

日企出海启示录

**刘刚, CFA 分析员**SAC 执证编号: S0080512030003
SFC CE Ref: AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn**吴薇 联系人**SAC 执证编号: S0080122060053
wei3.wu@cicc.com.cn**李雨婕 分析员**SAC 执证编号: S0080523030005
SFC CE Ref: BRG962
yujie.li@cicc.com.cn

在当前新的宏观形势下,中国企业积极出海寻找第二曲线的成长机会,已经成为宏观与微观、业界与金融市场的共识。但宏观叙事上的共识并不能解决出海和投资上的痛点,哪些行业/企业具有优势,又该去哪些市场,都可能决定最终成败。日本企业在特殊宏观时期开启了持续几十年的出海之路,从产品出海到产能出海,从发达市场到新兴市场,从纺织,到钢铁化工,再到家电、汽车和半导体。正是持续不断的对外出海和对内升级,才使日本在几轮全球产业升级中并未掉队。

出海的意义,在于充分发挥自身成熟产业优势并化解相对过剩,规避贸易壁垒,同时也为高附加值和高技术含量的产业升级腾挪了空间。我们在本文中,通过梳理日本的成功经验与失败教训,探寻对当下中国的启示,在宏观的宏大叙事外,也从中微观层面探讨如何找企业、找市场。

日企为什么出海? 日企出海是内部需求放缓和外部贸易摩擦升级的时代结果,于70年代开始萌芽,并在80年代进入高峰。内因:1)日本完成工业化与城镇化后,内需放缓和成本增加(如环保、能源)都推动企业寻求产能出海,90年代地产泡沫破裂加速了这一过程。2)旧产能出海化解国内过剩压力,也为新产业升级腾挪空间。外因:1)50年代萌芽的美日贸易摩擦在70~80年代进入高峰。2)广场协议后日元持续升值也更有利于对外投资。出海的意义在于帮助日本实现了结构调整,海外收入成为经济(GNI/GDP全球靠前)和企业(60%)的重要部分,也促成了国内产业的不断升级和转型。

日企是如何出海的? 出海可以分为产品和产能出海,本质都是寻求更大的市场空间。产品出海更多看重需求,产能出海则是发展到一定阶段的新形式,主要从成本考虑(包括人工、原材料,贸易壁垒等广义成本)。日本整体呈现出先产品再产能、出海与升级并行的特征,即**优势产业产品出海→成熟后产能出海→新产业升级→下一轮产品出海**的闭环。当然,对一部分新兴市场也会先以产能出海带动当地工业化进程的,进而反哺需求的“伴随式”成长。

哪些企业能成功出海? 重在比较优势。能够成功出海的企业一般都具备一些共性,简单讲就是“能打”,可归纳为价格优势(如早年的日本纺织业,“一美元衬衫”)、产品与内容优势(汽车家电、游戏动漫)和模式创新(看重体验与性价比的新消费形式)等特征。这些优势在宏观上体现为比较优势系数,微观上体现为财务指标的利润率、资产周转率和ROE的比较优势,海外收入占比较高也可以视做成功出海企业积累了经验,也是我们下文中筛选中国企业的框架体系。

出海应该去哪里? 这是出海过程中普遍面临也亟待解决的问题,日本车企在印度和欧洲截然相反的境遇也充分说明市场选择的重要性。**需求是选择出海目的地的第一导向**,又进一步可以拆解为两个维度:一是**潜在市场空间和市占率**,二者至少占其一才有进入价值。成熟市场容量更大,所以不能轻易放弃,同时需要以差异化竞争打开局面获取份额,如日本摩托车、汽车正是因其小巧、轻便和节能在美国获得畅销。新兴市场初始空间不大,但更容易靠相对优势和先发优势获得份额,“陪伴式”成长,如日本家电和车企在中国的成功例子;二是**相对成本的权衡,更多涉及产能出海目的地的选择**。如果贸易壁垒是最大的成本项(高附加值行业居多),那么直接去终端需求市场或者其附属市场(如墨西哥之于美国,东欧之于欧洲)仍是短期的更优选。如果原材料和人工成本占比更大(对应低附加值行业偏多),那么新兴市场就是更优选(如越南为代表的东南亚)。

中国企业如何出海? 中国与当年的日本发展历程有相似之处,制造业也具有较强的全球比较优势,都为出海提供了大的宏观环境和基础。但不同的是,中国内需体量更大,外部挑战也更多,意味着**出海紧迫性比日本当时小,难度可能也更高**。从选企业角度,基于日本经验所归纳的框架,我们从宏观和微观指标筛选中游制造(汽车、家电、光伏、电池、消费电子、通讯设备、工程机械、化工)、传媒(游戏、互联网)、大消费企业(餐饮、电商、新零售)既有出海能力,也有出海意愿。从选市场看,对于具有出口比较优势且景气度仍较高(毛利率稳定且盈利持续景气,高附加值行业居多),欧美仍具有一定不可替代性,其附属市场如拉美与东欧作为生产基地也有吸引力,也可以借此一定程度的规避贸易壁垒影响;新兴市场则可以作为“陪伴式”成长的选择发掘长期潜力空间。低附加值行业和相对过剩行业(利润率下滑)更多可以考虑东南亚新兴市场。我们在图表 82~图表 84 中综合自上而下的策略筛选和自下而上的中金行业分析师观点汇总了A股、港股及美股的出海受益标的,供投资者参考。

风险: 国际地缘政治格局不稳定,企业出海进度不及预期。

目录

一、日企为什么要出海？内部升级和外部破局	5
出海的时代背景：内部需求放缓，外部摩擦升级	5
出海的宏观意义：外需对冲内需，经济结构转型	13
二、日企是如何出海的？从产品到产能，出海升级并行	15
出海的形式：产品看需求，产能重成本	15
出海的过程：先产品后产能，出海与升级并行	15
三、哪些企业能成功出海？价格、产品与模式的比较优势	19
价格优势：低成本打造高性价比商品	20
产品优势：技术、工艺或内容领先	20
模式创新：新业态或新体验	22
四、出海应该去哪？需求看竞争优势，成本做相对权衡	23
需求优先：发达市场体量大，新兴“陪伴式”成长	24
相对成本：规避壁垒去发达，降低成本去新兴	26
案例分析：日本车企在印度与欧洲的不同境遇	27
五、中国企业如何出海？探寻对当下中国的启示	31
中国与日本的宏观背景：同与不同	31
找企业：宏微观两个维度寻找优势产业	33
找市场：成熟市场重在赛道和摩擦成本，新兴市场考虑潜力和市占率	38

图表

图表 1：日经 225 指数再度站上 40000 点，修复了“失去的三十年”失地	5
图表 2：在“失去的三十年”中，日本经济增速放缓但并未掉队	5
图表 3：日本经济和出海阶段划分	6
图表 4：50~60 年代日本工业化时期经济高速发展，70 年代开始经济总量增速下台阶	7
图表 5：70 年代日本经济发展接近成熟期，城镇化率放缓	7
图表 6：由于日本对进口能源的高度依赖，70 年代通胀上升幅度甚至超过了美国等发达国家	8
图表 7：工业污染和高昂的能源成本促使日本高污染工业产业对外转移，70 年代日本的对外投资增长了 571%	8
图表 8：对外政策从贸易转为协调对外经济关系，经济进入成熟期后控制污染优先级上升	8
图表 9：日本通过“减量经营”、对外转移等手段去产能，80 年代中期钢铁行业产能利用率跌幅企稳	9
图表 10：50 到 80 年代纺织、化工、钢铁、运输设备和电气设备新增固定资产投资在总体制造业的占比依次上升	9
图表 11：在每一个阶段日本对外投资量最大的行业大多是国内相对成熟甚至过剩的行业	9
图表 12：70 年代中期，日本汽车产量超过美国	10
图表 13：日美贸易摩擦在 80 年代达到了巅峰时期	10
图表 14：日美贸易时间脉络	11
图表 15：日本出海转型阶段也是日元汇率升值阶段	12
图表 16：50 至 80 年代日本出口占全球出口比重持续攀升	12
图表 17：80 年代美元快速抬升，贸易逆差上升，同时由于财政扩张，财政赤字上升，美国进入了持续且大幅的双赤字阶段	12
图表 18：与之对应的是，1981 年至 1985 年日本贸易顺差增长了 452%	12

图表 19: 从 1985 年开始至 1987 年美元指数低点, 美元指数下跌接近一半, 日元和德国马克升值超过 100%.....	12
图表 20: 80 年代后日本对外投资开始进入繁荣期.....	12
图表 21: 日本开启 1987 年至 1991 年财政年度施行“黑字环流”计划, 借日元升值之东风, 试图推进日元国际化.....	13
图表 22: 日元升值时, 利好日本直接对外投资; 日元贬值时, 利好出口.....	13
图表 23: 日经 225 指数的海外收入占比高达 60%.....	14
图表 24: MSCI 日本指数海外收入占比 54.5%, 虽然低于德国等, 但高于中美.....	14
图表 25: 日本的经常账户中, 海外投资收益几乎是顺差的全部贡献.....	14
图表 26: 日本 GNI/GDP 的差异明显高于中国和美国.....	14
图表 27: 需求决定出海, 成本决定进入产能出海新阶段.....	15
图表 28: 日本过去几十年纺织品、钢铁、家电、汽车、半导体不同行业轮番出海.....	16
图表 29: 日本各产业轮番出海基本形成了一个闭环链条.....	17
图表 30: 日本出口国家占比: 从美洲逐渐到亚洲.....	17
图表 31: 海外子公司销售额: 亚洲逐渐超过北美.....	17
图表 32: 在走向产能出海阶段时, 一部分新兴市场也会呈现以产能出海带动当地需求的情形.....	18
图表 33: 日本典型出海企业的画像.....	19
图表 34: 日本纺织品产能在上世纪 50 年代后快速扩张.....	20
图表 35: 日本对美纺织出口在上世纪 50 年代快速跃升.....	20
图表 36: 小松产品创新与出海历程.....	21
图表 37: 丰田汽车在美销量逐年提升.....	21
图表 38: 丰田在美市占率持续提升.....	21
图表 39: 任天堂主要出海事件及估值与股价变化趋势.....	22
图表 40: 中国纺织行业的出海从 2010 年前后就已经开始, 主要目的地为越南.....	23
图表 41: 计算机行业的出海从 2018 年后更为明显, 目的地一开始是越南, 随后是墨西哥.....	23
图表 42: 日本在欧美对外投资更侧重服务业, 对东盟等新兴市场更侧重制造业.....	24
图表 43: 2005-2011 年间中国家电零售额高速增长.....	25
图表 44: 2000-2010 年间中国汽车销量规模高速增长.....	25
图表 45: 2011 年日系品牌大金和日立分别在中央空调市场中占据第一及第三的市场份额.....	25
图表 46: 得益于中国市场高速发展, 日系汽车在中国 2003-2008 年同样迎来了销量增长高峰.....	25
图表 47: 石油危机后丰田向海外出口快速提升.....	26
图表 48: 日系三大品牌在美市占率超 40%.....	26
图表 49: 日本通过小型摩托车打开欧美市场.....	27
图表 50: 1980 年代后丰田北美产量快速跃升.....	27
图表 51: 印度人口位居世界第二.....	28
图表 52: 印度乘用车销量快速增长.....	28
图表 53: 截至 2023 年 12 月, 铃木在印度市占率高达 40.4%.....	29
图表 54: 自 2014 年起, 铃木牢牢占据印度乘用车市场销量冠军宝座.....	29
图表 55: 部分欧盟成员国额外对日系进口车和在生产日系车的 1999 年预期市场占有率加以限制.....	30
图表 56: 进入 21 世纪后, 日本车企在美国和西欧的市场占有率差距越来越大.....	30
图表 57: 二战结束后, 世界基本进入了和平发展期, 全球化程度快速提高, 当前保护主义有抬头之势.....	32
图表 58: 日本贸易摩擦基本集中于 60~80 年代, 而日本国内地产和人口拐点发生于 21 世纪初.....	32
图表 59: 日元汇率在 1971 年~1995 年基本趋势性升值, 日元升值利于对外投资.....	32
图表 60: 由于美国经济韧性导致本轮美元强势持续时间较长, 对其他国家宽松货币政策也形成了一定掣肘.....	32
图表 61: 贸易显示性比较优势系数体现出中国中端制造具有比较优势.....	33
图表 62: “找行业”: 近八个季度毛利润环比增长的行业为景气向上行业, 具备出海优势; 其中净利率环比上行的可能仍保持在产品出海阶段, 净利率环比下降的更倾向于产能出海.....	34

图表 63: “找行业”: 中端制造、医药、传媒、新零售、互联网.....	34
图表 64: 出海赛道及代表性出海企业	35
图表 65: 中国整体制造业相比美国更具有比较优势.....	35
图表 66: 中国制造业绝大多数行业领先美国	35
图表 67: 生产环节多、产业链长度长的制造业在我国新时代要素禀赋下具备较为显著优势	36
图表 68: 电动化智能化助力中国汽车实现弯道超车, 目前中国汽车产量在世界排名第一	37
图表 69: 来自中国的手机品牌如小米、Oppo、Vivo 等占据了全球智能手机市场份额的半壁江山	37
图表 70: 传统零售链条中, 国内工厂和贸易商通常处于微笑曲线的底端	38
图表 71: 欧美市场需求中短期内具有不可替代性, 是出海的重要目的地	39
图表 72: 拉丁美洲各国人均 GDP 基本在 2006 年之后达到 1 万美元以上.....	40
图表 73: 2023 年 7 月, 墨西哥成为美国最大的进口贸易伙伴	40
图表 74: 2022 年以来, 墨西哥固定资产投资大幅加速	40
图表 75: 全球对墨西哥直接投资水平较疫情前大幅提升	40
图表 76: 人均 GDP 低, 实际 GDP 增速高, 低水平+高增速=高潜力.....	41
图表 77: 对于典型的耐用消费品汽车, 亚洲新兴市场国家的保有量仍然较低, 发展潜力很大.....	41
图表 78: 亚洲新兴市场国家人口年轻, 年龄中位数低于发达国家, 提供了充足劳动力.....	41
图表 79: 亚洲新兴市场国家高等教育毛入学率有待提高, 导致在高端技术研发上与发达国家有较大差距.....	41
图表 80: A 股出海受益逻辑标的的推荐.....	42
图表 81: 港股出海逻辑受益标的的推荐	43
图表 82: 美股出海逻辑受益标的的推荐	43

一、日企为什么要出海？内部升级和外部破局

2024年3月，在经过了长达36年的起伏跌宕后，日经225指数再度站上4万点，重回1989年底高点（图表1），吸引了全球投资者的目光。面对相似的宏微观环境，日本经常会被投资者拿来与中国当下作对比，其在过去三十多年间的成败得失也是经久不衰的热议话题。

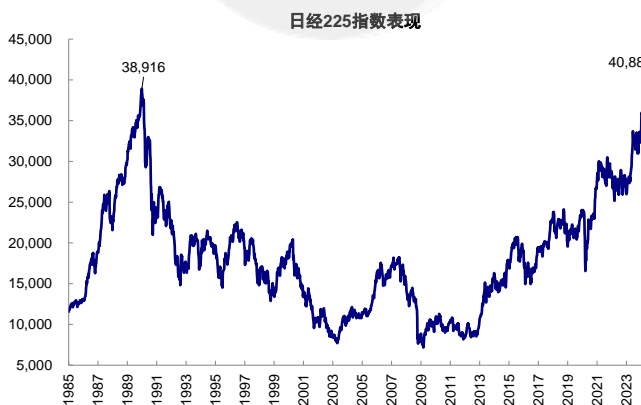
暂且不论日本总量上是否已经一举摆脱通缩困扰这个问题，在所谓的“失去的三十年”经济停滞期间¹，日本通过产能出海发挥成熟产业优势、规避贸易壁垒，同时也为高附加值和高技术含量的产业升级提供了空间，是其能够实现结构转型，增长低迷但不掉队的重要原因之一（图表2），这对当下中国经济同样面临从高速增长转向高质量发展的转型期具有一定借鉴价值。

中国当前面对与日本当时类似的内外部环境，如内部经济增速放缓，外部逆全球化和全球供应链重构挑战。但不同之处在于，中国内需更大，并非单纯外向型经济体，但外部挑战也比当时日本更大。因此我们认为，在内部需求放缓，外部贸易摩擦加剧和全球产业链重构的双重影响下，中国企业出海是一个重要方向，一方面可以充分发挥现有中端制造的竞争优势，规避贸易摩擦、扩展更大市场，另一方面也可以为新的产业升级腾挪更多空间。

不过，在看似顺畅的宏观叙事下，微观上不同企业如何出海、去向什么市场却千差万别，不能一概而论，也无法简单复制，这也是我们从日本市场经验试图寻找的答案。我们在《从投资视角看美国产业链重构：美国再工业化系列研究（1）》《美国制造业回流与供应链重构的投资启示：美国再工业化系列研究（2）》报告中已做出部分讨论和分析。

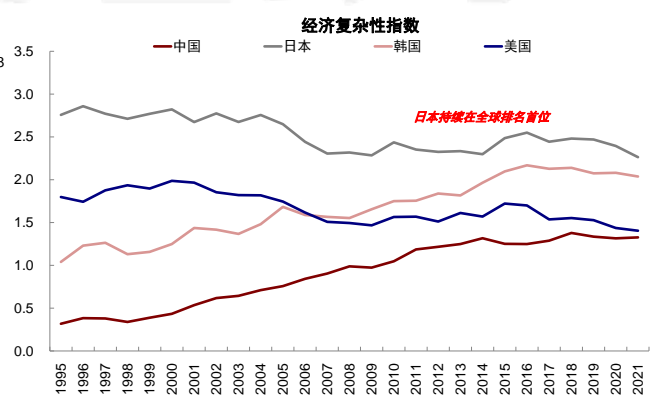
本文中，我们将通过系统梳理日本过去三十年的出海经验，回答产能出海的宏观含义，如何找市场、找企业，有哪些成功经验、又有哪些失败教训。

图表1：日经225指数再度站上40000点，修复了“失去的三十年”失地



资料来源：FactSet，中金公司研究部

图表2：在“失去的三十年”中，日本经济增速放缓但并未掉队



注：经济复杂性指数是根据出口篮子的多样化和复杂程度对国家进行排名。拥有多种生产技术、特别是复杂的专业技术的国家能够生产多种先进产品
资料来源：Harvard Growth Lab，中金公司研究部

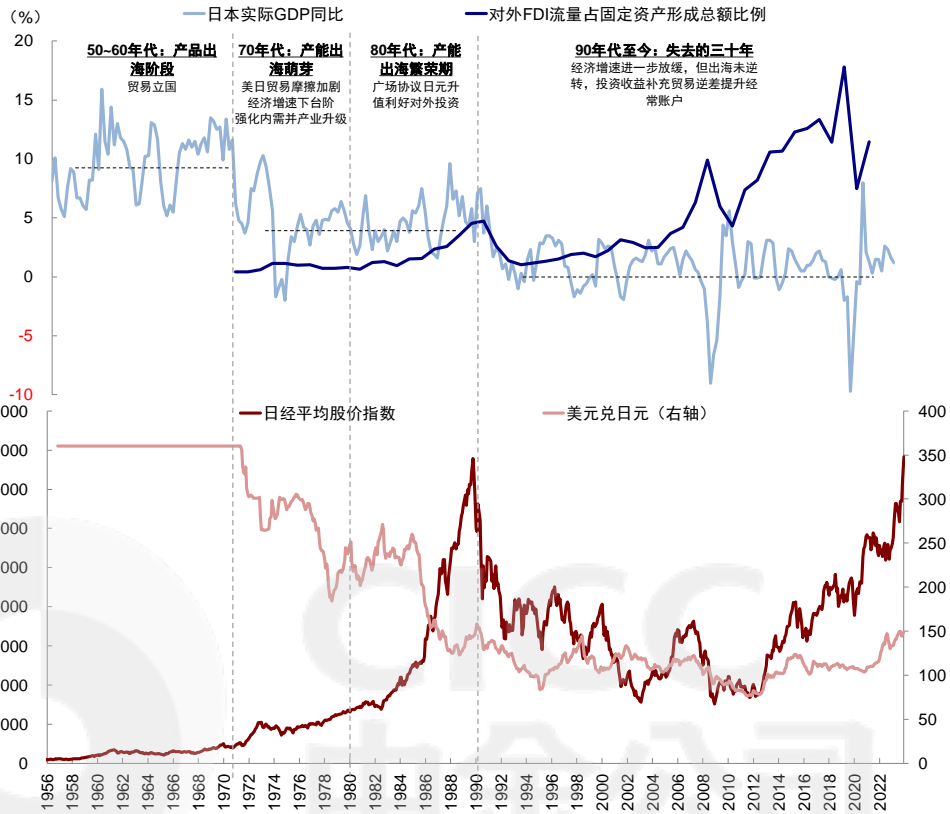
出海的时代背景：内部需求放缓，外部摩擦升级

日本企业为何走上出海之路？通过复盘上世纪50年代以来日本经济结构的变化，可以发现当时内外部宏观环境下，企业出海是自然选择：内部工业化与城镇化基本达到顶峰，经济进入新

¹ 野口悠纪雄，《失去的三十年：平成日本经济史》

发展阶段，产业需要迭代升级；外部美日发生贸易摩擦，日元大幅升值。这个大背景下日本从政策到企业选择以出海方式化解不仅有时代必然性，也确实对经济起到了重要的支持作用。

图表 3：日本经济和出海阶段划分



资料来源：Haver，中金公司研究部

日企出海之路可以划分为四个不同阶段（图表 3）：1) 50~70 年代，产品出海阶段。贸易立国政策，低价日元推动低附加值商品出口，拉动国内工业化进程，同时日美贸易摩擦从纺织品开始显现。2) 70 年代，产能出海开始萌芽。布雷顿森林体系解体，日元升值对出口不利但利好对外投资，同时日美贸易摩擦加剧，日本一边继续加强外贸，一边走上对外投资之路。3) 80 年代，产能出海繁荣期。美国双赤字压力增加，广场协议引导日元升值，日本对外投资进入繁荣期；但同时国内货币政策宽松，日本经济泡沫化，最终破裂。4) 90 年代至今，日本进入所谓“失去的时代”，但企业出海并未逆转，海外收入是日本大企业在内需增速放缓下主要支撑。

从这四个发展阶段中，推动日本企业不断出海可以归纳为以下内外部四个因素。

内因一：经济转型，出口拉动到出海扩张

经济发展初期，日本需要以出口拉动经济快速增长。二战后，日本经济开始重建，当时的日本几乎失去了工业基础，同时也匮乏发展所需要的资源。日本通商产业省以“振兴贸易与出口”政策作为优先事项，通过朝鲜战争相关的物资供应实现了“特需景气”²，赚取外汇以购买所需资源，同时完成了工业体系的快速重建，特别是钢铁、造船等重工业。60 年代也是日本经济的高

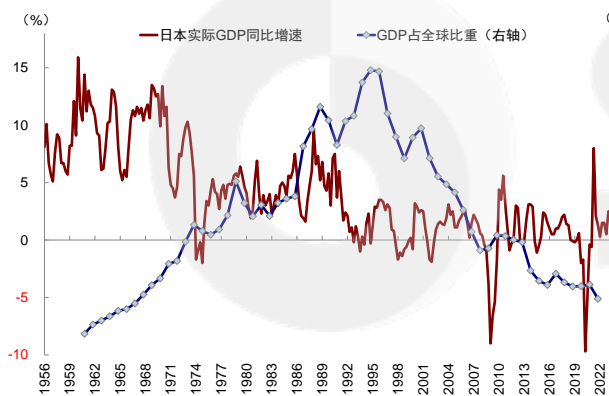
² <http://www.people.com.cn/24hour/n/2013/0109/c25408-20146902.html>

速发展期，日本实际 GDP 同比增速均值接近 10%。1968 年，日本经济总量超过当时的联邦德国，成为世界第二大经济体，日本经济的高速发展被称为“日本奇迹”（图表 4）。

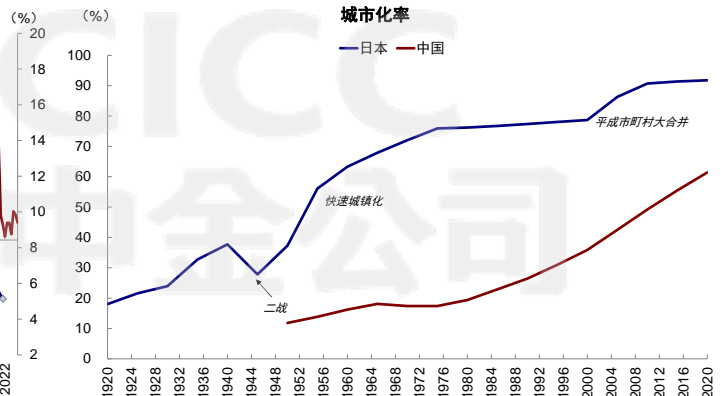
经济发展接近成熟期后，污染问题和成本上升使得日本寻求产能出海（图表 5）。高速发展且以工业化为主的增长模式带来了较严重的污染问题，造成了三重县四日市哮喘等日本“四大公害病”³。70 年代，“控制产业污染”成为通产省政策前三大年度事项（图表 8）。同时，石油危机对日本这个能源净进口国也造成了比欧美更高的通胀压力，CPI 一度高达 23%（图表 6）。工业污染和高昂的能源成本促使日本开始对外转移成熟且相对高污染的工业产业（图表 7），如纺织、化工、钢铁等⁴⁵。在产业政策支持和强劲日元的共同助推下，10 年间，日本的对外直接投资（OFDI）增加了 571%。

地产泡沫破裂后，外需重要性吸引日企出海之路延续。泡沫酝酿期，日本经济在宽松货币政策和强劲日元下的繁荣导致对外投资大幅加速。泡沫破裂后，老龄化和高杠杆影响显现，日本总体经济进入了“失去的年代”。这三十年间，日本整体经济增速不温不火，但中国等国家的高速发展吸引日本企业继续走在对外投资和出海的道路上。日本以进一步出海发展外需对冲内需放缓的影响。直至今日，日经指数超半数收入来自海外，日本 OFDI 存量占 GDP 达到 40%。

图表 4：50~60 年代日本工业化时期经济高速发展，70 年代开始经济总量增速下台阶 **图表 5：70 年代日本经济发展接近成熟期，城镇化率放缓**



资料来源：Wind，中金公司研究部



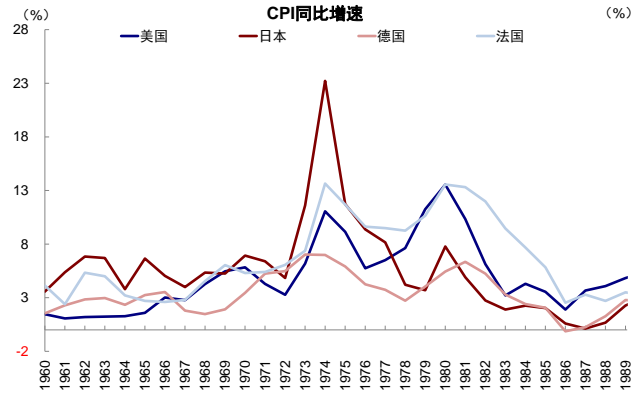
资料来源：Wind，中金公司研究部

³ Eliferdoganj, 4 Big Pollution Diseases of Japan. Ecoist Magazine. 2015-11-16 [2019-01-31]

⁴ <https://www.ghd.pku.edu.cn/xwzx/d416056834a14b67a0dfe6ffb2269e53.htm>

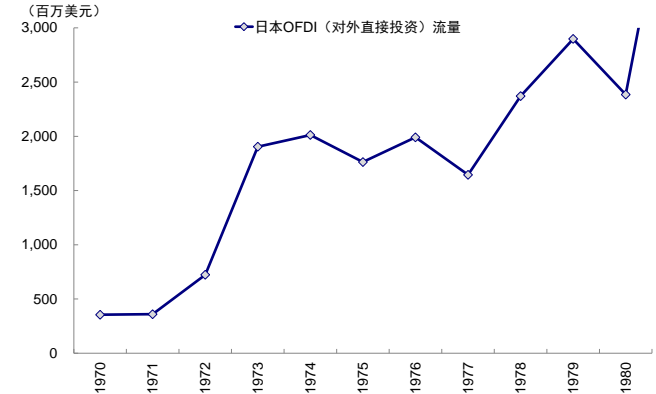
⁵ <http://images.mofcom.gov.cn/kjxh/202306/20230607152410923.pdf>

图表 6：由于日本对进口能源的高度依赖，70 年代通胀上升幅度甚至超过了美国等发达国家



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 7：工业污染和高昂的能源成本促使日本高污染工业产业对外转移，70 年代日本的对外投资增长了 571%



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8：对外政策从贸易转为协调对外经济关系，经济进入成熟期后控制污染优先级上升

年度事项	1949	1950-1951	1952-1954	1955-1958	1959-1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	
第1	振兴贸易与出口	振兴贸易与出口	振兴贸易与出口	振兴贸易与出口	促进贸易外汇自由化	中小企业及流通部门现代化	中小企业及流通部门现代化	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	稳定提高国民生活质量	推行国际经济	控制产业污染	稳定和提国民生活质量	推行有利于恢复经济的产业政策	推行有利于恢复经济的产业政策	推行有利于恢复经济的产业政策	制定80年代通产政策展望	确保能源安全	确保能源安全	确保能源安全
第2	产业结构合理化	强化产业基础	强化产业国际竞争力	强化产业基础	振兴贸易与出口	促进贸易外汇自由化	推行国际经济	产业结构合理化	产业结构合理化	振兴中小企业	产业结构合理化	产业结构合理化	产业结构合理化	稳定和提国民生活质量	推行国际经济	推进产业结构的知识密集化	稳定和提国民生活质量	控制产业污染	确保能源安全	确保能源安全	形成协调的对外经济关系	确保能源安全	形成协调的对外经济关系	形成协调的对外经济关系	走技术立国道路	走技术立国道路
第3	产业结构合理化	提高国内自给程度	振兴中小企业	产业结构合理化	产业结构合理化	振兴贸易推进经济合作	振兴贸易推进经济合作	促进商品流通和消费	强化产业国际竞争力	振兴技术	培养尖端技术产业	培养尖端技术产业	培养尖端技术产业	培养尖端技术产业	中小企业及流通部门的现代化	确保经济发展的基础条件	确保经济发展的基础条件	控制产业污染	日本列岛改造	振兴中小企业	控制产业污染	确保能源安全	确保能源安全	形成协调的对外经济关系	推行有利于恢复经济的产业政策	促进技术开发与培育下一代产业
第4	振兴中小企业	能源替代政策	振兴技术	强化产业基础	振兴技术	振兴技术	振兴技术	控制产业污染	强化产业国际竞争力	振兴贸易推进经济合作	培养尖端技术产业	培养尖端技术产业	培养尖端技术产业	中小企业及流通部门的现代化	中小企业及流通部门的现代化	能源替代政策	中小企业的国际化	确保能源安全	振兴中小企业	形成协调的对外经济关系	确保能源安全	振兴中小企业	振兴中小企业	培育有活力的中小企业	推行有利于创造性的产业政策	
第5	振兴技术	振兴中小企业	振兴中小企业	振兴中小企业	振兴中小企业	产业结构合理化	产业结构合理化	促进商品流通和消费	能源替代政策	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	能源替代政策	能源替代政策	树立创造性的发展指向	树立创造性的发展指向	形成协调的对外经济关系	产业与国民生活相协调	稳定和提国民生活质量	振兴技术	振兴技术	促进技术开发与培育下一代产业	确保能源安全	稳定和提国民生活质量	
第6	振兴技术	振兴技术	振兴技术	振兴技术	改善煤炭矿业产业结构	能源替代政策	能源替代政策	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	其他(举办日本国际博览会等)	促进商品流通和消费	向未来社会前进	创造高度的未来社会的技术	促进开发实现福利社会的技术	控制产业污染	稳定和提国民生活质量	控制产业污染	控制产业污染	促进技术开发与培育下一代产业	稳定和提国民生活质量	
第7	振兴技术	振兴技术	振兴技术	振兴技术	振兴技术	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	振兴技术	确保能源安全	形成协调的对外经济关系	振兴贸易推进经济合作	促进开发有利于创造性的技术	产业与国民生活相协调	稳定和提国民生活质量	稳定和提国民生活质量	稳定和提国民生活质量	稳定和提国民生活质量	
第8	振兴技术	振兴技术	振兴技术	振兴技术	振兴技术	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	控制产业污染	振兴技术	确保能源安全	形成协调的对外经济关系	振兴贸易推进经济合作	促进开发有利于创造性的技术	产业与国民生活相协调	稳定和提国民生活质量	稳定和提国民生活质量	稳定和提国民生活质量	稳定和提国民生活质量	

资料来源：日本通商产业政策史编纂委员会《通商产业政策演变》(2022年)，中金公司研究部

内因二：旧产能过剩与新产能升级

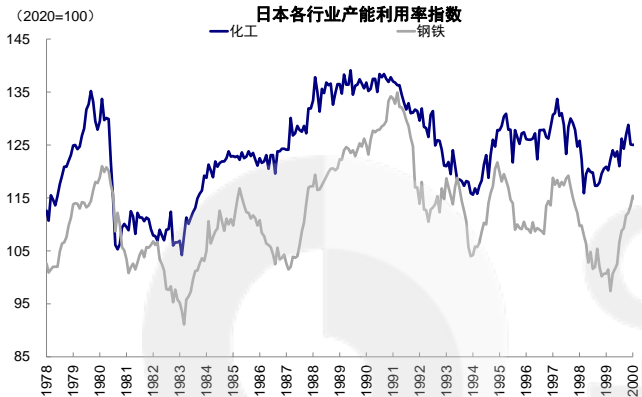
日本内需市场容量有限，成熟产业向外转移可以“腾出”空间。日本经济学家小岛清在 1978 年提出的边际产业转移理论是日本对外化解过剩产能的理论支撑。以比较优势作为投资衡量标准，国际投资应该向外推进已经或即将处于比较劣势的产业，也即**边际产业**。从日本的实践经验看，并非每轮产能出海都面对过剩压力（其中不乏如半导体等行业并未过剩，仅是受到了贸易摩擦压力被动出海），但基本都是成熟产业。产能利用率下滑较快的行业通常也是同一时期出海较多

的行业，如 60~70 年代的纺织业和金属，80~90 年代电气和运输，21 世纪的化工和食品等（图表 11）。

对那些确实有过剩压力的产业，出海是化解压力的重要方法。以上世纪过剩较为严重的钢铁业为例，1978 年日本政府制定的《特定萧条产业临时措施法》为化解过剩产能、完成产业结构转换提供了政策支持。日本通过“减量经营”、对外转移等手段去化产能，取得了一定效果（图表 9）。同时在日本国内地产投资增长的需求驱动下，80 年代中期钢铁行业产能利用率跌幅企稳。

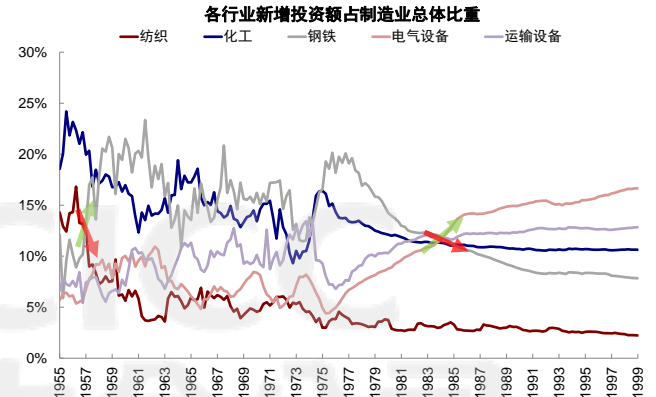
化解旧产能也促进了新产能升级。无效或低效的产业投资会导致金融、劳动力等资源利用效率下降，出海可以腾挪投资空间。从日本新增投资情况看，从 50 年代到 80 年代纺织、化工、钢铁、运输设备和电气设备新增固定资产投资在总体制造业的占比依次上升（图表 10）。

图表 9：日本通过“减量经营”、对外转移等手段去产能，80 年代中期钢铁行业产能利用率跌幅企稳



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 10：50 到 80 年代纺织、化工、钢铁、运输设备和电气设备新增固定资产投资在总体制造业的占比依次上升



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 11：在每一个阶段日本对外投资量最大的行业大多是国内相对成熟甚至过剩的行业

产能利用率相对总体制造业变化 (ppt)	1973~1975	1976~1980	1981~1985	1986~1990	1991~1995	1996~2000	2000~2005	2006~2010	2011~2015	2016~2020	2021~2023
1	工业机械	汽油和煤炭	运输设备	精密仪器	运输设备	金属制品	电气机械	运输设备	电气机械	工业机械	化工
2	金属制品	化工	陶瓷、石头等	电气机械	工业机械	电气机械	纺织	金属制品	钢铁	纺织	有色金属
3	钢铁	钢铁	汽油和煤炭	纺织	精密仪器	橡胶	化工	有色金属	化工	汽油和煤炭	陶瓷、石头等
4	橡胶	纺织	橡胶	运输设备	钢铁	工业机械	陶瓷、石头等	纸制品	陶瓷、石头等	化工	纸制品
5	有色金属	电气机械	金属制品	工业机械	陶瓷、石头等	化工	金属制品	汽油和煤炭	有色金属	纸制品	钢铁
6	陶瓷、石头等	有色金属	有色金属	橡胶	有色金属	陶瓷、石头等	纸制品	化工	纺织	陶瓷、石头等	纺织
7	化工	陶瓷、石头等	纺织	陶瓷、石头等	化工	纺织	钢铁	陶瓷、石头等	纸制品	金属制品	电气机械
8	电气机械	橡胶	工业机械	化工	电气机械	精密仪器	有色金属	纺织	汽油和煤炭	钢铁	金属制品
9	汽油和煤炭	金属制品	精密仪器	纺织	汽油和煤炭	纸制品	汽油和煤炭	钢铁	运输设备	电气机械	汽油和煤炭
10	精密仪器	运输设备	钢铁	纸制品	橡胶	汽油和煤炭	运输设备	电气机械	金属制品	运输设备	运输设备
11	运输设备	工业机械	电气机械	有色金属	金属制品	运输设备	-	-	工业机械	有色金属	工业机械
12	纺织	精密仪器	化工	纸制品	纸制品	有色金属	-	-	-	-	-
13	-	-	纸制品	金属制品	汽油和煤炭	钢铁	-	-	-	-	-

日本 OFDI 规模排序	1971~1975	1976~1980	1981~1985	1986~1990	1991~1995	1996~2000	2001~2005	2006~2010	2011~2015	2016~2020	2021~2022
1	纺织品	化工	金属	电气	电气	电气	运输	化工	化工	化工	化工
2	化工	金属	运输	运输	化工	食品	电气	食品	食品	食品	运输
3	金属	电气	电气	化工	运输	运输	化工	运输	运输	运输	食品
4	电气	纺织品	化工	机械	机械	化工	机械	电气	机械	机械	电气
5	机械	运输	机械	金属	金属	金属	金属	木材及纸浆	木材及纸浆	木材及纸浆	木材及纸浆
6	木材及纸浆	机械	食品	食品	食品	机械	食品	机械	木材及纸浆	木材及纸浆	木材及纸浆
7	运输	食品	纺织品	纺织品	纺织品	纺织品	木材及纸浆	金属	纺织品	纺织品	纺织品
8	食品	木材及纸浆	木材及纸浆	木材及纸浆	木材及纸浆	木材及纸浆	纺织品	纺织品	金属	金属	金属

注：产能利用率 2000 年前后为不同口径数据
资料来源：日本财务省，Haver，中金公司研究部

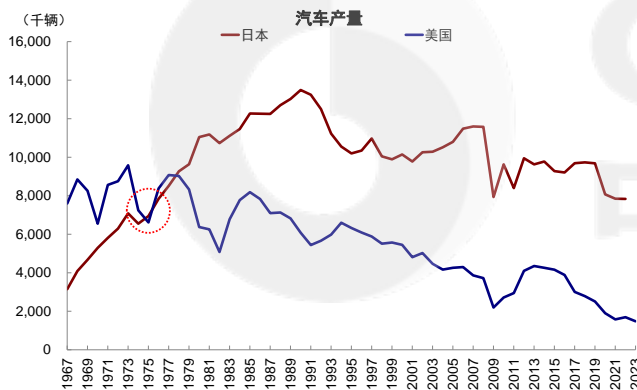
外因一：美日贸易摩擦倒逼

美日贸易摩擦与日本产业出海相伴相生。1) 50年代开始萌芽，主要针对低附加值商品：50年代日本高技术生产尚不发达，出口产品多集中于低附加值行业。低价日元导致“一美元衬衫”抢占美国市场，成为50年代日美贸易摩擦的开端⁶；日方将纺织业向中国及东南亚转移，并着力发展重工业。

2) 60年代贸易摩擦扩展至钢铁：工业化带动日本钢铁产业快速发展，60年代日产钢铁涌入美国市场。美日贸易摩擦在此阶段升温，1974年美国通过301条款等手段限制日本出口。通产省政策表述从“振兴贸易”转变为“形成协调的对外经济关系”，日本自愿实施出口节制，并致力于扩大海外产能。

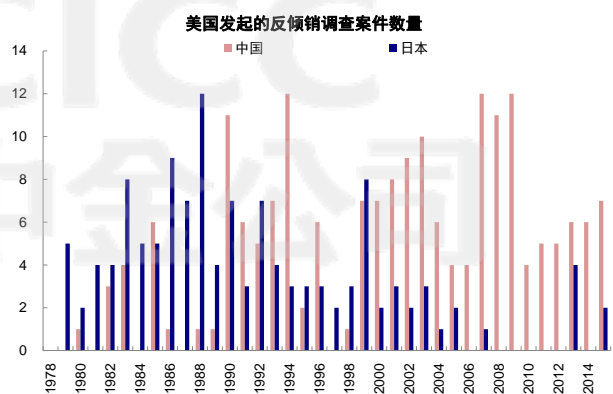
3) 70~80年代，日本对美顺差扩大，贸易摩擦逐渐扩展至全行业：日本贸易差额由50~60年代的赤字转为盈余，并在80年代初期盈余进一步扩大。相比之下，美国则面临大幅贸易赤字。日美贸易摩擦也达到了巅峰时期，基本实施了全行业的贸易限制（图表13）。作为应对，日本主动减少对美出口并增加对美进口，日本企业主动或被动的寻求出海生产。例如70年代中期，日本汽车产量超过美国（图表12），成为世界第一，并大举占据美国市场。美国通过提高关税和要求日本自愿节制出口的方式进行限制，而日本车企则以赴美投资等方式绕开相关限制。

图表 12：70 年代中期，日本汽车产量超过美国



资料来源：Wind，中金公司研究部

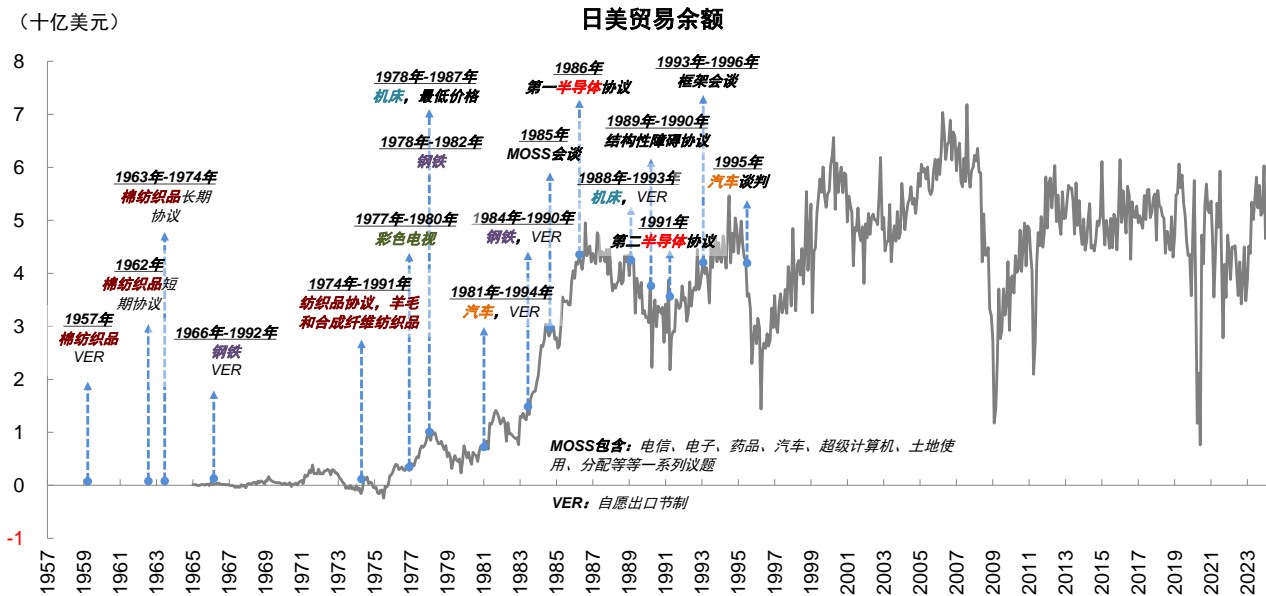
图表 13：日美贸易摩擦在 80 年代达到了巅峰时期



资料来源：Bown, Chad P. (2016) "Global Antidumping Database," The World Bank, 中金公司研究部

⁶ 本部分参考《日美贸易摩擦期间日本高科技产业兴衰启示》(2020)，作者雷小苗，高国伦，李正风

图表 14：日美贸易时间脉络



资料来源：Shujiro URAT 著 US-Japan Trade Frictions: The Past, the Present, and Implications (2020)，中金公司研究部

外因二：日元升值促进对外投资

日本从产品到产能出海的演变与日元强弱息息相关（图表 15）：1）固定汇率促进出口：二战后到 1971 年前，布雷顿森林体系下，美元挂钩黄金，其他货币挂钩美元，美日汇率锁定于 360 日元/美元。低日元促进出口以两位数水平大幅增长，日本出口占全球出口比重从 1950 年的 1.7% 上升至 1971 年的 7.6%（图表 16）。这个阶段里，过于便宜的日元虽然有助于出口，但也导致进口价格过高，且日本工业化城镇化带来大量进口需求，50~60 年代的日本贸易基本维持赤字。

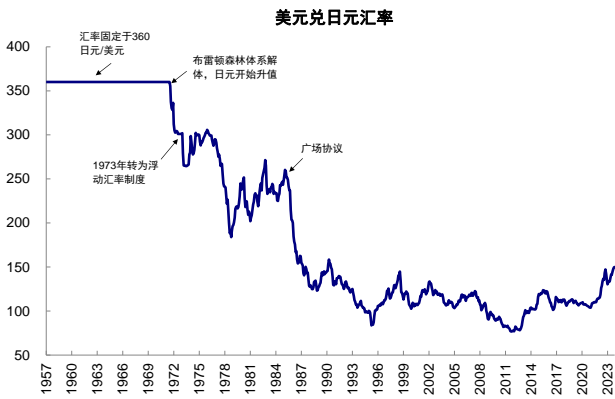
2）浮动汇率制度下日元升值，政策从出口开始向产能出海转向：1971 年，尼克松宣布允许美元脱钩黄金，正式宣告了布雷顿森林体系解体。日元对美元开始升值，并于 1973 年进入浮动汇率制时代。在过去日本经济飞速发展的 20 年间，汇率保持固定不变实际已导致日元低估。固定汇率制度刚结束，日元在 8 年内从 360 日元/美元升值至 1978 年的 180 日元/美元，升值 1 倍。大幅升值的日元对出口不利，当时已经基本完成工业化的日本将视角转向扩大内需，对外政策也从单纯强调出口的“振兴贸易”转变为“形成协调的对外经济关系”。

3）广场协议后，日元快速升值，同时日元国际化愿景促进出海进一步加速：为了走出滞胀环境，美联储在 80 年代初强劲加息，联邦基金利率一度提升至 20%，美元快速升值，贸易逆差上升。同时由于财政扩张，财政赤字上升，美国进入了持续且大幅的双赤字阶段⁷（图表 17）。与之对应的是，1981 年至 1985 年日本贸易顺差增长了 452%（图表 18），1986 年日本在全球出口的份额与美国基本持平。为应对美国双赤字压力，压降美元，促进出口，1985 年广场协议签订，五国政府协议美元对主要货币有序贬值。从 1985 年开始至 1987 年美元指数低点，美元指数下跌接近一半，日元和德国马克升值超过 100%（图表 19）。在巨额的贸易顺差和升值的日元提振购买力影响下，日本 1987 年至 1991 年财政年度施行开启“黑字环流（Capital Recycling）”⁸ 计划，借日元升值之东风，以直接出海和对 IMF 等国际组织出资等方式扩大对外投资、试图推进日元国际化，日本对外投资进入繁荣期（图表 20，图表 21）。

⁷ 参考“The plaza accord, 30 years later (2015)”，作者 Jeffrey Frankel

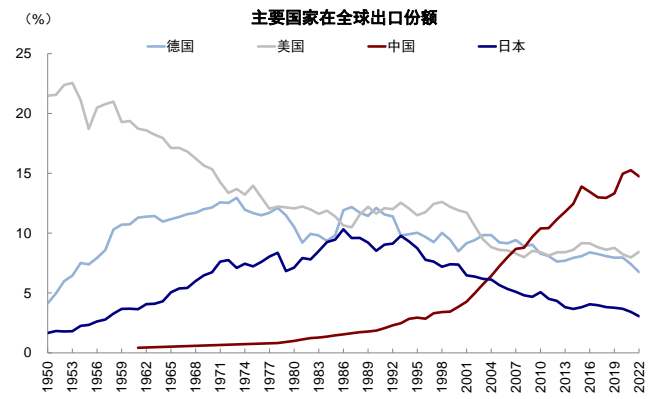
⁸ “黑字”指顺差，与赤字相对，因常用黑色墨水记录故得此称谓。黑字环流指利用国际收支顺差对外投资贷款，实现顺差环流并试图推进日元国际化

图表 15: 日本出海转型阶段也是日元汇率升值阶段



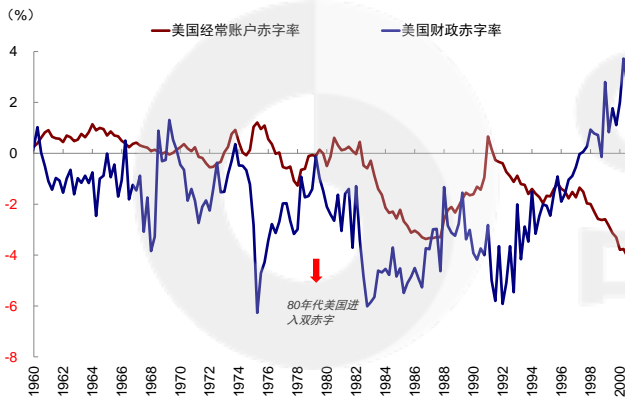
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 16: 50 至 80 年代日本出口占全球出口比重持续攀升



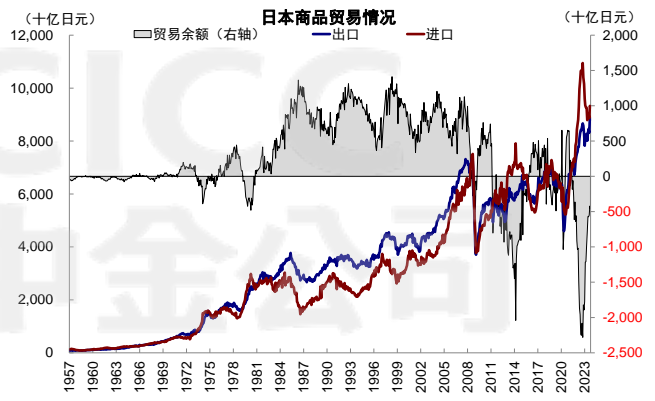
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 17: 80 年代美元快速抬升, 贸易逆差上升, 同时由于财政扩张, 财政赤字上升, 美国进入了持续且大幅的双赤字阶段



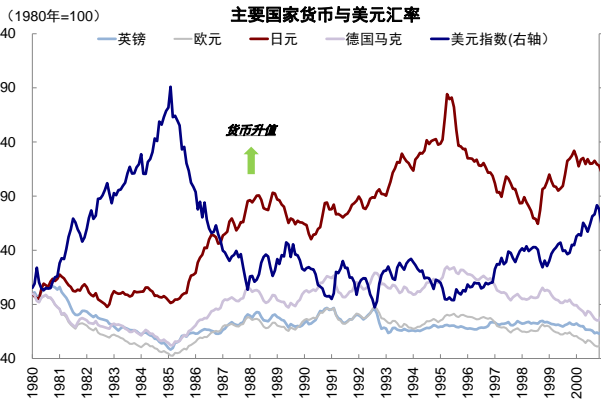
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 18: 与之对应的是, 1981 年至 1985 年日本贸易顺差增长了 452%



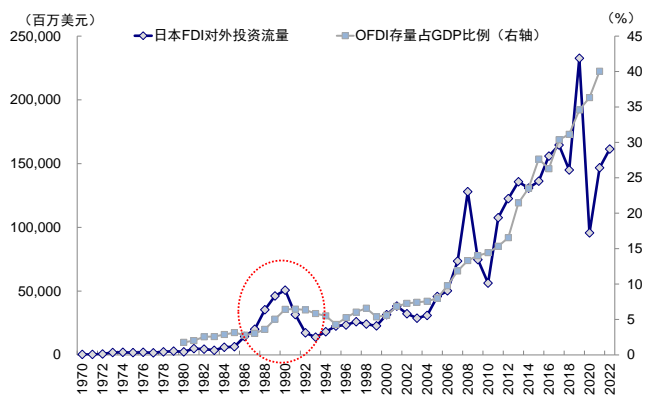
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 19: 从 1985 年开始至 1987 年美元指数低点, 美元指数下跌接近一半, 日元和德国马克升值超过 100%



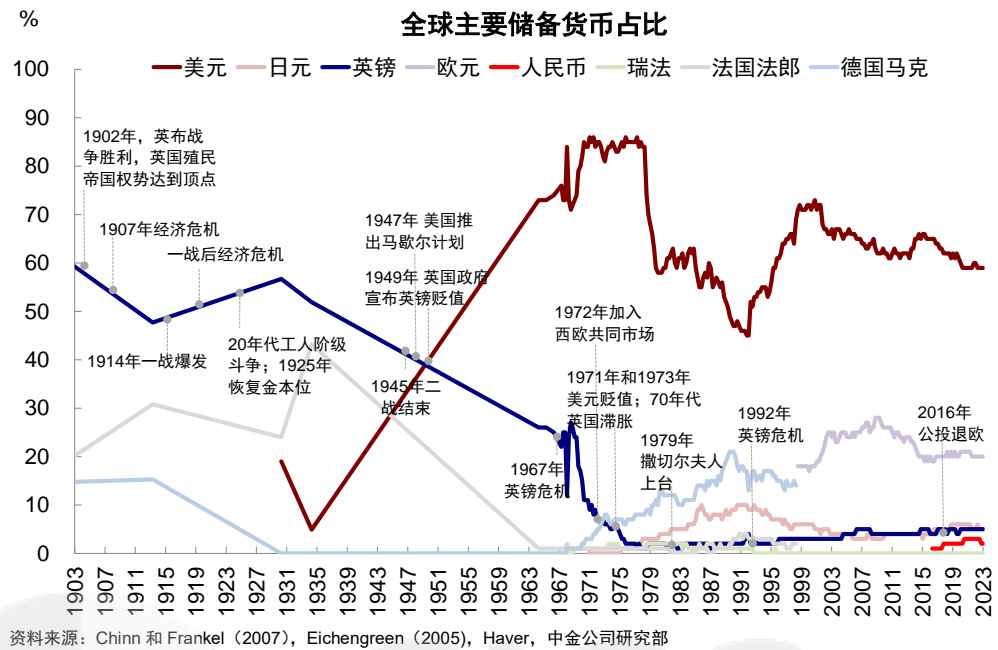
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 20: 80 年代后日本对外投资开始进入繁荣期

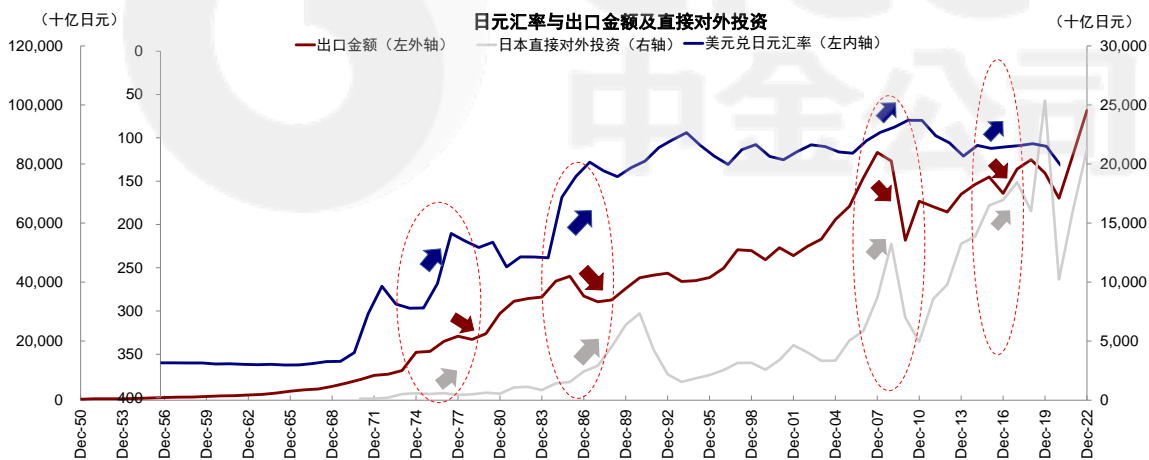


资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 21：日本开启 1987 年至 1991 年财政年度施行“黑字环流”计划，借日元升值之东风，试图推进日元国际化



图表 22：日元升值时，利好日本直接对外投资；日元贬值时，利好出口



出海的宏观意义：外需对冲内需，经济结构转型

出海推动日本经济结构发生了明显变化。从上世纪 80 年代开始，日本经济指导方针从贸易立国向投资立国转变。经济结构从出口拉动转为内需+对外投资双拉动，尤其是在泡沫破裂导致内需不足后，海外收益成为企业盈利的支柱，也是日本经济并未从此持续下滑的重要原因之一。这三个数据可以得到体现：

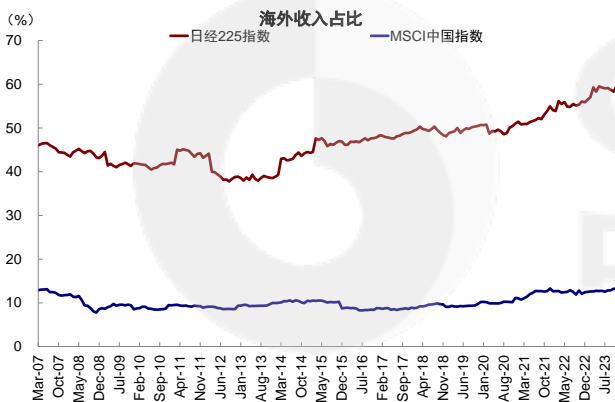
- 1) 日经 225 指数海外收入占比高达 60%（图表 23）。如果以 MSCI 同口径指数看，MSCI 日本指数海外收入占比 54.5%，虽然低于德国（81.3%，半数来源于欧洲内部）等，但高于中美（分别为 12.7%和 40.4%）（图表 24）。

- 2) 日本的经常账户中，海外投资收益几乎是顺差的全部贡献。2001 年以来，日本对外投资收益的经常账户的贡献开始明显高于商品服务贸易净出口，且 2008 年金融危机后，贸易长期保持逆差但投资收入长期顺差。直接投资和组合投资收益之和占经常账户余额比重从 90 年代的 50% 左右上升至 2023 年全年 200% 左右（图表 25）。
- 3) 日本 GNI/GDP 之比为 1.06，从上世纪 60 年代以来不足 1 持续稳步提升，高于美国 1.02 和中国 0.99（图表 26），在全球排名领先。

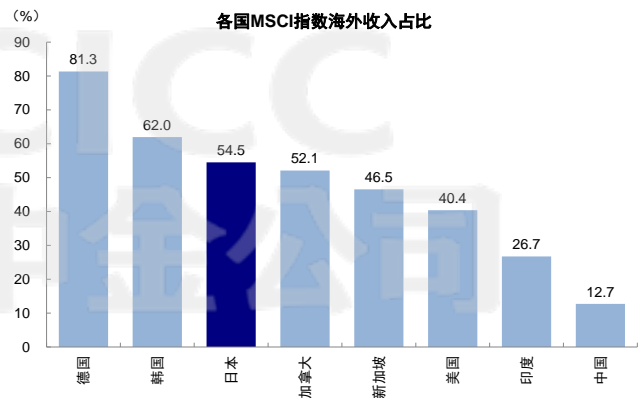
正是因为海外收入的高占比，即便过去三十年间日本实际人均 GDP 年化增长率不足 1%，CPI 年均复合增速 0.5%、且数次落入通缩区间，但日本企业依然保持着强劲的 EPS 增长，通过海外收入补充了国内需求的疲弱。

此外，日本通过出海辅助了产业升级和转型。从经济复杂性指数看，目前制造业依然是日本的优势产业，日本出口产品多样性和生产技术复杂程度依然稳居全球第一。日本在全球几轮科技浪潮和产业升级也并未完全掉队，如 80 年代以来的汽车和 90 年代以来的半导体。日本（包括日裔）获诺奖人数排名居世界前列，仅次于美国、英国、德国和法国等⁹。

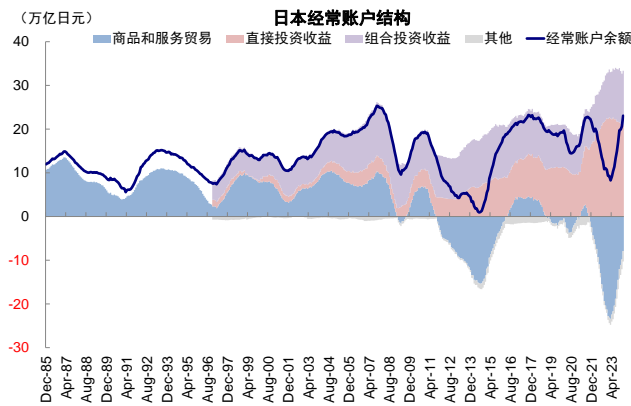
图表 23：日经 225 指数的海外收入占比高达 60%



图表 24：MSCI 日本指数海外收入占比 54.5%，虽然低于德国等，但高于中美

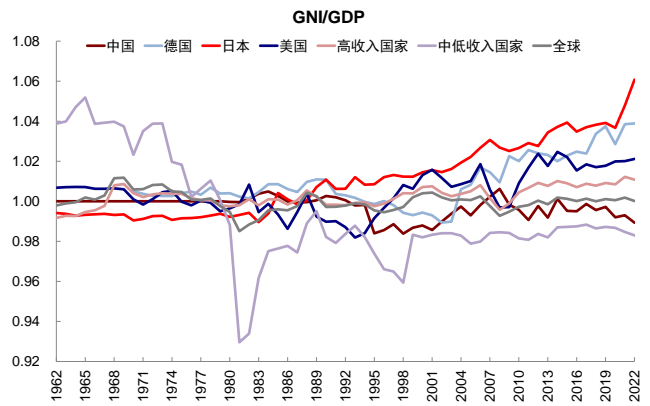


图表 25：日本的经常账户中，海外投资收益几乎是顺差的全部贡献



资料来源：FactSet, Haver, 中金公司研究部

图表 26：日本 GNI/GDP 的差异明显高于中国和美国



资料来源：FactSet, Haver, 中金公司研究部

⁹ <https://cn.nikkei.com/politicsaeconomy/politicsasociety/37627-2019-10-10-08-53-45.html>

二、日企是如何出海的？从产品到产能，出海升级并行

出海的形式：产品看需求，产能重成本

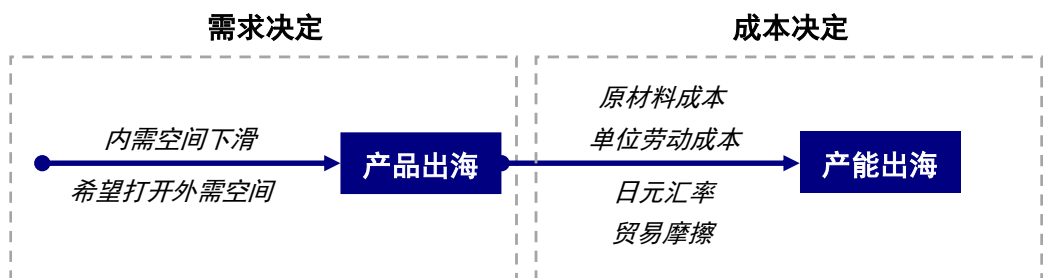
所谓出海，可划分为产品出海和产能出海两个层面，但本质上都是寻求更大的市场与需求空间，只不过在不同阶段呈现的形式不同，也正好对应过去几十年日本出海的过程。

- ▶ **产品出海**：即海外销售，重点考虑为海外市场的需求，当本土制造能力不断提升，超过国内需求或者内需放缓时，此时产品出海的重要性便会不断提升。这基本对应我们在上文中提到的上世纪 70 年代之前的以贸易立国为导向的出海阶段。
- ▶ **产能出海**：是产品出海发展到一定阶段的新形式，主要从成本端考虑，需要将产能转移出去，以降低成本或规避贸易壁垒。这对应日本在 80 年代后开始的对外投资主导的产能出海阶段。

对比来看，产品出海和产能出海无法做到泾渭分明，而是相互促进，更多是在不同宏观和地缘环境下体现的不同形式，但可以大体做出以下区分，**产品出海更多看重需求，产能出海更多侧重成本**（图表 27）。

- ▶ **对产品和产能出海，需求都是第一位的。**外部广阔的市场空间和内需相对不足都是企业出海的原因，这决定了出海目的地要以需求为导向，也决定了能够成功出海的企业需要具有比较优势，即所谓“能打”的行业或企业（详见三：[哪些企业能够成功出海？重在比较优势](#)）。
- ▶ **成本决定是否需要从产品过渡到产能出海，以及目的地的选择。**大卫·李嘉图提出的比较优势理论和小岛清的边际产业转移理论都是企业出海的理论支持。不同国家应该生产相对成本低（具有比较优势）的商品，通过参与国际贸易提高效率。当各种直接成本（人工，原材料）与间接成本（准入门槛、关税、贸易壁垒）等不断增加时，产能出海就成为重要选择（详见 [四、出海应该去哪里？需求优先，兼顾成本](#)）。

图表 27：需求决定出海，成本决定进入产能出海新阶段



资料来源：中金公司研究部

出海的过程：先产品后产能，出海与升级并行

从出海的过程和脉络看，纵观日企过去几十年的出海经验，我们可以发现几条规律：

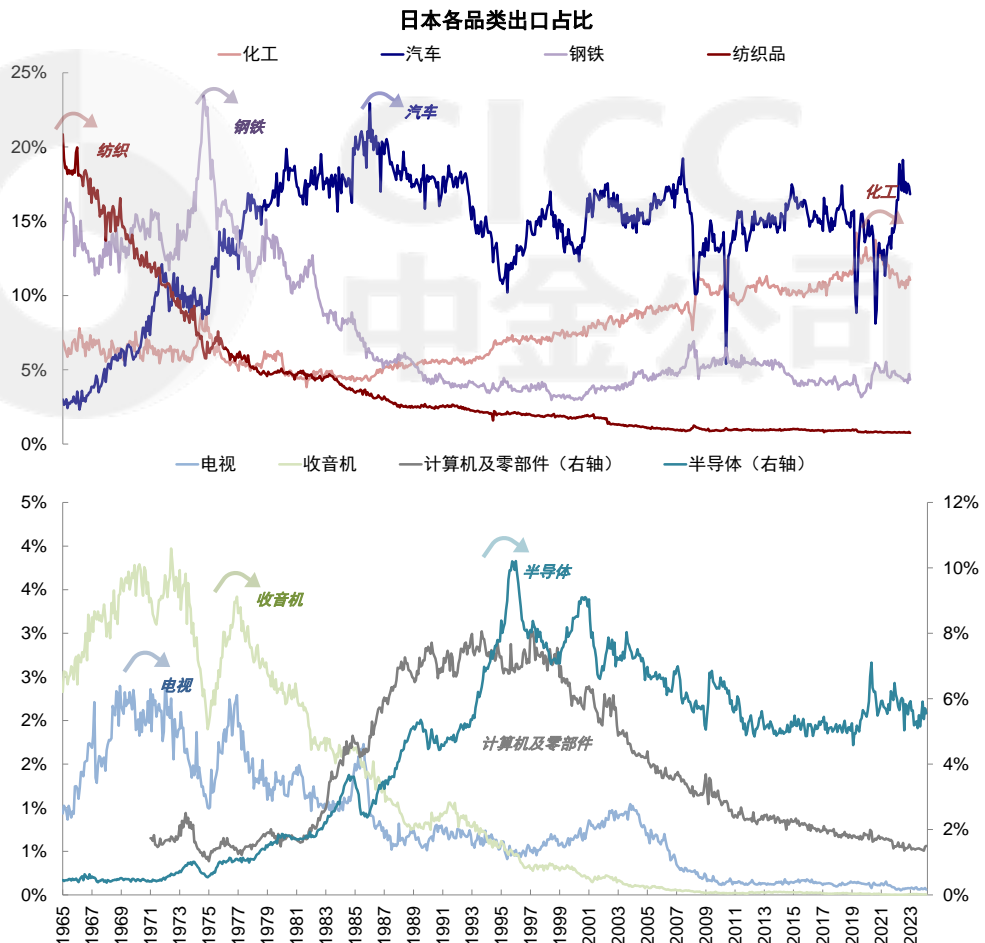
- ▶ **先产品出海后产能出海。**日本早期在“出口导向”方针下通过产品出海以扩展海外空间从而补足内需不足的问题。随着发展阶段逐渐递进，早先本国的天然成本优势逐渐褪去，行

业发展进入成熟期所面临的激烈竞争对利润率产生的侵蚀，以及产品出海到一定阶段容易招致的贸易摩擦都可能使得降本的重要性在企业端变得突出，此时往往推动产能出海，一方面去往最终需求市场以规避摩擦成本，另一方面则去往新兴市场以降低生产成本。

- ▶ **成长期的产业一般优先产品出海，产能出海则多数对应行业的成熟期**，这与不同行业在不同阶段的属性是一致的，因为往往是成熟产业才会面临对内过剩、成本与摩擦增加的问题，也就自然会有更大的出海诉求。
- ▶ **旧产业的产能出海与新产业的国内升级并行**。旧产能出海可以为国内产业升级腾出空间，而新的产业升级也在为下一轮出海打下基础。

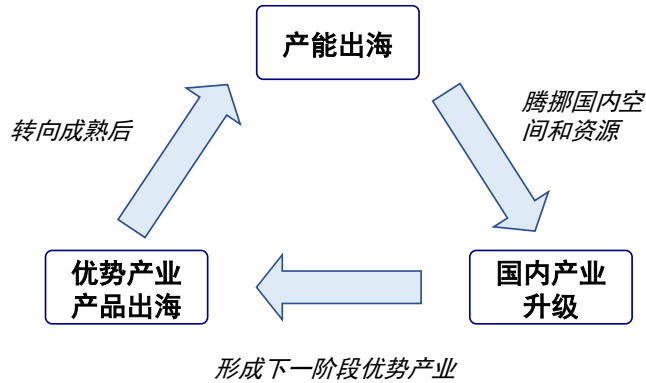
这样基本形成了一个出海闭环链条，即**优势产业先产品出海 → 转向成熟后产能出海 → 日本国内新产业升级 → 下一轮产品出海**（图表 29），这既可以消化国内过剩产能，以外需对冲内需，也实现国内升级与转型，也是日本过去几十年纺织品、钢铁、家电、汽车、半导体不同行业轮番出海的直接体现（图表 28）。

图表 28：日本过去几十年纺织品、钢铁、家电、汽车、半导体不同行业轮番出海



资料来源：Haver，中金公司研究部

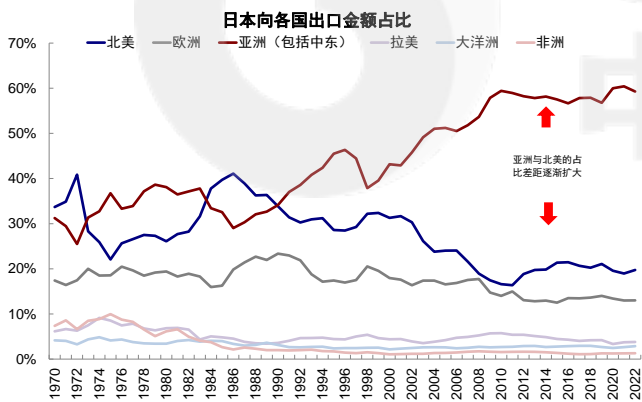
图表 29：日本各产业轮番出海基本形成了一个闭环链条



资料来源：中金公司研究部

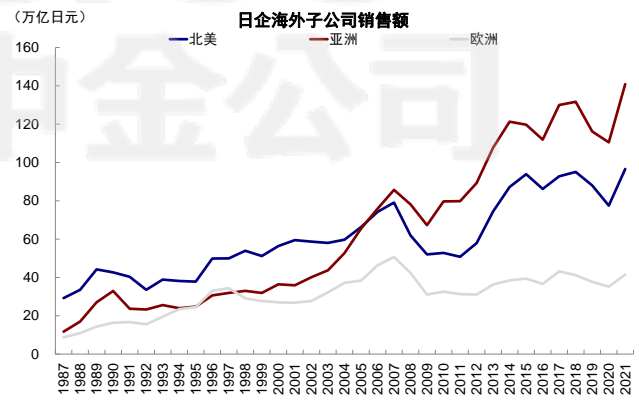
但对于一部分新兴市场而言，也会以产能出海先行，带动当地工业化进程和消费能力，进而反哺需求的“伴随式”成长。通过对新兴市场的产能出海带动该市场产业进步及经济增长，从而通过释放消费潜力以扩张产品出海市场（图表 32）。上世纪 70 年代末期，日本汽车在遭遇日美贸易摩擦后，除了在北美设厂外，也将产业链转移至以中国为代表的亚洲新兴市场。彼时乘改革开放之风，在以日企为代表的外资拉动下，中国市场快速发展成为消费大国，展现出了庞大的市场潜力。

图表 30：日本出口国家占比：从美洲逐渐到亚洲



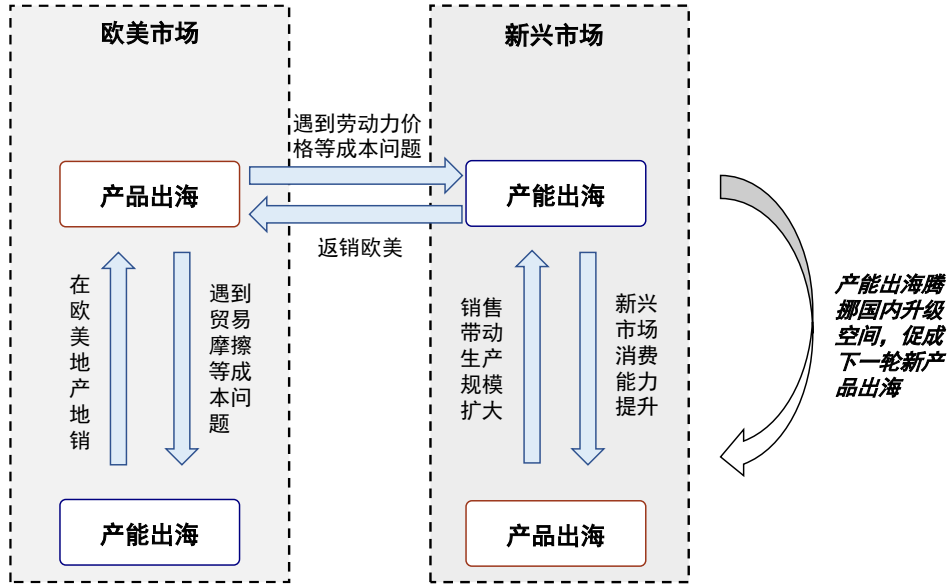
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 31：海外子公司销售额：亚洲逐渐超过北美



资料来源：日本内务省，中金公司研究部

图表 32：在走向产能出海阶段时，一部分新兴市场也会呈现以产能出海带动当地需求的情形



资料来源：中金公司研究部



CICCC
中金公司

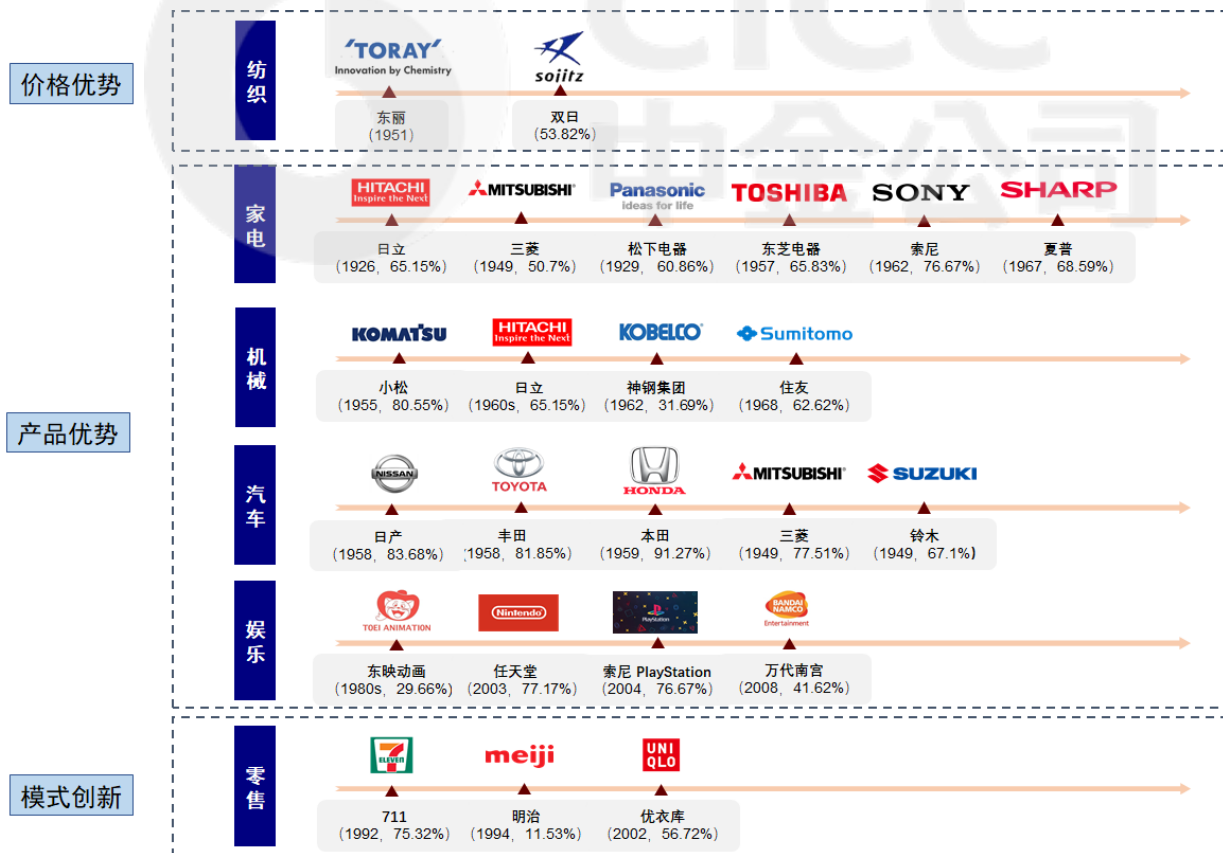
三、哪些企业能成功出海？价格、产品与模式的比较优势

出海的宏观叙事看似非常顺畅，但投资者在过去一年的摸索中也逐步意识到，微观上找到能够成功出海的企业却要困难的多。在出海的过程中，企业可能面临方方面面预想不到的问题和挑战。但是，不论如何，能够成功出海的企业一般都具备一些共性，简单来讲，就是“能打”。

出海本质上是寻求更大的市场，这就决定了需求在出海过程中是第一位的，也决定了能够成功出海的企业需要具体某种程度上的“比较优势”，大体可以概括为以下几种：1) 价格优势，主要由本国成本优势及汇率贡献；2) 产品优势，包括技术、工艺或是内容；3) 模式创新，新业态或体验提供差异化卖点。在微观财务指标上可能体现为利润率、资产周转率和 ROE 的比较优势，同时海外收入占比较高的企业可能在出海上也已经积累了较多成熟经验。

但值得一提的是，不同的优势之间并非是相互割裂或完全独立的，在不同阶段企业往往侧重不同的比较优势以构筑出海产品的核心竞争力。在出海的早期，产品往往尚未被海外市场接受，并不具有定价权或产品品牌优势，“低价”就构成了出海产品的核心竞争力。随着技术及工艺进步，产品优势逐渐形成。在此基础上，若在产业链形式上能够实现模式创新，则能够通过商业模式的革新及对价值链的重塑进一步强化产品及成本优势。我们在图表 33 总结了日本成功出海企业的代表，并对其特点做出画像。

图表 33：日本典型出海企业的画像



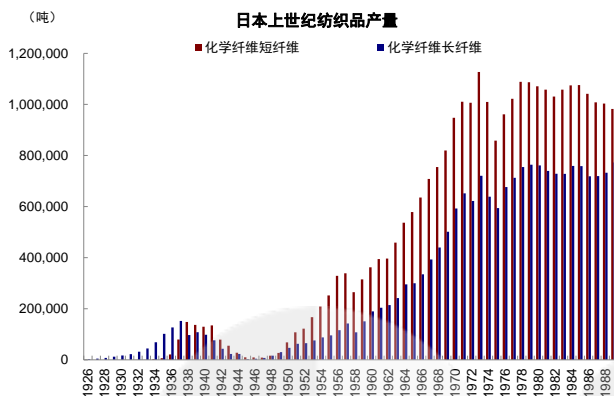
注：左侧优势为我们判断其出海过程中凭借的主要优势；括号内为日本代表企业出海时间及 2023 年海外收入占比；双日前身为日本棉花贸易有限公司、岩井工业株式会社、铃木有限公司

资料来源：公司公告，中金公司研究部

价格优势：低成本打造高性价比商品

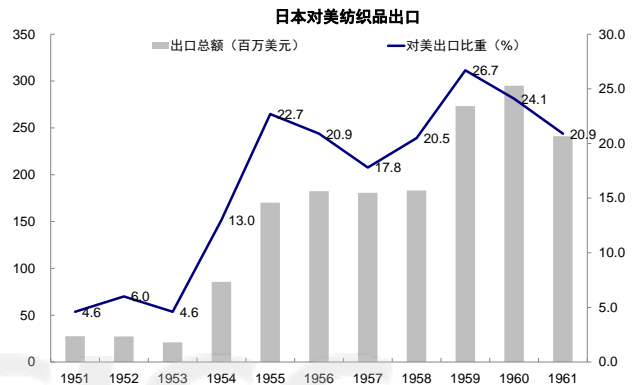
日本纺织业在上世纪 50 年代是一个典型代表，二战后在美国扶持下日本轻工纺织业快速发展，同时朝鲜战争带来的“特需”促使产能快速扩张（图表 34）。低价产品+低价日元导致日本对美纺织品出口快速增长，“一美元衬衫”涌入美国市场。1951-1960 年对美纺织品出口增长 105%，对美出口比重从 4.6% 上升至 24.1%（图表 35），价格优势下日本纺织品在美国迅速打开市场，在美市占率从 3% 跃升至 28%¹⁰。

图表 34：日本纺织品产能在上世纪 50 年代后快速扩张



资料来源：日本经济贸易省，中金公司研究部

图表 35：日本对美纺织出口在上世纪 50 年代快速跃升



资料来源：根据 1952 年-1954 年的日本通商产业省《日本贸易的现状》（《通商白皮书》前身）以及 1955 年以后历年通商产业省的《通商白皮书》各论统计整理并计算得出，中金公司研究部

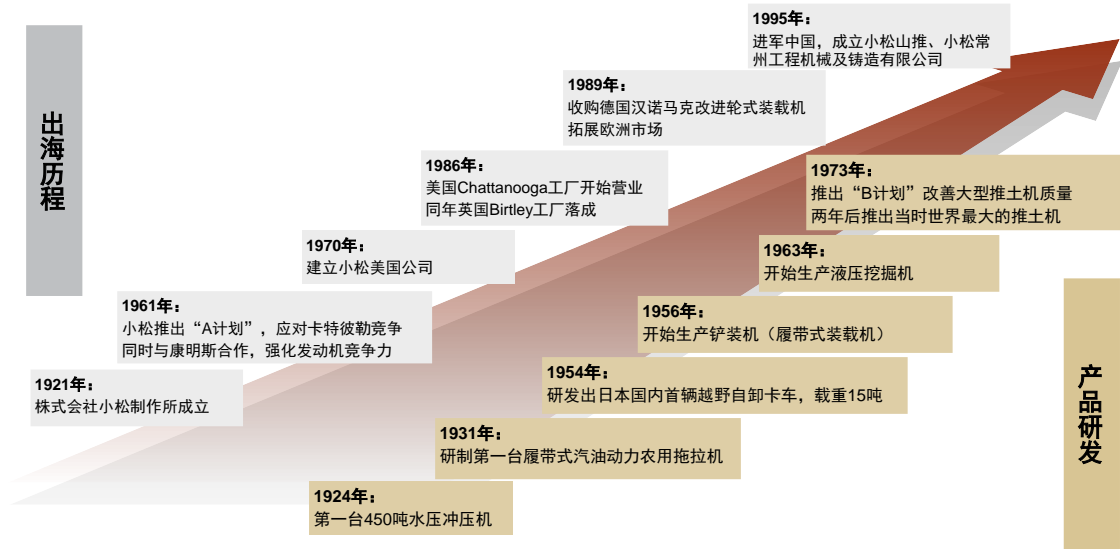
产品优势：技术、工艺或内容领先

对于制造业而言，相对技术差异打造产品优势。以小松为例，凭借成立之初就具备的铸造技术，以及发展工业机械业务带来的独特的机加工优势，小松在 50 年代末期就实现了发动机的全面自主化。加上此后小松投入研发的液压装置、传动装置，小松核心零部件的高度自主化带来了独特的竞争优势，为其之后的出海之路奠定基础。1970 年全面进军海外市场，至 1984 年小松在美国本土站稳脚跟，占有美国 19% 的市场份额，在全球市场拥有 25% 的市场份额（《中金看海外：小松：从追赶超越，从本土到全球》）（图表 36）。

在汽车领域中，丰田首创“丰田制”引领第二次汽车革命，采用“TPS (Toyota Production System, TPS)”的方式，核心原则包括及时生产 (Just-In-Time, JIT)、持续改进 (Kaizen) 等，大大提高生产效率、降低成本。1970 年后的石油危机使得美国消费者开始更加关注汽车的燃油经济性，《马斯基法案》大幅收紧排放量标准。为适应这种变化，丰田在 1980 年代推出了多项新技术，如电子燃油喷射系统、四轮驱动系统和氧化触媒技术等，不仅大大提升了汽车安全性、可靠性，在提高燃油经济性和减少排放方面也十分领先。从美国 J.D.Power 的年度初始质量研究 (Initial Quality Study) 和可靠性研究 (Reliability Study) 来看，丰田分别在 2019 及 2020 年位列第一。由此，丰田凭借着突出的可靠耐用性及经济环保性在海外大受欢迎，在美销量及市占率均持续提升（图表 37，图表 38）。其中明星车型卡罗拉 Corolla 配备了 1900cc 的备用发动机和自动变速箱，动力性能表现优秀；搭载麦弗逊悬挂，车内空间改良，一跃成为美国汽车市场明星产品。

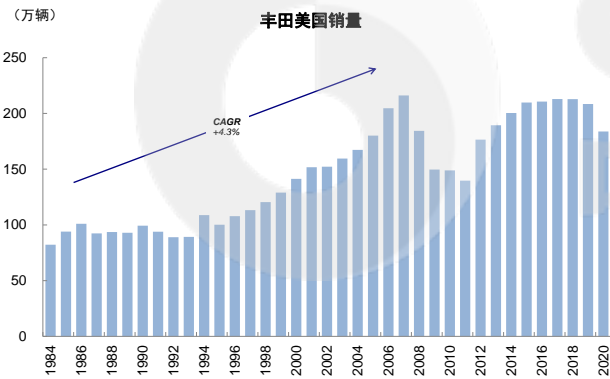
¹⁰ 徐梅《中美贸易摩擦与日美贸易摩擦的比较分析》（2014 年）

图表 36：小松产品创新与出海历程



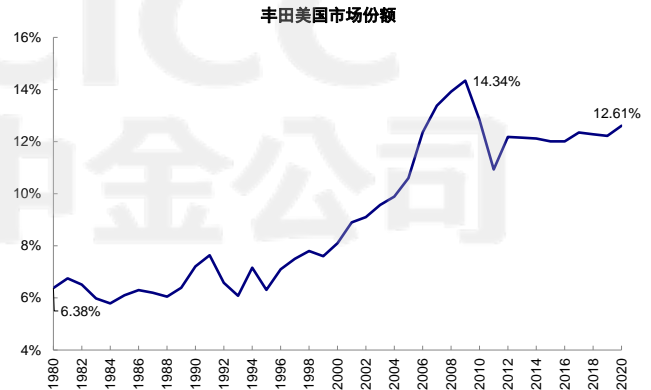
资料来源：公司官网，《中金看海外：小松：从追赶超越，从本土到全球》，中金公司研究部

图表 37：丰田汽车在美销量逐年提升



资料来源：CarSalesBase，中金汽车组报告《乘用车洞察#1：出海按下加速键，全球化车企成长可期》，中金公司研究部

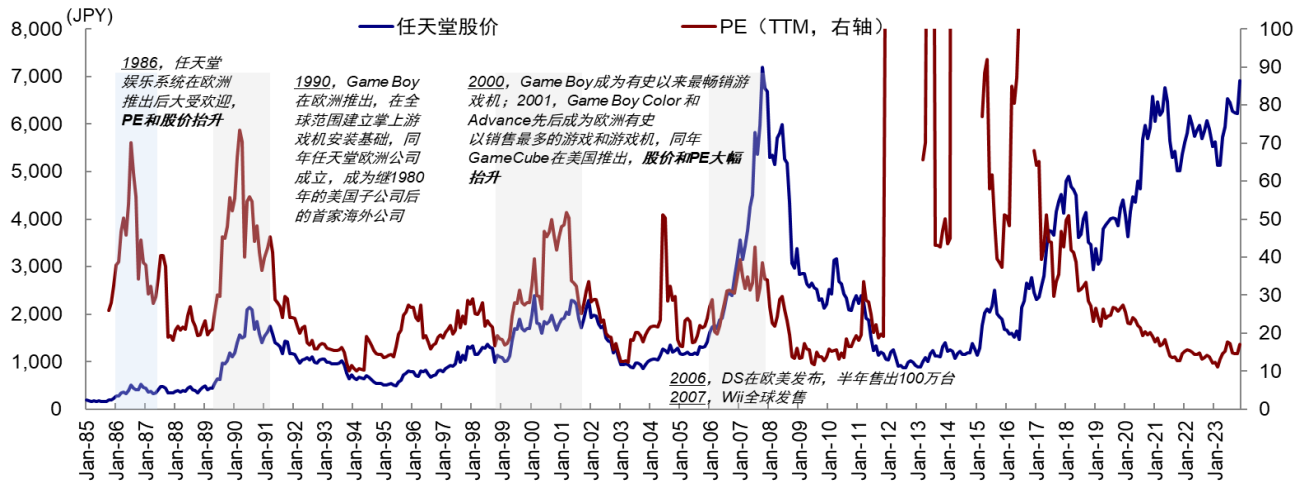
图表 38：丰田在美市占率持续提升



资料来源：CarSalesBase，中金汽车组报告《乘用车洞察#1：出海按下加速键，全球化车企成长可期》，中金公司研究部

对于**传媒娱乐等行业**，持续的优质内容输出则是其建立海外核心竞争力的关键。自任天堂创立至今，已推出超过 1000 款经典游戏，包括《宝可梦》、《超级马里奥兄弟》、《塞尔达传说》、《星之卡比》等现象级作品，创造了一代又一代玩家的经典回忆（图表 39）。1983 年，超级马里奥最初在红白机上推出，一经推出即广受欢迎，红白机成为当时最畅销的游戏机，全球累计销量超过 6100 万台。1986 年任天堂在欧洲发售灰机（Nintendo Entertainment System），一经推出也在欧洲广受欢迎。在红白机马里奥系列总销量达到 7.6 亿套（截至 22 年 6 月 30 日），是当前世界所有系列 IP 游戏中销量最高的游戏系列。

图表 39：任天堂主要出海事件及估值与股价变化趋势



宝可梦系列	超过 76 作 首部游戏于1996年发布		超级马里奥系列	超过 20 作 首部作品于1983年发布	
塞尔达传说系列	超过 18 作 首部作品于1986年发布		星之卡比系列	超过 29 作 首部作品于1992年发布	

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

模式创新：新业态或新体验

除去传统行业由成本或技术所带来的比较优势外，新业态或新模式往往能通过独特体验的塑造持续获得海外市场份额，同时也能通过产业链模式的重构塑造更优的成本结构及更高的效率，带来进一步的成本及产品优势。

例如，日本的“百元店”以统一的低价与广泛的商品种类受到消费者的喜爱；日本的便利店凭借着 24 小时的营业模式、多样化的商品服务（包含熟食、金融、票务、快递等）、高效物流与出色的供应链管理满足了快节奏现代都市中消费者的需求，在海外获得了广泛复制和成功；无印良品为代表的“无品牌”（no brand）的消费品理念强调产品的功能性和简约美学，由此在注重设计和生活品质的消费者群体中掀起了一股热潮；优衣库则作为垂类平价零售的代表，提供了高性价比的基本款服饰，通过强调产品质量和设计满足了消费者对日常穿着的需求，从而成为全球快时尚领域的领军品牌。

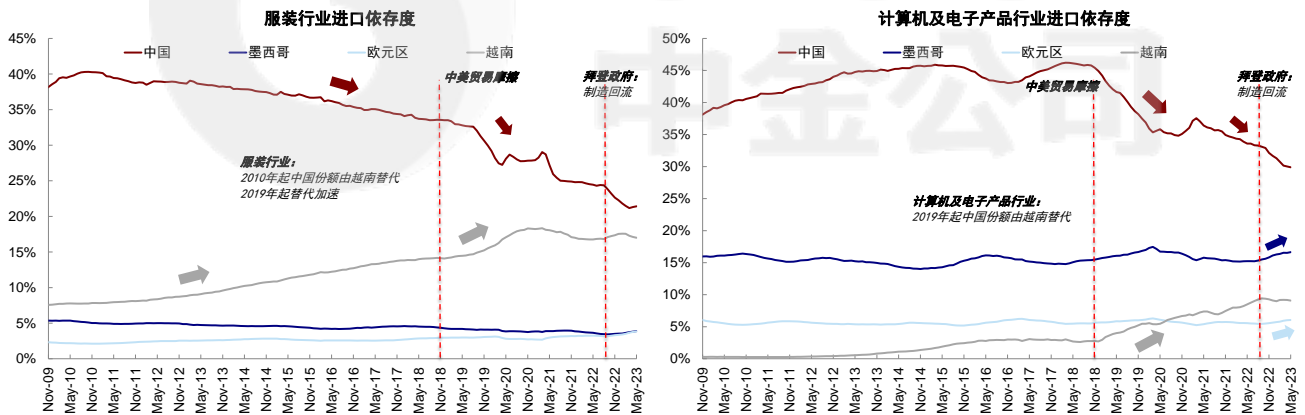
四、出海应该去哪？需求看竞争优势，成本做相对权衡

企业出海应该去哪里？这是在出海过程中普遍面临也必须解决的问题，我们在下文中分析的日本车企在印度和欧洲一个成功一个失败截然相反的例子也说明了市场选择的重要性（详见案例分析：日本车企在印度与欧洲的不同境遇）。

需求是选择目的地的第一导向，毕竟企业出海还是为了寻找更广阔的市场空间。这进一步可以拆解为两个维度的问题：

- ▶ **一是需求的竞争优势**，体现为潜在市场空间和市占率，前者取决于目标市场深度，后者取决于行业竞争激烈程度和公司竞争能力，一个市场具备进入价值至少是二者占其一。成熟市场容量更大，所以不能轻易放弃，同时需要以差异化竞争打开局面获取份额。新兴市场初始空间不大，但更容易靠相对优势和先发优势获得份额，“陪伴式”成长。
- ▶ **二是相对成本的被迫权衡**。如果把贸易壁垒，准入限制，供应链等各方面都算作企业的广义成本的话，这几类成本的权衡就成为最终目的地的选择依据。如果贸易壁垒成本最大成本项（往往对应高附加值行业），那么直接去终端需求市场或者其附属市场（例如墨西哥之于美国，东欧之于欧洲）是更优选。如果其他原材料和人工成本占比更大（往往对应低附加值行业），那么相对廉价的新兴市场就是更优选（如越南为代表的东南亚）。

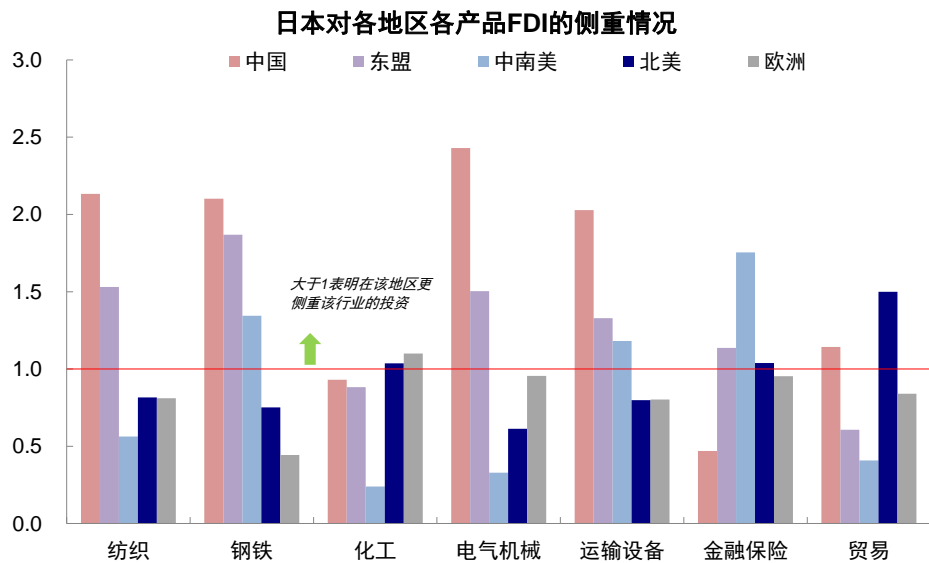
图表 40：中国纺织行业的出海从 2010 年前后就已经开始，主要目的地为越南 **图表 41：计算机行业的出海从 2018 年后更为明显，目的地一开始是越南，随后是墨西哥**



资料来源：Haver，中金公司研究部

注：1946-1960 年，日本累计进口铁矿石 7,615 万吨，海外依存度为 84%
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 42：日本在欧美对外投资更侧重服务业，对东盟等新兴市场更侧重制造业



注：数据为截至 2022 年的 5 年平均，以日本对中纺织行业投资为例，该数据计算为（日本对中国纺织投资/全球纺织投资）/（日本对中国全行业投资/全球总投资）

资料来源：Haver，中金公司研究部

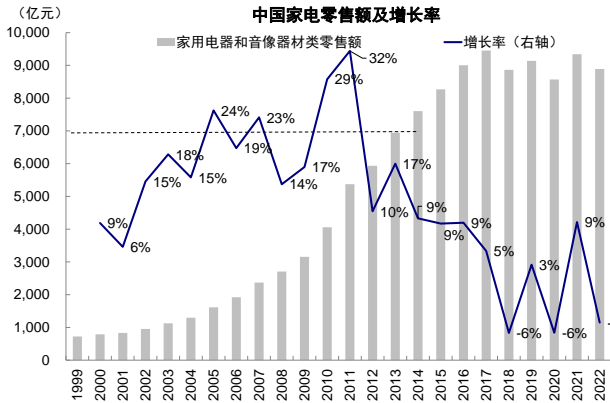
需求优先：发达市场体量大，新兴“陪伴式”成长

需求空间可以进一步从市场空间与市场份额两个角度考虑，两者乘积为企业能够获得收入：1) 潜在市场空间（Total Addressable Market，一国内某种产品或服务的总市场空间）：取决于目标市场天然条件，如人口、人均收入及需求；2) 市场份额：取决于出海企业相对优势所能发挥的程度，以及当地的竞争激烈程度。**总体海外需求=潜在市场空间*市占率**，一个市场具备足够的进入价值，起码需在上述两者中的其中一项上具有优势；若两者兼不满足，则不足以成为理想的出海目的地。

- ▶ **新兴市场虽然当前需求体量不高，但未来增长潜力大，竞争激烈程度较低，企业易于通过先发优势和比较优势取得份额。**从潜在市场空间看，新兴市场往往具备经济发展速度快、市场发展潜力较大、经济体制逐步完善等特点。随着发展阶段演进，居民消费逐渐提升，市场空间逐步扩大，因此具备较好的市场拓展潜力。从份额上看，新兴市场尚未被完全开发，本土企业技术实力可能较为落后，能够为出海企业创造一个良好的进入环境。

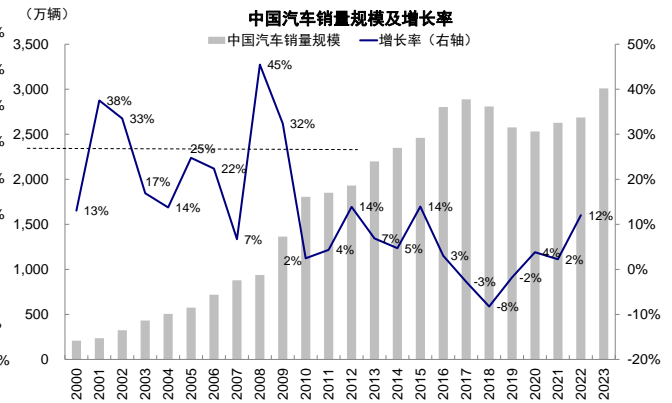
例如，上世纪 80 年代在改革开放的背景下，我国对外资企业采取了许多优惠政策，包括税收优惠、土地使用政策优惠、简化审批流程、提供配套服务和基础设施支持等。日资企业开始进入中国，包括东芝、松下、丰田、本田等知名品牌开始采用合资方式建厂。与此同时，我国采取“以市场换技术”的战略，1994 年国务院颁布《汽车工业产业政策》，明确提出鼓励“汽车工业企业利用外资发展我国汽车工业”，日资企业在中国迅速占得一席之地。改革开放后，随着我国经济快速发展、城镇化进程加快、居民收入水平提高及消费观念的升级，对于家电及汽车的需求快速增长，品类逐渐多样化、需求逐渐高端化，庞大的人口基数下广阔的市场空间得以显现。日企家电及汽车凭借着优异的性能、严格的质量、出色的技术，销售在我国迅速增长（图表 43~图表 46）。

图表 43：2005-2011 年间中国家电零售额高速增长



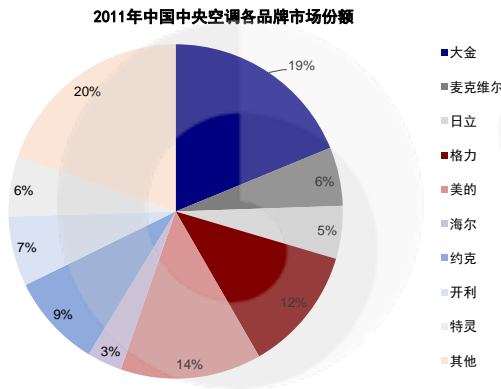
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 44：2000-2010 年间中国汽车销量规模高速增长



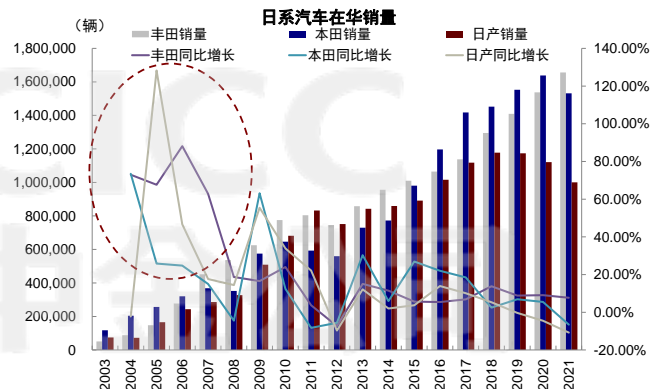
资料来源：Wind, 中金公司研究部

图表 45：2011 年日系品牌大金和日立分别在中央空调市场中占据第一及第三的市场份额



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 46：得益于中国市场高速发展，日系汽车在中国 2003-2008 年同样迎来了销量增长高峰



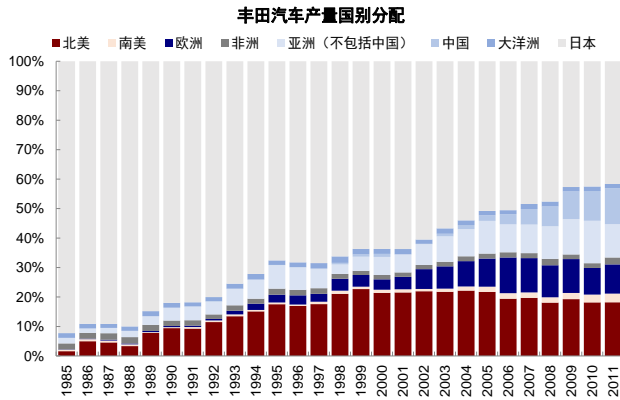
资料来源：CarSalesBase，中金公司研究部

▶ 相比之下，成熟市场现阶段需求空间更大，但由于竞争激烈，企业需要通过差异化方式渗透获得市场份额。成熟市场中，往往居民有着较高的消费能力，总体市场空间更为广阔。但与此同时，成熟市场中往往有着已经确立市场地位的行业巨头。因此对于新进入的出海企业而言，需要通过差异化的特点找到切入点，从而避开激烈的本土竞争。举例而言，

- 1) 日本摩托车以轻便、便宜、易上手的特点打开美国市场局面。本田通过轻型的小排量摩托车 Super Cub 打入美国市场。相较于当时美国主流的哈雷等大排量重型摩托车，Super Cub 主打轻便、便宜、易上手，同时一改以往哈雷摩托车桀骜不驯的刻板印象，将摩托车变成日常休闲的交通工具。由此不仅成为美国人长途运行后最后一公里的代步工具，还被不少美国家庭作为送给青少年的礼物。1961 年，仅上市三年的 Super Cub 创下单月销售台数超过 1000 台的销售记录，次年年度销售量达到 4 万台以上（图表 49）。
- 2) 汽车主打节能、轻巧也获得成功。区别于以“大排量、大马力”著称的美国福特制，“丰田制”下的生产工艺则以减少浪费为目标，主打轻巧、省油、低能耗。1973 年，第一次石油危机导致美国等国家对于汽车的需求更加注重节能及环保。同时，美国政府出台马斯基法案，要求 1975 年后生产的汽车符合严苛的环保标准，而日本汽车正好

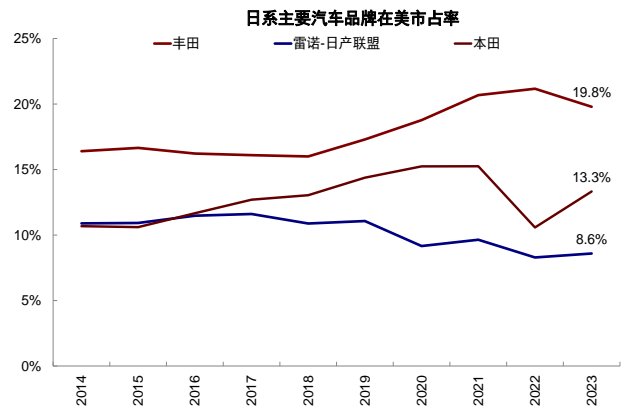
符合以上特点，因此在美国等市场上迅速占据了优势（图表 47）。丰田汽车向海外的出口量连年大幅上升，向美国出口的占比也持续保持在 50%左右。2014 年前后，美国最畅销的十大轿车产品中，丰田凯美瑞和卡罗拉、本田雅阁和思域、日产天籁一直占据前五的位置（图表 48）。

图表 47：石油危机后丰田向海外出口快速提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 48：日系三大品牌在美市占率超 40%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

相对成本：规避壁垒去发达，降低成本去新兴

在需求之外，企业在不同发展阶段也会面临越来越多成本的约束，包括但不限于直接和显性的原材料、人工、物流、供应链成本，以及间接的贸易壁垒、准入限制等等间接和隐性成本。1) 如果前者占比更大，往往对应低附加值行业，如纺织服装、家电、轻工等，相对廉价的新兴市场就是更优选（如越南为代表的东南亚市场）；2) 如果后者占比更多，往往对应高附加值行业，如汽车、电子器件，直接在成熟市场或者成熟市场的跳板（如墨西哥之于美国，东欧之于欧洲）可能是更好的选择。

- ▶ **去往最终需求市场以规避贸易摩擦成本。**在上世纪 80 年代日美贸易摩擦高峰期，为应对出口限制，日本政府出面对日企实施积极引导，鼓励其将受到限制的制造业转移至美国，包括出台优惠政策，同时打造了一套适用于日本厂商在美投资设厂的模式——产业链融合模式。受此影响，日本对美制造业直接投资比例从 1980 年的 19.8% 上升到 1989 年的 24.8%。

以汽车行业为例，出海标杆性企业丰田在 80 年代初受到《美日自愿出口协议》限制，开始打造全球生产基地，海外生产占比自 1980 年的 7% 快速跃升至 1990 年的 18%¹¹，美国是最大的投资国¹²（图表 50）。

- ▶ **去往新兴市场以降低生产成本。**除了美国之外，日本对外直接投资的另一个热点是亚洲新兴市场。从亚洲四小龙到中国再到东南亚市场，日本跨国公司看中这些地区良好的基础设施、高素质和低成本的人力资源，同时亚洲国家在当时大多采取外向型经济战略和吸引外资的优惠政策，吸引大量日企出海设厂。

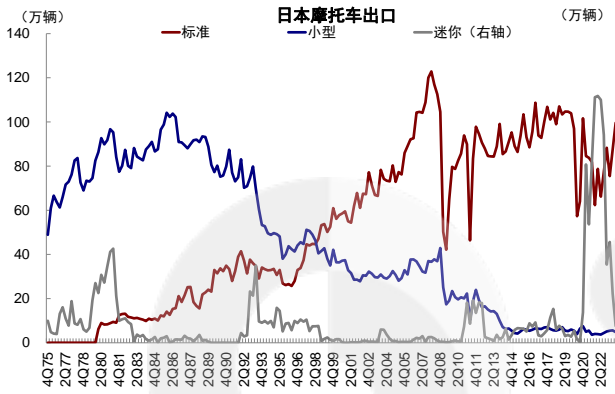
¹¹ 来自丰田官网

¹² 参考雷小苗，高国伦，李正风著《日美贸易摩擦期间日本高科技产业兴衰启示》（2020 年）

劳动力成本：以家电行业为例，家电行业属于中等劳动密集型、中等技术定位行业，其中劳动力成本是其生产基地选择的重要因素。此外产品创新、设计、营销、管理等品牌打造环节中，地理距离更近能有更强本地化优势。这些促生了日本家电行业 80 年代在华迁移。

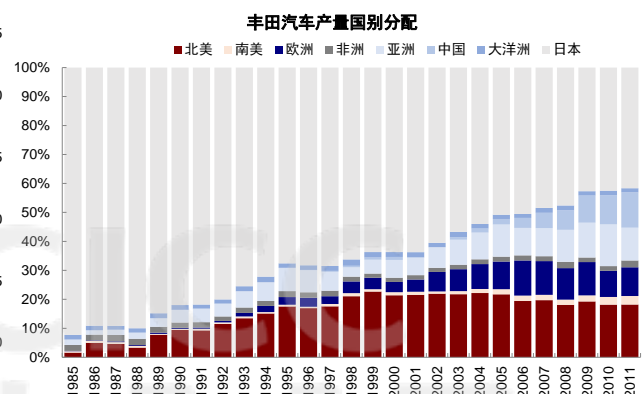
原材料成本：作为典型的资源匮乏国，日本原材料长期依赖进口。二战后日本着手重振以钢铁为代表的重工业，对于铁矿石产生大量需求。据统计，1946-1960 年，日本累计进口铁矿石 7,615 万吨，海外依存度为 84%¹³。20 世纪 50 年代初期，日本开始采用融资买矿模式，通过与欧美矿业进行技术、资本合作以及对印度、菲律宾等发展中国家进行融资和技术指导以参与海外资源的开发融资。60 年代后，日本通过投资澳大利亚、巴西等地的矿山形成了开发进口模式，以签订长期购买协议为基础，通过投资开发海外铁矿石资源获得稳定进口资源。

图表 49：日本通过小型摩托车打开欧美市场



资料来源：日本摩托车协会，中金公司研究部

图表 50：1980 年代后丰田北美产量快速跃升



资料来源：日本汽车工业协会（JAMA），中金公司研究部

案例分析：日本车企在印度与欧洲的不同境遇

成功经验：铃木在印度

铃木是印度最畅销汽车品牌。从 2023 年的数据来看，印度乘用车市场中日系车市占率合计达到 48.7%，其中铃木独占 40.4%（图表 53）。自 2014 年起，铃木便牢牢占据印度乘用车市场销量第一的位置（图表 54）。铃木在印度属于典型的顺流而下去往新兴市场，综合看我们认为以下因素为其成功的主要原因。

从出海企业具备的优势看，铃木在日本的成功离不开其具有的产品和成本优势，同时早期通过与官方合作确立先发优势：

- ▶ **先发优势：进入早+印度政府支持。**早期先发优势明显，有与印度政府合资背景。早在 1982 年，铃木便与印度政府合资成立了马鲁蒂铃木合资企业。铃木汽车与印度政府在多个层面上都进行了合作，包括在印度建设电池工厂和研发中心等，获得了政府的认可与支持。

¹³ 江秀霞《日本铁矿石供应链战略管理模式探析》（2021 年）

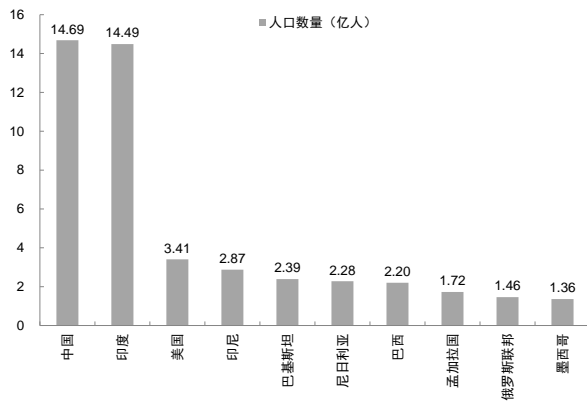
- ▶ **价格优势：先进生产模式打造成本效率。**日系车优质经营模式铸就成本优势，打造高性价比。在“丰田制”引领第二次汽车革命后，日系车企对于成本控制逐渐形成了一套成熟的方法论，通过简约化的生产经营方式，如主机厂往往和零部件公司交叉持股，从而大大提高整车生产效率，由此奠定日系车厂商的成本优势，打造高性价比。
- ▶ **产品优势：小型车特色+本土化经营。**铃木小型车特色符合印度国情，奠定产品优势。由于印度人口众多、基础道路设施建设差¹⁴，因此城市道路交通拥堵情况十分严重。同时人均收入水平较低，因此印度消费者主流用车需求包括：轻便、省油、可靠性高、价格低。铃木通过奥拓、雨燕等微型车完美契合当地需求，迅速打开市场。

因地制宜追随市场发展趋势，持续扩大产品优势。随着印度市场的进一步发展，单一车型逐渐无法满足消费者日渐丰富的多元化需求。因此，铃木逐渐开始扩大产品条线，从微型车到 MPV，再到轻卡，铃木皆有代表车型。从 2023 年的销量数据来看，铃木这三类车型均位于市场第一。此外，铃木在印度不断致力于拓宽销售渠道和售后网络，在配套服务方面快速建立起扎实根基。庞大的汽车保有量使其在售后服务上也能通过规模效应打造价格优势，同时使得印度消费者在购买铃木车辆所拥有的消费体验有了更加完整的保证。

从出海市场具备的特点看，印度空间大、市场空白，是典型适合出海的新兴市场：

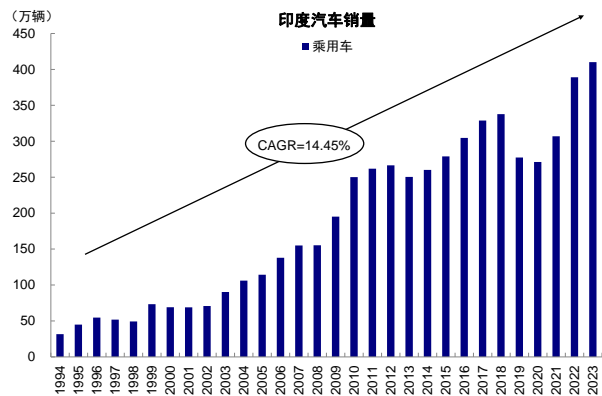
- ▶ **市场空间：印度市场空间大，增长速度快。**自 1950 年始，印度就是全球第二大人口大国。至 21 世纪初，印度的人口已经超过 10 亿，成为世界上人口增长最快的国家之一。与此同时，印度经济快速发展，居民收入水平大幅提高，汽车产业快速增长。从市场规模看，根据印度汽车制造商协会（SIAM）公布的数据，2023 年印度新车销量达到 507.9 万辆，稳居全球第三大汽车市场。
- ▶ **市占率：印度市场空间较大，官方扶持汽车制造。**铃木出海恰逢印度官方欲引进外国先进技术，大力发展汽车产业。印度政府推出了生产挂钩激励计划（PLI），以促进汽车的生产制造，同时改善商业环境以吸引外资。同时，为了促进汽车产业的发展，改善了交通网络及港口设施等，为外资企业创造了良好的物流及运输条件。因此，铃木的加入不仅无需应付本土车企竞争，还在印度官方背景的加持下赶上了印度经济大发展的顺风车，销量一路高增。

图表 51：印度人口位居世界第二



注：数据截至 2023 年
资料来源：Haver，中金公司研究部

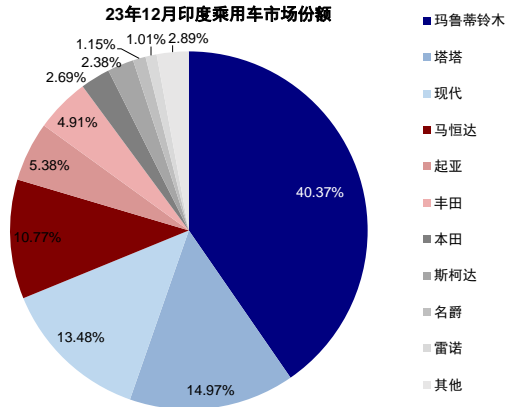
图表 52：印度乘用车销量快速增长



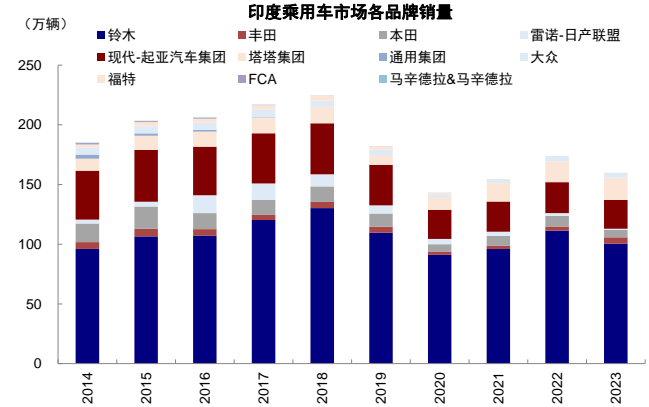
资料来源：CarSalesBase，中金公司研究部

¹⁴ 何晖等《乱与治：印度城市的交通治理》(2023 年)

图表 53:截至 2023 年 12 月,铃木在印度市占率高达 40.4% 图表 54:自 2014 年起,铃木牢牢占据印度乘用车市场销量冠军宝座



资料来源: JAMA, 中金公司研究部



资料来源: Marketline, 中金公司研究部

失败经验：日本车企在欧洲

相比美国的成功,日本车企在欧洲却始终难以打开局面。从市占率上看,日系车企在西欧始终在 10%左右徘徊,未能超过 15%。我们认为日本车企在欧洲的问题主要包括:

- ▶ **欧盟贸易组织主张统一,部分成员国市场容量小(市场空间)。**尽管欧盟作为一个整体有着可观的市场规模,但欧盟对日本的政策在很大程度上延续了欧共体成立前各个成员国对日系车的政策。由于贸易组织内部需保持贸易政策的统一性,因此组织内某些国家的立场最终可能扩散至整个组织,欧盟对日本的态度在很大程度上反映了“拉丁 4 国”(葡萄牙、意大利、希腊和西班牙)的意志。对比欧洲国家与同样市场较为成熟的美国,其汽车市场规模大致保持在千万辆左右,但以意大利、西班牙为代表的欧盟成员国仅为百万辆左右,希腊、葡萄牙甚至只有十万辆的量级。出于对本土企业的保护及对于日本车企威胁的忌惮,“拉丁四国”主张对日本车企采取严厉的控制措施¹⁵。
- ▶ **欧洲贸易保护程度较高(市占率)。**为了加强本土企业话语权并协调行动,1991 年 2 月,欧洲主要车企设立欧洲汽车制造商协会(ACEA),该组织坚持延长过渡期,并要求限制日本在欧汽车生产。谈判期间,ACEA 积极游说本国政府,并向欧盟委员会递交备忘录以强调欧洲车企的立场。

具体而言,日本车企在欧洲的出海历史可以主要分为两个阶段:

- ▶ **20 世纪 70-80 年代,尽管受到本地贸易保护阻碍,日本车企在欧洲的市占率仍实现了从 1%到 10%的增长。**1970 年,日系车在大多数欧洲国家的市场占有率仅略微超过 1%,但到 1980 年,就已经在丹麦、冰岛、希腊获得超过 30%的市场份额。日系车的惊人表现使得诸如法国、意大利这样本土汽车产业强大的欧洲国家颇为忌惮,采取了设置市场占有率上限、设置进口数量上限等贸易保护措施加以限制。对此,日产、本田、丰田等车企的策略是进行外国直接投资,即在当地建厂生产汽车。考虑到汽车工厂能够带动本地就业,部分本土没有强大车企的国家(如英国)对日本 FDI 持相对欢迎的态度。受到以上因素的影响,1980 年

¹⁵ Mark Mason, *Elements of Consensus: Europe's Response to the Japanese Automotive*, 1994

代日本车企虽然没能在欧洲保持上一个十年的高增速,但也占据了 10%左右的市场占有率,成为欧洲重要的汽车供应商。

- ▶ **20 世纪 90 年代后, 欧盟的形成使得部分国家对日系车的严厉措施扩散至整个组织, 日本车企在欧盟成员国增长停滞。**1986 年,《单一欧洲法令》(Single Europe Act, SEA) 签署,要求欧共体在 1992 年底之前建成商品可自由流动的单一内部市场。这意味着成员国必须对日本车企的政策加以统一, 否则这些公司的产品就可能从其它联盟国家流入严格限制日系车的“拉丁四国 (Latin 4)”。经过数轮协商, 1991 年 7 月 31 日, 欧洲和日本发布共识 (Elements of Consensus), 将 1993-1999 年设置为过渡期, 双方同意将 1999 年日本对欧出口汽车的“预测值”设定为 123 万辆, 该数值与 1989 年完全相同, 大概相当于 1999 年欧盟汽车市场的 8.1%。拥有较强本土车企的部分国家还额外对日系进口车和在欧生产日系车的市场占有率进行限制 (图表 55)。

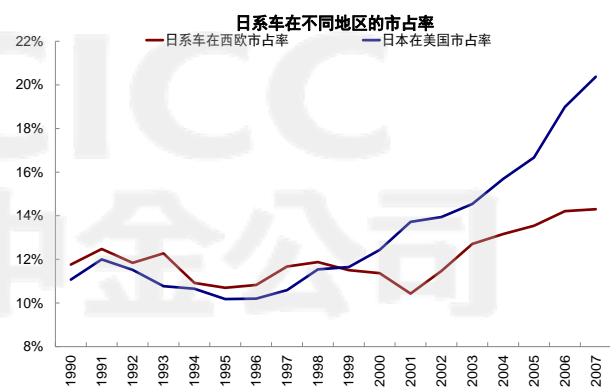
过渡期中, 欧洲车企抓住机会在技术、生产力等方面进行赶超, 在欧洲本土市场建立了深厚的市场基础。1994-2000 年, 欧洲上市车企的数量和市值均有大幅增长。此后, 日本车企没能进一步提高品牌知名度, 在欧洲的市占率始终在 10%左右徘徊 (图表 56)。

图表 55: 部分欧盟成员国额外对日系进口车和在欧生产日系车的 1999 年预期市场占有率加以限制

国家	预期日系车在欧盟的市占率	预期日系进口车在欧盟的市占率	预期在欧生产的日系车在欧盟的市占率
法国	7.0%-11.0%	5.3%	1.7%-5.7%
意大利	7.0%-11.0%	5.3%	1.7%-5.7%
葡萄牙	16.5%-21.5%	8.4%	8.1%-13.1%
西班牙	12.1%-16.1%	5.3%	6.8%-10.8%
英国	20.9%-26.9%	7%	13.9%-19.9%

资料来源: Elements of Consensus: Europe's Response to the Japanese Automotive (1994), 中金公司研究部

图表 56: 进入 21 世纪后, 日本车企在美国和西欧的市场占有率差距越来越大



资料来源: 欧洲汽车制造协会, 中金公司研究部

五、中国企业如何出海？探寻对当下中国的启示

中国与日本的宏观背景：同与不同

对比日本当时的宏观情况，与当下的中国有一些相似之处，也有不尽相同。相同之处在于：

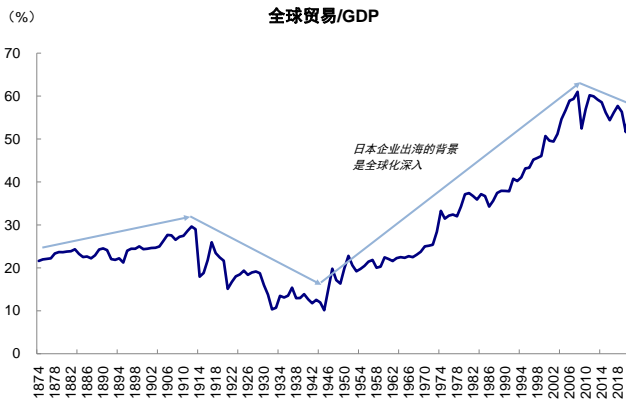
- ▶ **首先，中国当前面对与日本相似的内外部宏观环境变化的挑战。**
- ▶ **其次，供应链地位和技术优势是中日共同具备的利于出海条件。**日本在从销售到产能出海转型的阶段已经具备了优质的工业基础，体现在城镇化率的抬升、汽车产量（作为产业链较长的制造业）大幅抬升，且在某些细分领域靠创新和产业升级形成了技术优势，例如半导体等。我们在上文也指出，每轮出海的产业都是当时的优势产业。相比来看，中国拥有上下游较完备的产业链和产业集群优势，在全球也具备独特地位和优势（《[产业链会转移出中国吗？-全球变局中的中国产业趋势（2）](#)》）。

相反，不同之处体现在以下四点：

- 1) **外部地缘局势挑战更大。**二战结束后，世界基本进入了和平发展期，全球化程度快速提高。虽然日美贸易摩擦对日本出口造成了一定压力，也侧面迫使日本实现产业升级和对外投资战略。但日本一方面对美国的制裁基本采取配合态度，顺应进行出口管控或产业链迁移；另一方面，全球其他国家大多实施对外开放政策，日本也是在这个阶段融入世界经济，实施出海战略。当前，在俄乌局势等因素影响下，全球化潮流有减速迹象，保护主义有抬头之势，中国产业出海可能面临的挑战和难度相对更大（图表 57）。
- 2) **中国内需市场更大。**中日经济体量差别悬殊，中国已经是世界第二大经济体，国土面积和人口明显大于日本。日本以占比超 50% 的程度大规模出海，以外需支撑经济增长。我国内需市场相对日本更大，出海紧迫性比日本也相应更小。
- 3) **日本出海和内需放缓存在错位，且已经达到发达市场水平，当前国内环境变化更快。**日本贸易摩擦基本集中于 60~80 年代，而日本国内地产和人口拐点发生于 21 世纪初（图表 58）。即便后续陷入停滞状态，人均 GDP 也基本停滞在 4 万美元左右。
- 4) **日元汇率在出海探索阶段趋势性升值。**由于固定汇率定价偏低、经济增速高、广场协议人为干预等一系列原因，日元汇率在 1971 年~1995 年基本趋势性升值，从 360 日元/美元升值至不足 100 日元/美元，日元升值利于对外投资（图表 59、图表 60）。

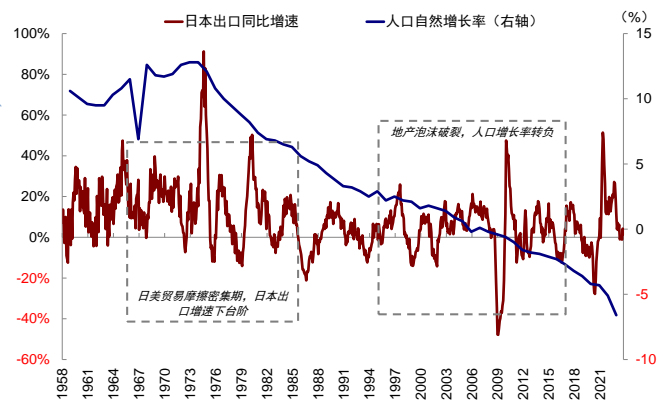
综合以上的对比，我们得出结论，**当前中国面临的内外部环境 and 制造业竞争优势都提供了出海的大环境和基础，但中国内需体量更大，外部挑战也更多，意味着出海紧迫性比日本小，但难度可能也更高。**

图表 57：二战结束后，世界基本进入了和平发展期，全球化程度快速提高，当前保护主义有抬头之势



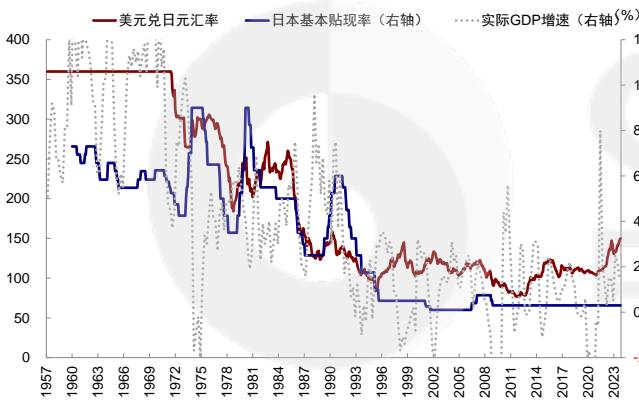
资料来源：PIIE，中金公司研究部

图表 58：日本贸易摩擦基本集中于 60~80 年代，而日本国内地产和人口拐点发生于 21 世纪初



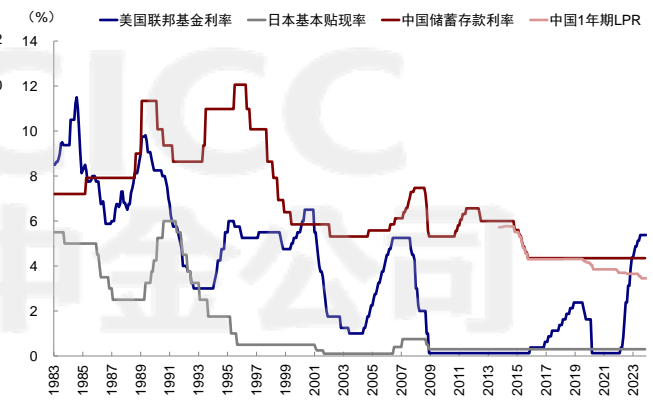
资料来源：Wind，Haver，中金公司研究部

图表 59：日元汇率在 1971 年~1995 年基本趋势性升值，日元升值利于对外投资



资料来源：Wind，Haver，中金公司研究部

图表 60：由于美国经济韧性导致本轮美元强势持续时间较长，对其他国家宽松货币政策也形成了一定掣肘



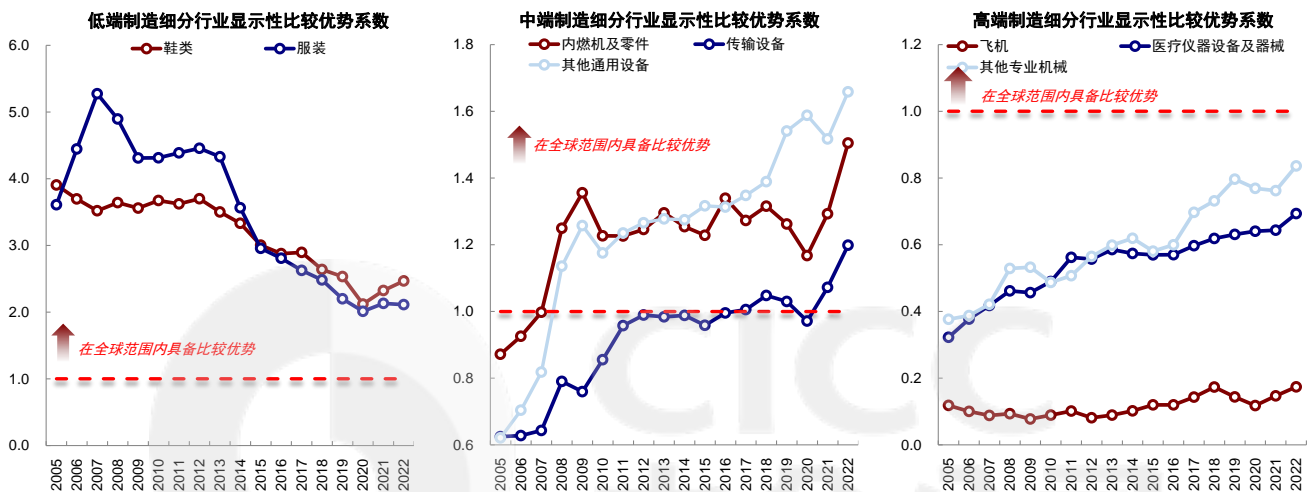
资料来源：Haver，中金公司研究部

找企业：宏微观两个维度寻找优势产业

我们在上文中指出，出海企业本质上是要具备比较优势，要“能打”，比较优势体现在成本、产品和模式等几个方面。从框架上，这些比较优势在宏观层面，可以从出口数据计算比较优势的系数；微观层面，财务指标可以体现为利润率、资产周转率和 ROE 的比较优势，同时海外收入占比较高的企业可能在出海上也已经积累了较多成熟经验。基于此，

- 1) 首先，我们从贸易比较优势（集中在制造业），结合成本优势、产品优势及模式创新等维度出发，框定中端制造、传媒、新零售及互联网为相对的优势产业，具备出海条件。

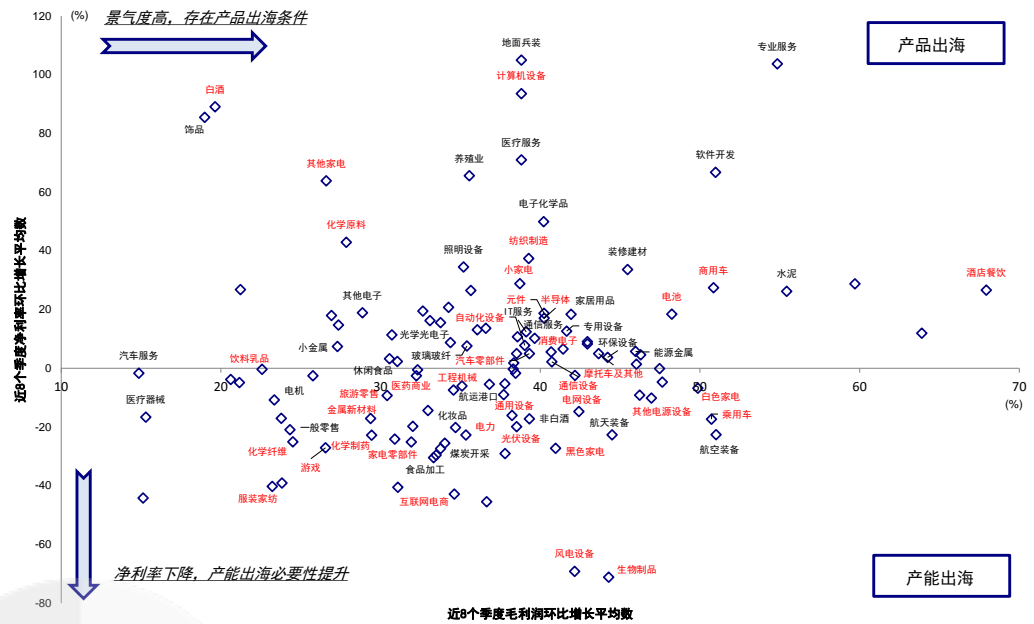
图表 61：贸易显示性比较优势系数体现出中国中端制造具有比较优势



资料来源：UNTCAD，中金公司研究部

- 2) 其次，从财务指标的角度进一步聚焦细分行业。由于毛利润增速作为景气度代理变量更合适（《如何量化跟踪周期性行业景气度》），因此我们选取近八个季度毛利润环比增速的平均值 > 10% 的行业作为景气向上行业，由此识别出具备出海优势的行业。在此基础上，我们再通过近八个季度毛利润率的环比变化来识别行业是否存在一定成本压力，如果趋势向下的话，可能就有进一步产能出海的动力和意愿（图表 62）。综合来看，中游制造（汽车、家电、光伏、电池、消费电子、通讯设备、工程机械、化工）、传媒（游戏、互联网）、大消费企业（餐饮、电商、新零售）等既有出海的能力，也有出海意愿。

图表 62：“找行业”：近八个季度毛利润环比增长的行业为景气向上行业，具备出海优势；其中净利率环比上行的可能仍保持在产品出海阶段，净利率环比下降的更倾向于产能出海



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 63：“找行业”：中端制造、医药、传媒、新零售、互联网

		价格优势	产品优势	模式创新
制造	2C 带消费属性： 汽车、家电、智能硬件	✓	✓	
	2B 不带消费属性： 新能源、新材料、 高端制造、化工	✓	✓	
医药	医疗设备、药品	✓	✓	
传媒	传媒游戏影视		✓	✓
新零售	餐饮、零售	✓		✓
互联网	互联网、泛娱乐	✓		✓

资料来源：中金公司研究部

图表 64：出海赛道及代表性出海企业

行业	赛道	代表企业
新能源、高端制造		宁德时代、晶澳科技、道通科技、歌尔股份、隆基绿能、万华化学、立讯精密、京东方、明阳智能、阳光电源、固德威、锦浪、方大炭素*、树根互联*、海柔创新*
制造	智能硬件	小米、安克创新、传音、九号公司、科沃斯、OPPO*、vivo*、千岸科技*、Nreal*、Shokz韶音*、大疆*、快造科技*、影石创新科技*
	汽车与汽车科技	比亚迪、奇瑞汽车、长城汽车、宇通客车、博泰*、禾赛科技*、文远知行*、上海汽车、吉利汽车、长安汽车、德赛西威*、Momenta*
	泛娱乐	腾讯、网易、欢聚集团、新闻科技*、三七互娱、壳木游戏*、龙创悦动*、传易集团*、赤子城科技*、阅文集团
消费	电商与零售生态	拼多多、名创优品、Shopee*、SHEIN*
	餐饮	九毛九、特海*、小肥羊*、蜜雪冰城*、喜茶*、快乐柠檬*、呷哺呷哺、奈雪的茶

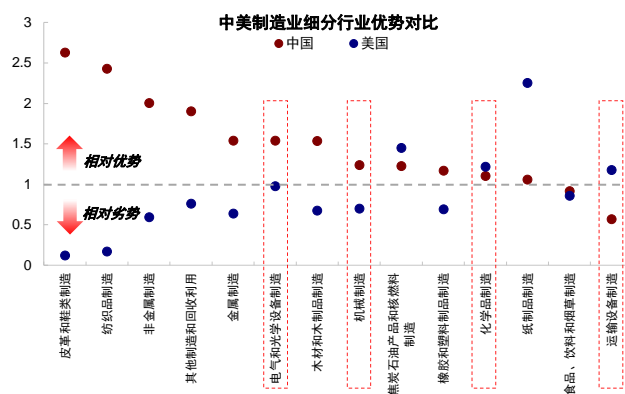
注：标“*”公司为中金未覆盖公司

资料来源：中金公司研究部

一、中游制造：价格优势+产品优势

有一定科技含量但不涉及核心技术、同时产业链较为复杂的中端制造产业为我国优势产业。从增加值比较优势指数来看，中国制造业的比较优势高于美国。中国整体制造业比较优势指数始终处于优势区间（1.2-1.4），2017 年至今有所回升；美国整体制造业比较优势指数 2019 年前处于优势较低区间（1.0-1.2），2020 年至今回落至 1 以下处于劣势区间，2021 年相比 2020 年有小幅抬升。从中美制造业 2021 年的静态比较优势水平来看，中国制造业绝大多数行业领先美国（图表 65，图表 66）。

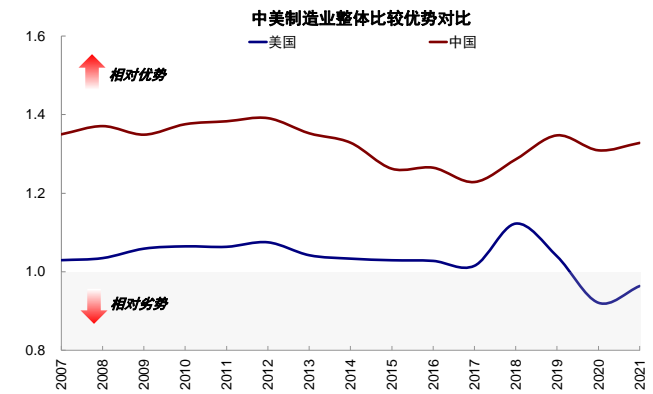
图表 65：中国整体制造业相比美国更具有比较优势



注：行业使用缩写

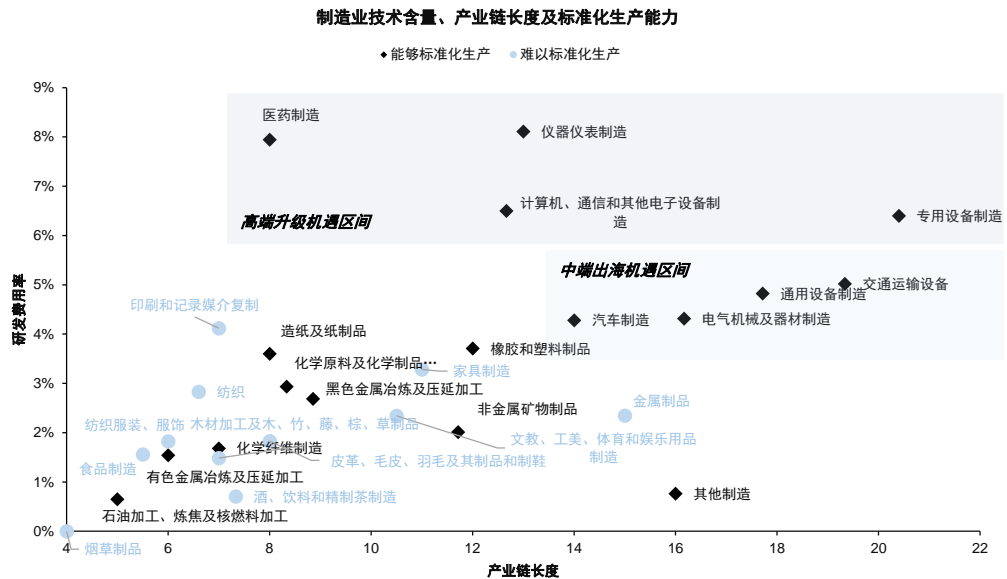
资料来源：ADB MRIO (Asian Development Bank, Multiregional Input-Output Tables)，中金公司研究部

图表 66：中国制造业绝大多数行业领先美国



资料来源：ADB MRIO，中金公司研究部

图表 67：生产环节多、产业链长度长的制造业在我国新时代要素禀赋下具备较为显著优势



资料来源：国家统计局，Wind，中金公司研究部

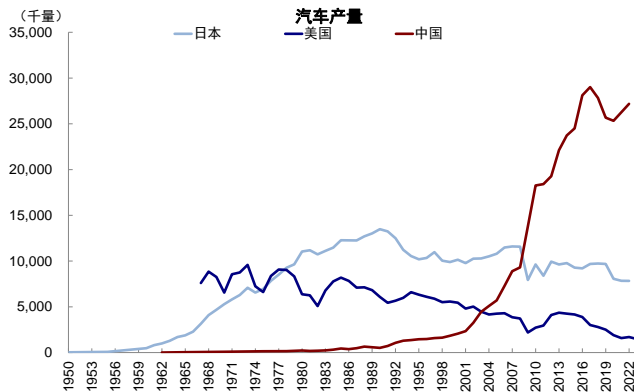
中金公司《大国产业链》一书中指出，当前中国企业在制造业上拥有两项较大的独特优势：规模优势、新技术优势，基于中国经济的根本特征，即中国作为超大型经济体所带来的规模经济优势和作为全球产业链分工重要节点所带来的优势地位。

规模优势一方面体现为产业集聚和规模经济带来的低成本，另一方面体现为范围经济下由于规模体量大对于产业结构覆盖的全面性。由此，**生产环节多、产业链长度长的制造业在我国新时代要素禀赋下具备较为显著的产业链优势，并能够将我国的规模优势及新技术优势较好地转化为成本及产品优势**（图表 67）。具体来看：

- ▶ **汽车：电动化智能化助力中国汽车实现弯道超车。**2010 年以来中国就已经超越日本，成为第一大汽车生产国，但汽车产业技术和品牌优势不明显。近几年，在新能源赛道中国取得了先发优势和领先地位。中国自主品牌在全球新能源汽车的市占率超 50%，并已经开始布局“走出去”战略（图表 68）。
- ▶ **智能硬件：物联网时代弯道超车。**中国在手机、耳机、智能影音设备、3D 打印等领域均具有较强的全球竞争力。来自中国的手机品牌如小米、Oppo、Vivo 等占据了全球智能手机市场份额的半壁江山；大疆作为无人机和智能摄影的行业领导者，数年保持创新并始终站在行业潮流前列（图表 69）。
- ▶ **家电和智能家电：产品出海，技术升级。**如海尔智家作为海尔集团的全球家电平台，通过收购及自建并行施行全球创牌战略，截至 2021 年在全球有 122 个制造中心和 30 个工业园，服务范围达 10 亿用户家庭（《第十六章 家电品牌全球化任重而道远》）
- ▶ **新能源：供给层面，国内光伏设备技术水平与性价比均超越海外产品，技术创新频繁。**在工艺改进、生产自动化、智能化改造的推动下，国产光伏设备的技术水平逐渐追平甚至超越海外，并具备价格优势。（《第十一章 高端装备：创造条件强化工艺积累》）
- ▶ **重工业：我国重工产业具备全球竞争优势。**中国化工产业规模大、具备全面的化工产业链和产品组合，主要大宗化工品产能规模全球领先，规模效益突出、成本竞争优势明显。尤其是

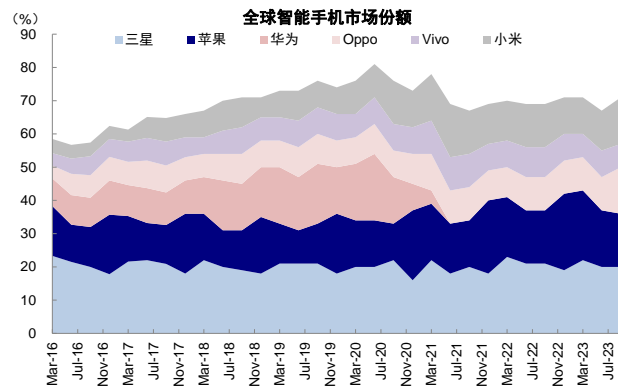
通用化学品领域技术领先，装备制造能力强，具备建设全球规模的装置和产业集群的能力。
 《带路新十年：第十三章 重化工业“一带一路”迎来发展新机遇》近年来，以钢铁为代表的行业积极融入带路国家产业链布局，在“一带一路”沿线投资中取得一定成果。

图表 68：电动化智能化助力中国汽车实现弯道超车，目前中国汽车产量在世界排名第一



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 69：来自中国的手机品牌如小米、Oppo、Vivo 等占据了全球智能手机市场份额的半壁江山



资料来源：Wind，中金公司研究部

二、大消费：价格优势+产品优势+模式创新

中国商品和服务型消费在庞大的内需环境下孵化出了五花八门的消费场景和细分产品。如搭建于中国制造产业链优势的商品消费一般具有全球领先的成本优势。中国在移动互联网时代弯道超车，创造出新消费模式，反而领先海外发达市场。

- ▶ **零售餐饮：主打性价比和新消费模式。**中式餐饮品牌以独特的中国文化和新消费习惯在海外快速扩张。奶茶等中式新茶饮如喜茶、coco、蜜雪冰城等在海外门店快速扩张，发达和新兴市场均有身影；四川火锅品牌纷纷转向海外市场，在海外开设旗舰店，拓展客源。零售主打高性价比、便捷和新意。名创优品以及中国服饰品牌“SHEIN”或线下或线上，以新颖的商品和高性价比吸引消费者。
- ▶ **传媒泛娱乐：手游时代优质研发内容助力中国厂商掘金全球机遇。**受益于全球尤其是移动设备普及带来的移动化机遇，中国游戏市场快速演进到了手游时代。尽管在整体游戏行业，中国研发实力不及欧美顶级游戏厂商，但在手游研发方面，中国厂商凭借先发优势在引擎适配、数值体系涉及等方面积累了丰富的经验。其中中国厂商对 Unreal、Unity 等引擎的使用功底已获得 Epic 等引擎开发商认可。特别地，中国研发商对诸如“使命召唤”、“梦幻模拟战”及“SNK 全明星”等海外知名端游及主机 IP 进行了成功的手游化开发，同时，网易等厂商也在进行“暗黑破坏神”等知名端游 IP 的手游开发进程。我们认为，当前阶段，国际影视、动漫、游戏（端游/主机）等 IP 商对中国手游研发实力的认同度有利于中国厂商更好地借助国际 IP 实现自身品牌全球化。（《传媒互联网：长风破浪，游戏出海扬帆远航》）
- ▶ **互联网：模式创新下重塑价值链主导地位。**互联网时代我国弯道超车，率先把握移动互联网浪潮，涌现出一批全球领先的移动互联网企业，引领全球商业模式创新。经历了我国十余年的移动互联网大繁荣后，经过验证的运营体系在出海后也能形成一套成形“打法”。同时，中国在成为“全球工厂”后的完善供应链体系能够提供更优的性价比。根据中金互联网组观点，电商出海的价值链主导者逐渐从海外零售商转变为中国出海电商平台。从零售品类看，

传统外贸出口的价值链条主导者多为海外零售商，国内的工厂和贸易商处于微笑曲线的底端；而中国出海电商平台在充分利用国内供应链优势的基础上，不断向分销、内容、生产、营销和销售等微笑曲线更高的方向前进，逐步成为价值链的主导者。（《传媒互联网：电商出海：供应链模式迭代开启新征程》）（图表 70）。

图表 70：传统零售链条中，国内工厂和贸易商通常处于微笑曲线的底端



资料来源：中金互联网组报告《传媒互联网：电商出海：供应链模式迭代开启新征程》，公司公告，中金公司研究部

找市场：成熟市场重在赛道和摩擦成本，新兴市场考虑潜力和市占率

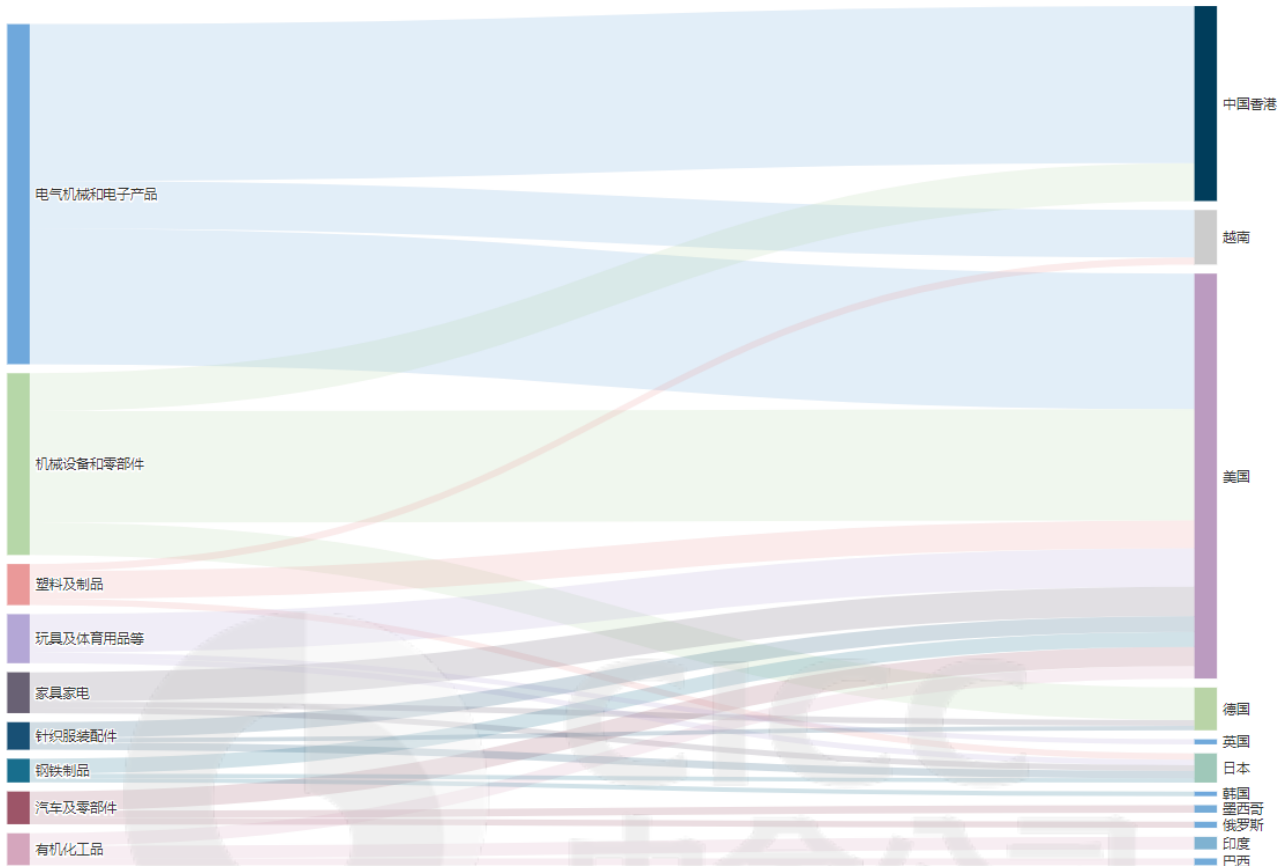
根据我们前文所述的日本经验，美国等成熟市场有相对更明确的需求，一般也是企业出海最先考虑的目的地，具有更大的潜在市场空间。但对于新兴市场而言，我们认为有两方面可能创造的需求，一方面对相对低单价的商品可以实现顺流而下的扩张，另一方面参考日本经验，中国产能出海或可以反过来促进新兴市场的需求上升。新兴市场虽然当下市场空间小，但是胜在整体增长性和市占率空间。

北美成熟市场：具有较强不可替代性，但须考虑摩擦成本

北美市场需求中短期内具有不可替代性，是出海的重要目的地。1) 人口上看，美国人口体量全球第三，3 亿+的人口基数与庞大的中产阶层为企业提供了广泛的潜在消费者群体。2) 人均收支上看，平均工资、人均可支配收入与人均消费支出的稳定增长验证了劳动力市场的强劲与消费需求的韧性。3) 需求结构上看，由于历史因素，北美国家产品需求较为多元化，为多种类产品出海提供土壤（图表 71）。

在贸易摩擦成本上升的情况下，中国企业在北美也已经进入产能出海新阶段。1) 加征关税。关税成本广义上指进口税及附加税（如反补贴、反倾销税），当前美国对光伏、汽车等行业领域重点设置关税壁垒，企业产能出海可以规避关税摩擦，降低关税成本。2) 出口限制。面对美国的进口配额和直接制裁等限制，产能出海可以帮助保留北美市场份额。此外，受到美国出口管制的企业还可能因为获取核心零部件与技术的困难而被动产能出海。

图表 71：欧美市场需求中短期内具有不可替代性，是出海的重要目的地



资料来源：OEC，中金公司研究部

拉美市场：作为附属生产基地，承接产业转移

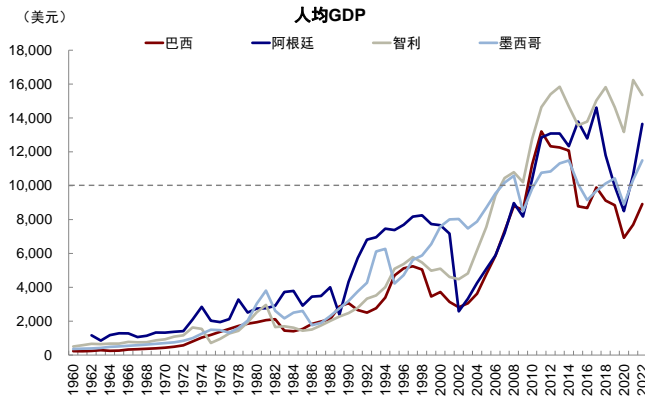
拉丁美洲同时兼具消费端潜力及辐射美洲优势。从自身市场角度来看，拉丁美洲庞大的人口基数及当前过万的人均 GDP 蕴含着较大的消费潜力（图表 72）。同时可以通过承接产业迁移从而完成工业化、城镇化，进一步提升未来消费力。此外，以墨西哥为例，作为《美墨加协定》(USMCA) 的一员，墨西哥是美洲地区重要的制造业基地。墨西哥对美国和加拿大两国的出口占整体出口的八成以上。2023 年 7 月，墨西哥成为美国最大的进口贸易伙伴（图表 73）。

产业链重构背景下，拉美具有承接产业迁移的优势。近来在美国大量对华加关税从而人为推高摩擦成本的背景下，拉美或能在承接供应链转移过程中成为美洲地区制造中心。仍然以拉美第一大贸易国墨西哥为例，墨西哥借助门类齐全、结构较为均衡的工业基础、丰富且廉价的劳动力资源成为在拉美地区发展较快的国家之一。与此同时，墨西哥区域优势明显，是连接南北美洲与太平洋大西洋的关键枢纽，和辐射美洲市场的桥头堡¹⁶。首先劳动力成本上，墨西哥作为人口大国，人口结构年轻，汽车、航空等职业教育领域培养了大量技术人才，在技术储备和劳动力构成方面有能力强承接产业。其次，在产业链配套上，墨西哥具有一定的工业基础，涉及食品、纺织、服装等轻工业，以及汽车、钢铁、化工、机械制造、制药等重化工业。第三，墨西哥地理位置优越，毗邻美国，使得产业链上的企业可以成本更低、更高效地进入北美消费市场。第四，在营商环境

¹⁶ 参考《2024 中金国际国别观察：新趋势 新机遇》

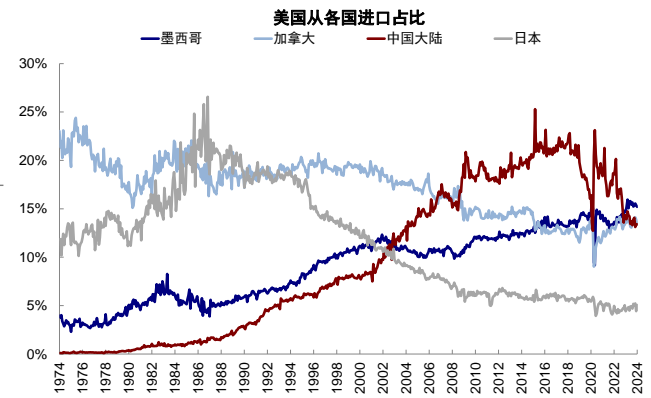
上，墨西哥一直以来对外的态度较为开放，对外商投资的优惠政策涉及高科技产业、生物科技、电信及网络、旅游服务、基础设施等多个领域（图表 75）。

图表 72：拉丁美洲各国人均 GDP 基本在 2006 年之后达到 1 万美元以上



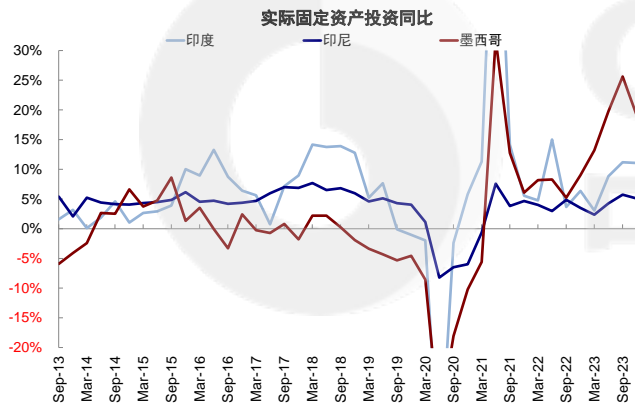
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 73：2023 年 7 月，墨西哥成为美国最大的进口贸易伙伴



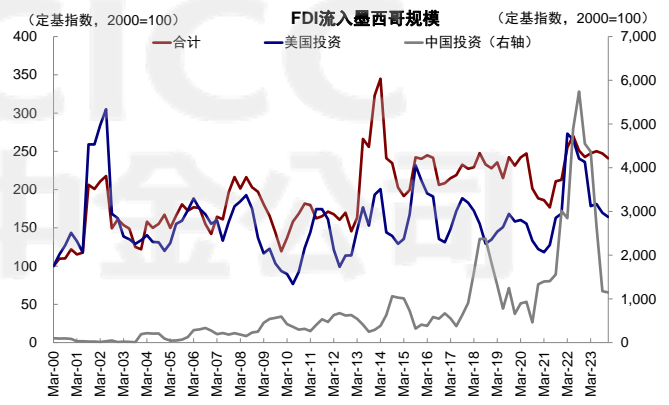
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 74：2022 年以来，墨西哥固定资产投资大幅加速



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 75：全球对墨西哥直接投资水平较疫情前大幅提升



资料来源：Haver，中金公司研究部

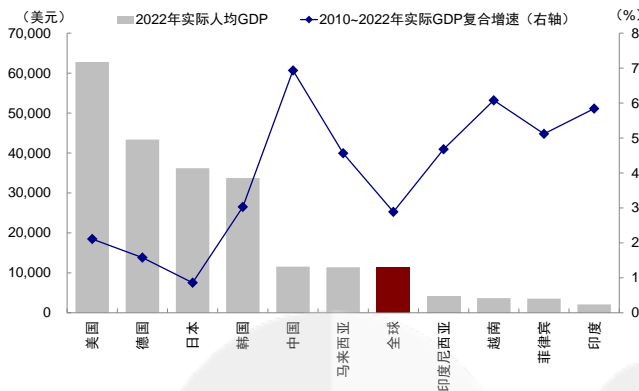
亚洲新兴：低成本优势与潜在市场空间

亚洲市场与中国地理距离近，文化更同源，扩展产品和产能出海都有广阔空间。亚洲新兴市场国家人均 GDP 低、实际 GDP 增速高，“低水平”和“高增速”的组合意味着较大的消费潜力（图表 76）。最典型的耐用消费品——汽车的情况很好说明了这一点：亚洲新兴市场国家的每千人保有量只有中国的不足一半，只有美国 10-20%左右，离饱和还有很长的距离（图表 77）。

亚洲新兴市场具有较高的成本优势。劳动力成本方面，亚洲新兴市场国家人口更为年轻，出生率也显著高于发达国家与中国，劳动力充足，老龄化压力较小，能够很好地降低出海企业的劳动力成本（图表 78）。原材料成本方面，不同国家拥有的自然资源不尽相同：泰国化石资源（如石油和天然气）较为丰富；印度尼西亚矿产资源丰富，棕榈油、橡胶等农产品产量居世界前列；越南有较多能源矿藏（如煤、石油和天然气）和金属资源（如铁、铬、铝、铜、镍、铅、钛矿）；马来西亚石油和天然气储量丰富，是橡胶主要生产国之一。出海企业可以根据自身对资源的需求，综合各个国家的外商投资政策，选择出海地。

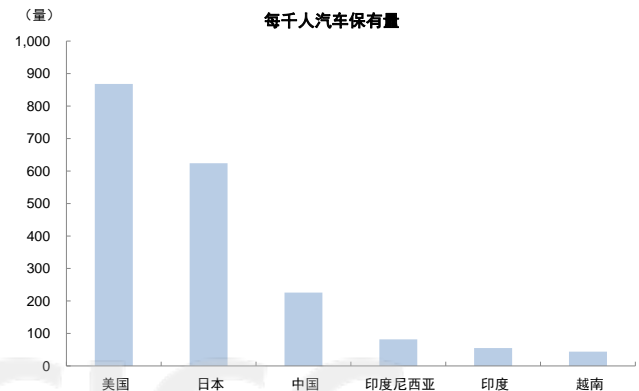
亚洲新兴市场对技术转移保持开放态度，高技术企业更容易进入。从高等教育毛入学率来看，亚洲新兴市场国家和发达国家差距很大，导致在高端技术研发和企业管理方面可能有较大差距（图表 79）。出海企业的产能转移可以给本国劳动力以学习机会，甚至本国政府可以和出海企业签订协议，要求其传授技术等。事实上，不少亚洲新兴市场国家对外商投资确实持开放态度。以印度为例，印度大多数行业允许外资持股 100%，仅有少数关键行业进行政策审批。亚洲新兴市场国家 FDI 在近 10 年也基本一直维持较高增速。

图表 76：人均 GDP 低，实际 GDP 增速高，低水平+高增速=高潜力



资料来源：Haver，中金公司研究部

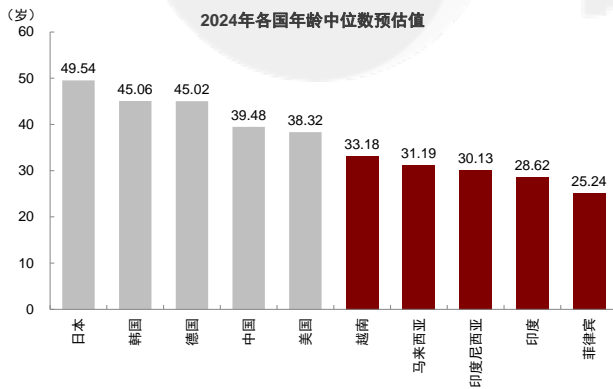
图表 77：对于典型的耐用消费品汽车，亚洲新兴市场国家的保有量仍然较低，发展潜力很大



注：数据分别截至：美国 2022 年，日本 2020，中国 2022，印尼 2021，印度 2018，越南 2019

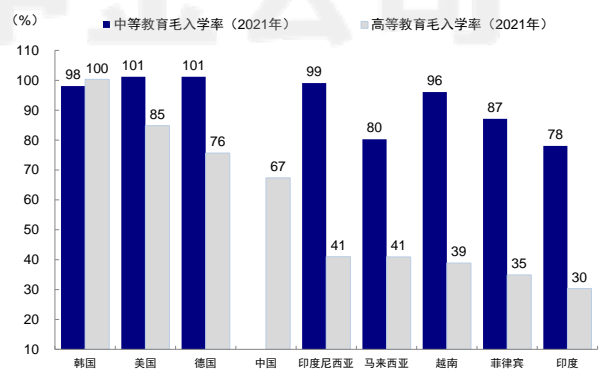
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 78：亚洲新兴市场国家人口年轻，年龄中位数低于发达国家，提供了充足劳动力



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 79：亚洲新兴市场国家高等教育毛入学率有待提高，导致在高端技术研发上与发达国家有较大差距



资料来源：Wind，中金公司研究部

图 80: A 股出海受益逻辑标的推荐

#	代码	公司名称	行业	2023年至今涨跌幅 (%)	流通市值 (十亿元)	三个月日均成交额 (百万元)	2023年海外收入占比 (%)	毛利率 2024E (%)	资产周转率 TTM	ROE 2024E	收入增速 (%) 2024E	股息率 TTM	市盈率 TTM (X)	市净率 TTM (X)	PEG (X)
汽车与零部件															
1	002594.SZ	比亚迪	汽车与零部件	(16.5)	371.8	2610.7	30.9	19.2	0.9	22.0	30.0	0.5	20.7	4.5	0.6
2	600066.SH	宇通客车	汽车与零部件	246.6	52.6	419.3	44.4	25.7	0.9	18.3	21.9	4.1	29.4	3.8	0.5
3	601633.SH	长城汽车	汽车与零部件	(12.9)	152.6	455.4	31.0	18.9	0.9	12.7	29.6	1.2	31.0	3.2	0.6
4	000625.SZ	长安汽车	汽车与零部件	41.4	135.6	3450.7	15.4	16.7	0.8	11.6	27.3	1.4	15.0	2.4	(0.9)
5	600933.SH	爱柯迪	汽车与零部件	4.1	18.1	110.1	61.2	28.1	0.6	16.1	26.8	1.1	21.5	2.6	0.7
6	601799.SH	星宇股份	汽车与零部件	5.4	38.0	164.2	5.4	21.2	0.7	14.6	26.3	0.8	34.5	4.2	0.7
7	300893.SZ	松原股份	汽车与零部件	7.6	6.5	54.1	10.5	32.8	0.6	21.3	36.6	0.3	32.9	6.1	0.7
8	603305.SH	旭升集团	汽车与零部件	(43.0)	12.2	208.5	44.1	25.7	0.5	13.9	28.9		15.6	2.0	0.4
9	603197.SH	保隆科技	汽车与零部件	(4.7)	9.5	183.9	59.3	0.8	16.3	30.6	0.7	21.7	3.3	0.5	
10	688533.SH	上声电子	汽车与零部件	(57.5)	3.9	80.4	42.8	24.6	0.9	17.4	34.6	0.7	24.3	2.9	0.3
11	600660.SH	福耀玻璃	汽车与零部件	37.1	92.8	557.8	45.3	36.6	0.6	18.2	16.6	2.7	21.5	3.8	1.4
12	601689.SH	拓普集团	汽车与零部件	(4.9)	64.4	912.8	30.4	21.9	0.6	17.4	42.3	0.8	29.9	3.9	0.6
13	002126.SZ	银轮股份	汽车与零部件	48.1	15.0	235.5	24.1	0.7	13.8	21.4	0.4	24.6	2.7	0.5	
14	603730.SH	岱美股份	汽车与零部件	(2.7)	14.3	63.1	83.6	1.0	18.4	23.5	3.3	23.0	3.3	0.6	
15	603179.SH	新泉股份	汽车与零部件	10.1	20.5	207.5	7.3	20.1	0.8	19.0	29.8	0.7	25.4	4.3	0.5
16	002997.SZ	瑞鹄模具	汽车与零部件	18.8	6.0	245.8	38.1	0.3	17.9	60.4	0.9	32.0	3.3	0.4	
17	603035.SH	常熟汽饰	汽车与零部件	(25.1)	5.9	92.2	5.3	21.2	0.5	12.4	20.3	2.6	10.8	1.2	0.3
医疗保健															
18	300832.SZ	新产业	体外诊断	30.1	50.6	245.6	35.0	73.1	0.5	22.8	26.1	1.1	30.6	6.7	0.9
19	688271.SH	联影医疗	医疗设备	(30.5)	101.3	346.7	13.5	51.6	0.4	11.3	27.3	0.2	51.3	5.4	1.6
20	300760.SZ	迈瑞医疗	医疗设备	(11.3)	330.0	1098.8	39.7	64.7	0.7	29.0	20.5	3.2	29.1	10.4	1.1
化工															
21	601058.SH	赛轮轮胎	轮胎	69.8	55.2	465.0	79.6	25.4	0.8	20.7	21.5	0.8	24.1	3.6	0.7
22	002984.SZ	森麒麟	轮胎	11.3	25.3	340.1	87.3	31.7	0.5	14.1	24.4		18.5	2.2	0.3
23	002643.SZ	万华化学	聚氨酯	(13.7)	11.6	126.1	79.5	41.8	0.5	12.7	19.4	2.4	17.7	1.7	0.5
24	002601.SZ	润丰股份	化肥农药	12.8	48.3	272.0	40.0	25.8	0.4	15.5	16.6	4.4	20.2	2.1	0.4
基础材料															
25	600970.SH	中材国际	建筑	54.8	33.1	251.8	45.3	18.7	0.8	15.6	12.1	2.3	11.7	1.8	0.7
26	605377.SH	华旺科技	造纸	(9.5)	7.2	45.4	15.5	0.6	14.7	16.3	2.4	13.5	1.9	0.7	
电力设备与新能源															
27	002028.SZ	思源电气	电力设备	76.9	51.9	408.2	19.1	28.3	0.7	16.9	27.9	0.4	33.6	4.9	1.1
28	002270.SZ	华明装备	电力设备	192.0	19.1	216.7	15.8	53.8	0.4	17.9	23.7	2.7	35.2	5.7	1.1
29	688676.SH	金盘科技	电力设备	36.9	21.2	263.6	19.5	21.9	0.8	20.1	44.7	0.5	41.8	6.7	0.5
30	603556.SH	海兴电力	电力设备	190.2	24.3	181.2	66.5	39.3	0.5	15.2	23.7	1.4	24.7	3.7	1.6
31	601567.SH	三星医疗	电力设备	169.9	49.9	323.6	20.0	33.5	0.6	17.8	23.8	1.0	28.8	4.7	0.9
32	688100.SH	威胜信息	电力设备	59.5	18.2	102.7	12.1	41.1	0.5	19.6	29.5	0.9	34.7	6.2	1.0
33	300124.SZ	汇川技术	电气设备	(11.3)	164.0	836.5	5.8	35.0	0.6	21.5	24.1	0.6	34.6	7.2	1.0
34	688698.SH	伟创电气	电气设备	33.0	5.7	78.9	26.3	39.0	0.5	14.0	31.2	0.8	30.1	3.0	0.5
35	002851.SZ	麦格米特	电气设备	(18.1)	10.6	97.3	32.3	25.5	0.7	17.0	29.1	0.2	16.3	2.6	0.4
36	873593.BJ	鼎智科技	电气设备	(70.0)	2.8	103.4	50.2	0.6	15.5	43.9	1.7	34.8	4.2	4.4	
37	688208.SH	道通科技	电力设备	(19.2)	11.5	157.1	97.7	53.7	0.6	13.6	25.0		64.3	3.8	0.1
38	300750.SZ	宁德时代	电力设备	(9.9)	835.5	4951.7	34.1	24.7	0.6	20.6	5.6	0.7	19.2	4.1	1.6
39	688472.SH	阿特斯	光伏组件	(10.1)	43.7	282.0				18.6	32.6		14.9	2.1	0.4
40	002459.SZ	晶澳科技	光伏组件	(63.9)	47.4	1343.3	60.8	14.1	0.9	22.3	20.0	1.1	5.7	1.5	0.3
41	688223.SH	晶科能源	光伏组件	(46.2)	75.0	396.1	57.0	13.4	0.9	20.0	(3.3)	1.1	10.5	2.4	0.9
42	688599.SH	天合光能	光伏组件	(65.5)	45.2	442.5	50.6	13.7	1.0	19.4	15.3	2.2	8.5	1.5	0.6
43	688032.SH	禾迈股份	光伏逆变器	(61.0)	20.1	270.8	81.2	35.4	0.3	11.9	60.2	2.5	38.6	3.1	0.9
44	688348.SH	昱能科技	光伏逆变器	(83.5)	7.4	169.0	98.1	32.3	0.2	10.6	67.8	2.4	35.7	2.0	0.3
45	300274.SZ	阳光电源	光伏逆变器	(12.9)	144.2	1955.0	47.4	26.5	0.8	29.7	29.8	0.2	16.5	5.6	0.8
46	688390.SH	固德威	光伏逆变器	(55.9)	17.5	569.9	85.4	25.4	0.9	34.7	63.8	1.1	20.1	5.8	1.0
47	300763.SZ	锦浪科技	光伏逆变器	(68.3)	22.8	611.3	55.3	24.1	0.4	18.4	47.2	0.7	20.5	2.9	0.3
48	601865.SH	福莱特	光伏玻璃	(23.0)	48.3	434.8	21.8	23.5	0.5	15.2	20.3	0.9	21.7	2.8	0.4
纺织服装															
49	300979.SZ	华利集团	纺织服装	19.6	77.7	141.7	99.4	25.8	1.0	21.2	16.7	1.8	24.3	5.1	1.3
轻工零售															
50	301381.SZ	赛维时代	跨境电商、家用轻工	(44.4)	9.7	80.1	96.9	68.6	1.8	16.4	26.9	1.0	28.7	4.0	0.6
51	301376.SZ	致欧科技	跨境电商、家用轻工	(4.3)	10.1	85.0	99.8	36.1	1.2	14.7	22.2		27.7	3.4	0.9
52	300833.SZ	浩洋股份	家用轻工	27.2	8.8	31.8			0.5	18.9	29.7	2.1	24.2	3.9	0.5
53	300993.SZ	玉马遮阳	轻工制造	26.6	3.9	46.4	72.9		0.4	13.1	21.3	1.1	24.4	2.9	0.9
家电															
54	600690.SH	海尔智家	家用电器	19.3	179.0	791.4	52.2	31.8	1.0	16.1	7.9	2.0	16.2	2.6	1.0
55	688169.SH	石头科技	家用电器	113.7	49.4	496.2	50.0	53.1	0.6	18.0	23.0	0.5	24.1	4.3	1.2
传媒															
56	002555.SZ	三七互娱	传媒	(3.5)	37.4	1087.1	36.5	79.5		22.8	15.8	5.3	12.9	3.0	0.5
计算机															
57	300017.SZ	网宿科技	计算机软件	78.6	22.0	1077.5	46.7		0.4	5.9	11.9	0.5	39.4	2.5	(17.2)
58	300348.SZ	长亮科技	计算机软件	(30.0)	5.4	99.4	8.5	30.3	0.8	8.0	26.1	0.1	162.1	3.3	0.1
59	688111.SH	金山办公	计算机软件	8.6	132.5	1205.0	5.5	83.0	0.3	15.0	27.6	0.3	100.5	13.3	2.8
60	688777.SH	中控技术	工业自动化	(24.6)	37.0	532.5	6.0	32.3	0.5	13.6	29.9	1.1	32.1	3.7	1.3
61	688100.SH	威胜信息	通信、计算机	59.5	18.2	102.7	12.1	41.1	0.5	19.6	29.5	0.9	34.7	6.2	1.0
科技硬件与半导体															
62	688036.SH	传音控股	消费电子	125.8	139.2	568.2	84.4	23.6	1.5	27.8	19.4	2.8	25.3	7.8	0.9
63	002920.SZ	德赛西威	汽车电子	25.2	72.8	707.4	9.6	19.6	1.2	22.2	19.4	0.4	47.0	9.2	1.0
64	688800.SH	瑞可达	汽车电子	(65.0)	4.2	68.4	13.5	21.4	0.5	11.9	48.6	1.4	30.7	2.2	0.2
65	600563.SH	法拉电子	被动元件	(39.9)	21.3	288.0	24.5	36.7	0.6	22.3	25.0	1.9	20.8	4.5	0.8
66	002475.SZ	立讯精密	消费电子	(14.4)	198.0	2568.9	90.7	11.5	1.4	19.6	18.1	0.5	19.2	3.7	0.5
67	000725.SZ	京东方	消费电子	29.2	155.6	1501.2	53.9	14.9	0.4	3.2	17.3	1.4	63.6	1.3	0.4
68	002241.SZ	歌尔股份	消费电子	(9.4)	50.6	1186.9	92.9	10.4	1.3	6.6	7.7	0.7	47.6	1.7	0.2

注: 数据截至 2024 年 4 月 18 日; 采用 Wind 一致预测

在行业分析师推荐基础上根据财务条件 (毛利率>20%, ROE>10, 2024 收入增速>15%) 筛选, 个别标的视实际情况调整

资料来源: Wind, FactSet, 中金公司研究部

图表 81：港股出海逻辑受益标的推荐

#	代码	公司名称	行业	2023年至今涨跌幅 (%)	流通市值 (十亿元)	三个月日均成交额 (百万元)	2023年海外收入占比 (%)	>20		>10		>15		市净率 (X) TTM	PEG (X) 2024E
								毛利率 2024E (%)	资产周转率 TTM	ROE 2024E	收入增速 2024E (%)	股息率 TTM	市盈率 (X) TTM		
汽车与零部件															
1	9866.HK	蔚来-SW	汽车与零部件	(60.9)	59.1	88.4	2.1	12.2	0.5	(74.3)	48.8	4.4	(2.7)	2.3	(0.1)
2	0425.HK	敏实集团	汽车与零部件	(36.3)	15.2	103.8	46.2	33.9	0.6	11.7	19.0	7.2	0.8	0.2	
3	3606.HK	福耀玻璃	汽车与零部件	32.9	25.2	88.7	45.3	41.5	0.6	19.0	15.1	3.4	17.5	1.5	
4	9868.HK	小鹏	汽车与零部件	(24.0)	44.9	577.0	2.1	16.6	0.4	(26.0)	88.7	(4.8)	1.4	(0.2)	
5	2015.HK	理想	汽车与零部件	49.5	202.8	1383.7	2.1	33.7	0.9	22.3	67.9	18.9	3.7	0.4	
医疗保健															
6	6699.HK	时代天使	医疗器械	(38.5)	12.7	37.1	0.0	71.0	0.3	2.6	19.9	0.9	214.8	3.4	2.5
7	1877.HK	君实生物	制药、生物科技	(80.1)	2.1	14.7	22.8	58.9	0.1	(24.7)	21.5	(3.8)	1.2	(0.3)	
8	6160.HK	百济神州	制药、生物科技	(41.0)	42.9	149.3	56.1	102.7	0.4	(28.5)	26.5	(15.6)	3.9	(2.4)	
9	9995.HK	荣昌生物	制药、生物科技	(52.8)	5.2	70.6	5.9	121.4	0.2	(38.1)	59.9	(8.9)	3.9	(0.4)	
基础材料															
10	6655.HK	华新水泥-H	建材	(7.7)	5.4	3.5	17.9	28.6	0.5	10.0	7.0	7.7	5.0	0.5	0.4
电力设备和新能源															
11	6865.HK	福莱特玻璃	光伏玻璃	(8.8)	7.6	143.2	21.8	27.1	0.5	14.7	19.2	1.5	13.1	1.6	0.3
12	0968.HK	信义光能	光伏玻璃	(35.8)	48.4	240.0	20.7	33.4	0.4	15.5	28.5	3.2	11.6	1.5	0.4
纺织服装															
13	2313.HK	申洲国际	纺织服装	(14.3)	110.3	297.6	74.5	30.6	0.5	16.1	15.4	2.5	21.9	3.0	0.8
轻工零售美妆															
14	9896.HK	名创优品	零售	100.5	51.4	147.7	37.9	50.3	0.9	29.2	3.4	20.7	5.1	0.5	
15	9992.HK	泡泡玛特	新零售、潮玩	61.3	42.7	144.9	9.8	79.6	0.6	17.3	29.5	0.3	35.8	5.0	0.9
家电															
16	6690.HK	海尔智家	家用电器	2.7	74.9	294.2	59.0	31.8	1.0	16.7	7.6	2.3	13.7	2.2	0.8
17	0921.HK	海信家电	家用电器	260.2	13.8	42.3	36.3	25.2	1.3	22.5	8.1	1.9	13.3	2.8	0.6
18	2148.HK	vesync	家用电器	(0.8)	5.4	2.8		54.5	1.1	25.3	19.3	1.2	8.9	2.1	0.4
传媒															
19	0700.HK	腾讯	传媒	(3.4)	2869.5	6378.6	9.6	50.0	0.4	17.2	10.2	0.8	22.6	3.2	0.5
20	9999.HK	网易	传媒	28.3	460.3	992.6	2.0	61.5	0.5	20.5	11.4	2.8	14.2	3.4	6.0
21	1024.HK	快手-W	传媒	(35.5)	164.5	948.3	0.7	59.0	1.1	24.4	13.5		28.2	3.7	0.2
科技硬件与半导体															
22	1810.HK	小米集团-W	消费电子	49.7	334.4	1523.8	49.2	22.2	0.8	7.9	14.2		21.2	2.3	(1.4)
计算机软件															
23	1860.HK	汇量科技	传媒	(34.8)	4.2	2.2	68.3	24.8	1.5	15.2	19.1		24.6	2.1	0.2

注：数据截至 2024 年 4 月 18 日；采用 Wind 一致预测
在行业分析师推荐基础上根据财务条件（毛利率>20%，ROE>10，2024 收入增速>15%）筛选，个别标的视实际情况调整
资料来源：Wind，FactSet，中金公司研究部

图表 82：美股出海逻辑受益标的推荐

#	代码	公司名称	行业	2023年至今涨跌幅 (%)	流通市值 (十亿元)	三个月日均成交额 (百万元)	2022年海外收入占比 (%)	>20		>10		>15		市净率 (X) TTM	PEG (X) 2024E
								毛利率 2024E (%)	资产周转率 2024E	ROE 2024E	收入增速 2024E (%)	股息率 TTM	市盈率 (X) TTM		
传媒与互联网															
1	PDD.O	拼多多	互联网	39.09	150.70	1080.19	58.98	0.12	0.71	36.50	54.04		25.19		0.27
2	YY.O	欢聚	传媒	6.03	1.43	21.44	1.58	0.34	0.26	3.98	1.06	2.50	8.36	0.47	(0.30)
3	MOMO.O	挚文集团	传媒	(26.14)	0.81	14.75	8.72	0.42	0.72	12.57	(10.33)	22.94	5.00		(0.23)

注：数据截至 2024 年 4 月 18 日；采用 Wind 一致预测
在行业分析师推荐基础上根据财务条件（毛利率>20%，ROE>10，2024 收入增速>15%）筛选，个别标的视实际情况调整
资料来源：Wind，FactSet，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静，金灿



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560