

评级：买入（维持）

市场价格：257.01元

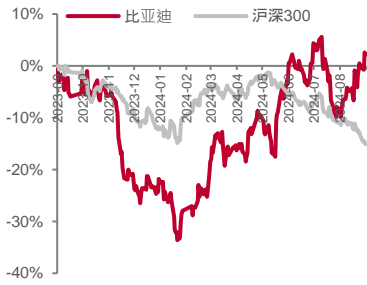
分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

### 基本状况

总股本(百万股)	2,909
流通股本(百万股)	1,162
市价(元)	257.01
市值(百万元)	747,710
流通市值(百万元)	298,763

### 股价与行业-市场走势对比



### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424,061	602,315	803,920	956,010	1,137,010
增长率 yoy%	96%	42%	33%	19%	19%
净利润(百万元)	16,622	30,041	37,540.1	47,630.0	54,410.0
增长率 yoy%	446%	81%	25.0%	26.9%	14.2%
每股收益(元)	5.71	10.33	12.90	16.37	18.70
每股现金流量	48.41	58.34	60.88	58.78	67.95
净资产收益率	14%	20%	20%	20%	19%
P/E	45.0	24.9	19.9	15.7	13.7
P/B	6.7	5.4	4.3	3.4	2.7

备注：数据统计截至2024年09月12日收盘价

### 报告摘要

■ 公司作为当前国内乘用车市场市占率第一的车企，可选择的研究主题众多，如高端化、出口、智能化等。而本篇报告作为我们公司深度研究系列的第三篇，聚焦当前市场认知差较大且深度研究较为缺乏的“高端化”主题。

■ 成功的高端化的构成要素、高端化成功在投资层面的意义、对丰田打造雷克萨斯成功经验的复盘

基于汽车发展史我们总结出如下分析框架：成功高端化=①高端属性（动力性+舒适性）×②爆款（设计+定价）×③时间；投资层面，我们认为有效的高端化需兼顾利&量，ASP 过高虽利高但压制量并难有市值弹性，成功的高端化需能走量；复盘雷克萨斯在北美的成功案例，我们归纳出作为后来者进行高端化的行之有效的打法是①动力性&舒适性配置拉满+②定价需比同级别 BBA 低。

■ 高端车市场情况：传统高端品牌通过降价维持份额，越高价格带新能源渗透率越低，SUV 赛道普遍空间大，MPV 或是新增长点

油车份额下滑背景下，高端油车份额相对维持（2021年至2024年1-5月分别为15%/14%/13%/13%），但主要因为高端品牌（BBA、凯迪拉克、沃尔沃等）普遍采取高强度以价换量策略（平均降幅5+万元，折扣率最高30%+）；分动力形式，2023年20-30w/30-40w/40w以上价格带新能源渗透率46%/37%/26%，价格带越高，新能源渗透率越低；分车种，20w以上各价格带SUV车型销量最高，30w以上MPV车型近两年增速快。

■ 当前市场对比亚迪高端化存在认知差，我们认为腾势 Z9 打法有迹可循且定价体现公司高端化决心，24Q4 的腾势 N9 或成为爆款催化

公司各高端品牌定位清晰：仰望提调性+腾势/方程豹走量。市场当前对公司高端化感知不强但我们认为主要原因是产品还未补齐而非能力。另外，我们尝试先验判断公司高端化的成功模式：首先品牌向上势能来自技术基础，当前腾势 Z9 定价体现公司决心且类似雷克萨斯初代 LS400 成功打法，24Q4 亮相的腾势 N9 或在投资层面带来较强催化（插混大 SUV 产品，参照赛力斯 M7、M9 及理想 L7/8/9），Z9+N9 放量有望助力腾势品牌冲击 3w 月销（考虑原有 D9 基础），需重点关注。

■ 盈利预测：考虑公司新品周期及高端化&出口进展，我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 8039/9560/11370 亿元，同比增速分别 34%/19%/19%；整体实现归母净利润 375/476/544 亿元，同比增速分别 25%/27%/14%，给予“买入”评级。

■ 风险提示：行业需求不及预期、上游原材料成本波动较大、海外拓展进度不及预期、智能化车型推进进度不及预期的风险，第三方数据失真的风险，以及报告中公开资料信息滞后及更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>前言：成功的高端化的构成要素&amp;高端化投资意义&amp;丰田打造雷克萨斯复盘.....</b>	<b>6 -</b>
成功的整车品牌高端化如何定义？ .....	6 -
燃油车时代，动力性&舒适性做到极致是高端先决条件 .....	6 -
新能源时代，动力性&舒适性基础要求不变但含义有延展.....	7 -
投资维度①：车型 ASP 较高车企相应的单车净利也较高 .....	7 -
投资维度②：ASP 过高或导致难以走量→影响利润总盘 .....	8 -
投资维度③：结论看对车企有意义的高端化需兼具利&量.....	8 -
案例：复盘丰田推出雷克萨斯进行高端化的历程.....	9 -
进行高端化的背景：国内市占率稳定+海外销量瓶颈期.....	9 -
初代 LS400 打法特点①：科技加持，动力性配置对标奔驰 S.....	10 -
初代 LS400 打法特点②：舒适性配置越级，驾乘体验优秀 .....	10 -
初代 LS400 打法特点③：高配+定价显著低于欧美竞品 .....	11 -
销量验证打法效果：初代 LS400 上市即惊艳扭转认知 .....	11 -
<b>一、高端市场：合资油车降价保量，价高新能源渗透率低，SUV 赛道空间大，MPV 或是新增长点 .....</b>	<b>12 -</b>
高端车格局：燃油高端品牌持续降价难抵份额流失趋势 .....	12 -
分价格带，20W 以下是基本盘但 20W 以上增长显著 .....	12 -
20-30W 价格带：新能源渗透率超 45%，SUV 量领先且增速快 .....	13 -
30-40W 价格带：新能源接近 40%，轿车和 MPV 品类增速快.....	14 -
40W 以上价格带：新能源相对少，SUV 曾高增、MPV 增速快 .....	14 -
<b>二、公司高端化布局&amp;市场预期差：仰望提升调性、腾势/方程豹走量，市场对后续高端新品认知不充分 .....</b>	<b>16 -</b>
2023 是比亚迪高端化元年，品牌矩阵覆盖全价格带 .....	16 -
品牌定位：仰望储备技术拔形象+腾势/方程豹兼顾走量.....	16 -
预期差①：此前高端产品少，市场对公司高端化感知弱 .....	17 -
预期差②：24H2 起高端品牌新车周期未被充分认知 .....	17 -
我们认为：①公司 20w 以上高价车型曾有多款爆款先例.....	18 -
我们认为：②仰望 U8 验证公司做好超高端车型实力.....	18 -
我们认为：③市场感知不强最核心原因在于高端 SKU 少 .....	19 -
<b>三、先验判断公司高端化成功模式：技术为高端化奠基，腾势 Z9 定价体现决心，腾势 N9 或带来较强催化 .....</b>	<b>20 -</b>
公司技术积累扎实，为高端化先决条件打下基础.....	20 -
公司技术储备的基础①：垂直整合并追求高效&质量.....	20 -
公司技术储备的基础②：研发投入、人员行业领先 .....	21 -
重视研发+垂直整合=新能源领域丰富的技术池.....	21 -
高端化基础-动力性：动力表现及驾控体验优秀 .....	22 -
高端化基础-舒适性①：大师操刀设计，提升格调.....	22 -
高端化基础-舒适性②：智驾智舱能力优秀.....	23 -
投资复盘-相比轿车，自主品牌更擅长打造 SUV 产品 .....	23 -
投资复盘-高端 SUV 是自主品牌冲击高端车市场的好赛道.....	24 -
前瞻-腾势 Z9GT 定价展示高端化决心，打法和 LS400 异曲同工.....	25 -

前瞻-腾势 N9 拓展高端大 SUV 赛道，若放量或形成强催化 .....	- 26 -
盈利预测 .....	- 27 -
盈利预测 .....	- 27 -
估值与投资建议 .....	- 27 -
风险提示 .....	- 29 -

## 图表目录

图表 1: 理解成功的整车品牌高端化定义的框架 .....	- 6 -
图表 2: 豪华品牌的核心差异性来源于动力性和舒适性.....	- 6 -
图表 3: 新能源时代, 动力性&舒适性基础要求不变但含义有延展.....	- 7 -
图表 4: 大众/奔驰/保时捷/兰博基尼单车 ASP 对比 (单位: 万美元) .....	- 7 -
图表 5: 大众/奔驰/保时捷/兰博基尼单车净利对比 (单位: 万美元) .....	- 7 -
图表 6: 大众/奔驰/保时捷/兰博基尼销量对比 (单位: 万辆) .....	- 8 -
图表 7: 大众/奔驰/保时捷/兰博基尼整体利润对比 (单位: 亿美元) .....	- 8 -
图表 8: 参考各品牌 2023 年财务数据假设测算潜在的市值弹性 (ASP、单车净利、 销量、总利润参考 2023 年数据) .....	- 8 -
图表 9: 雷克萨斯品牌发展历程 .....	- 9 -
图表 10: 雷克萨斯产品谱系 .....	- 9 -
图表 11: 丰田日本本土乘用车销量及市占率 (单位: 辆) .....	- 9 -
图表 12: 丰田海外乘用车销量及同比增速 (单位: 万辆) .....	- 9 -
图表 13: 第一代雷克萨斯 LS400 部分技术创新 .....	- 10 -
图表 14: 第一代 LS 价格对标奔驰 E 但动力与奔驰 S 齐平.....	- 10 -
图表 15: 第一代 LS400 外观内饰 和香槟塔测试 .....	- 10 -
图表 16: 第一代 LS 价格对标奔驰 E 但配置与奔驰 S 齐平.....	- 10 -
图表 17: 初代雷克萨斯 LS400 与同期竞品对比 .....	- 11 -
图表 18: 雷克萨斯及奔驰美国销量对比 (单位: 辆) .....	- 11 -
图表 19: 21 年至今各类车型市场份额.....	- 12 -
图表 20: 20 万以上燃油豪华轿车持续降价.....	- 12 -
图表 21: 2023 年中国不同价格带乘用车销量及占比 .....	- 13 -
图表 22: 比亚迪在 20 万内价格带市占率快速提升, 20 万以上价格带市占率有望提 升 .....	- 13 -
图表 23: 2021-2023 年 20-30W 价格带不同动力形式汽车销量 (万辆) ...	- 14 -
图表 24: 2021-2023 年 20-30W 价格带不同车型类别汽车销量 (万辆) ...	- 14 -
图表 25: 2021-2023 年 30-40W 价格带不同动力形式汽车销量 (万辆) ...	- 14 -
图表 26: 2021-2023 年 30-40W 价格带不同车型类别汽车销量 (万辆) ...	- 14 -
图表 27: 2021-2023 年 40W 以上价格带不同动力形式汽车销量 (万辆) ..	- 15 -
图表 28: 2021-2023 年 40W 以上价格带不同车型类别汽车销量 (万辆) ..	- 15 -
图表 29: 比亚迪高端品牌发展历程 .....	- 16 -
图表 30: 比亚迪品牌矩阵图示 .....	- 16 -
图表 31: 比亚迪高端品牌定位 .....	- 16 -

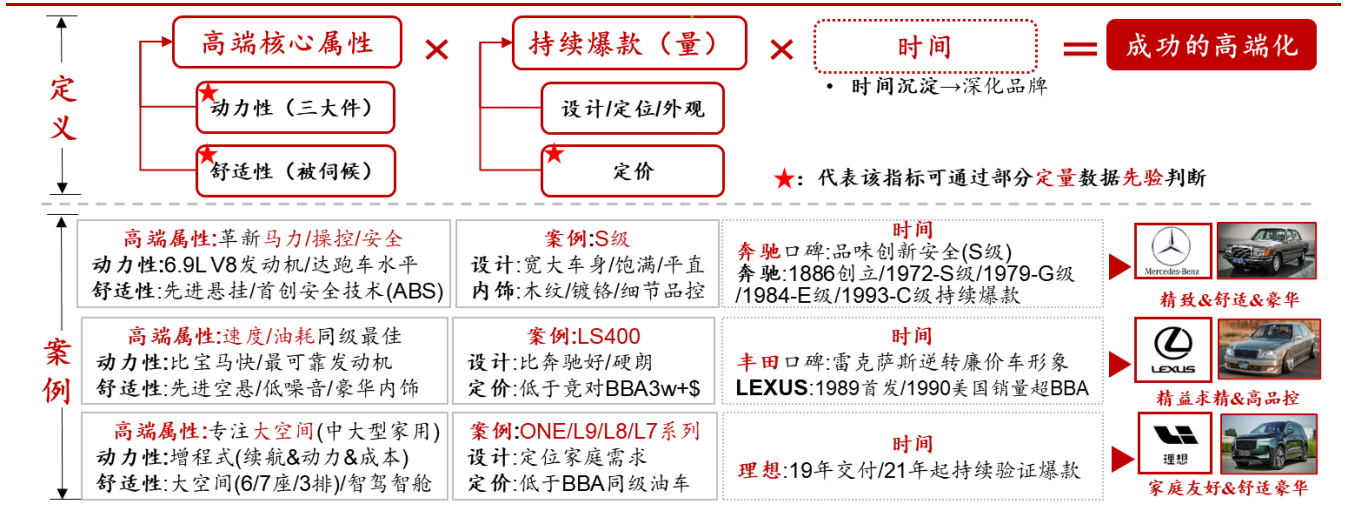
图表 32: 公司目前在售车型月度销量变化 (单位: 辆) .....	- 17 -
图表 33: 公司高端品牌车型谱系 (红色为 24 年前发布, 蓝色为 24 年及之后发布) .....	- 17 -
图表 34: 公司 20 万元+级别产品曾有爆款先例 (单位: 辆) .....	- 18 -
图表 35: 公司超高端产品 (百万级别级别) 较为成功 .....	- 18 -
图表 36: 参考传统豪华品牌产品矩阵, 公司当前有较多空缺可补齐 .....	- 19 -
图表 37: 根据前言部分提出的成功的高端化评价框架对公司进行分析 .....	- 20 -
图表 38: 公司早期底层战略及文化 .....	- 21 -
图表 39: 公司产业链垂直整合 .....	- 21 -
图表 40: 公司研发费用、费用率、人员数量与同业比较 .....	- 21 -
图表 41: 公司主要系统技术发展趋势 .....	- 22 -
图表 42: 公司产品动力性可支撑高端化能力 (以腾势 Z9GT 为例) .....	- 22 -
图表 43: 引入大牌设计师提升产品美学 .....	- 23 -
图表 44: 腾势 Z9GT 内饰豪华感明显 .....	- 23 -
图表 45: 比亚迪已具备城市 NOA 能力 .....	- 23 -
图表 46: 智能座舱舒适度及座舱交互领先 .....	- 23 -
图表 47: 自主品牌更擅长做 SUV 产品 .....	- 24 -
图表 50: 理想 L9 和问界 M9 参数可对标 BBA 顶级产品 .....	- 24 -
图表 48: 赛力斯股价复盘 .....	- 25 -
图表 49: 理想股价复盘 .....	- 25 -
图表 51: 腾势 Z9GT 动力/舒适性可对标 BBA 顶级产品 .....	- 26 -
图表 52: 高端混动/增程 SUV 产品走量可能性较高 .....	- 26 -
图表 53: 营收及盈利预测 (亿元) .....	- 27 -
图表 54: 可比公司对比 .....	- 28 -

