

# 芯跑科技 | 月报资讯

2024 年 8 月，第 053 期：中国半导体出海



## 中国半导体出海

● 本文仅供参考，不构成任何投资建议或推荐。

前言：

2018 年以来全球贸易摩擦频发，新冠疫情、地缘政治和航运中断等种种冲击，使得全球制造业的生产和运营面临日益复杂的不确定性环境。近期“出海”话题讨论热烈，尤其是当下国内有效需求不足，对外面临较高贸易壁垒，企业出海节奏加快，“不出海就出局”一度成为舆论热词。

面对新的贸易形势、面对发展阶段不同、需求特点各异国际市场，中国半导体行业需要主动扩大在全球各区域的生产布局，并持续提高生产效率和供应能力。

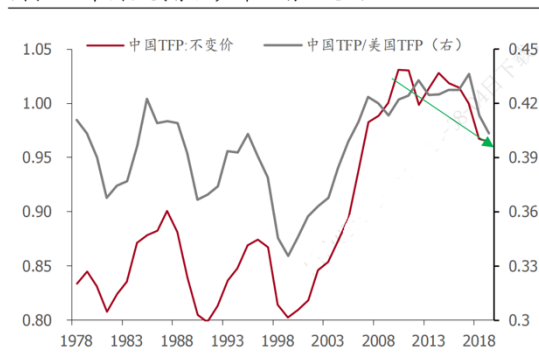
本报告通过对中国半导体出海的背景、机遇与挑战、案例、合规、如何融入全球资本市场等多个维度进行分析，由于中国半导体行业出海尚处于早期阶段，而从更大的维度来看，中国制造业出海发展多年，故本报告多个篇章会引用中国制造业出海的相关数据和信息。本报告为“出海”系列报告的第一篇，后续我们会持续发布专题研究。

## 一、产能出海的宏观背景

### 1、全要素生产率遇到瓶颈，新要素投入边际回报不足

全要素生产率（TFP）反映了资源配置状况、生产手段的技术水平、生产对象的变化、生产的组织管理水平、劳动者对生产经营活动的积极性，以及经济制度与各种社会因素对生产活动的影响程度。1978 年以来我国 TFP 主要有 3 个明显的上升阶段，分别是 1981-1985、1991-1994、2002-2007 年，2008 年后伴随着中国制造业增加值占比进入下滑周期，2008 年后中国经济的回报更依赖于要素投入的增长而非 TFP 的增长。而从相对视角，2007-2017 年中国与美国 TFP 比值稳定在 0.42-0.43 左右，但由于贸易摩擦导致的中美脱钩开启后，这一比值快速下降到 0.40 这一平台，大概相当于 2005-2006 年的水平，一定程度上凸显了当前国内部分制造业面临的窘境。

图表 . 中国全要素生产率此前已见顶



资料来源：万得，中银证券

### 2、中国也正面临着“部分行业产能过剩”的挑战

去年底的中央经济工作会议时隔多年重提“部分行业产能问题”，针对性提出“要加强对各个产能问题行业发展趋势的预测，制订有针对性的调整和化解方案”。后续 2023 年 12 月 19 日的国务院常务会议针对光伏产业提出产业健康发展的五条政策措施，其中第一条就是淘汰落后产能，加快产业结构调整和技术进步。数据上，2024 年一季度工业企业产能利用率录得 73.6%，较 2023 年底下滑 2.3 个百分点；上市公司层面全 A 非金融累计营收增速持续低于（固定+在建）资产累计同比增速，资产周转率仍在下滑。中观视角，

2023 年底相对供给侧改革时的 2016 年底，整体产能利用率低位情况有改善，有 24 个行业产能利用率上升，平均提升 5.53%；有 12 个行业产能利用率下降，平均下降 2.52%。

具体来看，当前产能运行存在压力的行业仍然集中在中游传统资源和中游先进制造方向，如在汽车、家电、电新、钢铁、建材、轻工、基础化工等一级行业，其中电新、汽车和基础化工是此前供给侧产能投放速度较快带来的，而钢铁、建材、轻工以及家电主要是需求侧（地产）过快下滑导致的。

图表：工业产能利用率在 2021 年中出现高点后逐步下滑



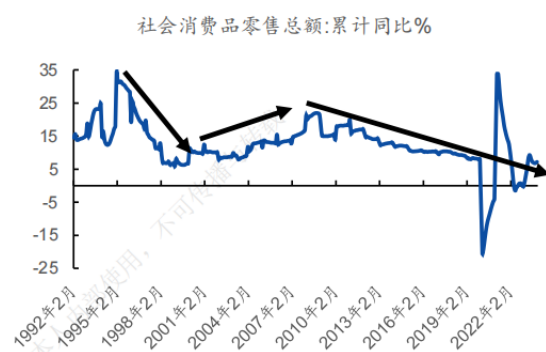
### 3、我国投资及消费增速整体呈下降趋势

供给侧侧重从提高全要素生产率，资源配置效率，提升人才数量和质量等方面提升经济总量，需求侧则依托投资，消费，出口等扩大内外部需求的方式促进经济增长。从需求侧角度看，尽管 2023 年我国投资，消费虽然仍然呈现较好韧性，但长期趋势线指明，增速下滑的趋势不可避免。这是一个自然的过程：随着总量的增加，新增量对增速的影响将逐渐减弱。

图：我国投资增速整体呈下降趋势



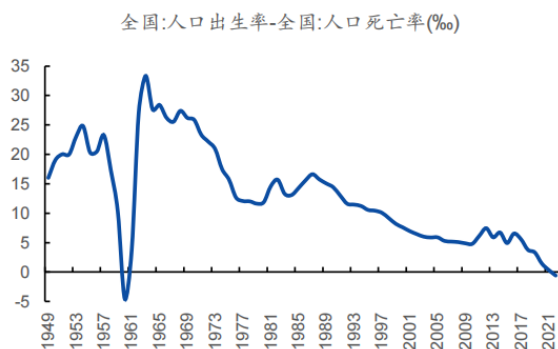
图：我国消费增速整体呈下降趋势



投资及消费增速下滑的原因有很多，但人口总量及结构的变化部分解释了原因。2022 年总人口自然增长率首次触及负数，人口总数迎来拐点。从未来人口新增量来看，适龄生育女性（20-34 岁）占总人口的比例已来到最低点，这也就意味着短期内新增人口的数额占总人口的比重也是有限的，人口总增长率不大可能有明显提升。

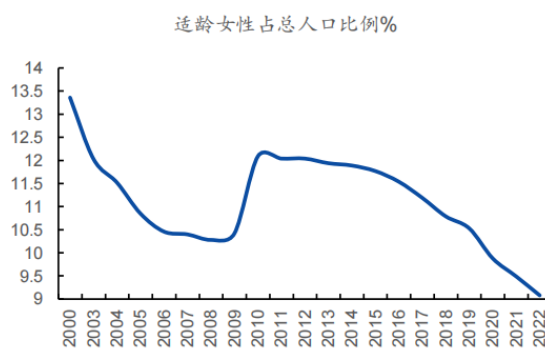


图：我国人口总量已进入“负增长”



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图：适龄女性(20-34岁)占总人口比例已来到历史最低



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

#### 4、全球产业链格局面临重构，贸易保护主义抬头，对华贸易限制措施加码

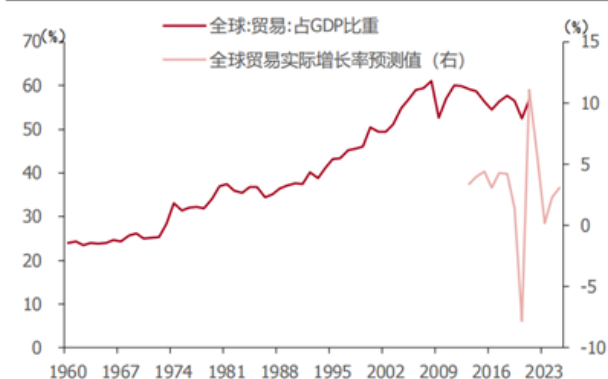
自改革开放以来，特别是 2001 年加入 WTO 之后，中国抓住经济全球化发展带来的重要战略机遇，充分利用人口红利以及产业协同优势，主动承接全球价值链中低端生产环节，大力发展优势产业，实现了对外贸的快速增长和经济的高速发展，并在此过程中成为全球第一大出口国和第二大进口国。然而近几年随着人口红利的消退，中国也面临着劳动力和原材料成本快速上升的问题，使得国内低端制造业产业链逐渐向东南亚、印度以及墨西哥等劳动力成本更低的国家进行转移，尤其是 2018 年后，产业链的转移趋势越来越明显；另一方面，发达国家开始重视由于制造业的转移而导致的产业“空心化”问题，出台优惠政策吸引海外制造业的回流，例如美国《减税和就业法》对美企留存海外利润一次性优惠征税，美国《芯片与科学法案》价值 390 亿美元的“制造激励计划”，以及日本经产省规模达 2435 亿日元的“改革供应链”计划。旧有的美欧为消费市场和研发中心、东亚为生产和制造基地、中东拉美为能源资源输出基地的分工格局正在瓦解，第五次产业大转移正在发生。

图表：2018 中美贸易争端以来美国对中国的贸易限制措施

时间	政策内容
2018 年 1 月	美国对进口太阳能电池板和洗衣机征收全球保障关税。
2018 年 3 月	美国对中国进口商品征收最高 500 亿至 600 亿美元的新关税，限制中国在美投资。
2018 年 4 月	禁止美国公司向中兴通讯出售设备 7 年。
2018 年 8 月	美国将中国列为“汇率操纵国”，指责中国操纵人民币汇率以获得贸易优势。
2018 年 9 月	美国对价值 2000 亿美元的中国输美产品加征 10% 的关税。
2019 年 12 月	美国取消对中国部分商品的关税加征计划。
2020 年 1 月	中美签署第一阶段贸易协议，包括中国承诺购买更多美国农产品和能源。
2020 年 8 月	美国总统特朗普签署行政令，禁止美国公司与微信和 TikTok 等中国应用程序进行交易。
2021 年 3 月	美国国务卿布林肯宣布根据《香港人权与民主法案》，美国继续暂停对香港的所谓“特殊待遇”。
2021 年 6 月	美国国会参议院通过《2021 年美国创新与竞争法》，该法案旨在向美国技术、科学和研究领域投资逾 2000 亿美元，强调通过战略、经济、外交、科技等手段同中国开展竞争，以“对抗”中国日益增长的影响力。
2021 年 12 月	美国政府将“维吾尔强迫劳动预防法案”签署成法，该法案于 2022 年 6 月 21 日生效，美国国务院宣布将中国的“新疆棉花”列为“强迫劳动产品”，禁止其进入美国市场。
2022 年 8 月	美国总统拜登签署总额高达 2800 亿美元的《芯片和科学法案》，通过 527 亿美元的巨额产业补贴和遏制竞争的条款，推动芯片制造重返美国本土。该法案禁止获得补贴的美国及其盟友伙伴的企业在中国和其他关切的国家和地区新建或扩大先进制程芯片厂。
2022 年 10 月	美国商务部工业和安全局（BIS）对半导体制造业和超级计算机行业实施了迄今为止最全面的管制。2022 年 10 月，拜登政府扩大了对中国出口半导体、超级计算机及其相关技术和设备的控制措施。
2023 年 10 月	美国政府发布了对华半导体出口管制最终规则。最终规则在去年 10 月 7 日出台的临时规则基础上，进一步加强对人工智能相关芯片、半导体制造设备的对华出口限制，并将多家中国实体增列入出口管制“实体清单”。
2023 年 12 月	美国商务部工业和安全局宣布启动对成熟制程节点的半导体供应链展开调查，剑指中国半导体产业。
2024 年 3 月	美国商务部下属的工业与安全局（BIS）发布“实施额外出口管制”的新规措施，修订了 BIS 于 2022、2023 年 10 月制定的两次出口限制新规，全面限制英伟达、AMD 以及更多更先进 AI 芯片和半导体设备向中国销售。

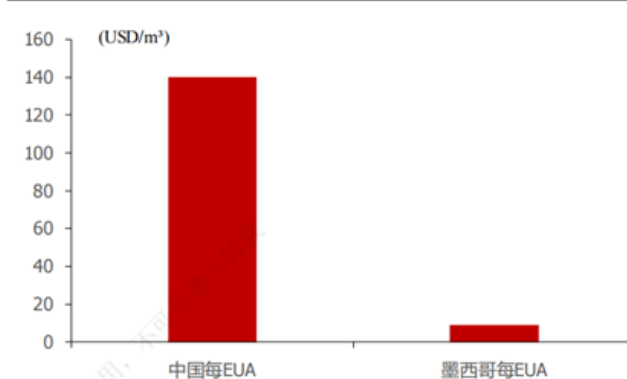
资料来源：美国国会、商务部、中银证券

图表 . 制造业回流，全球贸易增长进入平台期



资料来源：万得，世界银行，中银证券

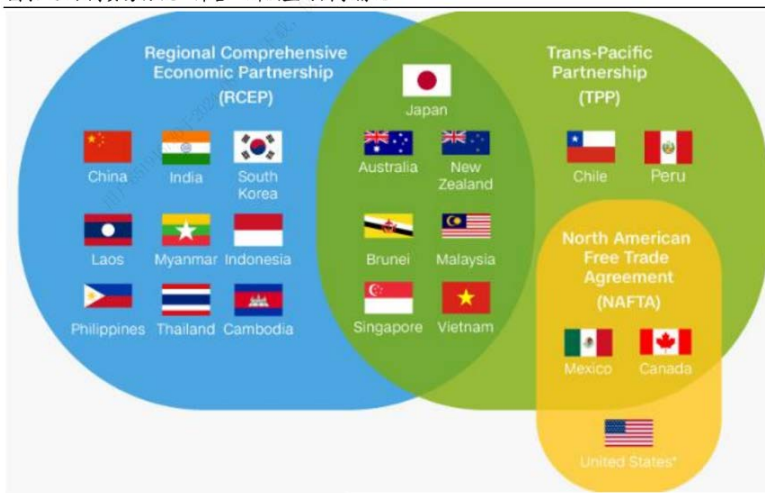
图表 . 中、墨出口至美国物流成本对比



资料来源：GMB Global Value Chains Disruptions，中银证券

近几年以美国为代表的西方势力积极发起新的全球经贸规则和秩序制定的谈判，与世界各国签订双边或多边协议，主导建立 TPP（跨太平洋伙伴关系协议）、TTIP（跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定）、USMCA（美墨加协定）、EPA（欧日经济合作伙伴关系协定）等新秩序体系，与中国主导的 RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）形成竞争局面，强化本国的国际市场主导权，保障本国对外投资和贸易的利益最大化。另一方面美国广泛实施贸易保护主义政策，大幅提高进口商品的关税保护本国产业发展，持续出台对华贸易限制措施，中国大陆地区面临被排除在以美国为代表的西方势力积极发起的国际贸易新秩序体系外的风险。

图表 . 不同贸易协议“阵营”所涵盖的国家情况



资料来源：CNN Research，中银证券

从“离岸外包”到“近岸外包”、“友岸外包”，产业链安全诉求推动产能迁移。

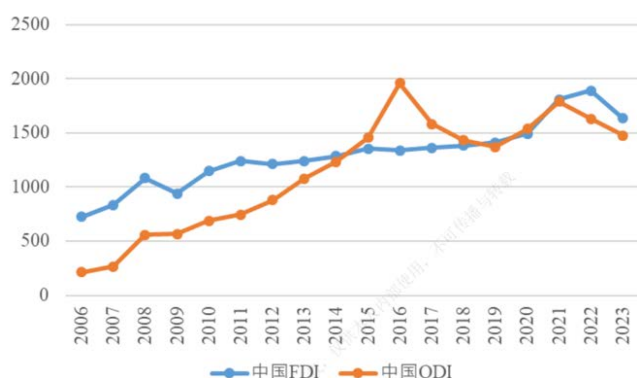
“近岸外包”是特指一国的企业将业务外包给与其地理、时区、语言相近的邻国或邻近地区的企业，“友岸外包”是“近岸外包”的扩大化，将包括拉美在内的所有与美国具有所谓共同价值观的盟友都将纳入其中，两者是近年来全球化逐渐放缓、区域化日益加强的产物。2020 年以来，包含新冠疫情、俄乌冲突等全球及区域性事件进一步暴露全球供应链的脆弱性，产业链安全诉求提升。2022 年 4 月，美国众议院提请《西半球近岸外包法案》，旨在减少美国对中国制造业的依赖，同时在拉美创造更多工作岗位和经济增长机会，缓解美墨边境的移民危机。“近岸外包”、“友岸外包”的趋势也在其他地区日益增强，地缘政治的不确定性推动跨国公司加大投入建立弹性供应链。

第五轮全球产业链转移进行中。19 世纪以来，全球共发生四次产业转移，每一次产业转移都支撑了全球经济的新一轮繁荣，深刻改变了全球产业布局和产业链结构。上一轮也就是第四轮转移发生在 20 世纪 90 年代，中国以广阔的内需市场、完备的工业体系、较低的要素成本等优势，成为该次产业转移的主要承

接国。除了对东亚“四小龙”产业的承接，也吸引了大量的美国和欧洲投资，逐步发展成为“全球制造业基地”和“世界工厂”。当下全球正在经历第五轮的产业转移。随着中国劳动力成本的上升以及国际政治环境的变化，发达国家逐渐增加对印度、越南等东南亚、南亚国家的投资。

## 5、中国制成品贸易顺差创纪录，中国制造业整体的竞争力持续提升

中国、德国、美国、日本和韩国是全球前五大制造业大国，也是最主要的制成品出口大国。2018-2022 年中国制成品出口规模增长 44%，远远超过美国（+14%）、韩国（+10%）、德国（+4%）和日本（-3%）。同期中国的制成品出口的世界市场份额从 17.6%达到 21%，新增了 3.4 个百分点，几乎相当于韩国的总制成品出口份额。



图：2006-2023 年中国的外商直接投资和对外直接投资规模  
数据来源：CEIC

单位：亿美元

中国的制成品贸易顺差也屡创新高。2012 年德国、日本和韩国三国的制成品贸易顺差之和（0.89 万亿美元）略高于中国（0.87 万亿美元），到 2022 年中国的制成品贸易顺差扩大至 1.88 万亿美元，而德日韩三国合计的顺差为 0.62 万亿美元，仅为中国顺差的三分之一。而且 2018 年以来制成品顺差向中国集中，2018-2022 年，中国制成品贸易顺差从 1.02 万亿美元猛增至 1.88 万亿美元，增长 84%，德国、日本和韩国的制成品贸易顺差分别下降 25%，27%和 20%，同期美

国的制成品贸易逆差从 0.96 万亿美元增至 1.36 万亿美元，增长 42%。中国的制成品出口快速增长，且贸易顺差也持续扩张，一方面体现了中国制造业整体的竞争力持续提升，同时也从持续性的角度提醒我们需要格外重视贸易平衡，从面向全球市场的角度考虑优化生产和销售布局，以及产业链、供应链和价值链的稳定性、安全性和多元性。

## 6、中国成为全球境外直接投资的重要来源方，制造业是中国出海投资的主要行业之一

中国既是全球对外直接投资的一个重要受益方，也是重要来源方。2022 年，中国是全球第二位的直接投资目的地，也是全球第三位的直接投资来源地。2008 年以来，中国在全球对外直接投资（Foreign Direct Investment，以下简称 FDI）流入目的地当中稳居前三位，2020 年曾超过美国，成为当年度对外直接投资流入的第一大国家。2012 年以来，中国也成为全球境外直接投资（Overseas Direct Investment，以下简称 ODI）规模排名前三位的国家。

2006-2012 年，中国的 FDI 规模要远高于 ODI 规模，2015 年开始，中国的 ODI 在规模上开始赶上 FDI，甚至在 2016 年 ODI 比 FDI 高出 600 亿美元。可以说，出海投资和吸引外资都是中国参与世界经济发展的重要方式。更为难得的是在全球跨境投资规模较为明显下降的背景下，中国在吸引 FDI 和输出 ODI 两方面占全球跨境投资的比重均有显著提升。2015 年全球 FDI 规模达到 2.05 万亿美元，是 2008 年全球经济和金融危机以来的最高值，之后受到贸易摩擦、疫情反复、地缘政治、能源和粮食价格上涨等因素的冲击，全



全球 FDI 的规模开始逐步下降，中国吸收的 FDI 占全球比重从 2015 年的 6.6%持续提高到 2022 年的 14.6%，同时中国在全球直接投资当中的比重在 2015 年为 8.5%，2020 年猛增至 21.0%（2020 年全球直接投资下滑 44%），近两年回落至 10%左右。

2006-2023 年，中国 ODI 流量从 211.6 亿美元增长至 1478.5 亿美元，年均增速 12.1%，同期制造业 ODI 投资从 2006 年的 9.1 亿美元增长至 2023 年的 279.0 亿美元，年均增速 22.3%。

2023 年中国 80%的 ODI 投向了租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业、金融业和采矿业等前五大行业。租赁和商务服务业是 ODI 规模最大的一个行业，制造业排名第二位。从近十年的增长表现而言，制造业、批发和零售业、金融业的 ODI 增长比较稳健，租赁和商业服务业 ODI 规模有所缩小，采矿业 ODI 规模明显下滑。制造业在中国 ODI 中的占比有三轮持续提升，分别是 2008-2012 年、2013-2017 年，以及最近的 2018-2023 年，在 2023 年创历史新高达到 18.9%。疫情之后越来越多的制造业企业开始更为积极地开展出海投资。

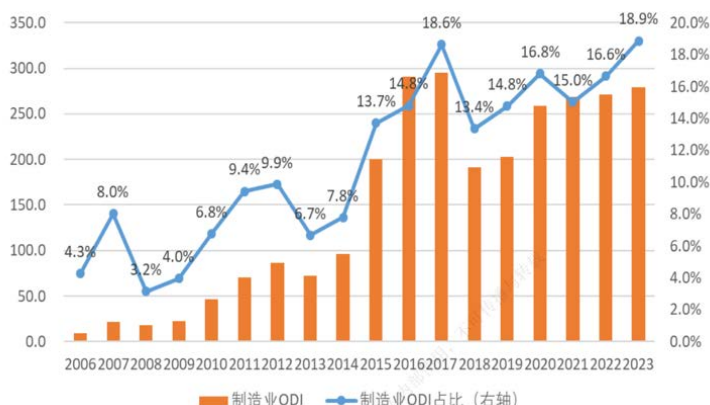


图 1：2006-2023 年中国制造业 ODI 及制造业 ODI 在总 ODI 的占比 单位：亿美元，%  
数据来源：商务部

## 7、2018 年之后，政策的行业取向明确，企业有序出海

2018 年后，中国对外投资进入有序发展阶段，对外直接投资增长的速度放缓。政策更关注引导“理性”出海，行业导向明确，限制地产和娱乐行业投资，鼓励实体产业出海。

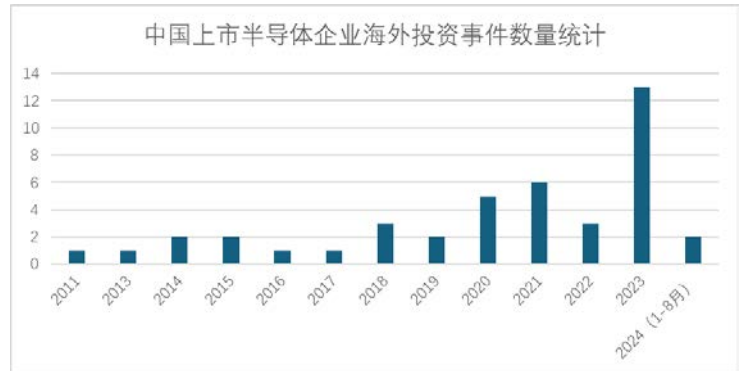
2016 年 12 月，国家发展和改革委员会、商务部、中国人民银行和国家外汇管理局四部门负责人在答记者问中提出，将“密切关注近期在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资的倾向，以及大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、‘母小子大’、‘快设快出’等类型对外投资中存在的风险隐患”，建议“有关企业审慎决策”。

2017 年 8 月，国务院办公厅转发国家发改委、商务部、人民银行、外交部《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》，指出重点推进有利于“一带一路”建设和周边基础设施互联互通的基础设施境外投资；稳步开展带动优势产能、优质装备和技术标准输出的境外投资；限制开展房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。2018 年，国家发改委将房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等列入需要限制境外投资的行业。2018 年，受中美贸易摩擦、全球经济低迷，以及监管导向变化的影响，中国对外投资增长的斜率放缓。2020 年、2021 年，尽管受到新冠疫情的影响，中国的对外投资在全球经济复苏和“一带一路”政策推动的背景下，出现了逆势反弹。

对于民企，政策鼓励核心零部件和高端制造业出海。2023 年 7 月，《国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》指出，支持民营企业立足自身实际，积极向核心零部件和高端制成品设计研发等方向延伸；加强品牌建设，提升“中国制造”美誉度。鼓励民营企业拓展海外业务，积极参与共建“一带一路”，有序参与境外项目，在走出去中遵守当地法律法规、履行社会责任。更好指导支持民营企业防范应对贸易保护主义、单边主义、“长臂管辖”等外部挑战。2024 年 4 月 16 日，国家金融监督管理总局、工业和信息化部、国家发展改革委联合发布通知，宣布将扩大战略性新兴产业信用贷款规模，以支持汽车、家电、机械、航空、

船舶与海洋工程装备等企业“走出去”。目前的政策侧重引导国企基建能源出海、民企制造业有序出海。出海投资的高质量发展阶段，新能源和新基建是政策支持国有企业出海的重点。“一带一路”沿线欧亚国家和非洲国家的电力设施建设、公路铁路航运以及能源运输管网等运输网络基建、中欧班列的重点口岸设施扩能改造等项目可能是国企出海未来具有增量的方向。民营企业需注重出海投资对于国内经济和我国国际声誉的外部性，进行有序出海。民营企业需要避免非实体领域和非主业大额投资、避免触犯资金跨境监管法律法规，核心零部件和高端制造业出海可能更受政策支持。民营企业也可以积极寻求参与海外基础设施项目的机会。

根据同花顺 Ifind 数据统计，国内半导体上市公司共发起产业投资及并购事件 643 起，其中以人民币以外货币为计价单位的事件有 42 起。可以看到，随着中国半导体企业的成长，海外投资发展的需求已经越来越强。



具体海外收并购事件如下：

序号	年份	公司名称	行业分类	交易标的	交易总价值(万元)	币种	并购目的	并购方式	最新进度
1	2024	希荻微	模拟芯片设计	Zinitix Co.,Ltd.30.91%股权	2,100,537.70	KRW	横向整合	协议收购	进行中
2	2024	长电科技	集成电路封测	晟碟半导体(上海)有限公司80%股权	62,400.00	USD	横向整合	协议收购	进行中
3	2023	闻泰科技	分立器件	NEPTUNE 6 LIMITED100%股权	17,700.00	USD	横向整合	协议收购	完成
4	2023	炬光科技	分立器件	SUSS MicroOptics SA100%股权	7,521.55	EUR	横向整合	协议收购	完成
5	2023	华亚智能	半导体设备	华亚精密制造有限公司部分股权	570.00	USD	横向整合	增资	进行中
6	2023	晶方科技	集成电路封测	OPTIZ TECHNOLOGY PTE. LTD.56.83%股权	3,950.00	USD	其他	增资	进行中
7	2023	江波龙	数字芯片设计	力成科技(苏州)有限公司70%股权	13,160.00	USD	横向整合	协议收购	完成
8	2023	江波龙	数字芯片设计	SMART Modular Technologies do Brasil – Indústria e Comércio de Componentes Ltda.81%股权	102,060.93	BRL	横向整合	协议收购	完成
9	2023	希荻微	模拟芯片设计	Navitas Semiconductor Corporation部分股权	3,086.91	USD	其他	二级市场减持	进行中
10	2023	希荻微	模拟芯片设计	Halo Microelectronics (Hong Kong) Co., Limited部分股权	3,000.00	USD	横向整合	增资	进行中
11	2023	晶方科技	集成电路封测	Anteryon International B.V.61%股权	270.00	EUR	横向整合	协议收购	进行中
12	2023	澜起科技	数字芯片设计	A公司部分股权	1,299.35	USD	横向整合	增资	进行中
13	2023	矩泉科技	模拟芯片设计	浙江恒能芯电子科技有限公司5.25%股权	--	USD	横向整合	协议收购	进行中
14	2023	盛美上海	半导体设备	Ninebell Co., Ltd.20%股权	1,673.73	USD	横向整合	协议收购	进行中
15	2023	希荻微	模拟芯片设计	合资公司A30%股权,硅(Si)控制器相关技术使用权	2,000.00	USD	其他	资产转让	完成
16	2022	晶方科技	集成电路封测	VisiC Technologies Ltd.,34.25%股权	5,000.00	USD	横向整合	协议收购	完成
17	2022	希荻微	模拟芯片设计	Halo Microelectronics (Hong Kong) Co., Ltd.部分股权	3,000.00	USD	横向整合	增资	进行中
18	2022	晶方科技	集成电路封测	VisiC Technologies Ltd.,3.42%股权	500.00	USD	横向整合	协议收购	进行中
19	2021	赛微电子	集成电路制造	Dortmund Semiconductor GmbH100%股权	8,450.00	EUR	横向整合	协议收购	失败
20	2021	赛微电子	集成电路制造	Silex Microsystems AB9.73%股权	55,739.30	SEK	横向整合	协议收购	完成
21	2021	晶方科技	集成电路封测	VisiC Technologies Ltd.,6.85%股权	1,000.00	USD	横向整合	增资	完成
22	2021	韦尔股份	数字芯片设计	Creative Legend Investments Ltd.30%股权	5,440.00	USD	横向整合	协议收购	进行中
23	2021	长电科技	集成电路封测	SJ SEMICONDUCTOR CORPORATION8.617%股权	6,125.00	USD	其他	其他	完成
24	2021	中芯国际	集成电路制造	SJ Semiconductor Corporation55.87%股权	39,700.00	USD	其他	资产转让	进行中
25	2020	华润微	集成电路制造	矽磐微电子(重庆)有限公司10%股权	301.77	USD	其他	其他	进行中
26	2020	博通集成	模拟芯片设计	Adveos Microelectronic Systems P.C.100%股权	600.00	EUR	横向整合	协议收购, 增资	进行中
27	2020	韦尔股份	数字芯片设计	Creative Legend Investment Ltd.45%股权	3,400.00	USD	横向整合	增资	进行中
28	2020	赛微电子	集成电路制造	Silex Microsystems International AB100%股权	5.00	SEK	横向整合	协议收购	完成
29	2020	赛微电子	集成电路制造	C.N.S.Systems AB97.81%股权	250.00	EUR	横向整合	协议收购	进行中
30	2019	江丰电子	半导体材料	Silverac Stella(Cayman) Limited100%股权	23,100.00	USD	横向整合	协议收购	完成
31	2019	晶方科技	集成电路封测	Anteryon International B.V.73%股权,Anteryon Wafer Optics B.V.73%股权	3,225.00	EUR	横向整合	协议收购	完成
32	2018	华天科技	集成电路封测	UNISEM (M) BERHAD58.94%股权	140,698.89	MYR	横向整合	要约收购	完成
33	2018	韦尔股份	数字芯片设计	北京豪威科技有限公司1.9543%股权	3,964.75	USD	横向整合	协议收购	完成
34	2018	汇顶科技	模拟芯片设计	格理德国有限责任公司100%股权	866.28	EUR	横向整合	协议收购	完成
35	2017	兆易创新	数字芯片设计	中芯国际集成电路制造有限公司部分股权	7,000.00	USD	其他	增资	进行中
36	2016	闻泰科技	分立器件	EyeSight Mobile Technologies Ltd.部分股权	1,500.00	USD	其他	增资	进行中
37	2015	通富微电	集成电路封测	超威半导体技术(中国)有限公司85%股权,Advanced Micro Devices Export SDN.BHD85%股权	37,060.00	USD	横向整合	协议收购	完成
38	2015	扬杰科技	分立器件	深圳市美微科半导体有限公司100%股权,Caswell Industries Limited(BVI)100%股权	1,362.23	USD	其他	其他	完成
39	2014	华天科技	集成电路封测	FlipChip International, LLC100%股权等	4,022.39	USD	其他	其他	完成
40	2014	长电科技	集成电路封测	STATS ChipPAC Ltd.100%股权	78,000.00	USD	横向整合	协议收购	进行中
41	2013	ST华微	分立器件	吉林恩智浦半导体有限公司40%的股权	1,160.00	USD	其他	其他	进行中
42	2011	华天科技	集成电路封测	昆山西铁电子科技有限公司19.300%的股权	772.00	USD	其他	其他	完成



## 二、从“出口”到“出海”的区别

当一个国家的产品具有全球竞争力，国内市场日趋饱和，对不可贸易品而言，出海可能是化解产能过剩的好方法。对可贸易品（尤其是大部分标准化制造业而言）而言，出口和出海都可以成为企业化解产能过剩压力的手段，可见国内产能过剩并非企业出海和出口的决定变量。

判断企业出口还是出海，我们还是要回归到一个朴素的微观底层逻辑，出口和出海，收益孰高？

为分析需要，我们特意将企业利润模型简化，如东道国政策不确定性风险等都归类为海外生产成本。

对于企业出口产品而言，出口利润=海外价格-（国内生产成本\*汇率+关税）。

对于企业出海投资而言，出海利润=海外价格-（海外生产成本/汇率）。

对于制造业企业而言，国内外生产成本差异、关税和东道国生产壁垒差异、汇率升贬值趋势，这才是真正影响企业决定出口还是出海。

### 1、中国制造的规模及成本优势

作为唯一拥有联合国产业分类当中全部工业门类的国家，中国已形成“关键零部件-整机制造-集成应用”的完整供应链体系。

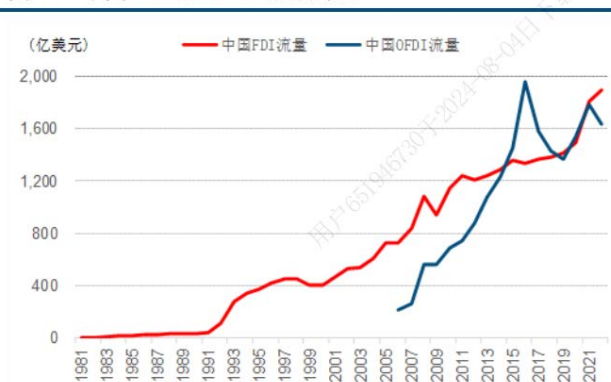
首先，中国的规模生产优势突出。按照联合国工业发展组织的数据，中国是全球唯一拥有全部制造业门类的国家，22 个制造业大类行业的增加值均居世界前列。世界 500 种主要工业品种，目前有约 230 种产品，产量位居全球第一。中国很多产业都能够实现从上游到下游的全覆盖。制造业分工细化，能够在供应商间进行比价筛选，降低采购成本，设计不同价位产品，通过降低生产成本，提升价格优势。

其次，中国制造业所使用的能源价格远低于全球水平。根据 Global Petrol Prices 公布的各国电价数据，截止 2023 年 9 月，中国电价仅有 0.088 美元/千瓦时，而制造业增加值占全球比重最多的 22 个国家，其电价平均值为 0.198 美元/千瓦时。中国的电价甚至不足这 22 个国家均值的一半。

最后，中国遥遥领先的通信和物流效率优势。过去二十多年，中国进行了大规模的基础设施建设，尤其是在交通和通信网络领域。高速公路和铁路网络加快了货物和人员的流动速度，降低了运输成本。有力的提高了中国制造业部门和服务业部门的整体效率。

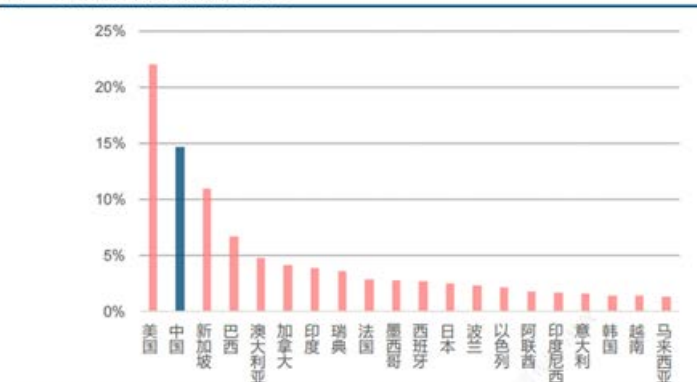
正因为中国生产成本低且市场巨大，截止目前我们观察到的现象更多是其他国家投资中国。中国 FDI 和 OFDI 规模差异巨大。

图 1：中国 FDI 和 OFDI 规模对比



数据来源：Wind，中信建投证券

图 2：各国外商直接投资规模占全球比重



数据来源：Wind，中信建投证券

再叠加跨境电商的影响，对于绝大多数中国制造业而言，选择“出口”还是“出海”都是需要做精细收益成本计算的事情。

## 2、逆全球化浪潮下中国海外生产壁垒更高，出海更难

逆全球化形势下美欧等发达国家进一步加强了对外国投资的审查力度。美国在 2018 年出台的外国投资监管新规则扩大了外国投资委员会（CFIUS）的审查管辖权，对涉及关键基础设施、关键技术和公民信息安全的投资加强审查，并列出特别关注国家，增加审查程序。欧盟也于 2019 年 3 月批准外国投资监管新法规，对涉及敏感技术、基础设施及公共秩序和安全领域的投资加强审查。

部分国家通过对中国进行有针对性的指向政策，使中国企业对外投资面临新的障碍。根据《中国对外直接投资统计公报》，2022 年中国对外投资并购实际交易总额为 200.6 亿美元，同比下降 37%，规模仅有 2016 年峰值（1353.3 亿美元）的 14.8%。

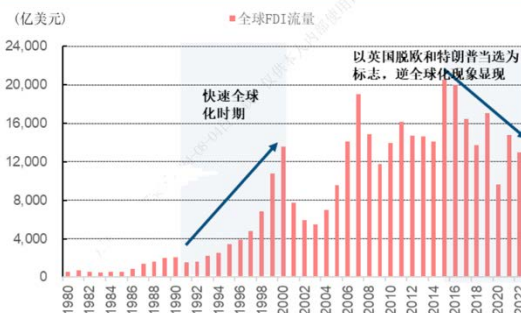
据彼得森国际经济研究所（PIIE）测算，美国对中国出口产品的平均关税仍高达 19.3%，比 2018 年贸易冲突开始前高出六倍多，关税涵盖了 66.4% 的进口商品。若从商品所属行业（将商品归类为 HS6 位编码）来看，加征关税的商品涉及了 80.4% 的行业。

2024 年 7 月 4 日，欧盟委员会发布公告称，自 5 日起对自中国进口的电动汽车征收临时反补贴税，最长期限为 4 个月。在此期间，欧盟成员国将通过投票来决定最终的反补贴措施，如获通过，欧盟将对中国电动汽车正式征收为期 5 年的反补贴税。

与 6 月 12 日预披露的数据相比，本次执行的临时加征的税率仅仅小幅下调。关税分为三档：针对样本公司征收的税率、针对未被全面调查但接受了问询公司的平均税率、未接受调查公司的税率。欧盟乘用车正常关税税率为 10%，意味着上汽集团和其他不配合调查的企业面临的关税税率增至 47.6%。其他企业的关税税率则在 27.4% 至 29.9% 之间。

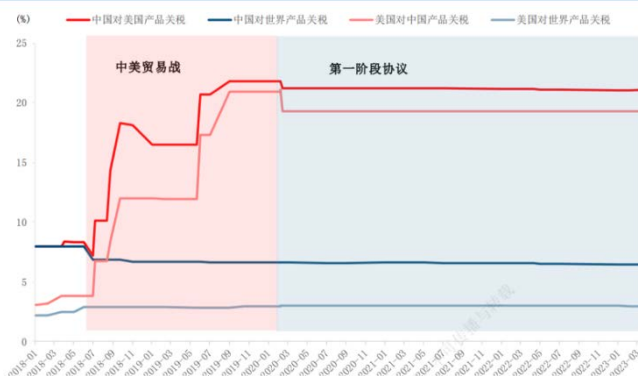
中国电动汽车出口欧洲稳步增长，关税对出口有一定影响。2020 年至 2024 年中国纯电动汽车出口欧洲的数量和金额稳步增长。据海关总署数据，2023 年中国对欧盟出口纯电动乘用车 48.2 万辆，总出口金额为 945.3 亿元；2024 年 1 月至 4 月中国对欧盟出口纯电动乘用车 8.6 万辆，总出口金额为 166 亿元。加征关税后短期对企业的车型价格产生影响，企业可能需要上调在当地的售价，或者压缩利润空间。同时也会对一些企业的竞争力产生影响，比如对上汽加征高达 38.1% 的关税，明显影响上汽产品的竞争力。企业需尽快在欧盟本地化建厂，积极转变出海模式。欧盟建厂成本高于国内，但长期来看，为了规避高关税，企业需考虑本地化生产。

图：逆全球化浪潮下，全球 FDI 规模迅速减少



数据来源：Wind，中信建投证券

图：中美互加关税情况



数据来源：PIIE，中信建投证券

企业		一般关税	6月14日暂定额外加征关税	7月4日执行额外加征关税
样本公司	上汽集团	10.0%	38.1%	37.6%
	吉利汽车		20.0%	19.9%
	比亚迪		17.4%	17.4%
未被全面调查但接受了问询公司	配合调查		21.0%	19.9%
	不配合调查		38.1%	37.6%

数据来源：新闻整理，紫金天风期货研究所

美国大选马上举行，总统候选人特朗普在今年的竞选活动中不止一次宣称,如果当选将对进口商品加征关税，尤其是将对所有中国进口商品征收超过 60%的关税。如果 2024 年特朗普当选美国总统，且对中国加征 60%的关税。根据银河证券研究预测，美国加征 60%的关税后，与 2023 年相比，美国自中国进口产品价格整体涨幅约 34.1%，弹性不变的情况下，中长期来看，进口数量降幅将达到 60.5%，进而美国自中国进口金额降幅约为 47.0%，即接近减半。

### 三、 产能出海的核心考虑

到对于制造业企业而言，产能是否过剩不是出海的关键因素。从微观主体视角出发，归类来看中国制造业向外转移产能主要有四方面的考虑：

1) 关税层面的考虑，由高关税地区向低关税地区转移实现“关税套利”，其余税种如碳税、其他技术性贸易壁垒也有类似效应；2) 经营成本视角，主要是劳动力成本，其他还有土地成本、污染成本、能源成本、运输成本等；3) 跟随大客户进行产业链整体转移；4) 接近目标市场（现地生产），获得最终消费端更多的市场份额。

#### 1、 享受关税优惠，规避对华歧视性关税政策。

据 PIIE 估算，2018 以来美对华平均关税从 3.1%增至 19.3%，巅峰时期一度达 21.0%；与此同时，美对华以外地区进口平均关税水平提升不大，仅从 2.2%小幅提高至 3.0%。自中美两国发生贸易摩擦以来，美国对中国商品出口实施了多重限制，不但出口产品的关税平均水平越来越高，其他技术性贸易壁垒如反倾销调查使用也越发频繁。近期 5 月 14 日美国进一步对华加征关税，涉及 14 类商品，其中就包括电动汽车、锂电池、太阳能电池（新三样），产业战略针对意味明显。欧盟碳关税政策从 2026 年开始正式实行，涵盖水泥、电力、化工、钢铁、铝五大类产品，欧盟是中国第二大贸易伙伴，碳关税政策正式实施后将对中国相关行业出口形成明显约束，整个产业链上的企业都将感受到成本增加带来的影响。选择产能出海一定程度上不仅可以避开最终消费国进口高关税问题，还可以享受东道国当地优惠的出口关税政策。

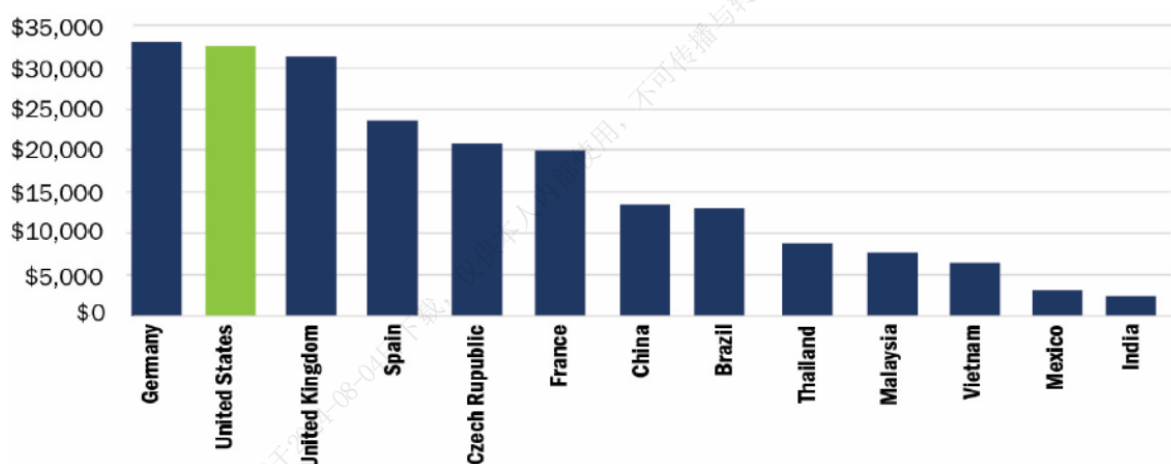
#### 2、 降低企业经营成本。

劳动密集型制造产业在面临国内市场产能利用率低位的同时，还受到了劳动力短缺和劳动力成本上升等多重因素的挑战，这导致了终端利润被极大压缩，企业亟需寻找新的 产能转移路径。一种有效的策略是将部分产能转移至劳动力成本相对较低且资源优势明显的地区，这种转移不仅有助于降低生产成本，为国内产业链的转型升级腾出更多资源和空间，同时还能促进东道国制造业的发展，推动当地的就业和经济增



长。近几年，国内的劳动力成本、土地成本、环保限制不断上升，特别是制造业劳动力成本相对其他发展中国家已无明显优势，Reshoring Institute 的统计显示当前中国制造业工资远高于印度、墨西哥和越南，在土地租金、水电气价格、所得税率、资金成本方面已不存在显著优势。而产能输出目标国家整体经济发展水平相对落后，土地租金、水电气价格、劳动力薪资等成本低于国内。此外，产能输出目标国家如东南亚各国希望通过承接中国产业迁移来增加就业机会，带动基础设施建设，所以针对外资企业出台了一系列优惠政策，包括所得税优惠、经济特区等，如柬埔寨的齐鲁经济特区、桔井省经济特区、西港特区等均由中国和柬埔寨合作开发，主要覆盖纺织服装、轻工家电、食品加工与五金器械等产业。以纺织服装行业为例，国内纺服产业链是典型的成本驱动型产能转移，龙头企业已通过早期布局享受红利，使得越南、柬埔寨已成纺织业重要出口国，行业龙头申洲国际前瞻性布局东南亚生产基地，2005 年启动柬埔寨扩张，2013 年布局越南，截至 2023 年东南亚基地成衣产出/雇员约占集团的 53%/57%，形成了中国、海外分别的垂直一体化生产模式。

图表 . 2022 年全球重要制造业国家制造业工人平均工资比较



资料来源: Reshoring Institute, 中银证券

图表 . 特定国家和地区制造业主要成本打分

国家或地区	时薪成本	不动产成本	公共事业成本	所得税率	利率
马来西亚	2	1	3	2	4
中国（不含港澳台地区）	2	2	1	3	4
墨西哥	1	1	1	4	5
越南	1	4	1	2	4
印度	1	1	2	4	5
中国台湾	3	4	2	2	3
美国	5	3	3	3	3

资料来源: KPMG 《全球制造营运成本》，中银证券

### 3、跟随大客户进行产业链转移。

产业链中的核心企业引领配套企业共同开拓海外市场，通过联合出海策略，更紧密地贴近终端市场。以苹果、特斯拉为代表的跨国企业全球产能再布局推动国内相关中上游产业链在海外建厂，跟随大客户进军全球市场，从而实现产业链的整体转移。例如在苹果公司的牵动下，不少中国“苹果链公司”落户越南，

如富士康、立讯精密、蓝思科技、歌尔声学、比亚迪电子、裕同科技等；而特斯拉为代表的等车企加码墨西哥产能，有效带动当地零部件需求增长，当前已有部分特斯拉汽车零部件供应商响应特斯拉规划在墨西哥建厂，爱柯迪、银轮股份、拓普集团、三花智控等特斯拉供应链企业宣布新设立或者扩建墨西哥工厂，以承接特斯拉墨西哥工厂订单。跟随大客户进行产业链转移一方面能绑定大客户，提升订单中的长单比例；另一方面有望给上市公司带来相当可观的营收和利润弹性，后续也有望在积累当地生产、运营经验后，进一步拓展客户范围。

**图表 . 跟随苹果产业链进军越南的国内苹果链公司**

供应商	越南工厂所在地	所处环节
环旭电子	HaiPhong	封测
伯恩光学	Bac Ninh	玻璃盖板
比亚迪电子	Phu Tho	组装
仁宝电子	Vinh Phuc	组装
正美集团	Bac Ninh	包装印刷材料
歌尔声学	Bac Ninh	声学组件
富士康	BacGiang	组装
INB Electronics Ltd.	PhuTho	电子元器件
蓝思科技	BacGiang	玻璃盖板
立讯精密	BacGiang	组装/连接器
美盈森	HaNam	包装印刷材料
纳峰科技	HaiDuong	真空镀膜
永发印务	Bac Ninh	包装印刷材料
裕同科技	Bac Ninh	包装印刷材料

资料来源：Apple，中银证券

**图表 . 中企跟随特斯拉进军墨西哥产能投放情况**

公司名	主营业务	状态	公司名	主营业务	状态
旭升股份	铝合金铸件	已建厂	美利信	压铸制造	拟建厂
拓普集团	轻量化底盘	拟建厂	岱美股份	汽车内饰件	已建厂
爱柯迪	铝合金产品	已建厂	新泉股份	仪表盘、保险杠	已建厂
百炼集团	重力铸造	已建厂	银轮股份	热交换器制造	拟建厂
宁波海威	汽车零件	已建厂	嵘泰股份	铝合金压铸	已建厂
嵘泰股份	压铸机	已建厂	上声电子	车载扬声器	已建厂
三花智控	微通道换热器	已建厂	伯特利	汽车制动系统	已建厂
文灿股份	铝压铸、车身件制造	已建厂	立中集团	铝合金等制造	已建厂
祥鑫科技	散热、金属结构件	已建厂	香山股份	空调出风口	已建厂

资料来源：创业邦，中银证券

#### 4、接近目标市场（现地生产），获得更多的市场份额。

以海外市场为目标的制造业企业，通过在海外最终消费国当地设立生产、研发和销售分支机构，不但可以减少运输和物流成本，提高售后服务的效率和水平，还可提高对市场变化和消费者需求的响应速度，加快研发成果应用与转化，从而凸显出需求前置化的竞争优势。例如，电池生产商在欧洲设立工厂，不仅能迅速响应当地车企的需求，还参与了车企的新车研发，提前锁定了电池的标准和规格，确保了订单的稳固。同时，现地生产能够有效避免反倾销措施。例如 2019 年以来美国商务部一共发起了三轮床垫反倾销仲裁，旨在推动床垫订单将回流至美国本土制造，以梦百合、顾家家居为代表的国内床垫龙头企业，2019

年开始在美国、西班牙等地设立工厂，推动全产业链完整现地生产，成功回避后续反倾销税征收。

## 四、 出海是一件更难得事情

### 1、企业出海面临地缘冲突、关税制裁、投资落地等多重风险点

首先，企业出海受到地缘政治的影响逐步凸显。从近几年的投资目的地看，中国对外直接投资的目的地主要包括东盟、北美和欧洲等国家和地区，东盟和非洲是增速较快的区域，北美和欧洲等发达经济体的投资增速从 2018 年前的两位数增长逐步下滑至个位数增长。受到“友岸外包”全球供应链重组的影响，“Made in China”开始向“Made by China”转型，众多企业前往墨西哥、越南、摩洛哥等贸易中转地投资设厂；在“一带一路”战略的引导下，中国企业对一带一路沿途国家的投资增速维持中高速，近两年对一带一路沿线国家的投资增速快于其他非金融类对外直接投资增速，中东、非洲和拉美等目的地受到众多出海企业青睐。

其次，所在国的关税、制裁等政策不确定性成为中企出海的潜在风险因素。分区域看，美国作为全球第一大经济体，吸引了大量外国公司的投资，但随着中美关系趋冷，中企在美投资的领域成为美国政府极为敏感的议题，美国对中资企业近年来采取的一系列歧视政策也让中企在美的投资经营活动遇到阻碍。美国众议院今年 3 月 13 日通过了针对 TikTok 的禁令法案，要求字节跳动剥离其短视频分享平台子公司 TikTok 的股权，否则 TikTok 将面临在美国被禁用的后果。TikTok 并不是个例，2023 年 4 月，美国国会的美中经济安全审查委员会点名 Temu、Shein 两家企业存在所谓强迫劳动、利用贸易漏洞、产品安全隐患和知识产权盗窃的问题。预计后续美国大选不管是特朗普还是拜登上任，对华企业的打压行为不会停止。

欧洲各国在近两年紧随美国脚步，加强了对华企业的审查和歧视性贸易政策，中国企业对欧洲投资的不确定性增加。一方面，欧洲对于中国企业对欧洲敏感行业公司的兼并购加大了监管力度，出海公司需要注意当地的法律风险；另一方面，欧洲对中国光伏、新能源汽车等产品的创新竞争力认知为产能过剩，侵害了欧洲企业的利益，对中国产品采取歧视性贸易措施，例如法国取消了国内中国产电动车的补贴，使得中国电动车的市占率大幅下降。

最后，企业出海面临品牌落地水土不服和发展受限的风险。海外市场和中国市场存在较多不同，不同的法律体制、文化背景、宗教信仰、政治格局、基础建设、教育水平等多个维度都需要出海企业仔细评估。比如我国的部分制造业品牌在出海后容易引起知识产权问题，企业应该在针对具体市场设计产品时规避相关风险；又如我国企业对出海目的地国家的人力资源和用工劳动合同了解不深入，很容易在用工问题上与工会产生矛盾；再如部分出海国家的基础设施建设不如国内发达，货物的运输、供应链的畅通和资金的打款汇兑均需要企业提前准备和适应。

### 2、企业需充分了解海外市场与环境，明确出海方向、做足相应准备

企业在做任何投资之前都应该充分了解市场，才能保证经营的成功。面对不熟悉、信息不充分的海外市场，更应该结合市场数据、自身优势、政府对不同行业出海的扶持政策进行精准定位以及战略规划。实际上，企业根据自身实际情况，制定出科学、合理的出海战略与目标，选择好合适的出海目的地和出海方式，是企业成功出海的关键所在。在出海目的地方面，跨境电商、新消费、社交文娱、金融科技、企业服务、新能源等企业可选择消费能力高、互联网基础设施完善、对新能源需求高的中东作为出海目的地，数字经济相关行业企业可选择数字经济快速增长、拥有庞大的年轻消费群体和便利的地理位置的东南亚作为



出海目的地，产品力、服务力兼具的小众品类企业可选择经济基础好、商业环境较为完善、消费者消费能力强的北美、西欧地区作为出海目的地。在出海方式方面，企业可针对不同海外市场及各行业特点，选择海外并购、投资自建和供应商合作等出海方式。

**表：不同出海模式优劣势比较<sup>2</sup>**

	海外并购	投资自建	供应商合作
<b>优势</b>	(1) 可快速进入市场； (2) 直接拥有较为成熟的供应链体系、销售渠道等	(1) 自主选择新建方向、投资策略等，风险可控； (2) 对初始资金投入要求较小	(1) 合作方熟悉当地市场，可快速进入； (2) 资金要求低
<b>劣势</b>	(1) 与原有团队融合、业务整合挑战； (2) 有效控制挑战	(1) 对出海企业自身人才、经验、经营能力要求较高； (2) 周期长，进入市场速度较慢	(1) 自身不掌握核心资源，

资料来源：36 氪研究院，中信建投证券

### 3、动态调整运营策略，提高本土化运营能力，更好地实现企业与品牌在海外的落地发展

企业应根据海外实际运营情况不断调整经营策略，并通过建立海外分支机构、引进国际化人才等方式，提升企业在海外市场的运营能力和管理水平。中国企业在国际市场上的成功，部分归功于其能根据目标市场的文化和法规进行本土化运营。这种能力使得中国企业能更好地适应外部市场，降低风险，有效地管理和避免可能的法律和文化冲突。

海外投资将面临国内投资所没有的海外国家的政治风险、经济风险、法律风险等，而这些风险对于企业的海外经营来说有可能是致命的，例如 Tik Tok 在美国面临被封禁的风险。因此，出海企业应密切关注海外经营过程中可能遇到的各种风险，做好风险管理并制定相应应对计划。风险管理对现代企业而言十分重要，良好的风险管理有助于降低决策错误概率、避免损失可能、相对提高企业本身附加价值。出海企业应建立完善的风险预警机制，通过收集和分析市场信息、政治动态等数据，及时发现潜在风险并采取相应的应对措施。

技术进步是推动经济和社会变革的重要力量，也是促使企业在激烈的市场竞争中取得成功的重要因素。在开拓海外新市场时，由于海外消费者对品牌与产品不了解，企业难免会遇到阻力。因此，企业需要持续投入研发、创新核心技术，不断提升产品质量和服务水平，形成竞争优势，才能赢得消费者的青睐，成功开拓海外市场。华为、比亚迪、字节跳动等企业之所以能够成功出海，相同的一点是它们都十分注重核心技术的研发和创新，并开发出了具有相对优势的产品，最终才能够在激烈的竞争中脱颖而出。