

**汽车行业点评报告**

**特斯拉 Q4 汽车毛利率环比提升，看好相关产业链**

2024 年 01 月 26 日

增持（维持）

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004  
yanghb@dwzq.com.cn

**投资要点**

■ **2023Q4 单车 ASP/单车毛利同环比回落，毛利率同环比下滑，主要系公司“以价换量”战略影响。**1) 营收方面，2023Q4 特斯拉实现营业总收入 251.67 亿美元，同环比分别为+3.49%/+7.78%；其中汽车销售总额 215.63 亿美元，同环比分别为+1.20%/+9.88%，汽车销售业务收入 210.63 亿美元，同环比分别为+1.71%/+10.07%，其中积分收入 4.33 亿美元，同环比分别为-7.28%/-21.84%，汽车租赁业务收入 5.00 亿美元，同环比分别为-16.53%/+2.25%。2023Q4 能源收入 14.38 亿美元，同环比分别为+9.77%/-7.76%；服务及其他收入 21.66 亿美元，同环比+27.34%/+0.00%。2023 年全年特斯拉合计实现营业收入 967.73 亿美元，同比+18.80%。2) 利润方面，2023Q4 公司实现归母净利润 79.28 亿美元，同环比分别为+115.03%/+327.85%，归母净利率 31.50%，同环比+16.34/+23.57pct。2023 年全年特斯拉合计实现归母净利润 149.97 亿美元，同比+19.44%，归母净利率 15.50%。

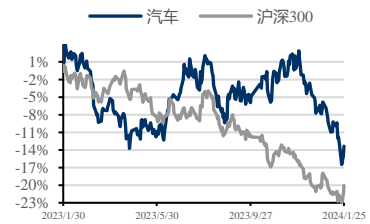
■ **单季度交付环比增加，单车净利大幅上升。**2023Q4 特斯拉全球交付 48.45 万辆，同环比分别+19.55%/+11.37%。2023Q4 公司整体毛利率 17.63%，同环比分别-6.12/-0.26pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 18.33%/40.80%，同比分别为-7.14/-0.44pct，环比分别为+0.15/+2.35pct，表现较好，主要系上游碳酸锂成本下降+车型降价暂缓、Model 3 焕新版上市抬高售价+交付规模提升，但能源/服务等业务受能源需求季节性疲软毛利率下滑。费用率略有波动，公司持续较大规模研发投入，Q4 研发费用率 4.35%，同环比+1.02/-0.63pct；销售、行政和一般费用率 5.09%，同环比分别+0.85/-0.28pct。

■ **我们预计，2024Q1 国内新能源汽车批发口径销量 217 万辆，对应渗透率 39.4%。**特斯拉以“电车销量持续高增，智驾领跑全球”领跑全球电动车行业，2024 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 2024Q1 国内乘用车整体产批量分别 551/550 万辆，分别同比+8.2%/+8.9%，其中新能源汽车批发销量为 217 万辆，同比+44.2%，批发口径新能源汽车渗透率为 39.4%；交强险零售销量 410 万辆，同比+0.9%，其中新能源汽车零售销量 204 万辆，同比+65.6%，零售口径渗透率达到 49.8%。

■ **投资建议：乘商零并举，看好 Q1 汽车行情。2024Q1 汽车投资核心聚焦三条主线进行布局：**周期向上复苏带来强业绩确定性维度，核心围绕周期复苏趋势明确的商用车大中客以及重卡板块，推荐【宇通客车+潍柴动力+中国重汽】；智能整车主线，核心围绕新车周期强势的主机厂，推荐【小鹏汽车+理想汽车+长安汽车/吉利汽车】；全新概念催化零部件主线，核心围绕特斯拉新定点以及小米汽车等概念，推荐【新泉股份+保隆科技+德赛西威】。

