



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

事件概述:

北京时间 2024 年 1 月 25 日早 6:30，特斯拉公布 23Q4 财报：

销量：2023 全年公司交付量 180.9 万辆，同比为 +37.7%，其中 S/X+Cybertruck 交付 6.9 万辆，同比为 +3.3%；3/Y 交付 174 万辆，同比为 +39.5%。2023Q4 公司交付量为 48.5 万辆，同比/环比分别为 +19.5%/+11.4%，其中 S/X+Cybertruck 交付 2.3 万辆，同比/环比分别为 +34.0%/+43.7%；3/Y 交付 46.2 万辆，同比/环比分别为 +18.9%/+10.1%。

收入：2023 全年公司汽车收入 824.2 亿美元，同比为 +15.3%；2023Q4 公司汽车收入 215.6 亿美元，同比/环比分别为 +1.2%/+9.9%。2023 全年公司总收入 967.7 亿美元，同比为 +18.8%；23Q4 公司总收入 251.7 亿美元，同比/环比分别为 +3.5%/+7.8%。

毛利：2023 全年汽车业务毛利为 160.3 亿美元，同比为 -21.2%；2023Q4 汽车业务毛利为 40.7 亿美元，同比/环比分别为 -26.4%/+10.8%。2023 全年汽车业务毛利率（剔除新能源积分后）为 17.7%，同比为 -9.0pts；2023Q4 汽车业务毛利率（剔除新能源积分后）为 17.2%，同比/环比分别为 -7.1pts/+0.9pts。2023 全年总毛利为 176.6 亿美元，同比为 -15.3%；2023Q4 总毛利为 44.4 亿美元，同比/环比分别为 -23.2%/6.2%。2023 全年总毛利率为 18.2%，同比为 -7.3pts；2023Q4 总毛利率为 17.6%，同比/环比分别为 -6.1pts/-0.3pts。

营收稳健增长 毛利符合预期

营收端：2023 全年公司总收入 967.7 亿美元，同比为 18.8%；其中：2023 全年汽车收入 824.2 亿美元，同比为 15.3%。2023Q4 公司总收入 251.7 亿美元，同比/环比分别为 +3.5%/+7.8%；其中：2023Q4 汽车收入 215.6 亿美元，同比/环比分别为 +1.2%/+9.9%。单车 ASP 方面，2023 全年较 2022 全年下滑约 8,000 美元，剔除新能源积分收入后，由 5.3 万美元降低至 4.5 万美元。2023 全年能源业务收入为 60.4 亿美元，同比为 +54.4%；2023Q4 能源业务收入为 14.4 亿美元，同比/环比分别为 +9.8%/-7.8%；同环比的变化主要来源于储能设备装机量的变化。（2023 全年为 14,724MWh，同比 +125.1%；2023Q4 为 3,202MWh，同比 +30.1%）。2023 全年能源毛利率达到 18.9%；2023Q4 能源毛利率达到 21.8%。2023 全年服务和其他业务收入为 83.2 亿美元，同比为 +36.6%；2023Q4 服务和其他业务收入为 21.7 亿美元，同比/环比分别为 +27.3%/+0.0%。

推荐

维持评级

相关研究

1. 特斯拉系列点评一：2023 销量达到 180 万
2024 有望突破 215 万-2024/01/04

利润端：2023 全年在 GAAP 准则下归母净利润为 150.0 亿美元，同比为 +19.4%；2023Q4 在 GAAP 准则下归母净利润为 79.3 亿美元，同比/环比分别为 +115.0%/+327.8%。净利润大幅上升原因为 2023Q4 存在非经常性退税约 57.5 亿美元。剔除后，2023 全年 non-GAAP 归母净利润为 108.8 亿美元，同比为 -22.9%。单车净利润方面，2023Q4 non-GAAP 单车净利润为 5,128.9 美元，较 2022 年全年平均数下降 5,615.1 美元。我们判断，利润下滑主要原因为单车 ASP 的大幅下调，以及对于 AI 的研发投入增加所导致。

毛利方面，2023 全年汽车业务毛利率（剔除新能源积分后）为 17.7%，同比为 -9.0pts；2023Q4 汽车业务毛利率（剔除新能源积分后）为 17.2%，同比/环比分别为 -7.1pts/+0.9pts。2023 全年总毛利率为 18.2%，同比为 -7.3pts；2023Q4 总毛利率为 17.6%，同比/环比分别为 -6.1pts/-0.3pts。我们判断，盈利能力的下滑主要受到以下因素影响：1) 单车 ASP 下调影响；2) AI 相关项目研发费用的增加；3) Cybertruck 的爬产成本。

➤ 研发投入加大 产能持续爬升

费用端：2023 全年公司研发费用为 39.7 亿美元，同比为 29.1%；2023Q4 公司研发费用为 10.9 亿美元，同比/环比分别为 +35.1%/-5.8%。2023 全年研发费用率为 4.1%，较 2022 年全年研发费用率增长 0.3pts。2023 全年销售管理费用为 48.0 亿美元，同比为 +21.6%；2023Q4 销售管理费用为 12.8 亿美元，同比/环比分别为 +24.0%/+2.2%；2023 全年销管费用率为 5.0%，较 2022 年全年销管费用率增长 0.2pts。

产能端：特斯拉加州工厂当前产能 65 万辆，其中 Model S/X 10 万辆，Model 3/Y 55 万辆。上海工厂当前产能超过 95 万辆，均为 Model 3/Y。柏林工厂当前产能 37.5 万辆，均为 Model Y。德州工厂产能超过 37.5 万辆，其中 Model Y 超过 25 万辆，Cybertruck 超过 12.5 万辆。当前特斯拉全球工厂总产为 235 万辆。

➤ “AI+机器人”加速落地 新车型 2025 年量产

FSD V12：据马斯克表示，FSD V12 将于未来数周内向北美用户推广。全新的“端到端自动驾驶”FSD Beta v12 将城市街道驾驶堆栈升级为端到端神经网络，经过数百万个视频训练，取代了 30 多万行 C++ 代码。我们认为，FSD V12 代表着特斯拉开创了全新的技术路线，真正使用了 AI 掌管驾驶行为，此技术路线的上限较高，有望真正实现自动驾驶并驱动行业智能化加速发展。

人形机器人：据马斯克表示，2025 年有望交付 Optimus，特斯拉将每隔几个月向公众更新优化进展。Optimus Gen 2 将首先应用于其制造工厂。

Optimus 二代机器人与一代相比在各方面都得到了显著的改进。具体包括 2-DoF（自由度）的脖子、行走速度提高 30%、重量减轻 10 千克、脚力 / 扭矩感应、铰接式脚趾部分、人体脚部几何形状、速度更快、11-DoF 全新双手等。

新车型：据马斯克表示，特斯拉下一代车型将于 2025 年下半年在德州工厂量产，并且有望在今年底探索北美之外的选址。特斯拉下一代车型定位为 2.5 万美元的紧凑型产品。我们认为，更低的售价将帮助其进入空间更大的蓝海市场，驱动特斯拉在 2025 年重新步入高速增长阶段。

➤ 投资建议：

特斯拉通过技术升级和供应链优化追求极致的生产效率和规模优势，通过智能驾驶技术引领行业发展。短期看，特斯拉通过成本优势以价换量驱动需求增长；中期看，特斯拉布局新车型+新工厂+新技术，拓宽产品矩阵，加速智能驾驶落地。国内供应商响应快速，成本优化能力强，产业链相关标的有望持续受益。

零部件中期成长不断强化，看好新势力产业链+智能电动增量。电动智能重塑秩序，优质自主零部件供应商凭借性价比和快速响应能力获得更多配套，同时卡脖子技术借机实现 0-1 的突破，全球化进程加快，打破外资垄断格局。建议关注：

- 1、**新势力产业链：建议关注 T 链-【拓普集团、新泉股份、旭升集团、双环传动、爱柯迪、岱美股份】；**
- 2、**智能化产业链：建议关注智能驾驶-【伯特利、德赛西威、经纬恒润-W、科博达】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】。**
- 3、**机器人产业链：建议关注确定性强的 Tier1【拓普集团】+减速器【双环传动、精锻科技】+丝杠【贝斯特】。**

风险提示：车型销量不及预期；新车型投放进度不及预期。

表1: 特斯拉核心财务数据

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
总交付量 (万辆)	40.5	42.3	46.6	43.5	48.5
同比 (%)	31.3%	36.4%	83.0%	26.5%	19.5%
环比 (%)	17.9%	4.3%	10.2%	-6.7%	11.4%
Model S/X (万辆)	1.7	1.1	1.9	1.6	2.3
同比 (%)	45.8%	-27.4%	19.0%	-14.4%	34.0%
环比 (%)	-8.2%	-37.6%	79.8%	-16.9%	43.7%
Model 3/Y (万辆)	38.8	41.2	44.7	41.9	46.2
同比 (%)	30.7%	39.6%	87.4%	28.9%	18.9%
环比 (%)	19.4%	6.2%	8.4%	-6.2%	10.1%
营业总收入 (百万美元)	24,318.0	23,329.0	24,927.0	23,350.0	25,167.0
同比 (%)	37.2%	24.4%	47.2%	8.8%	3.5%
环比 (%)	13.3%	-4.1%	6.8%	-6.3%	7.8%
汽车业务收入 (百万美元)	21,307.0	19,963.0	21,268.0	19,625.0	21,563.0
同比 (%)	33.4%	18.4%	45.7%	5.0%	1.2%
环比 (%)	14.0%	-6.3%	6.5%	-7.7%	9.9%
其中:					
汽车销售收入 (百万美元)	20,241.0	18,878.0	20,419.0	18,582.0	20,630.0
新能源积分收入 (百万美元)	467.0	521.0	282.0	554.0	433.0
租赁收入 (百万美元)	599.0	564.0	567.0	489.0	500.0
能源业务收入 (百万美元)	1,310.0	1,529.0	1,509.0	1,559.0	1,438.0
服务和其他业务收入 (百万美元)	1,701.0	1,837.0	2,150.0	2,166.0	2,166.0
营业成本 (百万美元)	18,541.0	18,818.0	20,394.0	19,172.0	20,729.0
毛利 (百万美元)	5,777.0	4,511.0	4,533.0	4,178.0	4,438.0
毛利率 (%)	23.8%	19.3%	18.2%	17.9%	17.6%
汽车业务毛利率 (%)	25.9%	21.1%	19.2%	18.7%	17.2%
运营费用 (百万美元)	1,876.0	1,847.0	2,134.0	2,414.0	2,374.0
研发费用 (百万美元)	810.0	771.0	943.0	1,161.0	1,094.0
SGA (百万美元)	1,032.0	1,076.0	1,191.0	1,253.0	1,280.0
重组及其他费用 (百万美元)	34.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性利润 (百万美元)	3,901.0	2,664.0	2,399.0	1,764.0	2,064.0
同比 (%)	49.3%	-26.1%	-2.6%	-52.2%	-47.1%
环比 (%)	5.8%	-31.7%	-9.9%	-26.5%	17.0%
经营性利润率 (%)	16.0%	11.4%	9.6%	7.6%	8.2%
净利润 (百万美元)	3,707.0	2,539.0	2,614.0	1,878.0	7,943.0
少数股东利润 (百万美元)	20.0	26.0	-89.0	25.0	15.0

归母净利润 (百万美元)	3687.0	2513.0	2,703.0	1,853.0	7,928.0
归母净利率 (%)	15.2%	10.8%	10.8%	7.9%	31.5%
non-GAAP 净利润 (百万美元)	4106.0	2931.0	3,148.0	2,318.0	2,485.0
同比 (%)	42.6%	-21.5%	20.2%	-36.6%	-39.5%
环比 (%)	12.4%	-28.6%	7.4%	-26.4%	7.2%
non-GAAP 净利率 (%)	16.9%	12.6%	12.6%	9.9%	9.9%
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
剔除积分后单车 ASP (万美元)	5.14	4.60	4.50	4.38	4.36
单车成本 (万美元)	3.89	3.73	3.69	3.67	3.61
单车毛利 (万美元)	1.36	1.00	0.88	0.84	0.84
单车研发 (万美元)	0.20	0.18	0.20	0.27	0.23
单车 SGA (万美元)	0.25	0.25	0.26	0.29	0.26
单车净利润 (万美元)	0.91	0.59	0.58	0.43	1.64
单车 non-GAAP 净利 (万美元)	1.01	0.69	0.68	0.53	0.51

资料来源：特斯拉官网，民生证券研究所

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