

自主品牌还会剩几家?

最近一年行业指数走势



投资要点:

● 优胜劣汰是市场规律，欧美早已成稳定格局

欧美汽车产业经过几十甚至上百年的发展，尤其是全球化的影响，各国自主品牌生存环境恶劣，品牌从百花齐放到现在已所剩无几。美国/德国/日本/韩国分别剩3家、3家、7家、1家自主品牌，国内市占率依次为43.4%、55.9%、93.3%、65.4%。纵观海外国家发展历史，随着汽车行业成熟度不断提升，优胜劣汰进程也在加快，市场份额集中是大势所趋。当前中国自主品牌市占率42.1%，格局散乱，与美国市场相仿，但我国自主品牌数量达百家，产销规模10万辆以上的车企集团就有14家，而美国仅有三大品牌。

● 产销规模80-100万辆是生命线，自主品牌初显马太效应

汽车行业是典型的重资产行业，对规模经济依赖极高，因此产销规模是汽车品牌立足之根本。不同车企在品牌定位、成本控制、制造水平等方面存在差异，达到盈亏平衡的最低产销规模也不尽相同：法拉利仅9000余辆产销即可实现60亿元高额利润；马自达、斯巴鲁达到盈亏平衡的最低产销规模为130万辆/60万辆。中国的自主品牌产品定位低于海外品牌，我们估算其生存极限为年产销规模不低于80-100万辆。众多达不到此规模的品牌将从市场消失，不然也就是依靠外部持续支持下“刷存在感”。合资品牌的下沉对自主品牌生存形成了较大冲击，但国内巨大且仍具增长潜力的汽车市场以及广阔的海外市场，都为中国品牌崛起留有空间。未来自主品牌的发展方向为：1) 优胜劣汰，抢占其它自主品牌市场份额；2) 向上挤占弱势合资品牌的市场份额；3) 进军海外，向国际市场要份额。部分优秀中国品牌在解决生存问题后，有望继续扩大规模，形成年产销300-500万辆的全球一线车企。

● “剩者”即为“胜者”，未来中国品牌或呈现“3+3+1”格局

中国汽车市场进入低速增长期，难有新的风口给弱势品牌带来新机遇，部分中国车企已建立优势，对未来市场更有话语权。当前年产销规模超过50万辆的中国品牌有10家，未来能剩下的胜者或在其中产生。我们认为，未来中国品牌可能呈现“3+3+1”的市场格局，即：3家国企：上汽、广汽、长安；3家民企：吉利、长城、比亚迪；1家合资自主：上汽通用五菱。未来中国品牌的主流玩家或不会超出这七家范围。

● 风险提示：国内宏观经济运行不及预期；汽车行业景气度不及预期；合资品牌对自主品牌冲击超预期；车企自身战略决策严重失误。

联系信息

彭勇

分析师

SAC证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

吴鹏

分析师

SAC证书编号: S0160518110001

wupeng@ctsec.com

相关报告

- 1 《中国汽车产业展望报告之一：汽车销量见顶了吗？》 2019-01-09
- 2 《中国汽车产业展望报告之二：汽车股还有戏吗？》 2019-02-28

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (08.06)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000625	长安汽车	349.6	7.3	0.14	0.09	0.89	52.0	80.9	8.2	买入
600104	上汽集团	2,783.0	23.8	3.1	2.78	2.95	7.7	8.6	8.1	买入
601633	长城汽车	684.6	7.5	0.57	0.49	0.54	13.2	15.3	13.9	增持
601238	广汽集团	1,082.1	10.6	1.07	0.92	1.00	9.9	11.5	10.6	增持
002594	比亚迪	1401.0	51.4	1.02	0.83	0.78	50.4	61.9	65.9	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、海外国家自主品牌格局	4
1.1 美国——通用、福特、克莱斯勒三足鼎立，新势力特斯拉搅局	4
1.2 日本——一超多强，日本品牌市占率超 90%	5
1.3 德国——大众、奔驰、宝马三分天下	6
1.4 法国——自主品牌通过收购兼并做大做强	7
1.5 韩国——现代起亚垄断国内市场	8
2、汽车企业最低产销规模探讨	11
2.1 普通品牌最低产销规模探讨——以日本为例	11
2.2 从马自达看普通品牌最低产销规模	12
2.3 从斯巴鲁看普通品牌最低产销规模	15
2.4 定位不同的汽车品牌，最低产销规模差异较大	17
2.5 超豪华品牌“价胜于量”，不在最低产销规模讨论范畴	20
3、中国自主品牌生存业态与极限探讨	23
3.1 从宏观视角看中国自主品牌的生存业态	23
3.2 从微观视角看中国自主品牌的生存极限	27
3.3 小结：中国品牌达到盈亏平衡的最低产销规模为 80-100 万辆	33
4、自主品牌未来格局	35
4.1 中国车市高速增长红利逝去，格局集中是大势所趋	35
4.2 未来中国自主品牌市场格局——“3+3+1”	35
5、风险提示	42

图表目录

图 1：美国汽车销量与同比增速	4
图 2：美国品牌国内市占率（2018 年）	4
图 3：美国三大品牌市占率常年稳定	5
图 4：美国汽车品牌梳理	5
图 5：日本汽车销量与同比增速	6
图 6：日本品牌国内市占率（2018 年）	6
图 7：日本汽车品牌梳理	6
图 8：德国汽车销量与同比增速	7
图 9：德国品牌国内市占率（2018 年）	7
图 10：德国汽车品牌梳理	7
图 11：法国汽车销量与同比增速	8
图 12：法国品牌国内市占率（2018 年）	8
图 13：法国汽车品牌梳理	8
图 14：韩国汽车销量与同比增速	9
图 15：韩国品牌国内市占率（2018 年）	9
图 16：韩国汽车品牌梳理	9
图 17：各国自主品牌在其国内市占率（2018 年）	10
图 18：日本汽车销量与同比增速	11
图 19：日本乘用车市场格局（2018 年）	11
图 20：日本 7 大汽车品牌国内和海外销售占比（2018 年）	12
图 21：日本各车企 2018 年销量	12
图 22：马自达历年销量与同比增速	13
图 23：马自达全球各区域销量占比（2017 年）	13
图 24：马自达营业收入与同比增速	14
图 25：马自达净利润与同比增速	14
图 26：马自达毛利率	15
图 27：马自达 ROE	15
图 28：斯巴鲁销量与同比增速	15

图 29: 斯巴鲁全球各区域销量占比 (2018 年)	15
图 30: 斯巴鲁营业收入与同比增速	16
图 31: 斯巴鲁归母净利润与同比增速	16
图 32: 斯巴鲁毛利率	17
图 33: 斯巴鲁 ROE	17
图 34: 马自达与斯巴鲁单车价格对比 (2018 年)	18
图 35: 马自达与斯巴鲁单车利润对比 (2018 年)	18
图 36: 马自达以运动化外形和独特技术提升品牌辨识度	19
图 37: 斯巴鲁以个性的技术宅为品牌定位	19
图 38: 法拉利 488	20
图 39: 法拉利营业收入与同比增速	21
图 40: 法拉利归母净利润与同比增速	21
图 41: 法拉利历年销量与同比增速	21
图 42: 法拉利单车价格	21
图 43: 各车企历年毛利率	22
图 44: 全球汽车销量前三十的国家 (2018 年)	23
图 45: 各国汽车销量占全球销量比重 (2018 年)	24
图 46: 各国千人汽车保有量	25
图 47: 各国自主品牌在本国的市占率 (2018 年)	26
图 48: 各国自主品牌在本国的市占率 (2018 年)	26
图 49: 捷达 VS5	27
图 50: 造车成本拆分	28
图 51: 2018 年中国品牌乘用车销量前五名企业集团	29
图 52: 广汽自主历年销量	29
图 53: 广汽集团营业收入与同比增速	29
图 54: 广汽集团研发投入资本化率	31
图 55: 上汽自主历年销量	32
图 56: 上汽自主尚未盈利	32
图 57: 各车企研发投入 (2018 年)	32
图 58: 上汽集团研发投入基本费用化	32
图 59: 中国汽车市场步入缓增长阶段	35
图 60: 2018 年中国品牌乘用车销量前五名车企	36
图 61: 北汽集团各独立运营主体乘用车销量 (2018 年)	37
图 62: 北汽股份自主常年亏损	38
图 63: 东风汽车集团各独立运营主体乘用车销量 (2018 年)	39
图 64: 奇瑞集团各独立运营主体乘用车销量 (2018 年)	39
图 65: 奇瑞、吉利、长城历年乘用车销量	40
图 66: 国内 SUV 销量与同比增速	40
表 1: 马自达各车型与销量 (2017 年)	13
表 2: 中国汽车市场空间预测	25
表 3: 广汽自主盈利情况	30
表 4: 各车企研发投入资本化情况	31
表 5: 广汽自主盈利情况 (研发投入资本化率调整为 35%)	31
表 6: 上汽自主盈利情况 (研发投入资本化率调整为 25%)	33
表 7: 未来自主格局——“3+3+1”	41

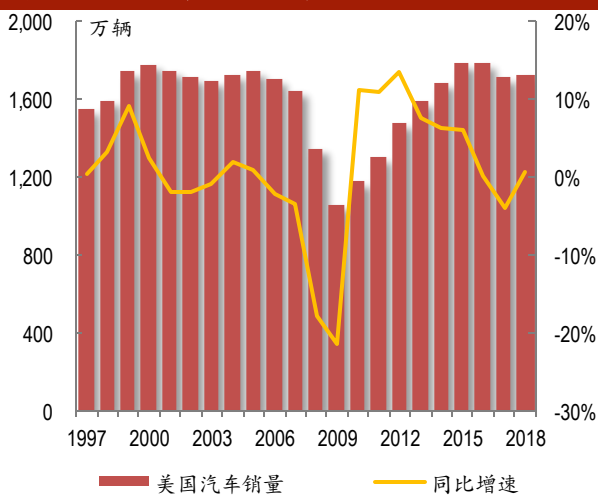
1、海外国家自主品牌格局

世界主要汽车强国都已形成稳定的乘用车竞争格局，不考虑品种繁多的子品牌：美国有通用、福特、克莱斯勒三大独立的车企品牌，还有新势力——特斯拉；德国有大众、奔驰、宝马三大独立品牌；日本有丰田、本田、日产、马自达、斯巴鲁、铃木、三菱七大独立品牌；法国有 PSA、雷诺两大独立品牌；韩国有现代起亚（2000 年合并）一家独立品牌。各国的汽车品牌都是在一轮轮行业洗牌中沉淀下来的，与此同时一些汽车品牌已悄然退出历史舞台。中国汽车行业正处于加速洗牌过程中，群雄逐鹿格局逐渐明朗，海外成熟市场的发展规律与格局演变将为我们判断中国自主品牌的格局提供重要的借鉴。

1.1 美国——通用、福特、克莱斯勒三足鼎立，新势力特斯拉搅局

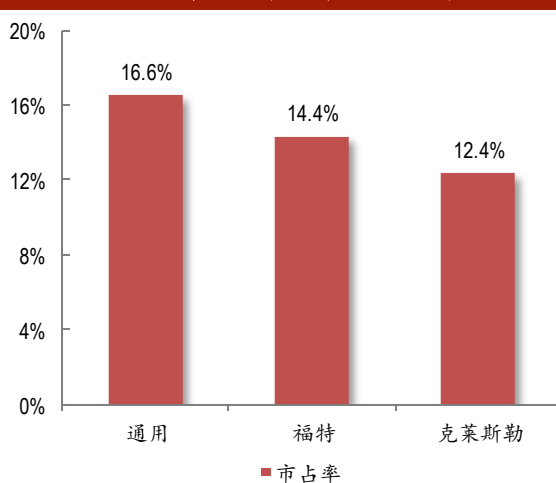
美国汽车行业格局较为稳定集中，三大车企在美国的市占率为 43.4%。美国汽车市场是全球最大且最成熟的汽车市场之一，2000 年美国汽车销量达阶段高点 1781.2 万辆，2018 年销量 1782.5 万辆，与 2000 年销量基本一致。成熟稳定的市场环境下，美国品牌的格局较为稳定：2018 年通用在美国销量为 295.4 万辆，市占率 16.6%；福特销量 256.2 万辆，市占率 14.4%；克莱斯勒销量 221.2 万辆，市占率 12.4%。近年来新势力特斯拉销量快速走高，形成对传统汽车的冲击之势，2018 年特斯拉在美国销量 18.8 万辆，市占率 1.1%。

图 1：美国汽车销量与同比增速



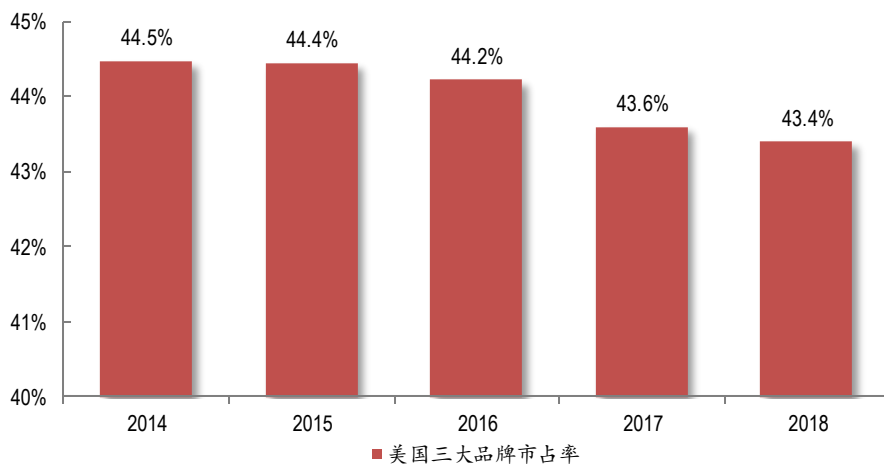
数据来源：WARDAUTO，财通证券研究所

图 2：美国品牌国内市占率（2018 年）



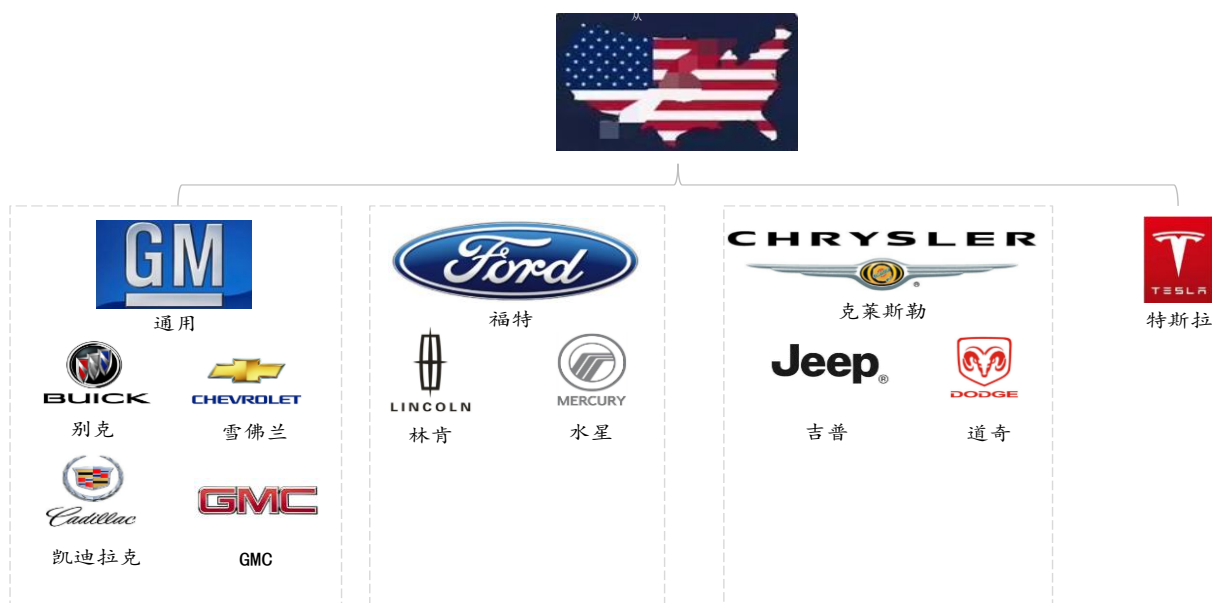
数据来源：Marklines，财通证券研究所

图 3：美国三大品牌市占率常年稳定



数据来源：Marklines，财通证券研究所

图 4：美国汽车品牌梳理



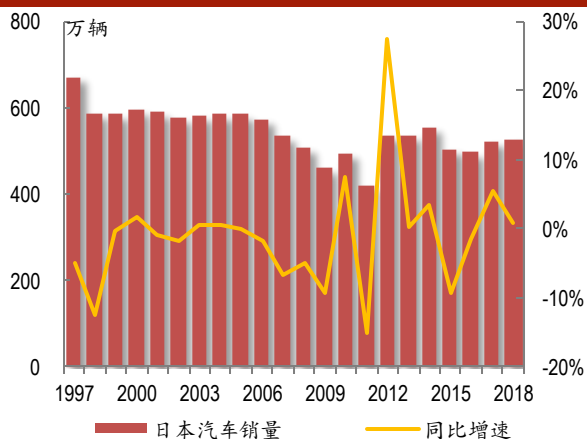
数据来源：财通证券研究所

1.2 日本——一超多强，日本品牌市占率超 90%

日本汽车市场格局稳定，基本被日本品牌占据。日本汽车市场自 1990 年达到销量峰值 777.7 万辆后，销量趋势下行，进入存量阶段。当前日本汽车销量基本维持在 500 万辆左右，高度成熟的市场环境下，日本各大车企已经历搏杀形成较为稳定格局。其中丰田一家独大，2018 年日本国内市占率高达 42.3%；本田次之，市占率 15.8%；铃木小型车居多，故市占率较高为 14.1%；日产市占率 11.6%。除

