

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

實體 AI 為發展圭臬，高資本支出將為新常態

增加持股 · 維持

收盤價 January 28 (US\$)	431.5
3 個月目標價 (US\$)	446.1
12 個月目標價 (US\$)	490.0
前次目標價 (US\$)	490.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	13.6

焦點內容

- 未來數年資本支出皆將超過 200 億美元，以加大 AI 投資。
- Model S/X 將停產，預估 2026 年 EV 銷量僅年增 3%。
- Robotaxi 持續擴大營運。凱基預估 2026-27 年 FSD 搭載率 16%、22%。

交易資料表

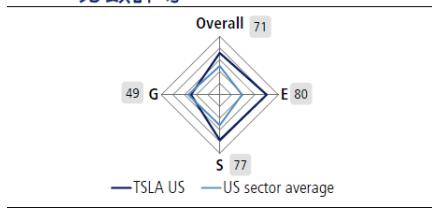
市值 : (US\$bn)	1,435.0
流通在外股數 (百萬股) :	3,326
機構持有比例 (%) :	50.0
3M 平均成交量 (百萬股) :	74.3
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	214.3-498.8
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	(6.5) 34.3 10.9
相對表現 (%)	(7.8) 24.8 (4.7)

市場綜合評等

機構評等，家數			
買進	28	持有	19
賣出	14		
12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	25	403	600
潛在報酬 (%)	(94.1)	(6.5)	39.1

資料來源 : Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源 : Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 4Q25 財報，EV 銷量因美國補貼取消而季減 16%為 41.8 萬輛，儲能系統出貨量則維持年增 29%至 14.2 GWh；由於 EV 區域銷售組合有利，毛利率 20.1%優於市場預期，抵銷研發費用增加、稅率較高影響，Non-GAAP EPS 0.50 美元略高於市場共識。股價盤後上漲約 2%。

評論及分析

進入高資本支出週期。管理層預估 2026 年資本支出將逾 200 億美元，主要用於添購更多算力以及建置電池 (LFP、鋰精煉)、新產品 (Cybercab、Optimus、Semi) 之產線。公司表示未來數年資本支出將維持高水位，Musk 亦重申將自建晶圓廠的宏圖。

EV 需求仍難樂觀。Tesla 預計在 2Q26 停產 Model S/X 兩款旗艦車型以將空間挪出供 Optimus 產線使用，顯示私有車款開發已非優先事項。美國市場將持續受補貼退場影響，歐洲、中國亦露疲態，預期 2026 年 EV 銷量動能將以亞太 (台灣、韓國)、東歐、中東等較小規模市場帶動。凱基下修 2026 年 EV 銷量預估至 168 萬輛，年增 3%，低於市場共識 2%。

Robotaxi 擴大營運；Optimus V3 預計年底投產。公司首次揭露 FSD 訂閱數為 110 萬，搭載率 12%，當中 70%為買斷制，但 2 月起將僅提供純訂閱制選項。FSD 現已於北美、大洋洲、中國、韓國等市場開放，未來數月目標於歐洲獲測試許可。凱基預估 2026-27 年底 FSD 搭載率將分別提升至 16%、22%。Robotaxi 業務持續取得進展，目前兩營運據點 (德州奧斯汀、舊金山灣區) 車隊規模逾 500 輛，其中奧斯汀已開始無人隨車營運；管理層目標 1H26 將服務範圍拓展至全美 9 個都會區。新產品部分，Cybercab 規劃 4 月投產，Optimus V3 將在三個月內發表、年底投產；管理層預警兩項產品因供應鏈更為複雜且為全新設計，其學習曲線將更長。

投資建議

凱基下修 2026-27 年 EPS 預估 9%、6%，現高於市場共識 8%、17%。重申看好 Tesla 作為實體 AI 領先者的地位，維持「增加持股」評等與 12 個月目標價 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-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US\$百萬元)	97,690	94,827	101,294	118,029	133,977
營業毛利 (US\$百萬元)	17,450	17,094	20,441	24,795	30,777
營業利益 (US\$百萬元)	7,076	4,355	6,403	10,625	15,381
EBITDA (US\$百萬元)	12,444	10,503	13,625	19,247	25,253
稅後淨利 (US\$百萬元)	8,419	5,858	8,333	12,086	15,744
每股盈餘 (US\$)	2.42	1.56	2.35	3.38	4.38
營收增長率 (%)	0.9	(2.9)	6.8	16.5	13.5
每股盈餘增長率 (%)	(22.6)	(35.7)	50.8	44.1	29.5
毛利率 (%)	17.9	18.0	20.2	21.0	23.0
營業利率 (%)	7.2	4.6	6.3	9.0	11.5
EBITDA margin (%)	12.7	11.1	13.5	16.3	18.8
淨負債比 (%)	Net cash				
股東權益報酬率 (%)	9.9	4.6	5.9	8.5	10.3

資料來源 : 公司資料；凱基

圖 1: 4Q25 財報與 1Q26 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	4Q25						1Q26F							
	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	24,901	25,860	(3.7)	(11.4)	(3.1)	25,103	(0.8)	22,794	23,531	(3.1)	(8.5)	17.9	23,375	(2.5)
毛利	5,009	4,528	10.6	(0.9)	19.9	4,276	17.1	4,609	4,295	7.3	(8.0)	46.2	4,095	12.6
營業利益	1,409	1,425	(1.1)	(13.2)	(11.0)	1,197	17.7	1,258	1,283	(1.9)	(10.7)	215.4	1,245	1.1
稅後淨利	1,761	1,911	(7.8)	26.3	(31.3)	1,590	10.8	1,818	1,818	(0.0)	3.2	94.6	1,518	19.8
每股盈餘(美元)	0.50	0.54	(8.0)	25.6	(31.7)	0.45	11.3	0.51	0.51	(0.2)	3.1	93.4	0.44	16.4
毛利率(%)	20.1	17.5	2.6 ppts	2.1 ppts	3.9 ppts	17.0	3.1 ppts	20.2	18.3	2.0 ppts	0.1 ppts	3.9 ppts	17.5	2.7 ppts
營利率(%)	5.7	5.5	0.1 ppts	(0.1) ppts	(0.5) ppts	4.8	0.9 ppts	5.5	5.5	0.1 ppts	(0.1) ppts	3.5 ppts	5.3	0.2 ppts
淨利率(%)	7.1	7.4	(0.3) ppts	2.1 ppts	(2.9) ppts	6.3	0.7 ppts	8.0	7.7	0.2 ppts	0.9 ppts	3.1 ppts	6.5	1.5 ppts

資料來源 : Bloomberg : 凱基

圖 2: 2026-28 年財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	101,294	104,511	(3.1)	6.8	106,643	(5.0)	118,029	119,786	(1.5)	16.5	125,486	(5.9)	133,977	13.5	145,467	(7.9)
毛利	20,441	19,872	2.9	19.6	18,987	7.7	24,795	24,865	(0.3)	21.3	23,714	4.6	30,777	24.1	29,052	5.9
營業利益	6,403	7,207	(11.2)	47.0	6,781	(5.6)	10,625	11,295	(5.9)	65.9	10,026	6.0	15,381	44.8	15,842	(2.9)
稅後淨利	8,333	9,088	(8.3)	52.0	7,355	13.3	12,086	12,785	(5.5)	45.0	9,994	20.9	15,744	30.3	14,651	7.5
每股盈餘(美元)	2.35	2.56	(8.6)	50.8	2.17	7.9	3.38	3.59	(5.8)	44.1	2.90	16.6	4.38	29.5	4.08	7.3
毛利率(%)	20.2	19.0	1.2 ppts	2.2 ppts	17.8	2.4 ppts	21.0	20.8	0.2 ppts	0.8 ppts	18.9	2.1 ppts	23.0	2.0 ppts	20.0	3.0 ppts
營利率(%)	6.3	6.9	(0.6) ppts	1.7 ppts	6.4	(0.0) ppts	9.0	9.4	(0.4) ppts	2.7 ppts	8.0	1.0 ppts	11.5	2.5 ppts	10.9	0.6 ppts
淨利率(%)	8.2	8.7	(0.5) ppts	2.4 ppts	6.9	1.3 ppts	10.2	10.7	(0.4) ppts	2.0 ppts	8.0	2.3 ppts	11.8	1.5 ppts	10.1	1.7 ppts

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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
合計銷量	1,682,100	1,790,150	(6.0)	2.8	1,886,880	1,996,250	(5.5)	12.2	1,976,400	4.7		
Model S/X	6,000	31,000	(80.6)	(77.9)	0	32,000	(100.0)	(100.0)	0	-		
Model 3/Y	1,660,000	1,730,000	(4.0)	4.7	1,867,500	1,867,500	0.0	12.5	1,895,000	1.5		
Model 2	0	0	-	-	0	50,000	(100.0)	-	38,000	-		
Cybertruck	16,000	28,000	(42.9)	0.0	16,000	38,000	(57.9)	0.0	16,000	0.0		
Semi	100	1,000	(90.0)	0.0	530	1,000	(47.0)	430.0	1,000	88.7		
Cybercab	0	0	-	-	0	7,000	(100.0)	-	2,500	-		

資料來源 : Bloomberg : 凱基

圖 4: SOTP 法評價之假設基礎

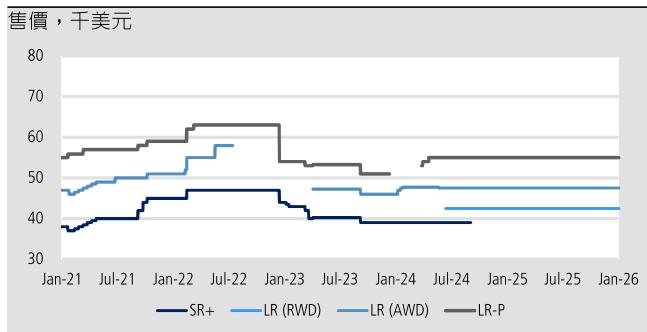
	2030年營收預估 (百萬美元)	PSR	市值 (百萬美元)
汽車業務(扣除FSD)	85,530	5	427,651
FSD+Robotaxi	16,613	35	581,464
機器人相關業務	20,500	40	820,000
能源業務	37,176	10	371,764
其他	23,421	1.5	35,131
總和	2,236,009		
折現率		8.0%	
折現後市值(百萬美元)			1,775,016
在外流通股數(百萬股)			3,619
12個月目標價(美元)	490		

資料來源 : 凱基預估

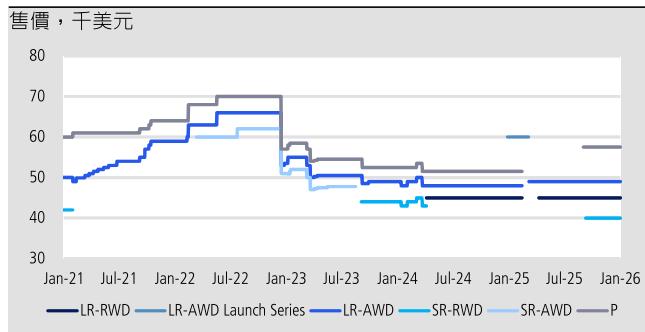
圖 5: 汽車業務假設

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	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	418.2	384.0	410.0	434.0	454.1
汽車營收 (百萬美元)	16,936	18,988	19,277	19,106	13,372	16,222	20,788	17,151	15,629	16,598	17,592	18,547
ASP (千美元)	43.8	42.8	41.6	38.6	39.7	42.2	41.8	41.0	40.7	40.5	40.5	40.8
每車平均成本 (千美元)	36.6	36.5	34.5	33.3	34.8	35.9	34.9	33.7	33.4	33.4	33.3	33.4
汽車業務毛利率 (%)	16.4	14.6	17.1	13.6	12.5	15.0	16.5	17.9	17.5	18.0	18.2	18.2

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 10: 研發費用支出

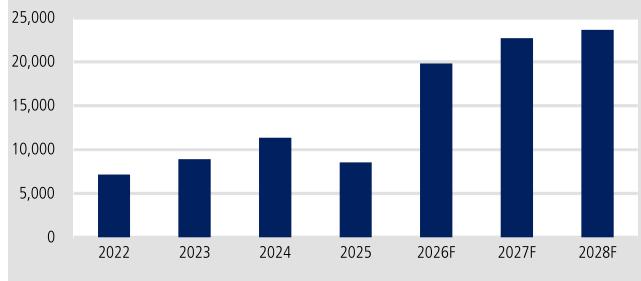

資料來源: 公司資料 : 凱基

圖 11: 4Q25 維持正自由現金流


資料來源: 公司資料 : 凱基

圖 12: 未來將進入高資本支出週期

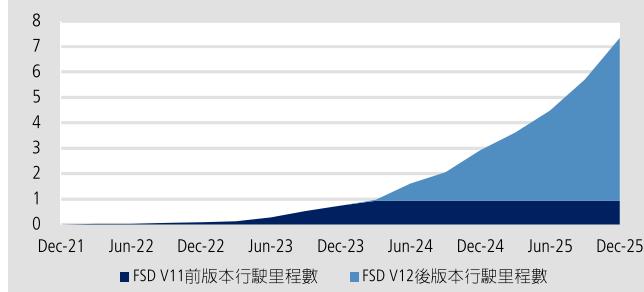
資本支出，百萬美元



資料來源：公司資料：凱基

圖 14: FSD (Supervised) V12 版本後累積里程快速增加

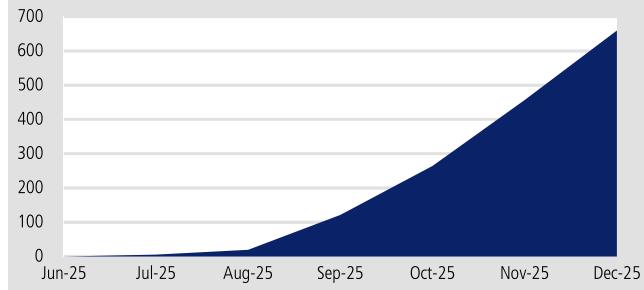
累積里程，十億英里



資料來源：公司資料：凱基

圖 16: Robotaxi 累積收費里程數

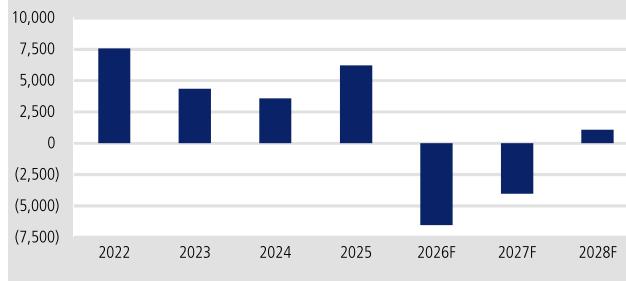
里程數，千英里



資料來源：公司資料：凱基

圖 13: 預計 2026 年自由現金流轉負

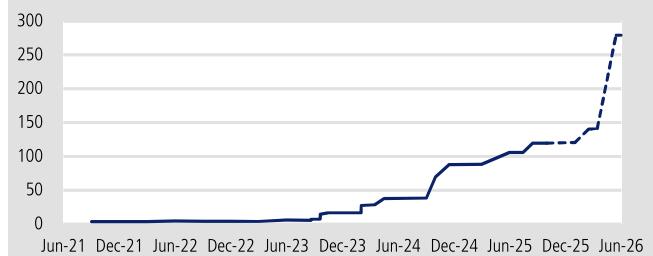
自由現金流，百萬美元



資料來源：公司資料：凱基

圖 15: 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



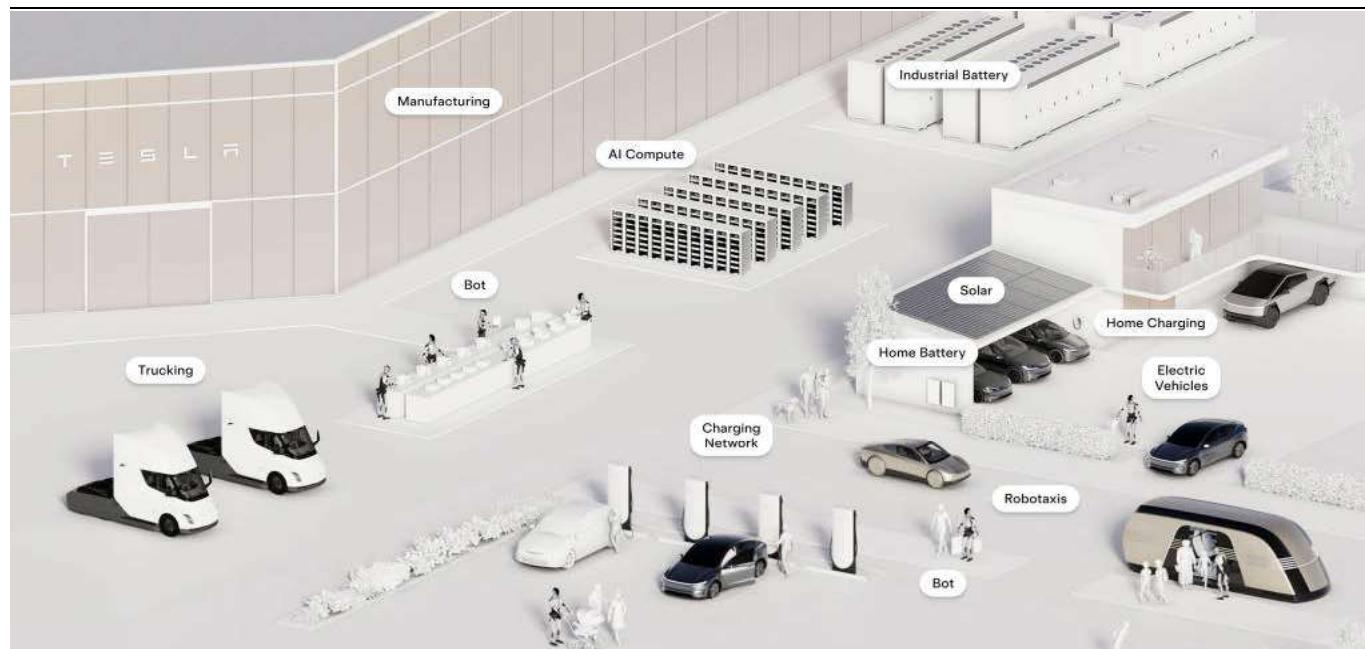
資料來源：公司資料：凱基

圖 17: 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	1H26
	Houston	1H26
Arizona	Phoenix	1H26
	Miami	1H26
Florida	Orlando	1H26
	Tampa	1H26
Nevada	Las Vegas	1H26

資料來源：公司資料：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



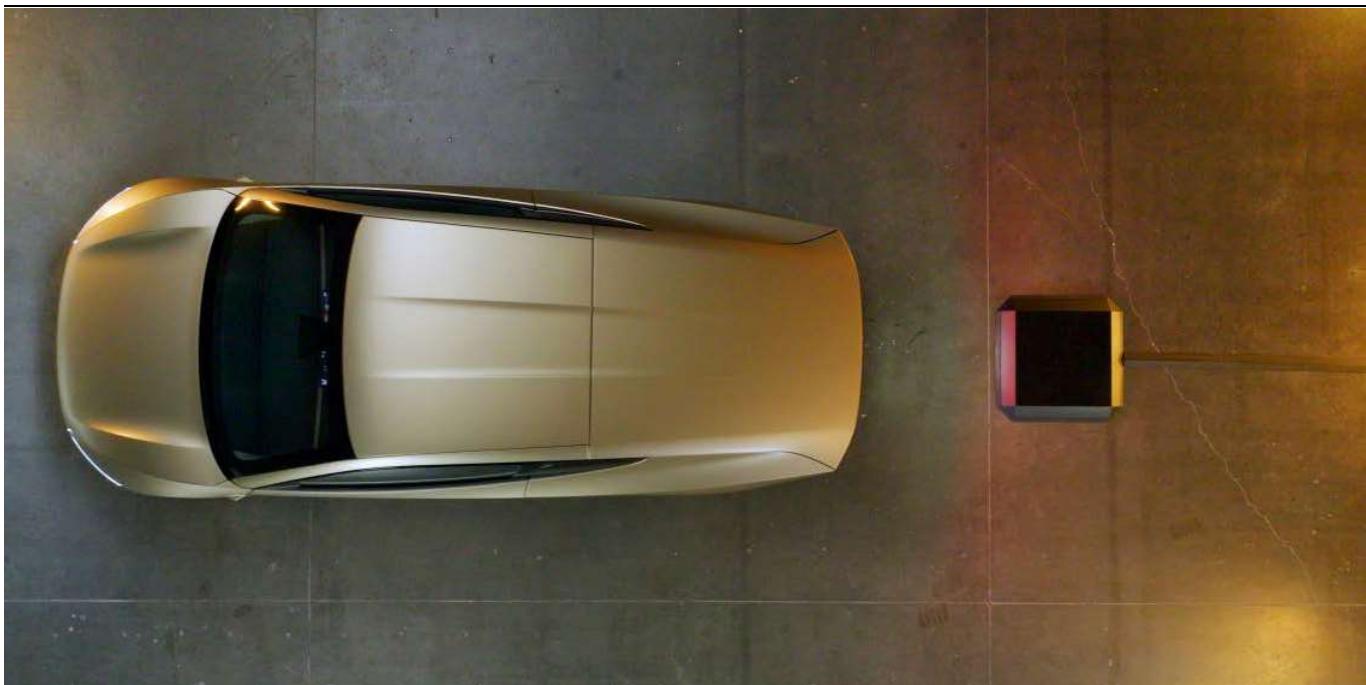
資料來源：公司資料、凱基

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

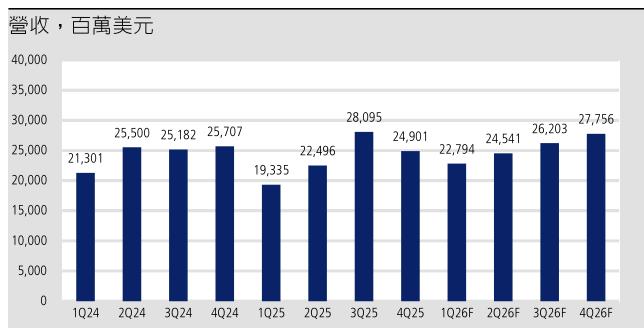


資料來源：公司資料、凱基

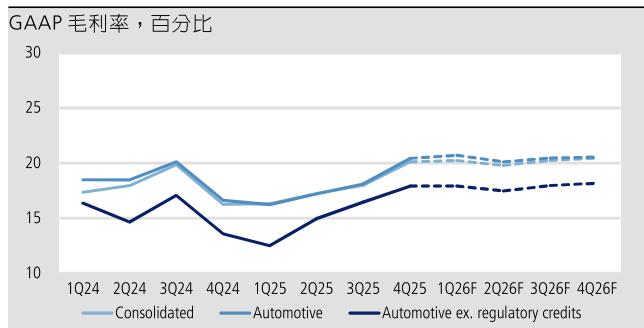
圖 22: 公司概況

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。

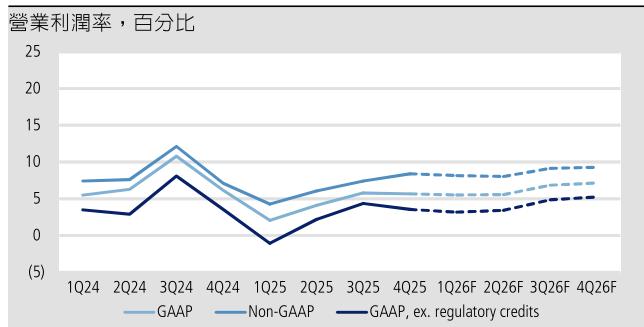
資料來源：公司資料；凱基

圖 24: 季營收


資料來源：公司資料；凱基

圖 26: GAAP 毛利率


資料來源：公司資料；凱基

圖 28: 營業利潤率


資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 事業別營收組成

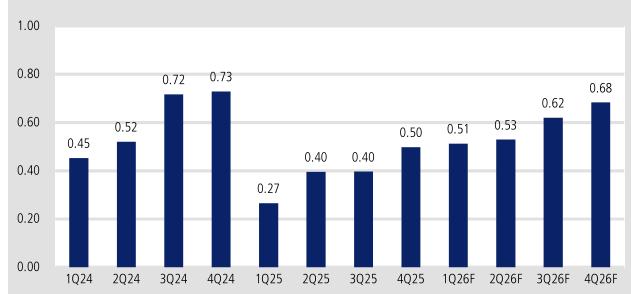
營收佔比，百分比



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

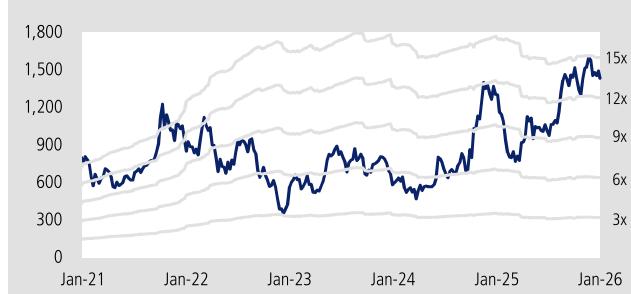
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 29: 未來 12 個月預估市價營收比

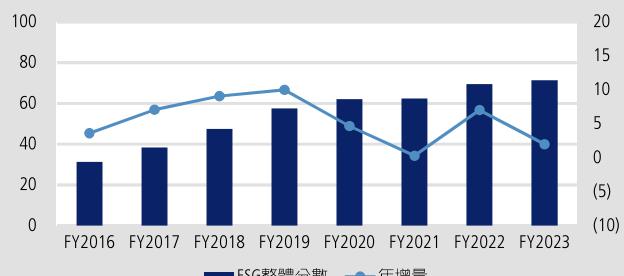
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 30: ESG 整體分數

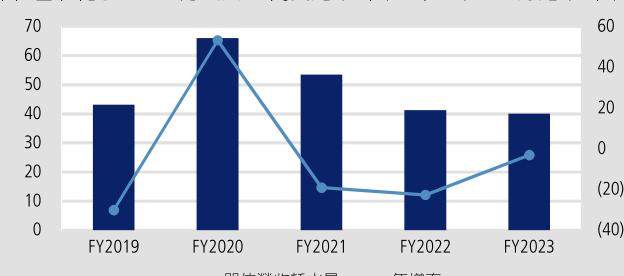
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: 耗水量

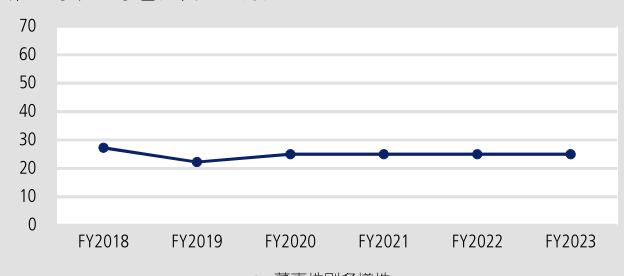
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 董事性別多樣性

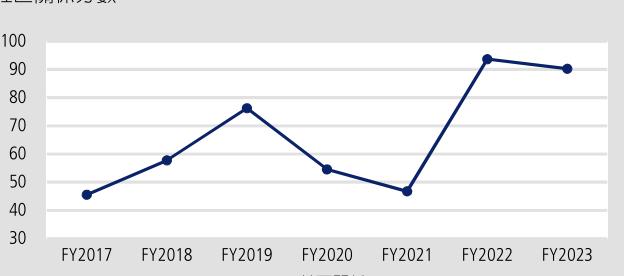
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36: 社區關係

社區關係分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31: ESG 各項分數

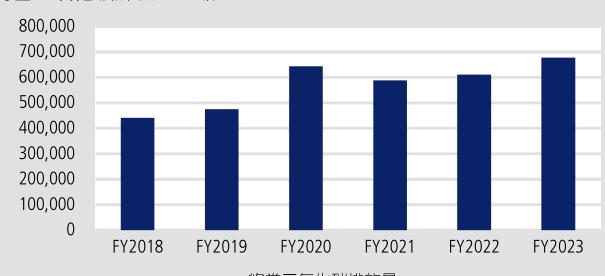
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 碳排量

約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 環境創新

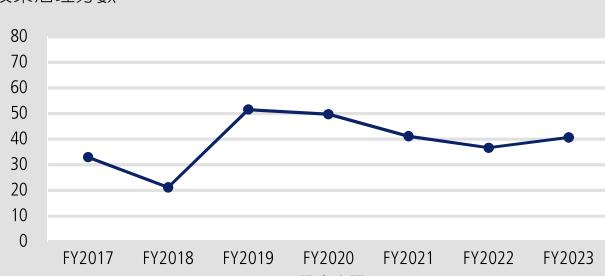
環境創新分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 37: 股東治理

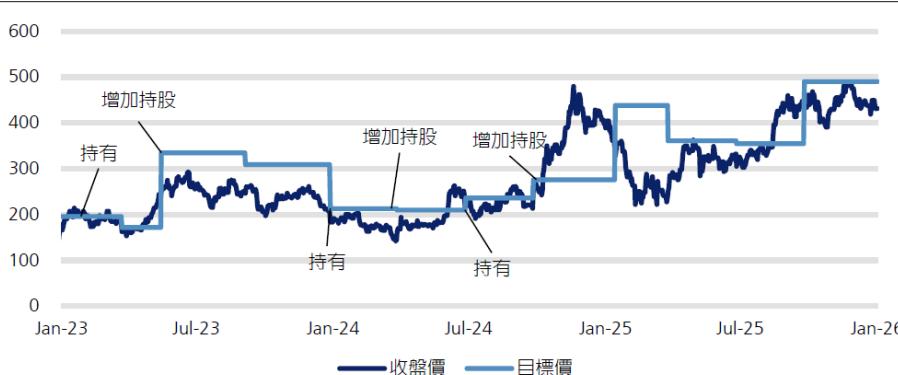
股東治理分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

項目	定義
能源使用	<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 + 新員工人數 - 離開之員工人數
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	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俱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，本行並不另行通知。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，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的任何證券持倉。