

特斯拉 2023Q4 销量再创新高，完成全年 180 万销量目标。 2023Q4 销售 48.5 万辆，同比+19.5%，环比+11.4%，其中 Model 3/Y 销售 46.2 万辆，同比+18.9%，环比+10.1%，Model S/X 销售 2.3 万辆，环比+43.7%。23Q4 生产 49.5 万辆，同比+12.6%，环比+15.0%；其中 Model 3/Y 生产 47.7 万辆，同比+13.8%，环比+14.4%；Model S/X 生产 1.8 万辆，环比+33.1%。2023 年全年，特斯拉全球范围内共计生产电动车 184.6 万辆，同比+34.8%；合计销售 180.9 万辆，同比+37.7%，其中 Model 3/Y 销售 174.0 万辆，同比+39.5%，主要销售车型为 Model Y，全年圆满完成 180 万辆年交付目标，同时也蝉联了全球纯电动车交付量榜单冠军。

Cybertruck 成为增量点，预计特斯拉 2024 年销量或达 217 万辆。 2023 年上游电池原材料碳酸锂价格大幅降低，电池原材料成本逐步下降，特斯拉在 2024 年有望进一步降低车辆的售价，从而带动销量增长。分地区看，中国市场竞争激烈，车型优质供给较多，自主品牌份额日益提升，特斯拉需求驱动力欠缺；北美市场受到地方政策的保护，同时特斯拉公司表示 Cybertruck 电动皮卡可能从今年早些时候开始获得美国政府的电动汽车税收抵免，因此未来北美市场销量增速较快；欧洲市场受益于需求趋势，叠加特斯拉是当地较为优质的供给车型，预计整体销量表现较好。

产能充足保障供给，FSD 智驾加速落地拉动终端需求提升。 特斯拉工厂产能充足，或将冲击更高目标。特斯拉当前设计产能超过 235 万辆/年，其中 Cybertruck 生产线已在德州工厂完成试生产，预计产能超过 12.5 万辆，其余车型稳定年产预计约为 220 万辆，因此 2024 年销量有望达 217 万辆左右。**特斯拉正加速自动驾驶与人工智能研发进程。** FSD 是特斯拉推出的全自动驾驶服务，该项服务目前在中国尚未正式推出，后续落地进展有望推动销量增长。

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【**宁德时代**】、隔膜环节【**恩捷股份**】、热管理【**三花智控**】、高压直流【**宏发股份**】、薄膜电容【**法拉电子**】，熔断器【**中熔电气**】。2) 4680 技术迭代，带动产业链升级。重点推荐：大圆柱外壳的【**科达利**】；布局 LiFSI 的【**天赐材料**】、【**新宙邦**】。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**】。

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。4) 产品开发不及预期。

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
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
300750	宁德时代	155.8	9.75	11.85	15.29	16	13	10	推荐
002812	恩捷股份	54.88	3.00	3.10	4.00	18	18	14	推荐
002850	科达利	80.81	4.31	5.52	7.09	19	15	11	推荐
600885	宏发股份	26.7	1.35	1.65	2.03	20	16	13	推荐
600563	法拉电子	86.2	4.71	5.90	7.38	18	15	12	推荐
301031	中熔电气	128.54	2.34	4.98	7.80	55	26	16	推荐
603305	旭升集团	18.8	0.86	1.14	1.38	22	17	14	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 1 月 3 日收盘价)

推荐
维持评级

分析师 邓永康

 执业证书：S0100521100006
 电话：021-60876734
 邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

 执业证书：S0100122010020
 电话：021-60876734
 邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

 执业证书：S0100122120021
 电话：021-60876734
 邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

 执业证书：S0100122060007
 电话：021-60876734
 邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

- 洞鉴光伏·1月刊：与梅并作十分春-2024/01/01
- 电力设备及新能源周报 20240101：小米 SU7&极氪 007 发布，山东鼓励建设台区储能-2024/01/01
- 电力设备及新能源周报 20231224：Tesla 上海储能工厂落地，11 月国内光伏新增装机超预期-2023/12/24
- EV 观察系列 153：11 月欧洲新能源车市场趋势稳定，销量环比增长-2023/12/21
- EV 观察系列 152：11 月国内新能源车销量持续走强，渗透率稳步推进-2023/12/21

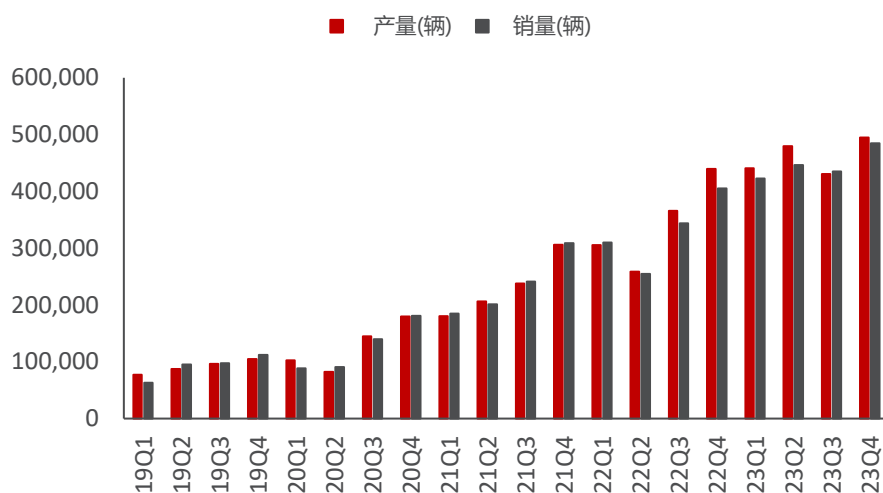
目录

1 Q4 产销再创新高，完成 180 万辆交付目标	3
2 Q3 盈利承压，加速推进 FSD 赋能智能化	5
2.1 Q3 毛利环比下滑，现金流充裕助力公司发展.....	5
2.2 FSD 智驾商业化提速，新车型助力 2024 年销量增长.....	7
3 投资建议	9
4 风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

1 Q4 产销再创新高，完成 180 万辆交付目标

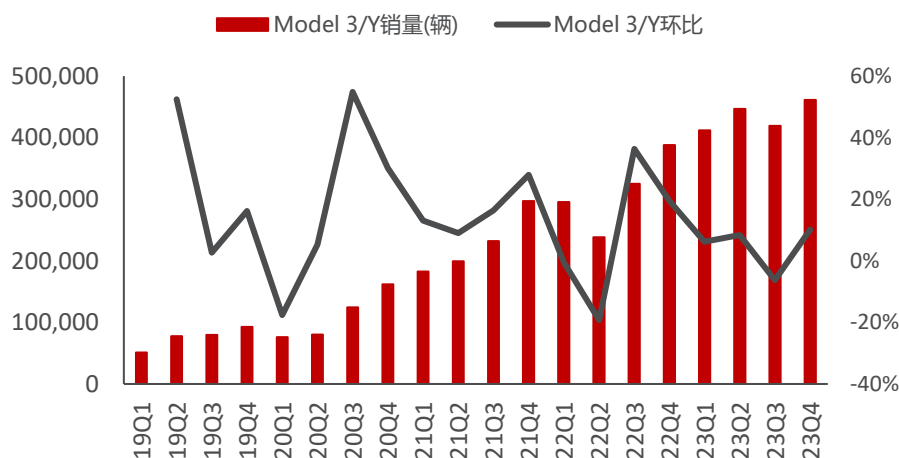
随着产能释放,2023Q4 交付再创新高。2023Q4 销售 48.5 万辆,同比+20%,环比+11.4%,其中 Model 3/Y 销售 46.15 万辆,同比+18.9%,环比+10.1%,Model S/X 销售 2.3 万辆,环比+43.7%。23Q4 生产 49.5 万辆,同比+13%,环比+14.98%;其中 Model 3/Y 生产 47.68 万辆,同比+13.77%,环比+14.39%;Model S/X 生产 1.82 万辆,环比+33.05%。2023 年全年,特斯拉全球范围内共计生产电动车约 185 万辆,合计销售 180.9 万辆,同比+38%,其中 Model 3/Y 销售 174.0 万辆,同比+39.5%,主要销售车型还是围绕 Model Y 进行,圆满完成 180 万辆年交付目标,同时也蝉联了全球纯电动车交付量榜单冠军。

图1: 特斯拉各季度产销量



资料来源: 特斯拉官网, 民生证券研究院

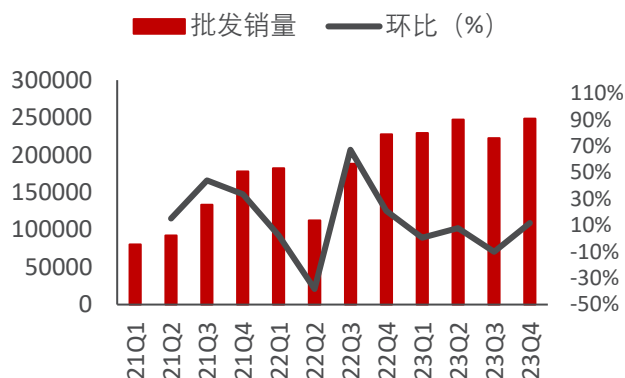
图2: Model 3/Y 各季度销量和环比



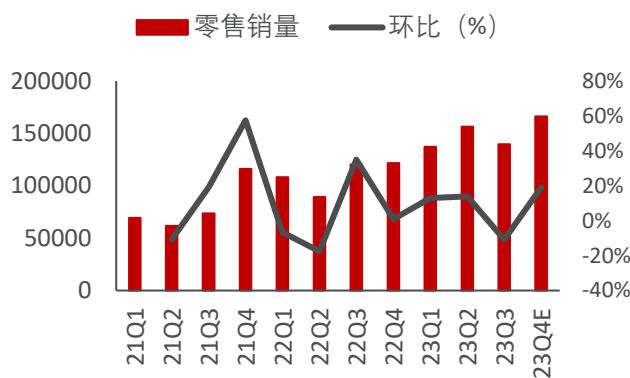
资料来源: 特斯拉官网, 民生证券研究院

乘联会预计特斯拉上海超级工厂 12 月批发交付了 94139 辆电动车, 单月同比增长高达 69%, 2023 年累计交付量高达 94.7 万辆, 同比增长 33%。**2023 年**

全年，特斯拉上海超级工厂国内零售销量或超 60 万辆电动车，大概占到特斯拉全球销量的 1/3 左右。分市场看，在美国，2023 年 Q3 特斯拉 Model Y 和 Model 3 再次包揽电动车销量冠亚军，并分别成为最畅销的 SUV 和豪华轿车；在欧洲，Model Y 是 11 月卖得最好的电动车，细分市场份超过 1/5；在挪威，位居乘用车榜一的 Model Y 引领当地电动车市渗透率达 90.6%。

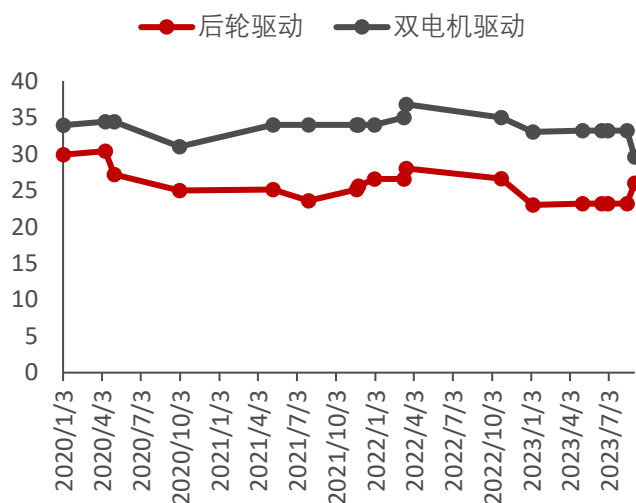
图3：特斯拉中国各季度批发销量和环比（辆，%）


资料来源：乘联会，民生证券研究院

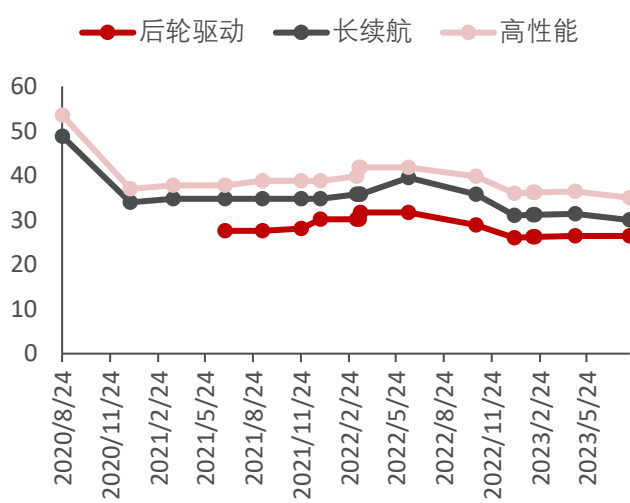
图4：特斯拉中国各季度零售销量和环比（辆，%）


资料来源：乘联会，民生证券研究院

特斯拉 2024 年新促销政策也正在掀起新一轮热销潮。2024 年 1 月 1 日起，特斯拉上线车险补贴和低息金融两项限时福利，可叠加使用。以 Model 3 后驱版为例，消费者在 1 月份下订并提车，折合可节省超 2.2 万元。2023 年，中国市场 Model 3 和 Model Y 经过多次价格调整，随着电池原材料成本的下降，特斯拉在 2024 年有望进一步降低车辆的售价，以保持产品在市场中的竞争力。

图5：中国 Model 3 不同版本价格走势图（万元）


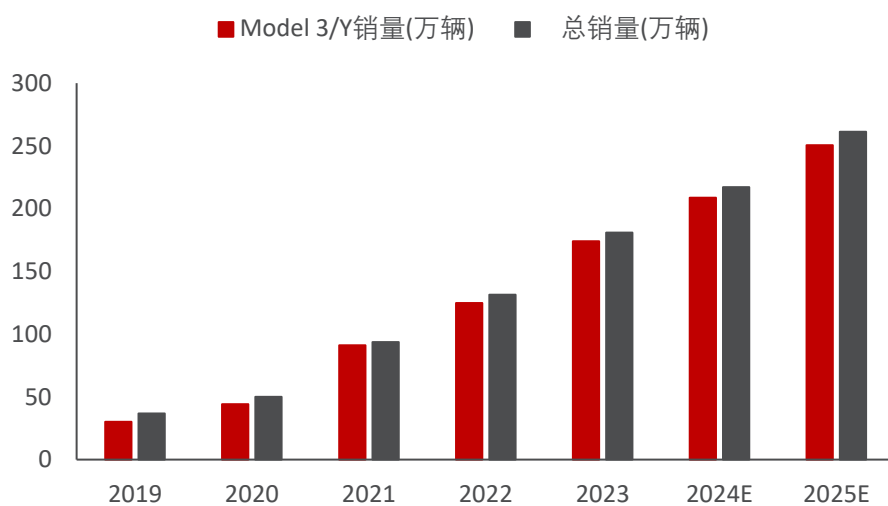
资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院

图6：中国 Model Y 不同版本价格走势图（万元）


资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院

价格优惠叠加新车型推动 2024 年销量上升，预计 24 年销量有望达 217 万辆。2023 年上游电池原材料碳酸锂价格大幅降低，电池原材料成本逐步下降，特

特斯拉在 2024 年有望进一步降低车辆的售价，从而带动销量增长。分地区看，中国市场竞争激烈，车型优质供给较多，自主品牌份额日益提升，特斯拉需求驱动力欠缺；北美市场受到地方政策的保护，同时特斯拉公司表示 Cybertruck 电动皮卡有可能在 2024 年获得联邦税收抵免资格，未来北美市场销量增速有望加速；欧洲市场受益于需求趋势，叠加特斯拉是当地较为优质的供给车型，预计整体销量表现较好。因此我们预计特斯拉 24 年销量有望实现 20% 增速，达 217 万辆。

图7：特斯拉销量预测


资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院测算

2 Q3 盈利承压，加速推进 FSD 赋能智能化

2.1 Q3 毛利环比下滑，现金流充裕助力公司发展

营收端：特斯拉 2023 年第三季度公司总营收达 233.5 亿美元，即使受平均售价降低与负面外汇的影响，特斯拉第三季度凭借订单增量，实现营收同比增长 8.8%。

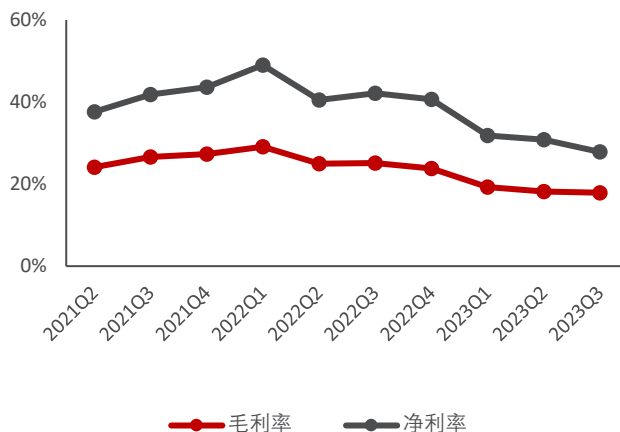
利润端：特斯拉本期毛利润达 41.8 亿美元，同比下降 22.4%，环比下降 7.8%；毛利率 17.9%，同比下降 7.2pcts，环比下降 0.3pcts；归母净利润达 23.2 亿美元，同比下降 36.6%，环比下降 26.4%；净利润率达 9.9%，同比下降 7.1pcts，环比下降 2.7pcts，受 Cybertruck 项目、AI 研发及工厂升级的生产费用增加影响，同上期相比有明显下滑。

图8：各季度营收和归母净利润及其同比增速（百万美元，%）



资料来源：特斯拉财报，民生证券研究院

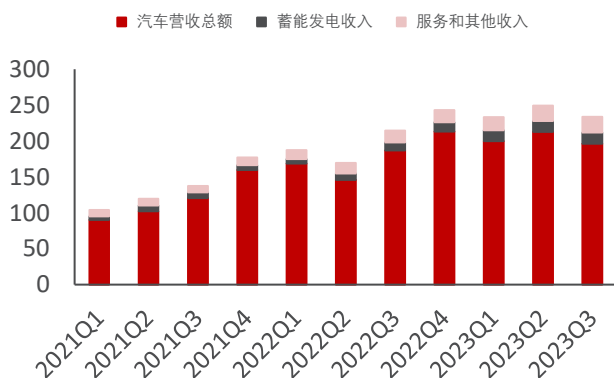
图9：特斯拉各季度净利率和毛利率（%）



资料来源：特斯拉财报，民生证券研究院

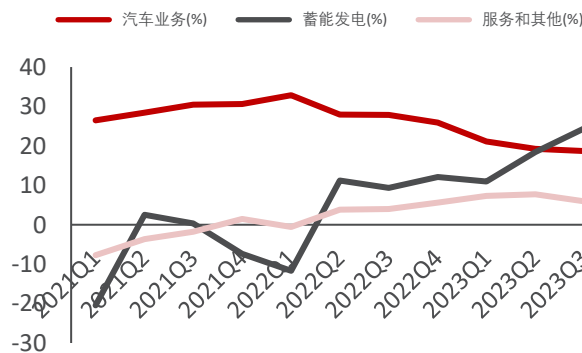
汽车业务收入依旧为特斯拉营收最主要组成部分。第三季度特斯拉汽车业务达 196 亿美元，占总营收约 84%，是公司收入的主要组成部分。汽车销售/租赁毛利率分别为 18.19%/38.45%，同比下降 9.33%/0.20%，环比下降 0.46%/1.94%，汽车销售业务毛利率下滑主要系公司新工厂利用率不足对利润产生不利影响；蓄能发电/服务及其他业务毛利率上升，分别为 24.44%/5.96%，同比增加 15.13%/1.94%，环比增加 6.02%/-1.77%。

图10：各季度特斯拉分业务营收情况（亿美元）



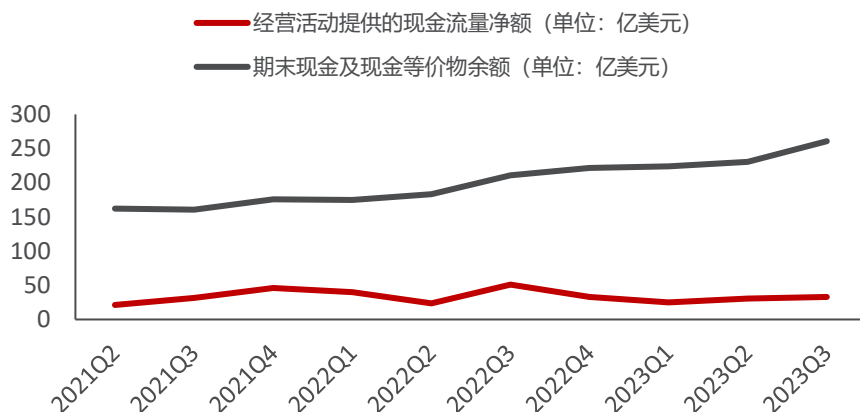
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图11：各季度特斯拉分业务毛利率情况（%）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

现金流充裕，公司抗风险能力强。特斯拉 2023Q3 经营活动产生的现金流量净额为 33.08 亿美元，同环比分别-35.14%/+7.93%；截至 Q3 末，公司期末现金及现金等价物余额为 260.77 亿美元，同环比分别+23.55%/+13.01%。目前公司现金流较为充裕，公司自身抗风险能力强，未来经营能够得到有效保障。

图12：特斯拉现金流表现/亿美元


资料来源：同花顺，民生证券研究院

特斯拉工厂产能充足，或将冲击更高目标。特斯拉当前设计产能超过 235 万辆/年，其中 Cybertruck 生产线已在德州工厂完成试生产，预计产能超过 12.5 万辆，其余车型稳定年产预计约为 220 万辆，预示 2024 年销量有望达 217 万辆左右。分工厂看，美国加州、德州工厂以及中国工厂处于产能饱和状态。特斯拉加州工厂产能高达 65 万辆；上海超级工厂超过 95 万辆，有潜在提升至 120 万辆的可能性；柏林超级工厂设计产能超过 37.5 万辆，目前未充分利用；德州超级工厂超过 37.5 万辆，仍有拓展空间。

表1：特斯拉全球工厂产能和状态 (辆)

地区	车型	产能	状态
California	Model S / Model X	100,000	生产
	Model 3 / Model Y	550,000	生产
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	生产
Berlin	Model Y	375,000	生产
Texas	Model Y	>250,000	生产
	Cybertruck	>125,000	试生产
Nevada	Tesla Semi	-	试生产
TBD	Roadster	-	发展中
Various	Next Gen Platform	-	发展中

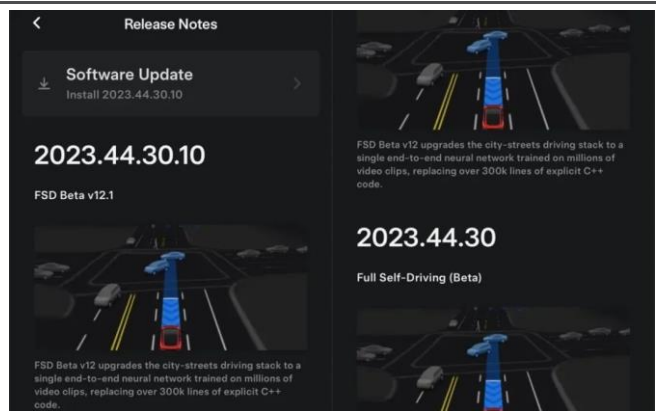
资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.2 FSD 智驾商业化提速，新车型助力 2024 年销量增长

特斯拉正加速自动驾驶与人工智能研发进程。FSD 是特斯拉推出的全自动驾驶服务，该项服务目前在中国尚未正式推出，后续落地进展有望推动特斯拉车型销量增长。2020 年 10 月，特斯拉推送 FSD Beta 给第一批测试用户，期间 FSD 已迭代了 12 个大版本，23 年 12 月，特斯拉向超过 1.5 万辆车主推出 FSD 测试版 V12.1，该版本完全采用神经网络进行车辆控制，将城市街道上的自动驾驶系统转换为单栈端到端神经网络。目前 FSD 套餐价格为 12000 美元、月订付费 199 美元，预计明年将在北美进行更广泛的用户测试，后续北美销量及盈利有望回升。

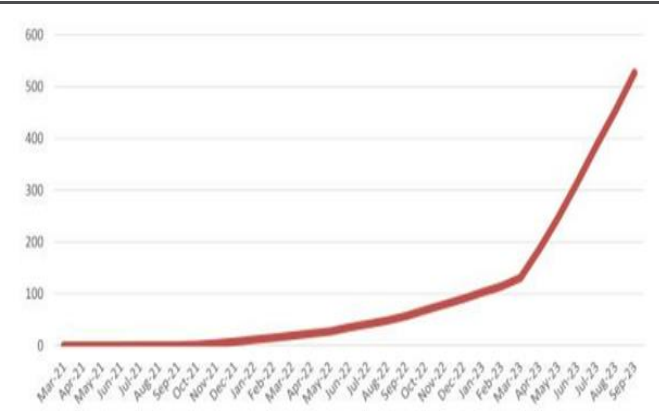
特斯拉 FSD 全球测试总里程数增速不断加快。截至 2023Q3，FSD 全球测试里程已经达到 5 亿英里（约 8.03 亿公里），环比上涨一倍以上，总计超 50 亿英里。目前，Autopilot 自动辅助驾驶的行车安全程度达到美国平均水平的 8.5 倍。按照马斯克预测，FSD 完全自动驾驶能力会比手动驾驶安全高达 10 倍。

图13：特斯拉推出 FSD Beta V12.1 版更新



资料来源：Model 3 情报，民生证券研究院

图14：特斯拉 FSD 全球测试里程数（百万英里）



资料来源：特斯拉财报，民生证券研究院

多种换代车型齐放量，Cybertruck 有望成为增量点。Model3/Y/X/S: 特斯拉已发布 Model 3 小改款，未来将发布全球 Model Y 换代、北美 Model S 换代等车型。Cybertruck: 首批 Cybertruck 已经于在德克萨斯州奥斯汀超级工厂交付，该车型的订单已经超过了 100 万辆，预计德州工厂年产能 12.5 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 2025 年前后上市。

图15：Cybertruck



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图16：Model Q 概念图



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

3 投资建议

特斯拉23年Q4产销创历史新高，全年完成180万辆交付目标，将持续受益上游产业链公司业绩增长。24年随着Cybertruck车型及相关主流车型换代款量产，24年销量增速或放缓，但也有望实现217万辆交付目标。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。重点推荐：大圆柱外壳的【科达利】；高镍正极的【容百科技】、【当升科技】；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】。

4 风险提示

- 1) 新车型销量不及预期。新能源汽车主机厂竞争加速，不断推出新车型，市场竞争加速出清，可能导致销量不及预期。
- 2) 原材料价格波动。上游原材料价格波动较大，存在价格波动风险。
- 3) 产能扩张不及预期。产能扩张受地域、企业现金流、下游需求等因素影响，扩张可能不及预期。
- 4) 产品开发不及预期。新产品开发时间较长，不确定性因素较多，开发进度可能不及预期。

插图目录

图 1: 特斯拉各季度产销量	3
图 2: Model 3/Y 各季度销量和环比	3
图 3: 特斯拉中国各季度批发销量和环比 (辆, %)	4
图 4: 特斯拉中国各季度零售销量和环比 (辆, %)	4
图 5: 中国 Model 3 不同版本价格走势图 (万元)	4
图 6: 中国 Model Y 不同版本价格走势图 (万元)	4
图 7: 特斯拉销量预测	5
图 8: 各季度营收和归母净利润及其同比增速 (百万美元, %)	6
图 9: 特斯拉各季度净利率和毛利率 (%)	6
图 10: 各季度特斯拉分业务营收情况 (亿美元)	6
图 11: 各季度特斯拉分业务毛利率情况 (%)	6
图 12: 特斯拉现金流表现/亿美元	7
图 13: 特斯拉推出 FSD Beta V12.1 版更新	8
图 14: 特斯拉 FSD 全球测试里程数 (百万英里)	8
图 15: Cybertruck	8
图 16: Model Q 概念图	8

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 特斯拉全球工厂产能和状态 (辆)	7

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。	公司评级	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