

张帅
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

周俊宏
联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

特斯拉推出重磅组合拳，直面运营难点

事件

- 3月1日，“Some Tesla news”重磅组合拳震惊汽车圈，特斯拉灵活运营架构下包袱较小，此番操作也在意料之中。这一系列动作意味着 Musk 将特斯拉最大的运营难点——降本，摆到台面上反击。

评论

- 为何推出一系列动作？** 特斯拉正值实现盈利、释放产能、扩张市场关键时点，Musk 也由 Engineer 思维向 Sales 思维转变，打出了“降价+推出基础版 Model 3+关门店+升级智能驾驶”亮家底的组合拳。若一切顺利，特斯拉或完全摆脱以往的生存考验，但同时也承担着运营的巨大风险。
- 特斯拉最大经营挑战为在需求和供应中寻求最佳成本。** 特斯拉 2019 年 Q1 承压：北美 1 月份约 6500 的 Model 3 销量或昭示高端需求的饱和、2018 年 Q3 推出的中程版似乎并不足以提振市场、以挪威电动车销售情况来看欧洲或许更青睐价格更低的小型电动车、且中国培养起的电动车需求暂时集中在 15 万以下的低端车领域。Model 3 由高版本向低版本下沉的小碎步势头将加快，因此，特斯拉采取相应措施（例如在中国建厂进一步加快规模化降本以抵消版本下沉的毛利率损失）是意料之中，只是比预期更为激进，全线产品降价为刺激市场、以价换量的最直接的方法，可订购的 3.5 万美元的 Model 3 也将成为特斯拉新王牌。
- 线上销售模式极大降低 SG&A 费用，让利消费者。** 特斯拉运营出现重大转变，宣布除部分关键地点外，将大规模关闭门店，且实施 7 天之内无理由退车服务。在此前特斯拉重磅报告中，我们指出，SG&A 为影响特斯拉盈利的最大“元凶”。特斯拉毛利率与主流车企相当，但到了 EBITDA Margin 环节，传统整车厂平均值约 12%，而特斯拉为负，主因为 SG&A 费用过高。特斯拉 SG&A 占营收比例高于 20%，对比传统整车厂 7%~12%，近行业两倍。较高的 SG&A 费用率主要来源于直营店模式下的人员成本，而 2018 年特斯拉两次大裁员也几乎集中于销售环节。此次取缔线下销售为车型腾出 5~6% 的降价空间，若顺利推进，传统 4S 店的立场或较为尴尬。而 7 天之内无理由退车服务也具有一定挑战性，一方面显示特斯拉对于自身车型的充足信心；另一方面，在实施上也需要避免消费者 0 成本恶意试车等问题。
- AP 选装包重新推出，在智能驾驶领域走在行业前端。** 新规中，Autopilot 降价至 3000 美元，并且上线售价 5000 美元的“全自动驾驶”（Full Self Driving）选装包。特斯拉承诺 2019 年年底推出【识别交通信号灯和交通标志并响应】和【在城市中使用自动辅助驾驶】等功能。可以看出，依托海量驾驶数据，特斯拉以 OTA 模式不断升级功能，且 AI 芯片呼之欲出，在智能驾驶领域走在行业前端。
- 对于传统车企、造车新势力均形成压力，供应链承压。** 特斯拉的激进战略无论对传统车企，抑或造车新势力均将形成较大压力。部分传统车企仍在纯电动车构架、零部件整合、电池环节上摸索，造车新势力仍在交付上卡壳，而特斯拉已朝运营层面更进一步，2020 年考验生死的竞争格局已拉开帷幕。对于电动车供应链，特斯拉降价或将一部分压力转嫁给供应商，短期供应商利润承压，但长期其总规模将随着电动车爆发进一步增大。

投资建议

- 我们认为特斯拉前景与风险并存，以 EV/销量指标作为估值方法，2019 年为 0.18（百万美元/辆），假设相对传统车厂的估值溢价由 10 倍收窄至 4 倍，对应目标价 413.5 美元。维持“买入”评级。
- 建议持续跟踪 2019 年特斯拉供应链变动情况。随上海工厂落地，现有供应商弹性增大且产能将于 2019 年逐渐释放，潜在供应商有望入局享受特斯拉本土化红利，带来业绩增量。预计 2019 年相关订单将密集公布。

风险提示

- “马斯克”风险；以线上销售为主要模式或存在风险；车型价格波动风险；消费者对特斯拉高端车型需求饱和风险；现金流压力；Model 3 产能爬坡仍需关注；成本降低或不及预期；工厂和新品落地不及预期；竞争对手风险；整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险；多、空方对决对股价波动的影响。

第一个重要问题，为何推出一系列动作？

- 特斯拉深耕电动车十余载，市场对特斯拉关注点也随着三电核心技术→生产瓶颈→整合能力带来的成本优势→Model 3 爆款→运营服务→智能驾驶整条线顺沿变化。目前关注点已转移到 Model 3 爆款及重整运营服务关键阶段，Musk 也将由 Engineer 思维向 Sales 思维转变。毫无疑问，特斯拉正值实现盈利、释放产能、扩张市场关键时点，Musk 也几乎打出了“降价+推出基础版 Model 3+关门店+升级智能驾驶”亮家底的组合拳。若一切顺利，特斯拉或完全摆脱以往的生存考验，但同时也承担着运营的巨大风险。

