

汽车行业

乘用车内需触底了吗？

写在前面：我们在 24 年 4 月发布的报告《新格局下乘用车系列报告十二：什么是下一阶段乘用车总量成长的新动能？》中通过首购、增购、换购需求与新车、二手车的勾稽关系搭建乘用车需求结构模型，识别出未来一定阶段换购需求有望成为乘用车总量成长的新动能。着眼当下，本篇报告主要尝试从中长期视角探讨换购需求支撑下的内需底部，以及对短期视角下影响内需的因素进行拆分和展望。

中长期视角：换购需求可支撑乘用车新车内需稳态 2100 万辆中枢。换购需求等于报废更新量+二手车更新量：(1) 报废更新量：乘用车 10 年以上车龄保有量增长支撑报废更新量提升，预计 26-30 年 10 年以上车龄乘用车保有量分别为 1.13/1.22/1.28/1.33/1.38 亿辆，报废率考虑透支和刺激效果边际递减假设为 11%，预计 26-30 年报废更新量同比分别+56/98/71/59/50 万辆；(2) 二手车更新量：乘用车保有量平均车龄增长+车龄增长下的换购比例加速提升，共同支撑换购需求增量。根据中汽中心，截至 25 年底乘用车保有量平均车龄为 7.5 年。随乘用车保有量平均车龄增长，消费者换购意愿持续提升：24 年换购用户中的旧车车龄在 8 年及以上/5-8 年/3-5 年/2-3 年的占比分别为 46.2%/24.6%/11.9%/5.6%，考虑到保有量平均车龄增长假设二手车更新量 26-30 年每年增长 3%；(3) 首购需求：参考历史数据同时考虑到网约车发展和宏观经济等因素，假设 26-30 年每年新增驾驶人分别-12%/-5%/-5%/-5%/-5%，首购转换率假设为 70%，对应 26-30 年首购需求分别下滑 228/84/79/75/66 万辆，由此可得 26-30 年乘用车换购需求占比分别为 65%/66%/68%/69%/71%。

短期视角：综合考虑终端价格企稳、油价边际下跌和以旧换新补贴使用额度等因素，26H2 乘用车内需修复可期。从复盘来看，油价上涨预计拉低乘用车 26 年全年终端销量同比增速约 7%。根据交强险，26 年 1-5 月 EV/PHEV/HEV/燃油车销量分别为 236/116/35/304 万辆，同比-9.1/-27.3/-0.1/-22.9%。往后展望，价格作为需求的前瞻指标，价格触底企稳将进一步助力消费者观望需求落地。26 年在“反内卷”和原材料成本上涨的双重约束下，车企竞争策略多转向“增配提价”或“官宣涨价”。根据国家统计局和交强险，26 年 1-5 月乘用车 ASP 同比+7.8%；从折扣率来看，26 年 6 月国内燃油车/新能源车的终端折扣率分别为 23.3/9.1%，同比持平/-0.1pct，环比分别+0.8/-0.5pct。

投资建议：中长期视角下换购需求可支撑乘用车内需稳态 2100 万辆中枢，26 年乘用车内需或已触底。考虑投资者的多元化需求，我们努力提供“货架式”建议做参考（对应不同收益来源）。乘用车链条上，右侧（指“经营面”，下同）标的：吉利汽车、比亚迪（电新联合）、奇瑞汽车、赛力斯、小鹏汽车、零跑汽车；左侧标的：理想汽车、长安汽车；拐点（即将或已经）出现标的：长城汽车(A/H)、上汽集团，建议关注：江淮汽车。乘用车上下游链条上，右侧标的：敏实集团、银轮股份、中创智领(A/H)、伯特利、拓普集团、爱柯迪、福耀玻璃(A/H)、科博达、中国汽研、新泉股份、豪能股份、华域汽车等；左侧标的：永达汽车、新坐标；拐点（即将或已经）出现标的：耐世特、继峰股份等。

风险提示：行业景气度下降；行业竞争加剧；中长期测算和实际情况有偏差的风险。

相对市场表现



陈飞彤

SAC 执证号：S0260524040002
SFC CE No. BWZ819
gfchenfeitong@gf.com.cn

闫俊刚

SAC 执证号：S0260516010001
yanjungang@gf.com.cn

周伟

SAC 执证号：S0260522090001
gfzhwei@gf.com.cn

张力月

SAC 执证号：S0260524040004
zhangliyu@gf.com.cn

罗英

SAC 执证号：S0260525110001
SFC CE No. BXY867
shluoying@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、周伟、张力月并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

汽车行业:乘用车:如何看待油价扰动下的行业内需?	2026-05-25
汽车行业:乘用车:2026 年何时是最佳买点?	2026-04-13
汽车行业:如何看待乘用车 26 年国内需求拐点?	2026-03-17

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
长城汽车	601633.SH	CNY	15.66	2026/04/26	买入	29.07	1.92	2.22	8.16	7.05	4.93	4.38	16.60	17.00
长城汽车	02333.HK	HKD	8.66	2026/04/26	买入	21.07	1.92	2.22	4.20	3.64	5.68	4.60	16.60	17.00
吉利汽车	00175.HK	HKD	18.48	2026/05/24	买入	32.19	2.08	2.86	7.70	5.60	4.15	3.39	14.9	16.7
长安汽车	000625.SZ	CNY	7.11	2026/04/28	买入	12.52	0.42	0.63	16.93	11.29	839.06	652.60	5.10	7.30
赛力斯	601127.SH	CNY	54.30	2026/04/30	买入	115.78	3.86	5.81	14.07	9.35	695.51	531.40	14.80	19.30
小鹏集团-W	09868.HK	HKD	51.65	2023/08/25	买入	83.41	-0.86	1.07	-	44.99	-	29.82	-	6.5
理想汽车-W	02015.HK	HKD	48.94	2026/06/05	买入	75.71	0.07	2.63	605.79	16.12	21.55	8.55	0.20	7.20
奇瑞汽车	09973.HK	HKD	24.94	2026/01/20	买入	40.70	3.63	4.30	5.95	5.03	3.81	3.11	33.70	32.30
银轮股份	002126.SZ	CNY	43.25	2026/04/15	买入	50.54	1.58	2.07	27.37	20.89	14.91	12.27	16.30	18.00
敏实集团	00425.HK	HKD	26.16	2026/03/31	买入	45.41	2.68	3.25	8.46	6.97	4.66	4.20	12.30	13.70
中创智领	00564.HK	HKD	13.40	2026/03/31	买入	19.72	2.2	2.51	5.68	4.98	4.94	4.60	15.10	16.00
中创智领	601717.SH	CNY	14.73	2026/05/08	买入	22.04	2.20	2.51	6.70	5.87	4.35	3.95	15.10	16.00
伯特利	603596.SH	CNY	23.12	2026/04/30	买入	57.69	2.62	3.30	8.82	7.01	9.02	7.37	17.50	18.60
拓普集团	601689.SH	CNY	50.67	2026/04/30	买入	70.38	2.01	2.40	25.21	21.11	13.86	11.82	13.50	14.50
继峰股份	603997.SH	CNY	11.94	2026/03/30	买入	15.79	0.69	0.95	17.30	12.57	6.33	5.23	14.10	16.10
福耀玻璃	03606.HK	HKD	54.40	2026/03/30	买入	73.53	3.94	4.66	12.87	10.88	12.05	10.24	24.80	26.40
福耀玻璃	600660.SH	CNY	53.88	2026/04/21	买入	71.01	3.94	4.66	13.68	11.56	9.71	8.30	24.80	26.40
科博达	603786.SH	CNY	39.62	2026/04/26	买入	69.51	2.32	2.97	17.08	13.34	12.34	9.86	15.00	17.00
中国汽研	601965.SH	CNY	12.65	2026/04/23	买入	29.34	1.17	1.42	10.81	8.91	5.81	4.89	13.60	14.80
新泉股份	603179.SH	CNY	41.04	2026/04/30	买入	72.53	2.42	3.35	16.96	12.25	13.90	10.64	14.60	17.30
豪能股份	603809.SH	CNY	8.61	2026/04/30	买入	16.49	0.47	0.60	18.32	14.35	8.18	6.85	11.00	12.90
华域汽车	600741.SH	CNY	16.89	2026/04/03	买入	21.52	2.50	2.73	6.76	6.19	3.22	3.04	11.00	11.30
永达汽车	03669.HK	HKD	0.88	2025/08/18	买入	3.40	0.31	0.45	2.46	1.69	0.89	0.84	-	-
耐世特	01316.HK	HKD	3.86	2026/04/27	买入	8.02	0.07	0.09	47.78	37.16	2.63	2.32	7.50	9.60

