

特斯拉 (TSLA)

特斯拉财报前瞻：销量超预期，毛利率或将持续承压

● 事件

特斯拉将于美国东部时间 7 月 19 日美国股市收盘后 (北京时间 7 月 20 日) 发布 2023 年第二季度财报。

● 核心观点

1、汽车业务：销量超预期，毛利率或将持续承压

第二季度，特斯拉总共交付了 46.61 万辆车，环比增长了 10.2%。这个数字比市场预期的 44.5 万辆高出了 4.7%。我们认为特斯拉销量超预期得益于其在北美地区的降价和让利政策，包括：四月份下调北美地区的售价、Model 3 全系列车型的用户可享受 7500 美元的全额补贴、免费充电、提供灵活的保险补贴等促销政策。

随着 Q2 销量的公布，市场的焦点转移到公司 Q2 的毛利率。特斯拉一季度的毛利率仅为 19.3%，跌破 20% 的红线，环比下降了 6.3%，显著影响了市场情绪。根据彭博，市场普遍预期特斯拉 Q2 的毛利率为 18.7%，环比下降了 0.6%，主要系特斯拉在美国的降价和让利策略。

2、AI 业务：短期内几乎没有业绩落地，却贡献了接近一半的估值

公司五月份以来股价的强劲表现主要来源于投资者对 AI 概念的追捧。特斯拉一直在人工智能、科技领域有所布局，马斯克也多次谈到全自动驾驶、特斯拉机器人和 Dojo 超级计算机给特斯拉带来的机遇，市场似乎更愿意相信特斯拉是一支“AI 概念股”，其次才是一家汽车制造商。

3、股价回顾：特斯拉近期股价上涨主要受 AI 概念的驱动

近期特斯拉的股价表现强劲。2023 年 5 月初-6 月底，特斯拉股票上涨了 59.3%，而同期标普 500 仅上涨 6.7%。其上涨主要归因于：

- 1) 公司的基本面改善，Q2 交付量超出预期。
- 2) 一系列重要事件的驱动（如通用汽车、福特汽车与特斯拉合作、全自动驾驶技术的进展、埃隆·马斯克访华、参展人工智能大会）
- 3) 美股头部科技股显著跑赢大盘的宏观环境（上半年美股 TOP7 科技股大幅超过标普 500 指数）

● 投资建议

预计特斯拉的财报表现将与市场一致预期持平，结合股价来看，考虑到前几个月特斯拉涨幅过大，且特斯拉在 AI 业务的布局（FSD、特斯拉机器人和 Dojo 超级计算机）几年内很难在财报上有所体现。届时特斯拉财报的数据可能会提醒投资者重新去关注特斯拉基本面：目前特斯拉仍然是一家汽车制造商，其 AI 业务甚至无法在利润表上有所体现。

策略方面，建议采取 Covered Call 等偏稳健的投资政策，不建议追高。

● 风险提示

宏观经济不及预期；经济恢复不及预期；电动车销量不及预期；政策不及预期。

CHEN YUJIA

分析师

SFC CE No: BIH 327

charleychen@futuok.com

联系人

Lee Yang

leeyang@futunn.com

Albert Huang

alberthuang@futunn.com

市场数据

特斯拉	TSLA
日期	2023/7/13
当前价	271.99
总股本	31.7亿
流通股本	31.7亿
52周最高/最低价(美元)	314.67/101.81
近1月绝对涨幅	8.87%
近12月绝对涨幅	15.75%

数据来源：Wind，富途证券

股价表现



数据来源：Wind，富途证券

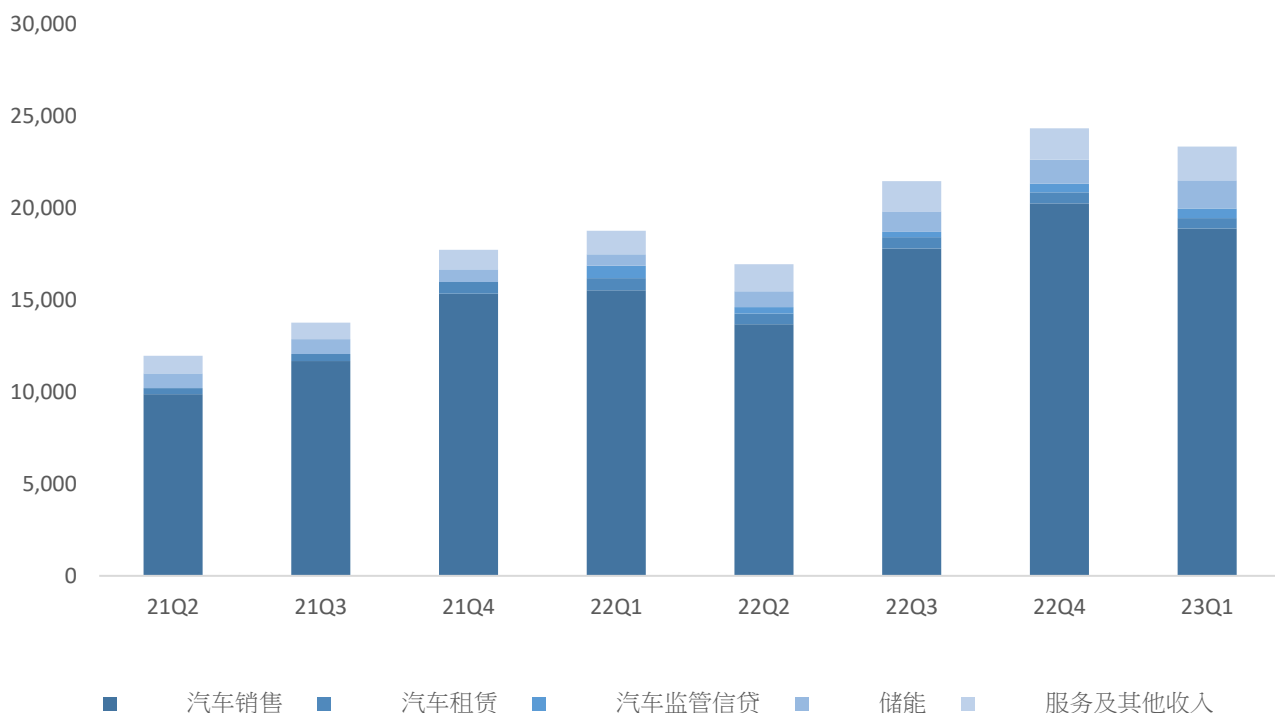
1、特斯拉概况

近日，特斯拉公布了二季度的交付数据。第二季度特斯拉总共交付了 46.61 万辆车，环比增长了 10.2%。这个数字比市场预期的 44.5 万辆高出了 4.7%。我们认为特斯拉销量超预期得益于其在北美地区的降价和让利政策。

特斯拉将于美国东部时间 7 月 19 日美国股市收盘后（北京时间 7 月 20 日）发布 2023 年第二季度财报。

特斯拉的收入主要分为汽车板块和储能板块，其中汽车业务分为汽车销售、汽车租赁、服务和其他收入、汽车监管积分四个收入子板块。

图 1：特斯拉收入结构（单位：百万美元）



资料来源：Wind，富途证券整理

1) 汽车板块

汽车销售收入包括与 Model S、Model X、Model 3 和 Model Y 汽车现金交付相关的收入，包括使用超级充电网络、互联网连接、自动驾驶功能和空中下载技术更新。

汽车租赁收入包括根据租赁会计准则进行核算的直接经营租赁协议下的车辆收入摊销，以及按经营租赁方式出售并具有再销售价值保证的车辆的收入摊销。

服务和其他收入包括非保修售后车辆服务、二手车销售、零售商品、收购的子公司向第三方客户的销售以及车辆保险收入。

汽车监管积分收入指的是销售汽车监管积分的收入。

2) 储能板块

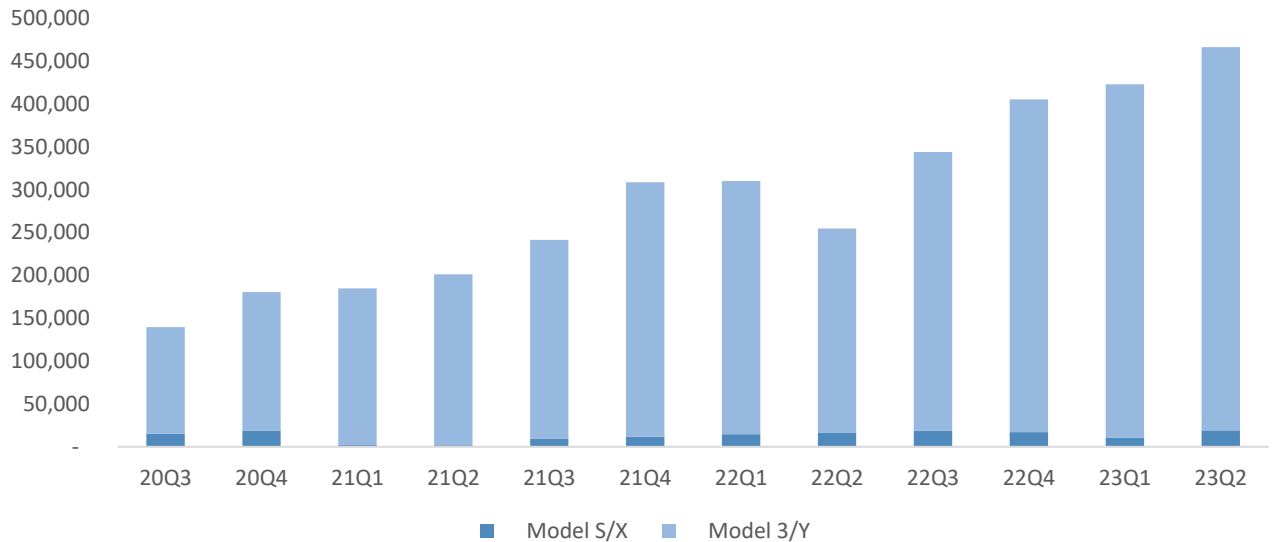
能源发电和储存收入指的是通过销售和租赁太阳能发电和能量储存设备，以及提供相关服务和销售太阳能系统激励而获得的收入。

2、汽车业务：销量超预期，毛利率或将持续承压

第二季度，特斯拉总共交付了 46.61 万辆车，环比增长了 10.2%。这个数字比市场预期的 44.5 万辆高出了 4.7%。我们认为特斯拉销量超预期得益于其在北美地区的降价和让利政策，包括：四月份下调北美地区的售价、Model 3 全系列车型的用户可享受 7500 美元的全额补贴、免费充电、提供灵活的保险补贴等促销政策。

特斯拉有望冲击全年 200 万辆的销售目标。今年上半年特斯拉合计交付 88.9 万辆，占全年指引下限 180 万辆的 49.4%，占上限 200 万辆的指引 44.5%。参考去年上半年交付量占全年的 43.0%，全年有望挑战 200 万辆。

图 2：特斯拉季度销量（单位：辆）



资料来源：Wind，公司公告，富途证券整理

随着 Q2 销量的公布，市场的焦点转移到公司 Q2 的毛利率。特斯拉一季度的毛利率仅为 19.3%，跌破 20% 的红线，环比下降了 6.3%，显著影响了市场情绪。根据彭博，市场普遍预期特斯拉 Q2 的毛利率为 18.7%，环比下降了 0.6%，主要系特斯拉在美国的降价和让利策略。

马斯克在一季度的财报电话会表示，公司会优先考虑销量的增长，而不是利润率，并预计未来特斯拉能通过自动驾驶产生可观的利润。

预计特斯拉二季度收入和成本都会有所降低。价格方面，为达到销量目标，特斯拉 4 月、6 月在北美地区都进行了降价，预计 Q2 单车销售价格将进一步降低。成本方面，Wind 数据显示，二季度电池级碳酸锂均价为 25.46 万元，环比下降 36.79%。据测算，锂价每吨每涨 10 万元，搭载三元电池整车成本上升 5363 元。二季度锂价的下降约对应 8000 元整车成本的下降。

3、AI 业务：短期内几乎没有业绩落地，却贡献了接近一半的估值

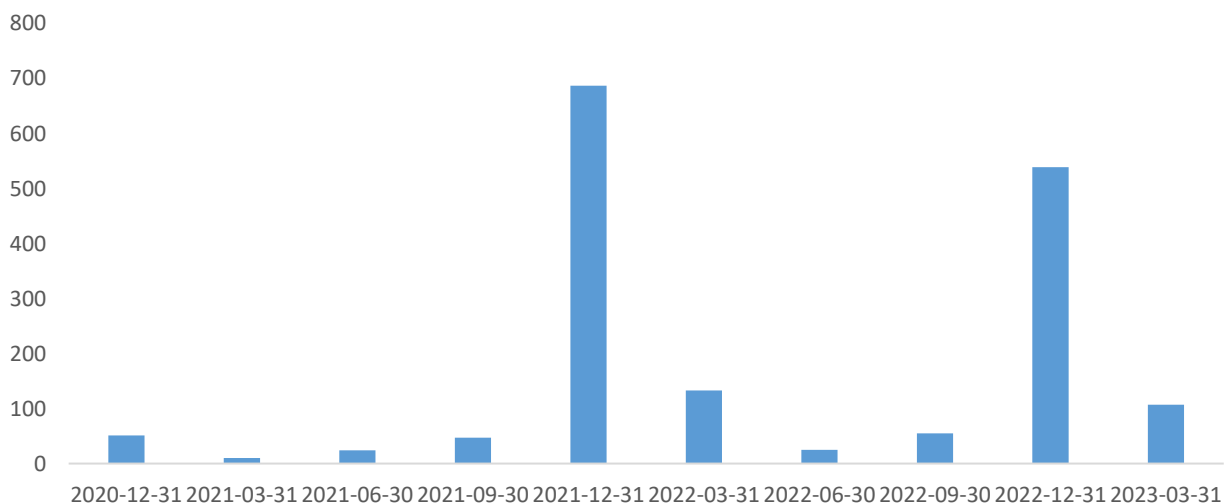
公司五月份以来股价的强劲表现主要来源于投资者对 AI 概念的追捧。特斯拉一直在人工智能、科技领域有所布局，马斯克也多次谈到全自动驾驶、特斯拉机器人和 Dojo 超级计算机给特斯拉带来的机遇，市场似乎更愿意相信特斯拉是一支“AI 概念股”，其次才是一家汽车制造商。

马斯克 6 月 5 日在推特上表示，特斯拉对向其他汽车制造商授权 Autopilot、全自动驾驶和电动汽车技术持开放态度，这进一步激发了投资者的热情。

尽管 AI 业务贡献了特斯拉接近一半的市值，但目前只有全自动驾驶（FSD）业务贡献了少量的收入。

特斯拉财报显示，递延收入与使用超级充电站网络、互联网连接、自动驾驶功能和空中下载技术更新有关。因此可以从递延收入的变化可以跟踪全自动驾驶（FSD）的订单情况。

图 3：特斯拉递延收入季度变化（单位：百万美元）



资料来源：Wind、公司公告，富途证券整理

4、盈利前瞻

我们预测 Q2 公司汽车业务毛利率为 18.5%，环比下滑 0.5%；Q2 的 EPS 大概率落在 0.78-0.88 的区间（Q1 的 EPS 为 0.8），与彭博的一致预期 0.82 大体持平。我们预测尽管 Q2 的销量环比实现了 10% 的增长，但特斯拉的降价和让利策略会使其毛利率进一步承压，预计 Q2 的 EPS 大体与 Q1 持平。

图 4：特斯拉量价拆分

	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2E
电动车合计交付量	201,304	241,391	308,650	310,048	254,695	343,830	405,278	422,875	466,140
汽车营收(百万美元)	10,206	12,057	15,967	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,574
ASP(万美元)	5.07	4.99	5.17	5.22	5.60	5.35	5.14	4.60	4.41
QoQ	4%	-1%	4%	1%	7%	-4%	-4%	-11%	-4%
单车成本(万美元)	3.63	3.47	3.59	3.65	4.13	3.92	3.89	3.73	3.60
QoQ	1%	-4%	3%	2%	13%	-5%	-1%	-4%	-3%
汽车板块毛利率	28.4%	30.5%	30.6%	30.0%	26.2%	26.8%	24.3%	19.0%	18.5%

资料来源：Wind、公司公告，富途证券整理

5、股价回顾及投资策略推荐

股价回顾：

近期特斯拉的股价表现强劲。2023 年 5 月初-6 月底，特斯拉股票上涨了 59.3%，而同期标普 500 仅上涨 6.7%。其上涨主要归因于：

- 1) 公司的基本面改善，Q2 交付量超出预期。
- 2) 一系列重要事件的驱动（如通用汽车、福特汽车与特斯拉合作、全自动驾驶技术的进展、埃隆·马斯克访华、参展人工智能大会）

3) 美股头部科技股显著跑赢大盘的宏观环境（上半年美股 TOP7 科技股大幅超过标普 500 指数）

策略推荐：

预计特斯拉的财报表现将与市场一致预期持平，结合股价来看，考虑到前几个月特斯拉涨幅过大，且特斯拉在 AI 业务的布局（FSD、特斯拉机器人和 Dojo 超级计算机）几年内很难在财报上有所体现。届时特斯拉财报的数据可能会提醒投资者重新去关注特斯拉基本面：目前特斯拉仍然是一家汽车制造商，其 AI 业务甚至无法在利润表上有所体现。

策略方面，建议采取 Covered Call 等偏稳健的投资政策，不建议追高。

■ 风险提示

宏观经济不及预期；经济恢复不及预期；电动车销量不及预期；政策不及预期。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。