

推荐 (维持)

## 国产特斯拉需求几何？——中美比较视角的定量测算

2020年02月09日

## 重点公司

重点公司	评级
拓普集团	审慎增持
均胜电子	审慎增持
华域汽车	审慎增持
三花智控	审慎增持
岱美股份	审慎增持

## 相关报告

《特斯拉19Q4财报点评：19Q4产销与盈利超预期，Model Y量产进度超预期》2020-01-30  
 专题：《国产Model 3成本降低了多少？》2019-12-29  
 深度：《进击的拓普：站在第三轮飞跃的起点》2019-12-12  
 深度：《国产Model 3，中国供应商的机会》2019-09-03

分析师：

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

研究助理：

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **中美市场比较：体量接近，偏好类似。**我们多方面比较中美市场：1) 体量与增速：中美是全球前二的市场，中国更大，增速更高；2) 消费偏好：SUV以及轿车都是最主流车型，且高价格车型消费占比都在提升；3) 市场格局：中国豪华车市场集中度更高；4) 特斯拉：都具备本地生产能力，且中国渠道以及充电桩数量有望随中国工厂投产大幅提升。**整体而言，中美具备可比性，我们以特斯拉在美国市场2018/2019年的表现，结合两个市场细分领域的差异，测算国产Model3/ModelY潜在需求。**
- **特斯拉美国市场：Model3对市场的冲击有新增和替代双重效应，预计ModelY在美潜在年需求25万辆。**Model3对4-5万市场的冲击具备新增和替代效应：1) 新增：美国4-5万美金市场2017/2018年同比增速4.6%/7.9%，剔除Model3同比增速4.5%/2.3%，我们测算Model3在2018年新增需求7.2万辆；2) 替代：Model3上市后，相关竞品市占率在4-5万美金市场市占率明显下滑，我们测算model3在2018年的替代效应为6.5万辆。我们预计ModelY对美国5-6万美金市场的冲击类似于Model3对4-5万美金市场的影响，以4-5万美金市场中Model3与主要竞品ABB(3系/C系/A4)销量比值为参考，测算ModelY在美潜在需求预计25万辆。
- **特斯拉中国市场：预计国产特斯拉Model3和ModelY的潜在年需求为35/32万辆。**国产Model3以及国产ModelY定位的25-35万人民币和35-50万人民币市场近年来都处于扩容趋势。我们预计2019-2020年国产Model3的放量以及2020-2021年国产ModelY的放量将明显提升两个市场的总量增速，并对市场内原有竞品形成部分替代。基于美国市场上Model3销量是ABB竞品的1.2倍，中国市场宝马3系+奔驰C系+奥迪4系年销43万，宝马X5+奔驰GLC+奥迪Q5年销40万，并考虑中美豪华市场ABB市场势力的差异（中/美豪华车市场ABB市占率70%/40%，ABB在中国更强势），我们预计国产Model3和ModelY的年潜在需求分别为35/32万辆。
- **投资建议：预计国产特斯拉20/21年供需大放量，持续看好特斯拉产业链。**我们认为随着上海工厂，以及后续欧洲工厂的投产，以及国产Model3、后续ModelY、Semi、Cybertruck等的上市，特斯拉将进入为期3-4年的全球放量周期。针对中国市场：供给方面，我们预计2020年生产15万以上Model3，2021年将生产30万以上的Model3和ModelY；需求方面，基于中美详细比较，预计未来国产Model3和ModelY年需求空间达34/31万。我们判断国产特斯拉20/21年将处于需求大于供给状态，特斯拉产销有望超预期。看好特斯拉产业链相关公司，推荐拓普集团、均胜电子、华域汽车、三花智控、岱美股份、旭升股份（有色覆盖），建议关注凌云股份。

**风险提示：Model 3 零部件国产化进度不及预期、上海工厂产能爬坡不及预期、国产 Model 3 销量不及预期；Model Y 国产化进度不及预期**

## 目 录

一、中美市场比较：市场体量接近、车型偏好类似.....	4
1.1、总量与增速：总量接近，增速中国更快.....	4
1.2、消费偏好：SUV 占比以及高价格车型占比都在提升.....	6
1.3、市场格局：豪华品牌市场美国集中度低于中国.....	8
1.4、特斯拉相关：中美均有工厂，销售渠道与充电设施美国暂时更多.....	9
1.5、总结：销售总量与需求偏好接近，中美市场具备可比基础.....	11
二、特斯拉国：Model 3 一骑绝尘，预计 Model Y 稳态销量 25 万辆.....	12
2.1、特斯拉 2018 年在美国放量，新增需求和替代效应基本相当.....	12
2.2、Model3 在美国市场一骑绝尘，成为 4-5 万轿车市场冠军.....	14
2.3、ModelY 在美国市场的潜在销售空间预计 25 万.....	17
三、国产 Model3/ModelY：预计年需求空间为 35/32 万辆.....	19
3.1、当前中国进口特斯拉消费集中在一线，国产后有望向二三线渗透.....	19
3.2、国产 Model3 与 ModelY 有望成为国内爆款电动车.....	21
3.3、预计 Model3/ ModelY 中国市场年需求空间为 34/31 万.....	22
四、投资建议.....	25
4.1 核心结论.....	25
4.2 推荐标的.....	26
4.3 风险提示.....	29
图 1、中国汽车销量（单位：万辆，%）.....	4
图 2、美国汽车销量（单位：万辆，%）.....	4
图 3、中国豪华品牌销量、同比增速、渗透率（单位：万台，%）.....	5
图 4、美国豪华品牌销量、同比增速、渗透率（单位：万台，%）.....	5
图 5、中国电动车销量及同比增速（单位：万辆，%）.....	5
图 6、美国电动车销量及同比增速（单位：万辆，%）.....	5
图 7、中国新增需求与更新需求占比（单位：%）.....	5
图 8、美国新增需求与更新需求占比（单位：%）.....	5
图 9、中国原油净进口量及同比增速（单位：千桶/天，%）.....	6
图 10、美国原油净进口量及同比增速（单位：千桶/天，%）.....	6
图 11、中国原油依存度（单位：%）.....	6
图 12、美国原油依存度（单位：%）.....	6
图 13、中国汽车销量车型结构（单位：%）.....	7
图 14、美国汽车销量车型结构（单位：%）.....	7
图 15、中国汽车销售分价格带占比（单位：%）.....	7
图 16、美国汽车销售分价格带占比（单位：%）.....	7
图 17、2019 年中国销量前十车型及市占率（单位：万辆，%）.....	8
图 18、2019 年美国销量前十车型及市占率（单位：万辆，%）.....	8
图 19、中国市场 2019 款朗逸.....	8
图 20、美国市场福特 F150.....	8
图 21、中国市场历年各豪华品牌销量占比（单位：%）.....	9
图 22、美国市场历年各豪华品牌销量占比（单位：%）.....	9
图 23、特斯拉中国充电桩数量（单位：万台）.....	10
图 24、特斯拉美国充电桩数量（单位：万台）.....	10
图 25、中国电动车公共充电桩数量（单位：万个）.....	10
图 26、美国电动车公共充电桩数量（单位：万个）.....	10
图 27、美国汽车总销量（单位：万辆，%）.....	12

图 28、美国豪华品牌总销量 (单位: 万辆, %)	- 12 -
图 29、美国主要豪华品牌近年来销量 (单位: 万辆)	- 12 -
图 30、美国豪华品牌总销量-剔除特斯拉 (单位: 万辆, %)	- 12 -
图 31、2018/2019 年美国豪华品牌当年的新增销量 (当年销量减去前一年) (单位: 万辆)	- 13 -
图 32、当前 Model 3 三个版本起售价 (单位: 美元)	- 14 -
图 33、Model 3 标准续航版补贴及公司推算燃料节省费用 (单位: 美元)	- 14 -
图 34、美国 4-5 万美金汽车市场规模及同比增速 (单位: 万辆, %)	- 15 -
图 35、美国 4-5 万美金轿车市场规模及同比增速 (单位: 万辆, %)	- 15 -
图 36、Model 3 美国月度销量 (单位: 辆)	- 16 -
图 37、美国 4-5 万美金轿车-剔除 Model 3 (单位: 万辆, %)	- 16 -
图 38、美国 4-5 万美金价格带主流车型市占率 (单位: %)	- 17 -
图 39、美国 4-5 万美金轿车分车型市占率 (单位: %)	- 17 -
图 40、ABB 及雷克萨斯年度销量同比增速变化 (单位: %)	- 17 -
图 41、Model 3 与主流竞品近三年销量变化 (单位: 万辆)	- 17 -
图 42、美国 5-6 万价格带分车型销量占比 (单位: %)	- 18 -
图 43、美国 5-6 万价格带主要车型近三年销量 (单位: 万辆)	- 18 -
图 44、美国 5-6 万美金车型销量及同比增速 (单位: 万辆, %)	- 18 -
图 45、美国 5-6 万 SUV 销量及同比增速 (单位: 万辆, %)	- 18 -
图 46、美国 5-6 万美金汽车各车型市占率	- 19 -
图 47、美国 5-6 万美金 SUV 各车型市占率 (单位: %)	- 19 -
图 48、特斯拉中国区销量及同比 (单位: 万辆, %)	- 20 -
图 49、Model S/X/3 中国区月度上牌量 (单位: 辆)	- 20 -
图 50、Model S/X 分一二三线城市上牌占比 (单位: %)	- 20 -
图 51、Model 3 分一二三线城市上牌量占比 (单位: %)	- 20 -
图 52、Model S/X/3 限购城市销量占比 (单位: %)	- 20 -
图 53、特斯拉 Model Y	- 21 -
图 54、国内 25-35 万价格带销量及同比 (单位: 万辆, %)	- 22 -
图 55、国内 35-50 万价格带市场规模及同比 (单位: 万辆, %)	- 22 -
图 56、国内 25-35 万价格带分车型市占率 (单位: %)	- 23 -
图 57、国内 25-35 万价格带主要车型近年销量 (单位: 万辆)	- 23 -
图 58、中国 35-50 万价格带分车型市占率 (单位: %)	- 23 -
图 59、中国 35-50 万价格带主要车型近年销量 (单位: 万辆)	- 23 -
表 1、特斯拉工厂及产能比较 (单位: 辆/年)	- 10 -
表 2、中美市场综合比较 (单位: 万辆, %)	- 11 -
表 3、美国特斯拉销量新增与挤出部分测算 (单位: 万辆, %)	- 13 -
表 4、Model 3 与 ABB 入门车型配置比较 (单位: 万美元, mm, kw, N.m, km/h)	- 14 -
表 5、Model 3 在对美国 4-5 万市场的新增效应和替代效应测算 (单位: 万辆、%)	- 16 -
表 6、美国市场 Model Y 销量测算 (单位: 万辆, %)	- 19 -
表 7、Model 3 与国内主流燃油车竞品配置比较	- 21 -
表 8、Model Y 与 Model 3 参数对比	- 21 -
表 9、中国国产 Model 3 和 Model Y 年需求空间测算 (单位: 万辆, %)	- 24 -

## 报告正文

## 一、中美市场比较：市场体量接近、车型偏好类似

这篇报告，我们以特斯拉在美国市场 2018/2019 年的销量表现为基础，结合美国和中国相关细分市场特征的比较，测算中国市场国产 Model3 和国产 ModelY 的潜在需求。我们认为中美市场能进行此种类比测算的核心原因在于：

## 1.1、总量与增速：总量接近，增速中国更快

**销售体量：中美汽车总销量以及豪华品牌销量规模具备可比性。**2019 年中国/美国销量分别为 2575 万/1758 万辆，分别为全球汽车单体市场 top1/top2，市场规模均足够大。豪华车市场来看，当前中国豪华品牌市场规模与美国市场接近，2019 年销量分别为 300 万辆和 224 万辆。电动车市场来看，中国电动车市场前几年受补贴因素规模迅速扩大，目前市场规模大于美国市场。

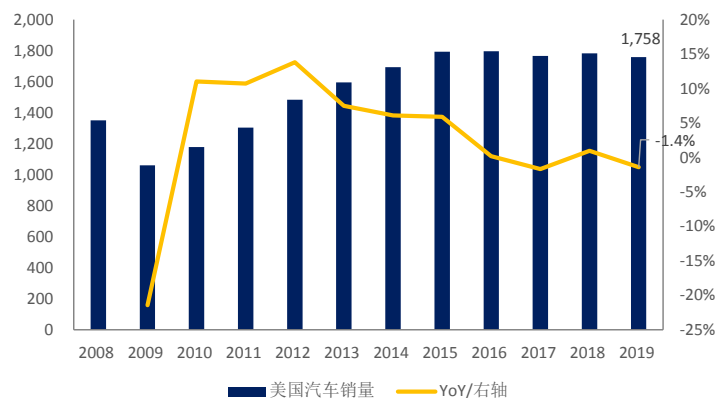
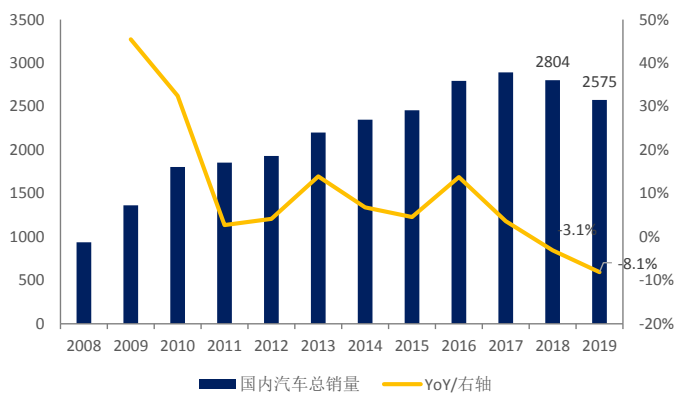
**销量增速（发展阶段）：美国汽车总量不增长，豪华车市场依然增长但增速低，新能源车市场在高速增长；中国总量从成长到成熟，其中豪华车在高速增长，新能源车市场在高速增长。**

美国当前汽车市场相对成熟，总量趋于稳定，从今十年来的年度复合增速看几乎不增长。美国豪华市场增速相对稳定（近年来 5% 以内，美国 2018 年豪华品牌增速提升主要由特斯拉增量贡献）。美国电动车市场处于高速增长期。

中国汽车市场经过 2006-2017 年 10 年以上的快速增长，2018-2019 年由于宏观经济及贸易战扰动短期呈现下滑趋势，从中期角度看行业正从成长走向成熟，预计未来较长时间内年复合增长在 0-5%。中国豪华品牌市场持续高增长，销量增速（近年来 10% 以上）显著高于美国，市场规模仍处于快速扩张期，中国电动车市场正处于高速增长期，同时从能源结构角度看，中国石油依存度高于美国，更加有动力推动电动车行业发展。

图 1、中国汽车销量（单位：万辆，%）

图 2、美国汽车销量（单位：万辆，%）

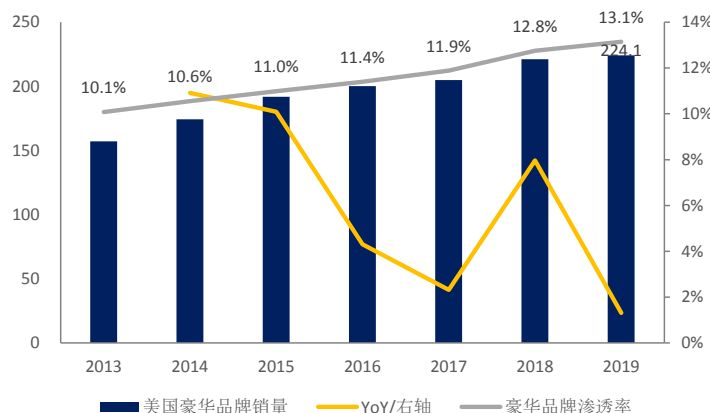
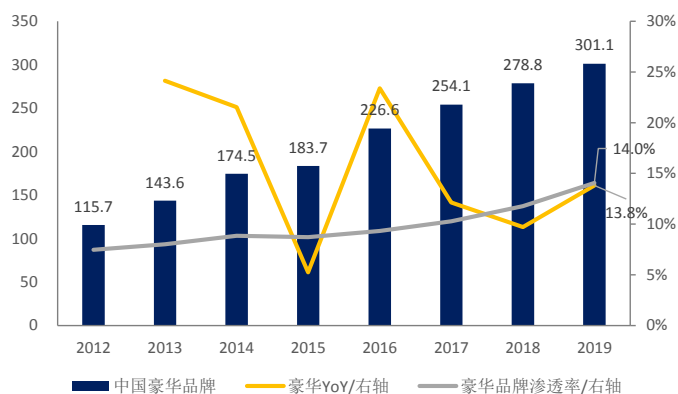


数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、中国豪华品牌销量、同比增速、渗透率（单位：万台，%）

图 4、美国豪华品牌销量、同比增速、渗透率（单位：万台，%）

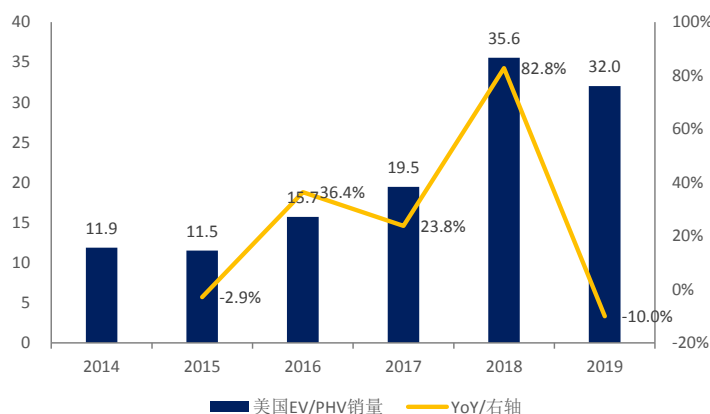
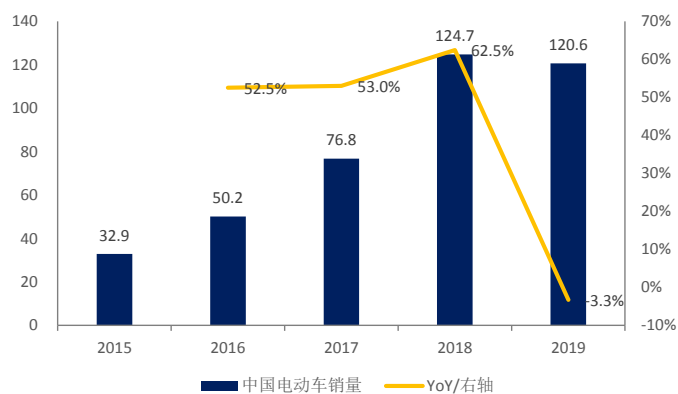


数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、中国电动车销量及同比增速（单位：万辆，%）

图 6、美国电动车销量及同比增速（单位：万辆，%）

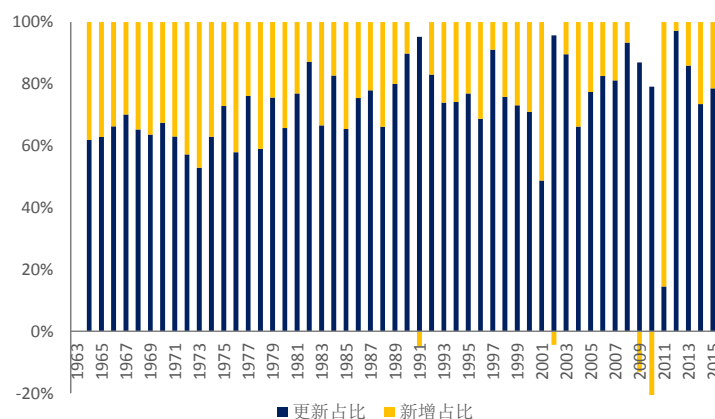
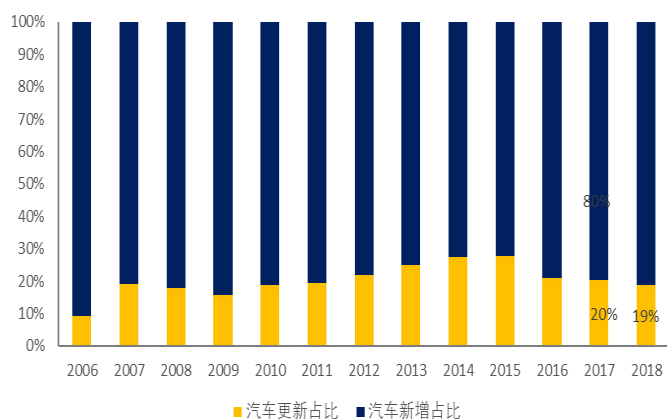


数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、中国新增需求与更新需求占比（单位：%）

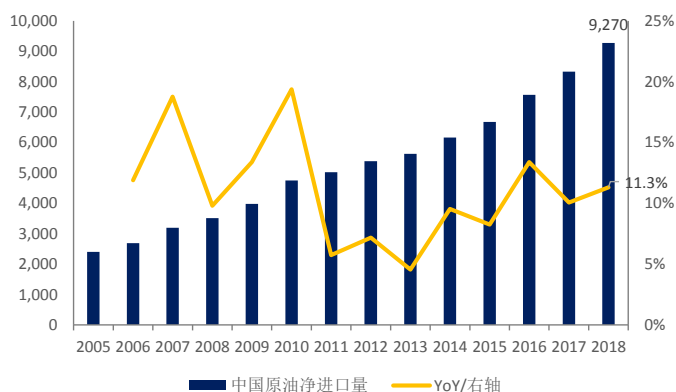
图 8、美国新增需求与更新需求占比（单位：%）



数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、中国原油净进口量及同比增速 (单位: 千桶/天, %) 图 10、美国原油净进口量及同比增速 (单位: 千桶/天, %)

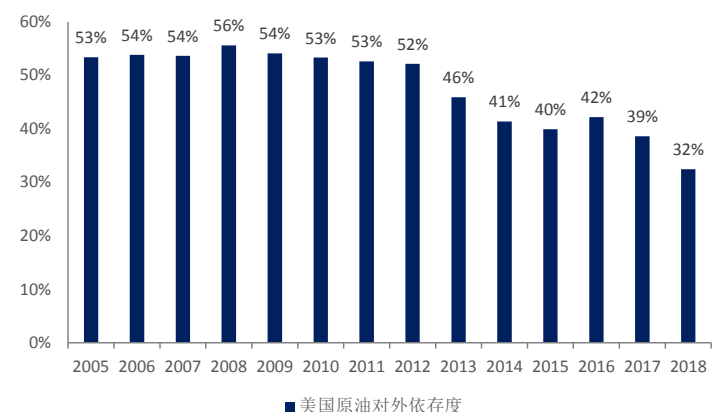
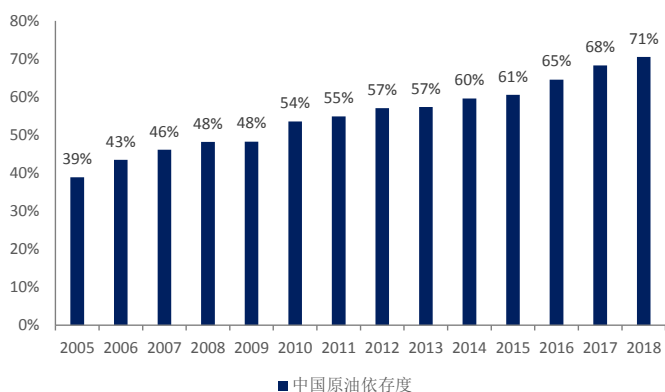


数据来源: OPEC, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: OPEC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、中国原油依存度 (单位: %)

图 12、美国原油依存度 (单位: %)



数据来源: 国家能源局, 兴业证券经济与金融研究院整理

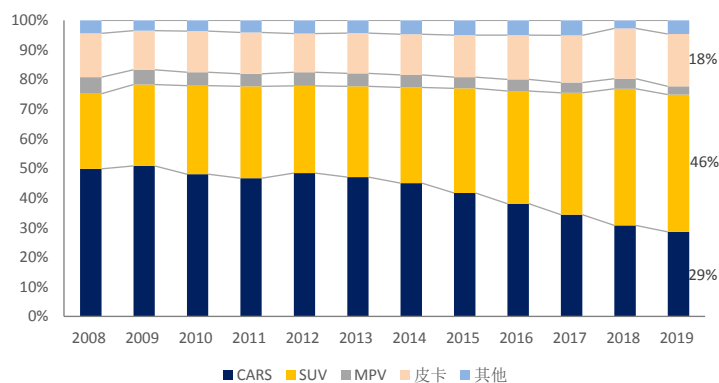
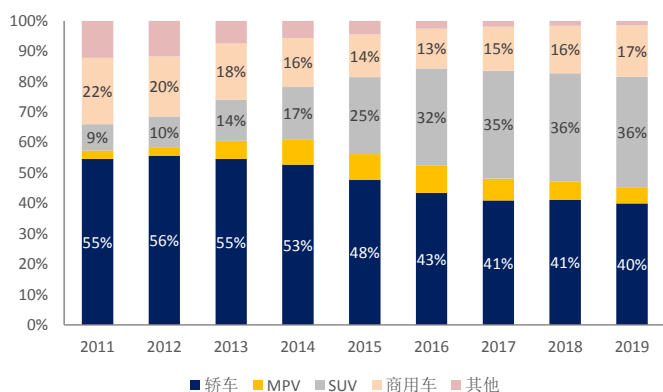
数据来源: 美国能源局, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、消费偏好: SUV 占比以及高价格车型占比都在提升

**车型偏好:** 整体偏好类似, SUV 和轿车都是主流, 且 SUV 占比均持续提升。从车型销量结构来看, 中国/美国整体偏好类似, 均倚重轿车及 SUV 市场, 且整体上明显偏好 SUV 车型, SUV 车型占比持续提升。不同在于, 美国皮卡消费占比接近 20%, 而中国皮卡较弱, 背后主要是因皮卡在两国的人文使用场景以及政策法规约束不一样。

图 13、中国汽车销量车型结构（单位：%）

图 14、美国汽车销量车型结构（单位：%）



数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

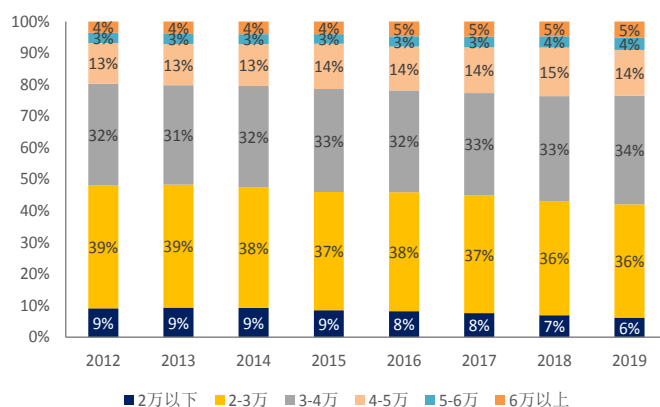
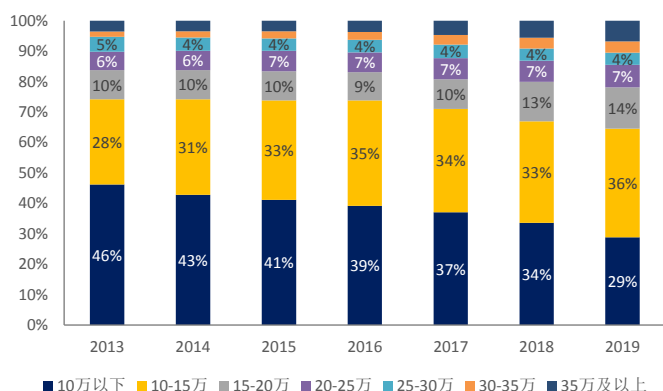
数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

**价格偏好：主流价格带不同，但是高价格带的销售占比均在提升，中国提升更快。**  
 美国主流价格带是 2-3 万美金（15-20 万人民币）和 3-4（20-30 万人民币）万美金，在 2019 年占比分别为 35% 和 34%。美国近年来各价格带占比变化较慢，其中 3 万美金以下的细分市场在萎缩，3 万美金以上的各细分市场占比在缓慢提升。中国市场主流价格带在 10 万以下和 10-15 万市场，2019 年占比分别为 29% 和 36%。中国过去几年分价格带结构占比变化明显快于美国，其中 10 万以下市场在快速萎缩，15-20 万以及 20-30 万市场占比在快速提升。我们认为以上差异和变化的核心原因有：

- 1) 美国低价车型销售集中在二手车，所以在新车销售里面低价格带占比很低；
- 2) 美国市场人均可支配收入更高，消费能力更强，新车销售中价格带偏好平均高于中国；
- 3) 中国市场相对美国市场更加年轻，消费升级空间比美国更大，高价格带占比提升的速度快于美国。

图 15、中国汽车销售分价格带占比（单位：%）

图 16、美国汽车销售分价格带占比（单位：%）



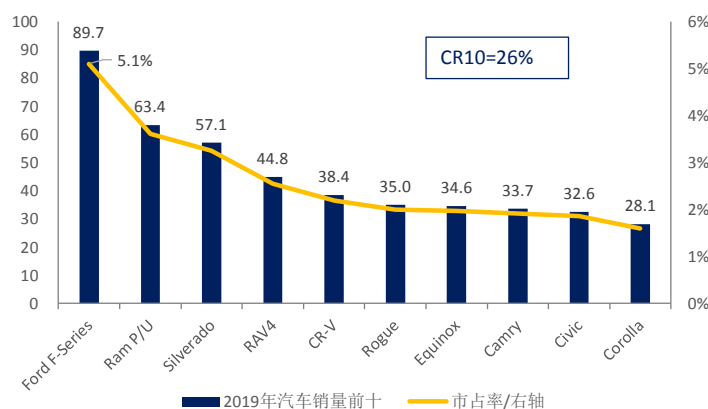
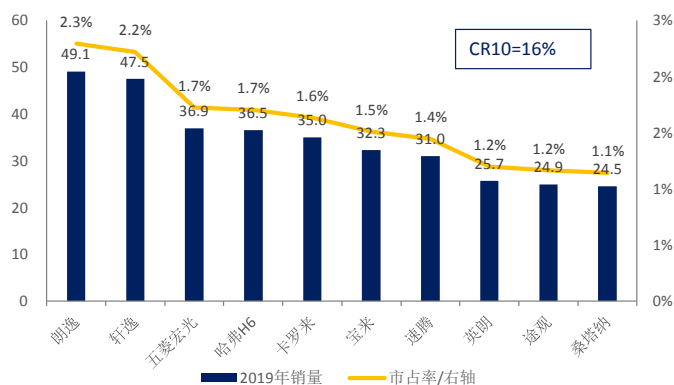
数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、市场格局：豪华品牌市场美国集中度低于中国

整体汽车市场看，中国汽车品牌及车型数量较多，整体销量前十车型集中度低于美国。2019年中国、美国整体汽车市场 CR10 分别为 16% 和 26%。从前十畅销车型看，中国市场多数为轿车，美国市场多数为皮卡和 SUV。

图 17、2019 年中国销量前十车型及市占率(单位:万辆,%) 图 18、2019 年美国销量前十车型及市占率(单位:万辆,%)



数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

注：市占率=前十车型销量/中国乘用车销量

图 19、中国市场 2019 款朗逸



数据来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

注：市占率=前十车型销量/美国汽车总销量

图 20、美国市场福特 F150



数据来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

豪华品牌市场看，中国市场集中度远高于美国市场，且 ABB 在中国市场的市场势力远强于其在美国市场的情况。中国豪华品牌市场呈现宝马奔驰奥迪三强局面，三者 2019 年市占率分别为 24%、23%、23%，合计 70%，第四名为凯迪拉克，市占率 7%，与前三有明显差距。美国豪华品牌市场呈现奔驰宝马雷克萨斯奥迪四强局面，2019 年市占率分别为 16%、14%、13%、10%，其他品牌市占率都在 10%



以下。中美豪华品牌格局的差异可能的原因：

- 1) 美国市场发展时间更长，实现本土生产的豪华品牌比中国多，竞争更为激烈
- 2) 个别品牌的独立影响，林肯、雷克萨斯当前在国内都是纯进口，较为弱势。

整体而言，从 ABB 角度看，ABB 在中国豪华市场的市场势力明显大于其在美国的情况，因此文后使用美国 ABB 销量与特斯拉销量对标比值来预测中国情况时，我们考虑市场势力的差异引入了相应的修正系数，详细见后文。

图 21、中国市场历年各豪华品牌销量占比（单位：%）

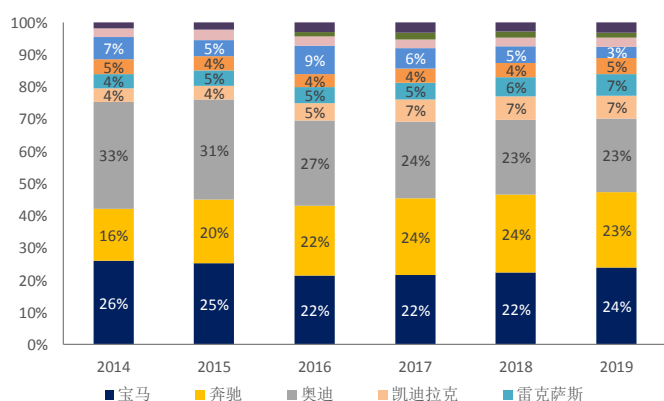
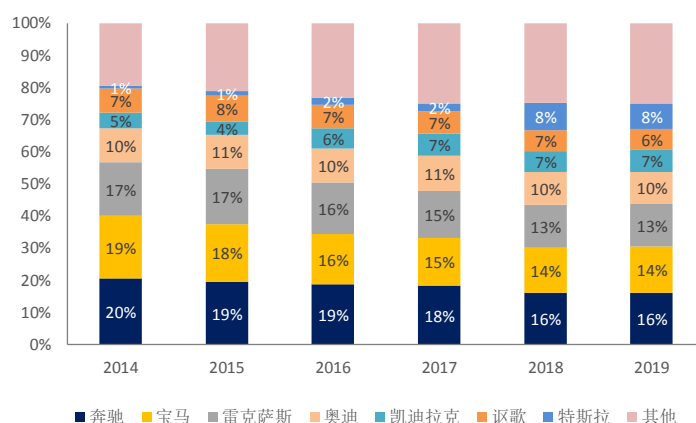


图 22、美国市场历年各豪华品牌销量占比（单位：%）



数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.4、特斯拉相关：中美均有工厂，销售渠道与充电设施美国暂时更多

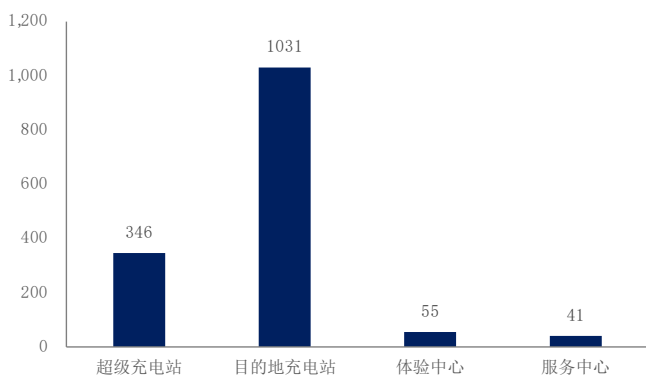
从工厂比较来看，中美均有特斯拉工厂，美国工厂在 18/19 年开始放量，中国工厂预计 20/21 年开始放量；从特斯拉渠道而言，美国作为特斯拉大本营，渠道及超充站等数量相比中国更多。但公共充电设施来看，中国比美国市场公共充电桩更多，充电设施更完善。鉴于美国特斯拉的网络以及专用充电桩是随着特斯拉在美国放量而逐步增加，我们预计随着中国国产特斯拉产销交付的提升，中国特斯拉网点和专用充电桩的数量也会快速增长。

表 1、特斯拉工厂及产能比较 (单位: 辆/年)

工厂	车型	产能	状态
Remont	Model S/X	90,000	Production
	Model 3	400,000	Production
	Model Y		Construction
Shanghai	Model3	150,000	Pre-production
	Model Y	-	In development
Europe	Model3	-	In development
	Model Y	-	In development
North America	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Pickup truck	-	In development

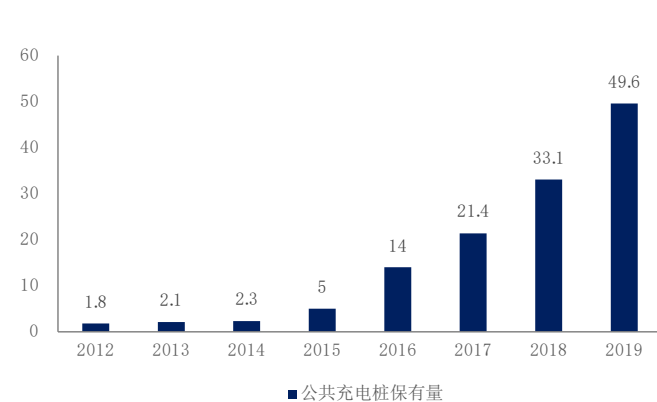
资料来源: 特斯拉官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、特斯拉中国充电桩数量 (单位: 万台)



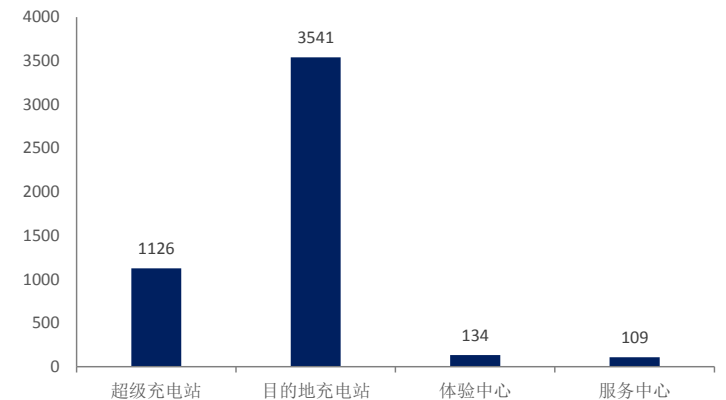
数据来源: 特斯拉官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、中国电动车公共充电桩数量 (单位: 万个)



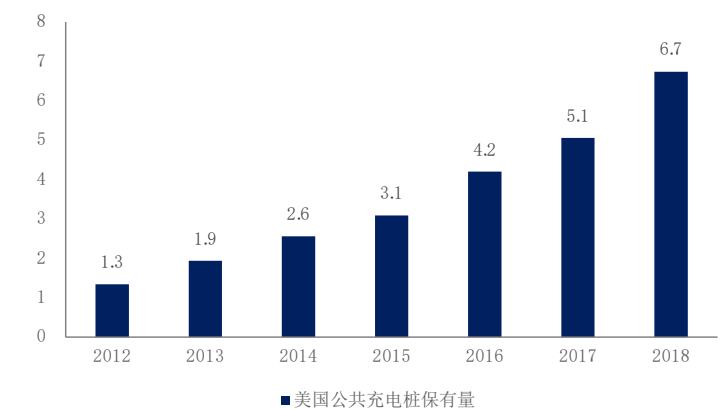
数据来源: 第一电动网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、特斯拉美国充电桩数量 (单位: 万台)



数据来源: 特斯拉官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、美国电动车公共充电桩数量 (单位: 万个)



数据来源: 艾媒咨询, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.5、总结：销售总量与需求偏好接近，中美市场具备可比基础

美国市场与中国市场汽车总销量以及豪华车销量总量接近，且车型偏好中对轿车以及 SUV 的偏好相同。虽然当前美国特斯拉的特斯拉门店以及充电设施等远大于中国，但是我们认为这些辅助设施随着特斯拉在中国上量也会马上跟上，不会成为制约特斯拉在中国市场表现的特别因素。

