

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

3Q24 獲利優於預期；獲利下修循環趨尾聲

增加持股 · 調升

收盤價 October 23 (US\$)	213.7
3 個月目標價 (US\$)	229
12 個月目標價 (US\$)	276
前次目標價 (US\$)	236
調升 (%)	16.9
上漲空間 (%)	29.2

焦點內容

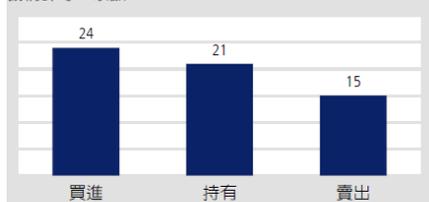
- 降成本措施奏效使汽車業務毛利率回升，3Q24 財報優於預期。
- 管理層預估 2025 年電動車銷量年增 20-30%，預計新平台車款將於 1H25 投產。
- 公司將持續投資算力以發展自動駕駛、機器人等 AI 應用。

交易資料表

市值：(US\$bn)	682.5		
流通在外股數 (百萬股)：	3,195		
機構持有比例 (%)：	48.4		
3M 平均成交量 (百萬股)：	79.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	138.8-271.0		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(1.1)	31.8	(1.3)
相對表現 (%)	(7.9)	17.5	(37.8)

市場綜合評等

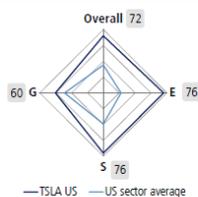
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	85	221	316
潛在報酬 (%)	(60.2)	3.4	47.9

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 3Q24 財報。儘管持續面臨價格壓力，但降成本措施奏效使毛利率回升至 19.8%，除破權收入後之汽車業務毛利率亦升至 17.1%，Non-GAAP EPS 0.72 美元優於預期。股價於盤後大漲約 12%。

評論及分析

目標 2025 年電動車銷量年增 20-30%。管理層重申 2024 年電動車銷量微幅年增，而 2025 年預估成長性優於市場共識 (200 萬輛，年增約 10%)，須仰賴新平價車款於 1H25 投產、Cybertruck 量產持續爬坡，及歐美市場電動車需求復甦。凱基預估 2024-25 年電動車銷量預估為 180 萬 (年持平)、217 萬輛 (年增 21%)，新平價車款 2025 年銷量為 6.1 萬輛。

持續投資算力發展自動駕駛、機器人等 AI 應用。Tesla 宣布將 2024 年資本支出規劃由 100 億美元上調至 110 億美元以加速建置算力，並表示德州資料中心將在本月底完成配置 5 萬顆 Nvidia (美) H100 GPU。憑藉算力提升，3Q24 推出的 FSD V12.5 參數量已較 V12.4 增加達 4 倍，預計 V13 推出時介入里程將較 V12.5 再提升 4-5 倍。管理層樂觀預期 2025 年可在德州與加州推出無監管 FSD 服務，而 Cybercab 則將於 2026 年進入量產，目標長期年產量達 200 萬輛以上。公司亦對其 Optimus 人型機器人發展深具信心，預計未來上市後價格落在 2-3 萬美元，可作為工廠生產或家務用途。

過去兩年獲利下修循環將終結。3Q24 能源業務毛利率續創新猷達 30.5%，管理層表示 1Q25 上海廠也將投產儲能系統，目標將公司儲能系統年產能由現今 40GWh 快速提升至 100GWh。儘管仍有中國零利率優惠造成之壓力，但 Cybertruck 毛利率已轉正且電池等原物料成本仍處低檔，因此凱基預期利潤率將可維持。我們上調 2025-26 年 EPS 預估至 3.80 元、5.52 元，年增 51%、45%，並預期市場將重啟上修 Tesla 電動車銷量與利潤率預估。

投資建議

凱基將 Tesla 評等由「持有」調升為「增加持股」，12 個月目標價為 276 美元，相當於 2026 年預估 EPS 的 50 倍。

投資風險

積極定價策略抑制短期獲利能力；執行風險。

主要財務數據

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$百萬元)	81,462	96,773	99,046	121,557	155,489
營業毛利 (US\$百萬元)	20,853	17,660	18,707	24,700	33,732
營業利益 (US\$百萬元)	13,656	8,891	8,385	13,797	21,149
EBITDA (US\$百萬元)	17,403	13,558	12,265	39,839	42,783
稅後淨利 (US\$百萬元)	14,144	10,884	8,778	13,283	19,311
每股盈餘 (US\$)	4.07	3.12	2.52	3.80	5.52
營收增長率 (%)	51.4	18.8	2.3	22.7	27.9
每股盈餘增長率 (%)	80.1	(23.3)	(19.5)	51.0	45.4
毛利率 (%)	25.6	18.2	18.9	20.3	21.7
營業利益率 (%)	16.8	9.2	8.5	11.4	13.6
EBITDA margin (%)	21.4	14.0	12.4	32.8	27.5
淨負債比 (%)	Net cash				
股東權益報酬率 (%)	27.4	23.6	10.0	13.9	17.0

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 3Q24 財報與 4Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	3Q24						4Q24F							
	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	25,182	26,190	(3.8)	(1.2)	7.8	25,427	(1.0)	27,063	27,302	(0.9)	7.5	7.5	27,133	(0.3)
毛利	4,997	4,557	9.7	9.2	19.6	4,267	17.1	5,436	4,881	11.4	8.8	22.5	4,600	18.2
營業利益	2,717	1,964	38.3	69.3	54.0	1,961	38.5	2,892	2,205	31.1	6.4	40.1	2,226	29.9
稅後淨利	2,505	2,295	9.1	38.2	8.2	2,063	21.4	2,883	2,515	14.6	15.1	16.1	2,273	26.9
每股盈餘 (美元)	0.72	0.66	8.6	37.6	8.0	0.60	20.2	0.82	0.72	14.1	15.1	15.9	0.65	26.8
毛利率 (%)	19.8	17.4	2.4 ppts	1.9 ppts	2.0 ppts	16.8	3.1 ppts	20.1	17.9	2.2 ppts	0.2 ppts	2.5 ppts	17.0	3.1 ppts
營業率 (%)	10.8	7.5	3.3 ppts	4.5 ppts	3.2 ppts	7.7	3.1 ppts	10.7	8.1	2.6 ppts	(0.1) ppts	2.5 ppts	8.2	2.5 ppts
淨利率 (%)	9.9	8.8	1.2 ppts	2.8 ppts	0.0 ppts	8.1	1.8 ppts	10.7	9.2	1.4 ppts	0.7 ppts	0.8 ppts	8.4	2.3 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 2024-26 年財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	2024F						2025F						2026F					
	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	99,046	100,293	(1.2)	2.3	99,496	(0.5)	121,557	125,437	(3.1)	22.7	115,975	4.8	155,489	154,468	0.7	27.9	139,205	11.7
毛利	18,707	17,712	5.6	5.9	17,260	8.4	24,700	22,168	11.4	32.0	21,120	17.0	33,732	28,621	17.9	36.6	26,709	26.3
營業利益	8,385	6,946	20.7	(5.7)	7,292	15.0	13,797	10,912	26.4	64.6	11,198	23.2	21,149	16,118	31.2	53.3	15,215	39.0
稅後淨利	8,778	8,201	7.0	(19.3)	7,743	13.4	13,283	11,887	11.7	51.3	10,651	24.7	19,311	16,451	17.4	45.4	14,684	31.5
每股盈餘 (美元)	2.52	2.36	6.8	(19.5)	2.26	11.3	3.80	3.41	11.2	51.0	3.09	23.1	5.52	4.73	16.9	45.4	4.30	28.4
毛利率 (%)	18.9	17.7	1.2 ppts	0.6 ppts	17.3	1.5 ppts	20.3	17.7	2.6 ppts	1.4 ppts	18.2	2.1 ppts	21.7	18.5	3.2 ppts	1.4 ppts	19.2	2.5 ppts
營業率 (%)	8.5	6.9	1.5 ppts	(0.7) ppts	7.3	1.1 ppts	11.4	8.7	2.7 ppts	2.9 ppts	9.7	1.7 ppts	13.6	10.4	3.2 ppts	2.3 ppts	10.9	2.7 ppts
淨利率 (%)	8.9	8.2	0.7 ppts	(2.4) ppts	7.8	1.1 ppts	10.9	9.5	1.5 ppts	2.1 ppts	9.2	1.7 ppts	12.4	10.7	1.8 ppts	1.5 ppts	10.5	1.9 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 3: 2024-26 年交車量預估修正

輛	2024F				2025F				2026F			
	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	1,796,656	1,800,066	(0.2)	(0.7)	2,171,050	2,234,000	(2.8)	20.8	2,836,000	2,866,000	(1.0)	30.6
Model S/X	45,753	50,222	(8.9)	(33.5)	50,000	70,000	(28.6)	9.3	50,000	70,000	(28.6)	0.0
Model 3/Y	1,707,163	1,697,188	0.6	(1.9)	1,950,000	1,990,000	(2.0)	14.2	2,150,000	2,160,000	(0.5)	10.3
Model 2	0	0	-	-	61,000	63,000	(3.2)	-	450,000	450,000	0.0	637.7
Cybertruck	43,740	52,356	(16.5)	0.0	110,000	110,000	0.0	151.5	185,000	185,000	0.0	68.2
Semi	0	300	(100.0)	-	50	1,000	(95.0)	-	1,000	1,000	0.0	1900.0

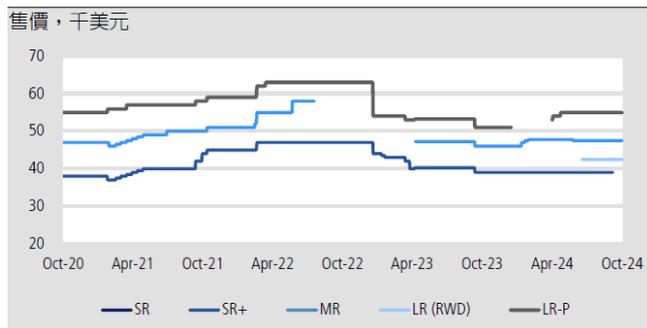
資料來源: 凱基

圖 4: 汽車業務假設

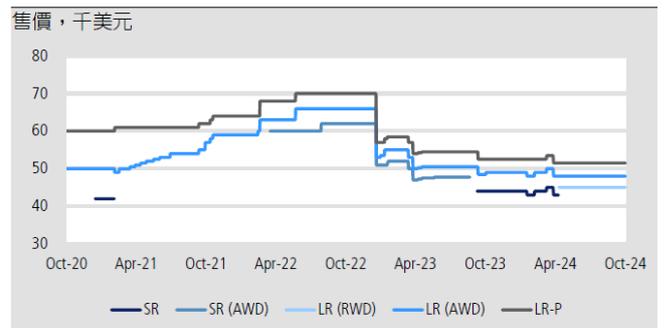
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
電動車交付量 (千輛)	422.9	466.1	435.1	484.5	386.8	444.0	462.9	503.0	478.5	515.5	567.5	609.6
汽車營收 (百萬美元)	19,442	20,986	19,071	21,130	16,936	18,988	19,277	21,200	20,797	22,653	24,727	26,348
ASP (千美元)	46.0	45.0	43.8	43.6	43.8	42.8	41.6	42.1	43.5	43.9	43.6	43.2
每車平均成本 (千美元)	37.3	36.9	36.7	36.1	36.6	36.5	34.5	34.6	35.3	35.8	35.7	35.3
汽車業務毛利率 (%)	19.0	18.1	16.3	17.2	16.4	14.6	17.1	17.9	18.8	18.5	18.2	18.3

註: 剔除碳權收入

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 5: Model 3 各車型美國售價


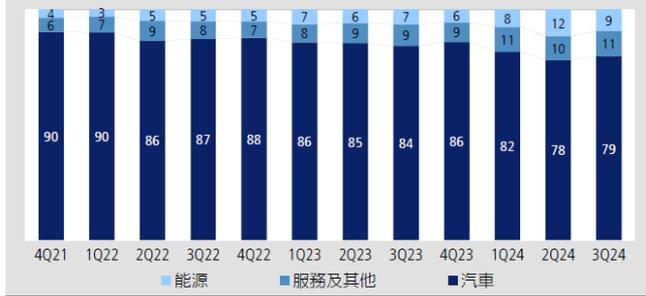
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6: Model Y 各車型於美國售價


資料來源: 公司資料; 凱基

圖 7: 各項事業營收比重

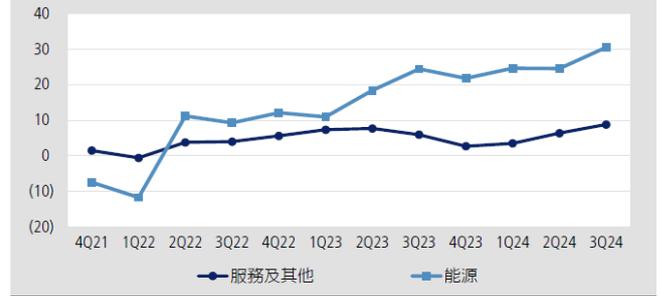
各項事業營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 8: 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 9: 研發費用支出

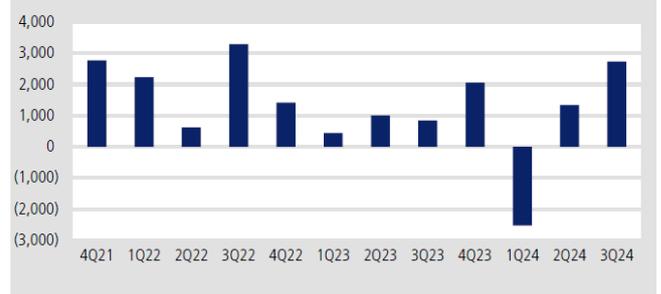
研發費用支出, 百萬美元 (左軸), 研發費用佔營收比重, 百分比 (右軸)



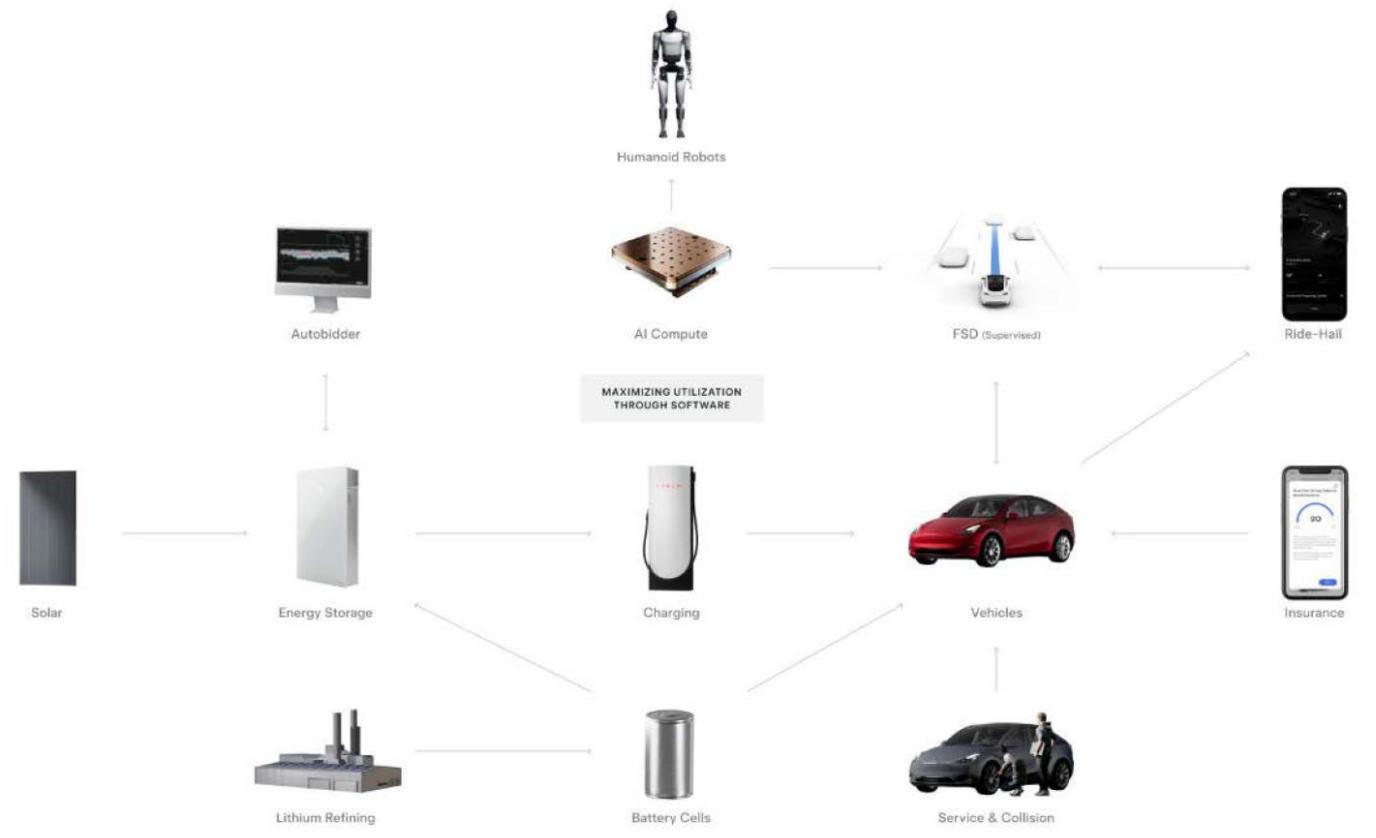
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 10: 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 11: 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 12: 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 13: Cybercab 採用無線充電



資料來源：公司資料、凱基

圖 14: 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 16: 季營收

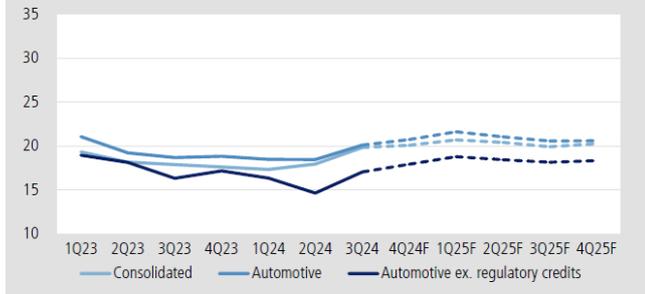
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 18: GAAP 毛利率

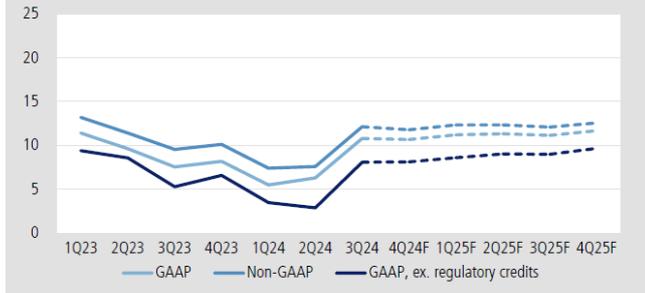
GAAP 毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 20: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15: 事業別營收組成

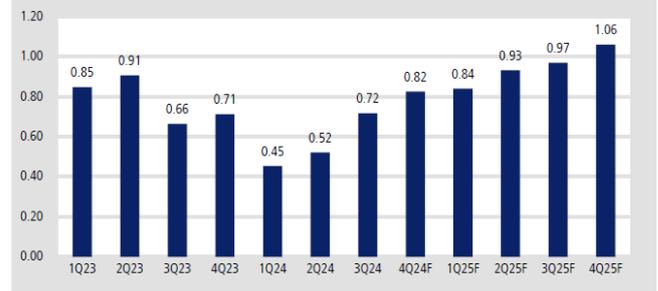
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 17: Non-GAAP EPS

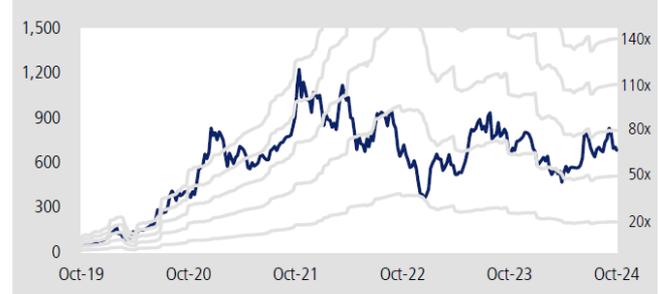
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 19: 未來 12 個月預估本益比

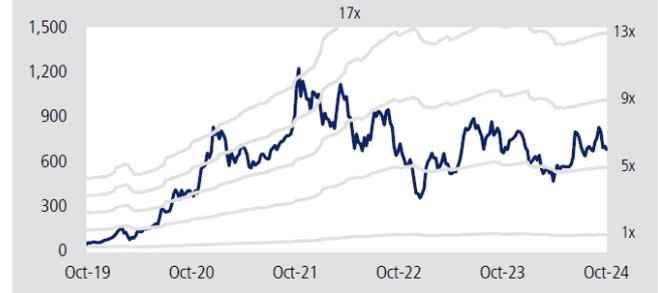
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



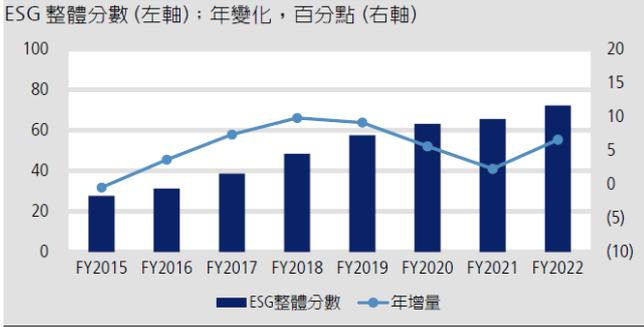
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 21: 未來 12 個月預估市價營收比

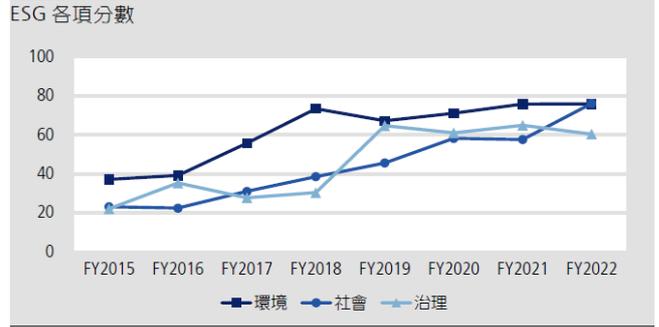
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 22: ESG 整體分數


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23: ESG 各項分數


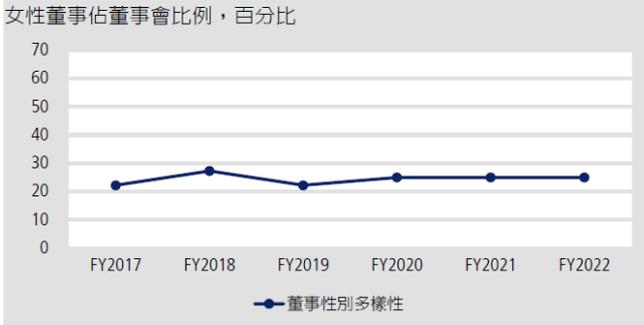
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24: 耗水量

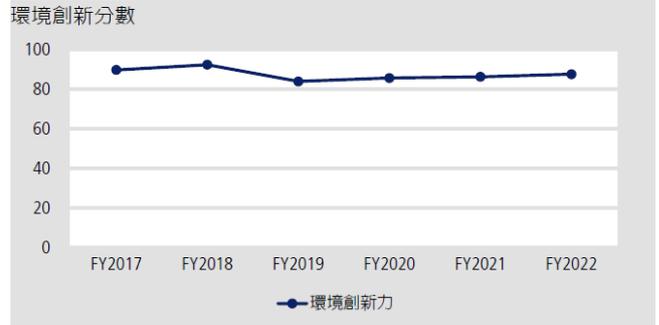

資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25: 碳排量


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26: 董事性別多樣性


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 27: 環境創新


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

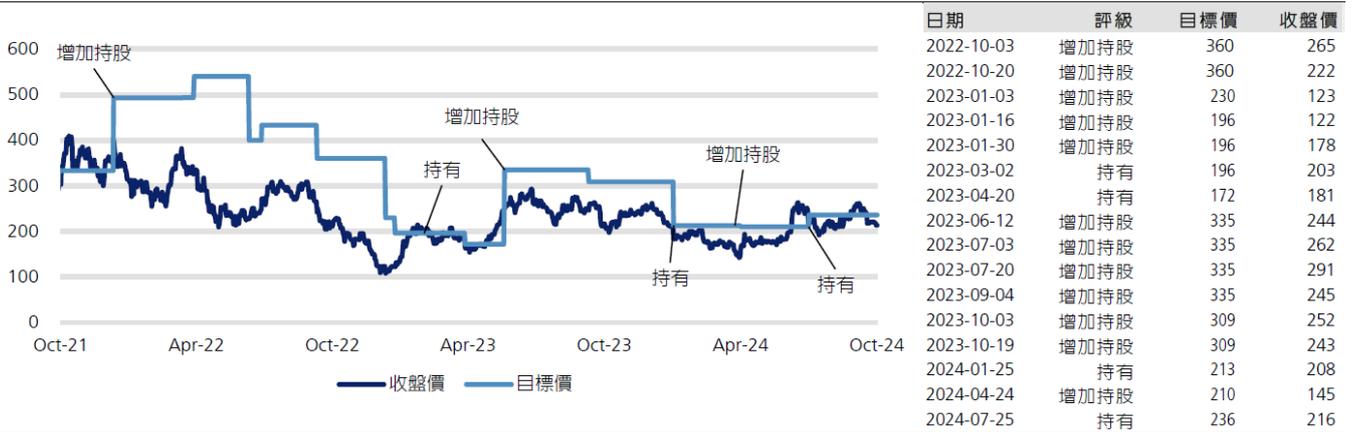
圖 28: 社區關係


資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 29: 股東治理


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。