

特斯拉 (TSLA US, 持有, 目标价: US\$349.00)

买入

持有

卖出

目标价: US\$349.00 当前股价: US\$305.30

股价上行/下行空间 +14%

52 周最高/最低价 (US\$) 488.54/182.00

市值 (US\$mn) 968,870

当前发行数量(百万股) 3,174

三个月平均日交易额 (US\$mn) 24,250

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Elon Musk 13

The Vanguard Group 7

Blackrock 6

按 2025 年 7 月 24 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	买入	↓
目标价 (US\$)	349.00	410.00	-15%
2025E EPS (US\$)	1.79	2.20	-19%
2026E EPS (US\$)	2.21	3.33	-34%
2027E EPS (US\$)	3.14	4.43	-29%

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)	108,158 (-13%)	132,754 (-20%)
EPS (US\$)	2.47 (-28%)	3.49 (-37%)

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

需求疲软拖累盈利, Robotaxi 和 Optimus 进展有待观察

- 受需求持续下滑影响, 特斯拉 2Q25 收入和 non-GAAP 归母净利润同比下降 11.8%/23.1%
- 美国电动车补贴 (7,500 美元) 将于 9 月 30 日取消, 预计对特斯拉 4Q25 销量带来不利影响。
- 维持估值水平不变, 下调目标价至 349.00 美元, 下调至“持有”评级。

销量低迷持续拖累盈利: 根据特斯拉 2Q25 财报, 当季交付车辆同比减少 13.5%, 拖累收入和毛利润分别同比下降 11.8%/15.3%。得益于单车成本下降, 当季汽车销售毛利率环比回升至 14.0%, 综合毛利率环比回升至 17.2%。持续高度投入 AI 等研发项目导致研发费用同比大幅增长 48.0%至 15.9 亿美元, 当季经营费用 (研发、销售和管理) 同比增长 11.1%至 29.6 亿美元。毛利润下降以及经营费用增加导致经营利润同比下降 42%至 9.23 亿美元。GAAP/non-GAAP 归母净利润分别为 11.7/13.9 亿美元, 分别同比下降 16.3%/23.1%。

补贴取消将对北美销量带来不利影响, 平价车型投产: 根据美国 OBBBA (One Big Beautiful Bill Act) 法案, 原定 2025 年底到期的 7,500 美元电动车购车补贴将提前至 9 月 30 日到期。特斯拉预计美国消费者将在法案到期前集中购买而导致 3Q25 的车辆交付能力受限。马斯克在业绩会上表示, 二季度关税给特斯拉带来额外约 3 亿美元的成本增加, 其中 2/3 影响到汽车板块。在此情况下, 我们认为取消补贴将对特斯拉 4Q25 和 2026 年的销量和毛利率带来更多挑战。马斯克同时表示平价车型已于 6 月份开始投产, 并预计于 4Q25 开始规模量产和交付。

Robotaxi 和 Optimus 进展有待观察: Robotaxi 于 6 月正式在奥斯汀试运行以来整体运行良好, 之后除继续扩大在奥斯汀的运行范围外将进一步拓展至内华达、旧金山湾区和亚利桑那等地。同时, 今年年底特斯拉将实现所有在奥斯汀和湾区的新车自动行驶功能交付给客户。特斯拉预计 Robotaxi 对财务报表的影响将在 2026 年底开始体现。马斯克表示 Optimus3 并无设计缺陷, 预计今年年底可推出 Optimus3 原型机种并于 2026 年开始量产, 目标 5 年内年产百万台。Robotaxi 和 Optimus 作为特斯拉最主要的新业务增长动力, 当前仍处于初步商业化或定型阶段, 未来能否对公司业务增长带来明显助力仍有待观察。

下调目标价至 349.00 美元, 下调至“持有”评级: 基于特斯拉目前的疲软销量以及补贴取消可能带来的不利影响, 我们下调 2025-27 年的销量和财务预测。我们仍然采用 SOTP 法对特斯拉进行估值并保持各板块估值倍数不变, 得到最新目标价为 349.00 美元。下调至“持有”评级。

风险因素: 上行风险--新车销量好于预期, Robotaxi 商业化进展顺利, Optimus 及 FSD 取得突破。下行风险--车辆销售不及预期, 全球竞争加剧, 关税波动可能对销量和盈利带来的不利影响。

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	93,756	106,112	120,182
息税前利润 (US\$mn)	8,891	7,076	4,574	6,092	9,708
归母净利润 (US\$mn)	10,882	7,960	6,147	7,441	10,543
每股收益 (US\$)	3.12	2.29	1.79	2.21	3.14
市盈率 (x)	69.6	100.6	170.6	138.1	97.3

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。

盈利预测

图表 1：特斯拉--财报数据摘要

(百万美元)	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A
营业收入	25,500	25,182	25,707	19,335	22,496
同比	2.3%	7.8%	2.1%	-9.2%	-11.8%
环比	19.7%	-1.2%	2.1%	-24.8%	16.3%
毛利润	4,578	4,997	4,179	3,153	3,878
同比	1.0%	19.6%	-5.8%	-14.7%	-15.3%
环比	23.9%	9.2%	-16.4%	-24.6%	23.0%
毛利率	18.0%	19.8%	16.3%	16.3%	17.2%
研发费用	1,074	1,039	1,276	1,409	1,589
同比	7.2%	-10.5%	16.6%	22.4%	48.0%
环比	-7.1%	-3.2%	22.8%	10.4%	12.8%
销售及管理费用	1,277	1,186	1,313	1,251	1,366
同比	13.9%	-5.3%	2.6%	-9.0%	7.0%
环比	-6.7%	-7.1%	10.7%	-4.7%	9.2%
归母净利润 (GAAP)	1,400	2,173	2,128	409	1,172
同比	-45.3%	16.9%	-70.8%	-70.6%	-16.3%
环比	30.9%	46.6%	6.9%	-80.8%	186.6%

资料来源：华兴证券预测，公司公告

图表 2：特斯拉--核心盈利预测变化

单位：百万美元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	93,756	106,112	120,182	99,344	124,450	138,543	-5.6%	-14.7%	-13.3%
毛利润	16,224	18,543	23,553	16,897	22,255	27,906	-4.0%	-16.7%	-15.6%
毛利率	17.3%	17.5%	19.6%	17.0%	17.9%	20.1%	0.3ppts	-	-
研发费用	6,000	6,420	7,062	5,221	5,586	6,145	14.9%	14.9%	14.9%
销售及管理费用	5,350	5,671	6,352	5,166	5,476	6,133	3.6%	3.6%	3.6%
归母净利润	4,958	6,327	9,317	6,408	10,295	13,901	-22.6%	-38.5%	-33.0%
每股收益	1.40	1.79	2.64	1.81	2.91	3.93	-22.6%	-38.5%	-33.0%
Non-GAAP 归母净利润	6,147	7,441	10,543	7,597	11,410	15,127	-19.1%	-34.8%	-30.3%
Non-GAAP 每股收益	1.79	2.21	3.14	2.20	3.33	4.43	-18.7%	-33.7%	-29.3%
预计交付量 (辆)	1,648,303	1,948,500	2,321,000	1,766,681	2,404,000	2,756,000	-6.7%	-18.9%	-15.8%

资料来源：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。我们维持各板块的估值水平不变，但基于新的营收和利润预测得到最新目标价为 349.00 美元（原目标价 410.00 美元），下调至“持有”评级。

图标 3：特斯拉--分部估值

2026E (百万美元)	
汽车业务收入	80,857.61
净利润率 (%)	10.0%
汽车业务净利润	8,086
x P/E 倍数	110.00
汽车业务估值	889,434
储能业务收入	11,869
x P/S 倍数	10.00
储能业务估值	118,695
服务和其他收入	13,384
x P/S 倍数	8.00
服务和其他业务估值	107,076
总估值	1,115,204
÷ 总股本 (百万股)	3,197
目标价 (美元/股)	349.00
收盘价	305.30
上升空间	14.3%

注: 以 2025 年 7 月 24 日收盘价为基准。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

图表 4：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	22.59	23,794	15.3	13.4	11.6	1.00	0.9	0.7	0.6
601238 CH	广汽集团	7.79	9,216	97.4	41.4	30.1	0.31	0.6	0.5	0.5
002594 CH	比亚迪	342.72	149,758	24.8	34.4	27.9	-1.23	1.4	1.1	0.9
600104 CH	上汽集团	17.60	28,573	125.7	19.0	15.3	0.03	0.3	0.3	0.3
000625 CH	长安汽车	12.84	15,775	15.9	15.9	12.9	-30.02	0.7	0.6	0.5
1958 HK	北京汽车	2.19	2,265	18.3	N/A	N/A	N/A	0.1	N/A	N/A
175 HK	吉利汽车	18.90	24,594	11.0	13.0	6.7	-1.21	0.7	0.5	0.4
Li US	理想汽车	30.42	33,109	32.4	20.6	14.7	0.36	1.7	1.39	1.18
欧洲汽车企业										
VOW GR	大众汽车	99.60	31,689	4.2	3.6	3.1	0.25	0.1	0.1	0.1
BMW GR	宝马集团	86.62	52,901	6.4	6.2	5.7	5.50	0.4	0.4	0.3
P911 GR	保时捷	44.32	21,766	5.9	5.3	5.4	0.53	0.7	0.7	0.7
RNO FP	雷诺汽车	33.75	10,513	4.3	3.9	3.7	0.46	0.3	0.2	0.2
STALP FP	斯泰兰蒂斯汽车	9.58	37,278	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	11.26	44,776	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	1,650.50	57,164	8.5	8.3	9.7	4.18	0.4	0.4	0.4
7201 JP	日产汽车	334.50	8,149	4.8	4.6	4.5	1.29	0.2	0.1	0.1
7270 JP	斯巴鲁汽车	2,998.50	14,418	7.2	6.9	6.9	1.77	0.5	0.5	0.5
7261 JP	马自达汽车	1,010.00	4,186	4.7	3.8	3.7	0.19	0.2	0.2	0.2
7269 JP	铃木汽车	1,700.00	21,907	12.3	11.1	10.4	1.13	0.6	0.6	0.6
7211 JP	三菱汽车	440.70	4,222	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	217,500.00	32,941	4.9	4.8	4.7	2.47	0.3	0.3	0.3
000270 KS	起亚汽车	105,000.00	30,198	5.3	5.0	3.7	0.84	0.5	0.5	0.4
平均值				18.2	10.9	9.0	-0.6	0.5	0.5	0.4
TSLA US	特斯拉	305.30	983,358	136.9	192.7	151.0	-6.65	10.1	10.5	9.3
储能可比公司		收盘价	市值	P/E			PEG	P/S		
300750 CH	宁德时代	285.20	184,770	24.8	20.5	18.1	1.90	3.6	3.2	3.0
300274 CH	阳光电源	76.38	22,209	14.4	12.6	11.4	0.94	1.6	1.7	1.5
300014 CH	亿纬锂能	47.54	13,640	23.9	18.9	14.5	3.19	3.2	1.3	1.1
平均值				21.0	17.4	14.6	2.01	2.8	2.1	1.9