因此，以特斯拉过去两年在美国市场持稳定规模放量的历史销售数据（2018/2019），在细分市场的市占率，以及和竞品之间的量的对比为基础，结合中国相关细分市场跟美国对应细分市场的对比，我们对中国市场特斯拉的潜在需求进行测算。

表 2、中美市场综合比较（单位：万辆，%）

	2015	2016	2017	2018	2019	说明
美国汽车总销量	1792	1796	1765	1783	1758	体量足够大，市场较为成熟
YoY	5.9%	0.2%	-1.7%	1.0%	-1.4%	
豪华车销量	192	200	205	221	224	豪车市场偏向成熟，低幅增长
YoY	10.1%	4.3%	2.3%	8.0%	1.3%	
豪华车渗透率	11%	11%	12%	13%	13%	渗透率趋于稳定
豪华车CR4	65%	61%	59%	54%	54%	ABB 第一梯队，有优势
电动车销量	12	16	20	36	32	电动车处于快速成长期
YoY	-2.9%	36.4%	23.8%	82.8%	-10.0%	
渗透率	0.7%	0.9%	1.2%	2.1%	1.9%	电动车渗透率较低
SUV占比	35.3%	38.1%	41.1%	46.1%	46.4%	倚重SUV与轿车，SUV占比持续提升
轿车占比	41.7%	38.1%	34.4%	30.8%	28.6%	
中国汽车总销量	2456	2794	2894	2804	2575	市场从成长趋于成熟，但远未见顶
YoY	4.6%	13.7%	3.6%	-3.1%	-8.1%	
豪华车销量	184	227	254	279	301	仍处于快速扩张期，规模高速增长
YoY	5.3%	23.4%	12.1%	9.7%	13.8%	
豪华车渗透率	7.5%	9.3%	10.3%	11.8%	14.0%	渗透率持续提升
豪华车CR3	65%	61%	59%	54%	54%	ABB 第一梯队，绝对优势
电动车销量	33	50	77	125	121	电动车处于快速成长期
YoY		52.5%	53.0%	62.5%	-3.3%	
渗透率	1.6%	2.1%	3.1%	5.3%	5.6%	电动车渗透率较低
SUV占比	25.3%	32.0%	35.5%	35.6%	36.4%	倚重SUV与轿车，SUV占比持续提升
轿车占比	47.6%	43.4%	40.9%	41.1%	39.9%	

资料来源：marklines，中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

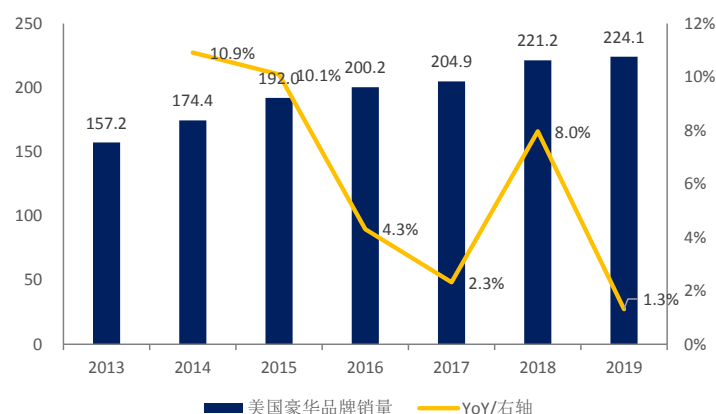
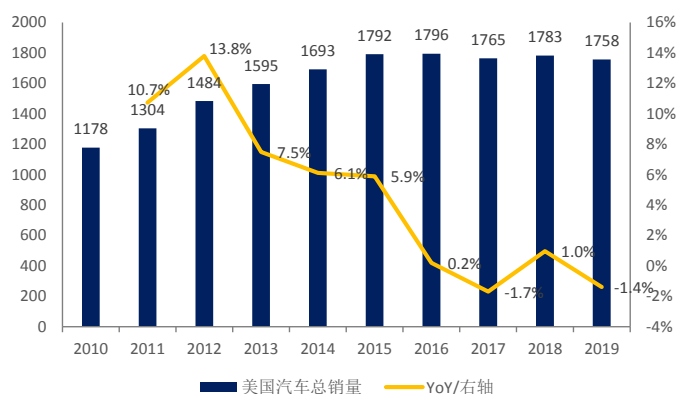
## 二、特斯拉国：Model 3 一骑绝尘，预计 Model Y 稳态销量 25 万辆

### 2.1、特斯拉 2018 年在美国放量，新增需求和替代效应基本相当

特斯拉 2018 年放量带动美国豪华车品牌市场当年增速显著提升。2019 年美国豪华品牌市场规模 224.1 万辆，同比+1.3%，整体豪华品牌市场规模低速扩张。2018 年由于特斯拉 Model 3 产能瓶颈突破后迅速放量，带动美国整体豪华品牌市场销量同比+8%，大幅超越 16-17 年行业销量增速。若剔除特斯拉，美国其他豪华品牌 2018/2019 年销量增速分别为 1.3%/1.9%，增速相比之前放缓。

图 27、美国汽车总销量（单位：万辆，%）

图 28、美国豪华品牌总销量（单位：万辆，%）

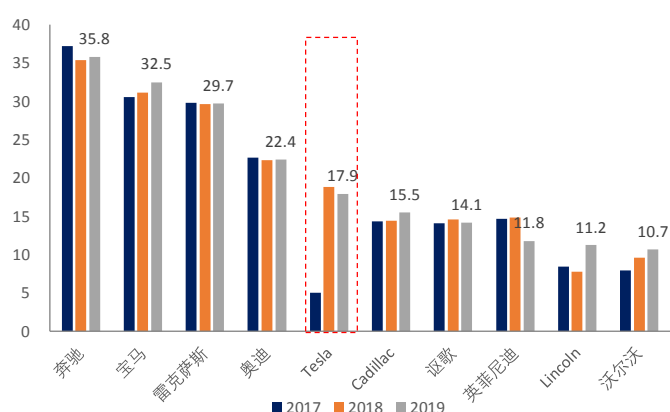


数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、美国主要豪华品牌近年来销量（单位：万辆）

图 30、美国豪华品牌总销量-剔除特斯拉（单位：万辆，%）



数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

美国市场特斯拉 2018 年大幅上量时，创造了新的豪华品牌需求，同时替代了部分原有的豪华品牌销售，两者体量基本相当。我们将美国汽车总销量增速与剔除特斯拉的豪华品牌增速比较，2015-2017 年增速差值分别为 3.7%/3.1%/3.9%（均

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

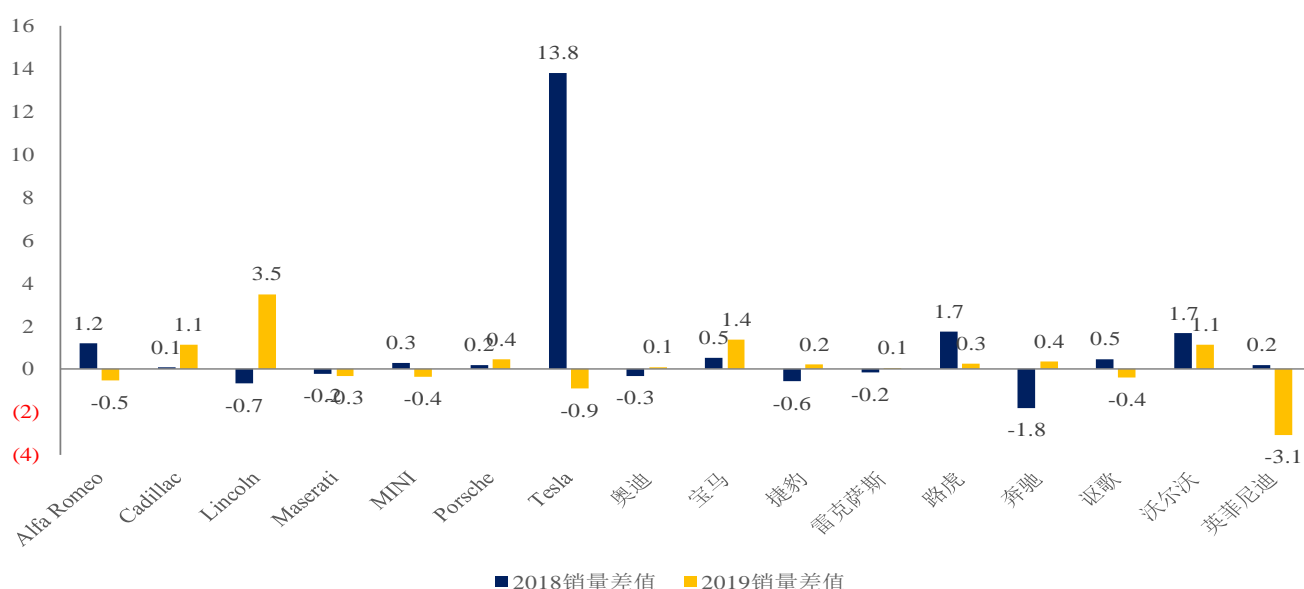
值 3.6%)，整体波动较小。假设剔除特斯拉情况下，2018/2019 年差值均值相当 (3.6%)，则推算假设没有特斯拉，美国豪华品牌 2018/2019 年销量约 209/207 万辆，以此减去实际上 2018/2019 年除特斯拉以外的豪华品牌销量，得到美国市场原有的豪华品牌在 2018/2019 年被挤出的销量为 6.6/0.6 万辆。特斯拉 2018 年新增销量 (2018 减去 2019) 13.8 万辆，显著高于其他车企，因此基本可以判断 2018 年挤出效应几乎全由特斯拉贡献，从而推算特斯拉 2018 年挤出/新增销量分别为 6.6/7.2 万辆，新增部分略大于挤出部分，体量基本相当。而到了 2019 年，特斯拉销量与 2018 相当，基本没有替代原有豪华品牌或者创造新的需求。

表 3、美国特斯拉销量新增与挤出部分测算 (单位: 万辆, %)

	2014	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2015-2017 均值	2018E	2019E
美国豪华品牌销量	174.4	192.0	200.2	204.9	221.2	224.1	199.0		
YoY/右轴	10.9%	10.1%	4.3%	2.3%	8.0%	1.3%	5.6%		
特斯拉美国销量	1.7	2.7	4.7	5.0	18.8	17.9			
豪华品牌-剔除特斯拉	172.7	189.3	195.5	199.9	202.4	206.2	194.9	209.0	206.8
YoY/右轴	11.2%	9.6%	3.3%	2.2%	1.3%	1.9%		4.5%	2.2%
美国汽车总销量	1692.8	1792.4	1796.0	1765.5	1782.5	1757.6	1784.6		
YoY/右轴	6.1%	5.9%	0.2%	-1.7%	1.0%	-1.4%		1.0%	-1.4%
汽车总销量与剔除特斯拉豪华品牌增速差值	5.1%	3.7%	3.1%	3.9%	0.3%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%
美国豪华品牌销量差值	17.2	17.6	8.3	4.6	16.3	2.9			
特斯拉销量差值		1.0	2.1	0.3	13.8	-0.9			
豪华品牌(特斯拉)-挤出					6.6	0.6			
豪华品牌-新增					9.8	2.3			
特斯拉-新增					7.2	-1.5			

资料来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、2018/2019 年美国豪华品牌当年的新增销量 (当年销量减去前一年) (单位: 万辆)



资料来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理, 注: 2018 年销量差值=2018 年销量-2017 年销量, 2019 年同理

## 2.2、Model 3 在美国市场一骑绝尘，成为 4-5 万轿车市场冠军

**Model 3 与同价位传统燃油豪车相比，在动力性能和智能化方面优势突出。** Model 3 在 2017 年 7 月底在美国刚上市时，税前售价分别为 4.9 万/5.4 万/6.4 万美金，减免 7500 美元补贴后售价为 4.15/4.65 万/5.65 万美金。2018 年特斯拉销量超过 20 万，2019 年以后联邦政府对特斯拉补贴由此前 7500 美元降至 3750 美元，2020 年政府补贴退出。为顺利过渡补贴完全退坡影响，当前 Model 3 美国全系降价 2000 美金，目前特斯拉官网显示起售标准续航 plus 版本，3.9 万美金起售，暂无补贴，消费者实际到手价格 3.7 万美金。相比于 ABB 入门豪华车型，Model 3 基础版起售价与 ABB 入门车型相当，从配置上看，Model 3 无论在车身尺寸/轴距，以及动力性能（0-100 加速）优势明显，且在智能配置方面明显强于 ABB 入门车型，产品力显著。

图 32、当前 Model 3 三个版本起售价（单位：美元）

<b>Rear-Wheel Drive</b>	
<u>Partial Premium Interior</u>	
<b>Standard Range Plus</b>	<b>\$39,990</b>
<b>Dual Motor All-Wheel Drive</b>	
<u>Premium Interior</u>	
<b>Long Range</b>	<b>\$48,990</b>
<b>Performance</b>	<b>\$56,990</b>

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：时间为 2020-01-19 官网显示售价

图 33、Model 3 标准续航版补贴及公司推算燃料节省费用（单位：美元）

Cash	Lease	Loan
Cash Price		<b>\$39,990</b>
Incentives		- \$2,000
Gasoline savings		- \$4,300
Price After potential savings		<b>\$33,690</b>
Destination & doc fee		\$1,200

