

2025

中国企业出海 竞争力指数报告

香帅团队 X 林雪萍 X 吴靖 联合发布



2025

中国企业出海 竞争力指数报告

2025 China Going Global Index

第一期
2025 年 11 月 7 日

香帅团队
林雪萍
吴靖

合作支持
抖音

2025 八大洞察

■ 1. 出海成为“第二增长曲线”：

在国内市场增长承压、外部关税壁垒提高的背景下，全球化布局已成为中国企业寻求突破的“第二曲线”。

■ 2. 出海逻辑获资本市场验证：

报告构建了“出海 TOP100 指数”。数据显示，出海 TOP100 上市公司 2024 年平均收益率达 32.65%，显著高于其他主板股票 10 个百分点。

■ 3. 出海企业结构升级：

出海企业主力已从纺织服装等传统行业，转变为消费电子（占比 13%）等技术密集型企业。这些企业正实现从代工向技术、价值链和自主品牌的三重升级。

■ 4. 价值链上，沿“兔耳朵曲线”攀爬：

中国企业出海正沿着“兔耳朵曲线”向价值链两端攀爬：一端向研发设计、高端制造延伸（如立讯精密）；另一端向品牌和服务延伸（如安克创新）。

■ 5. 出海战略拐点出现，从“卖产品”到“卖产能”：

为应对地缘政治摩擦，中国企业正借鉴日本 80 年代经验，从“产品出口”转向“产能出海”。但目前我国产能出海仍处起步阶段，对外直接投资规模远小于货物出口。

■ 6. 地缘政治风险定价成首要挑战：

企业面临的首要挑战是地缘政治风险。这包括“制裁”式突袭（如闻泰科技对安世半导体的失控风险）和“产业壁垒”（如欧盟对阳光电源等设置的本地化要求）。

■ 7. 面临生态与服务的短板：

企业出海还面临两大困难：一是产业生态、法律和价值观的冲突（如“效率至上”文化在海外水土不服）；二是金融、物流等配套服务能力不足。

■ 8. 香港成为出海的“桥头堡”：

在“岛链化”格局下，香港是企业出海的“桥头堡”。它不仅是融资平台（近年 90% 的 IPO 来自内地企业），更是企业利用“金融”与“规则”的接口。

团队介绍

香 帅：

本名唐涯，“香帅数字经济研究中心”创始人，“香帅的金融江湖”自媒体创始人、得到《香帅的北大金融学课》主理人，曾任北京大学金融学副教授、博士生导师

林雪萍：

《大出海》、《供应链攻防战》作者，北京联讯动力咨询公司总经理

吴 靖：

香港中文大学终身教授，亚洲供应链及物流研究所副所长，《全球供应链超级趋势》作者

香帅团队成员：

陈 靖：北京大学金融学博士，现任职于中国农业大学，香帅数字经济研究中心研究员

李惠璇：北京大学金融学博士，现任职于北京工商大学，香帅数字经济研究中心研究员

张嫚玲：吉林大学经济学博士，香帅数字经济研究中心研究员

王佳雯：中国人民大学硕士，香帅数字经济研究中心总助

仵稼鸣：华东理工大学学士，香帅数字经济研究中心研究员

目录 / CONTENT

Part 1.	■ 中国企业出海指数	1
	1.1 第二增长曲线	1
	1.2 谁竞争力更强？出海 TOP100 指数	5
Part 2.	■ 中国企业全球产能布局概况	12
Part 3.	■ 本轮出海特征：价值链上的攀爬	19
Part 4.	■ 风险与挑战	26
	4.1 地缘政治风险	26
	4.2 产业生态、法规和价值观冲突	30
	4.3 海外综合服务体系比较薄弱	33
Part 5.	■ 典型案例	34
	5.1 安克创新	34
	5.2 TCL	38
	5.3 潍柴动力	41
Part 6.	■ 香港：岛链化格局下的枢纽节点	45
Part 7.	■ 结语	50

一、中国企业出海指数

1.1 第二增长曲线

2025 年，中国企业正站在一个关键的十字路口。

国内市场，企业感受到了显而易见的增长压力。内卷加剧，工业企业利润率在今年 5-7 月间快速下行，最低单月增速录得 -9.1%。与此同时，外部环境也充满挑战——自 2025 年 2 月 1 日起，美国政府以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征 10% 关税，此后特朗普持续提高关税壁垒，综合税率（计入部分豁免）的实际有效关税税率已达 39%。

在这样的背景下，越来越多的中国企业将目光投向海外，将全球化布局作为突破增长瓶颈的第二曲线。2025 年 A 股上市企业 5400 多家，在 2024 年年报中，披露海外收入企业有 3696 家，境外收入已占总营收的 14.5%。而在 2025 年中报中，披露海外收入企业有 3046 家，境外收入占总营收的比例高达 21.6%。

翻开领军企业的最新年报，这一战略转向清晰可见：

- **宁德时代**：公司将紧抓全球能源革命和科技革命发展机遇，坚持“创新驱动、绿色发展、开放合作、共享共赢”的理念，全力构建新能源产业生态圈，坚定推进数智化、全球化、低碳化经营，实现公司高质量发展。
- **立讯精密**：未来，公司将围绕“三个五年”战略规划，在深化全球布局、强化技术优势、拓展新兴领域等方面持续发力，构建基于精密制造平台的一站式解决方案能力，锻造新质生产力时代的差异化竞争壁垒。
- **三一重工**：展望未来，工程机械行业迎来长期的技术上行周期，第四次工业革命和第三次能源革命叠加，世界正处在一个超级技术窗口期，全球化、数智化、低碳化发展趋势已成为全行业共识，工程机械行业前景广阔。

这一现象并非中国独有。回望历史，1990 年代开始的日本企业出海进程与今天的中国有诸多相似之处。尽管受制于严重的贸易摩擦和出口制裁，日本企业凭借产业链优势，出海进程一直持续。日本企业海外销售比率从 90 年代初期不到 15% 逐年上升，至 2015 年左右触及阶段性高点 39.6%。相比之下，中国上市公司的海外营业收入目前在整体营收中的占比为 21.6%——这意味着，中国企业的出海进程仍有巨大的提升空间。

为什么要选择出海？推动企业出海的直接动因之一，是海外市场更高的盈利能力。我们的数据分析发现：90.6% 的行业境外毛利率高于境内毛利率。这一差异在某些行业尤为显著。计算机设备、计算机软件、物流、专用材料、媒体、多元金融等行业的境内外毛利率差异最为突出。仅有 8 个例外行业——建筑、化学制药、元器件、食品、白色家电、小家电、汽车零部件、纺织制造——这些恰恰是曾经出海多年的“老本行”，经过多年竞争，海外利润空间已被压缩。

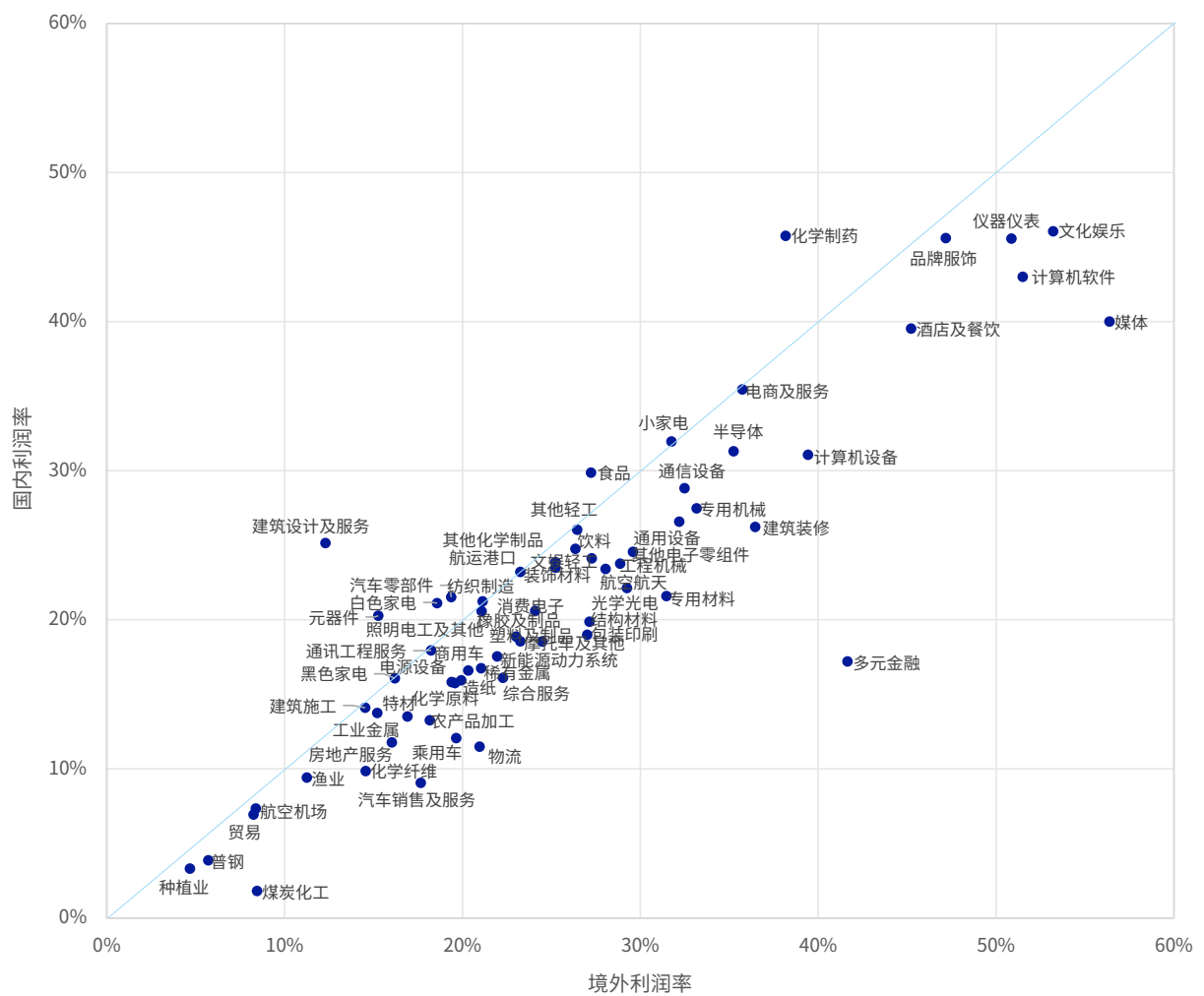


图 1. 境内外业务利润率对比

数据来源：Wind，香帅团队

无论是硬科技出海，还是服务出海（如游戏、创新药 BD），由于毛利率差额的存在，出海排头兵的基本面都明显改善。对于 A 股企业而言，出海已成为拓宽收入来源的重要手段——尤其对于具有高效和低成本产能的企业，其能够凭借高性价比的产品，在海外获取市场竞争优势。数据印证了这一趋势：在 2025 年中报业绩中，业绩预增的公司里，

其业绩增长的第一大诱因就是全球经营，受益于出海赛道景气，该动因占到了中报业绩增长的 38.2%。

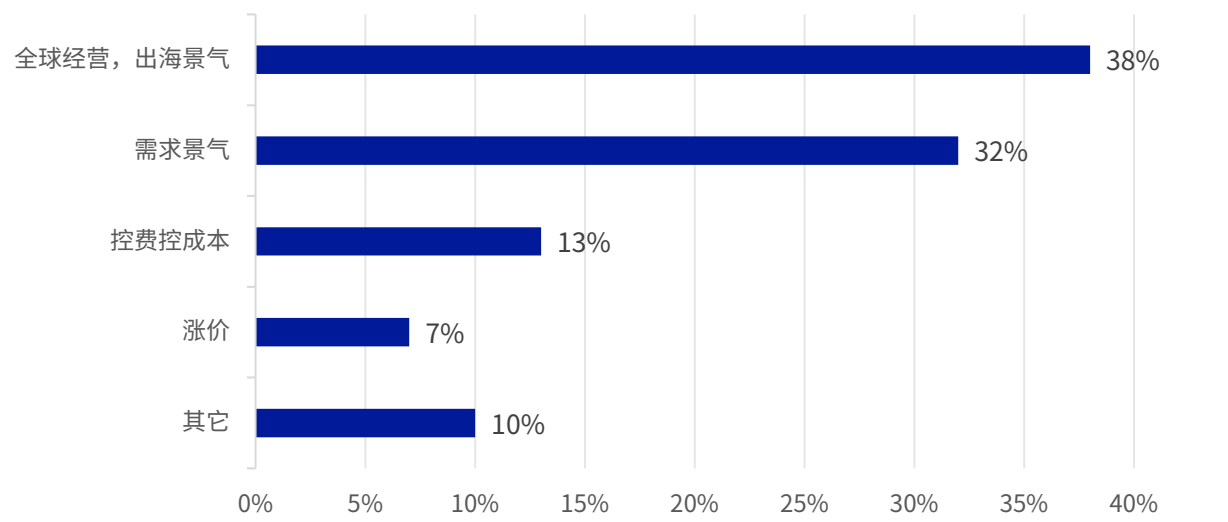


图 2. 2025 年中报业绩增长驱动因素分析

数据来源：Wind，香帅团队

从行业数据来看，出海企业与其国内经营表现之间存在一个值得关注的关联：那些选择拓展海外市场的行业，通常在国内市场就已经建立了较高的投资回报率（ROIC），出海增速也保持较高。这背后的逻辑并不难理解——只有那些在激烈的国内竞争中脱颖而出、积累了技术优势、管理能力和品牌影响力的企业，才有足够的实力和资源去应对海外市场的挑战。

这就产生了一个有趣的“选择效应”：出海企业群体的高回报率，究竟是出海这一战略本身创造的价值，还是因为这个群体原本就是国内优质企业的集合？从数据上看，两种力量可能同时存在。一方面，那些 ROIC 较高的行业，其企业更有能力投入资源开拓海外市场，因此出海企业占比也相对较高；另一方面，当这些本就优秀的企业成功打开海外市场后，新增的收入来源和更广阔的市场空间，又进一步提升了它们的整体回报水平。很多出海企业在选择全球化之前，就已经在国内市场证明了自己的竞争力——拥有领先的技术、高效的管理和强大的盈利能力。出海对它们而言，不是救命稻草，而是放大优势的战略选择。

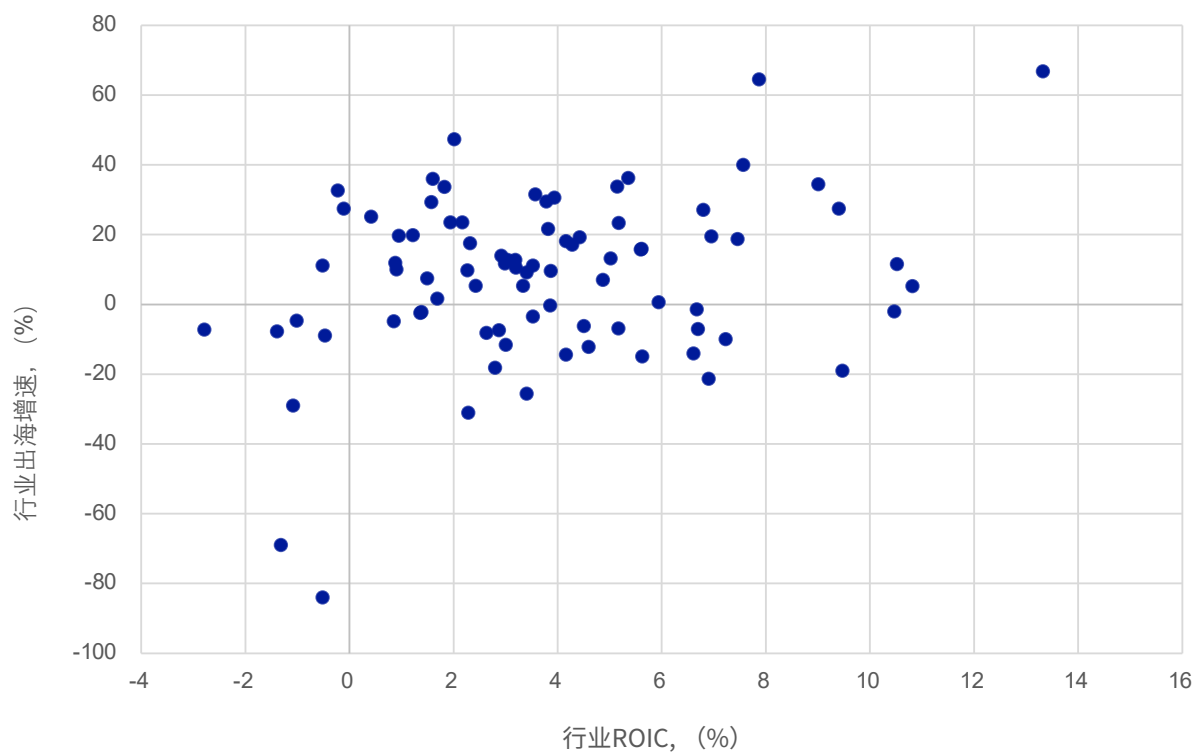


图 3. 行业 ROIC 与出海增速的相关性

数据来源：Wind，香帅团队

这也给中国的投资者带来丰厚回报——我们下一节筛选的出海 TOP100 上市公司 2024 年平均收益率是 32.65%，比其他主板股票高出整整 10 个百分点。今年，在对等关税宣布之后，4 月 8 号到 10 月底，出海 TOP100 上市公司平均上涨了 47.85%，比其他股票高出 23 个百分点。在内需承压、外部环境复杂的当下，出海正在成为中国企业穿越周期、实现可持续发展的关键路径。

表 1. 出海 TOP100 股票 VS 其他主板股票股价表现

按市值加权	2024 年	2025 年初至 10 月	2025 年对等关税宣布至 10 月
出海 TOP100 上市公司	32.65%	23.19%	47.85%
其他主板公司	22.68%	15.37%	24.76%
等权重	2024 年	2025 年初至 10 月	2025 年对等关税宣布至 10 月
出海 TOP100 上市公司	20.69%	26.31%	47.21%
其他主板公司	0.90%	28.98%	37.87%

数据来源：Wind，香帅团队

1.2 谁竞争力更强？ 出海 TOP100 指数

为了系统评估中国企业的出海竞争力，我们联合林雪萍、吴靖教授，推出《出海 TOP100 指数》，对中国企业出海竞争力进行量化评估。

《出海 TOP100 指数》构建了一个多维度的评估体系，平衡海外经营基本面情况、海外营收结构、海外营收增速和风险四个维度的指标，全面衡量中国上市企业的出海竞争能力。其中，基本面维度评估了海外营收规模、海外利润率、研发能力等核心指标。风险维度则扣减了两类关键风险：一是企业是否被纳入美国实体清单，二是主要产品面临的关税税率。这两项因素直接影响企业的海外经营稳定性。

需要注意的是，考虑到部分企业过度倚重国内经营，我们在筛选企业时强调企业的真实出海能力，删除了海外营收占比低于 30% 的企业样本。

在权重确定过程中，我们综合运用了主观赋权法和客观赋权法：四个维度的相对权重由 Delphi 专家评分法确定，邀请囊括学术研究、企业战略制定等不同背景的专家组展开匿名评分，经多轮反馈使差异收敛至 10% 以内，取均值得到最终权重。每个维度内各指标的相对权重由变异系数法确定——相对变化更大的指标能够提供更多信息，因此被赋予较高权重。最终，海外经营基本面情况、海外营收结构、海外营收增速、风险的权重分别为 70%、12.5%、10%、7.5%。这一权重分配更注重盈利质量和可持续性，而非单纯的规模扩张。

下表是我们根据以上标准，筛选出的前 100 家能够代表中国出海的领军者。

表 2. 2025 年出海 TOP100 指数成分股

名称	海外营收额 (亿)	海外毛利率	位次	企业属性	行业分类
联想集团	3828.65	2.45%	1	民营企业	计算机
立讯精密	2354.67	9.65%	2	民营企业	电子
洛阳钼业	1878.52	16.14%	3	民营企业	有色金属
潍柴动力	1197.74	23.51%	4	地方国有企业	汽车
歌尔股份	915.75	11.27%	5	民营企业	电子
宁德时代	1103.36	29.45%	6	民营企业	电力设备及新能源
均胜电子	417.44	15.13%	7	民营企业	汽车
冠捷科技	425.36	12.30%	8	中央国有企业	电子

名称	海外营收额（亿）	海外毛利率	位次	企业属性	行业分类
安克创新	238.25	43.91%	9	民营企业	电子
蓝思科技	409.78	21.46%	10	民营企业	电子
三一重工	488.62	29.78%	11	民营企业	机械
海尔智家	1429.02	25.40%	12	集体企业	家电
药明康德	308.70	46.33%	13	民营企业	医药
阿特斯	359.06	19.47%	14	外资企业	电力设备及新能源
领益智造	317.10	17.76%	15	民营企业	电子
中集集团	889.16	12.92%	16	中央国有企业	机械
传音控股	674.56	21.34%	17	民营企业	电子
中际旭创	207.16	36.74%	18	民营企业	通信
美的集团	1690.34	26.82%	19	民营企业	家电
渤海租赁	342.24	39.57%	20	公众企业	非银行金融
东山精密	305.83	16.04%	21	民营企业	电子
鹏鼎控股	300.29	20.76%	22	公众企业	电子
徐工机械	416.87	25.38%	23	地方国有企业	机械
万华化学	775.78	13.03%	24	地方国有企业	基础化工
名创优品	267.42	19.51%	25	民营企业	商贸零售
安道麦 A	294.88	22.85%	26	中央国有企业	基础化工
华友钴业	361.80	18.84%	27	民营企业	有色金属
香农芯创	228.60	4.30%	28	民营企业	电子
华勤技术	564.02	9.90%	29	民营企业	电子
长电科技	290.96	12.67%	30	中央国有企业	电子
晶科能源	497.88	13.89%	31	民营企业	电力设备及新能源
晶澳科技	404.20	13.63%	32	民营企业	电力设备及新能源
阳光电源	362.94	40.29%	33	民营企业	电力设备及新能源
豪威集团	209.62	32.05%	34	民营企业	电子
赛轮轮胎	238.11	29.88%	35	民营企业	基础化工
百济神州	171.04	97.09%	36	公众企业	医药
润丰股份	132.19	19.79%	37	民营企业	基础化工
中远海特	148.99	21.81%	38	中央国有企业	交通运输
康冠科技	134.42	13.08%	39	民营企业	家电
纳思达	179.20	32.27%	40	民营企业	电子
迈瑞医疗	164.34	63.11%	41	民营企业	医药
中远海能	170.98	28.03%	42	中央国有企业	交通运输
巨星科技	130.33	32.01%	43	民营企业	机械

名称	海外营收额（亿）	海外毛利率	位次	企业属性	行业分类
福耀玻璃	175.55	31.46%	44	民营企业	汽车
天合光能	376.98	12.29%	45	民营企业	电力设备及新能源
中国海油	1524.41	53.68%	46	中央国有企业	石油石化
长城汽车	802.59	18.76%	47	民营企业	汽车
安迪苏	130.32	30.21%	48	中央国有企业	基础化工
华泰证券	143.40	48.44%	49	地方国有企业	非银行金融
恒逸石化	506.19	3.49%	50	民营企业	石油石化
隆基绿能	364.36	11.29%	51	民营企业	电力设备及新能源
江苏国泰	320.93	15.92%	52	地方国有企业	商贸零售
TCL 智家	134.95	25.81%	53	民营企业	家电
中国船舶	353.72	9.32%	54	中央国有企业	机械
江淮汽车	238.92	14.95%	55	地方国有企业	汽车
环旭电子	291.13	8.26%	56	外资企业	电子
通富微电	157.65	14.99%	57	民营企业	电子
中联重科	233.80	32.05%	58	公众企业	机械
海信视像	279.52	10.91%	59	公众企业	家电
华凯易佰	90.07	33.85%	60	公众企业	建筑
德赛电池	140.29	11.06%	61	公众企业	电子
恒林股份	98.87	18.20%	62	民营企业	轻工制造
康龙化成	104.28	34.24%	63	民营企业	医药
申洲国际	206.02	23.58%	64	民营企业	纺织服装
中油资本	85.76	22.05%	65	中央国有企业	非银行金融
新宝股份	131.55	19.33%	66	民营企业	家电
隆鑫通用	108.54	17.49%	67	民营企业	汽车
玲珑轮胎	107.30	29.39%	68	民营企业	基础化工
宇通客车	152.00	28.46%	69	民营企业	汽车
海亮股份	357.84	3.21%	70	民营企业	有色金属
江波龙	124.25	20.47%	71	民营企业	计算机
海康威视	318.95	46.12%	72	中央国有企业	电子
南山铝业	177.83	35.83%	73	集体企业	有色金属
柳工	137.60	28.57%	74	地方国有企业	机械
中材国际	222.68	23.07%	75	中央国有企业	建筑
海信家电	356.29	11.38%	76	公众企业	家电
致欧科技	80.66	34.70%	77	民营企业	轻工制造
春风动力	108.06	34.04%	78	民营企业	汽车

名称	海外营收额（亿）	海外毛利率	位次	企业属性	行业分类
中兴通讯	392.93	26.91%	79	公众企业	通信
苏美达	600.73	10.21%	80	中央国有企业	商贸零售
三花智控	125.01	29.79%	81	民营企业	家电
华利集团	234.67	26.83%	82	外资企业	纺织服装
大华股份	162.94	44.17%	83	民营企业	电子
继峰股份	130.37	6.79%	84	民营企业	汽车
欣旺达	234.31	10.31%	85	民营企业	电子
赛维时代	98.06	44.90%	86	民营企业	商贸零售
兆驰股份	120.78	12.37%	87	地方国有企业	家电
思摩尔国际	117.99	13.22%	88	民营企业	轻工制造
森麒麟	76.05	34.43%	89	民营企业	基础化工
中伟股份	178.84	13.75%	90	民营企业	基础化工
云天化	195.10	12.52%	91	地方国有企业	化工
极兔速递	301.40	1.22%	92	民营企业	交通运输
木林森	100.15	41.12%	93	民营企业	电子
振华重工	160.50	7.30%	94	中央国有企业	机械
新和成	120.53	41.78%	95	民营企业	医药
德业股份	79.47	44.39%	96	民营企业	电力设备及新能源
北方国际	108.08	12.82%	97	中央国有企业	建筑
中远海发	230.25	0.10%	98	中央国有企业	交通运输
龙佰集团	120.60	25.01%	99	民营企业	基础化工
孚能科技	86.60	13.70%	100	地方国有企业	电力设备及新能源

数据来源：Wind，香帅团队。海外营收额与毛利率为 2024 年数据。

从这份榜单中，我们观察到三个重要趋势：

1. 消费电子企业的全球扩张升级

更重要的是，庞大的国内市场为电子产业提供了独特的应用场景和快速迭代机会——移动支付、短视频、社交电商等应用生态的蓬勃发展，反过来刺激了硬件创新，推动了摄像头、屏幕、电池、芯片等核心部件的技术突破，形成了软硬件协同演进的良性循环。这种“本土市场孵化，全球市场复制”的模式，为中国消费电子企业积累了从产品设计到用户体验的全链路能力。

对比 2010 年与 2025 年的出海 TOP100 榜单的细分行业占比，这一转变清晰可见：纺织服装、化学制药、稀有金属这些传统优势行业的企业占比大幅下降，取而代之的是消费电子企业的强势崛起——13% 的出海 TOP100 企业来自消费电子领域，这些企业在全中国消费电子市场占据了举足轻重的地位。

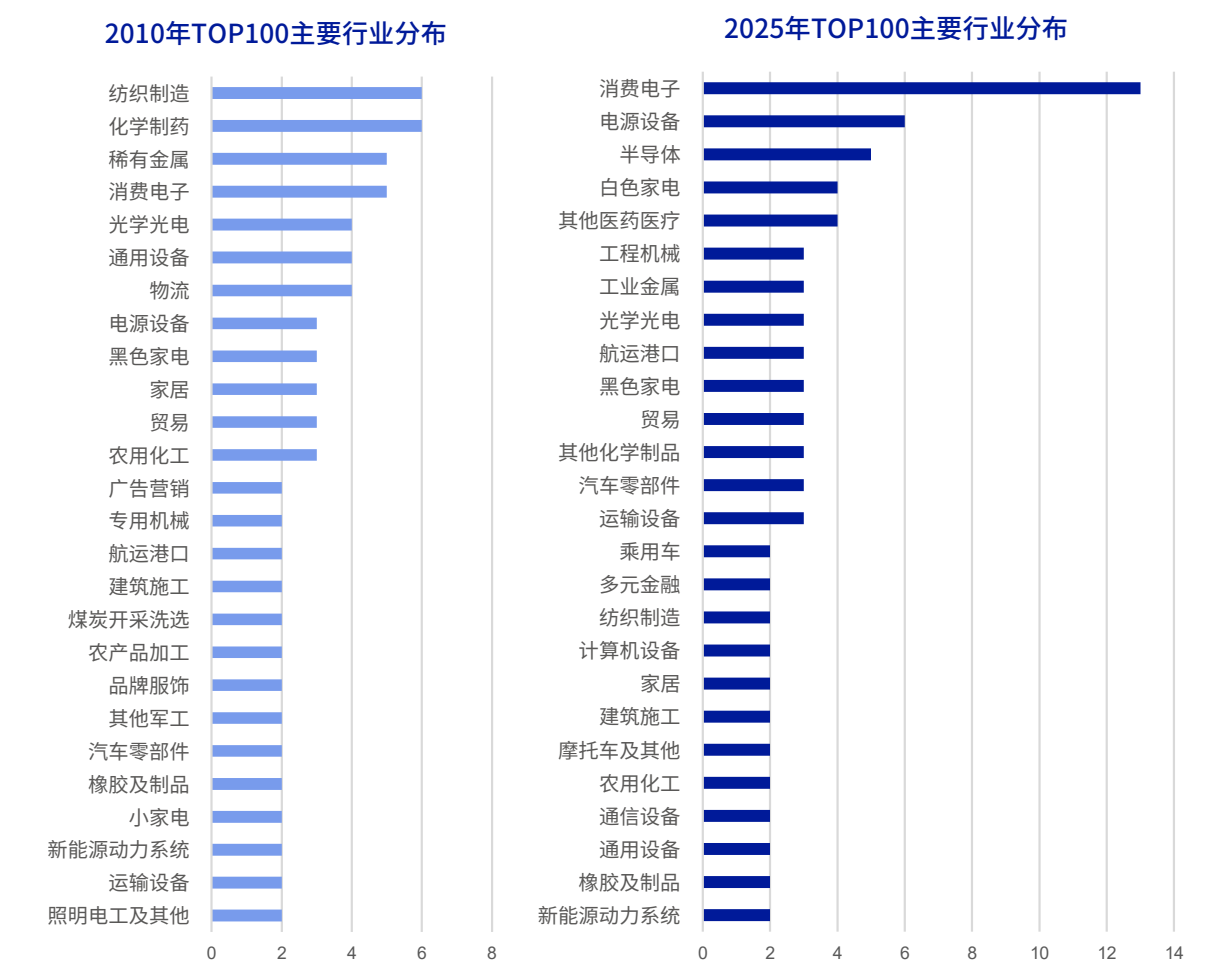


图 4. 2010 年与 2025 年出海 TOP100 上市公司的行业分布

数据来源：Wind

榜单上的传音控股（海外营收 674.56 亿元，海外毛利率 21.34%），通过深度本地化在新兴市场建立了统治地位。传音在非洲市场的成功，源于对本地需求的深刻理解和中国消费电子产业链的供应能力。截至 2024 年，传音在非洲智能手机市场份额超过 40%，成为名副其实的“非洲手机之王”。其旗下三大品牌——高端品牌 TECNO、大众品牌 itel、年轻时尚品牌 Infinix——已深入非洲大众市场的各个细分层级，构建起完整的品牌矩阵。在站稳非洲市场后，传音开始向南亚、中东、拉美等新兴市场扩张，复制其“本地化制胜”的成功经验。

中国消费电子企业在出海市场正在完成三重升级：

- **技术升级**——从简单组装到掌握核心制造工艺。榜单第 2 位的立讯精密（海外营收 2354.67 亿元）实现了 1 微米的加工精度，为英伟达 AI 服务器、谷歌数据中心、特斯拉汽车提供关键部件。
- **价值链升级**——从低端代工向研发设计延伸。歌尔股份（第 5 位，海外营收 915.75 亿元），已深度参与产品定义和联合研发，掌握的声学、光学等核心技术直接决定了全球消费电子产品的性能。
- **品牌升级**——从代工生产模式（OEM/ODM）向自主品牌转型。传音控股（第 17 位，海外营收 674.56 亿元）在非洲、安克创新（第 9 位，海外营收 238.25 亿元）在欧美，都以自主品牌直面全球消费者，建立了从产品到服务的完整品牌体验。

中国消费电子企业正在全球价值链中占据越来越关键的位置，开启全球扩张升级，从“中国制造”向“中国创造”、“中国品牌”加速演进。

2. 重要制造产业链上的深度卡位

中国企业正在关键制造产业链上深度卡位。这种卡位不是简单的规模扩张，而是在技术壁垒高、替代难度大的关键环节建立起结构性优势。2025 年出海 TOP100 榜单中，一批企业凭借在产业链关键位置的深度布局，成为全球制造业不可绕过的存在。

在 2025 年出海 TOP100 榜单中，一批企业正在各自领域完成类似的卡位：

- 宁德时代（第 6 位，海外营收 1103.36 亿元）在动力电池领域的统治地位，不仅体现在 37% 的全球市场份额，更在于其掌握的电池管理系统 (BMS)、热管理技术、快充技术等核心技术。全球主要车企的电动化转型，都离不开宁德时代的技术支持。
- 立讯精密（第 2 位，海外营收 2354.67 亿元）、均胜电子（第 7 位，海外营收 417.44 亿元）、蓝思科技（第 10 位，海外营收 409.78 亿元）为代表的企业，为苹果、华为等消费电子巨头提供精密部件，业态随着时代演进不断更新，现在同时在为英伟达 AI 服务器、谷歌数据中心、特斯拉汽车的关键供应商。这种从消费电子向工业电子、汽车电子、AI 基础设施的延伸，让他们成为全球科技硬件生产网络中不可替代的关键节点。
- 三一重工（第 11 位，海外营收 488.62 亿元）、徐工机械（第 23 位，海外营收 416.87 亿元）在工程机械领域完成了关键卡位。这些企业不仅在挖掘机、起重机等产品上实现了技术突破，更重要的是建立了覆盖全球的服务网络和本地化能力，形成了从产品研发、本地生产、融资租赁到售后服务的完整生态系统。
- 药明康德（第 13 位，海外营收 308.70 亿元）在医药研发外包 (CRO/CDMO) 领域的深度布局，

使其成为全球制药产业链的关键环节。从药物发现、临床前研究到商业化生产，药明康德提供的全流程服务，支撑着全球数千个创新药项目的推进。

- 隆基绿能（第 51 位，海外营收 364.36 亿元）在光伏产业链的垂直整合能力，从硅片、电池片到组件的全产业链布局，使其在全球光伏市场占据定价权。其单晶硅片技术和 PERC 电池技术，推动了全球光伏发电成本的大幅下降。

这些企业的共同特征是：它们不再满足于简单的生产制造，而是通过持续的技术积累和产业链整合，在关键环节建立起技术壁垒、规模优势和响应速度的三重护城河。**它们从全球产业链的参与者，逐步成长为规则的定义者和标准的制定者。**

3. 把握全球基建新周期

在国内固定资产投资和基建增速放缓、地产行业深度调整的背景下，建筑和机械行业面临着前所未有的压力。“内冷外热”的格局，推动着建筑、机械等行业的企业加速全球化布局。机械和建筑企业的海外业务自 2022 年开始恢复，2023、2024 年持续向好。2024 年的数据对比尤为明显：全年建筑业新签合同同比下滑 5.21%，但对外承包工程新签合同却逆势增长 1.1%，“一带一路”沿线国家新签合同占比稳定在 80% 以上。2024 年出海 TOP100 榜单上的三一重工、徐工机械、中联重科、中材国际的海外营收规模和增速成为贡献拉动公司营收增长 20% 以上。

但这一轮出海的本质，已不再是简单的设备出口或工程承包，而是从单一产品输出向全产业链能力输出的升级。三一重工（第 11 位，海外营收 488.62 亿元），其海外布局已从早期的设备销售，延伸至本地化生产、售后服务、融资租赁的全链条。在印度、美国、德国、巴西等地建立制造基地和研发中心，不仅缩短了交付周期，更重要的是深度融入当地产业生态，理解本地需求。在印度市场，三一重工针对当地基建特点开发的小型挖掘机，凭借灵活性和性价比优势迅速打开市场。中材国际（第 75 位，海外营收 222.68 亿元）不仅提供 EPC 总包服务，更输出的是整套工业化解决方案——从工厂设计、设备制造、施工建设到运营管理的全流程服务。在“一带一路”沿线国家，中材国际建设的现代化水泥生产线，往往成为当地工业化的标志性项目，带动了当地建材产业的整体升级。

本质上，他们是在更大的市场空间中寻找新的增长动能，也是中国工业化经验和能力在全球范围内的延伸和复制。

二、中国企业全球产能布局概况

在上面提出的 **TOP100 出海指数** 中，大部分成分股都是制造业企业，占总榜单的 80%。

而且，制造业企业在全球生产网络中卡位的方式，主要还是靠产品出口。过去几年，中国出口特别强，2021–2024 年，我国出口金额年化增长 9%。而且，我国出口商品的技术含量也越来越高——2014–2024 年出口增长额最大的品类是半导体等高科技产品（IC 出口 +1000 亿美元，+161%），以及汽车、电池、船舶等更高技术含量产品。

中国出口的快速增长，当然是好事，但它也有另一面：出口太强，有时候反而会被视作“威胁”，被指责冲击其他国家的相关产业，引发摩擦。比如，今年 4 月特朗普政府宣布对等关税后，贝森特（Scott Bessent）直言：“中国的经济体系由制造业出口驱动增长，将继续与贸易伙伴造成更严重的失衡。”这句话点出了症结：出口既是中国参与全球化的最大优势，也是最敏感的风险点。

不管欧美国家鼓吹的“中国威胁论”是否有失偏颇，我们仍然需要回答一个问题：在相互依存、相互竞争的情况下，怎样做才能既保护中国的根本利益，同时又回应欧美国家对于贸易失衡的关切？

尤其对于企业来说，就更需要回答，怎么办的问题。

一个可能的答案就是，从产品出口到产能出海。

这一点上，日本企业的历史可能会给我们某些启示。

1987 年，美国国会议员们在白宫前面表演了一场“行为艺术”——**砸毁了一台东芝收音机**。为啥？就是因为当时日本，汽车、电子等高科技行业飞速发展，大量向美国出口，引起了美国政坛的强烈反弹。当时的总统里根（Ronald Reagan）公开表示：“如果我们不采取行动，全球将被日本的经济霸权所主导，我们的经济将变得无足轻重。”

80 年代，美国政府对日本汽车、半导体等多个行业发起了反倾销调查、限制进口等贸易制裁措施。然后，日本汽车行业也被迫同意“自愿”限制汽车对美出口——对美国出口轿车控制在 168 万辆以下，这一限制一直持续到 1994 年。

走产品出口这条路已经没有增长空间了，日本车企那么大的产能过剩怎么办？产能出海。像丰田就开始去美国投资建厂，扩大本地生产，推出适合美国市场的新车型，还建设了销售网络。通过这些措施，丰田在美国的销售不降反增：从 1988 年到 2007 年，丰田在美国销量从 90 万辆上涨到 262 万辆。

日本不一样，日本更依赖企业进行互惠——从商品出口转向资本出海。

80 年代，日本政府推出“黑字还流”计划（Capital Recycling Program），就是从其国际贸易顺差中拿出一部分资金，扩大对外直接投资，不仅可以实现国际贸易收支的平衡，还可以获得更高投资回报，扩大对外市场，获得更多资源和技术。这一计划实施，标志着日本企业开始大规模对外直接投资，日本经济走上了以对外投资和跨国公司为主导发展道路。日本大举投资东亚和东南亚发展中国家，建立了大量产业基地，形成了日本企业全球生产网络。

对于丰田，本田这些车企来说，则是资产负债表的科目变动了，从本土厂房、生产线固定资产变成了海外厂房、海外生产线和固定资产，境外营收份额保持增长。以汽车行业为例，日本企业迫于贸易摩擦压力，从 80 年代开始自愿限制汽车出口（1980 年汽车产量首次突破 1000 万辆，成为世界第一）。丰田公司 1985–1995 年出口总量从 198 万辆降至 120 万辆。但因为同期在海外投产，比如 1984 年与美国通用成立合资公司，1988 年，丰田美国公司投产，加拿大公司开始运营，丰田在美销售持续上涨，从 2000 年代开始占据美国 10% 的汽车销售市场份额。2001 年，丰田公司在美国销售达到了 150 万辆，其中 70% 以上在北美地区生产制造。

从日本经济的角度来说，虽然 GDP 和就业留在了海外，但日本企业获得了生存空间，之前巨大的贸易顺差逐渐转变成了企业在海外的投资收益和更高的销售收入占比——

- 1980 年代末期，日本贸易顺差接近 14 万亿日元，企业海外生产比率仅 13%，企业海外销售占比 15% 左右投资收益；
- 2005 年，日本贸易顺差 7 万亿日元，企业海外生产比率增加至接近 30%，企业海外销售提升至 32%。

• 到 2023 年，日本已经转变为贸易逆差国家，而企业海外生产比率增加至 35.8%，企业海外销售提升至 39%。

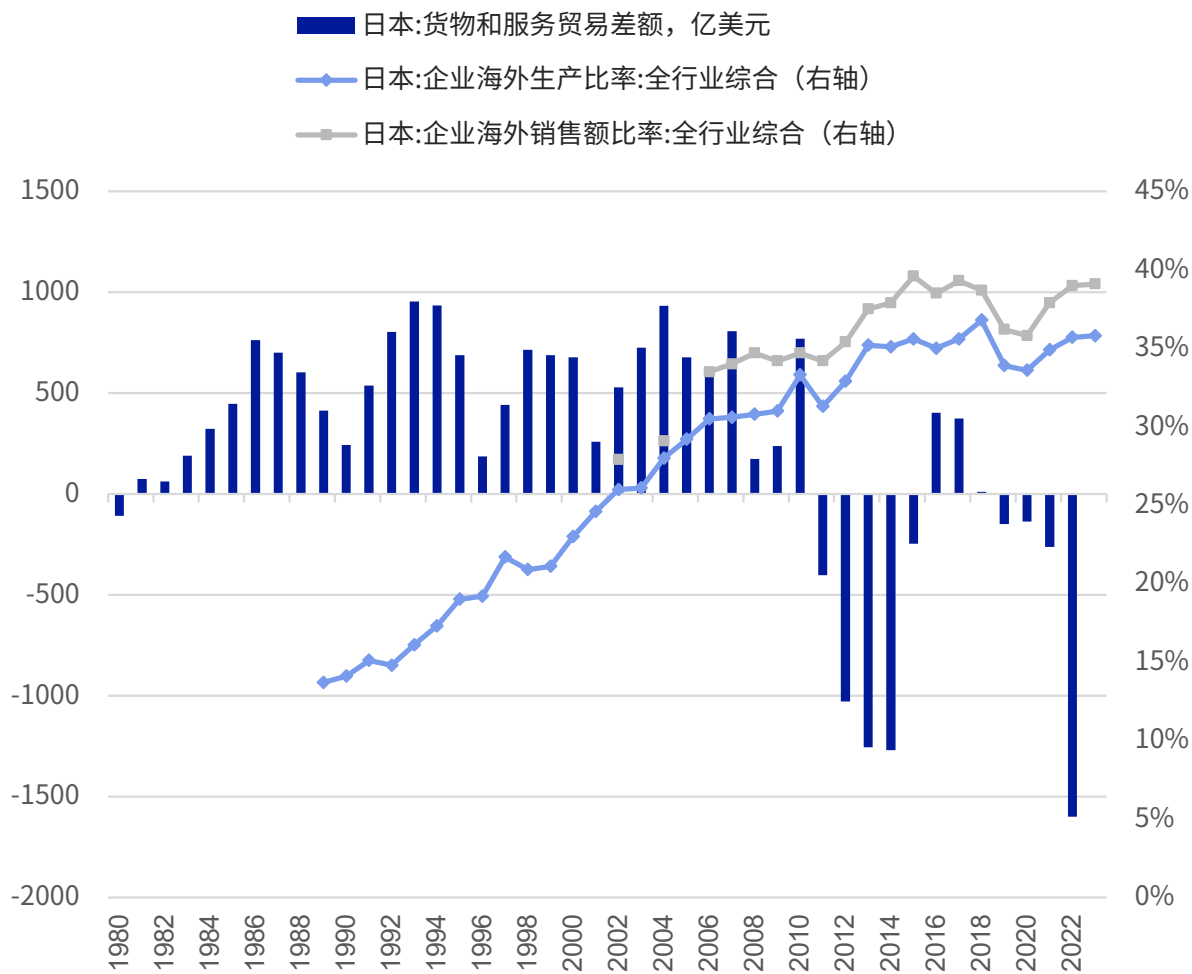


图 5. 日本的贸易差额与出海

数据来源：Wind，香帅团队

目前，我国企业面对的地缘政治格局，比当年的日本企业还要复杂。今年，我国的多个产业已经被美国盯上，而且美方制裁的重点就在于产品出口。

10 月底，中美吉隆坡经贸磋商达成共识，美方将暂停实施出口管制 50% 穿透性规则一年、暂停实施其对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，取消了 10% 的芬太尼关税，但是，很多研究机构也认为，本次中美经贸磋商只是缓和紧张局势的“阶段性休战”，并未彻底化解两国间的根本分歧。美国已将博弈重心逐渐转向技术和产业领域，如半导体、新能源和医药等，未来谈判仍可能在这些领域出现新冲突。

表 3. 2025 年美国对华出台的贸易制裁措施

时间	部门	行业	措施
2025 年 2 月 1 日	财政部下属外国资产控制办公室 (OFAC)	所有从中国进口的产品	援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对所有从中国进口的产品征收 10% 关税
2025 年 3 月 4 日			援引 IEEPA 对所有从中国进口的产品再征收 10% 关税
2025 年 4 月 2 日			对中国额外加征 34% 关税 (4 月 9 日生效)，取消小额豁免
2025 年 4 月 8 日			对中国税率由 34% 提升至 84%
2025 年 4 月 9 日			对中国税率抬高至 145%。实际税率因商品类别还有差异，比如注射器等医疗物资最高达 245%
2025 年 4 月 17 日	美国贸易代表办公室 (USTR)	海事、物流、造船业	发布对中国海事、物流及造船业 301 调查最终措施，自 10 月 14 日起对涉华船舶收取“港口费”
2025 年 10 月 3 日	美国海关与边境保护局 (CBP)	中国船舶业	自 10 月 14 日起，对进入美国港口的中国拥有、运营或建造的船舶征收额外费用
2025 年 10 月 9 日	美国政府	中国民用航空业	提议禁止中国航空公司在往返美国的航班中飞越俄罗斯领空
2025 年 10 月 10 日	特朗普 “Truth Social” 宣布	所有从中国进口的产品、尤其是软件业	自 11 月 1 日起对中国所有产品征收 100% 关税，并对关键软件实施出口管制

中国企业必须快速反应，不能只停留在“产品出海”，而要迈向“产能出海”：不仅把货卖出去，还要亲身“走出去”，把部分供应链节点做全球化布局。

宁德时代在德国、匈牙利建厂，立讯精密在越南扩产，都是这个趋势。通过“走出去”，中国企业不只是全球供应链的供货方，而是真正扎下了更深的根，成为全球生产网络的一部分。这样一来，即便贸易壁垒加厚，我们也不是单纯“被动被卡”的一方，而是能在更多地方落子布局，形成纵深防御。未来的竞争，不再是“一个国家 vs 另一个国家”，而更像是“一个跨国生产网络 vs 另一个跨国生产网络”。

所以，出海，不只是“把货卖出去”。它更是中国企业在岛链化格局下开启的新一次的

全球价值链卡位战。

不过，从各种维度来看，我国企业的产能出海还在起步阶段。

从宏观角度，通过国际收支平衡表（表 4），我们可以直观地看到各种出海方式的资金规模——截至 2024 年，我国企业出海的主要方式还是出口，货物出口规模 34091 亿美元，而服务出口的规模仅有 3840 亿美元，约为货物出口规模的 10%。对外直接投资也仅有 1684 亿美元，不足货物出口规模的 5%。

表 4. 2024 年中国国际收支平衡表

项 目	亿元	亿美元	备注
1. 经常账户	30117	4220	
1.A 货物和服务	38472	5391	
1.A.a 货物	54812	7679	
贷方	243421	34091	货物出口
借方	-188609	-26412	
1.A.b 服务	-16340	-2288	
贷方	27430	3840	服务出口
借方	-43770	-6129	
2. 资本和金融账户（含当季净误差与遗漏）	-31546	-4416	
2.1 资本账户	-4	-1	
贷方	14	2	
借方	-18	-3	
2.2 金融账户（含当季净误差与遗漏）	-31542	-4415	
2.2.1 非储备性质的金融账户（含当季净误差与遗漏）	-35956	-5038	
其中：2.2.1.1 直接投资	-12005	-1684	对外直接投资 （产能出海）
2.2.2 储备资产	4414	623	
3. 净误差与遗漏	1429	196	

数据来源：国家外汇管理局

从微观角度，前面提到的出海 TOP100 成分股中，也只有 63 个在海外设立制造业子公司。在出海 TOP100 成分股排名前列的公司中，也很多明星企业都在海外还没有产能布局。我们对出海 TOP100 成分股的制造业海外子公司数量、员工数量、营业收入和总资产进

行了标准化处理，并进行加权平均，得到了产能出海指数，表 5 中列出了产能出海指数排名前 30 的上市公司。

表 5. 产能出海 TOP30 指数成分股

	产能出海指数	制造业海外子公司数量	制造业海外子公司员工数量
比亚迪	0.57	4	25112
均胜电子	0.56	79	5846
联想集团	0.43	39	9842
中国重汽	0.35	1	13136
海尔智家	0.22	39	982
立讯精密	0.22	18	5648
继峰股份	0.17	20	2967
美的集团	0.16	5	5597
复星国际	0.14	10	3016
中集集团	0.14	7	4319
振华重工	0.14	3	3583
安道麦 A	0.13	6	3760
纳思达	0.13	7	3578
万华化学	0.13	11	2975
中国海油	0.12	24	0
歌尔股份	0.12	7	3063
长城汽车	0.09	3	2017
浙江鼎力	0.09	2	1641
潍柴动力	0.09	9	735
晶澳科技	0.08	1	3019
东山精密	0.08	12	708
安迪苏	0.08	10	1793
徐工机械	0.07	12	595
阿特斯	0.07	10	1232
玲珑轮胎	0.06	3	866
长电科技	0.06	2	2527
东方精工	0.05	7	649
药明康德	0.04	8	17
隆基绿能	0.04	4	935
赛轮轮胎	0.04	2	1415

数据来源：BVD 数据库，香帅团队

然而，必须清醒认识到，当前中国企业面临的国际环境远比 1980 年代的日本更为复杂。美国对日本主要是贸易逆差问题，而对华则叠加了制度竞争与科技霸权之争，中国企业“走出去”可能面临更严格的审查与限制，供应链安全等风险显著上升。我们也将报告的第四章重点讨论企业出海面临的风险与挑战。

因此，中国企业在推进产能出海过程中，必须更加重视风险管控。海外的地缘政治风险、供应链协同、人才储备以及管理文化差异，都可能对出海的可持续性构成挑战。尤其值得注意的是，当前中国企业海外布局仍多集中于组装等环节，核心研发和高附加值环节仍需牢牢扎根国内。

在此基础上，我们倾向于将企业产品分为三个世代：成熟产能出海、当下旗舰出口、下代总部研发，以此实现国内外产能的梯次布局与风险分散。

第一世代“成熟产能出海”，也就是说对于技术已标准化、市场竞争充分、成本敏感度高的产品线，可系统性地向海外转移，依托当地要素优势进行本地化生产与组装，既可贴近市场降低贸易壁垒影响，也能减轻国内资源与环境压力。例如家电、消费电子终端组装、传统汽车零部件等领域，正逐步落子东南亚、墨西哥等区域。

第二世代“当下旗舰出口”，包括正处于利润释放期、技术迭代尚在进行中的主力产品。这类产品仍以国内生产与出口为主，旨在充分利用国内成熟的产业链优势、保持规模效应与质量控制，同时通过高附加值输出维系国际市场份额与品牌影响力。

第三世代“下代总部研发”，意味着企业将核心研发、关键材料、前沿技术以及下一代产品的创新体系更多地锚定在国内。这部分不仅是技术护城河，也涉及供应链“卡脖子”环节的自主攻坚，确保企业长期竞争力与战略主动不受制于外部波动。通过三个世代的有机协同，企业既能以“成熟产能出海”缓解贸易摩擦、融入区域市场，又能凭“当下旗舰出口”维持现金流与国际地位，更可依靠“下代总部研发”巩固技术地位，在国内保留高附加值环节和就业岗位，在战略上构建起多层次、抗冲击的全球价值链参与模式。

三、本轮出海特征：价值链上的攀爬

出海其实并不是新鲜事。自 1990 年代以来，随着中国的改革开放和加入 WTO，商品出口大幅增长，自 1990 年至今，中国商品出口的年化复合增速高达 12.3%。从这个意义上，中国企业其实一直在“出海”。

但不同时代的企业出海道路，本质完全不同。

上一个时代，中国企业出海潮的关键词是“代工”，也就是加工贸易。比如 20 世纪 90 年代的美的，其出口创汇连续 8 年位居中国家电行业第一名，但几乎所有出口商品都是为通用电气、松下、LG、东芝等国际家电巨头做贴牌代工。从九十年代开始，中国企业凭借成本优势，以加工贸易的方式切入全球价值链条，以服装、家具、家电为代表的“老三样”，是中国企业出口的主力军，其中大部分商品是为 H&M、沃尔玛、松下等海外品牌生产的。直到 2010 年左右，加工贸易仍占据中国外贸的“半壁江山”。当时，“中国制造”的最大特征，是价格低廉，在价值链上处于底部洼地。

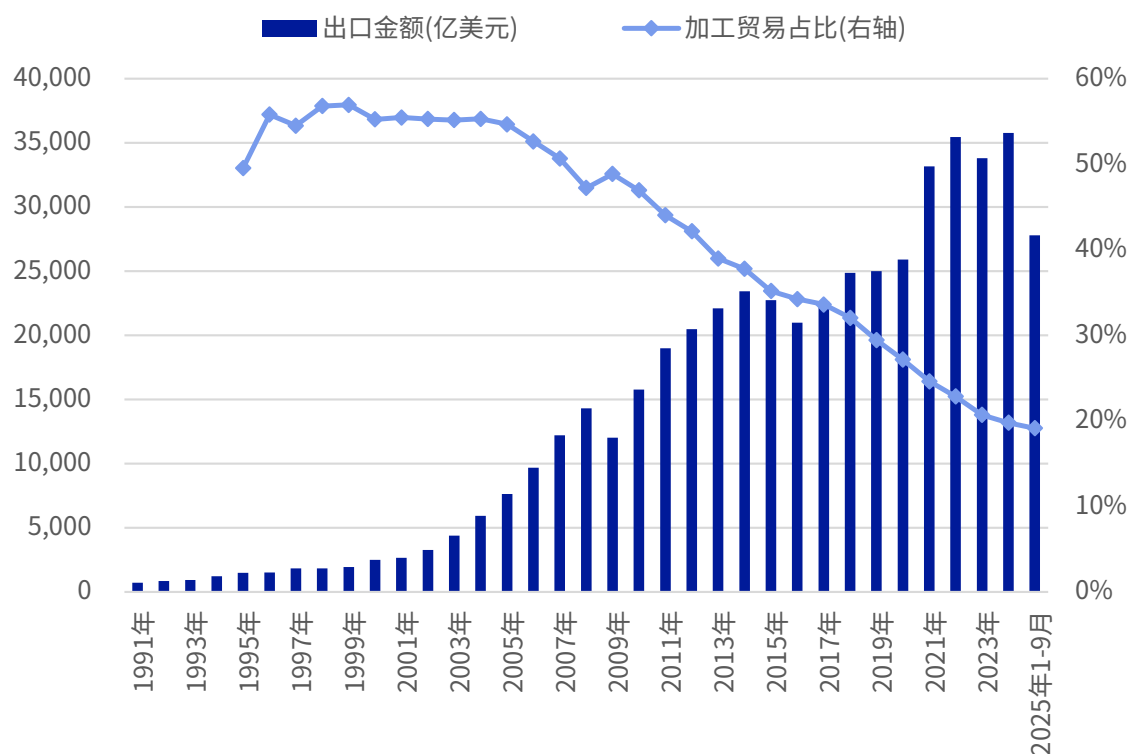


图 6. 中国出口金额和结构

数据来源：Wind，海关总署，截至2025年9月

但真正重要的变化，是中国出海企业沿着价值链的攀爬。

基于 WITS 贸易品类和贸易额的测算发现，2010 年至今，中国大陆在全球贸易网络的中心度迅速上升，中国已成为全球最大的制造中心之一，在全球贸易中的价值链地位不断上升。对比 2000 年左右，中国还是一个边缘小角色，次于美国、日本、德国、意大利、韩国、加拿大等国。如今，从电子产品到纺织品，几乎所有类型的商品都有中国的“身影”。很多跨境企业，尤其是电子产品制造商，推动了中国在全球供应链中的重要性提升。

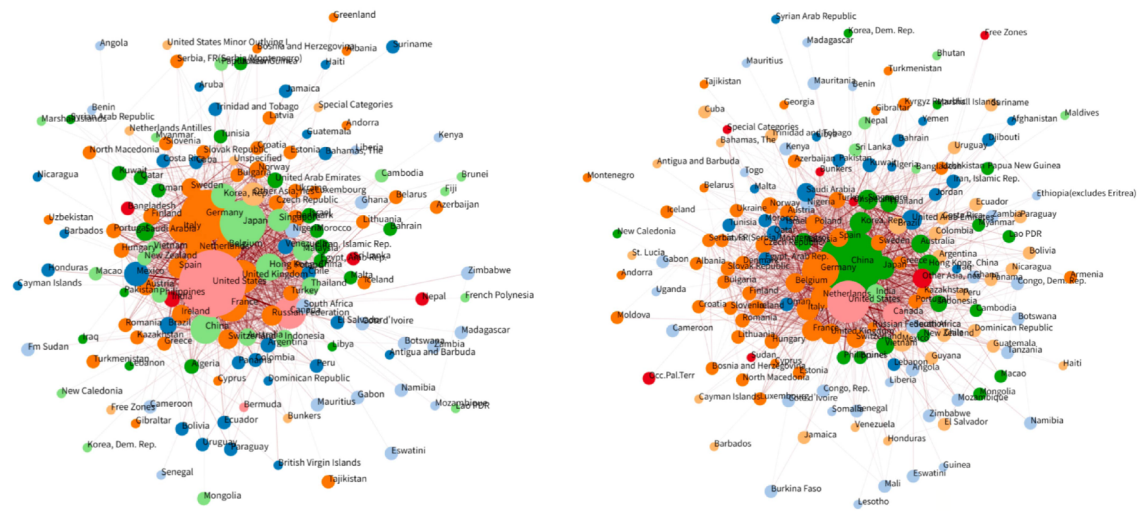


图 7. 中国在全球贸易网络的中心度（2000 年 VS 2022 年）

数据来源：WITS 数据库

时至今日，中国企业的出海，并不是简单的低附加值产品出口，而是以制造能力为基础，向价值链前端和后端延伸——

- 越来越多的中国企业开始从单纯的低附加值生产环节，向价值链的前端——研发和设计等高附加值环节拓展。
- 中国企业也在向价值链的后端——品牌建设和商业模式创新领域拓展。许多传统制造企业，通过建立自己的品牌和自主渠道，成功实现了从“代工”到“自主品牌”的转变。

这也是林雪萍老师提出的“兔耳朵曲线”——中国的制造能力不仅仅是产品的生产和组装，也可以向价值链前端和后端延伸，通过对技术的迭代、优化和本土化需求的结合，推动了创新的进程。兔耳朵曲线的形状比微笑曲线更加复杂，呈现出“兔耳朵”状的上升和下降，反映了制造业与研发、市场之间更紧密的互动和双向反馈。如兔子的两只“耳朵”，制造在中间，还能“长”向两头。

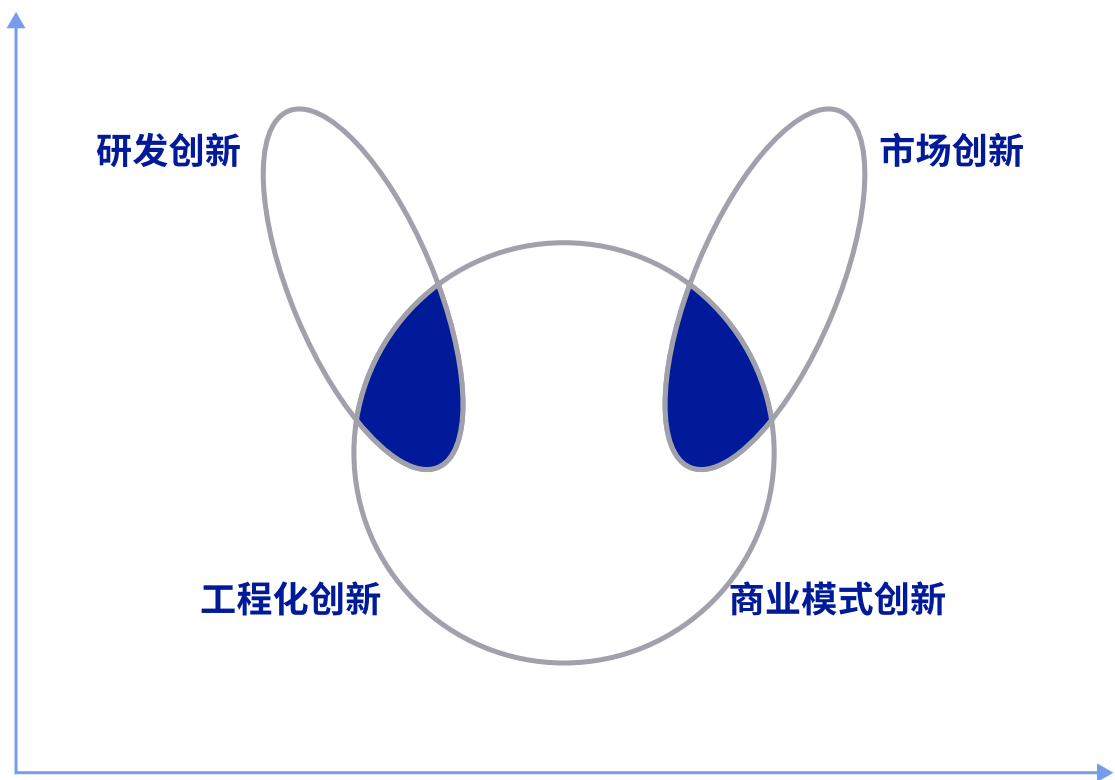


图 8. 兔耳朵曲线

第一重攀爬：向前端延伸——从组装到研发设计、高端制造

随着技术的进步和创新能力的提升，越来越多的中国企业开始从单纯的低附加值生产环节，向价值链的前端——研发和设计等高附加值环节拓展。这些企业不再满足于代工生产，而是逐步通过自主创新和技术研发，参与到产品的设计、功能优化和核心技术的突破中。某些产业和龙头企业的技术水平已经达到了全球前沿，开始形成技术优势，比如电池、通信、智能硬件、创新药等领域。

在我们的出海 TOP100 指数中，立讯精密排名第 2，就是一个很好的例子。90 年代，创始人王来春还只是富士康流水线上的一名女工，她于 2004 年创立立讯精密，当时主要工作就是承接富士康发过来的加工订单。做的业务就是典型的低附加值业务——生产连接线束、连接器等那些不起眼的小零件。2011 年，苹果新 CEO 上任，苹果公司试图扩充供应商队伍以应对供应链风险，立讯精密首次进入苹果供应链，之后也从中低端机型向高端旗舰与新物种扩展。

在这个过程中，立讯精密真正攒下来的是什么？是“精密制造能力”。比如，通过自研

模具实现最精细 1 微米的加工精度——相当于人类头发直径的 1/60，确保每一个零部件与模组都能精准匹配客户要求。凭借类似这样的能力，立讯精密在苹果供应链里扎根下来，而且不断把业务扩展到汽车电子、AI 硬件等更高附加值的业务板块，打入了英伟达、特斯拉供应链。

许多立讯精密这样的企业汇聚为中国产业升级的洪流——2014-2024 年出口增长额最大的品类是半导体等高科技产品（IC 出口 +1000 亿美元，+161%），以及汽车、电池、船舶等更高技术含量产品。2014 年中国汽车在全球出口几乎可以忽略不计（~1%），到 2024 年约 10% 的全球乘用车出口来自中国。同样，中国在全球电池出口中的份额在同期从约 24% 跃升至约 45%。这些变化说明中国的出口竞争力正在沿价值链上移。

表 6 .2014-2024 年出口增长额最大的 TOP10 商品品类

HS商品编码	部门	2014-2024年 出口增长额 (亿美元)	增长率	2014年: 占全球出口 份额	2024年: 占全球出口 份额
	总额	12331.65	53%	12%	15%
8542	集成电路	987.99	161%	12%	15%
9999	其他(主要为跨境电商 B2B简化申报商品)	897.64	3960%	0%	9%
8703	载人机动车辆	856.92	1884%	1%	10%
8507	蓄电池	575.61	635%	24%	45%
8524	平板显示模组	452.84	--	0%	39%
8708	砵机动车的零件、附件	282.5	99%	8%	13%
9503	三轮车、踏板车及类似的 带轮玩具	257.75	182%	42%	61%
8901	巡航船、渡船等客运或货 运船舶	221.95	124%	23%	42%
8517	电话机(包括智能手机)	196.54	10%	40%	37%
8504	变压器、睹静止式变流器 及电感器	187.01	67%	29%	29%

数据来源：ITC Trade Map 数据库

第二重攀爬：向后端延伸——从代工到品牌和服务

与此同时，中国企业也在向价值链的后端——品牌建设和商业模式创新领域拓展。许多传统制造企业，通过建立自己的品牌和自主渠道，成功实现了从“代工”到“自主品牌”的转变。这些企业不仅在工程和制造环节具备优势，也在品牌营销、渠道建设和服务模式上展开创新，形成全价值链竞争力。

例如，我国消费电子企业，例如立讯精密、歌尔股份，主要的角色还是为苹果、META等西方品牌做代工。但新一代企业，例如安克创新、大疆、影石，已经依靠自主品牌在海外市场站住了脚跟。安克创新是这一趋势的代表。在我们的出海 TOP100 指数中，安克创新排名第 9，成立于 2011 年，最初只是一家几人的小团队，如今已成长为年营收超过 247 亿元的消费电子跨境品牌巨头，市值逾 700 亿元人民币，且海外业务收入占比超过 95%。这家被业界称为“亚马逊充电宝之王”的公司，发展历程正体现了从代工到自主品牌的典型路径。

安克创新创始人阳萌起初的想法也很朴素：利用中国本土供应链优势为海外品牌代工，在亚马逊上选择增长快的品类，通过成本优势快速占领市场。这一策略让安克拿到了第一桶金。然而，他很快意识到纯代工利润微薄，并非长久之计。自 2013 年前后起，安克开始在产品中融入自主研发元素，摆脱单纯贴牌模式，并进军音频、智能家居等新赛道。

安克创新之所以成功，主要依赖于两大基石——数字能力和中国供应链生态。

在数字能力方面，安克从创立之初就建立了收集用户反馈的机制。最早团队用 Excel 整理用户评论，分类标记并集中解决突出反馈；如今这一流程演变为强大的 VOC（Voice of Customer）系统，可以自动抓取亚马逊平台海量的客户评价和评分，实时翻译并打标签，对上百万条数据清洗分析。借助 VOC 系统，安克及时发现产品痛点并改进设计，实现“由消费者定义产品标准”的开发闭环。例如，当内部讨论某款新品配色时，团队会调取上一代产品的消费者评论数据，从中找到用户偏好的颜色，而不再靠主观争论。这种以消费者声音为导向的研发体系，大幅提高了产品决策的正确性。

在中国供应链生态方面，安克创新的成功也是建立在珠三角消费电子产业生态的基础之上：上游有华强北等组件与模具市场支撑快速打样与小批量试产，中游依托成熟的 EMS/ODM 产线，安克创新以“自主研发 + 外协生产”模式迅速放量，下游借助盐田、蛇口等世界级港口群完成高效出海，支撑其以轻资产方式在全球扩张。

我们基于境外利润率、境内外利润率差异，测算了中国大部分产业的全球价值链地位。蓝色高亮的部分是境外利润率较高，境内外利润率差异显著的产品和服务品类，部分依靠高端制造技术，但更依靠品牌和服务，也就是第二重价值链的攀爬取胜。测算发现中国高价值链地位的产业主要集中在制造业领域和部分服务业，例如新能源动力系统、工程机械、品牌服饰、媒体、文化娱乐、计算机设备、专用机械等。

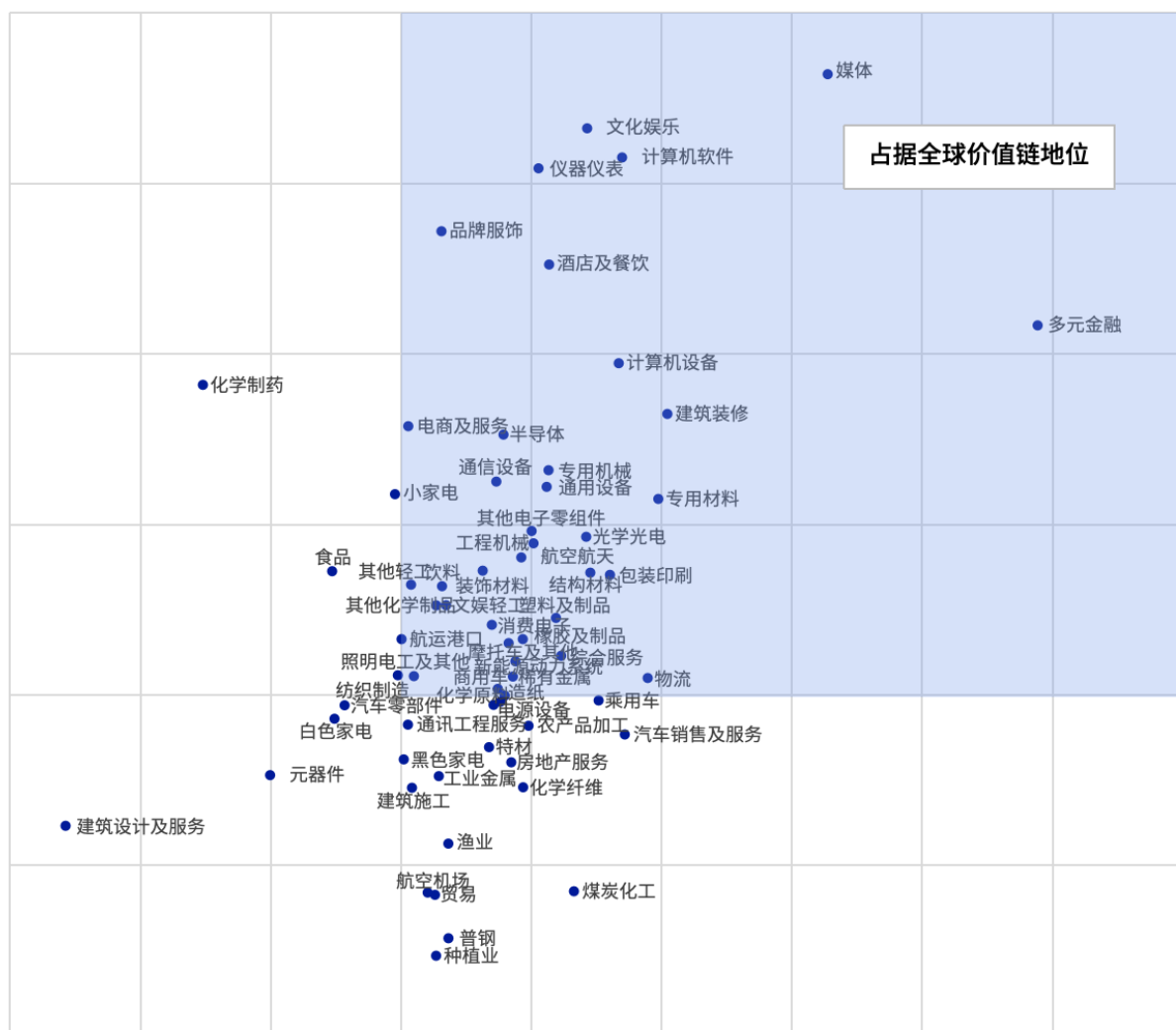


图 9. 中国占据全球价值链地位的产品和服务

第三重攀爬：在关键环节建立不可替代性

真正的全球价值链，并不是一根链条，而是一张复杂的立体网络。而中国企业，正是在这张盘根错节的网络中，完成了关键节点的卡位——90% 以上的磷酸铁锂电池，70% 以上的多晶硅，50% 以上的光模块，都来自中国；中国也是唯一拥有稀土产业全元素、

全链条的国家，掌握了 40% 的稀土储量，一半的专利和 70% 的产量，以及 90% 以上的磁土精炼和磁体生产。

而这些数字背后，是一大批中国企业的名字：湖南裕能、当升科技、宁德时代、比亚迪；通威、协鑫、新特、大全、东方希望；中际旭创、华为海思；北方稀土、盛和资源、广晟有色 所以，严格说，不是“中国产业”卡位成功，是一大批中国企业在全球价值链上卡住了关键节点。

从代工到研发，从参与到卡位，从制造到品牌，中国企业正在全球价值链上完成一次系统性的攀爬。这不是某几家企业的个案，而是一代中国企业集体向上突破的缩影。近年来劳动力成本逐渐上升，再加上国际贸易争端对出口造成了压力，中国急需继续沿着价值链攀爬。虽然在从 0 到 1 的原创性创新领域差异显著，但我们仍有一些有利因素。包括成熟的产业链和工程师红利，消费市场的巨大应用规模和蓬勃生机，以及完善的数字化基础。

四、风险与挑战

背井离乡出海远航，这本身就是巨大挑战。今天中国企业出海，某种程度上就是新时代的“下南洋”。“新”在我们有更好的装备和经验，但“下南洋”的本质没变，它依然是一场需要勇气，更要智慧的远征。

4.1 地缘政治风险

在今天，中国出海企业要面临的最重要的风险之一，大概就是地缘政治风险。这类风险超越了传统商业因素，由国家间博弈、制裁和监管政策直接引发，对企业海外业务造成重大冲击。尤其是那些在高端制造、核心技术领域具备优势的中国企业，更成为国际政治角力的焦点，面临被制裁、被强制合资乃至资产受控的风险。

一个突出的案例，是闻泰科技对其核心资产荷兰安世半导体的失控风险。10月12日，闻泰科技公告披露，荷兰经济事务部下达部长令，要求安世及其全球30个主体，将其资产、知识产权、业务及人员等“冻结”一年，不得调整。这一系列举措导致闻泰科技暂时丧失了对安世半导体的控制权，仅保留经济收益权，公司的海外核心资产陷入“失控”状态。

该事件也对行业和市场产生震动，闻泰科技股票在消息公布后跌停。有分析指出，安世半导体资产被冻结及控制权之争，折射出当前国际半导体竞争的复杂性：全球供应链重构加速，技术和资本跨国流动正面临越来越多政策和法律的不确定性。对于中国高科技企业而言，企业必须同时应对东道国监管和地缘政治博弈的不确定影响。

闻泰的遭遇是“制裁”式的突袭，而另一种更普遍的地缘政治风险，则以“产业政策”和“市场壁垒”的形式出现。

10月17日，中国光伏逆变器龙头阳光电源股价暴跌近11%，并带动新能源板块集体下挫。市场恐慌的源头，是前一日外媒披露的欧盟“工业加速器法案”（IDAA）草案。这份草案被视为“过去十年最严厉的市场准入规定”，其核心内容直指非欧盟企业：

（1）本地化要求：在电池、储能等关键产业，非欧盟企业的产品必须有至少40%的原材料和

制造环节来自欧盟本地。

（2）强制技术共享：如果企业拒绝技术转让，则必须与欧盟本地企业成立合资公司，且欧盟方持股不得低于 35%。

这一草案仍处在立法前期阶段，并未落地，但已经传达出了地缘政治风险——欧盟正试图通过设置高门槛，重构本土供应链，并制衡在新能源领域具有优势的中国企业。对于长期依赖整机出口的中国储能企业而言，这也许意味着“游戏规则”即将改变。阳光电源为何成为风暴中心？因为它在欧洲市场的“蛋糕”最大，因此风险敞口也最大。2025 年上半年，阳光电源海外营收占比高达 58.3%，且毛利率远高于国内，是其利润的核心支柱。而欧洲正是其海外业务的核心。2025 年上半年，阳光电源在欧洲逆变器与储能产品的合计市占率已高达 35%。

对于中国出海企业而言，地缘政治风险既是严峻挑战，也是调整战略的新拐点。

一方面，企业需要正视外部环境的不确定性。传统的市场和财务风险管理已不足以应对当今的局势，高科技企业需要将合规审查、供应链安全、外交博弈纳入战略考量。在投资并购海外核心资产时，要评估所在国政策风向和盟国关系，提前预备风险缓释方案（如设立多元股权架构、保留关键技术在国内等）。对于严重依赖某一市场的业务，应考虑市场多元化，以减少“把鸡蛋放在同一个篮子里”的政策风险敞口。

另一方面，这种外部压力倒逼中国企业加速提升自身硬实力和布局。比如，中国企业应进一步自主创新，巩固不可替代的技术领先优势；灵活调整全球供应链和产能布局，在必要时实现部分本地化生产以适应各国要求；同时通过行业组织和政府渠道，积极参与国际经贸规则的沟通与制定，为企业争取公平环境。

对于投资者而言，地缘政治风险对企业的股价会造成直接影响，尤其是海外业务占比高的企业。为了能更清晰地描述量化出这种风险对股价的影响，我们团队做了个量化研究，在资产定价模型引入了地缘政治风险因子，构建了一个两风险因子的定价模型。公式里有个变量（UCT）就代表中美关系紧张度（US-CHINA Tension Index），这是复旦和美国弗吉尼亚大学学者通过美国媒体对中美关系报道的语义分析设计的一个量化指标，衡量中美关系紧张度。比如说 2018 年贸易战期间，这个指数就上升了 38%-67%。

然后我们用 2018 年到 2024 年的 A 股数据对 42 个行业股价对中美关系紧张度的反应进行了回归分析，然后按照行业股价对中美关系紧张度的不同反应进行了分类。为了衡量各行业面对的国际地缘政治风险，我们在 CAPM（资本资产定价模型）的基础上，引入了地缘政治风险因子，构建了一个两风险因子的定价模型：

$$r_i = \alpha + \beta_1 r_M + \beta_2 UCT$$

其中 r_i 代表各行业股票回报率（剔除无风险回报率）， r_M 代表 A 股市场平均回报率（剔除无风险回报率），UCT 代表中美关系紧张度（US-China Tension Index）。Beta1 为 r_i 与 r_M 的回归系数，代表行业股票回报率与市场风险的相关度，而 UCT 的系数 Beta2，则代表各个行业回报率对中美关系的敏感度。

我们用 2018 年到 2024 的月度数据，对 31 个大类及部分细分行业的中美关系敏感程度进行了回归分析。当 Beta2 大于 0，意味着中美关系紧张度会对行业股票回报率产生正面冲击。而当 Beta2 小于 0，则意味着中美关系紧张度会对行业股票回报率产生负面冲击。比如，当一个行业的 Beta2 等于 -0.01，就意味着中美关系紧张度上升 1 个标准差，其行业回报率就会下降 1%。

在表 7 里，我们列出了 31 个大类及部分细分行业所面临的地缘政治风险系数（以中美关系紧张度为衡量标准）。从数据上看，汽车、石油石化、家用电器以及金融业受中美关系紧张度的影响程度更高。比如，中美关系紧张度上升 1 倍，那么汽车行业的股票回报率会下降 3%。为什么呢？因为中美关系紧张，美国更有可能对中国汽车出口加征关税，对汽车相关科技公司实施制裁，导致车企经营受到冲击，因而更具风险性。

表 7.地缘政治风险系数

行业	中美关系风险系数	行业	中美关系风险系数
汽车	-0.0319	农林牧渔	0.0396
电机	-0.0266	美容护理	0.0368
光学光电子	-0.0218	食品饮料	0.0248
电池	-0.0182	建筑材料	0.0247
石油石化	-0.0177	医药生物	0.0246
家用电器	-0.0174	环保	0.0233
消费电子	-0.0127	社会服务	0.0202
银行	-0.0111	商贸零售	0.0196
非银金融	-0.0079	电子化学品	0.0138
电子	-0.0063	综合	0.0124
交通运输	-0.0059	纺织服饰	0.0121
通信	-0.0055	电网设备	0.0100
其他电源设备	-0.0047	建筑装饰	0.0097
机械设备	-0.0042	半导体	0.0070
房地产	-0.0040	有色金属	0.0056
煤炭	-0.0035	国防军工	0.0054
光伏设备	-0.0019	钢铁	0.0034
其他电子	-0.0013	轻工制造	0.0027
电子元件	-0.0010	公用事业	0.0026
风电设备	-0.0009	计算机	0.0022
传媒	-0.0004	基础化工	0.0017

数据来源：香帅团队

4.2 产业生态、法规和价值观冲突

随着越来越多中国企业“走出去”开拓海外市场，它们在全球化过程中不仅面临产业链、供应链等显性的经营挑战，更要直面由价值观、文化和法规差异所引发的隐性冲突。如何在异国他乡适应当地规则、融入当地社会，成为中国企业实现从“走出去”到“走进去”的关键课题。

首先，中外产业生态的巨大落差使很多出海企业遭遇“认知差异”带来的挑战。中国经过几十年制造业积累，形成了完备而繁茂的产业生态系统：上下游供应商众多，配套劳动力充足，产业链像热带雨林般复杂丰富，企业彼此支撑形成集群效应。然而，当企业走出国门，将工厂设在海外时，往往发现当地的供应链是支离破碎的，产业配套不如国内完备。这意味着每一家新落地海外的工厂都需要具备“生态修复”能力：自行搭建供应链、培养配套人力。这种基础环境的差异超出了许多管理者的预期。如果仍用在国内的惯性思维来规划海外运营，无形中就埋下了隐患。由此可见，中企出海首先要正视这种认知差异，在战略上预留更大的资源投入，用于重建当地产业链配套和组织体系，否则将难以弥补生态系统的落差。

其次，中外行业监管和法律法规层面也存在巨大差异。各有各国的“游戏规则”，中国企业若缺乏认知和准备，容易陷入被动：

例如，在海外市场，中国企业常常面对层出不穷的监管规定和强大的工会力量。如果不熟悉当地复杂的法律规范和工会制度，企业经营可能步履维艰。例如在欧洲，严格的劳工法律和工会要求企业充分保障员工权益，中企习惯的“大干快上”等做法难以行得通，往往承受巨大的合规压力。例如，2023年年初，德国联邦警方和海关出动超过250名武装人员，包围了宁德时代位于图林根州的新电池工厂进行突击检查。此次大规模行动的目标是清查工厂中可能存在的非法务工人员，尤其是未经许可从中国派来的工人。尽管最终只发现了极少数违规情况，但德国方面的高调行动充分说明了东道国对外资工厂劳工合规的高度敏感。此外，诸多繁琐的环保、安全标准也可能超出国内经验，需要投入额外成本满足合规。

当地舆论环境的敌意进一步加剧了这种冲突。中国企业在海外投资，未必都会迎来鲜花和掌声，反而有时会遭遇负面的舆论与政治压力。这方面，欧美等地尤甚。一些西方媒体和政客倾向于将中国资本视作威胁，渲染所谓“国家安全”或“影响力”方面的担忧，

导致部分当地民众对中资企业抱有敌意。例如，中国光伏龙头企业隆基集团在美国俄亥俄州哥伦布附近合资兴建了一座光伏组件工厂，为当地创造了数百个工作岗位。然而，并非所有人都对此叫好。开工以来，仍有部分美国当地居民对中国背景资本持怀疑态度，他们担心联邦政府的新能源补贴被一家中资背景企业享用，认为这是在“拿美国纳税人的钱补贴外国公司”。

在这种氛围下，中国企业的一举一动都被放大解读，稍有不慎就可能成为政治炒作的靶子。这要求中国企业在海外运营时，必须比以往更加谨慎透明，努力改善当地认知，融入当地社会舆论主流。

最后，文化和价值观冲突。企业出海不能简单照搬国内模式，一个重要原因就是文化土壤的差异。如果忽视文化融合，一味追逐经济利益，最终可能在认知层面碰壁。俗话说“入乡随俗”，在文化方面尤需如此——对方如何认知我们，比我们如何认知对方更重要。

例如，中国企业素以效率驱动著称。在国内市场的激烈竞争中，企业往往追求极致效率和快速增长。然而，这种“效率至上”的文化在海外并不总行得通，甚至可能与当地公平与共赢的价值观发生冲突：

- **“独享盛宴”引发反弹：**十多年前，中国电站装备行业承包了很多印度的电厂，当时正是印度电力爆发式增长的时候。我们的企业觉得当地员工太慢，就先在国内把锅炉、电厂设备、钢结构都做好，再运过去让当地员工组装；但发现还是太慢，于是企业就采取大包大揽的一体化解决方案——基本工程都在国内组装完成，再运到印度之后只需要简单的调试即可。这种“空降式”的一揽子建设，虽然确保了效率，却几乎把当地相关企业排除在利益链之外。当地配套商和工人没有从项目中受益，自然心生不满：他们会认为外资企业“吃干榨尽”毫不留利，损害了本地就业和公平。凡此种种，都会转化为对企业的不利舆论，甚至最终招致监管层面的报复性措施。
- **“效率优先”遇上“本地优先”：**在一些崇尚稳健公平的国家，高效率并非企业唯一追求。例如德国许多百年“隐形冠军”企业，与所在小镇的兴衰融为一体。这些家族企业看重的是与当地社区共成长，强调员工稳定就业和信任感，而不是财务报表上短期飞速增长。他们奉行的是“本地优先”的发展理念，扎根社区、回馈当地。因此，当一家奉行“效率至上”的中国企业闯入这种生态，很可能因行为风格格格不入而被视作“破坏性加速”的外来者：为了自己快速扩张，扰乱了当地原有的平衡与秩序。这种价值观冲突，如果处理不好，会让中企陷入周边社区的反感情绪之中，对业务开展极为不利。

综上，高效率无可厚非，但全球化经营需要在效率与公平之间取得微妙平衡。当走出国

门，企业不应只顾自身 KPI 和增长曲线，还要尊重东道国关于“共同发展”、“公平机会”的社会价值观。这既是商业合理性的要求，更是构建良好认知空间（认知环境）的必要条件。

总而言之，出海并不是简单复制粘贴国内商业模式，必须做到本土化经营，深入了解当地的消费市场、用户需求和消费价值观。

在这方面，出海 TOP100 指数中排名 12 的海尔智家是优秀样板。海尔的全球化遵循“三个三分之一”法则：①国内产—国内销；②国内产—海外销；③海外产—海外销，各占约 1/3，形成面向不同市场的均衡配置。其制造版图采取“区域防守”思路：越南基地主要服务越南本地（洗衣机仅约 5% 出口），东南亚其他市场由泰国或青岛工厂覆盖，美国市场则依托并购的 GEA 在美墨基地供给。定位清晰也倒逼组织深度在地化。例如，海尔 AQUA 在越南，使用英语作为工作语言。无论是日常交流，操作标准流程 SOP，或者邮件，全部都是英语。在当地也非常注意与社区的水乳相融。它每年都有固定的慈善和社区活动费用。

在全球市场上，“本地化”不是新话题，有一个专门的学术术语叫 Glocalization（全球本地化），就是 Global（全球化）与 Localization（本地化）的合体。这个词的诞生，意味着人们已经意识到，跨国企业在全球化的过程，不可避免地会面临地理、文化、制度等多方面的摩擦。真正的“本地化”，不是站在岸上远远观望，必须贴骨贴肉地融入当地社会。比如，建立本土化的合规团队或请第三方专业机构常年辅导，对涉及环保、劳工、税务、海关、数据安全等重点领域制定明确的合规手册和应急预案。一切行动坚持“亮在明处”，绝不触碰法律的灰色地带。再比如，重视当地管理团队的培养与授权，打造多元融合的组织架构。在新的全球化浪潮中，唯有将文化敏感性、合规意识和本土化管理能力有机结合，构筑企业的软实力护城河，中国企业才能真正从“走出去”迈向“走进去”，在海外生根发芽、行稳致远。

4.3 海外综合服务体系比较薄弱

在地缘政治压力和全球市场机遇的双重驱动下，一批中国制造企业纷纷踏上国际化之路。不少企业因订单要求被迫境外建厂，以免丧失业务机会；也有企业出于风险防范考虑，提前布局海外以应对关税壁垒等不确定性因素。最初阶段，中国企业往往呈现出“单兵作战”的特点，各自为战地在海外落地生根。然而，当越来越多的企业同一地区扎根后，相互之间开始形成新的联系网络，逐步显现出复杂系统的“涌现”现象——一个由众多企业节点构成的新供应链生态开始自发涌现，它需要更强大的配套服务能力来支撑整体运行。

企业走向海外市场，不仅仅是生产和产品的输出，更需要一整套配套服务体系同步“出海”。目前来看，中国企业在海外发展所亟需的多方面服务能力仍显不足，突出表现在以下领域：

- **金融支撑能力**：海外投融资、贷款、融资租赁、消费信贷等金融服务跟不上企业步伐，导致资金支持不足；
- **物流网络**：跨境物流和供应链管理体系不完善，影响了海外业务的成本和效率；
- **信用体系**：缺乏健全的国际信用体系和信用评估支持，使企业在异国市场面临信任门槛，商业合作的信用风险难以把控；
- **知识服务能力**：对东道国法律法规、文化习俗、市场环境的研究咨询服务不足，企业缺乏“路标”和“向导”，易在陌生环境中踩坑。

上述服务短板导致中国企业在海外的发展如同“独臂将军”，一只手奋力拼产品，另一只手（服务支持）却空空如也，削弱了竞争能力。许多中企管理者反映，在墨西哥、越南、印度等国投资经常会遇到各类“坑”：例如政策多变、用工纠纷、税务障碍、基础设施不配套等等。

但这些坑并非不可避免——如果企业事先有充分的信息和经验指导，完全有机会绕开或减轻损失。遗憾的是，目前中国企业在这方面准备不足：一方面，不少企业自身的管理和风控能力尚有短板；另一方面，我们国家层面的出海服务体系准备不充分，商会等商业组织尚不成熟，无法帮助企业快速渡过初到当地时的“沼泽地”。

五、典型案例

5.1 安克创新

安克创新科技股份有限公司 2011 年在湖南长沙成立，是国内营收规模最大的全球化消费电子品牌企业之一，专注于智能配件和智能硬件的设计、研发和销售。企业业务从线上起步，主要销售渠道为 Amazon、Ebay、天猫、京东等海内外线上平台，在亚马逊等境外大型电商平台上占据领先的行业市场份额，拥有很高的知名度和美誉度；同时在北美、欧洲、日本和中东等发达国家和地区，通过与沃尔玛、百思买以及贸易商合作。

2016 年以来，安克创新分地区营收占比如下图所示。分区域来看，北美、欧洲、日本地区是公司主要收入来源。参考公司年报数据，北美、欧洲、日本营业收入占比超 80%。北美地区历年营收占比约为 50% 左右，欧洲、日本地区历年营收占比分别约为 20%、15%。大中华区近年营收占比约为 3% 左右。

安克创新 2025 年半年报显示，2025 年上半年安克营收 128.67 亿元，同比增长高达 33.36%，其中充电储能 Anker 贡献了 53% 的营收，eufy 和 soundcore 的收入分别占总营收的 25% 和 21%，多个产品在对应品类中市场份额都是第一。

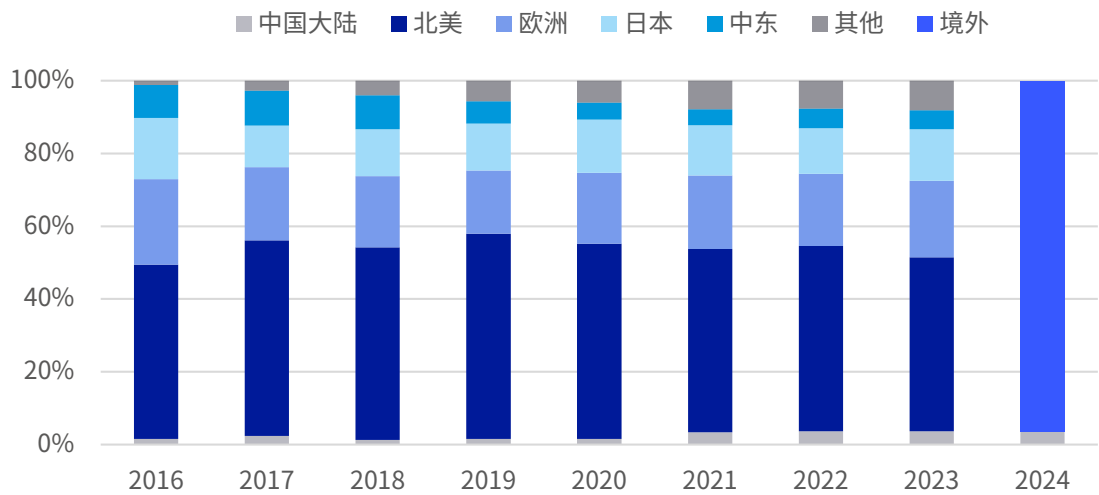


图 10. 安克创新分地区营收构成

数据来源：Wind，安克创新年报，2024 年安克创新年报仅将地区分为境内、境外

2022-2024 年，境内、外平均单价、平均单位成本以及毛利率如下表所示。其中境外主营业务毛利率分别为 38.94%、43.98% 和 43.88%，境内主营业务毛利率分别为 36.76%、35.72% 和 37.50%，境内外主营业务毛利率存在一定差异，主要原因主要有以下三点：

- （1）**产品定价影响。**境外产品综合考虑当地需求、消费习惯及成本后定价，平均单价高于境内，毛利率相应较高；但单位成本也更高，主要受跨境运输费用及销售结构影响。
- （2）**销售模式影响。**境内较多采用京东入仓模式（占比 18%-24%），由平台负责后续销售，毛利率较低；境外以线上 B2C 直销为主，定价和毛利率均较高。
- （3）**汇率波动影响。**境外销售以美元、欧元等外币结算，而采购主要用人民币和美元，汇率变动对售价与成本产生双重影响，进而波及境外毛利率。

表 8.安克创新境内境外毛利率

单位：元/件、%

地区	2024年度			2023年度			2022年度		
	平均单价	平均单位成本	毛利率	平均单价	平均单位成本	毛利率	平均单价	平均单位成本	毛利率
境外	227.31	127.56	43.88	222.23	124.50	43.98	207.89	126.95	38.94
境内	77.84	48.65	37.50	81.71	52.52	35.72	83.96	53.10	36.76

数据来源：安克创新2025年可转债募集说明书

安克创新的全球化进程主要分为三个阶段：

第一阶段（2011-2014），特点是中国采，外国销，快速获客。安克创新抓住亚马逊和智能手机发展的红利，充分利用中国供应链的生产优势，打造出一系列低价高性价比的产品。这些产品在亚马逊美国区等海外市场的相关品类中销量领先，迅速打开了海外市场。2013 年 6 月，安克已发展成为亚马逊平台内全球最大的 3C 配件品牌，成功完成品牌从 0 到 1 的打造，实现了最初的品牌雏形构建。

第二阶段（2015-2018），特点是自主研发配合外协生产，实现品类的扩充。安克创新专注于智能硬件产品的设计、研发、质量把控以及销售环节，将生产外包给供应商和外协厂商。这种模式既保障了产品质量，又具备成本优势。为确保产品品质，安克严格筛选供应商，向国际品牌采购核心原料，并定期评估外协厂商资质。同时，通过与上游供应商深度资本绑定，保障了供应链的安全性，助力企业不断扩充产品品类，涉足无线音

频、智能家居、智能影音等多个领域。

第三阶段（2019- 至今），特点是全渠道、多品类布局，赋能创业者。安克创新完成全球全渠道多品类布局，业务遍布 146 个国家和地区，并持续加大在北美洲以外市场的投入。此外，安克还构建出海智能硬件孵化平台，对外赋能，转型成为出海解决方案服务提供商。

回顾安克创新全球化的成功，可以概括为：浅海战略 + 产研一体 + 人才赋能。

（一）浅海战略

安克创新的“浅海战略”是其成功的关键。2020 年，安克创始人阳萌第一次对外提出了“浅海战略”。这一战略的逻辑是：消费电子领域既有千亿、万亿规模的深海赛道，也存在众多小而美的子品类，它们分布在浅海区域，单个体量虽小，但总和可观。该战略选择市场规模不能过小，且品类要处于产品生命周期的萌芽期或成长期，具备进一步创新空间的品类。

以充电储能领域为例，随着新能源行业发展，小型储能设备市场兴起。安克创新凭借充电技术积累，推出便携式储能产品。其电池管理系统借鉴智能充电算法，满足了不同场景需求，迅速占领市场份额。

浅海战略取得成功，关键在于产品。安克内部有两个原则，一是“第一性”，要发现用户最本质的需求，这是一切的前提；二是“求极致”，要做出真正领先行业、有差异化的产品，尽管这可能意味着巨大风险，但只有这样才能将第一性真正落地。

（二）产研一体

安克内部采取“中台 + 分台”模式：产品团队专注前端用户和市场，锚定产品概念和核心功能；市场团队则会提前思考商业化变现，平衡产品商业价值，提高商品成功率；由 CIO 亲自带队的 ATIT 部门，则会深入到三大领域品牌以及子品牌的业务线中，确保能为产品提供充足的技术支持。

在用户侧：安克创新构建了一套基于“消费者之声（VOC）”的高效产品管理体系。早期通过 Excel 整理亚马逊差评，随着数据量增加和技术发展，引入 AI 语义分析，将用户反馈标签化。针对“充电器体积大”的痛点，推出口红型迷你移动电源，单款销量破

百万。2019 年，公司构建洞察 2.0 系统，加入焦点小组调研和专家用户访谈等传统的用户洞察工具。通过这些方式，深入了解用户的真实痛点和需求，开发出 180 天待机安防摄像头等创新产品，提升了产品的市场竞争力。

在供应链侧：安克创新采用轻资产模式，将生产外包至中国、越南等地，与 LG、松下等供应商绑定核心部件供应。通过数字化管理，其存货周转率领先行业 30%。在面对特朗普关税政策时，公司灵活调整产地布局，将越南产能占比提升至 25%，并通过涨价 18% 维持利润率，展现出强大的供应链抗风险能力。

（三）人才赋能

一方面，重视人才发展。安克创新高度重视研发人才，研发人员占比达 53%，算法团队规模甚至超过亚马逊的运营团队。公司建立内部培训体系，鼓励员工参与行业活动并多次获奖，提升了技术实力与行业影响力。

另一方面，海外人才本土化管理。日本团队凭借对当地市场的了解，推动透明包装占比提升至 80%，契合日本消费者对简约、精致产品的追求。中东团队根据当地消费者喜好，推出的黄金充电线溢价率达 150%。这些案例彰显了人才在本土化运营中的关键作用，反映出公司对不同市场的适应与创新能力。总部为当地团队提供技术、供应链支持，实现人才价值最大化，强化了公司组织能力。

此外，安克的全球化战略主要采取了平台 + 独立站的“双轨”模式。在发展前期，亚马逊平台庞大的用户群体和成熟的物流基础设施，加上自身持续优化的产品和服务，有效地提升了安克的品牌知名度，助推其将产品推广到全球市场，并为其全球销售提供了强大的物流配送支撑。

5.2 TCL

TCL 科技集团股份有限公司（简称 TCL）是中国领先的全球化智能科技企业，业务涵盖半导体显示、新能源光伏、智能终端及产业金融等领域。旗下 TCL 电子（TCL TV）是全球知名的智能电视品牌，专注于智能显示产品的研发、制造与销售。自 2000 年代初加速国际化以来，TCL 通过自有品牌建设与本地化运营，深度布局北美、欧洲、拉美、东南亚等市场。

过去 5 年，TCL 海外营收从 590 亿元增长到 1253 亿元，年均增长 17.6%。2005 年以来，TCL 分地区营收占比如下图所示。分区域来看，北美和欧洲是公司境外主要收入来源。参考公司年报数据，北美营业收入占比约为 20% 左右，欧洲占比约为 13% 左右。

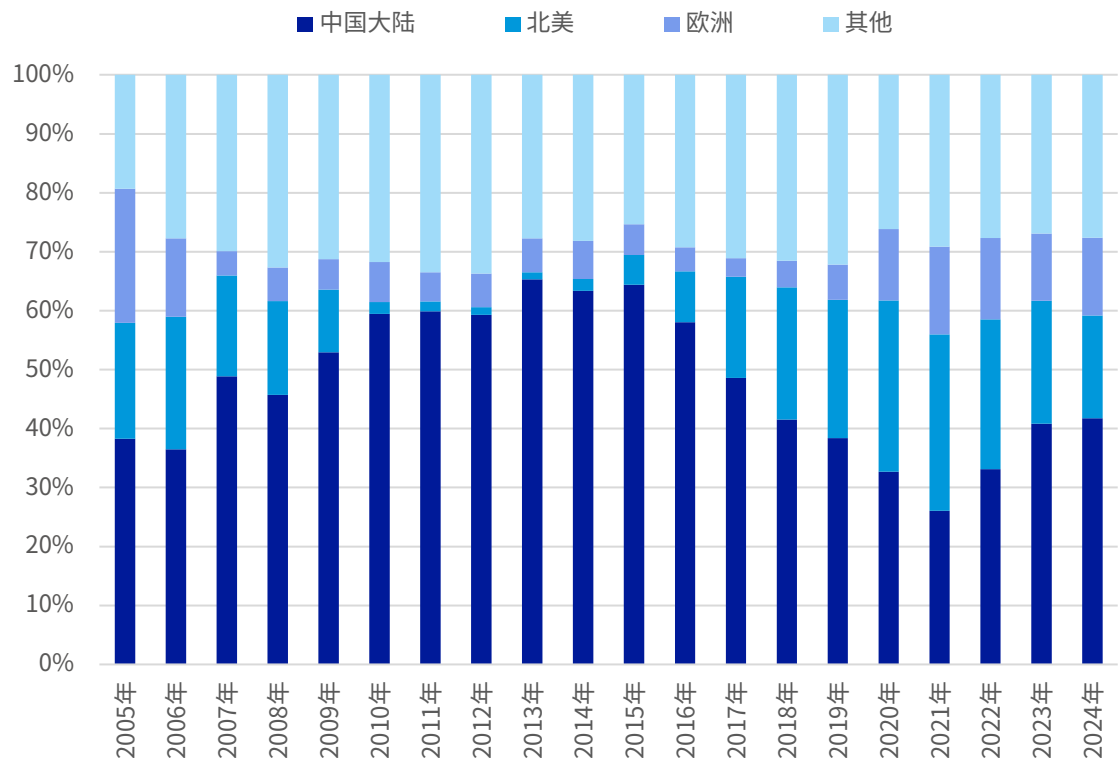


图 11.TCL分地区营收构成

数据来源：Wind，TCL电子年报

TCL2025 年半年报显示，2025 年上半年 TCL 电子来自海外的收入占比为 54.1%，来自欧洲、北美、新兴市场的收入占比分别为 12.4%、15.8%、25.9%。

TCL 的全球化征程至今已 26 年，主要分为四个阶段：

第一阶段（20 世纪 80 年代 -2004），为承接阶段，以对外贸易为主。20 世纪 80 年代，在新自由主义思潮和第三次科技革命的催化下，经济全球化加速，产业分工日益精细。同期，中国通过“三来一补”模式融入全球产业分工体系。TCL 初期以代工出口为主，与飞利浦等国际品牌合作，并至今保留部分代工业务（如通力股份、茂佳科技）。1997 年亚洲金融危机重创外贸，TCL 海外订单锐减。李东生意识到代工模式难以为继，提出必须迈向全球化运营。1999 年，TCL 并购香港陆氏在越南的电子工厂，自建生产基地和渠道，开启自主品牌出海；同期在欧美市场仍以代工为主。

第二阶段（2004-2008），为开拓阶段，以跨国并购为核心。2001 年中国加入 WTO 后，TCL 抓住机遇，于 2004 年并购汤姆逊彩电和阿尔卡特手机业务，进军欧美成熟市场。此举虽一度助其跃居全球电视销量第一，也带来经营困境，但快速获取了海外销售网络、制造基地等关键资源，为后续全球化运营奠定了基础。

第三阶段（2008-2018），为发展阶段，聚焦国际化拓展。李东生反思并购受挫主因在于 TCL 尚未完成从本土企业向全球企业的转型准备。此后，TCL 一方面构建上游能力——2009 年成立 TCL 华星，掌握面板核心技术，提升终端产品竞争力、成本控制与供应链稳定性；另一方面以中国为基地，渐进构建全球业务体系。并购积累的终端规模为华星面板投资提供了出货保障，使其敢于投入高风险、高门槛的显示产业。截至 2024 年 10 月，TCL 华星已布局 9 条面板产线，总投资超 2700 亿元，成为全球半导体显示龙头，并在 Micro LED、印刷 OLED 等前沿技术领域积极布局。

第四阶段（2018- 至今），为全球化运营阶段。受贸易壁垒、新冠疫情和地缘政治影响，全球产业链加速重构，“去中国化”成为部分国家增强供应链韧性的表现。TCL 在此阶段积极拓展全球业务，推动自有品牌走向更多国家和地区；完善全球产业布局，扩建或重启墨西哥、越南等地工厂，提出“4+N”策略；同时构建全球经营体系，优化组织架构，服务全球市场。

回顾 TCL 全球化的成功，可以从北美地区的实践中获得一些启示：

（一）供应链和工厂管理本土化

自 2018 年起，TCL 优化对美供货布局，扩建墨西哥 MOKA 工厂、新建越南 TV 智能制造基地，并重启 MASA 工厂。MASA 聚焦供应链本土化：引入注塑、机芯等环节，并推

动结构件（如五金背板、包材等）本地生产以降低海运成本；高复杂度电子组件则采用“直送”模式，由供应商直发海外工厂，避免经中国集货。TCL 通过稳定订单和“厂中厂”模式支持供应商出海——共享设施并提供人事、财务、关务等配套服务。因 MASA 厂区有限，TCL 另租邻近场地，供背板厂及未来本地供应商使用，助力构建高效、韧性的区域产业生态。

工厂管理的核心在于“管人”。面对文化、语言和宗教差异，TCL 墨西哥工厂坚持“尊重本地员工、由当地人管理当地人”。MASA 和 MOKA 工厂的关键岗位均由墨西哥籍管理者担任，有效克服沟通障碍，推动现场改善。MOKA 工厂每季度召开沟通会，倾听本地员工建议，并结合其工作习惯灵活调整管理方式，在提升效率的同时增强归属感。

（二）渠道全覆盖

2017 年，TCL 电视已全面入驻美国六大主流零售渠道（Amazon、Walmart、Costco、Sam's Club、Target、Best Buy），零售覆盖率超 90%。其中，Costco 和 Best Buy 定位中高端、准入门槛高，TCL 近年来重点发力这两大渠道，推动销售结构优化。截至 2024 年 2 月，TCL 在全美 1050 家 Best Buy 中设有 606 个形象墙、907 个展台。TCL 与核心渠道深度协同，联合制定全年营销策略，借力会员日、Prime Day 及节日促销精准触达用户。依托本土化团队，在用户洞察、生产、营销、售后及物流等环节全面启用本地人才，实现高效闭环运营。2019–2023 年，TCL 连续五年稳居美国电视销量前二，凭借区域化、本地化策略有效抵御疫情与贸易摩擦冲击，保障北美业务稳健增长。

在整个全球化的进程中，TCL 也曾遇到挑战。比如 2004 年，TCL 通过收购法国汤姆逊公司的彩电和阿尔卡特的手机业务进军欧美市场。但由于当时对技术路线判断错误、国际化管理能力不足，这两次并购在短期内给 TCL 经营造成了极大冲击。由此，2006 年 TCL 开启“鹰的重生”变革，通过改变经营观念、组织流程再造、管理干部承担责任等路径全面变革企业。经过两年生死轮回后，2008 年 TCL 重回向上发展轨道，并积累起管理国际化业务的能力。

5.3 潍柴动力

潍柴动力的前身是创建于 1946 年的潍坊柴油机厂，2002 年原潍坊柴油机厂作为主发起人、联合境内外投资者发起设立潍柴动力股份有限公司，于 2004 年率先港股上市，而后于 2007 年通过换股吸收合并方式实现 A 股上市。潍柴动力主营业务涵盖动力系统、商用车、农业装备、智慧物流等业务板块，重型发动机、重型变速器、工业叉车销量全球领先，农业装备、重型卡车销量国内领先。2024 年，潍柴动力实现营业收入 2156.9 亿元，归母净利润 114 亿元。

对于潍柴动力的出海历程，2009 年是一个里程碑式的年份。在 2009 年，潍柴动力的海外营收仅为 32.4 亿元，仅占总营收的 9%。2008 年金融危机爆发，全球大量优质资产都在低价甩卖，这是潍柴“抄底”全球优质资产的“天赐良机”。欧美实体经济遭受重创，汽车行业尤为惨烈，大量优质企业资产价值被严重低估，经营困难，股东急于寻求外部资本的介入。而受危机影响相对较小的潍柴动力，手握充足现金流，迎来了前所未有的历史性机遇。

从 2009 年开始，潍柴动力先后并购了法国博杜安动力国际公司、德国凯傲公司、林德液压公司、意大利法拉帝公司、美国德马泰克和 PSI 公司等 10 家企业。2025 年 10 月，潍柴动力在山东重工·潍柴动力全球合作伙伴大会上公布了一组数据：“截至目前，潍柴集团在海外并购了 10 家企业，海外并购企业全部实现盈利。潍柴的整个海外业务收入占到潍柴所有业务收入的 46% 左右，国际化指数达到 40.93%。

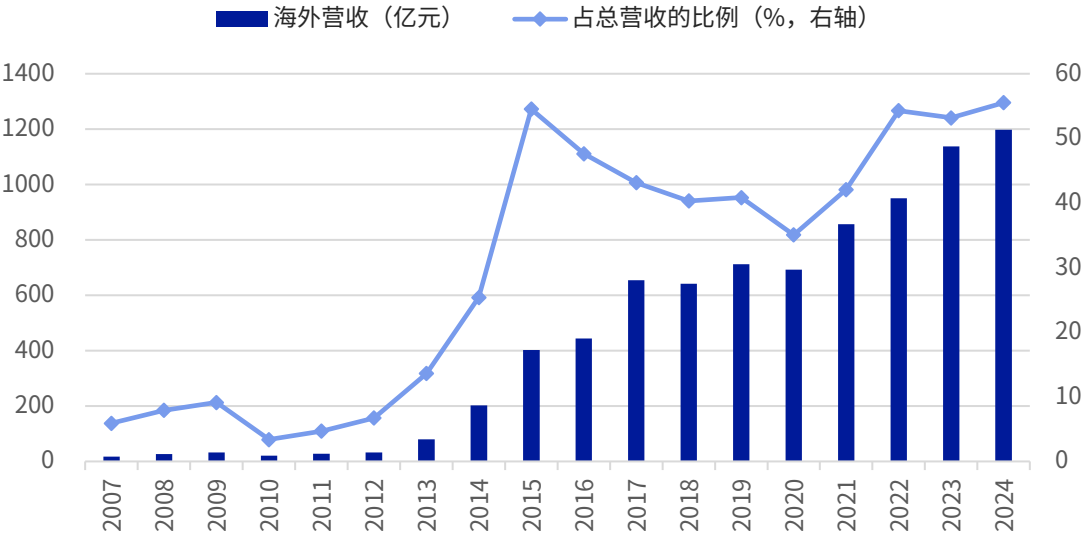


图 12. 潍柴动力的海外营收

数据来源：Wind

表 9.潍柴动力海外并购列表

时间	动作
2009年1月	潍柴动力以299万欧元，成功并购法国博杜安公司
2012年12月	（1）认购凯傲公司新增发的25%股权（2）收购拟以剥离的林德液压为基础而新设的林德液压有限合伙企业70%的权益，分别支付4.67亿欧元和2.71亿欧元。对于凯傲集团来说，2013年潍柴动力进一步增持至38.25%股权
2015年7月	收购林德物料持有的林德液压普通合伙人20%的股权和林德液压20%的权益，共计支出 7742.9万欧元
2016年6月	支持凯傲集团以约21亿美元收购美国德马泰克全部股份
2017年3月	通过潍柴北美公司出资6000万美元收购PSI公司750万股普通股，占PSI公司发行总股本的40.71%，成为其第一大股东。根据协议，交易交割完成18个月后，潍柴动力进一步增持 PSI 股份至 51%，完成绝对控股
2018年11月	通过全资子公司认购加拿大巴拉德19.9% 股份，成为第一大股东，并成立合资公司潍柴巴拉德
2018年12月	累计以约4000余万英镑投资英国希铨斯，持股比例增至20%并成立合资公司
2020年1月	收购德国欧德思80%股权，支付1400万欧元收购奥地利威迪斯51%股权
2021年2月	通过潍柴动力（卢森堡）控股有限公司收购瑞士飞速49%股份，支付2247.685万美元

基于“补短板、调结构、强主业”的战略原则，潍柴的海外并购呈现出逻辑清晰的三个阶段：

第一阶段（2009–2012）：技术升级与核心补强

此阶段的重点是弥补技术短板，实现传统业务升级。2009 年，潍柴以不到最高竞标价五分之一的 299 万欧元“抄底”了法国博杜安公司，这家濒临破产的船用发动机制造商。此举的核心价值在于，弥补了潍柴在大缸径高速发动机领域的空白，构建起全系列发动机的产品布局。

2012 年，潍柴以 7.38 亿欧元收购了德国凯傲集团 25% 的股份和旗下林德液压公司 70% 的股份。这是潍柴“出海”史上最关键的一笔。液压系统被誉为工程机械的“血液循环系统”，潍柴通过此次并购，一举掌握了全球顶尖液压技术，摆脱了我国高端液压产品长期依赖进口的局面，实现了在全球价值链上游的重大突破。

第二阶段（2013–2016）：产业协同与全球拓展

此阶段的重点是拓展新业务和全球市场，实现协同效应。对凯傲的投资是潍柴最大的手

笔。从 2012 年收购德国凯傲集团 25% 的股份之后，潍柴动力又陆续认购其股份，至 2014 年 6 月，潍柴动力获得凯傲集团 60.2% 表决权，实现对凯傲集团的控制和财务并表，大大增加了潍柴动力海外业绩占比。2015 年，潍柴动力 737.2 亿元销售收入中，海外业务占比高达 54.5%，其中主要来源于凯傲集团。

凯傲是全球叉车市场排名第二、欧洲排名第一的巨头。通过控股凯傲，潍柴获得了“一石三鸟”的效果：

- （1）**市场协同：** 潍柴的发动机可以稳定地配套给凯傲的叉车，扩大了发动机销量。
- （2）**渠道协同：** 共享凯傲在欧洲乃至全球的良好声誉和成熟销售渠道，带动潍柴自身产品打入高端市场。
- （3）**产业延伸：** 成功切入叉车及物流行业，丰富了产品线。

潍柴作为大股东，在 2016 年全力支持凯傲收购了全球领先的自动化物流供应商德马泰克，使其成功打造了“叉车 + 仓储物流”的智能物流黄金产业链，实现了从“硬件制造商”向“智能物流解决方案提供商”的升级。

第三阶段 (2017-2022)：多元布局与未来赛道

此阶段的重点是前瞻性布局新能源等未来赛道，实现技术和市场的双重升级。面对“双碳”战略和重卡行业的深度变革，潍柴通过战略重组巴拉德（Ballard）、锡里斯（Ceres）、欧德思（ARADEX）等公司，迅速在氢燃料电池、固态氧化物燃料电池和新能源动力总成（电池、电机、电控）领域掌握了三大核心技术，完成了在新能源产业链的全面布局，为其在未来竞争中抢占了先机。

潍柴十起并购全部盈利，其成功的关键并非“并购”本身，而是卓越的投后整合能力。在跨国并购中，有一个著名的“七七定律”，即全球范围内跨国并购失败概率在七成以上，其中又有七成并购后无法融合。而潍柴的 10 多项海外并购基本上都成功了——博杜安、PSI 等企业从亏损的泥潭中脱身，盈利能力指数式攀升，凯傲集团在法兰克福成功上市。

“双向本土化”。这是潍柴整合智慧的核心，即“当地化”与“国产化”的双向奔赴。

首先，“当地化”，潍柴在向被并购企业导入其文化与管理模式、加大当地投资与产能扩张的同时，充分尊重企业的经营自主权与品牌特色。欧洲各国的公司治理结构差异巨大。例如，德国公司治理的特点是“监事会制度”，监事会是董事会的上级机关，有权

任免管理层，这与中国完全不同。潍柴没有强行推广中国模式，而是充分尊重当地的法律和公司治理结构。在收购博杜安时，竞争对手要求裁员 30%，而潍柴承诺全员上岗，迅速赢得了员工和工会的信任。

其次，“国产化”，潍柴的并购不是单向的资本输出，而是双向的技术流动。在收购博杜安仅三年后，合资企业便落户潍柴工业园，实现了先进技术的回流与国产化。这种模式既激发了海外企业的活力，又反哺了国内的产业升级。以林德液压（中国）公司为例，潍柴对其进行了精准的国产化改造：潍柴动力推动林德液压将“欧洲高端技术、中国成本优势与亚非市场机遇”相结合，形成协同效应，共同开拓全球市场。

在这一愿景推动下，林德液压于 2014 年在华建厂。随着中国工厂投产，市场需求的快速变化倒逼德国团队做出改变——他们不仅提出“为成功而改变”的新理念，还专门为中国市场定制了生产流程和快速供货机制。在管理上，德方负责质量相关的生产环节，中方主导销售与商务，双方优势互补。最终，通过一体化研发，成功推出了将潍柴发动机与林德液压件深度融合的“液压动力总成系统”，形成了全球独有的核心竞争力。

六、香港：岛链化格局下的枢纽节点

在岛链化的全球格局下，香港正扮演着中国企业出海的关键桥头堡角色。这种作用不仅体现在传统的融资功能上，更重要的是，香港已成为中国企业全球化布局中不可替代的战略节点。

国际投资有一个基本规律，叫“同根同源”原则——资金更愿意投向政治距离相近、文化制度相似的地方。学术研究表明，来源国和接受国之间的地缘政治距离每增加一个标准差，跨境投资的配置就会减少约 25%。换句话说，钱更愿意往熟悉的地方去。

在当前地缘政治风险加剧的背景下，香港的“一国两制”安排为其提供了独特的制度优势。对国际投资者而言，投资香港上市的中国企业，在心理和资金安排上都比直接投资内地更容易接受。香港模糊了最终投资者国与接受国之间的地缘政治距离，成为国际资本进入中国市场的重要缓冲。

这种缓冲作用在数据上体现得尤为明显。近几年，香港成为了内地企业的离岸中国资金市场。今年截至 10 月中旬，港股有 74 只新股上市，融资总额超过 1500 亿港元，同比增长超过 1.7 倍，继续坐稳全球 IPO 融资的头把交椅。从 2021 年开始，香港 IPO 有个很明显的现象：新上市的公司里，90% 都是内地企业。2025 年截至 10 月中旬，还有 50 多家企业递交了港股 IPO 申请。

这种 A+H 双重上市模式正成为中国优质企业的标准配置。这些企业在香港募资的重要用途之一，就是服务企业的“出海”战略——三一重工计划募资 15 亿美元（约 109 亿元人民币），主要用于扩大海外制造能力、建设全球销售与服务网络。潮宏基计划募资 20 亿人民币，用于东南亚市场扩张与香港海外总部建设。立讯精密计划募资 10 亿美元（约 71.8 亿元人民币），其中一大用途是汽车电子与消费电子业务的全球产能扩张。这些案例表明，香港资本市场已经深度嵌入到中国企业的全球化战略中。

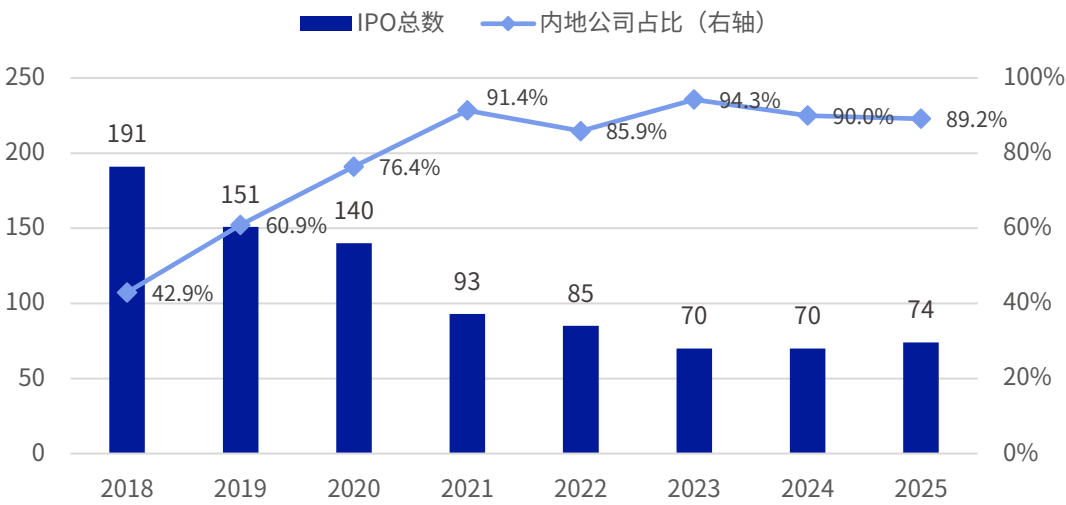


图 13.2018年以来的香港IPO数量及内地企业占比

数据来源：Wind，截至2025年10月20日

尽管面临地缘政治紧张局势，国际资本对优质中国企业的渴望依然强烈。基石投资者（cornerstone investors）的参与情况就是最好的佐证。所谓基石投资者，是指在企业上市前就提前认购股份的长线资金，通常包括主权基金、养老金、大型资管公司等机构投资者。

2025 年以来，基石投资者的认购金额占香港 IPO 融资总额的 43%，其中三分之二来自境外。这一数据说明，即使在当前复杂的国际环境下，全球资本对中国企业的投资意愿仍然强劲，而香港正是他们进入中国市场的首选通道。这也验证了香港作为国际金融中心在连接中国与世界方面的独特价值。

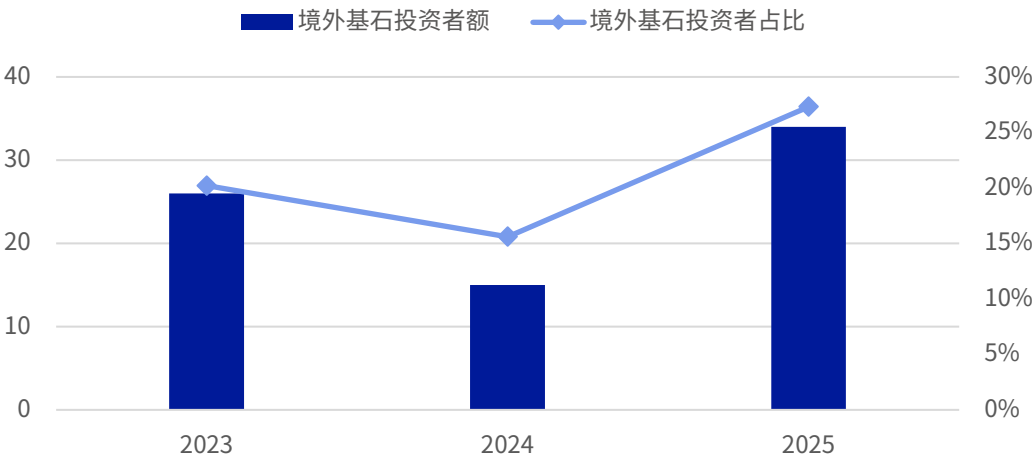


图 14.2023年以来的基石投资者参与情况

数据来源：Wind，Goldman Sachs

从具体的企业实践来看，中国出海领军企业在香港的架构设计充分体现了香港作为全球化枢纽的独特价值，而这种价值很大程度上源于香港对多元化上市架构的包容性和创新性，并且从 2018 年开始就不断调整、改革，为内地优质企业铺路。在香港市场上，中国企业可以根据自身的业务特点、发展阶段和战略需求，选择最适合的上市架构。红筹架构作为最经典的安排，为传统行业的大型国企和民企提供了成熟的上市路径。中石油、中国移动等央企巨头通过红筹架构在香港上市，不仅获得了国际资本的认可，更建立了符合国际标准的公司治理体系。

VIE（可变利益实体）架构则为互联网和科技企业开辟了新的可能性。腾讯、阿里巴巴等科技巨头正是通过 VIE 架构实现了在香港和美国的成功上市。这种架构巧妙地解决了外资准入限制问题，使得原本无法直接上市的互联网企业能够通过合约安排实现海外融资。近年来，随着中概股回归潮的兴起，越来越多采用 VIE 架构的企业选择在香港进行二次上市或双重主要上市。SPAC（特殊目的收购公司）作为一种新兴的上市方式，也在香港找到了发展空间。这种“先融资、后找标的”的模式为一些处于快速发展期但暂时难以满足传统 IPO 要求的企业提供了替代路径。香港交易所 2022 年正式推出 SPAC 制度，为科技创新企业 and 专业投资者提供了更加灵活的资本对接平台。

表 10.典型公司在香港的布局架构

架构	核心机制	适用行业	主要优势	主要风险	典型案例
H股直接上市	境外(常见Cayman/Bermuda/HK)注册，由内地企业实控，主营在内地	央国企、地方国企、大型民企	监管口径清晰；通道成熟	需满足内地公司治理与境外上市双重规则；股权变更、再融资程序相对刚性；外汇管制严格	工商银行 中国石油 中国神华
红筹股票	通过境外控股公司与境内受限行业运营主体签署一揽子协议（独家业务、股权质押、期权、委托投票等）实现控制与并表，而非股权持有	央企/地方国企、互联网/消费/制造等民营龙头	资本运作灵活，便于股权激励与并购；可结合海外并购与融资；历史上深度服务央国企“走出去”；民企于国际资本接受度高	搭建成本高昂且复杂；境内外监管并行；对政策周期敏感	中国移动 中信股份 中海油 中芯国际 联想
VIE (协议控制/ Contractual Arrangements, 红筹模式 特殊变体)	创始人/核心人员持有加权表决权股份（通常境外注册架构如Cayman），公众股为普通股	外资准入受限或持股比例受限行业，互联网、媒体、TMT等	允许受限行业获得境外上市/融资通道	监管政策风险（若被认定规避投资限制、合同可被调审）；税务风险；需持续披露、穿透实控、备案	阿里巴巴 腾讯 美团

架构	核心机制	适用行业	主要优势	主要风险	典型案例
WVR (同股不同权)	创始人/核心人员持有加权表决权股份（通常境外注册架构如Cayman），公众股为普通股	互联网、平台、硬科技等	保障创始团队对公司战略的长期掌控；有利于抵御恶意收购和短期股东干预	治理透明度受质疑，中小股东权益保护不足；可能引发代理问题和决策集中风险；准入条件严格	小米 美团 快手
SPAC (18B章)	先设立“空壳公司”在港交所上市募资，再通过并购目标企业完成其间接上市，实现快速资本化	成长期科技企业、新经济公司、新能源、生物科技等领域	上市流程快、时间可预期、定价更具确定性；适合传统IPO窗口收紧时的替代路径	并购失败风险高；整合难度大；市场对“借壳”行为信任度较低；港版SPAC规则较严，发起人门槛高	Aetherium Acquisition Corp
双重主要上市 (Dual Primary Listing)	企业在两个或多个交易所同时作为主要上市地，各自遵守独立监管规则，股票不可互换	中概股回归企业、希望规避单一市场退市风险企业	可纳入港股通，吸引南向资金流入；增强资本安全性和市场韧性；避免因单一市场监管变化导致退市	需满足两地上市标准，合规成本较高；信息披露负担加重	网易 京东 哔哩哔哩
REIT	以信托方式持有不动产并分派租金收益后在港交所挂牌	物业、物流、基础设施等有稳定现金流资产	现金流稳定、分红属性强；监管成熟	并非公司法主体；资产/杠杆/收购用途受限	领展REIT
介绍上市	不发行新股，也不募集资金，仅将已有股份在港交所挂牌交易，常用于分拆、合并或私有化后重新上市	母公司实力强、子公司已有市场认知度的企业，如国企分拆、集团重组等	审批流程较快、成本低；能迅速建立公开估值基准，为后续融资铺路	无法即时获得资金支持；若市场反应冷淡，可能影响后续资本运作	中国邮政 储蓄银行

表 11.香港的优势制度安排：上市制度政策放松关键节点

日期	上市制度调整
2018年4月	第8A章：允许不同投票权架构的新经济公司申请香港IPO。第18A章：允许未能通过主板财务资格测试的生物科技公司申请上市。第19C章：为某些在合资格证券交易所主要上市并有意在香港第二上市的新兴及新产业公司设立新的优待第二上市渠道。
2021年3月	优化和简化海外发行人赴港上市制度，包括放宽第二上市限制（取消“创新产业公司”认定要求、降低市值门槛至30亿或100亿港元）、允许保留不同投票权（WVR）及可变利益实体（VIE）架构直接申请双重主要上市。
2022年1月	港交所实施特殊目的收购公司（SPAC）上市机制，在《上市规则》新设专章（第18B章），以监管SPAC的上市及持续责任。
2023年3月	港交所正式接纳特专科技公司申请上市，增设特专科技公司《上市规则》（第18C章）。
2023年9月	香港交易所宣布将沙特交易所（Tadawul）纳入其认可证券交易所名单，允许在沙特交易所主板上市的公司申请香港第二上市。
2024年4月	中国证监会发布五项资本市场对港合作措施，包括支持内地行业龙头企业赴香港上市，赴港上市融资渠道畅通，有力支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展。

日期	上市制度调整
2024年10月	香港证监会及香港交易所联合宣布将优化港股IPO审批流程，明确将上市申请按三种情况分类，设置了清晰而具体的时间表。其中，预计市值不少于100亿港元的A股上市公司先A后H赴港上市，设有快速审批通道。
2024年12月	香港交易所刊发咨询文件，建议将A+H股公司H股占比要求从原先的15%调至10%或市值30亿港元。
2025年2月	积极筹备开通“科企专线”，便利有关企业的上市申请准备工作；优化双重主要上市及第二上市门槛。

此外，香港已经不仅是融资的地方，而是中国企业出海战略布局中的一个关键节点。它串联起内地产业和全球资本，香港在中国企业出海过程中承担的不仅是融资平台的功能，更是一个集“金融”和“规则”于一体的战略接口。很多中国企业的对外投资往往通过香港的平台公司来完成，这已成为一种成熟的商业模式。在我们的出海 TOP100 成分股中，企业在香港的子公司布局数量呈现明显的集中趋势。头部出海企业普遍在香港设立了多个功能性子公司，形成了复杂而高效的全球业务架构。这些子公司不仅承担融资功能，还负责投资、贸易、知识产权管理等多重职能。出海 TOP100 成分股在港设立子公司中，有 69 家用于贸易，64 家用于管理，43 家用于金融，42 家用于制造业，38 家用于物流仓储，14 家用于研发。

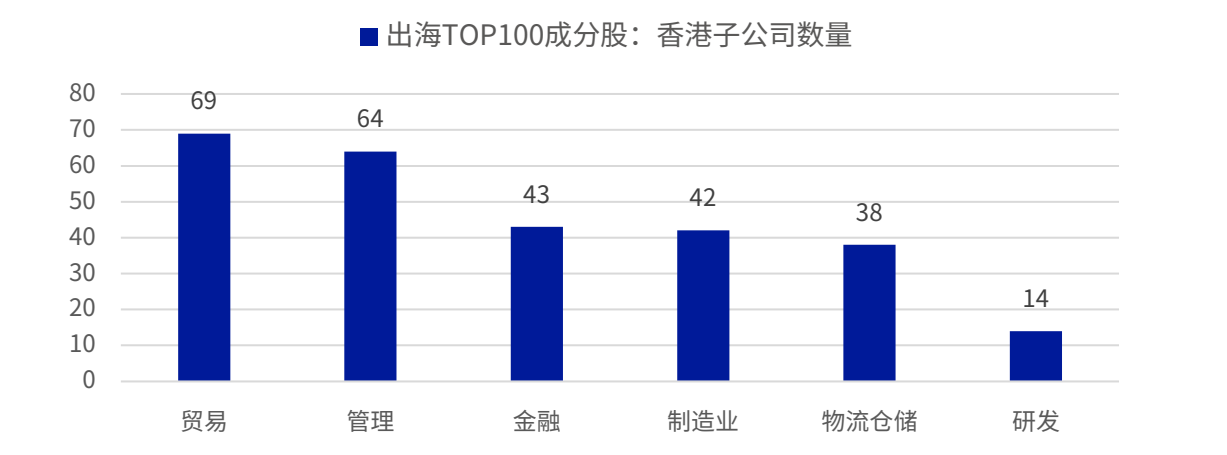


图 15.出海TOP100成分股在香港不同功能的子公司布局数量

数据来源：BVD数据库，香帅团队

从全球价值链的角度看，香港在中国企业出海过程中占据了一个既连通内地又面向国际的独特节点位置。它不是生产制造的节点，也不是技术研发的节点，而是“金融”和“规则”的关键接口。这种定位使香港成为中国企业参与全球竞争的重要支撑。在地缘政治风险上升、贸易保护主义抬头的背景下，香港的国际化法律环境、专业服务体系和多元化投资者结构，为中国企业提供了重要的风险分散和资源配置功能。

结语

综合本报告的发现，可以清晰看到：出海已不再是“可选项”，而是中国企业在增速换挡与外部摩擦并存环境下的第二增长曲线。出海早已不再是单纯的产品输出，而是中国企业在全球生产网络中寻找关键节点、实现战略布局的过程。领先者正沿“研发 / 高端制造—品牌 / 服务”的两端攀升，并从“产品出海”迈向“产能与生态出海”。决定长期胜负的，不再只是成本与规模，更是规则理解、合规治理、本地化运营与生态协同等“软能力”。

我们希望这份报告能成为一张“中国企业全球卡位的新地图”：它既标注了“榕树根系”般深藏不露的隐形冠军，也标注了“树冠层面”耀眼的明星企业，呈现它们在海外的产能、研发与渠道布局，为投资者、企业家以及所有关心中国产业未来的人提供一个全新的观察视角——看见中国企业如何在全球网络中不断扎根、伸展，并参与塑造下一轮全球化格局。

合作支持

学术顾问：

徐远，金光学者，北京大学国家发展研究院教授

施展，大观学者，上海外国语大学全球文明史研究所教授

深度合作伙伴：

抖音

欢迎关注



公众号



视频号



抖音号

免责声明

本研究报告由香帅数字经济研究中心制作。

本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为投资、工作机会的要约或要约邀请。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。

本报告并不包含利害关系方可能希望得到的所有信息，只提供了一个特定环境的有限视角。本报告所包含的观点及建议并未考虑个体的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定人群关于特定工作岗位的建议或策略。对于本报告中提及的任何投资、工作岗位，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但香帅数字经济研究中心不保证其准确性或完整性。香帅数字经济研究中心并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何投资、工作岗位均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有用户。本报告所提及的任何投资、工作薪酬可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了香帅数字经济研究中心在最初发布该报告日期当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。香帅数字经济研究中心并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

若香帅数字经济研究中心以外的单位或机构发送本报告，则由该单位或机构为此发送行为承担全部责任。该单位或机构的用户应联系该单位或机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成香帅数字经济研究中心向发送本报告单位或机构之用户提供的投资建议，香帅数字经济研究中心以及香帅数字经济研究中心的各个成员亦不为（前述单位或机构之用户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

报告由香帅数字经济研究中心经微信公众号“香帅的金融江湖”免费发布，未经香帅数字经济研究中心事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告或部分报告。香帅数字经济研究中心 2025 版权所有。保留一切权利。

