特斯拉 vs 蔚来：Q2 产量交付比翼双飞，处境各不相同

事件

2020 年 7 月 2 日，特斯拉(TSLA)公布了 Q2 交付与生产数据。公司在 Q2 共交付 90650 辆，环比+2.4%，高于华尔街预期的 83071 辆；其中 Model X/S 共交付 10600 辆，环比-13.3%，Model 3/Y 共交付 80050 辆，环比+5.0%。同时，由于加州弗里蒙特工厂 Q2 停产超过 50 天,Q2 产量 82272 辆，环比-20.0%；其中，Model 3/Y Q2 生产 75946 辆，环比-13%；Model X/S 产量 6326 辆，环比-58.9%。

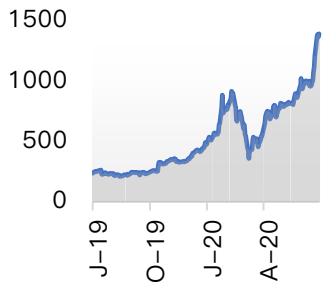
同日，中国电动车生产商蔚来(NIO)也公布了 Q2 交付数据。公司在 6 月交付 3740 台，同比+179.1%，Q2 整体交付 10331 台，同比+190.8%，首次单季破万。2020 年累计交付 ES8 和 ES6 车型的分别为 46082 和 14169 台。

特斯拉(TSLA)

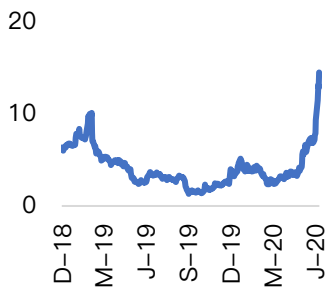
主要数据	
最新收盘价	1544.65（美元）
总市值	2864.95 (亿美元)
Q1 每股收益	0.11 （美元）
T12M 市盈率	-
净资产收益率	0.65%
毛利率	20.6%
股息率	-
52 周最高	1548.91
52 周最低	211.00

过去 52 周价格走势图

特斯拉 TSLA



蔚来 NIO



投资要点

- **特斯拉 Q2 产能受停用影响，但恢复较快，整体产量环比-20%。**北美工厂 Q2 因疫情和示威活动停工，对 Q2 产能造成了一定产能影响，整体产量环比下降 20.0%，但中国上海工厂的顺利投产，Q2 只劳动节间停工 2 周，弥补了北美地区的空缺。未来有望超越北美成为特斯拉全球产能中心。
- **国产 Model 提升特斯拉整体运营利润，5 月 Model 3 降价提升性价比，有望持续在大陆一骑绝尘。**

  特斯拉 Q2 交付逆势上升，说明(1)消费市场对其需求较高，(2)获得受到政府、社会的支持。国产 Model 3 磷酸铁锂电池降低动力电池成本，从而降低整车生产成本，毛利率有望上升至 36%。同时带动销售，销量远超同行。未来中国区收入占比增大，将显著提升公司整体利润率。
- **新能源车企优势明显，但股价脱离估值，市场流动性过剩是**

重要驱使因素。特斯拉与传统车有差异化的商业模式，有着非常高人气的产品组合，有自动驾驶方面最前沿的技术研发实力，也享有着重要的品牌溢价。作为全球新能源汽车行业的明星公司，特斯拉在二级市场上的股价被连续追捧。如果以传统对汽车行业的估值方式，不管是现金流折现估值，还是用可比公司倍数估值，都很难匹配当前的股价。在 Q1 空头挤压过后，特斯拉股价在 Q2 再创新高，这与目前市场流动性充裕/过剩的局面有关，也受益于二级市场对大科技企业的偏好。此外，特斯拉在技术方面的投入，让公司有除了汽车制造之外的想象空间。与苹果公司类似，硬件产品销售的成功，很大程度上依赖于其成为行业标准的软件系统。马斯克在 7 月 9 日世界人工智能大会上表示特斯拉有望在今年完成受法律、技术限制而未完成的 L5 级别自动驾驶的基本功能。

- **对蔚来来说，最重要的是迈过规模经济的产量红线。**蔚来的融资效率在 2020 年显著提升，今年来完成了近 9.27 亿美元的融资。7 月 10 日与 6 家银行举行了中国银企战略合作签约仪式，获得 104 亿元人民币综合授信。因此其现金流压力得到很好缓解，且信用评级也从 C 转向 B，越来越多的出货量也让其运营现金流进一步充沛。但蔚来目前尚未迈过规模经济红线，盈利尚早。国内新能源政策的刺激虽有利好，但行业内竞争较大。

估值讨论

对特斯拉用传统方式估值，会发现结果与现在的股价相距甚远。如果未来两年顺利的话，Q2 的超预期交付可能只是个开始，由于特斯拉并不缺用户需求，生产力将决定公司收入和利润。未来在生产马力全开，且没有受到外界影响的情况下，其超预期收入和利润的情况越来越多。我们认同纽约大学斯特恩商学院 Aswath Damodaran 教授的观点，即特斯拉是一家历史性的公司，股价变动与估值并没有联系。

但我们对特斯拉持乐观态度，是在于其本身可以和苹果公司一样，在硬件产品销售的成功之外，建立起软件性的行业标准。而这一套标准，未来会给公司带来难以计量的利润和现金流。

风险提示

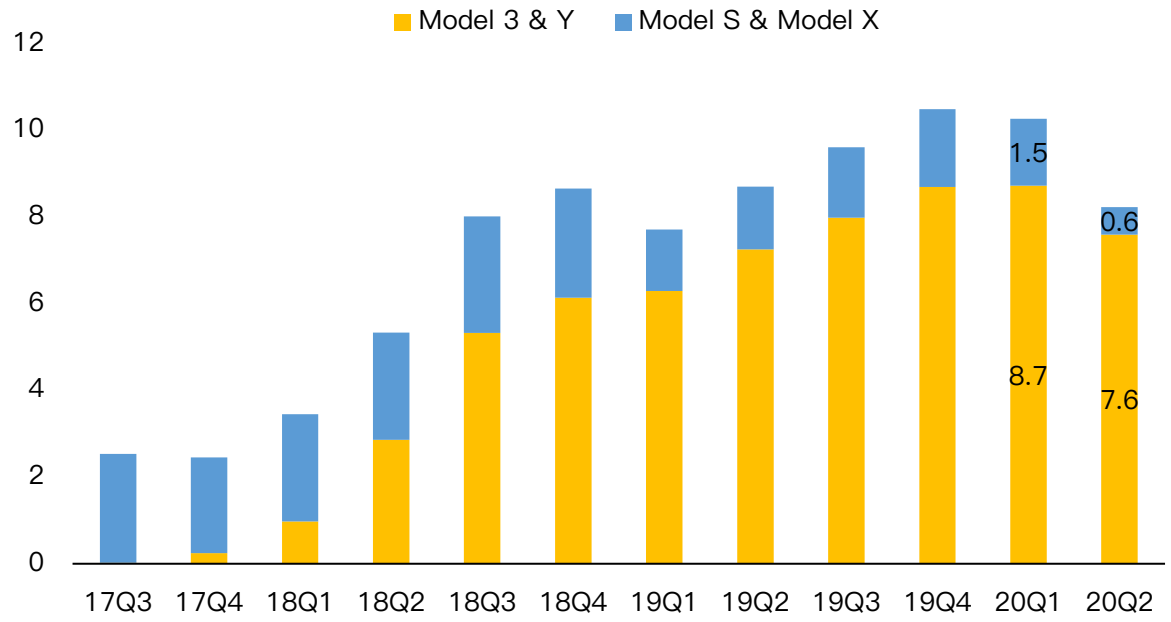
- 政府对新能源汽车的补贴下降，性价比降低
- 电池研发不及预期
- COVID-19 持续爆发，影响线下消费
- 行业竞争越来越激烈

特斯拉 Q2 生产遭停工影响有限，电池革命整装待发

Q2 的 COVID-19 疫情在全球蔓延，北美因为受灾严重，大多数州都关闭了制造业工厂。特斯拉在 Vermont 的电池厂和加州 Fremont 的造车厂双双关停超过 50 天。虽然在 5 月初强行复工，但因提前复产违反政府禁令也一度陷入行政诉讼。此外，美国后续出现的示威活动也对工厂生产造成一定威胁，整个 Q2 的产能都受到影响。

因此，Q2 特斯拉的整体产量环比下降 20.0%，其中，Model 3/Y Q2 生产 75946 辆，环比-13%；Model X/S 产量 6326 辆，环比-58.9%。

图：特斯拉不同车型季度产量(万辆)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

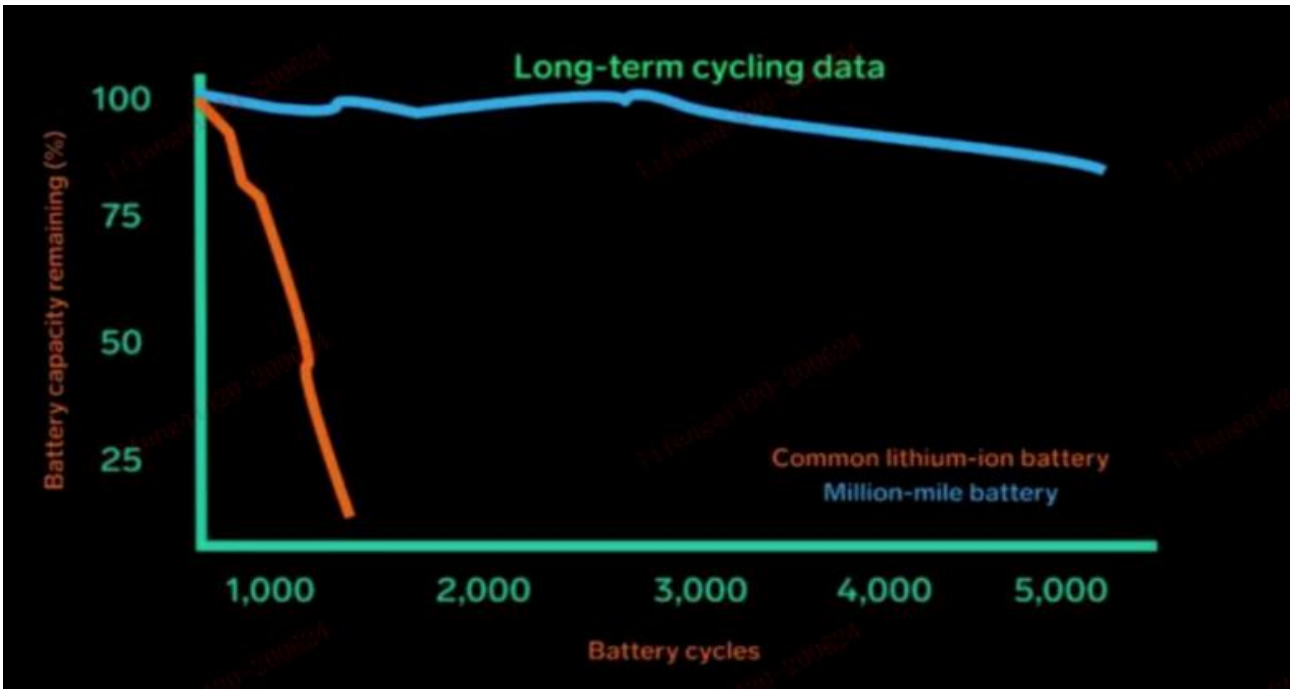
不过，中国上海工厂的顺利投产，仅在劳动节间停工 2 周，弥补了北美地区的空缺。未来有望超越北美成为特斯拉全球产能中心。而进入 7 月，特斯拉也披露 Vermont 电池工厂产能已恢复至停产之前水平。

对产能颇为重要的电池，特斯拉也有相当之动作。由于疫情的原因，特斯拉的“电池日”预计将在 2020 年 9 月召开，计划量产的百万英里电池可能成为会议的重要议题。电池效率有

关的技术发展将提振未来消费者的信心。6 月，安培科技公司宣布与特斯拉合作开发一种可以持续 100 万英里的电池（特斯拉的“Roadrunner 计划”），这将改变电动车在行业中的地位。

这种电池使用单个大晶体替代大量的小晶体，这种单晶体的纳米结构更不容易在电池充电的过程中产生破裂（破裂导致电池寿命和性能衰减）。相比普通的锂电池只能提供 1000-2000 次的放电循环，百万英里电池放电 1000 次后，还有 95%的寿命，放电 4000 次后还有 90%。

图：百万英里电池与普通锂电池循环使用后的电池容量对比



数据来源：《电化学会志》，老虎证券整理

不过，目前电动汽车主流的 8 年 16 万公里的质保政策，也完全能够满足大部分私家车的生命周期和使用习惯。

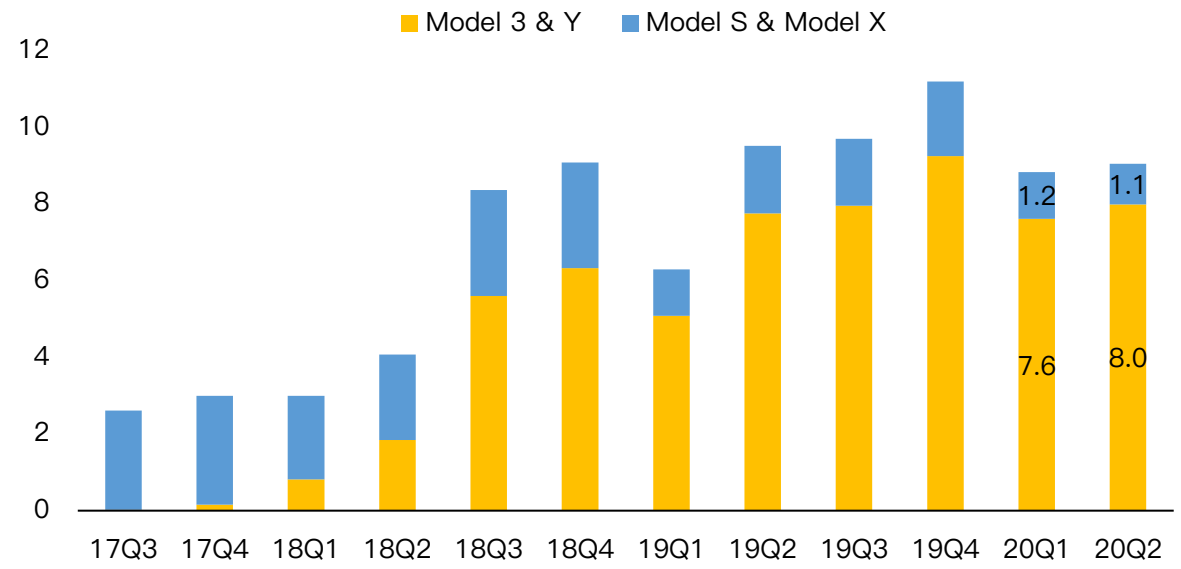
倒是马斯克在 7 月 9 日世界人工智能大会上对自动驾驶的表态更值得关注，他表示特斯拉有望在今年完成受法律、技术限制而未完成的 L5 级别自动驾驶的基本功能。自动驾驶技术的成熟，将是跨行业性的巨变。

国产 Model 3 提升特斯拉整体运营利润，带动降价增量空间

特斯拉 Q2 交付 90650 辆，环比+2.4%，高于华尔街预期的 83071 辆；其中 Model X/S 共交付 10600 辆，环比-13.3%，Model 3/Y 共交付 80050 辆，环比+5.0%。说明(1)消费市场对其需求较高，(2)获得受到政府、社会的支持。

随着上海工厂的持续投产，Model 3 的国产化进程稳步推进。由于国产 Model 3 搭载磷酸铁锂的价格低于北美地区，且进入工信部第 333 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》，继续获得优惠。因此，国产 Model 有望在降价提升性价比的基础上，提高公司的利润率，也拉升了销售。

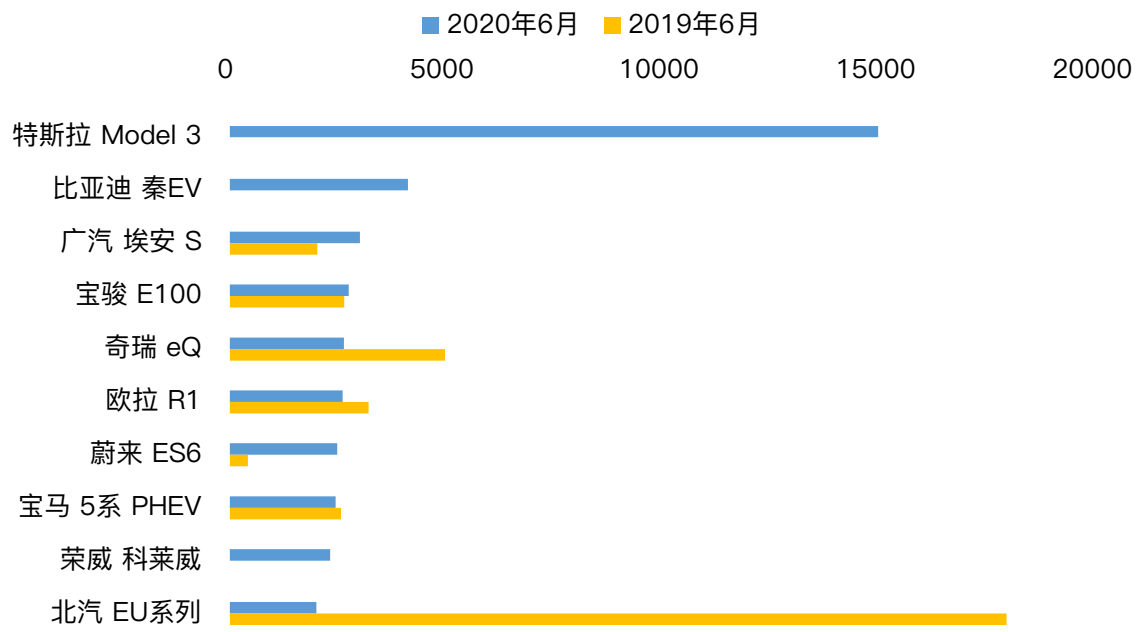
图：特斯拉不同车型季度交付(万辆)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

5 月，特斯拉 Model 3 标准续航升级版补贴后价格由原先的 30.3 万元下调至基础售价 29.81 万元、减免和补贴后售价 27.2 万元。与竞品相比性价比骤升。Model 3 的销量一骑绝尘，远远领先比亚迪、蔚来等竞品车型。

