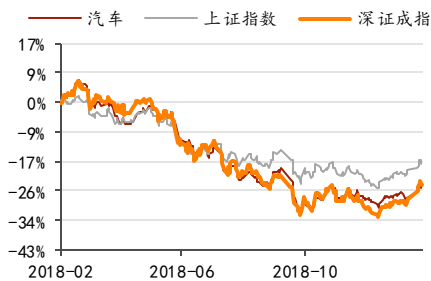


## 新产品周期+国产提速，宝马时刻到来

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

彭勇

分析师

SAC 证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

李渤

联系人

libo@ctsec.com

## 相关报告

## 投资要点:

## ● 消费升级+供给丰富，豪华车销量有望保持高增长

汽车行业整体已进入低增长的新常态，换购代替首次购车成为增长新动能，消费升级趋势明确，豪华品牌成为众多二次购车者的选择。此外 90 后逐渐成为购车主力，更加开放的消费观念，借助快速发展的汽车金融，带动首购人群中选择豪华品牌的比例上升。与美国相比，国内豪华车的渗透率仍有较大的提升空间。各大豪华品牌均在加快国产步伐，丰富车型供给，扩大产品覆盖面。我们认为未来 5 年国内豪华车销量有望保持 10% 以上的复合增速。

## ● 强产品周期及国产提速带动量价齐升，制造、经销皆具高弹性

当豪华品牌进入竞争力强的新产品周期时，尤其是有全新车型国产，中国市场的销量提升明显，销售价格折扣减少，量价齐升，制造商和经销商均受益，将获得远高于行业平均水平的超额收益。新产品的投产或原有产品换代后总销量的提升带动制造商单车固定成本和固定费用的摊销下降，另外新上市车型价格回升直接提升了产品的边际利润率。总销量+单车利润率提升推动制造商业绩大幅增长。稳定的售后服务是经销商的利润稳定器，新车销售利润变化带来业绩波动。新车型的上市带来销量和收入的提升，同时较低的零售销售价格折扣，直接带动经销商销售毛利的增长，另外进销两旺，也提升经销商的资金周转，大幅降低财务费用率。

## ● 投资建议：新产品周期+国产提速，华晨+宝信迎腾飞时刻

总体来看豪华车行业销量和渗透率保持较快增长，甚至很多豪华车品牌在中国的销量节节攀升，但制造商和经销商的利润、股价仍会周期性大幅波动。我们认为需要顺应企业的新产品周期来把握投资机会，新车型的竞争力决定豪华品牌车企及其经销商的业绩弹性。宝马进入产品换代周期，加之车型国产提速，预计宝马在中国销量增长有望超越竞争对手，重量级车型 X3 已于 2018 年国产，2022 年之前还将引入 X2、iX3、X5 等车型国产，3 系也即将换代，且 X3 和 X5 的单车边际利润贡献均高于前期国产车型，宝马重量级车型国产受益最大的是制造商，其次经销商有望从国产价格下降带来销量提升中获益。我们认为华晨中国价值有所低估，在考虑到华晨宝马股权变更后，其合理市值 662 亿港元，目标价 13.1 港币，首次覆盖给予“买入”评级。广汇宝信有望短期内受益于宝马新周期带来的终端价格回暖以及库存周转率提升，长期来看公司还将受益于高毛利率的售后业务占比提升带来的业绩稳健增长，首次覆盖给予“买入”评级。上汽大众已引进大众 MLB Evo 平台，上汽奥迪即将落地，有望大幅提升上汽大众盈利能力和规模，上汽集团利润有望保持持续稳定增长，维持“买入”评级。

## ● 风险提示：宏观经济下行，豪华车销售不及预期。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (03.25)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
1114	华晨中国	315.0	6.24	0.87	1.38	1.91	7.2	4.5	3.3	买入
1293	广汇宝信	57.2	2.02	0.30	0.31	0.39	6.7	6.5	5.2	买入
600104	上汽集团	2988.6	25.58	2.95	3.08	3.24	8.7	8.3	7.9	买入

数据来源：Wind, 财通证券研究所

注：华晨中国和广汇宝信的市值和股价均为人民币

## 内容目录

1、行业由“增量”向“存量”过渡，产品结构上移促豪华车发展	4
1.1 行业整体进入低速增长期，产品结构上移，利好豪华车销量增长	4
1.2 豪华车细分市场仍处于普及前期，需求+供给两旺带来高增长	4
1.3 对标美国，我国豪华车渗透率还将继续提升	7
1.4 主流品牌均已国产落地，BBA 引领市场	8
1.5 新产品周期开启叠加国产化提速，宝马即将步入黄金时代	9
2、强周期带来高弹性，洞悉产品周期把握豪华车制造商投资机会	13
2.1 强产品周期内：新车投放带动销量增长，老车换代促进量价齐升	13
2.2 把握家族化设计语言，提前判断品牌强产品周期	16
3、周期与成长并存，豪华车经销商的利润平台在波动中上升	18
3.1 对标海外市场，我国经销商行业仍有较大成长空间	18
3.2 新车销售业务具备周期性，强周期带来强弹性	19
3.3 售后权重不断提升，经销商盈利能力有望迎来结构性改善	23
3.4 金融、保险、二手车等衍生业务是豪华车经销商业绩的重要补充	26
4、投资建议：宝马新周期+国产速升，华晨、宝信迎腾飞时刻	27
4.1 制造端：奔驰强周期见顶，华晨中国价值被低估	28
4.2 销售端：强周期带来强弹性；售后+衍生占比提升带动利润平台上移	30
5、风险提示	33

## 图表目录

图 1：中国豪华车市场起步较晚，需求+供给两旺带来高增长	4
图 2：增购换购比例不断提升，消费升级利好豪华车消费	5
图 3：相比 80 后，90 后在购车时往往选择价格更高的车型	5
图 4：BBA 等一线豪华品牌产品线布局思路（以奥迪为例）	6
图 5：二线豪华品牌产品布局思路（以凯迪拉克为例）	7
图 6：国内豪华车渗透率仍有较大成长空间	7
图 7：第一梯队份额约 70%，第二梯队份额约 25%，第三梯队	8
图 8：第一梯队内，BBA 份额随产品周期变化而波动	8
图 9：国产化带动凯迪拉克份额快速提升	9
图 10：林肯已站稳脚跟，国产后将继续提升份额	9
图 11：BBA 全球销量增速随品牌的产品周期波动	10
图 12：BBA 主力车型国产后将大幅提升品牌销量增速	12
图 13：主机厂的业绩呈现周期性	13
图 14：北京奔驰的毛利率显著高于吉利汽车	13
图 15：全新车型投放及主力车型换代带动华晨宝马销量大幅增长	14
图 16：华晨宝马的业绩增速曲线与华晨宝马的产品周期吻合	14
图 17：车型全生命周期价格曲线	15
图 18：奔驰于 2014 年开启强产品周期，销量高速增长	16
图 19：北京奔驰毛利率变化	17
图 20：北京奔驰毛利润及同比增速	17
图 21：中国百强经销商各业务贡献营收占比	18
图 22：AUTONATION 各业务贡献营收占比	18
图 23：中国百强经销商各业务贡献毛利润占比	19
图 24：AUTONATION 各业务贡献毛利润占比	19
图 25：品牌进入强产品周期后，经销商业绩有望大幅改善	19
图 26：中升控股净利润及同比增速	20
图 27：中升控股新车销售毛利率变化	20
图 28：对标成熟市场，经销商业务结构的优化有助于业绩改善	23
图 29：维保总量提升+单次维保毛利提升，带动经销商售后业务利润提升	24
图 30：汽车保有量稳健增长，为售后业务发展提供较高的动力	24
图 31：豪华品牌平均车龄不断增长	25
图 32：豪华品牌高车龄车型占比提升	25

图 33: 豪华车配置的提升带动了单次维修保养的价格提升 .....	25
图 34: 广汇宝信售后业务的毛利率 .....	26
图 35: 中升控股售后业务的毛利率 .....	26
图 36: 国内汽车衍生业务还有较大的提升空间 .....	26
图 37: 华晨宝马对华晨的业绩贡献率 .....	27
图 38: 北京奔驰对北汽的业绩贡献率 .....	27
图 39: 上汽通用的投资收益对上汽业绩影响有限 .....	27
图 40: 凯迪拉克占上汽通用的销量占比小于 10% .....	27
图 41: 中升控股、广汇宝信各类型 4S 的店数量 .....	28
图 42: 上汽奥迪有望在 2022 年国产落地 .....	30
图 43: 中升控股新车销售的毛利率 .....	31
图 44: 中升控股新车销售的毛利润 .....	31
图 45: 广汇宝信新车销售业务毛利率 .....	31
图 46: 广汇宝信新车销售业务毛利 .....	31
图 47: 对标海外, 售后+衍生业务占比将提升 .....	32
图 48: 对标海外, 新车销售对业绩影响将弱化 .....	32
表 1: 汽车行业各阶段的特点 .....	4
表 2: 中国市场豪华车分品牌销量 .....	9
表 3: BBA 主力车型换代时间 .....	10
表 4: 预计新产品周期将带动宝马全球的销量增速提升 .....	11
表 5: 指导价 30 万的车型在正常、折扣促销、无折扣三种情况下对制造商业绩的影响 .....	15
表 6: 经销商收入测算模型 .....	20
表 7: 经销商成本测算模型 .....	21
表 8: 经销商费用测算模型 .....	22
表 9: 三种情况下, 经销商的利润表 .....	22
表 10: 奔驰本轮产品周期或已见顶, 下一轮周期将在 2021 年开启 .....	28
表 11: 华晨中国业绩预测 .....	29
表 12: 华晨宝马新车周期已经开启 .....	29
表 13: 华晨宝马新产品周期各车型销量预测 .....	30
表 14: 重点公司盈利预测及评级 .....	32

## 1、行业由“增量”向“存量”过渡，产品结构上移促进豪华车发展

### 1.1 行业整体进入低速增长期，产品结构上移，利好豪华车销量增长

2018年中国汽车销量同比下滑4.0%，结束了28年来的正增长，也标志着中国汽车市场正式进入了普及后期，未来销量复合增速或降档到3%以内。目前汽车行业处于由“增量”市场走向“存量”市场的过渡期：(1)行业销量进入低速增长期；(2)新增销量仍远大于淘汰量，保有量继续较快增长；(3)行业内部分化，低端车型销量增速放缓甚至负增长，中高端车型通过对低端车型的替代保持较高增速。

表 1：汽车行业各阶段的特点

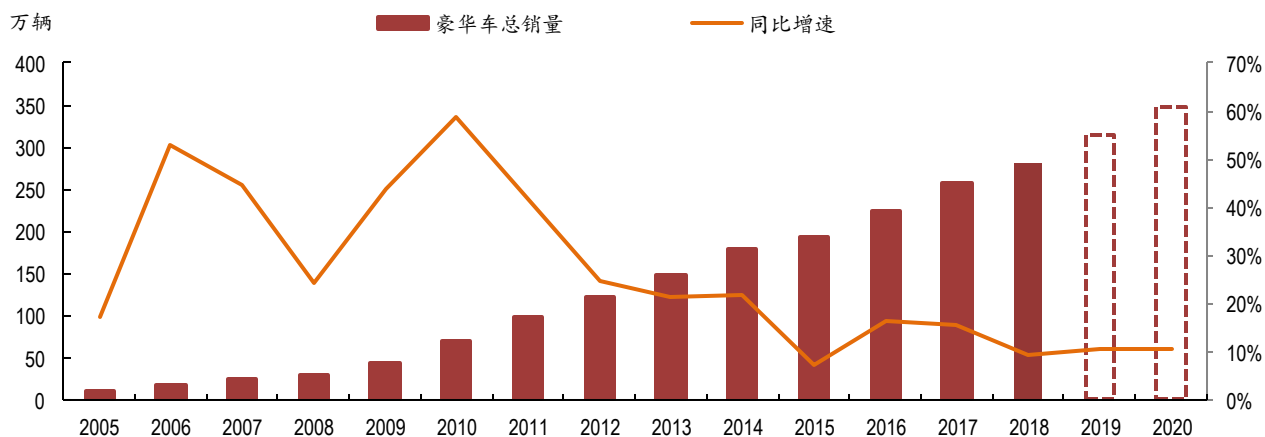
	孕育期	普及前期	普及后期	稳定期
千人保有量	<20	20-150	150-250	>250
销量增速中枢	>20%	5%-20%	2-3%	0-1%
用户群特征	高收入富人	中产阶级	普通家庭	
阶段特点	基数较低 增长较快	成长性明显 销量高速增长	销量增速放缓，保有量 仍旧保持高增速	销量进入周期波动， 保有量维持稳定

数据来源：财通证券研究所

### 1.2 豪华车细分市场仍处于普及前期，需求+供给两旺带来高增长

我国豪华车市场起步较晚，目前正处于普及前期向普及后期过渡的阶段。相比于美国汽车市场，国内豪华车的渗透率仍有较大提升空间，行业销量增速有望保持双位数。

图 1：中国豪华车市场起步较晚，需求+供给两旺带来高增长

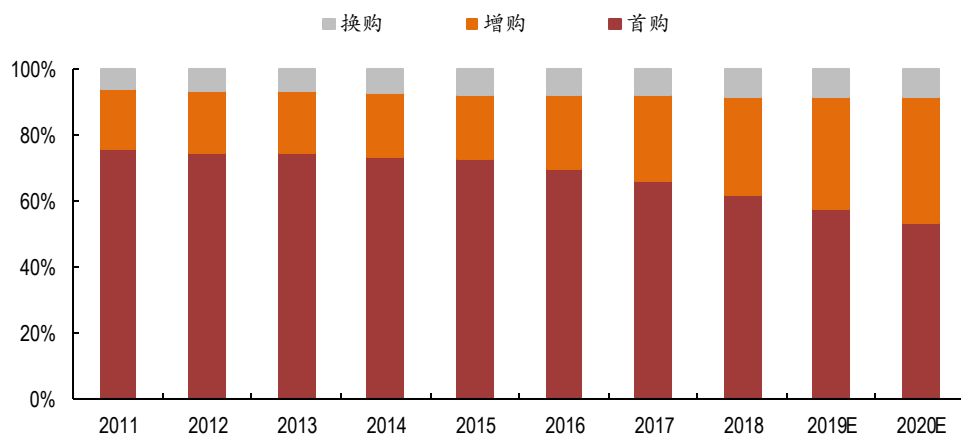


数据来源：中汽协，保险数据，财通证券研究所

消费升级+90后进入购车市场成为增长新动能。虽然2018年车市整体销量下滑，但豪华车市场仍旧保持高速增长，我们认为豪华车需求不断提升的原因为：(1)消费升级导致用户在增购，换购过程中更倾向于购买豪华品牌；(2)90后逐渐成为

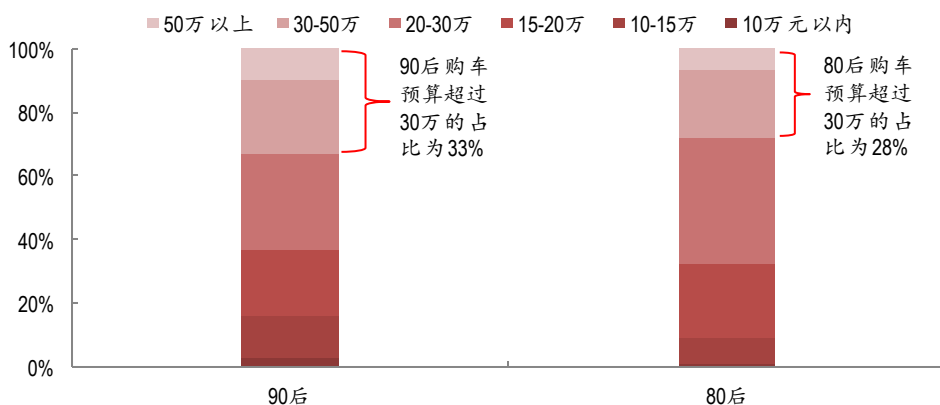
为购车主力，90后在购车时更倾向于选择价格更高的车型，有望推动豪华车市场销量增长。

图 2：增购换购比例不断提升，消费升级利好豪华车消费



数据来源：国家信息中心，财通证券研究所

图 3：相比 80 后，90 后在购车时往往选择价格更高的车型



数据来源：太平洋汽车网，财通证券研究所

车企加速新产品布局，覆盖更多细分市场。一线豪华品牌BBA的产品布局较早，在主力细分市场均有核心产品，未来布局方向为：(1) 向下将A级和A0级低端车型国产化，提升在20万元以下市场的渗透率。(2) 向上将更多的C级甚至D级高端车型国产化。(3) 横向增加Coupe, Wagon等个性化车型，在主力细分市场已经饱和的情况下，个性化车型可以更好的满足用户需求，有助于进一步提振销量。

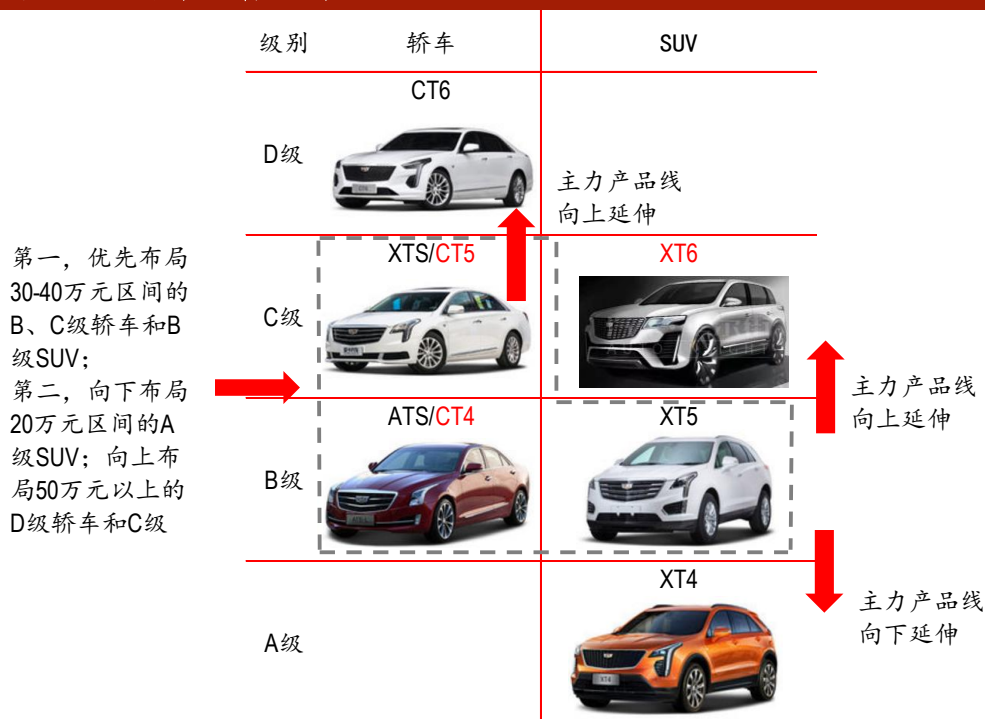
图 4：BBA 等一线豪华品牌产品线布局思路（以奥迪为例）



数据来源：财通证券研究所  
注：标红车型后续有望国产化

同 BBA 相比，以沃尔沃、凯迪拉克和雷克萨斯为代表的二线豪华品牌尚未完成所有重点细分市场的布局，短期内二线豪华品牌的重要任务仍旧是快速推出新车型填满 A 级到 C 级的轿车和 SUV 市场，在尚未布局的细分市场投放新车型可以带来可观的增量，大幅提升销量增速。此外二线豪华品牌将迈出国产化的步伐。其中雷克萨斯有望在一汽丰田国产，林肯也将于 2020 年在长安福特国产。越来越多的二线豪华品牌选择用国产取代进口，可以提升自身竞争力和市场反应速度。

图 5：二线豪华品牌产品布局思路（以凯迪拉克为例）

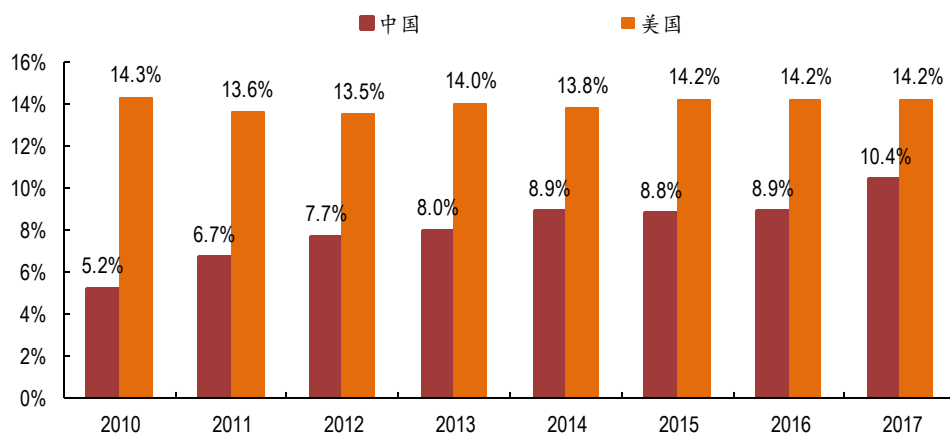


数据来源：财通证券研究所

### 1.3 对标美国，我国豪华车渗透率还将继续提升

参考美国汽车市场的发展历程，汽车行业在逐渐成熟的过程中整体增速会逐渐放缓，内部结构不断升级。高端车型渗透率将逐渐提升，低端车型在消费升级的压力下，市场空间被压缩。目前我国豪华车的渗透率约为10%，对标美国豪华车市场约15%的渗透率，仍有较大的提升空间。

图 6：国内豪华车渗透率仍有较大成长空间



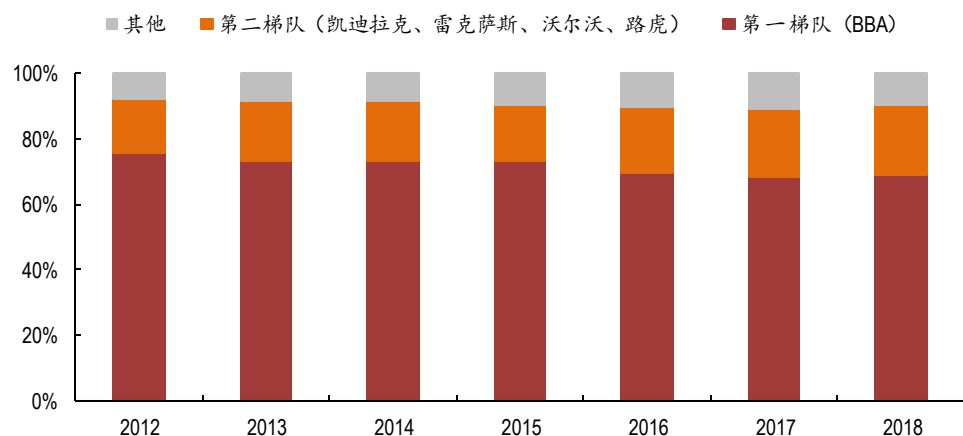
数据来源：中国产业信息网，财通证券研究所

#### 1.4 主流品牌均已国产落地，BBA 引领市场

主流豪华车品牌仅雷克萨斯、保时捷、林肯、Mini、Smart 尚未国产落地，其中林肯、Mini 国产正在推进中，雷克萨斯、Smart 国产或在探讨中。

与全球市场竞争格局较为相似，BBA（奔驰、宝马、奥迪）占据第一梯队，三者国产落地最早，车型布局较为全面，产销规模遥遥领先其他品牌；凯迪拉克、雷克萨斯、路虎、沃尔沃为第二梯队，林肯国产后有望依靠国产车型的增加推动销量提升加入第二梯队，并努力缩小与第一梯队的差距；其他品牌销量与前面两大梯队差距较大。

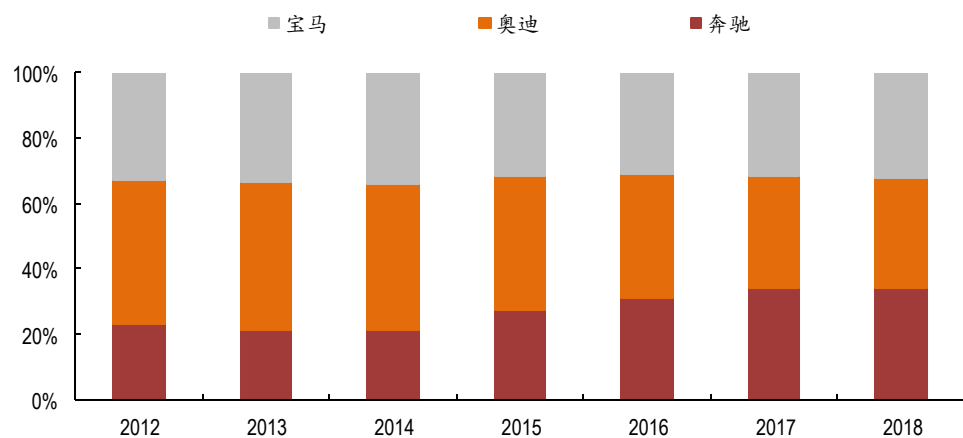
图 7：第一梯队份额约 70%，第二梯队份额约 25%，第三梯队份额约 5%



数据来源：交强险数据，财通证券研究所

第一梯队中 BBA 的销量份额根据各自产品周期此消彼长。其中奥迪由于进入中国最早且车型的国产化比例较高，其市场份额长时间处于领先地位。但自 2014 年奔驰强产品周期开启后，其市场份额不断被蚕食。长期来看 BBA 三者的份额依旧会呈“三分天下”之势，品牌在其强产品周期内将拥有更高的市场份额。

图 8：第一梯队内，BBA 份额随品牌的产品周期而波动

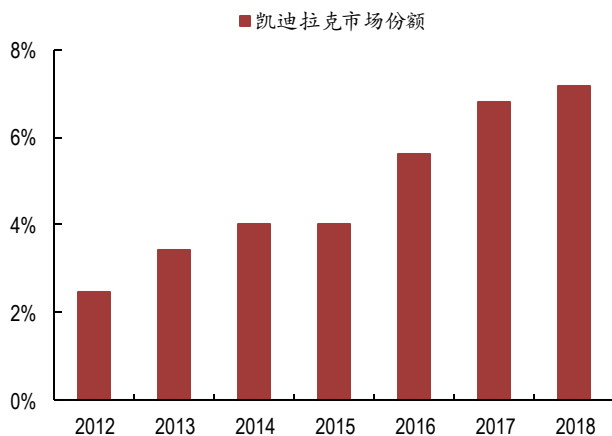


数据来源：交强险数据，财通证券研究所



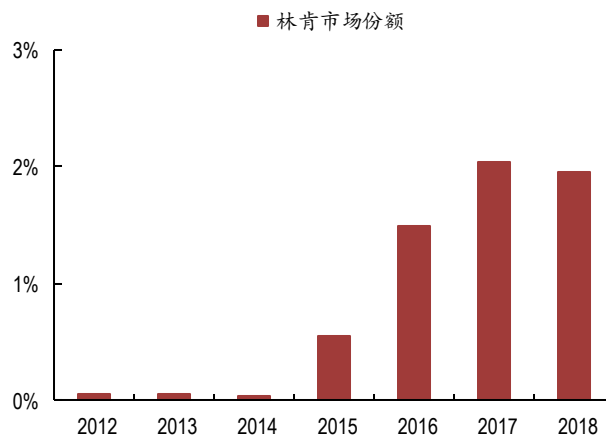
第二梯队中,受益于国产化车型比例提升,凯迪拉克的市场份额近年来提升较快,已经成为了二线豪华品牌的领头羊。林肯国产化将于 2019 年在长安福特落地,届时随着国产车型的增多,林肯的份额也有望快速提升。

图 9: 国产化带动凯迪拉克份额快速提升



数据来源: 交强险数据, 财通证券研究所

图 10: 林肯已站稳脚跟, 国产后将继续提升份额



数据来源: 交强险数据, 财通证券研究所

表 2: 中国市场豪华车分品牌销量

(单位: 辆)	2014	2015	2016	2017	2018
豪华品牌总销量	1,791,717	1,922,708	2,236,715	2,580,025	2,818,126
同比增速	21.8%	7.3%	16.3%	15.3%	9.2%
奔驰	276,738	389,592	488,035	604,904	670,898
奥迪	589,769	571,748	592,085	604,989	651,995
宝马	442,077	449,449	482,215	551,815	625,755
凯迪拉克	71,628	77,308	125,291	175,188	201,525
雷克萨斯	77,258	85,254	113,381	130,222	164,707
沃尔沃	77,079	79,202	91,908	112,337	124,625
路虎	104,850	91,098	112,204	116,090	101,158
保时捷	47,168	61,991	65,522	70,587	78,294
林肯	775	10,632	33,313	52,767	55,231
英菲尼迪	30,460	43,743	41,116	48,360	43,343
捷豹	21,792	14,034	25,298	42,260	40,342
Mini	29,835	31,031	35,024	33,055	28,898
Smart	17,604	13,524	21,380	22,778	21,106
讴歌	4,684	4,102	9,943	14,673	10,249

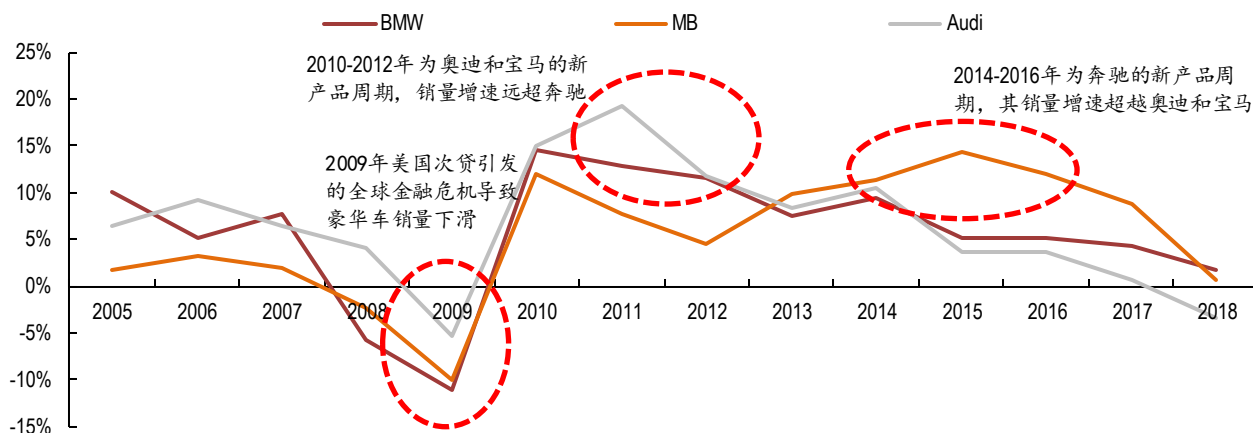
数据来源: 交强险数据, 财通证券研究所

### 1.5 新产品周期开启叠加国产提速, 宝马即将步入黄金时代

受产品周期的影响, BBA 的销量增速往往是各领风骚数几年。在车型进入生命周期末段时, 产品竞争力下降, 销量出现下滑。当品牌步入新产品周期时, 换代车型的产品力大幅提升带动销量快速增长, 叠加基数较低, 销量增速会快速攀升。换代车型的竞争力强于竞品, 那么相应的就会吸引更多用户购买, 自身市占率和销量增速均将大幅提升。国内豪华车市场各品牌的销量增速受引进新车型的影响,

不能准确反映出产品周期带来的销量增速波动,因此我们选取 BBA 的全球销量数据结合其主力车型的换代时间进行分析。

图 11: BBA 全球销量增速随品牌的产品周期波动



数据来源: CEIC, 财通证券研究所

根据 BBA 各主力车型的换代时间可知 2010-2012 年是奥迪和宝马的强产品周期,主力车型 A4, A6, 3-series 和 5-series 集中在这个时间段换代。因此从销量增速角度看, 奥迪和宝马在 2010-2012 年间显著跑赢了奔驰。奔驰的新产品周期与奥迪宝马相差约 4 年, 随着新车型集中换代, 奔驰在 2014 年起进入新产品周期, 销量增速强于奥迪和宝马。

表 3: BBA 主力车型换代时间

	类型	车型上市时间	车型退市时间	
奥迪	上市	2001	2009	
	A4	换代	2009	
		换代	2016	
		换代	2023	
	A6	上市	1999	2006
		换代	2005	
		换代	2012	
		换代	2018	
		换代	2018	
		换代	2025	
宝马	Q3	上市	2012	2018
		换代	2019	2026
	Q5	上市	2009	2018
		换代	2018	2023
	3-Series	上市	2001	2005
		换代	2005	2012
		换代	2012	2019
		换代	2019	2026
		换代	2019	2026
	5-Series	上市	1997	2003
换代		2003	2010	
换代		2010	2017	
换代		2017	2024	
换代		2017	2024	
X1	上市	2010	2016	

奔驰	X3	换代	2016	2024
		上市	2004	2011
		换代	2011	2018
		换代	2018	2024
	C-Class	上市	2000	2007
		换代	2007	2014
		换代	2014	2021
		换代	2021	2028
	E-Class	上市	2000	2009
		换代	2009	2016
		换代	2016	2023
		换代	2023	2030
	GLA	上市	2014	2020
		换代	2020	2027
	GLC	上市	2015	2022
		换代	2022	2029

数据来源：财通证券研究所

主力车型集中换代，宝马新产品周期已来。根据宝马的产品换代节奏，2010-2012年间宝马的主力车型经过了一次大规模的换代。按照宝马每7-8年一次产品换代规律，2018-2019年是宝马的新一轮集中换代周期。主力车型中5系、X3和X5刚刚于2018年完成换代，3系将于2019年换代，全新小型SUV X2也将于2019年上市。大批主力车型集中在2018-2019年上市标志着宝马的新一轮产品周期正式开启，带动宝马销量高速增长，预计2019、2020年全球销量增速有望分别达到7.9%和7.1%。

表 4：预计新产品周期将带动宝马全球的销量增速提升

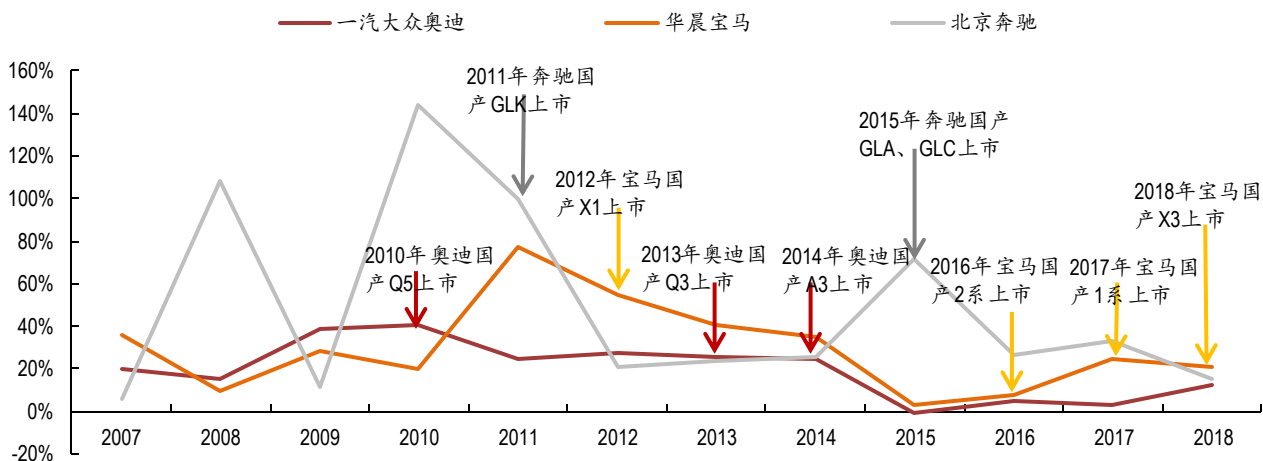
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1 Series	176,032	201,968	199,980	200,000	210,000	220,000
2 Series	196,183	181,113	152,215	150,000	160,000	180,000
3 Series	411,844	409,005	366,475	420,000	460,000	460,000
4 Series	133,272	131,688	109,887	110,000	115,000	120,000
5 Series	331,410	347,313	382,753	420,000	430,000	440,000
6 Series	13,400	11,052	26,606	35,000	35,000	35,000
7 Series	61,514	64,311	56,037	60,000	60,000	65,000
8 Series			923	10,000	10,000	10,000
X1	220,378	286,743	286,827	285,000	285,000	285,000
X2			67,576	100,000	120,000	130,000
X3	157,017	146,395	201,637	220,000	250,000	260,000
X4	58,055	52,167	45,950	42,000	42,000	43,000
X5	166,219	180,905	155,575	180,000	210,000	220,000
X6	43,323	40,531	35,040	37,000	40,000	42,000
Z4	5,432	1,416				

BMW i	29,280	33,676	37,545	35,000	40,000	45,000
总量	2,003,359	2,088,283	2,125,026	2,304,000	2,467,000	2,555,000
同比增速		4.2%	1.8%	8.4%	7.1%	3.6%

数据来源：宝马集团年报，财通证券研究所

新产品周期叠加国产提速，华晨宝马黄金时代已来。通常情况下，BBA的主力车型国产化都会大幅提振销量：一方面车型从进口转为国产后，成本有所下降，车型价格会相应下调，竞争力有所提升；另一方面车型在本土化的过程中也将针对中国市场做尺寸和配置的微调，更加满足国内客户的需求。因此BBA的主力车型国产后均有较好的销量表现。2018年由华晨宝马生产的国产X3上市，改变了原有进口X3由于价格较高与同细分市场的国产奥迪Q5和奔驰GLC竞争处于劣势的局面。后续X3有望成为华晨宝马的主力车型，将带动华晨宝马的销量较快增长。此外2019年华晨宝马还将国产另一款SUV X2，后续X5和更多的电动平台产品也将陆续在华晨宝马国产落地，属于华晨宝马的黄金时代即将到来。

图 12：BBA 主力车型国产后将大幅提升品牌销量增速

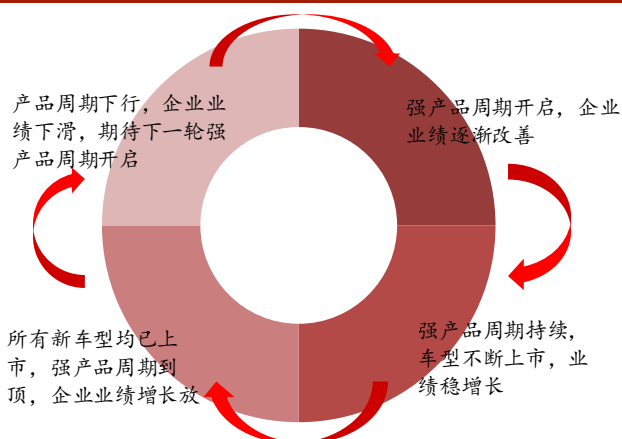


数据来源：中汽协，财通证券研究所

## 2、强周期带来高弹性，洞悉产品周期把握豪华车制造商投资机会

豪华品牌在制造端的投资机会主要把握以下两条主线：(1) 国产化新车型投放或者现有车型换代带动销量大幅增长。(2) 车型换代后产品力改善带动终端价格大幅回升。当豪华品牌强产品周期开始时，伴随销量回暖及终端价格回升，制造商的业绩开始改善；随着强产品周期持续，新车型集中上市，此时制造商的业绩快速增长；当全新一代新车型全部投放完毕后，后续销量和利润增长乏力，强产品周期达到顶点，后续随着车型的竞争力不断下滑，制造商的业绩增速也进入下行周期。豪华品牌的下一轮产品周期或将在产品再一次集中换代时开启。

图 13：主机厂的业绩呈现周期性

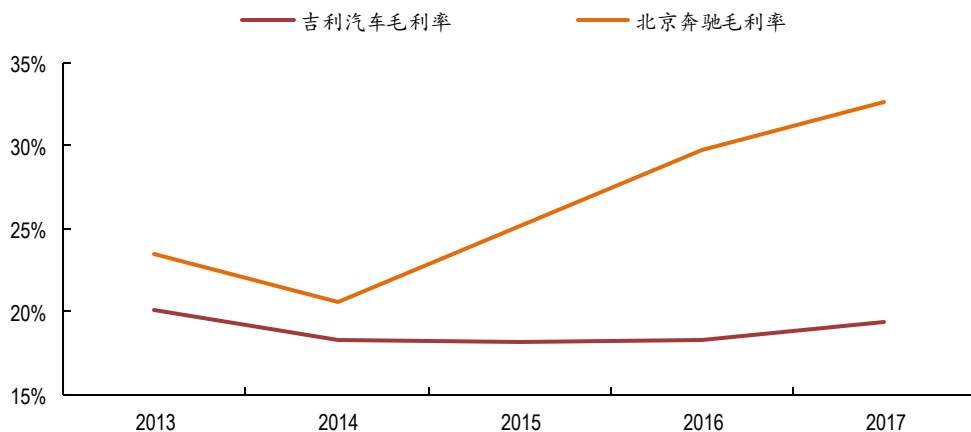


数据来源：财通证券研究所

### 2.1 强产品周期内：新车投放带动销量增长，老车换代促进量价齐升

豪华车的品牌价值较高，与普通品牌相比具备更高的品牌溢价。从车型毛利率角度看，品牌溢价体现为豪华车的毛利率较普通自主品牌车高 5-15 个百分点。由于毛利率较高，强产品周期内豪华品牌销量提升带来的业绩弹性更强。

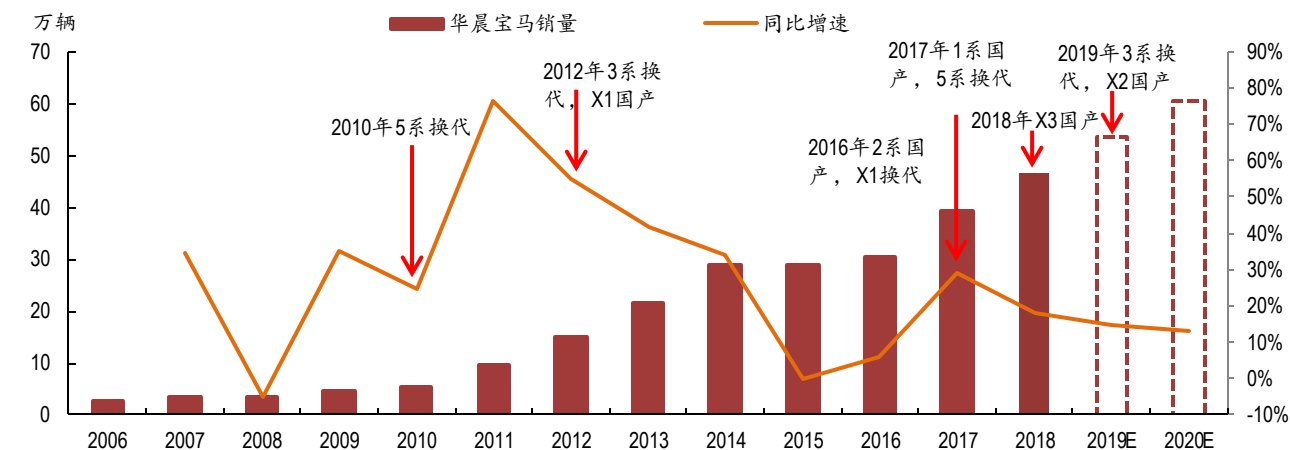
图 14：北京奔驰的毛利率显著高于吉利汽车



数据来源：公司公告，财通证券研究所

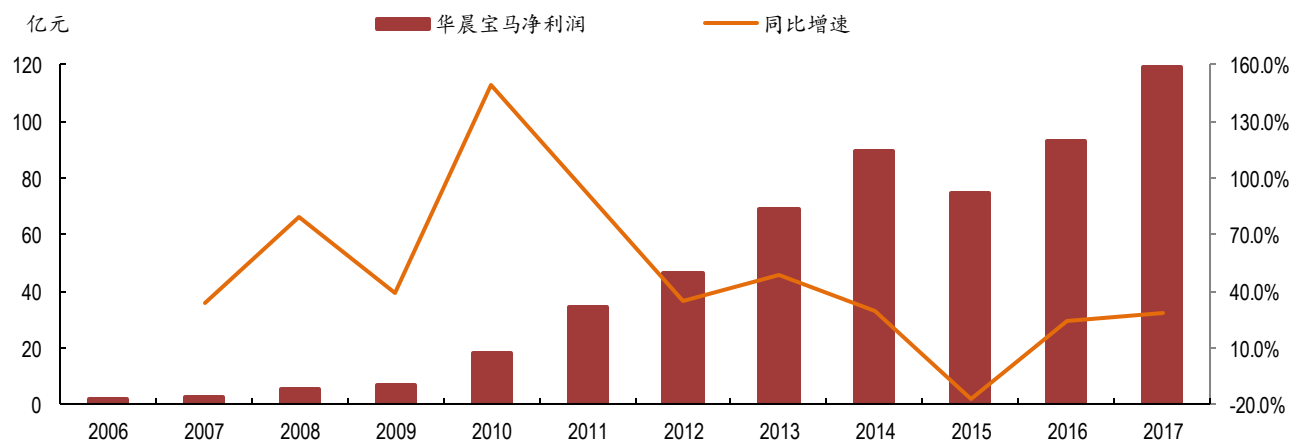
强产品周期内销量大幅增长带动企业业绩高增长。从华晨宝马的销量及业绩变化中可见，新车型国产以及老车型换代都会在后续的 1-2 年内带动销量大幅增长，利润快速提升。不管是销量增速曲线还是利润增速曲线，其都与公司的强产品周期相吻合。

图 15: 全新车型投放及主力车型换代带动华晨宝马销量大幅增长



数据来源: 交强险数据, 财通证券研究所

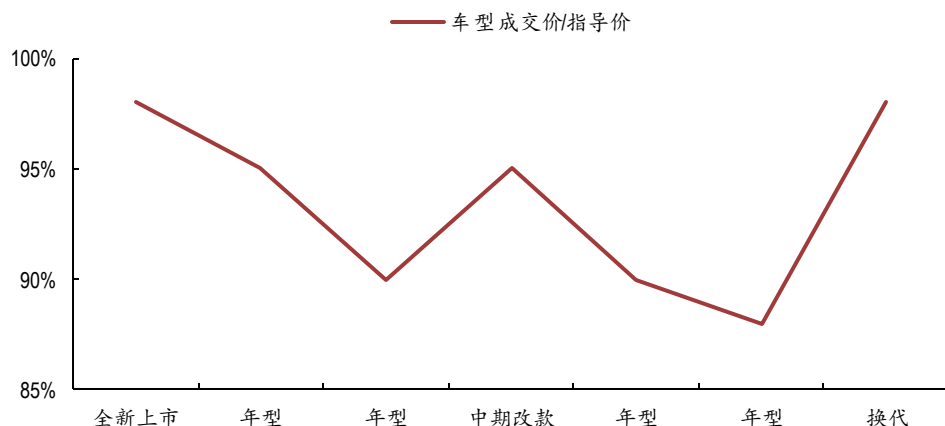
图 16: 华晨宝马的业绩增速曲线与华晨宝马的产品周期吻合



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

强产品周期内车型集中换代，毛利率大幅改善带来较大业绩弹性。通常情况下，车型的生命周期为 6-8 年，新车上市后随着时间推移竞争力会逐渐下降，盈利能力也将逐渐下滑。在换代前夕，因产品力不足往往会给予较大的折扣来维持销量，此时车型的毛利率下滑显著，盈利能力也降到低谷。当产品换代后，终端折扣有望大幅回收，此时毛利率从低到高的快速修复带来了制造商业绩的高弹性。

图 17：车型全生命周期价格曲线



数据来源：财通证券研究所

车型毛利率的大幅变化将会带来经销商业绩的较大弹性，下面我们通过模型测算一下车型分别在正常销售情况、折扣促销以及强产品周期三个阶段下对经销商业绩的影响。假设车型的指导价格为 30 万元，增值税率为 16.0%，固定提车折扣为 5.0%，分别假设在三种不同的市场环境下主机厂给经销商的三个返利利率：(1) 正常销售情况下，返利利率为 10%；(2) 车型进入生命周期末端产品力下滑，为保持终端销量，返利利率提高至为 20%；(3) 车型刚刚上市，产品力较强，出现供不应求的现象，经销商销售情况良好，无需厂家额外支持，此时返利利率为 0%。

表 5：指导价 30 万的车型在正常、折扣促销、无折扣三种情况下对制造商业绩的影响

单位：元	正常销售情况	折扣促销	无折扣
收入			
含税售价	300,000	300,000	300,000
增值税 16.0%	48,000	48,000	48,000
不含税售价	252,000	252,000	252,000
提车折扣 5.0%	12,600	12,600	12,600
经销商返利(可变)	25,200	50,400	0
净销售价	214,200	189,000	239,400
变动成本+变动费用	175,052	173,540	176,564
直接原材料	151,200	151,200	151,200
单车人工费	2,000	2,000	2,000
单车保修费	2,000	2,000	2,000
单车运费	2,000	2,000	2,000
特许权使用费	5,000	5,000	5,000
消费税及附加	12,852	11,340	14,364
边际贡献	39,148	15,460	62,836
边际贡献率	15.5%	6.1%	24.9%

固定成本+固定费用	10,000	10,000	10,000
折旧	4,000	4,000	4,000
模具夹具摊销	3,000	3,000	3,000
其他费用	3,000	3,000	3,000
<b>利润和利率</b>			
毛利润	54,000	28,800	79,200
毛利率	21.4%	11.4%	31.4%
净利润	29,148	5,460	52,836
净利率	11.6%	2.2%	21.0%

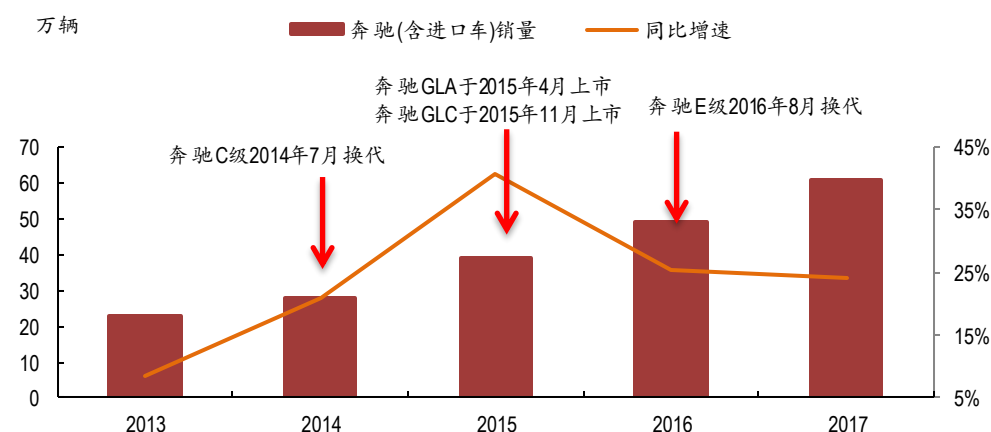
数据来源：财通证券研究所

通过模型测算可知，当豪华品牌主力车型换代时，由于产品力回升后终端销售压力减轻，经销商所需返利减少，车型的毛利率和净利率均将大幅回升，单一车型的毛利率有望增长约 20pct，为制造商带来较大的业绩弹性。

## 2.2 把握家族化设计语言，提前判断品牌强产品周期

豪华品牌均具有家族化的设计语言，因此分析全新一代产品中的首款车型即可提前判断品牌的强产品周期。以奔驰为例，2014 年搭载奔驰最新设计语言的 S 级成功换代，产品力碾压了同级别对手宝马 7 系和奥迪 A8。在之后的 2015-2017 年奔驰全新一代车型中的 C 级、E 级、GLC、GLA 等车型也陆续上市，由于奔驰采用了家族化的设计语言，后续车型也延续了 S 级的设计优势纷纷成为爆款。受销量快速提升以及终端销售折扣大幅回收的影响，北京奔驰在 2015-2017 年迎来了自身的强产品周期，在这个周期内北京奔驰的销量和毛利率均有了大幅的提升，自身利润保持高速增长。因此通过分析品牌全新周期内首款产品的产品力即可提前判断此轮新产品周期的强弱。