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心
备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、中长期视角：换购需求是拉动乘用车总量成长的新动能，26 年乘用车内需大概率已触底.....5

 （一）乘用车供需关系：总需求=首购需求+增购需求+换购需求，总供给=新车供给+二手车供给5

 （二）报废/置换视角下的需求预测：换购需求可支撑乘用车内需稳态 2100 万辆中枢6

二、短期视角：综合考虑油价下跌/终端价格企稳，26Q3 起乘用车内需修复可期10

 （一）复盘：油价上涨预计拉低乘用车 26 年全年终端销量同比增速约 7%，26H1 消费者观望情绪浓厚10

 （二）展望：乘用车终端价格触底有助于内需修复，油价下跌亦有正面贡献13

三、投资建议17

四、风险提示18

图表索引

图 1：乘用车供需勾稽关系图5

图 2：国内 10 年以上车龄乘用车保有量（万辆）和同比增速（%）6

图 3：乘用车每年国内报废车辆（万辆）和 10 年以上车龄保有量报废率（%）7

图 4：国内乘用车保有量平均车龄（年）7

图 5：乘用车换购用户旧车年龄分布(%)8

图 6：乘用车终端销量（万辆）及同比增速（%）10

图 7：乘用车年度累计终端销量（万辆）及累计同比增速10

图 8：汽车社零/交强险销量/乘用车 ASP（拟合）年度累计变化情况11

图 9：乘用车分动力类型 26 年 1-5 月销量（万辆）和同比增速（%）11

图 10：乘用车分价格区间 26 年 1-5 月销量（万辆）和同比增速（%）13

图 11：乘用车行业价格/需求/库存周期演绎框架13

图 12：汽车社零/交强险销量/乘用车 ASP（拟合）月度变化情况14

图 13：乘用车市场成交均价（万元）15

图 14：燃油车综合促销幅度变化走势(%)15

图 15：新能源车综合促销幅度变化走势(%)16

图 16：国内 92#和 95#汽油终端价格（元/L）16

图 17：国内燃油车交强险月度同比（%）17

表 1：乘用车国内新车需求预测（万辆）和同比增速（%）9

表 2：06-25 年乘用车月度交强险销量占比（%）12

一、中长期视角：换购需求是拉动乘用车总量成长的新动能，26 年乘用车内需大概率已触底

我们在 24 年 4 月发布的报告《新格局下乘用车系列报告十二：什么是下一阶段乘用车总量成长的新动能？》中提到：过去针对乘用车市场总量的研究多是基于历史经验、并结合经济预期的定性判断，较难准确预测总量及其增幅，对增长动能的识别相对模糊，对结构性驱动因素也难以定量测算。乘用车终端销量增速下台阶以来，市场对乘用车增长的隐忧主要集中在首购需求是否将出现明显下滑从而导致新车销量的下行，但由于客观统计数据的缺失，首购需求的变化趋势及其对总量的影响难以评估。

对需求结构认知的不清晰是总量判断困难的重要因素之一，我们认为将购车需求拆分为首购、增购、换购需求是进一步细化乘用车总量研究的可行方式和必要手段，而换购需求则是可以通过二手车销量与报废更新量进行合理测算、进而帮助拆分需求结构的关键因子。我们通过首购、增购、换购需求与新车、二手车供给的勾稽关系搭建乘用车需求结构模型，识别出未来一定阶段换购需求有望成为乘用车总量成长的新动能。

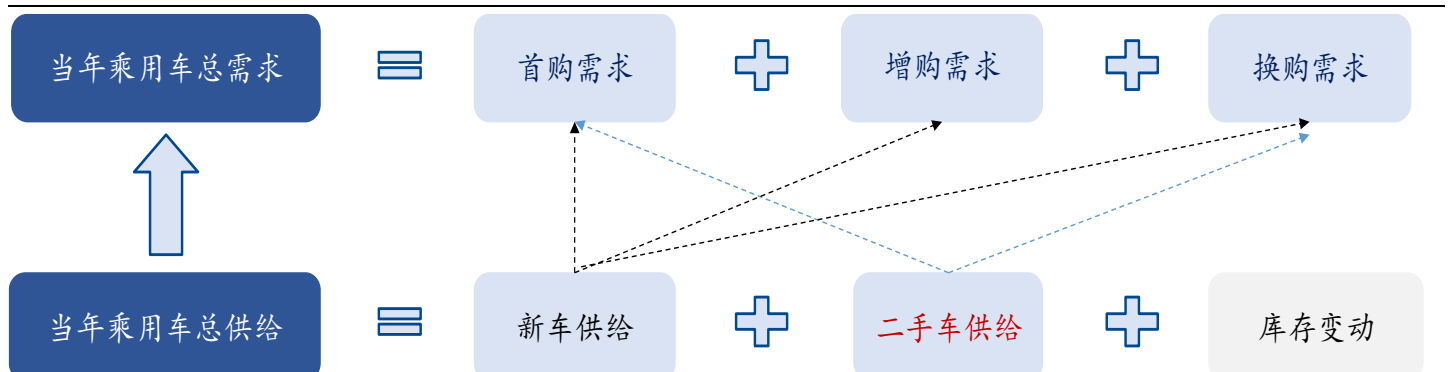
（一）乘用车供需关系：总需求=首购需求+增购需求+换购需求，总供给=新车供给+二手车供给

从需求角度看，乘用车需求由首购需求、增购需求和换购需求共同构成。首购需求是指消费者首次购买乘用车的需求；增购需求是消费者通过已有车辆能够满足基本出行需求后，出于提高生活质量或满足特殊需求而增加购车产生的需求；换购需求则发生在消费者需要升级或替换现有车辆时。

从供给角度看，乘用车供给包含新车供给、二手车供给。新车供给由汽车制造商根据市场需求和生产能力提供，其数量和品质直接影响到市场的供给结构；二手车供给则来源于已有车辆的出售，其价格、品质和数量显著受到市场新车及二手车供需关系影响；库存变动（含新车及二手车）则作为蓄水池，通过价格作用于供给及需求端。若忽略库存变动的影响，在以旧换新和报废政策刺激下，乘用车市场供需关系得到优化调整：换购需求的显著提升既贡献需求增量，又有望带动新车供给中的 ASP 显著上移。

综上，我们提出乘用车供需总量有如下的供需勾稽关系：

图 1：乘用车供需勾稽关系图



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）报废/置换视角下的需求预测：换购需求可支撑乘用车内需稳态 2100 万辆中枢

根据以下乘用车供需勾稽关系，我们构建了乘用车需求结构预测模型，通过模型实现了对购车需求结构的拆分，并分析了政策刺激下换购需求变化对总量端的拉动效果。

1. 总需求=首购需求+增购需求+换购需求

其中，换购需求=置换量（二手车供给量）+报废更新量；

2. 置换量=二手车更新量（需求）=二手车交易量/年均过户次数

注：置换属于换购需求的一部分，其创造二手车供给，且近似认为二手车供需平衡，并考虑真实的二手车供给小于中国汽车流通协会所披露的二手车交易量、折算系数为年均过户次数（假设 1.8 次）；

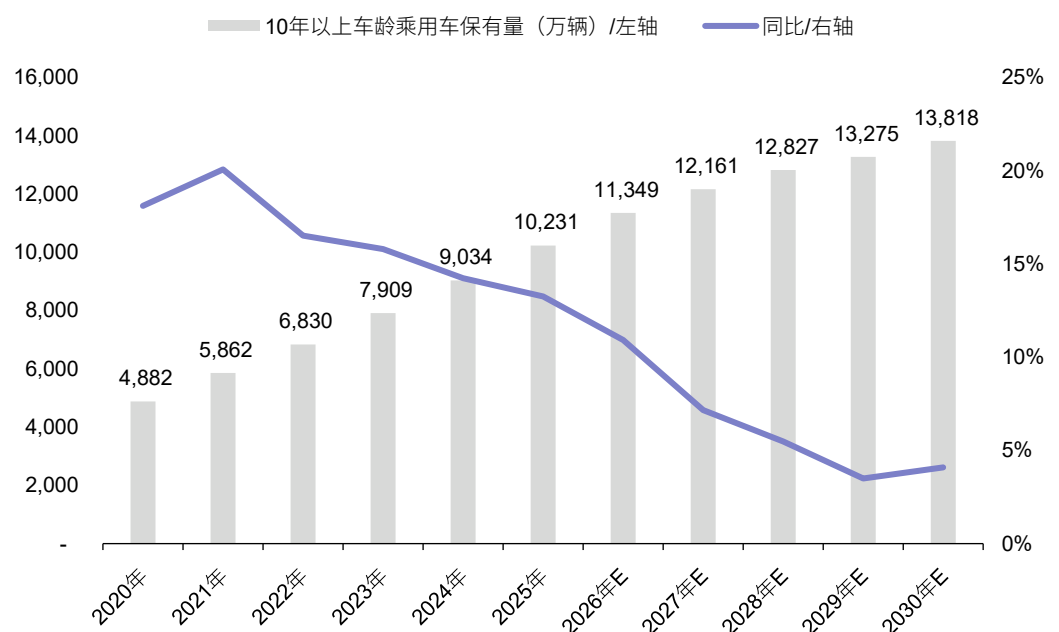
3. 报废更新量=报废量×80%

注：报废更新属于换购需求的一部分，其表征会创造新的换购需求的报废车辆数量；考虑到可能存在部分车主报废后不再进行车辆的购买、未创造新的购车需求，假设乘用车报废更新量占总乘用车报废量的 80%。

4. 新车需求（新车终端销量）=总需求-二手车需求

报废视角：国内市场 10 年以上车龄乘用车保有量持续增长，支撑乘用车换购需求持续上台阶。根据公安部数据，截至 25 年底国内 10 年以上车龄乘用车保有量为 1.0 亿辆，同比增长 13.3%。25 年乘用车报废量为 1055 万辆，对应报废率为 11.7%。10 年以上车龄的乘用车保有量持续增长，主要系 10-16 年国内新车销量中枢上台阶。

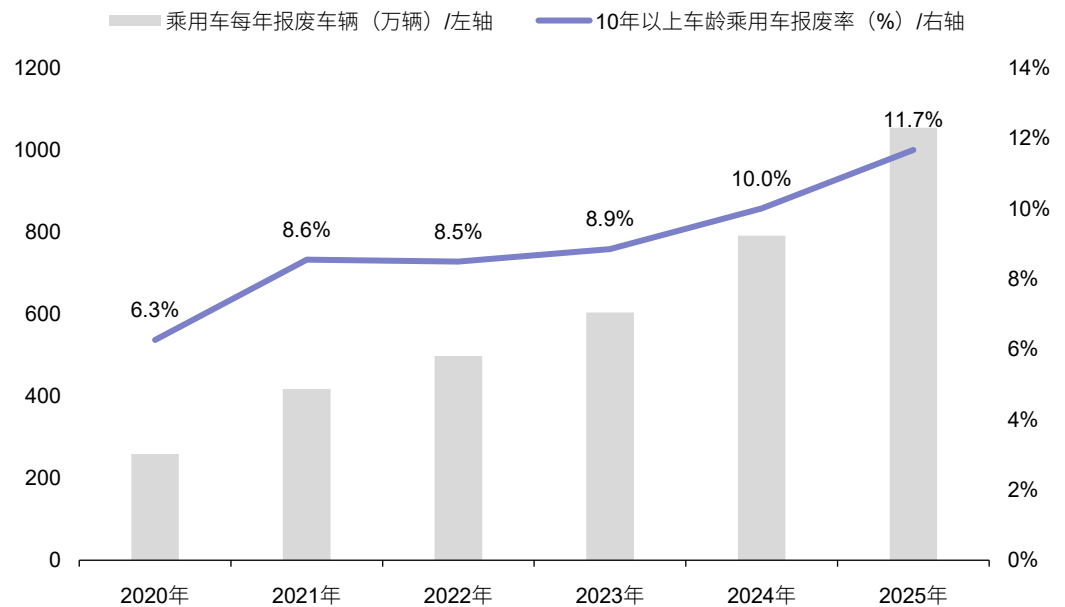
图 2：国内 10 年以上车龄乘用车保有量（万辆）和同比增速（%）



数据来源：中汽中心、广发证券发展研究中心

注：26-30 年 10 年以上车龄保有量预测逻辑：上一年 10 年以上车龄保有量+10 年前当年新车销量-当年乘用车报废量

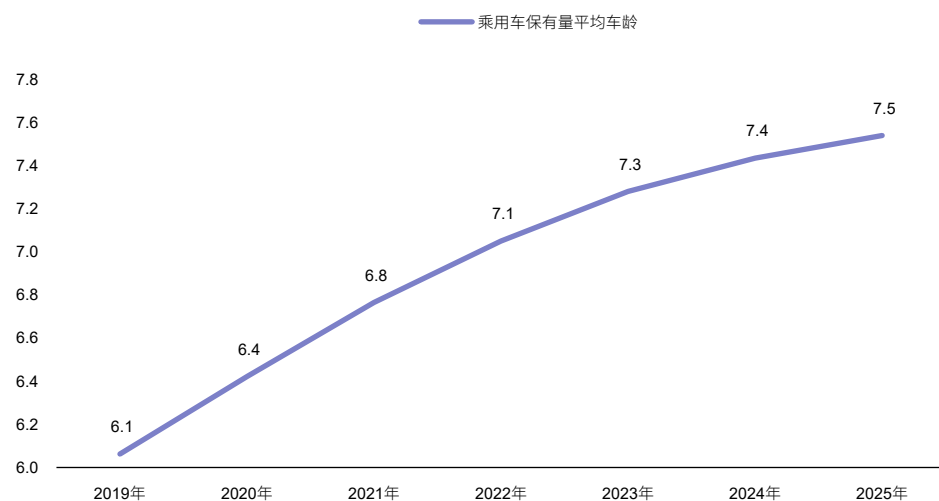
图 3：乘用车每年国内报废车辆（万辆）和 10 年以上车龄保有量报废率（%）



数据来源：公安部、广发证券发展研究中心

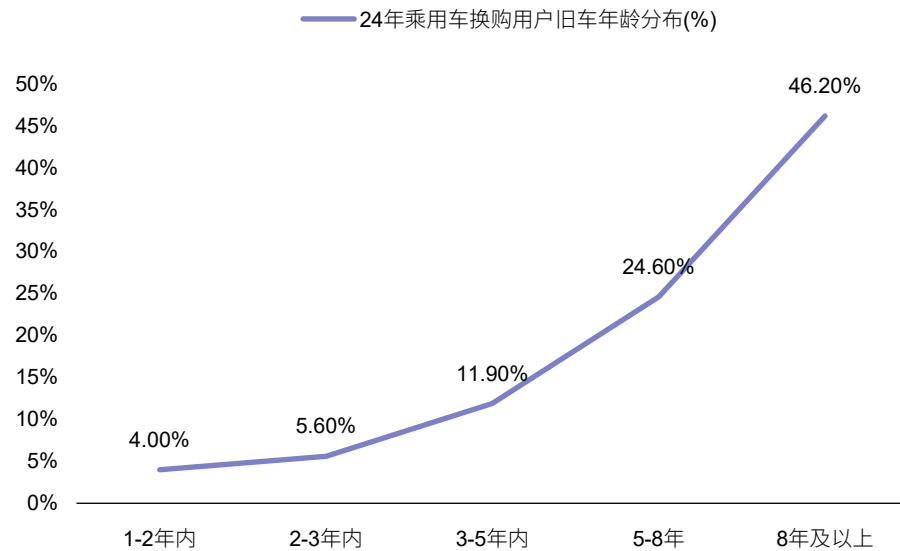
置换视角：乘用车保有量平均车龄增长+车龄增长下的换购比例加速提升，共同支撑换购需求增量。根据中汽中心数据，截至 25 年底乘用车保有量平均车龄为 7.5 年。随乘用车保有量平均车龄增长，消费者换购意愿持续提升。根据汽车之家数据，24 年换购用户中的旧车车龄在 8 年及以上/5-8 年/3-5 年/2-3 年的占比分别为 46.2%/24.6%/11.9%/5.6%。整体来看，乘用车保有量平均车龄增长下的消费者选择换购的比例加速提升。

图 4：国内乘用车保有量平均车龄（年）



数据来源：中汽中心、广发证券发展研究中心

图 5：乘用车换购用户旧车年龄分布(%)



数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

换购需求可支撑乘用车新车内需稳态 2100 万辆中枢。换购需求等于二手车更新量+报废更新量：

- (1) **报废更新量：**国内乘用车 10 年以上车龄保有量增长支撑报废更新量提升，根据历史乘用车分车龄保有量和对应报废率，预计 26-30 年 10 年以上车龄乘用车保有量分别为 1.13/1.22/1.28/1.33/1.38 亿辆，报废率考虑到 24-25 年以旧换新政策刺激下的透支和政策效果边际递减，假设 26-30 年 10 年以上车龄乘用车保有量的报废率均为 11%；
- (2) **二手车更新量：**参考历史增速中枢，考虑到乘用车保有量平均车龄增长以及随乘用车保有量平均车龄增长，消费者选择换购的比例加速提升，假设二手车更新量每年增长 3%；
- (3) **首购需求：**增购需求占比较小暂不考虑，参考历史每年新增驾驶人中枢，同时考虑到网约车发展和宏观经济等因素，假设 26-30 年每年新增驾驶人分别-12%/-5%/-5%/-5%/-5%，首购转换率参考历史数据假设为 70%，对应 26-30 年首购需求分别下滑 228/84/79/75/66 万辆。

由上述假设计算可得到，26-30 年换购需求占比分别提升至 65%/66%/68%/69%/71%，换购需求成为乘用车总量成长的新动能，可支撑乘用车新车内需稳态 2100 万辆中枢。

表 1：乘用车国内新车需求预测（万辆）和同比增速（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
首购+增购需求	1695	1706	1595	1628	1658	1461	1170	1112	1056	1003	963
新增驾驶人	2100	2600	2000	2200	2000	1900	1672	1588	1509	1434	1368
新增驾驶人同比		24%	-23%	10%	-9%	-5%	-12%	-5%	-5%	-5%	-5%
首购转换率	81%	66%	80%	74%	83%	77%	70%	70%	70%	70%	70%
换购需求	807	1088	1093	1285	1723	1961	2051	2184	2291	2386	2474
二手车更新量	599	754	695	801	1090	1117	1151	1185	1221	1257	1295
同比		26%	-8%	15%	36%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
报废更新量	207	334	399	484	634	844	900	999	1070	1129	1179
10 年以上车龄保有量	4882	5862	6830	7909	9034	10231	11349	12161	12827	13275	13818
报废率	6.3%	8.6%	8.5%	8.9%	10.0%	11.7%	11%	11%	11%	11%	11%
总需求	2502	2795	2688	2913	3381	3422	3221	3296	3347	3390	3437
Yoy		11.7%	-3.8%	8.4%	16.1%	1.2%	-5.9%	2.3%	1.6%	1.3%	1.4%
新车需求	1902	2040	1993	2112	2292	2305	2071	2111	2126	2132	2142
Yoy		7.2%	-2.3%	6.0%	8.5%	0.6%	-10.2%	1.9%	0.8%	0.3%	0.4%
二手车需求	599	754	695	801	1090	1117	1151	1185	1221	1257	1295
首购+增购需求占比	68%	61%	59%	56%	49%	43%	36%	34%	32%	30%	28%
换购需求占比	32%	39%	41%	44%	51%	57%	65%	66%	68%	69%	71%

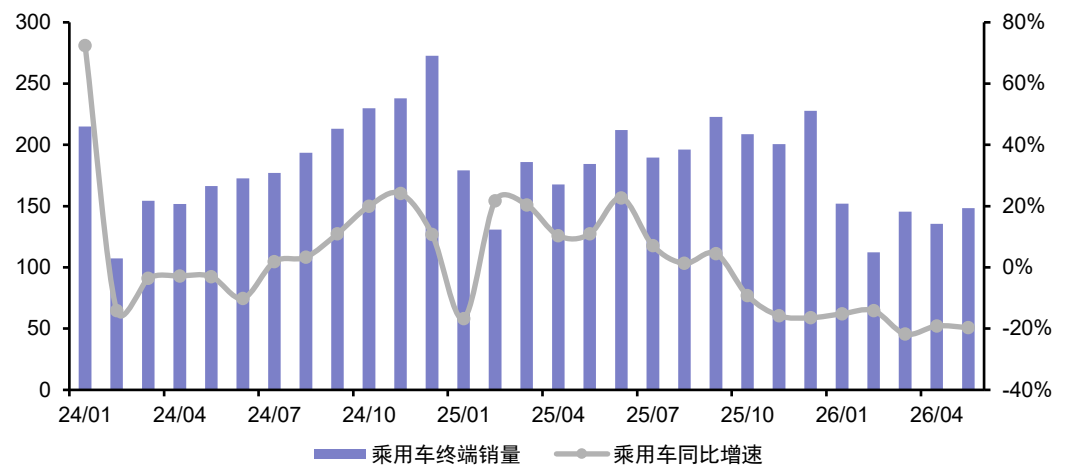
数据来源：公安部、商务部、交强险、中国汽车流通协会、广发证券发展研究中心

二、短期视角：综合考虑油价下跌/终端价格企稳，26Q3 起乘用车内需修复可期

（一）复盘：油价上涨预计拉低乘用车 26 年全年终端销量同比增速约 7%，26H1 消费者观望情绪浓厚

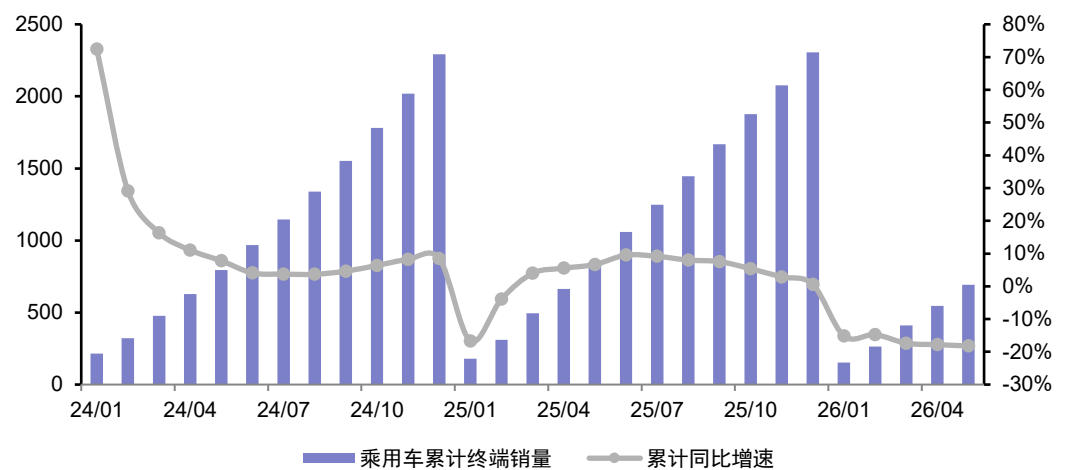
复盘：乘用车 26 年 1-5 月国内市场需求“价升量跌”。根据交强险，26 年 5 月国内乘用车交强险销量（不含进口，下同）为 148.2 万辆，同比-19.6%。乘用车 26 年 1-5 月累计销量为 693.3 万辆，同比-18.22%。26 年在“反内卷”和原材料成本上涨的双重约束下，车企竞争策略多转向“增配提价”或“官宣涨价”。根据国家统计局和交强险，26 年 1-5 月乘用车 ASP 同比+7.8%，定比例补贴利好中高端车销量占比提升，叠加折扣率企稳带来乘用车行业 ASP 回升。

图 6：乘用车终端销量（万辆）及同比增速（%）



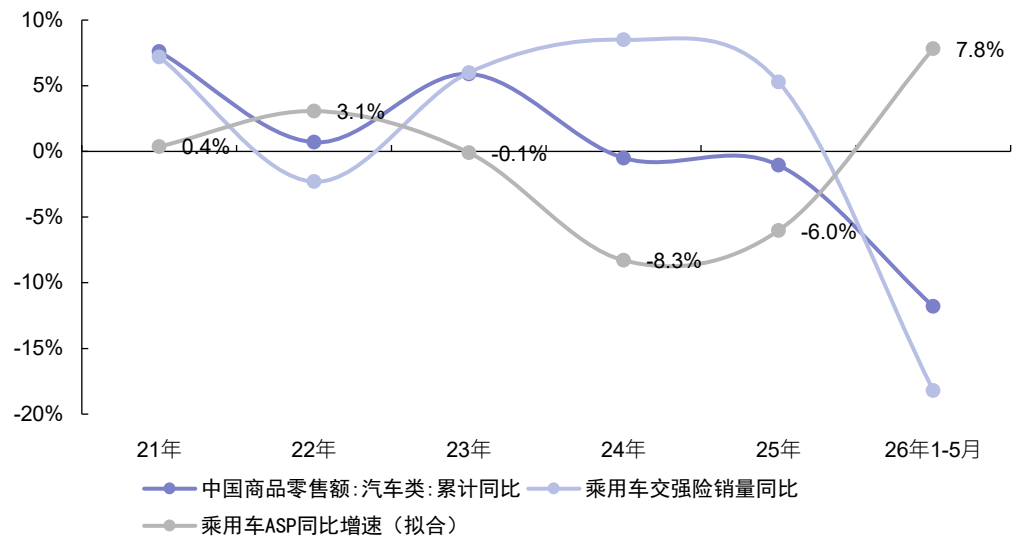
数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

图 7：乘用车年度累计终端销量（万辆）及累计同比增速



数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

图 8：汽车社零/交强险销量/乘用车 ASP（拟合）年度累计变化情况

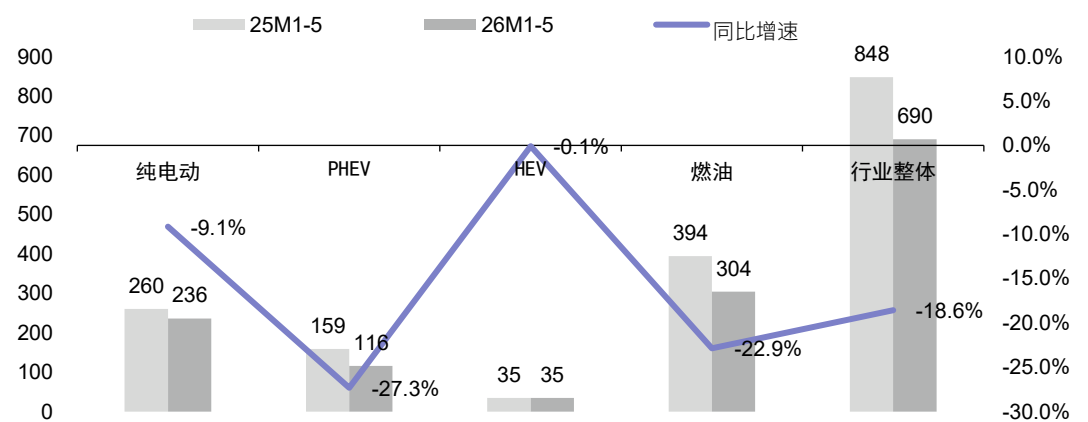


数据来源：国家统计局、交强险、广发证券发展研究中心

分动力类型来看，油价上涨预计拉低乘用车 26 年全年终端销量同比增速约 7%。参考历史上同样有两种政策退出影响的 23 年（新能源国补优惠政策和燃油车购置税减免 5%退出），26 年同时有新能源购置税优惠退坡 5%和以旧换新政策从“定额”到“定比例”，23 年 1-5 月占全年的销量比例为 34.2%，参考 23 年季节性规律进行年化，26 年 1-5 月销量隐含的全年同比增速为-12.0%（26 年 1-2 月销量隐含全年同比增速为-5.3%），油价上涨导致油车和 PHEV 车型 26 年 1-5 月销量均出现显著下滑。

根据交强险，26 年 1-5 月乘用车 EV/PHEV/HEV/燃油车型交强险销量分别为 236/116/35/304 万辆，同比分别 -9.1%/-27.3%/-0.1%/-22.9%。在油价上涨的大背景下，纯电动和 HEV 车型销量整体表现较好。

图 9：乘用车分动力类型 26 年 1-5 月销量（万辆）和同比增速 (%)



数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

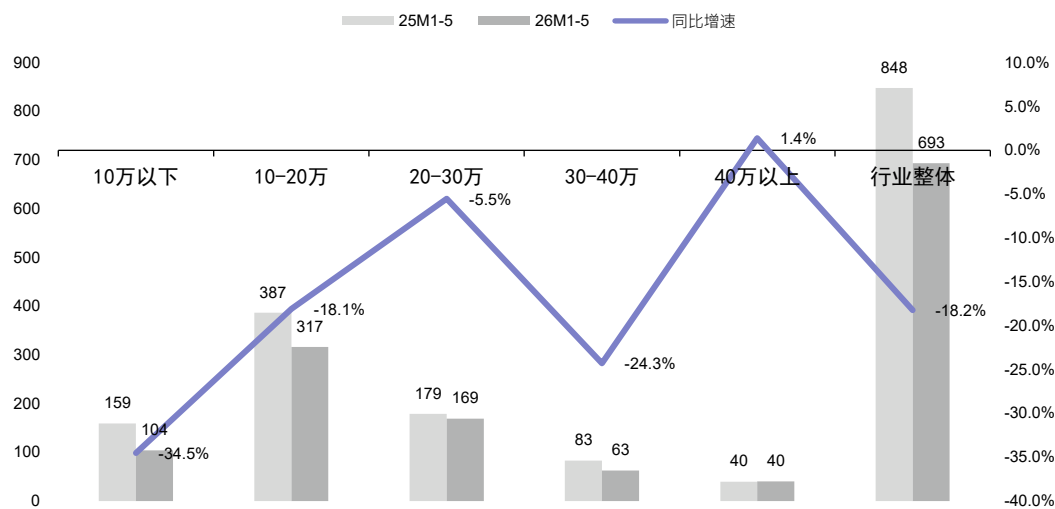
表 2：06-25 年乘用车月度交强险销量占比（%）

月度终端销量全年占比	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	10.4%	5.9%	9.1%	9.4%	7.3%	8.0%	6.9%	8.0%	9.3%	7.4%	8.9%	9.4%
2007	10.6%	7.4%	7.9%	9.4%	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%	9.1%	7.5%	8.5%	8.3%
2008	13.0%	6.6%	9.0%	9.3%	8.5%	8.6%	7.5%	6.9%	7.6%	8.5%	6.9%	7.7%
2009	7.1%	7.0%	7.3%	7.6%	7.1%	7.9%	8.1%	7.7%	9.7%	8.0%	9.4%	13.0%
2010	8.5%	5.6%	7.5%	8.1%	7.4%	6.8%	7.3%	8.1%	9.0%	8.2%	10.0%	13.5%
2011	10.5%	4.8%	8.5%	7.5%	7.9%	7.2%	7.4%	8.6%	11.3%	7.2%	9.0%	10.2%
2012	9.7%	7.7%	7.9%	6.8%	8.4%	6.9%	7.8%	8.5%	9.0%	8.5%	9.3%	9.4%
2013	13.0%	5.9%	7.0%	7.4%	8.3%	6.5%	8.0%	7.8%	9.1%	8.6%	9.0%	9.3%
2014	13.1%	5.6%	7.2%	7.9%	8.2%	7.0%	7.9%	7.1%	9.6%	8.6%	8.3%	9.5%
2015	10.9%	7.8%	6.7%	7.1%	7.3%	6.5%	7.1%	7.3%	8.5%	8.8%	9.2%	12.9%
2016	10.7%	5.2%	7.1%	6.6%	7.2%	6.7%	7.1%	8.0%	9.0%	8.5%	9.9%	13.9%
2017	8.1%	4.8%	7.2%	6.8%	7.4%	7.2%	7.6%	8.6%	9.3%	9.0%	10.2%	13.8%
2018	9.9%	7.3%	7.7%	7.3%	8.0%	7.0%	7.8%	8.2%	8.5%	8.3%	8.4%	11.6%
2019	12.9%	4.4%	7.2%	7.1%	8.0%	10.2%	6.7%	7.1%	8.2%	8.1%	8.5%	11.5%
2020	9.7%	1.0%	5.3%	7.0%	7.9%	8.3%	8.3%	8.8%	10.1%	9.9%	10.2%	13.5%
2021	11.2%	6.2%	8.3%	7.8%	8.0%	8.0%	7.7%	7.5%	8.1%	8.0%	8.4%	10.8%
2022	11.0%	5.7%	7.2%	4.9%	6.4%	9.4%	8.7%	9.2%	9.1%	8.1%	7.9%	12.4%
2023	5.9%	5.9%	7.6%	7.4%	8.1%	9.1%	8.2%	8.9%	9.1%	9.1%	9.1%	11.7%
2024	9.4%	4.7%	6.7%	6.6%	7.3%	7.5%	7.7%	8.5%	9.3%	10.0%	10.4%	11.9%
2025	7.8%	5.7%	8.1%	7.3%	8.0%	9.2%	8.1%	8.5%	9.7%	9.1%	8.7%	9.9%
正常年份均值	11.4%	6.5%	7.8%	8.2%	7.9%	7.2%	7.7%	8.0%	9.2%	8.1%	8.8%	9.2%
政策刺激完整年份	8.6%	5.6%	7.3%	7.3%	7.3%	7.1%	7.5%	8.1%	9.3%	8.4%	9.9%	13.6%
政策延续年份均值	8.3%	5.2%	7.3%	7.4%	7.4%	7.0%	7.5%	8.3%	9.2%	8.6%	10.1%	13.6%
政策退出年份均值	8.8%	6.0%	7.9%	7.4%	8.0%	7.8%	7.8%	8.6%	9.6%	8.2%	8.8%	11.2%

数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

分价格区间来看，定比例补贴和油价上涨导致 10 万元以下的成本高敏感型消费者需求下滑显著。根据交强险，26 年 1-5 月 10 万以下/10-20 万/20-30 万/30-40 万/40 万以上的乘用车销量分别为 104/317/169/63/40 万辆，同比分别-34.5/-18.1/-5.5/-24.3/+1.4%，40 万以上高价格带的乘用车需求表现更有韧性。

图 10：乘用车分价格区间 26 年 1-5 月销量（万辆）和同比增速（%）

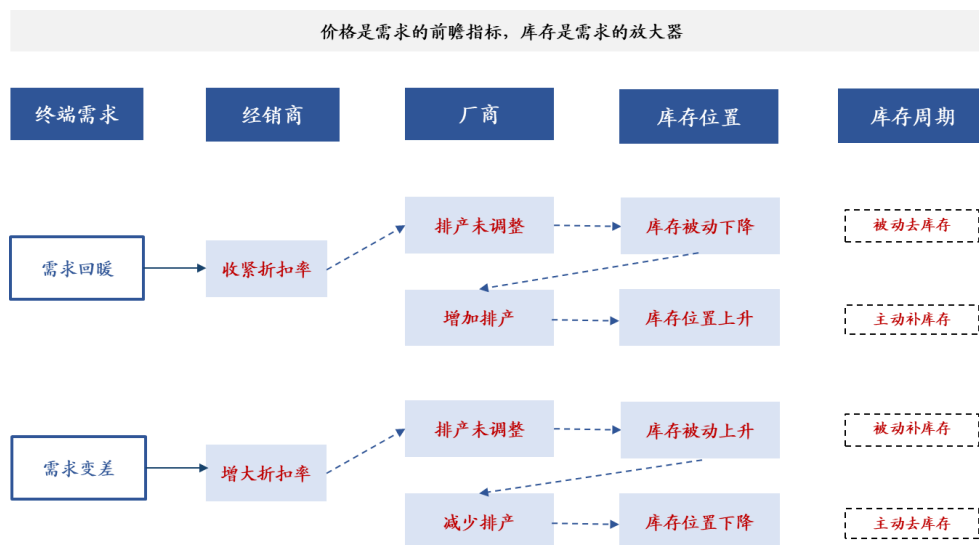


数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

（二）展望：乘用车终端价格触底有助于内需修复，油价下跌亦有正面贡献

终端价格是需求的前瞻指标，库存滞后于需求对行业批产呈“放大效应”。乘用车终端需求表现不佳，库存位置高企时，经销商往往通过增大折扣率的手段缓解库存压力。终端需求边际向上，且库存位置相对较低时，经销商开始逐步收紧折扣，价格触底企稳将进一步助力消费者观望需求落地。厂商则需要一定时间反应市场的变化，生产具有一定的惯性和滞后性，导致库存效应的放大。因此，在常规的库存周期中，我们通常依次看到“终端价格触底→需求拐点→库存向上”。

图 11：乘用车行业价格/需求/库存周期演绎框架

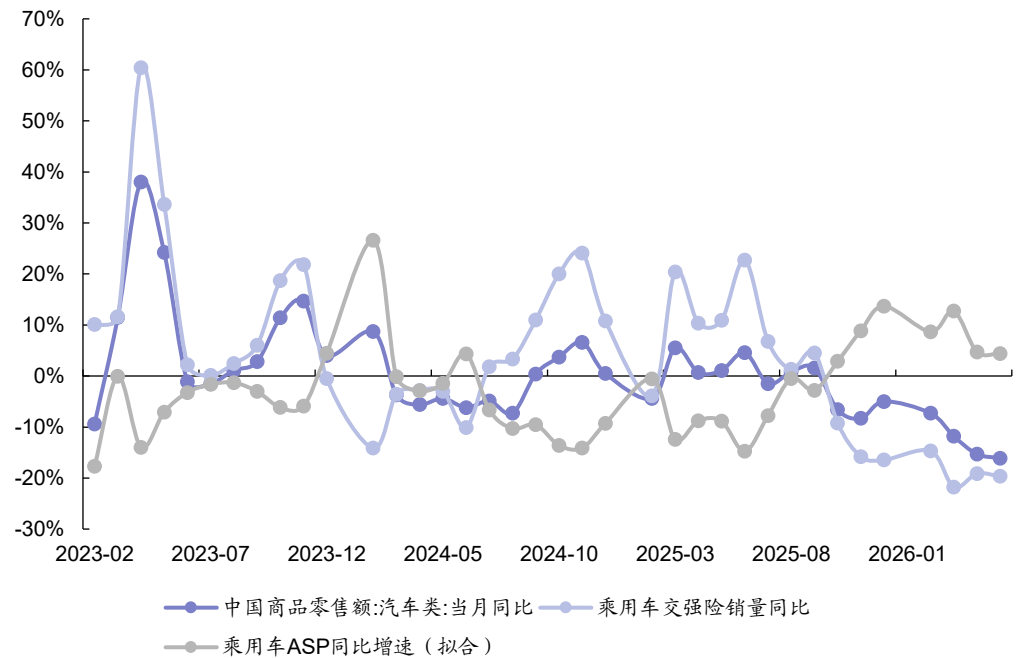


数据来源：广发证券发展研究中心

价格作为需求的前瞻指标，价格触底企稳将进一步助力消费者观望需求落地。26 年在“反内卷”和原材料成本上涨的双重约束下，车企竞争策略多转向“增配提价”或“官宣涨价”，价格企稳有助于消费者观望需求的落地。根据 GAIN 数据，乘用车市场成交均价在 25 年 10 月全国多省份暂停“定额补贴”和 26 年 1 月开启“定比例补贴”后整体呈现提升趋势。

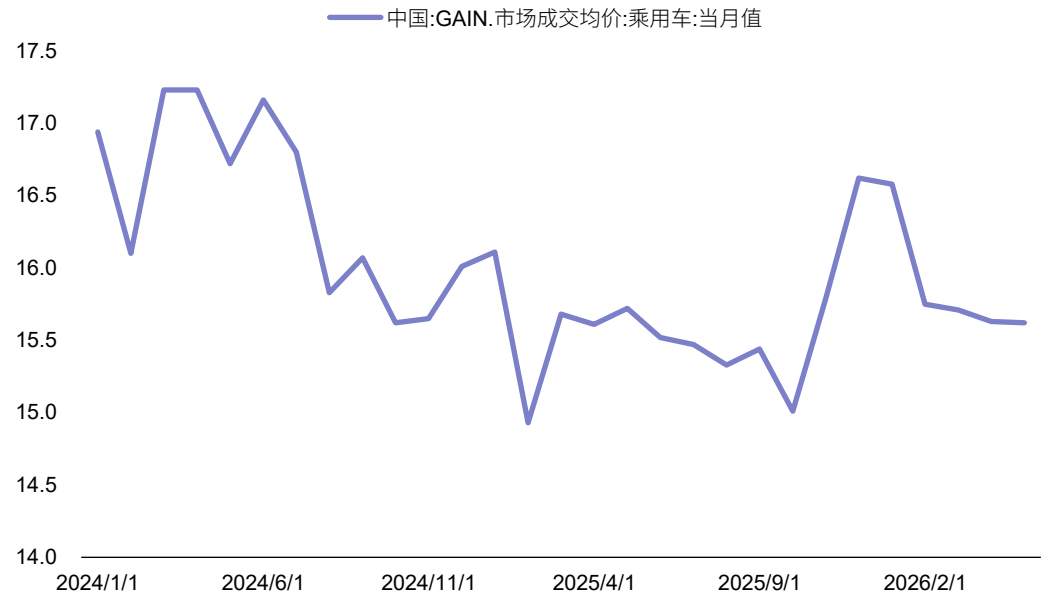
从折扣率来看，26 年 6 月国内燃油车/新能源车的终端折扣率分别为 23.3/9.1%，同比持平/-0.1pct，环比分别 +0.8/-0.5pct。其中燃油车终端优惠环比放大主要受油价上涨影响，新能源车实际终端折扣已经企稳，往后展望考虑到“反内卷”措施的实际推进和车企“增配收折扣”的竞争策略，我们预计终端价格有望上行。

图 12：汽车社零/交强险销量/乘用车 ASP（拟合）月度变化情况



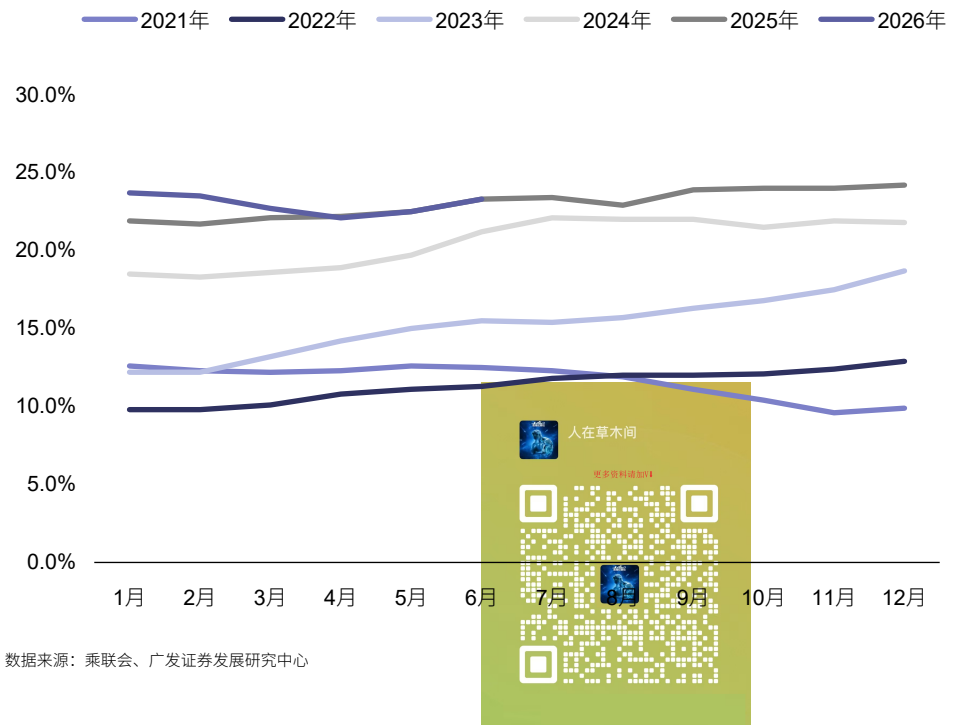
数据来源：国家统计局、交强险、广发证券发展研究中心

图 13：乘用车市场成交均价（万元）



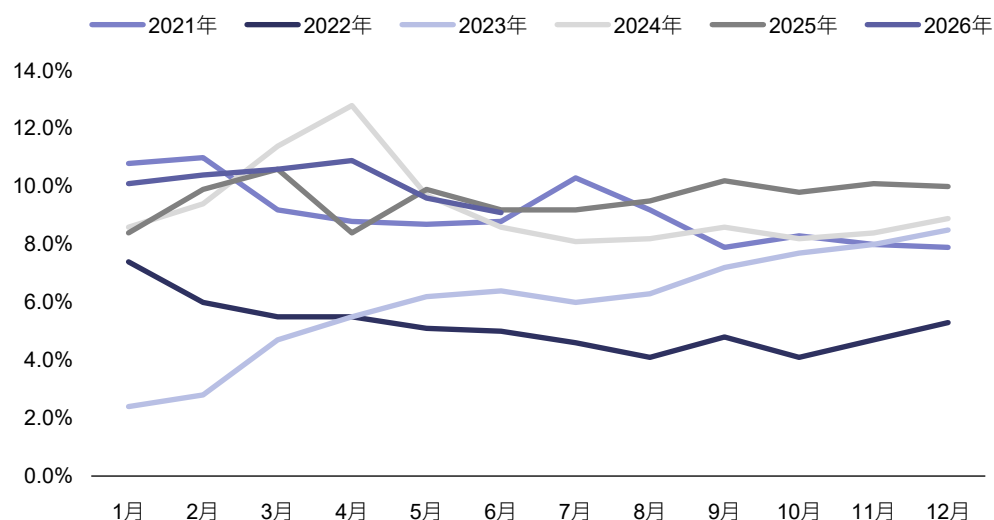
数据来源：GAIN、广发证券发展研究中心

图 14：燃油车综合促销幅度变化走势(%)



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

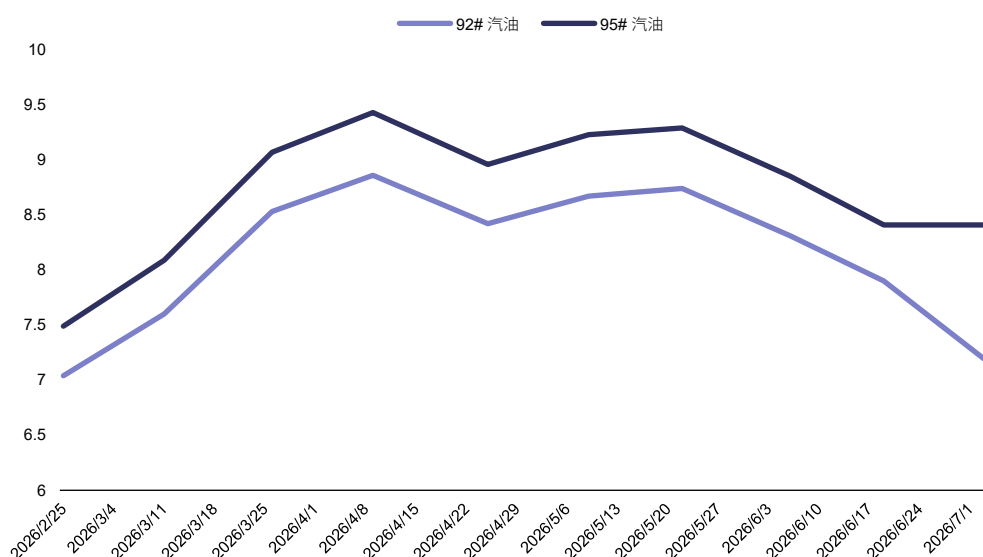
图 15：新能源车综合促销幅度变化走势(%)



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

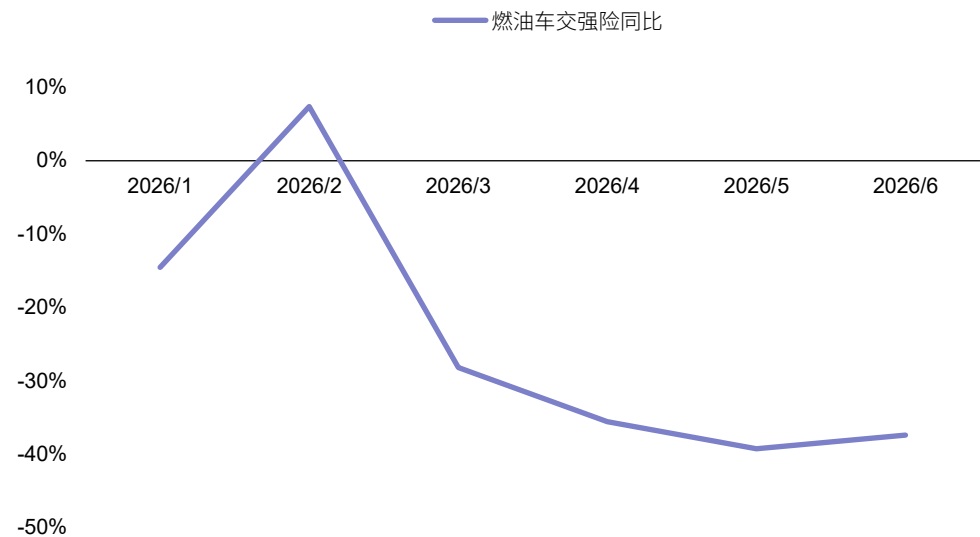
油价下跌将对乘用车内需修复有正面贡献。根据交强险数据年化测算，3月以来的油价上涨拉低了乘用车26年全年终端销量同比增速约7%。以92#汽油终端价格为例，其售价从26年2月25日的7.04元/L上涨至26年4月9日的8.86元/L，上涨幅度达25.9%。预计随油价的逐步下跌，国内乘用车燃油车和PHEV需求都将有所修复。

图 16：国内92#和95#汽油终端价格（元/L）



数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

图 17：国内燃油车交强险月度同比（%）



数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

三、投资建议

中长期视角下换购需求是拉动乘用车总量成长的新动能，换购需求可支撑乘用车内需稳态 2100 万辆中枢，26 年乘用车内需或已触底。短期来看我们判断接下来两种场景：

- （1）随着价格见底，等待内需的自然修复，政策不做调整；
- （2）如果（1）场景未出现前，前置条件却发生了一定程度的恶化，则依然存在政策托底的可能性。我们倾向于今年年内（1）场景为更大概率，且依旧有一定概率在接下来可能会出现“内需修复且油价下行/出口依旧增速亮眼/供给侧重要信号集中出现”的阶段，则会有较大的估值上行空间。

考虑投资者的多元化需求，我们努力提供“货架式”建议做参考（对应不同收益来源）。乘用车链条上，右侧（指“经营面”，下同）标的：吉利汽车、比亚迪（电新联合）、奇瑞汽车、赛力斯、小鹏汽车、零跑汽车；左侧标的：理想汽车、长安汽车；拐点（即将或已经）出现标的：长城汽车(A/H)、上汽集团，建议关注：江淮汽车。乘用车上下游链条上，右侧标的：敏实集团、银轮股份、中创智领(A/H)、伯特利、拓普集团、爱柯迪、福耀玻璃(A/H)、科博达、中国汽研、新泉股份、豪能股份、华域汽车等；左侧标的：永达汽车、新坐标；拐点（即将或已经）出现标的：耐世特、继峰股份等。

在商用车链条上，“转型”是下阶段的关键词：中国重汽、潍柴动力（A/H）、福田汽车、宇通客车等。机器人链条上，我们继续秉承“逻辑比事实更真实”的原则，26 年更多从汽车行业内的场景分析推演头部参与者的置信度及仓位。

四、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响，汽车行业景气度存在下降的可能性。

中长期测算和实际情况有偏差的风险。考虑到以旧换新政策的实施条件和消费者收入预期等因素的影响，内需中长期测算数据存在和实际情况有偏差的可能性。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



陈飞彤

SAC 执证号：S0260524040002
SFC CE No. BWZ819
gfchenfeitong@gf.com.cn



闫俊刚

SAC 执证号：S0260516010001
yanjungang@gf.com.cn



周伟

SAC 执证号：S0260522090001
gfzhwei@gf.com.cn



张力月

SAC 执证号：S0260524040004
zhangliyue@gf.com.cn



罗英

SAC 执证号：S0260525110001
SFC CE No. BXY867
shluoying@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、周伟、张力月并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

行业投资评级说明

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

公司投资评级说明

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址

邮政编码

客服邮箱

广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼

510627

gfzqyf@gf.com.cn

深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层

518026

北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层

100045

上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼

200120

香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼

-

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与奇瑞汽车(09973)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。