

证券研究报告

2024年07月27日

行业报告：行业深度研究

# 乘用车 出海专题：复盘丰田出海，对当下比亚迪有何启示1

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009

分析师 王彬宇 SAC执业证书编号：S1110523070005



行业评级：强于大市（首次评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

日本于1985-90年产生了严重的资产价格泡沫，90年代起开始经历泡沫破灭、“失去的三十年”，股价及房价大幅下跌。1990年-2000年日经225指数下跌52%，丰田汽车上涨113%，走出了显著的超额收益。

我们认为当时的丰田与此刻的比亚迪有相似之处，宏观较为低迷、国内市场饱和背景下，需要出海寻求更多的机遇，我们通过复盘丰田思考对当下比亚迪的启示。

## 1、股价复盘与估值分析：超额收益率的来源？

我们复盘90年至今日经与丰田股价的走势，90-00年代丰田的超额收益明显，PE经历了从被动抬升到戴维斯双击。对比同时期涨幅靠前的其他股票来看，汽车行业的本田PE从20-80-20X、电装PE从20-60-30X；信息技术行业的基恩士从40-120-40X、佳能从20-80-20X，科技+出海的龙头公司基本都经历了一轮估值与业绩的扩张。

## 2、各地区盈利情况拆解：盈利差异原因是什么？

从报表结构来看，从99年至今丰田北美区及欧洲区的收入占比已基本稳定，分别在20-30%之间波动、部分年份略超30%，和在8-12%之间波动。亚洲区（除本土外）从03年开始贡献增量，收入占比从6%提升到当前的15%。

日本与亚洲区的盈利能力和稳定性领先于北美及欧洲，近几年operating income margin均值分别在11%、9%、4%、3%左右。近几年整体毛利率、净利率分别在17%、9%左右（24财年创下了19%、12%的新高）。我们发现当各地区本土化产量突破100万辆时，对应净利率基本达到高位，反应规模效应在这一阶段效果最为显著。而欧美整体规模化后的盈利能力弱于日本本土及亚洲，主要原因我们认为仍然系不同经济体所处阶段、劳动力/能源等成本要素、工人文化（eg.美国工会）等差异所带来的利润分配不均一。

## 3、丰田出海与比亚迪出海有何相同与不同？

**相同点：**①在内需放缓、盈利面临挑战的背景下，需要出海开启新增长点；②同样也面临着贸易摩擦，经历了大规模海外建厂。

**不同点：**①丰田出海时期虽也面临贸易壁垒，但大背景是全球化顺风，与当前全球贸易保护思潮加深不同；②丰田出海早期在面向油车同样发达的欧美国家，以节油、性价比高的中低端车型取胜，较晚才推出高端品牌，且经历本土化之后，从盈利能力上看，利润率并不比国内更高；而比亚迪电车作为全新的产品，出海前期的利润水平明显高于国内，在许多国家走高举高打的路线；③当前时间难以再寻找一个与00年代中国同等体量的工业化与城镇化早期市场，但对于比亚迪来说，东南亚、中亚以及一带一路等工业化早期国家仍存在机遇。

**4.风险提示：**出口地区政策变化超预期；出口地区贸易保护壁垒加大风险；新能源车需求下滑及价格战风险。

# 1

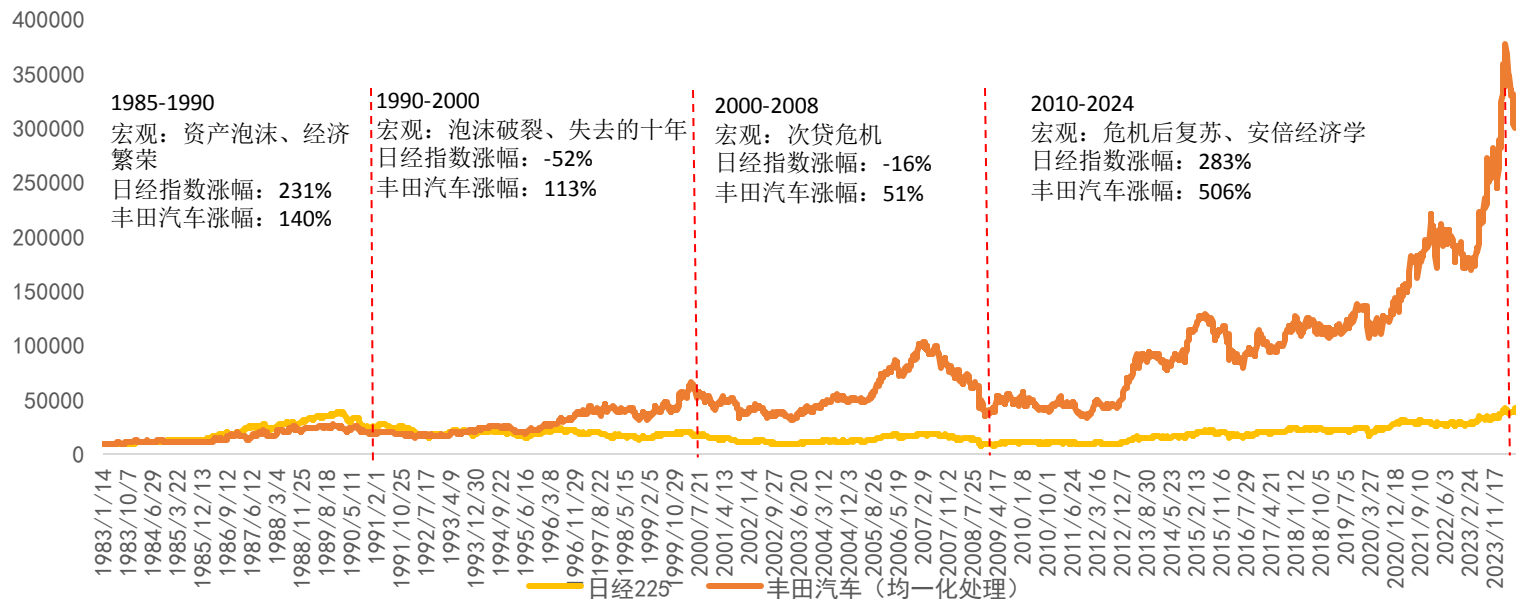
## 丰田股价复盘与估值分析

- ✓ 日本“失去的十年”，丰田如何跑出超额收益？
- ✓ 如何理解估值的演变

# 丰田汽车与日经225指数走势复盘

- 日本于1985-90年产生了严重的资产价格泡沫，90年代起开始经历泡沫破灭、“失去的三十年”，股价及房价大幅下跌。在此过程中，丰田汽车却逆势上涨，走出了显著的超额收益。
- 90-00：日经下跌52%，丰田逆势上涨113%，此期间丰田收入增速基本高于利润增速，PE和EPS共同驱动了市值的上涨。
- 00-08：日经下跌16%，丰田上涨51%，PE从30X回落至10X，丰田北美区VER政策放开后销量及盈利的修复以及亚洲和欧洲销量的快速上升，驱动了市值上涨。
- 10-至今：金融危机后的几年，丰田也经历了利润低迷的至暗时刻，但亚洲区和北美区的高增以及本土经营利润率的修复较快填补了利润缺口，随后整体利润继续增长，24财年创下新高，此阶段PE基本稳定在10X左右，市值增长主要由EPS驱动。

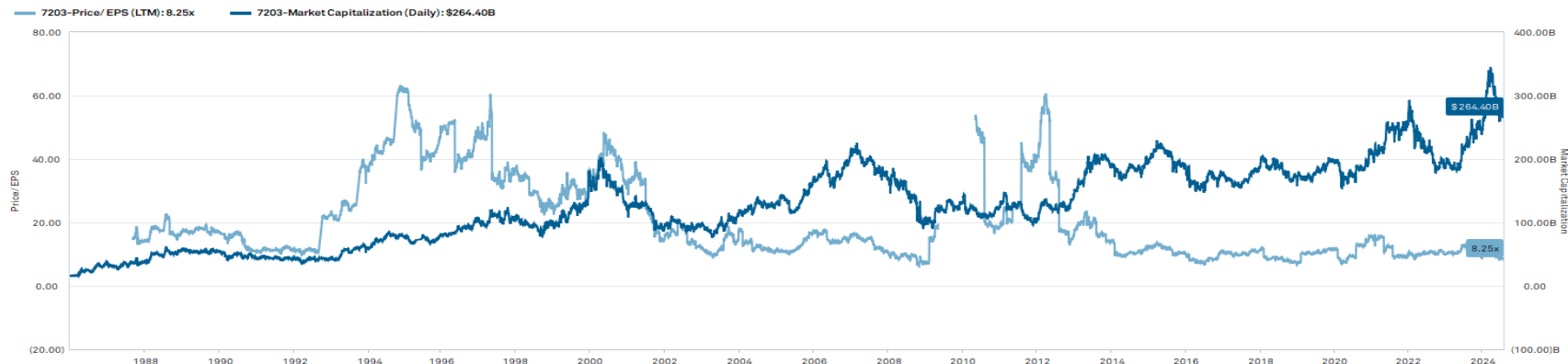
图：1983-2024年丰田汽车与日经225指数走势对比



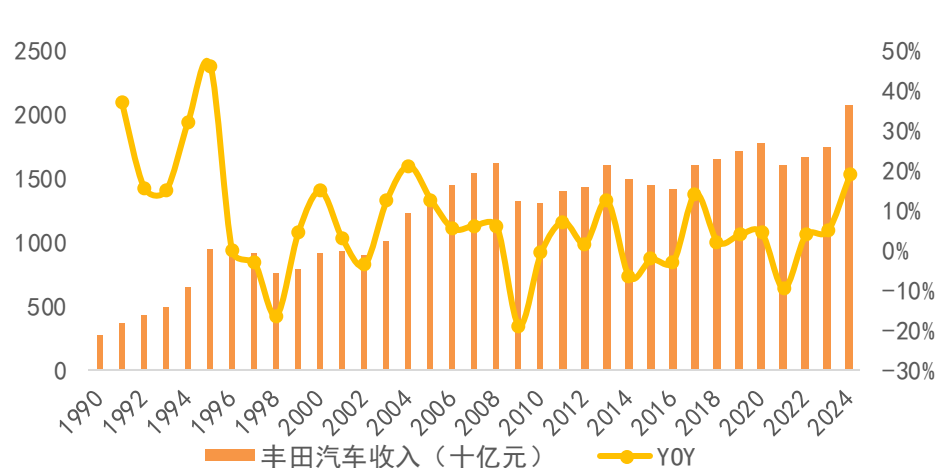
# 丰田汽车估值及收入利润变化

在91-93财年，丰田收入增长33%，净利润却从160亿下滑至84亿元，净利率从4.4%下滑到1.7%，主要由毛利率下滑所致。这一阶段PE从20X被动抬升至60X，随后的94到00财年，公司净利润基本均录得增长，CAGR=27%，PE也保持高位，和EPS的双击共同驱动了市值的上涨。

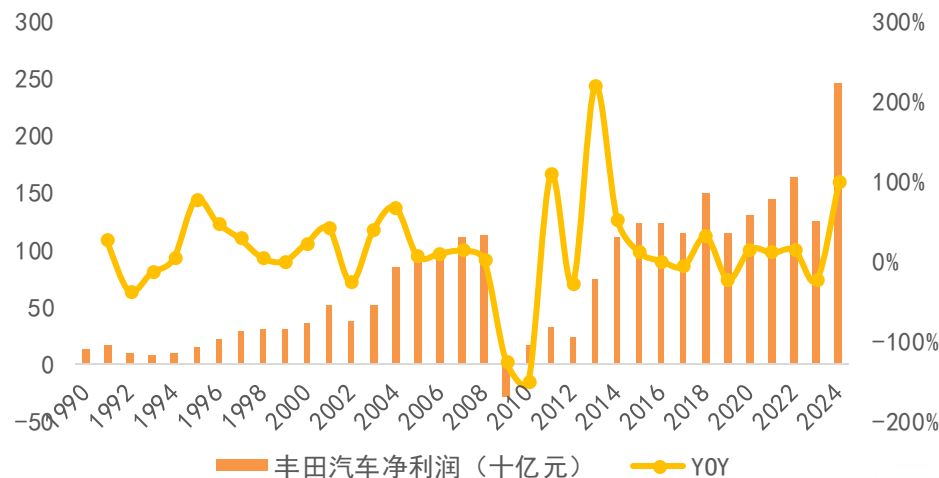
图：丰田汽车市值和PE变化



图：丰田汽车收入及增速



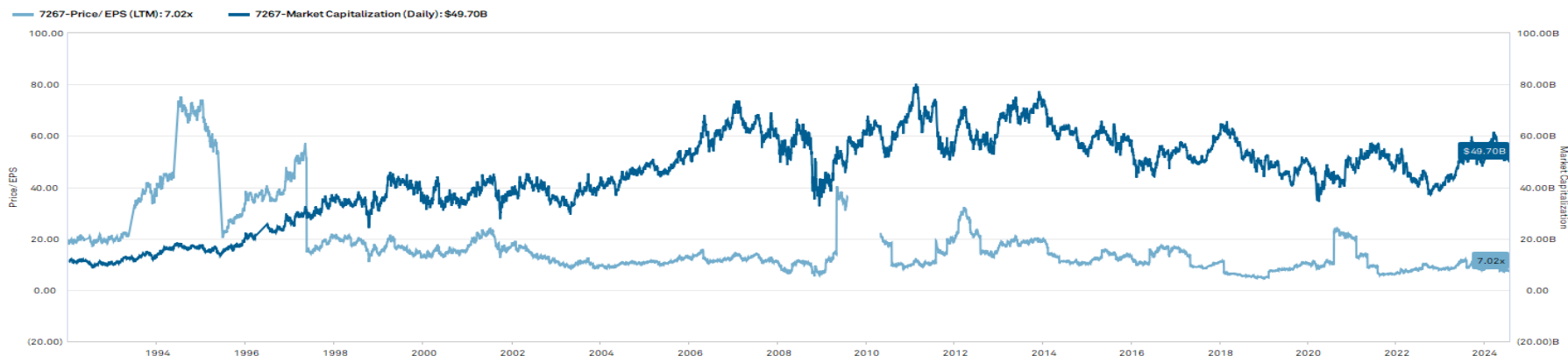
图：丰田汽车净利润及增速



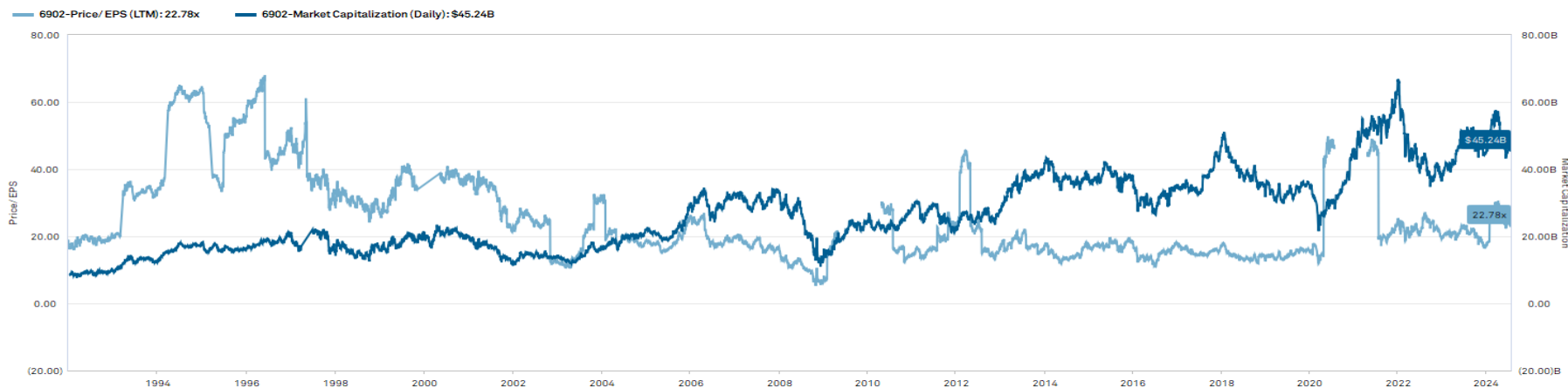
# 日股横向对比：90年代科技+出海龙头公司均经历了一轮估值与业绩的扩张

对比90-00年代涨幅靠前的其他股票来看，汽车行业的本田汽车（主机厂）PE从20-80-20X、电装公司（零部件）PE从20-60-30X演变。

图：本田汽车1990-2024年PE（LTM）与市值走势图



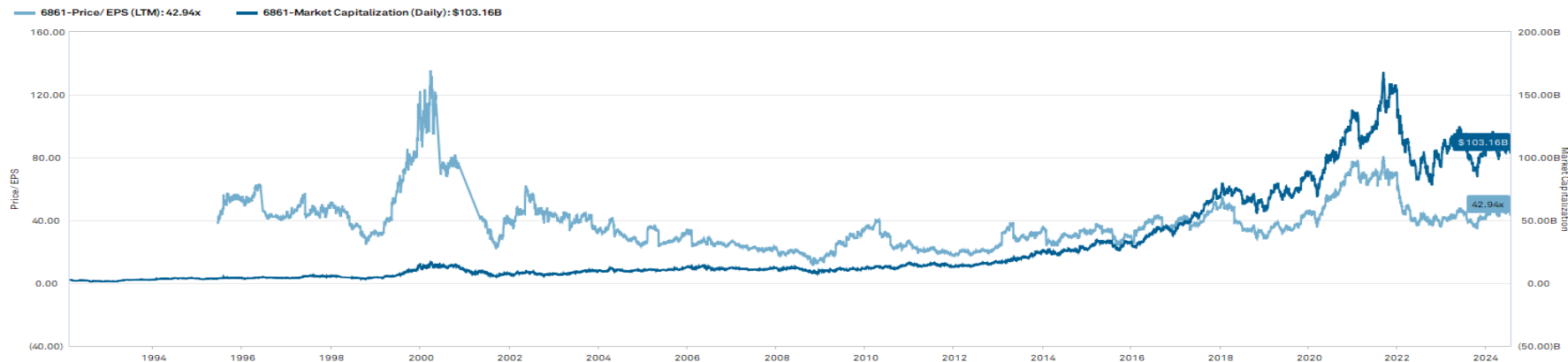
图：电装公司1990-2024年PE（LTM）与市值走势图



# 日股横向对比：90年代科技+出海龙头公司均经历了一轮估值与业绩的扩张

信息技术行业的基恩士（自动化领域的传感器与机器视觉龙头）PE从40-120-40X，佳能公司（影像与信息产品）PE从20-80-20X。

图：基恩士1990-2024年PE（LTM）与市值走势图



图：佳能1990-2024年PE（LTM）与市值走势图



## 2

# 财报分析：不同地区盈利情况如何？

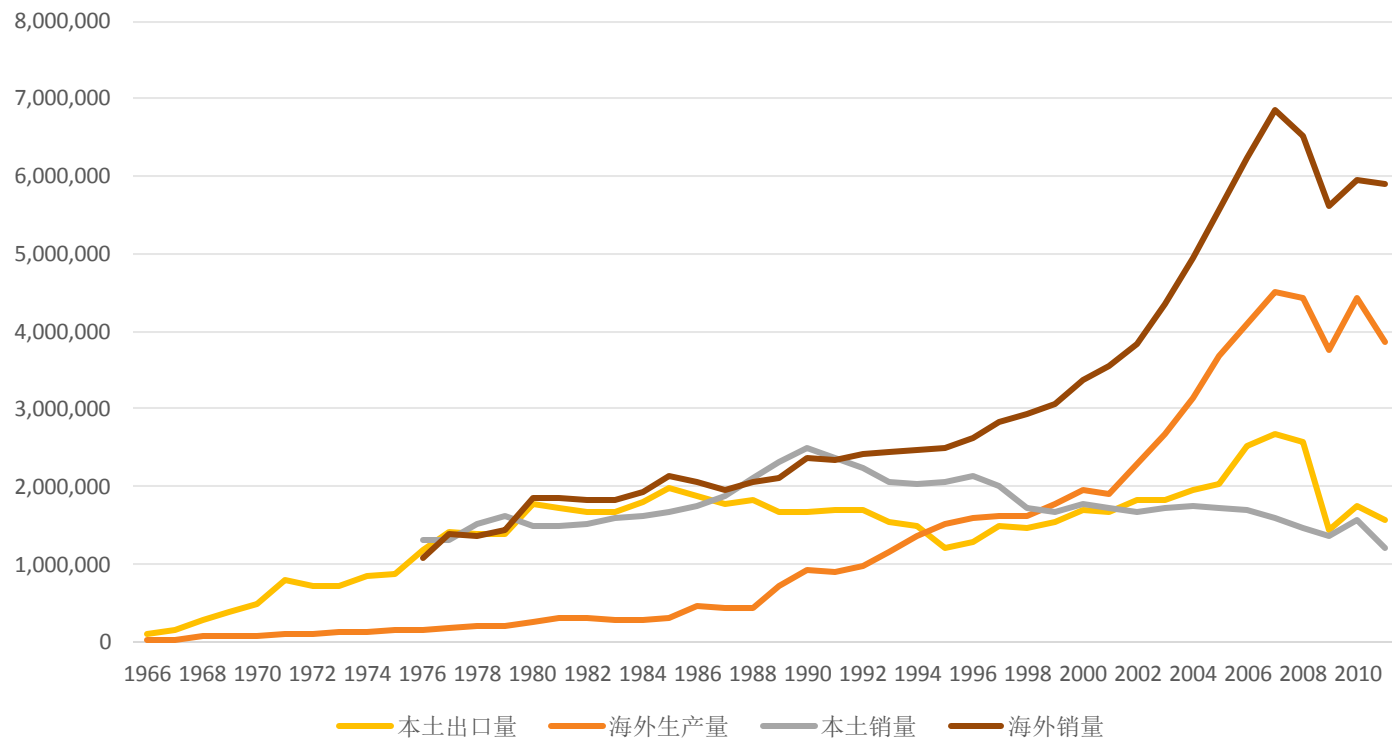
- ✓ 50年代即开始出口，70年代末出口量突破100万辆，90年代末海外生产量突破100万辆，随后不断增长
- ✓ 99年后欧美区收入占比基本稳定，亚太新兴市场贡献收入利润增量
- ✓ 亚洲区整体盈利能力及稳定性好于欧美
- ✓ 当本土化产能为100万辆时，规模效应最大化，盈利能力最优



# 丰田70年代出口量突破100万辆，海外生产量90年代达到100万辆，随后不断增长

丰田从50年代开始出口，成为美国石油危机的受益者，在70年代出口量就突破了100万辆（其中北美约60万辆）；80年开始受到美国VER自愿出口限制（限制日本车辆在美国的销量上限），直到84年这一限制解除，同年，丰田也开始在美国建立第一个工厂，之后海外生产量开始快速爬升，于90年代达到100万辆。后续海外销量的持续增长主要依靠海外本土生产，而非本土出口。

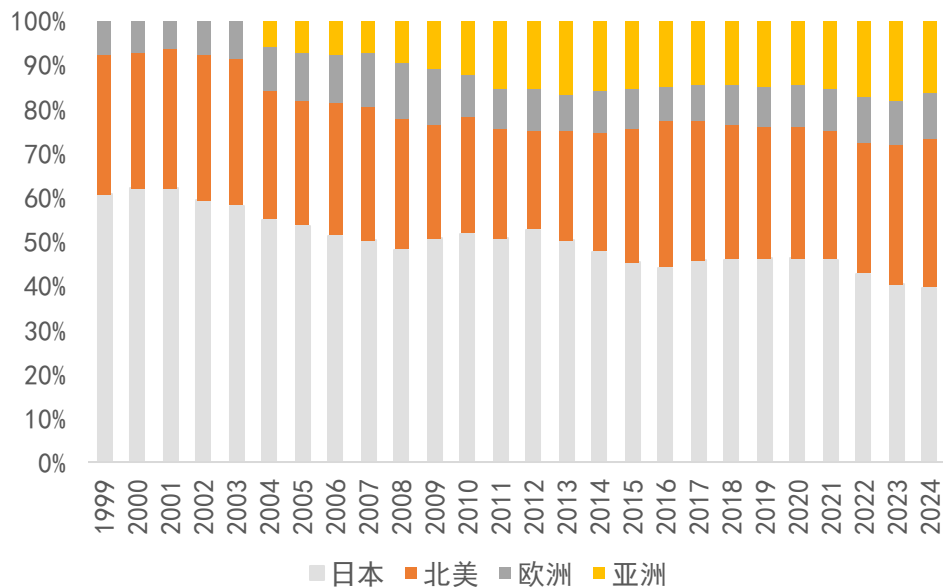
图：丰田汽车本土销量、出口量、海外生产量变化（辆）



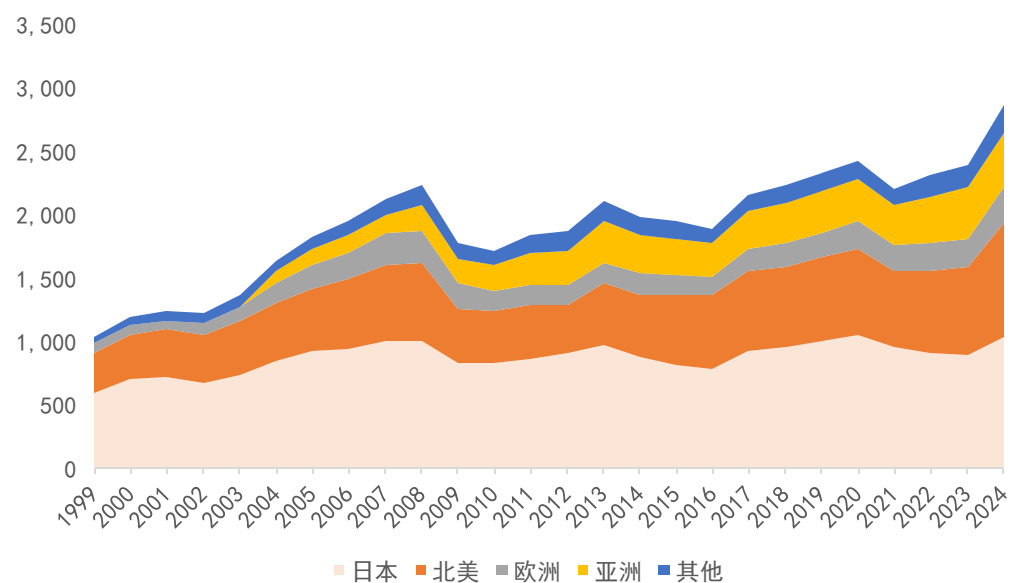
# 进入21世纪，丰田欧美区收入占比稳定，亚太新兴市场收入快速提升

□从有地区财务数据可考的99年起，丰田北美区及欧洲区的收入占比已基本稳定，分别在20-30%之间波动，部分年份略超30%，和在8-12%之间波动。亚洲区（除本土外）从04年开始贡献增量，收入占比从6%提升到当前的15%。

图：丰田汽车分地区收入占比（%）



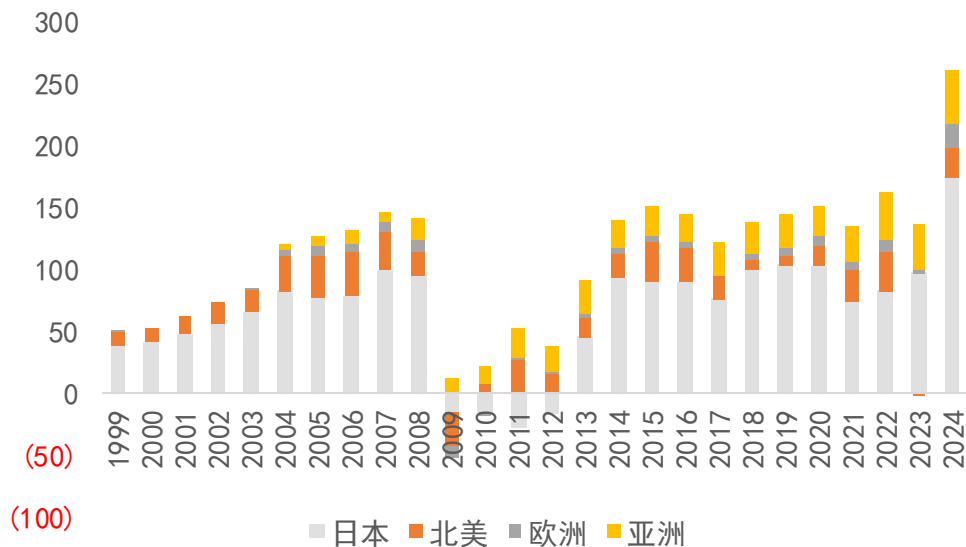
图：丰田汽车分地区收入金额（十亿元）



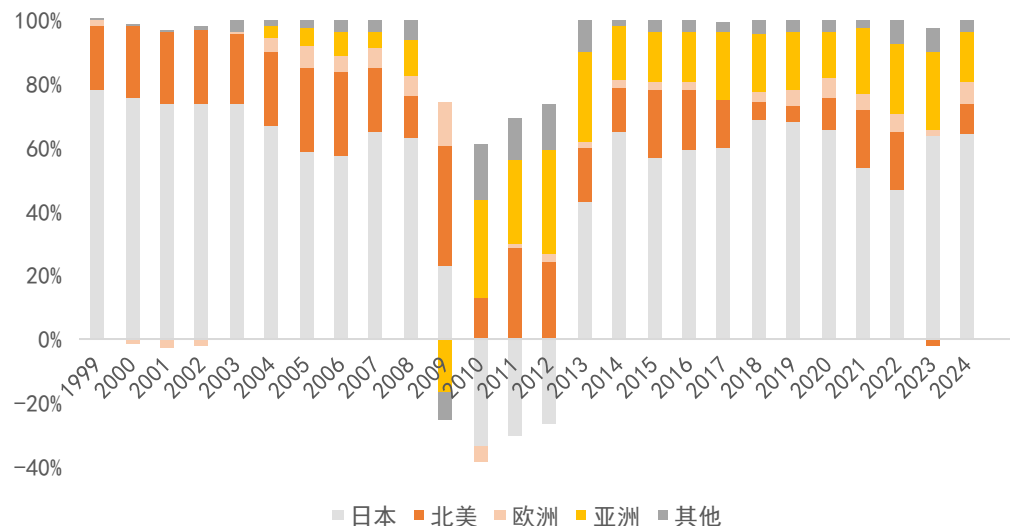
# 金融危机后本土、欧美区出现亏损，亚洲区良好填补利润缺口，带动整体盈利修复

□ 丰田整体利润在90年代初受毛利率的影响有所波动，在95年后重回增长轨道。日本本土的利润占比不断下降，北美及欧洲区的利润占比陆续提升。08年经历了金融危机，日本、欧美均出现了较大幅度的亏损，刚刚起量的亚洲区则较好地填补了利润的缺口，使得整体净利润在09年短暂的亏损后快速的转正，随后亚洲区利润占比进一步提高。

图：丰田汽车分地区经营利润金额（十亿元）



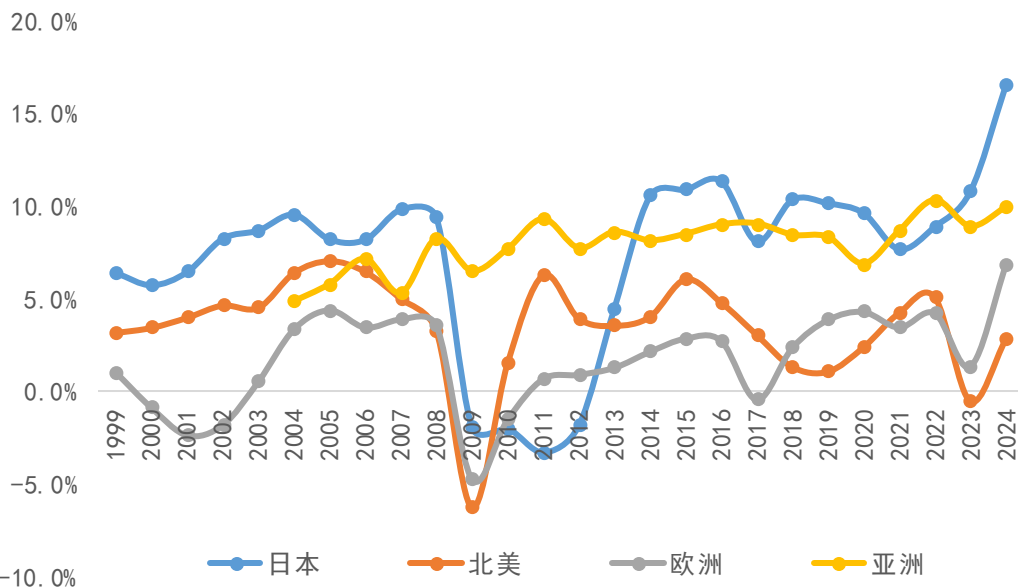
图：丰田汽车分地区经营利润占比（%）



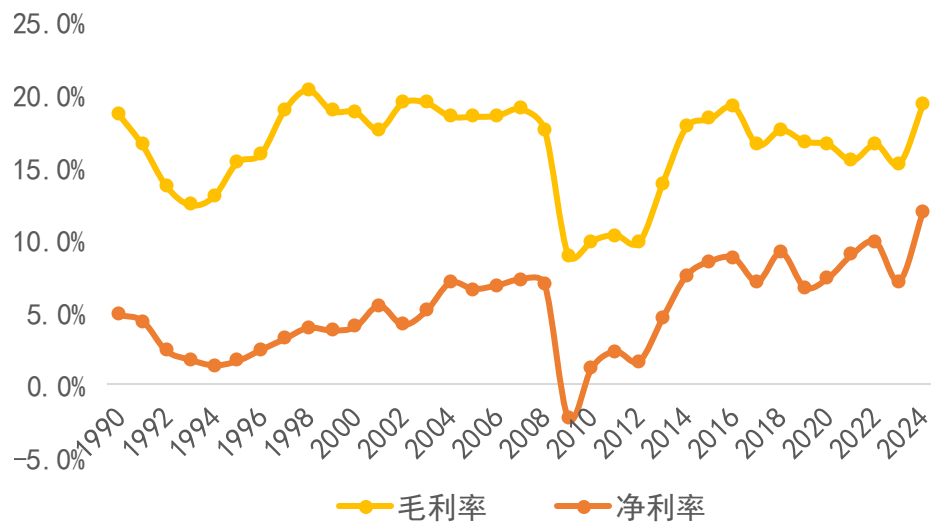
# 不同地区盈利对比：亚太区盈利能力整体好于欧美，呈稳中有升趋势

□我们观察不同地区的盈利情况发现：日本与亚洲区的盈利能力和稳定性领先于北美及欧洲，近几年operating income margin均值分别在11%、9%、4%、3%左右。近几年整体毛利率、净利率分别在17%、9%左右（24财年创下了19%、12%的新高）。

图：丰田汽车分地区Operating Income Margin (%)



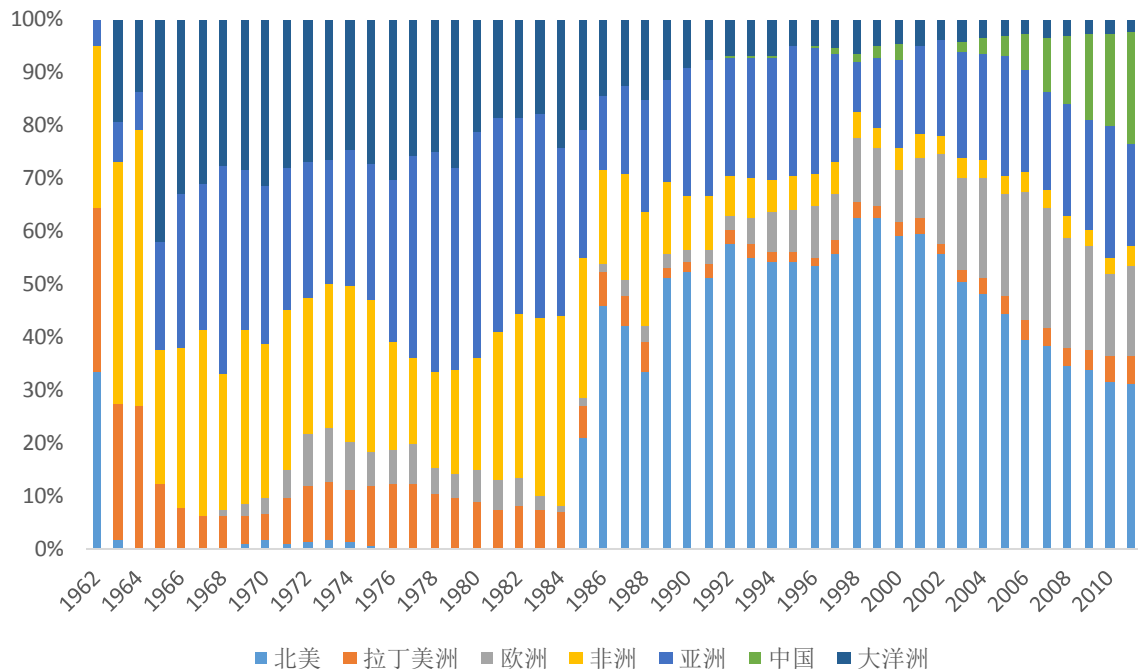
图：丰田汽车毛利率与净利率 (%)



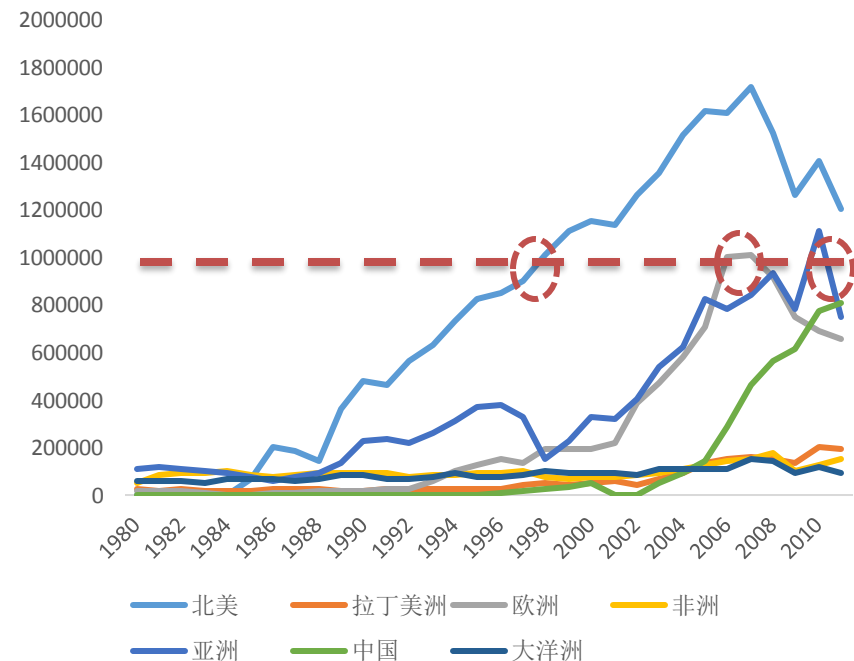
# 原因分析：从各地区本土化节奏看盈利能力差异

- 从最早有地区财务数据的99年开始，北美区的本土化已较为成熟（最早84年在美国开设第一个合资工厂，至98年本土产量突破100万辆），故5%左右的经营利润率可理解成北美本土工厂稳定状态下的盈利能力。
- 欧洲区本土建厂节奏稍晚于北美，至06年突破100万辆，经营利润率也从99年的-1%提升到了06年的4%左右。
- 亚洲区（包含东南亚、中国）的本土化产量从00年开始快速提升，于05年突破80万辆，经营利润率也突破了7%，伴随中国产能的继续扩张，后续亚洲区的经营利润率进一步提升至了9%左右。

图：海外各地区本土生产量占比（%）



图：海外各地区本土生产量提升情况（辆）



# 规律：本土产量增长至100万辆时，盈利表现最好，规模效应发挥最大化

□我们总结发现，当各地区本土化产量突破100万辆时，对应净利率基本达到高位，反应规模效应在这一阶段效果最为显著。

表：本土化产量与利润率变化趋势

| 本土化产量（万辆） | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 北美        | 111.2 | 115.4 | 113.5 | 126.5 | 135.3 | 151.3 | 162.1 | 161.2 | 172.0 | 152.6 | 126.0 | 140.4 | 120.6 |
| 欧洲        | 19.4  | 19.1  | 22.2  | 38.7  | 46.8  | 58.5  | 71.1  | 100.5 | 101.4 | 91.7  | 75.0  | 69.5  | 65.6  |
| 亚洲        | 23.2  | 33.0  | 32.0  | 40.7  | 53.7  | 62.8  | 82.8  | 78.8  | 84.6  | 93.4  | 78.6  | 111.2 | 75.0  |
| 中国        | 3.8   | 5.4   | 0.2   | 0.5   | 5.3   | 9.5   | 14.4  | 28.6  | 46.1  | 56.6  | 61.3  | 77.8  | 80.9  |

| Operating Income Margin (%) | 1999 | 2000  | 2001  | 2002  | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  | 2011 |
|-----------------------------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|
| 北美                          | 3.1% | 3.4%  | 4.0%  | 4.6%  | 4.5% | 6.4% | 7.0% | 6.4% | 5.0% | 3.2% | -6.3% | 1.5%  | 6.3% |
| 欧洲                          | 1.0% | -0.9% | -2.4% | -1.8% | 0.5% | 3.3% | 4.4% | 3.4% | 3.9% | 3.5% | -4.8% | -1.5% | 0.7% |
| 亚洲                          |      |       |       |       |      | 4.8% | 5.8% | 7.1% | 5.3% | 8.2% | 6.5%  | 7.7%  | 9.3% |

# 3

## 比亚迪出海与丰田出海有何相同与不同？

- ✓ 相同点
- ✓ 不同点
- ✓ 投资建议

# 丰田与比亚迪出海的不同点分析

## □相同点：

- ✓ ①本质上都是国家产业竞争优势的外溢，在内需放缓、盈利面临挑战的背景下，需要出海开启新增长点。
- ✓ ②同样也面临着贸易摩擦，经历了大规模海外建厂。

## □不同点：

- ✓ ①丰田出海时期虽也面临贸易壁垒，但大背景是全球化顺风，与当前全球贸易保护思潮加深不同。
- ✓ ②丰田出海早期在面向油车同样发达的欧美国家，以节油、性价比高的中低端车型取胜，较晚才推出高端品牌，且经历本土化之后，从盈利能力上看，利润率并不比国内更高；而比亚迪电车作为全新的产品，出海前期的利润水平明显高于国内，在许多国家走高举高打的路线。
- ✓ ③当前时间难以再寻找一个与00年代中国同等体量的工业化与城镇化早期市场，但对于比亚迪来说，东南亚、中亚以及一带一路等工业化早期国家仍存在机遇。



# 投资建议

- 日本在90年代之后的起落本质上是经济与产业转型升级的过程，科技+出海两条主线诞生许多牛股，以丰田为典型代表。在泡沫破裂的年代日本依然给予出海的制造与科技龙头估值溢价，因为代表了产业转型升级的空间，而中国电车出海的故事才刚刚开始。
- 我们看好当前时间比亚迪凭借电车时代领先的产品力、成本竞争力开启全球化的新篇章。短期看，出海以及本土化不一定能够带来迅速的利润扩张，但在中长期规模效应大概率会体现，带来更长久的增长。
- 预计比亚迪24年归母净利润381亿（19X），25年474亿（15X），国内市占率的巩固和提升有望带来单车利润的回归，而全球化之路刚刚启航，当前时间维持对比亚迪重点推荐。

## 风险提示

- 出口地区政策变化超预期：若出口地区对新能源车政策发生变化，则会对比亚迪出口的新能源车销量产生较大影响。
- 出口地区贸易保护壁垒加大风险：若出口地区采取关税等贸易保护手段，可能对中国汽车出口产生较大压力。
- 新能源车需求下滑及价格战风险：汽车作为大宗消费品，若消费者购买力下降，可能使新能源车销量增速放缓，导致车企采取价格竞争的策略，盈利不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中所提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |

THANKS