

海外

特斯拉 24Q2 点评：毛利短期承压，FSD 迭代持续

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

特斯拉公布 24Q2 财报。24Q2 总收入为 255 亿美元，超彭博一致预期 3.5%，yoy+2%，其中汽车收入为 198.8 亿美元，超彭博一致预期 0.5%，yoy-7%，可再生能源和储能业务收入为 30.1 亿美元，超彭博一致预期 27.9%，yoy+100%。24Q2 毛利率为 18%，yoy-0.23pct；汽车毛利率 18.5%，环比基本持平，扣除政策补贴收入后毛利率为 14.6%。调整后净利润为 18.1 亿美元，低于彭博一致预期 16.4%，yoy-42%。

产销情况：交付量同比下滑，产量有望在 Q3 回升：24Q2 总交付量约为 44.4 万台，yoy-5%，其中 Model 3/Y 交付量约为 42.2 万台，yoy-5%。24Q2 交付量同比下滑，环比增长。产量方面，24Q2 产量环比下降，但公司预计产量将在 Q3 回升。分区域来看，美国 Q2 引入 Model 3 Performance，后续推出长续航后轮驱动版（符合美国税收政策，可以享受 tax credit），我们预计能带动销量。24Q2 Cybertruck 生产量环比增加 200%，预计在年底前实现盈利。Semi 计划在 2025 年底前开始生产。中国显著增加由上海超级工厂供应的多个市场的交付量。欧洲柏林-勃兰登堡超级工厂开始生产用于右舵市场的车辆，并向英国交付首批车辆。

盈利能力：毛利率短期承压，建议关注后续拐点：24Q2 汽车业务毛利率为 18.5%，qoq 持平。剔除 credit 后的汽车业务为 14.6%，qoq-1.7pcts，且已连续两个季度环比下降。24Q2 汽车 credits 收入为 8.9 亿美元，为近五个季度最高，我们认为市场或担忧补贴收入的不可持续性。毛利的压力主要体现在单车收入端，Tesla 目前欧洲/美国/中国市占率较为稳固，但因整体 EV 需求下滑，导致近期降价冲击订单（近期在中国和德国推行 0 利息购车活动）。

自动驾驶和机器人：FSD 迭代进展良好，Robotaxi 将于 10/10 发布，Optimus 将在明年初生产：随着 12.5 版本陆续推出，公司认为客户会体验到 FSD 在监督下的显著改善。12.5 版本的参数数量是 12.4 的五倍，并且最终合并了高速公路和城市的技术堆栈。Robotaxi 预计将在 10 月 10 日发布，我们预计 FSD V12 版本或逐步成熟，有望在年底看到 Robotaxi 原型车的试跑。**算力端** - 德克萨斯超级工厂扩建接近完工，将容纳公司迄今为止最大的训练集群，包括额外的 50000 个 H100 和 20000 个 Tesla AI 计算机。**机器人** - Optimus 已经在公司的工厂执行任务，公司预计第一代 Optimus 的生产将在明年初开始，主要供内部使用，预计到明年底将生产几千个 Optimus 机器人并在工厂内执行工作。公司预计在 2026 年大幅提高生产，并为外部客户提供第二代 Optimus 机器人。

投资建议：财报后的调整我们认为主要反映新高的 EV 政策补贴收入（市场担忧不可持续），以及连续三个季度下滑的汽车毛利率。业绩会对于地缘政治/关税/选举等因素表示不明朗，关于后续增长曲线 fsd/robotaxi/optimus 的增量信息相对有限，也是我们认为交易层面调整的重要因素。关于特斯拉的核心增长驱动力，我们认为短期的重点是 V12 落地进展、Cybertruck/4680 量产瓶颈何时解决；中期看 Robotaxi 计划、机器人进度、Dojo 部署情况。基本面方面，我们依然看好 ASP 的结构性恢复，毛利底部拐点或提前到来。此外 Tesla FSD 的进展依然是潜在超预期的机遇，建议持续关注特斯拉和自动驾驶进展。

风险提示：宏观经济下行风险；汽车销量增速不及预期；行业竞争加剧；自动驾驶进展不及预期等

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com