

2020 年 05 月 03 日

# Q1 首次盈利 Model 3 提前降价

## 特斯拉系列报告三

### 事件概述:

4 月 29 日, 特斯拉发布 2020Q1 业绩, 总营收 59.85 亿美元, 同比+32%; 汽车业务营收 51.32 亿美元, 同比+38%; 汽车业务毛利 13.11 亿美元, 同比+75%; 汽车业务毛利率 25.5%, 同比+5.4pct; GAAP 净利润 0.16 亿美元, non-GAAP 净利润 2.27 亿美元, 同比扭亏。

5 月 1 日, 特斯拉宣布国产标准续航升级版特斯拉 Model 3 (以下简称“Model 3”) 补贴后售价由 30.355 万元下调至 27.155 万元。

### 分析与判断:

#### ► 2020Q1 交付量超预期, Model Y 交付进度提前

特斯拉各车型 2020Q1 合计产量达 10.27 万辆, 同比+33%; 其中 Model 3 和特斯拉 Model Y (以下简称“Model Y”) 的合计产量达 8.73 万辆, 同比+39%。各车型 2020Q1 合计交付量达 8.85 万辆, 同比+40%, 超出市场预期的 7.8 万辆; 其中 Model 3 和 Model Y 的合计交付量达 7.63 万辆, 同比+50%。Model Y 于 3 月开始率先交付美国市场, 将成为 2020 年重要的增量车型。2020Q1 交付量低于产量, 且库存周期由 2019Q4 的 11 天增加至 20 天, 主要因为一季度末无法按正常节奏交付车辆。

#### ► 上海工厂产能继续爬坡, 维持全年 50 万辆交付目标

2020Q1 特斯拉产能爬坡及新车型引入进展顺利, 分工厂来看: 1) Fremont 工厂: 2020Q1 初开始生产 Model Y, 得益于简化、可扩展生产方法的应用, 产能爬坡速度快于 Model 3; 2) 上海工厂: 产能爬坡按计划推进, 预计在 2020 年中将产能提升至 4,000 辆/周 (对应 20 万辆/年); 3) 柏林工厂: 已完成土地整备, 首款车型 Model Y 将于 2021 年交付。虽然受疫情影响 Fremont 工厂自 3 月 24 日开始暂停生产, 但特斯拉有能力超额完成 2020 年 50 万辆的交付目标。

#### ► Q1 盈利创同期新高, 交付受阻致现金流环比转差

2020Q1 特斯拉汽车业务毛利率 25.5%, 同比+5.4pct, 环比 2019Q4 提升 3.0pct, 一方面随着产能爬坡上海工厂生产 Model 3 的毛利率已经达到 Fremont 工厂生产 Model 3/Model Y 的水平, 另一方面 Model Y 在量产的首个季度已经有正的毛利贡献。一季度通常是公司在年内的业绩低点, 2020Q1 是公司首次在一季度实现 GAAP 净利润为正。预计随着 Fremont 工厂 Model Y 和上海工厂 Model 3 产能继续爬坡, 以及上海工厂零部件国产化比例的提升, 公司盈利水平将继续提升。

2020Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为-4.40 亿美元, 自由现金流为-8.95 亿美元, 同比均有明显改善, 但环比

### 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. 特斯拉系列报告二: 长续航 Model 3 来临 零部件国产化加速

2020.4.11

2. 特斯拉系列报告一: 从产品布局看特斯市场战略

2020.2.14

转负，主要是因为一季度车辆交付受阻导致库存增加。预计随着全球范围内新冠肺炎疫情逐步得到控制，交付进度的恢复将带动公司现金流环比明显改善。

### ► Model 3 降价时点超预期，预计随国产化仍有空间

4月24日，四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2020〕86号）（以下简称

“2020年补贴政策”），7月23日过渡期后新能源乘用车补贴前售价须在30万元以下方可获得补贴，我们此前判断特斯拉将在过渡期后将标准续航升级版Model 3补贴前售价下调至30万元以下，并维持长续航版Model 3补贴后售价平稳，本次标准续航升级版Model 3降价时点早于预期。

相比于传统车企，特斯拉采用直销模式，车型定价机制灵活，Model 3在中国上市一年半以来已多次官方调价，原因包括关税税率变动、海外售价调整、促销等，预计随着零部件国产化比例提升仍有降价空间，预计Model 3在中国市场潜在年销量超过30万辆。

### ► Model Y 定价策略激进，市场空间更为广阔

2019年美国、西欧、中国豪华中型SUV销量分别达38万辆、36万辆和62万辆，总体规模与豪华中型轿车相当，但豪华中型SUV在主要市场总体销量规模均维持较快增长。考虑到：SUV车型在美国、中国持续热销，在欧洲市场份额提升，中国豪华品牌乘用车渗透率持续提升，爆款诞生带动的市场扩容等，Model Y全球市场空间较Model 3更为广阔。

BBA中型SUV相比于中型轿车溢价率约为25~35%，而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%，定价策略激进。参考Model 3对豪华中型轿车市场的扩容效应，中国市场Model 3/Model Y的BBA竞品销量比值，以及豪华中型SUV市场的成长性，我们预计Model Y上市后在中国市场潜在年销量将超过40万辆。

## 投资建议：

新能源汽车产业正由政策驱动向供给端驱动过渡，2020年是供给端剧变的元年，特斯拉国产化带来的供给端质变将撬动需求。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，核心关注特斯拉产业链，建议紧抓4条投资主线：

a) **动力电池及产业链**：中国动力电池产业链完备，龙头企业已具备全球竞争力，以CATL的CTP为例技术水平已经达到全球领先，推荐【宁德时代\*】；

b) **特斯拉国产化单车配套价值量较高的供应商**：推荐【拓普集团、银轮股份、华域汽车】，此类公司拓产品、拓客户能力强，进入特斯拉产业链后ASP和技术水平有望不断提升；

c) **细分领域具备全球竞争力的供应商**：推荐【三花智控\*】；

d) **成本优势突出的供应商及潜在供应商**：推荐【新泉股份、均胜电子】，相关受益标的【凌云股份、宁波华翔、岱美股份】。

\*注：宁德时代与华电新组联合覆盖，三花智控与华电家电组联合覆盖。

## 风险提示

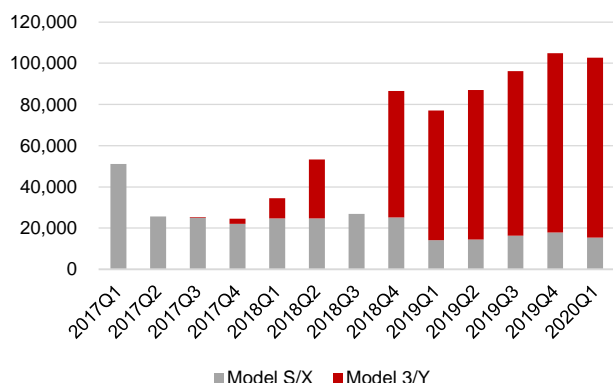
特斯拉新车型投放进度、产能建设进度推迟导致交付量不达预期；海外疫情蔓延导致特斯拉零部件供应、整车生产进度不达预期；汽车需求低迷导致国内外新能源汽车销量不达预期；积分、碳排放等法规未能严格实施导致车企新能源新车型投放进度不达预期；技术路线出现重大调整致新能源汽车产业链竞争格局变化。

## 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			
				2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
300750.SZ	宁德时代	144.38	买入	1.54	2.06	2.41	3.06	93.82	70.14	59.95	47.22
601689.SH	拓普集团	24.26	买入	1.04	0.43	0.69	0.98	23.33	56.42	35.16	24.76
002126.SZ	银轮股份	9.24	买入	0.44	0.40	0.52	0.66	21.00	23.10	17.77	14.00
600741.SH	华域汽车	20.40	买入	2.55	2.05	1.91	2.08	8.00	9.95	10.68	9.81
002050.SZ	三花智控	22.03	增持	0.61	0.51	0.62	0.70	36.11	43.20	35.53	31.47
600669.SH	均胜电子	20.35	增持	1.39	0.76	0.91	1.26	14.64	26.78	22.36	16.15
603179.SH	新泉股份	25.15	买入	1.24	0.80	1.05	1.37	20.28	31.44	23.95	18.36

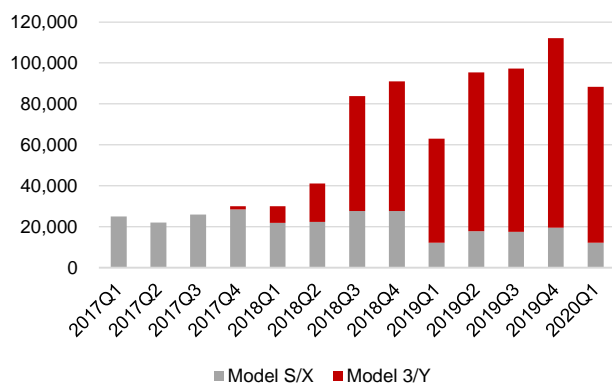
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 特斯拉分季度产量 (辆)



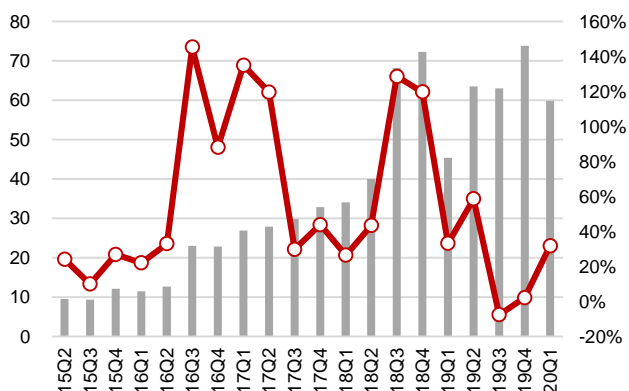
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所  
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 1 月开始生产

图 2 特斯拉分季度交付量 (辆)



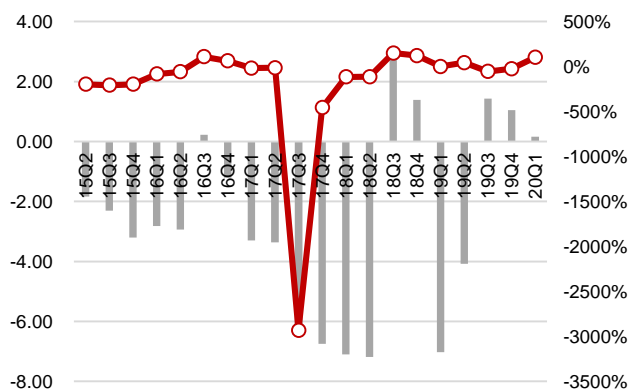
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所  
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 3 月开始交付

图 3 特斯拉分季度营收及同比增速 (亿美元；%)



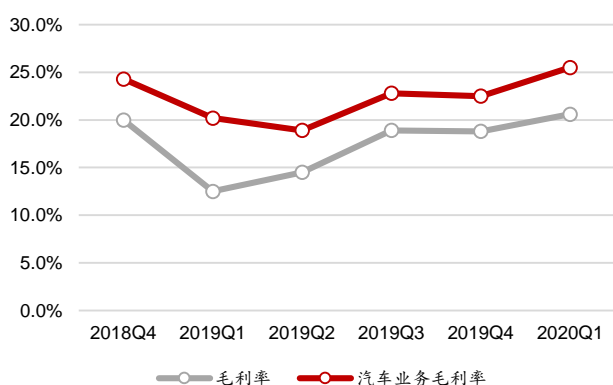
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 4 特斯拉分季度净利润及同比增速 (亿美元；%)



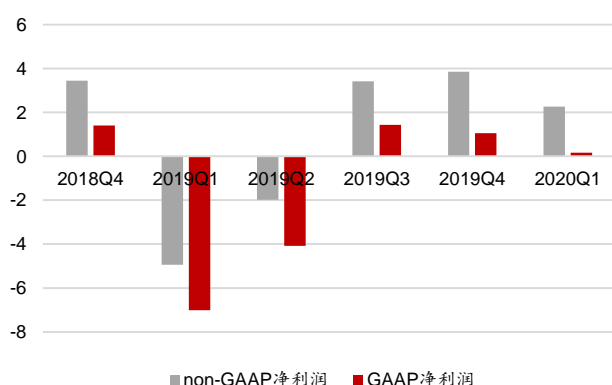
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 5 特斯拉分季度毛利率 (%)



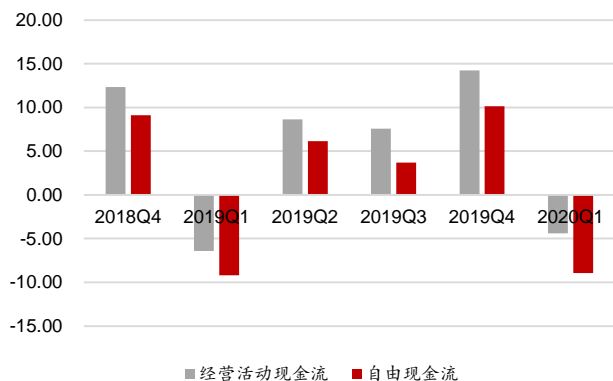
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

图 6 特斯拉分季度净利润 (亿美元)



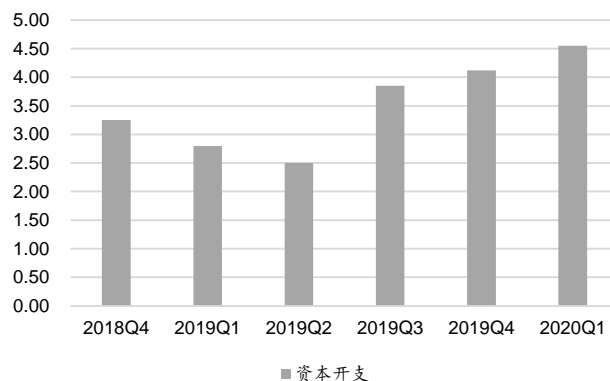
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

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

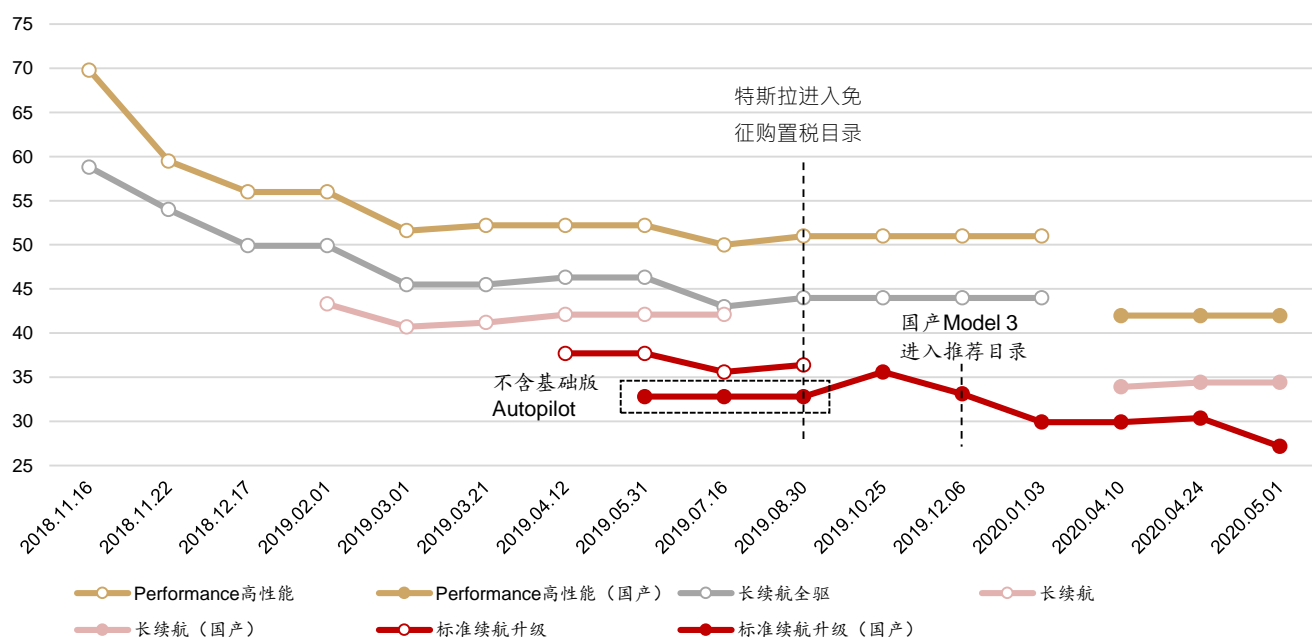
表 1 特斯拉现有产能及产能规划

工厂	产品	现有产能 (台)	状态
Fremont*	Model S/X	90,000	生产
	Model 3/Y	400,000	生产
上海	Model 3	200,000	生产
	Model Y	-	建设
柏林	Model 3	-	规划
	Model Y	-	建设
美国	Tesla Semi	-	规划
	Roadster	-	规划
	Cybertruck	-	规划

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

注：Fremont 工厂预计在 2020 年将 Model 3/Y 产能提升至 500,000 辆

图9 特斯拉 Model 3 中国官方调价历史



资料来源：特斯拉官网，工信部，华西证券研究所

表2 特斯拉中国官方调价历史

时间	调价幅度	原因
2018.5.22	Model S/X 降 4.8~9.0 万	关税税率调整
2018.7.7	Model S/X 涨 13.9~25.8 万	对美关税税率上升
2018.11.22	Model S/X 降 10.5~38.3 万	促销
2018.12.17	Model 3 降 3.5~4.1 万	对美暂停加征关税
2019.3.1	Model 3/S/X 降 1.1~34.1 万	北美售价下调
2019.3.18	高配车型涨 3%	运营成本增加
2019.7.16	Model 3/S/X 降 2.9~3.3 万	生产成本下降
2019.8.30	部分车型涨 3%	汇率波动
2020.1.3	国产标准续航升级版 Model 3 降 3.2 万	促销
2020.4.24	国产 Model 3 涨 0.45~0.5 万	补贴政策变化
2020.5.1	国产标准续航升级版 Model 3 降 3.2 万	促销

资料来源：汽车商业评论，华西证券研究所

表 3 国产标准续航升级版/长续航版 Model 3 与燃油竞品参数对比

车系	奔驰 C 级	宝马 3 系	奥迪 A4L	特斯拉 Model 3	
车型	C300 运动版	330i M 运动曜夜	45TFSI 运动	标准续航升级版	长续航版
指导价 (万元)	45.08	37.99	40.18	27.155	34.405
最大功率 (kW)	190	190	175	185	220
最大扭矩 (Nm)	370	400	370	375	416
零百加速 (s)	6.2	6.2	6.5	5.6	5.3
最高车速 (km/h)	250	250	239	225	225
驱动形式	后驱	后驱	四驱	后驱	后驱
ADAS 配置	并线辅助、车道偏离预警、车道保持、主动刹车、疲劳驾驶提醒、自动泊车	主动刹车、疲劳驾驶提醒、自动泊车	自动泊车	并线辅助、车道偏离预警、主动刹车、 <b>全速自适应巡航</b> (选装完全版 AP: 自动泊车、 <b>自动辅助</b> 变道、 <b>自动辅助</b> 导航驾驶、智能召唤)	

资料来源: 汽车之家, 华西证券研究所

表 4 国产 Performance 高性能版 Model 3 与燃油竞品参数对比

车系	奔驰 C 级 AMG	宝马 M4	奥迪 RS4	特斯拉 Model 3	
车型	C63s	M4 竞速版	RS4 Avant	Performance 高性能版	
指导价 (万元)	113.08	89.99	82.28	41.98	
动力总成	4.0T V8+9AT	3.0T L6+7DCT	2.9T V6+8AT	双电机	
最大功率 (kW)	375	331	331	340	
最大扭矩 (Nm)	700	550	600	639	
零百加速 (s)	4.0	4.0	4.1	3.4	
最高车速 (km/h)	290	250	250	261	
驱动形式	后驱	后驱	四驱	四驱	
ADAS 配置	并线辅助、车道偏离预警、车道保持、主动刹车、疲劳驾驶提醒、自动泊车	疲劳驾驶提醒	并线辅助	并线辅助、车道偏离预警、主动刹车、 <b>全速自适应巡航</b> (选装完全版 AP: 自动泊车、 <b>自动辅助</b> 变道、 <b>自动辅助</b> 导航驾驶、智能召唤)	

资料来源: 汽车之家, 华西证券研究所



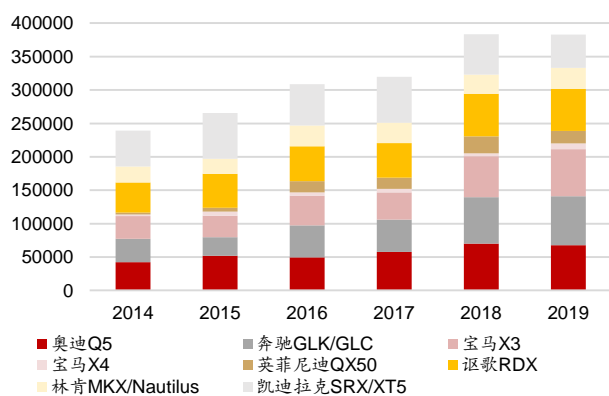
表 5 特斯拉 Model 3 与 Model Y 核心参数对比

车型	特斯拉 Model 3		特斯拉 Model Y	
类型	4 门 5 座中型轿车		4 门 5 座/7 座中型 SUV	
版本	全驱长续航版	Performance	全驱长续航版	Performance
长*宽*高（轴距）（mm）	4694*1850*1443（2875）		4751*1921*1624（2890）	
电池容量（kWh）	75			
0-60mph（s）	4.4	3.2	4.8	3.5
极速（mph）	145	145	135	145
EPA 续驶里程（mi）	322	322	316	315
起售价（万美元）	4.899	5.699	5.299（+8.2%*）	6.099（+7.0%*）

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

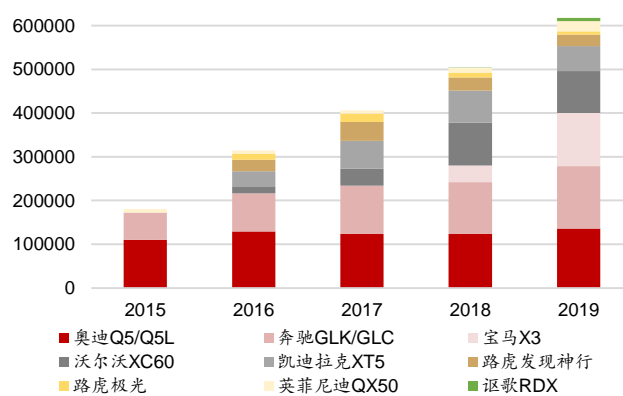
注：Model Y 相比 Model 3 同配置车型的溢价

图 10 特斯拉 Model Y 主要燃油竞品美国销量 (辆)



资料来源：Marklines，华西证券研究所

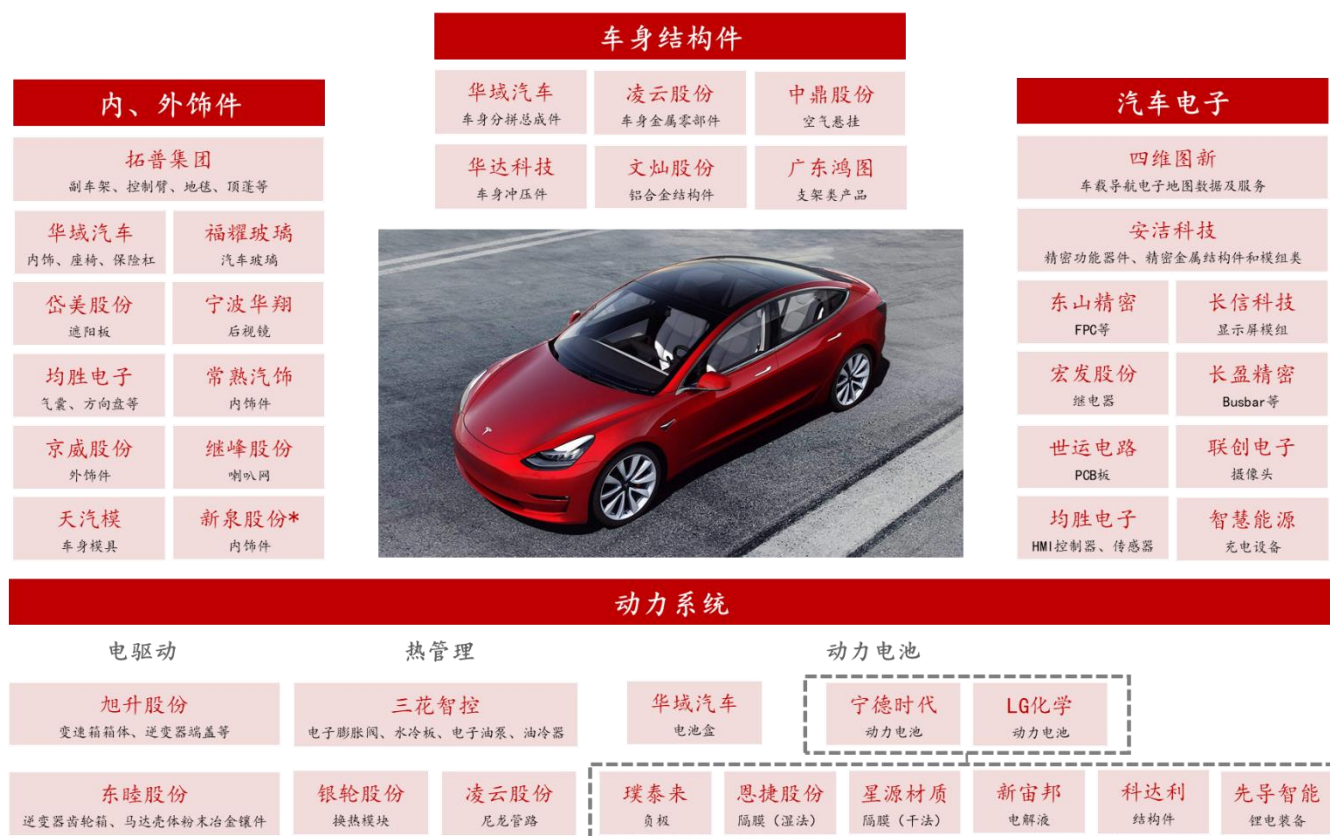
图 11 特斯拉 Model Y 主要燃油竞品中国销量 (辆)



资料来源：Marklines，华西证券研究所



图 12 特斯拉国产化核心供应商



资料来源：各公司公告等，华西证券研究所

注：\*为潜在供应商

## 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。