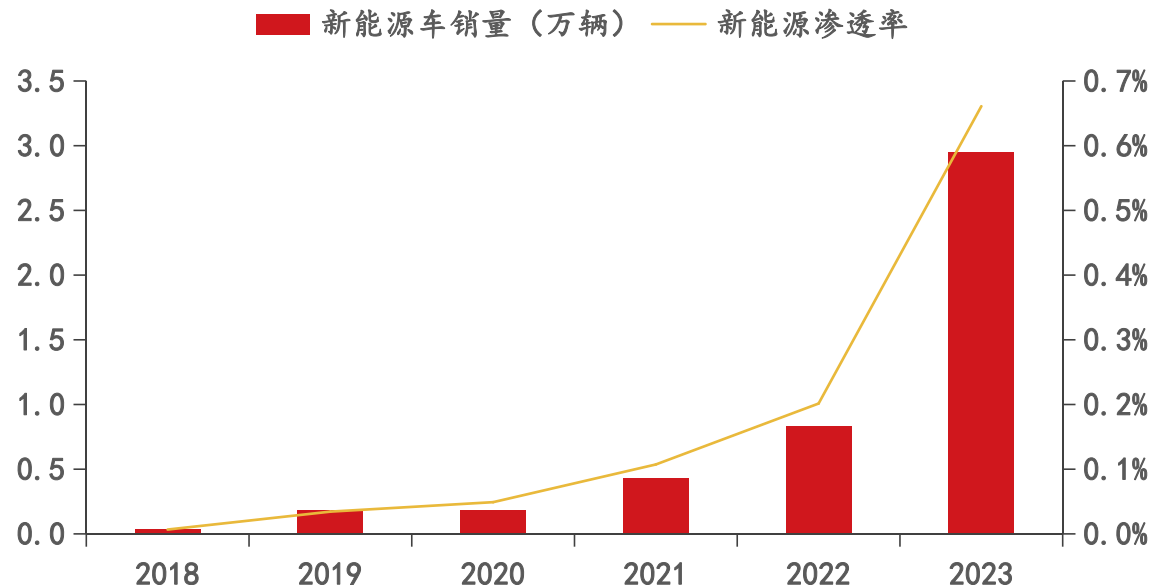
- 虽然巴西、墨西哥等国均有一定扶持政策出台，但新能源转型仍处于初期，2023年新能源销量由0.8万台增长至2.9万台、渗透率由0.2%提升至0.7%。主要一是由于巴西市场采用弹性燃料、要求车辆可以使用任意比例的汽油和乙醇的配比，对进口车辆提出要求；二是充电桩等基础设施建设相对落后，根据长城汽车拉美地区负责人表示，2022年巴西、墨西哥、智利三国拥有充电站数量仅4320座。

#### 2004-2023拉美地区分车种销量占比



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

#### 2018-2023拉美新能源销量及渗透率（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 4.拉美：市场总量逐步恢复，新能源转型处于起步阶段

- 巴西：此前巴西曾对电动车实施免关税政策，24年1月起电动车进口关税将逐步恢复、至26年7月达到35%，我们认为将推动车企在巴西的本地化生产进程。
- 墨西哥：在进口税费、基础设施投资税费上有一定减免。

### 拉美市场部分国家新能源政策汇总

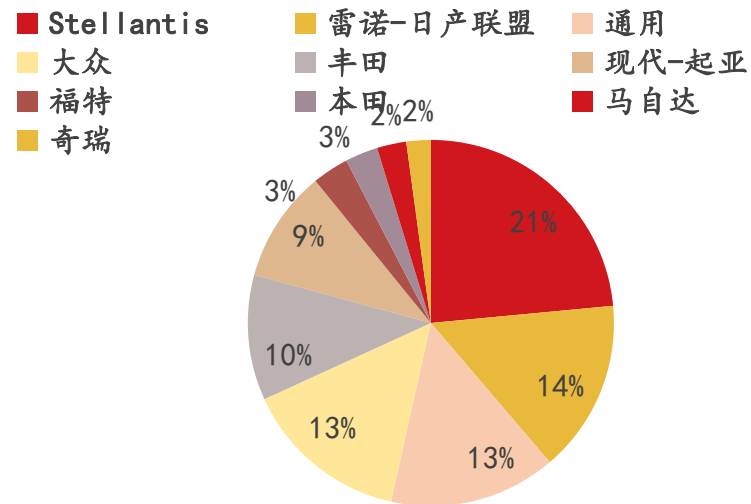
国家	方向	政策内容
巴西	税费减免	巴西政府于2023年11月23日正式公布新能源汽车进口关税税率和免税配额，自2024年1月起逐步恢复对新能源汽车征收进口关税。企业在2026年6月30日之前，仍可在配额范围内享受进口免税。 进口税率如下：混合电动车的税率从2024年1月开始为15%、2024年7月为25%、2025年7月为30%、2026年7月达到35%；插电式混合电动车的税率分别为12%、20%、28%、35%；纯电动车分别为10%、18%、25%和35%。 免税配额情况如下：对于混合电动车，2024年6月前的配额为1.3亿美元，2025年7月前为9700万美元，2026年6月30日前为4300万美元；对于插电式混合动力车，配额分别为2.26亿美元、1.69亿美元和7500万美元；对于纯电动汽车，配额分别为2.83亿美元、2.26亿美元和1.41亿美元。
	基建	“绿色可持续发展能源走廊”将于2024年年初正式推出实施，旨在改善巴西电动车辆充电基础设施。该项目重点之一为扩大目前巴西的电动机动车辆的充电网络，包括增加给电动客车、公交车、货车和私家轿车的充电桩设施的数量，完善充电桩等绿色能源基础设施的服务。
墨西哥	税费减免	《联邦新汽车税收法》豁免了由充电电池驱动的汽车以及混合动力汽车的销售或进口费用；《所得税法》向投资于电动和混合动力汽车或获得其临时使用权的人以较高的金额（允许的扣除额）形式提供利益
	基建	对电动汽车的公共电源设施进行的投资的30%的税收抵免形式

## 4.拉美：缺乏本土强势品牌，市场较为分散

### ➤ 竞争格局：缺乏本土强势品牌，市场较为分散

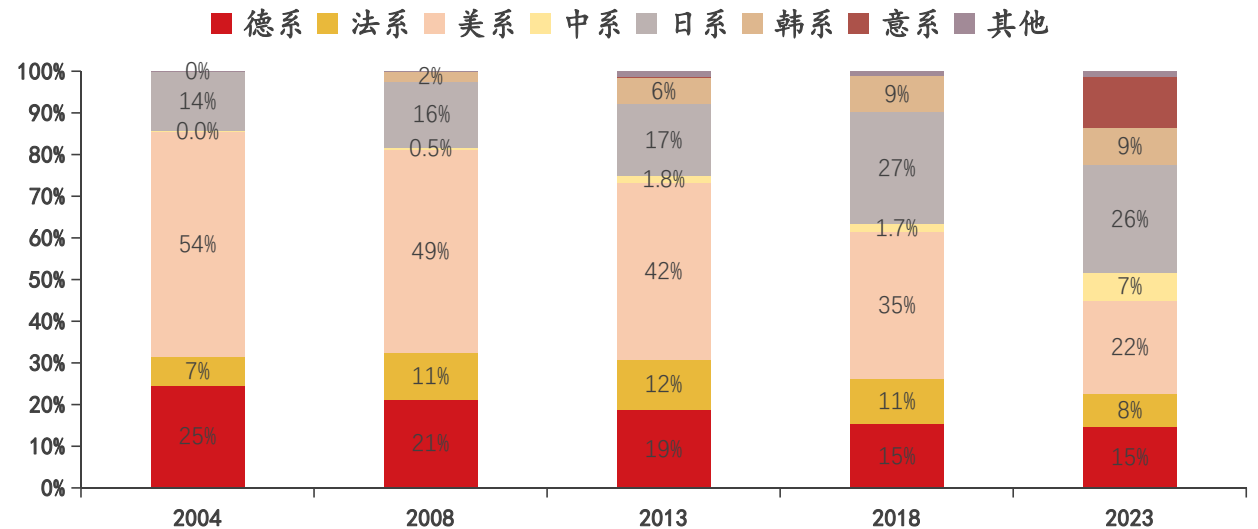
- 目前拉美市场日、美系占据主导地位，份额均在20%以上，其次则为德、意系，份额超过10%，整体格局较为分散。
- 中系车企在拉美市场布局较晚，2023年份额达到6.5%，主要由上汽、奇瑞贡献，分别占比1.6%、1.9%。
- 贸易友好度：整体友好（智利免关税、此前巴西对电动车免关税）。

