

## 三季度交付不及预期，后续关注产能爬坡和新车型销售

### 投资要点

- **事件:** 特斯拉发布 2022 年三季度财报，公司 2022Q3 实现营业收入 214.5 亿美元，同比增长 56%；GAAP 净利润 32.9 亿美元，同比增长 103%；non-GAAP 净利润 36.5 亿美元，同比增长 74.6%。汽车业务实现收入 186.9 亿美元，同比增长 55%；汽车业务毛利率 27.9%，环比持平。
- **物流影响三季度交付，四季度产销可期。** 2022Q3 汽车交付量达到 34.4 万辆，同比增长 42%，环比增长 35%，其中 Model Y 及 Model 3 合计交付 32.5 万辆，同比增长 40%，环比增长 36.3%。受排产方式和物流等影响，Q3 交付不及预期。2022Q3 汽车产量达到 36.6 万辆，同比增长 54%，环比增长 41.5%；其中 Model 3 及 Model Y 合计产量为 34.6 万辆，同比增长 51%，环比增长 42.9%。上海工厂 22Q3 的生产速度超过之前的季度纪录，年产量超过 75 万辆。欧美工厂方面，加州工厂年产能达 65 万辆，柏林新工厂和美国德州 Austin 新工厂持续产能爬坡，由于 22Q3 季度末的生产率大幅提高，柏林工厂单周产量已突破 2000 台。产能的显著提升将为汽车交付提供强劲的支撑。公司重申了多年内汽车交付量年均增速 50% 的预期，按其指引预计 2022 全年交付量可达 140 万辆左右，据此目标预计 22Q4 全球交付量要完成近 50 万辆。
- **储能业务快速增长，FSD 接受度提升。** 公司 22Q3 储能业务同比增长 62%，三季度储能容量达到 2.1GWh 创历史新高纪录。位于加州的 40GWh Megapack 工厂正在增加产量，以满足不断增长的需求。服务业务实现收入 16.5 亿美元，同比增长 84%，北美地区已有 16 万用户加入到 FSD Beta 项目中，而 21 年该用户仅 2000 余个，FSD 的用户接受度得到明显提升。
- **展望:** 我们认为，特斯拉未来应重点关注：1) 上海工厂的交付水平、以及柏林和 Austin 工厂的产能爬升进度，对公司的产销增长至关重要；2) Semi、Cybertruck 等新车型预计今年陆续量产，叠加美国市场明年可能的补贴，或持续拉动消费需求。下一代更低价车型正在开发，公司预计该车型未来产量或超过现有产量总和；3) 仍需关注柏林和 Austin 工厂扩建成本、以及上游材料成本的变化对公司盈利的影响。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 124.4 亿美元、195.9 亿美元、299.8 亿美元，对应 PE 为 54/34/22 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原材料持续涨价的风险；全球供应链短缺或导致生产放缓甚至受阻的风险；新工厂产能爬坡进展或不及预期。

指标/年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元美元)	31536.00	53823.00	87427.47	125587.99	179247.15
增长率	28.31%	70.67%	62.44%	43.65%	42.73%
归属母公司净利润(百万元美元)	721.00	5519.00	12439.76	19590.00	29984.42
增长率	183.64%	665.46%	125.40%	57.48%	53.06%
每股收益 EPS	0.23	1.76	3.97	6.25	9.57
净资产收益率	3.24%	18.28%	29.18%	31.49%	32.52%
PE	931.96	121.75	54.02	34.30	22.41

数据来源：公司公告，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
电话：0755-26671517  
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：杨镇宇  
执业证号：S1250517090003  
电话：023-67563924  
邮箱：zyyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

52 周区间(美元)	204.99-409.97
3 个月平均成交量(百万)	52.49
流通股数(亿)	31.33
市值(亿美元)	6719

### 相关研究

1. 特斯拉 (TSLA.O)：全球新能源车领导者，新品和智能化引领未来增长 (2022-09-14)
2. 特斯拉 (TSLA.O)：疫情压力不改增长态势，下半年生产交付或好 (2022-07-21)
3. 特斯拉 (TSLA.O)：一季度业绩超预期，全球领导者地位稳固 (2022-04-21)

**附：财务报表**

资产负债表 (百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	17707.00	23841.47	42027.78	72088.09	销售收入	53823.00	87427.47	125587.99	179247.15
应收账款	1913.00	4348.54	6073.68	7985.05	销售成本	40217.00	63238.54	89498.07	125911.99
预付款项	1723.00	3022.18	4573.98	6154.19	销售和管理费用	4517.00	5464.22	7535.28	10575.58
存货	5757.00	10139.24	13965.90	19286.72	研发费用	2593.00	4371.37	6342.19	8962.36
其他流动资产	0.00	291.69	419.00	598.03	营业利润	6208.00	13973.86	22016.75	33634.84
流动资产总计	27100.00	41643.11	67060.34	106112.08	其他非经营损益	135.00	90.00	107.00	120.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	6343.00	14063.86	22123.75	33754.84
固定资产	18884.00	26045.51	33857.01	41848.52	所得税	699.00	1406.39	2212.37	3375.48
无形资产	257.00	239.17	224.67	211.83	净利润	5644.00	12657.47	19911.37	30379.35
其他非流动资产	15890.00	15890.00	15890.00	15890.00	少数股东损益	125.00	217.71	321.37	394.93
非流动资产合计	35031.00	42174.67	49971.68	57950.35	归属于母公司股东的净利润	5519.00	12439.76	19590.00	29984.42
资产总计	62131.00	83817.78	117032.02	164062.43	EBITDA	9569.00	19167.61	29505.85	43880.85
应付账款	10025.00	14251.79	21407.69	29960.15	NOPLAT	5824.00	12772.16	19940.27	30320.57
其他流动负债	8091.00	14482.52	20629.48	28728.09	EPS(元)	1.76	3.97	6.25	9.57
流动负债合计	19705.00	28734.31	42037.18	58688.24					
长期债务	5245.00	5245.00	5245.00	5245.00					
其他非流动负债	5598.00	5598.00	5598.00	5598.00					
非流动负债合计	10843.00	10843.00	10843.00	10843.00					
负债合计	30548.00	39577.31	52880.18	69531.24	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
归属母公司权益	30189.00	42628.76	62218.77	92203.19	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	1394.00	1611.71	1933.08	2328.01	销售收入增长率	70.67%	62.44%	43.65%	42.73%
股东权益合计	31583.00	44240.47	64151.84	94531.20	EBIT 增长率	255.66%	114.50%	55.89%	51.87%
负债和股东权益合计	62131.00	83817.78	117032.02	164062.43	EBITDA 增长率	118.77%	100.31%	53.94%	48.72%
					税后利润增长率	554.76%	124.26%	57.31%	52.57%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	25.28%	27.67%	28.74%	29.76%
					净利率	10.49%	14.48%	15.85%	16.95%
					ROE	18.28%	29.18%	31.49%	32.52%
					ROA	8.88%	14.84%	16.74%	18.28%
					ROIC	30.35%	48.95%	57.99%	75.94%
					<b>估值</b>				
					P/E	117.69	54.02	34.30	22.41
					P/S	12.07	7.69	5.35	3.75
					P/B	21.51	15.76	10.80	7.29
<b>现金流量表 (百万美元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
税后经营利润	5523.88	12576.47	19815.07	30271.35					
折旧与摊销	2911.00	4886.33	7242.99	10071.33					
财务费用	315.00	217.43	139.11	54.68					
其他经营资金	2747.12	2209.67	6071.94	7659.63					
经营性现金净流量	11497.00	19889.90	33269.12	48056.99					
投资性现金净流量	-7868.00	-11949.00	-14943.70	-17942.00					
筹资性现金净流量	-5203.00	-1806.43	-139.11	-54.68					
现金流量净额	-1574.00	6134.47	18186.31	30060.31					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn