



行业研究 | 深度报告 | 汽车与汽车零部件

# 全球视野看电车之九：镜鉴日企七十年，寻出海 中规模、盈利、估值之律

## 报告要点

复盘日系车企出海七十年，将为我国车企出海提供借鉴。日本车企曾引领 1970 年代、1990 年代中叶-2000 年代两次出海黄金时代。在出海快速增长阶段往往伴随规模、盈利、市值三升，如丰田展现出了较好的成长质量，长期居日系车企本土、海外销量龙头，本田与日产规模互有追赶，随丰田产销规模优势逐步扩大、盈利稳定性突出，丰田市值体量逐步与本田、日产拉开差距，龙头地位逐步强化。本田、日产相较于丰田的利润比值多数时间内高于市值比值，表明市场长期给予丰田的龙头规模和综合盈利性、盈利质量溢价。

## 分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



麦贻智

# 全球视野看电车之九：镜鉴日企七十年，寻出海中规模、盈利、估值之律

## 引言：我国车企正加速走向海外，日企出海具备启示意义

我国正处于新能源驱动的出海新时代，出海有望培育下一个全球龙头，复盘日系车企出海七十年，将为我国车企出海提供借鉴。日系头部车企曾在 1970 年代、1990 年代下旬、2000 年代获得了普遍的出海快速增长，反映了当时日本汽车出海的整体繁荣，涌现出以丰田、本田、日产为代表的全球汽车巨头。而我国当前正处于出海高景气阶段，出海销量更加成为我国车企重要组成部分且占比有望持续扩大，日企出海扩张对于我国汽车出海具有启示意义：1) 日系车企当前销量中出海占比高，凭借出海获得成功。2) 日系车企曾凭借性价比和低能耗抓住了出海产业趋势，和我国当前新能源出海存在一定共性。3) 我国车企和日本车企的本土/海外盈利性差异和对外出海区域探索一定程度上可供参考。4) 我国汽车出海当前潜在要面对贸易摩擦、竞争等问题，而日系车企早年深耕全球市场时已应对过同类外部挑战，其成长路径可供借鉴。

## 镜鉴日本，复盘日企出海七十年

日本车企曾引领 1970 年代、1990 年代中叶-2000 年代两次出海黄金时代。丰田在 1965-1989 年、1995-2007 年经历两次出海销量明显扩张，以本地化适配打开局面，凭借石油危机的机遇扩大规模，车型维护成本低、可靠性全球领先打造长期优异产品力，1980 年代开始全球建厂深耕本土化逐步走向成熟；本田在 1971-1989 年、1995-2007 年经历两次出海销量明显扩张，经石油危机获得出海增长，并在 1980 年代起逐步布局本地化；日产在 1965-1980 年、1999-2017 年经历两次出海销量明显扩张，经石油危机获得出海增长，1990 年代末管理危机后与雷诺成立联盟。在出海快速增长阶段往往伴随规模、盈利、市值三升，如丰田作为龙头车企，展现出了较好的成长质量，销量、收入、利润稳健增长，盈利能力提升，市值获得提高。丰田 1980-1989 年市值涨幅 517%，其中估值提升约 99%，期间净利润提升约 232%，1995-2007 年市值涨幅+264%，其中估值约回落到 14.74 倍，期间净利润提升约 568%。

## 规模领先，经营质量优异的龙头有望获得溢价

复盘过去七十年，丰田长期居日系车企本土、海外销量龙头，本田与日产规模互有追赶，本田成为当前日系规模龙二车企。伴随丰田全球产销规模优势逐步扩大、盈利稳定性突出，丰田市值体量逐步与本田、日产拉开差距，龙头地位逐步强化。样本区间内本田的市值多为丰田的 20-40%左右，1990 年代开始日产市值多为丰田的 10-30%左右，本田、日产相较于丰田的利润比值多数时间内高于市值比值，表明市场长期给予丰田的龙头规模和综合盈利性、盈利质量溢价。

## 投资建议

镜鉴日本车企出海七十年，头部日本车企曾引领 1970 年代、1990 年代中叶-2000 年代两次出海黄金时代，出海快速扩张阶段往往伴随规模、盈利、市值三升，带动一国汽车行业综合竞争力的提升。此外，市场愿意给予具有规模优势和经营质量优异的龙头市值溢价。我国整车出海方兴未艾，有望迎来一轮出海黄金时期，供需合力推动新能源出海持续高景气，自主新能源出海空间广阔。中国新能源乘用车凭借领先全球的综合产品力，不断提升全球份额，中期来看，我国整车出海有望实现量利双升，孕育全球龙头车企，坚定看好中国新能源出海。

## 风险提示

- 1、汽车销量增速不及预期；
- 2、市场竞争加剧风险；
- 3、海外拓展速度及销量不及预期；
- 4、全球政策环境变化。

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《全球视野看电车之八：从全球油电 TCO 看新能源化驱动力》2026-05-28
- 《全球视野看电车之七：从各地政策看全球新能源化驱动力》2026-04-28
- 《全球视野看电车之六：硬实力乘势共振，新能源驱动出海新时代》2026-04-10



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

引言：我国车企正加速走向海外，日企出海具备启示意义.....	6
镜鉴日本，复盘日企出海七十年.....	8
日本车企出海经历两次黄金时代.....	8
出海增长往往伴随规模、盈利、市值三升.....	14
规模领先，经营质量优异的龙头有望获得溢价.....	23
投资建议.....	27
风险提示.....	28

## 图表目录

图 1：我国乘用车出口销量及增速.....	6
图 2：2025 年全球前十大车企/集团汽车销量（万辆）.....	7
图 3：针对美国市场的科罗娜车型（1965 年对美出口科罗娜 RT43L 车型）发动机排量更高.....	8
图 4：以卡罗拉为代表的较小尺寸车型顺应了 70 年代美国购车需求的转变.....	8
图 5：丰田车型可靠性全球领先，多年可靠性排名全球车企第一.....	8
图 6：丰田海外汽车制造公司遍布全球.....	8
图 7：丰田汽车日本销量、海外销量以及出海销量占比.....	9
图 8：丰田汽车日本产量及海外产量（万辆）.....	10
图 9：丰田汽车海外产量占比.....	10
图 10：1972 年第一代思域（Civic）诞生.....	10
图 11：1982 年第一辆美国本地生产的汽车雅阁（Accord）下线.....	10
图 12：本田日本销量、海外销量以及出海销量占比.....	11
图 13：本田日本产量及海外产量（汽车，万辆）.....	11
图 14：本田海外产量占比（汽车）.....	11
图 15：第一辆日产 Datsuns 出口到亚洲和中南美洲.....	12
图 16：1999 年雷诺与日产成立联盟.....	12
图 17：日产日本销量、海外销量以及出海销量占比.....	13
图 18：日产汽车日本产量及海外产量（万辆）.....	13
图 19：日产汽车海外产量占比.....	13
图 20：丰田销量、收入和净利润变化.....	14
图 21：丰田汽车出海快速扩张阶段 ROE、总资产周转率、净利率变化.....	15
图 22：丰田汽车出海快速扩张阶段估值和净利润变化.....	16
图 23：本田销量、收入和净利润变化.....	17
图 24：本田出海快速扩张阶段 ROE、总资产周转率、净利率变化.....	18
图 25：本田出海快速扩张阶段估值和净利润变化.....	19
图 26：日产销量、收入和净利润变化.....	20
图 27：日产出海快速扩张阶段 ROE、总资产周转率、净利率变化.....	21
图 28：日产出海快速扩张阶段估值和净利润变化.....	22
图 29：丰田、本田、日产汽车销量对比（万辆）.....	23

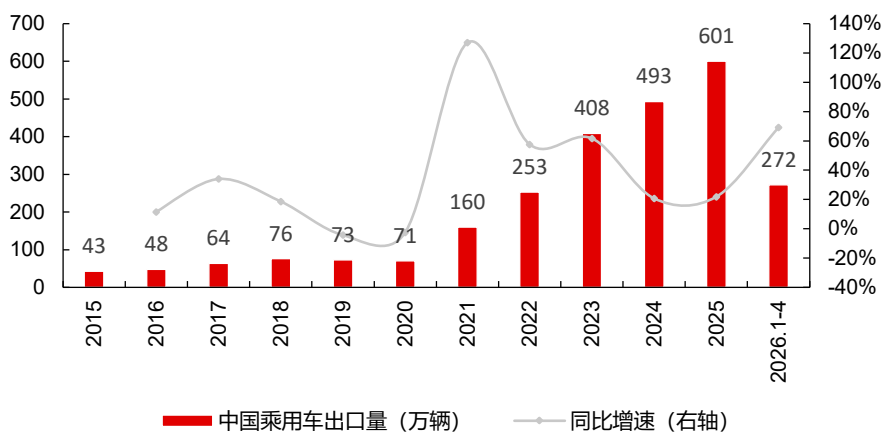
图 30：丰田、本田、日产市值对比（亿日元） .....	24
图 31：丰田、本田、日产净利润（亿日元）和净利率对比 .....	25
图 32：本田、日产分别与丰田的市值比值、净利润比值 .....	26

## 引言：我国车企正加速走向海外，日企出海具备启示意义

我国正处于新能源驱动的出海新时代，出海有望培育下一个全球龙头，复盘日系车企出海七十年，将为我国车企出海提供借鉴。

我国车企过去经历了快速发展的出海机遇期，当前供需合力推动新能源出海持续高景气，汽车出海仍方兴未艾。2015-2020年，我国乘用车出海规模位于百万量级以内。2021年以来，中国车企出海销量显著加速，2021年便实现同比翻倍，跨越百万量级台阶，2022年、2023年分别实现同比+58%、+62%，逐年跨越台阶 2023 年达到四百万量级。2024年、2025年分别出口 493、601 万辆，分别同比+21%、+22%，出口仍保持高景气。2026年 1-4 月出口 272 万辆，同比+69%，新能源驱动出海成长的新阶段。

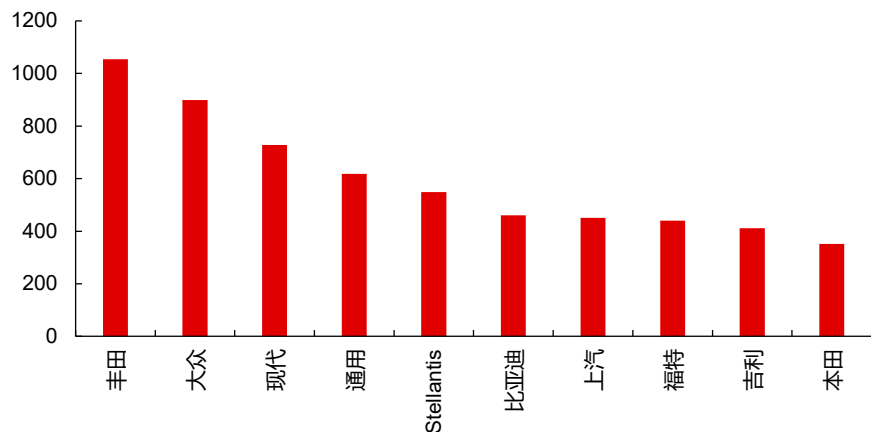
图 1：我国乘用车出口销量及增速



资料来源：中汽协，长江证券研究所

日系头部车企曾在 1970 年代、1990 年代下旬、2000 年代获得了普遍的出海快速增长，反映了当时日本汽车出海的整体繁荣，涌现出以丰田、本田、日产为代表的全球汽车巨头。而我国当前正处于出海高景气阶段，出海销量越来越成为我国车企更加重要的组成部分且占比有望持续扩大，日企出海扩张对于我国汽车出海具有启示意义：1) 日系车企凭借出海，获得了绝大部分的销量规模，如丰田当前已位居全球龙头，背后是长时间的出海探索和较强的出海能力。2) 日系车企曾凭借性价比和低能耗抓住了出海产业趋势，和我国当前新能源出海存在一定共性。3) 我国车企和日本车企同属于东亚车企，相较于其他国际汽车巨头地理和文化更为接近，本土/海外盈利性差异和对外出海区域探索一定程度上可供参考。4) 我国汽车出海当前面临或潜在要面对贸易摩擦、竞争等问题，而日系车企早年深耕全球市场时已应对过同类外部挑战，其成长路径可供借鉴。

图 2: 2025 年全球前十大车企/集团汽车销量 (万辆)



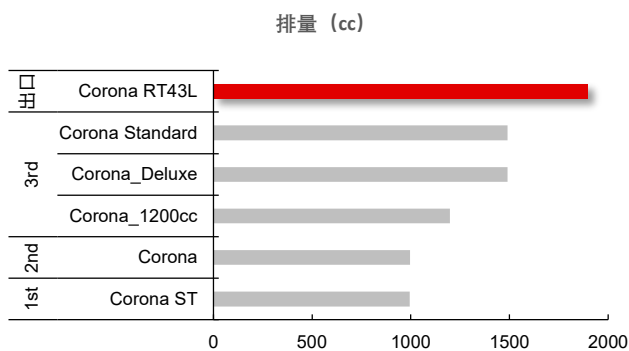
资料来源: 丰田官网, 本田官网, xcarspace, 长江证券研究所

## 镜鉴日本，复盘日企出海七十年

### 日本车企出海经历两次黄金时代

**丰田：本地化适配打开局面+石油危机提供机遇扩大规模，车型维护成本低、可靠性全球领先打造优异产品力，1980年代开始全球建厂深耕本土化逐步走向成熟。**1950年代，日本放开对汽车出口的限制，丰田重启出口业务。1950年代日本与美国之间道路状况存在较大差异，公司以皇冠开拓北美市场，但车型不适应当地路况，高速行驶时性能表现不佳。1965年针对美国市场的科罗娜 RT43L 动力表现更强、售价低于美系车型，初步打开市场。受两次石油危机影响，1970年代油价迅速上升，导致用车成本增加，美国市场汽车消费偏好逐渐转向小排量车型，以丰田为代表的日系车迎来发展机遇。以丰田为代表的日系车具备耐用的特点，1980年代起可靠性全球领先，其中丰田汽车多年可靠性排名全球车企第一，且维护成本较低。1980年代开始，贸易摩擦逐渐加剧，来自日本的汽车受到更多限制。在贸易摩擦加剧下，出口环境不利，丰田进行本地化生产以应对。全球化成就了当今全球第一大车企，丰田 2025 年全球销量为 1054 万辆，为全球销量第一大车企。

图 3：针对美国市场的科罗娜车型（1965 年对美出口科罗娜 RT43L 车型）发动机排量更高



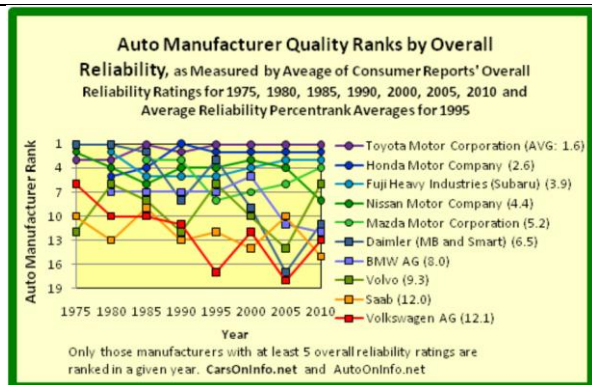
资料来源：丰田官网，Curbside Classic，长江证券研究所

图 4：以卡罗拉为代表的较小尺寸车型顺应了 70 年代美国购车需求的转变



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

图 5：丰田车型可靠性全球领先，多年可靠性排名全球车企第一



资料来源：CarsOnInfo，长江证券研究所

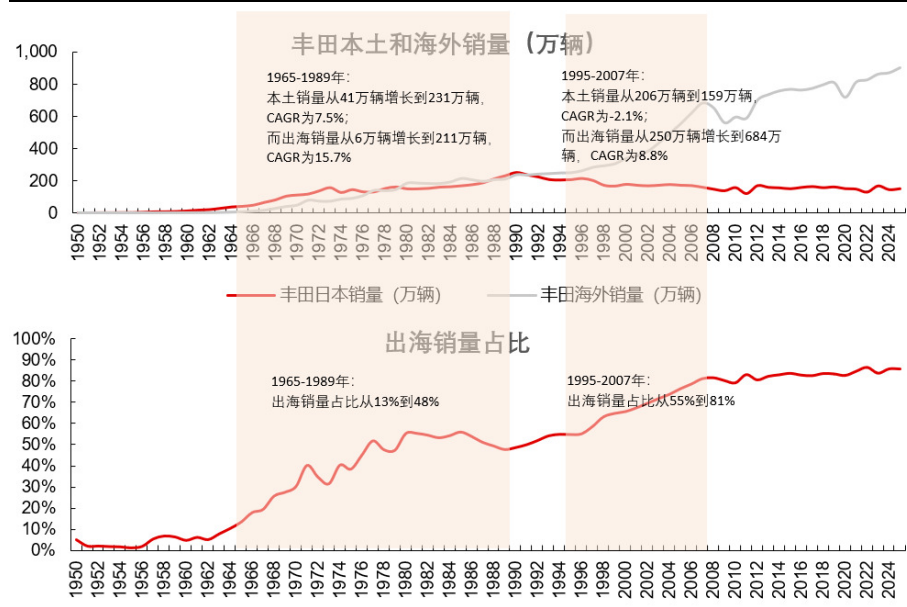
图 6：丰田海外汽车制造公司遍布全球



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

丰田在 1965-1989 年、1995-2007 年经历两次出海销量明显扩张。丰田当前出海销量和占比已远超日本本土，在过去两个阶段经历了明显的海外销量扩张。**1) 1965-1989 年：**日本本土销量从 1965 年的 41 万辆增长到 1989 年的 231 万辆，CAGR 为 7.5%；而出海销量从 1965 年的 6 万辆（出海销量占比 13%）增长到 1989 年的 211 万辆（出海销量占比 48%），CAGR 为 15.7%。该阶段先是通过针对当地市场的开发打开市场，并在两次石油危机下通过小排量车型的油耗和性价比优势快速增长。**2) 1995-2007 年：**日本本土销量从 1995 年的 206 万辆到 2007 年的 159 万辆，CAGR 为-2.1%；而出海销量从 1995 年的 250 万辆（出海销量占比 55%）增长到 2007 年的 684 万辆（出海销量占比 81%），CAGR 为 8.8%。该阶段全球经济增长，日元结束升值趋势，公司海外产量进入收获期，多款区域专属车型成功推出，助力出海销量扩张。

图 7：丰田汽车日本销量、海外销量以及出海销量占比

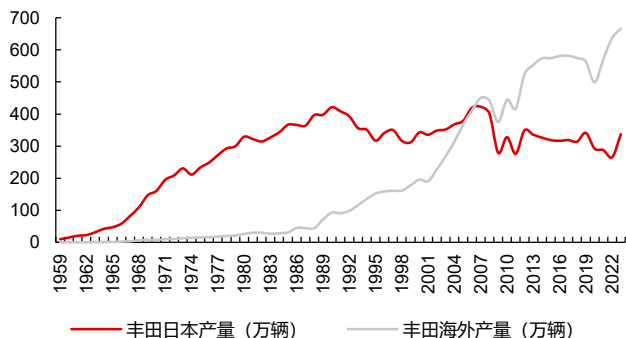


资料来源：丰田官网，长江证券研究所

注：1950-1974 年用丰田出口销量作为出海销量，丰田海外生产数量起量是在 1981 年及以后

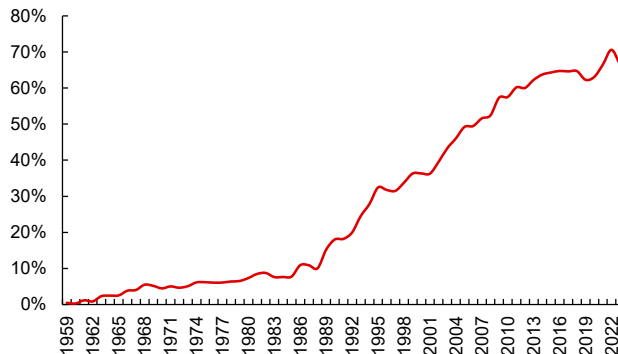
**1980 年代中后期起，丰田汽车海外产量快速增加。**1985-2007 年期间，日本本土产量从 367 万辆增加至 423 万辆，CAGR 为 0.6%；而海外产量从 31 万辆（海外产量占比 8%）增加至 450 万辆（海外产量占比 52%），CAGR 为 13.0%。2007 年起，丰田海外产量超过日本本土产量。

图 8：丰田汽车日本产量及海外产量（万辆）



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

图 9：丰田汽车海外产量占比



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

**本田：1965 年开始汽车出口，经石油危机获得出海增长，并在 1980 年代起逐步布局本地化。**本田技研工业于 1948 年成立，以两轮车业务起家，在 1963 年进入四轮汽车业务市场。1965 年本田首次向海外出口汽车 S600。1969 年本田开始在美国销售汽车 N600，但美国当地偏好大型汽车，第一次石油危机使得低污染、低油耗和出色驾驶性能的本田思域（Civic）获得了销量增长。1980 年本田宣布在美国建设四轮车工厂，1982 年第一辆美国本地生产的汽车雅阁（Accord）下线。1979 年本田最初小量出口到中国，1987 年推出专为中国设计的雅阁（Accord），1998 年广州本田和东风本田发动机成立，2003 年东风本田成立。本田深耕本土化，有需求就生产，扩大本地就业，并为本地社会和经济做出贡献。

图 10：1972 年第一代思域（Civic）诞生



资料来源：本田官网，长江证券研究所

图 11：1982 年第一辆美国本地生产的汽车雅阁（Accord）下线



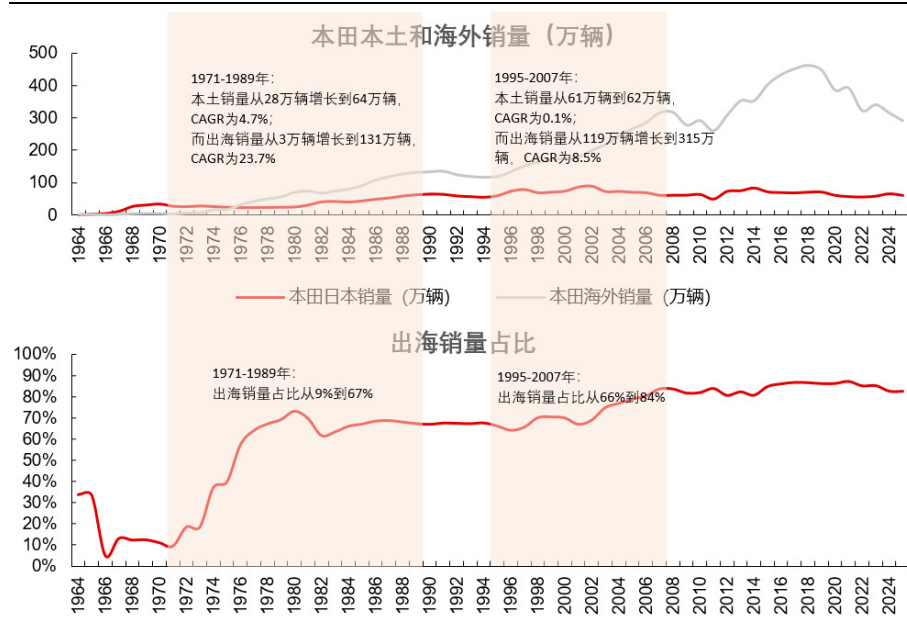
资料来源：The Henry Ford，长江证券研究所

注：第一代思域（Civic）于 1972 年 7 月售出，因搭载符合《马斯基法案》（1970 年美国空气净化法修订版）严格排放标准的 CVCC 发动机而迅速引起关注

**本田在 1971-1989 年、1995-2007 年经历两次出海销量明显扩张。1) 1971-1989 年：**日本本土销量从 1971 年的 28 万辆到 1989 年的 64 万辆，CAGR 为 4.7%；而出海销量从 1971 年的 3 万辆（出海销量占比 9%）增长到 1989 年的 131 万辆（出海销量占比 67%），CAGR 为 23.7%。该阶段本田通过 CVCC 发动机独家技术，思域（Civic）、雅阁（Accord）的成功，借助两次石油危机催生的低污染、低油耗需求而快速增长。**2) 1995-2007 年：**日本本土销量从 1995 年的 61 万辆到 2007 年的 62 万辆，CAGR 为

0.1%；而出海销量从 1995 年的 119 万辆（出海销量占比 66%）增长到 2007 年的 315 万辆（出海销量占比 84%），CAGR 为 8.5%。该阶段全球经济增长，日元结束升值趋势，公司海外生产逐步落地，助力出海销量扩张。

图 12：本田日本销量、海外销量以及出海销量占比

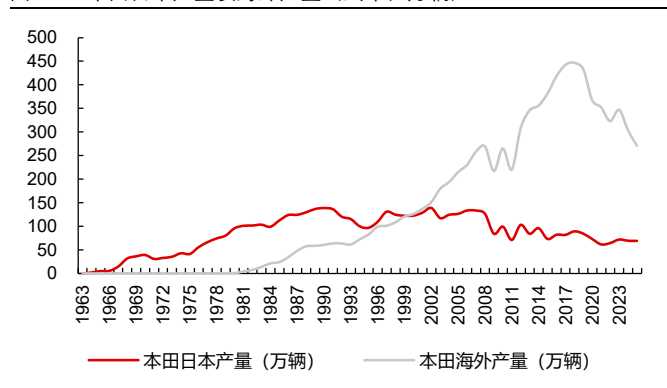


资料来源：本田官网，长江证券研究所

注：因数据可得性问题，2002 年及之前的国内销量根据本田官网销量图拟合，全球销量用当年全球产量代替，海外销量为以上两者差值

**1980 年代开始，本田海外产量逐步增加。**1980-2007 年期间，本田日本本土产量从 96 万辆增加至 133 万辆，CAGR 为 1.2%；而海外产量从 0.7 万辆（海外产量占比 1%）增加至 258 万辆（海外产量占比 66%），CAGR 为 24.5%。2000 年起，本田海外产量超过日本本土产量。

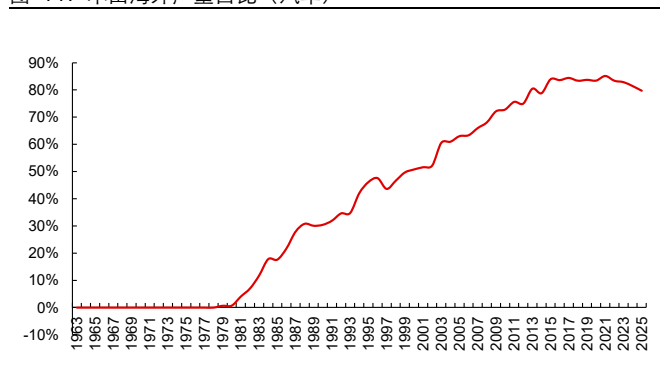
图 13：本田日本产量及海外产量（汽车，万辆）



资料来源：本田官网，长江证券研究所

注：产量数据来自本田官网新闻整理

图 14：本田海外产量占比（汽车）



资料来源：本田官网，长江证券研究所

注：产量数据来自本田官网新闻整理

**日产：1934 年开始汽车出口，经石油危机获得出海增长，1990 年代末管理危机后与雷诺成立联盟。**1934 年，日产汽车株式会社更名成立，同年 6 月，第一辆日产 Datsuns 出口到亚洲和中南美洲。1958 年 6 月，日产乘用车开始出口到美国。1970 年代，石油危机带来了节能汽车的需求增长，节能、清洁燃烧的日本紧凑型车销量飙升。1980 年代，由于贸易摩擦，日本制造商开始在美国本土开设工厂。1990 年代末的管理危机后，日产与法国雷诺成立联盟。2000 年 5 月，日产通过雷诺支持，将全球市场布局扩展至南美。2002 年 2 月雷诺提升对日产的持股比例至 44.4%，5 月日产对雷诺的持有比例提高至 15%。2003 年 6 月，与东风合作的公司成立。2016 年日产收购三菱汽车 34% 股份。

图 15：第一辆日产 Datsuns 出口到亚洲和中南美洲



资料来源：日产官网，长江证券研究所

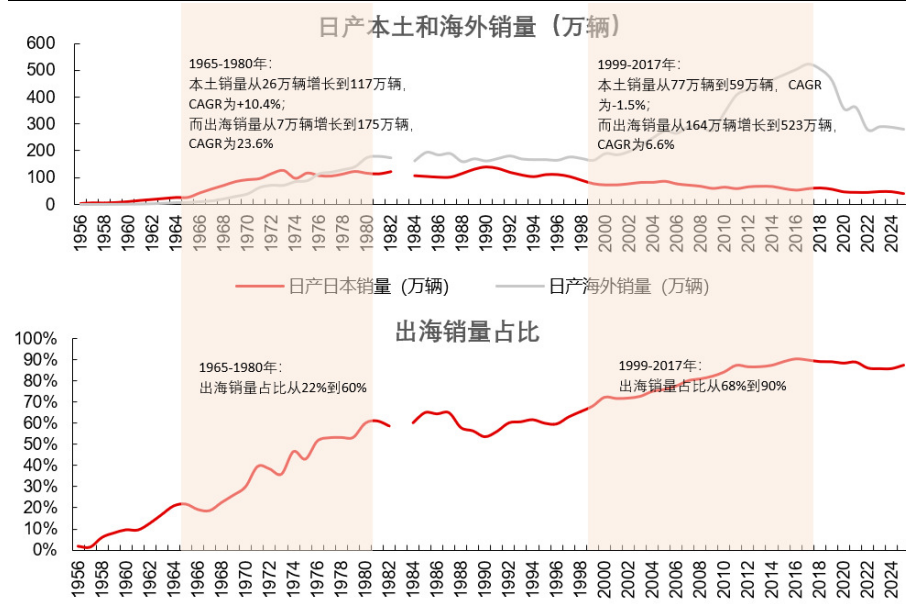
图 16：1999 年雷诺与日产成立联盟



资料来源：日产官网，长江证券研究所

**日产在 1965-1980 年、1999-2017 年经历两次出海销量明显扩张。1) 1965-1980 年：**日本本土销量从 1965 年的 26 万辆增长到 1980 年的 117 万辆，CAGR 为+10.4%；而出海销量从 1965 年的 7 万辆（出海销量占比 22%）增长到 1980 年的 175 万辆（出海销量占比 60%），CAGR 为 23.6%。该阶段日产借助两次石油危机催生的低污染、低油耗需求而快速增长。**2) 1999-2017 年：**日本本土销量从 1999 年的 77 万辆到 2017 年的 59 万辆，CAGR 为-1.5%；而出海销量从 1999 年的 164 万辆（出海销量占比 68%）增长到 2017 年的 523 万辆（出海销量占比 90%），CAGR 为 6.6%。该阶段凭借雷诺-日产联盟的协同、海外优势互补、戈恩对份额扩张的目标和积极的优惠方案，和中国市场的销售获得海外销量提升。

图 17: 日产日本销量、海外销量以及出海销量占比

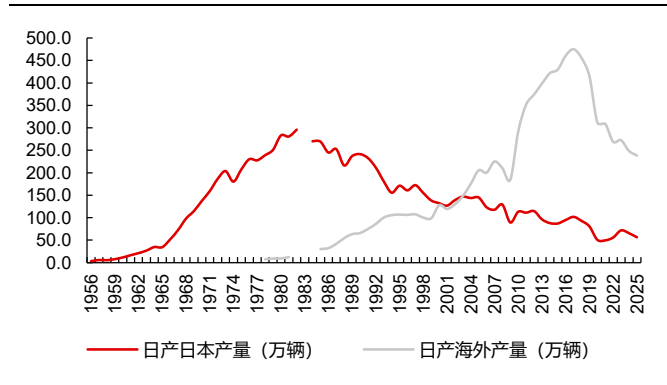


资料来源：日产官网，长江证券研究所

注：因数据可得性问题，1956-1962年，以当年产量作为总销量，并减去出口得到日本销量；1963-1977年，以出口量作为海外销量，并以日本销量+海外销量作为总销量；1978-2008年，以出口量+海外产量作为海外销量；1983年缺失销量数据

**1980年前后，日产海外产量逐步增加。**1980-2017年期间，日产日本本土产量从283万辆至102万辆，CAGR为-2.7%；而海外产量从10万辆（海外产量占比3%）增加至475万辆（海外产量占比82%），CAGR为11.1%。2003年起，日产海外产量超过日本本土产量。

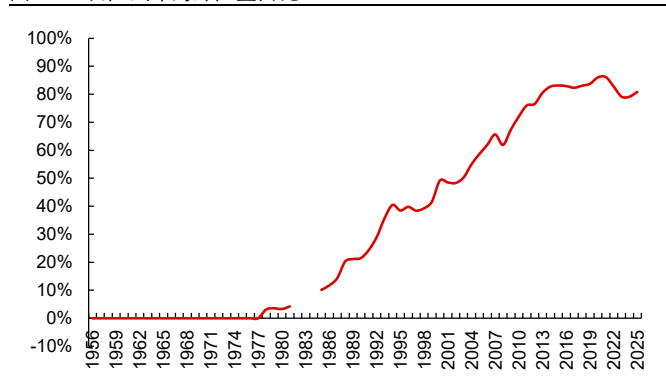
图 18: 日产汽车日本产量及海外产量（万辆）



资料来源：日产官网，长江证券研究所

注：因数据可得性问题，1956-1977年，以日本产量作为全球总产量；1982-1984年缺失产量数据

图 19: 日产汽车海外产量占比



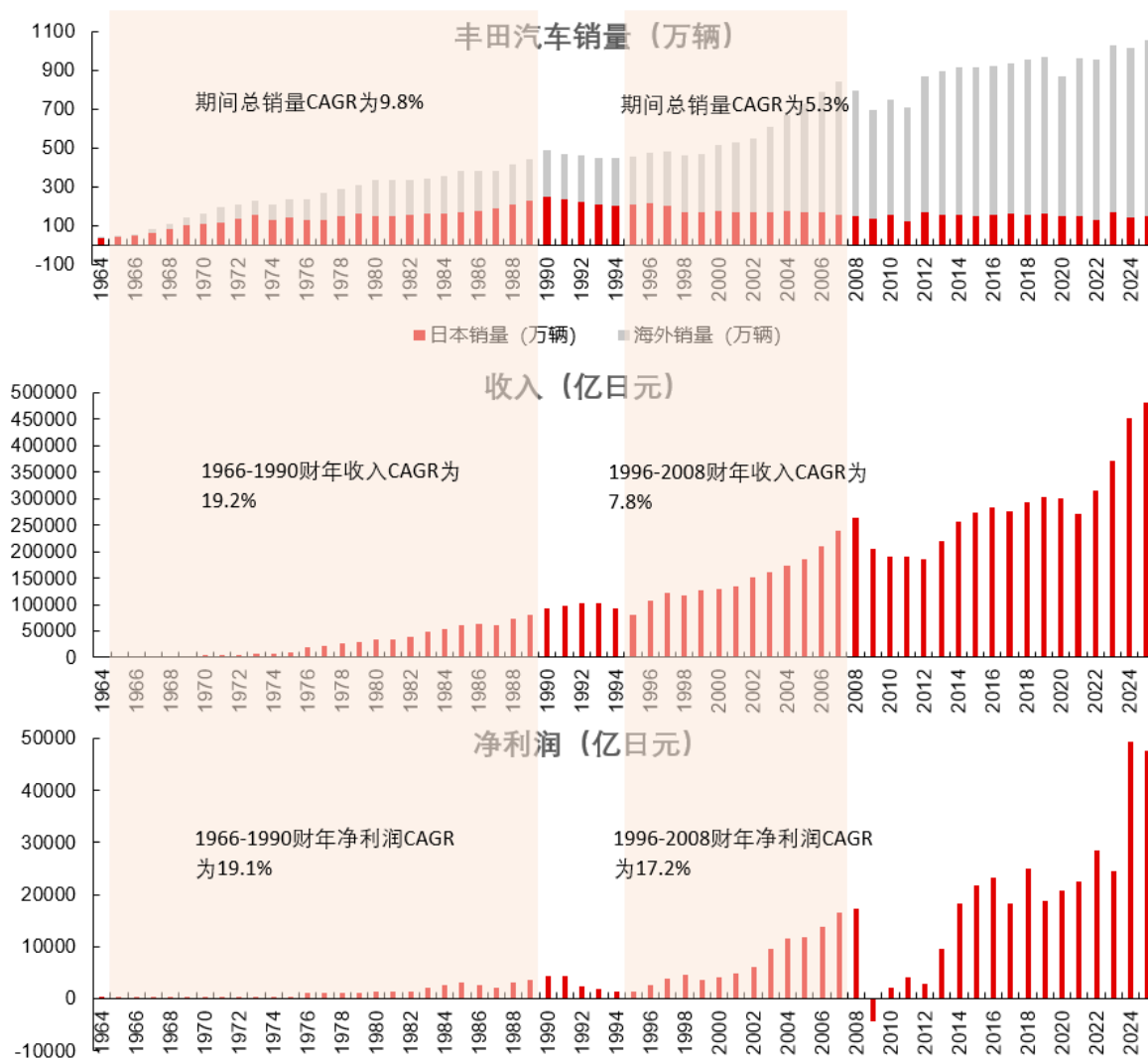
资料来源：日产官网，长江证券研究所

注：因数据可得性问题，1956-1977年，以日本产量作为全球总产量；1982-1984年缺失产量数据

## 出海增长往往伴随规模、盈利、市值三升

丰田：展现较好的经营质量，在两次出海快速扩张阶段，实现销量规模、收入、净利润的稳健增长。1) 1965-1989年：期间丰田总销量 CAGR 为 9.8%，(1966-1990 财年) 收入 CAGR 为 19.2%，净利润 CAGR 为 19.1%。2) 1995-2007年：期间丰田总销量 CAGR 为 5.3%，(1996-2008 财年) 收入 CAGR 为 7.8%，净利润 CAGR 为 17.2%。丰田在日企出海阶段实现了较好的规模扩张，且收入和利润增速高于销量增速，表明出海提升了丰田的盈利性。

图 20：丰田销量、收入和净利润变化



资料来源：丰田官网，Bloomberg，长江证券研究所

注：丰田 1988 财年及之后为合并报表数据，此前为母公司报表数据；销量数据为自然年数据，财务数据为财年数据，所以如 1995-2007 年销量大致对应 1996-2008 财年收入和利润

**丰田：出海快速增长阶段伴随盈利能力提升。** 1) **1965-1989 年**：财务方面，虽然出海占比扩张，但由于受到两次石油危机影响，盈利能力有所波动，石油危机期间净利率和 ROE 有所波动。 2) **1995-2007 年**：财务方面随出海扩张 ROE 呈抬升趋势，其中主要由净利率提高拉动，而总资产周转率平缓下降。

图 21：丰田汽车出海快速扩张阶段 ROE、总资产周转率、净利率变化

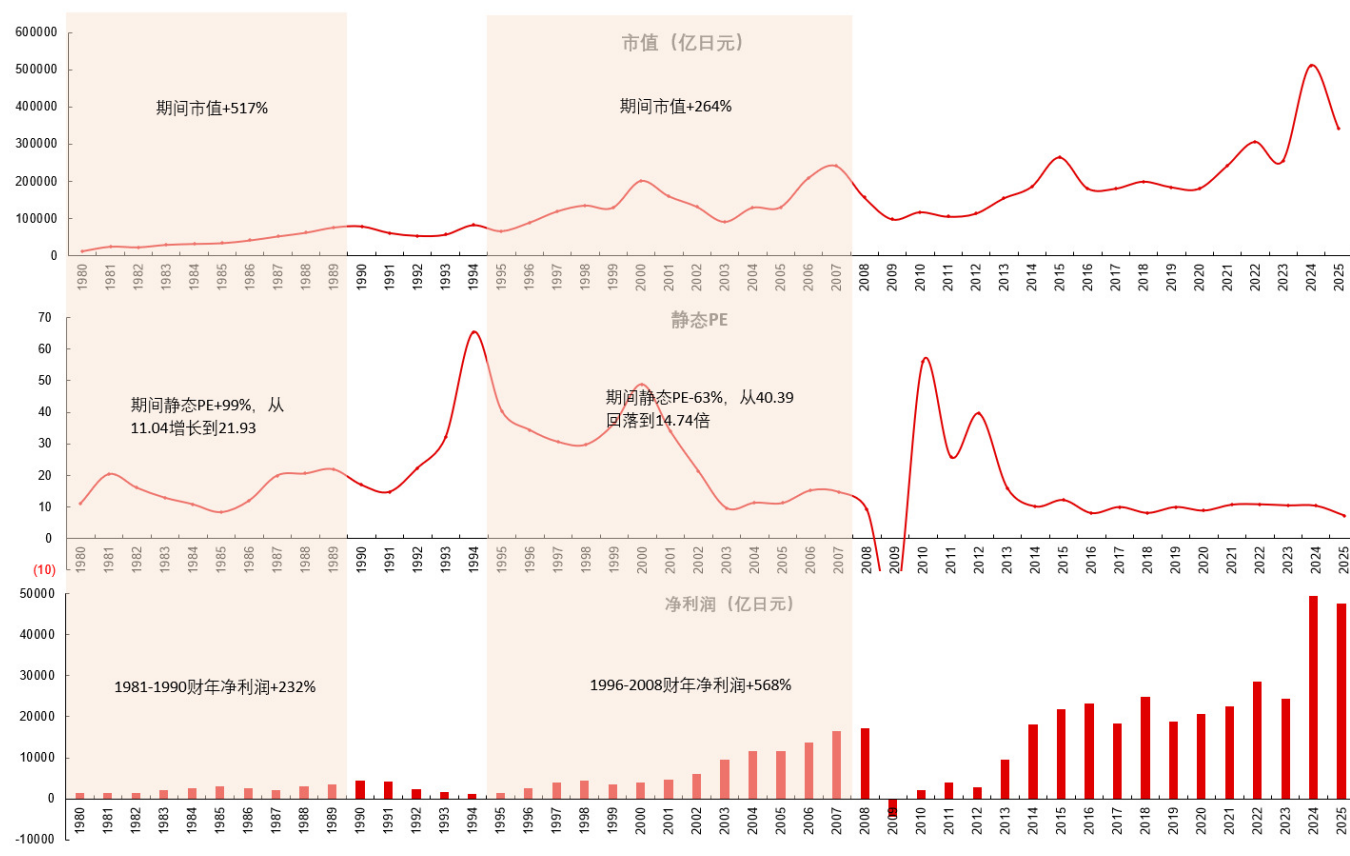


资料来源：丰田官网，Bloomberg，长江证券研究所

注：丰田 1988 财年及之后为合并报表数据，此前为母公司报表数据

**丰田：出海快速增长阶段伴随市值提升。1) 1980-1989 年：**市值方面，1980-1989 年市值涨幅 517%，其中 PE 估值提升约 99%，（1981-1990 财年）净利润提升约 232%。估值与业绩双扩张。**2) 1995-2007 年：**市值方面，1995-2007 年市值涨幅+264%，其中 PE 估值约降低 63%回落到 14.74 倍，（1996-2008 财年）净利润提升 568%。消化期初高估值，市值增长主要靠利润增长拉动。

图 22：丰田汽车出海快速扩张阶段估值和净利润变化

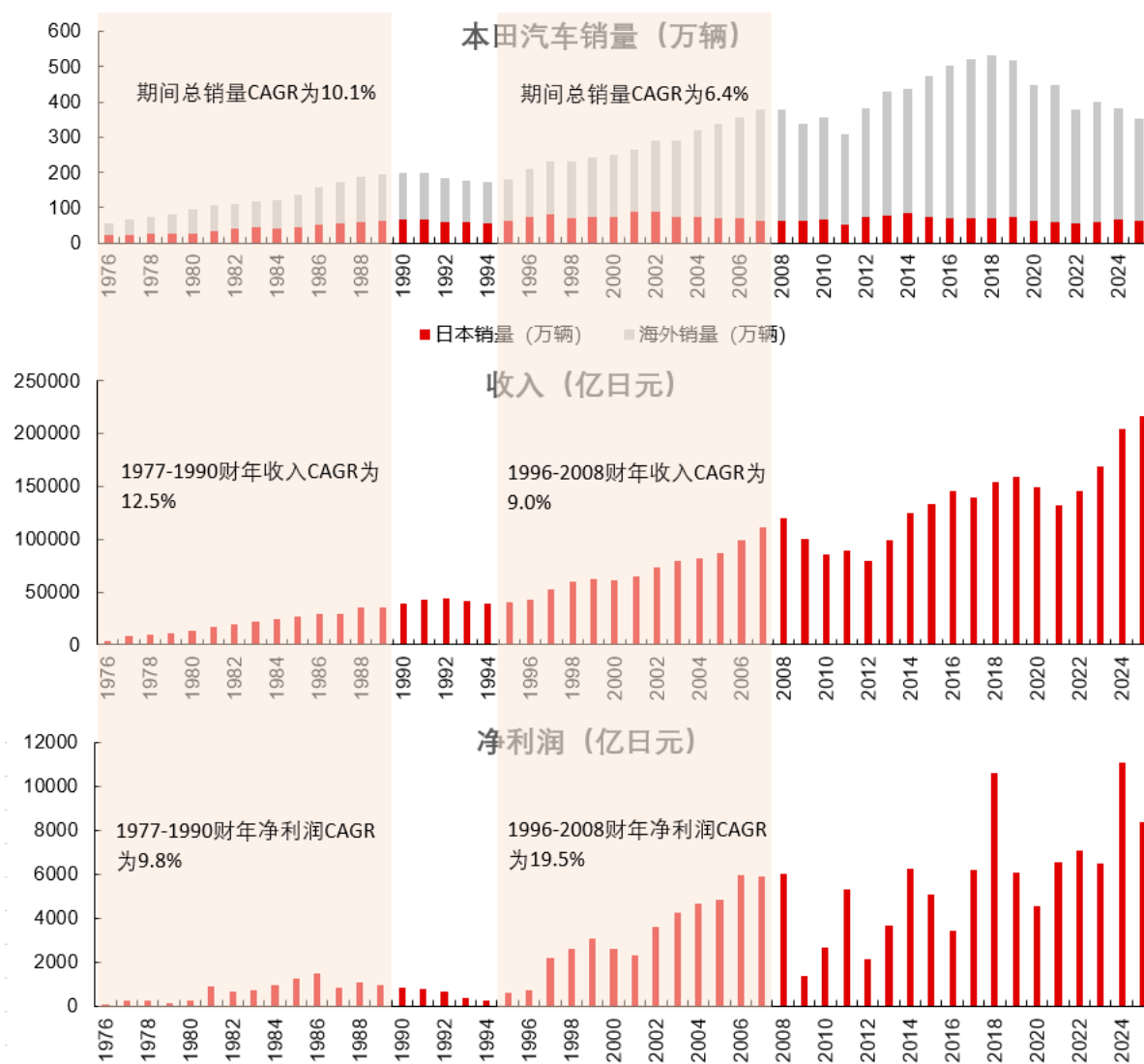


资料来源：丰田官网，Worldscope，Bloomberg，长江证券研究所

注：1987 财年及之前为母公司单体净利润数据，1988 财年及之后为合并报表净利润数据

本田：展现较好的财务稳健性，在两次出海快速扩张阶段，实现规模、收入、净利润的稳健增长。1) 1976-1989年：期间本田总销量 CAGR 为 10.1%，(1977-1990 财年) 收入 CAGR 为 12.5%，净利润 CAGR 为 9.8%。2) 1995-2007 年：期间本田总销量 CAGR 为 6.4%，(1996-2008 财年) 收入 CAGR 为 9.0%，净利润 CAGR 为 19.5%。本田的财务经营质量相较于日产更为稳健。

图 23：本田销量、收入和净利润变化

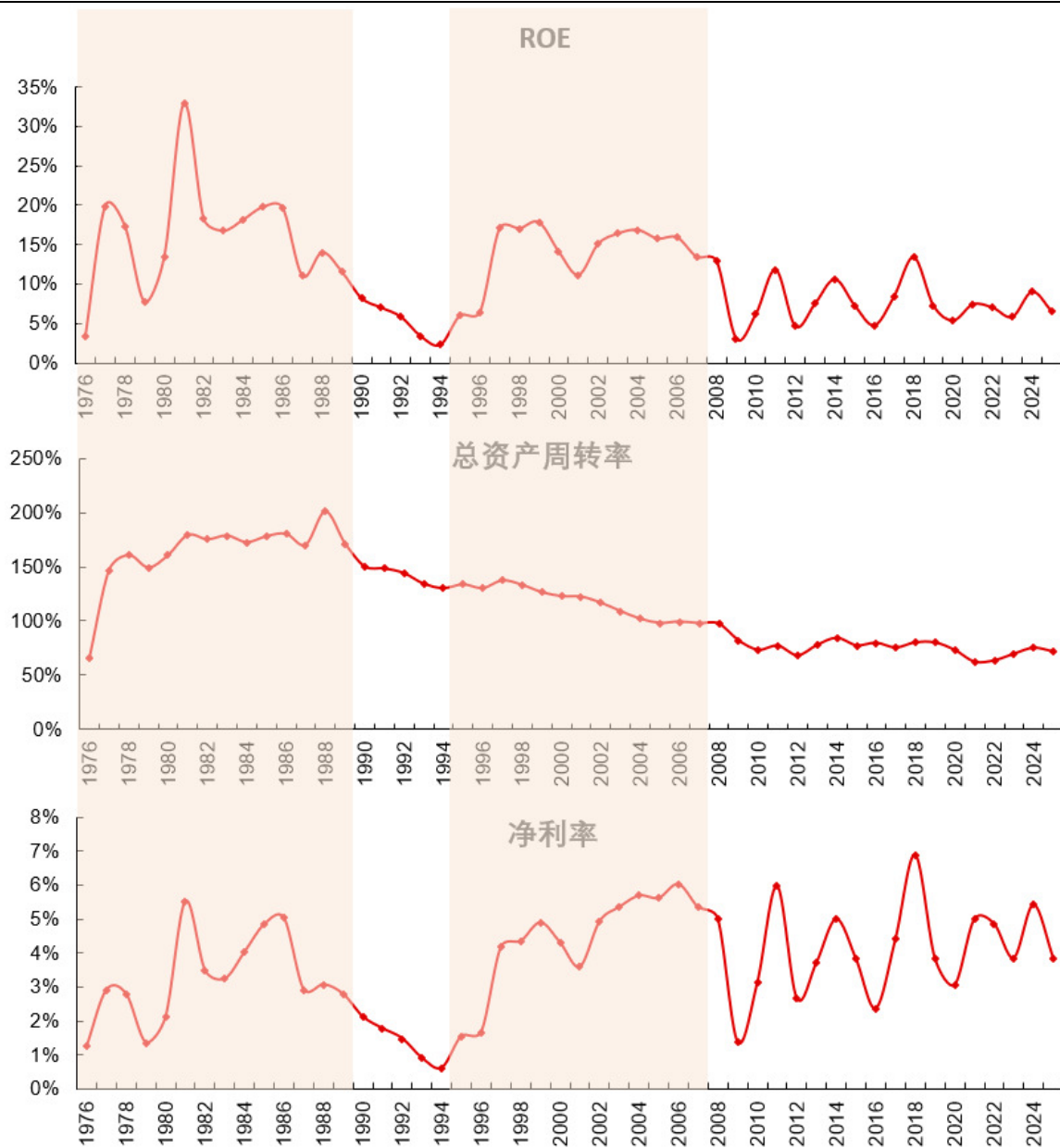


资料来源：本田官网，Bloomberg，长江证券研究所

注：因数据可得性问题，2002年及之前的国内销量根据本田官网销量图拟合，全球销量用当年全球产量代替，海外销量为以上两者差值；销量数据为自然年数据，财务数据为财年数据，所以如1995-2007年销量大致对应1996-2008财年收入和利润

**本田：随出海增长，盈利能力提升。1) 1976-1989年：**财务方面，出海占比扩张，但是石油危机期间盈利能力下滑，80年代开始本地化建厂后由于先期投入 ROE 有所下滑。  
**2) 1995-2007年：**财务方面，随出海销量和占比增长，ROE 有所提升，其中主要由净利率提高拉动，而总资产周转率有所下降。

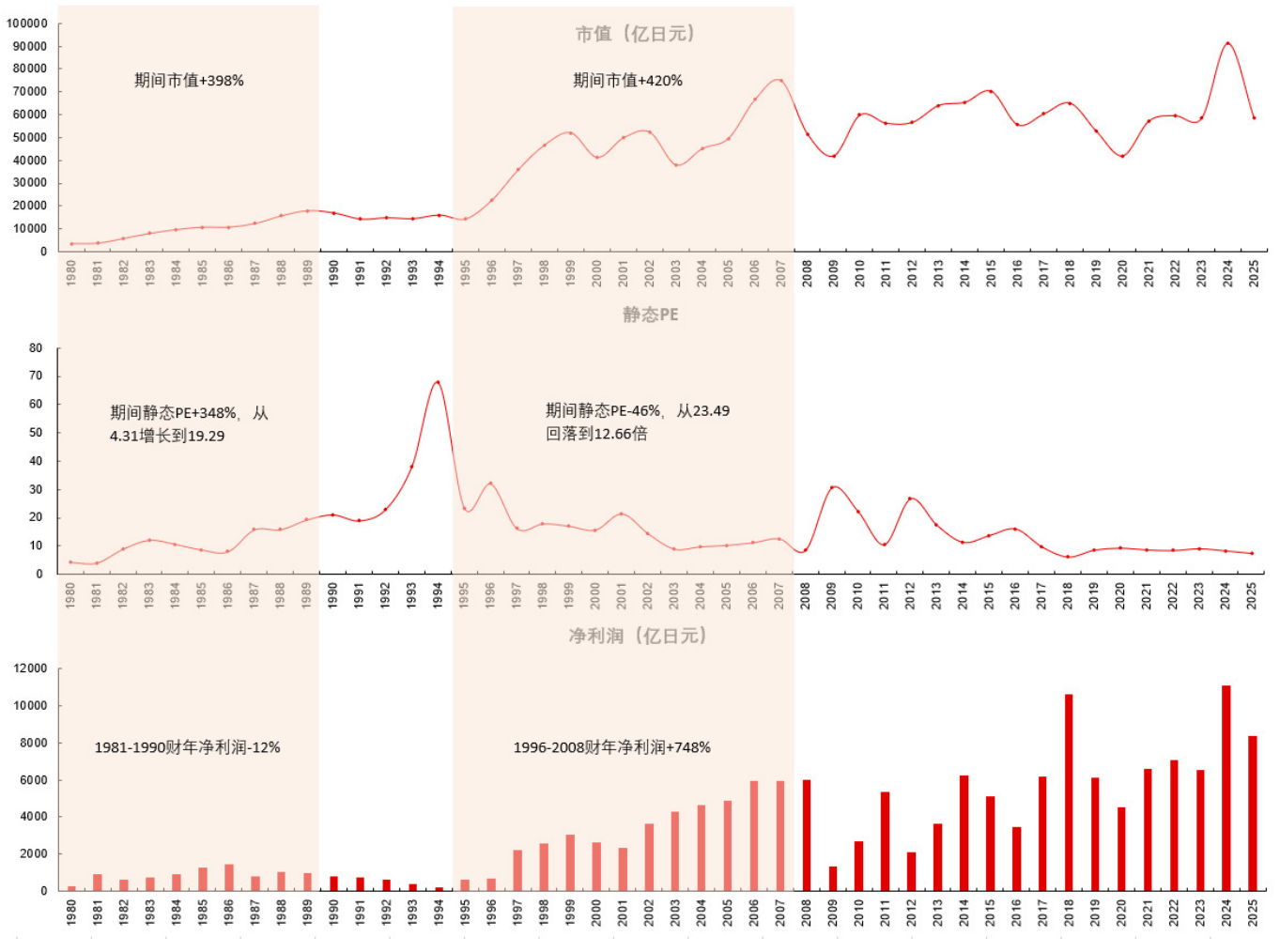
图 24：本田出海快速扩张阶段 ROE、总资产周转率、净利率变化



资料来源：本田官网，Bloomberg，长江证券研究所

**本田：出海快速增长阶段伴随市值提升。1) 1980-1989 年：**市值方面，1980-1989 年市值涨幅 398%，其中 PE 估值提升约 348%，（1981-1990 财年）净利润下滑 12%。该阶段市值上涨主要依赖于估值增长。**2) 1995-2007 年：**市值方面，1995-2007 年市值涨幅 420%，其中 PE 估值降低约 46% 回落到 12.66 倍，（1996-2008 财年）净利润提升约 748%，消化期初高估值，市值增长主要靠利润增长拉动。

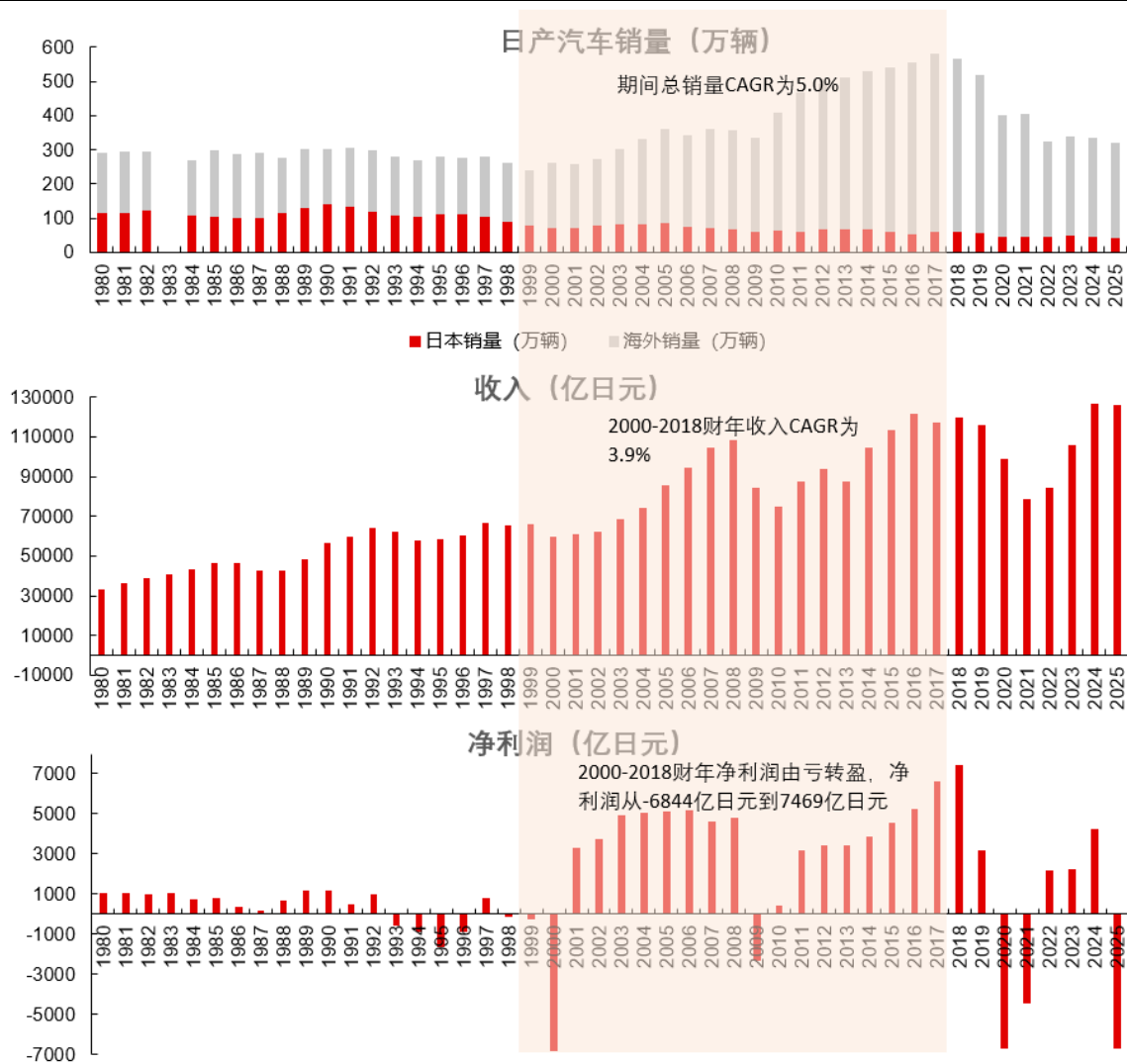
图 25：本田出海快速扩张阶段估值和净利润变化



资料来源：本田官网，Worldscope，Bloomberg，长江证券研究所

日产：1980年代、1990年代销量规模无明显增长，盈利波动在日系头部三家车企中较大。1999-2017年：期间日产总销量CAGR为5.0%，(2000-2018财年)收入CAGR为3.9%，净利润由亏转盈。日产在样本区间内出现数次亏损，经营波动在日系头部三家车企中最大。

图 26：日产销量、收入和净利润变化

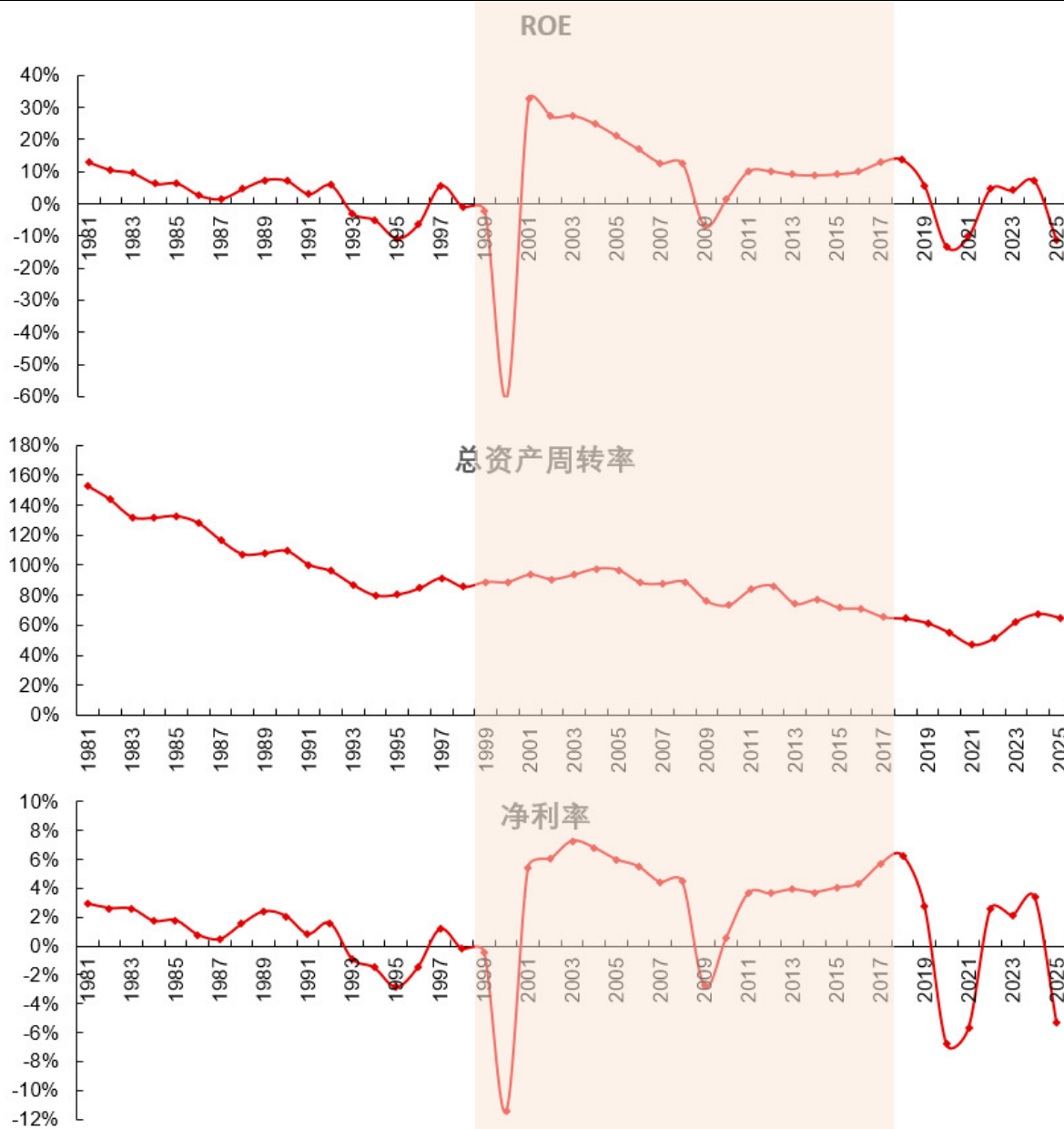


资料来源：日产官网，Bloomberg，Worldscope，长江证券研究所

注：因数据可得性问题，1956-1962年，以当年产量作为总销量，并减去出口得到日本销量；1963-1977年，以出口量作为海外销量，并以日本销量+海外销量作为总销量；1978-2008年，以出口量+海外产量作为海外销量；1983年缺失销量数据；销量数据为自然年数据，财务数据为财年数据，所以如1999-2017年销量大致对应2000-2018财年收入和利润

日产：随出海增长，盈利能力无明显提升。1999-2017年：财务方面，随出海销量和占比增长，ROE整体先下降后企稳，其中总资产周转率有所下降，净利率先下降后企稳。日产在1999-2017年的出海快速扩张阶段没有伴随盈利能力的明显提升，掌舵人戈恩以更大的销量和份额优先，而牺牲了一定的利润为代价。

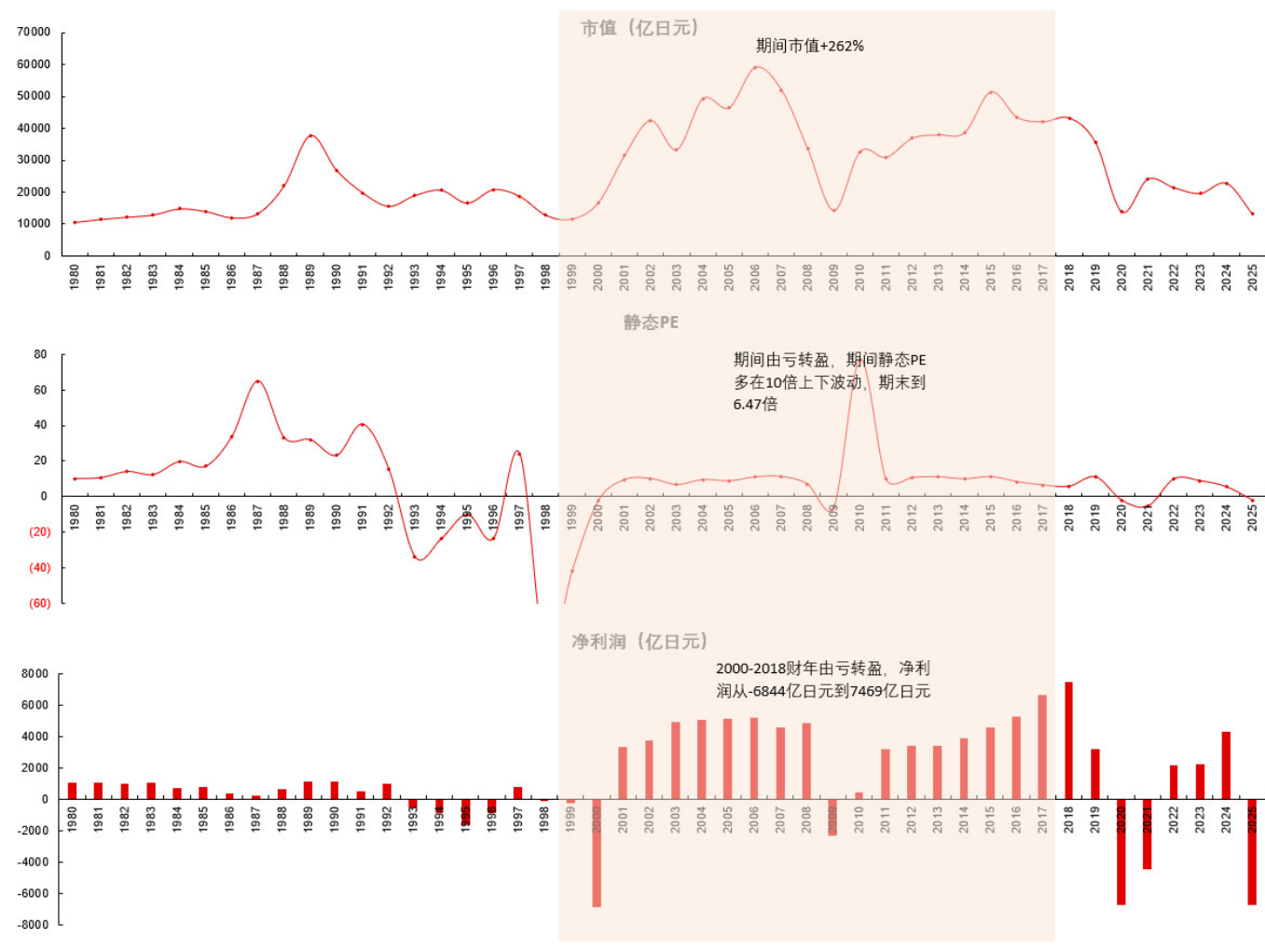
图 27：日产出海快速扩张阶段 ROE、总资产周转率、净利率变化



资料来源：Worldscope, Bloomberg, 长江证券研究所

日产：出海快速增长阶段伴随市值提升。1999-2017年：市值方面，1999-2017年市值涨幅约+262%，其中期间静态PE多在10倍上下波动，（2000-2018财年）日产由亏转盈，净利润从-6844亿日元到7469亿日元。市值增长主要靠利润增长拉动，但日产的净利润波动相较于丰田和本田更大。

图 28：日产出海快速扩张阶段估值和净利润变化

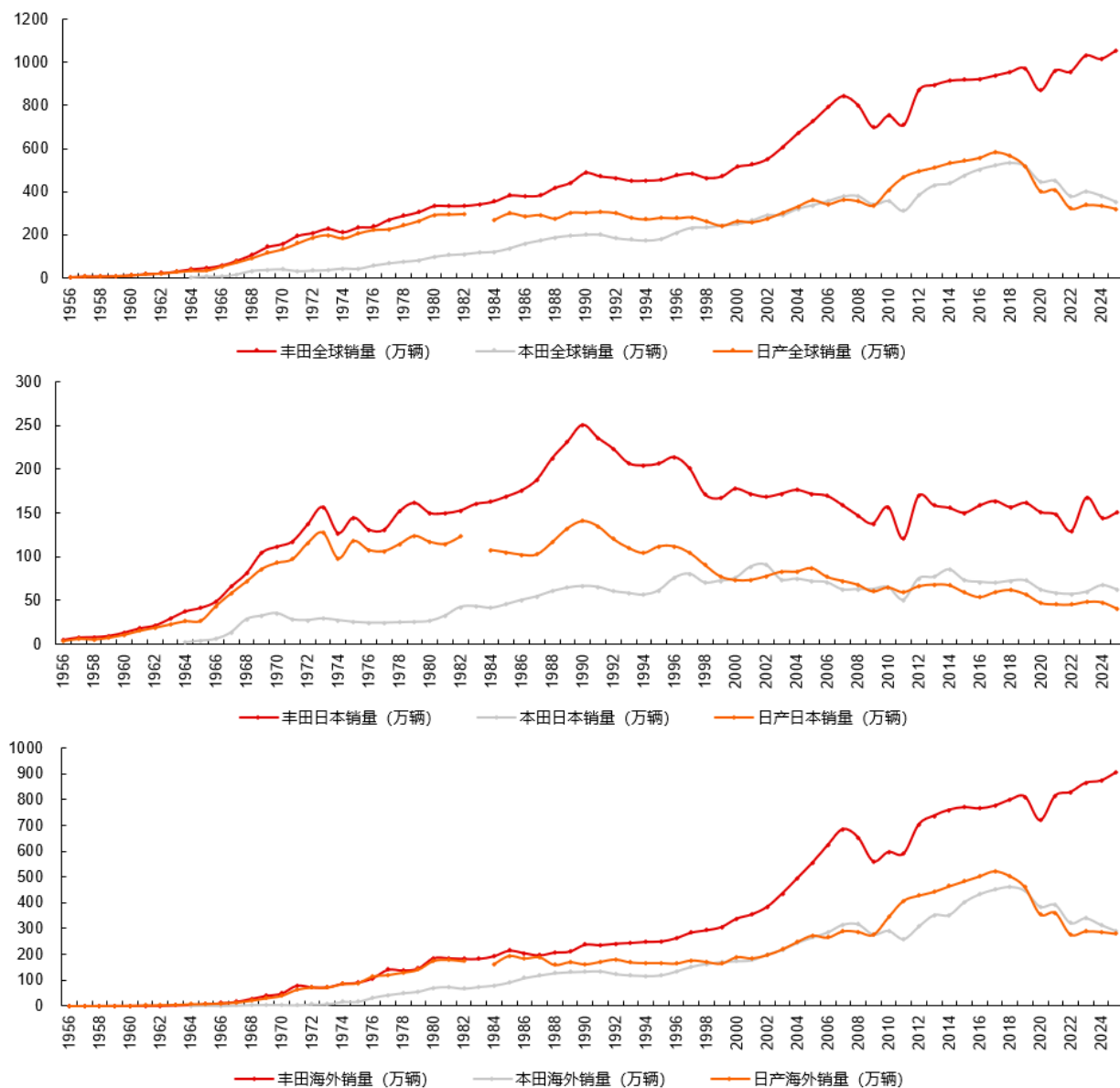


资料来源：Worldscope, Bloomberg, 长江证券研究所

## 规模领先，经营质量优异的龙头有望获得溢价

复盘过去七十年，丰田长期居日系车企销量龙头，本田与日产规模互有追赶。七十年来，无论在日本本土还是海外，丰田逐步扩大销量规模优势，巩固日系车企龙头地位。日产凭借更早的汽车工业基础，在 21 世纪之前总体规模高于本田，但在 1990 年代末经历管理和经营危机。本田以两轮车起家，1963 年进入四轮汽车业务市场，在 21 世纪以来追平甚至赶超日产汽车销量规模，成为当前日系规模龙二车企。

图 29：丰田、本田、日产汽车销量对比（万辆）

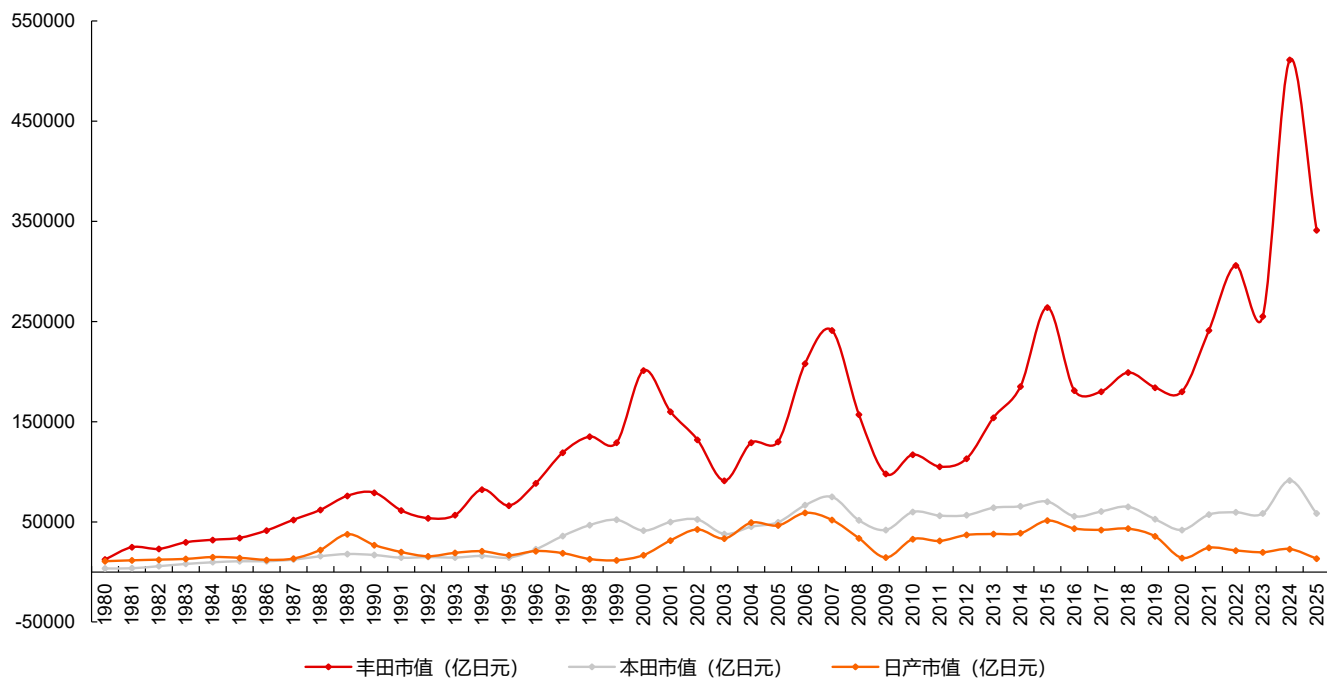


资料来源：丰田官网，本田官网，日产官网，长江证券研究所

注：丰田：1950-1974 年用丰田出口销量作为出海销量，丰田海外生产数量起量是在 1981 年及以后；本田：因数据可得性问题，2002 年及之前的国内销量根据本田官网销量图拟合，全球销量用当年全球产量代替，海外销量为以上两者差值；日产：因数据可得性问题，1956-1962 年，以当年产量作为总销量，并减去出口得到日本销量。1963-1977 年，以出口量作为海外销量，并以日本销量+海外销量作为总销量。1978-2008 年，以出口量+海外产量作为海外销量。1983 年缺失销量数据

得益于领先的规模和盈利的稳定性，丰田龙头市值地位逐步强化。1980年代以来，伴随丰田全球产销规模优势逐步扩大、盈利稳定性突出，丰田市值体量逐步与本田、日产拉开差距，龙头市值地位逐步强化。由于本田经营表现更加稳健而日产盈利波动相对较大，1990年代后期开始本田市值长期高于日产。

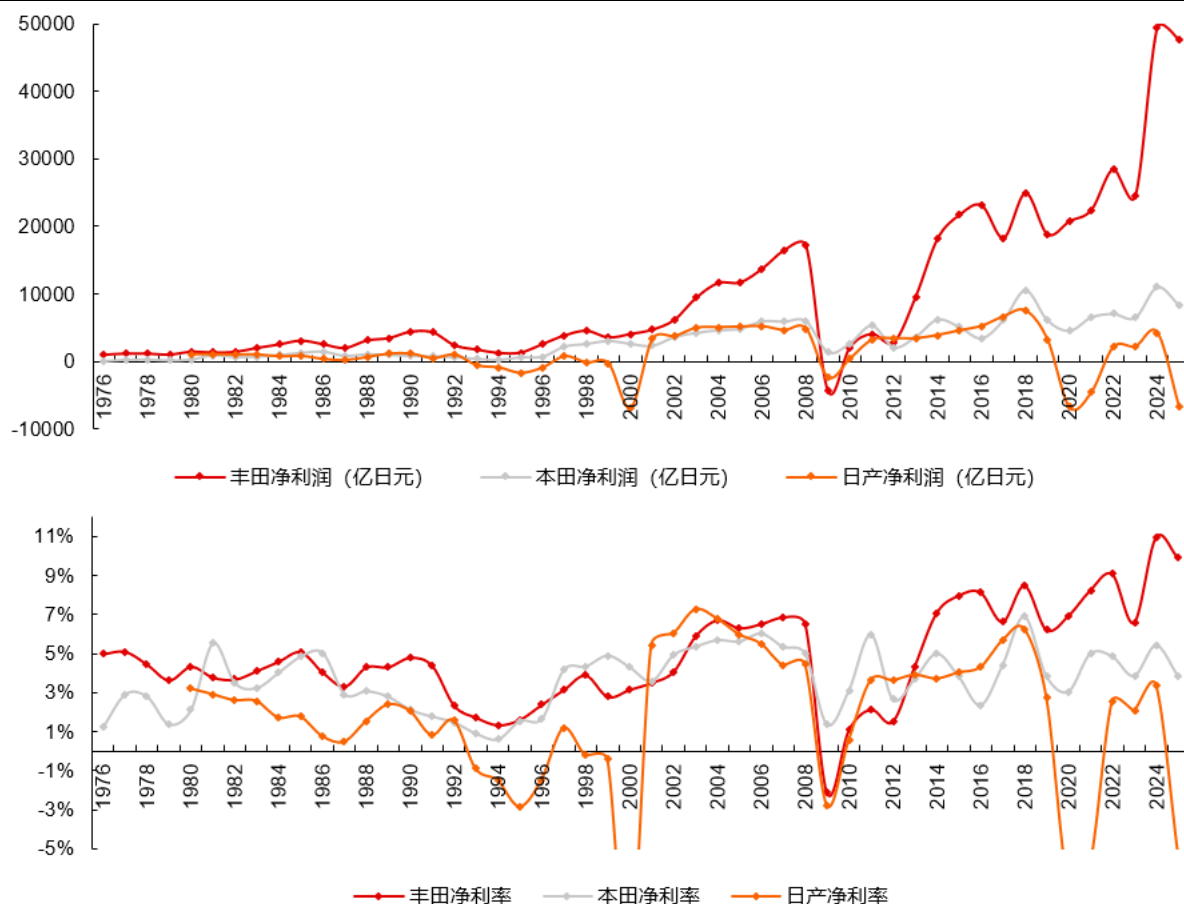
图 30：丰田、本田、日产市值对比（亿日元）



资料来源：Worldscope，长江证券研究所

**丰田盈利能力和稳定性综合稳居日系车企首位。**近五十年来看，伴随全球产销规模扩张和深耕全球本土化布局，丰田表现出较好的盈利质量和韧性，利润抬升斜率高，净利率绝对值领先，且盈利稳定性表现优异。本田盈利表现整体稳健，净利率波动幅度相对温和，抗周期能力优于日产。而日产盈利波动特征突出，数次出现亏损，净利率跌至负值，三家日系头部车企中经营韧性偏弱。

图 31：丰田、本田、日产净利润（亿日元）和净利率对比

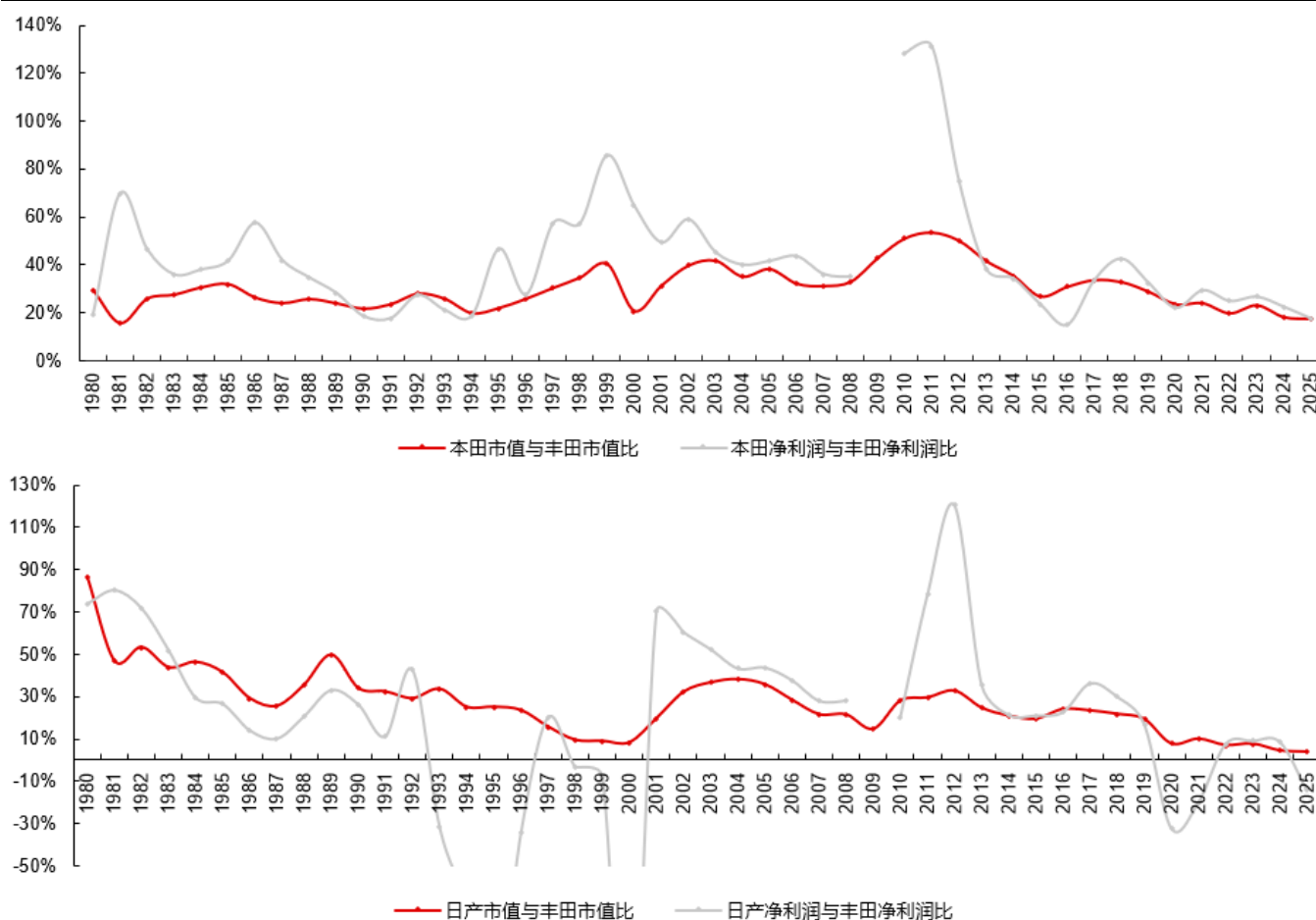


资料来源：丰田官网，本田官网，Bloomberg，Worldscope，长江证券研究所

注：丰田 1988 财年及之后为合并报表数据，此前为母公司报表数据；为展示三家车企净利率差异，日产亏损年份净利率没有完全展示

本田、日产相较于丰田的利润比值多数时间内高于市值比值，市场长期给予丰田的龙头规模和综合盈利性溢价。1) 样本区间内本田的市值多为丰田的 20-40%左右，且利润比值长期高于市值比值，如在 1980-1989 年，1995-2007 年本田相较于丰田的净利润比值高于其相较于丰田的市值比值，说明市场在出海快速扩张阶段愿意给予丰田龙头溢价。2) 1990 年代开始日产市值多为丰田的 10-30%左右，日产的净利润波动为日系头部三家车企里最大，1990 年代开始日产盈利年份中也多为相较于丰田净利润比值高于市值比值，表明市场愿意给龙头、盈利稳定性溢价。

图 32：本田、日产分别与丰田的市值比值、净利润比值



资料来源：丰田官网，本田官网，Bloomberg，Worldscope，长江证券研究所

注：2009 财年丰田出现亏损，故无法作为分母计算比值；为展示本田、日产两家车企与丰田的净利润比值差异，日产亏损年份比值没有完全展示

## 投资建议

镜鉴日本车企出海七十年，头部日本车企曾引领 1970 年代、1990 年代中叶-2000 年代两次出海黄金时代，出海快速扩张阶段往往伴随规模、盈利、市值三升，带动一国汽车行业综合竞争力的提升。此外，市场愿意给予具有规模优势和经营质量优异的龙头市值溢价。我国整车出海方兴未艾，有望迎来一轮出海黄金时期，供需合力推动新能源出海持续高景气，自主新能源出海空间广阔。中国新能源乘用车凭借领先全球的综合产品力，不断提升全球份额，中期来看，我国整车出海有望实现量利双升，孕育全球龙头车企，坚定看好中国新能源出海。

## 风险提示

- 1、**汽车销量增速不及预期。**汽车销量受经济、居民购买力、购买意愿等多种影响，若汽车销量增速不及预期或新能源需求不及预期则有可能影响下游产销。
- 2、**市场竞争加剧风险。**汽车市场竞争激烈，且多家车企正加码海外布局，车企不断推出新车型、新技术，可能导致市场竞争加剧、产品价格下降以挤压利润空间。
- 3、**海外拓展速度及销量不及预期。**可能存在海外消费者对我国品牌认知提升缓慢、营销效果不及预期，新车推出不能适应当地需求，导致行业海外销量增速不及预期。
- 4、**全球政策环境变化。**海外地缘政治可能出现新变化，各国关税及贸易政策可能出现变化，影响我国车企现有海外经营环境。



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客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。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。