■ **风险提示：**芯片短缺影响超预期；乘用车价格战超出预期。

**行业走势**



**相关研究**

《汽车周观点：华为合作主机厂持续推进，看好 Q1【商用车+AI 智能化】主线》

2024-01-22

《12 月重卡批发同比-4%，看好 Q1 行业向上》

2024-01-22

## 1. 单季交付再创新高，均价/单车盈利环比小幅下滑

**2023Q4 特斯拉单季度交付环比增加，中国市场销量增量显著。**2023Q4 特斯拉全球交付 48.45 万辆，同环比分别+19.55%/+11.37%；其中 Model 3/Y 交付 46.15 万辆，同环比分别+18.91%/+10.13%，Model S/X 交付 22969 辆，同环比分别+33.95%/+43.69%。季度交付中包括租赁车辆 10563 辆，占比 2.2%，环比-1.82pct。分地区来看，中国市场销售（交强险口径）173024 辆，同环比分别+41.78%/+23.87%，占总交付比例为 35.7%；海外市场销售 311483 辆，同环比分别+17.06%/+5.45%。2023 年全年特斯拉共实现交付 180.9 万辆，同比+37.65%。

图1：特斯拉分车型全球交付量/万辆

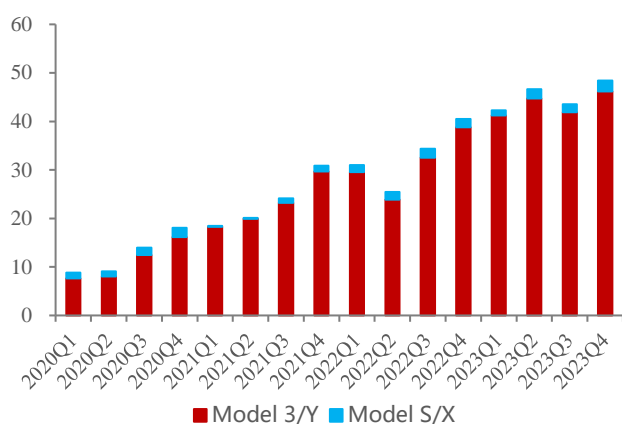
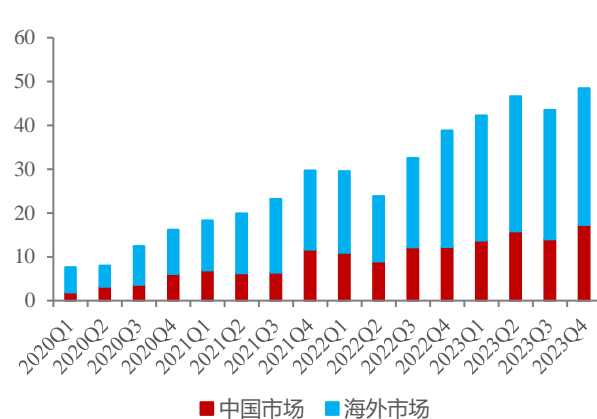


