

汽车行业专题报告

汽车以旧换新如期延续，释放全年增长稳定预期

方正证券研究所证券研究报告

分析师

文姬 登记编号：S1220523120002

唐嘉俊 登记编号：S1220524110005

联系人 李溶涛

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	338
总股本(亿股)	3,553.53
销售收入(亿元)	55,057.79
利润总额(亿元)	2,405.42
行业平均 PE	67.31
平均股价(元)	19.28

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《央企企业投资手册(一)：自我变革征程已启，积极拥抱智能电动浪潮》2024.12.31

《广州车展开幕在即，新品齐聚蓄势待发》2024.11.13

《专题：美国大选落地，关注北美汽车产业链》2024.11.07

《汽车报废换新政策跟踪系列(三)：效应时近，商用车盈利弹性空间几何？》2024.09.30

复盘 2024：两新政策拉动约 180 万辆市场增量。根据国家发展改革委，2024 年全国汽车报废和置换更新超过 650 万辆，其中汽车报废更新超过 290 万辆，置换更新超过 370 万辆。9 月多地报废更新+置换更新细则颁布后助推需求提升，零售销量增速同比转正。经我们测算，由政策带来的销量增量约为 179 万辆，其中报废更新/置换更新带来的增量分别为 125 万辆/54 万辆。

展望 2025：乘用车以旧换新如期延续，符合报废换新政策保有量约 1865 万台。根据国家发展改革委、财政部《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，其中提出：扩大汽车报废更新支持范围与完善汽车置换更新补贴标准。2025 年政策主要有 3 大边际变化：

边际变化 1：国补范围扩大。2025 年国补政策将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。

边际变化 2：置换补贴纳入国补政策统一发布，并与报废补贴有所区隔。2024 年江苏、广东、海南等部分省级置换新能源补贴最高可达 1.6-2.0 万元，现国补政策购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元，整体金额与报废补贴有所区隔，报废先行，避免过度透支置换需求。

边际变化 3：2025 年国补基本覆盖全年，实施时间长于 2024 年。2025 年国补政策于 1 月 8 日发布，政策实施时间长于 2024 年。2024 年 4 月 24 日发布以旧换新政策，报废换新补贴金额 7000-10000 元；7 月 25 日国补加码，报废换新补贴金额 1.5-2.0 万元；8 月底 9 月初开始，地方置换更新补贴出台，补贴金额约 1.0-1.5 万元不等，部分省份在 1.5 万元以上。

两新拉动销量测算：乘用车方面，政策有望带动 2025 年终端需求同比增长 1.9%。经测算，政策预计带来 216 万需求增量，其中报废更新/置换更新分别带来 94 万辆/122 万辆增量，推动全年终端销量增长 1.9%。**重卡方面，**重卡预计带来 8 万辆当年置换增量，带动整体内需增长约 10%至 63 万辆，国内国四重卡存量超 80 万辆，补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车。**客车方面，**预计可以带动约 1.5 万辆公交更新替换需求，带动公交总量突破 4 万辆。公交亟待更新车型超 10 万辆，补贴幅度由 6 万元提升至 8 万元有望进一步撬动需求。

投资建议：乘用车：2025 年政策实施期更长，汽车消费释放明确托底信号，考虑到当前春节临近传统淡季，以及 2024 上半年政策补贴真空，建议密切观察春节后汽车数据表现，2-3 月汽车板块景气度有望在基数效应、补贴延续、新品周期等催化下复苏。**商用车：**看好商用车板块一季度在政策与旺季数据双重催化，高股息增强配置吸引力。当前重卡板块 P/B 估值处于近 5 年中枢偏下水平，随着销量逐月攀升、盈利弹性的逐步验证，板块有望迎来估值修复机会。

重点标的：比亚迪、吉利汽车、赛力斯、小鹏汽车、长安汽车、长城汽车、东风集团股份、上汽集团、广汽集团等。中国重汽 A+H、潍柴动力 A+H、宇通客车，建议关注弹性标的一汽解放、福田汽车、金龙汽车、中通客车。

风险提示：宏观经济不及预期，政策刺激不及预期，补贴落地不及预期。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 复盘 2024：两新政策拉动约 180 万辆市场增量.....	4
1.1 乘用车：国补政策提升终端需求，翘尾效应明显	4
1.1.1 报废更新：合计申请 290 万辆，日均申请份数约 1.6 万份	4
1.1.2 置换更新：合计申请超 370 万辆，年末置换需求加速释放	6
1.2 商用车：步入存量时代，政策持续驱动替换需求释放	6
2 展望 2025：2025 年以旧换新政策继续托底终端需求	9
2.1 乘用车：政策有望助力 2025 年乘用车终端销量同比增长 1.9%.....	9
2.1.1 边际变化：补贴范围扩大，置换更新补贴与报废更新差异化区分	9
2.1.2 拉动效应：新政策有望拉动 226 万新增换购需求	11
2.2 商用车：国四纳入新政补贴范围，公交补贴力度增强	13
3 投资建议：车市结构性机会存续，政策效果有待观察	14
4 风险提示	14

