

深度剖析新能源汽车投资之道

——访中信证券首席科技产业分析师许英博

本刊记者 李彦 王正
《汽车观察》记者 刘小勇 谭晶宝

许英博，中信证券首席科技产业分析师、董事总经理。2007年硕士毕业于清华大学汽车工程系，同年加入中信证券研究部，任汽车行业分析师。2016年，许英博创立中信证券前瞻研究团队，在中国证券市场上率先以跨行业的前沿科技为主要研究对象，研究内容覆盖“智能汽车和广义AIoT”“互联网、软件SaaS和人工智能”等。



记者 首先请您讲讲新能源汽车投资领域过去十几年来的总体发展变化。

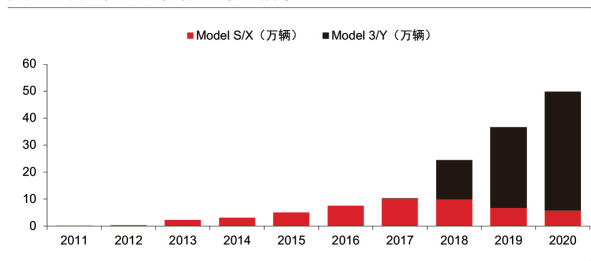
许英博 2008年巴菲特以18亿元购得比亚迪10%的股份，开启资本市场对新能源汽车的关注。回望过去十几年，新能源汽车领域中的投资经历了如下变化：

一是从“政策驱动”变为“基本面驱动”。2008年，“十城千辆”开启中国新能源汽车发展篇章。2009年，国务院出台《汽车行业调整振兴规划》，明确提出“实施新能源汽车战略”，推动纯电动、充电式混合动力汽车和动力电池发展。2012年，国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》进一步明确产业方向。此后，中国新能源汽车销量进入快速增长阶段。2012年到2020年，中国新能源汽车年销量从不足1万辆大幅增长至137万辆。同期，全球新能源汽车年销量从12万辆大幅增长至324万辆。伴随新能源汽车销量成长，板块投资逐渐由政策驱动的主题行情，演化为销量、营收、利润驱动的基本面投资逻辑。

二是龙头企业的市值显著增长。以特斯拉为例，2010年登陆美国资本市场以来，年销量由0.065万辆（2011年）显著增长至49.96万辆（2020年），累计销量达140万辆。公司营收由2亿美元（2011年）增长至315亿美元（2020年）。市值由25亿美元（2010

年底）显著增长至6774亿美元（2020年底），在美股的市值占比由0.02%提升至1.2%，成为全球第一大市值车企。

图1：特斯拉汽车销量（万辆）



资料来源：特斯拉官网，中信证券研究部

三是更多优秀公司登陆资本市场，新能源汽车投资外延亦持续拓展。新能源汽车领域早期投资标的主要是整车领域的比亚迪和特斯拉，以及电池、电机及其零部件公司。此后，更多优秀公司登陆资本市场，如2018年IPO的造车新势力蔚来汽车和电池龙头宁德时代，2020年IPO的小鹏汽车和理想汽车等。2020年《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》明确提出，电动化、网联化、智能化是汽车产业未来的发展潮流和趋势。以新能源汽车为载体，智能汽车进入快速发展期。在智能座舱、自动驾驶等领域，更多相关公司被纳入投资人视野。



记者 新能源汽车的产业链很长，大概包括了电池、电机、控制器、传动系统、制动系统、转向系统、元器件、充换电设备、废旧电池回收处理装备等等，内容非常多，只有加快建设强大的产业链，整个新能源汽车发展才能获得最佳效果。目前在新能源汽车领域主要的投资机会在哪里？

许英博 我们认为，新能源汽车相关领域存在三类投资机会。一是在整车领域中有机会持续获得份额的优秀公司，二是在产业链价值量分布中拿到主动权的零部件公司，三是处于早期即将进入快速发展阶段的其他细分领域公司。

整车：有机会持续获得市场份额的公司值得重视。智能电动汽车重新定义汽车产品，具备较强软件、硬件、机械件全栈研发能力，以及持续降成本能力的公司，有望获得更多市场份额。特斯拉的新能源汽车平均售价由2013年初的11.3万美元/辆，降至2020年底的5.0万美元/辆，降价幅度达55.7%，驱动销量快速增长。未来，公司有望推出价格在20万元以内的智能电动车，进一步获取市场份额，积累更多行驶里程，优化自动驾驶算法。

零部件：电池公司掌握了产业链的主动权。动力电池占电动车成本1/3以上，需要满足高研发强度和降成本的双重需求。以宁德时代为例，2014年至2020年动力电池平均售价降价幅度达70.9%，同期研发费占收入的比重在5-8%。公司市场份额持续提升至全球第一，由2015年的6%提升至2020年的25%，因此在产业链上拥有主动权。中国动力电池市场上，宁德时代和比亚迪的份额排名靠前。

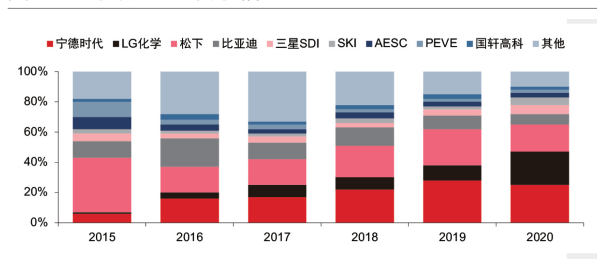
其他领域：废旧电池回收等领域方兴未艾。

记者 中国发展还算快的电池、充电桩等领域，在全球竞争背景下情况如何？有哪些可被看好的企业？

许英博 动力电池产业链逐渐从日韩向中国市场转移。2020年，全球前三大动力电池公司分别为宁德时代、LG化学和松下，市场份额分别为25%、22%、

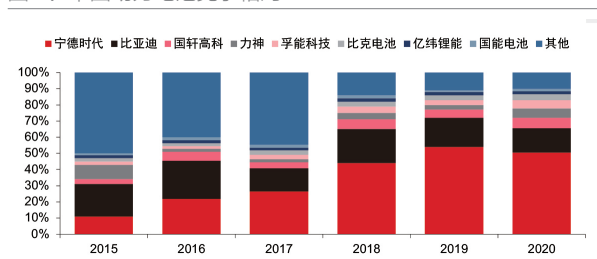
18%。在中国动力电池市场上，宁德时代的份额已高达50%，紧随其后的比亚迪占有15%的市场份额。

图2：全球动力电池竞争格局



资料来源：SNE Research，中信证券研究部

图3：中国动力电池竞争格局



资料来源：GGII，中信证券研究部

记者 特斯拉对行业发展的作用您怎么看？带来哪些投资机会？

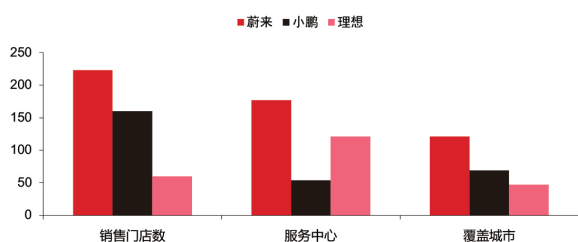
许英博 特斯拉给行业带来了机遇和挑战。

机遇：特斯拉重新定义了汽车产品，完成了消费者教育和投资者教育，多家造车新势力紧随其后。特斯拉以软件定义汽车，改善消费者体验，凭借AutoPilot和FSD使自动驾驶深入人心。2010年上市以来，特斯拉市值由20亿美元成长至6000亿美元以上。2020年当年，特斯拉市值大幅上涨7.8倍。受益于特斯拉完成的消费者教育和投资者教育，蔚来、理想、小鹏等造车新势力产品销量快速提升，2020年加总销量达102万辆，预计2021年仍将实现翻倍以上增长。2020年蔚来、理想、小鹏三家造车新势力在美股市场融资额分别高达47亿美元、47亿美元、20亿美元。此外，特斯拉的上量，培育了多家成熟的产业链公司，贡献行业发展。同时，特斯拉进一步引入磷酸铁锂电池采购，影响中国产业链格局。

挑战：特斯拉产品价格持续下探，给追随者带

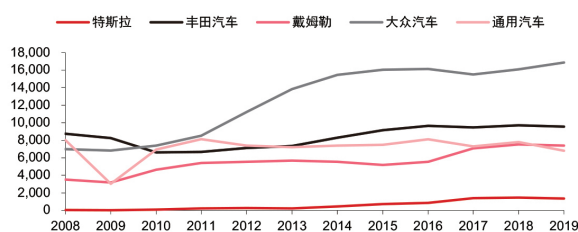
来压力。特斯拉持续推出中低端车型。早期 Model S / X 售价在 8 万美元以上，Model 3 售价将至约 3 万美金，挺进大众市场。此外，特斯拉“降价 - 上量 - 再降价 - 再上量”的定价和销售策略，有助其获取更大市场份额。特斯拉上海工厂自投产以来，产能不断提升，已由 2020 年初的 15 万辆 / 年提升至 2021 年初的 45 万辆 / 年。伴随着产销规模增长和国产化率提升，国产 Model 3 价格由 2020 年初的 32.8 万元快速下降至 24.9 万元。快速下探的价格段给造车新势力和传统车企转型带来较大压力。

图 4：蔚来、小鹏、理想销售门店、服务中心和覆盖城市个数（个）



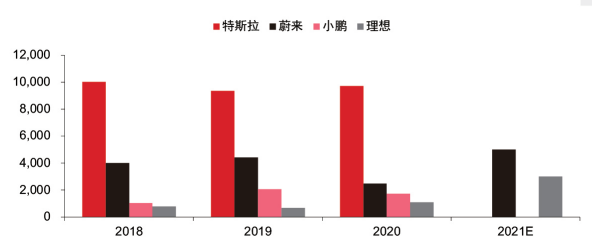
资料来源：各公司官网，中信证券研究部

图 5：全球前 5 大市值车企研发费用支出（百万美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 6：特斯拉、蔚来、小鹏、理想研发支出（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：特斯拉、小鹏汽车未给出 2021 年研发支出指引

记者 目前出现的造车新势力和传统汽车公司，对于发展新能源汽车而言，各有哪些优劣势？

许英博 造车新势力“没有历史包袱”，在组织架构、产品定义、股权激励等领域具有较高灵活性。此外，造车新势力通常对于数字化和智能化的理解更深，迭代更快。造车新势力可以从头开始定义智能电动汽车产品，公司的组织架构相对高效，技术人员组织可以更具灵活性，有机会将软件、硬件、机械工程师更灵活的组织在一起，提升软件定义汽车的产品能力。销售方面，采取“城市展厅 + 交付中心”直销模式，贴近消费者，实现低成本拓展销售网络、获客和服务。截至 2020 年底，蔚来、理想、小鹏三家公司服务门店数累计达 443 家，服务中心达 352 家。

造车新势力的创业时间往往较短，资本壁垒和技术壁垒还不高，这些恰恰是传统车企的优势。造车新势力的成立时间通常在 10 年以内，技术研发积累时间不长，产品迭代次数有限。由于累计销售规模较小，盈利能力不强，甚至持续处于亏损状态，造车新势力的研发支出主要依靠融资，规模相对有限。2020 年，蔚来、小鹏、理想的研发支出分别为 25 亿元、17 亿元、11 亿元，而 2019 年吉利、长城、比亚迪的研发支出就分别为 54 亿元、42 亿元、84 亿元。特斯拉 2019 年研发支出为 13.4 亿美元，但相对于传统汽车公司依然偏低。丰田汽车、戴姆勒、大众汽车、通用汽车 2019 年研发支出分别为 96、74、169、68 亿美元。

记者 您觉得投资对于新能源汽车产业格局重建有什么影响？

许英博 投资加速了中国乃至全球新能源和自动驾驶进程。以 2020 年为例，蔚来汽车市值上涨 16.7 倍，小鹏、理想美国 IPO。通过资本市场融资，至 2020 年末，蔚来、小鹏、理想的现金及现金等价物分别高达 425 亿元、353 亿元、299 亿元。高现金储备提升造车新势力的研发强度，有助于公司技术积累。🌱