



2023展望：需求中枢向上 区域拓张加速

特斯拉系列报告二十二

华西汽车团队：

首席分析师 崔琰 SAC NO:S1120519080006

乔木13815875829/郑青青/王旭冉/胡惠民/杜丰帆/马天韵

2022年12月29日



智能电动变革
把握产业趋势



专注汽车及零部件行业投资研究，聚焦全球智能电动汽车变革，看好行业秩序重塑下汽车产业链的黄金十年，希望通过研究为汽车产业与投资贡献力量。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

证券研究报告

核心观点：特斯拉业绩正在由产能驱动转向需求驱动，叠加宏观经济环境影响，市场对特斯拉交付预期有所担忧。基于对中国、美国、欧洲、亚太市场的需求以及潜在策略分析，我们认为市场当前担忧明显过度，预计特斯拉2023年全球交付量仍可达到约200万辆。

短期判断：动态策略调整可保证短期需求向上。1) 特斯拉具有全行业最高的毛利水平且有技术能力进行持续降本，可采用降价的方式提升短期需求；2) 亚太纯电汽车市场几乎空白且公司已开始向亚太地区布局，2023年将有望体现增量。综合来看，我们认为2023年产业链需求并不悲观，上海工厂出货量有望达到90-110万辆。

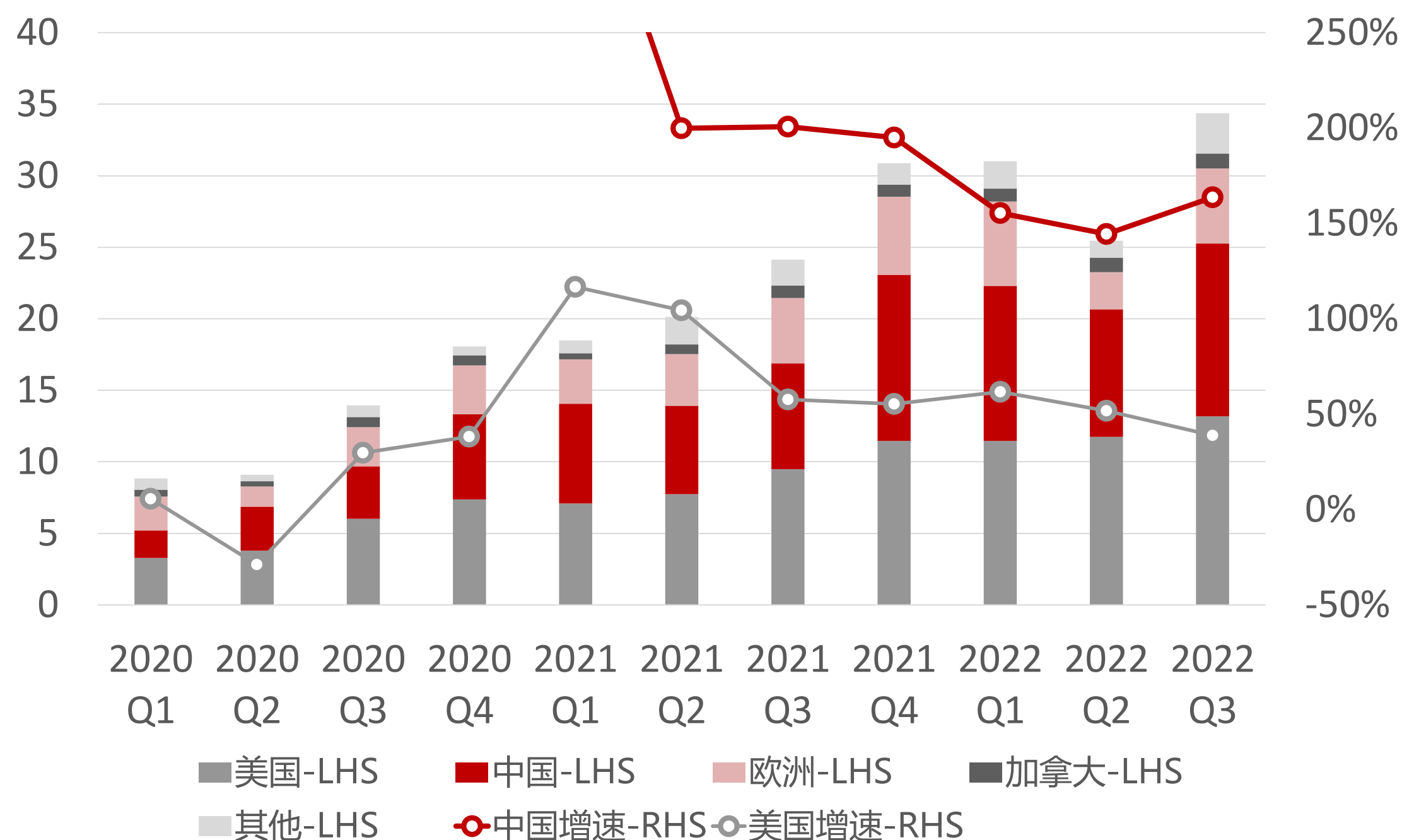
中期关注：新车型规划量产进度决定中长期需求中枢。未来规划的Model Q覆盖15万元的下沉市场，有望凭借品牌和产品力打开增量空间；特斯拉Model S/X或存在国产化后将进行价格下探的可能性，覆盖更多用户群体，优化产品矩阵。

投资建议：特斯拉引领的智能电动变革利好优质零部件厂商。2023年特斯拉上海工厂出货量有望持续提升，叠加原材料、汇率、海运费等压制因素缓解，国内汽车产业链具备高业绩弹性，优选【拓普集团、新泉股份、双环传动、上声电子】，建议关注【岱美股份】。

风险提示：宏观经济不景气导致汽车需求持续低迷；纯电汽车渗透率提升速度不及预期，市场开拓以及渠道拓展不及预期等。

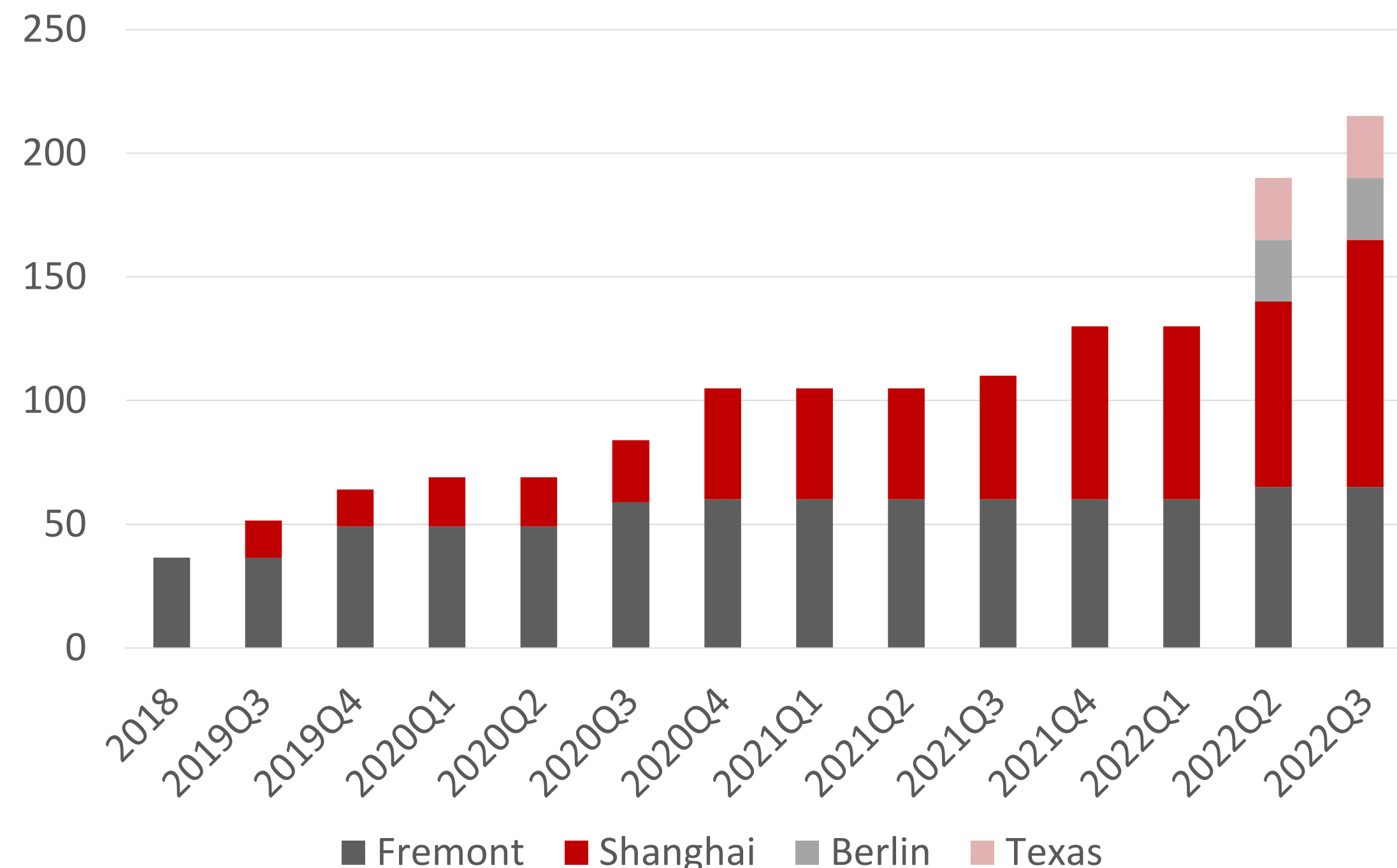
H 市场隐忧 | 中美市场贡献核心增长 产能快速爬升引发需求担忧

图：特斯拉全球汽车销售区域分布及增速（万辆；%）



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所测算

图：特斯拉分工厂产能（万辆）



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所测算

- 中美市场增速放缓，产能建设加速。** 在过去2年中，中国市场为特斯拉全球销量增长的核心，同比增速维持在150%以上。在销量快速增长的同时，特斯拉在全球范围内加速产能建设；由2018年的36.5万辆，提升至当前规划的215万辆。随着全球经济环境以及竞争格局的变化，特斯拉增长制约条件逐步由供给转向需求。在中国市场需求出现疲态后，市场担忧：1）特斯拉2023年整体销量或不及预期，2）上海工厂在2023年或许存在明显的产能过剩，产业链发展可能受限。



目录

- 1. 短期需求：中国市场增速放缓 美国贡献核心增量
- 2. 中期关注：在售车型改款 新车型投放预期
- 3. 投资建议
- 4. 风险提示



目录

- 1.1 中国市场需求增速放缓 23年难成主力增长点
- 1.2 潜在策略：降价刺激存量市场 区域拓展创造增量空间
- 1.3 上海产量持续向上 全球增长依赖美国

H 近期状况 | 新增订单或不及预期 主动降价刺激需求

表：特斯拉近期价格调整（万元）

调价时间	2022.10.24	2022.03.15	2022.03.10	2021.12.31	2021.11.24	2021.11.19	2021.07.30	2021.05.08	2021.01.01
Model 3 (含补贴)	26.59	27.99	26.57	26.57	25.57	25.09	23.59	25.09	24.99
后轮驱动	降价	涨价	持平	涨价	涨价	涨价	降价	涨价	持平
Model 3	34.99	36.79	34.99	33.99	33.99	33.99	33.99	33.99	33.99
高性能版	降价	涨价	涨价	持平	持平	持平	持平	持平	
调价时间	2022.10.24	2022.06.17	2022.03.17	2022.03.15	2022.03.10	2021.12.31	2021.11.24	2021.09.11	2021.07.08
Model Y (含补贴)	28.89	31.69	31.69	30.18	30.18	30.18	28.08	27.60	27.60
后轮驱动	降价	持平	涨价	持平	持平	涨价	涨价	持平	
Model Y	39.79	41.79	41.79	41.79	39.79	38.79	38.79	38.79	37.79
高性能版	降价	持平	持平	涨价	涨价	持平	持平	涨价	持平
Model Y	35.79	39.49	37.59	37.59	35.79	34.79	34.79	34.79	34.79
长续航版	降价	涨价	持平	涨价	涨价	持平	持平	持平	持平

资料来源：公司官网，华西证券研究所

- **降价时间滞后，或因订单数据不及预期。** 2022年10月24日特斯拉在近2年内首次在中国进行全面产品价格下调，主力销售车型Model Y后驱版在补贴后优惠力度达到8.8%，幅度较大，此次价格调整体现特斯拉或面临新增订单不足的压力。

H 近期状况 | 等车周期持续缩短 现车优惠刺激交付

表：特斯拉近期的交付周期

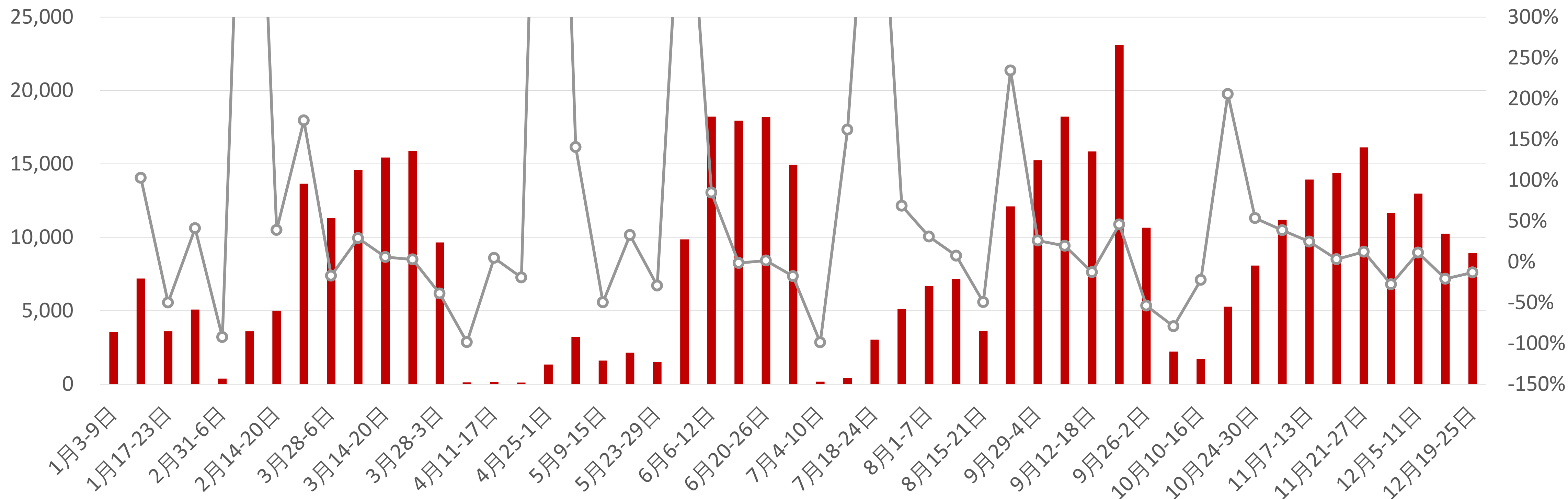
交付周期	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年12月	优惠
Model Y	8-12周	1-4周	1-4周	1-5周	1-4周	当月提现车赠送4,000元保险+6,000元折扣+23,500积分
长续航版	20周以上	16-20周	4-8周	1-5周	1-4周	
高性能版	20周以上	12-16周	4-8周	1-5周	1-4周	
Model 3	14-18周	12-16周	4-8周	1-5周	1-4周	

资料来源：公司官网，华西证券研究所

- **等车周期缩短印证供需关系。**自2022年7月产线改造以来，从中汽协数据来看，上海工厂产能达到单月8.8万辆。等车周期自此持续缩短，因此可以判断市场需求端增速无法超过产能，出现了短期供大于求的局面。
- **优惠力度加大，刺激年末交付。**进入2022年12月后，特斯拉再次推出了针对现车的优惠，希望借此加速已经生产的汽车交付。

上海工厂 | 降价刺激效果有限 疫情制约2022年末交付

图：2022年特斯拉周上险数据及增速（辆；%）

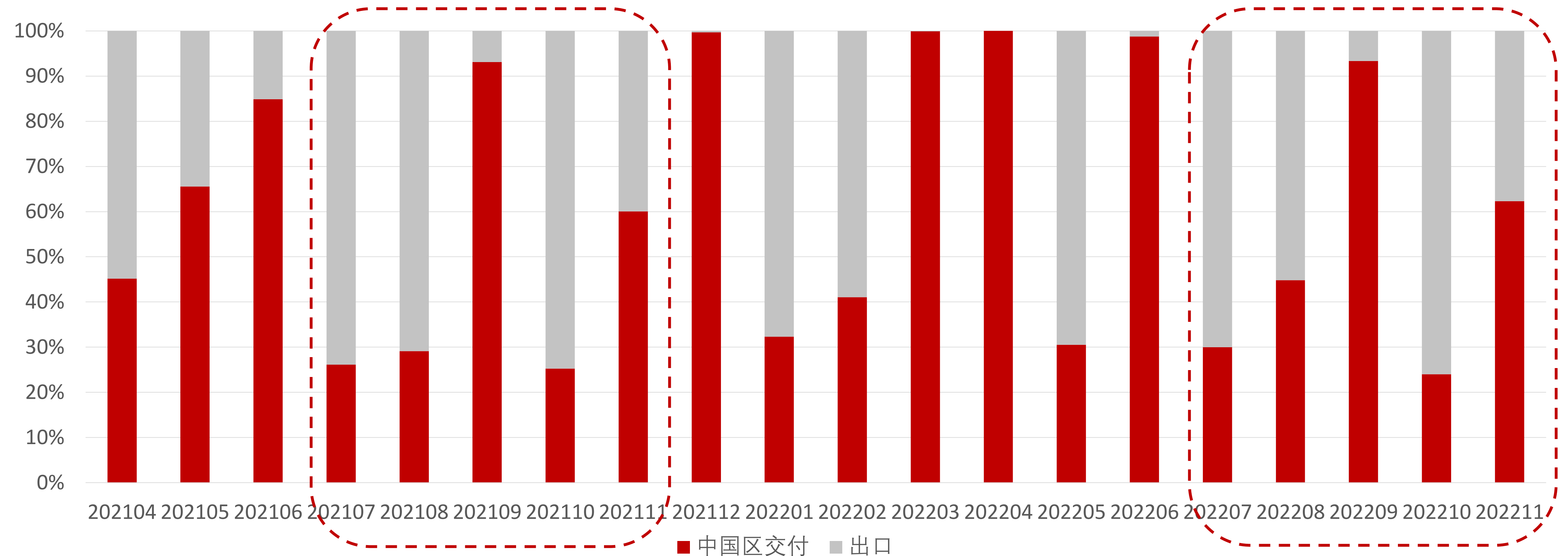


资料来源：交强险，华西证券研究所

- **首轮降价刺激未产生足够订单，2022年12月交付受疫情扰动。**从周上险数据来看，10月24日的降价刺激作用仅持续了3周左右，刺激作用后的周均上险数约为1.4万。进入2022年12月以后，疫情对交付产生了较大影响，我们预计全月交付5万辆。

上海工厂 | 交付节奏相对稳定 年末出口节奏或将变化

图：特斯拉出口比例（%）



资料来源：中汽协，华西证券研究所

- **需求或将改变交付节奏，年底出口优化产能利用。**我们以过往交付节奏判断，12月份上海工厂产能主要用于内地需求的交付。本月截至12月29日，尚未有特斯拉货轮由上海码头离港，但不排除存在年底出口的可能性。

H 上海工厂 | 减产或因库存升高 月底可能存在出口

表：特斯拉22Q4上海工厂产销预测（万辆）

情景一	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	202210	202211	202212	2022Q4E
上海产量 (中汽协)	17.9	17.9	11.5	19.7	8.8	8.9	8.7	26.3
同比	170.4%	125.7%	17.3%	53.0%	57.9%	55.6%	30.3%	46.9%
中国区交付 (中汽协)	11.6	10.8	8.9	12.1	1.7	6.2	5.0	13.0
同比	101.7%	56.3%	44.6%	63.7%	25.3%	96.9%	-29.2%	11.7%
出口	6.2	7.4	2.3	6.8	5.5	3.8	0.0	9.2
库存	0.3	0.0	0.3	1.2	2.8	1.6	5.3	5.3

情景二	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	202210	202211	202212	2022Q4E
上海产量 (中汽协)	17.9	17.9	11.5	19.7	8.8	8.9	5.8	23.4
同比	170.4%	125.7%	17.3%	53.0%	57.9%	55.6%	30.3%	30.7%
中国区交付 (中汽协)	11.6	10.8	8.9	12.1	1.7	6.2	5.0	13.0
同比	101.7%	56.3%	44.6%	63.7%	25.3%	96.9%	-29.2%	11.7%
出口	6.2	7.4	2.3	6.8	5.5	3.8	0.0	9.2
库存	0.3	0.0	0.3	1.2	2.8	1.6	2.4	2.4

情景三	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	202210	202211	202212	2022Q4E
上海产量 (中汽协)	17.9	17.9	11.5	19.7	8.8	8.9	5.8	23.4
同比	170.4%	125.7%	17.3%	53.0%	57.9%	55.6%	-13.1%	30.7%
中国区交付 (中汽协)	11.6	10.8	8.9	12.1	1.7	6.2	5.0	13.0
同比	101.7%	56.3%	44.6%	63.7%	25.3%	96.9%	-29.2%	11.7%
出口	6.2	7.4	2.3	6.8	5.5	3.8	1.0	10.2
库存	0.3	0.0	0.3	1.2	2.8	1.6	1.4	1.4

资料来源：中汽协，华西证券研究所测算

情景一：不减产，不出口：

特斯拉将在2022年结束时至少积攒超过4万辆未交付车辆。对应全年全球交付131.7万辆，同比+40.6%，生产139.4万辆，同比+49.8%。

情景二：减产，不出口：

特斯拉将在2022年结束时至少积攒超过2万辆未交付车辆。对应全年全球交付131.7万辆，同比+40.6%，生产136.5万辆，同比+46.7%。

情景三：减产，出口：

特斯拉将在2022年结束时缓解库存压力。对应全年全球交付131.7万辆，同比+40.6%，生产136.5万辆，同比+46.7%。

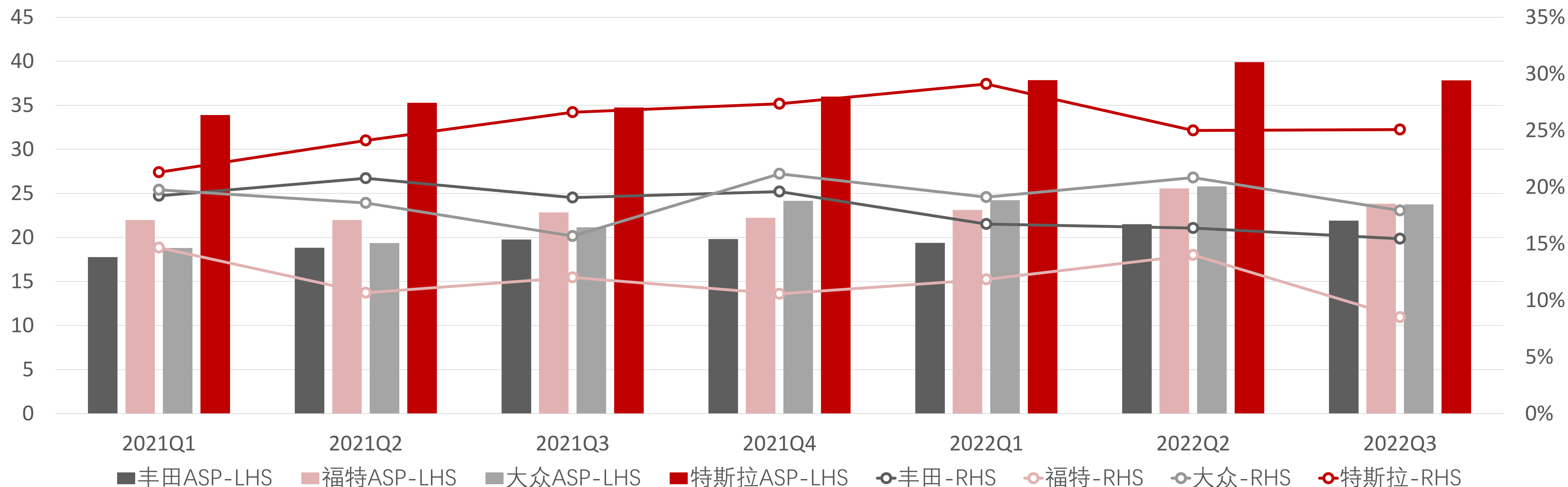


目录

- 1.1 中国市场需求增速放缓 23年难成主力增长点
- **1.2 潜在策略：降价刺激存量市场 区域拓展创造增量空间**
- 1.3 上海产量持续向上 全球增长依赖美国

H 降价预期 | 利润率领先全球车企 以价换量空间充足

图：主要全球车企ASP及利润率（人民币万元；%）



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

- **高效制造工艺优化毛利率，面对竞争降价空间充足。** 特斯拉的核心竞争力之一是制造工艺和效率的优化；以此为基础特斯拉创造了全球汽车企业中最高的毛利率。在原材料和物流成本大幅上升的背景下，2022Q3仍然达到了25%的毛利水平；远超规模效应更强的丰田、大众等一系列传统车企。在2023年纯电汽车市场竞争加剧的背景下，特斯拉的高毛利保证了它具有以价换量的空间。

H 降价预期 | 销售区域价格跨度较大 欧美降价空间充足

表：Model 3 全球各地区售价对比（人民币万元）

Model 3	后驱版	长续航版	性能版
意大利	42.1	47.2	49.4
英国	41.2	48.9	52.3
新加坡	41.1	N/A	51.4
墨西哥	41.0	N/A	54.8
法国	39.2	45.7	48.7
西班牙	38.1	42.5	47.6
韩国	37.1	N/A	49.7
德国	36.6	43.6	46.5
泰国	35.2	40.0	46.2
新西兰	33.1	40.3	46.0
美国	32.8	N/A	43.9
澳大利亚	30.6	37.4	42.8
加拿大	30.6	N/A	41.8
香港	30.6	36.8	39.6
日本	30.4	36.1	40.4
澳门	30.2	36.9	40.5
挪威	28.5	34.4	37.2
中国	26.6	N/A	35.0

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表：Model Y 全球各地区售价对比（人民币万元）

Model Y	后驱版	长续航版	性能版
新加坡	47.3	N/A	57.0
英国	44.2	49.3	57.8
德国	39.5	41.7	48.0
泰国	39.2	45.2	50.2
西班牙	37.5	51.3	48.3
法国	36.6	47.6	51.3
意大利	36.6	48.3	52.7
挪威	36.2	38.9	41.7
澳大利亚	33.8	N/A	45.2
新西兰	33.7	N/A	48.2
澳门	33.2	39.1	41.7
香港	32.9	39.1	40.4
日本	32.8	N/A	42.5
韩国	N/A	51.0	55.3
墨西哥	N/A	55.9	59.4
加拿大	N/A	43.4	45.9
美国	N/A	46.0	48.8
台湾	N/A	52.3	59.1
中国	28.9	35.8	39.8

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

- **欧美售价高于国内，降价空间充足。**从全球售价情况看，中国区域售价远低于多数其他国家。同为上海工厂生产的车型在欧洲部分国家售价可达国内售价的1.5倍。考虑到10%的关税以及逐步回归正常的海运成本，欧洲的降价空间更大。国内市场方面，同样存在降价可能，我们预计Model 3的底价约为23-24万元。

H 区域扩张 | 亚太区域市场相对空白 市场需求旺盛

表：特斯拉亚太核心国家等车周期

澳大利亚		新西兰		日本	
Model Y		Model Y		Model Y	
后驱	3-6个月	后驱	1个月	后驱	3-4个月
双电机	4-7个月	双电机	2-4个月	双电机	3-4个月
Model 3		Model 3		Model 3	
后驱	3-6个月	后驱	3-6个月	单电机	1-4个月
双电机	3-6个月	双电机	3-6个月	双电机	1-4个月
香港		澳门		新加坡	
Model Y		Model Y		Model Y	
后驱	1-3个月	后驱	1-3个月	后驱	2-4个月
双电机	1-3个月	双电机	1-3个月	双电机	2-4个月
Model 3		Model 3		Model 3	
单电机	1-3个月	单电机	1-3个月	后驱	2-4个月
双电机	1-3个月	双电机	1-3个月	双电机	2-4个月

图：上海生产Model Y的上市时间

国家	上市时间
澳大利亚	2022年8月底
新西兰	2022年8月底
日本	2022年9月初
泰国	2023年Q1

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

- **进入亚太地区将成为特斯拉23年增量之一。**纯电车型较为空白的亚太市场将成为明年重点关注区域，有望增强上海工厂的产能利用率。
- **等车周期普遍极长，体现供给不足。**从亚太各个国家等车周期可以看出，澳大利亚、日本等地的需求较为旺盛，普遍等车周期在3个月以上，急需上海工厂产能以提升交付效率。

H 区域扩张 | 新进国家需求旺盛 亚太市场空间充足

表：特斯拉亚太国家2023年销售预测（万辆）

同级别车销量	2021	2022E	2023E	2022同比	2023同比
澳大利亚	25	29	34	14.8%	20.0%
日本	20	18	20	-7.0%	7.0%
泰国	7	8	9	15%	10%
合计	52	55	63	6.6%	14.2%
特斯拉市占率（%）		5.4%	15.0%		
特斯拉新增国家销量		3	9		
2023年增量			6		
特斯拉当前亚太国家交付量	6	8	8	31.1%	5.0%
特斯拉2023年亚太区交付量			15		

资料来源：Marklines，华西证券研究所

- **亚太市场具有增量空间，澳大利亚或为核心区域：**我们认为，特斯拉将积极推动亚太市场的发展，以更好利用上海工厂的产能，有希望配合降价以占据市场份额；2023年特斯拉亚太地区销量有望达到15万辆以上，相比2022年提供7万-10万辆的增量需求。

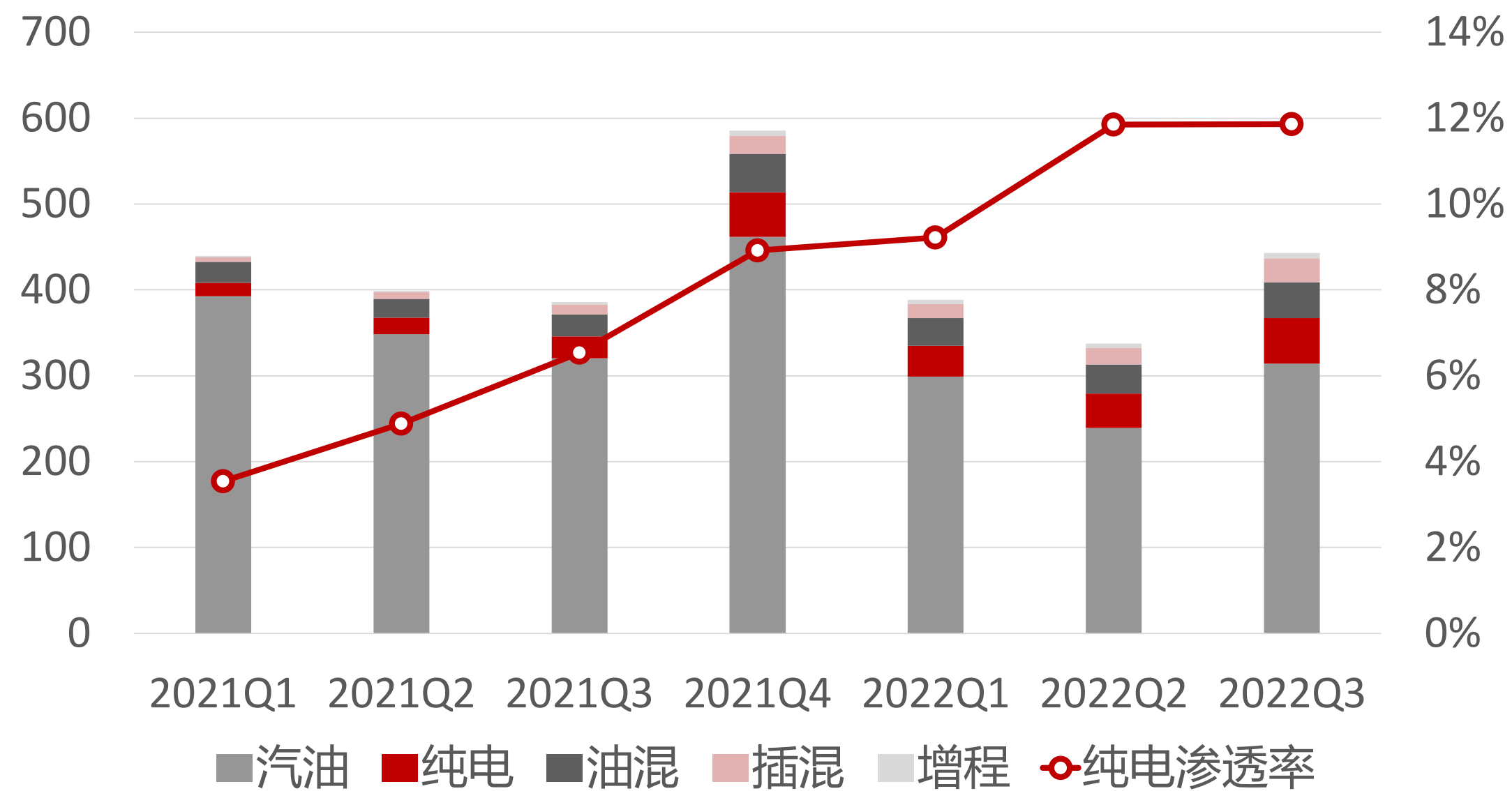


目录

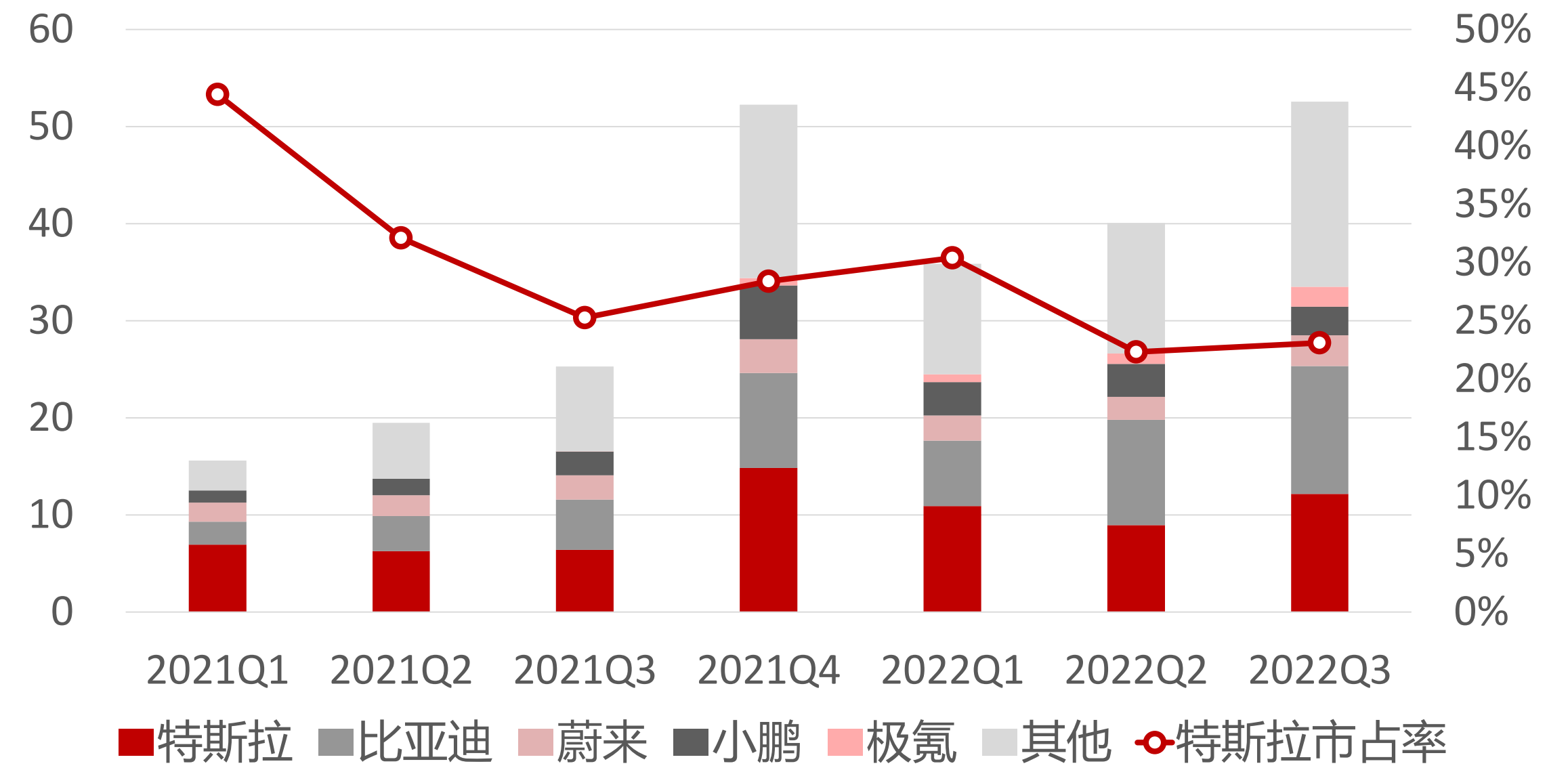
- 1.1 中国市场需求增速放缓 23年难成主力增长点
- 1.2 潜在策略：降价刺激存量市场 区域拓展创造增量空间
- **1.3 上海产量持续向上 全球增长依赖美国**

H 中国市场 | 纯电渗透率持续提升 特斯拉市占率下降

图：中国汽车销售动力构成及纯电渗透率（万辆；%）



图：中国纯电汽车品牌构成及特斯拉市占率（万辆；%）



- **供给增加驱动，纯电渗透率持续上升，特斯拉市占率有所下滑。**从上险数据看，在剔除运营车辆和A0、A00级后，2021Q1-2022Q3中国市场纯电车型市占率呈现上升趋势，目前约为11.9%，上升8.4pts；而同期的特斯拉市占率则由44%下滑至23%，下滑21.0pts。我们认为，前期的高市占率主要由于市场供给较少，特斯拉占据了先发优势。
- **车型推出时间较早，产品竞争力减弱。**在智能电动车时代，传统汽车行业间隔6-7年的改款速度已经无法跟上市场需求。虽然特斯拉通过OTA的方式持续对产品软件进行升级，但其内饰和乘坐舒适度无法得到改善。在Model 3推出的6年，Model Y推出的4年中，均未对产品进行改款，因此消费者对当前车型产生了一定的审美疲劳。

图：全球部分车企轴距及价格（mm；万元）



资料来源：汽车之家，华西证券研究所

- **自主品牌新品频出，市场竞争加剧。**进入2022年下半年以来，新势力车企如蔚来、理想、小鹏以及各个传统车企纷纷开启新品周期，包括蔚来ET5、长安深蓝SL03、极氪001、理想L7、比亚迪海豹等车型，均对特斯拉Model 3、Model Y产生直接竞争。自主品牌车型凭借良好的产品力、性价比和更符合国人的设计理念持续占据市场份额。
- **居民收入预期不确定性加强。**在持续3年来的疫情影响下，中产阶级群体对未来的收入预期不确定性加强，抑制了购车需求。

H 销量预测 | 降价预期有望促进销量向上 缓和增长或为主要基调

表：特斯拉2023年中国市场预测销售量（万辆）

	2021年	2022E	乐观情况 2023E	中性情况 2023E	悲观情况 2023E
总量	1,811	1,757	1,800	1,800	1,800
同比		-3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
纯电销量	113	211	252	252	252
纯电渗透率	6%	12%	14%	14%	14%
特斯拉销量	34	45	63	57	52
特斯拉纯电市占率	30.5%	21.5%	25.0%	22.5%	20.5%
同比		37.9%	32.8%	19.5%	8.9%
需求端预测	2022M1-12	2022M8-12	2023E	2023E	2023E
平均周上险数	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0
特斯拉销量			63	57	52

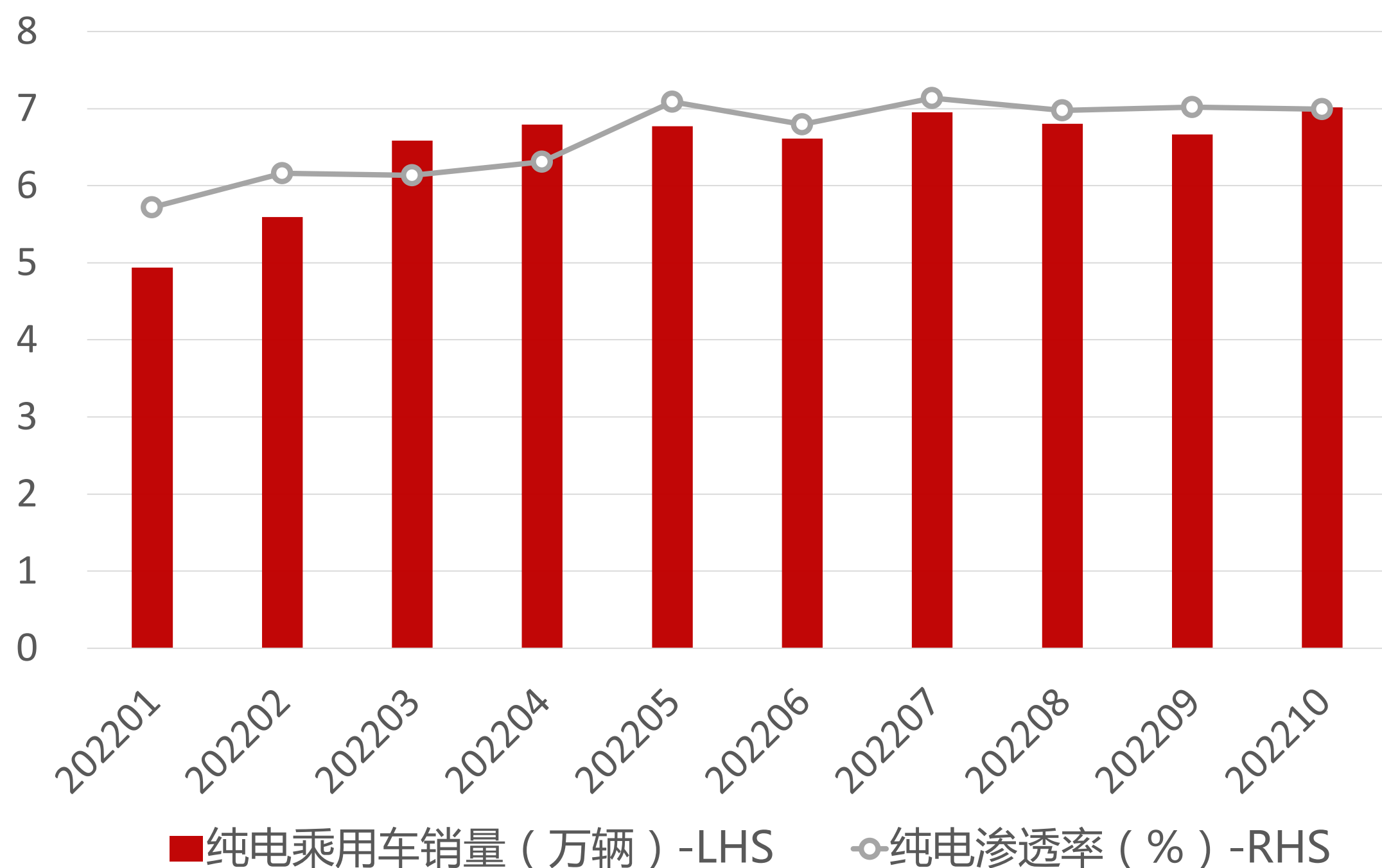
注：剔除运营车辆和A0、A00级

资料来源：中汽协，交强险，华西证券研究所测算

- 从市场总量端，我们预测2023年中国纯电渗透率为14%，特斯拉市占率保持稳定的情况下，全年销售量可达到57万辆。
- 从需求端，由于上半年疫情影响产量严重，2022年全年周上险偏低，无法反应真实需求。考虑到特斯拉2023年国内市场存在降价预期，我们预测2023年周需求维持在8月特斯拉产线升级后的水平，全年销售量约为57万辆。

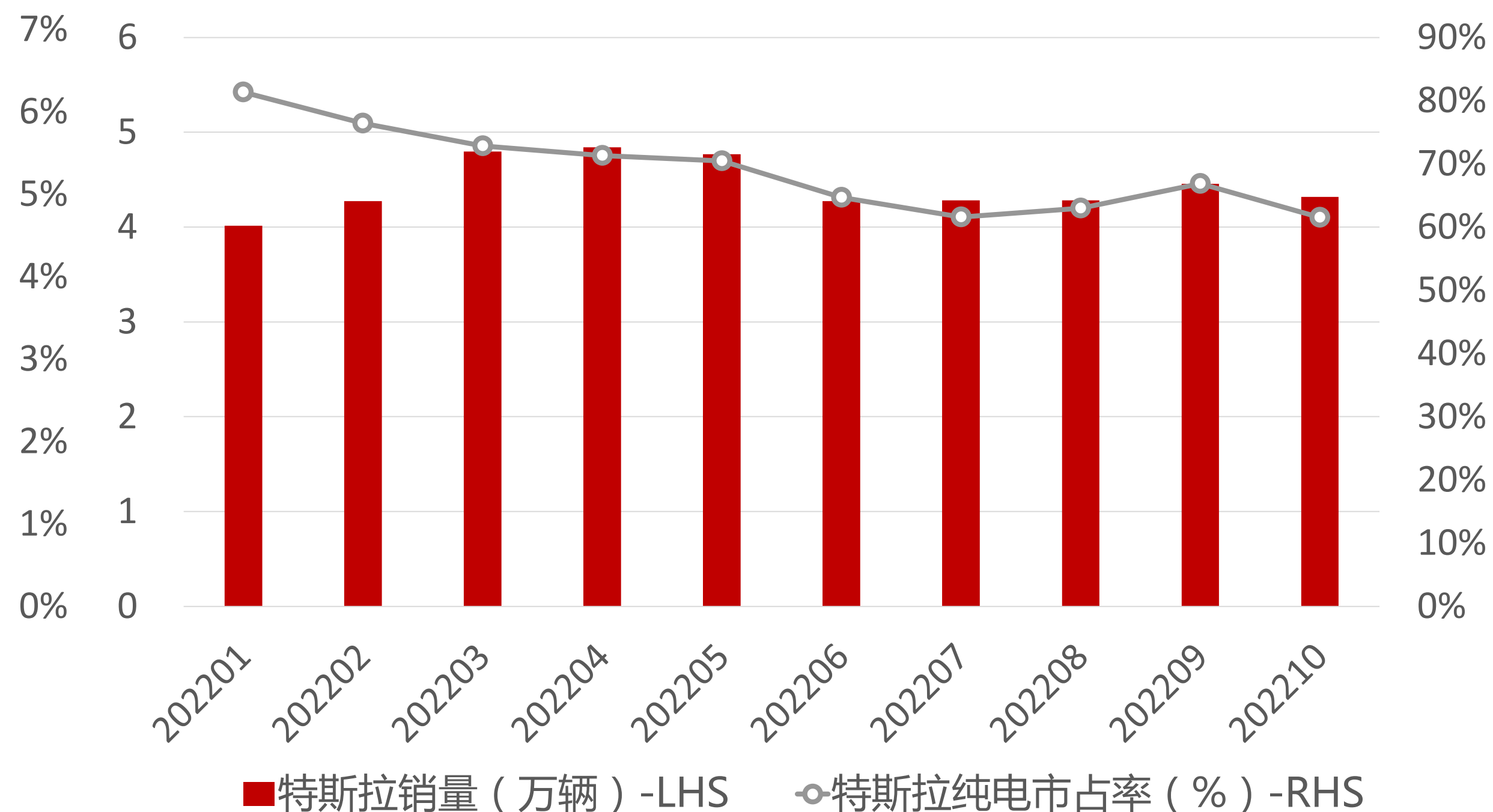
H 美国市场 | 与中国局面相似 市占率有所下行

图：美国纯电销量及渗透率（万辆；%）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

图：美国特斯拉销量及市占率（万辆；%）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

- **纯电渗透率上升，公司市占率下滑。**在美国汽车市场中，2022年以来纯电乘用车渗透率缓慢提升，由5.0%提升至6.1%。然而，特斯拉在纯电市场中的市占率却出现下滑，由2022年1月的81%下滑至2022年10月的62%，表现和中国区域相似。此现象出现的原因和国内市场相同；Rivian、福特、宝马、奔驰、雪佛兰为代表的新老车企纷纷推出电动车产品，挤占特斯拉市场份额。

H 美国市场 | IRA退税为核心变量 有望刺激行业大幅向上

表：IRA退税规则

	总体要求	原材料要求	退税额度
核心矿物	1. 售价上限： 厢式卡车、SUV、皮卡：\$80,000 其他类型车辆：\$55,000 2. 居民收入限制： 单身：\$150,000 家庭：\$300,000	规定了关键矿物质材料开采或加工于美国或与美国有自由贸易协定的国家的最低比例，或矿物质材料回收于北美。	\$3,750
电池组件	3. 车辆最终组装必须在北美完成 4. 每辆纯电汽车仅享受一次退税补贴。	规定了电池组件必须在北美生产或组装的最低比例	\$3,750

表：IRA退税原材料要求

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
核心矿物质比例（%）	40%	50%	60%	70%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
电池组件比例（%）	50%	60%	60%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	100%

表：美国特斯拉售价（美元）

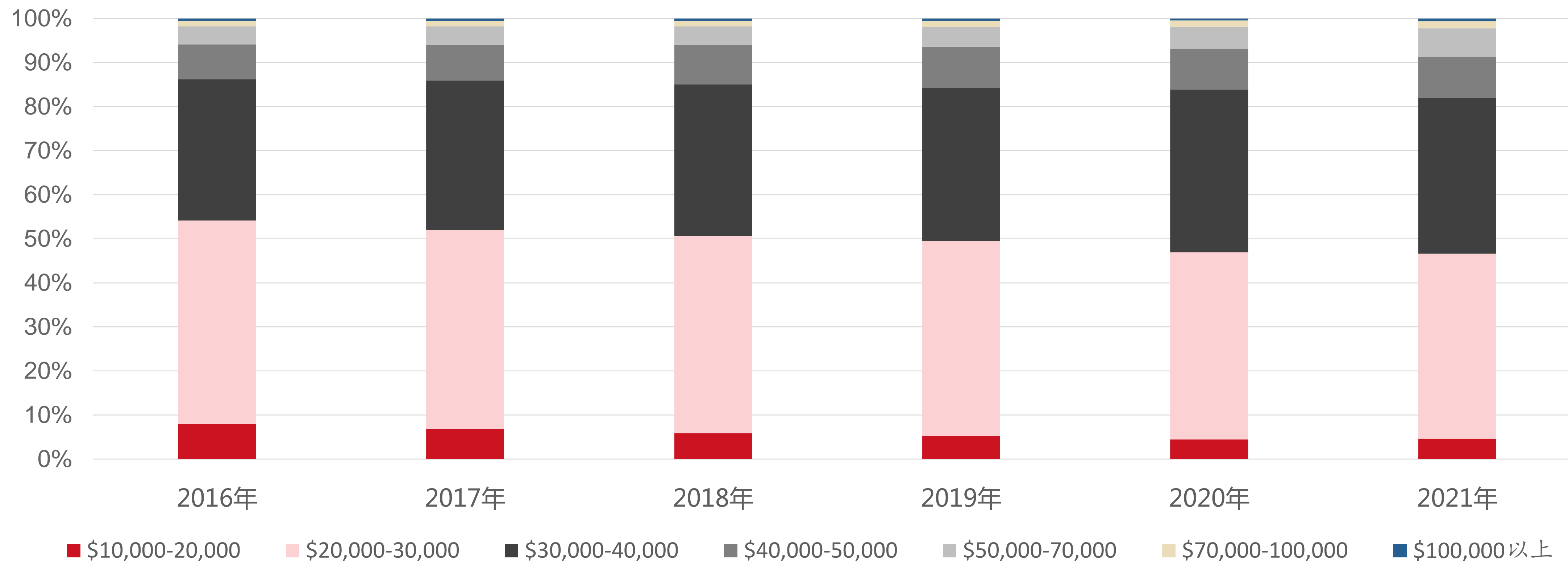
	Model 3 后轮驱动版	Model 3 高性能版	Model Y 长续航版	Model Y 高性能版
售价	46,990	62,990（不可享受退税）	65,990（5座不享受退税）	69,990（5座不享受退税）

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

- **特斯拉重新符合退税规定。** 2022年8月新法案签署前，纯电退税规定中包括对汽车制造商年产量20万上限的规定。自2020年起，特斯拉则不符合此要求。2023年1月1日新法案实施后，特斯拉车辆可重新享受此返税优惠。

H 美国市场 | 覆盖范围包含多数车型 政策力度创造历史

图：美国乘用车市场价格带构成（%）



资料来源：Marklines，华西证券研究所

- **7万美元以下构成主流市场，政策全面覆盖。**从美国乘用车市场构成来看，7万美元以下车辆占据市场超过90%的份额。我们判断，IRA的价格覆盖面将包含多数美国电动车的定价范围，政策的力度为美国历史最强。我们认为，IRA政策有望推动美国纯电渗透率在23年出现翻倍增长。

H 美国市场 | 纯电行业翻倍可期 美国或为全球主要增量

表：特斯拉美国2023年销售预测（万辆）

	2021	2022E	2023E	2021M1-10	2022M1-10	2022同比	2023同比
美国乘用车总量	1,466	1,310	1,323	1,247	1,115	-11%	1%
纯电乘用车销量	48	78	159	38	65	60%	105%
纯电渗透率（%）	3%	6%	12%	3.0%	5.8%	2.6 pts	6.1 pts
特斯拉销量（万辆）	35	51	87	26	44	45%	73%
特斯拉纯电市占率（%）	72%	65%	55%	70%	68%	-1.4 pts	-10.2 pts

资料来源：Marklines，华西证券研究所测算

- 政策驱动美国市场，或将成2023年特斯拉核心增量。我们认为，美国IRA法案将对美国纯电车渗透率带来大幅提升；单车\$7,500的补贴，为Model 3提供了接近16%的折扣；为Model Y提供了11%的折扣。汽车消费对价格敏感度极高，高幅度的政策支持有望带来特斯拉销量的大幅向上。

H 欧洲市场 | 市场纯电渗透率提升快 2023年有望加速提升

表：特斯拉欧洲核心国家市场销量及渗透率（万辆；%）

欧洲市场分析	2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比
总计	1,347.8	1,138.5	973.0	-14.5%
纯电	119.4	88.3	111.8	26.6%
渗透率	8.9%	7.8%	11.5%	3.7 pts
分国家情况				
德国	239.6	200.2	187.4	-6.4%
德国EV	35.1	26.3	30.3	15.5%
渗透率	14.6%	13.1%	16.2%	3.1 pts
英国	162.7	140.9	131.1	-7.0%
英国EV	18.2	13.6	18.9	39.4%
渗透率	11.2%	9.6%	14.4%	4.8 pts
法国	169.4	140.6	126.3	-10.2%
法国EV	16.3	12.3	15.9	29.9%
渗透率	9.6%	8.7%	12.6%	3.9 pts
意大利	146.0	126.7	109.2	-13.9%
意大利EV	6.8	5.4	4.4	-19.2%
渗透率	4.6%	4.3%	4.0%	-0.3 pts
西班牙	85.2	70.1	66.1	-5.7%
西班牙EV	2.4	1.8	2.9	62.5%
渗透率	2.8%	2.5%	4.4%	1.8 pts
挪威	17.4	13.9	11.4	-18.1%
挪威EV	11.3	8.8	8.9	1.3%
渗透率	64.7%	63.3%	78.3%	15.0 pts

资料来源：Marklines，华西证券研究所

H 欧洲市场 | 欧洲市场补贴政策 特斯拉需求并非政策驱动

表：欧洲核心国家新能源汽车补贴政策

国家	补贴方向	政策时间	补贴限制	补贴额度
法国	购买新能源汽车现金补贴	2019-2020 2021-2022年11月1日	价格4万欧元以下车型 价格4-6万欧元车型 价格4.5万欧元以下车型	6,000欧元 3,000欧元 最高5,000欧元
德国	购买新能源汽车现金补贴	2019 2020年起-预计2023年开始减少补贴	价格4万欧元以下车型 价格4万欧元以下车型 价格4-6.5万欧元车型	最高4,000欧元 6,000欧元 5,000欧元
英国	购买新能源汽车现金补贴	2019-2020年3月 2020年3月-2021 2021-2022年1月 2022年1月-2022年6月14日	总价3.5万英镑以下车型 总价3.2万英镑以下车型 -	最高3,500英镑 最高3,000英镑 最高1,500英镑 取消电动汽车1,500英镑补贴
意大利	购买新能源汽车现金补贴	2020起 2022年起	总价5万欧元以下车型 总价3.5万欧元以下车型 总价4.5万欧元以下混动车型	最高4,000欧元 最高6,000欧元 最高2,500欧元

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

表：Model 3 欧洲核心国家售价（万元）

Model 3		后轮驱动		长续航版		性能版	
国家	货币	当地货币	人民币	当地货币	人民币	当地货币	人民币
英国	英镑	4.9	41.2	5.8	48.9	6.2	52.3
德国	欧元	5.0	36.6	6.0	43.6	6.4	46.5
西班牙	欧元	5.2	38.1	5.8	42.5	6.5	47.6
法国	欧元	5.4	39.5	6.3	45.7	6.7	48.7
意大利	欧元	5.8	42.1	6.5	47.2	6.8	49.4
挪威	挪威克朗	41.0	28.5	49.5	34.4	53.5	37.2

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表：Model Y 欧洲核心国家售价（万元）

Model Y		后轮驱动		长续航版		性能版	
国家	货币	当地货币	人民币	当地货币	人民币	当地货币	人民币
英国	英镑	5.2	44.2	5.8	49.3	6.8	57.8
德国	欧元	5.4	39.5	5.7	41.7	6.6	48.0
西班牙	欧元	5.1	37.5	6.6	49.0	7.0	52.0
法国	欧元	5.0	36.6	6.5	48.3	7.0	52.0
意大利	欧元	5.0	36.6	6.6	49.0	7.2	53.5
挪威	挪威克朗	52.0	36.2	56.0	38.9	60.0	41.7

H 欧洲市场 | 细分市场加速渗透 空间有望持续增长

表：欧洲核心国家的特斯拉市场销量及市占率（万辆；%）

特斯拉同级乘用车和SUV市场		2021合计		2021M1-10		2022M1-10		同比	
总量		193.1		158.3		139.9		-11.6%	
纯电		32.0		21.8		35.2		61.0%	
渗透率		16.5%		13.8%		25.1%		11.3 pts	
特斯拉销量		16.7		11.6		14.4		24.6%	
纯电市占率		52.3%		53.0%		41.0%		-12.0 pts	
特斯拉同级市占率		8.6%		7.3%		10.3%		3.0 pts	
	2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比		2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比
德国	43.8	35.9	37.1	3.5%	意大利	9.8	8.4	7.6	-8.6%
德国EV	7.4	5.3	8.9	69.5%	意大利EV	0.8	0.7	0.7	2.5%
渗透率	16.9%	14.7%	24.0%	9.4 pts	渗透率	8.6%	8.0%	9.0%	1.0 pts
特斯拉销量	4.0	2.7	4.2	52.0%	特斯拉销量	0.6	0.5	0.4	-20.7%
纯电市占率	53.4%	52.0%	46.7%	-5.4 pts	纯电市占率	71.1%	74.2%	57.4%	-16.8 pts
同级市占率	9.0%	7.6%	11.2%	3.6 pts	同级市占率	6.1%	5.9%	5.1%	-0.8 pts
	2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比		2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比
英国	26.0	21.8	21.8	0.0%	西班牙	7.1	5.6	5.7	2.8%
英国EV	5.6	3.6	7.1	97.1%	西班牙EV	0.5	0.4	0.7	102.4%
渗透率	21.4%	16.5%	32.6%	16.1 pts	渗透率	7.2%	6.4%	12.6%	6.2 pts
特斯拉销量	3.5	2.2	3.2	45.9%	特斯拉销量	0.3	0.2	0.3	42.2%
纯电市占率	62.3%	61.4%	45.4%	-15.9 pts	纯电市占率	62.2%	65.9%	46.3%	-19.6 pts
同级市占率	13.4%	10.1%	14.8%	4.7 pts	同级市占率	4.5%	4.2%	5.8%	1.6 pts
	2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比		2021合计	2021M1-10	2022M1-10	同比
法国	13.5	10.7	9.2	-14.2%	挪威	6.9	5.4	5.0	-7.4%
法国EV	3.3	2.4	2.8	15.9%	挪威EV	4.8	3.6	4.3	18.5%
渗透率	24.8%	22.8%	30.7%	8.0 pts	渗透率	69.5%	67.0%	85.7%	18.8 pts
特斯拉销量	2.6	2.0	1.8	-10.0%	特斯拉销量	2.0	1.4	1.3	-10.8%
纯电市占率	79.1%	82.4%	64.0%	-18.4 pts	纯电市占率	42.2%	39.5%	29.7%	-9.8 pts
同级市占率	19.6%	18.8%	19.7%	0.9 pts	同级市占率	29.4%	26.4%	25.5%	-1.0 pts

资料来源：Marklines，华西证券研究所

H 欧洲市场 | 2023年欧洲销量预计30万辆 同比上升43%

表：特斯拉欧洲2023销售预测（万辆）

同级乘用车和SUV	2021	2022E	2023E	2021M1-10	2022M1-10	2022同比	2023同比
同级总市场	193	171	174	158	140	-11.6%	2.0%
纯电销量	32	51	67	22	35	61.0%	30.0%
渗透率	16.5%	30%	38%	13.8%	25.1%	13.6 pts	8.3 pts
特斯拉销量	17	23	30	12	14	35.9%	32.5%
纯电市占率	52%	44%	45%	53%	41%	-8.1 pts	0.9 pts
特斯拉同级市占率	9%	13%	17%	7%	10%	3.0 pts	4.0 pts

资料来源：Marklines，华西证券研究所测算

表：特斯拉欧洲核心国家等车周期

英国		德国		法国	
Model Y		Model Y		Model Y	
后驱	2-4周	后驱	1-3个月	后驱	1-2个月
双电机	2-4周	双电机	1-3个月	双电机	1-3个月
Model 3		Model 3		Model 3	
后驱	2-4周	后驱	1-3个月	后驱	1-3个月
双电机	1-3个月	双电机	1-3个月	双电机	1-3个月

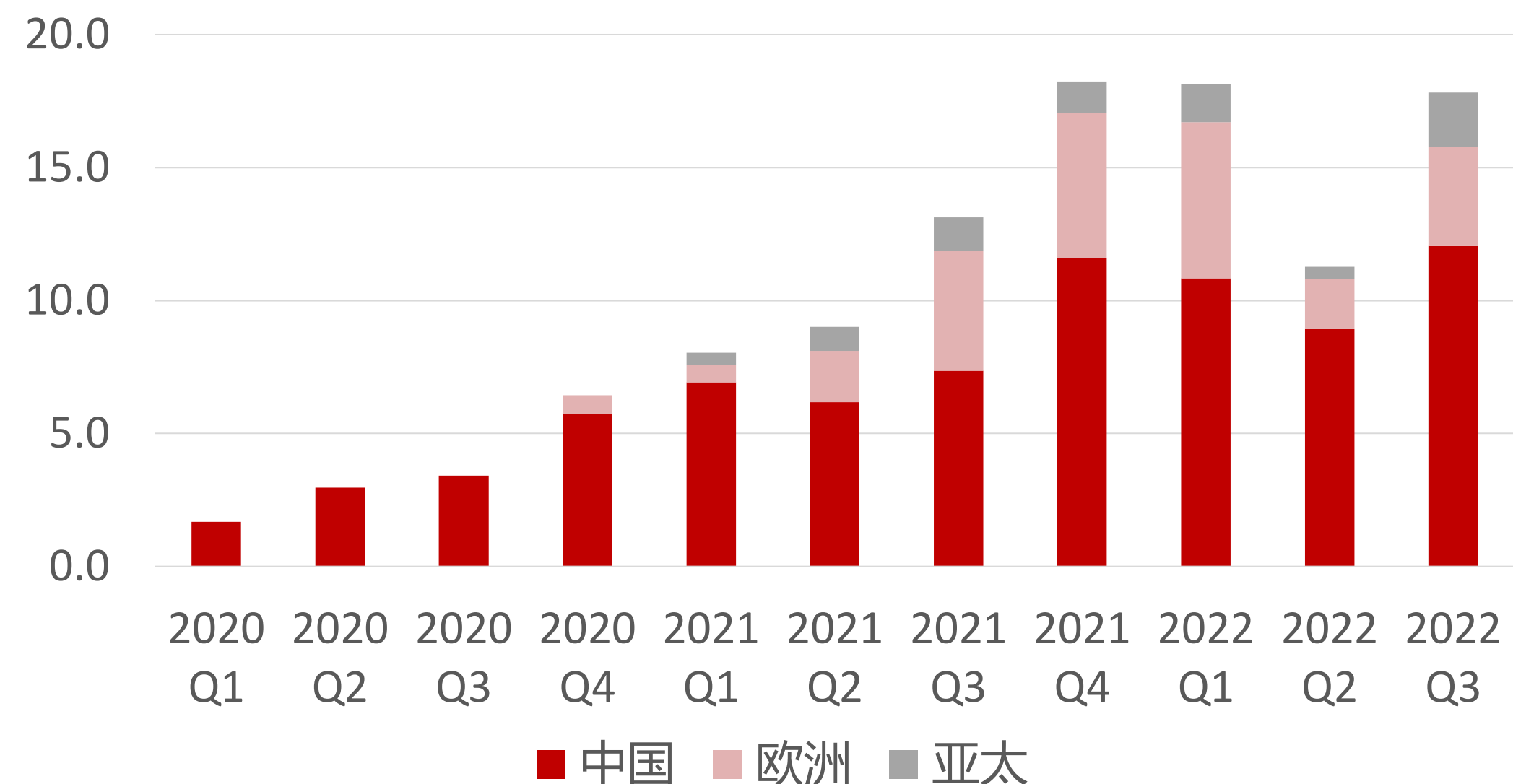
西班牙		意大利		挪威	
Model Y		Model Y		Model Y	
后驱	1-3个月	后驱	1-2个月	后驱	1-3个月
双电机	1-4个月	双电机	1-3个月	双电机	1-4个月
Model 3		Model 3		Model 3	
后驱	1-4个月	后驱	1-3个月	后驱	1-4个月
双电机	1-4个月	双电机	1-3个月	双电机	1-4个月

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

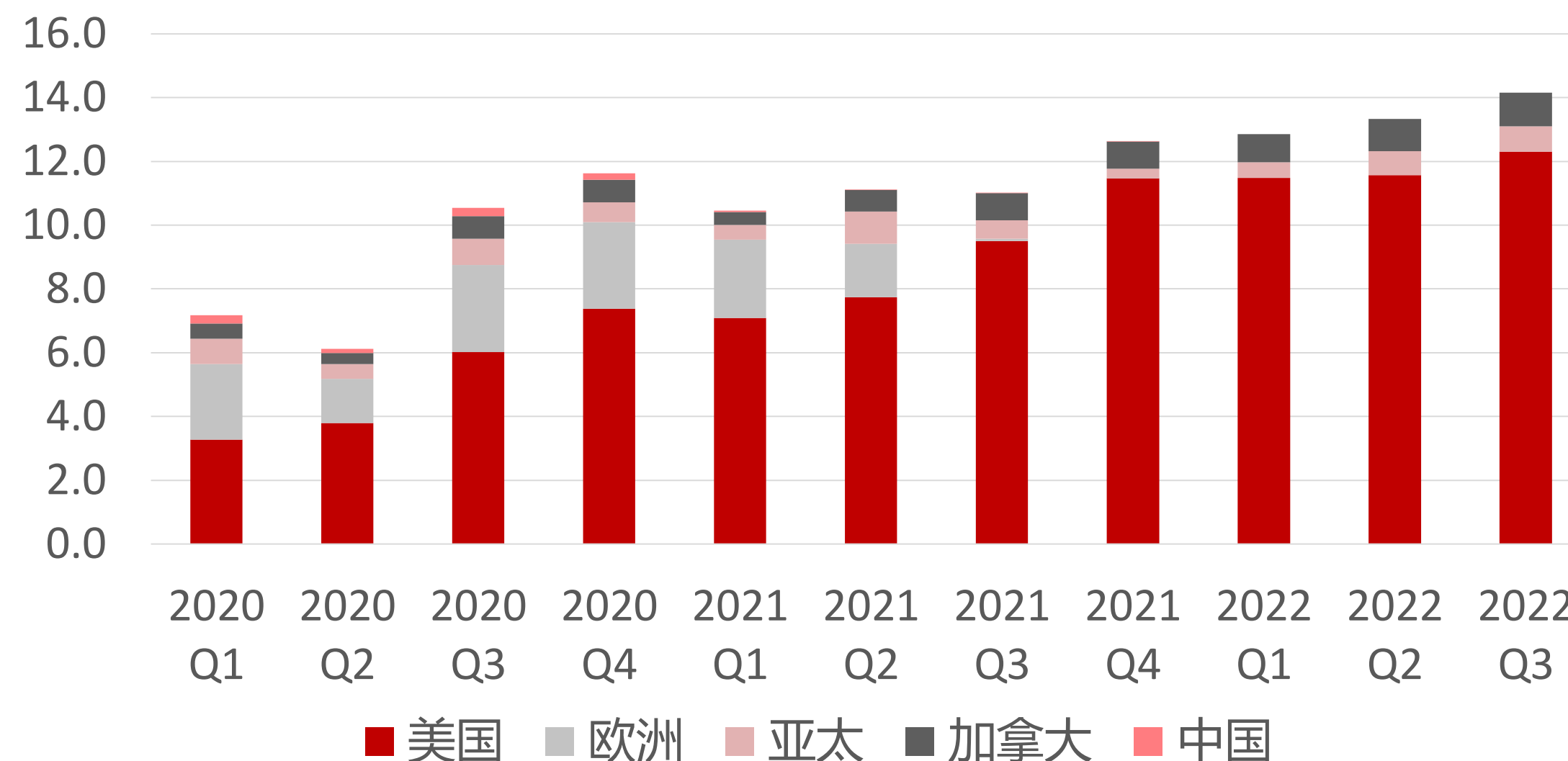
- **同级市场纯电渗透率提升快。**2022年特斯拉同级纯电销量增速最快，预计达到51万辆，同比+61.0%；对应渗透率达到30.0%，同比+13.6pts。我们预计2023年欧洲同级别纯电渗透率可达到38.0%，同比提升8.3pts。
- **欧洲主要国家普遍等车周期相对较长。**等车周期长是需求良好的表现、叠加降价预期；在产能升级的背景下，有望加速交付，提升特斯拉2023年欧洲同级市场的市占率。

H 产能分配 | 上海和加州是目前核心产能 短期内可替代性低

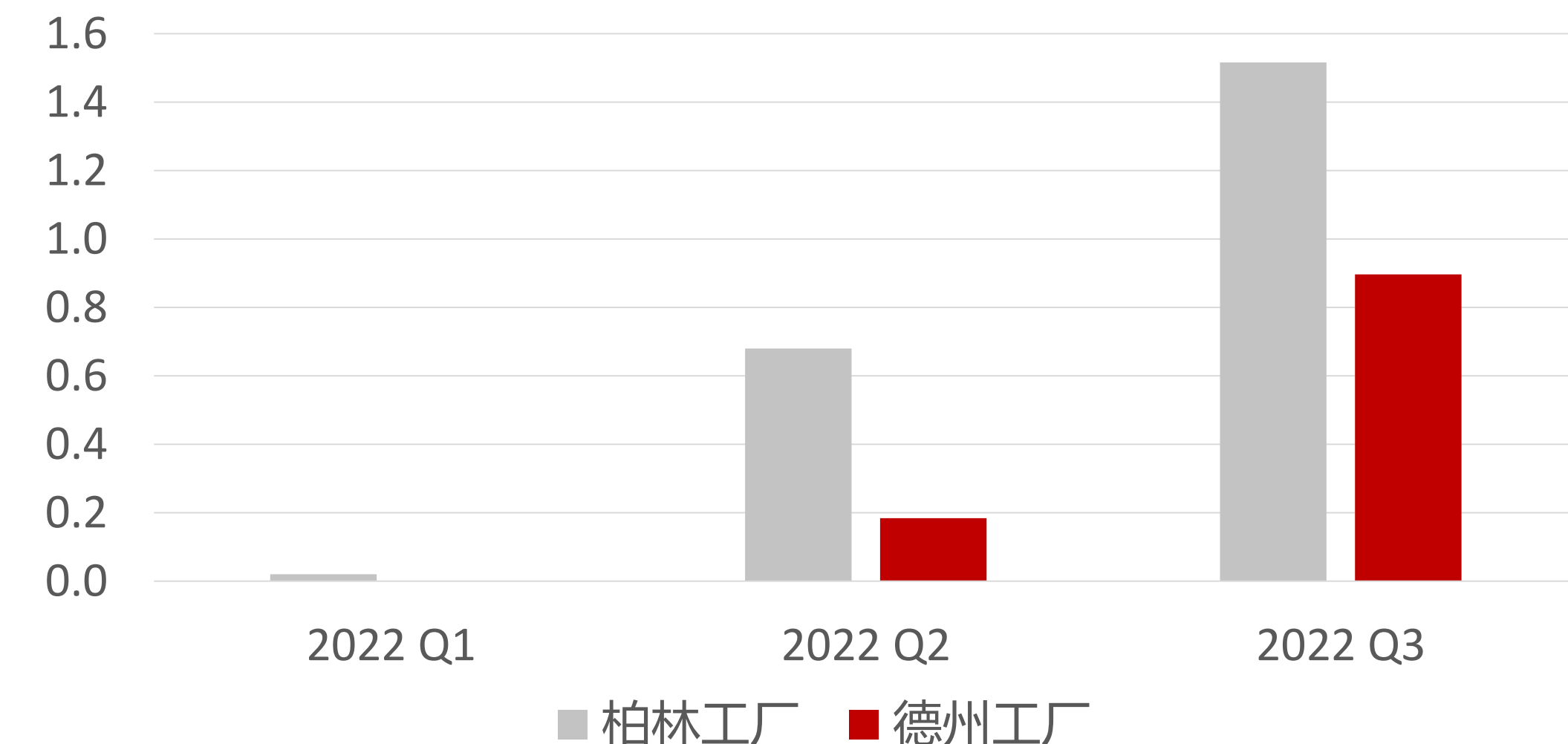
图：上海工厂交付区域构成（万辆）



图：加州工厂交付区域构成（万辆）



图：德州和柏林工厂交付（万辆）

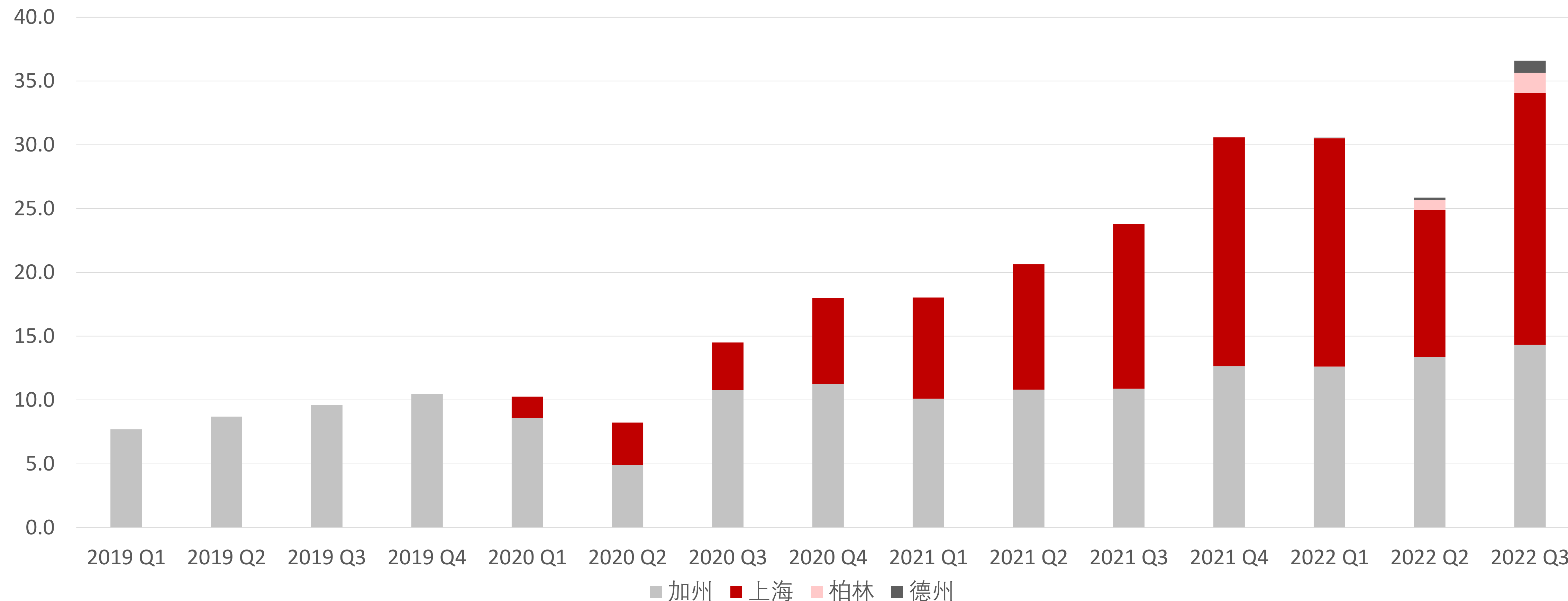


- **上海工厂**：承接中国、欧洲和亚太，月产能约8.8万辆。
- **加州工厂**：承接美国和加拿大，月产能约5.5万辆。
- **德州工厂**：承接美国，主要负责Model Y和Cybertruck，月产能月为1.2万辆。
- **柏林工厂**：承接欧洲，产能爬坡受阻，提升速度慢，周产能5,000辆。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

H 产能分配 | 加州工厂产量稳定 上海工厂贡献提升

图：各工厂交付总量（万辆）



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

- **上海工厂贡献度持续提升。**上海工厂投产以来，对全球产量的贡献度持续上升。自2021Q3至今上海工厂的季度产量贡献占比均超过50%，仅有2022Q2因疫情影响导致产量占比略低（45%）。

H 销量预测 | 上海出货量预计为92万辆 全球交付量预计为194万辆

表：上海工厂特斯拉2023年出货量预测（万辆）

	2022E	乐观情况	中性情况	悲观情况
中国	45	62	57	52
欧洲	18	25	20	15
亚太	8	18	15	10
总量	71	105	92	77

资料来源：华西证券研究所测算

表：特斯拉2023年全球交付量预测（万辆）

	2022E	乐观情况	中性情况	悲观情况
中国	45	62	57	52
美国	51	90	87	80
欧洲	23	33	30	25
亚太	8	17	15	10
其他	5	5	5	5
总量	132	207	194	172

资料来源：华西证券研究所测算

- **柏林工厂爬产困难，或将无法达到产能预期。**柏林工厂当前存在招工困难爬产慢的情况，爬产困难问题可能延续至2023年。
- **亚太市场贡献新增需求，上海工厂产量预期良好。**我们预测上海工厂产量为92万辆，同比+26.0%。核心增量为欧洲和亚太的新增需求。
- **全球交付符合预期，美国市场为增量核心。**在全球交付预测假设中，中国区域存在降价预期和疫情恢复较好的预期，因此我们预测中国区域交付量为57万辆，同比+21.3%；美国区域在IRA返税政策下市场空间有望大幅释放，同比+70.5%。2023年全年全球预测交付194万辆，同比+45.8%。



目录

- 1. 短期需求：中国市场增速放缓 美国贡献核心增量
- **2. 中期关注：在售车型改款 新车型投放预期**
- 3. 投资建议
- 4. 风险提示

H 车型改款 | 同价位选择众多 产品周期较长

表：Model 3 与类似价位车企的版本及价格（万元人民币）

车型	价格
特斯拉Model 3	556km 续航 后轮驱动版：26.59 675km 续航高性能全轮驱动版：34.99
蔚来ET5	560 km 75kWh电池：32.8 710 km 100kWh：38.6
比亚迪海豹	550km 标准续航后驱动版：20.98 700km 长续航后驱版：25.98 650km 四驱性能版：28.68
长安深蓝SL03	1200增程版：16.89 515纯电版：18.39 705纯电版：21.59
极氪001	732 km We版：29.9 536 km We版：29.9 616 km ME版：34.9 650 km You：38.6

资料来源：汽车之家，华西证券研究所

表：Model Y 与类似价位车企的版本及价格（万元人民币）

车型	价格
特斯拉Model Y	545km 续航后轮驱动版：28.89 660km 长续航全轮驱动版：35.79 615km 高性能全轮驱动版：39.79
小鹏G9	570 Plus/Pro/Max：30.99/32.99/34.99 720 Pro/Max：34.99/36.99 650 性能版Pro/Max：36.99/39.99
理想L7	Pro：33.98 Max：37.98
问界M5	后驱标准版：28.86 四驱性能版：31.98
蔚来ES6	465 km 75kWh 运动版：38.60 610 km 100kWh 运动版：44.40

资料来源：汽车之家，华西证券研究所

- **供给日渐丰富，车型设计影响需求。**在进入2022年以前，特斯拉Model 3/Y 竞品较少，因此用户选择不多。特斯拉相对简单的内饰和配置并未对消费者购车行为产生足够影响，但随着自主品牌和新势力在新品周期中加速推出产品力和设计感均具有一定优势的新车型时，用户逐渐对该价格段的内饰要求有了进一步的提升。

H 车型改款 | 内饰简单朴素 质感有待改善

表：Model 3 与同价位品牌配件对比

车型	座椅材质	座椅配置	全液晶仪表盘	汽车天窗	方向盘加热	感应后备厢	运动风格座椅
特斯拉Model 3	纯素仿皮	座椅加热	-	全景玻璃天幕	有	-	-
蔚来ET5	仿皮/真皮	座椅加热+通风	10.2英寸	全景玻璃天幕	有	有	有
比亚迪海豹	真皮	座椅加热+通风+按摩	10.25英寸	1.9m²全景天幕	-	有	-
长安深蓝SL03	仿皮	座椅加热+通风	10.2英寸	1.9m²全景天幕	-	-	有
极氪001	真皮	座椅加热+通风+按摩	8.8英寸	EC光感全景天幕	有	有	-

图：特斯拉Model 3 内饰



图：比亚迪海豹内饰



图：蔚来ET5内饰



资料来源：汽车之家，华西证券研究所

- **内饰质感有待提升，改款或将弥补短板。**从内饰来看，特斯拉车型均采用简约设计，在配置方面没有太多亮点；竞品车型普遍在内饰端更加丰富、豪华；对于潜在消费者来说，内饰的可感知度较高，消费者购买意愿较强。特斯拉的内饰部分是影响其潜在需求的一大因素，在23年下半年将要推出的Model 3改款车型中，有望在内饰方面做出一定改善，使其更具有吸引力。

H 新品加速 | Model Q打开下沉市场 中期贡献核心增量

图：特斯拉Model Q概念图



资料来源：Top Electric SUV，华西证券研究所

表：Model Q 中国区销量预测（万辆）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
15-20万乘用车销量	220	221	244	273	286	295	304
同比		1%	10%	12%	5%	3%	3%
本田雅阁	22	21	20	19			
雅阁市占率		10%	8%	7%			
比亚迪 宋 DM	1	0	8	16			
宋市占率		0%	3%	6%			
东风日产逍客	18	16	16	13			
逍客市占率		7%	6%	5%			
Model Q销量							30
Model Q市占率 %							10%

资料来源：华西证券研究所测算

- **专为亚太市场打造，成本大幅缩减。**在2022Q3业绩会中，马斯克正式公布了Model Q的存在。Model Q成本仅为当前Model 3/Y的一半，并且将完全基于中国市场打造，采用100%国产零部件。
- **预计25年上市，价格有望下探至15万元。**基于Model Q的成本，我们预计未来起售价格约为15万元人民币；特斯拉Model 3/Y如遇到增长瓶颈，Model Q有望加速上市。
- **全球销量超过3/Y，上海工厂中期的核心车型。**马斯克表示，预计Model Q未来销量将超过特斯拉3/Y销量的总和。以中国市场为例，如Model Q可占据15-20万区间10%的市场份额，仅在中国市场就有望提供约30万辆的需求。

H 新品加速 | Model S/X或有望国产 价格下降进入主流市场

表：国产特斯拉价格预测（万人民币）

	Model 3		Model Y	
	后驱版	性能版	长续航版	性能版
美国	32.8	43.9	46.0	48.8
中国	26.6	35.0	35.8	39.8
中美价格比例	81%	80%	78%	82%
	Model S		Model X	
	双电机	三电机	双电机	三电机
美国	73.2	94.8	84.3	96.9
中国预期售价	54.9	71.1	63.2	72.7
中美折价比例	75%	75%	75%	75%

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所测算

表：中国同级竞品销量（万辆）

车型	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
奔驰E	4.4	4.0	2.6	4.3	4.5	3.0	4.3
奔驰GLE	1.1	1.2	1.2	1.1	1.3	1.1	1.1
宝马5	4.9	4.9	4.6	4.1	4.9	4.5	4.8
宝马X5	1.3	1.0	1.4	1.3	1.0	1.1	2.2

资料来源：Marklines，华西证券研究所

- **国产Model S/X有望大幅降价。**目前美国产的S/X售价较高，相较同价位产品，在内饰和舒适性配置上有一定劣势，难以提升销量。因此，我们认为特斯拉未来可以将旗舰车型S/X进行国产化，降低售价，提升产品竞争力和销量。
- **预期价格有望达到50-60万元区间。**参考目前Model 3/Y的中美售价差，我们认为价格更高的S/X车型国产化后有更多的折价空间。我们预计国产S/X售价有望降低至55-65万元。
- **对标同级标杆，S/X未来空间充足。**Model S/X如降低价格后对标车型为宝马5系和X5、奔驰E和GLE。参考竞品，我们预计S/X仅中国区销量可达到20万辆。



目录

- 1. 短期需求：中国市场增速放缓 美国贡献核心增量
- 2. 中期关注：在售车型改款 新车型投放预期
- **3. 投资建议**
- 4. 风险提示

投资建议 | 智能电动长期向上 产业链同步成长

- **业绩短期扰动，中期空间向上。**在公司业绩由供给制约转型需求主导的背景下，受市场对全球交付量担忧影响，特斯拉整体股价疲软。基于对中、美、欧、亚市场的需求分析，我们认为市场当前担忧情绪过度演绎；我们预计2023年全球交付量预计在190-200万辆之间，上海工厂出货量可达90万辆以上。考虑到中期车型规划以及公司自身能力的因素，我们看好特斯拉中长期价值。
- **智能电动重塑产业秩序，业绩高增长起点已现，坚定看多汽车零部件。**特斯拉引领的智能电动变革利好优质零部件厂商，2023年特斯拉上海工厂出货量有望持续提升，驱动收入进一步高增，叠加原材料、汇率、海运费等压制因素缓解，国内汽车产业链具备高业绩弹性，推荐：

智能电动增量：

- 1) **智能化核心主线：**优选智能驾驶 - **【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】** + 智能座舱 - **【上声电子、光峰科技、继峰股份】**；
- 2) **轻量化高景气：**铝价趋稳业绩弹性大，叠加一体压铸大变革，优选**【文灿股份】**，受益标的**【旭升股份】**；

新势力产业链：优选**【拓普集团、新泉股份、双环传动、上声电子】**，建议关注**【岱美股份】**。

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603596.SH	伯特利	78.92	买入	1.24	1.76	2.66	4.02	63.6	44.8	29.7	19.6
688326.SH	经纬恒润-W	150.01	买入	1.62	2.09	3.49	5.10	92.6	71.8	43.0	29.4
688007.SH	光峰科技	25.28	买入	0.52	0.52	0.85	1.29	48.6	48.6	29.7	19.6
002920.SZ	德赛西威	107.72	买入	1.51	2.33	3.19	4.17	71.3	46.2	33.8	25.8
688533.SH	上声电子	55.71	买入	0.41	0.82	1.74	2.56	135.9	67.9	32.0	21.8
603997.SH	继峰股份	14.91	买入	0.12	0.09	0.45	0.66	124.3	165.7	33.1	22.6
603348.SH	文灿股份	58.88	买入	0.38	1.51	2.44	3.36	154.9	39.0	24.1	17.5
605128.SH	上海沿浦	54.40	买入	0.88	1.55	2.16	4.32	61.8	35.1	25.2	12.6
600933.SH	爱柯迪	18.26	买入	0.36	0.69	0.91	1.24	50.7	26.5	20.1	14.7
601689.SH	拓普集团	58.58	买入	0.93	1.56	2.28	3.19	63.0	37.6	25.7	18.4
603179.SH	新泉股份	38.31	买入	0.75	1.05	1.54	2.07	51.1	36.5	24.9	18.5
002472.SZ	双环传动	24.35	买入	0.46	0.69	1.04	1.45	52.9	35.5	23.3	16.7
603786.SH	科博达	65.17	买入	0.97	1.28	1.70	2.26	67.0	50.9	38.3	28.8
600660.SH	福耀玻璃	35.02	买入	1.23	1.76	2.17	2.58	28.5	19.9	16.1	13.6
601799.SH	星宇股份	131.27	买入	3.41	4.56	6.05	7.97	38.5	28.8	21.7	16.5
300258.SZ	精锻科技	11.53	买入	0.36	0.51	0.68	0.88	31.7	22.6	17.1	13.1

资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至2022/12/29），德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖



目录

- 1. 短期需求：中国市场增速放缓 美国贡献核心增量
- 2. 中期关注：在售车型改款 新车型投放预期
- 3. 投资建议
- 4. 风险提示

- **汽车行业景气度不及预期**：受缺芯、原材料价格上涨等因素影响，若整体汽车行业景气度低迷，公司销量可能不及预期；
- **电动汽车渗透不及预期**：受新能源汽车补贴退坡等政策因素影响，若电动汽车渗透率提升缓慢，公司销量可能不及预期；
- **市场开拓及渠道拓展不及预期**：若公司市场开拓及渠道建设进展不及预期，公司销量可能不及预期。

分析师与团队简介

崔琰/首席分析师

经济学硕士，10余年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，专注于汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化）研究，在行业变革中深挖投资机会。获得2022年新财富汽车行业最佳分析师第五名、金牛奖第五名、水晶球入围（公募榜单第三名）、新浪金麒麟第四名、上证报第三名、WIND第二名；2021年金牛奖汽车行业最佳分析师第五名、水晶球入围、新浪金麒麟入围、WIND第一名；2020年水晶球公募组第五名、WIND第一名；2017年新财富入围、水晶球第三名、金翼奖第四名、WIND 第一名；2016 年水晶球第一名、2014 年新财富入围。

郑青青/王旭冉/胡惠民/乔木/杜丰帆/马天韵

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANK YOU

