

特斯拉 Q4 业绩创新高，助燃产业链景气上行

2023 年 01 月 29 日

**分析师：邓永康**

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李孝鹏

执业证号：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理：赵丹

执业证号：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理：席子屹

执业证号：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

➤ **特斯拉 Q4 季度业绩再创新高，营收与净利稳健增长。**22Q4 营业收入 243.2 亿美元，同比/环比分别为+37.2%/+13.3%；毛利润为 57.8 亿美元，毛利率为 23.8%，同比/环比分别下降 3.6pts/1.3pts，净利润为 37.07 亿美元，净利率为 15.2%，同比增加 3.6pts，环比下降 0.3pts。汽车业务板块 22Q4 营业收入为 213.1 亿美元，同比/环比分别为+33.4%/+14.0%，汽车毛利润为 48.08 亿美元，毛利率为 23.8%，同比/环比分别下降 6.5pts/2.5pts。特斯拉 22Q4 单车毛利润为 1.19 万美元，若维持 20%以上毛利率，以平均售价 4.7 万美元，20%毛利率为基准计算所得单车毛利润在 0.94 万美元以上。1 月 26 日 22Q4 财报电话会议宣称 23 年目标销量为 180 万辆，以此销量计算，我们预测 23 年毛利润最低能达到 169.2 亿美元。**随着 23 年产能释放后的规模效应与新技术带来的降本成效，预计未来公司盈利能力将得到进一步强化。**

➤ **降价刺激销量增量显著，23 年有望突破目标 180 万辆。**全球销量约 131.4 万辆，同比增加 40.3%，其中 Model 3/Y 的生长状态比较缓和，全球产量和销量分别为 129.8 万辆和 124.7 万辆，同比增长约 43.3%和 36.9%；Model S/X 的产销增长态势更加明显，全球产量和销量分别为 7.1 万辆和 6.7 万辆，同比增长约 107.0%和 167.0%。根据销量年复合增长率 40%预测，我们预测 2023 年 Model 3/Y 销量有望达 175 万辆，Model S/X 销量有望达 9 万辆，全年销量预测达 184 万辆，2025 年全年销量有望达约 360 万辆。

➤ **新规划助力拓宽未来成长空间，实现量利齐升。**特斯拉扩产重卡和 4680 电池厂，打开降本增收空间。展望未来，2023 年多种车型加速量产，全球超级工厂产能加速放量，总产能达到 190 万辆，助力全年冲刺 190 万辆，实现满产满销。

➤ **投资建议：**1) 长期竞争格局向好，且短期有边际变化的环节。重点推荐：电池环节的【宁德时代】、隔膜环节的【恩捷股份】、热管理的【三花智控】、高压直流的【宏发股份】、薄膜电容【法拉电子】，熔断器的【中熔电气】。2) 4680 技术迭代，带动产业链升级。建议关注：大圆柱外壳的【科达利】；布局 LiFSI 的【天赐材料】、【新宙邦】和碳纳米管领域的相关标的。3) 一体化压铸降本增效成果显著。受益标的：【旭升集团】，建议关注【文灿股份】、【拓普集团】、【泉峰汽车】、【爱柯迪】。

➤ **风险提示：**1) 新车型销量不及预期。2) 原材料价格波动。3) 产能扩张不及预期、产品开发不及预期。

推荐**维持评级****相关研究**

- 1.储能洞察-1 月刊：工商业储能：三大驱动力，开启下一个黄金赛道-2023/01/27
- 2.EV 观察系列 131：12 月欧洲新能源车销量再创新高，渗透率超 40%-2023/01/26
- 3.EV 观察系列 130：12 月新能源车销量再创新高，后续动能强劲-2023/01/23
- 4.洞鉴光伏-23 年 1 月刊：追光趁年华-2023/01/21
- 5.海外充电桩系列 (02)：海外市场星辰大海，国内企业出海成长加速-2023/01/15

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300750	宁德时代	452.0	6.52	12.01	19.22	66	38	23	推荐
002812	恩捷股份	149.9	3.05	5.30	7.70	49	28	19	推荐
002050	三花智控	24.6	0.47	0.65	0.87	52	38	28	推荐
600885	宏发股份	37.6	1.02	1.30	1.76	26	28	21	推荐
600563	法拉电子	172.9	3.69	4.72	6.52	47	37	27	推荐
301031	中熔电气	166.3	1.21	2.55	4.28	137	65	39	推荐
603305	旭升集团	37.0	0.66	0.94	1.42	40	39	26	推荐

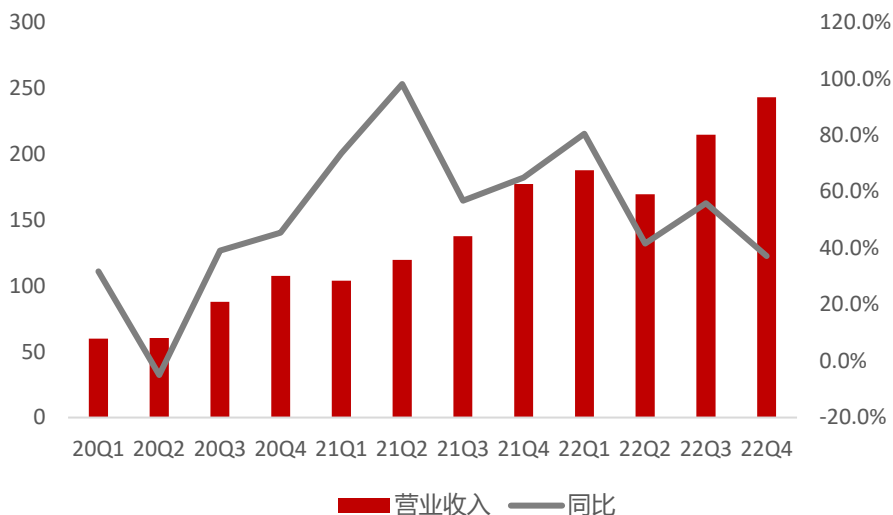
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测;

(注: 股价为 2023 年 01 月 20 日收盘价)

1 22Q4 业绩创新高，23 年毛利率或稳步 20%以上

特斯拉 Q4 季度业绩再创新高，营收与净利稳健增长。23 年 1 月 26 日，特斯拉 22Q4 财报公布，营收端：22Q4 营业收入 243.2 亿美元，同比/环比分别为 +37.2%/+13.3%；22 年全年总收入为 814.6 亿美元，同比+51.4%。

图1：各季度营业收入和同比增速（亿美元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

利润端：22Q4 毛利润为 57.8 亿美元，毛利率为 23.8%，同比/环比分别下降 3.6pts/1.3pts，净利润为 37.07 亿美元，净利率为 15.2%，同比增加 3.6pts，环比下降 0.3pts；22 年全年毛利润为 208.5 亿美元，毛利率为 25.6%，同比上升 0.3pts；净利润为 125.9 亿美元，净利率为 15.5%，同比增加 5pts，归母净利润为 125.6 亿美元。

图2：各季度毛利润和毛利率（亿美元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

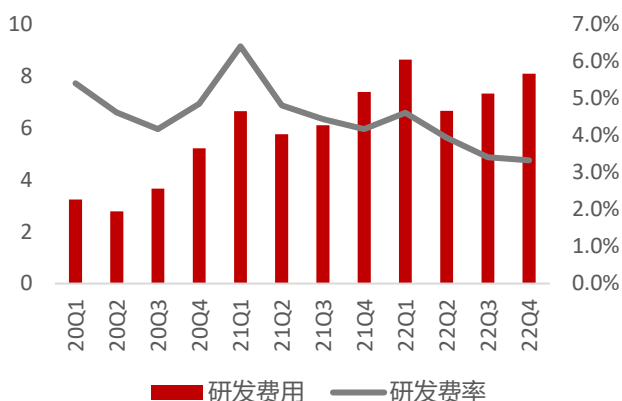
图3：各季度净利润和净利率（亿美元，%）



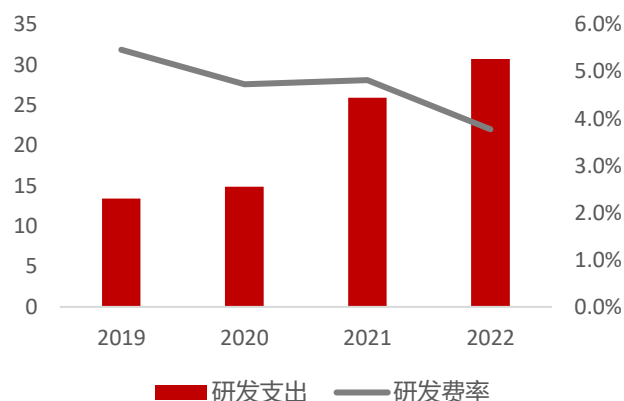
资料来源：wind，民生证券研究院

费用端：22Q4 研发支出为 8.1 亿美元，研发费用率为 3.3%，同比下降 0.9pts，

单从 22 年季度分析，投入研发费用率下降；全年研发支出为 30.8 亿美元，研发费用率为 3.8%，同比下降 1pts，从年度分析，22 年研发支出达到新高，研发费率每年却持续下降，主要因为营收大幅增加，同时企业前期的研发投入也有待逐步显示成效，为营收创造更多的增量。

