

2020年10月22日

连续实现盈利 业绩兑现加速

特斯拉系列报告八

事件概述:

10月22日,特斯拉发布2020Q3业绩,实现总营收87.71亿美元,环比+45%,同比+39%;其中汽车业务营收76.11亿美元,环比+47%,同比+42%;汽车业务毛利21.05亿美元,环比+60%,同比+72%;汽车业务毛利率27.7%,环比+2.23pct,同比+4.83pct;GAAP净利润3.31亿美元,环比+218%,同比+131%,non-GAAP净利润8.74亿美元,环比+94%,同比+156%。

分析与判断:

► Q3产销规模创新高 新产能新产品助推销量向上

特斯拉各车型2020Q3合计产量145,036辆,环比+76%,同比+51%,合计交付量139,300辆,环比+54%,同比+44%,单季度产量和交付量均创历史新高,这主要得益于上海工厂Model 3、Fremont工厂Model Y产能顺利爬坡贡献的核心增量,Model 3/Y在Q3的产量和交付量分别达到128,044辆和124,100辆。特斯拉仍维持2020全年交付量50万辆的目标不变。

特斯拉新产能建设正在有序推进,2020Q3 Fremont工厂Model 3/Y的产能由40万辆提升至50万辆,上海工厂Model 3的产能由20万辆提升至25万辆,Q3资本支出也达到10.05亿元,同比+161%;目前上海/柏林/德克萨斯Model Y产线正在建设,预计特斯拉在2021年整车产能将突破100万辆。此前已经亮相的Tesla Semi、Cybertruck、第二代Roadster将陆续迎来量产;得益于新技术推动的电池包成本下降,特斯拉有望推出售价2.5万美元的低价车型。新产能建设、新车型投放将助力特斯拉产销量继续向上。

► 规模效应+降本=持续盈利 软件服务有望贡献增量

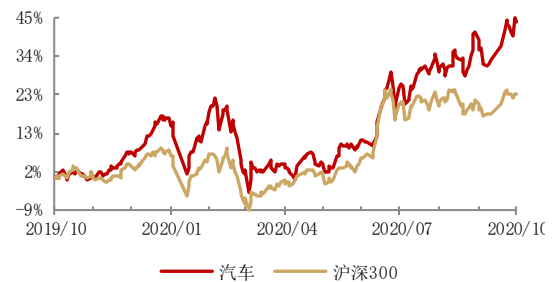
受产品结构变化和降价等因素影响,2020Q3特斯拉整车ASP 5.45万美元,环比下降0.25万美元;但Q3单车利润提升至0.24万美元,4.21%的净利率也达到历史最高水平,一方面是因为Model 3/Y成为爆款所带来的规模效应,另外一方面特斯拉不断推动零部件降本,以中国制造的标续续航升级版Model 3为例,所搭载的动力电池由LG化学三元锂电池切换至宁德时代磷酸铁锂电池,采购成本显著下降。特斯拉已实现连续5个季度净利润为正,考虑到产销规模进一步扩大、降本增效持续推进,特斯拉已进入业绩兑现期。

软件服务是特斯拉重要的差异化竞争力所在,相关业务规模维持高速增长:1)随着行驶数据不断积累,FSD功能逐步完

评级及分析师信息

行业评级: 推荐

行业走势图



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人: 刘静远

邮箱: liujy1@hx168.com.cn

相关研究

1. 特斯拉系列报告七: Model 3再降价 Q3交付量创新高
2020.10.08
2. 特斯拉系列报告六: 软件定义汽车时代开启
2020.07.23
3. 特斯拉系列报告五: Q2交付量超预期 铁锂Model 3上市在即
2020.07.03
4. 特斯拉系列报告四: 铁锂Model 3进公告 长续航交付提前
2020.05.16

善、产品成熟度提升，目前自动驾驶团队正在重写其自动驾驶神经网络及控制算法，为推出完全自动驾驶功能做准备，2019年以来特斯拉已经3次上调FSD选装价格，相关收益占比不断提升；2) 车辆性能也可通过软件提升，以Model Y为例，消费者可花费2,000美元购买软件更新，将0-60mph加速性能提升至4.3秒。考虑到软件选装服务边际利润率高于整车销售，未来随着产品逐步丰富、用户选装率提升，软件服务类业务有望成为公司重要的业绩增长点。

► 高性价比成就爆款 供给端巨变带动市场扩容

2012年、2015年上市的Model S、Model X作为高端电动车型奠定了特斯拉作为豪华品牌的基础。2017年、2020年中端车型Model 3、Model Y上市，性价比优势突出，其中Model 3在中国上市以来已多次官方调价，10月1日将起售价下调至24.99万元，较BBA竞品低25~50%；根据特斯拉目前在美国的定价，Model Y相比于Model 3同配置车型的溢价率仅为7.0~8.2%，而BBA中型SUV相比于中型轿车溢价率约为25~35%。我们预计Model Y 2021年初在中国上市后也将采取激进的定价策略，且随着Model 3/Y国产化比例提升价格有望继续下探，高性价比铸就爆款，带动市场扩容。

► 零部件国产化加速 相关标的持续受益

国产Model 3零部件进口替代的进程遵循技术壁垒从低到高、运输成本从高到低的顺序，一些运输成本较高或技术壁垒较低的零部件如车身结构件、覆盖件、内外饰件、玻璃、动力电池等已率先实现国产化，全面国产化正在推进。特斯拉通过不断降本、不断降低车型售价维持产品竞争力，从采购成本来看，选择国内零部件供应商性价比优势明显，从供应链安全来看，美国新冠肺炎疫情、中国贸易摩擦也决定了特斯拉为保障上海工厂Model 3的生产以及2021年初Model Y的导入，将加快零部件国产化进程，且特斯拉供应链层级少、扁平化程度高，零部件企业有更多机会实现总成化配套，相关标的有望持续受益。

投资建议：

2020年是新能源汽车供给端剧变的元年，特斯拉国产化带来的供给端质变撬动需求，C端用户对新能源汽车的接受度显著提升。类比手机发展史，爆款车型的出现将导致新能源汽车渗透率加速提升，推动行业从导入期迈入成长期。特斯拉新车型投放、新产能建设如期推进，对于特斯拉产业链我们建议关注：

1) **供应链全球化打开广阔的市场空间**：中国零部件供应商在具备稳定供应能力的同时成本优势突出，特斯拉海外工厂建设有序推进，供应链全球化程度提升，特斯拉中国供应商借机进入特斯拉全球配套体系，推荐【华域汽车、拓普集团】，相关受益标的【文灿股份、旭升股份】；

2) **国产化比例提升、新车型引入带来增量配套机会**：中国制造Model 3交付以来国产化比例不断提升，特斯拉引入中国的第二款新车型Model Y将于2020Q1交付，带来增量配套机会，推荐【银轮股份、新泉股份】，相关受益标的【常熟汽饰、宁波华翔】；

3) 从单品到总成带动单车配套价值量提升: 相比传统车企, 特斯拉供应链层级少、扁平化程度高, 零部件企业有更多机会实现总成化配套, 带动单车配套价值量提升, 相关受益标的【三花智控】。

风险提示

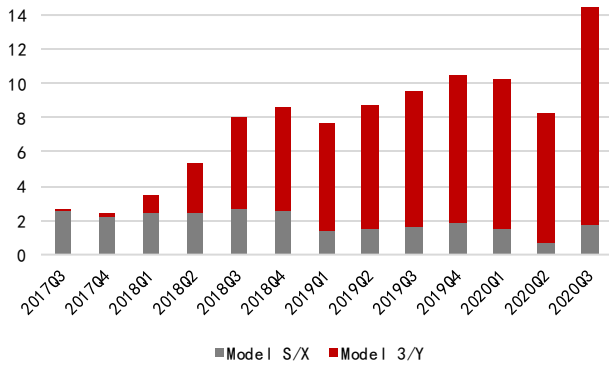
特斯拉新车型投放进度、产能建设进度推迟导致交付量不达预期; 海外疫情蔓延导致特斯拉零部件供应、整车生产进度不达预期; 汽车需求低迷导致国内外新能源汽车销量不达预期; 积分、碳排放等法规未能严格实施导致车企新能源新车型投放进度不达预期; 技术路线出现重大调整致新能源汽车产业链竞争格局变化。

盈利预测与估值

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | 重点公司 EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|--------|------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 601689.SH | 拓普集团 | 38.66 | 买入 | 0.43 | 0.69 | 0.93 | 1.17 | 89.91 | 56.03 | 41.57 | 33.04 |
| 600741.SH | 华域汽车 | 28.20 | 买入 | 2.05 | 1.91 | 2.08 | 2.23 | 13.76 | 14.76 | 13.56 | 12.65 |
| 002126.SZ | 银轮股份 | 12.70 | 买入 | 0.40 | 0.52 | 0.66 | 0.82 | 31.75 | 24.42 | 19.24 | 15.49 |
| 600669.SH | 均胜电子 | 21.24 | 增持 | 0.76 | 0.91 | 1.26 | 1.50 | 27.95 | 23.34 | 16.86 | 14.16 |
| 603179.SH | 新泉股份 | 32.18 | 买入 | 0.80 | 0.96 | 1.64 | 2.30 | 40.23 | 33.52 | 19.62 | 13.99 |

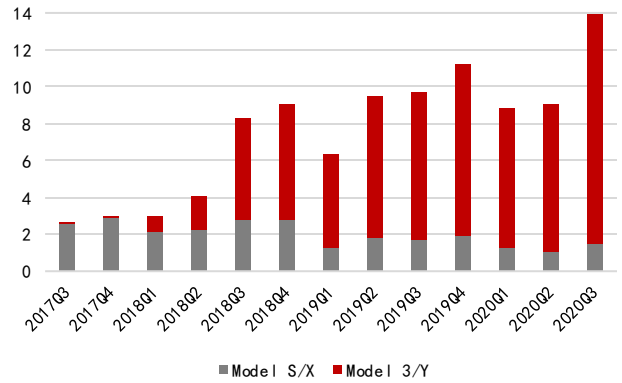
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 1 特斯拉分季度产量 (万辆)



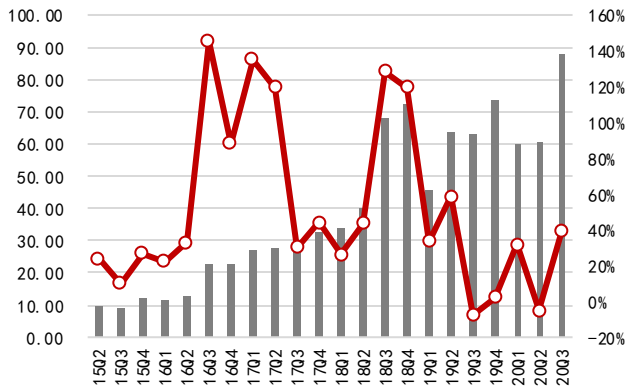
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 1 月开始生产

图 2 特斯拉分季度交付量 (万辆)



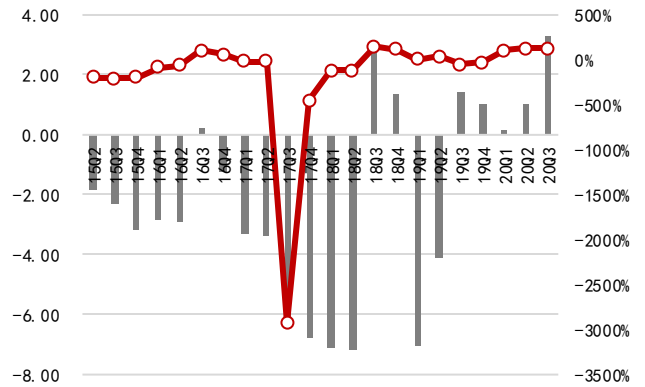
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 3 月开始交付

图 3 特斯拉分季度营收及同比增速 (亿美元; %)



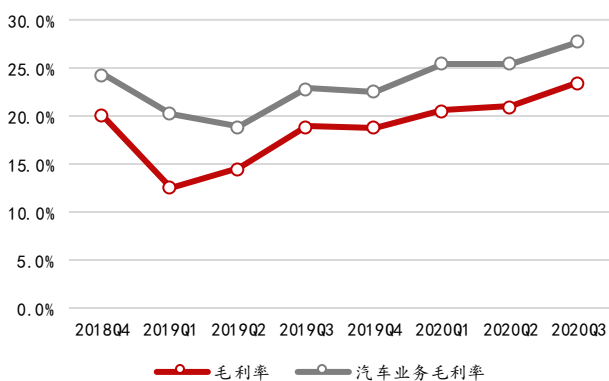
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 4 特斯拉分季度净利润及同比增速 (亿美元; %)



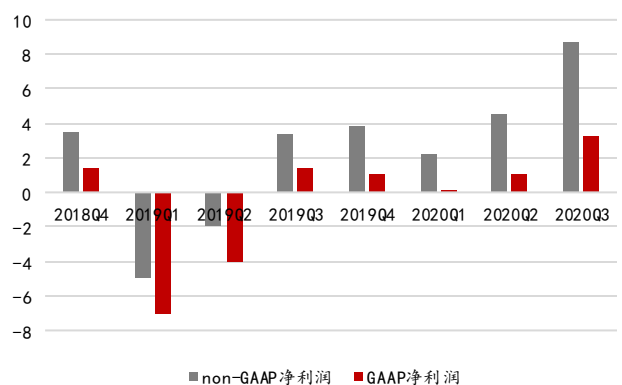
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 5 特斯拉分季度毛利率 (%)



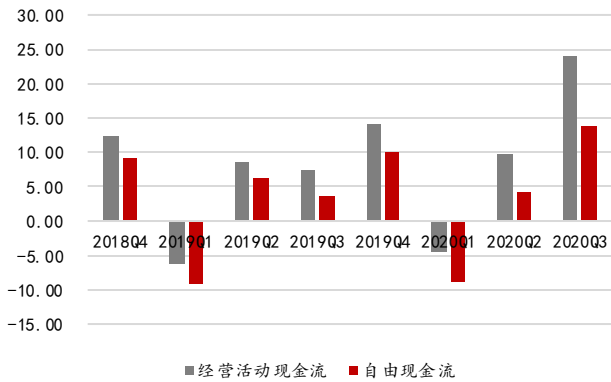
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 6 特斯拉分季度净利润 (亿美元)



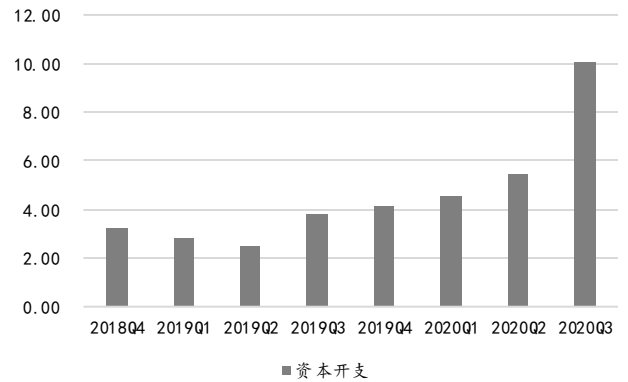
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 7 特斯拉分季度现金流 (亿美元)



资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 8 特斯拉分季度资本开支 (亿美元)



资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 1 特斯拉现有产能及产能规划

| 工厂 | 产品 | 现有产能 (台) | 状态 |
|---------|------------|----------|----|
| Fremont | Model S/X | 90,000 | 生产 |
| | Model 3/Y | 500,000 | 生产 |
| 上海 | Model 3 | 250,000 | 生产 |
| | Model Y | - | 建设 |
| 柏林 | Model 3 | - | 规划 |
| | Model Y | - | 建设 |
| 德克萨斯 | Model Y | - | - |
| | Cybertruck | - | 规划 |
| 美国新工厂 | Tesla Semi | - | 规划 |
| | Roadster | - | 规划 |

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。