### 2023年拉美地区汽车销量TOP10集团



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

### 2004-2023拉美地区分系别销量占比



资料来源：Marklines、国投证券研究中心



## 4.拉美：中国车企布局情况

### 中国车企在拉美布局情况

车企	已导入车型	2023年销量	2023年份额	产能及物流布局	渠道布局
上汽	MG GT、MG-5、MG ONE、MG ZS SUV、MG HS、MG RX5、MG RX8等	7.2万	1.6%	自主航线——南美西航线	
比亚迪	e5、D1、T3、汉EV、元Plus/Atto 3、宋Plus DM-i、海豚、海豹	2.0万	0.5%	2023年7月初，公司与巴西巴伊亚州政府共同宣布，双方将在卡马萨里市设立由三座工厂组成的大型生产基地综合体，总投资额达30亿雷亚尔（折合人民币约45亿）。该生产基地综合体包含主营电动客车、卡车底盘的生产工厂，新能源乘用车整车生产工厂以及碳酸铁锂电池材料的加工工厂。新能源乘用车整车生产工厂产线涵盖纯电与插混车型，计划年产15万辆。	在墨西哥市场，2022年11月宣布与Grupo Continental、Grupo Cleber、Grupo Dalton、Grupo Excelencia、Grupo Farrera、Grupo Fame、Liverpool和Grupo del Rincón八家墨西哥经销商达成合作，截至2023年9月，已建立6家经销商线下门店，计划通过11家授权经销商开展业务，预计年底设立50家门店，业务布局扩展至32个州；在巴西市场，与当地最大经销商集团Saga合作，截至2023年10月，已有30家经销商线下门店，预计年底设立100家门店。
长城	哈弗H6、欧拉好猫	2.7万	0.6%	2021年收购巴西伊拉塞马波利斯工厂，2023年H1启动生产线现代化改造和扩建，新工厂预计2024年建成投产，年产预计增至10万辆。	2023年9月宣布携手24家本土实力强劲的经销商集团，年底前实现至少40家终端门店开业，2025年累计实现100家。
长安	Alsvin、CS35、CS55、UNI-K	1.8万	0.4%		
奇瑞	OMODA 5、Tiggo 2/3/4/5X/7/8、QQ、iCar、Arrizo 5/6、Celer	8.6万	1.9%	1) 委内瑞拉工厂：2011年9月正式投产； 2) 巴西工厂：位于圣保罗州的雅卡雷伊市，厂区分为整车厂和发动机生产厂两部分，总共投资5.3亿美元，一期年产能5万、2014年建成投产，二期年产能10万； 3) 阿根廷工厂：2023年宣布拟投资4亿美元建厂，目标2030年底实现年产10万辆	2017年与巴西乃至拉美地区最大的汽车经销商卡奥集团成立奇瑞卡奥。

# 5.澳新：市场总量恢复，政策转向新能源渗透率快速提高

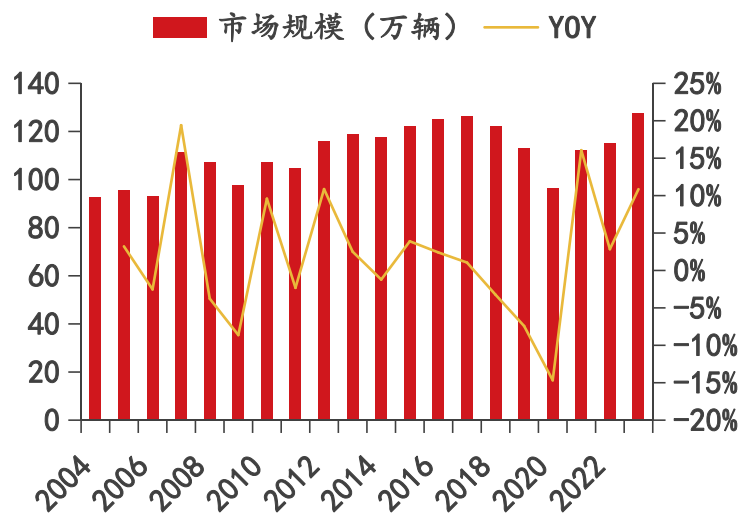
## ➤ 乘用车市场：总量已恢复、SUV和皮卡占比提高

- 总量：2020年之前，澳新市场总量基本维持在110-130万辆，2023年澳新市场总量已恢复至128万辆、同比增长11%；其中澳大利亚117万辆、新西兰11万辆；
- 消费偏好：偏好A、B级（对应国内，下同）SUV和皮卡。轿车份额由高峰时期六成下滑至2023年16%，SUV份额持续提升至54%（其中A、B级合计占比48%），皮卡占比持续提高至2023年18.4%。

## ➤ 新能源市场：政策转向下新能源渗透率快速提高

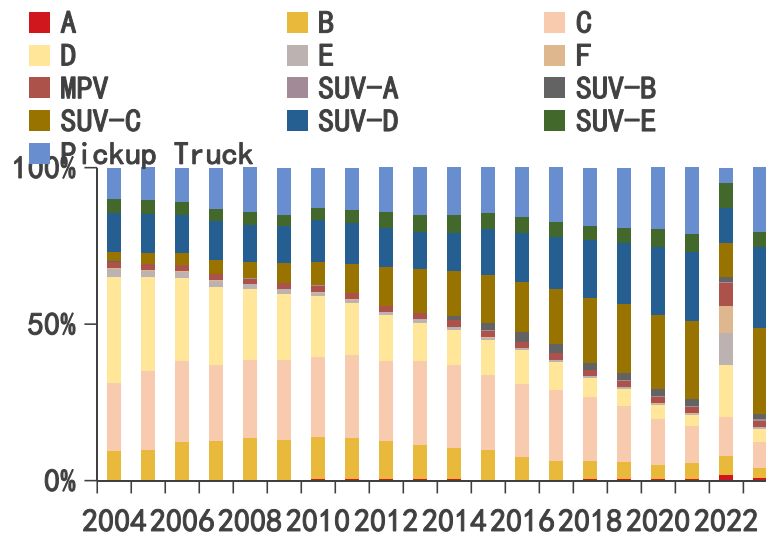
- 2022/2023年澳新市场新能源车销量分别为3.5/8.2万台，同比增长564%/136%，新能源渗透率分别为3.0%/6.4%。
- 此前新能源渗透率较低主要由于依赖传统能源产业、政府态度较为消极，如2021年7月，维州政府对电动汽车和其它零碳排放汽车每公里加收2.5澳分道路使用费；2022年政策出现转向趋势，澳大利亚部分州购买电动车可获得3000-6000澳元补贴，以及注册及印花税减免等。

2004-2023澳新市场规模及增速（右轴）



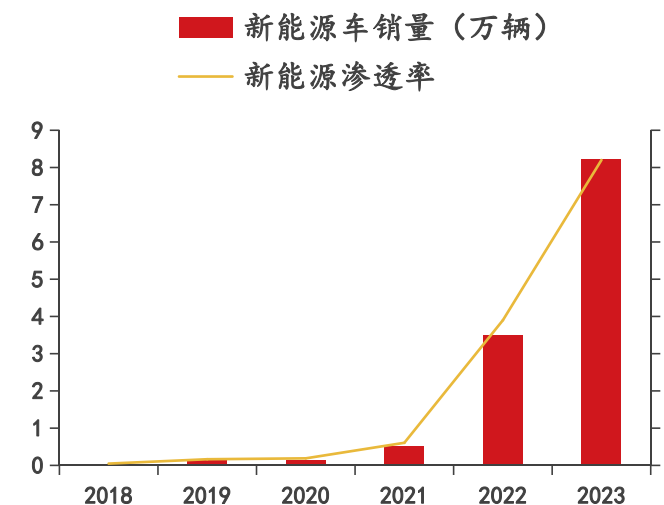
资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2004-2023澳新地区分级别销量占比



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

2018-2023澳新新能源车销量及渗透率（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

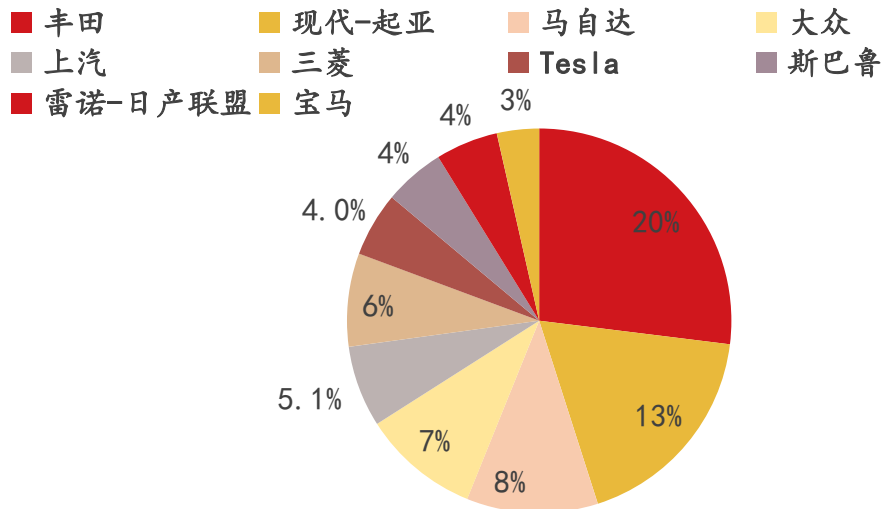


## 5.澳新：缺乏本土工业，日系主导，中系份额提升明显

### ➤ 竞争格局：日系主导，中系份额提升明显

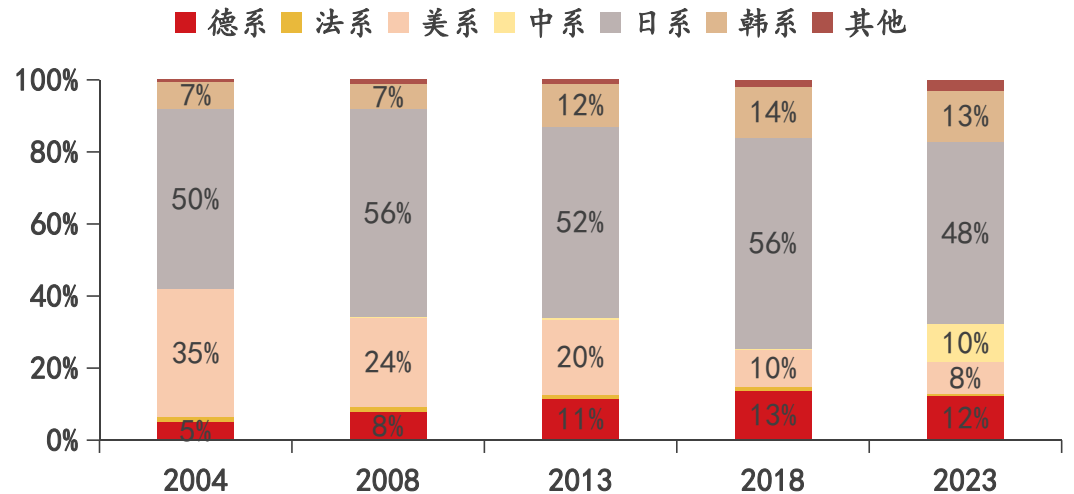
- **缺乏本土品牌和产能**：二战后澳大利亚本土汽车生产主要被美系日系品牌控制，1988年澳大利亚取消进口汽车配额限制并大幅降低关税，各国车企纷纷涌入市场；同时由于市场规模小、需求多样化，难以形成规模效应导致生产成本较高；双重压力下福特、丰田、通用等制造商陆续推出市场，澳大利亚已成为纯汽车进口国。新西兰同样没有自己的汽车工业、高度依赖进口。
- **长期以来日系品牌占主导地位**：占比在50%左右，第二梯队为韩系、德系、美系。
- **中系份额明显提升**：由2019年之前不足1%提升至2023年9.9%，除中国汽车业稳定的供应链和领先的产品力外，主要得益于2019年起澳大利亚对中国汽车进口免关税、2020年12月起新西兰对进口车实施零关税，上汽目前已位列第六、市场份额5.1%。新能源市场，比亚迪市占率仅次于特斯拉、实现14.7%的份额。
- **贸易友好度**：目前对中国汽车进口免关税

### 2023年澳新地区汽车销量TOP10集团



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

### 2004-2023澳新地区分系别销量占比



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 5.澳新：中国车企布局情况

### 中国车企在澳新布局情况

车企	已导入车型	2023年销量	2023年份额	渠道布局
上汽	MG3、MG4、MG-5、MG ZS SUV、MG HS等	6.5万	5.1%	
比亚迪	元Plus/Atto 3、海豚、海豹等	1.6万	1.3%	2021年2月，比亚迪与澳大利亚Nexport Pty Ltd签署长期合作协议，在澳大利亚与新西兰地区的电动乘用车领域达成研发与分销合作；截至2023年末在澳大利亚开设13家门店。
长城	哈弗H6、初恋；欧拉好猫；长城炮；坦克300	3.9万	3.1%	在澳大利亚设立了子公司，与经销商合作铺设销售网络，截至2023年末共有47家销售商，覆盖澳大利亚、新西兰两个主要市场，重点布局在维多利亚州、昆士兰州、新南威尔士州、新西兰南岛基督城、北岛奥克兰等核心汽车销售区域。
奇瑞	OMODA 5、Tiggo 7	0.6万	0.5%	

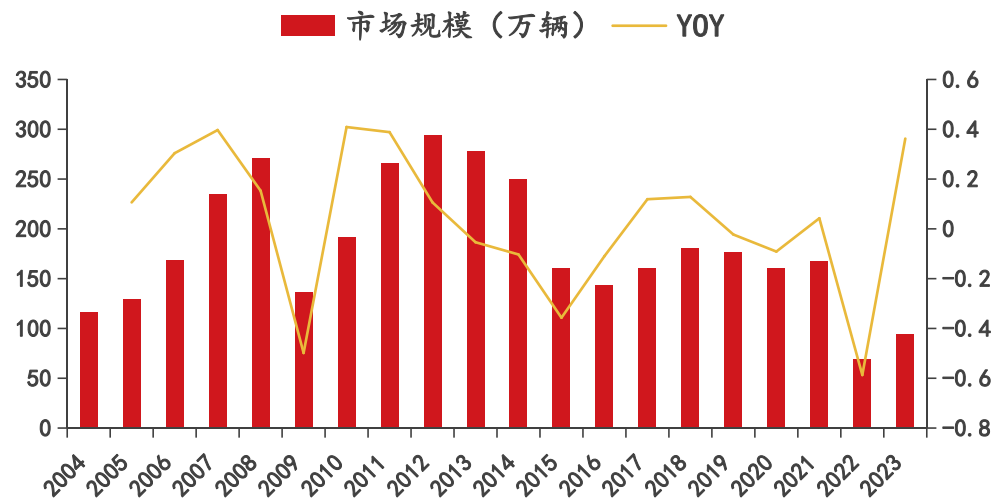
资料来源：Marklines、各公司官网及公众号、国投证券研究中心整理

## 6.俄罗斯：2024年市场总量预计有30-50万辆增量

### ➤ 乘用车市场：总量快速恢复

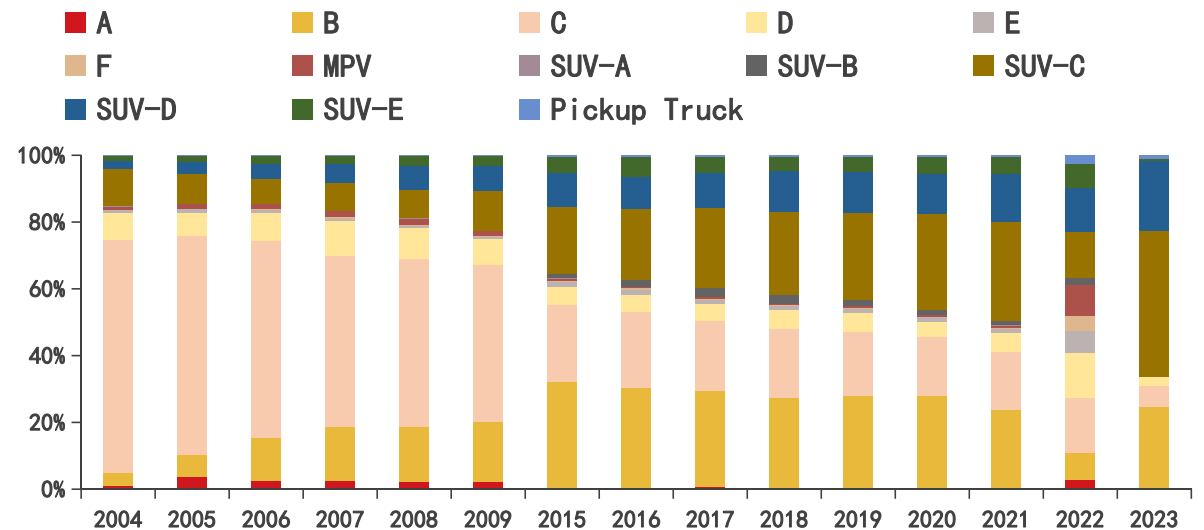
- **总量：**俄乌战争前，俄罗斯市场乘用车总销量稳定在170万辆左右，2022年下滑至69万辆、2023年已恢复至94万辆，结合2023年增速以及2024年1-4月市场表现，我们预计2024年总量有望恢复至130-150万辆、2025年恢复至战争前水平。
- **消费偏好：**对应国内B、C级SUV占比提升明显，2023年合计份额达到58.2%。
- **新能源市场：**渗透率仅0.3%。

### 2004-2023俄罗斯市场规模及增速（右轴）



资料来源：Marklines、国投证券研究中心

### 2004-2023俄罗斯地区分级别销量占比

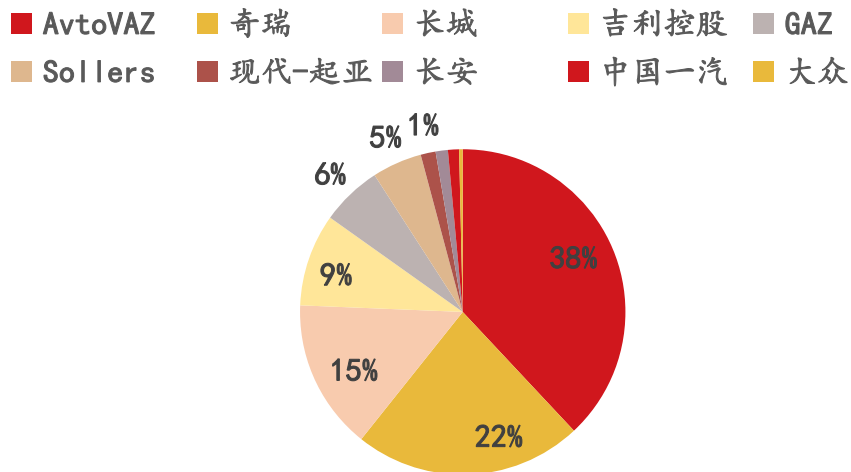


资料来源：Marklines、国投证券研究中心

## 6.俄罗斯：LADA地位稳固，中国品牌快速抢占市场

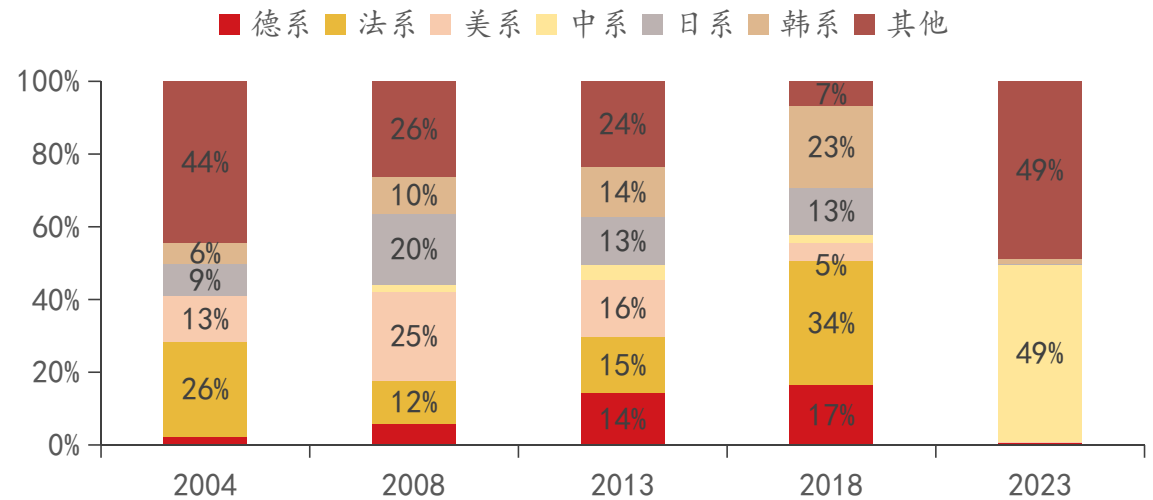
- **竞争格局：本土品牌LADA地位稳固，俄乌冲突下中国品牌快速抢占市场**
  - 俄乌冲突前，俄罗斯市场主要被LADA、现代-起亚、大众占据50%以上份额；俄乌冲突后，日韩欧美系车企纷纷退出市场，中国车企逆势进军，2023年已占据俄罗斯市场48.9%的市场份额，市占率第一为本土车企AvtoVAZ（旗下品牌为LADA），其次则为奇瑞、长城、吉利，市占率分别为22.5%、14.8%、9.1%。
- **贸易友好度：相对友好，中国汽车进口15%关税，但存在较高额的报废税（以发动机排量2L为例、每年每辆需缴纳30.6万卢布）。**

### 2023年俄罗斯地区汽车销量TOP10集团



资料来源：乘联会、国投证券研究中心

### 2004-2023俄罗斯地区分系别销量占比



资料来源：乘联会、国投证券研究中心

## 6.俄罗斯：中国车企布局情况

### 中国车企在俄罗斯布局情况

车企	已导入车型	2023年销量	2023年份额	产能布局	渠道布局
长城	哈弗初恋、大狗、F7、M6、H9；欧拉好猫；坦克300/500；长城炮、风骏7、金刚炮	13.9万	14.8%	2019年6月俄罗斯图拉工厂正式竣工投产，项目投资5亿美元，历时4年，规划年产能15万辆，本地化率高达65%；2020年11月举办发动机工厂奠基仪式，规划年产能8万台发动机，未来将生产公司在俄90%以上车型所搭载的发动机。	截至2023年底共有经销商超过135家。
吉利	Belgee X50、Coolray、Geely Atlas Pro、Monjaro、Okavango、Tugella、Livan X3 Pro等	8.5万	9.1%		截至2023年底共有经销商约171家。
奇瑞	Arrizo 8、Tiggo 4/7/8；EXEED LX/RX/TXL/VX；Omoda S5/C5	21.1万	22.5%		截至2023年底共有经销商约205家。
长安	Alsvin、Eado、UNI-V、UNI-T、UNI-K、CS35、CS55、CS75、CS85、CS95等	1.1万	2.1%		截至2023年底共有经销商约153家。

资料来源：Marklines、各公司官网及公众号、俄罗斯卫星通讯社、国投证券研究中心整理

## 二、我国乘用车出海难在哪？

1. 贸易壁垒：目标市场通过加税等方式保护本土产业
2. 产品：认证法规及需求多样，需做适应性改变
3. 渠道：销售模式有差异，网络搭建与管理有难度
4. 出海≠出口，物流、金融、售后均需配套“走出去”



# 1. 贸易壁垒：目标市场通过加税等方式保护本土产业

- **欧盟启动双反调查：**2023年9月，欧盟宣布将对中国电动汽车开展反补贴调查，以评估是否需征收惩罚性关税。此前，欧盟对中国进口汽车征收关税为10%。参考光伏行业，2012年欧洲启动对中国光伏产业的双反调查，2013年6月起征收反倾销税、直至2018年9月结束，税率可达47.6%。若本次调查也以加征关税落幕，将对中国电动汽车在欧洲市场的产品竞争力和市场份额产生负面影响。
- **美国将自华进口的电动车关税提高至100%：**5月14日，美国白宫发布声明，宣布在原有对华301关税基础上，对自华进口的电动汽车关税由25%提高到100%，锂离子电动汽车电池和其他电池部件的关税从7.5%提高到25%。
- **俄罗斯提高报废税：**自2023年8月1日起，俄罗斯联邦政府对进口车辆的报废税进行调整，乘用车报废税系数将增加1.7-3.7倍。
- **巴西提高电动车进口关税：**此前巴西曾对电动车实施免关税政策，24年1月起电动车进口关税将逐步恢复、至26年7月达到35%。

## 欧洲对中国光伏产业双反调查前后长达6年、期间税率可达47.6%



## 2. 产品：认证法规及需求多样，需做适应性改变

- **准入法规：进入海外市场时车企需面对各国强制性认证、环保法规、数据安全法规等**
  - 一方面对法规解读和技术标准提出更高的要求，另一方面出口认证周期长、费用高、增加了出口成本。
  - 目前海外各国的认证标准主要包括欧洲e/E-mark认证、美国DOT认证、澳大利亚ADR认证、俄罗斯GOST认证、海湾GCC认证等。在各目标市场中，欧洲与美国的认证及法规较为严格，包含整车安全、电池安全、数据安全、环保要求等多个方面，而东盟、中东等地区的认证主要基于欧盟的法规做相应的本地调整。

### 欧盟整车安全、电池安全、数据安全、环保要求相关法规

	相关法规	主要内容
整车安全	整车型式认证 (EU) 2022/2236	1) 修订了欧盟小批量整车型式认证的技术要求，新设立欧盟小批量整车认证方案I和方案II，其中方案I适用于车辆类型不是基于或衍生自大批量的车辆，包括用于欧盟或第三市场（除欧盟外其他出口市场）的车辆，并且制造商每年在欧盟注册、上市或投入使用的所有M和N类车型的总数量不超过1500辆；方案II适用于除了方案I以外的小批量车辆；同时修订了M1和N1小批量认证清单，主要是增加新法规执行的详细规定。 2) 增加了全自动驾驶车辆欧盟小批量整车型式认证的技术要求：规定了完全自动驾驶M2、M3、N2、N3类车辆小批量的数量：1500台/年，列明全自动驾驶车辆法规清单。
电池安全	《电池和废电池法规》	1) 电池生命周期的各阶段要求：①可持续和安全性：包括有害物质、碳足迹、再生原材料、电化学性能和耐用性、可拆卸性和可替换性等；②标签、标识和其他信息要求：包括一般信息、容量信息、二维码、垃圾桶标识、电池健康状态和预期寿命③电池的一致性：包括合规性推定、常用规格、合格评定、欧盟符合性声明和CE标志等；④经营者义务：法规对将电池投放市场或投入使用的经济经营者规定了电池尽职调查义务、采购电池或包含电池的产品时的绿色公共采购要求；⑤生产者延伸责任；⑥废旧电池管理；⑦电子护照。 2) 有害物质限制要求：①电池无论是否安装在设备、轻型运输工具或其他车辆中，汞≤0.0005%；②便携式电池，无论是否装在设备、轻型运输工具或其他车辆上，镉≤0.002%；③自2024年8月18日起，便携式电池（除便携式锌空气纽扣电池外），无论是否与设备结合，铅≤0.01%；自2028年8月18日起，便携式锌空气纽扣电池，无论是否与设备结合，铅≤0.01%。
数据安全	《车联网个人信息数据保护指南》	1) 对网联汽车个人信息保护涉及的数据主体、数据控制者、数据处理者、数据接收方、数据处理进行明确定义，明确了数据在多个控制者和处理者间流转过程中各方的权责与义务；2) 提出了可能面临的隐私和数据保护风险；3) 提出了网联汽车设计默认提供的的数据保护措施；4) 针对汽车盗窃、事故防范等五个应用场景，分析个人信息数据处理涉及的法律依据、数据类型、数据保存期限、数据主体权利实现路径。
环保要求	《汽车行业REACH指南 (AIG) 4.0》	1) 要求原始设备制造商及供应商采取及时主动的行动，满足欧盟REACH下全项的义务要求，包括注册、授权、限制、通报等义务，同时可能要求对高关注度物质 (Substance of Very High Concern) 进行授权 (Authorization)，对人体健康或环境存在不可接受风险的物质可能会被限制。 2) 在欧洲经济区 (包括欧盟27国+挪威+瑞士+列支敦士登) 开展业务的公司 (及客户或子公司在欧洲经济区开展业务的公司)，必须符合REACH法规的规定。