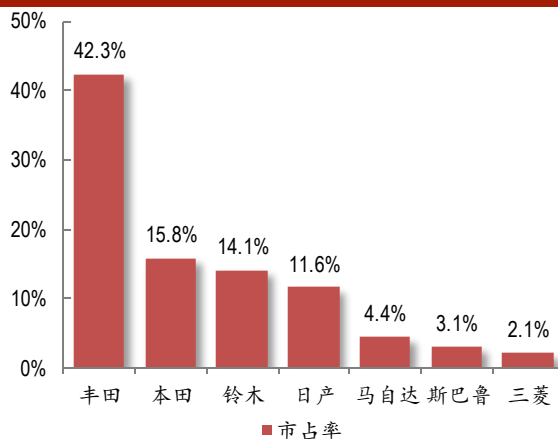
此之外，马自达（4.4%）、斯巴鲁（3.1%）、三菱（2.1%）市占率较低。日本品牌市占率合计高达 93.3%，国内市场基本被日本车企霸占。

图 5：日本汽车销量与同比增速



数据来源：日本自动车工业会，财通证券研究所

图 6：日本品牌国内市占率（2018 年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

图 7：日本汽车品牌梳理

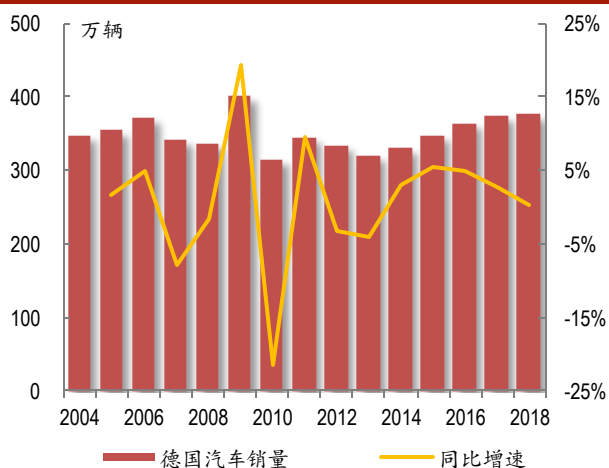


数据来源：财通证券研究所

1.3 德国——大众、奔驰、宝马三分天下

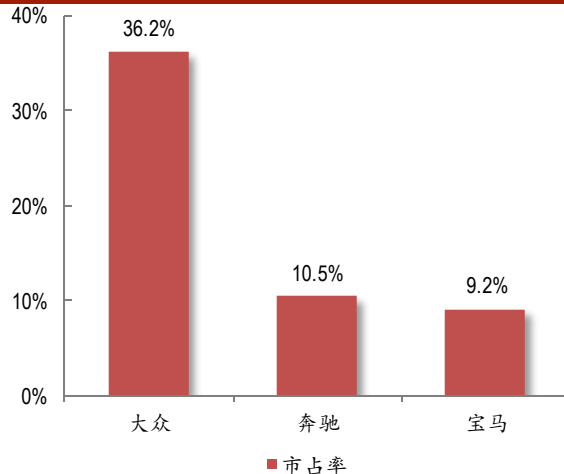
德国市场参与者较少，格局较优。德国汽车市场早已进入成熟阶段，近年来销量维持 350-400 万辆。存量市场下，德国汽车品牌各自划分市场，大众不同子品牌对低中高端市场全覆盖，奔驰、宝马占据高端市场。2018 年德国汽车销量 376.4 万辆，乘用车销量 343.6 万辆，其中：大众（包括大众、斯柯达、奥迪、保时捷等）销量 124.3 万辆，市占率 36.2%；奔驰销量 36.0 万辆，市占率 10.5%；宝马销量 31.5 万辆，市占率 9.2%，德国品牌市占率合计 55.9%。

图 8：德国汽车销量与同比增速



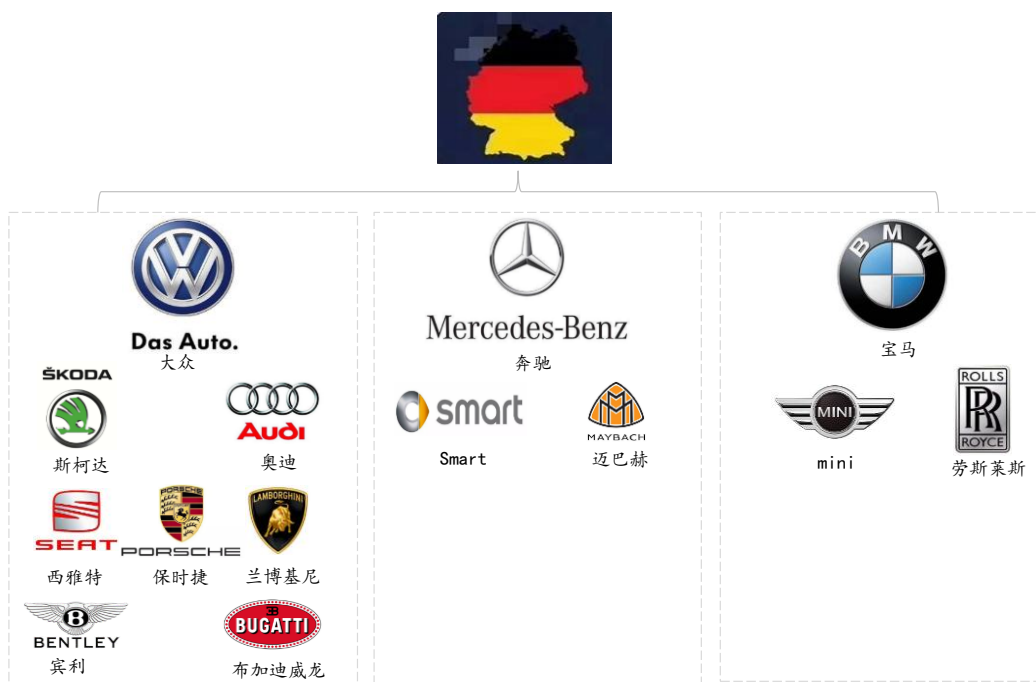
数据来源：Marklines, 财通证券研究所

图 9：德国品牌国内市占率（2018 年）



数据来源：Marklines, 财通证券研究所

图 10：德国汽车品牌梳理



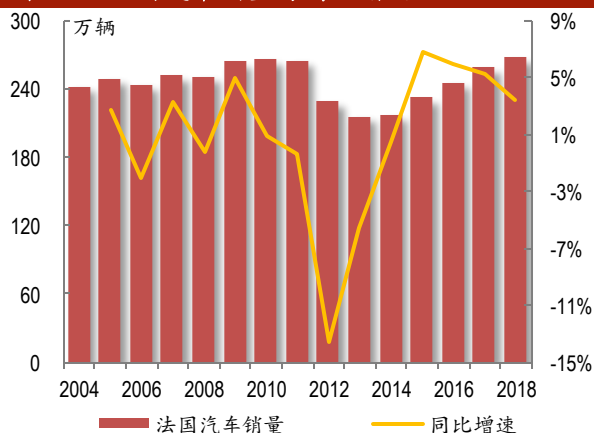
数据来源：财通证券研究所

1.4 法国——自主品牌通过收购兼并做大做强

法国品牌走向合并，市场格局进一步集中。法国车市是较早进入成熟阶段的汽车市场之一，当前竞争业态稳定。法国品牌通过合并走向格局集中，当前仅有 PSA（标致和雪铁龙合并而来）、雷诺（1999 年与日产结盟）两大品牌。近年来法国汽车销量维持 250-270 万辆区间，2018 年国内汽车销量 267.9 万辆，乘用车 217.3

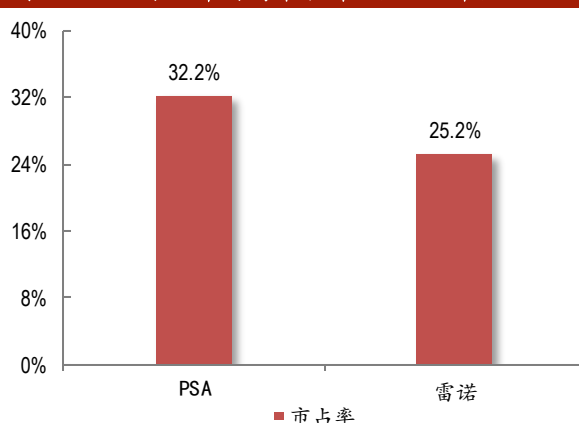
万辆,其中 PSA 销量 69.9 万辆,市占率 32.2%;雷诺销量 54.8 万辆,市占率 25.2%,自主品牌市占率合计 57.4%。

图 11: 法国汽车销量与同比增速



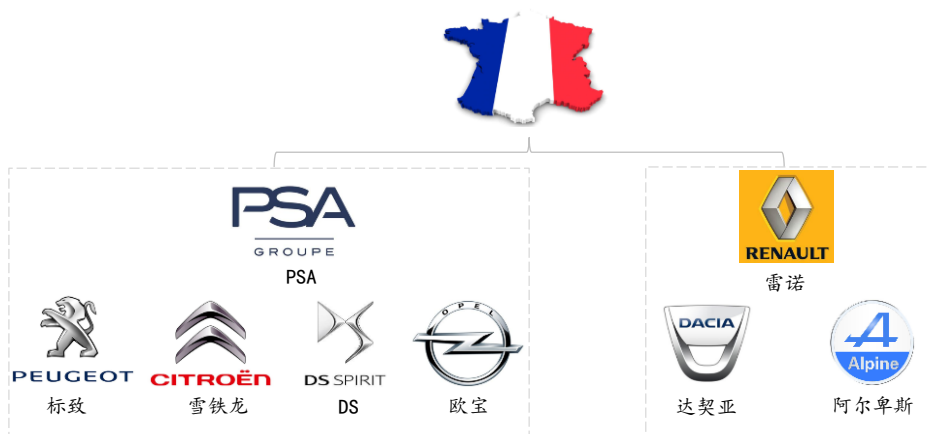
数据来源: Marklines, 财通证券研究所

图 12: 法国品牌国内市占率 (2018 年)



数据来源: Marklines, 财通证券研究所

图 13: 法国汽车品牌梳理

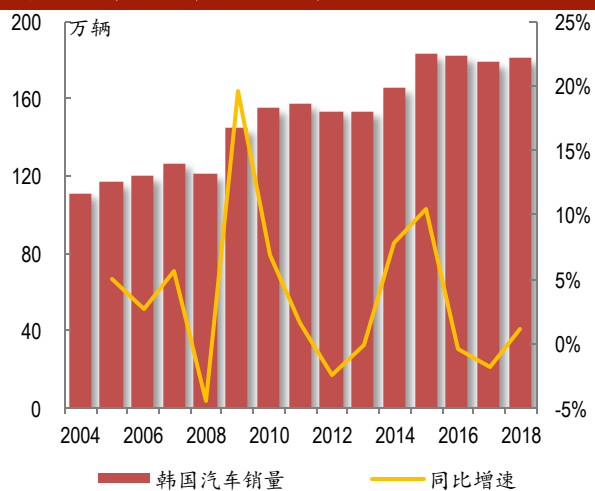


数据来源: 财通证券研究所

1.5 韩国——现代起亚垄断国内市场

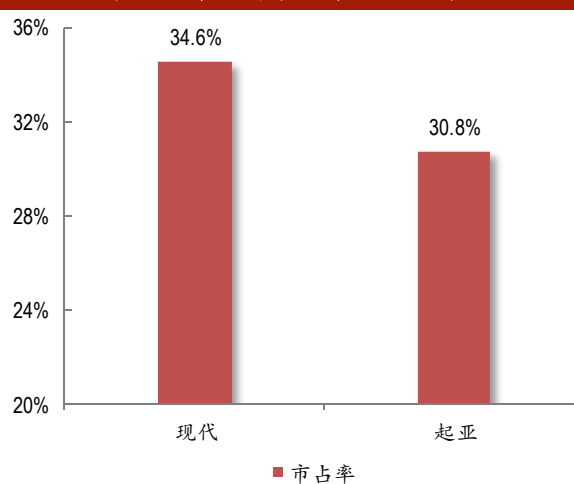
韩国车市空间狭小,现代起亚垄断市场。纵观全球成熟的汽车市场,韩国汽车市场是空间最小的市场之一。近年来韩国汽车销量维持在 180 万辆左右,不足中国汽车市场的 7%,如此狭小的市场容不下过多品牌参与竞争。受 1997 年亚洲金融风暴影响,起亚濒临破产,韩国政府出面促成 2000 年现代与起亚合并,由此韩国品牌格局进一步集中。2018 年韩国汽车销量 181.3 万辆,乘用车销量 157.7 万辆,其中现代销量 54.5 万辆,市占率 34.6%;起亚销量 48.5 万辆,市占率 30.8%,韩国品牌市占率合计高达 65.4%。由于现代起亚的中低端定位,覆盖不了国内豪华车市场,因此韩国品牌国内市场率无法达到日本 (93.3%) 的水平。

图14：韩国汽车销量与同比增速



数据来源：Marklines, 财通证券研究所

图15：韩国品牌国内市占率（2018年）



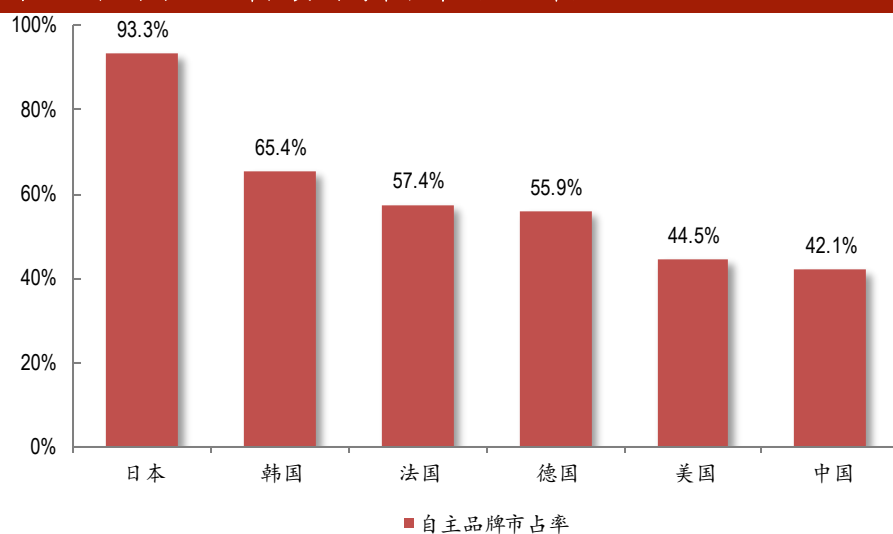
数据来源：Marklines, 财通证券研究所

图16：韩国汽车品牌梳理



数据来源：财通证券研究所

图17：各国自主品牌在其国内市占率（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

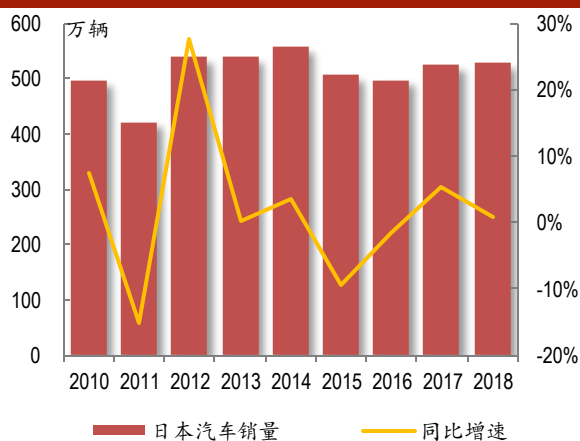
2、汽车企业最低产销规模探讨

2.1 普通品牌最低产销规模探讨——以日本为例

国内车市已逐渐由成长市场向成熟市场过渡，未来行业格局的变化将是车市的主基调。中国汽车品牌数量之多，远胜其他成熟汽车市场，日本有7家汽车品牌，美国仅有3家，中国品牌多达百家，行业格局走向集中是必然趋势，未来中国品牌还会剩几家是我们非常关注的问题。由于日本汽车市场是世界最成熟的市场之一，且已形成稳定格局，千万辆与百万辆产销规模的汽车企业共存，因此我们主要以成熟的日本市场与车企为参照，借以分析未来中国品牌可能的市场格局。

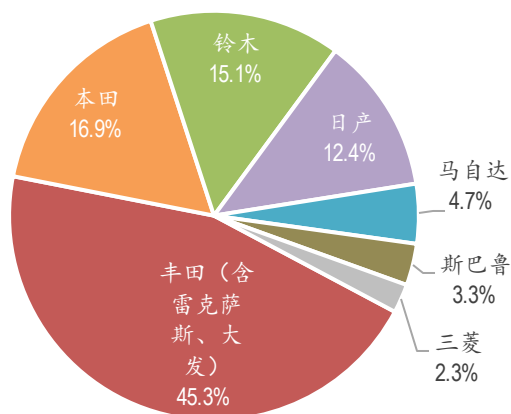
日本汽车市场容量小，日本品牌向海外要生存空间。2018年日本汽车销量527.2万辆，同比增长0.7%，但日本汽车品牌的全球销量约3000万辆。日本国内的市场容量较小，日本品牌基本通过走向海外满足自身的生存和扩张。

图18：日本汽车销量与同比增速



数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

图19：日本乘用车市场格局（2018年）



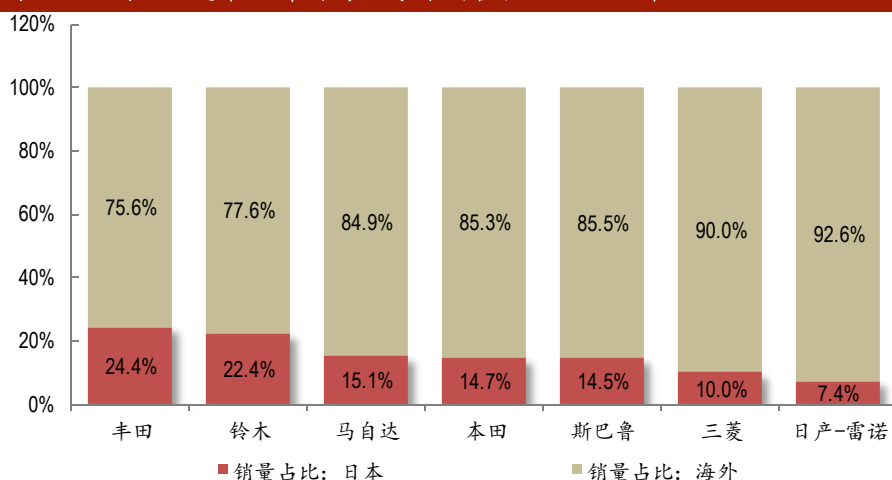
数据来源：日本自动车工业协会，财通证券研究所

日本品牌国内市占率93.3%，集中度较高。从日本乘用车市场格局看：丰田一家独大，2018年市占率为45.3%，本田市占率16.9%，铃木市占率15.1%，日产市占率12.4%，CR4为83.7%。此外，马自达（4.4%）、斯巴鲁（3.1%）、三菱（2.1%）合计市占率近10%，7家日本品牌国内市占率合计达93.3%，集中度极高。除了丰田外，其它品牌在日本国内生存压力都很大，尤其是马自达、斯巴鲁、三菱年销量只有十几二十万辆，根本不可能依靠国内市场生存下来，需要通过海外扩展来获得生存空间。

日本品牌在国内市场已做到极致，出海是生存或壮大的唯一出路。2018年，丰田在日本国内市占率近50%，但只占其总销量的24.4%，海外销量占比高达75.6%。从其他车企的海外销量占比来看，铃木（77.6%）、马自达（84.9%）、本田（85.3%）、斯巴鲁（85.5%）、三菱（90.0%）、日产-雷诺（92.6%）均处于较高水平，也就是

说日本狭小的汽车市场并不能满足自主品牌的成长需求，走向海外是日本车企想要生存或壮大的必由之路。

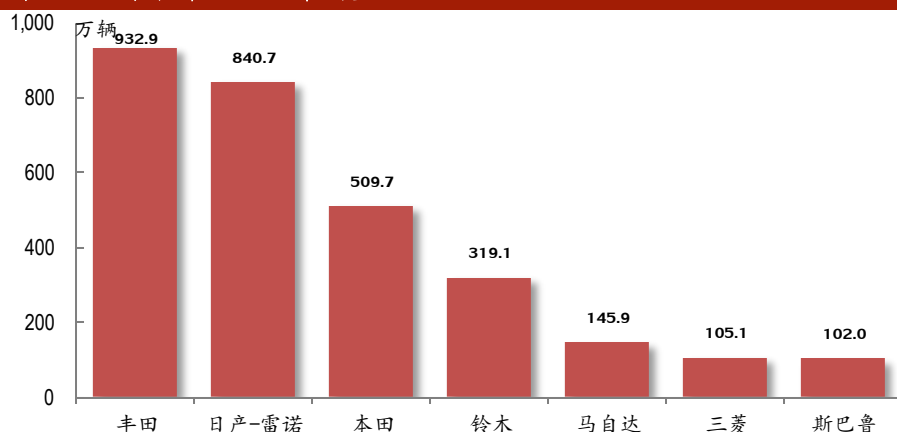
图20：日本7大汽车品牌国内和海外销售占比（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

日本品牌的最低产销规模为100万辆。通过扎根本国市场，以及积极的全球战略，日本品牌不断做大，涌现出丰田、日产、本田这类全球巨头，2018年丰田销量932.9万辆，日产-雷诺销量840.7万辆，本田销量509.7万辆。此外，日本也出现了一批“小而美”品牌，这类品牌专注找准自身的市场及产品定位，做强做精，而不盲目追求规模，2018年马自达销量145.9万辆、三菱销量105.1万辆、斯巴鲁销量102.0万辆。从发展了几十年的日本车企经验看，100万辆基本为单一车企的生存最低产销规模。

图21：日本各车企2018年销量



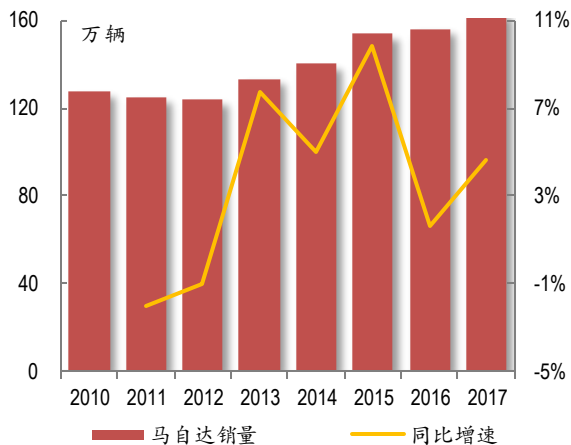
数据来源：Marklines，财通证券研究所

2.2 从马自达看普通品牌最低产销规模

马自达是销量常年维持在120-200万辆的普通汽车品牌，2017年马自达全球销量

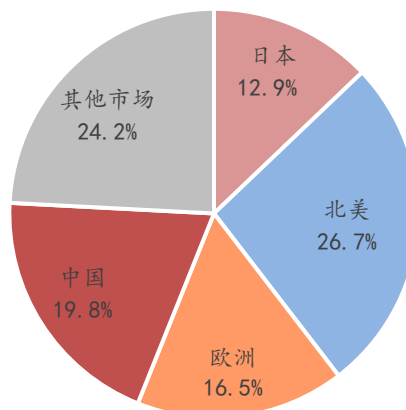
163.1万辆，其中日本21.0万辆(12.9%)、北美43.5万辆(26.7%)，欧洲26.9万辆(16.5%)，中国32.2万辆(19.8%)，其他市场39.4万辆(24.2%)。马自达在日本国内的销售占比仅为12.9%，海外销量占比高达87.1%。

图22：马自达历年销量与同比增速



数据来源：马自达年报，财通证券研究所

图23：马自达全球各区域销量占比（2017年）



数据来源：马自达年报，财通证券研究所

马自达一直坚守在自己的产品领域，产品扩张较为谨慎。不像其他车企，旗下品牌或车型较多，马自达产品体系十分稳定，车型数量较少，2017年马自达旗下仅有10款车型，主力车型马自达2、马自达3、马自达6等销量常年较为稳定。当然开发全新车系意味着巨额的研发开支，也需要更大的产销规模来维持盈亏平衡。在现有车系基础上稳步更新换代，可以节省开支，在一个相对较小的规模上维持良好的造血循环机制。

表1：马自达各车型与销量（2017年）

<p>MAZDA CX-3</p>  <p>16.0万辆</p>	<p>MAZDA 2 (Japanese name: Demio)</p>  <p>15.6万辆</p>	<p>MAZDA CX-4</p>  <p>7.2万辆</p>	<p>MAZDA 3 (Japanese name: Axela)</p>  <p>44.2万辆</p>
<p>MAZDA CX-5</p>  <p>44.5万辆</p>	<p>MAZDA 6 (Japanese name: Atenza)</p>  <p>15.2万辆</p>	<p>MAZDA CX-8</p>  <p>1.3万辆</p>	<p>MAZDA MX-5 (Japanese name: Roadster)</p>  <p>3.6万辆</p>
<p>MAZDA CX-9</p>  <p>5.3万辆</p>	<p>MAZDA BT-50</p>  <p>3.6万辆</p>		

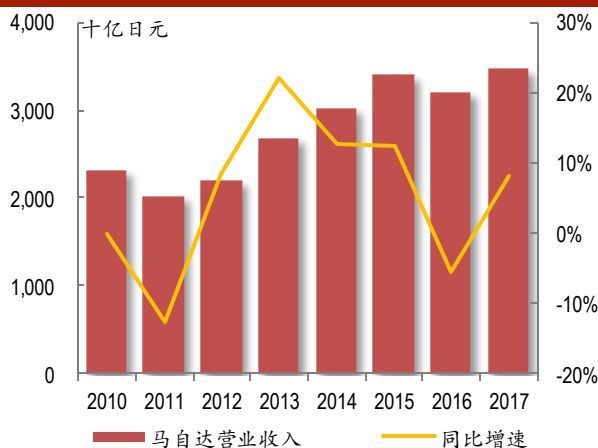
数据来源：马自达年报，财通证券研究所

马自达财务分析——盈亏平衡点为130万辆

自2013年开始，马自达营收规模常年稳定在2.7万亿日元—3.5万亿日元（1500-2000亿人民币），归母净利润常年维持在938亿日元—1588亿日元（50-90亿元人民币）。2017年马自达全球销量163.1万辆，实现营业收入3.5万亿日元（约合人民币2009亿元），归母净利润1121.0亿日元（约合人民币65亿元）。单车价格12.3万人民币，单车利润3975元人民币。

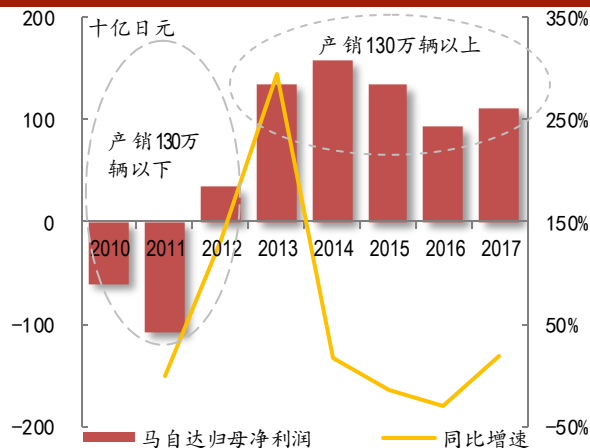
但在2008-2012年期间，马自达曾经历连续4年亏损，2012年虽未亏损，但也仅实现净利润343亿日元（约合人民币24.7亿元）。而2008-2011年马自达销量均不足130万辆，2012年销量123.5万辆，虽在销量不足130万辆的水平上实现盈利，但利润规模与销量130万辆以上的年份差距较大。因此我们推断，马自达实现盈利的最低产销规模约130万辆。

图24：马自达营业收入与同比增速



数据来源：马自达年报，财通证券研究所

图25：马自达净利润与同比增速



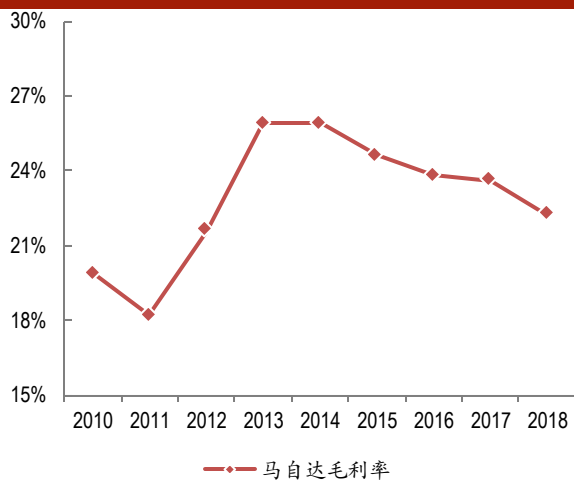
数据来源：马自达年报，财通证券研究所

汽车行业投入大，对规模效应要求高。汽车行业是典型的重资产行业，巨大的固定资产、高额的持续研发费用、差距较大的采购成本和较低的盈利能力，使得汽车行业具有显著的规模经济效应。作为车企而言，想要实现盈利，得同时在收入端和成本端表现的非常优异。同时由于汽车行业的典型周期性，销量和价格的波动往往会对原本就很薄的利润产生极大冲击，稍不注意就有亏损的风险。换言之，车企的盈利能力是最经不起折腾的，需要较大的产销规模支撑。

产销规模130万辆上下马自达的盈利能力差异大。我们发现，2013年前后，马自达的毛利率相差较大，2010年（19.9%）、2011年（18.2%）毛利率均未超过20%，这两年马自达ROE分别为-12.8%、-24.0%，均为亏损。2012年马自达毛利率21.6%，对应ROE 7.1%，略微盈利。2013年以后毛利率基本保持23.5%以上，对应ROE明显抬升，净利润也抬升至50-90亿元人民币水平。我们认为，2013年达到130万辆的

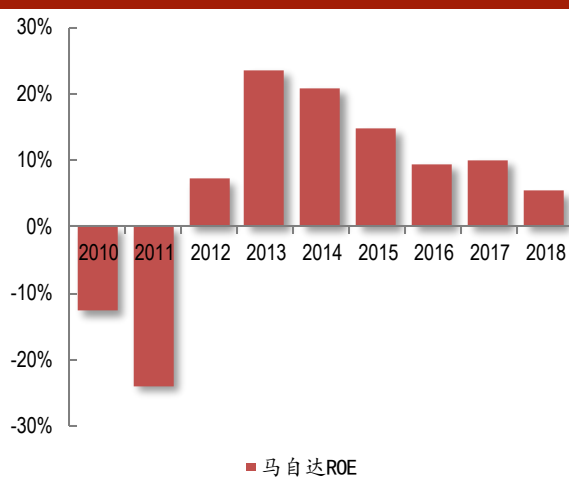
产销规模后，马自达的固定资产折旧、研发费用摊销、采购成本等才控制到一个舒适的水平，从而毛利率才有明显提升，此刻利润弹性才真正显现。

图26：马自达毛利率



数据来源：马自达年报，财通证券研究所

图27：马自达ROE



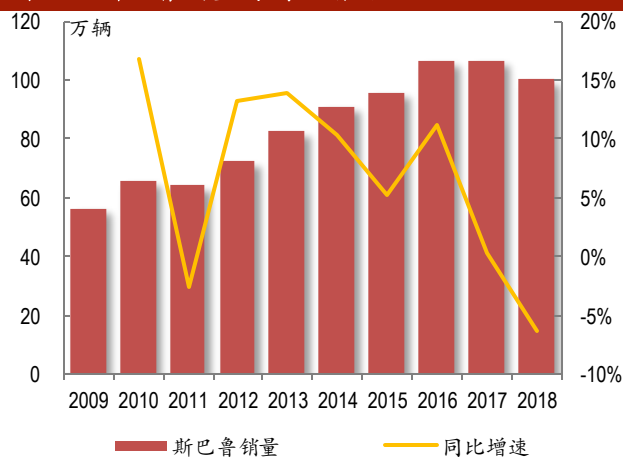
数据来源：马自达ROE，财通证券研究所

2.3 从斯巴鲁看普通品牌最低产销规模

斯巴鲁财务分析——盈亏平衡点为60万辆

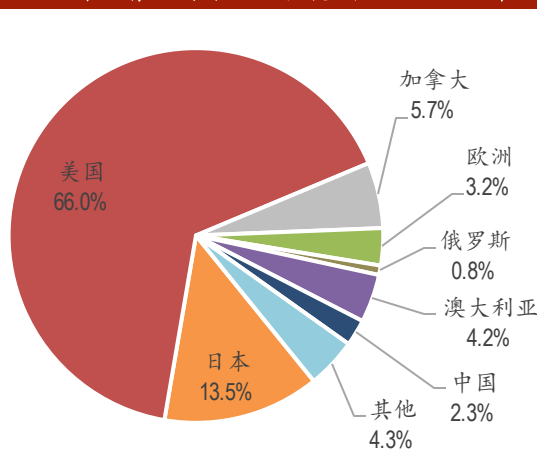
斯巴鲁定位“安心与愉悦”，产品强调性能、操控、驾驶乐趣，是较为小众的汽车品牌。斯巴鲁近年来销量维持在100万辆的水平，2018年全球销量100.0万辆，其中日本销量13.5万辆（13.5%），美国66.0万辆（66.0%）、加拿大5.7万辆（5.7%）、欧洲3.2万辆（3.2%）、中国2.3万辆（2.3%）。斯巴鲁在日本国内的销售占比仅为13.5%，海外销量占比高达86.5%。

图28：斯巴鲁销量与同比增速



数据来源：斯巴鲁年报，财通证券研究所

图29：斯巴鲁全球各区域销量占比（2018年）

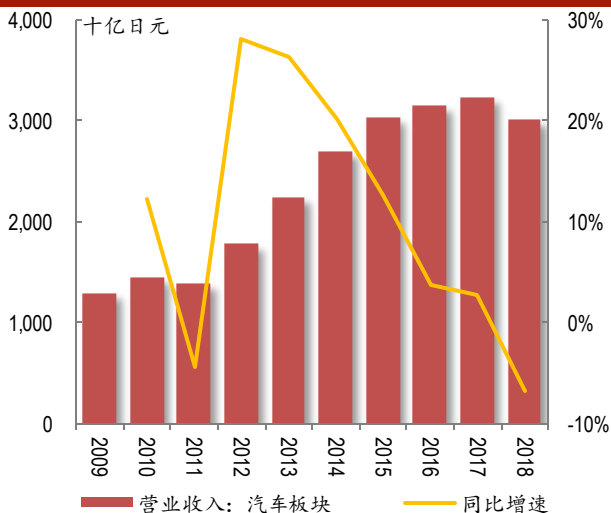


数据来源：斯巴鲁年报，财通证券研究所

自2013年开始，斯巴鲁营收规模（汽车板块）常年稳定在2.0万亿日元—3.0万亿日

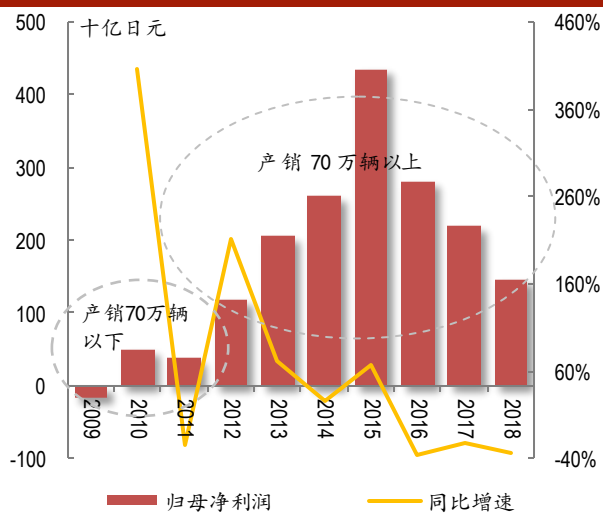
元（1100-1900亿人民币），归母净利润（全口径）常年维持在2000亿日元—4500亿日元（100-250亿元人民币）。2017年斯巴鲁全球销量100.0万辆，实现营业收入3.0万亿日元（约合人民币1883亿元），归母净利润1478.1亿日元（约合人民币92.8亿元）。单车价格18.8万人民币，单车利润9280元人民币（净利润将航空板块等其他业务板块考虑在内，真实单车利润比该数值略小）。

图30：斯巴鲁营业收入与同比增速



数据来源：斯巴鲁年报，财通证券研究所

图31：斯巴鲁归母净利润与同比增速

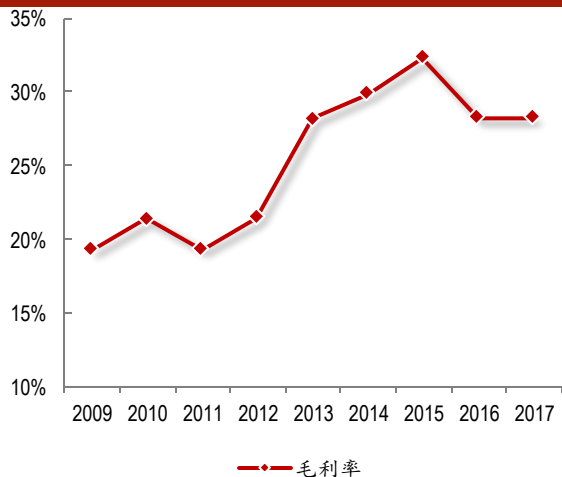


数据来源：斯巴鲁年报，财通证券研究所

斯巴鲁的盈亏平衡点为60万辆。斯巴鲁2009年亏损12.1亿元人民币，2010年开始实现盈利，2010年盈利41.0亿元、2011年盈利31.5亿元，2012年以后斯巴鲁的利润规模上升至90亿元-250亿元水平。而2009年（56.3万辆）斯巴鲁的销量在60万辆以下，2010年（65.7万辆）、2011年（64.0万辆）斯巴鲁的销量规模均在70万辆以下，也就是说，低于60万辆产销规模时斯巴鲁业绩亏损，产销规模60-70万辆时实现微利。因此我们可以大致推断斯巴鲁的盈亏平衡点在60万辆附近。

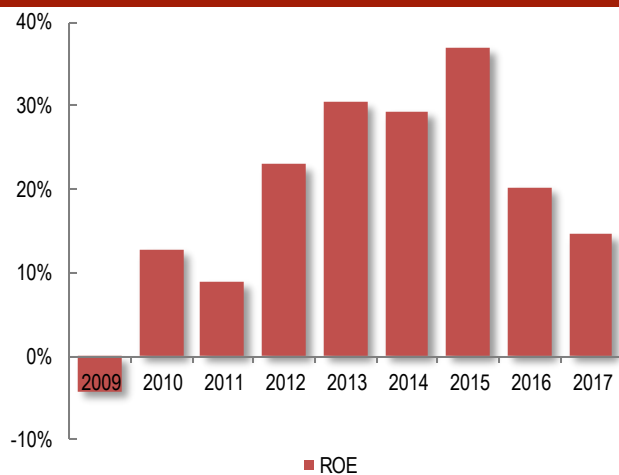
产销规模60万辆上下斯巴鲁的盈利能力差异大。2009年斯巴鲁销量56.3万辆，对应公司毛利率为19.1%，ROE为-4.3%。当2010-2011年斯巴鲁销量上升至60-70万辆时，毛利率略微抬升至20%左右，ROE明显提升至10%左右，尽管略有盈利，但表现仍较为挣扎。待2012年以后，斯巴鲁销量上升至70-110万辆的水平，盈利弹性才显著显现，公司毛利率大幅提升至20%-40%的水平，ROE提升至20%-30%的水平。我们认为，汽车行业具有显著的规模经济，当产销规模超过盈亏平衡点越大，利润弹性也就越大。两者并不是大致线性的关系，这正是由于汽车行业的重资产属性，也就是说，车企的巨大固定资产折旧和高额研发费用摊销一直在发生，达到盈亏平衡相对于一般行业更难，而一旦产销规模扩大，盈利弹性就会立即显现。

图32：斯巴鲁毛利率



数据来源：斯巴鲁年报，财通证券研究所

图33：斯巴鲁ROE



数据来源：斯巴鲁年报，财通证券研究所

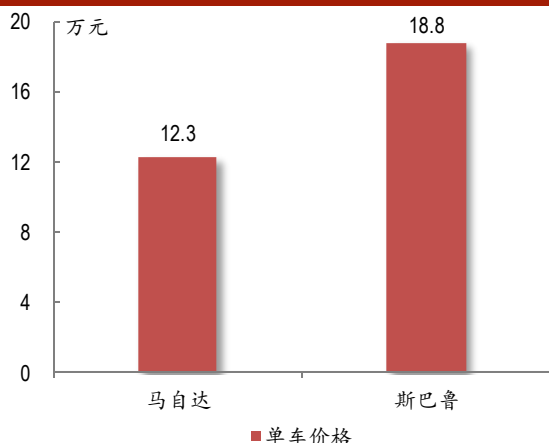
2.4 定位不同的汽车品牌，最低产销规模差异较大

车企达到盈亏平衡点的最低产销规模受各方因素影响，其中所在汽车市场所处的发展阶段是不可忽视的一大因素，车企在成长阶段与成熟阶段的车市中盈利能力有很大差异。而中国车市已逐渐迈入成熟阶段，因此通过对早已身处成熟阶段的日本车市中的企业作为研究参考具有一定意义。

我们分别分析了同时身处成熟汽车市场的马自达和斯巴鲁两家车企，测算其达到盈亏平衡点的最低产销规模，马自达为130万辆，斯巴鲁为60万辆。二者的盈亏平衡点具有较大差异，我们认为**品牌定位是其中一大重要因素**。于车企而言，把控盈利关键要把控2个指标：要么控制销量，要么控制价格。控制销量不仅对企业自身产品力提出要求，还对所在车市的成长性提出了要求，因此控制销量难度较大，尤其在成熟车市把控销量更难。控制价格同样不简单，这涉及到产品定位与品牌塑造，但企业自身在其中显然可以做的更多，也符合成熟车市消费升级的发展趋势。

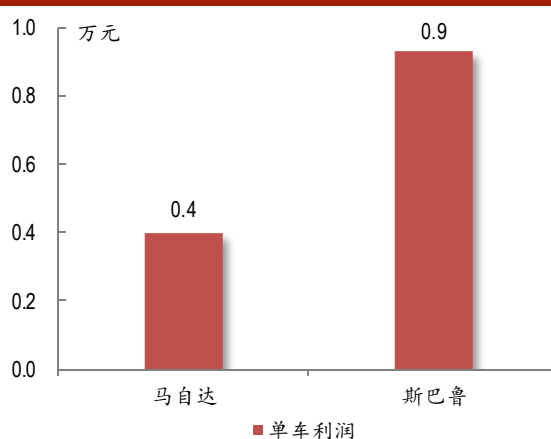
我们发现：2018年马自达的单车价格为12.3万元，对应单车利润为0.4万元；2018年斯巴鲁的单车价格为18.8万元，对应单车利润为0.9万元。斯巴鲁做到盈亏平衡所需的最低产销规模比马自达更低，单车的价格和利润在其中起到非常重要的影响。

图34：马自达与斯巴鲁单车价格对比（2018年）



数据来源：马自达年报，斯巴鲁年报，财通证券研究所

图35：马自达与斯巴鲁单车利润对比（2018年）



数据来源：马自达年报，斯巴鲁年报，财通证券研究所

品牌定位是单车价格的重要影响因素。车企主销价格带的制定十分重要，这决定了其所参与竞争的市场层次，一旦定价失误，就可能导致销售推广走向失败。而主销价格带又受品牌定位、产品力、市场环境等各方因素影响。自主品牌经过多年技术经验积累，在低端市场已占据较大市场份额，价格带上移是必由之路，但这一过程也需要品牌支撑，长城推出“WEY”、吉利推出“领克”就是一种品牌向上带动价格带上移的尝试。

品牌究竟如何定位与塑造？不同车企有不同策略。

■ 马自达——“小而精、专业强、运动化”

马自达在创立百年以来经历的一轮轮坎坷中逐渐找到自身的定位，即专注特定市场（非全系列布局），通过运动化的外形设计、出色的底盘调教、创驰蓝天系统等独特技术，提升自身的品牌辨识度，打造成为小而精、专业强、质胜于量的品牌定位。这一品牌定位，避开了与日本三大丰田、本田、日产的直面竞争，对产品覆盖范围和规模效应的要求比日本三大更低，正是这一灵活的品牌定位使马自达在与对手品牌的周旋中获得了立足之地。

图36：马自达以运动化外形和独特技术提升品牌辨识度



数据来源：财通证券研究所

■ 斯巴鲁——“个性、运动、安全”

斯巴鲁是一家以技术见长、运动性与情怀兼具的个性汽车品牌，定位细分人群和市场。斯巴鲁的看家技术包括世界上唯二的水平对置发动机、少有的对称全时四驱系统、Eyesight主动安全系统等，是小众品牌中少有的拥有如此多顶尖技术的车企。斯巴鲁通过在拉力赛场叱咤风云的表现将其技术实力与品牌调性展现得淋漓尽致，收获了一批忠实的客户，也深化了其自成一派、极具魅力的品牌定位。

图37：斯巴鲁以个性的技术宅为品牌定位



数据来源：财通证券研究所

马自达和斯巴鲁均是较为小众的汽车品牌，找到自身舒适的市场定位亦可立足。日本汽车市场中，两田一产的市场地位无法撼动，三大车企均全市场全系列布局，规模效应十分明显。马自达和斯巴鲁均以技术见长，将其独特技术做到极致，并以此为根基树立自身独特的品牌定位，而独特就意味着小众，因此马自达与斯巴鲁的生存之道并不过分依赖于规模（与两田一产比规模经济并无优势）。正是通过独特品牌文化的树立和精准的市场定位，马自达和斯巴鲁才确立了稳定而又较高的价格区间。从定位而言，斯巴鲁比马自达更为技术宅，更为小众，其所处的主销价格带（2017年单车价格18.8万元）比马自达（2017年单车价格12.3万元）更高，因此斯巴鲁达到盈亏平衡点的最低产销规模（60万辆）比马自达（130万辆）更低。不是所有汽车品牌都能成为丰田、本田、日产等巨头，马自达和斯巴鲁在细分市场精心耕耘的成功经验值得借鉴。

2.5 超豪华品牌“价胜于量”，不在最低产销规模讨论范畴

法拉利、兰博基尼、玛莎拉蒂等超豪华品牌定位奢侈消费，定价极高，品牌极难建立，但一旦形成品牌认知，仅需较少产销规模即可达到盈亏平衡，因此不能与普通品牌的最低产销规模混为一谈。

图38：法拉利488

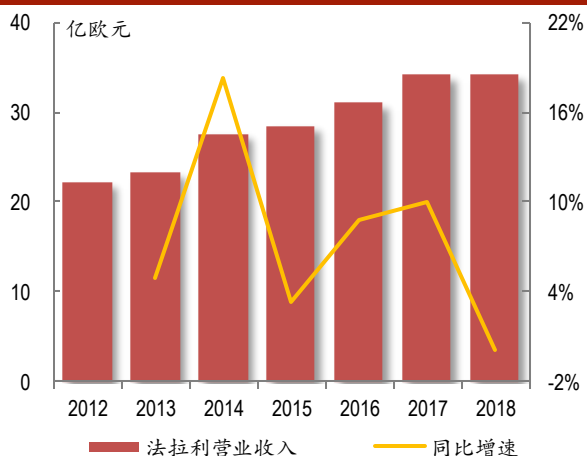


售价：315.5-418.8万元

数据来源：财通证券研究所

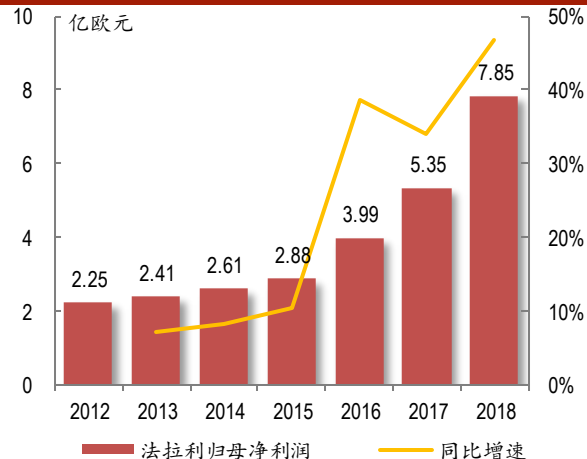
法拉利近6年收入复合增速7.4%，净利润复合增速高达23.2%。2012-2018年法拉利收入规模位于22.3亿元-34.2亿元区间（人民币185.1-268.4亿元），年复合增速7.4%。2018年法拉利的营业收入中：汽车销售收入25.4亿欧元，收入占比74.1%；发动机销售收入（主要销售给玛莎拉蒂等车企）2.8亿欧元，收入占比8.3%；品牌冠名、赞助费等收入5.1亿欧元，收入占比14.8%。2012-2018年法拉利归母净利润位于2.3-7.9亿欧元区间（人民币18.8-61.6亿元），年复合增速23.2%，保持远超全球汽车行业的速度增长。

图39：法拉利营业收入与同比增速



数据来源：法拉利年报，财通证券研究所

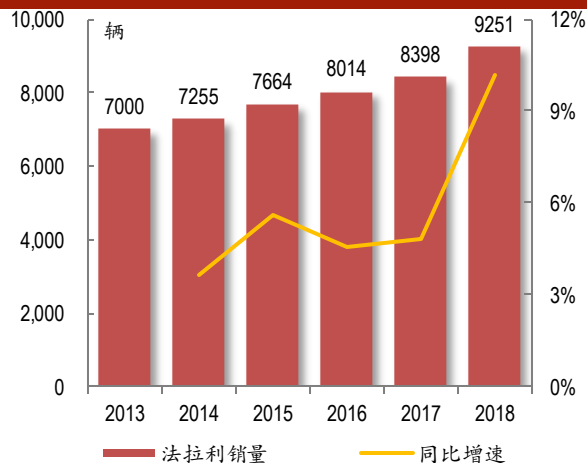
图40：法拉利归母净利润与同比增速



数据来源：法拉利年报，财通证券研究所

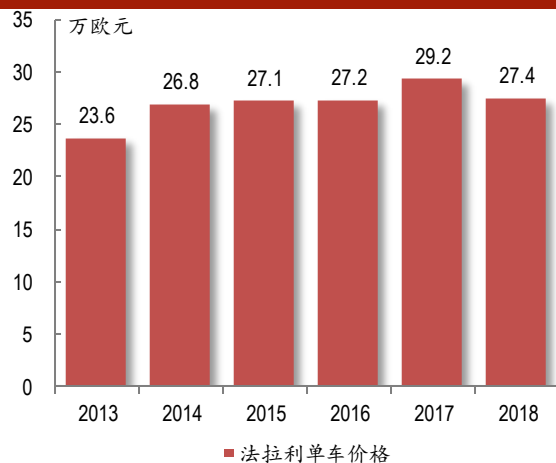
法拉利全球销量不足1万辆，单车价格约215万元，单车利润约50万元。2013-2018年，法拉利销量从7000辆增长至9251辆，年复合增速5.7%。作为全球少有的产销规模不足1万辆的汽车品牌，法拉利靠着定位奢侈的超高价格实现了丰厚利润，2018年法拉利单车价格27.4亿欧元（约合人民币215.1万元），归母净利润7.9亿欧元（人民币61.6亿元）。由于法拉利汽车销售收入占比约75%，还有约25%的发动机、冠名费、车队等收入，因此汽车板块利润难以拆分，如果汽车板块利润按照收入同比例折算，法拉利的单车利润约50万元人民币。

图41：法拉利历年销量与同比增速



数据来源：法拉利年报，财通证券研究所

图42：法拉利单车价格

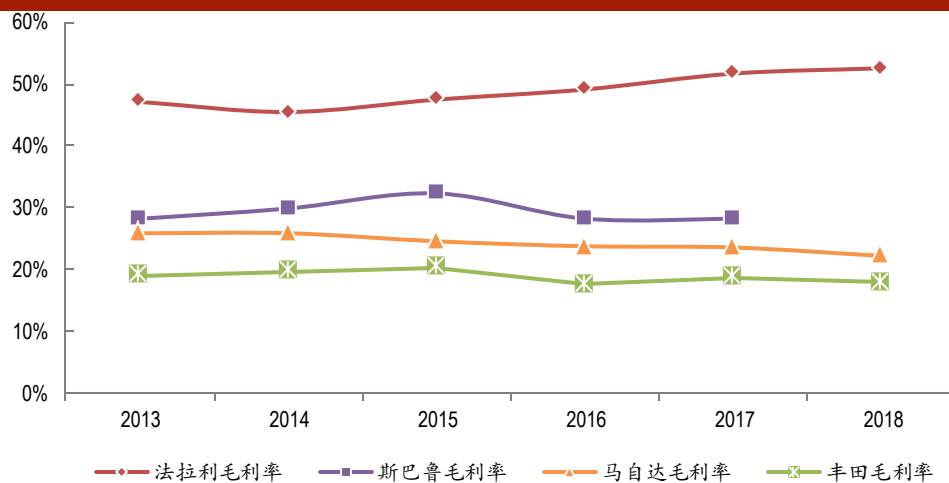


数据来源：法拉利年报，财通证券研究所

法拉利盈利能力远超普通汽车品牌。2013-2018年法拉利的毛利率持续维持50%的超高水平（全公司口径，汽车销售占比约75%），同时时期斯巴鲁的毛利率维持28%的水平，马自达的毛利率维持24%的水平，丰田毛利率维持18%的水平。即使和

全球盈利能力排名前列的普通汽车品牌相比，法拉利的盈利能力仍处于超高水平，主要在于其作为超豪华品牌，兼有汽车商品与奢侈品属性。世界只有一个法拉利，其“价胜于量”的奢侈品定位导致其不依赖于规模经济，因此其产销规模对普通品牌并无借鉴意义，不在讨论范畴。

图43：各车企历年毛利率



数据来源：法拉利年报，斯巴鲁年报，马自达年报，丰田年报，财通证券研究所

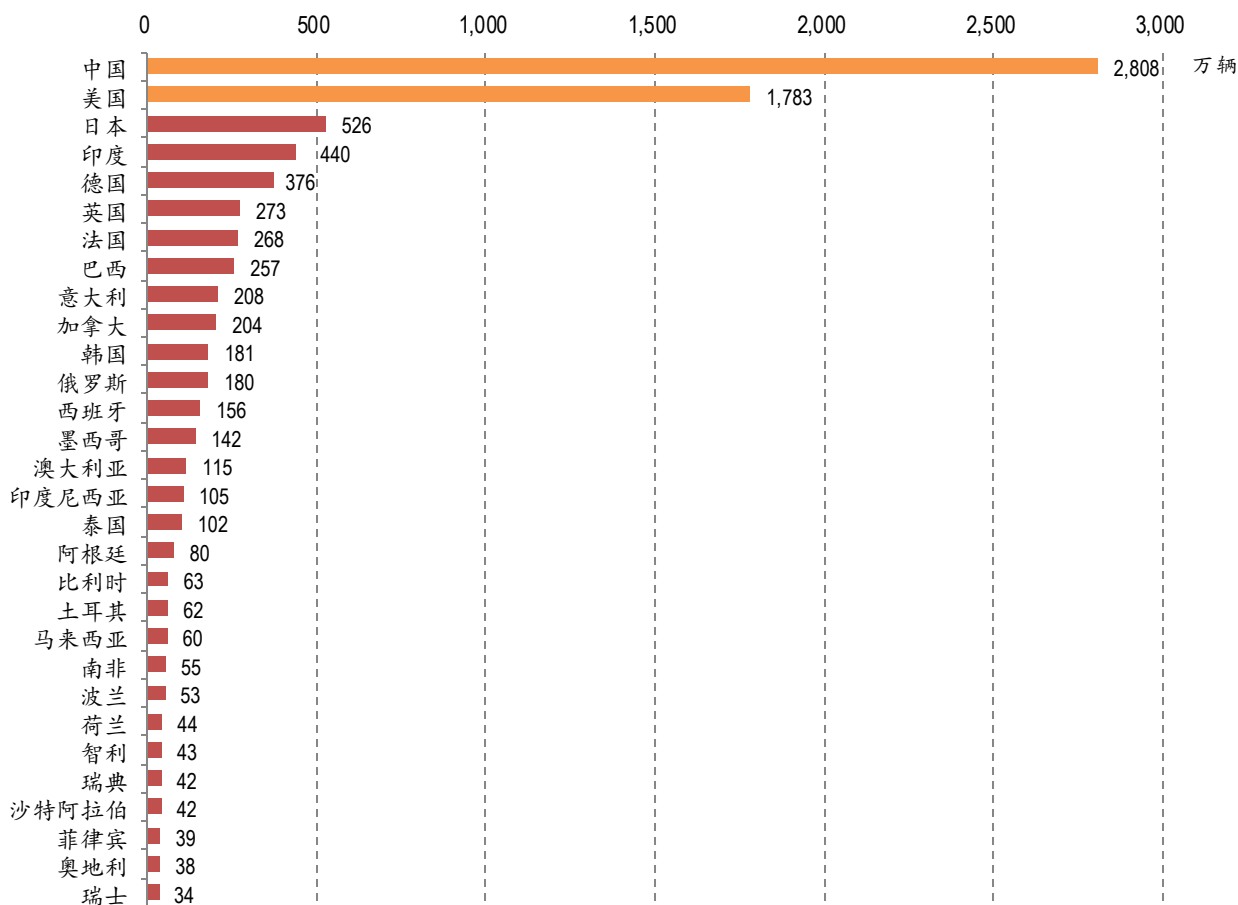
3、中国自主品牌生存业态与极限探讨

3.1 从宏观视角看中国自主品牌的生存业态

讨论一国自主品牌的生存业态需结合该国的市场空间、发展阶段、竞争环境等各项因素。一国的市场空间是其孕育自主品牌的天然土壤，比如日本车企之所以能成长壮大并形成稳定的生存状态，一是在于成长于本国相对较大的汽车市场，二是通过海外布局拓宽壮大，故其可生存的品牌数量较多。

中国已成为全球最大单一汽车市场。我们统计了2018年世界各国汽车销量，以此看各国汽车市场空间。中国（2808.1万辆）和美国（1782.5万辆）是仅有的销量在千万辆级别的国家，可称为汽车消费超级大国。日本（526.4万辆）、印度（440.0万辆）、德国（376.4万辆）是销量在300万辆以上的国家，拥有较大规模的国内汽车消费市场。值得注意的是，印度车市仍处于成长阶段，未来印度有可能进入到与中国、美国同列的第一阵营。英国（273.3万辆）、法国（267.9万辆）、巴西（256.6万辆）、意大利（208.3万辆）、加拿大（204.0万辆）汽车销量在200万辆以上，拥有较为可观的汽车消费市场。

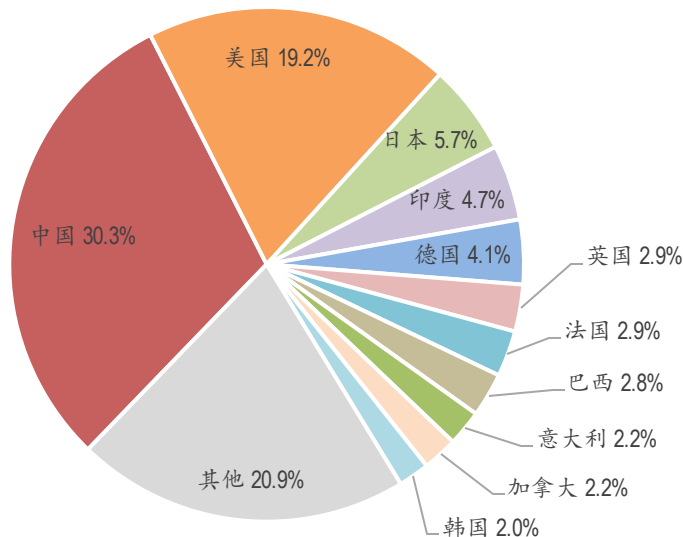
图44：全球汽车销量前三十的国家（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

中国市场汽车销量占全球30.3%，当之无愧的汽车超级消费大国。2018年全球汽车销量9265.4万辆，中国汽车销量2808.1万辆，在全球市场占比高达30.3%。美国汽车销量占全球销量比重达19.2%，中美两国合计占全球销量一半之多。我们认为，中国汽车行业仍处成熟早期阶段，销量天花板远远未到，未来中国汽车销量占全球比重仍有望大幅攀升，中国乃全球当之无愧的汽车超级消费大国。

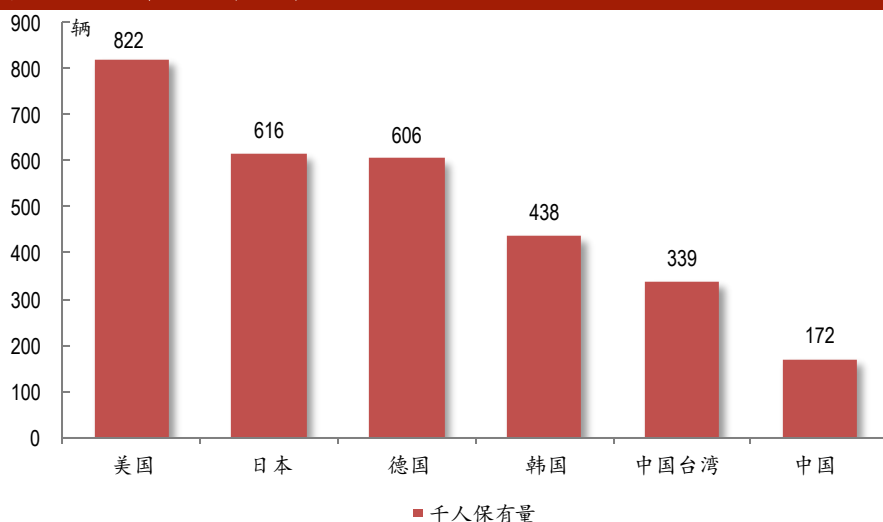
图45：各国汽车销量占全球销量比重（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

中国车市远未见顶，自主品牌可在增量市场中抢占市场份额。在成熟的汽车市场，格局基本已经稳定，各品牌之间竞争充分，各自占据一定市场份额。而中国车市仍有增长空间，2018年中国千人保有量为172辆，远低于美国（822辆）、日本（616辆）、德国（606辆）、韩国（434辆）、中国台湾（339）等地区。我们在《中国汽车产业展望报告之一：汽车销量见顶了吗？》一文中测算，若中国汽车市场远期能达到日本水平，销量天花板可达5600万辆，保有量天花板可达8.2亿辆；若远期达到中国台湾水平，销量天花板可达4000万辆，保有量天花板可达5.8亿辆。我们认为，中国汽车市场巨大的增长空间为自主品牌生存乃至抢占市场份额脱颖而出预留了充分的时间和空间。

图46：各国千人汽车保有量



数据来源：Wind，财通证券研究所

表 2：中国汽车市场空间预测

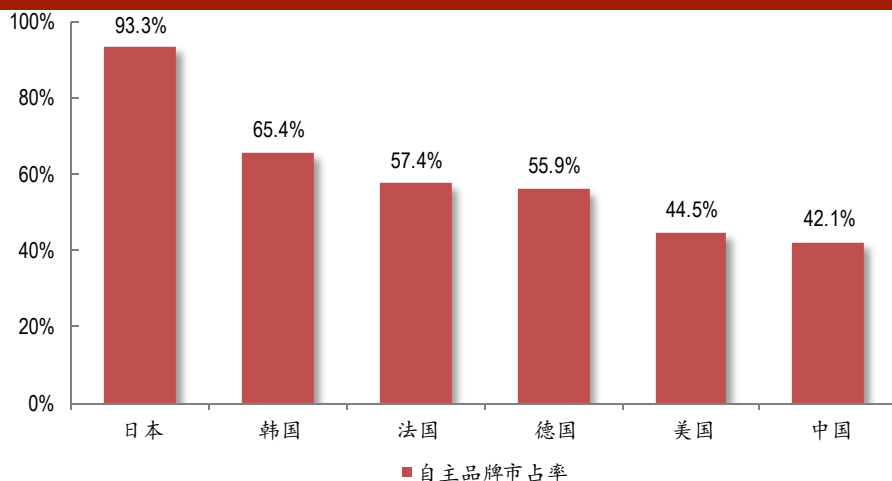
基于对标日本的情景假设			
	2018年中国汽车市场 (万辆)	未来中国汽车市场 天花板(万辆)	增长空间
销量	2808	5600	99%
保有量	24000	82200	243%
基于对标中国台湾的情景假设			
	2018年中国汽车市场 (万辆)	未来中国汽车市场 天花板(万辆)	增长空间
销量	2808	4000	42%
保有量	24000	57600	140%

数据来源：中汽协，财通证券研究所

巨大的市场空间是孕育自主品牌的天然土壤。任何车企在成长壮大的过程中，都是先成长于本国市场，再“走出去”，因此本国市场容量为自主品牌生存提供了天然的土壤。美国有通用、福特、克莱斯勒三大独立品牌，还有新势力——特斯拉；日本有丰田、本田、日产、马自达、斯巴鲁、铃木、三菱七大独立品牌。德国有大众、奔驰、宝马三大独立品牌。当前中国汽车市场容量（销量的角度）是美国的1.6倍，日本的5.3倍，德国的7.5倍，且仍具成长空间，足以用市场养品牌，孕育出具备全球竞争力的汽车品牌。