图2：特斯拉分地区交付量/万辆

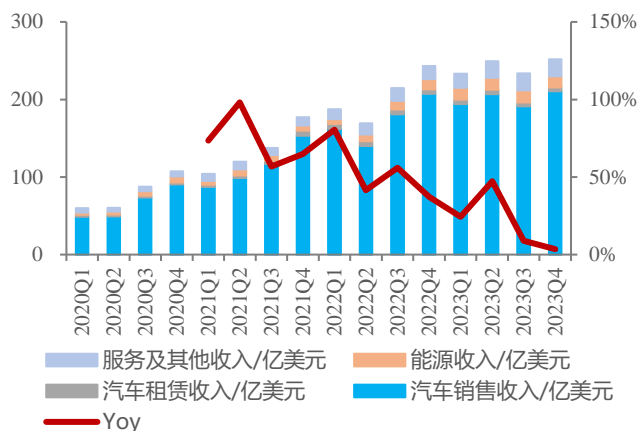


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

数据来源：公司季报，交强险，东吴证券研究所

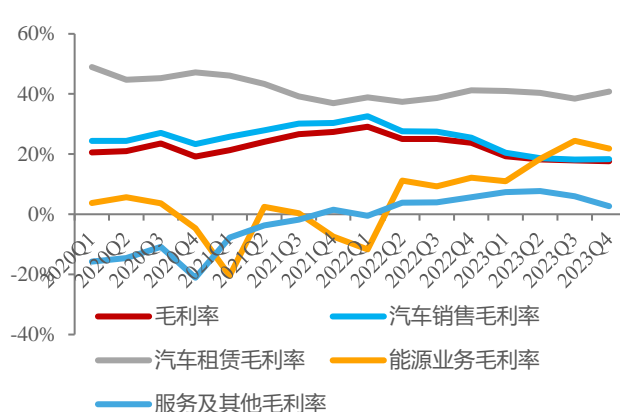
**2023Q4 单车 ASP/单车毛利同环比回落，毛利率同环比下滑，主要系公司“以价换量”战略影响。**1) **营收方面**，2023Q4 特斯拉实现营业总收入 251.67 亿美元，同环比分别为+3.49%/+7.78%；其中汽车销售总额 215.63 亿美元，同环比分别为+1.20%/+9.88%，汽车销售业务收入 210.63 亿美元，同环比分别为+1.71%/+10.07%，其中积分收入 4.33 亿美元，同环比分别-7.28%/-21.84%，汽车租赁业务收入 5.00 亿美元，同环比分别为-16.53%/+2.25%。2023Q4 能源收入 14.38 亿美元，同环比分别+9.77%/-7.76%；服务及其他收入 21.66 亿美元，同环比+27.34%/+0.00%。2023 年全年特斯拉合计实现营业收入 967.73 亿美元，同比+18.80%。2) **利润方面**，2023Q4 公司实现归母净利润 79.28 亿美元，同环比分别+115.03%/+327.85%，归母净利率 31.50%，同环比+16.34/+23.57pct；GAAP 口径归母净利润 24.85 亿美元，差异加大主要系 2023Q4 特斯拉所得税准备金大幅减少。2023 年全年特斯拉合计实现归母净利润 149.97 亿美元，同比+19.44%，归母净利率 15.50%。

图3：特斯拉分业务营业收入/亿美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

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

**2023Q4 全球宏观经济压力叠加能源市场季节性疲软双方面因素影响，毛利率同环比下滑，能源业务/服务及其他业务毛利率下滑显著。**2023Q4 公司整体毛利率 17.63%，同环比分别-6.12/-0.26pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 18.33%/40.80%，同比分别为-7.14/-0.44pct，环比分别为+0.15/+2.35pct；能源业务毛利率环比回落，2023Q4 毛利率 21.84%，同环比分别+9.70/-2.60pct，服务及其他业务毛利率 2.72%，同环比分别-2.92/-3.23pct。**2023Q4 汽车销售/租赁业务毛利率环比提升，表现较好，主要受上游碳酸锂成本下降，车型降价暂缓、Model 3 焕新版上市抬高售价，以及交付规模提升正向影响；但能源/服务等业务毛利率下滑主要系能源需求季节性疲软。**

费用率略有波动，公司持续较大规模研发投入。公司 2023Q4 实现研发费用投入 10.94 亿美元，同环比分别+35.06%/-5.77%；销售、行政和一般管理费用 12.80 亿美元，同环比+24.03%/+2.15%。研发费用率 4.35%，同环比+1.02/-0.63pct；销售、行政和一般费用率 5.09%，同环比分别+0.85/-0.28pct。

