

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

3Q25 財報落後，但 FSD 進展順利

增加持股・維持

收盤價 October 22 (US\$)	439.0
3 個月目標價 (US\$)	451.7
12 個月目標價 (US\$)	490.0
前次目標價 (US\$)	355.0
調升 (%)	38.0
上漲空間 (%)	11.6

焦點內容

- 3Q25 獲利低於預期。
- 上修 2025-26 年 EV 銷量預估至 168 萬、179 萬輛。
- FSD V14 更上一層樓，目標今年底將 Robotaxi 服務擴張至美國 8-10 個都會區，並表示 Optimus V3 將於 1Q26 問世。

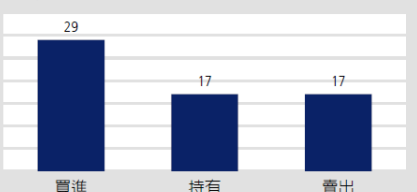
交易資料表

市值：(US\$bn)	1,459.6
流通在外股數 (百萬股)：	3,325
機構持有比例 (%)：	50.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	88.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	212.1-488.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	32.0	75.1	105.5
相對表現 (%)	26.6	50.4	89.9

市場綜合評等

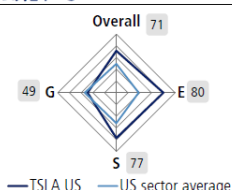
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	19	357	600
潛在報酬 (%)	(95.7)	(18.7)	36.7

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 3Q25 財報，EV 銷量 49.7 萬輛，季增 29%、年增 7%，儲能系統出貨 12.5 GWh 再創單季新高；因 EV ASP 僅季減 1%，營收 281 億美元、毛利率 18.0% 皆略優於市場預期，但研發費用增加、稅率較高，Non-GAAP EPS 0.50 美元低於市場預期。股價盤後下跌 3%。

評論及分析

EV 需求優於原先悲觀情境。儘管 3Q25 EV 銷量強勁部分係因美國補貼退場之搶購潮，但歐洲、中國、亞太區等市場銷量皆全面回升，顯示需求具延續性，且平價版 Model 3&Y 與中國製 Model Y L 推出亦有助提振銷量。凱基預估 4Q25 EV 銷量仍將季減 8%，但 2025-26 年銷量預估由 157 萬、170 萬輛上修至 168 萬、179 萬輛。

FSD V14 更上一層樓，Optimus V3 預計 1Q26 問世。目前 FSD 搭載率僅 12%，雖已較去年初僅中低個位數提升，但仍待其效能持續精進與各國法規配合以吸引更多車主訂閱。FSD V14.1 推出後表現再次躍升，其決策更為果斷且須人為介入頻率明顯降低，在左轉、停車能力及處理緊急狀況等方面之能力亦顯著提升，近期將推出 V14.2 以改善舒適度，減少急煞、搖晃變線等問題。Musk 另透露下一代 AI5 晶片之效能將超越現行 AI4 達 40 倍，未來除車載外亦可供資料中心訓練用。Robotaxi 業務則目標今年底拓展至全美 8-10 個都會區，其中在德州奧斯汀可無人隨車營運，擴張速度將顯著優於競爭對手；Cybercab 量產時點則維持 2Q26。公司正為人形機器人建置年產量 100 萬台的產線，V3 量產時程和上季預期一致；管理層重申 Optimus 為比 EV 更重要的產品，其生產力將達人類的 5 倍之多。能源業務需求展望樂觀，管理層認為儲能系統有助緩解 AI 狂潮帶來之缺電危機，將持續於中國、美國兩地擴產，並推出新產品 Megablock 以應對新增市場需求。

投資建議

凱基下修 2025 年 EPS 預估 2%，但上修 2026-27 年 EPS 預估 2%、1%，現高於市場共識 6%、7%。重申看好 Tesla 作為實體 AI 領先者的地位，維持「增加持股」評等，上調 12 個月目標價至 490 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-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$ 百萬元)	96,773	97,690	95,786	104,511	119,786
營業毛利 (US\$ 百萬元)	17,660	17,450	16,613	19,872	24,865
營業利益 (US\$ 百萬元)	8,891	7,076	4,371	7,207	11,295
EBITDA (US\$ 百萬元)	13,558	12,444	10,551	14,407	19,295
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	10,881	8,419	6,008	9,088	12,785
每股盈餘 (US\$)	3.12	2.42	1.70	2.56	3.59
營收增長率 (%)	18.8	0.9	(1.9)	9.1	14.6
每股盈餘增長率 (%)	(23.3)	(22.6)	(29.5)	50.5	39.9
毛利率 (%)	18.2	17.9	17.3	19.0	20.8
營業利益率 (%)	9.2	7.2	4.6	6.9	9.4
EBITDA margin (%)	14.0	12.7	11.0	13.8	16.1
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	23.6	9.9	5.3	7.7	10.3

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 3Q25 財報與 4Q25 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	3Q25							4Q25F						
	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	28,095	26,248	7.0	24.9	11.6	26,365	6.6	25,860	23,761	8.8	(8.0)	0.6	25,442	1.6
毛利	5,054	4,765	6.1	30.3	1.1	4,524	11.7	4,528	3,949	14.7	(10.4)	8.4	4,150	9.1
營業利益	1,624	1,799	(9.7)	75.9	(40.2)	1,645	(1.3)	1,425	1,146	24.4	(12.2)	(10.0)	1,326	7.5
稅後淨利	1,770	2,161	(18.1)	27.1	(29.3)	1,906	(7.1)	1,911	1,637	16.7	7.9	(25.5)	1,637	16.7
每股盈餘 (美元)	0.50	0.61	(18.1)	26.8	(29.9)	0.54	(7.0)	0.54	0.46	16.7	7.8	(25.8)	0.46	16.7
毛利率 (%)	18.0	18.2	(0.2) pts	0.8 pts	(1.9) pts	17.2	0.8 pts	17.5	16.6	0.9 pts	(0.5) pts	1.3 pts	16.3	1.2 pts
營業率 (%)	5.8	6.9	(1.1) pts	1.7 pts	(5.0) pts	6.2	(0.5) pts	5.5	4.8	0.7 pts	(0.3) pts	(0.6) pts	5.2	0.3 pts
淨利率 (%)	6.3	8.2	(1.9) pts	0.1 pts	(3.6) pts	7.2	(0.9) pts	7.4	6.9	0.5 pts	1.1 pts	(2.6) pts	6.4	1.0 pts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: 2025-27 年財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	2025F						2026F						2027F					
	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	95,786	91,840	4.3	(1.9)	94,582	1.3	104,511	101,396	3.1	9.1	109,494	(4.6)	119,786	119,285	0.4	14.6	130,595	(8.3)
毛利	16,613	15,746	5.5	(4.8)	16,084	3.3	19,872	18,492	7.5	19.6	19,278	3.1	24,865	23,891	4.1	25.1	24,202	2.7
營業利益	4,371	4,267	2.4	(38.2)	4,808	(9.1)	7,207	7,592	(5.1)	64.9	7,678	(6.1)	11,295	12,158	(7.1)	56.7	11,739	(3.8)
稅後淨利	6,008	6,125	(1.9)	(29.0)	5,795	3.7	9,088	8,928	1.8	51.3	8,180	11.1	12,785	12,643	1.1	40.7	11,357	12.6
每股盈餘 (美元)	1.70	1.74	(1.9)	(29.5)	1.75	(2.6)	2.56	2.52	1.7	50.5	2.42	6.0	3.59	3.55	1.1	39.9	3.36	6.8
毛利率 (%)	17.3	17.1	0.2 pts	(0.5) pts	17.0	0.3 pts	19.0	18.2	0.8 pts	1.7 pts	17.6	1.4 pts	20.8	20.0	0.7 pts	1.7 pts	18.5	2.2 pts
營業率 (%)	4.6	4.6	(0.1) pts	(2.7) pts	5.1	(0.5) pts	6.9	7.5	(0.6) pts	2.3 pts	7.0	(0.1) pts	9.4	10.2	(0.8) pts	2.5 pts	9.0	0.4 pts
淨利率 (%)	6.3	6.7	(0.4) pts	(2.4) pts	6.1	0.1 pts	8.7	8.8	(0.1) pts	2.4 pts	7.5	1.2 pts	10.7	10.6	0.1 pts	2.0 pts	8.7	2.0 pts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 2025-27 年電動車銷量預估修正

輛	2025F					2026F					2027F				
	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	1,676,952	1,566,853	7.0	(6.3)		1,790,150	1,702,150	5.2	6.8		1,996,250	1,997,750	(0.1)	11.5	
Model S/X	28,566	27,817	2.7	(38.7)		31,000	31,000	0.0	8.5		32,000	32,000	0.0	3.2	
Model 3/Y	1,623,694	1,487,528	9.2	(4.7)		1,730,000	1,445,000	19.7	6.5		1,867,500	1,550,000	20.5	7.9	
Model 2	0	30,000	(100.0)	-		0	185,000	(100.0)	-		50,000	340,000	(85.3)	-	
Cybertruck	24,642	21,458	14.8	0.0		28,000	37,000	(24.3)	13.6		38,000	46,000	(17.4)	35.7	
Semi	50	50	0.0	-		1,000	1,000	0.0	1,900.0		1,000	1,000	0.0	0.0	
Cybercab	0	0	-	-		0	3,000	(100.0)	-		7,000	28,000	(75.0)	-	

資料來源：Bloomberg；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)	99,837	5	499,184
FSD+Robotaxi	17,980	35	629,292
機器人相關業務	20,500	40	820,000
能源業務	27,461	10	274,614
其他	23,421	1.5	35,131
總和			2,258,222
折現率			8.5%
折現後市值(百萬美元)			1,767,980
在外流通股數(百萬股)			3,606
12個月目標價(美元)			490

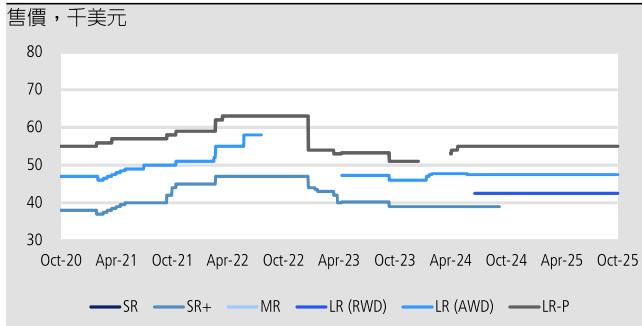
資料來源：凱基預估

圖 5: 汽車業務假設

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
電動車交付量 (千輛)	386.8	444.0	462.9	495.6	336.7	384.1	497.1	459.1	413.2	445.2	465.9	466.0
汽車營收 (百萬美元)	16,936	18,988	19,277	19,106	13,372	16,222	20,788	18,539	16,642	18,047	19,046	19,240
ASP (千美元)	43.8	42.8	41.6	38.6	39.7	42.2	41.8	40.4	40.3	40.5	40.9	41.3
每車平均成本 (千美元)	36.6	36.5	34.5	33.3	34.8	35.9	35.4	34.5	34.3	34.3	34.1	34.1
汽車業務毛利率 (%)	16.4	14.6	17.1	13.6	12.5	15.0	15.4	14.6	14.9	15.4	16.5	17.3

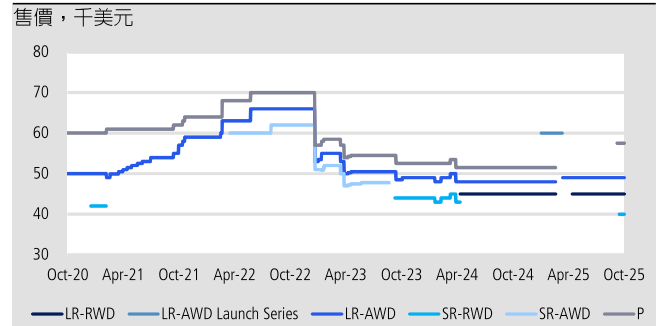
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 6: Model 3 各車型美國售價



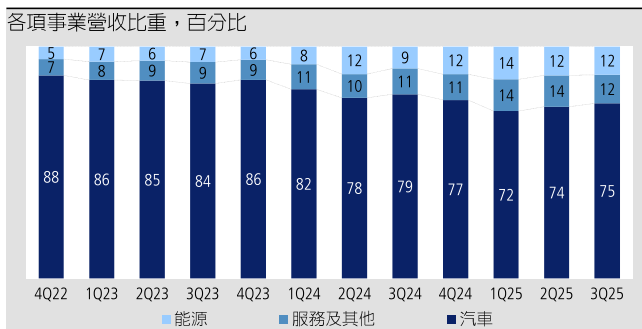
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: Model Y 各車型於美國售價



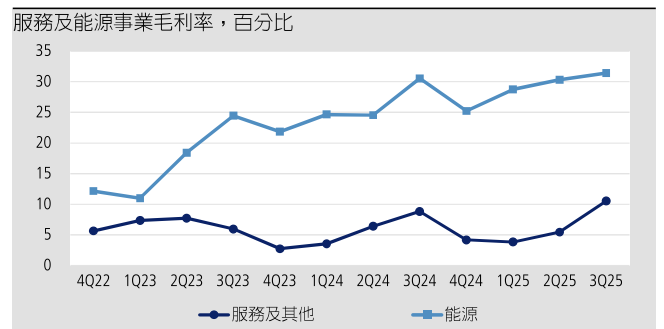
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 8: 各項事業營收比重



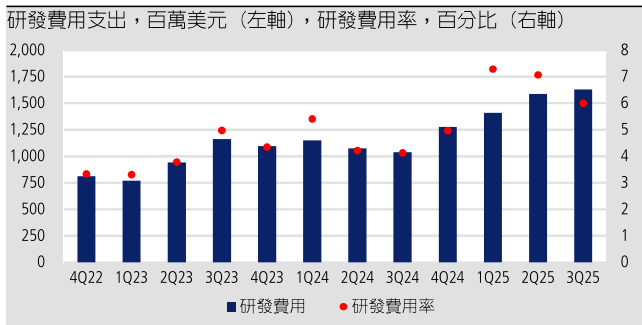
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 9: 能源事業毛利率持續走高



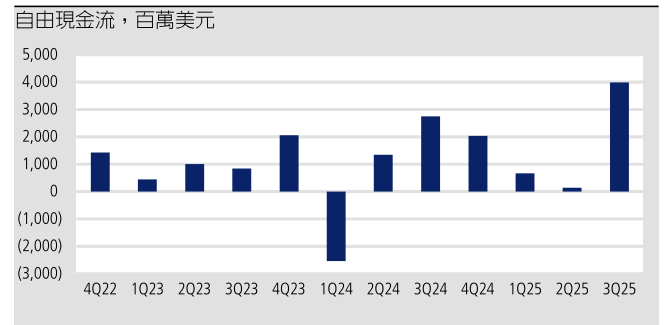
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 10: 研發費用支出



資料來源: 公司資料; 凱基

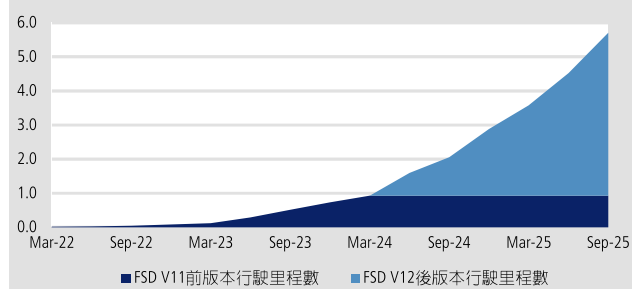
圖 11: 3Q25 自由現金流明顯回升



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 12: FSD (Supervised) V12 版本後累積里程快速增加

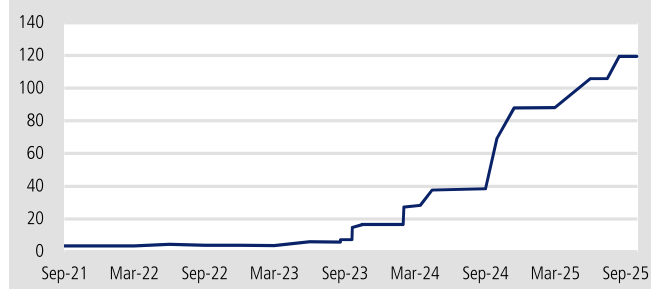
累積里程，十億英里



資料來源：公司資料、凱基

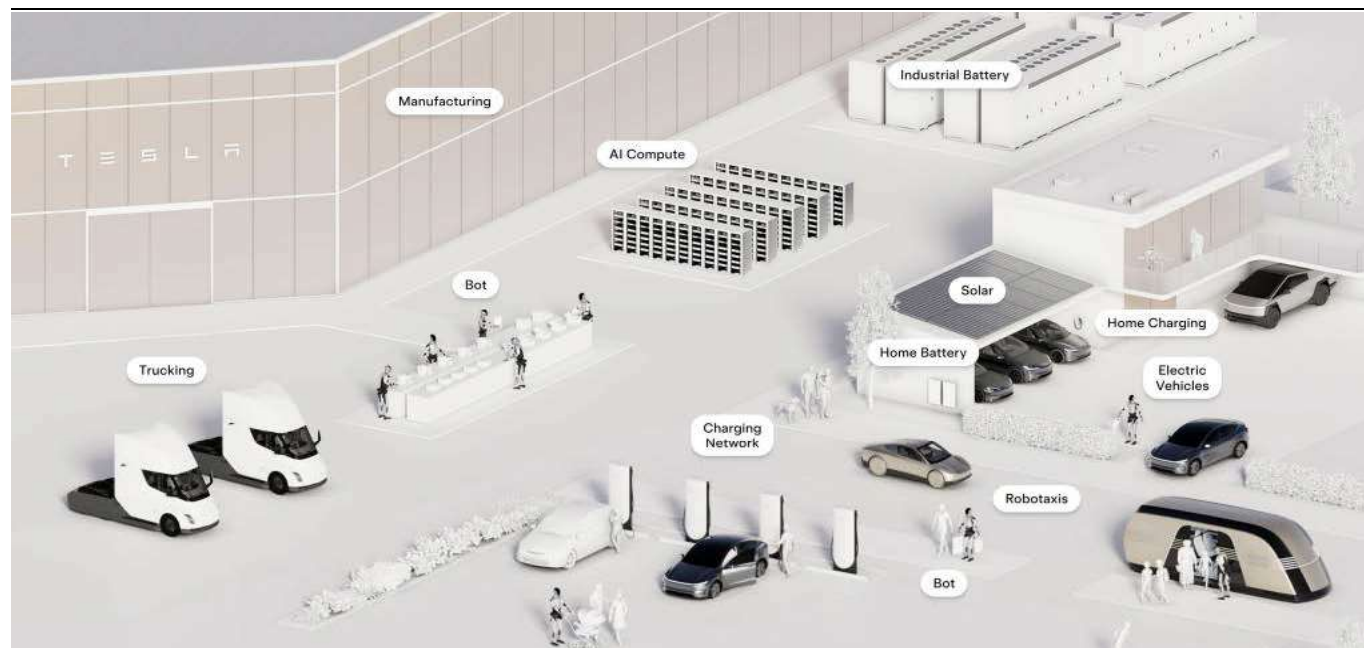
圖 13: Tesla 在 AI 訓練算力持續提升(以 H100 等效 GPU 數量)

等效 H100 數量，千張



資料來源：公司資料、凱基

圖 14: 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 15: FSD (Supervised)行駛測試



資料來源：公司資料、凱基

圖 16: 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 17: Cybercab 採用無線充電



資料來源：公司資料、凱基

圖 18: Tesla 目前 Robotaxi 取得許可進度

	地點	時間	進度
德州	奧斯丁	2Q25	已啟動試營運，但需配備安全駕駛員
亞利桑那州	鳳凰城	2Q25	取得Robotaxi測試許可，可在特定區域進行測試，但需配備安全員
內華達州	拉斯維加斯	3Q25	取得Robotaxi測試許可，但需配備安全員，但僅限封閉或半開放區域
加州	舊金山	1Q25	已取得CPUC許可，可針對員工或受邀乘客提供服務，但並非自動駕駛 7月公司表示將計畫在灣區拓展服務，但尚未向DMV或是CPUC提交收費自駕載客服務許可
加州	洛杉磯	1Q25	已取得CPUC許可，可針對員工或受邀乘客提供服務，但並非自動駕駛

資料來源：公司資料、凱基

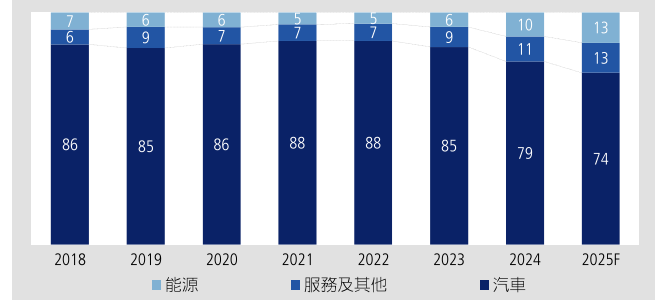
圖 19: 公司概況

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 20: 事業別營收組成

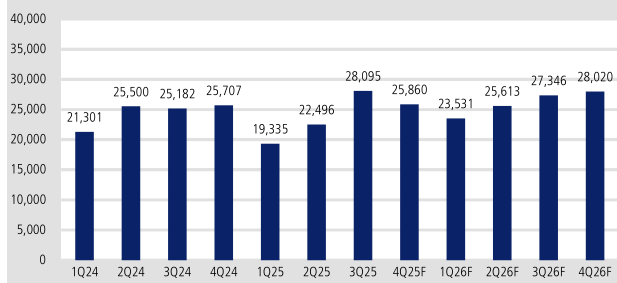
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 21: 季營收

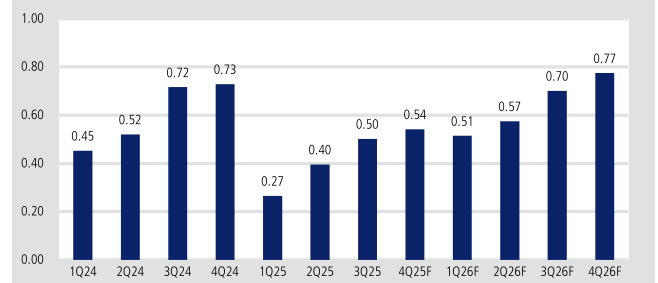
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 22: Non-GAAP EPS

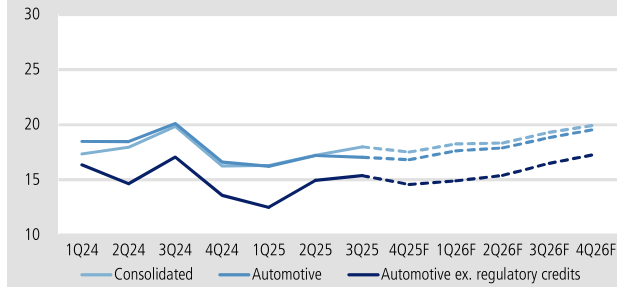
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 23: GAAP 毛利率

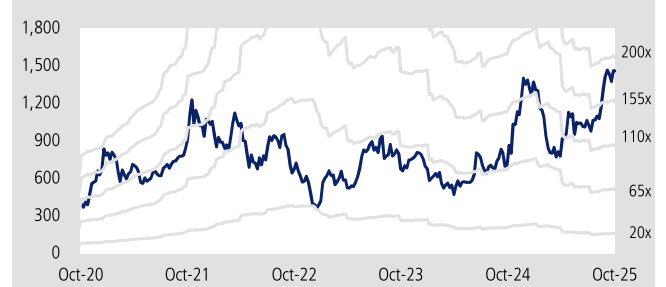
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 24: 未來 12 個月預估本益比

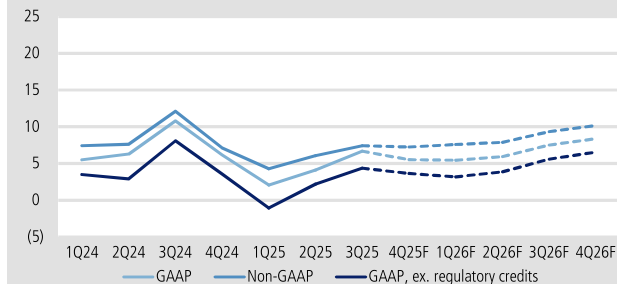
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 25: 營業利潤率

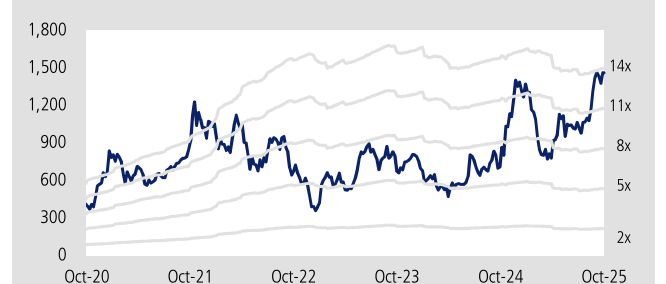
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 未來 12 個月預估市價營收比

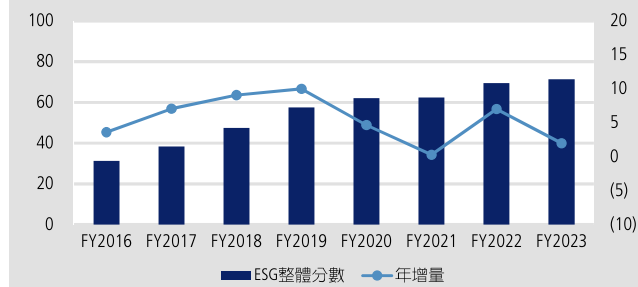
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 27: ESG 整體分數

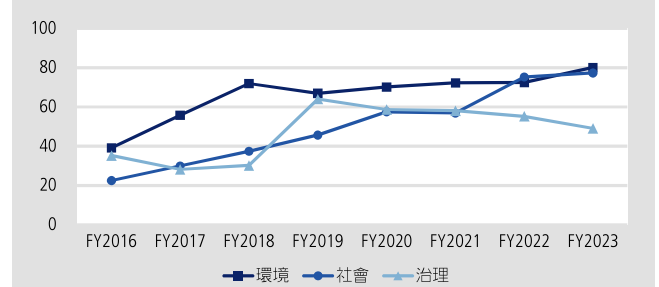
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 28: ESG 各項分數

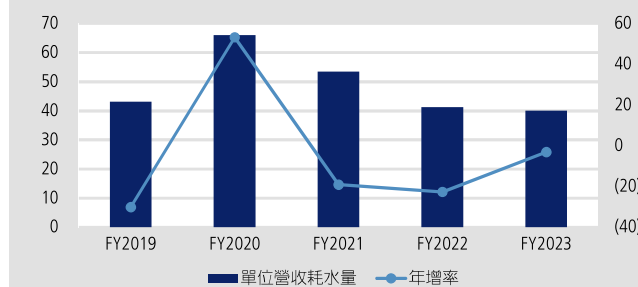
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 29: 耗水量

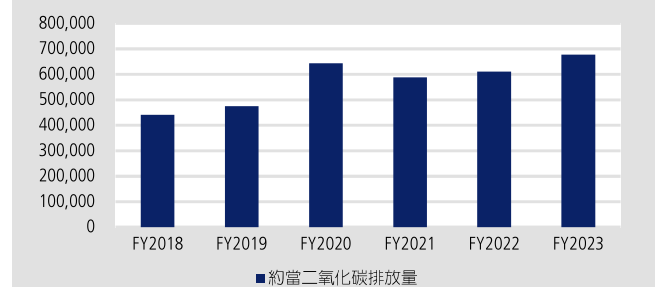
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 30: 碳排放量

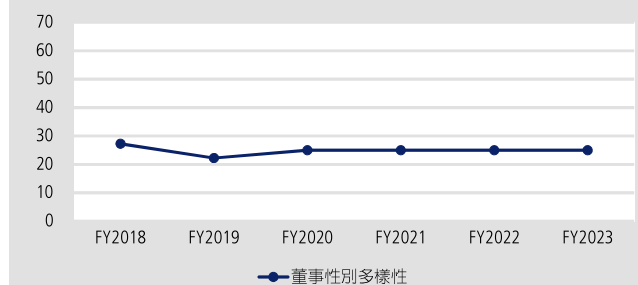
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31: 董事性別多樣性

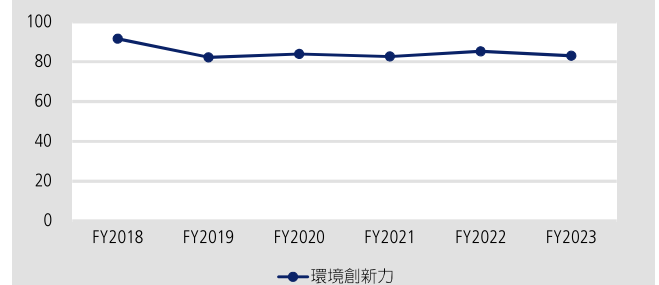
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: 環境創新

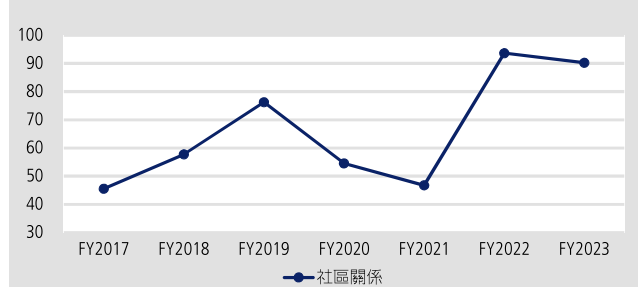
環境創新分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 社區關係

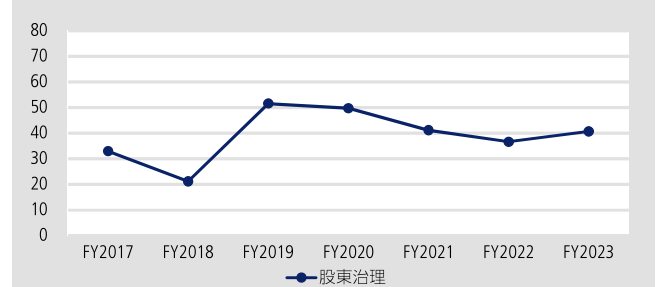
社區關係分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 股東治理

股東治理分數



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
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。