下载日志已记录，仅供内部参考

国元证券 GUOYUAN SECURITIES

汽车行业研究

证券研究报告
发布时间：2026年10月14日
行业评级：推荐

从产品出口到体系出海，中国车企全球化进程加速

——汽车行业深度报告

分析师：刘乐
执业证书编号：S0020524070001
邮箱：liule@gyzq.com.cn

分析师：陈烨尧
执业证书编号：S0020524080001
邮箱：chenyeyao@gyzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 出口规模与增长中枢
1.1 出口规模十年跃升，海外成为行业核心增量
1.2 月度出口中枢抬升，高增延续性进一步确认

2. 结构与竞争格局
2.1 新能源接棒燃油车，出口结构加速电动化
2.2 海外份额多区域抬升，市场结构更趋均衡
2.3 头部梯队逐步形成，体系能力决定份额

3. 全球政策与市场准入
3.1 全球总量保持稳定，电动化分化释放增量
3.2 欧洲：门槛抬升，本地化成为主要进入方式
3.3 北美：贸易壁垒高企，直接出口空间收窄
3.4 新兴市场：需求仍旺，本地制造换取准入
3.5 政策导向趋同，体系化出海价值提升

4. 出海驱动与体系能力
4.1 需求侧：低渗透市场补涨，海外空间仍足
4.2 产品侧：多动力谱系完善，适配能力持续增强
4.3 产能侧：海外工厂兑现，本地供给支撑放量
4.4 渠道侧：销售服务网络成型，海外经营深化

5. 重点车企全球化路径
5.1 比亚迪：全球复制提速，海外产能进入兑现期
5.2 吉利：多品牌协同，海外增长弹性加速释放
5.3 奇瑞：基本盘稳固，欧洲本地化打开增量
5.4 零跑：借力Stellantis，轻资产模式放大弹性
5.5 宇通客车：本地化服务深化，海外经营质量提升

6. 投资建议

7. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

1

出口量级跃迁，海外市场成为核心增量

下载日志已记录，仅供内部参考

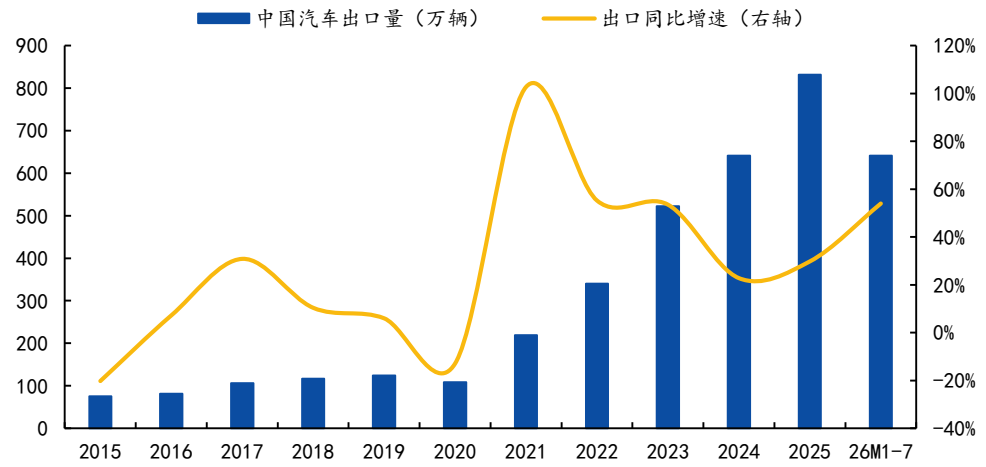
1.1 出口规模十年跃升，海外成为行业核心增量

➢ **出口规模进入高位增长阶段，海外贡献持续抬升**

✓ **出口规模连续跨越台阶，海外市场已成为行业增量主体。**2015年中国汽车出口75.55万辆，2025年增至832万辆；2026年1—7月出口641万辆，同比增长54%，7月单月109万辆，同比增长57%。高基数下仍保持较快增长，海外需求已成为行业总量的重要来源。车型供给、船运和渠道能力改善，推动出口从单一市场突破转向多区域协同。

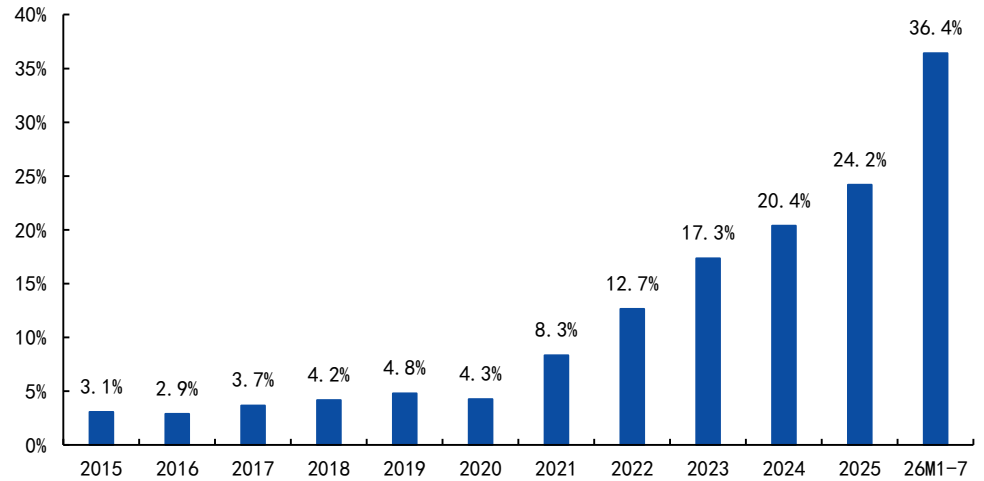
✓ **跨口径测算比例同步抬升，车企经营重心加快向全球市场延伸。**海关汽车出口量与中汽协销量之比由2015年的3.1%升至2025年的24.2%，2026年1—7月达到36.4%。该跨口径指标仅用于观察出口规模相对行业销量的变化，不代表海外终端消化比例，也不能与中汽协乘用车、商用车出口量直接比较。出口贡献提高后，海外需求更直接影响排产、产品结构和库存，区域认证、备件与本地交付的重要性同步上升。

图：2015—2025年及2026年1—7月中国汽车出口量及同比增速



资料来源：崔东树，iFind，国元证券研究所

图：海关出口量/中汽协汽车销量（跨口径测算）



资料来源：崔东树，iFind，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

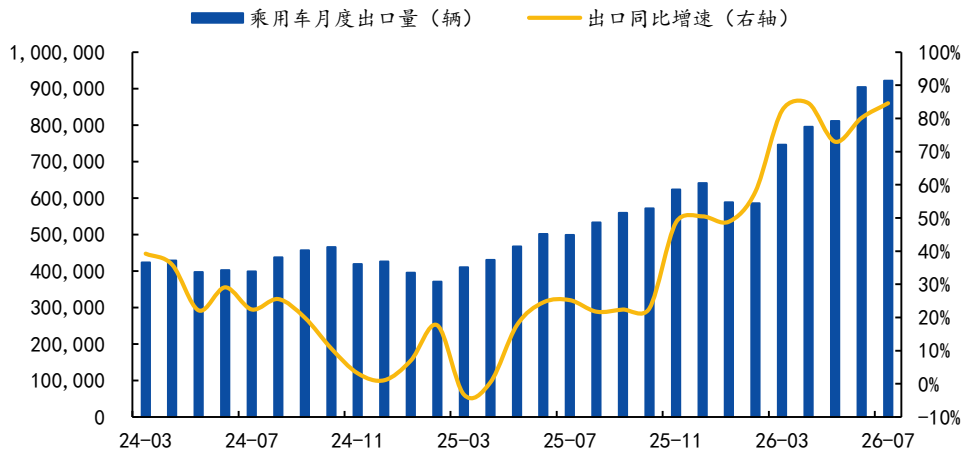
1.2 月度出口中枢抬升，高增延续性进一步确认

➢ **乘用车拉动月度放量，商用车提供稳定支撑**

✓ **乘用车单月出口延续高增，月度中枢继续抬升。**2026年7月乘用车出口92.2万辆，同比增长84.6%，较6月的90.5万辆继续增长。2025年下半年以来月度中枢逐步抬升，新能源车型扩容、重点区域订单释放和船期改善共同支撑乘用车放量，也反映海外渠道对新增供给的消化能力增强。

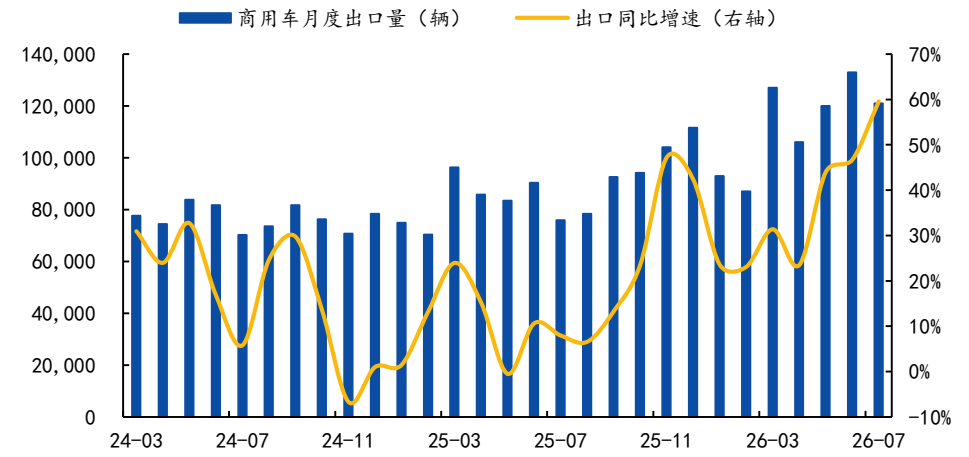
✓ **商用车出口保持稳健，乘商结构提高整体增长韧性。**2026年7月商用车出口12.1万辆，同比增长59.6%；单月较6月回落，同比仍保持较快增长。商用车月度规模总体稳定，与乘用车高增长形成互补，降低出口对单一车型周期的依赖，并对船期、渠道、零部件供应和售后保障提出更高要求。

图：2024年3月至2026年7月中国乘用车月度出口量及同比增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

图：2024年3月至2026年7月中国商用车月度出口量及同比增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2

新能源与区域双轮驱动，出海结构持续优化

下载日志已记录，仅供内部参考

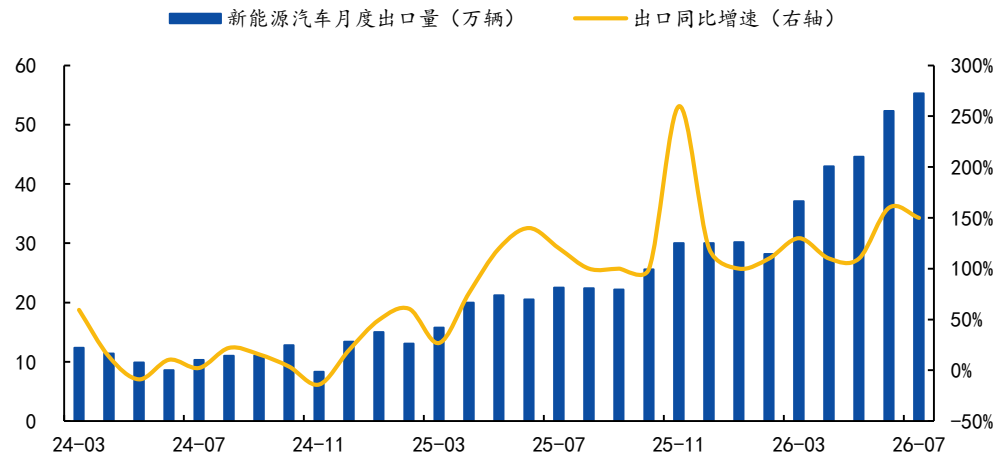
2.1 新能源接棒燃油车，出口结构加速电动化

➢ **新能源出口连续提速，电动化成为结构升级主线**

✓ **新能源出口量与占比同步提升，出口结构切换明显加快。**中汽协口径下，2026年7月新能源汽车出口55.3万辆，同比增长150%。右图沿用海关口径：2026年上半年新能源出口242万辆、占汽车出口45.6%。这一比例由2024年的31.4%升至2025年的41.2%，随后继续提高，说明新能源车型已从出口增量的重要组成部分成长为影响整车出口结构和增长质量的主导力量。月度高增与累计占比提升相互印证，海外市场对中国电动化产品的接受度持续提高。

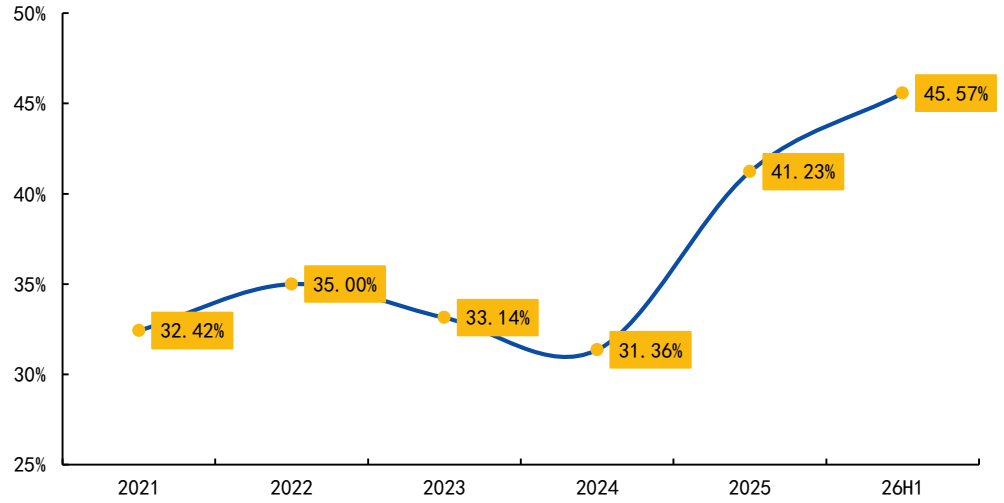
✓ **插混与混动接续放量，电动化增量来源更趋多元。**2026年上半年纯电动车出口152万辆，同比增长51%；插混车型出口90万辆，同比增长115%；普通混合动力占比亦较2025年提升。纯电适配补能条件较好市场，插混和油混更适合充电设施不足、长途出行较多区域；多动力产品扩大市场覆盖，并带动电池、电驱、热管理等零部件协同出海。

图：2024年3月至2026年7月新能源汽车出口量及同比增速



资料来源：中汽协，iFind，国元证券研究所

图：2021—2025年及2026年H1新能源汽车出口量占比



资料来源：中汽协，崔东树，iFind，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 海外份额多区域抬升，市场结构更趋均衡

➢ **区域市场多点放量，海外增长来源更加分散**

✓ **海外可跟踪零售销量与样本份额齐升，欧洲与拉美贡献主要增量。**按崔东树海外可跟踪零售样本，2026年1—7月销量294万辆，同比增长62%，样本市场份额升至7.6%。欧盟、中南美样本销量分别达到77.7万辆、59.4万辆，同比增长106%、92%；东南亚为33.8万辆，同比增长68%。该口径未覆盖全部海外市场、渠道和品牌，不与各公司披露的海外销量或出口量直接比较；同源序列仍可用于观察区域结构与趋势。

✓ **欧洲份额突破，新兴市场同步扩张。**2026年1—7月中国品牌在欧洲的整体份额升至11.7%，英国、挪威和意大利分别为13.9%、13.1%和11.9%；南半球市场份额21.1%，亚洲汇总份额6.2%。欧洲有助于提升品牌和品质标准，新兴市场具备更强增长弹性。各区域能源、监管和渠道差异明显，车企需配置纯电、插混和燃油产品，并与本地合作方完善库存、金融和售后服务。

表：中国车企海外可跟踪零售销量（样本口径，单位：万辆）

海外市场	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1—7月	2025年1—7月	2026前7月同比增速
俄国中亚	6.3	12.8	14.0	53.8	115.3	94.7	49.1	46.9	5%
欧盟	3.0	6.9	16.2	32.9	38.3	75.8	77.7	37.7	106%
中南美	9.2	20.9	28.4	30.4	43.3	61.3	59.4	30.9	92%
东南亚	4.5	7.8	10.4	15.4	22.2	39.2	33.8	20.1	68%
中东	6.0	9.7	12.6	24.3	29.2	36.7	29.7	21.4	39%
大洋洲	3.4	8.3	10.6	14.9	15.1	22.6	21.8	12.3	77%
非洲	5.2	8.3	7.9	6.8	8.7	15.2	14.2	7.7	85%
南亚	2.9	4.1	5.0	5.1	3.4	7.2	6.6	4.2	59%
日韩	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	1.0	1.7	0.4	389%
总计	40.5	78.8	105.0	183.7	275.6	353.6	294	182	62%

资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：样本口径，不与公司官方销量直接比较

表：中国车企海外市场份额变化（样本口径，单位：%）

国家/地区		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年					2026年
		年度	年度	年度	年度	1季度	2季度	3季度	4季度	年总	1—7月
欧洲	挪威	2.8%	6.4%	4.6%	7.4%	7.5%	10.1%	10.0%	11.6%	10.1%	13.1%
	英国	1.7%	2.9%	4.0%	4.4%	6.4%	7.2%	9.8%	11.7%	8.7%	13.9%
	意大利	0.2%	0.8%	3.5%	4.0%	5.7%	6.9%	7.4%	9.5%	7.3%	11.9%
	法国	0.2%	0.8%	1.7%	1.5%	1.9%	2.5%	2.9%	3.8%	2.8%	4.3%
	瑞典	1.7%	3.9%	4.1%	2.5%	1.6%	3.0%	2.1%	2.1%	2.2%	3.3%
	德国	0.1%	0.8%	1.2%	1.0%	1.2%	2.0%	2.1%	3.0%	2.1%	3.7%
	欧洲其他	2.2%	3.2%	9.8%	17.3%	12.9%	14.1%	18.4%	19.8%	16.4%	17.0%
欧洲汇总		1.2%	2.1%	5.2%	8.7%	7.3%	8.4%	10.8%	12.1%	9.7%	11.7%
亚洲	韩国	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	1.5%
	日本	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	亚洲其他	2.2%	2.6%	4.1%	5.2%	6.1%	7.7%	7.5%	7.1%	7.1%	8.7%
亚洲汇总		1.4%	1.7%	2.7%	3.5%	4.1%	5.2%	5.0%	5.1%	4.8%	6.2%
北美洲	北美其他	1.0%	3.0%	4.2%	4.1%	4.1%	3.4%	4.2%	4.5%	4.0%	4.9%
北美洲汇总		0.1%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%
南半球汇总		6.7%	7.4%	7.4%	9.5%	11.6%	12.8%	13.9%	15.3%	13.5%	21.1%
总计		1.4%	2.0%	3.1%	4.6%	4.6%	5.3%	6.0%	6.7%	5.7%	7.6%

资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：美国未单列，区域汇总沿用原样本口径。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 头部梯队逐步形成，体系能力决定份额

➢ **头部车企梯队逐步形成，出海路径呈现明显分化**

✓ **奇瑞、比亚迪在同源样本中形成规模优势。**按崔东树可跟踪零售样本，2026年H1奇瑞、比亚迪、上汽、长城和吉利分别为62.80、48.08、39.29、25.81和22.82万辆。样本未覆盖全部国家、渠道和品牌，不与公司披露口径直接比较，仅用于观察同源序列的相对规模与趋势。持续导入产品和区域投入拉开企业梯队，渠道、产能和品牌积累的重要性进一步提高。

✓ **渠道、产品与产能差异影响后续份额。**奇瑞的长期渠道和多区域经营构成基本盘，比亚迪依托新能源产品与海外工厂加快扩张，上汽、长城和吉利分别发挥区域先发、产能落地和多品牌联动优势。海外销量进入高位后，竞争重点由获取订单逐步延伸至经营质量，工厂利用率、库存周转、经销商效率、售后响应和品牌认知将影响销量转化效率。单一市场或单一车型的快速增长难以长期维持，跨区域复制与本地经营能力将决定头部企业份额提升的持续性。

表：主要中国车企海外可跟踪零售销量（样本口径，单位：辆）

车企	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年H1
奇瑞集团	52811	133046	168172	444131	658646	848142	627967
比亚迪	4510	9194	22034	111025	251290	614728	480773
上汽集团	169658	325245	444938	610791	600206	670878	392851
长城汽车	41168	117822	129961	269076	399107	426912	258097
吉利集团	22163	49603	95347	157005	268817	303595	228184
长安集团	52333	61320	74507	101408	180273	183752	118334
江淮集团	16257	31848	41476	54835	95953	95276	58567
广汽集团	247	2804	2879	6931	32827	48420	32870
北汽集团	10071	15116	18083	17562	43889	66580	46509
零跑汽车			58	1352	1827	36417	61816
东风集团	9212	14176	19523	13562	40194	42887	35535
海马集团	86						7520
小鹏汽车		483	745	2071	13600	31412	27173
一汽集团	4979	5845	8511	15925	32043	31279	17472
中国重汽	473	612	782	1258	27112	14761	6825
福汽集团	166	3	3	5	111	4259	6167
鑫源集团	723	708	232	672	3701	8543	4826
厦门金龙	8689	7747	3995	3887	3958	8212	5634
理想汽车					23347	13107	3183
宇通集团	1096	229	394	1861	5010	4694	2438

