



营收增长不掩利润乏力，维持盘面期待后市机遇

投资评级：中性

报告日期：2025-03-07

行业	科技、新能源
收盘价 (美元)	263.45
总市值 (百万美元)	847400
流通市值 (百万美元)	847400
总股本 (百万股)	3217
PE (2025E)	82.6
PE (TTM)	119.5

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:

●营业收入

1) 2024年第四季度，特斯拉实现营收257.1亿美元，略高于上年同期的251.67亿美元，但低于市场预期的271.5亿美元。

2) 全年总营收976.90亿美元，同比仅增长1%。汽车业务全年营收受多次降价和市场竞争影响，增长乏力；能源业务虽增长迅速，但目前在总营收中占比相对较小，尚不足以完全扭转整体营收增长缓慢的局面。

●利润情况

第四季度实现净利润23.17亿美元，同比下降71%。全年归属于普通股股东的净利润为70.91亿美元，较2023财年的149.97亿美元大降53%，毛利率降至17.9%。全年利润的大幅下滑反映出特斯拉在2024年面临着巨大的盈利压力。

●汽车业务

1) 核心汽车业务2024年四季度营收同比下降8%至198亿美元，扣除监管信贷后的汽车业务毛利率为13.6%。

2) 2024年全球总共交付178.92万辆新车，同比下降1.1%，这是特斯拉十年来首次出现汽车销量同比下滑的情况。第四季度总产量为459445辆，与去年同期的494989辆相比下降7%，与上一季度的469796辆相比也有所下降；总汽车交付量为495570辆，与去年同期相比增长2%。

●能源业务

能源业务成为特斯拉增长最快的板块，2024年四季度的能源生产和存储收入为30.61亿美元，同比增长113%，能源业务的毛利润也创下历史最高。

●盈利预测

预计2025年全年营业收入为117998百万美元，增长20.79%，经营利润增长率超过10%且增长转正。25-27年对应PE倍数分别为87.46、65.47、46.84倍。

●风险提示

电动车市场竞争日益激烈，未来盈利能力存在不确定性，政治环境的不确定性带来显著风险，技术研发面临一定挑战。

●重要财务指标

百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97690	117998	142827	178487
(+/-)%	0.95	20.79	21.04	24.97
经营利润	7760	12153	16834	23410
(+/-)%	-12.72	56.61	38.52	39.06
经营利润率	7.94%	10.30%	11.79%	13.12%
PE	126.60	87.46	65.47	46.84

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58360	67388	78022	90838
现金	16139	15687	15248	14821
其他短期投资	20424	27188	33952	40716
应收账款合计	9780	13601	18915	26305
存货	12017	10911	9908	8996
非流动资产	63710	72834	83250	95175
固定资产	46341	54080	63111	73651
无形资产	394	432	470	508
其他非流动资产	16975	18322	19669	21016
资产总计	122070	140222	161273	186013
流动负债	28821	30707	32650	34655
短期借款及税金	3823	4287	4808	5391
应付票据及账款	12474	12044	11614	11184
其他流动负债	12524	14376	16228	18080
非流动负债	19569	20800	9946	9500
长期借款	5757	7600	2846	3000
其他非流动负债	13812	13200	7100	6500
负债合计	48390	51507	42596	44155
少数股东权益	767	709	600	542
归母权益	72913	88006	118078	141315
股东权益合计	73680	88715	118678	141857
负债和股东权益	122070	140222	161273	186013

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97690	117998	142827	178487
营业成本	80240	94509	114778	137047
营业开支	9690	11336	11215	18030
营业利润	7760	12153	16834	23410
其他非经营损益	695	500	400	350
利息收入	1569	1500	1100	1100
减: 利息支出	350	1716	2056	2941
非经常项目损益	-684	0	0	0
除税前利润	8990	12437	16278	21919
减: 所得税	1837	2000	2150	2300
减: 少数股东损益	62	30	45	35
净利润	7091	10407	14083	19584
EPS 美元/股	2.03	3.19	4.26	5.84

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97690	117998	142827	178487
营业成本	80240	94509	114778	137047
营业开支	9690	11336	11215	18030
营业利润	7760	12153	16834	23410
其他非经营损益	695	500	400	350
利息收入	1569	1500	1100	1100
减: 利息支出	350	1716	2056	2941
非经常项目损益	-684	0	0	0
除税前利润	8990	12437	16278	21919
减: 所得税	1837	2000	2150	2300
减: 少数股东损益	62	30	45	35
净利润	7091	10407	14083	19584
EPS 美元/股	2.03	3.19	4.26	5.84

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	97690	117998	142827	178487
营业利润	7760	12153	16834	23410
净利润	7091	10407	14083	19584
盈利能力				
营业利润率	7.94%	10.30%	11.79%	13.12%
净利润率	7.26%	8.82%	9.86%	10.97%
回报率分析				
总资产	122070	140222	161273	186013
总资产收益率	5.81%	7.42%	8.73%	10.53%
净资产	73680	88715	118678	141857
净资产收益率	9.62%	11.73%	11.87%	13.81%
估值分析				
市盈率	126.6	87.46	65.47	46.84
市净率	12.31	10.26	7.77	6.47

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

特定市场表现

1) 中国市场

2024年特斯拉在中国市场销售65.7万辆，同比增长8.8%，销量创下历史新高，但市场份额却从2023年的8%下降至2024年的6%，持续被竞争对手蚕食。2024年特斯拉多次调整产品售价，包括Model S与Model X等全系车型。2024年9月开启预售的改款Model 3，最初起售价为25.99万元，经过调价，相较于最初上市时降价3.24万元。2025年2月5日，特斯拉中国宣布，购买Model 3全系车型，可享8000元限时保险补贴、5年0息政策，补贴后Model 3后轮驱动版起售价为22.75万元。频繁的价格调整反映出特斯拉在中国市场面临的竞争压力，通过价格策略来维持市场份额。

2) 美国市场

美国作为特斯拉的重要本土市场，也面临着诸多挑战。一方面，传统车企如通用、福特等加大在电动汽车领域的投入，推出多款电动车型，抢占市场份额。另一方面，政策的不确定性对特斯拉影响较大。根据路透社报道，特朗普过渡团队建议中止扶持电动汽车和充电站的政策，取消拜登政府为购买电动汽车的消费者提供的每辆车7500美元的税收抵免。虽然马斯克称竞争对手将面临“毁灭性的影响”，但特斯拉也不可避免地会受到“一定程度上的影响”，这可能影响消费者购买特斯拉车型的积极性，进而影响其在美国市场的销量和营收。

3) 欧洲市场

在欧洲，特斯拉2024年Model Y成为丹麦、挪威、瑞典、瑞士和荷兰各类车型中的最畅销车型，预计Model Y在欧洲各类车型销量中排名第二。特斯拉连续第四年成为挪威销量最高的汽车品牌，其中Model Y和Model 3分别是2024年挪威各类车型中销量第一和第二的汽车。不过，欧洲本土汽车制造商如大众、宝马、奔驰等也在加快电动化转型，推出一系列具有竞争力的电动汽车。大众集团计划在未来几年内推出多款纯电动车型，并加大在欧洲市场的推广力度，这将对特斯拉在欧洲市场的份额构成威胁。同时，欧洲严格的环保政策和碳排放法规在为特斯拉带来机遇的同时，也带来挑战，若不能满足相关法规要求，可能面临罚款等风险。

投资亮点

1) 成本控制有利于提高企业盈利能力

在第四季度，特斯拉单车销售成本达到了历史最低水平，低于3.5万美元，主要得益于原材料成本的改善。

2) 技术研发与创新突破

2024年度人工智能训练计算能力提高了400%以上，智能辅助驾驶系统（驾驶员监管版）累计行驶里程超过30亿英里。此外，特斯拉在电池技术上也有新突破，其能量密度更高、续航里程更长，能有效提升车辆性能。

3) 新业务布局与服务优化将持续扩大市场份额

Model Y成为2024年全球最畅销车型，在多个国家和地区表现亮眼。同时，特斯拉计划推出更便宜的经适车型，新车计划仍有望于2025年上半年开始生产，无人驾驶出租车Cybercab计划2026年投产。公司预计将在今年晚些时候在美国部分地区开始推出Robotaxi服务，这将是自动驾驶技术商业化的重要里程碑，有望开辟新的盈利模式。此外，2024年四季度的能源生产和存储收入为30.6亿美元，同比增长113%，能源业务的毛利润也创下历史最高。上海储能超级工厂已经竣工，并将在2025年第一季度开始产能爬坡。

4) 特朗普胜选利好

在2024年特朗普胜选后，特斯拉股价一度飙升。特朗普在竞选期间表达了对创新经济的支持，尤其是对于电动汽车和清洁能源领域的发展持积极态度。

股价表现预测

短期来看，特斯拉股价继续横盘或下跌的可能性仍然存在，主要基于以下几个方面：

1) 公司层面

财务表现不佳

特斯拉 2024 年第四季度营收同比增幅仅为 2.15%，调整后每股收益为 0.73 美元，均未达华尔街预期。毛利率和营业利润率分别滑落至 17.9% 和 7.2%，汽车业务营收同比下滑 8%。这样的财务表现使市场投资者信心受挫，给股价带来下行压力。

销量增长不确定

特斯拉 2024 年全年交付 178.92 万辆汽车，同比下跌 1%，是自 2015 年以来首次出现年度交付量下滑。2025 年虽称销量将回归正增长，但上季度马斯克提出的 2025 年销量同比增长 20%-30% 的指引，在四季度业绩会未被重申，暗示汽车销售业务面临巨大不确定性，投资者会谨慎对待特斯拉股票。

2) 行业竞争层面

市场竞争压力加剧

比亚迪 2 月 10 日发布“天神之眼”驾驶员辅助系统，可应用于多数车型包括低成本电动汽车，且采用 DeepSeek AI 模型，对特斯拉 FSD 的领先优势构成威胁，市场担忧特斯拉在竞争中可能落后。

长期来看，特斯拉股价仍具备较大的上涨潜力：

1) 业务拓展层面

新车型推出

特斯拉计划在 2025 年上半年推出更实惠的电动车型，预期会再创造新一波热潮。新车型的推出有助于拓展市场份额，满足更多消费者需求，为股价提供支撑。

储能业务增长

全球布局的储能超级工厂不断推进，如中国上海储能超级工厂预计 2025 年第一季度开始生产，未来储能业务有望成为重要的利润增长点，带动股价上升。

自动驾驶出租车业务

预测 2029 年特斯拉将近 90% 的企业价值和利润将来自自动驾驶出租车 (Robotaxi) 业务。如果该业务顺利开展并达到预期，将提升特斯拉的营收和利润。

2) 技术优势方面

自动驾驶技术

特斯拉的 FSD 技术不断升级，如 FSD V12 版后又推出了 V12.3、V12.4、V12.5 等版本，马斯克称 V12.4 相较于之前版本有显著改进，相邻版本之间性能提升高达 10 倍。若自动驾驶技术持续提升并广泛应用，将增强特斯拉的竞争力和商业价值。

芯片技术

特斯拉自研了用于电动车的人工智能推理芯片，已配备 HW4.0，新一代 HW5.0 正在开发中，芯片技术的进步有助于提升车辆性能和智能化水平。

投资风险

1. 电动车市场竞争日益激烈

随着电动车市场竞争日益激烈，越来越多的传统汽车制造商和新兴科技公司进入市场，争夺电动汽车份额。除了传统汽车巨头加速电动化转型，新兴的造车新势力也不断涌现。此外，吉利、长城等自主品牌也在电动化和智能化领域加大投入，推出极具竞争力的车型。在国际市场，大众、丰田、本田等传统车企凭借深厚的技术积累和广泛的销售网络，不断推出新的电动车型。

2. 未来盈利能力存在不确定性

尽管特斯拉在自动驾驶和 AI 领域投入巨大，积极布局新车型，但未来的盈利增长仍充满变数。全球供应链的脆弱性依然存在，除了芯片供应可能出现的波动，其他关键零部件如传感器、电池材料等也面临供应风险。

3. 政治环境的不确定性带来显著风险

特朗普团队提出的中止电动汽车扶持政策，若真的实施，将直接削弱消费者购买特斯拉电动汽车的经济激励，导致美国市场的销量下滑。此外，美国贸易政策的变化也可能对特斯拉造成不利影响。例如，提高进口零部件关税，会使特斯拉的生产成本大幅上升，尤其是对于依赖进口零部件的车型，可能导致其在价格上失去竞争力。同时，其他国家和地区也在不断调整新能源汽车政策。

4. 技术研发面临一定挑战

特斯拉在 FSD（完全自动驾驶）、Robotaxi（自动驾驶出租车）和 Optimus（人形机器人）等前沿项目上投入了巨额资金，但这些项目距离实现大规模盈利仍需时间。在技术研发过程中，特斯拉面临着诸多技术瓶颈和挑战。

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。