

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

中長期競爭力與展望不變

增加持股 · 維持

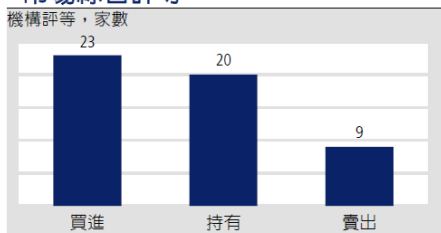
收盤價 October 18 (US\$)	242.7
3 個月目標價 (US\$)	259
12 個月目標價 (US\$)	309
前次目標價 (US\$)	309
維持 (%)	0
上漲空間 (%)	27.3

交易資料表

市值: (US\$bn)	770.3
流通在外股數 (百萬股):	3,174
機構持有比例 (%):	47.3
3M 平均成交量 (百萬股):	115.5
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	101.8-299.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-16.7	34.4	9.3
相對表現 (%)	-11.2	30.5	-7.5

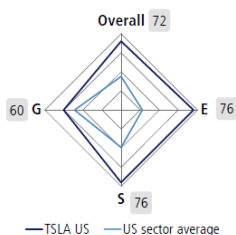
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	24	259	400
潛在報酬 (%)	(90.0)	6.6	64.8

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 3Q23 non-GAAP EPS 0.66 美元，季減 27%、年減 37%。公司股價於盤後交易期間下跌 4%。

評論及分析

3Q23 獲利不如預期，但凱基預估已為近期谷底。3Q23 營收季減 6%至 234 億美元，其中非電動車業務營收季增 2%，營收佔比達 16%。電動車營收季減 8%至 196 億美元，反映電動車交車量季減 7%且均價較前一季下滑 3%至 4.38 萬美元。雖然電動車單位生產成本降至 3.75 萬美元，但仍影響該業務 3Q23 毛利率衰退 0.5 個百分點至 18.7%。儲能設備佈建量創新高加上 Megapack 電池出貨佔比增加則帶動發電與儲能業務毛利率來到 24.4%，季增 6.0 個百分點。Cybertruck 投產與 AI 投資使營業費用大幅季增 13%至 24.1 億美元，營益率因此季減 2.1 個百分點至 7.6%。公司的自由現金流依舊為正達到 8 億美元，截至 3Q23 季末約當現金達 261 億美元。

2023 年交車 180 萬量的目標不變；面對景氣不確定性，成本縮減與 AI 投資為首要之務。Tesla 重申 2023 年電動車交車 180 萬量的目標，亦即產量與交車量都將於 4Q23 復甦。管理層透露景氣不明與高利率環境下面臨諸多挑戰，言下之意產能擴充將不是公司的優先任務；未來公司將持續專注於降低成本、AI 投資、Cybertruck 生產放量與開發次世代平台。管理層表示 Cybertruck 將於 4Q23 開始交車，但要達到量產規模可能需要 18 個月，即 2025 年產量才有機會到 25 萬輛（對比目前訂單已超過 100 萬輛）。

凱基將 2023-24 年預估 EPS 分別下修至 3.15、4.00 美元，反映研發支出增加，但 2025-26 年預估值維持 6.76、8.69 美元不變。我們維持 Tesla 2024 年交車 224 萬輛（年增 24%）的預估，其中 Cybertruck 的交車量在 5 萬輛以下。2024 年預估營收調降為 1,171 億美元，年增 22%，並將營益率預估下修 1.8 個百分點至 11.6%，主要因調升研發支出預估；據此，我們將 2024 年 EPS 預估調降為 4.00 美元，較 2023 年的 3.15 美元成長 27%。凱基重申對 Tesla 中長期展望的正面看法，係因看好公司持續縮減成本與投資 AI 和次世代平台的策略將有助其維持在電動車與自動駕駛領域的領先地位。隨著 2025 年 Cybertruck 可望達到量產且公司或將推出次世代電動車款（屆時全自動輔助駕駛（FSD）也將更加成熟），我們預估 2025 年起 Tesla 的獲利將大幅成長，是故 2025-26 年預估 EPS 維持 6.76、8.69 美元不變。

投資建議

凱基維持 Tesla 「增加持股」評等與 12 個月目標價 309 美元，相當於 2025-26 年平均預估 EPS 的 40 倍。我們重申正面看待 Tesla 的長期成長，並建議投資人逢低布局。

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	96,217	117,079	154,255	185,833
營業毛利 (US\$百萬元)	20,853	17,808	23,530	35,563	45,338
營業利益 (US\$百萬元)	13,656	9,075	13,613	25,081	32,330
EBITDA (US\$百萬元)	17,403	13,795	13,961	57,305	63,041
稅後淨利 (US\$百萬元)	14,116	10,983	13,982	23,604	30,358
每股盈餘 (US\$)	4.07	3.15	4.00	6.76	8.69
營收增長率 (%)	51.4	18.1	21.7	31.8	20.5
每股盈餘增長率 (%)	(40.0)	(22.5)	26.9	68.8	28.6
毛利率 (%)	25.6	18.5	20.1	23.1	24.4
營業利益率 (%)	16.8	9.4	11.6	16.3	17.4
EBITDA margin (%)	21.4	14.3	11.9	37.1	33.9
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	27.4	16.2	18.0	23.7	23.3

資料來源: 公司資料; 凱基預估

法說會重點摘要

3Q23 財報

- 營收 234 億美元，季減 6%，但年增 9%。
- 毛利率 17.9%，季減 0.3 個百分點、年減 7.2 個百分點。
- GAAP 營益率季減 2.1 個百分點、年減 9.6 個百分點至 7.6%。
- SBC 達 4.65 億美元。
- Non-GAAP EPS 0.66 美元，GAAP EPS 0.58 美元。
- 3Q23 營運與財務表現受工廠升級計畫影響。
- 單一車輛製造成本下修至約 37,500 美元，部分歸因於材料成本與運費下滑。
- 降低車輛製造成本為公司首要目標。
- 公司將持續致力於打造價格更親民的汽車。

展望

- 重申 2023 年交車目標 180 萬輛。
- 研發支出持續攀升，原因為 Cybertruck 原型建造與試生產測試以及科技如全自動駕駛、Optimus 與 Dojo。
- 為發展 AI，資本與研發支出將於近期持續成長。

車用

- 3Q23 交車量：419,074 輛 Model 3 與 Model Y，以及 15,985 輛 Model S 與 Model X；17,423 輛為租賃使用。
- 3Q23 產量：416,800 輛 Model 3 與 Model Y，13,688 輛 Model S and Model X。
- 宣布於美國的租賃專案。民衆可以 399 美元/月的價格租賃 standard range Model Y。
- 於 Model S 與 Model X 上進行 Tesla 設計的雷達實驗應用，但仍需時間證明雷達是否有用。
- 目前尚未有將雷達套用在 Model 3 與 Model Y 車款的計畫。
- 由美國利息成本大幅上揚，公司已要求調整車輛售價以維持單月成本。

Cybertruck

- 該車款難以在近期達到量產、產生正現金流與並將售價降至更親民的程度。
- 量產並達到成為重要正現金流貢獻來源大約需要 12-18 個月。
- 預計 2025 年 Cybertruck 交車輛可達 25 萬輛。
- 該車款需求強勁，目前已逾 100 萬人預訂。

AI 軟硬體

- 車輛已透過全自動輔助駕駛 (FSD) beta 與全自駕 beta 行駛逾 5 億英里，該里程數仍在快速增加中。

- 儘管公司下調 FSD 售價使其更加親民，其售價仍將隨時間因其價值而上揚。
- FSD 仍需更多時間才能在美國以外國家實行。
- 完成 H100 GPU 叢集，運算能力將優於同業。
- 模型訓練為 FSD 及全自動駕駛發展的限制因素。
- 公司未來將將持續大量投資 AI 發展。

儲能

- 能源與服務業務貢獻 3Q23 獲利逾 5 億美元。
- 3Q23 已佈署 4GWh 儲能產品。
- 該業務持續成長，並成為利潤率最高之業務。

電池

- 德州工廠的 4680 電池產量季增 40%。
- 4680 電池品質高，下腳料季減 40%。
- 隨著產量與良率提升，電池成本於 3Q23 呈現月減態勢。
- Cybertruck 電池能量密度高於 Model Y 10%，已於德州工廠兩條產線開使生產。
- 德州 4680 電池工廠於 4Q23 將轉變為 100% 生產 Cybertruck 的電池，並將於未來三季聚焦於第一階段建置的四條生產線投產，目標 2024 年末開使生產。
- 德州 4680 工廠第二階段建置仍在進行中。

業務擴張

- 受惠工廠升級，我們預計產量將增加且成本將下滑，新產品如 Cybertruck 亦將放量。
- 將於墨西哥興建工廠，惟仍視總經環境而定。預期第一階段建置將於 2024 年動工。

圖 1: 3Q23 財報與 4Q23 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	3Q23						4Q23F							
	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	23,350	23,235	0.5	(6.3)	8.8	24,057	(2.9)	24,611	25,138	(2.1)	5.4	1.2	26,193	(6.0)
毛利	4,178	4,026	3.8	(7.8)	(22.4)	4,339	(3.7)	4,586	4,559	0.6	9.8	(20.6)	5,063	(9.4)
營業利益	1,764	1,982	(11.0)	(26.5)	(52.2)	2,157	(18.2)	2,248	2,448	(8.2)	27.4	(42.4)	2,765	(18.7)
稅後淨利	2,318	2,418	(4.2)	(26.4)	(36.6)	2,563	(9.6)	2,586	2,809	(7.9)	11.5	(37.6)	3,032	(14.7)
每股盈餘 (美元)	0.66	0.70	(4.6)	(26.7)	(37.0)	0.74	(9.7)	0.74	0.81	(8.3)	11.5	(38.0)	0.87	(14.5)
毛利率 (%)	17.9	17.3	0.6 ppts	(0.3) ppts	(7.2) ppts	18.0	(0.1) ppts	18.6	18.1	0.5 ppts	0.7 ppts	(5.1) ppts	19.3	(0.7) ppts
營利率 (%)	7.6	8.5	(1.0) ppts	(2.1) ppts	(9.6) ppts	9.0	(1.4) ppts	9.1	9.7	(0.6) ppts	1.6 ppts	(6.9) ppts	10.6	(1.4) ppts
淨利率 (%)	9.9	10.4	(0.5) ppts	(2.7) ppts	(7.1) ppts	10.7	(0.7) ppts	10.5	11.2	(0.7) ppts	0.6 ppts	(6.5) ppts	11.6	(1.1) 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	96,217	96,629	(0.4)	18.1	99,158 (3.0)	117,079	119,360	(1.9)	21.7	124,530 (6.0)	154,255	155,781	(1.0)	31.8	154,735 (0.3)
毛利	17,808	17,629	1.0	(14.6)	18,545 (4.0)	23,530	25,388	(7.3)	32.1	25,729 (8.5)	35,563	35,585	(0.1)	51.1	33,438 6.4
營業利益	9,075	9,492	(4.4)	(33.5)	10,206 (11.1)	13,613	16,075	(15.3)	50.0	16,209 (16.0)	25,081	24,680	1.6	84.2	22,395 12.0
稅後淨利	10,988	11,311	(2.9)	(22.3)	11,537 (4.8)	13,982	16,276	(14.1)	27.3	15,746 (11.2)	23,604	23,513	0.4	68.8	21,136 11.7
每股盈餘 (美元)	3.15	3.25	(3.1)	(22.5)	3.33 (5.3)	4.00	4.68	(14.5)	26.9	4.56 (12.3)	6.76	6.76	(0.0)	68.8	5.87 15.0
毛利率 (%)	18.5	18.2	0.3 ppts	(7.1) ppts	18.7 (0.2) ppts	20.1	21.3	(1.2) ppts	1.6 ppts	20.7 (0.6) ppts	23.1	22.8	0.2 ppts	3.0 ppts	21.6 1.4 ppts
營利率 (%)	9.4	9.8	(0.4) ppts	(7.3) ppts	10.3 (0.9) ppts	11.6	13.5	(1.8) ppts	2.2 ppts	13.0 (1.4) ppts	16.3	15.8	0.4 ppts	4.6 ppts	14.5 1.8 ppts
淨利率 (%)	11.4	11.7	(0.3) ppts	(5.9) ppts	11.6 (0.2) ppts	11.9	13.6	(1.7) ppts	0.5 ppts	12.6 (0.7) ppts	15.3	15.1	0.2 ppts	3.4 ppts	13.7 1.6 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	1,797,774	0.0	36.8	2,235,300	2,235,300	0.0	24.3	2,910,250	2,953,000	(1.4)	30.2
Model S/X	64,405	64,405	0.0	(3.4)	74,500	74,500	0.0	15.7	74,000	74,000	0.0	(0.7)
Model 3/Y	1,733,169	1,733,169	0.0	39.0	2,118,000	2,118,000	0.0	22.2	2,519,250	2,577,000	(2.2)	18.9
Cybertruck	100	100	0.0	-	42,000	42,000	0.0	41900.0	220,000	205,000	7.3	423.8
Semi	100	100	0.0	-	800	800	0.0	700.0	2,000	2,000	0.0	150.0

資料來源: 凱基

圖 4: 汽車業務假設

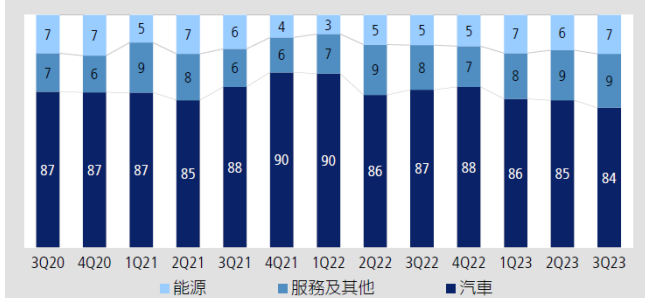
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
電動車交付量 (千輛)	184.9	201.3	241.4	308.7	310.0	254.7	343.8	405.3	423.0	466.1	435.1	473.6	492.5	544.0	584.3	614.5
汽車營收 (百萬美元)	8,484	9,854	11,778	15,653	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,986	19,071	20,276	21,199	23,491	25,477	26,899
ASP (千美元)	45.9	49.0	48.8	50.7	52.2	56.0	53.5	51.4	46.0	45.0	43.8	42.8	43.0	43.2	43.6	43.8
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	36.7	35.2	34.9	35.0	34.7	34.3
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	16.3	17.7	18.8	19.0	20.5	21.7

註: 剔除碳權收入

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 5: 各項事業營收比重

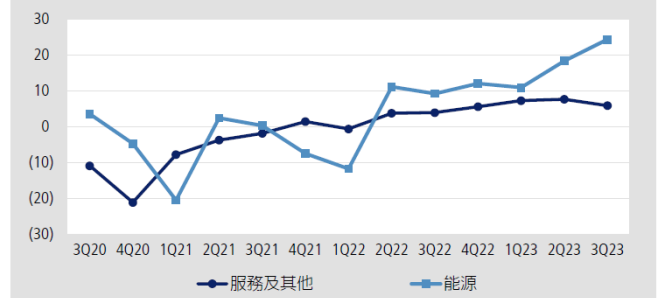
各項事業營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6: 服務及能源事業毛利率

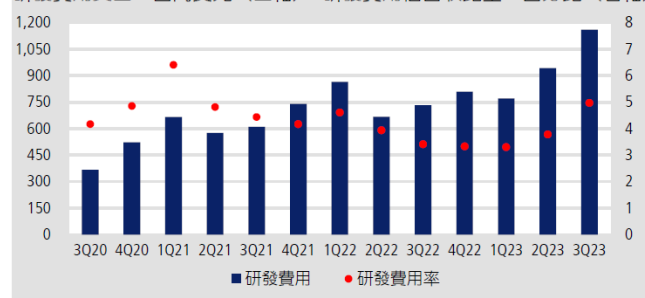
服務及能源事業毛利率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: 研發費用支出持續

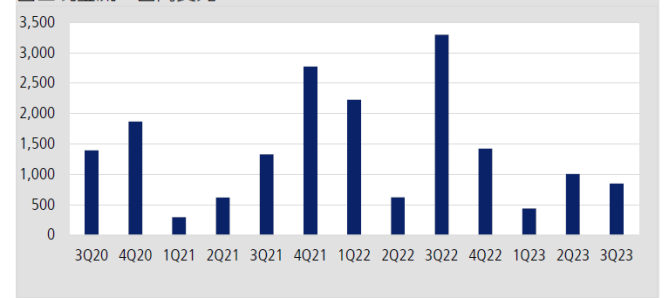
研發費用支出, 百萬美元 (左軸), 研發費用佔營收比重, 百分比 (右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 8: 自由現金流

自由現金流, 百萬美元



資料來源: 公司資料; 凱基

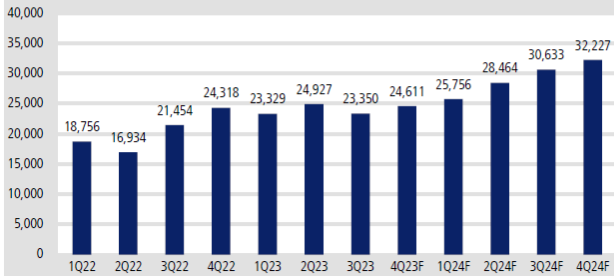
圖 9: 公司概況

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

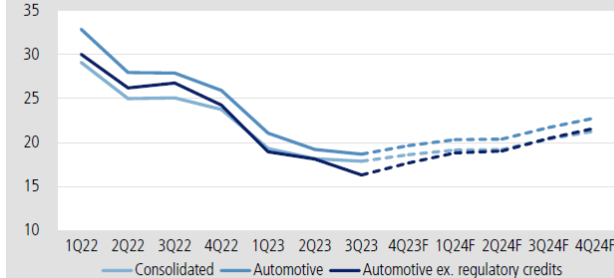
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: GAAP 毛利率

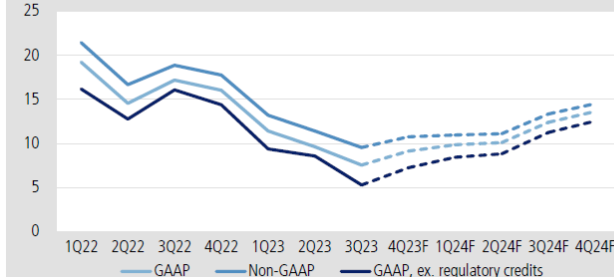
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 營業利潤率

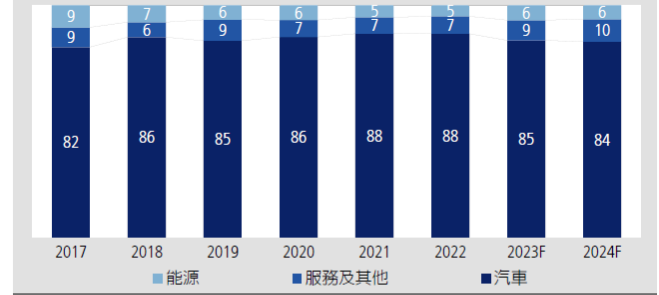
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 事業別營收組成

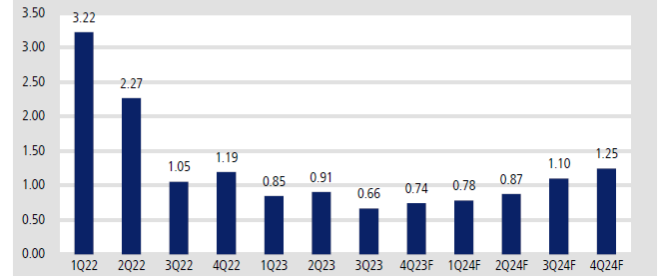
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: Non-GAAP EPS

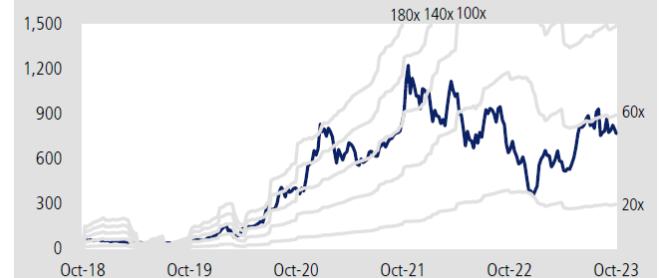
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估本益比

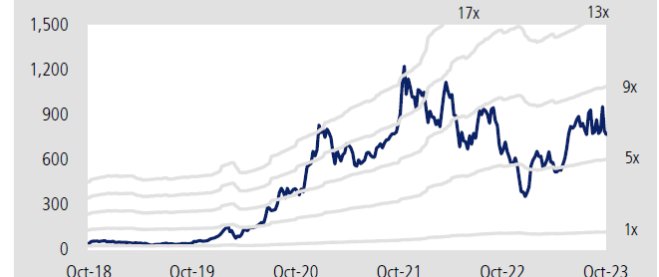
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

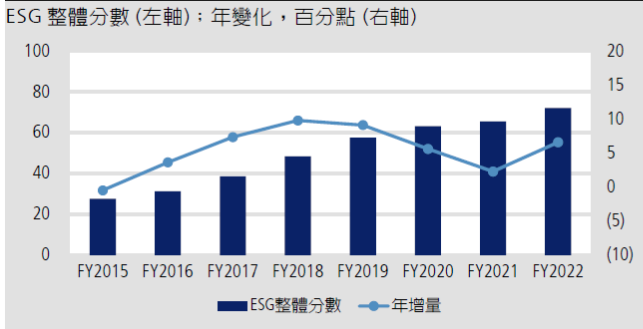
圖 16: 未來 12 個月預估市價營收比

市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



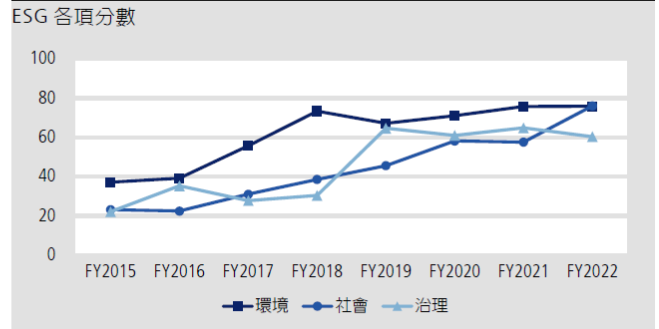
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17: ESG 整體分數



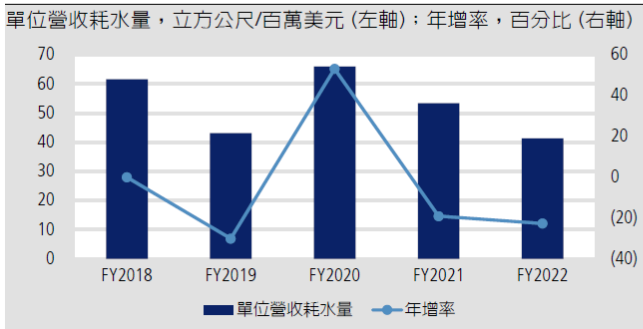
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18: ESG 各項分數



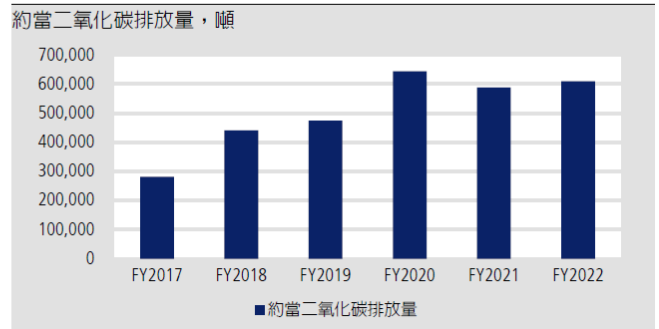
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19: 耗水量



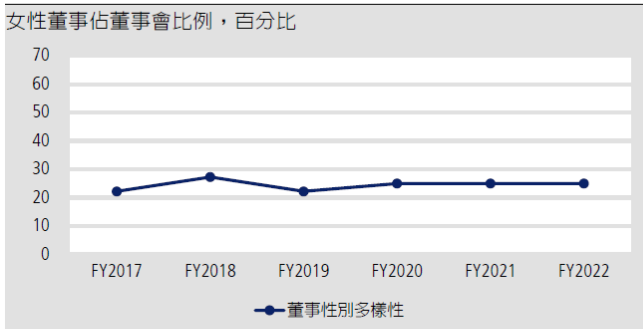
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20: 碳排量



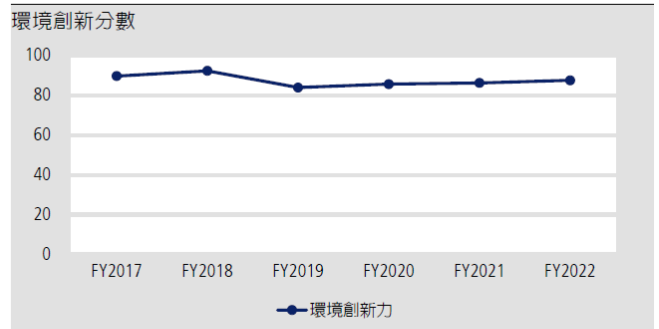
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21: 董事性別多樣性



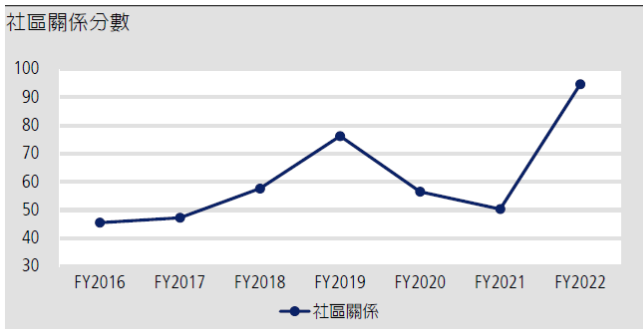
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22: 環境創新



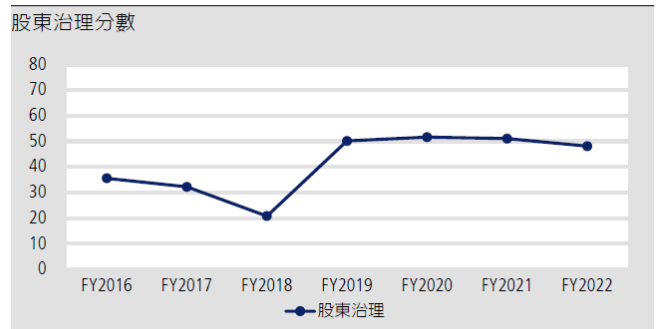
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

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	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有倉。