## 前言：成功的高端化的构成要素&高端化投资意义&丰田打造雷克萨斯复盘

### 成功的整车品牌高端化如何定义？

- 总结国内外整车品牌高端化的成功路径，我们认为整车成功的高端化=①高端属性（动力性+舒适性）×②爆款（设计+定价）×③时间。无论燃油/新能源时代，成功的高端化品牌都具备优异的动力&舒适性能满足乘客的驾乘体验，并基于此以独特的设计和定价优势打造出爆品，最后通过时间沉淀强化高端化壁垒。

图表 1：理解成功的整车品牌高端化定义的框架

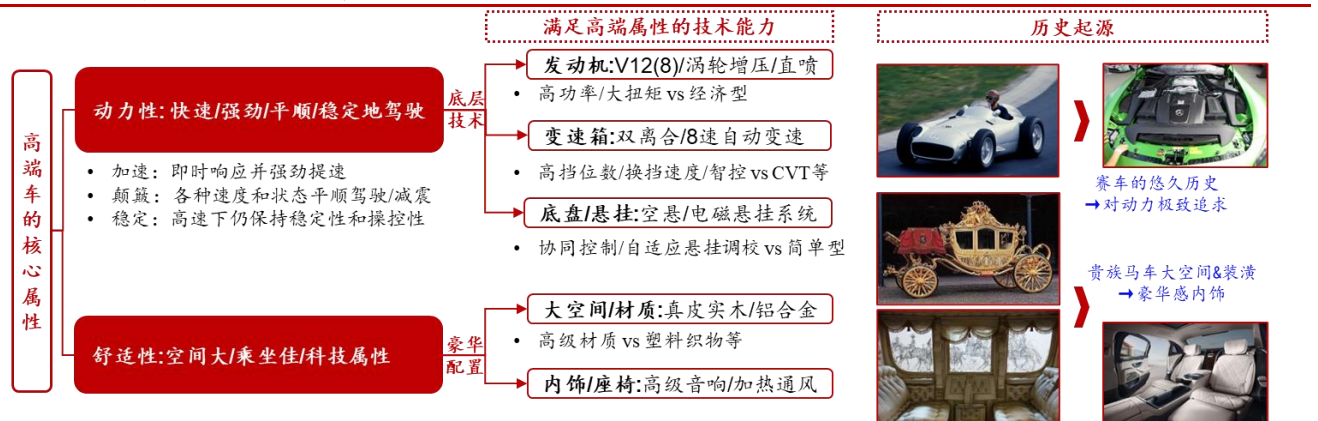


来源：汽车之家，太平洋汽车，车家号，网易汽车，易车网等，中泰证券研究所

### 燃油车时代，动力性&舒适性做到极致是高端先决条件

- 从汽车的历史沿革看，在动力性和舒适性方面做到极致是成为高端品牌的先决条件。
- ①**动力性**：汽车自诞生起天然对动力性有要求（马拉动→机器拉动），赛车运动几乎与汽车的发明同时出现，传统车企如 BBA 均积极参加相关赛事→对发动机/底盘/变速箱等动力性配置有极致追求；
- ②**舒适性**：高端品牌的豪华感还来自驾乘的舒适性上，这一传统沿袭自马车时代，高端马车（贵族/皇室用车）均会对空间、内饰用料有非常高的要求。

图表 2：豪华品牌的核心差异性来源于动力性和舒适性



来源：奔驰官网，汽车之家，懂车帝，易车网，太平洋汽车等，中泰证券研究所

新能源时代，动力性&舒适性基础要求不变但含义有延展

- 新能源时代，沿袭自燃油高端车时代的动力性&舒适性基础要求不变，但其含义有进一步的延展。
- (1)动力性：电机特性(低速大扭矩)使得初段加速性能天然领先燃油发动机(原需大排量发动机+复杂驱动系统)，如 Model3 等零百加速追赶燃油跑车，但电机高速功率衰减的技术难点，因此新能源时代动力性做到极致依旧需要强技术力支撑；
- (2)舒适性：舒适性配置在新能源车时代本质差异不大，但是其含义在智能化技术支持下得到延展（智能座舱加强“被伺候”体验）。

图表 3: 新能源时代，动力性&舒适性基础要求不变但含义有延展

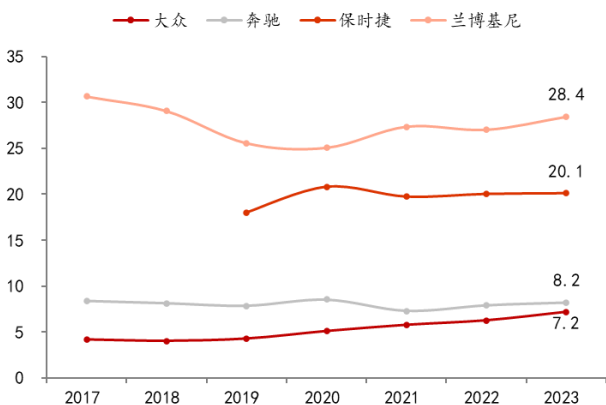


来源：汽车之家，懂车帝，36 氪，第一电动网等，中泰证券研究所

投资维度①：车型 ASP 较高车企相应的单车净利也较高

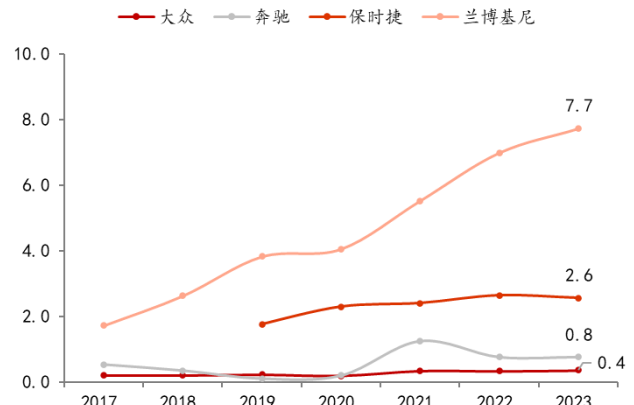
- 通过对比大众/奔驰/保时捷/兰博基尼等车企的财务数据，我们发现单车售价 ASP 越高的车型（越高端）相应的单车净利润也越高；2023 年，兰博基尼/保时捷/奔驰/大众的 ASP 分别为 28.4/20.1/8.2/7.2 万美元，同年兰博基尼/保时捷/奔驰/大众的单车净利分别是 7.7/2.6/0.8/0.4 万美元，整体呈现单车售价越贵，单车净利越高的趋势。

图表 4: 大众/奔驰/保时捷/兰博基尼单车 ASP 对比 (单位: 万美元)



来源：各公司官网，wind，中泰证券研究所

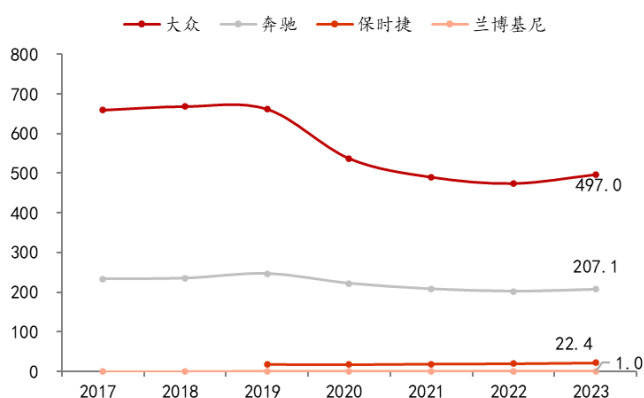
图表 5: 大众/奔驰/保时捷/兰博基尼单车净利对比 (单位: 万美元)



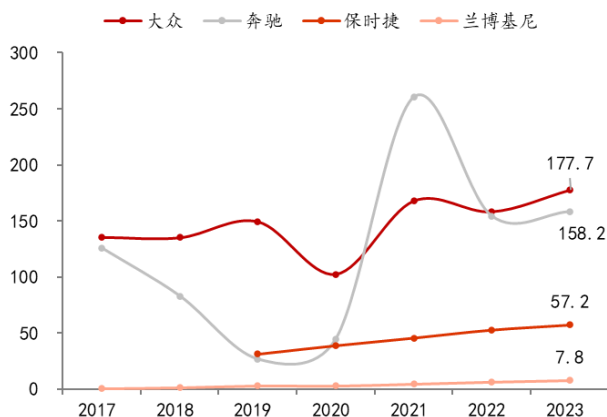
来源：各公司官网，wind，中泰证券研究所

**投资维度②：ASP 过高或导致难以走量→影响利润总盘**

- 然而若 ASP 过高，则也会压制车企销量，所以若从估值角度考虑（市值=PE×净利润=PE×销量×单车利润），车企进行高端化尝试的同时也要注意高端品牌走量要求；23 年兰博基尼/保时捷/奔驰/大众的 ASP 分别为 28.4/20.1/8.2/7.2 万美元，同年兰博基尼/保时捷/奔驰/大众的销量分别是 1.0/22.4/207.1/497.0 万辆，整体净利润分别是 7.8/57.2/158.2/177.7 亿美元，ASP 越高的情况下会对总销量有一定影响，进而使总利润盘子偏低。

**图表 6：大众/奔驰/保时捷/兰博基尼销量对比（单位：万辆）**


来源：各公司官网，wind，中泰证券研究所

**图表 7：大众/奔驰/保时捷/兰博基尼整体利润对比（单位：亿美元）**


来源：各公司官网，wind，中泰证券研究所

**投资维度③：结论看对车企有意义的高端化需兼具利&量**

- 投资维度，我们认为能够对后发车企市值带来向上弹性的品牌高端化需具备以下两点特征：**(1)较高单车净利润；(2)能快速走量**。复盘各档车企财务数据，越高端(ASP 越高)相对单车利润越高；但对于后发车企来说，新建立的 ASP 过高（品牌定位过高）的豪华品牌会在初期难以上量，从而影响利润总盘。因此我们认为从投资维度来看，对于进行高端化尝试的后发车企更有意义的策略是：打造兼具利&量的品牌→获得较高总利润→驱动市值弹性(市值=PE×净利润=PE×销量×单车利润)。我们下表假设存在一个市值相对于利润的弹性系数（定性可近似理解成 PE），来计算潜在的市值弹性。

**图表 8：参考各品牌 2023 年财务数据假设测算潜在的市值弹性（ASP、单车净利、销量、总利润参考 2023 年数据）**

	价	利	量	总利润 (利×量)	弹性系数	市值弹性
	ASP(万美元)	单车净利(万美元)	销量(万辆)	净利润(亿美元)	假设值	参考值 (亿美元)
兰博基尼	28.4	7.7	1	8	40	320
保时捷	20.1	2.6	22	57	10	570
奔驰	8.2	0.8	207	158	10	1580
大众	7.2	0.4	497	178	5	890

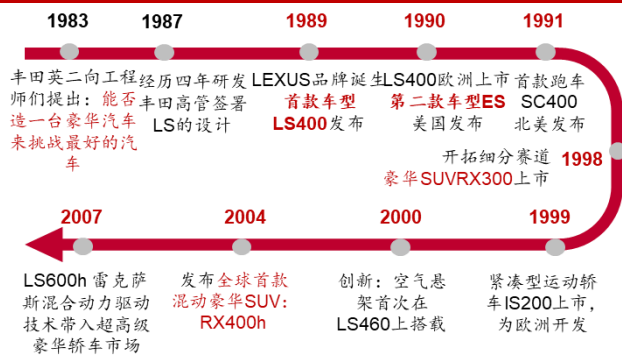
来源：各公司官网，Wind，中泰证券研究所；弹性系数为假设值（近似理解成 PE），按照走量品牌（大众）5、偏高端品牌（保时捷、奔驰）10、奢侈品牌（兰博基尼）40 设置



