

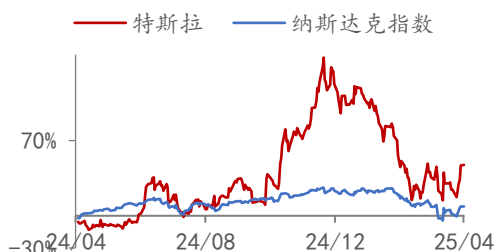
利润低于预期，新车将于上半年推出

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（美元）	292.03
近 12 个月最高/最低（美元）	479.9/168.5
总股本（百万股）	3,221
流通股本（百万股）	3,221
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	9,406
流通市值（亿美元）	9,406

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 24Q4：业绩低于预期，Robotaxi 年内落地 2025-02-10
2. 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：

● 25Q1 业绩

1) 利润显著低预期：25Q1 收入 193.4 亿美元(YOY-9%)，低于彭博一致预期 9.5%；GAAP 经营利润 3.99 亿美元(YOY-66%)，低于彭博一致预期 44.2%；GAAP 净利润 4.1 亿元(YOY-64%)，低于彭博一致预期 63%；Non-GAAP 净利润 9.3 亿美元(YOY-39%)，低于彭博一致预期 40%；

2) 分部业务方面：汽车业务收入为 139.67 亿美元(yoy-20%)，低于彭博一致预期 11.36%；储能业务收入为 27.30 亿美元(yoy+67%)，低于彭博一致预期 11.01%；服务和其他业务收入为 26.38 亿美元(yoy+15%)，低于彭博一致预期 3.26%；

● 交付量低于预期，不再指引今年汽车交付量重回正增长

1) 一季度特斯拉全球交付量 33.7 万辆，低于彭博一致预期的 37 万辆。马斯克此前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。

2) 在一季度业绩会中特斯拉未给出 Q2 业绩指引，由于贸易影响，不再指引今年汽车交付量重回正增长(24Q4 业绩会指引)，今年整体业绩指引将在 25Q2 业绩会中给出；

3) 今年上半年开始生产低价车型，Cybercab 计划 2026 年量产；

● 储能业务高速增长，Optimus 稳步推进

1) 储能业务：储能业务收入为 27.30 亿美元(yoy+67%，qoq-11%)，储能装机量同比增长 154%至 10.4GWh，毛利率同比+4.1pcts 至 28.8%。此外，特斯拉的上海第二座 Megapack 超级工厂已开始生产，年产能目标为 20GWh，并计划提升至 40GWh，与加州的 Lathrop 工厂持平；

2) Optimus：马斯克表示预计到今年年底，将有数千台 Optimus 机器人在特斯拉工厂中投入使用。此外还计划以比历史上任何产品都更快的速度扩大 Optimus 的生产规模，目标是在尽可能短的时间内达到每年生产数百万台。马斯克表示有信心在不到五年，甚至可能四年的时间内实现每年生产一百万台的目标。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 924.2/1110.8/1430.7 亿美元(前值为 1105.8/1291.4/1572.9 亿美元)，实现同比-5.4%/+20.2%/+28.8%；预计实现 GAAP 归母净利润 45.1/90.8/142.1 亿美元(前值为 88.4/123.6/168.4 亿美元)，实现同比-36.5%/+101.5%/+56.5%，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	92,419	111,075	143,072
收入同比 (%)	0.9%	-5.4%	20.2%	28.8%
归母净利润 (GAAP)	7,091	4,506	9,078	14,206
归母净利润同比 (%)	-52.7%	-36.5%	101.5%	56.5%
P/E	129.9	204.3	101.4	64.8

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	20868	33542	55315	总收入	97,690	92,419	111,075	143,072
短期投资	20184	20184	20184	20184	总成本	80,240	77,467	89,110	111,173
应收账款	4418	3926	4415	5294	总毛利润	17,450	14,952	21,964	31,900
存货	12017	9904	9439	9340	研发费用	4,540	5,063	5,554	7,154
预付费用及其他流	5362	5362	5362	5362	销售、一般和行政费	5,150	4,905	5,554	7,154
流动资产总计	58360	60244	72942	95495	重组及其他费用	684	94	0	0
经营租赁车辆净额	5581	4664	5297	6437	营业利润	7,076	4,890	10,857	17,593
物业及设备净额	35836	38907	40199	40008	营业利润率	7.2%	5.3%	9.8%	12.3%
其他资产	22293	22293	22293	22293	利息收入	1,569	1,277	1,333	1,431
资产总计	122070	126108	140732	164234	利息费用	350	237	222	286
负债					其他收支净额	695	27	33	42
应付账款	12474	12043	13853	17283	税前利润	8,990	5,957	12,000	18,779
应计负债	10723	10352	11908	14857	所得税费用	1,837	1,404	2,828	4,425
递延收入	3168	2685	3092	3812	税后利润	7,153	4,553	9,173	14,354
长期债务, 流动部	2456	2456	2456	2456	少数股东损益	-62	-47	-95	-148
流动负债总计	28821	27536	31310	38407	归母净利润 (GAAP)	7,091	4,506	9,078	14,206
递延收入, 扣除流	3317	2811	3238	3991	调整后归母净利润	7,960	6,081	10,578	15,806
长期债务	5757	5757	5757	5757					
其他长期负债	10495	10495	10495	10495					
负债总计	48390	46599	50800	58651					
所有者权益									
额外投入资本	33202	34680	36180	37780					
累计赤字	39711	44062	52985	67036					
子公司可赎回非控	63	63	63	63					
子公司非控股权益	704	704	704	704					
股东权益总计	73680	79509	89932	105583					
负债及所有者权益	122070	126108	140732	164234					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万美元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税后利润	7153	4553	9173	14354	盈利指标				
折旧与摊销	5368	5730	7220	9586	营收增长	0.9%	-5.4%	20.2%	28.8%
其他变动	2402	3054	4889	7376	毛利率	17.9%	16.2%	19.8%	22.3%
经营现金流合计	14923	13338	21281	31316	营业利润率	7.2%	5.3%	9.8%	12.3%
资本支出	-11339	-8801	-8513	-9395	ROIC (%)	10.2%	6.8%	11.5%	15.1%
其他	173	0	0	0	ROE (%)	10.8%	7.6%	11.8%	15.0%
投资现金流合计	-11166	-8801	-8513	-9395	估值指标				
可转换票据等	2275	0	0	0	P/E Adj.	129.9	204.3	101.4	64.8
普通股和贷款设施	574	0	0	0	P/B	12.5	11.6	10.2	8.7
其他	1004	0	0	0	P/S	9.4	10.0	8.3	6.4
融资现金流合计	3853	0	0	0	EV/EBITDA	63.6	75.9	47.0	31.9
汇率变动对现金的	-141	0	0	0	EV/营收	9.3	9.8	8.1	6.1
现金及现金等价物	7469	4537	12769	21921	偿债能力				
期初现金及现金等	17189	24658	29195	41964	资产负债率	40%	37%	36%	36%
期末现金及现金等	24658	29195	41964	63885	流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
					速动比率	0.8	1.0	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。