

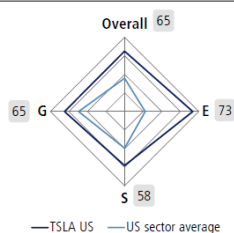
Tesla (TSLA.O/TSLA US)

收盤價(Jan 13) : US123

積極定價策略：短空長多

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

Tesla 於美國、歐洲與其他幾個市場調降車價 6-20%。五人座長程版 Model Y 最新的入門價為 52,990 美元，還可享有《降低通膨法案》的 7,500 美元聯邦減稅，亦即購車最多可節省 30%。Tesla 在歐洲的降幅為 1-17%。

評論及分析

積極定價策略有助拓展潛在市場、鞏固市場領先地位並加速產業重整。儘管 Tesla 降價部分係因競爭加劇與升息環境導致市場需求不佳，但凱基認為其在部分市場(如美國)仍位居產業龍頭地位且市場競爭有限，此等降價規模超越預期。因此，我們認為公司大幅降價是為了加速全球汽車電氣化，並刺激產業重整(目前具備財力與成本縮減能力，能跟進 Tesla 降價的 OEM 寥寥可數)。管理層表示降價反映成本下滑趨勢，而我們認為除原料走勢外，亦受惠於規模經濟及產能利用率最大化而提升的供應鏈議價能力。此外，Tesla 獨特的商業模型能創造顯著邊際效益：銷售一台電動車能為公司帶來全自動輔助駕駛(FSD)軟體與保險的經常性收入，並縮短充電站網絡的成本回收時間。

財務短期陣痛難免；下修 2023 年預估 EPS 至 4.37 美元，並調降 2022-24 年 EPS 預估 CAGR 至 27%。我們認為降價後 Model 3 與 Y 將對消費者更具吸引力。中國目前 Model 3 與 Model Y 的起始價分別為人民幣 22.99 萬元、25.99 萬元，在售價介於人民幣 15-25 萬的市場(佔中國車市 20-23%)極具競爭力。美國消費者若加上減稅最低只要 45,490 美元即可購得五人座長程版 Model Y，估計將令歐洲與日本豪華燃油車款(售價介於 35-45 萬)備感壓力。凱基調升 Tesla 2023 年預估交車量 7%至 193 萬輛，年增 47%，但下修全年營收成長至 25%以反映降價。我們預期 1Q23 獲利率與 EPS 將明顯萎縮，但將為近期財務低點，而成本縮減效益可望逐季浮現，後續獲利可望回升。凱基分別下修 1Q23 毛利率及 EPS 至 18.2%、0.69 美元(季減 41%)，並下調 2023 年 EPS 預估 23%至年增 8%。假設 2024 年 EV 交車量成長 30%且毛利率由 2023 年的 22.5%回升至 25.5%，預估 EPS 將成長 49%。

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	81,300	102,014	124,112
營業毛利(US\$百萬元)	6,630	13,606	21,017	22,920	31,709
營業利益(US\$百萬元)	1,994	6,523	13,776	14,979	23,282
EBITDA(US\$百萬元)	4,316	9,434	17,540	19,503	22,711
稅後淨利(US\$百萬元)	2,424	7,654	14,062	15,169	22,617
每股盈餘(US\$)	0.25	0.75	4.05	4.37	6.52
營收增長率(%)	28.3	70.7	51.1	25.5	21.7
每股盈餘增長率(%)	27,586.9	202.9	438.3	7.9	49.1
毛利率(%)	21.0	25.3	25.9	22.5	25.5
營業利益率(%)	6.3	12.1	16.9	14.7	18.8
EBITDA margin(%)	13.7	17.5	21.6	19.1	18.3
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	27.8	22.7	25.6

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	調幅 (%)	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	24,156	24,365	(0.9)	12.6	36.3	24,514	(1.5)	22,877	24,770	(7.6)	(5.3)	22.0	24,557	(6.8)		
毛利	5,941	6,191	(4.0)	10.4	22.6	6,256	(5.0)	4,158	6,291	(33.9)	(30.0)	(23.8)	6,167	(32.6)		
營業利益	4,021	4,254	(5.5)	9.0	53.9	4,305	(6.6)	2,213	4,297	(48.5)	(45.0)	(38.6)	4,072	(45.6)		
稅後淨利	4,060	4,263	(4.8)	11.1	40.7	4,056	0.1	2,395	4,280	(44.0)	(41.0)	(35.8)	3,971	(39.7)		
每股盈餘 (美元)	1.17	1.23	(4.8)	11.1	38.2	1.14	2.5	0.69	1.23	(44.0)	(41.0)	(35.7)	1.10	(37.5)		
毛利率 (%)	24.6	25.4	(0.8) ppts	(0.5) ppts	(2.8) ppts	25.5	(0.9) ppts	18.2	25.4	(7.2) ppts	(6.4) ppts	(10.9) ppts	25.1	(6.9) ppts		
營業率 (%)	16.6	17.5	(0.8) ppts	(0.5) ppts	1.9 ppts	17.6	(0.9) ppts	9.7	17.3	(7.7) ppts	(7.0) ppts	(9.5) ppts	16.6	(6.9) ppts		
淨利率 (%)	16.8	17.5	(0.7) ppts	(0.2) ppts	0.5 ppts	16.5	0.3 ppts	10.5	17.3	(6.8) ppts	(6.3) ppts	(9.4) ppts	16.2	(5.7) ppts		

