

# Tesla Q3 扭亏，上海工厂试生产

## ——跨市场新能源汽车行业观察之十五

行业动态

### ◆财报分析：Q3 再次扭亏为盈

2019Q3 单季度，特斯拉实现营业收入 63.03 亿美元，环比减少 0.7%，同比下降 7.6%；其中，汽车业务收入 53.53 亿美元，环比减少 0.4%，同比下降 12.2%。2019 年前三季度，特斯拉营业收入累计 171.94 亿美元，同比增长 20.8%；其中，汽车业务收入 144.53 亿美元，同比增长 18.5%。与上一季度相比，2019Q3 特斯拉扭亏转盈，继 2018 年三四季度以来再次实现盈利。2019Q3，公司净利润为 1.50 亿美元，GAAP 净利润为 1.43 亿美元。2019Q3，特斯拉汽车业务整体毛利率（GAAP）为 22.8%，环比 2019Q2 上升 3.9pcts，Q3 汽车业务整体毛利率为今年以来最高水平。

### ◆经营分析及展望：Q3 产量和交付量再创新高

产量方面，2019Q3，特斯拉共生产汽车 96,155 辆，环比增长 10.5%，超越 2019Q2 创历史新高。其中，Model 3 产量 79,837 辆，环比增长 10.1%，Model S&X 产量合计 16,318 辆，环比增长 12.4%。2019 年前三季度，特斯拉合计生产汽车超 26 万辆，其中 Model 3 产量超 21.5 万辆，Model S&X 产量近 4.5 万辆。按照每月 4 周计算，2019Q3 Model 3 平均周产量达到 6,653 辆，且产量逐月提升。目前，美国加州弗里蒙特工厂 Model 3 年产能可达 350,000 辆，上海超级工厂 Model 3 设计产能为 150,000 辆。

交付方面，2019Q3，特斯拉共交付汽车 97,186 辆，环比增长 1.9%，继 2019Q2 后再创历史新高。其中，Model 3 交付量为 79,703 辆，环比增长 2.7%，Model S&X 交付量合计 17,483 辆，环比减少 1.3%。

### ◆中国国产化及其他：上海工厂试生产，2020 年夏天推出 Model Y

上海超级工厂一期已进入试生产阶段环节，目前在进行生产许可证的最终确认，投资成本将比美国的 Model 3 生产系统低 65%。上海工厂 Model 3 产能为 15 万辆/年，预计 2019Q3-2020Q2 特斯拉在全球的汽车产量为 50 万辆，Model Y 预计于 2020 年夏天在弗里蒙特开始量产。

### ◆投资建议：

随着海外电动车、电池厂中国产能的落地，中上游动力电池、材料等领域的企业有望受益。受益于 Model 3 的稳定量产，相关供应商的业绩有望实现稳定增长。建议关注旭升股份、三花智控、贝特瑞等。

### ◆风险分析：

新能源汽车行业政策变动风险；技术路线变更的风险；市场竞争加剧的风险；特斯拉 Model 3 产销不达预期的风险。

## 买入（维持）

### 分析师

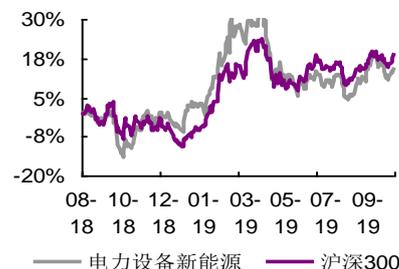
邵将 (执业证书编号：S0930518120001)  
021-52523869  
[shaoj@ebcn.com](mailto:shaoj@ebcn.com)

王威 (执业证书编号：S0930517030001)  
021-52523818  
[wangwei2016@ebcn.com](mailto:wangwei2016@ebcn.com)

倪昱婧 CFA (执业证书编号：S0930515090002)  
021-52523852  
[nijy@ebcn.com](mailto:nijy@ebcn.com)

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)  
021-52523850  
[mars@ebcn.com](mailto:mars@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 目 录

1、 财报分析：Q3 再次扭亏为盈 .....	3
2、 经营分析及展望：Q3 产量和交付量再创新高 .....	6
3、 中国国产化及其他：上海工厂试生产，2020 年夏天推出 Model Y .....	7
4、 投资建议 .....	8
5、 风险分析 .....	8

## 1、财报分析：Q3 再次扭亏为盈

2019Q3 单季度，特斯拉实现营业收入 63.03 亿美元，环比减少 0.7%，同比下降 7.6%；其中，汽车业务收入 53.53 亿美元，环比减少 0.4%，同比下降 12.2%。2019 年前三季度，特斯拉营业收入累计 171.94 亿美元，同比增长 20.8%；其中，汽车业务收入 144.53 亿美元，同比增长 18.5%。

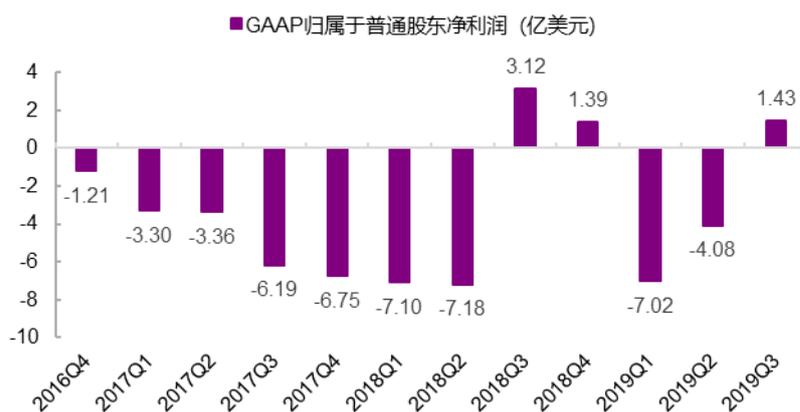
图 1：2019Q3 特斯拉营收状况（单位：百万美元）

In millions of USD or shares as applicable, except per share data	Three months ended		Sep 30, 2018	Nine months ended	
	Sep 30, 2019	June 30, 2019		Sep 30, 2019	Sep 30, 2018
<b>REVENUES</b>					
Automotive sales	5,132	5,168	5,878	13,809	11,558
Automotive leasing	221	208	221	644	634
Total automotive revenue	5,353	5,376	6,099	14,453	12,192
Energy generation and storage	402	369	399	1,095	1,183
Services and other	548	605	327	1,646	860
Total revenues	6,303	6,350	6,824	17,194	14,235

资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

与上一季度相比，2019Q3 特斯拉扭亏转盈，继 2018 年三四季度以来再次实现盈利。2019Q3，公司净利润为 1.50 亿美元，GAAP 净利润为 1.43 亿美元。

图 2：2016Q4-2019Q3 特斯拉 GAAP 净利润



资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

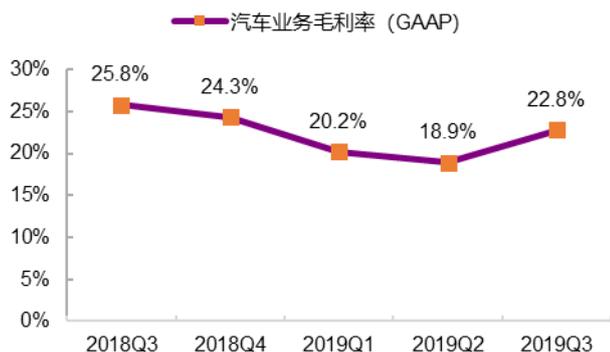
图 3：2016Q4-2019Q3 特斯拉净利润



资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

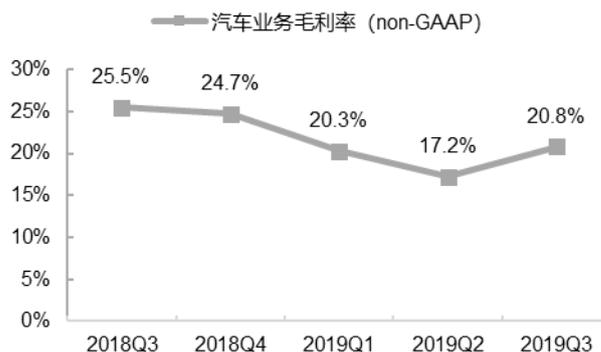
2019Q3, 特斯拉汽车业务整体毛利率(GAAP)为22.8%, 环比2019Q2上升3.9pcts。尽管高价Model S/X销量减少而且Model 3平均售价下降, 但由于Q3成本管控工作取得了很好的成绩, 且Model 3销量提升后规模效应显现单车毛利水平上升, 以及部分非经常性损益项目(如Smart Summon自动泊车系统)递延收入确认等, Q3汽车业务整体毛利率为今年以来最高水平。

图 4: 2018Q3-2019Q3 特斯拉汽车业务毛利率 (GAAP)



资料来源: Tesla 公告, 光大证券研究所整理

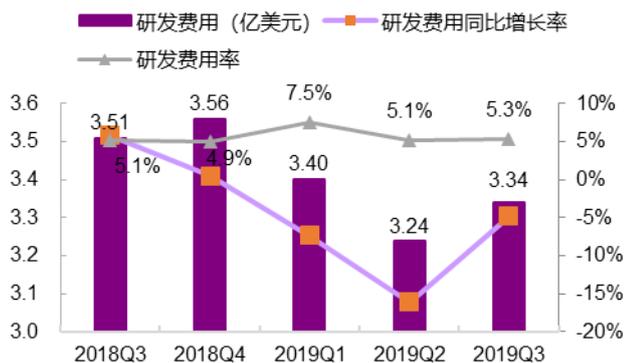
图 5: 2018Q3-2019Q3 特斯拉汽车业务毛利率 (non-GAAP)



资料来源: Tesla 公告, 光大证券研究所整理

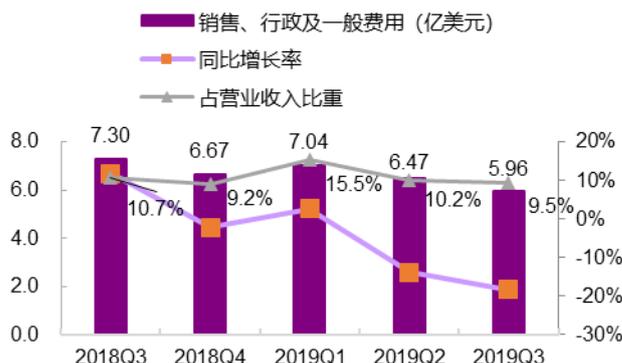
费用方面, 2019Q3, 特斯拉研发费用为3.34亿美元, 同比减少4.84%, 环比Q2有小幅上升, 研发费用率为5.3%, 同/环比均小幅上升0.2pcts; 销售、管理及一般费用(Selling, general and administrative)为5.96亿美元, 同比减少18.4%, 费用率为9.5%, 相比去年同期及Q2, 分别下降1.2/0.7pcts。总体来看, 特斯拉的费用率下降明显, 主要由于公司加强成本管控, 各项费用的绝对值环比有所减少。

图 6: 2018Q3-2019Q3 特斯拉研发费用情况



资料来源: Tesla 公告, 光大证券研究所整理

图 7: 2018Q3-2019Q3 特斯拉销售、行政及一般费用



资料来源: Tesla 公告, 光大证券研究所整理

截至2019Q3末, 特斯拉现金和现金等价物为53.38亿美元, 较年初的36.86亿美元增长了44.8%; 应收账款为11.28亿美元, 较年初的9.49亿美元增长了18.9%; 固定资产为101.90亿美元, 比年初的113.30亿美元减少了10.1%; 租赁车辆资产为22.53亿美元, 比年初的20.90亿美元增长了7.8%。

图 8: 特斯拉资产负债表 (单位: 百万美元)

In millions of USD	Sep 30, 2018	Dec 31, 2018	March 31, 2019	June 30, 2019	Sep 30, 2019
<b>ASSETS</b>					
<b>Current assets</b>					
Cash and cash equivalents	2,968	3,686	2,198	4,955	5,338
Restricted cash	159	193	131	128	233
Accounts receivable, net	1,155	949	1,047	1,147	1,128
Inventory	3,314	3,113	3,837	3,382	3,581
Prepaid expenses and other current assets	324	366	465	570	660
Total current assets	7,920	8,307	7,678	10,182	10,940
Operating lease vehicles, net	2,186	2,090	1,973	2,070	2,253
Solar energy systems, net	6,302	6,271	6,242	6,201	6,168
Property, plant and equipment, net	11,246	11,330	9,851	10,082	10,190
Operating lease right-of-use assets	—	—	1,253	1,248	1,234
Goodwill and intangible assets, net	357	350	348	481	537
MyPower customer notes receivable, net of current portion	423	422	413	400	398
Restricted cash, net of current portion	397	398	354	366	255
Other assets	432	572	801	843	820
Total assets	29,263	29,740	28,913	31,873	32,795
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>					
<b>Current liabilities</b>					
Accounts payable	3,597	3,405	3,249	3,134	3,468
Accrued liabilities and other	1,990	2,094	2,277	2,623	2,497
Deferred revenue	571	630	763	884	1,045
Resale value guarantees	605	503	480	527	441
Customer deposits	906	793	768	631	665
Current portion of long-term debt and finance leases (1)	2,107	2,568	1,706	1,791	2,030
Total current liabilities	9,776	9,993	9,243	9,590	10,146
Long-term debt and finance leases, net of current portion (1)	9,673	9,404	9,788	11,235	11,313
Deferred revenue, net of current portion	950	991	1,157	1,182	1,140
Resale value guarantees, net of current portion	456	329	211	61	38
Other long-term liabilities	2,555	2,710	2,476	2,656	2,676
Total liabilities	23,410	23,427	22,875	24,724	25,313
Redeemable noncontrolling interests in subsidiaries	551	556	570	580	600
Total stockholders' equity	4,509	4,923	4,606	5,715	6,040
Noncontrolling interests in subsidiaries	793	834	862	854	842
Total liabilities and equity	29,263	29,740	28,913	31,873	32,795
(1) Breakdown of our debt is as follows:					
Recourse debt	7,251	7,081	6,517	7,813	7,882
Non-recourse debt	3,248	3,552	3,486	3,553	3,857

资料来源: Tesla 公告, 光大证券研究所整理

2019Q3, 特斯拉经营活动现金流净额为 7.56 亿美元, 环比减少 12.5%; 投资活动净现金流为-4.86 亿美元, 较 Q2 减少 2.45 亿美元, 其中资本支出 3.85 亿元, 主要用于特斯拉上海超级工厂项目、充电基础设施、Model Y 生产线建设等; 筹资活动净现金流为 1.18 亿美元, 环比 Q2 大幅下降 94.5%。

图 9: 特斯拉经营活动现金流 (单位: 百万美元)

In millions of USD	Three months ended		Sep 30, 2018	Nine months ended	
	Sep 30, 2019	June 30, 2019		Sep 30, 2019	Sep 30, 2018
<b>Cash Flows from Operating Activities</b>					
Net Income (loss)	150	(389)	254	(907)	(1,273)
Adjustments to reconcile net income (loss) to net cash provided by operating activities:					
Depreciation, amortization and impairment	530	579	503	1,577	1,404
Stock-based compensation	199	210	205	617	544
Operating cash flow related to repayment of discounted convertible notes	—	—	—	(188)	—
Other	68	177	78	461	329
Changes in operating assets and liabilities, net of effect of business combinations	(191)	287	351	(580)	(141)
Net cash provided by operating activities	756	864	1,391	980	863
<b>Cash Flows from Investing Activities</b>					
Capital expenditures	(385)	(250)	(510)	(915)	(1,776)
Payments for the cost of solar energy systems, net	(25)	(18)	(50)	(68)	(189)
Purchase of intangible assets	—	(5)	—	(5)	—
Business combinations, net of cash acquired	(76)	32	(1)	(45)	(7)
Net cash used in investing activities	(486)	(241)	(561)	(1,033)	(1,972)
<b>Cash Flows from Financing Activities</b>					
Net cash flows from debt activities	(19)	1,349	(196)	812	221
Collateralized lease repayments	(83)	(85)	(143)	(302)	(343)
Net borrowings under Warehouse Agreements and automotive asset-backed notes	147	35	115	149	403
Net cash flows from noncontrolling interests - Auto	30	19	17	16	74
Net cash flows from noncontrolling interests - Solar	(28)	(41)	27	(82)	111
Proceeds from issuances of common stock in public offerings	—	848	—	848	—
Other	71	18	95	167	220
Net cash provided by (used in) financing activities	118	2,143	(85)	1,608	686
Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents and restricted cash	(12)	1	(6)	(6)	(19)
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents and restricted cash	376	2,767	739	1,549	(442)
Cash and cash equivalents and restricted cash at beginning of period	5,450	2,683	2,783	4,277	3,965
Cash and cash equivalents and restricted cash at end of period	5,826	5,450	3,522	5,826	3,523

资料来源: Tesla 公告, 光大证券研究所整理

## 2、经营分析及展望：Q3 产量和交付量再创新高

产量方面，2019Q3，特斯拉共生产汽车 96,155 辆，环比增长 10.5%，超越 2019Q2 创历史新高。其中，Model 3 产量 79,837 辆，环比增长 10.1%，Model S&X 产量合计 16,318 辆，环比增长 12.4%。2019 年前三季度，特斯拉合计生产汽车超 26 万辆，其中 Model 3 产量超 21.5 万辆，Model S&X 产量近 4.5 万辆。

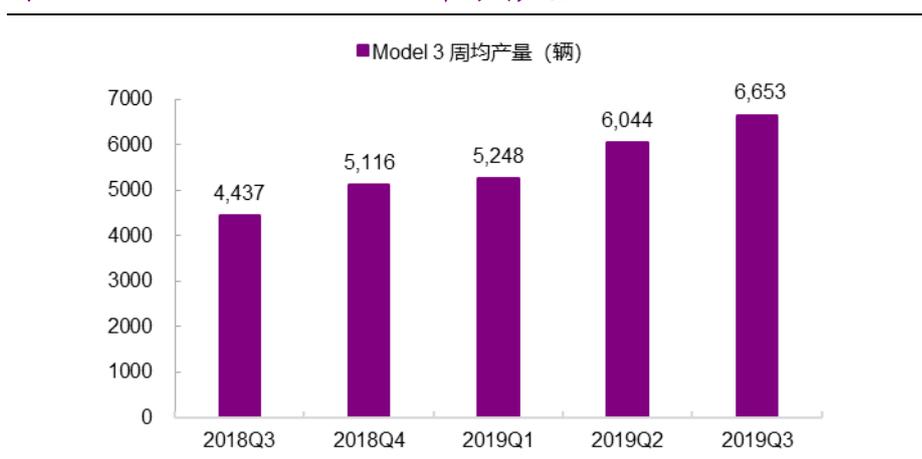
按照每月 4 周计算，2019Q3 Model 3 平均周产量达到 6,653 辆，且产量逐月提升。目前，美国加州弗里蒙特工厂 Model 3 年产能可达 350,000 辆，上海超级工厂 Model 3 设计产能为 150,000 辆。

表 1：2018Q3-2019Q3 特斯拉汽车产量

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
汽车总产量 (辆)	80,142	86,555	77,138	87,048	96,155
Model 3 产量 (辆)	53,239	61,394	62,975	72,531	79,837
Model S&X 产量 (辆)	26,903	25,161	14,163	14,517	16,318

资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

图 10：2018Q3-2019Q3 Model 3 平均周产量



资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

注：每月按 4 周计算，每季度按 12 周计算

交付方面，2019Q3，特斯拉共交付汽车 97,186 辆，环比增长 1.9%，继 2019Q2 后再创历史新高。其中，Model 3 交付量为 79,703 辆，环比增长 2.7%，Model S&X 交付量合计 17,483 辆，环比减少 1.3%。

2019Q3，Model 3 产量与交付量基本持平。同时，特斯拉 Q3 交付速度也有所提升，新车库存时间下降至 17 天，比美国行业平均水平低 4 倍。

表 2：2018Q3-2019Q3 特斯拉汽车交付量

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
汽车总交付量 (辆)	83,775	84,966	63,019	95,356	97,186
Model 3 交付量 (辆)	56,065	63,359	50,928	77,634	79,703
Model S&X 交付量 (辆)	27,710	21,607	12,091	17,722	17,483

资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

根据 Tesla 对 2019Q4 的展望，(1) 特斯拉将于 2020 年夏季在弗里蒙特推出 Model Y，2020 年底前推出限量 Tesla Semi，同时尽快敲定欧洲超级工厂选址，以便 2021 年投产；(2) 2019Q4 交付量持续增长，年交付量 36 万辆目标不变；(3) Q4 GAAP 净利润及自由现金流持续为正。

### 3、中国国产化及其他：上海工厂试生产，2020 年夏天推出 Model Y

上海超级工厂一期已进入试生产阶段环节，目前在进行生产许可证的最终确认，投资成本将比美国的 Model 3 生产系统低 65%。上海工厂 Model 3 产能为 15 万辆/年，预计 2019Q3-2020Q2 特斯拉在全球的汽车产量为 50 万辆，Model Y 预计于 2020 年夏天在弗里蒙特开始量产。

图 11：特斯拉产能规划

Installed Annual Capacity		Current	Status
Fremont	Model S/X	90,000	Production
	Model 3	350,000	Production
	Model Y	-	Construction
Shanghai	Model 3	150,000	Pre-production
	Model Y	-	In development
Europe	Model 3	-	In development
	Model Y	-	In development
United States	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Pickup truck	-	In development

资料来源：Tesla 公告，光大证券研究所整理

#### 财报说明会重要内容包括：

1、特斯拉 CEO 马斯克在财报发布后的会议上（2019 年 10 月 24 日）表示，上海超级工厂预期于几个月后达全产能生产，工厂内施工建筑用于电池和模块生产，未来会加建地面建筑用于 Model Y 的生产；

2、Model Y 预计于 2020 年中期以前开始量产，周产能可达 1000 辆；

3、预计 Model Y 利润率略高于 Model 3；上海工厂 Model 3 利润率与弗里蒙特 Model 3 持平。

## 4、投资建议

随着海外电动车、电池厂中国产能的落地，中上游动力电池、材料等领域企业有望受益。受益于 Model 3 的稳定量产，相关供应商的业绩有望实现稳定增长。建议关注旭升股份、三花智控、贝特瑞等。

## 5、风险分析

**(1) 新能源汽车政策变化影响行业发展的风险：**新能源汽车行业仍在早期发展阶段，政策会对行业发展产生较大影响，若监管部门发布相关政策，可能会冲击行业发展。

**(2) 技术路线变更的风险：**技术进步是新能源汽车行业发展的驱动力之一，新产品的产业化可能会对上一代产品产生冲击，进而替代原有的技术路线。

**(3) 市场竞争加剧的风险：**新能源汽车行业拥有很大发展空间，有大量企业参与竞争，行业产能可能在短期内超过需求，从而出现产能过剩的风险。

**(4) 特斯拉 Model 3 产销不达预期的风险：**尽管目前看来，特斯拉 Model 3 的生产和销售基本稳定，但不排除其他因素导致 Model 3 产销受到影响。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