## 2.产品：认证法规及需求多样，需做适应性改变

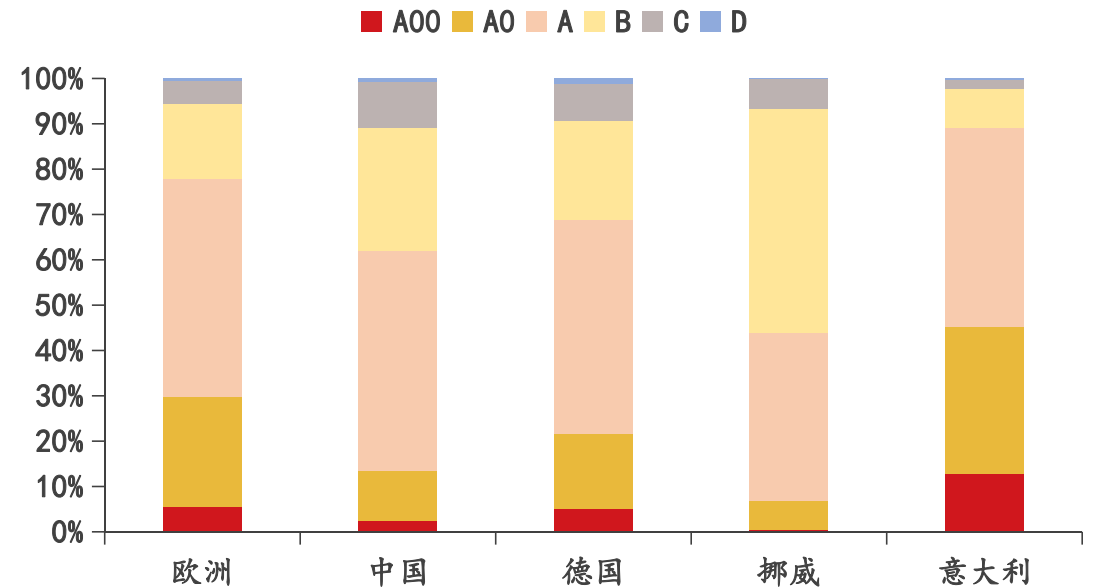
- **产品适应性改变**：由于各地区气候、道路、经济水平、消费习惯等不同，在汽车消费上存在较大差异，对出海产品提出个性化要求。
- **左/右舵差异**：包括英国、泰国、印尼、马来西亚、澳大利亚等在内的多个市场均为右舵市场，对出口车企的产品开发和成本投入能力提出更高的要求，但由于相应供给也更少、也有望提高产品溢价；
- **道路影响车型偏好**：例如同样是在欧洲，德国多数城市经历战后重建、道路宽阔，且多数高速不限速，挪威消费能力强且地广人稀，所以中大型车占比较高，意大利老城区面积大、日照强度高、楼间距较小，所以基本为A级及以下；
- **特殊气候、地形对配置提出要求**：例如北欧以及德国、法国等均有法规强制要求使用冬季胎；巴西使用弹性燃料、要求车辆可以使用任意比例的汽油和乙醇的配比等；
- **外形设计**。

### 自主品牌右舵车型布局

车企	品牌	已开发右舵车型
上汽	MG	MG3、MG4、MG5、MG6、MG EP、MG ES、MG HS、MG VS、MG ZS
长城	哈弗	H6、H9、哈弗初恋、H2
	坦克	坦克300、坦克500
	欧拉	欧拉好猫、欧拉闪电猫
比亚迪	比亚迪	海豚、仰望U8、海豹、元PLUS (ATTO 3)
奇瑞	奇瑞	OMODA 5、瑞虎5x(瑞虎4Pro)、瑞虎7Pro、瑞虎8Pro
吉利	极氪	极氪009、极氪X
	银河	银河E5
蔚来	蔚来	ET7、ET5旅行版
长安	深蓝	深蓝S07、深蓝L07
哪吒	哪吒	哪吒V、哪吒X
广汽	广汽埃安	AionY

资料来源：各公司官方公众号、国投证券研究中心整理

### 2023年欧洲及中国各级别乘用车占比情况

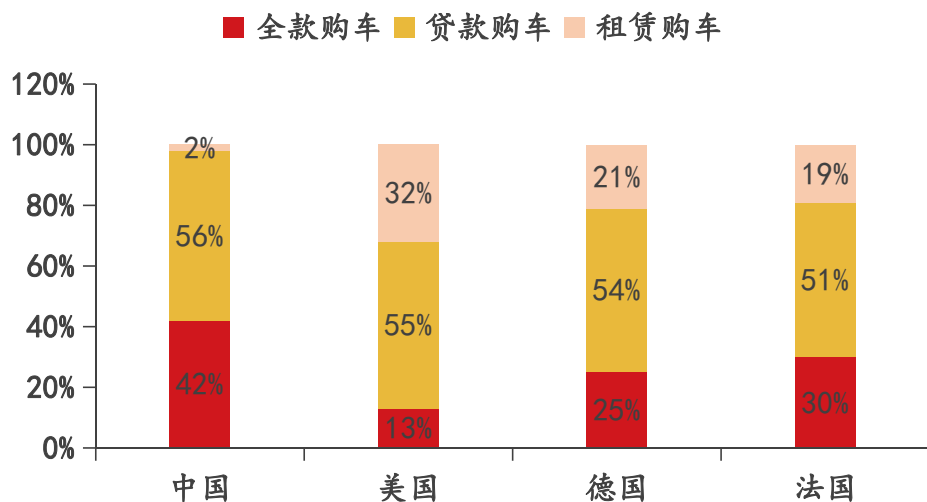


资料来源：Marklines、乘联会、国投证券研究中心

### 3.渠道：销售模式有差异，网络搭建与管理有难度

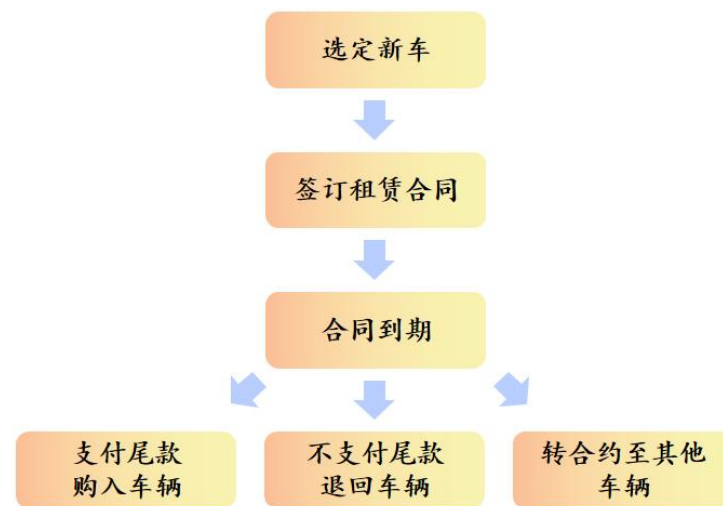
- **销售模式的差异化：**目前中国以全款和贷款购车为主，而欧美市场租赁购车比例较高，蔚来汽车CEO李斌曾表示，在德国、荷兰、丹麦、瑞典四国，C级以上汽车租赁占比达到60%。租赁一般可分为两种形式，一种是私人直接租赁，即消费者与代理经销商签订租赁合同，确定首付比例、尾款比例、租赁周期等，租赁到期之后，消费者可以选择支付合同约定的尾款购入该车；也可以不支付尾款，直接将车退回，甚至可以转换合约至另一款新车；另一种是通过企业租赁，即当地企业与车企或租车公司达成合作，员工以公司福利形式获得车辆的使用权。
- **渠道网络搭建：**1) 欧洲市场国家众多、无法采用一家代理商覆盖整个欧洲的方式，故需要在各国寻找不同经销商集团合作；2) 本土品牌强势以及长期被日韩系主导的市场（如东南亚），存量渠道多被占据；3) 进入早期，经销商对中国品牌认知不足导致缺乏信心、或缺乏统一管理培训、质量参差不齐。

中美德法汽车消费形式占比



资料来源：罗兰贝格、国投证券研究中心

欧洲私人直接租赁流程



资料来源：国投证券研究中心整理

## 4.出海≠出口，物流、金融、售后需配套“走出去”

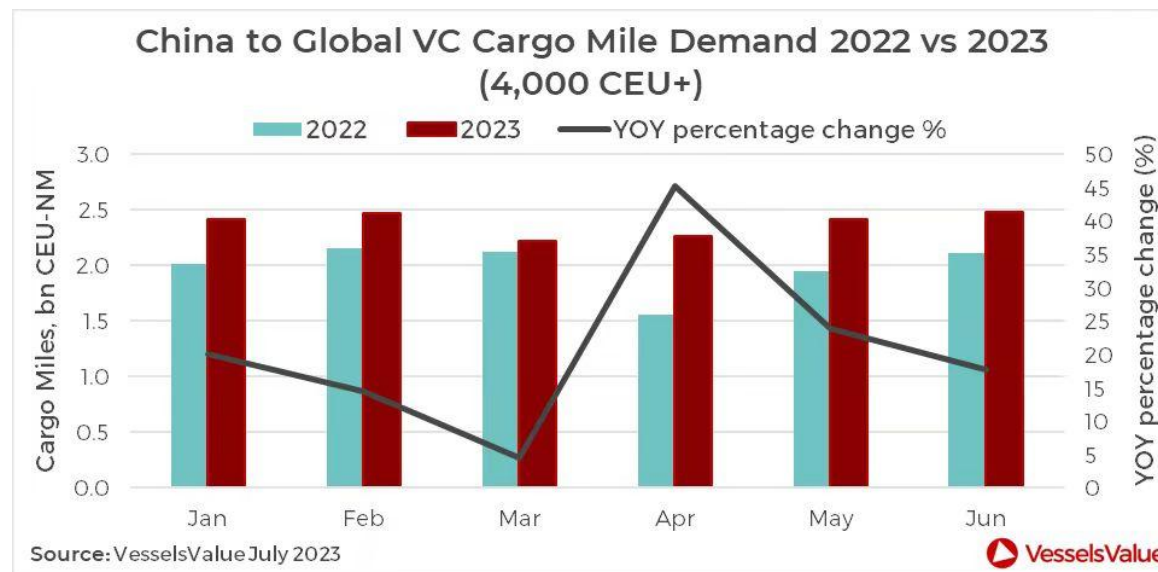
- **运输方面：**滚装船为跨洋整车运输最主流和常规的方式，而中国汽车滚装船运力与出口量不匹配，根据克拉克森数据显示，截至2024年1月底中国汽车滚装船只有39艘、共11.5万车位、占全球运力不足3%。2019年至2023年11月底，一艘6500标准车位滚装船费用已从每天2万美元突破12万美元，日韩等在汽车出口有先发优势且规模庞大的传统车企已与船东签订长期协议、锁定运价涨幅因此受到的影响并不大，而中国整车出海仍处于起步阶段、只能被动承受运价的上涨。
- **金融方面：**海外本土车企或出海较早的日系车企基本都有自持银行或自己的金融服务公司：1) 可以提供更优惠的低首付、低息方案 2) 二手车残值管理更具优势 3) 银行本身资信要求较高、风险控制严格；而中国车企一是获取金融牌照难度大，二是国家对金融机构对外投资有严格限制，因此在提供金融方案时存在劣势
- **售后方面：**日系车进入海外市场较早，生产层面，供应链在当地采买比例较高、销售服务网点多，维修较快；而中国车企及其供应链体系仍处于出海初期，售后网点搭建不完善，导致售后时间长、成本高。

### 中国汽车滚装船运力不足

汽车滚装船承运人	属地	船队 (艘)	订单 (艘)	总计 (艘)
Wallenius Wilhelmsen	挪威	74	4	78
Ray Car Carriers	以为列	57	8	65
Nippon Yusen Kaisha	日本	60	4	62
Mitsui OSK Lines	日本	52	10	62
K-Line	日本	51	5	56
Leif Hoegh & Co	挪威	28	12	40
Grimaldi Group	意大利	20	17	37
Cido Shipping	韩国	37		37
Hyundai Motor Group	韩国	32		32
SAIC Motor	中国	15	12	27

资料来源：克拉克森、上海国际航运中心、国投证券研究中心

### 2022vs2023年，中国至全球汽车运输船车位海里需求对比（4000CEU以上船）



资料来源：VesselsValue、国投证券研究中心

## 三、我国乘用车如何实现高质量出海？

1. 生产本地化——海外建厂
2. 产品本地化——全球化车型开发
3. 运营本地化——销售模式因地制宜，经销商提质增效
4. 运输自主化——自营滚装船

# 1. 生产本地化——海外建厂

- 多重因素推动下，海外建厂是中国车企出海的必然趋势。
  - **规避贸易风险**：部分国家为了保护本土市场已推出贸易保护性措施、并对本地化率提出要求，例如欧洲双反调查、美国IRA法案、美国和巴西等国电动车进口关税提高等，海外建厂能够有效规避贸易风险。例如比亚迪、长城、奇瑞均在巴西市场通过自建、收购等方式进行工厂布局。
  - **顺应政策引导**：部分国家如泰国、印尼等为推动新能源转型，对CKD、CBU的电动车进行补贴和税收减免，对本地化生产推出税收优惠，积极引进车企建厂。目前比亚迪、长城、长安、上汽、奇瑞、哪吒均在东南亚市场有产能布局。
  - **辐射更多国家**：海外产能可辐射与当地市场有贸易合作的其他市场。如比亚迪泰国工厂将辐射其他东南亚市场以及同样为右舵市场的英国、澳大利亚。

## 海外建厂梳理

车企	国家	投产时间	产能 (万辆)	建厂方式	备注
比亚迪	巴西	2024下半年	15	自建	投资45亿人民币，初期生产车型包括比亚迪海豚、海豚 MINI (海鸥)、宋 Plus、元 Plus
	泰国	2024年开始运营	15	自建	投放到泰国本土市场，同时辐射东盟
	匈牙利	2023年12月宣布三年内建成投产			生产在欧洲销售的乘用车车型
	乌兹别克斯坦	2024年	一、二期5万，三期达30万	与本土汽车制造商UzAuto合资建设	生产驱逐舰和宋两款畅销车型
	印度尼西亚	2024年底完成	15		投资13亿美元，前期主要生产车型为海豚、海豹、元PLUS
长城	巴西	2024年5月启动运营	10	收购戴姆勒巴西伊拉塞马波利斯工厂	巴西首个专门生产混合动力汽车和电动汽车的新能源汽车工厂
	泰国	2021年	初期达8万辆	收购通用工厂	
	俄罗斯	2019年	15	自建	投资5亿美元，涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大生产工艺
	哈萨克斯坦、厄瓜多尔、巴基斯坦等				KD组装厂
长安	泰国	2025年初	一期10万、二期达20万		投资88亿泰铢
	巴基斯坦等				KD组装厂
吉利	白俄罗斯	2018年	12	合资建设	辐射包括俄罗斯、乌克兰等市场
	马来西亚、埃及、乌拉圭、斯里兰卡等				KD组装厂

# 1. 生产本地化——海外建厂

- 建厂方式来看，根据当地法规要求和经济性评估，主要有自建/与当地经销商合资建设/收购等方式，出于成本和后期市场开拓考量，目前合资建设占比较高；
- 建厂地区来看，早期主要集中在东南亚、中亚、拉美、非洲等地区，目前已向欧洲拓展；
- 建厂数量来看，目前整车工厂&KD工厂已超过50家，其中奇瑞建厂最多。

## 海外建厂梳理

车企	国家	投产时间	产能 (万辆)	建厂方式	备注
上汽	欧洲	2023年表示在规划中			
	泰国	2025年初			
	巴基斯坦	2021年		与巴基斯坦JW-SEZ集团合作	KD工厂，主要生产MG车型
	印度	2019年	5.6	收购并改造通用HALOL工厂	投资32.75亿元，主要生产名爵系列车型
	泰国	2017年	7.2	与泰国正大汽车合作	投资15亿元，作为全球右舵车型制造中心
	印尼	2017年	6	自建	投资7亿元，主要生产通用五菱，辐射东盟市场
奇瑞	马来西亚、印度尼西亚、泰国	2024年确认建厂			作为ICE/PHEV/BEV生产基地，实现东盟地区车型全覆盖
	阿根廷	2023年开始投建	10		投资4亿美元，作为南美新能源车生产基地
	越南	2026年	20	与越南Geleximco合资	CKD工厂，与越南Geleximco共同投资8亿美元
	西班牙	2024年Q3-Q4	5	与EV Motors合资收购日产工厂	投资4亿欧元，生产Omoda（燃油、纯电）
	乌兹别克斯坦	2022年	2.5		生产瑞虎7 Pro、瑞虎8 Pro、瑞虎8 Pro Max
	巴西	2014年	15	独资建厂	瑞虎7/8/5x/5x Pro、arrizo
	土耳其	2010年	10	与Mermerler Otomotiv公司合作	投资5亿美元
	伊朗		6万整车产能+10万整车及零部件配套CKD模式	与伊朗SKT公司合作	包括冲压、焊装、涂装、总装四大工艺的完整工厂
阿尔及利亚、委内瑞拉、埃及等					
蔚来	匈牙利	2022年			主要进行换电站制造与售后服务，辐射欧洲
哪吒	泰国	2024年1月	2		KD工厂；右舵电动汽车及东盟市场制造基地
广汽	尼日利亚	2022年	0.5		KD工厂



## 2. 产品本地化——全球化车型开发

- 早期中国车企出海主要是将国内销售的车型直接出口为主，难以符合海外市场个性需求，随着出海步伐加快，自主车企建立了海外研发中心、在车型开发阶段已从全球化角度考量。
  - 例如MG4作为首款真正意义上的全球化车型，由中英团队合作开发、采用欧洲消费者所喜欢的两厢掀背Hatchback设计，体型小巧、运动感强，内饰风格与国内相比更简洁，偏布艺、环保，也满足世界造车体系中要求最严、门槛最高的REACH、E-MARK等欧洲环保标准，在欧洲市场强势强势突围，2023年在欧洲共销售7.1万辆、市占率达2.6%、位列新能源市场第五。
  - 再如比亚迪Atto 3设计之初便作为全球化车型，而唐、汉以国内为主进行开发，其2023年欧洲销量分别为1.25万/971/771辆。

### 重点车企全球研发布局与重点车型认证

车企	全球研发布局	车型认证
长城汽车	以中国总部为核心，先后在日本、美国、德国、印度、加拿大、奥地利和韩国设立海外研发中心。	欧拉好猫获中国电动汽车火灾安全指数五星认证、欧洲Green NCAP五星评级、欧洲E-NCAP五星安全认证、“五星健康车”认证。
比亚迪汽车	以深圳为核心，在匈牙利、巴西、美国洛杉矶、荷兰斯希丹等地设有研发中心。	Atto3获欧洲E-NCAP五星安全认证、澳大利亚ANCAP五星安全评级。
长安汽车	在中国、美国、德国、英国、日本、意大利构建起“六国十地”全球研发布局，已成立16个技术研究、产品开发中心。	长安启源A07获中国C-NCAP五星认证。
奇瑞汽车	拥有包括北美、欧洲、上海等六大研发中心在内的全球研发体系。	TIGGO瑞虎9获中国C-NCAP五星认证、欧洲E-NCAP五星认证、C-IASA中国保险汽车安全指数标准安全检测认证。
上汽集团	以上海为总院，先后在南京、伦敦、硅谷、特拉维夫设立创新研发中心。	MG4获欧洲E-NCAP五星安全认证。
吉利汽车	在宁波、杭州、哥德堡、考文垂和法兰克福设有5个工程研发中心、并在上海、哥德堡和考文垂设有3个造型设计中心。	领克01获中国C-NCAP五星认证、欧洲E-NCAP五星认证。



### 3. 运营本地化——销售模式因地制宜，经销商提质增效

- 主机厂在海外市场的销售主要有直营、自行建立二网、发展国家总代建立二网等多种方式。销售模式的选择应充分结合当地市场特点和法律法规。
  - 例如自主车企进入欧洲市场推出租赁或订阅模式：1) 2020年领克在欧洲推出订阅模式，截至2022年9月，订阅制会员超过15万，订阅模式收入占领克欧洲市场零售额90%-95%；2) 2022年比亚迪与全球汽车租赁公司SIXT合作，SIXT将在未来6年向比亚迪采购至少10万台新能源车；3) 2022年蔚来ET7、EL7和ET5通过订阅模式进入德国、荷兰、瑞典、丹麦四国市场。
  - 同时以名爵为例，德国市场本土品牌强势、消费者品牌忠诚度高，选择直营模式；而法国采用经销模式，2021年底经销商数量已达到100家（现代约180家）；截至目前上汽名爵已在英国、法国、斯洛伐克等国共建立经销商近700家。
- 为加快拓展深度、加强合作深度、提高渠道质量，车企应派驻团队常驻目标市场，并引入当地人才，采用加强激励力度、数字化系统建设、全方位培训等方式，增强经销商信心和对品牌的认知。
  - 例如名爵从内部抽调国际化人才进入海外销售队伍、每家海外公司都有外派的总经理和关键岗位人员。

蔚来在欧洲四国月供价格（2024年4月统计，单位：欧元/月）

	德国	丹麦	荷兰	瑞典
ET7	817-858	1435	860-914	684-702
ET5	964-952	1122	827-1005	867-1066
EL7	1001-1043	-	999-1009	810-950

资料来源：蔚来官网、国投证券研究中心

领克在欧洲的Club



资料来源：领克官网、国投证券研究中心

## 4. 运输自主化——自营滚装船

- ▶ 性价比优势是中国车企出海竞争的关键，自营滚装船将有效应对运力紧张和运费波动的风险。
- 目前车企自营船队出口主要有两种模式：一是车企向其他船东、金融租赁公司租船，车企控制运力，如比亚迪；二是车企成立航运公司、买船、自己运营，如上汽安吉物流。
- 此前，中国滚装船主要船东为航运系中远海特、招商轮船，目前已有包括上汽、比亚迪、奇瑞、广汽在内的多家车企进行了滚装船自营，目前上汽共有各类汽车船30艘、比亚迪1艘投入使用，根据统计我们预计截至2026年建成数量将达到近百艘。

### 自主车企自造滚装船梳理

车企	滚装船情况
上汽集团	上汽安吉目前拥有包括11艘江船、11艘内贸海船、8艘外贸专用船在内的各类汽车船30艘；2024至2026年，7000、7600、7800、9000车级共14条全新远洋运输船陆续加入上汽安吉物流远洋船队；预计2026年底建成44艘滚装船，满足180W运力（国内120W、海外跨洋60W）
比亚迪	“BYD EXPLORER NO. 1”（装载量7000个车位）于2024年1月9日交付，其余7艘（1艘7000车位（广船国际）、4艘9200车位（招商工业））大型汽车船预计2025年前后下水
奇瑞	2023年开始投资造船，首批3艘7000车位LNG双燃料动力汽车运输船预计2024年完成建造
广汽集团	目前拥有12艘江船、13艘内贸海船、6艘外贸专用船在内的各类汽车运输船31艘；预计2026年新增5条远洋船舶，2030年实现长江10艘、沿海12艘、外贸16-18艘

## 四、投资建议

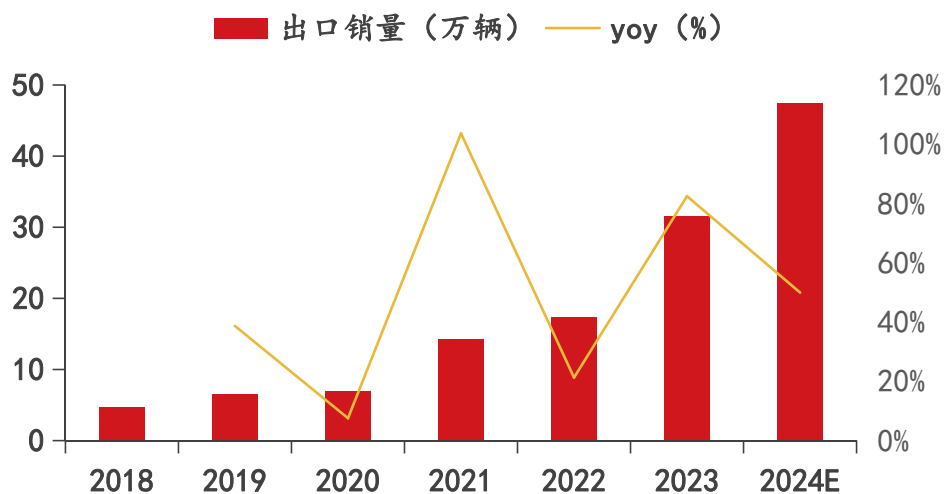
1. 长城汽车：出海&新能源越野带来高弹性增长，主流市场有望突破
2. 比亚迪：销量基本盘有望再上台阶，高端化&全球化有望突破

# 1. 长城汽车：2024年出口总量有望达到40-50万辆

## ➤ 出海布局加速。

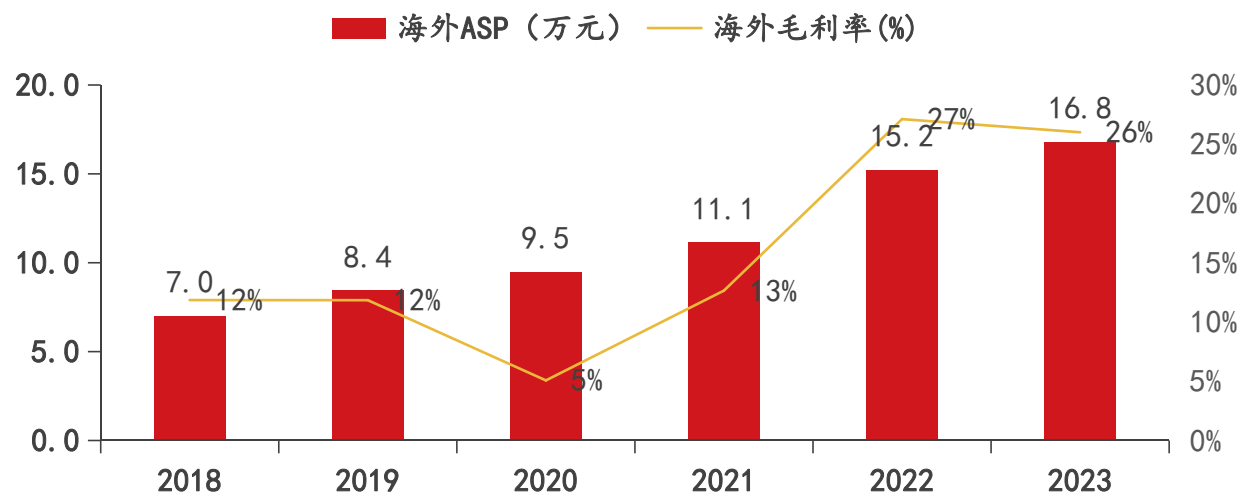
- **2024年出口总量有望达到40-50万辆**：2023年公司出口销量突破30万辆，重点车型在欧洲、中东、澳新、东盟等区域均有布局，巴西整车工厂投产后将加速海外本地化产销进程，预计随着多个市场的新车型导入及放量，出口销量有望逐月持续向上。2024年1-4月各地区新导入车型如下：智利-好猫，墨西哥-坦克300HEV；泰国-闪电猫、山海炮，印尼-坦克500，马来西亚-闪电猫；欧洲-拿铁；南非-坦克300；阿联酋-高山。