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、Model 3 与 ABB 入门车型配置比较（单位：万美元，mm，kw，N.m，km/h）

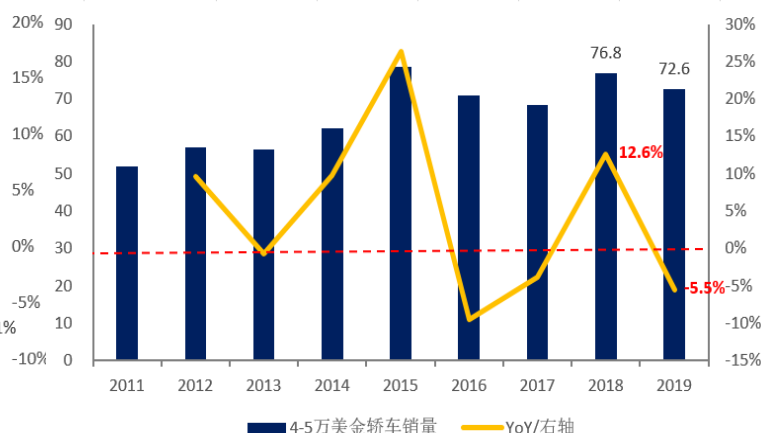
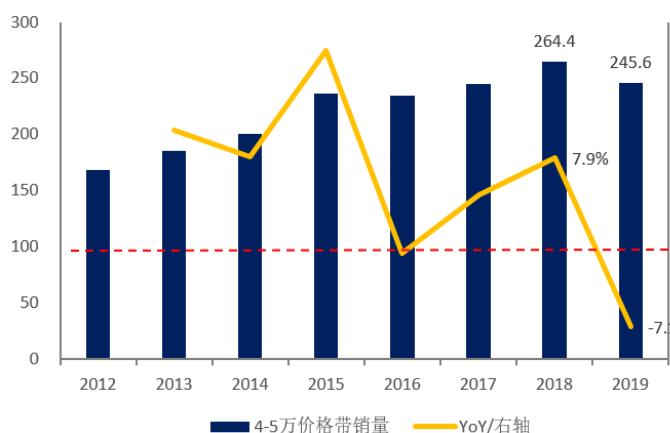
	奔驰e	宝马3系	奥迪A4	Model 3
起售价(万美元)	4.1	4.0	3.7	3.9/4.9/5.7
政府补贴	-	-	-	-
补贴后起售价(万美元)	4.1	4.0	3.7	3.9/4.9/5.7
预计燃料节省费用	-	-	-	4300美元/年
厂商	奔驰	宝马	奥迪	特斯拉
级别	中型	中型	中型	中型
上市时间	2018.0	2019.1	2018.1	2019.0
车身尺寸	4704*1810*1454	4719*1827*1459	4750*1842*1433	<b>4694*1850*1443</b>
轴距	2840	2851	2828	<b>2875</b>
最大功率(kW)	255	132	185	-
最大扭矩(N·m)	273	277	370	-
电机类型	-	-	-	交流/异步
电动机总功率(kW)	-	-	-	175
电动机总扭矩(N·m)	-	-	-	375
变速箱类型	/	手自一体变速箱	双离合变速箱	固定齿比变速箱
最高车速(km/h)	236	229	246	225
0-100km/h加速	7.7	7.3	5.9	<b>5.6</b>
整车质保	三年不限公里	三年/10万公里	三年/11万公里	四年/8万公里
主动刹车	标配	标配	选配	<b>标配</b>
车道预警偏离	无	选配	选配	<b>标配</b>
并线辅助	无	选配	选配	<b>标配</b>
道路交通识别	选配	选配	无	<b>选配</b>
疲劳驾驶提示	标配	标配	选配	<b>无</b>

资料来源: Emunds, 汽车之家, 兴业证券经济与金融研究院整理

**Model 3 在 2018 年迅速放量, 扩容了美国 4-5 万美金轿车市场, 并迅速成为该细分领域第一。**2019 年美国 4-5 万价格带汽车市场规模 245.6 万辆, 其中轿车市场规模 72.6 万辆。凭借 Model 3 智能驾驶、空间、动力及产品性价比等优势, 在美国 4-5 万美金轿车市场销量迅速打开市场, 2018/2019 年 Model 3 美国销量分别达 13.9/14.6 万, 在其价格区间内市占率达 5%/5.3%, 在 4-5 万美金轿车领域市占率达 18%/20%。同时由于 Model 3 销量带动, 2018 年 4-5 万美金价格带轿车区间市场规模从 2017 年 68.2 万提升至 76.8 万, 同比+12%。

图 34、美国 4-5 万美金汽车市场规模及同比增速 (单位: 万辆, %)

图 35、美国 4-5 万美金轿车市场规模及同比增速 (单位: 万辆, %)



数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、Model 3 美国月度销量 (单位: 辆)

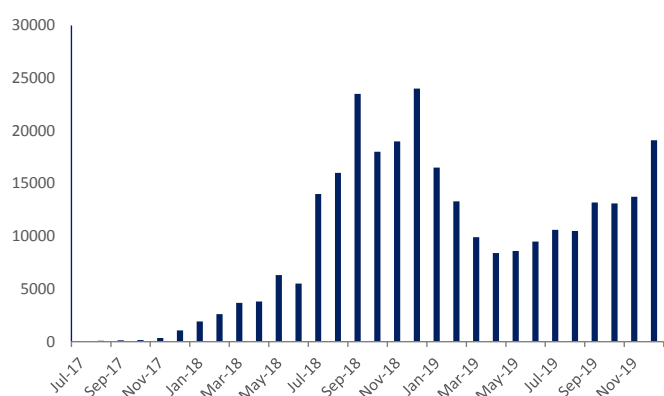
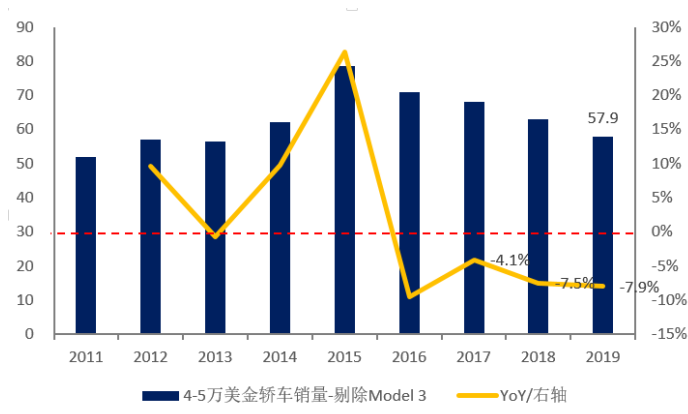


图 37、美国 4-5 万美金轿车-剔除 Model 3 (单位: 万辆, %)



数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

**豪华品牌入门车型销量受到 Model 3 挤占, 市占率下行。** Model 3 上市前美国 4-5 万美金汽车市场主要由 Grand Cherokee/汉兰达/Explorer 等车型主导, 其中 4-5 万美金轿车主要有雷克萨斯 ES/奔驰 C 级/宝马 3 系/奥迪 A4 等豪华品牌入门车型主导。Model 3 于 2017 年 10 月美国上市, 伴随后续 2018 年下半年产能瓶颈突破后交付量大幅提升, 该价格带内传统豪华车企入门车型明显受到挤压, 包括奔驰 C 级/奥迪 A4/雷克萨斯 ES/林肯 MKZ 等车型销量及市占率呈现明显下行趋势。

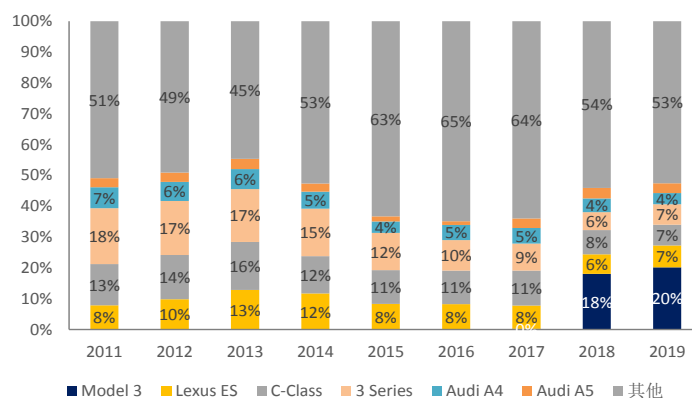
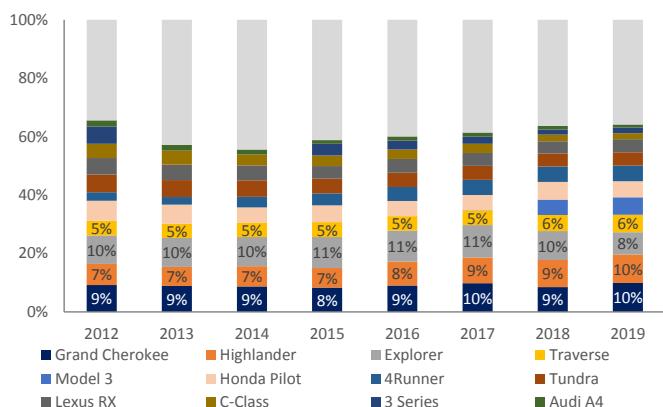
表 5、Model 3 在对美国 4-5 万市场的新增效应和替代效应测算 (单位: 万辆, %)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2015-2017 均值	2018E	2019E
美国 4-5 万价格带销量	200.7	235.8	234.4	245.1	264.4	245.6	238.4		
YoY/右轴	8.1%	17.5%	-0.6%	4.6%	7.9%	-7.1%	7.1%		
M3 在美国销量				0.2	13.9	14.6			
4-5 万价格带-剔除 Model 3	200.7	235.8	234.4	244.9	250.6	230.9	238.4	257.1	257.1
YoY/右轴	8.1%	17.5%	-0.6%	4.5%	2.3%	-7.8%		5.0%	2.6%
美国汽车总销量	1692.8	1792.4	1796.0	1765.5	1782.5	1757.6	1784.6		
YoY/右轴	6.1%	5.9%	0.2%	-1.7%	1.0%	-1.4%		1.0%	-1.4%
汽车总销量与 4-5 万价格带剔除 Model 3 增速差值	2.0%	11.6%	-0.8%	6.2%	1.3%	-6.4%	5.7%	4.0%	4.0%
4-5 万没有 M3 情况下预计新增销量	17.2	35.1	-1.4	10.6	12.2				
4-5 万实际新增销量	17.2	35.1	-1.4	10.7	19.3	-18.8			
Model 3 当年新增销量				0.2	13.7	0.8			
Model 3 创造的需求预计					7.2				
Model 3 替代的需求预计					6.5				

资料来源: Emunds, 汽车之家, 兴业证券经济与金融研究院整理



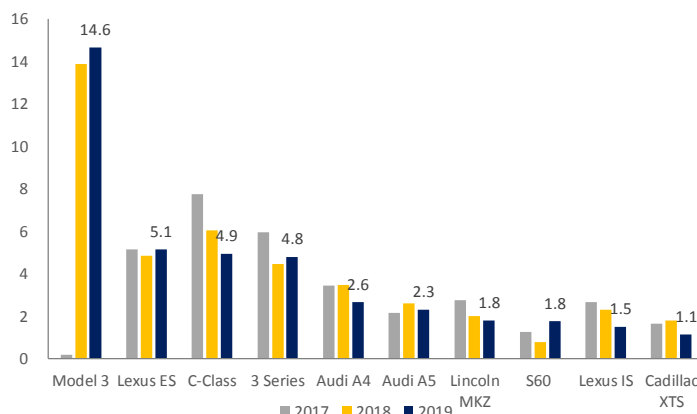
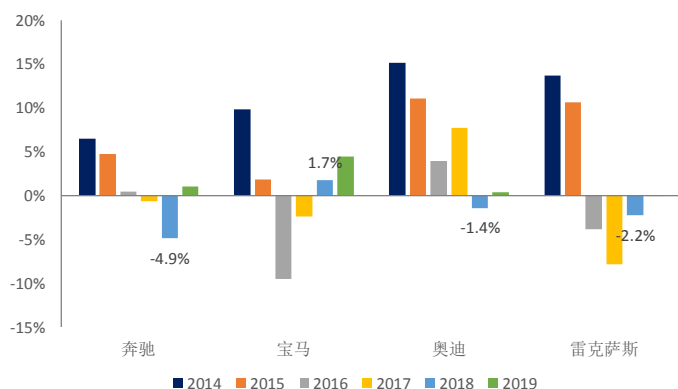
图 38、美国 4-5 万美金价格带主流车型市占率(单位: %) 图 39、美国 4-5 万美金轿车分车型市占率(单位: %)



数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、ABB 及雷克萨斯年度销量同比增速变化(单位: %) 图 41、Model 3 与主流竞品近三年销量变化(单位: 万辆)



数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、Model Y 在美国市场的潜在销售空间预计 25 万

**Model Y 所处 5-6 万价格带以 SUV 车型为主, 预计 Model Y 上市后将复制 Model 3 的成功。**2019 年美国 5-6 万价格带销量规模 64.9 万辆, 近年来市场规模持续扩张。从车型结构看, 该价格带主要以 SUV 车型主导, SUV 车型销量占比达 8 成以上。当前 Model Y 售价 5.3-6.1 万元, 当前价格带车型主要以合资品牌 SUV 旗舰车型与豪华品牌主销车型为主, Model Y 动力表现及产品力不逊于竞品车型, 智能驾驶方面相比燃油车有明显优势, 凭借此前 S/X 的口碑积淀, 以及 Model 3 的量产经验, 上市后有望复制 Model 3 的竞争路径。

**预计 Model Y 美国市场稳定年销量在 25 万辆左右。**我们认为 Model Y 上市后在美国市场的稳定销量与 ABB 竞品 (X3+GLC+Q5) 销量的比值与当前 2019 年美国

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

市场 Model3 销量与 ABB 竞品（奔驰 C+宝马 3 系+奥迪 A4）销量的比值相当，主要因：

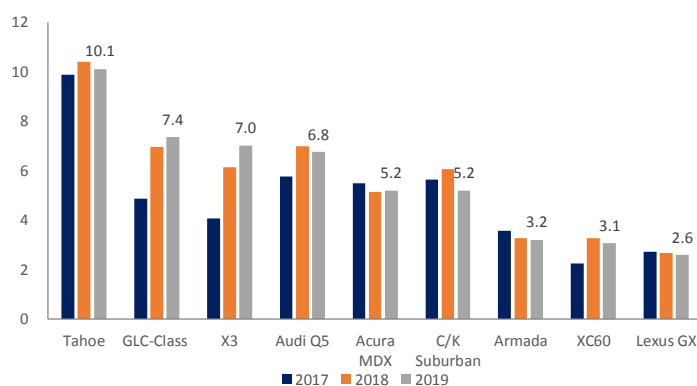
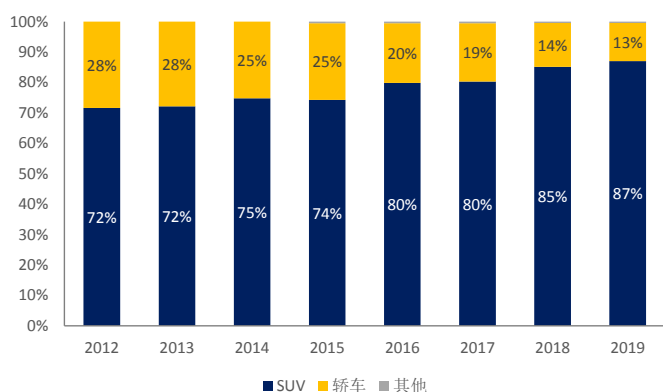
**1) 2019 年 Model3 与 ABB 竞品的销量关系是经过 2018 年 Model 3 大规模上量冲击市场后的稳定关系。** Model 3 在 2018 年上量冲击市场，2019 年与竞品之间的竞争达到相对稳定的状态；

**2) Model3 与奔驰 C/宝马 3/奥迪 A4 的竞争，类似于后续 ModelY 与 X3/GLC/Q5 的竞争；**

基于以上，**用当前 GLC+X3+Q5 的销量，乘以 2019 年美国市场 Model3 销量与 ABB 竞品（奔驰 C+宝马 3 系+奥迪 A4）销量的比值，从而得到 ModelY 在美国市场的潜在需求量为 25 万辆。**

图 42、美国 5-6 万价格带分车型销量占比（单位：%）

图 43、美国 5-6 万价格带主要车型近三年销量（单位：万辆）

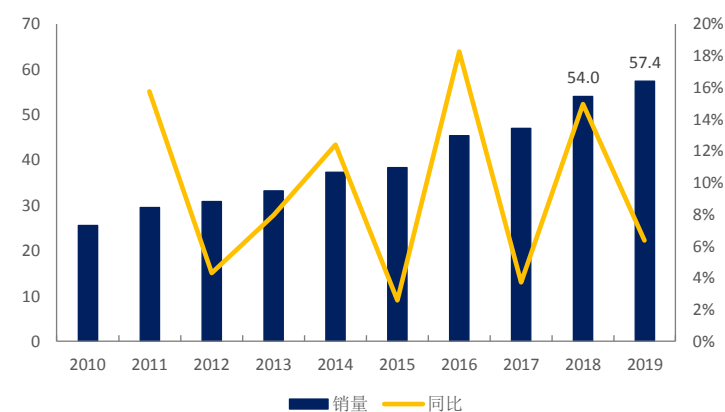
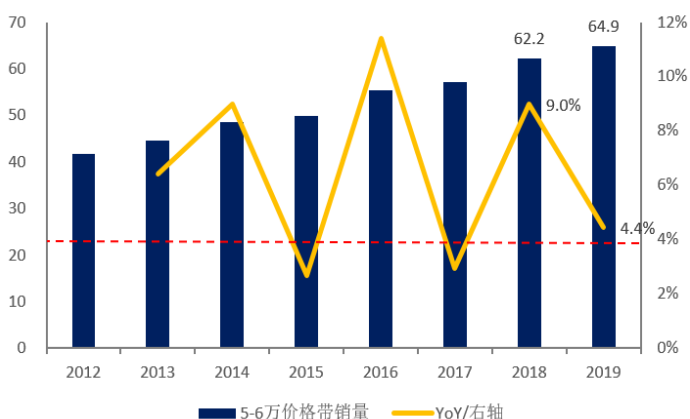


数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、美国 5-6 万美金车型销量及同比增速（单位：万辆，%）

图 45、美国 5-6 万 SUV 销量及同比增速（单位：万辆，%）



数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、美国 5-6 万美金汽车各车型市占率

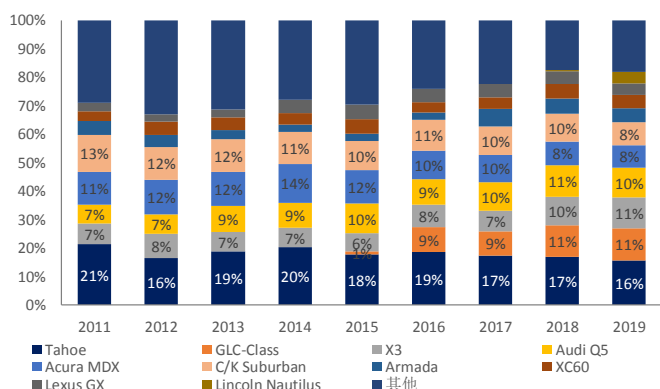
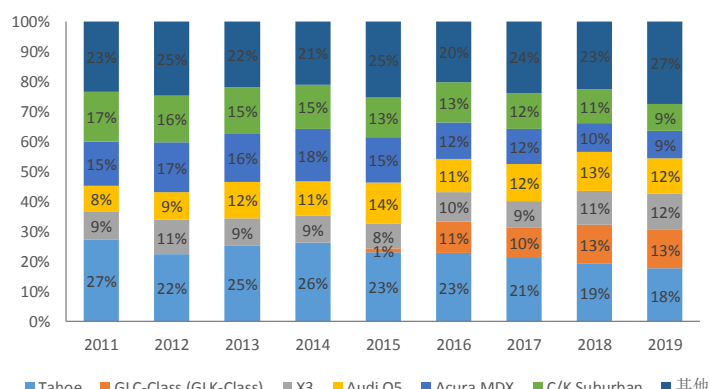


图 47、美国 5-6 万美金 SUV 各车型市占率 (单位: %)



数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、美国市场 Model Y 销量测算 (单位: 万辆, %)

Model 3	美国市场	4-5万 市场规模	ABB销量	ABB市占率	Model 3销 量	M3市占率	M3销量 /ABB	美国销量/ 全球销量
2018	1733	264.4	14	5.3%	13.9	5.3%	100%	19%
2019	1705	246.5	12.3	5%	14.6	6%	119%	19%
Model Y	美国市场	5-6万 市场规模	ABB销量	ABB市占率	Model Y销 量估计	MY美国市 占率	MY销量 /ABB	美国销量/ 全球销量
	1705	64.9	21.1	32.5%	25.1	38.7%	119%	19%

资料来源: marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

附: 4-5 万市场 ABB (宝马 3/奔驰 C/奥迪 A4) 市占率与 5-6 万市场 ABB (宝马 X3/奔驰 GLC/奥迪 Q5) 市占率差异较大, 主要是因为美国 4-5 市场除了轿车外还有很多其他品类车型。如果聚焦 4-5 万轿车, ABB 市占率在 25%-30%。

### 三、国产 Model3/ModelY: 预计年需求空间为 35/32 万辆

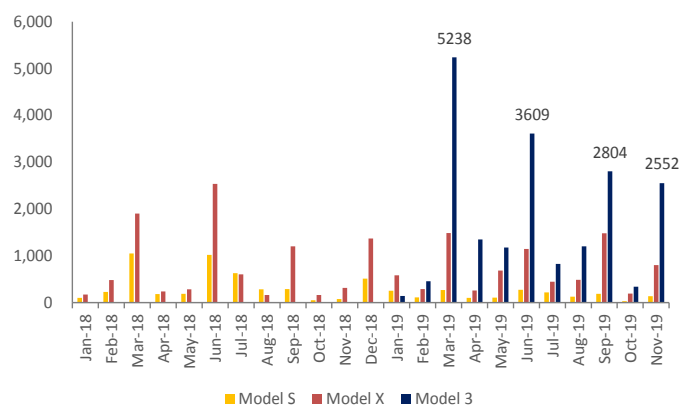
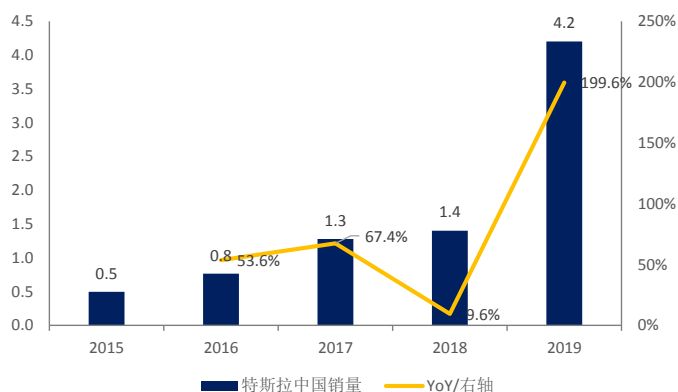
#### 3.1、当前中国进口特斯拉消费集中在一线, 国产后有望向二三线渗透

特斯拉目前国内销量高度集中在限购城市, 未来有望向非限购城市扩散。由于电动车限购城市送牌照, 以及特斯拉网点布局多集中在一二线城市, 因此特斯拉在一二线城市及限购城市销量占比极高。2019 年 11 月 Model S/X 在一线/二线城市上牌占比达 8 成以上, 限购城市占比近 6 成。Model 3 由于 2019 年 1 月刚开启交付, 当前交付主要集中在一线城市 (占比 94%) 及限购城市 (64%)。后续随国产化后价格下降, 供给增多, 我们预计 Model3 将逐步向二三线城市, 以及非限购

城市扩散。

图 48、特斯拉中国区销量及同比 (单位: 万辆, %)

图 49、Model S/X/3 中国区月度上牌量 (单位: 辆)

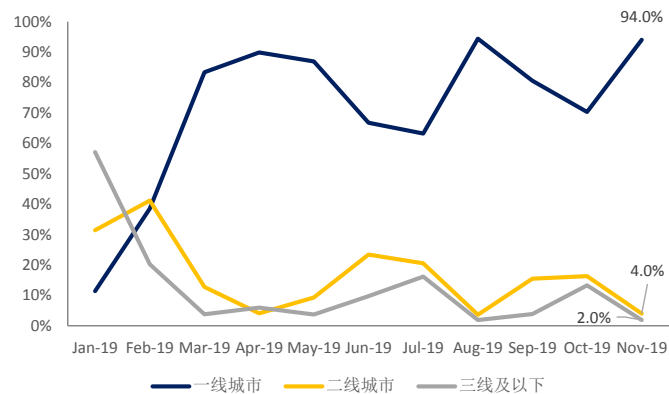
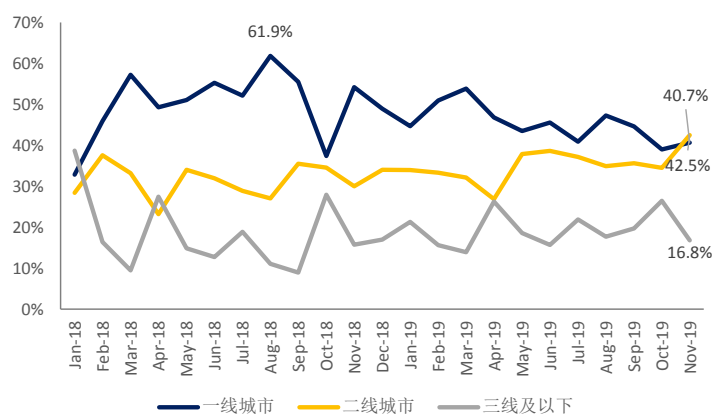


数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 上牌数据库, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、Model S/X 分一二三线城市上牌占比 (单位: %)

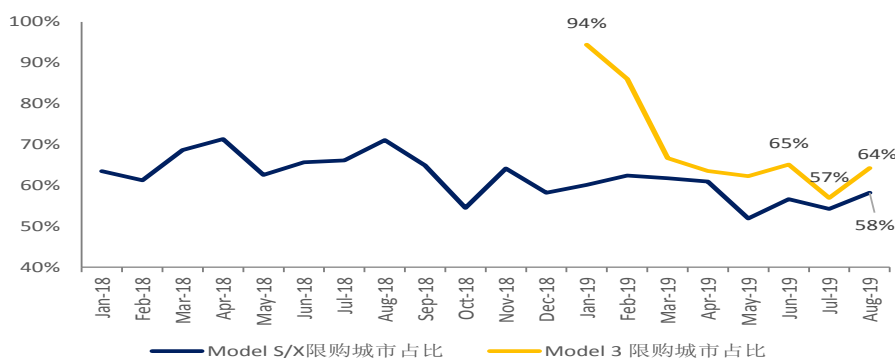
图 51、Model 3 分一二三线城市上牌量占比 (单位: %)



数据来源: 上牌数据库, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 上牌数据库, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、Model S/X/3 限购城市销量占比 (单位: %)



资料来源: 上牌数据库, 兴业证券经济与金融研究院

### 3.2、国产 Model 3 与 Model Y 有望成为国内爆款电动车

国产 M3 与国内同价位豪华车比智能驾驶功能突出。

M3 相比于国内 ABB 的主流 B 级轿车，Model 3 在主动刹车、自动泊车及智能驾驶方面优势明显，产品力更强，是新一代电动智能车型相对老一代燃油车的优势。

表 7、Model 3 与国内主流燃油车竞品配置比较

	奔驰c	宝马3系	奥迪A4L	Model 3
厂商指导价(万元)	31.08起	31.39起	39.28起	29.90起
厂商	北京奔驰	华晨宝马	奥迪	特斯拉
级别	中型车	中型车	中型车	中型车
上市时间	2018.01	2019.06	2018.11	2019.04
车身尺寸	4704*1810*1454	4719*1827*1459	4750*1842*1433	<b>4694*1850*1443</b>
轴距	2840	2851	2828	<b>2875</b>
最大功率(kW)	135	135	185	175
最大扭矩(N·m)	280	300	370	<b>375</b>
电机类型	-	-	-	交流/异步
变速箱类型	手自一体变速箱	手自一体变速箱	双离合变速箱	固定齿比变速箱
最高车速(km/h)	236	229	246	225
整车质保	三年不限公里	三年/10万公里	三年/11万公里	四年/8万公里
主动刹车	标配	标配	选配	<b>标配</b>
自动防抱死	标配	标配	标配	<b>标配</b>
自动驻车	标配	无	标配	<b>标配</b>
上坡辅助	标配	标配	标配	<b>标配</b>
陡坡缓降	无	无	标配	无
自动泊车入位	无	标配	选配	选配
最高车速(km/h)	236	229	205	225
整车质保	三年不限公里	三年/10万公里	三年/10万公里	<b>四年/8万公里</b>
选装包	-	驾驶辅助系统	-	<b>Autopilot自动辅助驾驶</b>

资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

**Model Y 量产节点超预期，上市后有望成为比 Model 3 更受欢迎车型。**特斯拉 19Q4 财报披露，Model Y 首批车型将于今年 1 季度在北美开始交付，超此前市场预期（此前预期 19Q2 开始交付）。上海工厂 Model Y 预计 2021 年开始交付。Model Y 与 Model 3 相同平台打造，共享 75% 的零部件。续航里程来看暂时接受预定的 Model Y 版本续航里程 480-540km，相比于 Model 3 起售版本高近 100km。相比之下 Model Y 车型定位中型 SUV，车身尺寸比 Model 3 大 10%，更加符合中国市场消费者对 SUV 空间需求。后续 Model Y 国产后预计售价进一步下探，有望成为电动 SUV 中的爆款，期国产后稳定销量有望超预期 Model 3。

图 53、特斯拉 Model Y

表 8、Model Y 与 Model 3 参数对比



	Model Y			Model 3		
驱动方式	长续航后轮驱动	长续航全轮驱动	性能版本	标准续航升级版(国产)	长续航全轮驱动(进口)	高性能版(进口)
车型级别	中型SUV			B级轿车		
续航里程(km)	540	505	480	445	590	595
零百加速(s)	5.8	5.1	3.7	5.6	4.6	3.4
最大载货量	1.9立方米	1.9立方米	1.9立方米	542升	542升	542升
最高车速(km/h)	209	217	241	225	233	261
显示屏	15寸	15寸	15寸	15寸	15寸	15寸
国内售价(万元)	43.5	47.8	52.6	29.9	44	51

数据来源：特斯拉官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：特斯拉官网，兴业证券经济与金融研究院整理，Model Y 售价为预计售价

### 3.3、预计 Model3/ ModelY 中国市场年需求空间为 34/31 万

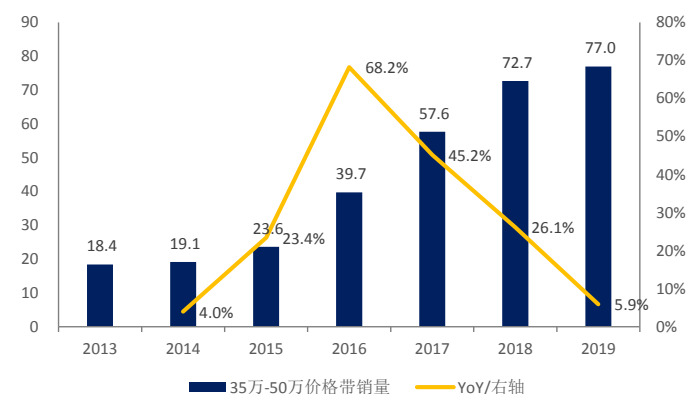
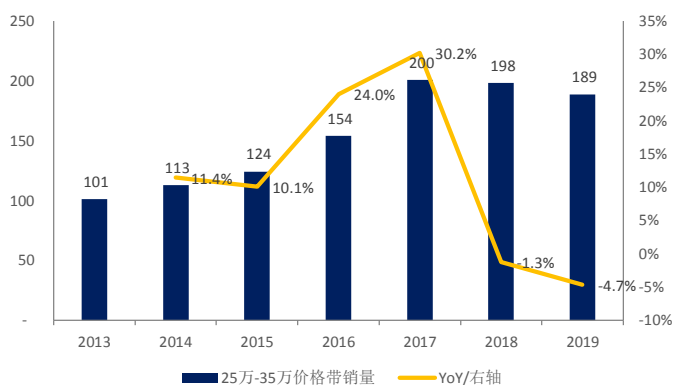
中国 25-35 万(国产 Model3 的定位市场)与 35-50 万(国产 ModelY 的定位市场)在中国车市消费的占比近年来呈上升趋势。当前国内汽车消费结构仍以 15 万以下车型为主，2019 年市场占有率 60%+ (10 万以下占比 29%，10-15 万占比 36%)，各价格带看，10 万以下占比在萎缩，10 万以上各价格带占比在增长(见图。。)。

Model3 所处的国内 25-35 万价格带车型销量由 2013 年 101 万增长到 2019 年 154 万，市占率由 2013 年的 6.6%扩张至 2019 年的 7.7%，车型以合计 B 级轿车高配以及 ABB 的 B 级轿车和小型 SUV 为主。

Model Y 所处的国内 35-50 万价格带车型销量由 2013 年的 18.4 万辆增长到 2019 年 77 万辆，市占率由 1.2%增长到 3.9%，车型以 ABB 的 B 级 SUV GLC/宝马 X3/奥迪 Q5 等为主，三款车型占据该价格带市场半数以上市场份额。

参照美国市场情况，后续国产 Model 3 和国产 ModelY 预计将分别扩容 25-35 万和 35-50 万市场，同时挤占一部分 ABB B 级轿车和 ABB B 级 SUV 市场份额。当前国内 25-35 万价格带车型主要以奥迪 A4/奔驰 C/宝马 3 系等豪华品牌入门车型主导，三款车型销量市占率占该价格带产品 30%以上的市场份额。参照美国市场经验，Model 3 上市后 ABB B 级轿车明显受到挤压，市场份额持续下行。国内市场 Model 3 无论在起售价/牌照优势/智能配置等方面均比 ABB 入门豪华轿车优势突出，未来大概率会复制美国市场表现，在 25-35 万价格带内迅速放量。而后续国产 ModelY 预计会复制类似的过长。

图 54、国内 25-35 万价格带销量及同比(单位: 万辆, %) 图 55、国内 35-50 万价格市场规模及同比(单位: 万辆, %)

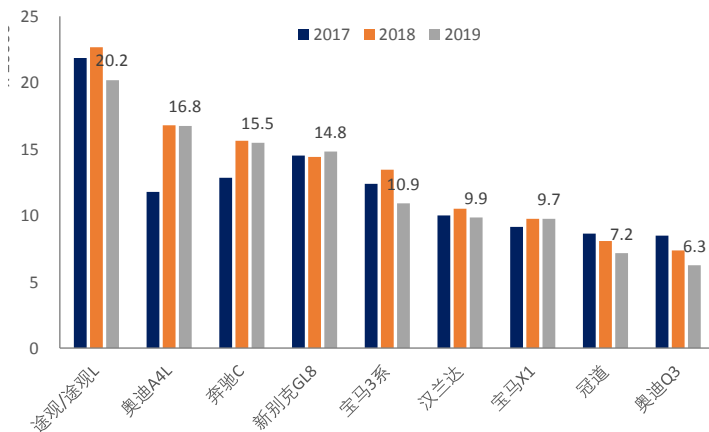
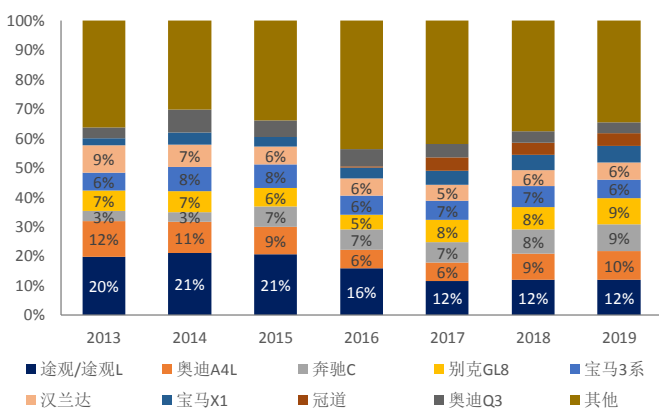


数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、国内 25-35 万价格带分车型市占率 (单位: %)

图 57、国内 25-35 万价格带主要车型近年销量 (单位: 万辆)

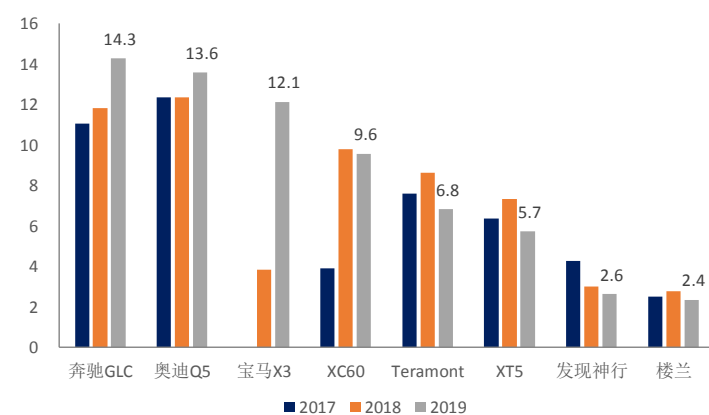
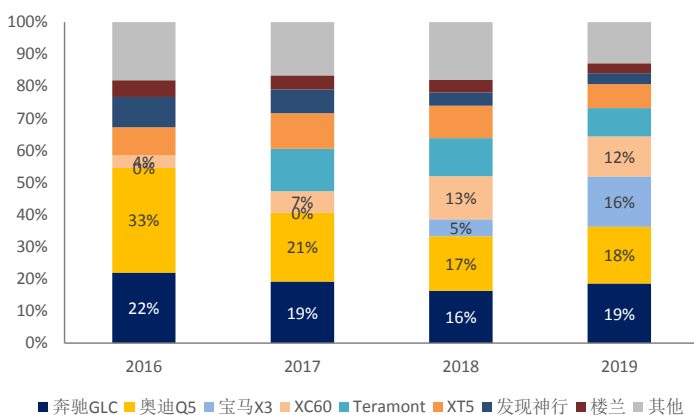


数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：上牌数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、中国 35-50 万价格带分车型市占率 (单位: %)

图 59、中国 35-50 万价格主要车型近年销量 (单位: 万辆)



数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

对标美国市场情况，测算 Model 3/Y 中国市场年销量预计 35 万/32 万辆。我们用美国 Model3 销量与美国竞品（宝马 3 系+奔驰 C 系+奥迪 A4）销量比乘以中美豪

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

豪车竞争环境差异的调节系数，再乘以中国市场宝马 3 系+奔驰 C 系+奥迪 A4 的销量，得到国产 M3 潜在需求空间为 35 万，同样计算得到国产 ModelY 的潜在需求空间为 32 万辆。主要基于：

- 1) 国产 Model3 与国内主要竞品的竞争类似于美国 Model3 与美国主要竞品的竞争；
- 2) 国产 ModelY 与国内主要竞品的竞争类似于美国 ModelY 与美国主要竞品的竞争；
- 3) 美国市场豪华车集中度以及 ABB 的市场势力与中国市场豪华车集中度以及 ABB 的市场势力存在差别，因此在做上述比较的时候进行考虑竞争环境的系数修正。

表 9、中国国产 Model3 和 Model Y 年需求空间测算（单位：万辆，%）

Model 3	2019 中国市场乘用车销量	25-35 万市场规模	ABB 销量	ABB 市占率	ABB 美国/美国豪华	ABB 中国/中国豪华	美国：M3 销量 /ABB	中美竞争环境差异的系数调整	中国：M3 销量 /ABB	Model 3 销量估计	中国销量 / 全球销量
	2143	170	43	28%	40%	70%	119%	68%	81%	35	25%
Model Y	2019 中国市场乘用车销量	35-50 万市场规模	ABB 销量	ABB 市占率	ABB 美国/美国豪华	ABB 中国/中国豪华	美国：MY 销量 /ABB	MY 销量 /ABB	中国：MY 销量 /ABB	Model Y 销量估计	中国销量 / 全球销量
	2143	77	40	52%	40%	70%	119%	68%	81%	32	25%

资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理



## 四、投资建议

### 4.1 核心结论

**中美市场比较：体量接近，偏好类似。**我们多方面比较中美市场：1) 体量与增速：中美是全球前二的市场，中国更大，增速更高；2) 消费偏好：SUV 以及轿车都是最主流车型，且高价格车型消费占比都在提升；3) 市场格局：中国豪华车市场集中度更高；4) 特斯拉：都具备本地生产能力，且中国渠道以及充电桩数量有望随中国工厂投产大幅提升。**整体而言，中美具备可比性，我们以特斯拉在美国市场 2018/2019 年的表现，结合两个市场细分领域的差异，测算国产 Model3/ModelY 潜在需求。**

**特斯拉美国市场：Model3 对市场的冲击有新增和替代双重效应，预计 ModelY 在美潜在年需求 25 万辆。**Model3 对 4-5 万市场的冲击具备新增和替代效应：1) 新增：**美国 4-5 万美金市场 2017/2018 年同比增速 4.6%/7.9,剔除 Model3 同比增速 4.5%/2.3%，我们测算 Model3 在 2018 年新增需求 7.2 万辆；**2) 替代：**Model3 上市后，相关竞品市占率在 4-5 万美金市场市占率明显下滑，我们测算 model3 在 2018 年的替代效应为 6.5 万辆。**我们预计 ModelY 对美国 5-6 万美金市场的冲击类似于 Model3 对 4-5 万美金市场的影响，以 4-5 万美金市场 Model3 与主要竞品 (ABB 3 系/C 系/A4) 销量比值为参考，**测算 ModelY 在美年需求预计 25 万辆。**

**特斯拉中国市场：预计国产 Model3 和 ModelY 的潜在年需求为 35/32 万辆。**国产 Model3 以及国产 ModelY 定位的 25-35 万人民币和 35-50 万人民币市场近年来都处于扩容趋势。**我们预计 2019-2020 年国产 Model3 的放量以及 2020-2021 国产 ModelY 的放量将明显提升两个市场的总量增速，并对市场内原有竞品形成部分替代。**基于美国市场上 Model3 销量是 ABB 竞品的 1.2 倍，中国市场宝马 3 系+奔驰 C 系+奥迪 4 系年销 43 万，宝马 X5+奔驰 GLC+奥迪 Q5 年销 40 万，**并考虑中美豪华市场 ABB 市场势力的差异 (中/美豪华车市场 ABB 市占率 70%/40%，ABB 在中国更强势)，我们预计国产 Model3/ModelY 年潜在需求分别为 35/32 万。**

**投资建议：预计国产特斯拉 20/21 年供需大放量，持续看好特斯拉产业链。**我们认为随着上海工厂，以及后续欧洲工厂的投产，以及国产 Model3、后续 ModelY、Semi、Cybertruck 等的上市，特斯拉将进入为期 3-4 年的全球放量周期。针对中国市场：供给方面，**我们预计 2020 年生产 15 万以上 Model3，2021 年将生产 30 万以上的 Model3 和 ModelY；需求方面，基于中美详细比较，预计未来国产 Model3 和 ModelY 年需求空间达 34/31 万。**我们判断国产特斯拉 20/21 年将处于需求大于供给状态，特斯拉产销有望超预期。看好特斯拉产业链相关公司，推荐**拓普集团、均胜电子、华域汽车、三花智控、岱美股份、旭升股份 (有色覆盖)，建议关注凌云股份。**

## 4.2 推荐标的

### 1) 拓普集团：站在第三轮飞跃的起点

**短期看，公司业绩反转向，逐季回暖。**随着主要客户的产销同比回暖，公司19Q3/19Q4 利润同比增速为-30%，+16%（其中 Q4 按照业绩预告中值计算），相对 19Q2 的-60%显著好转。预计后续随着特斯拉国产供货放量，20Q1/20Q2 利润增速预计进一步同比向上。

**中期看，突破特斯拉大客户，公司有望迎来第三次飞跃。**公司历史上先后通过在通用、吉利的深度耕耘实现了两次飞跃发展，当前进入国产特斯拉配套，在未来三年有望进入第三轮大发展。考虑海外 Model3 有望进一步上量，国产 Model 3 当前已经投产、海外 ModelY 以及国产 ModelY 2020 年有望投产，我们预计特斯拉 20/21 年将给公司带来增量收入 11 亿/24 亿左右，增量利润贡献 1.5 亿/3.1 亿。

**长期看，公司业务综合性布局汽车内饰、底盘、汽车电子，未来有望成为综合性汽车零部件集团。**公司从减震降噪件起家，逐步拓展内饰品类，并在底盘轻量化祛取得突破，同时积极布局汽车电子（evp, ibs 等），是汽车零部件中少数品类拓展获得成功的公司。公司当前大规模的产能产品布局已经完成，后续静待花开，考虑公司的业务布局以及管理层的战略决策和执行能力，公司未来有望发展成为综合性汽车零部件集团公司。

**进击的拓普，站在第三轮飞跃的起点，维持“审慎增持”评级。**19 年是业绩底，中期跟随特斯拉全球放量而成长，长期成长为汽车零部件综合集团，我们预计公司 2019-2021 年的归母净利为 5.08/7.11/9.35 亿，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**新项目量产及盈利能力不及预期，新客户拓展不及预期。

### 2) 均胜电子：安全业务新获国产特斯拉 15 亿订单，新能源汽车业务开展顺利

**公司新获特斯拉订单 15 亿元，特斯拉累计订单额达到 75 亿元，未来 3-5 年逐步量产。**公司公告近日临港均胜安全新获得国产特斯拉汽车安全相关订单 15 亿元，将于 2020 年开始逐步供货。除此之外，公司汽车安全事业部此前已向特斯拉全系列车型配套全套被动安全系统和满足最新碰撞法规要求的前发动机罩举升器，叠加近期新订单，均胜安全总计获得订单约 60 亿人民币。另外，公司汽车电子事业部亦为特斯拉全球配套 HMI 控制器及相关传感器等产品，订单总金额约 15 亿元。截止目前，公司总共获得特斯拉订单金额为 75 亿元，将在未来 3-5 年逐步量产。

**新能源汽车业务发展顺利，新能源电池管理和充放电系统业务订单总金额 150 亿元。**公司在新能源汽车领域的相关产品包括电池管理系统、无线充电和高压快充模块、48V 电池管理系统、车载充电器（OBC）、DC/DC 转换器、随车充电桩和 PDU 配电箱等产品，客户包括奔驰、宝马、保时捷、大众等国内外各大整车品牌。目前公司新能源电池管理和充放电系统业务相关订单总金额约 150 亿元人民币，将在未来 3~5 年内逐步量产。

**均胜安全整合稳步推进，汽车电子与新能源业务订单饱满，维持“审慎增持”评级。**公司在特斯拉获得安全以及电子类订单，将受益于特斯拉全球放量。公司 2018 年收购均胜安全后，整合稳步推进，根据新业务订单的承接节奏以及工厂和业务整合进程，我们预计均胜安全的新订单在 2020H2 陆续量产，另外公司新能源业务以及汽车电子业务在手订单饱满，后续有望持续放量，公司收入以及利润增长有望在 2020H2 迎来拐点。我们预计公司 2019-2021 年公司归母净利润分别为 10.8/13.2/17.0 亿，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**全球车市景气度下降，均胜安全整合进度低于预期，商誉减值风险；

### 3) 华域汽车：汽车零配件核心资产，估值盈利有望向上双击

**乘用车零部件旗舰，行业弱势中表现出超强稳定性。**19H1 乘用车行业产销同比下滑 16%/14%，公司收入同比下滑 14%，扣非净利同比下滑 15.9%，综合毛利率在延锋业务结构改善和华域视觉毛利率提升的帮助下不降反升，在弱势中表现出盈利的超强稳定性，同时 19Q3 同比降幅进一步收窄。

**业务新订单充足，特斯拉后续潜在挖掘空间大。**19H1 公司新获宝马 X5、奔驰 206 等平台全套内饰全球业务定点、华域视觉、博世华域转向分别获得广丰紧凑型 SUV 前后车灯、广本雅阁车型转向系统等业务定点，赛科利、延锋安道拓、延锋彼欧分别获得特斯拉上海国产车型电池盒及车身分拼总成件，侧围、后盖模具，座椅整椅，保险杠等业务定点。后续随着特斯拉国产化率进一步提升，公司有望拿到更多订单。

**收入盈利稳定性强，公司电动智能布局市场领先，有望迎来盈利和估值向上双击。**公司电动化以及智能化的布局行业领先，从国际视角比较看，公司当前对应 20 年 11XPE 低估（国际零部件巨头 12X-15XPE）。长期视角看，我们认为华域业务布局全球化，与国际零部件巨头同台竞技，且备考比国际市场增长更快的中国市场，其长期合理估值中枢至少应贴近国际巨头。我们看好公司长期发展，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 68.7 亿/74.8 亿/81.8 亿，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**行业复苏不及预期；公司盈利增长不及预期；

### 4) 三花智控：家电+汽车双向推进，新能源相关业务成长空间广阔

**新能源热管理龙头，产品具备国际竞争力。**公司是全球制冷空调电器零部件领军企业，电子膨胀阀、微通道等产品市占率全球领先。同时通过收购三花汽零切入新能源汽车热管理领域，在新能源汽车热管理领域产品由零部件逐步向组件、子系统发展，客户涵盖法雷奥、马勒、大众、特斯拉、奔驰、宝马、沃尔沃、通用、吉利、比亚迪、上汽等国内外主流车企，具备国际竞争优势。

**面向全球新能源汽车市场供货，订单持续突破，未来高增长可期。**公司持续获得

大众、戴姆勒、特斯拉等海外优质大客户订单，进军全球新能源汽车配套体系。后续欧洲碳排放法案 21 年开始执行，预计明年开始欧洲新能源市场将迎来爆发期。三花汽零目前已进入主流欧洲大型汽车厂商的新能源汽车平台供货体系，预计后续伴随客户车型放量，三花汽零相关新能源热管理业务将迎来高速增长期。

**家电+汽车双向推进，新能源相关业务成长空间广阔，维持“审慎增持”评级。**公司空调业务发展稳健，后续随能效要求提升，公司高价值的电子膨胀阀使用率提升，公司家电业务增长有望超越空调行业销售增长。新能源汽车业务客户与订单持续突破，未来伴随新能源乘用车行业全球放量，新能源相关业务成长空间广阔，未来将受益于国内外汽车电动化的大趋势。公司深入主流车企配套体系，在手订单支撑未来三花汽零新能源热管理业务持续高增长。我们看好公司长期发展趋势，预计 2019-2021 年归母净利润为 14.1/15.6/17.9 亿，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**空调行业销售不及预期，公司新能源热管理项目量产不及预期

### 5) 岱美股份：隐形冠军，浴火重生，全面起航

**全球遮阳板隐形冠军，品类扩张打开 5-10 倍空间，逐步进入订单收获期。**遮阳板全球市占率 34%，海外收入占比 80%（逆周期），现金流稳定提升，目前公司为全系特斯拉车型独家供应遮阳板产品，有望伴随特斯拉实现快速放量。头枕、扶手、顶棚等软内饰品类持续扩张，逐步进入客户与订单收获期，单车 ASP 处于持续提升通道。我们认为公司在遮阳板领域的成功有望在新品类中实现成功复制。

**产能转移完美应对中美贸易战，全球化战略再出发。**通过将遮阳板(18Q4)+头枕(19Q3)后段组装工序转移至墨，合理规避关税风险。我们估计本部承担关税由 18Q4 的 2500 万元降低至 19H1 约 800 万元。仅用 3 个月完成产能转移也验证了公司强大的管理能力，高效的决策力与执行力。同时公司积极探索不同产品在不同地区的生产及供货模式，优化梳理配套体系，继续推动降本增效；另一方面也坚定了公司在北美地区新设产能承接新订单的国际化产能布局，为远期储备产品及现有产品的全球布局打下战略基础。

**隐形冠军，浴火重生，全面起航，维持“审慎增持”评级。**真金不怕火炼，贸易战让岱美的价值发现之旅更加可贵，海外战略带动公司各个产品全球化布局。我们认为公司遮阳板隐形冠军的成功能够在头枕、扶手等新产品中不断复制。公司短期订单饱满，业绩将于 19H2-20 年进入快速释放周期，长期有望成为全球内饰零部件巨头。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别 6.3/7.8/9.3 亿元，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**美国经济下行超预期；北美汽车销量低于预期；并购整合不及预期

#### 4.3 风险提示

Model 3 零部件国产化进度不及预期;

上海工厂产能爬坡不及预期;

国产 Model 3 销量不及预期;

Model Y 国产化进度不及预期。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告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

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告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。

本报告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报告而视其为客户。本报告中的信息、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报告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。客户应当对本报告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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告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报告所包含的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。

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报告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报告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报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 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报告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报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

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	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn