

## 目录索引

<b>一、乘用车：在以旧换新政策延续的场景假设下，25 年乘用车或走出“通缩”</b>	<b>6</b>
（一）总量：在以旧换新政策延续的场景假设下，预计 25 年终端销量同比小幅正增长，行业库存变化或对批发销量有正面贡献	6
（二）结构：中国品牌出口景气度延续、高端化进程提速叠加广义越野市场的持续扩容，或拉动乘用车走出“通缩”	10
（三）竞争格局：25 年重点关注市场空间持续扩容&合资份额较高的比亚迪秦 PLUS、汉、唐和理想 L6 竞品组合	14
（四）整车：投资具备典型的周期性特征，静态和动态下识别谁是下阶段的 WINNER 将更加清晰	15
（五）零部件：渗透率&ASP&时间轴视角下的零部件投资赛道选择	19
<b>二、卡车：25 年国内销量易上难下，出口有望保持良好增速</b>	<b>22</b>
（一）国内市场刚从周期底部触底反弹，出口还有较大成长空间	22
（二）未来斜率判断：重卡行业预计明年小幅正增长，26 年左右开始加速增长	24
<b>三、智驾进入平价时代，主机厂自研方案分化影响产业格局</b>	<b>27</b>
（一）智驾进入平价时代，需求拐点将至	27
（二）智能化对主机厂及供应链关系的影响	29
<b>四、投资建议</b>	<b>32</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表索引

图 1: 乘用车终端销量(万辆)及同比增速.....	6
图 2: 乘用车 8-10 月分价格区间环比 5-7 月销量增速(%) .....	7
图 3: 汽车社零/交强险销量/乘用车 ASP 变化情况.....	7
图 4: 乘用车新车中首购和增换购比例(%) .....	7
图 5: 国三及以下乘用车保有量测算(万辆) .....	7
图 6: 狭义乘用车行业库存情况(万辆) .....	8
图 7: 乘用车行业库存动态库销比.....	8
图 8: 不包括美日韩市场后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率(%) .....	9
图 9: 驱动中国品牌海外份额持续向上的两条突破路径.....	9
图 10: 中性场景下 25 年乘用车月度交强险销量(万辆)和同比增速预测(%) .....	10
图 11: 不包括美日韩市场后中国品牌海外年度加权市占率(%) .....	11
图 12: 23 年中国品牌海外市占率驱动因素拆分 .....	11
图 13: 24 年 Q1-Q3 中国品牌海外市占率驱动因素拆分 .....	11
图 14: 中国品牌乘用车中汽协和海外终端口径下出口销量同比增速.....	12
图 15: 长城汽车海外市场 ASP(万元)变化情况 .....	12
图 16: 中国品牌在乘用车行业利润占比提升进度(%) .....	13
图 17: 一、二线豪华品牌市占率减少情况.....	13
图 18: 广义越野车销量(万辆)和同比增速(%) .....	14
图 19: 新能源乘用车国内终端销量渗透率预测(%) .....	14
图 20: 乘用车竞品组合市场扩容/合资份额象限图 .....	15
图 21: 典型中国品牌车企所处周期位置及复盘.....	16
图 22: 八大竞争要素权重分布及推演(2021-2026 年) .....	17
图 23: 广发汽车中国品牌车企竞争力模型预测图(2025 版) .....	18
图 24: 中长期零部件企业趋势研判 .....	19
图 25: 零部件公司跟踪指标和驱动因素.....	20
图 26: 广发汽车零部件预测模型图(2025 版) .....	21
图 27: 1997-2024E 重卡行业批发销量及同比增速 .....	22
图 28: 2007-2024E 重卡批发-出口销量及同比增速 .....	22
图 29: 重卡保有量/(批发销量-出口) .....	23
图 30: 重卡行业保有量(万辆) .....	23
图 31: 历年中重卡批发销量中重卡和中卡的占比.....	24
图 32: 重卡国内更新中枢测算 .....	24
图 33: 物流车和工程车占比 .....	26
图 34: 重卡终端销量(万辆)预测 .....	26
图 35: 重卡出口销量(万辆)及同比销量预测.....	27
图 36: 重卡批发销量(万辆)及同比销量预测.....	27
图 37: 政府部门有序出台相关政策,分阶段引导智能网联汽车应用.....	27
图 38: 2023 年 1 月以来高阶智驾渗透率快速提升 .....	28

图 39: 2023 年 1 月以来高阶智驾份额情况.....	28
图 40: 高阶智驾车型价格带进入 20 万元以下区间 .....	28
图 41: 智能汽车竞争要素权重分布及推演 (2022-2026 年) .....	29
图 42: 广发汽车智能汽车竞争力模型预测图 (2025 版) .....	30
图 43: 部分主机厂高阶智驾芯片及算法供应商方案统计.....	30
图 44: 各领域域控的特征决定了竞争要素有所不同.....	31
图 45: 各企业英伟达版智驾域控产品竞争能力分析.....	31
图 46: 中国车载高阶智驾芯片份额及预测.....	32

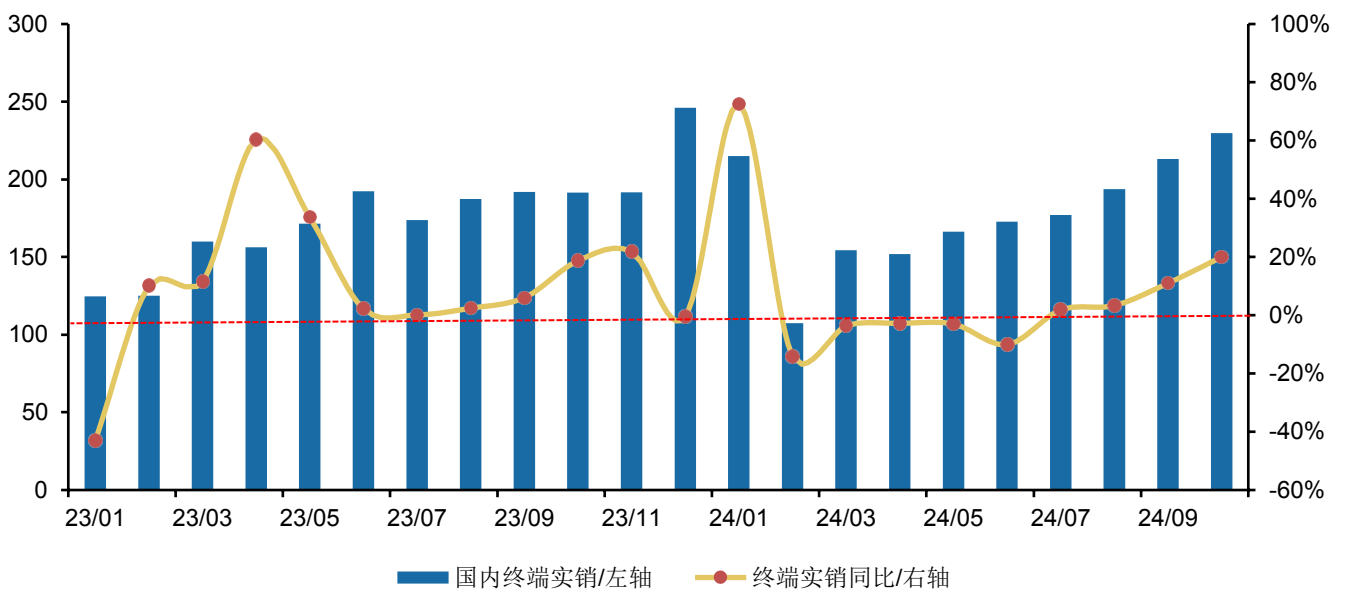
表 1: 乘用车销量(万辆)和同比增速 (%) .....	10
表 2: 乘用车分竞品组合市场空间 (万辆)、合资份额和新能源渗透率 (%) ...	15
表 3: 中重卡预期保有量和透支需求测算 (GDP 增速*0.31) .....	23
表 4: 2015-2023 重卡终端销量月度占比.....	25
表 5: 2025 年销量敏感性测试.....	25
表 6: 2026 年销量敏感性测试.....	26

# 一、乘用车：在以旧换新政策延续的场景假设下，25年乘用车或走出“通缩”

**（一）总量：在以旧换新政策延续的场景假设下，预计25年终端销量同比小幅正增长，行业库存变化或对批发销量有正面贡献**

**复盘：以旧换新政策落地后的乘用车终端需求表现显著改善。**根据交强险，24年M1-10乘用车交强险累计销量为1781.2万辆，累计同比增速+6.4%。24年7月25日以旧换新政策补贴力度加码以来，乘用车终端销量同比增速中枢稳步上移，主要是由于保有量车主报废后购买中低端车型拉动；同时8月底开始的地方置换补贴政策出台也有效促进了需求的释放。

图1：乘用车终端销量（万辆）及同比增速

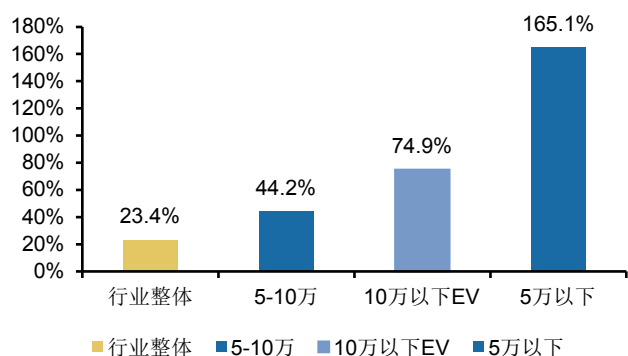


数据来源：交强险，

**以旧换新政策刺激以来乘用车消费呈现“量升价跌”的通缩趋势，主要是由于中低端车需求提升所致。**根据交强险，24年8-10月5万元以下/5-10万元乘用车车型销量环比5-7月销量分别+165.1%/+44.2%，分别跑赢行业整体销量增速141.7/20.8pct。此外，24年8-10月10万元以下典型EV车型销量表现跑赢行业整体51.5pct，主要是由于符合报废及置换补贴的保有量车主在享受补贴后能够以较低成本购入新车。

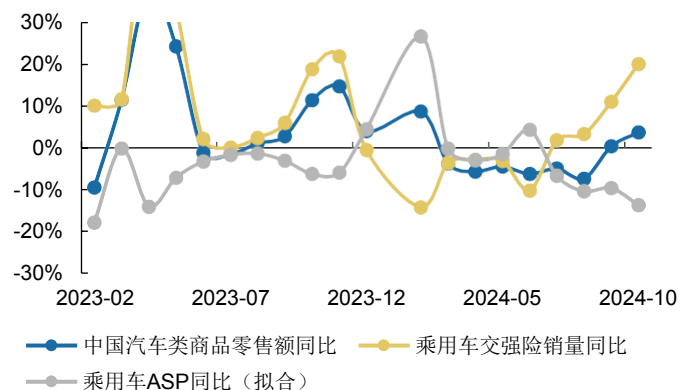
从价格端来看，根据国家统计局，24年10月汽车商品零售额同比+3.7%，乘用车交强险销量同比+20.0%，拟合计算的乘用车ASP同比-13.6%。整体来看，24年7月-10月乘用车ASP整体呈现下滑趋势，主要系政策补贴刺激下中低端车型销量占比提升幅度较大所致。

图2：乘用车8-10月分价格区间环比5-7月销量增速(%)



数据来源：交强险，

图3：汽车社零/交强险销量/乘用车ASP变化情况



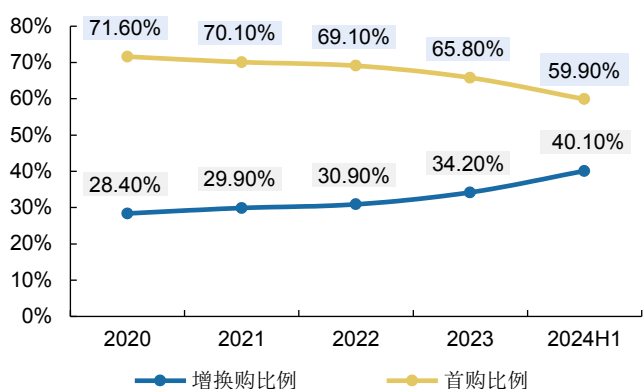
数据来源：交强险，

**需求展望：**我们在24年4月曾发布报告“换购需求是下阶段增长的新动能”，24年刺激政策方案的调整基本可以证实这个判断，因此政策带来的短期透支影响以及政策延续带来的价值评估都需要重新审视。在以旧换新政策延续的场景假设下，我们预计25年国内乘用车终端销量同比增速或为+3%，同时行业库存变化或对批发销量有正面贡献，因出口增长继续拉动下预计批发端同比增速或为+8%。

**24年的以旧换新政策刺激不同于历史上的购置税优惠政策，需求透支的影响或较小。**根据交强险数据测算，24年以旧换新政策预计刺激销量为190万台左右。此次刺激和历史上的购置税优惠政策不同，购置税优惠政策是对首购/增购/换购需求的全面刺激，而本次以旧换新政策主要是通过加快更新速率刺激了换购需求。根据中汽中心数据，24年H1乘用车新车中的增换购比例为40.1%。24年乘用车以旧换新政策存在前置约束条件，对占比仍达60%左右的首购需求影响不大。

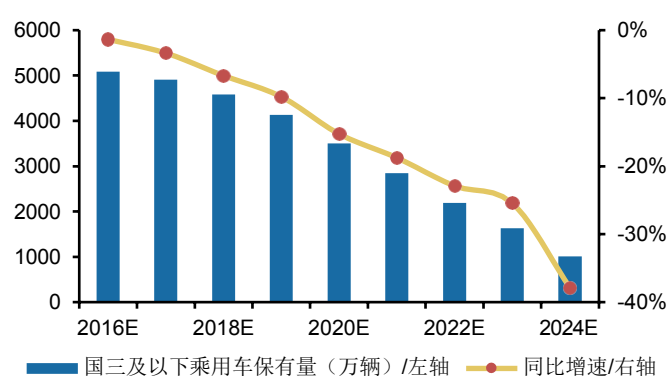
**符合报废/置换条件的乘用车保有量依然较大。**根据交强险数据测算，截至24年预计国三及以下的乘用车保有量预计仍有1000万台左右的规模，在25年以旧换新政策延续场景的前提下，综合考虑新增优质供给或进一步拉动终端需求转换和经济持续复苏及其带动下的首购需求对销量的稳定提供支撑，我们预计25年国内乘用车终端销量同比增速或为+3%左右。

图4：乘用车新车中首购和增换购比例(%)



数据来源：中汽中心，

图5：国三及以下乘用车保有量测算(万辆)

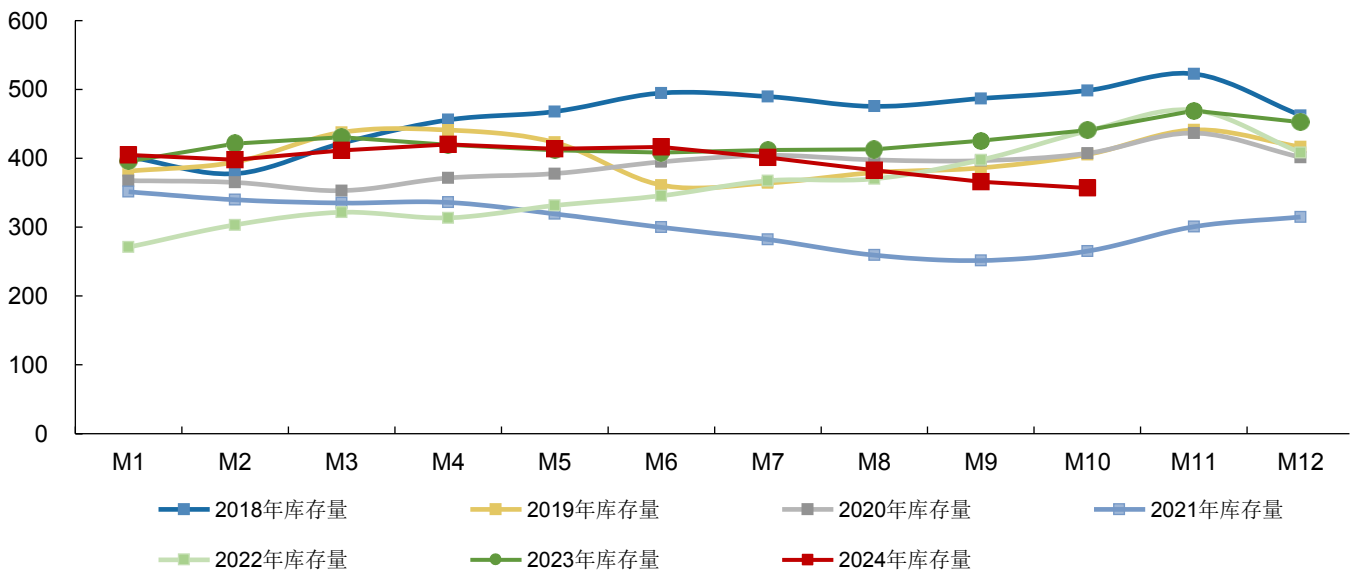


数据来源：交强险，

**库存：截至24年10月底乘用车行业库存处于合理偏低的位置，预计25年乘用车行业库存变化或对批发销量有正面贡献。**根据中汽协、交强险数据，截至24年10月底乘用车行业库存为357.1万辆。从动态库销比（绝对库存/近12个月平均终端销量）来看，截至24年10月底乘用车行业动态库销比下降至1.9，主要是由于自主车企被动库存+合资车企主动去库存导致。

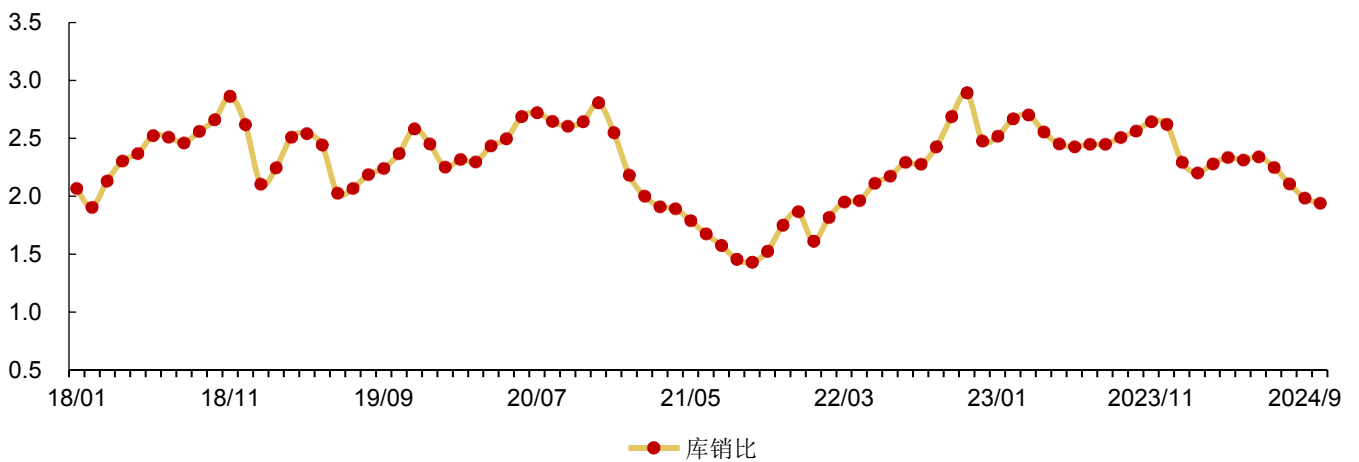
综合考虑以下几个因素：（1）在以旧换新政策延续的场景假设下，25年乘用车终端需求或小幅正增长；（2）当前乘用车行业库存位置合理偏低；（3）自主车企库销比处于相对低位，预计25年乘用车行业库存变化或对批发销量有正面贡献。

