

内容目录

一、Stellantis 战略合作，轻资产模式确保盈利能力	4
1.1 零跑国际：开创车企反向合资先河	4
1.1.1 主推 T03, C10, 规划数款海外车型	4
1.1.2 零跑国际进军市场：从欧洲快速走向全球	5
1.1.3 整车多方位合作，双方互利共赢	6
1.1.4 谋求 Stellantis 现有产能造车，为公司业绩助力	6
1.1.5 以合资历史为参考，中国车企合资出海模式或能带来巨量超额收益	7
1.2 全域自研助力零跑零部件同步出海	7
1.2.1 零跑以零部件供应商身份出海	8
1.2.2 零部件合作助力整车业务	8
二、日韩汽车产业出海描绘中国车企发展先遣图	9
2.1 从丰田全球布局看国车出海机遇	9
2.2 中国传统汽车工业出海经历资本、产品、产能出海三阶段	10
2.2.1 资本出海：通过海外并购追赶技术差距	10
2.2.2 产品出海：技术为主线，海外布局定胜负	10
2.2.3 产能出海：中国整车、汽零未来的出海方向	12
三、合资模式是国车产能出海的关键途径	13
3.1 中国车企在智能电动车时代占据行业高位	13
3.1.1 国产品牌汽车电动化水平全球领先	13
3.1.2 自主品牌新能源汽车的智能化领先全球	15
3.2 国际化是中国车企的星辰大海	15
3.3 从资本输出到技术输出，合资成为规避贸易壁垒，快速实现全球化的手段	17
3.3.1 技术出海是更快实现全球化的手段	17
3.3.2 以合资方式技术出海天然拥有政策规避的优势	17
3.3.3 合资模式的成败关键在于对比较优势的利用	19
四、投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 零跑海外商业模式	4
图表 2： 零跑国际产品规划图	5
图表 3： MG 欧洲在售车型一览	5

图表 4: T03 与欧洲竞品参数对比.....5

图表 5: C10 与欧洲竞品参数对比.....5

图表 6: 零跑国际计划进军市场6

图表 7: Stellantis“Dare Forward 2030”战略规划.....6

图表 8: Stellantis 在各地区市场份额.....6

图表 9: 大众集团在上汽大众长期拥有超额收益.....7

图表 10: 零跑汽车全域自研示意图8

图表 11: 零跑 LEAP 架构迭代情况9

图表 12: 中国车企海外并购历史10

图表 13: 中国汽车年出口量及 YOY（万辆）11

图表 14: 2012 年国车出口以欠发达国家为主（万辆）11

图表 15: 2012 年奇瑞为出口销冠（万辆）11

图表 16: 2010 年起日本车企出海进入收获期（万辆）12

图表 17: 2013-2020 年国车出海进入震荡期（万辆）12

图表 18: 21-23 年国内电车出口量（万辆）12

图表 19: 21-23 年国内燃油车出口量（万辆）12

图表 20: 当前自主车企部分海外产能分布现状13

图表 21: 全球主要国家/地区新能源汽车渗透率（%）14

图表 22: 2023 年车企全球新能源汽车销量排名（万辆）14

图表 23: 2023 年主要市场新能源新上市车型数量（个）14

图表 24: 海外电车相对中国电车竞争力薄弱，性能&价格均处劣势.....15

图表 25: 全球主要国家/地区智能化设备搭载车型数（种）15

图表 26: 全球汽车销量市场结构（%）16

图表 27: 2023 年至今乘用车出口量与占国内零售量比（万，%）16

图表 28: 2023 年新能源乘用车出口量与占总出口比重（万，%）16

图表 29: 2023 海外汽车销量结构（%）17

图表 30: 2023 海外新能源车销量结构（%）17

图表 31: 欧美汽车消费者的品牌忠诚度依旧较高17

图表 32: 欧美消费者愿意为互联技术支付额外费用的意愿仍然相对较低17

图表 33: 欧盟近期与中国贸易摩擦汇总18

图表 34: 2024 年 4 月 IRA 法案细则内容规定18

图表 35: 丰田通过合资规避中美两国汽车贸易壁垒19

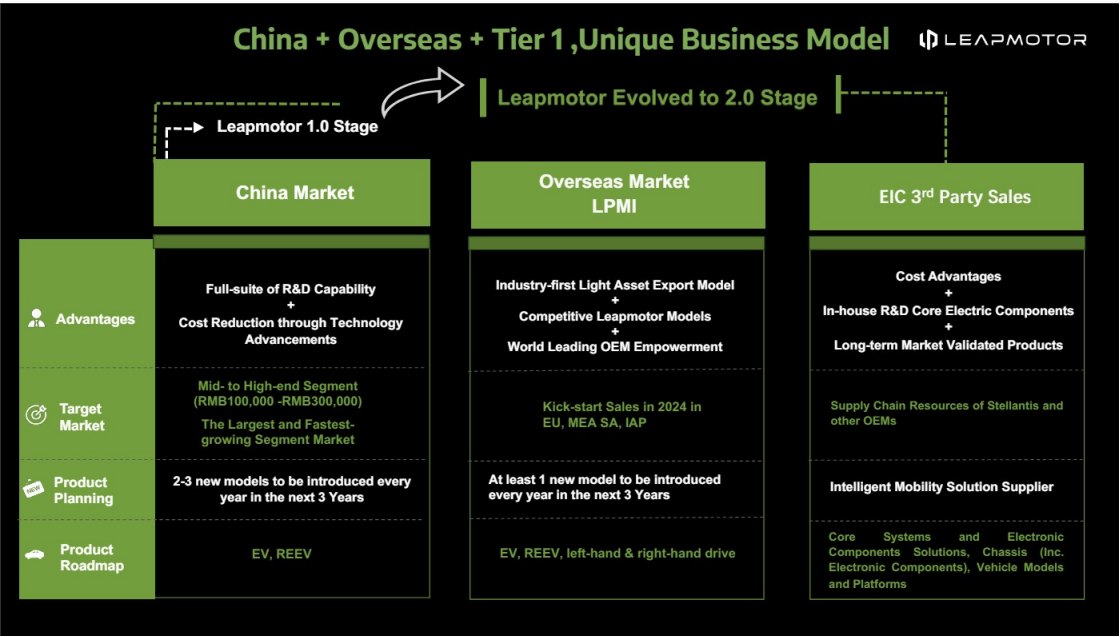
图表 36: 零跑汽车与 Stellantis 比较优势明显且存在技术主导方19

一、Stellantis 战略合作，轻资产模式确保盈利能力

1.1 零跑国际：开创车企反向合资先河

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

图表1：零跑海外商业模式



来源：零跑官网，

1.1.1 主推T03·C10·规划数款海外车型

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

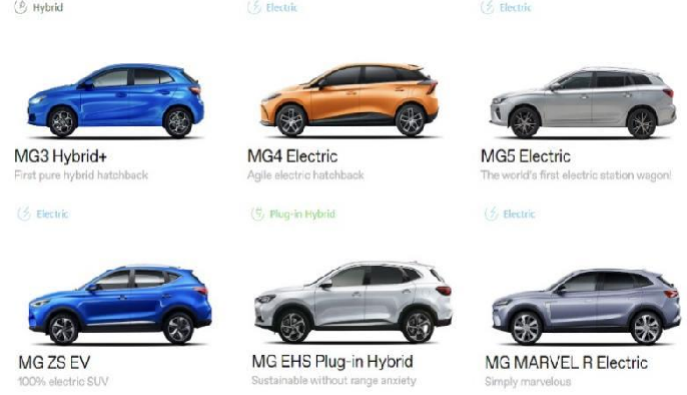
据 Automotive News Europe 披露，明年一季度，零跑汽车将出口一款代号为 A12 的紧凑型 SUV 和一款代号为 A03 的紧凑型车型。在紧凑型车型之后将推出两款小型车型，其中一款是 SUV，代号为 T05 和 T11。小型和紧凑型车型的加入将使零跑国际拥有六款车型的阵容，以匹配欧洲最成功的中国汽车制造商上汽集团的 MG 品牌。

图表2：零跑国际产品规划图



来源：零跑官网，

图表3：MG 欧洲在售车型一览



来源：MG 欧洲官网，

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

图表4：T03 与欧洲竞品参数对比

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

来源：各汽车品牌官网，Marklines，

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

图表5：C10 与欧洲竞品参数对比

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

来源：各汽车品牌官网，Marklines，

1.1.2 零跑国际进军市场：从欧洲快速走向全球

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

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

图表6：零跑国际计划进军市场

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

来源：零跑官网，国金证券研究所

1.1.3 整车多方位合作，双方互利共赢

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

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

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

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

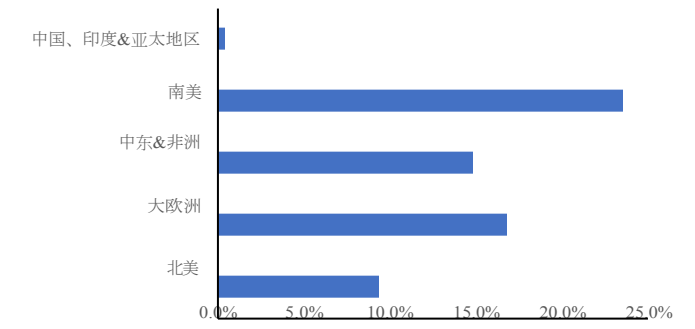
我们还要注意到，在销售渠道建设方面，零跑一方面可以利用 Stellantis 在欧洲成熟的渠道资源，同时可以将零跑在中国市场积累的部分营销经验带到欧洲市场。根据公司介绍，零跑可以将包括促进客户下订单，对客户资源信息的传播方法等在中国市场的营销经验与欧洲市场的情况相结合，构建对品牌最有力的销售模式。

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



来源：Stellantis 2023 年报，

图表8：Stellantis 在各地区市场份额



来源：Stellantis 2023 年报，

1.1.4 谋求Stellantis 现有产能造车，为公司业绩助力

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

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

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

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

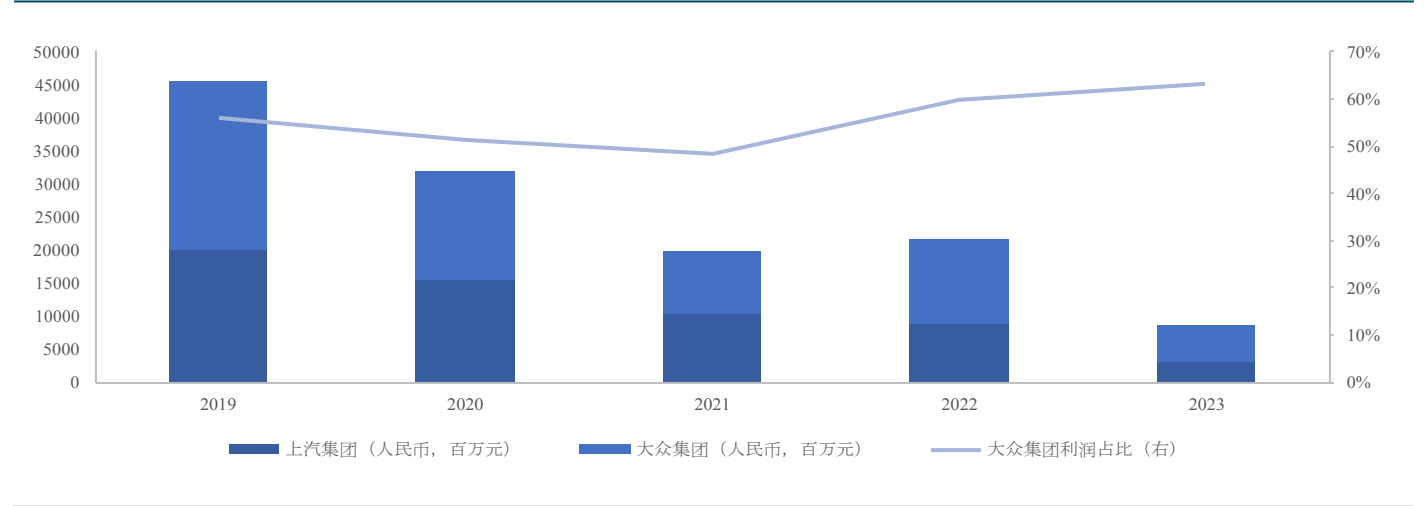
1.1.5 以合资历史为参考，中国车企合资出海模式或能带来巨量超额收益

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

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

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

图表9：大众集团在上汽大众长期拥有超额收益



来源：上汽集团、大众集团年报，

1.2 全域自研助力零跑零部件同步出海

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

图表10：零跑汽车全域自研示意图



来源：零跑招股说明书，

1.2.1 零跑以零部件供应商身份出海

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

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

1.2.2 零部件合作助力整车业务

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

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

图表11：零跑 LEAP 架构迭代情况



来源：零跑汽车公众号，

二、日韩汽车产业出海描绘中国车企发展先遣图

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

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

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

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

2.1 从丰田全球布局看国车出海机遇

第一阶段探索期：政府扶持下的原始技术积累

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

第二阶段成长期：石油危机为丰田带来出海机遇

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

第三阶段成熟期：贸易战倒逼丰田出海建厂

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/388120024032006075>