

特斯拉 (TSLA US, 买入, 目标价: US\$410.00)

买入

持有

卖出

目标价: US\$410.00 当前股价: US\$340.47

股价上行/下行空间 +20%

52 周最高/最低价 (US\$) 488.54/182.00

市值 (US\$mn) 1,080,482

当前发行数量(百万股) 3,174

三个月平均日交易额 (US\$mn) 26,913

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Elon Musk 13

The Vanguard Group 7

Blackrock 6

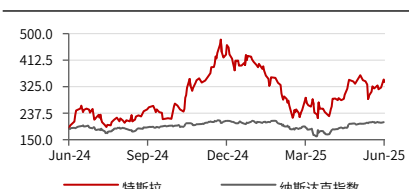
按 2025 年 6 月 25 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	410.00	367.00	12%
2025E EPS (US\$)	2.20	2.20	0%
2026E EPS (US\$)	3.33	3.33	0%
2027E EPS (US\$)	4.43	4.43	0%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (US\$mn)	118,060 (-16%)	142,166 (-12%)
EPS (US\$)	3.08 (-29%)	4.03 (-17%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

特斯拉 Robotaxi 开启运营, 商业化进程拐点到来

- 特斯拉正式在奥斯汀开启 Robotaxi 商业运营, 初期以量产车型 Model Y 为主; 2026 年将推出主力运营车辆 Cybercab。
- 我们测算 Model Y 和 Cybercab 作为 Robotaxi 车型的投资回报年限分别为 4.9 年和 2.1 年。
- 重申“买入”评级并上调目标价至 410.00 美元。

核心事件: 奥斯汀当地时间 6 月 22 日中午十二点, Tesla AI 在 X 上宣布特斯拉的 Robotaxi (自动驾驶出租车) 正式在奥斯汀的指定区域内开始接单。马斯克表示目前按 4.2 美元 (约 30 元人民币) 的每单固定价格收费。当前特斯拉 Robotaxi 的车队规模较小, 首日共有 35 辆车 (量产 Model Y) 投入运营。到 2026 年, 没有方向盘和脚踏板的 Cybercab 将作为主力营运车辆登场, 规模也将大幅扩充。

目前, 特斯拉 Robotaxi 仍处于内测阶段, 仅受邀用户方可在 APP 上下单, 尚未对所有用户开放。内测区域位于奥斯汀市中心附近, 整个区域面积初期仅数平方英里左右 (大概只有 Waymo 在奥斯汀运营区域的二分之一)。马斯克表示 Robotaxi 车队可实现高利用率且毛利率可能高达 70%—80%, 远超传统汽车业务。

与其他 Robotaxi 的区别: 1) **软硬件运营成本:** 由于特斯拉的 Robotaxi 采用纯视觉 (无激光雷达) 的硬件方案, 智驾硬件与目前的量产 Model Y 完全相同, 因此在硬件成本上优于目前采用激光雷达的主流运营商。软件上: 营运的 Robotaxi 使用了内测的全新算法 (参数规模和算法相比于现有的 FSD 都有所升级), 但此算法之后也会应用到现有的特斯拉 FSD 上。这意味着, 特斯拉之后的任何一款车均可轻松转变为无人驾驶营运车辆。2) **收费:** Waymo 目前官方宣称的收费标准和 Uber 一样 (1.6 美元每英里), 但实际运营中的收费会参差不齐。相比之下, Tesla Robotaxi 内测采取了 4.2 美元的固定价格, 表明单英里价格已经达到了 1 美元左右, 收费低于 Waymo。

点评: 我们认为, 特斯拉作为全球主流车企之一首当其冲开展 Robotaxi 业务, 将成为 Robotaxi 商业化的拐点, 主要在于: 1) 采用纯视觉方案大幅降低硬件成本和单车折旧费用, 进而降低每英里收费; 2) 在智驾硬件相同的量产车型 (Model Y) 开启试验意味着存量车经过软件升级后可作为 Robotaxi 使用, 因而能够让现有车主灵活参与并实现车队的及时增减; 3) 更低价格的 Cybercab 量产后将进一步缩短 Robotaxi 的投资回报年限。我们测算 Model Y 和 Cybercab 车型用作 Robotaxi 的投资回报年限分别为 4.9 年和 2.1 年 (详见图表 1)。

我们维持特斯拉的盈利预测不变, 并上调目标价至 410.00 美元, 重申“买入”评级。

风险因素: 汽车销售不及预期, 全球竞争加剧, 储能及机器人业务发展不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (US\$mn)	96,773	97,690	99,344	124,450	138,543
息税前利润 (US\$mn)	8,891	7,076	6,210	10,833	15,196
归母净利润 (US\$mn)	10,882	7,960	7,597	11,410	15,127
每股收益 (US\$)	3.12	2.29	2.20	3.33	4.43
市盈率 (x)	69.6	100.6	154.8	102.1	76.8

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

Robotaxi 盈利和投资回报周期测算

我们对特斯拉的 Robotaxi 业务进行投资回报测算。我们预期在未来成熟的商业模式中，安全员将逐步减少甚至淘汰，因此我们下列的测算中暂时不包含安全员或远程控制人员的成本。我们讨论了 Model Y 和 Cybercab 两种车型的投资回报年限。我们假设 Model Y 和 Cybercab 的单车成本分别为 45,000/30,000 美元。根据马斯克披露的信息，目前 Robotaxi 的每日运营时间为 6 点至 24 点，因此我们假设单日运营时长为 18 小时，并测算每日行驶里程达到 335 英里。由于 Robotaxi 远高于普通家用车的单日行驶里程，我们假设单车的折旧年限为 3 年（总行驶里程为 36.7 万英里）。同时，我们根据当前 Model Y 标准版且包含 FSD 配置在美国的售价为基准，假设其单车成本为 45,000 美元，并假设 Cybercab 推出后的成本为 30,000 美元。收入方面：我们假设特斯拉 Robotaxi 每日能够接单 20 次，根据目前单次 4.2 美元的收费得到单日收入为 84 美元（不包含小费）。因此，综合来看我们测算的 Model Y 和 Cybercab 作为 Robotaxi 的单日净利润约为 25.4 和 39.9 美元，投资回收时间分别为 4.9 年和 2.1 年。

图表 1: Tesla Robotaxi 投资回报测算

单位: 美元	Model Y	Cybercab
单车成本	45,000	30,000
折旧年限 (年)	3	3
单日折旧费用	41.10	27.40
每年维修保养费用	1,500	1,200
单日维修保养费用	4.11	3.29
单日运营时间长 (小时)	18	18
单日订单量	20	20
每单运营里程 (英里)	10	10
每英里电费成本	0.04	0.04
空置率	25%	25%
空置时平均时速 (英里/小时)	30	30
单日行驶里程 (英里)	335	335
每单收入	4.2	4.2
单日收入	84	84
单日总成本	58.6	44.1
单日净利润	25.4	39.9
成本回收时间 (年)	4.9	2.1

资料来源：特斯拉官网，华兴证券预测

估值

我们仍然对特斯拉的业务采用分部估值法进行估值。我们上调汽车业务收入的 P/E 估值倍数至 110 倍，以反映 Robotaxi 业务开启运营对特斯拉品牌和销量带来的正面催化作用。我们也上调服务和其他业务收入估值倍数至 8 倍，以反映新业务未来有望带来的收入增量，同时维持储能业务板块估值为 10 倍不变。基于不变的盈利预测，我们得到最新目标价为 410.00 美元（原目标价 367.00 美元），重申“买入”评级。

图标 2：特斯拉分部估值

2026E (百万美元)	
汽车业务收入	93,277.0
净利润率 (%)	10.0%
汽车业务净利润	9,327.7
x P/E 倍数	110
汽车业务估值	1,026,048
储能业务收入	17,234.2
x P/S 倍数	10
储能业务估值	172,342
服务和其他收入	13,939.0
x P/S 倍数	8
服务和其他业务估值	111,512
总估值	1,309,902
÷ 总股本 (百万股)	3197
目标价(美元/股)	410.00
收盘价	348.68
上升空间	17.6%

注: 以 2025 年 6 月 24 日收盘价为准。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

图表 3: 特斯拉--可比公司估值

汽车可比公司		收盘价	市值	P/E			PEG	P/S		
股票代码	公司名称	(当地货币)	(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2025E	2024A	2025E	2026E
中国汽车企业										
601633 CH	长城汽车	21.03	21,887	14.2	12.5	10.7	0.89	0.8	0.6	0.6
601238 CH	广汽集团	7.43	8,700	92.9	39.5	28.8	0.29	0.6	0.5	0.4
002594 CH	比亚迪	338.20	145,425	24.4	33.8	27.5	-1.22	1.4	1.1	0.9
600104 CH	上汽集团	15.58	25,294	111.3	16.7	13.6	0.03	0.3	0.3	0.2
000625 CH	长安汽车	12.44	15,237	15.4	15.1	12.2	10.22	0.7	0.6	0.5
1958 HK	北京汽车	1.92	1,986	16.0	N/A	N/A	N/A	0.1	N/A	N/A
175 HK	吉利汽车	16.48	21,443	11.0	11.5	6.7	-0.93	0.6	0.5	0.4
Li US	理想汽车	28.08	29,346	28.7	18.2	13.1	0.32	1.5	1.2	1.1
欧洲汽车企业										
VOW GR	大众汽车	88.85	28,269	3.8	3.2	2.7	0.25	0.1	0.1	0.1
BMW GR	宝马集团	72.22	44,107	5.4	5.2	4.7	5.50	0.4	0.4	0.3
P911 GR	保时捷	40.93	20,102	5.9	5.3	5.4	0.53	0.7	0.7	0.7
RNO FP	雷诺汽车	38.41	11,965	4.3	3.9	3.7	0.46	0.3	0.2	0.2
STALP FP	斯泰兰蒂斯汽车	9.36	36,422	3.3	3.3	3.1	2.86	0.3	0.3	0.3
美国汽车企业										
F US	福特汽车	10.75	42,748	6.9	7.2	6.3	-1.46	0.3	0.3	0.3
日本汽车企业										
7267 JP	本田汽车	1,406.00	48,696	8.5	8.3	9.7	4.18	0.4	0.4	0.4
7201 JP	日产汽车	345.30	8,412	4.8	4.6	4.5	1.29	0.2	0.1	0.1
7270 JP	斯巴鲁汽车	2,485.00	11,949	7.2	6.9	6.9	1.77	0.5	0.5	0.5
7261 JP	马自达汽车	831.60	3,446	4.7	3.8	3.7	0.19	0.2	0.2	0.2
7269 JP	铃木汽车	1,698.00	21,882	12.3	11.1	10.4	1.13	0.6	0.6	0.6
7211 JP	三菱汽车	404.00	3,870	4.4	4.4	3.9	-3.29	0.2	0.2	0.2
韩国汽车企业										
005380 KS	现代汽车	201,500.00	30,518	4.9	4.8	4.7	2.47	0.3	0.3	0.3
000270 KS	起亚汽车	95,900.00	27,581	5.3	5.0	3.7	0.84	0.5	0.5	0.4
平均值				28.1	5.7	5	0.75	0.6	0.5	0.5
TSLA US	特斯拉	348.68	1,123,083	156.4	170.3	106.0	-20.79	11.5	11.3	9.0
储能可比公司										
		收盘价	市值	P/E			PEG	P/S		
300750 CH	宁德时代	239.61	153,901	20.8	17.2	15.2	1.60	3.0	2.7	2.5
300274 CH	阳光电源	63.95	18,595	12.0	10.7	9.5	0.86	1.6	1.5	1.3
300014 CH	亿纬锂能	43.90	12,596	22.1	17.5	13.4	2.94	3.0	1.2	1.0
平均值				18.3	15.1	12.7	1.80	2.5	1.8	1.6

注：收盘价日期为 2025 年 6 月 23 日，特斯拉、理想汽车、宁德时代、亿纬锂能为华兴证券预测，未覆盖港股及 A 股为 Wind 一致预测，其余为 FactSet 一致预测。

资料来源：Wind, FactSet, 华兴证券预测

风险提示

- **汽车销售不及预期：**全球新能源车销量增速正在下滑，尤其主要市场中国经历了过去三年的高速增长后，需求增长下滑明显，因此如果全球电动车需求低于市场预期，特斯拉销量将受到不利影响。
- **全球竞争加剧：**随着中国新能源品牌的不断涌现，全球电动车市场竞争正变得愈发激烈。虽然特斯拉在科技和制造方面仍占据领先地位，但相对后发者的优势正在逐步缩小，因此更加激烈的全球竞争将可能导致特斯拉的销量不及预期。
- **储能及机器人业务发展不及预期：**除汽车业务以外，特斯拉还在大力发展储能和人形机器人业务，特别是人形机器人产品目前仍处于实验阶段，未来商用化前景仍不明朗。如果储能和机器人业务发展不及预期则将对公司股价产生不利影响。
- **关税波动可能对销量和盈利带来的不利影响：**美国对全球其他国家加征关税可能会提高特斯拉的供应链采购成本，从而降低其产品在美国或其他地区的销量并对公司盈利产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车业务收入	77,070	72,237	93,277	102,694
储能收入	10,086	14,986	17,234	19,819
其他收入	10,534	12,121	13,939	16,030
营业收入	97,690	99,344	124,450	138,543
营业成本	(80,240)	(82,447)	(102,195)	(110,637)
毛利润	17,450	16,897	22,255	27,906
管理及销售费用	(9,690)	(10,387)	(11,062)	(12,278)
其中: 研发支出	(4,540)	(5,221)	(5,586)	(6,145)
息税前利润	7,076	6,210	10,833	15,196
息税折旧及摊销前利润	12,444	12,115	17,328	22,341
利息收入	1,569	1,647	1,730	1,816
利息支出	(350)	(368)	(386)	(405)
税前利润	8,990	8,190	12,947	17,454
所得税	(1,837)	(1,720)	(2,589)	(3,491)
净利润	7,091	6,408	10,295	13,901
调整后息税折旧及摊销前利润	16,645	15,959	21,286	26,426
调整后净利润	7,960	7,597	11,410	15,127
基本每股收益 (US\$)	2.23	2.05	3.29	4.44
稀释每股调整收益 (US\$)	2.29	2.20	3.33	4.43

资产负债表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,360	64,392	73,599	80,850
货币资金	36,563	42,047	48,355	53,190
应收账款	4,418	4,771	5,249	5,773
存货	12,017	13,219	14,541	15,995
其他流动资产	5,362	4,355	5,455	5,892
非流动资产	63,710	74,737	83,730	90,028
固定资产	35,836	45,085	52,134	56,305
无形资产	0	0	0	0
商誉	394	394	394	394
其他	19,880	21,657	23,602	25,730
资产	122,070	139,129	157,329	170,878
流动负债	28,821	33,255	36,018	39,058
短期借款	0	0	0	0
预收账款	3,168	3,168	3,168	3,168
应付账款	12,474	13,721	15,094	16,603
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	19,569	20,686	21,909	23,249
负债	48,390	53,941	57,927	62,307
股份	3	3	3	3
资本公积	38,371	42,884	50,813	52,721
未分配利润	35,209	42,251	48,588	55,877
归属于母公司所有者权益	72,913	84,414	98,622	107,741
少数股东权益	767	774	779	830
负债及所有者权益	122,070	139,129	157,329	170,878

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	7,091	6,408	10,295	13,901
折旧摊销	5,368	5,905	6,495	7,145
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	1,999	2,099	2,204	2,314
其他	434	500	500	500
营运资本变动	81	(500)	(800)	(1,000)
经营活动产生的现金流量	15,184	14,312	18,594	22,760
资本支出	(11,342)	(12,476)	(13,724)	(15,096)
收购及投资	(35,955)	(39,551)	(41,528)	(43,604)
处置固定资产及投资	28,510	29,926	31,412	32,972
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(18,787)	(22,101)	(23,840)	(25,728)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	2,849	2,991	3,141	3,298
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	1,004	1,054	1,107	1,162
筹资活动产生的现金流量	3,853	4,046	4,248	4,460
现金及现金等价物净增加额	(152)	(3,774)	(1,028)	1,447
自由现金流	3,842	1,836	4,871	7,664

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销量 (千辆)	1,789.2	1,766.7	2,404.0	2,756.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	0.9	1.7	25.3	11.3
毛利润	(1.2)	(3.2)	31.7	25.4
息税折旧及摊销前利润	(8.2)	(2.6)	43.0	28.9
调整后息税折旧及摊销前利润	0.1	(4.1)	33.4	24.1
净利润	(52.7)	(9.6)	60.7	35.0
调整后净利润	(26.9)	(4.6)	50.2	32.6
稀释每股调整收益	(52.8)	(8.2)	60.7	35.0
调整后稀释每股调整收益	(26.7)	(4.0)	51.6	33.0
盈利率 (%)				
毛利率	17.9	17.0	17.9	20.1
息税折旧摊销前利润率	12.7	12.2	13.9	16.1
调整后息税折旧摊销前利润率	17.0	16.1	17.1	19.1
息税前利润率	7.2	6.3	8.7	11.0
净利率	7.3	6.5	8.3	10.0
调整后净利率	8.1	7.6	9.2	10.9
净资产收益率	9.7	7.6	10.4	12.9
总资产收益率	5.8	4.6	6.5	8.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.7
估值比率 (x)				
市盈率	100.6	154.8	102.1	76.8
市净率	10.0	12.8	11.0	10.0
市销率	11.1	10.9	8.7	7.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。