



特斯拉：营收创高，能源走强，利润待后市改善

投资评级： 持有

报告日期： 2025-11-18

行业	汽车
收盘价 (美元)	408.92
总市值 (亿美元)	13600
流通市值 (亿美元)	13600
总股本 (亿股)	33.26
PE (2025E)	255.2
PE (TTM)	267.6

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@waton.com

主要观点：

● 财务表现

2025年三季度，特斯拉实现营收28095百万美元，环比增长24.89%，同比增长11.57%。现金流净额为10934百万美元，环比增长132.84%，同比增长8.16%。归母净利润1373百万美元，同比下降36.64%。毛利率升至17.28%，环比增长2.8%。营收超预期、现金流创纪录，但利润率依旧承压。

● 业务发展

- 1) 特斯拉今年第三季度全球交付49.7099万辆车，同比增长7%，创单季最高交付纪录。财报显示，在交付量大增的支持下，三季度特斯拉的汽车业务收入创将近两年来单季新高。
- 2) 储能业务增长。三季度特斯拉的储能业务收入同比重回增长，增长44%。
- 3) 三季度在韩国、日本、新加坡中国台湾地区的交付量均创各自地区的新高，韩国目前成为仅次于美国和中国的特斯拉第三大市场。
- 4) 特斯拉重申，继续筹备今年在中国更广泛地推出全自动驾驶辅助软件的监控版FSD (Supervised)。

● 盈利预测

预计特斯拉2025年营收将达100621百万美元，同比+3.0%，经营利润下滑35.1%。未来三年对应市盈率分别为255.0、170.7、120.2倍。

● 风险提示

尽管特斯拉三季度营收与现金流表现强劲，但归母净利润同比大幅下滑，显示盈利压力显著。毛利率虽环比改善，但仍面临持续挤压风险。核心汽车业务依赖交付量增长，而利润增长已显疲态。同时，全自动驾驶 (FSD) 等新技术的推广进度与市场接受度仍存不确定性，可能影响未来业绩弹性。投资者需警惕盈利改善不及预期的风险。

● 主要财务指标

百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97,690	100,621	105,652	111,991
(+/-)%	0.95	3.00	5.00	6.00
营业利润	7,760	5,034	5,916	6,798
(+/-)%	-12.72	-35.13	17.52	14.91
归母净利润	7,691	5,347	6,093	6,838
(+/-)%	-48.16	-30.48	13.95	12.23
经营利润率	7.94%	5.00%	5.60%	6.07%
PE	182.82	255	170.68	120.18

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,360	60,335	63,352	66,952
现金及等价物	17,037	17,500	18,375	19,394
其他短期投资	20,424	21,100	22,155	23,394
应收账款	9,780	10,062	10,565	11,199
存货	12,017	11,500	12,075	12,800
非流动资产	63,710	66,260	69,573	73,147
固定资产净值	46,341	48,150	50,558	53,091
商誉及无形资产	394	394	394	394
其他非流动资产	16,975	17,716	18,621	19,662
总资产	122,070	126,595	132,925	140,099
流动负债	28,821	29,800	31,290	32,967
应付账款及票据	12,474	12,900	13,545	14,280
其他流动负债	16,347	16,900	17,745	18,687
非流动负债	19,569	20,243	21,255	22,394
总负债	48,390	50,043	52,545	55,361
股东权益	73,680	76,552	80,380	84,738
负债及权益总计	122,070	126,595	132,925	140,099

利润表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97,690	100,621	105,652	111,991
营业成本	-80,240	-85,025	-88,748	-93,553
营业开支	-9,690	-10,562	-10,988	-11,640
营业利润	7,760	5,034	5,916	6,798
利息收入	1,569	1,600	1,650	1,700
减: 利息支出	-350	-350	-350	-350
非经营损益	695	400	400	400
税前利润	9,614	6,684	7,616	8,548
减: 所得税	-1,923	-1,337	-1,523	-1,710
净利润	7,691	5,347	6,093	6,838
归母净利润	7,691	5,347	6,093	6,838
EPS (美元/股)	2.03	1.41	1.61	1.8

现金流量表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	7,091	5,347	6,093	6,838
折旧与摊销	5,368	5,500	5,775	6,064
营运资本变动	671	-200	100	200
经营现金流净额	14,923	10,647	11,968	13,102
投资活动现金流				
减: 资本支出	-11,342	-11,500	-12,075	-12,680
投资净变动	-7,445	-7,500	-7,875	-8,269
投资现金流净额	-18,787	-19,000	-19,950	-20,949
筹资活动现金流				
减: 股票回购	-500	-500	-500	-500
减: 债务偿还	-2,881	-3,000	-3,150	-3,308
筹资现金流净额	3,853	-3,500	-3,650	-3,808
现金净增加额	-152	-11,853	-11,632	-11,655

主要财务比率

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	97,690	100,621	105,652	111,991
营业利润	7,760	5,034	5,916	6,798
净利润	7,691	5,347	6,093	6,838
盈利能力				
营业利润率	7.94%	5.00%	5.60%	6.07%
净利润率	7.87%	5.31%	5.77%	6.11%
回报率分析				
总资产	122,070	126,595	132,925	140,099
总资产收益率	6.30%	4.22%	4.58%	4.88%
净资产	73,680	76,552	80,380	84,738
净资产收益率	10.44%	6.98%	7.58%	8.07%
估值分析				
市盈率	182.82	255	170.68	120.18
市净率	19.08	17.81	12.94	9.70

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

2025年三季度, 特斯拉实现营收28095百万美元, 环比增长24.89%, 同比增长11.57%。现金流净额为10934百万美元, 环比增长132.84%, 同比增长8.16%。归母净利润1373百万美元, 同比下降36.64%。毛利率升至17.28%, 环比增长2.8%。营收超预期、现金流创纪录, 利润率承压。

财务报表分析:

特斯拉第三季度实现营收 281 亿美元, 同比增长 12%; 净利润 13.7 亿美元, 同比下降 37%。特斯拉将利润下滑归因于运营费用的增长, 包括销售、行政及 AI 研发开支的增加, 加之股票薪酬 (SBC) 等费用上升, 以及全自动驾驶 (FSD) 一次性收入确认的同比减少。具体来看, 特斯拉三季度汽车业务营收增长 6% 达 212 亿美元, 而去年同期为 200 亿美元。相关数据显示, 第三季度特斯拉全球共生产纯电动车约 44.7 万辆, 交付量达 49.7 万辆。

特斯拉股东批准了一项史无前例的薪酬方案, 要求马斯克将特斯拉估值以每次 5000 亿美元的幅度增长, 并达到特定运营目标。如果所有目标全部实现, 他将获得公司约 12% 的股份, 价值约 1 万亿美元。这项薪酬方案以超过 75% 的支持率获得通过。这一结果标志着马斯克赢得了关键的信任投票。

核心业务板块:

三季度特斯拉营收由前季降 12% 转为增 12%, 汽车收入近两年新高; “卖碳”收入连降五季至两年新低; 储能业务收入增 44%、毛利 11 亿美元再创新高; 韩国成公司第三大市场, 在中欧推出监控版 FSD 待监管批准。

1. 汽车业务:

关于电动车及服务, 财报显示, 第三季度特斯拉全球共生产纯电动车约 44.7 万辆, 交付量达 49.7 万辆, 创历史新高。三季度汽车营收 212.05 亿美元, 同比增长 6%, 二季度同比下降 16%。对于汽车业务, 特斯拉提到, 三季度在韩国、日本、新加坡中国台湾地区的交付量均创各自地区的新高, 韩国目前成为仅次于美国和中国的特斯拉第三大市场。

2. 储能与服务业务:

储能业务增长显著, 得益于上海储能超级工厂产能的持续爬产及 Powerwall 家用储能系统装机量创纪录, 第三季度特斯拉储能产品装机量达到 12.5 吉瓦时, 创历史新高。毛利环比、同比均实现增长, 以 11 亿美元创下新纪录。三季度能源生产和存储收入为 34.15 亿美元, 同比增长 44%, 二季度同比下降 7%。

特斯拉正在推出全新的太阳能 + Powerwall 家用储能系统租赁方案, 为客户提供可预测的用电成本, 这将有助于推动家用能源产品需求的进一步增长。

各区域市场表现:

上海超级工厂依旧是特斯拉全球的出口中心, 支撑亚太市场扩张。根据乘联会数据, 9 月上海超级工厂交付量超过 9 万辆, 中国市场销量超 7.1 万辆, 环比增长 25%, Model Y 为 SUV 销量第一名; 第三季度中国市场销量近 17 万辆, 环比增长 31%; 中国市场推出大六座豪华 SUV Model Y L 并开启交付, 引发市场高度关注。

同时, 特斯拉在亚太多个市场也取得亮眼销量成绩。第三季度在韩国市场、中国台湾市场、日本市场及新加坡市场实现了创纪录的交付量, Model Y 在印度市场也开始交付。韩国现已成为仅次于美国和中国大陆的特斯拉全球第三大市场。

欧洲市场方面, 年初至今, Model Y 已成为挪威、瑞士及冰岛市场的销量冠军; 第三季度登顶芬兰市场销量榜首; 9 月则在荷兰与丹麦市场斩获销量第一。

技术创新与智能业务进展

马斯克透露, 公司当前正集中资源全力研发新一代固定式储能产品 Megapack 4。同时, 他宣布计划于明年第一季度正式推出人形机器人 Optimus V3。埃隆·马斯克认为: “Optimus 有望成为全球

规模最大的产品，不过将其推向市场面临巨大挑战——其机械手结构极为复杂，在设计与生产环节均存在极高技术难度。”

2025年第三季度，特斯拉启动了智能辅助驾驶V14版本的推送工作，并同步扩大了Robotaxi无人驾驶网约车服务的运营范围和车队规模。Optimus人形机器人同样展现出迅猛的发展态势。特斯拉目前正在安装人形机器人生产线，预计该生产线将于2026年年底正式启动生产，届时最高年产能可达100万台。

研发投入

马斯克正加速在美国构建从芯片设计、封装到制造的完整自主产业链。得州 PCB 中心已投产，FOPLP 工厂计划 2026 年量产；下一代 AI 芯片研发同步推进。最终将建成月产能达百万片的晶圆厂，专注于 14 纳米等适用制程。这一战略旨在摆脱外部依赖，应对 AI 算力需求并规避地缘风险，预计 2027 年前大幅削减外部订单。

未来展望

预计到今年年底将在大约8到10个都市区运营RoboTaxi（自动驾驶出租车），这取决于各种监管部门的批准。预计到今年年底将在内华达州、佛罗里达州和亚利桑那州运营。

Megapack（大型电池储能系统）和 Powerwall（家用储能墙）的需求在明年将持续保持强劲。客户对 Megablock 产品有非常积极的反馈，该产品将于明年从休斯顿开始发货。

潜在风险

特斯拉虽在能源和智能驾驶领域领先，但仍面临多重风险，地缘政治和政策不确定性加剧。盈利能力承压，净利润大幅下滑且运营开支激增；技术商业化存疑，机器人与自动驾驶等前沿技术落地艰难且依赖监管批准；市场竞争加剧及自建芯片供应链等宏大战略的执行不确定性，均对其未来增长构成挑战。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。