

汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究(深度)

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

豪华车专题报告：传统燃油向新能源过渡，关注品牌溢价&设计溢价两大主线

核心观点：

复盘燃油豪华车：追求溢价的市場，具备品牌溢价、设计溢价、技术溢价三大属性。

回顾传统燃油豪华车（高端车），我们认为，豪华车是追求溢价的市場，其核心溢价在于品牌溢价、设计溢价、技术溢价三种：1) 品牌溢价：豪华车品牌所带来的品牌力上的溢价，并由此在国内将燃油豪华车拆解为一线豪华、二线豪华和其他豪华品牌，在豪华车溢价体系中，品牌溢价最为重要；2) 设计溢价，包括燃油车的產品精细化打造水平和車輛自身稀缺性，精细化打造即我们常说的“豪华感”，即更好的细节处理、更少的槽点和更优秀的產品体验；稀缺性则来自个性化和功能的稀缺性上，要求极致的堆料和对个性化的充份体现，并由此诞生了巴博斯、迈莎锐等豪车改装厂，法拉利、布加迪等超跑公司；3) 技术溢价，来自于燃油车发动机、底盘、变速箱三大件，技术溢价需来自于每輛车的必需品，同时技术上拥有较高的技术壁垒，如燃油车的发动机，大马力便是燃油车体系内的溢价核心。

新能源时代豪华车竞争的变化：技术属性削弱、部分品牌仍在确立期，核心仍是品牌和设计。

新能源车与燃油车在价值体系上出现巨大差异。这主要来自新能源车时代大马力廉价化，平替发动机、变速箱的电机、电驱又转为供应链主导，形成如华为等供应链公司，相应技术壁垒大大下降，而电车时代的智能驾驶等技术要么壁垒较低、要么并非車輛必需品，由此原有的技术溢价体系被削弱。我们认为，电车时代的溢价主要由品牌和设计溢价所决定，复盘电车时代的高端车超爆款，如华为问界 M7/M8/M9，小米 SU7，理想 L 系列，不难发现华为系及小米主要依靠品牌力取胜，甚至相对同级别竞品拥有较高溢价；理想 L 系列则依靠产品设计取胜，在產品体验上相对竞对更胜一筹。但是，由于技术溢价体系的削弱，国产电车无法将价格触及到超 150 万元的超豪华市場，甚至在 80 万元以上的超豪华市場亦布局寥寥。

高端市場的国产替代：不易受市场价格战影响，品牌力要求下竞争格局注定优良，目前系增量需求与国产替代共存。

在当前背景下，电车市场价格战仍在加剧，同时电车销量增速逐渐放缓，叠加 26-28 年新能源购置税减免逐渐退坡，大众市場竞争趋于激烈已成定局。与之相对的，由于高端市場消费者消费能力更强，对购置税敏感性较弱；同时，品牌力要求下高端車市場：1) 不可发动价格战，降价对品牌力具有巨大损害；2) 部分公司品牌力仍在培育期，因而高端市場虽然尊重个性化需求，但在电车时代的国产車市場注定将集中化，格局注定优良。目前看，自主车企的高端化已初见成效，部分市場仍处起步阶段，其中销量来源系增量需求与国产替代共存，伴随后续车型开发自主电车高端化仍有潜力，奔驰、宝马、奥迪销量仍在下滑。

品牌溢价&设计溢价两大主线下，推荐产品打造能力强劲、品牌力卓越的公司。

因而我们提出，新能源时代的高端市場豪华車主要看品牌溢价&设计溢价两大主线。其中：1) 品牌溢价角度，目前在市場中品牌力明显胜出、且已经拥有明显溢价的国产品牌是华为系和小米。燃油车的品牌力来自百年汽车工业中的长期口碑和技术积累，但由于电车出现时间相对较短，因而品牌力主要来自其跨界造车带来的、雄厚的用户基础，同时其营销能力远强于普通车企；2) 产品打造能力角度，当前产品打造能力较强的是理想汽车，所出品的增程 L 系列产品力大获成功，MEGA HOME 版亦获得成功。

投资建议

高端市場是追求溢价的市場，在新能源汽车时代，进军高端化需要公司拥有强大的品牌力和產品细节打造能力。我们持续看好拥有品牌溢价和產品细节打造能力出色的公司：1) 品牌溢价板块，推荐品牌力强劲、用户基础庞大的【小米集团】，边际关注同样具备强大品牌力的【华为智选】，尤其关注华为系新车周期；2) 产品打造角度：边际关注产品打造能力强劲的【理想汽车】纯电新车周期、【吉利汽车】等。

风险提示

行业竞争加剧，汽车与电动车产销量不及预期。



内容目录

一、燃油豪华车概览：豪华品牌所推出的产品，品牌层级分类明显.....	5
1.1 豪华车之定义：由大众所认可的豪华品牌所推出的产品，通常集中在 20 万以上市场.....	5
1.2 燃油车时代的豪华品牌分类：根据所处价格带及销量可分为一线豪华、二线豪华及超豪华等.....	6
1.3 燃油豪华车的市场竞争格局：头部车企大幅领先，市场竞争格局高度集中.....	7
1.3.1 中高端市场（20-60 万市场）：一线豪华品牌断崖式领先.....	7
1.3.2 豪华市场与超豪华市场：一线豪华与超豪华品牌做主导.....	8
1.3.3 燃油车时代的爆款车型：亦高度集中于三个头部品牌.....	8
二、燃油豪华车的竞争特征：追求溢价的市场，品牌溢价、设计溢价和技术溢价最为核心.....	9
2.1 高端车市场是追求溢价的市场，性价比要素被稀释而品牌力要素加强.....	9
2.1.1 回顾整车产品竞争底层逻辑：受市场竞争格局、产品力、品牌力三要素影响，评判的是整车的综合素质.....	9
2.1.2 从大众品牌到高端品牌：性价比要素不再重视，最终归结为品牌溢价、设计溢价和技术溢价10	
2.2 技术溢价：高壁垒竞争和价值量分布下，燃油车的定价体系由发动机和底盘技术所决定.....	12
2.3 设计溢价：消费者对高端车和豪华车的体验要求渐趋完美，产品精细化打造要求提升.....	13
2.3.1 高端车的消费：消费者对消费体验的追求是要求完美的、个性化的.....	13
2.3.2 同平台同动力形式，更好的产品设计为豪华车提供了设计溢价.....	14
2.3.3 豪华车产品需要提供稀缺性，由此形成超豪华小众化市场.....	16
2.4 品牌溢价：品牌力是支撑高端汽车市场溢价的核心.....	17
三、从燃油豪华车到新能源时代：技术溢价被削弱，品牌溢价和产品打造愈发重要.....	18
3.1 从燃油车到新能源，汽车的定价体系和竞争壁垒被彻底改变.....	18
3.2 竞争壁垒变弱导致技术溢价被削弱，汽车竞争、汽车产品的消费属性极大加强，科技属性逐步增加	20
3.3 新能源时代市场竞争格局骤变：新玩家进入，华为、小米、理想领先.....	21
3.3.1 电车时代的高端车市场竞争格局：特斯拉、华为、小米、理想领先，传统燃油销量下滑但仍有品牌影响力，市场整体容量整体稳定.....	21
3.3.2 回顾电车时代的高端车爆款：理想早期领先主打新市场挖掘&产品力占优，华为、小米依靠品牌力取胜.....	23
3.4 总结：新能源对燃油在高端市场的替代从性价比逐渐转向品牌，市场看中的是品牌溢价和产品打造	25
四、建议关注品牌力占优、产品打造能力强劲的公司，优选华为系、小米集团.....	26
4.1 华为系：品牌力领先，边际关注新车周期.....	26
4.2 小米集团：品牌力最为强大，产能&新车周期加持下后续成长可期.....	27
4.3 理想汽车：早期领先者产品力较强，关注纯电新车周期.....	28
五、投资建议.....	28
六、风险提示.....	29



图表目录

图表 1: 杰兰路 25H1 品牌档次指数排名-豪华品牌和高档品牌	5
图表 2: 腾势 Z9/享界 S9 VS 宝马 5 系/奥迪 A6L/奔驰 E 级月销量 (辆)	5
图表 3: 20 万元落地价是大众&豪华市场的天然分界线	6
图表 4: 20-30 万燃油车市场仍残有大量大众品牌的旗舰级产品 (辆)	6
图表 5: 对燃油车豪华品牌的分类: 一线豪华、二线豪华、三线豪华、超豪华	7
图表 6: 2017-2024 年燃油豪华车品牌销量情况, 由此天然区分出一线豪华、二线豪华与三线豪华品牌 (辆)	7
图表 7: 2024 年百万级豪车分品牌年销量情况 (辆)	8
图表 8: 2024 年国产豪华燃油车分车型销量 (包括国产, 辆)	9
图表 9: 2024 年进口豪华车年销量情况 (辆)	9
图表 10: 虽然市场竞争格局较差、市场需求已经被验证较差, 但小米 SU7 销量依旧大爆 (辆)	10
图表 11: 整车产品竞争的市场竞争格局、产品力、品牌力三大核心影响因素	10
图表 12: 奥迪 A6L、宝马 5 系、奔驰 E 级落地价格和 2025 年以来每月销量比较 (辆)	11
图表 13: 高端车的核心研究框架	11
图表 14: 从大众市场到中高端市场, 市场转变为争取品牌溢价、设计溢价、技术溢价的市场	12
图表 15: 以奥迪旗下产品为例: 燃油车定价体系有明显的跟随车型、车身尺寸定价的特征	12
图表 16: 燃油车时代的整车价值量分布	13
图表 17: 豪华车消费者看中完美和稀缺性	14
图表 18: 豪华车消费者可以分为四种类型	14
图表 19: 设计是豪华车消费者决策的重要影响因素	14
图表 20: 豪华车消费的品牌忠诚度较低	14
图表 21: 雷克萨斯 ES 外观	15
图表 22: 广汽丰田九代凯美瑞外观	15
图表 23: 雷克萨斯 LS500h 行政版独有——凌光切子与鹤羽折布两大设计理念	15
图表 24: 雷克萨斯 ES200 内饰	16
图表 25: 广汽丰田九代凯美瑞内饰	16
图表 26: 巴博斯 G800	17
图表 27: 迈莎锐 S 级	17
图表 28: 大众辉腾外观	18
图表 29: 宾利飞驰外观	18
图表 30: 新能源车时代的整车价值量分布	18
图表 31: 5 种方法综合评价电车配置	19
图表 32: 新能源消费者购车考虑原因排名	19



图表 33: 高端纯电产品 2025 年 1-6 月销量排行 (辆)	20
图表 34: 越高端车型纯电销量占比越小 (辆)	20
图表 35: 特斯拉引领, 国内主机厂加速 AI+智驾+机器人研发	20
图表 36: 20-30 万新能源市场竞争格局 (辆)	21
图表 37: 30 万以上新能源市场竞争格局 (辆)	22
图表 38: 国产主流超豪华新能源车定价普遍在 100 万元以下	23
图表 39: 整车市场的三种爆款打造策略: 新兴市场策略、极致性价比策略、品牌力策略	23
图表 40: 2021 年的 30 万以上插混市场竞争格局	24
图表 41: 理想 L9 上市前, 20-30 万各车身形式销量 (万辆)	24
图表 42: 小米汽车的品牌影响力	24
图表 43: 小米 SU7 意向用户购车选择因素	25
图表 44: 问界新 M7 意向用户购车选择因素	25
图表 45: 尊界 S800 大定已破万	25
图表 46: 问界 M9 VS 理想 L9, 月销量 (辆)	25
图表 47: 从燃油车到新能源车, 国产高端新能源核心博弈品牌溢价和产品打造	26
图表 48: 鸿蒙智行月销量 (辆)	27
图表 49: 小米汽车月销量 (辆)	27
图表 50: 小米 YU7 交付时间	27
图表 51: 小米集团 2025-2027 年分车型销量预测 (辆)	28
图表 52: 理想汽车月销量 (辆)	28
图表 53: 理想 i6 外观	28



一、燃油豪华车概览：豪华品牌所推出的产品，品牌层级分类明显

1.1 豪华车之定义：由大众所认可的豪华品牌所推出的产品，通常集中在 20 万以上市场

进入电动车时代，部分 20 万以上的自主品牌开始以“豪华”品牌自居，将其产品形容为“豪华车”，并以此作为主要卖点、以市场主流豪华品牌的 BBA 为主流竞争对手。不过事实上，在消费者观念中绝大部分自主车企及其子品牌尚未属于豪华品牌范畴，更多仍属于中高端品牌；其生产的产品相对于 BBA 的主流竞品销量表现较差，如主打豪华行政轿车属性的腾势 Z9 和享界 S9，市场反馈均不佳。

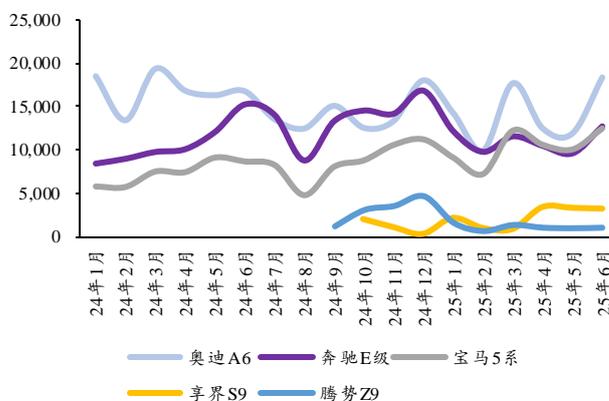
作为参考，根据杰兰路此前的品牌档次指数排名，国产新能源中可以与奔驰、宝马、奥迪相提并论的高端品牌仅有华为智选问界、享界和蔚来，以及东风的猛士等几个品牌，且除华为外其他品牌与传统豪华相比销量仍有差距；而其余国产高端新能源，如理想、极氪等仍被称为中高档品牌；整体来看，在偏乐观的情形下，消费者的认知与企业宣传之间仍有明显的偏差。

图表1：杰兰路 25H1 品牌档次指数排名-豪华品牌和高档品牌



来源：杰兰路，国金证券研究所

图表2：腾势 Z9/享界 S9 VS 宝马 5 系/奥迪 A6L/奔驰 E 级月销量(辆)



来源：乘联会，国金证券研究所

形成如此反差的核心原因还是在于豪华车的定义仍是森严的，我们认为，豪华车/豪华品牌需要满足两个核心要素：

1、**售价**：通常而言，豪华品牌需扎根在高端市场而非中低端市场。通常而言，燃油车时代的大众市场消费主力为紧凑型车、消费极限为 B 级车。目前国内 B 级燃油轿车的落地价格主要在 16-20 万元之间，因而 20 万元的落地售价形成了传统车市的大众市场&豪华市场天然价格分界线；因而除极个别入门级车型（如奥迪 A3/Q3、宝马 1 系等），豪华品牌的产品售价需要在人民币 20 万元以上；

2、**品牌认可程度**：豪华车需要由市场公认的豪华品牌推出，但在目前的 20 万以上市场中：
 1) 仍存在经济型品牌车型：如前文所述的，通常豪华品牌的销售主力区间需要在 20 万元以上。而事实上，在 20 万元以上的燃油市场中，仍有如大众迈腾（降价前）、丰田汉兰达/皇冠陆放/赛那、大众途昂等爆款经济型车型，但由于其并非豪华品牌推出而系大众品牌推出，其所属品牌的销售主力价格区间在 5-20 万元之间，因而无法将其划归到豪华车范畴。
 2) 存在中高档品牌车型：伴随汽车的电动化持续，市场出现了一批属于豪华和经济型品牌之间的中高档品牌，其下属产品仍不是市场公认的豪华品牌，因而也不属于豪华车的范围。

由此，我们将豪华车定义为：**售价在人民币 20 万元以上、且由大众所认可的豪华品牌所推出的产品。**

既然豪华车需要由大众定义的豪华品牌推出，那么哪些品牌属于豪华品牌就需要商定。通常来说，豪华品牌的主力售价区间应大于 20 万元。与新能源时代不同的是，燃油车时代的豪华车市场尚未存在如此多的中高端新兴品牌，仅有经济型品牌和豪华品牌两种，分类是更加清晰的，主力售价在 20 万元以上、且并非经济型品牌的品牌即为豪华品牌。而非豪华品牌推出、售价在 20 万以上的产品（主要是新能源产品），我们可以将其归类到中高端品牌中。



图表3: 20万元落地价是大众&豪华市场的天然分界线

豪华品牌分 价格段销量 占比	2025 年1 月	2025 年2月	2025 年3 月	2025 年4 月	2025 年5 月	2025 年6 月
40万以上	1.78%	1.46%	1.89%	1.67%	1.56%	1.88%
30-40万	4.33%	4.52%	4.42%	3.81%	4.29%	4.18%
20-30万	4.01%	2.88%	4.81%	3.87%	4.15%	4.36%
15-20万	0.12%	0.23%	0.28%	0.25%	0.22%	0.32%

图表4: 20-30万燃油车市场仍残有大量大众品牌的旗舰级产品(辆)

车型	品牌	公司	车身形式	25年6月 销量
ModelY	特斯拉	特斯拉	SUV	51253
SU7	小米	小米	轿车	23225
Model3	特斯拉	特斯拉	轿车	20346
理想L6	理想	理想	SUV	16471
坦克300	坦克	长城	SUV	13455
唐L	比亚迪	比亚迪	SUV	12700
迈腾	大众	大众	轿车	11872
汉L	比亚迪	比亚迪	轿车	11223
途观	大众	大众	SUV	11129
奥迪A4	奥迪	大众	轿车	10102

来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

1.2 燃油车时代的豪华品牌分类: 根据所处价格带及销量可分为一线豪华、二线豪华及超豪华等

虽然前文中我们明确了豪华品牌的定义, 但是基于汽车市场运转的底层逻辑, 各豪华车品牌之间又各不相同。事实上, 豪华品牌会受到 1) 所属价格段和 2) 品牌市场影响力两个要素影响。

1、所属价格段: 由于豪华车覆盖的价格带较为广阔, 可以从 20 万一路达到 1000 万元, 作为对比主流市场集中在 5-20 万元价格区间内; 其中不同价格带之间的竞争又有不同, 如越高端的市场销量越小、部分豪华品牌由于产品力无法支撑, 在超高端并无产品或采用新品牌进入等; 而不同的价格带其中的细分市场繁多, 导致品牌之间调性大有区别。因此, 燃油豪华车品牌在各价格带是有较大区分的。

由此, 我们以落地价格 60、200 万为区分线 (代表车型为宝马 X5、奔驰 S 级), 将市场拆分为中高端市场 (20-60 万元)、豪华市场 (60-200 万) 和超豪华市场 (售价 200 万元以上) 三个价格带。

其中中高端市场除雷克萨斯和部分 BBA 车型外的主要车型均可实现国产化, 豪华市场和超豪华市场则主要依赖进口。

2、品牌市场影响力: 其次, 不同品牌亦在市场声量、品牌认可度上具有巨大差异。如前文中提及的, 汽车消费中品牌力也是其至关重要的一部分。由此导致在相同的价格段范围内, 各豪华品牌之间的销量差距明显。此外, 品牌市场影响力也导致部分豪华品牌无法涉足中高端以上的更高市场, 更凸显了各品牌在市场声量以及品牌认可度上的巨大差异。由此我们认为, 在中高端市场需要对品牌力进行进一步区分。

综上所述, 我们以销量作为市场声量的平替、并将市场价格带进一步细拆, 由此我们可以将豪华品牌拆解为一线豪华、二线豪华、三线豪华和超豪华品牌, 它们分别为:

1、一线豪华: 在华主力车型售价在 20-60 万元之间, 目前在华年销量达到 50 万辆、月销 4 万辆以上的品牌, 主要为奔驰 (C 级/E 级、GLB/GLC)、宝马 (3 系/5 系、X3/X5)、奥迪 (A4L/A6L/Q5L/A8L) 三大品牌, 即市场俗称的“BBA”。

2、二线豪华: 在华主力车型售价在 20-60 万元之间, 目前在华年销量通常在 10 万辆以上, 如雷克萨斯 (进口, 主力为 ES/RX/NX)、沃尔沃 (S60/S90/XC60/XC90)、凯迪拉克 (CT5 等)、林肯 (冒险家/航海家/飞行家) 等, 二线豪华的销量相对头部豪华品牌具有一定距离, 不足 BBA 单一品牌的一半, 但相对其他“三线豪华品牌”仍有巨大优势, 因而仍处于主流消费者的购车选择范围内。

3、三线豪华: 在华主力车型售价 20-60 万元之间, 但在华销量不足 5 万辆的品牌, 通常为小众购车选择, 品牌力和市场声量均较弱, 产品矩阵亦不完善, 如讴歌、英菲尼迪、捷豹、DS、杰尼赛斯等。

4、超豪华品牌: 由于 20-60 万市场仍属于常规高端市场范畴, 尚处于主流消费市场 (且基本可实现国产化), 而在 60 万乃至百万级别以上的市场, 市场容量将急剧缩小, 24 年全年 100 万元以上市场汽车销量仅为 12.8 万辆, 仅为 BBA 中单一品牌销量的约 20%。由此对品牌力的要求进一步加强、同时已经不再满足国产化需要, 基本全部为进口车型, 此



时原本主力区间在 20-60 万元的豪华品牌已基本全部不满足品牌力需求（奔驰除外），由此形成了一批专精豪华和超豪华市场的品牌，我们将其统一认定为超豪华品牌：

超豪华品牌包括如路虎、保时捷、宾利、劳斯莱斯、布加迪、玛莎拉蒂、迈巴赫、法拉利、兰博基尼、阿斯顿马丁等。

图表5：对燃油车豪华品牌的分类：一线豪华、二线豪华、三线豪华、超豪华



来源：国金证券研究所整理

1.3 燃油豪华车的市场竞争格局：头部车企大幅领先，市场竞争格局高度集中

前文中我们利用销量来拆解燃油豪华车的品牌类别和细分价格带，由此可以看出，不同价格段市场存在明显的品牌分布差异，但总体上看市场竞争格局均是高度集中的，并呈现越高端越细化的趋势。

1.3.1 中高端市场（20-60 万市场）：一线豪华品牌断崖式领先

中高端市场中呈现明显的竞争格局集中情形：我们前文采用销量对品牌声量进行区隔，由此在市场竞争格局角度看：

1) 一线豪华：乘联会口径，2024 年奔驰/宝马/奥迪三品牌在华销量分别为 58.9/61.4/60 万辆（不含进口），且长期年销量稳定在 50 万辆以上。若包含进口，则销量将进一步提升至 70 万辆以上；2) 二线豪华：虽然销量仅次于头部车企，但事实上双方差距悬殊：根据交强险和乘联会的统计，2024 年雷克萨斯/沃尔沃/凯迪拉克/林肯等在华销量分别为 18.0/25.6/7.9/10.5 万辆（含出口，因而沃尔沃数据会有夸大效应）。不难看出二线梯队年销量最高仅为头部车企的不足 1/3。3) 三线豪华：在华销量不足 5 万辆的品牌，通常为小众购车选择。

由此我们发现，中高端市场的市场竞争格局呈现高度集中的特征：头部梯队相对第二梯队销量领先两倍以上，二三梯队销量的总和甚至不及头部梯队一家的全年销量，一线豪华在竞争中的优势明显。

图表6：2017-2024 年燃油豪华车品牌销量情况，由此天然区分出一线豪华、二线豪华与三线豪华品牌（辆）

品牌	所属公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宝马	宝马	386490	465044	544500	605050	652000	665050	710000	614402
奥迪	大众	552000	620299	620001	655800	643500	599348	668252	600072
奔驰	梅赛德斯-奔驰	442951	512446	595486	640738	598204	624740	623393	589314
沃尔沃	吉利控股	91032	107643	131946	147674	140204	146297	146599	255601
凯迪拉克	通用	173532	228043	212507	230009	233120	215278	178407	79300
雷克萨斯	丰田	132864	160468	200521	223648	227000	176071	181411	181906
捷豹	塔塔	21973	27310	19408	20151	18229	20780	22032	16891
英菲尼迪	日产	27766	28868	35035	25695	8696	4237	5360	2268
林肯	福特				39185	87953	72964	62947	105133



来源：乘联会，雷克萨斯官网，国金证券研究所

1.3.2 豪华市场与超豪华市场：一线豪华与超豪华品牌做主导

在豪华和超豪华市场中，市场规模急剧缩小，根据交强险数据，2024年其中仅奔驰（含迈巴赫）、路虎、保时捷可实现在华年销量破万，24年销量分别为5.1/1.7/2.5万辆，此外丰田（埃尔法）年销量亦可破万，其他品牌均无法过万。大多数品牌销量均在几百到几千辆徘徊。

我们认为，超豪华市场具备两个基本特征：1) 亦有明显的集中性特征，3-4家核心车企占据绝大多数的市场份额，CR5占比超85%，其中如奔驰市占率超40%，集中度远远高于中低端市场，乃至此前的中高端市场，呈现出一家独大的特点。在消费段，豪华车和超豪华车已经具备了明显的社交属性，导致客户群体对品牌更加看重，形成竞争格局更加集中的现象。

2) 但与中高端市场明显不同的是，超豪华市场又呈现出明显的个性化特征，中高端市场的公司车型矩阵仍以主流形态为主，相对更为完全；而超豪华市场存在一批专精于某一取向的品牌，如专精于运动取向的保时捷等，专精越野的奔驰G级，专精行政级市场的宾利和劳斯莱斯等。

图表7：2024年百万级豪车分品牌年销量情况（辆）

品牌	销量	同比增长	24年销量占比	24年份额变化
奔驰	51223	-29.9%	40.05%	2.5%
保时捷	25269	-51.6%	19.76%	-7.1%
路虎	17122	-15.2%	13.39%	3.0%
丰田	12557	-35.6%	9.82%	-0.2%
仰望	7341	275.1%	5.74%	4.7%
宝马	4407	-70.6%	3.45%	-4.3%
雷克萨斯	3736	38.6%	2.92%	1.5%
宾利	2608	-25.7%	2.04%	0.2%
奥迪	704	65.7%	0.55%	0.3%
劳斯莱斯	697	-47.5%	0.55%	-0.1%
兰博基尼	563	-33.5%	0.44%	0.0%
法拉利	557	-39.2%	0.44%	0.0%
林肯	405	-70.6%	0.32%	-0.4%
阿斯顿·马丁	212	-61.2%	0.17%	-0.1%
路特斯	177	-68.3%	0.14%	-0.2%
红旗	132	-46.1%	0.10%	0.0%
世极	82		0.06%	0.1%
玛莎拉蒂	47	-62.1%	0.04%	0.0%
迈凯伦	30	-83.9%	0.02%	-0.1%

来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

1.3.3 燃油车时代的爆款车型：亦高度集中于三个头部品牌

由于市场高度集中，事实上燃油豪华车的爆款车型也就同样集中于三个头部品牌，乘联会口径下，不考虑进口车，则2024年20万以上市场燃油豪华车销量冠军为奥迪A6L，总销量为18.6万辆，大于第二梯队头名的雷克萨斯全系列一年的销量；其后2-6名分别为奔驰C级/GLC L/奥迪Q5L/奔驰E级/宝马3系，全年销量分别为16.0/15.3/15.2/14.5/14.5万辆，均为BBA头部梯队的产品，且主力价格区间在50万元以下。

不含进口车的话，二线豪华中24年销量最好的车型是林肯航海家和沃尔沃XC60，24年全年销量分别为7.3/6.8万辆（含出口）；包含进口车情形，交强险角度，销量第一名是雷克萨斯ES，24年共销售10.8万辆；进口车中第二名仍属于奔驰，为奔驰GLE，全年销量为4.4万辆。除雷克萨斯外，市场进口车型年销量极少可超越2万辆。



图表8: 2024年国产豪华燃油车分车型销量(包括国产, 辆)

车型	2024年销量	车型	2024年销量
奥迪 A6	186415	宝马 X5	87632
宝马 3系	144804	坦克 300	69622
奥迪 Q5	152276	沃尔沃 XC60	68496
奔驰 GLC	153100	宝马 X3	110105
奔驰 C级	159700	宝马 X1	79520
奔驰 E级	145535	林肯航海家	73334
宝马 5系	86174	凯迪拉克 CT5	41449
奥迪 A4	109747	奔驰 GLB	50983

来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表9: 2024年进口豪华车年销量情况(辆)

排行	车系	销量	排行	车系	销量
01	雷克萨斯ES	108015辆	21	宝马2系(进口)	8388辆
02	奔驰GLE	44371辆	22	宝马X4	8333辆
03	雷克萨斯RX	32118辆	23	MINI	7905辆
04	雷克萨斯NX	20175辆	24	宝马6系GT	7469辆
05	揽胜	19825辆	25	宝马X7	7331辆
06	卫士	18379辆	26	途锐	6581辆
07	Cayenne	18258辆	27	宝马X2(进口)	6065辆
08	宝马4系	17732辆	28	揽胜运动版	6020辆
09	埃尔法	16507辆	29	奔驰CLA级	5660辆
10	沃尔沃XC90	15547辆	30	奔驰G级	5258辆
11	Panamera	15333辆	31	奔驰CLE	4576辆
12	奔驰S级	15036辆	32	奔驰E级(进口)	4495辆
13	奥迪Q7	14772辆	33	普拉多(进口)	4487辆
14	奔驰GLS	13985辆	34	雷克萨斯LM	3783辆
15	奥迪A6	12523辆	35	奥迪A7	3733辆
16	迈巴赫S级	12449辆	36	保时捷718	3690辆
17	宝马7系	10709辆	37	奥迪A6	3542辆
18	兰德酷路泽(进口)	10173辆	38	揽胜星脉	3463辆
19	Macan	9627辆			
20	奥迪A8	9225辆			

来源: 易车, 交强险, 国金证券研究所

二、燃油豪华车的竞争特征: 追求溢价的市场, 品牌溢价、设计溢价和技术溢价为最核心

2.1 高端车市场是追求溢价的市场, 性价比要素被稀释而品牌力要素加强

2.1.1 回顾整车产品竞争底层逻辑: 受市场竞争格局、产品力、品牌力三要素影响, 评判的是整车的综合素质

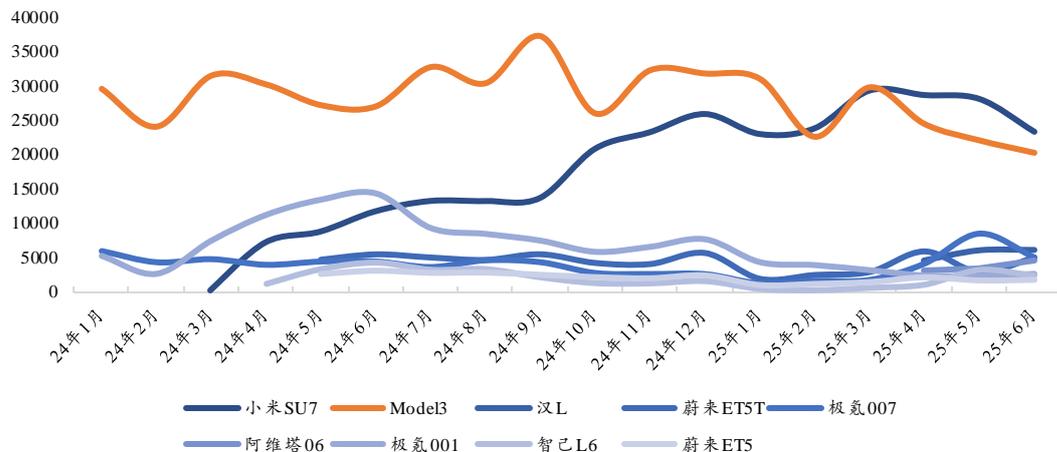
此前我们曾在报告中指出: 影响整车产品的最核心因素包括三点, 即市场竞争格局(外部因素)、品牌力(车企本身)、产品力(产品本身), 无论是低端市场还是高端市场, 对以上三点的要求是不变的。

1、市场竞争格局: 用于判断: 1) 市场需求, 通常我们以车型所处细分市场年月销量作为市场容量指标, 用以判定细分市场的需求是否丰沛, 同时借助已有爆款车型销量定新车的市场销量上限; 2) 市场供给, 即所处细分市场究竟是蓝海市场还是红海市场, 若市场为红海市场, 则通常判定成为爆款的概率较低, 因为新车面对的市场竞争更加激烈; 若市场为蓝海市场, 则判定新车面对的市场竞争弱, 成为爆款概率更高;

当然我们认为, 市场竞争格局作为一个基础指标, 很难完全覆盖一款车型的判断, 如小米SU7就面对市场竞争格局差、已有市场竞争对手表现均不佳的情况, 最终呈现出超预期的订单及销量; 纵使依靠市场竞争格局好形成爆款, 其优势也是暂时的, 会遭到竞争对手的快速跟进, 如长城哈弗、比亚迪、理想等。



图表10: 虽然市场竞争格局较差、市场需求已经被验证较差, 但小米 SU7 销量依旧大爆 (辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

2、产品力: 产品力是一个较为抽象的指标, 衡量的是一款产品的综合素质。我们可以将其大致分为性价比和产品的精细化打造两个角度: 1) 性价比: 可以理解为在同样的价格拥有更为丰富的配置和更好的用料, 是可以量化的指标。无论是过去的发动机、变速箱、底盘燃油车三大件、还是电车所谓的三电系统、再到智能驾驶概念, 都只是整车配置和性价比的一部分, 无法跳脱出整车产品的底层逻辑。站在当前时间点, 电车性价比角度主要考虑的是舒适性配置和智能驾驶配置。

2) 产品的精细化打造: 但我们不能认为产品在性价比较高的情况下便拥有了较高的产品力, 否则汽车就将完全成为成本导向的, 而事实上并不完全如此。我们认为, 整车作为耐用品, 消费者在购车时还会从其他众多因素中考虑整车产品力: a) 整车的外观内饰设计, 参考服装、游戏等消费行业, 优秀的外观内饰设计更容易刺激消费者的购买情绪, 形成情绪消费价值;

b) 更优秀的细节把控, 要求整车产品的槽点更少 (典型的汽车设计槽点包括但不限于撬棍门把手、全景天幕但没有实体遮阳帘、车内空间狭小、座椅舒适度差等等), 在功能性的细节上更加用心, 如针对其特定使用场景的新创新等, 形成针对市场其他产品的、具备实用性质的稀缺性;

3、品牌力: 整车消费不仅仅在于产品力自身, 品牌也是其中的核心要素, 由于整车具有明显在耐用品要素, 需要考虑诸如保值率、维修难度等多方面指标, 因而购车者在购买新车时, 往往会同时考虑产品制造厂商的品牌力和市场影响力, 乃至具体车型的保有量、零整比, 因此整车消费不仅仅是单纯的产品力比拼, 消费者个人禀性和对各品牌认可度的体现。因而在控制性价比、控制市场竞争格局的情形下, 品牌力强者胜, 如早年高端市场的BBA、如今电车市场的小米汽车、特斯拉等。

图表11: 整车产品竞争的市场竞争格局、产品力、品牌力三大核心影响因素



来源: 国金证券研究所整理

2.1.2 从大众品牌到高端品牌: 性价比要素不再重视, 最终归结为品牌溢价、设计溢价和技术溢价

不过, 高端市场的竞争和低端市场是有巨大区别的, 原因在于高端市场的产品通常售价已



经在 20 万元以上，伴随价格的提升：消费者的购车预算逐渐提升，对价格的敏感性会逐渐降低；在此情形下，消费者对产品性价比的追求会被逐渐削弱。因而事实上，高端市场中性价比较高的产品销量不见得高于性价比低的产品：

我们以奥迪 A6L、宝马 5 系、奔驰 E 级为例，三者互为竞品，且配置层级上相互接近；考虑到燃油车购置税和保险等因素，我们需要对经销商报价去除增值税（税率 13%）后增加 10% 的购置税和 1 万元左右的保费，最终计算 A6L 和 5 系的主力版本落地价格大概在 32-35 万元之间，而奔驰 E 级则在 45 万元左右，可以看到若考虑性价比，则 A6L>5 系>奔驰 E 级；但从销量看，2025 年 6 月 A6L、5 系、奔驰 E 级的销量分别为 18357、12061、12666 辆，除 A6L 表现领先外，价格明显更贵的 E 级和 5 系之间并没有明显的销量差距，甚至 E 级的销量更高；

同样的，我们以 6 月销量为例，则奔驰 c 级销量大于 A4 和 3 系，GLC 销量虽低于奥迪 Q5，但远高于宝马 X3。这说明 BBA 之间并不完全依靠性价比进行区隔，奔驰相对于宝马、奥迪拥有明显的溢价。

图表12: 奥迪 A6L、宝马 5 系、奔驰 E 级落地价格和 2025 年以来每月销量比较 (辆)

车型	经销商报价 (万元)	实际最低落地价 (万元)	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月
奥迪 A6	28.08-45.32	31.56	14263	9985	17697	12521	11958	18357
奔驰 E 级	31.16-45.08	34.92	12100	9701	11501	10400	9524	12666
宝马 5 系	28.42-35.41	31.94	9028	7124	12198	10538	9995	12449

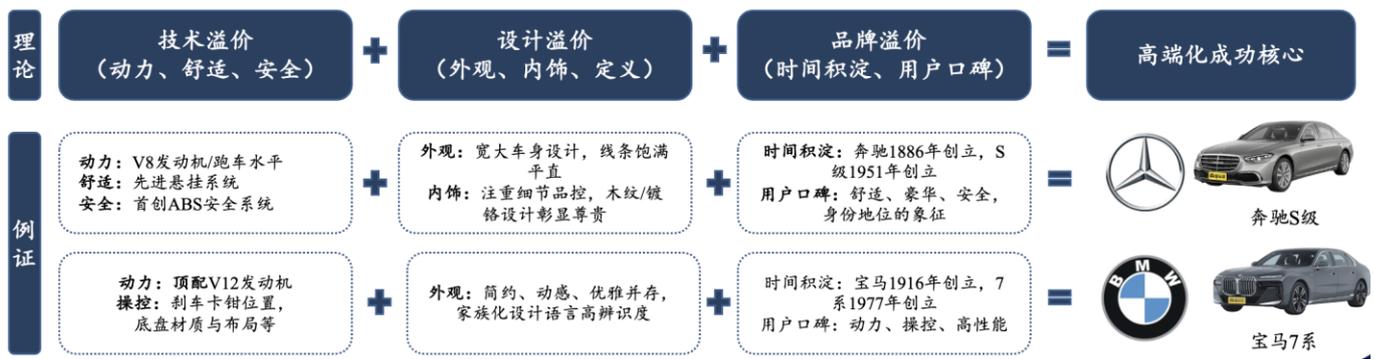
来源：懂车帝，乘联会，国金证券研究所

而一线品牌相对于二线品牌也有明显的溢价，以中型燃油 SUV 为例，当我们加入进口车和二线豪华车后，如沃尔沃 XC60 在 6 月销量为 8826 辆、林肯航海家 4850 辆、凯迪拉克 XT5 销售 2683 辆，但是以上车型事实上经过 2024 年的一口价调价，其官方指导价相对 23 年已有大幅降低，终端零售价更是远远低于 BBA 同级别相关竞品，主力价格在 20-30 万元之间，但销量却远远落后，也可以说明一线豪华相对于其他的中高端品牌，仍有明显的溢价效应。

由此我们不难发现，中高端市场，或者 20 万以上的市场中，原有的性价比称王、性价比必成爆款的逻辑已经被削弱，主打性价比的产品销量不一定比头部梯队高。在高端市场仍执行性价比策略效果并不好。

不同品牌之间销量存在的巨大差异，我们认为可以用三个角度的要素解释：1) 技术差距：发动机、变速箱、底盘调校等燃油车三大件具备极高壁垒性；2) 设计差距：豪华车强调豪华感，对外观内饰具备更高要求，要求更高的产品精细化打造能力；3) 品牌差距：BBA 早期通过优秀的技术进入市场，形成对全球高端车市场的占有，并最终形成强大的品牌力

图表13: 高端车的核心研究框架



来源：国金证券研究所整理

综上所述，我们认为，相对于中低端大众市场，中高端的豪华车是追求溢价的市场，我们将其核心溢价归结于品牌溢价、设计溢价、技术溢价三种：

- 1) 品牌溢价：豪华车品牌所带来的品牌力上的溢价，并由此在国内将燃油豪华车拆解为一线豪华、二线豪华和其他豪华品牌，在豪华车溢价体系中，品牌溢价最为重要；
- 2) 设计溢价，包括燃油车的产品精细化打造水平和车辆自身稀缺性，精细化打造即我们常说的“豪华感”，即更好的细节处理、更少的槽点和更优秀的产品体验；稀缺性则来自个性化和功能的稀缺性上，要求极致的堆料和对个性化的充份体现，并由此诞生了巴博斯、迈莎锐等豪车改装厂，法拉利、布加迪等超跑公司；



也是由发动机等方面的技术进步所决定（如大众）。

发动机和变速箱两个零部件具有以下特征：1) 拥有较高的技术壁垒；2) 发动机车企自研为主，供应链模式极少；变速箱虽然是半供应链模式，但由于技术壁垒存在，核心供应商仅有爱信精机、采埃孚等，供应商市场竞争格局趋于寡头垄断。此外，发动机和变速箱这两大产品纵使主机厂具备自研能力，也极少采用外供。

在高技术壁垒的情形下，发动机、变速箱被赋予了极高的价值量，高技术能力形成高溢价，由此成为了燃油车时代车企争取溢价的重要途径：1) 以奥迪 A8 为例，其 4 个版本的售价差距极大，但其中除舒适性配置外，决定其价格的更是发动机配置，从 2.0T 的最低配上升到 4.0T 的顶配，售价大幅提升；2) 如雷克萨斯 ES，从 ES200 上升到 ES300H，增加了丰田定制的混动系统，动力、变速箱大幅增强，但舒适性配置减弱，官方售价却增加了 8 万元；3) 国产车车企早年因为发动机、变速箱的落后，在中低端市场中无法与合资车企抗衡，不得不采用折价销售的策略。

不过在动力形式之外，燃油车和大部份新能源汽车还会通过舒适型配置、智能驾驶配置等其他配置来对产品进行细分版本的区隔；但在豪车体系中，伴随价格的提升配置会逐渐倒向全系标配，且燃油车中发动机、底盘、变速箱燃油车三大件和品牌要素所获得的价值量和溢价过高，最终导致消费者对舒适性配置的感知力不强。

图表 16：燃油车时代的整车价值量分布

发动机系统零部件-20%	传动系统-10%	车身-15%	汽车电子-15%	底盘-10%	内外饰-10%
发动机总成	手动/自动变速器	旭升股份	汽车车灯	空气悬架	汽车座椅
法雷奥	采埃孚	文灿股份	科博达	天纳克	安道拓
博世	舍佛勒	拓普集团	星宇股份	威伯科	李尔
东安动力	万里扬	爱柯迪	斯坦雷	孔辉科技	汽车玻璃
电子水泵	离合器	嵘泰工业	空调器	中鼎股份	旭硝子
飞龙股份	长春一东		三花智控	线控制动	福耀
银轮股份			银轮股份	亚太股份	车灯
腾龙股份			车身传感器	伯特利	马瑞利
涡轮增压器			韦尔股份	线控转向	海拉
华培动力			德西赛威	耐世特	
鹏翎股份				浙江世宝	

来源：e 通世界，国金证券研究所

综上所述，燃油车时代由于发动机、变速箱、底盘的高价值量和高壁垒性，导致其出现了以动力区分版本、车型的定价体系，进而形成了以发动机、变速箱、底盘燃油车三大件为核心的技术溢价。

2.3 设计溢价：消费者对高端车和豪华车的体验要求渐趋完美，产品精细化打造要求提升

2.3.1 高端车的消费：消费者对消费体验的追求是要求完美的、个性化的

前文我们多从制造角度来看豪华车，但在消费角度，汽车产品作为大宗耐用消费品，要能为消费者提供其所需要的价值，并由此形成了高端车的设计溢价和品牌溢价。

我们以麦肯锡 2025 年 5 月《用户研究：买家对豪华车体验的看法》调研报告为例，调研报告基于麦肯锡对全球 150 余名豪华车买家（年收入主要集中在 20 万-100 万美元）的调研，揭示了高净值人群在豪华车购买及使用全周期的需求、体验与期待。可以发现的是：

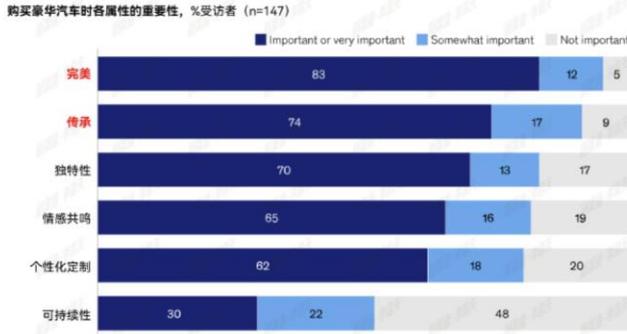
1、豪华车消费者在产品体验上追求完美：从产品维度看，“完美”（高品质与耐用性）是消费者的首要诉求（83%认为重要/非常重要），其次为品牌传承（74%）、独特性（也可以称其为稀缺性，exclusivity，70%）。

而在体验维度上看，86%买家将“驾驶乐趣”列为主要购车动机，也印证了我们此前所说的豪华车通过燃油车三大件技术壁垒形成溢价所对应的消费者喜好，消费者对配置兴趣不大，更在乎产品驾驶体验，也远高于“身份象征”（36%）：32%的消费者关注投资潜力，其中年轻群体（<45 岁）更突出。



图表17: 豪华车消费者看中完美和稀缺性

对于购买豪华汽车的受访者而言,「完美」是最重要的属性;「传承」紧随其后。



来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

图表18: 豪华车消费者可以分为四种类型

Luxury-car buyers fall into four personas.

收藏鉴赏家	创新追求者	性能爱好者	身份彰显型
需求 值得入库收藏的车 稀有性与独特性 保值能力 足够的性能表现	兼具美学设计与风格 配备最先进技术车型 在互联互通的生活场景 中带来便捷体验	刺激的驾驶体验与声浪 顶尖的车辆性能 技术和服务兼备的销售 与服务人员 卓越的机械专业知识	设计精美的内外饰 独特的奢华体验 足够的性能表现
动机 获得愉悦感 构建家族传承 经济投资 用独特车辆充实车库	参与前沿技术实践 关注环境问题 “技术公信力”	娱乐消遣 实现梦想与热爱(通常源自童年) “赛道公信力”	自我提醒 向他人展现取得的成功 融入精英社群
兴趣爱好 车展 精致餐饮	创意酒店与餐厅 科技展会	赛车场 高端健身房	高尔夫球场社区 豪华度假村 高端零售商店

Source: McKinsey Luxury in Automotive Survey, 147 participants from Africa, Americas, Asia, Europe, and Middle East, 2024

来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

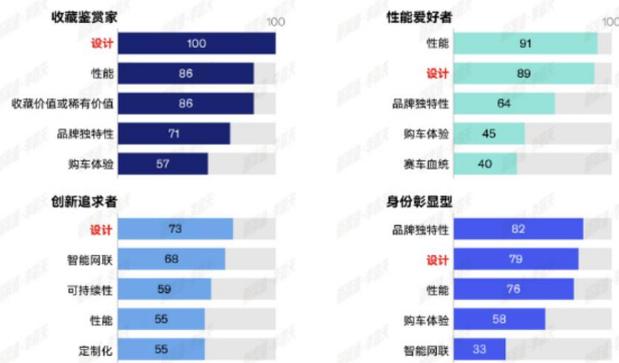
这主要来自于2、豪华车市场主要有4种卖家类型: 1) 收藏鉴赏家: 注重车辆设计美学、稀缺性及残值, 将购车视为家族传承与投资, 热衷车展与高端社交场景; 2) 创新探索者: 追求前沿技术(如电动化、智能化)与环保属性, 关注“科技可信度”, 活跃于科技展会与创新消费场景; 3) 性能狂热者: 以极致驾驶体验为核心, 重视车辆动力性能与机械工艺, 偏好赛道活动与专业服务; 4) 身份象征者: 通过品牌彰显社会地位, 关注外观设计与专属体验, 常出没于高尔夫社区、商务会谈等圈层场景。

3、而在消费者决策上, 创新探索者以设计、智能网联、耐用性(保值率)为前三大优先级。身份象征者则以品牌、独特性、设计、性能为关键。可以发现的是, 无论是哪一类别的消费者, 产品设计都是排名前列的, 甚至高于性能和品牌要素。

图表19: 设计是豪华车消费者决策的重要影响因素

豪华汽车购买标准的重要性因买家画像而异

最近一次购买豪华汽车时各属性的重要性, %受访者 (n=147)

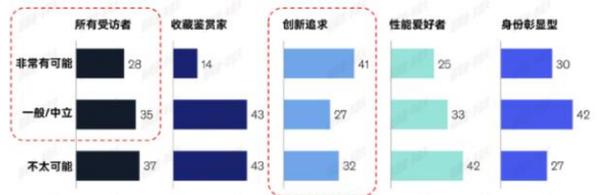


来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

图表20: 豪华车消费的品牌忠诚度较低

许多豪华车买家在后续购车时会更换品牌, 尤其是「创新追求者」倾向性最高

基于当前体验, 不同买家画像下次购买豪华车时更换品牌的可能性, %受访者 (n=147)



Note: Figures may not sum to 100% because of rounding. Source: McKinsey Luxury in Automotive Survey, 147 participants from Africa, Americas, Asia, Europe, and Middle East, 2024

来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

此外, 豪华车消费忠诚度较低, 仅37%买家表示品牌忠诚, 35%考虑换品牌, 创新探索者换牌意愿最高(41%可能/非常可能), 收藏鉴赏家最低(25%)。而服务体验和残值则是豪华车消费者认为的痛点: 1) 服务体验: 45%买家对现有保养服务不满意, 电动车用户更高; 71%收藏鉴赏家、58%身份象征者愿选择“全车库托管服务”, 凸显对“无忧体验”的需求; 2) 技术快速迭代导致电动车残值不确定性成为核心痛点, 61%受访者因担忧残值拒绝转向电动车。

2.3.2 同平台同动力形式, 更好的产品设计为豪华车提供了设计溢价

从上文的调研结果不难发现: 无论是哪一类别的消费者, 产品设计在其决策要素中的都是排名都是居于前列的, 由此形成了高端车的产品设计溢价。我们此前曾提出, 汽车的产品力中性价比是重要组成部分, 但是产品力又不仅仅局限于产品性价比, 否则汽车消费就将完全成为成本导向的, 而事实上并不完全如此。我们认为, 整车作为耐用品, 消费者在购车时还会从其他众多因素中考虑整车产品力: a) 整车的外观内饰设计, 参考服装、游戏等消费行业, 优秀的外观内饰设计更容易刺激消费者的购买情绪, 形成情绪消费价值;

b) 更优秀的细节把控, 要求整车产品的槽点更少(典型的汽车设计槽点包括但不限于撬



棍门把手、全景天幕但没有实体遮阳帘、车内空间狭小、座椅舒适度差等等),在功能性的细节上更加用心,如针对其特定使用场景的新创新等,形成针对市场其他产品的、具备实用性质的稀缺性;

图表21: 雷克萨斯ES外观



图表22: 广汽丰田九代凯美瑞外观



来源: 雷克萨斯官网, 国金证券研究所

来源: 广汽丰田官网, 国金证券研究所

回归到现实销量中也不难发现产品设计的溢价:如前文中我们所提及的,因为事实上豪车车企推出的部分车型仍在20-30万这一主流消费市场;仍有丰田、大众等平民消费品牌的相同级别产品在同一市场参与竞争,甚至会有同一平台衍生出豪华车和大众车型的情况:

以雷克萨斯和丰田品牌为例:事实上,ES200来源于丰田旗下的凯美瑞,双方在底盘、动力总成等方面同宗同源,但售价上,ES200指导价相对于凯美瑞要高出接近8万元,此外如雷克萨斯的NX/RX,包括最高端的LX/LM等系列,在丰田体系内也均有对应车型(陆巡、埃尔法等)。

那么雷克萨斯的车型相对丰田品牌对应车型的溢价主要来自于哪里?其中的核心便来自于外观内饰设计的巨大差距,ES200民间戏称其为精装版凯美瑞,便来自于其外观、内饰的精致程度、设计感相对丰田更强。此外如雷克萨斯的LS系列,其内饰设计中融入了凌光切子与鹤羽折布两大设计理念,将自然之美与人工之巧结合,进而在内饰设计级别上形成了与ES的区隔、行政版与普通版的区隔。类似的,如大众帕萨特和奥迪A4,也存在类似的设计溢价关系。

图表23: 雷克萨斯LS500h行政版独有——凌光切子与鹤羽折布两大设计理念



来源: 雷克萨斯官网, 国金证券研究所



图表24: 雷克萨斯 ES200 内饰



图表25: 广汽丰田九代凯美瑞内饰



来源: 易车, 国金证券研究所整理

来源: 懂车帝, 国金证券研究所

2.3.3 豪华车产品需要提供稀缺性, 由此形成超豪华小众化市场

此外就是稀缺性: “人无我有”是豪华车市场的重要溢价来源, 麦肯锡的调研中也明确提及了稀缺性这一决策要素; 如创新探索者和性能狂热者均属于产品稀缺性的需求者, 并由此形成了: 1) 产品配置上的稀缺性; 2) 产品自身的稀缺性

1) 产品配置上的稀缺性, 需要产品在功能上进行堆料或创新, 做到产品座舱内饰实现功能上的“人无我有”, 从而支撑产品的高溢价; 如燃油车时代, 奔驰搭载的柏林之声音响, 劳斯莱斯星空顶, 以及迈巴赫、劳斯莱斯等会搭载的 V12 发动机, 可选装的独有颜色、内饰外观特殊套件, 高度可定制化服务等等; 电车时代则有如理想 MEGA HOME 的大桌板、旋转座椅等功能创新;

2) 产品自身的稀缺性, 由此形成了第一种是限量版本, 除主机厂对周年纪念产品进行限量外, 还产生了如巴博斯、迈莎锐为首的改装厂生产限量改装车型, 如概况的奔驰 G 级、迈巴赫 S 级等, 进一步拉高豪华车定价体系; 第二种是属性的稀缺性, 如超跑、越野等小众赛道自身具有稀缺性, 并可以满足性能追求者的消费需求, 最终超豪华市场中形成了一批专精小众赛道的公司, 产品定位变得细碎, 如保时捷专精赛道运动, 劳斯莱斯、迈巴赫、宾利等专精行政商务, 奔驰 G 级则凭借戴姆勒在卡车板块的积淀, 成为超豪华行业越野车的头名。

因而事实上豪华车的车型体系相对大众车企是更加健全、细分的, 丰田、大众等中低端市场的车企, 通常根据尺寸进行产品类别的划分。而以奔驰为例, 其除去根据尺寸进行划分外, 还有 AMG 系列 (高性能版)、coupe 系列 (溜背版)、CL 系列 (运动版) 等; 对应在宝马则有高性能 M 系列; 对应在奥迪则有高性能 S、RS 系列。此外我们再以奥迪为例, 则其轿车又会衍生出 avant (旅行车) 和 allroad (具有越野能力的旅行车) 两种细分品牌; 对应在丰田雷克萨斯, ES、LS 代表行政, GX/GX 代表运动, LX 则代表越野、LC/LFA 则是旗下跑车、超跑品牌——诸多品牌的划分可以说明, 高端车市场同一品牌可以存在大量不同细分取向的车型。



图表26: 巴博斯 G800

图表27: 迈莎锐 S 级



来源: 汽车之家, 国金证券研究所

来源: 汽车之家, 国金证券研究所

2.4 品牌溢价: 品牌力是支撑高端汽车市场溢价的核心

我们在此前的整车报告中曾提到: 品牌力爆款是指在性价比不占优势的情形下, 依靠强有力品牌效应获取核心粉丝群体, 最终在产品力劣势情形下仍然占据市场主导地位的产品, 其品牌效应得到市场充分认可, 消费者通常不会考虑其他车企的车型, 因此车企只需要保障在产品力角度没有巨大决策失误、通过营销手段持续维护公司较高品牌力, 即可成为市场爆款, 如小米、华为、特斯拉, 以及燃油车时代的高端车 BBA 等。品牌力是汽车产品的重要因素, 而品牌溢价是汽车消费中必然存在的环节, 并在高端市场进一步放大, 左右市场竞争格局;

但长期以来, 车企品牌力都是无法量化的, 因为其较为主观化, 更偏向可选消费的性质。事实上, 我们从数据角度出发控制产品力要素变量, 是在一定程度上做到透视车企品牌力的。我们认为: 1) 若某一款产品性价比&产品力明显低于市场后发竞争对手, 且销量仍居于高位, 受市场竞争对手的影响较小, 则我们认为该公司的品牌力较强。2) 从价格角度上来看, 如果两个产品定位相似、销量相似、配置接近, 但是在价格上具有明显区别, 则我们可以认为, 价格较高的一方具有更强的品牌力, 而高出的价格就是消费者愿意为公司品牌力支付的溢价; 若价格更低、配置更高, 但销量更低, 则我们可以认为其在品牌力上不太具备竞争力。

根据前文 2.1 的销量对比也不难看出, BBA 等车企相对二线豪华拥有更强的品牌力, 根据杰兰路的用户调研, 市场二线豪华燃油车更多被消费者认为属于中高端品牌, 而非真正意义的豪华品牌和高端品牌, 属于高端品牌的仅有奔驰、宝马、奥迪三大头部豪华车车企; 因而在产品配置一致的情况下, 虽然 BBA 产品的价格相对二线豪华更高, 甚至如奔驰相对二线豪华有 10-15 万的差价, 但 BBA 销量仍然可实现断崖式领先, 便来自于 BBA 更为强大的品牌号召力; 而奔驰在价格更贵的情形下, 销量相对宝马更高, 相对奥迪也不落下风, 也可以说明奔驰自身相对宝马、奥迪拥有更高的品牌力。

因此, 当进入到百万级别的豪华和超豪华市场中时, 奔驰品牌更可依靠迈巴赫 S 级、GLS、奔驰 G 级、AMG 系列等冲入 200 万元以上的超豪华, 而大众集团则无法依靠奥迪品牌在超豪华市场立足, 转而使用宾利代表行政、保时捷代表运动, 进一步与奔驰在超高端市场抗衡。一个更为经典的案例是, 大众在早期曾推出辉腾这一产品, 基于宾利的平台打造, 并搭载大众最顶尖的动力技术, 但最终市场反应平平, 一方面大众品牌已无法支撑 200 万元以上超豪华市场所需要的品牌力, 另一方面辉腾外观设计与大众主品牌过于接近, 缺乏稀缺性和设计感的情况下消费者很少接受, 最终导致辉腾在 2015 年不得不停产。

综上所述, 我们认为: 品牌力是支撑高端汽车市场溢价的核心, 并会伴随价格段的提升地位越来越重要。



图表28: 大众辉腾外观



图表29: 宾利飞驰外观



来源: 大众官网, 易车, 国金证券研究所

来源: 宾利官网, 国金证券研究所

三、从燃油豪华车到新能源时代: 技术溢价被削弱, 品牌溢价和产品打造愈发重要

3.1 从燃油车到新能源, 汽车的定价体系和竞争壁垒被彻底改变

2020年以来我国新能源汽车快速崛起, 并涌现了如蔚来、理想、极氪、腾势、问界、小米等一系列国产高端新能源品牌, 虽然汽车的外观形态并未发生剧变, 但电车相对于油车, 不仅仅是影响了市场竞争格局, 更是深刻改变了整车的定价体系和竞争壁垒。相对于传统燃油车, 电车去除了发动机和变速箱, 使用三电系统代替, 这导致电车出现了:

1) 价值结构变化、价值量出现缺失: 电车已经不再需要变速箱, 发动机的职能也被电机所取代。目前纯电车不需要发动机直接由电机驱动, 而增程车仅需要发动机作为发电机存在而不需直驱; 仅有插混车需要发动机进行直驱, 不但数量较少, 且由于插混车动力驱动仍以电机为主导、产品多主打节能取向, 此类发动机的研发门槛和技术含量相对原有的燃油车主要考察动力能力的发动机也有大幅下降。

由此, 电车时代变速箱已完全缺失、发动机则属于可有可无的配置。事实上我们一直在强调, 一项技术是否拥有较高溢价, 其核心是需要满足高壁垒、普适性两大基本属性, 如今电车时代增程、插混车的壁垒和普适性均被削弱, 已经无法承担溢价职能。

图表30: 新能源车时代的整车价值量分布

电池-40%	汽车电子-18%	内外饰-15%	底盘-10%	车身-7%	电机和电控-7%
宁德时代	京东方	佛吉亚	拓普集团	旭升股份	弗迪动力
弗迪电池	博世	安通林	中鼎股份	文灿股份	特斯拉
中创新航	电装	延锋汽饰	保隆科技	广东鸿图	尼得科
亿纬锂能	大陆	新泉股份	耐世特	拓普集团	联合电子
国轩高科	采埃孚	宁波华翔	伯特利		蜂巢传动

来源: e 通世界, 国金证券研究所整理

由此发动机变速箱的地位为电池、电机、电控等三电配置所取代, 电池成为核心零部件, 占整车总价值量的接近 40%, 电机电控仅占 7%, 相对发动机、变速箱而言价值量相差数万。面对如此的价值量缺失, 车企选择下放舒适性配置作为补充, 如座椅、娱乐屏等成为了弥补整车价值量的核心方向, 进入到车型区别的划分中;

2) 技术壁垒削弱: 在三电系统替代发动机、变速箱后, 事实上电池和三电系统是来自供应链的, 从车企自研技术沦为完全的供应商技术, 如电池的宁德时代、弗迪, 电机的汇川, 电驱电控的华为等, 剩下的仅有供应链提供价格的高低之分, 且除头部厂商之外各宫影响实际的技术差距不大、市场消费者对三电的感知力度也偏弱, 消费者更倾向于价格敏感和智能化配置、三电在消费和造车中的地位下降, 部分车企已丧失自研三电技术的必要, 如



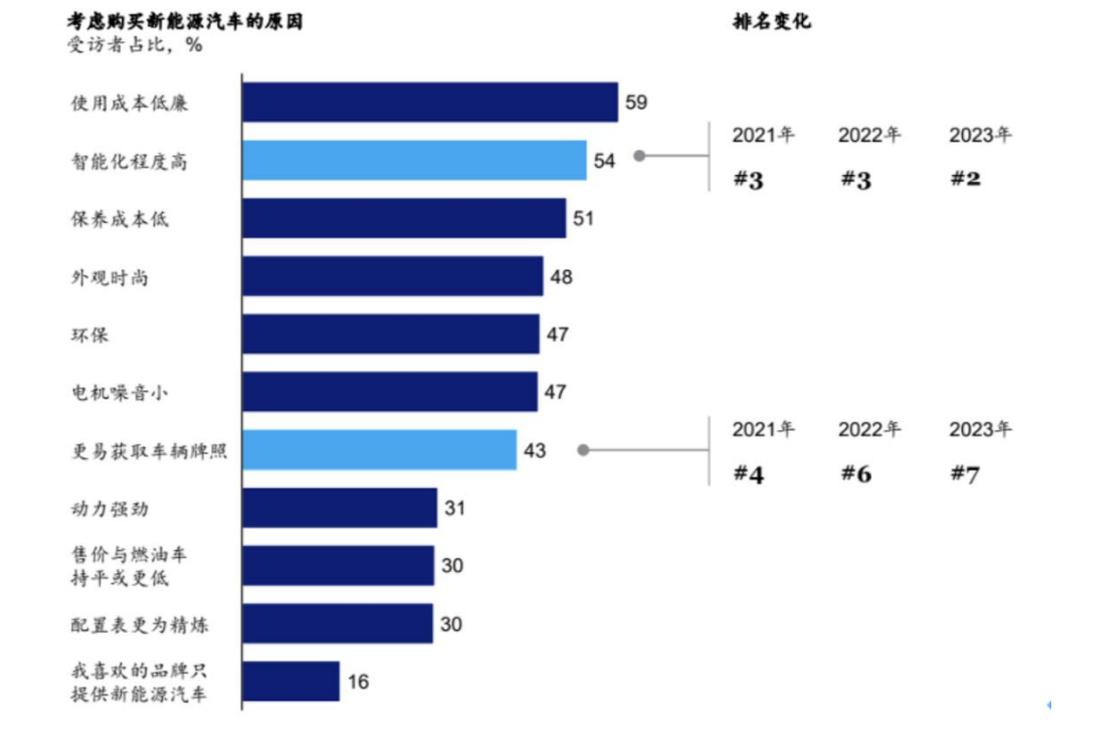
小米、理想均完全采用供应链方案，市场表现同样优秀。由此，电动化导致了整车制造的核心技术壁垒被削弱。

图表31：5种方法综合评价电车配置

舒适性配置	三电配置	安全配置	智能驾驶配置	驾控配置
<p>主要在于车内空间（车长、轴距、可用面积等）；座椅（座椅材质、调节、通风、加热、按摩、记忆）；智能座舱（中控大屏幕，座舱芯片，后排屏幕）；车载冰箱；车载音响功率（如品牌定制音响）；无线充电；无钥匙进入&启动等等；</p>	<p>主要包含电池（电池厂商，带电量，能耗，续航里程）、电机（峰值功率）、电驱、电控，快慢充，充电速度（主要是纯电相关的车型）等</p>	<p>分为主动安全和被动安全两大类</p>	<p>硬件上，包括感知（激光雷达，毫米波雷达，摄像头硬件）、决策（智能驾驶芯片及其算力）量大半宽；消费者端事实上对配置敏感性较弱，目前集中在激光雷达和芯片上，更多的关心是智能驾驶软件实际可实现的功能</p>	<p>1) 动力配置：电机、发动机（核心是动力表现，仅限插混车型）；2) 底盘机械素质（用料钢/铝合金，扭力梁/麦弗逊/双叉臂）；3) 底盘零部件（如空气悬挂，主动悬架，FSD可适应阻尼减震，比亚迪的云辇等）以及4) 驾控感受（较为主观）等。</p>

来源：国金证券研究所整理

图表32：新能源消费者购车考虑原因排名



来源：麦肯锡中国汽车消费者洞察报告，国金证券研究所

3) 定价体系变更：以往燃油车依靠发动机动力划分车型和版本，但电车目前大马力廉价化，20万的车型零百加速已可以3秒，媲美数百万级豪车马力；5-8万元小车零百加速在7秒多，与奥迪A6等中大型燃油车一致；电机让大马力廉价化，导致以往燃油车主打的动力、驾控等在电动车层面已很难做出进一步区隔。

综上所述，电动化的进行导致汽车出现价值量缺失、低壁垒、高度同质化三电问题，定价体系、产品竞争都发生了翻天覆地的变化。其中，价值量的缺失导致市场出现两个重大变化：

1、纯电高端车发展薄弱。纯电车的核心价值量是电池，但30万以上电车带电量很难有进一步发展，电池已无法弥补多出的价值量，导致高端纯电产品备受市场质疑，销量始终居于低位。且如前文麦肯锡调研的结果展示，豪华车需要做到“完美”，但纯电糟糕的补能体验和续航问题仍在困扰高端纯电的发展，导致用户对纯电的接受程度偏低。我们选取零



跑 C11、问界 M5/M9、享界 S9 等多款同时具备纯电和增程动力形式的产品，不难发现价格越高、车辆纯电占比就越低，至问界 M9 已不足 10%。

图表33: 高端纯电产品 2025 年 1-6 月销量排行 (辆)

车型	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月
蔚来 ES6	2676	3214	3260	6866	5479	4415
极星 4	795	719	271	1568	1422	2738
理想 MEGA	807	681	916	103	994	2304
极氪 009	1240	2250	3672	1758	1552	1993
蔚来 EC6	1302	1478	1546	2437	2026	1932
小鹏 X9	821	1383	1314	2384	3227	1840
腾势 D9	501	380	466	905	2118	1828
问界 M9	1608	492	269	1860	1574	1400
宝马 3 系	1861	1809	2811	2095	1959	1315
极星 2	1585	708	1782	2158	1756	1290
阿维塔 11	546	840	616	411	1152	909

图表34: 越高端车型纯电销量占比越小 (辆)

价格段	车型	动力形式	25 年 6 月销量	纯电版本占比
10-15 万	零跑 C10	插混	3876	68.3%
		纯电动	8341	
20-30 万	问界 M5	插混	2490	45.9%
		纯电动	2115	
30-40 万	享界 S9	插混	3063	4.0%
		纯电动	129	
40 万以上	问界 M9	插混	10604	11.7%
		纯电动	1400	

来源: 乘联会, 国金证券研究所整理

来源: 乘联会, 国金证券研究所

2、电动豪华车暂时难以冲击超豪华价位。燃油超豪华必备的要素在于高功率大马力发动机，但电车已经不具备，因而价值量的缺失导致电车缺乏冲击超豪华的能力，目前的最为高端的国产新能源，如蔚来 ET9/尊界 S800/仰望 U7 等，起售价均在 60-80 万元，和 100 万元相比相差甚远，和宝马 7 系、奥迪 A8 价格接近，甚至运动能力最强的小米 SU7 Ultra 售价仅 52.99 万元；主流国产超豪华新能源车中仅有仰望 U8 的最低价格在 100 万元以上，为 109.8 万元，但销量不佳。

3.2 竞争壁垒变弱导致技术溢价被削弱，汽车竞争、汽车产品的消费属性极大加强，科技属性逐步增加

而电车生产的低壁垒进而导致电车的技术溢价被削弱：本质上说，电车是科技平权的产物，技术已经全面倒向供应链方案，且如智驾、智能座舱、快充等技术均无法同时适配普适性和高壁垒两大因素，因而电车技术是平价而非争取溢价的。

在技术低壁垒、消费者认知弱的大背景下，整车的消费属性正在快速加强。以往燃油车（日系、德系和自主等）和比亚迪等车企，其产品的宣传核心往往是技术，更多的将车辆作为一项工具来进行宣传，因而在如上车企中，车辆的技术是产品打造的核心，车辆的消费属性反而居于次位。电车时代已经没有发动机和变速箱等高壁垒零部件，其核心技术对于国内厂商而言壁垒较弱，因而车辆自身蕴含的技术含量是大大减弱的，比如比亚迪推出的 DM-i 技术就遭到了友商的快速跟进；部分厂商则主打产品定义取胜，如理想，目前也在友商快速跟进。低壁垒竞争严重削弱了整车产品的技术导向。

同时，电车迭代的速度相对燃油车大大加快，迭代周期甚至不及 1 年（传统燃油车通常为 7-9 年一次大改款）。这来自于高度电气化之后，电车的电子元器件使用量增加。其中如车载座舱、智驾芯片，车机系统等内容，为汽车赋予了较强的消费电子属性，由此汽车的消费属性大大增强了。

图表35: 特斯拉引领，国内主机厂加速 AI+智驾+机器人研发

公司	动作
比亚迪	根据比亚迪官微，公司正积极组建具身智能团队。
理想汽车	理想第一次 AITALK 上李想本人明确提出将组建机器人团队。
小鹏汽车	何小鹏官宣其 L3 机器人将在 26 年量产。
零跑汽车	零跑朱江明宣布制造机器人,已成立团队并开展预研。
长安汽车	官宣 2027 年前发布人形机器人产品



小米集团 | 两年前正式亮相 CyberOne “铁大”

来源：光明网，长安汽车官网，国金证券研究所

我们认为：整车后续竞争核心仍是产品，但产品博弈中产品体验会愈发重要，这便是由整车消费属性所决定的。比如新势力中的理想等公司，并不主打三电等硬件技术领先（甚至部分公司不主打智驾技术领先），但仍可凭借其使用体验在市场竞争中取胜。汽车爆款的打造将愈发需要整车车企的精细化产品打造能力。而仍墨守技术驱动的公司将会在短期内遭到一定波动。

同时，伴随智能驾驶和机器人的推进，电车的科技属性也在增强。电动化过程的中后期，以智能座舱、智能驾驶为首的软件技术在整车得到推广，变得愈发重要，主机厂由于软件影响产品迭代速度持续加快，头部公司已经形成一年多改款特征，引领主机厂在智驾、AI的科技软件投入加大，并大量进军机器人领域，整车厂、整车产品的科技属性将持续增强。

3.3 新能源时代市场竞争格局骤变：新玩家进入，华为、小米、理想领先

电动化导致高端车技术溢价被削弱后，整车高端车到底博弈什么？从市场竞争格局和爆款车型中，我们可以略窥一二：

3.3.1 电车时代的高端车市场竞争格局：特斯拉、华为、小米、理想领先，传统燃油销量下滑但仍有品牌影响力，市场整体容量整体稳定

仅从电车维度看：1、20-30 万元市场销量前五名分别为特斯拉、比亚迪、小米、理想和吉利（极氪和领克），25 年 6 月销量分别为 7.16/3.41/2.54/1.65/1.56 万辆，当月市场占有率分别为 28%/13.3%/9.9%/6.4%/6.1%，整体看特斯拉、理想、吉利市占率有所下滑，大众品牌如比亚迪、长安深蓝等由于新车周期呈现出成长态势，但整体看市场头部企业仍属于中高端品牌范畴（特斯拉、理想、小米、极氪等）

而市场供给的增加、油电替代持续，叠加消费下行趋势增强，20-30 万元电车市场呈现出小幅扩容的态势，6 月总销量同比增长 9.7%，月销量稳定在 23-26 万辆之间；

图表36：20-30 万新能源市场竞争格局（辆）

车企	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月	6 月同比	6 月环比	6 月市占率	市占率同比
特斯拉	63238	30688	78828	58459	61662	71599	0.8%	16.1%	28.0%	-2.5%
比亚迪	13334	14290	13343	34994	35632	34107	85.4%	-4.3%	13.3%	5.4%
小米汽车	22897	23728	29244	28585	28013	25459	119.4%	-9.1%	9.9%	5.0%
理想汽车	13990	13160	17197	16755	18781	16471	-31.0%	-12.3%	6.4%	-3.8%
吉利汽车	11518	12285	12064	13497	18383	15674	-25.9%	-14.7%	6.1%	-2.9%
长安汽车	5111	3862	9568	12427	15911	14774	752.5%	-7.1%	5.8%	5.0%
蔚来汽车	8760	7630	9113	12430	10768	13145	53.6%	22.1%	5.1%	1.5%
长城汽车	7025	4914	9910	11132	10234	11304	61.3%	10.5%	4.4%	1.4%
赛力斯	6425	6981	8615	9330	7834	9223	-62.6%	17.7%	3.6%	-7.0%
东风日产				1586	5529	6560	/	18.6%	2.6%	2.6%
光束汽车			5130	5555	9471	6358	/	-32.9%	2.5%	2.5%
沃尔沃	2462	3626	2787	6309	2231	4423	594.3%	98.3%	1.7%	1.5%
智己汽车	2765	1131	3095	3323	4384	4332	-16.6%	-1.2%	1.7%	-0.5%
一汽红旗	815	261	1281	2057	2857	4146	655.2%	45.1%	1.6%	1.4%
小鹏汽车	1757	1977	2591	3276	4846	3260	-62.3%	-32.7%	1.3%	-2.4%
奇瑞汽车	13295	10008	10005	5114	5435	3023	-52.8%	-44.4%	1.2%	-1.6%
总量	199837	146173	231229	238901	256268	256098	9.7%	-0.1%	100.0%	0.0%

来源：乘联会，国金证券研究所

2、30 万元以上市场，销量前三名则为赛力斯（问界，即华为智选），比亚迪和理想，25 年 6 月销量分别为 3.4/2.3/2.0 万辆，市占率 13.4%/8.9%/7.7%；此外，长城（坦克）、吉利（极氪+领克）、蔚来分列市场 3-6 名，但销量均未能破万。市占率角度看，赛力斯增速迅



猛，理想则略有下滑，但目前尚且可以维持稳定。吉利凭借领克、比亚迪凭借腾势及出口产品形成销量增长。

高端电动市场总量在快速扩容，25 年以来伴随中低端市场扩容接近结束，中高端市场成为国产新能源突破的新方向，尤其大六座 SUV 的密集上市让中高端市场油电替代进程增速持续。目前 30 万以上新能源市场（不含进口）销量已经来到 13 万辆以上，6 月同比增长 25%。

图表37：30 万以上新能源市场竞争格局（辆）

车企	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月	6 月同比	6 月环比	6 月市占率	市占率同比
赛力斯	9983	8042	5234	17718	28538	34331	107.7%	20.3%	13.4%	6.1%
比亚迪	17179	12466	17036	20059	20679	22832	79.9%	10.4%	8.9%	3.3%
理想汽车	15937	13103	19477	17184	22075	19808	-17.2%	-10.3%	7.7%	-2.9%
长城汽车	6158	3781	4965	3981	5727	8928	59.9%	55.9%	3.5%	1.0%
吉利汽车	1610	2396	4660	4560	7432	8309	420.6%	11.8%	3.2%	2.5%
蔚来汽车	5103	5562	5837	11239	8783	7848	-38.0%	-10.6%	3.1%	-2.5%
东风汽车	6074	3972	6508	6719	6560	7247	103.1%	10.5%	2.8%	1.2%
上汽通用	1332	1252	1762	5554	7392	7231	5.0%	-2.2%	2.8%	-0.2%
极星汽车	2380	1504	2183	3787	3208	4173	-27.0%	30.1%	1.6%	-0.9%
沃尔沃	1029	1802	1549	1753	3527	3489	/	-1.1%	1.4%	0.9%
北汽新能源	1058	948	825	3380	3285	3192	/	-2.8%	1.2%	1.2%
华晨宝马	5466	4603	7117	5065	4239	2441	-81.0%	-42.4%	1.0%	-4.7%
小鹏汽车	821	1383	1314	2384	3227	1840	9.1%	-43.0%	0.7%	0.0%
北汽制造	502	606	1028	1059	1150	1182	354.6%	2.8%	0.5%	0.3%
长安汽车	546	840	616	411	1152	909	37.3%	-21.1%	0.4%	0.1%
总量	88924	64194	83055	107265	129598	136049	25.0%	5.0%	100.0%	0.0%

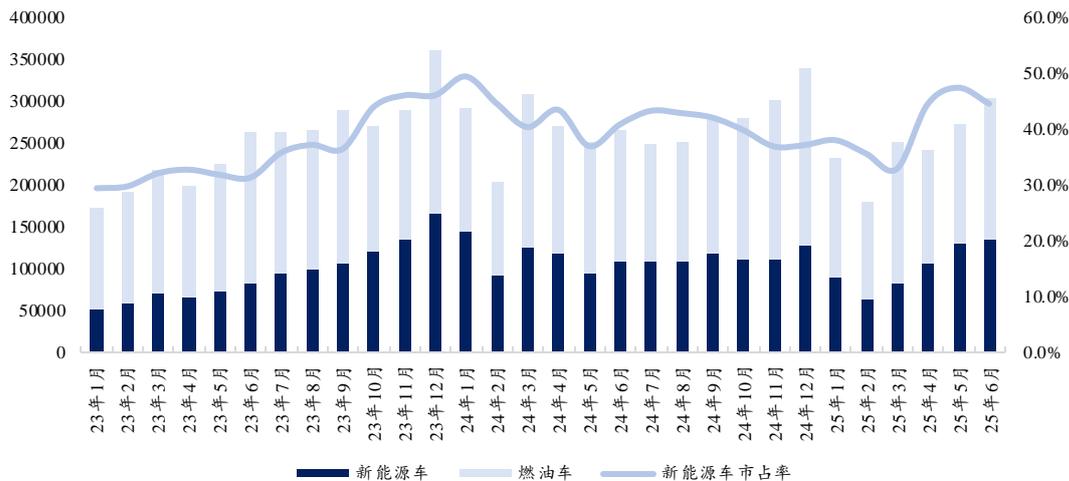
来源：乘联会，国金证券研究所

整体来看，20-30 万市场最为领先的是特斯拉、小米、比亚迪、理想；30 万以上市场最为领先的是华为智选、比亚迪、理想；因而我们综合起来看取交集，高端新能源市场最为领先的公司便为特斯拉、小米、比亚迪、华为智选、理想。

3、市场整体容量维持稳定。国产高端新能源对燃油车形成了冲击，但市场整体容量是稳定的，体现出的是 30 万以上市场价格区间内电车渗透率仍在提高：30 万以上市场月销量仍稳定在 25-30 万辆之间，但电车渗透率如今已提升到 40% 以上；不过整体看电车渗透率提升速度并不快，甚至在 2024 年出现了倒退，这也说明在市场中 BBA 等燃油车仍具有一定的品牌影响力，会影响消费者决策。



图表38: 国产主流超豪华新能源车定价普遍在 100 万元以下

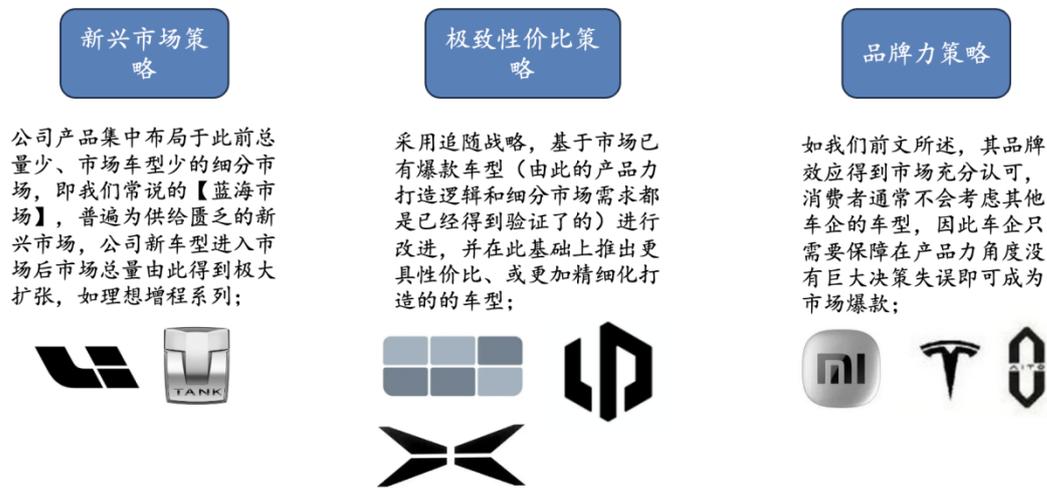


来源: 乘联会, 国金证券研究所

3.3.2 回顾电车时代的高端车爆款: 理想早期领先主打新市场挖掘&产品力占优, 华为、小米依靠品牌力取胜

而前文中我们提及过, 高端新能源市场最为领先的公司是特斯拉、小米、比亚迪、华为智选、理想五家公司, 其中华为小米发展强势, 理想特斯拉则销量承压; 而根据我们此前整车报告对车企产品策略的分类不难发现, 其中特斯拉、小米、华为属于品牌力过强的公司; 理想属于擅长挖掘新兴市场的公司; 比亚迪则属于主打性价比的公司, 在高端市场中, 比亚迪主要通过提供新技术维持产品力, 从而获取市场份额。

图表39: 整车市场的三种爆款打造策略: 新兴市场策略、极致性价比策略、品牌力策略



来源: 国金证券研究所整理

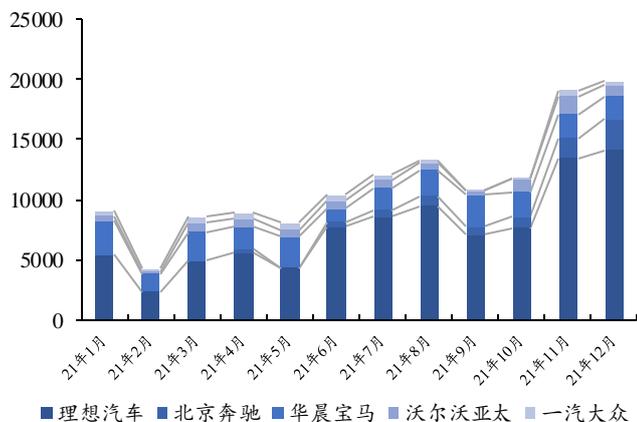
具体地说: 1、理想是早期市场引领者, 属于性价比+新兴市场的取胜, 品牌力与华为、小米仍有距离。抓住了高端 SUV 市场扩容和市场对插混车的需求提升这两个契机, 推出理想 L 系增程车并获得成功。理想以增程式 SUV 为载体入局, 并由此赋予产品“家”的定义: 在理想之前, 30 万以上整车产品在舒适性配置上普遍不足, 如奔驰、宝马、奥迪等不会配备座椅通风、按摩和后排调节, 并且消费者需要付出高昂的选装费用进行选装。理想在做大空间、补齐传统舒适性配置的同时, 还融入了新势力的设计理念, 及车载冰箱和后排屏幕等新配置, 进一步增强产品力。其配置主打针对年轻家庭用户群体, 在舒适性配置和产品体验上做到同级别领先, 从而形成市场上的爆款。“家”的定义被 L 系列有效承载, 并贯穿目前理想的全部产品线。

作为对比, 彼时市场增程式产品是稀缺的、拥有“家用”这一属性定义的产品是稀缺的, 这是属于新兴市场的取胜; 而大六座的 BBA 竞品, 如 GLS、X7、Q7 等售价普遍偏贵, 部分需要 100 万元以上; 同价位的 BBA 竞品, 如 GLE 等, 要不然相对理想空间较小, 要不然配置上有严重不足, 且智能化相对理想是落后的, 因而理想面对 BBA 竞争性性价比极高, 是性

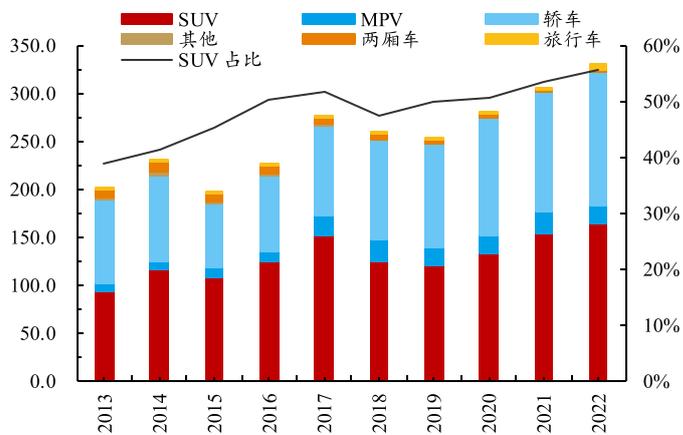


价比角度上的获胜。

图表40: 2021年的30万以上插混市场竞争格局



图表41: 理想L9上市前, 20-30万各车身形式销量(万辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

而近年来, 无论是 MEGA 事件还是 i8 对撞卡车事件, 均对公司经营产生影响, 可以说明, 理想更多凭借的是产品和早期占据细分市场获胜, 面对 BBA 更多依靠的是性价比, 其品牌力尚无法与小米、华为相对比。

2、小米汽车: 后起之秀, 品牌力最为强劲, 外观等精细化产品打造表现出色。小米汽车的成功要素有两个: 1) 强大的品牌力: 小米在汽车业务的核心竞争优势就是其强大的品牌效应和营销能力, 由此带来了极高的热度和流量, 品牌力远胜于一般车企, 以电动汽车创新联盟的调研结果来看, 67%的车主表示“若将小米品牌换成其他品牌, 用户将不会购买”, 并为雷军的真诚所打动。

2) 优秀的产品精细化打造: 小米汽车的外观设计远胜于市场其他竞争对手, 接近市场广受好评的百万级豪车。根据杰兰路的统计信息, 小米 SU7 意向购车的首选便是外观, 50%的用户是基于外观要素进行购车的, 其次为小米生态和小米品牌; 作为对比, 选择华为问界的核心购车因素则是智能座舱、智能驾驶和华为品牌。

图表42: 小米汽车的品牌影响力

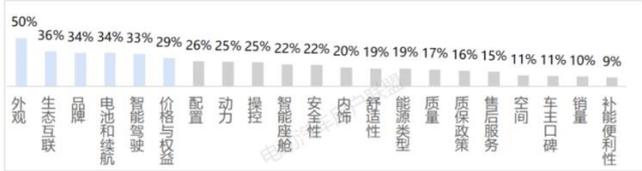


来源: 电动汽车用户联盟, 国金证券研究所



图表43: 小米 SU7 意向用户购车选择因素

选择因素TOP5: 外观、生态互联、品牌、电池和续航、智能驾驶、价格与权益



来源: 电动汽车用户联盟, 国金证券研究所

图表44: 问界新 M7 意向用户购车选择因素



来源: 杰兰路, 国金证券研究所

3、华为智选：同样品牌力最为强劲。与小米类似，华为的长处在于其长期在消费市场积累下来的强声望和品牌力，并由此形成了华为主导营销和产品定义、车企负责生产制造的华为智选模式。

23年12月，华为推出预热已久的旗舰 SUV 问界 M9，售价相比理想 L9 明显更高，但是依旧成为大爆款，成为华为智选车销量新的中流砥柱。问界 M9 相对理想 L9 而言，功能性配置较为接近，定价高出 10 万，但在华为品牌力加持下，取得了更好的销售成绩，并抢占了相当一部分原属理想的市场份额。

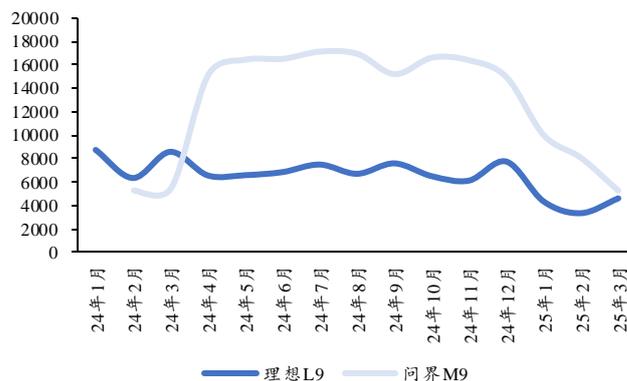
此外，如尊界 S800、问界 M8 等 2025 年上市的重点新车也均取得了成功，尊界 S800 上市后 80 天大定破万，作为国产超豪华品牌销量表现远超市场预期；M9 小号版本的新车问界 M8 目前月销量已经突破 2 万，表现亦极为强势。

图表45: 尊界 S800 大定已破万



来源: 鸿蒙智行官网, 国金证券研究所

图表46: 问界 M9 VS 理想 L9, 月销量 (辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

3.4 总结：新能源对燃油在高端市场的替代从性价比逐渐转向品牌，市场看中的是品牌溢价和产品打造

综上所述，我们认为：1、早期国产高端新能源对燃油车的替代主导者是理想汽车，其主要依靠挖掘家用新兴市场，获取了充沛的需求，而理想 one、理想 L9 等爆款产品，事实上相对同价位燃油车，在智能化、能耗、舒适性配置全面领先，也领先于同级别的电车竞争对手，因而获取成功，是性价比逻辑下对燃油车的替代；

2、现在国产高端新能源对燃油车的替代主导者是华为智选和小米集团，两家公司均拥有庞大的手机用户群体，能抢占消费者心智，但是相对理想、吉利、比亚迪等电车竞争对手，其产品性价比并不高，销量爆款更多来自于市场对其品牌影响力的认可。

由此，国产高端新能源对燃油在高端市场的替代从性价比逐渐转向品牌；而在电动化下市场已经无法通过技术溢价在高端市场立足，核心博弈的就是品牌溢价和产品设计溢价，如理想、小米、华为均属于这两个要素，其中品牌溢价的重要性被进一步加强了。



图表47: 从燃油车到新能源车, 国产高端新能源核心博弈品牌溢价和产品打造



来源: 国金证券研究所整理

四、建议关注品牌力占优、产品打造能力强劲的公司, 优选华为系、小米集团

综合上文的叙述, 我们认为, 新能源时代的高端市场, 核心是品牌力要素和产品打造要素; 而非性价比驱动, 此外技术驱动的效能也被削弱。由此我们建议关注高端市场中品牌力占优、产品打造能力强劲的公司:

4.1 华为系: 品牌力领先, 边际关注新车周期

华为系当前销量正处顶峰。根据华为官方的披露, 25年7月鸿蒙智行四品牌(问界、尊界、享界、智界)共计销售汽车4.78万辆, 同/环比+8.3%/-9.5%, 累计25.2万辆, 同比+4.5%, 其中赛力斯(问界)4.08万辆, 同/环比+1.2%/-6.2%; M8、M9两款爆款大单品的强势拉动华为系销量表现强劲, 在6月一度突破5万辆大关。

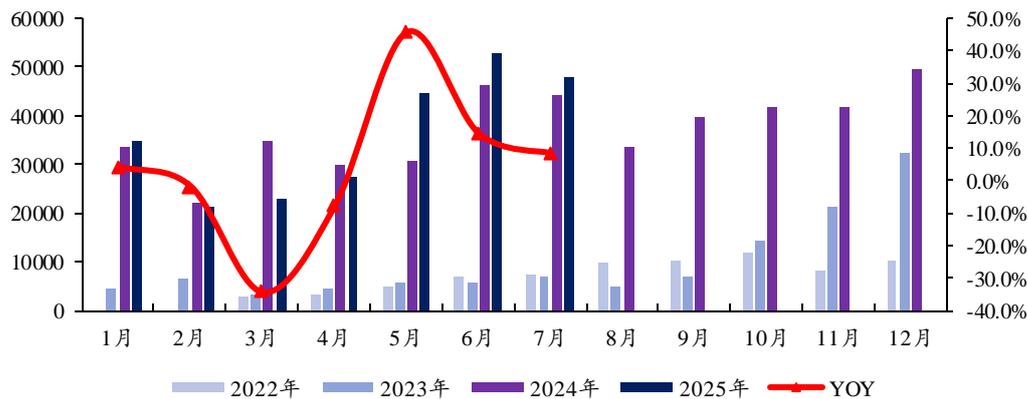
后续看, 华为智选将进入新车周期, 销量有望持续增长。1) 问界 M8 EV, 新 M7 将在 Q3 上市, 其中的问界 M7 已经改用 M8/M9 的外观设计和平台, 有望成为问界新一代爆款; 2) 享界 S9T 已经官宣将在 Q3 上市; 3) 奇瑞已与华为签署新合作协议, 智界品牌将从奇瑞体系内部独立, S7/R7 也即将改款; 4) 尚界品牌首款新车已经官宣, 为尚界 H5, 有望在 9 月正式上市。

华为智选面临的问题也很明显, 就是其新车推出后会出现内部挤占情况, 稀释公司营销资源和品牌力, 进而稀释销量成长性。如 M7/M8/M9 互相之间便有重合, 智界 R7 与此前的老款问界 M7 也有重合并导致 M7 销量下滑, 尚界品牌与目前的问界 M5、后续的智界也有重合, 因而虽然 2025 年公司多款新车超预期, 但销量的同比增速并不强, 因为老款车型的销量在下降。

我们认为, 华为智选后续车型、品牌增多后, 内部竞争不可避免, 其竞争和销量状况仍需持续关注。



图表48: 鸿蒙智行月销量(辆)

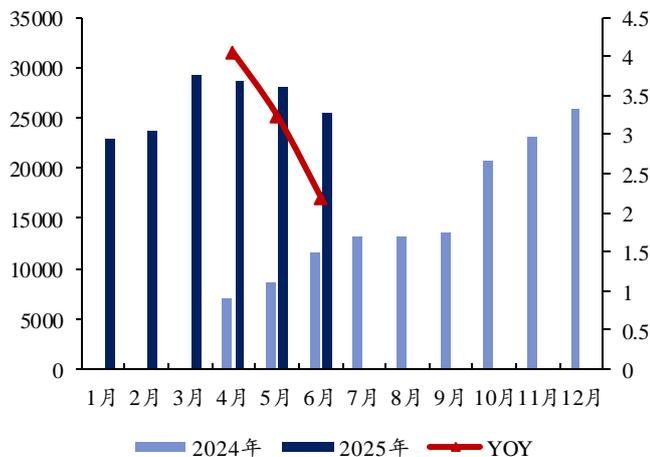


来源: 鸿蒙智行官网, 国金证券研究所

4.2 小米集团: 品牌力最为强大, 产能&新车周期加持下后续成长可期

公司目前在售车型有两款: 1、纯电轿车 SU7, 售价 21.59-29.99 万元, 定位纯电轿跑; 其中存在高性能版本小米 SU7 Ultra, 售价 52.99 万元; 2、纯电 SUV 小米 YU7, 于 25 年 6 月 26 日上市, 定位纯电轿跑 SUV, 售价 25.35-32.99 万元。25 年 6 月, 小米共计销售汽车 25429 辆, 同比+219.2%, 环比-9.2%, 环比下滑系二期工厂尚未投产, 因 SU7 部分产能用于 YU7 试生产, 因而事实上仍然满产满销, 24 年 3 月上市至 25 年 6 月, 小米实现累计交付 29.5 万辆, 表现极为强势。公司强劲的品牌力并未受到舆论风波的影响。

图表49: 小米汽车月销量(辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表50: 小米 YU7 交付时间



来源: 小米汽车官网, 国金证券研究所

考虑到小米极强的品牌效应, 我们认为小米汽车产品打造成为爆款的概率极高, 部分车型上市之后一段时间内大概率仍将维持满产满销的状态。由此, 新车周期和产能建设将成为公司汽车业务向上增长的核心驱动力:

目前小米 SU7/YU7 等车型的订单远大于产能, 形成满产满销情况, 销量长期维持平稳; 25Q2 起小米 SU7 月销量虽有所下滑, 但事实上来自新车小米 YU7 需提前生产, 占有了原小米 SU7 的产能, 整体看在手订单仍充盈。因而公司若销量向上, 需要新车周期和产能建设形成共振: 目前看, 新 SUV 小米 YU7 将在北京工厂二期生产, 新产能+新车型将为公司带来持续增量。同时, 公司产品矩阵仍不完善, 当前仅有两款纯电产品; 后续公司若开拓增程市场, 则将为公司汽车业务带来强大增量, 成为公司的新增长源。

我们预计 25/26/27 年小米汽车销量分别为 43.3/81/101.5 万辆, 汽车业务伴随新车矩阵的持续完善将快速增长。



图表51: 小米集团 2025-2027 年分车型销量预测 (辆)

销量	售价 (万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
小米 SU7	21.59-29.99 Ultra:52.99	136854	275000	145000	120000
小米 YU7	25.35-32.99		158000	555000	360000
小米新车 A	/		0	110000	220000
小米新车 B	/				225000
小米新车 C	/				90000
总销量	/	136854	433000	810000	1015000

来源: 乘联会, 国金证券研究所

4.3 理想汽车: 早期领先者产品力较强, 关注纯电新车周期

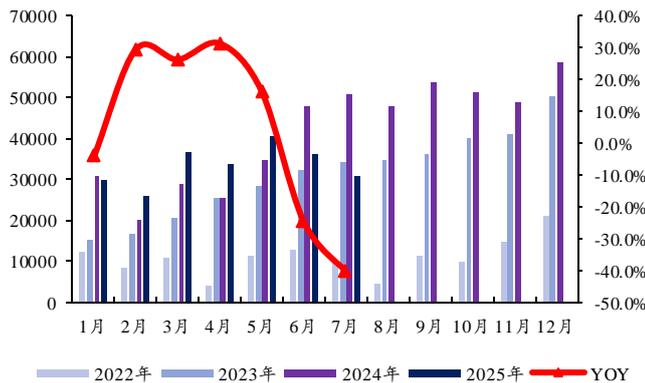
公司目前销量有压力。公司 25 年 7 月销售新车 3.07 万辆, 同/环比-39.7%/-15.3%, 25 年累计 23.47 万辆, 同比-2.2%; 理想在 7 月虽然给予 L6 五年免息和赠送冰箱, 但终端补贴优惠减少, 导致实际上销售政策调整不及预期, 同时也可看出理想产品上具有很强的价格弹性, 短期内增程销量取决于公司终端让利情况。

不过我们认为, 理想依旧拥有较强的产品打造能力, 具备后续超预期的可能。以理想 MEGA HOME 版为例, 早期 mega 由于舆论风波导致销量不佳, 但在 25 年换代中升级 HOME 版本, 增加旋转座椅和大桌板模式, 其对产品打造的定义能力凸显, 最终形成 MEGA HOME 版本销量超预期。

关注纯电新车周期。如前文所说的, 理想最大的优势是细分赛道挖掘能力和产品打造的定义能力。市场对理想的担忧通常有两点, 一个是增程能不能守住, 一个是纯电行不行。1) 增程: 目前增程车销量已经受到冲击, 压力确实在扩大; 公司增程后续仍面临市场竞争加剧问题, 尤其小米后续新车和新 M7 影响巨大。2) 纯电: 纯电新车 i8 已作出调整, 34.98 万元的满配价格依旧不便宜, 对非潜在用户的破圈效应有限, 因而更多是稳定原有小订用户和潜在群体下定。我们更倾向于认为后续的新车 i6 更具备走量可能, 作为理想第二款纯电 SUV, 定位五座中大型 SUV, 将于 9 月上市, 主打 800V 高压快充与智能驾驶体验, 并存在单电机磷酸铁锂电池的廉价版本, 定价或超预期, 建议重点关注。

图表52: 理想汽车月销量 (辆)

图表53: 理想 i6 外观



来源: 理想汽车官网, 国金证券研究所

来源: 工信部, 理想汽车官网, 国金证券研究所

五、投资建议

高端市场是追求溢价的市场, 在新能源汽车时代, 进军高端化需要公司拥有强大的品牌力和产品细节打造能力。我们持续看好拥有品牌溢价和产品细节打造能力出色的公司: 1) 品牌溢价板块, 推荐品牌力强劲、用户基础庞大的小米集团, 边际关注同样具备强大品牌力的华为智选, 尤其关注华为系新车周期; 2) 产品打造角度: 边际关注产品打造能力强劲的理想汽车纯电新车周期、吉利汽车等。



六、风险提示

行业竞争加剧：目前新能源新车型频出，电车市场竞争加剧。同时油车促销力度加大，存在行业竞争加剧风险。

汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。



行业投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402