资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：各期为海外可跟踪零售样本，未覆盖全部市场，不与公司官方海外销量直接比较。

下载日志已记录，仅供内部参考

3

政策门槛全面抬升，本地化能力决定份额

下载日志已记录，仅供内部参考

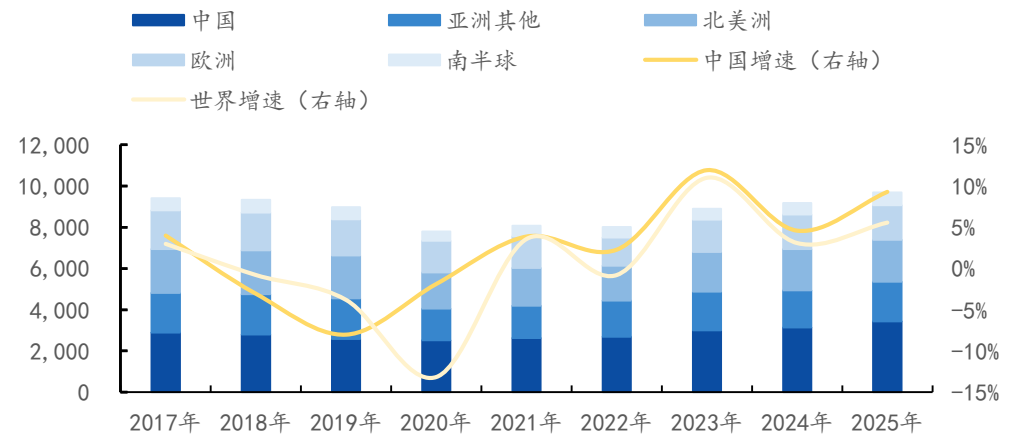
3.1 全球总量保持稳定，电动化分化释放增量

➢ **全球车市总量稳定，区域电动化差异提供增量**

✓ **全球车市维持高位，中国品牌仍有提升空间。**2025年全球汽车销量9689万辆，同比增长6%，继续维持在9000万至1亿辆的平台；2026年1—7月全球汽车销量5611万辆，继续维持较大市场规模。中国拥有完整的整车与零部件供给体系，但自主品牌在多数海外市场的份额仍明显低于国内。全球车市的庞大基数与区域需求差异，为产品输出、品牌扩张和本地化经营提供了长期空间。

✓ **新能源渗透继续提升，区域走势进一步分化。**2026年1—7月全球新能源汽车销量1352万辆，累计渗透率达到24.1%；同期欧洲新能源渗透率为27.1%，美国为6.8%。欧洲与美国渗透水平差异明显，表明海外电动化并非同步推进。中国车企已形成纯电、插混和混动并行的产品谱系，可根据补能条件、用车半径与价格带调整供给，在不同区域的结构变化中承接新增需求。

图：2017-2025年全球汽车销量（单位：万辆）及同比增速



资料来源：崔东树，国元证券研究所

表：全球各地区新能源汽车渗透率（2018—2025、2026年1—7月，%）

国家/地区		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年		2026年		
		年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	1季度	年度	1季度	7月	1—7月累计
中国汇总		**4.5**	**4.7**	**5.2**	**12.6**	**24.4**	**29.9**	**39.2**	**39.2**	**45.5**	**39.4**	**56.8**	**47.8**
全球汇总		**2.2**	**2.4**	**3.9**	**7.8**	**13.1**	**15.9**	**19.5**	**19.7**	**23.6**	**20.6**	**27.3**	**24.1**
欧洲	挪威	37.7	41.9	58.3	69.8	73.5	70.1	71.9	75.2	80.9	79.3	83.7	81.1
	瑞典	6.5	10.2	27.1	39.1	49.1	51.2	50.9	51.3	55.8	56.5	61	58.2
	英国	2	2.6	8.9	16.3	20.3	21.2	24.7	27.3	31.3	32.5	38.5	35.3
	德国	1.8	2.7	12.6	22.7	28	22.3	18.2	23.9	26.8	30.1	36.3	32.6
	法国	2	2.5	9.1	14.4	17.3	22	21.5	20	23.2	28.2	35.5	30.3
	意大利	0.5	0.7	3.4	9.8	9.8	8	7	8.8	11.9	15.1	15.3	16.2
	欧洲其他	1	2.1	4.3	7.2	10.8	13.8	13.7	16.9	18.8	20.8	20.2	21.2
欧洲汇总		**1.9**	**2.7**	**8.3**	**14.2**	**18.5**	**18.5**	**17.6**	**20.4**	**23.4**	**25.6**	**27.9**	**27.1**
北美洲	**美国**	**2**	**1.8**	**2.2**	**4.2**	**6.9**	**9.1**	**9.7**	**9.7**	**9.7**	**6.9**	**6.6**	**6.8**
	北美其他	0.7	0.8	1	1.6	2.9	3.9	4.5	3.1	3	4.2	4.6	4.3
北美洲汇总		**1.8**	**1.7**	**2**	**3.8**	**6.3**	**8.3**	**8.8**	**8.5**	**8.5**	**6.4**	**6.2**	**6.3**
亚洲	韩国	1.9	2	2.5	6.2	9.9	8.9	9.5	9.8	14	22.6	27.4	25.2
	日本	0.9	0.7	0.5	1	2.2	2.9	2.3	2.2	2.3	3.2	3.7	3.5
	亚洲其他	0	0	0	0.2	0.6	1.9	3.3	5.6	7.5	8.3	10	9.1
亚洲其他汇总		**0.4**	**0.4**	**0.5**	**1**	**1.9**	**2.8**	**3.6**	**5**	**6.9**	**8.2**	**9.9**	**9.1**
南半球汇总		**0**	**0.1**	**0.1**	**0.2**	**0.8**	**2.2**	**3.2**	**3.8**	**4.7**	**7.7**	**12.7**	**10.6**

资料来源：崔东树、中国汽车流通协会、鑫森炭业审核问询回复，国元证券研究所。注：2026年数据截至7月。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 欧洲：门槛抬升，本地化成为主要进入方式

➢ **反补贴税抬升出口成本，欧洲经营更依赖本地化**

✓ **欧盟反补贴税落地，出口成本明显上升。**欧盟对中国制造纯电动车征收为期五年的最终反补贴税，比亚迪、吉利和上汽的额外税率分别为17.0%、18.8%和35.3%。差异化税率直接影响各车企的终端定价、车型组合和利润空间，单纯依靠中国生产并出口的模式面临更高门槛，欧洲市场的产品导入需要统筹税负、售价与渠道回报。

✓ **价格承诺逐案审查，欧洲竞争更重经营能力。**欧委会于2026年1月发布价格承诺申报指引，2月接受大众安徽CUPRA Tavascan单一车型的价格承诺，安排涉及最低进口价格、年度配额和欧盟投资承诺。个案审查并不意味着行业层面的统一豁免，车企仍需把合规申报、本地投资、渠道运营和车型生命周期纳入一体化决策。

表：欧盟对华电动汽车贸易摩擦关键节点梳理

时间	税率	关键事件
2023年10月4日	/	欧盟委员会在《欧盟官方公报》发布公告，正式对产自中国的9座及以下纯电动载人汽车（BEV）启动反补贴调查，标志着中欧新能源汽车贸易摩擦进入官方程序。调查由欧盟委员会发起，核心审查可诉补贴、欧盟产业损害及二者因果关系；“低于正常价值”属于反倾销概念，不是本项反补贴调查的判定标准。调查覆盖2019-2023年中国车企在欧盟的出口数据、成本结构及政府扶持政策，涉及比亚迪、吉利、上汽等主要出口企业。
2024年7月4日	17.4%-37.6%	欧盟公布反补贴调查初裁结果，拟定对中国电动汽车征收17.4%~37.6%的临时反补贴税，不同企业税率差异化设定：比亚迪为17.4%、吉利为19.9%，其余未配合调查或被认定补贴程度更高的企业税率更高。初裁结果基于欧盟委员会对补贴幅度的初步测算；临时税通常以担保形式实施，是否最终收取及收取范围取决于终裁，不应表述为一律追溯征收。相关措施叠加此前的10%基础关税水平，显著抬高了中国电动汽车在欧洲市场的终端价格竞争力门槛。
2024年10月29日	17.0%-35.3%	欧盟发布反补贴调查终裁结果，决定对中国电动汽车征收为期5年的差异化反补贴税，具体税率为：比亚迪17.0%、吉利18.8%、上汽及非合作企业35.3%、其他合作企业20.7%，叠加欧盟10%基础关税后，企业实际关税成本显著上升。终裁同步开放价格承诺选项，允许车企通过承诺最低出口价格、调整产品定价体系，替代缴纳惩罚性关税。终裁结果标志着欧盟对华电动汽车贸易摩擦正式落地，企业需在“缴纳高关税”或“执行价格承诺”中选择，直接影响其欧洲市场的盈利空间与定价策略。
2026年1月12日	价格承诺申报指引	欧委会发布价格承诺申报指引，为企业提交最低进口价格（MIP）、销售渠道、交叉补偿及欧盟未来投资等承诺要素提供统一规则；每项承诺仍需依法单独评估。
2026年2月10日	个案价格承诺	欧委会接受大众安徽CUPRA Tavascan单一车型的价格承诺：按最低进口价格出口，并设置年度配额、指定销售渠道及欧盟投资承诺；该车型免征对应反补贴税。该决定属于企业和车型个案，并非中欧整体协议。

资料来源：欧盟委员会，欧委会贸易司，中国机电产品进出口商会，车百会，商务部，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 北美：贸易壁垒高企，直接出口空间收窄

➢ **美国高关税限制直接出口，加拿大转向配额内开放**

✓ **美国直接出口受阻，北美转向间接合作。**美国对部分中国电动车征收100%的301附加税，叠加2.5%基础税后总税率102.5%，中国品牌整车直接进入美国的成本显著提高。短期内，北美更可行的业务形态包括零部件配套、技术合作和第三地生产，销量与盈利取决于原产地规则和本地合规。

✓ **加拿大实施国别年度配额，墨西哥准入更重规则适配。**加拿大自2026年3月1日起对中国电动车实施4.9万辆国别年度进口配额，配额内适用6.1%最惠国税率并取消此前100%附加税。墨西哥关税调整自2026年1月1日起生效，针对非自贸伙伴的部分汽车及零部件，税率因税号而异，部分整车最高50%；符合自贸协定原产地规则的货物不适用该项调整。车企在北美布局时需逐项核对税号、原产地和本地制造安排。

表：北美对华电动汽车贸易摩擦关键节点梳理

时间	国家	关键事件
2024年9月27日	美国	美国贸易代表办公室落实对华301关税调整：部分中国电动车适用100%附加税，叠加2.5%基础进口税后总税率为102.5%；高额税负显著抬升直接整车出口成本。
政策影响	美国	直接整车出口空间显著收窄，市场机会更多转向零部件配套、第三地生产和本地合规运营。
2026年1月1日	墨西哥	墨西哥对来自非自贸伙伴的部分汽车及零部件提高进口关税；税率因税号而异，部分整车最高50%。
后续趋势	墨西哥	调整不适用于符合自贸协定原产地规则的货物；准入更依赖税号、原产地与本地制造安排。
2026年3月1日	加拿大	实施中国电动车国别年度进口配额，初始规模4.9万辆；配额内适用6.1%最惠国税率，并取消此前100%附加税。
后续趋势	加拿大	政策由全面高关税转为配额内有限开放，但准入仍受年度数量、适用车型、配额分配及后续政策调整约束。

资料来源：美国贸易代表办公室，加拿大环球事务部，墨西哥《官方公报》，商务部，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 新兴市场：需求仍旺，本地制造换取准入

➢ **巴西与泰国政策各有侧重，本地制造成为共同方向**

✓ **巴西分车型调整进口税，本地化要求继续提高。**巴西自2024年起分阶段恢复新能源汽车进口税。自2026年7月起，整车和SKD税率升至35%；CKD税率维持14%至2026年12月底，并自2027年1月升至35%。同期设置为期六个月、总额4.63亿美元的CKD/SKD零关税配额。不同形态的税率和配额安排进一步提高了本地制造、零部件采购及合规管理的重要性。

✓ **泰国优惠衔接本地生产，推动区域制造。**EV3.5对符合价格条件的进口整车给予最高40%关税减免，并将部分电动车消费税由8%降至2%，相关优惠与本地补偿生产要求相衔接；2025年调整后，在泰国生产并用于出口的1辆电动车可按1.5辆计入补偿生产。政策既支持短期市场导入，也引导车企扩大当地制造并向东南亚周边市场供货。

表：巴西、泰国新能源汽车进口与产业政策关键节点

时间	国家	关键事件
2023年11月10日	巴西	巴西工贸部外贸委员会10日宣布，自2024年1月起，将恢复征收纯电动、插电式和油电混动汽车等新能源汽车的进口税，并逐步提高税率，自2026年7月起，相关税率升至35%。该部称，该措施旨在促进全国汽车产业发展，加速产业链脱碳进程，为国家新工业化做出贡献。
2024年1月1日	巴西	巴西新能源汽车关税第一阶段落地执行，按动力类型差异化计税：纯电动车10%、插电混动12%、油电混动12%，对比此前长期零关税政策，首轮加征直接抬升中国整车进口成本，其中纯电动车型进口完税成本上浮10个百分点
2024年7月1日	巴西	关税进入第二上调周期，三档车型税率同步抬升：纯电动车18%、插电混动20%、油电混动25%，经过两轮税率上调，纯电动车进口关税较年初涨幅达8个百分点，混动车型涨幅更为明显。税率爬坡后，中国整车直接出口巴西的盈利空间持续压缩
2025/2026年7月1日	巴西	关税第三轮上调落地，距离最终35%目标税率进一步靠拢：纯电动车25%、插电混动28%、油电混动30%，2026年7月起整车及SKD升至35%；CKD维持14%至年底、2027年1月升至35%，并设六个月4.63亿美元CKD/SKD零关税配额。
2023年12月19-20日	泰国	泰国内阁确认EV3.5（2024—2027年）：2024—2025年，售价不超过200万泰铢的进口整车最高减免40%进口关税；售价≤700万泰铢的电动车消费税由8%降至2%，并按车型和电池容量提供购车补贴。
2025年7月30日	泰国	泰国EV委员会调整EV3/EV3.5补偿生产规则：车企在泰国生产并用于出口的1辆电动车，可按1.5辆计入补偿生产，有助于兼顾本地化履约与出口基地建设。

资料来源：商务部，巴西通讯社，泰国投资促进委员会，泰国公共关系部，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 政策导向趋同，体系化出海价值提升

➢ **主要市场准入要求趋严，海外经营链条继续延伸**

✓ **关税、配额和本地生产要求同步提高。**欧盟通过差异化反补贴税提高纯电车型进口成本，美国以高关税限制中国整车直接进口，加拿大设置国别年度配额，巴西和泰国则通过进口税与补偿生产要求引导本地制造。政策工具虽有差异，但均在提高车企对合规申报、产地安排和本地投入的要求，贸易出口的单一优势逐步收窄。

✓ **海外竞争延伸至制造、渠道和供应链。**面对规则变化，具备海外工厂、KD/SKD能力、本地供应商和售后网络的车企，能够在关税、物流和交付环节获得更大主动权。随着产能投放和渠道扩张同步推进，区域产品定义、零部件采购、库存管理和品牌服务将成为份额提升的重要基础，中国车企全球化进入更重运营的阶段。

表：全球主要市场汽车进口政策梳理

目标市场	主要政策手段	政策核心导向
欧盟	加征差异化反补贴税、对价格承诺采取企业/车型逐案审查	抬高整车出口准入门槛，推动合规化经营与本地化生产
美国	对部分中国电动车加征100%附加税、分阶段限制涉华联网汽车	高关税叠加联网汽车规则，显著压缩整车直接进口空间
加拿大	设置年度国别进口配额，配额内适用6.1%最惠国税率	由全面高关税转向配额内有限开放，数量与细则仍构成约束
墨西哥	自2026年1月1日起，对非自贸伙伴部分整车及零部件提高进口关税，部分税率最高50%	关税水平上调，准入更依赖原产地合规与本地制造
巴西	整车和SKD自2026年7月起35%；CKD维持14%至年底并于2027年升至35%，另设限期零关税配额	从进口友好转向本地制造，倒逼产能本地化落地
泰国	进口关税及消费税优惠与本地补偿生产要求衔接	以市场与税收优惠换取本地制造，并鼓励将泰国建设为出口基地

资料来源：欧盟委员会，美国贸易代表办公室、美国商务部工业与安全局，加拿大环球事务部，墨西哥《官方公报》，巴西通讯社，泰国投资促进委员会，商务部，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4

需求、产品、产能、渠道共振，出海迈向体系化

下载日志已记录，仅供内部参考

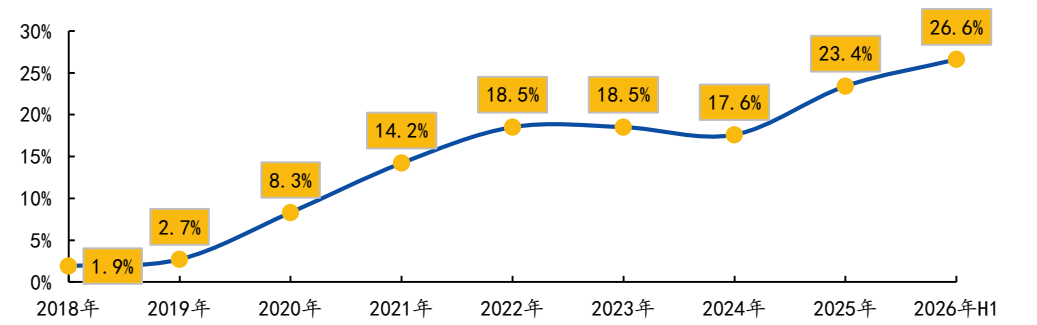
4.1 需求侧：低渗透市场补涨，海外空间仍足

➢ **区域渗透率分化延续，低渗透市场提供结构增量**

✓ **全球电动化延续上行，区域需求梯度仍然清晰。**2026年H1全球新能源汽车销量1122万辆，渗透率23.4%，其中纯电动、插电混动分别为16.3%、7.1%。同期欧洲、北美洲、亚洲其他及南半球渗透率分别为26.6%、6.3%、8.8%和10.1%。欧洲需求修复较快，美国阶段性承压，亚洲其他及南半球仍处低渗透阶段。

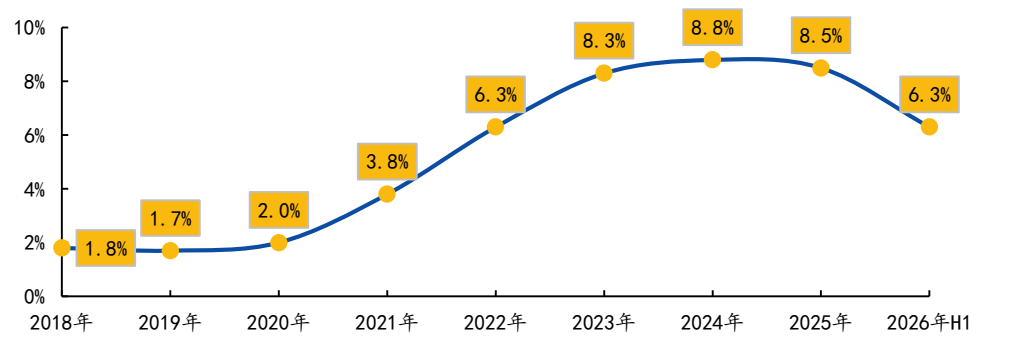
✓ **纯电与插混承担不同区域需求，产品适配影响渗透效率。**纯电更适合补能网络完善的市场，插混兼顾油电补能，适应长途出行和基础设施不足地区。不同区域的认证、能源价格、税费和渠道要求差异明显，车企需按当地场景配置续航、动力和价格带，并完善备件、金融与售后体系。

图：欧洲新能源汽车渗透率（2018—2025年、2026年H1）



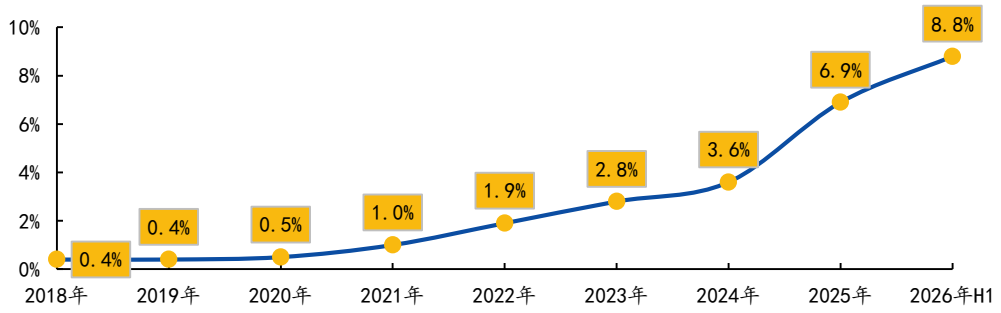
资料来源：崔东树、鑫森炭业审核问询回复，国元证券研究所

图：北美洲新能源汽车渗透率（2018—2025年、2026年H1）



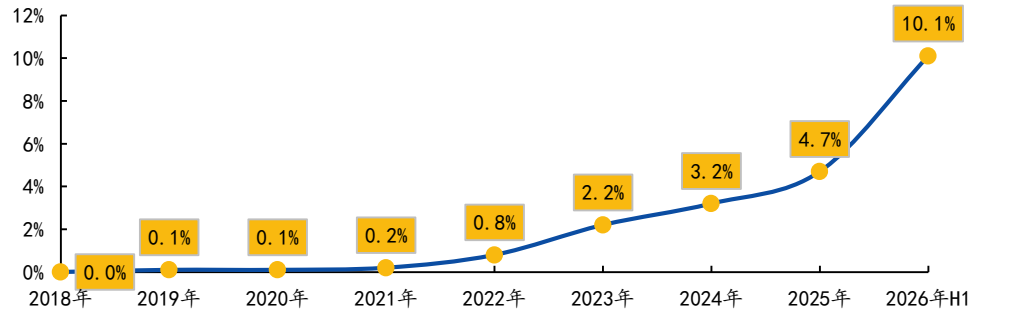
资料来源：崔东树、鑫森炭业审核问询回复，国元证券研究所

图：亚洲其他新能源汽车渗透率（2018—2026年H1）



资料来源：崔东树、鑫森炭业审核问询回复，国元证券研究所

图：南半球新能源汽车渗透率（2018—2025年、2026年H1）



资料来源：崔东树、鑫森炭业审核问询回复，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 产品侧：多动力谱系完善，适配能力持续增强

➢ **纯电与插混占比提升，多动力布局扩大市场覆盖**

✓ **汽油占比继续回落，插混与纯电成为主要增量。**2026年上半年乘用车出口中，汽油车型占比降至39%，较2025年下降7个百分点；纯电、插混和混合动力占比分别升至33%、19%和9%，较2025年分别提升2个、4个和2个百分点。分季度看，二季度汽油占比较一季度下降5个百分点，纯电和插混分别提升3个、2个百分点。动力结构变化表明，海外出口增量正更多由电动化车型贡献，产品供给由燃油车主导加快转向多动力并行。

✓ **多动力谱系改善区域适配，增长由单一路线转向组合输出。**2026年上半年纯电动车出口152万辆，同比增长51%；插混出口90万辆，同比增长115%。纯电适合补能条件较好区域，插混兼顾油电补能，适应基础设施不足和长途出行；油混与燃油车型仍覆盖部分中东、拉美和非洲市场。完整动力谱系有助于车企按区域配置产品，降低单一路线约束。

表：中国汽车出口动力结构份额

汽车出口结构份额（%）		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026			份额变动（百分点）		
								1季度	2季度	上半年	2025较2024	2026H1	Q2环比
乘用车	汽油	71	66	60	60	59	46	42	37	39	-13	-7	-5
	纯电动	24	30	35	35	30	31	31	34	33	1	2	3
	插混	3	3	4	3	6	15	18	20	19	9	4	2
	混合动力	0	1	1	2	5	7	9	8	9	2	2	-1
	柴油	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	-1
乘用车汇总		**74**	**76**	**80**	**85**	**85**	**85**	**84**	**87**	**86**	**0**	**1**	**3**
货车	柴油	58	57	67	70	68	64	70	66	68	-4	4	-4
	汽油	28	22	22	21	22	21	19	20	19	-1	-2	1
	纯电动	0	4	4	5	3	8	3	4	4	5	-4	1
	不明	14	17	7	2	2	4	5	5	5	2	1	0
	插混	0	0	0	2	5	3	3	5	4	-2	1	2
货车汇总		**20**	**21**	**18**	**13**	**12**	**13**	**13**	**12**	**13**	**0**	**0**	**-1**
客车	汽油	53	46	46	56	66	61	63	55	59	-5	-2	-8
	柴油	40	45	38	30	19	23	25	30	28	4	5	5
	纯电动	6	7	14	14	14	16	12	14	13	2	-3	2
	不明	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	插混	0	1	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0
客车汇总		**4**	**2**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**0**	**0**	**0**
总计		100	100	100	100	100	100	100	100	100			

资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：各动力类型为对应车型内部结构；汇总行为占全部出口比重；份额变动按表内展示份额测算，单位为百分点。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 产能侧：海外工厂兑现，本地供给支撑放量

➢ **海外工厂陆续投产，本地供给能力开始形成**

✓ **自建、并购与合作生产并行，重点区域产能进入落地期。**比亚迪泰国工厂已投产，巴西卡马萨里工厂已启动整车组装，本地化制造配套持续建设；印尼和匈牙利项目处于建设阶段，土耳其项目已暂停、截至2026年9月尚未开工。奇瑞西班牙已实现本地生产，南非Rosslyn工厂正在升级改造；长城、长安和广汽埃安亦在重点区域形成制造能力。自建、并购与合作生产可结合当地厂房、人员及渠道资源，缩短重点市场落地周期。

✓ **产能落地缩短交付，本地配套影响经营质量。**海外工厂能够降低关税与物流约束，改善订单响应，并带动当地就业、供应商导入和售后配件保障；利用既有工厂改造，也有助于减少前期建设投入。投产之后，车型认证、人员培训、质量管理、本地采购比例和产能利用率将影响成本曲线与交付稳定性。只有产能爬坡与渠道销量相匹配，固定成本才能得到有效摊薄，本地制造对收入和盈利的贡献才会逐步释放。

表：重点车企海外产能布局（截至2026年9月）

车企	国家/地区	模式	规划/现有产能	进展状态
比亚迪	泰国	自建工厂（罗勇府）	约15万辆/年	已投产
比亚迪	巴西	整车组装/本地化建设	初期约15万辆/年	已投产（整车组装）
比亚迪	土耳其	投资建厂协议	规划约15万辆/年	项目暂停，尚未开工
奇瑞集团	越南	合资（与Geleximco）	规划约20万辆/年	建设中
奇瑞集团	西班牙	合作（与Ebro）	2027年5万/2029年15万辆	已投产
奇瑞集团	南非	收购并改造Rosslyn工厂	单班规划5万辆/年	改造中，计划2027年中投产
长城汽车	泰国	收购通用罗勇府工厂	约8万辆/年	已投产
长城汽车	巴西	收购奔驰伊拉塞马波利斯工厂	约5万辆/年	已投产
吉利集团	马来西亚	宝腾AHTV新能源工厂	现有2万/扩建目标4.2万辆	已投产，扩建中
吉利集团	埃及	CKD合作工厂	现有约1万/三年目标近3万辆	已投产
长安汽车	泰国	自建工厂（罗勇府）	一期10万/二期20万辆	已投产
广汽埃安	泰国	自建工厂	初期约5万辆/年	已投产

资料来源：比亚迪、奇瑞国际、Ebro、长城汽车、Proton、埃及国家信息服务中心、中国青年报、新华网、中国汽车工业协会、Reuters，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.4 渠道侧：销售服务网络成型，海外经营深化

➢ **海外门店网络初具规模，经营重心向服务体系延伸**

✓ **公开渠道数据可观察覆盖范围，口径差异限制横向排名。**公开统计混合集团与品牌、门店、销售网点和服务网点定义，仅适合观察区域覆盖，不宜简单排名。按已披露下限，名爵、比亚迪、长城和奇瑞分别覆盖2809、1925、1371和903家以上网点；具体比较还需结合统计时点、品牌归属和网点功能。

✓ **渠道价值延伸至售后、配件和金融服务。**车企由批发出口转向本地经营后，需要提高经销商效率、备件周转和服务一致性，以口碑带动复购。门店数量决定覆盖广度，单店销量、维修产值和用户满意度影响网络质量；销售、售后、金融与残值管理逐步形成协同。

表：中国汽车集团/品牌海外门店与服务网点公开统计（截至2025年12月26日）

集团/品牌	覆盖国家（个）	门店数量（家）					门店数量合计（家）	门店数量最多国家及对应数量（家）
		亚洲	欧洲	美洲	非洲	大洋洲		
奇瑞	44	240	48	483+	132+	-	903+	巴西（152）
比亚迪	91	562+	711	405	43	204	1925+	澳大利亚（185）
名爵	53	414	2038	209	15	133	2809+	德国（340）
长城汽车	70	314	422+	329	163	143	1371+	俄罗斯（271）
长安汽车	33	192	58	-	73+	-	323+	沙特阿拉伯（61）
smart	32	20+	336	11	8	5	380+	德国（101）
Omoda&Jaecoo	22	67	367+	111	49	59	653+	英国（100）
零跑	35	23	678	2	11	20	734+	意大利（160）
小鹏	48	27+	229+	未披露	6	23	285+	法国（60）
极星	26	9	129	39	-	16	194+	瑞典（23）

资料来源：电车出海，国元证券研究所。注：公开资料不完全统计；集团与品牌、门店与销售/服务网点口径不一，仅用于观察覆盖范围，不作简单排名；“+”为已披露下限

下载日志已记录，仅供内部参考

5

头部车企路径分化，全球化能力进入兑现期

下载日志已记录，仅供内部参考

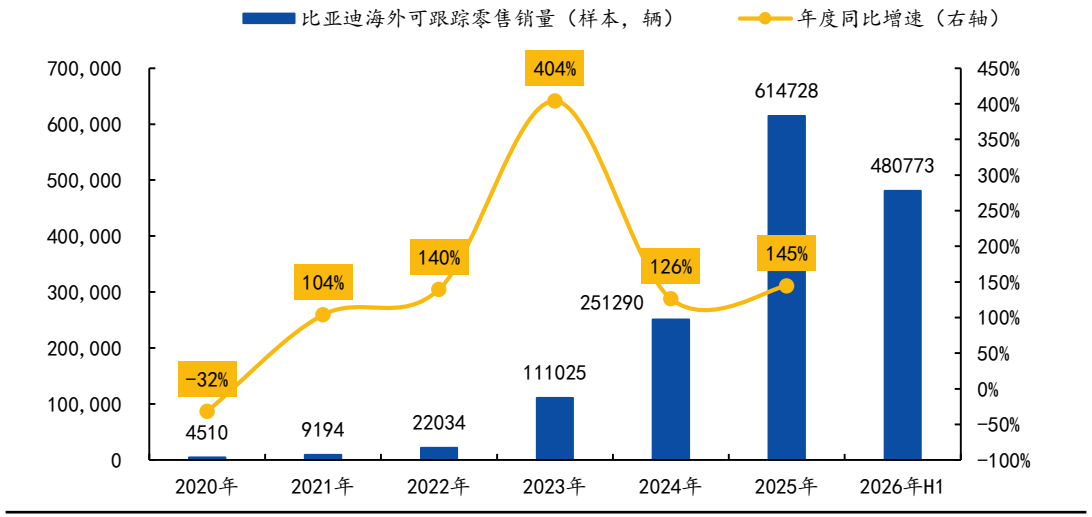
5.1 比亚迪：全球复制提速，海外产能进入兑现期

➢ **产品与制造体系同步推进，比亚迪海外增长进入兑现期**

✓ **纯电与插混双线放量，海外可跟踪零售样本继续扩张。**据崔东树海外可跟踪零售样本，2023—2025年比亚迪样本销量由11.1万辆增至61.5万辆，2026年H1达到48.08万辆；该样本不等同于公司披露的全部海外销量或出口量。纯电和插混产品覆盖不同补能条件与价格带，三电技术和垂直整合能力则为海外定价、车型迭代与供应保障提供基础。

✓ **泰国、巴西工厂进入运营，本地制造开始支撑区域交付。**泰国和巴西工厂已经投产，印尼、匈牙利和巴基斯坦项目处于建设阶段；土耳其项目已暂停、截至2026年9月尚未开工。多区域产能能够降低关税、运输和交付约束，并提高对当地需求的响应速度；后续经营表现取决于产能爬坡、本地零部件配套和渠道消化能力。

图：比亚迪海外可跟踪零售销量及年度同比（样本口径）



资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：年度同比更新至2025年，H1仅列样本销量

表：比亚迪海外产能布局（截至2026年9月）

状态	工厂（预计投产）	形式	投资金额	规划/现有产能
已投产	美国兰卡斯特（电动巴士）	比亚迪全资	未披露	产能未披露
已投产	印度Chennai工厂	SKD组装	未披露	约1.7万辆/年
已投产	乌兹别克斯坦工厂	与Uzavtosanoat合资	未披露	一期约5万辆/年
已投产	泰国罗勇工厂	全资、本地化生产	未披露	约15万辆/年
已投产（组装）	巴西卡马萨里工厂	本地生产	未披露	初期约15万辆/年
已投产	柬埔寨CKD工厂	CKD组装	未披露	一期约1万辆/年
建设中	印度尼西亚工厂	本地化整车工厂	未披露	规划约15万辆/年
建设中	匈牙利Szeged工厂	全资本地化生产	未披露	首期规划约15万辆/年
项目暂停/尚未开工	土耳其工厂	投资建厂协议	约10亿美元	规划约15万辆/年
建设中	巴基斯坦工厂	与Mega Motor合作	未披露	初期约2.5万辆/年

资料来源：比亚迪官网、相关政府/投资促进机构、Reuters，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

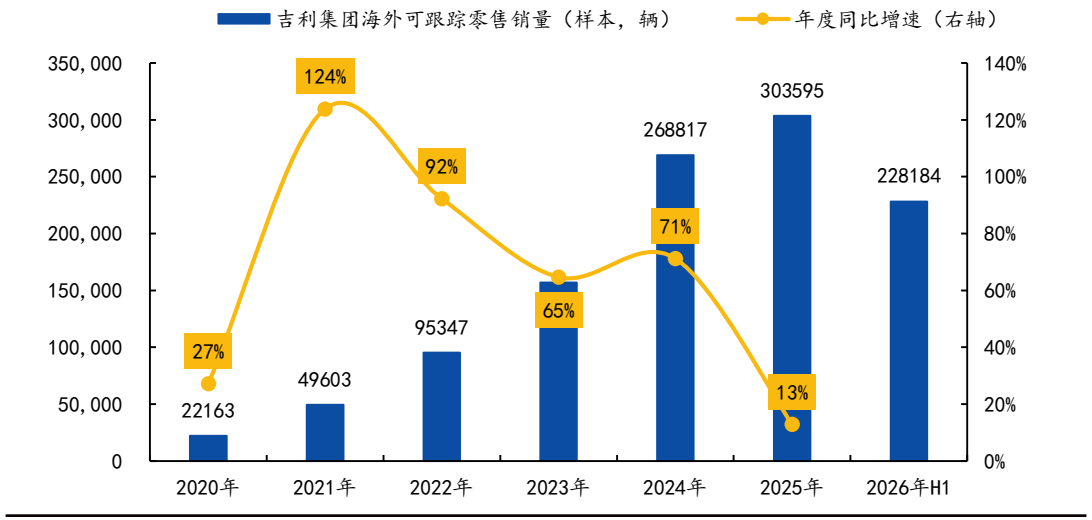
5.2 吉利：多品牌协同，海外增长弹性加速释放

➢ **多品牌覆盖不同市场，合作产能支撑区域落地**

✓ **品牌矩阵覆盖多个价格带，海外可跟踪零售样本加快释放。**据崔东树海外可跟踪零售样本，2026年H1吉利集团样本销量22.82万辆；该样本不等同于公司披露的全部海外销量或出口量。吉利、领克、极氪和宝腾等品牌分别面向不同产品定位和区域市场，新能源车型导入与既有渠道资源衔接，有助于扩大客户覆盖并提高重点市场的产品更新速度。

✓ **合作制造降低门槛，区域产能逐步完善。**马来西亚宝腾新能源工厂现有年产能2万辆，扩建后计划升至4.2万辆；埃及两条产线合计约1万辆，三年目标接近3万辆。越南Tasco项目在建，计划2026年底投产、初期产能7.5万辆。合作产能可复用当地工厂、人员和渠道。

图：吉利集团海外可跟踪零售销量及年度同比（样本口径）



资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：年度同比更新至2025年，H1仅列样本销量

表：吉利集团海外品牌及合作制造布局（截至2026年9月）

状态	工厂（预计投产）	形式	投资金额	规划/现有产能
已投产	马来西亚宝腾新能源工厂	集团合作产能	一期RM8200万；扩建RM3700万	现有2万/扩建目标4.2万辆
已投产	白俄罗斯BelGee工厂	合资CKD	未披露	约12万辆/年（涂装）
已投产	埃及工厂	与Auto Mobility合作CKD	未披露	现有约1万/目标近3万辆
已投产	印度尼西亚合作工厂	CKD组装	未披露	产能未披露
已投产	英国LEVC工厂	集团控股品牌产能	未披露	约3万辆/年
已投产	英国Lotus工厂	集团控股品牌产能	未披露	产能未披露
已投产	乌拉圭蒙得维的亚工厂	CKD组装	未披露	约2万辆/年
已投产	沃尔沃比利时根特工厂	集团品牌产能协同	未披露	产能未披露
已投产	沃尔沃美国查尔斯顿工厂	集团品牌产能协同	未披露	约15万辆/年
已投产	雷诺韩国Busan工厂	股权合作/代工	未披露	产能未披露
建设中	越南Tasco合作工厂	合资CKD	约1.68亿美元	初期7.5万辆/年

资料来源：吉利汽车、Proton、Reform.news等，国元证券研究所。注：含吉利集团控股品牌、参股品牌及合作方产能；并非均由吉利汽车上市公司直接运营

下载日志已记录，仅供内部参考

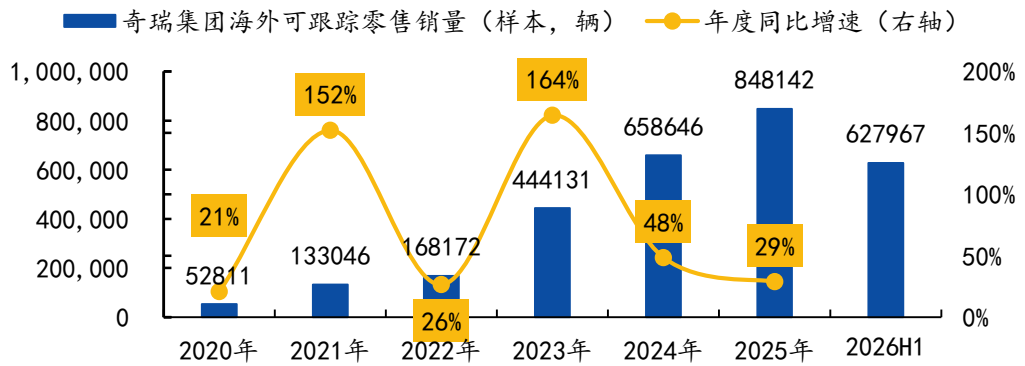
5.3 奇瑞：基本盘稳固，欧洲本地化打开增量

➢ **渠道基本盘稳固，本地制造补强欧洲与非洲布局**

✓ **长期区域深耕形成稳定基本盘，海外可跟踪零售样本保持韧性。**据崔东树海外可跟踪零售样本，2026年H1奇瑞集团样本销量62.80万辆；该样本不等同于公司披露的全部海外销量或出口量。奇瑞较早进入拉美、中东、非洲和东欧等市场，持续经营形成经销网络、用户基础和产品认知，使新车型能够依托既有渠道较快导入。

✓ **西班牙、南非项目推进，巴西既有产能仍待盘活。**西班牙巴塞罗那项目于2024年实现首车下线，2027年5万辆、2029年15万辆均为规划目标；南非Rosslyn工厂完成收购后启动升级改造，计划2027年中投产。巴西Jacareí工厂由CAOA约51%控股，自2022年以来处于停产或闲置状态。项目进度、产权结构和产能口径需分别判断。