图表目录

图表 1：两新政策带动终端需求提升	4
图表 2：报废更新补贴申请份数跟踪	5
图表 3：报废换新累计补贴申请份数与日均补贴申请份数.....	5
图表 4：置换更新补贴申请份数跟踪	6
图表 5：置换更新累计补贴申请份数（左轴）与平均单日补贴申请份数（右轴）	6
图表 6：中国历年重卡保有量	7
图表 7：中国历年公交客车保有量	7
图表 8：近年来中国公路货运量及同比增速.....	7
图表 9：2022 年以来国内大宗公路运输运价变化	7
图表 10：国内当前国五、国四、国三重卡保有量对比.....	8
图表 11：国内现存老旧新能源公交客车分布情况.....	8
图表 12：2025 年政策与 2024 年乘用车政策对比	10
图表 13：2025 年符合政策要求保有量及补贴申请量测算	11
图表 14：2025 年符合政策要求保有量及补贴申请量测算	11
图表 15：置换更新补贴申请份数跟踪.....	12
图表 16：2024 年终端销量还原测算	12
图表 17：2025 年终端销量测算	12
图表 18：2025 年政策与 2024 年商用车政策对比	13

1 复盘 2024：两新政策拉动约 180 万辆市场增量

1.1 乘用车：国补政策提升终端需求，翘尾效应明显

复盘 2024 年两新政策：报废更新与置换更新合计超 650 万辆。根据国家发展改革委表示，2024 年，全国汽车报废和置换更新超过 650 万辆，其中汽车报废更新超过 290 万辆，置换更新超过 370 万辆。9 月多地报废更新+置换更新细则颁布后助推需求提升，零售销量增速同比转正。

两新政策合计：年度拉动销量合计 660 辆，使用补贴资金预计为约 805-1135 亿元，以中央财政 1500 亿元用于消费品以旧换新以及中央补贴资金占比 90%计算，汽车行业补贴资金预计占比 48%-68%。

图表1:两新政策带动终端需求提升

		5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计
2023 年 总量	总体零售	174	189	177	192	202	203	208	235	2170
	燃油车零售	116	123	113	121	127	126	124	140	1396
	新能源零售	58	67	64	72	75	77	84	95	774
2024 年 总量	总体零售	171	176	172	191	211	226	242	264	2294
	燃油车零售	91	91	84	88	98	107	115	133	1200
	新能源零售	80	86	88	103	112	120	127	130	1093
2024 增 速	总体零售	-2%	-7%	-3%	-1%	4%	11%	17%	12%	6%
	燃油车零售	-22%	-26%	-26%	-27%	-23%	-15%	-7%	-5%	-14%
	新能源零售	39%	29%	37%	43%	50%	55%	51%	37%	41%
申请量	报废更新	3	10	29	38	40	44	58	68	290
	以旧换新			15	25	55	60	75	140	370
	两新合计	3	10	44	63	95	104	133	208	660
	两新占比	2%	6%	26%	33%	45%	46%	55%	79%	29%
资金使用	报废更新下限 (亿元)	4.5	15	43.5	57	60	66	87	102	435
	报废更新上限 (亿元)	6	20	58	76	80	88	116	136	580
	置换更新下限 (亿元)			15	25	55	60	75	140	370
	置换更新上限 (亿元)			22.5	37.5	82.5	90	112.5	210	555
	两新合计下限 (亿元)	4.5	15	58.5	82	115	126	162	242	805
	两新合计上限 (亿元)	6	20	80.5	113.5	162.5	178	228.5	346	1135
	两新资金使用 占比下限	0.3%	0.9%	3.5%	4.9%	6.9%	7.6%	9.7%	14.5%	48.3%
	两新资金使用 占比上限	0.4%	1.2%	4.8%	6.8%	9.8%	10.7%	13.7%	20.8%	68.1%