案例：复盘丰田推出雷克萨斯进行高端化的历程

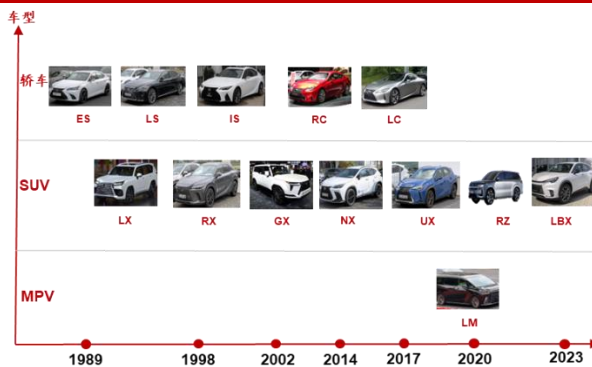
- **丰田高端化历程：83年提出造高端品牌，89年发布雷克萨斯，先推旗舰车型定调，后推走量车型放量；83年8月，丰田英二提出要造豪华汽车；耗时6年并投入超10亿美元于89年在美国推出旗舰LS400和走量轿车ES250；91年推出ES300和SC300等更多走量车型，并在美国销量超越奔驰和宝马；93-00年，不断推出GS300、第二代LS400、LX450、全新ES300和RX300等车型，不断丰富产品矩阵，并在00年成为美国最畅销的豪华品牌。05年雷克萨斯首次开始在日本销售。**

图表9：雷克萨斯品牌发展历程



来源：雷克萨斯官网，中泰证券研究所

图表10：雷克萨斯产品谱系

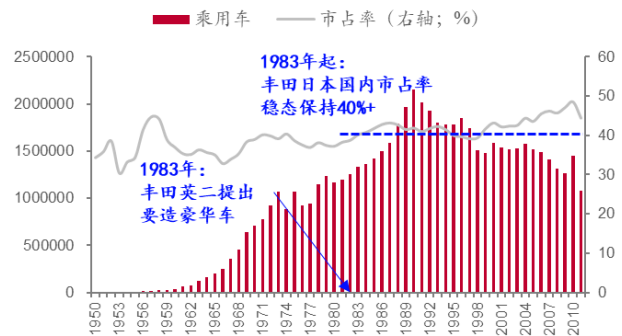


来源：雷克萨斯官网，中泰证券研究所

进行高端化的背景：国内市占率稳定+海外销量瓶颈期

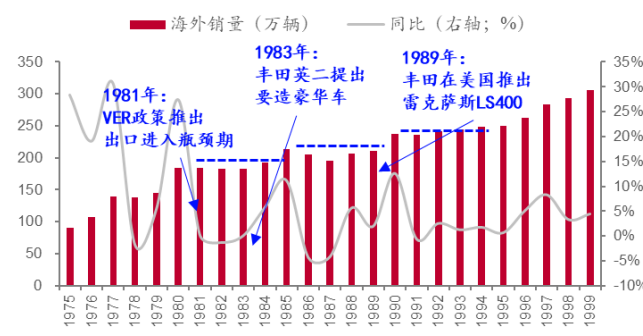
- **背景 1：日本国内基本盘开始稳固，市占率开始进入稳定40%+区间；**内销方面，不考虑战后初期日本国内汽车销量整体较低的情况，丰田83年起在日本国内的市占率进入到稳定40%+的阶段，同年丰田英二提出要打造高端品牌。
- **背景 2：海外受VER影响遇瓶颈，在量增逻辑外拓展利增逻辑；**出海方面，丰田海外销量在70年代因石油危机高增；81年美国推出VER（日系车“自愿出口限制”）：81年168万辆，84年185万辆，85年230万辆，94年取消，出口进入瓶颈期（81-94年CAGR仅2.3%）。因此在量增逻辑受压制情况下，1989年丰田在美国推出高端品牌雷克萨斯开始在出口端讲利润逻辑。

图表11：丰田日本本土乘用车销量及市占率（单位：辆）



来源：Toyota Global，中泰证券研究所

图表12：丰田海外乘用车销量及同比增速（单位：万辆）

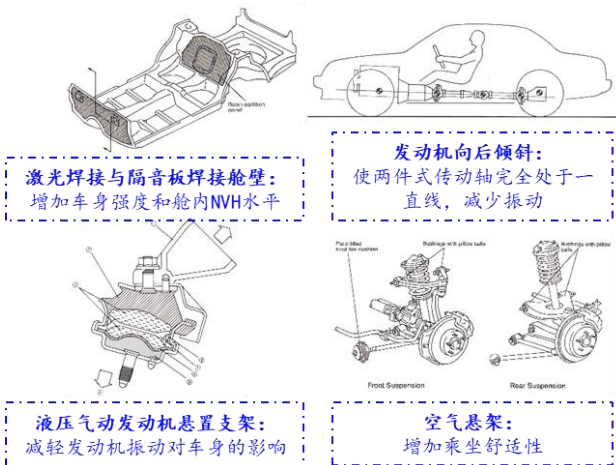


来源：Toyota Global，中泰证券研究所

**初代 LS400 打法特点①：科技加持，动力性配置对标奔驰 S**

- 初代雷克萨斯 LS400 具备多项技术创新，尤其在动力性方面搭载顶级配置；1989 年，初代雷克萨斯 LS400 在北美上市，应用后倾发动机、液压发动机支架等多项领先技术，并搭载 4.0L V8 发动机。雷克萨斯 LS400 搭载与奔驰 S 级中高配产品相近甚至更好的动力性能，但价格定位甚至低于奔驰 E 级，做到低价高配。

**图表 13：第一代雷克萨斯 LS400 部分技术创新**



来源：Lexus UK Magazine，中泰证券研究所

**图表 14：第一代 LS 价格对标奔驰 B 但动力与奔驰 S 齐平**

4.0L V8 发动机 | 计算机控制自动变速箱

初代雷克萨斯 LS400 凭借高技术力价格低于奔驰 E 级，动力性能对标奔驰 S 中高配

定位：低于 E 级 | 奔驰 E 级 | 奔驰 S 级

品牌	雷克萨斯	奔驰			
车型	LS400	190E	300E	SE 300	SE 420
1990 年售价 (美元)	36000	31600	45950	52590	62500
气缸排列形式	4.0L V8	2.6L L6	3.0L L6	3.0L L6	4.2L V8
功率 (hp)	250	158	177	177	221
扭矩 (Nm)	353	220	255	255	325
最高速度 (km/h)	241	-	-	-	220
零百加速 (s)	8.2	-	-	-	8.3
城市道路油耗 (L/100km)	13.1	12.4	13.8	14.7	15.4

来源：Lexus UK Magazine，Automobile-catalog，AutoDetective，中泰证券研究所

**初代 LS400 打法特点②：舒适性配置越级，驾乘体验优秀**

- 香槟塔测试验证 NVH 及平顺性；1989 年 1 月，丰田工程师在 LS400 的引擎盖上放了 15 个装满水的高脚杯，并在马力机上将车速提到 232 公里每小时，高脚杯里的水没有外溢，证明车辆运行平顺性优秀。
- 舱内乘坐空间越级配置；初代 LS400 价格低于奔驰 E 级，但整体轴距及前后排空间均可对标 E 级甚至 S 级。

**图表 15：第一代 LS400 外观内饰 和香槟塔测试**



来源：Science Times，CAR and DRIVER，Lexus UK Magazine，中泰证券研究所

**图表 16：第一代 LS 价格对标奔驰 B 但配置与奔驰 S 齐平**

座舱空间对标 奔驰 E 级及以上 | 定位：低于 E 级 | 奔驰 E 级 | 奔驰 S 级

	雷克萨斯	奔驰			
	LS400	190E	300E	SE 300	SE 420
1990 年售价 (美元)	36000	31600	45950	52590	62500
长*宽*高 (mm)	4995 1820 1405	4448 1690 1375	4755 1740 1430	5145 1820 1441	5020 1820 1437
轴距 (mm)	2815	2665	2800	2935	2935
前排腿部空间 (mm)	1113	1064	1064	-	-
后排腿部空间 (mm)	871	785	851	-	-
前排净高度 (mm)	978	937	942	979	979
后排净高度 (mm)	935	914	922	943	943

来源：Automobile-catalog，AutoDetective，中泰证券研究所

初代 LS400 打法特点③：高配+定价显著低于欧美竞品

- 初代 LS400 最为高端车市场后发挑战者，选择“高配+（相对）低价”的高性价比策略；相比 BBA、凯迪拉克、捷豹等欧美老牌竞品，雷克萨斯作为高端市场的后发角色，其产品力（动力&舒适性）在横向参数对比中具备较多优势。面对 BBA 和凯迪拉克等历史更久的豪华品牌时，出口 LS400 做到了“相同价格参数显著领先，或产品力相近（甚至超越）但价格更低”。

图表 17：初代雷克萨斯 LS400 与同期竞品对比

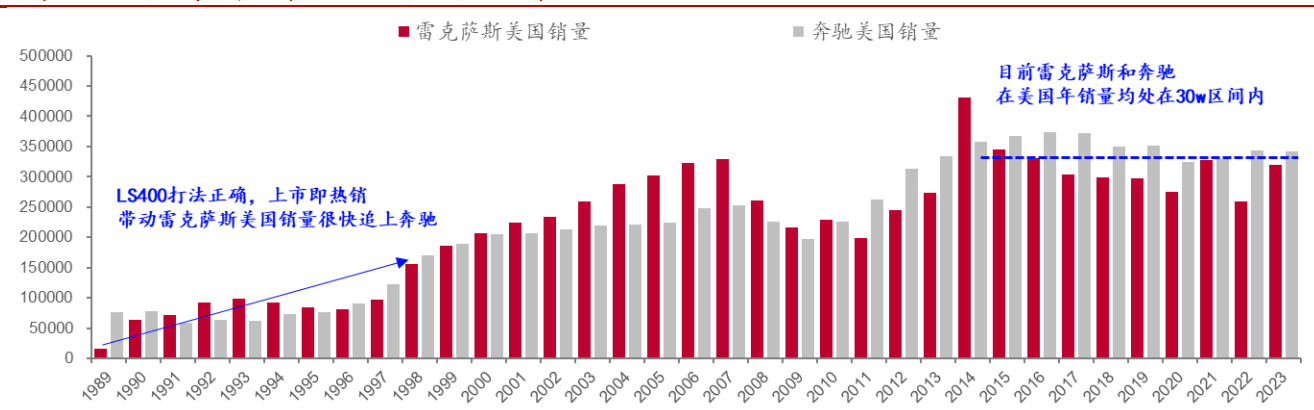
车型	凯迪拉克Seville STS	雷克萨斯LS400	英菲尼迪Q45	捷豹Sovereign	奥迪V8	宝马735i	奔驰SE 420
1990年售价 (美元)	31995	36000	37500	39700	47450	49000	62500
长*宽*高 (mm)	4846*1828*1352	4995*1820*1405	5075*1826*1430	4988*1798*1380	4874*1814*1420	4910*1845*1411	5020*1820*1437
轴距 (mm)	2743	2815	2875	2870	2702	2832	2935
气缸排列形式	V8	V8	V8	L6	V8	L6	V8
功率 (hp)	180	250	278	223	240	208	221
扭矩 (Nm)	333	353	396	377	332	305	325
最高速度 (km/h)	-	241	241	-	235	-	220
零百加速 (s)	-	8.2	7.7	9	9.1	-	8.3
城市道路油耗 (L/100km)	14.7	13.1	14.7	13.8	16.8	15.7	15.4
前排腿部空间 (mm)	1077	1113	-	1062	-	-	-
后排腿部空间 (mm)	914	871	-	805	-	-	-
前排净高度 (mm)	960	978	-	983	-	-	979
后排净高度 (mm)	962	935	-	927	-	-	943
车型图片							

来源：Automobile-catalog, AutoDetective, ClassicCars, Conceptcarz, 中泰证券研究所 注：相同参数行，具备优势的产品将高亮表示

销量验证打法效果：初代 LS400 上市即惊艳扭转认知

- LS400 上市即热销，带动雷克萨斯品牌在北美销量成功追赶奔驰，验证其作为高端化后发品牌的打法有效性；1989 年 LS400 上市当年雷克萨斯美国销量 1.6 万辆，同年奔驰美国销量 7.6 万辆；而两年后的 1991 年，雷克萨斯美国销量便达到 7.1 万辆，同年奔驰销量 5.9 万辆。雷克萨斯迅速放量验证初代 LS400 打法有效性。
- 初代 LS400 强产品力→热销→扭转市场认知；根据汽车杂志《Car&Driver》报道，雷克萨斯品牌之前美国消费者普遍对丰田的认知就是做中低端车型的日本企业。但 LS400 以其动力、噪音、震动等多方面优势热销，逐步扭转市场认知，成功提升丰田整体品牌形象。

图表 18：雷克萨斯及奔驰美国销量对比（单位：辆）



来源：Goodcarbadcar, MbUSA, 中泰证券研究所

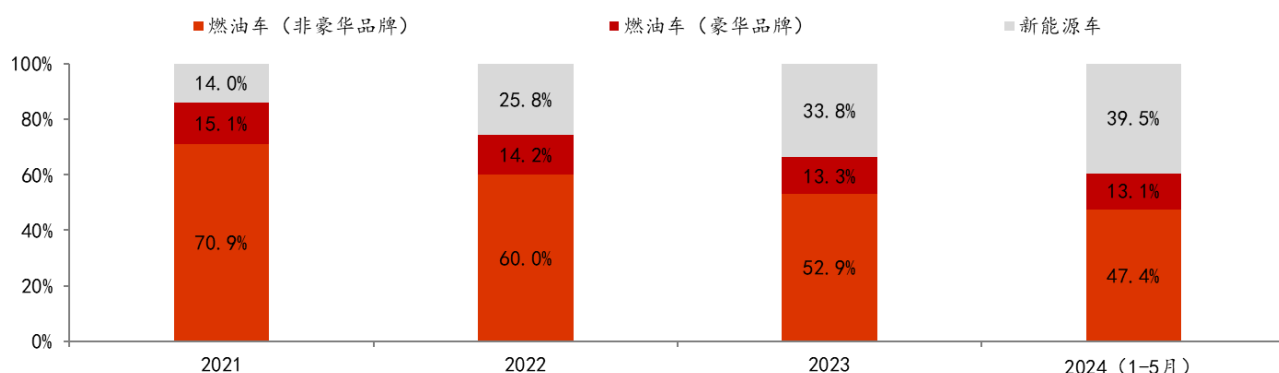
注：数量及产能按照 marklines 口径，或存在与实际情况的偏差

## 一、高端市场：合资油车降价保量，价高新能源渗透率低，SUV赛道空间大，MPV或是新增长点

高端车格局：燃油高端品牌持续降价难抵份额流失趋势

- 非豪华/非高端燃油车份额持续降低，豪华/高端燃油品牌份额依靠降价勉强维持；21-24年（截至1-5月），燃油车整体市占率开始下降，其中非豪华油车市占率70.9%、60.0%、52.9%和47.4%，豪华品牌油车市占率15.1%、14.2%、13.3%和13.1%。豪华/高端品牌相较非豪华/非高端品牌市占率下降幅度较少，主要还是因为采取了高强度的以价换量策略：当前，20万元以上高端品牌车型（BBA、凯迪拉克、沃尔沃等）较22年的降价幅度平均5+万元，折扣率最高达30+%。