資料來源：Bloomberg、凱基

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	81,300	81,509	(0.3)	51.1	108,259	(24.9)	102,014	109,152	(6.5)	25.5	137,003	(25.5)	124,112	142,542	(12.9)	21.7	146,663	(15.4)
毛利	21,017	21,267	(1.2)	54.5	27,834	(24.5)	22,920	28,343	(19.1)	9.1	35,435	(35.3)	31,709	37,815	(16.1)	38.3	39,788	(20.3)
營業利益	13,776	14,009	(1.7)	111.2	18,295	(24.7)	14,979	19,926	(24.8)	8.7	23,566	(36.4)	23,282	27,900	(16.6)	55.4	30,117	(22.7)
稅後淨利	14,062	14,265	(1.4)	83.7	16,977	(17.2)	15,169	19,609	(22.6)	7.9	22,113	(31.4)	22,617	26,629	(15.1)	49.1	27,336	(17.3)
每股盈餘 (美元)	4.05	4.11	(1.4)	438.3	4.90	(17.2)	4.37	5.65	(22.6)	7.9	6.13	(28.7)	6.52	7.68	(15.1)	49.1	7.78	(16.2)
毛利率 (%)	25.9	26.1	(0.2) ppts	0.6 ppts	25.7	0.1 ppts	22.5	26.0	(3.5) ppts	(3.4) ppts	25.9	(3.4) ppts	25.5	26.5	(1.0) ppts	3.1 ppts	27.1	(1.6) ppts
營業率 (%)	16.9	17.2	(0.2) ppts	4.8 ppts	16.9	0.0 ppts	14.7	18.3	(3.6) ppts	(2.3) ppts	17.2	(2.5) ppts	18.8	19.6	(0.8) ppts	4.1 ppts	20.5	(1.8) ppts
淨利率 (%)	17.3	17.5	(0.2) ppts	3.1 ppts	15.7	1.6 ppts	14.9	18.0	(3.1) ppts	(2.4) ppts	16.1	(1.3) ppts	18.2	18.7	(0.5) ppts	3.4 ppts	18.6	(0.4) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 3：2022-24 年預估交車量

輛	2022F				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	1,313,851	0.0	40.3	1,930,000	1,800,000	7.2	46.9	2,499,900	2,465,900	1.4	29.5
Model S/X	66,705	66,705	0.0	167.0	87,500	87,500	0.0	31.2	100,000	100,000	0.0	14.3
Model 3/Y	1,247,146	1,247,146	0.0	36.9	1,831,000	1,700,000	7.7	46.8	2,094,000	1,940,000	7.9	14.4
Cybertruck	0	0	-	-	10,400	11,400	(8.8)	-	135,000	179,200	(24.7)	1198.1
Semi	0	0	-	-	1,100	1,100	0.0	-	5,900	6,700	(11.9)	436.4

資料來源：凱基

圖 4：汽車業務財務模型假設

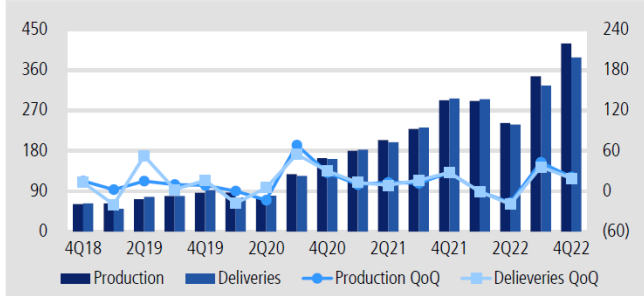
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
電動車交付量 (千輛)	184.9	201.3	241.4	308.7	310.0	254.7	343.8	405.3	440.1	476.7	499.8	513.4	545.7	591.0	652.0	711.2
汽車營收 (百萬美元)	8,484	9,854	11,778	15,653	16,182	14,258	18,406	21,149	19,906	21,585	22,661	23,379	23,965	25,062	26,846	28,393
ASP (千美元)	45.9	49.0	48.8	50.7	52.2	56.0	53.5	52.2	45.2	45.3	45.3	45.5	43.9	42.4	41.2	39.9
每車平均成本 (千美元)	35.8	36.3	34.7	35.9	36.5	41.3	39.2	38.4	36.5	34.7	33.7	32.5	31.6	30.7	29.8	28.8
汽車業務毛利率 (%)	22.0	25.8	28.8	29.2	30.0	26.2	26.8	26.5	19.3	23.3	25.7	28.5	28.1	27.7	27.7	27.9

註：財務資訊皆不包括碳權收入

資料來源：凱基

圖 5：Model 3 與 Y 合計產量與交車輛

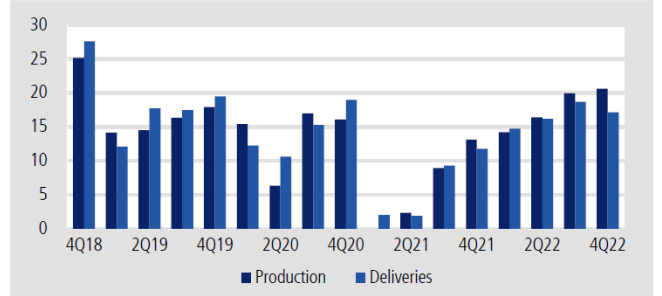
產量與交車輛，千輛 (左軸)；季增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