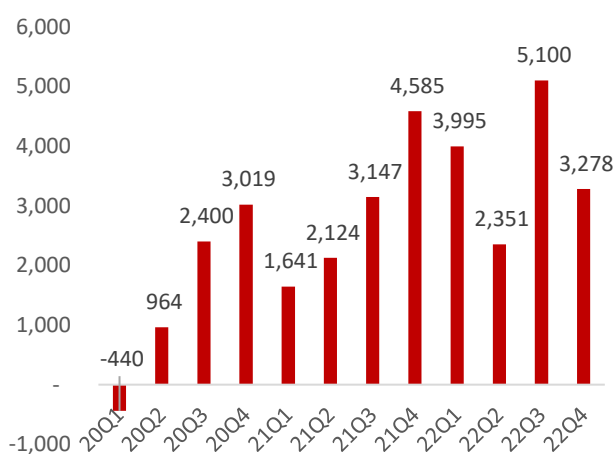
图4：各季度研发费用和研发费率（亿美元，%）


资料来源：wind，民生证券研究院

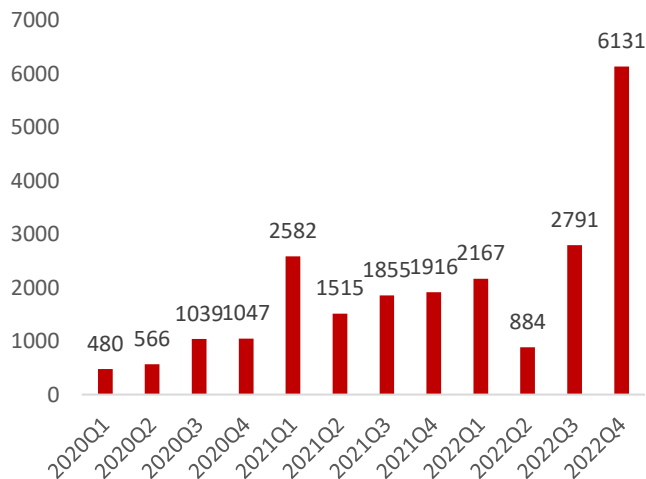
图5：各年度研发费用和研发费率（亿美元，%）


资料来源：wind，民生证券研究院

现金流量端：2022Q4 经营活动产生的现金流为 32.78 亿美元，较 Q3 下降 18.22 亿。虽然 2022Q4 的净利润较 Q3 增加 3.57 亿元，受营运资本较 Q3 增加 24.22 亿的影响，经营活动现金流整体呈下降趋势。2022Q4 投资活动投入的现金流为 61.31 亿美元，较上一季度增加 33.40 亿美元投入。其中 Q4 的资本性支出为 18.58 亿，较上一季度的 18.00 保持平稳。投资活动的大幅增加主要源于 Q4 发生的 43.68 亿的投资支出。

图6：各季度经营活动产生的现金流量净额（亿美元）


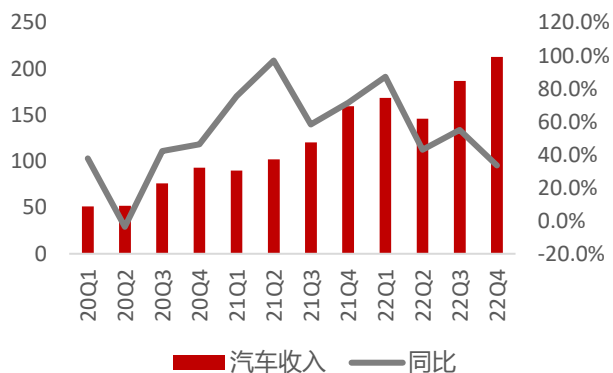
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：各季度投资活动产生的现金流量净额（亿美元）


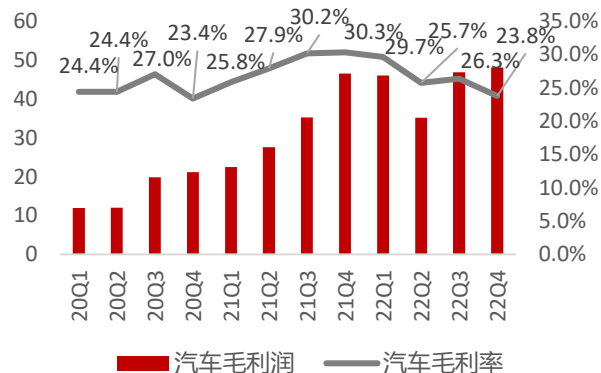
资料来源：wind，民生证券研究院

汽车业务板块：22Q4 汽车营业收入为 213.1 亿美元，同比/环比分别为 +33.4%/+14.0%；22 年全年汽车收入为 714.6 亿美元，同比+51.3%。22Q4 汽车毛利润为 48.08 亿美元，毛利率为 23.8%，同比/环比分别下降 6.5pts/2.5pts；

22 年汽车全年毛利润为 176.11 亿美元，毛利率为 24.6%，同比下滑 3.3pts。从季度数据看，22Q4 毛利率下降，但整体保持较高水平，预计随着降价策略的落地，未来还会继续下滑。

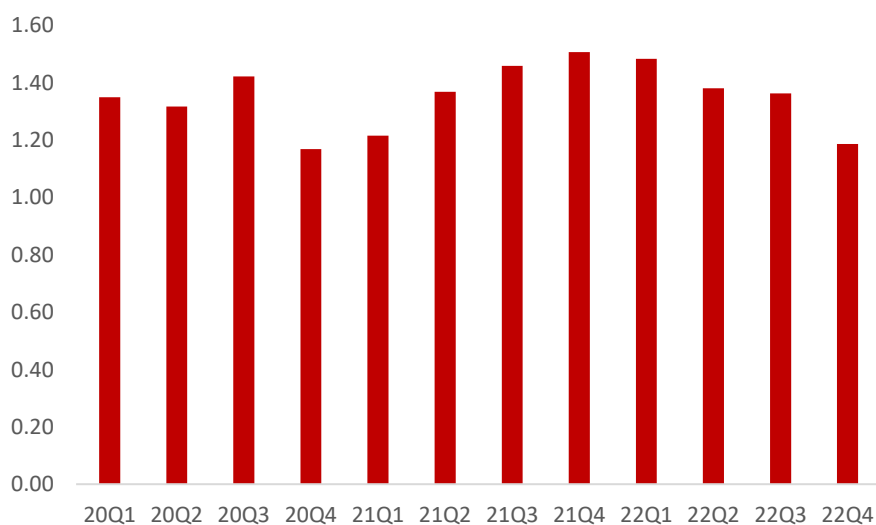
图8：各季度汽车业务收入和同比增速（亿美元，%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：各季度汽车业务毛利润和毛利率（亿美元，%）


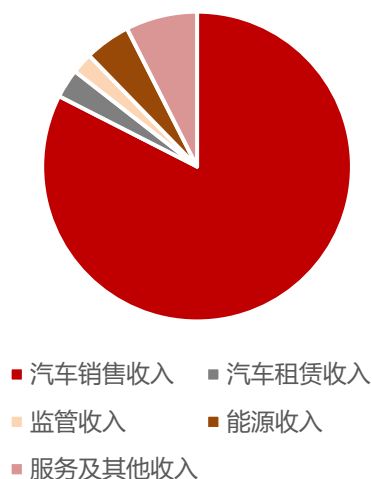
资料来源：wind，民生证券研究院

特斯拉 22Q4 单车毛利润为 1.19 万美元，22 年单季度毛利润一直下降，Q4/Q3/Q2/Q1 季度环比降幅分别为 13%/1.3%/6.9%/1.5%。1 月 26 日 22Q4 财报电话会议中高管表示 23 年公司毛利率有信心维持在 20%以上的水平，平均售价会高于 4.7 万美元，相较其他新能源车企，仍处于绝对领先优势。若维持 20% 以上毛利率，以平均售价 4.7 万美元，20% 毛利率为基准计算所得单车毛利润在 0.94 万美元以上。1 月 26 日 22Q4 财报电话会议宣称 23 年目标销量为 180 万辆，以此销量计算，我们预测 23 年毛利润最低能达到 169.2 亿美元。随着 23 年产能释放后的规模效应与一体化压铸带来的成本降低，预计未来公司盈利能力将得到进一步强化。

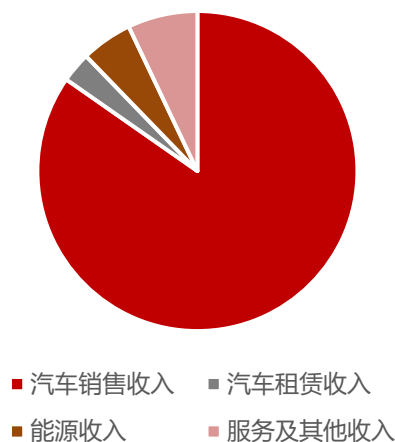
图10：各季度单车毛利润（万美元/辆）


资料来源：wind，民生证券研究院

特斯拉能源收入持续增长，营收空间继续拓宽。特斯拉 2022 全年营收结构中，汽车销售收入 672.1 亿美元，占比 83%，同比增加 47.4%；汽车租赁收入 24.8 亿美元，占比 3%，同比增加 50.8%；汽车监管收入 17.76 亿美元，占比 2%；能源收入 39.09 亿美元，占比 5%，同比增加 40.2%，服务及其他收入 60.91 亿美元，占比 7%，同比增加 60.2%。22Q4 能源收入 13.10 亿美元，同比增加 90.4%。储能板块 22Q4 出货 2.46GWh，同增 152%，全年出货 6.54GWh，同增 64%，为应对饱满的订单，公司 40GWh 的 Megapack 工厂产能正快速爬坡，光伏板块 22Q4 装机 100MW，同增 18%，全年装机 348MW，同增 1%。目前市场对特斯拉储能板块产品需求仍然远超其供应能力，能源收入取得历史性增速并在持续发力助推特斯拉向可再生能源服务商转型，加速构筑第二成长曲线。

图11：2022 年度营收结构


资料来源：wind，民生证券研究院

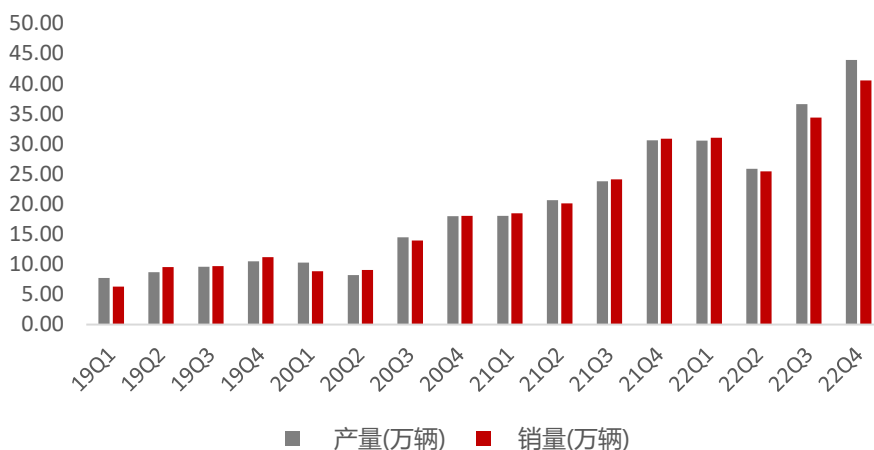
图12：2021 年度营收结构


资料来源：wind，民生证券研究院

2 降价刺激 23Q1 销量增量明显，23 年有望突破目标 180 万辆

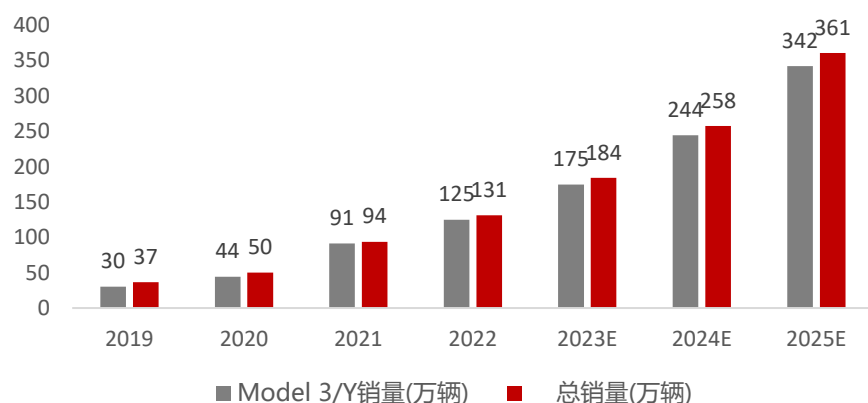
2022 年特斯拉销量成绩瞩目。全球销量约 131.4 万辆，同比增加 40.3%，其中 Model 3/Y 的生长状态比较缓和，全球产量和销量分别为 129.8 万辆和 124.7 万辆，同比增长约 43.3%和 36.9%；Model S/X 的产销增长态势更加明显，全球产量和销量分别为 7.1 万辆和 6.7 万辆，同比增长约 107.0%和 167.0%。根据销量年复合增长率 40%预测，我们预测 2023 年 Model 3/Y 销量有望达 175 万辆，Model S/X 销量有望达 9 万辆，全年销量预测达 184 万辆，2025 年全年销量有望达约 360 万辆。

图13：特斯拉各季度产量和销量



资料来源：wind，民生证券研究院

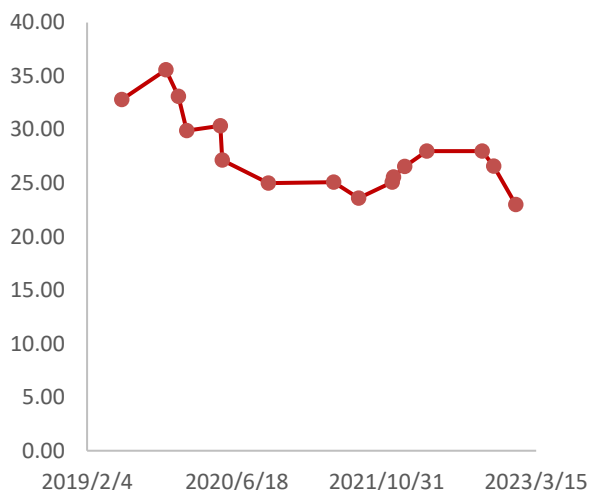
图14：特斯拉 Model 3/Y 年度销量预测



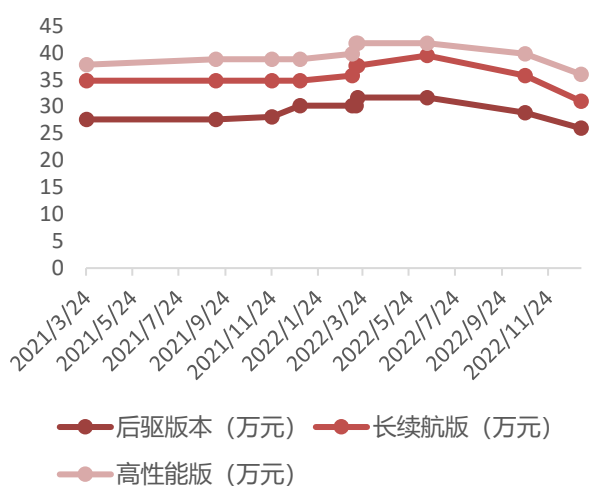
资料来源：wind，民生证券研究院测算

特斯拉 Q4 产销创历史新高。特斯拉 Q4 产销增加，22Q4 销量为 40.5 万辆，同比增加 31.3%，产量为 44.0 万辆，同比增加 43.8%，产销增速平稳，达到历史新高。**降价刺激 1 月订单量大幅增加。**1 月 6 日特斯拉官宣降价，Model 3/Y 在中国范围内均刷新历史最低价，其中 Model3 标准续航版从 10 月份 26.59 万元降至 22.99 万元，下降 3.6 万元；而 Model Y 后轮驱动版从 28.89 万元降至 25.99

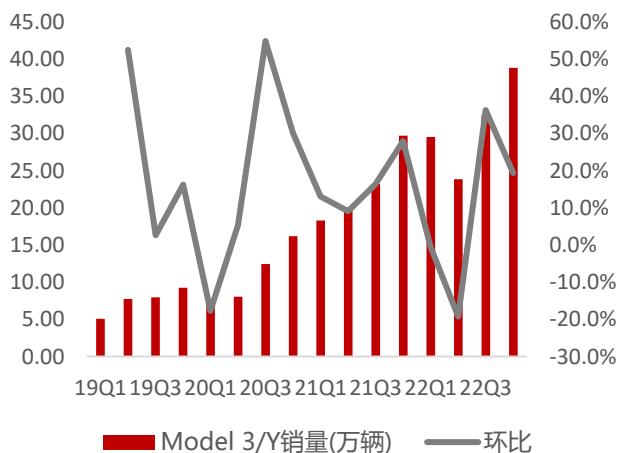
万元，下降 2.0 万元。继 2022 年 10 月份后再次大幅降价，短期内能够拉动需求回暖，23Q1 一季度实际订单大幅增加。按照 1 月 26 日业绩发布会马斯克宣称，特斯拉订单量在 2023 年 1 月达到历史新高，我们参考 2020Q3 连续降价后销量季度环比增加 54.9%，考虑总量限制，按照季度环比增速 35% 预测 2023Q1 Model 3/Y 销量有望达到 52 万辆。

图15: Model 3 价格走势图 (万元)


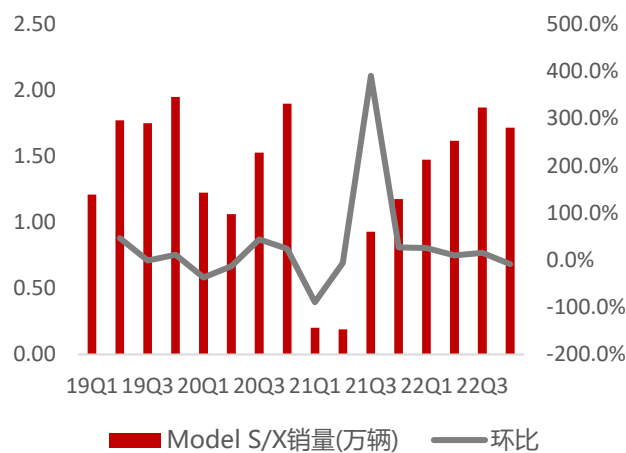
资料来源: 公司新闻, 民生证券研究院整理

图16: Model Y 不同版本价格走势图 (万元)


资料来源: 公司新闻, 民生证券研究院整理

图17: Model 3/Y 各季度销量和环比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院整理

图18: Model S/X 各季度销量和环比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院整理

3 新规划助力拓宽未来成长空间，实现量利齐升

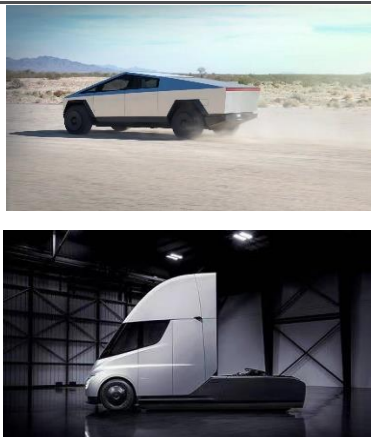
特斯拉扩产重卡和 4680 电池厂，打开降本增收空间。1 月 25 日，公司宣布投资 36 亿美元继续扩建内华达超级工厂。扩建部分设施用来制造 Semi 半挂式电动卡车，另一部分将用来生产 4680 大圆柱形锂电池。此举或将拓宽且加深其在电动卡车及 4680 电池领域的优势。

Semi 电动重卡有望拓宽特斯拉成长空间。2017 年特斯拉首次宣布生产 Semi 电动重卡，但实际直到 2022 年才实现小规模量产，本次扩建有望实现电动重卡大规模量产，助力特斯拉实现交通工具电动化的闭环，推动减少二氧化碳排放，未来销量和营收增量空间较大。

受益特斯拉销量高增长和扩建计划，4680 圆柱电池市场潜力巨大。2020 年，特斯拉推出 4680 大圆柱形锂离子电池，搭载车型包括 Model 3/Y，Cybertruck 和 Semi-truck，计划于 2022 年开始部分装机，2023 年开始起量。前期特斯拉 4680 电池自建产能包括加州弗里蒙特工厂、德州工厂及内华达工厂（柏林工厂 4680 电芯产线考虑补贴因素将迁回德州工厂），产能或达到 90GWh 左右，近期扩建规划年产能是 100GWh，适配 150 万辆电动汽车，扩建后预计总产能或达到 190GWh。

4680 电池量产技术持续获得突破，市场潜力巨大。2022 年年初，弗里蒙特工厂生产能力一周约 4.38 万个，而 2022 年底该工厂生产了 86.8 万颗大圆柱形锂离子电池电芯，目前该工厂的产能已经提升到年初的约 20 倍。预计 2024 年，随着 4680 电池工艺及良率的提升，装机量迎来大幅提升，特斯拉电动车成本还会在现在的基础上大幅下降，**未来大规模 4680 量产后将进一步推动公司量利齐升。**

多种车型齐放量，2023 年开启新一轮产品周期。**Model 3/Y：**截至目前，Model 3 已上市 6 年，Model Y 已上市 4 年，随着市场竞品的更新迭代，特斯拉也准备发布 Model 3 小改款，计划在 23 年下半年找到新的增长点。**Model X/S：**2023 年年初，新款特斯拉 Model X/S 正式在中国发售，相继推出了全新 Plaid 三电机全轮驱动版，重新树立特斯拉豪华品牌的形象。**Cybertruck：**2023 年 7 月，Cybertruck 将在德州工厂进入初期生产阶段，预计年产能 75 万台。**Semi：**22 年底首台 Semi 卡车已经完成交付，百事集团 2023 年计划部署 100 辆重型 Semi 卡车。**Model Q：**2022 年 10 月 20 日，马斯克在第三季度电话会中透露 Model Q 车型定位，下一代车型成本将是 Model 3/Y 的一半，所以预计 Model Q 售价只需要 16-20 万左右，该车型或将在 2024 年上市。马斯克对 Model Q 抱以厚望，称总交付量将超过特斯拉其他所有汽车产品的总和，这也意味着**特斯拉 Model Q 有望带动中期销量快速提升。**

图19: Cybertruck 和 Semi


资料来源: 搜狐网, 汽车之家

图20: Model Q 概念图


资料来源: 智电汽车

展望未来, 特斯拉全球超级工厂加速放量, 助力全年 180 万辆目标达成。当前, 加州弗里蒙特工厂 Model S/X 产能为 10 万辆, Model 3/Y 产能为 55 万辆; 上海超级工厂 Model 3/Y 产能大于 75 万辆; 柏林工厂 Model Y 产能大于 25 万辆; 德州工厂 Model Y 大于 25 万辆, Cybertruck 产线调试中, 等待陆续量产; 内华达工厂 Semi 试生产阶段。2023 年, 特斯拉全球超级工厂产能加速释放, 全球 Model 3/Y 和 Model S/X 产能合计达 190 万台。假设特斯拉产销率为 100%, 2023 年特斯拉全年销量将冲刺 190 万台。

表1: 特斯拉整车工厂概览

特斯拉整车工厂				
	美国加州工厂	上海临港工厂	德国柏林工厂	美国德州工厂
占地	2250 亩	超 1200 亩	4500 亩	12000 亩
生产车型	Model S/X/3/Y	Model 3/Y	Model 3/Y	Model 3/Y、Cybertruck、Semi、Roadster
技术革新	一体压铸	一体压铸	一体压铸、CTC	一体压铸、CTC
装机电池	18650/21700/试生产 46800	21700/配套松下、宁德、LG 化学	21700/46800	21700/46800
年产能	65 万辆	75 万辆	爬坡中 Model Y 大于 25 万辆	爬坡中 Model Y 大于 25 万辆

资料来源: 特斯拉 2022Q1 财报, 财经头条, 民生证券研究院整理

4 投资建议

特斯拉 22 年 Q4 产销、营收均创历史新高，一季度受降价刺激、23 年新车型陆续放量、产品新技术持续突破等有利因素，将持续受益上游产业链公司业绩增长。23 年至 24 年，4680 新技术不断突破瓶颈，预计 24 年实现落地或放量。同时电池相关的新技术创新不断涌现向上开辟行业空间，我们强 Call 当前布局时点。**重点推荐三条主线：**

主线 1：长期竞争格局向好，且短期有边际变化的环节。重点推荐：电池环节的【宁德时代】、隔膜环节的【恩捷股份】、热管理的【三花智控】、高压直流的【宏发股份】、薄膜电容【法拉电子】，熔断器的【中熔电气】。

主线 2：4680 技术迭代，带动产业链升级。4680 目前可以做到 210 Wh/kg，后续若体系上使用高镍 91 系和硅基负极，系统能量密度有可能接近 270Wh/kg，并可以极大程度解决高镍系热管理难题。建议关注：大圆柱外壳的【科达利】；高镍正极的【容百科技】、【当升科技】、【芳源股份】、【长远锂科】、【华友钴业】、【振华新材】、【中伟股份】、【格林美】；布局 LiFSI 的【天赐材料】、【新宙邦】和碳纳米管领域的相关标的。

主线 3：一体化压铸降本增效成果显著。重点推荐：【旭升集团】、建议关注：【文灿股份】、【拓普集团】、【泉峰汽车】、【爱柯迪】。

5 风险提示

1) 新车型销量不及预期。2) 原材料价格波动。3) 产能扩张不及预期、产品开发不及预期。

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026