

# 特斯拉专题更新研究：强控费下的盈利基础在哪里？

2019年06月26日

## 【投资要点】

- ◆ **一季度下滑主源海外交付 二季度重心转回国内。** 特斯拉一季度销量6.3万辆，环比下滑了30.5%，而Model S/X结束了季度销售2万辆的长期水平。车市淡季、补贴退坡抢装、海外交付开启妨害国内交付能力为销量环比下滑的主因。二季度开始公司已将重心重新转回国内车辆的交付上，预计6月份美国地区的交付量将有较好增长。
- ◆ **剔除补贴退坡影响后一季度毛利率环比回升。** 18年下半年高毛利率期的形成原因和Model 3的大量交付及相对较高的Model 3单车补贴对车价的占比不无关系。而剔除2019年Q1单车补贴下滑3750美元影响后，2019Q1单车毛利仅下滑1286美元，而毛利率可以回升至26.5%。据我们测算：补贴退坡实际影响毛利率6.3个pct，公司一季度通过调整车型配置及售价、供应链缩减成本等方式消化了2.2个pct。
- ◆ **强控费下支出企稳，周产5000辆model 3为盈利基础。** 特斯拉研发费用及三费自17年Q3以来保持稳定。在营销、研发成本大体保持稳定的情况下，量还是特斯拉盈利的核心点。如果要盈利，特斯拉在保持现有营销、研发成本的情况下，需实现毛利11-13亿美元，在不同毛利率下对应需实现营收44-87亿美元。在不同的model S/X销量预期下，model 3交付量应达到每季度2.2-12.2万辆，中性预期下，特斯拉需保持季交付2万辆model S/X和6.3万辆model 3(周交付5000辆model 3)的水平才能实现盈亏平衡。
- ◆ **国产版Model 3在同价位车型中续航优势明显。** 19年6月国产版定价起步32.8万元，预计交付时间为6至10个月。国产高续航纯电动车型价格集中于20-30万元之间，竞争激烈，Model 3脱离了低价区间，对国产经济型纯电动车冲击不大。30万以上车型中，Model 3的续航、动力性能处于绝对领先的地位。目前国内与Model 3相比竞争力较强的车型为比亚迪唐EV、蔚来es6，其动力性能不分伯仲，而优势在于车内空间大、标配更多的电子化配置、更好的保修政策等。

## 【配置建议】

- ◆ 特斯拉国产化后，采购模式将从小批多次变为大批量标准件、稳定年降的模式，以压缩单车物料、人工成本。建议关注具备15万辆车以上配套零部件供应能力，进入特斯拉国产供应链确定性较高的企业，包括轻量化铝合金结构件龙头（拓普集团），电机继电器龙头（宏发股份），已大批量供应特斯拉铝压铸件轻量化龙头（旭升股份），以及动力电池环节松下供应链体系中的电池整线解决方案提供商（先导智能），拿下松下5年湿法隔膜订单的（恩捷股份）。

## 【风险提示】

- ◆ 公司交付能力不达预期；
- ◆ 国产化进程速度低于预期；

中性（维持）

东方财富证券研究所

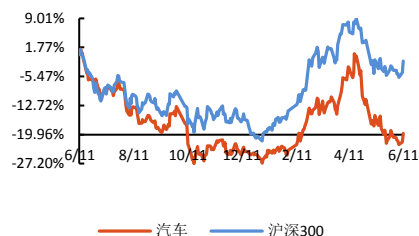
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：胡婷

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《刺激政策陆续落地 消费回暖有望》

2019.06.11

《广深两地到2020年底限号指标增长50%》

2019.06.03

《2018年报及2019年一季报分析：业绩分化加剧，微利企业数量众多》

2019.05.20

《黑暗中守望黎明第一缕阳光》

2018.12.06

《电车之王特斯拉》

2018.11.26

## 正文目录

1. 海外交付妨本土销售 上海工厂解燃眉之急.....	4
1.1. 一季度下滑主源海外交付 二季度重心转回国内.....	4
1.2. 毛利率受补贴退坡影响 剔除影响后毛利率可环比回升.....	6
1.3. 强控费下支出企稳 周产 5000 辆 model 3 为盈利基础.....	9
1.4. 现金流虽紧无虞 上海工厂进展顺利.....	11
2. Model 3 定价策略: 同价位车型中续航优势明显.....	13
2.1. 国产版 Model 3 对标进口同版本降价 5 万元.....	13
2.2. 在同价位车型中续航优势显著 选装不同程度提高 ASP.....	14
2.3. 国产自主对标: 比亚迪唐 EV.....	16
2.4. 豪华电动车对标: 宝马 i3.....	17
2.5. 新造车势力对标: 蔚来 es6.....	19
3. 投资建议.....	21
3.1. 特斯拉供应链梳理.....	21
3.2. 投资建议.....	23
4. 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 特斯拉分车型季度销量.....	4
图表 2: 特斯拉 Model 3 在美国及海外的月度交付情况.....	5
图表 3: 特斯拉美国地区月度销量.....	6
图表 4: 特斯拉季度毛利率 (包括积分销售).....	6
图表 5: 特斯拉汽车业务拆分.....	7
图表 6: 特斯拉季度主营收入及增速.....	7
图表 7: 特斯拉季度归母净利.....	8
图表 8: 特斯拉 2019Q1 毛利至净利瀑布图.....	8
图表 9: 特斯拉季度研发费用及三项费用.....	9
图表 10: 特斯拉季度三项费用率.....	9
图表 11: 特斯拉季度研发费用率.....	9
图表 12: 各车企 2018 年三项费用率.....	10
图表 13: 特斯拉汽车业务拆分.....	10
图表 14: 特斯拉资产负债率.....	11
图表 15: 特斯拉账上现金及现金等价物.....	11
图表 16: 特斯拉上海工厂建设进度.....	12
图表 17: 特斯拉上海工厂航拍图 (19 年 5 月).....	13
图表 18: 特斯拉 model 3 各版本.....	14
图表 19: 特斯拉 model 3 对标车型参数.....	15
图表 20: Model 3 对标车型续航及价格散点图.....	15
图表 21: Model 3 对标车型续航及价格散点图.....	16
图表 22: 比亚迪唐 EV 内饰.....	16
图表 23: 比亚迪唐 EV 外观.....	16
图表 24: 宝马 i3 电池布局.....	18
图表 25: 宝马 i3 电池模块.....	18
图表 26: 宝马 i3 电池冷却方案.....	18

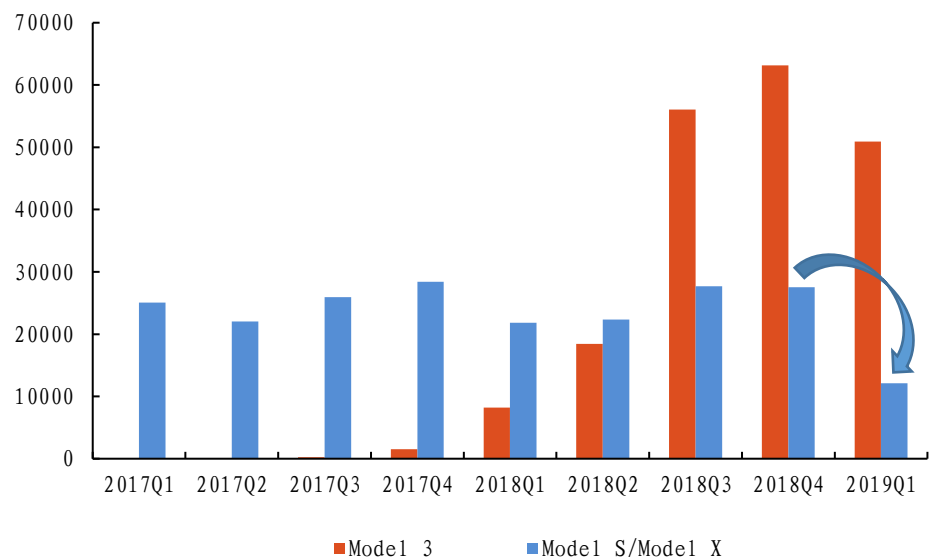
图表 27: 宝马 i3 电池冷却系统结构.....	18
图表 28: 宝马 i3 内饰.....	18
图表 29: 宝马 i3 外观.....	18
图表 30: 2018 年美国电动车车型销量及市占率.....	19
图表 31: 蔚来 es6 内饰.....	20
图表 32: 蔚来 es6 外观.....	20
图表 33: 特斯拉供应链及相关标的.....	21
图表 34: 建议关注公司.....	23

## 1. 海外交付妨本土销售 上海工厂解燃眉之急

### 1.1. 一季度下滑主源海外交付 二季度重心转回国内

**Model S/X 部分车型停产或为推新车做准备。**特斯拉一季度销量 6.3 万辆，环比下滑了 30.5%，同比增幅 110%，其中海外销售 3.3 万辆，海外交付量占比 52%。分车型看，Model 3 保持了高交付量，而 Model S/X 打破季度销售 2 万辆的长期水平。Model S/X 销量下滑与 19 年 1 月中起不再接收 75D 版本 Model S 和 Model X 订单有关，公司有望在今年推出 Model S/X 的新版本。

图表 1: 特斯拉分车型季度销量



资料来源：公司季报，东方财富证券研究所

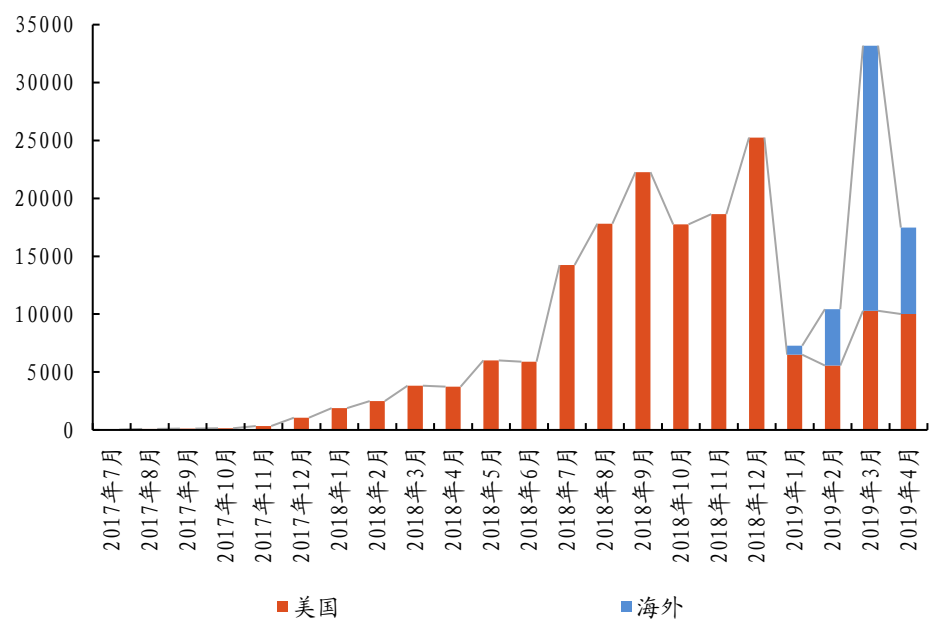
#### 交付量不达预期的其他原因可归结为：

- 1、一季度为传统车市淡季。
- 2、补贴退坡抢装。特斯拉 18 年 3 季度累计销量达到 20 万辆后，19 年单车补贴砍半，单车补贴从 7500 美元下降到 3750 美元，需求在 18 年四季度提前释放。
- 3、特斯拉在一季度专注于 Model 3 在北美以外市场(欧洲、中国)的交付，遇到了较大物流挑战。

一季度 Model 3 交付遇阻影响国内交付量。海外市场的交付从今年开始，且集中工作在一季度上半段完成，而物流问题(中国版 Model 3 铭牌印刷错误、欧洲版零部件短缺无法入关)使得其海外交付量集中在 3 月份体现。美国本土 model S/X 的生产及交付被推后到一季度后半段，导致部分订单在一季度末未实现交付，将在二季度确认。中美欧三地均出现了部分订单在 Q1 的最后一刻仍在途中未能完成交付的情况，这一部分订单量达到了 1.06 万辆，加回后一季度特斯拉总销量达到了 7.4 万辆。

从月度销量也可看出，Model 3 一季度在国内交付量仅 2.4 万辆，占一季度 Model 3 交付量的 44%。4 月份 Model 总交付量为 17464 辆，其中美国地区 10020 辆，海外 7444 辆，从量上看国内交付持续收到海外交付需求的挤压，4 月海外交付相比 3 月也环比回落。

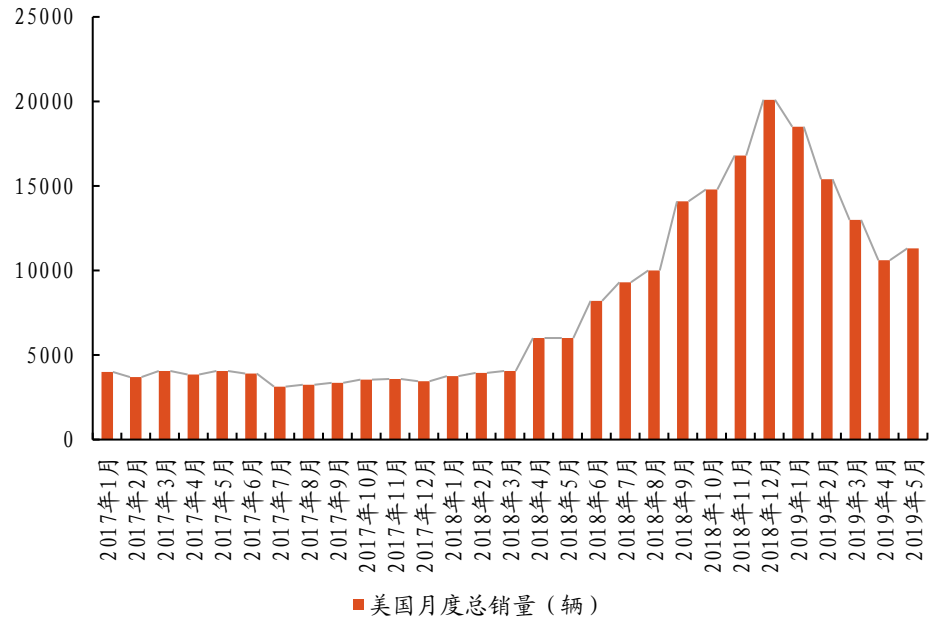
图表 2: 特斯拉 Model 3 在美国及海外的月度交付情况



资料来源: InsideEVs, 东方财富证券研究所

若要完成年销量任务，公司未来销量需持续保持巅峰水平。特斯拉预计第二季度向全球客户交付 9 万至 10 万辆，环比一季度上升 50%，达到 18 年 4 季度的交付水平。从二季度 4-5 月的销量看，特斯拉销量仍较为疲软，美国地区这两个月累计销量 2.19 万辆，销量未有明显回升，但 4 月和 5 月注册的 Model 3 数量超过了第一季度总和。若二季度销量符合预期，则 6 月份单月全球销量将突破历史新高，超过 5 万辆。此外，公司计划在今年交付 36 万至 40 万辆汽车，这意味着公司在下半年将交付车辆达到 20 万辆以上，平均每季度 10 万辆，保持销量巅峰水平。二季度开始公司已将重心重新转回国内车辆的交付上，预计 6 月份美国地区的交付量将有较好增长。

图表 3: 特斯拉美国地区月度销量



资料来源: Marklines, 东方财富证券研究所

### 1.2. 毛利率受补贴退坡影响 剔除影响后毛利率可环比回升

特斯拉自 18 年三季度大规模量产 Model 3 后, 毛利率从 2018 年 Q3 的 22% 下滑至 2019 年 Q1 的 12%。18 年下半年高毛利率期的形成原因和 Model 3 的大量交付及相对较高的 Model 3 单车补贴对车价的占比不无关系。

图表 4: 特斯拉季度毛利率 (包括积分销售)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

剔除补贴退坡影响后，Q1 毛利率环比上升。2018 年 Q3、2018 年 Q4、2019 年 Q1 不包括积分销售的汽车业务在的毛利率分别为 25.5%、24.7%、20.3%。据我们测算，特斯拉汽车业务在这三个季度间单车毛利环比分别减少了 1838 美元、5036 万美元，而剔除 2019 年 Q1 单车补贴下滑 3750 美元影响后，2019Q1 单车毛利仅下滑 1286 美元，而毛利率可以回升至 26.5%，这说明补贴退坡实际影响毛利率 6.3 个 pct，公司一季度通过调整车型配置及售价、供应链缩减成本等方式消化了 2.2 个 pct。

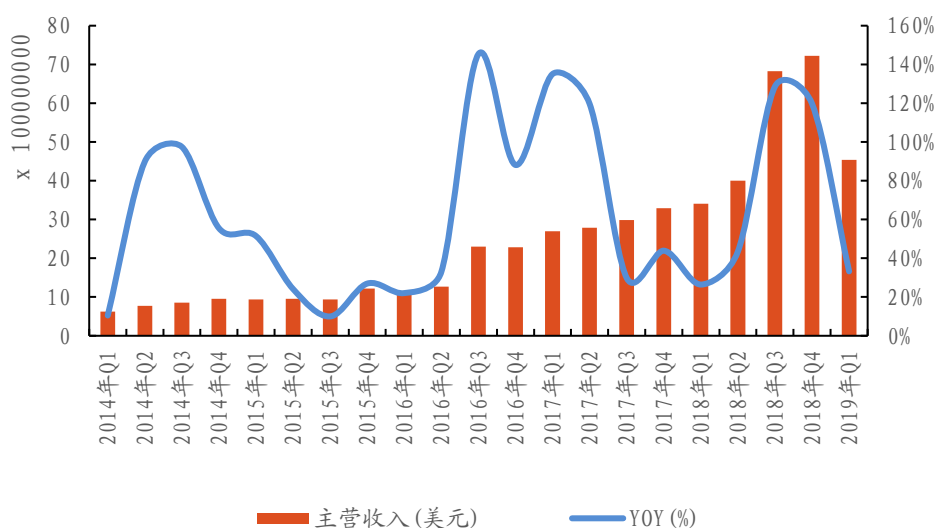
图表 5：特斯拉汽车业务拆分

	2018Q3	2018Q4	2019Q1
汽车业务营收/万美元	609,877	632,322	372,386
季度总销量/辆	83775	90700	63019
其中：model S/X	27710	27550	12091
model 3	56065	63150	50928
平均单价/万美元	7.28	6.97	5.91
汽车业务成本/万美元	452,520	478,625	297,330
平均单车成本/万美元	5.40	5.28	4.72
汽车业务毛利/万美元	157,356	153,697	75,056
平均单车毛利/万美元	1.88	1.69	1.19
△单车毛利/万美元		-0.1838	-0.5036
汽车业务毛利率	25.8%	24.3%	20.2%
单车毛利+3750 美元			1.57
调整后汽车业务毛利率			26.5%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

转回补贴仍不改亏损事实。特斯拉 2019Q1 收入增速放缓至 YOY+33.2%，而利润在连续盈利两个季度后又陷入巨额亏损之中，2019Q1 亏损了 7 亿美元，若补上单车 3750 美元的补贴，亏损幅度下降到 4.66 亿。

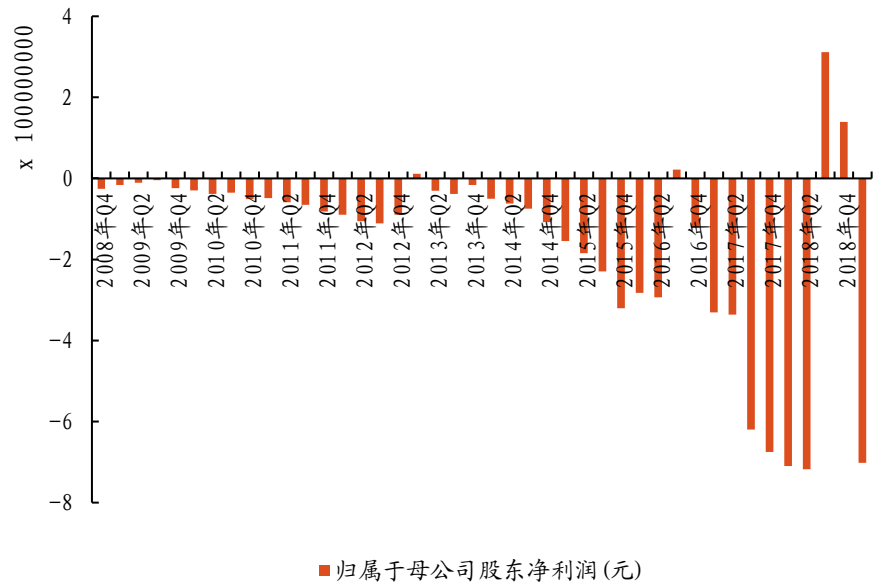
图表 6：特斯拉季度主营收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所



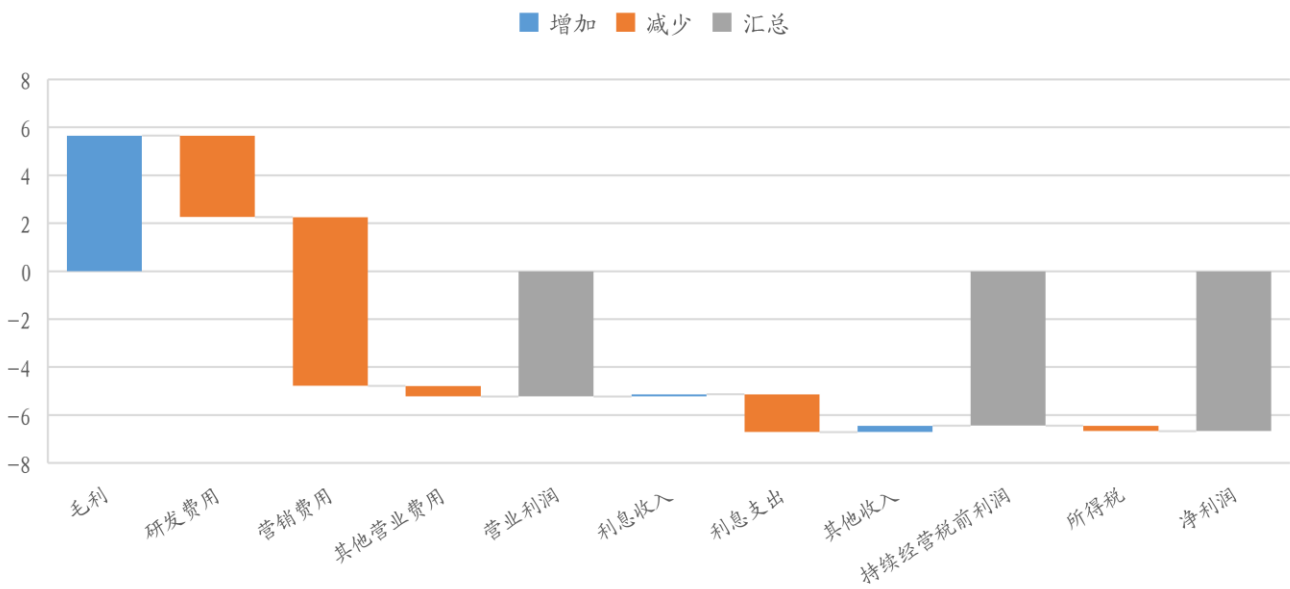
图表 7: 特斯拉季度归母净利



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

特斯拉 2019Q1 毛利约 5.7 亿, 而营业利润亏损 5.2 亿, 净利润亏损 6.7 亿。2019Q1 特斯拉在研发和三费上分别支出了 3.4 亿、7.0 亿, 营业利润主要受这两个费用影响。2019Q1 公司利息费用支出 1.6 亿, 利息费用加剧了公司的亏损。

图表 8: 特斯拉 2019Q1 毛利至净利瀑布图



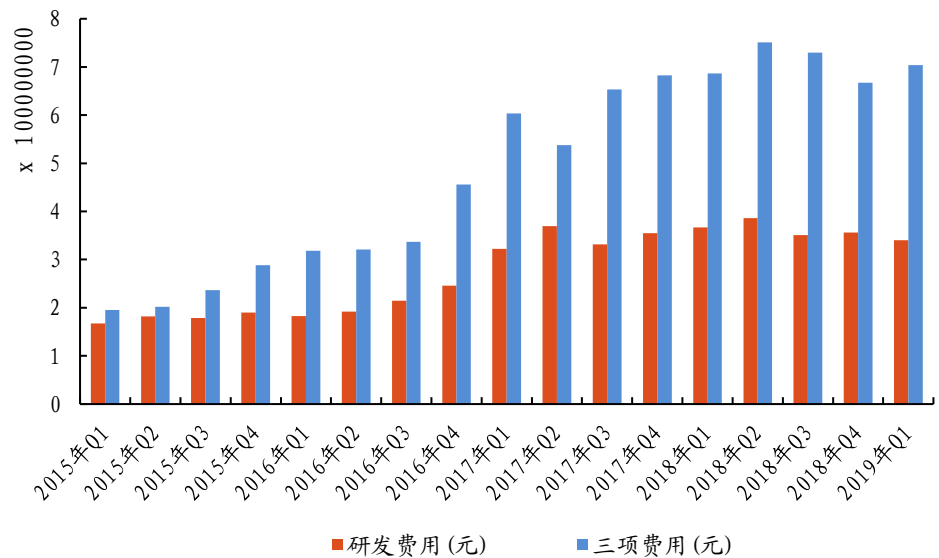
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



### 1.3. 强控费下支出企稳 周产 5000 辆 model 3 为盈利基础

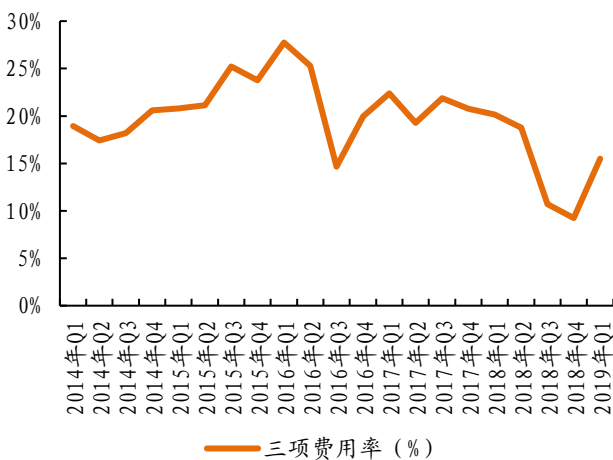
**费用维稳，18 年下半年费率创新低。** 特斯拉研发费用及三费自 17 年 Q3 以来保持稳定，其中单季度研发费用保持在 3.5 亿美元附近，单季度三项费用保持在 7 亿美元附近。从费用率看，特斯拉研发费用率和三项费用率都不断下行，在 18 年 Q3、Q4 处于历史低谷，控制费率以助公司盈利。特斯拉费用率在车企中相对较高，传统车企三项费用率均值在 8% 左右。19 年 Q1，特斯拉在开启海外交付后三费依然保持了稳定，在宣布逐步实现所有汽车在线销售的计划后，特斯拉已于 3 月 3 日开始关闭第一波门店，销售活动转移至了网上，转向电商为汽车行业一大革新，可大大减少销售人员、门店的运营开支，为特斯拉盈利之路上的重要举措。

图表 9：特斯拉季度研发费用及三项费用



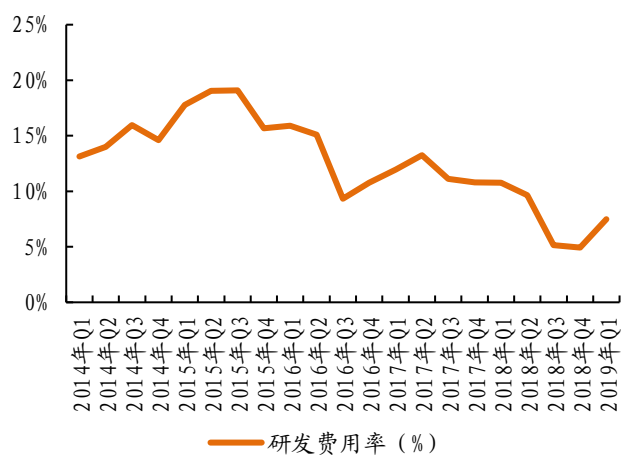
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：特斯拉季度三项费用率



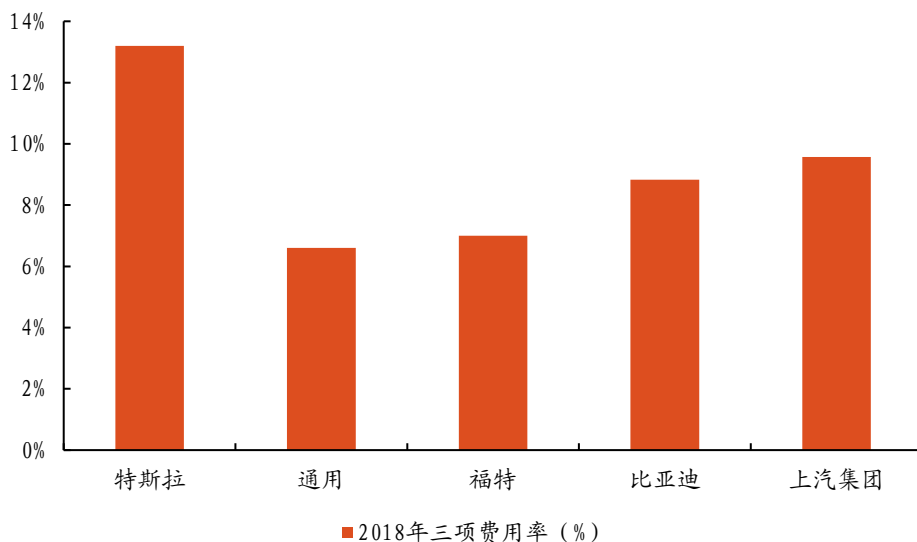
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 11：特斯拉季度研发费用率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12: 各车企 2018 年三项费用率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**中性预测下 Model 3 周产 5000 辆为特斯拉盈亏平衡的核心。**在营销、研发成本大体保持稳定的情况下,量还是特斯拉盈利的核心点。如果要盈利,特斯拉在保持现有营销、研发成本的情况下,需实现毛利 11-13 亿美元,在不同毛利率下对应需实现营收 44-87 亿美元。在不同的 model S/X 销量预期下, model 3 交付量应达到每季度 2.2-12.2 万辆,中性预期下,特斯拉需保持季交付 2 万辆 model S/X 和 6.3 万辆 model 3 (周交付 5000 辆 model 3) 的水平才能实现盈亏平衡。

图表 13: 特斯拉汽车业务拆分

	悲观预测	中性预测	乐观预测
营收/亿美元	86.7	60	44.0
毛利率/%	15%	20%	25%
毛利/亿美元	13	12	11
研发费用/亿美元	3.8	3.5	3.2
三项费用/亿美元	7.5	7	6.5
利息净支出/亿美元	1.7	1.5	1.3
model S/X 销量/万辆	1.2	2	2.8
model S/X 平均单价/万美元	11	11	11
model 3 平均单价/万美元	6	6	6
model 3 理论盈亏平衡销量/万辆	12.2	6.3	2.2
<b>理论盈亏平衡下 model 3 单周交付量/辆</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**二季度特斯拉亏损概率仍较大。**截至目前,特斯拉在 19 年二季度的第一个月向全球交付了 1.7 万台 model 3, 其中 1 万台交付美国, 0.7 万台交付海外。而马斯克在股东大会上也表示, 特斯拉第二季度的销量可能创新季度纪录, 在邮件中称第二季度的新订单将接近 9 万辆汽车, 并要求 Model 3 生产团队做出额外努力, 在本季度剩余时间里实现每天 1000 辆汽车的持续产量。而 4 月特斯

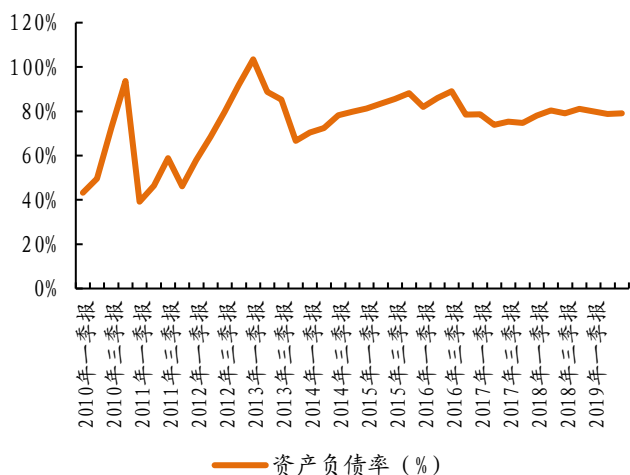
拉在全球仅交付了 4000 辆不到 Model S/X，这距离中性预测假设仍有距离，若特斯拉 5-6 月仍未有 Model S/X 销量的明显回升，考虑到 Model S/X 的毛利率远高于 Model 3，则仅做到 model 3 单周交付 5000 台仍不能满足盈利条件，二季度特斯拉亏损概率仍大。目前特斯拉美国工厂产能无法支持悲观预期下每周 1 万台的产量，因而在海外工厂未开工前，特斯拉盈利仍十分依赖于 Model S/X 车型。中国市场实现本土化生产及大规模交付，使得特斯拉有望持续盈利。

#### 1.4. 现金流虽紧无虞 上海工厂进展顺利

特斯拉极强的融资能力使得公司可以维持高杠杆下的高速发展，现金流虽紧无虞。截至 2019 年 Q1，特斯拉账上现金共 22 亿美元，总负债 228.7 亿，资产负债率 79.1%，流动负债 92.4 亿。预计未来两个财年每年的资本支出约为 25 亿至 30 亿美元。今年 3 月 1 日，特斯拉以现金+股票方式偿还了 9.2 亿美元的可转债。5 月 3 日，公司宣布新一轮融资 23.5 亿美元，其中包括 16 亿美元可转换债券和 7.5 亿美元股票。

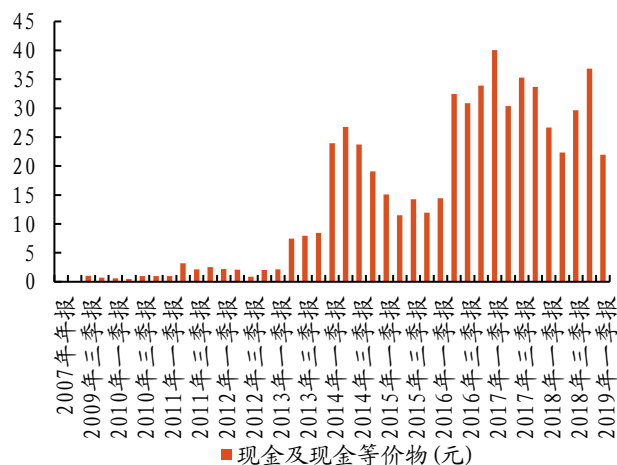
特斯拉自 2017 年后维持着 80%左右稳定的资产负债率水平，现金及现金等价物也维持在一定规模。特斯拉融资能力来源于其行业领军型代表的地位、旗下车型在电动车市场的高市占率、自动驾驶技术的领先和精耕精神。

图表 14: 特斯拉资产负债率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 特斯拉账上现金及现金等价物



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

上海工厂 3 月获中资银团授信 35 亿元。特斯拉上海工厂总投资约 500 亿元，其中一期投资 160 亿。特斯拉于 2018 年 12 月 19 日在上海自贸区注册“特斯拉融资租赁(中国)有限公司”，与中国建设银行、农业银行、工商银行、上海浦发银行在内的多家银行达成协议获得 5.21 亿美元（约 35 亿元人民币）贷款。

图表 16: 特斯拉上海工厂建设进度

时间点	事件
2018 年 5 月 16 日	特斯拉获上海浦东新区市场监管局核发的营业执照。注册资本为 1 亿元, 之后增资为 46.7 亿元。
2018 年 6 月 28 日	发改委和商务部联合出台《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018 年版)》, 新制度取消了新能源汽车领域, 中方股比不低于 50% 的限制。
2018 年 7 月 10 日	特斯拉与上海市临港地区开发建设管理委员会、临港集团签署纯电动车项目投资协议, 特斯拉将独资在临港地区建设超级工厂。预计总产能 50 万辆。
2018 年 10 月 17 日	特斯拉与上海市规划与国土资源管理局签订《土地出让合同》, 特斯拉上海工厂以 9.73 亿元的成交价格获得近 86.5 万平方米的工业用地。
2018 年 10 月 24 日	《特斯拉上海超级工厂项目(一期)环境影响评价公示》公布, 特斯拉上海超级工厂(一期)的设址于上海临港重装备产业区, 北至老李塘河绿化带, 南至人民塘绿化带, 西至南奉界河绿化带, 东至规划预留东海二桥控制线绿化带。该工厂一期目标年产能 25 万辆, 生产的车型为 Model 3 和 Model Y。
2019 年 1 月 7 日	上海的特斯拉超级工厂正式动工
2019 年 3 月 7 日	与一批中资银团达成一项协议, 为其上海超级工厂建设提供为期 12 个月、金额最多 35 亿元(合 5.21 亿美元)的信用额度。负责贷款的中国银团包括中国建设银行公司(上海浦东分行)、中国农业银行有限公司(上海分行)、中国工商银行有限公司(上海分行)和浦发银行。利率方面, 以人民币计算的贷款利率将设定为央行公布的 1 年期利率的 90%(即 3.915%), 以美元计算的贷款将定为伦敦银行同业隔夜拆借利率(LIBOR)加 1%。
2019 年 6 月 17 日	上海工厂建筑几乎完工, 目前正在安装生产设备。

资料来源: 东方财富证券研究所整理

目前特斯拉上海电动汽车工厂的建筑进展顺利, 特斯拉已经在安装电动车生产线设备, 有望在 19 年底前出产 Model 3 组装线。不同于传统的整车厂只包括冲压、车身、涂装、总装四大车间, 特斯拉上海超级工厂还包括座椅、动力系统、电机三个产品的生产, 产品链较长, 自产部件为整车使用, 但不涉及电池生产, 而是外购电池进行动力系统组装。预计一期完成后, Model 3 月交付量可达 1 万辆以上, 甚至向 1.5 万辆冲击。

其施工将分两阶段实施:

- 1、 第一阶段完成整车四大车间——冲压车间、车身车间、涂装车间、总装车间及配套工程的建设, 预计于今年 9 月完成;
- 2、 第二阶段将完成座椅生产区域、动力系统车间、电机车间的建设, 预计与明年 3 月完成。



图表 17: 特斯拉上海工厂航拍图 (19 年 5 月)



资料来源: 网络, 东方财富证券研究所

## 2. Model 3 定价策略: 同价位车型中续航优势明显

### 2.1. 国产版 Model 3 对标进口同版本降价 5 万元

国产版 model 3 相比进口版降价 5 万。19 年 6 月国产版定价起步 32.8 万元, 预计交付时间为 6 至 10 个月。特斯拉 Model 3 首批 30 辆车交付于 2017 年的 7 月底, 当时仅有两个后驱版本的规格: 续航 220 英里 (EPA), 3.5 万美元的基础版和续航 310 英里 (EPA), 4.4 万美元的长程版。之后补齐了双电机版本的两个规格, 售价分别为 4.9 万美元和 7.8 万美元。从上市至今, Model 3 经历了出口关税的多次调整、美国地区补贴的退坡、中期促销等, 价格多次上下调整, 目前标准版的国内售价为 37.7 万元, 比国产版贵了 4.9 万元。

图表 18: 特斯拉 model 3 各版本

	国产版	后驱标准版	后驱长续航版	全驱长续航版	全驱高性能版
美国售价/万美元	-	3.5	4.4	4.9	7.8
中国售价/万元	32.8	37.7	42.1	46.3	52.2
续航里程/km (NDEC)	460	460	664	590	595
百公里加速度/s	5.6	5.6	5.3	4.7	3.4
最高车速/km/h	225	225	225	233	261
带电量/度	60	60	75	75	75
最大扭矩/N·m	375	375	416	527	639
百公里耗电量/度	-	-	12.5	12.7	12.6

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

Model 3 目标消费群体为大众, 其较低的利润率在大规模生产, 规模效应显现后将逐步提高。据德国工程师拆解, 特斯拉全车物料、人工成本约在 2.8 万美元左右, 这样 model 3 的利润率较低, 仅为 20%。特斯拉通过轻量化、提高电池能量密度、增加集成度、减少线束的方式减轻 model 3 的物料成本。Model 3 创新采用了 21700 型号的圆柱电池, 其单电芯能量密度比 18650 型号高 20%, 单度电成本比 18650 型号的电池低 15 美元, 全车可节省成本 900-1125 美元。未来特斯拉也将把 Model S/X 的电池全部更换为 21700 型号。

图表 7: 21700 电池和 18650 电池参数对比

电池型号	规格	容量	重量	能量密度	价格
18650	直径 18mm 长度 65mm	2200-3600mAh	45-48g	250Wh/kg	约 185 美元/kWh
21700	直径 21mm 长度 70mm	3000-4800mAh	60-65g	300Wh/kg	约 170 美元/kWh

资料来源: GGII, 东方财富证券研究所

## 2.2. 在同价位车型中续航优势显著 选装不同程度提高 ASP

**Model 3 脱离低价竞争区域。**Model 3 国产版定价 32.8 万元, 在国内外车型中性价比很高。国产高续航纯电动车型价格集中于 20-30 万元之间, 竞争激烈, Model 3 脱离了低价区间, 对国产经济型纯电动车冲击不大。

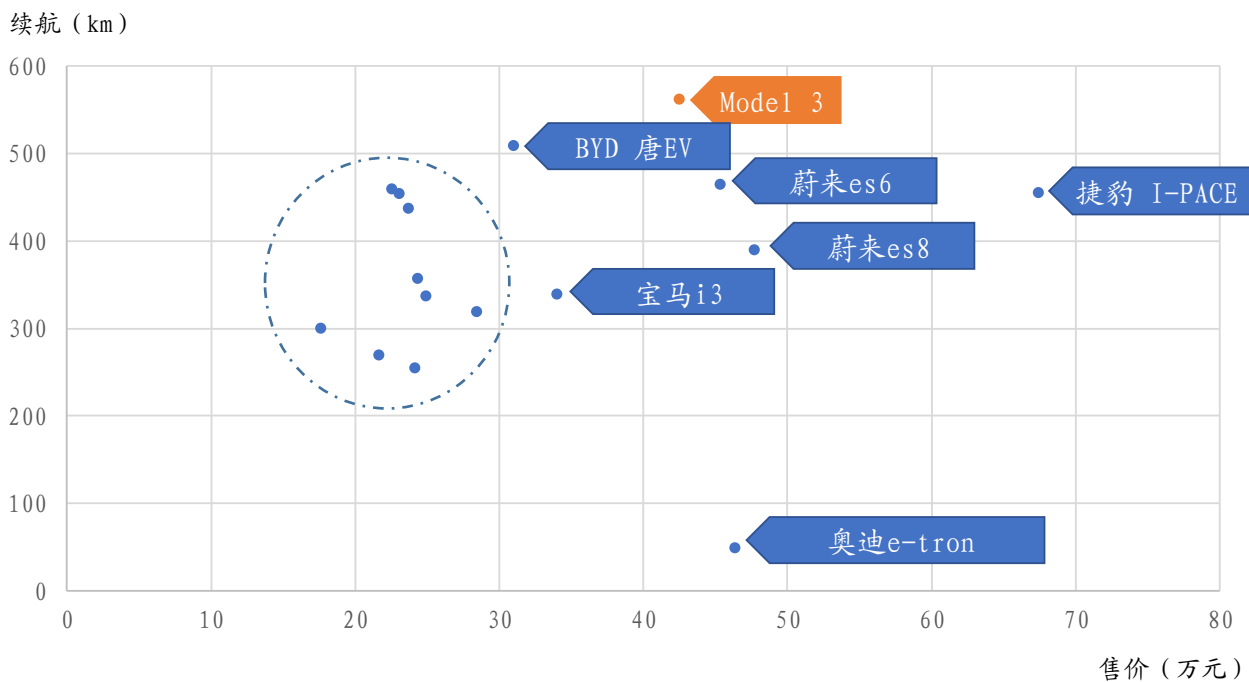
**Model 3 在同等价位车型中续航优势最明显。**30 万以上车型中, Model 3 的续航处于绝对领先的地位。比 Model 3 价格高的车型主要为蔚来 es6、es8, 奥迪 e-tron, 捷豹 I-PACE, 其中奥迪 e-tron 为插混车型, 续航 50km, 蔚来系列和捷豹 I-PACE 车型价格高于 Model 3, 而续航不及 Model 3。宝马 i3 价格与 Model 3 的国产版价格接近, 而续航相比国产版 Model 3 低了 26%。与 Model 3 价格和续航均较为接近的车型为比亚迪唐 EV、蔚来 es6。

图表 19: 特斯拉 model 3 对标车型参数

	指导价下限	指导价上限	续航下限	续航上限	带电量下限	带电量上限
Model 3	32.8	52.2	460	664	60	75
奥迪 A6L e-tron	38.66	53.98	50	50	14.1	14.1
捷豹 I-PACE	63.08	71.68	456	456	81	81
蔚来 es8	44.8	50.6	355	425	70	84
蔚来 es6	35.8	54.8	420	510	70	84
比亚迪唐 EV	25.99	35.99	500	520	82.8	82.8
比亚迪秦 pro EV	14.99	29.99	401	520	53.1	69.5
荣威 RX5 EV	27.18	29.68	320	320	48.3	48.3
吉利几何 A	21	25	410	500	51.9	61.9
北汽 EU5	22.07	25.27	416	460	53.6	53.6
小鹏 G3	22.78	25.78	351	365	47.1	47.6
宝马 i3	33.98	33.98	340	340	19	19
e-Golf	24.08	24.08	255	255	13.6	13.6
velite 6	16.58	18.58	301	301	35	35
轩逸纯电	24.3	25.4	338	338	38	38
广汽 ix4 EV	21.14	22.14	270	270	18.2	18.2

资料来源: 易车, 东方财富证券研究所

图表 20: Model 3 对标车型续航及价格散点图



资料来源: 易车, 东方财富证券研究所

可选配置多有助多方面提升 ASP。特斯拉基础配置较低, 自身选装可定制化车身颜色、轮毂、内饰和 autopilot。国产版 Model 3 在加装配置后价格最高可达 42.57 万元, 而多数选择购买特斯拉的消费者会选装 Autopilot, 这可不同程度的提高 Model 3 的 ASP, 提升毛利水平。



图表 21: Model 3 对标车型续航及价格散点图



资料来源：特斯拉官网，东方财富证券研究所

### 2.3. 国产自主对标：比亚迪唐 EV

比亚迪唐 EV 为自主品牌中为中高端中大型电动车的代表。其于 2019 年 3 月正式上市，上市 2 月月销量即达到 1594、1651 辆，市占率 2.8%。其保留了燃油车进气格栅的 Dragon Face 前脸造型，内饰十分简洁流畅，实体按键非常少。比亚迪唐 EV 搭载电池 82.8 度，最大扭矩可达 660 牛米，最大功率 360kW，自动驾驶级别为 L2 且可 OTA 升级。其补贴后售价区间在 25.99 万元到 35.99 万元之间，价格区间配置区别主要在于驱动类型（两驱或全驱），以及辅助驾驶的配置不同。唐 EV 为五座纯电动 SUV，长宽高分别为 4870x1950x1725mm，轴距为 2820mm，百公里耗电量 15.9-16.6 度，续航 520 公里。

图表 22: 比亚迪唐 EV 内饰



图表 23: 比亚迪唐 EV 外观



资料来源：网络，东方财富证券研究所

资料来源：网络，东方财富证券研究所

**动力性能不分伯仲，综合配置各有优劣。**Model 3 国产版补贴后价格比唐 EV 两驱智联创悦版高出 4 万元，和唐 EV 在动力性能上相似，单电机功率和扭矩都较为接近。由于 Model 3 定位于轿车，其车身大小比唐 EV 小，然而从轴距上看，Model 3 长于唐 EV，车内乘坐舒适程度不输唐 EV。由于电池能量密度高，Model 3 续航比唐 EV 低 12%，而带电量比唐 EV 低 28%，车重较轻使得 Model 3 的百公里耗电量比唐 EV 低 18%，较为经济节能。唐 EV 优势在于较大的空间、较好的保修政策。以特斯拉 Model 3 国产版本的价格，可以买到唐 EV 的四驱高配版。唐 EV 的性价比优势使得其在竞争力上不输 Model 3。

图表 7: Model 3 及唐 EV 参数对比

	Model 3 国产版	唐 EV 两驱智联创悦版
长宽高 (mm)	4694x1850x1443	4870x1950x1725
轴距 (mm)	2875	2820
保修政策	4 年或 8 万公里	6 年或 15 万公里
0-100km/h 加速时间 (s)	5.6	8.5
电动机总功率 (kw)	175	180
总扭矩 (N·m)	375	330
电池容量 (kwh)	60	83
百公里耗电量 (kwh)	13	15.9
续航 (km)	460	520
补贴后售价 (万元)-以 2019 年补贴政策为例	30.3	25.99

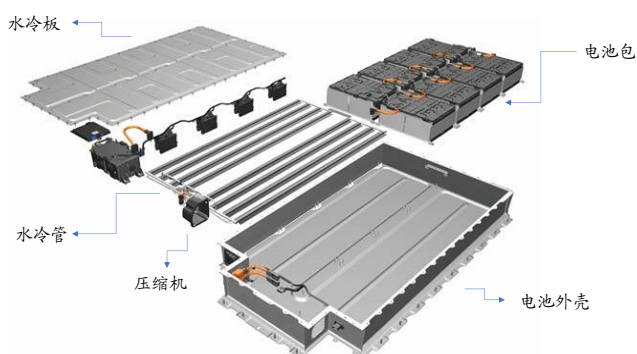
资料来源：易车，东方财富证券研究所

## 2.4. 豪华电动车对标：宝马 i3

宝马 i3 是宝马真正意义上量产的一款纯电动汽车，其电池供应商是三星 SDI，采用方形铝壳 NCM 路线，电池单元内包含 8 个独立的电池模块串联结构，每个模块有 12 个电芯存储单元。2013 年上市伊始，宝马的纯电动车 i3 推出了 22.6kwh 版，并不能实现长距离通勤，19 年宝马新款 i3 换了全新电池模块，带电量达 42.2kwh，续航也从之前的 290-300km 上升到 340km。其电池配套水冷热

管理系统，置于电池包底部，电池壳体及上盖板考虑到重量和冷却性，采用铝材料。

图表 24: 宝马 i3 电池布局



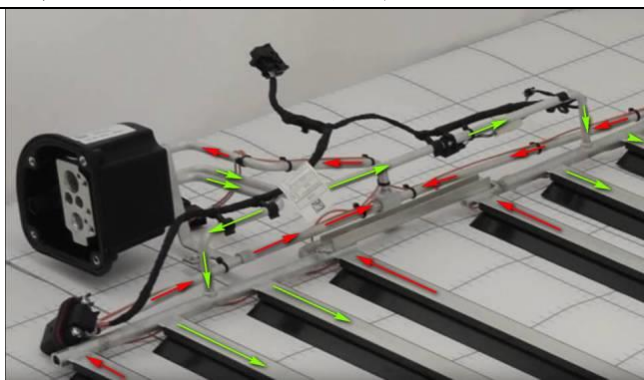
资料来源：网络，东方财富证券研究所

图表 25: 宝马 i3 电池模块



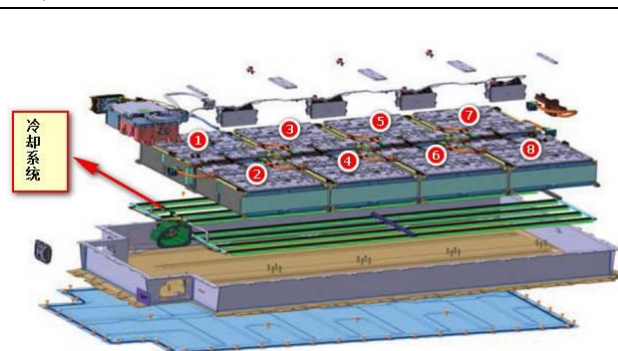
资料来源：网络，东方财富证券研究所

图表 26: 宝马 i3 电池冷却方案



资料来源：网络，东方财富证券研究所

图表 27: 宝马 i3 电池冷却系统结构



资料来源：网络，东方财富证券研究所

宝马 i3 未国产，其国内售价为 33.98 万元，与 Model 3 国产版价格接近。其定位于一款紧凑型纯电动车，内饰整体以简约风格为主。与 Model 3 相比，宝马 i3 的尺寸偏小，保修政策更弱，动力性能和续航里程都稍显不足。其 10.25 英寸中控触摸屏也比 Model 3 的 15 英寸的小，在人机交互体验上逊于 Model 3。

图表 28: 宝马 i3 内饰



资料来源：网络，东方财富证券研究所

图表 29: 宝马 i3 外观



资料来源：网络，东方财富证券研究所

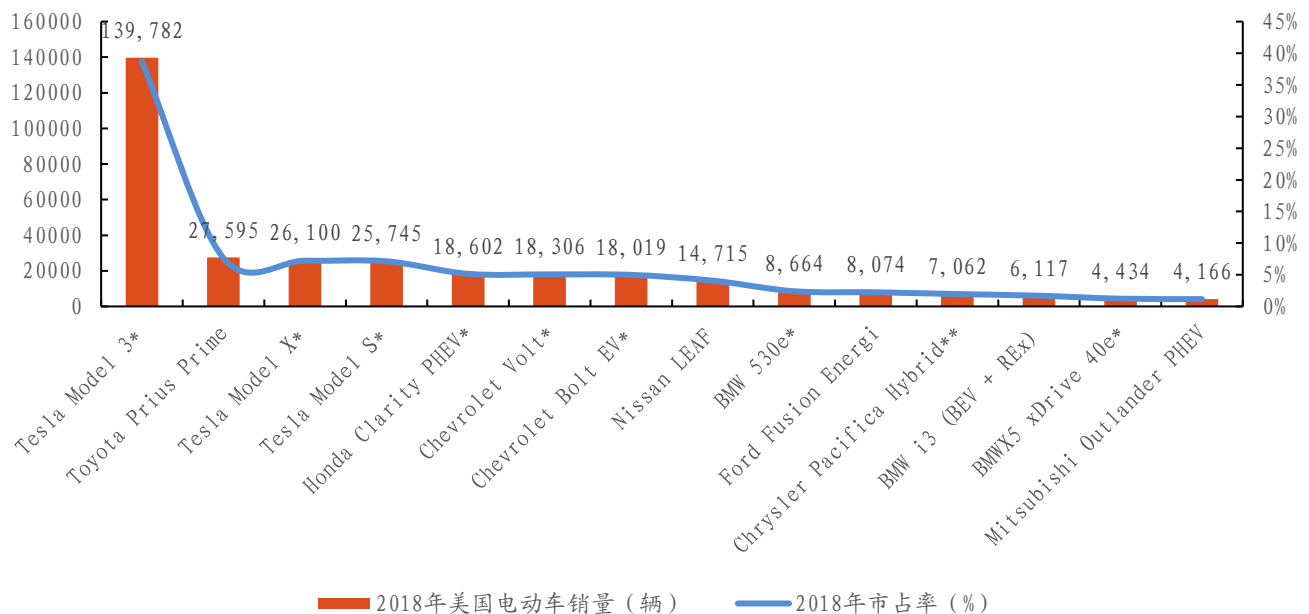
图表 7: Model 3 国产版及宝马 i3 (进口) 参数对比

	Model 3 国产版	宝马 i3 2019 快充版
长宽高 (mm)	4694x1850x1443	4020x1775x1600
轴距 (mm)	2875	2570
保修政策	4 年或 8 万公里	3 年或 10 万公里
0-100km/h 加速时间 (s)	5.6	7.3
电动机总功率 (kw)	175	125
总扭矩 (N·m)	375	250
电池容量 (kwh)	60	42.2
百公里耗电量 (kwh)	13	-
续航 (km)	460	340
补贴后售价 (万元) (以 19 年补贴政策为例)	30.3	33.98

资料来源: 易车, 东方财富证券研究所

特斯拉 Model 3 在美国市场一骑绝尘, 18 年销量市占率高达 38.69%, 其余车型均无法匹敌, 销售排名第二的是丰田普锐斯, 市占率 7.64%, 宝马 i3 在 2018 年在美国年销量 6117 辆, 2019 年 Q1 美国市场销量 964 辆, 同比 18 年同期下滑了 51.7%。

图表 30: 2018 年美国电动车车型销量及市占率



资料来源: InsideEVs, 东方财富证券研究所

## 2.5. 新造车势力对标: 蔚来 es6

es6 为蔚来继 EP9、es8 后第三款车型。es6 尺寸比 es8 尺寸小, 承袭了 es8 的设计风格, 但车身走线更富流畅感。ES6 提供 320kW 和 400kW 两种电机功率选



择，电池组有 70 度和 84 度两种容量。全系均采用双电机，百公里加速度最快 4.7s（400kw 电机版本）。目前 es6 已正式下线，19 年 6 月 18 日，蔚来 es6 正式交付 8 辆首发纪念版车型。

图表 31: 蔚来 es6 内饰



资料来源：网络，东方财富证券研究所

图表 32: 蔚来 es6 外观



资料来源：网络，东方财富证券研究所

与 Model 3 相比，蔚来 es6 在售价上接近，然而体积大、载物量多，基准版即包含双电机，因其扭矩和公里都远高于 Model 3，续航上，es6 带电量 70 度，续航里程 420 公里，能满足多数日常需求。其中控布局则相较于 Model 3 而言，按钮和屏幕结合，在突显出设计感和科技氛围的同时，兼顾了日常使用习惯。蔚来的基准版也标配了 Model 3 国产版没有的陡坡缓降、转向辅助灯、全景天窗、隐私玻璃、后雨刷、电动行李箱、空气净化等功能系统，这些系统可一定程度上提升驾乘体验、增强人性化操控水准。

图表 7: Model 3 国产版及蔚来 es6 参数对比

	Model 3 国产版	蔚来 es6 2019 基准版
长宽高 (mm)	4694x1850x1443	4850x1965x1758
轴距 (mm)	2875	2900
保修政策	4 年或 8 万公里	不限时间或不限里程
0-100km/h 加速时间 (s)	5.6	5.6
电动机总功率 (kw)	175	320
总扭矩 (N·m)	375	610
电池容量 (kwh)	60	70

百公里耗电量 (kwh)	13	17.1
续航 (km)	460	420
补贴前售价 (万元)	32.8	35.8

资料来源：易车，东方财富证券研究所

### 3. 投资建议

#### 3.1. 特斯拉供应链梳理

特斯拉供应链特点是垂直化、平级化。特斯拉发展初期，由于生产规模较小，其采购模式以小批多次为主，降价幅度不高，且特斯拉的供应体系中，中小型零部件垂直供应商较多。特斯拉国产化后，为降低单车可变人工及物料成本，势必会引入多家供应商，且由于 Model 3 为经济型量产车型，规模化对于提高交付水平有着至关重要的作用，特斯拉将加快本土化采购步伐，国产供应链的采购模式有很大可能变为大批量标准件、稳定年降的模式。已进入特斯拉供应链的企业有望深度受益。

目前进入特斯拉供应链的公司如下：

图表 33：特斯拉供应链及相关标的

一级系统	二级系统	三级系统	一级供应商	供应商相关标的
动力总成	锂电池组	PACK	松下	五矿资本、先导智能
		正极材料	住友化学	杉杉股份、洛阳铜业、寒锐钴业、格林美、亿纬锂能、天齐锂业、赣锋锂业
		负极材料	日立化学	中国宝安
		隔膜	住友、松下	南洋科技、恩捷股份
		电解液	三菱化学	新宙邦、长园集团
	电池管理系统	电池连接件	长盈精密、科达利	诺德股份
		保护壳	旭升股份	常铝股份
		BMS	特斯拉	矢崎、贸联
		集成电路	意法半导体	德州仪器、英博尔
		接触器	泰科电子	得润电子
	冷却液	高华	新疆天业、东华科技	
	PCB 板	沪电股份	生益科技、金安国纪、华正新材、超声电子、超华科技、景	

			旺电子	
	FPC 柔性电路板	东山精密	超华科技、景旺电子	
	传感器	均胜电子 (Preh)、安洁科技		
	电池冷却泵	德纳 DANA		
电池热管理	热管理组件	三花智控		
	散热器	东山精密	超华科技、景旺电子	
	散热系统铝材	常铝股份		
其他电池组件	功能膜材	安洁科技		
逆变器齿轮箱壳体	粉末冶金零件	东睦股份	南洋科技	
电机	感应电机	富田机电	中科三环	
	铜转子	置信电机		
	电机磁瓦	横店东磁		
	马达终端壳体	东睦股份		
电控	高压直流继电器	宏发股份		
	微型变速箱	和大工业 (减速齿轮)、旭升股份		
中控系统	视觉运算处理器	视觉运算处理器	英伟达	
	中控屏	面板	F-TPK 宸鸿	莱宝高科、晶瑞股份、天华超净
		模组	长信科技	康宁大猩猩玻璃、京东方、瑞仪光电
	仪表	显示屏	鸿海精密	科森科技
		仪表盘贴合	奇菱科技	
		虚拟仪表	英伟达、JDI	
	天线	天线射频产品	大富科技	
	地图	仪表板贴合	Google、四维图新	
	通信	天线射频产品	联通、AT&T	
	自动驾驶系统	Autopilot	特斯拉	
		摄像头	Mobileye	
		环视、内视警惕	联创电子	
		毫米波雷达	法雷奥	
		HMI	均胜电子	
底盘系统	电动助力转向	电动助力转向	博世	
	制动系统	基础制动	布雷博	安洁科技、百达精工
		电控制动	特斯拉	京山轻机



车身	悬挂系统	避震结构件	拓普集团		
		空气悬挂	大陆		
		气门嘴	保隆科技		
		前后稳定杆	蒂森克虏		
	车身制造	轮胎	米其林	海利得	
		车身模具	天汽模		
		车身结构	Lotus		
		车门	液态金属汽车门锁扣	宜安科技	
			内饰板	麦格纳	易得龙、岱美股份、日盈电子
		内饰	座椅	富卓	
			噪声处理	拓普集团	
			安全气囊	均胜电子 (KSS)	
			方向盘	均胜电子 (KSS)	
			安全带	海利得、均胜电子 (KSS)	
	铝饰条		宁波华翔 (不配套 Model 3)		
	外饰	保险杠	Multimatic		
		车灯	海拉		
		玻璃	旭硝子		
镁铝合金压铸件		鸿特精密、广州鸿图 (支架类)			

资料来源: unima, 东方财富证券研究所

### 3.2. 投资建议

建议关注具备 15 万辆车对应零部件供应能力, 进入特斯拉国产供应链确定性较高的企业, 包括轻量化铝合金结构件龙头 (拓普集团), 电机继电器龙头 (宏发股份), 已大批量供应特斯拉铝压铸件轻量化龙头 (旭升股份), 以及动力电池环节松下供应链体系中的电池整线解决方案提供商 (先导智能), 拿下松下 5 年湿法隔膜订单的 (恩捷股份)。

图表 34: 建议关注公司

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PB-TTM	2018 归母净利 (亿元)	2019E 归母净利 (亿元)	2020E 归母净利 (亿元)	评级
601689.SH	拓普集团	111.17	16.66	7.53	9.71	11.39	增持
600885.SH	宏发股份	179.93	26.10	6.99	8.69	10.55	增持
603305.SH	旭升股份	99.39	35.89	2.94	4.73	5.84	增持
300450.SZ	先导智能	254.69	33.37	7.42	11.68	14.95	增持
002812.SZ	恩捷股份	227.93	35.03	5.18	8.08	10.43	增持

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

#### 4. 风险提示

公司交付能力不达预期;  
国产化进程速度低于预期;

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。