

# 23Q1 产销创新高 以价换量成果显现

## 特斯拉系列报告二十七

### 事件概述:

北京时间23年4月3日，特斯拉发布23Q1交付量及产量:

23Q1交付42.3万辆，同比/环比+36.4%/+4.3%；生产44.1万辆，同比/环比+44.3%/+0.3%。

其中，23Q1 Model S/X交付1.1万辆，同比/环比-27.4%/-37.6%；生产1.9万辆，同比/环比+36.7%/-5.7%。

23Q1 Model 3/Y交付41.2万辆，同比/环比+39.6%/+6.2%；生产42.1万辆，同比/环比+44.7%/+0.5%。

### 分析与判断:

#### ▶ 产销创历史新高 中美市场表现优秀

**交付量:** 23Q1特斯拉各车型合计交付42.3万辆，创造历史新高；同比/环比分别为+36.4%/+4.3%。作为销售主力车型的Model 3/Y交付41.2万辆，占23Q1交付量比例97.4%。

**中国销量:** 据中汽协数据，国产Model 3/Y 23年1月、2月交付量分别为2.7万辆和3.4万辆，同比+38.8%/+46.2%。从上险数据推算，23年3月交付量约为7.2万辆。23Q1中国内地销量总计约为13.3万辆，同比/环比+22.6%/+9.2%。出口方面，据中汽协数据，23M1-2约为8.0万辆，同比/环比+8.0%/-13.7%。中国区域降价后销量表现强势，我们预计23年中国交付量约为55-60万辆。

**美国销量:** 据Marklines数据，23年1月、2月美国特斯拉交付量分别为5.4万辆和6.0万辆，同比+35.4%/+42.4%，环比+19.9%/+12.0%。我们预计美国23Q1销量约为16.4万，同比/环比分别为+26.4%/+24.6%。23年在美国IRA退税的补贴下，我们判断美国销量将以产能为制约条件，23年美国交付预期约为70万辆。

**欧洲销量:** 23Q1欧洲特斯拉注册量约为8.8万辆，同比/环比+48.6%/-7.5%。23年1月、2月、3月销量分别为0.9万辆、2.3万辆和5.5万辆，同比+1004.5%/+44.1%/+31.2%。德国是欧洲注册量最高的国家，23Q1销量为2.1万辆，同比/环比+42.8%/-34.7%。23Q1荷兰、意大利和丹麦的注册量增长较快，同比+591.6%/+358.3%/+226.3%，环比

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

+34.5%/+161.4%/448.3%。我们预测，23 年欧洲交付预期约为 35 万辆。

**产量/产能：**23Q1 特斯拉总产量达到 44.1 万辆，同比/环比分别为 44.3%/+0.3%，达到历史最高，超过同期交付量。目前上海工厂是特斯拉旗下产能最高的工厂；特斯拉表示，上海工厂也将负责生产包含澳大利亚、新西兰、日本等亚太地区的订单。新建的柏林和德州工厂规划产能分别为 25 万辆/年。加州工厂则具有 55 万 Model 3/Y 和 10 万 S/X 的产能。新工厂方面，特斯拉在 3 月 1 日投资人大会中公布在墨西哥新建下一个 Giga Factory。

### ► 降本增效成果显现 澳洲市场逐渐走强

**需求强势复苏，降价预期减弱。**特斯拉于 23 年 1 月在全球范围内下调售价，开启以价换量的策略。从数据端看，降价后交付表现亮眼，在传统汽车销售淡季的一季度保持了环比上升趋势；由此可见降价后特斯拉全球市场需求端强势复苏，其中中美市场表现尤其亮眼。我们判断 23Q2 特斯拉在中美市场进一步主动降价的可能性降低。（由于美国 Model 3 因电池产地原因，23Q2 将不再享受 IRA 退税，因此特斯拉或将调整价格以应对补贴的退坡，但预计终端价格不会进一步下调）。

**澳大利亚市场需求迅速提升。**特斯拉于 22 年 8 月底进入澳大利亚；据 Marklines 数据，23 年 1 月、2 月特斯拉在澳大利亚的交付量分别为 3,313、3,516 辆，环比 +198.7%/+60.1%。我们预计 23Q1 销量可达 1.2 万辆，远高于 22Q4 销量，环比+124.3%。我们看好特斯拉在该市场上的表现，有望在 23 年为特斯拉上海工厂出货量提供重要增量。

### ► 技术变革加速 自动驾驶或迎拐点

**FSD V11.3 版本推送开启。**特斯拉 FSD 最新版本 V11.3 于 23Q1 逐步开启推送。新版本统一了特斯拉在高速和非高速路段的视觉和规划技术栈，取代了已经存在 4 年之久的传统公路栈。FSD Beta 的多摄像头网络和规划器允许特斯拉应对更为复杂的驾驶场景，更流畅的控制和更好的决策。除此之外，新版本也增加了 1) 对物体瞬时运动的判断，优化对违规运行车辆的反应时间；2) 识别雨水反射，允许车辆在大雨环境下使用 FSD 辅助驾驶功能等。特斯拉 FSD 在近年来持续迭代，随着 FSD 的覆盖面逐步扩大，自动驾驶技术接受度或将迎来拐点。

### 投资建议：

**特斯拉将通过技术升级和供应链优化追求极致的生产效率和规模优势。**短期看，特斯拉通过成本优势以价换量驱动需求增长；中期看，特斯拉布局新车型+新工厂，拓宽产品矩阵，进入下沉市场。国内供应商响应快速，成本优化能力强，产业链相关标的有望持续受益，跟随特斯拉到墨西哥建厂布局，从中国到全球，从单品到总成。推荐：

1、智能电动增量：1) 智能化主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声

电子、光峰科技、继峰股份】；2) 轻量化【文灿股份、多利科技】，受益标的【旭升股份】；

2、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、多利科技、双环传动、上声电子、爱柯迪、文灿股份、上海沿浦】。

### 风险提示

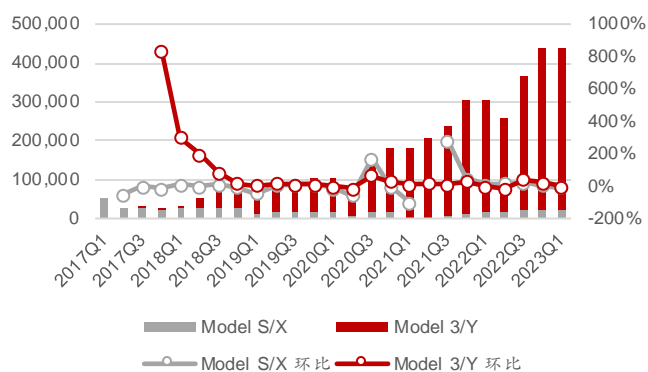
新车型销量不及预期；车企新车型投放进度不达预期。

### 盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603596.SH	伯特利	67.55	买入	1.24	1.75	2.45	3.49	54.5	38.6	27.6	19.4
688326.SH	经纬恒润-W	128.70	买入	1.62	1.97	3.41	5.29	79.4	65.3	37.7	24.3
688007.SH	光峰科技	24.08	买入	0.52	0.26	0.35	0.82	46.3	92.6	68.8	29.4
002920.SZ	德赛西威	110.76	买入	1.51	2.10	3.03	4.20	73.4	52.7	36.6	26.4
688533.SH	上声电子	43.34	买入	0.41	0.82	1.57	2.59	105.7	52.9	27.6	16.7
603997.SH	继峰股份	14.34	买入	0.12	-1.09	0.43	0.63	119.5	-13.2	33.3	22.8
603348.SH	文灿股份	49.99	买入	0.38	0.98	2.28	3.16	131.6	51.0	21.9	15.8
001311.SZ	多利科技	91.07	买入	3.64	4.20	3.86	5.06	25.0	21.7	23.6	18.0
605128.SH	上海沿浦	40.25	买入	0.88	1.18	2.92	4.84	45.7	34.1	13.8	8.3
600933.SH	爱柯迪	23.47	买入	0.36	0.73	0.92	1.31	65.2	32.2	25.5	17.9
601689.SH	拓普集团	61.12	买入	0.93	1.55	2.20	3.25	65.7	39.4	27.8	18.8
603179.SH	新泉股份	41.85	买入	0.75	0.97	1.60	2.45	55.8	43.1	26.2	17.1
002472.SZ	双环传动	26.25	买入	0.46	0.68	1.00	1.41	57.1	38.6	26.3	18.6
603786.SH	科博达	59.32	买入	0.97	1.28	1.70	2.26	61.0	46.3	34.9	26.2
600660.SH	福耀玻璃	34.86	买入	1.23	2.15	2.03	2.46	28.3	16.2	17.2	14.2
601799.SH	星宇股份	116.99	买入	3.41	4.20	4.72	6.32	34.3	27.9	24.8	18.5
300258.SZ	精锻科技	11.10	买入	0.36	0.51	0.67	0.88	30.5	21.8	16.5	12.6

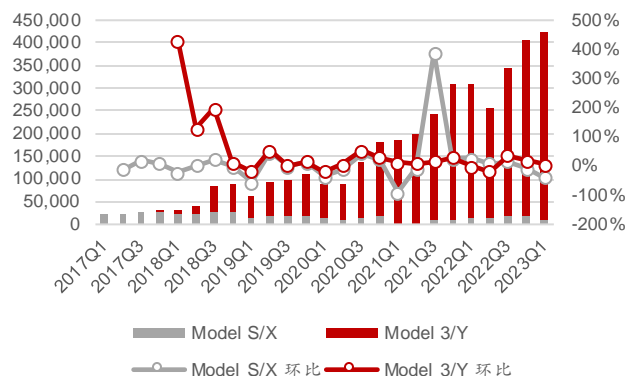
资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至 2023/04/03），德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖

图 1 特斯拉分季度产量 (辆)



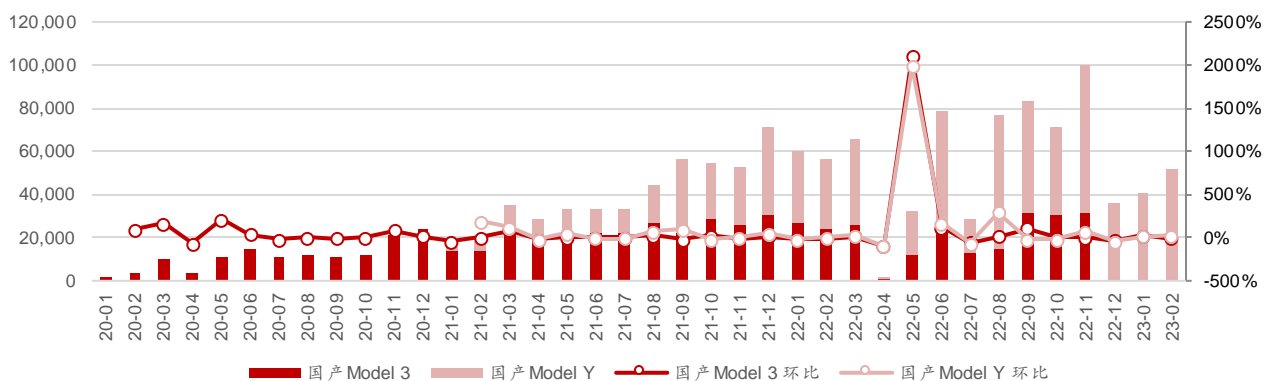
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所  
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 1 月开始生产

图 2 特斯拉分季度交付量 (辆)



资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所  
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 3 月开始交付

图 3 国产 Model 3 和 Model Y 月度交付量 (辆)



资料来源：中汽协，特斯拉官网，华西证券研究所  
注：国产特斯拉 Model Y 于 2021 年 1 月开始交付

表 1 特斯拉核心财务数据

核心财务指标	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业总收入 (百万 USD)	13,757.0	17,719.0	18,756.0	16,934.0	21,454.0	24,318.0
同比 (%)	56.8%	64.9%	80.5%	41.6%	55.9%	37.2%
环比 (%)	15.0%	28.8%	5.9%	-9.7%	26.7%	13.3%
汽车业务收入 (百万 USD)	12,057.0	15,967.0	16,861.0	14,602.0	18,692.0	21,307.0
同比 (%)	58.4%	71.4%	87.3%	43.1%	55.0%	33.4%
环比 (%)	18.1%	32.4%	5.6%	-13.4%	28.0%	14.0%
其中:						
汽车销售收入 (百万 USD)	11,393.0	15,025.0	15,514.0	13,670.0	17,785.0	20,241.0
新能源积分收入 (百万 USD)	279.0	314.0	679.0	344.0	286.0	467.0
租赁收入 (百万 USD)	385.0	628.0	668.0	588.0	621.0	599.0
能源业务收入 (百万 USD)	806.0	688.0	616.0	866.0	1117.0	1310.0
服务和其他业务收入 (百万 USD)	894.0	1064.0	1279.0	1466.0	1645.0	1701.0
营业成本 (百万 USD)	10,097.0	12,872.0	13,296.0	12,700.0	16,072.0	18,541.0
毛利 (百万 USD)	3,660.0	4,847.0	5,460.0	4,234.0	5,382.0	5,777.0
毛利率 (%)	26.6%	27.4%	29.1%	25.0%	25.1%	23.8%
汽车业务毛利率 (%)	30.5%	30.6%	32.9%	27.9%	27.9%	25.9%
运营费用 (百万 USD)	1,656.0	2,234.0	1,857.0	1,770.0	1,694.0	1,876.0

研发费用 (百万 USD)	611.0	740.0	865.0	667.0	733.0	810.0
SGA (百万美元)	994.0	1494.0	992.0	961.0	961.0	1032.0
重组及其他费用 (百万 USD)	51.0	0.0	0.0	142.0	0.0	34.0
经营性利润 (百万 USD)	2,004.0	2,613.0	3,603.0	2,464.0	3,688.0	3,901.0
同比 (%)	147.7%	354.4%	506.6%	87.8%	84.0%	49.3%
环比 (%)	52.7%	30.4%	37.9%	-31.6%	49.7%	5.8%
经营性利润率 (%)	14.6%	14.7%	19.2%	14.6%	17.2%	16.0%
净利润 (百万 USD)	1,659.0	2,343.0	3,280.0	2,269.0	3,331.0	3,707.0
少数股东利润 (百万 USD)	41.0	22.0	-38.0	10.0	39.0	20.0
归母净利润 (百万 USD)	1,618.0	2,321.0	3,318.0	2,259.0	3,292.0	3,687.0
归母净利率 (%)	11.8%	13.1%	17.7%	13.3%	15.3%	15.2%
non-GAAP 净利润 (百万 USD)	227.0	451.0	874.0	903.0	1,052.0	1,616.0
同比 (%)	-146.0%	-327.4%	155.6%	133.9%	363.4%	258.3%
环比 (%)	-41.2%	98.7%	93.8%	3.3%	16.5%	53.6%
non-GAAP 净利率 (%)	3.8%	7.5%	10.0%	8.4%	10.1%	13.5%

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 2 特斯拉季度产销数据

交付量：辆	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Model S/X	9,289	11,766	14,724	16,162	18,672	17,147	10,695
环比	390.2%	26.7%	25.1%	9.8%	15.5%	-8.2%	-37.6%
同比	-39.2%	-38.0%	625.3%	755.1%	101.0%	45.9%	-27.4%
Model 3/Y	232,102	296,884	295,324	238,533	325,158	388,131	412,180
环比	16.4%	27.9%	-0.5%	-19.2%	36.3%	19.4%	6.2%
同比	86.7%	83.6%	61.5%	19.6%	40.1%	30.7%	39.6%
交付量合计	241,391	308,650	310,048	254,695	343,830	405,278	422,875
环比	19.9%	27.9%	0.5%	-17.9%	35.0%	17.9%	4.3%
同比	72.9%	70.8%	67.7%	26.6%	42.4%	31.3%	36.4%
产量：辆	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Model S/X	8,941	13,109	14,218	16,411	19,935	20,613	19,437
环比	282.1%	46.6%	8.5%	15.4%	21.5%	3.4%	-5.7%
同比	-47.4%	-18.6%	-	601.3%	123.0%	57.2%	36.7%
Model 3/Y	228,882	292,731	291,189	242,169	345,988	419,088	421,371
环比	12.2%	27.9%	-0.5%	-16.8%	42.9%	21.1%	0.5%
同比	78.8%	78.9%	61.5%	18.7%	51.2%	43.2%	44.7%
产量合计	237,823	305,840	305,407	258,580	365,923	439,701	440,808
环比	15.2%	28.6%	-0.1%	-15.3%	41.5%	20.2%	0.3%
同比	64.0%	70.1%	69.4%	25.3%	53.9%	43.8%	44.3%

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 3 特斯拉现有产能及产能规划

工厂	产品	现有产能 (辆)	状态
美国 弗里蒙特	Model S/X	100,000	批产
	Model 3/Y	550,000	批产
中国 上海	Model 3/Y	>750,000	批产
德国 柏林	Model Y	>250,000	批产
美国 德克萨斯	Model Y	>250,000	批产
	Cybertruck	-	规划

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

待定新工厂	Tesla Semi	-	规划
	Roadster	-	规划
	未来车型	-	规划

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所



### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。