

行业研究/深度研究

2020年07月17日

行业评级:

交运设备

增持(维持)

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

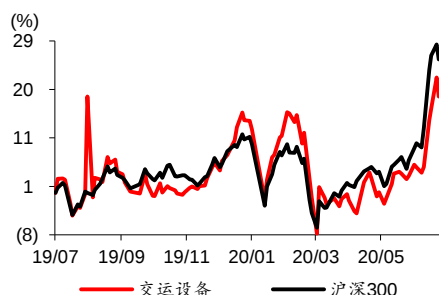
王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

相关研究

- 1《长安汽车(000625 SZ,买入): 拟实施股权激励, 盈利或逐季改善》2020.07
- 2《交运设备: 6月汽车销量同比增长12%》2020.07
- 3《继峰股份(603997 SH,增持): 整合格拉默, 开源节流谋增长》2020.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

消费升级, 豪华车需求方兴未艾

中国豪华车市场发展回顾、分析与展望

豪华车需求稳健增长, 渗透率有望进一步提升

2009-2019 的十一年间, 国内乘用车整体需求增长较快, 销量年复合增速为 8%, 其中豪华车的销量增速更为显著, 复合增速为 22%。在 2018-2019 汽车需求整体下滑的大背景下, 豪华车销量依然实现了正增长。我们认为, 经济发展、居民可支配收入增长以及消费升级, 是豪华车需求增长的主要驱动力。在供给端, 车型多样化、价格下探以及渠道扩张, 也扩大了豪华车在国内的目标客户群体规模。展望未来, 我们认为豪华车需求有望保持稳健增长, 渗透率有望从 2019 年的 13.8% 提升至 2030 年的 20.1%。部分豪华车制造商和经销商将持续受益。

需求分析: 收入增长、消费升级, 豪华车目标客户群迅速扩大

汽车尤其是豪华车, 是典型的大件可选消费品, 其需求增长的主要驱动力为居民可支配收入增长。2009-2019 年, 中国城镇居民人均可支配收入增长 150%, 豪华车的目标客户群体(以年收入超过 30 万元的家庭数量计算)迅速扩大。叠加消费升级的大背景, 豪华车销量增速显著跑赢乘用车市场整体的增长。我们对比国内主要省市的数据发现, 豪华车渗透率与人均可支配收入呈较强的正相关, 发达省市(北京、上海、浙江、江苏)的人均年可支配收入超过 5 万元, 豪华车渗透率高于 20%。随着其他省市居民收入增加, 我们认为国内豪华车整体渗透率有望进一步提升。

供给分析: 车型增加、价格下探、渠道扩张, 豪华车更加亲民

在居民收入稳步增长的同时, 由于成本下降、关税下调等因素, 豪华车的价格总体呈下降趋势, 消费者的购买力相对提升更多。豪华车制造商在国内增加产能, 引进或开发更多新车型, 也有效的扩大了供给。同时, 价格较低的入门级豪华车的推出以及汽车金融工具的使用, 进一步降低了豪华车的购买门槛。经销商网络的扩大, 覆盖更多中西部地区的中小城市, 提升了购车的便利性。总体而言, 对于普通消费者来说, 豪华车从车型、价格和渠道来讲, 都变得更加亲民, 受到城镇中产阶层消费者的青睐。

未来展望: ABB 继续主导市场, 二线豪华品牌逐步发力

展望未来, 我们认为国内豪华车销量有望维持稳定增长(2020E-2030E 复合增速 4%)。德系三大豪华品牌(奥迪、奔驰和宝马, 简称 ABB)有望继续保持前三的领导地位, 部分二线豪华品牌(雷克萨斯、沃尔沃、凯迪拉克、林肯等)在产品、营销方面逐步发力, 为其在华发展提供支撑。

投资建议: 上汽集团、长安汽车和广汇汽车是行业趋势受益者

整体而言, 我们认为中国豪华车需求未来有望维持稳健增长, 部分生产豪华车的汽车制造商(上汽集团、长安汽车)以及从事豪华车销售服务的汽车经销商(广汇汽车)将受益于豪华车需求的增长。

风险提示: 经济和居民可支配收入增长大幅放缓; 豪华车市场竞争加剧; 企业汽车销量或利润率不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000625 CH	长安汽车	10.95	买入	13.53-13.94	-0.55	1.20	1.05	1.21	-19.91	9.13	10.43	9.05
600104 CH	上汽集团	18.49	买入	24.64-26.40	2.19	1.76	1.98	2.17	8.44	10.51	9.34	8.52
600297 CH	广汇汽车	3.37	买入	4.46-4.95	0.32	0.26	0.32	0.37	10.53	12.96	10.53	9.11

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

内容提要与核心观点	3
中国豪华市场历史回顾与未来展望	4
本文豪华车的定义与范围	4
豪华车市场历史回顾：2009-2019 年销量复合增速 22%	4
德系三强引领豪华车市场	6
中国已成为全球第一大豪华车市场	7
未来展望：渗透率仍有提升空间，豪华车需求有望持续增长	7
需求分析：收入增长，消费升级，需求持续增加	9
可支配收入增长、购买力提升是豪华车需求的首要驱动因素	9
中高收入群体收入增长更快，有利于豪华车需求	10
豪华车渗透率与居民可支配收入正相关	11
拥车成本高，间接推动豪华车需求	11
汽车金融业务的发展助力豪华车行业增长	12
供给分析：车型增加、价格下探、渠道扩张	14
主要豪华车品牌引进更多车型，价格下探	14
关税下调，进口车成本和售价下降	14
华晨宝马：产品线同时向上向下扩张	15
北京奔驰：入门级车型不断增加	16
一汽奥迪：深耕中国市场三十年，产品线最为齐全	18
本土化生产提速，有效降低成本	19
渠道扩张，加大市场覆盖和渗透	20
主要豪华车品牌在华销量分析	21
奔驰：持续引入新车型	21
宝马：未来两年产品周期向上	23
奥迪：客户基础庞大，市场认可度较高	25
雷克萨斯：品牌口碑提升明显，销量势头良好	27
凯迪拉克：中国已经成为第一大市场	29
沃尔沃：新平台、新车型驱动销量增长	31
保时捷：经典跑车品牌，SUV 驱动销量增长	33
捷豹路虎：销量短期承压	35
英菲尼迪：销量维持相对稳定	37
林肯：国产化驱动销量快速增长	39
讴歌：规模不大，中国市场占比较低	41
投资建议	42
上汽集团（600104 CH，买入，目标价：24.64~26.40 元）	42
长安汽车（000625 CH，买入，目标价：13.53~13.94 元）	43
广汇汽车（600297 CH，买入，目标价：4.46~4.95 元）	44
风险提示	45

内容提要与核心观点

国内的豪华车需求过去十一年实现了较快的增长，且销量增速显著跑赢乘用车整体市场。本文分析了国内豪华车市场的历史发展，并从需求和供给两个角度重点分析了豪华车需求高速增长的主要原因和驱动因素。基于收入增长分析、国际对标和国内不同地区的对比，我们展望了豪华车需求未来的增长前景。此外，我们还分析了主要豪华品牌的产品组合和产能布局，对主要豪华车品牌未来在中国市场的销量表现做了展望。主要观点和结论如下：

1) 豪华车需求未来十年有望继续跑赢乘用车整体市场需求。2009-2019 年，豪华车实现了快速增长，豪华车销量翻了六倍，年均复合增速达到 22%。受益于居民收入水平不断提升，更多豪华车品牌新车型的国产化以及成本和售价的逐步下降，我们预计国内豪华车需求未来十年有望保持较快的增长，预计 2030 年豪华车销量将达到 476 万辆，2020-2030 年复合增速为 4%。

2) 居民可支配收入增长、购买力提升和消费升级是驱动豪华车需求的主要因素。我们认为豪华车需求的首要驱动因素是收入水平的提升。随着国内居民可支配收入的增长，豪华车的目标客户群体 (addressable market) 不断扩大。我们对比国内主要省市的数据发现，豪华车渗透率与人均可支配收入呈较强的正相关，发达省市（北京、上海、浙江、江苏）的人均年可支配收入超过 5 万元，豪华车渗透率高于 20%。随着其他省市居民收入增加，我们认为国内豪华车整体渗透率有望进一步提升。2019 年国内乘用车市场豪华车平均渗透率为 13.8%，我们预计渗透率在 2030 年提升至 20.1%。此外，由于国内大城市的汽车限购等政策造成购车和用车成本较高，也间接促进了豪华车的需求，是豪华车渗透率提升的原因之一。

3) 引入更多新车型、扩大国产化生产和扩张经销商渠道是豪华车销量增长的供给侧驱动因素。过去，豪华车主要由海外进口，可选车型数量较少且价格较高。但主流豪华品牌不断引进新车型，扩大本地化生产规模。目前德国三大豪华品牌 ABB 本地化生产的比例均超过 70%，规避了进口关税的同时大幅降低了生产和运输成本。同时，更多入门级豪华车的推出，进一步降低了消费者的购买门槛。同时，豪华品牌也积极扩大经销商网络，在覆盖一、二线城市的基础上，进一步下沉到中国中西部地区的中小城市，满足了低线城市的豪华车需求。

4) 主要品牌发展展望：未来十年，我们认为一线豪华品牌销量将保持稳定增长，奔驰和宝马销量增速将会快于奥迪。我们预计二线豪华车品牌表现将出现分化，雷克萨斯、沃尔沃、林肯、凯迪拉克不断加大中国市场的开拓力度，销量有望在基数较低的基础上实现较快的增长。保时捷将通过控制产能和供给，以维持较好的品牌形象和经销商满意度，销量以较低的速度稳健增长。

5) 受益标的与投资建议：我们认为有豪华车业务的汽车制造商和汽车经销商未来将会受益于豪华车需求的稳健增长。上汽集团下属上汽通用生产和销售凯迪拉克品牌，上汽大众 2021 年开始生产奥迪品牌新车。长安汽车下属长安福特，2019 年逐步国产林肯品牌部分车型，未来有望成为公司收入与利润的增长点。广汇汽车是国内大型汽车和豪华车经销商，也是国内最大的宝马经销商之一，未来将持续受益于豪华车新车销量的增长，以及后市场规模的扩大。

中国豪华市场历史回顾与未来展望

本文豪华车的定义与范围

本报告中的豪华品牌是指市场需求和销量较大的主流豪华汽车品牌，包括欧洲的奔驰、宝马、奥迪、保时捷、捷豹路虎、沃尔沃等，日系的雷克萨斯、英菲尼迪、讴歌等，以及美系的凯迪拉克、林肯等。部分超豪华品牌，比如法拉利、兰博基尼、劳斯莱斯等，由于价格较高销量规模不大，且目标客户与主流豪华品牌差异较大，不在本报告的研究范围之内。过去，保时捷、捷豹路虎虽然有一部分车型属于超豪华品牌的范畴，但随着他们产品线下移和价格下探，客户群体也扩大到普通中高收入消费者，因此，这两个也算在本文的豪华品牌范围内。

另外，本文的豪华与中档的划分主要是基于品牌而非售价的高低。豪华车品牌制造商生产的所有车型都算在豪华车范围内，包括了部分售价较低的入门级车型，比如宝马的 1 系三厢轿车、奥迪 A3 等，这些入门级的车型价格已经下探到 20 万元以下，跟中档品牌的很多车型接近。部分中档品牌的高端车型售价，或者中档品牌的部分进口车型，比如上汽大众生产销售的辉昂，丰田的进口 MPV 车型埃尔法等，虽然售价比部分豪华品牌的车型更高，但品牌本身属于中档，因此在本文中也不算在豪华车的范畴内。

从销量规模来看，行业通常将三大德系豪华品牌（奥迪、奔驰、宝马，简称 ABB）称为一线豪华品牌，主要是因为其品牌的知名度、市场认可度和产销规模远超其他豪华品牌。二线豪华品牌包括雷克萨斯、凯迪拉克、沃尔沃、林肯等，主要是其品牌影响力和销量规模低于德系三大豪华品牌。

图表1：本报告侧重于分析销量和市场份额较大的主流豪华品牌，不包括销量较小的超豪华品牌

超豪华	豪华	中档	自主
法拉利	奔驰	大众	哈弗
兰博基尼	宝马	丰田	长安
劳斯莱斯	奥迪	本田	吉利
宾利	保时捷	日产	荣威
...	捷豹路虎	别克	传祺
	雷克萨斯	福特	宝骏
	凯迪拉克	标致	...
	沃尔沃	现代	
	林肯	领克	
	...	...	

资料来源：华泰证券研究所

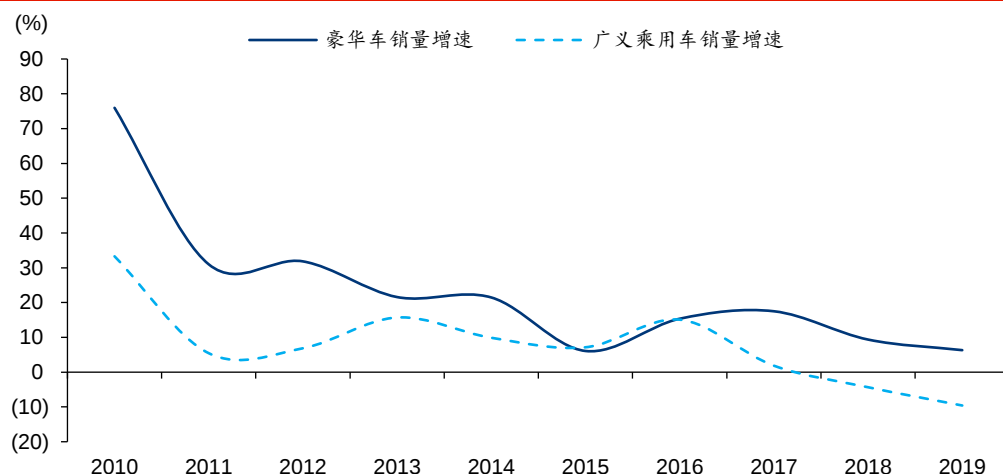
豪华车市场历史回顾：2009-2019 年销量复合增速 22%

过去的 10 年中，伴随着中国经济的快速增长和汽车市场整体的蓬勃发展，豪华车销售也实现了快速增长，豪华车销量在 2009 至 2019 年增长了 600%，年复合增速达到 22%，同期中国乘用车市场整体年复合增速为 8%。

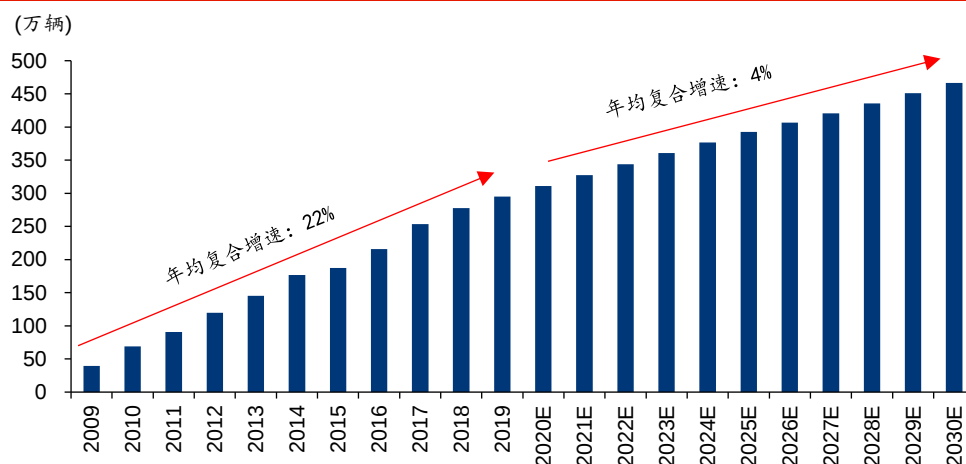
豪华车需求高增长且持续跑赢乘用车行业整体的原因包括以下方面：

- 1) **购买力提升：**经济发展以及居民可支配收入增长，提升了消费者整体的购买力，使得豪华车目标受众群体不断扩大；通俗的讲，就是买得起豪华车的人更多；

- 2) **豪华车产品线下移**：过去十年间，豪华车制造商不断引进或推出更多入门级的豪华车型，比如奥迪 A3，宝马 1 系三厢轿车等，入门级车型的售价下探到 20 万元左右，进一步扩大了这些豪华品牌的目标受众群体；
- 3) **成本下降与价格下探**：国际豪华车品牌将更多车型转移到中国国内来生产，规避了进口关税的同时，也降低了生产和运输成本，促进了售价的下调。中国的进口车关税 2018 年 7 月 1 日起从 25% 下调到 15%，多数进口车价格也相应做了下调；
- 4) **销售网络扩张**：豪华车制造商持续的扩大经销商网络，增加了中小城市的覆盖，使得豪华车能够触达的城市和消费者更多，提升了购车的便利性；
- 5) **汽车金融的支持**：汽车金融行业的快速发展和多种汽车金融产品的推出，提升了消费者的购买力，进一步降低了豪华车的购买门槛；
- 6) **大城市的限购政策**：国内部分大城市实施了汽车牌照限制政策，使得消费者获取牌照的成本大幅上升，或者获取牌照的概率较小。牌照的额外成本，使得获得牌照的消费者向豪华品牌集中，促进了豪华车的需求。

图表2：豪华车销量增速跑赢乘用车市场整体销量增速（2009-2019 年）


资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

图表3：豪华车品牌在华销量有望持续增长（2009-2030E）


资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

德系三强引领豪华车市场

2010-2019 年，主要的豪华品牌销量在国内都有了显著增长。由于奥迪进入中国时间最早，且最早国产化，2019 年之前始终占据豪华车市场销量第一的宝座。2019 年在新产品的帮助下，宝马销量反超奥迪，成为国内市场最大的豪华车品牌。

总体而言，2019 年德系三强奥迪、奔驰、宝马销量规模在 70 万辆左右，显著高于其他豪华品牌。由于德系三大豪华品牌历史悠久，品牌认可度在全球范围内都非常高，且产品线覆盖比较完整，技术保持领先，总体领先优势明显，未来有望持续在中国市场占据主导地位。

凯迪拉克 2019 年暂列豪华品牌销量榜第四，销量 21 万辆，比 2019 年略下滑。雷克萨斯 2019 年销量增长显著，主要原因是新产品比较多。此外，2018 年 7 月 1 日起，进口汽车关税从 25% 下调至 15%，雷克萨斯受益明显，因为其所有车型皆为海外进口，关税下调之后官方指导价也做了调整，性价比进一步改善。

捷豹路虎 2018-2019 两年里面销量持续下滑，年销量从 2017 年的 15 万辆下降到 2019 年的 9 万辆。主要原因是新车型数量较少，在产品定价、品牌影响以及渠道管理方面遇到一些短期的问题。

