

陈传红

分析师 SAC 执业编号: S1130522030001

姜超阳

分析师 SAC 执业编号: S1130522010006

## 营收同比高增，各工厂生产效率持续提高

### 事件

10月20日特斯拉发布2022年三季度财报并召开电话会议。

### 评论

**2022年三季度营收持续高增。**营收214.54亿美元(GAAP)，同比+56%，环比+27%。同比提升主要因为电动车交付量以及产品均价(ASP)同比提高。归母净利润为32.92亿美元(GAAP)，同比+103%，环比+46%。经营活动现金流净额为51亿美元，同比+62%，环比+117%。EPS为\$1.05/股(Non-GAAP)，市场预期为\$1.00/股，超出预期。

**单车毛利率维持较高水平。**汽车业务收入186.92亿美元，同比+55%，环比+28%。毛利率为27.9%，同比-9%，环比+0%。同比下降主要因为原材料、大宗商品、运输成本上涨，以及新工厂电动车生产与4680电池生产效率较低。平均单车销售收入为5.44万美元，同比+9%，环比-5%。扣除积分后毛利率为26.8%，同比-7%，环比+2%。存货周转天数为8天。

**各工厂产能效率持续提升。**截至22Q3公司总产能超过190万辆/年。其中Fremont工厂Model 3/Y年产能提升至55万辆/年，Model S/X 10万辆/年。上海工厂产能>75万辆/年。德国与得州工厂产能>25万辆/年。公司表示将继续投资扩大工厂的产能，以最大限度地提高产量。

### 投资建议

特斯拉为电动汽车最强投资主线，配套供应商将深度受益。特斯拉国产化路线落地后已为电池系统、车身及部件、内外饰等领域内的企业带来了新合作契机。在Model Y、3等爆款车型带动下，2022年全球电动化趋势加速。我们持续看好具备全球竞争力的国产供应链企业。持续推荐：宁德时代、恩捷股份、中鼎股份等。

### 风险提示

新能源汽车补贴政策不及预期，新能源车产销量不及预期等。

## 点评正文

### 1、22Q3 营收持续高增

- 2022 年第三季度公司实现营收 214.54 亿美元 (GAAP)，同比+56%，环比+27%。同比提升主要因为电动车交付量以及产品均价 (ASP) 同比提高。归母净利润为 32.92 亿美元 (GAAP)，同比+103%，环比+46%。经营活动现金流净额为 51 亿美元，同比+62%，环比+117%。EPS 为 \$1.05/股 (Non-GAAP)，市场预期为 \$1.00/股，超出预期。

图表 1：公司单季度财务情况

百万美元	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	QoQ	YoY
总收入	11958	13757	17719	18756	16934	21454	27%	56%
毛利	2884	3660	4847	5460	4234	5382	27%	47%
毛利率 (GAAP)	24.1%	26.6%	27.4%	29.1%	25.0%	25.1%	0%	-6%
营业费用	1572	1656	2234	1857	1770	1694	-4%	2%
营收利润	1312	2004	2613	3603	2464	3688	50%	84%
营业利润率	11.0%	14.6%	14.7%	19.2%	14.6%	17.2%	18%	18%
调整后 EBITDA	2487	3203	4090	5023	3791	4968	31%	55%
调整后 EBITDA 率	20.8%	23.3%	23.1%	26.8%	22.4%	23.2%	4%	0%
归母净利润(GAAP)	1142	1618	2321	3318	2259	3292	46%	103%
归母净利润(non-GAAP)	1616	2093	2879	3736	2620	3654	39%	75%
EPS (GAAP)	1.02	1.44	2.05	2.86	1.95	0.95	-51%	-34%
EPS (non-GAAP)	1.45	1.86	2.54	3.22	2.27	1.05	-54%	-44%
经营活动现金流净额	2124	3147	4585	3995	2351	5100	117%	62%
资本开支	(1505)	(1819)	(1810)	(1767)	(1730)	(1803)	4%	-1%
自由现金流	619	1328	2775	2228	621	2197	254%	65%
现金及现金等价物	16229	16065	17576	17505	18324	21107	15%	31%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 2、单车毛利维持较高水平

