

## 特斯拉 (TSLA)

## 二季報點評：盈利能力略不及預期，Q3 指引偏保守

## ● 事件

7月20日，特斯拉發佈第二季度財報。特斯拉第二季度總營收為 249.27 億美元，同比增長 47%；毛利潤為 45.33 億美元，同比增長 7%；毛利率為 18.2%，低於第一季度的 19.3%和去年同期的 25%。營業利潤同比下滑 3%至 23.99 億美元；營業利潤率為 9.6%，低於第一季度的 11.4%和去年同期的 14.6%；GAAP 歸屬於普通股股東的淨利潤為 27.03 億美元，同比增幅達 20%；歸屬於普通股股東的每股收益為 0.78 美元，同比增長 20%。

## ● 核心觀點

## 特斯拉 Q2 盈利能力略低於預期

特斯拉第二季度毛利率為 18.2%，低於市場預期的 18.8%。第一季度，特斯拉毛利率為 19.3%，低於第四季度的 24%；二季度營業利潤率跌破 10%，降至 9.6%，比一年前低了近 5%。

## 當前宏觀環境不確定性較大，特斯拉 Q3 毛利率仍面臨一定壓力

馬斯克在業績會提到，隨着貸款利率上升，很多消費者在貸款的時候會比較猶豫，因為這也意味着汽車價格變相提高，如果貸款利率繼續上行，特斯拉會選擇降價讓更多消費者負擔得起。目前特斯拉的毛利率短期內仍存在繼續下行的風險。

## 在不提價的情況下，特斯拉毛利率難以回到去年的水平

我們測算，在不提價的情況下，特斯拉毛利率難以回到去年的水平。如果 Q3 鋰礦回落到 10 萬元以下，我們測算在提價 5%、價格不變、降價 5%的情況下分別對應 24.5%、20.7%、16.5%的毛利率。

## ● 投資建議

從估值角度看，當前特斯拉的 PE (TTM) 為 75.7 倍，較年初的估值幾乎翻倍。當前特斯拉的估值很大一部分來源於尚未落地的 AI 業務，如果追高會存在一定風險。

受宏觀經濟環境和海外貸款利率高企的影響，特斯拉連續兩個月毛利率承壓，後續特斯拉的盈利情況主要關注：

- 1) 後續宏觀環境和利率的走勢，以及特斯拉後續是否會繼續降價促銷。
- 2) Q3 碳酸鋰價格大概率會回落，有望帶動特斯拉毛利率的修復。

由於特斯拉的股票市場關注度過高，短期來看公司股價高度依賴事件驅動，包括：短期是否降價，FSD 的進展，Cybertruck 產能爬坡的進展等等。在沒有事件驅動的情況下，股票走勢會嚴重傾向於於月度銷售數據，每次月度角度數據超預期/不及預期，都會存在短期交易性機會。

策略方面，當前特斯拉股價存在一定的下行風險，建議採取 Covered Call 等偏穩健的投資策略。

## ● 風險提示

宏觀經濟不及預期；經濟恢復不及預期；電動車銷量不及預期；政策不及預期。

CHEN YUJIA

分析師

SFC CE No: BIH 327

[charleychen@futu.hk](mailto:charleychen@futu.hk)

聯絡人

Lee Yang

[leeyang@futunn.com](mailto:leeyang@futunn.com)

Albert Huang

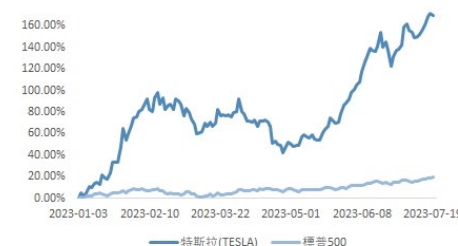
[alberthuang@futunn.com](mailto:alberthuang@futunn.com)

## 市場資料

特斯拉	TSLA
日期	07/20/23
當前價	291.26
總股本	31.70億
流通股本	27.09億
52周最高/最低價(美元)	314.66/101.80
近1個月絕對漲幅	11.38%
近12個月絕對漲幅	14.17%

資料來源：Wind，富途證券

## 股價表現



資料來源：Wind，富途證券

## 1、特斯拉 Q2 盈利能力略低於預期。

特斯拉第二季度毛利率為 18.2%，低於市場預期的 18.8%。第一季度，特斯拉毛利率為 19.3%，低於第四季度的 24%；二季度營業利潤率跌破 10%，降至 9.6%，比一年前低了近 5%。

圖 1：特斯拉單車盈利情況

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
Total deliveries of EV	139,593	180,570	184,877	201,304	241,391	308,650	310,048	254,695	343,830	405,278	422,875	466,140
Auto revenue (millions USD)	7,611	9,314	9,002	10,206	12,057	15,967	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,986
ASP (10,000 USD)	5.45	5.16	4.87	5.07	4.99	5.17	5.22	5.60	5.35	5.14	4.60	4.50
QoQ		-5.4%	-5.6%	4.1%	-1.5%	3.6%	0.9%	7.3%	-4.4%	-3.9%	-10.6%	-2.1%
Unit cost (10,000 USD)	3.94	3.92	3.58	3.63	3.47	3.59	3.65	4.13	3.92	3.89	3.73	3.69
QoQ		-0.7%	-8.6%	1.4%	-4.3%	3.4%	1.7%	13.1%	-5.1%	-0.7%	-4.3%	-1.1%
GPM of the automobile sector	27.7%	24.1%	26.5%	28.4%	30.5%	30.6%	30.0%	26.2%	26.8%	24.3%	19.0%	18.1%

資料來源：公司公告，富途證券整理

特斯拉管理層認為，二季度經營利潤率環比下滑主要系：

- 汽車銷售組合和汽車降價降低了 ASP
- 4680 電池的生產成本和其他相關費用
- Cybertruck、AI 等大型項目帶動運營費用增加
- 負面的外匯影響

其中令利潤率下滑的主要因素還是特斯拉 4 月和 6 月的降價促銷。

## 2、加大 AI 業務的研發投入，但短期內難以兌現業績

公司五月份以來股價的強勁表現主要來源於投資者對 AI 概念的追捧。特斯拉一直在人工智能、科技領域有所佈局，馬斯克也多次談到全自動駕駛、特斯拉機器人和 Dojo 超級計算機給特斯拉帶來的機遇，特斯拉也“理所當然”地成為了所謂的“AI 概念股”。

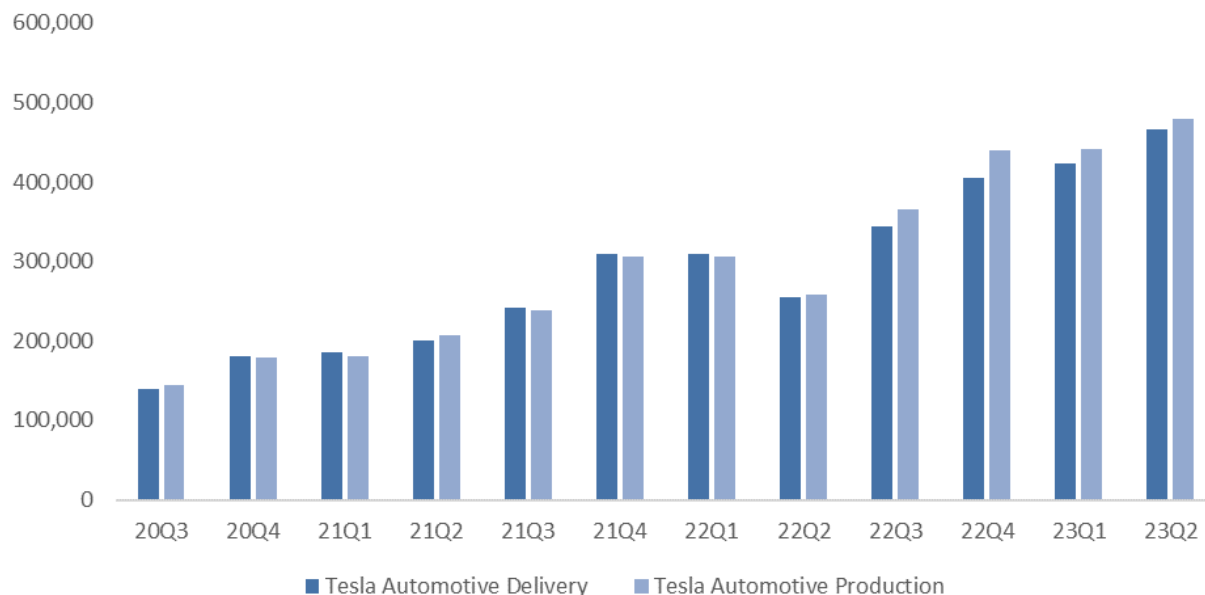
馬斯克 6 月 5 日在推特上表示，特斯拉對向其他汽車製造商授權 Autopilot、全自動駕駛和電動汽車技術持開放態度，這進一步激發了投資者的熱情。

馬斯克提到，2024 年底前會再投資 10 億美元投入 Dojo 超級計算機；結合股價來看，考慮到前幾個月特斯拉漲幅過大，且特斯拉在 AI 業務的佈局（FSD、特斯拉機器人和 Dojo 超級計算機）幾年內很難在財報上有所體現。特斯拉財報的數據可能會提醒投資者重新去關注特斯拉基本面：目前特斯拉仍然是一家汽車製造商，其 AI 業務甚至無法在利潤表上有所體現。

## 3、連續 5 個季度產量大於交付量，預計 Q3 減產對公司影響有限

我們認為公司 Q3 減產對公司影響有限。馬斯克表示，由於特斯拉進行工廠升級，第三季度的產量“將略有下降”。第五個季度特斯拉的產量超過了銷量，意味着庫存在不斷累積。過去五個季度，公司產量、銷量的差值分別是 3,885 輛，22,093 輛，34,423 輛，17,933 輛和 13,560 輛，根據產量銷量差計算出累積的庫存達 91,894 輛。考慮到庫存的因素，我們認為 Q3 小幅減產對特斯拉的影響有限。

圖 2：特斯拉產量、交付量情況

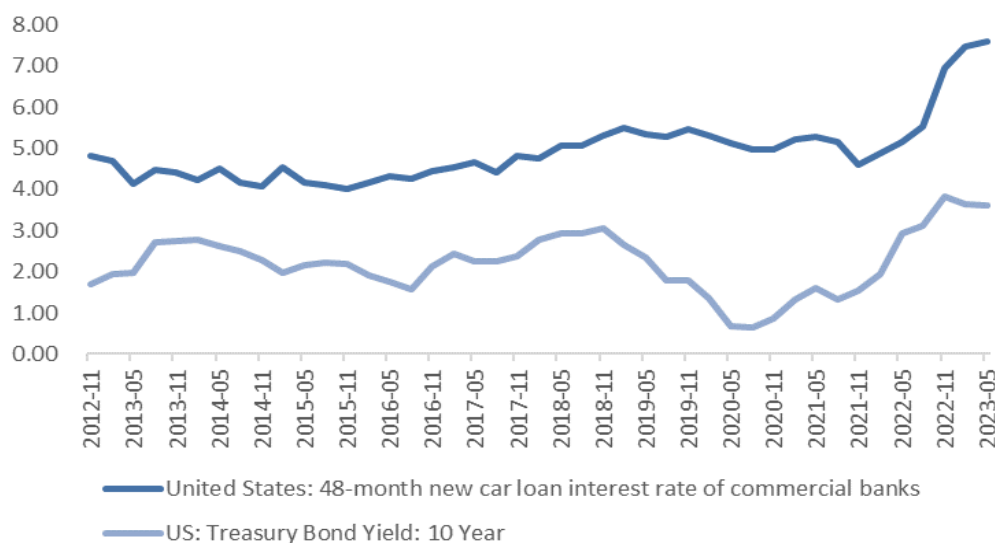


資料來源：公司招股書、公司公告，富途證券整理

## 4、宏觀環境不確定性較大，Q3 毛利率仍面臨一定壓力

馬斯克在業績會提到，隨着貸款利率上升，很多消費者在貸款的時候會比較猶豫，因為這也意味着汽車價格變相提高，如果貸款利率繼續上行，特斯拉會選擇降價讓更多消費者負擔得起。目前特斯拉的毛利率短期內仍存在繼續下行的風險。

圖 3：美國新車貸款利率（%）（2012 年 11 月-2023 年 5 月）



資料來源：公司公告，富途證券整理

## 5、不提價的情況下，特斯拉毛利率難以回到去年的水平

Wind 數據顯示，二季度電池級碳酸鋰均價為 25.46 萬元，環比下降 36.79%。據測算，鋰價每噸每漲 10 萬元，搭載三元電池整車成本上升 5363 元。我們認為後續鋰礦大概率回落到 10 萬元以下，特斯拉的單車成本有望下降 1150 美元。

在不提價的情況下，特斯拉毛利率難以回到去年的水平。如果 Q3 鋰礦回落到 10 萬元以下，我們測算在提價 5%、價格不變、降價 5%的情況下分別對應 24.5%、20.7%、16.5%

的毛利率。

圖 4：特斯拉毛利率測算

	Optimistic scenario: 5% price raise	Neutral scenario: No price cut	Pessimistic scenario: 5% price cut	23Q2
ASP (10,000 USD)	4.73	4.50	4.28	4.50
QoQ	5%	0%	-5%	-2%
Unit cost (10,000 USD)	3.57	3.57	3.57	3.69
Assuming 10k yuan of lithium carbonate				
GPM of the automobile sector	24.5%	20.7%	16.5%	18.1%

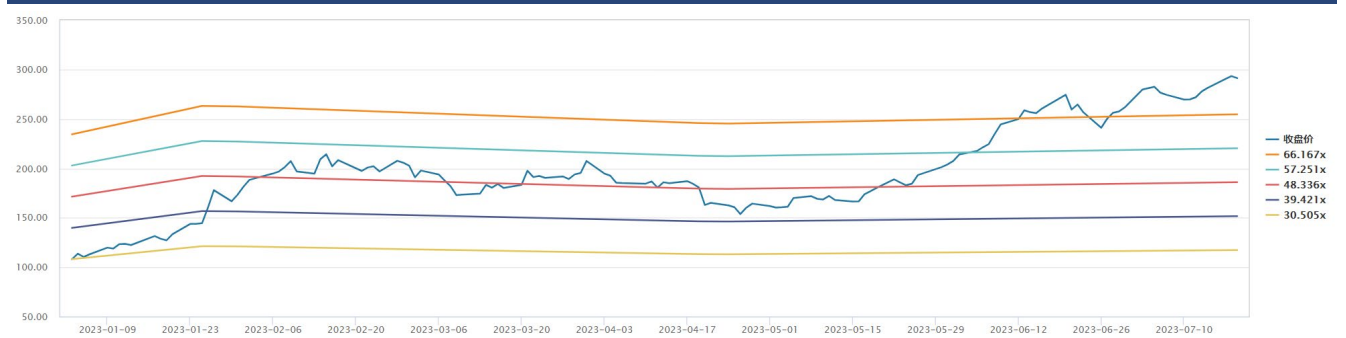
資料來源：公司公告，富途證券整理

## 6、投資建議

特斯拉在業績公佈前已經披露汽車交付量的數據，市場的焦點轉移到盈利能力。由於特斯拉 Q2 財報的毛利率、經營利潤率不及預期，財報發佈後，特斯拉盤後股價下跌約 4%。

從估值角度看，當前特斯拉的 PE (TTM) 為 75.7 倍，較年初的估值幾乎翻倍。當前特斯拉的估值很大一部分來源於尚未落地的 AI 業務，如果追高會存在一定風險。

圖 5：特斯拉 PE Band (2023 年 1 月 1 日-2023 年 7 月 20 日)



資料來源：Wind，富途證券整理

马斯克提到，2024 年底前會投資逾 10 億美元投入 Dojo 超級計算機；結合股價來看，考慮到前幾個月特斯拉漲幅過大，且特斯拉在 AI 業務的佈局 (FSD、特斯拉機器人和 Dojo 超級計算機) 幾年內很難在財報上有所體現。特斯拉財報的數據可能會提醒投資者重新去關注特斯拉基本面：目前特斯拉仍然是一家汽車製造商，其 AI 業務甚至無法在利潤表上有所體現。

受宏觀經濟環境和海外貸款利率高企的影響，特斯拉連續兩個季度毛利率承壓，後續特斯拉的盈利情況主要關注：

- 1) 後續宏觀環境和利率的走勢，以及特斯拉後續是否會繼續降價促銷。
- 2) Q3 碳酸鋰價格大概率會回落，有望帶動特斯拉毛利率的修復。

由於特斯拉的股票市場關注度過高，短期來看公司股價高度依賴事件驅動，包括：短期是否降價，FSD 的進展，Cybertruck 產能爬坡的進展等。在沒有事件驅動的情況下，股票走勢會嚴重傾向於月度銷售數據，每次月度角度數據超預期/不及預期，都會存在短期交易性機會。

策略方面，當前特斯拉股價存在一定的下行風險，建議採取 Covered Call 等偏穩健的投資策略。

## 風險提示

宏觀經濟不及預期；經濟恢復不及預期；電動車銷量不及預期；政策不及預期。



# 研究報告免責聲明

## 一般聲明

本報告由富途證券國際(香港)有限公司(“富途證券”)編制。本報告之持有者透過接收及/或觀看本報告(包含任何有關的附件),表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告,並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成違反有關法律。

未經富途證券事先以書面同意,本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製,複印或儲存,或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。富途證券對因使用本報告中包含的材料而導致的任何直接或間接損失概不負責。

本報告內的資料來自富途證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源,惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊,並可能受遞延誤,阻礙或攔截等因素所影響。富途證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性,準確性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途證券及其關連公司(統稱“富途集團”)均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的,間接的,隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映富途證券或其關連公司的立場,亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改,富途證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

本報告只為一般性提供資料之性質,旨在供富途證券之客戶作一般閱覽之用,而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標,財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為富途集團的任何成員作出提議,建議或徵求購入或出售任何證券,有關投資或其它金融證券。本報告所提及之產品未必適合所有投資者,閱覽本報告的人士應在作出任何投資決策時須充分考慮相關因素並尋求專業建議。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指,投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

本報告由受香港證券和期貨委員會監管的富途證券於香港提供。香港的投資者若有任何關於富途證券研究報告的問題請直接聯繫富途證券。本報告作者所持香港證監會牌照的中央編號已披露在報告首頁的作者姓名旁。

本報告中的任何內容均不得解釋為購買或出售證券的要約或邀請。任何決定購買本研究報告中所提及的證券都應考慮到現有的公開信息,包括任何有關此類證券的招股說明書等。

## 分析員保證

主要負責撰寫本報告的分析員確認(i)本報告所表達的意見都準確地反映他/她對本研究報告所評論的上市法團的個人觀點;及(ii)他/她過往,現在或將來,直接或間接,所收取之報酬沒有任何部份是與他/她在本報告所表達之特別推薦或觀點有關連的。

分析員確認分析員本人及其有聯繫者均沒有在研究報告發出前30日內及在研究報告發出後3個營業日內交易報告內所述的上市法團及其相關證券。

## 利益披露聲明

報告作者為香港證監會持牌人士,分析員本人或其有聯繫者並未擔任本研究報告所評論的上市法團高級管理人員,也未持有其任何財務權益。

本報告中,富途證券並無持有該上市公司市值的1%或以上的任何財務權益,在過去12個月內與該公司並無投資銀行關係。本公司員工均非該上市公司的雇員。

## 可用性

對部分的司法管轄區或國家而言,分發,發行或使用本報告會抵觸當地法律,法則,規定,或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

此處包含的資訊是基於富途證券認為之準確的來源。富途證券(或其附屬公司或員工)可能在相關投資產品中擁有頭寸及交易。富途集團及/或相關人士對投資者因使用本報告或依賴其所載資訊而引起的一切可能損失,概不承擔任何法律責任。

有關不同產品風險的詳細資訊,請訪問<http://www.futu.hk>上的風險披露聲明。