图：奇瑞集团海外可跟踪零售销量及年度同比



资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：年度同比更新至2025年，H1仅列样本销量

表：奇瑞汽车海外产能布局（截至2026年9月）

状态	工厂（预计投产）	形式	投资金额	规划/现有产能
停产/闲置	巴西Jacareí工厂	CAOA约51%控股，Chery约49%	未披露	名义约15万辆/年；2022年以来闲置
已启动生产	西班牙Barcelona工厂	与Ebro合作	未披露	规划：2027年5万/2029年15万辆
已投产	俄罗斯KD合作网络	轻资产KD	未披露	产能未披露
已投产	伊朗CKD合作工厂	本地合资/CKD	未披露	产能未披露
已投产	巴基斯坦合作工厂	CKD组装	未披露	产能未披露
已投产	阿尔及利亚合作工厂	与本地伙伴合作	未披露	初期约2.4万辆/年
已投产	哈萨克斯坦合作工厂	CKD组装	未披露	产能未披露
建设/导入中	泰国Rayong新能源工厂	合资/本地化生产	约50亿泰铢	初期约5万辆/年
规划中	马来西亚Selangor项目	本地产业园	约22亿马币	产能未披露
建设中	越南Thai Binh工厂	与Geleximco合资	约8亿美元	规划约20万辆/年
改造中	南非Rosslyn工厂（2027年中）	收购并升级改造	未披露	单班约5万辆/年
规划中	土耳其Samsun项目	拟建新能源工厂	未披露	以最终协议为准

资料来源：奇瑞国际、Ebro、Reuters、CNN Brasil等，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

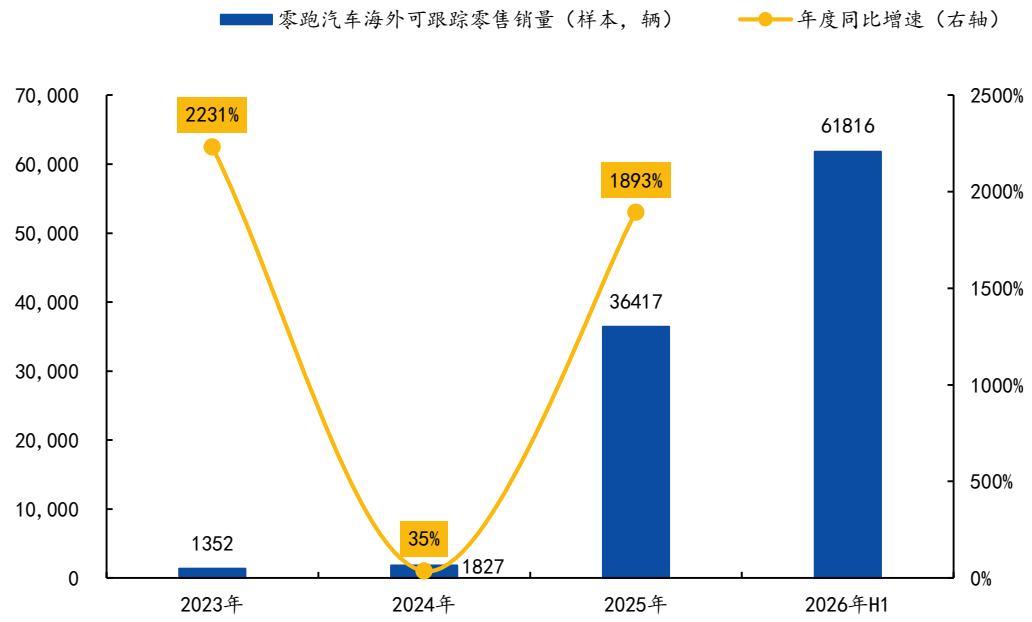
5.4 零跑：借力Stellantis，轻资产模式放大弹性

➢ **合作资源复用，零跑轻资产出海加速**

✓ **股权合作打通全球渠道，海外销售网络实现较快扩张。**Stellantis持有零跑约21%股份，零跑国际由双方分别持股51%和49%，负责大中华区以外市场的销售与生产。2025年其在欧洲发运超4万辆，销售与服务网点超过850个。

✓ **东盟本地组装持续推进，欧洲制造项目仍待推进。**2026年H1零跑海外可跟踪零售样本销量6.18万辆。缅甸B10于3月下线交付，马来西亚Gurun已启动组装；西班牙萨拉戈萨拟导入B10，仍待协议及审批。

图：零跑汽车海外可跟踪零售销量及年度同比（样本口径）



资料来源：崔东树，国元证券研究所。注：年度同比更新至2025年，H1仅列样本销量

表：零跑国际海外合作与制造布局（截至2026年9月）

状态	项目/工厂	形式	投资额	规划产能
运营中	零跑国际全球网络	Stellantis主导的51/49合资	未披露	复用渠道与制造资源
已投产	马来西亚Gurun工厂	Stellantis存量工厂本地组装	约533万欧元	官方未披露
已下线/交付	缅甸NPK MOTOR合作工厂	SKD组装（B10）	未披露	未披露
已启用	西班牙Mallén电池车间	电池模组组装	未披露	官方未披露
可研/意向	西班牙萨拉戈萨工厂	拟导入B10及新产线	未披露	时间与规模待最终协议
可研/意向	西班牙Madrid工厂	拟导入未来车型	未披露	潜在时间自2028年起

资料来源：Stellantis、零跑汽车、央视网，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5.4 零跑：借力Stellantis，轻资产模式放大弹性

➢ 零跑汽车(9863.HK)盈利预测与估值分析

公司已形成覆盖主流价格带的新能源车型矩阵，C系列构成当前销量基本盘，B系列向更广阔的家庭用车市场拓展，D系列进一步补充高端产品布局。公司依托全域自研能力，在整车架构、电子电气架构、智能驾驶及三电系统等环节形成协同开发体系，有利于缩短产品迭代周期、提高平台复用效率并持续改善零部件成本；与Stellantis的合作则为海外渠道拓展、本地化生产和品牌触达提供支撑。随着在售车型持续放量及新车型陆续交付，我们预计公司2026—2028年营业收入分别达到1,032.6、1,302.5和1,550.4亿元；规模效应、车型结构改善以及单车折旧摊销下降有望推动毛利率由13.0%提升至16.5%，归属于母公司股东利润分别达到29.96、57.82和78.95亿元。利润增速快于收入增速，公司正处于销量扩张向盈利释放过渡的关键阶段。

考虑到公司 2026 年为扭亏后的第二个年度，盈利水平预计波动较大，我们采用 2027 年可比公司一致预期市盈率作为估值基准。可比公司选择赛力斯、长安汽车和比亚迪，三家公司均以整车制造为核心，新能源车型已形成规模，并在产品升级、智能化投入及规模盈利方面具有较强参照意义。上述三家公司2027年预测市盈率分别为17.66、10.09和13.04倍，平均为13.60倍；对于零跑汽车来说，公司处于新车型密集投放、销量份额提升和利润率爬坡阶段，预计2026—2028年归母净利润保持较快增长，在可比公司均值基础上给予10%的新能源新势力成长溢价；另外，考虑A/H双重上市整车企业的估值体系差异，给予40%的港股估值折价。综合调整后目标市盈率约为8.6倍。以2027年归母净利润57.82亿元计，对应目标市值约497.54亿元；较2026年10月13日收盘市值439.42亿元存在13.2%的潜在上涨空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 ：零跑汽车(9863.HK)利润表拆分（2024A—2028E，单位：百万元人民币）

科目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32,164.2	64,731.9	103,260.4	130,250.0	155,035.0
销售成本	29,469.8	55,319.9	89,848.6	111,529.1	129,503.0
毛利	2,694.4	9,412.0	13,411.8	18,720.9	25,532.0
毛利率	8.4%	14.5%	13.0%	14.4%	16.5%
加：其他收入	311.0	679.4	1,800.0	1,000.0	800.0
减：销售费用	2,138.3	3,654.2	4,956.0	5,470.5	6,356.4
减：管理费用（含研发及行政）	4,033.4	6,233.5	7,539.6	8,075.5	9,922.2
其他经营损益	303.9	267.5	0.0	0.0	0.0
经营溢利	(2,862.4)	471.1	2,716.2	6,174.9	10,053.4
减：财务费用（收入为负）	(308.7)	(293.7)	(300.0)	(250.0)	(200.0)
税前利润特殊科目	(266.9)	(226.4)	(20.0)	0.0	0.0
税前利润	(2,820.7)	538.4	2,996.2	6,424.9	10,253.4
减：所得税费用	0.1	0.0	0.0	642.5	2,358.3
归属于母公司股东利润	(2,820.8)	538.4	2,996.2	5,782.4	7,895.1

资料来源：公司公告，同花顺ifind，国元证券研究所

表 ：可比公司估值法（采用10月13日收盘价，单位：百万元人民币）

代码	名称	市值	归母净利润				对应PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
601127.SH	赛力斯	88,991.2	5,956.8	1,840.0	5,039.0	6,764.0	14.94	48.36	17.66	13.16
000625.SZ	长安汽车	62,970.4	4,075.2	4,559.9	6,241.3	7,973.5	15.45	13.81	10.09	7.90
002594.SZ	比亚迪	677,918.8	32,619.0	39,493.5	52,000.0	62,848.5	20.78	17.17	13.04	10.79
平均值							17.06	26.45	13.60	10.61

资料来源：同花顺iFind，国元证券研究所

注：可比公司盈利来源同花顺iFind一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

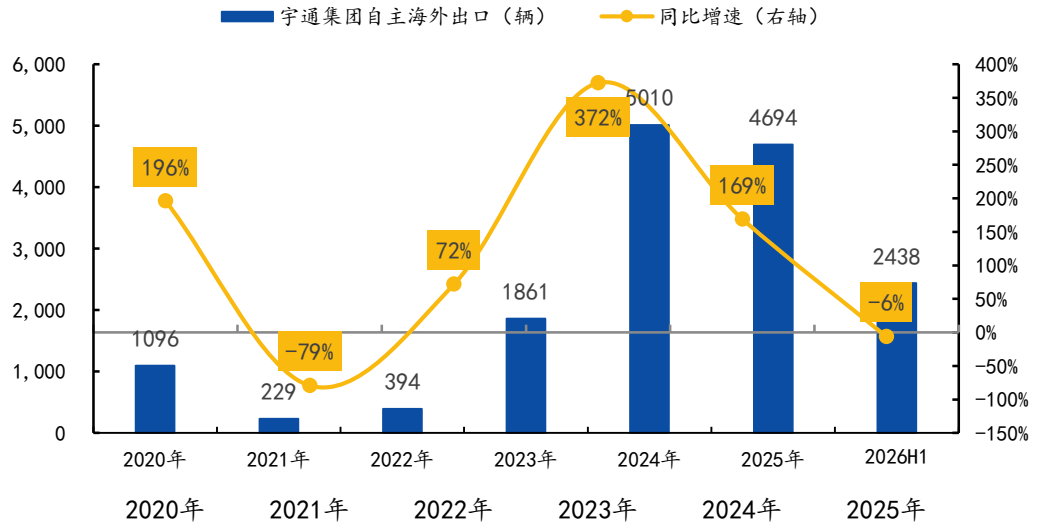
5.5 宇通客车：本地化服务深化，海外经营质量提升

➢ **客车出海标杆，从产品输出到体系标准输出**

✓ **新能源客车构筑竞争优势，海外增长与服务体系同步深化。**2026年上半年公司销售客车2.01万辆。据中国客车统计信息网，宇通出口6642辆，占7米以上大中型客车出口的22.08%；新能源客车出口1654辆，同比增长54.1%。公司累计出口各类客车超13.8万辆，海外销售与服务网络覆盖六大区域。

✓ **“一国一策”定制产品与KD本地化协同推进，出海由整车销售延伸至全价值链输出。**宇通在十余个国家和地区布局KD组装。哈萨克斯坦QazTehna工厂年产能约1000辆；巴基斯坦KD工厂月产能65辆；卡塔尔新能源商用车工厂于2025年底建成投产。公司拥有超400家海外授权服务网点、40余个配件库和近900名服务人员。

图：宇通集团海外可跟踪零售销量及年度同比（样本口径）



资料来源：崔东树，国元证券研究所

表：宇通客车海外产能布局（截至2026年9月）

状态	工厂（预计投产）	形式	规划/现有产能
已投产	哈萨克斯坦QazTehna合资工厂	合资	年产1,000辆客车+200台工程机械
已投产	巴基斯坦卡拉奇KD工厂	与Master Motors合资/KD组装	月产65辆（约780辆/年），累计产出超3,000辆
已投产	卡塔尔乌姆阿尔霍尔工厂	与Mowasalat合资/控股KD	初始年产300辆，远期扩至1,000辆
已投产	埃塞俄比亚Bishoftu KD工厂	CKD战略合作	产能未披露；
已投产	俄罗斯Volgabas集团工厂	KD组装/本地化生产	2026年规划约500辆
改造/重启中	委内瑞拉Yaracuy州工厂	合资	设计年产3,600辆（2015年规划）；当前实际产能极低
已投产	马来西亚KD合作项目	KD组装	产能未披露

资料来源：宇通客车2026年半年度报告，宇通客车官网，国元证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5.5 宇通客车：本地化服务深化，海外经营质量提升

➢ 宇通客车（600066.SH）盈利预测与估值分析

公司是国内大中型客车龙头，产品覆盖公交、客运、旅游、团体通勤及校车等主要应用场景。我们认为，公司竞争优势主要体现在以下方面：行业需求端，国内客车更新需求逐步释放，公共交通新能源化、车辆以旧换新及旅游客运景气修复形成支撑；海外市场方面，公司已建立覆盖主要客车市场的销售及服务体系，高附加值出口车型持续放量，海外收入增长与产品结构升级有望成为中长期增长动力；产品与制造方面，公司在新能源客车、整车集成、三电匹配、智能驾驶及规模化制造领域积累较深，完整的产品矩阵和供应链管理能力有利于稳定交付、控制成本并提升客户黏性。随着海外业务占比提高、高端车型放量，公司盈利质量及经营韧性有望进一步增强。

盈利预测方面，我们预计公司2026—2028年营业收入分别为446.57亿元、488.55亿元和530.57亿元，归属于母公司股东的净利润分别为58.42亿元、67.73亿元和75.10亿元；2025—2028年收入和归母净利润复合增速分别约为8.6%和10.6%，利润增速整体快于收入，主要反映出口业务扩张、产品结构优化及规模效应释放。估值方面，选取金龙汽车、中通客车和福田汽车作为可比公司，三家公司2026年平均市盈率为11.19倍。参考可比公司估值水平，对应公司目标市值约653.57亿元，较2026年10月13日619.90亿元的市值具有约5.4%的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表：宇通客车利润表拆分（2024A—2028E，单位：百万元）

利润表					单位:百万元
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	37217.59	41426.17	44657.42	48855.21	53056.76
营业成本	28679.34	31425.44	33448.40	36445.99	39527.29
营业税金及附加	449.66	473.57	527.58	577.17	626.81
销售费用	1349.05	1423.37	1518.35	1661.08	1750.87
管理费用	757.64	834.95	982.46	1025.96	1061.14
研发费用	1788.27	1807.73	2143.56	2274.80	2444.14
财务费用	-98.39	42.14	-172.80	-277.85	-331.12
资产减值损失	-313.85	-207.92	-301.43	-272.33	-271.29
公允价值变动收益	327.84	553.15	385.65	431.85	436.67
投资净收益	46.12	87.44	77.53	70.36	78.45
营业利润	4671.56	6478.30	6701.29	7803.20	8681.99
营业外收入	97.05	59.61	74.12	76.93	70.22
营业外支出	46.41	19.22	29.73	31.79	26.91
利润总额	4722.21	6518.69	6745.67	7848.34	8725.29
所得税	568.28	893.52	836.89	997.98	1129.32
净利润	4153.93	5625.18	5908.78	6850.36	7595.97
少数股东损益	37.73	70.69	66.31	77.15	85.77
归属母公司净利润	4116.19	5554.48	5842.47	6773.21	7510.20

资料来源：公司公告，同花顺ifind，国元证券研究所

表 ：可比公司估值法（采用10月13日收盘价，单位：百万元人民币）

代码	名称	市值	归母净利润				对应PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
600686.SH	金龙汽车	7,601	468	711	1,000	1,217	16.23	10.69	7.60	6.25
000957.SZ	中通客车	5,822	360	499	621	808	16.19	11.68	9.38	7.21
600166.SH	福田汽车	22,406	1364	2003	2558	3046	16.43	11.19	8.76	7.36
平均值							16.28	11.19	8.58	6.94

资料来源：同花顺iFind，国元证券研究所

注：可比公司盈利来源同花顺iFind一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

6 投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

- **汽车出海迈向本地经营，产业链机会持续展开**

出口规模与新能源占比齐升，海外成为增长支点。2015—2025年中国汽车出口由75.55万辆增至832万辆；按海关出口量与中汽协销量跨口径测算，2026年1—7月比例为36.4%，2026年H1新能源车型占出口45.6%。两者口径不同，分别观察出口规模和动力结构。产品谱系完善、渠道扩张和区域适配正支撑海外销量。

贸易规则趋严，本地经营能力决定增长质量。欧盟反补贴税、美国高关税、加拿大进口配额及巴西、泰国本地化政策，提高了税负、认证和交付约束。海外工厂投产后，产品定义、本地采购、产能爬坡、库存周转、售后与品牌运营将直接影响份额和盈利，并带动电池、电驱、零部件、物流及金融等环节出海。

整车竞争由产品出口延伸至体系兑现，产业链随本地制造同步外溢。头部车企已形成全资建厂、合资组装、股权合作和轻资产授权等路径。产能利用率、本地采购比例、渠道和售后效率将影响单车盈利；电池、电驱及核心零部件随整车项目导入，推动供应链向区域配套延伸。具备成熟产品矩阵、可复制制造体系和本地渠道的企业，更易将海外销量转化为持续利润。

- **重点关注整车与供应链出海机会**

整车端：多动力产品与本地制造形成合力，头部车企海外增量逐步释放。我们看好具备成熟产品矩阵、渠道基础和区域产能的车企，产品适配、交付效率与本地采购比例提升，有望推动海外销量增长并改善盈利质量。

比亚迪方面：纯电、插混双线与垂直整合构成核心优势，泰国、巴西工厂已投产，印尼、匈牙利基地持续推进；产能爬坡和渠道扩张有望带动海外销量与盈利改善。

吉利汽车方面：多品牌矩阵覆盖不同区域和价格带，合作共建的轻资产模式降低准入成本。马来西亚新能源产线和越南整车项目推进，有望提升区域交付与车型导入效率。

奇瑞汽车方面：成熟经销网络和多区域出货形成海外基本盘；西班牙本地化投产、南非基地升级，有望提升欧洲、非洲等市场销量与运营质量。

零跑汽车方面：借助Stellantis渠道、工厂和供应链资源，轻资产出海具备复制潜力；马来西亚组装已落地，渠道与本地制造协同有望释放销量弹性。

供应链端：国内整车厂在欧洲、东南亚和拉美等市场投产或建设产能，带动零部件企业通过随厂出海、本地建厂和区域供货承接新增订单，具备海外产能和整车客户配套基础的企业有望同步受益。建议关注银轮股份、爱柯迪、继峰股份、拓普集团、均胜电子等。

下载日志已记录，仅供内部参考

7

风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **海外需求不及预期风险**

若全球经济增速下行、居民购买力走弱，或主要市场新能源渗透节奏低于预期，中国车企海外订单和终端销量可能承压。需求转弱还可能引发经销商去库存、价格促销加大，并拖累海外工厂利用率，进而影响收入增速、毛利率和产能投资回报。

- **贸易壁垒及关税政策变化风险**

海外市场可能继续调整关税、反补贴调查、进口配额、原产地和本地化要求，现有税率与准入安排并非长期不变。若政策进一步收紧，整车出口成本、合规费用和车型导入周期可能上升，区域经营节奏及既定产能规划也可能受到扰动。

- **本地化产能建设及爬坡不及预期风险**

海外项目涉及审批、建设、设备导入、人员培训、车型认证和供应链磨合，实际投产时间可能晚于企业规划。即使实现投产，良率、利用率和本地配套率提升仍需时间；若爬坡慢于预期，固定成本摊薄、交付效率和盈利改善可能受限。

- **海外渠道与品牌运营不及预期风险**

中国车企在部分市场仍处品牌建立初期，经销商质量、售后网点、备件供应、金融服务和残值管理均需持续投入。若渠道扩张重数量轻效率，或维修便利性与用户口碑未能同步改善，产品竞争力可能难以转化为稳定销量，促销与渠道补贴也可能增加。

- **汇率、海运及原材料价格波动风险**

海外收入与采购涉及多币种结算，人民币及当地货币波动可能影响收入折算、采购成本与套期保值效果。海运价格、港口效率及关键原材料价格变化也会扰动交付成本和库存周期；若成本上行无法及时传导，海外业务毛利率可能承压。

- **数据合规、车型认证及地缘政治风险**

智能汽车涉及数据跨境、网络安全、软件升级、地图与个人信息保护，不同市场的监管规则差异较大。若车型认证、数据处理或联网汽车监管趋严，产品准入和功能开放可能延迟；地缘政治变化还可能影响供应链协作、人员往来及本地经营连续性。

下载日志已记录，仅供内部参考

国元证券 GUOYUAN SECURITIES

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029