

# 新一轮周期的起点！

——2025年特斯拉产业链投资策略

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

二零二五年一月七日

第一性原理/颠覆性技术创新力

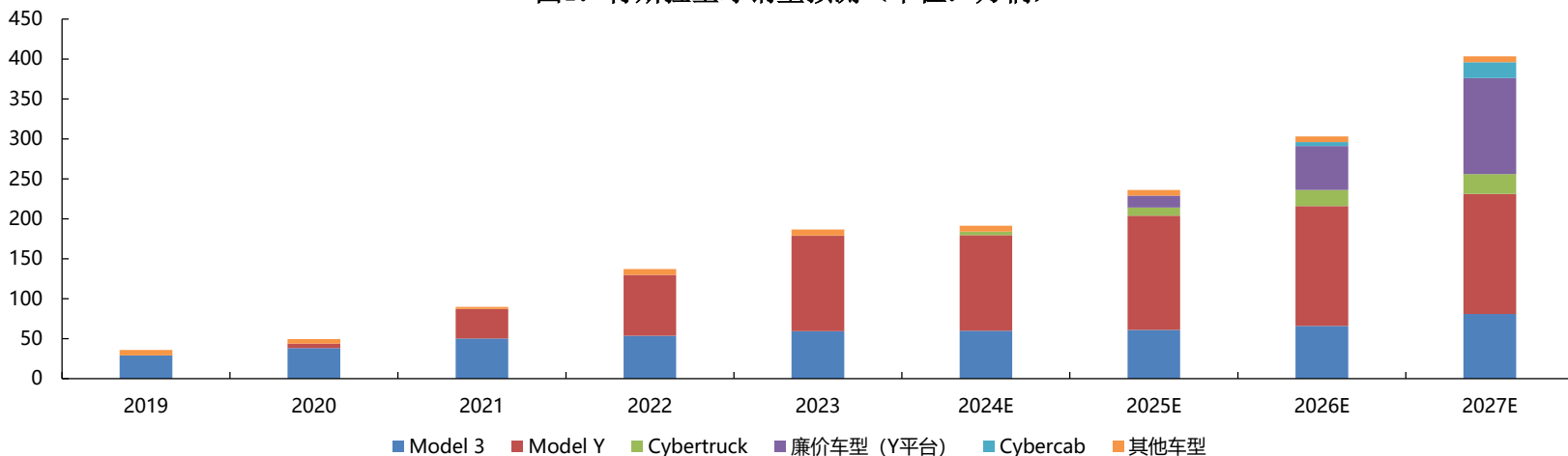


HW4.0/5.0平台+FSD V13迭代



新一轮产品强势向上周期

图1: 特斯拉全球销量预测 (单位: 万辆)



推荐逻辑

表1: 相关公司盈利预测及估值

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	特斯拉配套产品	归母净利润 (亿元)			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
新泉股份	603179.SH	42.55	207	内饰	8.06	10.55	13.91	25.7	19.7	14.9
拓普集团	601689.SH	46.10	777	减震、内饰、底盘、热管理、执行器	21.51	30.52	37.15	36.1	25.5	20.9
岱美股份	603730.SH	8.56	141	内饰	6.54	8.62	10.36	21.6	16.4	13.7
旭升集团	603305.SH	12.25	114	铝合金轻量化	7.14	5.61	6.92	16.0	20.4	16.5
爱柯迪	600933.SH	15.16	149	铝合金轻量化	9.13	10.32	12.35	16.3	14.5	12.1
银轮股份	002126.SZ	17.76	148	热管理	6.12	8.46	11.00	24.2	17.5	13.5
双环传动	002472.SZ	28.60	242	高精密齿轮	8.16	10.31	12.66	29.7	23.5	19.1
恒帅股份	300969.SZ	82.93	66	微电机、清洗系统	2.02	2.26	2.82	32.8	29.3	23.5
华域汽车	600741.SH	16.93	534	内饰、底盘等	72.14	71.65	77.66	7.4	7.4	6.9
三花智控	002050.SZ	21.97	820	热管理+执行器	29.21	32.38	38.04	28.1	25.3	21.6

注: 数据截至2025年1月3日, 盈利预测来自东吴证券研究所

推荐标的

- **智能化行业拐点正在来临。**2025年智能化（FSD入华）或等于2020年电动化（Model 3国产化）。据我们测算，2024年国内新能源汽车的L3智能化渗透率突破10%，2025年有望突破20%，2027年有望突破70%，上升斜率或远超市场预期！尤其是2026年车企深度入局Robotaxi业务预计加速催化消费者对智能化买单意愿。
- **2025年特斯拉各业务线均迎来发展的里程碑节点，产业链后续催化密集。**
  - ✓ 车端：2025Q1焕新版Model Y全球上市+2025H1 Y平台小车发布（预计将先后在北美、欧洲和中国导入量产）+2025年Cybertruck产能持续向上爬坡+2025年特斯拉各工厂均存在扩产的预期和可能。
  - ✓ 智驾：2024Q4 FSD V13北美推送+2025H1 FSD入华+2025H1 Cybercab北美开启路测（特斯拉或将成为与北美智驾政策法规共同成长的蓝本和标杆企业）+2025H2 HW5.0版本推出。
  - ✓ 机器人：2024年底or2025年初有望实现技术冻结+2025年进入量产周期（工厂自用）+2026年有望实现进一步大规模量产。人形机器人将与智能化共振形成新一轮AI产业浪潮。
- **特斯拉有望迎来新一轮的成长周期。**
  - ✓ 上一轮电动化的创新红利为特斯拉带来了10万辆→200万辆的成长周期，这一轮智能化的创新周期将把特斯拉带到400万辆以上的规模。2025-2027年特斯拉将迎来产品（焕新版Model Y、Y平台小车和Cybercab等）+产能（目前已经到了需要扩充新产能的阶段了，特斯拉北美和国内均有扩产的预期和可能）的新周期，带动特斯拉产业链中具备全球扩张能力的优质公司共同成长。
- **投资建议：看好特斯拉全球新一轮产品周期带来的产业链机会！**
  - ✓ **【拓普集团】**特斯拉全球核心战略平台型供应商，车+机器人全面布局；**【新泉股份】**特斯拉全球核心内饰件供应商，25年T链强α标的；**【旭升集团】**全球核心轻量化供应商+机器人产品延伸；**【岱美股份】**全球遮阳板龙头，顶棚等新产品加速拓展；**【爱柯迪】**特斯拉北美核心轻量化供应商+机器人业务预期；**【恒帅股份】**清洗+微电机全面配套，主动感知清洗加速定点；**【华域汽车】**特斯拉产业链低估值品种；**【上汽集团】**特斯拉或整车层面存在合作可能性标的；**【三花智控（电新组覆盖）】**特斯拉热管理+机器人执行器业务。
- **风险提示：**乘用车价格战超预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。



