证券研究报告—动态报告/行业快评

汽车汽配

特斯拉系列之十六

超配

（维持评级）

2020 年 10 月 26 日

# 20Q3 盈利超预期，再次确认全年 50 万出货量目标

证券分析师： 梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
证券分析师： 何俊艺 0755-81981823 hejunyi@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

## 事项：

1 特斯拉三季度 GAAP 营业利润 8.09 亿美元，营业利润率为 7.0%，净利润为 3.31 亿美元。第三季度非 GAAP 归属于普通股东的净利润为 8.74 亿美元，同比增长 156%；归属于普通股东的每股收益为 0.76 美元，同比增长 105%，连续五个季度实现盈利。

2 特斯拉三季度现金及现金等价物增长 58.97 亿美元，达 150.03 亿美元；三季度减去资本支出后营运现金流（自由现金流）达 13.95 亿美元。

3 特斯拉继续推进上海、柏林、得克萨斯州超级工厂生产线的建设，有望明年投产交付 Model Y，进一步提升特斯拉产能和交付量；Model Y 和国产版 Model 3 产量持续高速增长。

## 国信汽车观点：

特斯拉三季度实现营收 87.71 亿美元，同比增长 39.16%，环比增长 45.31%，单季净利润 3.31 亿美元，同比增长 131.47%，环比增长 218.27%，业绩再超预期，连续五个季度实现盈利。随疫情压力逐步缓解以及后续 Model Y 新车型推出，后期有望实现更强劲的增长态势。国产版 Model 3 发售后销量持续超预期，得到了国内消费者市场的高度认可。上海工厂一期产能规划 15 万辆，后续或随 Model Y 上市有望继续翻倍，叠加零部件国产化率提升，或有望带动国内特斯拉相关供应商的出货量提升。基于特斯拉产业链自下而上的梳理与研究，我们认为特斯拉国产化和销量增长将带动特斯拉全产业链持续受益，推动如电池、电机、电控和汽车零部件等供应商产业链升级，尤其看好产业链上 1）单车价值量或营收弹性较大的 Tier 1 供应商；2）有望持续新增产品配套、具备 ASP 提升空间的新能源零部件供应商；3）产品技术壁垒较高的核心零部件供应商。其中，先后重点推荐核心部件电池供应商宁德时代，国内热管理赛道龙头三花智控，配套价值量较高的拓普集团以及合作持续深化的岱美股份。

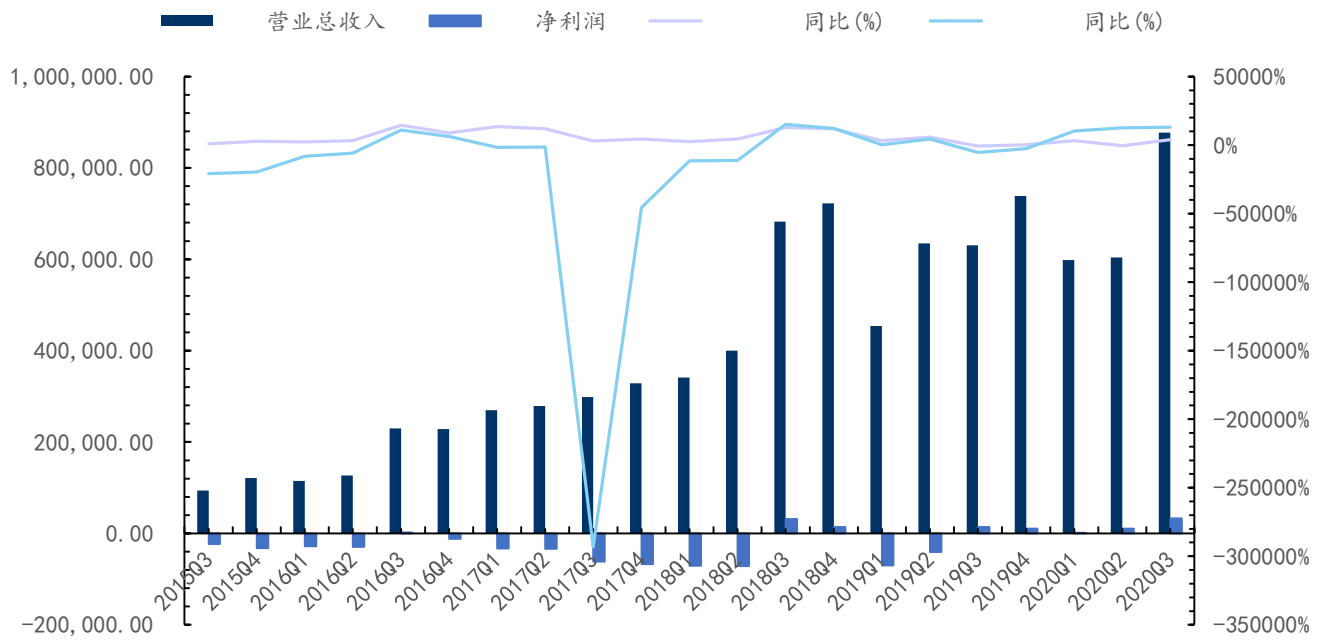
## 评论：

■ **20Q3 实现净利润 3.31 亿美元，连续 5 个季度实现盈利**

特斯拉 20Q3 累计产量 30.9 万辆，交付 31.89 万辆，20Q3 产量 14.5 万辆，交付 14.0 万辆，其中 Model 3 与 Model Y 依然是最重要的支柱型产品，总交付量超 12.43 万辆，同比增长 56%。单三季度来看，20Q3 总营收 87.71 亿美元，同比增长 39.16%，环比增长 45.31%，超出市场预期的 83.6 亿美元；单季净利润 3.31 亿美元，同比增长 131.47%，环比增长 218.27%，连续五个季度实现盈利（19Q3 盈利 1.43 亿美元，19Q4 盈利 1.05 亿美元，20Q1 盈利 0.16 亿美元，20Q2 盈利 1.04 亿美元）。从盈利能力和费率情况来看，ROE 为 2.56%，ROA 为 0.79%，主营业务销售

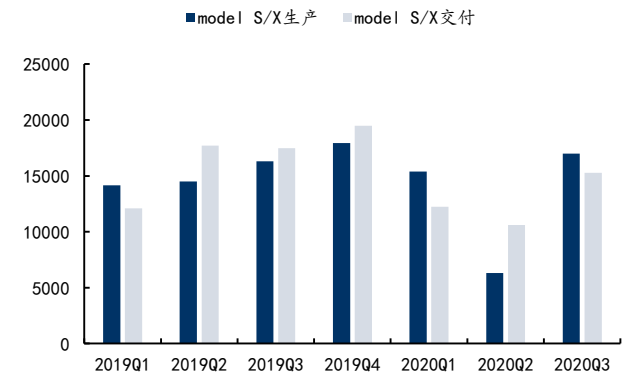
毛利率 23.52%，销售净利率 4.21%。现金流方面，特斯拉 2020Q3 经营活动产生的净现金流为 24.00 亿美元，同比增长 148.96%，且大幅高于 20Q2 的 9.64 亿美元净现金流，体现出经营情况稳健，账上现金流充裕。目前，公司三季度现金及现金等价物增长 58.97 亿美元，达 150.03 亿美元；三季度减去资本支出后营运现金流（自由现金流）达 13.95 亿美元，充足的现金流使得公司能承受今年年末可能再次出现的疫情反复情况。特斯拉 20Q3 主要受益于上海临港工厂的产销爬坡，特斯拉能从一季度疫情冲击下快速恢复，实现连续 5 个季度持续盈利，主要归功于全球范围内四大车型销量和盈利能力的大幅提升，以及中国市场 Model 3 爆发式的增长。

