

零跑汽车 (09863.HK)

优于大市

深度报告：新品周期叠加渠道扩容，国际合作护航全球战略

核心观点

零跑汽车国内业务高速增长，携手国际巨头进军海外。零跑汽车是国内领先的智能电动汽车公司，近年来维持营收高增长，2023年毛利扭亏为盈。公司2024年推出新品车型(C10/C16)，整体销量正在高速增长(2024年1-11月累计同比+100%)，月销连创新高(11月过四万)。公司与Stellantis深度合作，2024年10月巴黎车展上发布全球战略。

公司优势来自于强产品力、电子电气全栈自研、国际合作。公司采用高智能化、高性价比的精品产品策略。公司的电子电气架构全栈自研，可以实现低成本高智能，“四叶草架构”迭代至3.5版本。公司通过合作开启海外业务。

全球汽车市场分成五大板块，欧盟市场将成新增量。全球汽车市场分为美日印韩、欧盟、欧洲非欧盟国家、中国地区、其他地区(亚非拉澳等)五大板块。欧盟关税落地，整体偏温和且有谈判余地，有望成为汽车出口新增量。

欧盟用户偏向低能耗小型车，三因素推动中国车企进军欧洲；亚非拉澳等地自主品牌正在发力。欧盟乘用车整体规模1000万辆左右，品牌集中度稳定，但欧系车企占比在下滑。欧洲偏好小型低能耗车，新能源渗透率高但以油混居多，用户粘性高、消费能力强，中国自主品牌尚未突破。低能耗消费习惯、中欧市场高价差、中欧车企强合作，三者有望推动中国车企进军欧洲。亚非拉澳等市场日系车型占比高，自主品牌目前正在发力中。

Stellantis旗下品牌、渠道众多，基本盘在欧洲市场。Stellantis由FCA和PSA两大欧洲集团合并而成，历史悠久、旗下品牌众多。Stellantis车型的基本盘在欧洲，过半销量来自于欧盟，但近年在欧销量下滑明显。

公司新品发布多，同时吸收国内优质渠道和Stellantis海外渠道资源。公司2025年全球发布B系列车型。国内采用经销商模式，可以吸纳原合资经销商的优质门店；海外借力Stellantis的渠道、运营禀赋，由欧洲扩张至全球。公司在欧销售车型和欧洲热销车型相比，产品力强、性价比高。

盈利预测与估值：公司未来3年处于高速成长期，预计2024-2026年营业收入分别为314/561/814亿元，归属母公司净利润-37/-6/24亿元。采用PS估值法，公司2025年合理市值为449-505亿元，对应股价35.92-40.41港元，最近一年内首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：对外合作的风险、渠道扩张不及预期的风险；国内外乘用车需求降低的风险；国内外竞争加剧的风险；国内政策收缩、国外关税政策趋严的风险；海外消费偏好变化的风险；运价上涨、海外产能低效的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,385	16,747	31,413	56,099	81,393
(+/-%)	295.4%	35.2%	87.6%	78.6%	45.1%
归母净利润(百万元)	-5109	-4216	-3721	-578	2372
(+/-%)	--	--	--	--	-510.2%
每股收益(元)	-3.82	-3.15	-2.78	-0.43	1.77
EBIT Margin	-42.6%	-26.8%	-14.3%	-4.3%	0.1%
净资产收益率(ROE)	-61.9%	-33.7%	-42.4%	-7.1%	22.4%
市盈率(PE)	-7.2	-8.7	-9.8	-63.3	15.4
EV/EBITDA	-10.2	-14.1	-16.5	-44.8	117.7
市净率(PB)	4.43	2.93	4.17	4.46	3.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

汽车·乘用车

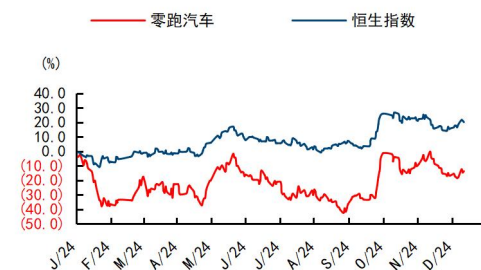
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：贾济恺
021-61761026
jiajikai@guosen.com.cn
S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市
合理估值	35.92 - 40.41 港元
收盘价	29.30 港元
总市值/流通市值	39173/32711 百万港元
52周最高价/最低价	39.90/18.64 港元
近3个月日均成交额	176.88 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《零跑汽车(09863.HK)与Stellantis达成深度合作，三季度及10月销量表现优秀》——2023-11-05
- 《零跑汽车(09863.HK)聚焦高性价比市场，核心技术全域自研》——2023-08-31

内容目录

前言：通过剖析海外市场，论证公司成长逻辑	7
秉承科技基因，携手国际巨头进军海外	7
公司是科技驱动的造车新势力	7
营收维持高增长，毛利扭亏为盈	8
C 系列车型全面上市，性价比、智能化俱佳	11
优势：产品力、全栈自研、国际合作	14
强大产品力：高智能化、高性价比的精品产品策略	14
自研自造：电子电气架构全栈自研，低成本高智能的基石	18
国际合作：携手 Stellantis 集团，开启出海新篇章	19
无惧风浪，汽车出海正当时	21
全球乘用车市场整体格局	21
各国对华汽车关税政策差异大，欧盟关税方案较温和	24
我国汽车工业出海的三大路径	24
欧盟地区：汽车出海的增量市场	26
欧盟乘用车市场新能源占比高，以油混为主	26
欧盟车市品牌集中度稳定，欧系车企份额下滑	29
中国车企在欧销量大多来自于收购的海外品牌	33
欧洲汽车消费者购买力强、粘性高	34
扬帆欧洲，中国车企的三大利好因素	36
欧洲用户对新能源需求强，对海外品牌接受度提升	36
欧洲客单价高，中国车型利润垫较厚，有效应对关税	36
中欧车企合作根基深厚	37
亚非拉澳：自主品牌出海的高增长区域	38
亚非拉等地区乘用车市场结构	38
亚非拉等地乘用车市场的竞争格局	40
亚非拉等地区中国车企及产品销售表现	45
Stellantis：强强联合成立的国际汽车集团	46
Stellantis 前身历史悠久，集团旗下品牌众多	46
Stellantis 的主要市场在欧洲	47
驱动力：新品周期叠加海内外扩渠道	52
内需增长：拓品类与扩渠道并行，打开销量空间	52
外需增长：开启全球战略，强产品力与 Stellantis 互补	54
盈利预测	56
假设前提	56
未来 3 年业绩预测	57

盈利预测情景分析	57
估值与投资建议	59
投资建议	60
风险提示	61
附表：财务预测与估值	63

图表目录

图 1: 公司历史沿革	7
图 2: 公司组织架构	8
图 3: 公司近年年度营业收入 (亿元)	9
图 4: 公司近年半年度/季度主营收入 (亿元)	9
图 5: 公司近年年度归母净利润 (亿元)	9
图 6: 公司近年半年度/季度 归母净利润 (亿元)	9
图 7: 公司近年年度毛利率	10
图 8: 公司近年半年度毛利率	10
图 9: 公司近年销售、行政及一般费用 (亿元)	10
图 10: 公司近年研发费用 (亿元)	10
图 11: 2023 年公司与其他新势力销售等费用对比 (亿元)	11
图 12: 2023 年公司与其他新势力研发费用对比 (亿元)	11
图 13: 公司车型产品线	11
图 14: 公司车型近年年度销量 (万辆)	12
图 15: 公司车型 2024 月度销量 (辆)	12
图 16: 公司的整车产能情况	13
图 17: 公司产品在 Stellantis 的欧洲渠道销售	13
图 18: 公司全栈自研的电子电气架构——LEAP 3.0	19
图 19: 全新的 LEAP 3.5 技术架构	19
图 20: 公司与 Stellantis 签约成立合资公司	20
图 21: 公司与 Stellantis 合作时间线	20
图 22: Stellantis 位于波兰的工厂将生产公司外销车型	21
图 23: 全球乘用车市场各地区销量 (万辆)	22
图 24: 各地区汽车集团乘用车销量 (万辆)	23
图 25: 载重量≤2 万吨的机动滚装船订单量 (艘)	25
图 26: 欧盟乘用车市场近年车类型结构	27
图 27: 欧盟乘用车新能源率及对比	28
图 28: 2023 欧盟新能源车动力结构	28
图 29: 2023 中国地区新能源车动力结构	28
图 30: 2023 欧盟轿车各级别销量占比	28
图 31: 2023 欧盟 SUV 各级别销量占比	28
图 32: 欧盟市场各国/地区车企销量 (万辆)	29
图 33: 中系车企在欧盟的销量及占比 (万辆)	29
图 34: 2018 年欧盟市场十大品牌	30
图 35: 2019 年欧盟市场十大品牌	30
图 36: 2020 年欧盟市场十大品牌	30
图 37: 2021 年欧盟市场十大品牌	30

图 38: 2022 年欧盟市场十大品牌	31
图 39: 2023 年欧盟市场十大品牌	31
图 40: 欧盟 2023 年 MPV 车型销量 (万辆)	32
图 41: 2023 中国汽车集团在欧销量排行 (万辆)	33
图 42: 2023 中国车企旗下品牌在欧销量排行 (万辆)	33
图 43: 2023 中国车企旗下车型在欧销量排行 (万辆)	34
图 44: 2023H1 中、欧、美电动车均价 (欧元)	34
图 45: 2023 年欧洲购车者的用户忠诚度	35
图 46: 2023 年欧、中、美人口年龄结构 (人)	35
图 47: 2024 年 10 月初能源价格 (元人民币)	36
图 48: 欧盟市场非欧系汽车集团销量占比走势	36
图 49: 欧盟市场非欧系品牌 2023 销量排名 (万辆)	36
图 50: 2024 年中国不同车型中欧售价 (万元)	37
图 51: 欧洲车企与中国企业的投资与合作 (部分)	38
图 52: 亚非拉等地乘用车市场车类型结构	39
图 53: 亚非拉等地乘用车新能源率及对比	39
图 54: 亚非拉等地新能源车能源结构	40
图 55: 2023 亚非拉等地轿车各级别销量占比	40
图 56: 2023 亚非拉等地 SUV 各级别销量占比	40
图 57: 亚非拉等地市场各国/地区车企销量 (万辆)	41
图 58: 各地区车企在亚非拉等地的占比变化	41
图 59: 2018 年亚非拉等市场十大品牌	42
图 60: 2019 年亚非拉等市场十大品牌	42
图 61: 2020 年亚非拉等市场十大品牌	42
图 62: 2021 年亚非拉等市场十大品牌	42
图 63: 2022 年亚非拉等市场十大品牌	42
图 64: 2023 年亚非拉等市场十大品牌	42
图 65: 亚非拉等地 2023 年 MPV 车型销量 (辆)	44
图 66: 2023 中国汽车集团在亚非拉等地销量排行 (辆)	45
图 67: 2023 中国车企旗下品牌在亚非拉等地销量排行 (辆)	45
图 68: 2023 中国车企旗下车型在亚非拉等地销量排行 (万辆)	45
图 69: Stellantis 历史沿革	46
图 70: Stellantis 旗下的品牌矩阵	47
图 71: Stellantis 集团近年来全球销量 (万辆)	47
图 72: 2023 年 Stellantis 销量全球分布	48
图 73: Stellantis 集团近年欧盟销量 (万辆)	48
图 74: Stellantis 集团近年亚非拉等地销量 (万辆)	48
图 75: 2023 年 Stellantis 旗下品牌全球销量 (万辆)	49
图 76: 2023 年 Stellantis 旗下品牌全球销量结构	49
图 77: 2023 年 Stellantis 旗下品牌欧盟销量 (万辆)	49
图 78: 2023 年 Stellantis 旗下品牌欧盟销量结构	49

图 79: 2023 年 Stellantis 旗下品牌亚非拉等地销量 (万辆)	49
图 80: 2023 年 Stellantis 旗下品牌亚非拉等地销量结构	49
图 81: 2023 年 Stellantis 车类别全球销量结构	50
图 82: 2023 年 Stellantis 车类型欧盟销量结构	50
图 83: 2023 年 Stellantis 欧盟市场 MPV 车型及销量 (辆)	51
图 84: 公司 B 系列首款车型 B10	53
图 85: 公司国内大型门店——零跑中心	53
图 86: 公司在 2024 巴黎车展发布全球战略	54
表 1: C01 参数及竞品对比	14
表 2: C11 参数及竞品对比	15
表 3: C10 参数及竞品对比	16
表 4: C16 参数及竞品对比	17
表 5: T03 参数及竞品对比	18
表 6: 2023 全球前 15 大乘用车集团及销量 (万辆)	23
表 7: 欧盟对华汽车的加征关税	24
表 8: 全球其他区域对华汽车关税情况	24
表 9: 福耀玻璃的海外配套产能 (部分)	25
表 10: 主机厂海外建厂情况 (部分)	25
表 11: 欧洲各国乘用车销量 (万辆)	26
表 12: 欧盟乘用车销量前十的汽车集团及销量 (万辆)	29
表 13: 欧盟 2023 年轿车各级别前 12 大车型 (辆)	31
表 14: 欧盟 2023 年 SUV 各级别前 12 大车型 (辆)	31
表 15: 欧盟 2023 年新能源前 20 车型销量 (辆)	32
表 16: 中国车企的在欧投资与收购 (部分)	37
表 17: 亚非拉等地区乘用车销量 (万辆)	38
表 18: 亚非拉等地区乘用车销售十大集团 (万辆)	41
表 19: 亚非拉等地 2023 年轿车各级别前 12 大车型 (辆)	43
表 20: 亚非拉等地 2023 年 SUV 各级别前 12 大车型 (辆)	43
表 21: 亚非拉等地区 2023 年新能源车型销量 (辆)	44
表 22: 2023 年 Stellantis 欧盟市场轿车车型及销量 (辆)	50
表 23: 2023 年 Stellantis 欧盟市场 SUV 车型及销量 (辆)	51
表 24: 2023 年 Stellantis 欧盟市场新能源车型及销量 (辆)	51
表 25: 公司欧洲上市车型与当地竞品对比	54
表 26: 公司未来营收与毛利预测 (百万元)	56
表 27: 公司未来三年盈利预测 (百万元)	57
表 28: 情景分析 (悲观、中性、乐观)	57
表 29: 可比公司估值情况 (亿元)	59
表 30: 公司与可比公司营收增速预测	60

前言：通过剖析海外市场，论证公司成长逻辑

本文对零跑汽车的产品、技术、渠道和产业合作进行了更新，对全球乘用车市场进行了解构，并对欧盟、亚非拉等地区乘用车市场进行深度剖析，进而论证公司未来三年海内外的增长逻辑。

当前，公司新品全球同步发布、全球战略蓄势待发；同时，国际局势日趋复杂，中系品牌尚未突破欧洲市场壁垒，欧洲关税终案却已落地。在此扑朔迷离的时间点上，我们发布本报告，坚定看好公司在内的自主品牌出海，坚定认为自主品牌终将成功进入欧洲市场，闯出一片天地。

公司目前处于新品储备丰富、海内外渠道快速扩张的阶段，预计营收、销量持续保持高增速，净利润也将在未来两年迎来季度扭亏和年度扭亏的拐点。公司在2024年先后发布C10/C16，取得优秀的市场表现，2025年公司将全球发布B系列三款车型；2024年下半年公司快速扩充国内门店；海外门店，在合作伙伴丰富、成熟的海外渠道基础上，还将进一步扩充。

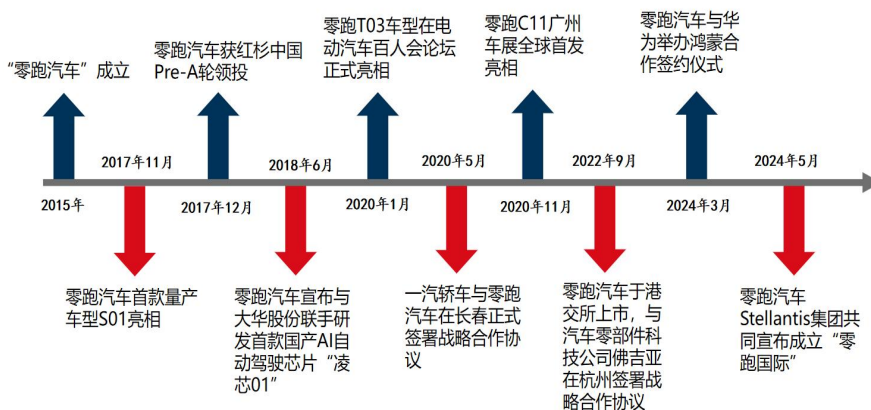
秉承科技基因，携手国际巨头进军海外

公司是科技驱动的造车新势力

浙江零跑科技股份有限公司成立于2015年，是国内领先的智能电动汽车公司。公司由大华股份创始人朱江明先生、傅利泉先生牵头成立，整合了原大华股份和业内的技术骨干。公司采用以智能化及快速迭代为特性的电子产品的开发思路，设计及打造智能电动汽车；公司的核心竞争力包括：强大的自研能力、电子电气领域的高度垂直整合以及高性价比的智能化产品等。

公司自2015年成立起，十年磨剑，业务在2025年有望迎来海内外的同步高速增长。公司在成立2年后，于2017年推出了首款量产车型S01；公司现有车型序列的首款车型T03以及C系列首款车型C11于2020年发布；经历多轮融资之后，公司于2022年9月在港交所上市；2024年，公司完善了C系列产品线，重磅车型C10、C16相继发布；2024年5月公司宣布与国际汽车巨头Stellantis正式成立子公司“零跑国际”，进军国际市场。

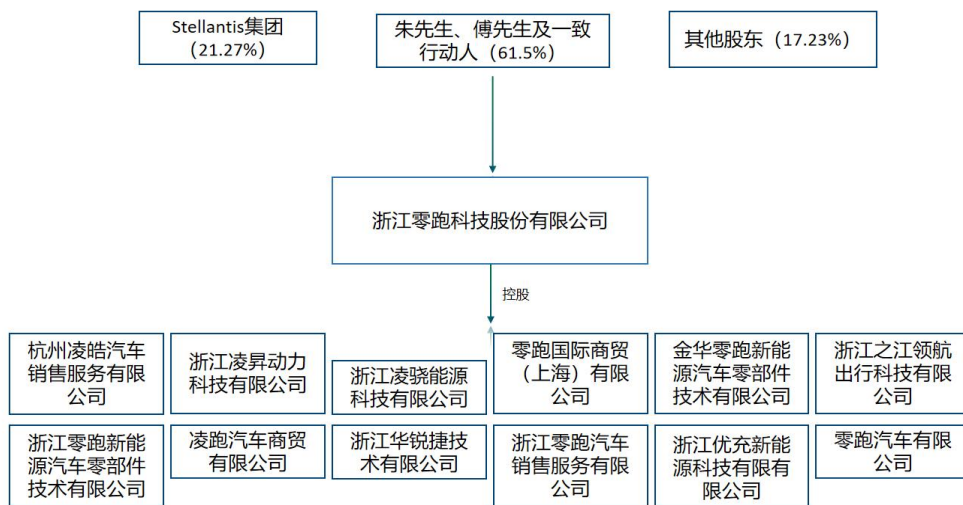
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，懂车帝，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定、组织架构清晰，核心决策层与战略合作伙伴大比例持股，彰显未来增长信心。公司的核心股东为联合创始人朱江明先生、傅利泉先生及其一致行动人，朱先生和傅先生在 2016 年签订了一致行动协议，公司实际控制人团体总计持有 61.50% 股权，为公司的稳定管理打下基石。公司的重要战略合作伙伴 Stellantis 集团是实控人团体外的最大股东，合计持股为 21.27%，高持股比例为公司的国际化进程保驾护航。公司下属多家子公司，承担了智能化集成、零部件、销售等多种职能。目前，朱江明已不在大华股份担任董监高职务，但仍持有 4.82% 大华股份股权；傅利泉及其一致行动人为大华股份的实际控制人，合计在大华股份持股 33.26%。

图2: 公司组织架构

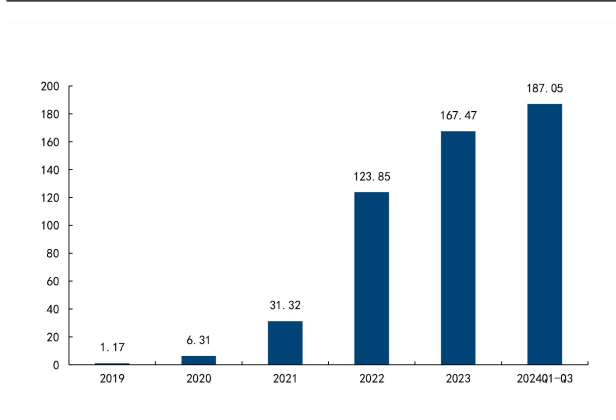


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营收维持高增长，毛利扭亏为盈

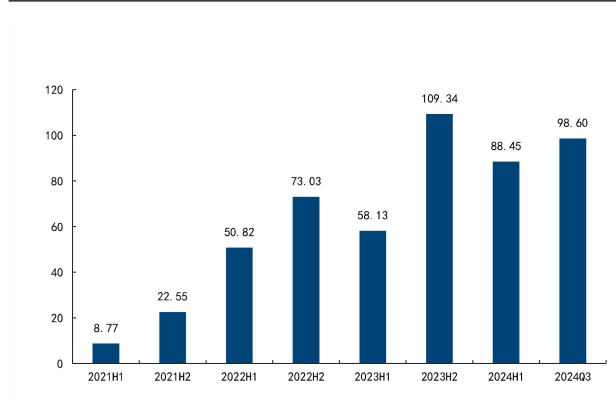
公司 2023 年营收 167.47 亿元，年度营业收入持续提升，半年度营业收入呈现出下半年显著高于上半年的特征；2024 年第三季度营收 98.6 亿元，已超过上半年收入。公司 2023 年全年营收 167.47 亿元同比增长 35.22%；公司 2024 年上半年主营收入 88.45 亿元，同比增长 52.16%。公司过往的重要新车型通常在上半年正式发布，因此销量和营收呈现出前低后高的特点。尽管 24H1 收入环比下降，但公司在 2024 年上半年发布的车型 C10/C16 均有不错的市场表现，2024 年 Q3 收入达到 98.6 亿元，预计 24H2 收入会有同环比的大幅提升，2024 年全年依然可以保持较为可观的收入增速。

图3: 公司近年年度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

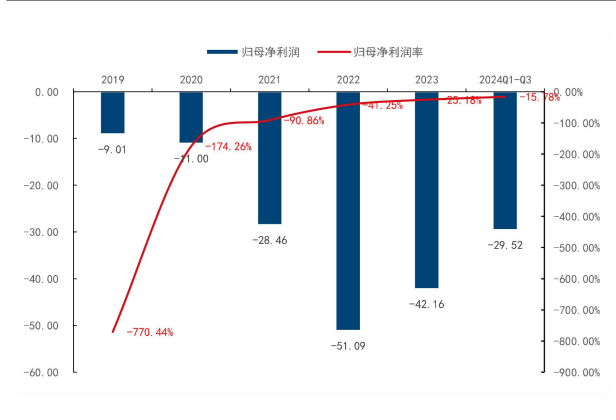
图4: 公司近年半年度/季度主营收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

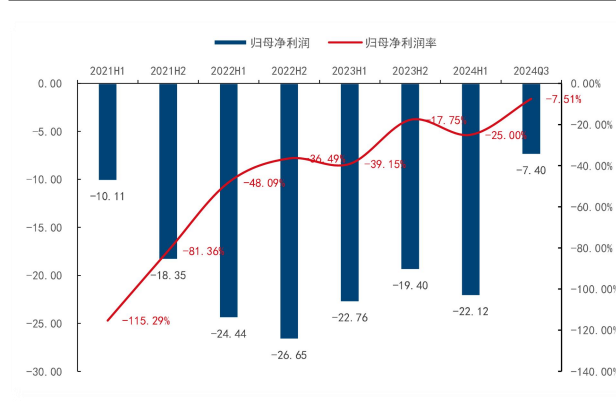
公司处于业务的快速扩张期, 归母净利润仍处于净亏损状态, 但亏损正在快速收窄。公司 2023 年净亏损 42.16 亿, 亏损进入拐点, 开始收窄; 公司净亏损率绝对值也在快速减少。2024 年上半年公司净亏损 22.12 亿, 同比亏损减少。公司目前仍然处于高投入高增长期, 预计未来销量提升之后, 将迎来扭亏为盈拐点。2024 年第三季度净利润率为-7.51%, 亏损大幅收窄。

图5: 公司近年年度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

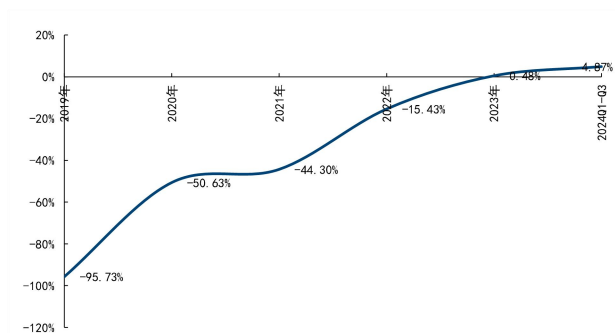
图6: 公司近年半年度/季度 归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

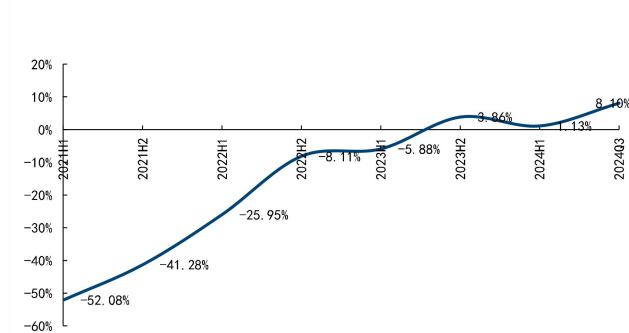
公司毛利率于 2023 年由负转正, 销量的增长将推动公司毛利率继续上行, 24Q3 毛利率 8.10%。公司采用高性价比产品策略和经销商销售模式, 因此毛利率在销量、营收不足时承压。但随着公司的稳健经营, 营收持续上升, 公司毛利率也在稳定提升。公司在 2023 年实现了毛利的扭亏为盈, 2024 年上半年依然保持了正毛利, 预计 2024 年全年毛利率有明显提升。2024 年第三季度, 公司毛利率达到了 8.10%, 前三季度整体毛利率达到 4.87%。

图7: 公司近年年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

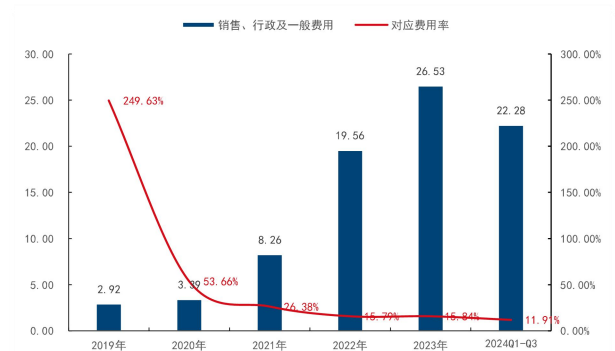
图8: 公司近年半年度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

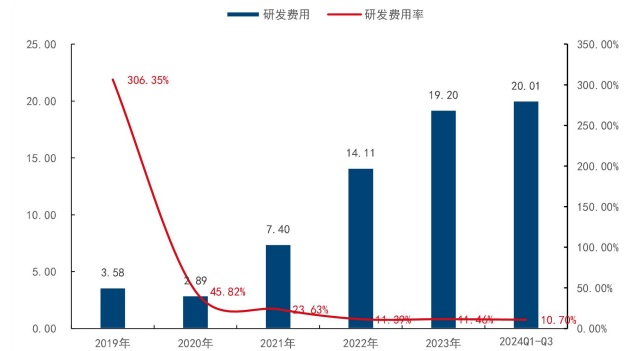
公司仍处于高投入、高研发阶段，整体费用率偏高，但是在新势力主机厂中费用管控能力相对良好。公司 2023 年销售、行政及一般费用 26.53 亿，研发费用 19.20 亿。公司当前阶段尚处于高投入时期，整体费用仍在增长，但是费用率已经得到控制，年度费用率呈现稳中有降。2024 年前三季度，销售、行政等费用率进一步下降至 11.91%，研发费用率基本保持稳定。

图9: 公司近年销售、行政及一般费用（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

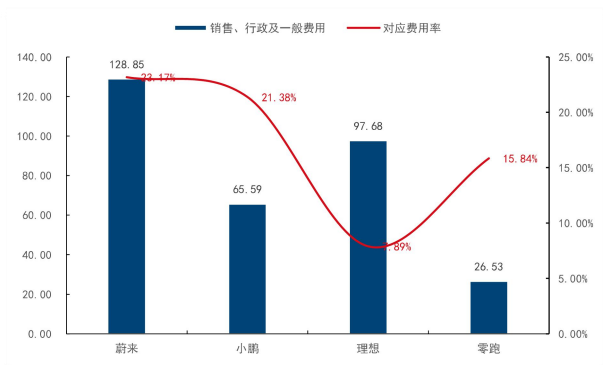
图10: 公司近年研发费用（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

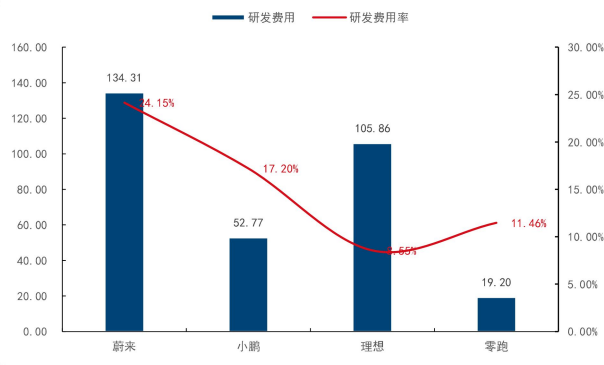
和新势力主机厂相比，公司费用管控能力良好。公司 SG&A 费用和研发费用金额及费用率在新势力主机厂中都保持了较低水平。新势力主机厂中，理想汽车凭借优秀的治理能力和高营收基数，两项费用率控制在 10% 以下。公司尚在销量、营收的高速发展期，且由于产品客单价较低，费用管控不及理想，但大幅优于蔚来和小鹏汽车，展现了优秀的成本管控能力。尤其在研发费用端，公司在电子电气领域全栈自研的情况下，研发费用绝对值大幅低于同业，研发费用率仅比理想汽车高不到 3 个百分点。

图11: 2023 年公司与其他新势力销售等费用对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 2023 年公司与其他新势力研发费用对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

C 系列车型全面上市, 性价比、智能化俱佳

公司目前产品线 C 系列为主, 主打 B、C 级轿车和 SUV 市场, 后续将发布更具性价比的 B 系列产品线。公司目前在售五款车型, 按发布时间先后分别为 T03、C11、C01、C10、C16。

图13: 公司车型产品线

车型	图片	上市时间	价格
零跑C16		2024年06月28日	15.58-18.58万
零跑C10		2024年3月2日	12.88-16.88万
零跑C11		2021年9月28日	14.88-20.98万
零跑C01		2022年5月10日	13.68-20.88万
零跑T03		2020年5月11日	4.99-8.99万

资料来源: 零跑汽车官网, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

公司车型销量正在高速增长,2024 年月销连创新高。2023 年年度销量 14.55 万辆,自首款车型发布以来,年度销量节节攀升。2024 年 1-11 月,公司累计交付 251207 辆,11 月单月交付 40169 台,连续创单月销量新高,站稳 3 万月销的同时,首次突破 4 万。

公司连续多款新品市场认可度高,各车型之间协同程度高,这体现了公司优秀的产品设计能力和产品规划能力。公司单车型销量呈现以下特点:

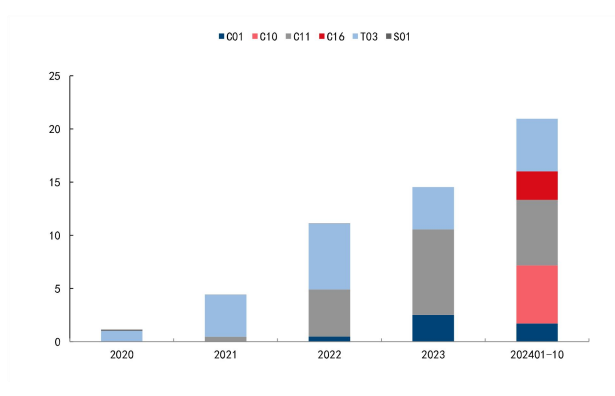
1、产品线高效紧凑,每款车型都为销量起到重要作用,即便是发布较早的车型 T03 和 C01,在 2024 年依然在贡献稳定销量。

2、新品的市场接受度高,且市场反应迅速,效果立竿见影。2024 年公司发布的两款新品 C10、C16 一经发布便收到市场认可,从销量上看,新车型在发布的第三个月,单车型销量便攀升至较高水准。

3、各车型协同程度高,新车型不会侵占老车型的市场,甚至还会提振老车型销量。公司在 2024 年的新车型发布后,原有车型并未因此下滑,甚至由于影响力扩散,原有车型在三季度销量上行。

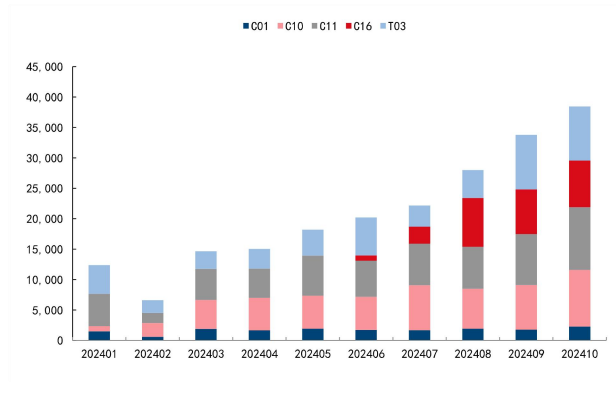
销量数据可以反映出:公司产品规划能力强,对推出的每款车型都高效推广;公司产品设计能力以及产品力强,新品推出后快速形成销量贡献业绩;公司产品线对应的潜在市场远远未达到瓶颈,公司的新品推出之后,并未影响老车型销量,甚至对老车型的销售有正向影响,新旧车型之间相互助力而非替代。

图 14: 公司车型近年年度销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司车型 2024 月度销量 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

公司产能充沛,金华工厂与杭州工厂产能将超过 80 万辆/年。公司当前的生产基地是位于浙江金华的工厂,现有车型都在金华工厂制造,金华当前两大总装车间合计可以释放产能每月 4 万辆。此外公司在杭州市的钱塘超级工厂也在紧锣密鼓的建设中,2024 年 7 月杭州规划局公示,公司在建的钱塘超级工厂大幅扩容,规划建筑面积由 76 万平方米扩充至近 117 万平方米,规划产能由 20 万辆/年扩充至近 40 万辆/年。

图16: 公司的整车产能情况

	现有	在建
工厂	金华工厂	杭州工厂
产能及相关介绍	拥有两大Pack工厂，9条线40万套的电池产线，60万套的电驱产线。一工厂二工厂合计产能4万辆/月	2024年扩建，预计产能未来达到3万辆/月

资料来源：金华市投资促进平台官网，天眼查，国信证券经济研究所整理

公司国内销售模式为经销商模式，轻资产运营且易于库存管理。公司在国内采用经销商模式销售，渠道网络区别于其他新势力的直营模式。公司的经销商模式劣势在于毛利率相对直营较低，但在目前乘用车市场激烈的竞争中，其优势更加突出。首先，经销商模式对主机厂而言营销费用较低、资本开支更轻，且易于管理厂商库存；其次，在当前竞争激烈的环境下，传统合资品牌销售不佳，其经销商承受严重亏损，公司可以吸纳优质的原合资品牌渠道，实现弯道超车。至2024年九月底，公司销售渠道覆盖204个城市，销售门店493家，服务门店362家。

公司的海外渠道借力战略合作伙伴Stellantis集团，实现轻资产出海。Stellantis具备庞大的营销网络，公司产品将通过子公司“零跑国际”登陆Stellantis的海外门店。“零跑国际”在10月底已在欧洲开设339家门店。

图17: 公司产品在Stellantis的欧洲渠道销售



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

优势：产品力、全栈自研、国际合作

强大产品力：高智能化、高性价比的精品产品策略

公司产品线简洁，目前发布的每款车型在市场上都有一定的用户基础，其价值都得到高效的发挥。在售车型类型风格区别度高，潜在用户群体区分度较高，车型之间鲜有内部竞争。

从车型配置上看，公司各产品与同价格竞品或同级别竞品相比，性价比优势凸显。公司在 10-20 万元价格带上率先搭配了高智能化配置，其产品中端车市场具备很高的辨识度。

C01：C01 是公司于 2022 年发布的中大型轿车，2024 款车型有三款增程型和三款纯电型，价格从 13.68 万元到 15.88 万元。低配版本的 C01 售价不到 14 万元，比同价格带的竞品尺寸、空间上有明显优势。高配版本与近似价格带的中大型竞品相比，智能化配置和底盘相对占优。C01 采用了前双叉臂后多连杆的底盘系统，比同价格区间竞品的麦弗逊悬挂更为扎实。高配车型采用 8295 芯片，支持 OTA、L2 级别辅助驾驶、智能语音互动等功能，为用户提供高性价比的智能化体验。智驾方面，全系支持全速自适应巡航，在同级别竞品中具备优势。

表1: C01 参数及竞品对比

	零跑 C01 2024 款 增程 316 尊享版	增零跑 C01 2024 款 纯电 625 尊享版	海豹 06DM-i2024 款 120KM 旗舰型	深蓝 SL032024 款 135 Pro 荣耀版	长安启源 A072024 款 真香版 纯电 515 精英型	银河 E82024 款 550km 两驱龙腾版
级别	中大型车	中大型车	中型车	中型车	中大型车	中大型车
动力类型	增程式	纯电动	插电混动	增程式	纯电动	纯电动
指导价	15.58 万	15.88 万	13.98 万	13.99 万	13.59 万	16.58 万
长×宽×高(mm)	5050×1902×1515	5050×1902×1509	4830×1875×1495	4820×1890×1480	4905×1910×1480	5010×1920×1465
轴距 (mm)	2930	2930	2790	2900	2900	2925
车身类型	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	5 门 5 座掀背车	5 门 5 座掀背车	4 门 5 座三厢车
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池
电芯品牌	中航锂电	\	弗迪	宁德时代/中创新航	宁德时代	东昱欣晟
CLTC 纯电续航里程 (km)	316	625	120	135	515	550
CLTC 综合续航里程 (km)	1276	\	\	\	\	\
充电时长	快充:0.5 小时/慢充:3.8 小时	快充:0.67 小时/慢充:7.0 小时	快充:0.42 小时/慢充:2.5 小时	选装快充:0.5 小时/慢充:待定	快充:0.58 小时/慢充:待定	快充:0.47 小时/慢充:待定
发动机	1.5L/L4/95 马力	\	1.5L/L4/101 马力	1.5L/L4/95 马力	\	\
电动机	增程式/272 马力	纯电动/272 马力	插电式混合动力/218 马力	增程式/238 马力	纯电动/258 马力	纯电动/272 马力
驱动方式	后置后驱	后置后驱	前置前驱	后置后驱	后置后驱	后置后驱
电动机总功率	200kW	200kW	160kW	175kW	190kW	200kW
电动机总扭矩	360N·m	360N·m	260N·m	320N·m	320N·m	343N·m
前悬挂类型	双叉臂式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂
后悬挂类型	五连杆独立悬挂	五连杆独立悬挂	四连杆独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	五连杆独立悬挂
语音识别	多媒体系统	多媒体系统	多媒体系统	多媒体系统	多媒体系统	多媒体系统
控制系统	导航 电话 空调	导航 电话 空调	导航 电话 空调 天窗 车窗	导航 电话 空调 车窗	导航 电话 空调	导航 电话 空调 车窗
车机芯片	高通骁龙 8295	高通骁龙 8295	\	高通 8155	高通 8155	高通骁龙 8295
车机系统	Leapmotor OS	Leapmotor OS	DiLink	Deepal OS	\	银河 N OS 无界版

名称						
驾驶辅助级别	L2	L2	L2	\	L2	\
OTA 远程在线升级	FOTA	FOTA	\	FOTA	\	\
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航	定速巡航
泊车影像系统	360 度全景影像	360 度全景影像	540 度全景影像/透明底盘	540 度全景影像/透明底盘	540 度全景影像/透明底盘	540 度全景影像/透明底盘 倒车影像

资料来源：太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

C11: C11 是公司 C 系列首款车型，定位中型 SUV，2024 款为四款增程车型和四款纯电车型，价格 14.88 万元至 20.58 万元人民币。C11 的低配版本性价比很高，和同价位竞品比，C11 除了在空间、底盘、智能化上有优势之外，还采用了后置后驱的驱动方式，比同价位的前驱车更具操控感。三电领域，C11 电机总功率至少有 200kw，大幅领先于同行；在电池续航、充电速度上也比同价位竞品有优势。C11 同样全系搭载了高通 8295 芯片，具备全速自适应巡航功能。

表2: C11 参数及竞品对比

	零跑 C11 增程 200 智享版	零跑 C11 增程 300 智享版	零跑 C11 纯电 515 智行版	零跑 C11 纯电 580 四驱智驾版	宋 PLUS 新能源 2024 款 DM-i 荣耀版 110KM 旗舰 PLUS	深蓝 S72024 款 121Pro 荣耀版	银河 L72024 款 龙腾版 1.5T 3DHT 115km MAX
级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
能源类型	增程式	增程式	纯电动	纯电动	插电混动	增程式	插电混动
指导价	14.88 万	15.58 万	15.58 万	20.58 万	14.98 万	14.99 万	14.97 万
长×宽×高 (mm)	4780×1905×1675	4780×1905×1675	4750×1905×1675	4750×1905×1675	4775×1890×1670	4750×1930×1625	4700×1905×1685
轴距 (mm)	2930	2930	2930	2930	2765	2900	2785
车身类型	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
电池类型	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电芯品牌	国轩高科/中航锂电	中航锂电	蜂巢能源/国轩高科 多品牌 (包括但不限于/江苏正力)		弗迪	中创新航	宁德时代/蜂巢能源
CLTC 纯电续航里程 (km)	200	300	515	580	\	121	115
CLTC 综合续航里程 (km)	1110	1210	\	\	\	1040	1370
充电时长	快充: 0.5 小时/慢充: 2.6 小时	快充: 0.5 小时/慢充: 3.8 小时	快充: 0.67 小时/慢充: 6.0 小时	快充: 0.67 小时/慢充: 7.5 小时	快充: 待定/慢充: 待定	快充: 0.5 小时/慢充: 待定	快充: 0.5 小时/慢充: 3.0 小时
发动机	1.5L/L4/95 马力	1.5L/L4/95 马力	\	\	插电式混合动力/197 马力	增程式/238 马力	插电式混合动力/145 马力
电动机	增程式/272 马力	增程式/272 马力	纯电动/272 马力	纯电动/544 马力	自然吸气	自然吸气	涡轮增压
驱动方式	后置后驱	后置后驱	后置后驱	双电机四驱	前置前驱	后置后驱	前置前驱
电动机总功率	200kW	200kW	200kW	400kW	145kW	175kW	107kW
电动机总扭矩	360N·m	360N·m	360N·m	720N·m	325N·m	320N·m	338N·m
前悬挂类型	双叉臂式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂
后悬挂类型	五连杆独立悬挂	五连杆独立悬挂	五连杆独立悬挂	五连杆独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂
语音识别控制系统	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 天窗 车窗
车机芯片	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	\	高通 8155	高通 8155
车机系统名称	Leapmotor OS	Leapmotor OS	Leapmotor OS	Leapmotor OS	DiLink	Deepal OS	银河 N OS
驾驶辅助级别	L2	L2	L2	L2	L2	\	L2
OTA 远程在	FOTA	FOTA	FOTA	FOTA	\	\	FOTA

线升级

巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航
泊车影像系统	360度全景影像	360度全景影像	360度全景影像	360度全景影像	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘

资料来源：太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

C10:C10 是公司在 2024 年新出的中型 SUV，当前正处于热销中，C10 在 C11 的基础上性价比进一步提升，全系三款增程、四款纯电，价格从 12.88 万元到 16.88 万元人民币。C10 相比 C11 基本尺寸一致，低配版本在芯片、底盘上做了一定降本，但保持了应有的智能化品质。C10 的性价比进一步凸显，奠定了热销的基础条件。中低配版的 C10，有领先于的同价格段的尺寸和空间，搭载智能座舱和 L2 级别辅助驾驶。C10 作为 B 级中型 SUV，有着比同行 A 级新能源 SUV 更低的价格、更好的智能化配置。

表3: C10 参数及竞品对比

	零跑C10增程 210 舒享版	零跑C10纯电 410 舒享版	零跑C10纯电 530 智驾版	宋PLUS新能源2024款 DM-i 荣耀版 110KM 旗舰型	iCAR O32024款 472km 四驱长续航版	元PLUS2024款 荣耀版 510KM 超越型	深蓝S72024款 121Pro 荣耀版
级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV
能源类型	增程式	纯电动	纯电动	插电混动	纯电动	纯电动	增程式
指导价	13.58 万	12.88 万	16.88 万	13.98 万	13.98 万	13.98 万	14.99 万
长×宽×高 (mm)	4739×1900×1680	4739×1900×1680	4739×1900×1680	4775×1890×1670	4406×1910×1715	4455×1875×1615	4750×1930×1625
轴距 (mm)	2825	2825	2825	2765	2715	2720	2900
车身类型	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电芯品牌	中创新航	中创新航	中创新航	弗迪	宁德时代	弗迪	中创新航
CLTC纯电续航里程 (km)	210	410	530	\	472	510	121
CLTC综合续航里程 (km)	1190	\	\	\	\	\	1040
充电时长	快充:0.5 小时/慢充:3.0 小时	快充:0.5 小时/慢充:5.0 小时	快充:0.5 小时/慢充:6.1 小时	快充:待定/慢充:待定	快充:0.5 小时/慢充:待定	快充:0.5 小时/慢充:8.64 小时	快充:0.5 小时/慢充:待定
发动机	1.5L/L4/95 马力	\	\	1.5L/L4/110 马力	\	\	增程式/238 马力
电动机	增程式/231 马力	纯电动/231 马力	纯电动/231 马力	插电式混合动力/197 马力	纯电动/279 马力	纯电动/204 马力	自然吸气
驱动方式	后置后驱	后置后驱	后置后驱	前置前驱	双电机四驱	前置前驱	后置后驱
电动机总功率	170kW	170kW	170kW	145kW	205kW	150kW	175kW
电动机总扭矩	320N·m	320N·m	320N·m	325N·m	385N·m	310N·m	320N·m
前悬挂类型	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂
后悬挂类型	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂
语音识别控制系统	多媒体系统 导航 电话 空调	多媒体系统 导航 电话 空调	多媒体系统 导航 电话 空调	多媒体系统 导航 电话 空调 天窗	多媒体系统 导航 电话 空调 天窗 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 天窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗
车机芯片	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	高通骁龙 8295	\	高通骁龙 8155	\	高通 8155
车机系统名称	Leapmotor OS	Leapmotor OS	Leapmotor OS	\	\	DiLink	Deepal OS
驾驶辅助级别	L2	L2	L2	\	\	L2	\
OTA 远程在线升级	FOTA	FOTA	FOTA	\	\	FOTA	\
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航	全速自适应巡航	定速巡航
泊车影像系统	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘

资料来源：太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

C16: C16是目前公司最新也是客单价最高的在售单品，定位是三排6座中大型SUV，全系三款增程、三款纯电车型，定价15.58万-18.58万元，其中两款智驾版车型，在18万左右的价格带，实现了6座大空间和领航智驾功能，充分体现了公司高性价比、高智能化的产品优势。C16全系标配8295P座舱芯片，低配版车型仅售15.58万元，在6座新能源SUV中具备强有力的价格优势。智驾版C16则进一步凸显了公司高智能化、高性价比的产品特性，智驾版搭载了英伟达OrinX智驾芯片，算力254Tops，采用11个摄像头、5个毫米波雷达、1个128线数激光雷达的传感器方案，支持高速路段的导航辅助驾驶。

表4: C16参数及竞品对比

	零跑C162024款 增程 200智享版	零跑C162024款 纯电 520 智驾版	小鹏0082024款 210 Max 增程版	深蓝G3182024款 四驱舒享版	捷途山海T22024款 G-DM 208KM 山野版
级别	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	紧凑型 SUV
能源类型	增程式	纯电动	增程式	增程式	插电混动
经销商报价	15.58 万	18.58 万	21.66 万	19.99 万	20.99 万
长×宽×高 (mm)	4915×1905×1770	4915×1905×1770	5002×1972×1732	5010×1985×1895	4785×2006×1875
轴距 (mm)	2825	2825	3025	2880	2800
车身类型	5门6座 SUV	5门6座 SUV	5门6座 SUV	5门5座 SUV	5门5座 SUV
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电芯品牌	中创新航	江苏正力	中创新航	中创新航	宁德时代
CLTC纯电续航里程 (km)	200	520	210	184	208
CLTC综合续航里程 (km)	1095	\	1300	\	\
充电时长	快充:0.5小时/慢充:3.0小时	快充:0.25小时/慢充:6.0小时	快充:0.43小时	快充:0.5小时/慢充:5.0小时	快充:0.62小时/慢充:6.0小时
发动机	1.5L/L4/95 马力	\	1.5T/L4/147 马力	1.5T/L4/150 马力	1.5T/L4/156 马力
电动机	增程式/231 马力	纯电动/292 马力	增程式/272 马力	增程式/430 马力	插电式混合动力/224 马力
驱动方式	后置后驱	后置后驱	后置后驱	双电机四驱	前置前驱
电动机总功率	170kW	215kW	200kW	316kW	165kW
电动机总扭矩	320N·m	360N·m	340N·m	572N·m	390N·m
前悬挂类型	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂
后悬挂类型	五连杆独立悬挂	五连杆独立悬挂	多连杆式独立悬挂	五连杆独立悬挂	多连杆式独立悬挂
语音识别控制系统	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗	多媒体系统 导航 电话 空调	\	多媒体系统 导航 电话 空调 车窗
车机芯片	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8296P5	高通 8155	\	高通骁龙 8155
车机系统名称	Leapmotor OS	Leapmotor OS	\	Deepal OS	\
驾驶辅助级别	L2	L2	L2	L2	L2
OTA 远程在线升级	FOTA	FOTA	\	\	\
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
泊车影像系统	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘	540度全景影像/透明底盘

资料来源：太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

T03: T03是公司在售车型中发布最早的一款，定位A00级微型车，目前在售三款车型，定价分别4.99/5.99/6.99万元。A00级微型车市场客单价整体较低，T03价格维持在同级别合理范围，同时越级搭配了多种配置。三电领域，全系支持快充系统，中高配车型具备同级领先的续航和动力；智能化领域，中高配车型搭载智能语音系统和定速巡航系统。较高的智能化配置确保了T03车型发布至今依然有稳定可观的销售量。

表5: T03 参数及竞品对比

	零跑 T032024 款 200 轻享版	零跑 T032024 款 享版	310 舒零跑 T032024 款 享版	403 舒宏光 MINIEV2022 款 卡龙臻享款 170KM	马QQ 冰淇淋 2024 款 青春 版 205km 圣代	长安 Lumin2022 款 210km 香甜款
级别	微型车	微型车	微型车	微型车	微型车	微型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
指导价	4.99 万	5.99 万	6.99 万	4.98 万	4.39 万	4.49 万
长×宽×高 (mm)	3620×1652× 1605	3620×1652×1605	3620×1652×1592	2920×1493×1621	3008×1496×1637	3270×1700×1545
轴距 (mm)	2400	2400	2400	1940	1960	1980
车身类型	5 门 4 座两厢车	5 门 4 座两厢车	5 门 4 座两厢车	3 门 4 座两厢车	3 门 4 座两厢车	3 门 4 座两厢车
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	锂离子电池	磷酸铁锂电池
电芯品牌	国轩高科	国轩高科	多品牌供应	苏州科易	\	宁德时代/中创新航/国轩高科
CLTC 纯电续航里程 (km)	200	310	403	\	205km	210km
充电时长	快充:0.6 小时/慢充:4.0 小时	快充:0.6 小时/慢充:6.0 小时	快充:0.6 小时/慢充:3.5 小时	快充:不支持/慢充:9.0 小时	选装快充:1.25 小时/慢充:11.0 小时	快充:不支持/慢充:9.8 小时
驱动方式	前置前驱	前置前驱	前置前驱	后置后驱	后置后驱	前置前驱
电动机总功率	40kW	55kW	80kW	20kW	30kW	30kW
电动机总扭矩	96N·m	114N·m	158N·m	85N·m	90N·m	\
前悬挂类型	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂
后悬挂类型	扭力梁式非独立悬挂	扭力梁式非独立悬挂	扭力梁式非独立悬挂	三连杆式非独立悬挂	三连杆式非独立悬挂	拖曳臂式非独立悬挂
语音识别控制系统	\	多媒体系统 导航 电话 空调	多媒体系统 导航 电话 空调	多媒体系统 导航 电话	\	\
车机系统名称	Leapmotor OS	Leapmotor OS	Leapmotor OS	\	\	\
巡航系统	\	定速巡航	定速巡航	\	\	\
泊车影像系统	倒车影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像

资料来源: 太平洋汽车, 国信证券经济研究所整理

自研自造: 电子电气架构全栈自研, 低成本高智能的基石

公司具备强大的研发能力, 在电子电气领域基本做到全栈自研自产。公司车型销量在 2024 年跳跃式增长, 公司高智能、高性价比产品力的来源, 是公司始终坚持自研自产理念。目前, 占整车成本 60% 以上的核心零部件由公司自研自产, 公司基本完成了对电子电气领域的全栈自研。创业至今, 公司自研并迭代了多项技术或零部件, 如“凌心 01”智驾芯片、LeapAI 智能座舱系统、LeapPower 三电系统、CTC 电池底盘一体化技术、四叶草电子电气架构等。

“四叶草”架构是公司自研技术的集中体现, 当前主力车型 C10、C11、C01、C16 采用了 LEAP 3.0 “四叶草”架构。公司于 2023 年 7 月 31 日发布 Leap 3.0 架构, 并命名为“四叶草”, 在同年 9 月, 应用于产品上。四叶草架构通过一颗 SOC+一颗 MCU 芯片即可实现座舱/智驾/动力/车身四域合一; 高度集成化的系统可以覆盖整车、车身、网关等 15 个盒子功能。应用端, LEAP3.0 架构支持无感式 OTA, 兼容 L2/L2+/L2++ 级别智能驾驶; 软件端, 预留 500 个以上结构, 系统延展性强; 硬件端, 有效减少了线束长度和控制单元数量, 实现降本增效, 智能网联可以支持千兆以太网传输和 5G 通讯网络。目前, LEAP 3.0 架构应用于全系 C 系列车型上。

图18: 公司全栈自研的电子电气架构——LEAP 3.0



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

全新 LEAP 3.5 版架构亮相巴黎车展, 新架构将应用于后续的 B 系列平台产品, 首发车型 B10。2024 年 10 月的巴黎车展上, 公司在全球战略发布会上发布了全新 B 系列平台的首个车型——B10, 也展示了全新的 LEAP 3.5 架构。LEAP 3.5 技术架构更加智能化, 新架构是四域合一的中央超算架构; 智能座舱上, 适配 8295 芯片和 AI 大模型; 智能驾驶上, 适配 8650 智驾芯片和激光雷达方案。三电领域, 新架构集成度更高, 采用了 27 合一的超级集成热管理系统、多合一智能电驱系统、CTC 电池底盘一体化技术。全新 LEAP 3.5 技术架构有望进一步提升 B 系列车型的性能和智能化水平, 助力公司业务在 2025 年迎来更为高速的发展。

图19: 全新的 LEAP 3.5 技术架构



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

国际合作: 携手 Stellantis 集团, 开启出海新篇章

公司和国际汽车集团 Stellantis 深度合作, 成立子公司“零跑国际”。零跑国际将会承担公司出海的重任, 公司提供技术支持、车型设计等环节, Stellantis 负责海外的销售渠道、维保、金融服务等。

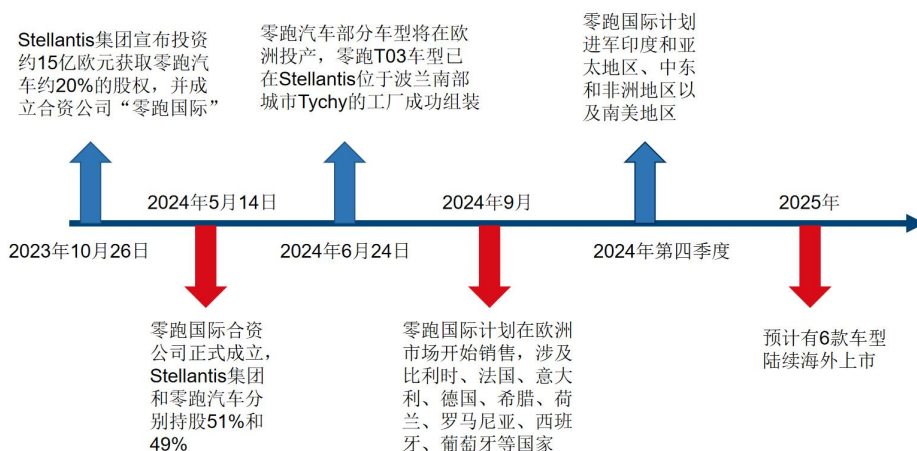
图20: 公司与 Stellantis 签约成立合资公司



资料来源: 零跑汽车微信公众号, 国信证券经济研究所整理

公司与 Stellantis 的合作在 2023 年 10 月开始启动, 2024 年 10 月携手参与巴黎车展。2023 年 10 月 26 日: Stellantis 集团宣布投资约 15 亿欧元获取公司约 20% 的股权, 并成立合资公司“零跑国际”。2024 年 5 月 14 日: 零跑国际合资公司正式成立, Stellantis 集团和零跑汽车分别持股 51%和 49%。2024 年 6 月 24 日: 公司部分车型官宣将在欧洲投产, 零跑 T03 车型已在 Stellantis 位于波兰南部城市 Tychy 的工厂成功组装。2024 年 9 月: 零跑国际计划在欧洲市场开始销售, 涉及比利时、法国、意大利、德国、希腊、荷兰、罗马尼亚、西班牙、葡萄牙等国家。2024 年第四季度: 零跑国际计划进军印度和亚太地区、中东和非洲地区以及南美地区。计划到 2025 年, 预计有 6 款车型陆续海外上市。

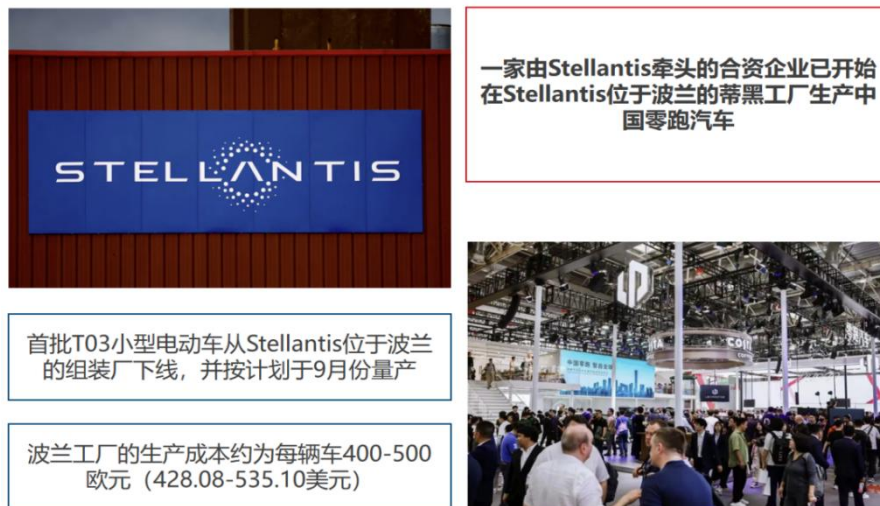
图21: 公司与 Stellantis 合作时间线



资料来源: 澎湃新闻, Stellantis 官网, 国信证券经济研究所整理

零跑国际海外产能沿用 Stellantis 在波兰的工厂，首批 T03 已经试生产成功。公司出海战略采用轻资产出海的观念，渠道高效应用 Stellantis 资源之外，也依托 Stellantis 产能进行海外生产，不会专门新建产能。波兰工厂生产 T03 成本约为每辆车 400-500 欧元，与公司在国内的生产成本相似。海外生产有助于规避未来的区域风险。

图22: Stellantis 位于波兰的工厂将生产公司外销车型



资料来源: Stellantis 官网, 国信证券经济研究所整理

公司携手 Stellantis 参加 2024 年 10 月巴黎车展, 发布全球战略。巴黎时间 2024 年 10 月 14 日, 公司管理层携手 Stellantis 亮相巴黎车展, 并发布了主题为“A Leap Forward”的全球战略。公司、Stellantis、零跑国际三位 CEO 向欧洲市场展示了公司的技术积淀和近年来的发展成果, 同步发布了 B 系列产品以及首发车型 B10, 显示了公司进军全球的决心。

我们认为, 全球稀缺的国际合作模式是公司区别于当前国内其他主机厂的重要优势。公司强大的合作伙伴将助力公司在欧洲市场长期发展, 本文将重点分析当前海外市场尤其是欧洲市场的乘用车发展情况, 论证公司海外业务拓展的可能性、空间和壁垒。

无惧风浪, 汽车出海正当时

全球乘用车市场整体格局

全球乘用车市场稳态年销量约 6000 万辆, 经历下滑之后, 近几年处于需求回复阶段。以 Marklines 全球销量数据为基准, 剔除 bus/truck/pickup 以及非完整车辆词条, 以乘用车、广义乘用车为核心统计口径, 全球乘用车销量从 2018 年的 6777 万辆, 下跌至 2020 年的约 5383.43 万辆, 之后持续修复, 2023 年统计口径下, 全球乘用车销量达 6325.36 万辆。

按照地区汽车工业发达程度和政策一致性, 将全球汽车市场分为美日印韩、欧盟、欧洲非欧盟国家、中国地区、其他地区(亚非拉澳等)五大板块。

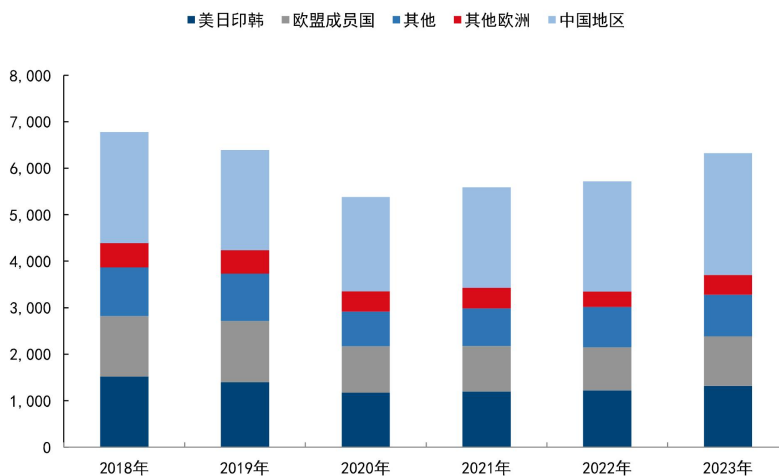
中国地区是汽车产能和消费的第一大地区，近年来稳态批发销量在 2300 万辆左右。

美日印韩四个国家具备较强的本土汽车工业，整体稳态销量约为 1300 万辆，其中美日韩车企全球化已布局多年，印度的塔塔集团本土竞争力强，对于中国车企而言，在美日印韩市场展业的过程可能遇到较大阻力。

其他地区和欧洲非欧盟（英、俄等）地区的汽车工业较薄弱，近年稳态销量分别为 900 万辆和 440 万辆，这两个区域的国家之间政策差别较大，但整体对于中国车企接受度程度高，对本土汽车产业保护的意愿不大，因此在亚非拉澳、欧洲非欧盟地区，中国车企出海阻力小、具备强竞争力，这两类地区也是当前中国车企出海的主流市场。

欧盟地区乘用车近年稳态销量约 1100 万辆，2023 年销量 1062.84 万辆，欧盟汽车市场及中国车企在欧盟展业的趋势是本文重点研究的对象。欧盟地区在贸易政策上有一定的一致性，但汽车工业在不同成员国之间发展不平衡。德国具备全球领先的汽车工业体系，法、意也有知名汽车品牌，但其他成员国本土汽车工业薄弱，部分国家引入中国车企合资产线；同时欧洲的知名车企与中国车企在股权、业务上合作历史悠久。因此，以欧盟为整体看，中国车企面对的阻力远低于美日印韩地区，对于中国车企而言，欧盟成员国依然是优质市场，有望成为中国车企出海新增量。

图23: 全球乘用车市场各地区销量（万辆）

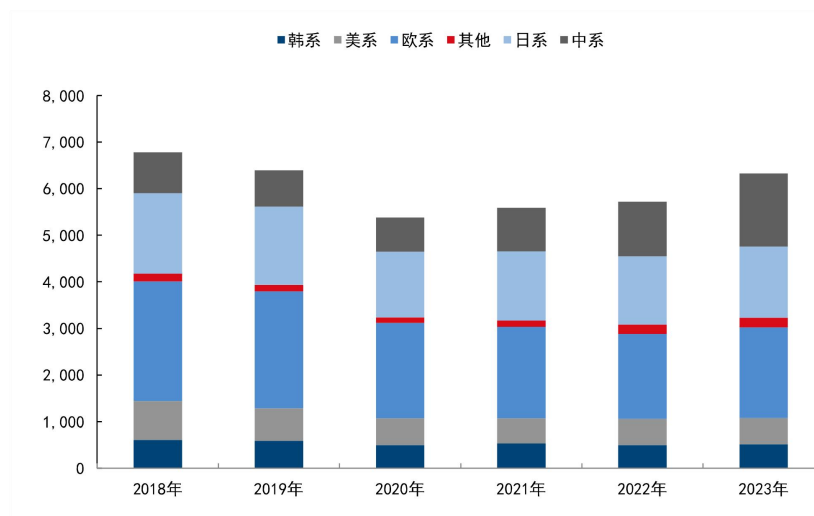


资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

注：本文销量相关数据统一剔除客车、卡车、皮卡、非完整车辆、CV；不同地区车种划分标准不同，会导致少量商用车被纳入统计口径，或少量MPV/广义乘用车被剔除。

不同国别的企业在全球销量变化较大，中系车企近年销量连续增长，美/日/韩/欧系车企呈现不同程度的下降趋势。得益于中国市场的自主替代和中国车企的出海，中系车企全球乘用车销量在近几年持续增长，2023 年全年销量约 1569.15 万辆。海外品牌都有不同程度的下滑，欧系车企依然全球销量占比最高，2023 年达到 1939.23 万辆；日系车企全球销量从 2018 年的 1733 万辆下降至 2023 年的 1526.8 万辆；美系、韩系车企都有不同程度的下滑，美系相对下滑幅度更大，至 2023 年二者销量分别为 566.98 万辆和 512.81 万辆。

图24: 各地区汽车集团乘用车销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

注: 本文销量相关数据在集团维度下, 雷诺-日产联盟计入欧系车企口径

2023 年全球乘用车销量排名前十的车企分别为丰田、大众、现代-起亚、雷诺-日产、Stellantis、比亚迪、本田、通用、铃木、吉利集团, 合计占比 66.6%。销量前十的车企中, 日系的车企整体较强势。欧系车企整体客单价较高, 宝马集团、戴姆勒集团销量未进入前十, 但品牌力、价值量依然属于行业顶流, 大众、Stellantis、雷诺-日产等具备较多低客单价车型的车企贡献了更多销量。美、韩系车企过分依赖于少数汽车集团。中系车企数量、质量俱佳, 尽管中系企业总销量已经超越日系车企, 但由于产能相对分散, 头部中系企业整体仍弱于头部日系企业。比亚迪、吉利、奇瑞、长安四家拥有高认知度自主品牌的企业进入销量前 15, 这些中系头部车企, 整体有超越日系头部车企的势头。

表6: 2023 全球前 15 大乘用车集团及销量 (万辆)

排名	集团	集团类型	销量	市占率
1	丰田集团	日系	767.0844	12.13%
2	大众集团	欧系	751.8751	11.89%
3	现代-起亚汽车集团	韩系	512.8102	8.11%
4	雷诺-日产联盟	欧系/日系	404.4534	6.39%
5	Stellantis	欧系	345.562	5.46%
6	比亚迪汽车 (BYD)	中系	312.2936	4.94%
7	本田	日系	300.3383	4.75%
8	通用集团	美系	285.1436	4.51%
9	铃木	日系	278.9766	4.41%
10	吉利控股集团 (Geely)	中系	253.9283	4.01%
11	宝马集团	欧系	213.4588	3.37%
12	奇瑞集团 (Chery)	中系	209.5135	3.31%
13	梅赛德斯-奔驰集团	欧系	176.3128	2.79%
14	长安汽车集团 (Changan/Chana)	中系	168.0202	2.66%
15	Tesla	美系	166.3482	2.63%
	其他	—	1179.243	18.64%
	合计	—	6325.362	100.00%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

各国对华汽车关税政策差异大，欧盟关税方案较温和

欧盟在 2024 年 10 月 29 日发布了**对华汽车加征关税终裁决，整体偏温和**。2024 年 10 月 29 日，欧盟委员会发布关于对华电动汽车反补贴调查终裁，对进口自中国的电动汽车征收临时反补贴税，为期五年加征关税：比亚迪 17.0%；吉利 18.8%；上汽集团 35.3%；未配调查的电动车厂商 35.3%；其他厂商 20.7%。相较于中欧车辆的价差，加税幅度偏温和。此外，欧盟成员国匈牙利经济部长表示不支持欧盟的保护主义和市场限制措施。**特别地，欧盟针对新能源车反补贴政策仍在多方协调中，未来有望更为缓和。**

表7：欧盟对华汽车的加征关税

车企	加征关税
比亚迪	17.0%
吉利	18.8%
上汽集团	35.3%
爱驰、江淮、宝马、奇瑞、一汽、长安、东风、长城、零跑、南京金龙客车、蔚来、特斯拉、小鹏	20.7%
其他所有未配合调查的其他电动车生产商	35.3%

资料来源：欧盟委员会，中华人民共和国商务部，国信证券经济研究所整理

欧盟以外，全球其他地区对华汽车加征税收差异大，除了美、印等地区，整体保持开放态度。欧盟以外的地区，整体对中国汽车尤其是电动车型保持良好的税收政策，但美国、印度加征税收之后的整体关税拟超过 100%。

表8：全球其他区域对华汽车关税情况

国家	基础关税	加征关税/其他税收
美国	2.5%	加征额外关税 100%
日本	0%	-
印度	60%-125%	增值税 28%，商品和服务税补偿税 22%，社会福利税 10%
韩国	8%（韩国-中国自由贸易协定、世贸组织），0%（RCEP），10%（普通税率）	增值税 10%
泰国	油车 50%，电动汽车 0%（中国-东盟全面经济合作框架协议），油车 0%（RCEP），油车 80%（普通税率）	消费税 30%，增值税 7%，国内税 10%
菲律宾	油车 5%，电动汽车 0%（中国-东盟全面经济合作框架协议），油车 30%，电动汽车 0%（RCEP），30%普通税率	增值税 12%
阿联酋	5%	增值税 5%
沙特	5%	增值税 5%
墨西哥	15%-20%、电动汽车最低 0%	增值税 16%，递延税款税 0.8%
俄罗斯	15%-25%	增值税 20%
澳大利亚	0%（澳大利亚-中国自由贸易协定），3%-5%（RCEP），5%（普通税率）	增值税 10%
英国	10%	增值税 20%
土耳其	10%	特别消费税 45%，增值税 15%，加征附加税 40%

资料来源：盖世汽车每日速递微信公众号，国信证券经济研究所整理

我国汽车工业出海的三大路径

从我国汽车工业出海的节奏看，主要由三条路径：**供应链出海、整车出海、整车产能出海。**

供应链出海：供应链出海即供应链海外配套是较早起步的汽车工业出海形式。目前多个零部件赛道的头部厂商都有丰富的海外业务，如福耀玻璃等。

整车出海：随着国内自主品牌的品牌形象提升以及国际合作的加深，整车出海正在如火如荼的进行。国内主机厂中奇瑞、长城都有不错的乘用车出海体量，比亚迪的海外业务正在加速中。近年来滚装船订单也反应了汽车出口需求的增加。

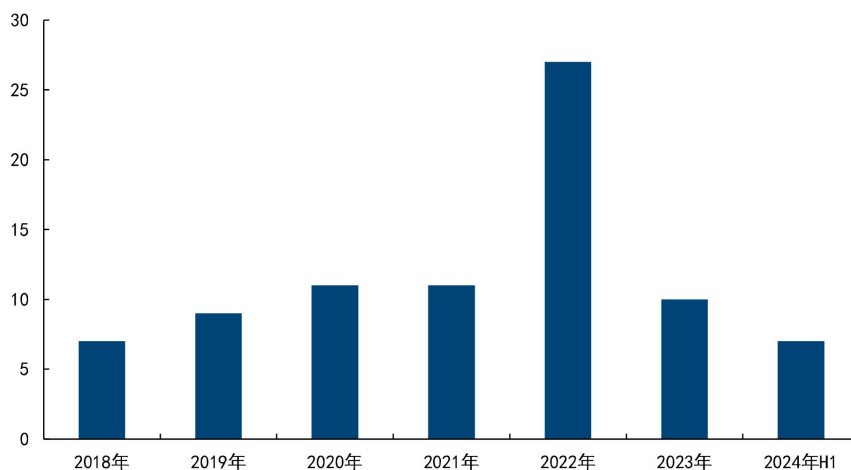
整车产能出海：为应对日益增加的海外市场需求和复杂的国际形势，国内乘用车主机厂正在积极推进海外建厂或海外组装。商用车的产能出海起步相对更早，目前，乘用车行业也开始加快海外建厂步伐，在东南亚、拉美、中亚、欧洲等地区布局新的整车产能。

表9: 福耀玻璃的海外配套产能（部分）

工厂地址	投产时间	投资规模	产能	产品	配套客户
俄罗斯卡卢加州	2013年	2亿美元	300（万套/年）	汽车安全玻璃	俄罗斯本土品牌、东欧部分品牌
	-	2.2亿美元	45（万吨/年）	浮法玻璃	公司在俄罗斯汽车玻璃生产对浮法玻璃的需求、俄罗斯与周边国家
美国俄亥俄州（一期）	2015年	2亿美元	300（万套/年）	汽车安全玻璃	通用、克莱斯勒、丰田、本田及现代等整车客户
美国伊利诺伊州	2016年	2亿美元	28（万吨/年）	浮法玻璃	-
美国俄亥俄州（二期）	2017年	2亿美元	250（万吨/年）	汽车安全玻璃	雪佛兰、现代、宝马、福特、吉普、本田和大众帕萨特等汽车品牌
美国俄亥俄州	-	3亿美元	-	镀膜汽车玻璃、钢化夹层边窗	-
	-	3.5亿美元	-	浮法玻璃、太阳能玻璃背板	-

资料来源：福耀玻璃官网，国信证券经济研究所整理

图25: 载重量≤2万吨的机动滚装船订单量（艘）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

表10: 主机厂海外建厂情况（部分）

车企	品牌	地区	国家	投产时间	产能
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	年产量10万辆

公司	品牌	主要市场	主要市场	投资/生产状态	产能/产量
		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	预计年产量10万辆
长城	长城汽车	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	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	-	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	年产量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	-
	东风风神	欧洲	俄罗斯	2014年后	-
东风	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	-
	一汽集团	非洲	南非	2014年	-
一汽	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	-

资料来源：ifind，各公司官网，国信证券经济研究所整理

欧盟地区：汽车出海的增量市场

欧盟乘用车市场新能源占比高，以油混为主

欧盟成员国中，德国、法国、意大利、西班牙四个国家乘用车销量较高；欧洲非欧盟国家政策环境差异巨大，主要由英国、土耳其、俄罗斯贡献销量。欧盟2023年的1000万销量中，26.7%由德国贡献，法国、意大利、西班牙贡献在10%及以上。欧洲非欧盟国家中，英国销量占比接近一半，其余部分主要由俄罗斯、土耳其组成。考虑欧洲非欧盟国家政策环境差异巨大，且Stellantis深耕欧盟地区，重点分析欧盟地区的乘用车市场。

表11：欧洲各国乘用车销量（万辆）

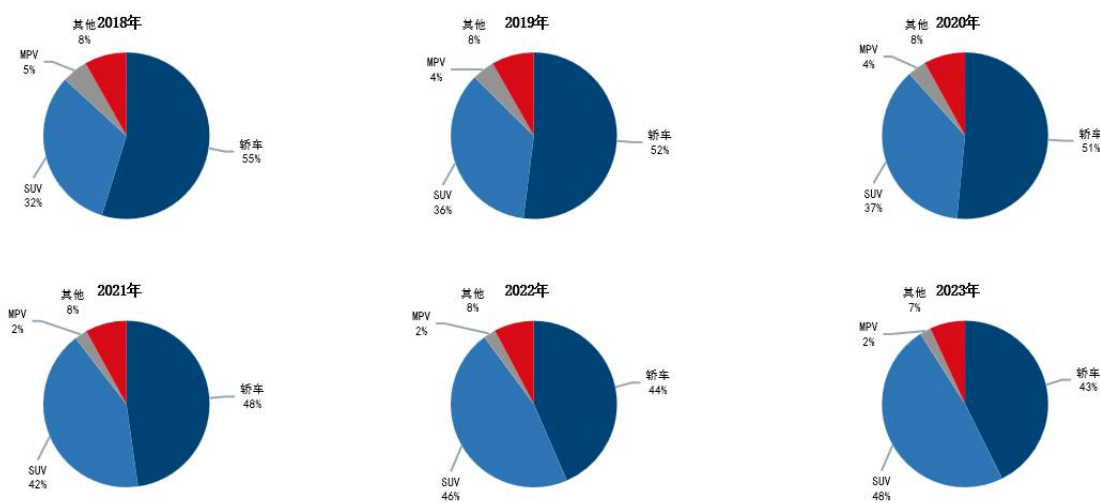
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	23年占比	
德国	343.58	360.73	291.77	262.21	265.14	284.46	26.76%	
法国	217.35	221.44	165.01	165.91	152.92	177.48	16.70%	
意大利	191.00	191.61	138.15	146.36	131.67	156.67	14.74%	
西班牙	149.71	143.49	97.78	97.50	90.39	106.25	10.00%	
比利时	54.96	55.01	43.15	38.38	36.66	47.67	4.48%	
波兰	53.20	55.56	42.84	44.67	41.98	47.50	4.47%	
荷兰	44.38	44.61	35.61	32.28	31.21	36.98	3.48%	
瑞典	35.37	35.60	29.17	30.10	28.80	28.97	2.73%	
奥地利	34.11	32.94	24.90	23.98	21.51	23.92	2.25%	
捷克	26.14	24.99	20.30	20.69	19.21	22.14	2.08%	
其他成员国	148.59	152.85	115.92	118.89	113.87	130.81	12.31%	
成员国合计	1298.40	1318.83	1004.59	980.98	933.35	1062.84	100.00%	
非成员国	英国	236.71	231.11	163.11	164.72	161.41	190.31	44.84%

土耳其	48.63	38.73	61.01	56.19	59.27	96.73	22.79%
俄罗斯	180.06	175.95	159.88	166.68	68.74	93.71	22.08%
其他非成员国	52.95	54.23	46.37	51.80	43.82	43.66	10.29%
非成员国合计	518.36	500.02	430.37	439.38	333.22	424.41	100.00%
欧洲合计	1816.76	1818.86	1434.96	1420.36	1266.57	1487.25	——

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

欧盟车类型结构上，SUV 逐渐替代部分轿车的需求。欧盟的车类别销量结构方面，MPV 及 Van 类车型合计占比在 10%左右，占比趋势有略微下滑。轿车需求被 SUV 需求替代的趋势较为明显，2018 年，SUV 销量占比 32%，轿车占比 55%；到了 2023 年，SUV 销量占比提升至 48%，轿车销量占比剩下 43%，替代效应较为明显。

图26: 欧盟乘用车市场近年车类型结构

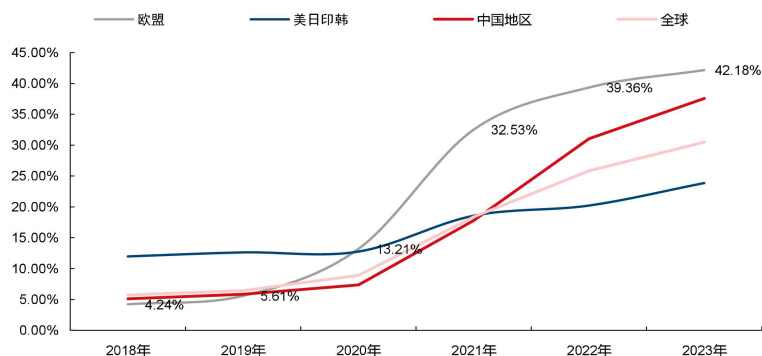


资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

欧盟乘用车市场的新能源市占率快速提升，近年高于中国地区，但最近两年增速放缓。若考虑轻混和油混车型，欧盟乘用车市场的新能源市占率是几类地区中最高的，2023 年新能源车型市占率高达 42.18%，高于中国地区。但新能源市占率的增速在放缓，2020-2021 年，欧盟地区新能源车市占率增长近 20 个百分点，在 2022-2023 年，仅增长不到 3 个百分点，预计中国地区新能源车市占率快速超越欧盟地区。这说明欧盟地区消费者对 ESG 接受较高，对能源消耗相对敏感。

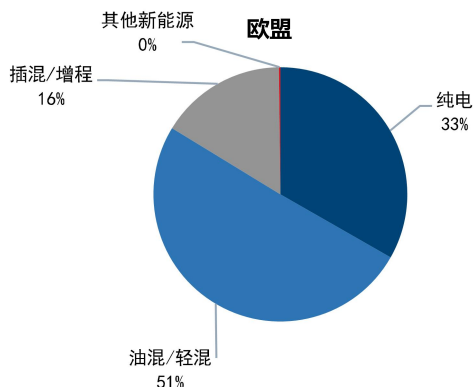
欧盟市场的新能源车型以轻混/油混为主，电气化程度不如中国市场。欧盟的新能源车型中，51%的比例是非插电的轻混/油混车型，纯电和插电/增程分别占比 33%、16%。对比之下，中国地区新能源车型主要是纯电类型，占比为 63%，轻混/油混占比仅有 9%，且多数场景下，轻混/油混车型不享受新能源车政策。这说明，第一，欧洲的乘用车消费市场，依然以燃油为核心燃料，新能源车更多是提升燃油经济性；第二，欧盟插电型新能源车销量相对较少，充电桩建设的完善度还有待提升；第三，欧盟用户对插电混动、增程类车型尚有认知差，插混/增程既符合欧盟用户的使用习惯，不依赖充电网络，又可以大幅提升燃油经济性。

图27: 欧盟乘用车新能源率及对比



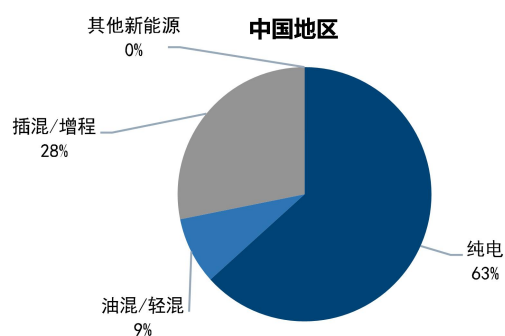
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图28: 2023 欧盟新能源车动力结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图29: 2023 中国地区新能源车动力结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧盟地区乘用车各尺寸级别车型销量结构上, 轿车、SUV 都以小车为主。欧盟市场轿车销量中, 最大占比来自于 B/C 类车, 及中国地区的 A0 级小型车和 A 级车, 合计占比超过 70%; SUV 中, 欧标 C 类 SUV 即中国的 A 级车 SUV 占比高达 63%, 占据大部分 SUV 市场, 中标 B 级和 A0 级 SUV 分别占比 18%、15%, 紧随其后。

图30: 2023 欧盟轿车各级别销量占比

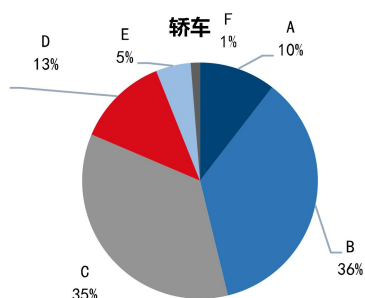
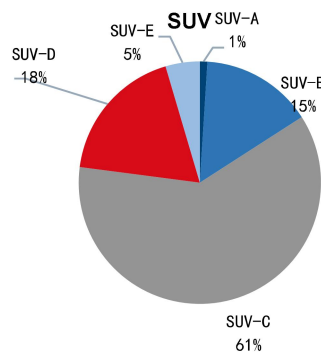


图31: 2023 欧盟 SUV 各级别销量占比



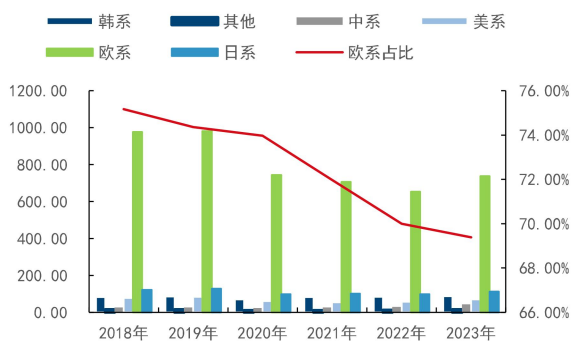
资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

欧盟车市品牌集中度稳定，欧系车企份额下滑

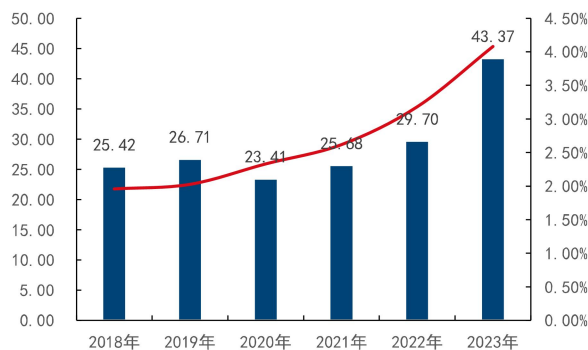
欧盟乘用车市场中，欧系主机厂车型占比持续下滑，目前已不足70%，中系主机厂车型占比持续提升，但基数仍低。欧盟地区欧系车销量从2018/2019年的980万辆左右下滑至2022年650万辆，2023年恢复至730万辆，但占比持续下滑，从2018年75.1%下滑至2023年69.38%。中系车型销量绝对值和占比保持了增长趋势，2023年占比4.08%，仍有较大空间。韩系、日系主机厂的销量绝对值相对稳定，美系车型绝对值下滑。

图32：欧盟市场各国/地区车企销量（万辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图33：中系车企在欧盟的销量及占比（万辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

欧盟地区前三大销量主机厂均为欧系或欧系基因，特斯拉和吉利集团冲进前十。大众集团近年来在欧盟地区的领先优势愈发明显，2023年市占率高达25.74%；Stellantis在合并之前，PSA和FCA两大集团合计销量堪比大众，但在合并之后和大众集团的销量差距逐渐被拉开；雷诺-日产联盟销量紧随其后，在欧销量主要由雷诺旗下车型贡献。亚洲车企中，韩系的现代起亚在欧销量优于丰田集团；吉利集团欧盟销量主要依靠沃尔沃品牌。豪华领域，宝马在欧销量于2020年超越梅赛德斯-奔驰，并保持领先至今。

表12：欧盟乘用车销量前十的汽车集团及销量（万辆）

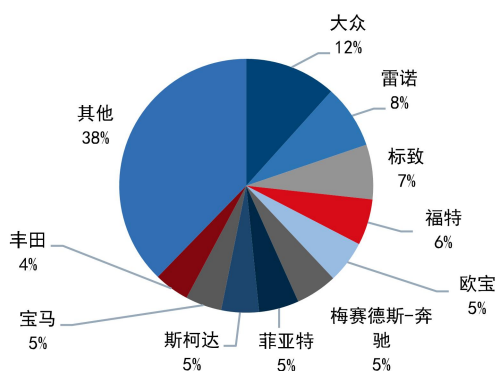
排名	车企集团	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2023年占比
1	大众集团	312.19	324.49	255.30	243.94	231.61	273.53	25.74%
2	Stellantis	316.69	308.98	221.17	217.51	186.96	191.61	18.03%
3	雷诺-日产联盟	194.60	187.22	137.95	122.85	116.06	137.29	12.92%
4	现代-起亚汽车集团	82.09	85.19	69.87	82.32	83.57	86.53	8.14%
5	丰田集团	61.15	64.00	56.14	61.03	65.97	72.31	6.80%
6	宝马集团	74.46	76.52	64.44	65.31	61.83	71.43	6.72%
7	梅赛德斯-奔驰集团	77.54	82.95	63.85	55.64	56.07	62.69	5.90%
8	福特集团	76.33	76.51	53.84	43.79	42.14	41.06	3.86%
9	Tesla	1.58	7.32	5.88	10.61	14.68	27.83	2.62%
10	吉利控股集团 (Geely)	25.11	26.55	22.96	23.60	23.63	26.22	2.47%

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

注：Stellantis 早期销量为 PSA、FCA 两大集团销量之和。

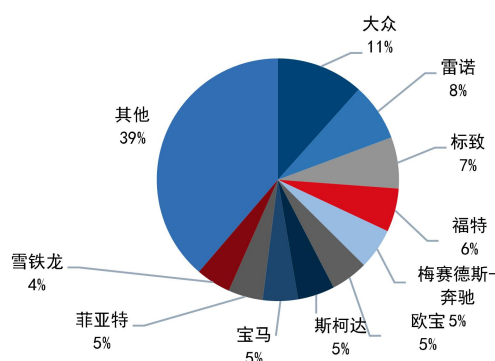
欧盟市场品牌结构上，品牌集中度的变化不明显，丰田占比排名大幅提升。欧盟市场的品牌竞争没有明显的恶化，2018 年 CR10 为 62%，2023 年 CR10 下滑至 60%。品牌市占率排名整体较为稳固，大众、雷诺长期在前列；丰田排名大幅提升，丰田 2019 年排名在 10 名以外，2022/2023 年销量排名均在第二名；美系品牌下滑严重，福特在 2018/2019 年仍在前十名，2023 年跌出前十；Stellantis 旗下两大品牌也有不同程度下滑，菲亚特从第七跌出前十，标致曾长期排在前三，2023 年跌至第六，欧宝从第五跌出前十。

图34: 2018 年欧盟市场十大品牌



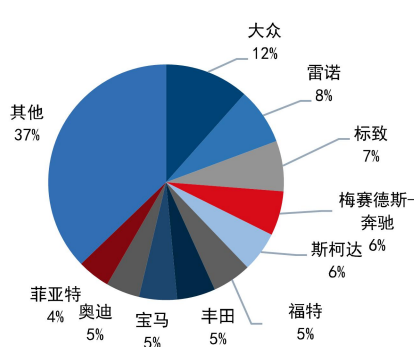
资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图35: 2019 年欧盟市场十大品牌



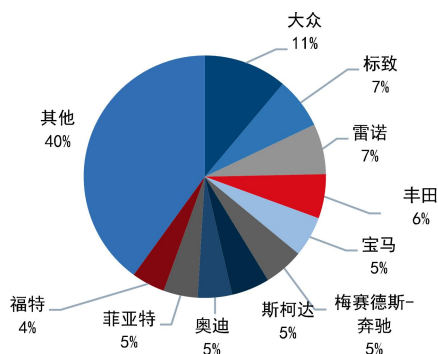
资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图36: 2020 年欧盟市场十大品牌



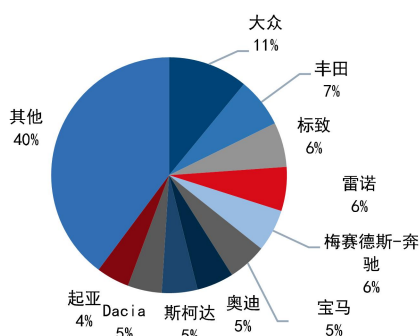
资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图37: 2021 年欧盟市场十大品牌



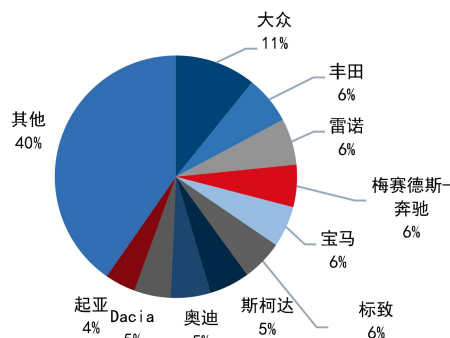
资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图38: 2022 年欧盟市场十大品牌



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图39: 2023 年欧盟市场十大品牌



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧盟市场轿车车型销量上, 最畅销单品来自于小众品牌达契亚, 特斯拉 Model 3 稳定 B 级轿车销量冠军。欧盟轿车的主力是 A0 级和 A 级车, 其中销量冠军为达契亚旗下车型 Sandero, 达契亚品牌源于罗马尼亚, 1999 年被雷诺收购; 欧系的 A0/A 级传统经典车型大众高尔夫、雷诺 Clio、标致 208 等销量依然强势。特斯拉 Model 3 超越奔驰 C、帕萨特、宝马 3 系、奥迪 A4 等一系列经典车型, 成为最畅销 B 级轿车, 这反映了欧盟消费者对于强产品力、高品牌认知度新能源车的接受程度其实很高。

表13: 欧盟 2023 年轿车各级别前 12 大车型 (辆)

欧标 A/中标 A00			欧标 B/中标 A0			欧标 C/中标 A			欧标 D/中标 B			欧标 E/中标 C			欧标 F/中标 D		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Fiat 500	152069	31.98%	Dacia Sandero	217319	13.43%	Golf	147817	9.26%	Model 3	82421	14.50%	Audi A6	47227	21.77%	Porsche 911	16650	28.87%
Fiat Panda	123122	25.89%	Clio	185599	11.47%	Octavia (Laura)	135007	8.46%	C-Class	71254	12.54%	BMW 5 Series	35852	16.53%	S-Class	8520	14.77%
Morning (Picanto)	52359	11.01%	Peugeot 208	173488	10.72%	Corolla	116127	7.28%	Passat (Santana)	68222	12.00%	BMW i4	32672	15.06%	EQS	5357	9.29%
Hyundai i10	51503	10.83%	Opel Corsa	142969	8.84%	Ford Puma	106408	6.67%	3 Series	67330	11.85%	E-Class	30531	14.08%	BMW 7 Series	4747	8.23%
up!	32647	6.87%	C3	137768	8.51%	Audi A3	88679	5.56%	Audi A4	57773	10.17%	EQE	17084	7.88%	SL-Class	3846	6.67%
Twingo	32357	6.80%	Vitz (Yaris)	116830	7.22%	Peugeot 308	86537	5.42%	Skoda Superb	42084	7.40%	Taycan	10894	5.02%	Panamera	3668	6.36%
fortwo	17121	3.60%	Polo	109564	6.77%	Focus	73750	4.62%	4 Series	31750	5.59%	S90/V90 (Volvo Cars)	8713	4.02%	Audi A8	3349	5.81%
Aygo	12691	2.67%	Fabia	71418	4.41%	Megane	70501	4.42%	Arteon	20480	3.60%	Model S	4722	2.18%	BMW 8 Series	2661	4.61%
Abarth 500	610	0.13%	MINI	59914	3.70%	1 Series	60742	3.81%	Polestar 2	20213	3.56%	Lexus ES	4394	2.03%	AMG-GT	2134	3.70%
T03	513	0.11%	i20	57561	3.56%	A-Class	59720	3.74%	S60/V60 (Volvo Cars)	19885	3.50%	Audi A7	3760	1.73%	BMW i7	1579	2.74%
DR1	490	0.10%	Ibiza	53152	3.28%	Leon	57600	3.61%	Audi A5	19140	3.37%	A110	3545	1.63%	Urus	692	1.20%
D2	20	0.00%	Audi A1	47969	2.96%	C4	52889	3.31%	IONIQ 6	9889	1.74%	Audi e-tron GT	3286	1.52%	Supra	620	1.07%
总计	475525	100.00%	总计	1618023	100.00%	总计	1595481	100.00%	总计	568351	100.00%	总计	216893	100.00%	总计	57679	100.00%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧盟 SUV 车型销量上, Model Y 成为 SUV 最畅销单品, 大众 T-Roc 成为主赛道 A 级 SUV 的销量冠军。欧盟 SUV 市场, Model Y 在 B 级 SUV 中销量大幅领先, 也是各级 SUV 中的最畅销车型, 兼具价与量。欧盟 SUV 占比最大的赛道 A 级 SUV 竞争激烈, 大众 T-ROC 以较大优势位列第一, 后续多个车型销量差距较小。

表14: 欧盟 2023 年 SUV 各级别前 12 大车型 (辆)

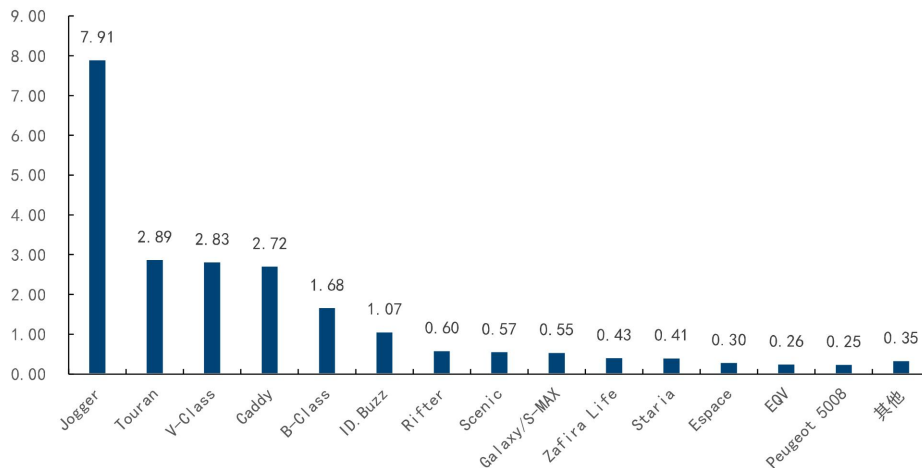
欧标 SUV-A/中标 SUV-A00			欧标 SUV-B/中标 SUV-A0			欧标 SUV-C/中标 SUV-A			欧标 SUV-D/中标 SUV-B			欧标 SUV-E/中标 SUV-C+D		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比

Aygo X	50854	98.51%	Peugeot 2008	133792	17.48%	T-Roc	174418	5.55%	Model Y	184064	19.50%	X5	34272	14.60%
Jimny	769	1.49%	Captur	129581	16.93%	Duster	137733	4.38%	GLC-Class (GLK-Class)	78503	8.32%	GLE-Class (M-Class/ML-Class)	30257	12.89%
			Mokka	71053	9.28%	Tiguan	137075	4.36%	XC60 (Volvo Cars)	65317	6.92%	XC90 (Volvo Cars)	20394	8.69%
			Arona	64063	8.37%	Yaris Cross	133928	4.26%	Enyaq iV	58029	6.15%	Audi Q8	17874	7.62%
			Spring Electric	58127	7.59%	Tucson (ix35)	118574	3.77%	Audi Q5	57227	6.06%	Cayenne	14396	6.13%
			C3 Aircross	51498	6.73%	Sportage	109215	3.48%	RAV4	56774	6.02%	Audi Q8 e-tron	12272	5.23%
			Juke	42331	5.53%	Dualis (Qashqai)	97571	3.11%	X3	53459	5.66%	Touareg	11910	5.07%
			Jeep Avenger	39464	5.16%	T-Cross	90803	2.89%	EV6	25725	2.73%	Range Rover Sport (Land Rover)	11044	4.71%
			Renegade	39355	5.14%	Kuga	89700	2.86%	GLB	23160	2.45%	Audi Q7	10768	4.59%
			Crossland X	37152	4.85%	Peugeot 3008	86787	2.76%	CX-60	22992	2.44%	G-Class	8978	3.83%
			500X	34447	4.50%	Kodiaq	85919	2.73%	IONIQ 5	22780	2.41%	Range Rover (Land Rover)	7594	3.24%
			Ignis	28293	3.70%	Audi Q3	84217	2.68%	ID.5	22358	2.37%	X6	7477	3.19%
总计	51623	100.00%	总计	765528	100.00%	总计	3141539	100.00%	总计	943848	100.00%	总计	234703	100.00%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧盟的MPV市场较小,主要依赖于几个单品,核心车型是达契亚旗下的Jogger,2023年销量不足8万。

图40: 欧盟2023年MPV车型销量(万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧盟新能源车型中,纯电车型丰富度与成熟度高,轻混/油混以及插混/增程车型主要是传统燃油车的混动版,缺乏专业混动的车型。欧盟纯电热销车型中,如MODEL Y/3、ID系列来自于技术成熟、认知度高的新能源品牌或车系,前几大纯电热销车型,除了Fiat 500是A00微型车,其余均是专业新能源平台下的实用车型,产品结构整体较为完善。但混动市场的车型,多为燃油车的混动版,产品力不足。轻混/油混车型,丰田具备明显优势,更多作为燃油车的节能版平替。插混增程车型,多为豪车经典车型的插混版,在三电领域,和国产同级别专注插混、增程的车型比,产品力更显不足。

表15: 欧盟2023年新能源前20车型销量(辆)

纯电				轻混/油混				插混/增程			
车型	品牌	销量	占比	车型	品牌	销量	占比	车型	品牌	销量	占比
Model Y	Tesla	184064	12.35%	Yaris Cross	丰田	112722	4.98%	Kuga	福特	36675	5.08%
Model 3	Tesla	82421	5.53%	Fiat Panda	菲亚特	109846	4.86%	XC60	沃尔沃汽车	31120	4.31%
ID.4	大众	63498	4.26%	Ford Puma	福特	93958	4.15%	GLC-Class (GLK-Class)	梅赛德斯-奔驰	27956	3.87%
Fiat 500	菲亚特	59178	3.97%	Corolla	丰田	76709	3.39%	LYNK & CO 01	领克汽车 (LYNK & CO)	22076	3.06%

Spring Electric	雷诺	58127	3.90%	Fiat 500	菲亚特	73197	3.24%	CUPRA Formentor	SEAT	19153	2.65%
Enyaq iV	斯柯达	58029	3.89%	Dualis	日产	71494	3.16%	O-Class	梅赛德斯-奔驰	19106	2.65%
MG 4	MG	48196	3.23%	Vitz (Yaris)	丰田	70641	3.12%	Tucson (ix35)	现代	17167	2.38%
ID.3	大众	46393	3.11%	Austral	雷诺	67462	2.98%	Audi Q3	奥迪	16873	2.34%
Audi Q4 e-tron	奥迪	45357	3.04%	C-HR	丰田	61976	2.74%	XC40	沃尔沃汽车	16816	2.33%
Peugeot 208	标致	40736	2.73%	Sportage	起亚	61525	2.72%	X1	宝马	16720	2.32%
Megane	雷诺	36371	2.44%	Arkana	雷诺	60217	2.66%	Peugeot 3008	标致	16141	2.24%
CUPRA Born	SEAT	33591	2.25%	Tucson (ix35)	现代	59859	2.65%	3 Series	宝马	15898	2.20%
BMW i4	宝马	32672	2.19%	Captur	雷诺	51289	2.27%	CX-60	马自达	15687	2.17%
iX1	宝马	30144	2.02%	Audi A4	奥迪	49143	2.17%	X5	宝马	14773	2.05%
XC40	沃尔沃汽车	30118	2.02%	Focus	福特	46015	2.03%	Sportage	起亚	14236	1.97%
MINI	MINI	27849	1.87%	C-Class	梅赛德斯-奔驰 (2022-)	42813	1.89%	Audi Q5	奥迪	14093	1.95%
EQA	梅赛德斯-奔驰	27703	1.86%	Ypsilon	Lancia	39651	1.75%	X3	宝马	13488	1.87%
EV6	起亚	25725	1.73%	Golf	大众	36911	1.63%	NIRO	起亚	13158	1.82%
Opel Corsa	欧宝	25248	1.69%	Audi Q5	奥迪	33583	1.48%	GLA-Class	梅赛德斯-奔驰	12789	1.77%
Kona	现代	24868	1.67%	Clio	雷诺	33074	1.46%	Tiguan	大众	12590	1.74%
总计		1490896	100.00%	总计		2262066	100.00%	总计		722004	100.00%

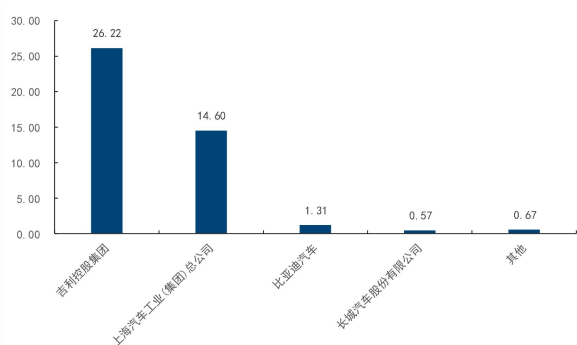
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

中国车企在欧销量大多来自于收购的海外品牌

2023年,中国主机厂在欧盟市场销量主要来自于收购的海外品牌,纯正自主品牌在欧洲市场尚未发力。中国主机厂欧盟销量主要来自于吉利旗下的沃尔沃和上汽旗下的名爵MG,二者贡献了绝大多数的中国车企在欧销量。三四名的中系品牌销量断层下滑,且都是吉利旗下的合资品牌。纯正的自主品牌在欧盟的认知度目前很低,比亚迪、长城等优秀自主品牌在欧盟的市场尚未打开。

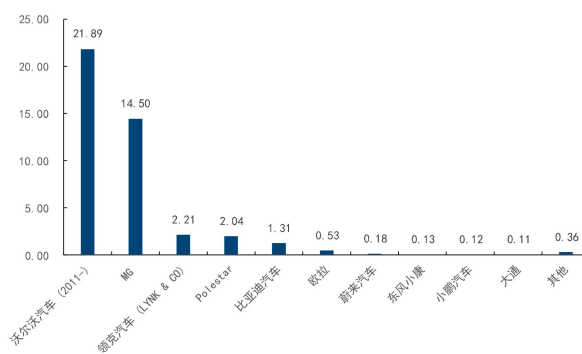
车型上,销量前几的中国主机厂车型也是收购的海外品牌经典车型,在欧销售的国产新能源量很小。欧盟热销的中国车企旗下车型,大多是沃尔沃、名爵的经典燃油车或混动版,纯自主品牌的新能源车量小且为纯电车型。具备强产品力的国产新能源车,尤其是插混/增程车型,并未走进欧盟用户视野。

图41: 2023 中国汽车集团在欧销量排行 (万辆)



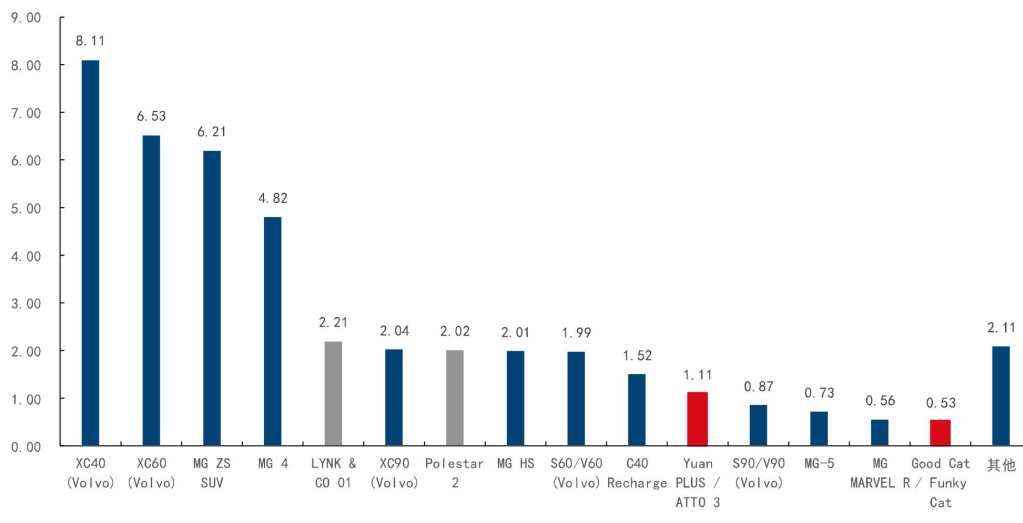
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图42: 2023 中国车企旗下品牌在欧销量排行 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图43: 2023 中国车企旗下车型在欧销量排行（万辆）

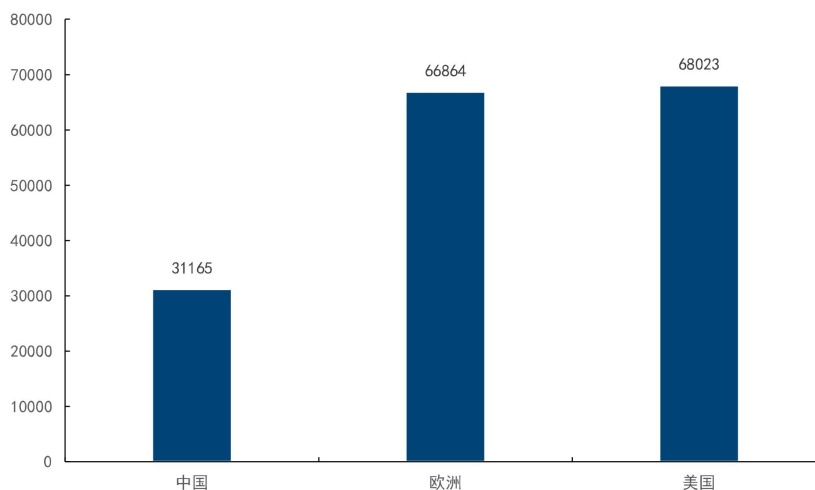


资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧洲汽车消费者购买力强、粘性高

欧盟汽车消费者购买力强。调查数据显示，欧洲销售的电动车均价接近 6.7 万欧元，和美国均价近似，是中国新能源车均价的两倍以上。欧洲用户支付能力强，欧盟乘用车市场尽管销量规模不如国内市场，但价值量不容小觑。

图44: 2023H1 中、欧、美电动车均价（欧元）

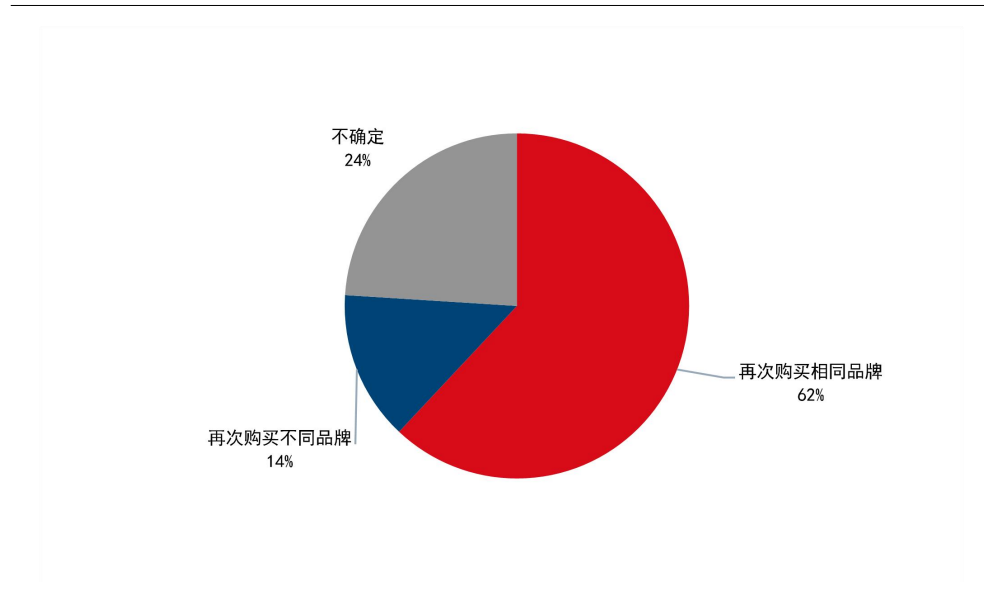


资料来源: 中国国际贸易促进委员会, 国信证券经济研究所整理

欧洲汽车用户有着较高的忠诚度，一定程度上形成了市场壁垒。欧洲本土车企历史悠久、品牌影响力大，欧洲用户在选择换购时也更倾向于相同品牌，调研显示只有 14% 用户明确会尝试换购不同品牌的车型。高用户忠诚度是双刃剑，对新进

入欧洲市场的品牌造成一定障碍，但同时对已经取得一定客户信任的品牌形成有效壁垒。当前国产自主品牌需要突破这层障碍，才能筑起壁垒。

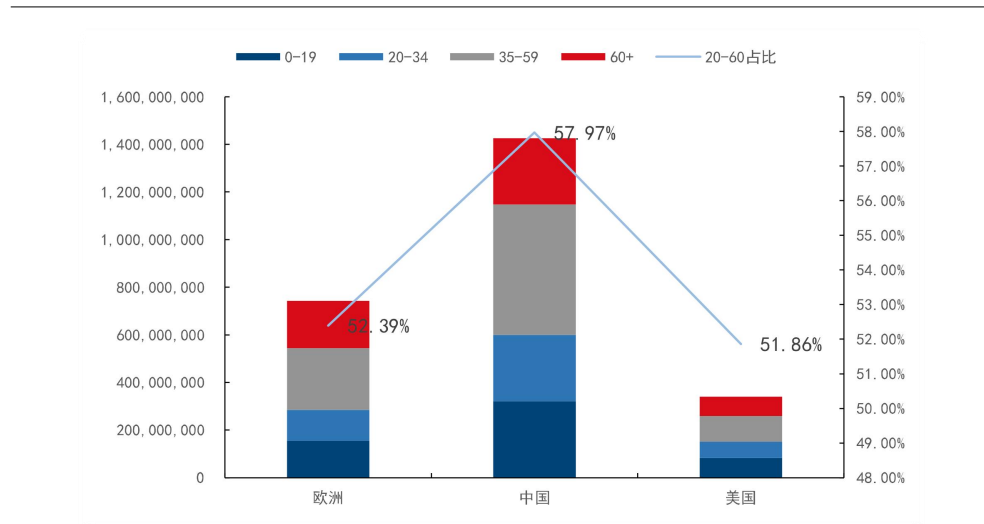
图45: 2023年欧洲购车者的用户忠诚度



资料来源: Bloomberg Intelligence, 国信证券经济研究所整理

欧洲人口年龄结构中，潜在购车者年龄层的比例低于中国，但略高于美国。合理的人口年龄结构，可以保证市场整体规模的延续性，欧洲20-60岁人口即潜在购车人群占比52.39%，乘用车市场需求具备一定稳定性。但欧洲0-19岁、20-34岁人口占比相对较少，长期仍有一定需求衰退的风险。

图46: 2023年欧、中、美人口年龄结构（人）



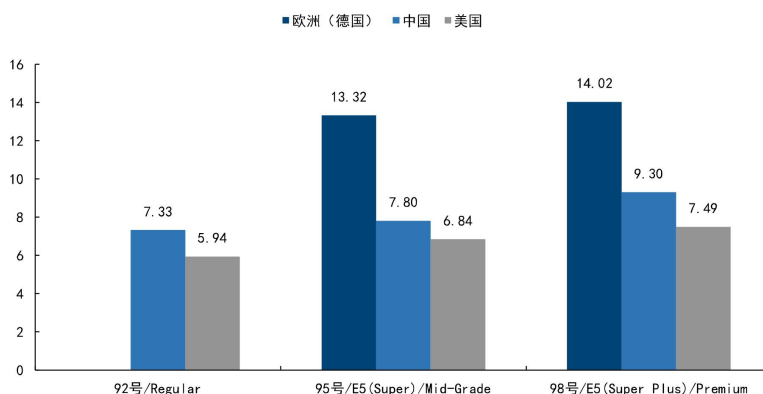
资料来源: Population Pyramid, 国信证券经济研究所整理

扬帆欧洲，中国车企的三大利好因素

欧洲用户对新能源需求强，对海外品牌接受度提升

欧洲能源价格偏高，对新能源车持续有需求。欧洲油品规格较高，且同等级油品单价高于中美，欧洲用户出于燃油经济性和 ESG 观念的影响，对新能源车型有持续的需求。从欧盟较高的新能源车渗透率和热销的油混车型可见一斑。

图47: 2024 年 10 月初能源价格（元人民币）

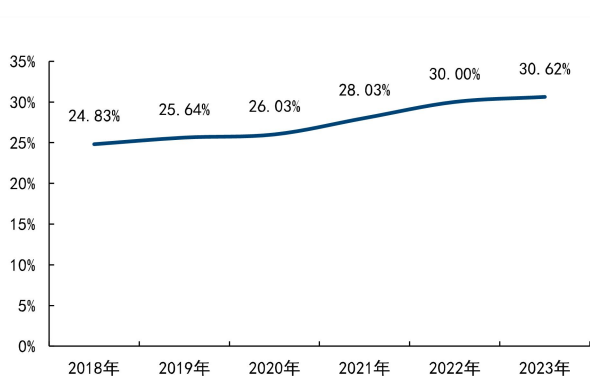


资料来源: autotraveler.ru, 汽油价格网, GAS PRICES, 国信证券经济研究所整理

注: 由 2024 年 10 月初能源价格与汇率测算

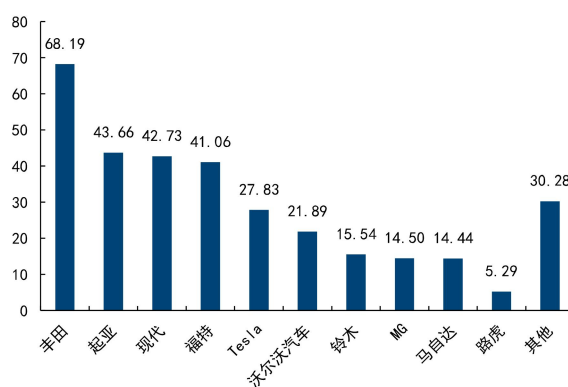
尽管欧洲汽车工业发达、知名车企较多，但用户对于非欧品牌的接受程度日渐提升。欧盟地区非欧系主机厂销量占比从 24.83% 提升至 30.62%；非欧系品牌中，丰田占比连续提升，已经是欧盟销量第二大品牌，起亚、现代、福特紧随其后；丰田的油混车、特斯拉纯电车，在欧盟广受欢迎。

图48: 欧盟市场非欧系汽车集团销量占比走势



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图49: 欧盟市场非欧系品牌 2023 销量排名（万辆）



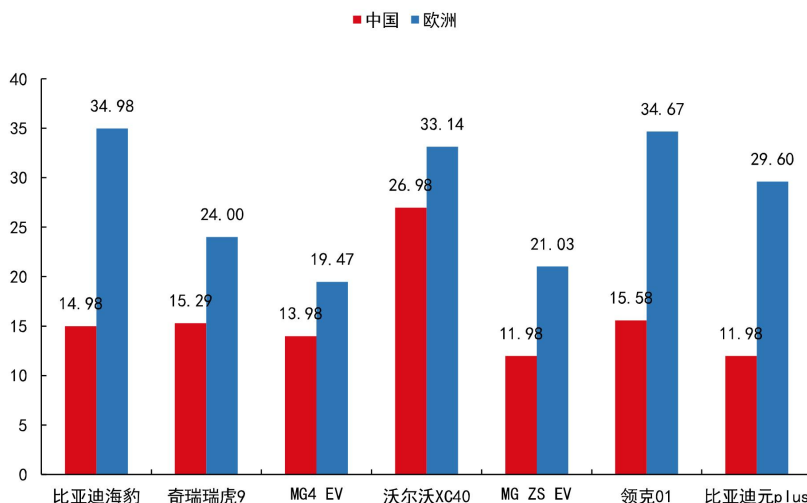
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

欧洲客单价高，中国车型利润垫较厚，有效应对关税

中国主机厂旗下车型，在中欧市场的价差较大，纯正自主品牌车型的价差更为明

显。参考近期汇率，相同车型在中欧两地价差明显，比亚迪、领克等车型，中欧价差在一倍以上。欧洲高价差，带来足够厚的利润垫，可以应对关税、运费、渠道返点等额外支出。

图50: 2024 年中国不同车型中欧售价（万元）



资料来源：比亚迪微信公众号，汽车之家，懂车帝，MG 欧洲官网，volvo 全球官网，chery 全球官网，LYNK & CO 欧洲官网，国信证券经济研究所整理

注：采用 2024 年 10 月初汇率

中欧车企合作根基深厚

中国与欧盟在汽车行业的合作渊源已久，经历多年产品、品牌、股权上的合作，形成了强有力的纽带，这是中国车企进军欧盟市场的重要基础。过去十几年间，中国主机厂多次收购欧洲老牌汽车品牌，如沃尔沃、名爵、宝沃、萨博等。吉利集团在海外并购中，收购戴姆勒集团股权，并合资成立多个子品牌。

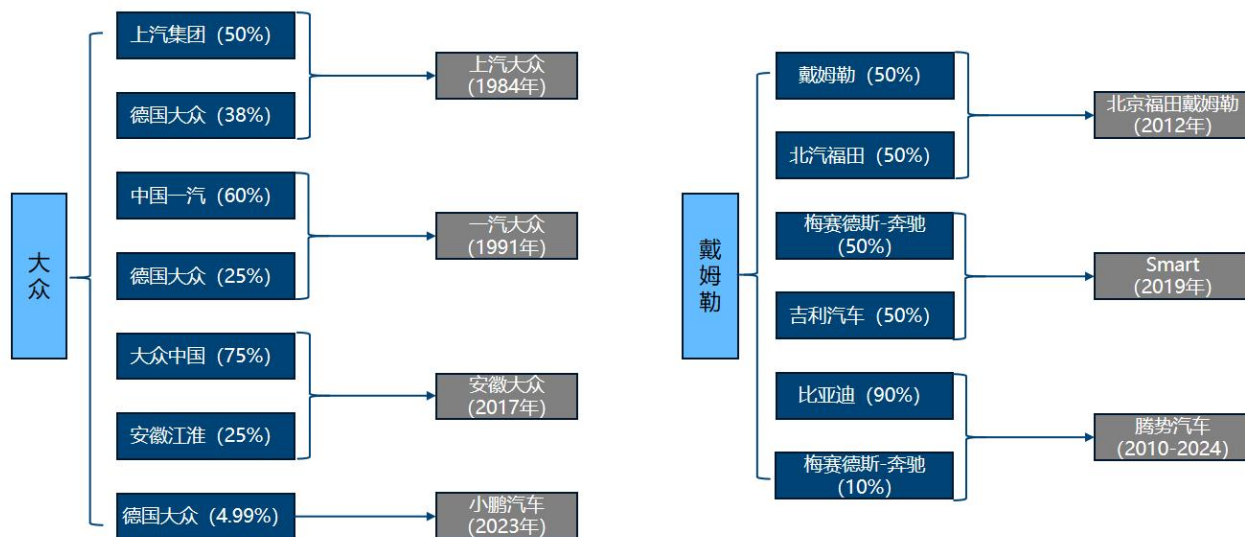
表 16: 中国车企的在欧投资与收购（部分）

投资方	被投资方	时间	事件进程
吉利	沃尔沃	2010 年	吉利完成对福特汽车公司旗下沃尔沃轿车公司的全部股份收购。
	戴姆勒	2018 年	吉利收购戴姆勒占比 9.69% 的具有表决权的股份，成为戴姆勒第一大股东。
上汽	名爵	2008 年	上汽集团全面收购南汽，名爵成为上汽自主品牌。
北汽福田	宝沃	2014 年	中国北汽福田汽车全资收购宝沃汽车。
北汽	萨博	2009 年	北京汽车集团有限公司以 2 亿美元成功收购瑞典萨博汽车公司的相关知识产权。

资料来源：吉利汽车微信公众号，汽车之家，中新网，太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

欧洲车企也积极参与进对华合作中，或对中国主机厂进行股权投资。早期欧洲老牌车企通过合资进入中国，大众从 80 年代开始便积极参与中国车市，先后与上汽、一汽、江淮合资成立上汽大众、一汽大众、大众安徽；随着造车新势力的崛起，大众投资了小鹏汽车。戴姆勒集团即如今的梅赛德斯奔驰集团，在乘商领域都投资中国市场，与国内自主品牌巨头比亚迪、吉利都有过品牌合作。

图51：欧洲车企与中国企业的投资与合作（部分）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

亚非拉澳：自主品牌出海的高增长区域

亚非拉等地区乘用车市场结构

根据上文区域分类方式，全球市场除了欧洲、中国地区、美日印韩之外的其他地区整体销量约为 900 万辆，此类地区包括中亚南亚、东南亚、中东、拉美、非洲等地，以及加拿大、澳大利亚、以色列等国。其中拉美、东南亚销量相对较多，2023 年拉美地区乘用车市场规模约 300 万辆；东南亚地区乘用车市场销量在近年也恢复至过去高点。

表17：亚非拉等地区乘用车销量（万辆）

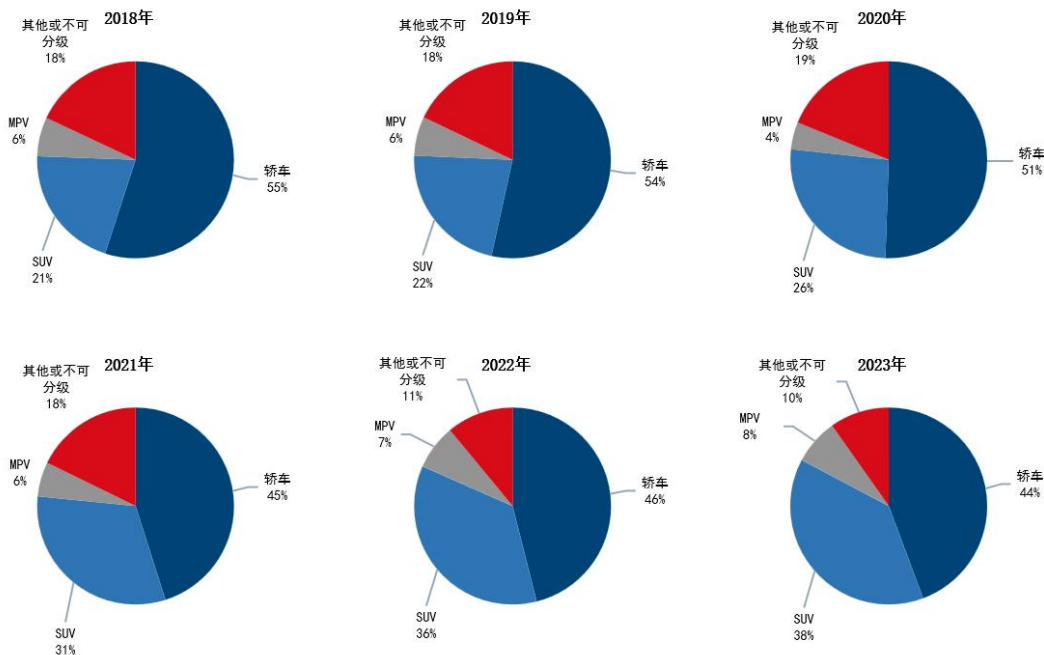
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
拉美	431.71	404.80	278.75	288.48	290.14	299.96
东南亚	252.79	249.78	173.41	196.29	244.96	256.59
其他	182.09	164.16	128.63	146.51	141.45	152.35
中东	87.53	100.01	78.27	95.98	106.12	121.62
非洲	50.99	48.16	41.43	51.87	49.72	41.73
中亚南亚	47.59	49.89	46.51	30.94	30.34	24.57
总计	1052.71	1016.80	746.99	810.08	862.73	896.83

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

注：有部分国家未进入统计口径，导致误差。表中“其他”包括澳洲、加拿大、以色列等地区。

亚非拉等地各类型乘用车销量结构上，Van 及广义乘用车等车型占比大幅减少，同时也出现了 SUV 替代轿车需求的现象。亚非拉等地乘用车销量，在 2018 年有 18% 来自于 Van 或广义乘用车等分级不明确的车型，至 2023 年此类型车占比已降至 10%。SUV 销量占比由 2018 年的 21% 提升至 2023 年的 38%，轿车占比相应减少。

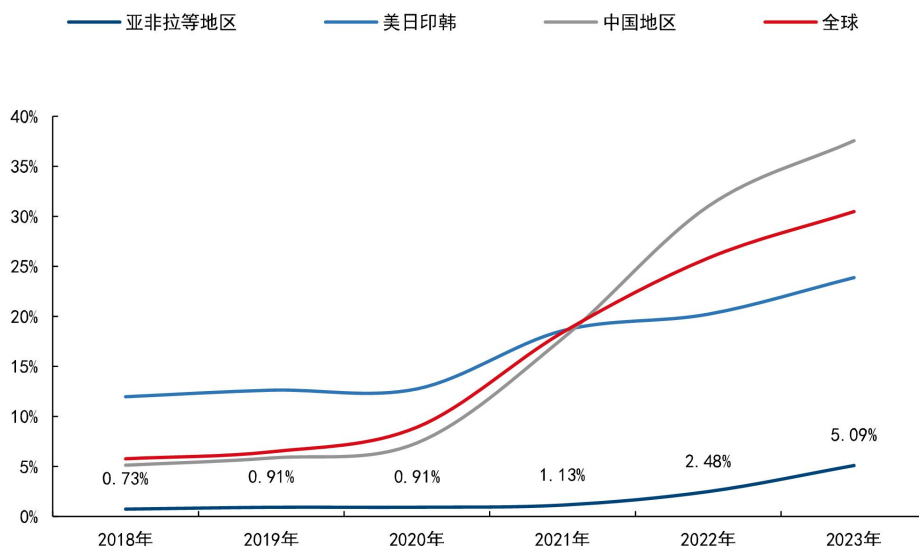
图52: 亚非拉等地乘用车市场车类型结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地区新能源车渗透率较低, 但最近一年有增速提升的趋势。亚非拉等地区新能源车渗透率较低, 2022年以前一直在1%左右, 2023年新能源车渗透率5.09%, 同比提升2.61个百分点, 新能源渗透率的提升蓄势待发。

图53: 亚非拉等地乘用车新能源率及对比

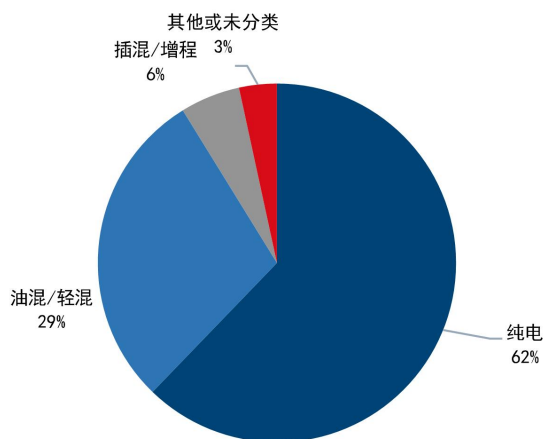


资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地区的新能源车型主要是纯电和油混/轻混车型, 插混/增程仅有6%。亚非拉等地区2023年新能源车销量中, 纯电车型占比62%, 油混/轻混占比29%, 主

要是特斯拉、丰田两大知名品牌贡献的销量。市场对插混/增程类车型的认识度不高。

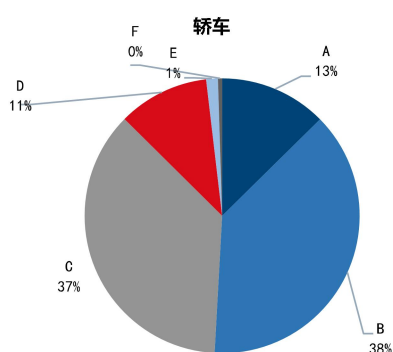
图54: 亚非拉等地新能源车能源结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

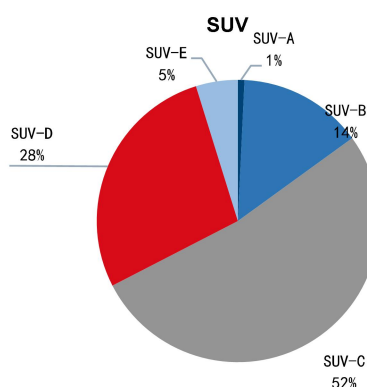
亚非拉等地区乘用车尺寸销量结构和欧盟地区近似, 以小型车为主。亚非拉等地区的 2023 年轿车销量中, 中标 A0 级小型车和 A 级紧凑型车合计占比 75%, A00 级微型车占比 13%, 甚至高于 B 级及以上车型之和。大尺寸车型在 SUV 中占比高于轿车, 中标 A 级 SUV 占比过半, B 级 SUV 占比 28%, 中大型和全尺寸 SUV 占比也有 5%。

图55: 2023 亚非拉等地轿车各级别销量占比



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图56: 2023 亚非拉等地 SUV 各级别销量占比



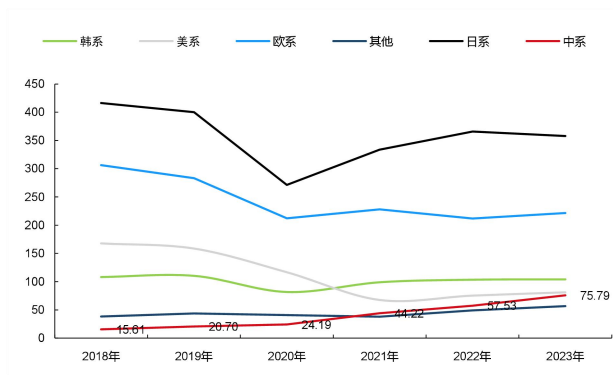
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地乘用车市场的竞争格局

亚非拉等地区乘用车市场特点是缺乏强有力的本土汽车工业和知名当地品牌, 对

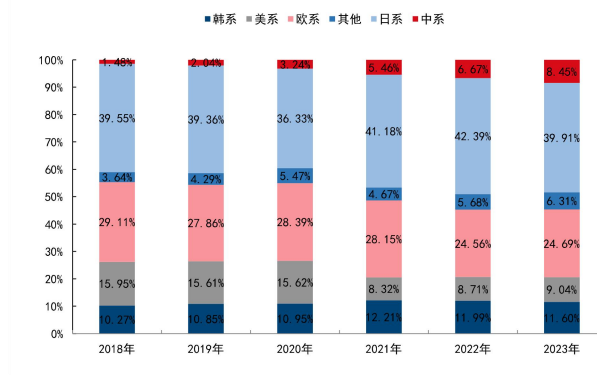
于各国主流车企而言，竞争相对市场化，日系车企长期在亚非拉等地占据大份额。日系车企在亚非拉等地占比常年保持高且稳定，整体维持在40%左右。美系、欧系车近年占比有明显下降。中系车占比持续增长，2023年占比8.45%，仍有较大增长空间。

图57: 亚非拉等地市场各国/地区车企销量（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图58: 各地区车企在亚非拉等地的占比变化



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地区销量前十的汽车集团中，丰田较大优势领先，2023年占比22.29%，Stellantis集团位列第三，中国车企尚未进入前十。亚非拉等地区头部销量车企，以日韩系车企以及主打中低端的欧洲车企为主，豪华车企、新能源车企、中国车企未进入前十。丰田集团在亚非拉等汽车工业不发达地区长期保持领先地位；现代-起亚、Stellantis近年相对稳定，2023年位列第二第三；雷诺-日产、通用集团、大众等车企近年来销量下滑严重。

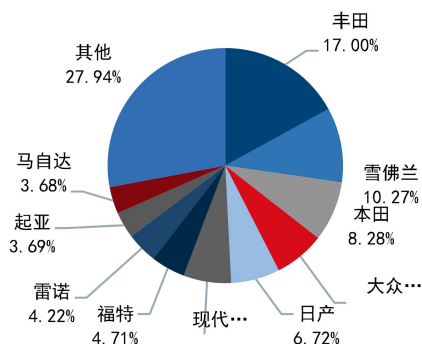
表18: 亚非拉等地区乘用车销售十大集团（万辆）

车企集团	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2023年占比
丰田集团	198.81	197.88	133.33	173.83	195.42	199.91	22.29%
现代-起亚汽车集团	108.09	110.28	81.80	98.92	103.46	104.03	11.60%
Stellantis	67.02	62.44	50.43	68.66	70.41	70.25	7.83%
雷诺-日产联盟	119.61	109.71	75.56	73.97	63.85	66.72	7.44%
大众集团	88.33	84.48	65.69	64.59	55.59	62.35	6.95%
通用集团	117.03	116.39	89.67	50.52	56.88	56.17	6.26%
本田	87.88	78.40	51.46	50.11	53.08	51.90	5.79%
Perodua	22.73	24.04	22.02	19.03	28.20	33.03	3.68%
马自达	38.71	36.27	28.01	29.77	29.31	30.75	3.43%
三菱	38.14	39.60	23.22	30.38	33.10	30.10	3.36%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

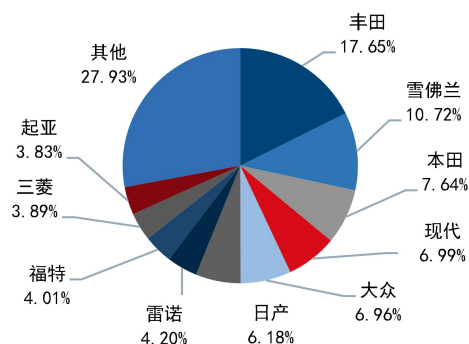
亚非拉等地乘用车销量品牌集中度略微下降，但丰田的市占率稳中上升。前十大品牌市占率从2018年的72%降至2023年的64%，在竞争加剧的情况下，亚非拉等地销量头部车企——丰田集团市占率逆势增长，进一步巩固领先地位。欧美车企品牌整体下滑，雪佛兰从10%以上市占率降至5.76%，福特、雷诺跌出前十。

图59: 2018 年亚非拉等市场十大品牌



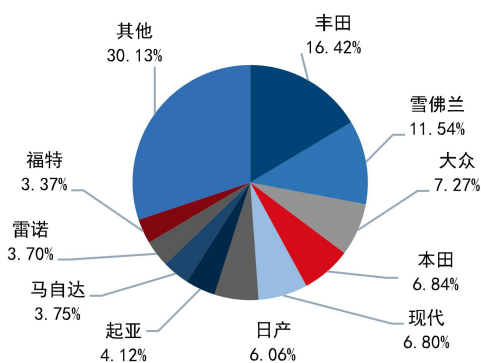
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图60: 2019 年亚非拉等市场十大品牌



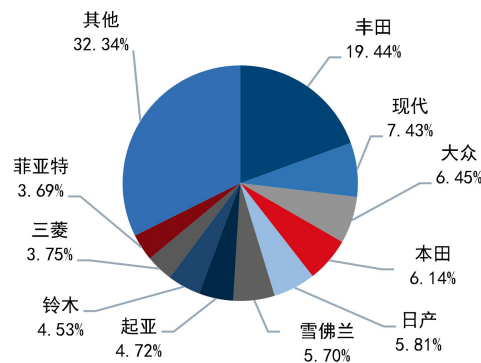
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图61: 2020 年亚非拉等市场十大品牌



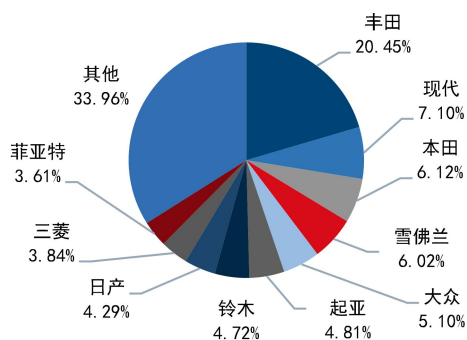
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图62: 2021 年亚非拉等市场十大品牌



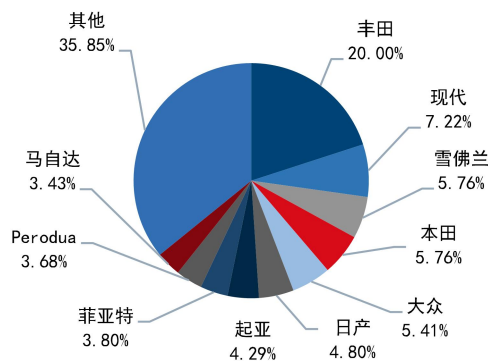
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图63: 2022 年亚非拉等市场十大品牌



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图64: 2023 年亚非拉等市场十大品牌



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地 2023 年轿车市场, 丰田旗下车型在多个级别都有领先, 深受海外市场认可。在规模最大的 A0 级和 A 级车市场, 丰田 Yaris 力压雪佛兰科沃兹海外版, 成为最畅销的小型车, 经典车型卡罗拉稳居 A 级车销量第一。中高端市场, B/C 级轿车里, 丰田旗下凯美瑞和雷克萨斯 ES 断崖式领先, 销量均是各赛道第二名两

倍以上。特别地，B 级轿车中，特斯拉 Model 3 仅次于卡罗拉位列第二，第三名是上汽旗下的名爵 MG 5，新能源车和中国车企在亚非拉等地开拓市场的进程已经看到成效。

表19: 亚非拉等地 2023 年轿车各级别前 12 大车型 (辆)

欧标 A/中标 A00			欧标 B/中标 A0			欧标 C/中标 A			欧标 D/中标 B			欧标 E/中标 C			欧标 F/中标 D		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Kwid	94250	18.80%	Vitz (Yaris)	142754	9.39%	Corolla	177128	12.19%	Camry	101594	23.89%	Lexus ES	16279	29.66%	Porsche 911	4325	22.49%
Axia	83384	16.63%	Onix	137585	9.05%	HB20	129388	8.90%	Model 3	50201	11.80%	E-Class	6959	12.68%	Corvette	3391	17.63%
Mobi	77365	15.43%	Polo	137013	9.01%	Nissan Versa	89988	6.19%	MG-5 (Sedan)	33205	7.81%	BMW 5 Series	5126	9.34%	S-Class	2165	11.26%
Brio	64704	12.91%	Cronos	94971	6.25%	Honda City	82508	5.68%	3 Series	22443	5.28%	BMW i4	2758	5.03%	Panamera	1309	6.81%
Agya	38771	7.73%	Bezza	81030	5.33%	Onix Plus	74887	5.15%	Atenza (Mazda 6)	18603	4.37%	Taycan	2398	4.37%	Supra	1133	5.89%
Morning (Picanto)	27338	5.45%	Vios	72632	4.78%	Avante (Elantra)	69196	4.76%	Sonata	18323	4.31%	Chrysler 300 series (Chrysler (2009-))	2180	3.97%	BMW 7 Series	1129	5.87%
AYLA	23758	4.74%	Myvi	71267	4.69%	Saga	67976	4.68%	Taurus	17487	4.11%	Genesis G80	1748	3.19%	EQS	697	3.62%
Etios/Etios Liva	23163	4.62%	Argo	68963	4.54%	Axela (Mazda 3)	63398	4.36%	C-Class	17171	4.04%	Audi A6	1714	3.12%	BMW 8 Series	544	2.83%
Alto	21172	4.22%	Peugeot 208	63928	4.20%	Civic	57769	3.98%	Accord	17033	4.00%	Cadillac CT5	1427	2.60%	BMW i7	512	2.66%
Hyundai i10	9494	1.89%	Rio	55859	3.67%	Yaris ATIV	55527	3.82%	Optima	9975	2.35%	Maxima	1391	2.53%	Lexus LS	500	2.60%
Iriz	7201	1.44%	Swift	55644	3.66%	City	43262	2.98%	Altima	8016	1.88%	Crown	1254	2.28%	Audi A8	498	2.59%
Wuling AirEV	6066	1.21%	Aveo	52277	3.44%	Sentra	42737	2.94%	Mustang	7172	1.69%	EQE	1236	2.25%	Mercedes-AMG GT	370	1.92%
总计	501358	100.00%	总计	1520584	100.00%	总计	1453068	100.00%	总计	425324	100.00%	总计	54882	100.00%	总计	19232	100.00%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地 2023 年 SUV 市场，丰田车型也依然保持了 A 级及以上 SUV 的领先地位。销量规模最大的赛道 A 级 SUV 中，SUV 版卡罗拉位列第一；B 级 SUV 中，丰田旗下 Fortuner、RAV4 位列第一第二；丰田陆巡在 C 级及全尺寸 SUV 中，市占率 33.76%，量价兼备，雷克萨斯 RX 也有近一万的销量。

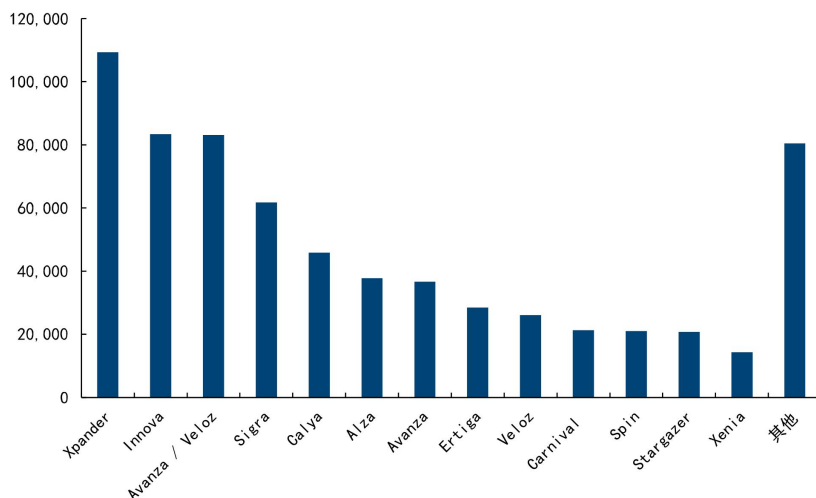
表20: 亚非拉等地 2023 年 SUV 各级别前 12 大车型 (辆)

欧标 SUV-A/中标 SUV-A00			欧标 SUV-B/中标 SUV-A0			欧标 SUV-C/中标 SUV-A			欧标 SUV-D/中标 SUV-B			欧标 SUV-E/中标 SUV-C+D		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
S-Presso	14081	54.63%	Tracker	83092	16.90%	Corolla Cross	152453	8.44%	Fortuner	98288	10.27%	Land Cruiser	55871	33.76%
Jimmy	11660	45.23%	Rush	75302	15.31%	HR-V	118649	6.57%	RAV4	52302	5.47%	Lexus RX	9960	6.02%
KUV100	36	0.14%	Renegade	53165	10.81%	Creta (ix25)	94040	5.21%	Everest	49780	5.20%	X5	9790	5.91%
			Fiat Pulse	47267	9.61%	T-Cross	90080	4.99%	MU-X	43428	4.54%	Pajero (Montero)	8683	5.25%
			Raize	45828	9.32%	Kicks	67665	3.75%	H6	39003	4.08%	GLE-Class (M-Class/ML-Class)	6679	4.04%
			WR-V	35209	7.16%	CX-5	66083	3.66%	Model Y	38748	4.05%	Tahoe	6632	4.01%
			BR-V	30391	6.18%	Tucson (ix35)	65706	3.64%	CR-V	38601	4.04%	Range Rover (Land Rover (2008-))	6623	4.00%
			CX-3	26334	5.35%	Compass (Jeep (2009-))	63532	3.52%	Outlander	36542	3.82%	Lexus LX	6520	3.94%
			Terios/Be-go	24226	4.93%	Nivus	56743	3.14%	Territory	33913	3.54%	Yukon	6155	3.72%
			Ignis	13450	2.73%	MG ZS SUV	52413	2.90%	Pajero Sport	33729	3.53%	Cayenne	5838	3.53%
			Magnite	8884	1.81%	Yuan PLUS / ATTO 3	49857	2.76%	Land Cruiser Prado	33113	3.46%	XC90 (Volvo Cars (2011-))	4187	2.53%
总计	25777	100.00%	总计	491798	100.00%	总计	1806316	100.00%	总计	956652	100.00%	总计	165516	100.00%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

MPV 车型在亚非拉等地占比较低，车型以高性价比 MPV 为主，销量第一的车型是三菱旗下的 Xpander，是一款紧凑型 MPV。

图65: 亚非拉等地 2023 年 MPV 车型销量 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

亚非拉等地的新能源车型中, 中国车企的纯电车型已经有一定认知度, 国产插混/增程车型的市场仍未打开。亚非拉等地新能源车以纯电车型为主, 其中除了特斯拉以外, 比亚迪的元、海豚等都有一定销量。油混/轻混车型仍以日系车型和欧系燃油车混动版为主。插混车型中, 比亚迪宋尽管排名第一, 但绝对销量仍有较大空间。

表21: 亚非拉等地区 2023 年新能源车型销量 (辆)

纯电			油混/轻混			插混/增程		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Model 3	50201	17.68%	Innova	27705	20.95%	Song PLUS	7669	31.07%
Yuan PLUS / ATTO 3	49857	17.56%	Camry	19551	14.79%	MG HS	3457	14.01%
Model Y	38748	13.64%	XL7	7898	5.97%	3 Series	2125	8.61%
Dolphin	17909	6.31%	Corolla Cross	7651	5.79%	H6	1167	4.73%
Neta V	12958	4.56%	Yaris Cross	7576	5.73%	E-Class	1163	4.71%
IONIQ 5	10615	3.74%	Lexus ES	7569	5.72%	BMW 5 Series	1078	4.37%
MG 4	9693	3.41%	Ertiga	6829	5.17%	O-Class	1054	4.27%
Good Cat / Funky Cat	8206	2.89%	Kicks	6661	5.04%	Cayenne	748	3.03%
Geometry C	7185	2.53%	Highlander	6091	4.61%	XC60 (Volvo Cars (2011-))	729	2.95%
Wuling AirEV	6066	2.14%	X90	5204	3.94%	GLC-Class (GLK-Class)	702	2.84%
IONIQ 6	4628	1.63%	Prius	3703	2.80%	Song	596	2.41%
MG EP	4181	1.47%	Jolion	3675	2.78%	X3	439	1.78%
iX	3344	1.18%	H6	2446	1.85%	BMW XM	425	1.72%
Haibao/Seal	3321	1.17%	RAV4	2317	1.75%	X5	401	1.62%
Leaf	3119	1.10%	MG VS	2269	1.72%	Coffee 01	396	1.60%
Polestar 2	2979	1.05%	Lexus RX	1800	1.36%	V60 (Volvo Cars (2011-))	295	1.20%
Chevrolet Bolt	2829	1.00%	Sonata	1712	1.29%	Panamera	281	1.14%
C40 Recharge	2808	0.99%	Grand Vitara	1575	1.19%	S-Class	276	1.12%
BMW i4	2758	0.97%	CR-V	1527	1.15%	XC90 (Volvo Cars (2011-))	266	1.08%
Taycan	2398	0.84%	Corolla	1481	1.12%	Lexus RX	206	0.83%
总计	283983	100.00%	总计	132212	100.00%	总计	24681	100.00%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

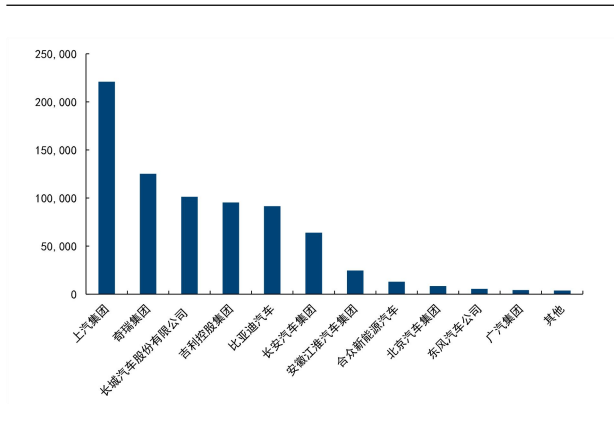
注: 新能源类型分类不明确的车型销量未计入统计表

亚非拉等地区中国车企及产品销售表现

中国车企及旗下品牌在亚非拉等地区销量，以自主品牌为主，各大自主品牌主机厂都在积极进军亚非拉市场。2023年，中国车企亚非拉等地区销量，上汽依托旗下名爵排名第一；自主品牌奇瑞、比亚迪、哈弗、长安、吉利都有积极进展，江淮汽车旗下乘用车在海外也有一定销量。

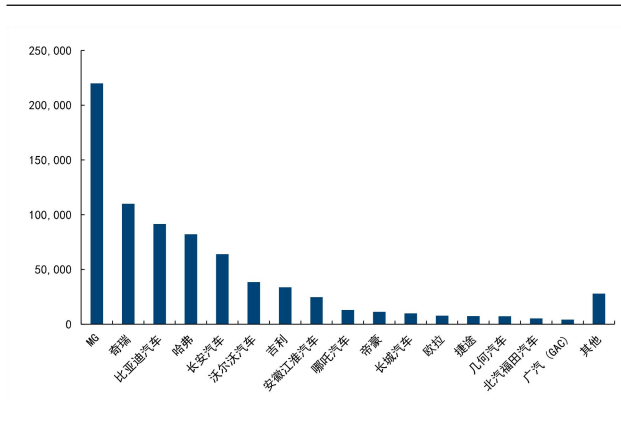
自主品牌在亚非拉等地，新能源车型、传统燃油车均有市场。得益于奇瑞、哈弗等品牌在海外的不断努力，燃油车型哈弗H6、瑞虎系列在亚非拉等地率先打开市场；比亚迪外销版的ATTO 3即元，以及海豚，则不断开拓亚非拉等地的纯电市场。

图66: 2023 中国汽车集团在亚非拉等地销量排行（辆）



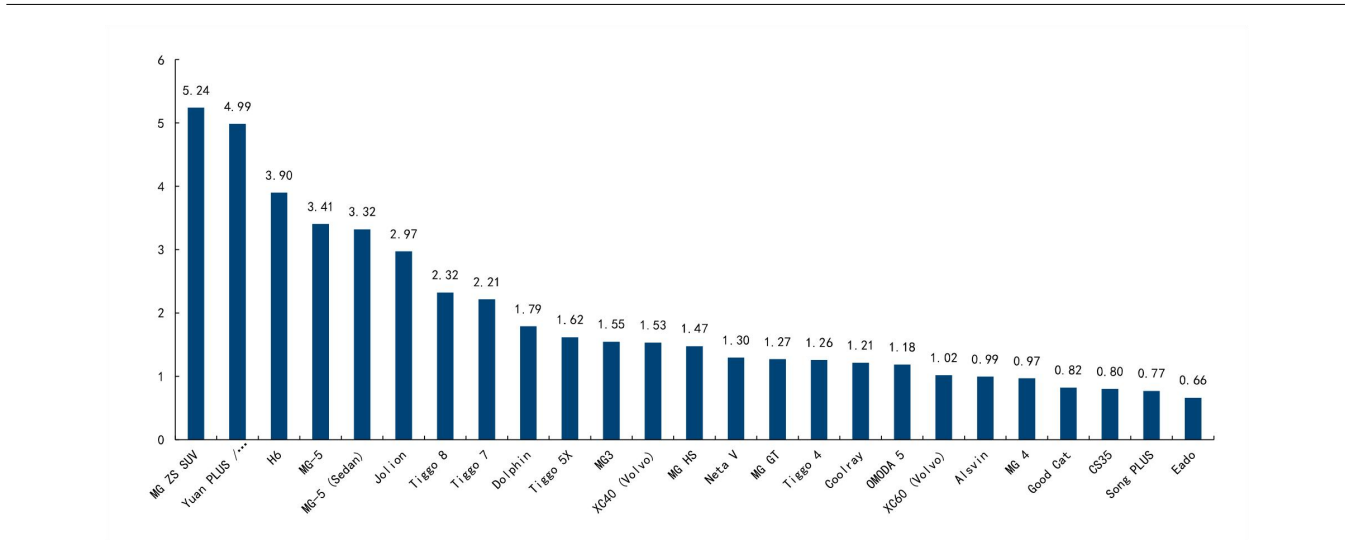
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图67: 2023 中国车企旗下品牌在亚非拉等地销量排行（辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图68: 2023 中国车企旗下车型在亚非拉等地销量排行（万辆）



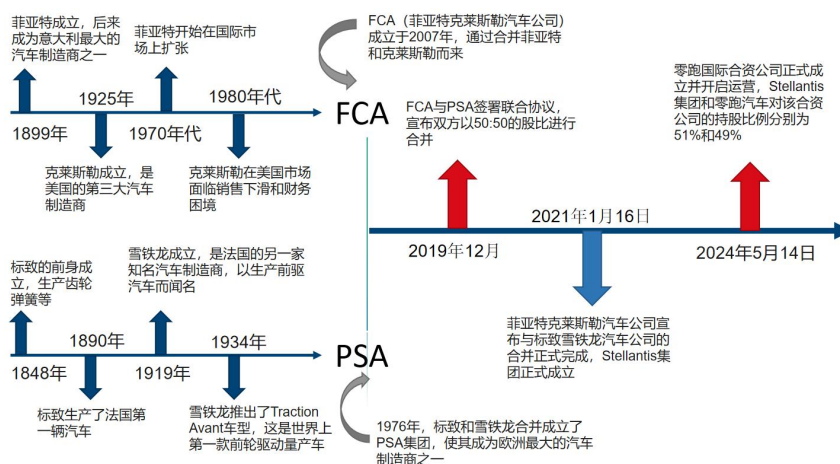
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

Stellantis：强强联合成立的国际汽车集团

Stellantis 前身历史悠久，集团旗下品牌众多

Stellantis 集团是全球汽车制造商，由菲亚特克莱斯勒汽车公司（FCA）与标致雪铁龙集团（PSA）合并而成。Stellantis 集团由四大汽车制造商经历多次合并而成，是百年欧美汽车工业史的缩影。PSA 的历史最早可以追溯到 19 世纪，标致公司成立并生产了法国第一辆汽车，雪铁龙公司在 1919 年成立并在 1934 年推出世界首款前驱量产车，二者于 1976 合并成立 PSA 集团。FCA 由意大利汽车制造商菲亚特和美国汽车制造商克莱斯勒与 2007 年合并成立，菲亚特和克莱斯勒也拥有着百年历史。2019 年 12 月 FCA 集团和 PSA 集团签署协议，将以 50:50 股比进行合并，并在 2021 年 1 月正式完成合并，成立现如今的 Stellantis 集团。

图69: Stellantis 历史沿革



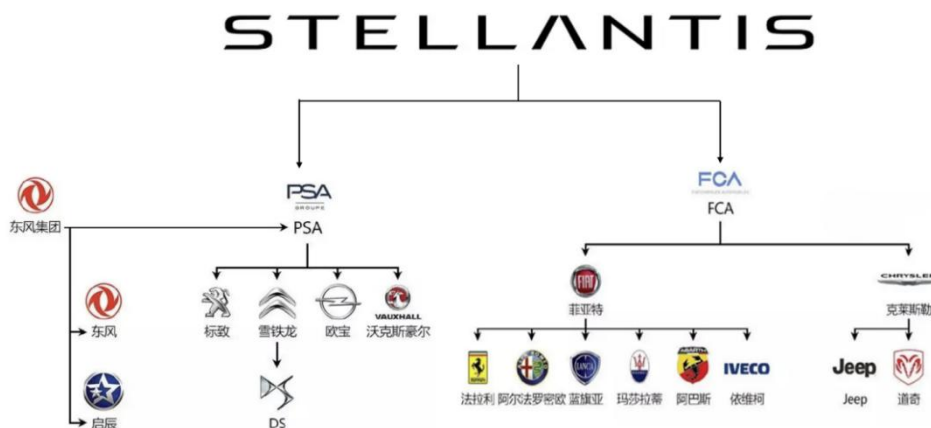
资料来源：车视头条官方，国信证券经济研究所整理

Stellantis 集团旗下拥有 15 个汽车品牌，还有专业的移动出行、金融、零部件、汽车服务业务，具备多元化且具有竞争力的品牌架构。公司旗下品牌包括：

1. 主流品牌：标致、菲亚特、雪铁龙、欧宝、沃克斯豪尔；
2. 豪华品牌：阿尔法·罗密欧、DS、蓝旗亚；
3. 个性化品牌：Jeep、RAM、阿巴斯、道奇；
4. 超豪华品牌：玛莎拉蒂、法拉利；
5. 商用品牌：依维柯、菲亚特商用；

公司产品覆盖了从超豪华、豪华、主流乘用车到重型皮卡、SUV 和轻型商务车等几乎所有细分市场。此外，Stellantis 集团还致力于提供移动出行解决方案，并在全球范围内拥有 40 万名员工。

图70: Stellantis 旗下的品牌矩阵

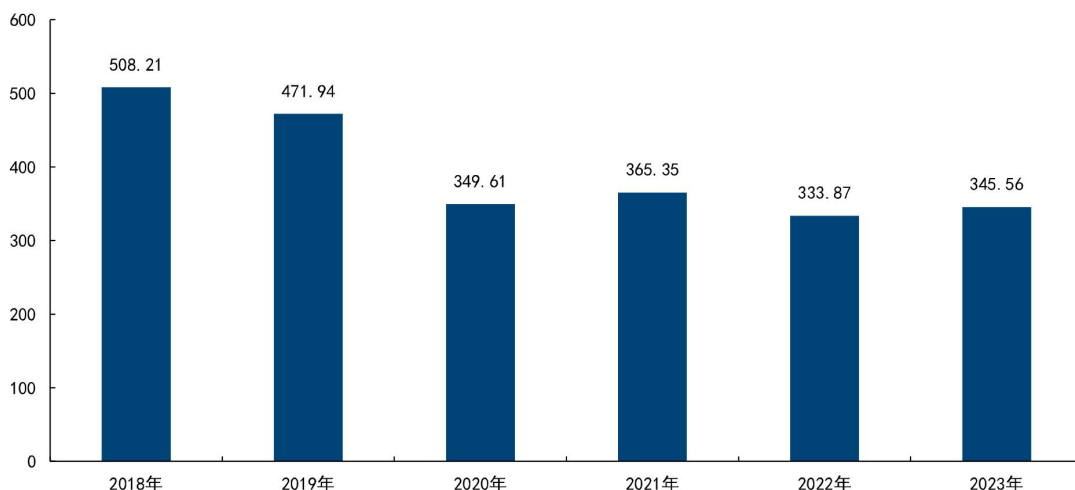


资料来源：懂车帝，国信证券经济研究所整理

Stellantis 的主要市场在欧洲

Stellantis 集团全球销量较合并之前有所下滑，其产品的核心市场是欧洲和亚非拉等地。2023 年 Stellantis 集团全球乘用车销量 345.56 万辆，同比有所复苏，但相比 2018 年的 508 万辆，依然有大幅下滑。Stellantis 的主要市场为欧洲市场，2023 年在欧盟和欧洲非欧盟成员国销量占比分别为 55.45%、15.97%；第二大消费市场为亚非拉等地，占比 20.33%；Stellantis 在中国地区、美日印韩这类汽车工业发达的地区，销量已经缩减至低位。

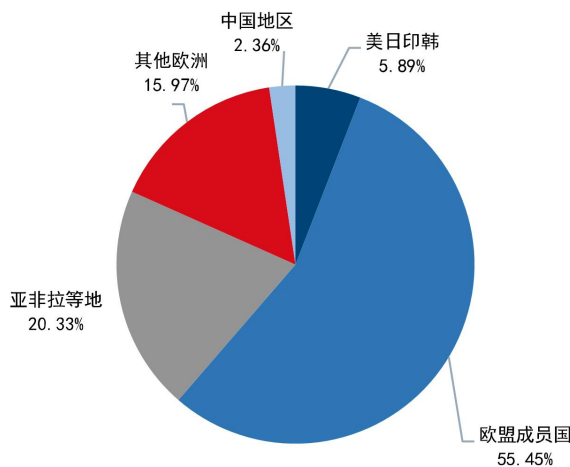
图71: Stellantis 集团近年来全球销量（万辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

注：2020 年及以前销量为 FCA、PSA 两集团销量加总

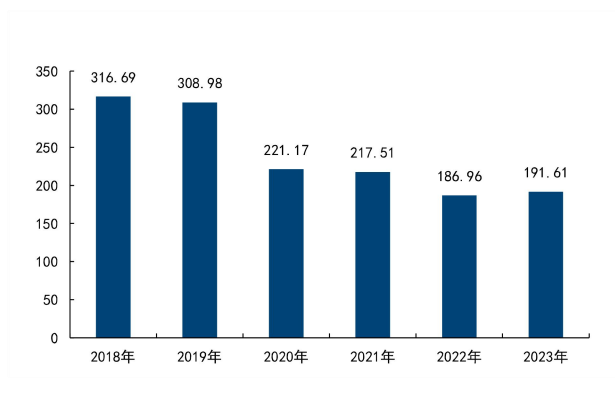
图72: 2023年Stellantis销量全球分布



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

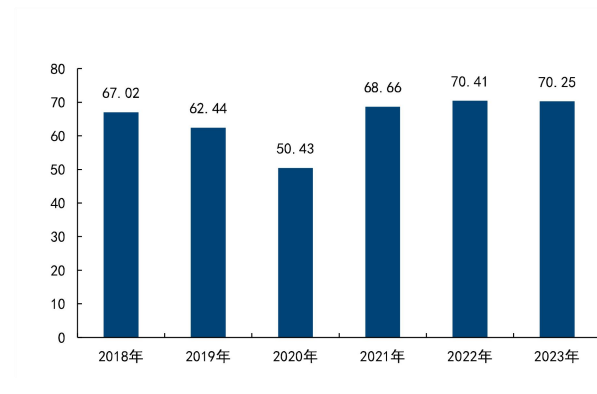
Stellantis 在欧盟市场销量明显下滑，亚非拉等地销量保持稳定。Stellantis 旗下产品在汽车工业强、竞争激烈的地区显现出颓势，合并之后在欧洲本土的销量下滑明显，逐渐被大众集团拉开距离，在汽车工业薄弱、消费力较低的亚非拉等地销量保持稳定。

图73: Stellantis 集团近年欧盟销量（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

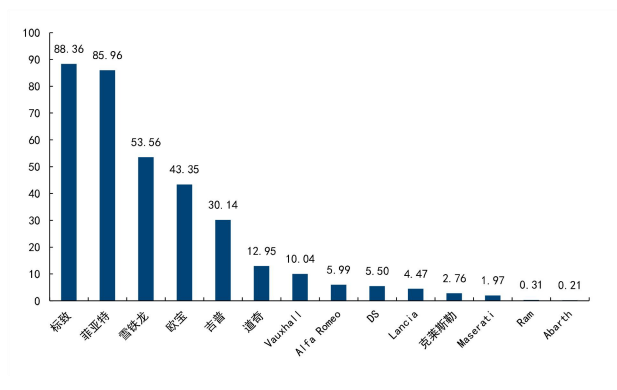
图74: Stellantis 集团近年亚非拉等地销量（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

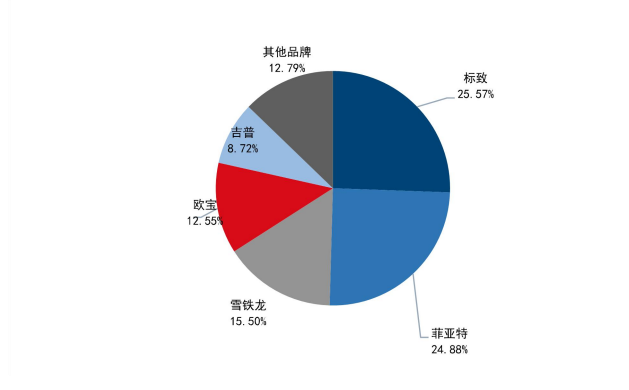
Stellantis 的销量主要依靠标致、菲亚特、雪铁龙、欧宝四个主流品牌。全球范围内，标致、菲亚特是公司主力品牌，雪铁龙、欧宝以及吉普也有不错的销量。欧盟市场，标致受众更广；亚非拉等地，菲亚特销量更高，吉普也有一定市场。

图75: 2023年Stellantis旗下品牌全球销量(万辆)



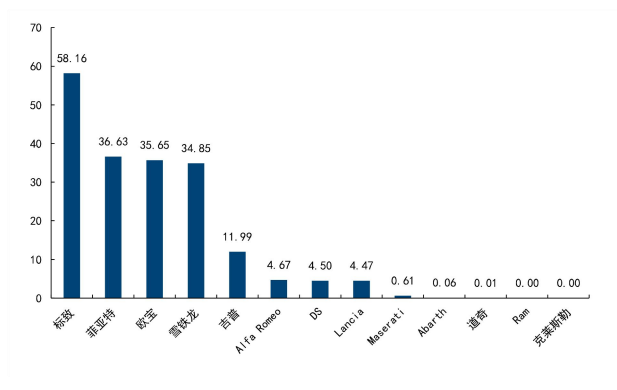
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图76: 2023年Stellantis旗下品牌全球销量结构



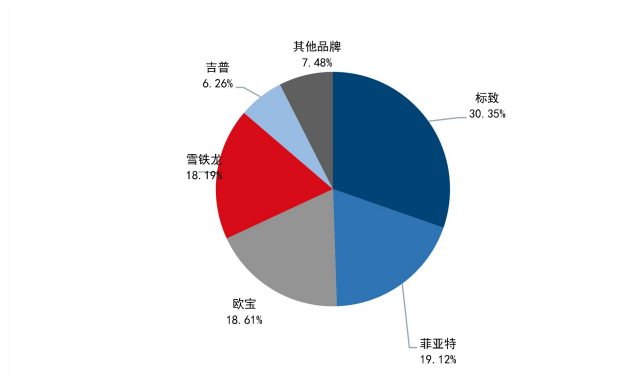
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图77: 2023年Stellantis旗下品牌欧盟销量(万辆)



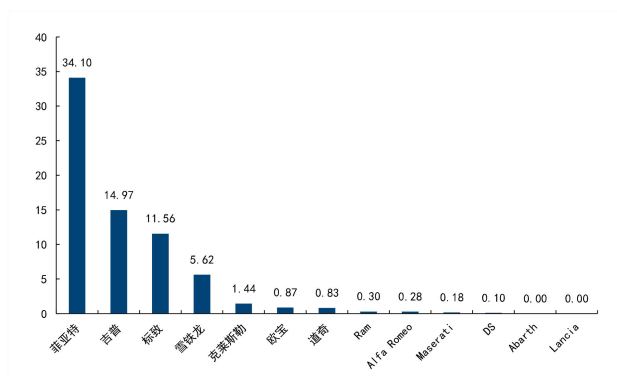
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图78: 2023年Stellantis旗下品牌欧盟销量结构



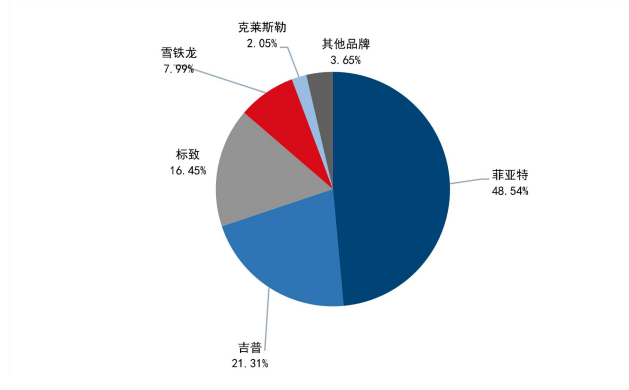
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图79: 2023年Stellantis旗下品牌亚非拉等地销量(万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

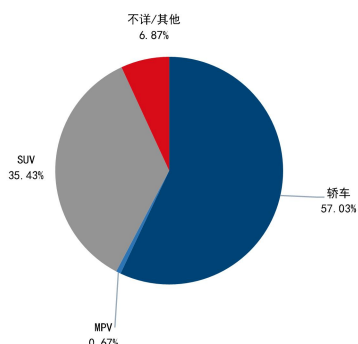
图80: 2023年Stellantis旗下品牌亚非拉等地销量结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

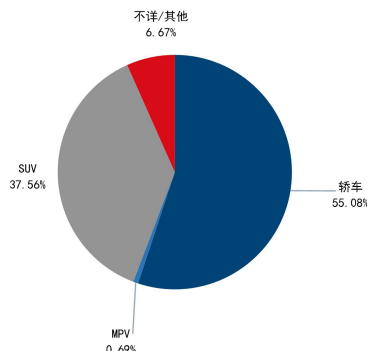
Stellantis 旗下车型, 轿车占比最高, 全球销量中轿车占比 57.03%, SUV 占比 35.43%, MPV 微乎其微。

图81: 2023 年 Stellantis 车类别全球销量结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图82: 2023 年 Stellantis 车类型欧盟销量结构



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

Stellantis 在欧盟市场销售的轿车车型在 A 级及以下具备很强竞争力, 热销单品表现不俗, 但 B 级及以上产品力不足。A00 级微型车领域, 菲亚特旗下的 500 和 Panda 是欧洲市场当前最主流的微型车; A0 级小型车中, 标致 208、欧宝 Corsa、雪铁龙 C3 都有十万以上年销量, 三个车型也在欧盟畅销车型前列; A 级车车型主要是标致 308、雪铁龙 C4、欧宝 Astra, 在 A 级领域 Stellantis 竞争力开始不足; B 级及以后 Stellantis 车型严重掉队, 旗下产品跌出同赛道欧盟前 12 大车型。

表22: 2023 年 Stellantis 欧盟市场轿车车型及销量 (辆)

欧标 A/中标 A00			欧标 B/中标 A0			欧标 C/中标 A		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Fiat 500	152069	55.13%	Peugeot 208	173488	34.28%	Peugeot 308	86537	34.89%
Fiat Panda	123122	44.64%	Opel Corsa	142969	28.25%	C4	52889	21.32%
Abarth 500	610	0.22%	C3	137768	27.22%	Astra	47272	19.06%
C1	9	0.00%	Ypsilon	44705	8.83%	Peugeot 408	18296	7.38%
Peugeot 108	7	0.00%	DS3	7109	1.40%	Tipo	17376	7.00%
Adam	1	0.00%	Fiat Punto	16	0.00%	DS4	16661	6.72%
			C4 Cactus	9	0.00%	C4 X	9011	3.63%
			Alfa MiTo	2	0.00%	Alfa Romeo Giulietta	14	0.01%
			Peugeot 207	1	0.00%			
A 类合计	275818	100.00%	B 类合计	506067	100.00%	C 类合计	248056	100.00%
A 类/轿车	26.13%		B 类/轿车	47.95%	C 类/轿车	23.50%		
欧标 D/中标 B			欧标 E/中标 C			欧标 F/中标 D		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Peugeot 508	9489	39.08%	DS9	731	70.56%	Maserati GranTurismo	64	53.33%
C5 X	7898	32.53%	Ghibli	305	29.44%	Maserati Quattroporte	36	30.00%
Alfa Romeo GIULIA	4536	18.68%			MC20	20	16.67%	
Insignia	2305	9.49%						
C5	49	0.20%						
Challenger (Dodge)	2	0.01%						
Charger (Dodge)	2	0.01%						
D 类合计	24281	100.00%	E 类合计	1036	100.00%	F 类合计	120	100.00%
D 类/轿车	2.30%		E 类/轿车	0.10%	F 类/轿车	0.01%		

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

Stellantis 旗下 SUV 在欧盟市场的热销车型也集中在小型车市场, 但旗下 SUV 整体不如轿车表现好。在 A0 级小型 SUV 领域, 标致 2008、Mokka 销量都在同级别 SUV 前列; 在市场容量最大的 A 级 SUV 赛道, 仅有标致 3008 进入欧盟前 12 大热销车型; 容量第二大的 B 级 SUV 赛道, Stellantis 出现了产品匮乏的情况。

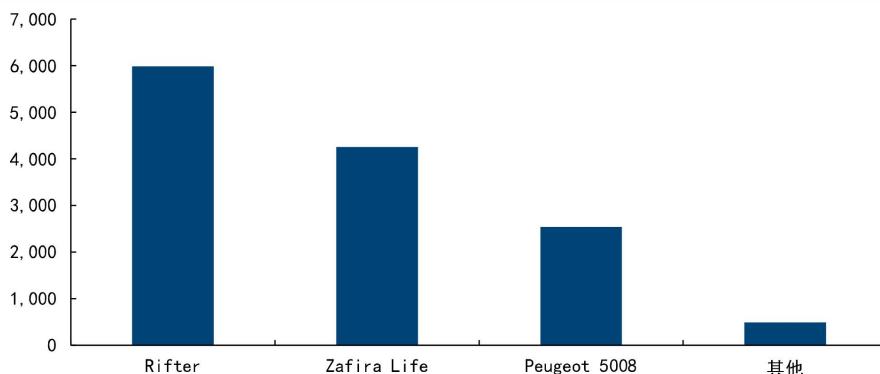
表23: 2023 年 Stellantis 欧盟市场 SUV 车型及销量 (辆)

欧标 SUV-B/中标 SUV-A0			欧标 SUV-C/中标 SUV-A			欧标 SUV-D/中标 SUV-B			欧标 SUV-E/中标 SUV-C+D		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Peugeot 2008	133792	32.64%	Peugeot 3008	86787	31.81%	DS7	18881	62.07%	Grecale	4789	73.67%
Mokka	71053	17.33%	C5 Aircross	48786	17.88%	Stelvio	11536	37.93%	Grand Cherokee (Jeep)	1195	18.38%
C3 Aircross	51498	12.56%	Compass (Jeep)	36368	13.33%				Maserati Levante	507	7.80%
Jeep Avenger	39464	9.63%	Peugeot 5008 SUV	36320	13.31%				Durango (Dodge)	9	0.14%
Renegade	39355	9.60%	Grandland X	31777	11.65%				Grand Wagoneer (Jeep)	1	0.02%
Crossland X	37152	9.06%	Tonale	30177	11.06%						
500X	34447	8.40%	Wrangler (Jeep)	2584	0.95%						
Fiat 600e	1977	0.48%	DS4 Crossback	33	0.01%						
DS3 Crossback	1195	0.29%	Cherokee (Jeep)	5	0.00%						
SUV-B 合计	409933	100.00%	SUV-C 合计	272837	100.00%	SUV-D 合计	30417	#DIV/0!	SUV-E 合计	6501	#DIV/0!
SUV-B/SUV	56.96%		SUV-B/SUV	37.91%		SUV-B/SUV	4.23%		SUV-B/SUV	0.90%	

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

Stellantis 在欧盟的 MPV 车型较少, 销量一般, 主要是标致 Rifter、欧宝 Zafira Life、标致 5008 三款车型。

图83: 2023 年 Stellantis 欧盟市场 MPV 车型及销量 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

Stellantis 在欧销售的新能源车型主要是微型车菲亚特 500、菲亚特 Panda, 缺乏常规尺寸的专业新能源车型。Stellantis 内部的热销新能源车型是菲亚特 500 和菲亚特 Panda, 有纯电和轻混/油混款, 二者市场表现优秀, 是当前欧盟最受欢迎的微型车。但是其他新能源车主要是传统油车的新能源款, 且销量靠前的多是 A00 微型车或 A0 小型车; Stellantis 在紧凑型及以上的新能源车, 尤其是专业的新能源车, 产品储备薄弱。

表24: 2023 年 Stellantis 欧盟市场新能源车型及销量 (辆)

纯电			轻混/油混			插混/增程		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
Fiat 500	59178	28.86%	Fiat Panda	109846	40.16%	Peugeot 3008	16141	15.15%
Peugeot 208	40736	19.87%	Fiat 500	73197	26.76%	Peugeot 308	12495	11.73%
Opel Corsa	25248	12.31%	Ypsilon	39651	14.50%	C5 Aircross	11288	10.59%
Mokka	17922	8.74%	Tonale	15969	5.84%	Compass (Jeep)	11265	10.57%
Peugeot 2008	16387	7.99%	Compass (Jeep)	9696	3.55%	DS7	9103	8.54%
C4	13212	6.44%	Renegade	9279	3.39%	Grandland X	7048	6.61%
Jeep Avenger	10083	4.92%	500X	7265	2.66%	DS4	6068	5.69%
C4 X	3265	1.59%	Tipo	3333	1.22%	Astra	5852	5.49%
Berlingo	3171	1.55%	Peugeot 3008	1842	0.67%	Peugeot 408	5808	5.45%

DS3	2239	1.09%	Grecale	1079	0.39%	Tonale	5283	4.96%
Fiat 600e	1977	0.96%	Peugeot 5008	1064	0.39%	Renegade	5067	4.76%
Rifter	1970	0.96%	C5 Aircross	784	0.29%	Peugeot 508	3901	3.66%
Zafira Life	1685	0.82%	Peugeot 208	198	0.07%	C5 X	3604	3.38%
Astra	1613	0.79%	Peugeot 5008 SUV	87	0.03%	Wrangler (Jeep)	2031	1.91%
Opel Combo	1395	0.68%	Peugeot 308	66	0.02%	Grand Cherokee (Jeep)	957	0.90%
其他纯电	4971	2.42%	其他轻混/油混	144	0.05%	其他插混/增程	648	0.61%
纯电合计	205052	100.00%	轻混/油混合计	273500	100.00%	插混/增程合计	106559	100.00%
纯电占比		10.70%	轻混/油混占比		14.27%	插混/增程占比		5.56%

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

驱动力：新品周期叠加海内外扩渠道

量价利体系下，公司驱动力来自于：量增长、稳价降本、规模效应叠加销量结构优化提升盈利能力。

量升：强产品周期扩品类，叠加海内外渠道增加，带来销量和营收持续高增长，销量提升是公司发展的核心驱动因素。量升带来规模效应的同时，也伴随着产品销量结构和区域销量结构的改善，从而带来毛利率提升和净利润扭亏。

稳价降本：随着 B 系列发布，预计 T03 的销量占比会下降，T03 低客单价对公司整体 ASP 有一定拖累；C16 占比有望保持，推动公司产品在国内的平均客单价稳定在相对高位。公司最新的 LEAP3.5 架构，集成度再次迭代提升，采用 3.5 架构后，成本有望进一步下降。

盈利能力提升：规模效应稀释期间费用和折旧摊销，推动毛利率/净利率提升。销量结构优化，一方面来自于产品结构优化，即上文中低单价低利润率的 T03 占比减少；另一方面来自于区域结构优化，海外销量占比提升，海外客单价高，利润垫高，海外销量占比提升，进一步引起利润提升。

内需增长：拓品类与扩渠道并行，打开销量空间

2025 年是公司新品发布的大年，公司将发布基于 Leap 3.5 架构的全新 B 系列平台车型，预计将有三款车型海内外发布，首款车型为 B10。2025 年 B 系列三款车型将面向全球发布上市。B 系列采用了具备国际化审美的设计语言，与玛莎拉蒂团队合作进行了底盘调校，全车采用欧洲领先标准设计开发，旨在全面满足全球年轻群体对智能、时尚、乐趣及品质的需求。

图84: 公司 B 系列首款车型 B10



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

公司吸收国内优质经销商资源, 销售网络正在快速且有质量扩张。公司是少有的采用经销商模式销售的新势力车企, 便于轻资产灵活运营。当前国内乘用车竞争激烈, 传统合资经销商经营压力大, 有向自主新能源品牌转型的强烈需求。公司择优吸纳成熟的经销网络和销售人才, 计划在 2024 年下半年将国内原有的 500 家门店扩充至 800 家。截止 2024 年 9 月 30 日, 公司扩渠道进展顺利, 在全国已有 672 家门店, 覆盖超 150 个城市。

图85: 公司国内大型门店——零跑中心



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

外需增长：开启全球战略，强产品力与 Stellantis 互补

公司在巴黎车展上发布全球战略，零跑国际将在 2025 年底之前海外设立超 500 个销售点。截止 2024 年 10 月底，零跑国际在欧洲 13 个国家已有 339 家门店，均为销售、服务一体门店。零跑国际还计划将业务扩展至亚太、中东、非洲、南美洲等地，预计在 2025 年底全球销售网点超过 500 家。目前，欧洲上市车型为 T03、C10，后续 B 系列三款车型也将同步在欧洲上市。

图86: 公司在 2024 巴黎车展发布全球战略



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

公司核心竞争力与 Stellantis 禀赋互补，易于长期、高效协同展业。资源禀赋方面，公司具备欧洲主机厂极稀缺的电子电气能力，而 Stellantis 具备成熟的海外营销网络、完善的金融和售后服务、充足的欧洲市场认知度和优秀的底盘调教能力，可以相互赋能。产品方面，公司产品的产品力强、贴合欧洲用户需求，且 C10 作为 B 级新能源 SUV，可以弥补 Stellantis 在 B 级及以上产品力不足的问题。零跑国际已经与 Stellantis 金融服务部门达成协议，将为经销商和消费者提供金融服务。

公司目前的产品 T03、C10，在欧洲市场具备强竞争力。T03 和 Stellantis 内部竞品与市场竞品对比，相比于热销的电动车 Fiat 500，T03 价格有明显优势，欧洲价格甚至与同级别燃油车相当。C10 竞争优势更加凸显，和 B 级 SUV 的热销单品 MODEL Y 和 GLC 相比，C10 显著的价格优势，C10 作为高效率的增程车型，可以有效填补欧洲的插混/增程市场；和 Stellantis 内部产品相比，C10 填补了了 Stellantis 在 B 级及以上车型的空白，定价甚至低于集团内部热销的 A 级 SUV。

表25: 公司欧洲上市车型与当地竞品对比

	零跑 T03	Fiat 500	Fiat Panda	起亚 Morning	现代 Hyundai i10
级别	微型车	微型车	微型车	微型车	微型车
能源类型	纯电动	纯电动	轻混版	汽油	汽油
指导价	1.89 万欧元	3.79 万欧元	1.50 万欧元	\	1.53 万欧元
长 x 宽 x 高 (mm)	3620x1652x1605	3630x1690x1480	3560x1640x1550	3595x1595x1480	4100x1800x1490
轴距 (mm)	2400	2300	2540	2400	2570
续航里程(工信油耗)	200km	320km	4.1L/100km	5.3L/100km	6.2L/101km
充电时长(油箱容积)	快充:0.6 小时/慢充:4.0 小时	慢充:3.0 小时	39L	45L	37L
驱动方式	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱
电动机总功率(发动机最大马力)	40kW(54Ps)	70kW(95Ps)	51kW(70Ps)	56kW(76Ps)	49kW(67Ps)
电动机总扭矩(发动机最大扭矩)	96N·m	133N·m	92N·m	97N·m	120N·m

2023 年欧盟销量 (万辆)	\	15.2	12.3	\	\
	零跑 C10	标致 3008	DS7	GLC	特斯拉 Model Y
级别	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
能源类型	增程式	汽油	汽油	汽油	纯电动
海外指导价	3.64 万欧元	4.20 万欧元	3.65 万欧元	5.31 万欧元	5.40 万欧元
长 x 宽 x 高 (mm)	4739x1990x1680	4435x1840x1652	4603x1891x1626	4826x1890x1714	4750x1921x1642
轴距 (mm)	2825	2613	2740	2977	2890
续航里程 (工信部油耗)	210km	6.4L/100km	6.2L/100km	7.4L/100km	554km
充电时长 (油箱容积)	快充:0.5 小时/慢充:3.0 小时	60L	60L	66L	快充:1.0 小时/慢充:10.0 小时
驱动方式	后置后驱	前置前驱	前置前驱	前置四驱	后置后驱
电动机总功率 (发动机最大马力)	170kW (231PS)	96kW (167PS)	132kW (180PS)	150kW (204PS)	220kW (299PS)
电动机总扭矩 (发动机最大扭矩)	320N·m	230N·m	250N·m	320N·m	440N·m
2023 年欧盟销量 (万辆)	\	8.68	1.89	7.85	18.41

资料来源：太平洋汽车、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年年归母净利润 -37.21/-5.78/23.72 亿元。每股收益分别为 -2.78/-0.43/1.77 元

国内汽车业务：公司在国内渠道数量快速提升，连续推出热销车型，且原有车型销量不受挤压。2025 年公司将推出更高性价比的全新系列车型，渠道扩张和新品周期共振的情况下，预计公司车型国内销量在 2025/2026 年迎来连续高增速阶段。**预计公司 2024/2025/2026 年国内销量 28.76/41.90/59.34 万辆，对应营收 308.72/507.60/716.32 亿元，对应毛利率 4.9%/11.0%/13.2%。**

汽车出口关联交易收入：公司海外业务采用关联交易和子公司投资收益并表的方式计入报表。公司先以相对较低的毛利率将出口车辆销售给子公司零跑国际，计入营收和毛利；零跑国际将产品销售之后，确认净利润后以 49% 计入公司。公司出海业务在 2024 年已有试水，预计在 2025/2026 年在欧洲、东南亚、拉美、中东等地上量。**预计公司 2024-2026 年，海外销量 0.67/6.24/10.04 万辆，对应关联交易营收 5.09/52.89/96.89 亿元，假设关联交易毛利率 3%。**

其他业务：公司其他业务收入为金融、售后服务等收入，整体份额较低，但毛利率较高。假设公司 2024-2026 年其他业务收入在总营收中占比 0.1%/0.1%/0.1%，对应收入 0.31/0.59/0.72 亿元，给予同业水平的毛利率 35%。

零跑国际利润并表：零跑国际通过关联交易从公司购置产品，公司端关联交易营收即为零跑国际端采购成本。零跑国际承担后续的海运、清关、运营、销售等费用。零跑国际的盈利能力受关税政策、税收政策、运价、产品销量结构、区域销量结构等多重因素影响，较为复杂，但基于海内外价差、Stellantis 成熟的海外销售运营体系，预计会有较为客观的稳态利润。**预计在 2024-2026 年，公司端海外业务平均单车并表净利润 1.55/1.62/1.74 万元，对应公司获得的并表投资收益 1.04/10.14/17.49 亿元。**

表26: 公司未来营收与毛利预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总销量（辆）	43748	111168	144155	294261	481400	693780
YOY%	443.45%	154.11%	29.67%	83.32%	82.17%	44.12%
国内零售（辆）	43748	111168	144155	287561	419000	593400
YOY%	443.45%	154.11%	29.67%	78.67%	62.68%	41.62%
海外出口（辆）				6700	62400	100380
YOY%					831.34%	60.87%
营收：国内汽车业务	3058.82	12378.01	16880.36	30872.48	50759.86	71632.44
YOY%	396.70%	304.67%	36.37%	84.50%	64.42%	41.12%
毛利：国内汽车业务	(1387.63)	(1911.32)	80.47	1500.07	5584.82	9442.72
毛利率	-45.36%	-15.44%	0.48%	4.86%	11.00%	13.18%
营收：出海关联交易				509.27	5288.73	9689.09
YOY%					938.50%	83.20%
毛利：出海关联交易				15.28	158.66	290.67
毛利率				3%	3%	3%
营收：其他业务收入	73.24	6.62	13.93	30.90	50.81	71.70
YOY%		-90.96%	110.44%	121.86%	64.42%	41.12%
其他业务收入占比		0.05%	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%
毛利：其他业务		—	10.98	10.82	17.78	25.10
毛利率		—	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
营业收入合计	3132.06	12384.63	16746.69	31412.65	56099.40	81393.24
YOY%	396.13%	295.41%	35.22%	87.58%	78.59%	45.09%

毛利合计	(1387.63)	(1911.32)	80.47	1526.17	5761.27	9758.49
YOY%	334.18%	37.74%	-104.21%	1796.57%	277.50%	69.38%
毛利率	-44.30%	-15.43%	0.48%	4.86%	10.27%	11.99%
零跑国际利润并表	0	0	0	104.15	1013.73	1749.14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 314.13/560.99/813.93 亿元，同比增长 87.58%/78.59%/45.09%，毛利率 4.86%/10.27%/11.99%，毛利 15.26/57.61/97.53 亿元。

未来 3 年业绩预测

表27：公司未来三年盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12384.63	16746.69	31412.65	56099.40	81393.24
营业成本	14295.95	16666.22	29886.48	50338.13	71634.75
销售费用	1955.69	2652.71	3140.11	4487.95	5290.56
管理费用	1413.35	1919.79	2888.73	3661.80	4416.09
财务费用	106.26	157.14	63.73	56.13	14.77
投资收益	0.00	0.00	104.15	1013.73	1749.14
营业利润	(5216.56)	(4348.30)	(3829.82)	(751.86)	2526.78
归属于母公司净利润	(5108.89)	(4216.27)	(3720.57)	(578.35)	2372.42
每股收益（元）	(3.82)	(3.15)	(2.78)	(0.43)	1.77
ROE	-61.86%	-33.74%	-42.39%	-7.05%	22.44%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用方面，2024-2026 年预计 SG&A、研发费用、财务费用等合计为 60.93/82.06/97.21 亿元，对应期间费用率为 19.40%/14.63%/11.94%。公司未来仍处于高速发展期，预计销售、研发等费用依然保持正增长，但费用率持续下降。费用率下降原因：1、公司销量、营收预计增速明显，导致费用率的整体下降。2、公司出海相关的业务，通过内部关联交易，预计费用端压力较小，出海业务占比提升，进一步降低费用率。

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营业收入分别为 314.13/560.99/813.93 亿元，归属母公司净利润-37.21/-5.78/23.72 亿元。每股收益 2024-2026 年分别为-2.78/-0.43/1.77 元。

盈利预测情景分析

表28：情景分析（悲观、中性、乐观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
悲观情景					
营业收入(百万元)	12384.63	16746.69	30679.35	53584.29	76536.14
(+/-%)	295.41%	35.22%	83.20%	74.66%	42.83%
归母净利润(百万元)	(5108.89)	(4216.27)	(5385.92)	(3057.62)	(1143.87)
(+/-%)	---	---	---	---	---
每股收益（元）	(3.82)	(3.15)	(4.03)	(2.29)	(0.86)
中性情景					
营业收入(百万元)	12384.63	16746.69	31412.65	56099.40	81393.24
(+/-%)	295.41%	35.22%	87.58%	78.59%	45.09%
归母净利润(百万元)	(5108.89)	(4216.27)	(3720.57)	(578.35)	2372.42
(+/-%)	---	---	---	---	-510.20%
每股收益（元）	(3.82)	(3.15)	(2.78)	(0.43)	1.77
乐观情景					
营业收入(百万元)	12384.63	16746.69	32145.94	58672.14	86448.65
(+/-%)	295.41%	35.22%	91.95%	82.52%	47.34%
归母净利润(百万元)	(5108.89)	(4216.27)	(1970.90)	2114.53	6324.66

(+/-%)	--	--	--	-207.29%	199.10%
每股收益 (元)	(3.82)	(3.15)	(1.47)	1.58	4.73

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司市值合理估值区间在 449-505 亿元，维持“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，对公司采用相对估值法估值。

预计公司 2024-2026 年营业收入 314.13/560.99/813.93 亿元，归属母公司净利润 -37.21/-5.78/23.72 亿元，可拆分为主体业务部分和海外并表收益部分。

公司主体业务：国内业务以及关联交易带来的营收与利润。参考上述假设条件和盈利预测，中性假设下，公司主体业务 2024-2026 年，预计营业收入 314.13/560.99/813.93 亿元，剔除海外并表收益后，归母净利润 -38.25/-15.92/6.23 亿元。

海外并表收益：根据上述假设和预测，预计 2024-2026 年，公司海外业务并表利润 1.04/10.14/17.49 亿元。

表29: 可比公司估值情况 (亿元)

代码	公司	市值	营收预期			利润预期			PS			PE		
			24	25	26	24	25	26	24	25	26	24	25	26
9866.HK	蔚来-SW	727.9	701.9	1,049.4	1,305.4	-197.35	-149.88	-100.62	1.0	0.7	0.6	-3.7	-4.9	-7.2
2015.HK	理想汽车-W	1,767.7	1,472.9	1,996.6	2,494.0	80.18	131.03	191.15	1.2	0.9	0.7	22.0	13.5	9.2
9868.HK	小鹏汽车-W	904.8	433.4	808.3	1,079.2	-61.20	-17.92	20.91	2.1	1.1	0.8	-14.8	-50.5	43.3
601633.SH	长城汽车	1,988.5	2,109.1	2,515.0	2,853.9	128.27	153.87	176.16	0.9	0.8	0.7	15.5	12.9	11.3
002594.SZ	比亚迪	7,884.6	7,568.6	9,206.4	10,725.3	383.34	496.03	605.55	1.0	0.9	0.7	20.6	15.9	13.0
	中位值								1.0	0.9	0.7	15.5	12.9	11.3
	平均值								1.3	0.9	0.7	7.9	-2.6	13.9
			306.79	535.84	765.36	-53.86	-30.58	-11.44	1.2	0.7	0.5	-6.7	-11.7	-31.4
9863.HK	零跑汽车	358.7	314.13	560.99	813.93	-37.21	-5.78	23.72	1.1	0.6	0.4	-9.6	-62.0	15.1
			321.46	586.72	864.49	-19.71	21.15	63.25	1.1	0.6	0.4	-18.2	17.0	5.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 估值日期 2024 年 12 月 11 日, 可比公司盈利预测选取 Wind 一致预期, 公司盈利预测选取悲观/中性/乐观三个情景

公司未来三年处于营收高速增长期，当前仍属于高投入阶段，适用于 PS 估值法。公司年度归母净利润预计在 2026 年转正，2025 年有望看到公司单季度扭亏。公司当前的可比公司参考同为港股新势力车企的蔚来、理想汽车、小鹏汽车；远期净利润转正稳定后可参考长城汽车、比亚迪。

公司与可比公司异同点：

1、成长性层面：公司在 2024-2026 年预计保持营收高速增长，收入成长性在新势力车企中处于头部。新势力车企收入增速整体高于比亚迪、长城汽车等传统主机厂，公司在新势力车企中增速领先。

2、竞争格局层面：公司在国内处于高度竞争的赛道，但公司产品具备竞争力，公司的海外业务具备稀缺性和高壁垒。国内：公司产品处在竞争最为激烈的 20 万以下赛道，需要面对比亚迪、长城、长安、吉利等大型主机厂的直接竞争；公司产品具备强产品力，在激烈竞争的赛道中，依然做到了产品向上，从 T03 到 C16，客单价持续提升；和其他新势力相比，公司缺乏“高端品牌”的固有印象，需要应对其他新势力品牌产品下沉的影响。海外：公司和海外合作伙伴互补程度高，该合作在业内难以复制；可比公司中，小鹏的对外合作和公司有相似，但小鹏的合作伙伴大众集团在技术、产品层面领先于 Stellantis，互补程度低于公司和 Stellantis 的合作。

3、盈利能力层面：公司在国内的盈利空间有限，但海外业务可以有效补充利润。

相比于传统主机厂，公司在规模效应、产线成熟度、供应链协同能力等方面弱于比亚迪等车企，叠加公司车型智能化程度高，公司国内业务的毛利率难有爆发式的高增长；相比于其他新势力，公司的高性价比策略限制了毛利率的想象空间。海外：公司的海外业务重点布局欧洲市场，壁垒高、利润垫丰厚，且公司出海采用轻资产策略，主要依托合作伙伴现有资源，预计有较可观的单车利润。

表30：公司与可比公司营收增速预测

	2024E	2025E	2026E
蔚来-SW	26.25%	49.50%	24.39%
理想汽车-W	18.88%	35.56%	24.91%
小鹏汽车-W	41.16%	86.51%	33.52%
长城汽车	21.77%	19.24%	13.48%
比亚迪	25.66%	21.64%	16.50%
零跑汽车	88.10%	78.59%	45.09%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中性假设下，给予公司 2025 年 0.8-0.9 倍 PS 估值，目标市值 449-505 亿元。可比公司 2025 年 PS 区间在 0.7-1.1 倍，中位数与平均值为 0.9 倍。公司营收增速高，海内外销量空间大；由于高性价比的产品理念和经销商销售模式，公司毛利率弹性弱于可比新势力车企；子公司海外收益并表的商业模式，投资收益可以增厚净利润，有效弥补毛利弹性不足的情况；综合来看，公司在 2025 年合理的 PS 估值，应在新势力车企和传统自主品牌车企之间，给予公司 2025 年 0.8-0.9 倍的稳健 PS 估值，中性假设下，对应市值 449-505 亿元。

投资建议

综上所述，我们认为公司 2025 年市值合理估值区间在 449-505 亿元，对应股价为 35.92-40.41 港元，有 22.60%-37.92% 上涨空间，最近一年内首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,选取了蔚来、理想汽车、小鹏汽车、比亚迪、长城汽车的 2025 年 PS 区间做参考,对公司 2025 年市值做估值。公司 2025 年市值合理估值区间在 449-505 亿元,对应 0.8-0.9 倍 PS。可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 87.58%/78.59%/45.09%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 4.86%/10.27%/11.99%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司新系列产品在 2025 年上半年上市,在 2025 年下半年贡献销量,若实际新品上市推迟,导致年度销量不及预期,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司海外销量和售价会直接影响公司营收和并表收益,存在预期过高的风险。

经营风险

对外合作的风险: 零跑国际海外的运营主要依托于 Stellantis 的资源和能力,公司对此掌控力有限,有经营不及预期的风险。

渠道扩张不及预期的风险: 公司国内、国外渠道都处于快速扩张中,若扩展速率低于预期或吸纳的门店经营能力有限、良莠不齐,导致车型销量爬升不及预期,存在渠道扩展减缓或门店坪效降低的风险。

汽车行业总量风险

国内乘用车需求降低的风险: 当前国内“以旧换新补贴”和“转让置换补贴”等多重政策刺激,车市整体需求稳定。若未来汽车消费需求存在被透支的情况,可能产生国内乘用车整体需求降低的风险。

海外乘用车需求降低的风险: 目前海外几个主要区域乘用车销量规模呈现企稳回升的状态。但面对错综复杂的国际形势或不可抗力因素,以及可能存在的海外经济衰退,海外乘用车需求有降低的风险。

竞争加剧的风险

国内市场竞争进一步加剧的风险: 公司主打的 10-20 万价格带,是当前竞争高度剧烈的赛道,竞争格局不排除进一步恶化的可能。

海外市场竞争加剧的风险: 当前海外市场竞争较为宽松,中系车型占比整体较低。但随着自主品牌出海进程的加速,可能加剧海外市场的竞争烈度,从而导致海外售价下降或销量降低。

Stellantis 内部竞争的风险: 目前公司车型在 Stellantis 内部特色鲜明且产品

力强，但 Stellantis 内部众多品牌中，不排除有品牌进行降价、销售返点提升、产品力突破性升级等可能性，这会导致公司产品在 Stellantis 的综合型门店中受关注度降低。

政策风险

国内政策收缩的风险：当前国内汽车消费政策刺激力度大，可能有政策收缩的风险。

海外关税政策的风险：目前海外多数地区关税政策落地，但不排除未来关税政策进一步收紧的可能。

来自海外消费者的风险

海外插电车型接受度的风险：目前海外汽车消费中，纯电和插混/增程类仍是小众车型，消费者对插电类车型尚未形成消费习惯，插电类存在渗透率提升不及预期的风险。

海外中系品牌认可度的风险：中系自主品牌尚未成为海外主流品牌，尤其在欧洲地区。若考虑海外右转的因素，中系品牌认可度有持续低迷的风险。

其它风险

运价上行风险：汽车出口增加，可能导致滚装船运价提升，导致出海利润下降或被动提升海外售价。

海外产能低效的风险：不排除海外工厂运行效率不足的情景，从而导致海外组装的产品毛利率降低或交付量不及时。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6949	11731	10049	11671	19815	营业收入	12385	16747	31413	56099	81393
应收款项	2070	1348	2840	5072	7359	营业成本	14296	16666	29886	50338	71635
存货净额	1749	1719	3988	6114	8646	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1859	2814	4712	8415	12209	销售费用	1956	2653	3140	4488	5291
流动资产合计	13638	22470	26445	37100	55023	管理费用	1413	1920	2889	3662	4416
固定资产	3208	3868	4866	5790	6653	财务费用	106	157	64	56	15
无形资产及其他	868	735	951	1207	1508	投资收益	0	0	104	1014	1749
投资性房地产	485	543	543	543	543	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1069	838	838	888	938	其他收入	170	301	632	679	741
资产总计	19268	28453	33642	45527	64664	营业利润	(5217)	(4348)	(3830)	(752)	2527
短期借款及交易性金融负债	1019	1581	2099	1193	1251	营业外净收支	108	132	109	109	109
应付款项	6015	9936	16236	26601	40337	利润总额	(5109)	(4216)	(3721)	(643)	2636
其他流动负债	2224	2436	4159	6814	9500	所得税费用	0	0	0	(64)	264
流动负债合计	9257	13954	22493	34608	51088	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	773	892	892	892	892	归属于母公司净利润	(5109)	(4216)	(3721)	(578)	2372
其他长期负债	978	1110	1480	1829	2112						
长期负债合计	1752	2002	2371	2720	3004	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	11009	15955	24865	37328	54092	净利润	(5109)	(4216)	(3721)	(578)	2372
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8259	12498	8778	8199	10572	折旧摊销	382	569	632	679	741
负债和股东权益总计	19268	28453	33642	45527	64664	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	106	157	64	56	15
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	2428	4005	2734	5308	8092
每股收益	(3.82)	(3.15)	(2.78)	(0.43)	1.77	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(2299)	357	(354)	5408	11205
每股净资产	6.18	9.35	6.57	6.13	7.91	资本开支	0	(1230)	(1846)	(1860)	(1904)
ROIC	-65%	-39%	-43%	-42%	38%	其它投资现金流	249	(3846)	0	(971)	(1166)
ROE	-62%	-34%	-42%	-7%	22%	投资活动现金流	(83)	(4845)	(1846)	(2881)	(3120)
毛利率	-15%	0%	5%	10%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-43%	-27%	-14%	-4%	0%	负债净变化	239	119	0	0	0
EBITDA Margin	-40%	-23%	-12%	-3%	1%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	295%	35%	88%	79%	45%	其它融资现金流	4515	9033	517	(905)	58
净利润增长率	--	--	--	--	-510%	融资活动现金流	4993	9270	517	(905)	58
资产负债率	57%	56%	74%	82%	84%	现金净变动	2611	4782	(1683)	1622	8144
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4338	6949	11731	10049	11671
P/E	(7.2)	(8.7)	(9.8)	(63.3)	15.4	货币资金的期末余额	6949	11731	10049	11671	19815
P/B	4.4	2.9	4.2	4.5	3.5	企业自由现金流	0	(1148)	(2982)	1978	6975
EV/EBITDA	(10)	(14)	(17)	(45)	118	权益自由现金流	0	7846	(2529)	1022	7020

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032