

证券研究报告—动态报告/行业快评

汽车汽配

特斯拉系列之十一

超配

(维持评级)

2020年05月16日

应对补贴新政，Model3 长续航版降价

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：何俊艺

0755-81981823

hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

事项：

特斯拉将于近日在中国对长续航版 Model 3 价格下调 2 万元，该车补贴退坡后仍将保持 344050 元售价。

国信汽车观点：

特斯拉紧跟中国市场动向，近期频频降价，对国内自主品牌新能源车型的竞争优势持续提升。特斯拉 Model 3 长续航版目前竞品车型主要包括小鹏 P7、广汽 Aion LX 2019 款 80 系列和即将上市的比亚迪汉，标准版 Model3 的竞品则包括小鹏 P7 低配版、Aion S 等，综合续航里程和售价看，降价后两版 Model3 的性价比均得到大幅提升，且特斯拉 Model 3 作为全球畅销车型，其品牌影响力高于多数国内造车新势力和自主品牌，竞争优势明显。特斯拉计划今年底在国内新增 4000 个超充桩，配套设施的完备化有助于带动销量进一步提升。

总结来看，占据全球汽车销量三分之一、全球新能源汽车销量二分之一的中国市场增长潜力巨大，特斯拉是 2018 年外资股比放开后，首个在中国独资建立工厂的汽车企业，其上海超级工厂不到一年时间完成建设，2020 年初起国产版 Model 3 标准续航版正式对外交付，价格直接下探到 30 万以下区间，市场竞争力充足；国产 Model 3 长续航版性价比比较高，4 月开启预订一天内订单破 2 万，后续交付量有望超预期。上海工厂一期产能规划 15 万辆，后续或随 Model Y 上市继续翻倍，叠加零部件国产化率提升，或有望带动国内特斯拉相关供应商的出货量提升。基于特斯拉产业链自下而上的梳理与研究，我们较为推荐特斯拉产业链上 1) 单车价值量或营收弹性较大的 Tier 1 供应商；2) 有望持续新增产品配套、具备 ASP 提升空间的新能源零部件供应商；3) 产品技术壁垒较高的核心零部件供应商。

基于以上逻辑我们推荐的标的顺序为：1) 特斯拉最核心动力技术——电池总成供应商宁德时代；2) 配套单车价值量较高的拓普集团、均胜电子、华域汽车；3) 新能源汽车热管理系统全球龙头供应商三花智控；4) 营收弹性较大的旭升股份、科达利；5) 后续新产品有望继续进入配套的低估值零部件中鼎股份。

评论：

■ 特斯拉调价动作频频，紧跟国内市场动向

Model3 标准版自 2019 年 12 月进入工信部推荐名录以来 3 次调价，分别与补贴退坡及限制政策有关。4 月 23 日财政部等四部委发布《关于调整完善新能源汽车补贴政策的通知》规定，新能源乘用车补贴前售价须在 30 万元以下（含 30 万元）。特斯拉为了配合补贴政策自 5 月 1 日将 Model 3 标准续航版价格从 30.355 万元下调至 29.18 万元，享受补贴 2.025 万后的售价为 27.155 万元（消费者实际支付价格）。

长续航里程版本定价**36.655万元**，在**7月22日**过渡期前个人购买可享受补贴**2.25万元**，补贴后价格为**34.405万元**。Model3长续航版根据政策新政规定，国产版特斯拉Model3长续航后驱版车型的售价超过30万，在过渡期结束后，该车将不享受补贴，既消费者个人支付价格需增加2.25万元。针对2020年新能源车型补贴退坡，特斯拉称在7月22号补贴过渡期结束后，消费者支付的国产Model3长续航后驱版价格将保持34.405万元，实则降价2.25万元。

表1：国产化特斯拉Model3标航版与长续航版调价过程

时间	相关事项	model3 标航版（2-4周交付）			model3 长续航版（预计5月底交付）		
		厂商指导价 （万元）	补贴 （万元）	补贴后售价 （万元）	厂商指导价 （万元）	补贴 （万元）	补贴后售价 （万元）
2019/5/31	国产化Model3定价发布	35.58		35.58			
2019/12/6	国产化Model3进入推荐目录	35.58	2.475	33.105			
2020/1/3	为促销，标准版指导价下降3.2万	32.38	2.475	29.905			
2020/4/10	国产化model3长续航版推出				36.655	2.75	33.905
2020/4/24	标准版与长续航版补贴调降	32.38	2.025	30.355	36.655	2.25	34.405
2020/5/1	为配合补贴政策标准版指导价下降3.2万	29.18	2.025	27.155			
2020/5/14	长续航版宣布维持补贴后售价				36.655	2.25	34.405
2020/7/23					34.405	--	34.405

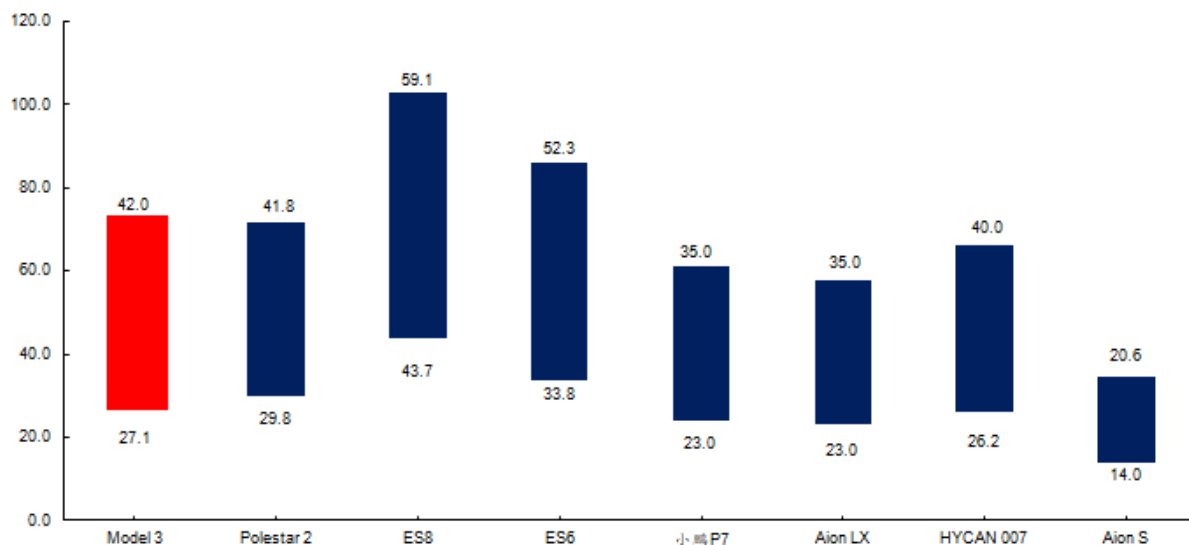
资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

■ 特斯拉降价进一步扩大竞争优势

特斯拉Model3长续航版目前竞品车型主要包括小鹏P7、广汽Aion LX 2019款80系列和即将上市的比亚迪汉（比亚迪汉EV在欧洲预估的价格区间为4.5万~5.5万欧元，折合人民币约为34.6万-42.3万元，最高续航605km），标准版Model3的竞品则包括小鹏P7低配版、Aion S等，综合续航里程和售价看，降价后两版Model3的性价比均得到大幅提升，且特斯拉Model3作为全球畅销车型，其品牌影响力高于多数国内造车新势力和自主品牌，竞争优势明显。对于少数具备差异化竞争能力的自主品牌，Model利用时间优势提前降价将助力其争取潜在客户，提升市占率。

价格方面，国产Model3长续航版与造车新势力产品价格区间重叠度较高，高于Polestar2（29.8万元）、小鹏P7（23.0万元）、Aion LX（23.0万元）、HYCAN007（26.2万元）等车型，低于蔚来ES8（46.7万元），和蔚来ES6（35.8万元）价格相差不大。考虑到特斯拉Model3作为全球畅销车型其品牌影响力高于国内造车新势力和自主品牌，其定价区间在国内极具竞争力。

图 1：国产 Model 3 与国内主要新能源车型补贴后价格区间（单位：万元人民币）



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理（注：价格取补贴后售价）

续航里程及综合性能具备相对优势。Model 3 长续航版续航里程为 668 公里，国内竞品中仅广汽 AionLX、小鹏 P7 及将于 6 月上市的比亚迪汉等少量车型达到 600 公里以上续航；百公里加速度方面，Model 3 三款车型的提速区间为 3.4-5.6s，优于 ES8、ES6、AIONS 等车型；自动驾驶方面，Model 3 三款车型均为 L2.5/FSD 级别自动驾驶，国内竞品中蔚来 ES8、ES6、AIONS 等车型普遍搭载 L2 级别自动驾驶系统，Model 3 的 Autopilot 系统具备较强竞争力和路试经验。

国产 Model 3 长续航版与标准版价差拉大，Model3 标准版吸引力有所提升，特斯拉自家产品差异化得到凸显。性能上来看，长续航版续航里程从 445km 提高到 668km，增幅 50%；电池能量提高了 25kWh；百公里加速从 5.6 秒缩至 5.3 秒，比标准版快 0.3 秒，Model 3 高性能版只需 3.4 秒，相较前两版提升更显著。**内饰上来看**，长续航版优于标准版，如增加了后排座椅加热、高级音响系统、高级移动连接服务、LED 雾灯等。由于 Model3 标准版降价，二者价差从原来的 4 万元增加到接近 7 万，标准版的性价比得到提升。

表 2：国产 Model 3 系列车型与国内主流新能源车型参数对比

	Model 3 标准续航升级版	Model 3 长续航版	Model 3 高性能版	蔚来 ES8	蔚来 ES6	Aion S	Aion LX	MARVEL X	荣威 Bi5	小鹏 P7
补贴后售价	27.2	34.4	41.9 (前)	43.7-59.1	33.8-52.3	14.0-20.6	23.0-35.0	26.9-30.9	12.9-16.1	23.0-35.0
车身级别	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	5 门 / 7 座 / 中大型 / SUV	5 门 / 5 座 / 中型 / SUV	4 门 / 5 座 / 紧凑型 / 三厢	5 门 / 5 座 / 中型 / SUV	5 门 / 5 座 / 中型 / SUV	5 门 / 5 座 / 紧凑型 / 旅行车	
轴距(mm)	2875	2875	2875	3010	2900	2750	2920	2800	2665	2998
车轮尺寸	18	18	19	19/20/21	19/20/21	17/18	17	19	16	
驱动结构	后置后驱	后置后驱	双电机四驱 / 电动四驱	四驱	四驱	前驱	前驱	后驱	前驱	
电动机总功率(kW)	202	202	340	400	320-400	135	135-300	137	85	196/316
电动机总扭矩(N·m)	375	404	639	725	725	300	350-700	410	255	390
电池支持最高续航里程(km)	445	668	530	415-580	430-510	410-510	503-650	403	420	552-706
电池能量(kWh)	50	75	75	70-100	70-84	49.4-58.8		52.5	52.5	
百公里加速	5.6	5.3	3.4	4.4	4.7-5.6	7.9	3.9	7.9	4.8	
自动驾驶	L2.5/FSD	L2.5/FSD	L2.5/FSD	L2	L2	L2	L3	无	无	可选

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

时间先发进一步放大性价比优势，帮助 model3 锁定潜在客户。具体样本看，Model3 与小鹏 P7、比亚迪汉等存在差异化的竞争，Model3 延续低价可进一步提升性价比，并叠加时间先发优势争取潜在客户。

安全性能方面，比亚迪汉配备了自研的刀片磷酸铁锂电池，安全性能较 Model3 采用的三元电池显著提升；

线控制动方面，汉搭载博世最新的 IPB 线控装置（在 iBooster 基础上增加了 ESP），领先于 Model3 采用的 iBooster，汉的百公里紧急制动距离仅 32.8 米，为全球新能源车的最好成绩，而小鹏 P7 也可做到 35 米以内，略好于入门版的 Model3；

智能网联的差异化设计上，Model3 的 autopilot 自动辅助驾驶系统领先对手，但自主品牌从其他方面发力迎合不同群体的需求，小鹏 P7 主打全场景智能语音交互，比亚迪汉使用的 D-link 则贴近日常的休闲娱乐需求，Aion LX 则关注智能物联。

针对这部分构成差异化竞争的对手，特斯拉有全球爆款的品牌号召力和时间先发两大优势，由于小鹏 P7 和比亚迪汉分别在 4 月 27 日和 6 月正式上市，而交付和前期造势的发酵都需要一定时间，故本次低价延续有望帮助 model3 提前锁定潜在客户。

表 3：Model3 长续航版主要竞品对标

	model3 长续航版	小鹏 P7	比亚迪汉	Aion LX 80
样本价格（万元，补贴后售价）	34.4	25.49	29 以上	27.96
尺寸	尺寸（mm）	4694*1850*1443	4980*1910*1495	4786*1935*1685
	轴距（mm）	2875	2920	2920
	级别	中型车	中型车	中型车
续航及充电	续航里程	668	608	650
	充电时间（min）	30	25	30
安全性	电池类型	三元锂电池	刀片磷酸铁锂电池	三元锂电池
操控	综合功率（kW）	202	363	150
	扭矩（N·m）	404	680	350
	百公里加速时间（s）	5.3	3.9	—
	百公里刹车距离（m）	37.39	32.8	39.5
	悬架	前双叉臂、后多连杆悬架	前麦弗逊，后多连杆	前麦弗逊，后多连杆
智能网联	制动系统	博世 iBooster	博世 IPB	—
	自动驾驶级别	L2.5/FSD	L2	L3
	OTA 远程升级	√	√	—
	差异化设计	Autopilot 对动力、转向、刹车、牵引力控制等等系统全面精细调教	Dlink 自由安装任意 APP，车内实现 K 歌、叫外卖、看电影、玩游戏、喝茶会友	ADIGO 智能物联系统

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图 3：比亚迪汉配备的博世的 IPB 系统

图 4：Model3 配备的 iBooster 系统



资料来源：佐思汽车研究，国信证券经济研究所整理



资料来源：佐思汽车研究，国信证券经济研究所整理

■随着零部件国产化率提升，Model 3 或有望进一步降价

Model 3 在中国上市一年以来已多次官方降价，降价原因有关税变动、生产成本下降、促销等，预计随着零部件国产化比例提升，未来 Model 3 有望进一步降价。我们在 2 月初的特斯拉系列八的深度报告里，以已在国内上市的 Model 3 标准续航升级版来测算，国产化 Model 3 综合成本有望下降 36%。

根据特斯拉财报显示，汽车销售收入的成本包括：直接零件、材料、人工成本、制造费用（包括工具和机械的折旧成本，运输和物流成本，车辆连接成本，与充电桩相关的电力和基础设施成本以及估计的储备）、保修费用。汽车销售收入的成本还包括对保修费用和费用的调整，以在其存货的账面价值超过其估计的可变现净值时冲减其账面价值，并提供超过预计需求的过时和现有库存。

根据特斯拉 2018 年 Q4 致股东信，Model 3 在 2018 年 Q4 毛利率超过 20%“Model 3's gross margin remained stable in Q4 at over 20%”（2018 年特斯拉 Model 3 的美国在售车型为中等续航版、长续航全轮驱动版、高性能全轮驱动版三款，售价 4.6-6.4 万美元），同时 2019 年的目标毛利率是达到 25%“We continue to target a 25% Model 3 non-GAAP gross margin at some point in 2019”（2019 年 3 月售价 3.5 万美元的标准版 Model 3 在美国正式起售）。

根据特斯拉 2019 年 Q2 致股东信，2019 年 Model 3 快速爬坡后的平均售价在 5 万美元左右，考虑 2019 年 Model 3 25% 的目标毛利率，我们给予假设：平均 5 万美元售价 Model 3 毛利率 25%，即美国工厂单台 Model 3 平均生产成本约 3.75 万美元。

我们测算国内 Model 3 的毛利率：

1) 拆分当前美国工厂 Model 3 的生产成本，拆分依据主要来源于蔚来、北汽新能源和众泰汽车当前的生产成本，考虑蔚来上市初期产能爬坡，原材料结构占比显著偏低 (33.84%)。参考北汽新能源和众泰汽车我们给予特斯拉 70% 的直接材料结构，直接人工方面，蔚来和众泰均在 4-5% 之间，考虑特斯拉美国工人时薪 16 美元，是蔚来的 2-3 倍，我们给予特斯拉 10% 的直接人工结构，折旧摊销方面，我们直接用特斯拉 2019 前 Q3 的财报数据，特斯拉当前折旧摊销的成本占比约 10%。

表 4：国内相关整车企业生产成本拆分及特斯拉预测

在生产成本中占比	蔚来	北汽新能源	众泰	特斯拉 model 3 美国工厂（预计）
直接材料	33.84%	51%	88.74%	70%
直接人工	4.62%	-	4.38%	10%
折旧和摊销	26.81%	4.23%	6.89%	10%

资料来源：蔚来、众泰、北汽蓝谷招股说明书，国信证券经济研究所整理

2) 原材料成本进一步拆分和国产化采购降幅预测。对于 70% 的直接材料（原材料采购），我们对照北汽新能源的原材料成本结构做美国特斯拉 Model 3 进一步的拆解：其中电池占比 50% 左右，电机电控占比约 12%，白车身占比 8%，其他部件占比 30%。而转为国产化采购后，考虑到国内汽车零部件相对海外的成本优势，我们预计国产版电池成本下降 25%、电机电控成本下降 10%、白车身及其他零部件成本下降 15%，综合来看国产版 Model 3 的原材料成本相对于美版可以下降 19.4%。

表 5：特斯拉直接材料成本拆分和国产化降幅预测

直接材料拆分	北汽新能源成本结构	特斯拉美国成本结构预计	特斯拉国产版降幅预计
电池	53.0%	50%	-25%
电机	8.3%	8%	-10%
电控	3.5%	4%	-10%
白车身	4.6%	8%	-15%
其他	30%	30%	-15%
总计	100%	100%	-19.4%

资料来源:北汽蓝谷招股说明书, 国信证券经济研究所整理

3) 国产版特斯拉 Model 3 综合生产成本或为 15-20 万人民币 (美国工厂的 60-70%)。我们将 Model 3 美国工厂和中国工厂的直接材料、直接人工和折旧摊销三方面分别做成本拆分后发现, 在实现零部件全面 (100%) 国产化的前提下, 中国工厂的综合成本是美国工厂的 60-70%, 具体来看, 美国工厂 Model 3 单车均价 5 万美元 (38 万人民币), 单车成本约 3.75 万美元 (25.5 万人民币), 对应毛利率 25%; 中国工厂 Model 3 单车均价 29.9 万人民币, 单车成本 2.4 万美元 (16.3 万人民币), 对应毛利率 55%。考虑到中国工厂 Model 3 的高毛利率, 我们认为后续国产版 Model 3 仍有降价空间, 经测算, 国产版 Model 3 价格下探到 21.7 万人民币 (当前售价 29.9 万人民币) 后, 仍可维持和美国同等毛利率水平, 换句话说, 维持 25% 的目标毛利率下, 国产版 Model 3 仍有 27% 的降价空间。

表 6：特斯拉 Model 3 美国工厂和中国工厂的毛利率测算

	特斯拉美国工厂	特斯拉中国工厂	中国工厂较美国工厂的成本下降幅度	备注
Model 3 平均售价 (美元)	50000	43971		美国 model 3 均价根据特斯拉 Q2 致股东信内容, 中国以 29.9 万人民币官网售价 (6.8 汇率计)
直接材料	70%	56.4%	19.4%	根据图
直接人工	10%	4.0%	60.0%	根据蔚来和众泰的人工工资
折旧和摊销	10%	3.5%	65.0%	根据特斯拉 Q3 致股东信内容
生产成本合计	100%	63.9%	36.1%	
生产成本 (万美元)	37500	23970		根据特斯拉 2018Q4 致股东信内容, 2019 年 Model 3 毛利率目标 25%
当前售价对应的毛利率	25%	55%		当前售价: 美国 5 万美元, 中国 29.9 万人民币
达到 25% 的毛利率的降价空间	0%	27%		中国售价下探到 22 万人民币左右仍可维持和美国当前一致的毛利率

资料来源: 国信证券经济研究所预测

总结: 我们拆解了特斯拉 Model 3 美国工厂和中国工厂的成本结构, 在实现零部件全面 (100%) 国产化的前提下, 中国新能源产业链的采购成本有望下降 19.4%, 人工成本有望下降 60%, 折旧摊销有望下降 65%, 综合以上国产版 Model 3 综合成本较美国工厂有望下降 36%, 测算国产版 Model 3 单车成本约 16.3 万人民币, 当前 29.9 万人民币的售价对应约 55% 的单车毛利率, 未来国产 Model 3 车型仍有持续降价空间 (若维持 25% 利润目标则降价空间 27%)。

■新形势下持续看好特斯拉国产化, 国产零部件产业链机遇巨大

受疫情影响, 目前特斯拉海外工厂已停产, 但特斯拉上海工厂已全面复工, 复工后周产能达到 3000 多辆, 特斯拉上海工厂二期工程正在快速建设, “新挑战”下特斯拉上海工厂国产化进程有望加速推进。

今年底国产特斯拉 Model 3 或将实现全部零部件的国产化替代。特斯拉上海工厂制造总监宋钢透露, 在 2020 年底国产特斯拉 Model 3 就将实现全部零部件的国产化替代。1 月特斯拉上海工厂的零部件本地化率为 30% 左右 (1 月 7 日首批交付), 计划到 2020 年 7 月提升至 70%-80%, 2020 年底提升至 100%。我们认为, 特斯拉国产化将带动全产业链标的共同受益, 推动如电池、电机、电控和汽车零部件等供应商产业链升级, 尤其看好产业链上 1) 单车价值量或营收弹性较大的 Tier 1 供应商; 2) 有望持续新增产品配套、具备 ASP 提升空间的新能源零部件供应商; 3) 产品技术壁垒较高的核心零部件供应商。

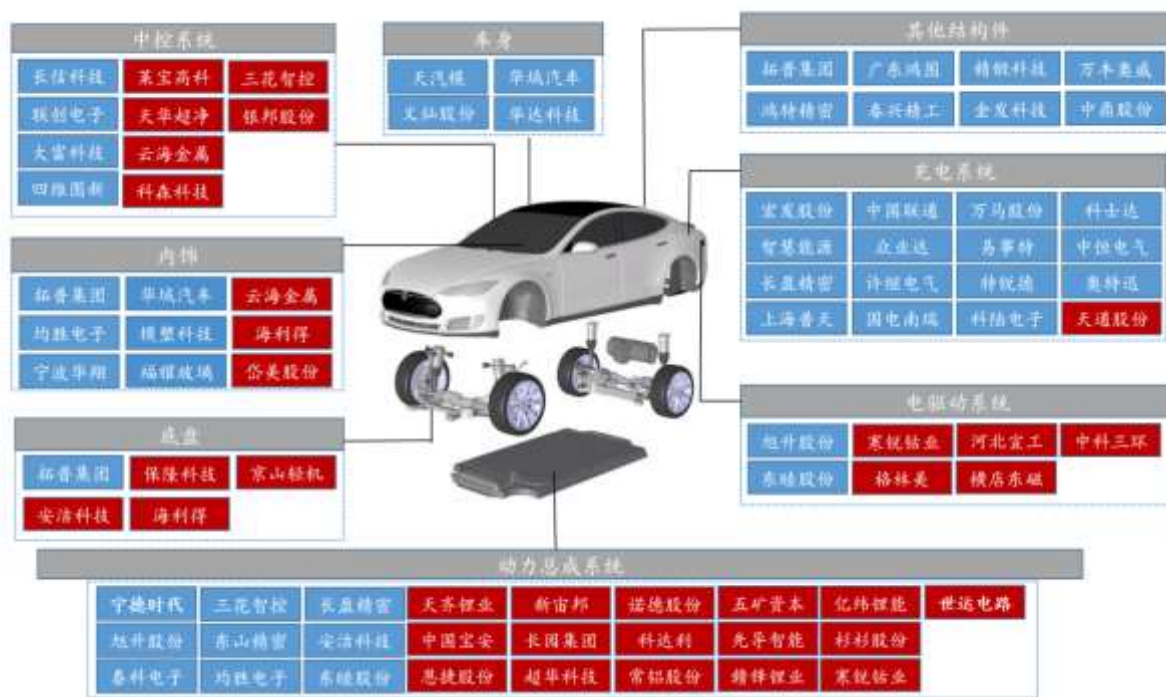
表 7：明确公告披露合作特斯拉的相关国产上市公司及合作情况

公司	业务范围	合作情况
宁德时代	动力电池以及储能电池系统提供商	2020 年签订协议, 特斯拉将向宁德时代采购锂离子动力电池, 具体的采购情况特斯拉会根据自身需求以订单方式确定, 供货有效期限 2020 年 7 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日
拓普集团	主业隔音、降噪和底盘系统产品	2016 年 8 月 23 日收到美国特斯拉签发的《供应商定点书(协议)》, 向特斯拉提供轻量化铝合金底盘结构件, 应用于特斯拉 Model 3 车型

三花智控	全球制冷控制元器件的龙头企业	2018 年年报确认特斯拉是公司客户之一
天汽模	主要产品模具设计、制造;冲压件加工;汽车车身及其工艺装备设计	2020 年 1 月公告特斯拉是公司重要客户之一, 2019 年公司与特斯拉累计签署汽车模具订单约 5400 万元人民币。公司 2014 年已与特斯拉累计签署汽车模具订单约 5000 万元人民币
中科三环	中国稀土永磁材料产业的代表企业, 全球最大的钕铁硼永磁体制造商之一	2016 年 10 月公司与特斯拉签订《特斯拉零部件采购通用条款》, 有效期限 3 年, 是与特斯拉达成采购意向的唯一国内磁材供应商
旭升股份	主业新能源和传统汽车变速系统、传动系统、电池系统等核心系统的精密机械加工零部件	2018 年年报披露 2018 年对特斯拉实现营收 4.14 亿 (约 40% 营收占比)
均胜电子	全球化的汽车零部件顶级供应商, 主要致力于智能驾驶系统、汽车安全系统的研发与制造	2020 年 1 月公告披露目前公司为特斯拉供应安全带、安全气囊和方向盘等汽车安全类产品、HMI 产品及相关传感器, 2019 年与特斯拉的相关业务产生的营业收入预计不超过 20 亿元人民币; 2020 年 2 月公告披露临港均胜安全为特斯拉中国 Model 3 和 Model Y 车型的供应商, 预计项目新增订单总金额约 15 亿元人民币, 临港均胜安全将于 2020 年开始逐步为其供货, 截至 2020 年 2 月公司获得的特斯拉订单总额约 75 亿元人民币, 订单生命周期 3~5 年。
华达科技	乘用车冲压件、模具优质企业	2019 年 5 月 29 日正式成为特斯拉供应商, 为特斯拉 3/Y 提供车身冲压件产品。预计公司 2020 年特斯拉相关营业收入约 1 亿元左右, 约占公司 2019 年营业收入的 2.50%
长信科技	主业平板显示真空薄膜材料	2017 年公告是国内已经切入特斯拉供应链体系的成熟厂商之一, 在特斯拉 Model S 后期车型上提供仪表盘, 在 Model X 上提供仪表盘和部分中控屏。
模塑科技	国内汽车保险杠龙头企业, 核心配套宝马等高端车企	2020 年 1 月公告, 公司于 2019 年 6 月获得特斯拉北美 Model Y 的前后保险杠和门槛项目定点, 预计产能 180000 辆/年, 具体实际订单根据市场需求来定, 项目周期从 2020 年开始五年时间
广东鸿图	国内压铸行业的龙头企业	2018 年 6 月 30 日发布公告确立了与特斯拉长期稳定供货协议, 主要供货产品为铝合金支撑件。
宏发股份	国内继电器龙头	2019 年中报确认特斯拉是高压直流继电器的客户之一

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

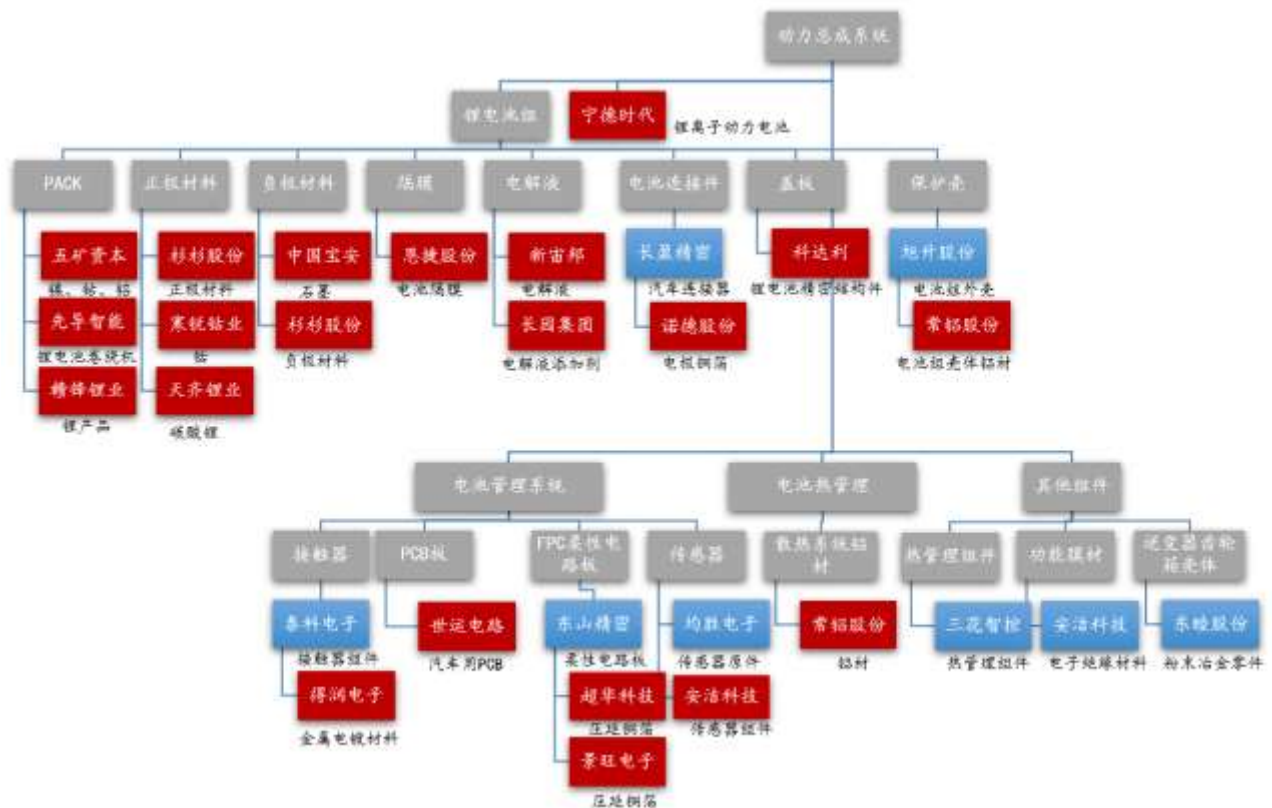
图 1: 特斯拉产业链对应个股



资料来源: 国信证券经济研究所整理

备注: 蓝色为直接供应商, 红色为间接供应商, 灰色为功能系统

图 2: 特斯拉产业链动力总成系统相关个股



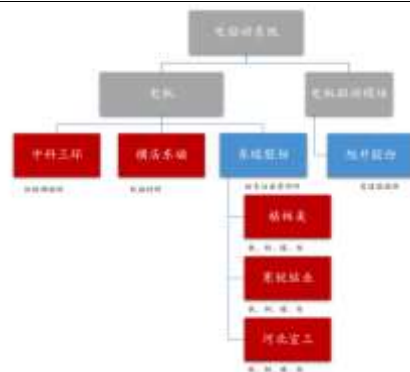
资料来源：国信证券经济研究所整理，备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

图 3: 特斯拉产业链中控系统相关个股



资料来源：国信证券经济研究所整理
备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

图 4: 特斯拉产业链电驱动相关个股



资料来源：国信证券经济研究所整理
备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

图 5：特斯拉产业链底盘部件相关个股



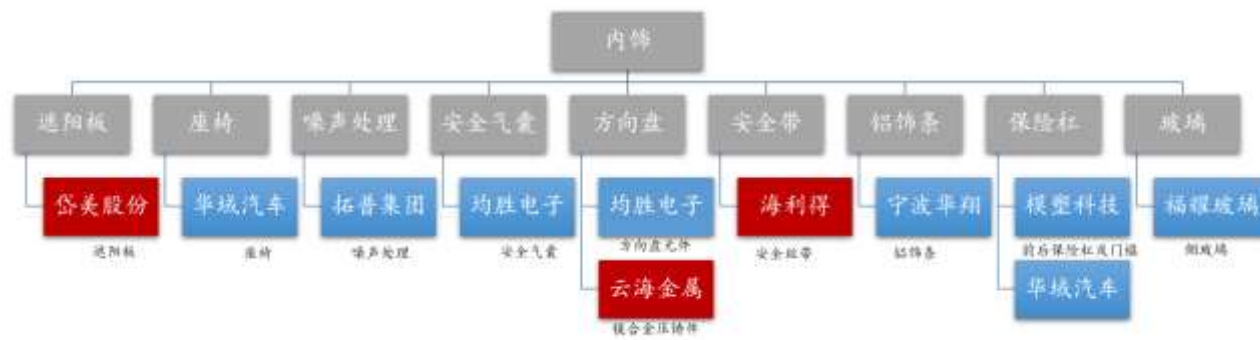
备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

图 6：特斯拉产业链车身部件相关个股



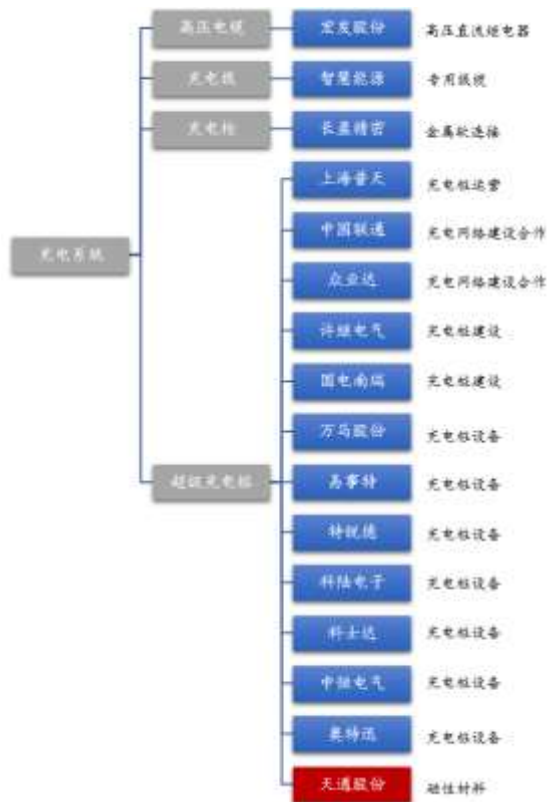
备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

图 7：特斯拉产业链内饰部件相关个股



备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

图 8：特斯拉产业链充电系统相关个股



资料来源：国信证券经济研究所整理

备注：蓝色为直接供应商，红色为间接供应商，灰色为功能系统

表 8：特斯拉主要供应商单车价值量及收入弹性测算

上市公司	配套车型	产品	预计单车价值量	配比	测算 20 年收入弹性
宁德时代	国产版 Model 3	锂离子动力电池	-	-	-
拓普集团	国产版 Model 3	底盘+内饰件	6000	100%	15%-20%
三花智控	国产版 Model 3/Y	新能源热管理系统	1500-2000	100%	2%
华域汽车	国产版 Model 3	座椅及保险杠	2000+	-	0-1%
均胜电子	特斯拉全球/国产 3/Y	汽车安全及电子产品	3000-4000	100%	3%
科达利	国产版 Model 3	电池结构件	2000	80%	15%
旭升股份	特斯拉全球	变速箱壳体等铝结构件	1500	100%	50%
模塑科技	海外版 Model Y	前后保险杠及门槛	-	100%	-
文灿股份	特斯拉全球	车身结构件	1000	100%	10%
中科三环	特斯拉 Model 3	钕铁硼磁体	1500	100%	15%
华达科技	特斯拉 3/Y	车身冲压件	300-500	-	2.5%
中鼎股份	特斯拉全球	密封类/防护类	100	-	0-1%

资料来源:国信证券经济研究所测算

■ 投资建议：持续推荐特斯拉国产化产业链

近期特斯拉在技术端（电池日）、产品端（国产 M3 长续航版本）、商业模式端（天猫旗舰店、Robotaxi 共享出行出租车）利好频出，其中 Maxwell 干电极+超级电容的应用有望实现电池领域的降本增效；国产 Model 3 长续航版本性价比超预期，补全特斯拉国内平价产品线；天猫旗舰店供应特斯拉原厂配件和本土化精品周边持续深化消费者品牌认知；Robotaxi 有望开拓特斯拉全新出行服务商业模式。

中国市场作为全球最大的汽车市场和新能源市场，消费潜力巨大，特斯拉是 2018 年外资股比放开后，首个在中国独资

建立工厂的汽车企业，其上海超级工厂不到一年时间完成建设，2020年初起国产版 Model 3 标准续航版正式对外交付，价格直接下探到 30 万以下区间，市场竞争力充足；国产 Model 3 长续航版性价比较高，4 月开启预订一天内订单破 2 万，后续交付量有望超预期。上海工厂一期产能规划 15 万辆，后续或随 Model Y 上市继续翻倍，叠加零部件国产化率提升，或有望带动国内特斯拉相关供应商的出货量提升。基于特斯拉产业链自下而上的梳理与研究，我们较为推荐特斯拉产业链上 1) 单车价值量或营收弹性较大的 Tier 1 供应商；2) 有望持续新增产品配套、具备 ASP 提升空间的新能源零部件供应商；3) 产品技术壁垒较高的核心零部件供应商。

基于以上逻辑我们推荐的标的顺序为：1) 特斯拉最核心动力技术——电池总成供应商宁德时代；2) 配套单车价值量较高的拓普集团、均胜电子、华域汽车；3) 新能源汽车热管理系统全球龙头供应商三花智控；4) 营收弹性较大的旭升股份、科达利；5) 当前订单配套量较小（3000 万年产值）、但后续新产品有望继续进入配套的低估值零部件中鼎股份。

■ 风险提示：

疫情风险、特斯拉国产化 Model 3 产能爬坡不达预期、中美政治风险。

相关研究报告:

- 《汽车行业-年报一季报总结暨 5 月投资策略: 车市供需回暖, 4 月销量同比转正》 ——2020-05-13
- 《华为汽车系列之三: 华为携手 18 家车企共建 “5G 汽车生态圈”, 看好华为汽车产业链》 ——2020-05-12
- 《汽车前瞻研究系列 (八): 热管理: 长赛道、大空间、临拐点》 ——2020-05-08
- 《特斯拉系列之十一: 特斯拉 Q1 连续盈利, 降价驱动供应链机遇升级》 ——2020-05-02
- 《华为汽车系列之二: HUAWEI? HiCharger 发布, 华为汽车产业链稳健发展》 ——2020-04-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司 (以下简称“我公司”) 所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032