

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

技術優勢不變，惟 2024 年獲利展望平淡

持有 · 調降

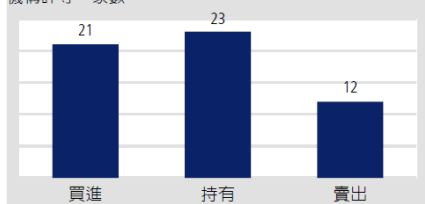
收盤價 January 24 (US\$)	207.8
3 個月目標價 (US\$)	209
12 個月目標價 (US\$)	213
前次目標價 (US\$)	309
調降 (%)	31.1
上漲空間 (%)	2.5

交易資料表

市值: (US\$bn)	660.7
流通在外股數 (百萬股):	3,179
機構持有比例 (%):	46.3
3M 平均成交量 (百萬股):	116.5
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	138.1-299.3
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	(2.2) (21.7) 43.9
相對表現 (%)	(18.4) (28.2) 22.7

市場綜合評等

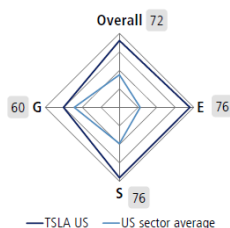
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	24	232	350
潛在報酬 (%)	(88.3)	11.6	68.4

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 4Q23 non-GAAP EPS 0.71 美元，季增 7%、但年減 40%。

評論及分析

4Q23 EPS 略低於預期，毛利率季減。4Q23 營收季增 8%、年增 3%至 252 億美元，低於共識 2.6%。電動車營收季增 10%至 216 億美元，反映交車量季增 11%，儘管均價較前一季下滑 1%至 4.36 萬美元，而非電動車營收季減 3%，營收佔比達 14%。4Q23 電動車毛利率微幅成長 0.2 個百分點至 18.9%，動能為規模擴大且電動車單位生產成本進一步下降至 3.61 萬美元。儘管如此，4Q23 整體毛利率季減 0.3 個百分點至 17.6%，係因能源與服務業務獲利能力季減。營益率受降價與研發費用攀升影響年減 7.6 個百分點至 9.2%，使 2023 年 EPS 下滑 23%至 3.12 美元。

凱基下修 2024 年交車目標至 200 萬量；2024-25 年 EPS 預估下修至 2.36 美元與 4.68 美元。Tesla 展望 2024 年交車成長率將大幅落後 2023 年的 38%係因公司目前介在於兩輪主要成長浪潮之間。下一波成長浪潮為下世代車輛，公司預期此產品將於 2025 年底於德州超級工廠開始生產。我們下修 2024 年交車量預估至 200 萬輛(年增 11%)，但上修 2024 年 Cybertruck 交車量預估至 5.6 萬輛，係因公司致力於提升產量來滿足需求。公司在 2024 年初進一步調降 Model 3 與 Y 價格。我們下修 2024 年營收預估至 1,012 億美元，年增 5%，毛利率下修至 17.3%，年減 0.9 個百分點，使 2024 年 EPS 預估年減 24%至 2.36 美元。我們預期毛利率壓力將在 2H24 起利率下降時暫歇，然而研發投資與次世代車輛起量將在 2H25 前壓抑毛利率復甦。我們據此下修 2025 年 EPS 預估至 4.68 美元。

次世代車款、AI 與機器人之投資持續，鞏固全球技術領導力。公司展望 2024 年資本支出將達逾 100 億美元，對比 2023 年為 89 億美元。管理層於 2024 年推出完全自動駕駛 (FSD) 軟體 V12 更新，此為一項從邏輯規則演算法升級至人工神經網路的 AI 運算的重大改版。此外，Optimus 機器人有望於 2025 年開始出貨，此機器人使用 Tesla 設計的執行器和感測器，具有更先進的 AI 能力。儘管面臨總經逆風，公司未縮減投資力道，將帶動成長並鞏固技術領導力。鑒於公司在技術方面的投資，我們樂觀看待長期展望，惟 FSD 與機器人未來兩年的營收貢獻將不顯著。