图表 19：21年至今各类车型市场份额



来源：杰兰路汽车行业数据库，中泰证券研究所

图表 20：20万以上燃油豪华轿车持续降价

燃油豪华品牌轿车	成交价 (万元)	较22年降价 (万元)	折扣 (万元)	折扣率	燃油豪华品牌SUV	成交价 (万元)	较22年降价 (万元)	折扣 (万元)	折扣率
<b>紧凑型轿车</b>	<b>14.9</b>	<b>3.1</b>	<b>7.8</b>	<b>30%+</b>	<b>紧凑型SUV</b>	<b>19.8</b>	<b>2.1</b>	<b>9.2</b>	<b>15~33%</b>
奥迪A3	14.6	2.2	6.4	30%	奥迪Q3	19.2	2.3	8.8	31%
凯迪拉克CT4	14.4	3.1	7.6	35%	宝马X1	18.5	1.9	10.4	36%
奔驰A级	15.7	4.1	9.3	37%	奔驰GLA	21.7	1.8	8.3	28%
<b>中型轿车</b>	<b>23.2</b>	<b>4.9</b>	<b>8.6</b>	<b>约30%</b>	<b>中型SUV</b>	<b>32.0</b>	<b>5.6</b>	<b>8.7</b>	<b>6~37%</b>
奥迪A4L	23.0	3.3	9.2	28%	奥迪Q5L	28.9	4.5	12.8	32%
宝马3系	22.3	6.4	7.7	26%	宝马X3	29.3	6.8	10.6	27%
奔驰C级	24.3	4.9	9.1	27%	雷克萨斯RX	37.9	2.9	2.6	6%
<b>中大型轿车</b>	<b>28.4</b>	<b>4.9</b>	<b>9.3</b>	<b>18~30%</b>	<b>中大型SUV</b>	<b>57.0</b>	<b>8.5</b>	<b>8.0</b>	<b>9~30%</b>
奥迪A6L	33.0	4.6	9.8	23%	奥迪Q7	52.4	12.0	10.8	17%
雷克萨斯ES	23.8	6.7	5.9	20%	宝马X5	55.0	5.1	6.5	11%
沃尔沃S90	28.3	3.4	12.4	30%	奔驰GLE	63.5	1.4	6.5	9%
<b>大型轿车</b>	<b>80.3</b>	<b>11.5</b>	<b>16.1</b>	<b>9~23%</b>	<b>大型SUV</b>	<b>92.7</b>	<b>20.9</b>	<b>12.0</b>	<b>2~21%</b>
奥迪A8L	60.2	13.3	18.8	24%	宝马X7	82.0	15.7	21.9	21%
保时捷Panamera	97.7	9.7	16.1	14%	林肯领航员	98.5	26.1	2.3	2%
奔驰S级	83.0	-5.8	13.3	14%	奔驰GLS	97.6	4.6	11.8	11%

来源：杰兰路官方公众号，中泰证券研究所

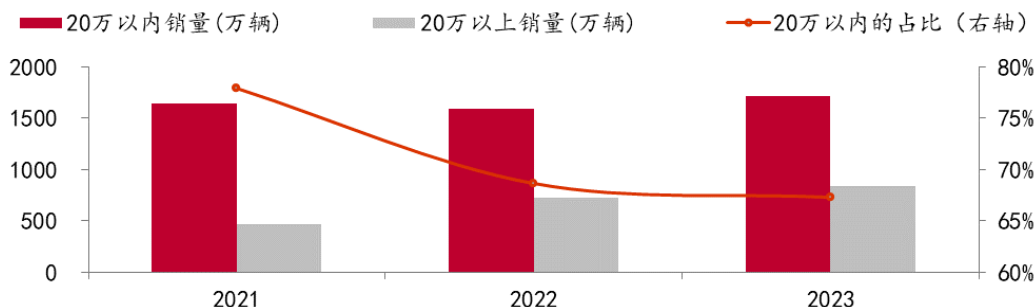
分价格带，20W以下是基本盘但20W以上增长显著

- 乘用车市场分价格带看，20万以下占比仍近70%，但20万以上销量绝对值提升显著；分价格带看，21-23年20万以下车型销售占比分别为77.9%、68.7%和

67.3%；从绝对量看，20 万以上车型销量提升较快，21-23 年分别为 464.5、725.4 和 835.1 万辆。

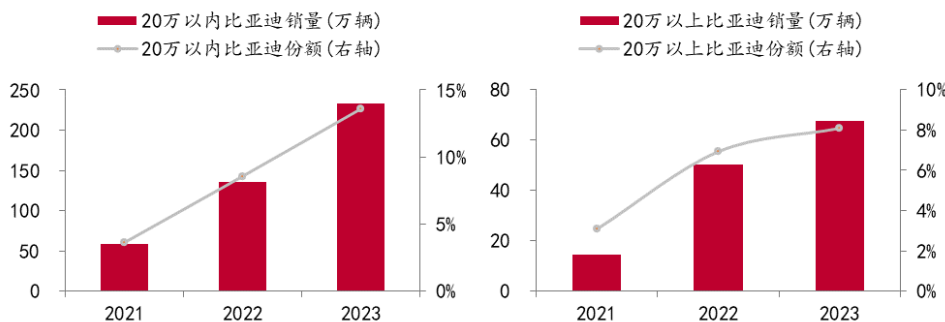
- 当前 20W 以内公司市占率快速提升且份额高，20W 以上市占率提升但限于产品数量，份额绝对值仍有提升空间；21-23 年，20W 以内价格带比亚迪销量分别为 59.1、135.9 和 233.6 万辆，对应份额 3.6%、8.6%、13.6%；20W 以上销量分别为 14.4、50.3 和 67.7 万辆，对应份额 3.1%、6.9%和 8.1%。考虑到公司当前 20W 以上产品主要为汉、唐和腾势 D9，随着后续更多高端车型上市，公司 20W 以上份额有望进一步提升。

图表 21: 2023 年中国不同价格带乘用车销量及占比



来源：乘联会，中泰证券研究所

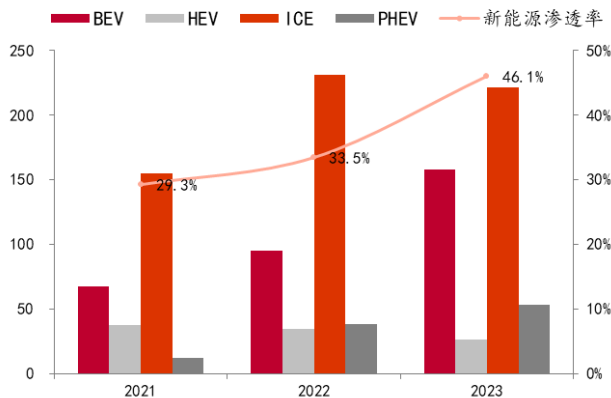
图表 22: 比亚迪在 20 万内价格带市占率快速提升，20 万以上价格带市占率有望提升



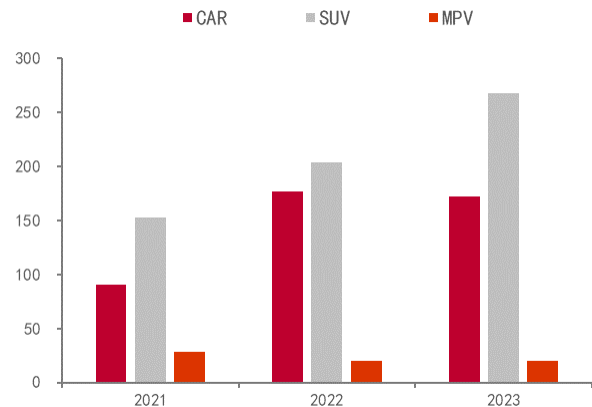
来源：乘联会，中泰证券研究所

### 20-30W 价格带：新能源渗透率超 45%，SUV 量领先且增速快

- 我们将 20 万以上中高端价格带再次进行划分并分析：
- 分动力形式看，20-30 万价格带新能源（纯电+插混）车型渗透率逐步提升；2023 年，该价格带纯电/普混/燃油/插混（BEV/HEV/ICE/PHEV）的销量分别为 158.3/26.6/221.7/53.6 万辆；21-23 年，该价格带新能源渗透率分别为 29.3%/33.5%/46.1%。
- 分产品看，20-30 万价格带 SUV 绝对量领先，轿车和 MPV 销量较为稳定；2023 年，该价格带轿车（CAR）/SUV/MPV 销量分别为 172.3/267.5/20.3 万辆，其中，SUV 销量处于绝对领先且增速较快，较 22 年+31.6%，轿车市场较 22 年保持稳定，MPV 市场较 22 年保持稳定，较 21 年出现明显下滑。

**图表23：2021-2023年20-30W价格带不同动力形式汽车销量（万辆）**


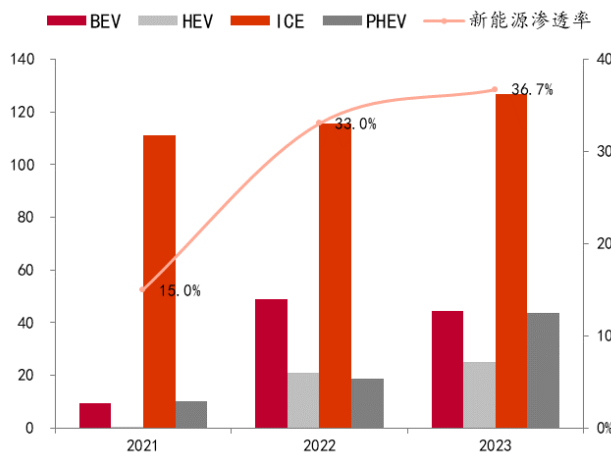
来源：乘联会，中泰证券研究所

**图表24：2021-2023年20-30W价格带不同车型类别汽车销量（万辆）**


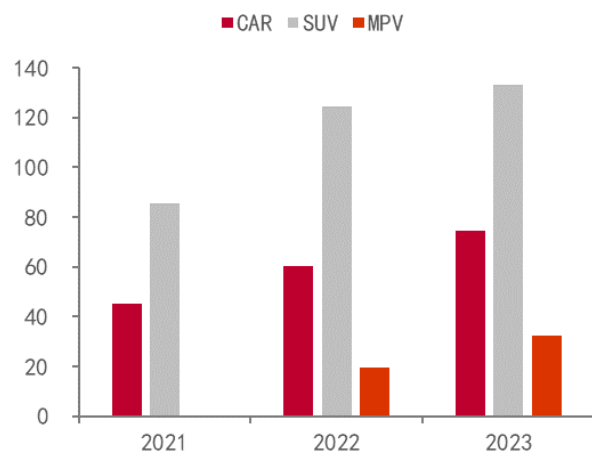
来源：乘联会，中泰证券研究所

### 30-40W 价格带：新能源接近 40%，轿车和 MPV 品类增速快

- 分动力形式看，30-40 万价格带新能源车渗透率提升速率放缓；2023 年，该价格带纯电/普混/燃油/插混的销量分别为 44.6/24.9/126.8/43.5 万辆；21-23 年，该价格带新能源渗透率分别为 15.0%/33.0%/36.7%。
- 分产品看，30-40 万价格带 SUV 绝对量领先，轿车和 MPV 销量提升明显；2023 年，该价格带轿车/SUV/MPV 销量分别为 74.5/132.9/32.4 万辆，其中，SUV 销量处于绝对领先，轿车市场增长较快，较 22 年+23.1%，MPV 市场增长明显，较 22 年+66.3%。

**图表25：2021-2023年30-40W价格带不同动力形式汽车销量（万辆）**


来源：乘联会，中泰证券研究所

**图表26：2021-2023年30-40W价格带不同车型类别汽车销量（万辆）**


来源：乘联会，中泰证券研究所

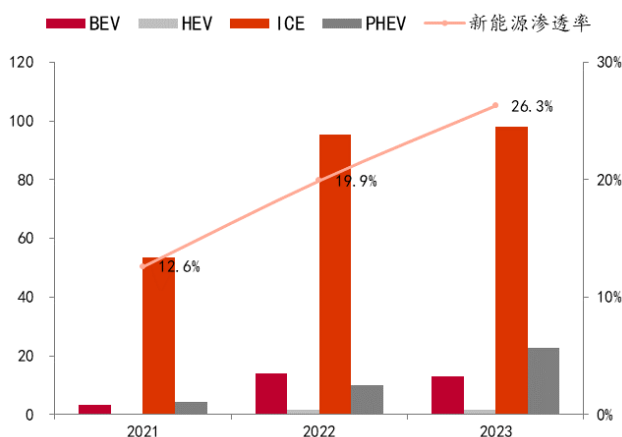
### 40W 以上价格带：新能源相对少，SUV 曾高增、MPV 增速快

- 分动力形式看，40 万以上价格带新能源车渗透率持续提升：2023 年，该价格带纯电/普混/燃油/插混的销量分别为 12.8/1.5/98.1/22.7 万辆；21-23 年，该价格

带新能源渗透率分别为 12.6%/19.9%/26.3%。相较 20-30 万及 30-40 万价格带，40 万以上价格带新能源渗透率相对较低。

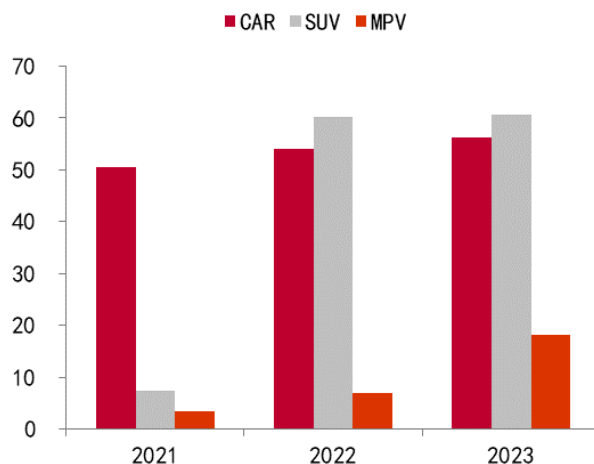
- 分产品看，40 万以上价格带 SUV 绝对量领先，轿车较为稳定，MPV 销量提升明显；2023 年，该价格带轿车/SUV/MPV 销量分别为 56.2/60.7/18.2 万辆，其中，SUV 销量处于领先，轿车市场增速较为稳定，MPV 市场增长明显，23 年较 22 年+164.3%。

图表 27: 2021-2023 年 40W 以上价格带不同动力形式汽车销量 (万辆)



来源：乘联会，中泰证券研究所

图表 28: 2021-2023 年 40W 以上价格带不同车型类别汽车销量 (万辆)



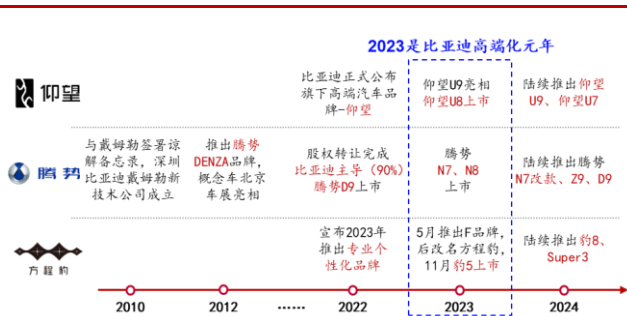
来源：乘联会，中泰证券研究所

## 二、公司高端化布局&市场预期差：仰望提升调性、腾势/方程豹走量，市场对后续高端新品认知不充分

2023 是比亚迪高端化元年，品牌矩阵覆盖全价格带

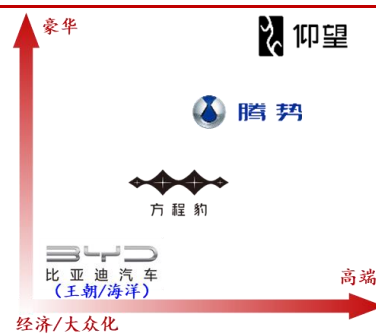
- 22-23 年是公司高端化起始点，旗下各高端品牌开始发布首款产品；22H2 起至 2023 年，公司旗下各个高端品牌腾势（按奔驰股权转让后）、方程豹、仰望均推出旗下首款产品（腾势 D9/N7、豹 5、仰望 U8）。
- 当前公司各品牌所覆盖的价格带不同；①主品牌：王朝及海洋系列，聚焦 20 万元以下价格带。②方程豹：定位 20-30 万元价格带。③腾势：定位 30 万元以上价格带。④仰望：定位百万级别豪车。

图表 29：比亚迪高端品牌发展历程



来源：比亚迪及其各子品牌官网，汽车之家，中泰证券研究所

图表 30：比亚迪品牌矩阵图示



来源：比亚迪及其各子品牌官网，中泰证券研究所

### 品牌定位：仰望储备技术拔形象+腾势/方程豹兼顾走量

- 当前，公司旗下三个高端品牌各司其职，兼顾不同品牌定位，其中：
  - ①仰望：定位豪华，提升公司整体品牌调性。通过搭载最前沿&高端的技术（如云辇、易四方），为用户提供极致的驾乘体验，并起到技术储备作用，适时下放到其他品牌。
  - ②方程豹/腾势：定位高端，但兼顾走量。基于成本考虑，搭载部分从仰望下放的技术，如在底盘/动力性能方面，仰望品牌应用易四方，而腾势应用易三方，兼顾售价基础上依旧将配置拉满。

图表 31：比亚迪高端品牌定位

	定位	上市车型	差异化性能 & 技术	
<b>仰望</b>	豪华型：拔高调性 价格：100+万元	极致性能的顶级豪车 仰望U8 硬派越野 混动 110万元 仰望U9 超跑 纯电 168万元	舒适超越磁悬浮 跳舞等车身控制 原地掉头	储备前沿技术 ①悬挂性能：云辇-X/Z；云辇-P ②动力性能：易四方
<b>腾势</b>	高端型：能走量 价格：30-70万元	中高端SUV 腾势D9 全能MPV 纯电/混动 34-60万元 腾势N7 轿跑SUV 纯电 30-38万元 腾势N8 全场景SUV 混动 32-33万元	舒适过障	下放前沿技术 ①悬挂性能：云辇-C/A ②动力性能：易三方
<b>方程豹</b>	高端型：能走量 价格：20-30万元	硬派越野 豹5 硬派越野 混动 24-30万元	高举升等强越野 豹式掉头	下放前沿技术 ①悬挂性能：云辇-P ②动力性能：电控&电机正反控制

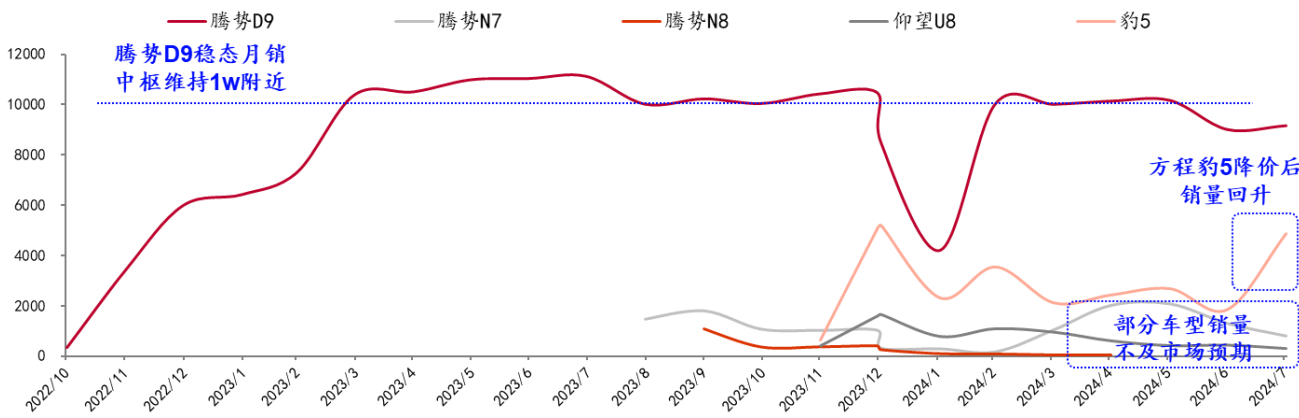
来源：各品牌公众号，懂车帝，中泰证券研究所



预期差①：此前高端产品少，市场对公司高端化感知弱

- 市场对公司高端化无充分预期，因为此前品类少且 SUV/轿车主流赛道缺少产品；公司目前高端品牌共只有 5 款车在售（不考虑超跑 U9），其中 MPV 车型腾势 D9 显著高于其余产品（稳态月销 1w 辆），SUV 车型方程豹 5 在降价后销量重回 4000-6000 辆区间。但由于公司高端品牌在主流的 SUV/轿车赛道目前仅 4 款产品（除了百万级的仰望 U8 后仅 3 款）且其中腾势 N7/N8 稳态月销均在 5000 辆以下，因此市场此前对公司品牌高端化感知不强。

图表 32：公司目前在售车型月度销量变化（单位：辆）



来源：Marklines，中泰证券研究所

预期差②：24H2 起高端品牌新车周期未被充分认知

- 2024 年下半年起高端品牌仰望、方程豹、腾势均有新品上市，高端车型矩阵将持续扩容；2024 年比亚迪旗下高端品牌预计将推出共 7 款全新车型（其中腾势 N7 为改款，前脸设计采用新设计语言），持续完善中高端价格带车型布局，其中仰望品牌会交付超跑 U9、推出轿跑 U7；而更走量的腾势、方程豹品牌将会推出腾势 Z9/Z9GT、腾势 N9 及方程豹 8、方程豹 3 等产品，公司高端品牌将持续兼顾走量和品牌形象建设。

图表 33：公司高端品牌车型谱系（红色为 24 年前发布，蓝色为 24 年及之后发布）

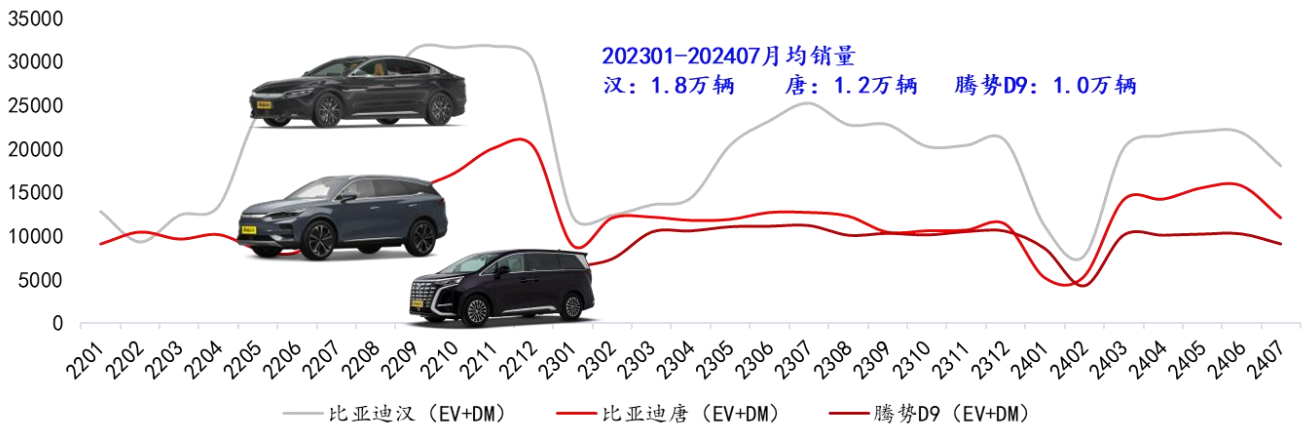


来源：懂车帝，太平洋汽车，仰望官网，腾势官方微博，中泰证券研究所；注：图中排序不代表实际发布时间，以公司实际发布会为准

我们认为：①公司 20w 以上高价车型曾有多款爆款先例

- 20 万元以上价格带是偏中高端的，公司曾在 20-30 万元中端价格带有多款成功产品验证品牌向上的实力；比亚迪主品牌的汉、唐刚上市时期均为主销版本售价在 20 万元以上的产品。从 2023 年 1 月至 2024 年 7 月，二者月均销量为 1.8 万辆及 1.2 万辆，均为爆款。此外腾势 D9 作为起售价 30 万以上的车型，23 年 1 月-24 年 7 月之间的月均中枢也在 1 万辆。汉、唐、腾势 D9 的成功案例可以验证公司是具备品牌向上的能力的。

图表 34：公司 20 万元+级别产品曾有爆款先例（单位：辆）



来源：Marklines，中泰证券研究所

我们认为：②仰望 U8 验证公司做好超高端车型实力

- 在 100 万以上的豪华车价格带，公司仰望 U8 验证打造更高端品牌的能力；24 年 2 月&7 月百万级豪车排行中，仰望 U8 销量为 715/422 辆，分别位列第 6、第 11。我们认为销量绝对值承压主要还是百万级豪车市场整体疲软，排行靠前产品大部分终端起售价已低于 100 万元，传统百万豪车目前仅路虎揽胜、迈巴赫 S 级、奔驰 G 级起售价能稳定在百万以上。仰望 U8 起售价始终稳定在 109.8 万元，但销量能够长期位于榜单前列，我们认为 U8 足以验证公司做出高端品牌的实力。

图表 35：公司超高端产品（百万级别级别）较为成功

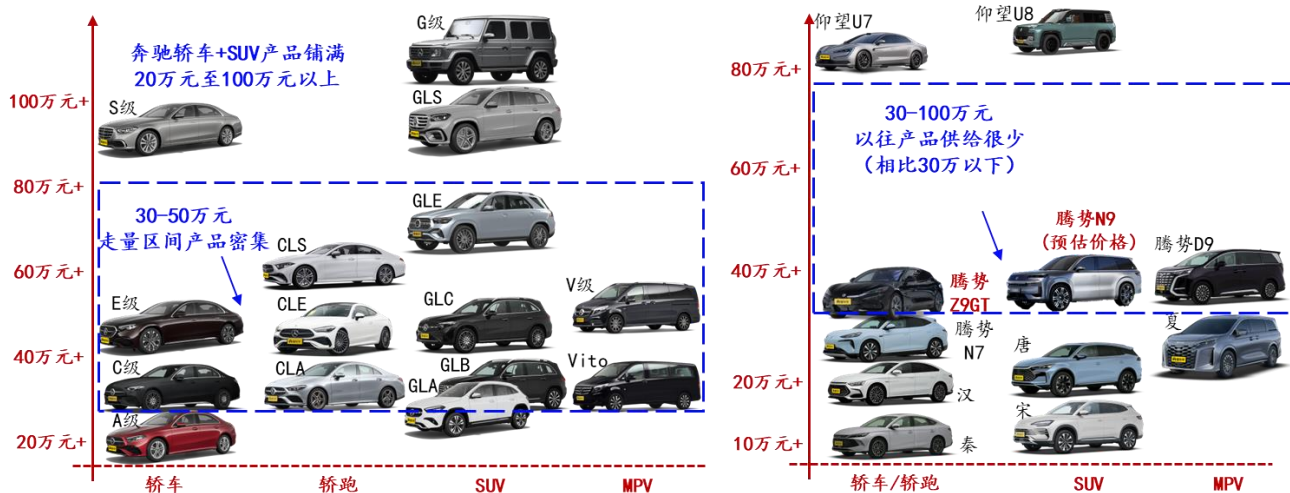
2024.02 百万豪车销量TOP15	销量 (辆)	经销商起售价 (万元)	2024.07 百万豪车销量TOP15	销量 (辆)	经销商起售价 (万元)
奔驰S级	1005	74.26	路虎揽胜	2182	142.8
奔驰GLS	992	87.38	路虎卫士	1622	65.8
卡宴	921	92.8	帕拉梅拉	1559	95.8
宝马7系	734	67.09	卡宴	1476	92.8
路虎卫士	730	65.8	奔驰S级	1115	74.26
<b>仰望U8</b>	<b>715</b>	<b>109.8</b>	奔驰GLS	1037	87.38
帕拉梅拉	713	95.8	<b>迈巴赫S</b>	<b>1014</b>	<b>126.74</b>
迈巴赫S	689	126.74	宝马7系	832	67.09
奥迪A8	568	58.45	奥迪A8	603	58.45
路虎揽胜	513	142.8	宝马X7	525	84.16
宝马X7	421	84.16	<b>仰望U8</b>	<b>422</b>	<b>109.8</b>
奔驰G级	293	136.06	奔驰G级	331	136.06
路虎揽运	266	83.9	雷克萨斯LM	321	119.9
雷克萨斯LM	166	119.9	保时捷718	296	56.5
奔驰G AMG	159	179.51	迈巴赫GLS	261	179.51

来源：易车，懂车帝，中泰证券研究所 注：经销商起售价以懂车帝 9 月数据为参考；起售价高于 100 万元产品高亮标注

我们认为：③市场感知不强最核心原因在于高端 SKU 少

- 我们认为市场对公司高端化感知不强的主要原因还是目前 20 万以上产品矩阵偏少；传统豪华品牌（如奔驰）在主流高端区间产品密集，公司目前产品供给少，后续腾势 Z9GT 及 N9 将率先填补空白。

图表 36: 参考传统豪华品牌产品矩阵, 公司当前有较多空缺可补齐



来源: 懂车帝, 中泰证券研究所

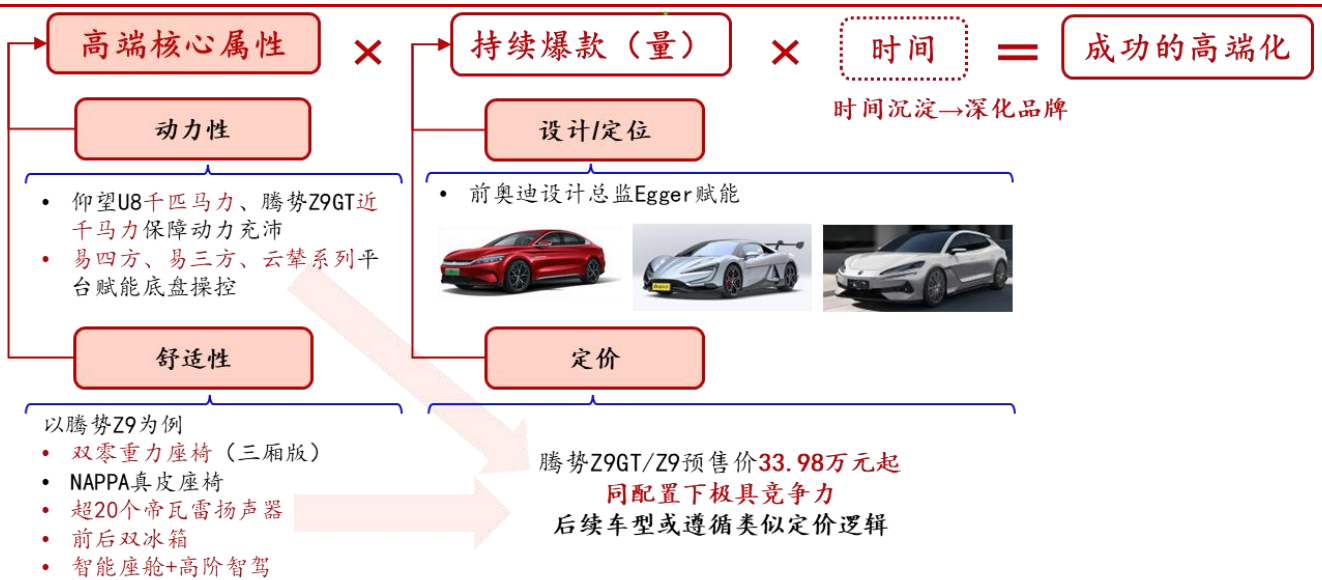
注: ①奔驰产品价格参考官方定价; ②奔驰产品较多, 仅展示部分典型产品 (如 AMG/迈巴赫暂不展示)

### 三、先验判断公司高端化成功模式：技术为高端化奠基，腾势 Z9 定价体现决心，腾势 N9 或带来较强催化

公司技术积累扎实，为高端化先决条件打下基础

- 依旧前文提出的成功高端化的评价框架对公司进行分析，公司当前具备高端化前置要求，将以有性价比的高技术力/优秀设计产品冲击高端化；
  - ①技术积累赋能力性：腾势 Z9GT 拥有近千马力；易三方及云辇提升多场景操控体验。
  - ②座舱配置丰富满足舒适要求：具备二零重力座椅、前后双冰箱等堆料配置。
  - ③设计具备豪华感：腾势 Z9GT 及腾势后续车型与王朝海洋系列在外观设计上有明显差异。

图表 37：根据前言部分提出的成功的高端化评价框架对公司进行分析

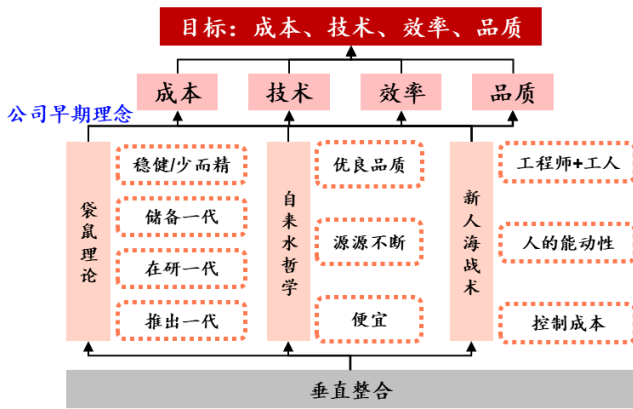


来源：懂车帝，汽车之家，腾势官方公众号，中泰证券研究所 注：红色填充代表公司已具备该能力

#### 公司技术储备的基础①：垂直整合并追求高效&质量

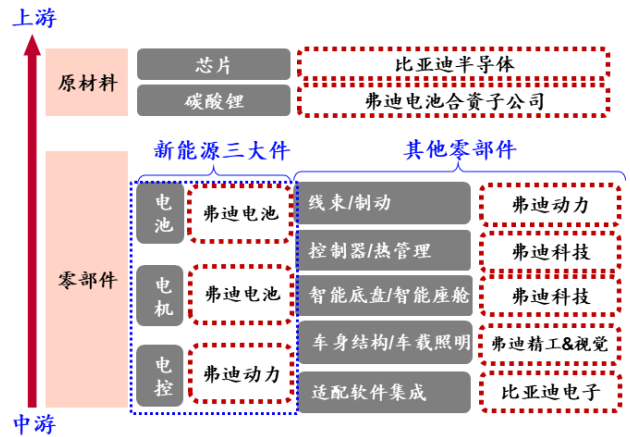
- 公司以成本、技术、效率、品质为目标；比亚迪造车目标层面追求成本、技术、效率和品质；理念方面，公司提出“新人海战术”，重视人的能动性（工人+工程师），并尤其强调研发方面。
- 强调对核心零部件的掌握，并深度整合整车产业链上游；2020 年比亚迪成立弗迪系公司深化垂直整合，如新能源车最关键的三电系统电池/电机-弗迪电池、电控-弗迪动力等。

图表 38: 公司早期底层战略及文化



来源: 《王传福: 技术智造》, 中泰证券研究所

图表 39: 公司产业链垂直整合

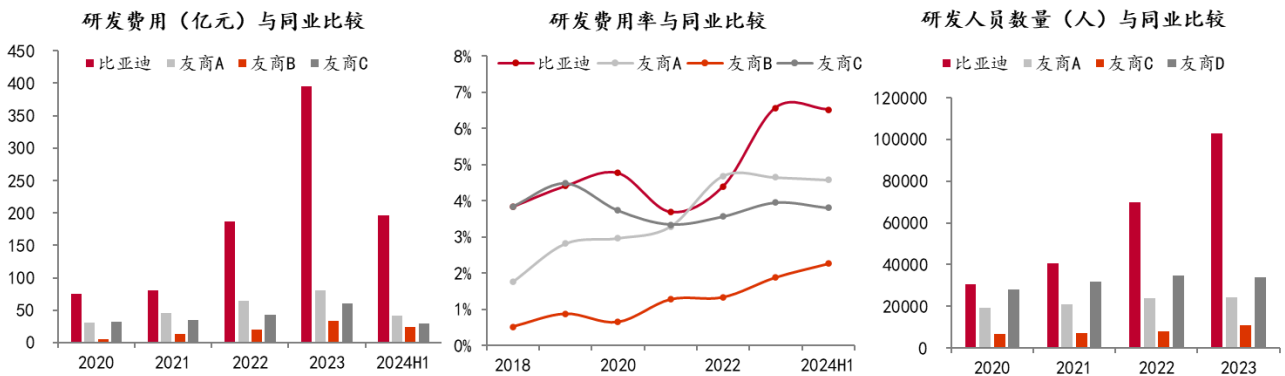


来源: 各公司官网, 企查查, 中泰证券研究所

公司技术储备的基础②: 研发投入、人员行业领先

- 公司重视研发, 研发投入和研发人员数持续引领行业; 2023 年, 公司研发费用高达 396 亿, CAGR<sub>20-23</sub> 高达 74.4%; 2023 年及 2024H1, 研发费用率维持在 6.5%左右的高水平; 公司研发人员数量已超过 10 万人, 保持高速增长的态势。

图表 40: 公司研发费用、费用率、人员数量与同业比较



来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

重视研发+垂直整合=新能源领域丰富的技术池

- 垂直整合叠加研发费用的持续投入带来的是公司在新能源车领域丰富的技术池; 公司垂直整合策略增强公司掌握核心技术能力, 自 2021 年后, 公司主要系统技术厚积薄发, 呈现井喷式发展: 云辇、刀片电池、CTB 技术、易四方平台及八合一电机等技术逐步亮相, 且逐步运用于各车型中。往后看, 电池系统、车身系统及平台架构及底盘系统等目标逐渐明确, 公司技术导向目标十分明确。

图表 41: 公司主要系统技术发展趋势

		2001-2010										2011-2020										2021-2030																																																
		01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30																																							
混合动力系统	DM	DM 1代										DM 2代										DM 3代										DM 4代 (DM-i)										DM 5代										优化提升																		
电池系统	刀片电池																																									新材料、新工艺																												
	CTB																																									CTC																												
电驱动系统	易四方平台																																									优化提升																												
	易三方平台																																									优化提升																												
	电机																																									8合一										12合一										优化提升								
车身底盘控制系统	云辇																																																			优化提升																		
车身系统	一体化压铸铝																																																			碳纤维 铝合金																		
平台架构及底盘系统	线控转向制动																																																			线控转向制动 自动驾驶																		

来源: 比亚迪官网, 汽车之家, 中泰证券研究所; 注: 虚线表示前期研究, 粉色表示上市阶段, 红色表示未来发展

高端化基础-动力性: 动力表现及驾控体验优秀

■ 得益于技术积累深厚, 产品动力性已可支撑高端化;

- ①速度性能: 受制于高速工况下的电机效率衰减, 纯电及增程产品在高速工况下性能弱于插混车型, 而比亚迪插混发动机技术领先 (热效率 44.13%), 叠加独立三电机及自研碳化硅, 速度性能表现强劲。
- ②行驶平稳性: 云辇具备道路预瞄+空气悬架高端化配置。
- ③独有的动力表现: 依托易三方架构, 可完成多种高难度驾驶场景。

图表 42: 公司产品动力性可支撑高端化能力 (以腾势 Z9GT 为例)

**优秀动力**

纯电/插混: 966/1077马力; 零百加速3.4/3.6s

速度性能: 同价格带可对标产品较多、新能源普遍优于同级燃油产品



2.0T插混专用发动机

发动机热效率44.13%  
亏电油耗5.6L/100km



后双电驱总成

结合前电机, 整车三电机, 做到近千马力, 零百加速3s级, 最高车速240km/h



后双电控总成

自研碳化硅 (相比IGBT损耗更低, 更省电; 速度更快, 频率更高), 比亚迪后双电控总成最高效率达99.8%

**行驶平稳**

云辇A平台: 道路预瞄+空气悬架

行驶平稳性: 道路预瞄+空气悬架, 腾势以外品牌30万元以上才配置



高速自动降低车身



主动调节减少转弯倾斜



道路预瞄并主动调节阻尼

道路预瞄+空气悬架搭载车型举例

- 腾势N7高配: 28.98万元起
- 蔚来ES6: 33.80万元起
- 问界M9: 46.98万元起
- 奔驰S、宝马7系、奥迪A8 (百万元级别)

**更多驾控体验**

易三方: 三电机独立驱动+后轮双电机独立转向

更多驾控体验: 三电机独立驱动, 带来更多独有的驾驶体验



圆规掉头



易三方泊车



智能蟹行



低附路面稳增



4.62m  
极致转弯半径

来源: 懂车帝, 腾势微信公众号, 腾势 Z9 发布会, 中泰证券研究所

高端化基础-舒适性①: 大师操刀设计, 提升格调

- 舒适性与产品外观及座舱氛围体验有强关联, 公司引入大牌设计师提升产品美学; 公司引入前奥迪设计总监 Egger (当前为现任比亚迪首席造型总监)。并于 2017 年推出代表性的比亚迪汉“龙颜设计”, 近年 Egger 操刀仰望 U9、腾势 Z9GT 等高端产品设计, 逐步拔高比亚迪中高端品牌 (腾势、仰望) 的设计美学,

请务必阅读正文之后的重要声明部分- 22 -

腾势 Z9GT 外观及内饰豪华感明显，已具备高端产品成功的基础。

**图表 43: 引入大牌设计师提升产品美学**



来源: 汽车之家, 搜狐汽车, 新浪汽车, 懂车帝, 中泰证券研究所

**图表 44: 腾势 Z9GT 内饰豪华感明显**

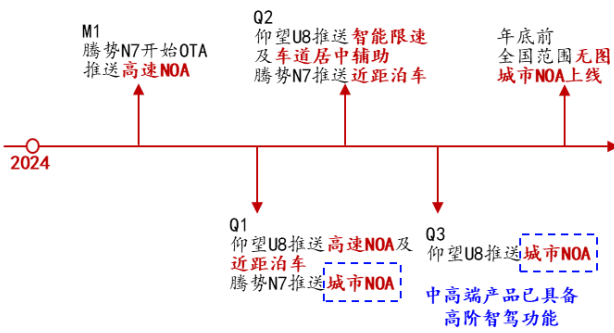


来源: 奔驰官网, 腾势官网, 中泰证券研究所

**高端化基础-舒适性②: 智驾智舱能力优秀**

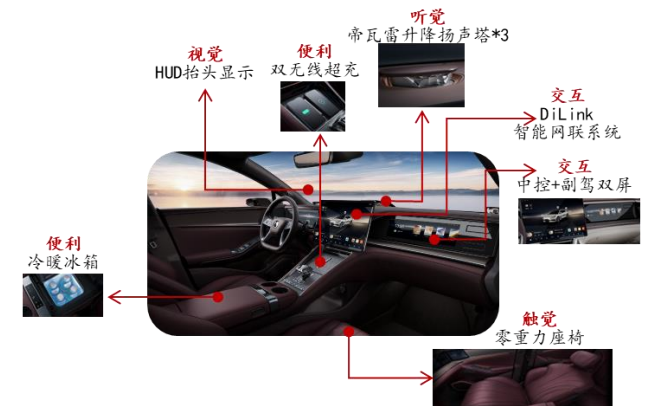
- 具备城市 NOA 能力, 高端产品可满足客户智驾需求; 2024 年 1 月 16 日比亚迪梦想日, 公司发布 DiPilot 智驾平台, 其中 L2+高阶智驾“天神之眼”具备城市 NOA 能力, 当前已推送至腾势及仰望部分车型。
- 座舱舒适度及交互性优秀; 座舱方面, 公司高端产品(以腾势 Z9GT 为例)配备有提升消费者体验的升降扬声器、无线超充、零重力座椅等, 并且搭载 DiLink 智能网联系统以提升座舱交互体验。

**图表 45: 比亚迪已具备城市 NOA 能力**



来源: 梦想日发布会, 比亚迪官方账号, 中泰证券研究所

**图表 46: 智能座舱舒适度及座舱交互领先**

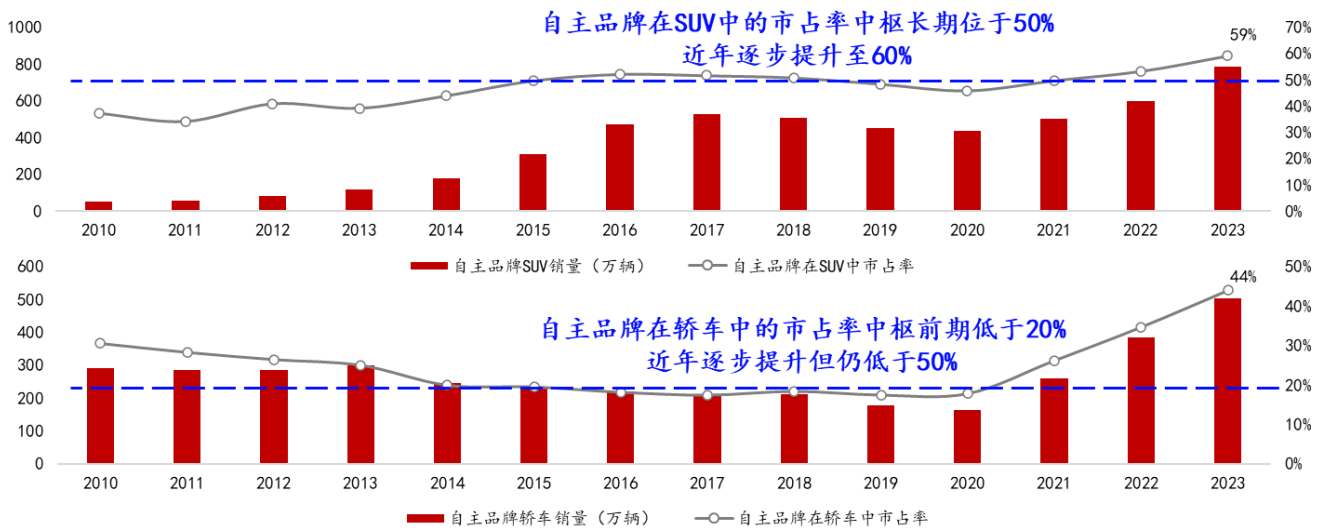


来源: 仰望官网, 腾势官网, 中泰证券研究所

**投资复盘-相比轿车, 自主品牌更擅长打造 SUV 产品**

- 复盘国内车市, 自主品牌更擅长打造 SUV 产品; 2014 年后, 轿车市场中, 自主品牌市占率在 20%附近波动, 但在 SUV 市场中, 自主品牌市占率基本位于 50%, 结果端验证自主品牌相较轿车更擅长在 SUV 领域打造产品。

图表 47: 自主品牌更擅长做 SUV 产品



来源: Marklines, 中泰证券研究所

投资复盘-高端 SUV 是自主品牌冲击高端车市场的好赛道

■ 理想和赛力斯案例验证高端 SUV 是自主品牌在销量/投资维度进行成功的高端化相对较好的赛道:

- ① SUV 赛道相比轿车更容易; 相比轿车, 国内消费者更倾向于车内空间更大的 SUV 产品 (2023 年 30 万元以上市场, SUV 约 194 万辆、轿车约 131 万辆), 因此 SUV 走量的可能性更大。
- ②对标业内顶级产品; BBA 在消费者认知中已根深蒂固。作为后来者, 对标其普通高端产品 (如奔驰 GLE) 并不能说服消费者, 产品力需要足够强大才能短时间内改变市场认知。
- ③价格有明显优势; 理想 L9/问界 M9 配置与奔驰 GLS 相同甚至超越, 但价格则对标 GLE, 因此成功通过低价顶配夺取传统豪华品牌份额。

图表 48: 理想 L9 和问界 M9 参数可对标 BBA 顶级产品

车型	理想L9	问界M9	奔驰GLS	宝马X7	奥迪Q8
图片					
价格 (万元)	40.98-43.98	46.98-56.98	108.18-138.50	87.3-152	63.88-88.85
长*宽*高 (mm)	5218*1998*1800	5230*1999*1800	5210*2030*1823	5170*2000*1835	5006*1995*1696
轴距 (mm)	3105	3110	3135	2656	2998
总扭矩 (N·m)	620	675/673	450/500	520	370/500
总功率 (kW)	330	365	230/280	280	195/250
综合油耗 (L/100km)	7.6	6.9	9.7/9.8/10.2	10.4	9.6/10.57
百公里加速 (秒)	5.3	4.9/4.3	6.9/6.1	5.8	7.4/6.2
扬声器数量	21	25	10-11/13	16/20	4/5
前排座椅功能	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、-/通风	加热、通风、-/按摩	加热、通风、-/按摩
后排座椅功能	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热	加热	-/加热
抬头显示	HUD	AR-HUD	HUD	HUD	HUD
电吸门	标配	标配	-/选配	-/标配	选配/标配
悬挂类型	前双叉臂+后多连杆	前双叉臂+后多连杆	双叉臂	前双叉臂+后多连杆	多连杆
自动泊车	标配	标配	标配	标配	标配
匝道自动驶入 (出)	标配	标配	-	-	-
高速导航辅助驾驶	标配	标配	-	-	-
城市导航辅助驾驶	-/标配	选配	-	-	-

来源: 懂车帝, 中泰证券研究所 注: 高亮为具备优势的参数/配置



- **赛力斯：问界新 M7 以及问界 M9 爆款后带动股价上涨；近年赛力斯股价大涨均由推出爆款高端 SUV 拉动，如问界新 M7、问界 M9。**

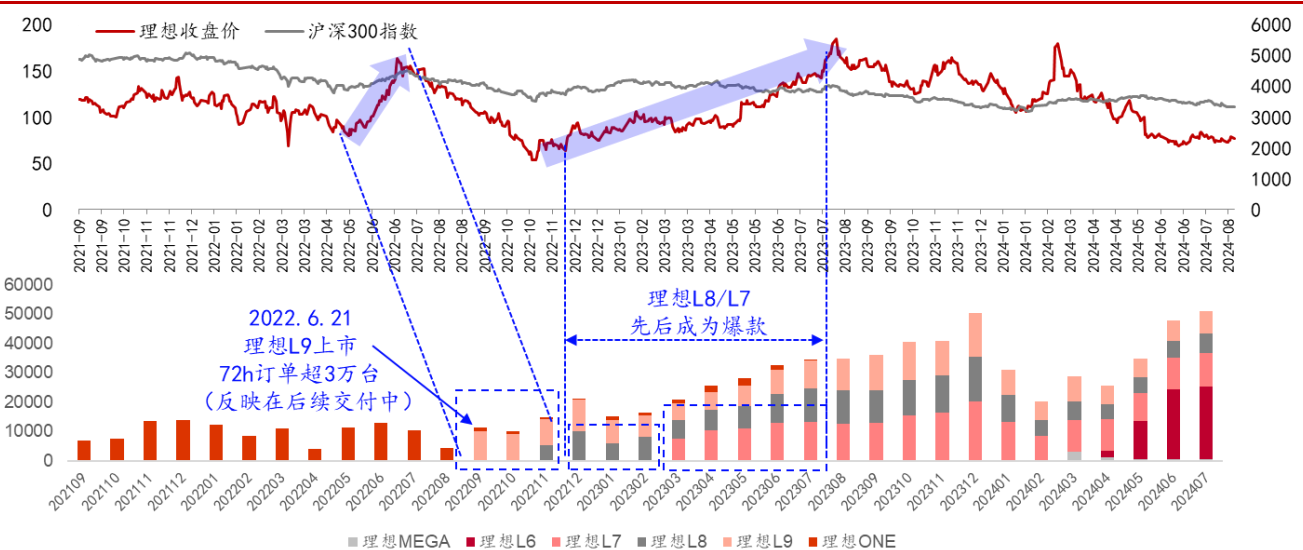
**图表 49：赛力斯股价复盘**



来源：wind，汽车之家，AITO 官网，中泰证券研究所

- **理想：L 系列 SUV 销量爆款拉动股价提升；2022 年 6 月，理想 L9 上市 72h 订单超 3 万台，成功塑造爆款，带动股价第一轮提升；后续理想 L8/L7 优秀销量表现再度拉动股价。**

**图表 50：理想股价复盘**



来源：wind，汽车之家，中泰证券研究所

**前瞻-腾势 Z9GT 定价展示高端化决心，打法和 LS400 异曲同工**

- **腾势 Z9GT 产品定价展现比亚迪高端化决心，打法类似雷克萨斯初代 LS400 的成功经验；腾势 Z9GT 预售价 33.98 万元起，普遍低于相似配置的传统高端品牌竞品，具备高性价比的预售定价体现了公司做好高端化（想走量）的决心；Z9 在打法上类似雷克萨斯初代 LS400：越级配置+性价比定价→热销，我们认为 Z9 也有望为公司带来销量弹性。**