- 汽车业务收入 186.92 亿美元，同比+55%，环比+28%。毛利率为 27.9%，同比-9%，环比+0%。同比下降主要因为原材料、大宗商品、运输成本上涨，以及新工厂电动车生产与 4680 电池生产效率较低。平均单车销售收入为 5.44 万美元，同比+9%，环比-5%。扣除积分后毛利率为 26.8%，同比-7%，环比+2%。存货周转天数为 8 天。

图表 2: 汽车业务盈利情况

百万美元	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	QoQ	YoY
汽车业务营收	10206	12057	15967	16861	14602	18692	28%	55%
汽车销售收入	9520	11393	15025	15514	13670	17785	30%	56%
汽车租赁收入	332	385	628	668	588	621	6%	61%
积分收入	354	279	314	679	344	286	-17%	3%
汽车业务毛利率	28.4%	30.5%	30.6%	32.9%	27.9%	27.9%	0%	-9%
平均单车销售收入 (万美元/辆)	5.07	4.99	5.17	5.44	5.73	5.44	-5%	9%
扣除积分后单车营收 (万美元/辆)	4.89	4.88	5.07	5.22	5.60	5.35	-4%	10%
扣除积分后单车毛利 (万美元/辆)	1.26	1.41	1.48	1.57	1.47	1.43	-2%	2%
扣除积分后毛利率	25.8%	28.8%	29.2%	30.0%	26.2%	26.8%	2%	-7%
存货周转天数	9	6	4	3	4	8	100%	33%
超级充电站(座)	2996	3254	3476	3724	3971	4283	8%	32%
超级充电桩(个)	26900	29281	31498	33657	36165	38883	8%	33%

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

### 3、各工厂产能效率持续提升

- 截至 22Q3, 公司总产能超过 190 万辆/年。其中 Fremont 工厂 Model 3/Y 年产能提升至 55 万辆/年, Model S/X 10 万辆/年。上海工厂产能 > 75 万辆/年。德国与得州工厂产能 > 25 万辆/年。公司表示将继续投资扩大工厂的产能, 以最大限度地提高产量。公司表示, 短期或有波动, 但从长期维度预计交付量将实现 50% 的年均增长。

图表 3: 特斯拉各工厂生产情况

在第三季度, 我们的每个工厂都生产了创纪录的电动车数量。虽然本季度零部件紧缺问题有所缓解, 但高峰期的车辆运输能力变得越来越具有挑战性。我们正在逐渐转向生产和交付的更平滑的区域组合。

#### US: Texas, California and Nevada

我们继续实施解决方案以进一步提高 Fremont 工厂的生产率。得州制造的 Model Y 产量在本季度每个月都在持续增长。在第三季度 4680 电芯产量增长了 3 倍。Tesla Semi 交付的初始阶段计划于 2022 年 12 月开始。

#### China: Shanghai

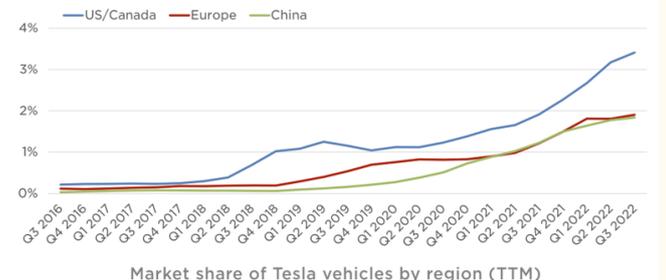
在二季度生产放缓之后, 上海工厂三季度的生产速度超过了之前的季度记录。上海的工厂仍然是我们的主要出口中心, 为北美以外的大多数市场供应车辆。

