

公司研究

基本面已筑底，2H22E 业绩有望创新高

——特斯拉 (TSLA.O) 2022 二季度业绩点评

要点

2Q22 Non-GAAP 业绩超预期：特斯拉 2022 年二季度全球交付量同比+26.6%/环比-17.9%至 25.5 万辆 (Model 3+Y 同比+19.6%/环比-19.2%至 23.9 万辆，交付量占比 93.7%)，总收入同比+41.6%/环比-9.7%至 169.3 亿美元 (vs. 我们预期约 164 亿美元，彭博一致预期约 169 亿美元)，Non-GAAP 归母净利润同比+62.1%/环比-29.9%至 26.2 亿美元 (vs. 我们预期约 20 亿美元，彭博一致预期约 21 亿美元)。我们判断 2Q22 收入基本符合预期，Non-GAAP 业绩超预期，主要由于 1) 经营费用控制表现超预期，2) 毛利率表现略好于预期。

2Q22E 基本面已筑底：2Q22 汽车收入同比+43.1%/环比-13.4%至 146.0 亿美元 (ASP 同比+9%/环比+7%至 5.6 万美元)，剔除积分收入后的汽车毛利率同比+0.4pcts/环比-3.7pcts 至 26.2%，Non-GAAP EBITDA 利润率同比+1.6pcts/环比-4.4pcts 至 22.4%，自由现金流净流入约 6.2 亿美元 (Capex 约 17.3 亿美元)。我们判断 1) 2Q22E 受国内疫情/上海工厂停产、以及柏林/德州工厂爬坡初期的利润率拖累影响，基本面已筑底；2) 当前全球电动车市场需求稳健，看好 2H22E 上海工厂扩产、以及柏林/德州产能爬坡驱动的交付量增长前景，预计 2H22E 业绩有望创历史新高；3) 2022E 年底特斯拉或宣布下一个全新工厂选址、叠加 Cybertruck 交付预期，预计 2023E 公司全球交付量前景依然可期。

全球唯一整车+电池制造+自研芯片+全栈软件/算法的车企：我们判断，特斯拉的核心优势在于 1) 制造端技术持续突破，成本优化与生产效率改善，进一步增强定价能力与规模效应；2) 全栈软件/算法与自研设计的芯片高度匹配，基于纯视觉方案 (神经网络学习) 的软件/算法能力处于全球领先水平，搭载自动辅助驾驶系统的行驶里程已超 30 亿英里 (数据闭环可驱动 FOTA 快速迭代)。我们看好特斯拉的产业链竞争优势、用户规模扩大、以美国场景为主体的 FSD 技术变现前景、以及由理念/技术等引领全球智能电动车变革驱动的估值溢价。

维持“买入”评级：我们预计 2H22E 上海工厂扩产、柏林/德州工厂爬坡、以及全新制造工艺对应的降本趋势，仍有望追回部分 2Q22E 基本面回落影响。鉴于经营费用控制表现超此前预期，上调 2022E/2023E/2024E Non-GAAP 归母净利润 5%/7%/10%至 148 亿美元/216 亿美元/256 亿美元；鉴于市场波动风险，下调目标价至 US\$1,200 (对应 10x 2023E Non-GAAP P/S)，维持“买入”评级。

风险提示：交付量/毛利率爬坡不及预期；扩产与新工厂投产初期对盈利的拖累；FSD/电池等推进不及预期；融资配售风险；芯片短缺风险；疫情与市场风险。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	31,536	53,823	91,771	124,296	143,391
营业收入增长率	28.3%	70.7%	70.5%	35.4%	15.4%
Non-GAAP 归属母公司净利润 (百万美元)	2,455	7,640	14,751	21,586	25,563
Non-GAAP 归属母公司净利润增长率	6719.4%	211.2%	93.1%	46.3%	18.4%
Non-GAAP EPS (美元)	2.24	6.78	14.24	20.84	24.68
Non-GAAP ROE (归属母公司) (摊薄)	11%	25%	33%	32%	27%
Non-GAAP P/S	26.6	15.9	8.5	6.3	5.4
P/B	36.2	27.8	17.2	11.4	8.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-20

注：股本暂未考虑股权激励的全面摊薄影响 (2020/2021 年按 10.8 亿/11.3 亿股股本)

买入 (维持)

当前价/目标价：742.5/1,200 美元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

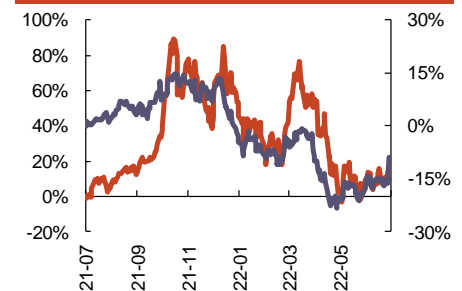
021-52523852

nijj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.36
总市值(亿美元):	7,692
一年最低/最高(美元):	620.57/1,243.49
近 3 月换手率:	NA

股价相对走势



— 特斯拉 (LHS) — 纳斯达克 (RHS)

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.5	-27.3	36.6
绝对	4.4	-26.1	13.3

资料来源：Wind (股价时间为 2022-07-20)

相关研报

- 《全球领军新能源车企，Model 3 国产有望盈利催化——特斯拉 (TSLA.O) 投资价值分析报告》
.....2019-11-20
- 《冉冉之星，已然升起——特斯拉 (TSLA.O) 深度跟踪报告》
.....2020-05-20
- 《4Q21 汽车毛利率抬升，2022E 聚焦产能与供应链——特斯拉 (TSLA.O) 2021 四季度业绩点评》
.....2022-01-28
- 《2Q22E 或为基本面低点，看好 2H22E 交付量与业绩爬坡前景——特斯拉 (TSLA.O) 2022 一季度业绩点评》
.....2022-04-21

表 1: 损益表

(单位: 百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	31,536	53,823	91,771	124,296	143,391
总营业成本	24,906	40,217	66,867	89,007	102,244
研发费用	1,491	2,593	4,589	6,215	7,170
销售及行政费用	3,145	4,517	6,424	8,079	8,603
重组与其他运营费用	0	-27	0	0	0
经营性损失或利润	1,994	6,523	13,891	20,996	25,374
净利息支出	778	427	362	250	255
利润总额	1,154	6,343	13,804	21,074	25,499
所得税	292	699	1,380	2,107	2,550
净亏损或净利润	862	5,644	12,424	18,966	22,949
少数股东损益	141	125	186	228	229
Non-GAAP 归属母公司净亏损或净利润	2,455	7,640	14,751	21,586	25,563

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	52,148	62,131	72,621	93,500	122,946
流动资产	26,717	27,100	39,175	60,567	91,622
库存	4,101	5,757	5,075	4,486	5,073
应收账款及其他应收款项	1,886	1,913	2,483	2,489	3,026
现金及其等价物	19,384	17,576	29,376	51,607	81,060
限制型现金	238	131	250	150	200
预付费用以及其他流动资产	1,108	1,592	1,990	1,834	2,263
非流动资产	25,431	35,031	33,446	32,934	31,325
固定资产	12,747	20,144	19,021	19,556	19,247
无形资产	313	257	331	350	371
商誉	207	200	195	190	185
经营租赁车辆	3,091	4,511	3,293	3,413	3,322
租赁太阳能系统	5,979	5,765	6,106	5,225	5,199
Mypower 应收票据	325	0	0	0	0
限制型现金	279	0	0	0	0
其他非流动资产	2,490	4,154	4,500	4,200	3,000
总负债	28,418	30,548	26,265	24,179	27,675
无息负债	16,730	23,714	18,765	17,679	20,875
有息负债	11,688	6,834	7,500	6,500	6,800
可赎回附属公司的非控股权	604	568	750	750	750
可转债	51	0	0	0	0
归属本公司股权持有人权益	22,225	30,189	44,755	67,721	93,671
少数股东权益	850	826	850	850	850
股东权益	23,075	31,015	45,605	68,571	94,521

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,943	11,497	17,341	28,704	35,212
净亏损或净利润	862	5,644	12,424	18,966	22,949
折旧及摊销	2,322	2,911	5,183	6,475	7,253
其他非现金型费用支出	2,575	2,424	3,060	3,406	3,450
净营运资金增加	184	518	-3,326	-144	1,560
投资活动产生现金流	-3,132	-7,868	-7,320	-7,173	-7,110
净资本支出	-3,157	-7,710	-7,170	-7,023	-6,960
其他资产变化	25	-158	-150	-150	-150
融资活动现金流	9,973	-5,203	1,461	600	1,400
负债与可转债净变化	-2,150	-5,293	611	-300	500
IPO 融资资金与行使股权	12,686	707	500	500	500
其他	-563	-617	350	400	400
净现金流	13,118	-1,757	11,482	22,131	29,502
限制型现金	517	131	250	150	200
期末现金及其等价物	19,384	18,013	29,376	51,607	81,060

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE