

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

再次調高資本支出預期

增加持股 · 維持

收盤價 April 22 (US\$)	387.5
3 個月目標價 (US\$)	407.6
12 個月目標價 (US\$)	468.0
前次目標價 (US\$)	490.0
調降 (%)	-4.5
上漲空間 (%)	20.8

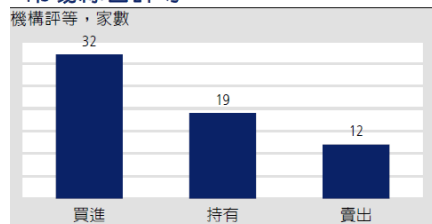
焦點內容

- 為持續加大 AI 投資，再次上修 2026 年資本支出預估至 250 億美元。
- EV 需求漸回溫跡象；FSD 獲荷蘭上路許可有助推動歐盟進程，Robotaxi 目標年底擴張至全美 12 州。
- Optimus V3 目標 2027 年放量。

交易資料表

市值：(US\$bn)	1,454.1		
流通在外股數 (百萬股)：	3,752		
機構持有比例 (%)：	44.8		
3M 平均成交量 (百萬股)：	63.0		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	244.4-498.8		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(13.7)	(13.7)	54.5
相對表現 (%)	(16.9)	(19.6)	21.8

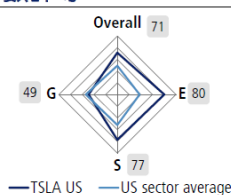
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	25	415	600
潛在報酬 (%)	(93.5)	7.1	54.8

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 1Q26 財報，EV 銷量 35.8 萬輛 (季減 14%)、儲能系統出貨量 8.8 GWh (年減 15%) 皆不如預期。但毛利率 21.1% 優於預期，部分受惠關稅退回等一次性利益，使 Non-GAAP EPS 0.41 美元略高於市場原先較保守之預期。股價盤後下跌約 1%。

評論及分析

2026 年預估資本支出上修至 250 億美元。 管理層預期未來數年資本支出將維持高水位，以用於添購算力、新產線 (Optimus、Cybercab、Semi)、電池供應鏈建置等。自建晶圓廠部分，公司將在 Giga Texas 園區投入 30 億美元先建立 Research fab，未來 Terafab 則主要由 SpaceX (美) 負責，預計採 Intel (美) 14A 製程。

EV 需求見曙光；FSD 再傳捷報。 儘管 1Q26 EV 銷量不如預期，但管理層認為西歐需求已有反彈跡象，且亞太需求仍維持強勁。1Q26 FSD (Supervised) 訂閱數增至 128 萬，約隱含 14% 搭載率，近期於荷蘭獲得可上路的許可，有助於推動在歐盟其他國家的進程；凱基預估 FSD 搭載率在 2026-27 年底提升至 17%、23%。公司也以謹慎態度拓展 Robotaxi 服務，目標年底擴張至全美約 12 個州。FSD (Supervised) 目前已迭代至 V14.3，管理層表示年底 V15 將是又一次重大改版，並預期搭載 AI4 的車輛即可達成 Unsupervised FSD，AI5 則以 Optimus、資料中心等用途優先。公司並重申 2026 年將量產 Cybercab，Musk 預期該車型將為長期最主要的量產平台。

Optimus V3 目標年底投產、2027 年放量。 Model S&X 將於 5 月停產以挪用 Fremont 廠房空間予 Optimus 量產使用，目前 V3 設計已接近完成，但發布時間將更貼近實際投產時間。第一代產線設計年產能 100 萬台，第二代產線則預計在 Giga Texas，長期目標年產能 1,000 萬台，預計 2027 年投產。

投資建議

凱基下修 2026-28 年 EPS 預估至 1.97、2.55、3.78 美元。儘管獲利動能未有明顯改善，且擴大資本支出將使公司 FCF 轉負，但重申看好 Tesla 作為實體 AI 領先者的地位，預計 2027 年成長動能重啟。維持「增加持股」評等但調降 12 個月目標價至 468 美元，係以 SOTP 法針對其電動車、能源、Robotaxi、機器人、服務及其他分別給予評價。

投資風險

價格壓力抑制短期獲利能力；政治風險。

主要財務數據

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US\$百萬元)	97,690	94,827	99,103	115,554	129,883
營業毛利 (US\$百萬元)	17,450	17,094	20,025	23,347	28,835
營業利益 (US\$百萬元)	7,076	4,355	5,199	7,630	12,939
EBITDA (US\$百萬元)	12,444	10,503	12,009	15,840	22,399
稅後淨利 (US\$百萬元)	8,419	5,858	6,991	9,164	13,752
每股盈餘 (US\$)	2.42	1.45	1.97	2.55	3.78
營收增長率 (%)	0.9	(2.9)	4.5	16.6	12.4
每股盈餘增長率 (%)	(22.6)	(40.0)	35.6	29.4	48.5
毛利率 (%)	17.9	18.0	20.2	20.2	22.2
營業利益率 (%)	7.2	4.6	5.2	6.6	10.0
EBITDA margin (%)	12.7	11.1	12.1	13.7	17.2
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	2.7
股東權益報酬率 (%)	9.9	4.6	4.2	5.3	7.9

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 1Q26 財報與 2Q26 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	1Q26								2Q26F							
	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	22,387	22,794	(1.8)	(10.1)	15.8	22,191	0.9	24,103	24,541	(1.8)	7.7	7.1	24,661	(2.3)		
毛利	4,720	4,609	2.4	(5.8)	49.7	3,935	19.9	4,805	4,854	(1.0)	1.8	23.9	4,420	8.7		
營業利益	941	1,258	(25.2)	(33.2)	135.8	788	19.5	1,141	1,370	(16.7)	21.3	23.6	1,205	(5.3)		
稅後淨利	1,453	1,818	(20.1)	4.2	55.6	1,216	19.5	1,652	1,878	(12.0)	13.7	18.6	1,561	5.8		
每股盈餘 (美元)	0.41	0.51	(19.9)	4.3	54.8	0.34	20.8	0.47	0.53	(11.9)	13.5	17.8	0.42	9.9		
毛利率 (%)	21.1	20.2	0.9 ppts	1.0 ppts	4.8 ppts	17.7	3.4 ppts	19.9	19.8	0.2 ppts	(1.1) ppts	2.7 ppts	17.9	2.0 ppts		
營業率 (%)	4.2	5.5	(1.3) ppts	(1.5) ppts	2.1 ppts	3.5	0.7 ppts	4.7	5.6	(0.8) ppts	0.5 ppts	0.6 ppts	4.9	(0.2) ppts		
淨利率 (%)	6.5	8.0	(1.5) ppts	0.9 ppts	1.7 ppts	5.5	1.0 ppts	6.9	7.7	(0.8) ppts	0.4 ppts	0.7 ppts	6.3	0.5 ppts		

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 2026-28 年財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	2026F						2027F						2028F					
	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	99,103	101,294	(2.2)	4.5	102,506	(3.3)	115,554	118,029	(2.1)	16.6	119,452	(3.3)	129,883	133,977	(3.1)	12.4	139,425	(6.8)
毛利	20,025	20,441	(2.0)	17.1	18,603	7.6	23,347	24,795	(5.8)	16.6	23,137	0.9	28,835	30,777	(6.3)	23.5	29,088	(0.9)
營業利益	5,199	6,403	(18.8)	19.4	5,609	(7.3)	7,630	10,625	(28.2)	46.8	8,975	(15.0)	12,939	15,381	(15.9)	69.6	13,629	(5.1)
稅後淨利	6,991	8,333	(16.1)	36.7	6,493	7.7	9,164	12,086	(24.2)	31.1	9,014	1.7	13,752	15,744	(12.7)	50.1	12,324	11.6
每股盈餘 (美元)	1.97	2.35	(16.1)	35.6	1.90	3.8	2.55	3.38	(24.6)	29.4	2.57	(0.7)	3.78	4.38	(13.6)	48.5	3.52	7.3
毛利率 (%)	20.2	20.2	0.0 ppts	2.2 ppts	18.1	2.1 ppts	20.2	21.0	(0.8) ppts	(0.0) ppts	19.4	0.8 ppts	22.2	23.0	(0.8) ppts	2.0 ppts	20.9	1.3 ppts
營業率 (%)	5.2	6.3	(1.1) ppts	0.7 ppts	5.5	(0.2) ppts	6.6	9.0	(2.4) ppts	1.4 ppts	7.5	(0.9) ppts	10.0	11.5	(1.5) ppts	3.4 ppts	9.8	0.2 ppts
淨利率 (%)	7.1	8.2	(1.2) ppts	1.7 ppts	6.3	0.7 ppts	7.9	10.2	(2.3) ppts	0.9 ppts	7.5	0.4 ppts	10.6	11.8	(1.2) ppts	2.7 ppts	8.8	1.7 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 3: 2026-28 年電動車銷量預估修正

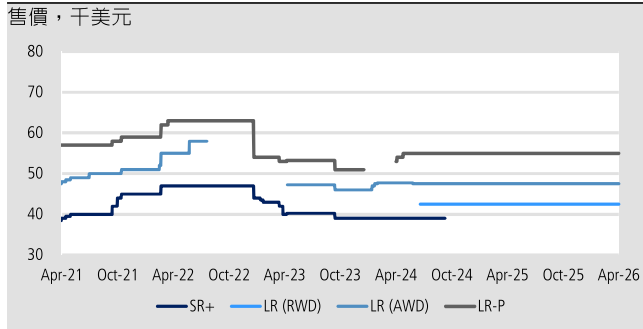
輛	2026F				2027F				2028F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
合計銷量	1,588,123	1,682,100	(5.6)		1,841,880	1,886,880	(2.4)	16.0	1,916,400	1,976,400	(3.0)	4.0
Model S/X	25,732	6,000	328.9		0	0	-	(100.0)	0	0	-	-
Model 3/Y	1,546,893	1,660,000	(6.8)		1,822,500	1,867,500	(2.4)	17.8	1,835,000	1,895,000	(3.2)	0.7
Model 2	0	0	-		0	0	-	-	38,000	38,000	0.0	-
Cybertruck	15,398	16,000	(3.8)		16,000	16,000	0.0	3.9	16,000	16,000	0.0	0.0
Semi	100	100	0.0		530	530	0.0	430.0	1,000	1,000	0.0	88.7
Cybercab	0	0	-		0	2,500	(100.0)	-	2,500	26,000	(90.4)	-

資料來源: 凱基

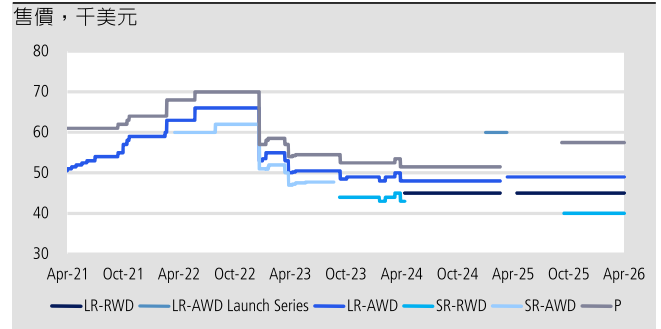
圖 4: SOTP 法評價之假設基礎

	2030年營收預估 (百萬美元)	PSR	市值 (百萬美元)
汽車業務(扣除FSD)	87,623	5	438,113
FSD+Robotaxi	16,322	35	571,275
機器人相關業務	20,500	40	820,000
能源業務	28,989	10	289,893
其他	23,421	1.5	35,131
總和			2,154,412
折現率			8.0%
折現後市值(百萬美元)			1,710,242
在外流通股數(百萬股)			3,658
12個月目標價(美元)			468

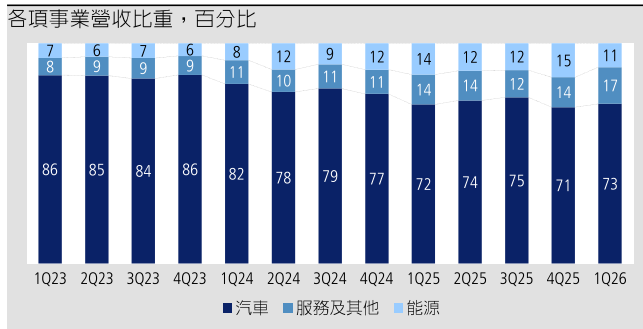
資料來源: 凱基預估

圖 5: Model 3 各車型美國售價


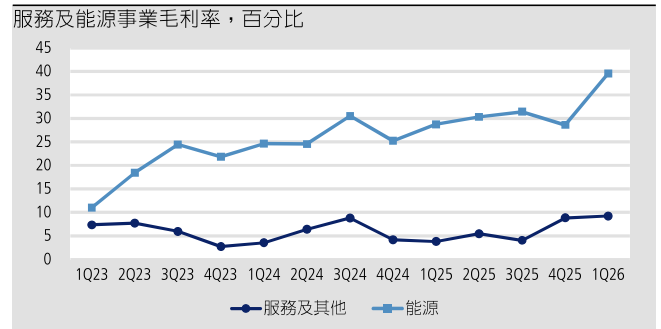
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: Model Y 各車型於美國售價


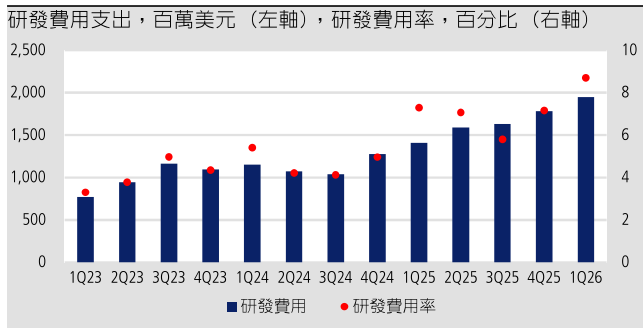
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 各項事業營收比重


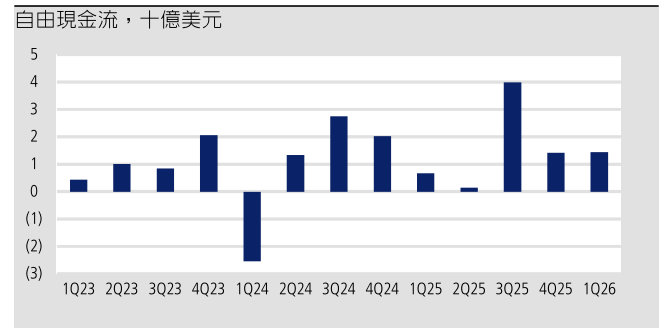
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 能源事業毛利率維持高檔


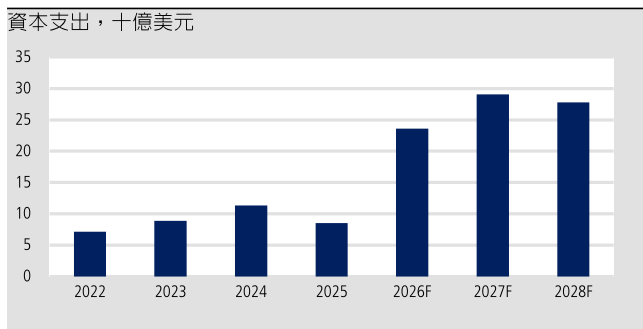
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 研發費用支出


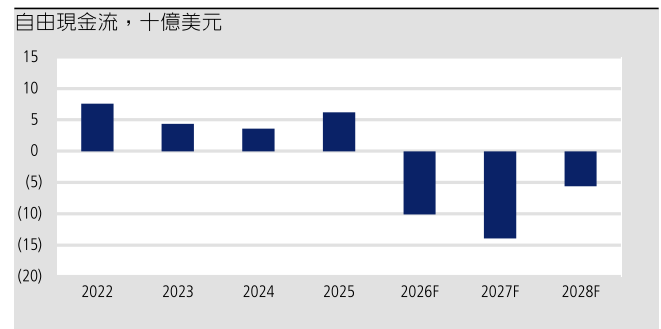
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 1Q26 維持正自由現金流


資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 未來將進入高資本支出週期


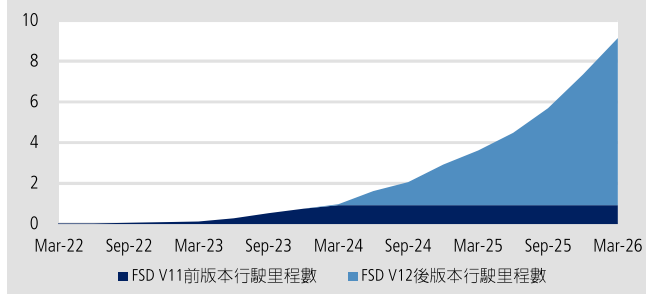
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 預計 2026 年自由現金流轉負


資料來源：公司資料；凱基

圖 13: FSD (Supervised) V12 版本後累積里程快速增加

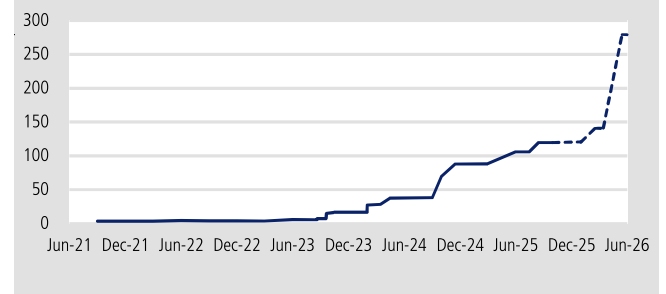
累積里程，十億英里



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: Tesla 在 AI 訓練算力持續提升(以 H100 等效 GPU 數量)

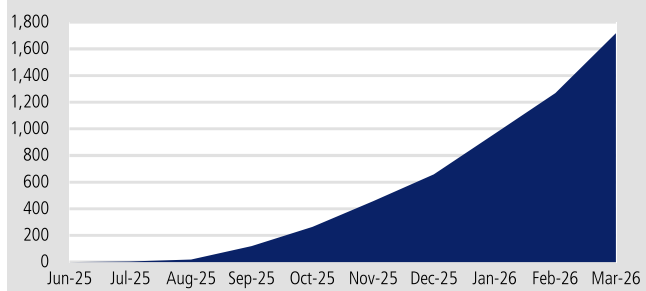
等效 H100 數量，千張



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: Robotaxi 累積收費里程數

里程數，千英里



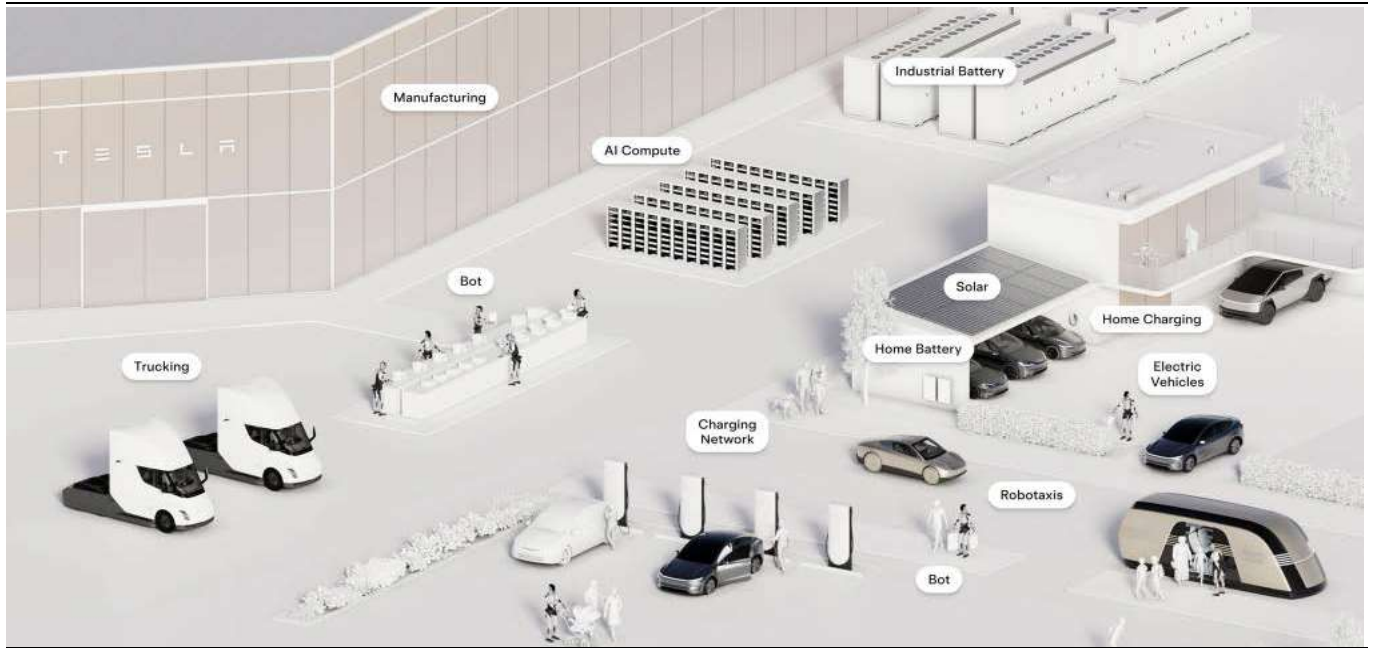
資料來源：公司資料；凱基

圖 16: 規劃中 Robotaxi 服務範圍

州別	城市	狀態
California	SF Bay Area	Safety Driver
	Austin	Ramping Unsupervised
Texas	Dallas	Ramping Unsupervised
	Houston	Ramping Unsupervised
Arizona	Phoenix	Preparations Underway
	Miami	Preparations Underway
Florida	Orlando	Preparations Underway
	Tampa	Preparations Underway
Nevada	Las Vegas	Preparations Underway

資料來源：公司資料；凱基

圖 17: 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 18: FSD (Supervised)行駛測試



資料來源：公司資料、凱基

圖 19: Cybercab 採雙門鷗翼設計，且無配備方向盤、電門以及後擋風玻璃



資料來源：公司資料、凱基

圖 20: Cybercab 採用無線充電

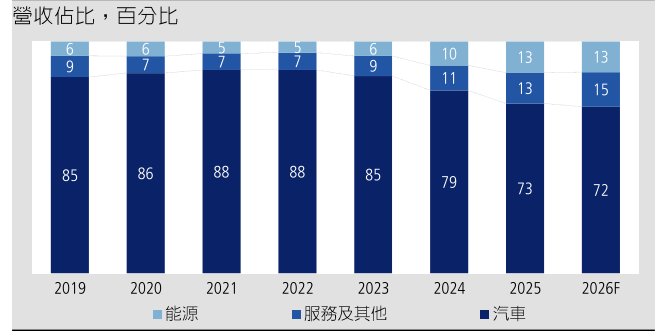


資料來源：公司資料、凱基

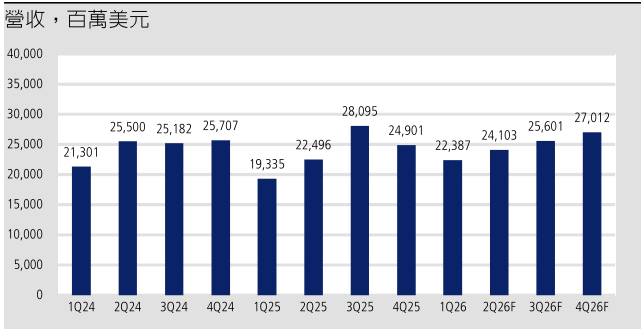
圖 21: 公司概況

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 2024 年，Tesla 為全球第二電動車廠，銷量 179 萬輛，市占率為 10%。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。

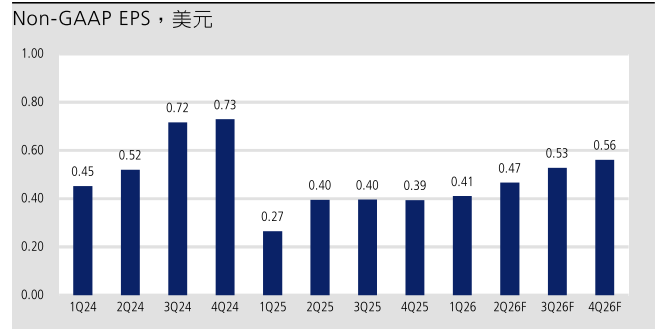
資料來源：公司資料；凱基

圖 22: 事業別營收組成


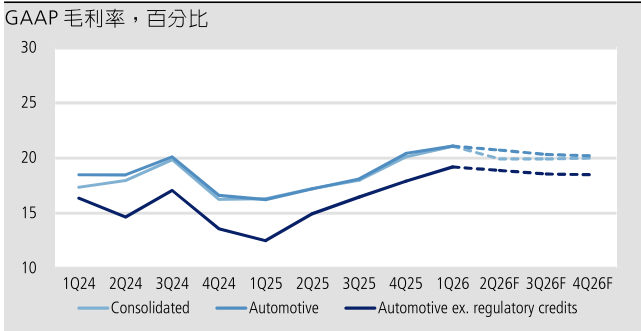
資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 季營收


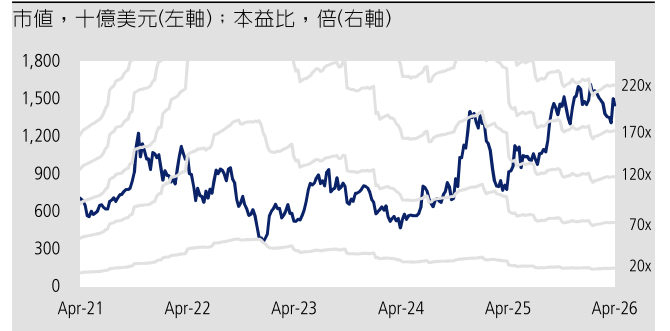
資料來源：公司資料；凱基

圖 24: Non-GAAP EPS


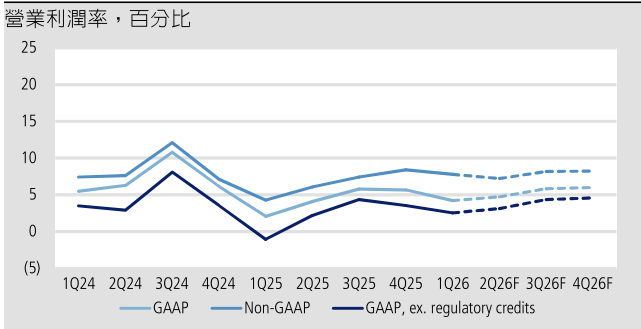
資料來源：公司資料；凱基

圖 25: GAAP 毛利率


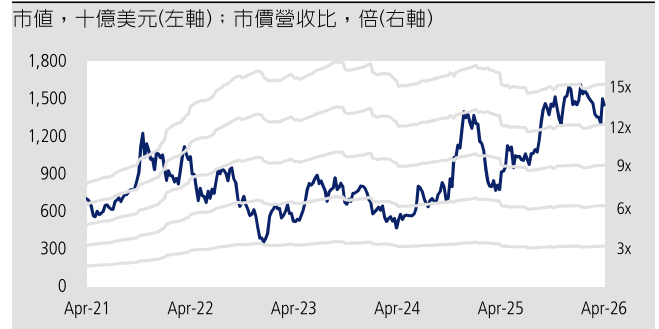
資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 未來 12 個月預估本益比


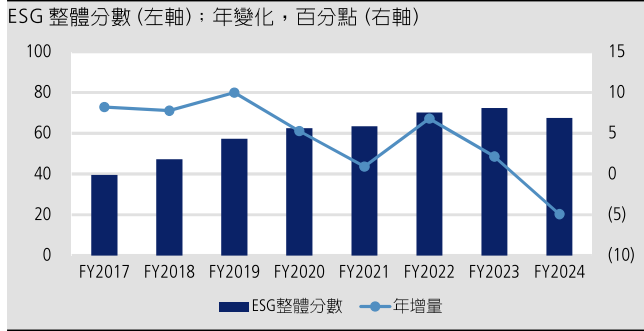
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 27: 營業利潤率


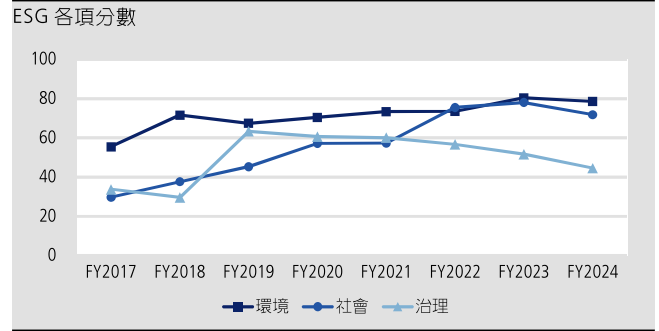
資料來源：公司資料；凱基

圖 28: 未來 12 個月預估市價營收比


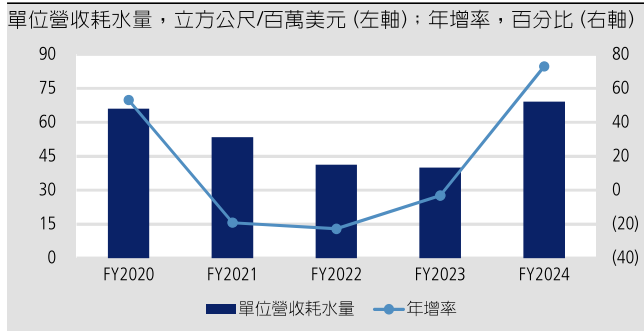
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 29: ESG 整體分數


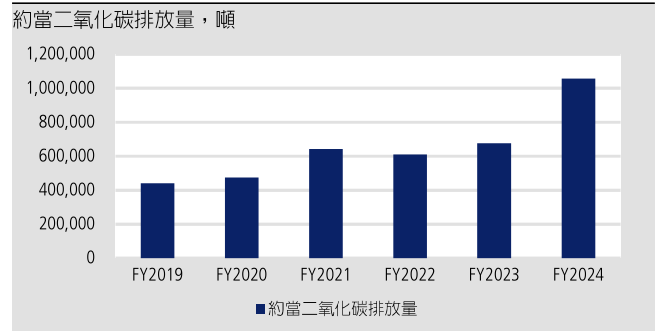
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 30: ESG 各項分數


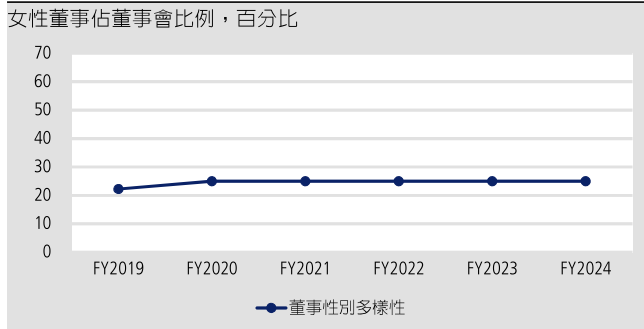
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31: 耗水量


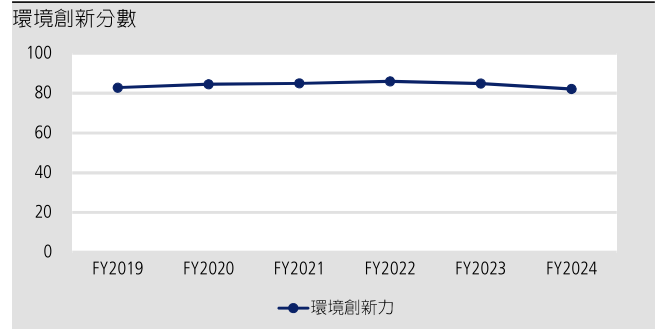
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: 碳排放量


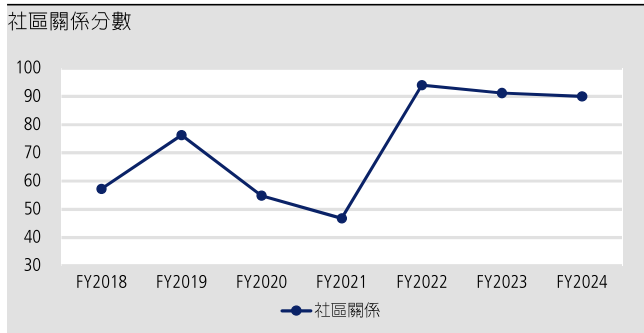
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 董事性別多樣性


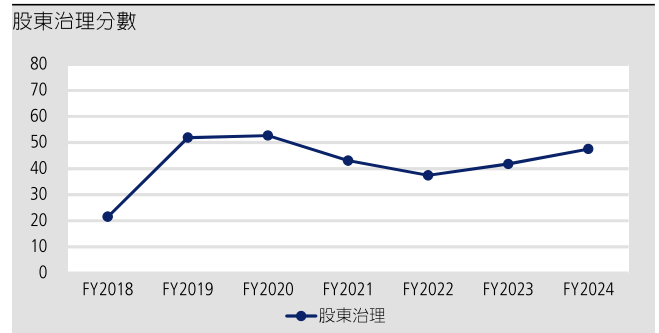
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 環境創新


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 社區關係


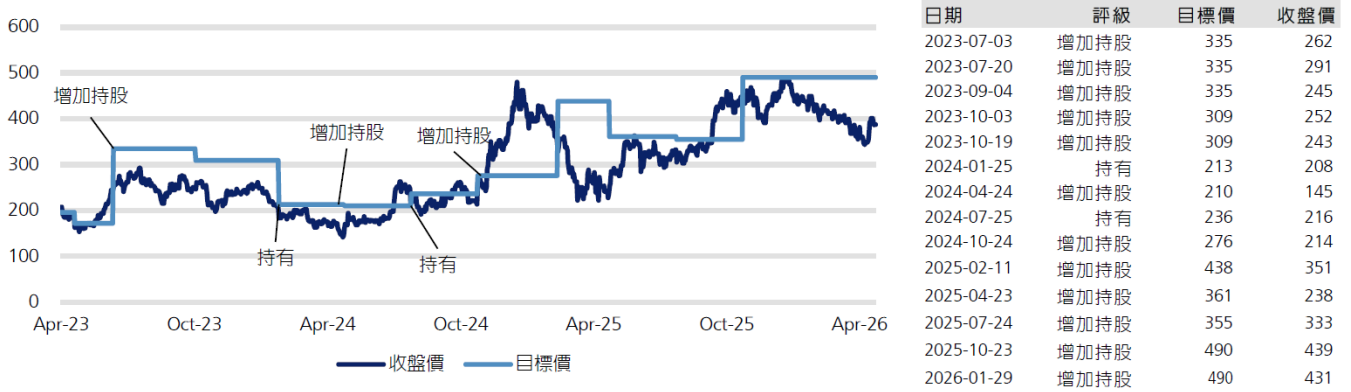
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36: 股東治理


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	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
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	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
社區關係分數	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
勞動力分數	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
資源使用指標	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

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，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。