

## 汽车行业点评报告

# 特斯拉单季度交付再创新高，官指下调单车净利短期承压

增持（维持）

2023年04月20日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书：S0600121070072  
yanghb@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **2023Q1 单车 ASP/毛利率/单车净利同环比回落。**1) 营收方面，2023Q1 特斯拉营业总收入为 233.29 亿美元，同环比分别+24.38%/-3.07%；其中汽车销售总额 199.63 亿美元，同环比分别为+18.40%/-6.31%，汽车销售业务收入 193.99 亿美元，同环比分别为+19.80%/-6.32%，汽车租赁业务收入 5.64 亿美元，同环比分别为-15.57%/-5.84%。2023Q1 能源收入 15.29 亿美元，同环比分别+148.21%/+16.72%；服务及其他收入 18.37 亿美元，同环比+43.63%/+8.00%。2) 利润方面，2023Q1 公司实现归母净利润 25.13 亿美元，同环比分别-24.26%/-31.84%，归母净利率 10.77%，同环比-7.00pct/-4.39pct。

■ **单季度交付再创新高，终端价格下调单车净利润短期承压。**2023Q1 特斯拉全球交付 42.29 万辆，同环比分别+36.39%/+4.34%；2023Q1 公司整体毛利率 19.34%，同环比分别-9.77/-4.42pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 20.50%/40.96%，同比分别为-12.10/+2.04pct，环比分别为-4.97/-0.28pct；能源业务毛利率创历史新高，达 12.14%，同环比分别+19.55/+2.83pct，服务及其他业务毛利率 7.90%，同环比分别+7.90/1.71pct；**2023Q1 毛利率同比降低主要系汽车销售业务压力较大**，能源/汽车租赁等业务毛利率同比持续提升，环比略有下降，总体保持稳定；汽车销售业务毛利率下滑主要系：1) 汽车上游原材料成本保持高位；2) 国内/海外市场需求端恢复较慢，公司全球范围内下调终端销售价。核心费用率同比维持下降趋势，销售/行政与一般费用率随销量增长环比微增，Q1 研发费用率 3.30%，同环比-1.30/-0.03pct；销售、行政和一般费用率 4.61%，同环比分别-0.68/+0.37pct。**2023 年，公司规划全年全球累计交付预期在 180 万辆。**

■ **我们预计，2023 年全年国内新能源汽车批发口径销量有望达到 894 万辆，对应渗透率 36.8%。**特斯拉以“销量持续高速增长，盈利能力优于行业”领跑全球电动车市场，公司于 2023 年 1 月起持续进行价格下探，拓展更大的细分市场，国内中低价格带消费群体对新能源汽车的接受程度正逐渐提升，国内新能源汽车市场渗透率提升有望进一步提速。我们预计，2023 年国内乘用车整体产批量有望达到 2430 万辆，分别同比+3.6%/+5.0%，其中新能源汽车批发销量为 894 万辆，同比+37.9%，批发口径新能源汽车渗透率为 36.8%；交强险零售销量 1980 万辆，同比+0.2%，其中新能源汽车零售销量 760 万辆，同比+44.4%，零售口径渗透率达到 38.4%。

■ **投资建议：乘用车板块价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。**长期（1-2 年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/蔚来/小鹏/长安汽车/上汽集团/广汽集团】等。**零部件板块：基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。**短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀玻璃/拓普集团/旭升集团/文灿股份/爱柯迪/新泉股份/岱美股份/继峰股份/德赛西威/华阳集团/伯特利/星宇股份等）。

■ **风险提示：芯片短缺影响超预期；乘用车价格战超出预期。**

### 行业走势



### 相关研究

《大中客车行业深度：大周期的起点!》

2023-04-19

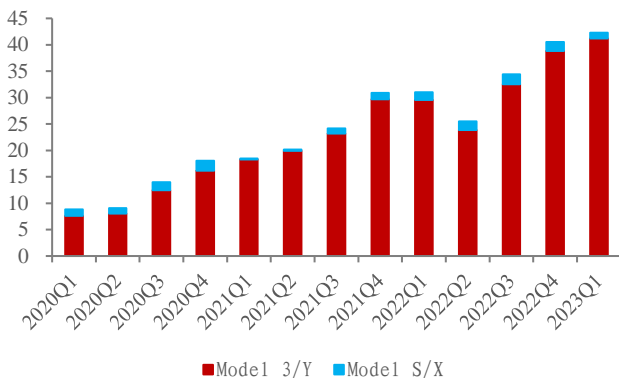
《4 月第一周批发销量同比+13%》

2023-04-16

## 1. 单季度交付再创新高，终端价格下调单车净利润短期承压

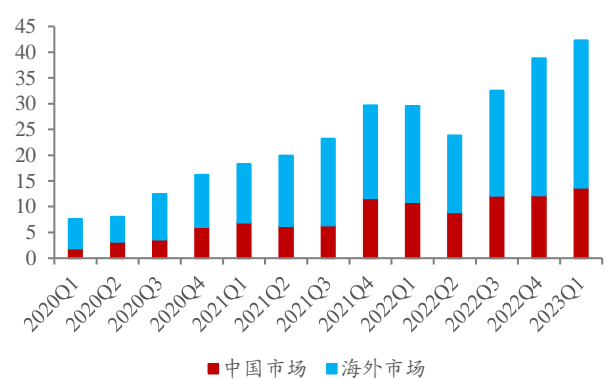
**2023Q1 特斯拉单季度交付延续新高，海外市场贡献重要增量。**2023Q1 特斯拉全球交付 42.29 万辆，同环比分别+36.39%/+4.34%；其中 Model 3/Y 交付 412180 辆，同环比分别+39.57%/+6.20%，Model S/X 交付 10695 辆，同环比分别-27.36%/-37.63%。季度交付中包括租赁车辆 22357 辆，占比 5.3%，环比+1.54pct。分地区来看，中国市场销售（交强险口径）136999 辆，同环比分别+25.81%/+12.26%，占总交付比例为 32.40%；海外市场销售 285876 辆，同环比分别+53.34%/+7.43%。

图1：特斯拉分车型全球交付量/万辆



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

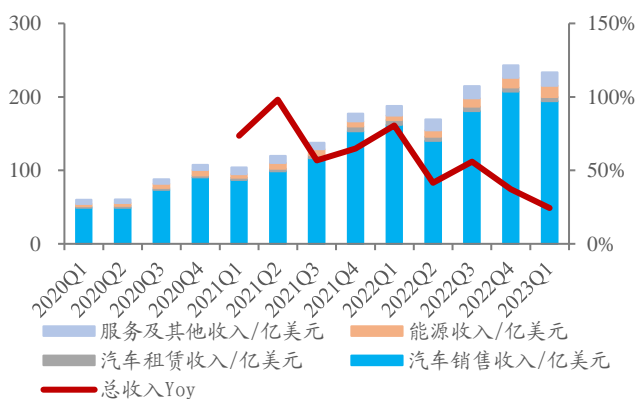
图2：特斯拉分地区交付量/万辆



数据来源：公司季报，交强险，东吴证券研究所

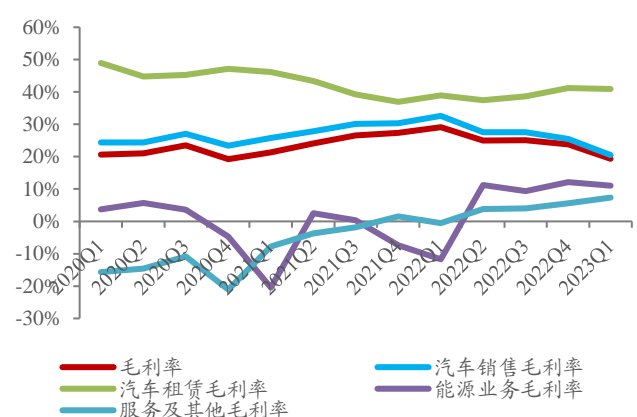
**2023Q1 营收收入同比增加，降价影响下毛利率同环比下滑。**1) 营收方面，2023Q1 特斯拉营业总收入为 233.29 亿美元，同环比分别+24.38%/-3.07%；其中汽车销售总额 199.63 亿美元，同环比分别为+18.40%/-6.31%，汽车销售业务收入 193.99 亿美元，同环比分别为+19.80%/-6.32%，汽车租赁业务收入 5.64 亿美元，同环比分别为-15.57%/-5.84%。2023Q1 能源收入 15.29 亿美元，同环比分别+148.21%/+16.72%；服务及其他收入 18.37 亿美元，同环比+43.63%/+8.00%。2) 利润方面，2023Q1 公司归母净利润为 25.13 亿美元，同环比分别-24.26%/-31.84%，归母净利率 10.77%，同环比-7.00pct/-4.39pct。

图3：特斯拉分业务营业收入/亿美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图4：特斯拉分业务毛利率变化

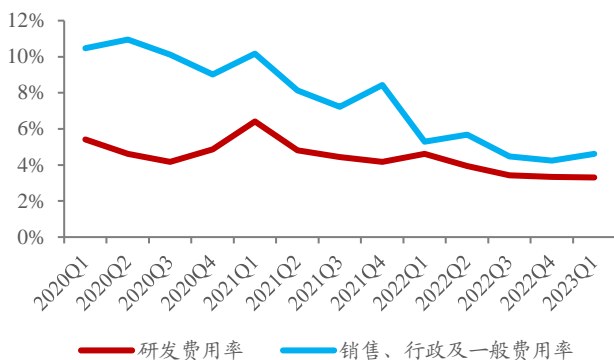


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

**2023Q1 销售端降价对利润影响较大，毛利率同环比下滑，其中汽车销售业务毛利率下滑明显。**2023Q1 公司整体毛利率 19.34%，同环比分别-9.77/-4.42pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 20.50%/40.96%，同比分别为-12.10/+2.04pct，环比分别为-4.97/-0.28pct；能源业务毛利率创历史新高，达 12.14%，同环比分别+19.55/+2.83pct，服务及其他业务毛利率 7.90%，同环比分别+7.90/1.71pct。**2023Q1 毛利率同比降低主要系汽车销售业务压力较大，能源/汽车租赁等业务毛利率同比持续提升，环比略有下降，总体保持稳定；汽车销售业务毛利率下滑主要系：1）汽车上游原材料成本保持高位；2）国内/海外市场需求端恢复较慢，公司全球范围内下调终端销售价。**

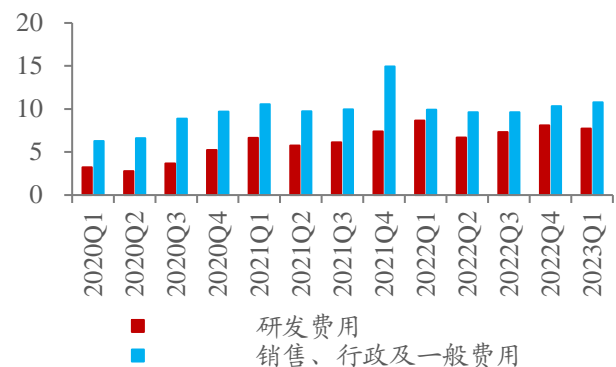
**核心费用率同比维持下降趋势，销售/行政与一般费用率随销量增长环比微增，但规模效应作用下摊销明显。**公司 2023Q1 实现研发费用投入 7.71 亿美元，同环比均有下滑，分别-10.87%/-4.81%；销售、行政和一般管理费用 10.76 亿美元，同环比+8.47%/+4.26%。**研发费用率 3.30%**，同环比-1.30/-0.03pct；**销售、行政和一般费用率 4.61%**，同环比分别-0.68/+0.37pct。

图5：特斯拉核心费用率不断下降



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

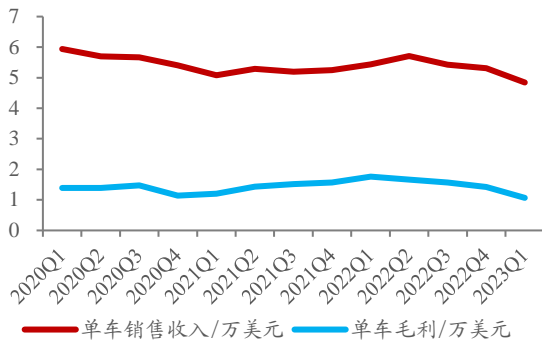
图6：特斯拉核心费用投入变化/亿美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

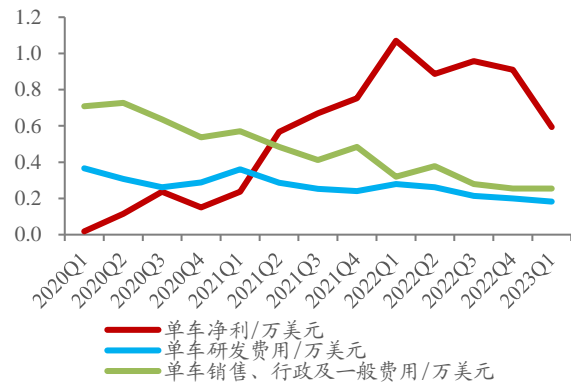
**单车 ASP 同环比下滑较多，单车毛利/单车净利下滑明显。**2023Q1 特斯拉单车平均销售收入 4.84 万美元，同环比分别-10.90%/-8.76%；单车毛利 1.07 万美元，同环比分别-39.42%/-25.16%。2023Q1 单车研发费用投入 0.18 万美元，单车销售、行政及一般费用投入 0.25 万美元，分别同比-20.47%/-0.08%，交付规模提升后费用摊销明显。2023Q1 单车净利润为 0.59 万美元，同环比分别为-44.47%/-34.68%。

图7: 特斯拉单车收入及单车毛利变化/万美元



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

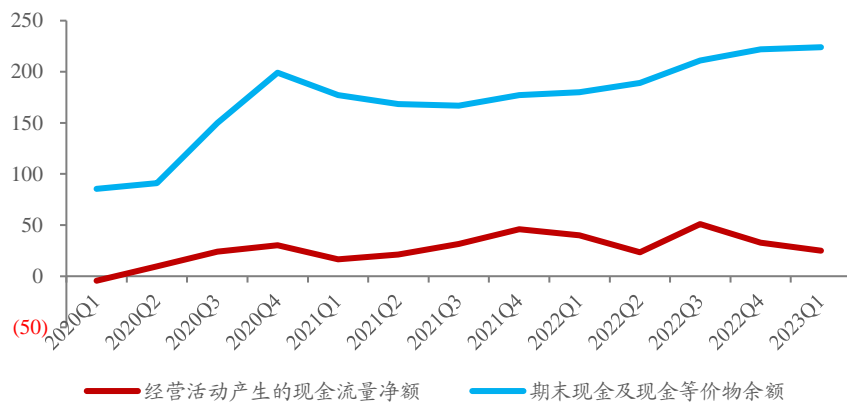
图8: 特斯拉单车费用以及净利变化/万美元



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

现金流略有下滑但依旧充裕, 期末现金及现金等价物同环比增长。2023Q1 特斯拉经营活动产生的现金流量净额为 25.13 亿美元, 同环比分别-37.1%/-23.34%; 截至 Q1 末, 公司期末现金及现金等价物余额为 224.02 亿美元, 同环比分别+24.37%/+0.98%。当前现金流依然充裕, 经营性现金流量净额有效保持。

图9: 特斯拉现金流表现/亿美元



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

## 2. 德州/柏林产能持续提升, Cybertruck 产线调试持续推进

特斯拉目前全球已建成投产的工厂包括上海、加利福尼亚、德克萨斯州、柏林四大工厂, 合计规划产能超 200 万辆。截至 2023 年第一季度末, 特斯拉柏林工厂 Model Y 年产能上升至 35 万辆, 周产能持续提升至 5000 辆以上; 德州奥斯汀工厂 Model Y 周产能超 3000 辆; 同时特斯拉 4680 电池周产能超 1000 台, 并持续增长; Cybertruck 的产线设备调试仍在稳步推进, 2023H2 有望大规模批量投产下线。

2023 年全年来看, 根据公司规模, 全年全球累计交付最低 180 万辆。



图10：特斯拉全球工厂对应车型以及产能规划（辆）

Installed Annual Capacity		Current	Status
California	Model S / Model X	100000	Production
	Model 3 / Model Y	550000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>750,000	Production
Berlin	Model Y	>350,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
TBD	Tesla Semi	-	Pilot Production
	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

数据来源：公司季报，东吴证券研究所

### 3. 2023 年国内新能源汽车渗透率有望达 37%，持续高速发展

我们预计，2023 年全年国内新能源汽车批发口径销量有望达到 894 万辆，对应渗透率 36.8%。特斯拉以“销量持续高增长，盈利能力优于行业”领跑全球电动车市场，公司于 2023 年 1 月起持续进行价格下探，拓展更大的细分市场，国内中低价格带消费群体对新能源汽车的接受程度正逐渐提升，国内新能源汽车市场渗透率提升有望进一步提速。我们预计，2023 年国内乘用车整体产批量有望达到 2430 万辆，分别同比 +3.6%/+5.0%，其中新能源汽车批发销量为 894 万辆，同比+37.9%，批发口径新能源汽车渗透率为 36.8%；交强险零售销量 1980 万辆，同比+0.2%，其中新能源汽车零售销量 760 万辆，同比+44.4%，零售口径渗透率达到 38.4%。

图11：2023 年国内乘用车市场产批零售预测（万辆）

	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
<b>1. 产量-乘联会</b>	<b>645</b>	<b>510</b>	<b>589</b>	<b>662</b>	<b>687</b>	<b>2346</b>	<b>2430</b>
YOY	-3.1%	-5.2%	21.6%	-0.2%	6.4%	12.2%	3.6%
<b>2. 批发-乘联会</b>	<b>644</b>	<b>486</b>	<b>559</b>	<b>656</b>	<b>729</b>	<b>2313</b>	<b>2430</b>
YOY	-0.8%	-10.7%	18.3%	0.6%	13.2%	9.9%	5.0%
<b>2.1 新能源批发</b>	<b>215</b>	<b>161</b>	<b>197</b>	<b>250</b>	<b>286</b>	<b>648</b>	<b>894</b>
YOY	65.4%	35.9%	54.6%	33.7%	32.8%	96.7%	37.9%
新能源渗透率	33.4%	33.1%	35.2%	38.1%	39.2%	28.0%	36.8%
<b>2.2 燃油车批发</b>	<b>429</b>	<b>325</b>	<b>362</b>	<b>406</b>	<b>443</b>	<b>1665</b>	<b>1536</b>
YOY	-17.4%	-23.6%	4.9%	-12.8%	3.3%	-6.2%	-7.7%
<b>3. 交强险零售</b>	<b>563</b>	<b>396</b>	<b>466</b>	<b>531</b>	<b>588</b>	<b>1976</b>	<b>1980</b>
YOY	2.2%	-15.7%	13.6%	-0.6%	4.4%	-2.2%	0.2%
<b>3.1 新能源零售</b>	<b>184</b>	<b>137</b>	<b>167</b>	<b>190</b>	<b>266</b>	<b>526</b>	<b>760</b>
YOY	63.6%	35.6%	52.4%	44.4%	44.4%	82.0%	44.4%
<b>3.2 传统车零售</b>	<b>379</b>	<b>260</b>	<b>298</b>	<b>341</b>	<b>322</b>	<b>1450</b>	<b>1220</b>
YOY	-13.6%	-29.7%	-0.6%	-15.3%	-15.1%	-16.2%	-15.9%
<b>4. 出口</b>	<b>83</b>	<b>77</b>	<b>90</b>	<b>103</b>	<b>110</b>	<b>253</b>	<b>380</b>
YOY	49.5%	70.4%	82.6%	37.0%	32.5%	68.5%	50.4%

数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

## 4. 投资建议

站在大周期视角下，汽车板块正处于第4个周期中（2005年开始算起），目前板块估值（以SW汽车PB口径）处于历史中等偏下水平（约2倍PB），板块内部基本面分化明显。综合基本面和估值比较分析，2023年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。

**乘用车板块：**价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/蔚来/小鹏/长安汽车/上汽集团/广汽集团】等。

**零部件板块：**基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀玻璃/拓普集团/旭升集团/文灿股份/爱柯迪/新泉股份/岱美股份/继峰股份/德赛西威/华阳集团/伯特利/星宇股份等）。

## 5. 风险提示

**芯片短缺影响超预期。**整体乘用车市场芯片短缺对生产端产生影响，可能会对市场下游终端销量产生不利影响。

**乘用车价格战超出预期。**乘用车市场竞争加剧，价格战超预期可能对企业利润造成不利影响。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