特斯拉最大经营挑战为在需求和供应中寻求最佳成本

- 2019 年第一季度对特斯拉并不友好，北美 1 月份约 6500 的 Model 3 销量或昭示高端需求的饱和、2018 年 Q3 推出的中程版似乎并不足以提振市场、以挪威电动车销售情况来看欧洲或许更青睐价格更低的小型电动车、且中国培养起的电动车需求暂时集中在 15 万以下的低端车领域。Model 3 由高版本向低版本下沉的小碎步势头将加快，因此，特斯拉采取相应措施（例如在中国建厂进一步加快规模化降本以抵消版本下沉的毛利率损失）是意料之中，只是比想象中更为激进，基本属于“一步到位”，符合 Musk 以结果为导向的一贯作风。
- 首先，全线产品降价为刺激市场最直接的方法。以中国市场为例，Model X P100D 降价 34 万，Model S P100D 降价近 28 万，Model 3 后驱版、双电机长续航版、高性能四驱版分别降价 2.6、4.4 和 4.4 万元。过去 2 年中国大致销售 2 万辆 Model S/X，且 30 万级别的乘用车市场占比约 10%，降价将直接拉动需求。但同时，降价对利润的蚕食也相当直接，特斯拉也坦诚 2019Q1 或直面亏损。不过，在前两月特斯拉相对萎靡的订单下，Q1 本身很难盈利，而以价换量的营销方法或许能转变困境，实现 2019 Q2 乃至未来的盈利。
- 其次，可订购的 3.5 万美元的 Model 3 为特斯拉救命符。毫无疑问，3.5 万美元 Model 3 在细分市场基本无竞争对手。此前由于受困于生产瓶颈带来的成本高企，基础版 Model 3 被无限期推后，或许目前订单客户将基础版转向中程版/高端版的意向不足，基础版 Model 3 直接登上舞台。在我们此前的测算中，Model 3 基础版毛利率约 10%左右，但未来会随规模化效应显著降低。对于特斯拉，车降价能成本降低+刺激销量，由于 $\Delta \text{盈利} = (\Delta \text{价格} - \Delta \text{成本}) * \Delta \text{销量}$ ，最终降价带来的经济效应是否合算很难确定。唯一确定的是，对于车 Musk 更看重销量，盈利不是短期目标。

线上销售模式极大降低 SG&A 费用，让利消费者

- 特斯拉运营思路出现重点转变，宣布除部分关键地点外，将大规模关闭门店，且实施 7 天之内无理由退车服务。
- 在此前《工程力、产品力、品牌力诠释特斯拉竞争力 Model 3 国产化重构产业链机遇》特斯拉重磅报告中，我们指出，SG&A 为影响特斯拉盈利的最大“元凶”。特斯拉毛利率与主流车企相当，但到了 EBITDA Margin 环节，传统整车厂平均值约 12%，而特斯拉为负，主因为 SG&A 费用过高，特斯拉 SG&A 占营收比例高于 20%，对比传统整车厂 7%~12%，近行业两倍。较高的 SG&A 费用率主要来源于直营店模式下的的人员成本，而 2018 年特斯拉两次大裁员也几乎冲着销售环节。此次直接由线上取缔线下销售的模式极度疯狂，以节省下的运营成本让利消费者，为车型腾出 5~6%的降价空间。若此模式顺利推进，传统 4S 店的立场或较为尴尬。
- 而 7 天之内无理由退车服务也具有一定挑战性，一方面显示了特斯拉对于自身车型充足信心；另一方面，在具体实施上也需要避免消费者 0 成本恶意试车等负面问题。

AP 选装包重新推出，在智能驾驶领域走在行业前端

- 新规中，Autopilot 降价至 3000 美元，并且上线售价 5000 美金的“全自动驾驶”（Full Self Driving）选装包。特斯拉承诺 2019 年年底推出【识别交通信号灯和交通停车标志并响应】和【在城市中使用自动辅助驾驶】等功能。可以看出，依托海量驾驶数据，特斯拉以 OTA 模式不断升级功能，且 AI 芯片呼之欲出，在智能驾驶领域走在行业前端。

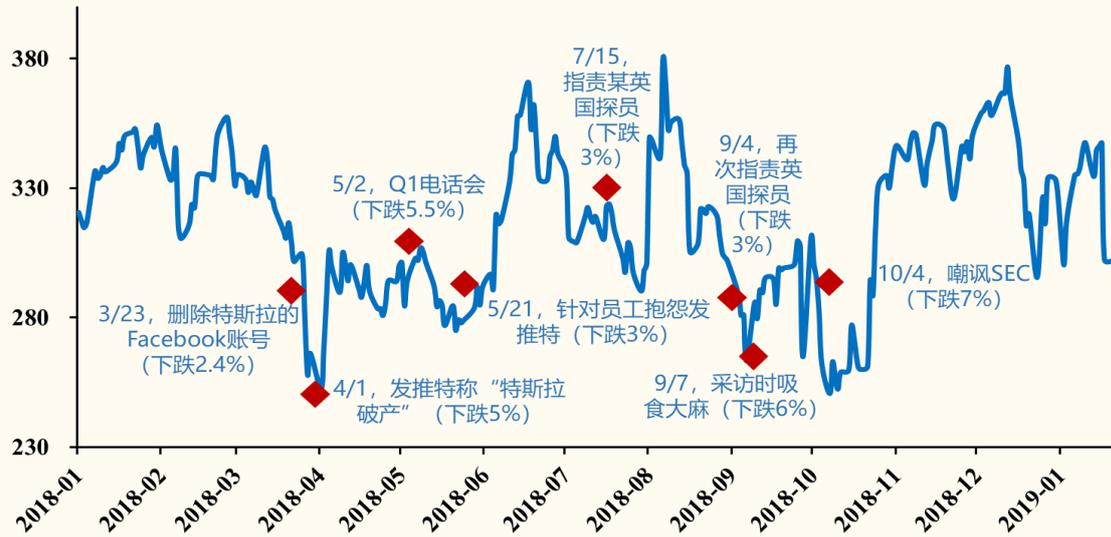
对于传统车企、造车新势力均形成压力，供应链承压

- 特斯拉的激进战略无论对传统车企，抑或造车新势力均将形成较大压力。部分传统车企仍在燃油车与纯电动车构架零部件整合上、电池环节摸索，造车新势力仍在交付上卡壳，而特斯拉已在电动车运营层面更进一层，2020 年考验生死的竞争格局已拉开帷幕。
- 对于电动车供应链，特斯拉降价或将一部分压力转嫁给供应商，短期供应商利润承压，但长期来看，总规模将随着电动车爆发进一步增大。

风险提示

- **“马斯克”风险。**首先，作为核心领军人物，马斯克在特斯拉发展中起关键作用，市场对马斯克个人行为的解读将反应在股价上，如 2018 年 4 月马斯克发推特称“特斯拉破产”（下跌 5%）事件、10 月起的私有化风波，均造成股价短期大幅波动。其次，马斯克参与一系列新技术投资，从太空探索（SpaceX）到隧道钻探（The Boring Company）和神经修复术（Neuralink），新项目可能分散马斯克精力。

图 1：马斯克个人行为对股价的影响



来源：彭博，公司公告，国金证券研究所

- **以线上销售为主要模式或存在风险。**在具体实施中，以线上销售为主或不利于特斯拉的产品下沉，且 7 天无理由退车服务或面临消费者 0 成本恶意试车等负面问题。
- **车型价格波动风险。**特斯拉的调价体系相对灵活，价格起伏大，但大幅降价等行为可能引起特斯拉现有车主的不满，也可能造成潜在购车车主持币观望的心态。
- **消费者对特斯拉高端车型需求饱和风险。**特斯拉主攻中高端市场，北美 1 月份约 6500 的 Model 3 销量或昭示高端需求的饱和，Model S/X 车型销量增长乏力。新推出的 3.5 万美元的 Model 3 需求需得到验证。
- **现金流压力。**随交付量上升，特斯拉此前紧张的现金流得到一定缓释，但后期可预见性的开支压力大，2020 年即将量产的 Solar Roof、2020 批量生产的 Model Y、计划推出的 Semi 和 Roadster、Pickup Truck，以及上海工厂及欧洲工厂的建设都将影响现金流。
- **Model 3 产能爬坡仍需关注，成本降低或不及预期。**自动化产线问题未得到根本性解决，目前的帐篷装配线仅为暂行解决方案。为保障稳定毛利率，特斯拉仍需调整车型制造的自动化率，且目前帐篷装配线无法顺利解决返工和其他质量问题，依靠规模化实现降低成本或不及预期。
- **工厂和新品落地不及预期。**上海工厂及欧洲工厂处建设初期，可能存在建设期过长、达产不及预期风险。Model Y、Semi 和 Roadster 等新产品落地时间有推后风险。供给端整体存在不及预期风险。
- **竞争对手风险。**梅赛德斯 EQC、奥迪 e-tron、保时捷 Taycan 以及捷豹路虎 I-Pace、大众 ID 系列等欧美系迎头赶上；而中国自主品牌（Marvel X、比亚迪秦 Pro、蔚来 ES8 等）价格上探至低配版 Model 3 价格区间。未来传统整车厂将在三电及智能驾驶领域加速布局，特斯拉面临 Model 3 遇强劲竞争车型、传统厂商对电动车领先地位发起挑战的风险。
- **整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险。**受消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压。电动车虽有政策及部分自主需求加持，仍恐受波及。
- **多、空方对决对股价波动的影响。**市场对特斯拉存在较大争议，特斯拉股票一度为美国市场最大的空头规模，多空对决影响股价稳定性。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH