

## 汽车行业点评报告

# 特斯拉 Q2 储能与积分收入超预期，FSD 有望加速突破

增持（维持）

2024 年 07 月 25 日

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

■ **汽车销售短期承压，汽车积分收入/储能业务表现超预期：**1) 2024Q2 特斯拉全球交付 44.40 万辆，同环比分别-4.76%/+14.77%，单季度交付环比提升，海外市场贡献重要增量，海外市场销售 297915 辆，同环比分别-3.38%/+18.31%。2) 营收规模稳定提升，净利润环比大幅提升，2024Q2 特斯拉实现营业总收入 255.00 亿美元，同环比分别为+2.30%/+19.71%，NonGaap 口径净利润实现 18.12 亿美元，同环比分别-42.44%/+17.97%。3) 受 Cybertruck 产能爬坡影响以及公司下调终端售价，Q2 毛利率同比下滑；积分收入明显提升带动汽车销售业务毛利率环比上涨；2024Q2 公司整体毛利率 17.95%，同环比分别-0.23/+0.60pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 17.81%/46.51%，同比分别为-0.84/+6.12pct，环比分别为-0.03/+3.02pct，扣除积分收入后，汽车销售业务毛利率 13.86%，同环比分别-3.66/-1.71pct，主要系终端降价以及产能利用率较低影响。核心费用率小幅波动，交付规模环比提升后摊销作用明显；24Q2 实现研发费用率 4.21%，同环比+0.43/-1.19pct；销售、行政和一般费用率 5.01%，同环比分别-0.23/-1.44pct。4) FSD 持续升级，特斯拉高阶智驾能力不断提升，数据&算法能力构筑正循环。特斯拉坚持投入 AI 超算中心建设，算力规模持续增长，截至 24Q2，特斯拉自建超算中心 AI 算力超过 4 万张英伟达 H100 等效算力，并预计至年底提升至接近 9 万张的水平；FSD 累计行驶里程持续提升并不断加速，截至 Q2 末，FSD 累计行驶里程已超过 16 亿英里。5) 现金流充裕，内生造血能力持续旺盛。2024Q2 特斯拉经营活动产生的现金流量净额为 26.12 亿美元，同环比分别-14.78%/+979.34%；截至 Q2 末，公司期末现金及现金等价物余额为 307.20 亿美元，同环比分别+23.55%/+13.01%。

■ **展望未来，汽车业务有望触底反弹，FSD/机器人/储能等多业务共振向上：**1) 短期来看：受 Cybertruck 产能爬坡+上海工厂产能利用率较低等影响，公司 Q2 毛利率表现不振，Q3 随上游原材料成本进一步下降以及 Cybertruck 产能提升，毛利率有望向上修复。此外，公司预计于 24 年 10 月 10 日正式发布 Robotaxi，并积极推动 FSD 高阶智驾在中国以及欧洲市场的准入，有望迅速落地，凭借 FSD 对于驾驶体验和安全性改善，有望提升产品力，驱动对应市场份额的持续提升。2025 年有望上市推出 1 款全新车型，进一步贡献销量增量。2) 中长期来看，公司机器人业务进展顺利，明年年初将小批量生产 Optimus V1，2026 开始批量外供；储能业务 Q2 装机量历史新高，上海工厂投产以后有望进一步增加供给满足市场超额需求。

■ **投资建议：**看好特斯拉围绕 Ai 主题，在 FSD+新车+机器人+储能等多业务共振驱动下的新一轮向上大周期，加速全球智能化转型。国内市场看好智驾头部车企以及智能化增量零部件：1) 特斯拉产业链核心标的（新泉股份+拓普集团等）；2) 华为系玩家（长安汽车+赛力斯+北汽蓝谷+江淮汽车）；3) 头部新势力（小鹏汽车+理想汽车）；4) 智能化核心增量零部件：域控制器（德赛西威+经纬恒润+华阳集团+均胜电子等）+线控底盘（伯特利+耐世特+拓普集团等）。

■ **风险提示：**若特斯拉新车销量/FSD 在中国/欧洲等市场表现低于预期；国内智能驾驶相关技术迭代/产业政策出台低于预期。

### 行业走势

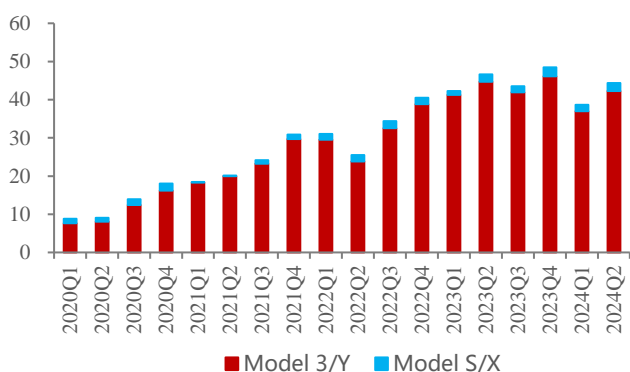


### 相关研究

## 1. 汽车销售短期承压，汽车积分收入/储能业务表现超预期

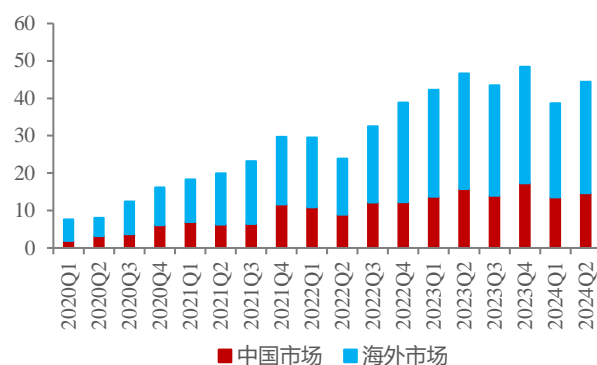
**2024Q2 特斯拉单季度交付环比提升，海外市场贡献重要增量。**2024Q2 特斯拉全球交付 44.40 万辆，同环比分别-4.76%/+14.77%；其中 Model 3/Y 交付 442405 辆，同环比分别-5.48%/+14.23%，Model S/X 交付 21551 辆，同环比分别+12.10%/+26.57%。季度交付中包括租赁车辆 10227 辆，占比 2.30%，环比-0.06pct。分地区来看，中国市场销售（交强险口径）146041 辆，同环比分别-7.46%/+8.18%，占总交付比例为 32.9%；海外市场销售 297915 辆，同环比分别-3.38%/+18.31%。2024 年上半年特斯拉共实现交付 83.1 万辆，同比-6.55%。

图1：特斯拉分车型全球交付量/万辆



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图2：特斯拉分地区交付量/万辆

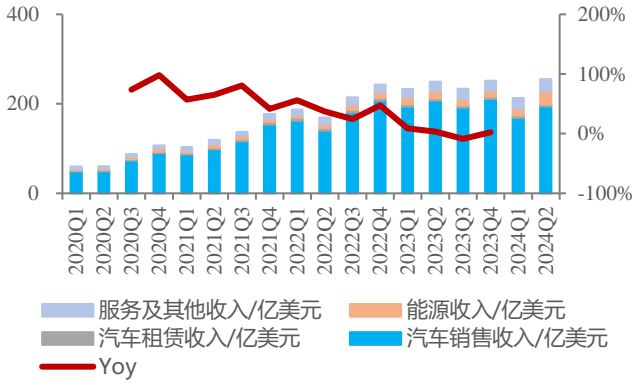


数据来源：公司季报，交强险，东吴证券研究所

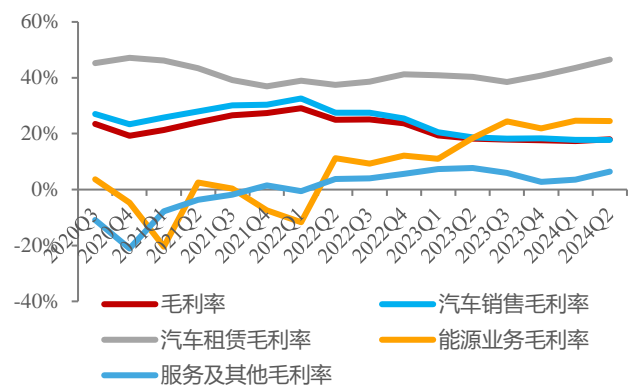
**2024Q2 营收规模稳定提升，净利润环比大幅提升。**1) 营收方面，2024Q2 特斯拉实现营业总收入 255.00 亿美元，同环比分别为+2.30%/+19.71%，主要系能源收入大幅增长所致；Q2 汽车销售总额 198.78 亿美元，同环比分别为-6.54%/+14.39%，汽车销售业务收入 194.20 亿美元，同环比分别为-6.19%/+14.90%，汽车租赁业务收入 4.58 亿美元，同环比分别为-19.22%/-3.78%。2024Q2 能源收入 30.14 亿美元，同环比分别为+99.73%/84.34%；服务及其他收入 26.08 亿美元，同环比+21.30%/+13.99%。2024 年上半年特斯拉合计实现营业收入 468.01 亿美元，同比-3.02%。2) 利润方面，2024Q2 公司实现 Gaap 归母净利润 14.78 亿美元，同环比分别-45.32%/+30.91%，归母净利率 5.80%，同环比-5.05pct/+0.50pct；NonGaap 口径净利润实现 18.12 亿美元，同环比分别-42.44%/+17.97%。2024 年上半年特斯拉合计实现利润 26.07 亿美元，同比-50.02%。

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

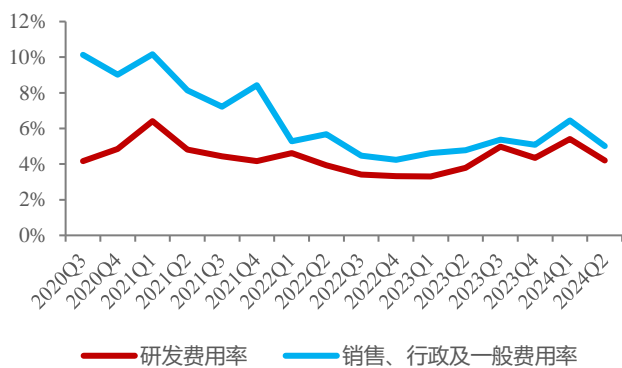


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

**2024Q2 受 Cybertruck 产能爬坡影响以及公司下调终端售价，毛利率同比下滑；积分收入明显提升带动汽车销售业务毛利率环比上涨。**2024Q2 公司整体毛利率 17.95%，同环比分别-0.23/+0.60pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 17.81%/46.51%，同比分别为-0.84/+6.12pct，环比分别为-0.03/+3.02pct，扣除积分收入后，汽车销售业务毛利率 13.86%，同环比分别-3.66/-1.71pct，主要系终端降价以及产能利用率较低影响。24Q2 能源业务毛利率同比大幅提升，达 24.55%，同环比分别+6.13/-0.10pct，服务及其他业务毛利率 6.40%，同环比分别-1.32/+2.86pct。

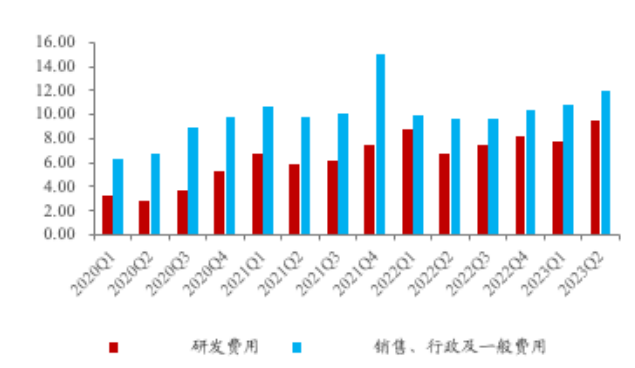
**核心费用率小幅波动，交付规模环比提升后摊销作用明显。**公司 2024Q2 实现研发费用投入 10.74 亿美元，同环比大幅提升，分别+13.89%/-6.69%；销售、行政和一般管理费用 12.77 亿美元，同环比+7.22%/-7.06%。24Q2 研发费用率 4.21%，同环比+0.43/-1.19pct；销售、行政和一般费用率 5.01%，同环比分别-0.23/-1.44pct。