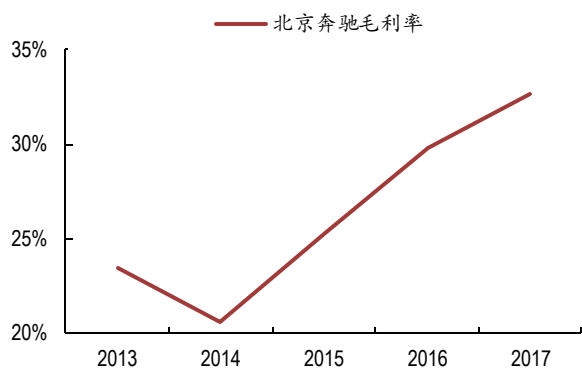
图 18：奔驰于 2014 年开启强产品周期，销量高速增长



数据来源：交强险数据，财通证券研究所

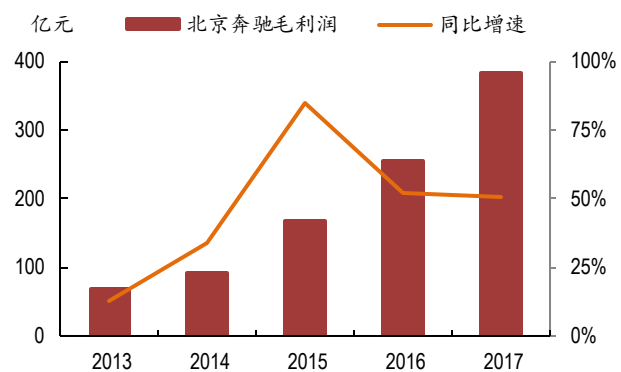


图 19：北京奔驰毛利率变化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 20：北京奔驰毛利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3、周期与成长并存，豪华车经销商的利润平台在波动中上升

#### 3.1 对标海外市场，我国经销商行业仍有较大成长空间

豪华车经销商主要有三大业务：新车销售、售后维修保养以及汽车金融、保险、二手车等衍生业务：(1) 新车销售业务是经销商营收占比最大的业务，但因为技术门槛较低导致其毛利率不高；(2) 售后维保的技术门槛极高，需要专业的维修车间、设备以及受过厂家专业培训的技术工人，因此这部分业务的毛利率较高，是经销商利润的主要来源；(3) 金融保险等衍生业务往往伴随着新车销售业务实现，这部分业务的渗透率逐年提高，有望成为经销商利润来源的重要补充部分。

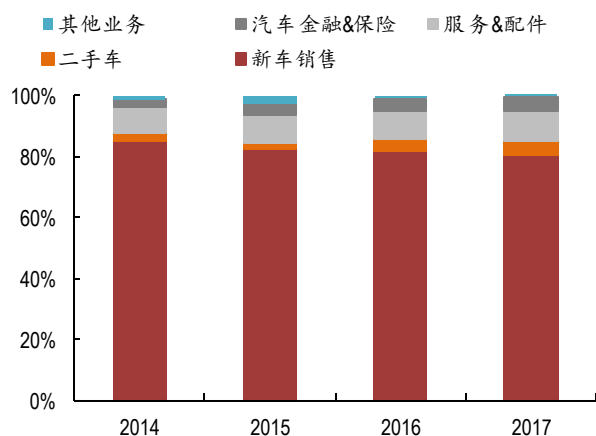
表 6：汽车经销商三大类业务对比：毛利率，技术门槛，营收占比，业绩占比

	技术门槛	毛利率	营收占比	利润占比
新车销售	较低	<5%	~80%	~30%
售后服务	专业性极高	~50%	~10%	~50%
衍生业务	较低	~80%	~10%	~20%

数据来源：财通证券研究所

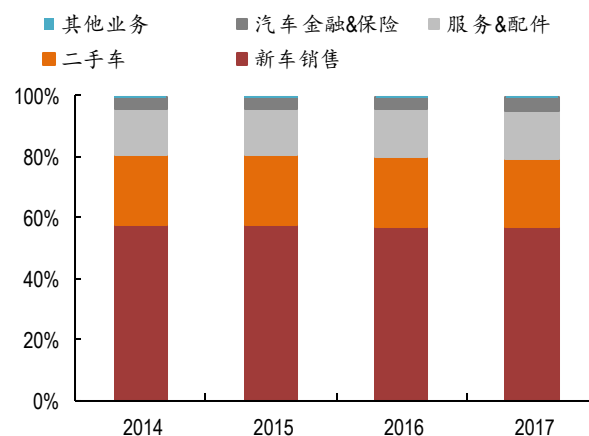
对标发达国家经销商，国内经销商的售后业务及衍生业务占比仍有较大提升空间，新车销售对经销商业绩的影响有望逐渐弱化。尽管国内经销商新车销售业务占总营收的比重近年来逐渐下滑，但仍有 80% 左右；售后+衍生业务占总营收的比重虽然目前仅有 20%，但后续有望逐年提升。对标美国汽车市场，随着中国汽车市场不断成熟，售后+衍生业务的比重有望从当前的 20% 提升至 50%，因为售后及衍生业务的毛利率远高于新车销售，因此国内经销商的盈利能力有望逐渐提升。高毛利率业务占比逐步提升有望带动经销商行业整体业绩稳步增长。

图 21：中国百强经销商各业务贡献营收占比



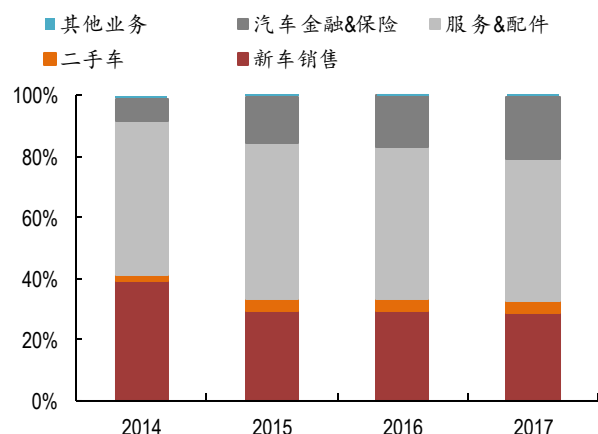
数据来源：中国汽车流通协会，财通证券研究所

图 22：AUTONATION 各业务贡献营收占比



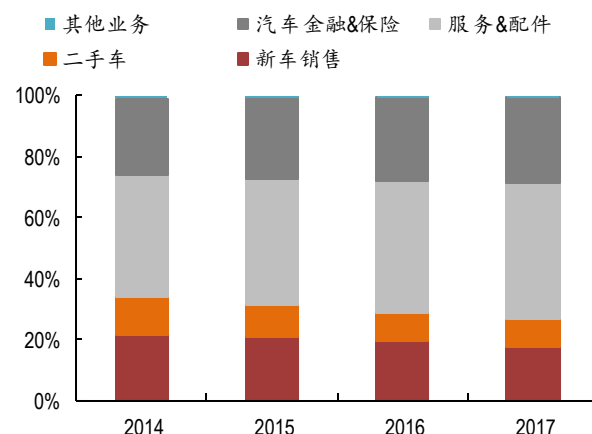
数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 23：中国百强经销商各业务贡献毛利润占比



数据来源：中国汽车流通协会，财通证券研究所

图 24：AUTONATION 各业务贡献毛利润占比

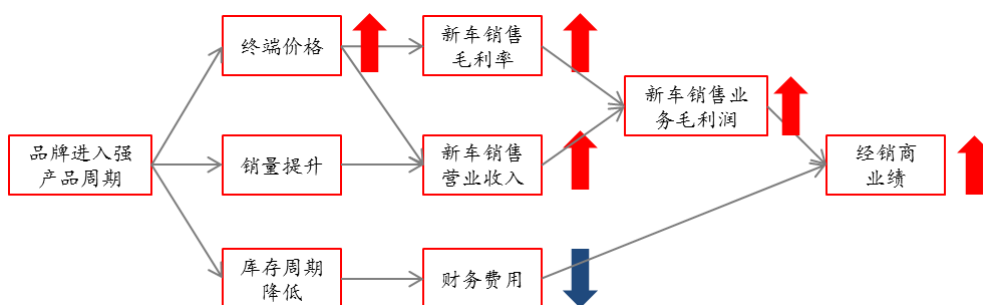


数据来源：公司年报，财通证券研究所

### 3.2 新车销售业务具备周期性，强周期带来强弹性

当豪华品牌进入自身强产品周期时：(1) 新车型的终端售价会显著回升，部分抢手车型由于供不应求会出现加价提车的现象，此时新车销售业务的毛利率大幅提升；(2) 新车型的销量也有望快速增长。由于新车销售业务占总营收的比重较高，新车销售的量价齐升将为销商带来巨大业绩弹性。

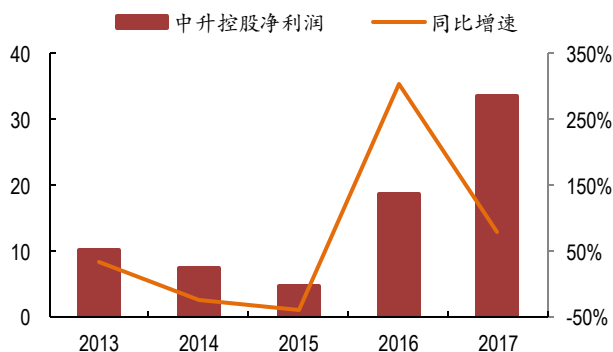
图 25：品牌进入强产品周期后，经销商业绩有望大幅改善



数据来源：财通证券研究所

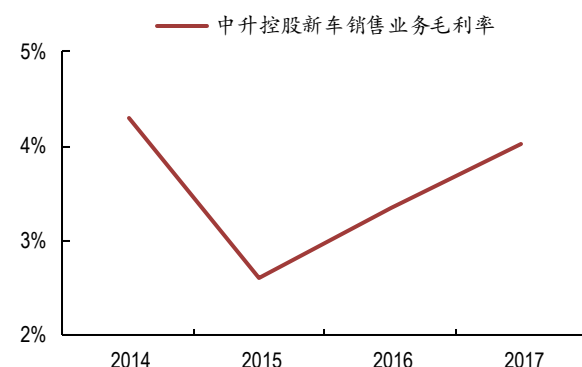
以奔驰 2014 年开始的全新产品周期为例，全新 C 级、全新 E 级、GLC、GLA 共 4 款车型在 2014-2016 年间陆续上市，由于本次奔驰换代非常成功，各车型的产品力均强于竞争对手，导致了奔驰销量快速增长，终端价格大幅提升，E 级和 GLC 甚至加价销售。在奔驰强产品周期内，以经营奔驰 4S 店为主的中升控股的新车销售业务毛利率快速提升，带动其净利润快速增长。

图 26：中升控股净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 27：中升控股新车销售毛利率变化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

下面我们通过单一豪华品牌 4S 店的盈利预测模型来定性测算豪华品牌强产品周期给经销商带来的业绩弹性。

#### 经销商收入测算：

(1) 新车销售方面：假设经销商全年的销量为 955 台，包含从 A 级到 E 级的全产品线车型。根据产品价格折扣从 5%-12% 不等。(2) 售后方面：假设每年维修保养的量是新车销量的 10 倍，单车维修保养收入根据车型售价从 5,000-40,000 不等。(3) 衍生业务方面：各车型的渗透率根据售价有所不同，假设不同车型的渗透率从 40%-50% 不等，经计算平均渗透率为 45.8%，单车佣金收入根据车型售价在 20,000-30,000 之间不等。根据计算经销商全年收入为 4.3 亿元。

表 6：经销商收入测算模型

经销商总收入 (万元)						42556.5
车型	销量 (台)	指导价格 (万元)	销售折扣 (可变)	成交价格 (万元)	新车销售收入 (万元)	
总量	955				36,636.5	
A 级轿车	200	30.0	5%	28.5	5,700.0	
A 级 SUV	200	35.0	5%	33.3	6,650.0	
B 级轿车	200	40.0	5%	38.0	7,600.0	
B 级 SUV	150	45.0	5%	42.8	6,412.5	
C 级轿车	120	50.0	8%	46.0	5,520.0	
C 级 SUV	50	55.0	8%	50.6	2,530.0	
D 级轿车	20	60.0	10%	54.0	1,080.0	
D 级 SUV	10	80.0	12%	70.4	704.0	
E 级 SUV	5	100.0	12%	88.0	440.0	
车型	售后 (台)	单车售后均价 (元)		售后业务收入 (万元)		
总量	9,550	5,257		5,020.0		
A 级轿车	2,000	3,000		600.0		
A 级 SUV	2,000	3,000		600.0		

B 级轿车	2,000	4,000	800.0
B 级 SUV	1,500	4,000	600.0
C 级轿车	1,200	6,000	720.0
C 级 SUV	500	10,000	500.0
D 级轿车	200	30,000	600.0
D 级 SUV	100	40,000	400.0
E 级 SUV	50	40,000	200.0
车型	销量 (台)	衍生业务渗透率	单车佣金收入 (元)
总量	955	45.8%	900.0
A 级轿车	200	40.0%	160.0
A 级 SUV	200	40.0%	160.0
B 级轿车	200	50.0%	200.0
B 级 SUV	150	50.0%	150.0
C 级轿车	120	50.0%	120.0
C 级 SUV	50	50.0%	62.5
D 级轿车	20	50.0%	25.0
D 级 SUV	10	50.0%	15.0
E 级 SUV	5	50.0%	7.5

数据来源：财通证券研究所

#### 经销商成本测算：

(1) 新车销售方面：经销商的成本为车型的指导价格减去提车返点+促销返点。其中促销返点根据销售情况而定，当产品竞争力较强时，车型供不应求终端售价坚挺，此时促销返点较低；当产品进入生命周期末期，竞争力下滑时，为了保障销量，厂家通常会给予较高的促销返点。(2) 售后方面：经销商的售后成本主要为备件成本、人工成本以及车间、设备等的折旧。(3) 衍生业务方面：成本较低，主要为收取汽车金融、保险等的代理佣金，成本约为营收的 20%，毛利率较高。根据计算经销商全年成本为 38,245.6 万元，综合毛利率为 10.1%。

**表 7：经销商成本测算模型**

经销商总成本 (万元)						38,245.6
车型	销量 (台)	指导价格 (万元)	提车返点比例	促销返点比例 (可变)	新车销售成本 (万元)	
总量	955				35,405.5	
A 级轿车	200	30.0	5.0%	3.0%	5,520.0	
A 级 SUV	200	35.0	5.0%	3.0%	6,440.0	
B 级轿车	200	40.0	5.0%	3.0%	7,360.0	
B 级 SUV	150	45.0	5.0%	5.0%	6,075.0	
C 级轿车	120	50.0	5.0%	5.0%	5,400.0	
C 级 SUV	50	55.0	5.0%	6.0%	2,447.5	
D 级轿车	20	60.0	5.0%	6.0%	1,068.0	
D 级 SUV	10	80.0	5.0%	10.0%	680.0	
E 级 SUV	5	100.0	5.0%	12.0%	415.0	

车型	售后 (台)	维保材料成本 (元)	维保人工成本 (元)	固定资产折旧 (元)	售后业务成本 (万元)
总量	9,550				2,660.1
A 级轿车	2,000	1,500.0	100.0	75.0	335.0
A 级 SUV	2,000	1,500.0	100.0	75.0	335.0
B 级轿车	2,000	2,000.0	100.0	75.0	435.0
B 级 SUV	1,500	2,000.0	200.0	75.0	341.3
C 级轿车	1,200	3,000.0	200.0	75.0	393.0
C 级 SUV	500	5,000.0	200.0	75.0	263.8
D 级轿车	200	15,000.0	350.0	75.0	308.5
D 级 SUV	100	16,000.0	500.0	75.0	165.8
E 级 SUV	50	16,000.0	500.0	75.0	82.9
衍生业务主要为代理汽车金融和保险的佣金收入其成本较低,假设衍生业务的成本为该业务总营收的 20%					衍生业务成本 (万元)
总量					180.0

数据来源: 财通证券研究所

### 经销商费用测算:

根据行业平均水平, 假设销售费用率为 3.0%; 管理费用率为 1.5%; 财务费用率为 1.5%。根据计算经销商全年费用为 2,340.6 万元, 净利润为 1,970.3 万元, 净利率为 4.6%

**表 8: 经销商费用测算模型**

经销商总费用 (万元)	2,340.6
总营收 (万元)	42,556.5
销售费用 (万元)	851.1
销售费用率	2.0%
管理费用 (万元)	851.1
管理费用率	1.0%
财务费用 (万元)	638.3
财务费用率	1.5%

数据来源: 财通证券研究所

分别假设: (1) 正常情况下, 经销商各车型综合销售折扣 6.1%; 厂家各车型综合促销返点比例 4.4%。(2) 车型产品力不足, 终端折扣额外增加 10pct, 各车型综合销售折扣 16.1%; 厂家各车型促销返点增加 5pct, 各车型综合促销返点比例 9.7%。

(3) 车型处于强产品周期, 终端加价 3%; 厂家无促销返点, 且因为库存下降导致财务费用率降低 0.5pct。计算经销商的业绩弹性。

**表 9: 三种情况下, 经销商的利润表**

	终端折扣合理	终端折扣加大	终端加价
总收入(万元)	42,556.5	38,656.5	46,090.0
新车销售	36,636.5	32,736.5	40,170.0
售后业务	5,020.0	5,020.0	5,020.0

	衍生业务	900.0	900.0	900.0
总成本(万元)		38,245.6	36,295.6	39,890.1
	新车销售	35,405.5	33,455.5	37,050.0
	售后业务	2,660.1	2,660.1	2,660.1
	衍生业务	180.0	180.0	180.0
毛利率		10.1%	6.1%	13.5%
总费用(万元)		1,915.0	1,739.5	1,843.6
	销售费用	851.1	773.1	921.8
	销售费用率	2.0%	2.0%	2.0%
	管理费用	425.6	386.6	460.9
	管理费用率	1.0%	1.0%	1.0%
	财务费用	638.3	579.8	460.9
	财务费用率	1.5%	1.5%	1.0%
净利润(万元)		2,395.8	621.3	4,356.3
净利率		5.6%	1.6%	9.5%

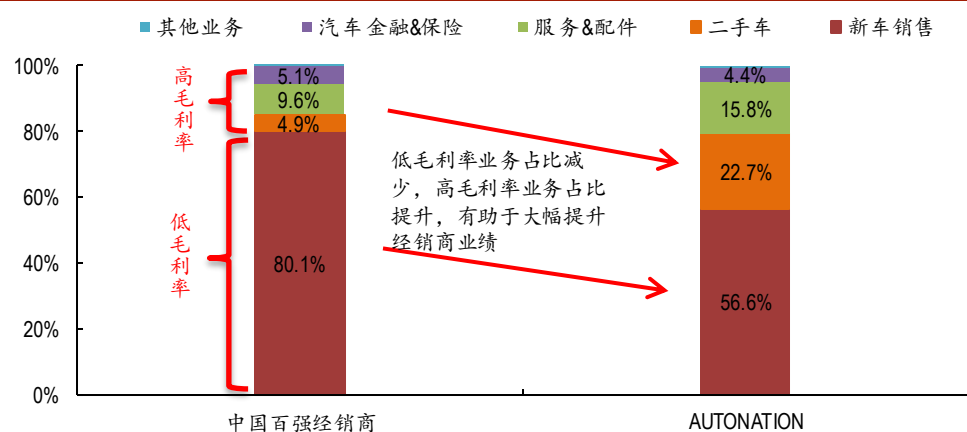
数据来源：财通证券研究所

通过模型定量测算，当豪华品牌从弱产品周期过渡到强产品周期的过程中，由于车型的竞争力大幅提升，新车销售业务毛利率大幅提升对经销商业绩的拉动效果十分明显。当品牌处于弱产品周期时，由于新车销售折扣较大，经销商的净利润为 621.3 万，但随着品牌逐渐进入强产品周期，新车销售的折扣逐渐收回至行业平均水平，经销商的净利润提升至 2395.8 万，增长 285.6%。若新车产品力极强，经销商可以加价销售，则经销商的净利润有望继续提升至 4356.3 万，增长 601.2%。

### 3.3 售后权重不断提升，经销商盈利能力有望迎来结构性改善

售后业务是经销商各项业务中门槛最高的，售后业务的专业性决定了经销商需要配备专业的维修车间、设备以及受过专业培训的维修技工。因为售后业务具有不可替代性，因此售后业务的毛利率接近 50%，已经成为了国内经销商最大的利润来源。对标美国经销商的各项业务占比，未来我国经销商售后业务的权重有望进一步提升，高毛利率的售后业务占比不断提升将带动经销商业绩持续稳健增长。

图 28：对标成熟市场，经销商业务结构的优化有助于业绩改善

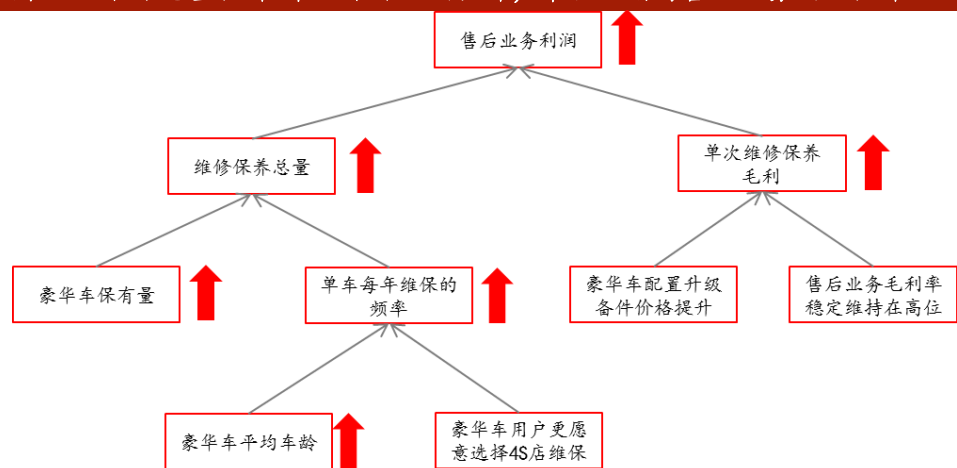


数据来源：公司公告，CADA，财通证券研究所

### 为什么说豪华车售后业务的权重还将提升？

国内豪华车销量仍旧保持高增速，豪华车保有量快速增长，不断成长的豪华车基盘将催生更多的售后需求。豪华车的平均车龄还在不断增长，随着车龄增长，豪华车的售后需求也在不断增加。我们认为豪华车经销商售后业务的盈利情况与“每年进场维修保养的总量”以及“单次维修保养的毛利”相关。国内的豪华车市场还处在高速增长阶段，每年的维修保养总量和单次维保的毛利都有较大的提升空间，豪华车经销商售后业务的利润将持续稳健增长。

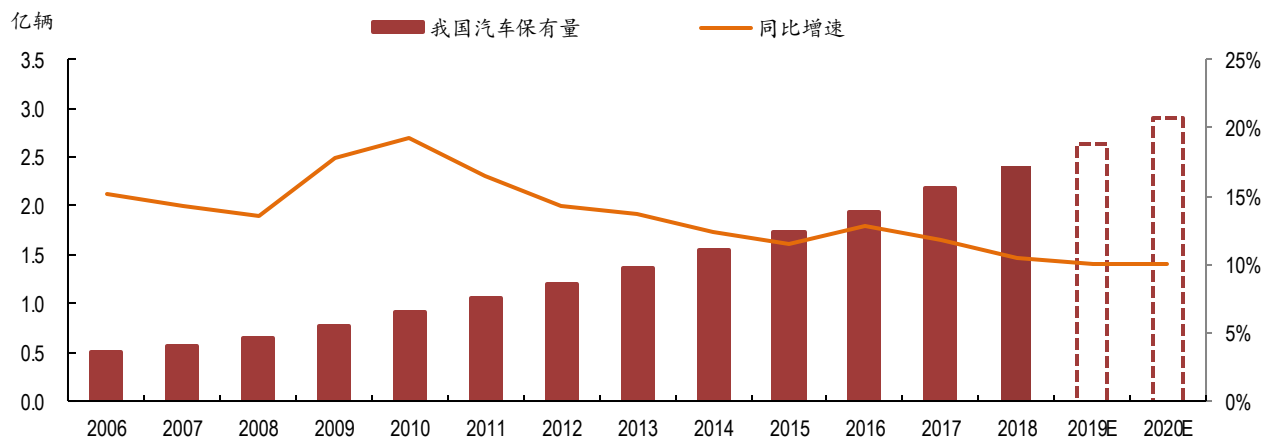
图 29：维保总量提升+单次维保毛利提升，带动经销商售后业务利润提升



数据来源：财通证券研究所

(1) “每年进场维修保养的总量”与用户基盘大小和年均维修进场频率相关。我国汽车市场的保有量仍旧处在一个高速增长的阶段，未来的3-5年内汽车保有量将保持双位数增长，而且豪华品牌汽车销量的增速要超过普通品牌汽车销量的增速，因此未来豪华车保有量仍将保持一个较高的增速。快速增长的用户基盘是经销商年维修保养总量持续增长的重要保障。

图 30：汽车保有量稳健增长，为售后业务发展提供较高的动力

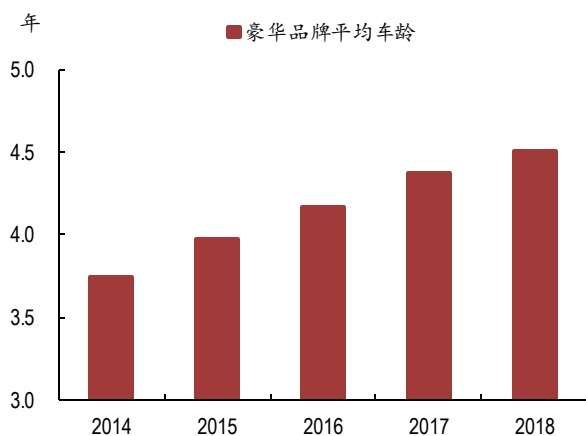


数据来源：公安部，财通证券研究所



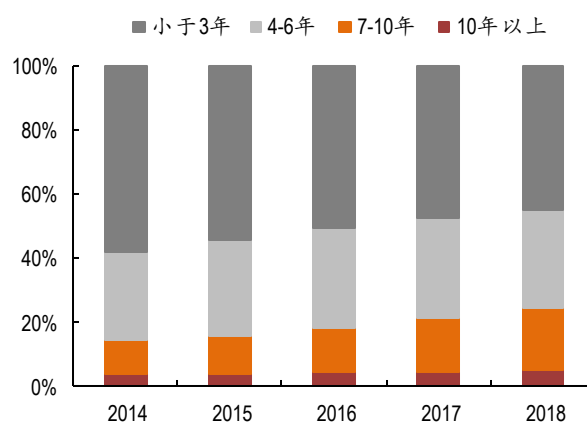
随着我国豪华车市场规模不断增长，豪华车的平均车龄也在不断增长，车龄增长导致汽车零部件逐渐老化，维修保养的需求逐步提升，有助于提升豪华车每年进场维修保养的频次。

图 31：豪华品牌平均车龄不断增长



数据来源：交强险数据，财通证券研究所

图 32：豪华品牌高车龄车型占比提升



数据来源：交强险数据，财通证券研究所

综上，豪华车保有量基盘的高速增长以及豪华车车龄的增长将共同促进豪华车每年进厂维修保养总量的增长，有力的促进豪华车经销商售后业务发展。

(2) “豪华车单次维修保养的毛利”与维修保养价格以及毛利率关系密切。豪华车近年来配置不断升级，以车灯为例，在近 10 年来车灯完成了从卤素到氙气再到 LED 的变迁，目前部分豪华车的旗舰车型甚至搭载了激光大灯。配置升级带动了售后备件价格的提升。之前卤素灯更换的价格在千元级别而现如今 LED 和激光大灯的更换价格则达到数万元。同理，还有各种碳纤维和铝合金零部件，其维修更换的价格也远超之前的钢结构件。豪华车配置升级有助于提升单次维保的价格，利好经销商售后业务的发展。

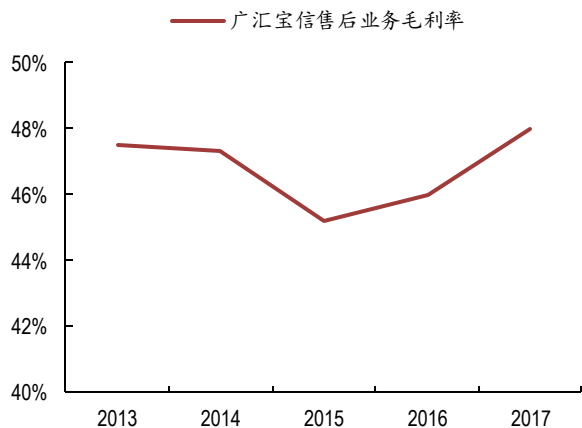
图 33：豪华车配置的提升带动了单次维修保养的价格提升



数据来源：财通证券研究所

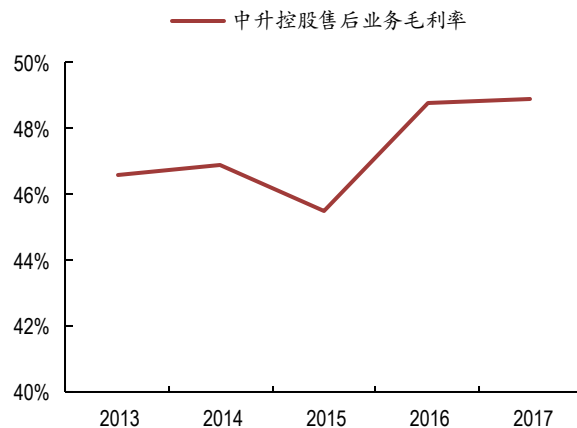
豪华车售后业务的毛利率近年来一直稳定在高位，且这一现状有望继续保持。豪华车售后业务的高毛利率是因为售后业务对场地、设备、备件来源以及人员的要求较高。

图 34：广汇宝信售后业务的毛利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 35：中升控股售后业务的毛利率



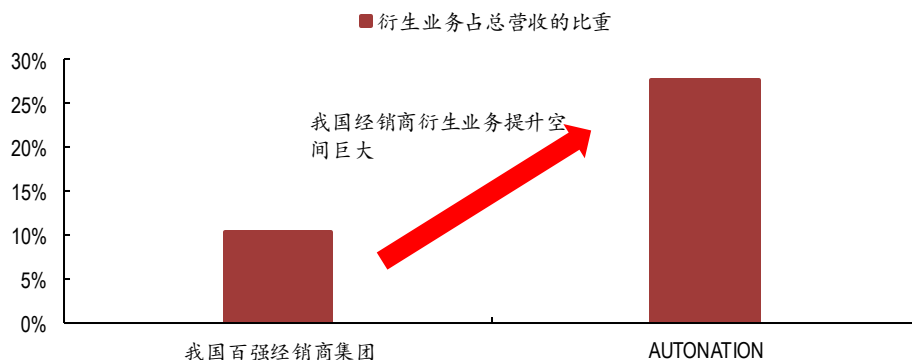
数据来源：公司公告，财通证券研究所

维修保养备件价格的不断上涨结合豪华车售后业务的稳定高毛利率共同决定了豪华车单次维修保养的毛利将不断增长。我们认为国内豪华车经销商售后业务权重逐渐增加是经销商行业发展的大势所驱。随着中国汽车市场逐渐成熟，豪华车保有量不断增长，售后业务对经销商利润的影响将逐渐增大。经销商业务在结构上的逐渐改变将带动整个行业的利润增长。

### 3.4 金融、保险、二手车等衍生业务是豪华车经销商业绩的重要补充

对标成熟汽车市场，我国经销商的衍生业务仍处于起步阶段，未来的成长空间巨大。衍生业务中经销商通过代理汽车金融和车险业务收取佣金，成本极低毛利较高。随着用户消费习惯的改变，汽车金融的渗透率逐渐提升，未来有望成为经销商业绩的全新增增长点。二手车方面，随着相关政策的不断完善，二手车限迁有望逐渐破除，国内快速增长的保有量市场有望促进二手车交易快速增长。汽车经销商作为二手车交易的重要环节，有望受益于二手车市场的成长。

图 36：国内汽车衍生业务还有较大的提升空间

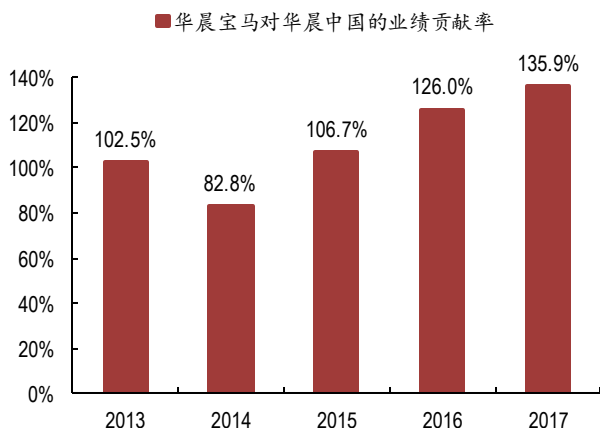


数据来源：公司公告，CADA，财通证券研究所

#### 4、投资建议：宝马新周期+国产提速，华晨、宝信迎腾飞时刻

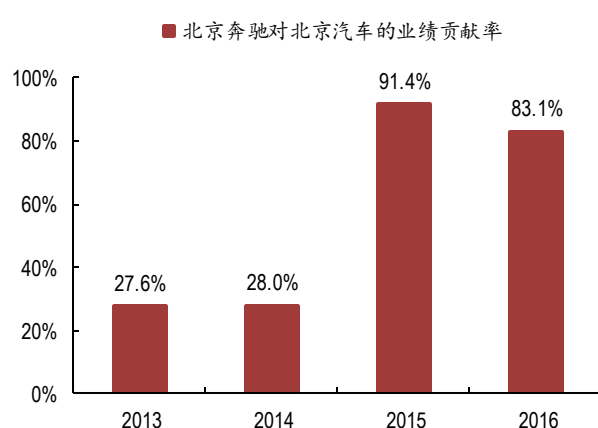
豪华车市场的投资标的分为制造端的主机厂和销售端的经销商集团。制造端的标的包括 H 股的北京汽车、华晨中国以及 A 股的上汽集团。北京汽车的并表公司北京奔驰是其重要业绩来源；华晨中国的业绩则主要来自华晨宝马贡献的投资收益，因此当奔驰和宝马迎来自身强产品周期，走出“量价齐升”的逻辑时，二者的业绩弹性较大。

图 37：华晨宝马对华晨的业绩贡献率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

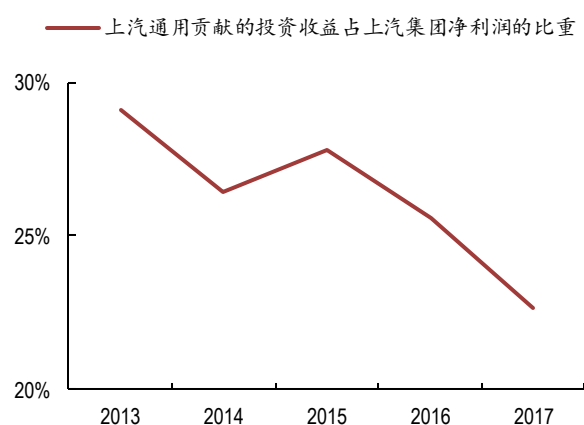
图 38：北京奔驰对北汽的业绩贡献率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

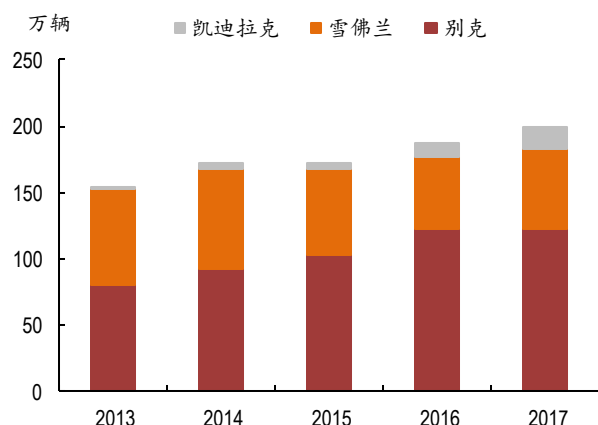
上汽集团的合资公司上汽通用目前生产凯迪拉克车型，未来合资公司上汽大众还将国产奥迪车型。但上汽的业绩来源广泛，来自豪华车的投资收益对其业绩贡献有限，因此豪华品牌因产品周期波动对其业绩造成的短期弹性有限。长期来看豪华车渗透率逐步提升有助于上汽业绩的稳健增长。

图 39：上汽通用的投资收益对上汽业绩影响有限



数据来源：公司公告，财通证券研究所

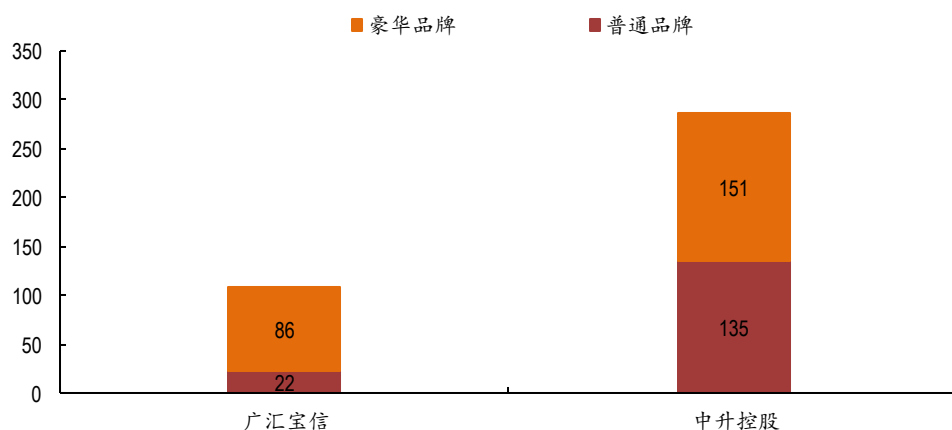
图 40：凯迪拉克占上汽通用的销量占比小于 10%



数据来源：中汽协，财通证券研究所

豪华车销售端的投资标的主要有 H 股的中升控股、广汇宝信。其中中升控股以销售奔驰为主，广汇宝信以销售宝马为主。

图 41：中升控股、广汇宝信各类型 4S 的店数量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 4.1 制造端：奔驰边际改善减弱，华晨中国价值被低估

奔驰本轮强产品周期的边际改善减弱，我们预计下一轮强产品周期或将在 2022 年开启。北京奔驰本轮的强产品周期开启于 2014 年，陆续投放了换代 E 级、换代 C 级，换代 GLC、全新 GLA 以及全新 A 级三厢轿车，目前本轮新产品周期仅剩 GLB 尚未投放，后续边际改善减弱。后续随着自身车型上市时间延长，车型老化竞争力下降，销量增速或将放缓，终端价格或有所下滑；同时竞争对手宝马、奥迪的车型也在逐步换代，奔驰相对宝马奥迪的优势在逐步减弱，北京奔驰的业绩增速或将放缓。预计奔驰的下一个产品周期将在 2021 年下一代主力车型集中换代时再度开启。

表 10：奔驰边际改善减弱，下一轮周期将在 2021 年开启

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
奔驰C级	换代							换代			
奔驰E级			换代							换代	
奔驰GLA		全新上市						换代			
奔驰GLC		全新上市							换代		
奔驰A级					全新上市						换代
奔驰GLB						全新上市					

数据来源：财通证券研究所

华晨中国的合理价值被低估。受华晨宝马合资股比变动的影 响，公司股价出现了较大波动，目前的市值不能反映公司的合理价值，我们认为公司 2019 年的合理市值为 567 亿人民币，合 662 亿港元。

对于华晨中国的市值按照 PE 法进行估值。公司的净利润=来自华晨宝马的投资收益+东亚金融的佣金收入+来自华晨雷诺的亏损。其中来自宝马的投资收益对公司

净利润的影响最大，占比约为 130%。由于宝马自 2019 年起即按 290 亿的 6% 给华晨中国付息，且华晨来自于华晨宝马的分红从 2019 年起也是按 25% 的股比计算。因此 2019 年起华晨中国来自华晨宝马的投资收益也按 25% 计算。所以华晨中国的合理市值 = (华晨中国的净利润 x 合理 PE) + 290 亿。

**表 11：华晨中国业绩预测（按 2019 年起占华晨宝马的股比为 25% 计算）**

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
华晨宝马的净利润	7996.8	10475.3	14557.8	19149.6	22171.4	23783.4
华晨占华晨宝马的股比	50.0%	50.0%	50.0%	25.0%	25.0%	25.0%
华晨宝马贡献的投资收益	3,998.4	5,237.7	7,278.9	4,787.4	5,542.9	5,945.8
东亚金融的佣金收入	1.2	4.9	7.0	9.1	11.8	15.4
华晨雷诺销售轻型车及零部件的利润	-721.8	-1,370.4	-476.7	-450.0	-450.0	-450.0
其他	147.7	28.7	73.1	70.0	70.0	70.0
除税前利润	3,425	3,900	6,882	4,417	5,175	5,581
所得税	35.9	34.0	33.8	44.2	51.7	55.8
所得税率	1.0%	0.9%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
少数股东损益	-293.5	-510.3	-283.7	-250.0	-250.0	-250.0
净利润	3,682.1	4,376.1	7,132.3	4,622.3	5,372.9	5,775.4

数据来源：公司年报，财通证券研究所

根据华晨中国的业绩预测，2019 年其合理市值为 (46.2 亿 x 6 倍 PE) + 290 亿 = 567 亿人民币，对应港币市值为 662 亿港元，合理股价为港币 13.1 元。

**宝马全新周期开启，华晨中国业绩弹性较强。**宝马国产 X3 已于 2018 年上市，2019 年还将有 3 系换代以及 X2 国产。虽然本轮宝马周期内投放新车型的产品力难以与奔驰新周期相比，但仍会提振销量，回收终端价格。因此宝马新产品周期内华晨中国的业绩有望体现较大弹性。

**表 12：华晨宝马新车周期已经开启**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
宝马 1 系				全新上市							换代
宝马 2 系		全新上市							换代		
宝马 3 系						换代					
宝马 5 系					换代						
宝马 X1			换代								换代
宝马 X2						全新上市					
宝马 X3					全新上市						

数据来源：财通证券研究所

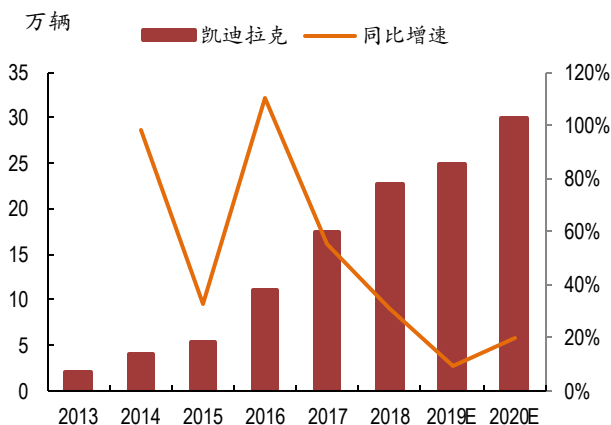
表 13：华晨宝马新产品周期各车型销量预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E
宝马 1 系	0	34,701	41,211	45,000	50,000
宝马 2 系	15,337	15,797	8,494	12,000	15,000
宝马 3 系	98,014	123,692	134,594	150,000	150,000
宝马 5 系	143,722	120,990	145,972	145,000	145,000
宝马 X1	48,431	91,298	97,389	100,000	100,000
宝马 X2	0	0	0	10,000	60,000
宝马 X3	0	0	38,393	72,000	85,000

数据来源：中汽协，财通证券研究所

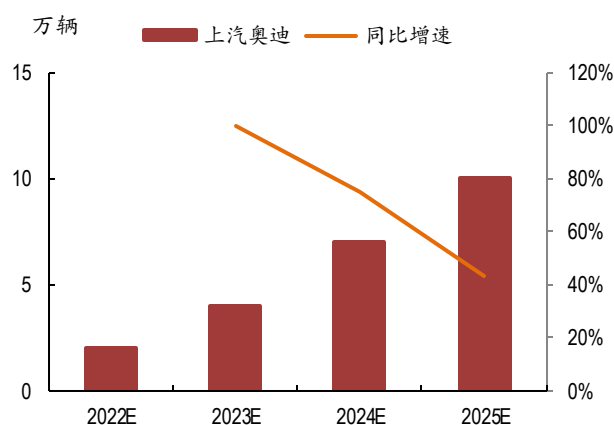
上汽集团：凯迪拉克高速增长+奥迪国产 2022 落地有望提升公司豪华车渗透率。凯迪拉克 2018 年销量突破 20 万，已经成为豪华品牌第二梯队的领头羊，后续还将有更多新车型上市，销量有望维持高增速。上汽奥迪首款车型 A7 预计将在 2022 年国产，后续或将有 A5、Q4 等车型持续推出。凯迪拉克+奥迪双豪华品牌有望进一步提升上汽销量中豪华品牌的渗透率。

图 39：凯迪拉克销量高速增长



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图 42：上汽奥迪有望在 2022 年国产落地

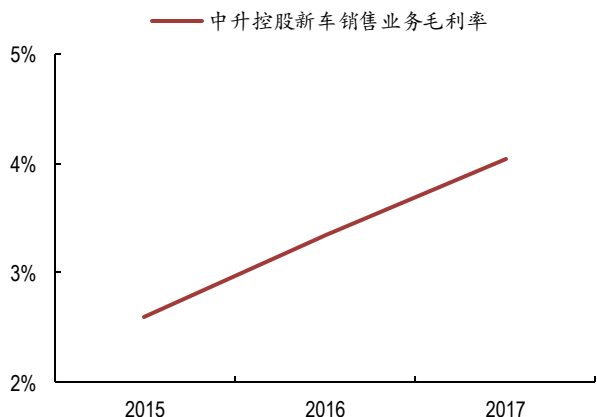


数据来源：财通证券研究所

#### 4.2 销售端：宝马新周期带来广汇宝信高弹性；售后占比提升带动业绩稳增长

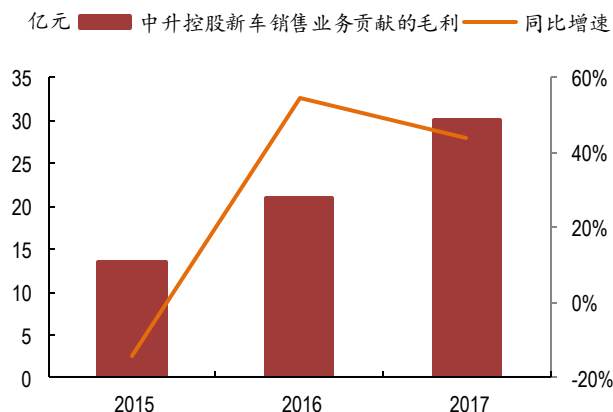
新车销售业务占经销商营收的比例较高，通常情况下其毛利率较低。但是当品牌步入强产品周期时，新车销售的终端折扣有望大幅减少，甚至加价销售。此时新车销售业务的毛利率将大幅提升，带动利润大幅增长，经销商业绩弹性较强。以中升控股为例，奔驰进入强产品周期后，中升控股新车销售业务的毛利率和贡献的利润均大幅提升。

图 43：中升控股新车销售的毛利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

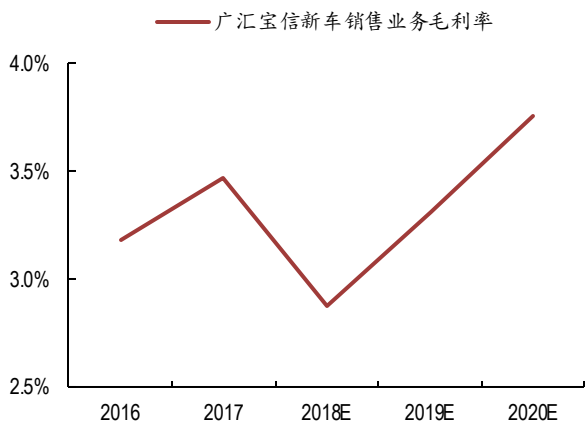
图 44：中升控股新车销售的毛利润



数据来源：公司公告，财通证券研究所

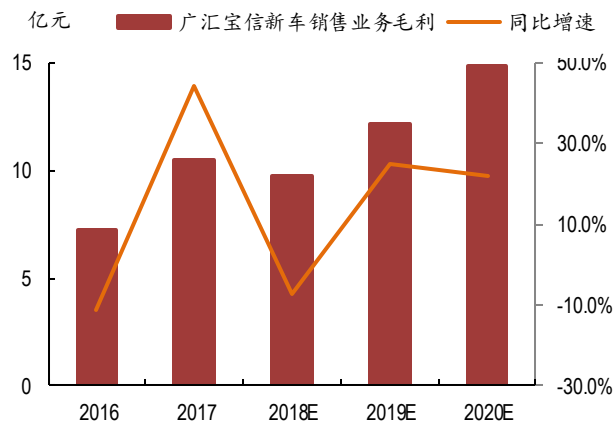
宝马新周期开启，广汇宝信将大幅受益。宝马的重量级车型 X3 在 2018 年中期国产，X5 在 2018 年底上市，2019 年还将有主力车型 3 系换代以及小型 SUV X2 国产，宝马品牌正处于自身的上升周期，车型销量有望回升，终端折扣将会降低，广汇宝信有望受益于新车销售毛利提升带来的业绩弹性。

图 45：广汇宝信新车销售业务毛利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 46：广汇宝信新车销售业务毛利

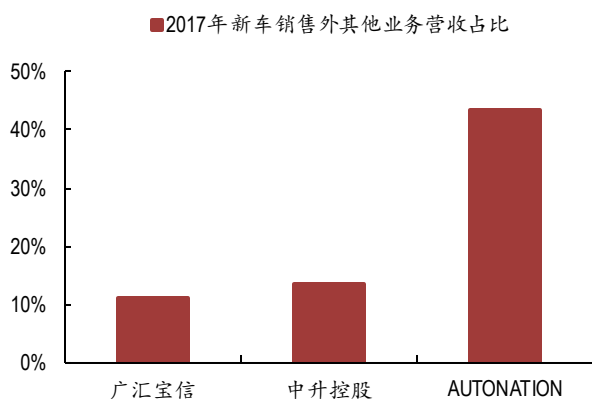


数据来源：公司公告，财通证券研究所

售后+衍生业务占比提升带动经销商业绩波动平台上移。国内豪华车保有量不断增长+豪华车车龄不断增加，售后维保的需求与日俱增，高毛利率的售后业务占总营收的权重将会不断提升，带动行业整体利润稳步增长。此外随着行业逐渐成熟，二手车、金融保险等衍生业务的渗透率也将稳步提升。因为售后业务和衍生业务的毛利率都显著高于新车销售，因此这两部分业务占比提高将带动经销商业绩稳步增长。未来经销商的利润仍会受到车型产品周期带来的波动，但整体业绩

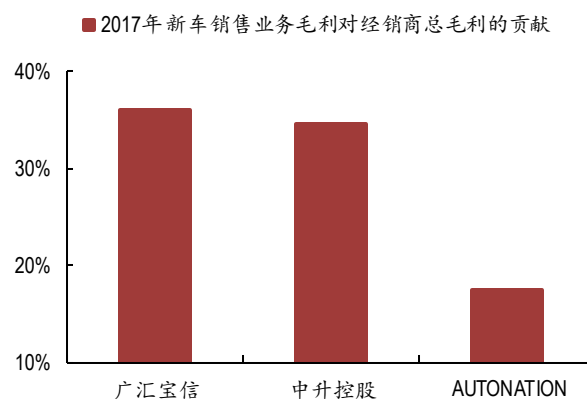
波动平台将会不断上移，新车销售业务带来的业绩波动将会逐渐弱化。

图 47：对标海外，售后+衍生业务占比将提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 48：对标海外，新车销售对业绩影响将弱化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们认为广汇宝信一方面将受益于宝马新周期带来的新车销售业绩弹性，另一方面，随着经销商行业不断发展成熟，公司售后业务权重提升+衍生业务渗透率提升有望保障公司业绩长远稳健增长。因此广汇宝信是本轮宝马新周期经销商端的最优标的。

表 14：重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	价格 (2019.03.25)	EPS			PE			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
1114	华晨中国	6.24	1.38	1.91	2.23	4.5	3.3	2.8	买入
1293	广汇宝信	2.02	0.31	0.39	0.48	6.5	5.2	4.2	买入
600104	上汽集团	25.58	3.08	3.24	3.45	8.3	7.9	7.4	买入

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：华晨中国和广汇宝信的股价为人民币



## 5、风险提示

宏观经济下行，豪华车市场增速不及预期。

**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。