

张帅
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

周俊宏
联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

Tesla 大众版 SUV，更好卖、更赚钱的 Model Y 意味着什么？

事件

- 3月15日，Tesla 发布 Model Y。新推出的 Model Y 定位于中小型 SUV，共有标准版、后轮驱动长续航版、双电机全轮驱动板长续航版和双电机全轮驱动性能版 4 个版本，续航 230-300 英里，最高时速 120-150 英里/小时，0-60 英里/小时加速 3.5-5.9 秒。与 Model 3 相比，Model Y 容量更大，可选 7 座，价格相应上涨 10% 左右，但由于 SUV 构造，整体参数比“兄弟车型”Model 3 稍逊一筹。

评论

- 更好卖的 Model Y: Model Y 定位走量的 A 级 SUV 车型，具更广阔市场。**以中国市场为例，更大、更舒适的 SUV 车型毫无疑问为国内购车族的心头好，而 2019 年待上市的纯电乘用车基本以 SUV 车型为主，说明电动 SUV 相对轿车更有可能成为走量车型。而 Model Y 定位于走量的 A 级 SUV，Musk 50~100 万辆的销售目标并非难以实现。以美国市场为例，根据《消费者报告》，美国 SUV 市占率一路稳定上升，显示出了美国人对 SUV 车型的强烈偏好。2017 年美国的 SUV 车型总销量首度超过了轿车，2018 年上半年美国在车市低迷大背景下，畅销 SUV 车型 top10 中有 6 款车型的销量在增长，其中头部的车型增长超 30%。此外，大部分热销 SUV 车型价格带在 3~6 万美元区间，对标燃油车，Model Y 作为电动车的价格劣势进一步缩小。
- 更赚钱的 Model Y: “SUV 化的 Model 3”具备最高经济性。Model Y 经济型大于 tesla 已发布的任何一款车型 (Model S/X/3/Roadster)。**第一，在开发费用上，Model Y 与 Model 3 基于同一电气构架打造，直接节省大笔开发及研发费用，且无传统车企在构架上的包袱，在车型推出时间上具绝对优势；第二，在共用零部件上，Model Y 与 Model 3 共用 75% 的零部件，简化 Model Y 前期整合配套零部件的流程，且起量后规模化优势加大，Model 3、Model Y 单车成本将大幅降低。第三，在定价上，Model Y 以 3.9 万美元起订，高于 Model 3 售价 10%。在外观相近（感官上最大区别是 Y 在高度上高于 3）、在性能相当情况下，我们认为 Model Y 相较于 Model 3 在成本上的差距较小，更具单车盈利性。第四，在产能爬坡上，tesla 新车在产能爬坡期间毛利率通常处较低水平（甚至亏损），但 Model Y 产线具可复制性，可充分借鉴 Model 3 经验，或完全避免“生产炼狱”。此外，此前 Musk 透露或将改进 Model Y 线束布局，提高其自动化生产兼容性，将极大改善生产效率。
- Model Y 对特斯拉意味着什么？第一，承载关键拐点的车型。**近期 tesla 动作频繁，“降价+推出基础版 Model 3+关门店+升级智能驾驶”组合拳震惊汽车圈，后又有全线车型涨价 3%，这一系列动作意味着 Tesla 处最关键经营拐点之际，盈利、释放产能、扩张市场迫在眉睫。而 Model Y 为决定 tesla 能否存活乃至坐稳电动车第一宝座的核心车型，承载最大量、最赚钱、最成熟、扩大大众品牌力等关键目标。第二，参与最大竞争的车型。Model Y 将在 2020 年交付，在 GF1 工厂及上海工厂均建立生产线，前者主要生产高端版，后者生产基础版，实现周产能从 2000 辆向 5000 辆、7000 辆迅速爬坡。但与此同时，国内的蔚来、比亚迪等造车势力先发布局 SUV 车型，国外的奥迪 e-tron、捷豹 I-PACE、奔驰 EQC 高端电动 SUV 车型陆续推出，Model Y 竞争承压。
- 对特斯拉产业链的影响？**
 - 与供应链厂商有望深化合作。Model Y 大部分零部件与 Model 3 相通，预计种类上变化有限，在订单数量上增量加大。特斯拉供应链将进一步扩大规模，单一零部件供应厂商数量增多，订单数增大。相关零部件厂商实现更大盈利，与特斯拉合作而估值上行（参考旭升股份高估值），实现戴维斯双击。
 - 建议持续跟踪 2019 年特斯拉供应链变动情况。随上海工厂落地，产业链重构。现有供应商弹性增大且将于 2019 年逐渐释放，潜在供应商有望入局享特斯拉本土化红利。预计 2019 年相关订单将密集公布。

风险提示

- “马斯克”风险；以线上销售为主要模式或存在风险；车型价格波动风险；消费者对特斯拉高端车型需求饱和风险；现金流压力；Model 3 产能爬坡仍需关注；成本降低或不及预期；工厂和新品落地不及预期；竞争对手风险；整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险；新产品持续推出乏力；多、空方对决对股价的影响。

图表 1: Model Y 与 Model 3 参数对比

Model Y					Model 3		
							
标准版	长续航版	双电机版	性能版		后驱版	四驱版	性能版
\$39,000	\$47,000	\$51,000	\$60,000	售价	暂停销售	\$47,000	\$58,000
230英里	300英里	280英里	280英里	EPA续航	310英里	310英里	310英里
单电机后驱		前后双电机四驱		驱动	单电机后驱	前后双电机四驱	
120英里/小时	130英里/小时	135英里/小时	150英里/小时	最高车速	140英里/小时	145英里/小时	155英里/小时
5.9秒	5.5秒	4.8秒	3.5秒	0-60英里/小时加速	5.1秒	4.5秒	3.2秒
1860L				后备箱容积	425L		
5座 (可选7座)				座位数	5座		
Autopilot 3.0 硬件				自动驾驶	Autopilot 2.5 硬件		

来源：特斯拉官网，国金证券研究所

更好卖的 Model Y。Model Y 定位走量的 A 级 SUV 车型，具更广阔市场。

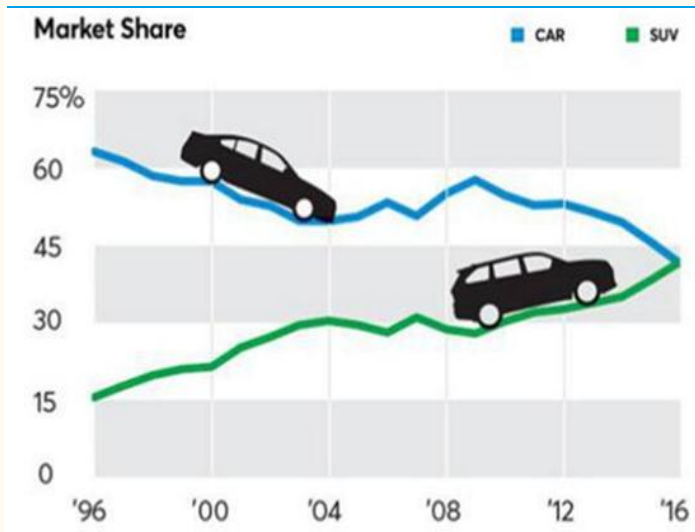
- 以中国市场为例，更大、更舒适的 SUV 车型毫无疑问为国内购车族的心头好，而 2019 年待上市的纯电乘用车基本以 SUV 车型为主，说明电动 SUV 相对轿车更有可能成为走量车型。且从燃油车 SUV 消费来看，A 级为助力，在 2018 年 SUV 销量 Top10 中，A 级占据 8 席。而 Model Y 定位于走量的 A 级 SUV，Musk 50~100 万辆的销售目标或并非难以实现。
- 以美国市场为例：根据美国《消费者报告》调查结果显示，SUV 市占率一路稳定上升，显示出了美国人对 SUV 车型的强烈偏好。2017 年美国的 SUV 车型总销量已经超过了轿车，达到了销售车型总量的 50%，且这一市场趋势仍有望保持。未来 SUV 市场将成为市场需求的主要驱动力。2018 年上半年美国在车市低迷大背景下，畅销 SUV 车型 top10 中有 6 款车型的销量在增长，其中头部的车型增长超 30%。此外，大部分热销 SUV 车型价格带在 3~6 万美元区间，对标燃油车，Model Y 作为电动车的价格劣势进一步缩小。

图表 2：2019 年待上市的纯电乘用车以 SUV 车型为主

厂家	车型名称	车型级别	续航里程	上市时间
比亚迪	唐EV 600	中型SUV	500km	2019年
	-	全新小型纯电车	-	2019年4月
广汽新能源	E-SEED	A级SUV	600km(最大续航)	2019年
	纯电动轿车	B级轿车	500km	2019年上半年
长城	纯电动SUV	中大型SUV	600km	2019年下半年
	长城新能源R1	新一代电动小车	350km	2019年
北汽新能源	ARCFOX-5	A0级SUV	500km	2019年底
	EX5	A0级SUV	400km	2019年1月
上汽	EX11	A0级SUV	-	2019年底
吉利汽车	GE11	A级轿车	410km	2019年
江铃新能源	易至E300	A0级SUV	300km	2019年初
	EV3	A00级轿车	>300km	2019年3月
江淮汽车	A60电动版	A级轿车	500km	2019年
	iEVS4	A0级SUV	400km	2019年
长安汽车	CS55纯电动	A级SUV	-	2019年
东风风行	风行T1EV	A0级SUV	220+km	2019年
华晨雷诺	领坤EV	商用车	210km	2019年
一汽大众	高尔夫	A级轿车	300km	2019年
	宝来	A级轿车	-	2019年
蔚来汽车	ES6	B级SUV	500km	2019年
合众新能源	哪吒N03	跨界SUV	400/500km	2019年
	E-Take	A0级SUV	500km	2019年
电咖	ME7	A0级SUV	500km	2019年4月
雷诺	K-ZE	A级SUV	250km	2019年

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表 3：美国市场偏好中高端 SUV



来源：美国《消费者报告》，国金证券研究所

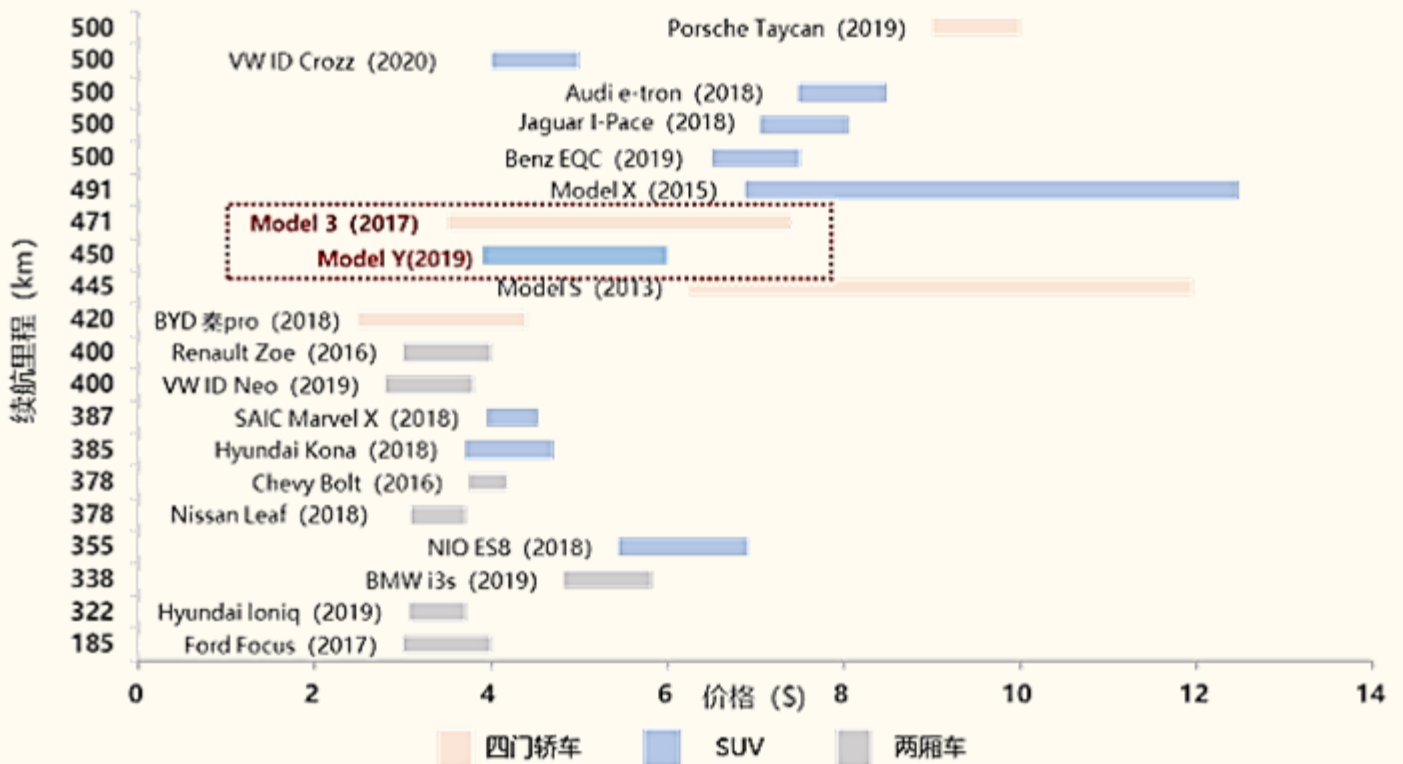
更赚钱的 Model Y。“SUV 化的 Model 3”具备最高经济性。Model Y 经济型大于 tesla 已发布的任何一款车型 (Model S/X/3/Roadster)。

- 第一，在开发费用上，作为 Model 3 的衍生车型，Model Y 与其基于同一电气构架打造，直接节省大笔开发及研发费用，且无传统车企在构架上的包袱，在车型推出时间上具绝对优势；
- 第二，在共用零部件上，Model Y 与 Model 3 共用 75%的零部件，简化 Model Y 前期整合配套零部件的流程，起量后深化规模化优势，可预见 Model 3、Y 单车成本大幅降低。
- 第三，在定价上，Model Y 以 3.9 万美元起订，高于 Model 3 售价的 10%。在外观相近（感官上最大区别是 Y 在高度上高于 3）、性能相当情况下，我们认为 Model Y 相较于 Model 3 在成本上的差距较小，更具单车盈利性。
- 第四，在产能爬坡上，tesla 新车在产能爬坡期间毛利率通常处较低水平（甚至亏损），而 Model Y 产线具可复制性，可充分借鉴 Model 3 经验，或完全避免“生产炼狱”。此外，此前 MUSK 透露或将改进 Model Y 线束布局，提高其自动化生产兼容性，若成功将带来生产效率上的飞跃，建议持续关注。

Model Y 对特斯拉意味着什么？

- 承载关键拐点的车型。近期 tesla 动作频繁，3 月 1 日“降价+推出基础版 Model 3+关门店+升级智能驾驶”重磅组合拳震惊汽车圈，后又有 Musk 宣布全线车型涨价 3%，这一系列动作的背后意味着 tesla 处最关键经营拐点之际，盈利、释放产能、扩张市场等目标迫在眉睫。毫无疑问，Model Y 为决定 tesla 能否存活乃至坐稳电动车第一宝座的核心车型，承载最大量、最赚钱、最成熟、扩大大众品牌力等关键目标。
- 参与最大竞争的车型。Model Y 将在 2020 年交付，在 GF1 工厂及上海工厂均建立生产线，前者主要生产高端版，后者生产基础版，实现周产能从 2000 辆向 5000 辆、7000 辆迅速爬坡。但与此同时，国内的蔚来、比亚迪等造车势力先发布局 SUV 车型，国外的奥迪 e-tron、捷豹 I-PACE、奔驰 EQC 高端电动 SUV 车型陆续推出，Model Y 竞争承压。

图表 4: Model Y 面临竞争 SUV 车型的狙击



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

对特斯拉产业链的影响？

- **与供应链厂商有望深化合作。** Model Y 大部分零部件与 Model 3 相通，预计种类上变化有限，在订单数量上增量加大。特斯拉供应链将进一步扩大规模，单一零部件供应厂商数量增多，订单数增大。相关零部件厂商实现更大盈利，与特斯拉合作而估值上行（参考旭升股份高估值），实现戴维斯双击。
- **建议持续跟踪 2019 年特斯拉供应链变动情况。** 随上海工厂落地，产业链重构，国产化零部件厂商带来重大机遇。现有供应商弹性增大且将于 2019 年逐渐释放，潜在供应商有望入局享受特斯拉本土化红利，带来业绩增量。预计 2019 年相关订单将密集公布。

风险提示

- **“马斯克”风险。**首先，作为核心领军人物，马斯克在特斯拉发展中起关键作用，市场对马斯克个人行为的解读将反应在股价上，如 2018 年 4 月马斯克发推特称“特斯拉破产”（下跌 5%）事件、10 月起的私有化风波，均造成股价短期大幅波动。其次，马斯克参与一系列新技术投资，从太空探索（SpaceX）到隧道钻探（The Boring Company）和神经修复术（Neuralink），新项目可能分散马斯克精力。

图表 5：马斯克个人行为对股价的影响



来源：彭博，公司公告，国金证券研究所

- **以线上销售为主要模式或存在风险。**在具体实施中，以线上销售为主或不利于特斯拉的产品下沉，且 7 天无理由退车服务或面临消费者 0 成本恶意试车等负面问题。
- **车型价格波动风险。**特斯拉的调价体系相对灵活，价格起伏大，但大幅降价等行为可能引起特斯拉现有车主的不满，也可能造成潜在购车车主持币观望的心态。
- **消费者对特斯拉高端车型需求饱和风险。**特斯拉主攻中高端市场，北美 1 月份约 6500 的 Model 3 销量或昭示高端需求的饱和，Model S/X 车型销量增长乏力。新推出的 3.5 万美元的 Model 3 需求需得到验证。
- **现金流压力。**随交付量上升，特斯拉此前紧张的现金流得到一定缓释，但后期可预见性的开支压力大，2020 年即将量产的 Solar Roof、2020 批量生产的 Model Y、计划推出的 Semi 和 Roadster、Pickup Truck，以及上海工厂及欧洲工厂的建设都将影响现金流。
- **Model 3 产能爬坡仍需关注，成本降低或不及预期。**自动化产线问题未得到根本性解决，目前的帐篷装配线仅为暂行解决方案。为保障稳定毛利率，特斯拉仍需调整车型制造的自动化率，且目前帐篷装配线无法顺利解决返工和其他质量问题，依靠规模化实现降低成本或不及预期。
- **工厂和新品落地不及预期。**上海工厂及欧洲工厂处建设初期，可能存在建设期过长、达产不及预期风险。Model Y、Semi 和 Roadster 等新产品落地时间有推后风险。供给端整体存在不及预期风险。
- **竞争对手风险。**梅赛德斯 EQC、奥迪 e-tron、保时捷 Taycan 以及捷豹路虎 I-Pace、大众 ID 系列等欧美系迎头赶上；而中国自主品牌（Marvel X、比亚迪秦 Pro、蔚来 ES8 等）价格上探至低配版 Model 3 价格区间。未来传统整车厂将在三电及智能驾驶领域加速布局，特斯拉面临 Model 3 遇强劲竞争车型、传统厂商对电动车领先地位发起挑战的风险。
- **整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险。**受消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压。电动车虽有政策及部分自主需求加持，仍恐受波及。
- **新产品持续推出乏力。**Model Y 之后，短期特斯拉可能无其他亮眼新产品推出，存在推新乏力风险。
- **多空对决对股价波动的影响。**市场对特斯拉存在较大争议，特斯拉股票一度为美国市场最大的空头规模，多空对决影响股价稳定性。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH