

特斯拉系列之二十六

一季度交付创新高，汽车板块毛利率短期承压

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

执证编码：S0980519080002

事项：

2023年4月20日，特斯拉公布2023年Q1财报，特斯拉23Q1实现营收233.29亿美元，同环比+24.4%/-4.1%，其中5.21亿美元来自于出售碳排放额度（同环比-23.3%/+11.6%），约占整体营收2.2%；**利润端来看**，特斯拉23Q1毛利率为19.3%，同环比-9.8pct/-4.4pct，营业利润为26.64亿美元，同环比-26.1%/-31.7%，营业利润率为11.4%，同环比-7.8pct/-4.6pct；2023Q1公司实现净利润（GAAP下）25.13亿美元，同环比-24.3%/-31.8%，已连续第十五季度实现盈利，调整后EBITDA为42.67亿美元，同比-15%；在原材料成本波动+生产效率受到影响（柏林、德克萨斯工厂、4680电池爬坡）+汇率影响（预估造成0.8亿美元负向影响）+全球（中欧美澳等地）以价换量策略等条件下，特斯拉盈利能力有所下滑；**现金流来看**，特斯拉23Q1经营活动现金流为25.13亿美元，同环比-37.1%/-23.3%，现金及现金等价物为224.0亿美元，同比+24%，环比略增，资金水平依旧扎实；**汽车业务来看**，23Q1特斯拉全球汽车产量为44.1万辆，同环比+44.3%/+0.3%，交付42.3万台，同环比+36.4%/+4.3%，助力汽车板块实现收入199.63亿元，同环比分别+18.4%/-6.3%，营收占比85.6%，同环比-4.3pct/-2.0pct；23Q1特斯拉汽车板块毛利率为21.1%，环比-4.8pct（若剔除碳积分影响，23Q1汽车销售毛利率环比-5.3pct），同比-11.8pct（若剔除碳积分影响，23Q1汽车销售毛利率环比-11.1pct）。我们测算23Q1特斯拉汽车销售业务单车均价4.46万美元、单车毛利0.82万美元、单车营业利润0.46万美元。

北京时间4月20日清晨，特斯拉召开2023年第一季度财报电话会议，结合财报内容我们整理以下核心要点：1）交付：公司2023年销量有望达180万辆，乐观情况可达200万辆；2）订单：降价后订单超产量；3）产能：德州工厂当下周产能达5000辆；23Q1上海工厂开启对泰国市场的开拓交付；4）新品：Cybertruck在得州超级工厂的设备正在按计划推进中，预计23Q3有望实现一定交付；特斯拉也正推进研发下一代车辆平台、自动驾驶技术和其他AI领域的产品；5）智能驾驶：FSD总行驶里程超过1.5亿英里。

国信汽车观点：关注（1）特斯拉全球放量（包括调价刺激需求+改/新款车型上市）；（2）智能驾驶技术和盈利模式创新；（3）特斯拉人形机器人推进和突破三条主线。特斯拉放量降本及强劲费用管控能力持续驱动业绩，凭借细分领域优势车型Model 3/Model Y产销量持续突破，特斯拉已实现连续十五个季度盈利，22年全球累计交付131万辆，同比+40%。同时2023年初以来，特斯拉车型在中国、欧洲、北美、日本、澳大利亚等地陆续推进降价优惠措施活动，预计有望一定程度提振终端需求，叠加后续改款车型（Model 3）和新款车型（Semi、Cybertruck、下一代车型平台）陆续上市和交付，长期来看特斯拉产销规模有望持续向上突破，预计23年全球有望交付180-200万辆；盈利层面，考虑到供应链瓶颈缓解，放量降本+平滑交付曲线等方案不断降本增效，以及后续制造&工艺层面的优化升级（通过组装工序优化升级有望节省50%组装成本），特斯拉整体汽车业务的盈利能力有望实现修复；叠加能源及储能业务（23Q1储能装机同比+360%）和智能驾驶业务（北美FSD Beta用户超40万）持续发力，以及22年AI Day亮相的特斯拉机器人顺利推进（2-5年内有望交付，售价低于2万美元），特斯拉全球竞争力有望持续上行。

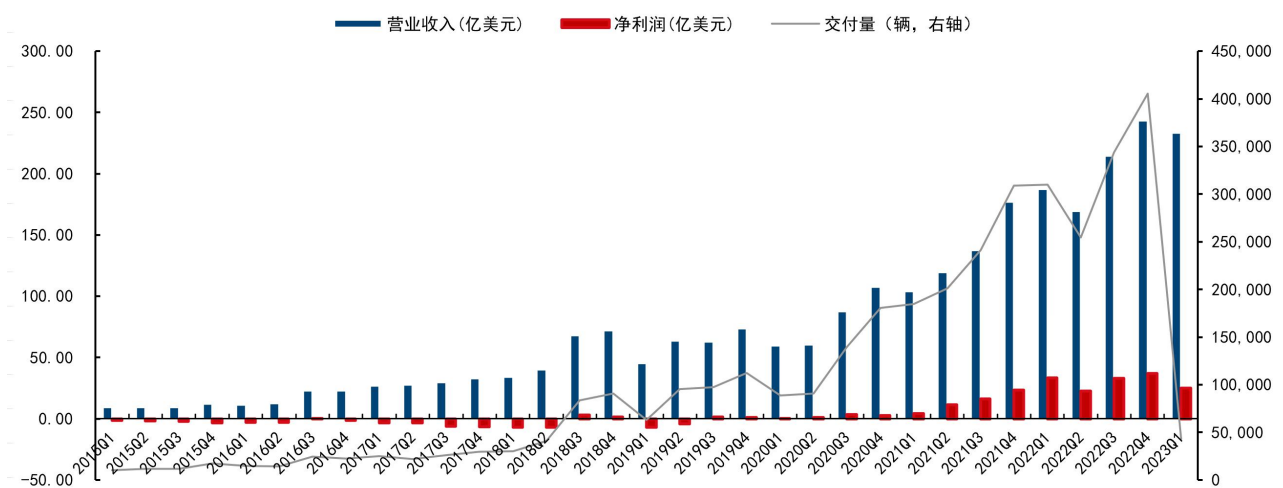
长期看，特斯拉有望打造一系列人工智能的终端载体（智能驾驶汽车、机器人等），通过“硬件降本+软件加成+Robotaxi共享出行”赋能新盈利模式。软件上以FSD软件、软件商城及订阅服务组合拳提高附加值，以共享出行打开智能驾驶运用场景。持续看好特斯拉后续在智能驾驶技术及盈利模式的创新。我们长期看好特斯拉电动车、储能及能源业务、机器人业务的发展前景，推荐特斯拉产业链核心标的拓普集团、三花智控、新泉股份、旭升集团、精锻科技等。

评论：

◆ 2023 年第一季度营收同比+24%，归母净利润同比-24%

特斯拉 23Q1 实现营收 233.29 亿美元，同环比+24.4%/-4.1%，其中 5.21 亿美元来自于出售碳排放额度（同环比-23.3%/+11.6%），约占整体营收的 2.2%；**利润端来看**，23Q1 的毛利率为 19.3%，同环比-9.8pct/-4.4pct，营业利润为 26.64 亿美元，同环比-26.1%/-31.7%，营业利润率 11.4%，同环比-7.8pct/-4.6pct；23Q1 实现净利润（GAAP 下）25.13 亿美元，同环比-24.3%/-31.8%，已连续第十五个季度实现盈利，调整后 EBITDA 为 42.67 亿美元，同比-15%；在原材料成本波动+生产效率受到影响（柏林、德克萨斯工厂、4680 电池爬坡）+汇率影响（预估造成 0.8 亿美元负向影响）+全球（中欧美澳等地）以价换量策略等条件下，特斯拉盈利能力有所下滑；**现金流来看**，特斯拉 23Q1 经营活动现金流为 25.13 亿美元，同/环比分别-37.1%/-23.3%，现金及现金等价物为 224.0 亿美元，同比+24%，环比略增，资金水平依旧扎实；**汽车业务来看**，23Q1 特斯拉全球汽车产量为 44.1 万辆，同环比+44.3%/+0.3%，交付 42.3 万台，同环比+36.4%/+4.3%，助力汽车板块实现收入 199.63 亿元，同环比分别+18.4%/-6.3%，营收占比 85.6%，同环比-4.3pct/-2.0pct；23Q1 汽车板块毛利率为 21.1%，环比-4.8pct（若剔除碳积分影响，23Q1 汽车销售毛利率环比-5.3pct），同比-11.8pct（若剔除碳积分影响，23Q1 汽车销售毛利率环比-11.1pct）。

图1：2015Q1-2023Q1 特斯拉季度营收、净利润及车型销量图

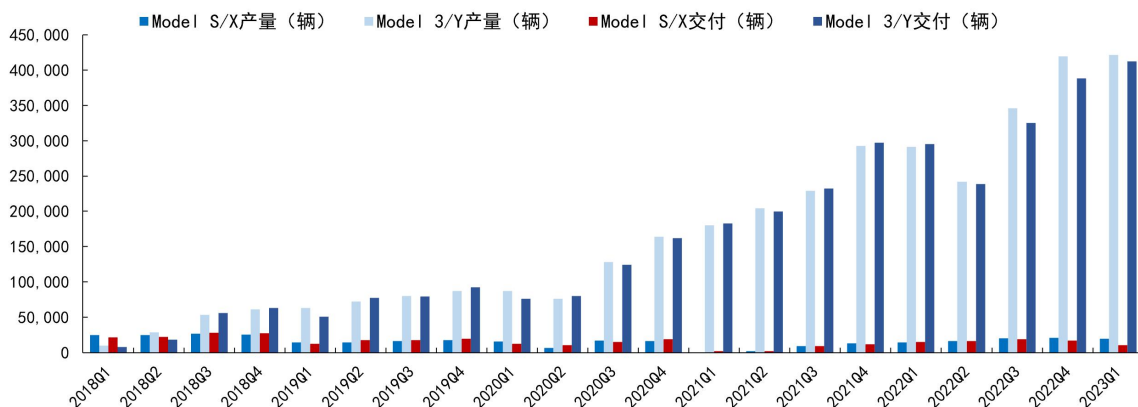


资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

◆ 降价策略短期压制毛利率，费用管控能力扎实稳定

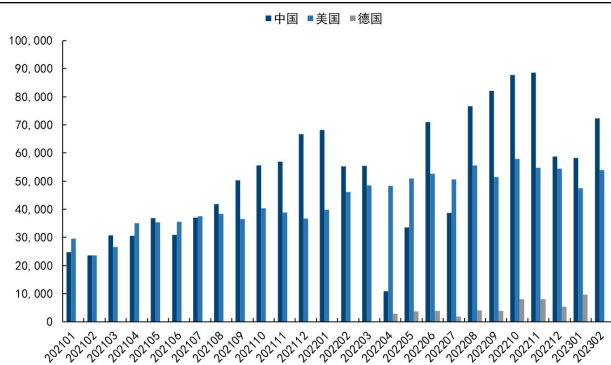
详细来看汽车业务，首先产销方面，23Q1 特斯拉实现产量 44.1 万辆，同环比分别+44.3%/+0.3%，其中 Model 3/Y 产量 42.1 万辆，Model S/X 产量 1.9 万辆；2023Q1 特斯拉全球交付 42.3 万辆，同环比分别+36.4%/+4.3%，全球范围已累计交付车辆突破 400 辆。**交付结构方面**，2023Q1 特斯拉 Model 3/Y 交付 41.2 万辆，同环比分别+39.6%/+6.2%，其中 Model Y 为 23Q1 欧洲最畅销车型和美国最畅销的非皮卡车型；Model S/X 交付 1.1 万辆，同环比分别-27.4%/-37.6%；**产销缺口方面**，2023Q1 产销缺口为 1.8 万辆，产销率环比提升同比下降（22Q1 为-0.46 万辆，22Q4 为 3.44 万辆）；车辆库存周期延长为 15 天（22Q1 为 3 天，22Q4 为 13 天，22Q3 为 8 天）；**交付节奏方面**，特斯拉持续致力于对交付节奏平滑性把控和调整（季度月末减交付+增库存）；**新车型&产品方面**，Cybertruck 德州超级工厂设备正在按计划推进中（生产 Alpha 版本），预计 23Q3 有望实现一定的交付；特斯拉也正推进研发下一代车辆平台、自动驾驶技术和其他 AI 领域的产品。

图2: 特斯拉不同车型季度产销数据 (辆)



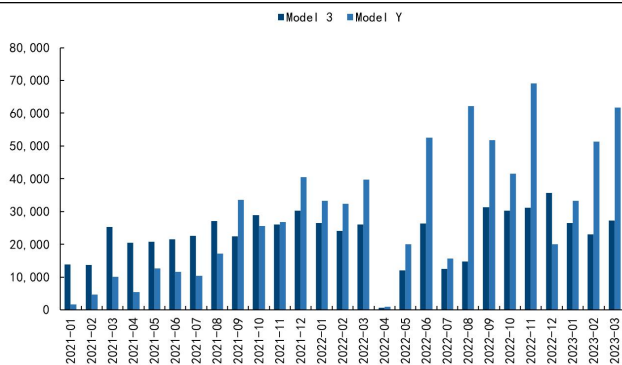
资料来源: 特斯拉公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 中美欧特斯拉月度产量数据 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

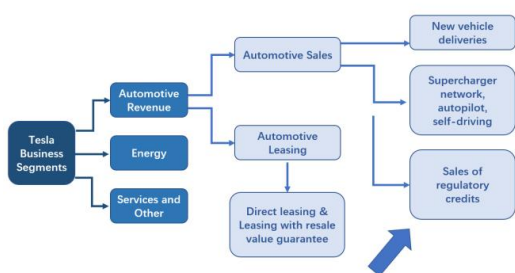
图4: 特斯拉中国批发销量数据 (辆)



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

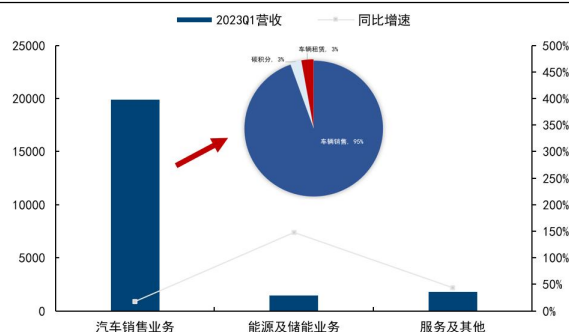
从收入端来看, 汽车销售仍是特斯拉利润的最主要来源。特斯拉收入主要由汽车、能源和服务及其他构成, 其中能源业务主要包括太阳能及储能产品, 汽车业务主要包括汽车销售、汽车租赁以及汽车碳排放积分, 23Q1 汽车实现营收 199.6 亿美元, 同环比分别+18%/-6%, 其中通过交易碳排放积分实现 5.21 亿美元收入, 同环比-23%/+12%, 汽车销售业务实现收入 188.8 亿元, 同环比分别+22%/-7%, 主要系量增: 交付同环比提升 (23Q1 特斯拉全球销量同比+44%, 特斯拉中国销量同比+26%; 价降: 1) 全球范围开启降价策略导致 ASP 同环比下降 (粗略测算 23Q1 单车均价同环比-10.8%/-10.6%); 2) 高 ASP 的 Model X 和 S 占比下滑 (23Q1 销量占比 2.5%, 22Q4 为 4.2%, 22Q1 为 5.4%) 综合作用的结果。汽车租赁业务营收 5.6 亿美元, 同环比-16%/-6%。

图5: 特斯拉收入结构 (按业务)



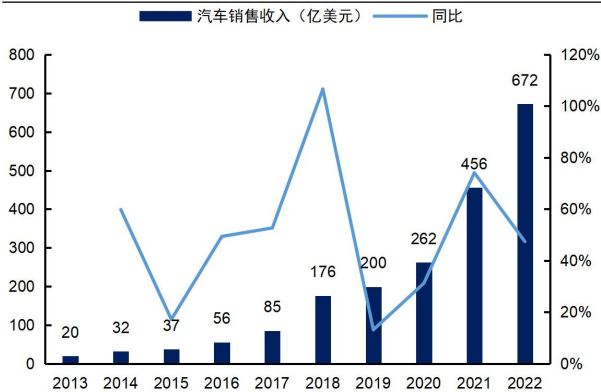
资料来源: 特斯拉公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 特斯拉 2023Q1 业务营收结构 (亿美元)



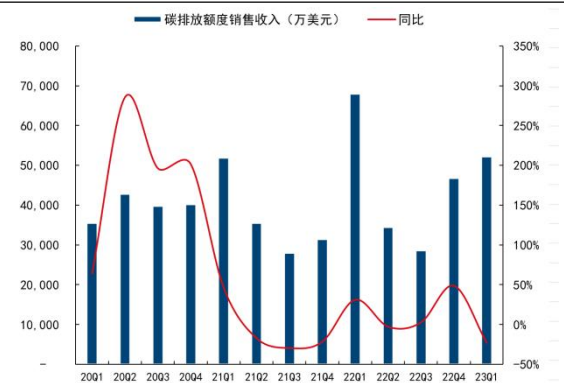
资料来源: 特斯拉公告, 国信证券经济研究所整理

图7：特斯拉汽车销售收入及增速



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

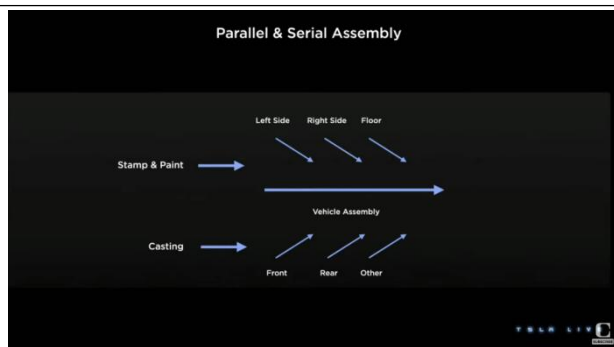
图8：特斯拉租赁、能源、服务及其他业务收入情况



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

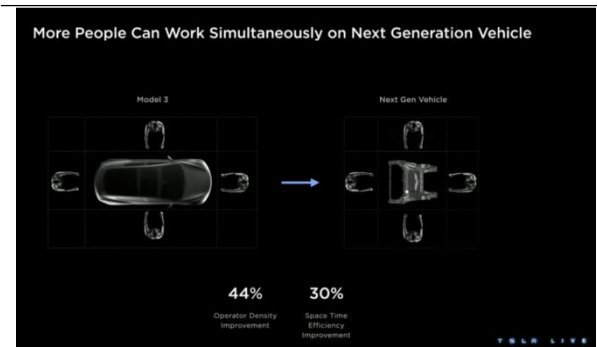
降价因素拖累单车盈利，费用管控能力稳健依旧。2023Q1 特斯拉汽车销售营收占比 80.9%，同比-1.8pct，环比-2.3pct，我们以此为比例依据计算对应费用成本（以尽量剔除其他业务影响）从而推算单车经营的各项指标（以下指标为推算数据）：2023Q1 单车均价为 4.5 万美元，同环比-10.8%/-10.6%，测算出 23Q1 单车运营费用率 7.9%，同比-2pct，环比略增，展现特斯拉依旧扎实的费用管控能力；23Q1 单车毛利率 18.3%，同环比-11.3%/-5.4%，单车毛利约 0.82 万美元，连续 4 季度降低，预计主要系售价持续松动+原材料等成本波动+产能爬坡等因素作用；折旧摊销方面，随北美、欧洲工厂持续放量，驱动单车折旧&摊销持续下降，2023Q1 单车折旧为 0.20 万美元，同比-0.03 万美元，环比持平；23Q1 面临原材料成本上涨、柏林与德克萨斯工厂爬坡影响效率的背景下，以及全球（中美欧澳等地）陆续降价的逆境下，估算 2023Q1 特斯拉单车营业利润为 0.46 万美元（22Q4 为 0.80 万美元，22Q1 为 0.99 万美元）；研发方面，特斯拉将绝大部分精力用于生产制造与创新研发，在研发和其他重要投入上，23Q1 特斯拉支出 7.7 亿美元，营收占比 3.3%，环比持平。整体来看，特斯拉 23Q1 营运利润率的降速依然可控，预计随新工厂生产效率提高+物流成本降低及营运杠杆的提升，叠加“以价换量”策略带来对销量的持续提振，以及后续制造&工艺层面的优化升级（通过组装工序优化升级，采用由工人或机械臂同时对不同部分操作，有望节省 50%组装成本），特斯拉整体汽车业务的盈利能力有望实现修复。

图9：特斯拉平行组装和序列组装结合



资料来源：特斯拉官网，国信证券经济研究所整理

图10：特斯拉生产和组装统一



资料来源：特斯拉官网，国信证券经济研究所整理

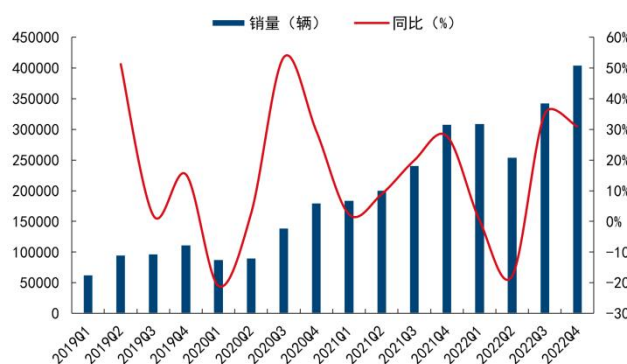
表1：特斯拉单车盈利情况推算表（单位：万美元）

	单车均价	单车成本	单车毛利	单车毛利率	单车费用	单车费用率	单车营业利润
2019Q1	5.57	4.53	1.04	18.6%	1.33	24.0%	-0.30
2019Q2	5.42	4.46	0.96	17.7%	0.93	17.1%	0.03
2019Q3	5.28	4.13	1.15	21.8%	0.78	14.8%	0.37
2019Q4	5.48	4.30	1.18	21.6%	0.77	14.0%	0.42

2020Q1	5.53	4.18	1.35	24.4%	0.88	15.9%	0.47
2020Q2	5.40	4.09	1.32	24.4%	0.84	15.6%	0.48
2020Q3	5.26	3.84	1.42	27.0%	0.75	14.3%	0.67
2020Q4	5.00	3.87	1.13	22.6%	0.69	13.9%	0.44
2021Q1	4.71	3.49	1.22	25.8%	0.73	15.6%	0.48
2021Q2	4.91	3.54	1.37	27.9%	0.64	13.1%	0.72
2021Q3	4.72	3.38	1.34	28.5%	0.57	12.0%	0.78
2021Q4	4.87	3.46	1.40	28.9%	0.61	12.6%	0.79
2022Q1	5.00	3.52	1.48	29.7%	0.50	9.9%	0.99
2022Q2	5.37	3.99	1.38	25.7%	0.56	10.5%	0.82
2022Q3	5.17	3.81	1.36	26.3%	0.41	7.9%	0.95
2022Q4	4.99	3.81	1.19	23.8%	0.39	7.7%	0.80
2023Q1	4.46	3.65	0.82	18.3%	0.35	7.9%	0.46

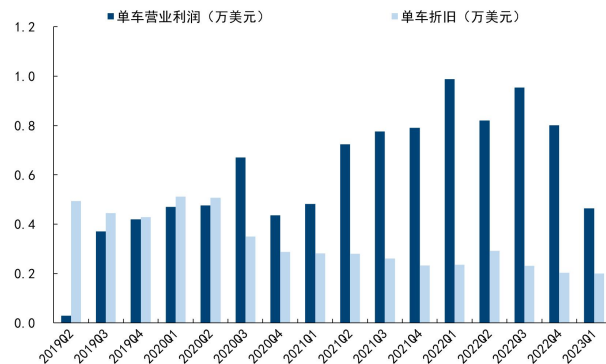
资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理和推算 注：本结果为依据汽车销售业务占比从而分拆出汽车销售业务所对应费用的推算结果，仅供参考。

图11：特斯拉交付量及增速



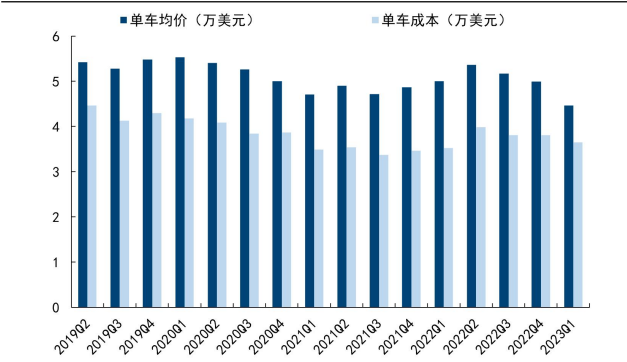
资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图12：特斯拉单车营业利润与单车折旧对比



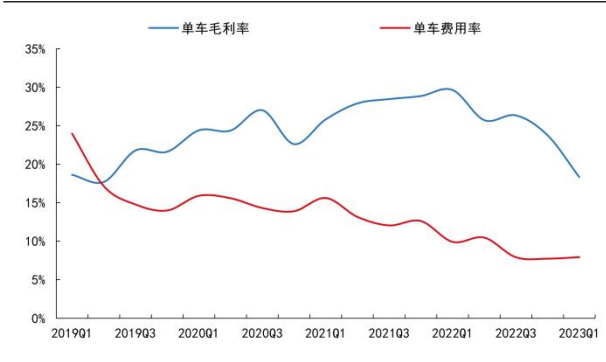
资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图13：特斯拉单车均价与单车成本对比



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图14：特斯拉单车毛利率与单车费用率对比



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

◆ 拟于墨西哥建设年产 100 万辆汽车的超级工厂，德国工厂周产能超 5000 辆

全球产能端持续提升保障交付能力。截至 2023Q1 特斯拉全球产能超 200 万辆。按投产时间顺序依次是美国加州的弗里蒙特工厂（Fremont 2012 年下线首台特斯拉 Model S）、中国的上海工厂（2019 年投产）、欧洲的柏林工厂（2020 年启动建设）、美国德克萨斯州的超级工厂（2020 年启动建设）。其中美国弗里蒙特工厂主要生产 Model S/X/3/Y，中国和欧洲新工厂主要生产 Model 3/Y（特斯拉于 2021 年 1 月推出价格优势、车型竞争力不俗的国产版 Model Y；指引中国工厂在 3/Y 以外仍会引入新的生产车型），未来美国有望新建工厂产能用于特斯拉皮卡等其他车型的生产。

- ✓ **美国工厂**（加州、德州、内华达州工厂）：截至 22Q4，特斯拉德州奥斯丁工厂 Model Y 周产能已达 3000 辆/周；目前特斯拉可在一周内生产足够 4680 电池来制作 1000 多个电池组；另外据特斯拉官方消息，特斯拉拟投资 36 亿美元扩产内华达州工厂，增加 3000 名新团队及两家新工厂：100GWh 的 4680 电池工厂（每年可生产满足 150 万辆轻型汽车的电池产能）以及首个高产能 Semi 电动商用卡车工厂。
- ✓ **上海工厂**：2022 年上海超级工厂年化产能超 75 万辆，目前已满负荷运作几个月；据乘联会数据，特斯拉中国 23Q1 年销量为 22.9 万辆；在 23Q1 上海工厂开启对泰国市场的出口。
- ✓ **德国工厂**：目前特斯拉德国工厂的 Model Y 产能已超 5000 辆/周；预计 2023 年特斯拉德国工厂有望带来新的增量产能。
- ✓ **墨西哥工厂**：特斯拉宣布下一座超级工厂落地墨西哥东北部州新莱昂州的首府蒙特雷（Monterrey），这将是特斯拉首次在美国以外的美洲地区设厂。新工厂投资价值超过 50 亿美元，年产能达 100 万辆，下一代入门级车型将在该工厂率先投产。

表2：特斯拉全球产能持续扩张

工厂名称	生产车型	截至 2022 年年报		截至 2023Q1 报告期	
		已有产能（辆）	产能状态	已有产能（辆）	产能状态
中国-Shanghai	Model 3/Y	>750,000	Production	>750,000	Production
美国-Fremont	Model S/X	100,000	Production	100,000	Production
	Model 3/Y	550,000	Production	550,000	Production
美国-Texas	Model Y	>250,000	Production	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling	-	Tooling
德国-Berlin	Model Y	>250,000	Production	>350,000	Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production	-	Pilot production
TBD	Roadster	-	In development	-	In development
	Robotaxi&Others	-	In development	-	In development

资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图15：特斯拉柏林工厂 Model Y 产能达 5000 辆/周



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图16：特斯拉墨西哥工厂规划图



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

定价策略为多重因素综合考量的结构，预计有望保持 50% 的长期复合年增长率，2023 年销量有望超 180 万辆。特斯拉在财报中表示后续定价将继续围绕多重因素而上下波动，定价策略考虑到长期单车盈利能力，包括特斯拉车辆在自动驾驶、超级充电、移动服务连接和售后服务方面的潜在终生价值。基于宏观经济不确定性、高利率（拉高车辆融资成本）及终端需求短期相对疲软的考量，为保障规模效益带来的成本优势，刺激终端需求，23 年初特斯拉在全球各地（中国、北美、日本、澳大利亚等）陆续推进降价优惠措施，据特斯拉投资者电话会议信息，目前订单大于产量；展望 2023 年，随降价驱动放量及新车型、改款车型的陆续上市，预计有望保持 50% 的长期复合年增长率，预计 23 年特斯拉有望实现 180-200 万辆的交付数据。

表3：特斯拉中国调价历史

单位：万元	Model 3		Model Y	
日期	后驱版	高性能版	长续航版	高性能版

2021/11/19	25.09	33.99	27.60	34.79	38.79
2021/11/24	25.56	33.99	28.08	34.79	38.79
2021/12/31	26.56	33.99	30.18	34.79	38.79
2022/03/10	26.56	34.99	30.18	35.79	39.79
2022/03/17	27.99	36.79	31.69	37.59	41.79
2022/06/17	27.99	36.79	31.69	39.49	41.79
2022/10/24	26.59	34.99	28.89	35.79	39.79
2023/01/06	22.99	32.99	25.99	30.99	35.99

资料来源：特斯拉官网，特斯拉官方微博，盖世汽车，国信证券经济研究所整理

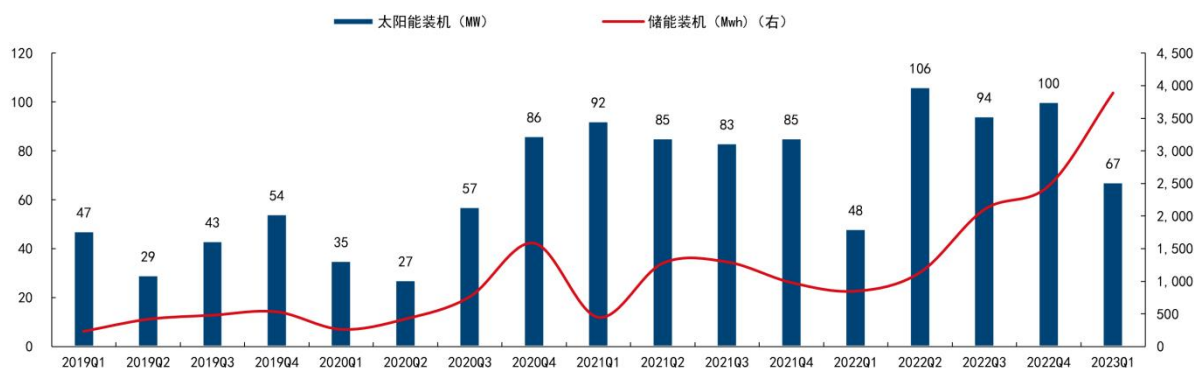
表4: 特斯拉全球降价梳理

地区	日期	降价信息主要内容
中国	1.6	Model 3 降价 2-3.6 万元，Model Y 降价 2.9-4.8 万元，其中 Model 3 和 Model Y 的后轮驱动版分别降价 3.6 万元和 2.9 万元；
日本	1.6	Model 3 降价约 3.05-4.05 万元，Model Y 降价约 4.21-5.28 万元，其中 Model 3 和 Model Y 的后轮驱动版分别降价约 3.05 万元和 5.28 万元；
澳大利亚	1.6	Model 3 降价约 0.74-1.46 万元，Model Y 降价约 0.79-1.09 万元，其中 Model 3 和 Model Y 的后轮驱动版分别降价约 0.74 万元和 0.79 万元；
美国	1.13	Model 3 降价约 2.02-6.06 万元，Model Y 降价约 8.75 万元，其中 Model 3 后轮驱动版降价约 2.02 万元，Model Y 的长续航版降价约 8.75 万元；
德国	1.13	Model 3 降价约 1.83-4.38 万元，Model Y 降价约 0.37-6.64 万元，其中 Model 3 和 Model Y 的后轮驱动版分别降价约 4.38 万元和 6.64 万元；
英国	1.13	Model 3 降价约 2.87-5.33 万元，Model Y 降价约 4.10-6.56 万元，其中 Model 3 和 Model Y 的后轮驱动版分别降价约 4.51 万元和 5.74 万元；
欧洲	4.14	据特斯拉丹麦官网信息显示，特斯拉 Model 3 高性能版目前的售价为 426990 克朗（下调 9%），Model Y 高性能版目前的售价为 456496 克朗（下调 9%）；今年 2 月特斯拉 Model 3 标准续航版和长续航版在丹麦宣布降价 7%-8%。
美国	4.18	Model Y 长续航版降价 9.1%至 4.99 美元，Model Y 高性能版降价 8.5%至 5.39 美元，Model 3 后轮驱动版降价 7%至 3.99 美元。

资料来源：电动知家，特斯拉官网，新浪新闻，盖世汽车，新浪汽车，国信证券经济研究所整理

积极部署能源存储业务，23Q1 储能装机实现跃升达到 3.9Gwh，同环比分别+360%/+58%。23Q1 公司能源及储能业务收入实现 15.3 亿元，同环比+17%/+148%，其中储能装机 3.9Gwh，同环比分别+360%/+58%，储能业务的高速发展得益于位于加利福尼亚州 40Gwh Megapack 工厂产能爬坡释放；另外特斯拉 23 年规划在上海开启第二个 40Gwh 超级储能工厂项目，以满足下游储能需求，加速“宏图三”规划的落地；23Q1 太阳能装机 6Mwh，同环比+40%/+33%（环比下滑主要受到天气多变及其他因素如供应链的影响）；另外公司服务和其他业务的收入和毛利均在 23Q1 创下历史新高，其中二手车销售同比增长强劲，利润率稳健；超级充电业务稳定增长，截至 23Q1 特斯拉全球已建设开放 45000 个超级充电桩（全球首个特斯拉 V4 超级充电站也在荷兰投入使用），其中中国的超级充电桩数量在 22 年底突破 10000 台。

图17: 特斯拉太阳能装机（MW）及储能装机数据（MWh）

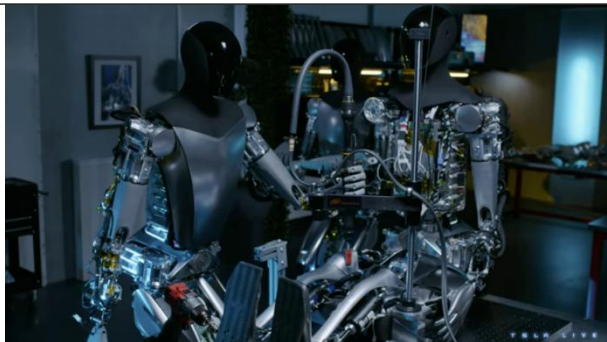


资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

人形机器人产品持续推进。特斯拉在 22 年 10 月 AI Day 发布机器人 Optimus。其使用内部设计的组件，包括装在机器人躯干上的 2.3kwh 电池组、芯片系统和驱动机器人四肢的驱动器，预计在未来 3-5 年内，

Optimus 有望实现交付，售价不到 2 万美元，不及 Model Y 价格 1/3，具体搭载配置如下：身体执行器 28 个+手部自由度 11 个+电池组 2.3Kwh+完全自动驾驶（FSD 电脑）+Autopilot 神经网络技术。23 年初特斯拉人形机器人在投资者日上再次亮相，**相对于上次亮相有较为明显的进步，可以实现稳步行走，实现对工具的抓取并进行简单工作**。特斯拉在机器人制造方面具备三大优势：1) 可对每一个动作进行相应编程；2) 汽车相关的优势技术（自动驾驶等）可直接复用到机器人；3) 擅长制造，可独立设计和制造一些零部件；马斯克预计人形机器人可以在较多场景发挥作用，尤其是工业场景。另外马斯克再一次重申特斯拉将要率先业内量产人形机器人，并认为远期来看机器人的市场价值会大于汽车。

图18: 特斯拉人形机器人可以实现简单的工作



资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

图19: 特斯拉人形机器人可以正常行走

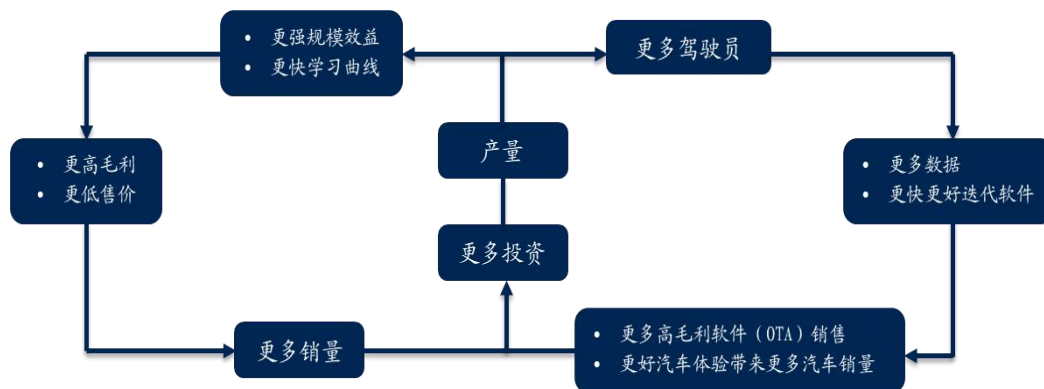


资料来源：特斯拉，国信证券经济研究所整理

◆ 终极盈利目标：硬件为基，软件生态和服务打开盈利空间

类似苹果围绕 iOS 从芯片到系统、再到硬件设计打造的软硬一体化体系，特斯拉亦从 Autopilot、电池、造车统一调控，打破传统主机厂商仅依靠前端销售获利的方式，通过“**硬件降本+软件加成+Robotaxi 共享出行**”不断赋能新商业模式，以售出的硬件为基凭借平台服务加成，向具更广阔盈利空间的软件业务扩展。

图20: 特斯拉构筑软硬一体化新商业模式



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

硬件发展具天花板效应，软件和服务体系持续赋予车型新附加值。以经过 15 年发展的手机产业链为例，硬件体系随处理器性能持续提升、摄像头像素及摄像头个数持续增加、屏幕材质与大小升级，其产业增速趋缓，硬件盈利模式逐渐固化。而随苹果 iPhone 产品横空出世定义软件附加值新模式，小米做低手机硬件利润并将其定位于功能载体，至此软件与服务成为手机产业链盈利模式的重要来源。对标至汽车，偏向制造业逻辑的大部分汽车硬件由于堆桥数量将受到限制，终将会进入产业稳态阶段，往接口及功能上的标准化发展，维持较稳定的利润率水平；软件和服务体系由于迭代周期快且行业特性带来的标准化程度低，赋予汽车新盈利模式。

硅谷出身的特斯拉已证实一条软件大规模变现的可行性路径，分为 FSD 付费、软件应用商城及订阅服务三

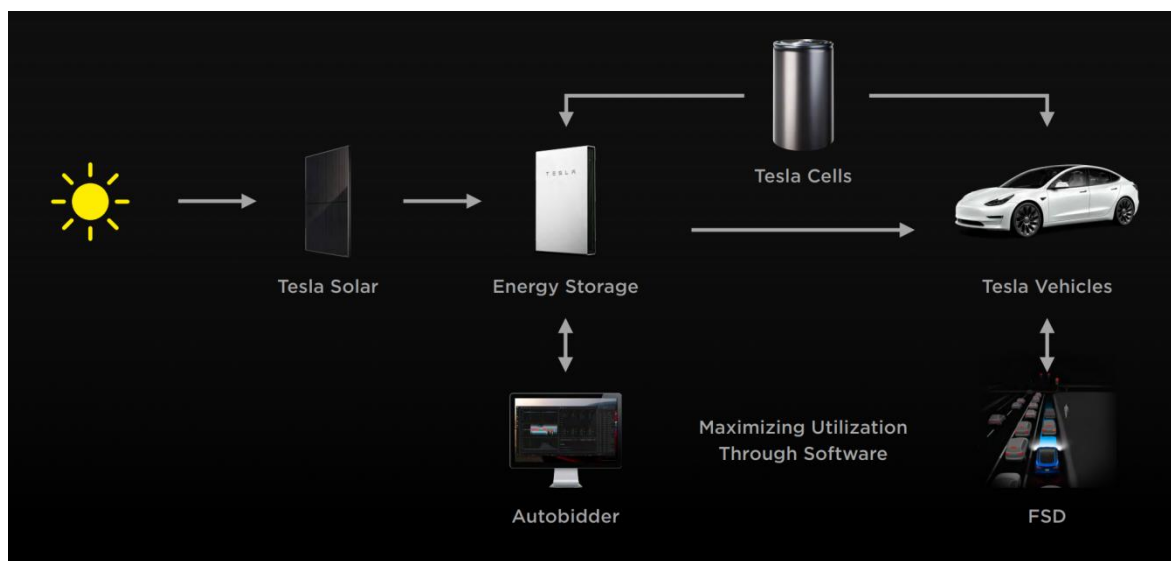
种模式：

图21：特斯拉三大软件创收模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图22：可持续性和影响力是特斯拉的宗旨



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：关注车型放量+机器人突破+智能驾驶推进三条主线，持续推荐特斯拉产业链

2023年4月20日,特斯拉公布2023年Q1财报,特斯拉23Q1实现营收233.29亿美元,同环比+24.4%/-4.1%,其中5.21亿美元来自于出售碳排放额度(同环比-23.3%/+11.6%),约占整体营收2.2%;**利润端来看**,23Q1毛利率为19.3%,同环比-9.8pct/-4.4pct,营业利润为26.64亿美元,同环比-26.1%/-31.7%,营业利润率为11.4%,同环比-7.8pct/-4.6pct;2023Q1公司实现净利润(GAAP下)25.13亿美元,同环比-24.3%/-31.8%,已连续第十五个季度实现盈利,调整后EBITDA为42.67亿美元,同比-15%;在原材料成本波动+生产效率受到影响(柏林、德克萨斯工厂、4680电池爬坡)+汇率影响(预估造成0.8亿美元负向影响)+全球(中欧美澳等地)以价换量策略等条件下,特斯拉盈利能力有所下滑;**现金流来看**,特斯拉23Q1经营活动现金流为25.13亿美元,同环比-37.1%/-23.3%,现金及现金等价物为224.0亿美元,同比+24%,环比略增,资金水平依旧扎实;**汽车业务来看**,23Q1特斯拉全球汽车产量为44.1万辆,同环比

+44.3%/+0.3%，交付 42.3 万台，同环比+36.4%/+4.3%，助力汽车板块实现收入 199.63 亿元，同环比分别 +18.4%/+6.3%，营收占比 85.6%，同环比-4.3pct/-2.0pct；23Q1 汽车板块毛利率为 21.1%，环比-4.8pct（若剔除碳积分影响，23Q1 汽车销售毛利率环比-5.3pct），同比-11.8pct（若剔除碳积分影响，23Q1 汽车销售毛利率环比-11.1pct）。我们测算 23Q1 特斯拉汽车销售单车均价 4.46 万美元、单车毛利 0.82 万美元、单车营业利润 0.46 万美元。

关注（1）特斯拉全球放量（包括调价刺激需求+改/新款车型上市）；（2）智能驾驶技术和盈利模式创新创新；（3）特斯拉人形机器人推进和突破三条主线。特斯拉放量降本及强劲费用管控能力持续驱动业绩，凭借细分领域优势车型 Model 3/Model Y 产销量持续突破，特斯拉已实现连续十五个季度盈利，22 年全球累计交付 131 万辆，同比+40%，同时 2023 年初以来，特斯拉车型在中国、欧洲、北美、日本、澳大利亚等地陆续推进降价优惠措施活动，预计有望一定程度提振终端需求，**叠加后续改款车型（Model 3）和新款车型（Semi、Cybertruck、下一代车型平台）陆续上市和交付，长期来看特斯拉产销规模有望持续向上突破，预计 23 年全球有望交付 180-200 万辆；**盈利层面，考虑到供应链瓶颈缓解，放量降本+平滑交付曲线等方案不断降本增效，以及后续制造&工艺层面的优化升级（通过组装工序优化升级有望节省 50%组装成本），特斯拉整体汽车业务的盈利能力有望实现修复；叠加能源及储能业务（23Q1 储能装机同比+360%）和智能驾驶业务（北美 FSD Beta 用户超 40 万）持续发力，以及 22 年 AI Day 亮相的特斯拉机器人顺利推进（2-5 年内有望交付，售价低于 2 万美元），特斯拉全球竞争力有望持续上行。

长期看，特斯拉有望打造一系列人工智能的终端载体（智能驾驶汽车、机器人等），通过“硬件降本+软件加成+Robotaxi 共享出行”赋能新盈利模式。软件上以 FSD 软件、软件商城及订阅服务组合拳提高附加值，以共享出行打开智能驾驶运用场景。持续看好特斯拉后续在智能驾驶技术及盈利模式的创新。我们长期看好特斯拉电动车、储能及能源业务、机器人业务的发展前景，推荐特斯拉产业链核心标的**拓普集团、三花智控、新泉股份、旭升集团、精锻科技等。**

表5: 重点公司估值及盈利预测

公司 代码	公司 名称	投资 评级	20230420 收盘（元）	总市值 （亿元）	EPS 2022A/E	2023E	2024E	PE 2022A/E	2023E	2024E
601689.SH	拓普集团	买入	54.43	600	1.54	2.13	2.97	35	26	18
603305.SH	旭升股份	买入	23.52	219	1.05	1.51	1.97	22	16	12
002050.SZ	三花智控	买入	23.49	843	0.76	0.87	1.04	31	27	23
603179.SH	新泉股份	买入	37.84	184	0.97	1.51	2.17	39	25	17
300258.SZ	精锻科技	买入	10.20	49	0.5	0.66	0.84	20	15	12

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 风险提示：

特斯拉工厂产能建设与爬坡不达预期、新车型进展不及预期、经济波动风险、中美政治风险。

相关研究报告：

《华为汽车系列之十四-全新一代智能汽车解决方案发布，问界 M9 开启预定》 ——2023-04-19

《汽车行业周报（2023 年第 15 周）-3 月乘用车销量同比+8%，上海车展迎新车密集发布》 ——2023-04-17

《汽车行业 4 月投资策略-3 月新能源乘用车批发销量预计同比增长 32%，持续关注板块年报季报行情》 ——2023-04-08

《汽车行业周报（2023 年第 13 周）-造车新势力 3 月销量反弹，持续关注汽车板块财报季行情》 ——2023-04-03

《汽车行业周报（2023 年第 12 周）-北京等地发布促进新能源车消费方案，持续关注汽车板块财报季行情》 ——2023-03-28

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032