证券研究报告

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

特斯拉的价值底在哪?

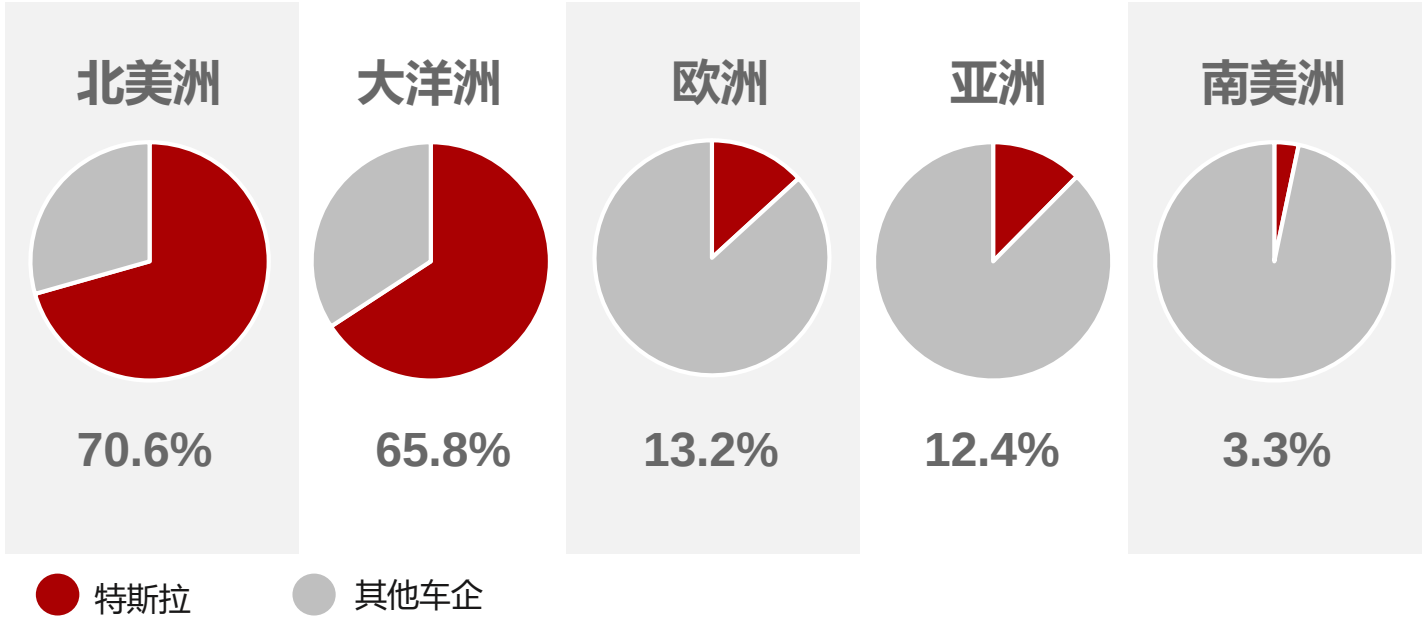
行业评级：看好

2022年12月29日

姓名　施毅
邮箱　shiyi@stocke.com.cn
证书编号　S1230522100002

01 特斯拉各地市场占有率

图1：特斯拉2021全球纯电车市场占有率

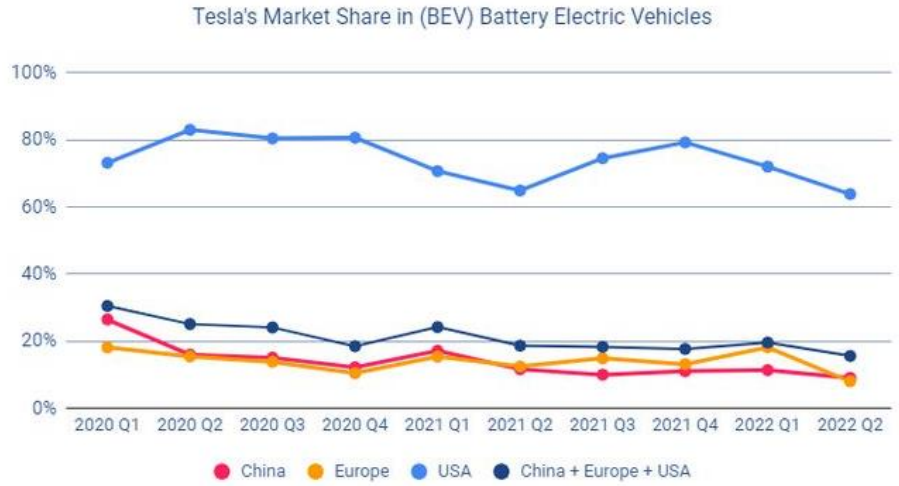


资料来源：Statista，浙商证券研究所

- **北美洲及大洋洲**：北美为特斯拉大本营，大洋洲与美国关系紧密，特斯拉在两地表现出色
- **欧洲**：欧洲人依旧钟情大众、沃尔沃等本土企业，该地区市占率第一是大众
- **亚洲**：占比不高但绝对值高，比亚迪、五菱等本土车企的激烈竞争，该地区市占率第一是五菱
- **南美洲**：南美同样为特斯拉后花园，但由于经济基础原因，特斯拉市占率不高，该地区市占率第一是MG

- 截至2022年第二季度，特斯拉在全球纯电动汽车市场的份额，中国市场9%、欧洲市场8%、美国市场63.8%。

图2：特斯拉2022全球纯电车市场占有率



资料来源： Troy Teslike ， 浙商证券研究所

汽车业务占比始终保持85%以上

公司2021年实现营收538.2亿美元，同比增长71%。其中汽车占比最大，达到了472.3亿美元，占总营收87.8%。汽车业务占比较为稳定，始终占据85%以上营收构成。2022年前三季度汽车业务营收501.6亿美元，占比87.8%

发电储能业务和服务及其他为特斯拉其他两大业务，2022年前三季度分别实现营收25.9亿美元和43.9亿美元，占比分别为4.55%和7.68%。发电储能业务和服务及其他业务并无大幅快速提升趋势。

图3：特斯拉主营业务收入占比（百万美元）

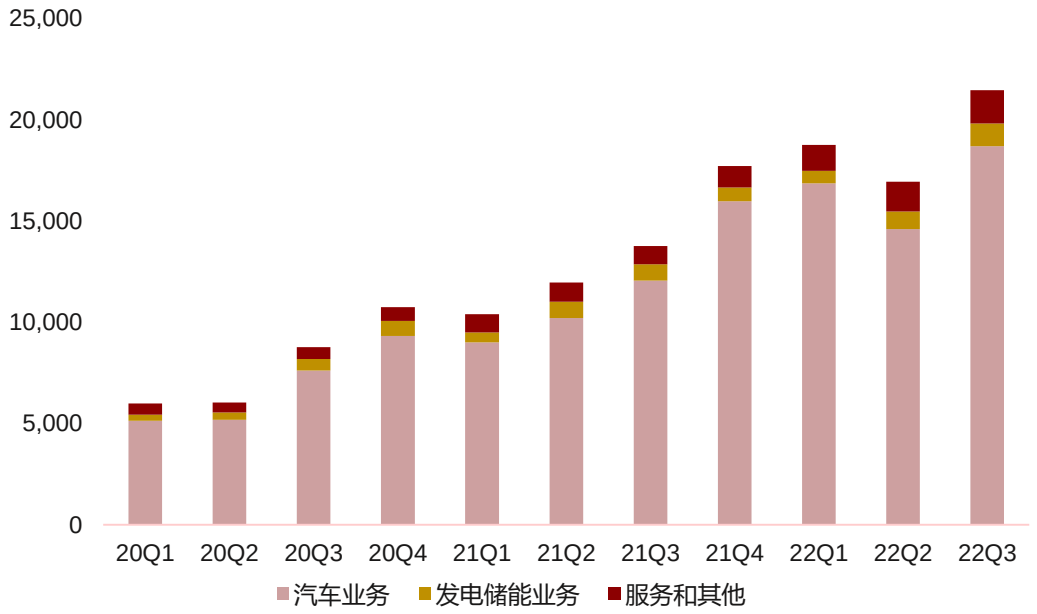
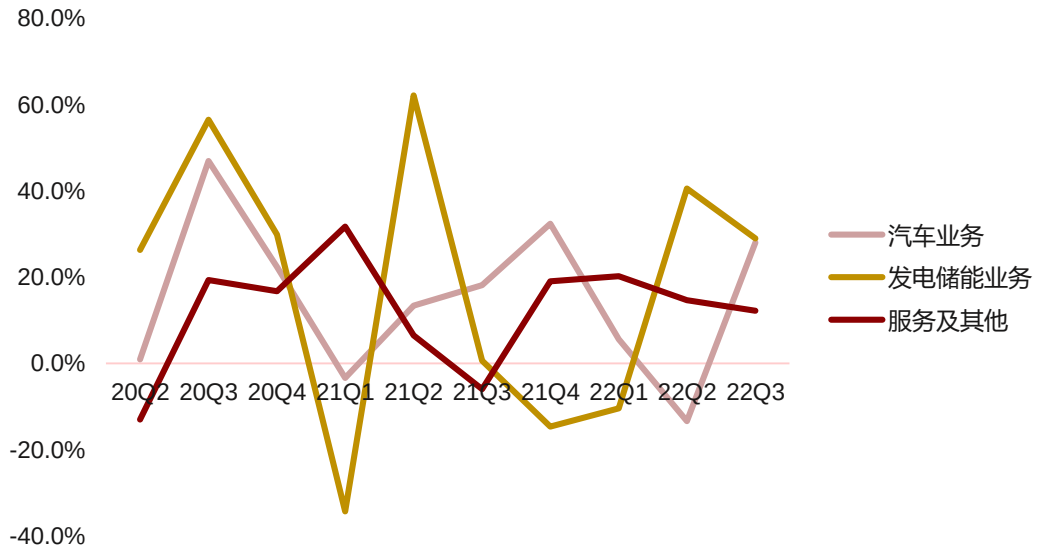


图4：特斯拉主营业务营收增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

03 特斯拉财务数据分析

碳排放积分收入逐渐递减

2020年至今，公司共实现出售碳排放积分收入43.53亿美元，其中2020、2021、2022前三季度分别为15.80、14.65、13.09亿美元。

随着公司汽车销量走高，碳排放积分收入占比逐渐递减，从2020年Q2最高值的8.26%降低到2022年Q3的1.53%。

图5：碳排放积分收入占汽车业务收入逐渐走低

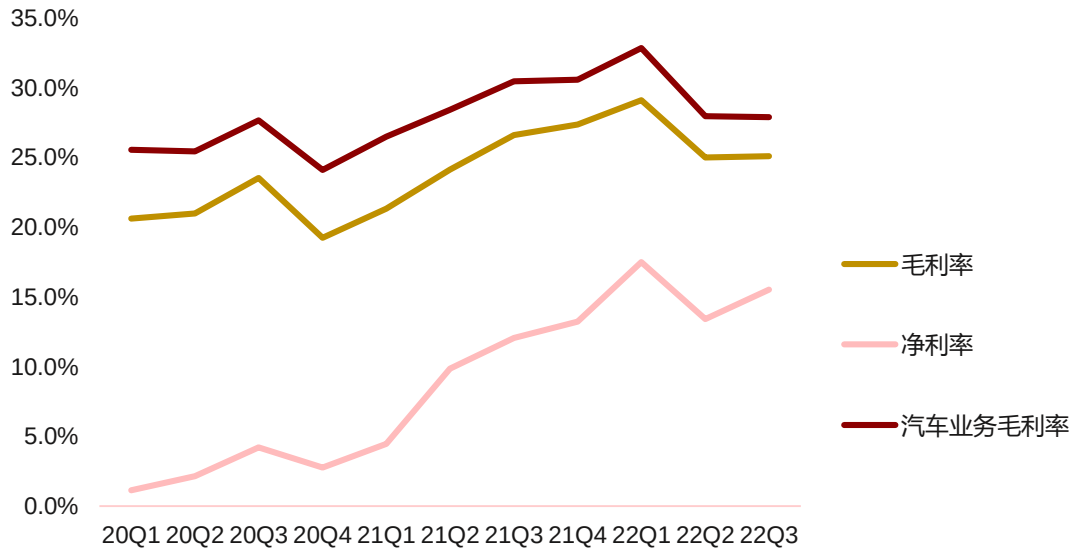


公司净利率毛利率领跑行业

2022年前三季度公司毛利率为26.38%，净利率为15.54%。其中值得关注的是，汽车业务毛利率为29.57%

特斯拉的高毛利率主要得益于（1）其强大的垂直整合及自研能力；（2）一体化压住等新工艺新技术的应用带来的降本空间；（3）销量快速增长带来的规模效应。

图6：特斯拉毛利率与净利率



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

公司研发投入稳定

2022年前三季度，公司投入研发22.65亿美元，2020年、2021年公司分别投入研发14.91、25.93亿美元。

研发费用占比在2022年有所下降。我们预计，随着2023年Cybertruck的量产以及Model3改款“高地计划”的执行，公司2022年Q4以及2023年研发投入将会走高。

公司销售及管理费用率对比其他造车新势力优势明显

公司销售及管理费用持续走低，2022年前三季度公司销售及管理费用率分别为5.29%、5.67%、4.48%。其整体表现明显由于蔚来、小鹏、理想等头部在车新势力。

我们认为，公司销售及管理费用率稳定走低，保证高毛利率及净利率，在2023年全球电动车市场日趋激烈的竞争格局下，低的期间费用率及高的毛利率是特斯拉抢夺市场份额的最有力武器。

图7：公司研发投入

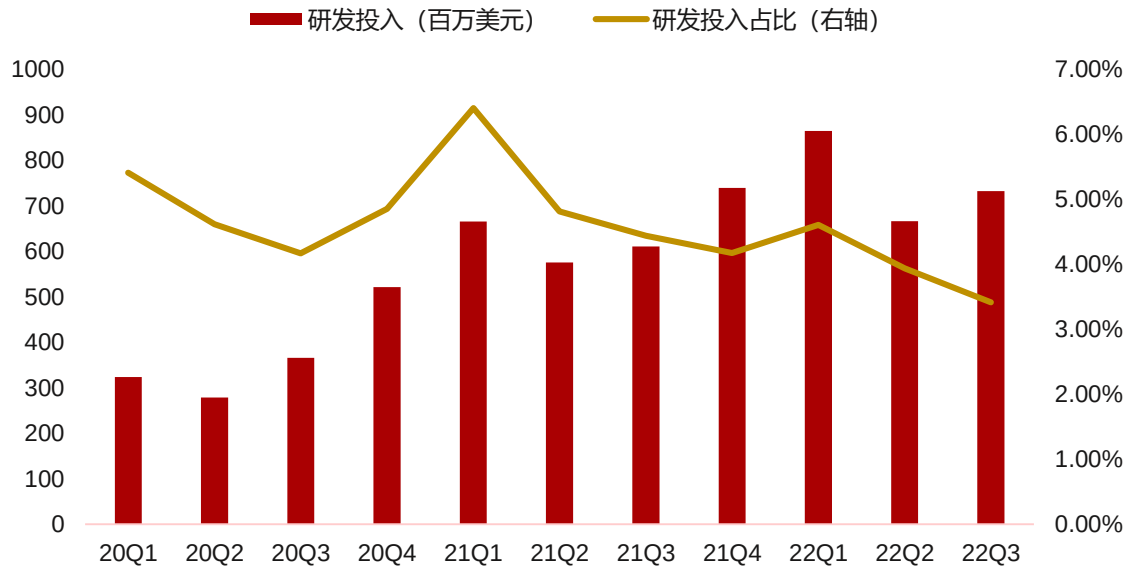
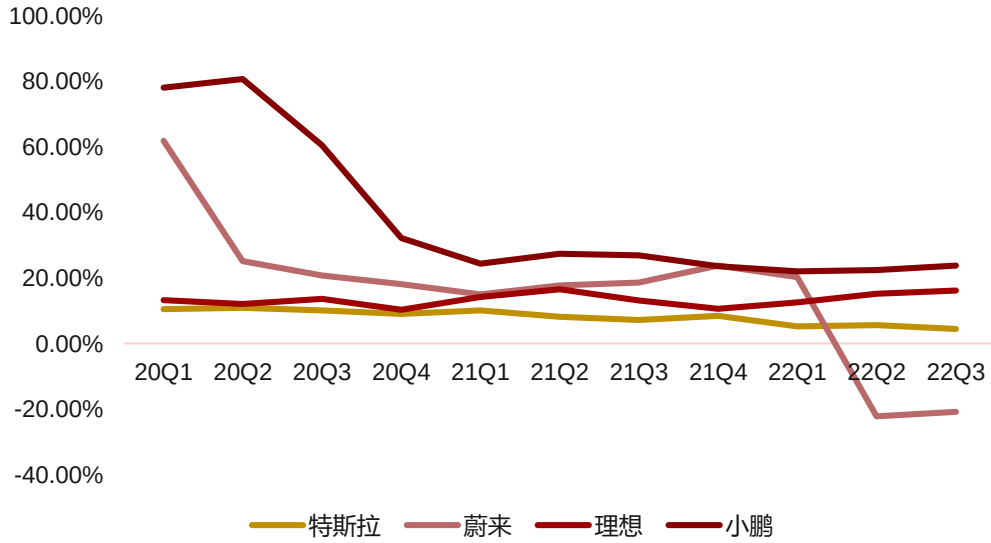


图8：公司销售及管理费用率与新势力车企对比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

05 马斯克的股权质押

- SEC今年4月披露的文件显示，当时马斯克质押的特斯拉股票数量高达9200万股。当前马斯克持有特斯拉股票共计4.23亿股，持股比例为13.4%。
- 最新收盘，特斯拉股价为112.71美元，相较于4月初，累计下跌幅度达到68.8%。
- 我们以**140%作为平仓线，五倍杠杆**计算，即100元贷款以500元价值股票作为质押，当股价跌至140元时，会触发平仓机制，此时股价跌幅（500元跌至140元）达到72%。
- 我们以4月初股价361.53美元为初始价格，则当跌幅达到72%时股价为**101**美元，近52周特斯拉股价最低值为108.24美元。

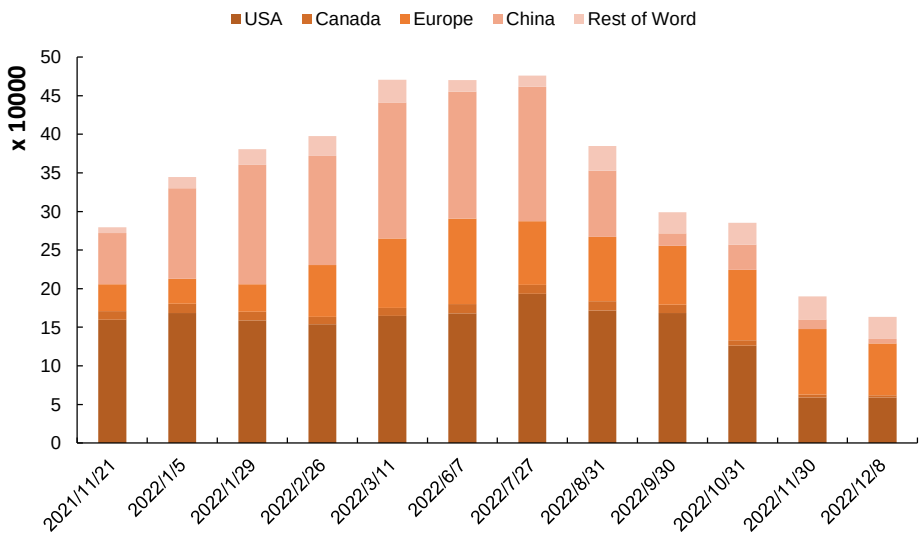
特斯拉全球订单情况

特斯拉全球订单：

1、总体销量：总体订单从21年11月至22年12月呈先上升后下降趋势，①21年11月在手订单27.9万辆，②22年3月在手订单提升至47万辆，由于3~4月上海工厂生产受疫情影响，订单累计创新高；③8月后订单总数回落，截至2022年12月8日，在手订单16.3万辆。

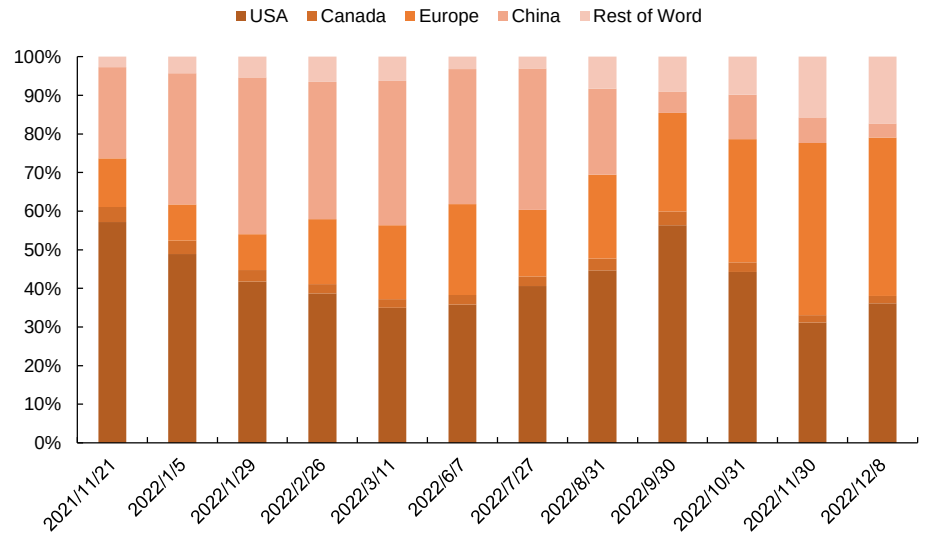
2、分地区看：欧洲：在手订单提升，21年11月欧洲订单3.5万辆，22年12月订单增至6.7万辆；北美：在手订单从7月订单达到高峰19万辆，由于《通胀削减法案》提出，在手订单下滑，22年12月在手订单5.9万辆；中国：在手订单从8月开始走弱，7月在手订单17.4万，12月在手订单0.6万。

图：特斯拉全球分地区订单情况



资料来源：TroyTeslike，浙商证券研究所

图：特斯拉全球分地区订单情况



资料来源：TroyTeslike，浙商证券研究所

07 Cybertruck：“比卡车更实用 比跑车更性能”

1、在手订单：160万以上

2、交付时间：2019年11月提出，2021年8月宣布延期至2022年，2022年1月宣布延期至2023年，储备3年，将于2023年下半年交付。

3、进展：目前已有66台库卡生产机器人运抵德州工厂，将用于Cybertruck交付



表：cybertruck产品

类别	驱动类型	续航里程	加速度 (0-97公里/小时)	最高速度	有效载荷	拉伸载荷	售价（税前））
单电机	后驱	>250 英里/~400 公里	<6.5s	110英里/小时（177公里/小时)	3500磅/1500公斤	>7500磅 3.1吨	39900美元
双电机	全驱	>300 英里/482公里	<4.5s	120英里小时（193公里小时)		>10,000磅 4.5吨	49,900美元
三电机	全驱	500英里/800公里	<2.9s	130英里/小时（209公里/小时)		>14,000磅 / 6.3吨	69,900美元

资料来源：特斯拉官网，浙商证券研究所

表：cybertruck与竞品对比

公司	车型	价格（美元）	续航里程（英里）	拖曳能力（lbs）	图片
Tesla	Cybertruck	40000-70000	400-800	最高14000	
Rivian	R1T	50000	400	11000	
阿特利斯 Atlis	XT	45000	500	最高35000	

资料来源：特斯拉官网，浙商证券研究所

工艺

1、超硬 30X 冷轧不锈钢结构车身表面

2、特斯拉装甲玻璃

3、高达3,500磅的有效负载能力和可调节空气悬架

4、可容纳6人，第二排座椅下还有额外的存储空间

5、9000T压铸机一体化压铸

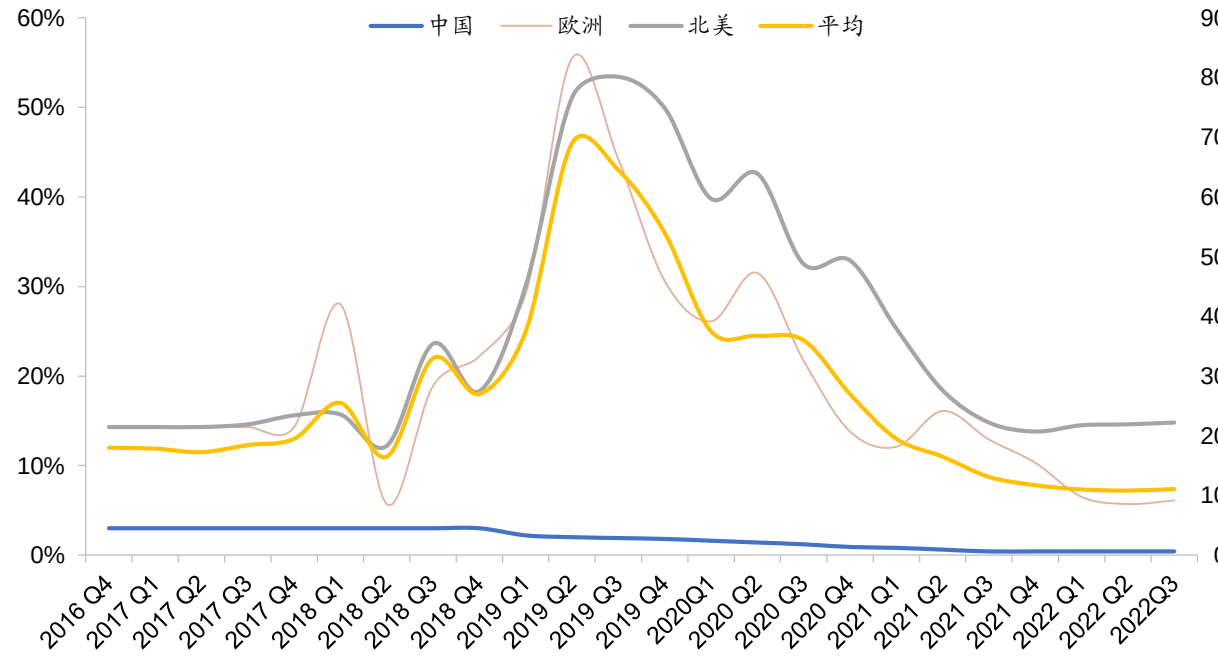
6、第三空间：“保险库”（vault）（床）

08 FSD渗透率

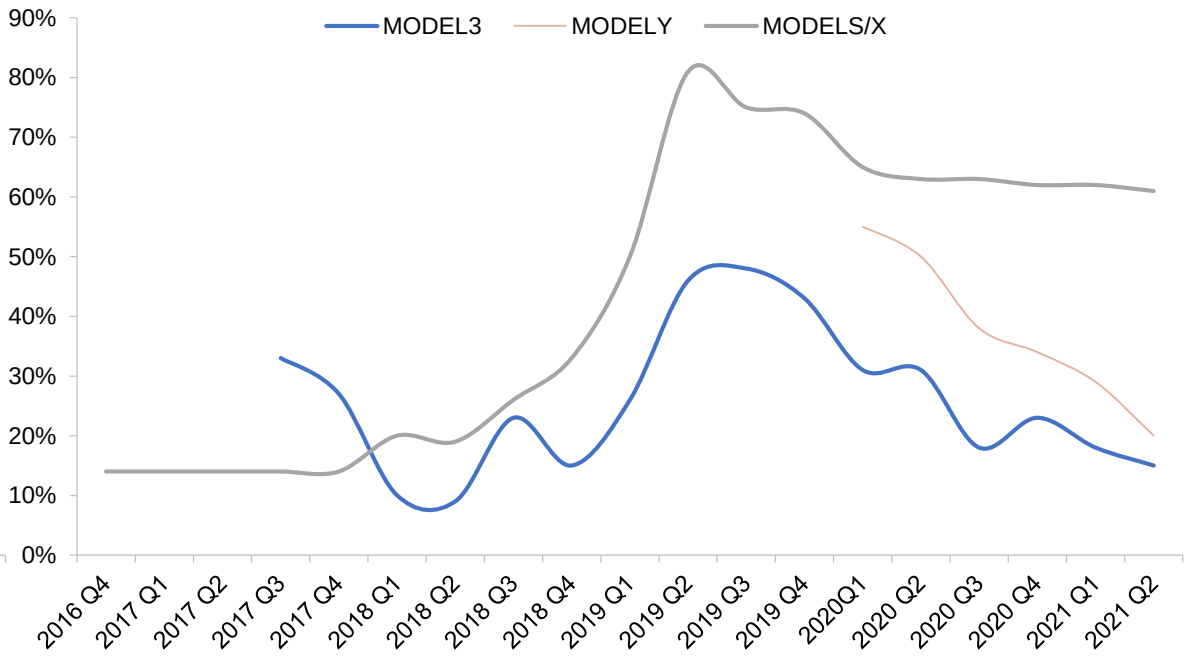
智能化是电动车下半场角逐关键，自动驾驶无出特斯拉其右

- 自动驾驶核心领域全栈自研自产，独树一帜的纯视觉方案。
- FSD渗透率：2019年Q2达到峰值，受FSD价格上涨和model3/Y份额逐渐扩大，FSD渗透率下滑，近期企稳。
  11月特斯拉已面向所有北美车主开放完全自动驾驶测试版，且随着中国自动驾驶政策的放开看好FSD渗透率逐步提升。

分地区FSD渗透率



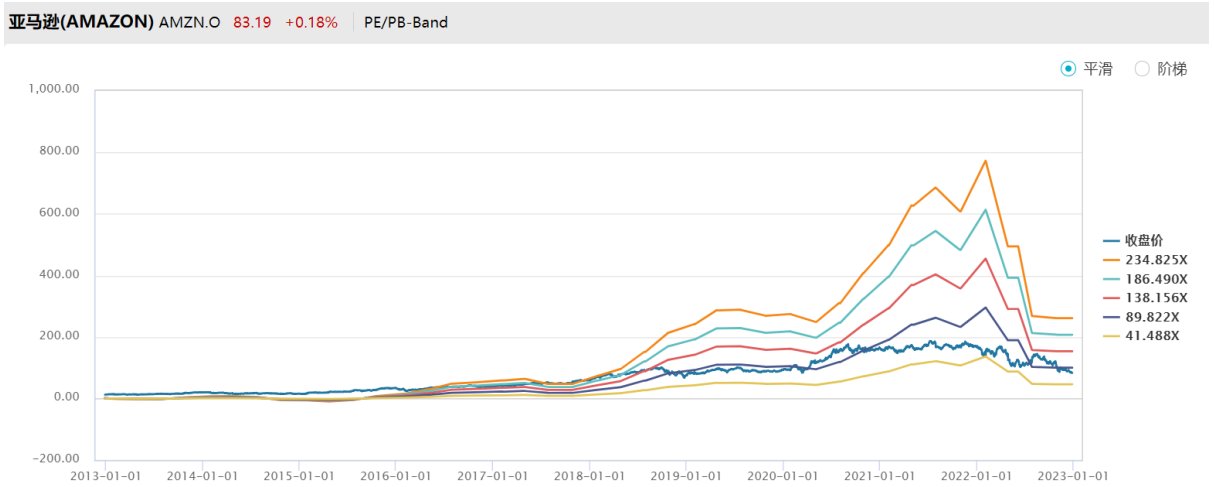
北美分车型FSD渗透率

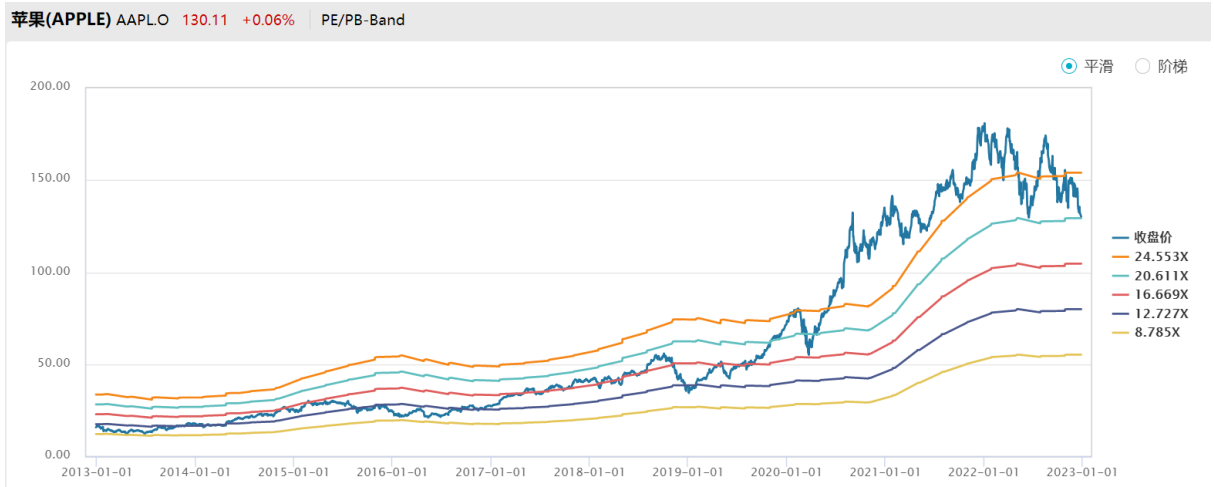


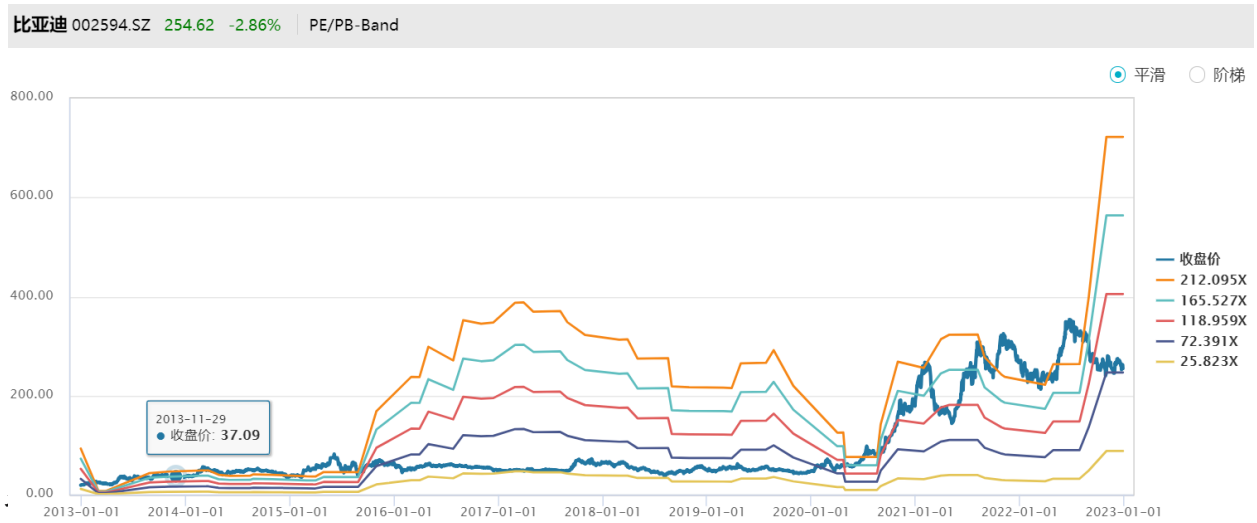
资料来源：Teslike Order Tracker Spreadsheets，浙商证券研究所

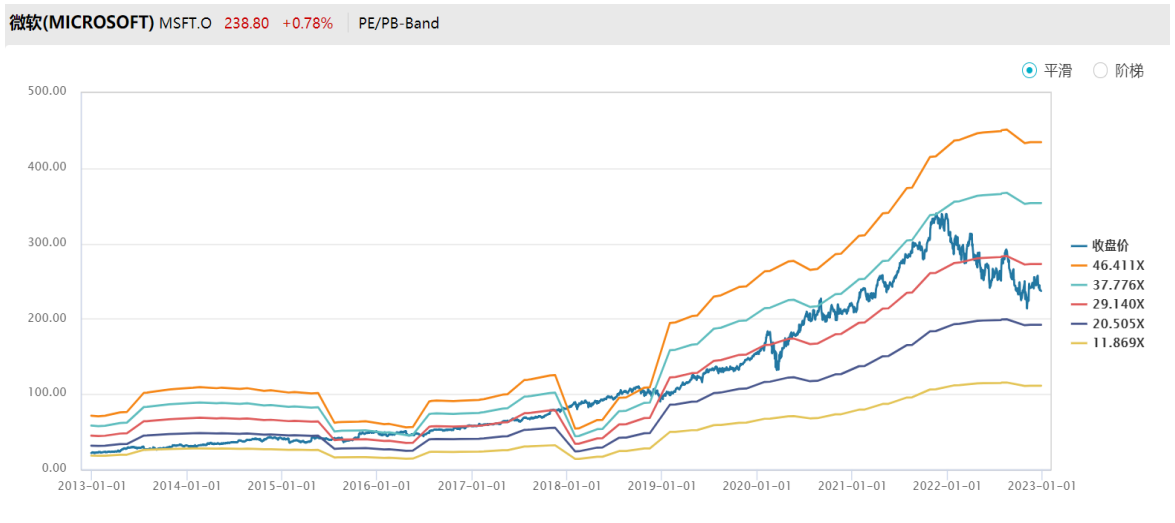
估值与科技股对比

□ 对比亚马逊、苹果、比亚迪、微软估值，特斯拉不到30倍的TTM









10 风险提示

- 特斯拉股价下行，股票质押风险；
- Cybertruck销量不及预期。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn