

特斯拉公司

TSLA: XNAS (美国)

查看库存摘要

晨星股票评级	公允价值	经济护城河	资本配置
★★★	\$200.00	狭窄的	模范

随着电动汽车采用率的增长，
特斯拉的技术优势将保持不变



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 25 日

分享

股票分析师笔记



特斯拉盈利：2024 年增长放缓，电池电量不足

赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 25 日

我们从特斯拉财报电话会议中得到的主要收获是，该公司的战略转向了新型经济型运动型多用途车的开发和推广，同时专注于削减现有车辆的成本。这标志着 2023 年战略的改变，即通过降价来实现强劲的销量增长。我们更新了对近期交付量增长较低和近期汽车毛利

率较低的预测。因此，我们将每股公允价值估计从 210 美元下调至 200 美元。我们维持窄护城河评级。

特斯拉股价在盘后交易中下跌 6%。我们认为，市场对管理层关于特斯拉将在 2024 年进入低增长期的前景做出了负面反应。按照目前的价格，我们认为股票估值合理，股票交易价格略低于我们最新的公允价值估计，但处于三星级区间。因此，我们建议投资者等待该股提供坚实的安全边际，然后再考虑入场点。

这一战略转变将为公司的交付量增长创造不同的近期和长期动力。短期内，我们预计 2024 年和 2025 年交付量将分别增长 10% 和 6%。这远低于特斯拉过去十年 50% 以上的年增长率。然而，随着该公司在 2025 年底推出其经济型汽车，我们预计特斯拉将在 2026 年恢复两位数的交付量增长。由于经济型汽车的交付量超过 Model 3/Y 平台，我们预计特斯拉的交付量将略高于 Model 3/Y 平台。到 2030 年汽车保有量将达到 500 万辆。

我们预计近期和长期利润率也会有所不同。虽然特斯拉正在开发价格实惠的汽车并提高 Cybertruck 的产量，但我们预计该公司的汽车毛利率将出现一段较低的时期，与 2023 年的 19% 持平。从长远来看，我们继续预测随着特斯拉的利润率扩张开始销售其经济实惠的车辆并从其成本削减计划中受益。

📌 股票分析师笔记



特斯拉：第四季度创下纪录后，2023 年交付量符合我们的预测

赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 2 日

特斯拉公布第四季度交付量为 484,507 辆，全年交付量为 181 万辆，均创该公司历史新高。我们认为，交付量与我们 2023 年的预测大致一致，表明消费者对特斯拉汽车的持续需求。由于交付结果接近我们的预测，我们认为没有理由改变我们对公司的前景。我们维持 210 美元的公允价值估计和窄护城河评级。

在撰写本文时，由于市场对交付数量做出积极反应，该股小幅上涨。按目前价格计算，我们认为该股估值略有高估，交易价格比我们的公允价值估计高出 15% 以上，但仍处于三星级水平。我们建议等待股价回调和安全边际后再投资。

当特斯拉本月早些时候公布财报时，我们预计由于 Cybertruck 的增长，利润率将略低于第三季度的 19%，但部分被原材料成本下降所抵消。根据我们目前的预测，我们预计利润率将在 2024 年触底，为 15% 左右。

在财报电话会议上，我们希望听到管理层计划推出一个新的经济型汽车平台，该平台可能会生产轿车和小型 SUV。对于特斯拉要达到 2030 年 500 万辆汽车交付量的预测，平价汽车平台一旦推出将成为最大的增长动力。

经营策略及展望

特斯拉是世界上最大的电池电动汽车制造商之一。在不到十年的时间里，该公司从一家初创公司发展成为一家拥有 Model S 和 Model X 汽车的

全球知名豪华汽车制造商。该公司凭借其 Model 3 和 Model Y 车辆在入门级豪华车和中型跨界运动型多用途车市场展开竞争。特斯拉还销售轻型卡车 Cybertruck 和半挂卡车。该公司计划在未来几年推出一款价格实惠的 SUV 和跑车。

随着电动汽车从利基市场发展到大众消费者采用，特斯拉的目标是保持其市场领导者地位。我们预计，到 2030 年，电动汽车将占全球汽车销量的 40%。为了满足不断增长的需求，特斯拉于 2022 年开设了两家新工厂，提高了产能。特斯拉还将其销售额的约 4% 投资于研发，专注于改进其市场领先的技术并降低制造成本。电动汽车要想得到大规模采用，就需要达到与内燃机相同的成本和功能。为了降低成本，特斯拉专注于制造过程的自动化和效率，例如减少车辆中需要组装的零件总数。该公司还开始设计自己的电池。特斯拉的目标是降低50%以上的成本。

为了达到功能对等，电动汽车需要有足够的续航里程、缩短充电时间以及充电基础设施的可用性。特斯拉的增程电动汽车的续航里程已经与内燃机汽车持平。该公司还继续扩大其超级充电网络，其中包括在美国、欧盟和中国的高速公路沿线和城市建造的快速充电桩。续航里程和增压器网络有助于消除公路旅行焦虑或大众市场电动汽车采用的功能障碍。

特斯拉还试图在客户的汽车相关支出中占据更大份额，其中包括销售保险和提供自动驾驶软件等付费服务。

它还向消费者和公用事业公司销售用于储能的太阳能电池板和电池。随着太阳能发电和电池存储市场的扩大，特斯拉已做好相应增长的准备。

牛市说，熊市说

公牛队

特斯拉有潜力凭借其电动汽车、自动驾驶汽车、电池和太阳能发电系统技术颠覆汽车和发电行业。

随着未来几年单位生产成本的降低，特斯拉将获得更高的利润率。

通过特斯拉行业领先的技术与其独特的增压器网络的结合，该公司的电动汽车提供了市场上最好的功能，这将有助于特斯拉在电动汽车采用率增加的情况下保持其市场领导者地位。

熊

传统汽车制造商和新进入者正在大力投资电动汽车开发，这将导致特斯拉销量增长放缓，并因竞争加剧而被迫降价，从而侵蚀利润率。

特斯拉的低价 Model 3 汽车依赖中国制造的电池，这将损害其销量，因为这些汽车不符合美国补贴的条件。

太阳能电池板和电池价格下降的速度将超过特斯拉降低成本的速度，导致能源发电和存储业务几乎没有利润。

财务实力

特斯拉财务状况良好。截至 2023 年 12 月 31 日，现金、现金等价物和投资为 291 亿美元，远远超过债务总额。债务总额约为 46 亿美元；然而，不包括汽车和能源产品融资（无追索权债务）的债务总额不到 5,000 万美元。

为了为其增长计划提供资金，特斯拉历来使用信贷额度、可转换债务融资和股票发行来筹集资金。2020年，该公司通过三轮股票发行筹集了123

亿美元。我们认为这是有道理的，因为仅通过债务为大规模增长提供资金会增加周期性行业的额外风险。

管理层表示倾向于随着时间的推移偿还所有债务，并且基本上已经实现了目标。无论如何，凭借积极的自由现金流生成和大量现金余额，我们认为特斯拉应该很容易有能力为其未来几年的增长计划提供资金，并且如果公司选择这样做，则剩余的自由现金流可以通过股票回购返还给股东所以在未来。

经济护城河

我们授予特斯拉狭窄护城河评级。特斯拉的护城河源于我们五个护城河来源中的两个：无形资产和成本优势。该公司作为豪华汽车制造商的强大品牌声望决定了高价，而其电动汽车制造专业知识使该公司能够比竞争对手生产更便宜的汽车。

无形资产

随着其他汽车制造商进入电池电动汽车领域，特斯拉的品牌声誉不太可能很快受到损害，因为我们预计该公司将不断创新，以保持领先于初创企业和老牌竞争对手的优势。Model S Plaid 是特斯拉豪华轿车的升级版，续航里程为 390 英里，处于电动汽车的高端水平。0-60 英里/小时加速时间不到 2 秒，拥有 1,020 马力，无论动力系统如何，Model S Plaid 在所有汽车中都具有罕见的性能。通过首先关注豪华汽车市场，特斯拉为公司创造了巨大的媒体宣传，影响范围超出了其客户。这产生了消费者对其后续价格较低的车辆的强劲需求，例如 Model 3 和 Model Y。随着其他新车的推出，例如 Cybertruck 或将生产价格实惠的轿车和 SUV（称为 25,000

美元) 的平台汽车)，我们预计该公司的强大品牌将继续产生消费者需求。

特斯拉拥有一款高科技车辆，能够通过 Wi-Fi 或蜂窝连接进行动力传动系统更新和其他更新，并且客户无需前往商店即可满足许多服务需求。相反，特斯拉会从家里取车，并通常在当天归还，同时免费提供满载的租赁服务，或者前往客户的家中或工作场所并在那里维修汽车。这种体验比许多其他汽车制造商的服务要容易得多，这有助于特斯拉的品牌资产。此外，这是在几乎没有广告支出的情况下实现的，这对于消费品牌来说是罕见的。这种强大的品牌资产已经延续到特斯拉的能源发电和存储业务中，该公司可以为其出售给消费者的完全集成的太阳能电池板、逆变器和家用电池存储系统收取溢价。

特斯拉的专有技术有助于其无形资产驱动的竞争优势。这种形式的无形资产适用于电动汽车，因为它们具有创新性、高度工程化的性质，而且由于竞争对手有能力创造出替代设计但最终相似的产品，因此电动汽车技术专利的价值较低。自 2012 年推出 Model S 以来，特斯拉一直是电动汽车行业的领导者，生产市场上最好的电动汽车。该公司将销售额的近 6% 投资于研发，以维持其同类最佳的产品系列，在每千瓦时行驶里程数方面远远领先于竞争对手，并继续改进其他车辆规格，例如动力。特斯拉还大力投资其专有的自动驾驶汽车技术，并建造世界上最大的超级计算机之一来训练自动驾驶人工智能。由于研发支出与同行持平，我们认为特斯拉将能够保持其专有技术优势。

未来几年，特斯拉将面临日益激烈的竞争。汽车制造商计划通过添加现有车辆的电动汽车版本并创建新平台来实现车队电气化。然而，我们预计电动汽车在汽车销量中所占的比例将越来越大，从 2020 年的 3% 增至

2030 年的 30%，随着电动汽车迅速抢占内燃机汽车的份额，这将扩大市场。随着新车型的推出，特斯拉的技术优势和品牌实力将保持不变，这将使该公司能够继续为其电动汽车收取高价。

成本优势

我们认为，特斯拉凭借其制造规模，受益于电动汽车生产的成本优势。特斯拉的汽车总销量从 2017 年的略高于 10 万辆增长到 2022 年的交付量超过 130 万辆。同期，该公司每辆车的平均销售成本下降了 50% 以上，从 84,000 美元降至 39,000 美元以下，毛利率也下降了不包括监管信贷的销售，已从 20% 扩大到 26%。虽然其中部分原因是中型汽车和 SUV 的制造比例高于豪华汽车，但销售成本下降的大部分原因是该公司专注于降低因规模而产生的制造成本。传统汽车制造商正在逐步从内燃机转向纯电动汽车生产，但我们预计他们将长期背负传统内燃机成本。即使传统汽车制造商开始生产更多电动汽车，我们预计特斯拉将继续降低成本，因为该公司已制定了一项计划，将在未来几年内进一步将电池成本降低 56%。随着特斯拉每辆车的成本下降，现有汽车制造商可能需要数年时间才能赶上特斯拉（如果有的话），因为他们不想像特斯拉那样从头开始建造许多新工厂。

我们认为特斯拉的无形资产和成本优势的结合将在未来持续存在，并使公司能够产生超额资本回报。我们认为特斯拉至少在未来 20 年内有可能超过其资本成本，这是我们用于宽护城河评级的衡量标准。然而，鉴于自动驾驶汽车技术的快速进步可能会改变消费者使用汽车的方式，第二个十年对特斯拉和更广泛的汽车行业来说都存在很大的不确定性。因此，我们认为窄护城河评级（假设超额回报期限为 10 年）更为合适。

公允价值和利润驱动因素

我们的公允价值估计为每股 200 美元。我们使用的加权平均资本成本略低于 9%。我们的股权估值增加了无追索权和非稀释性可转换债务。

到 2024 年，我们预测特斯拉的增长率将大幅放缓，交付量仅增长 10%，从 2023 年的略高于 180 万辆增至略低于 200 万辆。我们预测平均售价会较低，因为特斯拉可能不得不降价在中国等主要市场，与同行持平。我们预测 2024 年汽车毛利率将为 18%，与 2023 年的结果一致。

从长远来看，我们假设特斯拉到 2030 年每年交付略高于 500 万辆汽车。这包括车队销售，这对特斯拉来说是一个不断扩大的机会。我们的预测远低于管理层设定的到本十年末销售 2000 万辆汽车的理想目标。然而，这几乎是 2023 年交付量 181 万辆的 3 倍。

我们的预测假设特斯拉略微增加其 Model 3 和 Model Y 的交付量，并将名为 Cybertruck 的轻型卡车的交付量增加到每年 10 万辆左右，远低于管理层 25 万辆的目标。我们预测特斯拉将推出其价格实惠的 SUV，首批交付时间为 2025 年末，并于 2026 年以与 Model 3 2018 年（该车第一个全年销售年份）类似的速度增加。我们认为这款经济型 SUV 的交付量将超过 Model Y 和 Model 3，因为该车的较低价位应该会吸引更大的消费者群。

我们认为特斯拉将成功地继续降低每辆车的制造成本。我们预测，到本十年末，该细分市场的毛利率将恢复至 20% 左右，远高于 2023 年 19% 的水平，但低于 2022 年实现的 29% 的毛利率。

此外，我们假设以订阅方式销售的自主软件带来收入增长和利润增长。我们还假设保险业务的成功增长和收费业务利润的增加将导致服务和其他细分市场的长期利润增长和利润率扩大。

在能源发电和存储方面，我们假设该业务在 10 年预测中以略高于 25% 的年增长率增长，这主要是由能源存储系统需求不断增长所推动的。虽然我们预测 ESS 价格将会下降，但下降主要是由于电池成本下降，这不会影响盈利能力。随着产量的增加，单位成本应该会下降。结合长期购电协议和人工智能交易软件带来的经常性收入，我们预计该业务将实现盈利，并产生与 Enphase 和 SolarEdge 等同行一致的毛利率。

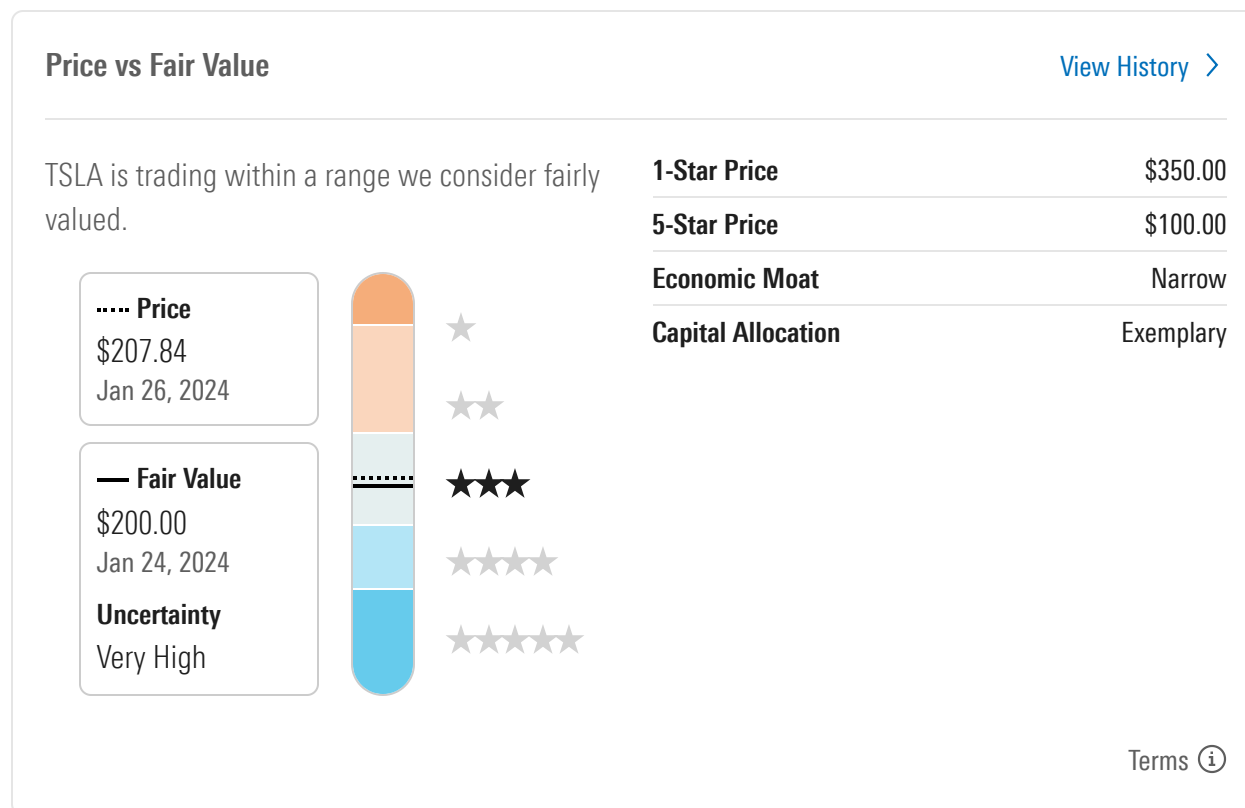
此外，我们假设特斯拉的管理费用占销售额的百分比继续下降，因为随着交付量的增长，该公司受益于运营杠杆。因此，我们预测到本十年末，全公司营业利润率将恢复到 15% 左右的水平，与 2022 年实现的 17% 一致，并远高于 2023 年的 9% 利润率。

To fund this growth, we assume Tesla will need to spend over \$100 billion in capital expenditures over the next decade. Our base case also adds the present value of Tesla's autonomous vehicle ride-hailing (robotaxi) business, which accounts for roughly 7% of our total valuation. This figure assumes Tesla captures a 2.5% market share across the combined markets of the U.S., EU, and China and charges \$0.75 per mile. Finally, we add the present value of Dojo's AI training services and the present value of humanoid robot sales, which accounts for less than 1% of our total valuation combined.

Given the wide range of outcomes for Tesla, we also model additional scenarios. Our downside scenario fair value estimate is \$90 per share. In a downside scenario, we

assume Tesla delivers under 4 million vehicles in 2030. We also assume cost reductions do not materialize as planned and Tesla is forced to cut prices amid increasing competition. This keeps gross profit in the high teens to low-20% range, in line with the 19% generated in 2023. We also assume Tesla gets no benefit from autonomous driving software and sees slower growth in the insurance business. Finally, in this scenario, we assign no value to the company's ancillary business including robotaxi, Dojo's AI training services, and humanoid robots.

Our upside scenario fair value estimate is \$420 per share. In an upside scenario, we assume Tesla delivers over 9 million vehicles per year by 2030 and the company further benefits from cost reductions in excess of our base-case forecast. We also assume greater adoption of autonomous driving software and faster growth in the insurance business.



Risk and Uncertainty

We assign Tesla a Very High Morningstar Uncertainty Rating as we see a wide range of potential outcomes for the company.

The automotive market is highly cyclical and subject to sharp demand declines based on economic conditions. As the EV market leader, Tesla is subject to growing competition from traditional automakers and new entrants. As new lower-priced EVs enter the market, Tesla may be forced to continue to cut prices, reducing the firm's industry-leading profits. With more EV choices, consumers may view Tesla less favorably. The firm is investing heavily in capacity expansions that carry the risk of

delays and cost overruns. The company is also investing in R&D in an attempt to maintain its technological advantage and generate software-based revenue with no guarantee these investments will bear fruit. Tesla's CEO owns a little less than 15% of the company's stock and uses it as collateral for personal loans, which raises the risk of a large sale to repay debt.

Tesla faces environmental, social, and governance risks. As an automaker, Tesla is subject to potential product defects that could result in recalls, including its autonomous driving software. We see a moderate impact should this occur. Another risk involves employee retention. If Tesla is unable to retain key employees, such as CEO Elon Musk, its favorable brand image could decline. Should the company not be able to retain production line employees, it could see delays. We see a low probability but moderate materiality for both risks.

Additional ESG risks include potential patent litigation as the company relies on new technology to improve its EVs and energy storage systems. We see a low probability but moderate materiality should this occur. Tesla may also face regulatory issues in some U.S. states due to laws that require automakers and dealers to be separate. We see a moderate probability but low materiality.

Capital Allocation

We award Tesla an Exemplary Capital Allocation Rating based on our framework that assesses its balance sheet, investment decisions, and shareholder distributions.

We rate the balance sheet as sound. Tesla's revenue is subject to high cyclicity, and the majority of the company's debt and financial lease obligations are due within the

next three years. However, with a healthy balance sheet and cash far exceeding total debt, Tesla should be able to easily meet its financial obligations.

We view management's investments as exceptional. Tesla's aspiration is to increase its EV volume from a little over 1.8 million vehicles in 2023 to 20 million by 2030. To do so, the company built new factories around the world, including in China, the EU, and U.S. Given strong consumer demand, we think the capacity expansion plans make sense. We are also in favor of the company's focus on reducing its manufacturing costs on a per unit basis while investing to maintain its technological advantage. To reduce costs, Tesla makes its own batteries, with plans to increase its own battery cell production from an annual capacity of 100 gigawatt-hours in 2022 to 3 terawatt-hours by 2030. The battery will also be incorporated into the structural design of the EV. Tesla's battery improvements aim to enable a 56% reduction in the cost per kWh, a 54% range increase, and a 69% reduction in investment per GWh.

We are in favor of the focus on reducing costs, as this should enable Tesla to keep its cost advantage intact as large legacy automakers electrify further this decade. Reduced manufacturing costs should enable Tesla to increase profit margins for its existing vehicles and produce an affordable sedan and SUV in the future at a profitable level. We also think management is smart to look at adding ancillary revenue streams such as selling insurance, autonomous driving software, and charging, all of which can increase total customer spending.

我们认为股东分配是适当的。特斯拉不支付股息，迄今为止也没有回购股票。相反，它利用资本市场发行股票，最近的发行水平是增值的。鉴于特斯拉正在大力投资扩大其汽车和电池产能，我们认为资本的最佳用途是内部再投资，为有机增长提供资金，而不是股东分配。然而，由于

自由现金流量稳定且债务很少，管理层表示未来可能会考虑股票回购。特斯拉目前正在准备开始销售一款价格实惠的汽车，并建造必要的工厂以提高产量。一旦完成并且初始工厂产能扩大，我们认为股票回购将在现金流过剩的情况下有意义。

埃隆·马斯克自 2008 年起担任特斯拉首席执行官。在共同创立特斯拉之前，他共同创立并出售了互联网支付系统 PayPal。马斯克还共同创立了 SpaceX、Neuralink 和 The Boring Co。此外，马斯克于 2022 年底收购了 Twitter，目前担任首席执行官。对于特斯拉来说，马斯克的薪酬完全来自股票奖励。根据 2018 年制定的计划，根据马斯克已基本完成的收入、EBITDA 和市值目标，马斯克可以分 12 期获得最多 1.013 亿股股票期权奖励（分割调整后，每股价格为 70.01 美元）。对于未来的薪酬奖励，虽然我们了解成长型公司的收入和 EBITDA 目标，但我们更希望添加投资资本回报率指标。

特斯拉大中华区副总裁朱涛最近被任命负责该公司在美国的汽车组装业务以及美国和欧洲的销售业务。随着朱的职责扩大， he 现在是特斯拉排名第二的高管，仅次于首席执行官埃隆·马斯克(Elon Musk)。考虑到马斯克在特斯拉之外承担的重大责任，我们认为此举是有道理的，因为朱可以成为特斯拉大部分业务的关键决策者。此外，如果埃隆·马斯克退休，此举可能会让朱最终成为特斯拉的首席执行官。

分享此报告



公司报告档案

[查看全部 >](#)

股票分析师笔记

特斯拉盈利：2024 年增长放缓，电池电量不足



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 25 日

公司报告

随着电动汽车采用率的增长，特斯拉的技术优势将保持不变



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 25 日

股票分析师笔记

特斯拉：第四季度创下纪录后，2023 年交付量符合我们的预测



赛斯·戈德斯坦 • 2024 年 1 月 2 日



© 版权所有 2024 Morningstar, Inc. 保留所有权利。道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数和晨星指数（市场晴雨表）报价均为实时。



美国