

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

收盤價(Jan 27) : US123

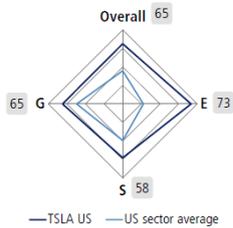
公司展望憂喜參半；關注即將來臨的 Investor Day

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 2022 年 EPS 4.07 美元創歷史新高，年增 80%。公司預估 2023 年生產 180 萬輛電動車，於潛在經濟衰退中維持產業最高營業利益率。

評論及分析

4Q22 結果各異，但 2022 年獲利為歷史高峰且財務強健。4Q22 營業利率季減 1.1 個百分點至 16.0%，係因營運槓桿擴大部分抵消汽車毛利率季減 2.5 個百分點(扣除碳權收入)至 24.3%。4Q22 營業利率雖不如市場預期但稅後淨利則較高。儘管面臨景氣與營運挑戰，2022 年營收與獲利年增 51%與 85%，其中毛利率與營業利率提高 0.3 與 4.6 個百分點至 25.6%與 16.8%。年底現金與投資部位 222 億美元、自由現金流 75.7 億美元，分別年增 25%與 51%。於低負債與升息環境下，4Q22 淨利息收入達 1.57 億美元。

展望憂喜參半，但對短期不確定性與長期成長公佈明確策略。公司預估 2023 年產量約 180 萬，如無外在干擾，內部目標為 200 萬輛，大致與市場共識與我們預期的 190 萬輛相符。Musk 表示今年迄今需求為史上最強，訂單為產能兩倍，有助降低存貨(2022 年底存貨天數自 2Q22 4 天飆升至 13 天)，反映公司積極降價策略之效益。面臨 2023 年可能的經濟衰退，公司計畫短期加速降低成本、專注於達成營業利率，呼應公司產量最大化與提高營運槓桿的訂價策略目標。隨著 Cybertruck 如期於今年稍後開始生產，公司表示將於 3 月 1 日 Investor Day 分享更多目前發展的下一代汽車平台細節。平價車款(2.5 萬美元以下)的電動車受到市場高度期待。除硬體(電動車)銷售外，公司持續強調毛利率 100%且加速提高比重的軟體(主要為 FSD) 將為長期獲利推手。

我們略上修 2023 年 EPS 預估至 4.46 美元，但維持 2022-24 年 EPS 年複合成長率預估 27%。我們略微上修 2023 年營收與獲利年增至 26%與 9%。公司預期降價後汽車平均售價維持於 4.7 萬美元以上，高於我們估計的 4.5 萬美元。公司於 1 月第 4 周略上調 Model Y 價格，再度顯示其因應市場的價格彈性。我們預期 EPS 將自 2023 年的 4.46 美元成長至 2024 年 6.53 美元，分別依據電動車出貨量 187 萬與 250 萬輛推估。

主要財務數據

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入(US\$百萬元)	31,536	53,823	81,462	102,249	131,274
營業毛利(US\$百萬元)	6,630	13,606	20,853	22,577	31,844
營業利益(US\$百萬元)	1,994	6,523	13,656	14,583	22,411
EBITDA(US\$百萬元)	4,316	9,434	17,403	19,039	21,109
稅後淨利(US\$百萬元)	2,424	7,654	14,144	15,477	22,672
每股盈餘(US\$)	0.75	2.26	4.07	4.46	6.53
營收增長率(%)	28.3	70.7	51.4	25.5	28.4
每股盈餘增長率(%)	5,437.4	202.9	80.1	9.5	46.5
毛利率(%)	21.0	25.3	25.6	22.1	24.3
營業利益率(%)	6.3	12.1	16.8	14.3	17.1
EBITDA margin(%)	13.7	17.5	21.4	18.6	16.1
淨負債比(%)	Net cash				
股東權益報酬率(%)	4.3	20.0	27.4	22.8	25.4

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 損益預估調整暨市場共識比較

百萬美元	4Q22							1Q23F						
	實際數	凱基預估	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	24,318	24,156	0.7	13.3	37.2	24,065	1.1	23,726	22,877	3.7	(2.4)	26.5	24,059	(1.4)
毛利	5,777	5,941	(2.8)	7.3	19.2	6,120	(5.6)	4,839	4,158	16.4	(16.2)	(11.4)	5,423	(10.8)
營業利益	3,901	4,021	(3.0)	5.8	49.3	4,163	(6.3)	2,941	2,213	32.9	(24.6)	(18.4)	3,315	(11.3)
稅後淨利	4,141	4,060	2.0	13.3	43.5	3,980	4.0	3,200	2,395	33.6	(22.7)	(14.2)	3,377	(5.2)
每股盈餘 (美元)	1.19	1.17	1.9	13.2	40.8	1.12	6.3	0.92	0.69	33.5	(22.7)	(14.2)	0.95	(3.3)
毛利率 (%)	23.8	24.6	(0.8) ppts	(1.3) ppts	(3.6) ppts	25.4	(1.7) ppts	20.4	18.2	2.2 ppts	(3.4) ppts	(8.7) ppts	22.5	(2.1) ppts
營利率 (%)	16.0	16.6	(0.6) ppts	(1.1) ppts	1.3 ppts	17.3	(1.3) ppts	12.4	9.7	2.7 ppts	(3.6) ppts	(6.8) ppts	13.8	(1.4) ppts
淨利率 (%)	17.0	16.8	0.2 ppts	(0.0) ppts	0.7 ppts	16.5	0.5 ppts	13.5	10.5	3.0 ppts	(3.5) ppts	(6.4) ppts	14.0	(0.6) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 2：2022 財報與 2023-24 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬美元	2022						2023F						2024F					
	實際數	凱基預估	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	81,462	81,300	0.2	51.4	81,484	(0.0)	102,249	102,014	0.2	25.5	105,998	(3.5)	131,274	124,112	5.8	28.4	133,967	(2.0)
毛利	20,853	21,017	(0.8)	53.3	21,401	(2.6)	22,577	22,920	(1.5)	8.3	24,801	(9.0)	31,844	31,709	0.4	41.0	32,477	(1.9)
營業利益	13,656	13,776	(0.9)	109.4	13,904	(1.8)	14,583	14,979	(2.6)	6.8	15,416	(5.4)	22,411	23,282	(3.7)	53.7	21,882	2.4
稅後淨利	14,144	14,062	0.6	84.8	13,568	4.2	15,477	15,169	2.0	9.4	15,041	2.9	22,672	22,617	0.2	46.5	20,432	11.0
每股盈餘 (美元)	4.07	4.05	0.4	80.1	4.02	1.2	4.46	4.37	1.9	9.5	4.34	2.8	6.53	6.52	0.2	46.5	5.82	12.1
毛利率 (%)	25.6	25.9	(0.3) ppts	0.3 ppts	26.3	(0.7) ppts	22.1	22.5	(0.4) ppts	(3.5) ppts	23.4	(1.3) ppts	24.3	25.5	(1.3) ppts	2.2 ppts	24.2	0.0 ppts
營利率 (%)	16.8	16.9	(0.2) ppts	4.6 ppts	17.1	(0.3) ppts	14.3	14.7	(0.4) ppts	(2.5) ppts	14.5	(0.3) ppts	17.1	18.8	(1.7) ppts	2.8 ppts	16.3	0.7 ppts
淨利率 (%)	17.4	17.3	0.1 ppts	3.1 ppts	16.7	0.7 ppts	15.1	14.9	0.3 ppts	(2.2) ppts	14.2	0.9 ppts	17.3	18.2	(1.0) ppts	2.1 ppts	15.3	2.0 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

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	1,313,851	0.0	40.3	1,873,500	1,930,000	(2.9)	42.6	2,499,900	2,499,900	0.0	33.4
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	1,780,000	1,831,000	(2.8)	42.7	2,094,000	2,094,000	0.0	17.6
Cybertruck	0	0	-	-	5,300	10,400	(49.0)	-	135,000	135,000	0.0	2447.2
Semi	0	0	-	-	700	1,100	(36.4)	-	5,900	5,900	0.0	742.9

資料來源：凱基

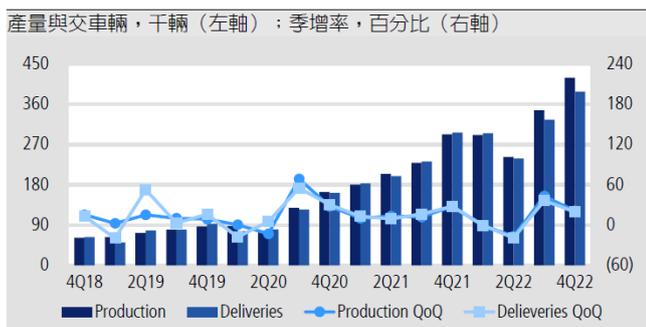
圖 4：汽車業務財務模型假設

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	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	456.6	483.7	493.1	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	20,840	20,441	21,248	22,532	23,043	24,976	26,514	29,094	31,470
ASP (千美元)	45.9	49.0	48.8	50.7	52.2	56.0	53.5	51.4	46.4	46.5	46.6	46.7	45.8	44.9	44.6	44.2
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	36.6	36.0	35.3	34.7	34.0	33.4	32.8	32.5
汽車業務毛利率 (%)	22.0	25.8	28.8	29.2	30.0	26.2	26.8	24.3	21.1	22.6	24.2	25.8	25.6	25.5	26.5	26.6

註：財務資訊皆不包括碳權收入

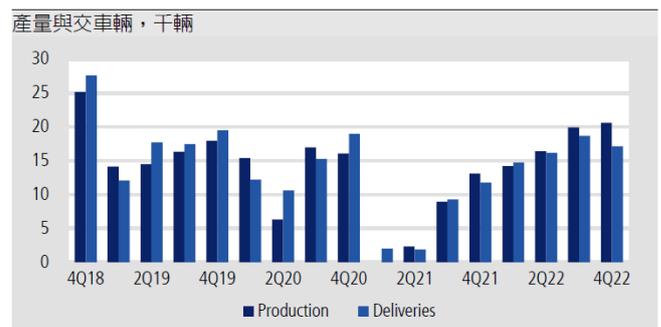
資料來源：凱基

圖 5：Model 3 與 Y 合計產量與交車輛



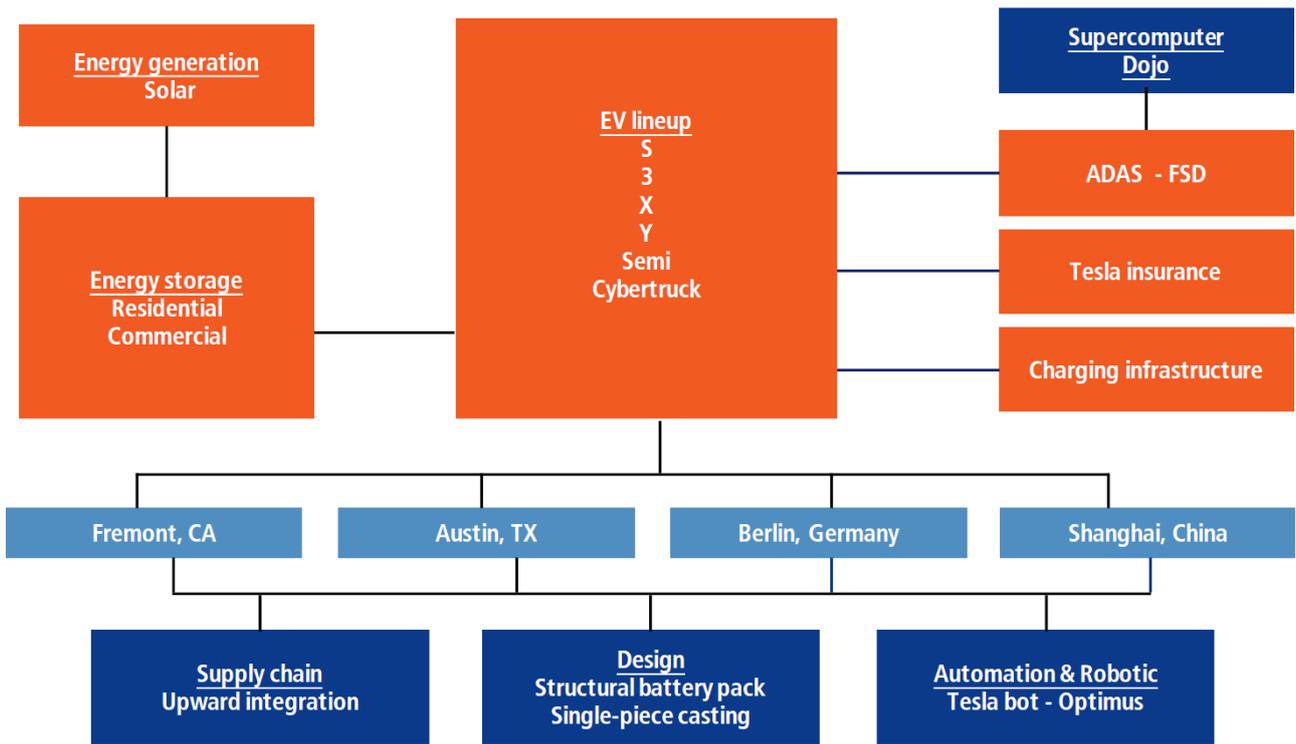
資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

圖 6：Model S 與 X 產量與交車輛



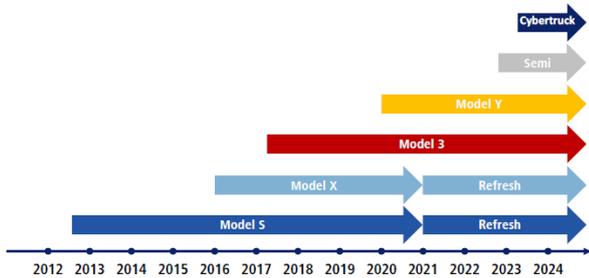
資料來源：公司資料、Troy Teslike、凱基投顧

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

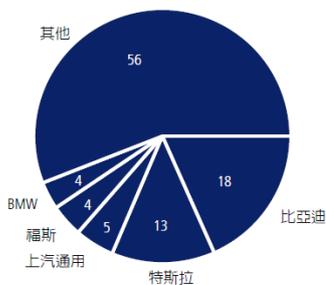
圖 9：低於 2% 的全球汽車市佔率隱含長期成長潛能



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 10：全球電動車市佔率

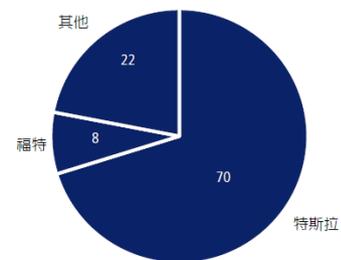
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 11：美國電動車市佔率

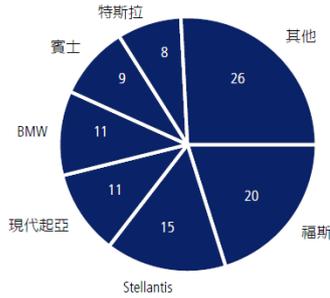
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 12：歐洲電動車市佔率

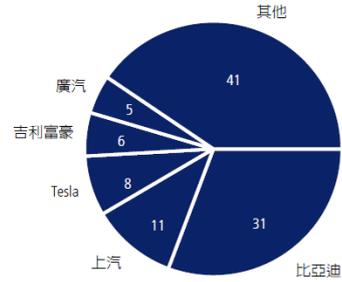
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 13：中國電動車市佔率

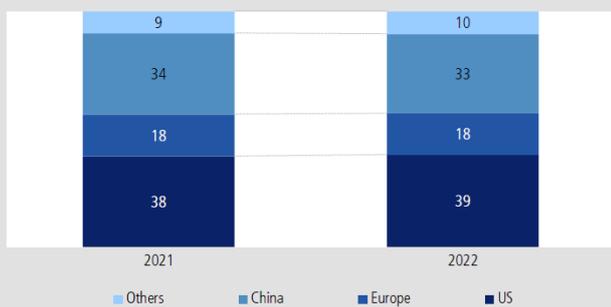
電動車市佔率，百分比



資料來源：Clean Technica、凱基投顧

圖 14：Tesla 電動車地區別出貨比重

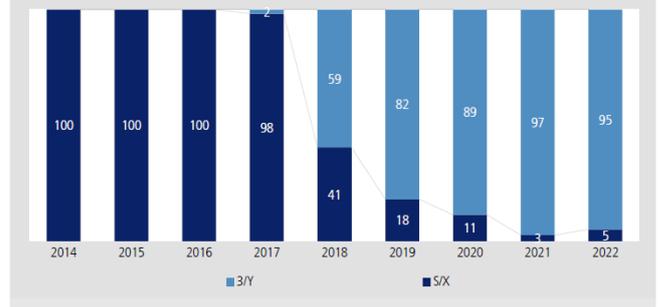
出貨比重，百分比



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

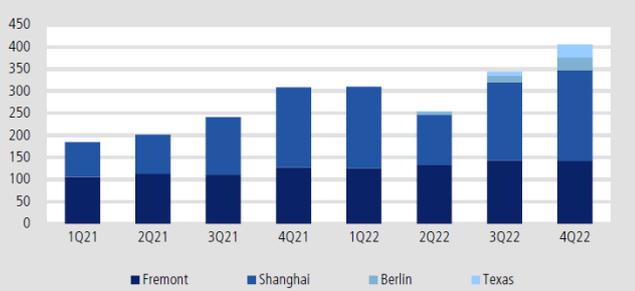
出貨比重，百分比



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

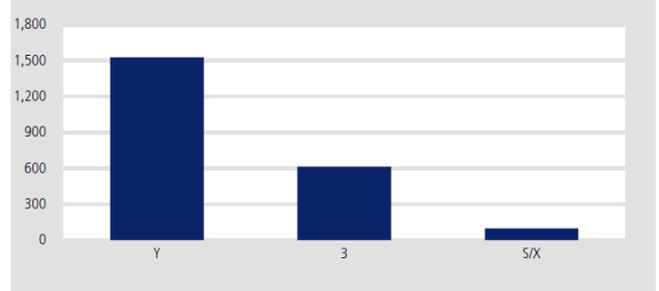
出貨量，千輛



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）

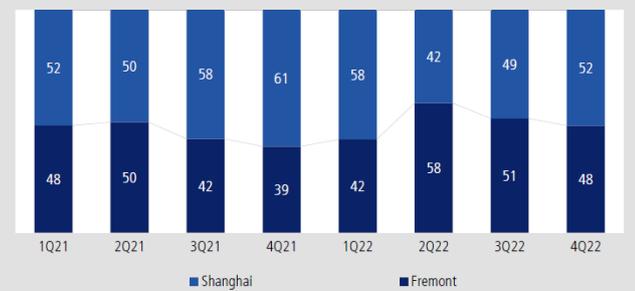
電動車產能，千輛



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

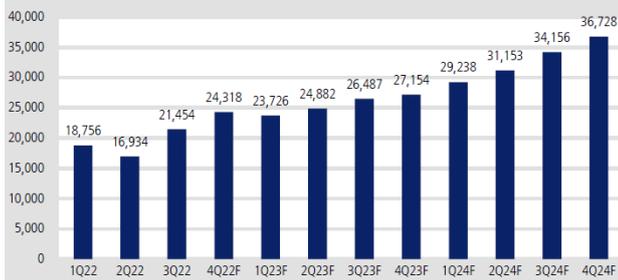
圖 20: 公司概況

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 22: 季營收

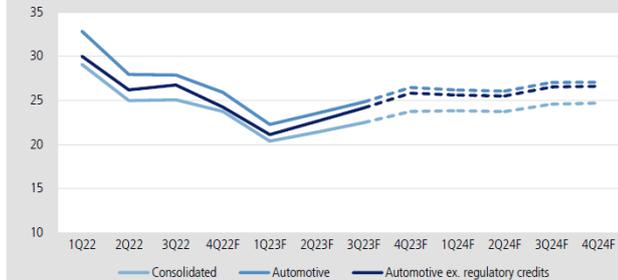
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 24: GAAP 毛利率

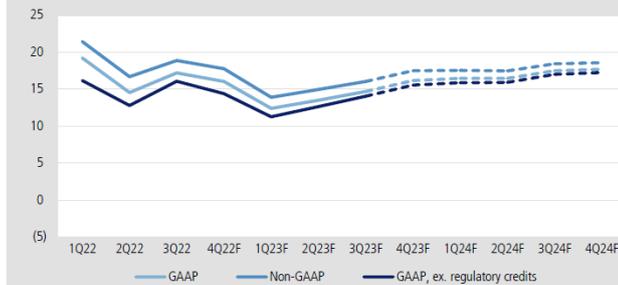
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 21: 事業別營收組成

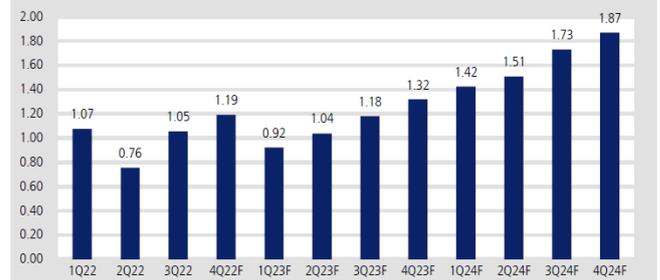
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 23: Non-GAAP EPS

Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 未來 12 個月預估本益比

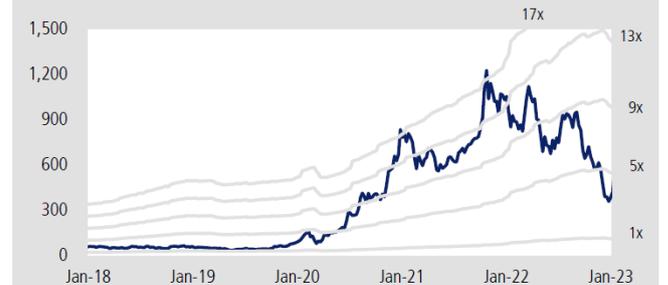
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

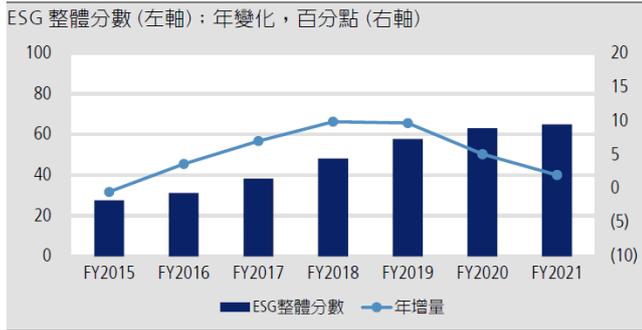
圖 27: 未來 12 個月預估市價營收比

市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



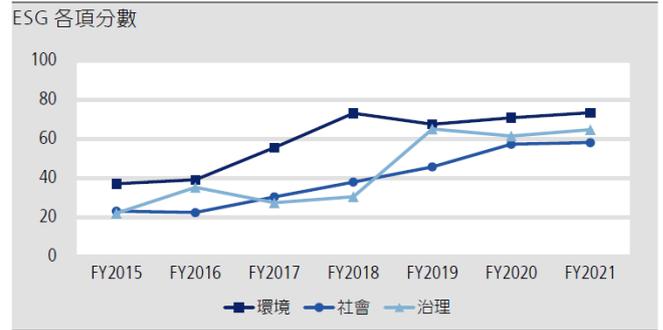
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 28: ESG 整體分數



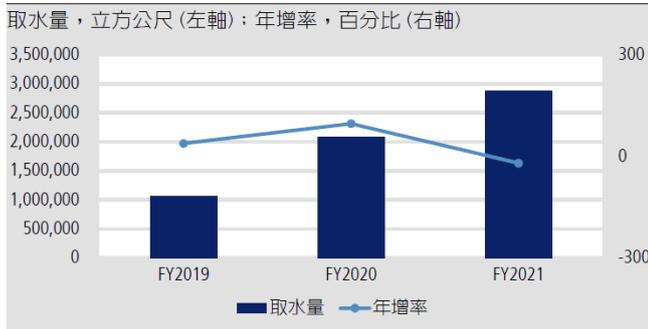
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 29: ESG 各項分數



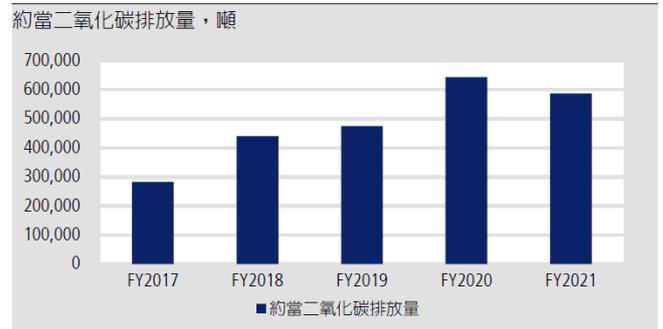
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 30: 取水量



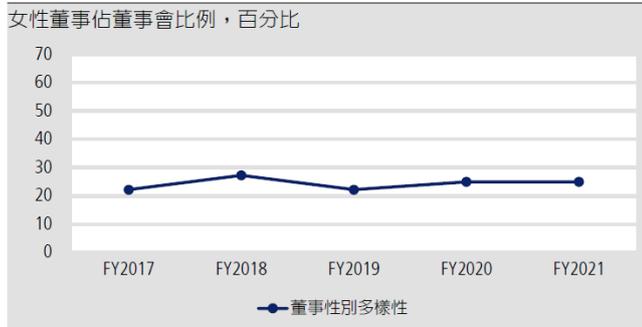
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31: 碳排量



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: 董事性別多樣性



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 環境創新



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 社區關係



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 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。