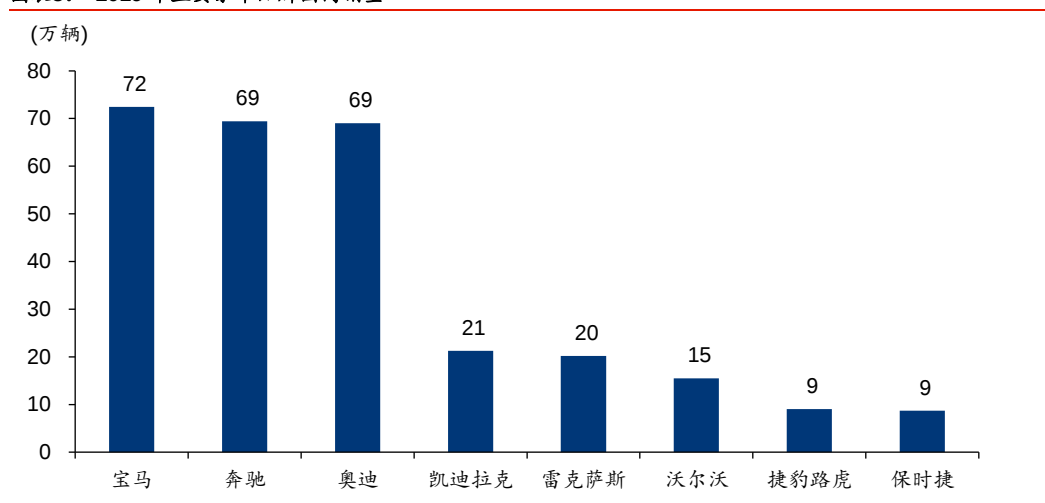
图表4：主要豪华品牌在华销量（2010-2019）

销量（万辆）	奥迪	宝马	奔驰	捷豹路虎	沃尔沃	雷克萨斯	凯迪拉克	保时捷
2010	23	17	15	3	3	5	2	1
2011	31	23	20	4	1	6	2	2
2012	41	33	21	7	4	6	3	3
2013	49	39	23	10	6	7	5	4
2014	58	46	30	12	8	8	7	5
2015	57	46	39	9	8	9	8	6
2016	59	52	47	12	9	11	12	7
2017	60	59	59	15	11	13	18	7
2018	66	64	65	11	13	16	23	8
2019	69	72	69	10	15	20	21	9
2010-2019 CAGR	13%	18%	18%	15%	20%	16%	32%	23%

备注：按照公司官方口径，宝马包含宝马品牌和 mini 品牌，奔驰包含奔驰品牌和 smart 品牌。

资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表5：2019 年主要豪华品牌国内销量



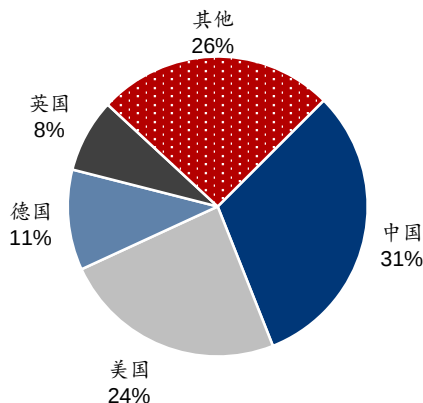
备注：按照公司官方口径，宝马包含宝马品牌和 mini 品牌，奔驰包含奔驰品牌和 smart 品牌。

资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

中国已成为全球第一大豪华车市场

中国目前是全球第一大汽车市场，同时也是第一大豪华车市场。2019 年中国豪华车销量占全球的 31%。美国、德国和英国紧随其后，其豪华车销量占比分别达 24%，11% 和 8%。中、美、德、英四个国家的豪华车合计市场份额达到 74%。

图表6：中国目前是全球最大的豪华车市场，全球销量占比为 31%（2019 年）

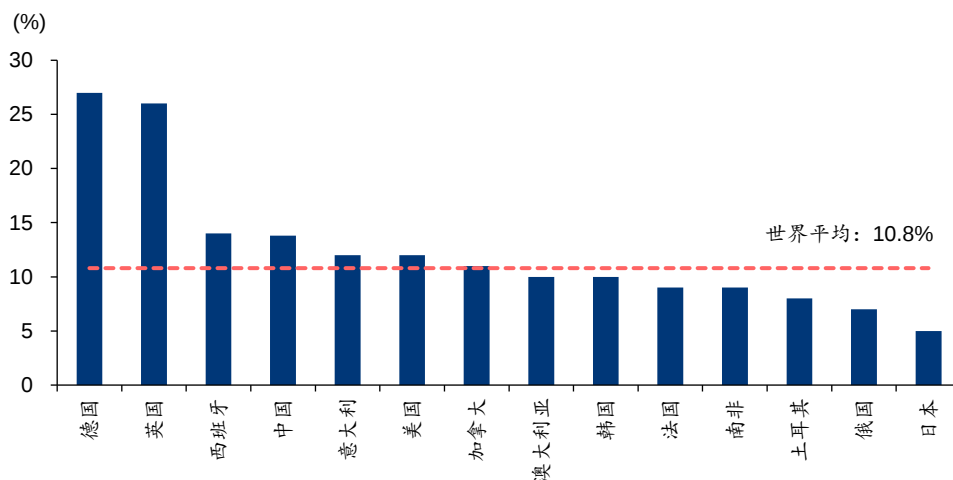


资料来源：Marklines，华泰证券研究所

未来展望：渗透率仍有提升空间，豪华车需求有望持续增长

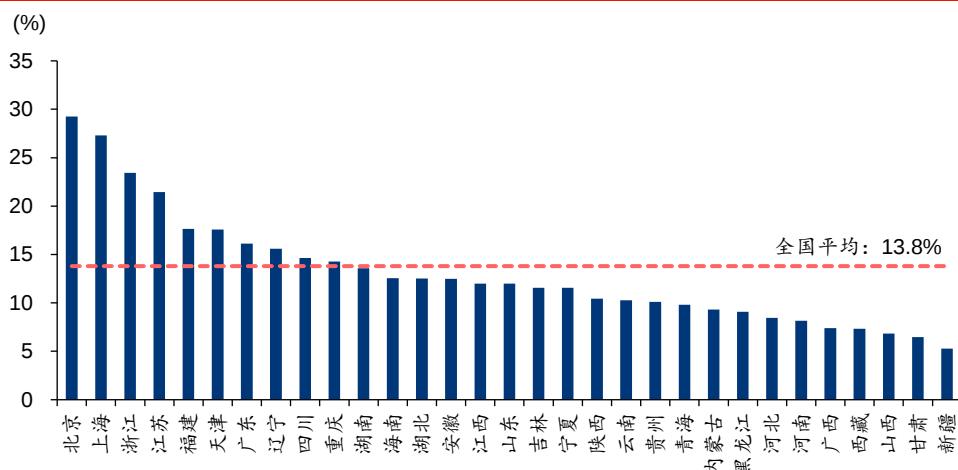
尽管过去十年来豪华车在中国快速发展，但行业仍然没有达到饱和。截止到 2019 年，中国豪华车销量渗透率在 13.8% 左右，略超全球平均水平。但相比部分海外发达国家而言，如英国豪华车渗透率 23%，德国豪华车渗透率 20%，未来随着居民收入水平的提高，中国豪华车渗透率还有进一步提升的空间。我们预计到 2030 年，中国豪华车销量渗透率将达到 20.1%。尽管此比例显著高于全球平均水平，我们认为是可以实现的，比如目前在中国的发达地区和城市，比如浙江、江苏、北京和上海，豪华车的渗透率已经超过 20%。

图表7：中国豪华车渗透率略超过全球平均水平（2019 年）



资料来源：宝马集团投资者关系展示文稿，华泰证券研究所

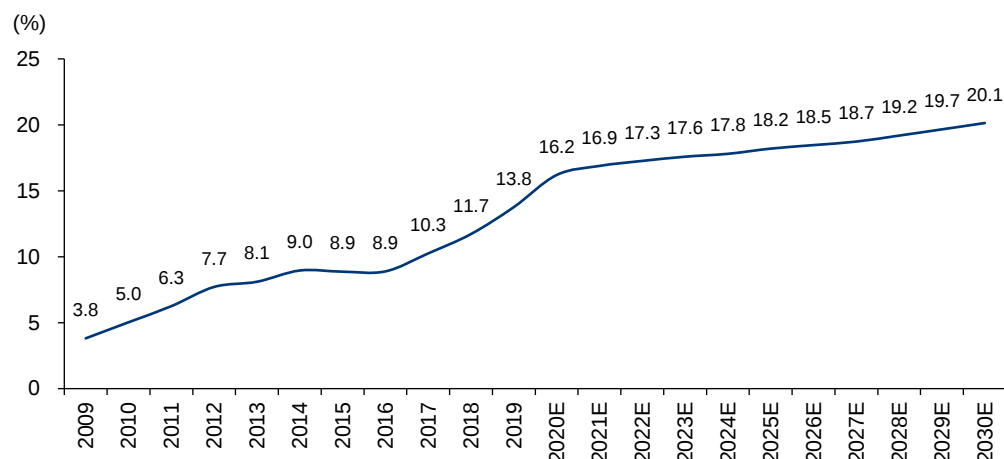
2019 年，我国不同省份的豪华车销售渗透率参差不齐，其中北京，上海，浙江和江苏四地的豪华车销售渗透率超过 20%，在全球看来也属较高水平，其中北京和上海的豪华车销售渗透率超过德国和英国，部分原因是汽车限购带来的固定拥车成本较高造成。以浙江和江苏两个省的平均水平来看，人均可支配收入较高的情况下，豪华车的渗透率目前已经超过了 20%。随着国内其他省市经济发展和人均收入水平持续提升，我们认为中国豪华车渗透率有望进一步提高。总体而言，我们认为 2030 年国内市场豪华车渗透率有望上升至 20.1%，在 2019 年的 13.8% 的基础上进一步提高。

图表8： 我国分省份的豪华车销量渗透率分布不均，过半省份豪华车渗透率未达到全国均值水平（2019 年）

资料来源：ThinkerCar，华泰证券研究所

从销量规模来说，我们认为德系三大豪华品牌，即奥迪、奔驰和宝马，将继续占据国内豪华车市场的前三位。雷克萨斯、沃尔沃、凯迪拉克、林肯等品牌，加大了中国市场开拓的力度和车型引进，为其未来销量提供支撑。

部分二线豪华品牌，包括英菲尼迪、讴歌等，虽然已经在中国实现了部分车型的本地化生产，但目前总体规模不大，发展战略尚不清晰，我们认为其未来在中国国内市场的发展有一些不确定性。

图表9： 我们预计豪华车品牌销量渗透率持续提升（2009-2030E）

资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

需求分析：收入增长，消费升级，需求持续增加

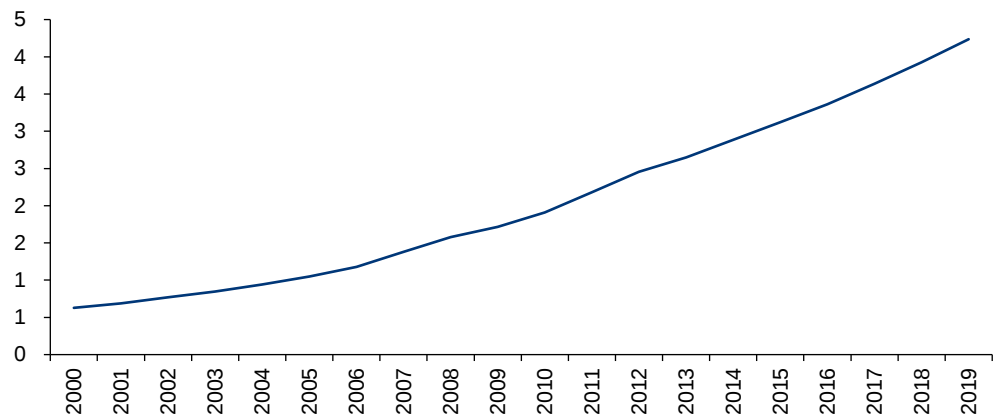
可支配收入增长、购买力提升是豪华车需求的首要驱动因素

汽车作为个人交通工具，除了实现乘客从 A 点到 B 点的功能之外，还有很强的品牌属性，或者说汽车在一定程度上体现了车主的身份和社会地位。豪华车因为其品牌知名度高、性能较好以及售价较高，更加受到高收入群体的青睐。通常而言，主流豪华车的平均售价在 30 万元以上。因此，我们认为家庭年收入在 30 万元及以上的消费群体是主要的豪华车购买和使用群体。

汽车作为大件可选消费品的典型代表，其销量增长的主要驱动力是居民的可支配收入增长和购买力的提升。过去十年间，由于中国经济快速增长，中国城镇居民人均可支配收入也实现了较大的增长。根据国家统计局数据，中国居民人均可支配收入 2019 年达到 4.2 万元，比 2009 年的 1.7 万元增长了 150%；其中，中高收入群体的收入也实现了约 150% 左右的增长。与此同时，家庭收入超过 30 万元的家庭数量也有较大的提升，数量巨大的消费者群体进入了能够买得起豪华车的收入区间。根据中国财富景气指数调查显示，2019 年家庭年收入超过 30 万元的比例约为 19%，该比例在 2009 年只有 12%。我们预计随着中国 GDP 不断增长，居民可支配收入将继续提升，到 2028 年，家庭年收入超过 30 万元的比例有望达到 23%，约为 1.1 亿户。因此，豪华车的目标消费群体有望呈现不断扩大的趋势，驱动豪华车行业未来多年的销量增长。

图表10：城镇居民人均可支配收入不断增长（2000-2019 年）

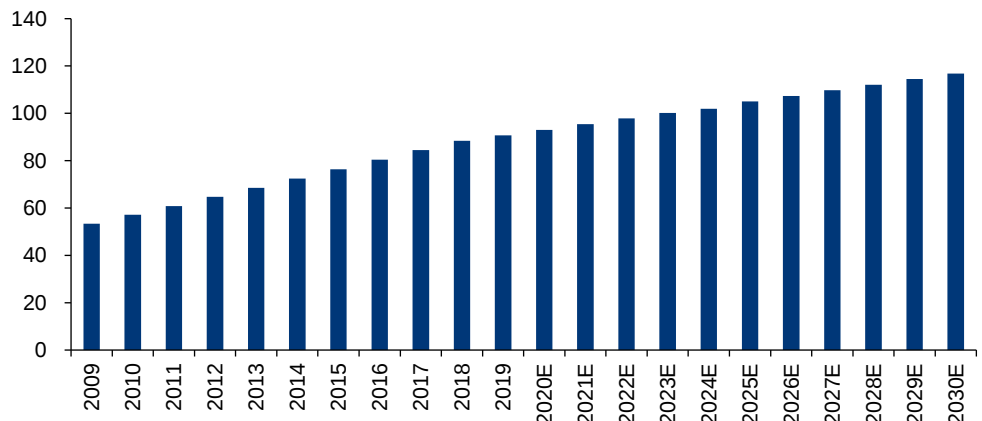
(万元)



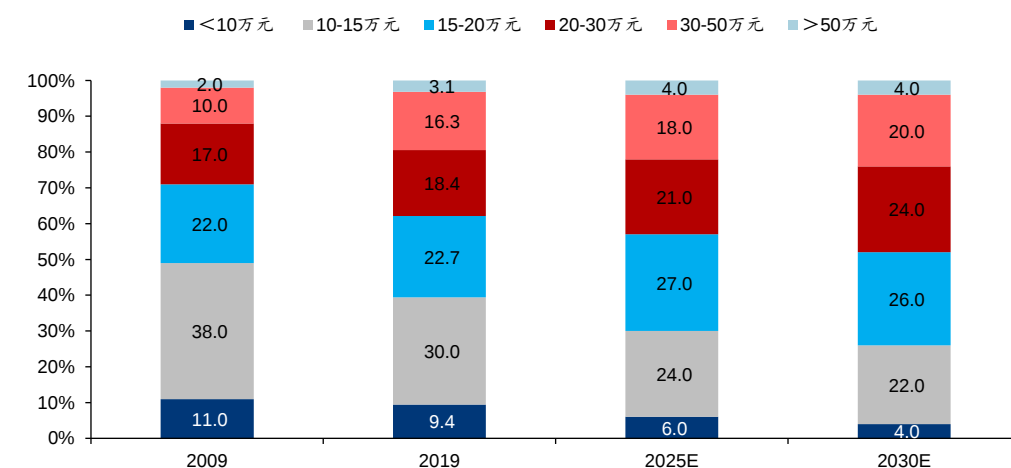
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表11：年收入超过 30 万元的家庭数量不断增长（2009-2028E）

(百万户)



资料来源：国家统计局，交银中国财富景气指数，华泰证券研究所

图表12： 中国年收入大于 30 万元的家庭占比不断提升

资料来源：国家统计局，交银中国财富景气指数，华泰证券研究所

中高收入群体收入增长更快，有利于豪华车需求

2009-2019 年间，全体城镇居民可支配收入都实现了较高增长。国家统计局公布了全国城镇居民五等份收入分组的收入情况，即所有调查户按人均收入水平从高到低顺序排列，平均分为五个等份，处于最高 20% 的收入群体为高收入组，依此类推依次为中间偏上收入组、中间收入组、中间偏下收入组、低收入组。总体而言，收入较高的三个分组（中等收入、中等偏上和高收入）家庭人均可支配收入在 2009-2019 年增速高于收入较低的两个分组（中等偏下、低收入）。

从相对比较来说，中高收入居民是豪华品牌汽车的主要目标客户群。因此，他们的收入增速较快，使得豪华车的需求增速高于乘用车市场整体。

从绝对金额来说，越来越多的居民在逐步进入中高收入群体。举例来说，2009 年只有 20% 的居民可支配收入高于 3.74 万元；到了 2019 年，中等收入组的可支配收入达到 3.79 万元，即约 60% 的居民人均可支配收入超过 3.74 万元，高于高收入组在 2009 年的人均可支配收入。

而在过去的十年中，汽车的售价总体处于下降通道中，本土化生产、产销量扩大的规模效应带来的成本下降、产品线下移、关税下调等都使得豪华车的价格不断下降。消费者对豪华车的相对购买力提升明显。

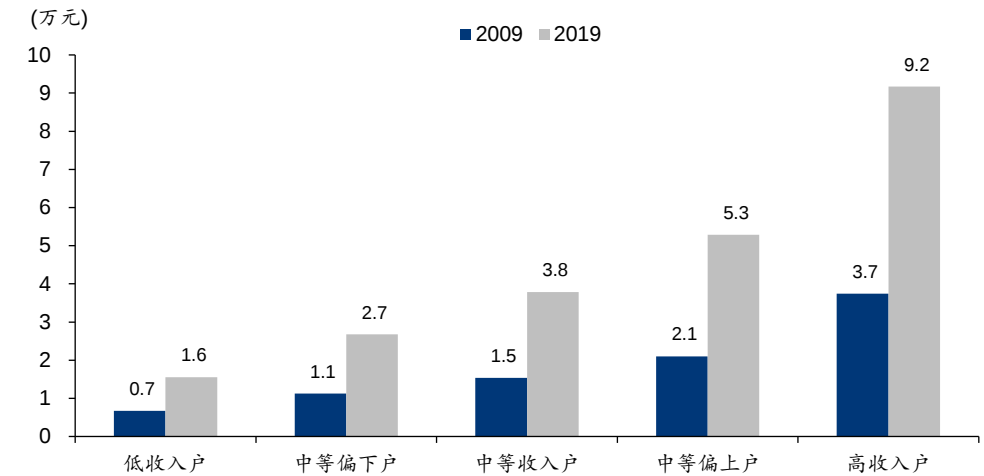
总体而言，经济和居民可支配收入增长，不断扩大了豪华车的目标客户群。而且高收入群体收入增长更快，也是豪华车需求增速高于乘用车市场整体的原因之一。

