



持续改善中的电动车龙头

投资要点

- **本土化稳步推进，销量提升与成本下探双轮驱动。**中国为目前全球最大的汽车销售市场，合资品牌在国内市场仍旧拥有较高的品牌溢价，同时国内市场较低的成本以及较高的效率能够保障较高的利润率水平。特斯拉上海工厂投产是其国产化的重要一步，在采购、人工、折旧、物流等方面均有望实现较大幅度的成本下探。通过针对采购成本的变动进行敏感性分析，假设：（1）进口标准续航升级版 Model 3 的毛利率为 20%，价格采用停售前价格；（2）员工成本下降为原来的 1/3；（3）折旧成本变动为原来的 1/2；（4）物流成本变为原来的 1/3。我们测算得到国产 Model 3 的毛利率水平处于 35% 左右。若保持上海工厂 25% 的毛利率水平，则 Model 3 售价仍有较大的下降空间（不包含补贴）。
- **产品布局逐步完善，Model Y 有望成为利润新增长点。**国际车厂产品布局包括保证销量的中低端车型或品牌以及保证利润的中高端车型或品牌。大众旗下拥有大众、斯柯达、奥迪、西雅特、保时捷、宾利等乘用车品牌，其中大众品牌销量最高但利润率处于所有品牌中的后列，而奥迪、保时捷等中高端车型销量远低于大众品牌，但是为大众集团贡献了主要的利润。Model Y 为特斯拉后续的重磅车型，售价较 Model 3 高 4000 美元，同时 Model Y 与 Model 3 共享 75% 的零件，美国工厂单位产能资本支出远低于美国 Model 3 产线，拥有更为简单的电子电气架构设计，多方面的改进与优化使得 Model Y 具有更高毛利率水平的基因，有望成为特斯拉新的利润增长点。
- **特斯拉产业链充分受益：**特斯拉引领全球电动车发展浪潮，本土化落地为其打开国内市场的发展空间，Model Y 等车型的逐步投放将进一步完善特斯拉的产品线，保证其后续的快速发展。我们预计 2020 年-2021 年特斯拉全球销量分别为 53/75 万辆，同比增速为 44%/42%。特斯拉国产化稳步推进，相关标的有望充分受益。建议关注拓普集团（601689）、均胜电子（600699）、德联集团（002666）等标的。
- **风险提示：**特斯拉中国 Model 3 订单不及预期、Model Y 产品交付不及预期等风险。

重点公司盈利预测与评级

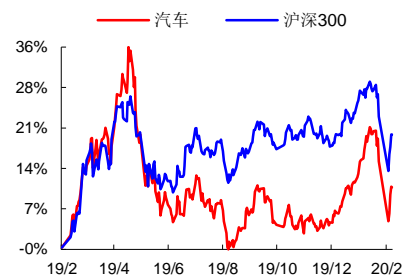
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601689	拓普集团	25.1	持有	1.04	0.55	0.73	24	47	34
600699	均胜电子	26.92	持有	1.43	0.78	0.92	19	34	29
002666	德联集团	7.43	买入	0.19	0.28	0.31	39	27	24

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：宋伟健
 执业证号：S1250519070001
 电话：021-58351812
 邮箱：swj@swsc.com.cn
 联系人：冯未然
 邮箱：fwr@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	176
行业总市值(亿元)	18,257.85
流通市值(亿元)	16,581.00
行业市盈率 TTM	17.4
沪深 300 市盈率 TTM	11.8

相关研究

1. 汽车行业：行业竞争白热化，降本增效进行时（2020-01-02）
2. 汽车行业 2020 年投资策略：行业稳定发展，关注结构性机会（2019-11-24）
3. 汽车行业 2019 年三季度总结：行业稳步改善，关注四季度行情（2019-11-05）
4. 汽车行业 2019 年中报总结：行业低点已至，静待反转（2019-09-02）
5. 汽车及新能源行业周报（0610-0616）：乘用车批量继续走低，汽车工业及投资平稳（2019-06-17）
6. 汽车及新能源行业周报（0603-0609）：广深松绑限购先行，行业协会指导国六进度（2019-06-09）

目 录

1 特斯拉：持续改善中的全球电动车龙头	1
2 本土化推进与产品完善持续提升发展上限	5
2.1 对比国际车厂，特斯拉仍旧有很大改善空间	5
2.2 本土化布局：销量提升与成本下探双轮驱动	7
2.3 产品布局逐步完善，Model Y 有望成为利润新增长点	10
3 持续关注特斯拉产业链机会	12
4 风险提示	13

图 目 录

图 1: 特斯拉发展历史	1
图 2: 特斯拉成为全球第二大市值整车制造商 (亿美元)	1
图 3: 特斯拉成为全球最大的电动车生产商	1
图 4: 特斯拉历年销量情况	2
图 5: Model 3 分区域表现 (辆)	2
图 6: 特斯拉历年营收情况	2
图 7: 特斯拉单季度净利润变动情况	2
图 8: 特斯拉毛利率历年变动情况	3
图 9: 汽车销售业务单季度毛利率变动情况	3
图 10: 主流车企毛利率对比	5
图 11: 主流车企单车均价对比 (万元/辆)	5
图 12: 主流车企营业支出/营业收入情况	6
图 13: 主流车企折旧摊销/营业收入情况	6
图 14: 主流车企总资产周转率	6
图 15: 分科目资产周转率情况	6
图 16: 主流车企中国市场销量占比	7
图 17: 大众品牌国内外业绩对比	7
图 18: 特斯拉单位产能资本支出对比	8
图 19: 单位产能资本支出对比 (万元)	8
图 20: Model 3 不同版本毛利与成本构成对比	8
图 21: 特斯拉营业成本拆分	8
图 22: Model 3 采购成本构成测算	9
图 23: 大众集团分品牌利润率对比	10
图 24: 福特汽车分区域利润情况对比 (2018 年)	10
图 25: 大众集团销量占比情况 (2018 年)	11
图 26: 大众集团分品牌经营利润占比情况 (2018 年)	11
图 27: 全球主流车企电动车效率对比	11
图 28: Model Y 与 Model 3 售价对比 (美元)	11
图 29: Model 3 车身	12
图 30: Model Y 车身	12
图 31: 全线布局结构	12
图 32: 全线布局结构	12
图 33: 特斯拉销量预测	13

表 目 录

表 1: 特斯拉产能分布情况	2
表 2: 国内特斯拉价格变动情况	3
表 3: 特斯拉现金流情况	4
表 4: 主流车企资产情况对比	7
表 5: 国产 Model 3 毛利率敏感性分析 (固定价格分析, 万元)	9
表 6: 国产 Model 3 毛利率敏感性分析 (固定毛利率分析, 万元)	10
表 7: 特斯拉产业链标的	13

1 特斯拉：持续改善中的全球电动车龙头

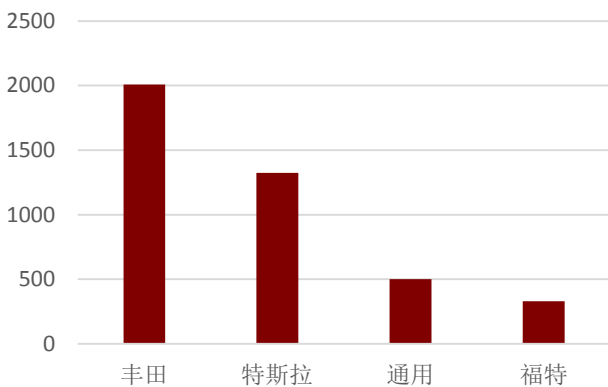
高速成长，铸就全球新能源汽车龙头： 特斯拉创立于 2003 年，旨在让世界越早摆脱对化石燃料的依赖，向零排放迈进。2006 年马斯克发布了特斯拉第一阶段规划“MasterPlan”，分为四个阶段：（1）生产电动跑车；（2）用挣到的钱生产价格实惠的车；（3）再用挣到的钱生产价格更实惠的车；（4）提供零排放发电方案。产品方面，从 Roadster 到 Model S/X，再到 Model 3/Y，特斯拉逐步兑现当时的规划。随着 Model 3 的热销，特斯拉成为全球最大的电动车生产商，同时也成为全球第二大市值的整车制造商。

图 1：特斯拉发展历史



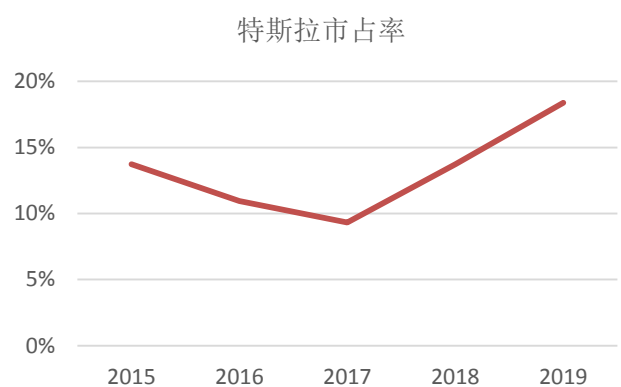
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：特斯拉成为全球第二大市值整车制造商（亿美元）



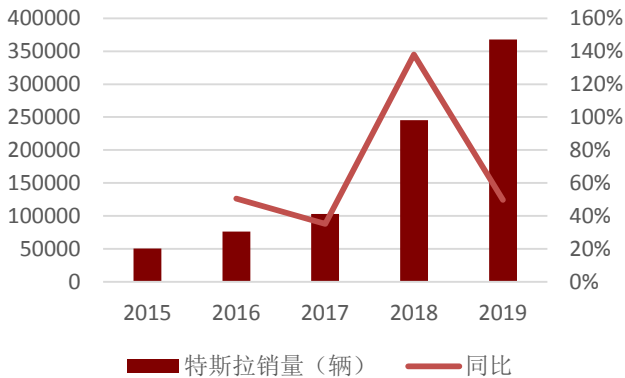
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：特斯拉成为全球最大的电动车生产商

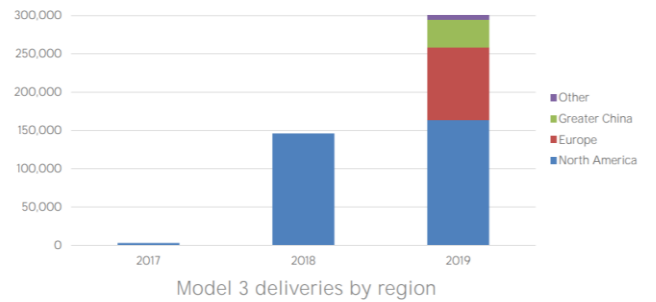


数据来源：Wind，西南证券整理

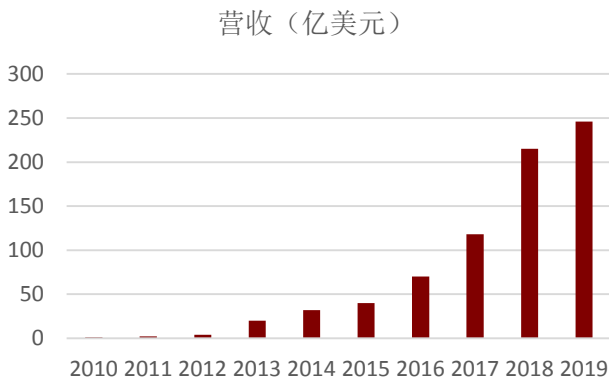
产销助力，营收业绩逐步改善。 目前特斯拉在全球范围内拥有 Fremont、上海两大主要生产基地，柏林工厂预计 2021 年投产。2019 年受益于 Model 3 在欧洲和中国市场的增长，特斯拉全年实现 36 万辆的销量，同比增长 50%，其中 Model 3 销量为 30 万辆，同比增长 106%。2019 年受益于 Model 3 的热卖，特斯拉全年实现营收 246 亿美元，同比增长 15%，全年亏损为 9 亿美元，其中 2019 年 Q3、Q4 实现盈利，分别为 1.4 亿美元和 1.1 亿美元。

图 4：特斯拉历年销量情况


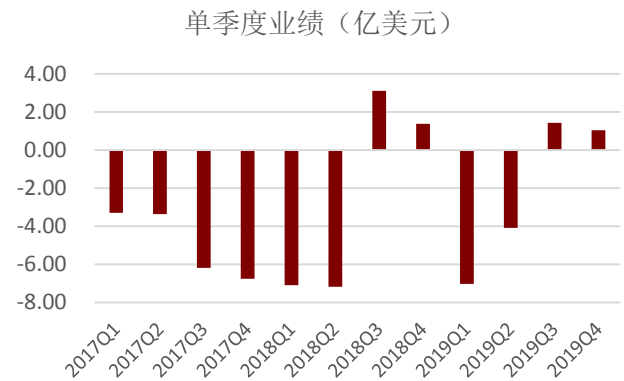
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：Model 3 分区域表现 (辆)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：特斯拉历年营收情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：特斯拉单季度净利润变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：特斯拉产能分布情况

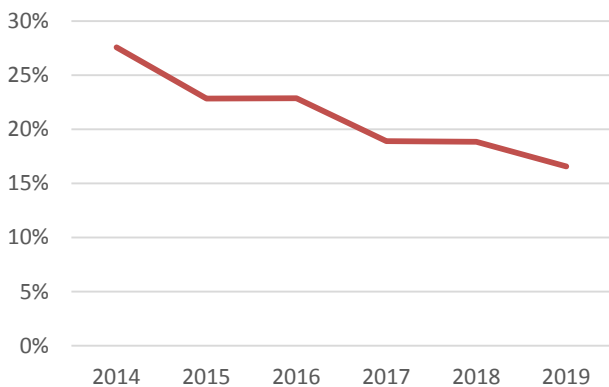
工厂	车型	产能 (辆)	状态
Fremont	Model S / Model X	90000	Production
	Model 3 / Model Y	400000	Production
Shanghai	Model 3	150000	Production
	Model Y		Construction
Berlin	Model 3		In development
	Model Y		In development
North America	Tesla Semi		In development
	Roadster		In development
	Cybertruck		In development

数据来源：Wind，西南证券整理

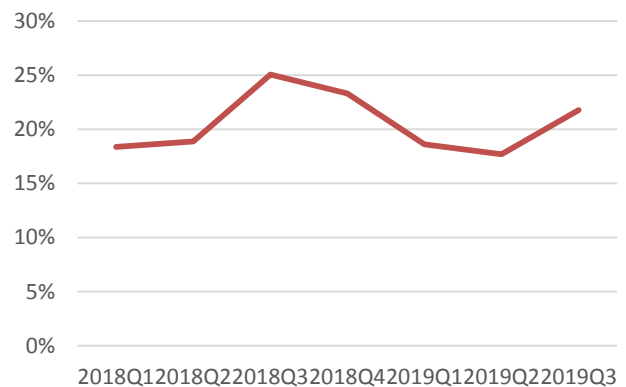
国产化与爆款车型推进，盈利能力有望持续改善。特斯拉主要业务分为汽车销售、汽车租赁和储能。其中汽车销售方面，随着 2018 年下半年 Model 3 的产量爬升，公司汽车销售业务毛利率稳步提升。但 2019 年上半年随着美国市场补贴政策的退坡以及国内市场价格频繁变动，致使汽车销售业务毛利率下滑。随着下半年 Model 3 产量的持续爬坡以及国内市

场价格的稳定，特斯拉汽车销售毛利率恢复。我们认为，随着特斯拉国产化进程的推进以及高毛利产品 Model Y 的逐步投产，公司毛利率有望持续恢复。

从国内市场的价格变动来看，可以看出特斯拉力求在销量与利润之间需求平衡。2019年2月份，美国市场受到补贴退坡的冲击，为开拓中国市场而引入长续航后驱版本。3月份为刺激销量全部车型价格下调6%。4月份进一步引进标续航升级版，总体价格区间进一步下探。7月份进口车型进一步降价刺激销量，8月份进口特斯拉免购置税，为保证利润特斯拉进口车型售价全面回升。

图8：特斯拉毛利率历年变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图9：汽车销售业务单季度毛利率变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

表2：国内特斯拉价格变动情况

事件	时间	高性能全驱版	长续航全驱版	长续航后驱版	标续航升级版	标续航升级版-国产	
						标价	补贴后
	19/1/4	56	49.9				
推低价	19/2/1			43.3			
降6%关店	19/3/1	51.6	45.5	40.7			
回涨	19/3/21	52.2		41.2			
推低价	19/4/14		46.3		37.7		
低价预售	19/5/31					32.8	
进口降价	19/7/16	49.99	42.99		35.59		
免购置税	19/8/30	50.99	43.99	停	36.39		
正式预售	19/10/25				停	35.58	
补贴	19/12/6					补贴	33.105
免购置税	19/12/27					免购置税	
减配降价	20/1/3					32.38	29.905

数据来源：乘联会，西南证券整理

经营性现金流：2018年随着Model 3的集中交付，公司经营性现金流出现反转，2018年现在21亿美元的经营性净现金流，2019年随着Model 3的持续热销，实现了24亿美元的经营性净现金流。2010-2019年特斯拉累计亏损68亿美元，但是经营性现金流实现了35亿美元的正流入，意味着公司经营情况已经步入正轨。

特斯拉在销售端采用的是订单驱动的模式，即先预售订单然后扩建产能的模式，这种模式下保证了特斯拉产能利用率。分项目来看，2017年开始特斯拉折旧与摊销开始大幅增长，主要来自于Model 3产能的释放。其他非现金调整中主要为股权激励费用。

投资活动现金流：2010-2019年特斯拉累计资本性支出125亿美元，对应单车投资1.95万美元。其中2017年为增加Model 3产能，资本性支出达到近期高峰。后续预计资本性支出将持续，到2021年主要的资本支出来自于上海、柏林两个生产基地的建设。其中柏林工厂总投资额为44亿美元，预计在2021年投入生产，将生产Model Y和Model 3车型，累计15万产能。

筹资活动现金流：2010-2019年特斯拉筹资活动净额累计为155亿美元，其中债务融资为主要融资手段，2010-2019年债务融资净额累计为92亿美元，此外可转债融资为债务融资的主要方式。2010-2019年10年期间特斯拉融资总额覆盖了公司的资本性支出，为公司的正常运营提供保障。

表 3：特斯拉现金流情况

单位：亿美元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	累计
净利润	-2	-3	-4	-1	-3	-9	-7	-20	-10	-9	-68
折旧与摊销	0	0	0	1	3	5	10	17	21	22	79
营运资本变动	0	1	0	1	-3	-5	-7	10	3	-3	-3
其他非现金调整	0	0	1	1	2	4	2	-9	7	15	23
经营活动产生的现金流量净额	-1	-1	-3	3	-1	-5	-1	-1	21	24	35
投资活动											
减：资本性支出	0	2	2	3	10	16	14	41	23	14	125
投资减少		0	0		2		0				2
减：投资增加		1	0		2						3
其他	-1	0	0	0	0	0	0	-3	0	0	-4
投资活动产生的现金流量净额	-2	-2	-2	-2	-10	-17	-14	-44	-23	-14	-130
筹资活动											
债务增加	1	2	2	7	23	9	36	76	62	8	226
减：债务减少	0	0	0	5	0	2	19	43	61	4	134
股本增加	3	2	2	5	1	8	19	7	3	8	58
减：股本减少											0
支付的股利合计											0
其他	0			-1	-2		2	4	2	2	7
筹资活动产生的现金流量净额	3	4	4	6	21	15	37	44	6	15	155

数据来源：Wind，西南证券整理

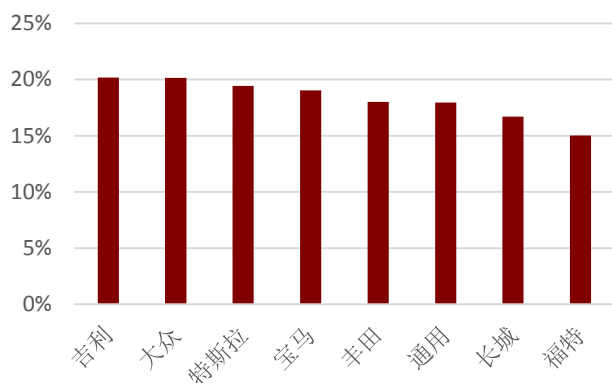
2 本土化推进与产品完善持续提升发展上限

2.1 对比国际车厂，特斯拉仍旧有很大改善空间

单车均价与毛利率处于行业领先地位。当前特斯拉的所有车型仍旧以中高端为主，因此在产品总体的售价方面，特斯拉单车均价领先于行业平均水平，甚至高于豪华品牌宝马汽车的单车均价。后续来看，特斯拉下一款主力车型为 Model Y，在价格方面的定位要高于现主力车型 Model 3，因此在均价方面的表现有望持续好于行业。

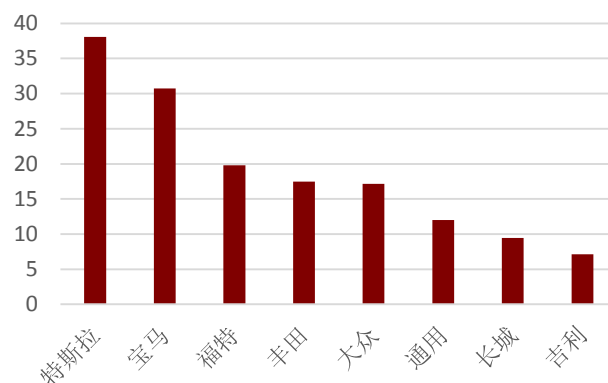
而受益于较高的产品价格水平以及不断优化的成本控制，特斯拉汽车销售业务的毛利率水平对比全球主流的汽车厂商也是处于第一梯队。我们认为，参照特斯拉后续一系列的布局，其毛利率水平仍旧有上升空间。一方面，产品端参照大众集团的产品布局以及品牌利润分布，Model 3 的产品价格区间并不是盈利最好的区间。另一方面，在成本端有望受益于中国产能的释放。

图 10: 主流车企毛利率对比



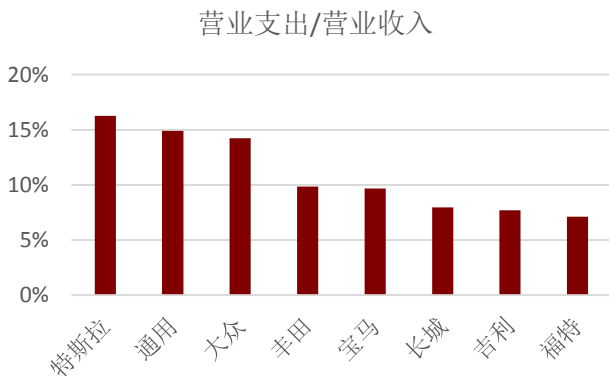
数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 特斯拉为 2019 年 Q3 汽车销售业务毛利率, 其他车企为 2018 年公司毛利率

图 11: 主流车企单车均价对比 (万元/辆)

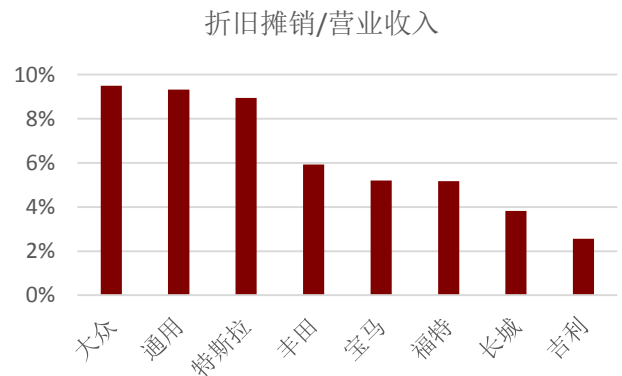


数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 单位用历史汇率换算; 特斯拉为 2019 年数据, 车企为 2018 年单车均价

特斯拉费用率仍旧有下降空间。从费用端来看，特斯拉营业支出/营业收入指标显著高于其他主流车企，具有较大的改善空间，一方面在销售、管理等方面持续优化，另一方面需要更多的销量来摊销研发成本和股权激励产生的费用。从折旧摊销角度来看，特斯拉折旧摊销/营业收入指标处于行业前列的水平，对比其他全球性整车制造商，特斯拉处于高速发展期，大规模投入的产能处于集中的折旧期，同时特斯拉的产能目前仍旧集中在美国，资本投入更低的中国工厂目前刚刚开始运营。

图 12: 主流车企营业支出/营业收入情况


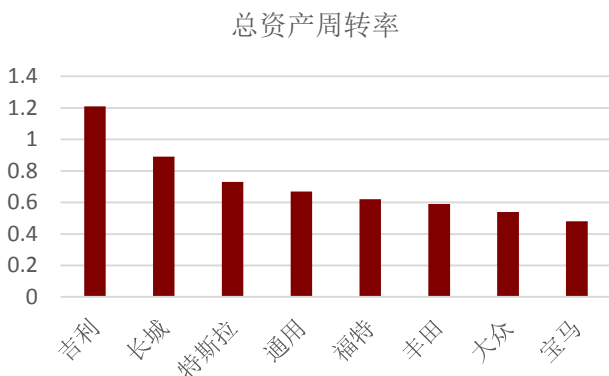
数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 特斯拉为 2019 年数据, 其他为 2018 年数据

图 13: 主流车企折旧摊销/营业收入情况


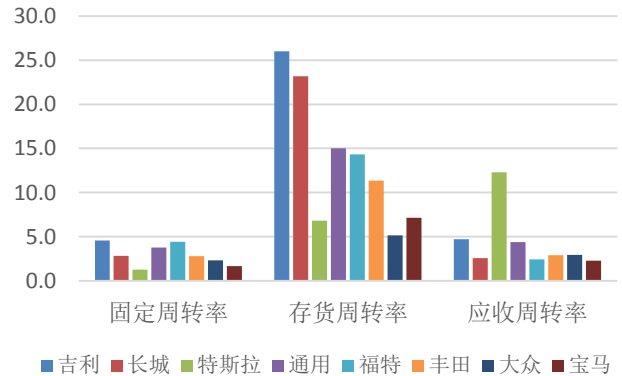
数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 特斯拉为 2019 年数据, 其他为 2018 年数据

通过与全球主流车企对比, 特斯拉目前的资产结构与主流车企有很大的差别:

- (1) 一般情况下全球性车企在销售端均有配套的金融服务公司, 为消费者提供丰富的金融服务, 全球汽车领先企业因数量较大的年销量, 形成了金额较大的金融服务应收账款。
- (2) 国际车厂固定资产/总资产指标处于 30% 以下, 而特斯拉因为大规模投放新产能, 2019 年固定资产/总资产占比达到 55%, 处于行业领先水平。并且参照特斯拉后续的产能布局与规划, 预计该指标将继续领先行业。
- (3) 特斯拉应收账款与票据占总资产比例显著低于行业水平, 主要原因为特斯拉采用的是以销定产的直销模式。
- (4) 从周转率角度来看, 特斯拉总资产周转率好于国际性车厂, 与之前分析的资产结构差异紧密相关。分项目来看, 特斯拉固定资产与存货的周转率低于行业其他竞争者, 而应收账款周转率优于其他行业竞争者。特斯拉大量投放新产能并且主要产能集中到美国造成产成品的周转天数较长, 从而致使固定资产和存货的周转率低于竞争者。而以销定产的直销模式使得特斯拉的应收周转率优于行业竞争者。

图 14: 主流车企总资产周转率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 分科目资产周转率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

表 4：主流车企资产情况对比

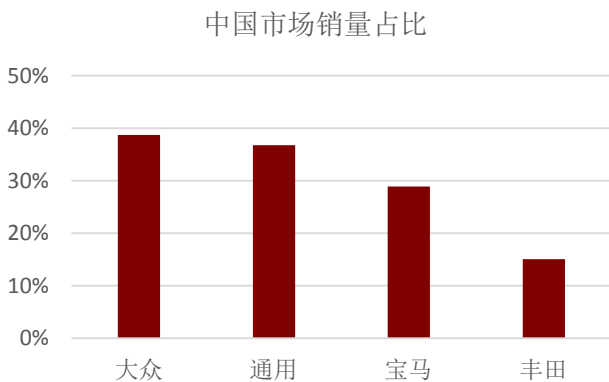
占比	固定资产	无形资产	存货	现金	应收账款与票据	权益性投资	长期融资 应收收款	其他
吉利汽车	26%	20%	5%	17%	25%	7%	0%	1%
长城汽车	30%	3%	4%	6%	33%	0%	0%	24%
特斯拉	55%	1%	10%	18%	6%	0%	0%	8%
通用汽车	17%	2%	4%	9%	15%	4%	11%	37%
福特汽车	14%	0%	4%	7%	26%	1%	22%	27%
丰田汽车	21%	0%	5%	7%	20%	6%	20%	21%
大众集团	22%	14%	10%	6%	18%	2%	17%	11%
宝马汽车	28%	5%	7%	5%	20%	1%	23%	10%

数据来源：Wind，西南证券整理

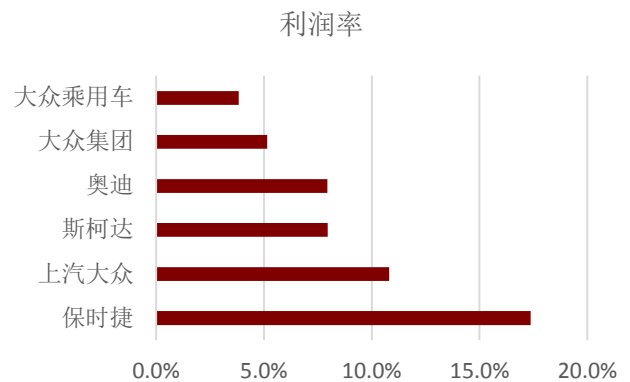
2.2 本土化布局：销量提升与成本下探双轮驱动

参照大众集团，本土化生产至关重要。中国为目前全球最大的汽车销售市场，全球主流汽车均在国内设立合资公司抢占国内市场份额，并且从销量占比角度来看，大众、通用、宝马等车企已经十分依赖中国市场的销量表现。

我们以大众集团的作为参照样本，大众集团在全球拥有较为完善的产品布局。通过对比大众集团各子品牌的利润率情况，我们可以发现上汽大众的利润率水平显著高于集团平均水平，并且高于豪华品牌奥迪。我们认为，当前合资品牌在国内市场仍旧拥有较高的品牌溢价，与此同时国内市场较低的成本以及较高的效率能够保障较高的利润率水平。因此开拓中国市场，实现本地化生产至关重要。

图 16：主流车企中国市场销量占比


数据来源：相关公司公告，西南证券整理

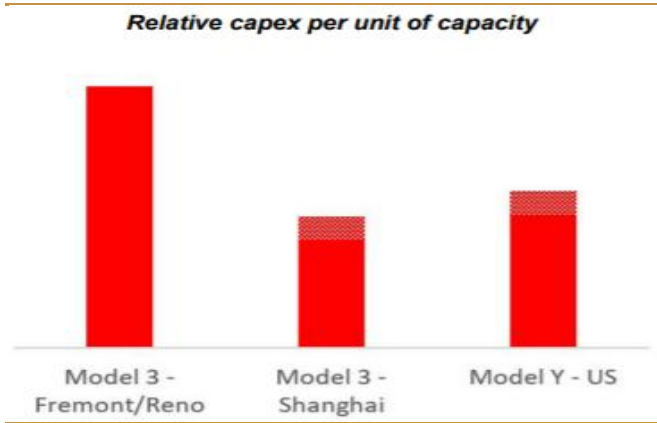
图 17：大众品牌国内外业绩对比


数据来源：相关公司公告，西南证券整理。：上汽大众、大众集团为净利率；奥迪、斯柯达、保时捷、大众乘用车为经营利润/营业收入

特斯拉上海工厂单位产能投入大幅减少。Model 3 为特斯拉全球化生产的第一个平台，通过持续的优化上海工厂和 Y 车型生产线有望优先受益。根据特斯拉测算，在中国建造第二代 Model 3 生产线，预计每单位产能至少比在弗里蒙特和 Gigafactory 1 的 Model 3 生产线便宜 50%，同时 Model Y 制造能力将与上海工厂计划的生产线一样简单。

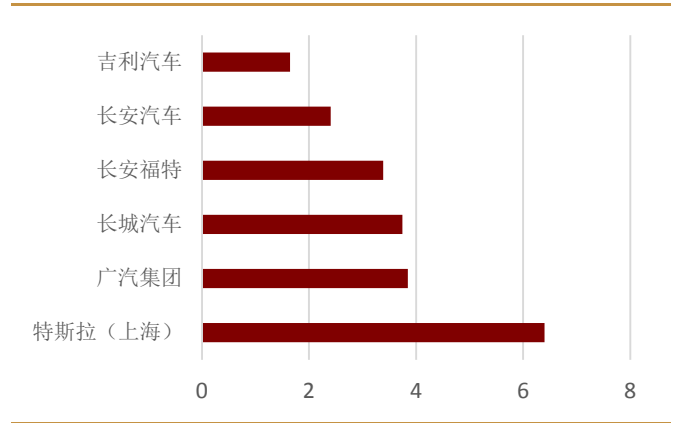
特斯拉上海工厂一期计划 25 万辆 Model 3 和 Model Y 的产能，总投资额约 160 亿元，单位产能支出大约比美国工厂减少 50%。对比国内厂商的单位产能支出，虽然特斯拉的单位产能支出比国内厂商高出 50%~100%，但是国产特斯拉的单车均价将显著高于国内厂商。

图 18：特斯拉单位产能资本支出对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

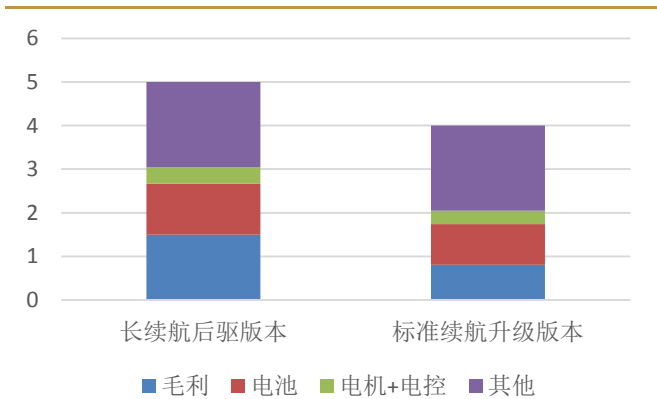
图 19：单位产能资本支出对比（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

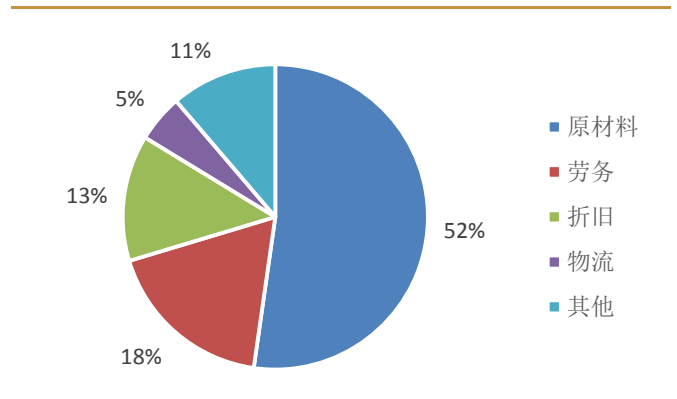
根据拆解技术公司 Munro & Associates 拆解分析，Model 3 长续航后驱版本（停售）的毛利率约为 30%，而标准续航升级版本与长续航后驱版本最大配置差别在于续航里程和电机总功率，根据我们测算美版 Model 3 标准续航升级版本的毛利率在 20% 左右。特斯拉营业成本主要包括原材料成本、劳务成本、物流成本、折旧成本和其他成本，其中原材料采购成本占比最高（超过 50%）。

图 20：Model 3 不同版本毛利与成本构成对比



数据来源：新浪汽车，西南证券整理

图 21：特斯拉营业成本拆分



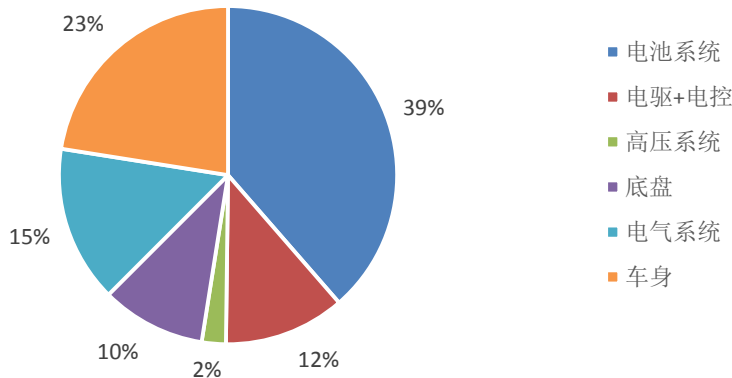
数据来源：Morgan Stanley，西南证券整理

国产化提升 Model 3 毛利率水平。特斯拉国产化之后构成营业成本中的各细分项均有较大的下降空间：

- 采购：**根据特斯拉规划，目前特斯拉 Model 3 的国产化率只有 30%，年中可以达到 70%，年底实现完全国产化，包括现有供应商产能由国内工厂承接和供应商切换到由国内自主零部件厂商供应。Model 3 供应商可以分为电池、电机+电控、高压系统、底盘、电气系统、车身系统等构成。预计随着国产化的推进能够实现采购成本较大幅度的下降。

- (2) **人工成本:**美工人工成本大幅高于中国,参照福耀玻璃的董事长曹德旺的说法,美国蓝领工资是中国的8倍,白领是中国的2倍。
- (3) **折旧:**根据特斯拉测算,在中国建造第二代 Model 3 生产线,预计每单位产能至少比在弗里蒙特和 Gigafactory 1 的 Model 3 生产线便宜 50%。在折旧政策保持一致的情况下,预计中国工厂的年折旧大幅小于美国工厂。
- (4) **物流:**本地化生产将大幅减少物流成本。

我们针对采购成本的变动进行敏感性分析,假设:(1)进口标准续航升级版 Model 3 的毛利率为 20%,价格采用停售前的价格;(2)员工成本下降为原来的 1/3;(3)折旧成本变动为原来的 1/2;(4)物流成本变为原来的 1/3。我们测算得到国产 Model 3 的毛利率水平处于 35%左右。若保持上海工厂 25%的毛利率水平,则 Model 3 售价仍有较大的下降空间(不包含补贴)。

图 22: Model 3 采购成本构成测算


数据来源: Wind, 西南证券整理

表 5: 国产 Model 3 毛利率敏感性分析 (固定价格分析, 万元)

采购成本下降幅度	进口标准续航升级版	国产标准续航升级版					
		-10%	-11%	-12%	-13%	-14%	-15%
售价	36.39	32.38	32.38	32.38	32.38	32.38	32.38
毛利率	20%	34%	35%	35%	36%	36%	37%
毛利	7.3	11.1	11.3	11.4	11.6	11.7	11.9
总成本	29.1	21.3	21.1	21.0	20.8	20.7	20.5
采购成本	15.1	13.6	13.5	13.3	13.2	13.0	12.9
员工成本	5.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
折旧成本	3.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
物流成本	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
其他	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5

数据来源: Wind, 西南证券整理

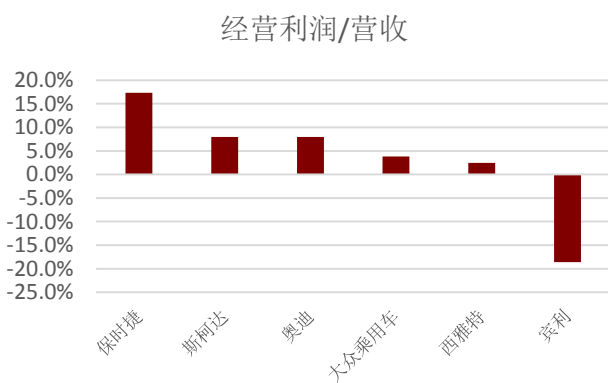
表 6: 国产 Model 3 毛利率敏感性分析 (固定毛利率分析, 万元)

采购成本 下降幅度	进口标准续航 升级版	国产标准续航升级版					
		-10%	-11%	-12%	-13%	-14%	-15%
售价	36.39	28.3	28.1	27.9	27.7	27.5	27.3
毛利率	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
毛利	7.3	7.1	7.0	7.0	6.9	6.9	6.8
总成本	29.1	21.3	21.1	21.0	20.8	20.7	20.5
采购成本	15.1	13.6	13.5	13.3	13.2	13.0	12.9
员工成本	5.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
折旧成本	3.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
物流成本	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
其他	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5

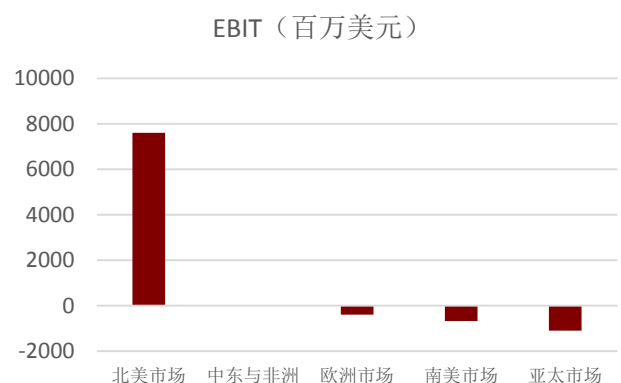
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3 产品布局逐步完善, Model Y 有望成为利润新增长点

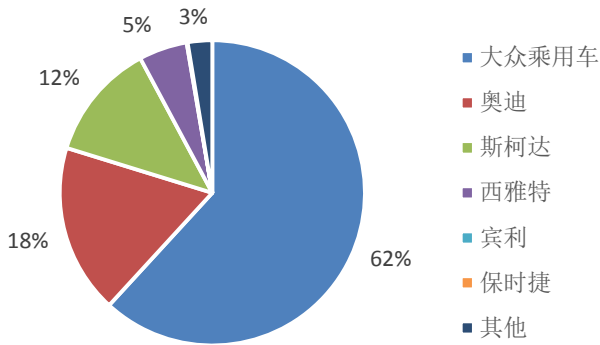
特斯拉仍旧需要完善产品布局以保证销量和利润。当前特斯拉车型布局仍旧不够完善, 存在较大提升空间。参照国际车企的产品布局, 包括保证销量的中低端车型或品牌以及保证利润的中高端车型或品牌。以大众、福特为例, 大众旗下拥有大众、斯柯达、奥迪、西雅特、保时捷、宾利等乘用车品牌, 其中大众品牌销量最高但利润率处于所有品牌中的后列, 而奥迪、保时捷等中高端车型销量远低于大众品牌, 但是为大众集团贡献了主要的利润。福特汽车全球销量处于行业前列, 但从利润端来看, 2018 年除去北美市场, 其他市场均处于亏损状态, 而北美市场主要受益于 F 系列以及 SUV 车型的热卖。

图 23: 大众集团分品牌利润率对比


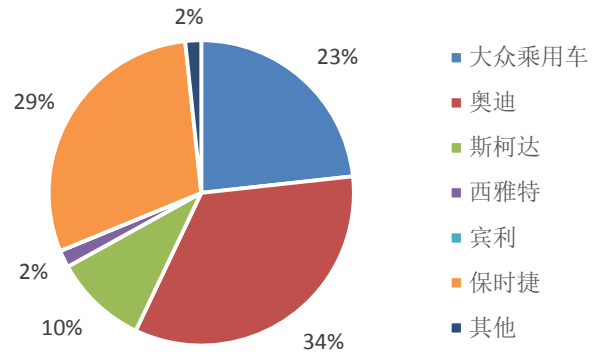
数据来源: 大众集团官网, 西南证券整理

图 24: 福特汽车分区域利润情况对比 (2018 年)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25: 大众集团销量占比情况 (2018 年)


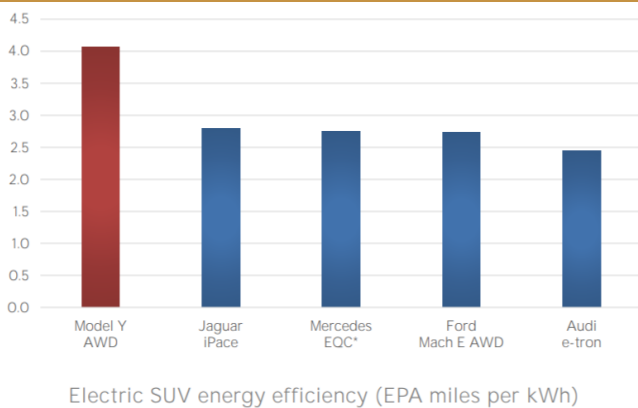
数据来源: 大众集团官网, 西南证券整理

图 26: 大众集团分品牌经营利润占比情况 (2018 年)


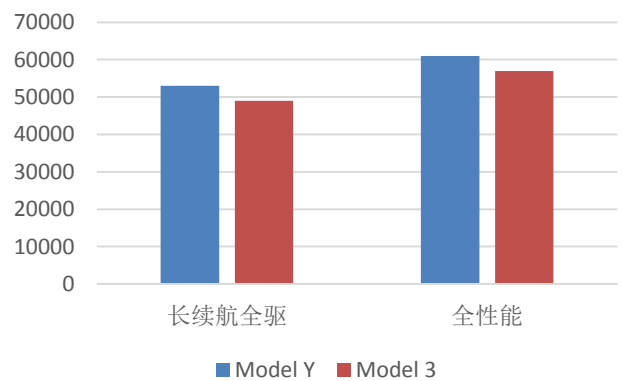
数据来源: 大众集团官网, 西南证券整理

特斯拉 Model Y 为后续重磅车型, 目前已经在美国接受预定, 预计 2020 年 3 月份开始交付。我们认为 Model Y 拥有高毛利的基因:

(1) 由于 Model Y 全轮驱动(AWD)的持续工程进展, 其最大 EPA 续航里程从之前估计的 280 英里提高到 315 英里, 进一步增加产品的竞争力。对比 Model 3 的售价, Model Y 长续航全驱和全性能两个版本的售价均比 Model 3 高 4000 美元。

图 27: 全球主流车企电动车效率对比


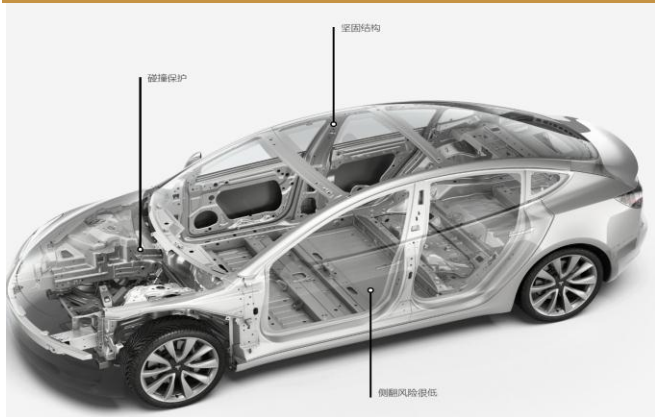
数据来源: 特斯拉公告, 西南证券整理

图 28: Model Y 与 Model 3 售价对比 (美元)


数据来源: 特斯拉官网, 西南证券整理

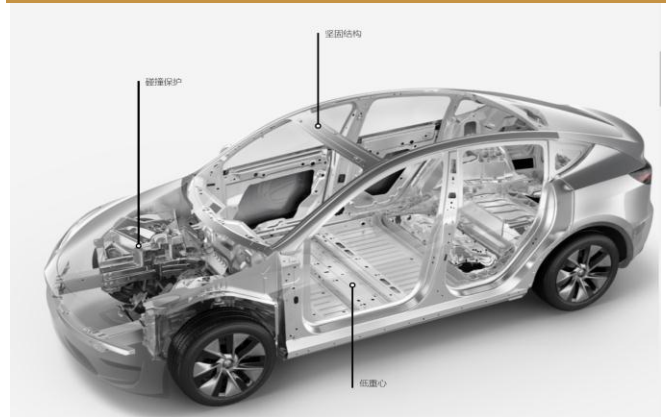
(2) Model Y 与 Model 3 共享 75% 的零件, 一方面贡献生产可以提升产品的生产效率, 另一方面集中化采购也为特斯拉提供了较高的议价能力。

图 29: Model 3 车身



数据来源: 特斯拉官网, 西南证券整理

图 30: Model Y 车身

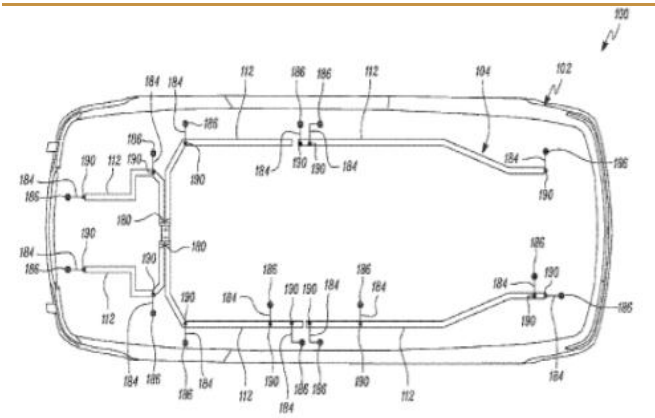


数据来源: 特斯拉官网, 西南证券整理

(3) 上海工厂目前为特斯拉全球资本效率最高的工厂, 第二代 Model 3 生产线单位产能的资本支出相比于美国工厂至少减少 50%, 我们认为, 特斯拉在充分吸取了上海工厂生产线的建设经验之后, 将充分反哺美国工厂的生产制造, 根据特斯拉测算, 美国工厂 Model Y 的单位产能资本支出远低于美国 Model 3, 略高于中国工厂 Model 3 的资本支出。

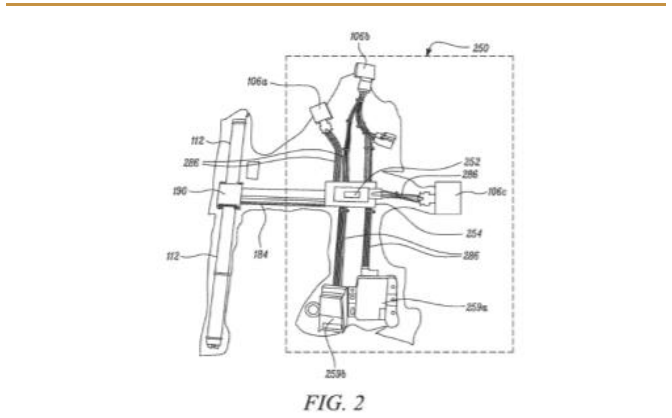
(4) Model Y 的设计结构相比于 Model 3 更为简单, 特斯拉通过更新电子电气架构、三电动力总成、激进应用新兴技术让 Model 3 的线束长度从 Model S 的 3 公里下降到 1.5 公里, 零部件数量从 3 万个下降到 1 万个。而新型布线架构的专利, 将减少电缆的数量和长度, 并将用于 Model Y 和赛博朋克上, 特斯拉的目标是让 Model Y 线束长度达到 0.1km。

图 31: 全线布局结构



数据来源: 美国专利网, 西南证券整理

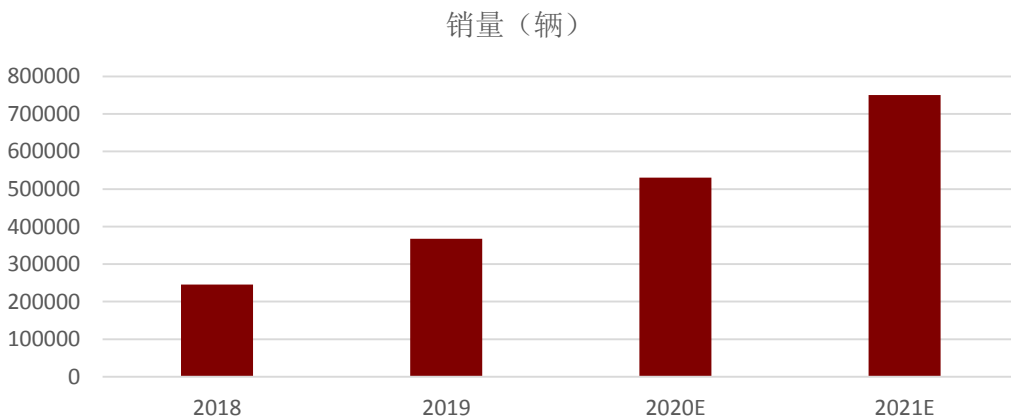
图 32: 全线布局结构



数据来源: 美国专利网, 西南证券整理

3 持续关注特斯拉产业链机会

特斯拉引领全球电动车发展浪潮, 本土化落地为其打开国内市场的发展空间, Model Y 等车型的逐步投放将进一步完善特斯拉的产品线, 保证其后续的快速的发展。我们预计 2020 年-2021 年特斯拉全球销量分别为 53/75 万辆, 同比增速为 44%/42%。特斯拉国产化稳步推进, 相关标的有望充分受益。建议关注拓普集团 (601689)、均胜电子 (600699)、德联集团 (002666) 等标的。

图 33：特斯拉销量预测


数据来源：Wind，西南证券整理

表 7：特斯拉产业链标的

大类	产品	公司
电池	电池	宁德时代
	电池盒	华域汽车
电驱系统	变速箱箱体	旭升股份
热管理系统	热管理部件（电子膨胀阀、冷却板等）	三花智控
	尼龙管路	凌云股份
	通过特斯拉质量体系认证，双方正在积极推进多个热管理项目的业务合作	银轮股份
	密封类、防护类产品	中鼎股份
车身	模具	天汽模
	车身冲压件	华达科技
	前端结构轻量化镁合金	万丰奥威
	车身分拼总成	华域汽车
底盘	避震结构件	拓普集团
内饰	座椅	华域汽车
	NVH（顶棚等）	拓普集团
	安全气囊	均胜电子
	遮阳板	岱美股份
外饰	保险杠	华域汽车
	玻璃	福耀玻璃
其他	制动液、玻璃清洗液、防冻液、结构胶类	德联集团

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

特斯拉中国 Model 3 订单不及预期、Model Y 产品交付不及预期等风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn