

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

新平台車款將加速開發，緩解市場憂慮

增加持股・重啓評等

收盤價 April 23 (US\$)	144.7
3 個月目標價 (US\$)	161
12 個月目標價 (US\$)	210
前次目標價 (US\$)	213
調降 (%)	-1.4
上漲空間 (%)	45.1

焦點內容

- 2.5 萬美元新平台車款目標 2024 年底到 1H25 投產；預估 2025 年電動車銷量成長 24%、EPS 年增 44%。
- 將持續投資自動駕駛與機器人技術開發，鞏固全球技術領導力。
- 我們認為市場預期之公司展望已遭過度修正，未來將重啓上修。

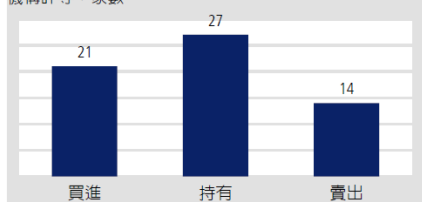
交易資料表

市值：(US\$bn)	461.4
流通在外股數 (百萬股)：	3,189
機構持有比例 (%)：	46.4
3M 平均成交量 (百萬股)：	101.4
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	138.8-299.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(30.4)	(33.2)	(11.0)
相對表現 (%)	(34.5)	(52.6)	(33.6)

市場綜合評等

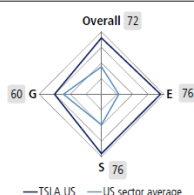
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	24	183	310
潛在報酬 (%)	(83.7)	26.3	114.3

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 1Q24 財報，營收 213 億美元及 non-GAAP EPS 0.45 美元皆低於市場預期，但毛利率 17.4% 僅季減 0.3ppts。我們認為市場關注點將由短期營運轉往未來新車款與自動駕駛 (FSD、Robotaxi) 開發進度。

評論及分析

新平台車款有望帶動 2025 年成長。 此次財報最令市場驚喜的是近期謠傳將暫緩的 2.5 萬美元新平台車款不但將持續進行開發，甚至目標由原先 2H25 提前至 2024 年底到 1H25 投產，且根據財報資料，我們認為此平台可能不只一款新車。新平台車款將可使用既有產線生產，使公司電動車年產量在不進一步擴產下達到約 300 萬輛。此外，儘管市場預期公司 1H24 電動車銷量將年減，管理層則重申全年銷量將維持年增。我們認為新平台車款推出將部分消除市場對 2025 年成長性之擔憂，接下來須持續觀察公司的執行能力。預估 2024-25 年電動車銷量為 180 萬 (年持平)、223 萬輛 (年增 24%)。

自動駕駛與機器人技術之投資持續，鞏固全球技術領導力。 Tesla 表示透過持有的 3.5 萬顆 Nvidia (美) H100 GPU 使算力大幅提升，其以視覺 (即相機) 為基礎的 FSD 最新版本 V12 表現突飛猛進，預計年底 H100 數量將再增加至 8.5 萬顆。公司追求盡可能擴大 FSD 搭載量與目標市場規模，具體措施包括：(1) 下調 FSD 訂閱與買斷價格至 99 美元/月、8,000 美元；(2) 預計於 8 月正式發表 Robotaxi，規劃將作為乘車服務業者運營相關業務；(3) 與 OEM 洽談授權 FSD，預計有望在今年與一主要 OEM 完成簽約。機器人業務部分，管理層預期 Optimus 在 2024 年底可小量生產、2025 年底開始對外出貨。

利潤率展望觸底；預估 2025 年 EPS 復甦。 我們認為隨 Cybertruck 量產爬坡、車價再調降空間有限、公司持續降低成本與組織重整節省費用，預計 2H24 起利潤率將回升。管理層亦樂觀看待能源業務展望，預期 2024 年儲能系統出貨量將成長 75% 以上。我們預期公司 2025 年將重啟成長動能，預估營收、EPS 分別為 1,201 億美元、3.41 元，年增 23%、44%。

投資建議

凱基重啟對 Tesla 追蹤，給予「增加持股」評等，12 個月目標價為 210 美元，相當於 2025-26 年平均預估 EPS 的 50 倍。我們認為市場預期之公司展望已過度修正，未來將重啟上修，建議投資人逢低買進。

投資風險

積極定價策略抑制短期獲利能力；執行風險。

主要財務數據

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$ 百萬元)	81,462	96,773	97,309	120,081	147,029
營業毛利 (US\$ 百萬元)	20,853	17,660	17,595	22,270	30,095
營業利益 (US\$ 百萬元)	13,656	8,891	7,190	11,709	18,560
EBITDA (US\$ 百萬元)	17,403	13,558	12,265	36,562	39,046
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	14,144	10,884	8,265	11,867	17,453
每股盈餘 (US\$)	4.07	3.12	2.37	3.41	5.01
營收增長率 (%)	51.4	18.8	0.6	23.4	22.4
每股盈餘增長率 (%)	80.1	(23.3)	(24.0)	43.6	47.1
毛利率 (%)	25.6	18.2	18.1	18.5	20.5
營業利益率 (%)	16.8	9.2	7.4	9.8	12.6
EBITDA margin (%)	21.4	14.0	12.6	30.4	26.6
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	27.4	23.6	9.2	12.2	15.6

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 1Q24 財報與 2Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	1Q24								2Q24F							
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)		
營收	21,301	23,598	(9.7)	(15.4)	(8.7)	22,305	(4.5)	23,371	24,566	(4.9)	9.7	(6.2)	25,176	(7.2)		
毛利	3,696	3,558	3.9	(16.7)	(18.1)	3,678	0.5	4,214	3,914	7.7	14.0	(7.0)	4,338	(2.9)		
營業利益	1,171	1,174	(0.3)	(43.3)	(56.0)	1,525	(23.2)	1,620	1,507	7.5	38.3	(32.5)	2,072	(21.8)		
稅後淨利	1,578	1,426	10.7	(36.5)	(46.3)	1,821	(13.3)	1,924	1,739	10.6	21.9	(38.9)	2,233	(13.9)		
每股盈餘 (美元)	0.45	0.41	10.9	(36.3)	(46.5)	0.52	(13.1)	0.55	0.50	10.9	21.9	(39.0)	0.63	(11.8)		
毛利率 (%)	17.4	15.1	2.3 ppts	(0.3) ppts	(2.0) ppts	16.5	0.9 ppts	18.0	15.9	2.1 ppts	0.7 ppts	(0.2) ppts	17.2	0.8 ppts		
營業率 (%)	5.5	5.0	0.5 ppts	(2.7) ppts	(5.9) ppts	6.8	(1.3) ppts	6.9	6.1	0.8 ppts	1.4 ppts	(2.7) ppts	8.2	(1.3) ppts		
淨利率 (%)	7.4	6.0	1.4 ppts	(2.5) ppts	(5.2) ppts	8.2	(0.8) ppts	8.2	7.1	1.2 ppts	0.8 ppts	(4.4) ppts	8.9	(0.6) ppts		

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 2024-26 年財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	2024F						2025F						2026F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	97,309	101,233	(3.9)	0.6	103,766	(6.2)	120,081	126,674	(5.2)	23.4	122,952	(2.3)	147,029	151,851	(3.2)	22.4	146,452	0.4
毛利	17,595	17,558	0.2	(0.4)	18,293	(3.8)	22,270	27,787	(19.9)	26.6	23,349	(4.6)	30,095	34,241	(12.1)	35.1	28,763	4.6
營業利益	7,190	7,700	(6.6)	(19.1)	8,368	(14.1)	11,709	17,660	(33.7)	62.8	12,525	(6.5)	18,560	23,020	(19.4)	58.5	16,781	10.6
稅後淨利	8,265	8,243	0.3	(24.1)	9,356	(11.7)	11,867	16,332	(27.3)	43.6	13,019	(8.9)	17,453	20,866	(16.4)	47.1	17,310	0.8
每股盈餘 (美元)	2.37	2.36	0.5	(24.0)	2.76	(14.1)	3.41	4.68	(27.2)	43.6	3.67	(7.2)	5.01	5.98	(16.2)	47.1	4.60	8.8
毛利率 (%)	18.1	17.3	0.7 ppts	(0.2) ppts	17.6	0.5 ppts	18.5	21.9	(3.4) ppts	0.5 ppts	19.0	(0.4) ppts	20.5	22.5	(2.1) ppts	1.9 ppts	19.6	0.8 ppts
營業率 (%)	7.4	7.6	(0.2) ppts	(1.8) ppts	8.1	(0.7) ppts	9.8	13.9	(4.2) ppts	2.4 ppts	10.2	(0.4) ppts	12.6	15.2	(2.5) ppts	2.9 ppts	11.5	1.2 ppts
淨利率 (%)	8.5	8.1	0.4 ppts	(2.8) ppts	9.0	(0.5) ppts	9.9	12.9	(3.0) ppts	1.4 ppts	10.6	(0.7) ppts	11.9	13.7	(1.9) ppts	2.0 ppts	11.8	0.1 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 3: 2024-26 年交車量預估修正

輛	2024F				2025F				2026F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
合計銷量	1,800,610	2,001,800	(10.1)	(0.4)	2,234,000	2,356,000	(5.2)	24.1	2,866,000	3,006,000	(4.7)	28.3
Model S/X	60,282	75,000	(19.6)	(12.3)	70,000	74,000	(5.4)	16.1	70,000	74,000	(5.4)	0.0
Model 3/Y	1,689,783	1,870,000	(9.6)	(2.9)	1,990,000	2,040,000	(2.5)	17.8	2,160,000	2,160,000	0.0	8.5
Model 2	0	0	-	-	0	0	-	-	63,000	20,000	215.0	-
Cybertruck	50,245	56,000	(10.3)	0.0	110,000	220,000	(50.0)	118.9	185,000	320,000	(42.2)	68.2
Semi	300	800	(62.5)	-	1,000	2,000	(50.0)	233.3	1,000	2,000	(50.0)	0.0

資料來源: 凱基

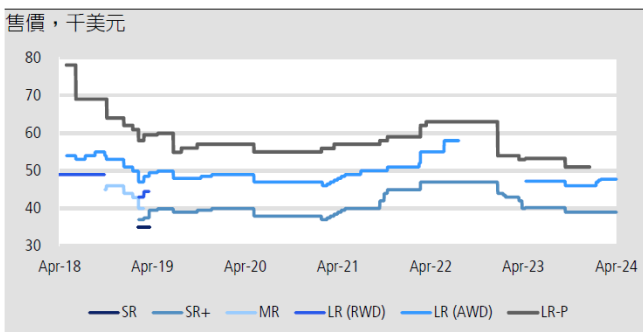
圖 4: 汽車業務假設

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
電動車交付量 (千輛)	310.0	254.7	343.8	405.3	422.9	466.1	435.1	484.5	386.8	430.5	472.1	511.2
汽車營收 (百萬美元)	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,986	19,071	21,130	16,936	18,478	20,359	22,163
ASP (千美元)	52.2	56.0	53.5	51.4	46.0	45.0	43.8	43.6	43.8	42.9	43.1	43.4
每車平均成本 (千美元)	36.5	41.3	39.2	38.9	37.3	36.9	36.7	36.1	36.6	35.6	35.6	35.6
汽車業務毛利率 (%)	30.0	26.2	26.8	24.3	19.0	18.1	16.3	17.2	16.4	17.0	17.4	17.8

註: 剔除碳權收入

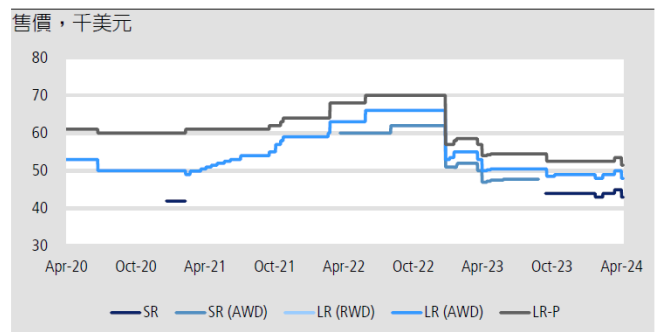
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 5: Model 3 各車型美國售價



資料來源: 公司資料; 凱基

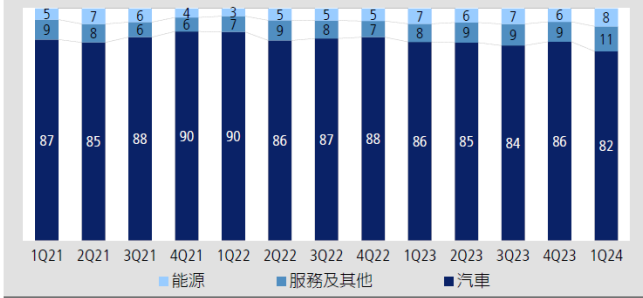
圖 6: Model Y 各車型於美國售價



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: 各項事業營收比重

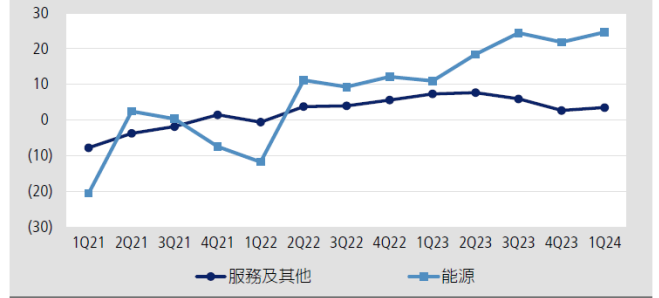
各項事業營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 8: 服務及能源事業毛利率

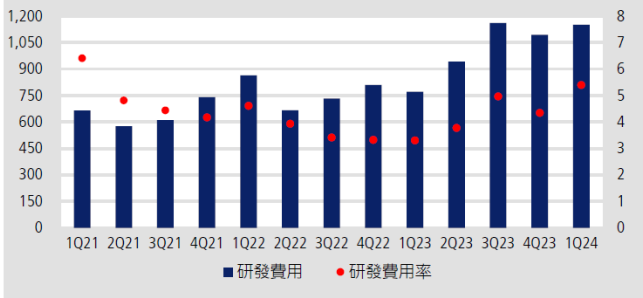
服務及能源事業毛利率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 9: 研發費用支出

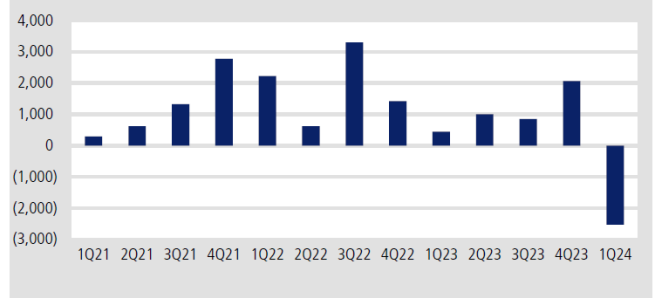
研發費用支出, 百萬美元 (左軸), 研發費用佔營收比重, 百分比 (右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

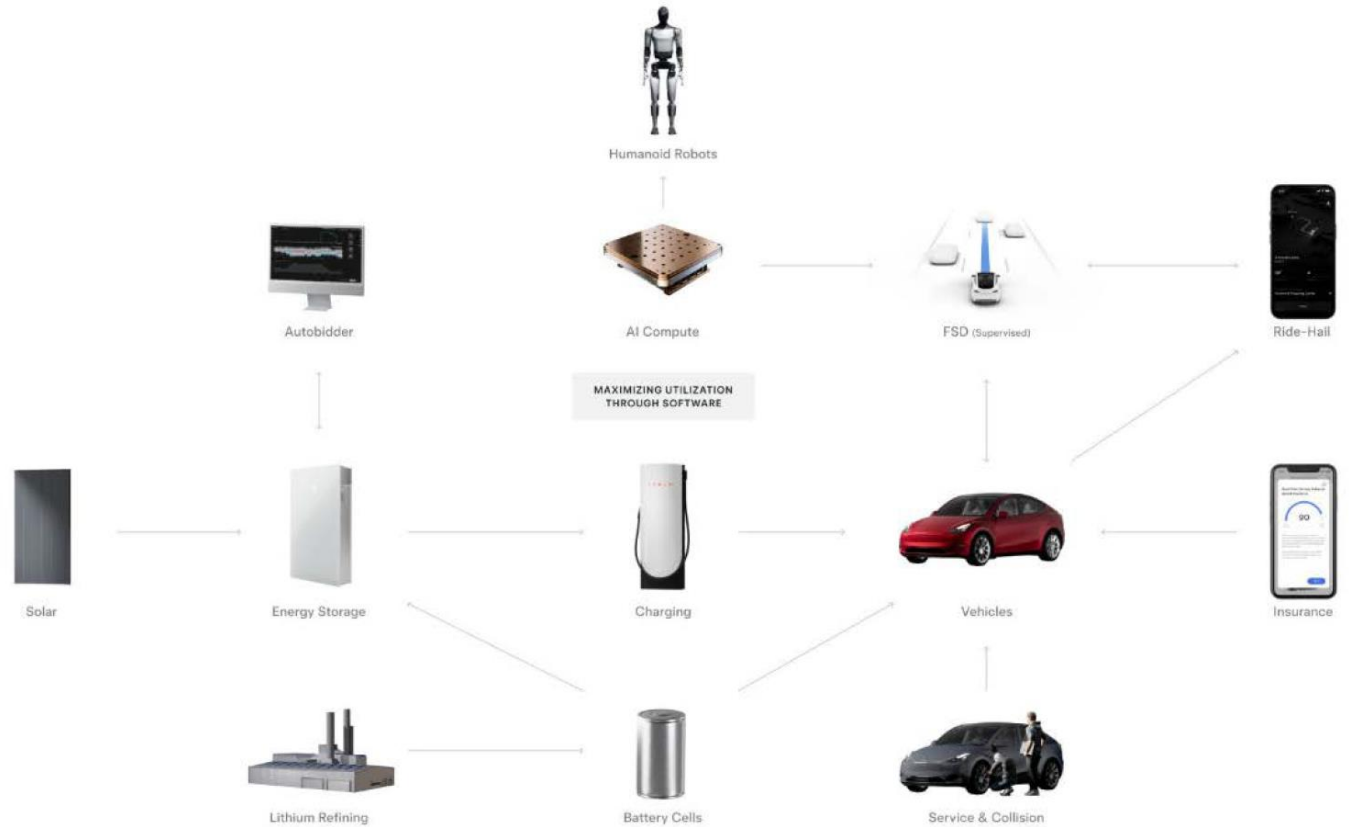
圖 10: 自由現金流預計於 2Q24 重新轉正

自由現金流, 百萬美元



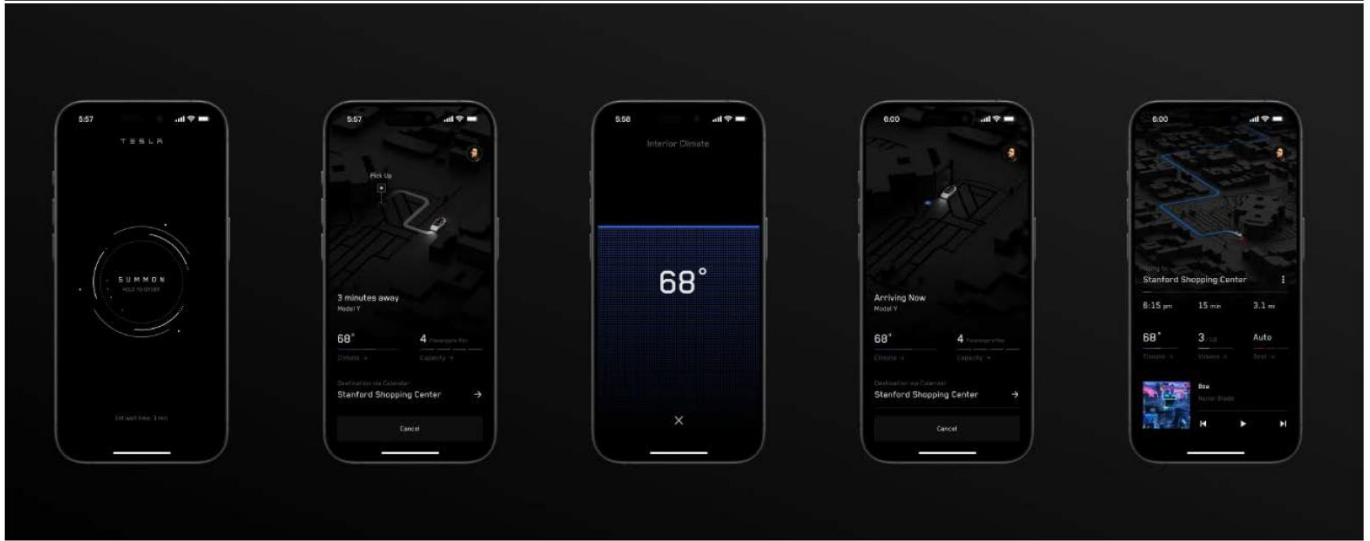
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 11: Tesla 生態系 - 提供除了電動車之外更多服務及產品



資料來源: 公司資料、凱基

圖 12: Tesla Robotaxi 服務 APP



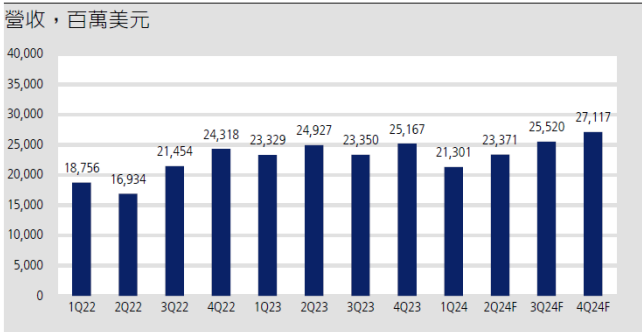
資料來源：公司資料、凱基

圖 13: 公司概況

Tesla 成立於 2003 年，原專注於電動車，2016 年 11 月藉收購 SolarCity (美) 而跨入太陽能事業。截至 2023 年，Tesla 為全球第二電動車廠，銷量 181 萬輛，市占率為 13%。Tesla 總部設於德州 Austin，其第一座超級工廠則位於加州 Fremont，於 2010 年開始營運。2019 年起開起全球擴張計畫，上海廠於 2020 年 1 月開始交車，柏林及德州廠分別於 2022 年 3 月、4 月開始交車。

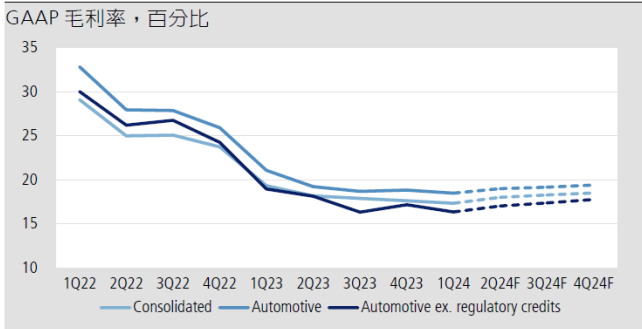
資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 季營收



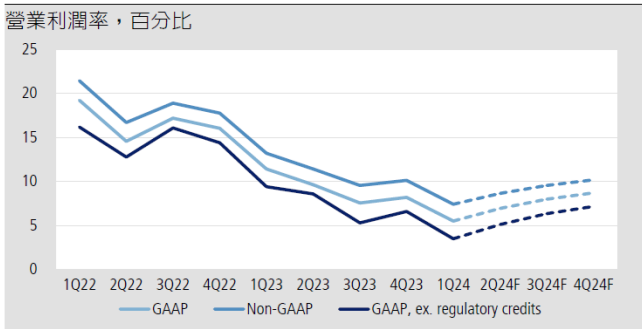
資料來源：公司資料；凱基

圖 17: GAAP 毛利率



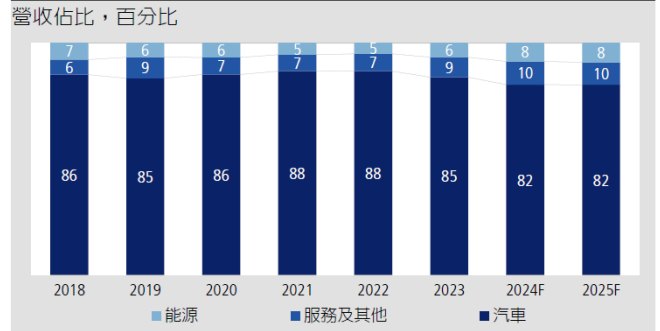
資料來源：公司資料；凱基

圖 19: 營業利潤率



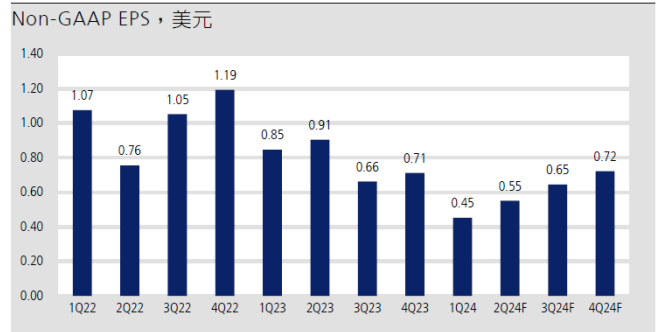
資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 事業別營收組成



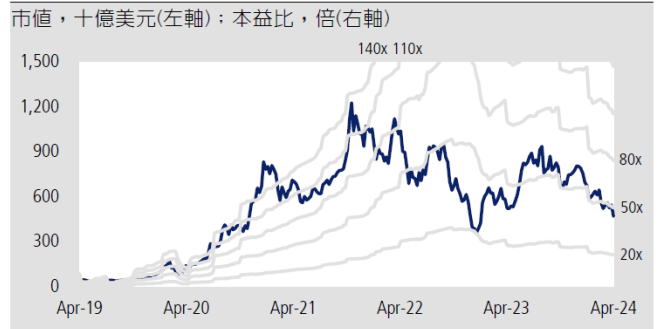
資料來源：公司資料；凱基

圖 16: Non-GAAP EPS



資料來源：公司資料；凱基

圖 18: 未來 12 個月預估本益比



資料來源：Bloomberg；凱基

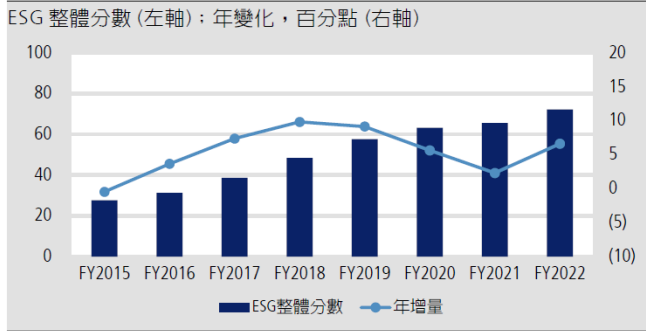
圖 20: 未來 12 個月預估市價營收比



資料來源：Bloomberg；凱基

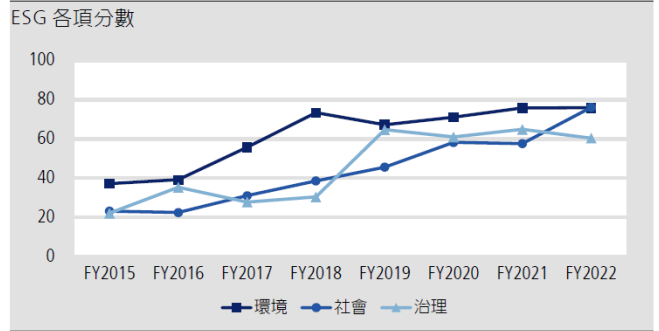


圖 21: ESG 整體分數



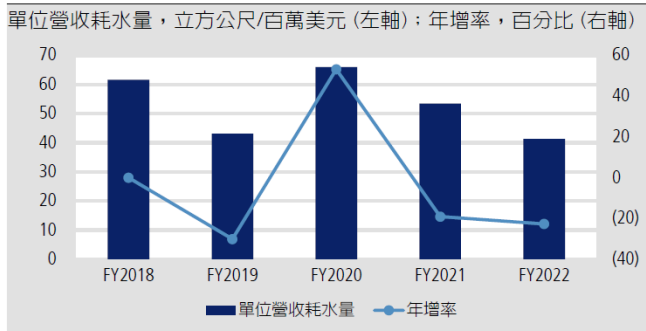
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22: ESG 各項分數



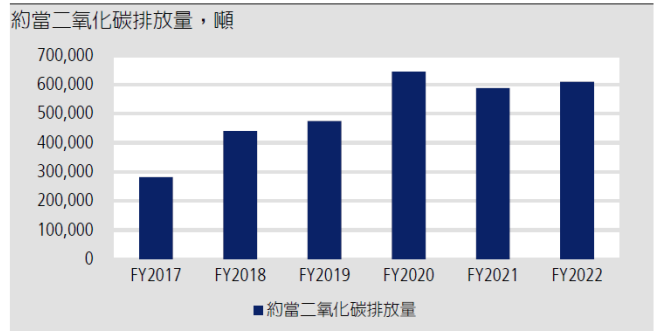
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23: 耗水量



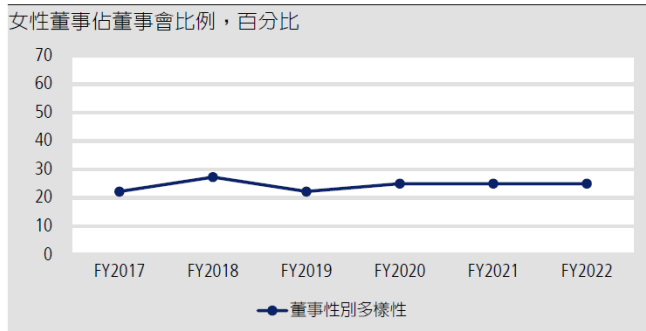
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24: 碳排量



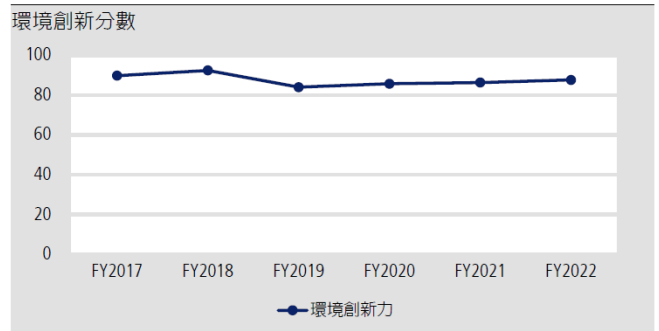
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25: 董事性別多樣性



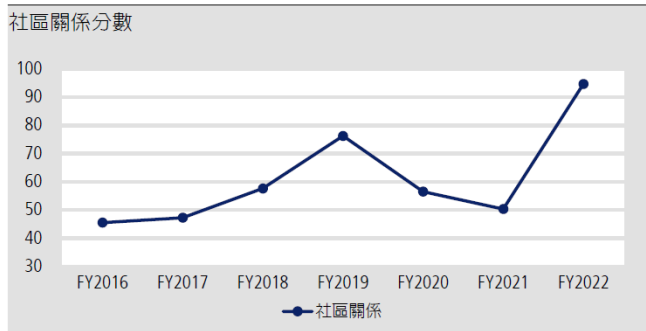
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26: 環境創新



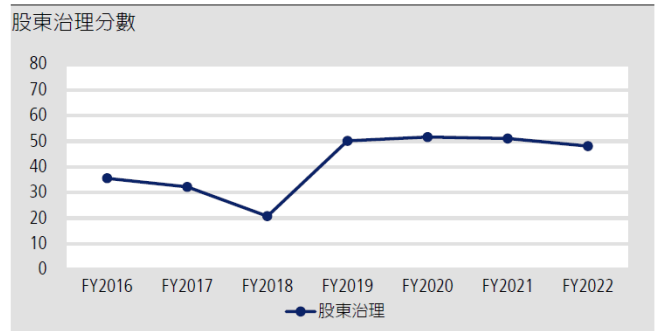
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 27: 社區關係



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 28: 股東治理

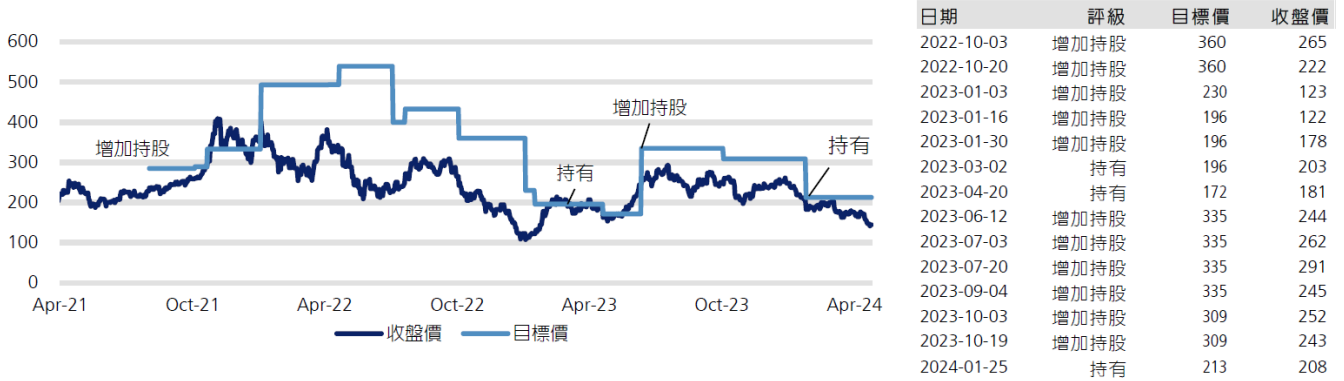


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料



項目	定義
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100
女性員工	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
教育訓練總時數	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>
股東治理分數	<p>衡量公司用以反收購工具的有效性</p>
公司治理分數	<p>衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性</p>
產品責任分數	<p>衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量</p>
社區關係分數	<p>衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾</p>
勞動力分數	<p>衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效</p>
資源使用指標	<p>衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案</p>

Tesla – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。