

买入

2022年7月22日

Q2 利润显著超预期，下半年产能将再创新高

- **盈利指标超市场预期：**Q2 交付量为 254,695 台电动车，同比增长 27%。总收入为 169.34 亿美元，同比增长 42%，符合市场预期。汽车业务收入为 146.02 亿美元，同比增长 43%。运营利润率为 14.6%，同比上升 3.6 个百分点。净利润为 22.59 亿美元，同比增长 98%，高于市场预期的 16.54 亿美元。季度末现金及现金等价物为 188.87 亿美元，其中自由现金流为 6.21 亿美元，减持 75% 比特币持仓套现 9.36 亿美元。
- **Q2 毛利率受短期因素干扰：**总毛利率为 25.0%。GAAP 汽车业务毛利率为 27.9%，同比下降 0.5 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 3.44 亿美元后，毛利率为 26.2%。毛利率环比下降主要由于上海工厂停工导致其交付占比下降，以及柏林、德州两家新工厂产能爬坡。下半年预计毛利率将受以下因素影响：1) 7 月产线升级后，上海工厂年产能有望年底突破 100 万台；2) 柏林、德州工厂两家新工厂进入产能爬坡期，短期将影响 Model Y 的毛利率，柏林工厂已在本季度实现毛利率转正；3) 改款 Model S/X 持续交付，更高 ASP 有利于提升毛利率；4) 4680 有望年底实现 1,000 包/周产能，采用 4680 方案的 Model Y 占比提升后将进一步释放利润空间；5) 公司自去年底以来所有车型均有涨价，ASP 将持续提升。
- **22 年底生产目标 4 万台/周，产能规模将达到 200 万台：**公司在财报会上维持 2022 年交付增长 50% 的指引不变，即约 140 万台电动车。按照年底周产能 4 万台目标，其中上海 2 万台、Fremont 1 万台、德州和柏林各 5,000 台，预计峰值产能将突破 200 万台。Cybertruck 计划于 23 年中交付。
- **目标价 1,300 美元，买入评级：**我们根据公司 2030 年的 2,000 万台年交付以及 3 TWh 电池产能估算。采用 DCF 估值 (WACC 13%，永续增长率 3%)，得到目标价 1,300 美元，目标价高于现价 59.49%，维持买入评级。
- **风险提示：**新工厂和 4680 电池产能爬坡不达预期、原材料价格持续上涨、供应链受疫情影响、FSD Beta 大规模推送时间延迟。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

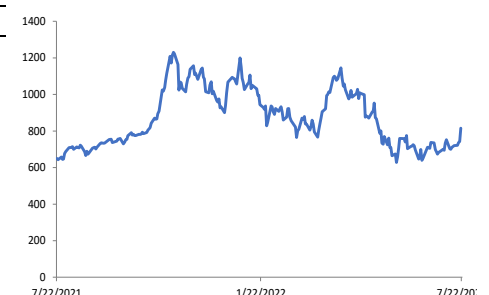
主要数据

行业	汽车
股价	815.12 美元
目标价	1,300.00 美元 (59.49%)
股票代码	TSLA
总股本	10.4 亿股
市值	8,447.8 亿美元
52 周高/低	1,243.49 美元/ 620.57 美元
每股账面值	38.8 美元
主要股东	Elon R. Musk 15.72% Vanguard 6.29% 贝莱德 5.33% Capital Group 3.63% 道富 3.13%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (美元百万元)	31,536	53,823	88,569	144,905	224,821
变动	28.31%	70.67%	64.56%	63.61%	55.15%
净利润	721	5,519	13,894	30,479	51,000
每股盈利	0.64	4.89	11.95	24.98	41.13
变动	165.19%	662.07%	144.39%	109.12%	64.63%
基于815.12美元的市盈率 (估)	1270.73	166.75	68.23	32.63	19.82
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

财务摘要

2022年第二季度业绩情况

净利润超市场预期

第二季度，公司实现营收 169.34 亿美元，同比增长 42%，符合市场预期。总毛利率为 25.0%，环比下降 4.1 个百分点，同比上升 0.9 个百分点。运营费用为 17.70 亿美元，同比增长 13%；运营利润率为 14.6%，环比下降 4.6 个百分点，同比上升 3.6 个百分点。净利润为 22.59 亿美元，同比增长 98%，高于市场预期的 16.54 亿美元。季度末现金及现金等价物为 188.87 亿美元，其中自由现金流为 6.21 亿美元，减持 75% 比特币持仓共获得 9.36 亿美元。

汽车毛利率符合预期

汽车业务收入为 146.02 亿美元，同比增长 43%，主要得益于交付量和 ASP 的上涨。汽车业务毛利率为 27.9%，环比下降 5.0 个百分点，同比下降 0.5 个百分点。ZEV Credit 贡献 3.44 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 26.2%，符合市场预期。毛利率环比下降主要由于 1) 上海工厂停工导致单车成本上升；2) 柏林、德州两家新工厂进入产能爬坡期。

储能业务毛利率转正

发电与储能业务收入为 8.66 亿美元，同比增长 8%。Powerwall 和 Powerpack 储能系统部署为 1,133 MWh，同比下降 11%；太阳能系统部署为 106 MW，同比增长 25%，创下四年以来的记录。能源业务毛利率为 11%，一季度为-12%。

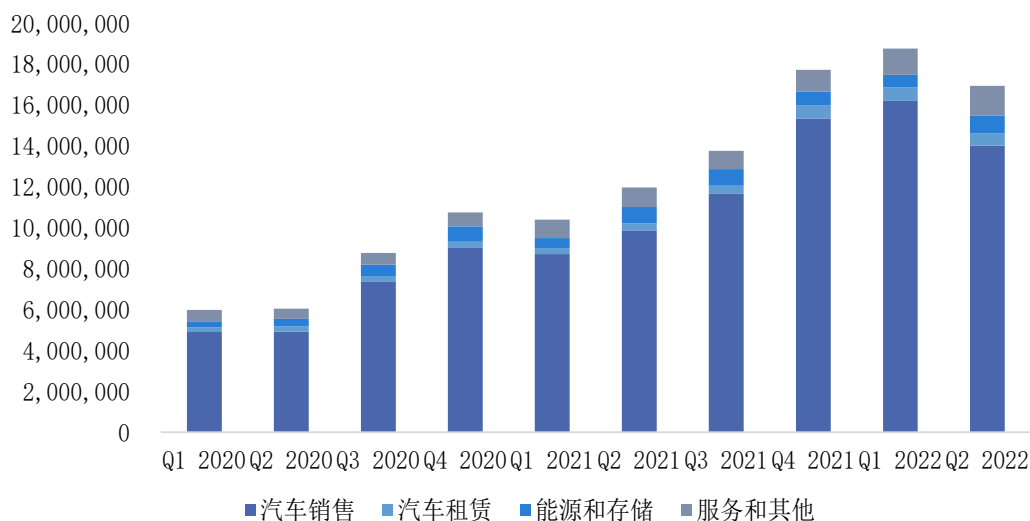
Q2 交付 254,695 台电动车，同比增长 27%

公司共交付 254,695 台电动车，环比下降 18%，同比增长 27%。其中，Model S/X 16,162 台，Model 3/Y 238,533 台；由上海生产的 Model 3/Y 占比下降至 44%。

Q2 生产 258,580 台电动车，同比增长 25%

公司共生产 258,580 台电动车，环比下降 15%，同比增长 25%。其中，Model S/X 16,411 台，Model 3/Y 242,169 台。全球库存天数为 4 天，环比基本持平。

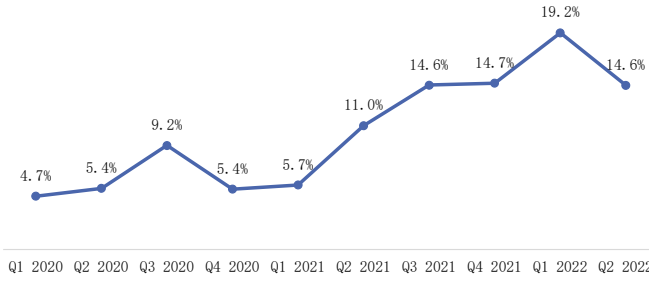
图表 1：2020 Q1 - 2022 Q2 主营业务收入



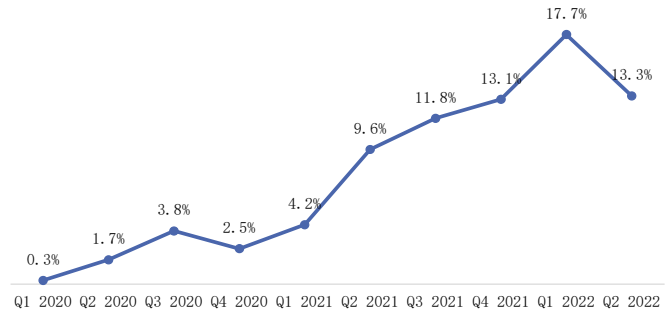
资料来源：公司披露

图表 2: 2020 Q1 - 2022 Q2 运营利润率

图表 3: 2020 Q1 - 2022 Q2 净利润率



资料来源: 公司披露

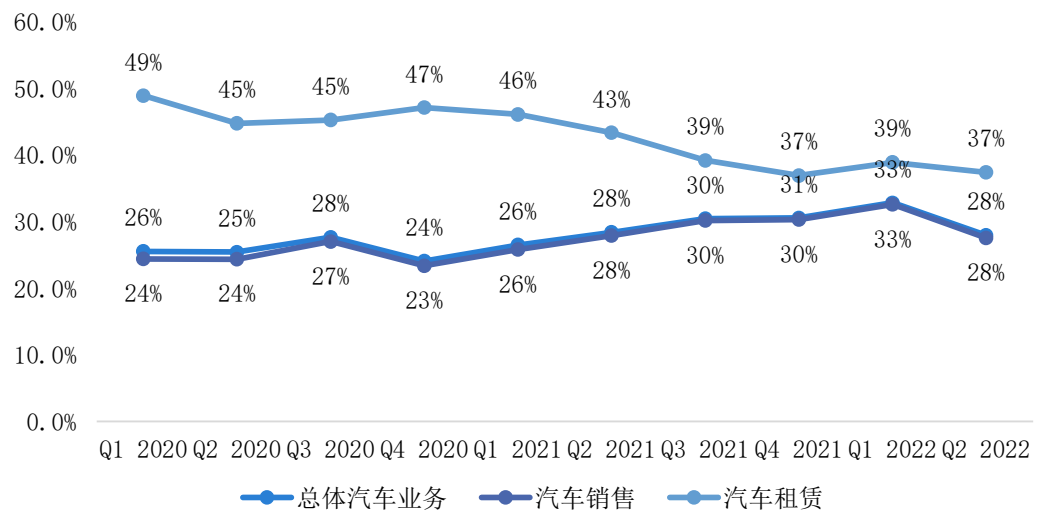


资料来源: 公司披露

Q2 汽车毛利率受短期因素干扰

第二季度, 汽车业务毛利率为 27.9%, 环比下降 5.0 个百分点, 同比下降 0.5 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 3.44 亿美元后, 毛利率为 26.2%, 环比下降 3.8 个百分点, 同比上升 0.4 个百分点。本季度毛利率受疫情因素干扰, 上海工厂停工导致其交付占比下降, 以及柏林、德州两家新工厂进入产能爬坡期。本季度交付了更多 Model S/X 和高性能车型, 对毛利率带来正面影响。

图表 4: 2020 Q1 - 2022 Q2 汽车业务毛利率



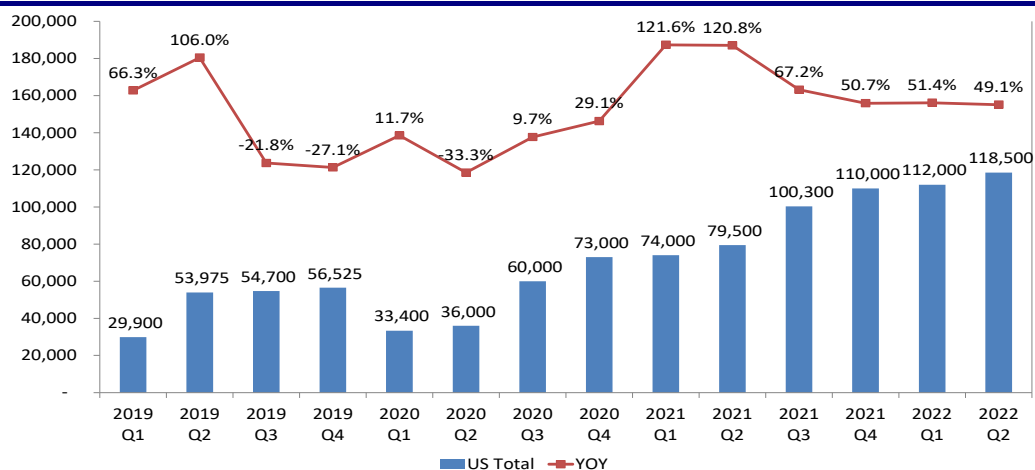
资料来源: 公司披露

下半年, 预计汽车毛利率将受以下因素影响: 1) 截至 6 月底, 上海工厂已恢复至停工前水平, 6 月上海和 Fremont 工厂均创下单月生产记录。7 月产线升级后, 上海工厂年产能有望突破 100 万台; 2) 柏林、德州两家新工厂进入产能爬坡期, 期间将影响 Model Y 的毛利率, 但新工厂的产线硬件效率高于上海工厂, 柏林工厂已在本季度实现毛利率转正, 预计德州工厂大概率会在 Q3 实现盈亏平衡; 3) 改款 Model S/X 持续交付, 更高 ASP 有利于提升毛利率; 4) 新工厂短期采用 2170 电池方案作为过渡, 未来仍计划采用 4680 电池方案和更多车身压铸件, 将进一步释放利润空间; 5) 公司自去年底以来数次上调全车型销售价格, 将持续提升 ASP。

回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

北美交付量同比增长 49% 第二季度，特斯拉在美国市场共交付 118,500 台电动车，同比增长 49%。北美地区需求保持强劲，各车型的交付周期普遍在 3 至 6 个月。Fremont 工厂再次创下季度交付记录，并在 7 月达成累计生产 200 万台里程碑。德州工厂在 4 月交付第一批 4680 版本 Model Y，因 4680 产能不达预期，目前长续航 Model Y 切换到 2170 电池，同时交付 4680 电池版标准续航 Model Y。

图表 5：2019 Q1 - 2022 Q2 特斯拉美国交付量

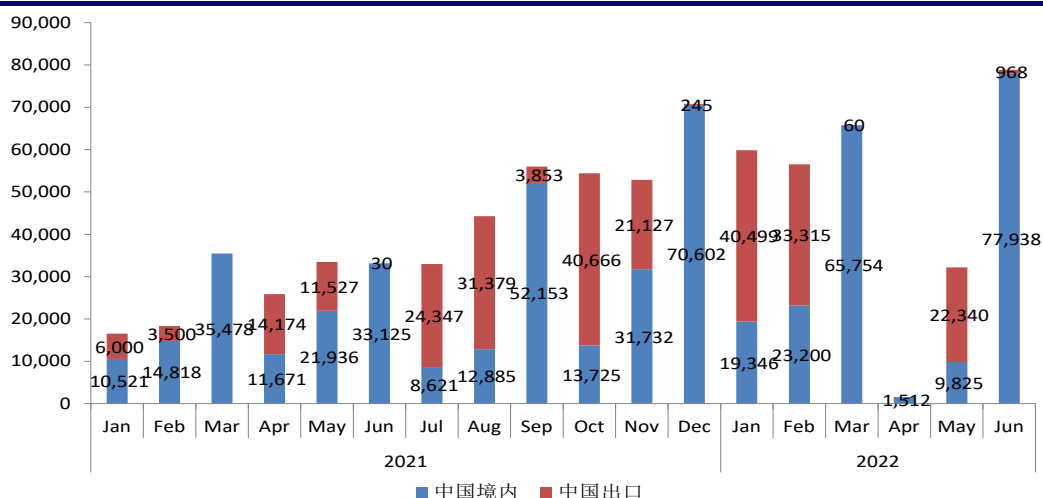


资料来源：第一上海整理，Troy Teslike

欧洲交付量同比下降 28% 特斯拉在欧洲市场共交付 25,747 台电动车，同比下降 28%，由于欧洲地区交付的 Model 3/Y 主要由上海工厂出口，本季度上海停工对交付量产生一次性影响。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为英国（22%）/德国（15%）/法国（13%）。柏林工厂本季度周产能达到 1,000 台，所生产的 Model Y 使用的 2170 电池包和电机仍由上海工厂组装出口。

中国需求稳定，上海工厂创下单月生产记录 特斯拉中国共交付 112,583 台国产 Model 3/Y，环比下降 18%，同比增长 22%，其中包含本土交付国产 Model 3/Y 89,275 台电动车，出口 23,308 台电动车。6 月上海工厂创下单月生产记录，单月本土销量+出口达到 78,906 台电动车。

图表 6：2021 年至今特斯拉中国交付量



资料来源：第一上海整理、乘联会

2022 年底生产目标 4 万台/周，产能规模将达到 200 万台

第二季度共生产 258,580 台电动车，环比下降 15%，同比增长 25%，主要由于上海工厂在 3 月底停工。截至 6 月底，上海工厂已恢复至停工前水平，上海和 Fremont 工厂均创下单月生产记录。7 月，上海和柏林工厂均会停产升级：上海工厂将对 Model 3 和 Y 的产线调试升级，预计 7 月将减少三万台车的产能，但年产能将在复产后爬坡至超过 100 万台。柏林工厂将停工三周，复产后从两班变三班，目前周产能已经超过 1,000 台，年底周产能目标 5,000 台。

22 年底柏林、德州工厂
生产目标 5,000 台/周

第二季度产能汇总如下：Fremont 工厂规划年产能由 60 提升至 65 万台，其中包含 Model S/X 年产能 10 万台，Model 3/Y 年产能 55 万台。上海工厂按照 6 月份的峰值产能计算，其年产能已超过 90 万台，预计改造后峰值年产能有望突破 100 万台。柏林和德州工厂每条产线的初始规划年产能 25 万台，即 5,000 台/周。公司在财报会上表示 22 年底周产能目标为 4 万台，其中上海 2 万台、Fremont 1 万台、德州和柏林各 5,000 台，预计年产能规模将达到 200 万台。

图表 7：2022 年 Q2 特斯拉产能汇总

Installed Annual Capacity		Current	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>750,000	Production
Berlin	Model Y	>250,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	In development
TBD	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Robotaxi & Others	-	In development

资料来源：公司资料

估值

2022 年 50%交付增长目标不变，2023 年中交付 Cybertruck

公司在财报会上维持 2022 年交付增长 50% 的指引不变，即约 140 万台电动车。按照年底周产能 4 万台目标，预计峰值产能将突破 200 万台。此外，公司表示电池供应仍是供应链瓶颈，其中来自锂盐的影响最大，假设通胀环境和大宗价格好转，下半年不排除降价的可能性。

2022 年下半年重点是新
工厂和 4680 电池量产

目前柏林工厂周产能超过 1,000 台，毛利率已经转正，7 月计划从两班增加至三班运作。德州工厂预计在未来几个月内达到 1,000 台周产能。目前两家新工厂均主要采用 2170 电池作为过渡方案，库存充足；4680 电池由 Kato 实验室供应，年底目标 4680 电池包总周产能 1,000 个，自 3 月份以来月增长为 35%。德州工厂电池设备均已到货并安装完成，预计年底产能有望超越 Kato 实验室。假设德州的 4680 电池在下半年无法实现大规模量产，短期对 22-23 年的交付目标不会造成影响，但长

期将对 Cybertruck 和 24 年的交付增量造成致命影响。

公司目前仍计划 22 年底在北美地区更广泛地推送 FSD Beta，并表示年底会再次涨价。目前已经在北美推送了超过 10 万台车，行驶超过 3,500 万英里。假设年底 FSD Beta 更多功能实现推送，订阅率将有望提升，并开始贡献收入。Cybertruck 计划在 23 年年中交付，交付的前置条件是 4680 电池量产，同时公司也透露正在研发新车型。

2024 年量产 Robotaxi

我们认为新车型 Model 2 和 Robotaxi 业务的相关性极高，预计 23 年下半年可能发布 Model 2，24 年开启交付。此外，由于 Robotaxi 大批量部署的前置条件是 FSD Beta 的大批量推送，因此可以根据 FSD 大规模推送的进度推断公司是否会在 24 年如愿执行上述计划。

2022 年的目标仍然是将产能扩张集中于高需求和高利润率的 Model Y，并且大幅减轻公司未来数年在财务和运营上的压力，为 2030 年的远期目标提供更扎实的基础。中长期，我们继续采用公司 2030 年目标，即公司所有车型均已发布且产能常态下，按照公司在电池日中给予每款车型的潜在电池产能需求做分配计算，以 2,000 万台电动车比例分配如下：Model Y 35%、Model 2 31%、Model 3 12%、Model S+X 9%、Cybertruck 8%、Semi 5%以及少量 Roadster。

目标价 1,300 美元，买入评级

我们维持采用公司给予的 2030 年目标，即 2,000 万台电动车年交付以及 3 TWh 电池年产能对公司未来进行预测。根据公司对于各工厂和车型产能计划的最新指引，延后 Cybertruck 和 Model 2 的交付预期。

预计未来三年公司交付量为 140.4 万/208.4 万/309.2 万台，收入预测为 885.7 亿/1,449.1 亿/2,248.2 亿美元，未来三年均维持盈利水平。我们使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC 13%，永续增长率为 3%，求得合理股价应为 1,300 美元，相当于 2022 财年 GAAP 每股盈利的 110 倍，比当前股价高出 59.49%，维持买入评级。

图表 8：DCF 估值模型

假设	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
(千美元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
CFO	18,510,293	39,101,667	59,472,997	79,810,868	104,729,432	139,290,145	179,684,287	226,402,202	276,210,686	324,818,243	
自由现金流增长率		171.2%	62.5%	31.7%	35.7%	33.0%	29.0%	26.0%	22.0%	17.6%	3.0%
自由现金流量	12,028,293	32,619,667	52,990,997	69,810,868	94,729,432	126,952,195	154,684,287	198,954,833	234,903,214	262,223,066	270,089,758
折合至2022年的现金流量	12,028,293	28,866,962	41,499,723	48,382,433	58,099,335	68,904,565	74,297,729	84,567,869	88,361,161	87,290,082	899,087,841
永续期折现值											2,781,924,509

WACC	13.00%
长期增长率	3.00%

valuation	
现金流折现	1,491,385,994
减：净金融负债	(21,339,943)
减：少数股东权益+合伙人权益	826,000
股本价值	1,511,899,937
股本数量（预期）	1,163,000
DCF法之每股价值（美元）	1,300.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 千美元, 财务年度: 12月31日						单位: 千美元					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	盈利能力	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
主营业务收入	31,536,000	53,823,000	88,569,493	144,905,224	224,820,843	毛利率 (%)	21%	25%	28%	35%	36%
- 主营业务收入成本	24,906,000	40,217,000	63,613,910	93,813,320	143,158,465	EBITDA 利率 (%)	14%	18%	21%	29%	30%
毛利	6,630,000	13,606,000	24,955,583	51,091,904	81,662,378	净利率 (%)	3%	10%	16%	21%	23%
营业开支	4,636,000	7,083,000	9,039,875	12,838,746	17,673,550	营运表现					
- 营销和行政管理费用	3,145,000	4,517,000	4,863,900	5,593,485	6,432,508	行政管理与销售费用/收入	10%	8%	5%	4%	3%
- 研究和开发开支	1,491,000	2,593,000	4,175,975	7,245,261	11,241,042	研究和开发费用/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
营业利润	1,994,000	6,523,000	15,915,708	38,253,158	63,988,828	实际税率 (%)	25%	11%	13%	20%	20%
- 利息支出	(748,000)	(371,000)	(242,398)	(376,511)	(584,157)	应收账款天数	18.3	12.7	12.7	12.7	12.7
- 营业外亏损净额	(92,000)	191,000	219,190	222,484	345,184	应付账款天数	71.0	72.0	71.0	71.0	71.0
税前利润	1,154,000	6,343,000	15,892,500	38,099,131	63,749,855	财务状况					
- 所得税支出	292,000	699,000	1,998,575	7,619,826	12,749,971	总负债/总资产	54%	49%	43%	35%	30%
净利润	862,000	5,644,000	13,893,925	30,479,304	50,999,884	收入/净资产	60%	87%	106%	116%	116%
EBITDA	3,476,000	9,254,000	19,016,300	41,673,801	67,636,755	经营性现金流/收入	19%	21%	21%	27%	26%
EBITDA 增长率 (%)	133%	166%	105%	119%	62%	税前盈利对利息倍数	38	113	118	171	185
主营业务增速 (%)	28%	71%	65%	64%	55%						
资产负债表						现金流量表					
单位: 千美元						单位: 千美元					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
+ 现金与现金等同	19,384,000	17,576,000	29,581,943	62,178,684	111,628,183	+ 净利润	862,000	5,644,000	13,893,925	30,479,304	50,999,884
+ 应收账款与票据	1,886,000	1,913,000	4,338,519	5,889,357	9,979,220	+ 折旧、摊销	2,322,000	2,911,000	3,123,800	3,574,670	3,886,900
+ 库存	4,101,000	5,757,000	9,836,056	13,159,486	21,931,549	+ 股权激励	1,734,000	2,121,000	1,836,590	2,898,104	4,496,417
+ 其他流动资产	1,346,000	1,723,000	1,895,300	2,084,830	2,189,072	+ 库存	(422,000)	(1,709,000)	(4,530,156)	(3,819,640)	(9,317,893)
总计流动资产	26,717,000	27,100,000	45,782,818	83,443,357	145,859,023	+ 其他经营活动	1,447,000	2,530,000	4,186,135	5,969,228	9,407,689
+ 运营租赁车辆- 净值	3,091,000	4,511,000	4,962,100	5,458,310	6,004,141	经营活动现金流量	5,943,000	11,497,000	18,510,293	39,101,667	59,472,997
+ 太阳能能源系统- 净值	5,979,000	5,765,000	5,707,350	5,650,277	5,593,774	+ 资本投入	(3,157,000)	(6,482,000)	(6,482,000)	(6,482,000)	(10,000,000)
+ 库存与设备- 净值	12,747,000	18,884,000	22,292,200	25,243,530	31,385,630	+ 短期投资变动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	1,849,000	2,595,000	2,625,000	2,661,000	2,712,000	+ 收购与剥离净现金	(13,000)	0	0	0	0
总计长期资产	25,431,000	35,031,000	37,820,650	41,247,117	47,929,545	+ 其他投资活动	25,000	(1,386,000)	(22,350)	(22,927)	(23,497)
总资产	52,148,000	62,131,000	83,603,468	124,690,473	193,788,568	投资活动现金	(3,132,000)	(7,868,000)	(6,504,350)	(6,504,927)	(10,023,497)
+ 应付账款	6,051,000	10,025,000	15,067,153	21,936,990	34,531,072	+ 发行普通股	12,269,000	0	0	0	0
+ 应付负债	3,855,000	5,719,000	5,719,000	5,719,000	5,719,000	+ 发行可转债	9,713,000	8,883,000	0	0	0
+ 其他流动负债	4,342,000	3,961,000	4,250,400	4,597,680	5,014,416	+ 期权行权收益	(11,623,000)	(14,167,000)	0	0	0
总计流动负债	14,248,000	19,705,000	25,036,553	32,253,670	45,264,488	+ 偿还债券	417,000	707,000	0	0	0
+ 长期借款	9,556,000	5,245,000	5,245,000	5,245,000	5,245,000	+ 其他融资活动	(803,000)	(626,000)	0	0	0
+ 其他长期负债	4,614,000	5,598,000	6,008,400	6,500,880	7,091,856	融资所得现金	9,973,000	(5,203,000)	0	0	0
总长期负债	14,170,000	10,843,000	11,253,400	11,745,880	12,336,856	现金净增减	13,118,000	(1,757,000)	12,005,943	32,596,740	49,449,499
总负债	28,418,000	30,548,000	36,289,953	43,999,550	57,601,344						
总股东权益	22,225,000	30,189,000	45,919,515	79,296,924	134,793,224						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。