

2020年扭亏为盈，2021年预期继续增长

——特斯拉系列报告之八

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年1月28日

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

陈兰芳

SACNo: S1150520090001

022-23839069

chenlf@bhq.com

子行业评级

新能源汽车 看好

重点品种推荐

拓普集团	增持
旭升股份	增持
三花智控	增持
宁德时代	增持
岱美股份	增持
华域汽车	增持
银轮股份	增持
先导智能	增持
璞泰来	增持
恩捷股份	增持

事件：北京时间1月28日，特斯拉发布2020年年报：2020年公司实现营业收入315.36亿美元，同比增长28.31%；实现归母净利润7.21亿美元，实现扭亏为盈，同比增长183.64%；调整后每股收益2.24美元/股。

点评：

● 单季营收继续快速增长，盈利能力环比下滑

2020Q4 特斯拉实现营业收入 107.44 亿美元，同环比分别增长 45.50%/23.34%，主要是汽车交付量大幅增长以及储能等其他业务的增长，其中 Q4 汽车产量/交付量分别同比增长 71.38%/61.17%，带动汽车销售收入同比增长 47.06% 至 90.34 亿美元，而由于价格较低的 Model 3/Y 销售占比提升以及 Model 3/S/X 价格下调等因素影响，Q4 整体单车售价下降至 5 万美元/辆；Q4 储能业务由于装机量大幅增长，而实现同比高增 72.48%。

2020Q4 特斯拉归母净利润 3.31 亿美元，连续第六个季度盈利，同比增长 157.14%但环比下滑 18.43%，主要受到毛利率下滑影响。Q4 特斯拉毛利率为 19.23%，同环比分别变动+0.39/-4.29pct，其中汽车销售业务的毛利率为 23.38%，同环比分别变动+1.76/-3.64pct，单车盈利能力环比下滑，另外储能业务的毛利率下滑至-4.65%。Q4 特斯拉净利率为 2.76%，同环比分别变动+0.97/-1.45pct，环比降幅小于毛利率，主要是销售、行政及一般费用率环比下滑 1.18pct、其他收益的增加等因素的影响。我们认为，特斯拉的毛利率环比下滑主要受车型结构以及价格下调影响，但是随着特斯拉产能陆续释放、生产效率持续提升以及交付量增长，规模效应将带动生产成本下降，单车毛利率仍有提升空间。

特斯拉的现金流充足：2020Q4 经营性现金流量净额为 30.19 亿美元，再创历史新高，同环比分别增长 111.86%/25.79%，使得 Q4 自由现金流达 18.68 亿美元；2020Q4 资本支出为 11.51 亿美元，同环比分别增长 179.37%/14.53%，主要是投资于弗里蒙特工厂的产能扩张以及上海、柏林、德克萨斯工厂的建设，而随着几大工厂投建的持续推进，特斯拉的资本开支将会继续增加，不过从当前的现金流情况看，能够满足产能扩张的需要。

● 2020年交付目标基本完成，2021年将继续高速增长

2020 年特斯拉实现产量/交付量分别为 50.97/49.96 万辆，分别同比增长 39.57%/35.90%，基本实现全年交付 50 万辆的目标。2020 年 Model 3/Y 交付量为 44.26 万辆，同比增长 47.09%，其中 Q4 交付量为 16.17 万辆，同比增长 74.59%，主要是中国市场表现突出且为纯增量（2020 年/2020Q4 销量分别为 13.75/5.76 万辆，销量占比分别达到 31%/36%，分别贡献了近 97%/83%的增量）。

特斯拉未制定 2021 年的具体交付目标，但预计未来多年交付量的平均增速将达到 50%，而在 2021 年增速则有可能更高，我们保持认同，主要基于以下几点：1) 国产 Model Y 已经从 2021 年 1 月 18 日开始交付，官网上显示长续航版的预计交付日期已经到二季度，表明当前订单已经排至二季度，其高性价比对消费者极具吸引力，同时国内 SUV 具备市场空间，国产 Model Y 有望再成为爆款；2) 国产 Model 3 的 Performance 高性能版售价下降 19%，虽然其销售占比偏低，但性价比的提升有望增进销量；3) 欧洲地区的 Model 3 售价有不同程度下调，其中德国下调 2500-4000 欧元，欧洲下调 5810-6190 欧元，考虑到相应补贴额度提升，性价比提升明显；4) 1 月 28 日，特斯拉正式上线新款 Model S 和 Model X，Model S 和 Model X 的 Performance 版本已由 Plaid 取代，Plaid 版的百公里加速更快，同时在内饰上有多项更新，包括矩形方向盘、全新三屏设计、高级音响系统等，这些升级对于特斯拉车迷们或更具吸引力。

● 产能扩张趋于稳定，自动驾驶功能逐步完善

特斯拉的产能扩张趋于稳定：1) 弗里蒙特工厂的 Model 3/Y 产能为 50 万辆，同时 Model S/X 的产能提升至 10 万辆以生产升级版 Model S 和 Model X。2) 上海工厂的 Model 3/Y 产能计划提升至 45 万辆，其中 Model 3 产能已经达到 25 万辆，部分 Model 3 出口至欧洲和亚太地区的几个国家；Model Y 也已于 2020 年 12 月下线，未来将逐步扩至最大产能。3) 柏林工厂的建设仍按计划推进，已经开始将设备搬入大楼，预计工厂将于 2021 年投入生产，用于生产 Model Y。4) 德克萨斯工厂从照片看，正在推进厂房建设，相较于 3 个月前已有了不少变化。

特斯拉继续推进自动驾驶的研发和更新，2020 年 10 月特斯拉向少数用户推送了 FSD City Street Beta 版本，重写后的 FSD 拥有了对深度和复杂路口的感知能力，具备了识别停车标志、交通信号灯等标识、在十字路口转弯的能力；而此后又推送了多次软件更新，功能和系统逐步完善和强大。特斯拉 FSD 价格已从 5.6 万元上涨至 6.4 万元，2020 年还推出 OTA 付费升级服务，例如 1.41 万元升级加速能力、0.24 万元激活后排座椅加热功能等。

● 投资策略及推荐标的

我们认为，特斯拉系列产品具备性价比优势和高科技属性，国产 Model Y 正式上市、Model 3/Y 增配降价，其产品序列逐步完善，确定性极强，同时预期美国总统拜登对新能源汽车大力支持，因此随着后续产能陆续释放，特斯拉的未来空间充满想象，产量和交付量将持续保持高增长。建议关注进入并绑定特斯拉供应链的公司，如拓普集团（601689）、旭升股份（603305）、三花智控（002050）、宁德时代（300750）、岱美股份（603730）、华域汽车（600741）、银轮股份（002126），以及进入特斯拉的电池供应商 LG 化学和宁德时代供应链的企业，如先导智能（300450）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）。

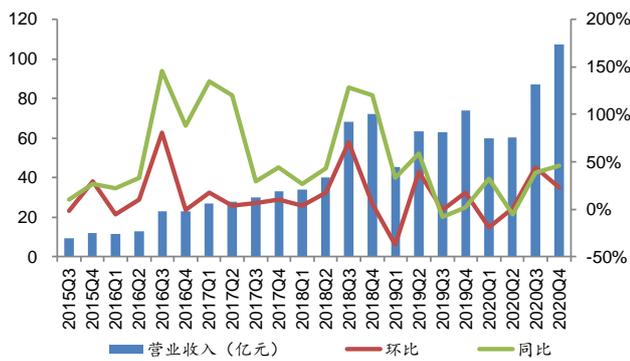
风险提示：政策波动风险；全球新冠肺炎疫情控制不及预期；特斯拉国产化进程和销量不及预期；特斯拉产能建设不及预期；新能源汽车市场增速低于预期。

表 1: 特斯拉工厂及车型规划

工厂	车型	产能 (辆)	状态
Fremont	Model S/X	100,000	Production
	Model 3/Y	500,000	Production
Shanghai	Model 3/Y	450,000	Production
Berlin	Model Y	-	Construction
Texas	Model Y	-	Construction
TBD	Cybertruck	-	In development
	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

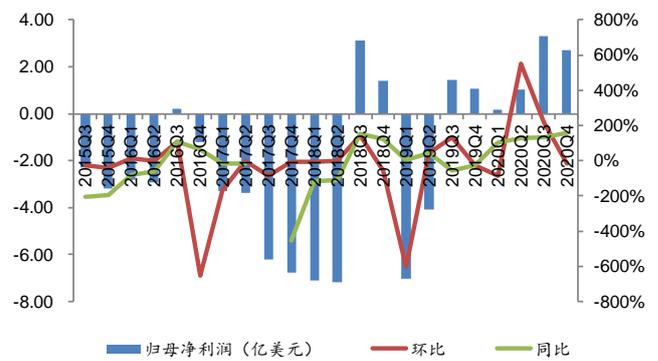
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 1: 特斯拉的季度营收情况



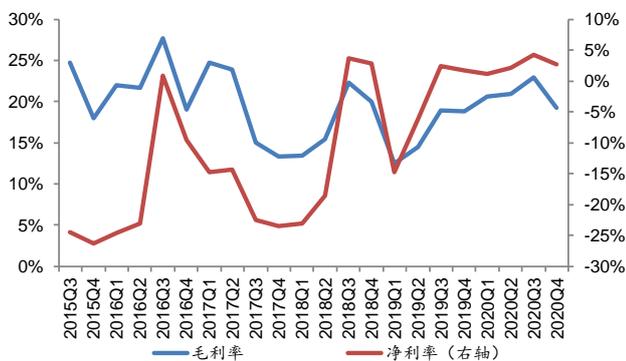
资料来源: 公司财报, 渤海证券

图 2: 特斯拉的季度归母净利润情况



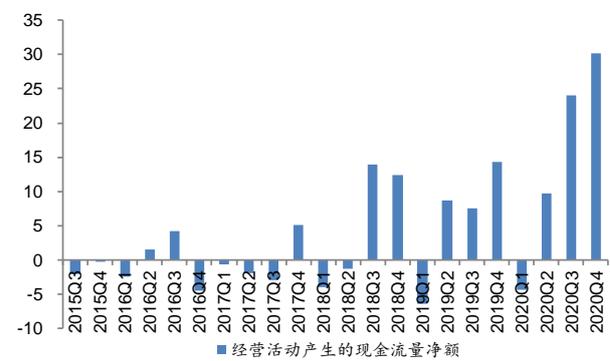
资料来源: 公司财报, 渤海证券

图 3: 特斯拉的季度毛利率及净利率情况



资料来源: 公司财报, 渤海证券

图 4: 特斯拉的季度经营性现金流量情况



资料来源: 公司财报, 渤海证券

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

非银金融行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898
王磊
+86 22 2845 1802

银行行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898
吴晓楠
+86 22 2383 9071

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁
+86 22 2387 3123
马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
郭琳琳
+86 22 2383 9127
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn