行业研究

行业研究周报

申港证券股份有限公司证券研究报告

特斯拉以价换量 或重塑中高端电动车市场格局

——汽车行业研究周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈：特斯拉以价换量 或重塑中高端电动车市场格局

2022 年特斯拉共交付 131.4 万辆，同比增长 40.3%，这与公司 2022 年初设立的 150 万辆年销量目标和 50%的增长率目标存在一定差距。特斯拉上海工厂全年交付 71.1 万辆，同比增长 50.3%。但整体销售增速落后于我国新能源汽车市场平均增速。**2022 年下半年，特斯拉全球库存开始增加，**产量远高于销量。这也与目前提车周期有所缩短相符合。

销量增长放缓，产能闲置、工厂减产将不可避免。我们预计 2023 年特斯拉年产能有望达到 235 万辆，大幅高于目前的销售情况。**特斯拉股价下滑也能反映这一趋势，**我们认为主要原因有两点：现有车型 Model 3 和 Model Y 车型较老，缺乏竞争力；CEO 马斯克为收购 Twitter 大额减持。

以价换量和提升产品竞争力成为特斯拉的选择。1 月 6 日，特斯拉中国宣布调价，五款车型均已来到历史最低价。展望 2023 年，全新 Model S 和 Model X 将在上半年开启交付，Model 3 将迎来中期改款，产品力将有所上升。

我们认为特斯拉最大的护城河为其较高的毛利率水平。特斯拉汽车毛利率为 27.26%，降价后仍存在较大盈利空间。在其他新能源产品价格上涨的同时，特斯拉有底气逆势降价，抢占更大市场份额。本次降价后，20-30 万价格区间的新能源车型将受到明显影响，包括小鹏 P7 和 G9、极氪 001、比亚迪汉和海豹、问界 M5 和 M7 等，20-30 万车型价格下探也将挤压 15-20 万车型的空间，这些车型的潜在客户将分流特斯拉。只有那些产品差异化大或者是价格段间隔大的产品才能在本次降价中少受到一些影响，**国内中高端新能源汽车市场格局将有望重塑。**

市场回顾：

截至 1 月 6 日收盘，汽车板块 3.9%，沪深 300 指数 2.8%，汽车板块涨幅高于沪深 300 指数 1.1 个百分点。从板块排名来看，汽车行业上周涨跌幅在申万 31 个板块中位列第 7 位，表现较好。

- 子板块周涨跌幅表现：板块均出现上涨，其他运输设备（14.7%）、其他汽车零部件（7%）和底盘与发动机系统（5.7%）涨幅居前。
- 涨跌幅前五名：奥联电子、通达电气、爱玛科技、卡倍亿、秦安股份。
- 涨跌幅后五名：森麒麟、上海物贸、中国汽研、松原股份、常熟汽饰。

本周投资策略及重点关注：

汽车板块应关注低估值的整车和零部件龙头企业因业绩改善带来的机会，新能源电动化和智能化的优质赛道核心标的。因此我们建议关注：在新能源领域具备先发优势的自主车企，如比亚迪、长安汽车、广汽集团、理想汽车等；业绩稳定的低估值零部件龙头，如华域汽车、福耀玻璃等；电动化和智能化的优质赛道核心标的，如华阳集团、德赛西威、瑞可达、科博达、伯特利等；国产替代概念受益股，如菱电电控、三花智控、星宇股份、上声电子、中鼎股份等；强势整车企业对核心零部件的拉动效应，如拓普集团、文灿股份、旭升股份等。

本周重点关注组合：比亚迪 20%、德赛西威 20%、三花智控 20%、华域汽车 20%和拓普集团 20%。

风险提示：汽车销量不及预期；汽车产业刺激政策落地不及预期；市场竞争加剧的风险；芯片等关键原材料短缺及原材料成本上升的风险；疫情控制不及预期。

评级　　增持（维持）

2023 年 1 月 8 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

卢宇峰　　研究助理

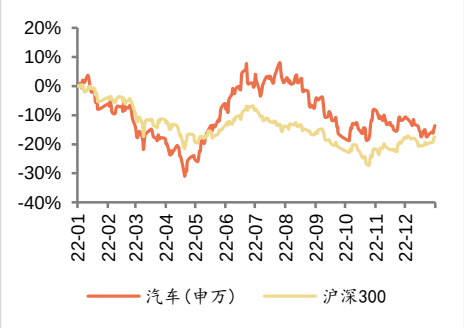
SAC 执业证书编号：S1660121110013

luyufeng@shgsec.com

行业基本资料

股票家数	240
行业平均市盈率	32.2
市场平均市盈率	17.2

行业表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1、《汽车行业研究周报：造车新势力收官战落幕 盈利能力将成 2023 年逐鹿关键》2023-01-02

2、《汽车行业研究周报：解禁利好助力皮卡市场扩容》2022-12-25

3、《汽车行业研究周报：扩大内需战略下 汽车行业大有可为》2022-12-18

内容目录

1. 每周一谈：特斯拉以价换量 或重塑中高端电动车市场格局 4
2. 投资策略及重点关注 7
3. 市场回顾 7
3.1 板块总体涨跌 7
3.2 子板块涨跌及估值情况 8
3.3 当周个股涨跌 9
4. 行业重点数据 10
4.1 产销存数据 10
4.1.1 乘联会周度数据 10
4.1.2 汽车产销存数据 10
4.2 汽车主要原材料价格 12
5. 行业动态 13
6. 风险提示 14

图表目录

图 1： 特斯拉全球季度交付量（辆） 4
图 2： 2022 年特斯拉中国月度销量（辆） 4
图 3： 特斯拉全球季度产量与销量的差额（辆） 5
图 4： 特斯拉股价走势 6
图 5： Model 3 和 Model Y 中国价格走势（万元） 6
图 6： 各板块周涨跌幅对比 8
图 7： 子板块周涨跌幅对比 8
图 8： 汽车行业整体估值水平(PE-TTM) 9
图 9： 汽车行业整体估值水平(PB) 9
图 10： 本周行业涨跌幅前十名公司 9
图 11： 本周行业涨跌幅后十名公司 9
图 12： 月度汽车产销量及同比变化 11
图 13： 历年汽车产销量及同比变化 11
图 14： 经销商库存系数及预警指数 11
图 15： 国内汽车出口情况 11
图 16： 乘用车产销量及同比变化 12
图 17： 商用车产销量及同比变化 12
图 18： 新能源车产销量及同比变化 12
图 19： 新能源车渗透率 12
图 20： 钢铁价格及同比变化 12
图 21： 铝价格及同比变化 12
图 22： 铜价格及同比变化 13
图 23： 天然橡胶价格及同比变化 13

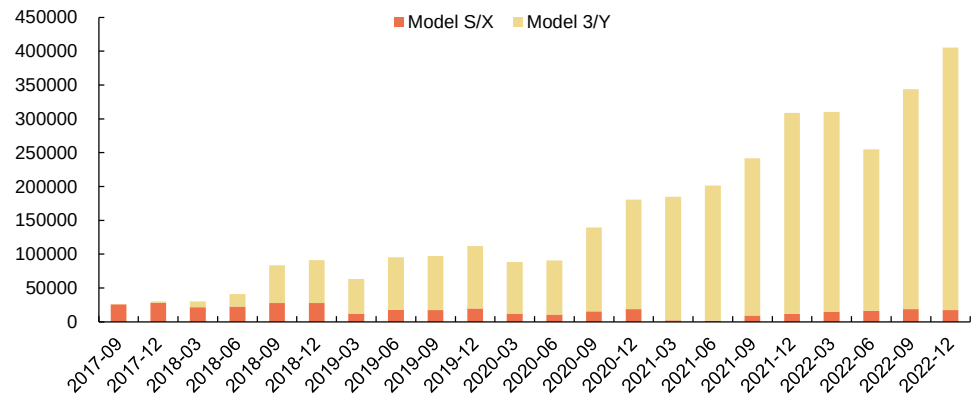
表 1： 特斯拉 2022Q3 季报披露的全球产能 5
表 2： 本周重点关注组合 7

表 3： PE-TTM、PB 当周估值及十年历史分位 9
表 4： 乘用车主要厂家 12 月周度日均零售数（单位：辆）和同比增速 10
表 5： 乘用车主要厂家 12 月周度日均批发数（单位：辆）和同比增速 10

1. 每周一谈：特斯拉以价换量 或重塑中高端电动车市场格局

1 月 3 日，特斯拉公布 2022 年全球交付数据，**2022 年特斯拉共交付 131.4 万辆，同比增长 40.3%，**其中 Model 3 和 Model Y 交付 124.7 万辆，Model S 和 Model X 交付 6.7 万辆。这与公司 2022 年初设立的 150 万辆年销量目标和 50%的增长率目标存在一定差距。2022 年 Q4 全球交付 40.5 万辆，同比增长 31.3%，环比增长 17.9%，表现差强人意。

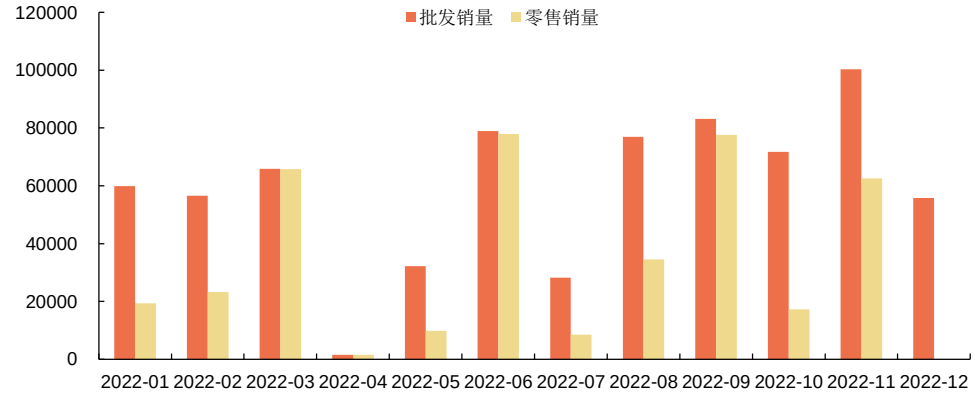
图1：特斯拉全球季度交付量（辆）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

2022 年，特斯拉上海工厂全年交付 71.1 万辆，撑起特斯拉全球过半产能，同比增长 50.3%。这主要受到二季度交付低谷的影响。进入 8 月份，产能提升带动交付量上涨，但整体销售增速落后于我国新能源汽车市场平均增速。

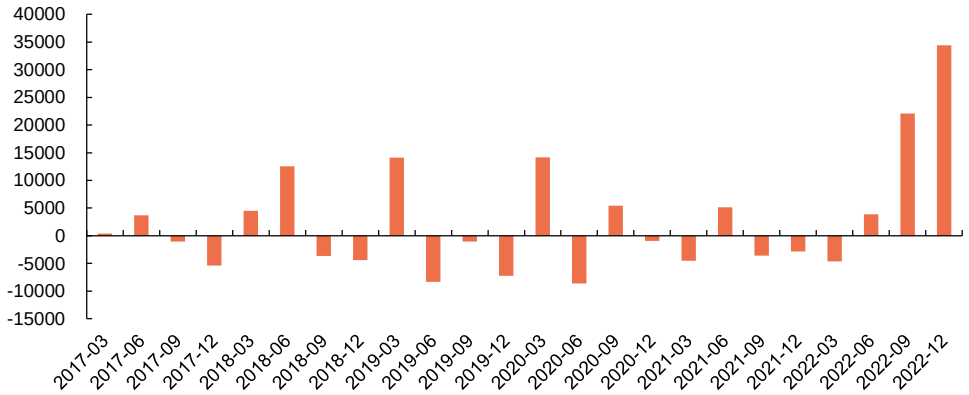
图2：2022 年特斯拉中国月度销量（辆）



资料来源：Wind，乘联会，申港证券研究所

2022 年下半年，特斯拉全球库存开始增加，产量远高于销量。这也与目前提车周期有所缩短相符合。

图3：特斯拉全球季度产量与销量的差额（辆）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

销量增长放缓，产能闲置、工厂减产将不可避免。特斯拉上海工厂在 2022 年 11 月单月交付超 10 万辆，已经具备了年产能 120 万辆的能力，根据特斯拉 2022 年 Q3 季报披露的产能数据，**我们预计 2023 年特斯拉年产能有望达到 235 万辆，**大幅高于目前的销售情况。

表1：特斯拉 2022Q3 季报披露的全球产能

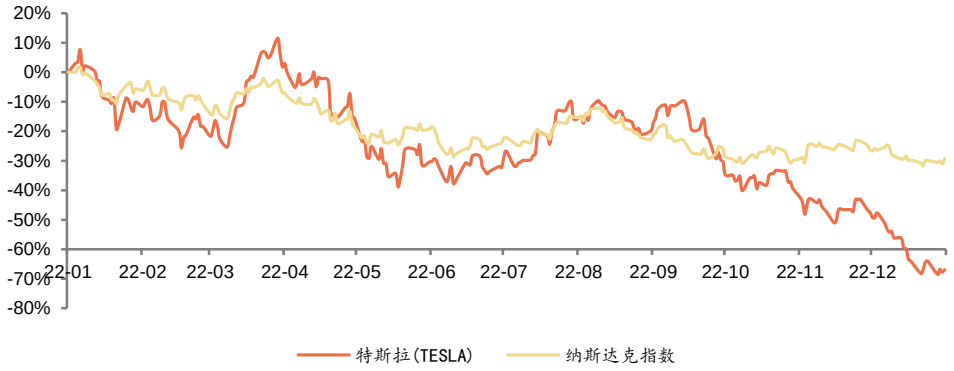
区域	生产车型	产能（万辆）
加州工厂	Model S/Model X	10
	Model 3/Model Y	55
上海工厂	Model 3/Model Y	>75
柏林工厂	Mode Y	>25
得州工厂	Mode Y	>25

资料来源：公司公告，申港证券研究所

产能过剩，需求疲弱，近一年来特斯拉股价下滑明显也反映了这一趋势。我们认为主要原因有两点：

- 现有车型 Model 3 和 Model Y 车型较老，缺乏竞争力。2016 年特斯拉 Model 3 正式发布，2019 年特斯拉 Model Y 正式发布，已经到了换代的时间，而 Semi 在 2022 年底才开始小批量交付，Cybertruck 预计 2023 年开始交付，无法贡献新的增量。
- CEO 马斯克为收购 Twitter 大额减持，拖累特斯拉股价表现。

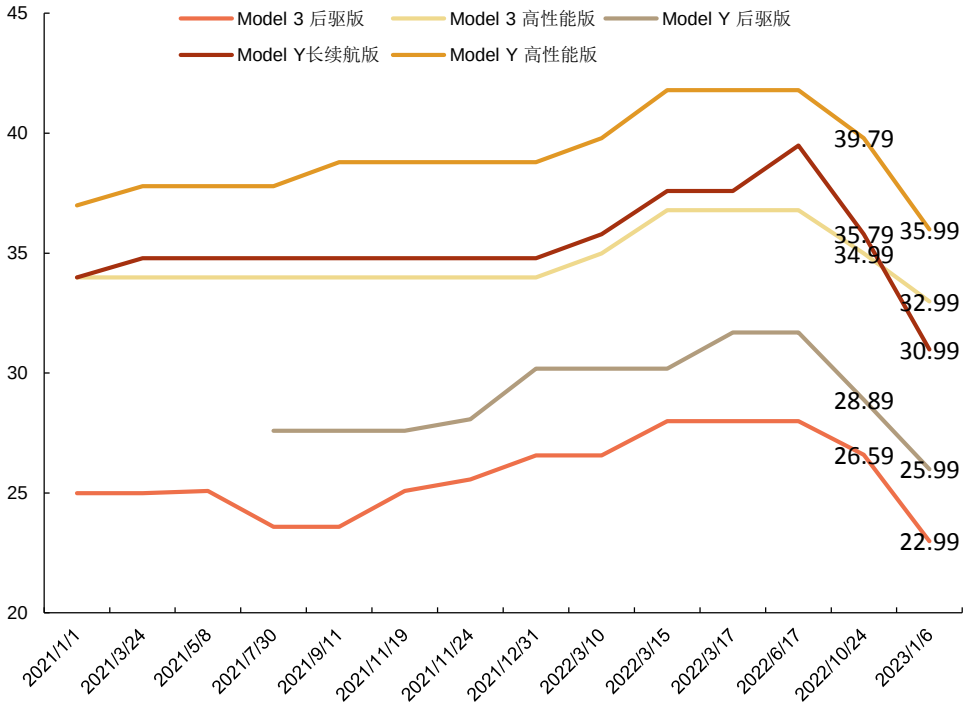
图4：特斯拉股价走势



资料来源：Wind，申港证券研究所

以价换量和提升产品竞争力成为特斯拉的选择。1 月 6 日，特斯拉中国宣布对国产 Model 3 和 Model Y 共五款车型进行调价。其中，Model 3 后驱版降幅 3.6 万元，Model Y 后驱版降幅 2.9 万元。五款车型均已来到历史最低价。展望 2023 年，全新车型 Model S 和 Model X 正式上市并将在上半年开启交付，Model 3 将迎来中期改款，产品力将有所上升。

图5：Model 3 和 Model Y 中国价格走势（万元）



资料来源：AutoLab，财联社，申港证券研究所

我们认为特斯拉最大的护城河为其较高的毛利率水平。根据特斯拉 2022 年三季报数据显示，特斯拉汽车销售毛利率为 27.26%，一辆售价为 26.59 万元的 Model 3 后驱版，单车毛利为 7.2 万元，降价 3.6 万元后仍存在较大盈利空间。在其他新能源产品价格纷纷上涨的同时，特斯拉有底气逆势降价，抢占更大市场份额。

在本次 Model 3 和 Model Y 降价后，20-30 万价格区间的新能源车型将受到明显

影响，包括小鹏 P7 和 G9、极氪 001、比亚迪汉和海豹、问界 M5 和 M7 等，20-30 万车型价格下探也将挤压 15-20 万车型的空间，这些车型的潜在客户将有部分分流特斯拉。只有那些产品差异化足够大或者是价格段间隔足够大的产品才能在本次降价中少受到一些影响，**国内中高端新能源汽车市场格局将有望重塑。**

2. 投资策略及重点关注

总体来看，汽车行业随着经济运行回归正常和各项刺激政策的加持，行业触底反弹态势明朗，景气度持续回升，未来产销有望持续向上。考虑到汽车行业目前整体情况，**建议关注低估值的整车和零部件龙头企业因业绩改善带来的机会；新能源汽车电动化和智能化的优质赛道核心标的。**

- **长期看好在新能源领域具备先发优势的自主车企**，如比亚迪、长安汽车、广汽集团、理想汽车等；
- **业绩稳定的低估值零部件龙头**，如华域汽车、福耀玻璃等；
- **电动化和智能化的优质赛道核心标的**，如华阳集团、德赛西威、瑞可达、科博达、伯特利等；
- **“国内大循环”带来的国产替代机会**，如菱电电控、三花智控、星宇股份、上声电子、中鼎股份等；
- **强势整车企业（特斯拉、大众等）对核心零部件的拉动效应**，如拓普集团、文灿股份、旭升股份等。

结合目前市场基本情况，我们本周重点关注组合如下：

表2：本周重点关注组合

公司	权重
比亚迪	20%
德赛西威	20%
三花智控	20%
华域汽车	20%
拓普集团	20%

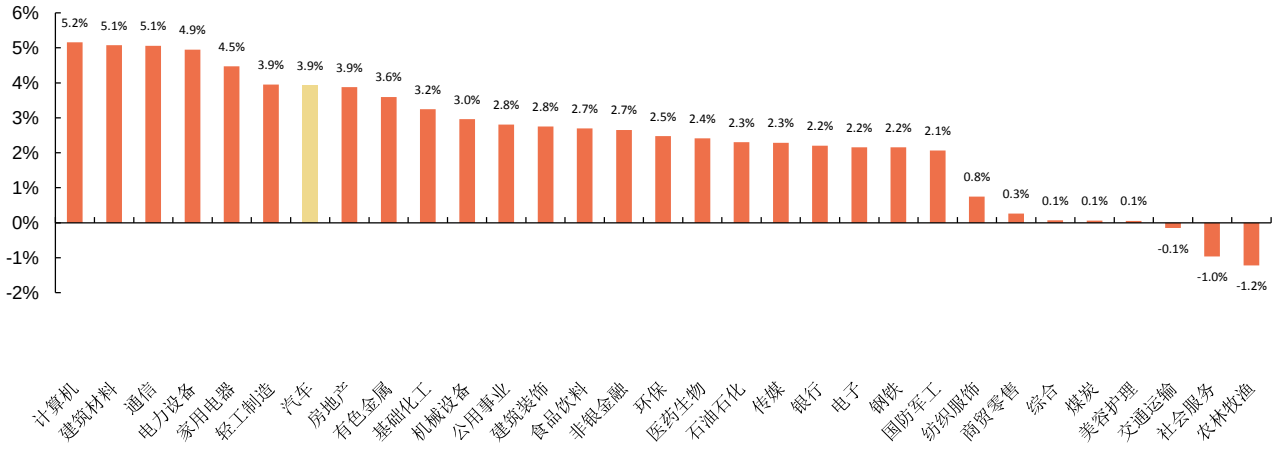
资料来源：申港证券研究所

3. 市场回顾

3.1 板块总体涨跌

板块涨跌：截至 1 月 6 日收盘，汽车板块 3.9%，沪深 300 指数 2.8%，汽车板块涨幅高于沪深 300 指数 1.1 个百分点。从板块排名来看，汽车行业上周涨跌幅在申万 31 个板块中位列第 7 位，表现较好。