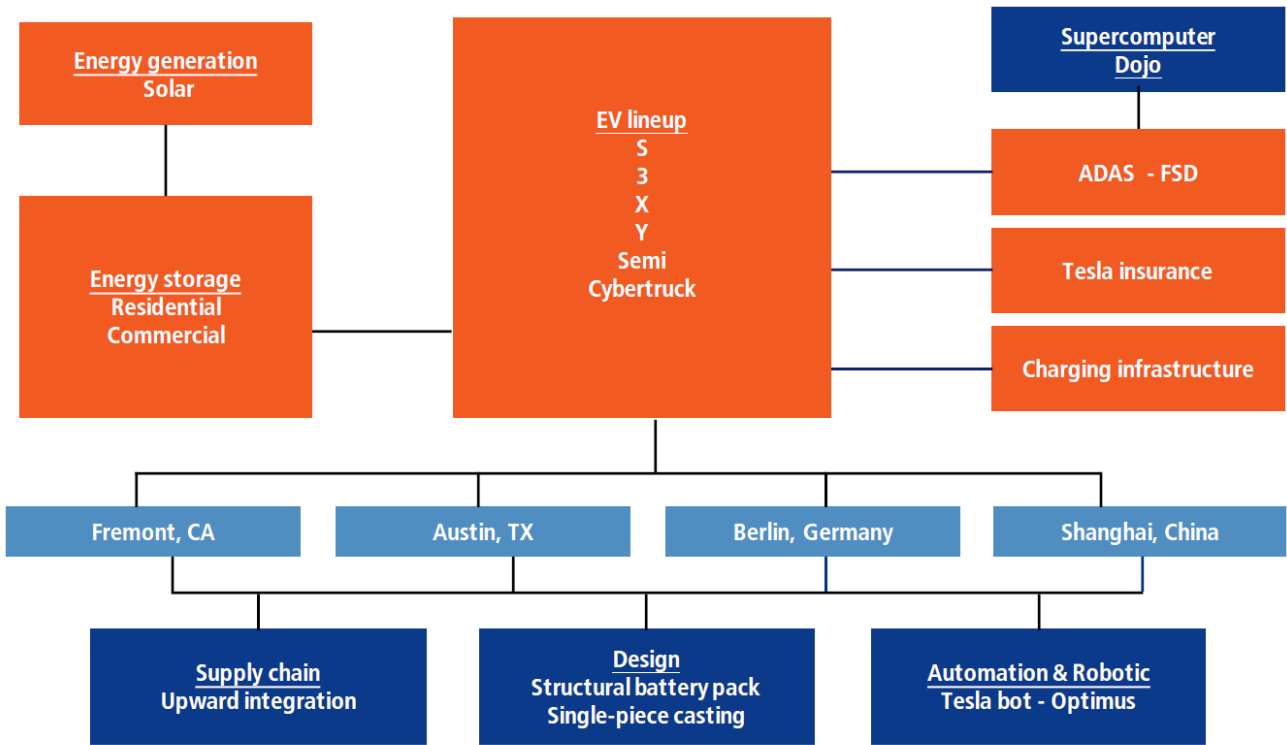
圖 6：Model S 與 X 產量與交車輛

產量與交車輛，千輛



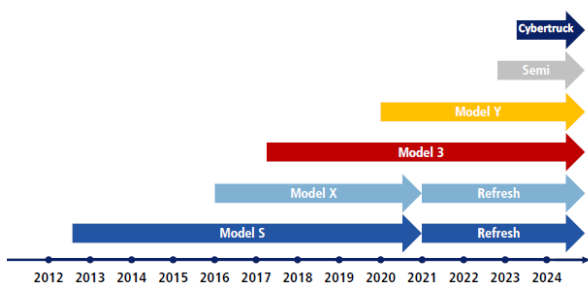
資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 7：Tesla 生態圈 – 領導性電動車、AI 與能源公司



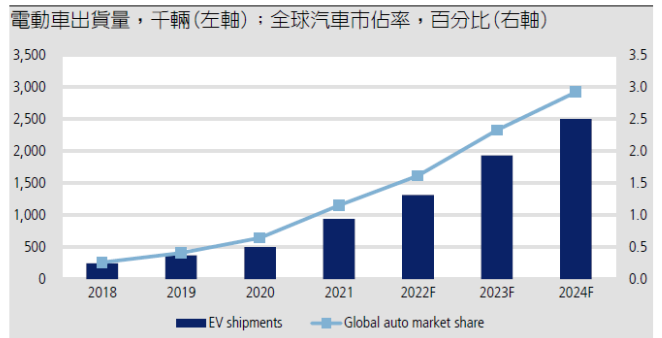
資料來源：凱基

圖 8：Tesla 電動車產品時程



資料來源：公司資料、凱基投顧

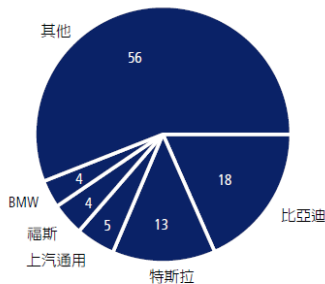
圖 9：低於 2% 的全球汽車市佔率隱含長期成長潛能



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 10：全球電動車市佔率

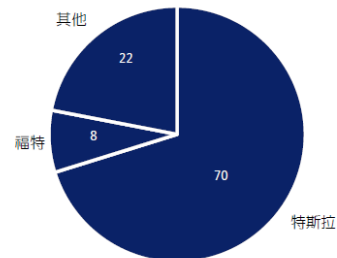
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 11：美國電動車市佔率

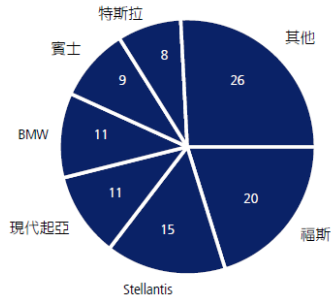
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 12：歐洲電動車市佔率

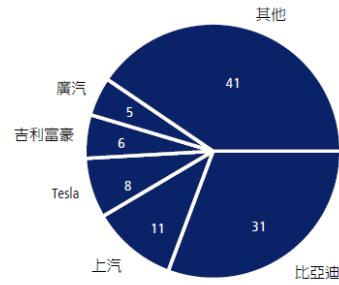
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 13：中國電動車市佔率

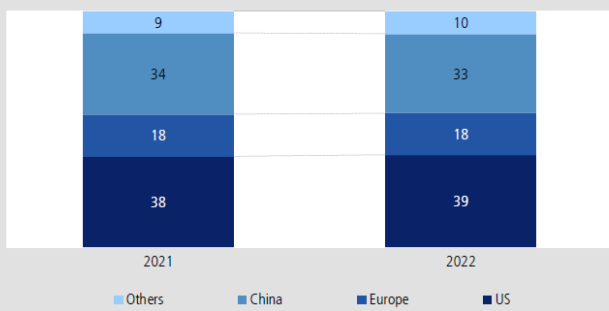
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 14：Tesla 電動車地區別出貨比重

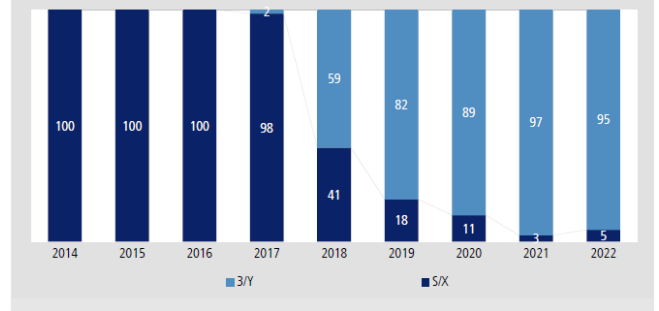
出貨比重，百分比



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 15：Model 3/Y 刺激 Tesla 交車量成長

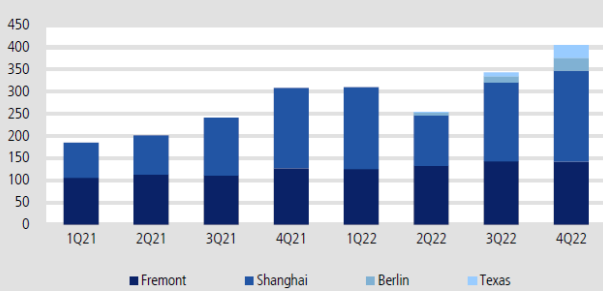
出貨比重，百分比



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 16：Tesla 電動車生產地別出貨量

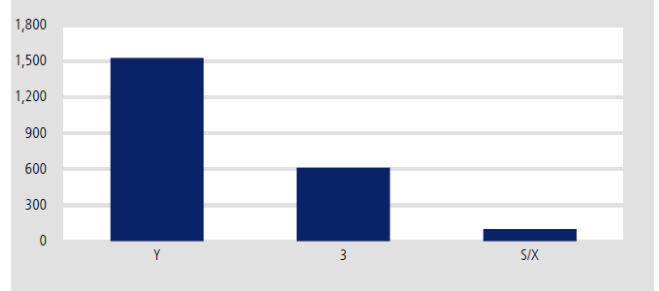
出貨量，千輛



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 17：依照目前生產計劃的 Tesla 電動車產能 (車款別)

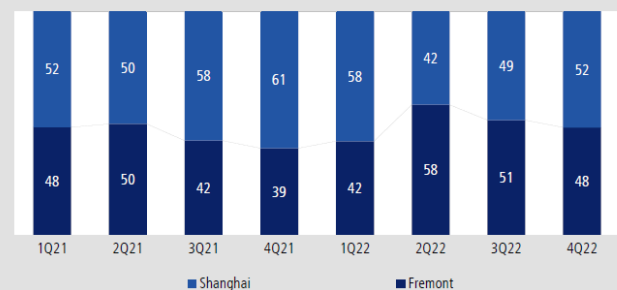
電動車產能，千輛



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 18：Model 3 出貨地比重

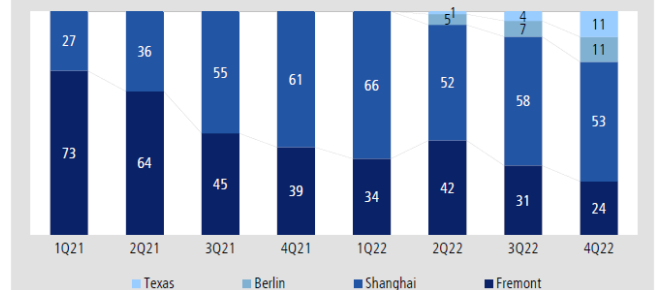
出貨比重，百分比



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 19：Model Y 出貨地比重

出貨比重，百分比



資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

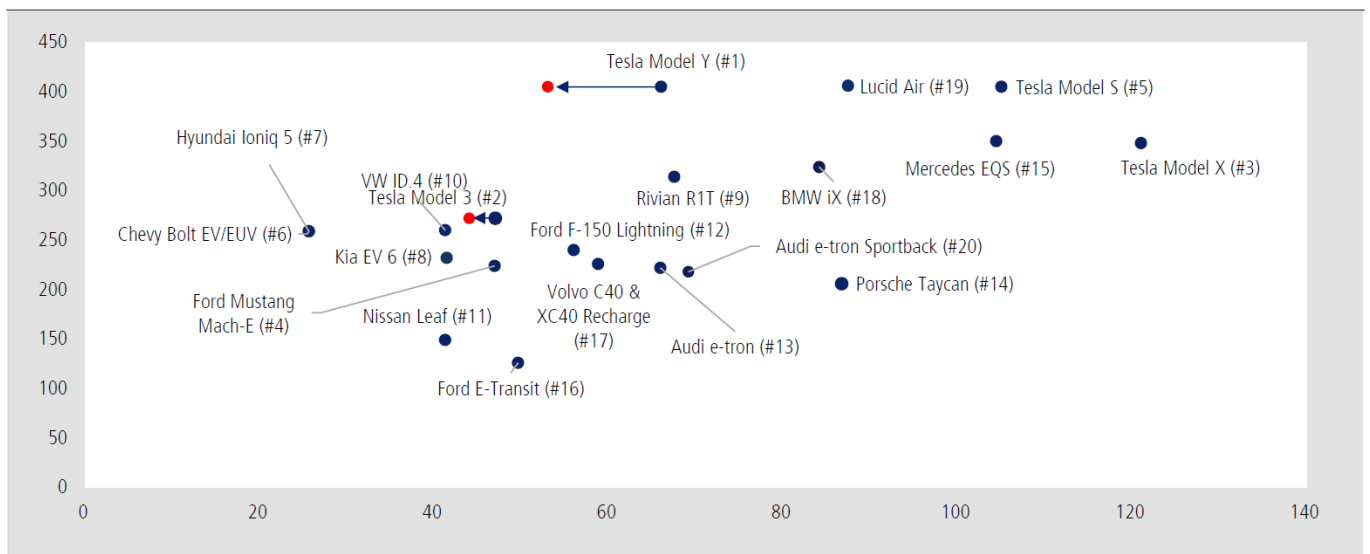
圖 20：主要市場 Model 3 & Y 價格調整

US	Old Price	New Price	Change	Subsidy	China	Old Price	New Price	Change	Subsidy
	(US\$)	(US\$)	(%)	(US\$)		(Rmb)	(Rmb)	(%)	(Rmb)
Model 3 RWD	46,990	43,990	(6.4)	7,500	Model 3 RWD	276,988	229,900	(17.0)	-
Model 3 Performance	62,990	53,990	(14.3)	7,500	Model 3 Performance	349,900	329,900	(5.7)	-
Model Y AWD	61,990	50,990	(17.7)	7,500	Model Y RWD	299,988	259,900	(13.4)	-
Model Y Long Range	65,990	52,990	(19.7)	7,500	Model Y Long Range	357,900	309,900	(13.4)	-
Model Y Performance	69,990	56,990	(18.6)	7,500	Model Y Performance	397,900	359,900	(9.6)	-

Germany	Old Price	New Price	Change	Subsidy	UK	Old Price	New Price	Change	Subsidy
	(EUR€)	(EUR€)	(%)	(EUR€)		(GBP£)	(GBP£)	(%)	(GBP£)
Model 3 RWD	49,990	43,990	(12.0)	3,000	Model 3 RWD	48,490	42,990	(11.3)	-
Model 3 Long Range	59,490	53,990	(9.2)	3,000	Model 3 Long Range	57,490	50,990	(11.3)	-
Model 3 Performance	63,490	60,990	(3.9)	3,000	Model 3 Performance	61,490	57,990	(5.7)	-
Model Y RWD	53,990	44,890	(16.9)	3,000	Model Y RWD	51,990	44,990	(13.5)	-
Model Y Long Range	56,990	54,990	(3.5)	3,000	Model Y Long Range	57,990	52,990	(8.6)	-
Model Y Performance	65,490	64,990	(0.8)	3,000	Model Y Performance	67,990	59,990	(11.8)	-

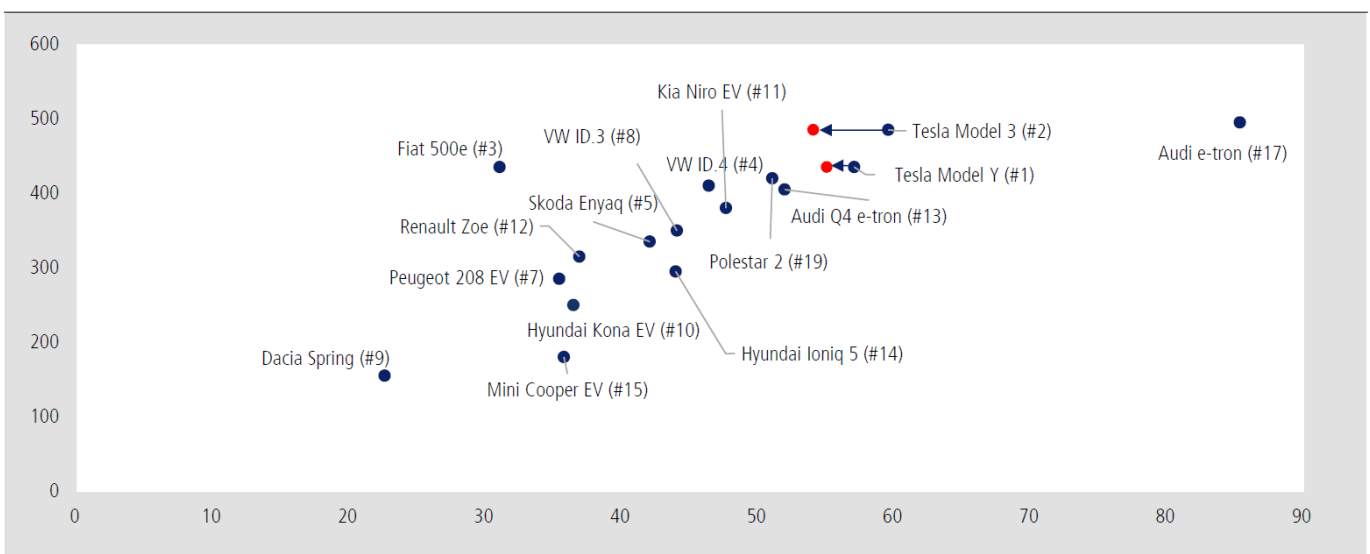
資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 21：價格調降後將於美國市場增加競爭力



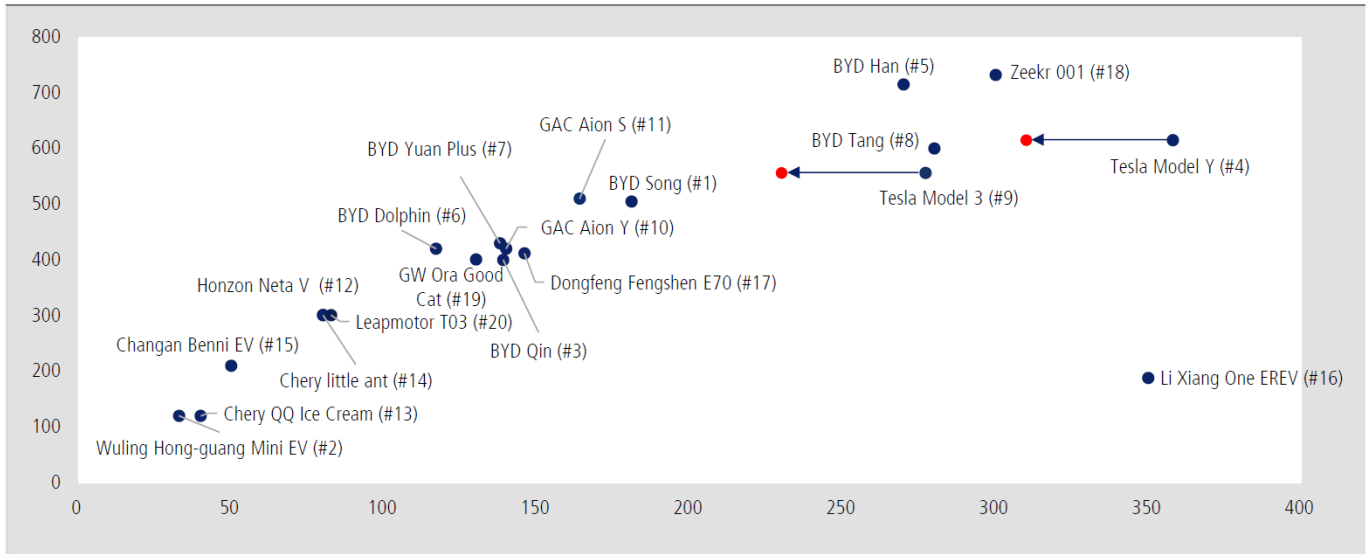
資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 22：價格調降後將於歐洲市場增加競爭力



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 23 : 價格調降後將於中國市場增加競爭力



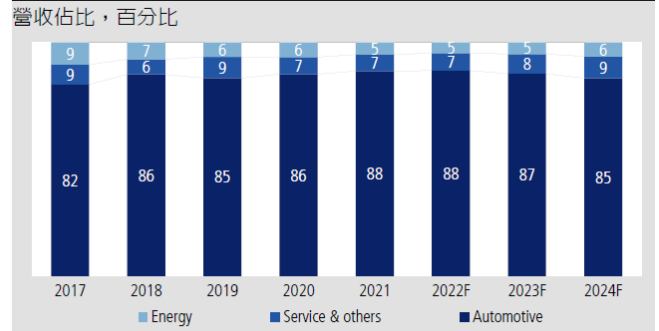
資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 24: 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。

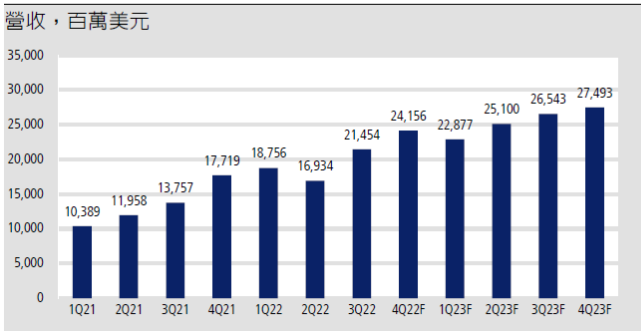
資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 事業別營收組成



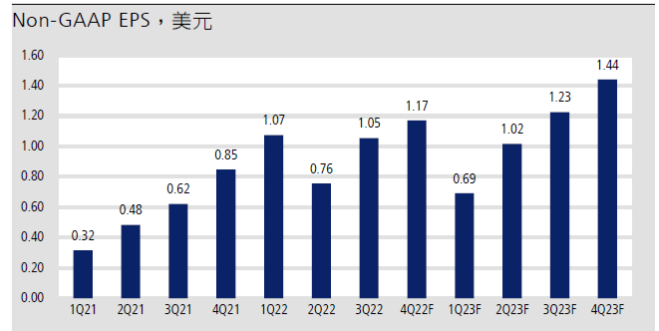
資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 季營收



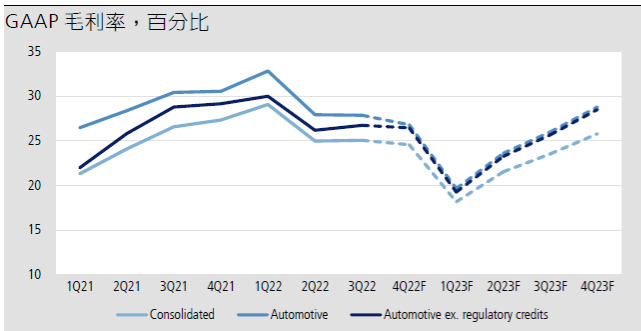
資料來源：公司資料；凱基

圖 27: Non-GAAP EPS



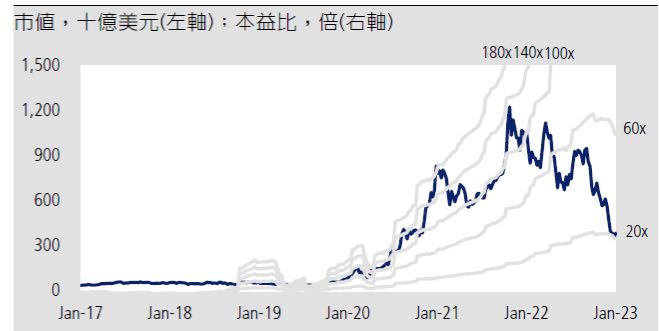
資料來源：公司資料；凱基

圖 28: GAAP 毛利率



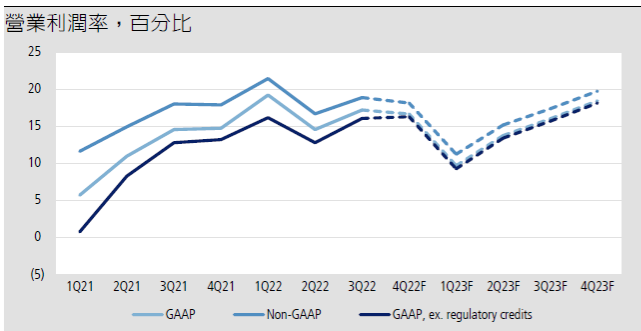
資料來源：公司資料；凱基

圖 29: 未來 12 個月預估本益比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 30: 營業利潤率



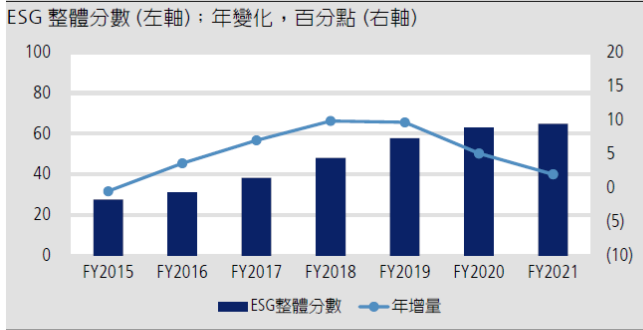
資料來源：公司資料；凱基

圖 31: 未來 12 個月預估市價營收比



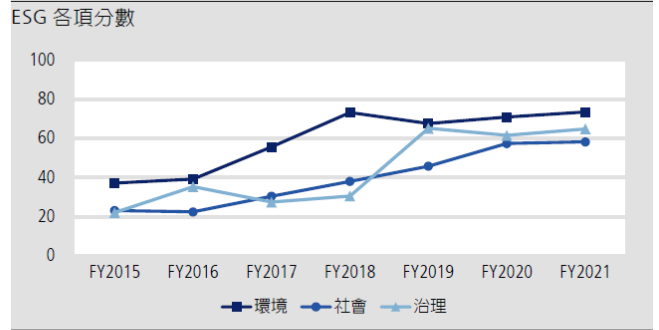
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 32: ESG 整體分數



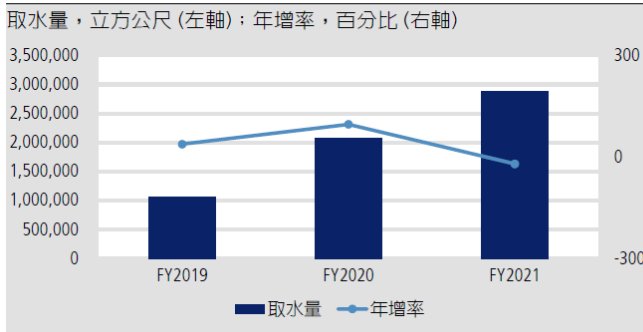
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: ESG 各項分數



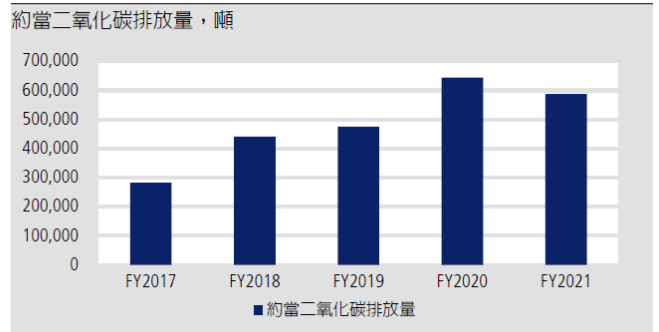
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 取水量



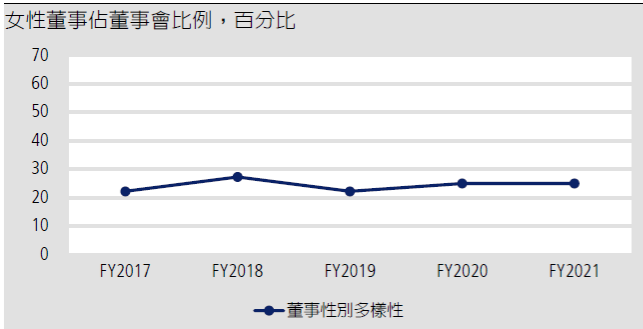
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 碳排量



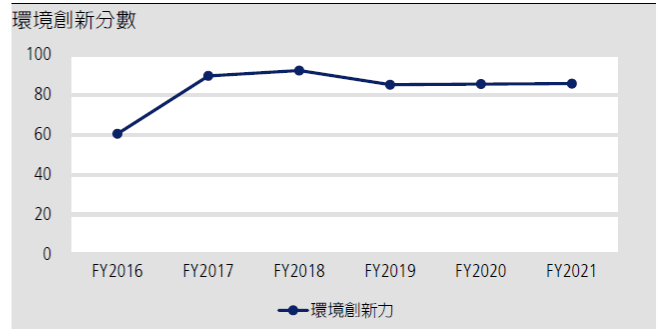
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36: 董事性別多樣性



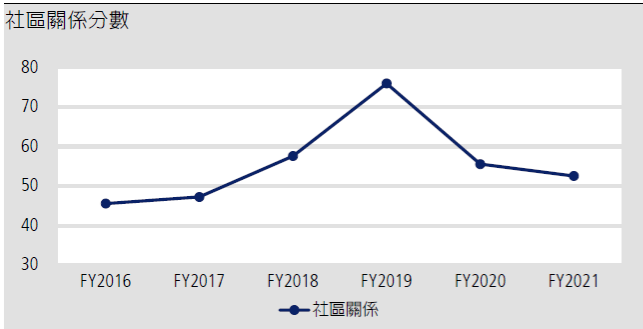
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 37: 環境創新



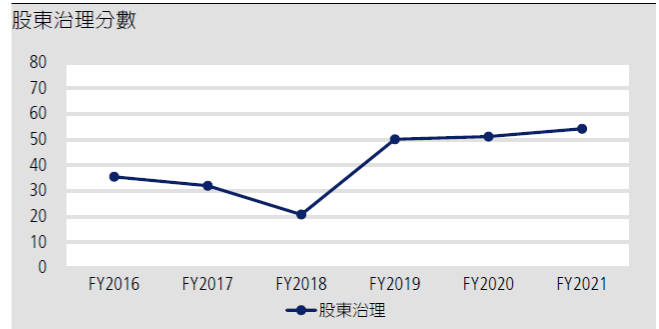
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 38: 社區關係



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 39: 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。本報告亦不存有招覽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倉。