

电气设备

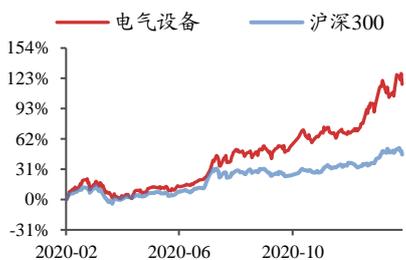
2021年01月28日

投资评级：看好（维持）

Tesla 2020Q4 业绩点评：盈利低于预期，持续看好 特斯拉供应链

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-青海储能补贴政策落地，新能源配储能拐点来临》-2021.1.26

《行业周报-新产品将带动行业渗透率加速提升》-2021.1.24

《行业点评报告-Model 3 欧洲多国降价，利好国产供应链》-2021.1.23

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

熊镐（联系人）

xionghao@kysec.cn

证书编号：S0790120090002

● 特斯拉 2020Q4 归属普通股东净利润 2.7 亿美元，现金流强劲，持续看好 CATL-特斯拉和 LG 化学-特斯拉供应链

北京时间 2021 年 1 月 28 日，特斯拉发布 2020 年四季报，2020Q4 特斯拉实现营业收入 107.4 亿美元，同比+46%，环比+22%；GAAP 准则下归属普通股东净利润 2.7 亿美元，同比+157%，环比-18%。由于业绩和股价的增长，2020Q4 股权激励费用同比+125%至 6.3 亿美元，剔除股权激励费用影响后归属普通股东净利润 9.0 亿美元，同比+134%，环比+3%。2020Q4 特斯拉毛利率 19.2%，同比+0.4pct，环比-4.3pct；净利率 2.8%，同比+1.0%，环比-1.4pct。短期内盈利下行主要受 Model 3 降价影响。我们预计 2021/2022 年特斯拉全球销量分别 98/134 万辆，同比+96%/+37%。持续看好 CATL-特斯拉和 LG 化学-特斯拉供应链，受益标的：宁德时代、恩捷股份、天赐材料、三花智控、科达利、宏发股份、德方纳米。

● 受降价、Model Y 配置改进、疫情等因素影响，汽车业务毛利率环比-3.1pct

2020Q4 特斯拉交付 18.1 万辆（Model 3/Y 16.2 万辆，Model S/X 1.9 万辆），环比+30%；汽车业务（不考虑积分和租赁）营收 86.3 亿美元，环比+24%；毛利率 19.8%，环比-3.1pct；单车收入（不考虑积分和租赁）4.78 万元，环比-4%，盈利下降主要受 Q4 中国 Model 3 降价、Model Y 改进（增设热泵系统等）、疫情影响供应链交付等影响；单车折旧&摊销下降 18.4%，主要系产能利用率提升、single-piece 等工艺推进带动生产效率提升。能源业务营收 7.9 亿美元，环比+30%；毛利率-4.7%，环比-8.3pct，2020 全年储能装机量超 3GWh，同比+83%。

● 有效年产能已达 105 万辆，预计柏林工厂有望于 2021 年投产

当前 Fremont 工厂有效产能合计 60 万辆/年，上海工厂 Model 3/Y 有效产能合计 45 万辆，柏林工厂有望于 2021 年投产，生产 Model Y。我们推断后续欧洲市场 Model 3 标续版或仍将主要由上海工厂提供，持续看好 CATL-特斯拉供应链。另外，特斯拉计划在 2022 年底自产电池产能达到 200GWh，但我们预计短期仍将加大对松下、LG 化学、宁德时代的电池采购量。

● 经营性现金流、自由现金流、在手现金均再创历史新高，助力后续扩产

2020Q4 特斯拉经营性现金流高达 30.2 亿美元，同比+112%，环比+26%，应付账款及票据环比+10.93 亿元；资本性支出 11.7 亿美元，同比+160%，环比+14%；自由现金流 18.7 亿美元，同比+84%，环比+34%；期末在手现金高达 193.8 亿美元，主要系期间内新增权益融资 49.9 亿美元（增发价 632 美元/股）。根据此前特斯拉向美国证券交易委员会提交的文件显示，2021/2022 财年资本支出预期分别为 45/60 亿美元，当前充足的现金将有效支撑后续产能扩张。

● **风险提示：**新能源汽车市场竞争加剧、全球疫情发展具有不确定性、特斯拉扩产进度不及预期。

表1: 2020Q4 特斯拉实现营收 107.4 亿美元, 同比+46%; GAAP 准则下归属普通股股东净利润 2.7 亿美元, 同比+157%

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入 (亿美元)	45.41	63.50	63.03	73.84	59.85	60.36	87.71	107.44
同比增速	33%	59%	-8%	2%	32%	-5%	39%	46%
净利润 (亿美元)	-6.68	-3.89	1.50	1.32	0.68	1.29	3.69	2.96
GAAP 准则下归属普通股股东净利润 (亿美元)	-7.02	-4.08	1.43	1.05	0.16	1.04	3.31	2.70
非 GAAP 准则下归属普通股股东净利润 (亿美元)	-4.94	-1.98	3.42	3.86	2.27	4.51	8.74	9.03
调整后 EBITDA (亿美元)	1.55	5.72	10.83	11.75	9.51	12.09	18.07	18.5

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 2020Q4 经营性现金流、自由现金流、在手现金均再创历史新高

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
期末在手现金 (亿美元)	21.98	49.55	53.38	62.68	80.80	86.15	145.31	193.84
自由现金流量净额 (亿美元)	-9.20	6.14	3.71	10.13	-8.95	4.18	13.95	18.68
经营活动产生的现金流量净额 (亿美元)	-6.40	8.64	7.56	14.25	-4.40	9.64	24.00	30.19
资本性支出 (亿美元)	3.05	2.73	4.10	4.49	4.81	5.66	10.26	11.69

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 2020Q4 特斯拉毛利率、净利率环比下降

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
毛利率	12.5%	14.5%	18.9%	18.8%	20.6%	21.0%	23.5%	19.2%
营业利润率	-11.5%	-2.6%	4.1%	4.9%	4.7%	5.4%	9.2%	5.4%
净利率	-14.7%	-6.1%	2.4%	1.8%	1.1%	2.1%	4.2%	2.8%
研发费用率	7.5%	5.1%	5.3%	4.7%	5.4%	4.6%	4.2%	4.9%
销售行政及一般费用率	15.5%	10.2%	9.5%	9.5%	10.5%	11.0%	10.1%	9.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表4: 2020Q4 汽车业务 (不考虑积分和租赁) 营收 86.3 亿美元, 同比+44%, 环比+24%

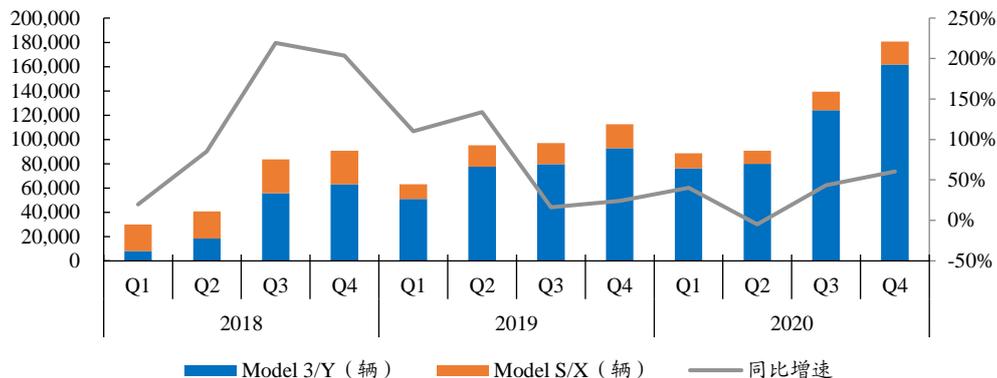
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
积分收入 (亿美元)	2.16	1.11	1.34	1.33	3.54	4.28	3.97	4.01
扣除积分收入后汽车销售收入 (亿美元)	32.93	50.57	49.98	60.10	45.39	44.83	69.49	86.33
汽车租赁收入 (亿美元)	2.15	2.08	2.21	2.25	2.39	2.68	2.65	2.8
能源业务收入 (亿美元)	3.25	3.68	4.02	4.36	2.93	3.70	5.79	7.52
服务及其他业务收入 (亿美元)	4.93	6.05	5.48	5.80	5.60	4.87	5.81	6.78

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

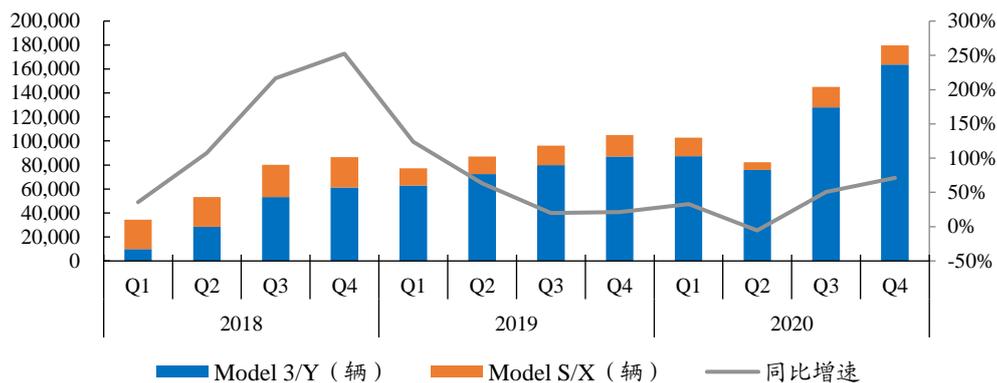
表5: 2020Q4 汽车业务 (不考虑积分和租赁) 毛利率 19.8%, 同比-0.1pct, 环比-3.1pct

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
扣除积分收入后汽车销售	13.3%	15.9%	19.7%	19.9%	18.5%	17.2%	22.9%	19.8%
汽车租赁	45.6%	49.0%	47.1%	47.1%	49.0%	44.8%	45.3%	47.1%
能源业务	2.4%	11.6%	21.9%	11.7%	3.8%	5.7%	3.6%	-4.7%
服务及其他业务	-39.1%	-22.8%	-21.7%	-16.2%	-15.7%	-14.6%	-10.8%	-21.1%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图1: 2020Q4 特斯拉交付 18.1 万辆 (Model 3/Y 16.2 万辆, Model S/X 1.9 万辆), 同比+61%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

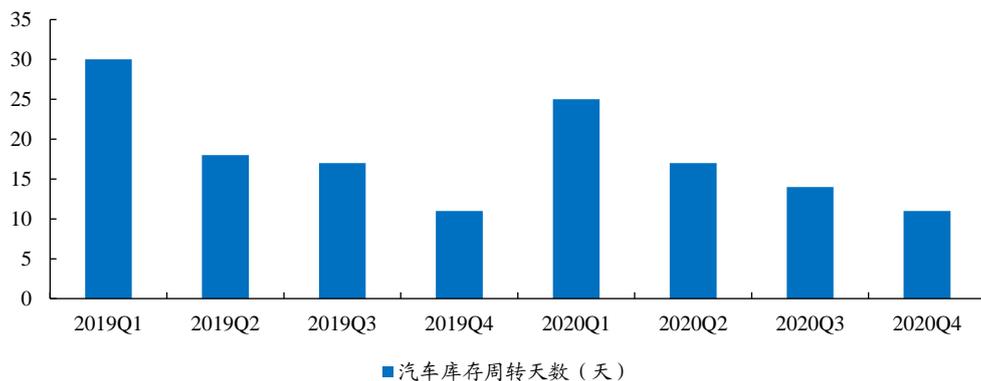
图2: 2020Q4 特斯拉生产 18.0 万辆 (Model 3/Y 16.4 万辆, Model S/X 1.6 万辆), 同比+71%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表6: 2020Q4 单车收入环比-4.2%、单车毛利环比-16.9%，主要受中国 Model 3 降价、Model Y 改进等影响；单车折旧&摊销下降 18.4%，主要系产能利用率提升、single-piece 等工艺推进带动生产效率提升

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
单车收入 (万美元)	5.22	5.31	5.15	5.35	5.13	4.95	4.99	4.78
单车成本 (万美元)	4.53	4.46	4.13	4.28	4.18	4.10	3.85	3.83
单车毛利 (万美元)	0.69	0.84	1.01	1.06	0.95	0.85	1.14	0.95
单车折旧&摊销 (万美元)	0.81	0.61	0.55	0.51	0.68	0.63	0.42	0.34

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 2020Q4 汽车库存周转天数为 11 天


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

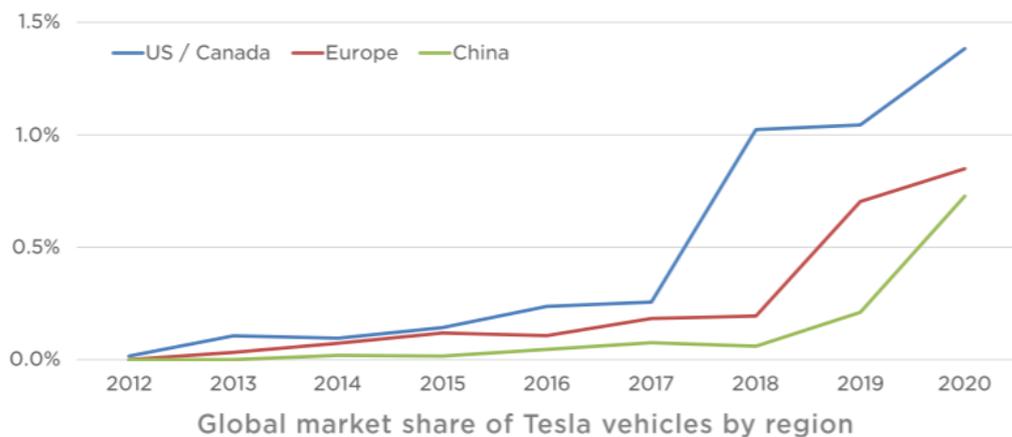
图4: 特斯拉年产能已达 105 万辆

Installed Annual Capacity		Current	Status
Fremont	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	500,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	450,000	Production
Berlin	Model Y	-	Construction
Texas	Model Y	-	Construction
	Cybertruck	-	In development
TBD	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

Installed capacity ≠ Current production rate. The production rate depends on the pace of factory ramp, supply chain ramp, downtime related to factory upgrades and national holidays and other factors.

资料来源: 公司公告

图5: 特斯拉在美中欧三地市场份额持续提升



Source: Tesla estimates based on data from ACEA; Autonews.com; CAAM (light-duty vehicle-only)

资料来源: 公司公告

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn