

**规模化、高端化、全球化、智能化，多重成长向上。**我们看好比亚迪：1) 规模化：凭借 Dm-i 5.0 技术+成本优势夯实国内售价 20 万元以下市场领先地位；2) 高端化：技术赋能高端，腾势、仰望、方程豹三箭齐发；3) 全球化，出口销量高增，全球化建厂加速；4) 智能化：持续研发投入，加速试点落地。**本篇报告为比亚迪深度报告系列三，重点研究公司高端化品牌布局策略及盈利空间。**

**售价 30+万元豪华车市场广阔，自主新能源提升空间较大。**2023 年国内豪华车 (售价 30+万元) 销量达 447.9 万辆，同比+23.9%。**分价格带看**，2023 年 30-40/40-50/50-100/100+ 万元车型销量分别为 220.1/133.8/69.9/24.2 万辆，同比+38.8%/+14.7%/+9.8%/+6.9%，30-40 万元市场增速最快。**竞争格局方面**，30-40/40-50 万元市场国产化率高，BBA+其他合资份额约 80+%，理想、问界、腾势、极氪、蔚来等品牌取得一定突破；**50-100 万元市场**，奔驰、宝马 2023 年合计份额超过 70%，自主车型主要为问界 M9、理想 MEGA、极氪 009，供给较为稀缺；**100+ 万元市场**以进口豪华车为主，奔驰、路虎、保时捷 CR3 份额约 70%，仅比亚迪仰望 U8 取得一定突破，提升空间较大。

**豪华品牌超额利润明显，国内合资豪华品牌溢价丢失，自主盈利突破空间较大。**全球范围内，超豪华、豪华品牌有明显超额利润。**超豪华**：顶奢品牌法拉利年销 1 万辆，ASP 200+万元，毛利率约 50%，单车净利 70+万元；**豪华**：奔驰、宝马销量约 200-250 万辆，ASP 约 40 万元，毛利率约 15%~23%，单车净利约 4~5 万元。**国内合资豪华折扣率大幅向上**，当前豪华品牌奔驰、宝马、奥迪折扣率已在 30%左右，入门车型逐步丧失价格战能力，品牌溢价丢失。伴随传统合资豪华品牌利润空间被压缩，份额下滑，自主新能源有望迎来高端市场的增量机会。

**高端化产品大年，腾势、方程豹、仰望三箭齐发。**公司针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、Dm-o (面向越野的混动平台) 等底盘、智能化控制技术，通过技术赋能高端品牌，构筑品牌溢价。品牌布局方面，2024 年为比亚迪的高端化产品大年，腾势 Z9 GT (预计 Q3)、腾势 N9 (预计 Q4)，仰望 U7、方程豹 8 等重点车型将于 Q3-Q4 集中上市。我们看好腾势、方程豹、仰望销量、盈利双重向上。

**投资建议：**我们看好公司规模化、全球化、高端化、智能化共振，调整盈利预测，预计 2024-2026 年营收为 8,336.0/10,003.3/11,943.9 亿元，归母净利润 398.1/511.5/643.6 亿元，EPS 13.68 /17.58/22.12 元，对应 2024 年 8 月 5 日 231.18 元/股收盘价，PE 分别为 17/13/10 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**车市下行风险，新车型销量、需求不及预期，出海进度不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	602,315	833,604	1,000,325	1,194,388
增长率 (%)	42.0	38.4	20.0	19.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,041	39,810	51,147	64,359
增长率 (%)	80.7	32.5	28.5	25.8
每股收益 (元)	10.33	13.68	17.58	22.12
PE	22	17	13	10
PB	4.8	4.0	3.2	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 08 月 05 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**231.18 元**

**分析师 崔琰**

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

### 相关研究

- 1.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十二：比亚迪双宋 Dmi 5.0 上市 出海稳步向上-2024/08/02
- 2.比亚迪 (002594.SZ) 系列深度二：从中国走向世界 驶向海外新纪元-2024/07/12
- 3.比亚迪 (002594.SZ) 系列深度一：Dm-i 5.0 新纪元启幕 龙头格局再优化-2024/07/02
- 4.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十一：Dm-i 5.0 驱动需求 月销再创新高-2024/07/02
- 5.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十一：销量持续亮眼 Dmi5.0 促进格局优化-2024/06/03

# 目录

<b>1 引言</b>	<b>3</b>
<b>2 销量：豪华车市场广阔 自主品牌提升空间大</b>	<b>5</b>
2.1 30+万元豪车市场规模约 450 万辆 自主品牌空间广阔	5
2.2 豪华车市场集中度较高 自主新能源加速突破	8
<b>3 利润：高端品牌盈利丰厚 自主有望加速突破</b>	<b>15</b>
3.1 全球：豪华车企毛利、净利表现领先 超额利润	15
3.2 国内：合资豪华溢价丧失 自主新能源加速向上	17
3.3 典型代表：车企内部豪华品牌贡献显著利润	19
<b>4 比亚迪：2024 高端化产品大年 销量、盈利向上</b>	<b>22</b>
4.1 高端市场打法：技术赋能高端 差异化应用于不同品牌	22
4.2 品牌布局：腾势、仰望、方程豹差异化布局 三箭齐发	26
<b>5 投资建议</b>	<b>43</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	43
5.2 估值分析及投资建议	44
<b>6 风险提示</b>	<b>46</b>
<b>插图目录</b>	<b>48</b>
<b>表格目录</b>	<b>49</b>

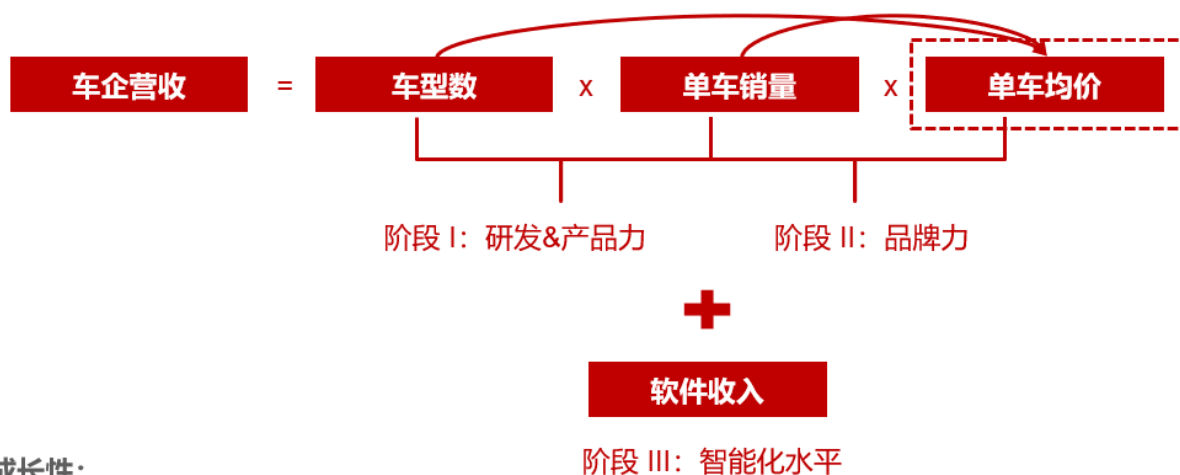
## 1 引言

基于【民生整车研究框架】，我们认为，汽车智能电动变革中，自主车企有望在中国和海外市场实现市占率提升和品牌向上，核心的观测指标就是车企营收、利润的扩张，车企营收=车型数量\*单车销量\*单车售价，由车企研发能力、产品力、品牌力综合决定；车企利润=车型数量\*单车销量\*单车利润，由车企品牌力、成本控制能力综合决定。

整车估值短期由车企营收、利润的成长性决定（进一步取决于产品周期、份额提升、利润向上），进一步取决于产品周期强弱；长期由车企智能化水平决定（软件收费改变商业模式）。

2024 年，总量端，新能源+出海贡献增量，预计批发、上险销量小幅增长；结构端，自主崛起加速，出海+智能化为核心主线，也是提振估值的核心变化。

图1：民生汽车整车研究框架



成长性：

1) 短期车企营收由三个要素决定

车型数（平台化，车企研发实力）、车型销量（车企竞争能力）、单车均价（车企品牌力）

2) 中长期车企智能化水平决定软件收入

资料来源：民生证券研究院

比亚迪作为国内新能源龙头，通过前瞻布局电动化技术，并通过规模化、技术优势等构筑成本优势，作为插混领域的绝对龙头享有估值溢价。2024 年为公司全面发力的一年，重点体现在规模优势、高端化、全球化、智能化：

1) 规模化：Dm-i 5.0 技术开启油耗 2 时代，规模效应加强。

公司通过技术优势及全产业链优势降低整车成本，主动价格下探抢夺市场份

额；2024年2-3月起开启荣耀版焕新，成效显著，5月底公司发布 Dm-i 5.0 技术及新车秦 L、海豹 06，强化在插混领域的技术领先地位，2024年400万辆销量置信度提升；同时伴随技术提升品牌力、销量上升，Dm-i 5.0 有望进一步提升规模效应，促进盈利向上；

### **2) 全球化：2024 加大海外布局，出海贡献利润增量。**

2024年，公司出海保持强劲势头，2024M1-6 累计出口乘用车 20.3 万辆，同比+173.8%。公司将加大海外市场投入，在泰国、巴西、乌兹别克、匈牙利、印尼、土耳其布局工厂，同时加速出口，我们判断公司出海有望在欧洲、东南亚、澳新迎来快速发展，出口销量高增，同时出海亦有望提振盈利。

### **3) 高端化：高端化产品大年，销量、盈利向上。**

2024年为比亚迪的高端化产品大年，腾势跑车、旗舰轿车（预计2024Q3）、家庭大 SUV（预计2024Q4），仰望 U7、方程豹 3/8（预计2024Q3）等重点车型将于2024Q3-Q4集中上市，根据2023年上险数据，30-35/35-40/40-50/50+万元价格带对应燃油车市场空间约260万辆，利润空间广阔。

### **4) 智能化：获首批智能网联汽车准入和上路通行试点 智驾加速落地。**

2024年6月4日，四部门联合公布《进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体基本信息》，意在支持 L3 自动驾驶汽车的上路通行和量产落地，公司入选成为国内首批智能网联汽车准入和上路通行试点名单的车企。凭借庞大的销量底盘，智能化技术的积累及新车型的密集上量，公司有望在下半场智能化竞争中加速前进，保持领先地位。

短期看，国内迎来 Dm-i 5.0+ 高端化产品周期大年，新车提振需求，今年400万辆销量置信度提升；长期看，公司海外建厂布局加速，海内外成长共振。**本篇为比亚迪系列深度报告三，将重点研究技术赋能高端及比亚迪高端品牌贡献增量利润。**

## 2 销量：豪华车市场广阔 自主品牌提升空间大

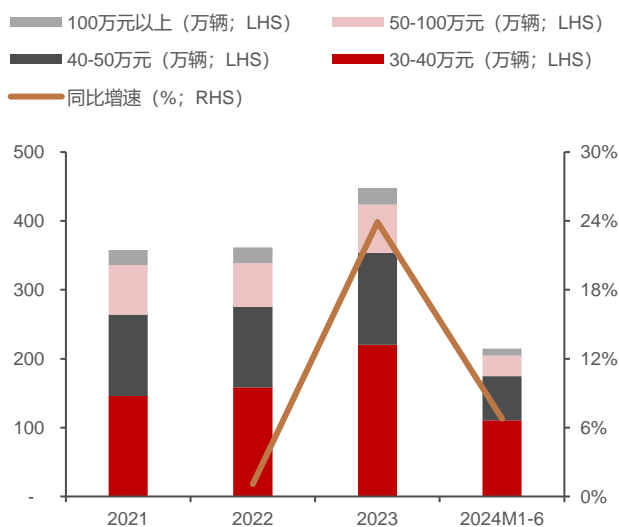
### 2.1 30+万元豪车市场规模约 450 万辆 自主品牌空间广阔

#### 阔

豪华车市场不断扩容，国内总销量空间接近 450 万辆。我们将售价 30+ 万元车型定义为豪华车市场（下同），2021-2023 年中国豪华车市场销量不断扩容，CAGR 约为 11.9%，主要受益增换购占比提升及自主品牌高端化供给逐步丰富驱动。后续，伴随自主车型进一步丰富、高端合资以价换量，豪华车市场有望继续扩容。

分价格带看，2023 年 30-40 万元/40-50 万元/50-100 万元/100+ 万元车型销量分别为 220.1/133.8/69.9/24.2 万辆，同比+38.8%、+14.7%、+9.8%、+6.9%。受益理想新车、BBA 以价换量，30-40 万元市场增速最快。总量方面，2023 年 30+ 万元市场总销量达 447.9 万辆，同比+23.9%。

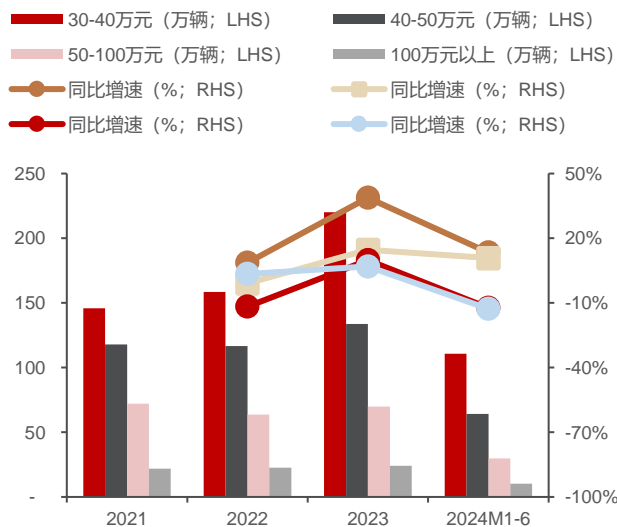
图2：豪华车销量及增速（万辆；%）



资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院

备注：30-40 万元代表>30 万元且≤40 万元；40-50 万元代表>40 万元且≤50 万元；50-100 万元代表>50 万元且≤100 万元；100+ 万元代表>100 万元，下同

图3：豪华车分价格带销量及增速（万辆；%）



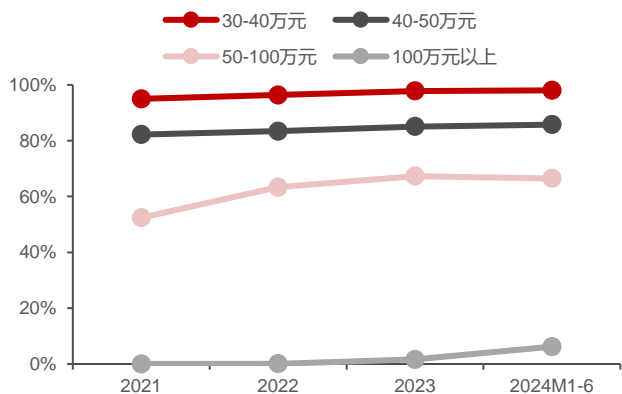
资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院

备注：30-40 万元代表>30 万元且≤40 万元；40-50 万元代表>40 万元且≤50 万元；50-100 万元代表>50 万元且≤100 万元；100+ 万元代表>100 万元，下同

智能电动驱动下，100+ 万元豪华车市场国产化率有所提升。根据交强险数据，2023 年 30+ 万元市场车型国产化率 84.2%，其中 30-40 万元/40-50 万元/50-100 万元/100+ 万元市场国产化率分别 97.8%/85.1%/67.3%/1.6%。50 万元以下市场国产化率较高；受益自主逐步突破及宝马 X5 国产化，50-100 万元市场国产

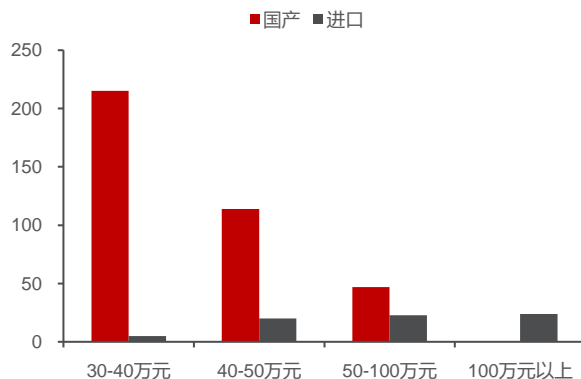
化率从 2021 年的 52.4%逐步提升至 2023 年的 67.3%；100+万元市场以进口豪华车为主，由于汽车智能电动变革的驱动，比亚迪仰望 U8 交付上量，2024M1-6 100+万元市场国产化率迅速提升至 6.2%。

图4：乘用车分价格段国产化率 (%)



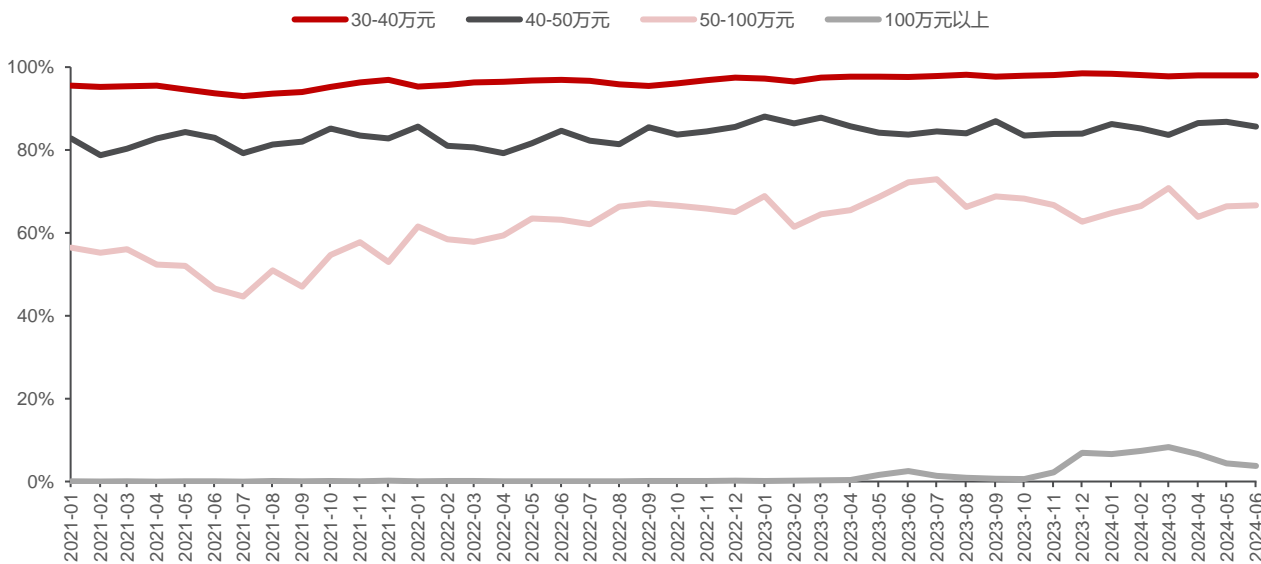
资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院

图5：2023 年豪华车分国产和进口销量 (万辆)



资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院

图6：乘用车分价格段国产化率 (%)

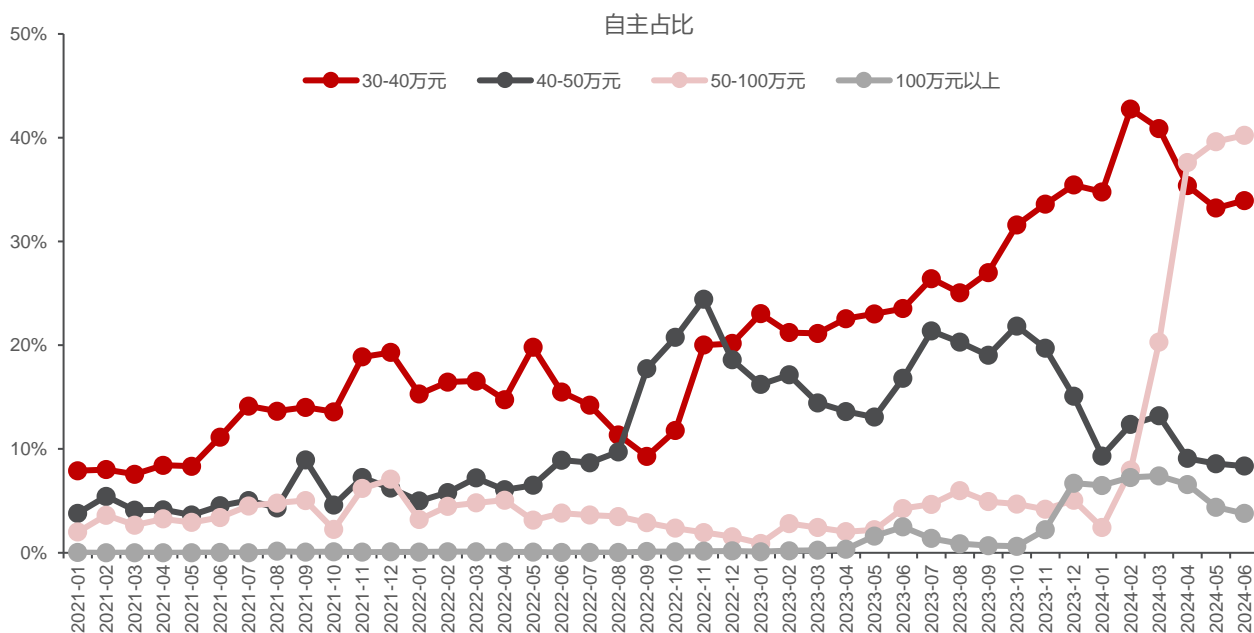


资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院绘制

**豪华车市场自主品牌渗透率较低，突破空间大。**根据交强险数据，2023 年 30+ 万元市场自主品牌份额为 19.0%，其中 30-40 万元/40-50 万元/50-100 万元 /100+万元市场自主份额分别为 26.8%/17.6%/3.7%/1.6%，2024M1-6，由于问界 M9、比亚迪仰望 U8 交付上量，自主在 50-100 万元/100+万元市场份额分别为 23.3%、6.0%，取得突破。整体看，除 30 万元-40 万元（理想、问界）市场 份额略高之外，其他价格带自主份额较低，提升空间大，相应合资市场空间约 360

万辆。

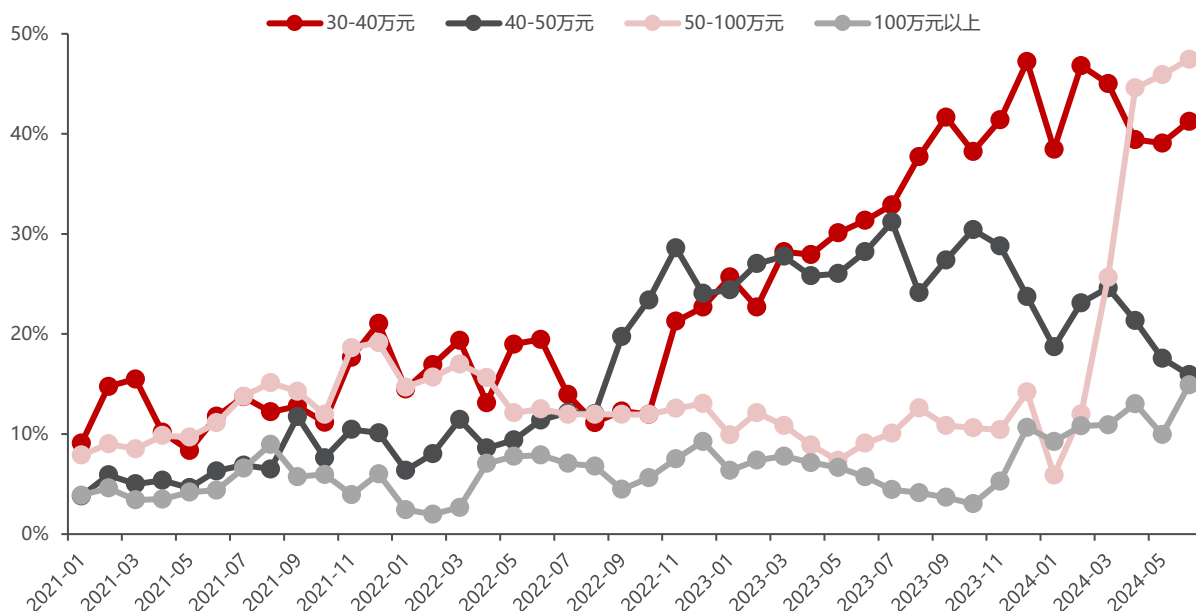
图7：乘用车分价格段自主品牌份额（%）



资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院绘制

豪华车市场传统燃油车占比偏高，PHEV 驱动新能源渗透率快速提升。根据交强险数据，2023 年 30+ 万元市场新能源渗透率分别为 27.2%，其中 30-40 万元/40-50 万元/50-100 万元/100+ 万元市场新能源渗透率分别为 35.0%/27.1%/10.6%/6.2%，受益理想、问界、比亚迪仰望等销量提升，2024M1-6 30-40 万元/40-50 万元/50-100 万元/100+ 万元市场新能源渗透率分别为 41.2%/19.8%/28.7%/ 11.2%，50+ 万元渗透率提升明显。

图8：乘用车分价格段新能源渗透率（%）



资料来源：交强险，marklines，民生证券研究院

## 2.2 豪华车市场集中度较高 自主新能源加速突破

### 2.2.1 30-40 万元：奔驰、宝马、奥迪以价换量 合资溢价减弱

**30-40 万元市场：BBA（奔驰、宝马、奥迪）等合资品牌溢价减弱，看好自主持续突破。**2023 年 30-40 万元市场上险销量为 220.1 万辆，同比+38.8%。**竞争格局方面**，30-40 万元市场此前由 BBA（奔驰、宝马、奥迪）及部分高端合资（丰田高端车型）所主导，2020 年 BBA 占据该市场 42.4%的份额，二线豪华及主流合资品牌的高端车型占据 40-50%市场份额。2023 年 BBA 占据该市场 37.5%的份额，较 2020 年 41.1%的市场份额下滑 4.9pct，理想凭借 L7/8/9 三款家庭 SUV 获得 12%份额，抢占以凯迪拉克、别克、沃尔沃为代表的品牌力较弱的合资份额；2024M1-6 理想、问界、蔚来、极氪合计份额达 24.1%，自主取得较快突破，该价格带重点车型包括理想 L7/L8、问界 M7、极氪 001、蔚来 ES6、方程豹 5、坦克 500，随着高端合资品牌溢价逐步减弱，宝马宣布停止价格战，销量下滑，有望为自主车企在高端市场释放成长空间。

表1：30-40 万元各品牌销量（万辆）及份额（%）

品牌	2023	份额	品牌	2024M1-6	份额	制造商	2023	份额	制造商	2024M1-6	份额
宝马	37.0	16.8%	宝马	16.8	15.2%	华晨宝马	36.0	16.3%	华晨宝马	16.2	14.6%



理想	26.4	12.0%	奔驰	12.7	11.5%	理想汽车	26.4	12.0%	北京奔驰	11.8	10.6%
奔驰	26.7	12.1%	丰田	11.8	10.7%	北京奔驰	24.7	11.2%	理想汽车	10.3	9.4%
丰田	23.2	10.5%	理想	10.3	9.4%	一汽大众	22.7	10.3%	一汽大众	9.8	8.8%
奥迪	18.7	8.5%	奥迪	8.0	7.3%	广汽丰田	13.9	6.3%	广汽丰田	6.7	6.0%
大众	13.2	6.0%	问界	6.4	5.8%	上汽通用	12.3	5.6%	金康赛力斯	6.4	5.8%
凯迪拉克	10.6	4.8%	大众	6.0	5.4%	一汽丰田	9.2	4.2%	上汽通用	5.8	5.3%
特斯拉	8.9	4.1%	蔚来	5.5	4.9%	特斯拉中国	8.9	4.1%	蔚来汽车	5.5	4.9%
本田	8.5	3.8%	极氪	4.5	4.0%	蔚来	7.8	3.5%	一汽丰田	5.1	4.6%
蔚来	7.8	3.5%	凯迪拉克	4.1	3.7%	上汽大众	7.5	3.4%	极氪汽车	4.5	4.0%
<b>总计</b>	<b>220.1</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>110.6</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>220.1</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>110.6</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>	<b>90.1</b>	<b>40.9%</b>	<b>CR3</b>	<b>41.4</b>	<b>37.4%</b>	<b>CR3</b>	<b>90.1</b>	<b>40.9%</b>	<b>CR3</b>	<b>38.3</b>	<b>34.6%</b>
<b>CR5</b>	<b>132.0</b>	<b>60.0%</b>	<b>CR5</b>	<b>59.8</b>	<b>54.1%</b>	<b>CR5</b>	<b>132.0</b>	<b>60.0%</b>	<b>CR5</b>	<b>54.7</b>	<b>49.5%</b>
<b>CR10</b>	<b>181.0</b>	<b>82.3%</b>	<b>CR10</b>	<b>86.2</b>	<b>78.0%</b>	<b>CR10</b>	<b>181.0</b>	<b>82.3%</b>	<b>CR10</b>	<b>82.0</b>	<b>74.2%</b>

资料来源: 交强险, marklines, 民生证券研究院

**表2: 30-40 万元各车型销量 (万辆) 及份额 (%)**

国产/进口	车型	燃油类型	2023	份额	国产/进口	车型	燃油类型	2024M1-6	份额
国产	奔驰 C 级 L	燃油	14.8	6.7%	国产	宝马 3 系 L	燃油	7.6	6.9%
国产	理想 L7	EREV	13.5	6.1%	国产	理想 L7	EREV	6.5	5.9%
国产	宝马 3 系 L	燃油	13.1	5.9%	国产	问界 M7	EREV	6.4	5.8%
国产	奥迪 A4L	燃油	13.0	5.9%	国产	奥迪 A4L	燃油	5.7	5.2%
国产	理想 L8	EREV	11.9	5.4%	国产	极氪 001	BEV	4.5	4.0%
国产	宝马 X3	燃油	9.1	4.2%	国产	宝马 X1	燃油	4.3	3.9%
国产	凯迪拉克 CT5	燃油	8.2	3.7%	国产	理想 L8	EREV	3.8	3.5%
国产	Model Y	BEV	8.0	3.6%	国产	丰田赛那	燃油	3.5	3.2%
国产	丰田赛那	燃油	7.8	3.5%	国产	蔚来 ES6	BEV	3.2	2.8%
国产	奔驰 GLB 级	燃油	6.9	3.1%	国产	凯迪拉克 CT5	燃油	3.0	2.7%
国产	宝马 X1	燃油	6.4	2.9%	国产	丰田格瑞维亚	燃油	2.9	2.7%
国产	宝马 i3	BEV	5.4	2.4%	国产	宝马 i3	BEV	2.9	2.6%
国产	丰田格瑞维亚	燃油	4.7	2.2%	国产	丰田汉兰达双擎	燃油	2.4	2.1%
国产	丰田汉兰达双擎	燃油	4.3	2.0%	国产	奔驰 GLB 级	燃油	2.0	1.8%
国产	蔚来 ET5	BEV	4.2	1.9%	国产	长城坦克 500	PHEV	2.0	1.8%
国产	丰田皇冠陆放双擎	燃油	3.8	1.7%	国产	丰田皇冠陆放双擎	燃油	2.0	1.8%
国产	奥德赛	燃油	3.7	1.7%	国产	大众途昂	燃油	1.7	1.6%
国产	极氪 001	BEV	3.4	1.5%	国产	方程豹 5 DM	PHEV	1.7	1.6%
国产	大众途昂	燃油	3.4	1.5%	国产	通用别克 GL8	燃油	1.6	1.4%
国产	大众揽境	燃油	3.1	1.4%	国产	大众揽巡	燃油	1.6	1.4%
<b>总计</b>			<b>220.1</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>			<b>110.6</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>			<b>41.3</b>	<b>18.8%</b>	<b>CR3</b>			<b>20.5</b>	<b>18.6%</b>
<b>CR5</b>			<b>66.3</b>	<b>30.0%</b>	<b>CR5</b>			<b>30.7</b>	<b>30.0%</b>
<b>CR10</b>			<b>106.4</b>	<b>48.3%</b>	<b>CR10</b>			<b>48.5</b>	<b>43.9%</b>

资料来源: 交强险, marklines, 民生证券研究院

## 2.2.2 40-50 万元: BBA 价格下探 溢价减弱 自主高端 SUV、MPV 突围

40+万元豪华市场集中度高,渗透率存在较大提升空间。2023年40-50万元市场上险销量为133.8万辆,同比+14.7%。40-50万元2024M1-6的新能源乘用车渗透率为19.8%,自主新能源突破空间大。**竞争格局方面**,40-50万元品牌集中度更高,2024M1-6BBA占据58.1%市场份额,雷克萨斯、沃尔沃等占据18.5%市场份额,自主品牌理想、腾势均取得一定突破,重点车型包括理想L9、腾势D9、蔚来ES6、极氪009等SUV车型,由于该市场利润丰厚,有望为车企利润带来较大提升。

表3: 40-50 万元各品牌销量 (万辆) 及份额 (%)

品牌	2023	份额	品牌	2024M1-6	份额	制造商	2023	份额	制造商	2024M1-6	份额
奥迪	33.4	25.0%	奥迪	17.6	27.4%	一汽大众	31.5	23.5%	一汽大众	15.8	24.7%
雷克萨斯	14.2	10.6%	宝马	10.6	16.5%	丰田汽车	14.7	11.0%	华晨宝马	9.4	14.7%
奔驰	13.3	9.9%	奔驰	9.1	14.2%	上汽通用	14.4	10.8%	北京奔驰	8.9	13.9%
理想	11.4	8.5%	雷克萨斯	7.2	11.2%	北京奔驰	12.0	9.0%	丰田汽车	7.5	11.6%
别克	10.4	7.8%	沃尔沃	4.7	7.3%	理想汽车	11.4	8.5%	沃尔沃亚太	4.6	7.2%
宝马	13.1	9.8%	理想	4.4	6.9%	华晨宝马	9.8	7.4%	理想汽车	4.4	6.9%
沃尔沃	10.0	7.5%	腾势	3.4	5.2%	沃尔沃亚太	9.8	7.3%	腾势汽车	3.4	5.2%
腾势	7.5	5.6%	别克	1.8	2.8%	腾势汽车	7.5	5.6%	上汽通用	3.0	4.6%
蔚来	6.5	4.8%	路虎	1.3	2.0%	蔚来汽车	6.5	4.8%	上汽大众	1.5	2.4%
凯迪拉克	4.0	3.0%	凯迪拉克	1.2	1.8%	宝马汽车	3.3	2.5%	奇瑞捷豹路虎	1.5	2.4%
<b>总计</b>	<b>133.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>64.2</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>133.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>64.2</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>	<b>61.0</b>	<b>45.6%</b>	<b>CR3</b>	<b>37.3</b>	<b>58.1%</b>	<b>CR3</b>	<b>60.5</b>	<b>45.2%</b>	<b>CR3</b>	<b>34.2</b>	<b>53.3%</b>
<b>CR5</b>	<b>82.8</b>	<b>61.9%</b>	<b>CR5</b>	<b>49.2</b>	<b>76.6%</b>	<b>CR5</b>	<b>84.0</b>	<b>62.8%</b>	<b>CR5</b>	<b>46.3</b>	<b>72.1%</b>
<b>CR10</b>	<b>123.9</b>	<b>92.6%</b>	<b>CR10</b>	<b>61.2</b>	<b>95.4%</b>	<b>CR10</b>	<b>120.9</b>	<b>90.4%</b>	<b>CR10</b>	<b>60.1</b>	<b>93.6%</b>

资料来源: 交强险, marklines, 民生证券研究院

表4: 40-50 万元各车型销量 (万辆) 及份额 (%)

国产/进口	车型	燃油类型	2023	份额	国产/进口	车型	燃油类型	2024M1-6	份额
国产	奥迪 A6L	燃油	17.1	12.8%	国产	奥迪 A6L	燃油	8.7	13.6%
国产	奥迪 Q5L	燃油	13.3	10.0%	国产	奥迪 Q5L	燃油	6.8	10.6%
国产	理想 L9	EREV	11.4	8.5%	进口	雷克萨斯 ES	燃油	5.6	8.7%

进口	雷克萨斯 ES	燃油	11.0	8.2%	国产	宝马 X3	燃油	4.7	7.3%
国产	通用别克 GL8	燃油	10.4	7.8%	国产	理想 L9	EREV	4.4	6.9%
国产	奔驰 GLC 级 L	燃油	9.9	7.4%	国产	奔驰 GLC 级 L	燃油	4.4	6.8%
国产	腾势 D9 DM	PHEV	7.0	5.3%	国产	奔驰 E 级 L	燃油	3.7	5.8%
国产	沃尔沃 XC60	燃油	6.2	4.6%	国产	腾势 D9 DM	PHEV	3.3	5.1%
国产	蔚来 ES6	BEV	4.9	3.7%	国产	沃尔沃 XC60	燃油	3.1	4.8%
国产	宝马 iX3	BEV	4.0	3.0%	国产	宝马 5 系 L	燃油	2.8	4.4%
国产	沃尔沃 S90	燃油	3.6	2.7%	国产	通用别克 GL8	燃油	1.8	2.8%
进口	雷克萨斯 RX	燃油	2.7	2.0%	国产	宝马 iX3	BEV	1.5	2.4%
国产	宝马 X3	燃油	2.6	1.9%	国产	沃尔沃 S90	燃油	1.5	2.4%
进口	宝马 4 系	燃油	2.0	1.5%	国产	奥迪 A7L	燃油	1.5	2.3%
国产	宝马 5 系 L	燃油	2.0	1.5%	进口	雷克萨斯 RX	燃油	1.4	2.3%
国产	极氪 009	BEV	1.8	1.4%	进口	宝马 4 系	燃油	0.9	1.4%
国产	凯迪拉克 XT6	燃油	1.5	1.1%	国产	路虎发现运动版	燃油	0.6	1.0%
国产	奥迪 A7L	燃油	1.4	1.1%	国产	路虎揽胜极光	燃油	0.6	1.0%
国产	路虎揽胜极光	燃油	1.4	1.1%	国产	坦克 700	PHEV	0.6	0.9%
国产	凯迪拉克 XT5	燃油	1.4	1.1%	国产	凯迪拉克 XT5	燃油	0.5	0.8%
<b>总计</b>			<b>133.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>			<b>64.2</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>			<b>41.9</b>	<b>31.3%</b>	<b>CR3</b>			<b>21.1</b>	<b>32.9%</b>
<b>CR5</b>			<b>63.3</b>	<b>30.0%</b>	<b>CR5</b>			<b>30.2</b>	<b>30.0%</b>
<b>CR10</b>			<b>95.2</b>	<b>71.2%</b>	<b>CR10</b>			<b>47.4</b>	<b>73.9%</b>

资料来源：交强险，民生证券研究院

### 2.2.3 50-100 万元：市场集中度高 品牌力为关键

**50-100 万元：豪华市场集中度高，渗透率存在较大提升空间。**2023 年 50-100 万元市场上险量为 69.8 万辆，同比+9.8%；50-100 万元市场 2024M1-6 的新能源乘用车渗透率为 28.7%，由于问界 M9 上量取得一定突破。**竞争格局方面**，50-100 万元重点品牌以奔驰、宝马为主，2023 年合计份额超过 70%，2024M1-6 问界 M9 在该市场取得较大突破，份额为 18.1%。50-100 万元热销车型中，进口车（奔驰 GLE 级、丰田埃尔法、奥迪 Q7 等）占比较高，该价格带对品牌力要求高，成功突破的自主车型包括问界 M9、理想 MEGA 等。

表5：50-100 万元各品牌销量（万辆）及份额（%）

品牌	2023	份额	品牌	2024M1-6	份额	制造商	2023	份额	制造商	2024M1-6	份额
宝马	25.0	35.8%	奔驰	8.1	27.3%	华晨宝马	21.7	31.1%	华晨宝马	5.6	19.0%
奔驰	24.2	34.7%	宝马	7.1	23.8%	北京奔驰	16.8	24.1%	金康赛力斯	5.4	18.1%
奥迪	4.1	5.9%	问界	5.4	18.1%	戴姆勒汽车	6.2	8.9%	北京奔驰	4.9	16.4%
丰田	2.7	3.9%	奥迪	1.5	4.9%	宝马汽车	3.3	4.8%	戴姆勒汽车	2.8	9.4%
沃尔沃	2.9	4.1%	丰田	1.8	6.1%	奥迪汽车	3.0	4.2%	丰田汽车	1.6	5.3%

保时捷	2.3	3.2%	沃尔沃	1.3	4.5%	丰田汽车	2.8	4.0%	宝马汽车	1.4	4.8%
别克	1.8	2.5%	保时捷	0.7	2.4%	保时捷汽车	2.3	3.2%	奥迪汽车	1.3	4.4%
蔚来	1.7	2.5%	别克	0.7	2.2%	沃尔沃汽车	1.9	2.8%	沃尔沃汽车	0.9	3.0%
大众	1.1	1.6%	蔚来	0.6	2.1%	上汽通用	1.8	2.5%	保时捷汽车	0.7	2.4%
路虎	0.7	1.0%	理想	0.6	2.1%	蔚来汽车	1.7	2.5%	上汽通用	0.7	2.2%
<b>总计</b>	<b>69.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>29.7</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>69.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>29.7</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>	<b>53.4</b>	<b>76.5%</b>	<b>CR3</b>	<b>20.5</b>	<b>69.2%</b>	<b>CR3</b>	<b>44.7</b>	<b>64.0%</b>	<b>CR3</b>	<b>15.9</b>	<b>53.4%</b>
<b>CR5</b>	<b>59.0</b>	<b>84.4%</b>	<b>CR5</b>	<b>23.8</b>	<b>80.1%</b>	<b>CR5</b>	<b>51.0</b>	<b>73.0%</b>	<b>CR5</b>	<b>20.2</b>	<b>68.1%</b>
<b>CR10</b>	<b>66.5</b>	<b>95.2%</b>	<b>CR10</b>	<b>27.7</b>	<b>93.4%</b>	<b>CR10</b>	<b>61.5</b>	<b>88.0%</b>	<b>CR10</b>	<b>25.2</b>	<b>84.9%</b>

资料来源：交强险，民生证券研究院

表6：50-100 万元各车型销量（万辆）及份额（%）

国产/进口	车型	燃油类型	2023	份额	国产/进口	车型	燃油类型	2024M1-6	份额
国产	奔驰 E 级 L	燃油	14.6	20.8%	国产	问界 M9	EREV	4.6	15.5%
国产	宝马 5 系 L	燃油	11.7	16.7%	国产	宝马 X5	燃油	4.6	15.5%
国产	宝马 X5	燃油	9.4	13.4%	国产	奔驰 GLC 级 L	燃油	2.3	7.9%
进口	奔驰 GLE 级	燃油	4.2	6.1%	进口	奔驰 GLE 级	燃油	2.2	7.3%
进口	丰田埃尔法	燃油	2.0	2.9%	国产	奔驰 E 级 L	燃油	2.0	6.7%
进口	沃尔沃 XC90	燃油	1.9	2.8%	国产	宝马 5 系 L	燃油	1.0	3.3%
进口	奥迪 Q7	燃油	1.8	2.6%	进口	沃尔沃 XC90	燃油	0.9	3.0%
国产	别克世纪	燃油	1.8	2.5%	进口	丰田埃尔法	燃油	0.9	2.9%
进口	保时捷 Macan	燃油	1.8	2.5%	进口	奥迪 Q7	燃油	0.8	2.6%
国产	蔚来 ES8	BEV	1.4	2.0%	国产	问界 M9	BEV	0.8	2.6%
国产	奔驰 V 级	燃油	1.2	1.8%	国产	别克世纪	燃油	0.7	2.2%
进口	大众途锐	燃油	1.1	1.6%	国产	理想 MEGA	BEV	0.6	2.1%
进口	宝马 6 系 GT	燃油	1.0	1.4%	进口	丰田兰德酷路泽	燃油	0.6	1.9%
进口	宝马 X4	燃油	1.0	1.4%	进口	保时捷 Macan	燃油	0.5	1.8%
国产	奔驰 E 级 L	PHEV	0.9	1.3%	国产	蔚来 ES8	BEV	0.5	1.6%
进口	奔驰 E 级	燃油	0.9	1.3%	国产	奔驰 EQE SUV	BEV	0.5	1.6%
国产	奔驰 GLC 级 L	燃油	0.7	1.1%	国产	奔驰 V 级	燃油	0.5	1.5%
进口	丰田兰德酷路泽	燃油	0.6	0.9%	进口	宝马 X4	燃油	0.4	1.5%
国产	宝马 5 系 L	PHEV	0.6	0.9%	进口	宝马 6 系 GT	燃油	0.4	1.4%
国产	沃尔沃 XC60	PHEV	0.6	0.9%	进口	大众途锐	燃油	0.3	1.1%
<b>总计</b>			<b>69.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>			<b>29.7</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>			<b>35.6</b>	<b>51.0%</b>	<b>CR3</b>			<b>11.5</b>	<b>38.9%</b>
<b>CR5</b>			<b>41.9</b>	<b>30.0%</b>	<b>CR5</b>			<b>15.7</b>	<b>30.0%</b>
<b>CR10</b>			<b>50.5</b>	<b>72.3%</b>	<b>CR10</b>			<b>20.0</b>	<b>67.2%</b>

资料来源：交强险，民生证券研究院

## 2.2.4 100+万元：进口超豪华为主 仰望 U8 为自主代表车型

100+万元豪华市场集中度高，渗透率存在较大提升空间。2023年100万元市场销量为24.2万辆，同比+6.9%，竞争格局方面，该市场基本以进口豪华车为主，奔驰、路虎、保时捷CR3份额约70%左右。热销车型包括保时捷Cayenne、奔驰S级、奔驰GLS、保时捷Panamera、路虎卫士、宝马7系，轿车、SUV、轿跑均有一定空间，前四名车型年均销量在2-3万辆之间。自主品牌中，目前仅仰望U8凭借领先技术实力，通过细分赛道硬派越野切入，取得一定突破。

表7：100+万元各品牌销量（万辆）及份额（%）

品牌	2023	份额	品牌	2024M1-6	份额	制造商	2023	份额	制造商	2024M1-6	份额
奔驰	7.4	30.6%	奔驰	3.0	29.0%	戴姆勒汽车	7.4	30.6%	戴姆勒汽车	3.0	29.0%
保时捷	5.8	24.1%	路虎	2.1	19.9%	保时捷汽车	5.8	24.1%	捷豹路虎汽车	2.1	19.9%
路虎	4.6	19.2%	保时捷	2.0	19.4%	捷豹路虎汽车	4.6	19.2%	保时捷汽车	2.0	19.4%
宝马	2.6	10.9%	宝马	1.3	12.2%	宝马汽车	2.6	10.9%	宝马汽车	1.3	12.2%
奥迪	1.2	5.0%	仰望	0.5	5.3%	奥迪汽车	1.2	5.0%	仰望汽车	0.5	5.3%
雷克萨斯	0.7	3.0%	奥迪	0.5	5.1%	丰田汽车	0.9	3.6%	奥迪汽车	0.5	5.1%
宾利	0.3	1.4%	雷克萨斯	0.4	3.6%	宾利汽车	0.3	1.4%	丰田汽车	0.4	4.1%
仰望	0.2	0.8%	宾利	0.1	1.3%	仰望汽车	0.2	0.8%	宾利汽车	0.1	1.3%
北京	0.2	0.7%	北京	0.1	0.7%	玛莎拉蒂汽车	0.2	0.8%	北京汽车	0.1	0.7%
玛莎拉蒂	0.2	0.8%	丰田	0.1	0.5%	北京汽车	0.2	0.7%	劳斯莱斯汽车	0.0	0.4%
<b>总计</b>	<b>24.2</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>24.2</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>	<b>17.9</b>	<b>74.0%</b>	<b>CR3</b>	<b>7.0</b>	<b>68.3%</b>	<b>CR3</b>	<b>17.9</b>	<b>74.0%</b>	<b>CR3</b>	<b>7.0</b>	<b>68.3%</b>
<b>CR5</b>	<b>21.7</b>	<b>89.8%</b>	<b>CR5</b>	<b>8.8</b>	<b>85.8%</b>	<b>CR5</b>	<b>21.7</b>	<b>89.8%</b>	<b>CR5</b>	<b>8.8</b>	<b>85.8%</b>
<b>CR10</b>	<b>23.4</b>	<b>96.6%</b>	<b>CR10</b>	<b>10.0</b>	<b>97.0%</b>	<b>CR10</b>	<b>23.5</b>	<b>97.2%</b>	<b>CR10</b>	<b>10.0</b>	<b>97.4%</b>

资料来源：交强险，民生证券研究院

表8：100+万元各车型销量（万辆）及份额（%）

国产/进口	车型	燃油类型	2023	份额	国产/进口	车型	燃油类型	2024M1-6	份额
进口	保时捷Cayenne	燃油	2.8	11.7%	进口	奔驰S级	燃油	1.0	10.2%
进口	奔驰S级	燃油	2.3	9.7%	进口	保时捷Cayenne	燃油	1.0	9.8%
进口	保时捷Panamera	燃油	2.1	8.8%	进口	路虎揽胜	燃油	1.0	9.5%
进口	新卫士	燃油	2.0	8.4%	进口	路虎新卫士	燃油	0.9	8.7%
进口	奔驰GLS级	燃油	1.8	7.5%	进口	保时捷	燃油	0.7	7.3%

					Panamera				
进口	路虎揽胜	燃油	1.7	7.1%	进口	奔驰 GLS 级	燃油	0.7	7.1%
进口	奔驰-迈巴赫 S 级	燃油	1.4	5.9%	进口	宝马 7 系	燃油	0.7	6.4%
进口	宝马 7 系	燃油	1.3	5.3%	进口	奔驰-迈巴赫 S 级	燃油	0.6	5.6%
进口	奥迪 A8	燃油	1.1	4.7%	国产	仰望 U8	PHEV	0.5	5.3%
进口	宝马 X7	燃油	1.1	4.5%	进口	奥迪 A8	燃油	0.5	4.8%
进口	路虎揽胜 SPORT	燃油	0.9	3.7%	进口	宝马 X7	燃油	0.5	4.7%
进口	奔驰 G 级	燃油	0.6	2.4%	进口	奔驰 G 级	燃油	0.3	3.1%
进口	保时捷 911	燃油	0.5	1.9%	进口	路虎揽胜 SPORT	燃油	0.2	1.8%
进口	保时捷 Taycan	燃油	0.4	1.7%	进口	雷克萨斯 LM	燃油	0.2	1.7%
进口	奔驰 G 级 AMG	燃油	0.4	1.7%	进口	雷克萨斯 LX	燃油	0.2	1.6%
进口	奔驰 GLE 级 AMG	燃油	0.4	1.5%	进口	保时捷 Taycan	燃油	0.1	1.3%
进口	雷克萨斯 LX	燃油	0.3	1.4%	进口	奔驰 GLE 级 AMG	燃油	0.1	1.1%
进口	迈巴赫 GLS 级	燃油	0.3	1.3%	进口	保时捷 911	燃油	0.1	1.0%
进口	雷克萨斯 LM	燃油	0.3	1.1%	进口	奔驰 G 级 AMG	燃油	0.1	0.9%
国产	仰望 U8	PHEV	0.2	0.8%	国产	北京 90	燃油	0.1	0.7%
<b>总计</b>			<b>24.2</b>	<b>100.0%</b>	<b>总计</b>			<b>10.3</b>	<b>100.0%</b>
<b>CR3</b>			<b>7.3</b>	<b>30.2%</b>	<b>CR3</b>			<b>3.0</b>	<b>29.5%</b>
<b>CR5</b>			<b>11.1</b>	<b>30.0%</b>	<b>CR5</b>			<b>4.7</b>	<b>30.0%</b>
<b>CR10</b>			<b>17.8</b>	<b>73.6%</b>	<b>CR10</b>			<b>7.7</b>	<b>74.6%</b>

资料来源：交强险，民生证券研究院

**总结：30+万元豪华车市场空间广阔，自主品牌逐步通过新能源重塑品牌力，实现高端化突破。**2021-2023 年豪华车（30+万元）销量 CAGR 约为 11.9%，不断扩容，2023 年总销量达 447.9 万辆，同比+23.9%。**分价格带看**，2023 年 30-40 万元 /40-50 万元 /50-100 万元 /100+ 万元车型销量分别为 220.1/133.8/69.9/24.2 万辆，同比+38.8%/+14.7%/+9.8%/+6.9%，受益理想新车、BBA 以价换量，30-40 万元市场增速最快。**竞争格局方面**，30-40/40-50 万元价格带国产化率高，BBA+合资份额约 80+%，理想、问界、腾势、极氪、蔚来等自主品牌均取得一定突破；50-100 万元品牌集中度高，以奔驰、宝马为主，2023 年二者合计份额超过 70%，自主车型主要为问界 M9、理想 MEGA 等，供给较为稀缺；100+万元豪华市场基本以进口豪华车为主，奔驰、路虎、保时捷 CR3 份额约 70%左右，100+万元自主车型目前仅仰望 U8 取得一定突破，提升空间较大。

从目前自主品牌热销车型来看，2024M1-6 热销车包括问界 M7 (11.1 万辆)、理想 L7 (6.5 万辆)、极氪 001 (5.1 万辆)、理想 L9 (4.4 万辆)、腾势 D9 (4.3 万辆)、理想 L8 (3.8 万辆)、问界 M9 (4.6 万辆)、蔚来 ES6 (3.2 万辆)、坦克 500 (2.0 万辆)、方程豹豹 5 DM (1.7 万辆)，基本以高端 SUV、MPV 为主，动力形式插混为主，除极氪 001 外轿车市场暂时未取得明显突破。

### 3 利润：高端品牌盈利丰厚 自主有望加速突破

#### 3.1 全球：豪华车企毛利、净利表现领先 超额利润

全球范围内，豪华车企收入存在明显分层。从 2019-2023 年的不同品牌数据对比来看，不同豪华品牌的单车售价有着明显的分层差异。超豪华车企保时捷、阿斯顿马丁和法拉利等豪华品牌的单车售价平均在 200+ 万元，豪华车企宝马、奔驰的单车售价平均在 30-40 万元左右，奥迪在 30 万元左右，而丰田、大众等集团的单车收入平均在 20-25 万元左右，低于前者。

表9：全球车企单车平均售价（万元，人民币）

车企	2019	2020	2021	2022	2023
法拉利	294.1	300.1	302.9	304.8	345.6
阿斯顿马丁	150.6	129.2	167.2	192.7	224.4
保时捷	80.3	83.4	86.8	96.0	100.1
戴姆勒集团	29.7	37.4	44.6	43.3	43.6
宝马集团	28.6	27.5	24.2	35.2	36.8
奥迪（大众集团下子品牌）	23.9	23.4	25.0	30.3	29.1
大众集团	16.5	16.8	19.8	23.9	24.9
克莱斯勒	18.6	18.0	17.9	24.5	24.2
丰田汽车集团	20.6	20.1	20.5	21.3	19.6

资料来源：marklines, WIND, 民生证券研究院

备注：按 1 日元=0.0058 欧元，1 欧元=7.91 元人民币换算

2021 年后，由于国际局势紧张带来的原材料价格上涨和芯片短缺、疫情带来的供应链紧缺、全球通胀等因素影响，全球车企普遍上调价格；宝马使用的是汽车销售收入数据；奔驰使用的是奔驰乘用车收入数据，其中 20-21 年使用的是戴姆勒集团奔驰乘用车和奔驰货车的收入总和；丰田使用的是产品销售收入（总收入-金融服务）数据；大众使用的是轻型商用车收入与商用车收入数据之和；其余车企均使用营业收入数据。

**毛利率：超豪华品牌毛利率显著高于一般豪华及主流车企。**近年数据显示，法拉利、阿斯顿马丁等超豪华车企毛利率在 35~50% 之间，保时捷毛利率在 25%~30% 之间；奔驰、宝马等豪华车企毛利率在 18%~25% 之间，毛利率与丰田、大众、克莱斯勒等最主流车企（销量大、单车收入低于奔驰、宝马）差异不大。

**表10：全球车企销售毛利率（%）**

车企	2019	2020	2021	2022	2023
法拉利	52.1%	51.3%	51.3%	48.0%	49.8%
阿斯顿马丁	35.6%	18.2%	31.4%	32.6%	39.2%
保时捷	25.5%	24.7%	26.7%	28.0%	28.6%
丰田	18.1%	22.1%	22.7%	21.6%	25.5%
奔驰	16.9%	16.6%	22.9%	22.7%	22.4%
克莱斯勒	13.9%	12.4%	19.7%	19.6%	20.1%
宝马	17.3%	13.7%	19.8%	17.2%	19.1%
大众	19.5%	17.5%	18.9%	18.7%	18.9%
奥迪	14.5%	11.6%	13.8%	15.4%	16.2%

资料来源：marklines, WIND, 民生证券研究院

备注：各车企毛利率数据均使用综合毛利率；

2021年2月，戴姆勒卡车单独拆分上市，同时叠加降本增效、电动车和高端车型销量增长等因素，奔驰毛利率大幅提高；

2020年疫情冲击和研发费用的提高导致宝马毛利率下滑；

2021年菲亚特克莱斯勒与标志雪铁龙合并，使得后续年份毛利率上升。

**单车净利：超豪华、豪华车企单车净利均明显高于主流车企。**近年数据显示，超豪华品牌法拉利单车净利在50+万元，保时捷单车净利约10+万元；豪华车企奔驰、宝马单车净利在4~5万元左右；普通主流车企丰田、大众、克莱斯勒在2~3万元，超豪华、豪华车企单车净利均明显高于主流车企。

**表11：全球车企单车净利（元）**

车企	2019	2020	2021	2022	2023
法拉利	543,417	527,391	589,261	558,205	724,828
保时捷	78,762	91,886	105,641	126,313	127,395
奔驰	7,883	13,747	44,962	56,199	55,188
宝马	15,318	12,843	38,835	59,131	34,966
奥迪	16,905	19,574	32,605	34,875	26,061
克莱斯勒	11,387	60	17,019	22,883	23,725
丰田	10,976	13,695	16,024	12,964	22,569
大众	9,619	7,085	13,219	14,232	13,708
阿斯顿马丁	-171,452	-886,301	-291,920	-737,707	-313,054

资料来源：marklines, WIND, 民生证券研究院

备注：按1日元=0.0058欧元，1欧元=7.91元人民币换算

2021年2月，戴姆勒卡车单独拆分上市，单车净利大幅提高；2021年奔驰净利润数据剔除了戴姆勒拆分导致的终止经营损益（123.5亿欧元）；

2021年宝马毛利率上升，净利润大幅增加；2022年宝马利息收入大幅增加，因此单车净利大幅上升；

2021年奥迪其他经营收入上升，因此单车净利大幅增长；2023年奥迪其他经营费用上升，其他经营收入下降，同时销量大幅上涨，导致单车净利下降；

2023年丰田毛利率上升，导致单车净利大幅增加。



表12：2023 年不同车企销量及利润指标对比

车企	全球集团销量 (万辆)	单车收入 (万元)	单车净利 (元)	毛利率
法拉利	1.4	345.6	724,828	49.8%
阿斯顿马丁	0.7	224.4	-313,054	39.2%
保时捷	32.0	100.1	127,395	28.6%
奔驰	204.4	43.6	55,188	22.4%
宝马	255.4	36.8	34,966	19.1%
奥迪	190.0	29.1	26,061	16.2%
大众	924.0	24.9	13,708	18.9%
克莱斯勒	620.0	24.2	23,725	20.1%
丰田	1,030.9	19.6	22,569	25.5%

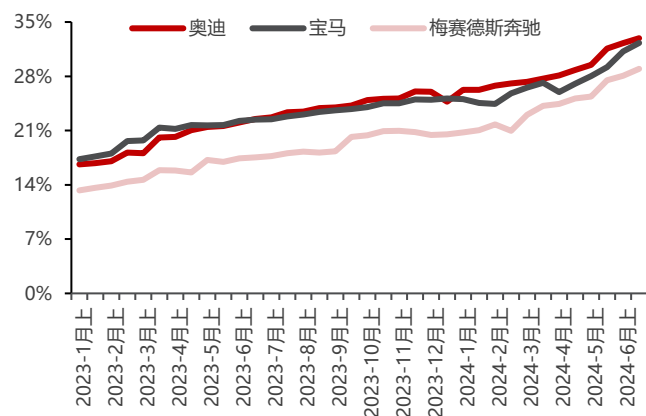
资料来源: marklines, WIND, 民生证券研究院

备注: 按 1 日元=0.0058 欧元, 1 欧元=7.91 元人民币换算

### 3.2 国内：合资豪华溢价丧失 自主新能源加速向上

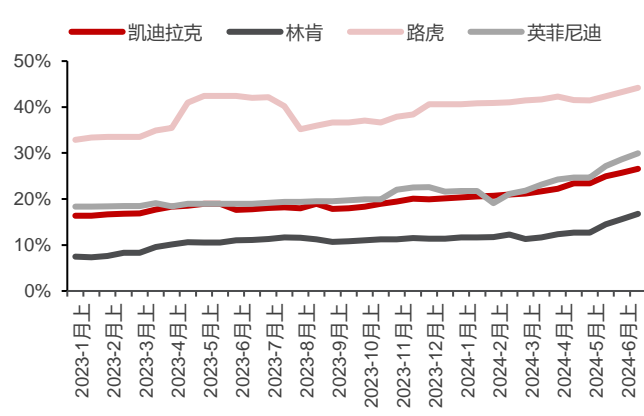
合资豪华品牌折扣率大幅向上，溢价丧失。2023 年，燃油车加速以价换量，2024 年合资入门车型逐步丧失价格战能力。截至 2024 年 6 月上旬，合资折扣率为 19.46%，环比+0.08pct；自主折扣率为 8.96%，环比-0.25pct；截至 2024 年 6 月下旬，合资折扣率为 20.15%，环比+0.68pct；自主折扣率为 9.08%，环比+0.12pct。豪华品牌中奔驰、宝马、奥迪折扣率已在 30%左右，部分奔驰、宝马 B 级车价格已下探至 20 万元附近，C 级车价格在 30-40 万元之间，豪华品牌溢价正在加速丢失。

图9：一线豪华品牌折扣力度 (%)



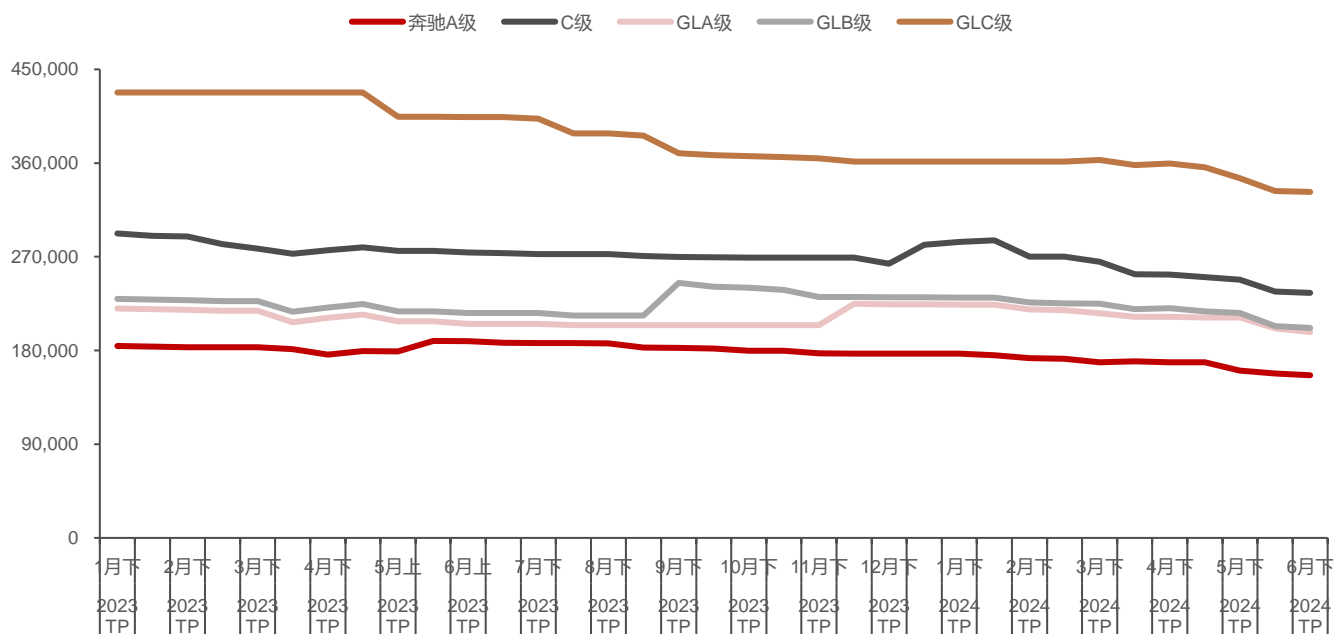
资料来源: thinkercar, 民生证券研究院

图10：二线豪华品牌折扣力度 (%)



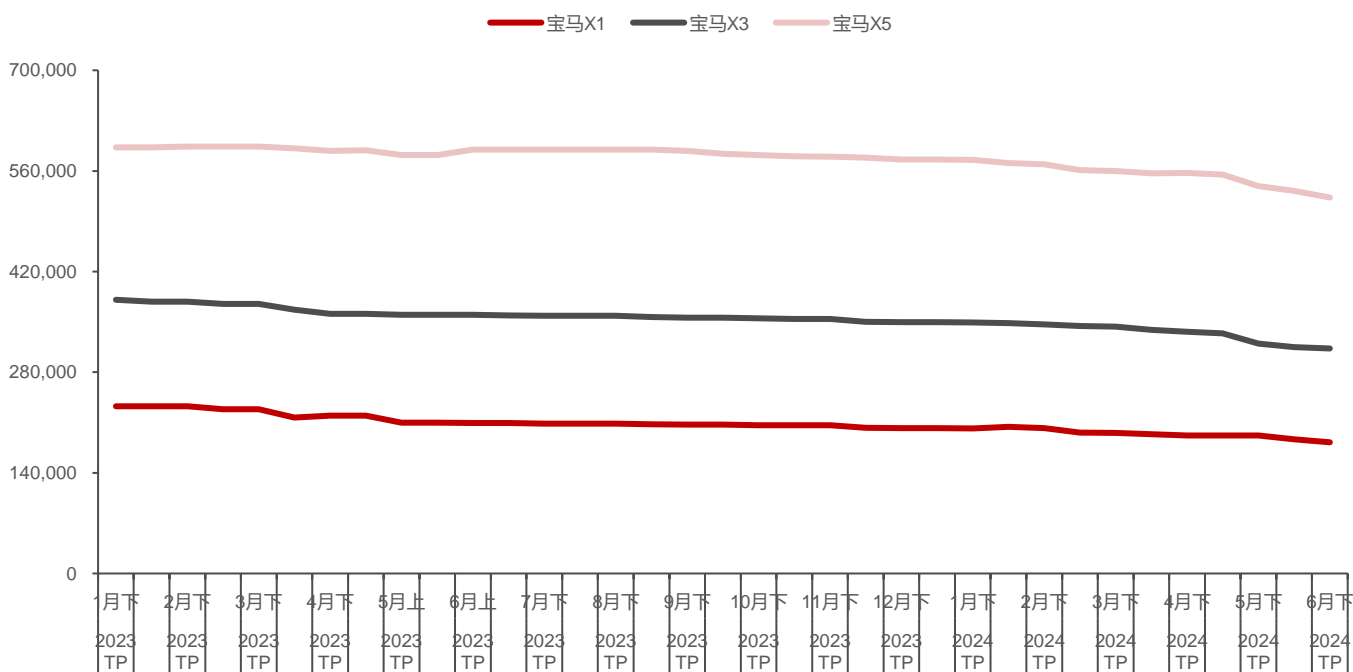
资料来源: thinkercar, 民生证券研究院

图11：奔驰重点车型终端价格对比（元）



资料来源：thinkercar，民生证券研究院

图12：宝马重点车型终端价格对比（元）



资料来源：thinkercar，民生证券研究院

2023年起合资品牌利润呈现下滑趋势，自主新能源迎来高端市场的增量机会。

2023 年，伴随国内以价换量，北京奔驰、华晨宝马单车净利分别 35,719、43,914 元，上汽通用、广汽本田、丰田单车利润同比降幅在 25~30%之间，大众单车净利降幅约 45%，均呈现下滑趋势，整体看，伴随 2024 年宝马宣布停止价格战降低批售销量，豪华品牌溢价削弱，利润空间被压缩，自主新能源有望迎来高端市场的增量机会。

**表13：合资品牌单车净利（元）**

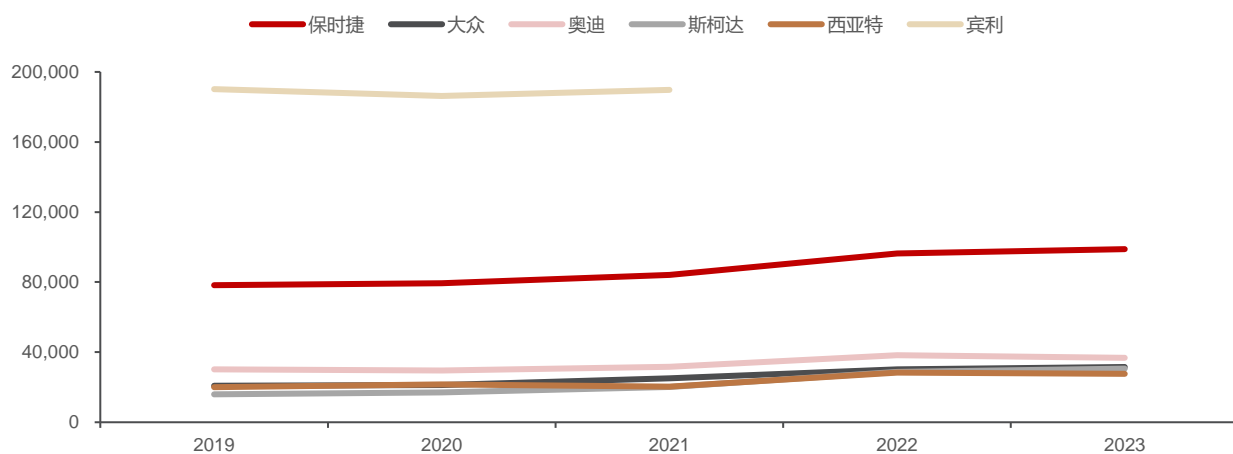
单车净利（元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
华晨宝马	27,106	30,181	27,986	33,294	44,569	71,580	43,914
北京奔驰	42,323	41,397	35,181	35,052	38,798	40,606	35,719
广汽本田	4,979	7,295	8,225	8,861	9,510	11,349	10,499
广汽丰田	9,973	8,421	7,930	12,556	13,770	14,968	
上汽通用	9,990	10,208	9,196	5,212	8,191	7,551	5,443
上汽大众	15,437	16,078	12,361	12,606	10,765	9,103	4,887
上汽通用五菱	2,480	2,021	1,023	89	684	913	663
长安福特	14,700	-2,121	-20,929	62	7,496	-9,755	-6,108

资料来源：各公司公告，中汽协，民生证券研究院

### 3.3 典型代表：车企内部豪华品牌贡献显著利润

**大众内部豪华品牌销量占比约 24%，经营性利润占比约 76%。**大众作为国际成熟的车企巨头，已经形成主流、豪华、超豪华品牌矩阵布局，从近五年的不同类型品牌数据对比来看，不同类型品牌存在显著的盈利分层。2019-2023 年，大众集团主流品牌销量 810/676/625/568/625 万辆，豪华品牌 186/171/170/164/192 万辆，超豪华品牌 28/27/30/31/32 万辆。五年平均来看，奥迪、宾利、兰博基尼、保时捷等豪华及超豪华品牌合计销量仅占大众集团总销量的 24%，但销售收入占比达到 46%左右，经营利润占比约 76%，分别对应着 26/158/196/82 万元的平均单车收入和 2/19/42/14 万元左右的平均单车经营利润，总经营利润规模约为大众、斯柯达、西亚特等主流品牌的 3.2 倍，显示出极强的利润贡献能力。

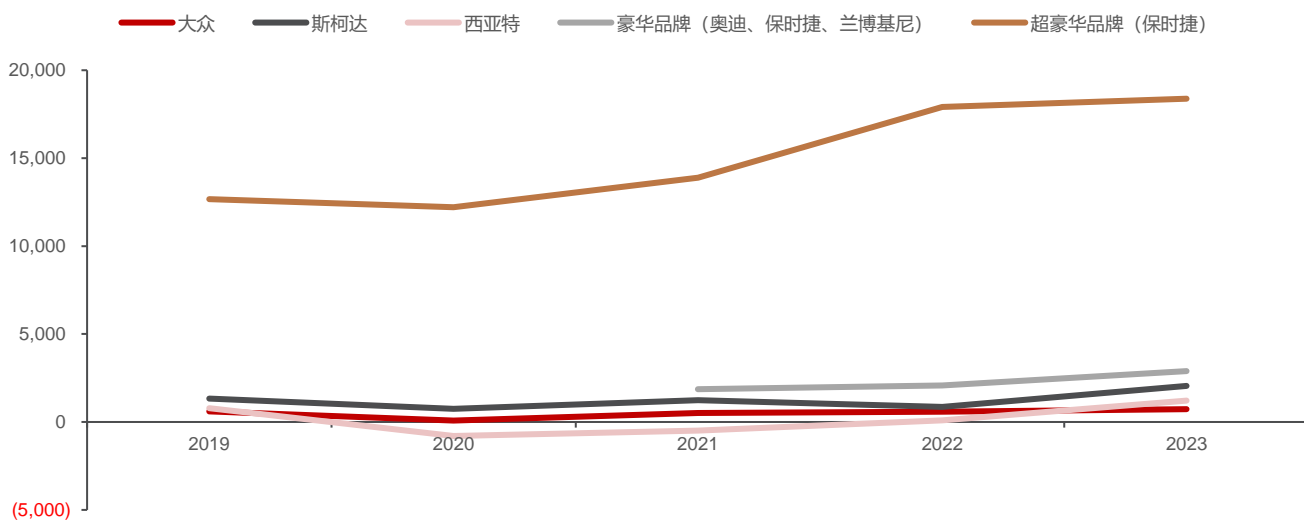
图13：大众集团不同类型品牌单车收入对比（欧元）



资料来源：大众财报，奥迪财报，民生证券研究院

备注：宾利 2022、2023 年未单独披露数据

图14：大众集团不同类型品牌单车净经营利润对比（欧元）



资料来源：大众财报，奥迪财报，民生证券研究院

**全球范围内，超豪华、豪华品牌有明显超额利润。**超豪华：顶奢品牌（如法拉利）2023 全球单车收入平均在 200 万元甚至以上，毛利率在 50%左右，净利润 70+万元，显著高于一般豪华品牌；超豪华（如保时捷）2023 年全球销量 32 万辆，单车收入 78 万元，毛利率在 25%~30%之间，单车净利 10 万元左右；**豪华**：奔驰、宝马全球销量分别在 200-250 万辆区间，毛利率在 15%~23%波动，单车净利在 4~5 万元左右；主流车企：丰田、大众、克莱斯勒 500-1,000 万辆，毛利率 15~20%，单车 2~3 万元。

**国内看，合资豪华品牌折扣率大幅向上，溢价丧失。**截至 2024 年 6 月下旬，合资折扣率为 20.15%，环比+0.68pct；豪华品牌奔驰、宝马、奥迪折扣率已在 30%

左右，品牌溢价正在加速丢失。伴随豪华品牌溢价削弱，销量下滑，宝马宣布停止价格战、降低批售销量，利润空间被压缩，自主新能源有望迎来高端市场的增量机会。

## 4 比亚迪：2024 高端化产品大年 销量、盈利向上

腾势、仰望、方程豹全面覆盖 30+万元以上豪华、超豪华市场，差异化布局拓款用户群体。比亚迪内部豪华品牌分为腾势、仰望、方程豹，腾势定位智慧安全新豪华汽车，对标奔驰，产品线覆盖商务、家用、跑车等，价格带主要覆盖 30-50 万元；方程豹品牌定位个性化品牌，产品线覆盖硬派新能源、跑车等，满足小众人群的个性化用车需求，价格带主要覆盖 30-50 万元；仰望定位为超高端智能电动车品牌，对标奔驰的 AMG、迈巴赫等顶级豪华品牌，通过极致的性能、创新的技术和豪华的体验，冲击百万元以上市场。

图15：比亚迪品牌定位与划分



资料来源：比亚迪官网，民生证券研究院

### 4.1 高端市场打法：技术赋能高端 差异化应用于不同品牌

**电动化领航者，技术赋能高端品牌。**燃油车时代，豪华品牌通过发动机、底盘技术构筑技术领先性、产品力，且历史悠久的汽车品牌积累了良好的口碑和忠诚度，消费者对这些品牌有较高的信任度和认同感，构筑品牌溢价。新能源时代，公司通过不断研发在电动化技术方面取得突破，在电动化方面具有 Dm-i 5.0、e3.0 平台、刀片电池等技术，应用于全品牌车型；并针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、Dm-o（面向越野的混动平台）等底盘、智能化控制技术，通过技术赋能高端品牌，构筑品牌溢价。

云辇智能车身控制系统技术优化悬挂性能，从舒适、操控、安全、越野等多个维度大幅提升消费者的驾乘体验。云辇是比亚迪基于电子液压控制的智能车身控制系统，通过多维感知模块实时采集整车运动状态信息，并通过智能决策模块进行数据分析和处理，最后通过智能控制模块对悬架系统进行动态调节和优化。云辇技术从舒适、操控、安全、越野等多个维度大幅提升消费者的驾乘体验，能够有效抑制车身姿态变化，降低车辆侧翻风险，减小驾乘人员坐姿位移，并在复杂路况下保护车身，避免磕碰损伤，实现对人和车的双重保护。具体搭载车型方面，云辇-P 具备越野性能，搭载于仰望 U8、方程豹 5，云辇-X、云辇-Z 更为高端，搭载于超豪华品牌仰望 U9、U7，构筑超豪华品牌的溢价。

图16: 云辇系统分类及具体技术特点

云辇系统分类	技术特点	搭载车型
云辇-C	智能阻尼车身控制系统，实现车辆舒适性和运动性的完美兼容	已搭载在比亚迪汉、唐及腾势 D9 三款车型的部分配置版本上
云辇-A	智能空气车身控制系统，让整车具备极致的舒适性、支撑性与通过性，树立奢适新标杆	首搭腾势 N7
云辇-P	智能液压车身控制系统，能够实现超高举升、四轮联动、露营调平等超强越野功能，塑造全球豪华越野新典范	仰望 U8、方程豹
云辇-X	全主动车身控制技术，可实现“0”侧倾、“0”俯仰、三轮行驶、车辆跳舞与原地起跳等高阶功能，代表了全球车身控制系统的领先水平	仰望 U9
云辇-Z	革命性技术，以 4 个高度集成化的悬浮电机替代传统的液压减振器，调节响应速度快至 10 毫秒，是传统主动悬架的数 10 倍，在一秒钟的时间内，该系统可以调节 100 次，为用户带来超越磁悬浮的乘坐舒适性	首搭仰望 U7

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

图17: 云辇-P 智能液压车身控制系统



资料来源：比亚迪，民生证券研究院

图18: 云辇-P 智能液压车身控制系统



资料来源：比亚迪，民生证券研究院

图19: 云辇-Z 系统



资料来源: 仰望汽车, 民生证券研究院

图20: 仰望 U7 首搭云辇-Z



资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

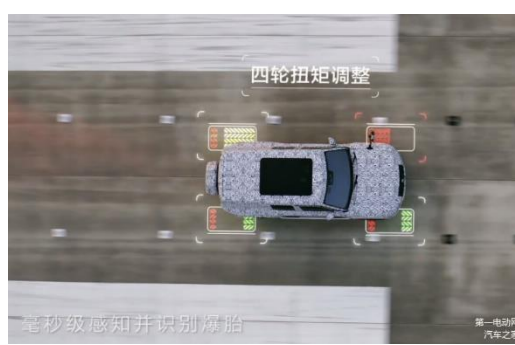
开创国内首个量产的四电机驱动技术“易四方”，颠覆燃油车的动力系统能力体系，独立控制车辆四轮轮端动态，提升越野能力和安全性。“易四方”技术是国内首个量产的四电机驱动技术，采用中央计算平台+域控制器高度协同的控制架构，能够凭借四电机独立矢量控制技术对车辆四轮动态实现精准和多样化控制，以毫秒级的速度独立调整车辆四轮轮端动态，从而更好地控制车身姿态，在极端条件下，能够实现原地掉头、高速爆胎控制、应急浮水功能、冰雪路面行驶、越野能力等多项功能，保障乘员的安全。

图21: 易四方四电机平台独立驱动架构



资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

图22: 易四方毫秒级感知并识别爆胎



资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

表15: 易四方具体技术特点

云辇系统分类	技术特点
四电机独立驱动	通过四个轮边电机实现纯粹的四轮独立驱动，可以根据驾驶场景的需求，对四个车轮的动力进行独立精准的控制。这种设计提供了更高的灵活性和稳定性，特别是在复杂路况下。



高精度感知	融合了整车多种传感器，包括传统的实时数据如惯导、电机旋变、轮速、转向、胎压等，以及摄像头、激光雷达、毫米波雷达、高精定位等智驾传感数据。这些数据让车辆能够快速、精准地接收到各类信号，为四电机的识别、决策和控制提供数据支撑。
智能控制	搭载了全新的车辆电子控制系统和智能控制算法技术，标配全新一代 SIC，最高效率 99.5%。以高运算能力和控制速度，实现电流输出能力提升 50%，精准的控制四个驱动轮所需要的电流输出，并根据实时数据进行智能调整。此外，还支持远程控制功能，用户可以通过手机等终端设备实现对车辆的远程控制。
高效执行	搭载的四个轮边电机能够精确执行控制指令，实现车辆的各种动态动作，如原地掉头、高速爆胎控制等。
云辇-Z	革命性技术，以 4 个高度集成化的悬浮电机替代传统的液压减振器，调节响应速度快至 10 毫秒，是传统主动悬架的数 10 倍，在一秒钟的时间内，该系统可以调节 100 次，为用户带来超越磁悬浮的乘坐舒适性。

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

针对越野场景，推出 DM-o 超级混动越野平台，差异化竞争。比亚迪混动技术经历 4 次迭代，2021 年推出省油做到极致的 DM-i 混动平台；2022 年比亚迪又发布了动力性更强的 DM-p 技术，首度搭载在唐 DM-p 上。而豹 5 搭载的 DM-o 平台是集成了 DM-i 的燃油经济性和 DM-p 的动能优势，针对越野场景做了适配。DM-o 平台具备顶级安全、强悍实力和极致能耗的性能，整合了比亚迪集团二十余年的前沿技术积累。DM-o 采用智能电四驱架构，超 500kW 的超大功率、极强的轮端扭矩、毫秒级响应，首创智能三把锁，由两把轮间差速锁和一把轴间能量中锁组成，超快响应、智能锁止与退出，满足 100%脱困场景极限扭矩需求，轻松应对单轮甚至多轮打滑的极限越野场景。

图23：DM-o 平台优势展示



资料来源：比亚迪，民生证券研究院

图24：DM-o 平台前纵置布局的 1.5/2.0T 发动机



资料来源：比亚迪，民生证券研究院

图25: DM-o 平台优势展示



资料来源: 比亚迪, 民生证券研究院

表16: DM-o 平台应用的核心技术

核心技术	技术特点
CTC 电池底盘一体化技术	DM-o 平台基于首创的 CTC 电池底盘一体化技术, 打造全新混动非承载式架构。电池包既是能量体又是结构体, 相较于传统燃油越野车架, 扭曲刚度提升 38%, 有效降低了车架形变
越野专用混动架构	DM-o 平台以电为主的设计理念, 打造了越野专用混动架构。这种架构充分发挥了高性能底盘、智能电四驱及越野专用动力总成等方面的领先优势, 带来极致安全、超强动力、强悍越野与极致能耗
智能电四驱系统	DM-o 平台搭载的全球首款纵置 EHS 电混系统, 实现了行业首个纵置前双电机的搭载量产。该系统具有超强越野电四驱能力, 峰值功率可达 285kW, 最大扭矩 400N·m。同时, DM-o 还首搭专用低速越野档, 实现行业最大 21 速比, 可提供超 8,000N·m 的轮端扭矩, 满足各种极限越野脱困需求
刀片电池与热泵技术	DM-o 采用具备本征安全、不惧针刺测试的刀片电池, 耐高温、稳定性强、循环性好。同时, 全球领先的热泵直冷直热技术, 具有智能均温能力, 电芯温差更小, 提高整车综合热管理性能, 满足极限环境使用
多重安全防护系统	DM-o 平台设计了多重专属的系统性防护, 包括左右车架梁、高强钢双层护板、创新双层缓冲层等“环抱式”双重防护系统, 拥有底部抗冲击、双侧面高刚度车架等全层级防护。电池包底部抗冲击动能超行业标准 10 倍, 前部三重防护横梁, 贯穿式底部防护, 打造全域防护安全堡垒
智能液压车身控制系统	DM-o 平台兼容云辇-P 智能液压车身控制系统, 可实现自适应高度调节、阻尼调节、刚度调节、四轮联动等功能。系统可实现超 200mm 高度调节范围, 四轮联动带来超高循迹指数助力极限脱困、露营调平、便捷取物等功能。同时, 云辇-P 与底盘隔振系统相结合, 双重过滤路面振动, 全方位提升驾乘质感

资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

## 4.2 品牌布局: 腾势、仰望、方程豹差异化布局 三箭齐发

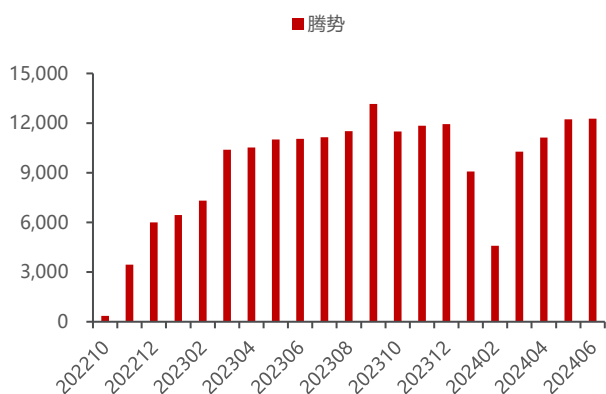
### 4.2.1 腾势: 智慧安全新豪华汽车

**腾势: 智慧安全新豪华汽车, 注重品质和用户体验。**腾势品牌成立于 2010 年, 是比亚迪与德国-奔驰共同设立的合资企业。初期品牌结合了比亚迪成熟的电能科技和戴姆勒丰富的整车制造经验, 以成熟先进的动力电池科技和研发能力为基石, 融合奔驰设计美学和豪华基因, 塑造出更具质感与格调的中高端电动车产品。2021 年 12 月 24 日, 戴姆勒与比亚迪签署股权转让协议, 转让后戴姆勒和比亚迪将分别持有腾势 10%和 90%的股份, 后续腾势品牌的新车设计、营销管理等由比亚迪

主导。

**产品矩阵：**品牌旗下车型将以腾势英文名 D、E、N、Z、A 五个字母打造 5 大系列多款车型，其中 MPV 品类将延续 D9 为首的 D 系列命名，而 SUV 系列将以 N 加数字命名，未来腾势将推出覆盖从 4 座到 7 座，从 MPV 到 SUV、轿跑，并提供纯电+DM 混动的多种组合产品。目前品牌在售热门车型有 D9 及 N7。

图26：腾势品牌销量（辆）



资料来源：腾势汽车，民生证券研究院

图27：腾势 D9



资料来源：腾势汽车，民生证券研究院

**腾势 D9 成功突破豪华 MPV 市场。**腾势 D9 作为比亚迪接管后的首款高端新能源车型，提供了插电式混动（DM-i 超级混动版）和纯电动（EV 版）两种动力选择。售价 33.98 万元-60.06 万元（四座创领版）。**动力方面**，DM-i 车型搭载了骁云-插混专用 1.5T 涡轮增压发动机，纯电续航里程多样，最大综合续航可达 1040km。**舒适性配置方面**，腾势 D9 全系标配了电吸门、方向盘加热等功能，而高配版本更是提供了更为丰富的配置。**智能化方面**，车机系统也进行了升级，包括游戏中心 App 和自定义唤醒词等功能，进一步提升了智能互联体验。

图28：腾势 D9 2024 款 980 外观图



资料来源：懂车帝，民生证券研究院

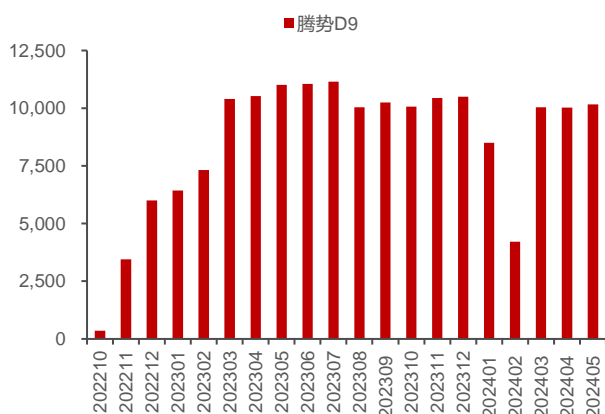
图29：腾势 D9 荣膺汽车工业品质创新巅峰奖



资料来源：腾势汽车，民生证券研究院

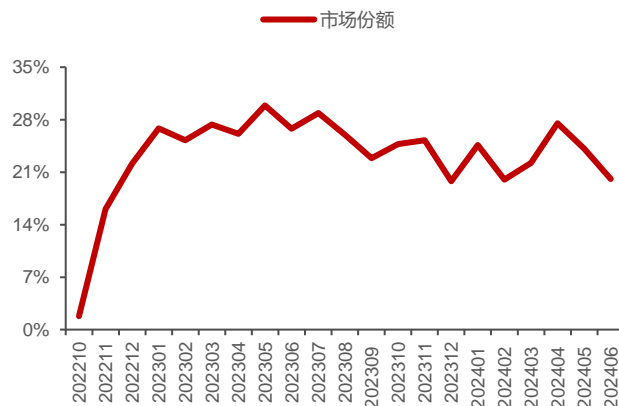
腾势 D9 宜商宜家，与腾势智慧安全新豪华的定位非常匹配，成功突破 D 级 MPV 市场。自发布以来，腾势 D9 凭借其卓越的性能和配置，迅速获得了市场的广泛关注和消费者的热烈追捧，月销基本稳定在 1 万辆左右，在 D 级 MPV 市场的份额达到 25%左右，取得较大突破。

图30：腾势 D9 销量 (辆)



资料来源：懂车帝，民生证券研究院

图31：腾势 D9 在 D 级 MPV 市场份额



资料来源：腾势汽车，民生证券研究院

表17：腾势 D9 与竞品车型对比

车型参数	腾势 D9 DM-i 970 豪华型	腾势 D9 DM-i 1050 尊享型	腾势 D9 DM-i 980 四驱尊荣型	腾势 D9 DM-i PIONEER 四 座创领版	岚图梦想家 超长续航尊贵 版	岚图梦想家 私人定制版	通用别克 GL8 陆尊 1.5T 尊享版	丰田塞那 双擎 2.5L 至尊 版
上市时间	2024.03	2024.03	2024.03	2024.03	2023.10	2024.06	2024.04	2024.04
售价(万元)	33.98	35.98	40.98	60.06	36.99	63.99	38.99	38.68
能源类型	插电式混合动力	插电式混合动力	插电式混合动力	插电式混合动力	插电式混合动力	插电式混合动力	插电式混合动力	油电混合
<b>尺寸</b>								
长(mm)	5,250	5,250	5,250	5,250	5,315	5,315	5,219	5,165
宽(mm)	1,960	1,960	1,960	1,960	1,985	1,985	1,878	1,995
高(mm)	1,920	1,920	1,920	1,900	1,820	1,800	1,807	1,785
轴距(mm)	3,110	3,110	3,110	3,110	3,200	3,200	3,088	3,060
<b>动力性能</b>								
电池容量 (kWh)	20	40	40	40	43	43	24.4	
驱动形式	前置前驱	前置前驱	四驱	四驱	双电机四驱	双电机四驱	前置前驱	前置前驱
纯电续航里程 (km)	<b>103</b>	155	145	140	184	181	108	
百公里加速(s)	9.5	9.5	7.9	7.9	5.9	5.9	7.8	

最大功率 (Kw)	221	221	299	299	420	420	292	181
最大扭矩 (N*m)	571	571	681	681	840	840	580	270
快充时间		快充 0.42 小时 (30%-80%)	快充 0.42 小时 (30%-80%)	快充 0.42 小时 (30%-80%)	快充 0.5 小时 (20%-80%)	快充 0.5 小时 (20%-80%)		
<b>智能驾驶系统</b>								
辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2
辅助驾驶芯片								
芯片总算力								
<b>智能座舱系统</b>								
电动吸合门	标配	标配	标配	标配				
钥匙类型	蓝牙钥匙 NFC/RFID 钥匙 UWB 数字钥匙	蓝牙钥匙 NFC/RFID 钥匙 UWB 数字钥匙	蓝牙钥匙/手机蓝牙/ NFC/RFID 钥匙 UWB 数字钥匙	蓝牙钥匙/手机蓝牙/ NFC/RFID 钥匙 UWB 数字钥匙	蓝牙钥匙/手机蓝牙	蓝牙钥匙/手机蓝牙	蓝牙钥匙 NFC/RFID 钥匙 手机蓝牙	蓝牙钥匙/ 手机蓝牙
无钥匙进入	全车	全车	全车	全车	前排	前排	全车	全车
遮阳帘	后窗侧遮阳帘	后窗侧遮阳帘	后窗侧遮阳帘	后窗侧遮阳帘			后窗侧遮阳帘	后窗侧遮阳帘
<b>智能座舱系统</b>								
车机芯片	6nm 制程芯片	6nm 制程芯片	6nm 制程芯片	6nm 制程芯片	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155P
中控台大屏尺寸	15.6	15.6	15.6	15.6	12.3	12.3	30	12.3
液晶仪表盘尺寸	10.25	10.25	10.25	10.25	12.3	12.3		12.3
其他屏幕					后排液晶屏 (选配)	后排液晶屏	后排液晶屏 (选配)	
OTA 远程在线升级	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
方向盘加热		标配	标配	标配				
方向盘记忆								
座椅材质	真皮	真皮	真皮	Nappa 真皮	仿皮	仿皮/真皮 (选配)	Nappa 真皮	真皮+仿皮
座椅	主副驾、第二排支持电动调节, 第二排标配加热、通风、记忆、按摩, 前排标配加热	主副驾、第二排支持电动调节, 第二排标配加热、通风、记忆、按摩, 前排标配加热、记忆、通风	主副驾、第二排支持电动调节, 第二排标配加热、通风、记忆、按摩, 前排标配加热、记忆、通风	主副驾、第二排支持电动调节, 前排及第二排标配加热、通风、记忆、按摩	主副驾、第二排支持电动调节, 前排及第二排标配加热、通风、记忆、按摩	主副驾、第二排支持电动调节, 前排及第二排标配加热、通风、记忆、按摩	主副驾、第二排、第三排支持电动调节, 前排及第二排标配加热、通风、风热	主副驾、第二排支持电动调节, 第二排标配加热、通风、按摩, 前排

							标配加 热、通风
扬声器	丹拿 (标配)	丹拿 (标配)	丹拿 (标配)		丹拿 (标配)	丹拿 (标配)	BOSE (标 配)
车内香氛	标配	标配	标配	标配		标配	标配

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

**腾势 N7 主打运动、智能，需求稳步修复。**腾势 N7 为全球首款将智能驾驶、智能底盘、智能座舱和电动平台融合的智能豪华超舒适 SUV，前期由于外观、云辇版交付较慢等原因销量表现不佳，2024 改款后价格下探至 23.98-32.98 万元，价格下探后性价比提升明显，2024 年 5-6 月销量修复至 2,000 辆以上。

**尺寸：**2024 款腾势 N7 的长度为 4,860mm，宽度为 1,935mm，高度为 1,602mm，轴距达到了 2,940mm。这样的尺寸数据为乘客提供了宽敞舒适的乘坐空间，同时也确保了车辆行驶时的稳定性。

**动力性能：**2024 款腾势 N7 提供了不同续航里程的版本，其中最长的纯电续航里程为 702km (长续航版)。车辆搭载了高性能的电池和电机系统，最大功率可达 230kW (部分版本为 390kW)，最大扭矩为 360N·m (部分版本为 670N·m)。此外，车辆还支持快速充电，15 分钟充电即可增加约 350km 的续航里程，极大地缩短了充电时间。

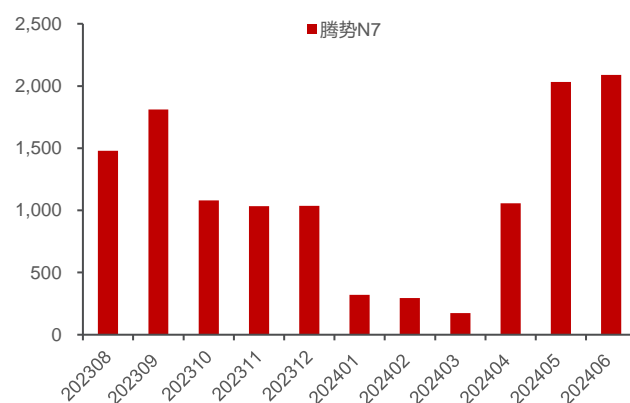
**智能驾驶：**车辆搭载了先进的智能驾驶系统，辅助驾驶等级达到了 L2，部分版本还可选配 L3 的辅助驾驶。车辆配备了高性能的辅助驾驶芯片和丰富的传感器，能够实现多种智能驾驶功能，如自动跟车、自动泊车、自动变道等。此外，车辆还配备了智能座舱系统，中控台大屏尺寸达到了 17.3 英寸，为乘客提供了更加便捷、智能的交互体验。同时，车辆还支持 OTA 远程在线升级，能够不断优化智能驾驶系统和智能座舱系统的性能。

图32: 腾势 N7 2024 款 702 外观图



资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

图33: 腾势 N7 销量 (辆)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

**腾势 Z9 GT 定位大型豪华 GT 轿跑, 操控、智能全面覆盖, 新车腾势 Z9 GT 将推出插混及纯电两种版本车型, 有望搭载三电机配置、后轮转向技术、第五代 DM 等先进技术。外观方面, 比亚迪腾势 Z9 GT 的长宽高分别为 5,180/1,990/1,500mm, 轴距为 3,125mm, 前大灯组造型造型狭长凌厉, 内“双眼皮”式的设计颇具创意。动力方面, 比亚迪腾势 Z9 搭载三电机四驱系统, 系统综合功率 710 千瓦。智能驾驶方面, 比亚迪腾势 Z9 可选装三颗激光雷达, Orin-X 芯片、云辇-A 悬挂系统。智能座舱方面, 比亚迪腾势 Z9 座舱采用大横屏设计, 搭配 HUD、仪表屏、副驾娱乐屏、后排屏幕带来全方位的智能舒适体验。舒适性配置方面, 新车标配全景天幕、电动尾翼, 不同颜色制动钳、轮辋、前/后保碳纤维装饰件等, 预计售价 50 万级, 有望冲击传统豪华品牌市场。**

### 与特斯拉 Model S、保时捷 Panamera 等竞争力对比。

#### 设计与外观

腾势 Z9GT: 采用了家族式设计语言, 前脸线条简洁, 封闭式进气格栅凸显其纯电动身份。车身侧面线条流畅, 勾勒出优雅的车身姿态, 搭配双色轮圈, 运动气息十足。尾部贯穿式尾灯设计符合当下潮流, 点亮后视觉效果出色。此外, 腾势 Z9GT 还融入了中国传统文化元素, 如“龙”的意象, 使整体设计富有东方神韵。

竞品车型: 特斯拉 Model S 以简约科技感著称, 保时捷 Panamera 则以其独特的跑车风格吸引消费者。这些车型在外观设计上各有千秋, 但腾势 Z9GT 在融合现代设计与中国文化元素方面独具特色。

#### 内饰与配置

腾势 Z9GT: 内饰采用简约风格, 中控台布局合理, 层次分明。全液晶仪表盘与超大尺寸悬浮式中控屏融为一体, 营造出强烈的科技氛围。新车还配备了智能驾驶辅助系统、车载娱乐系统、无线充电等丰富配置, 为消费者带来便捷的用车体验。

此外，腾势 Z9GT 还采用了大面积的木质装饰和精致的刺绣工艺，彰显出中国文人雅士的审美情怀。

竞品车型：特斯拉 Model S 和保时捷 Panamera 在内饰设计和配置上同样表现出色，但腾势 Z9GT 在细节处理和豪华感营造上有所创新，尤其是对中国文化元素的融入。

### 动力性能

腾势 Z9GT 插混版：搭载由 2.0T 发动机和前一后二共三台驱动电机组成的动力系统，其中 2.0T 发动机最大功率 152 千瓦，前电机最大功率 200 千瓦，后桥两台驱动电机最大功率均为 220 千瓦。插混版车型配备容量为 38.5 千瓦时的磷酸铁锂电池组，WLTC 工况纯电续航里程为 161 公里，馈电状态下百公里综合油耗为 6.6 升。此外，有消息称其百公里加速仅需 3 秒，最高时速可达 240km/h。

竞品车型：特斯拉 Model S 和保时捷 Panamera 在动力性能上同样强大，但腾势 Z9GT 在插混技术上的表现值得关注，尤其是其较长的纯电续航里程和较低的油耗。

图34：腾势 Z9 GT 外观



资料来源：腾讯网，民生证券研究院

图35：腾势 Z9 GT 外观



资料来源：腾讯网，民生证券研究院

图36：腾势 Z9 GT 内饰



资料来源：腾讯网，民生证券研究院

图37：腾势 Z9 GT 前后双冰箱、零重力座椅



资料来源：腾讯网，民生证券研究院



**比亚迪腾势 Z9 预计定价 40-60 万元。**2023 年 40-50+ 万元轿车销量约为 44.5 万辆，其中热销车型奥迪 A6L、雷克萨斯 ES 销量突破 10 万辆，沃尔沃 S90 销量约 3.6 万辆，宝马 4 系、宝马 5 系 L、奥迪 A7L、宝马 3 系 L (部分车款) 销量在 1-2 万辆左右。整体看，腾势 Z9 在整车豪华度、配置表现不弱于合资，技术方面云辇+三电机配置、后轮转向技术加持，驾控性能优越。

**表18：2023 年 40-50 万元轿车销量及份额（辆，%）**

国产/进口	车型	销量（辆）	份额（%）
国产	奥迪 A6L	171,375	38.5%
进口	雷克萨斯 ES	109,741	24.7%
国产	沃尔沃 S90	36,002	8.1%
进口	宝马 4 系	20,279	4.6%
国产	宝马 5 系 L	19,664	4.4%
国产	奥迪 A7L	14,429	3.2%
国产	宝马 3 系 L	13,660	3.1%
国产	凯迪拉克 CT6	9,693	2.2%
进口	宝马 5 系	9,470	2.1%
国产	EQE EV	8,280	1.9%
国产	E 级 L	7,061	1.6%
国产	蔚来 ET7 EV	6,016	1.4%
国产	C 级 L PHEV	5,112	1.1%
进口	奥迪 A6	4,113	0.9%
国产	捷豹 XFL	3,148	0.7%
进口	宝马 i4	2,179	0.5%
进口	沃尔沃 V90	1,900	0.4%
进口	奔驰 A 级 AMG	1,066	0.2%
其他		1,408	0.3%
<b>总计</b>		<b>444,596</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：交强险, marklines, 民生证券研究院

## 4.2.2 仰望：百万级高端品牌，主打前沿技术

**仰望：百万级高端品牌，主打前沿技术。**仰望品牌是比亚迪旗下的高端新能源汽车品牌。品牌名称“仰望”代表着勇敢无畏的探索精神，寓意着不断追求卓越和领先。仰望品牌以颠覆性技术与前瞻性设计打造品牌与产品，致力于为用户带来前所未有的极致性能新体验。仰望市场定位明确针对高端用户及市场，主打百万级别以上的智能电动车领域。

**首款量产车型仰望 U8 于 2023 年 9 月正式上市，定位大型 SUV，售价 109.8 万元人民币。**

**尺寸：**仰望 U8 定位豪华硬派越野 SUV，长、宽、高分别为 5,319mm、

2,050mm、1,930mm，轴距达到 3,050mm，车身尺寸对标奔驰 G 级；

**动力、越野性能：**仰望 U8 采用比亚迪的“易四方”动力系统，配备四个独立电机，提供总共 1,197 马力的强大动力，百公里加速 3.6s；在底盘系统方面，仰望 U8 配备了差速锁和可调空气悬架，搭载云辇-P 系统，每个车轮都拥有一套独立的悬架升降功能，每个车轮的升降行程可达 150mm，能够实现“原地掉头”、应急浮水、“露营调平”等功能，涉水深度高达 1,000mm，能够确保车辆在各种环境下的平稳行驶，展现出色的越野能力。

**外观设计与内饰：**仰望 U8 车型以其硬朗的外观和宽敞的内部空间为特点，采用悬浮式车顶设计，强调了其豪华越野定位，内饰选用高级真皮材料覆盖全车座椅，并配备大尺寸中控屏。为增强实用性和舒适性，仰望 U8 设计了座椅“一键放倒”功能，有效扩大了储物和容纳空间。同时，前后排座椅均提供加热、通风和按摩功能，结合智能香氛系统和麂皮材质车顶，进一步提升了乘坐舒适度。

**智能驾驶水平：**仰望 U8 搭载了两颗英伟达 Orin 芯片和一系列先进的智能辅助驾驶硬件进一步提升了驾驶体验和安全性。智能辅助驾驶系统包括 3 颗激光雷达、5 颗毫米波雷达、14 颗超声波雷达，以及豪华融合视觉系统，提供了 L2 高阶辅助驾驶功能。

图38：仰望 U8 外观图



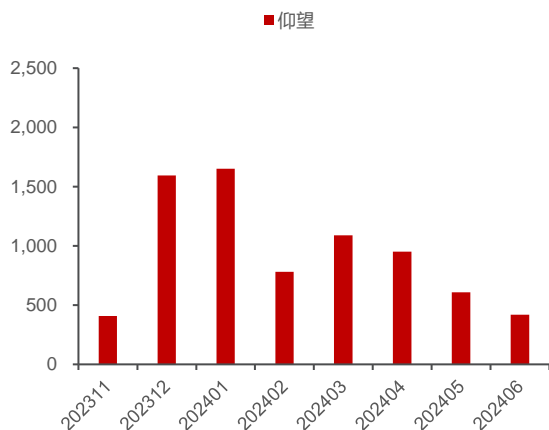
资料来源：懂车帝，民生证券研究院

图39：仰望 U8 内饰图



资料来源：仰望汽车，民生证券研究院

图40: 仰望 U8 销量 (辆)



资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

图41: 仰望 U8 原地掉头



资料来源: 仰望汽车, 民生证券研究院

**仰望 U8 对标百万级越野车型。**仰望 U8 于 2023 年 12 月开启交付, 截至 2024 年 6 月共计交付 7,501 辆, 月均交付 938 辆车。作为百万级产品, 仰望 U8 对标奔驰 G 级、路虎卫士、兰德酷路泽等车型, 2023 年销量分别 9,728、20,295、6,479 辆。

表19: 仰望 U8 主要竞品年销量 (辆)

品牌	车型	价格 (万元)	2021	2022	2023
路虎	卫士	68.80-171.60	9,276	12,614	20,295
丰田	兰德酷路泽	56.80-119.40	186	292	6,479
奔驰	G 级	142.48-254.00	6,656	8,041	9,728
Jeep	牧马人	45.99-64.99	8,860	7,226	4,998

资料来源: 汽车之家, Marklines, 民生证券研究院

**仰望 U9 定位豪华超跑, 兼顾娱乐与智能化属性。**2024 年 2 月 25 日, 比亚迪百万级豪华品牌仰望的第二款产品 —— “百万级纯电性能超跑”仰望 U9 上市, 仰望 U9 是比亚迪通过易四方技术打造的超级跑车, 实现 2 秒级加速, 融合中西设计元素, 采用大量碳纤维材料, 智能功能丰富, 支持智能驾驶系统, 拥有强大动力和操控性能, 兼顾娱乐与智能性, 售价 168 万元。

**尺寸:** 仰望 U9 的长宽高分别为 4,966x2,029x1,295/1,338mm, 这一尺寸在超跑领域中表现优秀, 保证了车内空间的宽敞与舒适。轴距达到 2,900mm, 为乘客提供了充足的腿部空间, 进一步提升了乘坐的舒适性。

**动力性能:** 仰望 U9 搭载易四方动力系统, 每个车轮都配备了独立的电机, 综合功率高达 1,300 马力, 扭矩表现出色, 提供了强劲的动力支持。得益于四电机

的独立驱动技术，仰望 U9 的 0-100km/h 加速时间仅需 2.36 秒，充分展现了其卓越的性能实力。仰望 U9 配备了碳陶刹车盘和倍耐力 P ZERO 系列轮胎，进一步提升了制动性能和操控稳定性。

**外观设计：**仰望 U9 的外观设计极具视觉冲击力，采用了“时空之门”设计语言，车身配备了碳纤维车顶、尾部扩散器等空气动力学套件，以及可选配的电动尾翼，不仅提升了车辆的空气动力学性能，还增强了整车的运动感。

**智能驾驶水平：**仰望 U9 的智能驾驶水平达到了较高的标准，具备多项智能驾驶辅助功能，如自动跟车、自动泊车等，为驾驶者提供了更加便捷、安全的驾驶体验。车辆配备了高性能的传感器和智能计算单元，能够实现实时感知和决策，确保在各种路况下都能保持稳定的行驶状态。

图42：仰望 U9 外观图



资料来源：懂车帝，民生证券研究院

图43：仰望 U9 内饰图



资料来源：汽车之家，民生证券研究院

**仰望 U7 定位纯电大型轿车，凭借着易四方、云辇技术、刀片电池、智能座舱、智能辅助驾驶等众多领先的技术的加持，带来突破性驾驶体验。**新能源旗舰轿车 U7 在 4 月 25 日正式发布，从比亚迪披露的数据来看，仰望 U7 车长超 5.2 米，轴距 3.16 米，最大马力超 1,300 匹，最高续航 800km，在 120km/h 速度下风阻系数仅 Cd0.195。新车全球首搭云辇-Z 悬架系统，标配易四方+天神之眼高阶智能驾驶辅助系统，3 颗激光雷达、电动尾翼等。内饰方面，新车采用了简约科技风格，几乎看不到任何多余的实体按键。全液晶仪表盘+中控大尺寸液晶显示屏将集成众多实用功能于一体，三幅式多功能方向盘以及大面积皮革材质包裹、精细缝线处理和镀铬饰条点缀的内饰设计增强了豪华感。仰望 U7 将于今年年内上市，预计售价同样会达到百万级别。

图44: 仰望 U7 外观图



资料来源: 仰望汽车, 民生证券研究院

图45: 仰望 U7 外观图



资料来源: 仰望汽车, 民生证券研究院

仰望 U9、U7 整体驾控体验感强, 带来突破性驾驶体验。2023 年 100+万元轿车销量约 10.2 万辆, 其中奔驰 S 级、保时捷 Panamera 销量突破 2 万辆, 奔驰-迈巴赫 S 级、宝马 7 系、奥迪 A8 等销量在 1-1.5 万辆, 仰望 U9、U7 整体驾控体验感强, 能够满足该用户群体的玩车需求。

表20: 2023 年 100+万元轿车销量及份额

车型	价格 (万元)	销量 (辆)	份额 (%)
奔驰 S 级	96.26-204.26	23,376	23.0%
保时捷 Panamera	99.80-247.60	21,267	20.9%
奔驰-迈巴赫 S 级	146.80-364.10	14,182	13.9%
宝马 7 系	91.90-126.90	12,705	12.5%
奥迪 A8	78.98-207.68	11,461	11.3%
保时捷 911	129.80-301.00	4,626	4.5%
保时捷 Taycan	89.80-199.80	4,224	4.2%
宝马 i7	94.90-189.90	1,332	1.3%
奔驰 AMG GT	99.28-134.48	1,302	1.3%
飞驰	273.80-377.40	1,257	1.2%
其他		5,945	5.8%
<b>总计</b>		<b>101,677</b>	<b>100.0%</b>

资料来源: 交强险, 民生证券研究院

### 4.2.3 方程豹: 定位专业性、个性化的全新品牌

方程豹定位专业性、个性化的全新品牌。2023 年 8 月 比亚迪正式发布新能源专业个性化方程豹品牌, 该品牌是比亚迪继电动化、智能化之后探索汽车专业个性化的新品牌, 实现比亚迪“从家用到豪华, 从大众到个性化”的最后一步。目前国内越野市场价位较高, 方程豹采用专属 DM-o 平台+云辇智控系统, 以更贴近

大众的价格打破市场壁垒，让用户获得越野与价格的双重满足。目前品牌的在售车型有新能源硬派越野车豹 5。

预计豹 3、豹 8 于 2024 Q3 发布，同豹 5 一起构成“538 矩阵”，车型规划还包括跑车 SUPER9。

2023 年 11 月起，方程豹 5 上市并开启交付，售价 28.98-35.28 万元，用户群中大部分用户以日常城市行驶为主，有轻度越野需求，这部分有一些传统合资和 BBA 车主；约 10%-15% 的用户是越野爱好人群，新技术、体验是核心关注点；其他为其他品牌新能源产品的客户。

与竞品相比，豹 5 在油耗、最大输出扭矩、底盘强度、座椅等舒适性配置以及智能驾驶能力方面均具备优势。此外，豹 5 提供“豹式掉头”功能，通过电控精准控制前后电机的正反方向实现，能够实现 3.4 米的转弯半径；并搭载云辇-P 主动液压车身控制系统，支持最大 200 毫米悬架行程调节，涉水深度最大可达 1 米，在越野能力上亦具备较强优势。

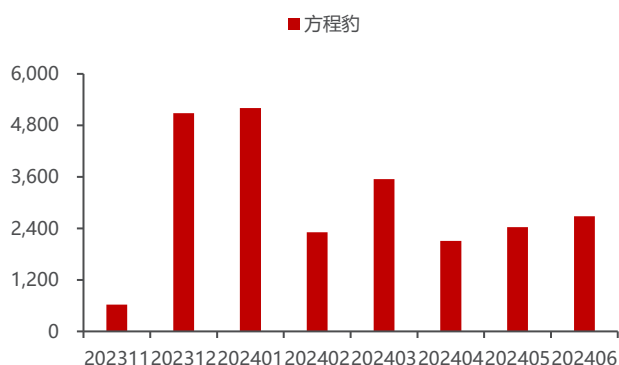
表21：方程豹 5 与竞品对比

参数	方程豹 5	方程豹 5	坦克 400	坦克 500	奥迪 Q5 L	宝马 X3
	2023 款领航版	2023 款云辇旗舰版	Hi4-T 2023 款超能版	Hi4-T 2023 款 2.0T Hi4-T	2024 款 40TFSI 豪华动感型	2023 款 xDrive30i 领先 型 M 曜夜套装
车企	比亚迪	比亚迪	长城汽车	长城汽车	一汽奥迪	华晨宝马
指导价 (万元)	25.98	30.28	28.98	33.50	42.08	35.00 (经销商)
电驱系统类型	PHEV	PHEV	PHEV	PHEV	燃油	燃油
	P1+P3+P4, 前桥 单速串并联, 后桥 P4 电机双速串联	P1+P3+P4, 前桥 单速串并联, 后桥 P4 电机双速串联	搭载 P2 电机, 分动箱、低速四驱 模式	搭载 P2 电机, 分动箱、低速四驱 模式	--	--
尺寸 (mm)	4,890*1,970*1,920	4,890*1,970*1,920	4,985*1,600*1,900	5,078*1,934*1,905	4,770*1,893*1,667	4,737*1,891*1,689
轴距 (mm)	2,800	2,800	2,850	2,850	2,907	2,864
发动机	1.5T 194 马力	1.5T 194 马力	2.0T 252	2.0T 252 马力	2.0T 190 马力	2.0T 245 马力
变速箱	E-CVT 无级变速	E-CVT 无级变速	9 挡手自一体	9 挡手自一体	7 挡双离合	8 挡手自一体
最大功率 (kW)	505	505	300	300	140	180
最大扭矩 (N·m)	760	760	750	750	320	350

综合油耗 (L/100KM)	1.81 (WLTC)	1.81 (WLTC)	2.61 (WLTC)	2.2 (WLTC)	7.77 (WLTC)	8.5 (WLTC)
馈电油耗 (L/100KM)	7.8 (NEDC)	7.8 (NEDC)	9.52 (NEDC)	9.55 (NEDC)	--	--
纯电续航里程 (KM)	125	125	105	120	--	--
充电时间(小时)	快充 0.27 小时	快充 0.27 小时	快充 0.4 小时 慢充 6.5 小时	快充 0.4 小时 慢充 6.5 小时	--	--
驱动形式	前置四驱, 电动四驱	前置四驱, 电动四驱	前置四驱, 适时四驱	前置四驱, 适时四驱	前置四驱, 适时四驱	前置四驱, 适时四驱
底盘结构	前后桥限滑差速器、前悬双叉臂式独立悬挂, 后悬双叉臂式独立悬挂	前后桥限滑差速器、前悬双叉臂式独立悬挂, 后悬双叉臂式独立悬挂	多片离合器式中央差速器、前悬双叉臂式独立悬挂, 后悬整体桥式非独立悬挂	多片离合器式中央差速器、前悬双叉臂式独立悬挂, 后悬整体桥式非独立悬挂	多片离合器式中央差速器, 前悬多连杆式独立悬挂, 后悬多连杆式独立悬挂	多片离合器式中央差速器, 前悬麦弗逊式独立悬挂, 后悬多连杆式独立悬挂
可变悬挂调节	--	云辇系统, 软硬+高低调节	--	--	--	--
遥控钥匙类型	智能遥控、手机蓝牙、NFC/RFID	智能遥控、手机蓝牙、NFC/RFID、UWB 数字钥匙	智能遥控、手机蓝牙钥匙	智能遥控钥匙	智能遥控钥匙	智能遥控钥匙
座椅配置	Nappa 真皮, 前排加热通风记忆按摩, 第二排加热	Nappa 真皮, 前排加热通风记忆按摩, 第二排加热、通风	Nappa 真皮, 前排加热通风, 主驾增加记忆按摩	Nappa 真皮, 前排加热通风, 主驾增加记忆按摩, 第二排加热、通风	仿皮, 前排加热, 可选装通风、记忆	仿皮, 前排加热, 主驾记忆
HUD 投影尺寸 (英寸)	50	50	标配	标配	选配 (17,900 元)	选配 (10,000 元)
扬声器数量(个)	18	18	10	12, Infinity	10, 可选配 19	12, 可选配 16
辅助驾驶级别	L2 级, 可自动泊车	L2 级, 可自动泊车	L2 级	L2 级, 可自动泊车、循迹倒车	L0 级, 可选配 L2	L0 级, 可选配 L2
特色功能	坦克掉头	坦克掉头	可选配前桥电控式差速锁、后拖车取电口+拖车装置+牵引资质 (最大允许牵引质量 2500kg)	可选配前桥电控式差速锁、后拖车取电口+拖车装置+牵引资质 (最大允许牵引质量 2500kg)	--	--

资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

图46: 方程豹销量 (辆)



资料来源: 方程豹, 民生证券研究院

图47: 方程豹 5 外观



资料来源: 仰望汽车, 民生证券研究院

**比亚迪方程豹 8 定位为大型硬派越野 SUV, 进攻高端硬派市场。外观方面,** 比亚迪豹 8 车身整体设计更偏向简洁风格, 采用大尺寸保险杠、宽体套件和外挂式备胎增强了该车作为硬派越野车型的力量感。**动力方面,** 比亚迪方程豹 8 的动力系统是基于比亚迪超级混动越野平台 DM-o 打造, 能够实现 4 秒级的 0-100 公里/小时加速时间。**智能驾驶方面,** 比亚迪方程豹 8 预计搭载云辇-P 智能车身控制系统, 这一系统具备强大的极限涉水能力, 并且支持 140mm 悬架行程调节; 配备高精度摄像头、雷达、激光雷达等智能驾驶硬件; 提供城市驾驶模式、高速驾驶模式、越野驾驶模式等多种智能驾驶模式。**智能座舱方面,** 比亚迪方程豹 8 的智能座舱可能会采用多屏互联的方式, 引入 0 层级的设计, 提供自动驾驶辅助、语音控制、远程控制等功能; 中控台采用全液晶仪表盘, 搭配超大尺寸的中控大屏, 以及副驾驶触控屏+AR-HUD 的设计布局。

**比亚迪方程豹 3 定位中型纯电硬派 SUV, 基于比亚迪 DM-o 超级混动越野平台打造。外观方面,** 比亚迪方程豹 3 的体积会比比亚迪方程豹 5 小, 更接近于一款紧凑型 SUV 的尺寸; 采用星际战车设计美学, 整体造型颇有科幻感。**动力方面,** 比亚迪方程豹 3 采用了先进的电动机, 新增的 DM-i 动力系统能提供稳定的动力输出。**智能驾驶方面,** 比亚迪方程豹 3 预计将搭载比亚迪的 DiPilot 智能驾驶辅助系统, 该系统包含 DiDAS 和 DiTrainer 两部分。**智能座舱方面,** 比亚迪方程豹 3 配备多功能方向盘、悬浮式液晶仪表以及大尺寸中控屏等, 车内的“万物互联智慧屏显”具备情感表达和个性化自定义的功能, 还搭载了车载无人机系统。



图48: 比亚迪方程豹 3 外观



资料来源: 太平洋汽车, 民生证券研究院

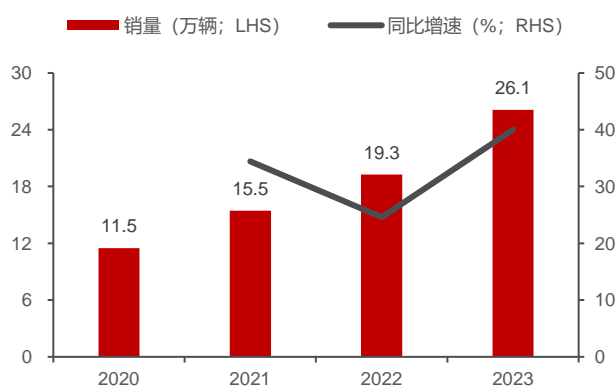
图49: 比亚迪方程豹 8 外观



资料来源: IT 之家, 民生证券研究院

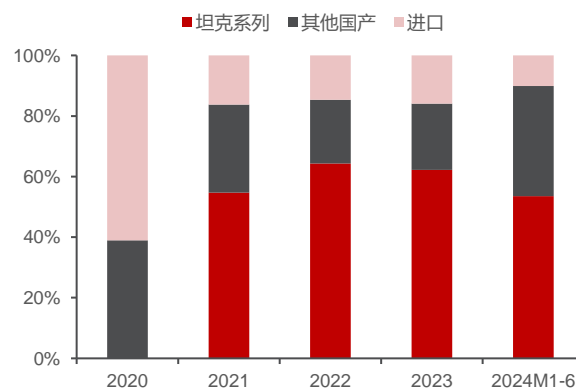
**硬派越野市场小众, 曾由高价进口车型主导, 国产车型坦克系列上市带动行业扩容。**过去, 硬派越野车主要由一些国际知名品牌生产, 路虎、奔驰 G、丰田普拉多等进口车型在硬派越野的市场占据了主要的份额, 40+万元的高端车型主导硬派越野市场。2020 年末, 伴随坦克系列车型上市, 国产硬派越野发力, 销量占比持续提升, 2020-2023 年和 2024M1-6 硬派越野国产化率分别达到 39.0%、83.7%、85.4%、84.1%、89.8%, 驱动市场快速扩容。

图50: 中国硬派越野市场销量及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图51: 国产、进口硬派越野车型份额 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

**30-50 万元 SUV 市场销量广阔, 方程豹系列车型或可破圈抢夺主流 SUV 市场份额。**方程豹定位新能源硬派 SUV, 具备越野能力的同时油耗低, 适合城市驾驶。2023 年 30-50 万元 SUV 销量为 175.2 万辆, 其中理想 L7、奥迪 Q5L、理想 L8、宝马 X3、理想 L8 等 5 款车销量突破 10 万辆, GLC 级 L、Model Y EV、GLB 级、宝马 X1、沃尔沃 XC60、蔚来 ES6 EV 销量在 5-10 万辆之间, 主流城市 SUV 市场广阔, 方程豹或可抢夺部分主流 SUV 市场。

**表22：2023年30-50万元SUV销量及份额**

车型	燃油类型	价格 (万元)	销量 (辆)	份额 (%)
理想 L7	EREV	30.18-35.98	134,935	7.7%
奥迪 Q5L	燃油	39.88-48.88	133,402	7.6%
理想 L8	EREV	32.18-37.98	119,006	6.8%
宝马 X3	燃油	39.96-48.69	117,050	6.7%
理想 L9	EREV	40.98-43.98	114,256	6.5%
奔驰 GLC 级 L	燃油	42.78-53.13	98,805	5.6%
Model Y	BEV	24.99-35.49	79,963	4.6%
奔驰 GLB 级	燃油	31.19-36.79	69,263	4.0%
宝马 X1	燃油	28.89-34.99	64,027	3.7%
沃尔沃 XC60	燃油	39.69-45.89	61,507	3.5%
蔚来 ES6	BEV	33.80-39.60	55,899	3.2%
丰田汉兰达双擎	燃油	24.98-34.88	43,174	2.5%
宝马 iX3	BEV	40.50-44.50	39,578	2.3%
皇冠陆放双擎	燃油	27.78-35.28	38,432	2.2%
凯迪拉克 XT5	燃油	35.27-45.27	34,738	2.0%
大众途昂	燃油	24.90-40.50	33,639	1.9%
大众揽境	燃油	26.19-39.99	30,900	1.8%
大众揽巡	燃油	24.29-32.59	30,275	1.7%
其他			453,360	25.9%
<b>总计</b>			<b>1,752,209</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：交强险，民生证券研究院

**高端产品大年，看好腾势、方程豹、仰望销量、盈利双重向上。**2024年为公司的高端化产品大年，腾势跑车、旗舰轿车（预计2024Q3）、家庭大SUV（预计2024Q4），仰望U7（预计2024Q3）、方程豹3/8（预计2024Q3）等重点车型将于2024Q3-2024Q4集中上市。根据2023年上险数据，30-35/35-40/40-50/50+万元价格带对应燃油车市场空间约260万辆，空间广阔。

公司针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、Dm-o（面向越野的混动平台）等底盘、智能化控制技术，通过技术赋能高端品牌，构筑品牌溢价。品牌布局方面，2024年为比亚迪的高端化产品大年，腾势Z9 GT（预计Q3）、腾势N9（预计Q4），仰望U7、方程豹8等重点车型将于Q3-Q4集中上市。我们看好腾势、方程豹、仰望销量、盈利双重向上。

## 5 投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

**汽车业务：**主要为乘用车销售，2023 年收入 6,023 亿元、毛利率 20.2%。乘用车国内基盘市场份额稳固，高端化车型加速推出，海外销量快速增长，同时，高端车型上量、规模效应加强，后续盈利能力有望提升。我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 6,967/8,450/10,160 亿元，同比增速为 44.1%/21.3%/20.2%。

**手机部件及组装业务：**主要包含消费电子及新型智能产品（无人机、智能家居、游戏硬件）产品组装，2023 年收入 1,186 亿元、毛利率约 8.8%，后续消费电子方面，公司将持续深化与大客户的战略合作，提升在海外大客户核心产品的份额，并开拓新品类的结构件；新型智能产品业务方面，公司将积极完善 AI 服务器及其他高增长赛道的布局，无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展。我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 1,366/1,550/1,780 亿元，同比增速为 15.2%/13.5%/14.8%。

**其他主营业务：**该部分业务收入规模较小，2023 年收入 2.9 亿元，毛利率 17.15%，预计后续依然维持该收入体量。我们其他主营业务 2024-2026 年收入为 3.0/3.2/4.4 亿元，同比增速为 5.3%/6.7%/1.6%。

表23：公司分业务盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入 (亿元)</b>	<b>4,241</b>	<b>6,023</b>	<b>8,336</b>	<b>10,003</b>	<b>11,944</b>
<b>收入增速 (%)</b>	96.2%	42.0%	38.4%	20.0%	19.4%
<b>毛利率(%)</b>	<b>17.0%</b>	<b>20.2%</b>	<b>19.3%</b>	<b>19.0%</b>	<b>19.0%</b>
<b>汽车</b>					
收入 (亿元)	3,247	4,835	6,967	8,450	10,160
收入增速 (%)	188.6%	48.9%	44.1%	21.3%	20.2%
毛利率(%)	20.4%	23.0%	21.4%	20.9%	20.8%
<b>手机部件及组装等</b>					
收入 (亿元)	988	1,186	1,366	1,550	1,780
收入增速 (%)	14.3%	20.0%	15.2%	13.5%	14.8%
毛利率(%)	6.1%	8.8%	8.8%	8.8%	8.9%
<b>其他主营业务</b>					
收入 (亿元)	5.5	2.9	3.0	3.2	4.4
收入增速 (%)	-23.8%	-48.6%	5.3%	6.7%	1.6%
毛利率(%)	12.0%	17.2%	16.5%	16.5%	15.6%

资料来源：ifind，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析及投资建议

### 5.2.1 估值分析

公司为自主新能源乘用车龙头，我们选取同为自主乘用车企业的长安汽车、理想汽车、吉利汽车、长城汽车，与公司估值进行对比分析。

2024-2026 年可比公司 PE 估值均值为 15/10/9 倍，我们预计比亚迪 2024-2026 年 EPS 分别为 13.68、17.58、22.12 元/股，当前股价对应 PE 分别为 17/13/10 倍，高于可比公司均值。我们认为公司作为自主新能源龙头，新能源份额领先，规模效应加强，利润确定性强；且公司且正迎高端、出口机遇，技术赋能高端，腾势、仰望、方程豹三箭齐发；出口销量高增，全球化建厂加速，应享有估值溢价。

**表24：可比公司估值对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000625.SZ	长安汽车	13.26	0.81	1.06	1.36	16	13	10
2015.HK	理想汽车	72.30	4.01	7.54	9.85	17	9	7
0175.HK	吉利汽车	7.56	0.74	1.15	1.49	9	6	5
601633.SH	长城汽车	22.49	1.27	1.59	1.70	18	14	13
可比公司均值			-	-	-	15	10	9
002594.SZ	比亚迪	231.18	13.68	17.58	22.12	17	13	10

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据为民生证券研究院预测，股价时间为 2024 年 8 月 5 日

吉利汽车、理想汽车上表收盘价为港元，EPS 为人民币，按照汇率 1HKD=0.92RMB 计算 PE

### 5.2.2 投资建议

**售价 30+ 万元豪华车市场空间广阔，自主新能源提升空间较大。**2023 年豪华车（售价 30+ 万元）总销量达 447.9 万辆，同比+23.9%。分价格带看，2023 年 30-40 万元 /40-50 万元 /50-100 万元 /100+ 万元车型销量分别为 220.1/133.8/69.9/24.2 万辆，同比+38.8%/+14.7%/+9.8%/+6.9%，受益理想新车、BBA 以价换量，30-40 万元市场增速最快。竞争格局方面，30-40/40-50 万元市场国产化率高，BBA+其他合资份额约 80+%，理想、问界、腾势、极氪、蔚来等自主品牌均取得一定突破；50-100 万元市场集中度高，奔驰、宝马 2023 年合计份额超过 70%，自主车型主要为问界 M9、理想 MEGA、极氪 009，供给较为稀缺；100+ 万元市场以进口豪华车为主，奔驰、路虎、保时捷 CR3 份额约 70%，自主车型仅比亚迪仰望 U8 取得一定突破，提升空间较大。

**豪华品牌超额利润明显，国内豪华品牌溢价丢失，自主盈利突破空间较大。**全球范围内，超豪华、豪华品牌有明显超额利润。超豪华：顶奢品牌法拉利年销 1 万

辆，ASP 200+万元，毛利率约 50%，单车净利 70+万元；豪华：奔驰、宝马销量约 200-250 万辆，ASP 约 40 万元，毛利率约 15%~23%，单车净利约 4~5 万元。国内看，合资豪华折扣率大幅向上，当前豪华品牌奔驰、宝马、奥迪折扣率已在 30%左右，入门车型逐步丧失价格战能力，品牌溢价丢失。伴随传统合资豪华品牌利润空间被压缩，份额下滑，自主新能源有望迎来高端市场的增量机会。

**高端化产品大年，腾势、方程豹、仰望三箭齐发。**公司针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、Dm-o（面向越野的混动平台）等底盘、智能化控制技术，通过技术赋能高端品牌，构筑品牌溢价。品牌布局方面，2024 年为比亚迪的高端化产品大年，腾势 Z9 GT（预计 Q3）、腾势 N9（预计 Q4），仰望 U7、方程豹 8 等重点车型将于 Q3-Q4 集中上市。我们看好腾势、方程豹、仰望销量、盈利双重向上。

**我们看好公司规模化、全球化、高端化、智能化共振**，调整盈利预测，预计 2024-2026 年营收为 8,336.0/10,003.3/11,943.9 亿元，归母净利润 398.1/511.5/643.6 亿元，EPS 13.68 /17.58/22.12 元，对应 2024 年 8 月 5 日 231.18 元/股收盘价，PE 分别为 17/13/10 倍，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 车市下行风险:** 汽车行业存在周期性, 经济持续下行可能导致汽车市场消费疲软, 同时汽车行业的竞争预计将更加激烈, 带来风险;

**2) 新车型销量、需求不及预期:** 消费者的需求随着时间和市场环境的变化而不断变化。如果公司未能准确预测消费者需求的变化, 或者未能及时调整产品策略以满足市场需求, 可能导致新车型销量不及预期, 带来风险;

**3) 原材料波动超预期风险:** 汽车行业特别是电动车领域, 面临宏观经济波动、原材料价格波动等风险, 导致新能源车企盈利困难, 带来风险;

**4) 出海进度不及预期:** 出口存在关税、海运费波动风险, 可能会增加公司汽车在海外市场的成本, 从而影响其竞争力。此外, 随着全球贸易形势的变化, 部分国家可能对中国汽车出台反倾销、反补贴政策, 导致出海进度不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602,315	833,604	1,000,325	1,194,388
营业成本	480,558	672,552	810,264	967,455
营业税金及附加	10,350	14,171	17,006	20,305
销售费用	25,211	33,344	36,012	42,998
管理费用	13,462	17,506	21,007	26,277
研发费用	39,575	49,183	57,019	62,108
EBIT	34,588	49,669	61,706	77,137
财务费用	-1,475	-774	-1,766	-2,690
资产减值损失	-2,188	-3,570	-3,109	-3,743
投资收益	1,635	1,667	2,001	2,389
营业利润	38,103	48,540	62,362	78,473
营业外收支	-834	0	0	0
利润总额	37,269	48,540	62,362	78,473
所得税	5,925	6,941	8,918	11,222
净利润	31,344	41,599	53,445	67,251
归属于母公司净利润	30,041	39,810	51,147	64,359
EBITDA	78,141	102,503	127,462	152,340

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	143,585	261,501	386,255
应收账款及票据	61,866	72,352	79,575	83,632
预付款项	2,215	7,307	7,114	9,167
存货	87,677	128,643	152,357	183,403
其他流动资产	41,269	58,922	60,229	74,192
流动资产合计	302,121	410,810	560,776	736,650
长期股权投资	17,647	19,314	21,315	23,704
固定资产	230,904	339,344	354,898	373,958
无形资产	37,236	40,455	40,942	41,400
非流动资产合计	377,426	486,163	500,642	518,983
资产合计	679,548	896,973	1,061,418	1,255,633
短期借款	18,323	25,323	26,323	27,323
应付账款及票据	198,483	276,798	333,870	398,484
其他流动负债	236,860	334,116	397,488	473,182
流动负债合计	453,667	636,237	757,681	898,989
长期借款	11,975	13,996	15,496	16,496
其他长期负债	63,444	64,516	64,516	64,516
非流动负债合计	75,419	78,512	80,012	81,012
负债合计	529,086	714,749	837,693	980,000
股本	2,911	2,909	2,909	2,909
少数股东权益	11,652	13,441	15,739	18,631
股东权益合计	150,462	182,224	223,725	275,632
负债和股东权益合计	679,548	896,973	1,061,418	1,255,633

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	42.04	38.40	20.00	19.40
EBIT 增长率	63.52	43.60	24.23	25.01
净利润增长率	80.72	32.52	28.48	25.83
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.21	19.32	19.00	19.00
净利润率	4.99	4.78	5.11	5.39
总资产收益率 ROA	4.42	4.44	4.82	5.13
净资产收益率 ROE	21.64	23.59	24.59	25.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.67	0.65	0.74	0.82
速动比率	0.42	0.38	0.48	0.56
现金比率	0.24	0.23	0.35	0.43
资产负债率 (%)	77.86	79.68	78.92	78.05
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	37.49	33.00	30.25	26.62
存货周转天数	66.59	71.75	70.03	70.61
总资产周转率	1.03	1.06	1.02	1.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	10.33	13.68	17.58	22.12
每股净资产	47.71	58.02	71.49	88.34
每股经营现金流	58.34	65.07	71.67	80.01
每股股利	3.10	4.11	5.27	6.64
<b>估值分析</b>				
PE	22	17	13	10
PB	4.8	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	8.07	6.15	4.95	4.14
股息收益率 (%)	1.34	1.78	2.28	2.87

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	41,599	53,445	67,251
折旧和摊销	43,553	52,834	65,756	75,203
营运资金变动	92,770	88,960	82,928	83,431
经营活动现金流	169,725	189,293	208,510	232,772
资本开支	-121,623	-159,156	-76,451	-89,373
投资	-16,089	5,304	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-125,664	-152,706	-77,851	-91,273
股权募资	98	-400	0	0
债务募资	18,073	9,550	2,540	2,030
筹资活动现金流	12,817	-2,095	-12,743	-16,744
现金净流量	57,329	34,491	117,916	124,754

## 插图目录

图 1: 民生汽车整车研究框架	3
图 2: 豪华车销量及增速 (万辆; %)	5
图 3: 豪华车分价格带销量及增速 (万辆; %)	5
图 4: 乘用车分价格段国产化率 (%)	6
图 5: 2023 年豪华车分国产和进口销量 (万辆)	6
图 6: 乘用车分价格段国产化率 (%)	6
图 7: 乘用车分价格段自主品牌份额 (%)	7
图 8: 乘用车分价格段新能源渗透率 (%)	8
图 9: 一线豪华品牌折扣力度 (%)	17
图 10: 二线豪华品牌折扣力度 (%)	17
图 11: 奔驰重点车型终端价格对比 (元)	18
图 12: 宝马重点车型终端价格对比 (元)	18
图 13: 大众集团不同类型品牌单车收入对比 (欧元)	20
图 14: 大众集团不同类型品牌单车净经营利润对比 (欧元)	20
图 15: 比亚迪品牌定位与划分	22
图 16: 云辇系统分类及具体技术特点	23
图 17: 云辇-P 智能液压车身控制系统	23
图 18: 云辇-P 智能液压车身控制系统	23
图 19: 云辇-Z 系统	24
图 20: 仰望 U7 首搭云辇-Z	24
图 21: 易四方四电机平台独立驱动架构	24
图 22: 易四方毫秒级感知并识别爆胎	24
图 23: DM-o 平台优势展示	25
图 24: DM-o 平台前纵置布局的 1.5/2.0T 发动机	25
图 25: DM-o 平台优势展示	26
图 26: 腾势品牌销量 (辆)	27
图 27: 腾势 D9	27
图 28: 腾势 D9 2024 款 980 外观图	27
图 29: 腾势 D9 荣膺汽车工业品质创新巅峰奖	27
图 30: 腾势 D9 销量 (辆)	28
图 31: 腾势 D9 在 D 级 MPV 市场份额	28
图 32: 腾势 N7 2024 款 702 外观图	31
图 33: 腾势 N7 销量 (辆)	31
图 34: 腾势 Z9 GT 外观	32
图 35: 腾势 Z9 GT 外观	32
图 36: 腾势 Z9 GT 内饰	32
图 37: 腾势 Z9 GT 前后双冰箱、零重力座椅	32
图 38: 仰望 U8 外观图	34
图 39: 仰望 U8 内饰图	34
图 40: 仰望 U8 销量 (辆)	35
图 41: 仰望 U8 原地掉头	35
图 42: 仰望 U9 外观图	36
图 43: 仰望 U9 内饰图	36
图 44: 仰望 U7 外观图	37
图 45: 仰望 U7 外观图	37
图 46: 方程豹销量 (辆)	40
图 47: 方程豹 5 外观	40
图 48: 比亚迪方程豹 3 外观	41
图 49: 比亚迪方程豹 8 外观	41
图 50: 中国硬派越野市场销量及增速 (万辆; %)	41
图 51: 国产、进口硬派越野车型份额 (%)	41



## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 30-40 万元各品牌销量 (万辆) 及份额 (%) .....	8
表 2: 30-40 万元各车型销量 (万辆) 及份额 (%) .....	9
表 3: 40-50 万元各品牌销量 (万辆) 及份额 (%) .....	10
表 4: 40-50 万元各车型销量 (万辆) 及份额 (%) .....	10
表 5: 50-100 万元各品牌销量 (万辆) 及份额 (%) .....	11
表 6: 50-100 万元各车型销量 (万辆) 及份额 (%) .....	12
表 7: 100+ 万元各品牌销量 (万辆) 及份额 (%) .....	13
表 8: 100+ 万元各车型销量 (万辆) 及份额 (%) .....	13
表 9: 全球车企单车平均售价 (万元, 人民币) .....	15
表 10: 全球车企销售毛利率 (%) .....	16
表 11: 全球车企单车净利 (元) .....	16
表 12: 2023 年不同车企销量及利润指标对比 .....	17
表 13: 合资品牌单车净利 (元) .....	19
表 15: 易四方具体技术特点 .....	24
表 16: DM-o 平台应用的核心技术 .....	26
表 17: 腾势 D9 与竞品车型对比 .....	28
表 18: 2023 年 40-50 万元轿车销量及份额 (辆, %) .....	33
表 19: 仰望 U8 主要竞品年销量 (辆) .....	35
表 20: 2023 年 100+ 万元轿车销量及份额 .....	37
表 21: 方程豹 5 与竞品对比 .....	38
表 22: 2023 年 30-50 万元 SUV 销量及份额 .....	42
表 23: 公司分业务盈利预测 .....	43
表 24: 可比公司估值对比 .....	44
公司财务报表数据预测汇总 .....	47

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026