### 2018-2025E 长城汽车出口销量及增速



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

### 2018-2023 长城汽车海外ASP及毛利率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

## 2.长城汽车：出海&新能源越野高增，主流市场有望突破



- **新能源越野有望带来高弹性增长。**新能源越野行业空间大，坦克系列销量表现亮眼，后续产品矩阵完善有望进一步贡献业绩增量。
- **全面变革，主流市场有望超预期：**①产品精细化打磨，贴近用户需求：今年以来已有二代大狗Hi4、猛龙2024款等上市，后续枭龙 Max 改款、蓝山改款等有望取得较好表现；②营销思路转变：组织架构调整、构建营销中台，实现营销资源的高效利用；从各大新媒体广纳人才，形成专业的营销团队，并在抖音、B站、微博等平台进行精准、科学投放；魏总近期入驻微博、抖音，和小米互动频繁、是长城营销转型的有力印证；③直营渠道建设：根据公司公众号，将开展直营+经销并重的双销模式，自5月1日起在全国17个城市核心商圈开设33家“长城智选”直营销售店，同时也招募并培训超过600人专业团队。

2022-2026E长城汽车盈利预测与估值表（截至2024年5月27日）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1373.4	1732.1	2461.0	3195.6	3579.1
净利润（亿元）	82.7	70.2	134.8	197.5	235.9
每股收益（元）	0.97	0.82	1.58	2.31	2.76
PE（倍）	27.3	32.2	16.8	11.4	9.6

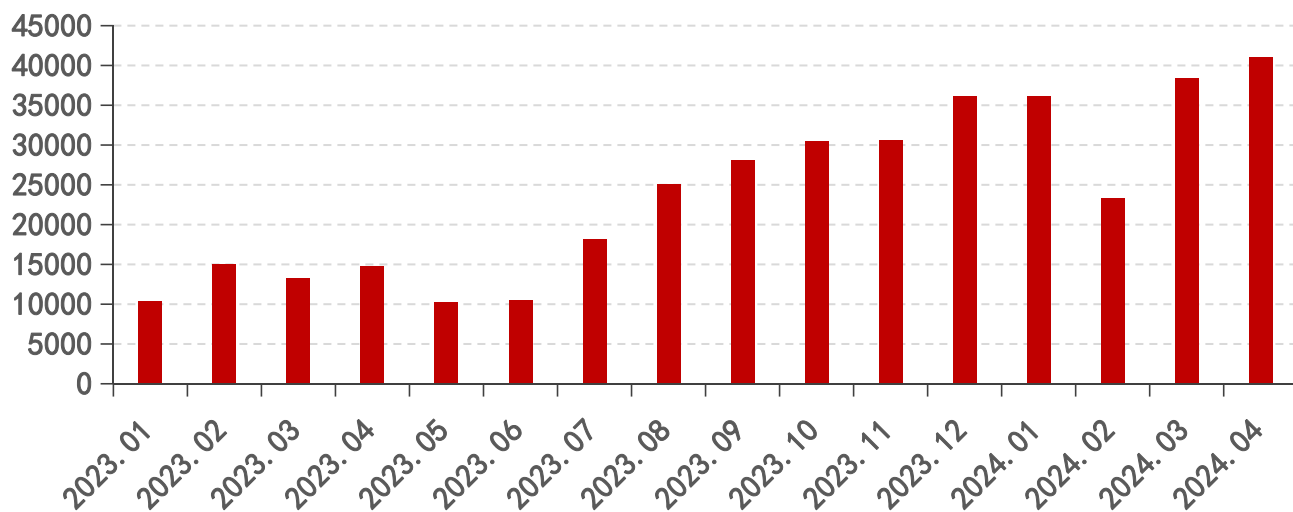
长城智选零售中心店内环境展示



## 2. 比亚迪：基本盘稳固、高端&全球有望突破

- **2024年出口量有望实现翻倍增长：**2024年比亚迪有更多的车型加速出海，如腾势D9、宋Plus DM-i、汉EV、海豹等，出口的地区数量也进一步增多，我们预计2024年比亚迪的出口数量能够达到45-50万辆，有望实现翻倍增长。
- **出海车型在当地售价较高、盈利性较好：**比亚迪的出口车型在当地市场的售价普遍较高，如元plus (atto 3) 在国内的售价仅为13-26万元，但在泰国、以色列、澳大利亚、巴西的售价则分别达到了23、32、23、33.5万元，显著高于国内。即便扣除海运、清关等费用成本，比亚迪的新能源车出口的盈利性依旧会预计较好。
- **我们预计2024年比亚迪出海业务能带来较大利润增量：**我们预计，2024年比亚迪的新能源车出口量为45-50万辆且随着出口量的增多，利润率有望上升，带来较大利润增量。

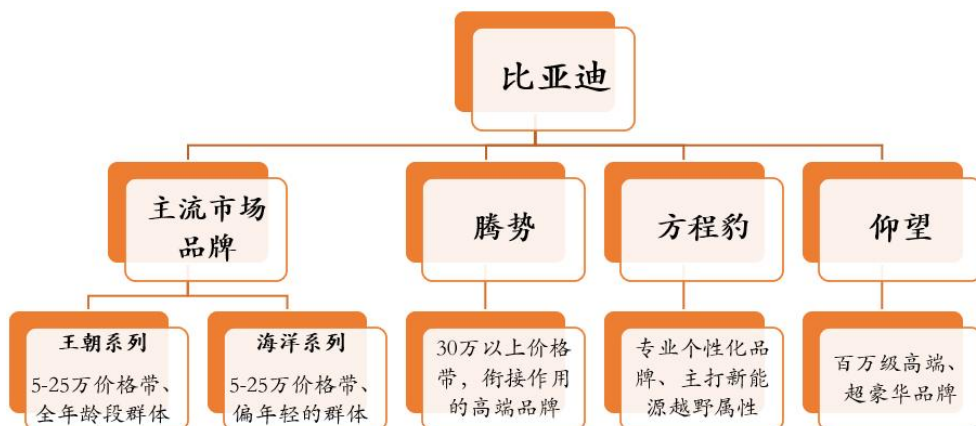
2023年起比亚迪出口量变化情况（单位：辆）



## 2. 比亚迪：基本盘稳固、高端&全球有望突破

- 展望2024年，我们认为三大逻辑有望拉动比亚迪业绩稳步增长：
  - 销量基本盘有望再上台阶：比亚迪已经在10-20万价格带做到了市占率第一，品牌势能和渠道优势明显。2024年春节后公司多款荣耀版车型上市，做到了真正意义的“电比油低”，有望进一步颠覆传统燃油车的市场。叠加秦L、海豹06等即将上市的全新车型，我们预计公司的销量基本盘有望再上台阶；
  - 高端化持续突破：2024年腾势品牌会有三款旗舰级车型上市，还将面向海外销售；方程豹品牌会有豹3/8两款车型；仰望U7也将于近期上市，有望拉动销售结构持续升级、带来较大的盈利弹性；
  - 出海脚步持续加快：2024年比亚迪预计会有更多的车型加快出海，如宋Plus、腾势D9、汉EV等，我们预计比亚迪全年出口量有望达到40-50万辆。由于海外车型售价较国内明显较高、盈利性更好，有望给公司带来显著业绩贡献。

### 比亚迪高端品牌布局完善、清晰



### 2022-2026E比亚迪盈利预测与估值表（截至2024年5月27日）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	4240.6	6023.2	7302.5	8434.4	9530.8
净利润（亿元）	166.2	300.4	397.4	486.1	544.4
每股收益（元）	5.71	10.33	13.65	16.70	18.70
PE（倍）	36.5	20.2	15.3	12.5	11.1



## 五、风险提示

- 海外政治经济局势变化风险；
- 海外宏观经济下行风险；
- 贸易壁垒增加风险；
- 市场竞争加剧风险；
- 车企新车型导入、新区域开拓等不及预期风险；
- 文中相关测算不及预期风险。

## □ 收益评级:

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

## □ 风险评级:

A —正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B —较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## □ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## □ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 国投证券研究中心

### 深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮 编： 518026

### 上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮 编： 200082

### 北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编： 100034