

利润率超预期，最艰难时刻或已过去

投资要点

- **事件:** 公司 2024Q3 实现营收 251.8 亿美元, 同比增长 7.8%; GAAP 净利润 21.7 亿美元, 同比增长 17%; non-GAAP 净利润 25 亿美元, 同比增长 8%; 整体毛利率 19.8%, 同比提升 1.95 个百分点。公司利润端表现超市场预期, 主要得益于汽车成本下降、储能利润新高和信贷销售的增长。
- **持续降本驱动单车盈利触底反弹, 2024 全年交付目标或略有增长。** 公司 24Q3 汽车业务收入 200 亿美元, 同比增长 2%。1) 2024Q3 汽车交付 46.3 万辆, 同比增长 6%, 其中 Model Y/3 合计交付 44 万辆, 同比增长 5%。2) 24Q3 生产汽车近 47 万辆, 同比增长 9%。3) 汽车销售毛利率 16.4%, 同比提升 0.7 个百分点。汽车毛利率的提升主要得益于生产、运输和材料成本的下降, 24Q3 单位车辆的成本 3.5 万美元创历史新低, 公司承诺将继续侧重于降本。此外, Cybertruck 首次实现毛利率转正。长期来看, 原材料成本下降和公司的各项降本增效措施或驱动单车盈利能力逐步企稳回升。4) 公司预计 2024 全年交付量将略超过去年, 公司将继续在多个市场提供具有吸引力的汽车金融方案来促销。
- **2025 上半年迎来低价车新品周期, Cybercab 或于 2026 年量产。** 公司重申在 2025 上半年开始生产更平价车型在内的新车, 其中廉价电动车的售价或低于 3 万美元。特斯拉有望在 2025H1 迎来新一轮产品周期。公司于 10 月 10 日发布了 Robotaxi, 其原型车 Cybercab 计划于 2026 年量产, 年产量目标 200 万辆。
- **储能业务利润新高, 加大资本支出, FSD 和 AI 可期。** 1) 三季度储能实现收入 23.8 亿美元, 同比增长 52.4%; 毛利率 30.5% 创历史新高, 同比提升 6.1 个百分点。2) FSD 快速迭代, FSD V13 预计即将推出, 干预间的行驶里程相比 FSD V12.5 提高 5-6 倍。3) 三季度 AI 训练的计算量增长超 75%。当季特斯拉在得州工厂提前部署了一个 2.9 万张英伟达 H100 集群并进行了训练, 预计到 10 月底将拥有 5 万张 H100 集群。公司当季资本支出超 35 亿美元, 环比大幅增长, 主要是因为对 AI 计算的投资。预计今年的资本支出将超过 110 亿美元。在激进的资本开支策略下, 我们认为特斯拉 FSD 和 AI 业务将迎来蜕变。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74 亿美元、108 亿美元、155 亿美元, 对应 PE 为 112/77/54 倍。鉴于财报公布后短期股价涨幅较大, 下调至“持有”评级。
- **风险提示:** 汽车销售或不及预期; 盈利或不及预期; 新品进展或不及预期; FSD 和 AI 发展或不及预期。

指标\年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元美元)	81462.00	96773.00	100122.79	119445.91	148893.80
增长率	51.35%	18.80%	3.46%	19.30%	24.65%
归属母公司净利润(百万元美元)	12556.00	14997.00	7435.29	10825.78	15467.04
增长率	127.50%	19.44%	-50.42%	45.60%	42.87%
每股收益 EPS	3.91	4.67	2.32	3.37	4.82
净资产收益率	28.09%	23.94%	10.61%	13.38%	16.05%
PE	66.59	55.75	112.46	77.24	54.06

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇
执业证号: S1250517090003
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周区间(美元)	142.05-263.26
3 个月平均成交量(百万)	80.77
流通股数(亿)	32.10
市值(亿美元)	8321

相关研究

1. 特斯拉 (TSLA.O): 单车盈利环比下降, 即将迎来 Cybertruck 新品周期 (2023-10-25)
2. 特斯拉 (TSLA.O): 交付创单季新高, 关注 AI 后续进展 (2023-07-28)
3. 特斯拉 (TSLA.O): 以价换量策略下单车利润承压, 储能业务前景可期 (2023-04-23)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 预计 2024-2026 年公司汽车销量分别达到 181 万台、218 万台和 300 万台左右。

假设 2: 2024 年受终端降价影响, 汽车毛利率有所下滑。公司持续推动降本, 在原材料、生产和运输成本降低等影响下, 2025-2026 年成本或有所优化, 推动汽车销售毛利率回升。

假设 3: 随着储能业务释放利润率提升、FSD 版本迭代带动的激活率增长, 储能和服务业务的收入占比稳步提升。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万美元		2023A	2024E	2025E	2026E
汽车销售	收入	78,509.00	75,368.64	88,181.31	111,549.36
	增速	16.81%	-4.00%	17.00%	26.50%
	毛利率	19.33%	15.50%	16.50%	17.50%
汽车租赁	收入	2,120.00	1,908.00	2,194.20	2,633.04
	增速	-14.38%	-10.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	40.19%	45.00%	44.00%	43.00%
汽车监管信贷	收入	1,790.00	2,864.00	3,150.40	3,307.92
	增速	0.79%	60.00%	10.00%	5.00%
储能	收入	6,035.00	9,957.75	13,940.85	16,729.02
	增速	54.39%	65.00%	40.00%	20.00%
	毛利率	18.91%	27.00%	30.00%	32.00%
服务与其他	收入	8,319.00	10,024.40	11,979.15	14,674.46
	增速	36.58%	20.50%	19.50%	22.50%
	毛利率	5.88%	6.00%	10.00%	13.00%
合计	收入	96,773.00	100,122.79	119,445.91	148,893.80
	增速	18.80%	3.46%	19.30%	24.65%
	毛利率	18.25%	18.67%	20.13%	20.97%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74 亿美元、108 亿美元、155 亿美元, 对应 PE 为 112/77/54 倍。鉴于财报公布后短期股价涨幅较大, 下调至“持有”评级。

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	29094.00	35989.11	44567.25	58331.63	销售收入	96773.00	100122.79	119445.91	148893.80
应收账款	3508.00	3605.42	4301.25	5361.66	销售成本	79113.00	81427.99	95399.98	117671.57
预付款项	3388.00	3441.71	4105.95	5118.22	销售和管理费用	4800.00	5306.51	5972.30	6700.22
存货	13626.00	14310.05	16765.47	20679.46	研发费用	3969.00	4205.16	4777.84	5583.52
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	9801.00	9049.71	13232.16	18897.67
流动资产总计	49616.00	57346.30	69739.92	89490.96	其他非经营损益	172.00	88.00	72.33	110.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	9973.00	9137.71	13304.50	19008.45
固定资产	29725.00	34344.75	38084.50	42474.25	所得税	-5001.00	1644.79	2394.81	3421.52
无形资产	178.00	231.67	285.33	327.33	净利润	14974.00	7492.92	10909.69	15586.93
其他非流动资产	27099.00	28396.00	29858.00	31531.00	少数股东损益	-23.00	57.63	83.91	119.89
非流动资产合计	57002.00	62972.42	68227.83	74332.58	归属于母公司股东的净利润	14997.00	7435.29	10825.78	15467.04
资产总计	106618.00	120318.71	137967.75	163823.54	EBITDA	13730.00	15642.35	21628.67	29665.19
应付账款	14431.00	18548.70	21731.41	26804.72	NOPLAT	13349.43	7484.77	10848.40	15462.05
其他流动负债	11944.00	13940.10	16315.73	20084.29	EPS(元)	4.67	2.32	3.37	4.82
流动负债合计	28748.00	32488.80	38047.15	46889.01					
长期债务	2857.00	2857.00	2857.00	2857.00					
其他非流动负债	11404.00	13871.00	15052.00	16479.00					
非流动负债合计	14261.00	16728.00	17909.00	19336.00					
负债合计	43009.00	49216.80	55956.15	66225.01	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司权益	62634.00	70069.29	80895.06	96362.10	成长能力				
少数股东权益	975.00	1032.63	1116.54	1236.43	销售收入增长率	18.80%	3.46%	19.30%	24.65%
股东权益合计	63609.00	71101.92	82011.61	97598.53	EBIT 增长率	-33.42%	1.69%	44.34%	42.59%
负债和股东权益合计	106618.00	120318.71	137967.75	163823.54	EBITDA 增长率	-20.91%	13.93%	38.27%	37.16%
					税后利润增长率	18.96%	-49.96%	45.60%	42.87%
					盈利能力				
					毛利率	18.25%	18.67%	20.13%	20.97%
					净利率	15.47%	7.48%	9.13%	10.47%
现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	23.94%	10.61%	13.38%	16.05%
税后经营利润	14715.75	7420.76	10850.37	15496.09	ROA	14.07%	6.18%	7.85%	9.44%
折旧与摊销	4667.00	6426.58	8326.58	10698.25	ROIC	38.19%	15.14%	22.61%	29.59%
财务费用	-910.00	78.06	-2.41	-41.51					
其他经营资金	-5216.75	5278.61	1742.88	2855.20					
经营性现金净流量	13256.00	19204.01	20917.42	29008.03	估值				
投资性现金净流量	-15584.00	-9857.84	-12341.69	-15285.16	P/E	55.75	112.46	77.24	54.06
筹资性现金净流量	2589.00	-2451.06	2.41	41.51	P/S	8.64	8.35	7.00	5.62
现金流量净额	261.00	6895.11	8578.15	13764.37	P/B	13.35	11.93	10.34	8.68

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn