

〔投資研究報告〕

2026/4/9

TSLA：高股價之下，市場 終究要回頭檢查現金流

目錄

- 一、 估值仍高，市場卻已進入追問獲利密度的時刻
- 二、 第一季營運數字讓壓力更具體，短線焦點回到需求、庫存與毛利
- 三、 未來業務仍有想像空間，資本支出與治理疑慮卻在同步升高
- 四、 四月財報是關鍵檢查點，真正要盯的是現金流、毛利與管理層語氣

交車未達預期、儲能部署失速、資本支出大幅抬升，四月財報將決定市場願意為未來支付多少溢價

2026/4/8 新光投顧

截至 2026 年 4 月 7 日，特斯拉股價約 346.65 美元，市值約 1.43 兆美元，追蹤本益比約 282 倍。單看價格表現，市場對這家公司仍保有極高期待；單看財務與營運數字，特斯拉又已經進入一個更需要回答獲利品質、現金流強度與資本配置效率的階段。2025 年全年營收為 948.27 億美元，年減 3%；汽車營收為 695.26 億美元，年減 10%；營業利益率降至 4.6%。這些數字代表，股價所反映的想像空間，明顯跑在本業獲利修復之前。

目錄

- 一、 估值仍高，市場卻已進入追問獲利密度的時刻
- 二、 第一季營運數字讓壓力更具體，短線焦點重新回到需求、庫存與毛利
- 三、 未來業務仍有想像空間，資本支出與治理疑慮卻在同步升高
- 四、 四月財報是關鍵檢查點，真正要盯的是現金流、毛利與管理層語氣

一、 估值仍高，市場卻已進入追問獲利密度的時刻

特斯拉今天面對的核心問題，是股價仍維持在極高位置，本業獲利能力卻沒有同步抬升。2025 年全年總營收 948.27 億美元，總毛利率 18.0%，營業利益 43.55 億美元，營業利益率 4.6%，歸屬普通股股東淨利 37.94 億美元，稀釋後每股盈餘 1.08 美元。若從成熟製造業的角度看，這是一家仍有規模優勢、現金水位充足、技術方向明確的龍頭企業；若從目前股價所隱含的預期來看，市場已經不能滿足於穩定獲利，更要求更高斜率的成長、更厚的利潤率，以及更有說服力的未來現金流。

這也是為什麼特斯拉的討論焦點，近來逐步從單純交車規模，轉向獲利密度與資本報酬。股價可以長時間領先基本面，前提是市場相信企業很快能把願景轉成盈利能力。2025 年的財報還沒有把這件事完整交代清楚。汽車營收年減 10%，顯示量價兩端都承受壓力；能源業務雖然成長較快，全年營收 127.71 億美元、毛利率 29.8%，但整體獲利貢獻仍不足以扭轉集團獲利中樞下滑的方向。市場先前願意給這家公司高估值，建立在未來業務會持續放大的期待上；

進入 2026 年之後，投資人會更在意這條成長曲線究竟何時能體現在財務報表。

二、第一季營運數字讓壓力更具體，短線焦點回到需求、庫存與毛利

2026 年第一季，特斯拉生產超過 40.8 萬台車，交車約 35.8 萬台，兩者之間相差超過 5 萬台。同一時間，公司 3 月 26 日公布的賣方彙整預估顯示，市場原先預期第一季交車約 36.56 萬台，儲能部署約 14.4 吉瓦時，實際交出的成績為約 35.8 萬台與 8.8 吉瓦時。這組數字之所以重要，在於它把三個問題同時攤開：需求吸收能力偏弱、庫存壓力升高、能源業務暫時無法承接市場原本期待的獲利支撐。

回頭看 2025 年全年，特斯拉總交車量約 163.61 萬台，低於前一年的水準；汽車收入減少，管理層也在年報中坦言，平均售價受到產品組合與促銷條件影響。到了今年第一季，產銷差再度拉大，市場自然會把關注點放回傳統汽車產業最基本的判讀方法，也就是售價是否還要進一步讓利、產能利用率是否會受影響、固定成本吸收是否惡化，以及存貨與營運資金是否會繼續拖累現金流。股價處在高位時，市場對這些變數的容忍度通常很低。

品牌因素也不能忽略。美聯社在 4 月初的報導提到，特斯拉第一季銷售雖年增 6%，但仍低於華爾街預期，背景包括與執行長政治立場有關的抵制風波，以及產品線老化與競爭壓力。對投資人來說，品牌議題最終會落到價格與費用上。若品牌溢價減弱，公司通常需要用更積極的促銷與融資方案來維持銷量；一旦這種做法持續時間拉長，毛利率就會承受更明顯的壓力。

三、未來業務仍有想像空間，資本支出與治理疑慮卻在同步升高

特斯拉對未來的敘事主軸，依舊圍繞人工智慧、自駕計程車、軟體服務與機器人。公司在年報中明確寫到，正把人工智慧帶入真實世界，重點產品與服務包括全自動輔助駕駛、自駕計程車，以及機器人產品；公司也表示，自駕計程車服務已於 2025 年 6 月推出，目前先以運動型休旅車車型營運，未來將逐步納

入專用車款。這條敘事確實能解釋市場為何願意給予高估值，因為一旦服務型收入成形，商業模式的想像空間會明顯大於單純賣車。

不過，市場今天面對的挑戰在於，這條路線需要時間，也需要大量投入。年報揭露，公司目前預期 2026 年資本支出將超過 200 億美元，主要用途包括人工智慧運算基礎設施、資料中心、製造與研發產線擴建，以及公司自營人工智慧資產車隊成長。對照 2025 年營運現金流 147.47 億美元、自由現金流 62.20 億美元，2026 年的資本支出水準已明顯跳升。這代表接下來市場對特斯拉的觀察重點，很可能從獲利表進一步轉向現金流量表，特別是自由現金流是否明顯轉弱。

治理面的敏感度也正在上升。特斯拉年報披露，2025 年公司與關係企業之間已有數億美元等級的交易往來；同時，公司在 2026 年 1 月簽署協議，預計投資約 20 億美元取得一家人工智慧關聯公司的優先股。公司在揭露中強調，該投資經董事會程序審查，並依相關政策進行。不過，資本市場評價這類交易時，關注的焦點通常不只在程序，而在資本配置的時點是否恰當。對一家正在面臨本業獲利壓力、同時又準備大幅擴張資本支出的企業來說，這類安排很容易增加投資人的疑慮，並提高市場要求的風險補償。

四、四月財報是關鍵檢查點，真正要盯的是現金流、毛利與管理層語氣

特斯拉投資人關係網站顯示，第一季財報將在 2026 年 4 月 22 日發布。這場財報最值得觀察的，不是每股盈餘高低本身，而是幾個更具方向性的指標：汽車毛利率是否繼續下滑、能源部署低於預期究竟是遞延還是需求問題、全年資本支出規劃是否維持強勢、管理層對自駕計程車擴張節奏能否給出更具體的營運描述。只要其中兩到三項出現明顯保守訊號，市場對高估值的容忍度就可能快速下降。

從交易角度看，特斯拉當前最需要警戒的是估值與基本面之間的張力。高股價可以延續，前提是公司持續提供足夠強的證據，證明汽車本業沒有進一步失血，能源仍能維持高成長，高資本支出將轉化為未來更高的獲利能力，且自駕計程車的商業模式正逐步走向可驗證。若這些證據在四月財報中仍顯得模糊，

股價接下來承受的就不只是單季數字波動，而是估值重新定價的壓力。對交易員來說，這是一檔仍具題材彈性的股票，同時也是一檔對現金流、毛利與市場信心極度敏感的股票。現階段最穩健的判斷方法，仍然是先看近端財務承受力，再決定要給未來願景多少溢價。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告