图表 51: 腾势 Z9GT 动力/舒适性可对标 BBA 顶级产品

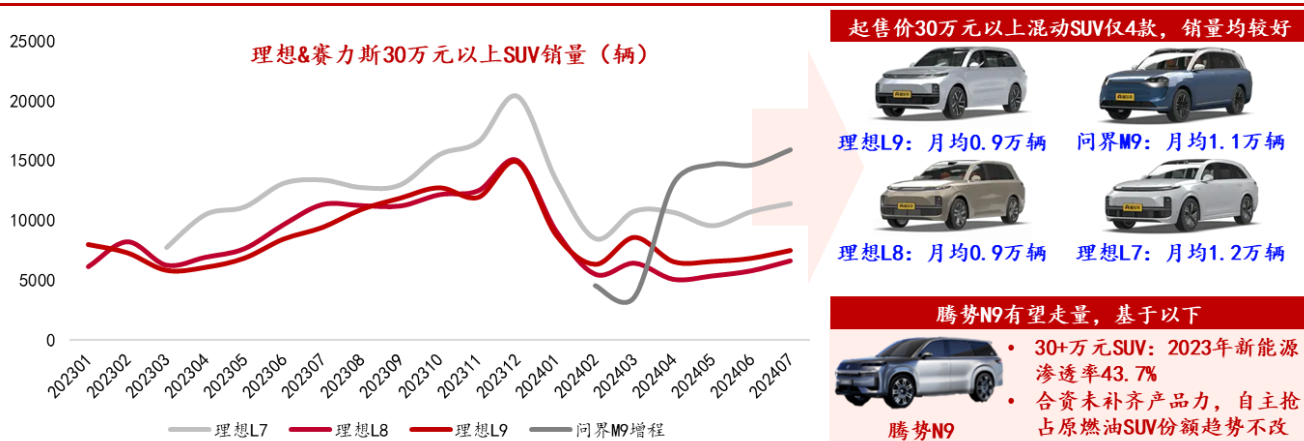
腾势 Z9GT 动力/舒适性可对标 BBA 顶级产品					腾势 Z9GT 智能化优于 BBA 顶级产品				
车型	腾势 Z9GT DM	奔驰 S 级	宝马 7 系	奥迪 A8	车型	腾势 Z9GT	奔驰 S 级	宝马 7 系	奥迪 A8
价格 (万元)	预售 33.98-41.98	114.74-134.32	91.9-126.9	78.98-195.48	变道辅助	✓	选配	-/选配/✓	-
长*宽*高 (mm)	5195*1990*1500	5290*1921*1503	5391*1950*1548	5320*1945*1488	上下匝道	✓	-	-	-
轴距 (mm)	3125	3216	3215	3218	高速 NOA	✓	-	-	-
综合续航 (km)	1100	-	-	-	城市 NOA	选配	-	-	-
最大扭矩 (N·m)	发动机 1035、电动机 325	450	400/520	370/450/500/660	自动泊车	✓	✓	✓	选配/✓
最大功率 (kW)	发动机 152、电动机 640	230	200/280	195/210/250/338	循迹倒车	-	-	选配/✓	-
最高车速 (km/h)	230	250	250	250	记忆泊车	-	-	-/选配/✓	-
综合油耗 (kWh/100km)	6.6	7.7	7/7.2	8.89/9.11/9.28/11.44	代客泊车	✓	-	-	-
百公里加速 (秒)	3.6	5.9	6.7/5.4	6.7/6.6/5.7/4.4					
悬挂类型	前双叉臂、后五连杆	前双叉臂、后多连杆	前双叉臂、后多连杆	前后多连杆					
前排座椅功能	加热、通风、记忆、按摩	加热、通风、记忆	加热、通风、记忆、按摩	加热、通风、记忆、按摩					
后排座椅功能	加热、通风、按摩	加热、通风、记忆	加热、通风、记忆、按摩	加热、通风、记忆、按摩					
座椅材质	Nappa 真皮	真皮	仿皮/Merino 真皮	Valcona 真皮					
零重力座椅	✓	✓	✓	✓					
扬声器数量	20+	9/15	18/36	10/17/23					
冰箱	✓	-	-	-/✓					
抬头显示	✓	✓	✓	✓					
电吸门	✓	✓	✓	✓					

来源: 懂车帝, 中泰证券研究所 注: ① Z9 座椅功能及智能化参考腾势 N7

前瞻-腾势 N9 拓展高端大 SUV 赛道, 若放量或形成强催化

- 公司 24Q4 将发布大 SUV 产品腾势 N9, 若上市放量或在投资维度形成向上强催化; 根据此前投资维度复盘, 混动/增程大 SUV 是自主品牌相对容易做出来的高端车产品, 且一旦放量或在投资维度形成较强向上催化。公司 24Q4 即将上市腾势 N9 将在动力技术、座舱堆料、外观内饰设计、定价方面对标 Z9GT 的高水准/高性价比, 有望快速填充公司 30-50 万元高端主流车型市场产品谱系的同时, 带来向上强催化。

图表 52: 高端混动/增程 SUV 产品走量可能性较高



来源: Marklines, 懂车帝, 中泰证券研究所

## 盈利预测

### 盈利预测

#### 根据不同业务板块进行预测

**1) 汽车+电池+半导体等业务板块:** 根据测算, 公司自 21 年起汽车业务按各车型车价×各车型销量之和计算得出的汽车业务测算收入近似等于报表披露的集团收入减去电子业务收入, 因此可近似认为汽车销售收入为汽车+电池+半导体等业务板块之和。考虑到公司 24 年开启新车周期及海外出口保持高景气, 预测 2024-2026 年公司销量分布为 383/440/506 万辆, 考虑到高端品牌放量和海外销售价格高于国内, 假设公司 2024-2026 年 ASP 为 17/18/19 万元, 因此该业务板块 2024-2026 年营业收入分别为 6675/8127/9866 亿元。

**2) 电子板块:** 考虑到下游全球平板电脑及智能手机出货量回升, 我们假设相关业务维持每年 5% 增速, 对应 2024-2026 年营业收入分别为 1365/1433/1504 亿元。

因此我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 8039/9560/11370 亿元, 同比增速分别 34%/19%/19%; 整体实现归母净利润 375/476/544 亿元, 同比增速分别 25%/27%/14%。

图表 53: 营收及盈利预测 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>					
整体	4240.6	6023.2	8039.2	9560.1	11370.1
同比	96.2%	42.0%	33.5%	18.9%	18.9%
电子板块	1071.9	1299.6	1364.5	1432.8	1504.4
同比	19.7%	21.2%	5.0%	5.0%	5.0%
汽车+电池+半导体等板块	3168.8	4723.6	6674.6	8127.4	9865.7
同比	150.3%	49.1%	41.3%	21.8%	21.4%
<b>归母净利润</b>					
整体	166.2	300.4	375.4	476.3	544.1
同比	445.9%	80.7%	25.0%	26.9%	14.2%
电子板块	12.2	26.6	34.5	36.3	38.1
同比	-19.6%	117.5%	30.0%	5.0%	5.0%
汽车+电池+半导体等板块	154.0	273.8	340.9	440.0	506.0
同比	909.2%	77.8%	24.5%	29.1%	15.0%
<b>单车指标 (万元)</b>					
总销量 (万辆)	186.9	302.7	382.6	440.0	506.0
单车收入	17.0	15.6	17.0	18.0	19.0
单车净利	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

### 估值与投资建议

- 选取业务领域相近的头部自主品牌车企和已经盈利的新势力车企作为可比公司:
  - 1) 传统自主品牌车企: 广汽集团、上汽集团、长安汽车、吉利汽车和长城汽车;
  - 2) 新势力车企: 特斯拉和理想 (选取已经盈利的新能源车企);
- 2024-2026 年可比公司平均 PE 为 13.9/12.0/10.5 (头部自主) 和

54.2/36.9/25.6（新势力）。

- 根据我们预测，公司 24-26 年归母净利润分别为 375.4/476.3/544.1 亿元，2024-2026 年对应 PE 分别为 19.9/15.7/13.7。考虑到可比公司情况，若以传统自主品牌车企和新势力车企的 PE 作为上下限，且考虑公司当前市占率第一的市场地位以及上文论述的后续出口销量持续性，给予“买入”评级。

图表 54：可比公司对比

类型	标的	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润			EPS (元)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
头部自主	广汽集团	601238.SH	7.2	752.3	44.5	50.2	55.9	0.4	0.5	0.5	16.9	15.0	13.5
	上汽集团	600104.SH	11.7	1,350.8	134.5	140.3	153.5	1.2	1.2	1.3	10.0	9.6	8.8
	长安汽车	000625.SZ	11.8	1,169.2	92.1	113.9	131.3	0.9	1.1	1.3	12.7	10.3	8.9
	吉利汽车	0175.HK	9.0	908.3	74.5	87.3	100.8	0.7	0.9	1.0	12.2	10.4	9.0
	长城汽车	601633.SH	23.3	1,992.9	111.7	135.2	162.9	1.3	1.6	1.9	17.8	14.7	12.2
	平均值										13.9	12.0	10.5
新势力	特斯拉 (TESLA)	TSLA.O	228.1	7,287.9	75.2	109.1	157.9	2.4	3.4	4.9	96.9	66.8	46.2
	理想汽车	2015.HK	74.5	1,442.9	137.3	229.1	314.3	6.5	10.8	14.8	11.5	6.9	5.0
	平均值										54.2	36.9	25.6
	比亚迪	002594.SZ	257.0	7,477.1	375.4	476.3	544.1	12.9	16.4	18.7	19.9	15.7	13.7

来源:Wind, 中泰证券研究所预测;

注:市值选取 2024.09.12 数据, 可比公司中, 长安汽车、吉利汽车、长城汽车、理想汽车数据为中泰证券汽车团队此前预测数据, 其余公司数据选取 Wind 一致性预测, 新势力车企中特斯拉选择美股指标, 财务指货币单位均为美元; 理想汽车股价单位为港币, 市值单位换算成人民币

## 风险提示

- 行业层面：行业整体需求不及预期导致的价格战延续，或对公司收入端造成一定影响。
- 行业层面：上游原材料成本的波动（如碳酸锂等）或导致公司成本端承压。
- 公司层面：公司海外市场拓展进度不及预期或对全年整体销量造成一定影响。
- 公司层面：公司智能化车型推进进度不及预期。
- 第三方数据失真的风险
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	189,088	245,485	329,898	营业收入	602,315	803,920	956,010	1,137,010
应收票据	0	0	0	0	营业成本	480,558	641,930	756,204	898,806
应收账款	61,866	76,879	84,158	96,851	税金及附加	10,350	12,485	15,270	18,710
预付账款	2,215	3,210	3,781	4,494	销售费用	25,211	34,569	42,064	51,165
存货	87,677	114,392	134,756	160,167	管理费用	13,462	17,686	20,554	23,877
合同资产	2,660	4,020	4,780	5,685	研发费用	39,575	54,667	66,921	79,591
其他流动资产	41,269	47,108	57,326	63,589	财务费用	-1,475	-321	-667	-992
流动资产合计	302,121	430,676	525,505	655,000	信用减值损失	-1,580	-1,400	-1,000	-1,000
其他长期投资	8,321	11,078	13,158	15,634	资产减值损失	-2,188	-2,000	-2,000	-2,000
长期股权投资	17,647	13,679	15,604	15,643	公允价值变动收益	258	280	300	310
固定资产	230,904	266,993	296,225	319,903	投资收益	1,635	1,500	1,600	1,650
在建工程	30,361	35,361	45,361	60,361	其他收益	5,253	4,870	3,786	1,678
无形资产	37,236	46,057	55,435	64,796	营业利润	38,103	46,255	58,549	66,690
其他非流动资产	52,957	49,605	61,633	73,663	营业外收入	712	700	700	850
非流动资产合计	377,426	422,773	487,416	550,000	营业外支出	1,546	950	1,000	1,000
<b>资产合计</b>	<b>679,548</b>	<b>853,449</b>	<b>1,012,921</b>	<b>1,205,000</b>	利润总额	37,269	46,005	58,249	66,540
短期借款	18,323	5,000	5,000	5,000	所得税	5,925	6,901	8,738	9,981
应付票据	4,053	6,419	7,562	8,988	净利润	31,344	39,104	49,511	56,559
应付账款	194,430	263,191	313,825	377,499	少数股东损益	1,303	1,564	1,881	2,149
预收款项	0	11	5	5	归属母公司净利润	30,041	37,540	47,630	54,410
合同负债	34,699	48,235	57,361	68,221	NOPLAT	30,104	38,831	48,945	55,716
其他应付款	0	0	0	0	EPS	10.33	12.90	16.37	18.70
一年内到期的非流动负债	7,740	7,740	7,740	7,740					
其他流动负债	194,421	255,053	298,700	352,842					
流动负债合计	453,667	585,650	690,193	820,295					
长期借款	11,975	15,975	21,975	27,975					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	63,444	63,444	63,444	63,444					
非流动负债合计	75,419	79,419	85,419	91,419					
<b>负债合计</b>	<b>529,086</b>	<b>665,069</b>	<b>775,611</b>	<b>911,714</b>					
归属母公司所有者权益	138,810	175,164	222,212	276,040					
少数股东权益	11,652	13,216	15,098	17,247					
<b>所有者权益合计</b>	<b>150,462</b>	<b>188,380</b>	<b>237,310</b>	<b>293,287</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>679,548</b>	<b>853,449</b>	<b>1,012,921</b>	<b>1,205,000</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169,725	177,102	171,003	197,689
现金收益	72,031	87,213	105,071	118,388
存货影响	-8,570	-26,715	-20,364	-25,412
经营性应收影响	-14,841	-14,007	-5,850	-11,406
经营性应付影响	54,717	71,138	51,770	65,101
其他影响	66,387	59,473	40,376	51,018
投资活动现金流	-125,664	-87,525	-120,690	-119,685
资本支出	-148,300	-98,339	-104,836	-110,860
股权投资	-2,162	3,968	-1,925	-40
其他长期资产变化	24,798	6,846	-13,929	-8,785
融资活动现金流	12,817	-9,584	6,084	6,410
借款增加	18,827	-9,323	6,000	6,000
股利及利息支付	-4,102	-2,725	-2,768	-3,509
股东融资	98	100	100	100
其他影响	-2,006	2,364	2,752	3,819

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	42.0%	33.5%	18.9%	18.9%
EBIT 增长率	83.9%	27.6%	26.0%	13.8%
归母公司净利润增长率	80.7%	25.0%	26.9%	14.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.2%	20.2%	20.9%	21.0%
净利率	5.2%	4.9%	5.2%	5.0%
ROE	20.0%	19.9%	20.1%	18.6%
ROIC	21.8%	22.3%	23.8%	22.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.9%	77.9%	76.6%	75.7%
债务权益比	67.4%	48.9%	41.4%	35.5%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	30	31	30	29
应付账款周转天数	125	128	137	138
存货周转天数	62	57	59	59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	10.33	12.90	16.37	18.70
每股经营现金流	58.34	60.88	58.78	67.95
每股净资产	47.71	60.21	76.38	94.88
<b>估值比率</b>				
P/E	25	20	16	14
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	34	28	24	21

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。