

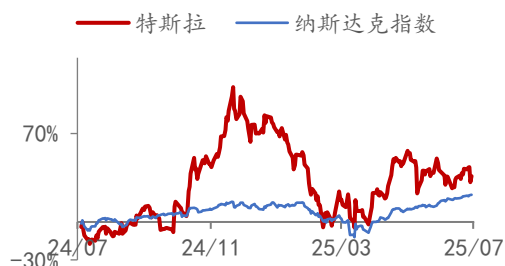
汽车业务短期逆风加剧，关注 Robotaxi 推广进展

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-07-30

收盘价（美元）	321.20
近 12 个月最高/最低（美元）	480.0/191.8
总股本（百万股）	3,225
流通股本（百万股）	3,225
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	10,360
流通市值（亿美元）	10,360

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

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1. 特斯拉 25Q1：业绩低于预期，新车
将于上半年推出 2025-05-02

主要观点：

● 25Q2 业绩

1) 整体业绩：25Q2，特斯拉收入为 224.96 亿美元(yoy-1.0%)，低于彭博一致性预期 0.64%；利润端，营业利润录得 9.23 亿美元

(yoy-42.5%)，高于彭博一致性预期 8.09%；GAAP 归母净利润录得 11.72 亿美元(yoy-20.7%)，低于彭博一致性预期 1.11%；

2) 分部业务方面：汽车业务收入为 197.07 亿美元(yoy-12.4%)，高于彭博一致预期 2.83%；储能业务收入为 27.89 亿美元(yoy-7.5%)，低于彭博一致预期 12.95%；服务和其他业务收入为 30.46 亿美元(yoy+16.8%)，高于彭博一致预期 4.44%。

● Robotaxi/FSD/Optimus 进展

1) Robotaxi：目标年底前覆盖美国一半人口。特斯拉在奥斯汀成功推出首个无人驾驶 RoboTaxi 服务后，该服务已安全行驶超过 7000 英里。目前公司正在加速扩张步伐，预计几周内将扩展奥斯汀服务区域，同时正在寻求在加州湾区、内华达州、亚利桑那州和佛罗里达州等地的监管批准，目标是年底前服务覆盖美国一半人口；

2) FSD：采用率正在提升，使用 FSD 的车辆比未使用的车辆安全 10 倍。自去年推出 FSD 版本 12 以来，北美地区的 FSD 采用率增长了 25%，公司发布的车辆安全报告显示，使用 FSD 的车辆比未使用的车辆安全 10 倍；

3) Optimus：年底推出原型，明年初量产，争取 5 年内年产百万台。马斯克透露 Optimus 第 3 版设计已基本完成，且没有重大缺陷，目标是尽快达到每年 100 万台的产量。

● 汽车销量低预期，短期逆风将加剧

25Q2 汽车销量 38.4 万辆，低于彭博预期的 39 万辆。短期内逆风加剧：

①美国 7500 美元的电动车税收抵免将在三季度末到期，预计将导致需求在接下来几个季度出现下滑，目前约 20%的特斯拉全球销量（约占美国销量的 1/3）受益于美国电动车税收抵免；②特斯拉二季度面临约 3 亿美元的关税影响，预计完整的关税影响将在后续季度体现，短期内成本将持续增加。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 883/1084/1353 亿美元，实现同比-9.6%/+22.7%/+24.8%；预计实现 NON-GAAP 净利润 52/92/143 亿美元，实现同比-34.9%/+77.3%/+55.2%，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	88,348	108,381	135,276
收入同比 (%)	0.9%	-9.6%	22.7%	24.8%
净利润 (GAAP)	7,091	3,362	7,686	12,657
净利润同比 (%)	-52.7%	-52.6%	128.6%	64.7%
净利润 (NON-GAAP)	7,960	5,180	9,186	14,257
净利润同比 (%)	-26.9%	-34.9%	77.3%	55.2%
P/E (NON-GAAP)	128.1	196.8	111.0	71.5

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	20335	32368	52355	总收入	97,690	88,348	108,381	135,276
短期投资	20184	20184	20184	20184	总成本	80,240	74,042	89,195	108,326
应收账款	4418	3753	4308	5006	总毛利润	17,450	14,306	19,187	26,949
存货	12017	9466	9448	9100	研发费用	4,540	6,284	5,961	6,764
预付费用及其他	5362	5362	5362	5362	销售、一般和行政费	5,150	5,268	5,202	6,087
流动资产总计	58360	59100	71670	92007	重组及其他费用	684	94	0	0
经营租赁车辆净额	5581	4520	5238	6180	营业利润 (GAAP)	7,076	2,660	8,023	14,098
物业及设备净额	35836	38134	39191	38777	营业利润率 (GAAP)	7.2%	3.0%	7.4%	10.4%
其他资产	22293	22293	22293	22293	利息收入	1,569	1,603	1,951	2,435
资产总计	122070	124047	138393	159258	利息费用	350	355	434	541
负债					其他收支净额	695	573	703	878
应付账款	12474	11510	13866	16840	税前利润	8,990	4,481	10,244	16,869
应计负债	10723	9895	11920	14476	所得税费用	1,837	1,067	2,439	4,016
递延收入	3168	2601	3058	3660	税后利润	7,153	3,414	7,805	12,853
长期债务	2456	2456	2456	2456	少数股东损益	-62	-52	-119	-196
流动负债总计	28821	26463	31300	37433	净利润 (GAAP)	7,091	3,362	7,686	12,657
递延收入	3317	2724	3202	3832	净利润 (Non-GAAP)	7,960	5,180	9,186	14,257
长期债务	5757	5757	5757	5757					
其他长期负债	10495	10495	10495	10495					
负债总计	48390	45438	50753	57517					
所有者权益									
额外投入资本	33202	34923	36423	38023					
累计赤字	39711	42918	50449	62951					
可赎回非控股权益	63	63	63	63					
子公司非控股权益	704	704	704	704					
股东权益总计	73680	78608	87639	101741					
负债及所有者权益	122070	124047	138393	159258					

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
税后利润	7153	3414	7805	12853	盈利指标				
折旧与摊销	5368	5478	7045	9063	营收增长	0.9%	-9.6%	22.7%	24.8%
其他变动	2402	2892	5405	6915	毛利率	17.9%	16.2%	17.7%	19.9%
经营现金流合计	14923	11784	20254	28832	营业利润率	7.2%	3.0%	7.4%	10.4%
资本支出	-11339	-7776	-8102	-8650	ROIC (%)	10.2%	4.7%	9.1%	12.8%
其他	173	0	0	0	ROE (%)	10.8%	6.6%	10.5%	14.0%
投资现金流合计	-11166	-7776	-8102	-8650	估值指标				
可转换票据等	2275	0	0	0	P/E Adj.	128.1	196.8	111.0	71.5
普通股和贷款设施	574	0	0	0	P/B	13.8	13.0	11.6	10.0
其他	1004	0	0	0	P/S	10.4	11.5	9.4	7.5
融资现金流合计	3853	0	0	0	EV/EBITDA	70.5	97.7	59.0	39.8
汇率变动影响	-141	0	0	0	EV/营收	10.4	11.4	9.2	7.2
现金及现金等价物	7469	4009	12153	20182	偿债能力				
期初现金	17189	24658	28667	40819	资产负债率	40%	37%	37%	36%
期末现金	24658	28667	40819	61002	流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
					速动比率	0.8	1.0	1.1	1.3

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。