图5：特斯拉核心费用率不断下降



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图6：特斯拉核心费用投入变化/亿美元

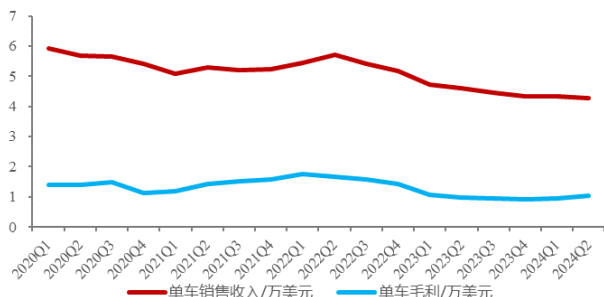


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

**Q2 降价影响下单车 ASP 同环比下滑，单车净利小幅改善。**2024Q2 特斯拉单车平均销售收入 4.27 万美元，同环比分别-7.05%/-1.77%；单车毛利 1.03 万美元，同环比分别+6.04%/+7.92%。2024Q2 单车研发费用投入 0.24 万美元，单车销售、行政及一般费用投入 0.29 万美元，分别同比+19.58%/+12.58%，分别环比-18.70%/-19.02%，交付规模提

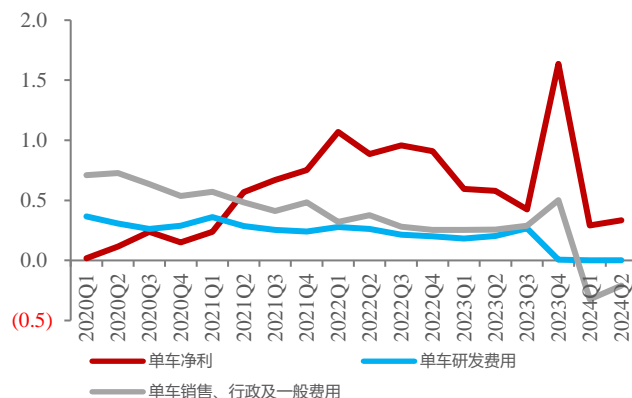
升后费用摊销作用明显。2024Q2 单车净利润为 0.33 万美元，同环比分别为 -42.59%/+14.06%。

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

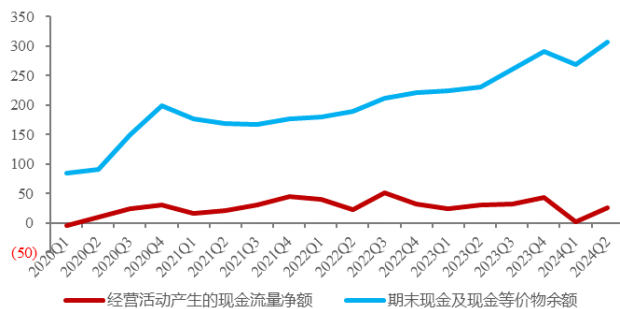
图8：特斯拉单车费用以及净利变化/万美元



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

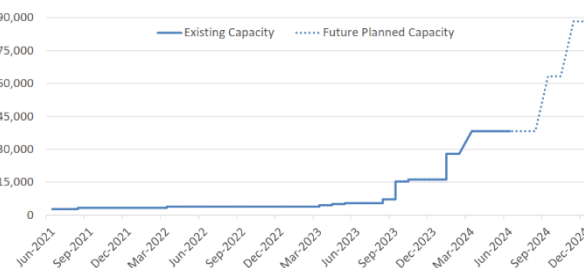
**现金流充裕，内生造血能力持续旺盛。**2024Q2 特斯拉经营活动产生的现金流量净额为 26.12 亿美元，同环比分别-14.78%/+979.34%；截至 Q2 末，公司期末现金及现金等价物余额为 307.20 亿美元，同环比分别+23.55%/+13.01%。当前现金流依然充裕，内生造血能力旺盛。

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

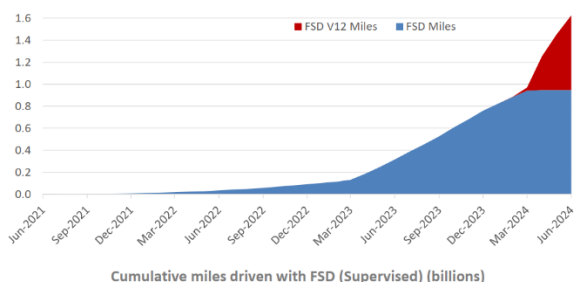
图10：特斯拉 AI 训练能力持续提升 (H100 等效 GPU)



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

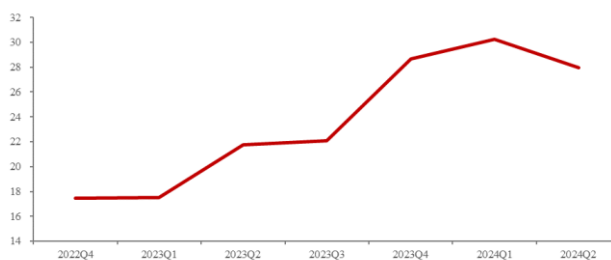
**FSD 持续升级，特斯拉高阶智驾能力不断提升，数据&算法能力构筑正循环。**特斯拉坚持投入 AI 超算中心建设，算力规模持续增长，截至 24Q2，特斯拉自建超算中心 AI 算力超过 4 万张英伟达 H100 等效算力，并预计至年底提升至接近 9 万张的水平。自 2021Q1 末起，特斯拉 FSD 累计行驶里程持续提升并不断加速，FSD v12 于 2024Q1 北美市场 OTA 并阶段性免费提供，驱动特斯拉辅助驾驶市场接受度不断提升，截至 Q2 末，FSD 累计行驶里程已超过 16 亿英里。报表角度，公司季度递延收入体量持续增加，2024Q2 由于北美 FSD 费用下降，导致递延收入环比小幅下滑至 27.93 亿美元，但由 FSD 累计里程增长斜率可得：用户对于 FSD 智驾功能依然保持较高使用频率。

图11: 特斯拉 FSD 累计行驶里程/十亿英里



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图12: 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

## 2. 展望未来, 汽车/FSD/机器人/储能等多业务共振向上

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 235 万辆。Cybertruck 产量持续增长, Semi 工厂产能依然在准备状态, 预计将于 2025 年底投入量产。此外, 公司下一代整车工厂以及 Roadster 超跑工厂也正在加速建设。

图13: 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	100000	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

展望未来, 汽车业务有望触底反弹, FSD/机器人/储能等多业务共振向上。1) 短期来看: 1) 受 Cybertruck 产能爬坡+上海工厂产能利用率较低等影响, 公司 Q2 毛利率表现不振, Q3 随上游原材料成本进一步下降以及 Cybertruck 产能提升, 毛利率有望向上修复。此外, 公司财报会议指引: 预计于 24Q4 发布 Robotaxi, 并积极推动 FSD 高阶智驾在中国以及欧洲市场的准入, 有望迅速落地, 凭借 FSD 对于驾驶体验和安全性改善, 有望提升产品力, 驱动对应市场份额的持续提升。2) 中长期来看, 公司机器人业务进展顺利, Optimus V1 量产在即; 储能业务 Q2 装机量历史新高, 上海工厂投产以后有望进一步增加供给满足市场超额需求。



### 3. 国内市场总量稳定向上，新能源加速渗透

2024Q2 国内市场乘用车行业整体批发/交强险销量分别为 615/488 万台，同比分别 +2.2%/-5.7%，出口成为批发销量持续正增长的有力支撑；新能源渗透率对应分别为 43.3%/47.2%，以比亚迪为代表的自主品牌车企新能源汽车销量加速提升。我们预计乘用车行业 Q3 批发总量依然稳步向上，实现 694 万台，同比+2.9%；交强险零售销量在去年高基数背景下小幅下滑，实现 530 万台，同比-3.5%；对应新能源汽车批发以及零售渗透率分别为 48.1%/52.1%，国内市场新能源销量过半。出口角度，24Q3 出口销量依然高增 26.1%达 133 万台，表现靓丽。

图14：国内乘用车行业销量预测/万台

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3E	2024Q4E	2023	2024E
<b>1. 产量-乘联会</b>	<b>677</b>	<b>777</b>	<b>545</b>	<b>612</b>	<b>684</b>	<b>789</b>	<b>2557</b>	<b>2630</b>
YOY	2.1%	19.8%	7.1%	3.0%	1.0%	1.5%	9.6%	2.8%
<b>2. 批发-乘联会</b>	<b>675</b>	<b>773</b>	<b>557</b>	<b>615</b>	<b>694</b>	<b>744</b>	<b>2555</b>	<b>2625</b>
YOY	3.5%	19.9%	10.3%	2.2%	2.9%	-3.7%	10.4%	2.7%
<b>新能源批发</b>	<b>236</b>	<b>297</b>	<b>194</b>	<b>266</b>	<b>334</b>	<b>379</b>	<b>887</b>	<b>1173</b>
YOY	26.3%	37.4%	29.3%	30.5%	41.2%	27.8%	36.8%	32.3%
新能源批发渗透率	35.0%	38.4%	34.8%	43.3%	48.1%	50.9%	34.7%	44.7%
<b>3. 交强险零售</b>	<b>549</b>	<b>626</b>	<b>475</b>	<b>488</b>	<b>530</b>	<b>595</b>	<b>2098</b>	<b>2088</b>
YOY	2.9%	11.3%	17.0%	-5.7%	-3.5%	-4.9%	6.2%	-0.5%
<b>新能源零售</b>	<b>199</b>	<b>238</b>	<b>175</b>	<b>230</b>	<b>276</b>	<b>319</b>	<b>732</b>	<b>1000</b>
YOY	35.7%	40.7%	41.5%	34.4%	38.8%	33.9%	39.0%	36.6%
新能源零售渗透率	36.2%	38.0%	36.8%	47.2%	52.1%	53.6%	34.9%	47.9%
<b>4. 出口</b>	<b>106</b>	<b>125</b>	<b>111</b>	<b>123</b>	<b>133</b>	<b>145</b>	<b>383</b>	<b>512</b>
YOY	40.4%	50.6%	34.3%	28.9%	26.1%	16.2%	51.6%	33.7%

数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

### 4. 投资建议

看好特斯拉围绕 Ai 主题，在 FSD+新车+机器人+储能等多业务共振驱动下的新一轮向上大周期，加速全球智能化转型。国内市场看好智驾头部车企以及智能化增量零部件：1) 特斯拉产业链核心标的（新泉股份+拓普集团等）；2) 华为系玩家（长安汽车+赛力斯+北汽蓝谷+江淮汽车）；3) 头部新势力（小鹏汽车+理想汽车）；4) 智能化核心增量零部件：域控制器（德赛西威+经纬恒润+华阳集团+均胜电子等）+线控底盘（伯特利+耐世特+拓普集团等）。

### 5. 风险提示

特斯拉新车销量/FSD 在中国/欧洲等市场表现低于预期。

国内智能驾驶相关技术迭代/产业政策出台低于预期。若智能驾驶相关技术迭代节

奏低于预期，可能会对消费者对智驾的认知和接受度产生影响，政策出台节奏低于预期也可能影响节奏。

## 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>