

汽车行业点评报告

特斯拉 2Q23 季报：短期降价盈利承压，看好未来 FSD 高增长

增持（维持）

2023 年 07 月 20 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004

yanghb@dwzq.com.cn

投资要点

■ **2023Q2 单车 ASP/单车净利环比回落，毛利率同环比下滑，主要系公司“以价换量”市场策略奏效。**1) 营收方面，2023Q2 特斯拉实现营业总收入 249.27 亿美元，同环比分别为+47.20%/+6.85%；其中汽车销售总额 212.68 亿美元，同环比分别为+45.65%/+6.54%，汽车销售业务收入 207.01 亿美元，同环比分别为+47.72%/+6.71%，汽车租赁业务收入 5.67 亿美元，同环比分别为-3.57%/+0.53%。2023Q2 能源收入 15.09 亿美元，同环比分别为+74.25%/-1.31%；服务及其他收入 21.50 亿美元，同环比分别为+46.66%/+17.04%。**2023 年上半年特斯拉合计实现营业收入 482.56 亿美元，同比+35.21%。**2) 利润方面，2023Q2 公司实现归母净利润 27.03 亿美元，同环比分别为+19.65%/+7.56%，归母净利率 10.84%，同环比-2.50pct/+0.07pct。2023 年上半年特斯拉合计实现利润 52.16 亿美元，同比-6.47%，归母净利率 10.81%。

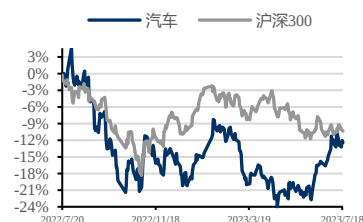
■ **单季度交付再创新高，价格下调后单车净利小幅下滑。**2023Q2 特斯拉全球交付 46.61 万辆，同环比分别为+83.02%/+10.23%；2023Q2 公司整体毛利率 18.19%，同环比分别为-6.82/-1.15pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 18.65%/40.39%，同比分别为-8.9/+2.97pct，环比分别为-1.85/-0.57pct；毛利率同比降低主要系汽车销售业务压力较大，能源/汽车租赁等业务毛利率同环比提升，表现较好；汽车销售业务毛利率下滑主要系全球市场竞争加剧背景下，公司为保证终端需求降低价格，单车 ASP 降低。费用率略有波动，交付规模同比提升后费用进一步摊销，Q2 研发费用率 3.78%，同环比-0.16/+0.48pct；销售、行政和一般费用率 4.78%，同环比分别为-0.9/+0.17pct。

■ **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 922 万辆，对应渗透率 37.2%。**特斯拉以“电车销量持续高增，智驾领跑全球”领跑全球电动车行业，2023 年 1 月起持续进行价格下探，进入容量更大的细分市场，有助于提升国内中低价格带消费群体对新能源汽车的接受程度，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 2480 万辆，分别同比+5.7%/+7.2%，其中新能源汽车批发销量为 922 万辆，同比+42.3%，批发口径新能源汽车渗透率为 37.2%；交强险零售销量 2050 万辆，同比+3.7%，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 37.1%。

■ **投资建议：聚焦且坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！**3 月我们明确提出：2023 是汽车切换之年，破旧立新；6 月我们明确聚焦：AI 智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1 行情提升了出海逻辑的权重，Q2 行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱 AI+汽车智能化】：整车优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选域控制器（德赛西威+经纬恒润）+冗余执行（伯特利+拓普集团）+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。

■ **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

《零部件 7 月月报：汽车智能化进程加速！》

2023-07-18

《乘用车终端跟踪：7 月上旬价格企稳，新能源渗透率有望持续提升》

2023-07-18

1. 单季交付再创新高，均价/单车盈利环比小幅下滑

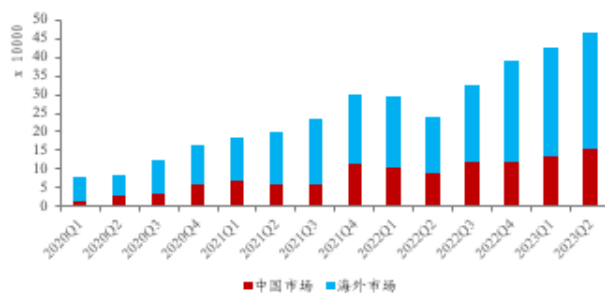
2023Q2 特斯拉单季度交付再创新高，海外市场贡献重要增量。2023Q2 特斯拉全球交付 46.61 万辆，同环比分别+83.02%/+10.23%；其中 Model 3/Y 交付 446915 辆，同环比分别+87.36%/+8.43%，Model S/X 交付 19225 辆，同环比分别+18.95%/+79.76%。季度交付中包括租赁车辆 21883 辆，占比 4.69%，环比-0.59pct。分地区来看，中国市场销售（交强险口径）158022 辆，同环比分别+76.92%/+15.35%，占总交付比例为 33.9%；海外市场销售 308118 辆，同环比分别+106.49%/+7.78%。2023 年上半年特斯拉共实现交付 88.9 万辆，同比+57.42%。

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

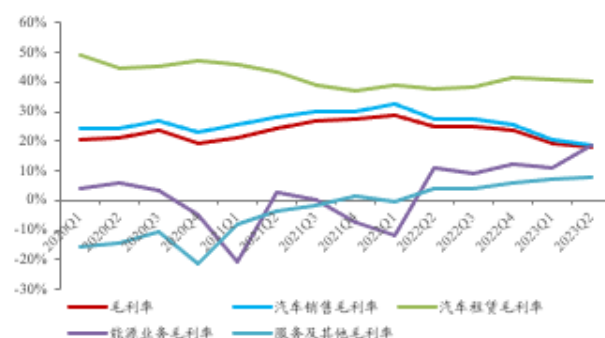
2023Q2 单车 ASP 环比回落，毛利率同环比下滑。1) 营收方面，2023Q2 特斯拉实现营业总收入 249.27 亿美元，同环比分别为+47.20%/+6.85%；其中汽车销售总额 212.68 亿美元，同环比分别为+45.65%/+6.54%，汽车销售业务收入 207.01 亿美元，同环比分别为+47.72%/+6.71%，汽车租赁业务收入 5.67 亿美元，同环比分别为-3.57%/+0.53%。2023Q2 能源收入 15.09 亿美元，同环比分别为+74.25%/-1.31%；服务及其他收入 21.50 亿美元，同环比分别为+46.66%/+17.40%。2023 年上半年特斯拉合计实现营业收入 482.56 亿美元，同比+35.21%。2) 利润方面，2023Q2 公司实现归母净利润 27.03 亿美元，同环比分别为+19.65%/+7.56%，归母净利率 10.84%，同环比-2.50pct/+0.07pct。2023 年上半年特斯拉合计实现利润 52.16 亿美元，同比-6.47%，归母净利率 10.81%。

图3：特斯拉分业务营业收入/亿美元

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



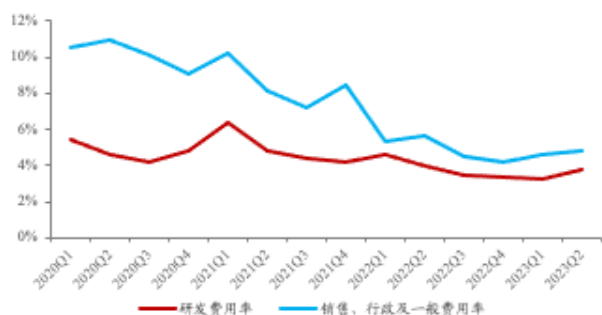
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

2023Q2 全球宏观经济压力叠加市场竞争加剧双方面因素影响，整车终端售价降低，毛利率同环比下滑，汽车销售业务毛利率下滑最大。2023Q2 公司整体毛利率 18.19%，同环比分别-6.82/-1.15pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 18.65%/40.39%，同比分别为-8.9/+2.97pct，环比分别为-1.85/-0.57pct；能源业务毛利率创历史新高，达 18.42%，同环比分别+7.22/+7.44pct，服务及其他业务毛利率 7.72%，同环比分别+3.9/+0.37pct。2023Q2 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环比提升，表现较好；汽车销售业务毛利率下滑主要系降价影响，公司为扩大销量降低价格，单车 ASP 降低。

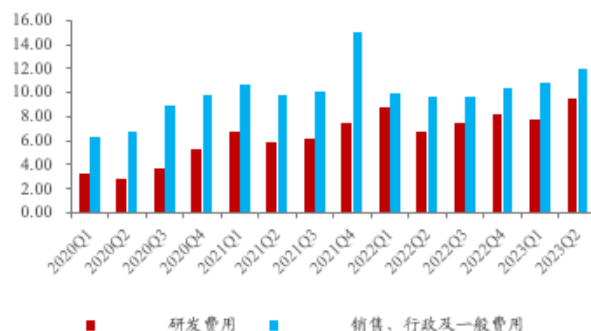
核心费用率略有波动，交付规模同比提升后摊销作用明显。公司 2023Q2 实现研发费用投入 9.43 亿美元，同环比大幅提升，分别+41.38%/+22.31%；销售、行政和一般管理费用 11.91 亿美元，同环比+23.93%/+10.69%。研发费用率 3.78%，同环比-0.16/+0.48pct；销售、行政和一般费用率 4.78%，同环比分别-0.9/+0.17pct。

图5：特斯拉核心费用率不断下降

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

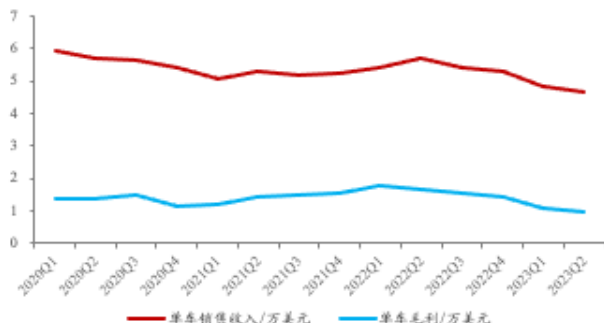


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

单车 ASP 同环比下滑，单车毛利/单车净利下滑。2023Q2 特斯拉单车平均销售收入 4.66 万美元，同环比分别-18.38%/-3.79%；单车毛利 0.97 万美元，同环比分别-41.5%/-8.84%。2023Q2 单车研发费用投入 0.20 万美元，单车销售、行政及一般费用投入 0.26

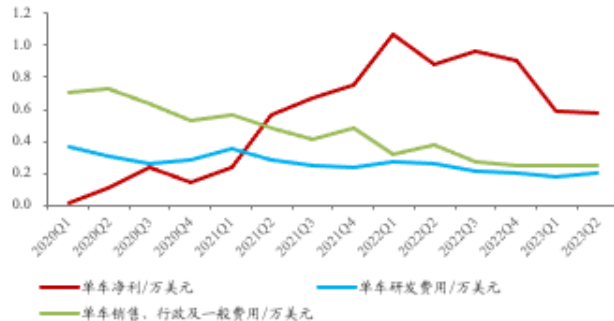
万美元，分别同比-22.75%/-32.28%，交付规模提升后费用摊销明显。2023Q2 单车净利润为 0.58 万美元，同环比分别为-34.62%/-2.42%。

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

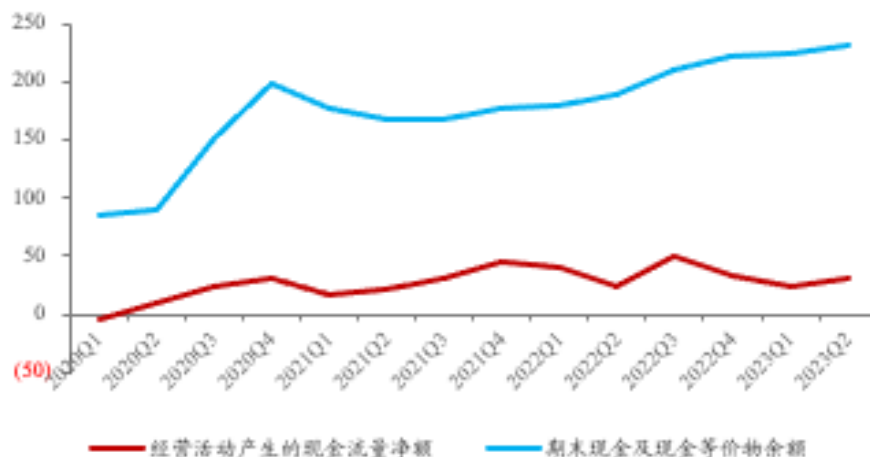
图8：特斯拉单车费用以及净利变化/万美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

现金流充裕，内生造血能力持续旺盛。2023Q2 特斯拉经营活动产生的现金流量净额为 30.65 亿美元，同环比分别+30.37%/+21.97%；截至 Q2 末，公司期末现金及现金等价物余额为 230.75 亿美元，同环比分别+21.99%/+3.0%。当前现金流依然充裕，经营性现金流量净额有效保持，造血能力旺盛。

图9：特斯拉现金流表现/亿美元

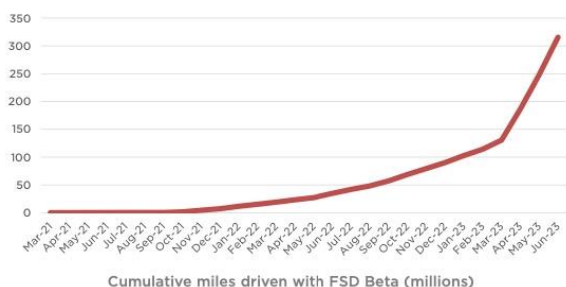


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

FSD 持续 OTA，特斯拉辅助驾驶能力不断提升，市场接受度提升。自 2021Q1 末起，特斯拉 FSD β 版本累计行驶里程持续提升并不断加速，2023Q1 起行驶里程累积陡然加速，FSD v11.3/11.4 版本先后 OTA 上车，驱动特斯拉辅助驾驶市场接受度不断提升。报表角度，递延收入体量持续增加，2023Q2 创新高 22 亿美元，反应消费者一次性购买 FSD 辅助驾驶功能软件包的数目在持续提升。

图10：特斯拉 FSD β 版本累计行驶里程/百万英里

图11：特斯拉递延收入/亿美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所



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 即将投产贡献增量

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 年第二季度末，特斯拉得克萨斯工厂除了生产 Model Y 以外，正在全力安装将用于生产今年交付的 Cybertruck 的生产设备，同时大幅提升了 4680 电池产线的产能；特斯拉上海工厂已高负荷生产多个月，预计维持周产能不变。

2023 年全年来看，根据公司规划，全年交付同比增速预计保持在 50% 左右，即保持最低 180 万辆全球交付目标。

图12：特斯拉全球工厂对应车型以及产能规划

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	375000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot Production
Various	Roadster	-	In development
TBD	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 922 万辆，对应渗透率 37.2%。特斯拉以“电车销量持续高增，智驾领跑全球”领跑全球电动车行业，2023

年1月起持续进行价格下探，进入容量更大的细分市场，有助于提升国内中低价格带消费群体对新能源汽车的接受程度，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2480万辆，分别同比+5.7%/+7.2%，其中新能源汽车批发销量为922万辆，同比+42.3%，批发口径新能源汽车渗透率为37.2%；交强险零售销量2050万辆，同比+3.7%，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37.1%。

图13：2023年国内乘用车市场产批零售预测（万辆）

	2023Q1	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2021	2022E	2023E
1. 产量-乘联会	510	594	635	738	2092	2346	2480
YOY	-5.2%	22.7%	-4.2%	14.4%	7.7%	12.2%	5.7%
2. 批发-乘联会	505	602	670	735	2106	2313	2480
YOY	-7.1%	27.4%	2.6%	14.0%	6.7%	9.9%	7.2%
2.1 新能源批发	150	204	258	311	330	648	922
YOY	26.9%	60.5%	38.0%	44.3%	181.4%	96.7%	42.3%
新能源渗透率	29.7%	33.9%	38.6%	42.3%	15.6%	28.0%	37.2%
3. 交强险零售	406	517	530	597	2020	1976	2050
YOY	-13.7%	26.2%	-0.6%	6.1%	7.5%	-2.2%	3.7%
3.1 新能源零售	123	167	190	279	289	526	760
YOY	22.3%	52.4%	44.4%	51.7%	153.8%	82.0%	44.4%
4. 出口	83	95	101	121	150	253	400
YOY	82.5%	93.3%	34.3%	46.0%	93.0%	68.5%	58.3%
5. 总体库存变化	21	(18)	4	20	(78)	117	30

数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

4. 投资建议

聚焦且坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！3月我们明确提出：2023是汽车切换之年，破旧立新；6月我们明确聚焦：AI 智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1行情提升了出海逻辑的权重，Q2行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱AI+汽车智能化】：整车优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选域控制器（德赛西威+经纬恒润）+冗余执行（伯特利+拓普集团）+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>