

## Tesla (TSLA.O/TSLA US)

### 4Q23 重啟交車動能

#### 增加持股 · 維持

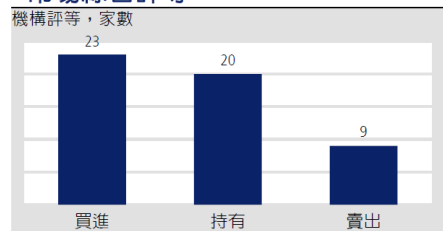
收盤價 October 3 (US\$)	251.6
3 個月目標價 (US\$)	266
12 個月目標價 (US\$)	309
前次目標價 (US\$)	335
調降 (%)	-7.8
上漲空間 (%)	22.8

#### 交易資料表

市值: (US\$bn)	798.6
流通在外股數 (百萬股):	3,174
機構持有比例 (%):	46.9
3M 平均成交量 (百萬股):	116.6
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	101.8-299.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(10.1)	29.2	3.8
相對表現 (%)	(6.3)	25.2	(12.8)

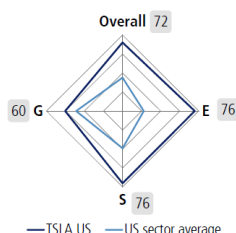
#### 市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	24	267	400
潛在報酬 (%)	(90.3)	6.3	59.0

資料來源: Bloomberg

#### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

Tesla (美) 公告 3Q23 交車 435,059 輛, 季減 7% 但年增 27%。公司預定 10 月 18 日舉行 3Q23 法說會。

#### 評論及分析

3Q23 交車量低於市場預估 7%；我們下修 3Q23 EPS 預估為 0.7 美元, 季減 23%、年減 34%。3Q23 產量季減 10% 但年增 18% 至 430,488 輛, 公司表示係因工廠升級。雖然低於市場預估 7%, 但交車量 3Q23 高於產量, 表示供給受限且庫存低。Model 3/Y 季減 6% 但年增 29% 至 419,074 輛, 占總交車輛 96%。考量生產暫停時間與營收季減, 且車價進一步調降, 我們分別下修 3Q23 毛利率與營益率預估至 17.3% 與 8.5%, EPS 0.7 美元。

2023 年目標 180 萬輛隱含 4Q23 交車量復甦。Tesla 重申 2023 年目標 180 萬輛, 即 4Q23 產量與交車量將復甦。假設 2023 年生產 180 萬輛, 隨著公司售出大部分產量, 我們估計 4Q23 交車量將達 47.36 萬輛, 季增 9%、年增 17%。Model 3 改款車將於 10 月開始歐洲交貨, 為短期需求利多, Cybertruck 將於 4Q23 啟動交車。根據凱基全球電動車市場預估, 公司 2023 年銷售 180 萬輛隱含年增率 37%、市占率 13%。

總體經濟不確定下, 我們下修 2024 年交車量為 224 萬輛, 但正面看待公司致力於降低成本、軟體成長潛力。由於利率維持高檔、全球景氣持續不確定性, 我們下修 Tesla 2024 年交車量年增率至 24%, 並預期動能將因新大眾市場電動車推出而加速。我們預見生產挑戰將抑制 2024 年 Cybertruck 產量。雖然電動車銷量成長 2023 年走緩且 2024 年成長性恐再減速, 但公司經由供應鏈管理、車輛設計、生產優化等, 不斷降低電動車生產成本, 我們預期這些舉措中長期將展現成效。近期報導的整片式底盤壓鑄技術突破可望降低成本逾 30%。除致力於降低成本外, 我們亦正面看待 Tesla 投資於 AI、發展軟體以維持自駕車的領先地位。反映總經衝擊, 2023-24 年 EPS 預估為 3.25 與 4.68 美元, 但維持毛利率 2023 年觸底、2024 年復甦的看法。

#### 投資建議

我們維持 Tesla 「增加持股」評等, 但將 12 個月目標價自 335 美元下修為 309 美元, 相當於 2025-26 年 EPS 預估平均的 40 倍。我們重申正向看待 Tesla 長期展望, 並建議投資人趁 3Q23 獲利承壓時逢低布局。

#### 投資風險

積極定價策略抑制短期獲利能力。

#### 主要財務數據

	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$百萬元)	81,462	96,629	119,360	155,781	187,135
營業毛利 (US\$百萬元)	20,853	17,629	25,388	35,585	45,070
營業利益 (US\$百萬元)	13,656	9,492	16,075	24,680	31,970
EBITDA (US\$百萬元)	17,403	14,150	14,697	59,475	64,961
稅後淨利 (US\$百萬元)	14,116	11,306	16,276	23,513	30,232
每股盈餘 (US\$)	4.07	3.25	4.68	6.76	8.69
營收增長率 (%)	51.4	18.6	23.5	30.5	20.1
每股盈餘增長率 (%)	80.1	(20.0)	43.8	44.5	28.6
毛利率 (%)	25.6	18.2	21.3	22.8	24.1
營業利益率 (%)	16.8	9.8	13.5	15.8	17.1
EBITDA margin (%)	21.4	14.6	12.3	38.2	34.7
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	27.4	16.7	20.5	22.9	22.7

資料來源: 公司資料; 凱基預估

圖 1: 3Q23 與 4Q23 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	3Q23F						4Q23F							
	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	
營收	23,235	25,214	(7.9)	(6.8)	8.3	24,508	(5.2)	25,138	25,739	(2.3)	8.2	3.4	26,586	(5.4)
毛利	4,026	4,780	(15.8)	(11.2)	(25.2)	4,608	(12.6)	4,559	4,998	(8.8)	13.2	(21.1)	5,198	(12.3)
營業利益	1,982	2,713	(27.0)	(17.4)	(46.3)	2,692	(26.4)	2,448	2,939	(16.7)	23.5	(37.3)	2,857	(14.3)
稅後淨利	2,418	3,078	(21.4)	(23.2)	(33.8)	2,867	(15.6)	2,809	3,319	(15.4)	16.1	(32.2)	3,122	(10.0)
每股盈餘 (美元)	0.70	0.88	(21.4)	(23.2)	(34.0)	0.81	(14.2)	0.81	0.95	(15.4)	16.1	(32.3)	0.89	(9.4)
毛利率 (%)	17.3	19.0	(1.6) ppts	(0.9) ppts	(7.8) ppts	18.8	(1.5) ppts	18.1	19.4	(1.3) ppts	0.8 ppts	(5.6) ppts	19.6	(1.4) ppts
營利率 (%)	8.5	10.8	(2.2) ppts	(1.1) ppts	(8.7) ppts	11.0	(2.5) ppts	9.7	11.4	(1.7) ppts	1.2 ppts	(6.3) ppts	10.7	(1.0) ppts
淨利率 (%)	10.4	12.2	(1.8) ppts	(2.2) ppts	(6.6) ppts	11.7	(1.3) ppts	11.2	12.9	(1.7) ppts	0.8 ppts	(5.9) ppts	11.7	(0.6) ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 2023-25 年財測 vs. 市場共識

百萬美元	2023F						2024F						2025F					
	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	96,629	99,210	(2.6)	18.6	99,823	(3.2)	119,360	126,532	(5.7)	23.5	126,309	(5.5)	155,781	166,691	(6.5)	30.5	158,201	(1.5)
毛利	17,629	18,823	(6.3)	(15.5)	18,913	(6.8)	25,388	28,607	(11.3)	44.0	26,197	(3.1)	35,585	41,143	(13.5)	40.2	34,299	3.8
營業利益	9,492	10,715	(11.4)	(30.5)	10,524	(9.8)	16,075	19,172	(16.2)	69.4	16,581	(3.0)	24,680	29,398	(16.0)	53.5	22,843	8.0
稅後淨利	11,311	12,481	(9.4)	(20.0)	11,050	2.4	16,276	19,748	(17.6)	43.9	15,870	2.6	23,513	29,146	(19.3)	44.5	20,924	12.4
每股盈餘 (美元)	3.25	3.59	(9.4)	(20.0)	3.32	(1.8)	4.68	5.68	(17.6)	43.8	4.70	(0.5)	6.76	8.38	(19.3)	44.5	6.09	11.0
毛利率 (%)	18.2	19.0	(0.7) ppts	(7.4) ppts	18.9	(0.7) ppts	21.3	22.6	(1.3) ppts	3.0 ppts	20.7	0.5 ppts	22.8	24.7	(1.8) ppts	1.6 ppts	21.7	1.2 ppts
營利率 (%)	9.8	10.8	(1.0) ppts	(6.9) ppts	10.5	(0.7) ppts	13.5	15.2	(1.7) ppts	3.6 ppts	13.1	0.3 ppts	15.8	17.6	(1.8) ppts	2.4 ppts	14.4	1.4 ppts
淨利率 (%)	11.7	12.6	(0.9) ppts	(5.7) ppts	11.1	0.6 ppts	13.6	15.6	(2.0) ppts	1.9 ppts	12.6	1.1 ppts	15.1	17.5	(2.4) ppts	1.5 ppts	13.2	1.9 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 3: 2023-25 年交車量預估修正

輛	2023F				2024F				2025F			
	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	1,797,774	1,830,465	(1.8)	36.8	2,235,300	2,336,300	(4.3)	24.3	2,953,000	3,073,160	(3.9)	32.1
Model S/X	64,405	67,820	(5.0)	(3.4)	74,500	75,500	(1.3)	15.7	74,000	74,000	0.0	(0.7)
Model 3/Y	1,733,169	1,762,095	(1.6)	39.0	2,118,000	2,170,000	(2.4)	22.2	2,577,000	2,691,200	(4.2)	21.7
Cybertruck	100	350	(71.4)	-	42,000	73,000	(42.5)	41900.0	205,000	230,000	(10.9)	388.1
Semi	100	200	(50.0)	-	800	2,800	(71.4)	700.0	2,000	6,960	(71.3)	150.0

資料來源: 凱基

圖 4: 汽車業務假設

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
電動車交付量 (千輛)	184.9	201.3	241.4	308.7	310.0	254.7	343.8	405.3	423.0	466.1	435.1	473.6	492.5	544.0	584.3	614.5
汽車營收 (百萬美元)	8,484	9,854	11,778	15,653	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,986	19,079	20,816	21,653	23,990	26,006	27,453
ASP (千美元)	45.9	49.0	48.8	50.7	52.2	56.0	53.5	51.4	46.0	45.0	43.9	44.0	44.0	44.1	44.5	44.7
每車平均成本 (千美元)	35.8	36.3	34.7	35.9	36.5	41.3	39.2	38.9	37.2	36.9	36.6	36.2	35.6	35.1	34.6	34.2
汽車業務毛利率 (%)	22.0	25.8	28.8	29.2	30.0	26.2	26.8	24.3	19.0	18.1	16.6	17.6	19.1	20.5	22.4	23.4