■ 特斯拉2025-2027年经营周期展望

---

■ 特斯拉全球优选第一梯队供应链

---

■ 优质自主汽零跟随特斯拉持续全球扩张

---

■ 投资建议及风险提示

---

## 一、特斯拉2025-2027年经营周期展望

## 2025-2026年特斯拉多条业务线均将迎来发展的里程碑节点。

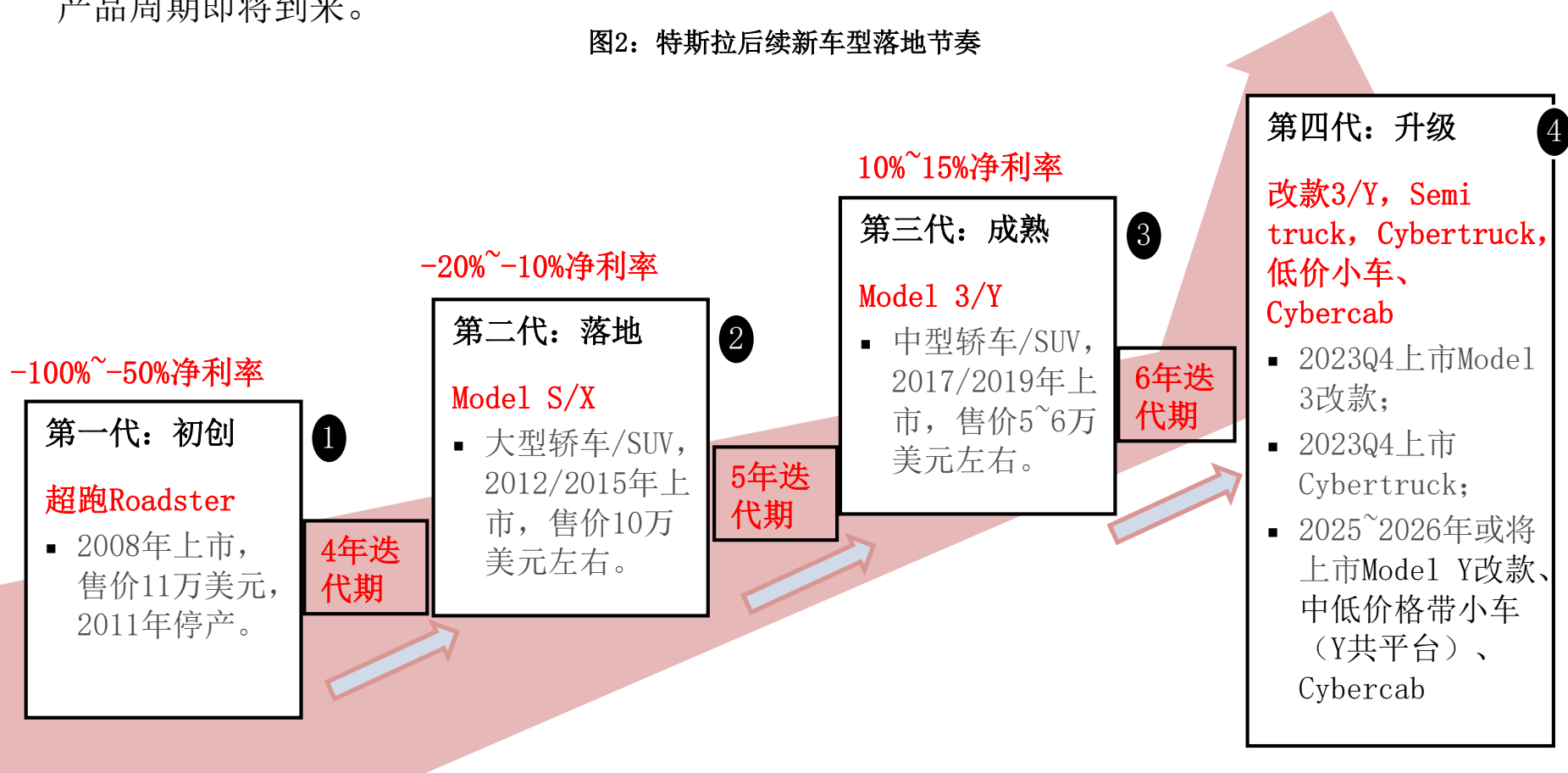
- ✓ **车端**：2025Q1焕新版Model Y全球上市+2025H1 Y平台小车发布（预计将先后在北美、欧洲和中国导入量产）+2025年Cybertruck产能持续爬坡+2025年特斯拉各工厂均存在扩产的预期和可能。
- ✓ **智驾**：2024Q4 FSD V13北美推送+2025H1 FSD入华+2025H1 Cybercab北美开启路测（特斯拉或将成为与北美智驾政策法规共同成长的蓝本和标杆企业）+2025H2 HW5.0版本推出。
- ✓ **人形机器人**：2024年底or2025年初有望实现技术冻结+2025年进入量产周期（工厂自用）+2026年有望实现进一步大规模量产。人形机器人将与智能化共振形成新一轮AI产业浪潮。

表2：特斯拉产业链后续核心催化事件

	2024	2025E				2026E			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
汽车	Cybercab发布	焕新版Model Y发布+全球上市	Cybertruck产能持续爬坡					Cybercab北美量产	
		Y平台小车（廉价车型）发布		Y平台小车（廉价车型）陆续在北美、欧洲、国内导入量产		Y平台小车（廉价车型）全球持续放量			
		特斯拉整车产能有扩产预期							
智驾	FSD V13版本北美推送	FSD在国内小范围推送（取决于牌照）							
				特斯拉HW 5.0推出					
		Cybercab在美国加州和得州开始路测		北美智驾法规加速推出					
机器人	设计方案冻结定型		Optimus实现量产	Optimus率先在特斯拉4680电池产线和整车总装车间工作		开始对外市场化销售			

- 特斯拉自2008年至2024年，通过Roadster-Model S/X-Model 3/Y-Cybertruck等产品逐步实现各个价格带的覆盖，囊括轿车/SUV/皮卡三大市场品类。
- 产品规划上，特斯拉在2023Q4上市交付Model 3改款；在2023Q4开启Cybertruck上市交付；2025年至2026年预计将上市交付Model Y改款、中低价格带小车（Y共平台）、Cybercab，新一轮强产品周期即将到来。

图2：特斯拉后续新车型落地节奏



- 特斯拉目前全球共有四大整车工厂，合计产能为235万辆/年。根据马斯克的指引，2025年特斯拉销量增长20%-30%，则特斯拉当前整车产能2025年将基本全部打满，产能扩张预期提升。

表3：特斯拉全球整车产能情况梳理

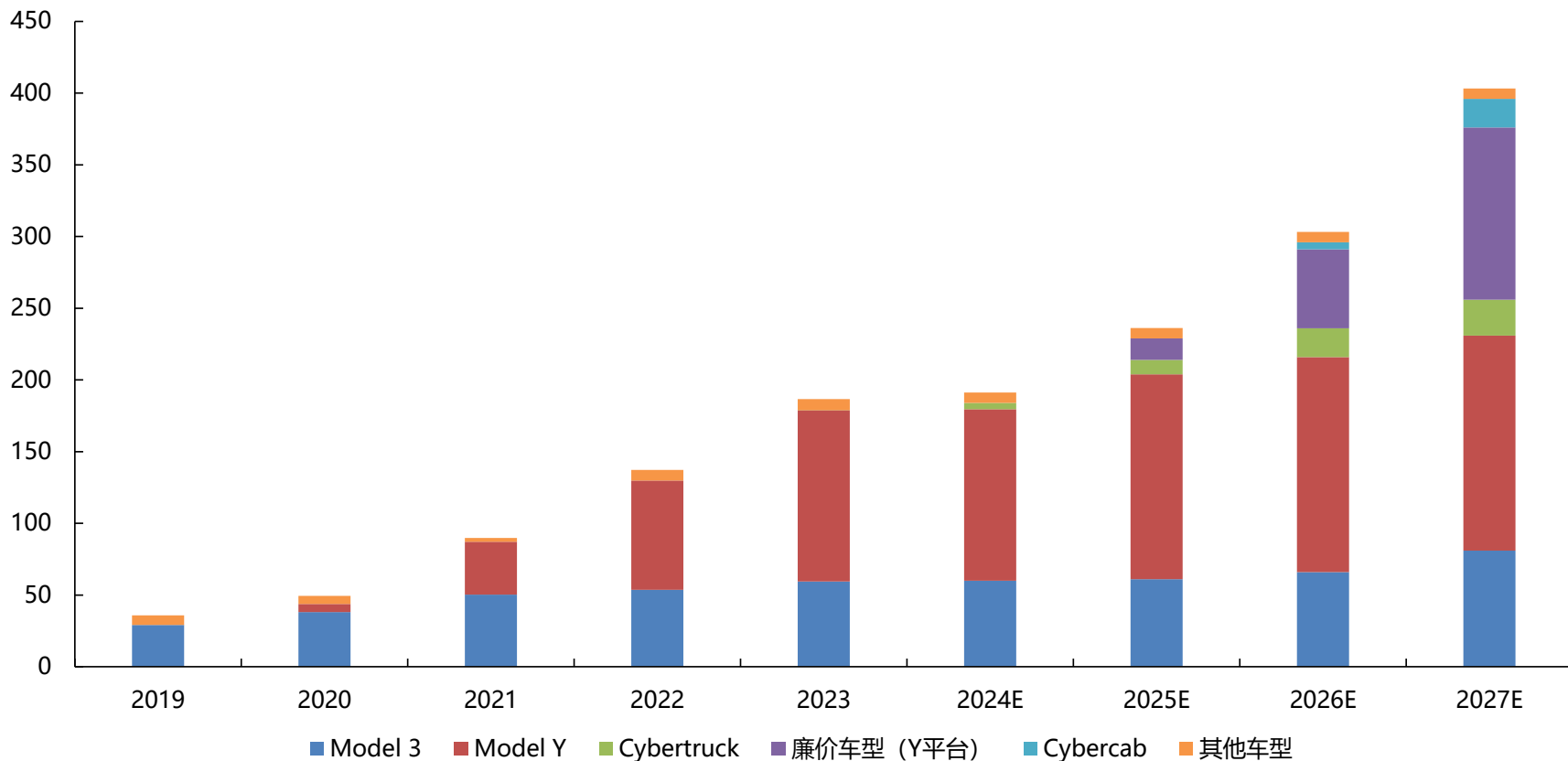
工厂及车型		产能 (万辆/年)	状态	备注
加州弗里蒙特工厂	Model S / Model X	10	投产	
	Model 3 / Model Y	> 55	投产	
上海工厂	Model 3 / Model Y	>95	投产	
柏林工厂	Model Y	> 37.5	投产	
德州奥斯汀工厂	Model Y	>25	投产	还有较大的产能扩张潜力
	Cybertruck	>12.5	投产	
墨西哥蒙特雷工厂	-	-	规划中	



# 车端：2027年特斯拉全球产销量向400万辆展望

- 2025年销量主要增量：全球Model Y改款+Cybertruck产能爬坡+廉价车型投产；
- 2026年销量主要增量：全球廉价车型开始大规模放量+Cybertruck销量继续提升+北美Cybercab开始量产；

图3：2024-2027年特斯拉全球产量预测（单位：万辆）



## 2025年核心看点：V13（基于HW5.0硬件）、Robotaxi北美、FSD入华。

表4：特斯拉边缘端/云端软硬件历史迭代

		2015.10	2016.10	2017.07	2019.04	2021.07	2022.03	2023Q2	2024H1	2024H2	2025Q1E	2025Q2-Q4E
边缘端	FSD历史重要阶段（软件）	Autopilot 1.0	Autopilot2.0		Autopilot3.0	FSD Beta v9	FSD Beta v10.11	FSD Beta v11.3	FSD v12.1-v12.4	FSD v12.5/V13	FSD v13	FSD v13
	硬件解决方案	名称	HW1.0	HW2.0	HW2.5	HW3.0		HW4.0		HW 4.0	HW 4.0	HW 5.0
		芯片	Mobileye Q3	英伟达 drive PX2	英伟达 drive PX2+	自研FSD1.0		自研FSD2.0，算力提升5倍		自研FSD3.0，算力提升10倍		
		传感器	1摄像头+1毫米波雷达+12超声波雷达	8摄像头+1毫米波雷达（2.5升级）+12超声波雷达		8摄像头+1毫米波雷达+12超声波雷达		12摄像头+1毫米波雷达		待定		
	软件解决方案	标注	人工标注				BEV+Transformer架构，数据驱动深度学习，使得 <b>自动标注落地</b>					
		感知	外采 Mobileye 黑盒	自研图像识别+多传感器后融合策略		自研芯片硬件，Hydra Net驱动多头任务实现，进一步提效	BEV+Transformer上车，特征级融合落地，实现感知大模型，无图城市领航功能上车	占用网络上车，泛化能力增强，功能维度统一 <b>高速与城市领航辅助</b>		感知+规控 <b>全域端到端落地</b> ，持续算法训练，HydraNets架构		
		规控	自研rule-base				rule为主，开发learning-base					
备注	2015.04开启自研软件	2017.03自研算法，硬件升级但功能降级	2018年开发更好实现多传感器融合的策略		硬件储备完成	感知能力升级驱动 <b>无图化</b>	泛化能力增强驱动 <b>传感器简化</b>	硬件再次迭代，支持软件进一步升级	北美开放	FSD欧洲/中国或引入	Robotaxi或北美运行	
云端						2021年8月官宣Dojo，利用海量的数据，做无监督的标注和仿真训练，更好驱动						

## ■ 特斯拉OTA纵向比较：

- **第一阶段（2014~2020年，Autopilot）：**高速与城市NOA初步实现。特斯拉开始推动汽车智能驾驶，初步落地高速和城市NOA。
- **第二阶段（2021~2022年，FSD V9~V10）：**纯视觉。特斯拉于2021年7月推出基于摄像头和AI智能算法的纯视觉自动辅助驾驶技术路线。
- **第三阶段（2023年，FSD V11）：**占用网络。占用网络上车，持续优化恶劣条件的感知，优化智驾细节。
- **第四阶段（2024年，FSD V12~V13）：**端到端。特斯拉FSD V12首次采用端到端，行驶逻辑更加拟人化，V13实现端到端升级。

图4：特斯拉Autopilot/FSD功能实现阶段

Autopilot	FSD V9~V10	FSD V11	FSD V12~V13
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014/10：特斯拉开始为Model S轿车配备能够实现部分转向、制动和加速功能的硬件</li> <li>• 2015/10 Autopilot 1.0：实现车道保持、自适应巡航、AEB等功能</li> <li>• 2016/10 Autopilot 2.0：加入NOA，主要应用于高速上下匝道</li> <li>• 2019/4 Autopilot 3.0：新增增强型可视化</li> <li>• 2020：具备交通信号灯理解和停车标志检测能力，初步实现城市NOA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2021/7 FSD V9：基于摄像头和AI智能算法的纯视觉自动辅助驾驶技术路线，而不依赖于雷达传感器</li> <li>• 2021/11 FSD V10：能够在高速公路和城市街道上实现辅助驾驶，实现高速下匝道，根据导航选择岔路口</li> <li>• 2022.3 FSD V10.11：采用了对其他车辆转弯或合并位置的更准确预测，减少不必要减速；改善了车辆的路权理解，在地图不准确的情况下非常重要；对检测道路使用者中的弱势群体（VRU）进行改进</li> <li>• 2022.9 FSD V10.69.1：改进了无保护的左转弯，在高速交叉交通的情况下具有更合适的速度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2022/11 FSD V11：优化高速FSD，改善高速辅助驾驶表现，采用占用网络改善在恶劣条件下的精度</li> <li>• 2023/4 FSD V11.4：可根据当前天气条件、能见度等因素，调整自动驾驶仪的最大速度</li> <li>• 2023/5 FSD V11.4.2：将B柱摄像头的可视范围提升了1倍以上，修复路口转弯时的问题、车道保持问题等</li> <li>• 2023/6 FSD V11.4.4：改进了短期期限内变道、窄小无标线道路上的迎面车辆处理等多个方面</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2023/11 FSD V12：将城市街道驾驶堆栈升级为单个端到端神经网络，经过数百万个视频剪辑的训练，取代了30多万行明确的c++代码</li> <li>• 2024/7 FSD V12.5：更早和更自然的变道决定，优化高速FSD，检测驾驶员是否佩戴太阳镜</li> <li>• 2024/11 V13.2：端到端升级，包括36Hz，全分辨率AI4视频输入、原生AI4输入和神经网络架构等</li> </ul>
2014~2020：高速与城市NOA初步实现	2021~2022：纯视觉	2023：占用网络	2024：端到端

- 人形机器人一般是指具有与人类类似的身体结构和运动方式（双足行走、双手协作等）的智能机器人。人形机器人既需要极强的运动控制能力，也需要具备非常强的感知计算能力。人形机器人更能适应于各类现实生活场景，使得机器人能从专用转向通用，增大规模效应降低成本。
- 具身智能：智能体通过与环境产生交互后，通过自身的学习，产生对客观世界的理解和改造能力。具身智能是有身体并支持物理交互的智能体，人形机器人是实现具身智能的最佳物理形态之一。

图5：人形机器人由专用转向通用提升规模效应实现降本

人形机器人分拣物品



人形机器人使用人类工具

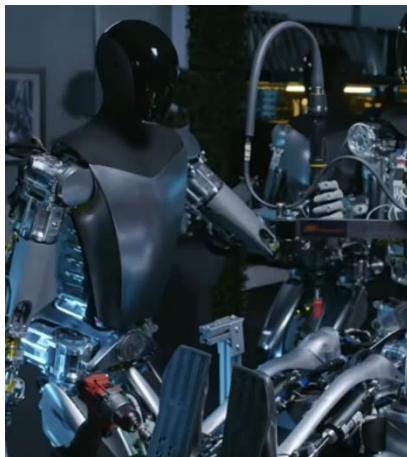


图6：旁观式学习和具身智能学习



## ■ 系统性降本的能力+车端工具的复用能力助力特斯拉加速人形机器人落地。

- ✓ **系统性降本的能力**：特斯拉在汽车制造领域就表现出了强大的系统性降本能力，通过技术创新和规模化实现了整车成本的持续下降，如一体化压铸、集中式电子电气架构、4680电池、纯视觉自动驾驶方案和48V低压电架构等。
- ✓ **车端工具的复用能力**：特斯拉在车端已经形成了非常多的软硬件能力，如动力电池、自动驾驶硬件（如AI超级计算机Dojo）、自动驾驶软件（如自动驾驶算法）和汽车模拟分析能力，而这些能力可以直接快速复用到机器人领域，并且得益于车端成熟供应链的加持，均将加速特斯拉人形机器人实现产业化落地。

图7：在机器人领域，特斯拉通过优化执行器选型降低成本（旨在减少特制的执行器数量）

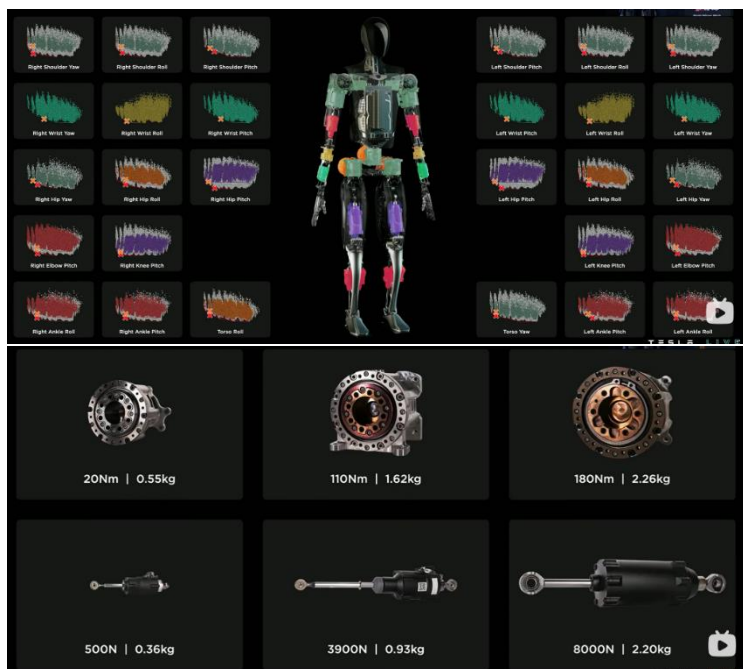
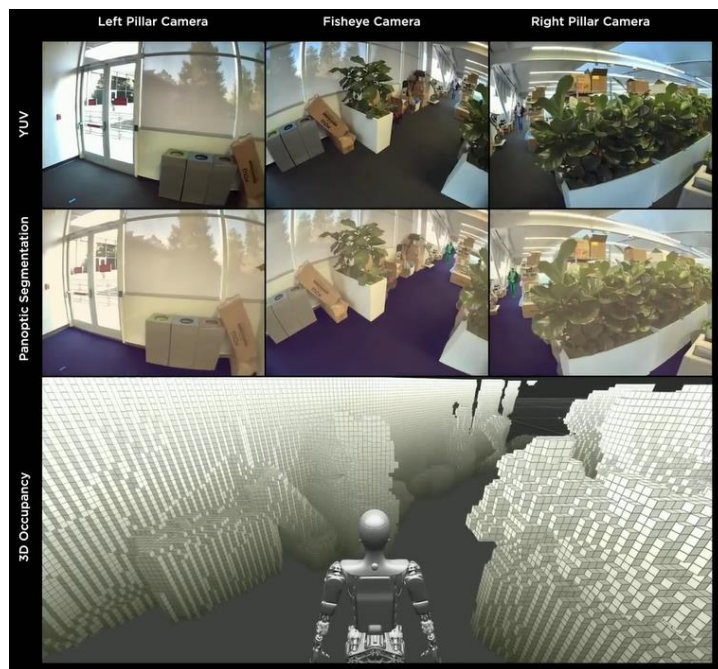


图8：人形机器人复用车端自动驾驶软件能力



- 特斯拉最初于2021年的AI DAY发布了人形机器人的概念机，并在两年不到的时间内实现了快速迭代，完成了开发平台建造、Optimus产品亮相以及电机扭矩控制、环境探测与记忆、双手复杂任务等能力的实现。
- 我们预计特斯拉人形机器人将于2025年进入量产阶段。当前Optimus迭代加速，基本接近量产冻结版本，我们预计其将于2025年进入量产阶段，先期将用于特斯拉整车工厂的生产线中，并继续保持迭代，后续有望在2026年实现对外部客户的销售。

表5：特斯拉人形机器人进展情况梳理

时间	事件
2021.08	2021年特斯拉AI DAY上，特斯拉发布了人形机器人概念机
2022.02	特斯拉完成人形机器人的开发平台建造
2022.10	2022年AI DAY上，特斯拉人形机器人Optimus正式亮相，并公布更多设计细节
2023.03	2023年投资者日，特斯拉通过视频分享人形机器人最新进展，视频中的人形机器人已经能够插拔插头、使用电动工具。
2023.05	2023年股东大会上，特斯拉展示了多台机器人前进的画面，并展示了电机扭矩控制、环境探测与记忆、双手复杂任务等能力。
2023.09	特斯拉人形机器人实现仅靠视觉自主分类物体，其中的亮点是神经网络完全端到端训练：输入视频，输出控制。
2023.12	特斯拉发布Optimus Gen 2：整体外观设计更加精细；行走速度提高了 30%；重量减轻了 10 公斤，同时平衡感和身体控制能力得到改善，视频中演示了其做深蹲的动作；配备了全新的双手，能够抓握更重的物体并进行更加精细的操作。
2024.05	Optimus利用端到端神经网络执行基本工厂任务，包括对4680型电池单体精确地分类并插入托盘
2024.10	Optimus亮相“ <i>We, Robot</i> ”发布会，并现场演示跳舞、倒酒、分发礼品、与观众互动等动作，相较于前次展示表现出更高的灵活度和稳定性。
2024.11	特斯拉发布Optimus接球视频，展示其新一代灵巧手，具备22自由度的新一代灵巧手正式上线
2025E	Optimus预计将进入量产阶段，先期将用于特斯拉整车工厂的生产线中
2026E	继续保持迭代，后续有望实现对外部客户的销售

- 拆分来看，特斯拉人形机器人主要包括躯干、四肢和手部等结构。特斯拉人形机器人的躯干中集成了电池包模组，且机器人的“大脑”同样位于躯干中；四肢部分主要为28个执行器，分为直线和旋转两类；最新一代灵巧手具备22个自由度，手部动作更加流畅。
- 执行器布置方案为14个直线执行器+14个旋转执行器，分布在**肩部（3个旋转）×2、大臂（1个直线）×2、小臂（2个直线+1个旋转）×2、腰部（2个旋转）、髌部（2个旋转）×2、大腿（2个直线）×2和小腿（2个直线）×2**。

图9：特斯拉人形机器人主要组成结构

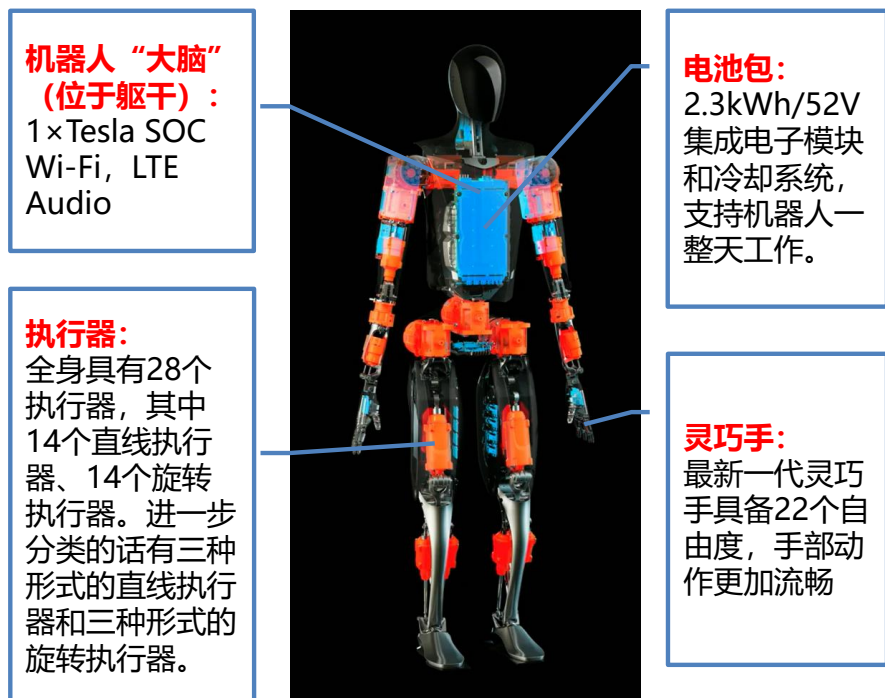
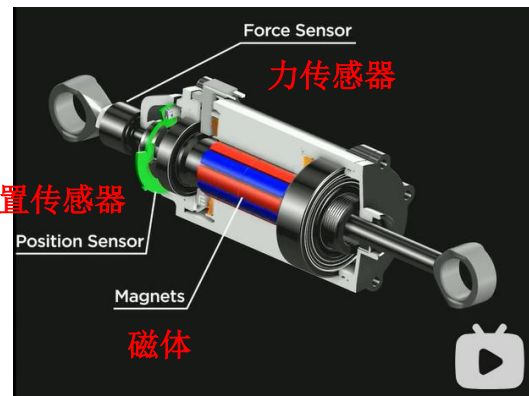
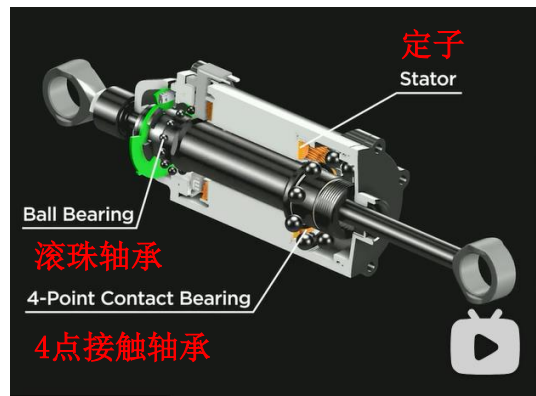
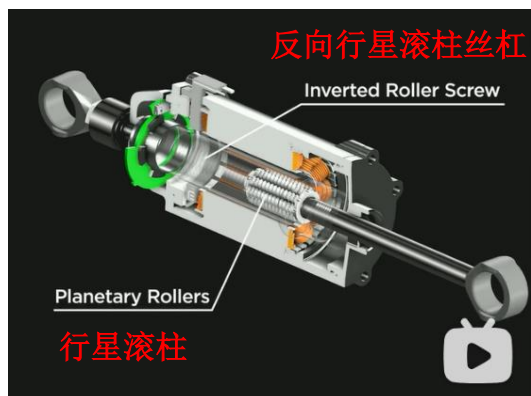
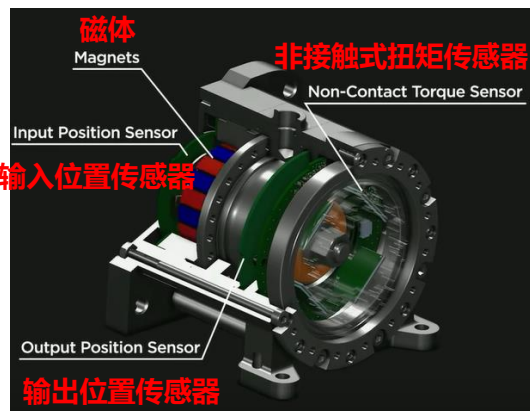


表6：特斯拉人形机器人各关节执行器布置情况梳理

机器人部位	直线执行器数量 (个)	旋转执行器数量 (个)	执行器主要功能
肩部 (单边)	0	3	实现三个自由度, 控制整个手臂相对于躯干的运动
大臂 (单边)	1	0	实现一个自由度, 控制肘部的弯曲动作
小臂 (单边)	2	1	旋转执行器控制小臂的整体旋转, 2个直线执行器控制手掌整体在两个自由度上的转动
腰部	0	2	两个旋转执行器控制上半身在两个自由度上的旋转
髌部 (单边)	0	2	两个旋转执行器控制大腿的运动
大腿 (单边)	2	0	前后布置两个直线执行器, 前部直线执行器控制膝盖的弯曲, 后部直线执行器控制大腿的抬起
小腿 (单边)	2	0	左右布置两个直线执行器, 控制脚掌的运动

- 旋转执行器方案：电机+谐波减速器+双编码器（位置传感器）+扭矩传感器+轴承。
- 直线执行器方案：电机+行星滚柱丝杠+编码器（位置传感器）+力传感器+轴承。

图10：旋转执行器及直线执行器结构拆分示意图

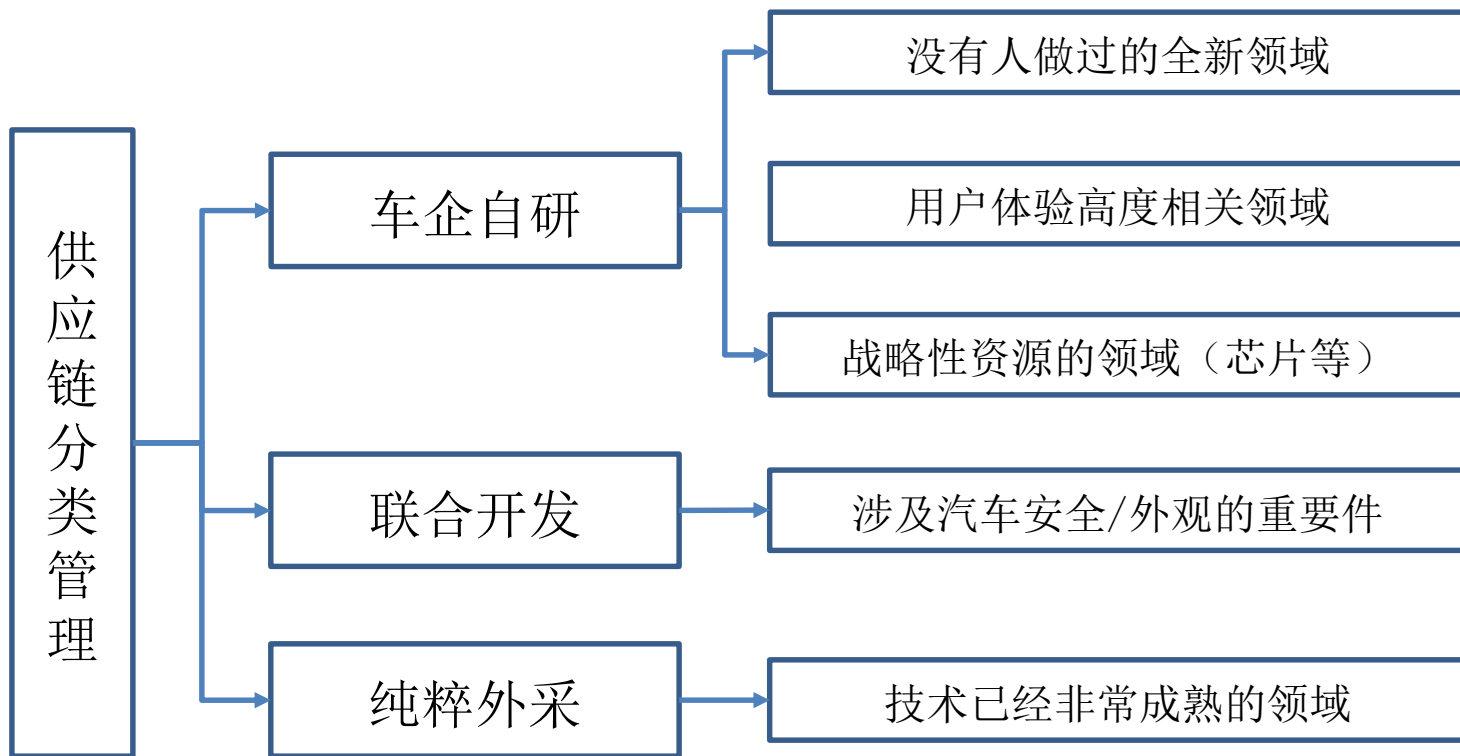




## 二、特斯拉全球优选第一梯队供应链伙伴

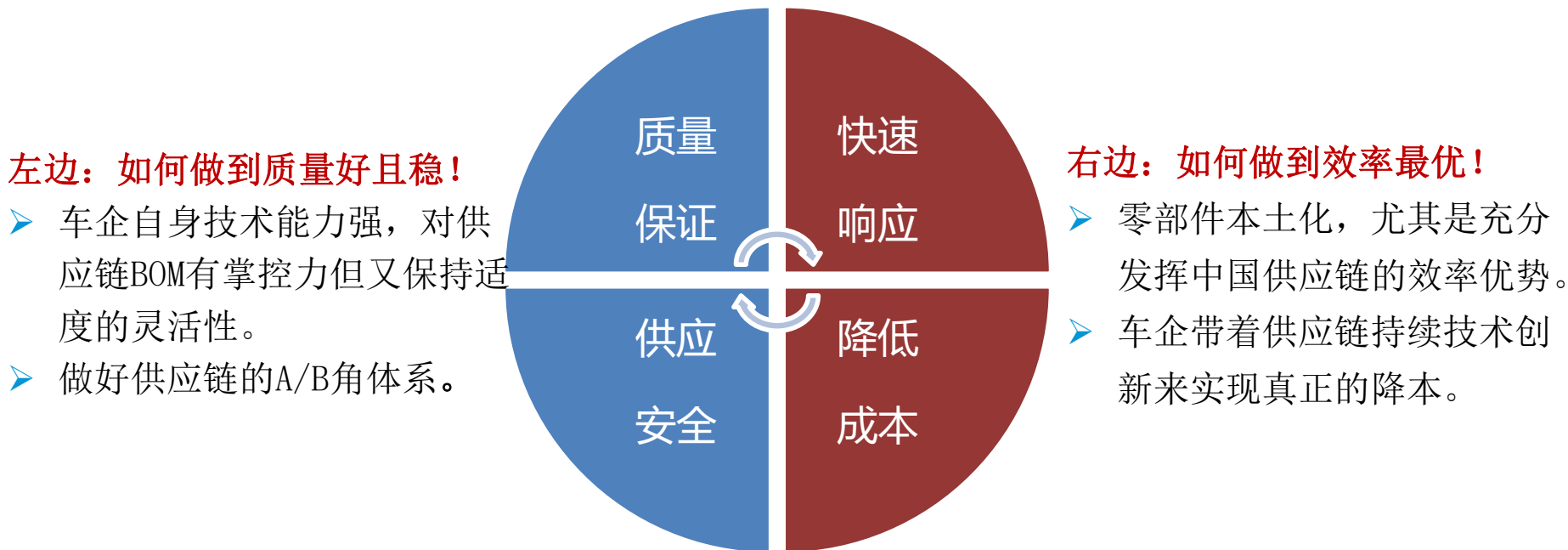
当前汽车产业处在百年变革阶段，一辆车的研发难度指数级上升，车企和供应商如何做好分工协作是体现车企核心能力差异的关键。站在行业视角看特斯拉，我们认为思考特斯拉供应链能力关键是明确：1) 特斯拉自研类；2) 特斯拉联合供应商同步研发；3) 特斯拉完全采用供应商的方案。

图11：特斯拉对于不同零部件的分类管理



- 系统性降本能力是特斯拉真正区别于其他车企的核心竞争力。具体表现特征：特斯拉在全球范围内选取一线供应链伙伴合作，追求资源全球配置最优。

图12：车企的供应链体系的4大指标



■2020年特斯拉国产落地，优质自主零部件企业进入特斯拉供应链，自主零部件企业凭借着最优的效率和领先的成本成为了特斯拉体系内的一线供应链合作伙伴。

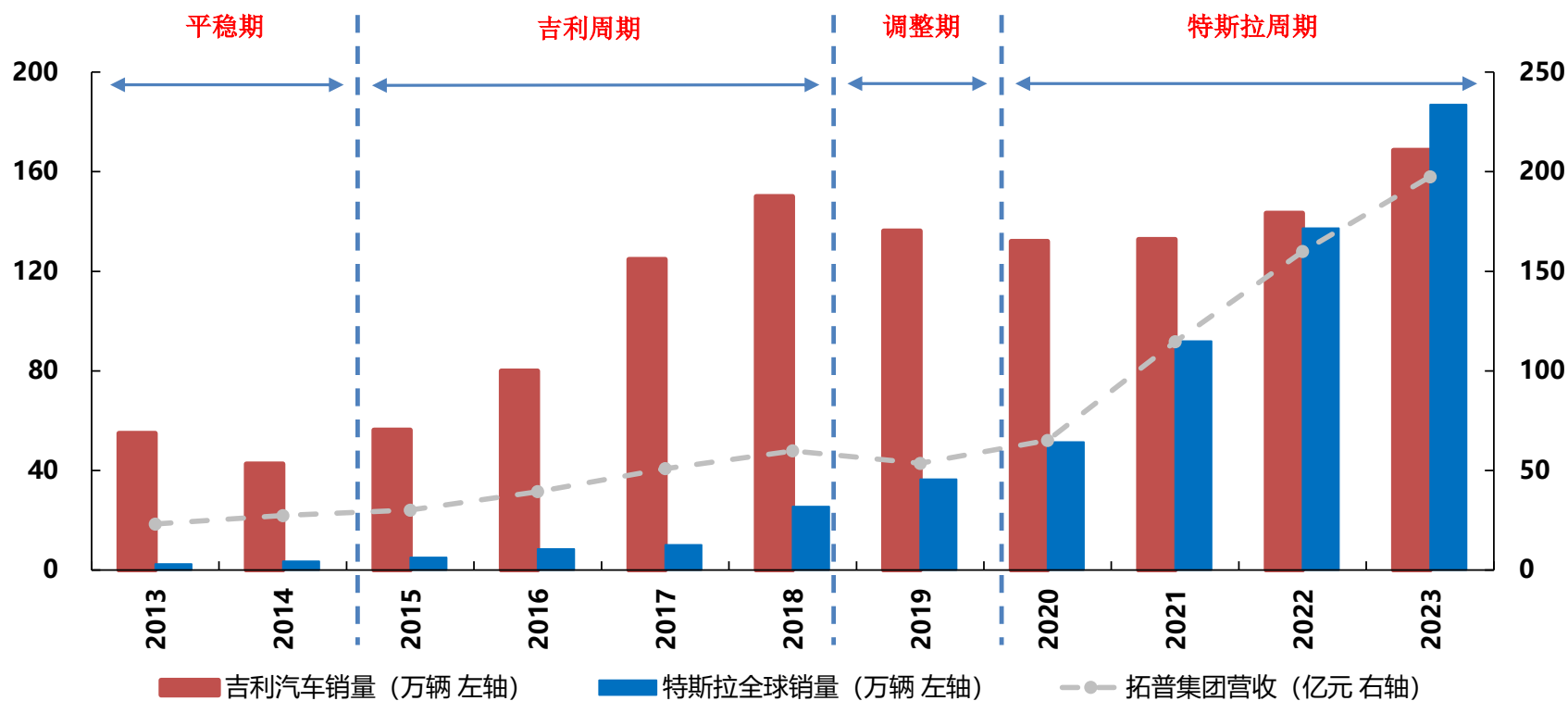
表7：特斯拉产业链主要公司梳理

公司	证券代码	配套品类	主要配套区域	备注
拓普集团	601689.SH	减震、内饰、底盘及热管理等	全球	特斯拉全球核心Tier 0.5级供应商
新泉股份	603179.SH	主副仪表板、门板、座椅背板等内饰件	全球	特斯拉全球核心内饰件供应商
爱柯迪	600933.SH	铝合金轻量化产品	目前主要北美	中小铝合金压铸件龙头
岱美股份	603730.SH	遮阳板、顶棚等内饰件	全球	遮阳板全球龙头
旭升集团	603305.SH	压铸、挤压、锻造产品	全球	特斯拉轻量化主要供应商
银轮股份	002126.SZ	热管理产品	全球	特斯拉热管理重要供应商
双环传动	002472.SZ	新能源齿轮	目前主要国内	特斯拉减速器齿轮主要供应商
华域汽车	600741.SH	内饰、底盘等产品	全球	
恒帅股份	300969.SZ	清洗系统、微电机等	全球	特斯拉微电机重要供应商
沪光股份	605333.SH	线束	国内	
嵘泰股份	605133.SH	铝合金轻量化产品	目前主要北美	
精锻科技	300258.SZ	差速器	目前主要国内	
模塑科技	000700.SZ	前后保险杠	主要北美	
威唐工业	300707.SZ	冲压件	目前主要国内	

# 拓普为例，2020年特斯拉开启了拓普新一轮成长

- **2013-2014平稳发展期：**上汽通用和吉利销量稳定，公司收入体量保持稳定。
- **2015-2018吉利周期：**公司核心客户吉利销量连续增长，带动公司收入体量提升。
- **2018-2019发展调整期：**行业进入调整期，2019年公司收入体量出现下滑。
- **2020年后：**公司进入特斯拉产业链，特斯拉全球销量迅速增长叠加公司产品品类同步扩张，公司收入体量进入快速增长期。

图13：拓普集团历史收入复盘



## 三、优质自主汽零跟随特斯拉持续全球扩张

■ 为了满足本地化供应的需求，特斯拉开始推动国内供应链企业出海布局；而在国内零部件企业的角度，为了绑定大客户，维持或提高在客户中的配套份额，纷纷积极配合特斯拉布局海外产能，跟随特斯拉开启全球化进程。

表8：特斯拉供应链主要标的近年海外投资计划

公司	证券代码	投资时间	投资项目	投资金额	主要产品	主要面向客户	(预计) 投产时间
拓普集团	601689.SH	2020	波兰工厂	预计不超过6000万欧元	热管理系统	特斯拉	已投产
		2022	墨西哥工厂	预计总投资额不超过2亿美元	轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品	特斯拉	预计2025年
旭升集团	603305.SH	2023	墨西哥工厂	预计累计总投资额不超过2.76亿美元	铝合金轻量化产品	特斯拉、斯特兰蒂斯、采埃孚等	一期预计2025年
		2024	泰国工厂	投资总额不超过9000万美元	铝合金轻量化产品	特斯拉等	预计2026年
爱柯迪	600933.SH	2023	墨西哥工厂二期	12.33亿元	新能源汽车结构件及三电系统零部件	特斯拉等	预计2025年
		2024	匈牙利工厂	不超过0.86亿欧元	铝合金车身结构件及壳体类零部件		/
新泉股份	603179.SH	2020	墨西哥工厂一期	合计1.81亿元美金	副仪表板、门板、座椅背板等内饰件	特斯拉	2023Q2
		2023	墨西哥工厂二期		主副仪表板、座椅背板、头枕扶手	特斯拉	2025Q1
		2023	斯洛伐克工厂一期	目前合计6500万欧元	门板、座椅背板等内饰件	特斯拉	2025Q1
		2024	斯洛伐克工厂二期		仪表板等内饰件	大众、沃尔沃等	预计2026年
		2024	美国得州工厂		4600万美元	仪表板、座椅等内饰件	特斯拉
银轮股份	002126.SZ	2021	墨西哥工厂	/	新能源热管理产品	特斯拉	2023年
		2021	波兰工厂	/	新能源热管理产品	特斯拉	2023年
岱美股份	603730.SH	2022	墨西哥顶棚工厂	8.23亿元	顶棚系统集成产品、顶棚产品	特斯拉	建设期1.5年
三环传动	002472.SZ	2023	匈牙利工厂	投资总额不超过1.2亿欧元	新能源汽车齿轮传动部件	特斯拉、斯特兰蒂斯等	预计2025年

- **自主零部件出海节奏应当要领先于自主整车。**整车出海建厂受到更多的非市场因素影响，而零部件出海则受到的限制相对较少。此外，参考福耀玻璃、敏实集团等企业，在部分更加依赖成本和效率等竞争要素的细分赛道中，优质自主零部件企业相对海外企业已有竞争优势。
- **特斯拉能为自主零部件企业在海外业务上提供量的确定性。**一方面，特斯拉2025-2027年将迎来新一轮车型周期；另一方面，特斯拉现有车型的海外销量规模已经较大，自主零部件企业通过提升特斯拉海外市场配套份额，也能获取到较大的业务量规模。**通过配套特斯拉完成海外第一轮**的资本开支，**并积累海外生产、管理等经验，后续进一步拓展海外其他主机厂客户。**

图14：自主零部件企业出海参考路径





## 四、投资建议及风险提示

## ■ 投资建议：看好特斯拉全球新一轮产品周期带来的产业链机会！

- ✓ 【拓普集团】特斯拉全球核心战略平台型供应商，车+机器人全面布局；【新泉股份】特斯拉全球核心内饰件供应商，25年T链强 $\alpha$ 标的；【旭升集团】全球核心轻量化供应商+机器人产品延伸；【岱美股份】全球遮阳板龙头，顶棚等新产品加速拓展；【爱柯迪】特斯拉北美核心轻量化供应商+机器人业务预期；【恒帅股份】清洗+微电机全面配套，主动感知清洗加速定点；【华域汽车】特斯拉产业链低估值品种；【上汽集团】特斯拉或整车层面存在合作可能性标的；【三花智控（电新组覆盖）】特斯拉热管理+机器人执行器业务。

表9：相关公司盈利预测及估值

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	特斯拉配套产品	归母净利润 (亿元)			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
新泉股份	603179.SH	42.55	207	内饰	8.06	10.55	13.91	25.7	19.7	14.9
拓普集团	601689.SH	46.10	777	减震、内饰、底盘、热管理、执行器	21.51	30.52	37.15	36.1	25.5	20.9
岱美股份	603730.SH	8.56	141	内饰	6.54	8.62	10.36	21.6	16.4	13.7
旭升集团	603305.SH	12.25	114	铝合金轻量化	7.14	5.61	6.92	16.0	20.4	16.5
爱柯迪	600933.SH	15.16	149	铝合金轻量化	9.13	10.32	12.35	16.3	14.5	12.1
银轮股份	002126.SZ	17.76	148	热管理	6.12	8.46	11.00	24.2	17.5	13.5
双环传动	002472.SZ	28.60	242	高精密齿轮	8.16	10.31	12.66	29.7	23.5	19.1
恒帅股份	300969.SZ	82.93	66	微电机、清洗系统	2.02	2.26	2.82	32.8	29.3	23.5
华域汽车	600741.SH	16.93	534	内饰、底盘等	72.14	71.65	77.66	7.4	7.4	6.9
三花智控	002050.SZ	21.97	820	热管理+执行器	29.21	32.38	38.04	28.1	25.3	21.6

注：数据截至2025年1月3日，盈利预测来自东吴证券研究所

- **推荐逻辑：**1、Tier 0.5配套模式持续推进，深度绑定国际大客户、华为赛力斯、小米、比亚迪、蔚来、理想和吉利极氪等优质客户，充分受益全球新能源汽车发展；2、持续推进平台化战略，扩充产品线，汽车业务拥有8大系列产品，单车配套金额约3万元；3、新增机器人执行器，空间广阔。
- **2025年核心增量：**公司广泛绑定各大新能源汽车客户，充分受益于全球新能源渗透率持续提升。国际大客户、赛力斯、小米、理想等客户销量增长及后续新车型将贡献公司2025年的核心收入增量。
- **盈利预测：**2024-2026年归母净利润的预测为30.52亿元、37.15亿元、45.58亿元。
- **风险提示：**下游客户销量不及预期；新项目开拓不及预期；原材料价格上涨超预期。

表10：拓普集团核心财务指标及预测

拓普集团 (亿元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	65.11	114.63	159.93	197.01	270.15	337.49	412.34
YOY		76.05%	39.52%	23.18%	37.13%	24.92%	22.18%
减震器	25.60	33.47	38.72	42.99	46.79	53.99	63.34
内饰功能件	22.24	35.78	54.63	65.77	86.93	101.29	119.42
底盘系统	13.31	26.24	44.45	61.22	83.75	100.80	119.93
汽车电子	1.79	1.83	1.92	1.81	2.35	3.52	5.28
热管理系统	0.00	12.85	13.69	15.48	26.93	33.55	41.58
空气悬架	0.00	0.00	0.00	0.00	11.60	29.45	37.05
毛利率	22.69%	19.88%	21.61%	23.03%	21.09%	21.32%	21.45%
期间费用率	11.61%	8.64%	8.64%	9.52%	8.69%	8.40%	8.40%
销售费用率	1.90%	1.37%	1.38%	1.31%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	3.58%	2.58%	2.65%	2.76%	2.50%	2.50%	2.50%
研发费用率	5.45%	4.38%	4.69%	5.01%	4.50%	4.40%	4.40%
财务费用率	0.68%	0.31%	-0.08%	0.44%	0.49%	0.30%	0.30%
归母净利润	6.28	10.17	17.00	21.51	30.52	37.15	45.58
YOY		61.93%	67.13%	26.50%	41.92%	21.71%	22.69%
归母净利率	9.65%	8.87%	10.63%	10.92%	11.30%	11.01%	11.05%

**■推荐逻辑：**1、内外饰单车价值量大，市场空间广阔，且公司有新产品拓展潜力。2、行业格局好，真正做到一定规模的具备较强竞争力的自主民企数量少，基本无新进入者，格局整体呈现集中度提升和国产替代的大趋势。3、公司竞争力突出，在成本控制和响应效率上相比竞争对手拥有明显优势；坚定推进全球化战略，后续海外市场将贡献重要增量。

**■2025年核心增量：**2025年国际知名电动车企海外改款车项目开始贡献重要增量，国内奇瑞、吉利、理想等客户收入持续增长。

**■盈利预测：**2024-2026年归母净利润的预测为10.55亿元、13.91亿元、18.05亿元。

**■风险提示：**乘用车行业销量不及预期，新客户开拓不及预期，原材料价格波动导致盈利不及预期。

表11：新泉股份核心财务指标及预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,613	6,947	10,572	13,469	17,025	21,427
YOY	25.3%	50.6%	52.2%	27.4%	26.4%	25.9%
毛利率	19.1%	19.7%	20.0%	20.2%	20.3%	20.4%
销售费用	97	133	177	229	289	364
销售费用率	2.1%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	214	312	452	633	783	964
管理费用率	4.6%	4.5%	4.3%	4.7%	4.6%	4.5%
研发费用	225	306	457	552	690	857
研发费用率	4.9%	4.4%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
财务费用	28	0	-6	54	51	54
财务费用率	0.6%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.3%
归属于母公司股东的净利润	284	471	806	1,055	1,391	1,805
归母净利率	6.2%	6.8%	7.6%	7.8%	8.2%	8.4%

- ◆上汽集团自上而下推动的国企改革将对华域汽车产生重大有利影响：1) 新领导新气象推动内部变革提升效率；2) 上汽集团自身销量改善；3) 上汽或拓展新合作项目带来新的零部件配套机遇。
- ◆产品维度，产品竞争力较强，内外饰、座椅、车灯等行业竞争优势明显；客户维度，上汽系客户提升配套价值量，努力提高业外客户收入占比，业绩保持稳健兑现。
- ◆预计2024-2026年归母净利润为71.7/77.7/83.3亿元。

表12：华域汽车业绩预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	139,944	158,268	168,594	162,491	173,053	182,571
YOY	4.8%	13.1%	6.5%	-3.6%	6.5%	5.5%
毛利率	14.4%	14.2%	13.3%	12.3%	12.3%	12.3%
销售费用	988	1,030	1,158	975	1,038	1,095
销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	7,698	8,128	7,989	7,637	8,134	8,581
管理费用率	5.5%	5.1%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	6,352	7,161	7,122	6,337	6,749	7,120
研发费用率	4.5%	4.5%	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%
财务费用	-58	-222	83	179	44	-150
财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
归属于母公司的净利润	6,469	7,203	7,214	7,165	7,766	8,329
归母净利率	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%

注：盈利预测源自东吴汽车

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

- ◆**核心逻辑：**1) 2024年7-8月完成集团到主要子公司&合联营公司管理层更换，公司将进一步积极降本增效。后续期待内部整合&外部合作多线并举，困境反转。2) 合资板块资产改造&减值同步推进，同时合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。3) 自主品牌整合&技术持续迭代。
- ◆**盈利预测：**预计2024-2026年公司归母净利润为84.27/101.05/133.57亿元。

表13：上汽集团核心财务指标及预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	779,846	744,063	744,705	620,818	643,725	677,096
YOY	5.1%	-4.6%	0.1%	-16.6%	3.7%	5.2%
毛利率	11.3%	11.8%	12.1%	10.0%	10.8%	11.5%
销售费用	29,505	30,175	29,879	21,729	22,530	23,698
销售费用率	3.8%	4.1%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	24,104	25,641	24,240	17,693	18,346	19,297
管理费用率	3.1%	3.4%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	19,668	18,031	18,365	14,279	14,806	15,573
研发费用率	2.5%	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%
财务费用	564	-764	-157	-367	445	635
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%
归属于母公司的净利润	24,533	16,118	14,106	8,427	10,105	13,357
归母净利率	3.1%	2.2%	1.9%	1.4%	1.6%	2.0%

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期。

- **乘用车价格战超预期。**市场进入存量博弈阶段，各品牌竞争愈加激烈，价格战或将导致车企成本压力向上游供应链企业进行传导。
- **全球新能源渗透率低于预期。**如果全球新能源汽车需求不及预期将影响自主零部件企业出海放量速度。
- **地缘政治不确定性风险增大。**如果地缘政治风险加大，或将影响国内企业的海外经营。

# 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。



# 东吴证券 财富家园