**图6：狭义乘用车行业库存情况（万辆）**



数据来源：中汽协，交强险，

**图7：乘用车行业库存动态库销比**



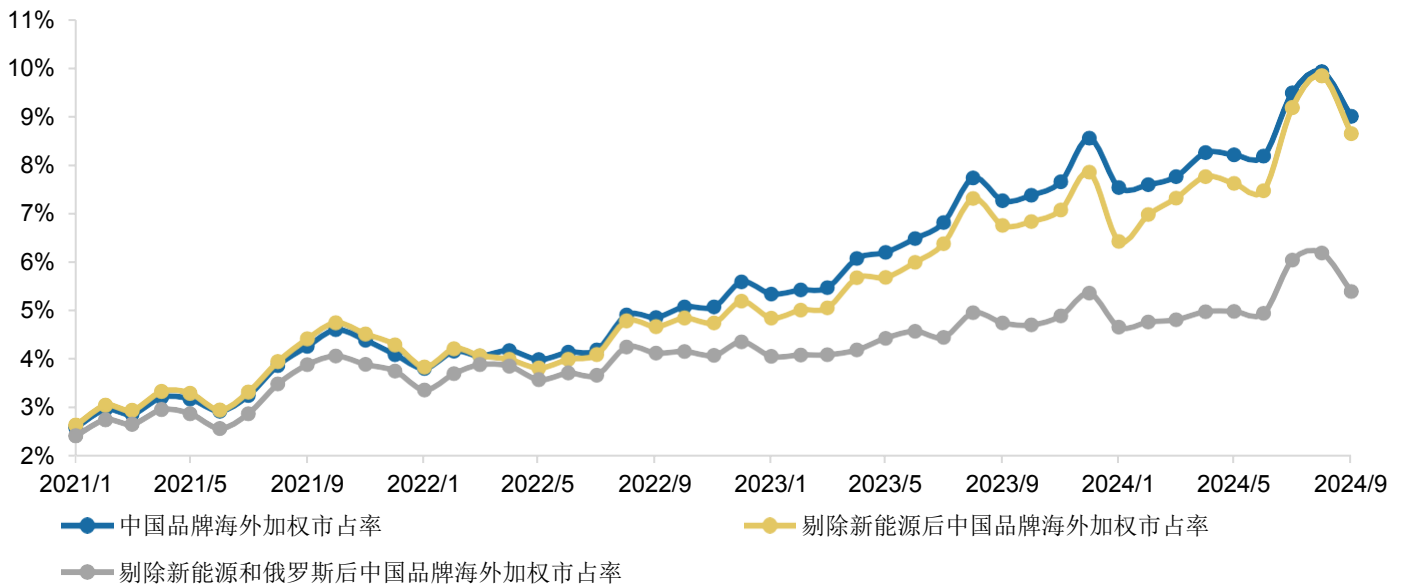
数据来源：中汽协，交强险，

注：库销比=乘用车行业库存/近12个月交强险销量平均值

**出口：24年1-9月中国品牌海外终端市占率提升斜率表现依然亮眼。** 根据各国官网和Marklines数据，24年1-9月中国品牌在海外可跟踪国家（不包括美日韩市场）的终端销量为181.5万辆，同比+42.1%。从市占率来看，24年1-9月中国品牌在其中的终端市占率为7.9%，中国品牌海外市占率提升斜率依然较快。

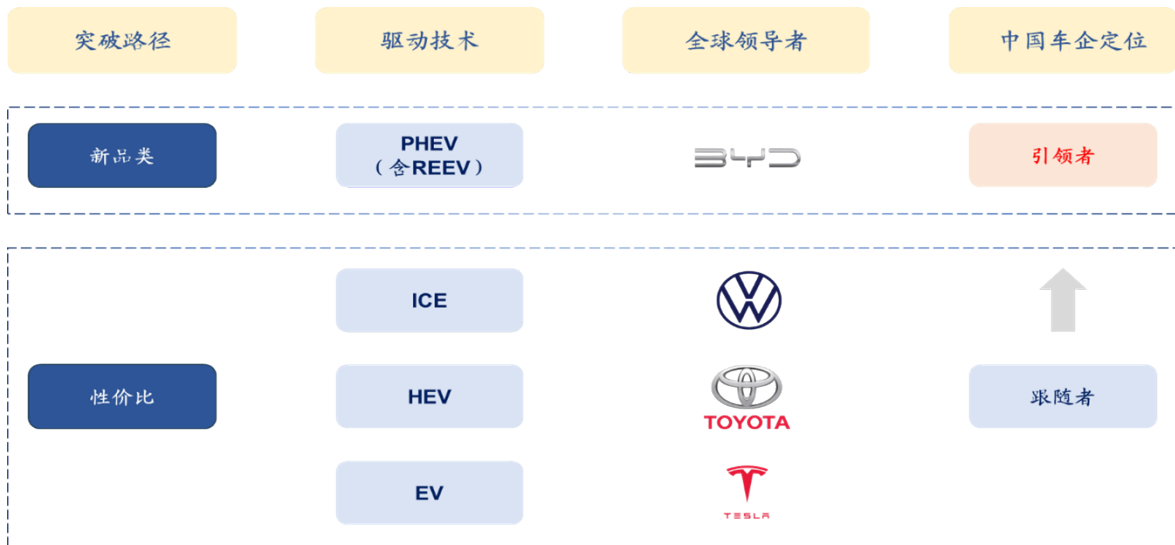
**往后展望，性价比+“新品类”有望驱动中国品牌海外终端份额持续向上。** 在燃油车/HEV/EV市场中，中国品牌乘用车通过“新车型”继续进入“新市场”的逻辑有望继续演绎。在PHEV市场中，中国车企凭借先发优势，作为新品类的引领者将拉动中国海外份额持续向上，我们预计25年乘用车出口销量增速或为15%左右。

**图8：不包括美日韩市场后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率（%）**



数据来源：各国官网，Marklines，

**图9：驱动中国品牌海外份额持续向上的两条突破路径**



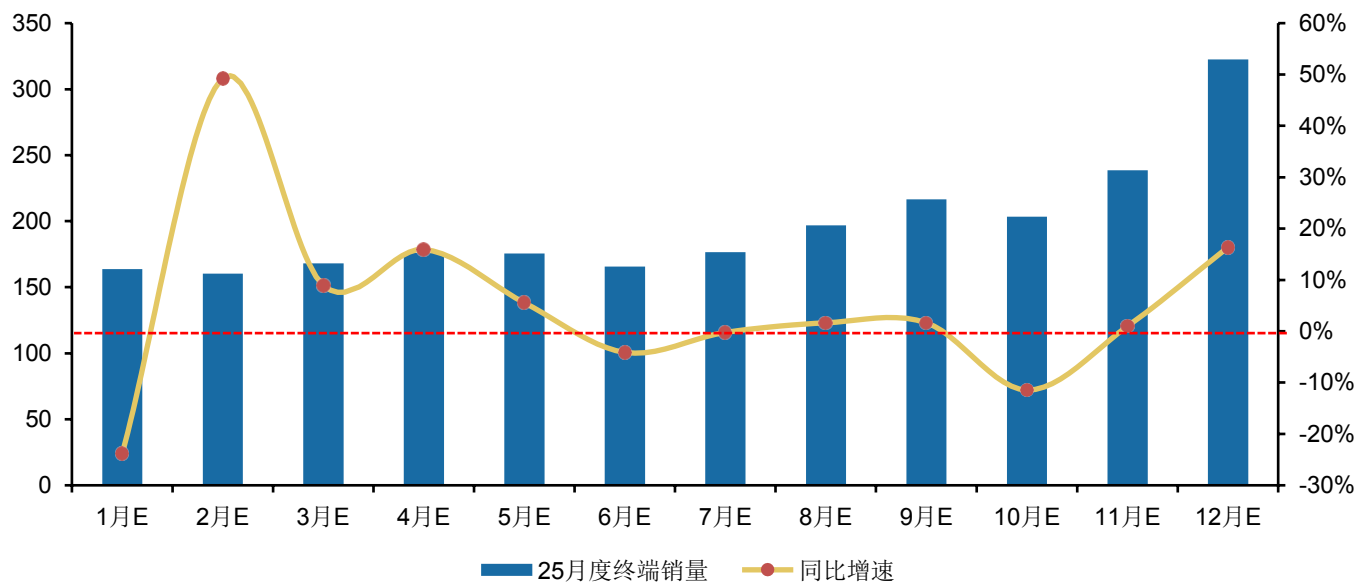
数据来源：

表1：乘用车销量(万辆)和同比增速(%)

(万辆)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
乘用车批发销量	2,110.9	2,429.2	2,474.4	2,367.2	2,143.3	2,013.6	2,146.8	2,355.0	2,601.2	2756.6	2970.7
同比增速(%)		15.1%	1.9%	-4.3%	-9.5%	-6.1%	6.6%	9.7%	10.5%	6.0%	7.8%
乘用车终端销量	2,019.1	2,349.0	2,339.3	2,141.3	2,054.3	1,902.5	2,040.3	1,993.3	2,112.0	2294.9	2363.7
同比增速(%)		16.3%	-0.4%	-8.5%	-4.1%	-7.4%	7.2%	-2.3%	6.0%	8.6%	3.0%
乘用车出口量	42.6	47.1	62.7	72.3	72.5	76.0	161.4	252.6	408.4	501.7	577.0
同比增速(%)		10.7%	33.1%	15.3%	0.2%	4.8%	112.4%	56.5%	61.7%	22.9%	15.0%
渠道库存	49.2	33.1	72.4	153.5	16.5	35.2	-54.9	109.2	80.9	-40.0	30.0

数据来源：中汽协，交强险，

图10：中性场景下25年乘用车月度交强险销量(万辆)和同比增速预测(%)



数据来源：交强险，

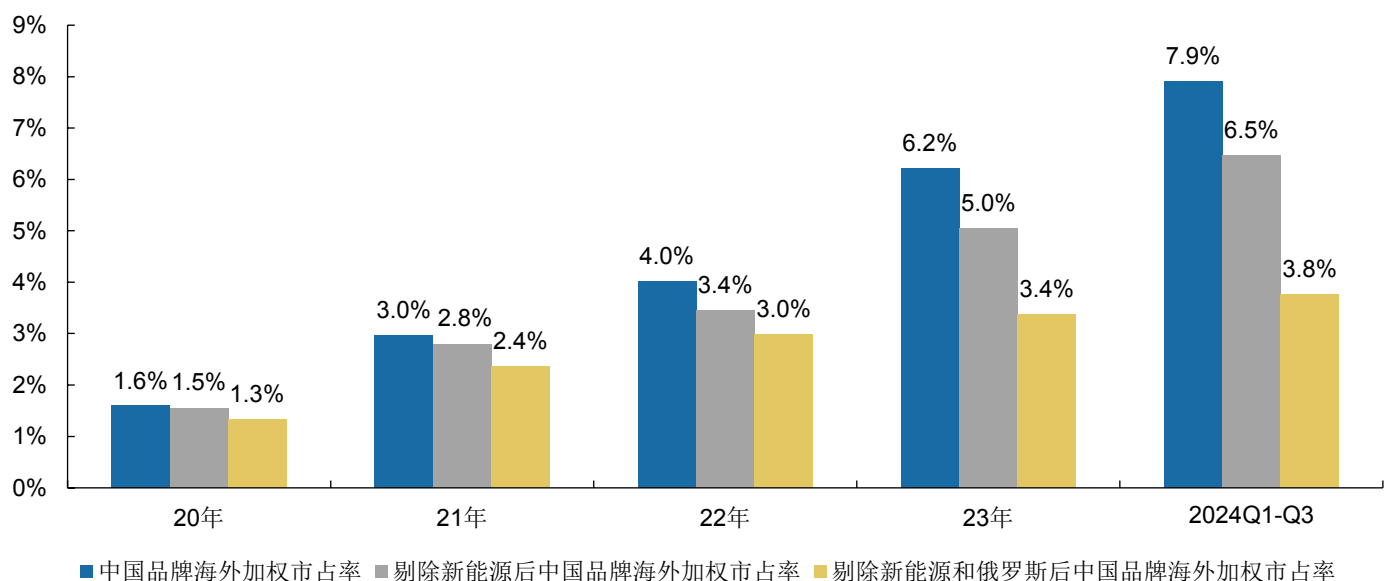
## （二）结构：中国品牌出口景气度延续、高端化进程提速叠加广义越野市场的持续扩容，或拉动乘用车走出“通缩”