註: 剔除版權收入

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 5: Model 3/ Y 合計產量與交車量

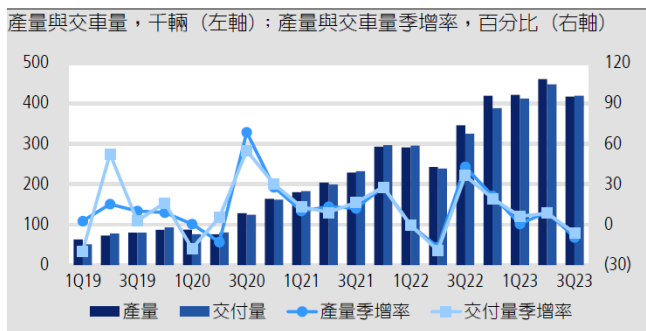


圖 6: Model S/ X 合計產量與交車量

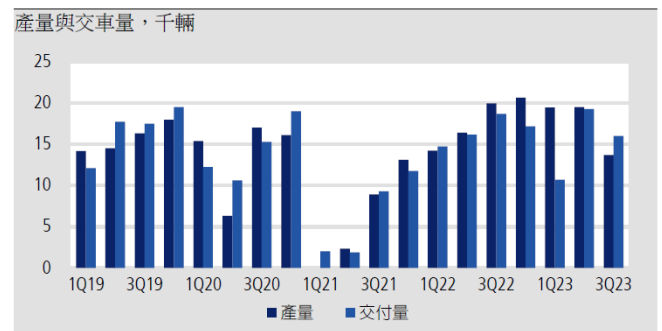


圖 7: Model 3 各款美國市場價格

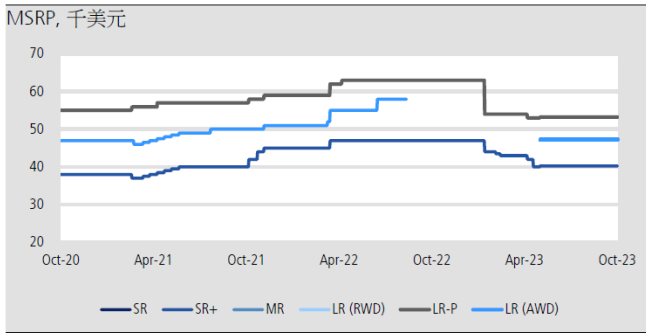


圖 8: Model Y 各款美國市場價格

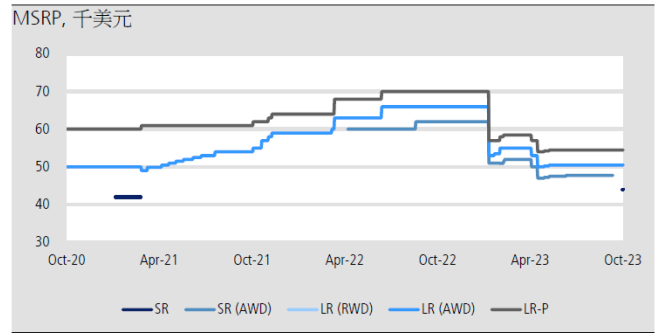


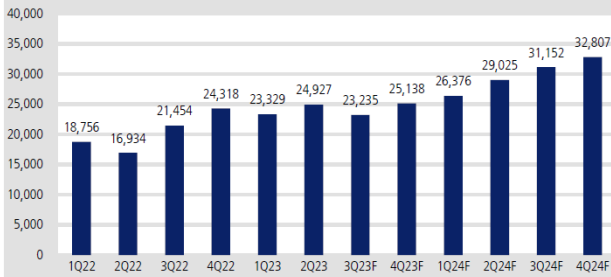
圖 9: 公司概況

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 2022 年，Tesla 為全球第二電動車廠，銷量 131 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去年 3 月、4 月開始交車。

資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營收

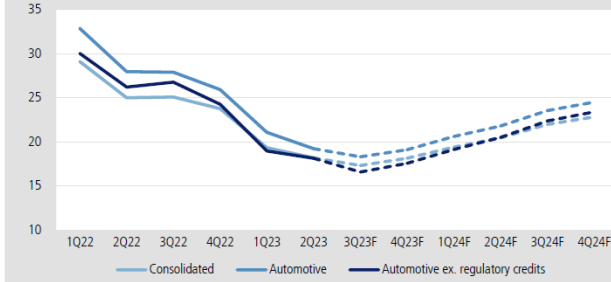
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: GAAP 毛利率

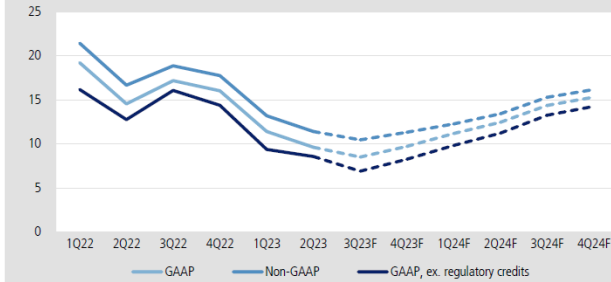
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 營業利潤率

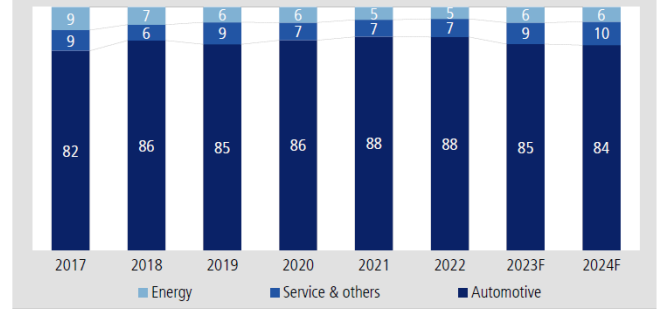
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 事業別營收組成

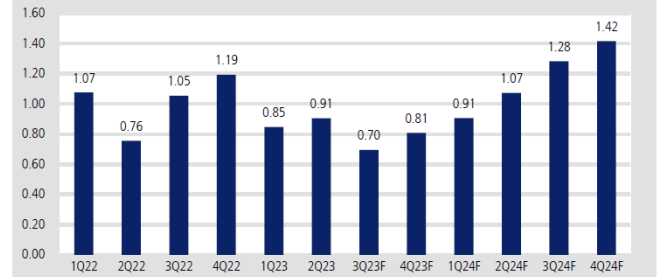
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: Non-GAAP EPS

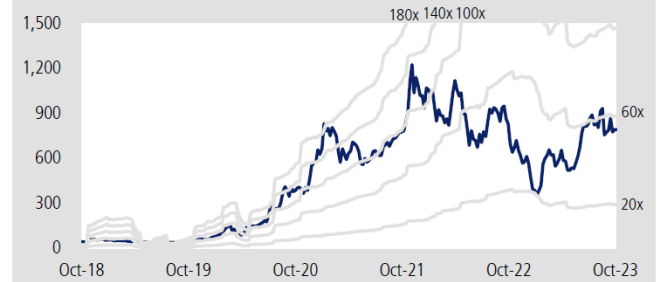
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估本益比

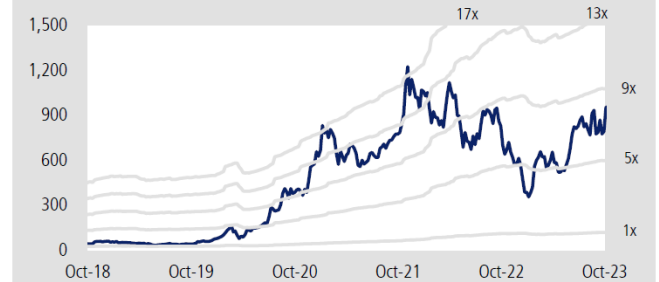
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

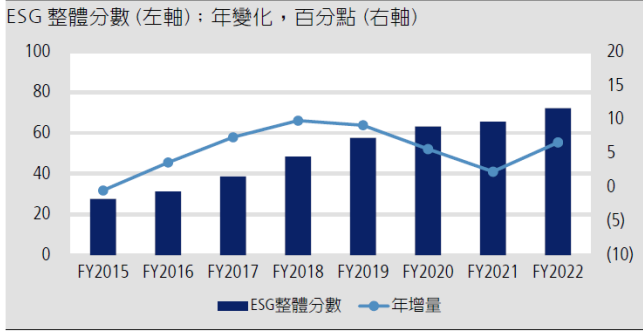
圖 16: 未來 12 個月預估市價營收比

市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



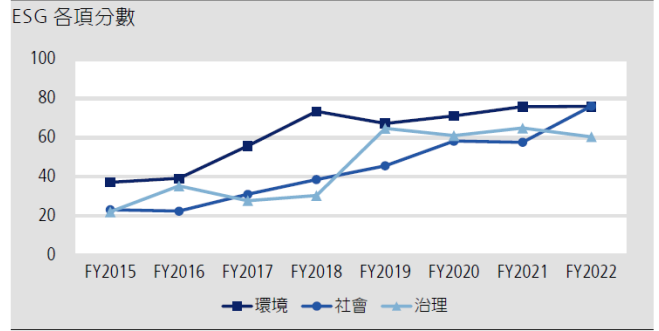
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17: ESG 整體分數



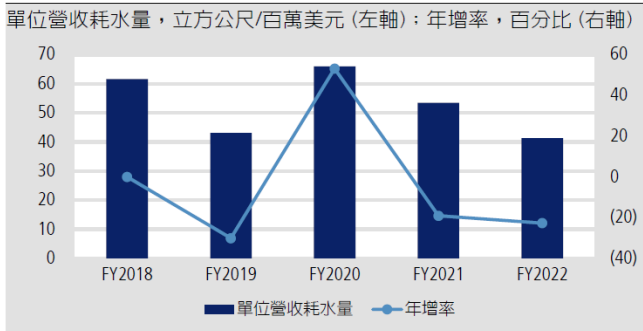
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18: ESG 各項分數



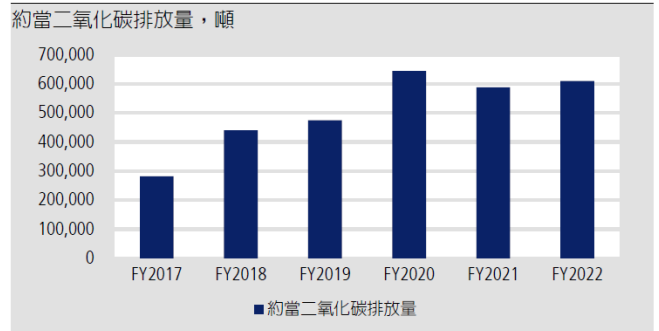
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19: 耗水量



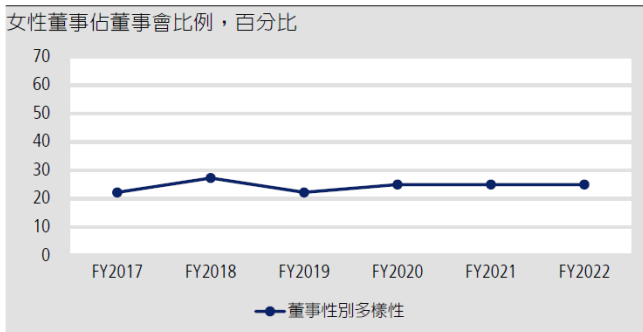
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20: 碳排量



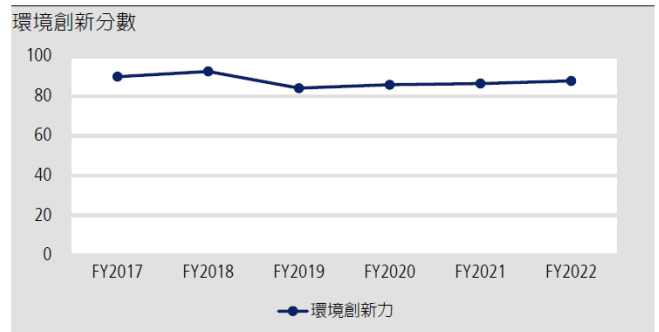
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21: 董事性別多樣性



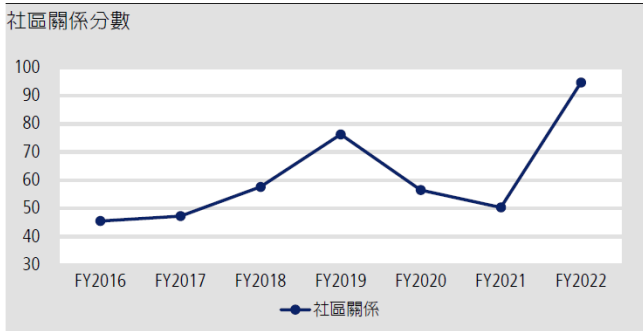
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22: 環境創新



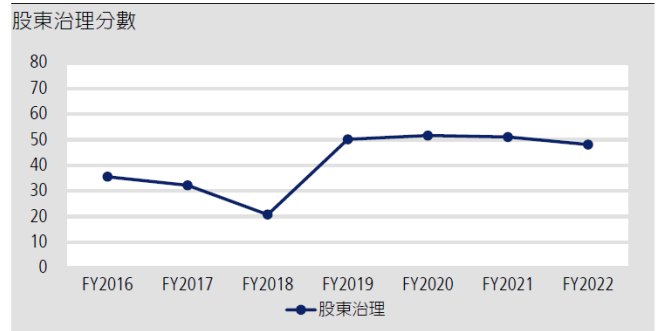
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23: 社區關係



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24: 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"> <li>- 公司連營範圍內消耗之能源總量</li> <li>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量</li> <li>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源</li> <li>- 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）</li> <li>- 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</li> </ul>
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"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
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"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 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)</li> </ul>
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"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 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)</li> </ul>
廢棄物總量	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物</li> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
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"> <li>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100</li> <li>- 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</li> <li>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物</li> </ul>
總取水量	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
環保支出	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> </ul>
員工流動率	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100</li> <li>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2</li> <li>- 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數</li> </ul>
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性經理占公司經理的百分比</li> <li>- 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</li> <li>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100</li> </ul>
女性員工	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性員工占公司員工總數的百分比</li> <li>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100</li> </ul>
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"> <li>- 僅考慮員工教育訓練時數</li> <li>- 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）</li> <li>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作</li> </ul>
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

## Tesla – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，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** 部份凱基亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://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内部研究活動。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，并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倉。