投資建議

凱基將評等由「增加持股」調降至「持有」，將 12 個月目標價從 309 美元下修至 213 美元，相當於 2025-26 年平均預估 EPS 5.33 美元的 40 倍。近期股價動能平淡，然基於下半年降息趨勢與 Tesla 活動可能於未來三個季度尋來逢低進場的機會。

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	96,773	101,233	126,674	151,851
營業毛利 (US\$百萬元)	20,853	17,660	17,558	27,787	34,241
營業利益 (US\$百萬元)	13,656	8,891	7,700	17,660	23,020
EBITDA (US\$百萬元)	17,403	13,558	12,304	43,311	47,151
稅後淨利 (US\$百萬元)	14,116	10,882	8,243	16,332	20,866
每股盈餘 (US\$)	4.07	3.12	2.36	4.68	5.98
營收增長率 (%)	51.4	18.8	4.6	25.1	19.9
每股盈餘增長率 (%)	80.1	(23.3)	(24.4)	98.1	27.8
毛利率 (%)	25.6	18.2	17.3	21.9	22.5
營業利益率 (%)	16.8	9.2	7.6	13.9	15.2
EBITDA margin (%)	21.4	14.0	12.2	34.2	31.1
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	27.4	23.6	9.3	16.8	17.7

資料來源: 公司資料; 凱基預估

圖 1: 4Q23 財報與 1Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	4Q23							1Q24F						
	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	25,167	24,611	2.3	7.8	3.5	25,847	(2.6)	23,598	25,756	(8.4)	(6.2)	1.2	26,554	(11.1)
毛利	4,438	4,586	(3.2)	6.2	(23.2)	4,666	(4.9)	3,558	4,937	(27.9)	(19.8)	(21.1)	4,977	(28.5)
營業利益	2,064	2,248	(8.2)	17.0	(47.1)	2,298	(10.2)	1,174	2,542	(53.8)	(43.1)	(55.9)	2,661	(55.9)
稅後淨利	2,484	2,586	(3.9)	7.3	(40.0)	2,614	(5.0)	1,426	2,734	(47.9)	(42.6)	(51.4)	2,861	(50.2)
每股盈餘 (美元)	0.71	0.74	(3.9)	7.4	(40.4)	0.73	(2.8)	0.41	0.78	(47.8)	(42.6)	(51.8)	0.80	(49.1)
毛利率 (%)	17.6	18.6	(1.0) ppts	(0.3) ppts	(6.1) ppts	18.1	(0.4) ppts	15.1	19.2	(4.1) ppts	(2.6) ppts	(4.3) ppts	18.7	(3.7) ppts
營利率 (%)	8.2	9.1	(0.9) ppts	0.6 ppts	(7.8) ppts	8.9	(0.7) ppts	5.0	9.9	(4.9) ppts	(3.2) ppts	(6.4) ppts	10.0	(5.0) ppts
淨利率 (%)	9.9	10.5	(0.6) ppts	(0.0) ppts	(7.2) ppts	10.1	(0.2) ppts	6.0	10.6	(4.6) ppts	(3.8) ppts	(6.5) ppts	10.8	(4.7) ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 2023 年財報與 2024-25 年財測 vs. 市場共識

百萬美元	2023					2024F					2025F							
	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	96,773	96,217	0.6	18.8	97,558	(0.8)	101,233	117,079	(13.5)	4.6	117,722	(14.0)	126,674	154,255	(17.9)	25.1	145,169	(12.7)
毛利	17,660	17,808	(0.8)	(15.3)	17,953	(1.6)	17,558	23,530	(25.4)	(0.6)	22,949	(23.5)	27,787	35,563	(21.9)	58.3	30,432	(8.7)
營業利益	8,891	9,075	(2.0)	(34.9)	9,418	(5.6)	7,700	13,613	(43.4)	(13.4)	12,840	(40.0)	17,660	25,081	(29.6)	129.3	18,942	(6.8)
稅後淨利	10,884	10,988	(0.9)	(23.0)	10,489	3.8	8,243	13,982	(41.0)	(24.3)	12,994	(36.6)	16,332	23,604	(30.8)	98.1	18,453	(11.5)
每股盈餘 (美元)	3.12	3.15	(1.0)	(23.3)	3.08	1.4	2.36	4.00	(41.0)	(24.4)	3.81	(38.0)	4.68	6.76	(30.8)	98.1	5.24	(10.7)
毛利率 (%)	18.2	18.5	(0.3) ppts	(7.3) ppts	18.4	(0.2) ppts	17.3	20.1	(2.8) ppts	(0.9) ppts	19.5	(2.1) ppts	21.9	23.1	(1.1) ppts	4.6 ppts	21.0	1.0 ppts
營利率 (%)	9.2	9.4	(0.2) ppts	(7.6) ppts	9.7	(0.5) ppts	7.6	11.6	(4.0) ppts	(1.6) ppts	10.9	(3.3) ppts	13.9	16.3	(2.3) ppts	6.3 ppts	13.0	0.9 ppts
淨利率 (%)	11.2	11.4	(0.2) ppts	(6.1) ppts	10.8	0.5 ppts	8.1	11.9	(3.8) ppts	(3.1) ppts	11.0	(2.9) ppts	12.9	15.3	(2.4) ppts	4.8 ppts	12.7	0.2 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 3: 2023 年交車量及 2024-25 年交車量預估修正

輛	2023				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	1,808,581	1,797,774	0.6	37.7	2,001,800	2,235,300	(10.4)	10.7	2,356,000	2,910,250	(19.0)	17.7
Model S/X	68,774	64,405	6.8	3.1	75,000	74,500	0.7	9.1	74,000	74,000	0.0	(1.3)
Model 3/Y	1,739,707	1,733,169	0.4	39.5	1,870,000	2,118,000	(11.7)	7.5	2,040,000	2,519,250	(19.0)	9.1
Model 2	0	0	-	-	0	0	-	-	20,000	95,000	(78.9)	-
Cybertruck	100	100	0.0	-	56,000	42,000	33.3	55900.0	220,000	220,000	0.0	292.9
Semi	0	100	(100.0)	-	800	800	0.0	-	2,000	2,000	0.0	150.0

資料來源: 凱基

圖 4: 汽車業務假設

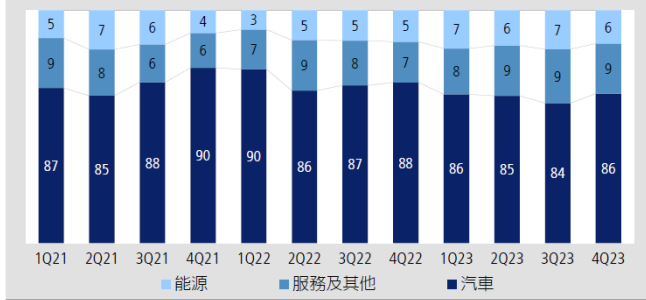
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
電動車交付量 (千輛)	184.9	201.3	241.4	308.7	310.0	254.7	343.8	405.3	422.9	466.1	435.1	484.5	481.0	494.0	505.3	521.5
汽車營收 (百萬美元)	8,484	9,854	11,778	15,653	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,986	19,071	21,130	19,225	20,044	21,321	22,444
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	43.6	40.0	40.6	42.2	43.0
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	37.3	36.9	36.7	36.1	34.4	34.4	34.6	34.6
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	17.2	13.9	15.1	18.1	19.6

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

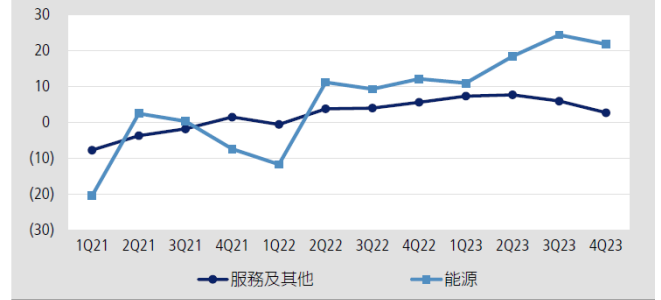
各項事業營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6: 服務及能源事業毛利率

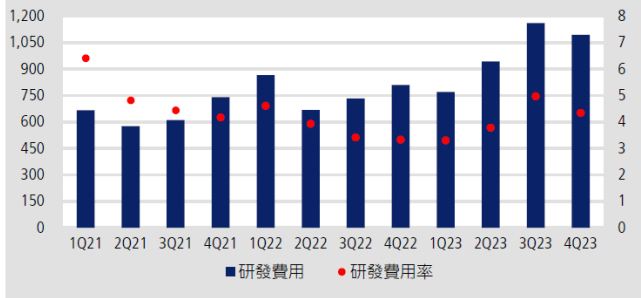
服務及能源事業毛利率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: 研發費用支出

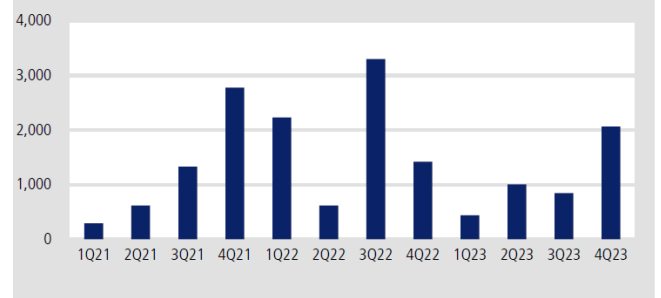
研發費用支出, 百萬美元 (左軸), 研發費用佔營收比重, 百分比 (右軸)



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



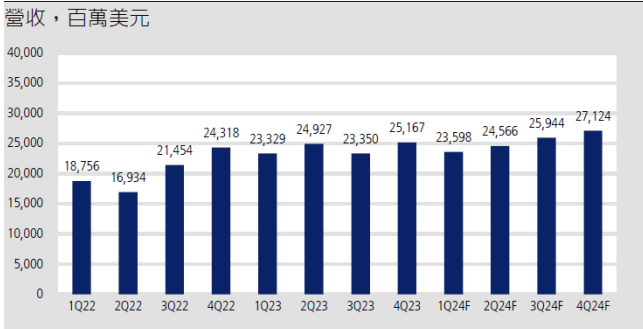
資料來源: 公司資料; 凱基

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。

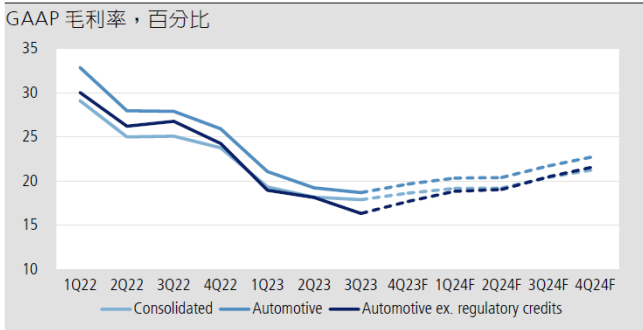
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營收



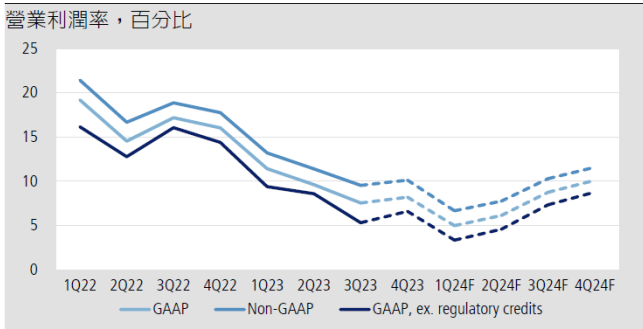
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: GAAP 毛利率



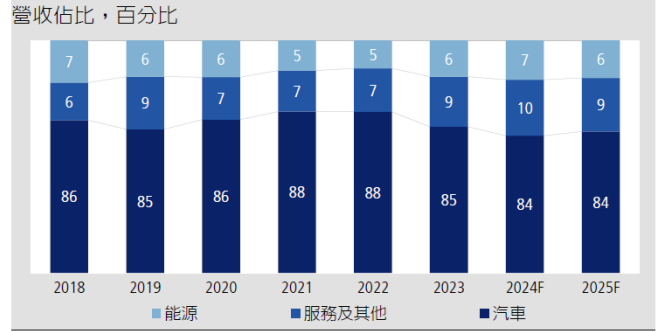
資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 營業利潤率



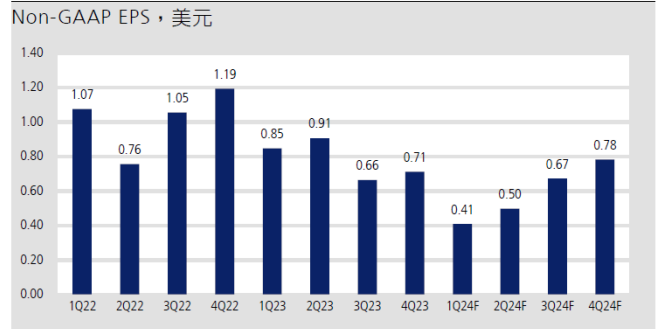
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 事業別營收組成



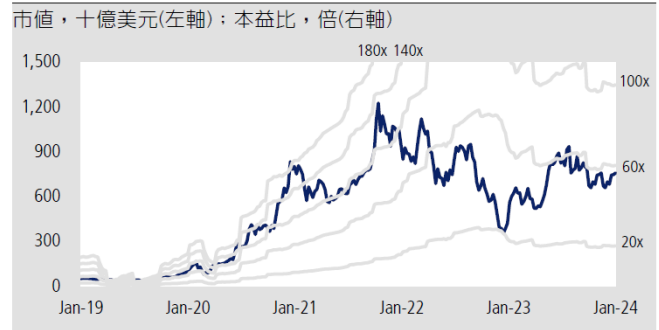
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: Non-GAAP EPS



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估本益比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 16: 未來 12 個月預估市價營收比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17: ESG 整體分數

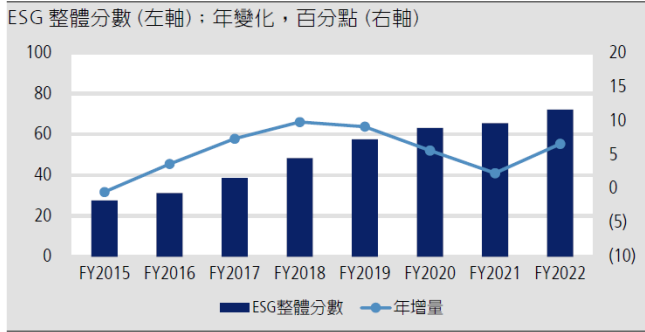


圖 18: ESG 各項分數

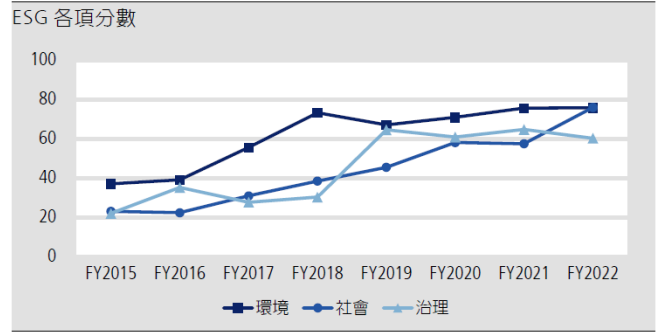


圖 19: 耗水量

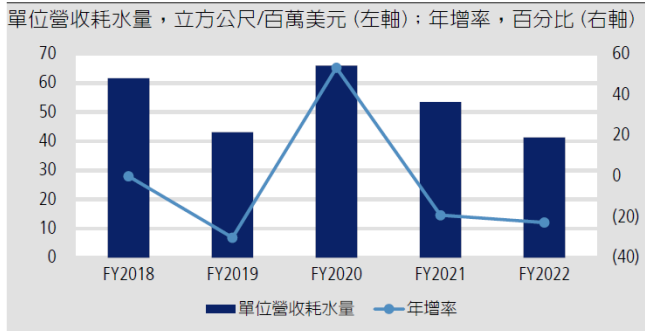


圖 20: 碳排量

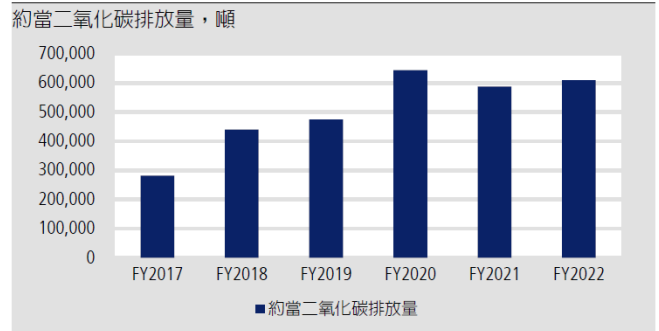


圖 21: 董事性別多樣性

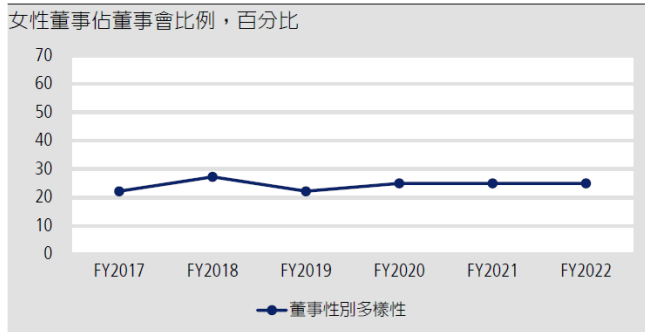


圖 22: 環境創新

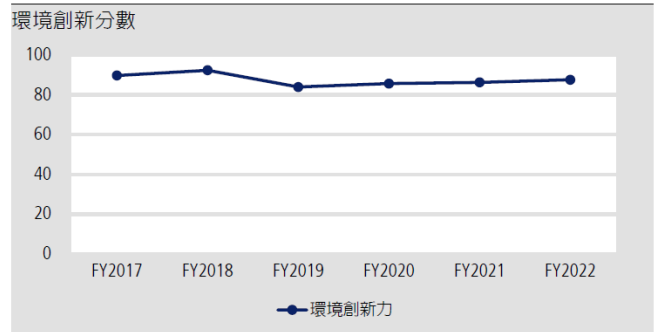


圖 23: 社區關係

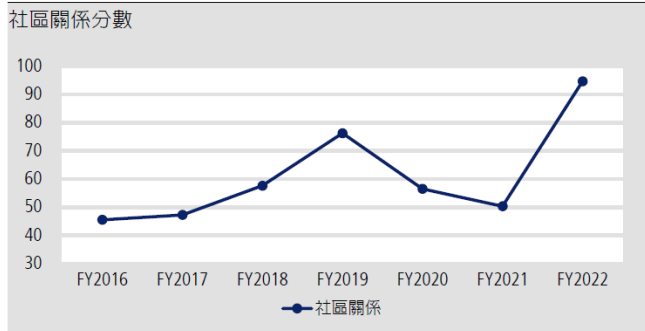
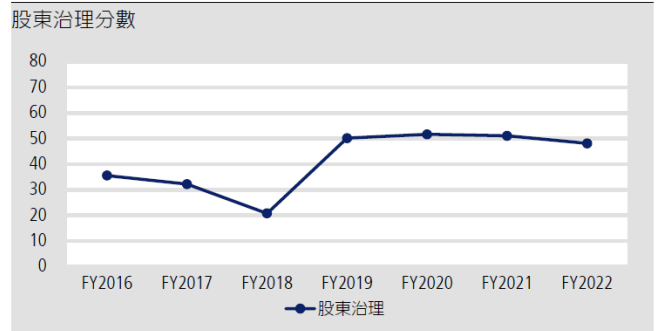


圖 24: 股東治理





項目	定義
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>
股東治理分數	<p>衡量公司用以反收購工具的有效性</p>
公司治理分數	<p>衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性</p>
產品責任分數	<p>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</p>
社區關係分數	<p>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</p>
勞動力分數	<p>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</p>
資源使用指標	<p>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俱生態效率的解決方案</p>

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。