

今年以來，特斯拉從最高點累計跌幅接近 30%，跌出美國上市公司市值前十的寶座。華爾街對公司的擔憂也不斷提升並紛紛下調其目標價，讓人懷疑特斯拉長期投資價值？本文將分析目前特斯拉短期所面臨的短期利空因素以及中長期視角來看的特斯拉潛在增長點。

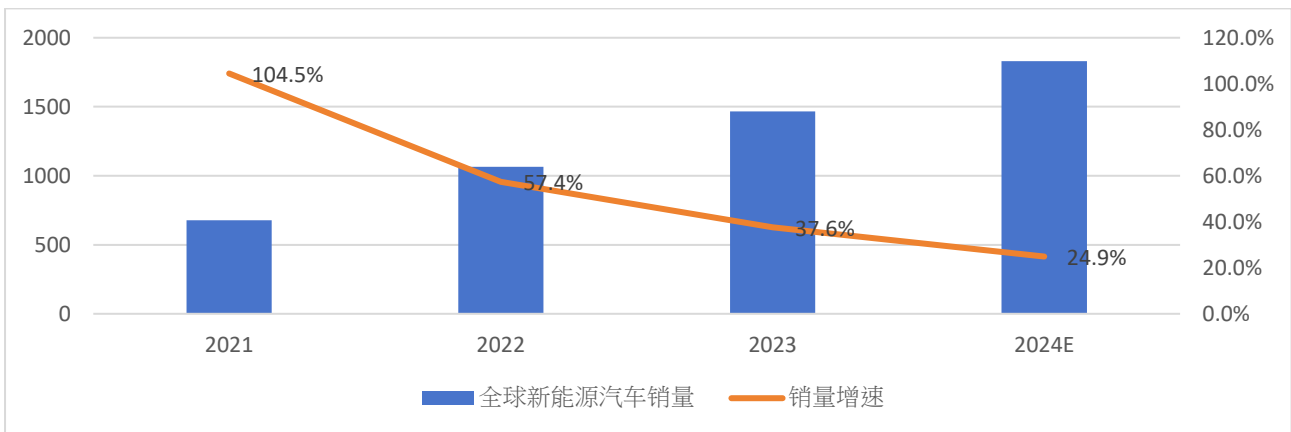
特斯拉失市值前 10 寶座，電動車短期迎挑戰，未來增長動力何在

今年以來，特斯拉股價從 248 美元下降到大約 175 美元，降幅接近 30%，由此，其市值也相應降至 5600 億美元，跌出了美國市值最大的 10 家公司之列。在 2023 年特斯拉公司股價飆漲後，特斯拉今年似乎遇到了一些困境，華爾街對該公司的擔憂也是與日俱增，今年以來高盛、韋德布希、滙豐等多家投行也紛紛下調特斯拉目標價。目前特斯拉短期面臨幾大不利因素，一是整體行業需求放緩，二是海外新能源汽車競爭日益加劇引發的價格戰影響了公司的盈利狀況，三是特斯拉德國工廠頻繁停產以及不確定的經濟環境影響等因素使得市場對特斯拉今年的交付量資料可能比預期的差，四是特斯拉 Model2 的延遲交付或影響其市場競爭力。

* 挑戰之一：全球電動汽車增長需求逐年放緩

與去年同期相比，全球電動汽車需求目前在明顯放緩，這在歐美市場表現得尤為明顯，2022/2023 年全球新能源汽車銷量達到 1065 萬輛/1465.3 萬輛，同比增長 63.6%/ 35.4%，2022/2023 年銷量滲透率接近 13%/18.3%，而根據相關機構預測，2024 年全球新能源汽車銷量預計達到 1680 萬輛左右，增速預計降至 30% 以內，整體行業增長將較之前放緩。

圖一：全球新能源汽車銷量及增長情況



資料來源：EVtank

* 挑戰之二：新能源汽車市場競爭加劇引發價格戰

目前全球新能源汽車市場競爭正在加劇，隨著傳統車企加快電氣化轉型步伐，以及新興電動汽車品牌的崛起，特斯拉過去獨領風騷的局面正逐漸改變，各家新能源汽車廠商都在為爭奪市占市場份額而互相卷，即便是行業領軍公司特斯拉也得採取降價策略來維持銷量份額，2023 年特斯拉將其電動汽車的價格平均下調了 25.1%。特斯拉的降價使得特斯拉的毛利率與營收亦出現下降趨勢，根據特斯拉最新財報上披露的業績，2023 年 Q4 特斯拉報告營收為 251.7 億美元，同比增 3%，每股收益為 0.71 美



元，同比大降 40%，毛利率第四季度繼續下滑至 17.6%，錄得 2019 年以來最低水準，以上主要財務資料均低於市場預期，顯示出特斯拉由於降價影響在盈利能力方面正面臨短期挑戰。

圖二：特斯拉財報業績情況

FINANCIAL SUMMARY (Unaudited)						
(\$ in millions, except percentages and per share data)	Q4-2022	Q1-2023	Q2-2023	Q3-2023	Q4-2023	YoY
Total automotive revenues	21,307	19,963	21,268	19,625	21,563	1%
Energy generation and storage revenue	1,310	1,529	1,509	1,559	1,438	10%
Services and other revenue	1,701	1,837	2,150	2,166	2,166	27%
Total revenues	24,318	23,329	24,927	23,350	25,167	3%
Total gross profit	5,777	4,511	4,533	4,178	4,438	-23%
Total GAAP gross margin	23.8%	19.3%	18.2%	17.9%	17.6%	-612 bp
Operating expenses	1,876	1,847	2,134	2,414	2,374	27%
Income from operations	3,901	2,664	2,399	1,764	2,064	-47%
Operating margin	16.0%	11.4%	9.6%	7.6%	8.2%	-784 bp
Adjusted EBITDA	5,404	4,267	4,653	3,758	3,953	-27%
Adjusted EBITDA margin	22.2%	18.3%	18.7%	16.1%	15.7%	-652 bp
Net income attributable to common stockholders (GAAP)	3,687	2,513	2,703	1,853	7,928	115%
Net income attributable to common stockholders (non-GAAP)	4,106	2,931	3,148	2,318	2,485	-39%
EPS attributable to common stockholders, diluted (GAAP)	1.07	0.73	0.78	0.53	2.27	112%
EPS attributable to common stockholders, diluted (non-GAAP)	1.19	0.85	0.91	0.66	0.71	-40%
Net cash provided by operating activities	3,278	2,513	3,065	3,308	4,370	33%
Capital expenditures	(1,858)	(2,072)	(2,060)	(2,460)	(2,306)	24%
Free cash flow	1,420	441	1,005	848	2,064	45%
Cash, cash equivalents and investments	22,185	22,402	23,075	26,077	29,094	31%

資料來源：公司公告

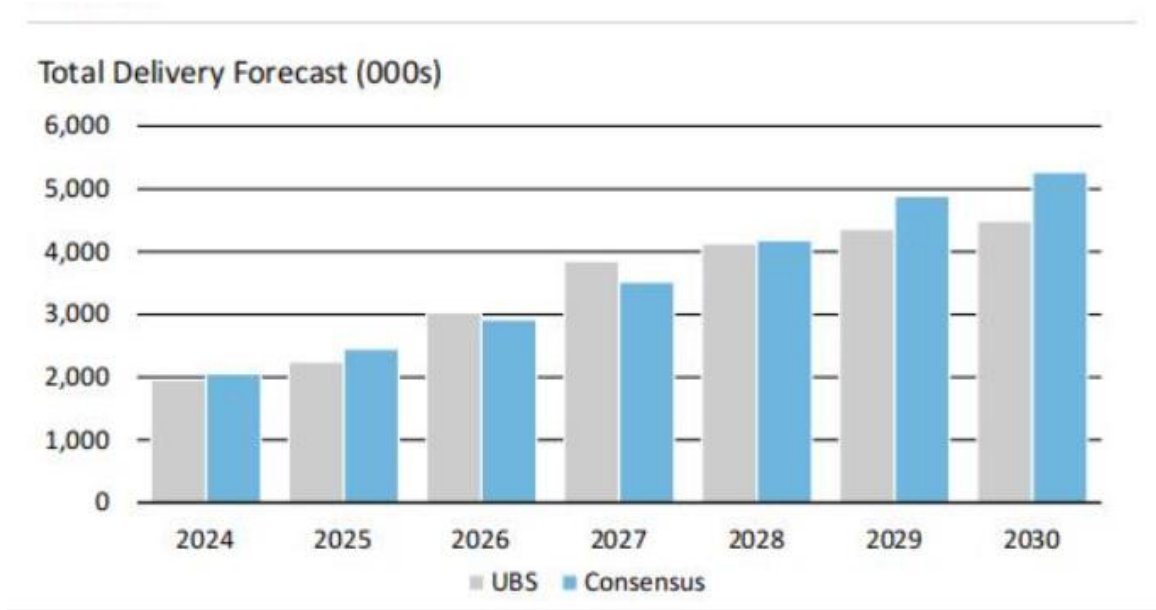
* 挑戰之三：今年交付量預期下降

近期德國車廠因供應鏈問題及電力問題而導致的停工等不利因素，加劇市場對公司交付量問題的憂慮。市場一直以來都擔心特斯拉的交付問題，在德國工廠陸續遭“紅海問題”以及“生態恐怖分子”縱火導致停產後(停產時間超過 2 周影響了交付)，這一擔憂愈演愈烈。

在交付量方面，特斯拉稱考慮到不確定的經濟環境等因素影響，特斯拉選擇不發佈 2024 年的銷售預測。特斯拉銷售上缺乏指引也是投資者比較擔憂的一個問題。特斯拉的交付問題一直是市場考慮的重點指標，根據瑞銀以及高盛等大行研究報告指出，這些大行將 2024Q1 特斯拉的電動車交付量預測值從 46.6-47.5 萬輛的目標下調至 43.2-43.5 萬輛，下調幅度約為 7.8%，比市場預期的 47.7 萬輛低約 10%左右的情況，對全年的預測來看，高盛及瑞銀等投行均下調了全年的交付量，從之前的 206-208 萬輛下調到 196-198 萬輛，下調幅度約為 5%。



圖三：UBS 對特斯拉未來幾年交付量的預測



資料來源：UBS

* 挑戰之四：MODEL 2 量產延遲

在為了更好地與中低價車型競爭，維持公司在全球新能源汽車的市場份額，特斯拉需要一款中低價的車型來滲透 10-20 萬元的市場 (Model 2 將以 2.5 萬美元左右的入門級價格為賣點，以吸引收入較低的消費者)，從而在整體新能源汽車市場搶奪更多份額。考慮到中國在內等新能源汽車市場的競爭激烈程度，特斯拉要盡量儘快 Model 2 的量產，才能持續在電動汽車市場上保持競爭力並且實現增長加速。最新的消息顯示，特斯拉 Model 2 的量產可能會延遲至 2027 年。根據彭博社的報導，特斯拉的量產目標從 2026 年推遲到 2027 年，而即使在最佳情況下，2026 年 Model 2 的產量也可能限制在 50 萬輛，低於之前預期的 100 萬輛，直到 2027 年開始，Model2 的銷量才會明顯增加，成為公司的一個重要收入來源。

➤ 短期面臨諸多調整，特斯拉中長期是否仍存增長潛力？

特斯拉目前面臨諸多挑戰，特斯拉在新能源汽車領域的領先地位是否依然存在，中長期來看增長潛力如何呢？請看下文分析：

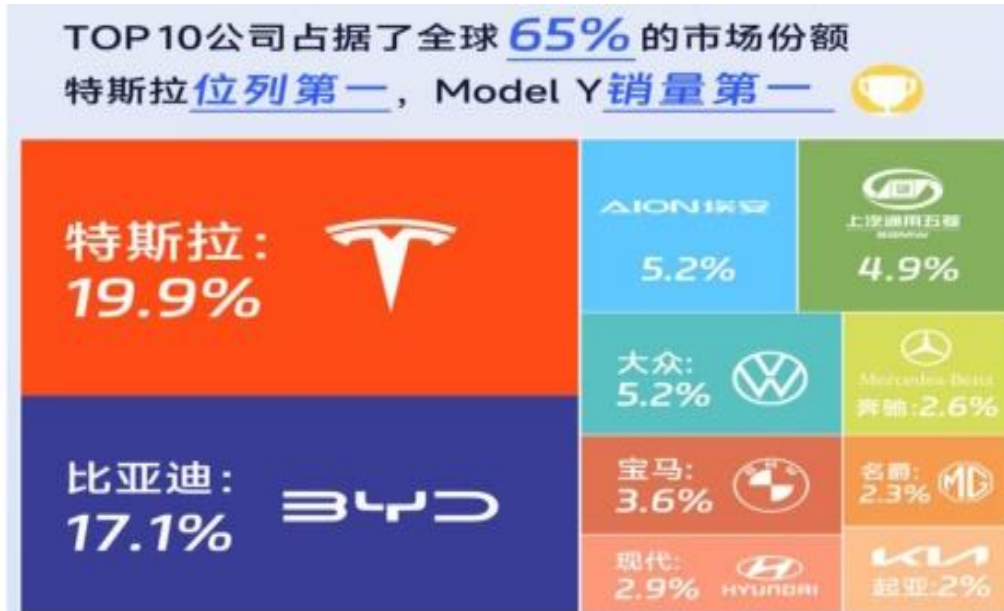
* 市占率處於上升趨勢，持續保持在全球第一位置

目前特斯拉的市占率在全球範圍內仍較為領先，根據 Trendforce 資料，2023 年特斯拉在全球純電車型市占率達到 19.9% 佔據市場第一，並且較去年 16.6% 的市場份額繼續提升。2023 年市占率排名第二的比亞迪占比為 17.1%，TOP 10 占了全球 65% 的市場份額，這一資料說明近一年來特斯拉雖然率先開啟了降價策略打響行業價格戰使得行業競爭加劇，但是特斯拉基於其優越的產品性能與優勢，特斯拉的搶佔到的市場份額其實在近兩年是逐步增加的，連續多年佔據新能源汽車行業頭部位置。另外，隨著未來智慧駕駛程度從 L1/2 低級別輔助駕駛逐步往 L3/ L4 高級別駕駛，特斯拉對於其他企業的優勢會逐步增加，因為特斯拉目前在高級別輔助駕駛系統上領先全球其他廠商，其 FSD 系統是



全球第一個端到端 AI 自動駕駛系統，在視覺演算法、路測資料、自動駕駛晶片等多方面均領先同行業大部分公司，因此即使更多車企進入使得新能源汽車行業面臨激烈競爭，但對這一需要長時間實際車輛資料積累以及演算法積累的行業來說，特斯拉的自動駕駛系統保證了未來能夠在激烈的競爭之下能夠繼續維持其領先的市場份額的關鍵因素。

圖四：2023 年全球純電車型市占率



資料來源：Trendforce

*近期開啟逆勢降價，後續或導致價格戰暫緩

經過了 2023 年的價格戰，各家新能源車企都經歷了不同程度的降價，目前價格上有轉跌趨勢，特斯拉是上一輪率先打響價格戰的公司，當時特斯拉在 2022 年底在全球開始發動減價戰，迫使其他廠商不得以一起降價，才能使旗下車型銷量穩定。不過近期價格戰似乎有降溫現象，特斯拉官方網站顯示，特斯拉美國 Model Y 車型於 4 月 1 日起全線加價 1000 美元，雖然特斯拉此次沒有公佈此次漲價的原因（業內推測此次加價的原因可能是原材料價格上漲、公司希望穩住利潤率、刺激 3 月銷量等，並不一定是行業需求激增），這對於行業來說是一個相對較好的信號，作為行業龍頭，特斯拉的行動必將影響到其他車企，後續仍需要關注此次特斯拉漲價後能否減緩一下目前行業價格戰的瘋狂，甚至帶動一些車企漲價。

*自動駕駛軟體收入占比提升或拉動公司增長潛力

汽車智慧化的時代，用戶最重視的體驗之一是能夠不斷改進、開發和增強的軟體。利用軟體+OTA 的方式，可以通過使用者訂購或定期購買的軟體為其提供價值，並在這個過程中獲得源源不斷的收入。目前特斯拉 FSD 自動駕駛系統仍處於本土化測試以及收集資料的初期階段，但它已經完成了超過 5 億英里的真實世界測試，經過數百萬個視訊短片的訓練。目前特斯拉 FSD 最新版本在雨天、無紅綠燈路口、無保護左轉、以及應對應急車輛等場景中，系統都展現出了卓越的性能，作為全球自動駕駛



的領先者，FSD 軟體訂閱費的高速增長會逐漸改善公司的經濟狀況。特斯拉將不僅能從購買特斯拉汽車客戶那裡收取軟體訂閱費，而且特斯拉極有可能會考慮將其自動駕駛軟體系統授權給其他汽車製造商來收取相應授權費。軟體訂閱業務的毛利率通常高達 80%，遠高於汽車 20% 多的毛利率，一旦達到規模，FSD 軟體訂閱獲取的收入會推動公司的利潤大幅增長。2030 年特斯拉預計將有超過 1800 萬存量車主用戶，其中近 80% 將成為 FSD 的訂閱付費使用者，訂閱服務費將達到每年 160 億美元，按照其毛利率 80% 測算，對應毛利將高達 130 億美元，占 2023 年公司毛利的 73%。

圖五：特斯拉 FSD 系統



資料來源：特斯拉 AI DAY

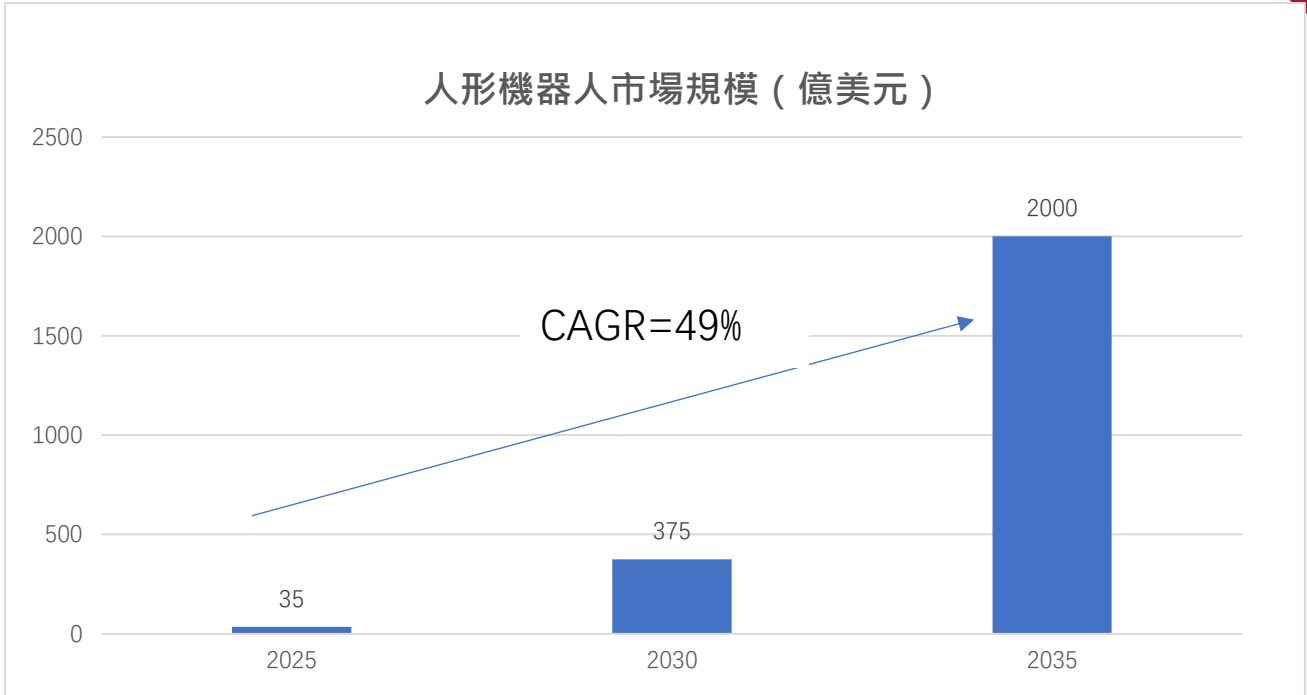
***特斯拉機器人業務有望開啟第二增長曲線**

在機器人方面，目前特斯拉發佈了 Optimus 二代機樣品，Optimus 的目標是替代人類完成重複勞動、危險操作等工作，以智慧助手角色投入生產中。它將首先在特斯拉工廠做些移動搬運、零部件裝配等工業級操作，之後可擴展至家庭等更複雜環境中，成為通用服務機器人。目前特斯拉 Optimus 機器人預計最快明年可量產上市，根據馬斯克預測，未來特斯拉很大一部分的長期價值將來自人形機器人業務，遠期機器人的需求將達 100 億台，這個數字遠超對汽車的需求。根據相關機構預測，人形機器人有望在 2035 年成為千億美元級藍海市場，在中性假設下，2035 年全球人形機器人製造和家庭服務市場銷量 800 萬台，2025-2035 年 CAGR 為 49%，市場規模有望達到 2000 億美元，成長空間廣闊，而特斯拉作為人形機器人行業的領軍企業，有望深度受益人形機器人發展的浪潮，開啟公司的第二增長曲線。不過需要注意的是，特斯拉機器人業務屬於遠期情景，預計到 2030 年才能產生一定規模收入，參照目前特斯拉新能源汽車市占率，假設特斯拉市占率為 20%，其人形機器人收入預計為 75 億美元，2035 年機器人營收增長對公司整體的營收拉動作用更大，預計其人形機器人收入為 400 億美元。

圖六：全球人形機器人市場規模情況

資本市場 | 經紀業務 | 經紀業務 | 資產管理 | 財富管理





資料來源：特斯拉 AI DAY, 世界銀行

總結來說，儘管特斯拉短期面臨著新能源汽車市場競爭加劇、價格降幅導致公司盈利能力不及市場預期、公司產能頻繁遭到幹擾、model2 推遲上市等短期利空因素影響使得股價近段時間表現較弱，投資者情緒較悲觀，但認為特斯拉仍具備中長期的增長潛力，市場悲觀情緒宣洩後股價隨時會迎來企穩反彈。在關鍵指標上如市占率方面特斯拉在行業競爭加劇時雖然採取降價策略導致公司盈利狀況受到影響，但公司的市場份額並沒有下降，仍然佔據行業第一位置，隨著智慧汽車往高級別自動駕駛發展，特斯拉的優勢會進一步顯現。另外，根據瑞銀的預測，2024-2025 年雖然特斯拉銷量被下調 5% 左右，但是仍有 10% 以上的需求增長還算穩定，目前降價有放緩趨勢（當然也要觀察後續其他車企是否會跟隨特斯拉），並且隨著 26 年新款車型陸續量產發佈，公司在 2026 年銷量增長有望重回 30% 以上增長，這一定程度也保證了公司在中期範圍內的業績增長。從更遠的長期來看，特斯拉 FSD 軟體訂閱收費收入占比逐年提升以及人形機器人業務在 30 年大規模量產交付等具備較大潛力的業務逐步貢獻增量收入與利潤，特斯拉的未來仍有較多故事可講。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