**图 1：2015Q3-2020Q3 特斯拉季度营收、净利润**



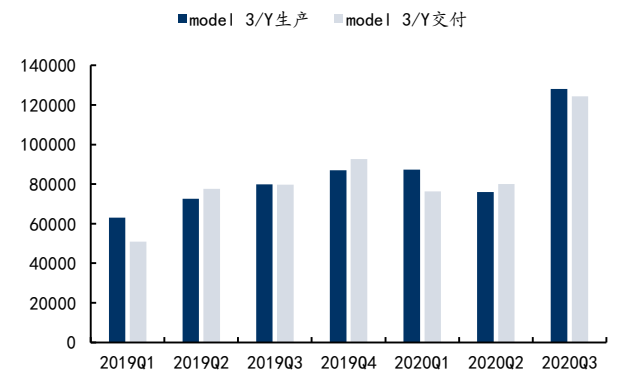

资料来源:特斯拉、wind、国信证券研究所整理

**图 2：特斯拉 Model S/X 生产交付情况**




资料来源：特斯拉、国信证券研究所整理

**图 3：特斯拉 Model 3/Y 生产交付情况**




资料来源：特斯拉、国信证券研究所整理

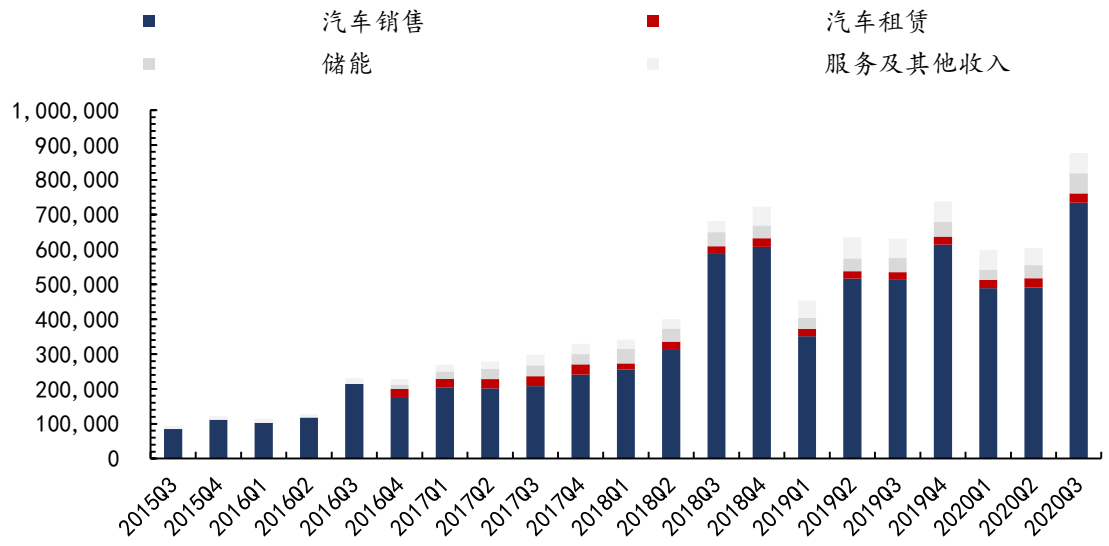
## ■ 再次确认全年 50 万全球出货量，长期看能源业务有望在营收体量上持平汽车

分业务营收情况来看，特斯拉第三季度汽车销售业务的营收为 73.46 亿美元，同比增长 49.58%，环比增长 43.14%；特斯拉汽车第三季度汽车租赁业务的营收为 2.65 亿美元，同比下降 1.12%，环比上涨 19.91%；特斯拉汽车第三季

度发电及储能业务的营收为 5.79 亿美元，同比上涨 56.49%，环比增长 44.03%；特斯拉汽车第三季度服务及其他营收为 5.81 亿美元，同比增长 19.30%，环比增长 6.02%。其中，汽车销售业务占据总营收 83.75%，属于驱动公司营收稳步增长的主要动力引擎。尽管受疫情影响上半年运营出现中断，但特斯拉将继续通过扩产、降本、提高本地化及业务效率等方式开展业务，并再次确认了 2020 年实现 50 万的交付目标。

在电话会议中，高管还对特斯拉的其他业务进行了展望：能源业务 Q3 表现强劲，特斯拉准备在能源存储和太阳能领域继续保持强劲增长，而大型高密度电池系统（Megapack）将成为该业务的一个巨大增长部分，随着产品的满负荷运行，部署将继续迅速扩大。在未来的 5-10 年内，随着特斯拉能源 Megapack 技术持续完善，储能业务有望通汽车销售业务形成良好的协同作用，进一步完善电路网络和充电站数量，提升车主用车体验。

**图 4：2015Q3-2020Q3 特斯拉季度分业务营收**




资料来源：特斯拉公告、国信证券研究所整理

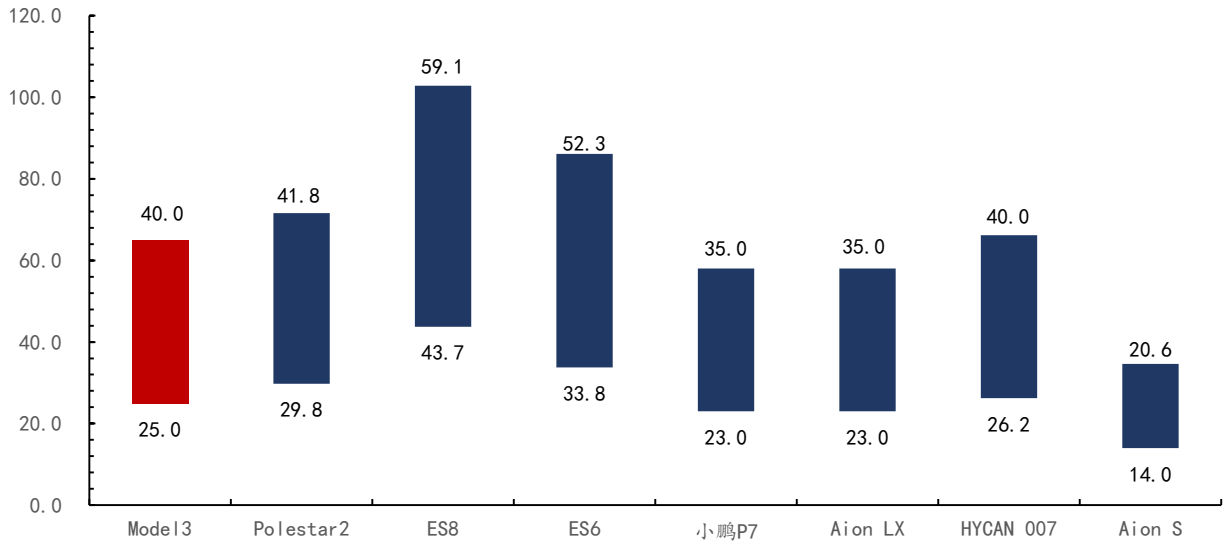
## ■ 特斯拉价格二次下探进一步扩大竞争优势，国内 Model 3 销量傲视群雄

特斯拉 Model 3 长续航版目前竞品车型主要包括小鹏 P7、广汽 Aion LX 2019 款 80 系列，标准版 Model3 的竞品则包括小鹏 P7 低配版、Aion S、比亚迪汉等。

综合续航里程和售价看，降价再次下探后两版 Model3 的性价比均得到大幅提升，且特斯拉 Model 3 作为全球畅销车型，其品牌影响力高于多数国内造车新势力和自主品牌，竞争优势明显。对于少数具备差异化竞争能力的自主品牌，Model3 利用时间优势提前降价将助力其争取潜在客户，提升市占率。

价格方面来看，国产 Model 3 长续航版与造车新势力产品价格区间重叠度较高，价格进一步下探至 25 万以下后，低于 Polestar2（29.8 万元）、蔚来 ES8（46.7 万元）、蔚来 ES6（35.8 万元）和 HYCAN007（26.2 万元），略高于小鹏 P7（23.0 万元）、AionLX（23.0 万元）等车型。考虑到特斯拉 Model 3 作为全球畅销车型其品牌影响力高于国内造车新势力和自主品牌，其定价区间在国内极具竞争力。

**图 5：国产 Model 3 与国内主要新能源车型补贴后价格区间（单位：万元人民币）**




资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理（注：价格取补贴后售价）

续航里程及综合性能具备相对优势。Model 3 长续航版续航里程为 668 公里，国内竞品中仅广汽 Aion LX、小鹏 P7 及比亚迪汉等少量车型达到 600 公里以上续航；百公里加速度方面，Model 3 三款车型的提速区间为 3.4-5.6s，优于 ES8、ES6、AIONS 等车型；自动驾驶方面，Model 3 三款车型均为 L2.5/FSD 级别自动驾驶，国内竞品中蔚来 ES8、ES6、AIONS 等车型普遍搭载 L2 级别自动驾驶系统，Model 3 的 Autopilot 系统具备较强竞争力和路试经验。

综合售价和续航里程，叠加特斯拉在中国消费者中的高知名度，国产 Model 3 一经推出便迎来了消费者狂热的追捧。在 9 月份纯电动汽车销量排行中，Model 3 销量为 11329 辆，位居第二，遥遥领先于汉 EV（3624 辆）、秦 EV（3474 辆）和 Aion S（4548 辆）。根据终端用户试驾反馈，特斯拉实际乘车体验好于竞品，随着口碑的累计有望今年实现累计销量 13 万辆以上。

**表 1：9 月新能源汽车 EV 销量排行榜**

| 排名 | 车型 | 单月销量 | 本年累计 | 上月 | 环比 | 去年同期 | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 宏光 MINI EV | 20150 | 35150 | 15000 | 34.33% | 0 | 0% |
| 2 | Model 3 | 11329 | 77898 | 11811 | -4.08% | 0 | 0% |
| 3 | 欧拉黑猫 | 5141 | 21032 | 3748 | 37.17% | 1710 | 200.64% |
| 4 | AION S | 4548 | 30515 | 4071 | 11.72% | 4006 | 13.53% |
| 5 | 奇瑞 eQ | 3823 | 19974 | 3307 | 15.60% | 2584 | 47.95% |
| 6 | 汉 EV | 3624 | 7229 | 2400 | 51.00% | 0 | 0% |
| 7 | 帕萨特 PHEV | 3555 | 11924 | 992 | 258.37% | 949 | 274.60% |
| 8 | 理想 ONE | 3504 | 18160 | 2711 | 29.25% | 0 | 0% |
| 9 | 秦 EV | 3474 | 30301 | 2437 | 42.55% | 0 | 0% |
| 10 | 蔚来 ES6 | 3226 | 20387 | 2840 | 13.59% | 2190 | |

资料来源:盖世汽车，国信证券经济研究所整理

**表 2：Model3 长续航版主要竞品对标**

| | | model3 长续航版 | 小鹏 P7 | 比亚迪汉 | Aion LX 80 |
|---|---|---|---|---|---|
| 样本价格（补贴后售价） | | 34.4 | 25.49 | 29 以上 | 27.96 |
| 尺寸 | 尺寸（mm） | 4694*1850*1443 | 4880*1896*1450 | 4980*1910*1495 | 4786*1935*1685 |
| | 轴距（mm） | 2875 | 2998 | 2920 | 2920 |
| | 级别 | 中型车 | 中型车 | 中型车 | 中型车 |
| 续航及充电 | 续航里程 | 668 | 706 | 608 | 650 |
| | 充电时间（min） | 30 | 31 | 25 | 30 |
| 安全性 | 电池类型 | 三元锂电池 | 三元锂电池 | 刀片磷酸铁锂电池 | 三元锂电池 |
| 操控 | 综合功率（kW） | 202 | 196 | 363 | 150 |
| | 扭矩（N·m） | 404 | 390 | 680 | 350 |
| | 百公里加速时间（s） | 5.6 | 6.7 | 3.9 | '-- |
| | 百公里刹车距离（m） | 37.39 | <35 | 32.8 | 39.5 |
| | 悬架 | 前双叉臂、后多连杆悬架 | 前双叉臂、后多连杆悬架 | 前麦弗逊，后多连杆 | 前麦弗逊，后多连杆 |
| | 制动系统 | 博世 iBooster | 博世 iBooster | 博世 IPB | -- |
| 智能网联 | 自动驾驶级别 | L2.5/FSD | L3 | L2 | L3 |
| | OTA 远程升级 | √ | √ | √ | -- |
| | 差异化设计 | Autopilot 对动力、转向、刹车、牵引力控制等等系统全面精细调教 | 智能音乐座舱，全场景智能语音交互 | Dlink 自由安装任意 APP，车内实现 K 歌、叫外卖、看电影、玩游戏、喝茶会友 | ADIGO 智能物联系统 |

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

## ■ 风险提示：

第一，Model 3 国产化进程不及预期；

第二，疫情在秋冬季再次爆发，导致工厂产能恢复不及预期；

第三，国内补贴政策的不确定性影响。

## ■ 投资建议：持续推荐特斯拉国产化产业链

中国市场作为全球最大的汽车市场和新能源市场，消费潜力巨大，特斯拉是 2018 年外资股比放开后，首个在中国独资建立工厂的汽车企业，其上海超级工厂不到一年时间完成建设，2020 年初起国产版 Model 3 标准续航版正式对外交付，价格直接下探到 30 万以下区间，市场竞力充足。

随着特斯拉通过降价正式攻入中端市场，国内新能源汽车供给端正式踏入格局演变的元年。一方面，大众等国内传统主机厂开始大力推广国产电动模块化生产平台，小鹏、蔚来和理想三大造车新势力通过富有竞争力的产品占据脚跟；另一方面，来自海外的特斯拉通过国产化的路线强势切入市场，从上游和下游两个方向改变上游零部件厂商和下游消费者的购车习惯。目前，我们认为特斯拉国产化和销量增长将带动特斯拉全产业链共同受益，推动如电池、电机、电控和汽车零部件等供应商产业链升级，尤其看好产业链上 1）单车价值量或营收弹性较大的 Tier 1 供应商；2）有望持续新增产品配套、具备 ASP 提升空间的新能源零部件供应商；3）产品技术壁垒较高的核心零部件供应商。其中，先后重点推荐核心部件电池供应商宁德时代，国内热管理赛道龙头三花智控，配套价值量较高的拓普集团以及合作持续深化的岱美股份。

## 相关研究报告:

《汽车行业 10 月投资策略：行业“金九”，关注整车边际改善》 ——2020-10-14
《海外电动车点评之三：欧洲 7 国 9 月销量超预期，预计 Q4 供应链景气度上行》 ——2020-10-12
《新能源汽车产业链系列点评：国常会通过《新能源汽车发展规划》，电动化浪潮加速推进》 ——2020-10-11
《特斯拉系列之十五：特斯拉新型电池亮相电池日，成本将降 56%》 ——2020-09-24
《汽车行业 9 月投资策略：探寻行业企稳复苏，α与β共振》 ——2020-09-17

## 国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032