### 1. 出口景气度延续：“新品类”+性价比将共同驱动中国品牌海外终端份额持续向上

**复盘：俄罗斯市场/新能源/俄罗斯以外的燃油车市场分别拉动24年1-9月中国品牌海外份额提升1.2/0.4/0.5pct。**根据各国官网和Marklines数据，24年1-9月不包括美日韩市场后中国品牌海外可跟踪国家的平均市占率为7.9%，市占率同比+2.1pct。分动力类型来看，24年1-9月新能源和燃油车海外终端销量提升对中国品牌海外市占率的增量贡献分别为17.1%和82.9%。

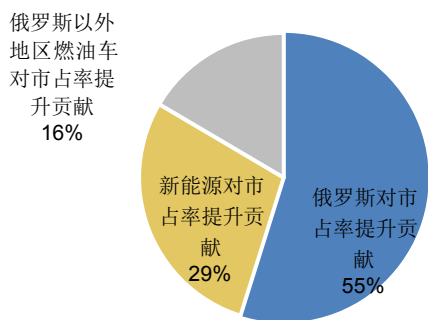


图11：不包括美日韩市场后中国品牌海外年度加权市占率（%）



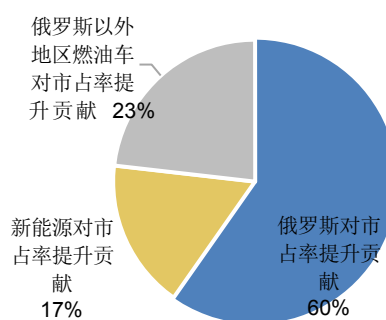
数据来源：各国官网，Marklines，

图12：23年中国品牌海外市占率驱动因素拆分



数据来源：各国官网，Marklines，

图13：24年 Q1-Q3 中国品牌海外市占率驱动因素拆分



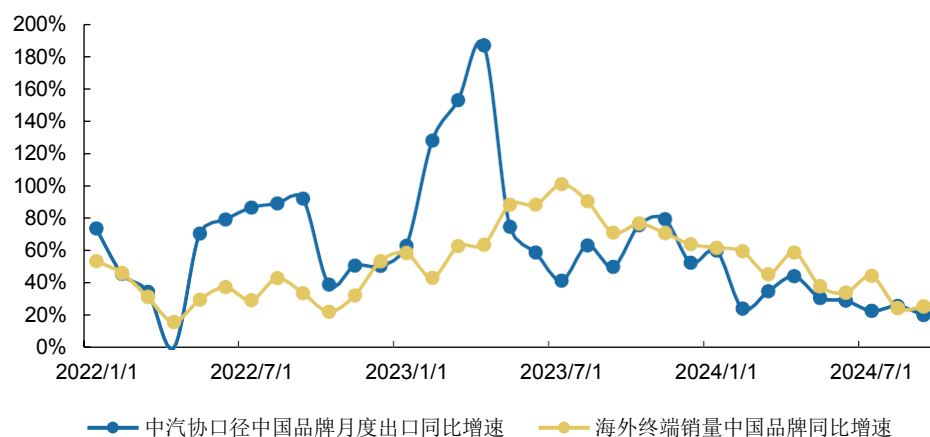
数据来源：各国官网，Marklines，

**中国品牌乘用车当前海外库存整体可控，在出口贡献正面影响的因素可持续的背景下，我们预计25年乘用车出口销量增速有望达到15%。** 从中汽协口径出口销量和海外终端销量口径下的同比增速差值来看，同时考虑到车企新车型出口和海外渠道扩张两个因素，我们判断当前中国品牌乘用车海外库存整体可控。上述拉动中国品牌海外终端市占率提升的因素25年或可继续贡献正面影响：

(1) 新能源：随新能源优质供给车型的加速出海，中国品牌海外终端市占率有望进一步提升；

(2) 燃油车：俄罗斯市场需求或进一步修复，考虑到俄罗斯市场当前的竞争格局和供给情况，中国品牌在俄罗斯的销量中枢有望进一步上移；俄罗斯以外的地区随中国品牌燃油车性价比优势的逐步凸显和保有量提升下的口碑发酵，市占率有望继续提升。

图14：中国品牌乘用车中汽协和海外终端口径下出口销量同比增速

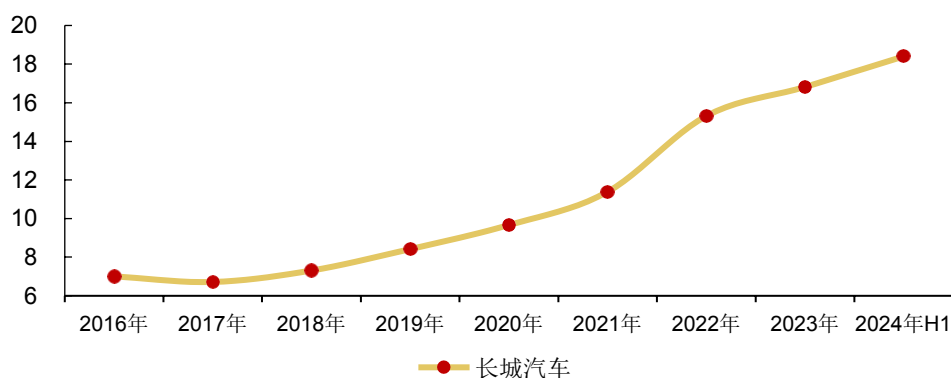


数据来源：中汽协，各国官网，Marklines，

注：海外可持续高频跟踪的国家销量占中国品牌车企海外有望持续突破的市场空间比例为90%左右

**中国品牌乘用车出口ASP继续提升，出口景气度延续或将继续为企业贡献可观的利润与现金流。**以长城汽车为例看出口ASP提升情况，24年H1长城汽车乘用车出口ASP提升至18.4万元，同比+1.6万元。

图15：长城汽车海外市场ASP（万元）变化情况

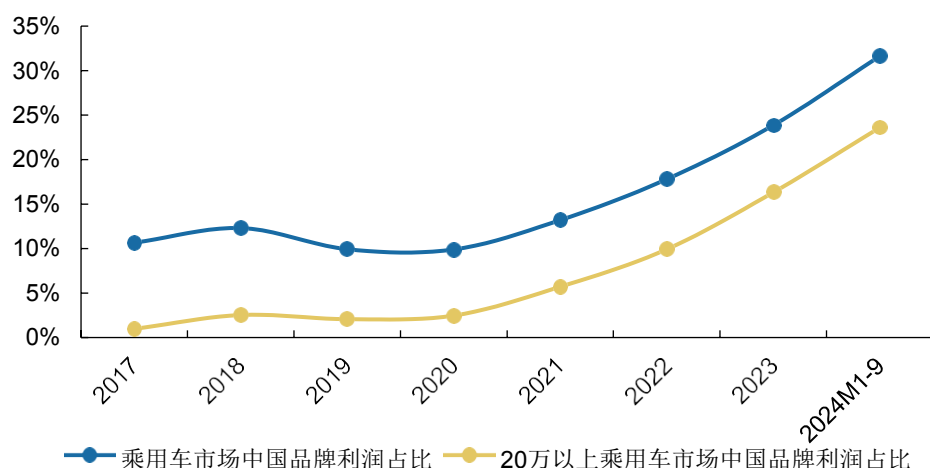


数据来源：公司财报、

**1. 高端化进程提速：中国品牌2024年Q1-3在乘用车 20 万元以上市场利润占比约24%，优质供给车型的增加将拉动中国品牌高端化进程**

**中国品牌2024年Q1-3在乘用车 20 万元以上市场通过重构竞争格局获取的利润占比约24%，潜在增长空间较大。**从利润端来看，参考不同价格区间内的典型车企盈利中枢，20万以上（含进口）乘用车23年的利润占比为83.5%，该市场区间稳态利润丰厚。根据交强险数据，24年Q1-3乘用车20万以上（含进口）市场中国品牌利润占比为23.6%，较23年增长7.3pct。

图16：中国品牌在乘用车行业利润占比提升进度（%）



数据来源：交强险，

**中国品牌优质供给车型持续增加，预计将加速抢占合资豪华品牌市场蛋糕。**根据交强险，19年到24年Q1-3一线豪华/二线豪华品牌市场份额分别下降26.8/14.3%，自主高端市占率提升33.7%，主要由于中国高端品牌品牌凭借在电动化和智能化方面的技术创新优势产品竞争力的提升。

图17：一、二线豪华品牌市占率减少情况

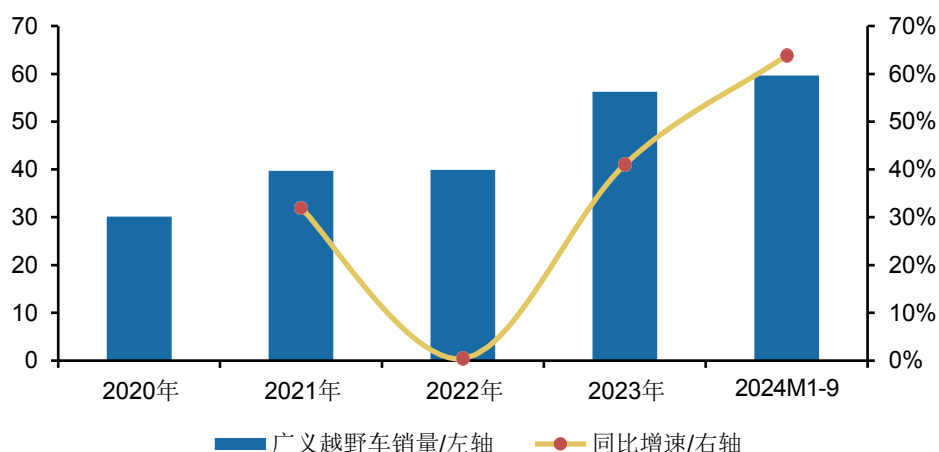
份额	15年	15-16	16-17	17-18	18-19	19-20	20-21	21-22	22-23	23-24M9	24M1-9
一线豪华合计	68.6%	-0.8%	-1.3%	-3.4%	0.6%	-1.1%	-8.1%	4.1%	-7.1%	-6.5%	36.9%
1 奔驰	19.1%	1.8%	2.2%	-0.9%	-0.8%	-0.2%	-3.5%	-0.4%	-3.0%	-1.8%	12.6%
2 宝马	24.3%	-0.5%	-0.7%	-1.6%	-0.1%	-0.4%	-1.1%	-1.9%	-2.5%	-3.1%	12.4%
3 奥迪	25.1%	-2.0%	-2.8%	-0.9%	1.4%	-0.6%	-3.5%	-1.7%	-1.5%	-1.6%	11.9%
二线豪华合计	31.2%	0.5%	-1.7%	-1.4%	-1.6%	-3.8%	-1.6%	-3.3%	-1.9%	-3.7%	12.8%
1 雷克萨斯	4.6%	-0.1%	0.0%	1.5%	1.1%	-2.7%	-0.8%	-0.6%	0.5%	-0.2%	3.3%
2 沃尔沃	5.4%	-1.3%	0.4%	-0.1%	0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.7%	-0.5%	2.6%
3 凯迪拉克	4.4%	1.0%	1.8%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-1.3%	-0.9%	-1.3%	2.2%
4 路虎	4.3%	1.3%	-1.4%	-0.6%	-1.4%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.2%	1.3%
5 林肯	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	0.9%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	1.0%
6 保时捷	3.4%	0.2%	-0.8%	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	1.0%
7 smart	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%	-0.3%	0.5%
8 捷豹	1.3%	-0.4%	0.7%	-0.1%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.4%
9 宝马MINI	1.6%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.3%
10 吉普	3.8%	-0.6%	-2.1%	-0.8%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%
11 路特斯	0.0%	0.5%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
12 英菲尼迪	2.2%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%
13 讴歌	0.3%	0.2%	0.3%	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
自主高端合计	0.1%	0.0%	2.9%	5.0%	0.2%	2.0%	6.0%	4.8%	7.6%	13.3%	41.9%
特斯拉合计	0.0%	0.4%	0.0%	-0.2%	0.8%	3.0%	3.7%	2.5%	1.4%	-3.2%	8.5%

数据来源：交强险，

### 1. 广义越野车市场持续扩容：优质供给车型将继续推动越野需求提升

**优质供给车型持续增加，预计将推动广义越野车市场持续扩容。**根据交强险，24年Q1-3广义越野车市场销量为59.6万辆，同比增长63.8%，主要是由于以长城、奇瑞、比亚迪为代表的车企陆续推出优质供给车型的拉动。展望25年，随越野车新技术的量产上市和新车型的增加，预计广义越野车市场将继续呈现扩容趋势。

图18：广义越野车销量（万辆）和同比增速（%）

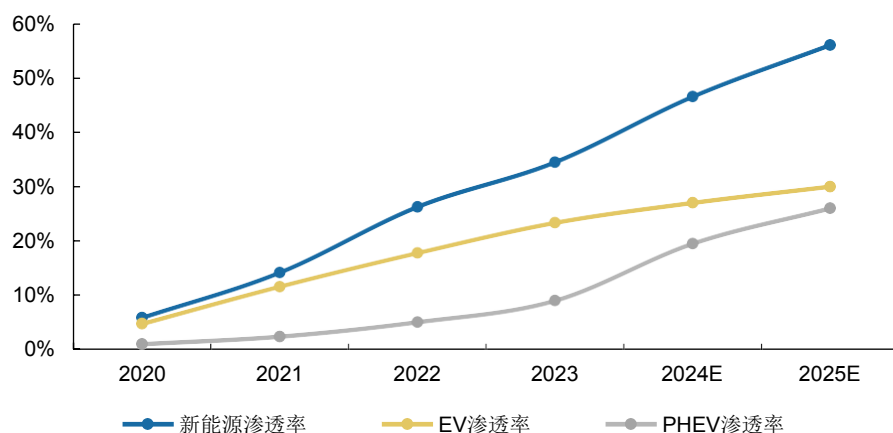


数据来源：交强险，

### 1. 新能源：25年重点关注20万以上PHEV市场中，P13和增程式两种技术路线的需求表现差异

**25年PHEV终端需求或将继续跑赢行业，重点关注20万以上PHEV市场中P13和增程式两种技术路线的需求表现差异。**在优质供给车型继续增加、智能驾驶和补能效率提升、消费者接受程度进一步提升的背景下，乘用车的新能源渗透率提升仍具备良好惯性，我们预计2025年国内新能源乘用车终端渗透率将提升至56%左右（终端销量口径，不包括出口和渠道库存），其中EV/PHEV渗透率预计分别提升至30%/26%。

图19：新能源乘用车国内终端销量渗透率预测（%）



数据来源：交强险，

### （三）竞争格局：25年重点关注市场空间持续扩容&合资份额较高的比亚迪秦PLUS、汉、唐和理想L6竞品组合

我们综合考虑“落地价”区间重合度（以静态头部车型为锚）、车身形式和能源类型，构建了9个竞品组合去进行需求和竞争格局演绎的分析。着眼25年，20万以下

我们推荐关注合资车企份额较高，将继续演绎PHEV加速平替合资燃油车逻辑的竞品组合：比亚迪秦PLUS、比亚迪汉和比亚迪宋PLUS竞品组合；20万以上推荐关注市场空间持续扩容+竞争格局相对较好的理想L6竞品组合。

**表2：乘用车分竞品组合市场空间（万辆）、合资份额和新能源渗透率（%）**

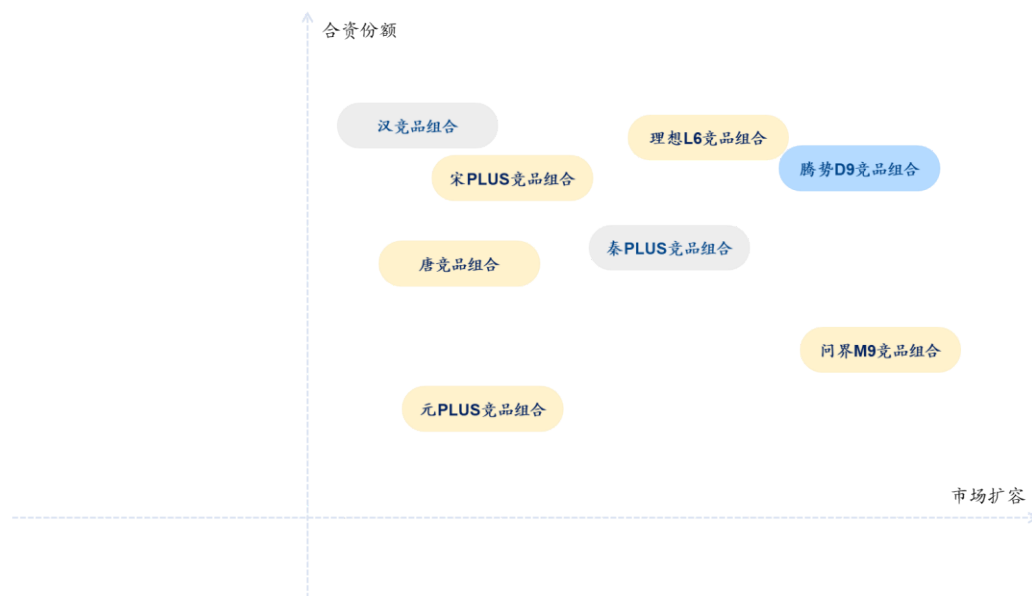
竞品组合	车种	标杆车型落地价区间	21年	22年	23年	24年 M1-9	24年 M1-9		
			市场空间(万辆)				合资份额	EV 渗透率	PHEV 渗透率
秦 PLUS 竞品组合	轿车	8-14 万	304.8	317.0	334.2	239.5	48%	18%	29%
汉竞品组合	轿车	16-24 万	181.7	200.4	197.6	149.6	64%	27%	12%
极氪 001 竞品组合	轿车	26-33 万	45.3	55.3	60.5	50.6	69%	31%	2%
元 PLUS 竞品组合	SUV	12-15 万	214.0	223.4	237.1	165.0	21%	26%	15%
宋 PLUS 竞品组合	SUV	15-18 万	186.0	194.0	204.9	142.6	55%	12%	26%
唐竞品组合	SUV	19-24 万	96.3	97.6	103.2	75.9	41%	13%	31%
理想 L6 竞品组合	SUV	25-28 万	94.7	115.9	145.7	131.3	60%	33%	35%
问界 M9 竞品组合	SUV	47-57 万	—	10.6	22.6	24.6	28%	8%	65%
腾势 D9 竞品组合	MPV	32 万以上	20.5	25.9	47.0	35.5	57%	12%	31%
<b>行业整体</b>			2040.3	1993.3	2112.3	1551.4	41%	23%	11%

数据来源：交强险，

注：(1) 竞品组合内的车型根据其落地价区间和标杆车型落地价区间的重合度进行划分，同时剔除了平均月销低于 5000 台的车型；

(2) 落地价计算公式：燃油车=经销商参考价+购置税+商业险；新能源车=经销商参考价+商业险。

**图20：乘用车竞品组合市场扩容/合资份额象限图**



数据来源：

**(四) 整车：投资具备典型的周期性特征，静态和动态下识别谁是下阶段的 WINNER 将更加清晰**

我们认为整车投资具备典型的周期性特征：企业自身的经营周期（偏顶部，偏

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/115310310211012012>