

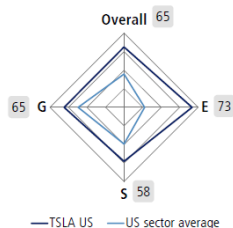
Tesla (TSLA.O/TSLA US)

收盤價(Dec 30) : US123

市場預期調整創造逢低買進良機

交易資料表			
市值 : (US\$bn)	590.2		
流通在外股數 (百萬股) :	3,158		
機構持有比例 (%) :	45.3		
3M 平均成交量 (百萬股) :	74.0		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	177.1-402.7		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(39.0)	(22.6)	(46.8)
相對表現 (%)	(31.0)	(21.4)	(31.0)

ESG 分數評等



資料來源 : Refinitiv、凱基

重要訊息

4Q22 交車量達 405,278 輛，全年交車總計 1,313,851 輛，年增 40%。Tesla 將於 1 月 25 日召開 4Q22 法說會，並於 3 月 1 日舉辦投資人說明會。

評論及分析

4Q22 交車量創新高，落後市場預估 4%，但符合最近的預期。4Q22 Tesla 的電動車產量季增 20%、年增 44%至 439,701 輛，交車量則達 405,278 輛，季增 18%、年增 31%。運送中車輛數進一步季增，顯示各區域的產量與服務市場佔比更為平均。4Q22 交車量落後市場預估 4%，但基本符合因應景氣降溫與 12 月上海超級工廠產量減少而調整的最新預期。2022 年的電動車交車量總計 1,313,851 輛，Model 3 與 Y 合併銷量達 1,247,146 輛，年增 37%。

凱基預估 2023 年交車量將成長 37%，市場結構更加分散。Tesla 近日採取的措施 (包括降價、折扣與其他促銷) 顯然是在回應景氣趨緩帶來的需求降溫、中國市場競爭與近期美國政策不確定性。Tesla 要達成 2023 年交車量成長 50% (公司跨年度 CAGR 目標) 具備一定難度，但我們依舊看好公司成長優於全球電動車市場 (我們預估後者 2023 年將成長 35%)。有鑑於 2022 年底中國的新能源車補貼退場導致需求成長放緩，Tesla 致力拓展以往因產能受限而無法服務的市場。例如，於 12 月開始在台灣交付 Model Y，並將於 1Q23 在泰國開始交付 Model 3 與 Y。凱基預估 2023 年 Tesla 將可持續鞏固在美國的市場版圖，並在中國以外的市場穩健成長。

財務穩健有助抵禦不確定性；凱基將 2022-24 年預估年複合成長率下修至 37%。儘管公司面臨諸多挑戰，Tesla 的營運目標仍基本如期推進，包括柏林廠與德州廠進一步生產放量 (據報導目前單週產量已達 3,000 輛) 以及 12 月交付首批 Tesla Semi。相較於全球汽車 OEM 同業，我們認為 Tesla 的財務穩健 (包括擁有現金部位 195 億美元、自由現金流量為正值與同業無可比擬的獲利能力) 意味著公司更有能力抵禦景氣反轉向下。我們將 2023-24 年預估 EPS 分別下修 12%與 10%，反應景氣環境不利之際公司祭出促銷方案的影響。

主要財務數據

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (US\$百萬元)	31,536	53,823	81,509	109,152	142,542
營業毛利 (US\$百萬元)	6,630	13,606	21,267	28,343	37,815
營業利益 (US\$百萬元)	1,994	6,523	14,009	19,926	27,900
EBITDA (US\$百萬元)	4,316	9,434	17,773	24,450	26,381
稅後淨利 (US\$百萬元)	2,424	7,654	14,265	19,609	26,629
每股盈餘 (US\$)	0.75	2.26	4.11	5.65	7.68
營收增長率 (%)	28.3	70.7	51.4	33.9	30.6
每股盈餘增長率 (%)	5,437.4	202.9	82.0	37.5	35.8
毛利率 (%)	21.0	25.3	26.1	26.0	26.5
營業利益率 (%)	6.3	12.1	17.2	18.3	19.6
EBITDA margin (%)	13.7	17.5	21.8	22.4	18.5
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	4.3	20.0	28.1	27.9	27.7

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q22 與 1Q23 損益預估調整暨市場共識比較

百萬美元	4Q22F							1Q23F						
	修正後	修正前	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	24,365	24,841	(1.9)	13.6	37.5	25,058	(2.8)	24,770	26,575	(6.8)	1.7	32.1	25,978	(4.6)
毛利	6,191	6,324	(2.1)	15.0	27.7	6,441	(3.9)	6,291	7,002	(10.1)	1.6	15.2	6,721	(6.4)
營業利益	4,254	4,548	(6.5)	15.3	62.8	4,532	(6.1)	4,297	5,155	(16.6)	1.0	19.3	4,425	(2.9)
稅後淨利	4,263	4,577	(6.9)	16.7	47.8	4,262	0.0	4,280	5,070	(15.6)	0.4	14.7	4,287	(0.2)
每股盈餘 (美元)	1.23	1.32	(6.9)	16.7	45.1	1.19	3.5	1.23	1.46	(15.6)	0.4	14.8	1.23	0.4
毛利率 (%)	25.4	25.5	(0.1) ppts	0.3 ppts	(1.9) ppts	25.7	(0.3) ppts	25.4	26.3	(0.9) ppts	(0.0) ppts	(3.7) ppts	25.9	(0.5) ppts
營利率 (%)	17.5	18.3	(0.9) ppts	0.3 ppts	2.7 ppts	18.1	(0.6) ppts	17.3	19.4	(2.0) ppts	(0.1) ppts	(1.9) ppts	17.0	0.3 ppts
淨利率 (%)	17.5	18.4	(0.9) ppts	0.5 ppts	1.2 ppts	17.0	0.5 ppts	17.3	19.1	(1.8) ppts	(0.2) ppts	(2.6) ppts	16.5	0.8 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 2：2022-24 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬美元	2022F						2023F						2024F					
	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	81,509	81,985	(0.6)	51.4	82,982	(1.8)	109,152	115,806	(5.7)	33.9	113,987	(4.2)	142,542	149,208	(4.5)	30.6	146,663	(2.8)
毛利	21,267	21,400	(0.6)	56.3	21,973	(3.2)	28,343	30,818	(8.0)	33.3	30,582	(7.3)	37,815	41,445	(8.8)	33.4	39,094	(3.3)
營業利益	14,009	14,303	(2.1)	114.8	14,419	(2.8)	19,926	22,935	(13.1)	42.2	20,890	(4.6)	27,900	31,678	(11.9)	40.0	26,275	6.2
稅後淨利	14,265	14,579	(2.2)	86.4	13,804	3.3	19,609	22,393	(12.4)	37.5	18,610	5.4	26,629	29,526	(9.8)	35.8	23,569	13.0
每股盈餘 (美元)	4.11	4.20	(2.2)	82.0	4.13	(0.4)	5.65	6.46	(12.4)	37.5	5.42	4.3	7.68	8.51	(9.8)	35.8	6.75	13.7
毛利率 (%)	26.1	26.1	(0.0) ppts	0.8 ppts	26.5	(0.4) ppts	26.0	26.6	(0.6) ppts	(0.1) ppts	26.8	(0.9) ppts	26.5	27.8	(1.2) ppts	0.6 ppts	26.7	(0.1) ppts
營利率 (%)	17.2	17.4	(0.3) ppts	5.1 ppts	17.4	(0.2) ppts	18.3	19.8	(1.5) ppts	1.1 ppts	18.3	(0.1) ppts	19.6	21.2	(1.7) ppts	1.3 ppts	17.9	1.7 ppts
淨利率 (%)	17.5	17.8	(0.3) ppts	3.3 ppts	16.6	0.9 ppts	18.0	19.3	(1.4) ppts	0.5 ppts	16.3	1.6 ppts	18.7	19.8	(1.1) ppts	0.7 ppts	16.1	2.6 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基投顧

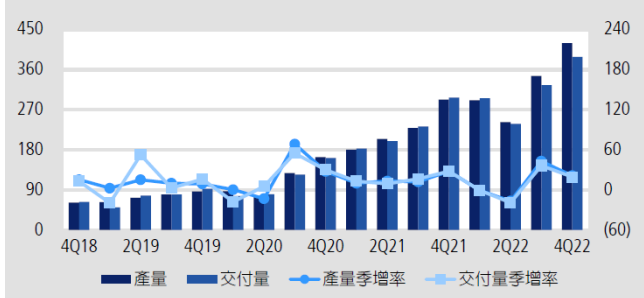
圖 3：2022-24 年預估交車量

輛	2022				2023F				2024F			
	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	1,313,851	1,313,073	0.1	40.3	1,800,000	1,880,650	(4.3)	37.0	2,465,900	2,533,000	(2.6)	37.0
Model S/X	66,705	69,058	(3.4)	167.0	87,500	94,000	(6.9)	31.2	100,000	100,000	0.0	14.3
Model 3/Y	1,247,146	1,244,015	0.3	36.9	1,700,000	1,767,000	(3.8)	36.3	1,940,000	2,090,000	(7.2)	14.1
Cybertruck	0	0	-	-	11,400	19,000	(40.0)	-	179,200	179,200	0.0	1471.9
Semi	0	0	-	-	1,100	650	69.2	-	6,700	3,800	76.3	509.1

資料來源：凱基投顧

圖 4：Model 3 與 Y 合計產量與交車量

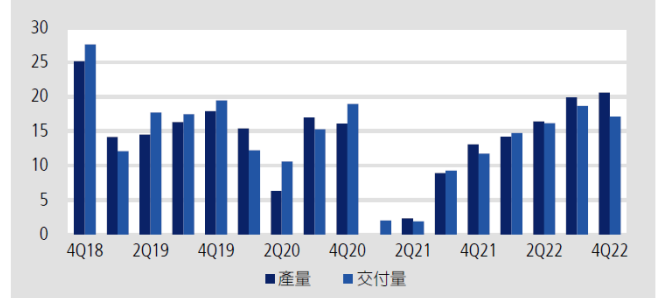
產量與交車量，千輛 (左軸)；季增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基投顧

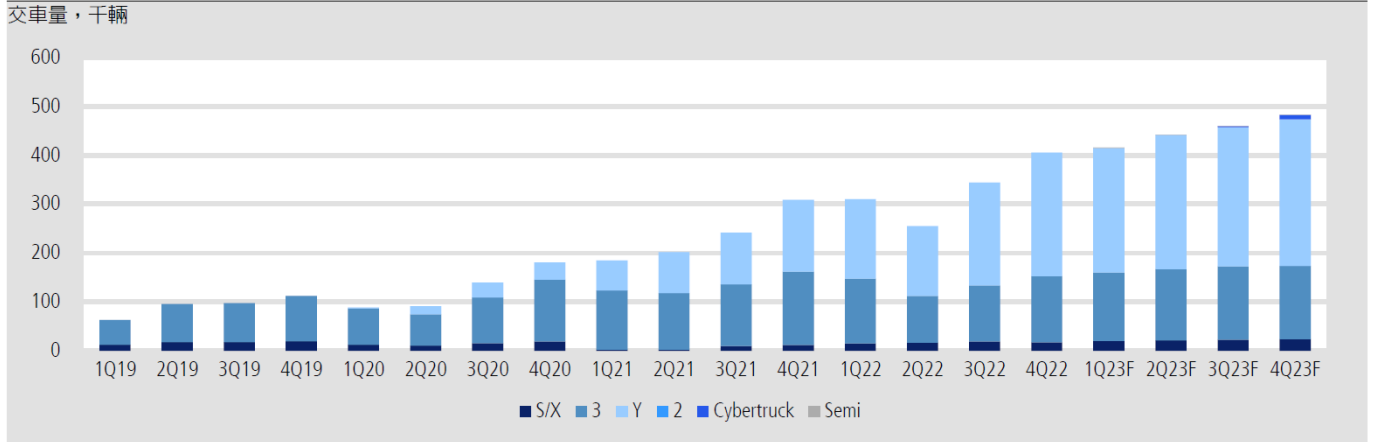
圖 5：Model S 與 X 合計產量與交車量

產量與交車量，千輛



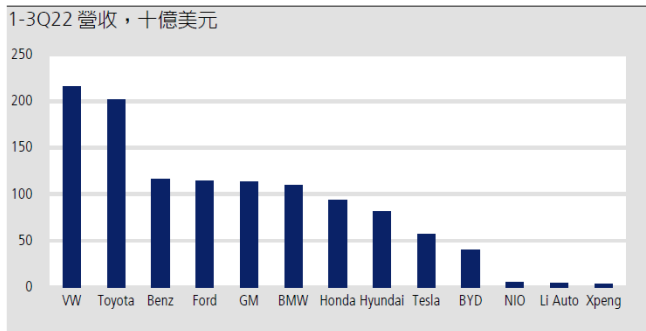
資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 6：Model Y 將是為來兩年的成長主力



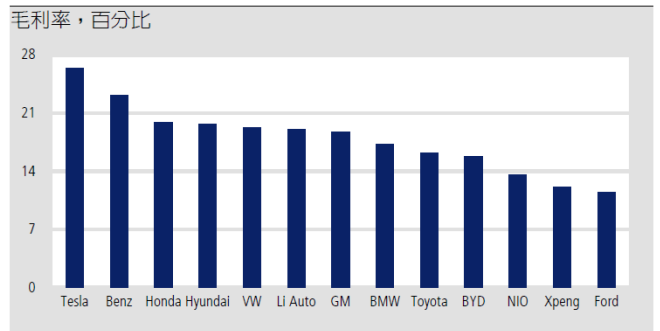
資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 7：Tesla 營收已漸趕上傳統 OEM



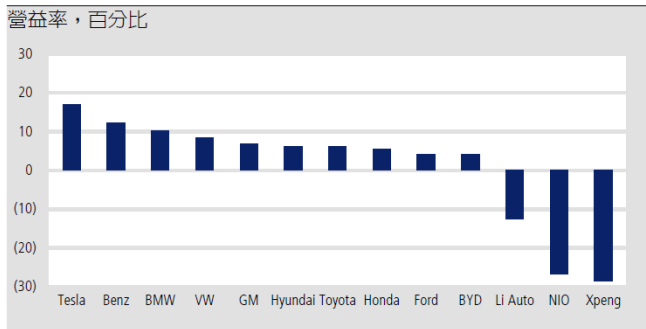
資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 8：1Q-3Q22 毛利率 26.4% 領先全球同業



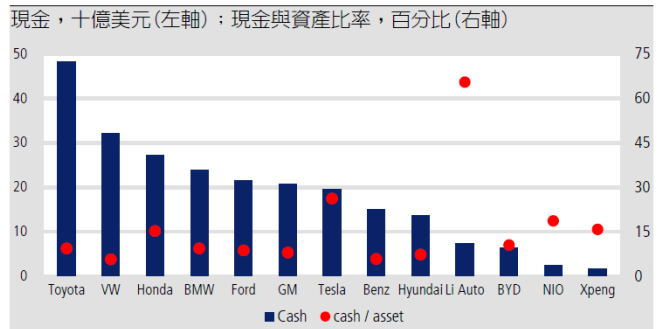
資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 9：1Q-3Q22 營益率 17.1% 大幅領先同業



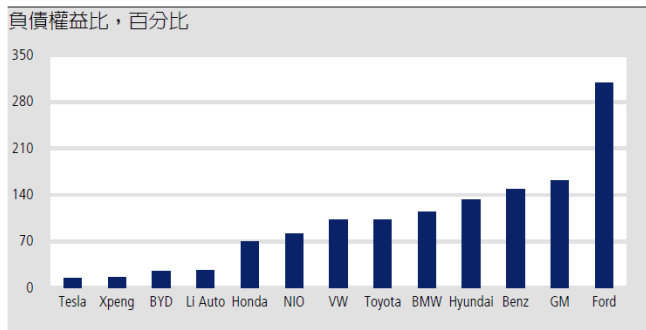
資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 10：3Q22 在手現金 195 億美元同時擁有高資產運用效率



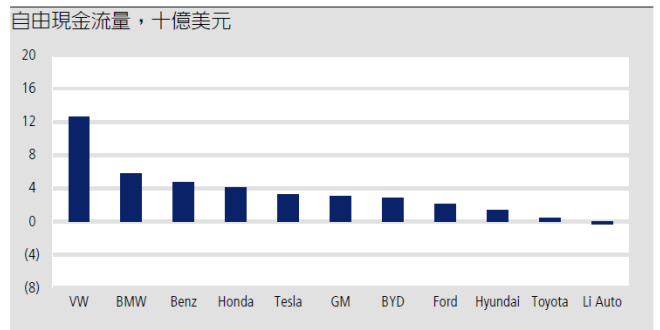
資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 11：最低的負債權益比隱含財務穩健



資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 12：自由現金流量已與傳統 OEM 達相近水準



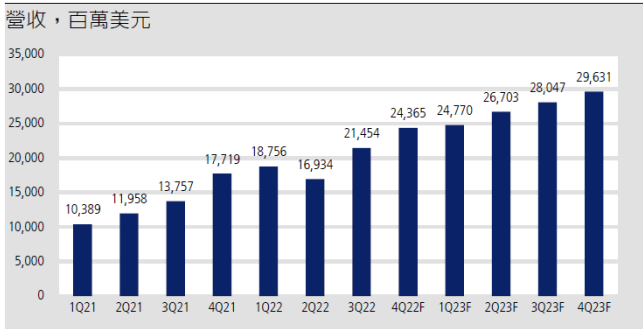
資料來源：Bloomberg、凱基投顧

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 2021 年，Tesla 為全球最大電動車廠，銷量達 93.62 萬輛，市占率為 15%。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，柏林及德州廠則預計於 1H22 啟動交車。

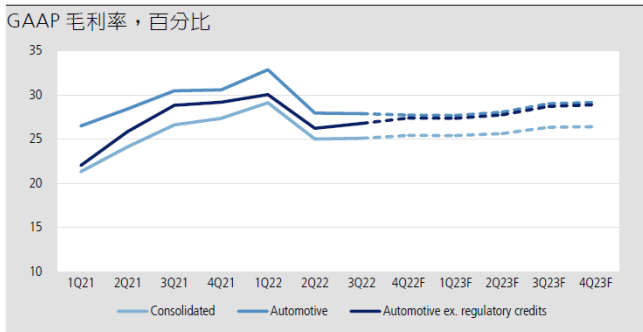
資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 季營收



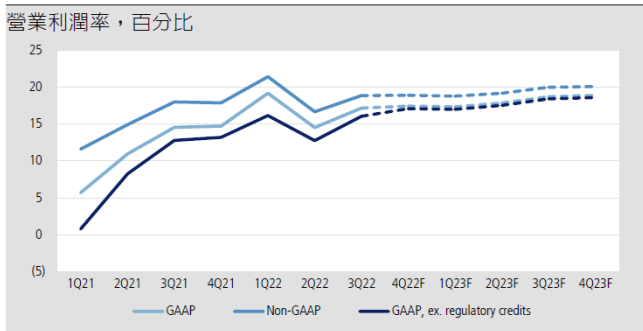
資料來源：公司資料；凱基

圖 17: GAAP 毛利率



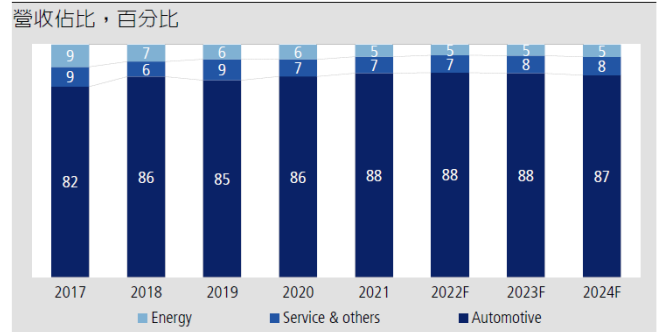
資料來源：公司資料；凱基

圖 19: 營業利潤率



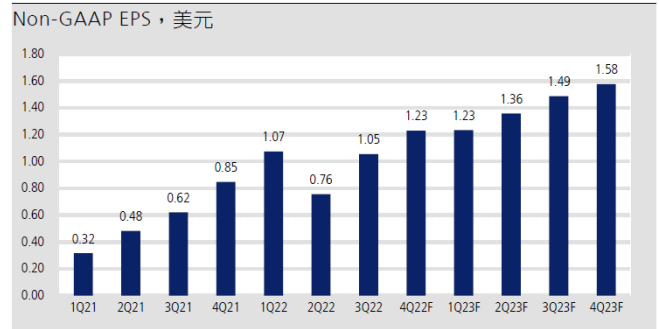
資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 事業別營收組成



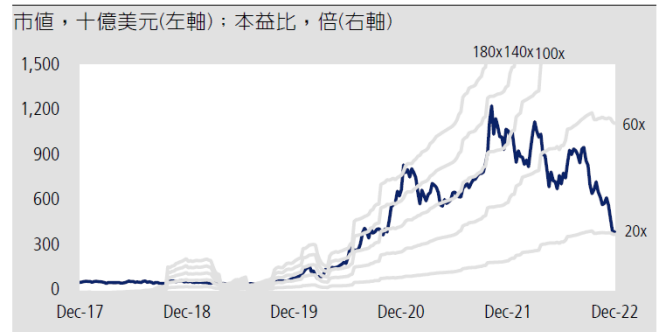
資料來源：公司資料；凱基

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

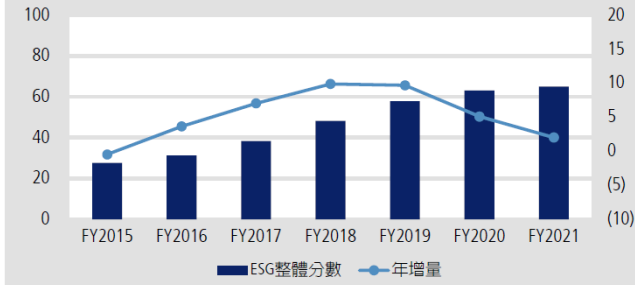
圖 20: 未來 12 個月預估市價營收比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 21: ESG 整體分數

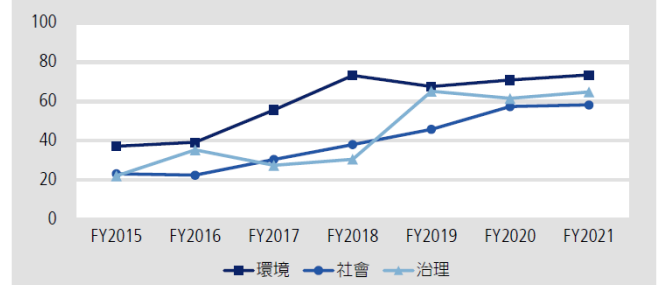
ESG 整體分數 (左軸): 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22: ESG 各項分數

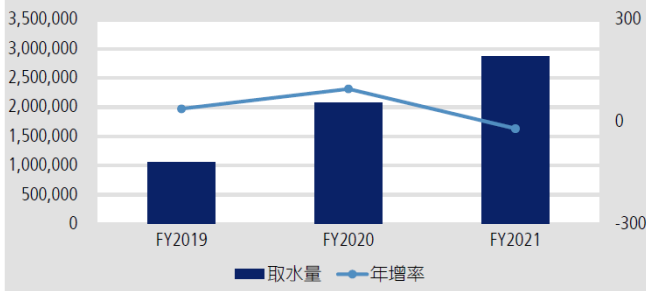
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23: 取水量

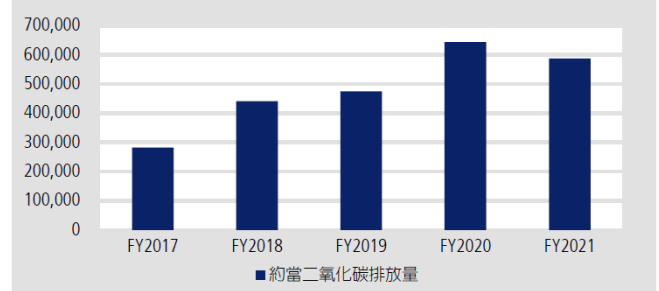
取水量, 立方公尺 (左軸): 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24: 碳排量

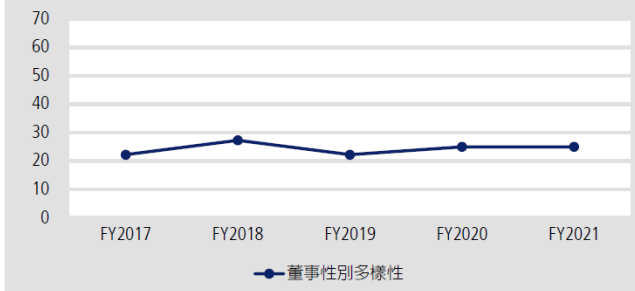
約當二氧化碳排放量, 噸



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25: 董事性別多樣性

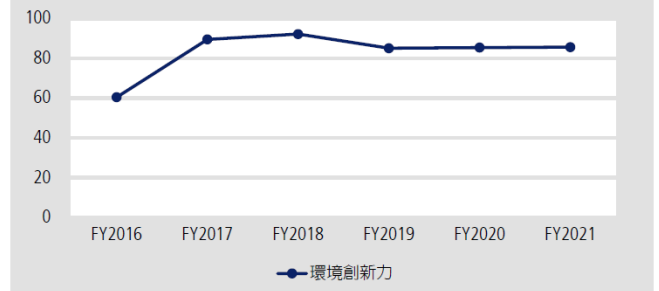
女性董事佔董事會比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26: 環境創新

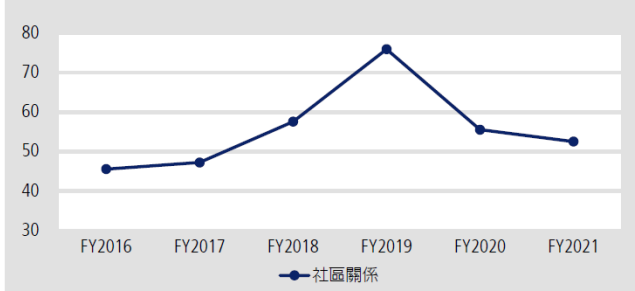
環境創新分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 27: 社區關係

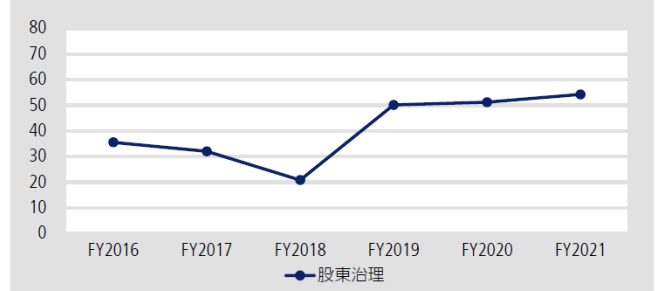
社區關係分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 28: 股東治理

股東治理分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 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	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 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	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 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	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 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	廢棄物總量(公噸) - 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	公司呈報的廢棄物回收率 - 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	總取水量(立方公尺) - 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	環保支出總金額 - 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	員工流動率 - 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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 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	女性員工百分比 - 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	所有員工教育訓練總時數 - 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	平均每年每位員工總教育訓練時數

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 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之任何證券持有。