

## 中信证券研究部



许英博  
首席科技产业  
分析师  
S1010510120041



陈俊斌  
首席制造产业  
分析师  
S1010512070001



陈俊云  
前瞻研究高级  
分析师  
S1010517080001

## 核心观点

美国时间 10 月 21 日，特斯拉发布 2020Q3 季报。当季汽车产量 14.50 万辆（同比+51.0%，环比+76.3%），汽车交付量 13.96 万辆（同比+43.6%，环比+54.0%）。公司当季营收大幅超出市场预期，并连续实现五个季度的盈利：当季营收 87.71 亿美元（同比+39.2%，环比+45.3%），大幅高于市场预期的 83.6 亿美元；净利润 3.31 亿美元（同比+131%，环比+218.3%），低于市场 3.94 亿美元的一致预期。软件定义汽车时代，智能汽车有望成为最大的移动互联网空间，我们持续看好公司在电池、BMS、Autopilot 算法、智能驾驶数据积累领域的领跑优势。

**业绩概述：**当季汽车产量 14.50 万辆、销量 13.96 万辆；营收 87.7 亿美元，大幅超出市场预期；净利润 3.31 亿美元，连续五个季度盈利。1) **产量：**Q3 公司汽车产量 14.50 万辆（同比+51.0%，环比+76.3%）。其中 Model S/X 产量 1.70 万辆（同比+4.1%，环比+169%）；Model 3/Y 产量 12.80 万辆（同比+60.4%，环比+68.6%）。2) **销量：**Q3 汽车销量 13.96 万辆（同比+43.6%，环比+54.0%）。其中 Model S/X 销量 1.53 万辆（同比-12.6%，环比+56.0%）；Model 3/Y 销量 12.43 万辆（同比+56.0%，环比+55.3%）。3) **营收：**Q3 营收 87.7 亿美元（同比+39.2%，环比+45.3%），高出市场 83.6 亿美元的预期；4) **净利润：**Q3 净利润 3.31 亿美元（同比+131%，环比+218.3%），低于市场 3.94 亿美元的预期，实现连续 5 个季度盈利。

**现金流&毛利率：**经营活动现金流持续为正，在手现金及现金等价物充裕，毛利率稳步提升至 23.5%。1) **经营活动现金流：**Q3 经营活动现金流净额为 24.0 亿美元（同比+217.5%，环比+149.0%），自 2020Q1 以来连续两个季度为正；2) **现金及现金等价物：**受益于公司 9 月份完成了 50 亿美元的融资计划，截至 2020Q3 末，公司现金&现金等价物为 145.31 亿美元（同比+172.2%，环比+68.7%）。后续用于后续工厂&生产线建设的在手现金充裕；3) **资本支出：**当季公司资本支出大幅增长至 10.05 亿美元（同比+161%，环比+84%），主要原因是美国 Model Y 生产线的投产。后续随着柏林&奥斯汀工厂的建设，预计公司资本支出将大幅增加。4) **毛利率：**自 2019Q1 以来，公司整体毛利率不断创新高，Q3 增长至 23.5%。其中，汽车业务毛利率持续增长：当季汽车销售业务毛利率为 27.7%、汽车租赁业务毛利率为 45.3%。后续随着公司产能&交付量的进一步扩大，毛利率有望进一步提升。

**工厂产能&新车型交付计划：**截至目前，公司汽车总产能达 84 万辆/年，公司预计 2021 年将建成柏林工厂、2021 年将批量交付 Cyber truck。1) 目前公司汽车总产能达 84 万辆/年，其中美国弗里蒙特工厂总产能达 59 万辆/年（Model S/X 产能达 9 万辆/年，Model 3/Y 产能达 50 万辆/年）、上海工厂 Model 3 产能增长至 25 万辆/年。2) 目前，公司德国柏林工厂&美国奥斯汀工厂仍处于建设中，公司在季报电话会议中预计柏林工厂将于 2021 年投产。3) 在 9 月份特斯拉电池日上，马斯克透露 Cybertruck 有接近 60 万辆的订单量。此次季报电话会议中，公司透露 Cybertruck 预计将于 2021 年底批量交付。

**业绩展望：**公司仍维持 50 万辆的生产&交付目标，预计 2020/2021 年投入超过 25 亿美元用于新工厂的建设。1) 公司仍将生产和交付 50 万辆车作为 2020 年的目标。截至到 2020Q3，公司当年累计生产汽车 33.0 万辆、累计交付汽车 31.9 万辆。2) 据公司 CFO 在季报电话会议中透露，为了进一步扩大汽车产能，公司 2021/2022 年将投资超过 25 亿美元用于德国工厂&奥斯汀工厂的建设。

**风险因素：**需求疲软的风险；柏林工厂进展不达预期的风险；中美贸易摩擦等。

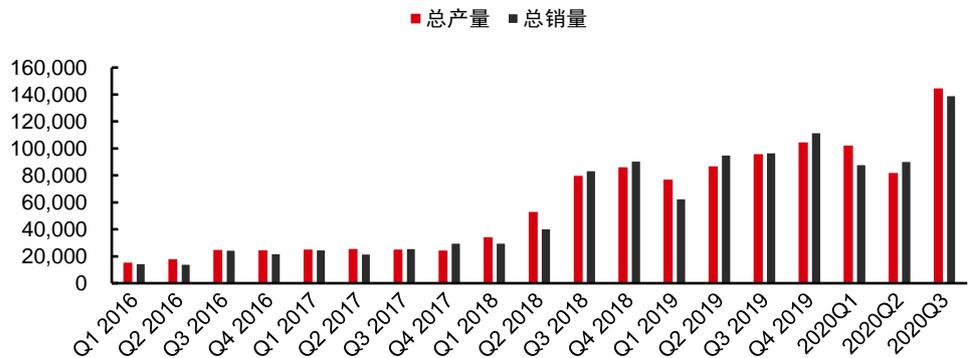
**投资策略：**软件定义汽车时代，汽车有望成为最大的移动互联网空间。我们持续看好公司在电池、BMS、Autopilot 算法、智能驾驶数据积累的领跑优势。未来随着公司柏林&奥斯汀工厂产能的释放，Model Y&Cybertruck 的交付，公司产品销量有望进一步提升。根据路透一致预期，预计公司 2020/2021 年收入 303.5/425.6 亿美元，净利润（GAAP）、净利润（Non-GAAP）分别为 10.4/27.9、20.1/34.8 亿美元。

表 1: 公司盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	21461	24578	30352	42558	54180
同比增速 (%)	82.51	14.52	23.49	40.21	27.31
毛利率 (%)	18.83	16.56	20.3	21.18	22
GAAP 净利润 (百万美元)	-976	-862	1040	2787	4759
同比增速 (%)	-	-	-	-	-
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	-227	35.77	2012	3479	5186
同比增速 (%)	--	--	5624.83	172.91	149.07
PE (GAAP)	--	--	379	141	83
PE (Non-GAAP)	--	--	196	113	76

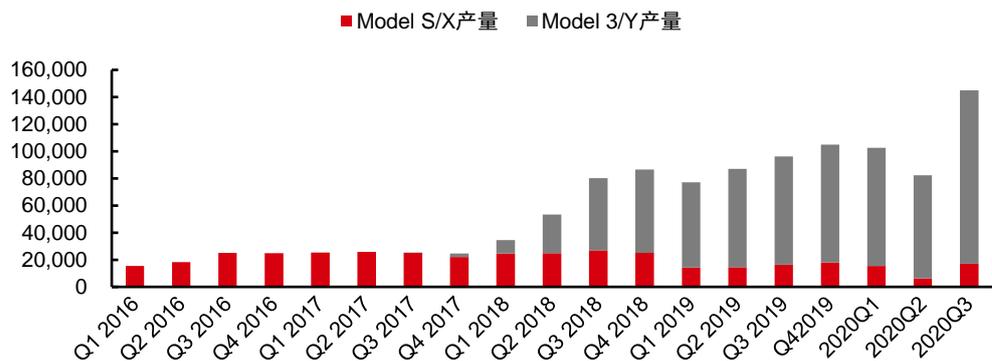
资料来源: 路透一致预测, 中信证券研究部。注: 公司股价取自 2020 年 10 月 21 日收盘价

图 1: 特斯拉汽车产销量 (辆)



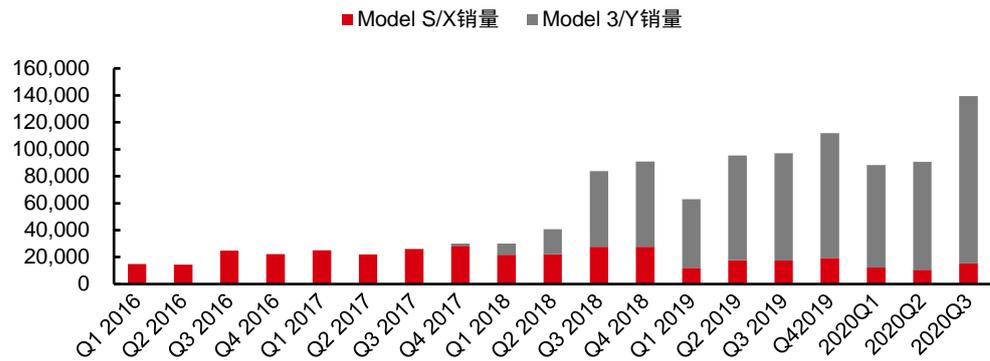
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 特斯拉分车型产量 (辆)



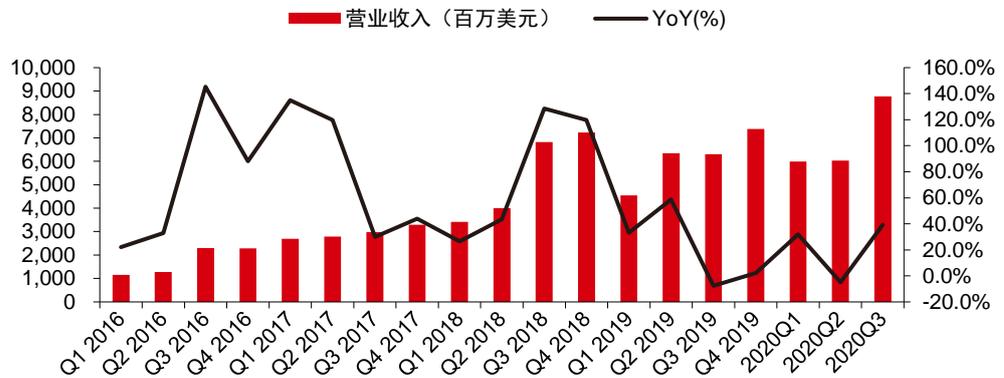
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 特斯拉分车型销量 (辆)



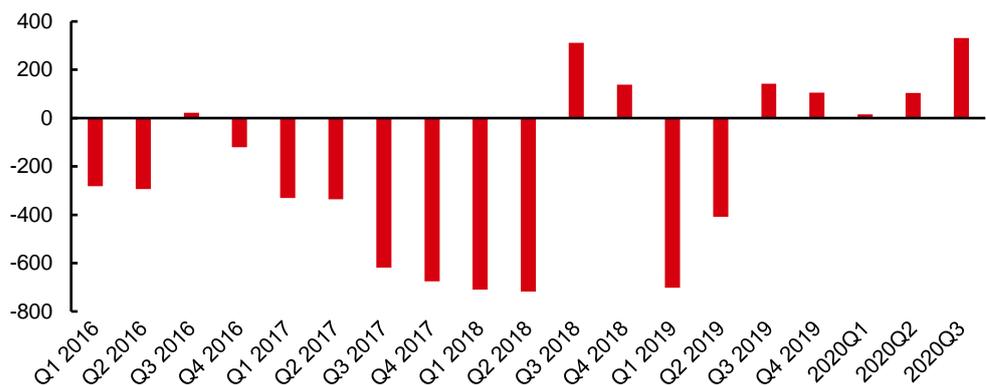
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 特斯拉营业收入 (百万美元)



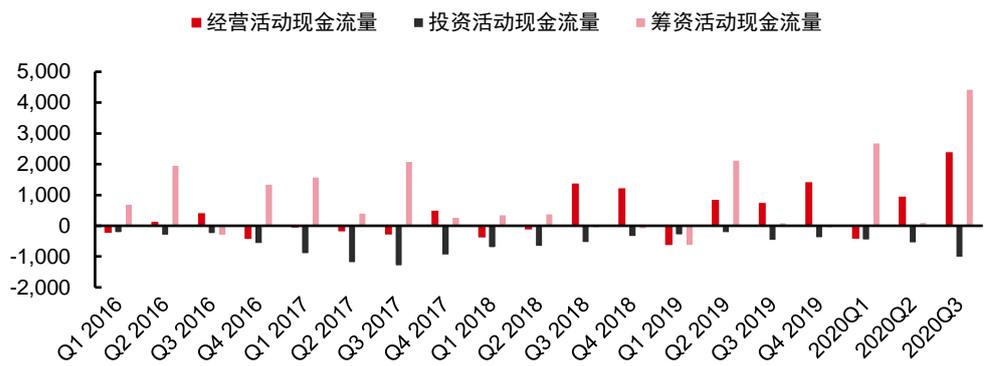
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 特斯拉 GAAP 净利润 (百万美元)



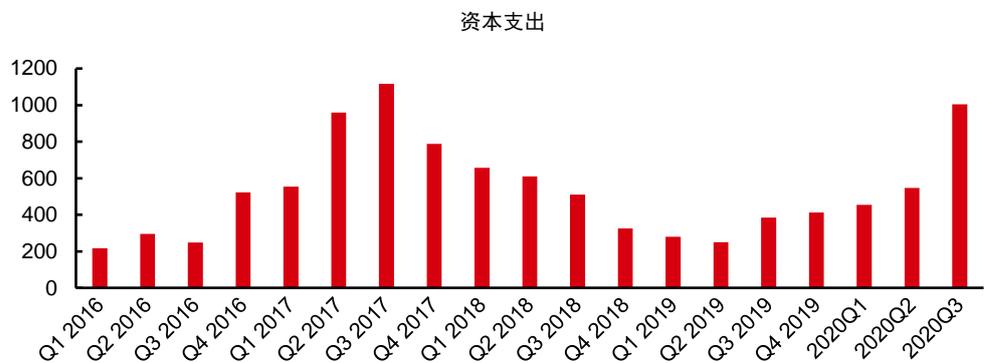
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 特斯拉现金流 (百万美元)



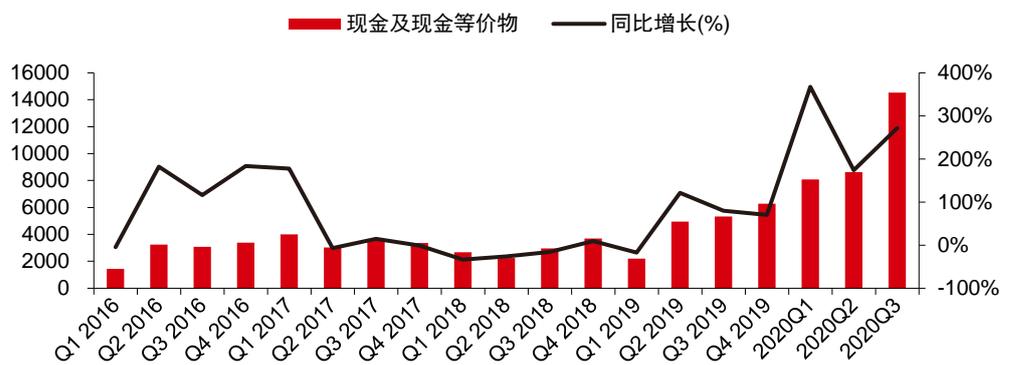
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 7: 特斯拉资本支出 (百万美元)



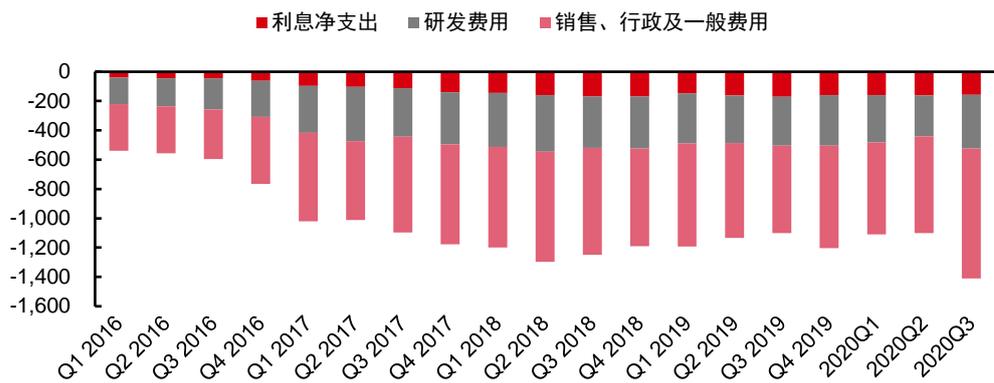
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 8: 特斯拉现金及现金等价物 (百万美元)



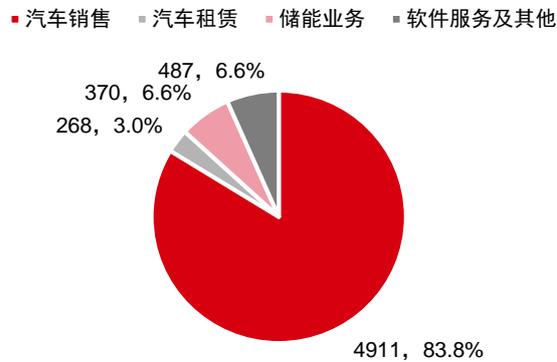
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 9：特斯拉利息净支出、研发费用、销售及管理费用（百万美元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 10：特斯拉 2020 Q3 主营业务拆分（百万美元，%）



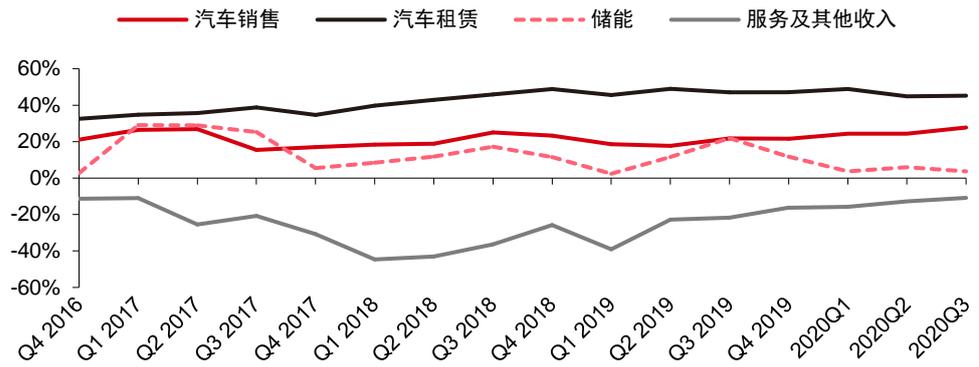
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 11：特斯拉整体毛利率



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 12: 特斯拉分业务毛利率



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%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

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。