注：收盘价日期为 2025 年 7 月 24 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

上行风险

- **新车销量好于预期：**特斯拉预计在 4Q25 量产新款平价车型，有望成为特斯拉新的销售增长点。若该车型销量好于市场预期，则可能对股价产生积极影响。
- **Robotaxi 商业化进展顺利：**特斯拉 Robotaxi 已经开始初步商业化进展，目前正进一步拓展运营范围。我们认为特斯拉的 Robotaxi 在商业模式上优于现有竞争对手，因此在特斯拉 FSD 技术成熟后有望快速改变行业格局并对公司盈利和估值带来正面影响。
- **Optimus 及 FSD 取得突破：**马斯克预计 Optimus3 在 2026 年开始量产并实现未来 5 年内年产百万台。若进展顺利将成为全球首款量产的人形机器人，将对公司股价和发展前景带来积极影响。

下行风险

- **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。
- **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國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	70,598	80,858	92,354
储能收入	10,086	10,990	11,869	12,582
其他收入	10,534	12,168	13,384	15,247
营业收入	97,690	93,756	106,112	120,182
营业成本	(80,240)	(77,532)	(87,569)	(96,629)
毛利润	17,450	16,224	18,543	23,553
管理及销售费用	(9,690)	(11,350)	(12,091)	(13,414)
其中: 研发支出	(4,540)	(6,000)	(6,420)	(7,062)
息税前利润	7,076	4,574	6,092	9,708
息税折旧及摊销前利润	12,444	10,479	12,587	16,853
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	6,354	7,986	11,724
所得税	(1,837)	(1,334)	(1,597)	(2,345)
净利润	7,091	4,958	6,327	9,317
调整后息税折旧及摊销前利润	16,645	14,123	16,326	20,696
调整后净利润	7,960	6,147	7,441	10,543
基本每股收益 (US\$)	2.23	1.58	2.02	2.98
稀释每股调整收益 (US\$)	2.29	1.79	2.21	3.14

资产负债表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,360	64,147	72,795	79,982
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	4,110	4,651	5,024
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	138,884	156,525	170,010
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	42,639	50,009	51,853
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	84,169	97,819	106,873
少数股东权益	767	774	779	830
负债及所有者权益	122,070	138,884	156,525	170,010

现金流量表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	7,091	4,958	6,327	9,317
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	12,862	14,626	18,176
资本支出	(11,342)	(9,000)	(9,900)	(10,890)
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)	(18,625)	(20,016)	(21,522)
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)	(1,748)	(1,173)	1,069
自由现金流	3,842	3,862	4,726	7,286

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销量 (千辆)	1,789.2	1,648.3	1,948.5	2,321.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	0.9	(4.0)	13.2	13.3
毛利润	(1.2)	(7.0)	14.3	27.0
息税折旧及摊销前利润	(8.2)	(15.8)	20.1	33.9
调整后息税折旧及摊销前利润	0.1	(15.1)	15.6	26.8
净利润	(52.7)	(30.1)	27.6	47.3
调整后净利润	(26.9)	(22.8)	21.1	41.7
稀释每股调整收益	(52.8)	(29.0)	27.6	47.3
调整后稀释每股调整收益	(26.7)	(21.9)	23.6	41.9
盈利率 (%)				
毛利率	17.9	17.3	17.5	19.6
息税折旧摊销前利润率	12.7	11.2	11.9	14.0
调整后息税折旧摊销前利润率	17.0	15.1	15.4	17.2
息税前利润率	7.2	4.9	5.7	8.1
净利率	7.3	5.3	6.0	7.8
调整后净利率	8.1	6.6	7.0	8.8
净资产收益率	9.7	5.9	6.5	8.7
总资产收益率	5.8	3.6	4.0	5.5
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.6
估值比率 (x)				
市盈率	100.6	170.6	138.1	97.3
市净率	10.0	11.5	9.9	9.1
市销率	9.9	10.3	9.1	8.1

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

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，任何机构和个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%。