

Tesla (TSLA.O/TSLA US)

2Q24 獲利低於預期；評價合理

持有・調降

收盤價 July 24 (US\$)	216.0
3 個月目標價 (US\$)	221
12 個月目標價 (US\$)	236
前次目標價 (US\$)	210
調升 (%)	12.4
上漲空間 (%)	9.3

焦點內容

1. 新平台車款維持 1H25 投產，Cybertruck 有望今年即達損平。
2. 將持續投資自動駕駛與機器人技術開發。Robotaxi 發表時間將由 8 月遞延至 10 月。
3. 2H24 起利潤率將回升；預估 2024-26 年 EPS CAGR 42%。

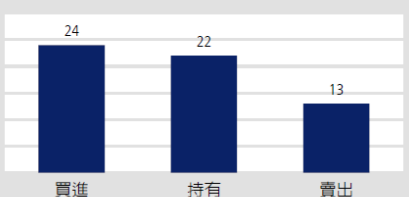
交易資料表

市值：(US\$bn)	690.0
流通在外股數 (百萬股)：	3,195
機構持有比例 (%)：	46.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	99.6
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	138.8-279.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	33.2	3.9	(19.7)
相對表現 (%)	25.7	(7.0)	(38.5)

市場綜合評等

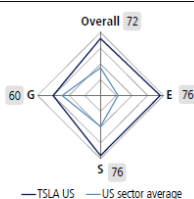
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	85	209	310
潛在報酬 (%)	(60.6)	(3.4)	43.5

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Tesla 公告 2Q24 財報。儘管交車量 44.4 萬輛優於預期，但除碳權收入後之汽車業務毛利率持續季減至 13.9%，且實施裁員使一次性營業費用增加，導致 non-GAAP EPS 0.52 美元低於市場預期。

評論及分析

新平台車款 1H25 投產，但墨西哥廠進度放緩。新平台車款可使用既有產線生產，使公司電動車年產量在不進一步擴產下達到約 300 萬輛，將為公司 2025 年重要成長動能。與此同時，Cybertruck 量產持續爬坡至每週 1,400 輛，目標今年底該車型可達損平，而延宕多時的 Roadster 則終於將在 2025 年正式投產。惟墨西哥廠建置因美國總統大選不確定性而暫停，須仰賴其他廠區擴產以因應。短期而言，公司仍重申 2024 年銷量將維持年增，隱含 2H24 銷量年增率須超過 6% (1H24 為年減)。凱基維持 2024-25 年電動車銷量預估為 180 萬 (年持平)、223 萬輛 (年增 24%)。

自動駕駛與機器人技術之投資持續。Tesla 重申 2024 年投入 100 億美元資本支出，其德州廠資料中心建置即將完成，未來配備 5 萬顆 Nvidia (美) H100 GPU 及 2 萬顆自研 AI5 晶片。公司表示算力提升使 FSD 突飛猛進，V12.5 參數量較 V12.4 提升達四倍，並樂觀預期 2025 年 FSD 可達成無人監督自駕的水準；預計在發布 V12.5 或 V12.6 後將向歐洲、中國等市場之主管機關申請開放 FSD。公司正式宣布將 Robotaxi 發表時間由 8 月延遲至 10 月，以持續精進其性能。機器人業務部分，管理層現預期 Optimus 在 1H25 小量生產，初步供其廠內使用，目標 2026 年可開始對外出貨。

2024-26 年 EPS CAGR 42%。2Q24 儲能系統出貨量大幅年增 158%至 9.4 GWh；儘管能源業務逐季出貨量波動大，但其快速成長可部分抵銷汽車業務利潤率承壓的影響數。我們預期隨 Cybertruck 量產爬坡、車價再調降空間有限且公司持續樽節，2H24 起利潤率將回升。凱基大致維持 2024-25 年 EPS 預估，修正後 2025 年 EPS 預估隱含年增 45%。

凱基評級

股價自 1Q24 財報後已上漲 49%，我們認為利多大致已反映，目前評價合理。凱基將 Tesla 評等由「增加持股」調降為「持有」，12 個月目標價為 236 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	100,293	125,437	154,468
營業毛利 (US\$百萬元)	20,853	17,660	17,712	22,168	28,621
營業利益 (US\$百萬元)	13,656	8,891	6,946	10,912	16,118
EBITDA (US\$百萬元)	17,403	13,558	12,265	35,394	37,233
稅後淨利 (US\$百萬元)	14,144	10,884	8,201	11,887	16,451
每股盈餘 (US\$)	4.07	3.12	2.36	3.41	4.73
營收增長率 (%)	51.4	18.8	3.6	25.1	23.1
每股盈餘增長率 (%)	80.1	(23.3)	(24.6)	45.0	38.4
毛利率 (%)	25.6	18.2	17.7	17.7	18.5
營業利益率 (%)	16.8	9.2	6.9	8.7	10.4
EBITDA margin (%)	21.4	14.0	12.2	28.2	24.1
淨負債比 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
股東權益報酬率 (%)	27.4	23.6	9.2	12.2	14.8

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 2Q24 財報與 3Q24 財測修正 vs. 市場共識

百萬美元	2Q24							3Q24F						
	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	25,500	23,371	9.1	19.7	2.3	24,629	3.5	26,190	25,520	2.6	2.7	12.2	25,408	3.1
毛利	4,578	4,214	8.6	23.9	1.0	4,294	6.6	4,557	4,667	(2.4)	(0.5)	9.1	4,429	2.9
營業利益	1,605	1,620	(0.9)	37.1	(33.1)	1,806	(11.1)	1,964	2,039	(3.7)	22.4	11.4	2,104	(6.6)
稅後淨利	1,812	1,924	(5.8)	14.8	(42.4)	2,167	(16.4)	2,295	2,249	2.1	26.7	(0.9)	2,572	(10.7)
每股盈餘 (美元)	0.52	0.55	(5.7)	14.9	(42.5)	0.60	(13.5)	0.66	0.65	2.1	26.7	(0.6)	0.64	3.5
毛利率 (%)	18.0	18.0	(0.1) ppts	0.6 ppts	(0.2) ppts	17.4	0.5 ppts	17.4	18.3	(0.9) ppts	(0.6) ppts	(0.5) ppts	17.4	(0.0) ppts
營業率 (%)	6.3	6.9	(0.6) ppts	0.8 ppts	(3.3) ppts	7.3	(1.0) ppts	7.5	8.0	(0.5) ppts	1.2 ppts	(0.1) ppts	8.3	(0.8) ppts
淨利率 (%)	7.1	8.2	(1.1) ppts	(0.3) ppts	(5.5) ppts	8.8	(1.7) ppts	8.8	8.8	(0.0) ppts	1.7 ppts	(1.2) ppts	10.1	(1.4) ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 2024-26 年財測修正 vs. 市場共識

US\$mn	2024F					2025F					2026F							
	Revision	Previous	Chg. (%)	YoY (%)	Consensus	Diff. (%)	Revision	Previous	Chg. (%)	YoY (%)	Consensus	Diff. (%)	Revision	Previous	Chg. (%)	YoY (%)	Consensus	Diff. (%)
Revenue	100,293	97,309	3.1	3.6	99,142	1.2	125,437	120,081	4.5	25.1	116,598	7.6	154,468	147,029	5.1	23.1	140,552	9.9
Gross profit	17,712	17,595	0.7	0.3	17,458	1.5	22,168	22,270	(0.5)	25.2	21,920	1.1	28,621	30,095	(4.9)	29.1	27,984	2.3
Operating profit	6,946	7,190	(3.4)	(21.9)	7,836	(11.4)	10,912	11,709	(6.8)	57.1	11,383	(4.1)	16,118	18,560	(13.2)	47.7	16,601	(2.9)
Net income	8,201	8,265	(0.8)	(24.7)	8,841	(7.2)	11,887	11,867	0.2	45.0	11,401	4.3	16,451	17,453	(5.7)	38.4	15,524	6.0
EPS (US\$)	2.36	2.37	(0.7)	(24.6)	2.52	(6.4)	3.41	3.41	0.3	45.0	3.32	2.9	4.73	5.01	(5.7)	38.4	4.58	3.3
Gross margin (%)	17.7	18.1	(0.4) ppts	(0.6) ppts	17.6	0.1 ppts	17.7	18.5	(0.9) ppts	0.0 ppts	18.8	(1.1) ppts	18.5	20.5	(1.9) ppts	0.9 ppts	19.9	(1.4) ppts
Op. margin (%)	6.9	7.4	(0.5) ppts	(2.3) ppts	7.9	(1.0) ppts	8.7	9.8	(1.1) ppts	1.8 ppts	9.8	(1.1) ppts	10.4	12.6	(2.2) ppts	1.7 ppts	11.8	(1.4) ppts
Net margin (%)	8.2	8.5	(0.3) ppts	(3.1) ppts	8.9	(0.7) ppts	9.5	9.9	(0.4) ppts	1.3 ppts	9.8	(0.3) ppts	10.7	11.9	(1.2) ppts	1.2 ppts	11.0	(0.4) ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 3: 2024-26 年交車量預估修正

Unit	2024F				2025F				2026F			
	Actual	Previous	Chg. (%)	YoY (%)	Revision	Previous	Chg. (%)	YoY (%)	Revision	Previous	Chg. (%)	YoY (%)
Total	1,800,066	1,800,610	(0.0)	(0.5)	2,234,000	2,234,000	0.0	24.1	2,866,000	2,866,000	0.0	28.3
Model S/X	50,222	60,282	(16.7)	(27.0)	70,000	70,000	0.0	39.4	70,000	70,000	0.0	0.0
Model 3/Y	1,697,188	1,689,783	0.4	(2.4)	1,990,000	1,990,000	0.0	17.3	2,160,000	2,160,000	0.0	8.5
Model 2	0	0	-	-	63,000	63,000	0.0	-	450,000	450,000	0.0	614.3
Cybertruck	52,356	50,245	4.2	0.0	110,000	110,000	0.0	110	185,000	185,000	0.0	68.2
Semi	300	300	0.0	-	1,000	1,000	0.0	233.3	1,000	1,000	0.0	0.0

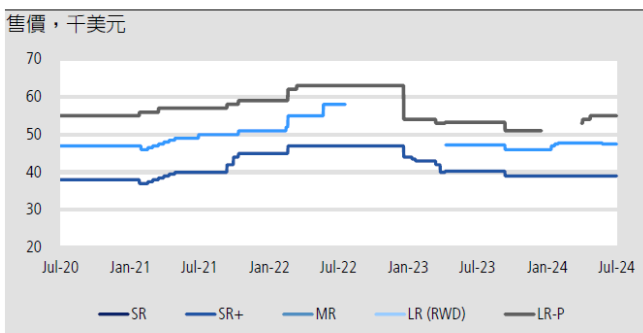
資料來源: 凱基

圖 4: 汽車業務假設

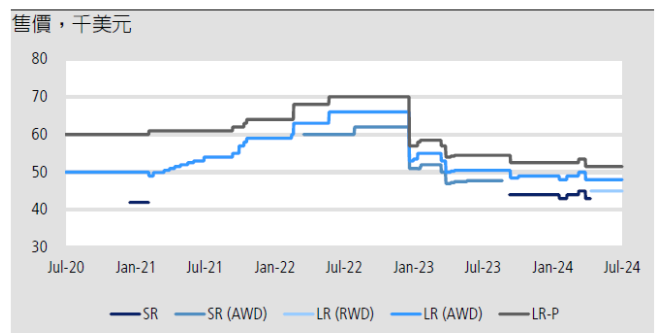
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
電動車交付量 (千輛)	310.0	254.7	343.8	405.3	422.9	466.1	435.1	484.5	386.8	444.0	472.1	497.2
汽車營收 (百萬美元)	16,182	14,258	18,406	20,840	19,442	20,986	19,071	21,130	16,936	18,988	20,053	21,325
ASP (千美元)	52.2	56.0	53.5	51.4	46.0	45.0	43.8	43.6	43.8	42.8	42.5	42.9
每車平均成本 (千美元)	36.5	41.3	39.2	38.9	37.3	36.9	36.7	36.1	36.6	36.5	36.4	36.4
汽車業務毛利率 (%)	30.0	26.2	26.8	24.3	19.0	18.1	16.3	17.2	16.4	14.6	14.3	15.1

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


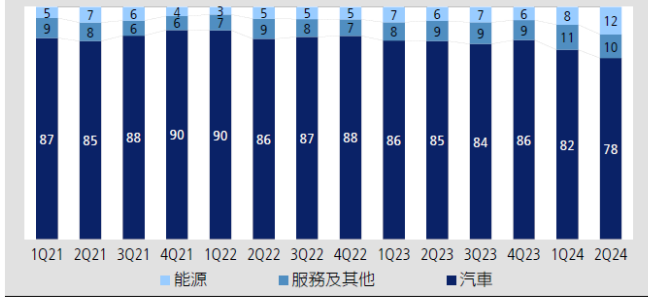
資料來源: 公司資料; 凱基

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

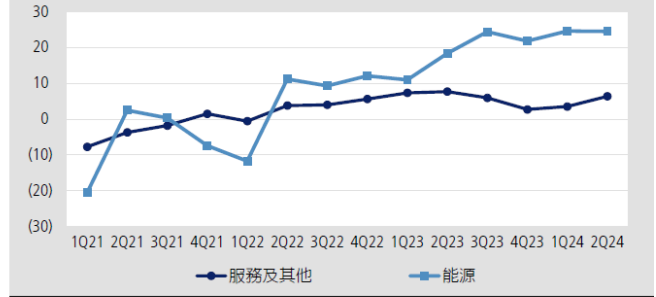
各項事業營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 8: 服務及能源事業毛利率

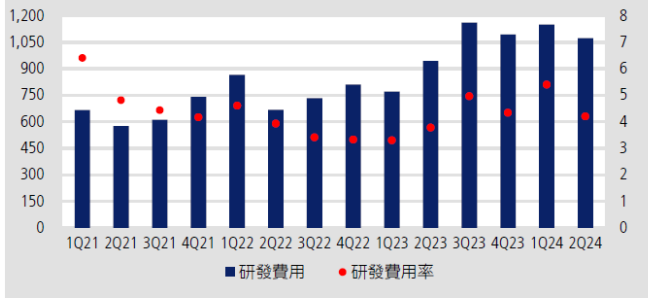
服務及能源事業毛利率, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 9: 研發費用支出

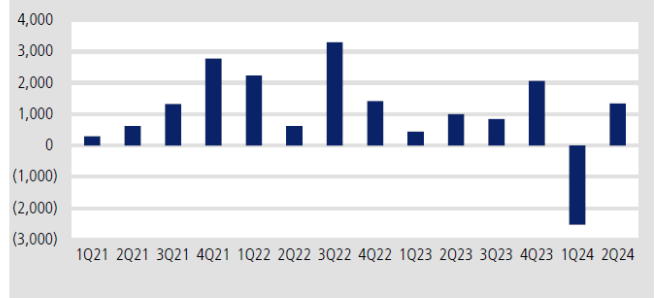
研發費用支出, 百萬美元 (左軸), 研發費用佔營收比重, 百分比 (右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

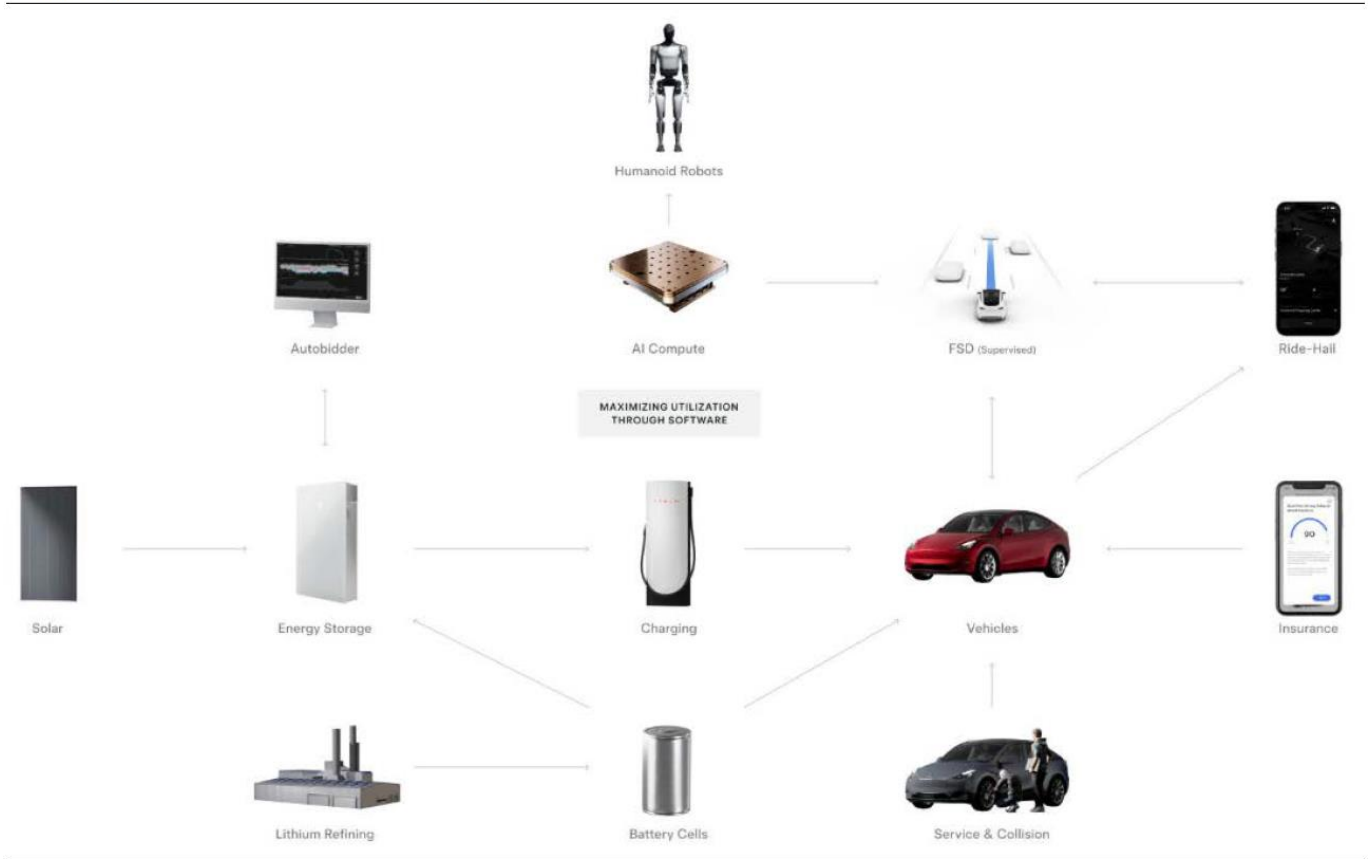
圖 10: 自由現金流預計於 2Q24 重新轉正

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



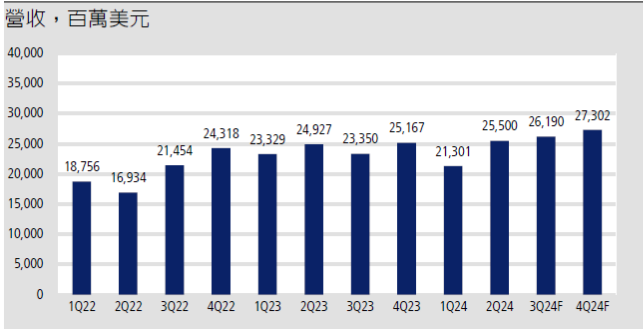
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 12: 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。

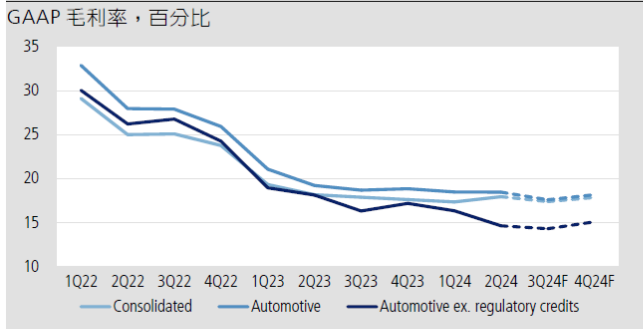
資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 季營收



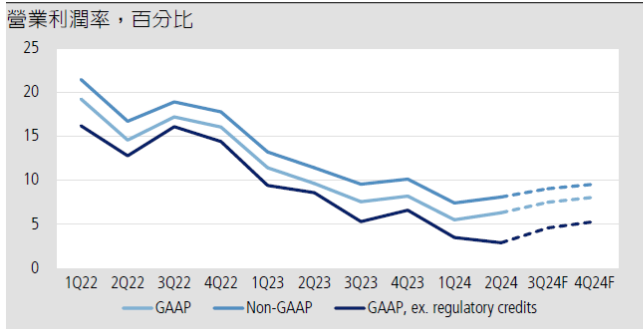
資料來源：公司資料；凱基

圖 16: GAAP 毛利率



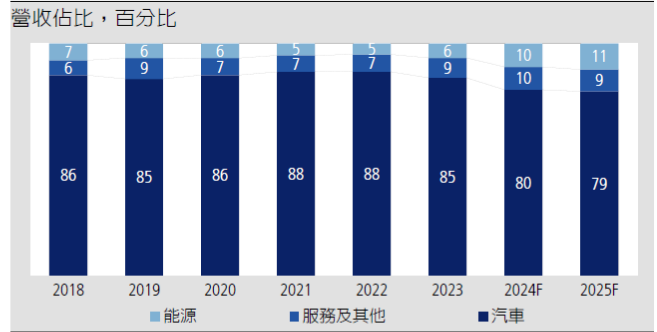
資料來源：公司資料；凱基

圖 18: 營業利潤率



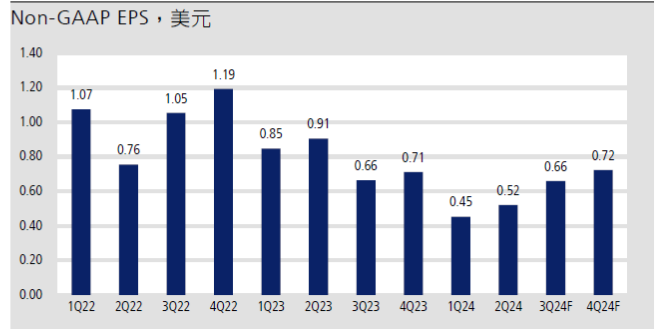
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 事業別營收組成



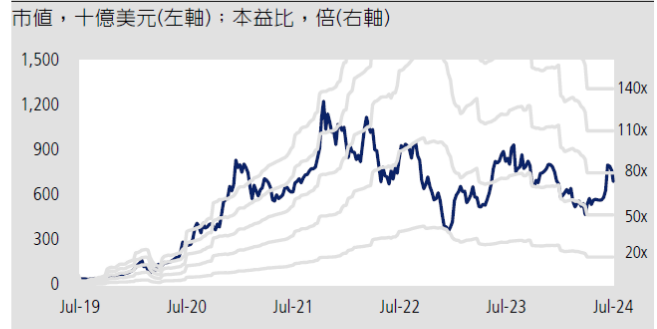
資料來源：公司資料；凱基

圖 15: Non-GAAP EPS



資料來源：公司資料；凱基

圖 17: 未來 12 個月預估本益比



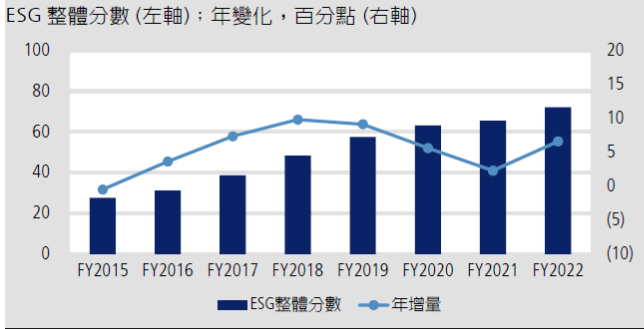
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 19: 未來 12 個月預估市價營收比



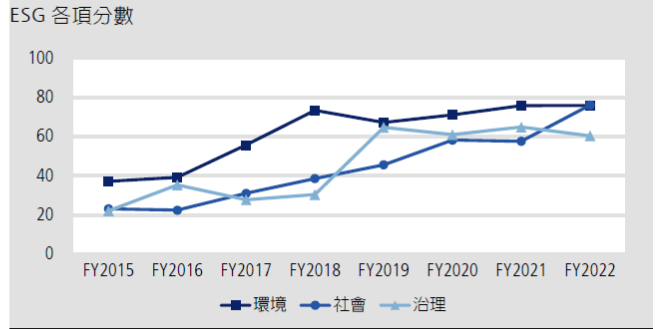
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 20: ESG 整體分數



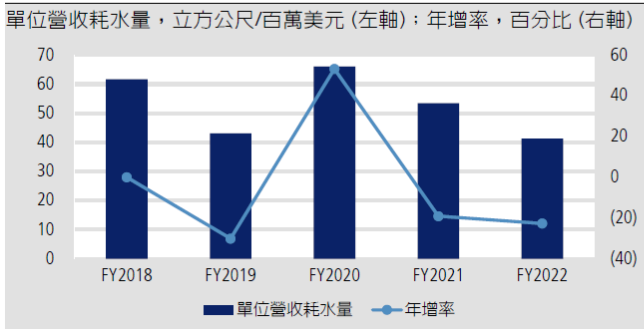
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21: ESG 各項分數



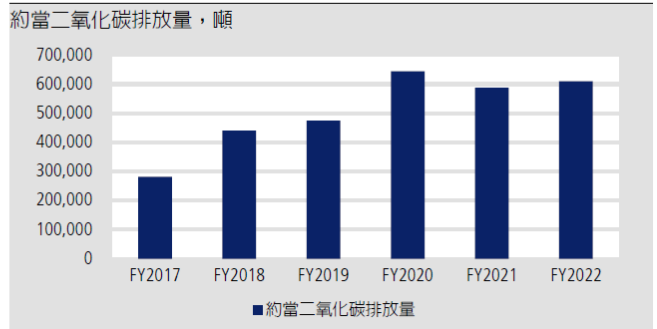
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22: 耗水量



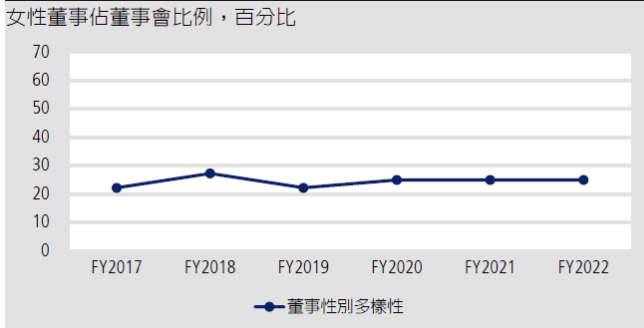
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23: 碳排量



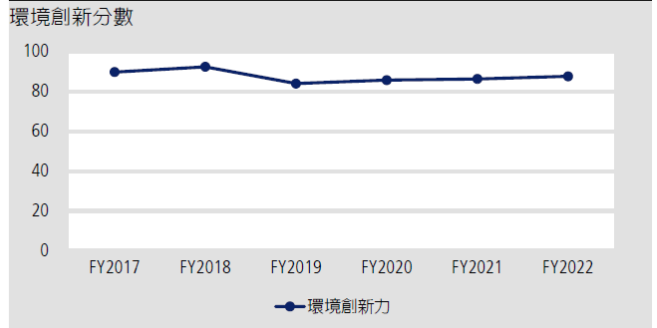
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24: 董事性別多樣性



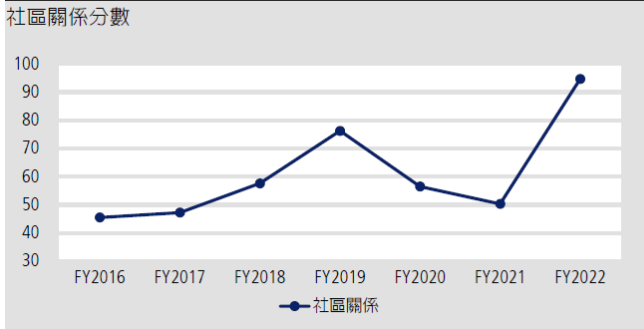
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25: 環境創新



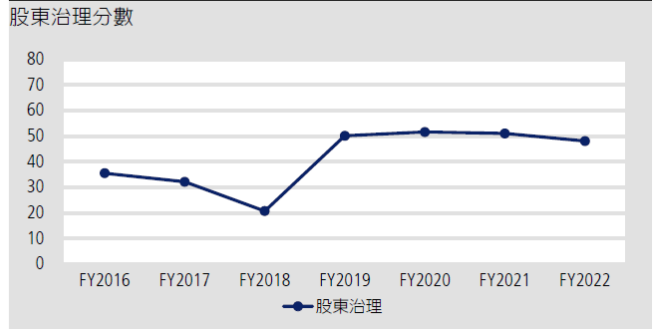
資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26: 社區關係



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

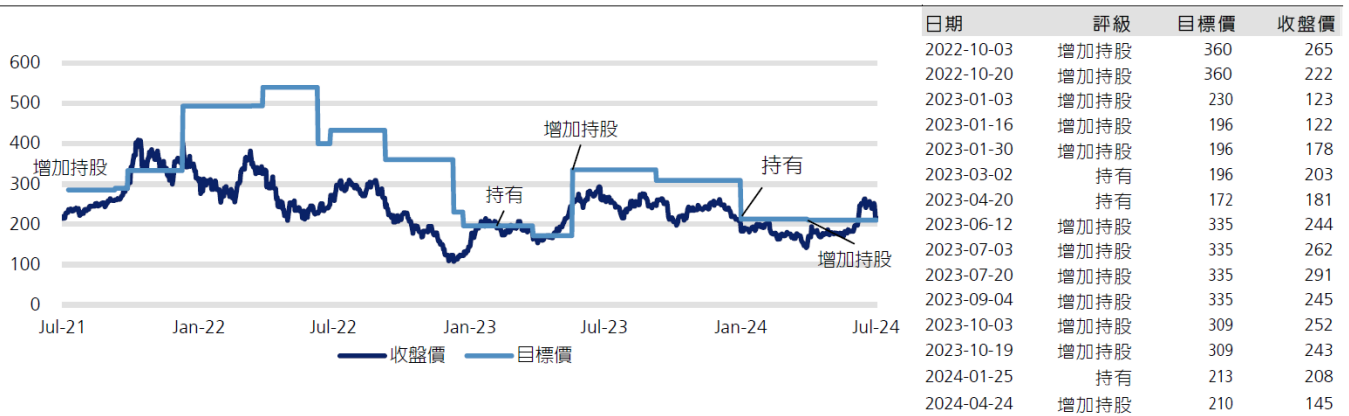
圖 27: 股東治理



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	再生能源占總能源消耗量之比例
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 + 新員工數 - 離開之員工數
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，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。