图6：各板块周涨跌幅对比



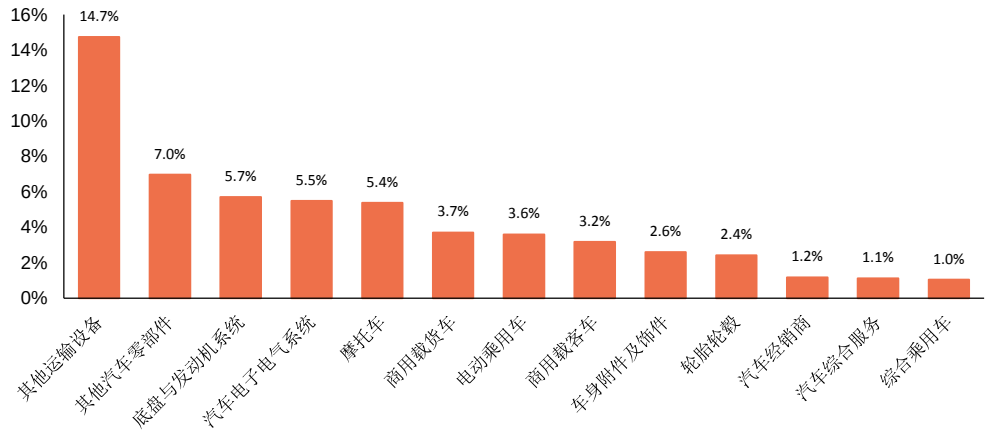
资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 子板块涨跌及估值情况

子版块涨跌：

- 子板块周涨跌幅表现：板块均出现上涨，其他运输设备（14.7%）、其他汽车零部件（7%）和底盘与发动机系统（5.7%）涨幅居前。

图7：子板块周涨跌幅对比

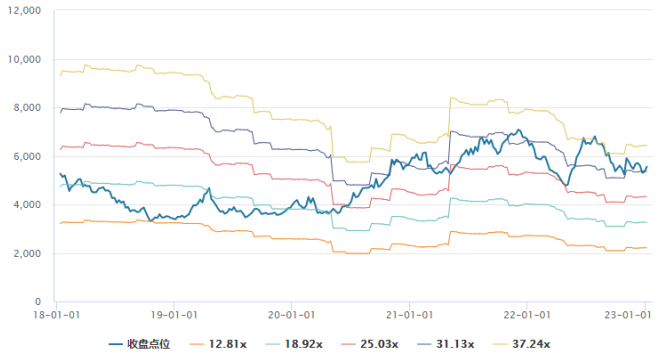


资料来源：Wind，申港证券研究所

估值情况：从估值来看，汽车行业估值水平自疫情以来持续处于高位，本周估值有所上升。

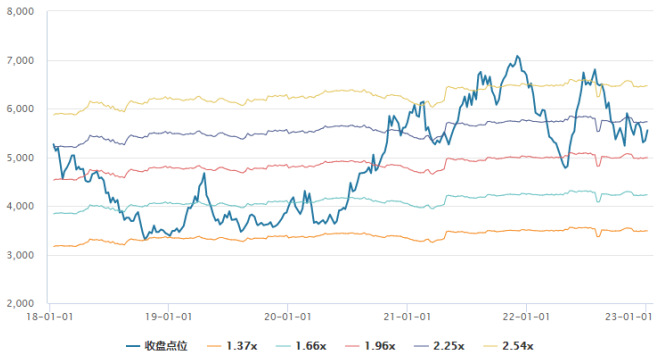
- PE-TTM 估值：申万汽车行业整体 PE-TTM 为 32.18 倍，10 年历史分位 91.99%。乘用车、商用车、汽车零部件处于高位。
- PB 估值：申万汽车行业整体 PB 为 2.18 倍，10 年历史分位 47.36%。乘用车处于高位，汽车服务、摩托车及其他处于低位。

图8：汽车行业整体估值水平(PE-TTM)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：汽车行业整体估值水平(PB)



资料来源：Wind，申港证券研究所

表3：PE-TTM、PB 当周估值及十年历史分位

		PE	PE-TTM 近 10 年历史分位	PB	PB 近 10 年历史分位
	汽车	32.18	91.99%	2.18	47.36%
子版块	乘用车	30.82	85.16%	2.55	79.39%
	商用车	137	99.02%	1.76	45.51%
	汽车零部件	30.57	78.71%	2.16	38.57%
	汽车服务	32.41	63.67%	1.11	5.66%
	摩托车及其他	30.34	25.98%	2.73	21.09%

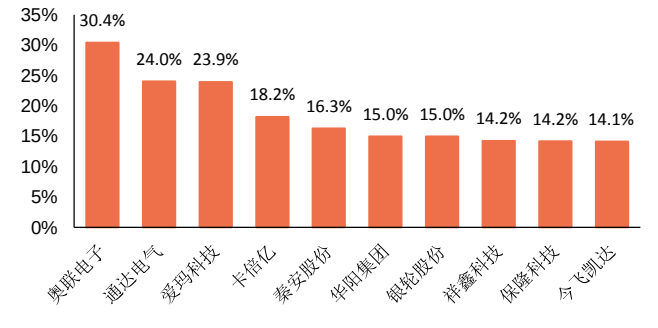
资料来源：Wind，申港证券研究所

3.3 当周个股涨跌

当周个股涨跌：

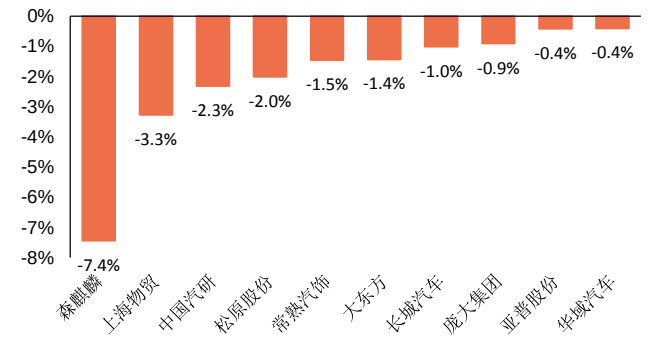
- 涨跌幅前五名：奥联电子、通达电气、爱玛科技、卡倍亿、秦安股份。
- 涨跌幅后五名：森麒麟、上海物贸、中国汽研、松原股份、常熟汽饰。

图10：本周行业涨跌幅前十名公司



资料来源：Wind，申港证券研究所

图11：本周行业涨跌幅后十名公司



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 行业重点数据

4.1 产销存数据

4.1.1 乘联会周度数据

零售：12 月 26-31 日，乘用车零售 74.8 万辆，同比增长 23%，环比上周增长 37%，较上月同期增长 21%。初步统计，12 月乘用车零售 242.5 万辆，同比去年增长 15%，较上月增长 47%；2022 年乘用车零售 2070 万辆，同比 2021 年 2015 万辆，增量 55 万辆，同比增长 1.8%。

表4：乘用车主要厂家 12 月周度日均零售数（单位：辆）和同比增速

	1-4 日	5-11 日	12-18 日	19-25 日	26-31 日	1-25 日	全月
20 年	47481	55190	70498	77059	112998	64366	73779
21 年	39947	51433	65609	74205	101131	59941	67913
22 年	30423	53836	77429	90872	124670	67066	78215
22 年同比	-24%	5%	18%	22%	23%	12%	15%
环比 11 月同期	-15%	38%	56%	71%	21%	48%	47%

资料来源：乘联会，申港证券研究所

批发：12 月 26-31 日，乘用车批发 85.1 万辆，同比增长 27%，环比上周增长 108%，较上月同期下降 6%。初步统计，12 月乘用车批发 227.3 万辆，同比去年下降 4%，较上月增长 12%；2022 年乘用车批发 2320 万辆，同比 2021 年 2110 万辆，增量 210 万辆，增长 10%。

表5：乘用车主要厂家 12 月周度日均批发数（单位：辆）和同比增速

	1-4 日	5-11 日	12-18 日	19-25 日	26-31 日	1-25 日	全月
20 年	52681	62407	68772	70986	114651	65035	74638
21 年	46732	60617	71786	83569	111347	67949	76349
22 年	30122	49548	68360	68017	141781	56879	73311
22 年同比	-36%	-18%	-5%	-19%	27%	-16%	-4%
环比 11 月同期	-23%	20%	27%	4%	-6%	11%	12%

资料来源：乘联会，申港证券研究所

4.1.2 汽车产销存数据

汽车整车：

- **总体产销：略显疲态。**11 月，汽车产销分别完成 238.6 万辆和 232.8 万辆，环比分别下降 8.2%和 7.1%，同比均下降 7.9%。1~11 月，汽车产销分别完成 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1%和 3.3%。
- **库存情况：处于不景气区间。**11 月汽车经销商综合库存系数为 1.88，环比上升 6.8%，同比上升 39.3%，库存水平位于警戒线以上，库存达到高位。同期经销商库存预警指数为 65.3%，环比上升 6.3pct，同比上升 9.9pct，库存预警指数位于荣枯线之上。
- **出口情况：创历史新高。**11 月，汽车出口 32.9 万辆，环比下降 2.5%，同比增长 64.8%。1~11 月，汽车出口 278.5 万辆，同比增长 55.3%，全年出口有望超过

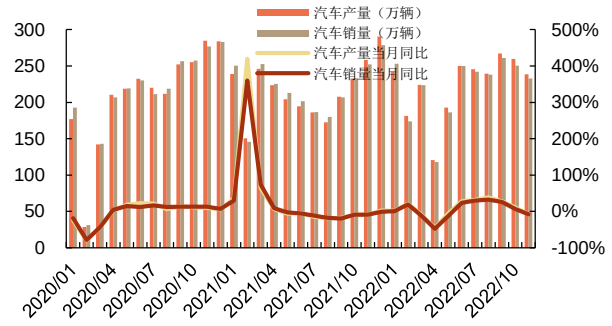
300 万辆。分车型看，乘用车出口 225.1 万辆，同比增长 57.8%；商用车出口 53.3 万辆，同比增长 45.7%；新能源汽车出口 59.3 万辆，同比增长 1 倍。

乘用车：产销同比有所下降。11 月，乘用车产销分别完成 215.1 万辆和 207.5 万辆，环比分别下降 7.8%和 7%，同比分别下降 3.9%和 5.6%。1~11 月，乘用车产销分别完成 2170.2 万辆和 2129.2 万辆，同比分别增长 14.7%和 11.5%。

商用车：仍处于徘徊态势。11 月，商用车产销分别完成 23.5 万辆和 25.3 万辆，环比分别下降 11.2%和 7.5%，同比分别下降 33.4%和 23.4%。1~11 月，商用车产销分别完成 292.7 万辆和 301 万辆，同比分别下降 31.9%和 32.1%。

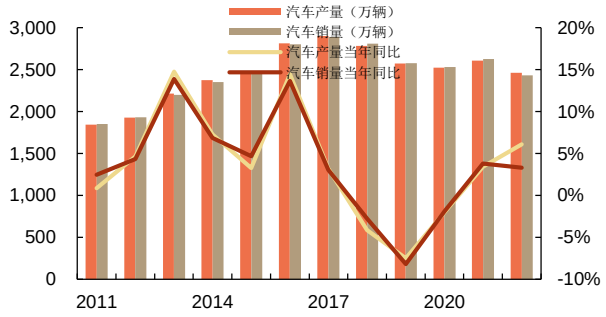
新能源车：产销再创历史新高。11 月，新能源汽车产销分别完成 76.8 万辆和 78.6 万辆，同比分别增长 65.6%和 72.3%，当月市场渗透率为 33.8%。1-11 月，新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆，同比均增长 1 倍，市场渗透率为 25%。

图12：月度汽车产销量及同比变化



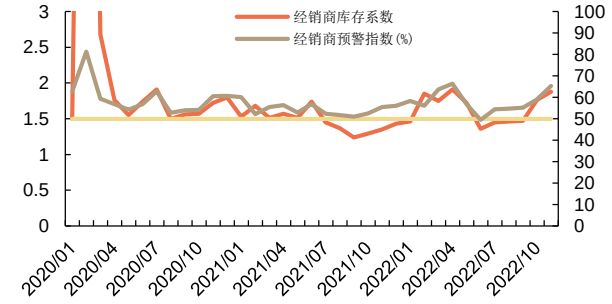
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图13：历年汽车产销量及同比变化



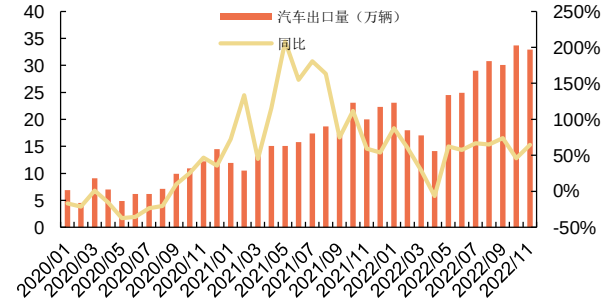
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图14：经销商库存系数及预警指数



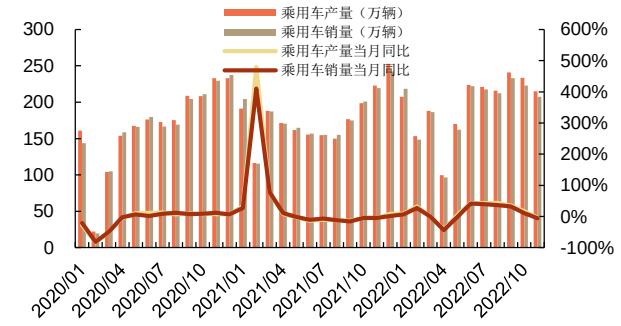
资料来源：流通协会，申港证券研究所

图15：国内汽车出口情况



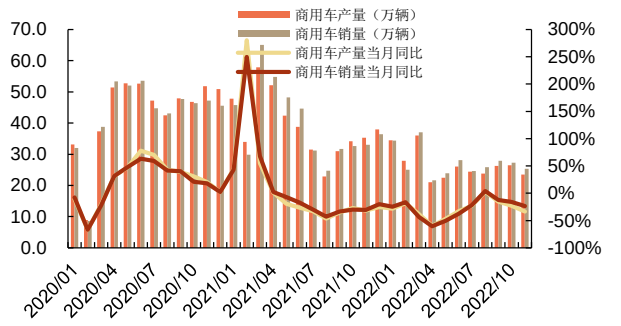
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图16：乘用车产销量及同比变化



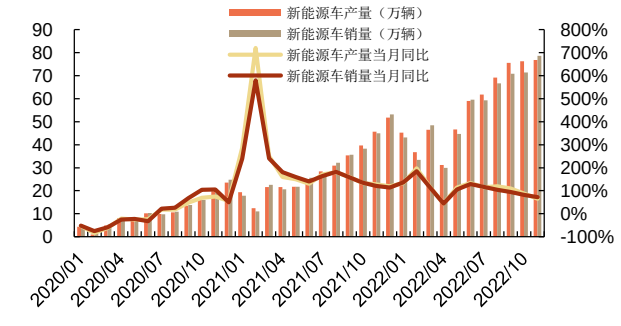
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图17：商用车产销量及同比变化



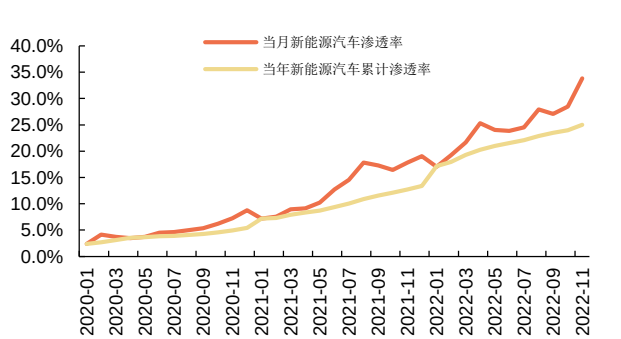
资料来源：中汽协，申港证券研究所

图18：新能源车产销量及同比变化



资料来源：中汽协，申港证券研究所

图19：新能源车渗透率

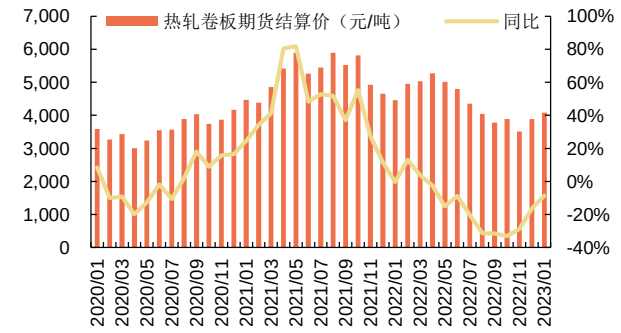


资料来源：中汽协，申港证券研究所

4.2 汽车主要原材料价格

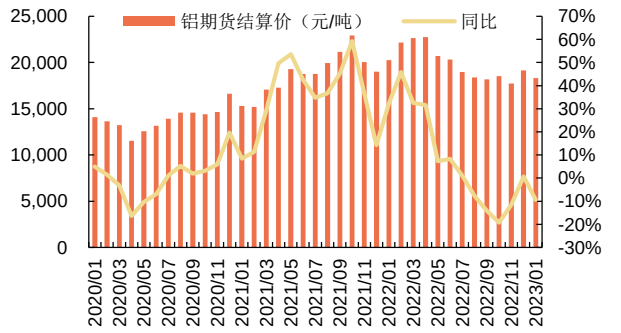
成本端方面，1 月汽车主要生产原材料钢、铝、铜、橡胶价格均同比下行，钢、铜价格环比上行，铝、橡胶价格环比下行。

图20：钢铁价格及同比变化



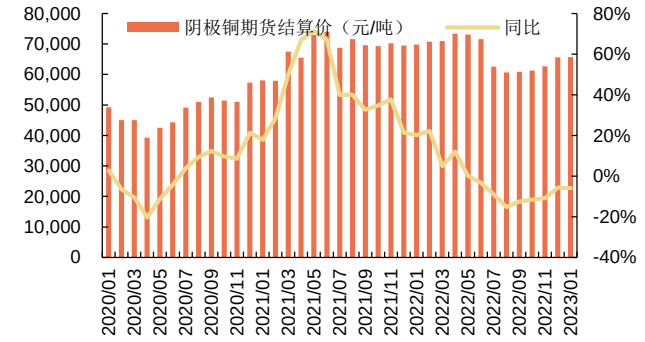
资料来源：Wind，申港证券研究所

图21：铝价格及同比变化



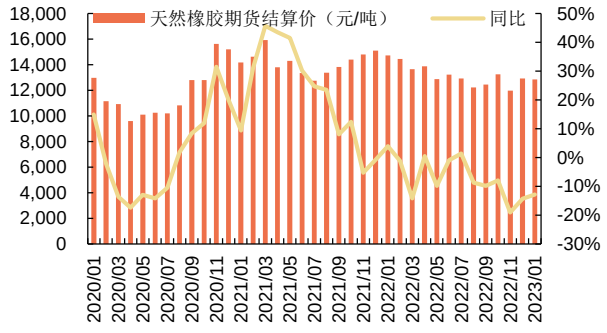
资料来源：Wind，申港证券研究所

图22：铜价格及同比变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

图23：天然橡胶价格及同比变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 行业动态

比亚迪仰望品牌两款量产车型 U8、U9 亮相

1 月 5 日，在仰望品牌暨技术发布会上，比亚迪仰望品牌两款量产车型 U8、U9 同步亮相，两款车型均标配比亚迪的最新“易四方”技术。“易四方”技术将标配搭载于仰望品牌全系车型，是一套以四电机独立驱动为核心的动力系统，从感知、决策、执行三个维度围绕新能源汽车的特性进行了重构，这一技术彻底颠覆了以往燃油车的动力系统能力体系。

商务部：预计 2023 年汽车消费市场有望总体保持增长势头

1 月 6 日，商务部新闻发言人束珏婷在例行发布会上表示，从近期情况看，受疫情和有关支持政策退出等因素影响，汽车消费市场出现一定波动，扩大汽车消费面临一定压力。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，疫情防控措施不断优化调整，今年经济运行有望总体回升，这为稳定增加汽车消费提供了有力支撑。综合各种因素，预计 2023 年汽车消费市场有望总体保持增长势头。下一步，商务部将会同相关部门多措并举，继续推动稳定和扩大汽车消费。一是抓政策落实。加大汽车消费政策文件落实督导力度，及时推广地方好经验好做法，确保政策落地见效。二是抓措施完善。会同有关方面研究扩大二手车流通、支持新能源汽车消费、促进老旧汽车报废更新等政策措施，着力破解汽车流通的堵点、难点问题，促进汽车梯次消费、循环消费。三是抓环境优化。协同相关部门支持充电设施、停车设施建设和提高汽车消费金融服务水平，持续优化汽车消费环境。四是抓制度健全。加快修订《二手车流通管理办法》、《机动车强制报废标准规定》，促进汽车消费市场持续健康发展。

中汽协：预估 2022 年汽车销量 2675.7 万辆 同比增长 1.7%

1 月 6 日，中国汽车工业协会根据重点企业周报数据推算，2022 年 12 月汽车销量 245.5 万辆，环比增长 5.5%，同比下降 12.1%；2022 年汽车销量 2675.7 万辆，同比增长 1.7%。

6. 风险提示

汽车销量不及预期；

汽车产业刺激政策落地不及预期；

市场竞争加剧的风险；

关键原材料短缺及原材料成本上升的风险；

疫情控制不及预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。**市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

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和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上