资料来源：乘联分会，方正证券研究所测算

1.1.1 报废更新：合计申请 290 万辆，日均申请份数约 1.6 万份

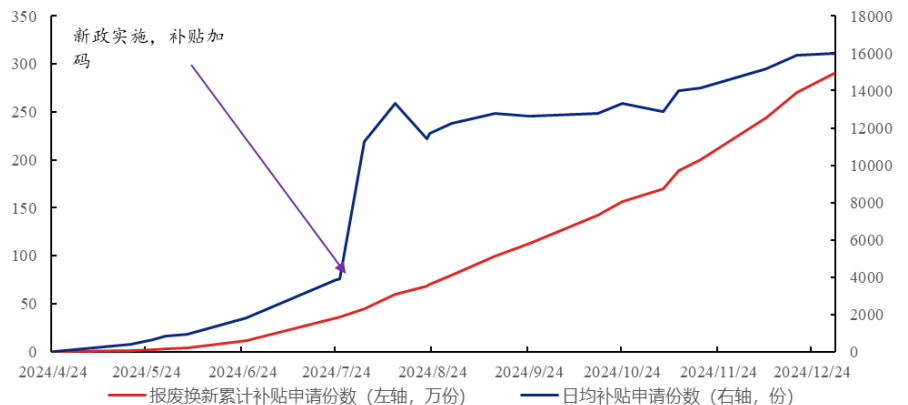
报废更新数据跟踪：自4月24日政策发布以来，根据商务部数据，全国汽车报废更新超290万辆，国补加码后日均申请份数约1.6万份，以单车补贴1.5万元（燃油车）-2.0万元（新能源），合计补贴资金额度为454~606亿元，以中央补贴占比90%计算，中央补贴资金使用409~545亿元。

图表2:报废更新补贴申请份数跟踪

政策细则	日期	补贴申请份数（万份）	日均申请数量（份）	补贴资金（亿元）	中央预算资金使用比例（以1500亿计算）
报废换新国补加码前	2024/4/24	0	0	0	0%
	2024/5/19	1	400	1.5~2.0	0.09%~0.12%
	2024/5/26	2	625	3.0~4.0	0.18%~0.24%
	2024/5/30	3	833	4.5~6.0	0.27%~0.36%
	2024/6/6	4	930	6.0~8.0	0.36%~0.48%
	2024/6/25	11.3	1823	17.0~22.6	1.02%~1.36%
	2024/7/24	35	3846	52.5~70.0	3.15%~4.20%
报废换新国补加码后	2024/7/25	36	3913	54.0~72.0	3.24%~4.32%
	2024/8/2	45	11250	67.5~90.0	4.05%~5.40%
	2024/8/12	60	13333	90.0~120.0	5.40%~7.20%
	2024/8/22	68	11429	102.0~136.0	6.12%~8.16%
	2024/8/23	70	11724	105.0~140.0	6.30%~8.40%
	2024/8/30	80	12222	120.0~160.0	7.20%~9.60%
	2024/9/13	100	12800	150.0~200.0	9.00%~12.00%
	2024/9/24	113	12623	169.5~226.0	10.17%~13.56%
	2024/10/16	142	12771	213.0~284.0	12.78%~17.04%
	2024/10/24	157	13297	235.5~314.0	14.13%~18.84%
	2024/11/6	170	12885	255.0~340.0	15.30%~20.40%
	2024/11/11	188.6	14000	282.9~377.2	16.97%~22.63%
	2024/11/18	200	14138	300.0~400.0	18.00%~24.00%
	2024/12/9	244	15182	366.0~488.0	21.96%~29.28%
	2024/12/19	270	15918	405.0~540.0	24.30%~32.40%
	2024/12/31	290	15975	435.0~580.0	26.10%~34.80%

资料来源：商务部，方正证券研究所

图表3:报废换新累计补贴申请份数与日均补贴申请份数



资料来源：商务部，中国政府网，方正证券研究所

1.1.2 置换更新：合计申请超 370 万辆，年末置换需求加速释放

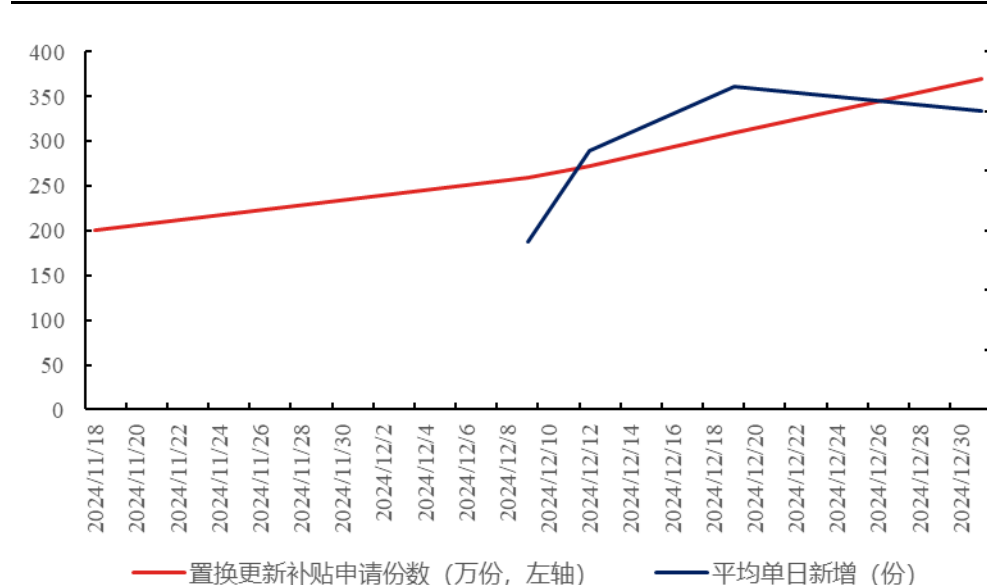
置换更新数据跟踪：自 9 月各地置换补贴政策陆续实施以来，截至 12 月 31 日，全国汽车置换更新超 370 万辆，其中 12 月日均申请数加速提升，年末置换需求加速释放。

图表4: 置换更新补贴申请份数跟踪

政策细则	日期	置换更新补贴申请份数 (万份, 左轴)	日均申请数量 (自 11/18 起, 份)	间隔天数 (天)	平均单日新增 (份)
置换补贴	2024/11/18	200			
	2024/12/9	259	28095	21	2.81
	2024/12/12	272	30000	3	4.33
	2024/12/19	310	35484	7	5.43
	2024/12/31	370	39535	12	5.00

资料来源：崔东树公众号，商务部，方正证券研究所

图表5: 置换更新累计补贴申请份数（左轴）与平均单日补贴申请份数（右轴）

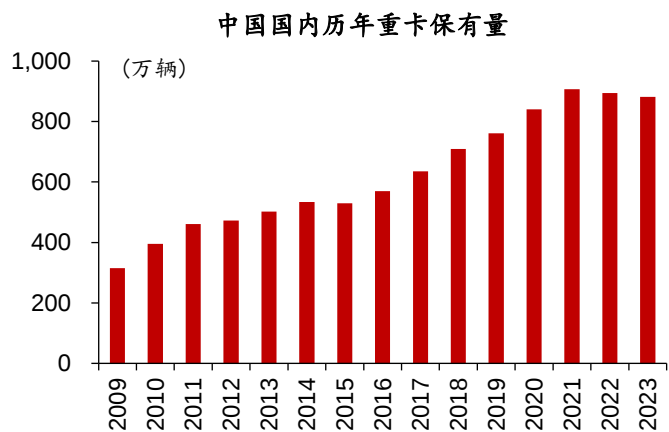


资料来源：商务部，方正证券研究所

1.2 商用车：步入存量时代，政策持续驱动替换需求释放

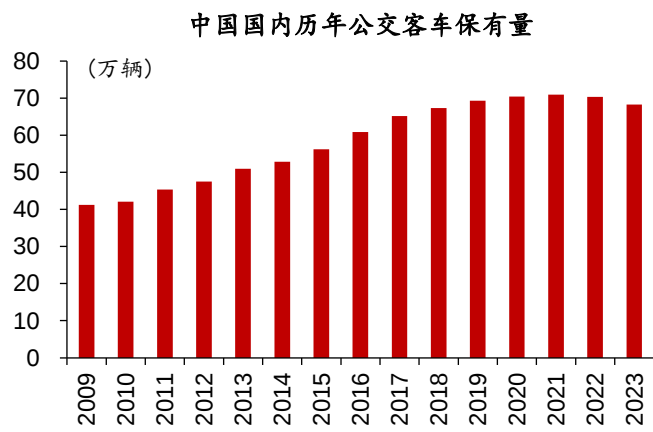
国内存量维持高位，替换需求逐步成为主导需求。得益于此前中国公路运输行业的长期持续扩张，国内商用车的总量规模实现了显著且快速的的增长。截至 2021 年，国内重卡保有量已攀升至 907.1 万辆，而公交客车保有量也达到了 70.9 万辆的可观水平。然而，随着公路运输需求的恢复进程相对温和，公路货运运价持续在低位徘徊；与此同时，地方政府财政状况亦面临一定的压力。这些不利因素相互叠加，共同对国内商用车的需求产生了抑制作用，导致整体内需市场表现疲软。

图表6: 中国历年重卡保有量



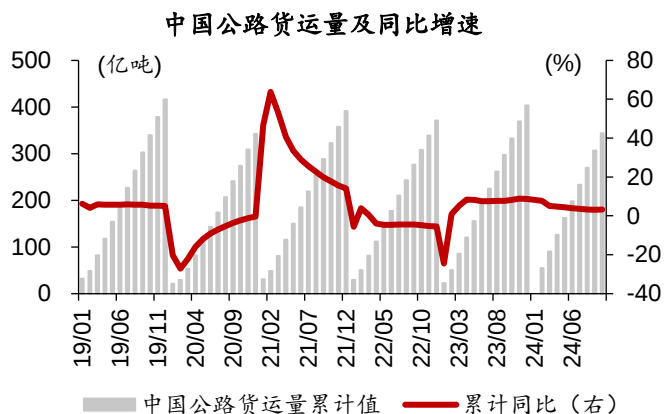
资料来源: , 方正证券研究所

图表7: 中国历年公交客车保有量



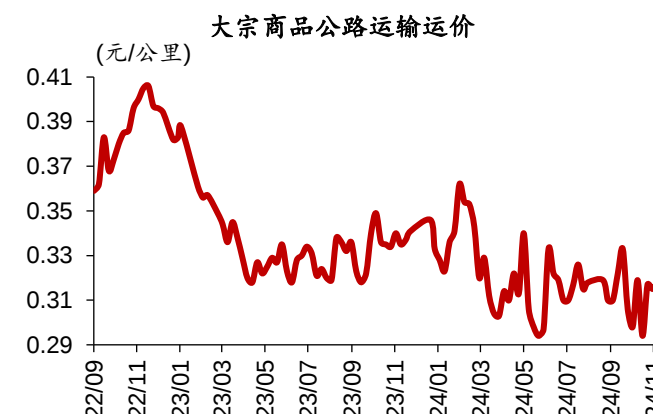
资料来源: , 方正证券研究所

图表8: 近年来中国公路货运量及同比增速



资料来源: , 方正证券研究所

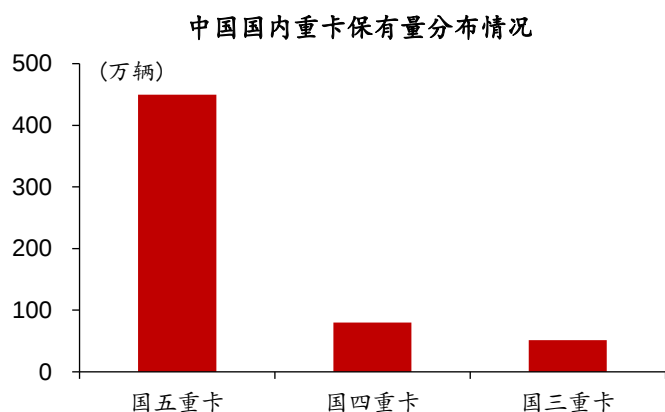
图表9: 2022 年以来国内大宗公路运输运价变化



资料来源: 物泊科技, 方正证券研究所

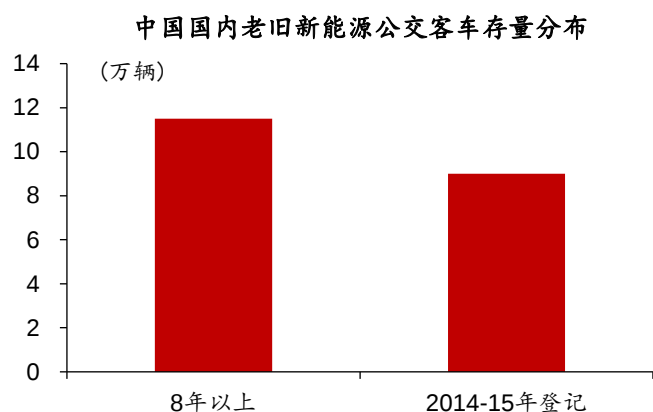
以旧换新激励政策有望延续, 效应或将得到强化。2024 年度的以旧换新政策主要聚焦于国三排放标准的货车领域, 此类车辆大多已服役超过 12 年, 此前经多次淘汰后现存数量相对有限, 且多用于非核心运营场景。当前来看, 使用年限较长的重卡车型主要集中在国四与国五排放标准, 若相关政策能进一步扩展覆盖, 将对国内重卡需求产生更为明显的提振作用。公交方面, 当前存在超过 10 万辆的老旧车型亟待更新, 得益于政策的积极驱动, 这部分需求正稳步释放中。此外, 鉴于中央及各级地方政府在今年推行以旧换新政策过程中积累的丰富经验, 预计明年政策执行效率将有所提升, 从而在整个年度内实现更为显著的市场刺激效果。

图表10:国内当前国五、国四、国三重卡保有量对比



资料来源: 科瑞咨询, 卡车之家, 方正证券研究所

图表11:国内现存老旧新能源公交客车分布情况



资料来源: 电车汇, 方正证券研究所

2 展望 2025：2025 年以旧换新政策继续托底终端需求

2.1 乘用车：政策有望助力 2025 年乘用车终端销量同比增长 1.9%

2.1.1 边际变化：补贴范围扩大，置换更新补贴与报废更新差异化区分

乘用车报废更新补贴范围扩大，明确区分置换更新与报废更新补贴金额。根据国家发展改革委、财政部《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，其中提出：扩大汽车报废更新支持范围与完善汽车置换更新补贴标准。根据我们分析，2025 年国补政策与 2024 年政策主要边际变化为如下 3 点：

■ **边际变化 1：国补范围扩大，2025 年国补政策将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。**

- **原补贴范围：**2011 年 6 月 30 日（日期均含当日，下同）前登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车。
- **现补贴范围：**2012 年 6 月 30 日前注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，或 2018 年 12 月 31 日前注册登记的的新能源乘用车。
- **主要增量：**2011 年 7 月至 2012 年 6 月的汽油乘用车，及 2018 年 5 月至 12 月的的新能源乘用车。

■ **边际变化 2：置换补贴纳入国补政策统一发布，并与报废补贴有所区隔：**

置换补贴纳入国补政策统一发布，2024 年江苏、广东、海南等部分省级置换新能源补贴最高可达 1.6-2.0 万元，现国补政策购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元，**整体金额与报废补贴有所区隔，报废先行，避免过度透支置换需求。**

■ **边际变化 3：2025 年国补于 1 月 8 日发布，实施时间长于 2024 年：**

2025 年国补政策于 1 月 8 日发布，政策实施时间长于 2024 年。2024 年 4 月 24 日发布以旧换新政策，报废换新补贴金额 7000-10000 元；7 月 25 日国补加码，报废换新补贴金额 1.5-2.0 万元；8 月底 9 月初开始，地方置换更新补贴出台，补贴金额不等。

图表12:2025 年政策与 2024 年乘用车政策对比

2025 年政策			2024 年政策		
报废更新	实施条件	将符合条件的<u>国四排放标准燃油乘用车</u>纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。个人消费者报废 1、2012 年 6 月 30 日前（含当日，下同）<u>注册登记的汽油乘用车</u>； 2、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车， 3、或 2018 年 12 月 31 日前注册登记的<u>新能源乘用车</u>，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，<u>购买新能源乘用车单台补贴 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车单台补贴 1.5 万元。</u>			个人消费者报废<u>国三及以下排放标准燃油乘用车</u>，即： 1、2011 年 6 月 30 日（含当日）前注册登记的燃料种类为汽油的燃油乘用车； 2、2013 年 6 月 30 日（含当日）前注册登记的柴油乘用车和其他燃料类型乘用车； 3、或 2018 年 4 月 30 日（含当日）前注册登记的<u>新能源乘用车</u>，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，<u>补贴标准为购买新能源乘用车补 2 万元；购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车补 1.5 万元。</u>
	颁发时间	2025 年 1 月 8 日颁布， <u>实施时间基本覆盖全年</u>			2024 年 4 月 24 日第一次颁布，补贴金额 7000-10000 元； 2024 年 7 月 25 日国补加码，报废换新补贴金额 1.5-2.0 万元；<u>实施时间基本为半年。</u>
置换更新	实施条件	<u>个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持，购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元。</u>			<u>国家部委未明确规定各地置换补贴金额上限，部分省市 2024 年补贴金额超 15000 元。</u> 其中： <u>广东、福建省：</u>购买 25 万元（含）以上车型中，新能源车置换更新单台补贴 16000 元，燃油车单台补贴 15000 元； <u>海南省：</u>购买 10 万元（不含）以下车型中，新能源车置换更新单台补贴 15000 元，燃油车单台补贴 10000 元；购买 10 万元（含）-20 万元车型中，新能源车置换更新单台补贴 18000，燃油车单台补贴 13000 元；购买 20 万元（含）-30 万元车型中，新能源车置换更新单台补贴 19000 元，燃油车单台补贴 14000 元；购买 30 万元（含）以上车型中，新能源车置换更新单台补贴 20000，元燃油车单台补贴 15000 元； <u>广西省：</u>购买 20 万元（不含）以上车型中，新能源车置换更新单台补贴 18000 元，燃油车单台补贴 15000 元。
	颁发时间	2025 年 1 月 8 日随报废换新政策同时颁布， <u>实施时间基本覆盖全年</u>			约 8 月底 9 月初，地方政府陆续出台置换更新补贴，补贴金额不等， <u>实施时间基本不超半年。</u>

资料来源：国家发改委，各地商务部或发改委，方正证券研究所

2.1.2 拉动效应：新政策有望拉动 226 万新增换购需求

2025 年符合政策的乘用车保有量约 1865 万台，全年报废更新补贴申请量预计 313 万辆。根据我们测算，2024 年符合报废更新政策的燃油车约 1371 万辆，新能源车约 95 万辆，合计 1466 万辆，在考虑 2024 年报废补贴申请辆 290 万辆后，2024 年政策存量基盘仍有 1176 万辆。政策增量中，新增 1) 2011 年 7 月至 2012 年 6 月的燃油车，目前保有量约为 608 万辆；2) 2018 年 5 月至 2018 年 12 月的新能源车，目前保有量约 81 万辆。2025 年符合政策的乘用车增量约为 689 万辆，结合 2024 年存量，2025 年符合政策的乘用车保有量约为 1865 万辆。由于 2024 年报废更新政策补贴金额在 7 月加码，因此报废更新需求集中在下半年释放，而本次政策期为 2025 全年，因此需求将于全年分散释放，预计 2025 全年报废更新补贴申请量为 313 万辆。

图表13:2025 年符合政策要求保有量及补贴申请量测算

2024 年政策存量（万辆）	
国三及以下燃油车保有量	1371
新能源车保有量（2018 年 4 月前）	95
合计	1466
2024 年报废更新量	290
符合规定的车辆存量	1176
2025 年政策增量（万辆）	
国四燃油车保有量（201107-201206）	608
新能源车保有量（201805-201812）	81
合计	689
2025 年报废补贴申请量预测	
符合规定的车辆（增量+存量）	1865
预计补贴申请量	313

资料来源：商务部，方正证券研究所测算

2025 年置换更新政策有望拉动 122 万辆新增需求。2024 年地方置换更新补贴政策于 8 月底 9 月初开始逐步落地，带动置换补贴申请量于 2024Q4 快速增长，根据我们测算，2024 年置换补贴拉动新增需求约为 54 万辆。由于置换更新政策无国三、国四车型报废的前置条件，适用范围更广，因此更长的实施期将带来显著的需求增量，我们预计 2025 年置换更新补贴有望拉动 122 万辆的新增需求。

图表14:2025 年符合政策要求保有量及补贴申请量测算

2024 年置换补贴	
政策实施时长（月）	5
实际置换量（万辆）	370
理论置换量（万辆）	316
置换补贴拉动需求（万辆）	54
2025 年置换补贴	
政策实施时长（月）	12
预计置换补贴新增需求	129
预计置换补贴新增需求-考虑金额上限	122

资料来源：商务部，方正证券研究所测算

置换更新政策有望为 2025 年带来需求主要增量：2023 年乘用车终端上险量为 2111 万辆，同比增量 118 万辆。根据中汽中心数据显示，2023 年首购增量约为 9 万辆，因此换购增量约为 109 万辆，换购已成为终端需求主要增量。按 2024 年全年上险量 2300 万辆以及首购增量 10 万辆计算，由政策刺激得到的换购需求约为 179 万辆，其中置换补贴政策刺激增量约为 54 万辆，报废更新政策刺激增量约为 125 万辆。假设 2025 年首购增量 12 万辆，预计 2025 年由政策刺激得到的换购需求约为 216 万辆，其中置换补贴政策刺激增量约为 122 万辆，报废更新政策刺激增量约为 94 万辆，报废更新政策刺激效果预计边际递减，补贴申请量提升或更多源于自发性换购需求。

图表15: 置换更新补贴申请份数跟踪

政策增量结构分析								
	上险量 (万辆)	增量 (万辆)	首购	新增首购	新增换购	新增置换	新增报废	报废申请量
2022	1993	/	1430.5	/	/	/	/	/
2023	2111	118	1439.3	9	109	/	/	/
2024E	2300	189	/	10	179	54	125	290
2025E	/	228	/	12	216	122	94	313

资料来源：商务部，中汽中心数据，方正证券研究所测算

2025 年乘用车终端销量预计增长 1.9%：以旧换新政策在 2024 年 4 月实施，7 月末补贴金额加码，前期需求提升缓慢，剔除节日因素，2024 年 3-7 月终端上险量为 821 万辆，同比-3.8%，若无政策刺激，预计 2024 年全年销量为 2115 万辆，同比+0.2%。2025 年我们预计政策带来的新增换购需求为 216 万辆，结合新增首购 12 万辆，2025 年需求增长约为 228 万辆。2024 年申请补贴的车主已完成新车购买，政策刺激带来的增量非内生性增长，结合 2024 年还原销量 2115 万辆以及 2025 年增量 216 万辆计算，2025 年终端销量有望达到 2344 万辆，同比+1.9%。

图表16: 2024 年终端销量还原测算

2024 年终端销量还原测算		
时间	上险量 (万辆)	YOY
2024. 1-2	324	29.7%
2024. 3-7	821	-3.8%
2024. 3-12E	1791	-3.8%
2024E	2115	0.2%

资料来源：交强险，方正证券研究所测算

图表17: 2025 年终端销量测算

2025 年政策对销量的拉动作用	
报废更新拉动新增需求 (万辆)	94
置换补贴拉动新增需求 (万辆)	122
新增换购合计 (万辆)	216

新增首购（万辆）	12
合计增量（万辆）	228
2025E（万辆）	2344

资料来源：交强险，方正证券研究所测算

2.2 商用车：国四纳入新政补贴范围，公交补贴力度增强

国四纳入 2025 年以旧换新补贴范围，公交补贴力度增强。1 月 8 日，国家发改委、财政部发布 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知。其中，1) 在落实 2024 年支持政策基础上，将老旧营运货车报废更新补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车；2) 加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄 8 年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元。

图表18:2025 年政策与 2024 年商用车政策对比

2025 年政策			2024 年政策
货车	实施条件	在落实 2024 年支持政策基础上，将老旧营运货车报废更新补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车， <u>补贴标准按照《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》（交规划发〔2024〕90 号）执行。</u>	支持报废国三及以下排放标准营运类柴油货车，报废并更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 8 万元；无报废只更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 3.5 万元；只提前报废老旧营运类柴油货车，平均每辆车补贴 3 万元。
	颁发时间	2025 年 1 月 8 日颁布， <u>实施时间基本覆盖全年</u>	2024 年 7 月 25 日颁布， <u>实施时间基本短于半年</u>
客车	实施条件	<u>提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。</u> 加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄 8 年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池， <u>平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元。</u> 各地可保持动力电池更新补贴标准基本稳定，并自主确定车辆更新补贴标准。交通运输部指导各地区做好优惠政策衔接和平稳有序过渡。	更新车龄 8 年及以上的新能源公交车及动力电池， <u>平均每辆车补贴 6 万元。</u>
	颁发时间	2025 年 1 月 8 日随报废换新政策同时颁布， <u>实施时间基本覆盖全年</u>	2024 年 7 月 25 日颁布， <u>实施时间基本短于半年</u>

资料来源：国家发改委，方正证券研究所

国内国四重卡存量超 80 万辆，政策将对内需产生良好拉动。当前来看，国内待以更换的国四重卡车型超 80 万辆，使用年限多在 10-12 年，已进入密集更换周期，政策进一步扩展覆盖，将直接对国内重卡需求产生更为明显的提振效果，我们预计将带 10%左右的内需弹性空间，我们看好一季度旺季销量数据兑现对重卡板块股价的催化，年节后重卡销量有望实现同环比走强。

公交亟待更新车型超 10 万辆，补贴幅度增强有望进一步撬动需求。当前存在超过 10 万辆的老旧公交车型亟待更新，得益于政策的更强补贴幅度，我们认为，国内公交更新需求将持续释放，行业内参与者均有望直接受益。预计头部车企将借助前期积累优势获取更高的销量份额，加之成本与费用的良好管控，规模效应将进一步凸显，推动盈利能力明显提升。

3 投资建议：车市结构性机会存续，政策效果有待观察

2025 年政策实施期更长，效果仍有待观察。 2024 年以旧换新政策实施效果从 7 月补贴金额加码后加速显现，2025 年政策实施期更长。从市场预期来看，考虑到目前政策的补贴额度、补贴范畴等因素，政策效果仍有待观察。**建议关注：**比亚迪、吉利汽车、赛力斯、小鹏汽车、长安汽车、长城汽车、东风集团股份、上汽集团、广汽集团等。**商用车：看好商用车板块一季度在政策与旺季数据双重催化，高股息增强配置吸引力。**当前重卡板块 P/B 估值处于近 5 年中枢偏下水平，随着销量逐月攀升、盈利弹性的逐步验证，板块有望迎来估值修复机会。**相关标的：**我们推荐受益于内需增长弹性、出口表现稳健且具备高股息吸引力的中国重汽 A+H、潍柴动力 A+H、宇通客车，建议关注弹性标的一汽解放、福田汽车、金龙汽车、中通客车。

4 风险提示

宏观经济不及预期，政策刺激不及预期，补贴落地不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com