

国产Model3将实现对燃油车的降维打击

——特斯拉价格策略分析报告之一

分析师：朱玥（S0190517060001）

研究助理：曾英捷

报告发布日期：2020.05.17



核心观点：

以当前27.2万元售价（消费者支付价格）测算，预计M3年销量为16.5万辆左右，**无法匹配特斯拉上海工厂一期20万辆/年的产能**。我们判断国产Model 3（标准续航）**后续仍将继续价格调整**，每一次降价都将伴随着市场空间的扩容，**实现对燃油车的降维打击**。

在保持目前补贴水平不变的情况下，若第一阶段先行匹配M3一期产能，**需要再降价两万至24-25万区间（消费者支付价格），对应年销量24万辆左右，后续M3有能力降至22-23万元（消费者支付价格），对应年销量54.5万辆**。

- ◆ **量是目标，价是手段：**自从2019年10月正式销售至今，时历半年，国产Model 3价格已经调整5次，由最初的35.58万（无补贴）下降至当前27.2万（补贴后），价格下降频繁且下降幅度较大，下降24%。12月国产版本开始交付，2020Q1交付量高达1.6万辆，创历史新高。我们认为量是公司的核心目标，价格调整是实现目标的手段。
- ◆ **凭实力降价，国产化降本显著：**通过对比美版和国产版本Model 3成本拆分，认为美版单车成本23万/车，国产版本单车成本17.6万，国产后单车成本降低24%。售价下降至当前27.2万依旧保持32%的超高毛利率，国产降本显著。降本主要体现材料成本、制造费用以及人工费用三个方向。
- ◆ **M3定位B级豪华，降价实现对燃油车降维打击：**Model 3定位B级豪华车，直接竞争对手为奥迪A4L、宝马3系、奔驰C级等，如果价格下降至25.2万元、22.2万元/车，有望通过价格调整实现降维打击，冲击A级豪华车市场以及平均售价超过20万的B级平民车市场。

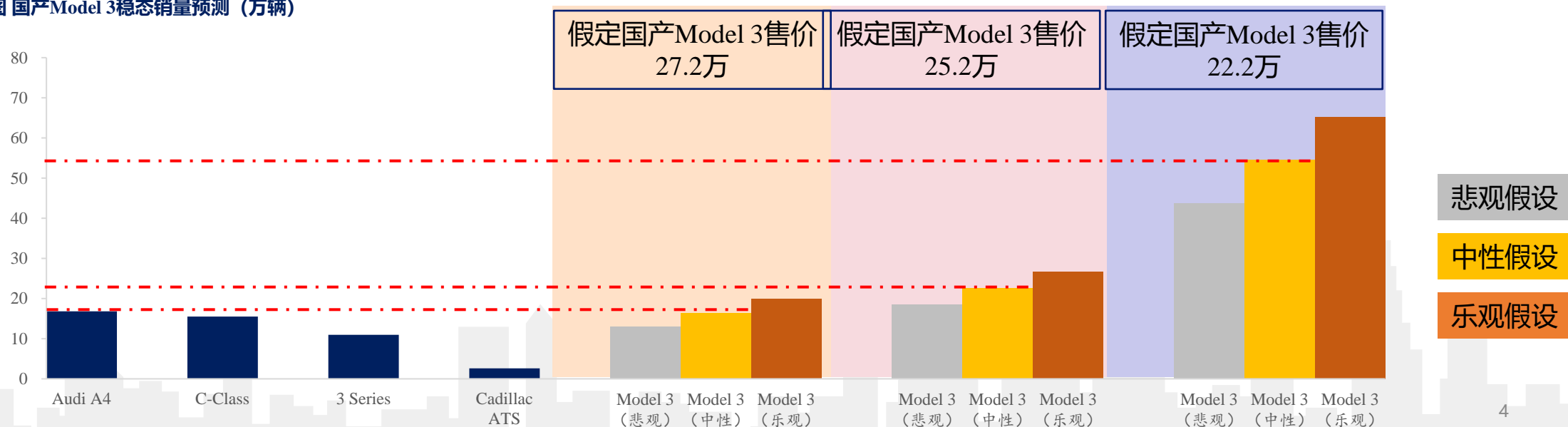
◆ 降维打击，市场扩容：M3定位B级豪华，价格将对B级平民和A级豪华车所在市场实现降维打击

- ✓ **B级豪华市场：**当前M3所处市占，**市场体量约60万辆/年**，体量最大的是奥迪A4L、奔驰C级、宝马3系（三个车型约43万辆/年），从平均落地价来看，国产Model 3在当前售价（27.2万元）已经具备明显价格优势。
- ✓ **B级新能源市场：****市场体量约10万辆/年，且有上升趋势**，体量最大的是比亚迪唐（PHEV）、蔚来ES6、大众帕萨特（PHEV）（三个车型合计约6.6万辆/年），国产Model 3在当前售价（27.2万元）相对部分车型具备价格优势。
- ✓ **A级豪华市场：****市场体量约24万辆/年，且有上升趋势**，宝马1系，奔驰A级，奥迪A3（三个车型合计约20万辆/年），当前价格竞争优势不明显，假如价格降至25.2万元，则对标进口A级豪华车，降至22.2万元，则直接冲击整个A级豪华车市场。
- ✓ **B级平民市场：****平均售价超过20万的B级平民轿车市场体量约120万辆**，体量最大的是本田雅阁、大众帕萨特、丰田凯美瑞、大众迈腾（四个车型合计约80万辆/年）。当前价格竞争优势不明显，假如价格降至25.2万元，则对标部分高端B级平民车，降至22.2万元，则直接冲击整个平均售价超过20万元的B级车市场。

◆ 国产Model 3稳态销量预测：

- ✓ 假定国产Model 3售价27.2万（消费者支付价格）：预计销量16.5万辆/年，对应毛利率32%（有补贴）/27%（无补贴）；
- ✓ 假定国产Model 3售价25.2万（消费者支付价格）：预计销量22.6万辆/年，对应毛利率27%（有补贴）/21%（无补贴）；
- ✓ 假定国产Model 3售价22.2万（消费者支付价格）：预计销量54.5万辆/年，对应毛利率18%（有补贴、毛利率底线）/10%-13%*（无补贴，无法实现盈亏平衡）

图 国产Model 3稳态销量预测（万辆）



备注：*假如不考虑销量规模提升对摊销的影响，国产M3单车毛利率10%；考虑销量规模提升，进而减少固定资产和无形资产摊销，毛利率可以提升至13%。资料来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院预测



投资建议

- 特斯拉产业链是电动车选股最清晰主线，国产M3、MY降价空间大，销量有望持续增长，实现对燃油车的降维打击，进而产业链公司业绩增长。推荐特斯拉产业链受益标的：宁德时代、科达利、璞泰来、恩捷股份、宏发股份、三花智控（汽车组覆盖）、拓普集团（汽车组覆盖）
- **风险提示：** 特斯拉Model 3需求不达预期风险、国内新能源汽车需求不达预期风险、汽车市场下滑风险、产业链价格下滑幅度过大风险、特斯拉扩产不达预期风险

表 特斯拉产业链业绩弹性测算

供应产品	标的	单车价值量 (元)	市场份额	2019年利润 (亿)	收入 (亿)			利润率	业绩弹性		
					16.5万辆 新增收入	22.6万辆 新增收入	54.5万辆 新增收入		16.5万辆 新增利润弹性	22.6万辆 新增利润弹性	54.5万辆 新增利润弹性
电池	宁德时代	42000	40%	45.6	27.72	37.97	91.56	10%	6.08%	8.33%	20.08%
负极材料	璞泰来	3600	30%	6.5	1.78	2.44	5.89	12%	3.29%	4.51%	10.87%
隔膜	恩捷股份	3240	45%	8.5	2.41	3.30	7.95	40%	11.32%	15.51%	37.39%
电芯结构件	科达利	2000	90%	2.37	2.97	4.07	9.81	9%	11.28%	15.45%	37.25%
热管理	三花智控	1400	100%	14.2	2.31	3.16	7.63	20%	3.25%	4.46%	10.75%
底盘、车身、内饰等	拓普集团	5500	100%	4.56	9.08	12.43	29.98	13%	25.87%	35.44%	85.46%
高压继电器	宏发股份	500	50%	7.04	0.41	0.57	1.36	15%	0.88%	1.20%	2.90%
正极材料	天津巴莫	19200	30%	非上市公司	9.50	13.02	31.39	8%	非上市公司		
负极材料	POSCO	3600	60%	非上市公司	3.56	4.88	11.77	12%	非上市公司		
电解液	天赐材料	2900	30%	0.16	1.44	1.97	4.74	10%	89.72%	122.89%	296.34%
铝合金结构件	旭升股份	1500	100%	2.06	2.48	3.39	8.18	15%	18.02%	24.68%	59.53%

- 保守假定宁德时代占国产特斯拉电池需求比例40%；LG化学占比60%；
- 假定璞泰来占LG化学比例30%，占宁德时代30%；
- 假定恩捷股份占宁德时代隔膜需求比例60%；占LG化学比例35%；
- 假定科达利占宁德时代结构件需求量比例75%；占LG化学比例100%；



1

国产Model 3价格如何调整

- **变动频繁**：历时半年，调整5次
- **幅度较大**：下降24%

2

国产Model 3凭什么频繁降价

3

国产Model 3如果持续降价市场容量有多大？

4

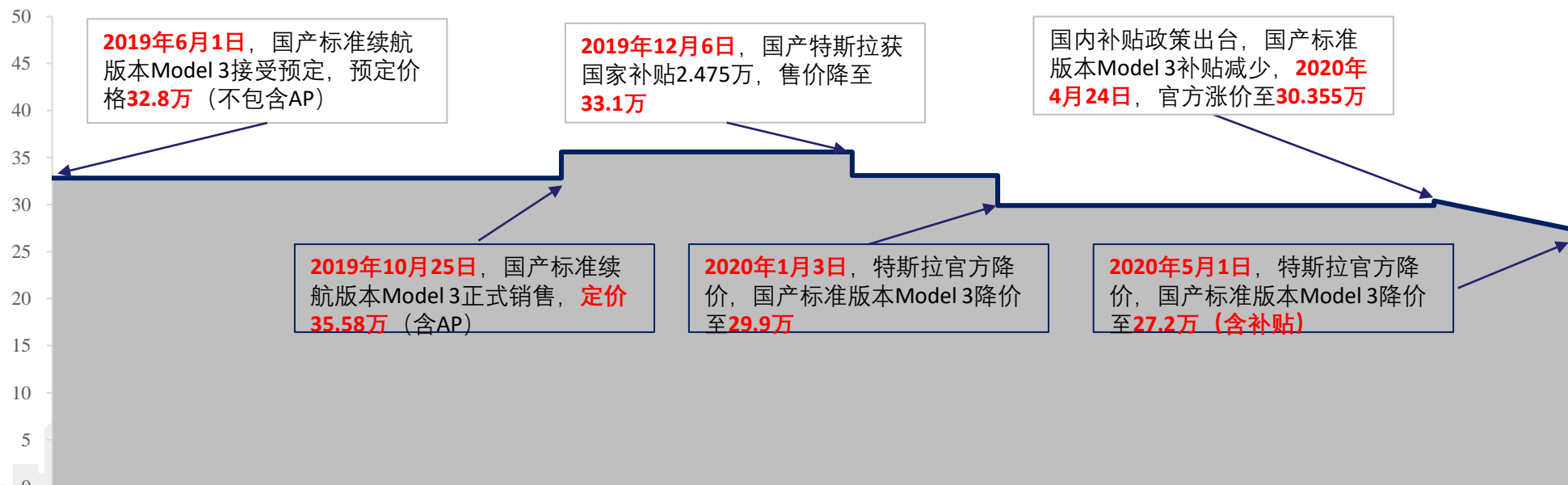
投资建议与风险提示

国产Model 3价格变动频繁，且下降幅度较大

□ 国产Model 3售价变动频繁，由最初的35.58万（无补贴）下调至27.2万（补贴后），下调24%

- ✓ 2019.6.1，国产标准续航版本Model 3接受预定，预定价格32.8万（不包含AP）
- ✓ 2019年10月25日，国产标准续航版本Model 3正式销售，定价35.58万（含AP）
- ✓ 2019年12月6日，国产特斯拉获国家补贴2.475万，售价降至33.1万（含AP）
- ✓ 2020年1月3日，特斯拉官方降价，国产标准版本Model 3降价至29.9万（含AP）
- ✓ 国内补贴政策出台，国产标准版本Model 3补贴减少，2020年4月24日，官方涨价至30.355万（含AP）
- ✓ 2020年5月1日，特斯拉官方降价，国产标准版本Model 3降价至27.2万（含补贴）（含AP）

图 国产Model 3价格调整时间序列（万）

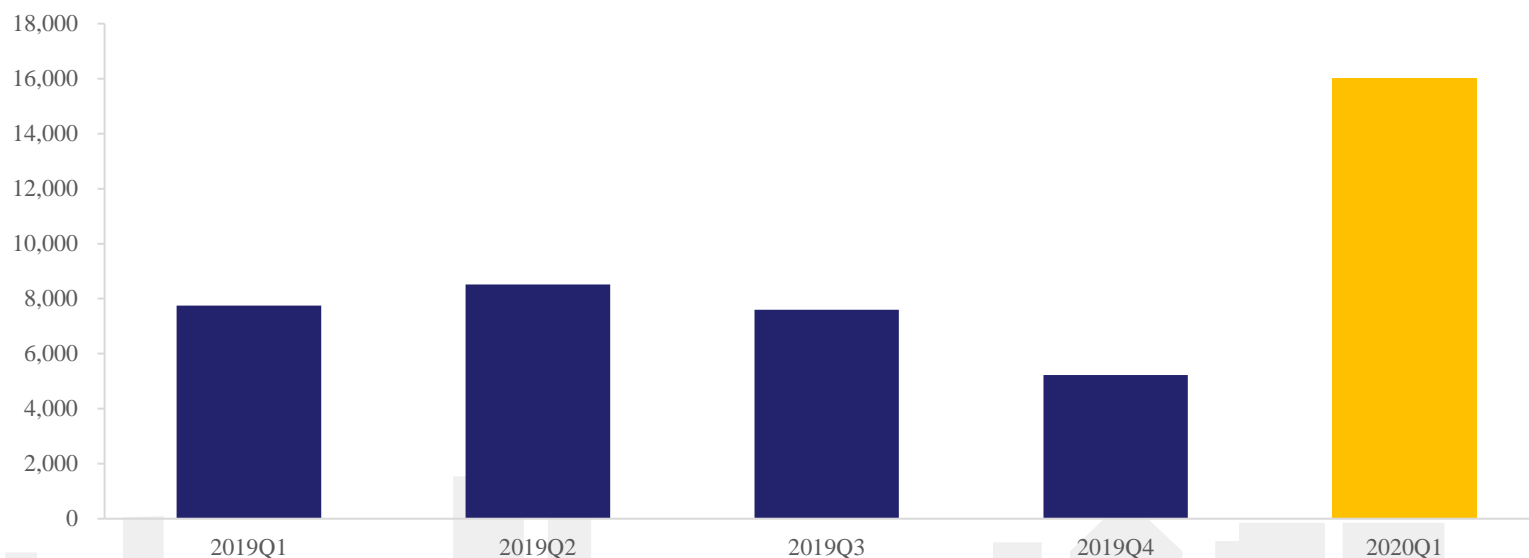


国产Model 3销量走俏

2019年12月国产Model 3开始交付，2020Q1创新高

- ✓ 2019Q1国内Model 3开始进口销售，首个季度销量实现0.77万辆，Q2持续走高，达到0.85万辆；
- ✓ 2019年6月1号国产Model 3公布预售价格（32.8万）（不含AP），10月25日正式销售，定价35.58万（含AP）远低于进口版本，导致2019Q3-Q4交付量下降；
- ✓ 2019年12月国产Model 3正式交付，2020Q1实现1.6万辆销量，同比增长106%，创历史新高

图 Model 3国内销量 (辆)





1

国产Model 3价格如何调整

2

国产Model 3凭什么频繁降价

- **国产降本**：相比美版单车成本下降24%
- **超额毛利**：当前售价单车毛利率32%

3

国产Model 3如果持续降价市场容量有多大？

4

投资建议与风险提示

美版Model 3营业成本23万/车

美国基础版本Model 3营业成本约23万/车，毛利5万/车

- ✓ 公司汽车业务2019Q1-2020Q1毛利率分别为20%、19%、23%、23%、26%，2019年全年平均毛利率21%。其中2020Q1毛利率大幅度提升，我们认为主要得益于国产Model 3的放量，因此取2019年全年平均毛利率作为美国基地毛利率做参考，考虑到Model S和Model X毛利率高于Model 3，因此假定美国基础版本Model 3毛利率18%，根据售价28.2万，可以测算出成本约23.1万/车，毛利5万/车。
- ✓ 营业成本：假定原材料成本占比80%、制造费用占比14%、人工费用占比6%。

图 美版Model 3 成本占比

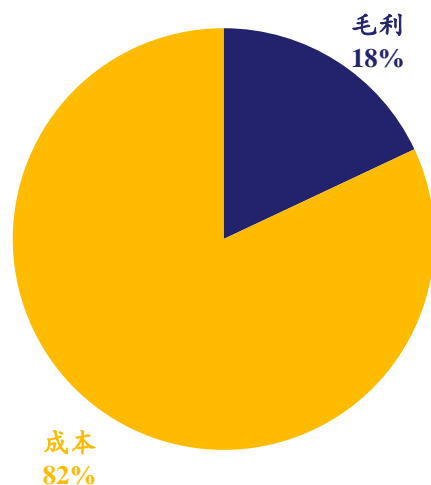


图 美版Model 成本拆分 (万)

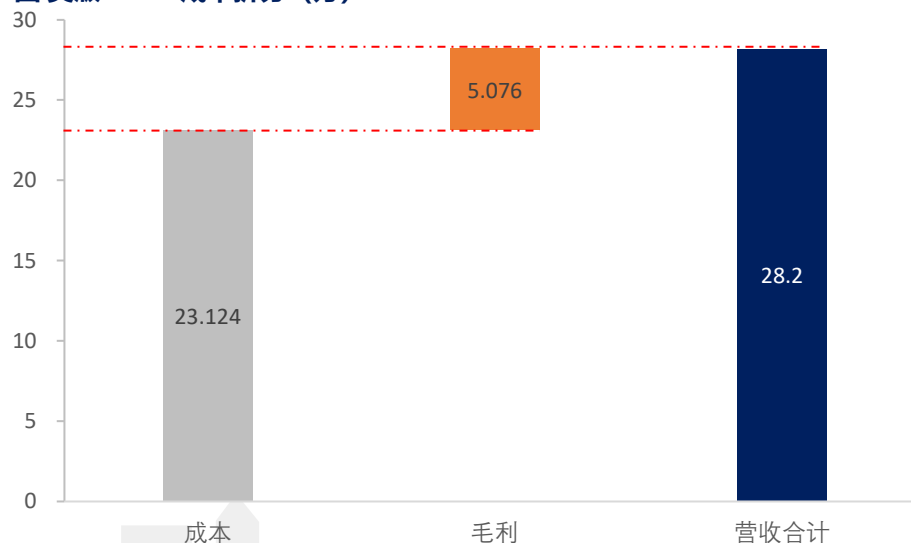


图 美版Model 3成本拆分

项目	成本拆分
材料成本	80.0%
制造费用	14.0%
其中：固定资产折旧	9%
其中：无形资产摊销	4.30%
其中：能源成本	0.70%
人工费用	6%
营业成本合计	100%

国产Model 3营业成本17.6万/车

- 根据对美版和国产版本成本项目进行对比拆分，预计国产版本相比美版成本降低24%，预计营业成本17.6万
- ✓ **材料成本**：假定松下电芯成组后900元/kwh，LG化学、宁德时代电芯成组后成本770、720元/kwh，相比松下电芯成本降低15%-20%，其他部件国产化后假定成本下降10%-20%，原材料综合成本相比美版下降15%。
- ✓ **制造成本**：根据公司公告，国产版本固定资产折旧相比美版低65%，2019年特斯拉全球产量35万，假定特斯拉2020年全球生产量60万辆前提下，预计无形资产版本降低40%；美国工业用电平均价格 69.3 美元/Mwh（折合 0.485 元/kwh），相比上海35KV工业用电0.722元/kwh，中国工业用电相比美国高 48.8%；
- ✓ **人工成本**：根据新浪汽车此前报道，特斯拉弗里蒙特工厂制造工人平均时薪17-21美金（取平均约 19 美金）。特斯拉临港工厂招聘生产员工工资约 5400-8000 元左右（取平均 6700 元）；按照上海工厂 8 小时*26 天来测算，上海工厂生产工人时薪约 4.6 美金，相比美国弗里蒙特工厂低 75.8%。

图 美版Model 3跟国产Model 3成本拆分

项目	美国	中国	关键假设
材料成本	80.0%	68.0%	国产零部件比海外低15%
制造费用	14.0%	6.7%	
其中：固定资产折旧	9%	3.20%	国内比美国低65%
其中：无形资产摊销	4.30%	2.50%	2020年全球60万辆
其中：能源成本	0.70%	1%	上海比美国高48.8%
人工费用	6%	1.50%	国内比美国低75.8%
营业成本合计	100%	76.2%	结果:国产相比美国成本降低24%

国产Model 3毛利率可观

- 国产Model 3毛利率可观，在有补贴情况下，降价至22.2万（以消费者支付为基准），毛利率仍然与美版相当；在无补贴情况下，降至25.2万毛利率依旧高于美版
- 假定国产Model 3获国家补贴2万
 - ✓ 消费者支付价格为27.2万，单车毛利率高达32%；
 - ✓ 消费者支付价格为25.2万，单车毛利率为27%；
 - ✓ 消费者支付价格为22.2万，单车毛利率为18%；
- 长远来看，假定国补取消
 - ✓ 消费者支付价格为27.2万，单车毛利率高达27%；
 - ✓ 消费者支付价格为25.2万，单车毛利率为21%；
 - ✓ 消费者支付价格为22.2万，单车毛利率为10%；

图 美版Model 3跟国产Model 3盈利预测

项目（人民币）	美国	中国（有补贴）			中国（无补贴）		
假设售价（万）/含税	28.2	29.2	27.2	24.2	27.2	25.2	22.2
增值税（万）	0.0	3.4	3.1	2.8	3.1	2.9	2.6
补贴（万）	0	2	2	2	0	0	0
消费者购车支付（万）	28.2	27.2	25.2	22.2	27.2	25.2	22.2
单车营收（万）	28.2	25.8	24.1	21.4	24.1	22.3	19.6
成本（万）	23.124	17.6	17.6	17.6	17.6	17.6	17.6
单车毛利（万）	5.1	8.2	6.5	3.8	6.5	4.7	2.0
毛利率	18%	32%	27%	18%	27%	21%	10%

备注：国内单车营收需要扣除增值税，同时，从2020年开始，国家补贴也需要增收增值税；

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算



1

国产Model 3价格如何调整

2

国产Model 3凭什么频繁降价

3

国产Model 3如果持续降价市场容量有多大？

- **B级豪华车**：市场容量60万/年
- **B级新能源**：市场体量约10万/年，且有上升趋势
- **A级豪华车**：市场体量约24万/年，且有上升趋势
- **B级平民车**：市场体量约120万
- **稳态销量预测**：16.7万（对应27.2万售价）
23.1万（对应25.2万售价）
60.5万（对应22.2万售价）

4

投资建议与风险提示

国产Model 3定位B级豪华

□ 汽车品牌定位：简要分类成平民、豪华、奢华

- ✓ 平民品牌：价格亲民，以大众、丰田、通用、吉利为代表；
- ✓ 豪华品牌：定位高于平民，以宝马、奔驰、奥迪为代表； **国产Model 3定位豪华品牌**
- ✓ 奢华品牌：定位高于豪华，以宾利、迈巴赫、劳斯莱斯为代表；

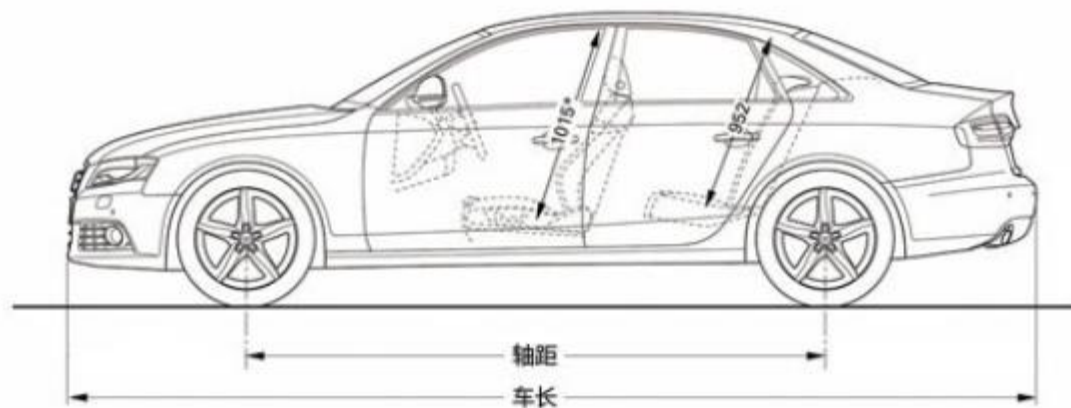
□ 汽车级别定位：根据轴距长短分类为A00、A0、A、B、C、D级以上

- ✓ A00：轴距一般2.4米以下，以奇瑞QQ为代表；
- ✓ A0：轴距介于2.4-2.55米，以本田飞度为代表；
- ✓ A：轴距介于2.55-2.7米，以大众速腾为代表；
- ✓ B：轴距介于2.7-2.85米，以大众迈腾为代表； **国产Model 3定位B级车**
- ✓ C：轴距介于2.85-3.0米，以奥迪A6L为代表；
- ✓ D及以上：轴距大于3.0米，奥迪A8为代表；

图 汽车品牌定位

平民品牌	豪华品牌	奢华品牌
<ul style="list-style-type: none"> • 大众 • 丰田 	<ul style="list-style-type: none"> • 宝马 • 奔驰 	<ul style="list-style-type: none"> • 宾利 • 迈巴赫

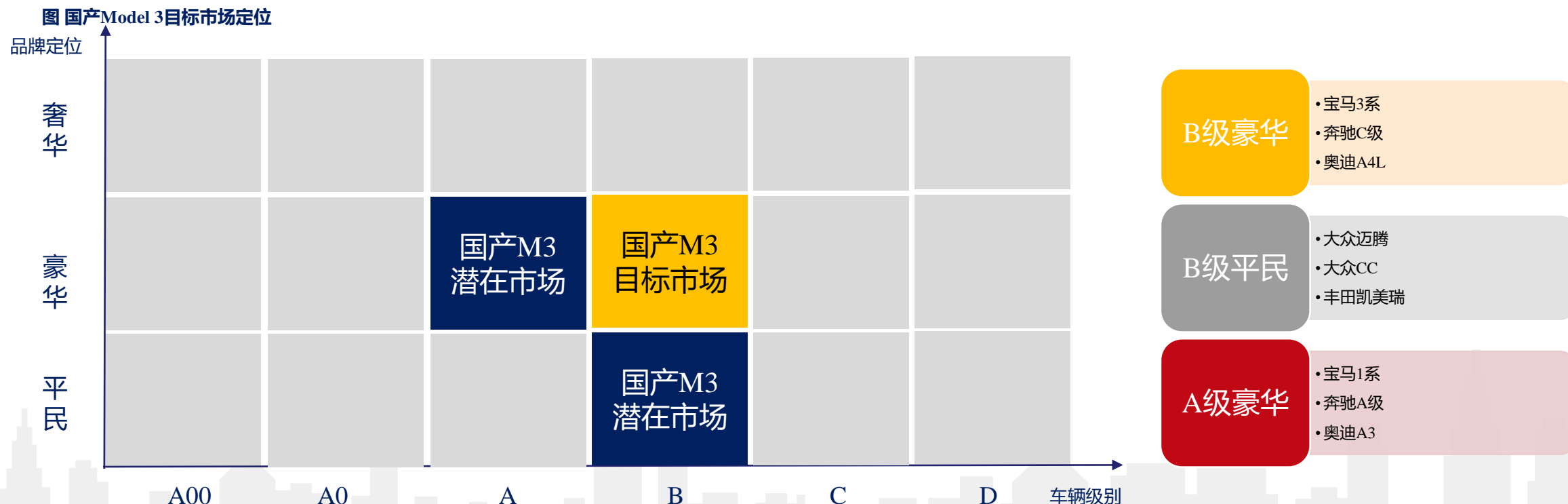
图 轴距与车长



国产Model 3定位B级豪华，有望通过降价实现降维打击

□ 国产Model 3目标定位B级豪华轿车，有望通过降价实现降维打击，降维主要体现在车辆级别由B级下降A级，或是品牌定位，由豪华下降平民





- ✓ B级豪华市场：主要竞争对手为宝马3系、奔驰C级、奥迪A4L等；
- ✓ B级平民市场：主要竞争对手为大众迈腾、大众CC、丰田凯美瑞等；
- ✓ A级豪华市场：主要竞争对手为宝马1系、奔驰A级、奥迪A3等；



国产Model 3目标市场（B级豪华）主力车型

□ 国产Model 3目标市场主力车型：宝马3系，奔驰C级，奥迪A4L

表 国产Model 3目标市场（B级豪华）主力车型

项目	Model 3	宝马3系	奔驰C级	奥迪A4L
				
尺寸（长*宽*高mm）	4694*1850*1443	4837*1843*1430	4784*1810*1457	4858*1847*1439
轴距（mm）	2875	2851	2920	2908
油耗/电耗	12.8kwh/100km	6.2L/100km	6.3L/100km	6.1L/100km
储物空间（L）	425	/	/	424
0-100km/h加速时间(s)	5.3	9	9.4	8.2
最高时速（km/h）	225	222	221	230
续航里程（km）	445-668	/	/	/
厂商指导价(万)	27.2-42	29.4-41	30.8-47.5	30.6-40.2

国产Model 3目标市场（B级豪华）容量：60万辆/年

B级豪华轿车市场体量约60万辆/年

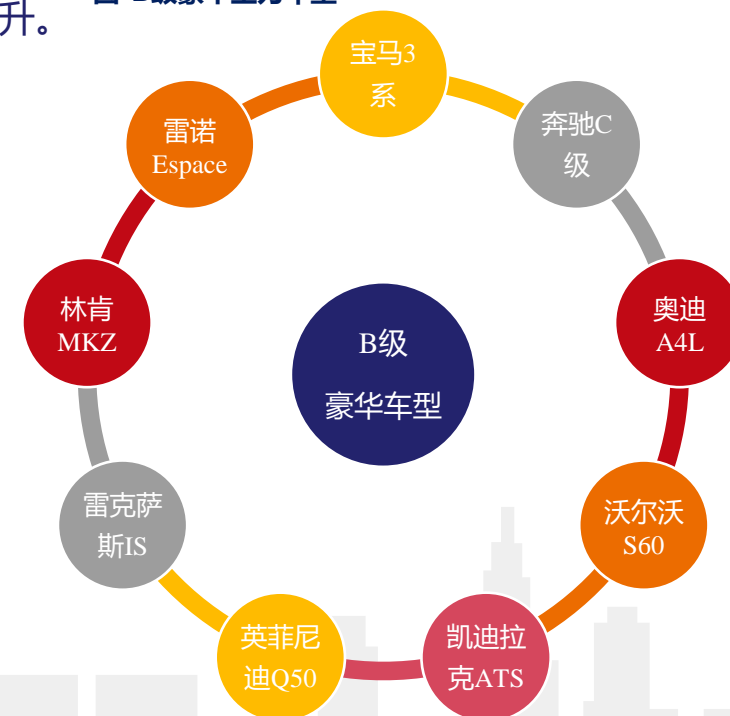
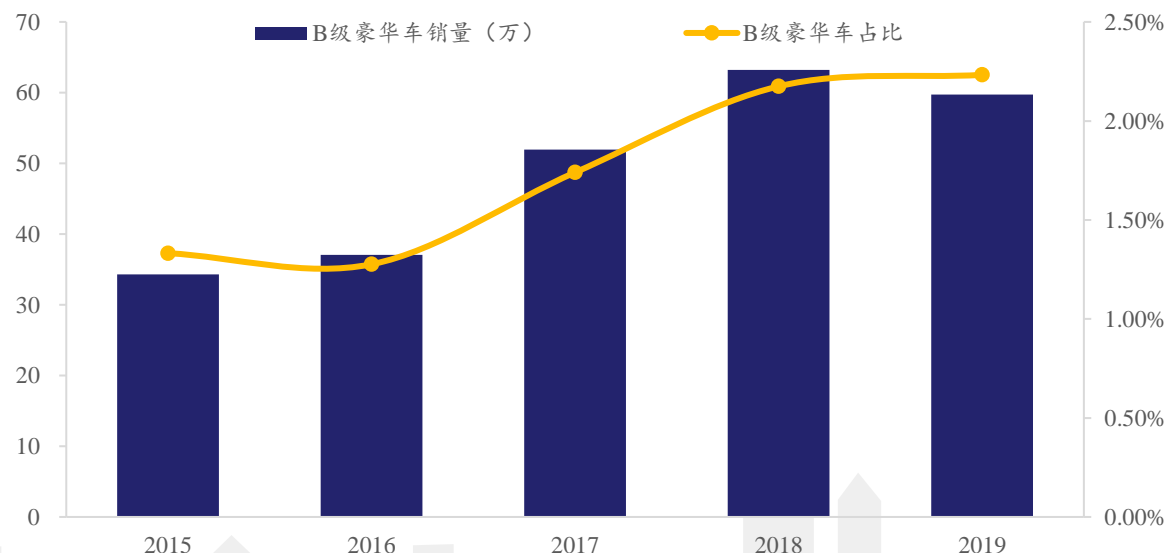
- ✓ 2015-2019年B级豪华轿车销量分别为34.3、37.1、51.9、63.2、59.8万辆，尤其是在2018年国内整体汽车销量同比略微下降的背景下，B级豪华轿车依然实现20%的高增长，需求强劲。

B级豪华轿车市场占比持续提升，占整体国内汽车市场2.2%

- ✓ 2015-2019年B级豪华轿车市占率分别为1.33%、1.28%、1.74%、2.18%、2.23%，占比持续提升。

图 B级豪华主力车型

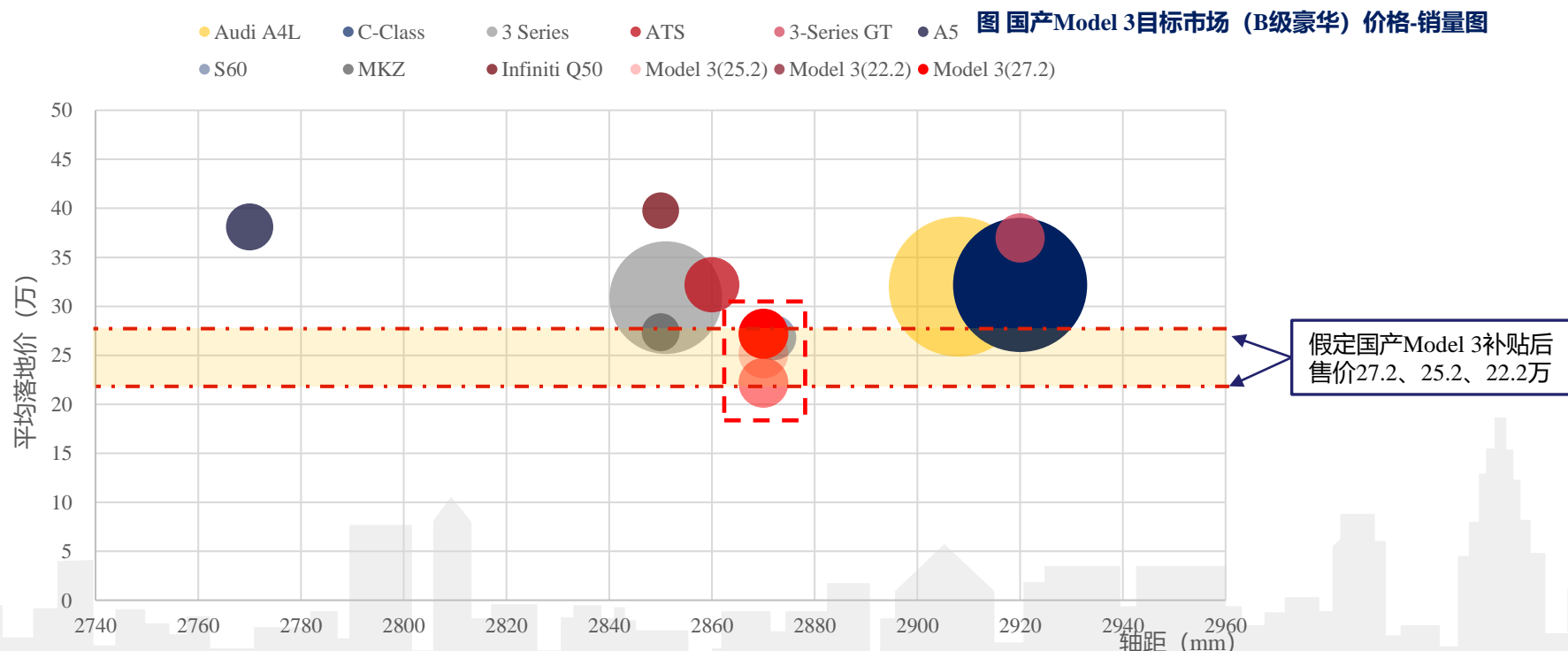
图 国产Model 3目标市场（B级豪华）销量



国产Model 3价格在B级豪华车市场富有竞争力

国Model 3在当前价格上已经具备价格优势

- ✓ **价格比对：**燃油车价格以落地价为准：一般而言，畅销车型为中配车型，因此我们采用中配车型厂商指导价；同时考虑燃油车终端优惠，设置85折优惠；考虑燃油车购置税；电动车直接以补贴后的指导价为基准。
- ✓ **价格竞争优势：**B级豪华车市场体量最大的是奥迪A4L、奔驰C级、宝马3系（三个车型约43万辆/年），从平均落地价来看，国产Model 3在当前售价（27.2万）已经具备明显价格优势，如果后续持续降价至25.2万，甚至22.2万，价格优势会更加明显。



备注：上述售价均指消费者支付价格

资料来源：Marklines，汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

国产Model 3目标市场（B级新能源车）主力车型

□ 国产Model 3目标市场主力车型：比亚迪唐（PHEV）、蔚来ES6、大众帕萨特（PHEV）

表 国产Model 3目标市场（B级新能源）主力车型

项目	Model 3	比亚迪唐（插混）	蔚来ES6	大众帕萨特（插混）
				
尺寸（长*宽*高mm）	4694*1850*1443	4870*1950*1725	4850*1965*1731	4948*1836*1469
轴距（mm）	2875	2820	2900	2871
油耗/电耗	12.8kwh/100km	1.8L/100km		1.6L/100km
储物空间（L）	425		584	400
0-100km/h加速时间(s)	5.3	4.5	4.7	7.7
最高时速（km/h）	225		200	
续航里程（km）	445-668	81	430	63
厂商指导价(万)	27.2-42	23.84-37.79	35.8-44.8	24.39-25.39

国产Model 3目标市场（B级新能源）容量：10万辆/年

□ B级新能源汽车市场体量约10万辆/年，且有上升趋势

✓ 2016-2019年B级新能源汽车销量分别为4.2、2.4、6.3、8.9万辆，需求持续攀升。主要得益于车型丰富度提升。

✓ B级新能源汽车市场占比持续提升，占整体国内新能源乘用车市场8%

✓ 2016-2019年B级新能源汽车市占率分别为12%、4%、6%、8%，占比持续提升。

图 国产Model 3目标市场（B级新能源）销量

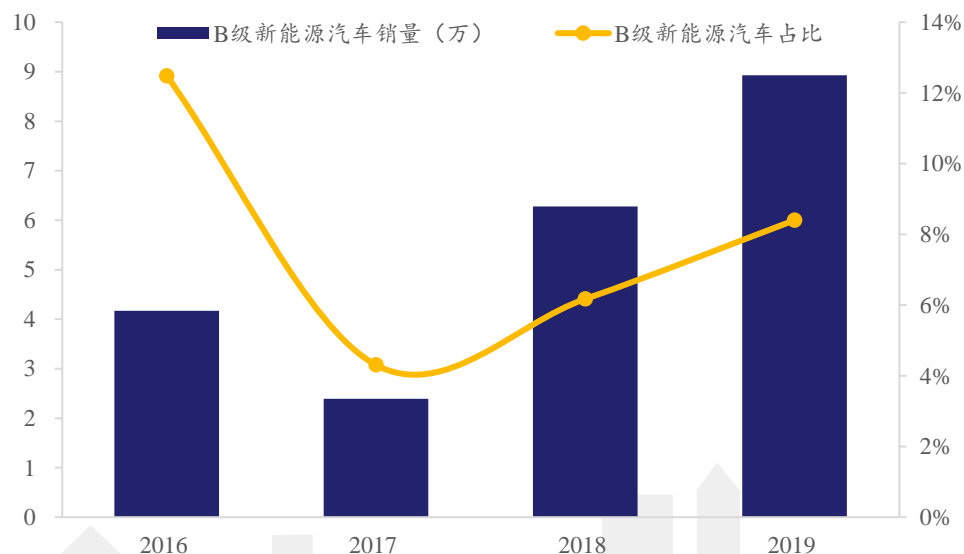
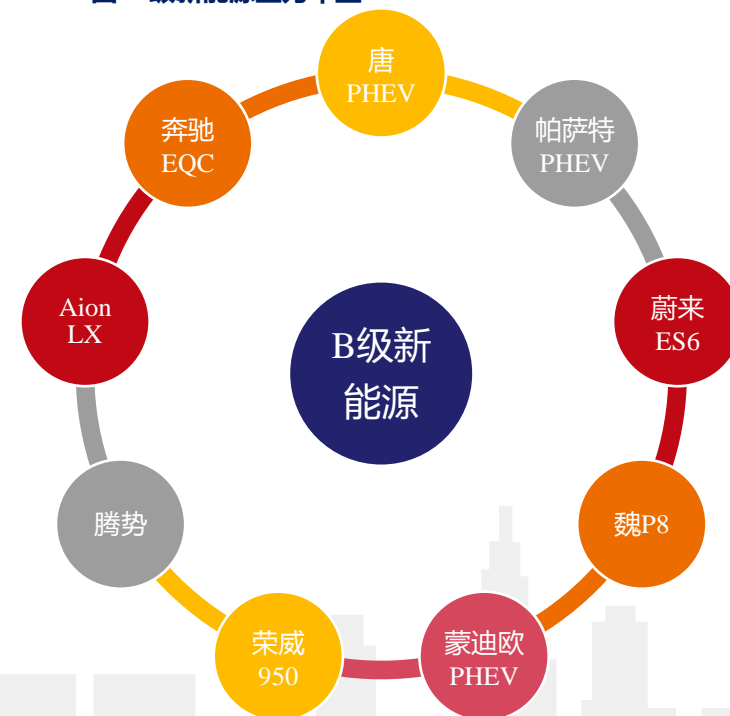


图 B级新能源主力车型

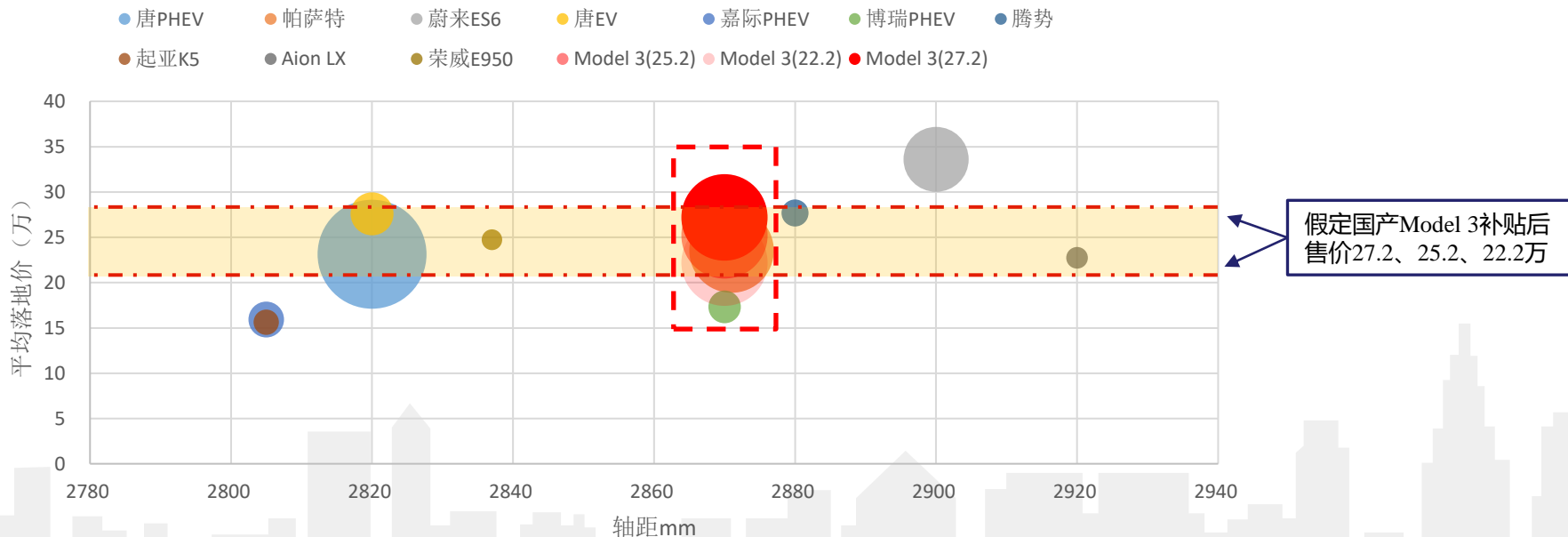


国产Model 3价格在B级新能源汽车市场具备竞争力

□ 国Model 3在当前价格一定价格竞争力，假如价格降至22.2万，竞争力凸显

- ✓ **价格具备降维打击潜力：**B级新能源汽车市场体量最大的是唐PHEV、蔚来ES6、大众帕萨特PHEV（三个车型合计约6.6万辆/年），从价格端，当前国产Model 3价格低于ES6，但高于唐PHEV和大众帕萨特PHEV。
- ✓ 当前价格下（27.2万），2019年目标市场销量约3万辆/年，主要以蔚来ES6、唐EV、腾势等车型竞争；
- ✓ 假如价格降至25.2万，2019年目标市场销量约7.5万辆/年，主要新增唐PHEV、帕萨特PHEV等车型竞争；
- ✓ 假如售价降至22.2万，将与B级新能源汽车主流车型直接PK（市场容量约10万辆/年），且以豪华品牌与国内合资、自主品牌直接竞争。

图 国产Model 3目标市场（B级新能源）价格-销量图



国产Model 3潜在市场（A级豪华）主力车型

□ 国产Model 3潜在市场主力车型：宝马1系，奔驰A级，奥迪A3

表 国产Model 3目标市场（A级豪华）主力车型

项目	Model 3	宝马1系	奔驰A级	奥迪A3
				
尺寸（长*宽*高mm）	4694*1850*1443	4456*1803*1446	4622*1796*1454	4312*1785*1426
轴距（mm）	2875	2670	2789	2629
油耗/电耗	12.8kwh/100km	5.4	5.4	5.8
储物空间（L）	425	/	/	320
0-100km/h加速时间(s)	5.3	9.4	9	8.4
最高时速（km/h）	225	212	218	200
续航里程（km）	445-668	/	/	/
厂商指导价(万)	27.2-42	19.88-26.38	21.18-29.98	19.32-25.27

国产Model 3潜在目标市场（A级豪华车）容量：24万辆/年

□ A级豪华轿车市场体量约24万辆/年，且有上升趋势

- ✓ 2015-2019年A级豪华轿车销量分别为15.5、17.0、19.6、20.1、24万辆，尤其是在2018-2019国内整体汽车销量同比下降的背景下，A级豪华轿车依然实现10%的复合增长，需求较为强劲。

□ A级豪华轿车市场占比持续提升，占整体国内汽车市场0.9%

- ✓ 2015-2019年B级豪华轿车市占率分别为0.6%、0.59%、0.66%、0.69%、0.9%，占比持续提升。

图 国产Model 3目标市场（A级豪华）销量

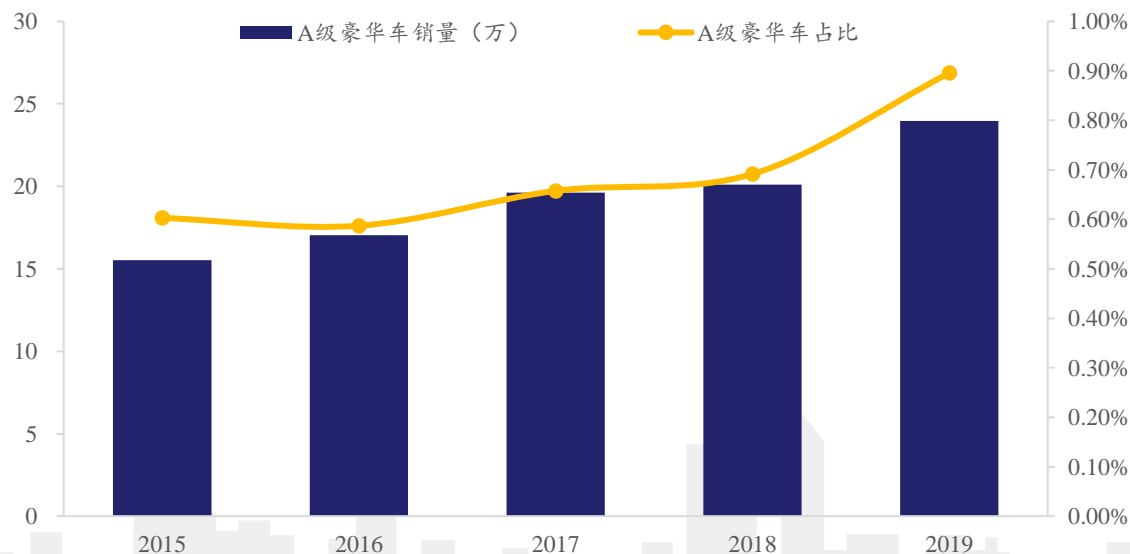
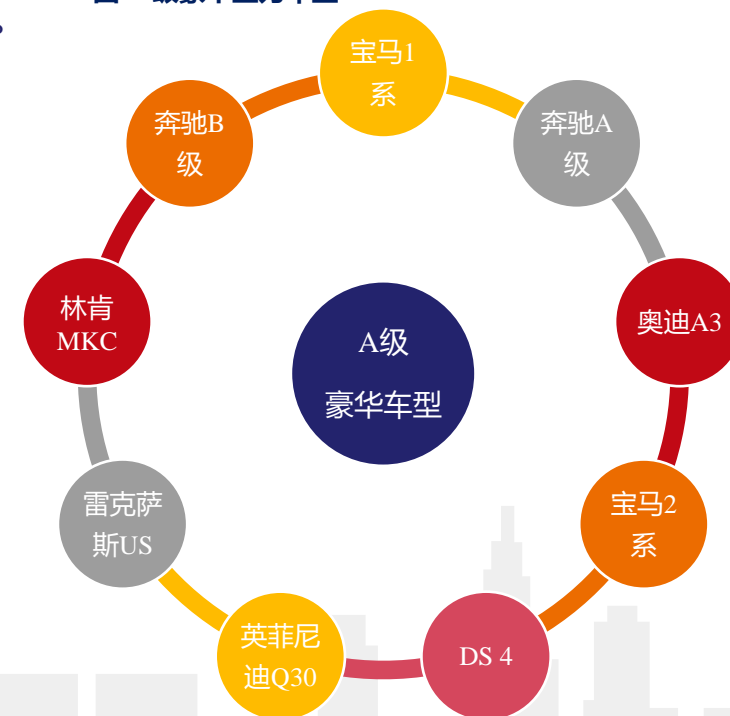


图 A级豪华主力车型

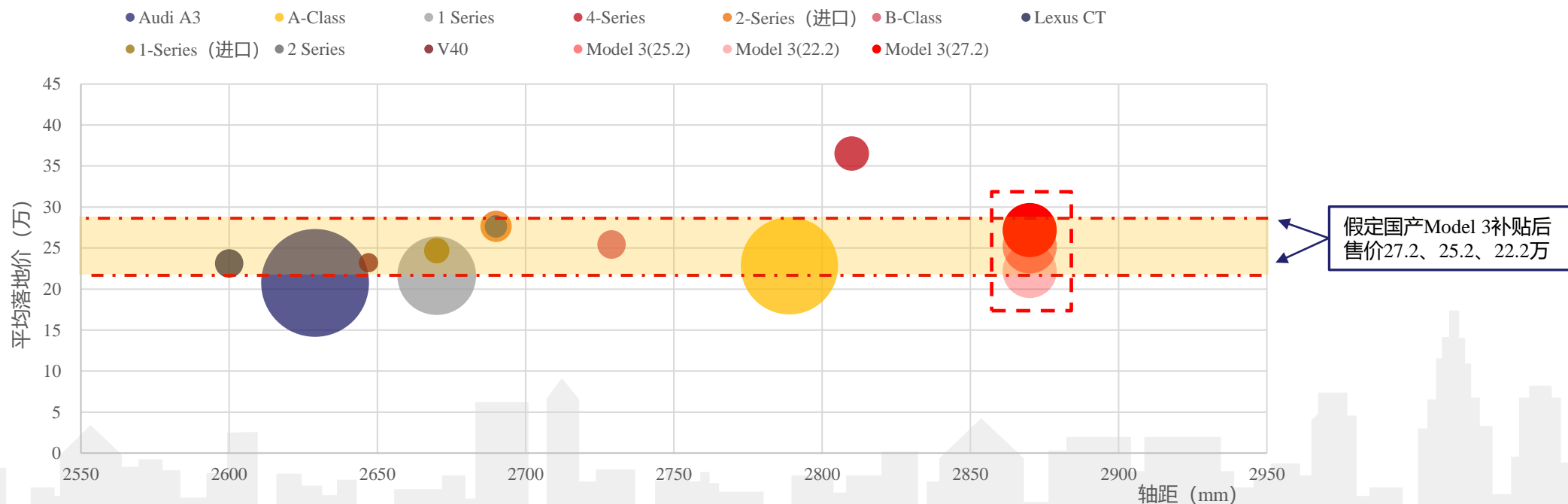


国产Model 3价格在A级豪华车市场具备降维打击潜力

□ 国Model 3在当前价格不具备价格优势，假如降至22.2万则降维打击优势明显

- ✓ **价格具备降维打击潜力：**A级豪华车市场体量最大的是奥迪A3、奔驰A级、宝马1系（三个车型合计约20万辆/年），从平均落地价来看，国产Model 3在当前售价（27.2万）高于A级豪华车落地价，价格竞争优势不明显。
- ✓ 假如价格降至25.2万，则预计会争夺A级豪华车市场部分份额，这部分主要以进口A级豪华为主（约4万辆/年）。
- ✓ 假如售价降至22.2万，将于A级豪华车主流车型直接PK（市场容量约24万辆/年），而且具备降维打击优势，轴距显著长于A级轿车。

图 国产Model 3目标市场（A级豪华）价格-销量图



国产Model 3潜在市场（B级平民）主力车型

□ 国产Model 3潜在市场主力车型：大众迈腾、别克君越、大众帕萨特

表 国产Model 3目标市场（B级平民）主力车型

项目	Model 3	大众迈腾	别克君越	大众帕萨特
				
尺寸（长*宽*高mm）	4694*1850*1443	4865*1832*1471	5026*1866*1462	4933*1836*1469
轴距（mm）	2875	2871	2905	2871
油耗/电耗	12.8kwh/100km	6.3L/100km	6.9L/100km	6.3L/100km
储物空间（L）	425	533	523	521
0-100km/h加速时间(s)	5.3	8.1	7.5	8.4
最高时速（km/h）	225	210	235	210
续航里程（km）	445-668	/	/	/
厂商指导价(万)	27.2-42	18.69-30.99	22.98-28.98	18.59-28.29

国产Model 3潜在目标市场（B级平民车）容量：120万辆/年

□ 平均售价超过20万的B级平民轿车市场体量约120万辆/年

- ✓ 2019年B级平民轿车市场容量达315万，而平均售价超过20万的平民轿车市场容量达120万，这部分市场主要以合资企业B级车为主，比如大众的迈腾、帕萨特、CC、通用君越、丰田凯美瑞、本田雅阁等。

□ 平均售价超过20万的B级平民轿车市场占比持续提升，占整体国内汽车市场4.1%

- ✓ 2015-2019年平均售价超过20万的B级平民轿车市占率分别为4.0%、3.3%、3.4%、3.8%、4.5%，占比持续提升。

图 国产Model 3目标市场（B级平民）销量

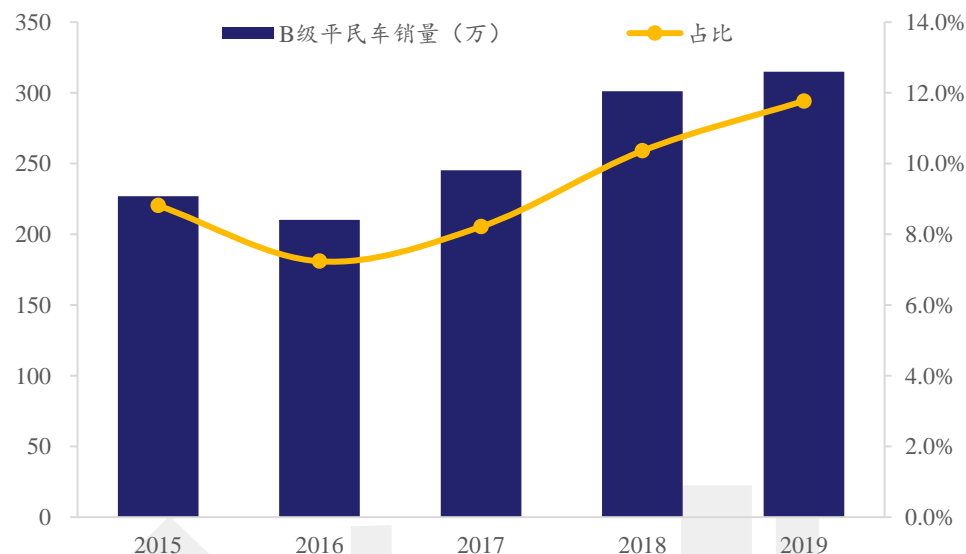
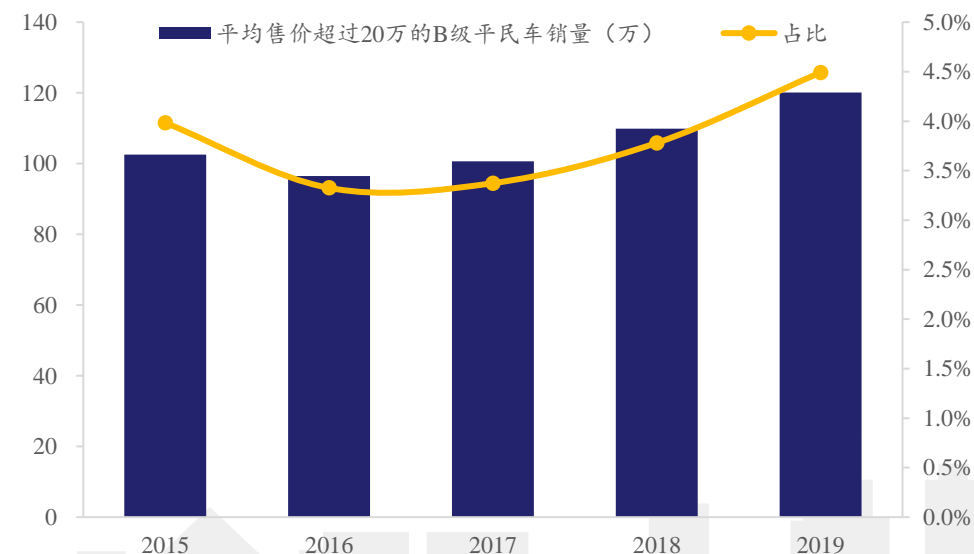


图 国产Model 3目标市场（平均售价超过20万的B级平民）销量

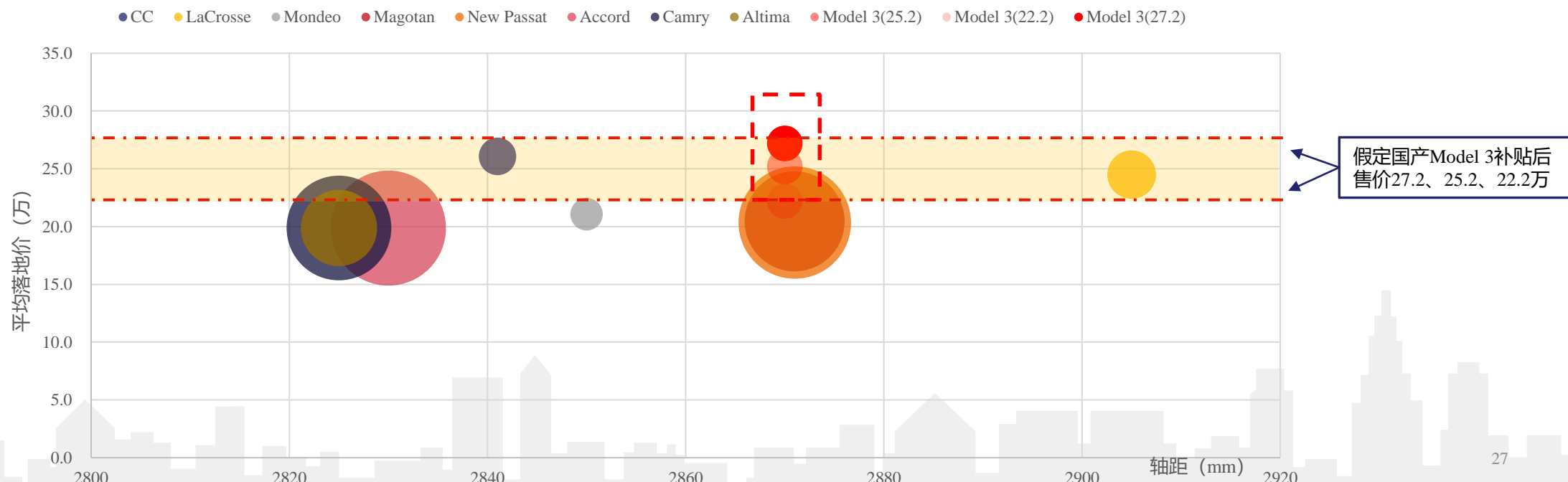


国产Model 3价格在B级平民车市场具备降维打击潜力

□ 国Model 3在当前价格不具备价格优势，假如降至22.2万则降维打击优势明显

- ✓ **价格具备降维打击潜力：**落地价超过20万的B级平民车市场体量约120万，其中单一车型体量最大的是本田雅阁、大众帕萨特、丰田凯美瑞、大众迈腾（四个车型合计约80万辆/年），从平均落地价来看，国产Model 3在当前售价（27.2万）高于B级平民车落地价（落地价20万左右），价格竞争优势并不明显。
- ✓ 假如价格降至25.2万，预计潜在竞争车型市场体量为10万，主要车型为大众CC，DS5，君越等等。
- ✓ 假如售价降至22.2万，预计潜在竞争车型囊括20万以上所有B级平民车型，市场体量为120万。

图 国产Model 3目标市场（平均售价超过20万的B级平民）价格-销量图



国产Model 3目标市场容量69-214万辆/年

- 国产Model 3目标市场容量在69-214万辆/年，定价下探至22.2万元，目标容量增加显著。
- ✓ 假定国产Model 3定价27.2万（补贴后）：目标市场容量+潜在市场容量为69万。主要竞争车型为宝马3系，奔驰C级，奥迪A4L
- ✓ 假定国产Model 3定价25.2万（补贴后）：目标市场容量+潜在市场容量为81.5万。主要竞争车型为大众迈腾、别克君越、大众帕萨特
- ✓ 假定国产Model 3定价22.2万（补贴后）：目标市场容量+潜在市场容量为214万。比亚迪唐（PHEV）、蔚来ES6、大众帕萨特（PHEV）

图 国产Model 3目标市场容量测算（万辆）

项目（单位：万辆）	目标市场容量			主要竞争车型
国产Model 3售价（万元）/补贴后	27.2	25.2	22.2	/
B级豪华车型	60	60	60	宝马3系，奔驰C级，奥迪A4L
落地价超过20万的B级平民车型	4	10	120	大众迈腾、别克君越、大众帕萨特
A级豪华车型	2	4	24	宝马1系，奔驰A级，奥迪A3
新能源汽车	3	7.5	10	比亚迪唐（PHEV）、蔚来ES6、大众帕萨特（PHEV）
合计	69	81.5	214	/

国产Model 3市占率预测：24%-28%

□ 国产Model 3市占率可以参考美版Model 3在美市占率

- ✓ 美国新能源汽车补贴随着车企销量上升而逐步下降，当单一企业累计销量超过20万辆，单车补贴将在未来一年内，每个半年减半，直到完全取消补贴。特斯拉于2019Q1开始补贴减半，2020Q1取消补贴。
- ✓ 美国B级豪华轿车市场60-70万辆/年，2018-2019年特斯拉Model 3市占率20%、23%，销量趋于平稳。
- ✓ 在补贴趋于取消的2019年，美版Model 3在B级豪华轿车市场市占率可以作为国内市占率的参考基准。

图 美国特斯拉单车补贴额度变化

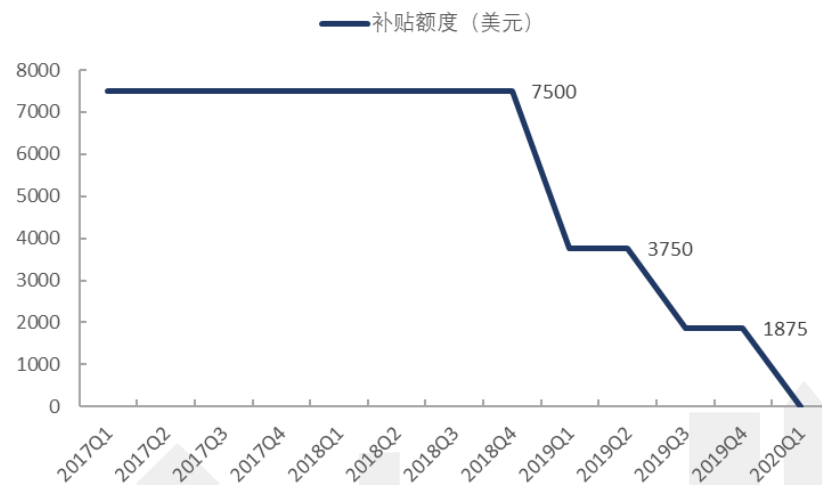
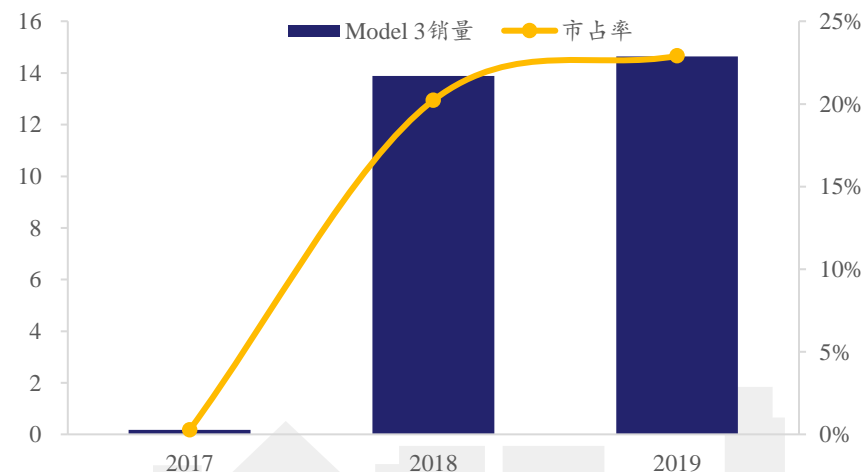


图 美国Model 3销量 (万辆) 以及市占率



国产Model 3市占率预测：24%-28%

- 国产Model 3在售价为27.2、25.2、22.2万元情况下，中性预测平均市占率分别为24%、28%、25%。
- ✓ **B级豪华车市场：预计市占率25%。**美国B级豪华车市场60-70万辆/年，与国内体量相近。考虑到美国版本当前售价28万与国产27.2万相对接近，取25%作为当前售价下国产Model 3在国内B级豪华车市场车型的中性市占率，悲观和乐观分别下调和上调5个百分点。
- ✓ **落地价超过20万的B级平民车：预计市占率10%。**B级平民车市占率前三车型市占率分别为19%、18%、14%。在当前27.2万售价下，国产Model 3在B级平民车市场价格优势并不明显，但具备分别具备品牌优势、车辆尺寸优势，选取10%作为该市场的中性市占率。
- ✓ **A级豪华车市场：预计市占率15%。**A级豪华车市占率前三车型市占率分别为35%、29%、19%。在当前27.2万售价下，国产Model 3在A级豪华车市场价格优势并不明显，但具备分别具备品牌优势、车辆尺寸优势，选取15%作为该市场的中性市占率。
- ✓ **B级新能源汽车：预计市占率25%。**B级新能源车市占率前三车型市占率分别为38%、23%、14%。在当前27.2万售价下，国产Model 3在B级新能源汽车市场具备一定的价格优势，同时豪华品牌优势明显，选取选取25%作为该市场的中性市占率。
- ✓ **价格下降带来渗透率提升：**我们假设价格下降至25.2万、22.2万，悲观、中性、乐观情境下渗透率分别提升5个百分点。

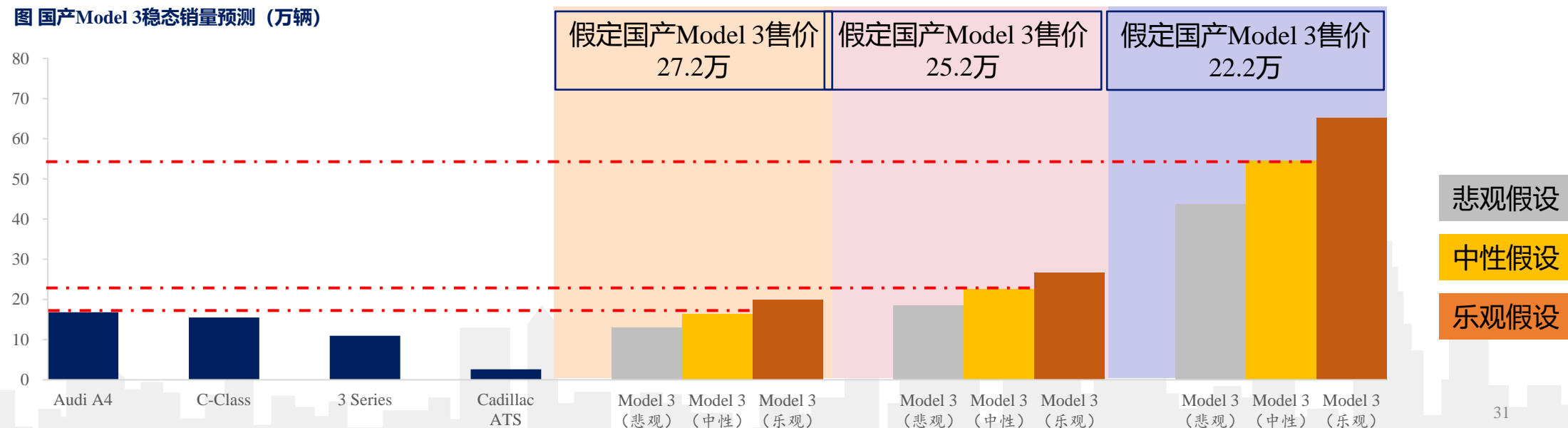
表 国产Model 3市占率预测

国产Model 3售价	售价为27.2万			售价为25.2万			售价为22.2万		
情景假设	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
B级豪华车型	20%	25%	30%	25%	30%	35%	30%	35%	40%
落地价超过20万的B级平民车型	5%	10%	15%	10%	15%	20%	15%	20%	25%
A级豪华车型	10%	15%	20%	15%	20%	25%	20%	25%	30%
新能源汽车	20%	25%	30%	25%	30%	35%	30%	35%	40%
平均渗透率	19%	24%	29%	23%	28%	33%	20%	25%	30%

国产Model 3年销量预测：价格下探，销量提升显著

- 国产Model 3价格下探，目标市场容量提升，市占率提升，预期销量提升显著。
- ✓ 假定国产Model 3售价27.2万，预计销量16.5万辆/年：与排名第一的奥迪A4L体量相当，对应毛利率32%（有补贴）/27%（无补贴）。悲观和乐观情景下销量为13.0、19.9万辆。
- ✓ 假定国产Model 3售价25.2万，预计销量22.6万/年：与宝马3系和奔驰C级合计销量体量相当。对应毛利率27%（有补贴）/21%（无补贴），预计每年销量23.1万辆。悲观和乐观情景下销量为18.5、26.6万辆。**考虑到盈利能力，我们预计售价25.2万附近较为合理。**
- ✓ 假定国产Model 3售价22.2万，预计销量54.5万/年：超过奥迪A4L、宝马3系、奔驰C级合计销量总和。对应毛利率18%（有补贴）/10%-13%**（无补贴），悲观和乐观情景下销量为43.8、65.2万辆。

图 国产Model 3稳态销量预测（万辆）





1

国产Model 3价格如何调整

2

国产Model 3凭什么频繁降价

3

国产Model 3如果持续降价市场容量有多大？

4

投资建议与风险提示



国产Model 3供应链

图 国产Model 3供应链





投资建议

- 特斯拉Model 3国产化后成本大幅度下降，盈利能力凸显，成本优势使得公司在保量的核心目标面前，具有更大的价格调整空间，以提升目标市场容量，同时提升市占率，产销有望持续提升，进而拉动电池以及电池材料相关企业的业绩。推荐特斯拉产业链受益标的：宁德时代、科达利、璞泰来、恩捷股份。

表 国产Model 3产业链业绩弹性测算

供应产品	标的	单车价值量 (元)	市场份额	2019年利润 (亿)	收入 (亿)			利润率	业绩弹性		
					16.5万辆 新增收入	22.6万辆 新增收入	54.5万辆 新增收入		16.5万辆 新增利润弹性	22.6万辆 新增利润弹性	54.5万辆 新增利润弹性
电池	宁德时代	42000	40%	45.6	27.72	37.97	91.56	10%	6.08%	8.33%	20.08%
负极材料	璞泰来	3600	30%	6.5	1.78	2.44	5.89	12%	3.29%	4.51%	10.87%
隔膜	恩捷股份	3240	45%	8.5	2.41	3.30	7.95	40%	11.32%	15.51%	37.39%
电芯结构件	科达利	2000	90%	2.37	2.97	4.07	9.81	9%	11.28%	15.45%	37.25%
热管理	三花智控	1400	100%	14.2	2.31	3.16	7.63	20%	3.25%	4.46%	10.75%
底盘、车身、内饰等	拓普集团	5500	100%	4.56	9.08	12.43	29.98	13%	25.87%	35.44%	85.46%
高压继电器	宏发股份	500	50%	7.04	0.41	0.57	1.36	15%	0.88%	1.20%	2.90%
正极材料	天津巴莫	19200	30%	非上市公司	9.50	13.02	31.39	8%	非上市公司		
负极材料	POSCO	3600	60%	非上市公司	3.56	4.88	11.77	12%	非上市公司		
电解液	天赐材料	2900	30%	0.16	1.44	1.97	4.74	10%	89.72%	122.89%	296.34%
铝合金结构件	旭升股份	1500	100%	2.06	2.48	3.39	8.18	15%	18.02%	24.68%	59.53%



风险提示

- 特斯拉Model 3需求不达预期风险
- 国内新能源汽车需求不达预期风险
- 汽车市场下滑风险
- 产业链价格下滑幅度过大风险
- 特斯拉扩产不达预期风险

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
材料中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为本材料引用的相关研究报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

使用本材料的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本材料仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本材料而视其为客户。本材料中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本材料人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本材料中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本材料所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本材料所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本材料所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本材料所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本材料所含信息保持在最新状态。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本材料意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向材料所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本材料中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本材料中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本材料观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本材料视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

THANKS