图表13： 城镇居民五等份收入分组：人均可支配收入及变化

(元)	2009	2019	增长
低收入组	6,725	15,549	131%
中等偏下组	11,244	26,784	138%
中等收入组	15,400	37,876	146%
中等偏上组	21,018	52,907	152%
高收入组	37,434	91,683	145%

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表14： 不同收入等分的城镇居民人均可支配收入均实现了较大幅度增长（2000-2019 年）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

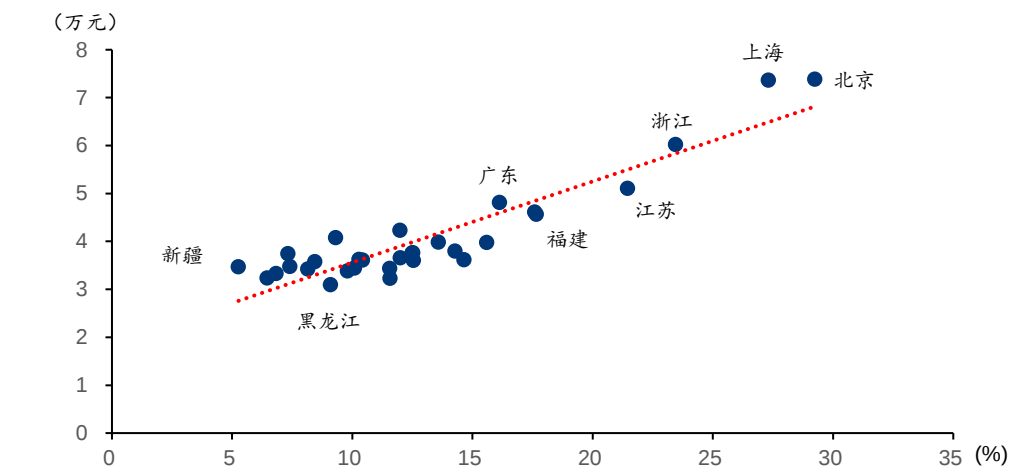
豪华车渗透率与居民可支配收入正相关

我们分析和对比了 2019 年中国不同省份的豪华车渗透率（即豪华车销量占乘用车上牌量的比例）。北京和上海是豪华车渗透率最高的两个直辖市，2019 年豪华车上牌量的比例分别为 29.5%和 27.4%；其次是浙江和江苏，分别为 23.6%和 21.5%。

通过数据拟合，我们认为豪华车的渗透率和人均可支配收入呈较强的正相关，相关系数为 0.92。这也验证了本文前一部分的观点：收入增长驱动了豪华车销售的增长和渗透率的提升。

由此我们也可以认为，目前人均可支配收入较低的省份，随着人均可支配收入的增长，未来豪华车的需求和渗透率有望逐步提升。

图表15： 人均可支配收入和豪华车渗透率拟合结果表明收入提升对渗透率提升有正向拉动作用（2019 年）



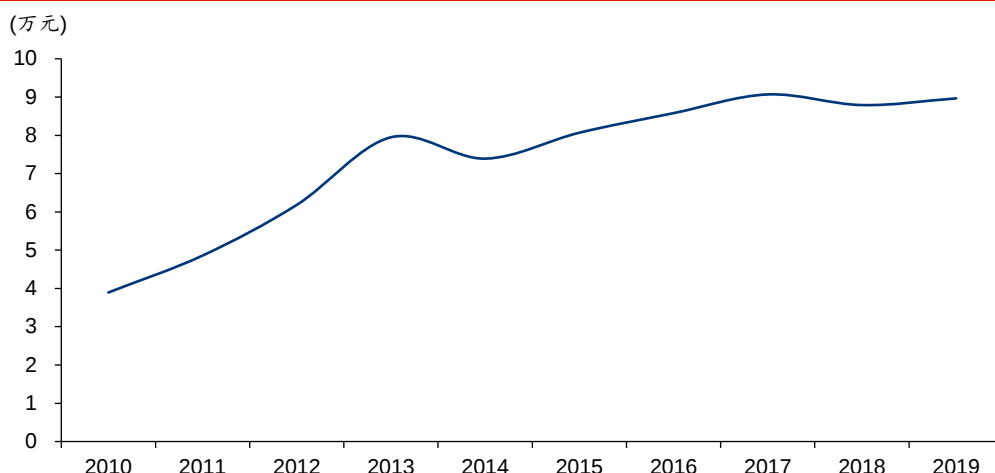
资料来源：ThinkerCar，国家统计局，华泰证券研究所

拥车成本高，间接推动豪华车需求

由于面临城市拥堵和环境污染的压力，北京、上海、深圳、广州、杭州、天津的大城市实施了汽车限购政策，每年通过拍卖或者摇号的形式，限制汽车牌照的发放数量，造成了牌照价格较高，或者提高了牌照获取的难度，总体而言提高了汽车的使用成本。同时这些限购城市的停车费用较高等，导致这些地方的居民拥车成本提高，压制了中低收入群体购车需求。

在有限购政策的大城市，或者发达地区，在拥车的固定成本较高的情况下，中高收入人群更加倾向于买档次更高或者价格更高的汽车，也是推动豪华车需求的因素之一。

图表16：上海私家车牌照拍卖平均中标价逐年提升（2010-2019 年）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

汽车金融业务的发展助力豪华车行业增长

汽车金融业务的发展也是豪华车行业销量增长的驱动因素，通过汽车金融的手段，降低消费者购买豪华车的资金门槛，使得更多的消费者，尤其是年轻的消费群体，能够以较低的初始成本拥有豪华车，从而拉动豪华车行业的销量增长。

以宝马为例，其汽车金融公司设计了多种灵活的汽车金融方案，比如首付比例在 20%-50%，贷款期限从 12 到 60 个月，还有较为灵活的弹性尾款方案。根据 2020 年宝马公司官网示例显示，如果消费者选购宝马 1 系三厢运动轿车，指导价为 19.88 万元，首付 20% 为 3.98 万元，弹性尾款 30% 为 5.96 万元，48 个月还款，贷款利率 6.88%，月供为 2,717 元。指导价为 31.89 万元的宝马 3 系，借助汽车金融可以将 80% 的购车支出分摊到未来的 48 个月，从而降低了消费者的购买门槛。而在没有汽车金融的情况下，消费者通常需要攒够了全部现金之后才可以购车。

除了降低购买门槛之后，使用汽车金融也可以平滑居民家庭的现金流，这也是汽车金融过去几年受到消费者欢迎，渗透率迅速提升的原因之一。

图表17：宝马汽车金融方案示例（2020 年）

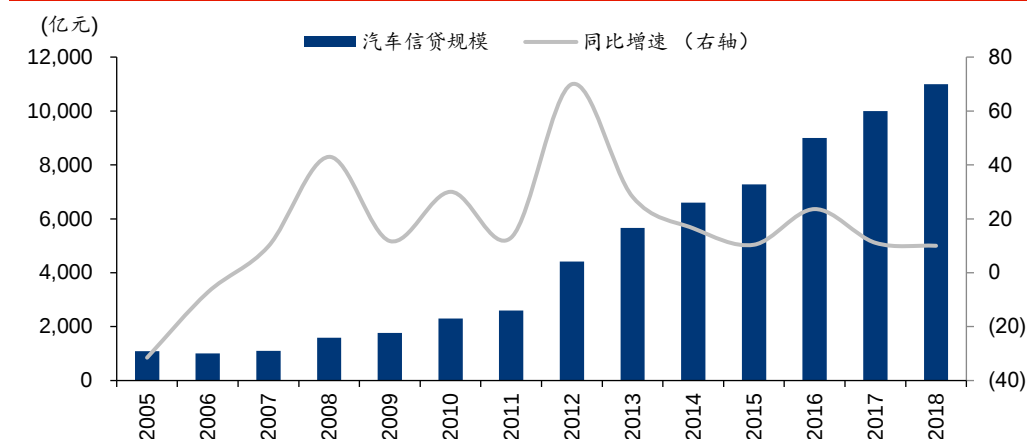
车型	1 系三厢运动轿车	320Li M 运动套装
指导价 (元)	198,800	318,900
首付 (元)	39,760	63,780
月供 (元)	2,717	5,977
贷款期限 (月)	48	48
弹性尾款 (元)	59,640	0
利率	6.88%	5.88%

资料来源：宝马中国官方网站，华泰证券研究所

中国汽车信贷规模在过去 10 年里也经历了快速发展，我们测算 2018 年中国汽车信贷规模达到 1.1 万亿元，年均复合增速 21%，其中面向个人消费者的零售金融业务占比从 2005 年的 33% 提升至 2018 年的 82%。

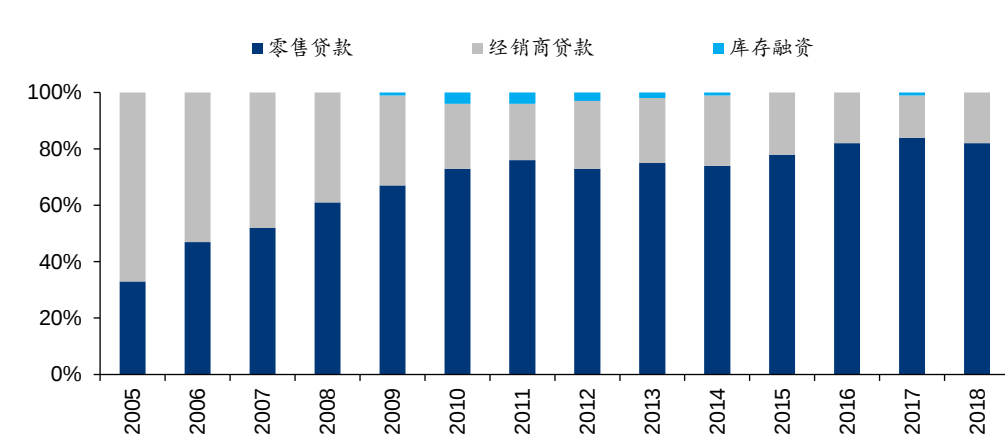
以新车销售过程中，使用汽车金融作为支付手段的比例来计算，中国汽车金融渗透率在 2018 年达到 46% 左右，相比世界平均水平 70% 仍然有较大差距。随着汽车金融的发展，融资渠道不断拓宽，市场参与主体日益丰富，我们预计汽车金融渗透率会不断提升，豪华车市场销量有望持续受益于这一趋势的拉动。

图表18： 汽车信贷规模稳步增长（2005-2018 年）



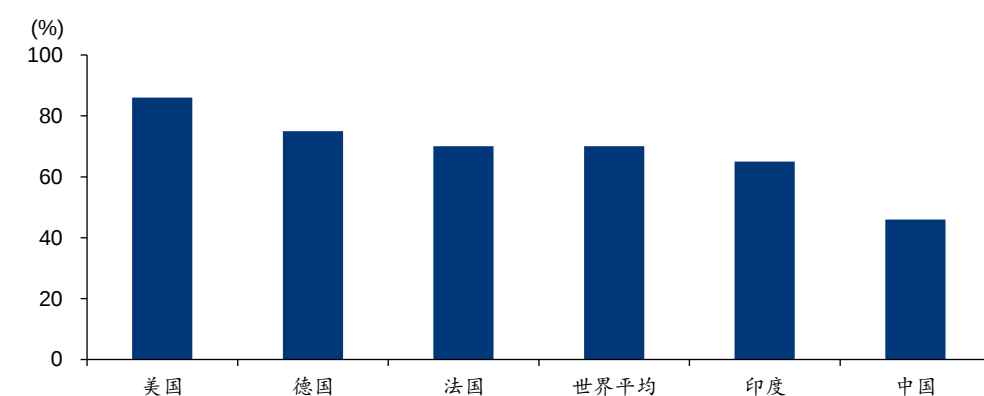
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 零售贷款占汽车信贷的比重不断提升（2005-2018 年）



资料来源：中国汽车金融报告，华泰证券研究所

图表20： 我国汽车金融渗透率对比海外国家还有提升空间（2018 年）



资料来源：中国汽车金融报告，华泰证券研究所

供给分析：车型增加、价格下探、渠道扩张

主要豪华车品牌引进更多车型，价格下探

为了满足不同消费者的需求，尤其是中等收入的城市白领阶层，国际主流豪华品牌不断引入新的车型，尤其是价格更加亲民的入门级车型。在丰富产品组合的同时，也降低了豪华车入门的门槛。

以德系三强奥迪、奔驰、宝马为例，2009 年三个品牌只有两个车型在中国本地化生产，入门级的价格在 28 万元以上。到了 2019 年，三个品牌都有 6-7 个车型实现了本土生产，入门级车型的指导价区间下探到 19 万元左右。由于国产车型增加价格下探，奔驰和宝马在中国的销量中本地化比例有了明显的上升。

图表21： 德系三大豪华品牌 2009-2019 年车型数量显著增加，价格下探

	奥迪		奔驰		宝马	
	2009	2019	2009	2019	2009	2019
国产车型数量	2	6	2	7	2	7
国产车型销量占比(%)	93	90	25	82	50	75
指导价区间（万元）	29.88-69.60	18.92-65.38	34.80-63.80	21.18-62.38	28.30-67.96	19.88-54.99

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

关税下调，进口车成本和售价下降

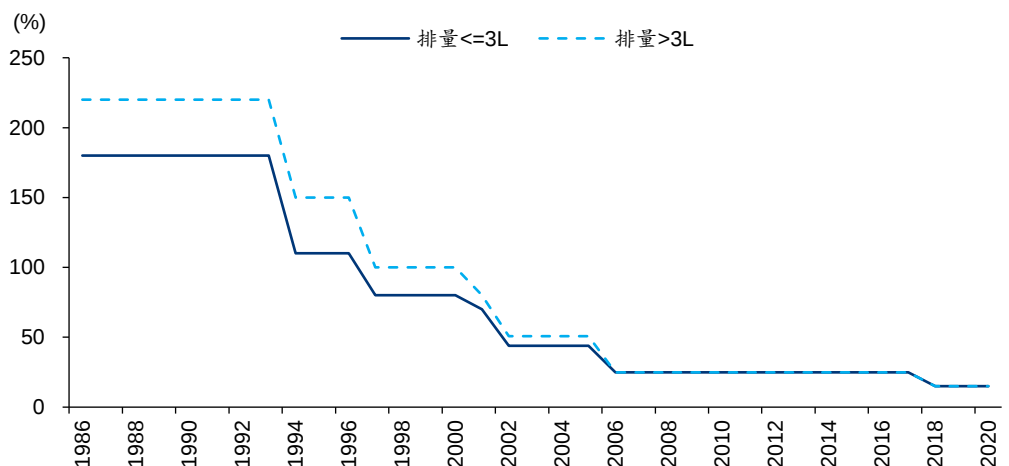
由于部分豪华品牌车型是从海外进口。因此进口关税下调，使得进口车的成本和售价下降，也促进了进口豪华汽车的需求。

1986 年开始，我国进口车的关税税率总体较高，排量为 3L 以上的汽油车关税税率为 220%，3L 以下的为 180%。1994 年汽车关税出现了新变化，进口轿车排量在 3L 以上的，税率下调到 150%，3L 以下的下调到 110%。1997 年，这一税率再次降到了 100%和 80%。2001 年，又进一步降到 70%和 80%。

中国加入 WTO 之后，2002 年开始关税再次大幅下调，3L 以上和以下的进口车关税税率分别下调至 43.8%和 50.7%。为了履行加入 WTO 的关税减让承诺，2006 年 7 月 1 日起中国的汽车进口关税税率下调至 25%。2018 年 7 月 1 日起，税率为 25%的汽车整车进口关税进一步下调至 15%，目前依然维持这个水平。

目前雷克萨斯和保时捷品牌国内销售的所有车型皆为海外进口。因此相比德系三强，这两个品牌从进口关税税率下调的受益最大。

图表22： 进口汽车关税逐步下调至目前的 15%



资料来源：国务院关税税则委员会，华泰证券研究所

华晨宝马：产品线同时向上向下扩张

华晨宝马成立于 2003 年 5 月，由宝马集团和华晨汽车共同设立，业务涵盖宝马品牌在中国的生产、研发、销售、售后服务和采购。2004 年宝马 3 系和 5 系率先引入国内生产，2012 和 2018 年分别引入 SUV 车型 X1 和 X3，轿车车型 2 系和 1 系，其中 X1 和 1 系属于宝马品牌 SUV 和轿车的入门级车型。总结而言，宝马品牌以中高端车型切入中国市场，树立了其豪华车品牌形象，培养了稳定的客户群体，拥有良好的口碑，同时通过引入入门级的车型，来进一步扩大客户群体，尤其是年轻的消费群体，在完善产品布局的同时，增加客户粘性和品牌忠诚度。

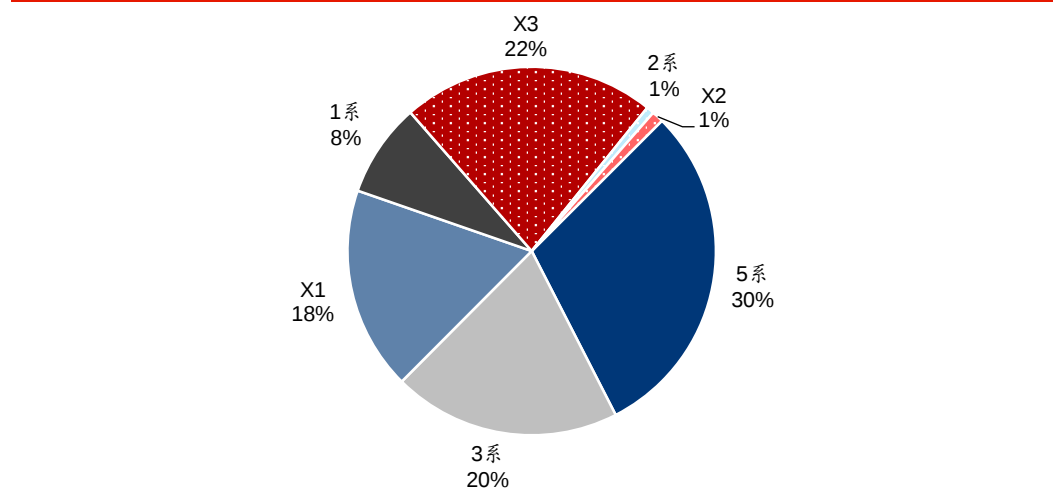
2019 年全年销量贡献中，5 系和 3 系合计占比达到 50%，其中，3 系官方指导价（MSRP）在 30 万至 40 万元的区间，5 系 MSRP 在 40 万至 60 万元的区间。2012 至 2018 年引入国产的 X1，2 系，1 系和 X3 合计占销量的 41%，其 MSRP 区间在 20 万至 50 万不等，特别是 X1 和 1 系这两款入门级 SUV 和轿车车型，对宝马品牌的销量起到了积极的拉动作用，较低的 MSRP 也让更多年轻消费这可以负担得起宝马品牌的产品。

图表23： 华晨宝马细分市场覆盖以及价格区间示意图（2019 年）



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表24： 华晨宝马销量结构以 3 系、5 系、X3 和 X1 为主（2019 年）

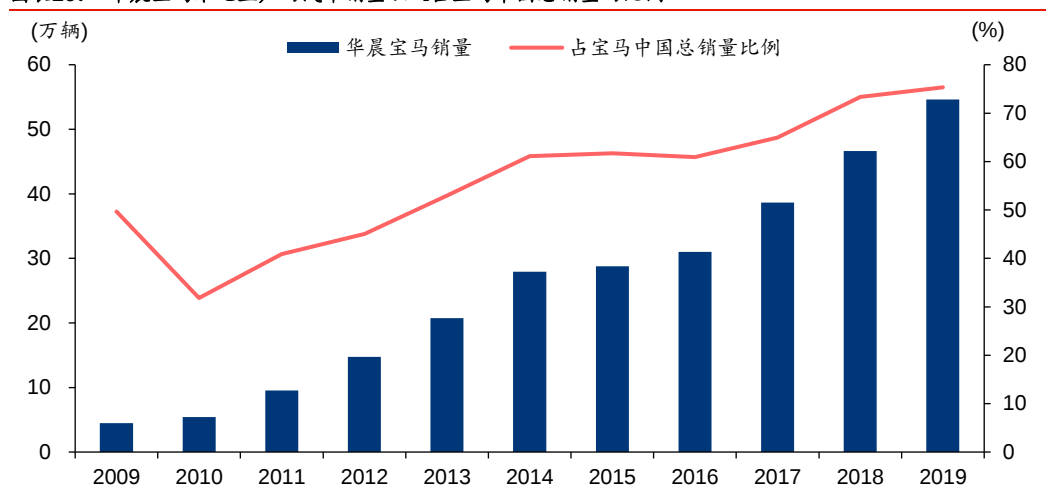


资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表25： 华晨宝马产品引进时间及售价区间示意

MSRP (RMB'000)	2004	2012	2016	2017	2018	2019
100-200						
200-300			2 系	1 系		
300-400	3 系	X1				X2
400-500					X3	
500-600	5 系					
600-700						

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表26： 华晨宝马本地生产的汽车销量以及占宝马中国总销量的比例


资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

北京奔驰：入门级车型不断增加

北京奔驰成立于2005年8月，由北京汽车和梅赛德斯奔驰共同设立，业务涵盖研发、发动机与整车生产、销售和售后服务等。2005年奔驰E级车率先引入国内生产，自2008至2018年，分别引入C级车，GLK（2015年停产），GLA和GLC SUV，以及A级车。与宝马的策略类似，以E级车型打入中国市场，树立豪华车品牌形象，继而引入相对入门级的C级车型。同时自2012年以来，相继引入GLK，GLA和GLC等SUV车型，来满足中国消费者对于SUV品类的需求。2018-2019年引入A级和GLB入门级车型，整体产品组合进一步下探，产品线触及年轻消费群体，增加客户粘性和品牌认知度。

2019年全年销量贡献中，C级和E级合计占比达到55%，其中，C级MSRP在30万至40万元的区间，E级MSRP在40万至60万元的区间。2012至2018年引入国产的GLK，GLA，GLC和A级合计占销量的44%，其MSRP区间在20万至50万不等，特别是GLA和A级这两款入门级SUV和轿车车型MSRP较低。A级车于2018年年底上市，在2019年销量占比已达到12%，对奔驰品牌的销量起到了积极的拉动作用。

图表27： 北京奔驰产品引进时间及售价区间示意

MSRP (RMB'000)	2005	2008	2012	2015	2016	2018	2019
100-200							
200-300				GLA		A 级	GLB
300-400		C 级			GLC		
400-500			GLK				
500-600	E 级						
600-700							

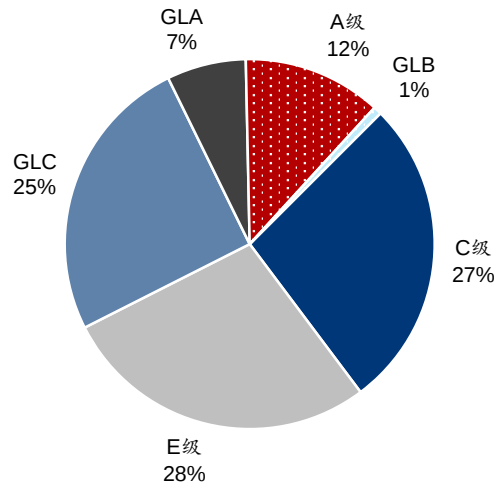
资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表28：北京奔驰细分市场覆盖以及价格区间示意图（2019 年）



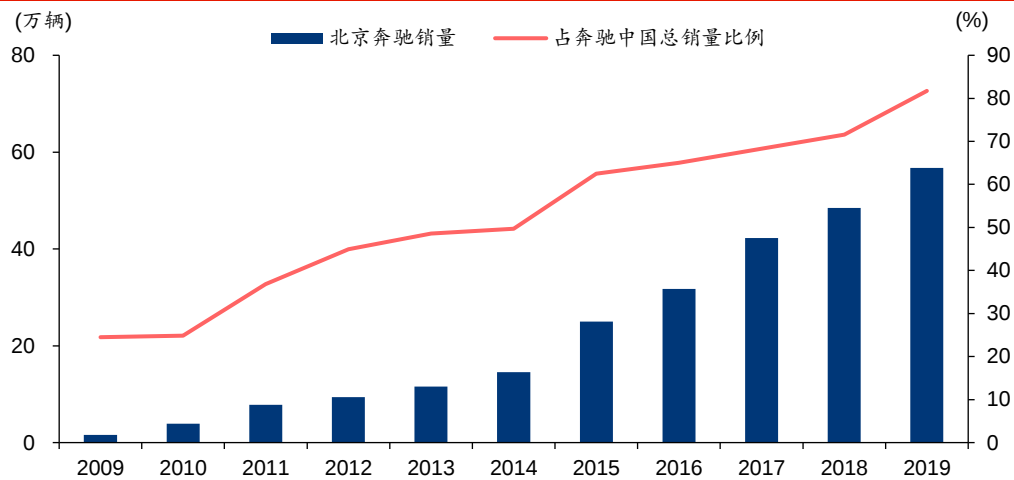
资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表29：北京奔驰销量结构以 A 级、C 级、E 级和 GLC 为主（2019 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表30：北京奔驰本地生产的汽车销量以及占奔驰中国总销量的比例



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

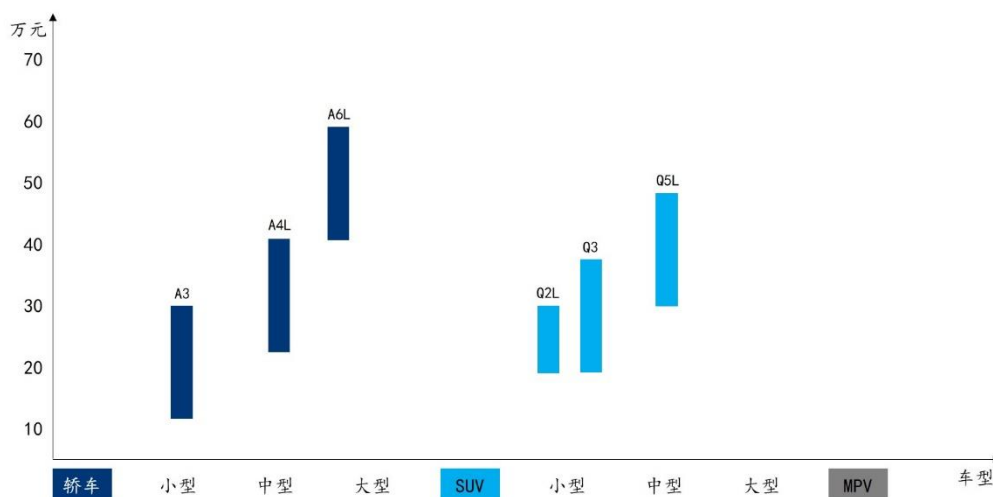
一汽奥迪：深耕中国市场三十年，产品线最为齐全

一汽奥迪成立于 1988 年，已经深耕中国市场长达 30 余年，目前旗下大部分车型均已实现国产化。2005 年引入全新国产车型 A6L，2009 年到 2018 年，分别引入 A4L，Q3，A3，Q2L 和 Q5L。奥迪的主打轿车车型 A6L 和 A4L 分别于 2005 年和 2009 年引入国产，2013 至 2018 年又国产化了 Q3，Q2L 和 Q5L 这些 SUV 车型，来满足中国消费者对 SUV 车型的需求。奥迪整体的车型布局战略与宝马和奔驰较为接近，均引入了相对入门级的车型以吸引年轻的消费群体。

2019 年全年销量贡献中，A4L 和 A6L 合计占比达到 48%，其中，A4L 的 MSRP 在 20 万至 40 万元的区间，A6L 的 MSRP 在 40 万至 60 万元的区间。2013 至 2018 年引入国产的 Q3，A3，Q2L 和 Q5L 级合计占销量的 52%，其 MSRP 区间在 10 万至 50 万不等，特别是 Q2 和 A3 级这两款入门级 SUV 和轿车车型 MSRP 较低，A3 的 MSRP 下限在 20 万元以内，与大部分国际中端品牌的高端车型定价类似，售价具有较强的竞争力，目前 A3 占销量的 14%，对奥迪的销量拉动较为明显。

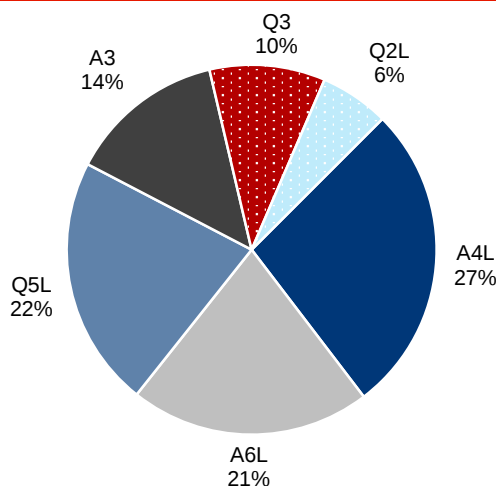
由于奥迪主流的车型较早实现了本地化生产，且销量较大，因此目前国内生产的车型销量占奥迪品牌国内总销量的比例一直较高。

图表31： 一汽奥迪细分市场覆盖以及价格区间示意图（2019 年）



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表32： 一汽奥迪销量结构以 A4L、A6L、Q5L 和 A3 为主（2019 年）



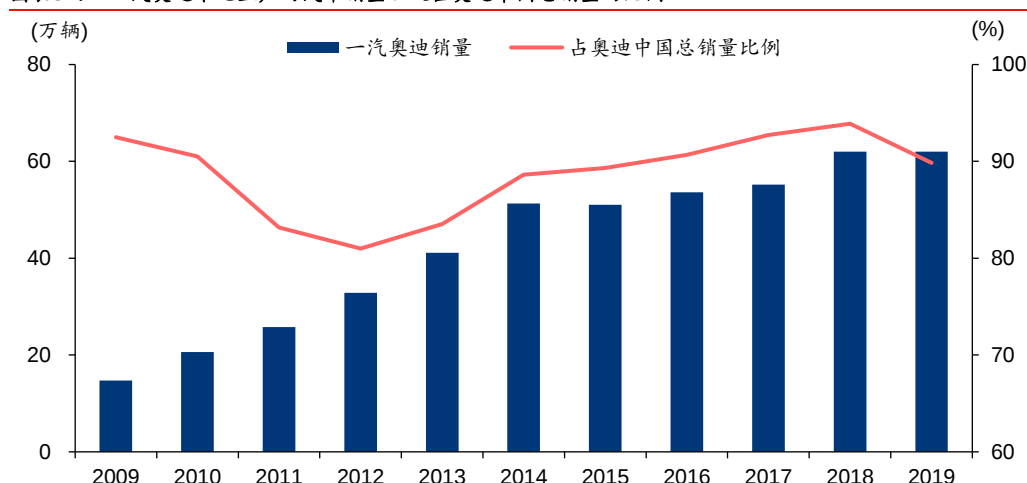
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表33： 一汽奥迪产品引进时间及售价区间示意

MSRP (RMB'000)	2005	2009	2013	2014	2018
100-200				A3	
200-300		A4L	Q3		Q2L
300-400					Q5L
400-500	A6L				
500-600					
600-700					

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表34： 一汽奥迪本地生产的汽车销量以及占奥迪中国总销量的比例



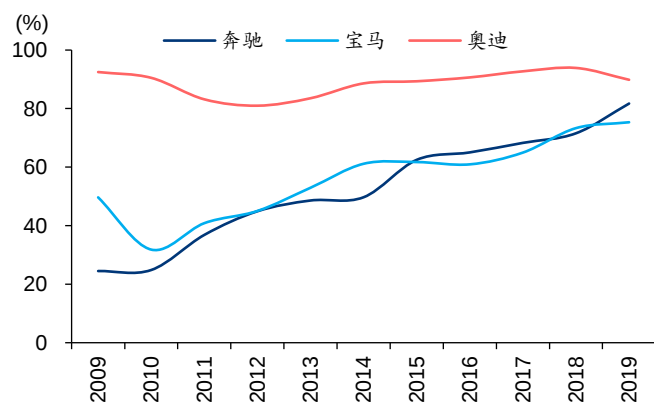
资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

本土化生产提速，有效降低成本

为了降低生产成本，提高运营效率，同时更加贴近消费者，很多豪华车品牌均在中国成立合资公司，建立本土研发生产中心和零部件供应体系，将海外成熟车型引进国内生产。因为国内人力和制造成本均更低，国产化的车型可以以更低的售价销售而盈利能力不变。

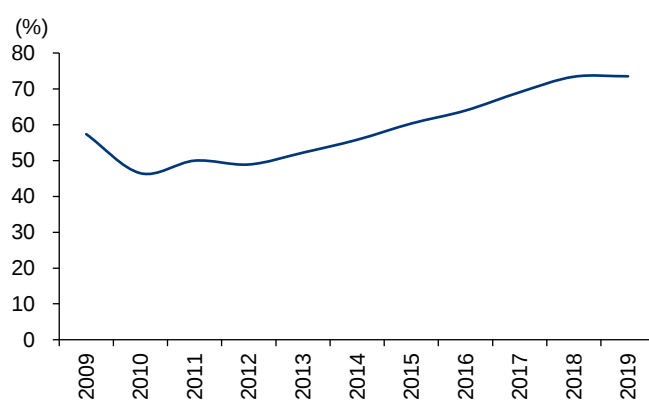
梅赛德斯奔驰和宝马自 2009 年以来，国产化比例不断提升，梅赛德斯奔驰国产化比例从 2009 年的 25% 提升到 2018 年的 72%，宝马的国产化比例从 2009 年的 50% 提升至 2018 年的 73%。奥迪进入中国时间最早，其国产化比例已经维持在 90% 左右。就行业整体而言，豪华车国产化率从 2009 年的 57% 提升至 2018 年的 73%。

图表35： 三大豪华车品牌国产化比例总体上升（2009-2019 年）



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

图表36： 豪华车行业整体国产化比例稳中有升（2009-2019 年）



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

图表37： 主要豪华品牌在华产能情况（2019 年）

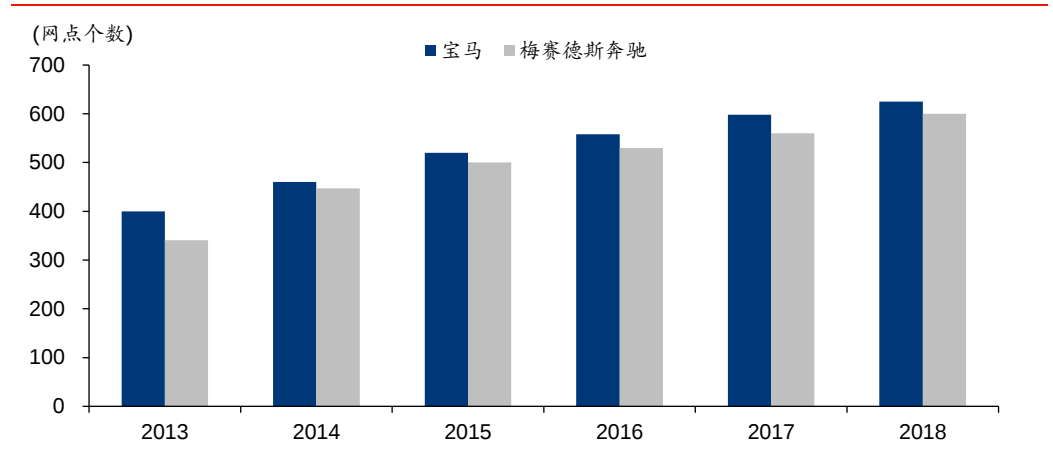
厂商名称	地点	成立日期	产能（万辆/年）	生产车型
一汽奥迪	长春工厂	1991 年 02 月	90	A4L, A6L, Q3 和一汽大众车型
	佛山工厂	2014 年 03 月	30	Q2 和新能源车型
	天津工厂	2016 年 05 月	30	Q3 和一汽大众车型
	长春 Q 工厂	2018 年 03 月	15	Q5L
华晨宝马	大东工厂	2004 年 05 月	45	5 系, X3
	铁西工厂	2012 年 05 月	25	1 系, 2 系, 3 系, X1
北京奔驰	北京工厂	2005 年 08 月	52	C 级, E 级, GLA, GLC
奇瑞捷豹路虎	常熟工厂	2014 年 03 月	20	XFL, XEL, 揽胜和发现神行
沃尔沃	成都工厂	2013 年 11 月	15	S60L, XC60, S60
	路桥工厂	2016 年 01 月	16	XC40 和吉利车型
	大庆工厂	2016 年 11 月	8	S90
上汽通用凯迪拉克	上海 1 工厂	2014 年 08 月	32	XTS, ATS, CT5 和上汽通用车型
	上海 2 工厂	2016 年 04 月	16	CT6, XT4, XT5 和上汽通用车型
广汽本田讴歌	增城工厂	2016 年 07 月	36	CDX, TLX, RDX 和广汽本田车型
东风日产英菲尼迪	襄阳工厂	2014 年 11 月	25	Q50L, QX50 和东风日产车型
	大连工厂	2017 年 11 月	15	QX50 和东风日产车型
长安福特林肯	杭州工厂	2019 年 06 月	25	Corsair 和福特车型

资料来源：Marklines，华泰证券研究所

渠道扩张，加大市场覆盖和渗透

与此同时，豪华车经销商网络的扩张，也有助于豪华车销量的增长。以宝马和梅赛德斯奔驰为例，宝马中国经销商网点数从 2013 年的 400 家增长到 2018 年的 625 家，复合增速 9%，覆盖中国约 270 个城市，其中 40%位于低线城市。奔驰中国经销商网点数从 2013 年的 341 家增长到 2018 年的 600 家，复合增速 12%，覆盖中国 230 个城市。

图表38： 宝马与奔驰在华经销商网点数（2013-2018 年）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

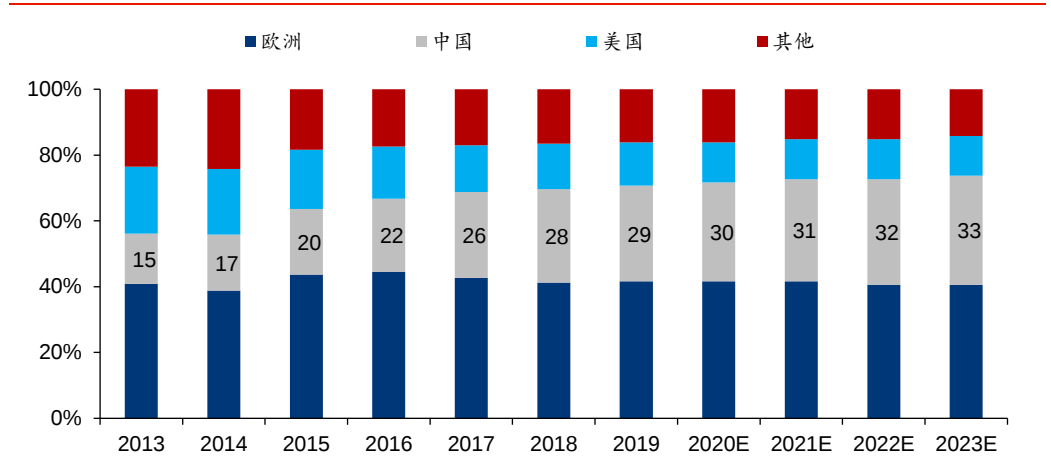
主要豪华车品牌在华销量分析

奔驰：持续引入新车型

展望 2020 年，除了现有车型的需求增长之外，几款新车型（比如 GLB SUV，EQC 和新一代的 C 级车）也是奔驰的增长点。考虑到奔驰的产品竞争力和品牌影响力，我们预期 2020 年销量增速相比 2019 年会有所提升。

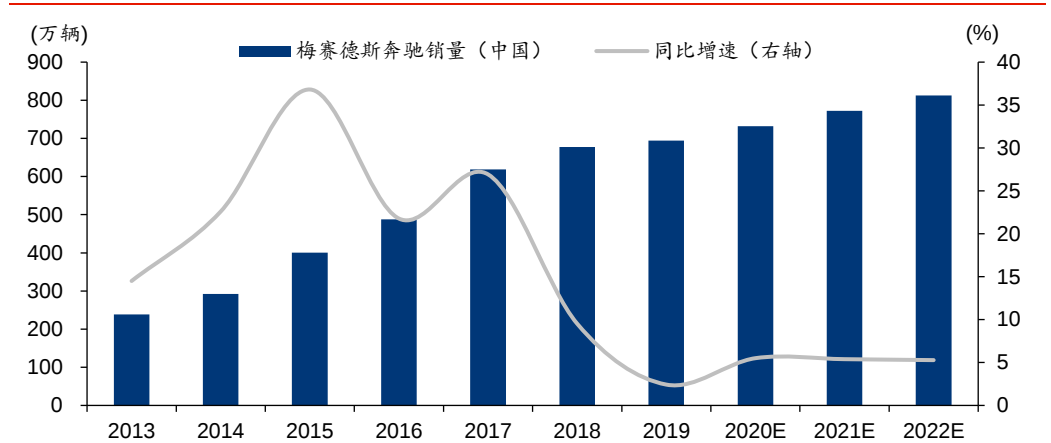
奔驰致力于“瞰思未来（C.A.S.E）”战略，包括智能互联，自动驾驶，共享出行和电力驱动四个方面，旨在将其自身从汽车制造商向出行服务提供商转型。我们对奔驰中国市场销量前景保持乐观，因其 2020 年产品周期向上，且品牌竞争力在豪华车品牌中处于领先地位。

图表39： 奔驰全球分区域销量构成：中国市场占比或稳步提升（2013-2023E）



资料来源：Marklines, LMC 预测，华泰证券研究所

图表40： 我们预计奔驰在华销量稳步增长（2013-2023E）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表41： 奔驰客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	81%为男性	64%为男性
学历	73%本科学历，22%硕士及以上	34%高中及以下，29%本科
家庭情况	94%已婚	70%已婚
工作性质	外资、合资企业、民营企业各占 25%	民营企业为主
个人月收入	3.3 万元	4.6 万元
家庭月收入	8.1 万元	8.1 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

奔驰的用户标签是“大企业家”、“高品位”和“成功”，其用户偏男性，年龄偏长，学历较高，绝大部分都已经成立家庭，家庭月收入在 8 万元左右。从客户分布来说，北京、上海和深圳是奔驰品牌销量最大的三个城市。

目前奔驰在华销售车型中，主力车型是 C 级，E 级，GLC SUV 和 GLA SUV。其官方指导价最低的为 C 级车，售价区间人民币 30.8 万至 47.5 万元。官方指导价最高的是 E 级车，售价区间人民币 42.6 万元至 62.9 万元。

图表42： 奔驰 E 级轿车（2016 年 8 月上市）



资料来源：奔驰公司官方网站，华泰证券研究所

图表43： 奔驰 C 级轿车（2015 年 6 月上市）



资料来源：奔驰公司官方网站，华泰证券研究所

图表44： 奔驰 GLC SUV（2015 年 10 月上市）



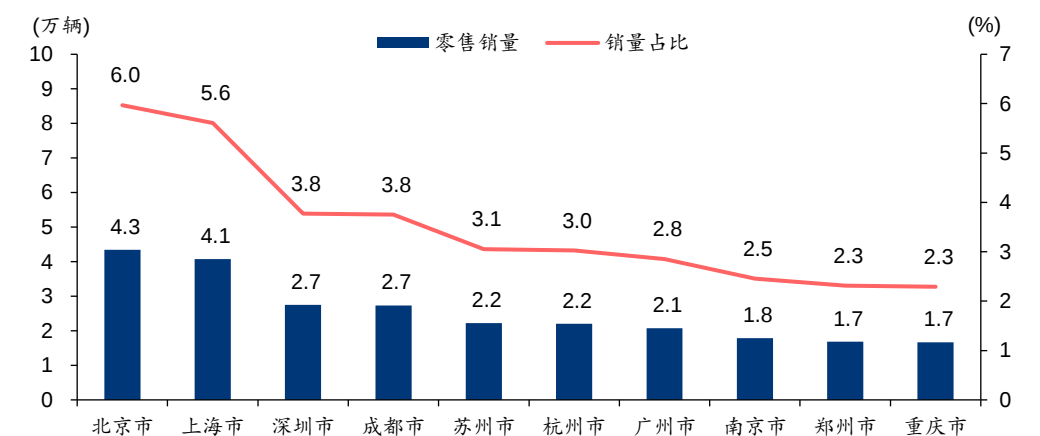
资料来源：奔驰公司官方网站，华泰证券研究所

图表45： 奔驰 GLA SUV（2015 年 4 月上市）



资料来源：奔驰公司官方网站，华泰证券研究所

图表46： 奔驰：2019 年国内销量排名前十的城市



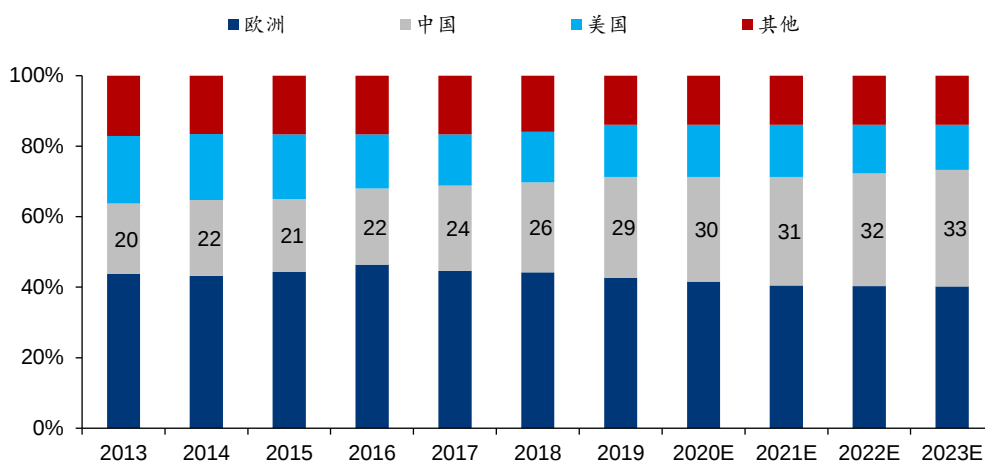
资料来源：Marklines，华泰证券研究所

宝马：未来两年产品周期向上

我们认为宝马未来两年产品周期持续向上，主因其有 SUV 车型持续引进，比如 2H18 开始 X3 SUV 国产化，2H19 开始 X2 SUV 国产化。2020 年 3 系迎来换代。宝马 X5 SUV 计划于 2022 年在中国本土化生产。SUV 国产化车型的引进将持续丰富宝马的产品结构，对宝马销量和品牌形象构成支撑。

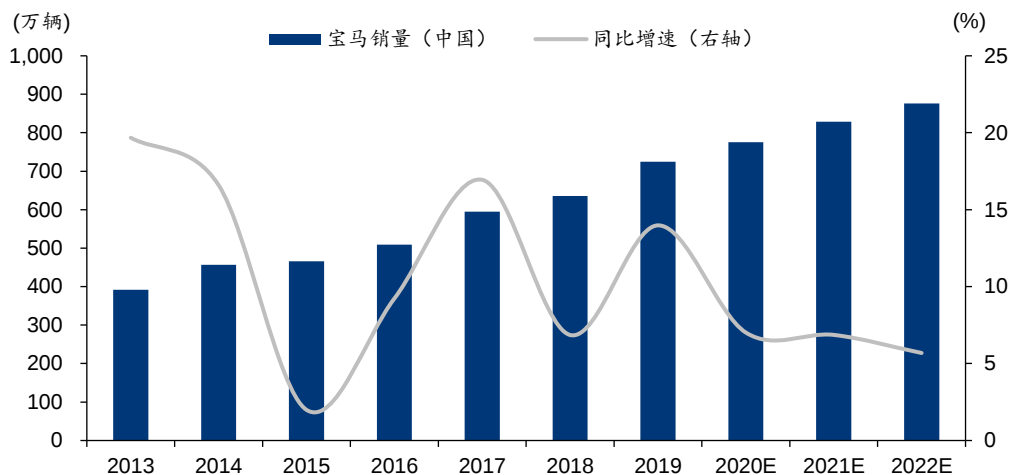
除了新车引进之外，宝马也积极推进“2+4”战略，2 是指宝马品牌和 MINI 品牌，4 是指四大创新焦点，即自动化，互联化，电动化和共享化。宝马通过抓住汽车市场的增长点，来稳固其领先的市场地位和科技创新能力，以满足消费者的需求。

图表47： 宝马全球分区域销量构成：中国市场占比或稳步提升（2013-2023E）



资料来源：Marklines, LMC 预测，华泰证券研究所

图表48： 我们预计宝马在华销量稳步增长（2013-2023E）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表49： 宝马客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	53%为女性	67%为男性
学历	71%本科，27%硕士及以上	30%高中及以下，26%本科
家庭情况	91%已婚	71%已婚
工作性质	外资、合资企业为主	民营企业为主
个人月收入	3.3 万元	4.7 万元
家庭月收入	9.5 万元	8.1 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

与欧洲不同，中国的宝马用户女性居多，学历偏高，大多为已婚女性，大多身份是企业中高层，家庭月收入在 9.5 万元，比宝马欧洲用户家庭月收入更高。从客户分布来说，上海、北京和深圳是宝马品牌最大的三个城市。

目前宝马在华销售的主力车型有 5 系，3 系，X1 SUV 和 X3 SUV。其官方指导价最低的是 3 系，售价区间人民币 30.9 万至 36.4 万元。官方指导价最高的是 5 系，售价区间人民币 42.7 万元至 64.4 万元。

图表50： 3 系轿车（2019 年 6 月上市）



资料来源：宝马官方网站，华泰证券研究所

图表51： 5 系轿车（2017 年 6 月上市）



资料来源：宝马官方网站，华泰证券研究所

图表52： X1 SUV（2012 年 3 月上市）



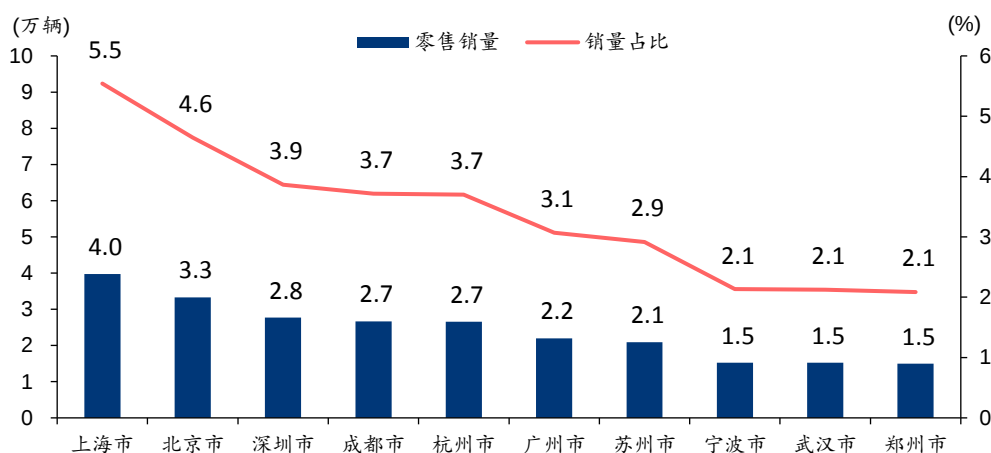
资料来源：宝马官方网站，华泰证券研究所

图表53： X3 SUV（2018 年 5 月上市）



资料来源：宝马官方网站，华泰证券研究所

图表54： 宝马：2019 年国内销量排名前十的城市



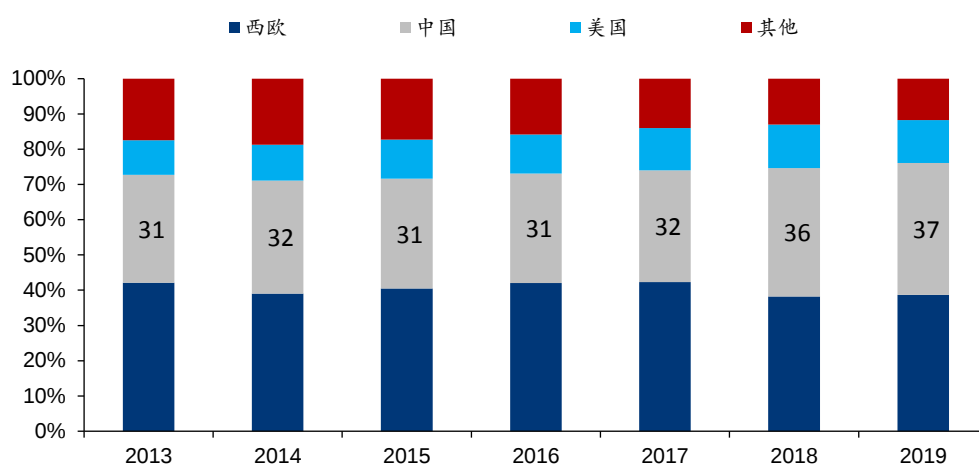
资料来源：Marklines，华泰证券研究所

奥迪：客户基础庞大，市场认可度较高

奥迪自 2009 年至 2018 年一直稳居中国豪华车品牌销量首位交椅，其成功部分源于不同的客户策略，奥迪早期的发展重点是政府客户，另一原因是奥迪作为最早进行本土化生产的豪华车品牌，有较为明显的优势。然而随着政府客户的需求走弱，奥迪也面临重塑品牌形象吸引新客户群体的压力，而这将在短期对奥迪的销量构成挑战。

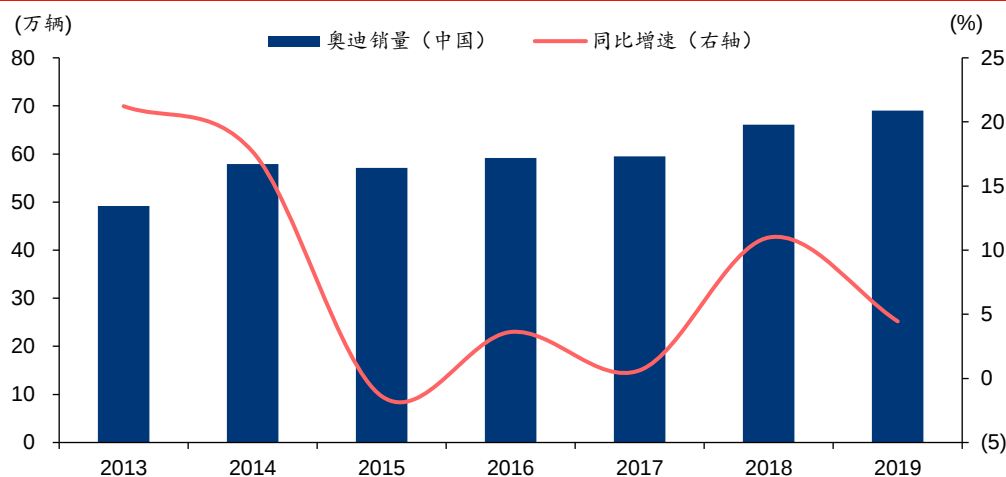
奥迪近些年在中国积极推进新能源车和智能驾驶技术，同时努力重塑品牌形象，重新定义其目标客群，同时奥迪 2020 年引入 Q5 和 A8L 的 e-tron 车型，以及 A3 的换代车型，用以巩固其产品力。

图表55： 奥迪全球分区域销量构成：中国市场占比稳步提升（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表56： 奥迪在华销量稳中有增（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表57： 奥迪客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	67%为男性	66%为男性
学历	75%本科，23%硕士及以上	29%高中及以下，24%本科
家庭情况	93%已婚	64%已婚
工作性质	外资、合资为主	民营企业为主
个人月收入	3.2 万元	5.1 万元
家庭月收入	8.7 万元	8.5 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

奥迪用户的偏男性，学历偏高，家庭月收入在 8.7 万元，用户标签是“政府官员”，“成熟”和“睿智”。随着奥迪官车形象的走弱，越来越多的外资和合资企业白领成为奥迪的用户。从客户分布来说，北京、上海和成都是奥迪品牌销量最大的三个城市。

目前奥迪在华销售的主力车型有 A4L, A6L, Q3 SUV 和 Q5L SUV。其官方指导价最低的是 Q3 SUV，售价区间人民币 26.0 万至 35.9 万元。官方指导价最高的是 A6L 系，售价区间人民币 40.9 万元至 65.1 万元。

图表58: A4L 轿车 (2016 年 9 月上市)



资料来源: 奥迪官方网站, 华泰证券研究所

图表59: A6L 轿车 (2019 年 1 月上市)



资料来源: 奥迪官方网站, 华泰证券研究所

图表60: Q3 SUV (2019 年 4 月上市)



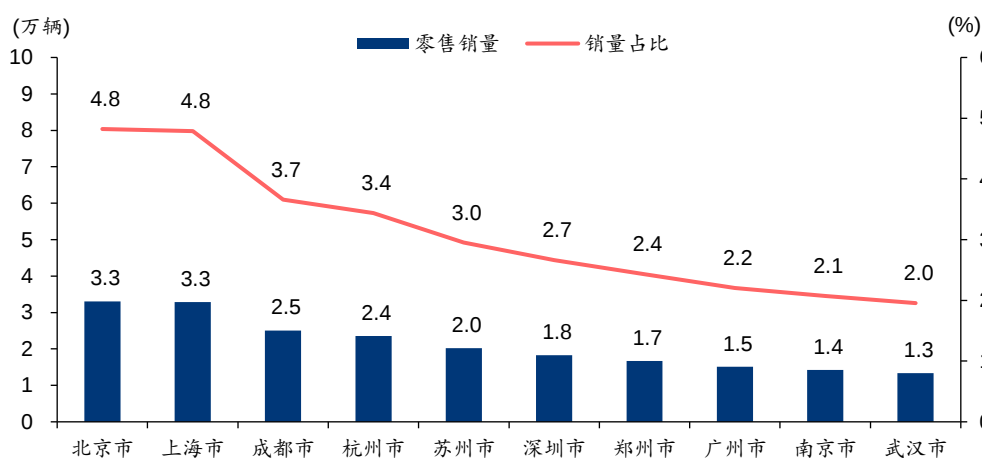
资料来源: 奥迪官方网站, 华泰证券研究所

图表61: Q5L SUV (2018 年 7 月上市)



资料来源: 奥迪官方网站, 华泰证券研究所

图表62: 奥迪: 2019 年国内销量排名前十的城市

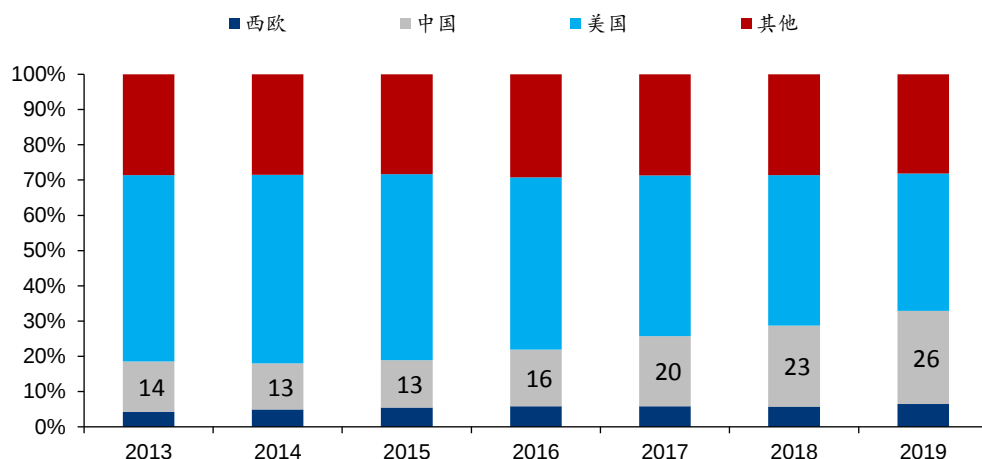


资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

雷克萨斯：品牌口碑提升明显，销量势头良好

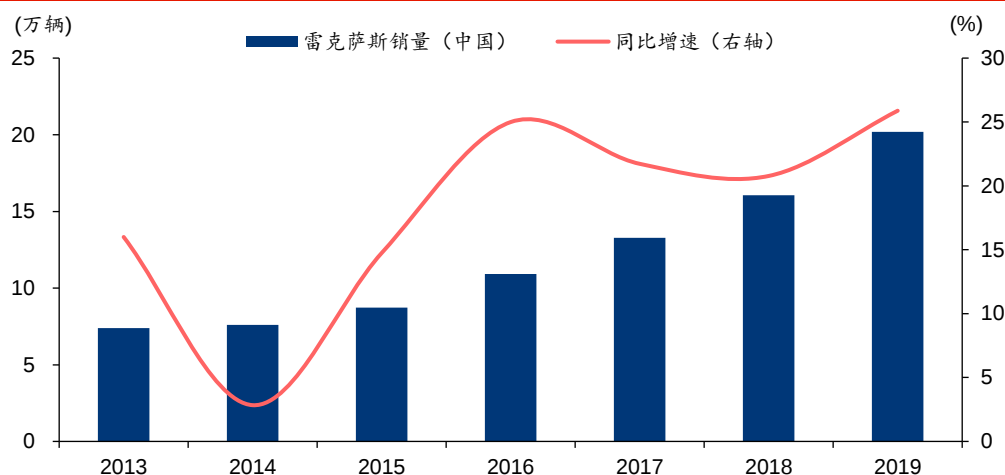
雷克萨斯自 2010 年至 2018 年在华销量经历了高增长，年均复合增速达到 15%。雷克萨斯的成功主要归因于：1) 新产品较多，且新产品较成功，消费者反馈良好；2) 车型均为日本生产进口，品质较高，收到中高收入消费者青睐；3) 售后服务和客户口碑好。2020 年，雷克萨斯将推出的 RX 改款和 LM MPV，进一步丰富其产品组合。

图表63：雷克萨斯全球分区域销量构成：中国市场占比稳步提升（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表64：雷克萨斯在华销量快速增长（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表65：雷克萨斯客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	72%为男性	60%为男性
学历	69%本科，28%硕士及以上	19%高中及以下，66%本科及以上
家庭情况	97%已婚	69%已婚
工作性质	外资、合资企业、民营企业为主	民营企业为主
个人月收入	2.5 万元	4.8 万元
家庭月收入	6.6 万元	8.7 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

雷克萨斯用户多为男性，年龄偏大，受教育程度偏高，标签是“外企中层”，生活态度上关爱家庭，中国雷克萨斯用户个人收入和家庭收入略低于欧洲雷克萨斯客户。从客户分布来说，广州、深圳和上海是雷克萨斯销量最大的三个城市。

雷克萨斯在华销售的主力车型为 ES, NX SUV, RX SUV 和 LX SUV。其官方指导价最低的为 ES, 售价区间人民币 29.0 万元至 48.3 万元。官方指导价最高的是 LX SUV, 售价区间人民币 129.1 万元至 141.7 万元。

图表66: ES 轿车 (2018 年 5 月上市)



资料来源: 雷克萨斯官方网站, 华泰证券研究所

图表67: NX SUV (2017 年 9 月上市)



资料来源: 雷克萨斯官方网站, 华泰证券研究所

图表68: RX SUV (2017 年 11 月上市)



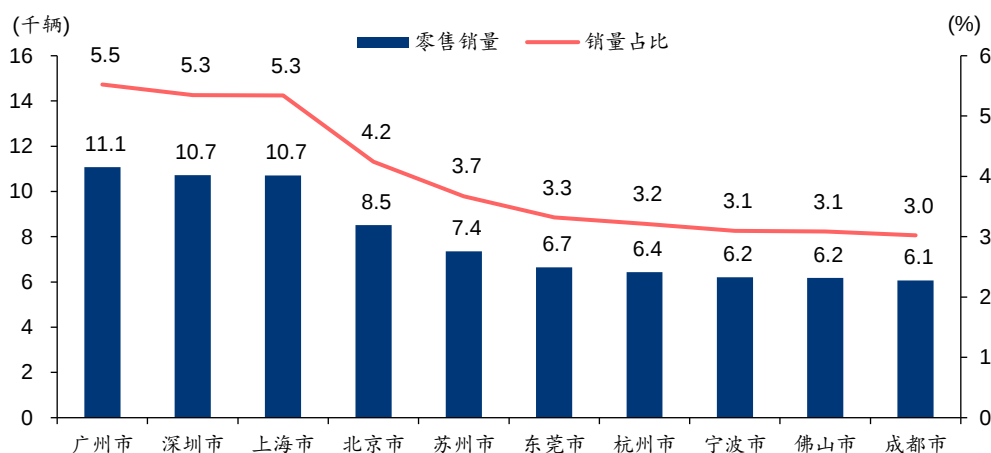
资料来源: 雷克萨斯官方网站, 华泰证券研究所

图表69: LX SUV (2018 年 8 月上市)



资料来源: 雷克萨斯官方网站, 华泰证券研究所

图表70: 雷克萨斯: 2019 年国内销量排名前十的城市

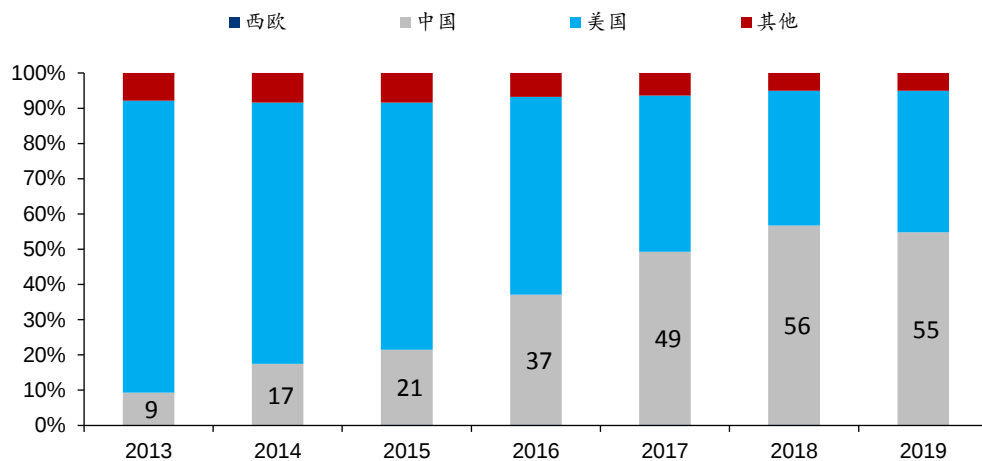


资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

凯迪拉克：中国已经成为第一大市场

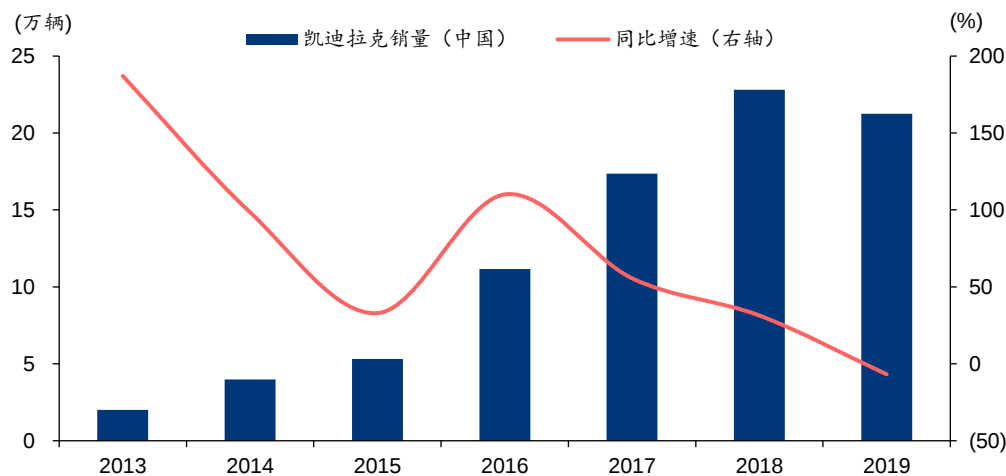
凯迪拉克过去五年在中国消费者心中赢得了一席之地，其销量快速增长的主要驱动因素是国产化车型的引入和经销商渠道的扩张，比如凯迪拉克的经销商网点数从 2016 年的 120 家增长到 2018 年的 300 家左右。

图表71： 凯迪拉克全球分区域销量构成：中国市场占比 2018 年起超过 50%（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表72： 凯迪拉克在华销量大幅增长（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表73： 凯迪拉克客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	79%为男性	62%为男性
学历	66%本科，29%硕士及以上	41%高中及以下，42%本科及以上
家庭情况	93%已婚	56%已婚
工作性质	外资、合资企业	民营企业为主
个人月收入	2.7 万元	4.8 万元
家庭月收入	8.7 万元	8.7 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

凯迪拉克的用户标签是“外企高层”和“有格调”，男性用户居多，年龄偏大，凯迪拉克的客户形象是有格调的企业高层，注重彰显个人地位。凯迪拉克中国用户和欧洲客户的家庭月收入均在 9 万元左右。从客户分布来说，上海、成都和苏州是凯迪拉克销量最大的三个城市。

凯迪拉克在华销售的主力车型为 ATS, XTS, XT4 SUV 和 XT5 SUV。其官方指导价最低的为 XT4 SUV, 售价区间人民币 25.9 万元至 39.17 万元。官方指导价最高的是 XT5 SUV, 售价区间人民币 32.9 万元至 46.9 万元。

图表74: ATS (2014 年 8 月上市)



资料来源: 凯迪拉克官方网站, 华泰证券研究所

图表75: XTS (2017 年 11 月上市)



资料来源: 凯迪拉克官方网站, 华泰证券研究所

图表76: XT4 SUV (2018 年 9 月上市)



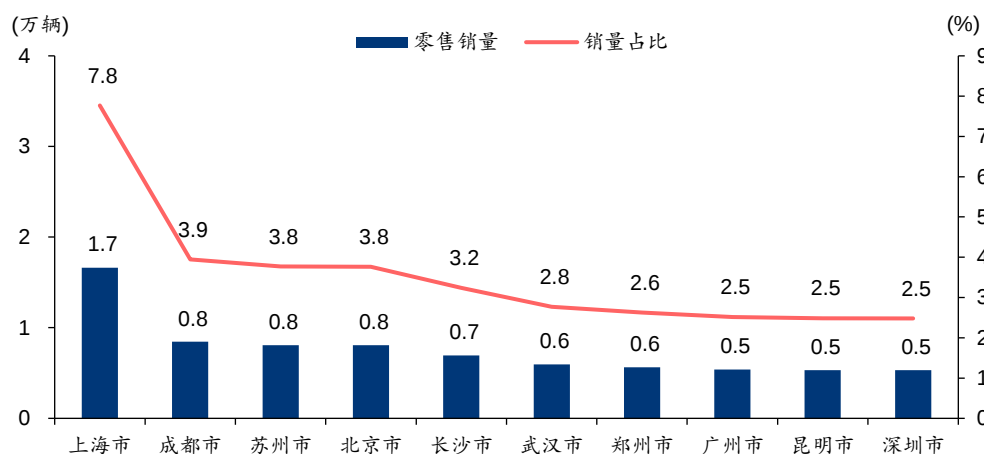
资料来源: 凯迪拉克官方网站, 华泰证券研究所

图表77: XT5 SUV (2016 年 4 月上市)



资料来源: 凯迪拉克官方网站, 华泰证券研究所

图表78: 凯迪拉克: 2019 年国内销量排名前十的城市

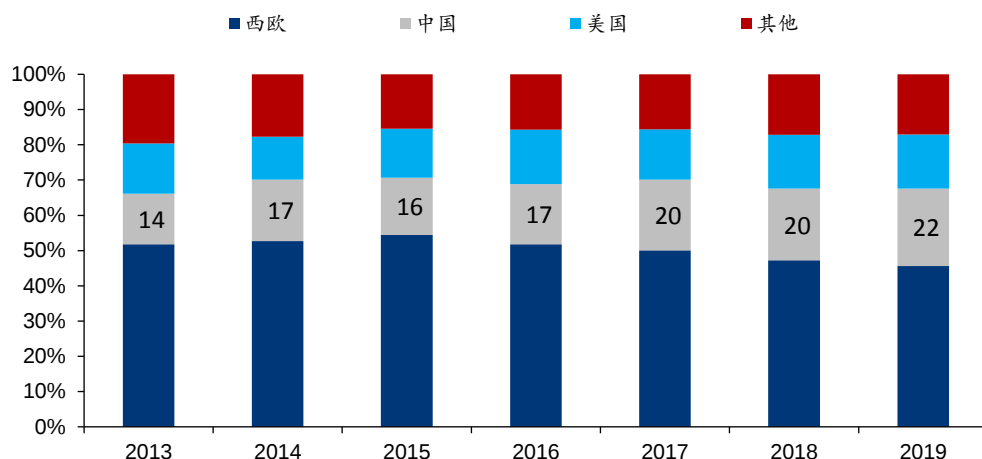


资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

沃尔沃：新平台、新车型驱动销量增长

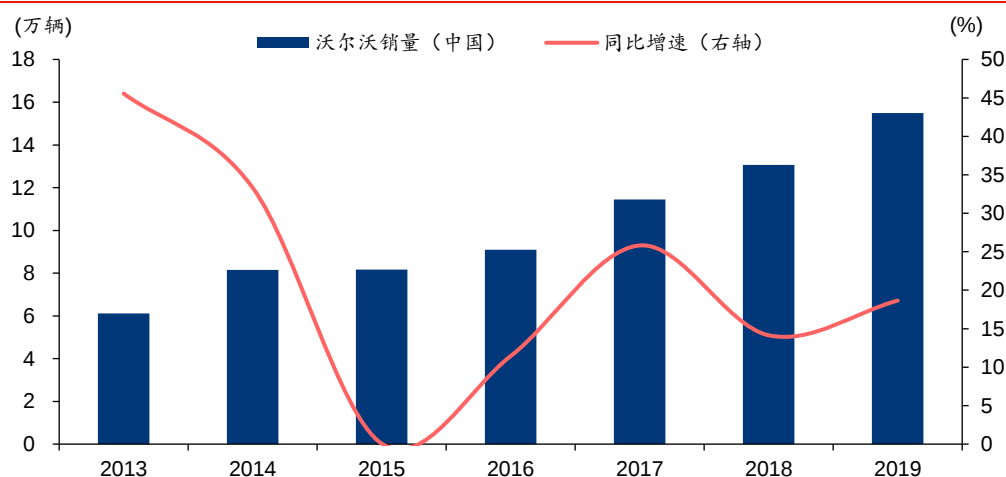
自从 2010 年沃尔沃成为吉利的子公司以后，沃尔沃采取了诸多措施提升自身产品竞争力和品牌知名度。2017 年沃尔沃和吉利共同研发了 CMA 平台，并在该平台下将 XC40 引进国产。新 V60 和 XC90 发售，以及新一代 S60L 和 XC40 引入国产，丰富了沃尔沃的产品组合。

图表79： 沃尔沃全球分区域销量构成：中国市场占比稳步提升（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表80： 沃尔沃在华销量快速增长（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表81： 沃尔沃客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	84%为男性	54%为男性
学历	46%本科，53%硕士及以上	16%高中及以下，69%本科及以上
家庭情况	93%已婚	66%已婚
工作性质	外资、合资企业、民营企业	民营企业为主
个人月收入	2.8 万元	4.7 万元
家庭月收入	8.9 万元	8.1 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

中国的沃尔沃用户男性占绝大多数，而欧洲客户男性女性分布相对平均。沃尔沃的标签有“社会中坚”，“低调自信”和“关爱家庭”。沃尔沃中国用户的家庭月收入比欧洲用户稍高。从客户分布来说，北京、上海和成都都是沃尔沃销量最大的三个城市。

沃尔沃在华销售的主力车型为 S90 和 XC60 SUV。S90 官方指导价区间人民币 37.3 万元至 53.9 万元。XC60 SUV 官方指导价区间人民币 36.3 万元至 46.9 万元。

图表82： S90（2016 年 12 月上市）



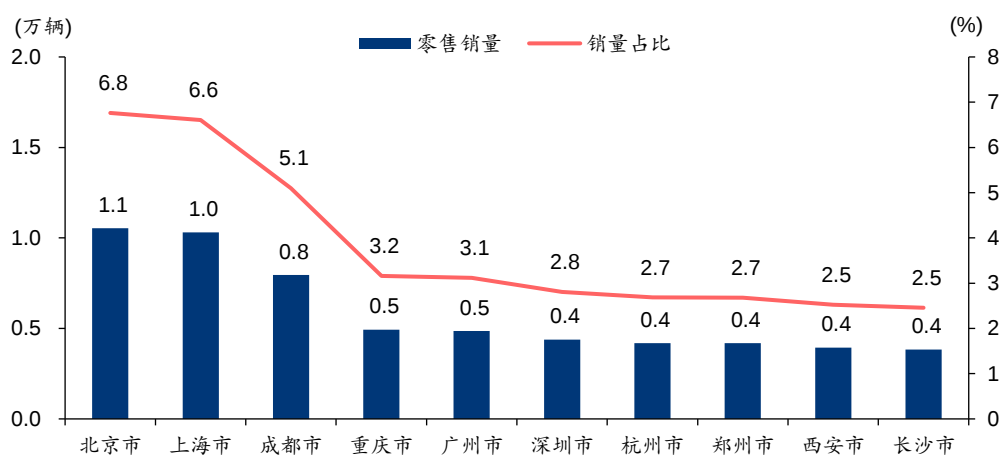
资料来源：华泰证券研究所

图表83： XC60 SUV（2017 年 12 月上市）



资料来源：华泰证券研究所

图表84： 沃尔沃：2019 年国内销量排名前十的城市



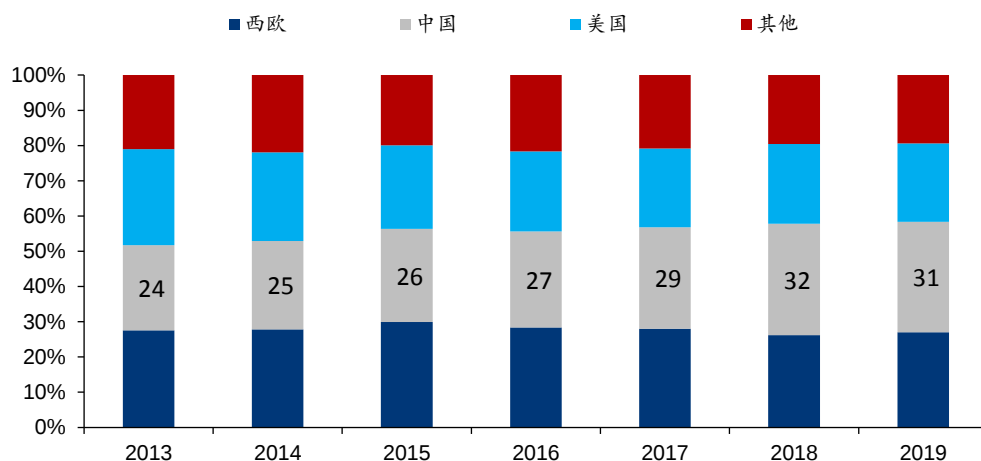
资料来源：Marklines，华泰证券研究所

保时捷：经典跑车品牌，SUV 驱动销量增长

相比其他主流豪华车品牌来说，保时捷在中国的品牌形象更强。其原因部分来自于保时捷供给有限，部分来自于保时捷没有入门级车型。保时捷作为一个中产阶级可以承受的奢侈品，未来有望持续受益于消费升级趋势的拉动。

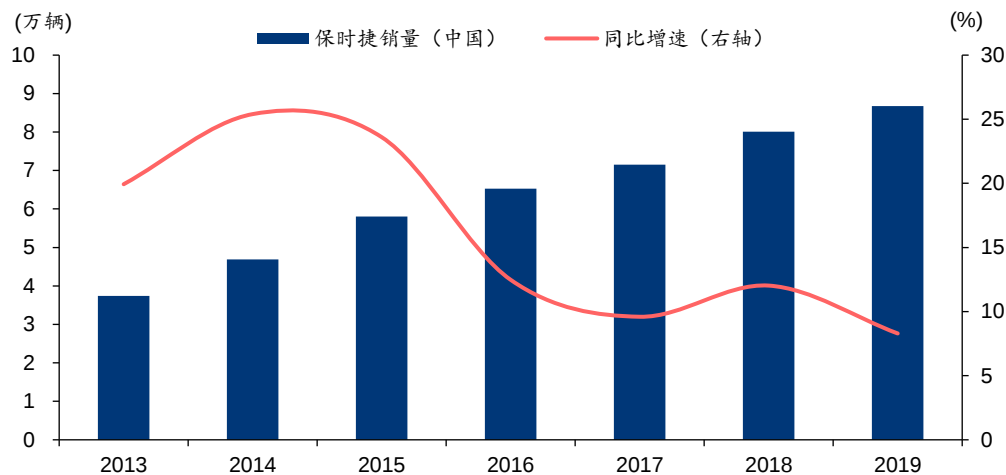
2020 年，保时捷首款电动车 Taycan 已经亮相，未来还有 Macan 的电动版，911 车型换代，以及更多 Cayenne 品牌车型的上市，保时捷的产品组合也将进一步丰富。

图表85： 保时捷全球分区域销量构成：中国销量占比提升（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表86： 保时捷在华销量稳健增长（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表87： 沃尔沃客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	76%为男性	63%为男性
学历	43%本科，54%硕士及以上	42%高中及以下，26%本科及以上
家庭情况	93%已婚	69%已婚
工作性质	外资、合资企业为主	民营企业为主
个人月收入	3.9 万元	4.8 万元
家庭月收入	9.5 万元	9.1 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

保时捷的用户标签是“富二代”，“高调张扬”和“个人主义”，保时捷用户以男性居多，家庭月收入也显著高于其他主流豪华品牌用户。从客户分布来说，上海、深圳和北京是保时捷品牌销量最大的三个城市。

保时捷在华销售的主力车型为 Macan 和 Cayenne。Macan 官方指导价区间人民币 54.5 万元至 92.5 万元。Cayenne 官方指导价区间人民币 89.5 万元至 190.8 万元。

图表88: Macan (2018 年 11 月上市)



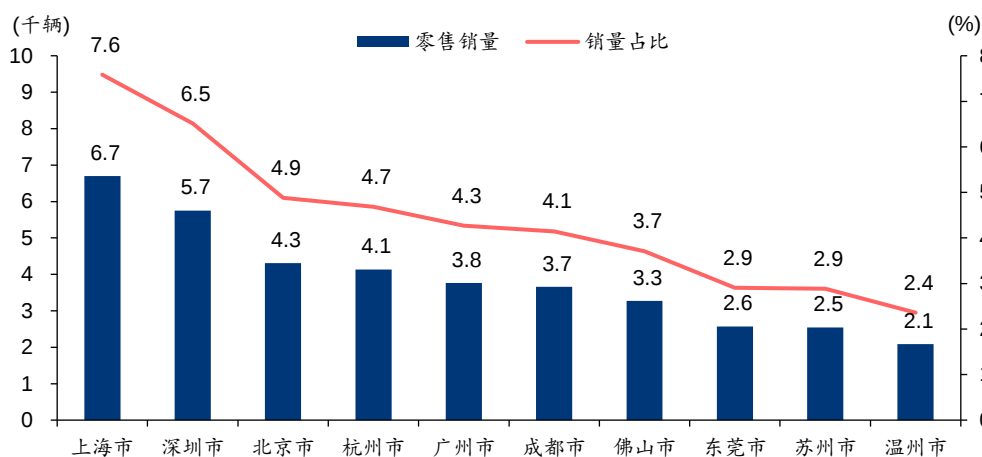
资料来源：保时捷官方网站，华泰证券研究所

图表89: Cayenne (2018 年 8 月上市)



资料来源：保时捷官方网站，华泰证券研究所

图表90: 保时捷: 2019 年国内销量排名前十的城市

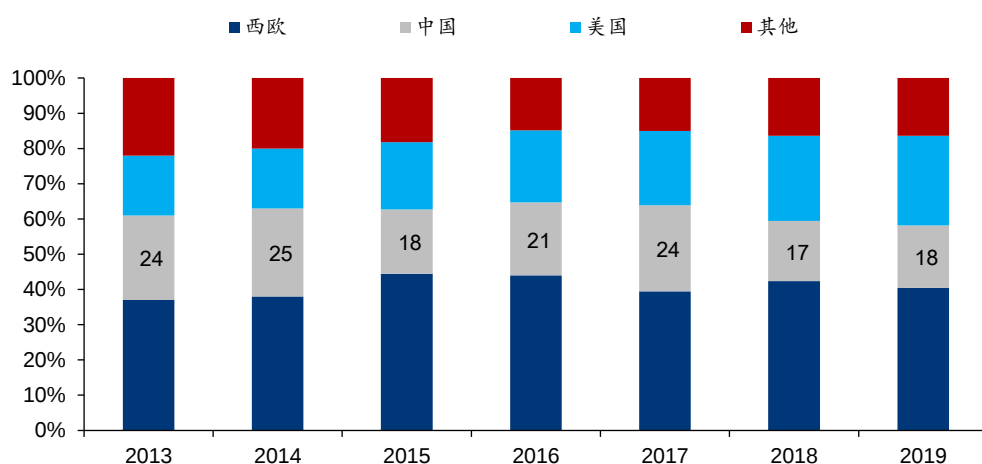


资料来源：Marklines，华泰证券研究所

捷豹路虎：销量短期承压

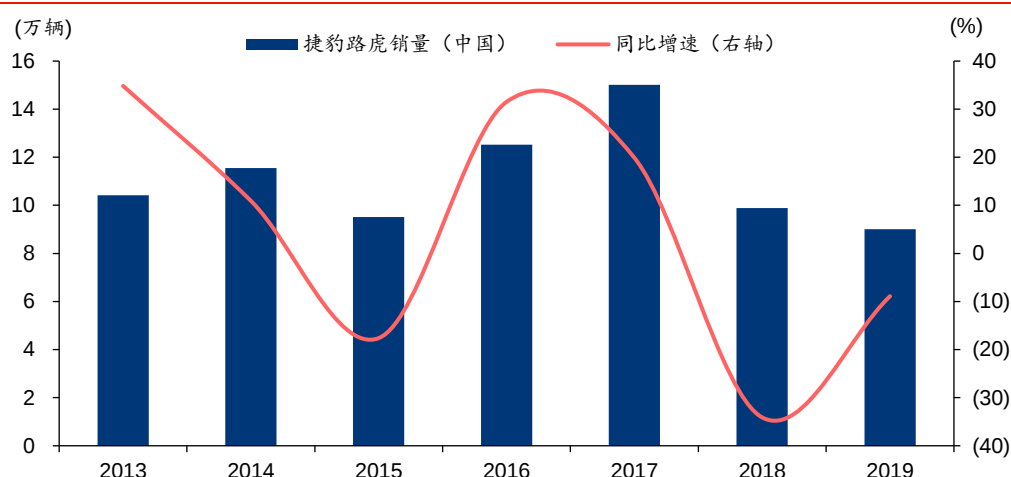
考虑到市场竞争态势，捷豹路虎 2020 年可能继续承压。一方面，捷豹路虎的竞争品牌都在引入更多新车型；另一方面，捷豹路虎的核心车型都处在生命周期的后半段，对销量和利润都是拖累。

图表91： 捷豹路虎全球分区域销量构成（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表92： 捷豹路虎在华销量短期承压（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表93： 捷豹路虎客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	86%为男性	60%为男性
学历	61%本科，38%硕士及以上	38%高中及以下，51%本科及以上
家庭情况	99%已婚	79%已婚
工作性质	外资、合资企业、民营企业为主	民营企业为主
个人月收入	3.7 万元	4.0 万元
家庭月收入	13.2 万元	7.8 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

捷豹路虎的用户标签是“男性”和“爱运动”，路虎用户多为男性，其性格崇尚自由，热爱运动，追求驾驶乐趣。捷豹路虎的中国客户家庭月收入显著高于欧洲客户水平。

捷豹路虎在华销售的主力车型为 XEL 和 Discovery Sport。XEL 官方指导价区间人民币 28.2 万元至 42.6 万元。Discovery Sport 官方指导价区间人民币 34.7 万元至 50.1 万元。

图表94： XEL（2017 年 12 月上市）



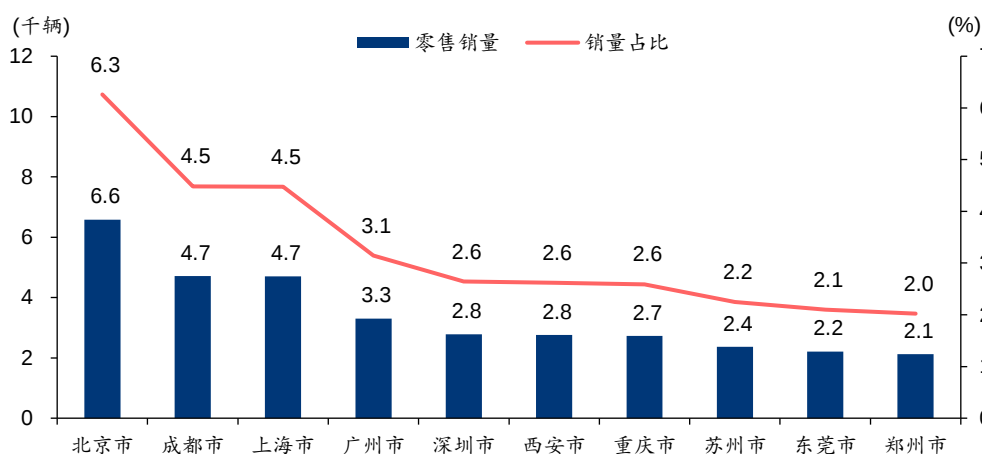
资料来源：捷豹路虎官方网站，华泰证券研究所

图表95： Discovery（2015 年 10 月上市）



资料来源：捷豹路虎官方网站，华泰证券研究所

图表96： 捷豹路虎：2019 年国内销量排名前十的城市

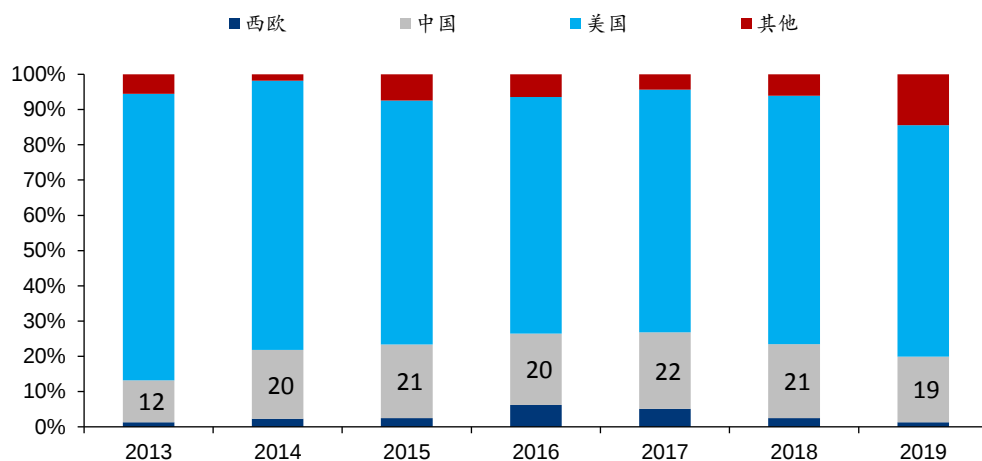


资料来源：Marklines，华泰证券研究所

英菲尼迪：销量维持相对稳定

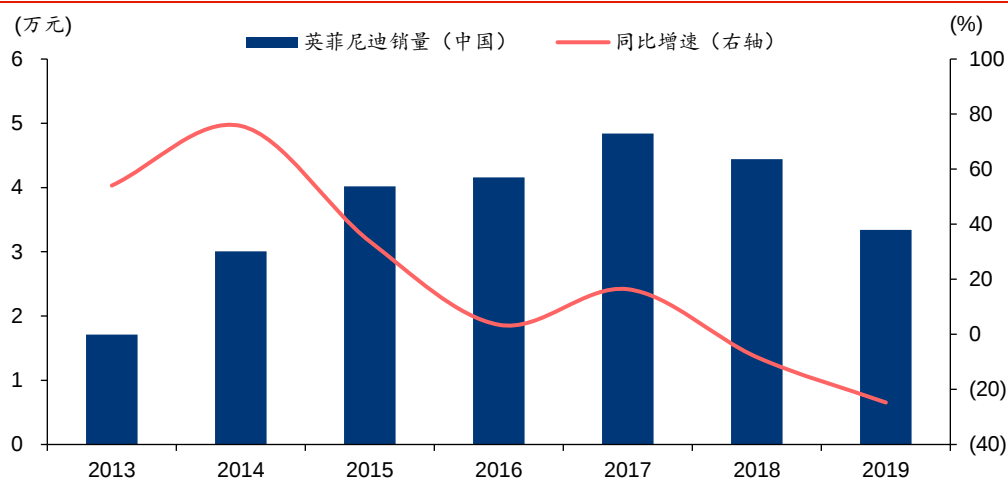
英菲尼迪从 2014 年开始引入国产化车型，但车型引进速度缓慢，目前仅有 QX50 和 Q50L 两款车型于东风日产投产。由于车型引进力度较慢，同时品牌认知度较低，英菲尼迪在华发展相对较慢。2018 年在车市增速放缓的背景下，英菲尼迪在华销量同比下滑 8%。整体而言，英菲尼迪过去几年的销量维持了相对稳定。

图表97： 英菲尼迪全球分区域销量构成：中国市场占比在 20%左右（2013-2019 年）



资料来源：Marlines, LMC 预测，华泰证券研究所

图表98： 英菲尼迪在华销量维持相对平稳（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表99： 英菲尼迪客户画像（中国 vs 欧洲）

车主画像	中国	欧洲
性别	81%为男性	62%为男性
学历	60%本科，38%硕士及以上	18%高中及以下，59%本科及以上
家庭情况	93%已婚	77%已婚
工作性质	外资、合资企业、民营企业各 25%	民营企业为主
个人月收入	2.7 万元	4.8 万元
家庭月收入	7.7 万元	8.9 万元

资料来源：中国豪华车品牌特性研究白皮书，华泰证券研究所

英菲尼迪的用户标签是“小资”，男性用户居多，学历较高，职业特征并不明显，英菲尼迪中国用户家庭收入低于欧洲用户收入水平。

英菲尼迪在华销售的主力车型为 QX50 和 Q50L。Q50L 官方指导价区间人民币 26.5 万元至 38.9 万元。QX50 官方指导价区间人民币 33.4 万元至 46.9 万元。

图表100： Q50L（2018 年 3 月上市）



资料来源：英菲尼迪官方网站，华泰证券研究所

图表101： QX50（2018 年 6 月上市）



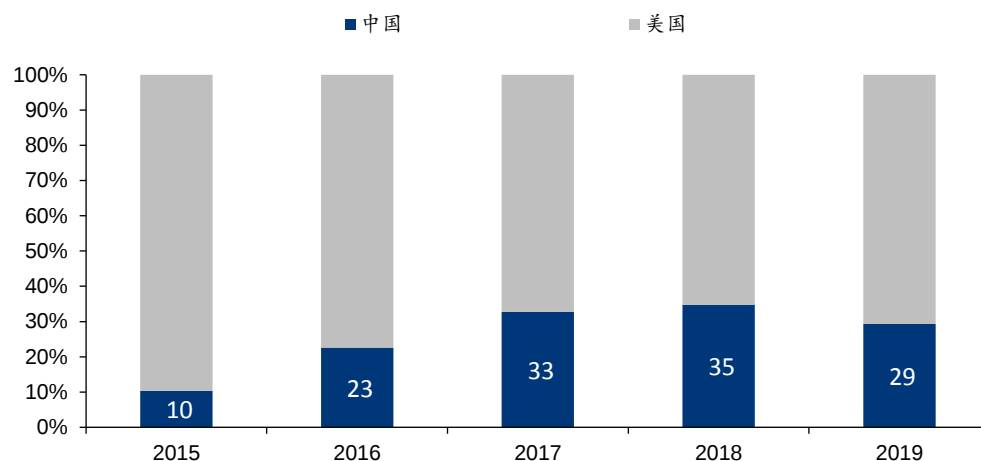
资料来源：英菲尼迪官方网站，华泰证券研究所

林肯：国产化驱动销量快速增长

林肯是福特旗下豪华车品牌，于 2015 年进入中国。2019 年林肯首次提出“中国第一”的战略，同时将紧凑型 SUV Corsair (MKC 换代车型) 引入国产化生产，未来林肯在中国的发展将围绕“四化”展开，即品牌本地化，客户体验本地化，产品本地化和团队本地化。我们认为，2019 年林肯增速放缓的主要因素是：1) 2018 年中美贸易摩擦，美系进口车被加征了关税；2) 国内宏观经济承压，汽车市场需求下滑；3) 国产化预期影响了进口车的销量。

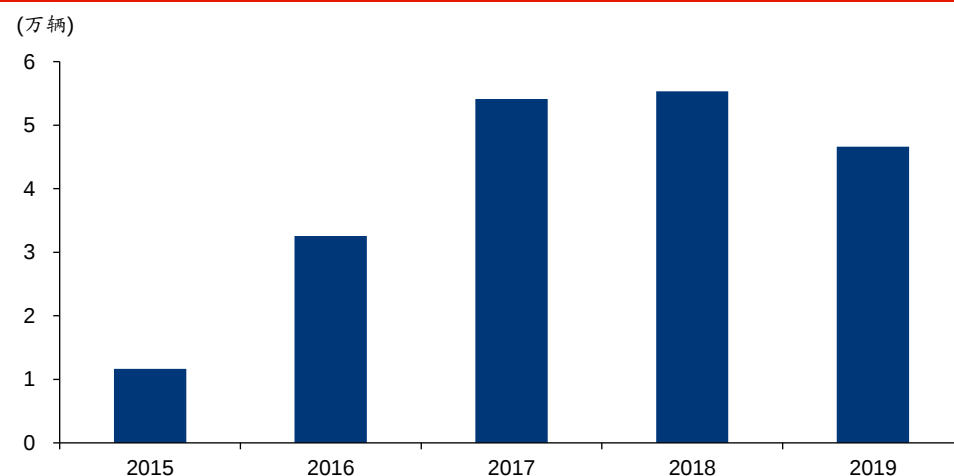
展望 2020 年，本土化车型 Corsair、新款 Aviator 和新款 Nautilus 将会上市，不断丰富林肯的产品组合。Corsair 是一款紧凑型 SUV，主要竞品车型是宝马 X1、凯迪拉克 XT4、奥迪 Q3、奔驰 GLA，属于入门级别的豪华车 SUV。参考凯迪拉克 XT4。进口车售价 28 万至 38 万元，国产化后预售价 25 万至 35 万元，相比进口 MKC 便宜 3 万元。Aviator 是一款 35 万至 45 万元的豪华车 7 座中大型 SUV。国产林肯飞行家的主要竞品车型是一汽丰田的普拉多、凯迪拉克 XT6、途昂 X。Nautilus 是一款豪华车中型 SUV，它的主要竞品车型是奥迪 Q5L、宝马 X3、奔驰 GLC。

图表102： 林肯全球分区域销量构成：中国市场占比快速提升（2013-2019 年）



资料来源：Marklines, LMC 预测，华泰证券研究所

图表103： 林肯在华销量快速增长（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

林肯销售的主力车型为 MKZ 和 MKC。MKZ 官方指导价区间人民币 25.6 万元至 36.9 万元。MKC 官方指导价区间人民币 27.9 万元至 37.7 万元。

图表104： MKZ（2016 年 7 月上市）



资料来源：林肯官方网站，华泰证券研究所

图表105： MKC（2019 年年底上市）

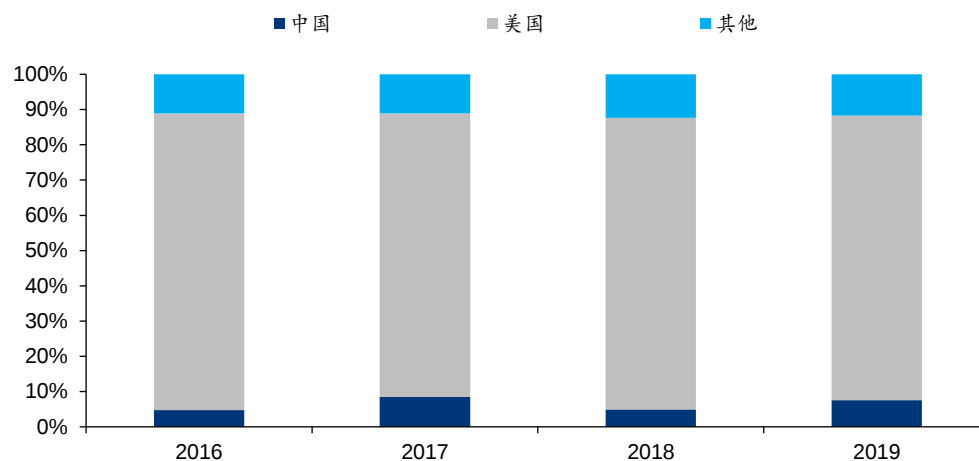


资料来源：林肯官方网站，华泰证券研究所

讴歌：规模不大，中国市场占比较低

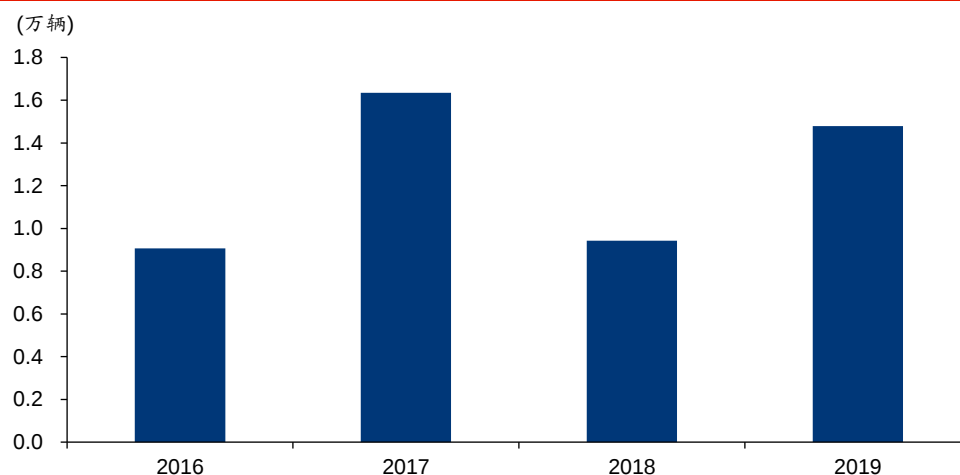
讴歌是本田旗下的豪华车品牌，2006 年进入中国，2016 年引入国产。进入中国的十余年，讴歌的品牌定位并不清晰，渠道建设缓慢，部分区域与广汽本田并网销售，对其独立的品牌形象梳理有负面影响，讴歌销量表现也较为疲软。于此同时，讴歌与广汽本田的产品相似度过高，且定价相比纯进口的竞品车型而言缺乏吸引力。

图表106： 讴歌全球分区域销量构成：中国市场占比较小（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表107： 讴歌在华销量呈现波动（2013-2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

讴歌销售的主力车型为 RDX 和 MDX。RDX 官方指导价区间人民币 32.8 万元至 43.8 万元。MDX 官方指导价区间人民币 69.8 万元至 84.8 万元。

投资建议

我们认为未来中国宏观经济增长和居民生活水平的提高将持续拉动居民可支配收入的增长，进而驱动豪华车需求提升，特别是在豪华车销量渗透率低于全国平均水平的省市，其豪华车销量增速有望维持较快增长。与此同时，主要的豪华品牌制造商的新车型引入和本地销售渠道扩张为豪华车销量增长提供了供给端的支撑。我们认为上汽集团、长安汽车和广汇汽车是这一行业趋势的受益者。

图表108：重点公司估值表（截止至 2020 年 7 月 16 日）

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000625 CH	长安汽车	10.95	买入	13.53~13.94	-0.55	1.22	1.19	1.29	-23.53	10.61	10.87	10.03
600104 CH	上汽集团	18.49	买入	24.64~26.40	2.19	1.76	1.98	2.17	8.76	10.90	9.69	8.84
600297 CH	广汇汽车	3.37	买入	4.46~4.95	0.32	0.26	0.32	0.37	11.63	14.31	11.63	10.05

备注：盈利预测来自华泰最新研究报告

资料来源：WIND，华泰证券研究所

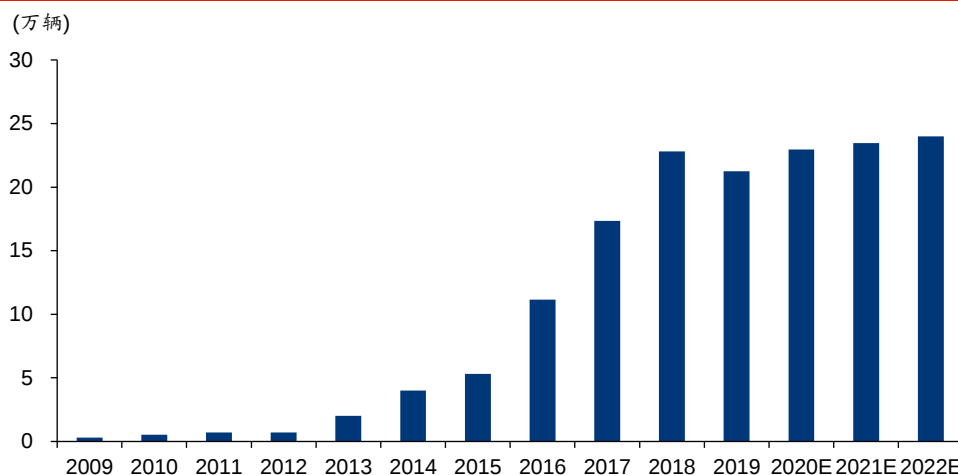
上汽集团（600104 CH，买入，目标价：24.64~26.40 元）

上汽集团是国内领先的汽车制造商，旗下拥有上汽大众，上汽通用，上汽通用五菱等整车制造平台，2019 年集团销量达到 624 万辆，占全国乘用车销量的 29%，是中国销量最大的整车制造集团。

上汽集团旗下的上汽通用成立于 1997 年，其旗下品牌包括别克、雪佛兰和凯迪拉克三个整车品牌，其中凯迪拉克品牌于 2004 年引入国产化，目前国产化车型有 6 款，包括 CT5、CT6、XT4、XT5、XT6 和 XTS，2019 年上汽通用的凯迪拉克销量达到 21.3 万辆，占上汽通用销量的比重达到 13%。凯迪拉克作为豪华品牌，其生产工艺相比原有的别克和雪佛兰更胜一筹，通过将凯迪拉克引入国产，不但提升了上汽通用的销量，也对其整体产品力、品牌力和渠道力有正面促进作用。

除了凯迪拉克品牌之外，上汽集团也积极寻求其他豪华品牌的拓展。2016 年上汽集团与奥迪签订合作框架协议；2018 年 6 月，德国大众将上汽大众 1% 的股权转让给奥迪公司，这意味着上汽大众得到了奥迪品牌的授权，未来可以生产和销售奥迪品牌的汽车。奥迪入股上汽大众之后，上汽奥迪将会是继凯迪拉克之后上汽生产的第二个豪华品牌。我们预计上汽奥迪的首款车型 A7L 将于 2022 年投放市场，考虑到奥迪品牌的国内影响力，我们认为将对上汽大众的销量将起到积极的拉动作用。

我们持续看好上汽集团，因其市场地位领先且公司旗下的凯迪拉克品牌有望受益于豪华汽车需求持续增长的行业趋势。随着汽车需求恢复和公司战略调整进一步深入，公司销量和利润增长有望持续改善。

图表109： 凯迪拉克未来三年销量有望保持在 20 万辆以上（2009-2022E）

资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

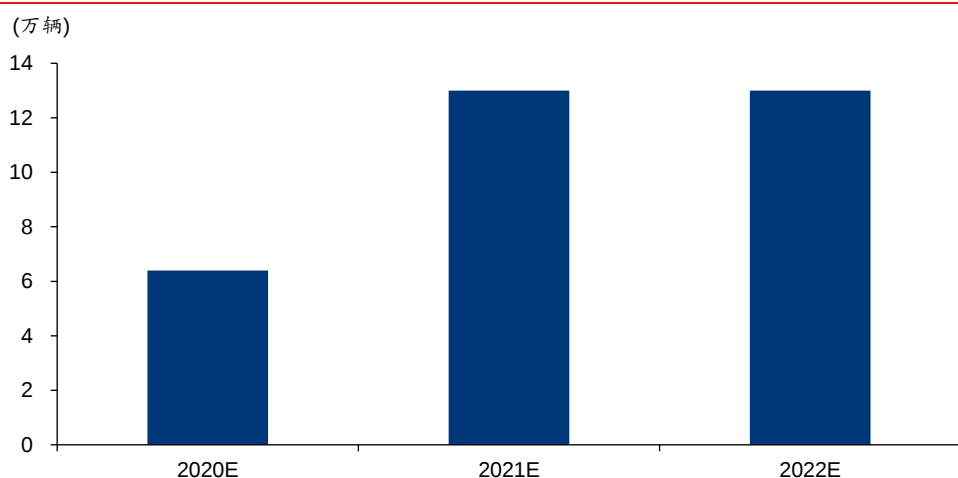
我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 205/231/254 亿元，EPS 分别为 1.76/1.98/2.17 元，我们基于 2020 年 14~15XPE 估值，给予公司目标价 24.64~26.40 元，维持“买入”评级。

风险提示：我国汽车销量增速不及预期，公司海外市场拓展不及预期。

长安汽车（000625 CH，买入，目标价：13.53~13.94 元）

长安汽车是国内领先的汽车制造商，旗下拥有长安福特，长安马自达，长安自主等整车制造平台，2019 年公司总销量达到 176 万辆，占全国乘用车销量的 8%，是中国销量前十的汽车厂商。

长安福特成立于 2001 年，年销量最高接近 100 万辆，但受产品组合老化和竞争加剧的原因，近三年销量下滑显著。林肯品牌 2015 年进入中国，2019 年引入本土化生产。我们认为林肯品牌的引入对长安福特的销量将起到一定的提振作用。作为豪华品牌，林肯汽车的产品力和品牌力要高于福特品牌，林肯国产化对公司整体能力有显著的提升作用。

图表110： 林肯国产化销量提升将是长安福特新的利润增长点（2020-2022E）

资料来源：华泰证券研究所

我们持续看好长安福特的增长潜力，短中期来看，公司有望通过混改减少失血点，集中精力发展核心品牌，且长安福特和长安自主品牌均进入较强的车型周期；长期来看，长安福特加速研发进程，改进经销商系统，引进林肯品牌国产化，同时自主品牌产品厚积薄发，未来改善值得期待。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 59/57/62 亿元，对应 EPS 1.22/1.19/1.29 元。我们基于公司 2020 年扣非后净利润（EPS0.55 元）25~26XPE 估值，给予公司目标价 13.75~14.30 元，维持“买入”评级。

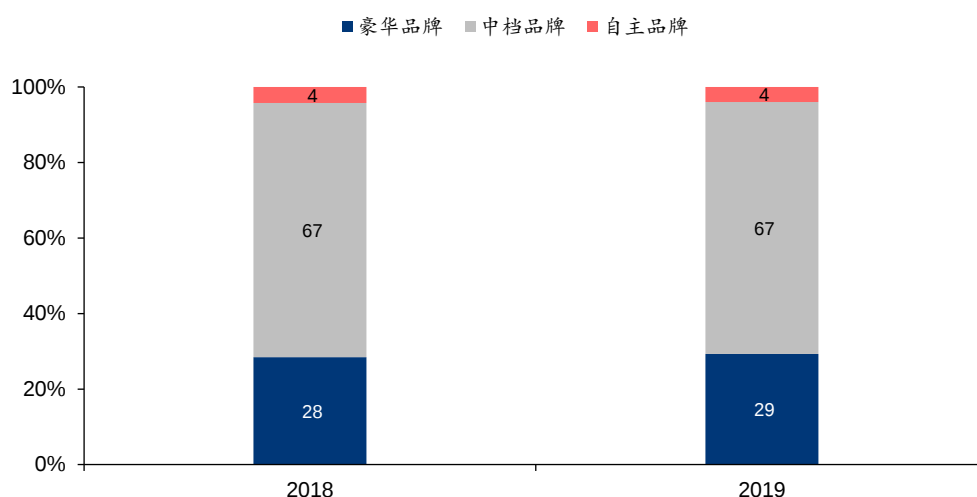
风险提示：国内乘用车销量不达预期，新车型销量不达预期。

广汇汽车（600297 CH，买入，目标价：4.46~4.95 元）

广汇汽车是中国领先的汽车经销商集团，公司销售既覆盖主流中档汽车品牌比如大众、福特、本田等，也覆盖豪华品牌比如宝马、捷豹路虎、奔驰、凯迪拉克等。2019 年公司销售 89.67 万辆，占全国乘用车销量的 4%，是国内销量最大的汽车经销商集团。

整体而言，豪华车的利润率水平高于中档汽车品牌，因其销量表现整体好于中档汽车，售后价值量也高于中端品牌。据公司年报披露，2019 年广汇豪华车门店数量达到 229 家，占其总门店数量的 29%。

图表111： 广汇汽车豪华车门店占比 2019 年提升至 29%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们看好公司长期的增长潜力，随着汽车保有量的提升，公司维修保养等售后业务占比有望持续提升，叠加豪华车销售占比提升，公司毛利率有望逐步改善；公司管理和盈利能力好于非上市经销商，在行业下行周期，盈利较差的经销商或退出，行业竞争格局优化，广汇汽车的市占率有望持续提升。

我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 20.87/26.09/30.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.26/0.32/0.37 元，基于公司 2020 年 0.9~1.0 倍 PB 估值，给予公司目标价 4.46~4.95 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，经济周期下行，汽车消费促进政策出台。

图表112： 报告提及公司

公司名称	股票代码	评级
宝马集团	BMW DE	未评级
法拉利	RACE US	未评级
戴姆勒	DAI DE	未评级
大众集团	VOW DE	未评级
塔塔汽车	TTM US	未评级
丰田汽车	TM US	未评级
本田汽车	HMC US	未评级
日产汽车	7201 JP	未评级
通用汽车	GM US	未评级
福特汽车	F US	未评级
沃尔沃汽车	无	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

经济和居民可支配收入增长大幅放缓，影响豪华车需求；

豪华车市场竞争加剧，导致豪华车品牌形象出现问题，影响市场需求；

由于市场竞争加剧，或者部分豪华车制造商生产、运营管理不善，导致企业汽车销量或利润率不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司