#### Europe: Berlin-Brandenburg

由于第三季度末生产率的大幅提升, 德国工厂使用 2170 电池的 Model Y 周产能超过 2000 辆。工厂的生产率进展符合我们的预期。

Installed Annual Vehicle Capacity			
Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>750,000	Production
Berlin	Model Y	>250,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
Nevada	Tesla Semi	-	Early production
TBD	Roadster	-	In development
	Robotaxi & Others	-	In development

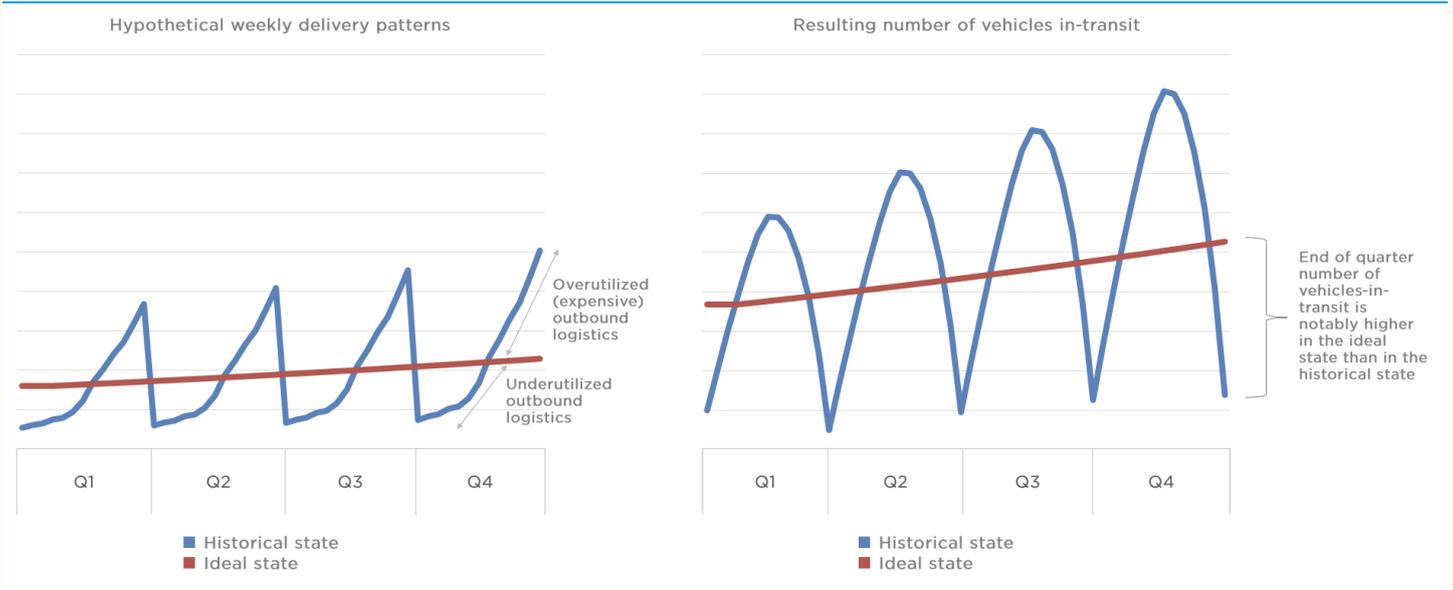
Installed capacity ≠ current production rate, and there may be limitations discovered as production rates approach capacity. Production rates depend on a variety of factors, including equipment uptime, component supply, downtime related to factory upgrades, regulatory considerations and other factors.



Source: Tesla estimates based on ACEA; AutoneWS.com; CAAM - light-duty vehicles only  
TTM = Trailing twelve months

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司计划平滑每个季度车辆交付情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 公司核心技术近况

Autopilot and Full Self-Driving (FSD)

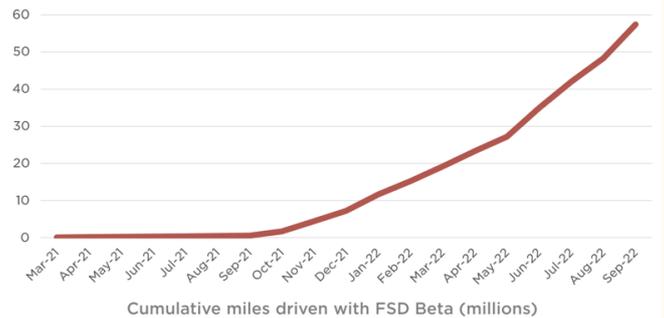
9 月下旬我们举办了第二个 AI 日, 我们提供了有关 FSD、Dojo 训练计算机和 Optimus 机器人的最新发展的信息。AI 日再次推动与人工智能相关的职位申请数量大幅增加。截至第三季度末, 北美约有 16 万名特斯拉司机获得了 FSD Beta 服务。

Vehicle Software

客户开始通过 Tesla Profiles 在他们的账户中享受车辆之间的无缝转换, 自动同步座椅、后视镜和方向盘的位置, 以及对气候控制、导航和媒体的偏好。我们还发布了丰富的能源消耗视图, 并提供个性化的能源使用建议, 以提高能源使用效率。

Battery, Powertrain & Manufacturing

在得州工厂, 我们从今年年初生产 Model Y, 就开始使用前后车身一体化压铸件和 CTC 电池组。除了特斯拉 Fremont 和上海工厂, 行业从未大规模生产过这种尺寸的铸件。制造如此大型铸件的挑战是, 所有铝需要在大约十分之一眨眼的时间内通过一个入口点注入模具, 同时不会凝固或变形。我们计划在今年年底之前在柏林工厂引入前车身一体化压铸件和 CTC 电池组。



Trip Projection tool for range estimation dependent on conditions

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、预计交付量持续高增

德国工厂与得州工厂全面投产后, 特斯拉产能将再次大幅提升。Model 3 与 Y 作为全球爆款车型, 我们预计供不应求状态或将长期存在, 核心跟踪: (1) 各工厂产能提升情况。产能决定交付上限。(2) 配套供应商产能提升情况。(3) 4680 电池、一体化压铸良率。(4) FSD 普及率。(5) 新车型以及其他新技术研发进展。

5、投资建议

特斯拉为电动汽车最强投资主线, 配套供应商将深度受益。特斯拉国产化路线落地后已为电池系统、车身及部件、内外饰等领域内的企业带来了新合作契机。在 Model Y 等爆款车型带动下, 2022 年全球电动化趋势加速。我们持续看好具备全球竞争力的国产供应链企业。持续推荐: (1) 电池: 持续关注全球竞争力强的标的: 宁德时代、恩捷股份、华友钴业、中伟股份、贝特瑞、容百科技、璞泰来、科达利、天赐材料、中核钛白、壹石通、德方纳

米等；关注国产化率提升的炭黑（黑猫股份）、铝塑膜等领域；供需紧平衡角度，关注负极、PVDF（东阳光、联创股份等）等。（2）零部件：重点关注渗透率提升的领域：底盘智能化（中鼎股份、伯特利、保隆科技等）、热泵（三花智控、盾安环境等）、底盘轻量化（拓普集团、旭升股份等）、一体化铸件（文灿股份等）、高压连接器（合兴股份）、天幕玻璃（福耀玻璃）等；国产化率提升的领域：控制器（德赛西威、科博达等）、音响（上声电子）、轮胎（森麒麟等）、内外饰（宁波华翔、新泉股份）、车灯（星宇股份）等。

## 6、风险提示

- 新能源汽车补贴政策不及预期：新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险。
- 新能源汽车销量不及预期：新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402