

汽车行业点评报告

特斯拉单季交付新高，2023年预计保持50%增速

增持（维持）

投资要点

- **2022Q4 单车ASP/单车净利环比回落，毛利率同环比下滑。**1) 营收方面，2022Q4 特斯拉实现营业收入 243.18 亿美元，同环比分别为+37.24%/+13.35%；其中汽车销售总额 213.07 亿美元，同环比分别为+33.44%/+13.99%，汽车销售业务收入 207.08 亿美元，同环比分别为+35.00%/+14.59%，汽车租赁业务收入 5.99 亿美元，同环比分别为-4.62%/-3.54%。2022Q4 能源收入 13.10 亿美元，同环比分别+90.41%/+17.28%；服务及其他收入 17.01 亿美元，同环比+59.87%/+3.40%。2022 年全年特斯拉合计实现营业收入 814.62 亿美元，同比+51.35%。2) 利润方面，2022Q4 公司实现归母净利润 36.87 亿美元，同环比分别+58.85%/+12.00%，归母净利率 15.16%，同环比+2.06pct/-0.18pct。2022 年全年特斯拉合计实现利润 125.56 亿美元，同比+127.51%，归母净利率 15.41%。
- **单季度交付再创新高，成本扰动下单车净利小幅下滑。**2022Q4 特斯拉全球交付 40.53 万辆，同环比分别+31.31%/+17.87%；2022Q4 公司整体毛利率 23.76%，同环比分别-3.60/+1.33pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 25.47%/41.24%，同比分别为-4.84/+4.29pct，环比分别为-2.04/+2.59pct；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比提升，表现较好；汽车销售业务毛利率下滑主要系：1) 汽车上游原材料成本保持高位；2) Q4 产能快速提升，但国内/海外市场的需求端在经济下滑/疫情爆发等压力下表现相对疲软，终端销售价格下调。核心费用率不断下滑，交付规模提升后摊销作用明显，Q4 研发费用率 3.33%，同环比-0.85/-0.09pct；销售、行政和一般费用率 4.24%，同环比分别-4.19/-0.24pct。2023 年，根据公司规划，全年交付同比增速预计保持在 50%左右，即最低保持超 190 万辆全球交付。
- **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 968 万辆，对应渗透率 39.3%。**特斯拉以“销量及盈利能力持续高增长”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销量有望达到 2460 万辆，分别同比+4.8%/+6.3%，批发口径新能源汽车渗透率为 39.3%；交强险零售销量 1980 万辆，同比+0.2%，其中新能源汽车零售销量 804 万辆，同比+52.7%，零售口径渗透率达到 40.6%。
- **投资建议：**看好特斯拉交付量保持稳定增速下给供应链带来的持续增长机会，重点推荐【拓普集团+旭升集团+新泉股份+岱美股份+沪光股份】，关注【银轮股份】。附 2023 年汽车板块投资观点，子版块排序：港股汽车>A 股零部件>A 股整车。1) 港股汽车：优选【理想+吉利】，其次【比亚迪+长城+蔚来】等。2) A 股零部件：首选 Tier0.5【拓普集团】。优选单一赛道第一梯队：轻量化赛道【旭升-爱柯迪-文灿】，线控制动【伯特利】，大内饰赛道【新泉/继峰/岱美】等。第二梯队：域控制器（德赛西威/华阳集团等）/热管理/空悬等。3) A 股整车：优选长城/长安/华为（赛力斯/江淮）。
- **风险提示：**芯片短缺影响超预期；乘用车价格战超出预期。

2023 年 01 月 26 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

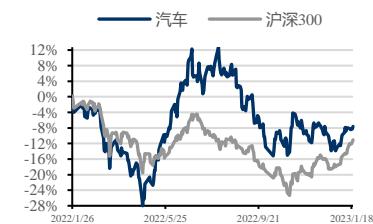
huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书：S0600121070072

yanghb@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《新能源 12 月月报：12 月新能源渗透率 33.8%，坚定看好！》

2023-01-19

《第一周交强险环比-56%，坚定信心！》

2023-01-15

1. 单季度交付再创新高，成本扰动下单车净利小幅下滑

2022Q4 特斯拉单季度交付再创新高，海外市场贡献重要增量。2022Q4 特斯拉全球交付 40.53 万辆，同比分别+31.31%/+17.87%；其中 Model 3/Y 交付 388131 辆，同比分别+30.73%/+19.37%，Model S/X 交付 17147 辆，同比分别+45.73%/-8.17%。季度交付中包括租赁车辆 15184 辆，占比 3.75%，环比+0.55pct。分地区来看，中国市场销售（交强险口径）122038 辆，同比分别+211.70%/+0.48%，占总交付比例为 30.11%；海外市场销售 266093 辆，同比分别+3.24%/+30.62%。2022 年全年特斯拉共实现交付 131.4 万辆，同比+40.33%。

图1：特斯拉分车型全球交付量/辆

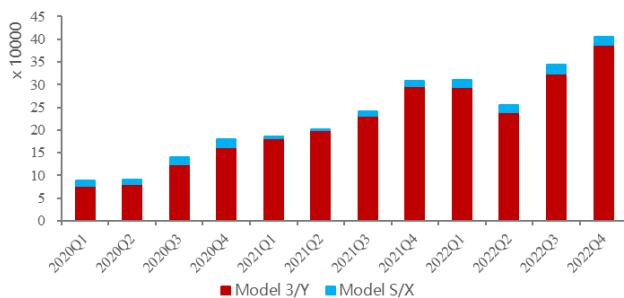


图2：特斯拉分地区交付量/辆



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

数据来源：公司季报，交强险，东吴证券研究所

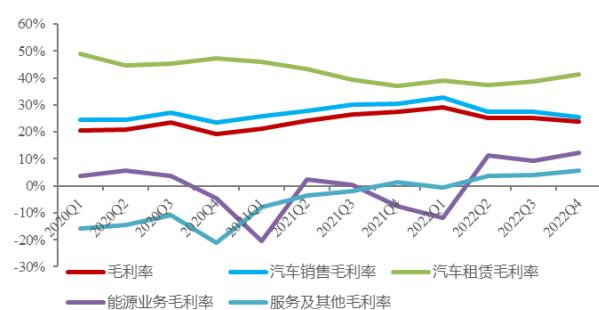
2022Q4 单车 ASP 环比回落，毛利率同环比下滑。1) 营收方面，2022Q4 特斯拉实现营业总收入 243.18 亿美元，同比分别为+37.24%/+13.35%；其中汽车销售总额 213.07 亿美元，同比分别为+33.44%/+13.99%，汽车销售业务收入 207.08 亿美元，同比分别为+35.00%/+14.59%，汽车租赁业务收入 5.99 亿美元，同比分别为-4.62%/-3.54%。2022Q4 能源收入 13.10 亿美元，同比分别+90.41%/+17.28%；服务及其他收入 17.01 亿美元，同比+59.87%/+3.40%。2022 年全年特斯拉合计实现营业收入 814.62 亿美元，同比+51.35%。2) 利润方面，2022Q4 公司实现归母净利润 36.87 亿美元，同比分别+58.85%/+12.00%，归母净利率 15.16%，同比+2.06pct/-0.18pct。2022 年全年特斯拉合计实现利润 125.56 亿美元，同比+127.51%，归母净利率 15.41%。

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

2022Q4 销售端降价叠加成本项扰动较大，毛利率同环比下滑，其中汽车销售业务毛利率下滑最大。2022Q4 公司整体毛利率 23.76%，同环比分别-3.60/+1.33pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 25.47%/41.24%，同比分别为 -4.84/+4.29pct，环比分别为 -2.04/+2.59pct；能源业务毛利率创历史新高，达 12.14%，同环比分别+19.55/+2.83pct，服务及其他业务毛利率 5.64%，同环比分别+4.14/+1.63pct。**2022Q4 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：**1) 汽车上游原材料成本保持高位；2) Q4 产能快速提升，但国内/海外市场的需求端在经济下滑/疫情爆发等压力下表现相对疲软，终端销售价格下调。

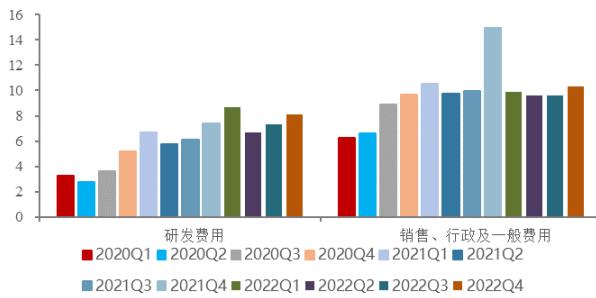
核心费用率不断下滑，交付规模提升后摊销作用明显。公司 2022Q4 实现研发费用投入 8.10 亿美元，同环比小幅提升，分别+9.46%/+10.50%；销售、行政和一般管理费用 10.32 亿美元，同环比-30.92%/+7.39%。**研发费用率 3.33%，同环比-0.85/-0.09pct；销售、行政和一般费用率 4.24%，同环比分别-4.19/-0.24pct。**

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

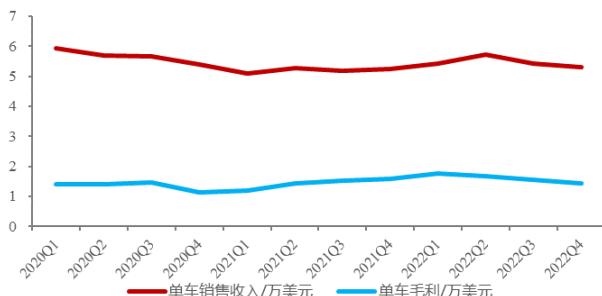


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

单车 ASP 环比下滑，同比维稳，单车毛利/单车净利下滑。2022Q4 特斯拉单车平均销售收入 5.31 万美元，同环比分别+1.22%/-2.23%；单车毛利 1.43 万美元，同环比分别

-9.23%/-8.94%。2022Q4 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 0.25 万美元，分别同比-16.64%/-47.39%，交付规模提升后费用摊销明显。2022Q4 单车净利润为 0.91 万美元，环比分别为+20.98%/-4.98%。

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

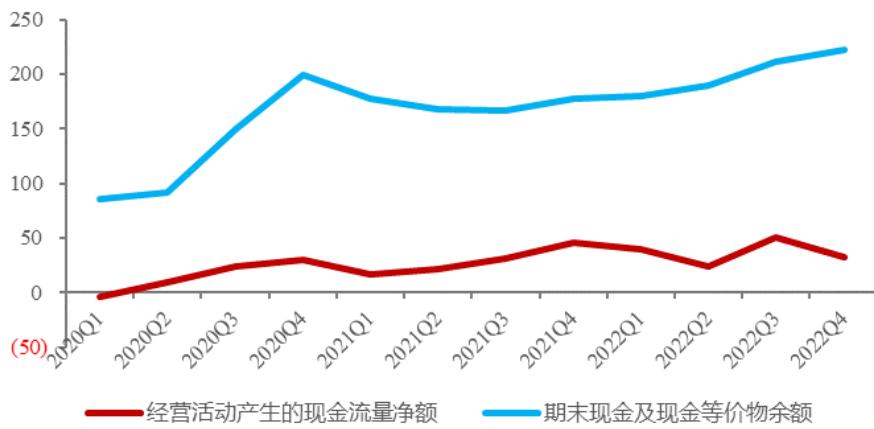
图8：特斯拉单车费用以及净利变化/万美元



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。2022Q4 特斯拉经营活动产生的现金流量净额为 32.78 亿美元，环比分别-28.51%/-35.73%；截至 Q4 末，公司期末现金及现金等价物余额为 221.85 亿美元，环比分别+25.29%/+5.11%。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

2. 德州/柏林产能持续提升，Semi/Cybertruck 即将陆续投产

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 190 万辆。截至 2022 年第三季度末，特斯拉柏林工厂 Model Y 周产能超过 3000 辆，德州奥斯汀工厂 Model Y 周产能同样超 3000 辆，同时特斯拉 4680 电池周产能超 1000 台，Cybertruck 的生产已进入设备调试环节，电动卡车 Semi 进入早

期生产阶段，首期交付计划于 2022 年 12 月开启。

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，即最低保持超 190 万辆全球交付。

图10：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	>250,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
TBD	Tesla Semi	-	Pilot Production
	Roadster	-	In development
	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 39%，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 968 万辆，对应渗透率 39.3%。特斯拉以“销量及盈利能力持续高增长”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 2460 万辆，分别同比+4.8%/+6.3%，其中新能源汽车批发销量为 968 万辆，同比+49.3%，批发口径新能源汽车渗透率为 39.3%；交强险零售销量 1980 万辆，同比+0.2%，其中新能源汽车零售销量 804 万辆，同比+52.7%，零售口径渗透率达到 40.6%。

图11：2022 年国内乘用车市场产批零售预测（万辆）

	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
1. 产量-乘联会	645	492	541	689	738	2346	2460
YOY	-3.1%	-8.4%	11.8%	3.9%	14.4%	12.2%	4.8%
2. 批发-乘联会	644	492	566	664	738	2313	2460
YOY	-0.8%	-9.6%	19.7%	1.8%	14.6%	9.9%	6.3%
2.1新能源批发	215	174	213	271	310	648	968
YOY	65.4%	47.1%	67.4%	44.8%	43.7%	96.7%	49.3%
新能源渗透率	33.4%	35.4%	37.6%	40.8%	42.0%	28.0%	39.3%
3. 交强险零售	563	396	455	554	574	1976	1980
YOY	2.2%	-15.8%	11.2%	3.9%	2.0%	-2.2%	0.2%
3.1 新能源零售	184	145	177	201	281	526	804
YOY	63.6%	43.5%	61.2%	52.7%	52.7%	82.0%	52.7%
4. 出口	83	80	91	99	110	253	380
YOY	49.5%	76.5%	85.0%	31.4%	32.8%	68.5%	50.4%
5. 总体库存变化	(1)	16	(5)	36	54	117	100
企业库存变化	1	0	(25)	25	0	33	0
渠道库存变化	(2)	16	19	11	54	84	100

数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

4. 投资建议

看好特斯拉交付量保持稳定增速下给供应链带来的持续增长机会，重点推荐【拓普集团+旭升集团+新泉股份+岱美股份+沪光股份】，关注【银轮股份】。附 2023 年汽车板块投资观点，子版块排序：港股汽车>A 股零部件>A 股整车。1) 港股汽车：优选【理想+吉利】，其次【比亚迪+长城+蔚来】等。2) A 股零部件：首选 Tier0.5【拓普集团】。优选单一赛道第一梯队：轻量化赛道【旭升-爱柯迪-文灿】，线控制动【伯特利】，大内饰赛道【新泉/继峰/岱美】等。第二梯队：域控制器（德赛西威/华阳集团等）/热管理/空悬等。3) A 股整车：优选长城/长安/华为（赛力斯/江淮）。

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提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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、意见及推论不一致的报告。

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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>