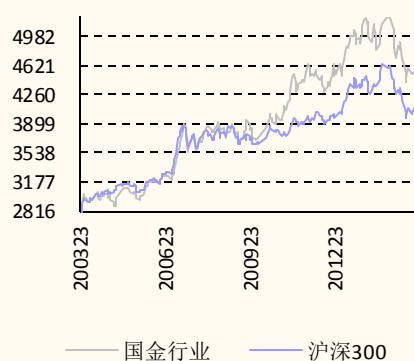


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金汽车和汽车零部件指数	4459
沪深300指数	5007
上证指数	3405
深证成指	13606
中小板综指	12173



## 相关报告

1. 《保有量持续增长，政策带来增量-4月汽车终端销量数据解读》，2020.5.26
2. 《需求基本恢复，需重视供应链安全-汽车乘联会4月数据点评》，2020.5.11
3. 《政策温和退坡，望自主品牌把握机遇-2020年财政部新能源车补...》，2020.4.24
4. 《疫情影响消退，政策助力恢复-汽车乘联会3月数据点评》，2020.4.10

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

邱长伟

分析师 SAC 执业编号: S1130521010003  
qiuchangwei@gjzq.com.cn

## 16万的“Model 2”：实现路径及产业链影响

## 行业观点

- **推出 Model 2 符合特斯拉核心愿景和企业利益：**特斯拉肩负清洁能源使命，而非打造豪华品牌。对于软件的盈利模式而言，追求更多的用户数量是核心。特斯拉车型目前覆盖的价格带为 25 万以上，对应车型销量占比约为 15%。而如果特斯拉推出 16 万元的车型，则价格带覆盖的车型销量占比将提升至 34%，覆盖的市场空间大幅提升。
- **16 万预期售价或将主要通过电池和车身内外饰降价以及压缩毛利率实现。**传统汽车降级的价差，主要来自发动机、车身、内外饰。通过拆分 Model 3 的 BOM 成本，我们估计各部分的降价路径和降价空间：电池下降 0.5 万元，车身及内外饰下降 2.6 万元、电机电控下降 0.2 万元、热管理下降 0.15 万元，在考虑适当压缩毛利率水平，售价可下探至 16.5 万元。
- **剔除 FSD (Full Self-driving) 相关收入，还原 2020 年特斯拉硬件毛利率约 14-20%。**因成本预测中涉及假设特斯拉硬件毛利率，我们剔除 FSD 等软件收入以还原其硬件毛利率。FSD 销售涉及递延收入，截至 2020 年末，特斯拉递延收入余额 27.42 亿美元 (FSD 相关的占其中一部分)。我们根据相关信息测算，存量 FSD 整体激活率约 25% (对应 2020Q1)，预计因 FSD 重大升级后续激活率还将提升。我们测算，剔除 FSD 相关收入后，2020 年特斯拉硬件毛利率约为 14%-20% 的区间，略低于主机厂 20% 的毛利率中枢，FSD 相关收入影响毛利率 2.5-3 个百分点。
- **电动化变革驱动汽车行业集中度提升，Model 2 销量天花板有望超卡罗拉。**常年霸榜乘用车销量排行的丰田卡罗拉全球年销量超过 100 万台，而进入电动化时代，打破了传统汽车以发动机为核心的强壁垒，核心三电系统第三方供应居多，汽车硬件差异缩小，更多的差异来自软件及硬件的配置组合 (类似智能手机)，智能手机行业集中度显著高于传统汽车 (智能手机 CR1 和 CR5 份额分别为 20% 和 70%，传统汽车分别为 10% 和 30%)。我们预计 10 年内 Model 2 销量天花板有望超过卡罗拉。
- **特斯拉与上海市政府的对赌并非 Model 2 推出的核心驱动因素。**要达到目标纳税额，我们测算所需上海工厂 (3+Y) 的销量合计约 41 万台。考虑 2-3 年后消费者对电动车接受度提升，Model 3+Y 销量有望大概率超越雅阁/思域 (2020 年销量分别为 21 万/18 万)+荣放/途观 L (2020 年销量分别为 17.5 万/17 万)，加上销往亚太其他地区的数量，达到税收目标难度不大。

## 投资建议

- **预期销量大增，利好具有核心竞争力的国产供应商。**针对降价压力，Model 2 的国产化率将进一步提升，重点关注有望在 Model 2 供应链中提升份额和扩大供应面的供应商，特别是电池、热管理、底盘轻量化、汽车内外饰等环节，如宁德时代、三花智控、拓普集团、银轮股份、星宇股份等。电池环节，关注间接受益的宁德上游锂电材料环节。此外，对于特斯拉供应商而言，受益于销量增长的影响将远远大于可能的降价的影响，特斯拉轻量化、内外饰供应商也将受益。

## 风险提示

- Model 2 是否推出仍具有不确定性；Model 2 销量不及预期；供应商被替换或者分包的风险。

## 内容目录

0、核心观点	4
1、特斯拉为何要推出 Model 2：符合特斯拉核心愿景和企业利益	5
2、16 万售价如何达到？主要来自电池和车身内外饰降价以及压缩毛利率	6
2.1 传统汽车降价路径：发动机、车身内外饰降级	6
2.2 Model3 的成本构成：预计 BOM 成本 18 万元左右	7
2.3 Model 3 降价实现路径：主要来自电池降价及车身内外饰减配	9
2.4 剔除 FSD 相关收入，还原 2020 年特斯拉硬件毛利率约 14-20%	10
3、Model2 销量预期？销量“天花板”有望超越丰田卡罗拉	14
3.1 Model 2 销量“天花板”有望超越丰田卡罗拉	14
3.2 跟上海政府的对赌：并非 Model2 推出的核心驱动因素	18
3.3 产业链影响：预期销量大增，利好具有核心竞争力的国产供应商	19

## 图表目录

图表 1：特斯拉公司愿景	5
图表 2：国内乘用车分价位段销量占比	5
图表 3：A 级和 B 级车价差（万元）	6
图表 4：A 级和 B 级轿车配置详情	6
图表 5：AB 级车价差分析	7
图表 6：特斯拉 model3 标准续航版 BOM 测算	8
图表 7：model3 标准续航版 BOM 成本拆分（元）	8
图表 8：model3 BOM 成本结构	9
图表 9：特斯拉 Model Y 一体化压铸	10
图表 10：Model2 降价空间及实现路径（元）	10
图表 11：特斯拉递延收入构成（百万美元）	12
图表 12：FSD 激活率测算	12
图表 13：FSD 价格持续攀升（美元）	13
图表 14：2020 年 FSD 确认收入测算（辆、百万美元）	13
图表 15：特斯拉汽车硬件毛利率测算	14
图表 16：传统汽车主机厂毛利率	14
图表 17：全球销量前十的车型（万辆）	15
图表 18：丰田卡罗拉全球历史销量（万辆）	15
图表 19：2019 年全球汽车销量按品牌分类	16
图表 20：2020 年全球汽车销量按集团分类	16
图表 21：全球智能手机出货量份额占比	17
图表 22：消费者购车时主要考虑因素	17

图表 23: 消费者购买手机主要考虑因素.....	17
图表 24: 功能机时代品牌集中度 (2007 年) .....	17
图表 25: 智能手机时代品牌集中度 (2020 年) .....	17
图表 26: 特斯拉上海税收测算 (万元、辆) .....	18
图表 27: 2020 年国内车型销量排行.....	19
图表 28: 主流汽车公司盈利情况压力测试 (2019 年, 百万美元) .....	20
图表 29: 20 万元以下纯电动车 (万元) .....	20
图表 30: 特斯拉相关标的盈利预测及估值.....	21

## 0、核心观点

媒体报道特斯拉将生产一款更廉价的电动车。2020年9月特斯拉电池日，特斯拉 CEO Elon Musk 最早提出要生产售价 2.5 万美元的电动车 (About 3 years from now, we're confident we can make a very compelling \$25,000 electric vehicle that's also fully autonomous)。2021年2月14日，IT之家报道，特斯拉中国总裁朱晓彤在接受采访时证实，该公司正在研发一款面向大众市场的更便宜的特斯拉，预计零售价为 16 万元人民币 (2.5 万美元)。这款车预计是一款掀背车，将针对中国市场进行本土化设计，但将在全球范围内销售。对此，界面新闻于 2 月 14 日向特斯拉官方求证，对方回应称，消息不属实。

姑且将这款更为廉价的电动车称之为“Model 2”。本文希望从以下几个方面围绕 Model 2 进行探讨：

- 1、尝试从特斯拉的角度分析，推出 Model 2 的可能性有多大以及背后的推动力是什么？我们认为 Model2 推出概率较大，因为特斯拉肩负清洁能源使命，实现更多的销量是其核心目标；同时软件的盈利模式而言，追求更多的用户数量是核心。
- 2、为了达到 16 万人民币或者 2.5 万美元的售价，Model 2 的降本路径和空间分别来自哪里？对此，我们对 Model 3 的成本结构和 BOM 成本进行了拆分，参照传统燃油车降级的降价路径，对 Model 2 的降本路径和空间进行了测算，降价路径主要来自电池和车身内外饰降价以及压缩毛利率（假设硬件毛利率为 15%）。
- 3、为了考察我们假设的 Model 2 的硬件毛利率水平是否合理，我们通过拆分 FSD 相关的收入，将特斯拉表现的毛利率还原至硬件毛利率，并与传统车企进行对比。2020 年特斯拉硬件毛利率约为 14%-20% 的区间，略低于主机厂 20% 的毛利率中枢，FSD 相关收入影响毛利率 2.5-3 个百分点。
- 4、假设 16 万人民币的 Model 2 推出，那么销量可能达到什么水平？我们将卡罗拉作为标杆（常年位居全球销量第一车型，年销量超过 100 万台），认为电动车时代传统汽车以发动机为核心的强壁垒被打破，而核心三电系统第三方供应居多，汽车硬件的差异性缩小，软件差异性扩大，类比智能手机。对比智能手机和传统汽车的市场集中度，我们认为电动时代汽车市场集中度将提升，Model 2（定位可对标卡罗拉）销量“天花板”有望超过卡罗拉。
- 5、特斯拉跟上海政府的对赌是不是其推出 Model 2 的核心因素？我们测算，仅以现在的 Model 3 和 Model Y 的产能及预期产量，达成税收目标概率较大。因此，税收对赌并非 Model2 推出的核心驱动因素。
- 6、对产业链有哪些影响？Model 2 预期销量大增，利好具有核心竞争力的国产供应商。针对降价压力，Model 2 的国产化率将进一步提升，重点关注有望在 Model2 供应链中提升份额和扩大供应面的供应商，特别是电池、热管理、底盘轻量化、汽车内外饰等环节，如宁德时代、三花智控、拓普集团、银轮股份、星宇股份、福耀玻璃。关注间接受益的宁德上游锂电材料环节，如隔膜龙头恩捷股份、磷酸铁锂正极龙头德方纳米，电解液天赐材料等。此外，对于特斯拉供应商而言，受益于销量增长的影响将远远大于可能的降价的影响，除上述标的，凌云股份、均胜电子、旭升股份、文灿股份等公司将受益。

## 1、特斯拉为何要推出 Model 2：符合特斯拉核心愿景和企业利益

特斯拉肩负清洁能源使命，而非打造豪华品牌。马斯克对特斯拉的定位就不是创立一个豪华汽车品牌（豪华品牌的经营策略是不可能持续降价的），而是肩负清洁能源的使命。那么从这个角度出发，能够实现更多的销量，是特斯拉的首要目标。

图表 1：特斯拉公司愿景

**Tesla's mission is to accelerate the world's transition to sustainable energy.**

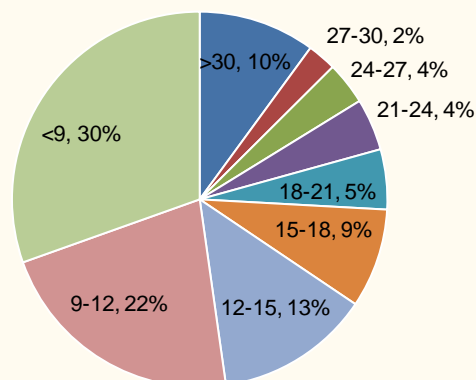
Tesla was founded in 2003 by a group of engineers who wanted to prove that people didn't need to compromise to drive electric - that electric vehicles can be better, quicker and more fun to drive than gasoline cars. Today, Tesla builds not only all-electric vehicles but also infinitely scalable clean energy generation and storage products. Tesla believes the faster the world stops relying on fossil fuels and moves towards a zero-emission future, the better.

来源：特斯拉官网，国金证券研究所

对于软件的盈利模式而言，追求更多的用户数量是核心。从特斯拉的商业模式来看，特斯拉的 FSD 价格持续上涨且目前是 1 万美元，相当于 Model 标准续航版车价的 1/3；此外，马斯克表示未来还将推出 FSD 订阅模式（每月付费使用）。可以看出特斯拉更像软件公司，硬件上薄利多销，扩大终端数量，然后通过辅助驾驶、各种订阅服务等软件盈利。

价格带覆盖市场容量将翻倍。从乘用车销量看，销量占比最大的价格段分别是 9 万元以下（占比 30%）、9-12 万元（占比 22%）、12-15 万元（占比 13%）、30 万以上（占比 10%）。特斯拉车型目前覆盖的价格带为 25 万以上，对应车型销量占比约为 15%。而如果特斯拉推出 16 万元的车型，则价格带覆盖的车型销量占比将提升至 34%，覆盖的市场空间大幅提升。

图表 2：国内乘用车分价位段销量占比



来源：威尔森，国金证券研究所

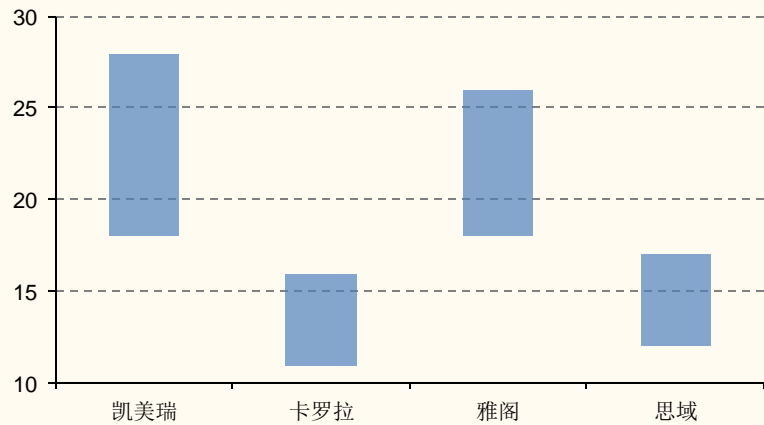
注：此为 2018 年上半年销量数据

## 2、16万售价如何达到？主要来自电池和车身内外饰降价以及压缩毛利率

### 2.1 传统汽车降价路径：发动机、车身内外饰降级

我们以丰田和本田 A 级和 B 级的主力车型：雅阁 vs 思域和凯美瑞 vs 卡罗拉作对比。雅阁和凯美瑞价格区间在 17-28 万元，思域和卡罗拉价格区间在 10-17 万元，A 级和 B 级车价差在 6-12 万元，这部分价差从哪里来？

图表 3：A 级和 B 级车价差（万元）



来源：汽车之家，国金证券研究所

从雅阁 vs 思域和凯美瑞 vs 卡罗拉的配置对比中可以看出，对价差贡献最大的几个因素主要包括：发动机、车身尺寸、内饰材质和其他配置（如车灯、轮胎、电动座椅等），其中最主要是发动机、车身尺寸和内饰材质，预计三者 6-12 万的价差中占到 3.5-5 万元。

图表 4：A 级和 B 级轿车配置详情

	凯美瑞 2019 款 2.0E 领先版	卡罗拉 2019 款 1.2T SCVT Gli 精英版	雅阁 2018 款 260TURBO CVT 精英版 国 VI	思域 2019 款 180TURBO CVT 尚动版 国 VI
厂商指导价	18.98	12.78	18.98	12.99
发动机	2.0L L4	1.2T L4	1.5T L4	1.0T L3
最大马力(PS)	178	116	194	125
最大扭矩(N·m)	210	185	260	173
长×宽×高(mm)	4885×1840×1455	4635×1780×1455	4893×1862×1449	4658×1800×1416
轴距	2825	2700	2830	2700
后悬挂类型	多连杆式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂
轮胎	215/55 R17	195/65 R15	225/50 R17	215/55 R16
前/后排侧气囊	前●/后●	前●/后-	前●/后-	前-/后-
前/后排头部气囊(气帘)	前●/后●	前●/后●	前●/后●	前-/后-
巡航系统		●全速自适应巡航	●定速巡航	-
泊车影像系统		●倒车影像	●倒车影像	●倒车影像
方向盘材质	●皮质	●塑料	●皮质	●塑料
座椅材质	仿皮+真皮	织物	仿皮	织物
主/副驾驶座电动调节	主●/副●	主-/副-	主●/副●	主-/副-
前排座垫倾角调节	●驾驶席	-	●驾驶席	-
前排腰部支撑调节	●驾驶席	-	-	-
后排座椅放倒形式	比例放倒		整体放倒	-

	凯美瑞 2019 款 2.0E 领先版	卡罗拉 2019 款 1.2T SCVT Gli 精英版	雅阁 2018 款 260TURBO CVT 精英版 国 VI	思域 2019 款 180TURBO CVT 尚动版 国 VI
前/后座中央扶手	前●/后●	前●/后-	前●/后●	前●/后-
空调调节方式	●自动	●手动	●自动	●自动
温度分区控制	●双区	-	●双区	●双区
后座出风口	●	-	●	-
近灯光光源	LED	卤素	LED	卤素
远灯光光源	LED	卤素	卤素	卤素
多层隔音玻璃	●前风挡	-	●前风挡 ●前车窗	-
中控台彩色大屏	-	●	●	●
USB/Type-C 接口数量	前 1/后 2	-	-	-
车道保持辅助系统	-	●	-	-
主动刹车/主动安全系统	-	●	-	-

来源：汽车之家，国金证券研究所

图表 5：AB 级车价差分析

	价差（元）	备注
发动机	10000-20000	
车身尺寸	10000	
轮胎	800	15 寸轮胎 vs 17 寸轮胎
内外饰材质	2000-5000	塑料和织物 vs 皮质
座椅调节、气帘等配置	1000-3000	
车灯	1000	卤素 vs LED 灯
其他	-	

来源：汽车之家，国金证券研究所

## 2.2 Model3 的成本构成：预计 BOM 成本 18 万元左右

Model3 可以看做 Model 2 的高一级的车型，那么首先我们分析 Model 3 的成本构成。

Model 3 成本拆分思路：从特斯拉报表中测算特斯拉整体硬件毛利率→估计国产 Model 3 毛利率→测算国产 Model 3 折旧人工成本→倒推出 Model 3 BOM 成本。

从特斯拉披露的公告中，2020 年四个季度，公司汽车销售毛利率（去除 regulatory credits 的收入）在 17%-23%之间；但这包含了 FSD 等软件确认的收入，我们扣除 FSD 确认的收入（具体 FSD 拆分过程详见后面章节），估计特斯拉整体硬件的毛利率约为 14%-20%。由于国产特斯拉 model3 成本更低，我们预计毛利率或在 25%左右。同时考虑折旧和人工，预计 model3（标准续航版）单车 BOM 成本约为 18.3 万元。

**图表 6：特斯拉 model3 标准续航版 BOM 测算**

项目	价格（元）
补贴后售价	249,900
补贴前售价	265,740
预期毛利率	25%
对应单车成本	199,305
其中：折旧	14,000
人工	2,000
预期 BOM 成本	183,305
预期 BOM 成本/售价	69%

来源：特斯拉网官网，国金证券研究所

注：均为含增值税价格

通过拆分 Model 3 BOM 成本可以看出，其中电池组占最高，占到 BOM 成本的 29%，其次是车身及内外饰（部分车身及内外饰成本归入其他），这部分占到 BOM 的 47%，也是传统车型降级中降价空间最大的部分。

**图表 7：model3 标准续航版 BOM 成本拆分（元）**

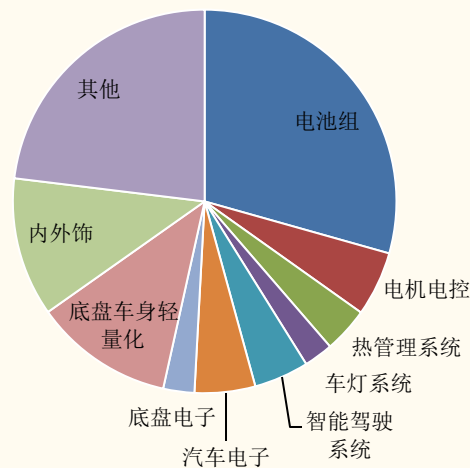
	价格下限	价格上限
<b>预期 BOM 成本</b>	<b>183,053</b>	<b>183,053</b>
电池组	53,265	53,765
电机电控	10,000	10,000
热管理系统	6,500	7,000
车灯系统	4,250	4,500
智能驾驶系统	7,462	8,462
汽车电子	7,800	9,360
底盘电子	4,800	4,800
底盘车身、轻量化相关	21,000	21,500
内外饰	20,440	21,440
其他	47,537	42,227

来源：国金证券研究所测算

注：电池采用 55KWH 磷酸铁锂电池



图表 8: model3 BOM 成本结构



来源：国金证券研究所

### 2.3 Model 3 降价实现路径：主要来自电池降价及车身内外饰减配

类似传统汽车从 B 级车到 A 级车的降价路径分析，我们评估 Model 3 各部分降价路径及空间。

测算思路：考察 model3 BOM 成本各组成部分估计各个模块降价路径及空间 → 测算 model2 BOM 成本 → 测算人工及折旧成本 → 假定硬件毛利率倒推出售价。

我们考察 model3 BOM 成本各项，推测 Model3 的降本路径及空间。当前 model3 的成本拆分主要基于 2020 年出售的车型，材料成本主要基于 2019 年和 2020 年。考虑特斯拉上海工厂从开工到车辆交付历时 12 个月左右，而目前尚无 model 2 工厂建设的明确时间表，我们预计 Model2 上市时间大概率将晚于 2022 年底，因此我们对于 BOM 成本假设主要基于 2022 年。

**电池组：**model3 标准续航版目前由宁德时代提供的磷酸铁锂电池，我们预计在 model2 上特斯拉也不会因为节省成本而牺牲续航里程（马斯克因 Model Y 标准续航版无法达到特斯拉的卓越标准而暂时将其下架），电池组的降价空间主要来自电池成本下降，考虑 2020Q4 及 2021Q1 上游原材料涨价，假设累计降价空间为 10%。

**电机电控：**目前 model3 单电机功率为 202KW，假设 model2 单电机功率为 150KW（对比：比亚迪汉 EV 单电机功率为 163KW），成本下降 20%。

**热管理系统：**假设 model3 采用 PTC 加热而非热泵，成本节省约 1500 元。

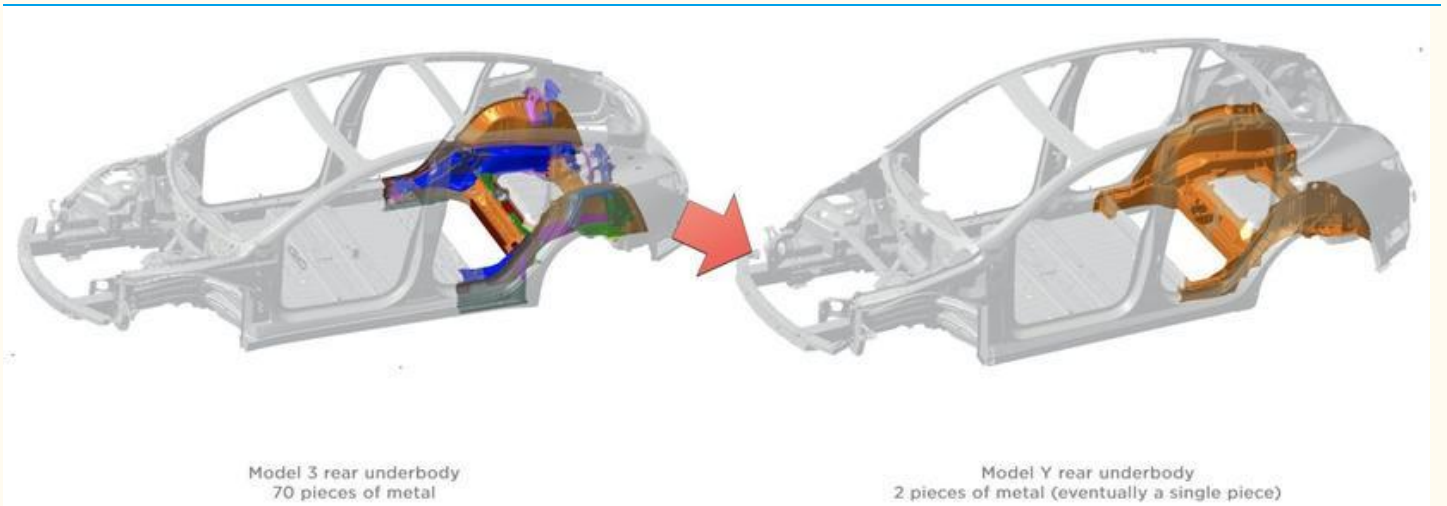
**车灯系统：**由当前的 LED 灯部分降级为卤素灯或其他方式减配，节省 10% 的成本；

**汽车电子&底盘电子：**假设成本下降 5%；

**车身、内外饰及其他：**这部分成本下降空间较大，主要来自车身降级、内饰从真皮将为织物、刹车系统降级、轮胎降级、一体化压铸等等，这部分合计降价空间为 2.6 万元。

**一体化压铸或成为车身降本的重要途径之一。**特斯拉首次在 Model Y 上尝试使用一体压铸结构件，大型压铸机将 Model 3 后底板所需的 70 个零部件，通过一体压铸，在 Model Y 上只需要 2 个零件，并最终减少至 1 个零件。通过一体化压铸，特斯拉将节省生产时间、节省生产线成本（70 个零部件所需的模具、机械臂、传输线等成本）、节省人力成本。制造咨询公司 Harbour Results 总裁 Laurie Harbour 指出，这大约可以为特斯拉节省 20% 的劳动力成本。

图表 9：特斯拉 Model Y 一体化压铸



来源：Electrek, 国金证券研究所

结合上述测算内容，Model2 预期 BOM 成本为 14.7 万元。考虑到 2017 年 Q3 model3 上市，特斯拉汽车销售毛利率（扣除 regulatory credits、包含 FSD 确认的收入）由前期的 25%左右下降至 15%-19%，我们假设特斯拉在 Model 2 上市初期将毛利率预期下降至 15%，则对应的补贴后售价降至 16.5 万元。

图表 10：Model2 降价空间及实现路径（元）

	Model 3		降价幅度	降价空间
	价格区间下限	价格区间上限		
补贴后售价	249,900	249,900		164,631
补贴	15,840	15,840		15,840
补贴前售价	265,740	265,740		180,471
预期毛利率	25%	25%		15%
对应单车成本	199,305	199,305		153,401
其中：折旧	14,000	14,000		4,444
人工	2,252	2,252		2,252
预期 BOM 成本	183,053	183,053		146,705
<b>BOM 成本拆分：</b>				
电池组	53,265	53,765	10%	5,351
电机电控	10,000	10,000	20%	2,000
热管理系统	6,500	7,000	22%	1,500
车灯系统	4,250	4,500	10%	438
智能驾驶系统	7,462	8,462	0%	-
汽车电子	7,800	9,360	5%	429
底盘电子	4,800	4,800	5%	240
底盘车身、轻量化相关	21,000	21,500	20%	4,250
内外饰	20,440	21,440	20%	4,188
其他	47,537	42,227	40%	17,953

来源：国金证券研究所测算

注：电池采用 55KWH 磷酸铁锂电池

## 2.4 剔除 FSD 相关收入，还原 2020 年特斯拉硬件毛利率约 14-20%

因成本预测中涉及假设特斯拉硬件毛利率，为了确保我们的假设和公司实际硬件毛利率偏差不大，我们剔除 FSD 等软件收入以还原其真实的硬件毛利率。

因为特斯拉汽车销售收入中包含了 FSD 收入，为了获取特斯拉硬件的真实盈利水平，需要剔除 FSD 确认的收入。由于特斯拉报表中并没有单列 FSD 相关的收入，因此，估计 FSD 安装率成为计算 FSD 收入的关键一步。

#### 特斯拉 FSD 的收入确认规则：

由于消费者购买 FSD 时，FSD 功能还未成熟，后续还将持续更新并推出新的功能，因此购置 FSD 的售价并不能在当期全部确认收入，而会产生递延收入。

初始确认：当消费者购买 FSD 时（目前美国售价已经涨至 1 万美元，国内为 6.4 万人民币），当期确认 FSD 售价的一半计入当期收入（5000 美元），剩余部分将导致递延收入（资产负债表中的负债项，类似余额的概念）增加 5000 美元。

后续确认：当 FSD 进行功能升级时，则将确认部分递延收入，比如 2019 年 Q3，FSD 新增功能 Smart Summon（智能召唤），在当季度确认了 3000 万美元的递延收入；2020Q2，FSD 推出交通灯及停止标识识别功能，当期确认 4800 万美元的递延收入。

在此明确几个概念：

- 1、递延收入是资产负债表中的负债项，可以理解为余额的概念；
- 2、递延收入的增加仅来自 FSD 的销售，增加值为售价的一半；而 FSD 的销售又来自于两部分：汽车销售时即激活 FSD 和汽车购买后通过 OTA 升级激活 FSD；递延收入的减少，来自当期递延收入的确认。（不考虑其他调整）
- 3、当期收入中关于 FSD 的包括两部分：当期 FSD 销售确认的 50%的收入和存量 FSD 升级确认的递延收入的部分。

假设 FSD 售价为 P0，当期 FSD 功能升级单车确认的递延收入为 P1，上一期为 t，当期 t+1，则：

公式一：递延收入 (t+1) = 递延收入 (t) + 当期销量 \* FSD 选购率 \* P0 \* 0.5 + 存量未激活的特斯拉汽车（具备 FSD 硬件） \* 当期存量激活率 \* P0 \* 0.5 - 累计 FSD 销量 \* P1。

公式二：特斯拉累计汽车销量（具备 FSD 硬件） \* FSD 存量整体激活率 \* P0 \* 0.5 = FSD 当期递延收入余额 + 前期累计的因功能升级确认的递延收入。

特斯拉产生递延收入的业务主要有

1. 充电桩、FSD、OTA 相关的汽车销售
2. 汽车积分
3. 直接运营租赁
4. 带有再出售价格保障及回购选择的租赁
5. 服务与其他
6. 能源产生与储能出售
7. 能源产生及储能租赁

我们将特斯拉披露的各业务的递延收入加总，和资产负债表中的递延收入-流动负债和递延收入-非流动负债之和对比，基本匹配。其中，充电桩、FSD、OTA 相关的汽车销售业务是递延收入的最主要来源，2020 年占到递延收入的 70%，且占比持续提升。

**图表 11：特斯拉递延收入构成（百万美元）**

产生递延收入的项目	2020	2019	2018	2017	2016	2015
充电桩、FSD、OTA 相关的汽车销售	1926	1472	883	499	291	138
汽车积分	21	140	0	0		
直接运营租赁	293	218	110	97	67	26
带有再销售价格保障及回购选择的租赁	11	29	93	340	289	121
能源产生与储能出售	187	156	149	124		
能源产生及储能租赁	206	226	225	207	268	
服务与其他						
<b>合计</b>	<b>2644</b>	<b>2241</b>	<b>1460</b>	<b>1267</b>	<b>915</b>	<b>285</b>
递延收入-流动负债	1,458	1,163	630	1,015	763	424
递延收入-非流动负债	1,284	1,207	991	1,178	852	446
<b>合计</b>	<b>2,742</b>	<b>2,370</b>	<b>1,621</b>	<b>2,193</b>	<b>1,615</b>	<b>870</b>

来源：特斯拉公告，国金证券研究所

由于特斯拉没有单独披露 FSD 产生的递延收入，我们无法直接从定期报告的信息。有关 FSD 递延收入的信息主要包括：

1. 根据特斯拉 CFO Zachary Kirkhorn 披露，截止 2020 年 Q1，特斯拉的 FSD 递延收入已经超过 6 亿美元；
2. 2019 年 Q3，FSD 新增功能 Smart Summon（智能召唤），在当季度确认了 3000 万美元的递延收入；
3. 2020Q2，FSD 推出交通灯及停止标识识别功能，当期确认 4800 万美元的递延收入。

因此，选取 2020Q1 作为参考点，假设 2019Q3 之前因新增功能确认的递延收入相对较少，则根据公式二，可以计算 FSD 存量整体激活率为 25%。由于 2019Q3 之前可能存在因新增功能确认的递延收入，因此实际的 FSD 存量整体激活率高于 25%。

**图表 12：FSD 激活率测算**

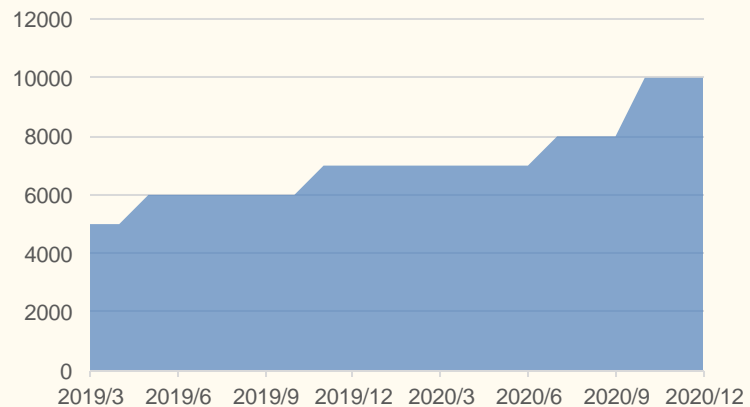
<b>FSD 递延收入（百万美元）</b>	<b>600</b>
前期转换为收入的 FSD 递延收入（百万美元）	30
FSD 累计递延收入（百万美元）	630
单台车确认的递延收入（美元）	3000
累计激活 FSD 的汽车数量	210000
特斯拉累计汽车销量	827,091
FSD 整体激活率	25.4%

来源：特斯拉业绩交流会，国金证券研究所

根据 Tesmanian，在 2019 年，有消息称特斯拉 FSD 套件激活率已超 27%，和我们的测算结果接近。同时，我们预计 2020 年美国/海外的 FSD 激活率进一步提升，主要有以下几个原因：

- 1、FSD 功能在 2020 年进行了多次升级，包括推出交通灯及停止标识识别功能等；
- 2、特斯拉多次提升 FSD 价格，如果 FSD 销售状况不佳，马斯克不会大幅提升 FSD 价格。

图表 13: FSD 价格持续攀升 (美元)



来源: 特斯拉官网, 国金证券研究所

此外, 由于 2020 年国产特斯拉在国内销售, 在 2020Q4 业绩交流会上, 马斯克表示, 中国地区 FSD 的选装率仅为 1-2%, 远远低于其他地区, 因此将国内地区 FSD 的需安装率单独考虑。

图表 14: 2020 年 FSD 确认收入测算 (辆、百万美元)

	2019 合计	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 合计
特斯拉汽车销量	367,656	88,496	90,891	139,593	180,667	499,647
海外购车 FSD 选配率	27%	27%	30%	35%	35%	33%
海外汽车销量	367,656	71,816	60,765	104,878	123,114	360,573
国内购车 FSD 选配率	0	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
国内汽车销量	0	16,680	30,126	34,715	57,553	139,074
海外 FSD 选配量	99,267	19,390	18,230	36,707	43,090	117,417
国内 FSD 选配量	-	250	452	521	863	2,086
<b>FSD 选配量</b>	<b>99,267</b>	<b>19,641</b>	<b>18,681</b>	<b>37,228</b>	<b>43,953</b>	<b>119,503</b>
FSD 保有量	199,421	219,061	237,743	274,971	318,924	
累计销量	738,595	827,091	917,982	1,057,575	1,238,242	
潜在升级用户		603,776	675,986	778,351	915,065	
升级率		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
<b>FSD 升级销量</b>		<b>6,038</b>	<b>6,760</b>	<b>7,784</b>	<b>9,151</b>	<b>29,732</b>
FSD 平均价格 (美元)	6000	7000	7000	8000	10000	
FSD 收到现金	596	136	128	294	431	988
FSD 销售确认收入	298	68	64	147	215	494

来源: 特斯拉定期报告, 国金证券研究所

注: 简单起见, 特斯拉销量中包括了租赁车辆; 累计销量统计 2016 年 Q4 特斯拉发布 HW2.0 硬件版本以来的销量。

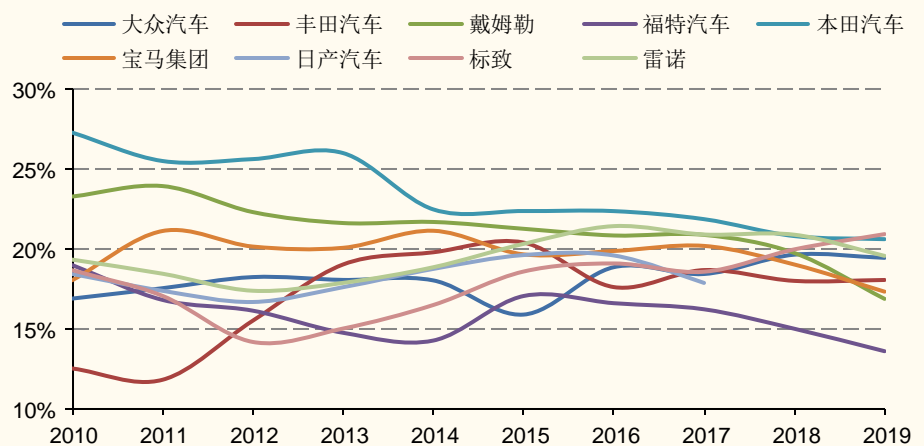
通过测算, 剔除 FSD 相关收入后, 2020 年特斯拉硬件毛利率为 14%-20% 的区间, FSD 相关收入影响毛利率 2.5-3 个百分点。这个毛利率区间已经接近但仍小幅低于传统主机厂的毛利率水平 (毛利率中枢为 20% 附近)。

图表 15: 特斯拉汽车硬件毛利率测算

	2020-Q1	2020-Q2	2020-Q3	2020-Q4
汽车销售收入	4,893	4,911	7,346	9,034
regulatory credits	354	428	397	401
去除 credits 销售收入	4,539	4,483	6,949	8,633
credit 收入占比	7.2%	8.7%	5.4%	4.4%
汽车销售成本	3,699	3,714	5,361	6,922
汽车销售毛利	840	769	1,588	1,711
毛利率	18.5%	17.2%	22.9%	19.8%
FSD 销售确认收入	68	64	147	215
充电桩、FSD、OTA 等相关递延收入当期确认的收入	57	92	74	60
汽车硬件销售收入	4,414	4,327	6,728	8,358
汽车硬件销售毛利率	16.2%	14.2%	20.3%	17.2%

来源: 特斯拉定期报告, 国金证券研究所

图表 16: 传统汽车主机厂毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3、Model2 销量预期? 销量“天花板”有望超越丰田卡罗拉

#### 3.1 Model 2 销量“天花板”有望超越丰田卡罗拉

**10-20 万区间容易出爆款。**观察最近 7 年全球销量前十的车型, 大部分车型价格集中在 10-20 万元 (2-3 万美元)。如常年霸榜全球销量第一的卡罗拉, 以及 RAV4, CR-V, 思域, 途观, 凯美瑞, 高尔夫等等。过去 7 年全球销量前十的车型, 均在这个范围内或者跟这个价格段有重叠。

图表 17：全球销量前十的车型（万辆）

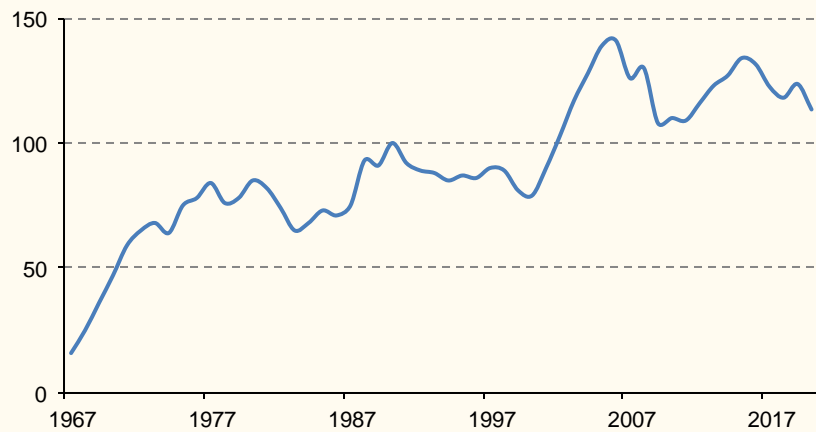
车型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	美国售价：万美元	国内售价：万元
丰田卡罗拉	135.2	133.9	131.6	122.5	118.1	123.6	113.4	1.98-2.57	10.98-15.98
丰田RAV4	64.3	67.6	72.4	80.7	83.8	93.2	97.2	2.61-3.60	17.48-25.88
福特F系列	90.7	92.0	99.4	107.7	108.1	107.0	96.8	2.89-7.43	
本田CR-V	71.1	69.7	75.2	74.8	74.8	81.9	70.0	2.54-3.52	16.98-27.68
本田思域			66.9	81.9	82.3	82.1	69.8	2.11-4.40	11.99-16.99
雪佛兰索罗德	58.3	67.0		66.1		64.4	63.8	2.85-5.71	
道奇RAM						73.2	60.7	0.81-2.32	
大众途观				70.3	79.1	74.1	60.7	2.52-3.91	21.58-30.59
丰田凯美瑞	77.0	75.4	66.1		66.1	69.1	59.3	2.50-3.55	17.98-27.98
日产奇骏					88.8		56.8	2.57-3.68	18.88-27.33
大众高尔夫	92.3	104.1	99.1	95.3	79.0	68.8		2.32-2.40	12.98-16.58
福特福克斯	102.6	82.7	73.5	67.2				1.30-2.88	10.88-15.38
大众Polo	73.8	69.8	70.4	65.6	72.6			1.93	9.99-12.39
现代伊兰特	93.0	74.7	78.8					1.97-2.55	9.98-14.18

来源：Focus2move，国金证券研究所

注：棕色为销量前五的车型

全世界最畅销的车型卡罗拉年销量超 100 万台。丰田卡罗拉自 1966 年推出以来，全球累计销量已经接近 5000 万辆（4925 万辆），其销量峰值为 2006 年的 141 万辆，占当年全球乘用车销量的 2.9%。

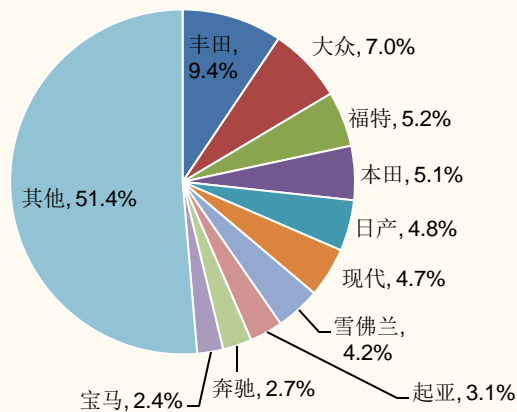
图表 18：丰田卡罗拉全球历史销量（万辆）



来源：丰田官网，国金证券研究所

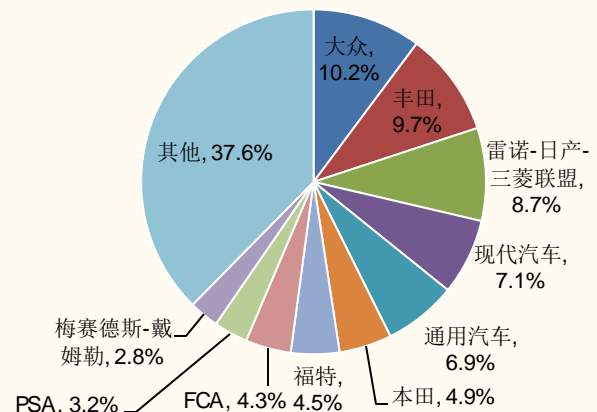
传统汽车是一个集中度不高的消费品市场。汽车作为一种消费品，消费者选购汽车会考虑包括外形、安全性、价格、配置等多方面因素，因此单个车型或者单个品牌市占率不会特别高。即使是全世界最畅销的车型，其市占率也仅为 2.9%。单一品牌全球市占率最高的丰田仅为 9.4%（2019 年），即使按照集团口径（一个集团可能包含多个子品牌），排名第一的大众集团（旗下包含大众、奥迪、斯柯达、保时捷等品牌）市占率也仅为 10.2%。

图表 19: 2019 年全球汽车销量按品牌分类



来源: Focus2move, 国金证券研究所

图表 20: 2020 年全球汽车销量按集团分类



来源: Focus2move, 国金证券研究所

**电动化将提升汽车品牌市场集中度。**因为较多因素影响消费者购车的选择，因此汽车品牌相对较为分散。但是我们认为，汽车电动化会提升汽车品牌的市场集中度。主要原因在于：

- 1、燃油车三大件：发动机、变速箱、底盘。其中最为关键的发动机均为主机厂自研，不同品牌之间差异性较大，变速箱部分主机厂选择自主研发，变速箱、底盘的调教匹配也和发动机息息相关，因此，汽车的动力、油耗直接由发动机决定，操控、乘坐舒适性也和发动机相关。因此，主机厂自研发动机，是造成汽车品牌集中度不高的重要原因。
- 2、到了电动车时代，电机的技术壁垒远低于发动机，且目前电机多为第三方配套；电动车只需要非常简单的变速器（减速器），电驱动往往也是第三方配套；电池环节则更多的是第三方配套。因此，各个主机厂配套的三电系统之间的差异被大幅缩小。

汽车硬件之间的差异被缩小，那么进入软件定义汽车，汽车的软件属性更强后，其市场集中度是区域集中的。我们可以对比智能手机的例子来做参考。

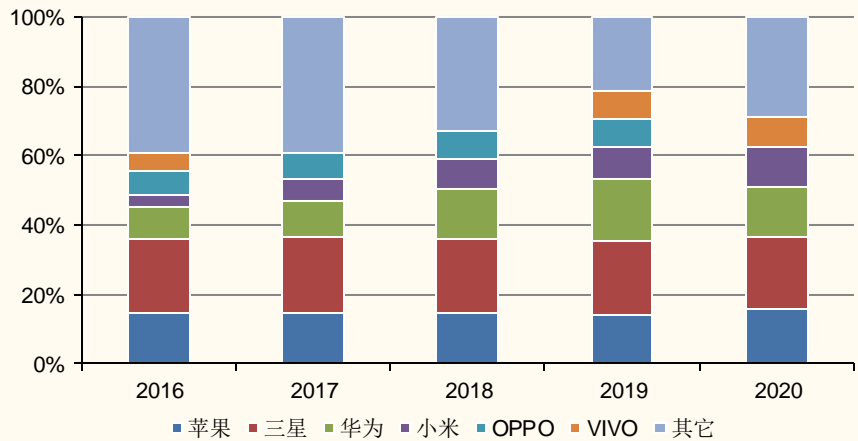
**智能手机行业的市占率明显比汽车行业高。**出货量连续多年第一的三星，市占率保持在 20% 以上的，智能手机 CR5 的市场份额在 60%-70% 左右。手机行业和汽车行业集中度的差异主要来自：

- 1、购买汽车考虑的因素更多，安全、空间、内饰、操控、舒适性等都是选购汽车的重要考虑因素，而类似的功能在手机上基本没有。**功能多样化的差异会显著影响消费品的市场集中度**，这点在手机上也同样适用，在功能机时代，手机承载的功能只有打电话、发短信，手机品牌的集中度非常高，诺基亚市占率接近 40%。
- 2、更为重要的是，汽车的关键零部件（发动机）是主机厂自研，而手机的绝大部分关键零部件均为外购（芯片领域只有苹果一直坚持自研，华为后来才自研出芯片）。关键零部件外购导致不同手机主机厂的硬件差异没有实质性壁垒（手机厂商理论上都可以去选用最好的处理器、最好的摄像头，但汽车厂商不可能选用别家的发动机）。

基于上述原因，我们预计在 10 年内，随着消费者对电动车的接受度大幅提升，Model 2 的销量预期有望超越卡罗拉。

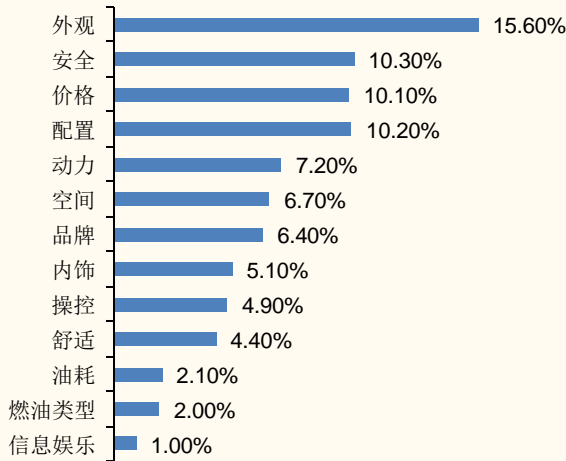


图表 21：全球智能手机出货量份额占比



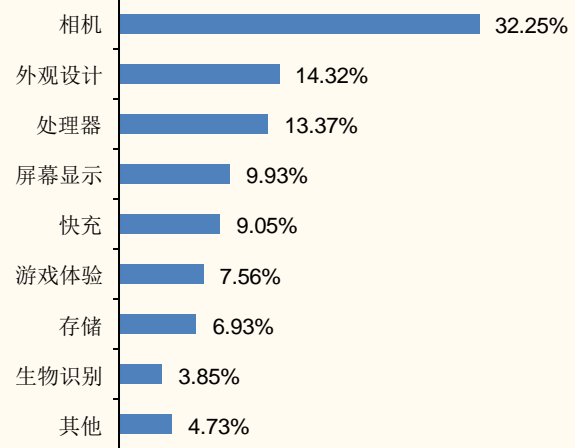
来源：IDC，国金证券研究所

图表 22：消费者购车时主要考虑因素



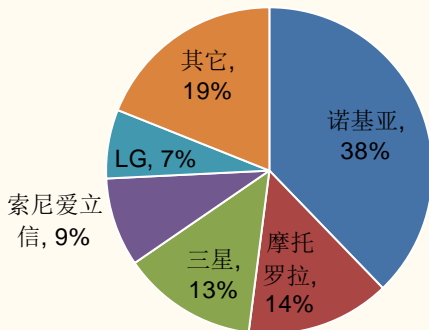
来源：巨量引擎，国金证券研究所

图表 23：消费者购买手机主要考虑因素



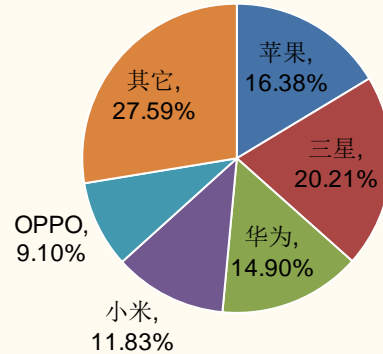
来源：ZDC，国金证券研究所

图表 24：功能机时代品牌集中度（2007 年）



来源：IDC，国金证券研究所

图表 25：智能手机时代品牌集中度（2020 年）



来源：IDC，国金证券研究所

### 3.2 跟上海政府的对赌：并非 Model2 推出的核心驱动因素

根据特斯拉公告，特斯拉上海超级工厂从 2023 年年底起，每年须纳税 22.3 亿元，如果不能达成这一条件，则必须归还相应土地。同时，特斯拉还必须在未来 5 年在上海工厂投入人民币 140.8 亿元的资本支出。根据网易新闻，特斯拉上海工厂计划总投资 500 亿元，其中一期投资 160 亿元，因此 140 亿的资本支出容易实现。为了在 2023 年以后达到每年 22.3 亿元的税收，我们测算不考虑关税的情况下，需要特斯拉上海 Model 3 和 Model Y 的销量合计达到 41.4 万台。根据特斯拉 2020Q4 披露，目前上海工厂 Model 3 和 Model Y 的产能已经分别提升至 25 万台和 20 万台。若上海特斯拉工厂满产，则达到税收目标概率较大。

**图表 26：特斯拉上海税收测算（万元、辆）**

Model3 补贴前售价	26.574
Model Y 补贴前售价	33.99
Model 3&Y 平均售价	30.28
考虑降价后售价	25.33
扣除增值税售价	22.42
预计利润率	10%
所得税率	24%
消费税率	0%
购置税率	0%
单台税收	0.54
税收目标	223,000
税收目标对应销量	414,513

来源：特斯拉公告，国金证券研究所，注：不考虑关税

那么，短期 Model 3 和 Model Y 国内销量会到什么水平？特斯拉上海产能是否实现满产？考虑到特斯拉上海工厂部分会出口亚太地区，我们将国内 Model3 和 Model Y 的销量目标调低至 20 万台和 15 万台。参照国内 2020 年汽车车型销量，考虑到 2020 年 Model 3 销量 14 万辆，已经接近 BBA 对应车型销量，我们认为 2023 年后销量超越 BBA 对应车型是大概率事件，同时考虑到降价后的 Model 3 入门版降至 22 万元左右，接近雅阁、凯美瑞主力车型价格区间，同时考虑 2-3 年后消费者对电动车接受度提升，Model 3 销量超越雅阁凯美瑞或有较大可能。同理，Model Y 销量也将对标荣放、途观 L 等车型，销量超过 15 万辆。这也和特斯拉公告中的描述契合（We believe the capital expenditure requirement and the tax revenue target will be attainable even if our actual vehicle production was far lower than the volumes we are forecasting）。因此，2023 年后，考虑消费者对电动车接受度提升，仅 Model 3 和 Model Y 的销售就大概率能达成上海特斯拉的税收目标。

**图表 27：2020 年国内车型销量排行**

排名	车型		销量 (辆)	厂商	售价 (万元)
4	卡罗拉	轿车	343417	一汽丰田	10.98 - 15.98
6	速腾	轿车	299839	一汽-大众	12.89 - 19.29
9	本田 CR-V	SUV	254478	东风本田	16.98 - 27.68
11	思域	轿车	234479	东风本田	11.99 - 16.99
14	雅阁	轿车	210576	广汽本田	17.98 - 25.98
16	凯美瑞	轿车	185140	广汽丰田	17.98 - 27.98
19	RAV4 荣放	SUV	174940	一汽丰田	17.48 - 25.88
20	奥迪 A6L	轿车	171561	一汽-大众奥迪	40.98 - 65.38
21	途观 L	SUV	170208	上汽大众	21.58 - 31.18
32	宝马 3 系	轿车	154324	华晨宝马	29.39 - 40.99
33	奔驰 C 级	轿车	152300	北京奔驰	30.78 - 47.48
38	奥迪 Q5L	SUV	144648	一汽-大众奥迪	38.78 - 49.80
42	奥迪 A4L	轿车	130906	一汽-大众奥迪	30.58 - 39.68

来源：汽车之家，国金证券研究所

### 3.3 产业链影响：预期销量大增，利好具有核心竞争力的国产供应商

特斯拉的核心竞争力：

一、极强的成本管控能力：具体体现在：（1）当年很多传统汽车都有尝试做电动车，但没有大规模生产，其中最主要的原因是成本太高。成本高的原因主要是电动车的供应链非常不完善。当年特斯拉从 roadster 量产的过程中，差点倒闭，也是因为成本大幅超出预期。当时马斯克之所以能够力挽狂澜，很重要的一个原因是通过很多创新手段压缩成本，比如为了压缩 FSD 芯片成本，花了 1.5 亿美金自研芯片，将每个 FSD 芯片的成本降低 90 美元。（2）当前特斯拉的供应链管理相对于传统企业来讲非常激进。这也是特斯拉国产化率迅速提升、持续降价的根本原因。

二、智能驾驶的研发处于领先地位。目前特斯拉 FSD beta 版本已经实现交通信号灯识别，在基于视觉识别领域的辅助驾驶领域处于领先地位。

三、特斯拉的创业愿景及人格魅力，吸引优秀的人才加入。

特斯拉引领软件定义汽车的潮流，对于软件公司来讲，最关键的是获取最多的终端使用自己的软件，并基于此探索更多潜在的盈利模式。如果特斯拉推出 Model 2，价格区间拉低至 16 万元左右，价格带覆盖的车型销量占比将提升一倍，将大幅拓展特斯拉汽车终端的销量预期。

对其他主机厂的影响：

1、进一步挤压传统燃油车的生存空间。传统主机厂盈利较好的如丰田、宝马，净利率在 7%、8% 左右，还有一些微利甚至亏损，假设面对电动车和混动车的冲击，假设售价下降 10%，销量下滑 10%，营业成本和销量下滑幅度一致（此为乐观估计，因为销量下滑毛利率将受损），各种费用不变（海外研发销售生产人员裁员成本高、难度大），则主机厂将立即陷入亏损（法拉利是例外）。在电动化和混动化的趋势下，传统主机厂面临洗牌。同时传统主机厂面临两难：加大对电动车的研发力度，则短期面临巨额的研发支出（大众研发 MEB 平台投入 70 亿美元，宣称 5 年投入 600 亿欧元用于研发电动化技术）；若不加大对电动车的研发，则有可能就此掉队。另外，主机厂上市公司普遍 PB 低于 1，股权融资也相对较难。

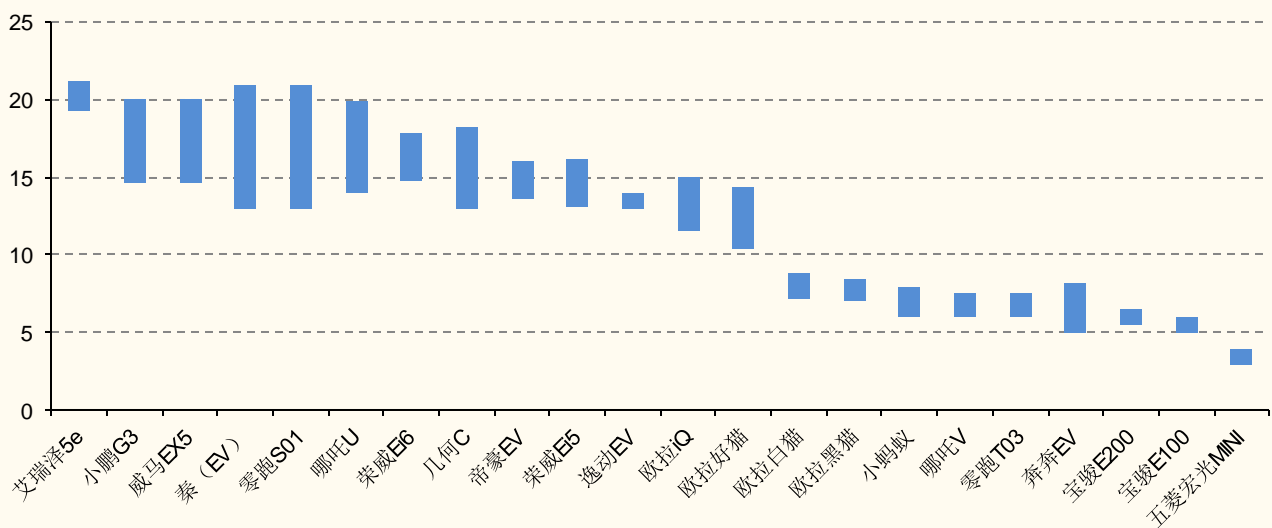
2、造车新势力或将降价以应对 Model 2 的挑战。但造车新势力背后往往有众多 VC PE，或者已经上市且估值较高，融资相对容易，投资者对其短期亏损的容忍度更高。

图表 28: 主流汽车公司盈利情况压力测试 (2019 年, 百万美元)

公司	收入	成本	毛利率	毛利	各种费用	税前利润	税前利润率	售价下降幅度	销量下降幅度	税前利润	税前利润率
大众汽车	283,026	227,972	19.5%	55,054	34,490	20,564	7.3%	10.0%	10.0%	-10,413	-4.5%
丰田汽车	276,881	226,855	18.1%	50,026	23,885	26,141	9.4%	10.0%	10.0%	-3,781	-1.7%
戴姆勒	193,528	160,854	16.9%	32,674	28,383	4,291	2.2%	10.0%	10.0%	-16,394	-10.5%
福特汽车	155,900	134,693	13.6%	21,207	21,847	-640	-0.4%	10.0%	10.0%	-16,792	-13.3%
本田汽车	138,126	109,639	20.6%	28,487	21,180	7,308	5.3%	10.0%	10.0%	-7,973	-7.1%
宝马集团	116,747	96,511	17.3%	20,236	12,262	7,974	6.8%	10.0%	10.0%	-4,557	-4.8%
日产汽车	91,389	78,105	14.5%	13,284	18,585	-5,301	-5.8%	10.0%	10.0%	-14,854	-20.1%
标致	83,722	66,191	20.9%	17,531	12,686	4,844	5.8%	10.0%	10.0%	-4,444	-6.6%
雷诺	62,219	50,039	19.6%	12,180	10,317	1,863	3.0%	10.0%	10.0%	-4,955	-9.8%
马自达	31,733	24,826	21.8%	6,907	6,451	456	1.4%	10.0%	10.0%	-3,091	-12.0%
三菱汽车	21,002	17,880	14.9%	3,122	3,087	35	0.2%	10.0%	10.0%	-2,167	-12.7%
法拉利	4,220	2,023	52.1%	2,197	1,217	981	23.2%	10.0%	10.0%	381	11.2%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 20 万元以下纯电动车 (万元)



来源: 汽车之家, 国金证券研究所

**预期销量大增, 利好具有核心竞争力的国产供应商。**由于 Model 2 的价格向下渗透到 16 元附近, 我们预计 Model2 的销量将远高于 Model 3 和 Model Y, 特斯拉的供应链将享受销量的大幅增长。针对降价压力, Model 2 的国产化率将进一步提升, 重点关注有望在 Model2 供应链中提升份额和扩大供应面的供应商, 特别是电池、热管理、底盘轻量化、汽车内外饰等环节, 如宁德时代、三花智控、拓普集团、银轮股份、星宇股份、福耀玻璃。关注间接受益的宁德上游锂电材料环节, 如隔膜龙头恩捷股份、磷酸铁锂正极龙头德方纳米, 电解液天赐材料等。此外, 对于特斯拉供应商而言, 受益于销量增长的影响将远远大于可能的降价的影响, 除上述标的, 凌云股份、均胜电子、旭升股份、文灿股份等公司将受益。

**图表 30：特斯拉相关标的的盈利预测及估值**

	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)				净利润增速		
		2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
三花智控	718	46.85	36.70	31.15	14.21	15.32	19.55	23.03	8%	28%	18%
拓普集团	362	58.52	34.03	25.87	4.56	6.19	10.65	14.01	36%	72%	32%
银轮股份	84	26.25	17.73	14.25	3.18	3.20	4.74	5.90	1%	48%	24%
星宇股份	529	45.71	38.16	30.54	7.90	11.57	13.86	17.32	46%	20%	25%
福耀玻璃	1,111	41.74	29.98	24.51	28.98	26.63	37.07	45.34	-8%	39%	22%
宁德时代	7,373	139.50	93.14	68.94	45.60	52.85	79.16	106.95	16%	50%	35%
恩捷股份	1,033	92.58	60.47	43.30	8.50	11.16	17.08	23.86	31%	53%	40%
德方纳米	104	646.95	60.57	36.96	1.00	0.16	1.72	2.82	-84%	968%	64%
天赐材料	459	67.28	47.54	39.17	0.16	6.82	9.65	11.71	4078%	42%	21%
凌云股份	65	64.33	16.12	11.50	-0.70	1.01	4.03	5.65	-	299%	40%
均胜电子	249	95.40	20.05	15.06	9.40	2.61	12.43	16.55	-72%	376%	33%
旭升股份	144	44.05	28.89	22.30	2.07	3.27	4.98	6.46	58%	52%	30%
文灿股份	55	52.42	15.15	10.61	0.71	1.05	3.64	5.20	48%	246%	43%

来源：Wind，国金证券研究所

注：盈利预测来自 Wind 一致预测。

#### 风险提示：

**Model 2 是否推出仍具有不确定性：**虽然马斯克和特斯拉中国区管理层表示过要推出更为廉价的车型，但车型最终推出与否、何时推出仍有一定不确定性。

**Model 2 销量不及预期：**虽然 Model 3 在国内和全球已经有不错的销量数据，但 Model 2 的价格带面临更多车型的竞争，且这部分消费者更加注重性价比、耐久性、保值率等因素，Model 2 销量能否超越传统车型，仍面临考验。

**供应商被替换或者分包的风险：**随着电动化的趋势深入人心，传统汽车供应商将在电动车领域投入更多精力，并谋求进入特斯拉供应体系，现有供应商有被替代或者分包的风险。

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402