放眼全球，中国品牌在国内市占率较低。日系在“走出去”之前，已在本国市场做到极致，当前日本品牌的本国市场率为93.3%，韩国品牌在本国的市占率达65.4%，而中国品牌的国内市占率为42.1%，仍具备提升空间。

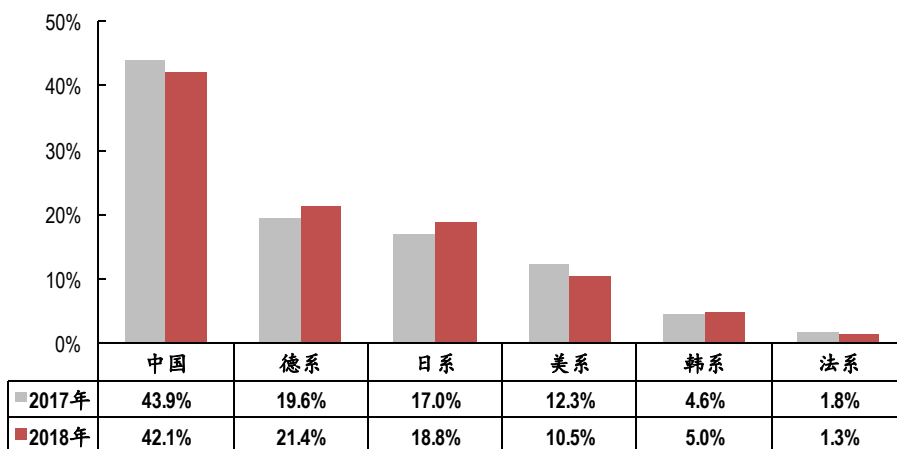
图47：各国自主品牌在本国的市占率（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

中低端市场仍未被中国品牌填满，市占率尚存提升空间。日系和韩系在其国内市场已做到极致，市占率分别高达93.3%和65.4%，但唯独不能填满豪华车市场。日本车企尚有雷克萨斯、英菲尼迪、讴歌等豪华品牌，韩国车企推出的豪华品牌——劳恩斯未能取得成功，其豪华车市场基本被德系豪华车所占据。日本2018年BBA销量14.5万辆，市占率3.1%；韩国2018年BBA销量14.3万辆，市占率9.1%。中国和韩国情况类似，尚无成功的豪华品牌，且在较长时间内难以触及豪华车市场，因此中国品牌可力争在中低端市场做到极致。因此我们认为，中国品牌市占率提升的方向在于率先替代韩系、法系，再逐步替代部分美系和日系的中低端车型。

图48：各国自主品牌在本国的市占率（2018年）



数据来源：中汽协，财通证券研究所

中国汽车市场业态与美国类似，自主品牌市占率可对标美国。中国汽车市场与美国汽车市场同为全球超大的汽车市场，且两国市场对外开放度较高，各国汽车品牌都参与竞争，因此两者市场业态较为接近。2018年美国品牌取得了44.5%的本国市占率，我们认为中国品牌的远期市占率可对标美国，达到45%左右。假设中国汽车市场进入存量市场阶段后，稳定的年销量在4500万辆（介于日本和中国台湾的水平），则按照45%的自主品牌市占率，自主品牌销量可达2025.0万辆，较2018年自主品牌1182.2万辆的销量有71.3%的增幅，自主品牌拥有优越的生长环境。

3.2 从微观视角看中国自主品牌的生存极限

前文中我们已经得出结论，中国品牌能够成长壮大的最大优势就是本国巨大且仍在增长的市场。但别国品牌也在积极抢占中国市场，大众、丰田近年来都加大中国市场布局，且价格下沉直接冲击自主品牌生存领域，例如大众将捷达从车型升级为品牌，捷达VS5定价8.98-11.98万元，标志着德系SUV首次杀入10万元以内。这一背景下，中国品牌的生存压力大增，叠加近年来行业景气度下行，部分中国品牌销量下滑严重，大幅亏损，生存堪忧。

图49：捷达VS5

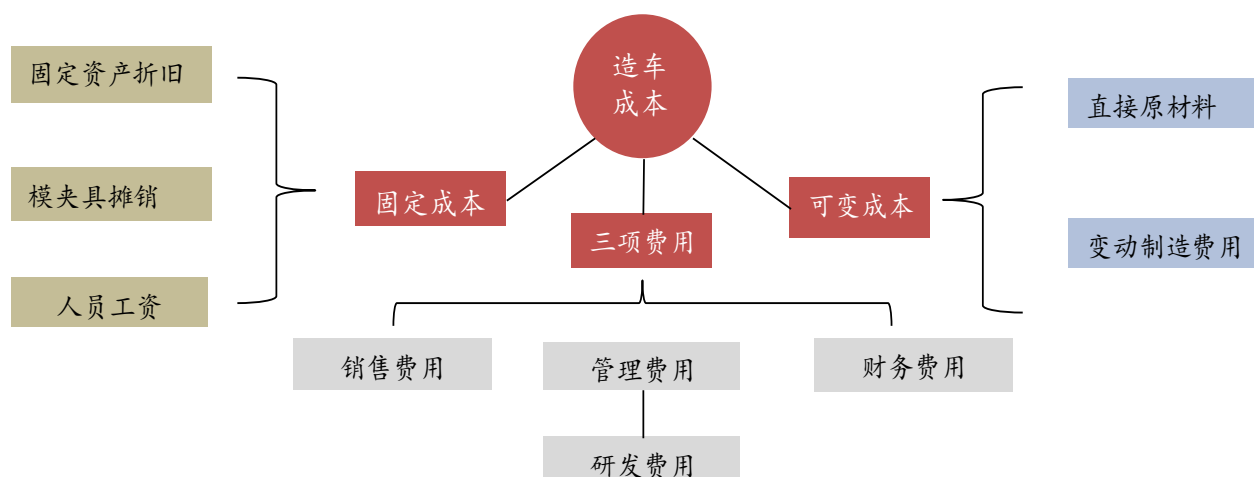


价格：8.98-11.98万元

数据来源：财通证券研究所

中国品牌的生存极限是我们当前非常关注的问题。由于汽车行业是典型的重资产行业，巨大的固定资产、高额持续的研发费用等使得车企对规模经济的要求很高，因此达到盈亏平衡的最低产销规模可视为某一品牌生存极限的指标。我们将在下文着重探讨自主品牌达到盈亏平衡点的最低产销规模。

图50：造车成本拆分

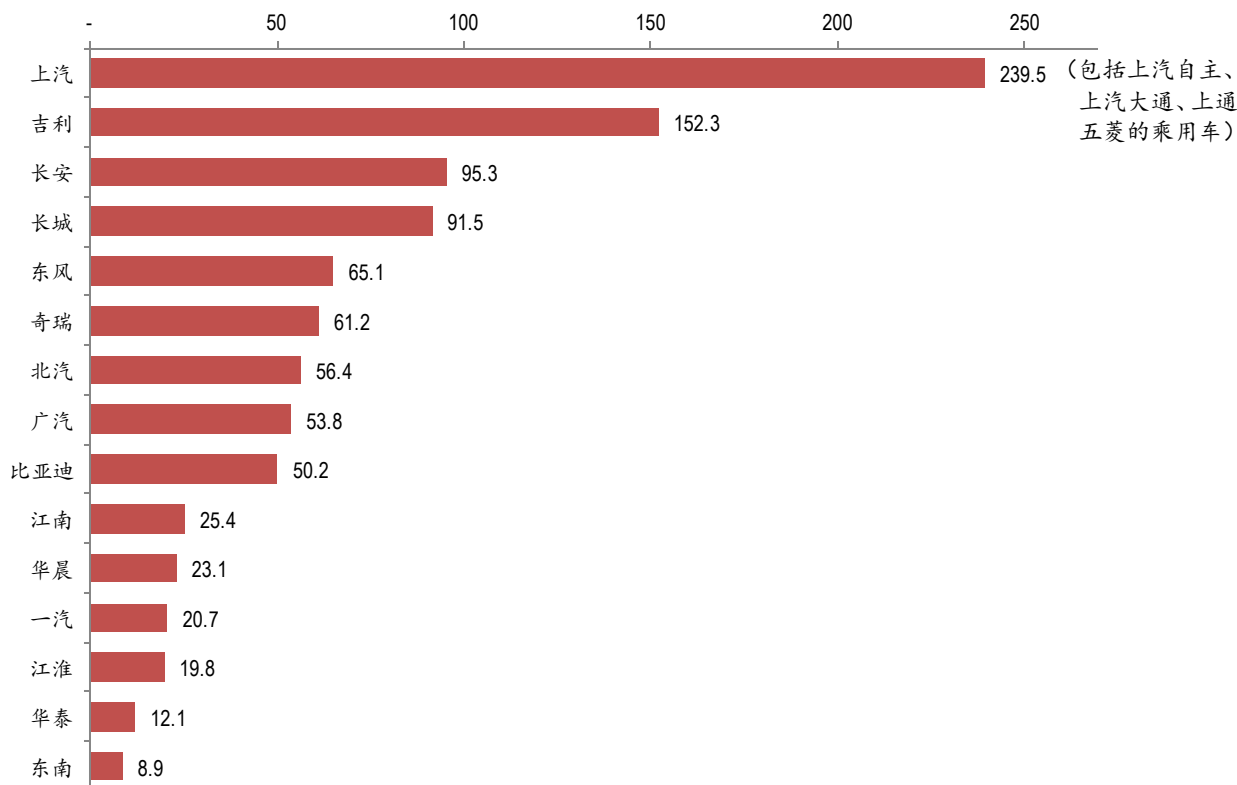


数据来源：财通证券研究所

各家车企在品牌定位、成本控制、制造技术等方面存在差异，因此不同车企达到盈亏平衡的最低产销规模存在较大差距。我们在前文中得出：法拉利仅需千辆产销即可实现高额盈利；斯巴鲁达到盈亏平衡的最低产销规模为60万辆；马自达达到盈亏平衡的最低产销规模为130万辆。

就目前中国品牌的经验来看，产销低于100万辆的车企盈亏表现均不稳定。2018年，上汽自主（包括商用车）销量70.2万辆，亏损状态；长安自主乘用车销量95.3万辆，亏损状态；广汽自主乘用车销量53.5万辆，盈利不到10余亿元；长城乘用车销量105.3万辆，盈利52.1亿元；吉利乘用车销量152.3万辆，盈利125.5亿元。我们发现，长城和吉利产销规模在100万辆以上，盈利表现常年较为稳定；其余中国品牌产销量均低于80万辆，基本处于亏损状态；而长安虽产销规模接近100万辆，也出现亏损较为例外。

图51：2018年中国品牌乘用车销量前五名企业集团



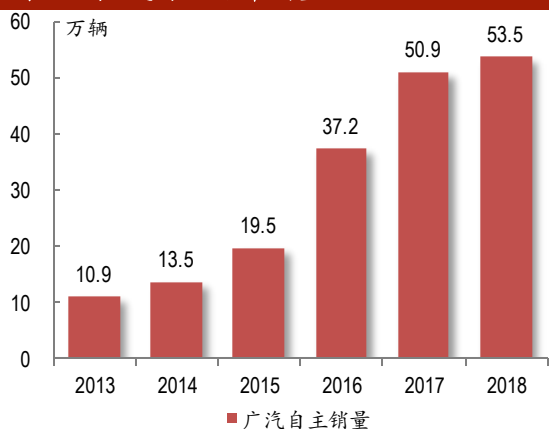
数据来源：中汽协，财通证券研究所

中国品牌究竟盈利了吗？—以广汽自主、上汽自主为例

■ 广汽自主产销规模50万辆，实则并未盈利

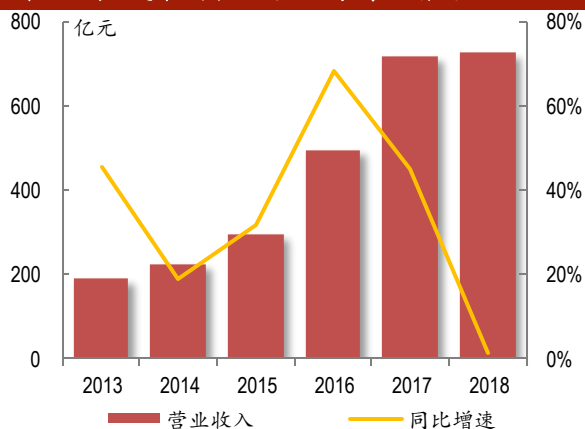
广汽自主近年来销量稳定增长,2017年突破50万辆大关,2018年实现销量53.5万辆。与此同时,广汽集团营业收入快速增长,2017年乘用车收入突破500亿元,2018年乘用车收入503.8亿元,对应单车价格9.4万元。

图52：广汽自主历年销量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图53：广汽集团营业收入与同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

由于广汽集团营业收入既包括乘用车收入，又包括汽车贸易等其他收入，利润既包括广汽自主的利润，又包括来自合资车企的投资收益，较难单独拆分，因此我们将广汽集团（扣除投资收益）的净利润近似等同于广汽自主的净利润，以此探讨广汽自主是否盈利的问题，则广汽自主的净利润近似等于：广汽集团的营业收入-营业成本-三费-税金及其他相关费用。

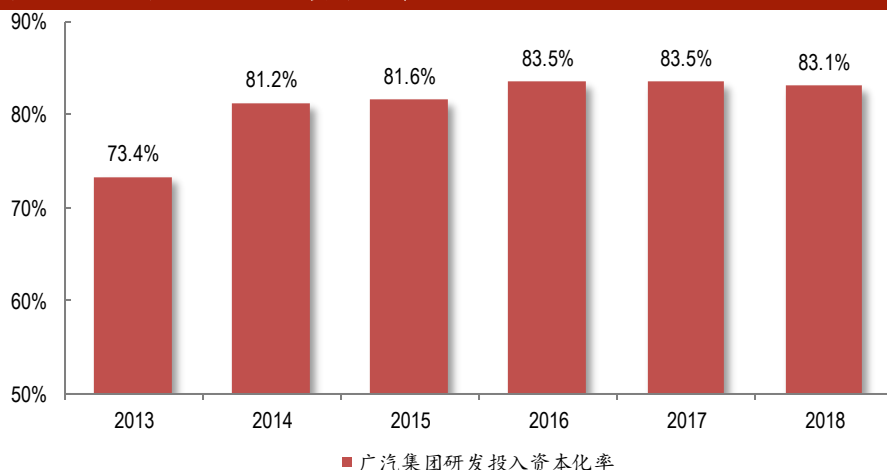
表3：广汽自主盈利情况

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业收入	188.2	223.8	294.2	494.2	711.4	715.1
营业成本	161.1	189.6	248.2	395.6	547.8	582.4
毛利润	27.1	34.2	46.0	98.6	163.6	132.7
销售费用	10.7	18.3	18.6	33.7	52.0	50.7
管理费用	14.7	16.0	17.0	23.6	35.2	40.7
研发费用	2.6	3.0	3.5	3.9	5.0	8.3
财务费用	1.6	3.0	2.8	3.1	3.2	-1.5
税金及附加	6.7	7.8	9.2	15.2	25.5	23.1
资产减值损失	0.8	1.2	2.8	9.8	15.8	1.7
净利润	-10.0	-15.1	-7.9	9.3	27.0	9.7

数据来源：公司公告，财通证券研究所

从测算结果来看：2017年/2018年广汽自主销量50.9万辆/53.5万辆，实现净利润27.0亿元/9.7亿元。可大致得出结论：中国品牌产销规模达到50万辆即可实现盈利。可实际情况真的是这样吗？

我们知道，汽车企业需要持续高额的研发投入，研发费用对企业盈利与否影响很大，因此研发投入资本化或费用化的比例异常关键。纵观广汽集团历年研发投入的处理方式，资本化率常年维持在80%以上的超高水平。作为对比：上汽集团研发投入常年完全费用化，仅2018年略有资本化（3.4%）；长城汽车研发投入也是常年完全费用化，不过2018年受制于行业景气度低迷业绩承压，大幅资本化（56.0%）；长安汽车研发投入资本化率常年维持30%左右的较低水平。

图54：广汽集团研发投入资本化率


数据来源：公司公告，财通证券研究所

表4：各车企研发投入资本化情况

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
上汽集团	0	0	0	0	0	3.4%
长城汽车	0	0	0	0	0	56.0%
长安汽车	0	30.3%	25.3%	29.5%	27.9%	33.5%

数据来源：上汽集团公告，长城汽车公告，长安汽车公告，财通证券研究所

广汽自主能实现盈利是建立在研发投入高资本化率的基础上，若将其2017年/2018年研发投入资本化率调整为一般水平35%（长安的水平），则调整后的净利润分别为12.4亿元/-13.8亿元，并未进入稳定盈利状态。考虑到广汽自主在自主品牌中产品力与品牌力较为突出，其尚且不能保证稳定盈利，显然中国品牌在50万产销规模实现盈利并不现实。

表5：广汽自主盈利情况(研发投入资本化率调整为35%)

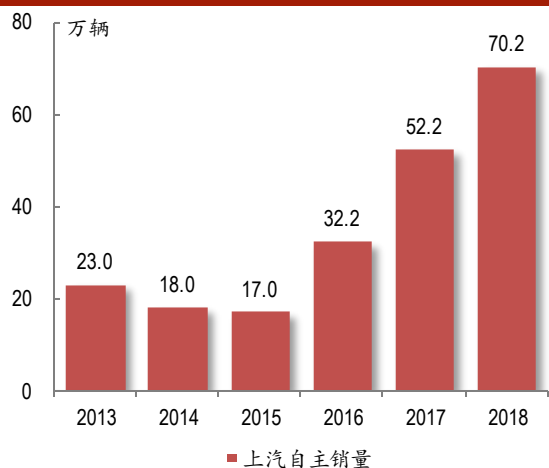
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
原净利润	-10.0	-15.1	-7.9	9.3	27.0	9.7
研发支出	9.9	15.9	19.2	23.9	30.0	48.9
原研发费用	2.6	3.0	3.5	3.9	5.0	8.3
资本化率	73.4%	81.2%	81.6%	83.5%	83.5%	83.1%
调整后研发费用 (资本化率35%)	6.4	10.4	12.5	15.5	19.5	31.8
研发费用增加	3.8	7.4	8.9	11.6	14.6	23.5
调整后净利润	-13.8	-22.5	-16.8	-2.3	12.4	-13.8

数据来源：公司公告，财通证券研究所

■ 上汽自主产销规模70万辆，盈利在即

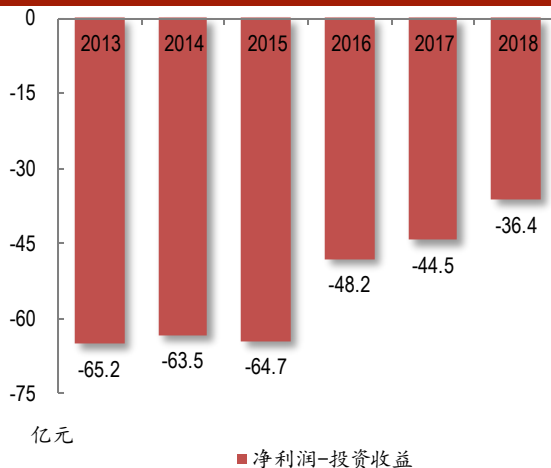
上汽自主近年来销量快速增长，2017年销量突破50万辆，2018年销量突破70万辆。尽管上汽自主已经达到较高产销规模，但目前尚未实现盈利。我们以母公司报表中的“归母净利润-投资收益”近似代表上汽自主的净利润，2016年/2017年/2018年3年上汽自主的净利润分别为-48.2/-44.5/-36.4亿元，亏损呈持续收窄趋势。

图55：上汽自主历年销量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

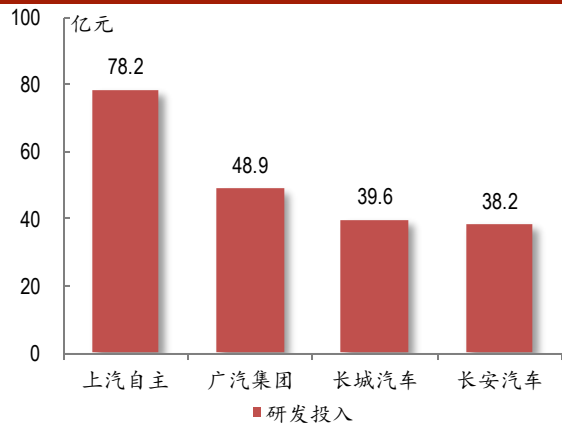
图56：上汽自主尚未盈利



数据来源：公司公告，财通证券研究所

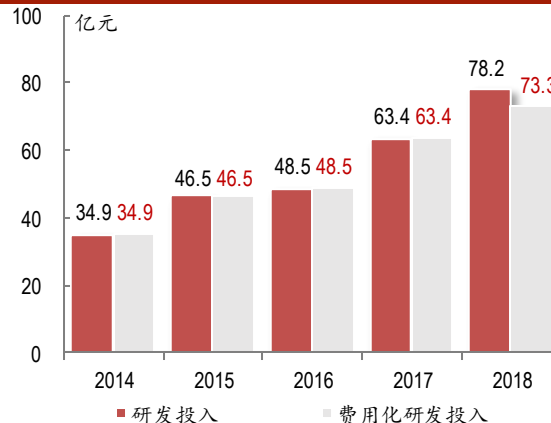
巨额研发投入基本费用化。与其他车企相比，上汽自主的研发投入巨大，2018年为上汽（母公司口径）研发投入78.2亿元，而同期广汽/长城/长安研发投入分别为48.9/39.6/38.2亿元，其中长城和长安在产销规模远高于上汽自主的情况下研发投入不及上汽一半。上汽在新能源汽车、无人驾驶等前沿新技术上投入研发较大，导致其研发投入总额远高于国内同行。面对如此高额研发投入，上汽采取十分激进的费用化处理，2014年-2017年将研发投入全部费用化，2018年才开始小幅资本化（资本化率6.3%）。

图57：各车企研发投入（2018年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图58：上汽集团研发投入基本费用化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

上汽研发投入会计处理过于保守，若调至正常水平上汽自主盈利在即。我们假设2018年上汽研发投入资本化率调整至一般水平35%，则调整后上汽自主的研发费用为50.8亿元，较原来减少22.5亿元，公司亏损收窄为14.0亿元，盈利在即。如果上汽缩减研发投入总规模至长城、长安等百万销量规模车企水平，即使不对研发费用资本化，2018年也接近盈亏平衡。

表6：上汽自主盈利情况(研发投入资本化率调整为35%)

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
原净利润	-63.5	-64.7	-48.2	-44.5	-36.4
研发支出	34.9	46.5	48.5	63.4	78.2
原研发费用	34.9	46.5	48.5	63.4	73.3
资本化率	0.0	0.0	0.0	0.0	6.3%
调整后研发费用 (资本化率35%)	22.7	30.2	31.6	41.2	50.8
研发费用减少	12.2	16.3	17.0	22.2	22.5
调整后净利润	-51.3	-48.4	-31.2	-22.3	-14.0

数据来源：公司公告，财通证券研究所

上汽自主达80-100万辆产销规模可实现盈利。我们在上文得出结论：1) 在研发投入费用化较为激进的情况下（2018年费用化率93.7%），上汽自主2018年亏损36.4亿元；2) 在研发投入费用化处于一般水平的情况下（假设2018年费用化率35%），上汽自主2018年仅亏损14.0亿元，盈利在即。也就是说，70万辆产销规模的上汽自主已经接近盈利。我们预计，若后续上汽继续采取高研发投入和较为激进的研发投入费用化处理，上汽自主达到盈亏平衡的最低产销规模约100万辆；若后续上汽采取正常水平（费用化率65%）的研发投入费用化处理，上汽自主达80万辆产销规模即可盈利。因此，上汽自主达到盈亏平衡的最低产销规模为80-100万辆。

3.3 小结：中国品牌达到盈亏平衡的最低产销规模为 80-100 万辆

我们在本章中讨论了自主品牌的生存业态与生存极限。得出结论：

■ 中国品牌具备良好的生存业态：

- 1) 中国巨大的汽车市场是孕育自主品牌的天然土壤。中国汽车市场（销量角度）占全球近1/3，且市场容量是美国的1.6倍，德国的7.5倍，日本的5.3倍，而美国、德国、日本分别有3、3、7家世界闻名的自主品牌。凭借巨大的中国市场，理论上具备孕育更多世界知名汽车品牌的基础。

2) 中国汽车市场仍有增长空间，格局尚未固化，自主品牌仍可脱颖而出。2018年中国千人保有量为172辆，远低于美国（822辆）、日本（616辆）、德国（606辆）、韩国（434辆）、中国台湾（339）等地区，销量和保有量远未到顶。在仍具较大增长空间的市场中，格局尚未定型，为中国品牌生存乃至抢占市场份额脱颖而出预留了充分的时间和空间。

3) 中国品牌市占率尚存提升空间，可率先替代韩系和法系。日本（93.3%）、韩国（65.4%）、法国（57.4%）、德国（55.9%）、美国（44.5%）自主品牌在国内市占率均显著高于中国（42.1%）。中国品牌一般定位中低端，而国内中低端市场仍未被自主品牌填满，市占率尚存较大提升空间。中国品牌市占率提升的方向可为：率先替代韩系、法系，再逐步替代部分美系和日系的中低端车型。

■ 中国品牌的生存极限为产销规模80-100万辆：

尽管中国巨大的汽车市场是自主品牌生存的最大优势，但海外品牌已将占世界1/3份额的中国市场作为其发展的必争之地。大众、丰田、本田等巨头近年来无不加大中国市场布局，且价格下沉直接冲击自主品牌生存领域。在此背景下，中国品牌生存压力大增。

当前中国品牌产销规模大多在100万辆以下，大多尚未盈利。我们认为：各家车企在品牌定位、成本控制、制造技术等方面存在差异，因此**不同车企达到盈亏平衡的最低产销规模存在一定差距**。法拉利仅需千辆产销即可实现高额盈利，斯巴鲁达到盈亏平衡的最低产销规模为60万辆，马自达达到盈亏平衡的最低产销规模为130万辆。自主品牌中：长城专注高毛利率的SUV市场，且成本管控十分出色，早在2009年达到20万辆的产销规模即可实现盈利；广汽自主/上汽自主分别达50/70万辆产销规模，尚未盈利；更有甚者，长安自主由于微车占比较多（类似日本铃木），其达到100万辆产销规模亦未实现盈利。

中国品牌生存极限为产销规模80万辆-100万辆。一家车企达到盈亏平衡的最低产销规模受多方因素影响：如品牌溢价、边际利润率、人员工资、研发投入等。然而不同变量在不同市场环境中是动态变化的，未来随着车市高增长红利逝去，边际利润率呈下降趋势，车市竞争加剧的环境下车企也需要加大研发投入维持竞争力，因此中国品牌达到盈亏平衡的最低产销规模或随着车市发展进程进一步提升，这也对中国品牌生存提出了更为苛刻的要求。不考虑个别车企的特殊情况，仅从一般情况来看，我们得出的结论为：普通中国品牌达到盈亏平衡的最低产销规模为80-100万辆。

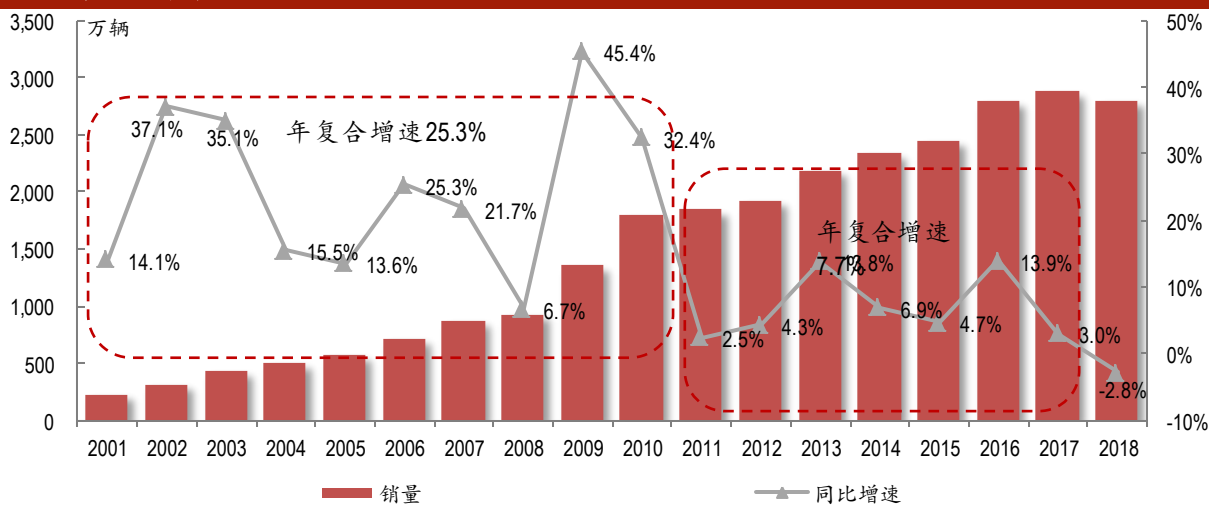
4、自主品牌未来格局

4.1 中国车市高增长红利逝去，格局集中是大势所趋

当前中国汽车市场的高增长红利已经逝去，市场虽仍有较大增长空间，但增速进一步放缓已是既定事实。与此同时，合资品牌纷纷加大国内布局，价格下沉直接冲击自主品牌生存领域。在此背景下，落后车企将交出市场红利期所获得的份额，自我造血能力将逐渐丧失，行业格局将进一步走向集中。

近年来，已有不少自主品牌销量与利润大幅下滑，市场竞争力大不如前，面临被出清风险。但一国汽车产业是国民经济的重要支柱，也在某种程度上代表一国的工业发展水平，车企自身还牵涉到当地就业与税收等问题，因此这一市场并非完全自由竞争市场，例如美国三大车企通用、福特、克莱斯勒都曾在濒临破产时被政府拯救。换言之，即使部分中国自主品牌未来面临危机，也很难出清。因此本文所讨论的“自主品牌还会剩几家”的问题并非指“能存活的自主品牌还能剩几家”的问题，毕竟苟延残喘也是活下去的一种状态，而是指“未来能够盈利进而形成自我良性造血机制，并不断成长壮大，具有发展前景的自主品牌还能剩几家”的问题。

图59：中国汽车市场步入缓增长阶段

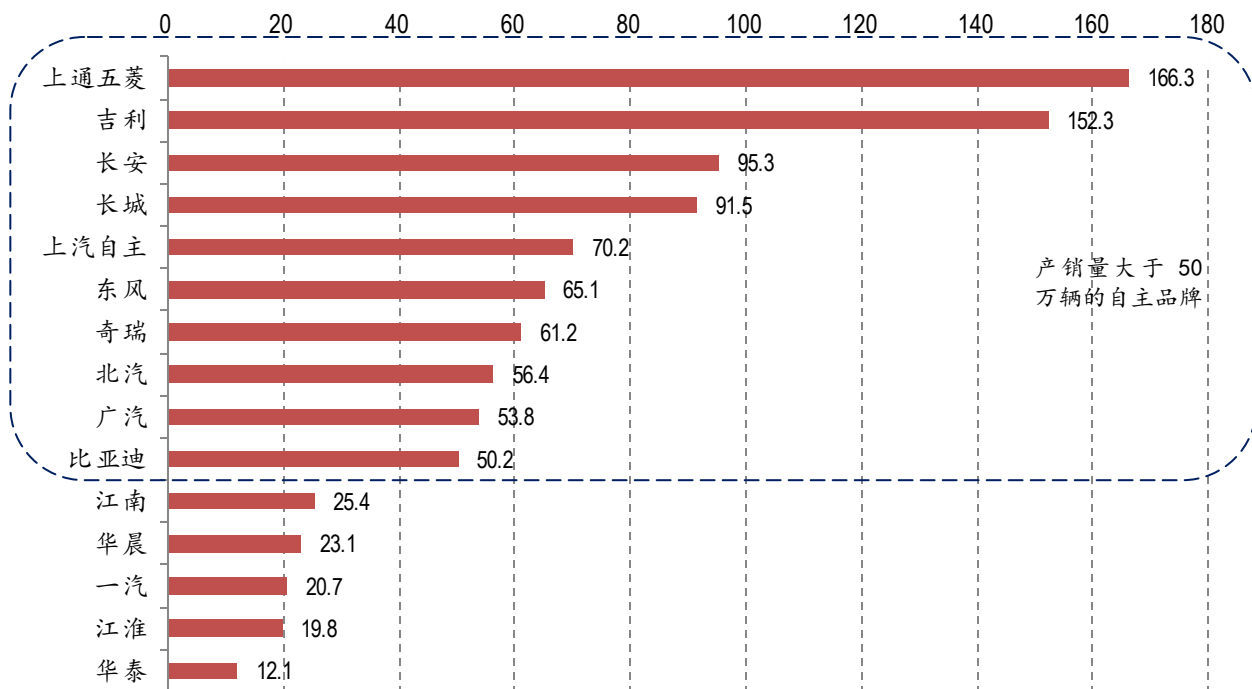


数据来源：中汽协，财通证券研究所

4.2 未来中国自主品牌市场格局——“3+3+1”

在前文中，我们得出结论：自主品牌生存的极限是产销规模80-100万辆，因此未来能剩下的自主品牌必须满足的条件是：已经或接近达到这一产销规模。随着中国车市告别高增长红利阶段，若车企当前还未形成颇具规模的产销量，那么未来想达到80-100万辆就非常困难。因此我们认为：当前产销规模超过50万辆的车企才具备参与未来竞争的入场券，这也是我们初步筛选的标准。

图60：2018年中国品牌乘用车销量前五名车企



数据来源：中汽协，财通证券研究所

我们统计了2018年自主品牌乘用车销量前五名的车企（同一体系下，可独自核算盈亏的车企），产销规模在接近或超过100万辆的有4家：上汽五菱、吉利、长安、长城，除长安为亏损外其余全部实现盈利。产销规模在50-100万辆的有6家：上汽自主、东风、奇瑞、北汽、广汽和比亚迪。也就是说，当前这10家车企已经拿到参与未来市场竞争的入场券。

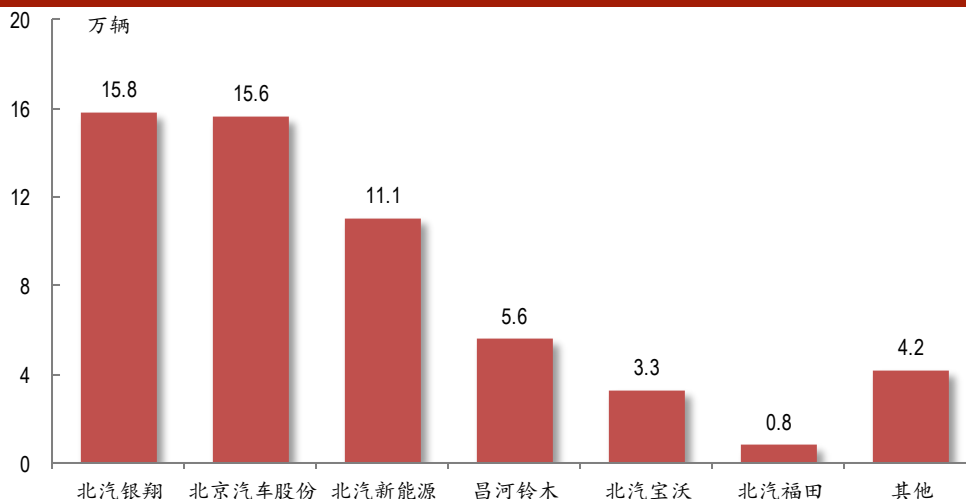
虽然这10家车企的产销规模都在50万辆以上，但部分车企产销规模正在萎缩，亏损正在扩大，相对竞争力也在弱化，因此未来非但没有可能达到80-100万辆的自主品牌盈亏平衡点，反而有可能止步不前甚至在行业竞争加剧中进一步失血。另外，部分年产销过50万辆的自主品牌的汽车集团是由旗下多个独立主体合计实现的，相互之间并无或较小的协同，规模经济并不明显，也未建议统一的品牌形象和定位，继续向上难度大，未来掉队概率大。因此在这10家车企中，我们还应做进一步筛选，我们认为以下车企独立存贷的可能性较低，大概率需要持续输血来维持生存或者消亡：

北汽：集团内部运营主体分散，持续大幅亏损

- 落选理由一：集团内部运营主体分散，单一主体产销规模不足20万辆。北汽集团乘用车销量虽超过50万辆（2018年销量56.4万辆），但集团内部各运营主体分散，未能形成合力，若按单独运营主体看，则：北汽银翔销量15.8万辆

（与重庆银翔集团合资，独立的研发、生产和销售体系）；北京汽车股份销量15.6万辆（引进瑞典萨博技术建立的自主品牌，独立研发、生产和销售体系）；北汽新能源销量11.1万辆（脱胎之北汽股份自主品牌，后独立运营，研发、生产和销售体系逐渐独立）；昌河铃木销量5.6万辆（从江西省和铃木手中接手，产品基于老旧的铃木技术，独立研发、生产和销售体系）；北汽宝沃销量3.3万辆（北汽集团下属福田汽车收购德国宝沃品牌，独立研发技术平台，现已出售控股权于神州优车）；北汽福田销量0.8万辆（北汽集团下属福田汽车基于微车上研发的MPV车型，独立研发、生产和销售体系）。北汽集团自主品牌由六大研发、生产和销售体系独立的企业在运营，资源分散、又无协同、集团内部任何一个单一运营主体销量均不足20万辆，很难做到盈亏平衡，销量也很难继续向上突破。

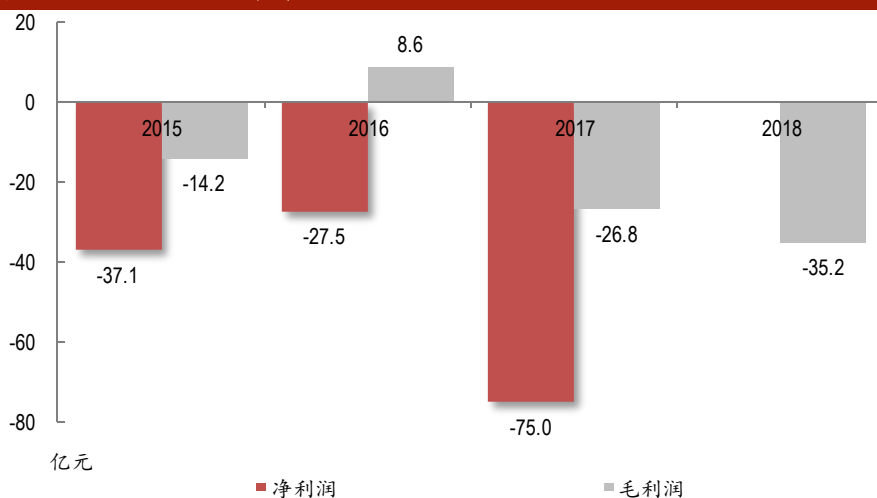
图61：北汽集团各独立运营主体乘用车销量（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

- 落选理由二：北京汽车股份业绩持续亏损，造血功能渐失。北汽自主业绩常年大幅亏损：2015年/2016年/2017年/2018年毛利润分别为-14.2/8.6/-26.8/-35.2亿元；2015年/2016年/2017年净利润分为-37.1/-27.5/-75.0亿元。常年的大幅亏损将导致企业自身逐渐失去造血功能，最终无力维持高研发投入与品牌推广等日常经营活动。基于以上理由，我们认为北汽大概率还是需要集团持续输血维持生存。

图62：北汽股份自主常年亏损

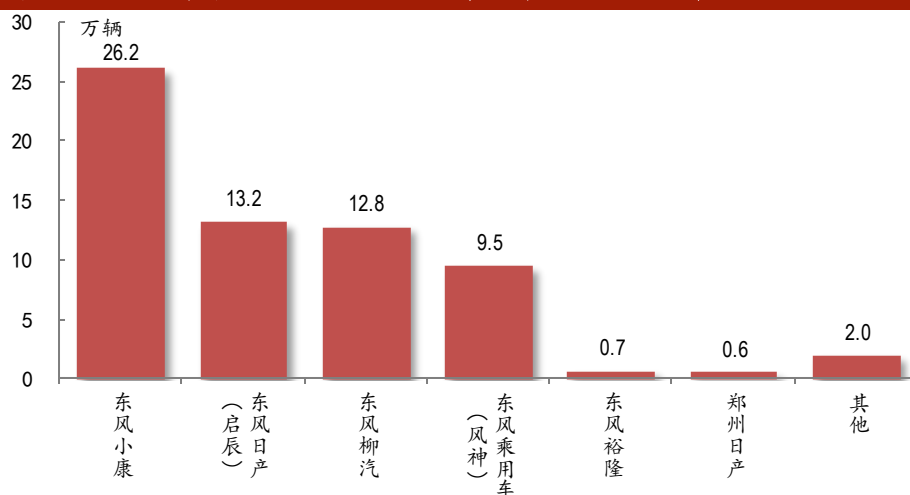


数据来源：公司公告，财通证券研究所

东风：与北汽集团相似，集团65万辆产销规模看似庞大，实则内部品牌杂乱重叠，单一产销规模小

- 落选理由：合资公司东风小康占集团自主乘用车销量近半数，其余无一独立主体产销规模超15万辆。东风集团乘用车2018年销量虽高达65.1万辆，但实则为集团内部不同运营主体共同贡献，拆分来看：与重庆小康股份的合资公司东风小康销量26.2万辆（由小康股份实际经营，未来有可能成为小康股份全资子公司（小康股份曾申请定向增发收购东风小康剩余股权）），此销量并不能划分给东风自主；东风日产（启辰）（东风日产的合资自主，技术基于东风日产老款产品，与东风日产共线生产）销量13.2万辆；东风柳汽销量12.8万辆（东风柳汽自主发展起来的品牌）；东风乘用车（风神）（东风集团在武汉建立的自主品牌，部分产品由PSA产品贴牌，并由其代工）东风裕隆销量0.7万辆（原系与台湾裕隆的合资公司，后东风全资拥有）；郑州日产销量0.6万辆（基于日产轻型商用技术车建立的东风自主品牌，以MPV为主）。集团内部品牌杂乱，存在重叠，单一主体产销规模不足15万辆，无明显规模效应，较难实现盈利。

图63：东风汽车集团各独立运营主体乘用车销量（2018年）

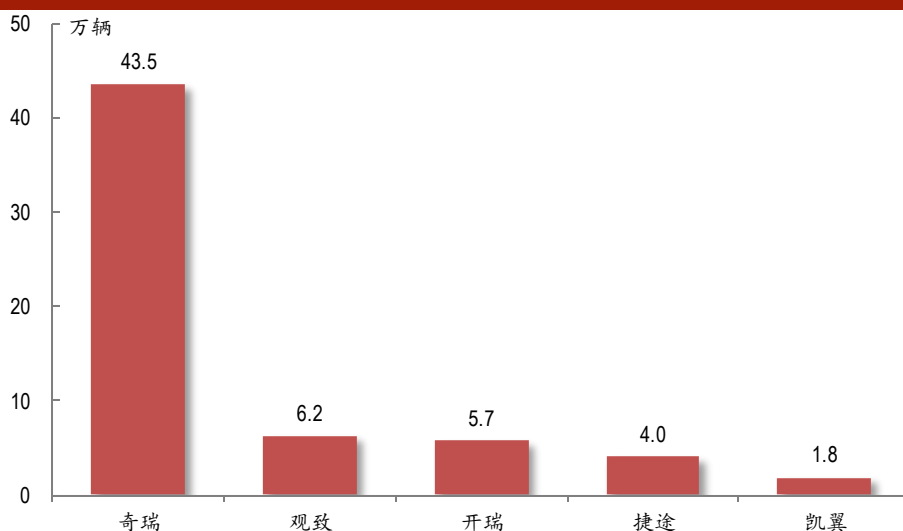


数据来源：Marklines，财通证券研究所

奇瑞：未能把握最好时刻，市场份额或进一步萎缩

- 落选理由一：奇瑞单一主体产销规模未达50万辆，出售凯翼、观致显示其深陷危机。奇瑞集团乘用车2018年销量高达61.2万辆，其中：奇瑞自主销量43.5万辆；观致销量6.2万辆；开瑞销量5.7万辆；捷途销量4.0万辆；凯翼销量1.8万辆。奇瑞自主作为单一主体产销规模未达50万辆，尚未达到盈亏平衡的最低产销规模。且近年来奇瑞集团接连将凯翼51%股权转让给宜宾市和五粮液，将观致的部分股权转让给宝能集团，无不显示其重大经营困难，深陷危机。

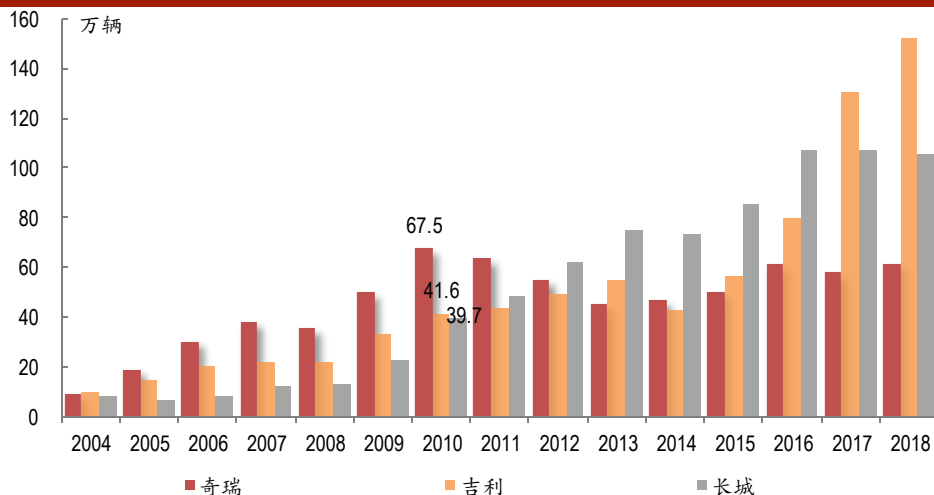
图64：奇瑞集团各独立运营主体乘用车销量（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

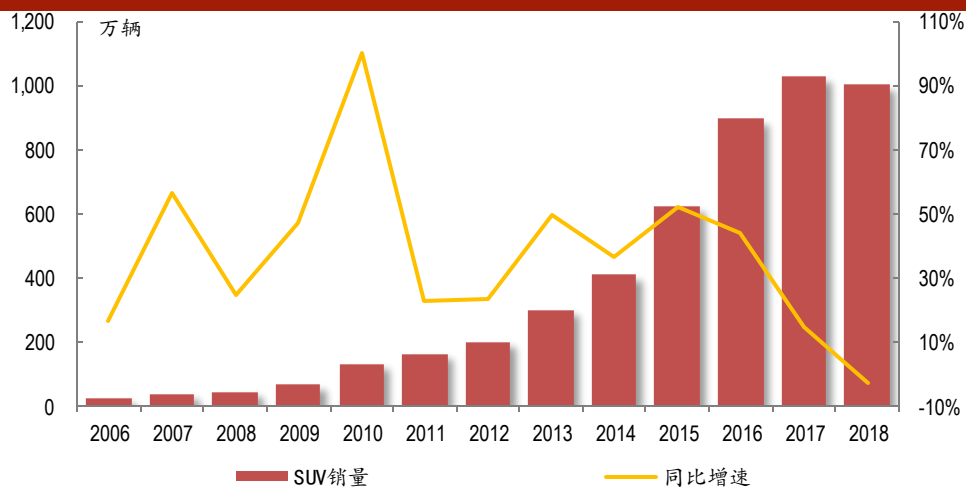
- 落选理由二：在行业最好的时刻未能发挥先发优势，未来竞争激烈的市场环境下更难抢占领先身位。作为早些年自主品牌的龙头，奇瑞具备超强的先发优势，2010年奇瑞集团乘用车销量就已达67.5万辆，遥遥领先同时期的吉利汽车（41.6万辆）、长城汽车（39.7万辆）。2011-2017年期间，国内汽车市场仍保持较高增速（年复合增速7.7%），且SUV爆发（年复合增速36.1%），自主品牌开始乘势崛起，但奇瑞并未在市场红利期展现应有的竞争实力，销量不增反降，并于2012年被长城超越，于2013年被吉利超越，到如今和长城与吉利的差距越拉越大，这一时期堪称奇瑞“空白的十年”。我们认为，奇瑞已经错失了强势卡位的黄金时期，相对竞争力大不如前，其在市场高速增长阶段尚未将一手好牌打好，未来行业增速进一步放缓，竞争更加激烈，奇瑞能在未来的市场格局集中趋势下胜出概率也小了很多。

图65：奇瑞、吉利、长城历年乘用车销量



数据来源：Marklines，财通证券研究所

图66：国内SUV销量与同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

“3+3+1”的自主品牌格局或将形成

我们无法开天眼准确地预测未来的中国品牌格局，因为影响车企发展的因素太多，并不排除当前具有相对优势的车企未来犯错，也不排除当前处于劣势地位的车企未来强势反转。但必须承认的是，就在车市增速切换之际，部分车企强势地卡住了身位，部分车企正逐渐被迫出清。基于当前时点的分析，我们认为，未来自主品牌很有可能呈现“3+3+1”的市场格局，即：3家国企：上汽、广汽、长安；3家民企：长城、吉利、比亚迪；1家合资自主：上汽通用五菱。我们希望这种可能成为现实，也希望这种可能存在更加美好的偏差。

表7：未来自主格局——“3+3+1”

3家国企	 上汽集团 SAIC MOTOR	 广汽集团 GAG GROUP	 长安汽车
3家民企	 吉利汽车	 长城汽车	 比亚迪汽车
1家合资自主	 上汽通用五菱 SGMW		

数据来源：财通证券研究所

5、风险提示

- (1) 国内宏观经济运行不及预期；
- (2) 国内居民收入增长不及预期；
- (3) 汽车行业景气度不及预期；
- (4) 合资品牌对自主品牌冲击超预期。
- (5) 车企自身战略决策严重失误。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。