图5：特斯拉核心费用率不断下降

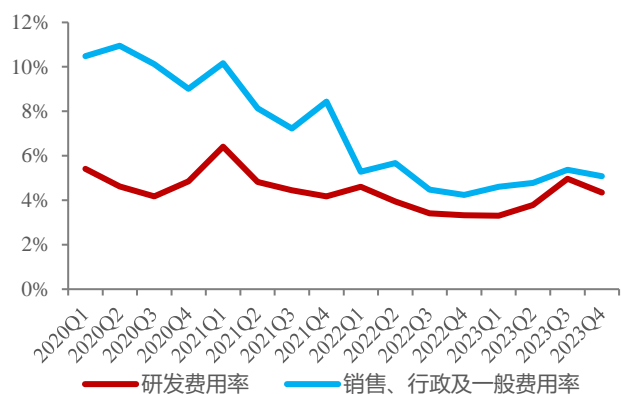
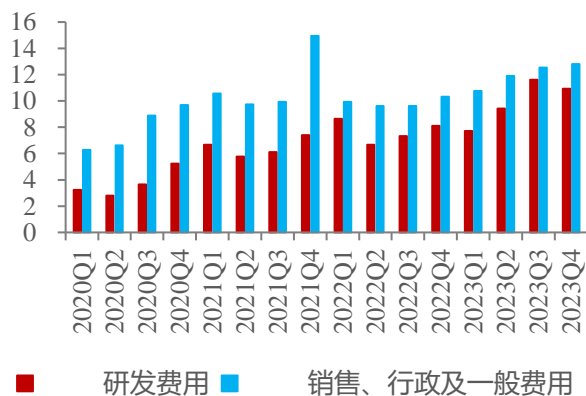


图6：特斯拉核心费用投入变化/亿美元



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 同环比下滑，单车毛利下滑。**2023Q4 特斯拉单车平均销售收入 4.44 万美元，同环比分别-16.28%/-3.01%；单车毛利 0.92 万美元，同环比分别-35.74%/-4.62%。2023Q4 单车研发费用投入 0.23 万美元，单车销售、行政及一般费用投入 0.26 万美元，分别同比+12.98%/+3.75%，分别环比-15.39%/-8.27%，交付规模增加叠加研发投入略降后单车费用环比显著下降。2023Q4 单车净利润为 1.64 万美元，同环比分别为+79.86%/+284.18%，GAAP 口径单车净利润为 0.51 万美元，单车净利同环比高增主要系所得税准备金减少导致归母净利高增。

图7：特斯拉单车收入及单车毛利变化/万美元

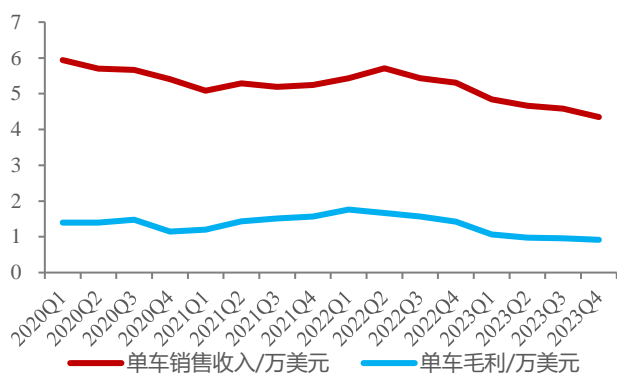
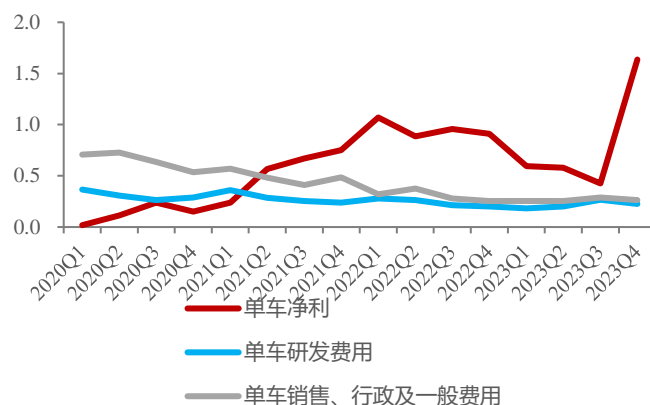


图8：特斯拉单车费用以及净利变化/万美元

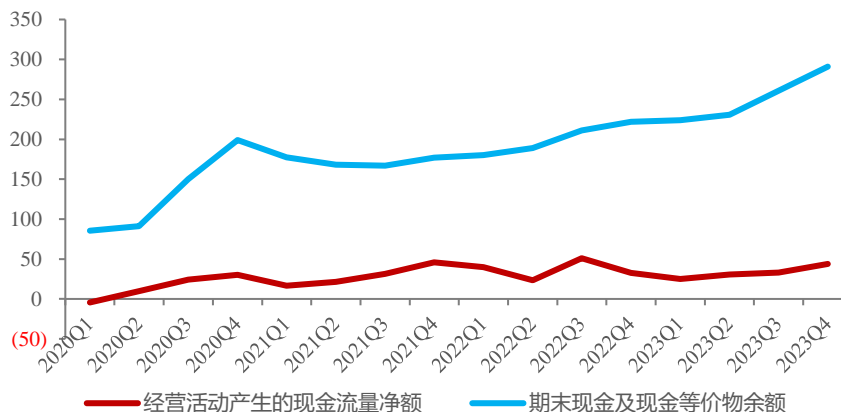


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

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。**2023Q4 特斯拉经营活动产生的现金流量净额为 43.70 亿美元，同环比分别+33.31%/+32.10%；截至 2023 年末，公司期末现金及现金等价物余额为 290.94 亿美元，同环比分别+31.14%/+11.57%。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。

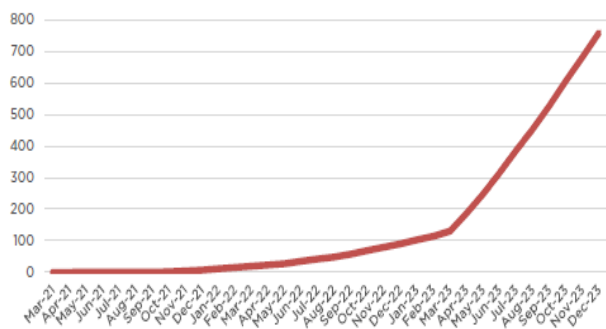
图9：特斯拉现金流表现/亿美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

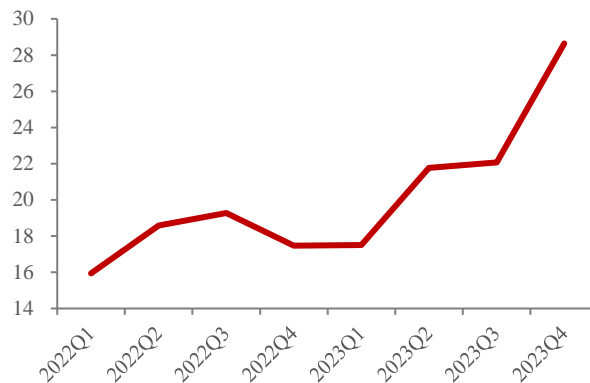
FSD 持续 OTA，特斯拉辅助驾驶能力不断提升，市场接受度提升。自 2021Q1 末起，特斯拉 FSD β 版本累计行驶里程持续提升并不断加速，2023Q1 起行驶里程累积陡然加速，FSD v11.3/11.4 版本先后 OTA 上车，2023Q4 发布最新版本 FSD β v12，驱动特斯拉辅助驾驶市场接受度不断提升。报表角度，递延收入体量持续增加，2023Q4 创新高 28.64 亿美元，反应消费者一次性购买 FSD 辅助驾驶功能软件包的数目在持续提升。

图10：特斯拉 FSD β 版本累计行驶里程/百万英里



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

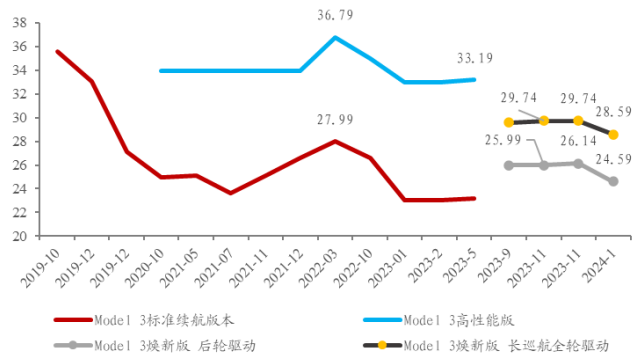
图11：特斯拉递延收入/亿美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

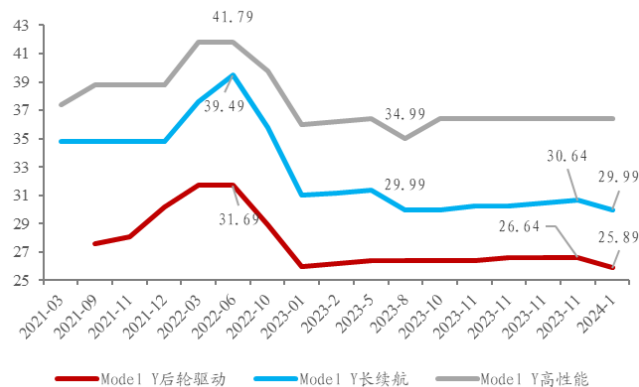
Model 3 焕新版正式交付，Q4 车型价格持续上调，2024 年起价格回落。Model 3 焕新版于 2023Q4 正式开启交付，长续航版起售价 25.99 万元，后驱版起售价 29.59 万元。2023Q4 特斯拉四次调高售价，其中 Model Y 长续航版售价由 29.99 万元上调至 30.64 万元，涨幅 2.17%，后驱版售价由 26.39 万元上调至 26.64 万元，涨幅 0.95%；Model 3 焕新超续航版售价上调 0.5%至 26.14 万元，焕新后驱版售价上调 0.58%至 26.14 万元。2024 年以来，特斯拉开启降价周期，Model 3 焕新长续航版/后驱版价格分别下调至 28.59/24.59 万元，降幅分别 4%/6%，Model Y 长续航版/后驱版价格分别下调至 29.99/25.89 万元，降幅分别 2%/3%。

图12：特斯拉 Model 3 价格变动/万元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：特斯拉 Model Y 价格变动/万元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 产能持续提升，Cybertruck 正式开始生产

特斯拉目前全球已建成投产的工厂包括上海、加利福尼亚、得克萨斯州、柏林四大工厂，合计规划产能超 200 万辆。截至 2023 年 Q4，特斯拉得克萨斯工厂除了生产 Model Y 以外，Cybertruck 正式开始生产并交付，弗里蒙特工厂年产近 56 万辆，同时 4680 电池产线的产能持续提升；特斯拉上海工厂恢复正常生产节奏，即将全力生产 Model 3 焕新版。

2023 年全年来看，公司积极推进产能建设，2023 年全年交付 180.9 万辆，同比 +37.65%，达成全球交付目标。

图14：特斯拉全球工厂对应车型以及产能规划

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	Production
Berlin	Model Y	375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
Various	Next Gen Platform	-	In development
TBD	Roadster	-	In development

数据来源：公司季报，东吴证券研究所

## 3. 2024Q1 国内新能源汽车渗透率有望达到 39.3%，持续高速发展

我们预计，2024Q1 国内新能源汽车批发口径销量 217 万辆，对应渗透率 39.4%。特斯拉以“电车销量持续高增，智驾领跑全球”领跑全球电动车行业，2024 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 2024Q1 国内乘用车整体产批量分别 551/550 万辆，分别同比+8.2%/+8.9%，其中新能源汽车批发销量为 217 万辆，同比+44.2%，批发口径新能源汽车渗透率为 39.4%；交强险零售销量 410 万辆，同比+0.9%，其中新能源汽车零售销量 204 万辆，同比+65.6%，零售口径渗透率达到 49.8%。

图15：2024 全年及分季度乘用车/新能源景气度预测数据（万辆）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2024E
<b>1. 产量-乘联会</b>	<b>510</b>	<b>594</b>	<b>677</b>	<b>777</b>	<b>2557</b>	<b>551</b>	<b>604</b>	<b>683</b>	<b>788</b>	<b>2625</b>
YOY	-5.2%	22.7%	2.1%	19.8%	<b>9.6%</b>	8.2%	1.7%	0.8%	1.4%	2.6%
<b>2. 批发-乘联会</b>	<b>505</b>	<b>602</b>	<b>675</b>	<b>771</b>	<b>2553</b>	<b>550</b>	<b>603</b>	<b>681</b>	<b>786</b>	<b>2620</b>
YOY	-7.1%	27.4%	3.5%	19.5%	<b>10.3%</b>	8.9%	0.1%	0.9%	2.0%	2.6%
<b>2.1 新能源批发</b>	<b>150</b>	<b>204</b>	<b>236</b>	<b>296</b>	<b>887</b>	<b>217</b>	<b>262</b>	<b>333</b>	<b>378</b>	<b>1190</b>
YOY	26.9%	60.5%	26.3%	37.1%	<b>36.7%</b>	44.2%	28.3%	40.9%	27.9%	34.2%
新能源渗透率	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	<b>34.7%</b>	39.4%	43.4%	48.9%	48.1%	45.4%
<b>2.2 燃油车批发</b>	<b>355</b>	<b>398</b>	<b>439</b>	<b>475</b>	<b>1667</b>	<b>334</b>	<b>341</b>	<b>348</b>	<b>408</b>	<b>1430</b>
YOY	-16.6%	15.2%	-5.7%	10.7%	<b>0.1%</b>	-6.1%	-14.4%	-20.7%	-14.1%	-14.2%
<b>3. 交强险零售</b>	<b>406</b>	<b>517</b>	<b>549</b>	<b>614</b>	<b>2086</b>	<b>410</b>	<b>515</b>	<b>557</b>	<b>620</b>	<b>2100</b>
YOY	-13.7%	26.2%	2.9%	9.2%	<b>5.6%</b>	0.9%	-0.5%	1.4%	0.8%	0.7%
<b>3.1 新能源零售</b>	<b>123</b>	<b>171</b>	<b>199</b>	<b>240</b>	<b>733</b>	<b>204</b>	<b>225</b>	<b>286</b>	<b>306</b>	<b>1022</b>
YOY	22.3%	56.0%	35.7%	41.7%	<b>39.3%</b>	65.6%	31.3%	43.9%	27.7%	39.3%
<b>3.2 传统车零售</b>	<b>282</b>	<b>346</b>	<b>350</b>	<b>375</b>	<b>1353</b>	<b>205</b>	<b>290</b>	<b>270</b>	<b>313</b>	<b>1079</b>
YOY	-23.6%	15.3%	-9.5%	-4.8%	<b>-6.7%</b>	-27.3%	-16.2%	-22.8%	-16.4%	-20.3%
<b>4. 出口</b>	<b>83</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>123</b>	<b>383</b>	<b>94</b>	<b>119</b>	<b>139</b>	<b>144</b>	<b>495</b>
YOY	82.5%	93.3%	40.4%	48.0%	<b>51.6%</b>	14.0%	24.7%	31.3%	16.9%	29.3%
新能源出口	22	25	26	30	<b>104</b>	22	25	26	30	149
<b>5. 总体库存变化</b>	<b>21</b>	<b>(18)</b>	<b>22</b>	<b>40</b>	<b>88</b>	<b>48</b>	<b>(30)</b>	<b>(13)</b>	<b>24</b>	<b>30</b>
企业库存变化	4	(8)	2	7	<b>4</b>	1	1	1	1	5
渠道库存变化	17	(10)	20	33	<b>84</b>	47	(31)	(14)	23	<b>25</b>

数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

#### 4. 投资建议

**乘商零并举，看好 Q1 汽车行情。2024Q1 汽车投资核心聚焦三条主线进行布局：**

周期向上复苏带来强业绩确定性维度，核心围绕周期复苏趋势明确的商用车大中客以及重卡板块，推荐【宇通客车+潍柴动力+中国重汽】；

智能整车主线，核心围绕新车周期强势的主机厂，推荐【小鹏汽车+理想汽车+长安汽车/吉利汽车】；

全新概念催化零部件主线，核心围绕特斯拉新车定点以及小米汽车等概念，推荐【新泉股份+保隆科技+德赛西威】。

#### 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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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、意见及推测不一致的报告。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>