

汽车交付单季历史新高，AI 和机器人前景可期

投资要点

- **事件:** 公司 2025Q3 实现营收 281 亿美元，同比增长 11.6%，环比增长 24.9%；GAAP 净利润 13.7 亿美元，同比下滑 36.8%，环比增长 17.2%；Non-GAAP 净利润 17.7 亿美元，同比下滑 29.3%，环比增长 27.1%；整体毛利率 18%，同比下滑 1.85 个百分点，环比提升 0.75 个百分点。
- **汽车交付创单季度历史新高，单车盈利反弹。** 公司 25Q3 汽车销售收入 203.6 亿美元，同比增长 8%。1) 2025Q3 汽车交付 49.7 万辆，同比增长 7.4%，环比增长 29.4%，创历史新高；其中 Model Y/3 合计交付 48 万辆，同比增长 9.4%。受美国电动车税收抵免政策 9 月末到期的影响，北美市场销量得以拉动。2) 25Q3 生产汽车 44.7 万辆，同比下滑 5%。3) 汽车销售毛利率 14.7%，环比提升 0.7 个百分点。单车毛利润 6023 美元，环比增长 4.2%。
- **Cybercab 和 Semi 2026 年量产，Robotaxi 即将拓宽运营城市。** 1) 公司预计 Cybercab 无人出租车和 Semi 卡车 2026 年量产并于 2026 年下半年大规模交付。公司目标在 24 个月内实现 300 万台的年产能，上海工厂正加速生产以满足美国之外地区的需求。2) Robotaxi 服务稳步推进，目前奥斯汀的 Robotaxi 车辆已行驶超过 25 万英里；公司预计今年年底前在奥斯汀大部分区域 Robotaxi 中取消安全员；将在内华达、佛罗里达和亚利桑那州的 8-10 个美国大都市区开展 Robotaxi 运营，其进度取决于监管部门的批准。
- **FSD 未来将加入推理能力，机器人或于 26 年底前启动生产。** 1) FSD 方面，公司首次公开披露付费客户群比例为 12%。最新版 FSD v14 软件已向几乎所有美国车主推送，预计在 26Q2 为 HW3 车型发布 v14 Lite 版本；此外，FSD 未来版本将加入推理能力。2) 马斯克称，通过删除传统 GPU 和图像信号处理器等非必需模块，AI5 芯片的部分参数性能相比 AI4 将提升 40 倍，并可能在能效比和性价比上分别实现 2-3 倍和 10 倍的提升。AI5 芯片将交由三星和台积电共同生产。3) 机器人方面，公司预计于 2026 年一季度发布 Optimus 3 原型机，预计 2026 年底前启动生产，机器人的年产能目标为 100 万台。公司为汽车开发的物理世界 AI 大部分都将移植到机器人上。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 46.1 亿美元、74.6 亿美元、101.9 亿美元，对应 PE 为 317/196/143 倍。维持“持有”评级。
- **风险提示:** 汽车销售或不及预期；盈利能力或不及预期；AI 进度或不及预期；机器人进展或不及预期。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元美元)	96773.00	97690.00	100527.46	109773.34	123513.18
增长率	18.80%	0.95%	2.90%	9.20%	12.52%
归属母公司净利润(百万元美元)	14997.00	7091.00	4607.10	7455.15	10187.51
增长率	19.44%	-52.72%	-35.03%	61.82%	36.65%
每股收益 EPS	4.51	2.13	1.39	2.24	3.06
净资产收益率	23.94%	9.73%	5.94%	8.77%	10.71%
PE	97.33	205.84	316.82	195.79	143.28

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇
执业证号: S1250517090003
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周区间(美元)	213.65~479.86
3 个月平均成交量(百万)	88.32
流通股数(亿)	33.25
市值(亿美元)	14596

相关研究

1. 特斯拉 (TSLA.O): 利润率超预期，最艰难时刻或已过去 (2024-10-28)
2. 特斯拉 (TSLA.O): 单车盈利环比下降，即将迎来 Cybertruck 新品周期 (2023-10-24)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 预计 2025-2027 年公司汽车销量分别达到 174 万台、185 万台和 210 万台左右。

假设 2: 2025 年受终端降价和竞争影响，汽车毛利率有所下滑。公司持续推动降本，在原材料、生产和运输成本降低等影响下，2026-2027 年成本或有所优化，推动汽车销售毛利率回升。

假设 3: 随着储能业务释放利润率提升、FSD 功能升级带动付费率增长，储能和服务业务的收入占比稳步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万美元		2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售	收入	72,480.00	71,247.84	74,525.24	82,723.02
	增速	-7.68%	-1.70%	4.60%	11.00%
	毛利率	14.64%	14.00%	14.50%	15.00%
汽车租赁	收入	1,827.00	1,772.19	1,807.63	1,898.02
	增速	-13.82%	-3.00%	2.00%	5.00%
	毛利率	45.10%	47.30%	47.50%	47.80%
汽车监管信贷	收入	2,763.00	1,851.21	1,943.77	2,002.08
	增速	54.36%	-33.00%	5.00%	3.00%
储能	收入	10,086.00	12,910.08	16,137.60	19,687.87
	增速	67.13%	28.00%	25.00%	22.00%
	毛利率	26.17%	31.00%	33.00%	35.00%
服务与其他	收入	10,534.00	12,746.14	15,359.10	17,202.19
	增速	26.63%	21.00%	20.50%	12.00%
	毛利率	5.82%	9.00%	12.00%	15.00%
合计	收入	97,690.00	100,527.46	109,773.34	123,513.18
	增速	0.95%	2.90%	9.20%	12.52%
	毛利率	17.86%	17.72%	18.93%	20.07%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 46.1 亿美元、74.6 亿美元、101.9 亿美元，对应 PE 为 317/196/143 倍。维持“持有”评级。

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	36563.00	38422.28	44598.16	54554.66	销售收入	97690.00	100527.46	109773.34	123513.18
应收账款	4418.00	3944.44	4307.22	4846.34	销售成本	80240.00	82714.03	88996.29	98724.31
预付款项	5362.00	4222.17	4610.50	5187.57	销售和管理费用	5150.00	5529.01	5653.33	5928.63
存货	12017.00	14718.44	15836.33	17567.37	研发费用	4540.00	5629.54	5686.26	6052.15
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	8295.00	6144.61	8968.28	12325.18
流动资产总计	58360.00	61307.32	69352.21	82155.94	其他非经营损益	695.00	274.67	380.56	450.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	8990.00	6419.28	9348.84	12775.25
固定资产	35836.00	37811.69	39220.72	40749.75	所得税	1837.00	1797.40	1869.77	2555.05
无形资产	150.00	175.00	198.33	214.17	净利润	7153.00	4621.88	7479.07	10220.20
其他非流动资产	27724.00	29159.00	29987.00	30605.00	少数股东损益	62.00	14.78	23.92	32.69
非流动资产合计	63710.00	67145.69	69406.05	71568.91	归属于母公司股东的净利润	7091.00	4607.10	7455.15	10187.51
资产总计	122070.00	128453.02	138758.26	153724.85	EBITDA	13139.00	13681.84	18120.41	23411.09
应付账款	12474.00	16255.07	17489.67	19401.43	NOPLAT	5630.10	4570.46	7281.77	9944.70
其他流动负债	13891.00	13520.07	14522.64	16088.27	EPS(元)	2.13	1.39	2.24	3.06
流动负债合计	28821.00	29775.13	32012.31	35489.70					
长期债务	5757.00	5757.00	5757.00	5757.00					
其他非流动负债	13812.00	14619.00	15208.00	16477.00					
非流动负债合计	19569.00	20376.00	20965.00	22234.00					
负债合计	48390.00	50151.13	52977.31	57723.70	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	72913.00	77520.10	84975.25	95162.77	成长能力				
少数股东权益	767.00	781.78	805.70	838.39	销售收入增长率	0.95%	2.90%	9.20%	12.52%
股东权益合计	73680.00	78301.88	85780.95	96001.15	EBIT 增长率	-14.26%	-14.78%	43.19%	35.84%
负债和股东权益合计	122070.00	128453.02	138758.26	153724.85	EBITDA 增长率	-4.30%	4.13%	32.44%	29.20%
					税后利润增长率	-52.23%	-35.39%	61.82%	36.65%
					盈利能力				
					毛利率	17.86%	17.72%	18.93%	20.07%
					净利率	7.32%	4.60%	6.81%	8.27%
现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	9.73%	5.94%	8.77%	10.71%
税后经营利润	6600.02	4424.12	7174.63	9860.14	ROA	5.81%	3.59%	5.37%	6.63%
折旧与摊销	5368.00	7059.31	8637.64	10530.14	ROIC	11.39%	8.29%	13.08%	17.17%
财务费用	-1219.00	203.25	133.93	105.70					
其他经营资金	4173.98	2322.09	368.17	630.16					
经营性现金净流量	14923.00	14008.77	16314.37	21126.14	估值				
投资性现金净流量	-18787.00	-9490.24	-10004.56	-11063.94	P/E	205.84	316.82	195.79	143.28
筹资性现金净流量	3853.00	-2659.25	-133.93	-105.70	P/S	14.94	14.52	13.30	11.82
现金流量净额	-11.00	1859.28	6175.88	9956.50	P/B	20.02	18.83	17.18	15.34

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn