

公司研究

2026E 全面向 AI 迈进，Robotaxi 率先稳步推进

——特斯拉 (TSLA.O) 2025 年四季报业绩点评

要点

2025 年全年业绩披露：2025 年特斯拉总收入同比-2.9%至 948.3 亿美元 (vs. 我们预期约 968.0 亿美元)，Non-GAAP 归母净利润同比-26.4%至 58.6 亿美元 (vs. 我们预期约 60.0 亿美元)；其中，4Q25 特斯拉总收入同比-3.1%/环比-11.4%至 249.0 亿美元，Non-GAAP 归母净利润同比-16.4%/环比-0.5%至 17.6 亿美元。**汽车业务毛利率环比改善，储能业务延续强劲表现：**汽车业务：4Q25 特斯拉全球交付量同比-15.6%/环比-15.9%至 41.8 万辆，汽车业务收入同比-10.6%/环比-16.6%至 176.9 亿美元 (我们测算 ASP 约 4.1 万美元，同比+3.3%/环比-1.6%)；剔除汽车积分收入后的汽车业务毛利率同比+4.3pcts/环比+2.5pcts 至 17.9% (主要受益于销售区域的结构优化)。**储能业务：**4Q25 特斯拉储能装机量同比+29%/环比+14%至 14.2GWh，储能业务收入同比+25.4%/环比+12.4%至 38.4 亿美元、毛利率同比+3.4pcts/环比-2.8pcts 至 28.6%。我们判断，1) 鉴于国内政策波动、欧美市场修复仍存不确定性，我们预计 2026E 特斯拉汽车业务承压；但公司已全面向 AI 转型，汽车方面将从传统的整车制造销售向 Robotaxi/FSD 等 AI 服务应用转型，有望逐步优化收入和利润结构。2) 我们看好 Megapack 3、Megablock 推出、以及上海储能工厂爬坡，带动的储能业务持续增长前景。

2026E 资本开支大年，全面向 AI 迈进：我们预计特斯拉各项业务 AI 转型落地的先后顺序为 Robo-系列、Unsupervised FSD、机器人。1) 智驾方面：Robotaxi：截至 1/29，搭载付费乘客的 Robotaxi 车队规模已快速爬坡至 500 辆；此外，2Q26E Cybercab 也有望量产。我们判断，Robotaxi 定位符合美国市场需求、叠加特斯拉完善的充电+服务+渠道布局，持续看好 Robotaxi 在美国的稳步推进 (管理层指引 2026E 年底前，Robotaxi 服务将至少拓展至数十个主要城市)。**FSD：**管理层指引 4Q25 渗透率持续爬坡。我们看好 V14 版本在全球主要市场陆续导入、以及 Grok 应用体验升级带动的 FSD 渗透率持续爬坡前景。2) 机器人：Optimus V3 有望在 1Q26E 发布，并最快或于今年年底大规模量产；我们预计当前制约机器人大规模量产的核心因素之一或在于 AI5 高算力芯片+算法。

维持“增持”评级：我们判断，特斯拉的估值体系已从基本面切换至 AI 驱动；其中，美国市场 Robo-系列具备更广阔的应用空间、结合 Robotaxi 的稳步推进，预计当前市值已反映 Robotaxi 的预期 (vs. 人形机器人尚处于早期阶段)，长期看好人形机器人撬动的特斯拉在全球 AI 产业链竞争优势与市值弹性。鉴于 AI 基础设施投入扩大、产业链/新产线投入、Cybercab 爬坡初期的拖累，我们分别下调 2026E/2027E Non-GAAP 归母净利润 32%/46%至 59/65 亿美元、预计 2028E Non-GAAP 归母净利润约 77 亿美元。我们看好特斯拉全球领先的 AI 转型、技术迭代与商业化落地能力、以及 X.AI 的潜在赋能，维持“增持”评级。

风险提示：新技术/新产品推进、新产线爬坡不及预期；海外市场+关税风险。

增持 (维持)

当前价：430.41 美元

作者

分析师：倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

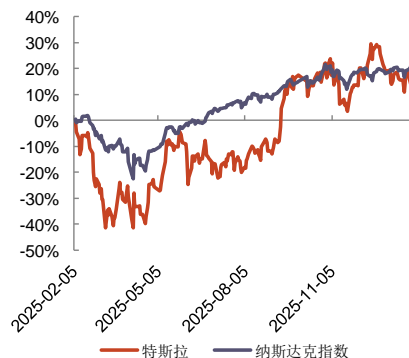
021-52523828

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	37.5
总市值(亿美元)	16,150.84
一年最低/最高(美元)	221.86/489.88
近 3 月换手率：	178.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.47	-1.70	-5.33
绝对	-5.29	-2.20	13.81

资料来源：Wind (股价时间为 2026-1-30)

相关研报

- 《3Q24 业绩超预期，2025E 关注新车与高阶智驾商业化兑现——特斯拉 (TSLA.O) 2024 年三季报业绩点评》.....2024-10-28
- 《4Q24 业绩符合预期，重点关注 2025E-2026E 技术与量产变现——特斯拉 (TSLA.O) 2024 年四季报业绩点评》.....2025-01-31
- 《1Q25 业绩承压，聚焦关税变化、新车与 AI 指引兑现——特斯拉 (TSLA.O) 2025 年一季报业绩点评》.....2025-04-24
- 《2Q25 业绩环比修复，聚焦 Robotaxi 商业化运营爬坡——特斯拉 (TSLA.O) 2025 年二季报业绩点评》.....2025-07-24
- 《Robotaxi 稳步推进，机器人指引低于市场预期——特斯拉 (TSLA.O) 2025 年三季报业绩点评》.....2025-10-23

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	97,690	94,827	99,905	108,407	118,274
营业收入增长率	0.9%	-2.9%	5.4%	8.5%	9.1%
Non-GAAP 归属母公司净利润 (百万美元)	7,960	5,858	5,900	6,492	7,676
Non-GAAP 归属母公司净利润增长率	-26.8%	-26.4%	0.7%	10.0%	18.2%
Non-GAAP EPS (美元) (摊薄)	2.42	1.66	1.57	1.73	2.05
Non-GAAP ROE (归属母公司) (摊薄)	11%	7%	7%	7%	8%
Non-GAAP P/E	177.9	259.3	273.7	248.8	210.4
P/B	20.6	18.5	18.2	17.0	15.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-1-30；注：股本暂未考虑股权激励的全面摊薄影响 (2024 年按 35 亿股股本测算，2025 年按 35.3 亿股股本测算，2026E-2028E 按 37.5 亿股股本测算)

表 1: 损益表

(单位: 百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	97,690	94,827	99,905	108,407	118,274
总营业成本	80,240	77,733	82,024	88,858	96,076
研发费用	4,540	6,411	6,794	7,372	8,043
销售及行政费用	5,150	5,834	5,994	6,504	7,096
重组与其他运营费用	684	494	500	542	591
经营性损失或利润	7,076	4,355	4,593	5,131	6,467
净利息支出	1,919	2,018	688	669	680
利润总额	8,990	5,278	5,105	5,662	6,987
所得税	1,837	1,423	1,276	1,416	1,747
净亏损或净利润	7,153	3,855	3,829	4,247	5,240
少数股东损益	62	61	57	64	79
Non-GAAP 归属母公司净亏损或净利润	7,960	5,858	5,900	6,492	7,676

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	122,070	137,806	155,205	171,236	180,979
流动资产	58,360	68,642	82,557	91,969	97,119
库存	12,017	12,392	13,225	13,877	13,952
应收账款及其他应收款项	4,418	4,576	4,939	5,386	5,878
现金及其等价物	36,563	44,059	36,023	41,731	47,339
限制型现金	0	0	0	0	0
预付费用以及其他流动资产	5,362	7,615	8,370	8,975	9,949
非流动资产	63,710	69,164	72,649	79,267	83,860
固定资产	35,836	40,643	42,308	46,002	46,945
无形资产	394	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0
经营租赁车辆	5,581	4,912	5,269	5,207	5,618
租赁太阳能系统	4,924	4,604	5,071	6,058	7,297
Mypower 应收票据	0	0	0	0	0
限制型现金	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16,975	19,005	20,000	22,000	24,000
总负债	48,390	54,941	65,602	75,388	77,893
无息负债	40,177	46,565	58,102	67,388	69,393
有息负债	8,213	8,376	7,500	8,000	8,500
可赎回附属公司的非控股权	63	58	55	52	50
可转债	0	0	0	0	0
归属本公司股权持有人权益	72,913	82,137	88,699	94,945	102,185
少数股东权益	704	670	850	850	850
股东权益	73,617	82,807	89,549	95,795	103,035

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	14,923	14,747	18,529	23,689	25,591
净亏损或净利润	7,153	3,855	3,829	4,247	5,240
折旧及摊销	5,368	5,828	11,317	15,817	16,567
其他非现金型费用支出	2,910	2,267	2,397	2,589	2,801
净营运资金增加	81	1,592	987	1,037	983
投资活动产生现金流	-18,787	-15,478	-24,532	-20,532	-18,532
净资本支出	-11,339	-9,727	-21,532	-19,532	-17,532
其他资产变化	-7,448	-5,751	-3,000	-1,000	-1,000
融资活动现金流	3,853	1,139	4,410	550	550
负债与可转债净变化	3,244	-616	1,060	700	700
IPO 融资资金与行使股权	1,241	500	500	500	500
其他	-632	1,255	2,850	-650	-650
净现金流	-152	579	-1,593	3,707	7,609
限制型现金	0	0	0	0	0
期末现金及其等价物	17,037	17,616	16,023	19,731	27,339

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测 (2025 年现金流量表尚未披露, 为预测数据)

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