

Tesla

(TSLA.O/TSLA US)



增加持股・維持

收盤價 July 22 (US\$)	374.0
3 個月目標價 (US\$)	390.5
12 個月目標價 (US\$)	440.0
前次目標價 (US\$)	468.0
調降 (%)	-6.0
上漲空間 (%)	17.6

焦點內容

- 2Q26 利潤率低於預期，短期財務仍陷逆風。
- FSD 已開始拉抬 EV 需求，將持續推動在歐洲更多國家開放。
- Optimus V3 預計 2H26 投產，管理層表示 S-Curve 較平且長，供應鏈完備程度為擴產的主要限制因素。

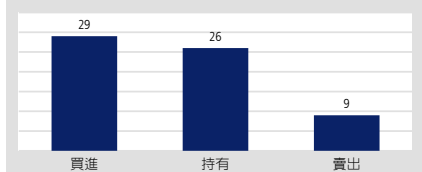
交易資料表

市值：(US\$bn)	1,404.7
流通在外股數 (百萬股)：	3,756
機構持有比例 (%)：	50.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	48.3
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	297.8-498.8

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.1	(16.7)	12.5
相對表現 (%)	(5.4)	(25.1)	(5.5)

市場綜合評等

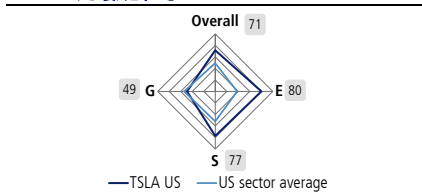
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	125	416	600
潛在報酬 (%)	(66.6)	11.4	60.4

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

2Q26 財報落後預期；FSD 效益逐步發酵

重要訊息

Tesla 公告 2Q26 財報，EV 銷量 48.0 萬輛 (季增 34%) 表現佳使營收超前，但毛利率 16.8% 因碳權營收減少、儲能系統 ASP 下滑、服務營收增加使產品組合不利而不如預期，研發費用亦明顯增加；Non-GAAP EPS 0.33 美元低於市場預期 35%，FCF 則由正轉負。

評論及分析

FSD 已開始拉抬 EV 需求。美洲、亞太、EMEA 三大市場 2Q26 銷量季增 60%、27%、12%，顯示需求有所回溫；管理層表示 FSD 已成為消費者購置 Tesla 新車的重要誘因，2Q26 超過 55% 的北美新車銷售在交車時搭配 FSD (Supervised) 訂閱。2Q26 FSD (Supervised) 訂閱數增至 148 萬，約隱含 15% 搭載率，目前持續推動在更多歐洲市場開放；凱基預估 FSD 搭載率在 2026-27 年底提升至 17%、24%。公司也以謹慎態度拓展 Robotaxi 服務，目前在德州、佛州皆已投入無人監督營運；Cybercab 則於 2Q26 開始投產。

Optimus V3 即將投產。Model S&X 已於 5 月停產，Fremont 廠房空間正在安裝 Optimus V3 量產線，目標年產能 100 萬台，德州廠則著手興建 Optimus V4 產線，長期年產能目標 1,000 萬台，但未有明確時程表。Musk 表示量產 S-Curve 前段將較平且持續時間長，半導體 (邏輯、記憶體、功率元件)、致動器、感測器、FPC 等供應鏈完備程度將為限制擴張的重要因素。

短期仍陷財務逆風。2026 年預計 Capex 250 億美元，未來 2-3 年將再上升。Tesla 持續多線投資，包括 Optimus、Cybercab、Terafab、電池材料、太陽能等，選擇犧牲部分資本效率換取更快擴產速度；預估近期將針對 Terafab 有更詳盡公告。由於 EV 利潤率尚未回復，預期 FCF 將維持淨流出。2Q26 能源業務毛利率降至 20.4%，反映競爭加劇；管理層預期長期毛利率將落在 20-25%。

投資建議

凱基上修 EV 銷量預期，但因利潤率假設下調，下修 2026-28 年 EPS 預估至 1.59、2.02、3.15 美元。儘管獲利動能未有明顯改善，但資產負債表仍保持強健，重申看好 Tesla 作為實體 AI 領先者的地位。維持「增加持股」評等，但調降 12 個月目標價至 440 美元，係以 SOTP 法針對其 EV、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-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US\$百萬元)	97,690	94,827	106,966	120,349	139,308
營業毛利 (US\$百萬元)	17,450	17,094	19,563	22,808	29,244
營業利益 (US\$百萬元)	7,076	4,355	2,869	5,021	9,749
EBITDA (US\$百萬元)	12,444	10,503	9,616	13,147	19,125
稅後淨利 (US\$百萬元)	8,419	5,858	5,652	7,245	11,480
每股盈餘 (US\$)	2.42	1.45	1.59	2.02	3.15
營收增長率 (%)	0.9	(2.9)	12.8	12.5	15.8
每股盈餘增長率 (%)	(22.6)	(40.0)	9.7	26.6	56.2
毛利率 (%)	17.9	18.0	18.3	19.0	21.0
營業利益率 (%)	7.2	4.6	2.7	4.2	7.0
EBITDA margin (%)	12.7	11.1	9.0	10.9	13.7
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	3.2	3.2
股東權益報酬率 (%)	9.9	4.6	3.2	3.8	5.9

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 2Q26 財報與 3Q26 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2Q26							3Q26F						
	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	28,236	24,103	17.1	26.1	25.5	26,313	7.3	27,054	25,601	5.7	(4.2)	(3.7)	27,381	(1.2)
毛利	4,751	4,805	(1.1)	0.7	22.5	5,113	(7.1)	4,752	5,098	(6.8)	0.0	(6.0)	5,279	(10.0)
營業利益	398	1,141	(65.1)	(57.7)	(56.9)	1,388	(71.3)	613	1,496	(59.1)	53.9	(62.3)	1,587	(61.4)
稅後淨利	1,155	1,652	(30.1)	(20.5)	(17.1)	1,810	(36.2)	1,392	1,876	(25.8)	20.5	(0.1)	1,867	(25.4)
每股盈餘 (美元)	0.33	0.47	(30.0)	(20.6)	(17.6)	0.50	(34.7)	0.39	0.53	(25.7)	20.4	(0.8)	0.53	(25.7)
毛利率 (%)	16.8	19.9	(3.1) pts	(4.3) pts	(0.4) pts	19.4	(2.6) pts	17.6	19.9	(2.4) pts	0.7 pts	(0.4) pts	19.3	(1.7) pts
淨利率 (%)	1.4	4.7	(3.3) pts	(2.8) pts	(2.7) pts	5.3	(3.9) pts	2.3	5.8	(3.6) pts	0.9 pts	(3.5) pts	5.8	(3.5) pts
淨利率 (%)	4.1	6.9	(2.8) pts	(2.4) pts	(2.1) pts	6.9	(2.8) pts	5.1	7.3	(2.2) pts	1.1 pts	0.2 pts	6.8	(1.7) pts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: 2026-28 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	2026F						2027F						2028F					
	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	106,966	99,103	7.9	12.8	104,417	2.4	120,349	115,554	4.1	12.5	119,730	0.5	139,308	129,883	7.3	15.8	139,874	(0.4)
毛利	19,563	20,025	(2.3)	14.4	20,668	(5.3)	22,808	23,347	(2.3)	16.6	24,069	(5.2)	29,244	28,835	1.4	28.2	29,556	(1.1)
營業利益	2,869	5,199	(44.8)	(34.1)	5,958	(51.8)	5,021	7,630	(34.2)	75.0	8,292	(39.4)	9,749	12,939	(24.7)	94.1	12,059	(19.2)
稅後淨利	5,652	6,991	(19.2)	10.5	6,897	(18.0)	7,245	9,164	(20.9)	28.2	8,787	(17.5)	11,480	13,752	(16.5)	58.5	12,276	(6.5)
每股盈餘 (美元)	1.59	1.97	(19.1)	9.7	1.98	(19.5)	2.02	2.55	(20.9)	26.6	2.51	(19.6)	3.15	3.78	(16.7)	56.2	3.46	(8.9)
毛利率 (%)	18.3	20.2	(1.9) pts	0.3 pts	19.8	(1.5) pts	19.0	20.2	(1.3) pts	0.7 pts	20.1	(1.2) pts	21.0	22.2	(1.2) pts	2.0 pts	21.1	(0.1) pts
淨利率 (%)	2.7	5.2	(2.6) pts	(1.9) pts	5.7	(3.0) pts	4.2	6.6	(2.4) pts	1.5 pts	6.9	(2.8) pts	7.0	10.0	(3.0) pts	2.8 pts	8.6	(1.6) pts
淨利率 (%)	5.3	7.1	(1.8) pts	(0.1) pts	6.6	(1.3) pts	6.0	7.9	(1.9) pts	0.7 pts	7.3	(1.3) pts	8.2	10.6	(2.3) pts	2.2 pts	8.8	(0.5) pts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 2026-28 年電動車銷量預估修正

輛	2026F				2027F				2028F			
	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	1,807,199	1,588,123	13.8	10.5	1,971,615	1,841,880	7.0	9.1	2,164,100	1,916,400	12.9	9.8
Model S/X	22,296	25,732	(13.4)	(18.1)	0	0	-	(100.0)	0	0	-	-
Model 3/Y	1,769,655	1,546,893	14.4	11.6	1,955,000	1,822,500	7.3	10.5	2,105,000	1,835,000	14.7	7.7
Model 2	0	0	-	-	0	0	-	-	38,000	38,000	0.0	-
Cybertruck	15,198	15,398	(1.3)	0.0	16,000	16,000	0.0	5.3	16,000	16,000	0.0	0.0
Semi	50	100	(50.0)	-	530	530	0.0	960.0	1,000	1,000	0.0	88.7
Cybercab	0	0	-	-	0	2,500	(100.0)	-	50	26,000	(99.8)	-

資料來源：凱基

圖 4: SOTP 法評價之假設基礎

	2030年營收預估 (百萬元)	PSR	市值 (百萬元)
汽車業務(扣除FSD)	96,896	4.5	436,032
FSD+Robotaxi	14,735	35	515,741
機器人相關業務	20,500	40	820,000
能源業務	26,912	7.5	201,843
其他	27,111	1.5	40,667
總和			2,014,283
折現率			9.0%
折現後市值(百萬元)			1,623,881
在外流通股數(百萬股)			3,690
12個月目標價(美元)			440

資料來源：凱基預估

圖 5: Model 3 各車型美國售價

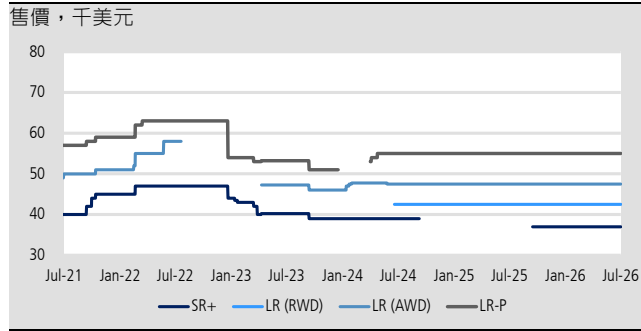


圖 6: Model Y 各車型於美國售價

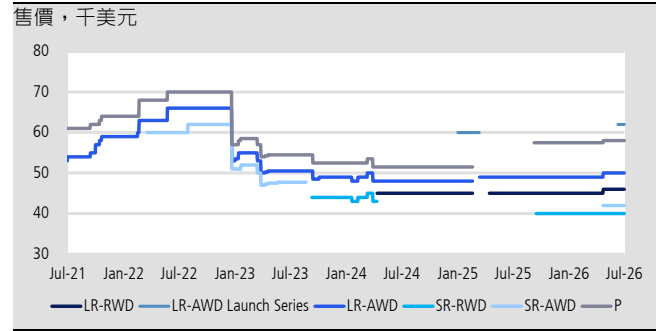


圖 7: 各項事業營收比重

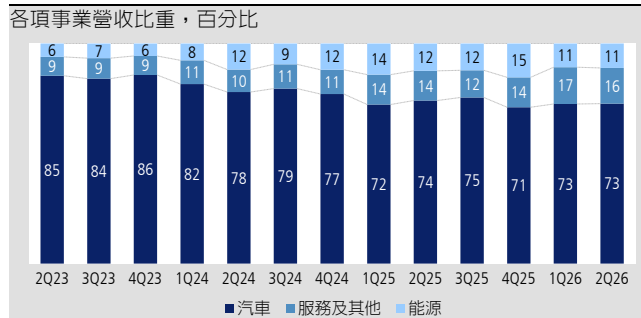


圖 8: 能源事業毛利率出現下降

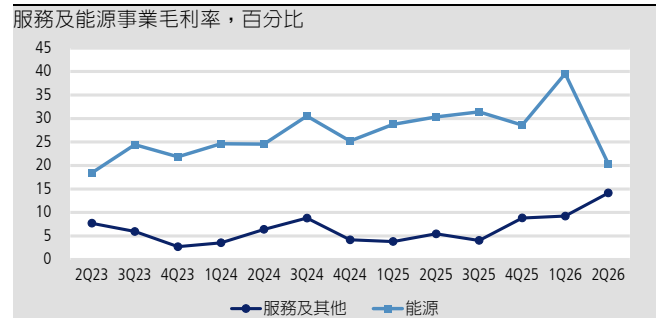


圖 9: 研發費用支出

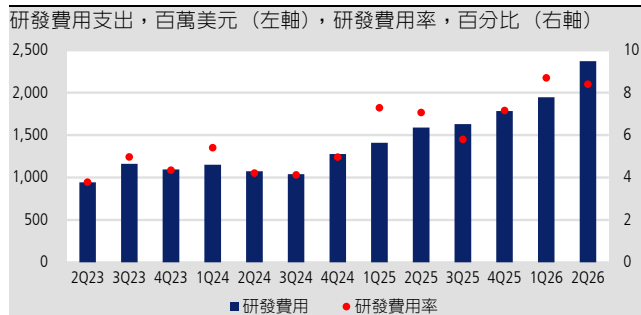


圖 10: 2Q26 自由現金流轉負

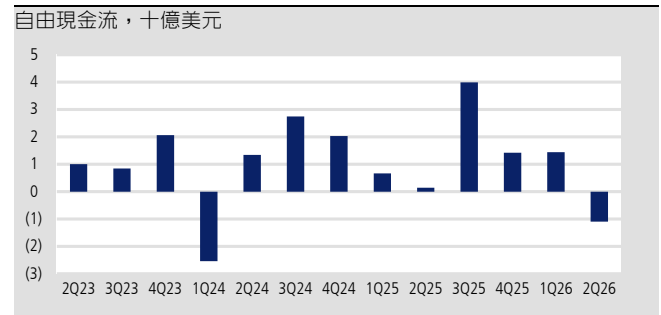


圖 11: 未來將進入高資本支出週期

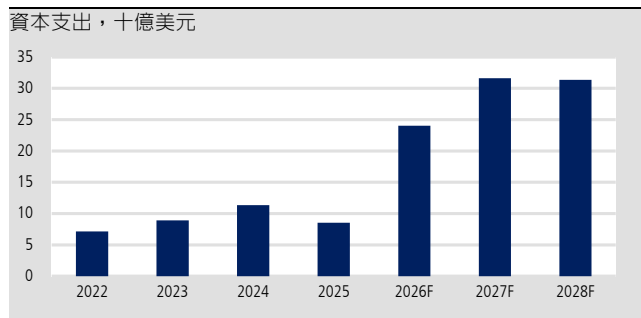


圖 12: 預計 2026 年自由現金流轉負

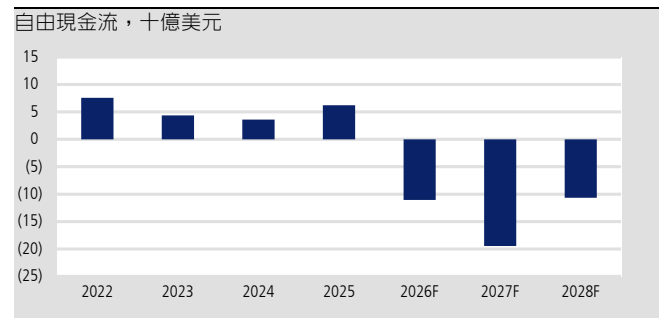
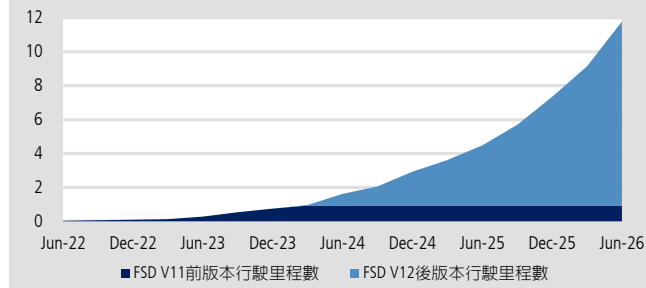


圖 13: FSD (Supervised) V12 版本後累積里程快速增加

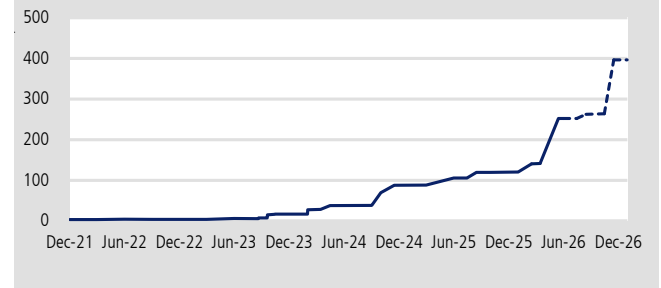
累積里程，十億英里



資料來源：公司資料：凱基

圖 14: Tesla 在 AI 訓練算力持續提升(以 H100 等效 GPU 數量)

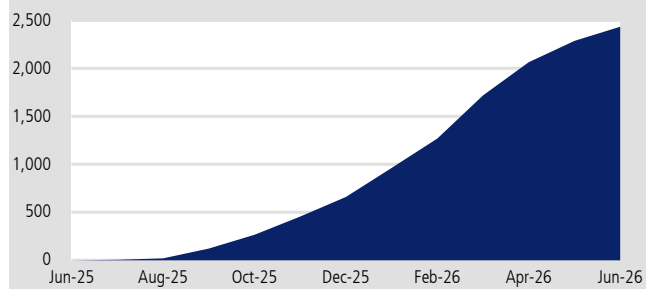
等效 H100 數量，千張



資料來源：公司資料：凱基

圖 15: Robotaxi 累積收費里程數

里程數，千英里



資料來源：公司資料：凱基

圖 16: 規劃中 Robotaxi 服務範圍

州別	城市	狀態
California	SF Bay Area	Safety Driver
	Austin	Ramping Unsupervised
Texas	Dallas	Ramping Unsupervised
	Houston	Ramping Unsupervised
Arizona	Phoenix	Preparations Underway
	Miami	Preparations Underway
Florida	Orlando	Preparations Underway
	Tampa	Preparations Underway
Nevada	Las Vegas	Preparations Underway

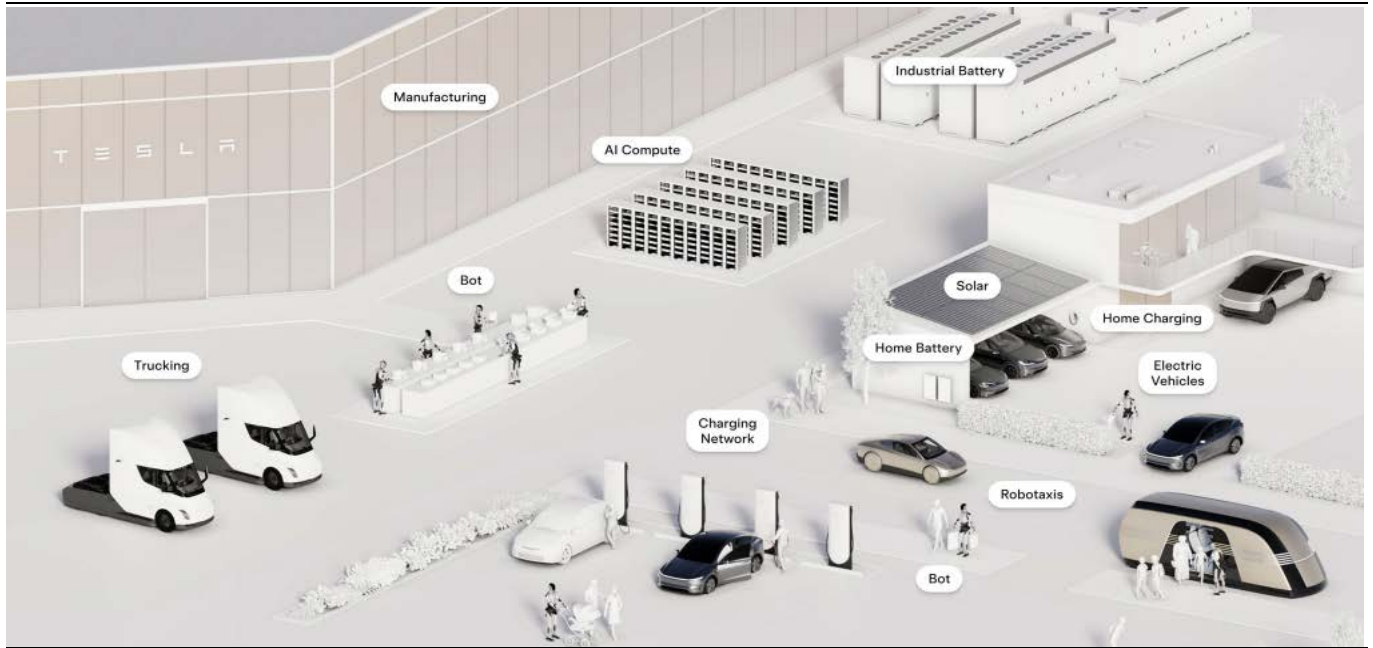
資料來源：公司資料：凱基

圖 17: 目前開放 FSD 之國家

區域	國家
美洲	美國、加拿大、墨西哥、波多黎各
亞太地區	中國、南韓、澳洲、紐西蘭
歐洲	荷蘭、立陶宛、愛沙尼亞、丹麥、比利時

資料來源：Tesla, 凱基

圖 18: 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 19: FSD (Supervised)行駛測試



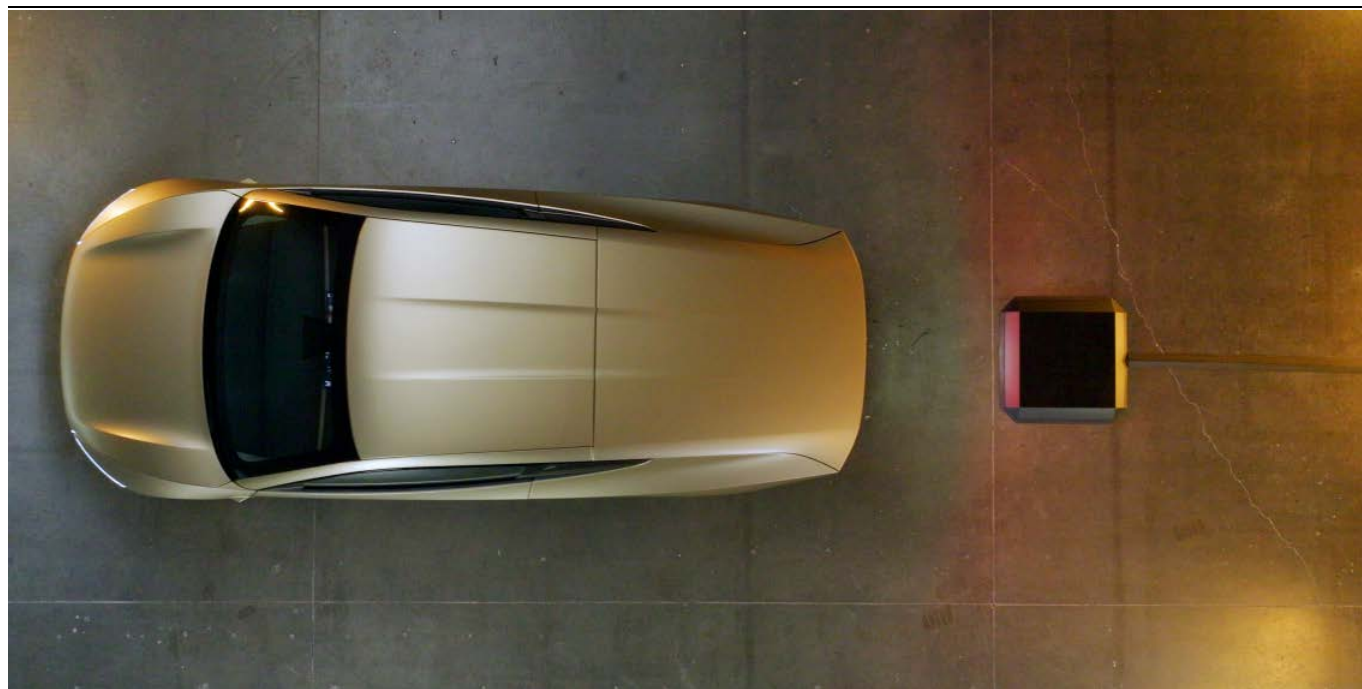
資料來源：公司資料、凱基

圖 20: 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 21: Cybercab 採用無線充電



資料來源：公司資料、凱基

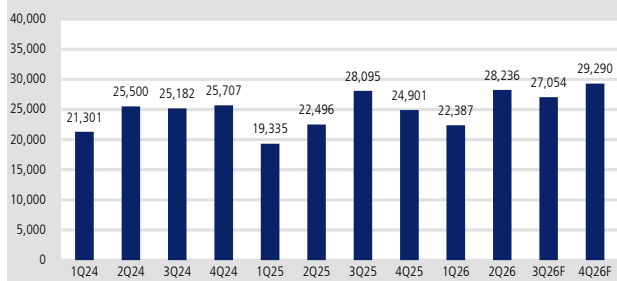
圖 22: 公司概況

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 24: 季營收

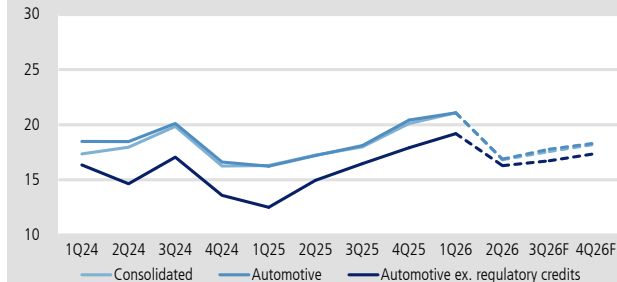
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: GAAP 毛利率

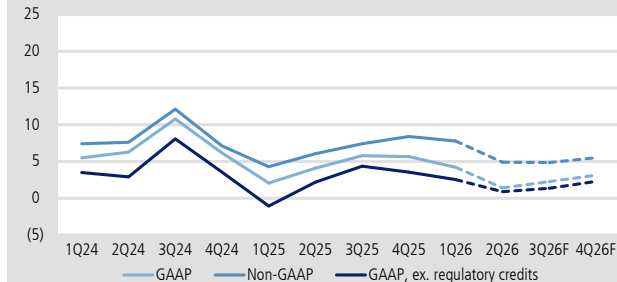
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 28: 營業利潤率

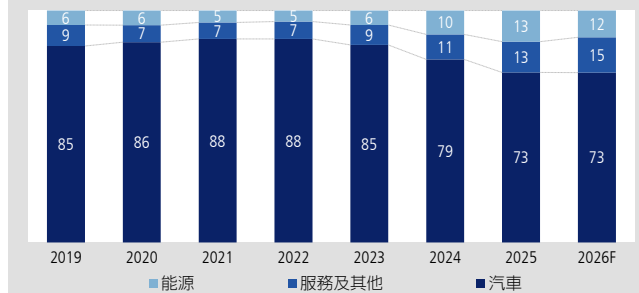
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 事業別營收組成

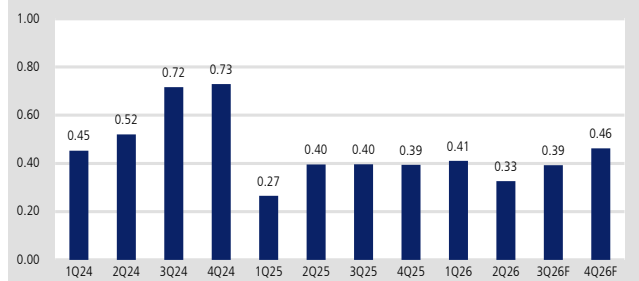
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: Non-GAAP EPS

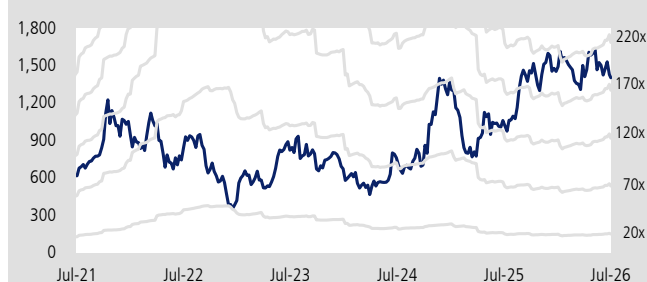
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 27: 未來 12 個月預估本益比

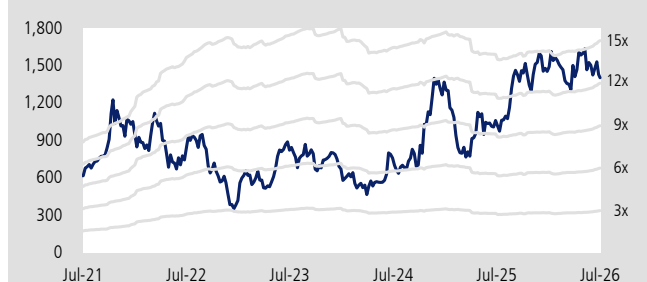
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 29: 未來 12 個月預估市價營收比

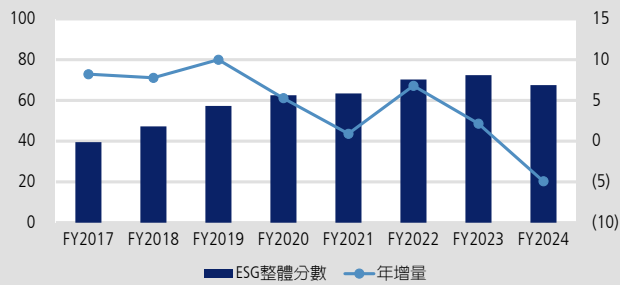
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 30: ESG 整體分數

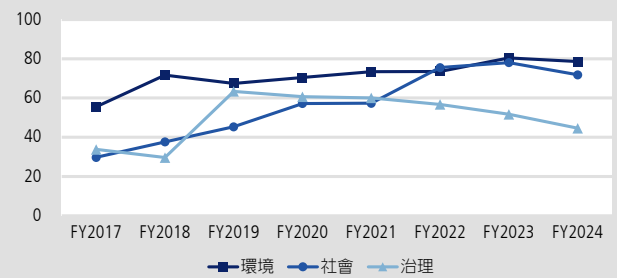
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31: ESG 各項分數

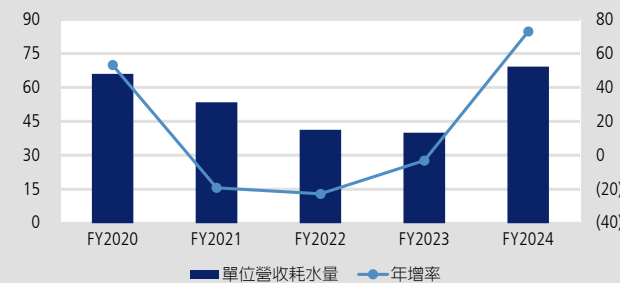
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: 耗水量

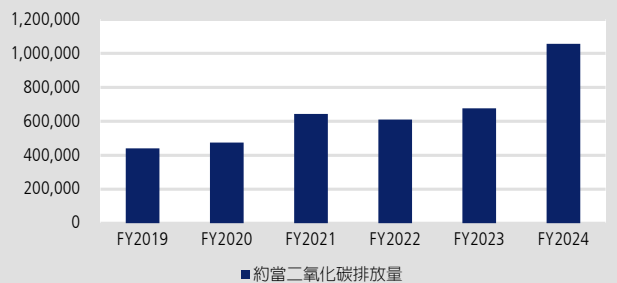
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 碳排放量

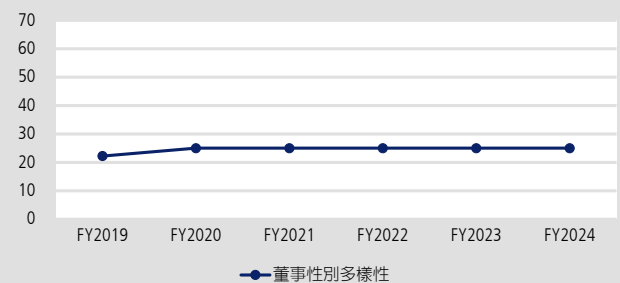
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 董事性別多樣性

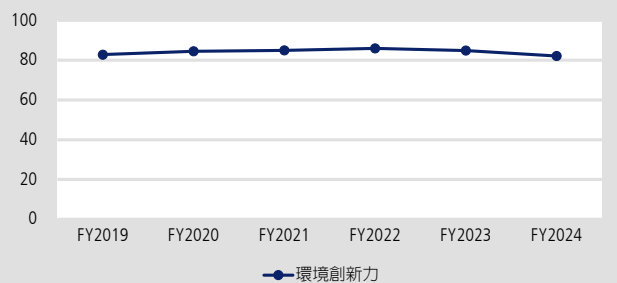
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 環境創新

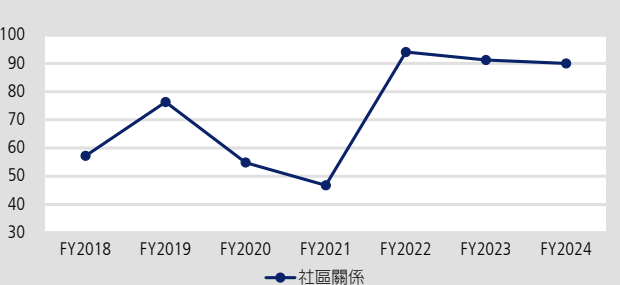
環境創新分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36: 社區關係

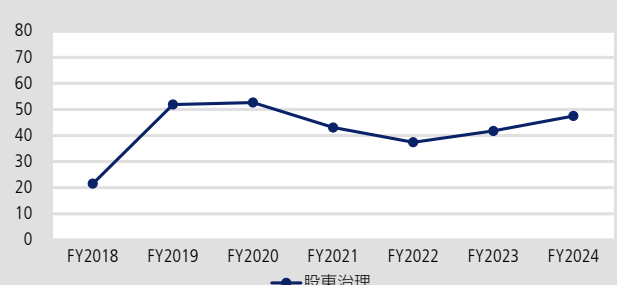
社區關係分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 37: 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



日期	評級	目標價	收盤價
2023-07-03	增加持股	335	262
2023-07-20	增加持股	335	291
2023-09-04	增加持股	335	245
2023-10-03	增加持股	309	252
2023-10-19	增加持股	309	243
2024-01-25	持有	213	208
2024-04-24	增加持股	210	145
2024-07-25	持有	236	216
2024-10-24	增加持股	276	214
2025-02-11	增加持股	438	351
2025-04-23	增加持股	361	238
2025-07-24	增加持股	355	333
2025-10-23	增加持股	490	439
2026-01-29	增加持股	490	431

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國 上海

上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北

104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691

香港

香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷

8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014

新加坡

珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826

印尼

Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

股價說明

等級

定義

增加持股 (OP)

對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。

持有 (N)

對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。

降低持股 (U)

對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。

未評等 (NR)

凱基證券集團未對該個股加以評等。

受法規限制

受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

未評等 (R)

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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倉。