图：6 月新能源乘用车销售量榜单（辆）



数据来源：乘联会，老虎证券整理

同时，由于电池成本的不同，国产 Model4 的毛利率可能高至 36%，一定程度上带动公司整体毛利润的上升。未来中国区收入占比增大，将显著提升公司整体利润率。

图：中美 Model 3 生产成本与毛利润对比

	美版 Model 3	国产 Model 3
价格	37,990	38,463
材料零件	10,750	9,500
电池	7,290	5,468
驱动模块	1,500	1,500
电力引擎	2,500	2,500
摊销	1,500	750
人工费用	4,500	3,375
保险	1,500	750
其他	750	750
毛利润	7,700	13,870
毛利率	20%	36%

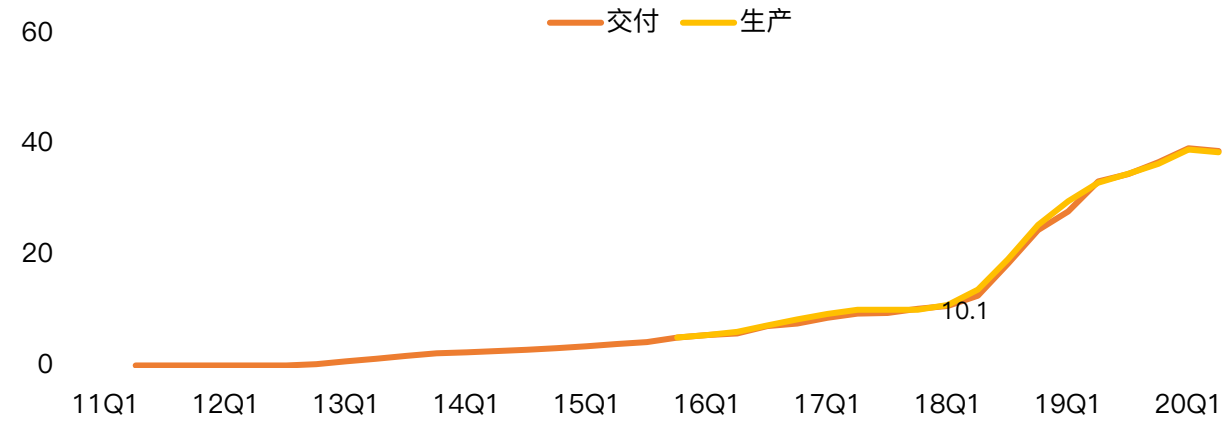
数据来源：Deutsch Bank，老虎证券整理

新能源车企优势明星，但股价脱离估值，市场流动性过剩是重要驱使因素。

特斯拉与传统车企有明显的不同：(1) 差异化的商业模式; (2) 非常高人气的产品组合; (3)自动驾驶方面最前沿的技术研发实力; (4)享有重要的品牌溢价。

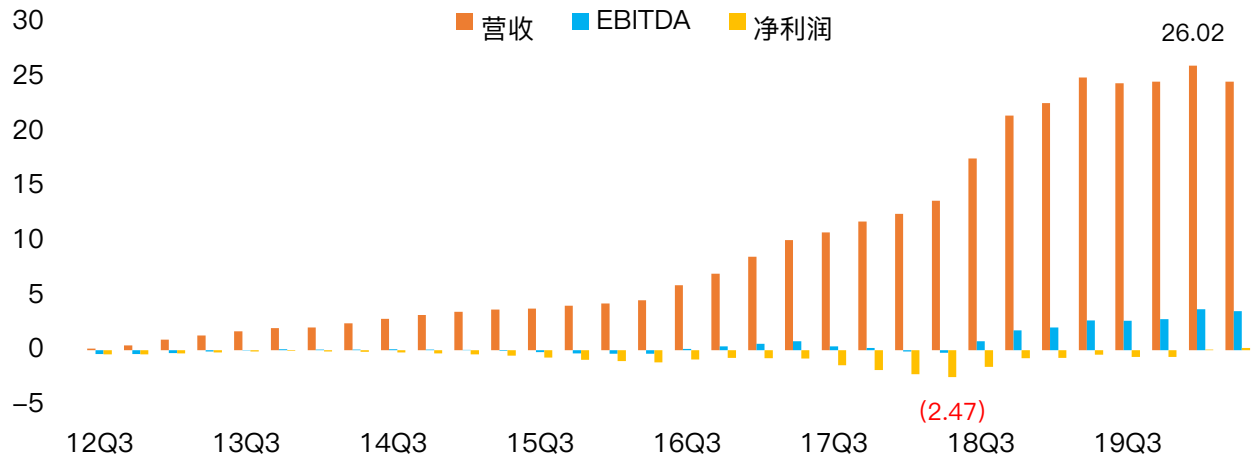
如果以 T12M 来算，特斯拉在 2017 年 Q4 达到 10 万辆的生产。10 万辆被认为传统车企迈过“盈亏平衡”的规模经济生产红线。公司正式从净亏损实现了净利润是在 2018 年 Q3，以 T12M 的业绩来算，从净亏损走向净利润是在 2020 年 Q1。

图：特斯拉 T12M 生产与交付数量



数据来源：公司财报，老虎证券整理

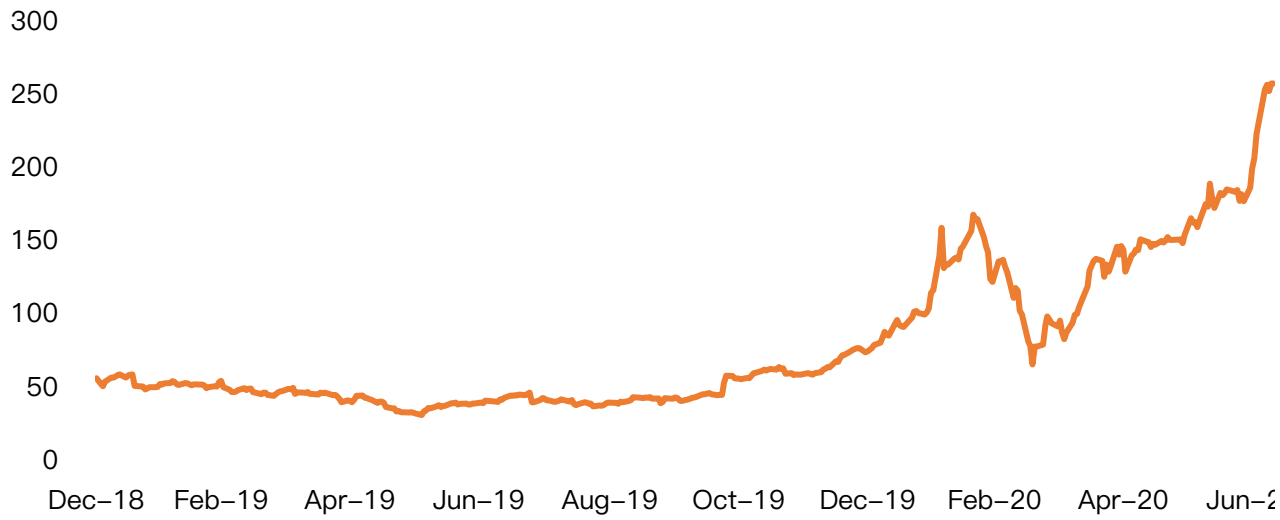
图：特斯拉 T12M 营收、EBITDA 以及净利润（十亿美元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

若以 EBITDA 来算，公司稳定获得正利润是在 2018 年 Q3。也就是说，从 2018 年 Q3 之后，特斯拉是一家从规模经济“毕业”了的车企。作为全球新能源汽车行业的明星公司，特斯拉在二级市场上的股价被连续追捧。至 2020 年 7 月，特斯拉市值已飙升至 2580 亿美元。

图：特斯拉市值变化（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

如果以传统对汽车行业的估值方式，不管是现金流折现估值，还是用可比公司倍数估值，都很难匹配当前的股价。在 Q1 空头挤压过后，特斯拉股价在 Q2 再创新高，这与目前市场流动性充裕/过剩的局面有关，也受益于二级市场对大科技企业的偏好。

不过，根据最新公布的空头数据，特斯拉、蔚来的做空比例都相对较高。不过，空头的回补平仓也成为推动股价的另一动力。

图：主要汽车企业股票的空头布局

	国家	做空占比	做空市值	30 日内做空量
特斯拉	美国	9.53%	19186330600	(2318459737))
戴姆勒	德国	9.17%	3398416558	387233027

蔚来	中国	16.99%	1804058800	57411660
标致	法国	20.02%	1678402496	246903512
本田	日本	4.58%	1658413837	882239096
丰田	日本	1.39%	1648084547	182557179
大众	德国	4.32%	1212610648	496677013
宝马	德国	4.99%	1051882825	65111016
比亚迪	中国	14.42%	948011759	(14061900)
福特	美国	2.70%	641903789	(91674226)

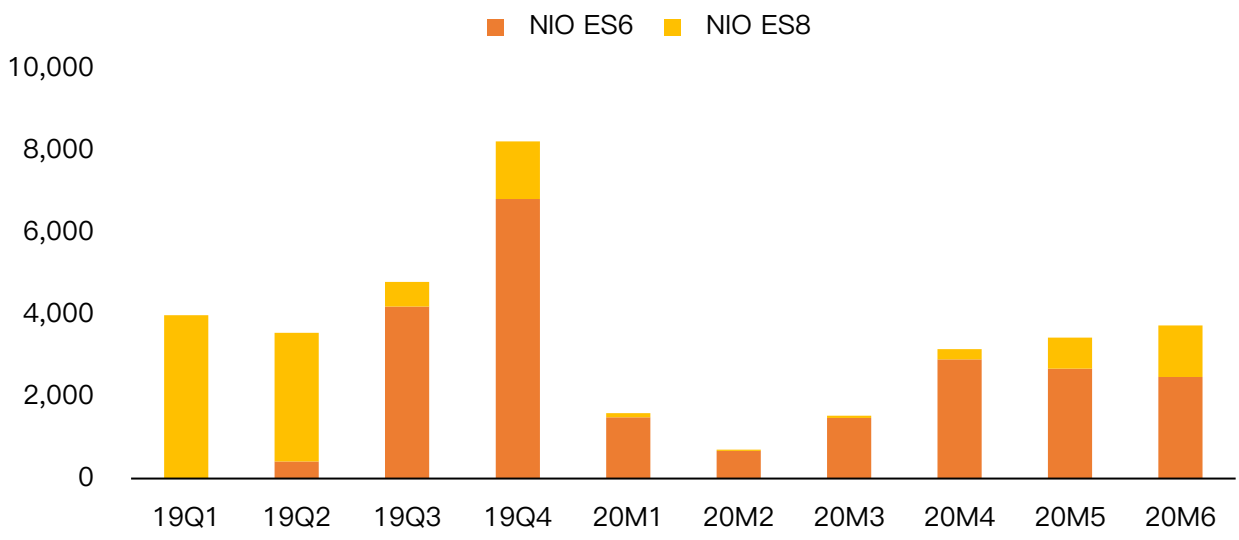
数据来源：S3 Partners，老虎证券整理

此外，特斯拉在技术方面的投入，让公司有除了汽车制造之外的想象空间。与苹果公司类似，硬件产品销售的成功，很大程度上依赖于其成为行业标准的软件系统。

迈过规模经济的产量红线是蔚来的首要任务。

蔚来公布了 Q2 交付数据。公司在 6 月交付 3740 台，同比+179.1%，Q2 整体交付 10331 台，同比+190.8%，首次破万。2020 年累计交付 ES8 和 ES6 车分别为 46082 和 14169 台。

图：蔚来的交付量（辆）



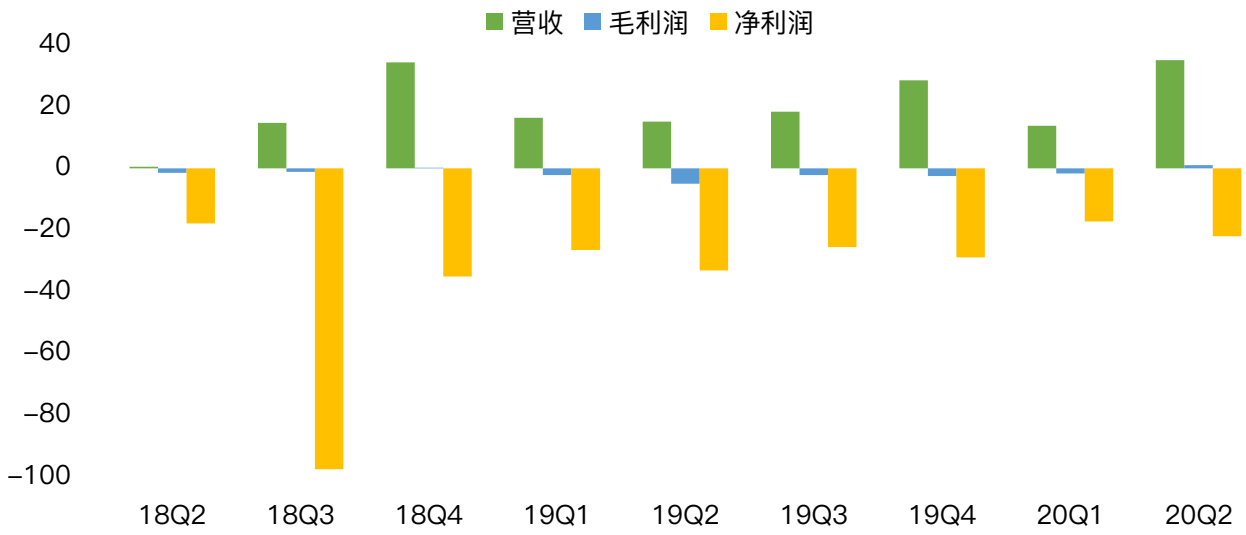
数据来源：公司公告，老虎证券整理

蔚来的融资效率在 2020 年显著提升，分别于 2 月 6 日、2 月 14 日及 3 月 5 日进行了累计

4.35 亿美金的融资。6 月 15 日，蔚来公告其已按每股 5.95 美元的价格完成 7200 万股的增发，同时还发行了 1080 万股 30 天有效的额外认购权，累计 8280 万股。蔚来今年来完成了近 9.27 亿美元的融资。7 月 10 日与 6 家银行举行了中国银企战略合作签约仪式，获得 104 亿元人民币综合授信。因此其现金流压力得到很好缓解，且信用评级也从 C 转向 B，越来越多的出货量也让其运营现金流进一步充沛。

但蔚来目前仍处于严重亏损，毛利润尚且还未获得，生产和运营极度依赖融资，因为其尚未迈过规模经济红线，未实现盈利。

图：蔚来的季度营收和利润（亿元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

估值讨论

特斯拉的估值一直以来分歧很大，素有“估值院长”之称纽约大学斯特恩商学院 Aswath Damodaran 的观点是——这家电动汽车制造商是历史性的公司，股票并不随公司价值变化。这也难怪，目前分析师给的目标价差距非常大，从小摩的 295 美元至 JMP 证券的 1500 美元应有尽有。

图：主要投行给特斯拉的目标价和评级

公司	分析师	建议	目标价	日期
Wedbush	Daniel Ives	中立	1250	2020/7/9
Morgan Stanley	Adam Jonas	减持/持平	740	2020/7/8
Goldman Sachs	Mark Delaney	中立	1300	2020/7/7
Daiwa Securities	Jairam Nathan	跑赢大盘	**1500**	2020/7/7
Deutsche Bank	Emmanuel Rosner	持有	1000	2020/7/6
J.P. Morgan	Ryan Brinkman	减持	**295**	2020/7/6
JMP Securities	Joseph A Osha	跑赢大盘	**1500**	2020/7/6
Morningstar, Inc	David S Whiston	卖出	731	2020/7/6
Barclays	Brian A Johnson	减持	300	2020/7/6
Nord/LB	Frank Schwope	卖出	500	2020/7/3
RBC Capital	Joseph Spak	落后大盘	615	2020/7/2
Baird	Ben J Kallo	中立	700	2020/7/2
Bernstein	Toni Sacconaghi	与大盘持平	500	2020/7/2
Canaccord Genuity	Jonathan E Dorsheimer	持有	650	2020/7/2
Cowen	Jeffrey D Osborne	落后大盘	300	2020/7/2
DZ Bank AG	Matthias Volkert	卖出	480	2020/7/2

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

造成这样的原因有两个：一个是估值方法本身就具有较大偏差，尤其是 P/E、P/S 还是 EV/EBITDA 等倍数来估值；另一个是对公司营收、盈利能力和现金流水平的估计的差别。后者对前者来说更为重要。

特斯拉汽车的需求目前并不是最大的问题，其瓶颈依然是产能，这也因此需要从产量来预计未来 1-2 年的收入和利润情况。假若 2020 年上海工厂完美地开组马力运转到年底，同时美国工厂也能顺利运行，并同时满足全球需求。

以目前 Q2 的数据来看，特斯拉可能会以超过此前华尔街一致预期的 10%至 20%的速度完

成生产和交付。则 2020 年和 2021 年的收入预期，我们还可以在一致预期的水平上调 20%。则，收入预期分别为 310 亿美元、445 亿美元，EBITDA 分别为 44 亿美元、67 亿美元。

若以 EV/EBITDA 来看，考虑到特斯拉并没有像传统车企一样高企的养老金成本，因此可以给一个更高的倍数，假若是超过汽车行业平均水平 50%的 20 倍，公司 2020 年和 2021 年的 EV 分别为 880 亿美元和 1340 亿美元。用 EV 计算出股权价值，除以摊薄在外流通股，最后得到每股价值分别为 413 美元和 634 美元，远远小于目前的价格。

而这还是一个相对激进的假设。

同样的，以 P/S 倍数来计算，依然没有超过 1000 美元的估值。

我们赞同 Aswath Damodaran 教授的观点，认为特斯拉的估值需要一定的想象空间。

但是我们认为这些想象空间并不是空穴来风，因为对成长性企业来说，任何固守成规的估值方式都不适合拿来研究未来有极大不确定性的公司。而我们对特斯拉持乐观态度，是在于其本身可以和苹果公司一样，在硬件产品销售的成功之外，建立起软件性的行业标准。而这一套标准，未来会给公司带来多少利润和现金流，现在真的很难估计。

风险提示：

- 政府对新能源汽车的补贴下降，性价比降低
- 电池研发不及预期
- COVID-19 持续爆发，影响线下消费
- 行业竞争越来越激烈

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：newsletter@itiger.com。