

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

短期營運逆風無礙實體 AI 王者地位

增加持股 · 維持

收盤價 February 10 (US\$)	350.7
3 個月目標價 (US\$)	373
12 個月目標價 (US\$)	438
前次目標價 (US\$)	276
調升 (%)	58.7
上漲空間 (%)	24.9

焦點內容

1. 公司規劃將於 2025 年推出 L4 自駕，並持續與多家車廠洽談 FSD 授權。
2. 2025 年將開始出貨 Optimus，凱基預估 2025-27 年產量每年提升 5-10 倍。
3. 1H25 電動車業務續呈疲弱，我們預估 2025 年電動車銷量將年增 9%。

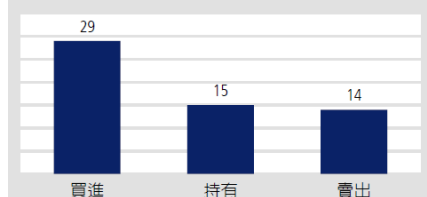
交易資料表

市值：(US\$bn)	1,128.1
流通在外股數 (百萬股)：	3,217
機構持有比例 (%)：	42.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	86.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	138.8-488.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.2	75.4	81.2
相對表現 (%)	(0.9)	61.8	60.5

市場綜合評等

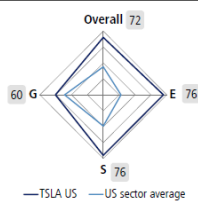
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	25	362	550
潛在報酬 (%)	(92.9)	3.3	56.8

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

因電動車價格壓力延續，Tesla 4Q24 利潤率低於預期；能源業務為營運亮點，儲能系統出貨量再創新高。管理層樂觀預期 2025 年電動車銷量重返年增，2026-28 年隨 FSD、Cybercab 與 Optimus 發展將迎來營運爆發期。

評論及分析

重申 2025 年可推出 L4 自駕。 Elon Musk 在財報會議上宣布 Robotaxi 將在 6 月於德州奧斯汀上路，並目標年底將無人監督 FSD 拓展到美國多個城市，但將審慎擴張以確保其系統安全性得到驗證。在歐洲與中國推出無人監督 FSD 則分別面臨監管與行政程序冗長及資料跨境限制影響，但仍穩定進展中，最快今年 5 月可獲得公司在歐洲的主要監管國荷蘭核准並上報歐盟等待表決。Tesla 亦持續與多家車廠洽談 FSD 授權，但因其他車廠導入 FSD 牽涉到車體設計與軟韌體整合，我們認為時間點將不早於 2028 年。

目標 2025-27 年 Optimus 產量每年提升 5-10 倍。 Tesla 目標 2025 年起在廠區利用 Optimus 執行重複性高或較危險的工作，2026 年開始對外銷售。Elon Musk 預測當年產能達 100 萬台時，每台機器人成本可因生產線高度自動化而降至 2 萬美元以下，但最終價格將取決於市場需求。凱基現預估 2026-28 年 Optimus 銷量為 3.5 萬、30 萬、75 萬台，起始售價 5 萬美元，此後逐步降低。

1H25 電動車業務逆風延續，2025 年電動車銷量預估年增 9%。 目前歐洲需求仍疲弱，且預期 1H25 消費者可能觀望 Model Y 改版而延後購置，Tesla 可能須推出更多購車優惠以刺激需求，而關稅、補助等政策不確定性因素則使利潤率存在下檔風險。凱基預期 2025 年交車量為 194 萬輛，其中新平價車款銷量為 6 萬輛，並下調利潤率假設，調整後 2025-26 年 EPS 預估為 2.27、3.54 美元。預估 1Q25 銷量 41.0 萬輛，季減 17%。

投資建議

凱基維持 Tesla 「增加持股」評等，12 個月目標價調升為 438 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，相當於 2026、2027 年預估 EPS 的 124、79 倍。

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	103,535	130,884	159,408
營業毛利 (US\$百萬元)	17,660	17,450	17,642	25,181	36,388
營業利益 (US\$百萬元)	8,891	7,076	6,860	12,535	21,465
EBITDA (US\$百萬元)	13,558	12,444	13,344	19,819	29,549
稅後淨利 (US\$百萬元)	10,879	8,419	8,008	12,554	19,841
每股盈餘 (US\$)	3.12	2.42	2.27	3.54	5.56
營收增長率 (%)	18.8	0.9	6.0	26.4	21.8
每股盈餘增長率 (%)	(23.3)	(22.6)	(6.2)	55.9	57.2
毛利率 (%)	18.2	17.9	17.0	19.2	22.8
營業利益率 (%)	9.2	7.2	6.6	9.6	13.5
EBITDA margin (%)	14.0	12.7	12.9	15.1	18.5
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	23.6	9.6	8.1	11.8	16.3

資料來源：公司資料；凱基

L4 自駕目標 2025 年 6 月於德州奧斯汀上路

Tesla 於 2024 年 12 月發布 FSD (supervised) V13.2 更新，其模型規模與前一版 V12.5 相比資料量提升 4.2 倍，訓練運算量提升 5 倍，「影像至控制 (Photon-to-control)」延遲時間減少 50%。車主可在停車狀態下即開啟 FSD 功能，在條件許可下得以一路自動行駛到目的地並停車，並且在全速域選擇“Chill”、“Standard”、“Hurry”三種駕駛風格，點到點行車體驗大幅精進，但仍偶有須人為介入的狀況，且夜間可靠度尚有待提升。V13.2 也允許搭載 HW4 的車輛在突發狀況發生時 (如車禍、道路封鎖) 即時上傳資訊予車隊以進行臨場處置，為未來提供 Robotaxi 服務作準備。V13.2 性能突飛猛進有賴德州廠由 5 萬顆 Nvidia (美) H100 GPU 所組成的 Cortex 訓練集群，未來公司規劃持續投入資本支出以建置算力，Elon Musk 預期 V14 性能又將較 V13 大幅提升。

2024 年 10 月“ We, Robot” 發布會中，Elon Musk 表示目標 2025 年在美國德州與加州推出無人監督 FSD，即市場期盼已久的 L4 自駕，此次財報會議則更新進度，預計 6 月在德州奧斯汀首次推出 Robotaxi，以現有車型搭載無人監督 FSD 提供付費搭乘服務，並目標年底將無人監督 FSD 拓展至美國多個城市。目前在加州廠製造的新車已可透過無人監督 FSD 由生產線自行移動 1.2 英里至裝載碼頭而無須人力介入，近期也將逐步在其他廠區導入。公司將審慎拓展無人監督 FSD 服務，確保其系統安全性得到驗證。Cybercab 產線已在德州廠展開建置，預計 2026 年投產。凱基採保守預估 Tesla Robotaxi 車隊(含自有與平台) 擴張速度，預估 2026-27 年底數量為 0.75 萬輛、7.5 萬輛，2028 年持續放量至 29 萬輛，每輛車推估每年可帶來 2.5-3 萬美元收入。

此外，Tesla 目標今年在歐洲與中國推出須駕駛監督的 FSD，但有關無須監督版本的推出則尚在處理相關法規監管難題，使其在美國以外市場上路暫未有明確時間表，但仍穩定進展中。歐洲市場有較冗長的監管與行政程序，在財報會議上管理層提到最快今年 5 月可獲得公司在歐洲的主要監管國荷蘭核准並上報歐盟，但待歐盟各國表決通過可能還須再耗時約一年或更久。中國市場則主要卡在「資料跨境限制」，即車輛影像資料無法自由轉移到海外，為此公司與百度 (中) 合作，由百度提供地圖與導航功能，並透過公開的街景影片蒐集中國路況與交通法規相關資訊供訓練使用，以符合當地監管單位針對資訊與駕駛安全的要求。Tesla 亦持續與多家車廠洽談 FSD 授權，但前提為技術已被證明完全成熟且合作對象須具備一定生產規模，因此將無人監督 FSD 於美國成功大量部屬為公司優先處理事項；由於其他車廠導入 FSD 牽涉到車體設計與軟韌體整合，我們認為時間點將不早於 2028 年。

圖 1: Cybercab 為雙門歐翼設計且無方向盤、電門及後擋風玻璃



資料來源：公司資料：凱基

圖 2: Cybercab 採用無線充電



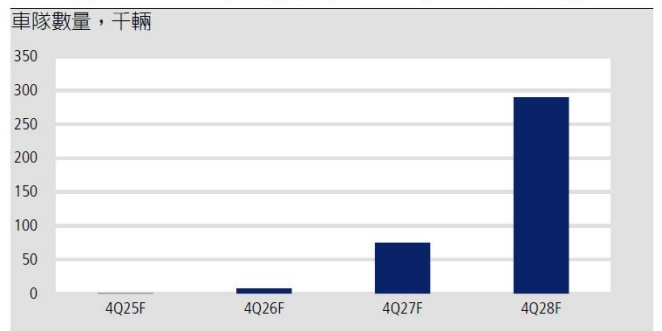
資料來源：公司資料：凱基

圖 3: Tesla FSD V13.2 發布更新，行車體驗大幅提升



資料來源：公司資料：凱基

圖 4: 預估 Robotaxi 車隊數量將於 2028 年底達到 29 萬輛



資料來源：公司資料：凱基

目標 2025-27 年 Optimus 產量每年提升 5-10 倍

Optimus 將配備精密手部結構，可以執行彈鋼琴與穿針線等高精度要求的工作，但如何自供應鏈取得高規格的硬體與零組件將為其量產關鍵。此外，Optimus 與 FSD 一樣採以視覺為基礎的神經網絡連結，但因機器人所牽涉之應用場域與針對外部環境之應對措施遠較自動駕駛複雜，Tesla 預期訓練量需求將為 FSD 的 10 倍，因此財報會議上 Elon Musk 也提到持續加大算力投資的重要性。

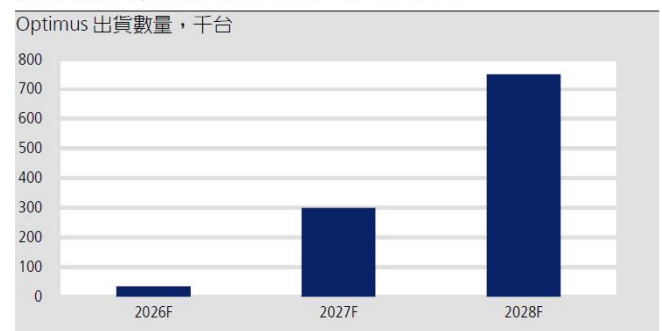
Tesla 目標 2025 年起在廠區利用 Optimus 執行重複性高或較危險的工作，2026 年開始對外銷售。目標 2025 年造出數千到 1 萬台機器人，2026 年更新為 V2 之後增至 5-10 萬台，2027 年再提升 10 倍。價格方面，Elon Musk 預測當年產能達 100 萬台時，每台機器人成本可因生產線高度自動化而降至 2 萬美元以下，但最終價格將取決於市場需求，即以 Optimus 所取代的人力價值決定。凱基現預估 2026-28 年 Optimus 銷量為 3.5 萬、30 萬、75 萬台，起始售價 5 萬美元，此後逐步降低。

圖 5: Optimus 將於 2025 年出貨，並於 2026 年對外銷售



資料來源：公司資料：凱基

圖 6: 預估 Optimus 將於 2026 年起逐步放量



資料來源：公司資料：凱基

4Q24 財報回顧 – 利潤率低於預期

4Q24 Non-GAAP EPS 0.73 美元僅略低於市場共識的 0.75 美元，但其中約 0.22 美元來自業外所持有比特幣之評價利益，本業部分合併毛利率 16.3% 低於市場共識 2.7ppts，營業利益 15.8 億美元低於市場預估 41%。

為達成全年銷量成長目標，Tesla 於 4Q24 提供低利率車貸 (0-0.99% APR) 與更優惠租賃方案，並調高推薦獎勵計劃折扣以刺激需求，但 4Q24 電動車銷量最終僅達成 49.6 萬輛，季增 7%、年增 3%；全年銷量 179 萬輛則年減 1%，為公司自 2012 年開始交付首款量產車型 Model S 以來首度全年交車輛衰退。因前述優惠措施與產品組合不利，4Q24 汽車 ASP 季減 7%，每車成本則僅季減 4% 至 3.33 萬美元，導致扣除碳權後之汽車毛利率季減 3.5ppts 至 13.6%，為近七年來單季新低。凱基推估中國電動車銷售因價格壓力嚴重已陷入虧損，且 Cybertruck 量產爬坡仍不順，持續拖累整體利潤率，而該車型 4Q24 銷量季減可能顯示其積壓訂單已見底。此次財報顯現需求仍未明顯改善，導致價格壓力延續，預期在新平價車款 (市場稱為 Model 2) 量產前利潤率提升空間有限。

圖 7: 4Q24 財報 vs. 市場共識

百萬美元	4Q24						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	25,707	27,063	(5.0)	2.1	2.1	27,212	(5.5)
毛利	4,179	5,436	(23.1)	(16.4)	(5.8)	5,155	(18.9)
營業利益	1,583	2,892	(45.3)	(41.7)	(23.3)	2,683	(41.0)
稅後淨利	2,563	2,883	(11.1)	2.3	3.2	2,669	(4.0)
每股盈餘 (美元)	0.73	0.82	(11.6)	1.7	2.4	0.75	(3.1)
毛利率 (%)	16.3	20.1	(3.8) ppts	(3.6) ppts	(1.4) ppts	18.9	(2.7) ppts
營利率 (%)	6.2	10.7	(4.5) ppts	(4.6) ppts	(2.0) ppts	9.9	(3.7) ppts
淨利率 (%)	10.0	10.7	(0.7) ppts	0.0 ppts	0.1 ppts	9.8	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

預估 2025 年電動車銷量年增 9%

管理層在財報會議上僅提及 2025 年電動車銷量將重返年增但並無提及明確幅度，但其 IR 團隊於年初曾表示公司目標銷量年增 20-30%，即 215-233 萬輛。公司認為電池生產瓶頸為限制長期電動車銷售的主要因素，而非需求，將持續擴充包括 4680 電池在內的電池組產能。此外，由於 Tesla 在美國生產的電動車中有 20-25% 零組件由墨西哥進口，因此公司將密切關注關稅影響並調整供應鏈。

凱基預估 2025 年 Tesla 電動車銷量為 194 萬輛，較市場共識預估 203 萬輛 (年增 14%) 與公司目標更為保守。我們認為公司目標達成須滿足：(1) Model 2 如期於 1H25 投產，且 Model Y 大改款後之量產爬坡順利；(2) 降低 Cybertruck 生產成本措施奏效，使公司可調低售價刺激更多購車需求，同時改善利潤率；(3) 歐美進入降息循環後需求回復；與 (4) 關稅、補助等政策不確定性因素緩解。

短期而言，我們認為 1H25 銷量表現不容樂觀，主因：(1) 歐洲銷量持續衰退；與 (2) Model Y 大改款，各廠區產線升級將使 UTR 降低，且消費者可能因等待改款車

型而延後購置。預期 1Q25 電動車銷量僅為 41.0 萬輛，季減 17%、年增 6%，2Q25 則季增 14%至 46.7 萬輛。

圖 8: 1Q-3Q25 電動車銷量預估修正

輛	1Q25F				2Q25F				3Q25F			
	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	409,500	478,500	(14.4)	(17.4)	466,500	515,500	(9.5)	13.9	510,500	567,500	(10.0)	9.4
Model S/X	12,500	12,500	0.0	5.1	12,500	12,500	0.0	0.0	12,500	12,500	0.0	0.0
Model 3/Y	388,000	445,000	(12.8)	(17.8)	442,000	475,000	(6.9)	13.9	466,000	505,000	(7.7)	5.4
Model 2	0	0	-	-	1,000	1,000	0.0	-	20,000	20,000	0.0	1,900.0
Cybertruck	9,000	21,000	(57.1)	(23.4)	11,000	27,000	(59.3)	22.2	12,000	30,000	(60.0)	9.1
Semi	0	0	-	-	0	0	-	-	0	0	-	-
Cybercab	0	0	-	-	0	0	-	-	0	0	-	-

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 9: 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 (%)	凱基預估	YoY (%)
合計銷量	1,942,050	2,171,050	(10.5)	8.5	2,483,150	2,836,000	(12.4)	27.9	2,754,750	10.9
Model S/X	50,000	50,000	0.0	(3.4)	50,000	50,000	0.0	0.0	50,000	0.0
Model 3/Y	1,786,000	1,950,000	(8.4)	4.8	1,970,000	2,150,000	(8.4)	10.3	1,990,000	1.0
Model 2	61,000	61,000	0.0	-	400,000	450,000	(11.1)	555.7	610,000	52.5
Cybertruck	45,000	110,000	(59.1)	0.0	60,000	185,000	(67.6)	33.3	70,000	16.7
Semi	50	50	0.0	-	1,000	1,000	0.0	1,900.0	1,000	0.0
Cybercab	0	0	-	-	2,000	0	-	-	33,000	1,550.0

資料來源: Bloomberg ; 凱基

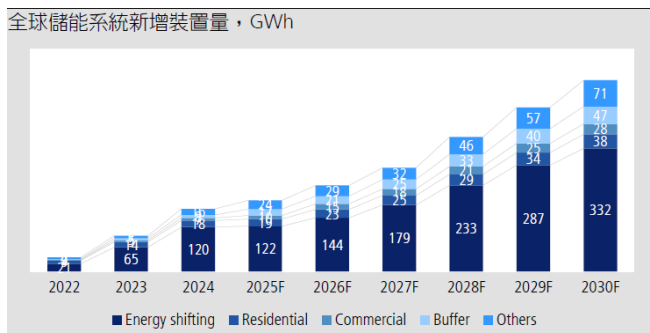
能源業務為短期營運亮點，2025 年裝置量將再年增逾 50%

4Q24 儲能系統出貨量 11.0GWh 再創單季新高，能源業務毛利率仍維持 25.2% 高水準，為近期營運一大亮點。2024 年儲能系統出貨量 31.4GWh 較 2023 年的 14.7GWh 大幅成長 114%，係受惠於電池成本下滑使產品價格更具競爭力，且加州電池廠產能提升，但目前出貨量仍受限於產能，即產品依然供不應求；隨 1Q25 上海廠二期完工投產，瓶頸應逐漸緩解，管理層預期在 2025 年儲能系統出貨量將能維持 50% 以上成長。

Tesla 由光、充、儲整合的完整能源生態系已為公司建立另一座護城河，其成長潛力雖無法與 FSD 或機器人比擬，但仍不容忽視。依 BNEF 預估全球 2024 年全球儲能系統新增裝置量 169GWh 計算，Tesla 儲能系統全球市占率已達 19%，較 2023 年的 15% 提升並穩居龍頭。儘管 Trump 上任被市場視為不利美國潔淨能源產業發展的信號，但全球能源轉型與減碳大趨勢並未改變。太陽能、風力等間歇性能源的占比提升將有賴電網級儲能系統進行削峰填谷 (Peak shaving) 以維持整體電網穩定，表後儲能系統則可協助家戶或工商業用戶在電網供電吃緊時可自行滿足用電需求，並躲避面臨極端電價之風險；衍生新興電力市場商機如微電網 (Micro grid)、虛擬電廠 (Virtual power plant ; VPP) 等，儲能系統皆扮演重要角色。

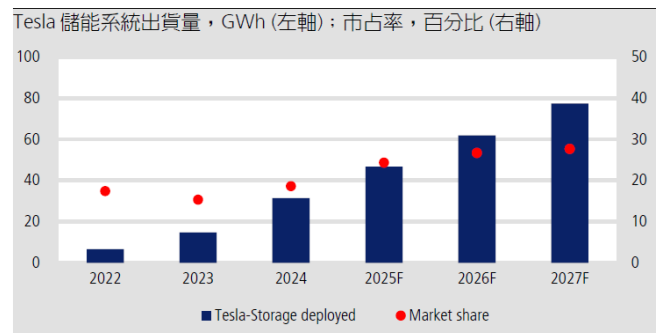
BNEF 預估 2030 年全球儲能系統新增裝置量將成長為 516GWh，隱含 2024-30 年 CAGR 20%。我們認為 Tesla 深入電池供應鏈如鋰精煉等關鍵製程將帶來成本優勢，在澳洲、美國等多個市場運行多年的 VPP 則證明其能源管理系統 (Energy management system；EMS) 之資通訊技術實力，未來將持續坐穩業界領先地位。凱基預估 2025-27 年 Tesla 儲能系統出貨量 46.7GWh、61.9GWh、77.4GWh，分別年增 48%、33%、25%。管理層重申不會淡出太陽能業務，但將專注於高端市場；凱基推估太陽能占能源業務營收比重已小於 1%，其餘皆來自儲能系統。

圖 10: BNEF 預估 2024-30 年全球儲能系統新增裝置量 CAGR 達 20%



資料來源: BNEF; 凱基

圖 11: 預估 2024-27 年 Tesla 儲能系統出貨量 CAGR 達 35%



資料來源: BNEF; 公司資料; 凱基

全球實體 AI 王者地位難以撼動；重申「增加持股」評等，目標價 438 美元

儘管短期因電動車成為紅海市場使獲利展望差強人意，但股價自 Trump 當選總統以來最多上漲達 91%，即便隨後有所回跌但目前仍交易於 2025-26 年市場共識 EPS 預估的 155、99 倍。市場已將目光放至 2026-28 年 (即 Elon Musk 預期的營運爆發期) 的獲利想像空間，而作為承先啟後的年度，2025 年 FSD 與機器人技術的發展將左右 Tesla 長期的成長斜率。惟 Elon Musk 深入政府運作，連帶之政治風險亦可能造成股價波動。

凱基採 SOTP 法評價 Tesla，針對其五大事業體電動車、能源、Robotaxi、機器人 (即 Optimus)、服務及其他，以 2028 年財務預估為基礎分別給予評價，預期 2027 年底公司合理市值為 1.81 兆美元，依折現率假設 8% 給予 12 個月目標價 438 美元，相當於 2026-27 年 EPS 預估的 124、79 倍。目前評價不低，但考量 Tesla 在現今實體 AI 最重要的應用場域當中 (即自動駕駛與機器人) 技術穩居領先，且已具備大量生產與良好成本控管的實績，我們仍持續樂觀看待公司中長期股價動能。

圖 12: 1Q-2Q25 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	1Q25F				2Q25F			
	修正後	修正前	差異 (%)	市場共識	修正後	修正前	差異 (%)	市場共識
營收	21,474	26,376	(18.6)	24,048	25,453	29,711	(18.6)	27,562
毛利	3,421	5,462	(37.4)	4,172	4,281	6,070	(37.4)	5,014
營業利益	1,081	2,957	(63.4)	1,645	1,609	3,366	(63.4)	2,412
稅後淨利	1,484	2,937	(49.5)	1,948	1,922	3,256	(49.5)	2,520
每股盈餘 (美元)	0.42	0.84	(49.8)	0.54	0.54	0.93	(49.8)	0.71
毛利率 (%)	15.9	20.7	(4.8) ppts	17.4	16.8	20.7	(4.8) ppts	18.2
營業率 (%)	5.0	11.2	(6.2) ppts	6.8	6.3	11.2	(6.2) ppts	8.8
淨利率 (%)	6.9	11.1	(4.2) ppts	8.1	7.6	11.1	(4.2) ppts	9.1

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 13: 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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	103,535	121,557	(14.8)	6.0	113,471	(8.8)	130,884	155,489	(15.8)	26.4	137,371	(4.7)	159,408	21.8	161,475	(1.3)
毛利	17,642	24,700	(28.6)	1.1	20,997	(16.0)	25,181	33,732	(25.4)	42.7	27,032	(6.9)	36,388	44.5	33,097	9.9
營業利益	6,860	13,797	(50.3)	(3.0)	10,138	(32.3)	12,535	21,149	(40.7)	82.7	14,586	(14.1)	21,465	71.2	20,602	4.2
稅後淨利	8,008	13,283	(39.7)	(5.3)	10,182	(21.3)	12,554	19,311	(35.0)	56.8	14,208	(11.6)	19,841	58.0	18,760	5.8
每股盈餘 (美元)	2.27	3.80	(40.3)	(6.2)	2.93	(22.5)	3.54	5.52	(36.0)	55.9	3.91	(9.5)	5.56	57.2	5.06	9.9
毛利率 (%)	17.0	20.3	(3.3) ppts	(0.8) ppts	18.5	(1.5) ppts	19.2	21.7	(2.5) ppts	2.2 ppts	19.7	(0.4) ppts	22.8	3.6 ppts	20.5	2.3 ppts
營業率 (%)	6.6	11.4	(4.7) ppts	(0.6) ppts	8.9	(2.3) ppts	9.6	13.6	(4.0) ppts	3.0 ppts	10.6	(1.0) ppts	13.5	3.9 ppts	12.8	0.7 ppts
淨利率 (%)	7.7	10.9	(3.2) ppts	(0.9) ppts	9.0	(1.2) ppts	9.6	12.4	(2.8) ppts	1.9 ppts	10.3	(0.8) ppts	12.4	2.9 ppts	11.6	0.8 ppts

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 14: 汽車業務假設

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
電動車交付量 (千輛)	386.8	444.0	462.9	495.6	409.5	466.5	510.5	555.6	546.7	602.7	648.9	685.0
汽車營收 (百萬美元)	16,936	18,988	19,277	19,106	15,467	17,902	19,704	21,281	20,923	22,982	24,502	25,822
ASP (千美元)	43.8	42.8	41.6	38.6	37.8	38.4	38.6	38.3	38.3	38.1	37.8	37.7
每車平均成本 (千美元)	36.6	36.5	34.5	33.3	33.1	33.2	33.0	32.7	32.5	31.7	31.2	30.6
汽車業務毛利率 (%)	16.4	14.6	17.1	13.6	12.4	13.6	14.5	14.7	15.1	16.8	17.3	18.8

註: 剔除碳權收入

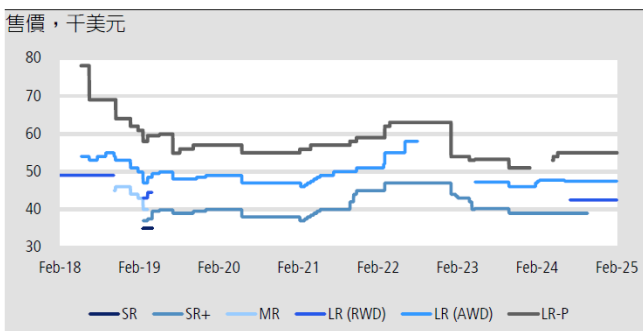
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 15: SOTP 法評價之假設基礎

2028F	營收預估 (百萬美元)	PSR	市值 (百萬美元)
汽車業務(扣除FSD)	110,206	4	440,824
FSD+Robotaxi	18,676	35	653,673
機器人相關業務	27,022	20	540,438
能源業務	18,709	8	149,673
其他	23,609	1	23,609
總和			1,808,217
折現率			8%
折現後市值 (百萬美元)			1,550,255
在外流通股數 (百萬股)			3,537
12個月目標價 (美元)			438

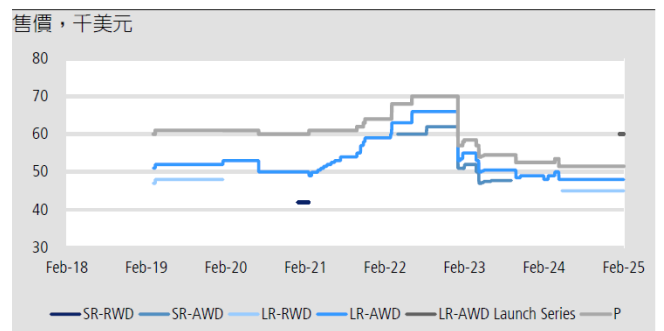
資料來源: 凱基

圖 16: Model 3 各車型美國售價



資料來源: 公司資料; 凱基

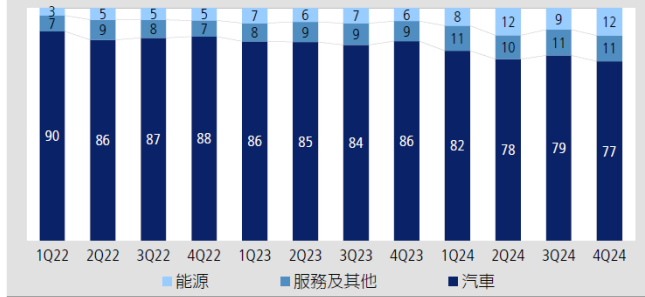
圖 17: Model Y 各車型於美國售價



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 18: 各項事業營收比重

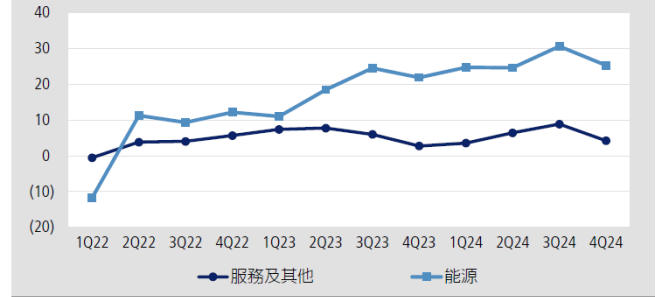
各項事業營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 19: 能源事業毛利率持續走高

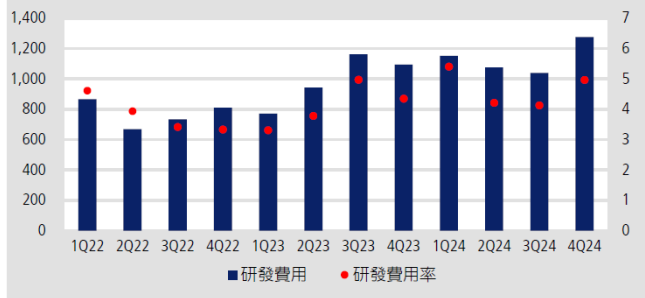
服務及能源事業毛利率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 20: 研發費用支出

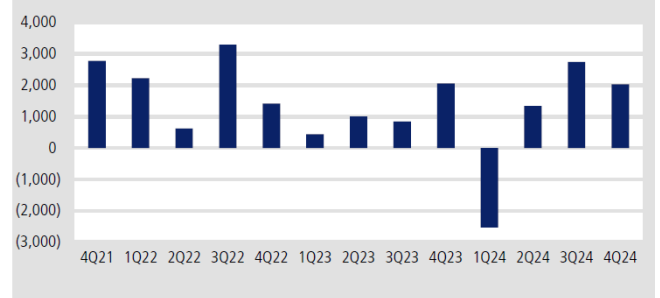
研發費用支出, 百萬美元 (左軸), 研發費用佔營收比重, 百分比 (右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

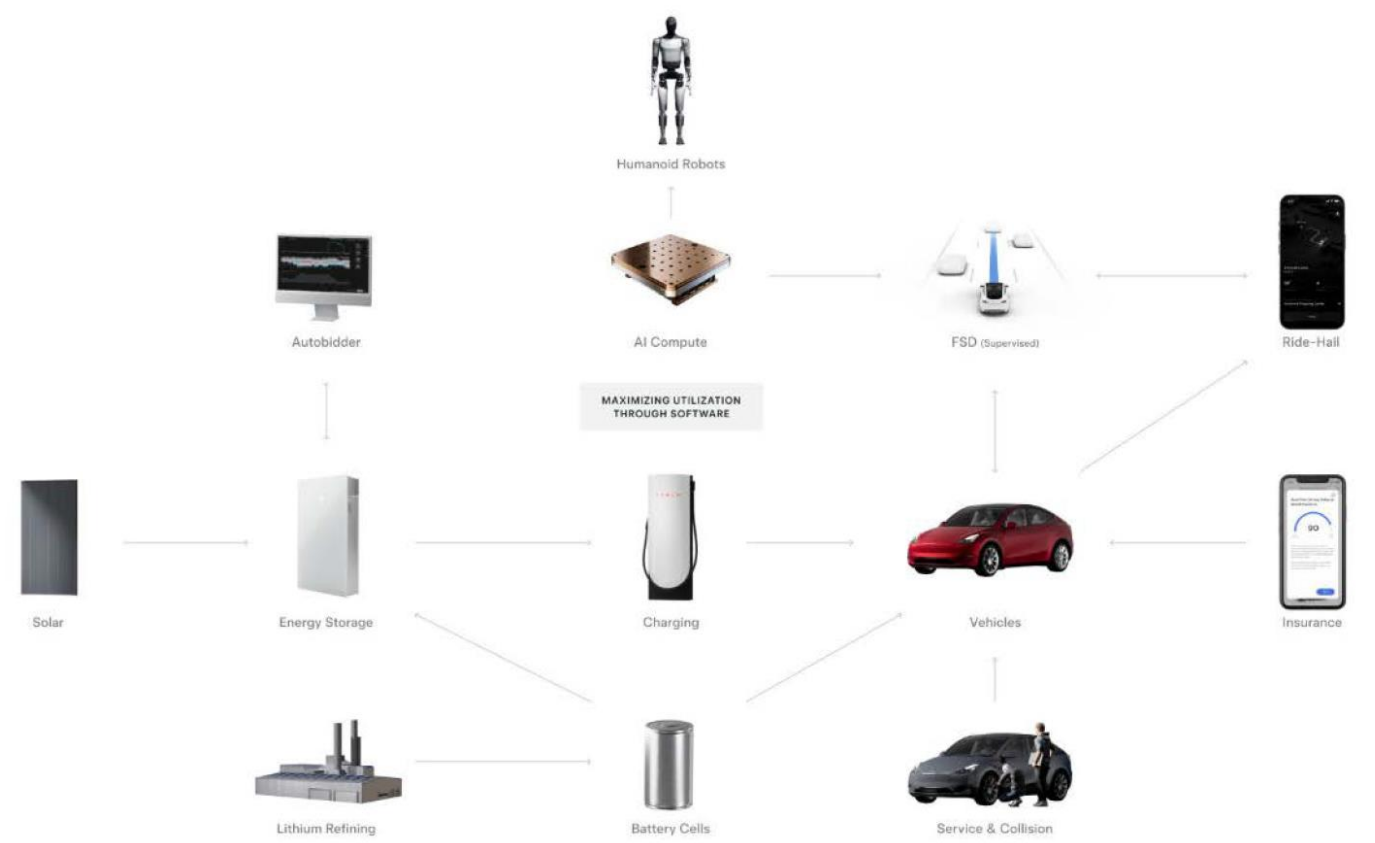
圖 21: 自由現金流預計於 2Q24 重新轉正

自由現金流, 百萬美元



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 22: 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

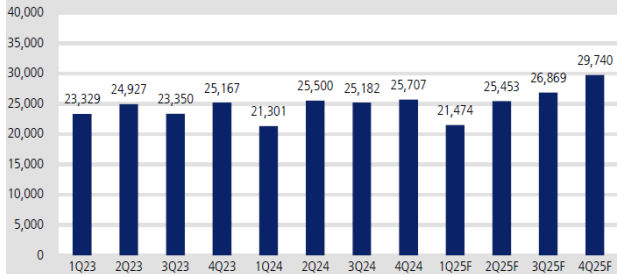
圖 23: 公司概況

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 2023 年，Tesla 為全球第二電動車廠，銷量 181 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 2022 年 3 月、4 月開始交車。

資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 季營收

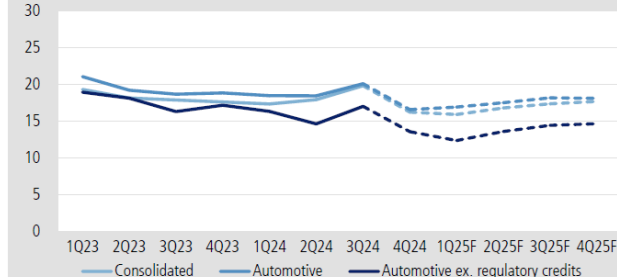
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 27: GAAP 毛利率

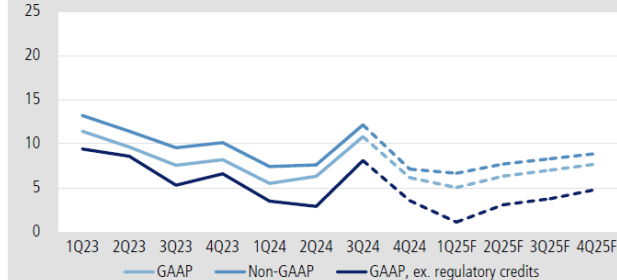
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 29: 營業利潤率

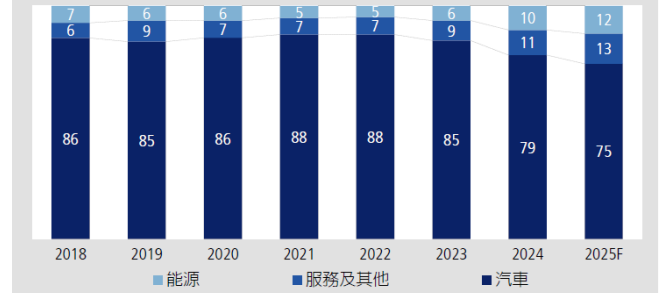
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 24: 事業別營收組成

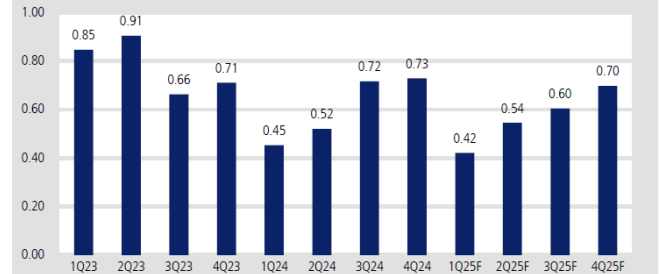
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: Non-GAAP EPS

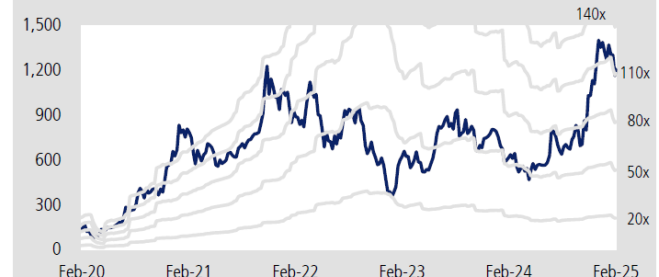
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 28: 未來 12 個月預估本益比

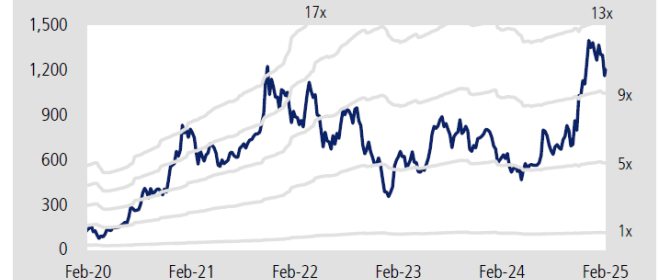
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 30: 未來 12 個月預估市價營收比

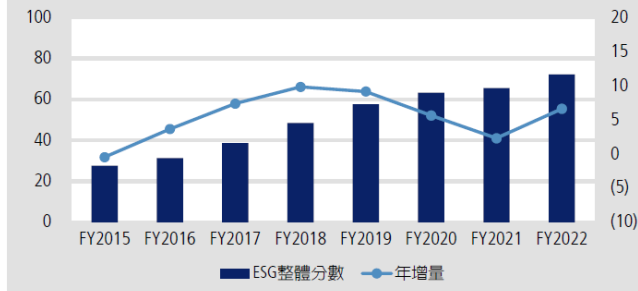
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 31: ESG 整體分數

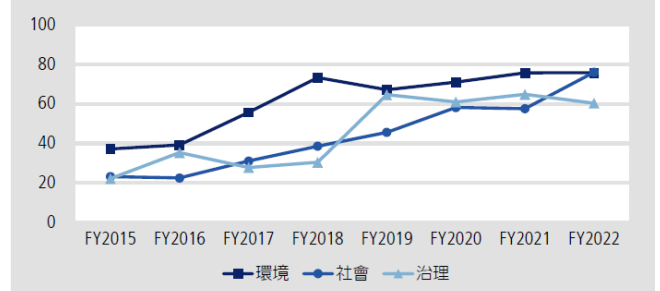
ESG 整體分數 (左軸): 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32: ESG 各項分數

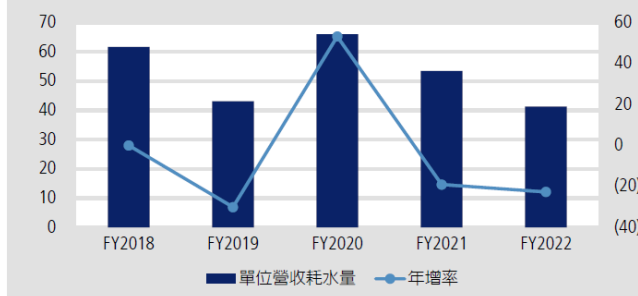
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33: 耗水量

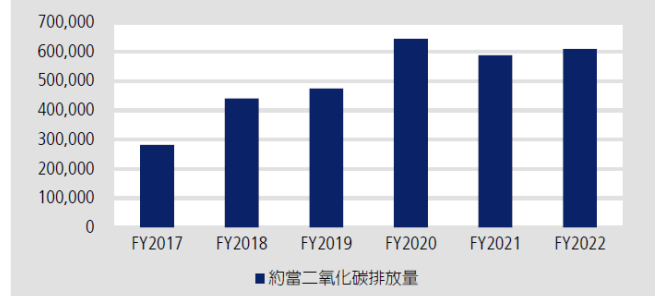
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34: 碳排放量

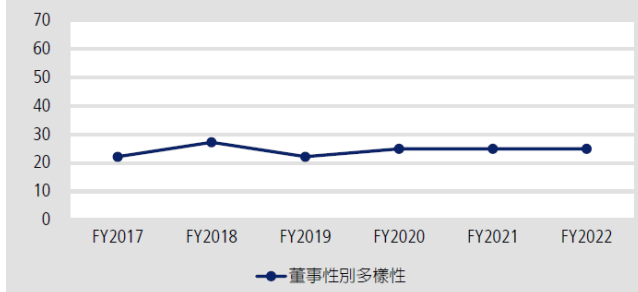
約當二氧化碳排放量, 噸



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35: 董事性別多樣性

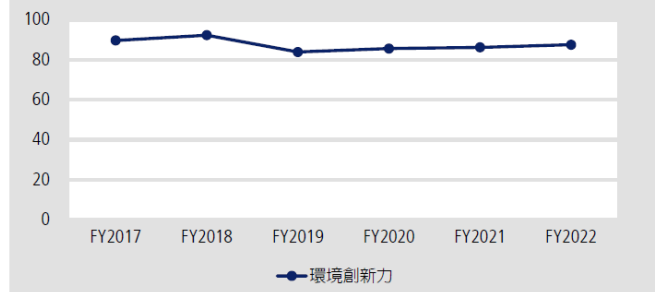
女性董事佔董事會比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36: 環境創新

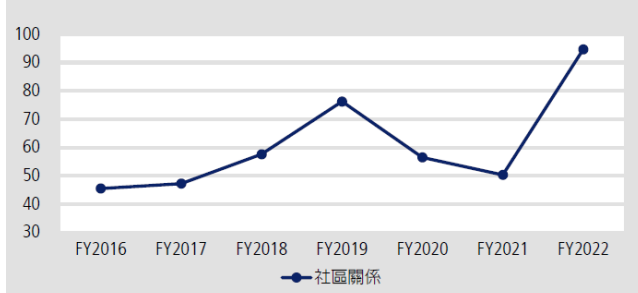
環境創新分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 37: 社區關係

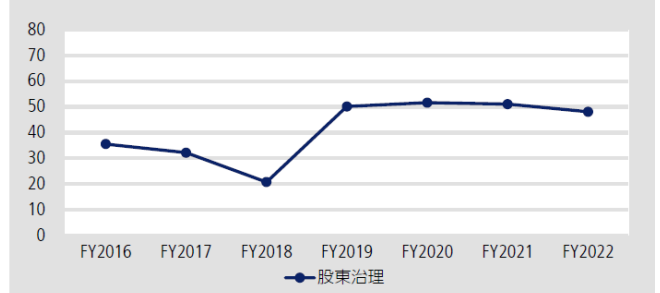
社區關係分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 38: 股東治理

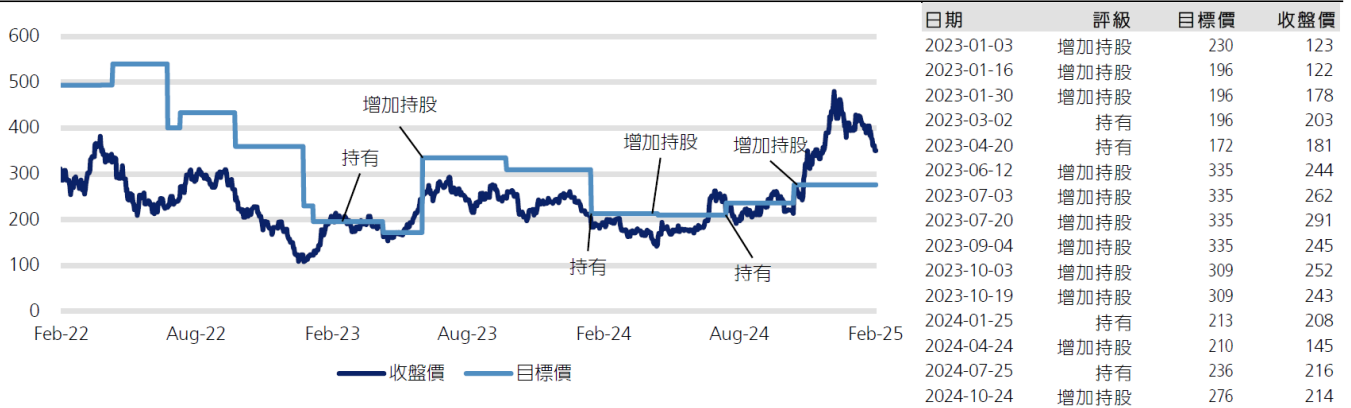
股東治理分數



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	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有。