

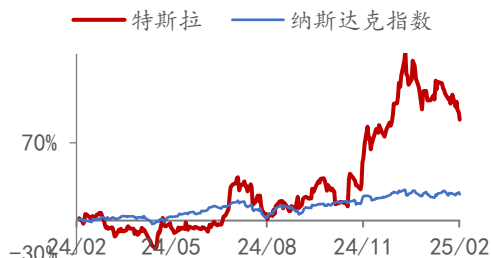
业绩低于预期，Robotaxi 年内落地

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-02-08

收盘价（美元）	361.62
近 12 个月最高/最低（美元）	488.5/167.4
总股本（百万股）	3,216
流通股本（百万股）	3,216
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	11,631
流通市值（亿美元）	11,631

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 特斯拉 24Q3：利润超预期，三季度汽车交付量增长转正 2024-10-28

主要观点：

● 24Q4 业绩

1) 整体业绩：24Q4，特斯拉收入为 257.07 亿美元(yoy+2.1%)，低于彭博一致性预期 5.53%；毛利率达 16.30%，低于彭博一致性预期的 18.95%；利润端，营业利润录得 15.83 亿美元(yoy-23.3%)，显著低于彭博一致性预期 37.16%；OPM 达 6.16%，低于彭博一致性预期的 9.96%；GAAP 归母净利润录得 23.17 亿美元(yoy-71%)，低于彭博一致性预期 1.89%；

2) 分部业务方面：汽车业务收入为 197.98 亿美元(yoy-8.2%)，低于彭博一致预期 7.97%；储能业务收入为 30.61 亿美元(yoy+113%)，低于彭博一致预期 2.63%；服务和其他业务收入为 28.48 亿美元(yoy+31.5%)，高于彭博一致预期 2.61%；

● 全年交付量同比小幅下跌，低于此前指引

四季度特斯拉在中国的交付量创下历史新高，四季度全球交付量同比+2%，但全年来看，特斯拉总体交付量 179 万辆，同比-1%，其中 Model3/Y 交付量为 170 万辆，同比-2%，低于之前指引（三季度业绩会马斯克表示 2024 全年交付量高于 2023 年）。同时，马斯克近期对欧洲政治的干预一定程度上影响了特斯拉在欧洲市场的销量。据 Electrek 报道，今年 1 月特斯拉在欧洲地区销量暴跌，特斯拉在英国的销量同比下降了 18%，葡萄牙下降了 31%，丹麦、瑞典、挪威和荷兰下降 40%，法国下降 63%，西班牙下降 75%。

● 建议关注 FSD、Optimus 和 Robotaxi 进展

1) FSD：计划在今年 6 月份在奥斯汀推出完全无人监督的 FSD 服务，Robotaxi 有望在多个城市推出。四季度在奥斯汀工厂推出了 cortex 训练集群，由约 5 万个 Nvidia H100 GPU 组成的训练集群，帮助实现了 FSD v13 版本，今年将继续投资德州之外的基础设施以支撑 AI 相关的训练；2) Optimus：今年在公司内部大约建造 1 万部人形机器人，当年产能达到 100 万台机器人时，Optimus 生产成本会低于 2 万美元，最终产能可能是每年 1 亿台，远期带来 10 万亿美元收入。

● 投资建议

我们预计 2024/2025/2026 年公司收入 1105.8/1291.4/1572.9 亿美元，实现同比+13.2%/+16.8%/+21.8%；预计实现 GAAP 归母净利润 88.4/123.6/168.4 亿美元，实现同比 24.7%/+39.8%/+36.3%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济风险；竞争加剧；算力短缺；产能不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97,690	110,577	129,138	157,292
收入同比 (%)	0.9%	13.2%	16.8%	21.8%
归母净利润 (GAAP)	7,091	8,842	12,359	16,839
归母净利润同比 (%)	-52.7%	24.7%	39.8%	36.3%
毛利率	17.9%	18.5%	19.9%	21.0%
ROE (%)	11.4%	12.2%	14.2%	15.9%
EPS Adj. (diluted)	2.41	2.77	3.70	4.87
P/E Adj.	138.2	113.6	83.9	63.1
P/B	15.8	13.9	11.9	10.0
P/S	11.9	10.5	9.0	7.4
EV/EBITDA	80.4	62.2	47.0	35.4

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16379	23206	38941	63395	总收入	97,690	110,577	129,138	157,292
短期投资	20184	20184	20184	20184	总成本	80,240	90,068	103,441	124,289
应收账款	4418	4698	5133	5821	总毛利润	17,450	20,509	25,697	33,002
存货	12017	11515	10957	10442	研发费用	4,540	4,807	5,166	5,977
预付费用及其他流	5362	5362	5362	5362	销售、一般和行政费	5,150	5,481	5,940	6,606
流动资产总计	58360	64965	80577	105203	重组及其他费用	684	0	0	0
经营租赁车辆净额	5581	5986	6421	7304	营业利润 (GAAP)	7,076	10,221	14,591	20,419
物业及设备净额	35836	42322	44465	44447	营业利润率 (GAAP)	7.2%	9.2%	11.3%	13.0%
其他资产	22293	22293	22293	22293	营 业 利 润	8,404	11,621	16,091	22,019
资产总计	122070	135566	153756	179247	利息收入	1,569	1,327	1,550	1,573
负债					利息费用	350	221	258	315
应付账款	12474	14002	16081	19322	其他收支净额	695	221	258	315
应计负债	10723	12036	13823	16610	税前利润	8,990	11,548	16,141	21,992
递延收入	3168	3445	3749	4325	所得税费用	1,837	2,656	3,712	5,058
长期债务, 流动部	2456	2456	2456	2456	税后利润	7,153	8,892	12,428	16,934
流动负债总计	28821	31939	36109	42713	少数股东损益	-62	-50	-70	-95
递延收入, 扣除流	3317	3607	3925	4528	归母净利润 (GAAP)	7,091	8,842	12,359	16,839
长期债务	5757	5757	5757	5757	调整后归母净利润	8,419	10,242	13,859	18,439
其他长期负债	10495	10495	10495	10495	EBIT Adj.	9,099	11,842	16,349	22,334
负债总计	48390	51799	56286	63493	EBITDA Adj.	14,467	18,698	24,743	32,872
所有者权益					EPS Adj. (diluted)	2.41	2.77	3.70	4.87
额外投入资本	33202	34602	36102	37702					
累计赤字	39711	48398	60602	77285					
子公司可赎回非控	63	63	63	63					
子公司非控股股权	704	704	704	704					
股东权益总计	73680	83767	97471	115754					
负债及所有者权益	122070	135566	153756	179247					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万美元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	盈利指标				
税后利润	7153	8892	12428	16934	营收增长	0.9%	13.2%	16.8%	21.8%
折旧与摊销	5368	6856	8394	10539	EBITDA 增长率	-6.9%	29.2%	32.3%	32.9%
其他变动	2402	4472	5519	7598	EPS 增长率	-22.9%	14.9%	33.5%	31.6%
经营现金流合计	14923	20220	26341	35070	毛利率	17.9%	18.5%	19.9%	21.0%
资本支出	-11339	-13342	-10537	-10521	营业利润率	7.2%	9.2%	11.3%	13.0%
其他	-7448	0	0	0	ROIC (%)	10.2%	11.9%	13.9%	15.9%
投资现金流合计	-11166	-13342	-10537	-10521	ROE (%)	11.4%	12.2%	14.2%	15.9%
可转换票据等	2275	0	0	0	估值指标				
普通股和贷款设施	574	0	0	0	P/E Adj.	138.2	113.6	83.9	63.1
其他	1004	0	0	0	P/B	15.8	13.9	11.9	10.0
融资现金流合计	3853	0	0	0	P/S	11.9	10.5	9.0	7.4
汇率变动对现金的	-141	0	0	0	EV/EBITDA	80.4	62.2	47.0	35.4
现金及现金等价物	7469	6878	15805	24549	EV/营收	11.8	10.4	8.8	7.0
期初现金及现金等	17189	24658	31536	47341	净债务/EBITDA	-0.6	-0.8	-1.2	-1.7
期末现金及现金等	24658	31536	47341	71890	偿债能力				
经营现金流合计	-11166	-13342	-10537	-10521	资产负债率	40%	38%	37%	35%
					流动比率	1.2	1.3	1.4	1.7
					速动比率	0.8	0.9	1.1	1.4

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。