

Q1 利润创历史新高，盈利能力增强

——特斯拉系列报告之九

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年4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： 特斯拉发布 2021 年一季报：2021Q1 公司实现营收 103.89 亿美元，同比增长 73.58%；实现归母净利润 4.38 亿美元，同比增长 2637.50%；调整后每股收益 0.93 美元/股。

点评：

● 利润端表现优于收入端，盈利能力增强

2021Q1 特斯拉实现营收 103.89 亿美元，同环比分别变动+73.58%/-3.30%，同比高增主要是汽车交付量大幅增长以及储能、服务等其他业务的增长，其中 2021Q1 汽车交付量同比增长 108.91%，带动汽车销售收入同比增长 77.91%至 87.05 亿美元，销售收入增速低于交付量增速主要是由于价格较低的 Model 3/Y 销售占比提升以及 Model S/X 因产品更新而交付量下滑等因素影响，Q1 单车均价下降至 4.71 万美元/辆；储能业务由于装机量大幅增长实现同比增长 68.60%；服务及其他业务收入 8.53 亿美元创历史新高，同环比增长 52.32%/25.81%。

2021Q1 特斯拉归母净利润 4.38 亿美元，连续第七个季度盈利且创历史新高，同环比增长 2637.50%/62.22%，表现优于收入端。Q1 特斯拉毛利率为 21.32%，同环比分别提升 0.70/2.09pct，其中汽车销售业务的毛利率为 25.82%，同环比分别提升 1.42/2.45pct，单车盈利能力提升主要来自单车平均成本的下降，单车平均成本从 2017 年刚开始生产 Model 3 时的 8.40 万美元/辆下降至 2021Q1 的 3.80 万美元/辆以下；另外储能业务的毛利率下滑至 -20.45%。Q1 特斯拉净利率为 4.47%，同环比分别提升 3.33/1.71pct，同比增幅高于毛利率，主要是重组及其他费用因出售比特币而下滑 1.01 亿美元，以及利息支出收窄 0.70 亿美元、其他收益增加 0.82 亿美元的影响。我们认为，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，规模效应将继续带动生产成本下降，单车毛利率仍有提升空间。

2021Q1 经营性现金流量净额为 16.41 亿美元，同环比分别变动 +472.95%/-45.64%，自由现金流环比下降至 2.93 亿美元，另外由于购买了 12 亿美元的比特币以及净债务和融资租赁偿还 12 亿美元，特斯拉的现金和现金等价物下降至 171.4 亿美元；2021Q1 资本支出为 13.48 亿美元，同环比分别增长 196.26%/17.12%，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。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。

● 2021 年交付量将继续高增长

2021Q1 特斯拉实现产量/交付量分别为 18.03/18.49 万辆，分别同比增长 75.64%/108.91%，其中 Model 3/Y 交付量为 18.28 万辆，同比增长 139.75%，中国市场表现继续亮眼，销量为 6.93 万辆，销量占比达到 38%，贡献了 49%

的增量。2021Q1 特斯拉全球库存天数下降至 8 天，体现其需求强劲。

特斯拉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 自 2021 年 1 月开始交付以来销量环比持续高增长，其高性价比对消费者极具吸引力，同时国内纯电 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 高性能版售价在 1 月初下降了 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 在售价下调和相应补贴额度提升下，性价比提升明显；4) 美国 Model Y 的需求强劲，其产销量持续提升，弗里蒙特工厂的 Model Y 已接近满负荷生产；5) 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，而新款 Model S 将于近期开启交付。

● 产能扩张稳步推进，自动驾驶功能逐步完善

特斯拉的产能扩张稳步推进：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 的产能继续爬坡。3) 柏林工厂的建设仍按计划推进，预计工厂将于今年年底开始生产和交付。4) 德克萨斯工厂的建设迅速推进，最近开始将设备移入工厂，有望在今年年底开始生产和交付。

特斯拉继续推进自动驾驶的研发和更新，其 FSD 价格目前为 6.4 万元，2020 年还推出了 OTA 付费升级服务，当前 FSD City Street Beta 已更新至 V9 版本，随着软件更新升级，功能和系统逐步完善和强大。此外，为了更好的实现全自动驾驶，特斯拉引入了一套自主研发的全新视觉处理工具 Tesla Vision，其基于深度神经网络，能够对行车环境进行专业的解构分析，相比传统视觉处理技术可靠性更高。

● 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 正式上市且产能持续爬坡、Model 3/Y 性价比提升，同时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；但同时，近期特斯拉陷入维权事件，电动车自燃、刹车失灵等问题引发了消费者的信任风险，若不能妥善解决，或对产销造成不利影响。当前，特斯拉国内供应采购比例已经提高到 90% 以上，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）。

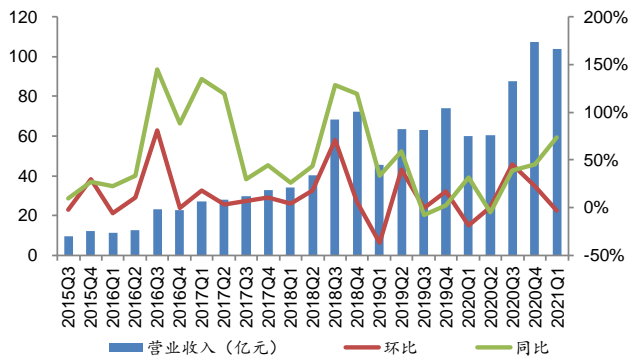
风险提示：政策波动风险；消费者对特斯拉信任风险；特斯拉国产化进程和销量不及预期；特斯拉产能建设不及预期；新能源汽车市场增速低于预期。

表 1: 特斯拉工厂及车型规划

工厂	车型	产能 (辆)	状态
California	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
	Cybertruck	-	In development
	Tesla Semi	-	In development
TBD	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

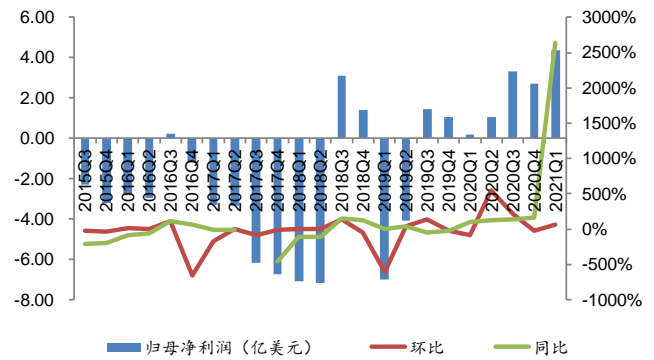
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 1: 特斯拉的季度营收情况



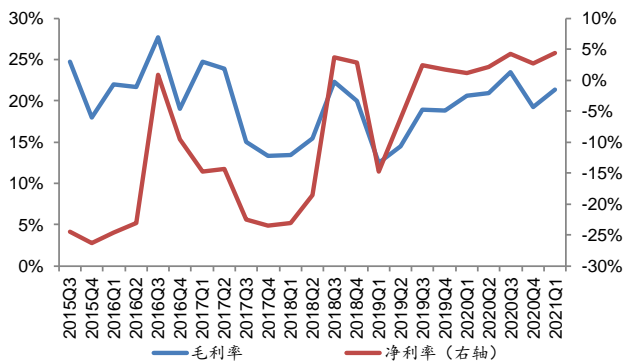
资料来源: 公司财报, 渤海证券

图 2: 特斯拉的季度归母净利润情况



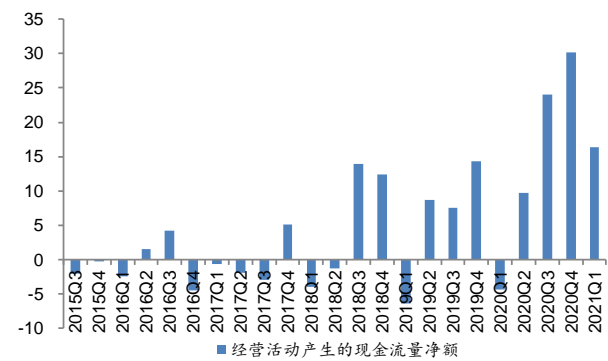
资料来源: 公司财报, 渤海证券

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

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

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

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
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