

# 行业研究/深度研究

2018年04月27日

## 行业评级:

交运设备 增持(维持)  
汽车整车 II 增持(维持)

谢志才 执业证书编号: S0570512070062  
研究员 0755-82492295  
xiezhicai@htsc.com

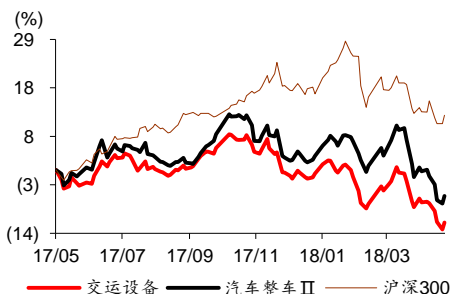
李弘扬 执业证书编号: S0570517030001  
研究员 0755-82492080  
lihongyang@htsc.com

陈燕平 021-38476102  
联系人 chenyanping@htsc.com

## 相关研究

- 1《广汇汽车(600297,买入): 业绩符合预期, 持续受益消费升级》2018.04
- 2《交运设备: 放开新能源车外资股比, 产业链发展望提速》2018.04
- 3《拓普集团(601689,买入): 业绩略低预期, 深度国产替代正当时》2018.04

## 一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 造车新势力涌现, 谁主沉浮?

## 造车新势力盘点及其对汽车行业影响分析

### 造车新势力崛起, 推动汽车行业创新进取

造车新势力崛起, 为汽车行业注入了新生活力。我们盘点了 20 多家造车新势力的造车战略、造车进度、融资进度等, 分析了世界上历次造车浪潮中造车新势力们的成败得失, 总结出了造车成功的几点关键因素。造车新势力先进的设计观念、互联网思维、对客户体验的尊重都将会融入汽车行业中。造车新势力还推动了汽车行业电动化和智能化的进程, 新能源汽车上游产业链和汽车电子零部件供应商将从中获益。我们建议关注锂离子电池产业链及华域汽车、拓普集团、三花智控、天汽模、均胜电子等优质标的。

### 造车新势力成于掌握核心技术, 败于资金链断裂

我们分析了世界和中国造车史上的几次造车浪潮中涌现的造车新势力成败的原因。通过分析特斯拉、吉利、奇瑞、比亚迪等造车成功企业, 以及吉奥、春兰、波导、青年等造车遇到挫折的新势力, 我们发现新势力想要造车成功应该具备如下素质: 拥有充足的资金、核心技术研发、专业的管理团队、成功的产品定位、成功的营销策略, 尽快获得生产资质, 股东和谐且稳定。在这些因素中, 掌握核心技术和资金充足最为重要。

### 新造车将面临激烈竞争, 成功之路艰辛漫长

造车是一项复杂的系统工程, 因为造车要求大量研发投入, 高超的供应链管理、质量管理、生产管理能力和严格的成本控制以及敏感的市场反应度。根据中国经济观察报统计数据, 2020 年, 新能源汽车规划产能可能是国家设定产销目标的 10 倍, 有产能过剩风险。互联网龙头 BAT 更多的采取合作的方式参与造车, 而不是自己投资设立整车厂。未来三年大多数造车新势力将推出量产车型, 我们预计未来新造车激烈竞争, 成功之路艰辛漫长。

### 造车新势力强调智能化、电动化, 多数采用体验店营销模式

为与传统整车形成差异, 造车新势力在定位、营销策略上有创新。在我们统计的 20 多家造车新势力中, 多数造车新势力第一款量产车型选择纯电动 SUV, 强调自动驾驶元素, 在纯电动续航里程和百公里加速上都有较高要求, 定价上高中低端均有。在营销策略上, 多数造车新势力采用“体验店+互联网+直销”模式补充了传统 4S 店模式。部分造车新势力提出换电模式, 但充电模式仍是主流。由于缺乏生产资质, 多数造车新势力采用先代工后自建的方法。融资进度上, 蔚来、威马等比较领先, 融资超过百亿。

### 直销模式补充传统 4S 店模式, 新能源汽车上游产业将受益

造车新势力的崛起推动了行业电动化、智能化的进程。造车新势力采用直销模式, 是对传统 4S 店经销商模式的补充。新造车以纯电动车为主, 强调高端智能驾驶配置, 将会拉动新能源汽车零部件的需求, 对零部件厂商定制化需求增强, 推动零部件商向新能源化转型。预计高端整车企业将会推出车型与造车新势力竞争, 低端整车企业有被收购或者沦为代工的可能。

风险提示: 新能源汽车政策不达预期, 新能源汽车销量不达预期, 造车新势力量产时间不达预期, 汽车进口关税下降幅度过大。

## 重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
600741	华域汽车	22.50	买入	1.932.08 (实际值)		2.26	2.46	11.66	10.82	9.96	9.15
600699	均胜电子	27.31	买入	0.48	1.48	1.39	1.69	56.60	18.45	19.65	16.16
601689	拓普集团	18.34	买入	0.851.01 (实际值)		1.22	1.54	21.58	18.16	15.03	11.91

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

导言 .....	6
多维度盘点中国造车新势力 .....	7
三类创始人背景为造车新势力注入不同灵魂 .....	7
结合自身背景，造车新势力造车战略标新立异 .....	7
产品定价中高低端全覆盖，车型选择 SUV 成主流 .....	8
重视续航里程，优质电池厂商受到青睐 .....	8
加入高配自动辅助驾驶系统，强调智能化特色 .....	9
多数造车新势力选择体验店模式，补充传统 4S 店模式 .....	10
线上线下相结合，实现直销省成本 .....	10
代工品控相对困难，自制暂时缺少生产资质 .....	11
充电模式为主流，蔚来等少数企业提出换电模式 .....	11
强调电动化、智能化、网联化与传统车企产品形成差异 .....	12
造车新势力集中量产前夜，市场满意度将见分晓 .....	12
造车前期投入或超过 200 亿，新造车企业融资各显神通 .....	13
造车前期投入或超 200 亿，融资能力至关重要 .....	13
互联网造车更依赖创投融资，跨界造车背靠股东资金丰厚 .....	14
历史上的造车浪潮 .....	15
美国的新造车浪潮，特斯拉脱颖而出 .....	15
Fisker 受挫原因：轻资产运营，核心系统外包，品控失败 .....	15
Coda：产品缺乏竞争力，品控失败，资金链断裂 .....	15
特斯拉核心技术自主开发，定位高端纯电动，坚持智能驾驶和直销模式 .....	16
美国新造车启示：核心技术研发、正确产品定位、创新营销策略、融资顺畅 ...	17
中国历史上的造车浪潮 .....	17
新中国成立之后的四次造车浪潮，大浪淘沙，胜者为王 .....	17
造车新势力拥有时代机遇，同时面临严峻挑战 .....	18
民营造车受阻元凶：资金链断裂 .....	18
民营造车第二大杀手：产品定位失误 .....	19
民营造车第三大杀手：无生产资质 .....	19
民营造车第四大杀手：股东分歧 .....	19
跨界造车杀手一：主业拖累，用人不当 .....	19
跨界造车杀手二：股东造车信心不坚定，难以持续投入 .....	19
民营造车三巨头的成功经验总结 .....	20
吉利汽车：成功外延并购，品牌战略提升 .....	20
奇瑞汽车：车型定位准确，核心部件自我开发 .....	21
比亚迪：逆向研发，垂直整合节省成本 .....	21
以史为鉴，胜者应具有的素质 .....	22
造车新势力未来格局展望 .....	24
产品要求复杂，造车是一项复杂工程 .....	24

新能源汽车未来可能有产能过剩风险 .....	24
BAT 等互联网巨头采取合作策略，并不直接参与造车 .....	24
量产车型逐步推出，成功之路艰辛漫长 .....	24
造车新势力对汽车行业的影响 .....	25
推动汽车新能源化、智能化、网联化进程 .....	25
新的销售模式：对传统 4S 店的创新与补充 .....	25
对上下游产业链的影响 .....	25
汽车零部件定制化增强，燃油车零部件需求短期影响不大 .....	25
传统零部件行业因新能源汽车特殊需求迎来新的增长 .....	25
对电池、电机、电控等高端新能源汽车零部件需求增强 .....	25
汽车电子产业崛起，提供硬件基础 .....	26
均胜电子、天汽模等零部件商已经进入新造车供应链体系 .....	26
对整车企业的影响：对传统车企可能造成冲击 .....	26
华域汽车，积极布局电动化+智能化领域 .....	27
业务品类：六大品类，内外饰为核心 .....	27
毫米波雷达及电驱动等新兴业务有望切入新造车供应链 .....	28
拓普集团：NVH 龙头，轻量化+智能化业务亮点 .....	29
全年业绩增速可观，优质客户带动业绩上涨 .....	29
受益新能源汽车，轻量化业务成未来亮点 .....	29
开拓智能刹车系统，打开深度国产替代新空间 .....	30
布局两大生产基地，产能扩张保障未来发展 .....	30
天汽模：车身模具业务受益新能源汽车订单 .....	31
17 年业绩略有下降，未来订单在手 .....	31
受益于新能源汽车高增长，与造车新势力展开合作 .....	31
冲压业务结构调整 .....	31
外延布局海外市场，公司加快收购步伐 .....	32
高研发投入，技术领先 .....	32
三花智控，新能源汽车热管理龙头 .....	33
收购三花汽零，打开未来增长空间 .....	33
进入特斯拉产业链，与新造车势力合作值得期待 .....	33
均胜电子，汽车电子龙头进入新造车供应链 .....	35
发展历程：借壳上市，兼并收购打下坚实基础 .....	35
深入布局六大业务，打造全球领先的汽车电子和安全技术提供商 .....	35
业绩情况：并购汽车电子标的，促进业绩高增长 .....	36
重视新兴客户，进入造车新势力供应链 .....	37

## 图表目录

图表 1: 互联网背景新造车企业 .....	7
图表 2: 传统车企背景造车企业 .....	7
图表 3: 跨界造车企业 .....	7
图表 4: 造车新势力产品定位丰富 .....	8
图表 5: 蔚来 ES8 .....	8
图表 6: 威马 EX5 .....	8
图表 7: 造车新势力汽车性能 .....	9
图表 8: 新造车自动驾驶系统 .....	9
图表 9: 拜腾汽车超大屏设计 .....	10
图表 10: 蔚来 ES8 内部设计 .....	10
图表 11: NIO House 长安街体验店 .....	10
图表 12: NIO House 儿童体验区 .....	10
图表 13: 造车新势力营销模式 .....	11
图表 14: 已获得新能源汽车生产资质的企业 .....	11
图表 15: 造车新势力充电模式 .....	12
图表 16: 新造车企业造车进度 .....	13
图表 17: 造一万台车资本支出估算 .....	13
图表 18: 造车新势力融资进度 .....	14
图表 19: 特斯拉、日产、雪佛兰和宝马新能源汽车销量对比图 (辆) .....	17
图表 20: 吉利并购事项 .....	20
图表 21: 华域汽车 2011-2017 营业收入及增速 .....	28
图表 22: 华域汽车 2011-2017 归母净利润及增速 .....	28
图表 23: 毫米波雷达构造 .....	28
图表 24: 拓普集团 2013-2017 营收情况 .....	29
图表 25: 拓普集团 2013-2017 归母净利润情况 .....	29
图表 26: 拓普集团 2017 年营收构成 .....	29
图表 27: 拓普集团 2017 年毛利构成 .....	29
图表 28: 2017 年定增募资投向项目 .....	30
图表 29: 北汽模 2013-2017 营收情况 .....	31
图表 30: 北汽模 2013-2017 归母净利润情况 .....	31
图表 31: 北汽模 2017 年营收构成 .....	32
图表 32: 北汽模 2017 年毛利构成 .....	32
图表 33: 北汽模 2013-2017 年研发支出情况 .....	32
图表 34: 2017 年配套募集资金主要建设项目 (单位: 万元) .....	33
图表 35: 我国新能源汽车销量 .....	33
图表 36: 公司主要客户 .....	34
图表 37: 均胜电子收购兼并历程 .....	35
图表 38: 2017 年均胜电子重大事件 .....	35
图表 39: 均胜电子 2017 年上半年营业收入构成 .....	36

图表 40: 均胜电子 2016 年毛利构成.....	36
图表 41: 均胜电子-未来汽车产业链自我定位.....	36
图表 42: 均胜电子 2012-2017Q1-Q3 营业收入及增速 .....	37
图表 43: 均胜电子 2012-2017Q1-Q3 归母净利润及增速.....	37



## 导言

“忽如一夜春风来，千树万树梨花开。”2015 年以来，在政策大力支持的春风里，众多新造车势力涌现，给汽车这个有 130 年历史的传统行业注入了新的活力。这波造车浪潮的兴起，有多方面的原因，内部因素是电动化和智能化技术变革揭开行业天花板，外部因素包括中国政府对新能源汽车的大力支持。造车新势力给汽车行业带来了“鲶鱼效应”，它们用酷炫的科技感和全新的商业模式吸引公众对汽车行业变革的注意，同时也刺激传统整车不断创新，推出更多有未来感的车型。造车新势力先进的设计观念、互联网思维、对客户体验的尊重都将会融入汽车行业之中。

我们对“造车新势力”的定义是近几年开始涉足汽车整车制造业的创业公司或者从其他行业跨界进入汽车业的公司，它们区别于传统车企的特点是新企业、新品牌、新能源和新模式。目前中国有多少家造车新势力还没有明确的官方统计。据博世中国统计，截至 2017 年 11 月，中国的造车新势力已经超过 60 家，并且在不断增多，其中比较知名的有蔚来、威马、小鹏、拜腾、车和家、奇点汽车等 20 多家。

为与传统车企形成差异，造车新势力在造车定位、营销模式以及充电模式等方面都有创新。在我们统计的 20 多家造车新势力中，多数造车新势力第一款量产车型选择纯电动 SUV，强调自动驾驶元素，在纯电动续航里程和百公里加速上都有较高要求，定价上高中低端均有。在营销策略上，造车新势力采用“体验店+互联网+直销”模式替代传统 4S 店，是传统 4S 店模式的补充。部分造车新势力提出换电模式，充电模式仍是主流。由于缺乏生产资质，多数造车新势力采用先代工后自建的方法。融资进度上，蔚来、威马等比较领先，融资超过百亿。

“以史为鉴，可知兴衰。”我们盘点了世界和中国历史上数次造车浪潮中涌现的造车新势力的成败得失。其中有造车成功的特斯拉、吉利汽车、奇瑞汽车、比亚迪等，更多的是造车遇到挫折的企业，比如特斯拉曾经的竞争对手 Fisker、Coda 以及春兰、波导、美的、吉奥等中国民营造车企业。我们发现新势力想要造车成功应该具备如下素质：拥有充足的资金、核心技术研发、专业的管理团队、成功的产品定位、成功的营销策略，尽快获得生产资质，股东和谐且稳定。在这些因素中，掌握核心技术和资金充足最为重要。

造车困难重重，而且新能源车可能面临产能过剩风险，造车新势力未来将面临激烈竞争。造车困难主要是因为造车要求大量研发投入以保证汽车的安全性和科技感，汽车行业漫长的产业链要求车企具有高超的供应链管理、质量管理、生产管理能力和大规模量产要求严格的成本控制，汽车消费更新较快要求车企具有敏锐的市场反应的能力。根据中国经济观察报数据，各企业规划的 2020 年新能源车产能总和超过 2000 万台，远超国家产销规划目标 200 万台，我们认为若这些规划都落地，存在产能过剩风险。鉴于造车将面临的种种困难，互联网龙头 BAT 更多的采取合作的方式参与造车，而不是自己投资设立整车厂。绝大多数造车新势力 2020 年前将推出量产车型，我们预计市场将竞争激烈，造车新势力成功之路将艰辛漫长。

尽管造车存在许多困难需要克服，但是造车新势力推动了汽车行业电动化和智能化的进程，创新了行业营销模式，是对传统 4S 店经销商经营模式的创新和补充，但新能源汽车上游核心零部件（电池、电机、电控）龙头厂商将获益。由于体量较小，造车新势力所代表的新能源汽车对传统燃油零部件厂商影响并不大，但是会对零部件厂商提出更多的定制化需求，同时推动传统零部件厂商向新能源化转型。造车新势力对智能驾驶的追求会使汽车电子零部件供应商从中获益。传统的整车厂商可能会出现分化格局，高端厂商会有实力与造车新势力竞争，低端厂商有被并购或者沦为代工的可能。

## 多维度盘点中国造车新势力

### 三类创始人背景为造车新势力注入不同灵魂

创始人的进入背景不同，导致造车新势力在战略上出现了分化。创始人是整个初创企业的灵魂，根据创始人之前的工作背景，把造车新势力分为三类。第一类是互联网造车，创始人来自互联网企业或者互联网媒体，这类车企可能有更鲜明的互联网思维，重视宣发和用户体验，代表企业有蔚来汽车、小鹏、奇点、车和家等。第二类是传统车企造车，指的是创始人曾经是传统车企的高管，这类车企通常更重视汽车本身的技术和质量，代表企业有威马汽车、爱驰亿维、拜腾、云度、前途等。第三类是跨界造车，创始人来自其他行业，多数是上游零部件企业、家电行业，代表企业有万向汽车、江苏敏安、格力汽车等等。

图表1：互联网背景新造车企业

企业名称	注册资金	进入背景	整车基地	创始人
蔚来汽车	12 亿美元	互联网（易车网、汽车之家）	安徽、上海	李斌
乐视汽车	10 亿元	互联网（乐视）	浙江	贾跃亭
车和家	6.9 亿元	互联网（汽车之家）	江苏	李想
奇点汽车	13.5 元	互联网（奇虎 360）	安徽	沈海寅
游侠汽车	42 亿元	互联网	浙江	黄修源
小鹏汽车	1.5 亿元	互联网+车企 (UC、YY、猎豹、广汽研究院)	广东	何小鹏、夏珩
电咖汽车	5250 万元	互联网+车企	浙江	张海亮

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：传统车企背景造车企业

企业名称	注册资金	进入背景	整车基地	创始人
前途汽车	6 亿元	车企（长城华冠）	江苏	陆群
云度新能源	9 亿元	车企（福汽集团）	福建	刘心水
威马汽车	50 亿元	互联网+车企（吉利）	浙江	沈晖
国能新能源	24 亿元	车企（瑞典 NEVS）	天津	蒋大龙
浙江合众	6.25 亿元	车企（奇瑞汽车）	浙江	方运舟
鑫石汽车	6.09 亿元	车企+汽车设计企业	上海	龙卫国
爱驰亿维	1716 万元	车企（上汽）	上海	付强，谷峰
金康汽车	10 亿元	传统摩托车+汽车业	重庆	张兴海
拜腾	3 亿元	车企（宝马）	江苏	戴雷等
正道汽车	1 亿元	车企（华晨）	浙江	仰融

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3：跨界造车企业

企业名称	注册资金	进入背景	整车基地	创始人
万向集团	4.5 亿元	零部件制造企业（万向集团）	浙江	鲁冠球
江苏敏安	1.3 亿元	汽车零部件（敏实集团）	江苏	蔡振元
格力汽车	1.5 亿元	电器、零部件制造企业（格力电器）	广东	董明珠
开云汽车	4000 万元	农业机械制造企业（CSG DESIGN）	河北	王超
风翔汽车	1000 万元	汽车售后服务（卡妙思）	广东	胡建
零跑汽车	1000 万元	安防设备行业（大华股份）	浙江	朱江明

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 结合自身背景，造车新势力造车战略标新立异

造车新势力在战略上与传统车企有差异。新势力之间彼此也有差异，因为创始人进入背景不同，造车新势力在战略选择上强调发挥自身的特色。产品定位上，造车新势力高中低端全覆盖，但是车型选择纯电动 SUV 居多，主要瞄准这部分空白市场。在汽车性能上，造车新势力强调电动化和智能化。营销方面，多数造车新势力采用“体验店+互联网+直销”方式替代传统 4S 店。生产模式方面，多数造车新势力逐渐放弃代工想法，改为自建厂。少数造车新势力提出采用换电模式和电池租赁模式，降低用户成本。造车新势力的标新立异，给行业带来新的活力，推动行业创新。

### 产品定价中高低端全覆盖，车型选择 SUV 成主流

造车新势力对车型定位不一致，SUV 成为主流选择。造车新势力在车型和价位上定位比较分散，有定位高端的蔚来汽车，蔚来 ES8 基准版本补贴前售价 44.8 万元，对标特斯拉，价格并不便宜。车和家、奇点、威马则是定位中高端，价位在 20-30 万左右，直接和荣威 ERX5、比亚迪唐等车型短兵相接。中低端领域，则有小鹏汽车、浙江合众、格力汽车、爱驰亿维等布局。菱石汽车独辟蹊径，选择在专用车领域发展。对于车型选择，多数造车新势力都很一致，选择了造 SUV。主要原因是中国消费者对 SUV 车型偏爱以及传统车企在中大型纯电动 SUV 产品有空白。零跑汽车第一款量产车将是一款轿跑，乐视、游侠、敏安、万向将会出高端轿跑，但是乐视和万向的轿跑价格都比较高，并不是量产车型。

图表4：造车新势力产品定位丰富

企业名称	车型定位	补贴前价位（万元）
蔚来汽车	高端跑车、SUV	44.8
乐视汽车	高端跑车	94.2-125.6
车和家	SUV	25-40
奇点汽车	中端中大型 SUV	20-30
正道汽车	高端 SUV	20
游侠汽车	高端跑车	
小鹏汽车	中低端 SUV	
电咖汽车	电动车	13.38-14.18
前途汽车	高端跑车、SUV	
云度新能源	中端 SUV、SEV	13.89-14.79
威马汽车	中端 SUV	20
浙江合众	中低端	
菱石汽车	物流车	11.5-14.3
爱驰亿维	中低端 SUV	
金康汽车	中高端市场	
拜腾	中高端 SUV	
万向集团	高端轿跑	80.6
江苏敏安	中高端轿跑、SUV	
格力汽车	SUV	13
开云汽车		3
零跑汽车	轿跑	20

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表5：蔚来 ES8



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表6：威马 EX5



资料来源：搜狐汽车，华泰证券研究所

### 重视续航里程，优质电池厂商受到青睐

在电动车百公里加速性能和续航里程之间的抉择上，多数造车新势力选择了保证续航里程。快速的百公里加速要求电池有较高的功率密度，但是续航里程要求电池有较高的能量密度，根据锂电池的特性，功率密度高，能量密度越低。纯电动车一般选择较高能量密度来满足续航里程的要求。蔚来汽车推出 ES8，百公里加速 4.4s，续航里程 355km，采用了 CATL 的方壳电芯，总电量 70kWh，最大输出功率可瞬时达到 550kW，加速性能和续航里程都



不错。其余的造车新势力百公里加速多在 5 秒以上，更多的满足续航里程的要求。续航里程方面，蔚来、车和家、奇点、游侠公布的车型设计都在 300km 以上。造车新势力对加速性能和续航里程的追求，预计将为上游优质的动力电池厂商带来更多需求。

**图表7：造车新势力汽车性能**

企业名称	百公里加速 (s)	续航里程 (km)
蔚来汽车	4.4	355
乐视汽车	2.39	700
车和家		700
奇点汽车		400
游侠汽车	5.6	460
电咖汽车	5.9 (50km 加速)	251
前途汽车	4.6	300
云度新能源	6 或 5 (50km 加速)	200 或 330
威马汽车		450
国能新能源	10-11	300
浙江合众	5	330
菱石汽车		160-260
万向集团	5.4	480
格力汽车		200
开云汽车		120
零跑汽车	6.9	360

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 加入高配自动辅助驾驶系统，强调智能化特色

为强调新车的未来感和科技感，新造车加入高配自动辅助驾驶系统。蔚来汽车搭载 NIO PILOT 自动辅助驾驶系统以及全球首个车载人工智能伙伴 NOMI，集成了语音交互系统和智能情感引擎，创造出了一种全新的人车交互方式。威马汽车也强调“智能交互”系统，该车配有动态 Logo 和车窗智能交互系统。拜腾在外观设计和智能驾驶上都比较激进，可实现 L3 级别智能驾驶，未来将实现 L4 级别。零跑汽车基于大华股份在安防监控领域的算法积累，自主开发高精度的 ADAS 系统。智能化是未来趋势，强调智能化设计更能吸引年轻消费者的注意，和传统车厂出的车型形成差异，所以造车新势力比较强调智能化特色。

**图表8：新造车自动驾驶系统**

企业名称	自动驾驶系统
蔚来汽车	搭载 NIO PILOT 自动辅助驾驶系统以及全球首个车载人工智能伙伴 NOMI。
乐视汽车	FF 91 实现了智能接驳服务，车辆能够在下车后自己寻找车位并停好，位于车辆外侧的电子后视镜拥有智能的可拆卸设计，智能升降 3D 激光雷达。
奇点汽车	利用英伟达(NVIDIA)的技术，借助芯片巨头英伟达提供的人工智能车辆计算平台推进自动驾驶系统，目标实现 L3.5 级别的自动驾驶。
游侠汽车	游侠 X 原车配备行车记录仪、ADAS 高级驾驶系统以及与 Tesla、BMW 相同的全新 MobileEye 辅助驾驶系统，智能降低驾驶风险，并根据用户驾驶熟练度来进行辅助匹配，最大化增强驾车行驶的安全性。
小鹏汽车	最强自动驾驶硬件配备，独家摄像头架构适配本地化自动驾驶。
云度新能源	可适配自定义多媒体移动终端，集成了车辆能源管家、车辆远程控制、车辆安防、行车助手等多种远程车辆智慧管理功能。
威马汽车	新车把设计重点放在了“智能交互”系统上，该车配有动态 Logo 和车窗智能交互，可在用户上车前自动同步手机信息，提示电量和行程等。
拜腾	拜腾可实现 L3 级别的自动驾驶，未来还会升级为 L4 级别，也就是说完全可以自动驾驶。
零跑汽车	基于大华股份在安防监控领域和智慧交通领域的先进算法和技术积累，零跑自主研发出高精度、高灵敏度的智能驾驶辅助系统（ADAS 系统）。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表9： 拜腾汽车超大屏设计



资料来源：腾讯汽车，华泰证券研究所

图表10： 蔚来 ES8 内部设计



资料来源：盖世汽车，华泰证券研究所

### 多数造车新势力选择体验店模式，补充传统 4S 店模式

以蔚来汽车为首的多数造车新势力采用体验店模式替代传统 4S 店模式。蔚来汽车建设的 NIO House 展厅，包括会议室，图书馆，咖啡吧等 7 大功能区，只有 40% 是汽车展示部分，第二层基本用于休闲娱乐。这种模式体现了互联网造车的互联网共享精神，重视为用户创造愉悦的生活方式。体验店一般建在繁华商圈附近，目的是尽可能为用户和准用户带来良好的体验，同时提升品牌知名度和认可度。除了蔚来汽车，威马汽车、奇点汽车、车和家、小鹏纷纷表示会采用体验店+直销模式，抛弃传统的 4S 店模式。造车新势力先进的设计理念、互联网思维、对客户体验的尊重都将会融入汽车行业。

图表11： NIO House 长安街体验店



资料来源：新浪汽车，华泰证券研究所

图表12： NIO House 儿童体验区



资料来源：新浪汽车，华泰证券研究所

### 线上线下相结合，实现直销省成本

“线下体验+线上直销”是造车新势力营销方式的主要创新。特斯拉成功通过线上订购和线下体验店相结合的模式，实现了直销。特斯拉的销售不是靠 4S 店为主的特许经营商，而是直接销售给消费者的。消费者在线下体验店体验满意，有意购买之后，直接在线上订购产品。按订单生产的直销模式，可以有效降低产品库存和资金占用，减少了运营成本。但是这样的模式有一个弊端，车辆的后期维修比较麻烦。中国的新造车势力威马汽车和蔚来汽车也将采用这种模式。蔚来在量产车上市之前已经开始布局微信公众号和 APP，蔚来汽车 CEO 李斌希望蔚来的用户体验、用户交流和内部管理都基于移动互联网。投资一个传统 4S 店花费上千万，实现直销无疑为造车新势力省去了这部分成本，还能更直接接触到用户。

**图表13：造车新势力营销模式**

企业名称	营销模式
蔚来汽车	体验店
车和家	直销
奇点汽车	体验店
小鹏汽车	体验店
电咖汽车	4S 店
前途汽车	体验店
云度新能源	4S 店
威马汽车	体验店
万向集团	4S 店
开云汽车	4S 店

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**代工品控相对困难，自制暂时缺少生产资质**

代工品控相对困难，自制暂时缺少生产资质，多数造车新势力采用先代工后自制模式。一开始以蔚来汽车、车和家为首的互联网造车企业一直宣传采用轻资产“代工”模式，抢占市场。造车新势力选用代工模式的原因是，中国汽车行业产能过剩，使用代工模式一方面利用过剩产能，另一方面降低资本投入，实现轻资产运营。但是两年下来，蔚来、车和家、前途汽车等企业纷纷改变策略，先代工量产，随后逐步自建厂。代工模式艰难的主要原因是品控困难。国内的造车新势力可能暂时没有能力将代工方教育成熟，代工生产从理论和实际的层面都难以满足新兴电动车的生产要求。美国四家初创新能车企业，三家选择代工都失败了，只有自建厂的特斯拉取得了成功。

另一方面，以威马、云度、金康为首的出身传统车企的新势力，从一开始就选择自建厂。但他们面临着没有新能源汽车生产资质、资金缺乏以及量产需要时间可能错失先机等困难。目前，国家已经发放 16 个新能源汽车生产资质。其中属于造车新势力的有前途汽车、江苏敏安、万向集团、重庆金康、国能新能源、云度新能源、浙江合众。之前获得新能源汽车生产资质的大多是传统车企的子公司或者万向集团、江苏敏安这种零部件企业跨界造车。互联网造车似乎还没有取得新能源汽车生产资质的，这是造车新势力们必须迈过的难关。

**图表14：已获得新能源汽车生产资质的企业**

企业名称	时间
北汽新能源	2016.3.13
长江汽车	2016.5.17
前途汽车	2016.10.10
奇瑞新能源	2016.10.27
江苏敏安	2016.11.15
万向集团	2016.12.15
江铃新能源	2016.12.26
重庆金康新能源	2017.1.10
国能新能源	2017.1.25
云度新能源	2017.1.26
兰州知豆	2017.2.28
河南速达	2017.3.28
浙江合众	2017.4.19
陆地方舟	2017.5.18
江淮大众	2017.5.22
昌河铃木	2018.1.5

资料来源：搜狐汽车，华泰证券研究所

**充电模式为主流，蔚来等少数企业提出换电模式**

绝大多数车企选择了比较保守的充电模式，只有蔚来、车和家、奇点选择了充换电均可。蔚来提出了很新颖的电池租赁方案，即一辆不包含电池的车辆售价可以减掉十万，但用户每个月需要支付 1280 元的电池租用费用。到 2020 年，蔚来计划在全国布设 1100 个换电站，3 分钟换电，缓解用户里程焦虑。换电模式有几大弊端：一是成本昂贵，如果造一

个 30 块电池的换电站需要 600 万，蔚来的建设成本将超过 60 亿；二是对场地资源要求高，想多布点不容易；三是缺乏标准化，换电很难在不同车型上使用。鉴于以上原因，换电模式困难重重，蔚来汽车等造车新势力将如何解决这些难题，令人期待。

**图表15： 造车新势力充电模式**

企业名称	充电模式
蔚来汽车	充/换电
乐视汽车	充电
车和家	充/换电
奇点汽车	充/换电
正道汽车	增程式
游侠汽车	快/慢充
小鹏汽车	充电
电咖汽车	充电
前途汽车	充电
云度新能源	快/慢充
威马汽车	充电
国能新能源	充电
浙江合众	充电
菱石汽车	快/慢充
拜腾	快充
万向集团	快充
格力汽车	快充
开云汽车	慢充
零跑汽车	快充

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 强调电动化、智能化、网联化与传统车企产品形成差异

造车新势力在做战略选择时，发挥自身背景特长，同时和传统车企形成产品差异性。以蔚来汽车为主的互联网造车企业注重用户体验，重视宣传流量，强调线上线下相结合的营销模式。由于这种互联网思维模式，蔚来汽车提出了 NIO 体验店营销模式、电池租赁模式、线上线下结合直销模式以及换电模式，同时蔚来在媒体宣传上投入了大量资金。以威马汽车为首的传统车企造车，把更多的精力投入在车本身的科技感和质量上。威马汽车从一开始就坚持自己建厂，做好品控。拜腾则强调激进的设计风格，在车内加入超大显示屏，展示出新造车的未来感和科技感。跨界造车则喜欢把造车和大股东的特色业务相结合。零跑背后的大股东浙江大华股份是以安防设备为主业的公司，零跑在设计上就强调智能驾驶辅助系统，配备先进的摄像头。

### 造车新势力集中量产前夜，市场满意度将见分晓

2017~2019 年，新造车企业纷纷推出量产车型，接受市场的考验。2017 年，电咖、云度、菱石、珠海银隆、开云汽车都推出了量产车型。蔚来汽车首款量产车 ES8 于 2017 年 12 月 16 日上市。威马、小鹏、前途、小鹏等 18 年推出量产车型。稍晚一点的车企如车和家、拜腾、游侠、爱驰亿维都会在 2019 年推出量产车型。2018 年，造车新势力将迎来“大考”，销量和市场满意度将是他们获得的分数。销量数据无疑会影响后续资本的判断，一定程度上决定了新造车企业的未来。



**图表16：新造车企业造车进度**

企业名称	量产车型/概念车	预计上市时间
蔚来汽车	ES8、ES9/EVE	蔚来 ES8 于 2017 年 12 月上市
乐视汽车	FF91	2017 年 1 月开始预订，2018 年底交付
车和家	智能 SUV	2018 年发布，2019 年交付
奇点汽车	奇点 iS6	2017 年 4 月正式亮相并启动预订
正道汽车	正道 H600、正道 K550、 正道 K750（概念）	H600 量产版 2019 年上市
游侠汽车	游侠 X	2019 年游侠 X 将会量产
小鹏汽车	小鹏汽车 G3（量产车）	2018 年 1 月 9 日全球首发
电咖汽车	EV10	2017 年 11 月 16 日
前途汽车	前途 K50	2018 年正式上市
云度新能源	云度 π1	2017 年 10 月云度 π1 上市
威马汽车	量产车 EX5	2018 年下半年全面交付
国能新能源	9-3（轿车）9-3X（SUV）	2018 年
浙江合众	E-TAKE	2018 年
菱石汽车	北斗星 X5（多功能跨界车）	2017 年 6 月
爱驰亿维	SUV（量产车）	2019 年
金康汽车	概念 SUV	2018 年 3 月发布
FMC（拜腾）	BYTON Concept（概念车）	2018 年 1 月亮相，2019 年底投产
万向集团	Revero（量产车）	2016 年
江苏敏安	D01（还未上市）	2018 年
格力汽车	首款电动 SUV，货车均量产	2017 年量产
开云汽车	PICKMAN（量产车）	2017 年量产
零跑汽车	S01（概念车）	2019 年量产上市

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 造车前期投入或超过 200 亿，新造车企业融资各显神通

### 造车前期投入或超 200 亿，融资能力至关重要

汽车行业是一个以高资本投入为壁垒的行业。对于造车新势力来说，成功造一款量产 1 万台的车，资金投入可能会超过 200 亿。威马汽车 CEO 沈晖表示预计造车将投入三四百亿人民币。车和家 CEO 李想更为乐观，估计资本支出至少二百亿。游侠汽车董事长曾经给出简单的造车资本支出，他的估计结果是量产一万台车至少要投资 200 亿。对于这些新造车企业，上市融资是最终途径。然而就算像特斯拉这样举世闻名的新造车上市公司在资金链上也捉襟见肘。特斯拉 2010 年上市以来连续多年亏损，盈亏平衡似乎遥遥无期。能支撑到盈亏平衡的融资能力对一个新造车企业至关重要。

**图表17：造一万台车资本支出估算**

资本支出项目	费用（亿元）
前期研发	14
开发模具	6
打造供应链	20
建厂	35
前期投入总计	75
辅助设备	6
流动储备金（一万台）	20
工资及研发费用	4
体验店和渠道	10
量产阶段总计	40
后期扩张	70
造车总投入	185

资料来源：财经杂志，华泰证券研究所



### 互联网造车更依赖创投融资，跨界造车背靠股东资金丰厚

目前融资或者投资规模上百亿的造车新势力有蔚来汽车、威马汽车、鑫石汽车 3 家。其中蔚来汽车和威马汽车创始人分别来自互联网企业和传统车企，作为典型的初创企业，非常依赖风投融资。而鑫石汽车、万向汽车等，出资方是上市公司的大股东，资金实力雄厚，短期不需要太多外部融资。下一梯队的乐视汽车、奇点汽车融资规模都在 50 亿左右，实力和龙头有差距。除了蔚来完成了 D 轮融资，其他企业均处于 A 轮、B 轮等早期融资状态。

蔚来汽车、威马汽车更受创投资本青睐。蔚来汽车的创始人李斌是多次创业家，多次成功创业，给创投资本带来了丰厚的回报。蔚来汽车五轮融资超过 146 亿，估值 300 亿元，主要投资方有高瓴资本、腾讯、京东、红杉中国等等。威马汽车累计融资金额超过 120 亿，主要投资人是成为资本、远景能源、七海资本、百度资本、百度集团、SIG 海纳亚洲、阿米巴等。由此可见，专业化的创始人团队和丰富的与创投资本市场打交道的经验，是造车新势力融资能力的关键。

图表18： 造车新势力融资进度

企业名称	融资阶段	融资规模 (亿元)	估值 (亿元)
爱驰亿维	天使轮	12	
凌云汽车	天使轮	0.63	过亿美元
电咖汽车	天使轮	数亿	
小鹏汽车	A+轮	23	50
乐视汽车	A 轮	67	10
国能新能源	A 轮	54	
拜腾	A 轮	16	50
开云汽车	A 轮		数十亿
威马汽车	B 轮	120	300
鑫石汽车	B 轮	百亿	
奇点汽车	B 轮	37	60
车和家	B 轮	57.55	65
游侠汽车	B 轮	16	122
蔚来汽车	D 轮	146	300
零跑汽车	Pre-A	4	
格力汽车	股东出资	30	
万向集团	股东出资	27.45	
金康汽车	股东出资	25	
江苏敏安	股东出资	25	
浙江合众	股东出资	12.5	
前途汽车	股东出资	10	

资料来源：第一电动网，华泰证券研究所

## 历史上的造车浪潮

### 美国的新造车浪潮，特斯拉脱颖而出

美国总统奥巴马在位期间大力推动新能源汽车发展，美国兴起了一波新能源汽车造车浪潮。在这波浪潮中，最有影响力的车企是美国电动车三剑客“Fisker、Coda、Tesla”。而至 2013 年底，Coda 和 Fisker 相继宣布破产，仅剩特斯拉一枝独秀。作为中国新造车浪潮的先驱者，“三剑客”遇挫和成功的原因值得我们深究。

#### Fisker 受挫原因：轻资产运营，核心系统外包，品控失败

2007 年成立的 Fisker 采用了轻资产模式，主打外观设计，关键技术采取外包模式。2011 年以设计见长的创始人 Henrik Fisker，设计出堪称经典的轿车模型 Karma，并被美国《时代周刊》评选为当年的 50 个最佳发明奖之一。Karma 配备的 EcoTec 燃油发动机来自通用公司，车身装配外包给了芬兰的 Valmet 公司，混合动力系统是由加州 Quantum Technologies 公司提供的，电池由 A123 系统公司供应。

增程电动技术竞争激烈，品控失败，多次召回。Karma 车型采用增程电动技术，纯电驱动的情况下远低于 Tesla Model S 表现，增程电动车市场中传统汽车制造商（通用雪佛兰的 Volt、丰田普锐斯）竞争激烈，Fisker 难以占据优势地位。从 2011 年起，该公司先后因为冷却剂泄露、电池缺陷、冷却风扇存在起火隐患召回逾 2400 辆 Karma 轿车。2011 年十月受飓风桑迪影响，320 辆 Fisker Karma 严重受损，不能交付，不仅造成直接经济损失 3200 万美元，更进一步削弱了 Fisker 的产能和公信力。

资金链断裂，关键技术合作伙伴破产，最终被收购。美国能源部于 2010 年 4 月给予 Fisker 公司 5.29 亿美元的贷款。但是由于 Fisker 用于开发的金额超出原计划，2012 年初美国能源部冻结了此项授信。融资的停滞延误了 Fisker 车型布置战略向下渗透。Fisker 准备量产的二代混合动力车 Nina 生产被迫停止。雪上加霜的是，2012 年 10 月 Fisker 的唯一电池供应商 A123 系统公司破产，直接导致 Fisker Karma 轿车完全停产。2013 年，Fisker 申请破产保护，至此 Karma 销量始终未能突破 2500 辆。2014 年 Fisker 被中国的万向集团以 1.5 亿美元收购。万向集团收购，Fisker 重新启航。

#### Coda：产品缺乏竞争力，品控失败，资金链断裂

Coda 成立于 2009 年，以电驱动系统为核心业务，其他环节采取外包模式。2012 年 Coda 交付首款汽车，由哈飞生产车身及底盘，搭载力神提供的锂离子电池，Coda 提供电控及电池组件，其先进技术保障生产的电动车安全可靠，最后的组装在加利福尼亚完成。

外观设计过于平淡，价格缺乏竞争力。Coda 首款车车身造型以老款哈飞赛豹为原型，在技术和设计方面的过于粗糙和老式，整体并无亮点。作为一部纯电动车无设计感和创新感，难以第一眼打动消费者，打开市场。同时由于 2012 年，锂电池供大于求，锂电池售价低于制造电池成本，因此 Coda 与力神的合作并未使其成本低于竞争对手，Coda 电动车定价没有优势。同样定位于普通消费者但产品性能和外观设计都优于 Coda 的雪佛兰 Volt、日产 Leaf，在政府补贴后售价都不到 3 万美元；高端市场中 Tesla 推出 Model S 分期付款方案，每月只需交付 1300 美元左右。与此对比，Coda 3.75 万美元的定价毫无优势。

品控困难，产品推出滞后且召回，融资困难，最终破产。2009 年成立以来，Coda 公司通过四轮融资获得共计 3 亿美元融资。然而由于产品推出比约定滞后两年并且首批出售的 78 辆电动轿车由于侧安全气囊存在隐患而召回。2012 年 Coda 公司再次筹资失败，仅获得 2200 万美元。融资困局是压死 Coda 的最后一根稻草，2013 年 5 月，Coda 向特拉华州破产法院申请破产保护。从头到尾，Coda 电动车累计售出仅 100 辆。

### 特斯拉核心技术自主开发，定位高端纯电动，坚持智能驾驶和直销模式

**坚持核心技术自主开发模式，研发能力强。**特斯拉从 2003 年成立起花费大量时间与金钱进行研究，于 2008 年才发布第一款产品--两门运动型跑车 Roadster。同时 Tesla 与德国戴姆勒和日本丰田合作研发电动汽车技术，与供应商松下公司在电池技术上进行了合作，共同研发以镍元素为基础的锂电池。2012 年，发布第二款产品——四门纯电动豪华轿跑车 Model S。特斯拉所有核心技术均为自主研发，截止 2018 年 3 月，美国专利商标局统计显示特斯拉申请的专利技术共计 322 项。

**强调纯电动和智能驾驶，试图弯道超车。**在汽车领域，单纯的电动汽车代替燃油车仅能作为一次技术革新，虽然特斯拉在美国“电动三剑客”中脱颖而出，并不代表其可以和老牌汽车制造商抗衡，而真正制胜的秘诀在于智能汽车的弯道超车。传统汽车通常几年时间便贬值迅速，功能配置逐步落后，且养护成本水涨船高，客户因此不断换车，这正是传统汽车厂商创造利润的重要方式。而特斯拉的智能汽车与 OTA（over-the-air）空中升级则打破这一常规。纯电动的 Model S 采用全封闭设计无需保养成本。特斯拉在生产 Model S 时就已实现智能汽车诸多功能的硬件预置到车辆中，因此特斯拉可以通过一次次的 OTA 空中升级逐步开启并不断完善这些功能，使车主持续的获得免费的增值服务。

**硬件先行，软件逐步更新，保持车型先进性。**在硬件上，2013 年特斯拉推出的 Model S 便拥有 17 英寸触摸屏；2015 年推出 Model X 更是拥有可折叠式鹰翼门、全景挡风玻璃、可伸缩的磁性遮阳板以及电动后扰流板。2016 年 10 月特斯拉宣布对所有正在生产的车型，配备了全自动驾驶所需的硬件，可实现车辆四周 360 度范围的同步侦测。而 OTA 空中升级作为 Model S 的关键的性能，自 2013 年起不断更新，持续改善用户体验，2017 年 3 月更新至 8.1 版本，实现防撞辅助、自动紧急制动、盲点警报、代客模式、智能召唤、自动转向、自动车道转换以及主动巡航等功能。

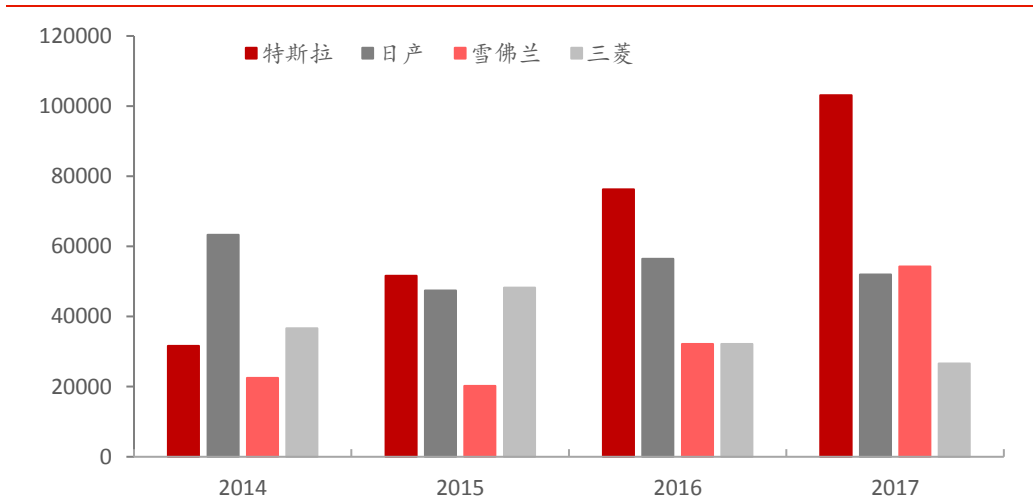
**互联网营销，高端品牌塑造。**特斯拉采取传统媒体零投入、利用互联网宣传的模式，以炫酷、科技和环保的理念成功吸引高端客户。创始人马斯克了客串《钢铁侠 2》、《生活大爆炸》等 7 部影视剧，其传奇人生和极富感染力的人格魅力，直接为特斯拉带来较大的关注度。首批 1000 客户均为明星、政客以及富豪，包括谷歌创始人、电影明星施瓦辛格等社会名流，在中国则有新浪 CEO 曹国伟、汽车之家总裁李想、著名央视电视制作人张涵、小米的 CEO 雷军。明星作为整个社会最具有影响力的人物、整个行业的意见领袖，产生了较好的品牌示范效应。

**高端品牌下沉，低端市场逐步放量。**汽车行业，消费者购买决策往往依赖于品牌声誉，因此强大的品牌力是持续实现销售和盈利的最大保障。特斯拉的品牌知名度和良好声誉已逐步从北美乃至全球建立起来，但其高端产品的定位，将大量中等资产水平的消费者拒之门外。而 Model 3 的推出，将释放这些潜在购买需求，据创始人马斯克在 2017 年二季度财报电话会议上公布，Model 3 订单数为 40 多万；2018 年 1 月，Model 3 销量为 1875 台，位列美国新能源车第一。

**“线下体验+线上直销”，节约成本。**特斯拉成功通过线上订购和线下体验店相结合的模式，实现了直销。特斯拉的销售不是靠 4S 店为主的特许经销商，而是直接销售给消费者的。消费者在线下体验店体验满意，有意购买之后，直接在线上订购产品。按订单生产的直销模式，可以有效降低产品库存和资金占用，减少了运营成本。但是这样的模式有一个弊端，车辆的后期维修比较麻烦。

**特斯拉在纯电动车领域销量超过传统整车厂商。**2014 年，特斯拉销量还远不及日产、三菱等传统汽车厂商的新能源汽车销量，但从 2015 年起，特斯拉销量开始逐步超越并领先，2017 年特斯拉全年销量超十万辆。若产能瓶颈突破，后续 Model 3 量产速度加快，特斯拉销量有望迅速增长，进一步拉开与传统厂商之间的差距。2018 年 3 月，特斯拉市值已超过福特、通用，位列汽车排行榜第五。

图19： 特斯拉、日产、雪佛兰和宝马新能源汽车销量对比图（辆）



资料来源：EV Sales、华泰证券研究所

**IPO 上市，融资之路顺畅。**Tesla 在 2009 年初获得美国能源部 4.65 亿美元的低息贷款，受益于 Model S 车型的顺利推出和销售，贷款使用正常且提前 9 年还清。同时由于备受华尔街的青睐，Tesla 在上市之前就已完成了 5 轮累计 1.87 亿美元的融资，IPO 之路也走的十分顺畅，开盘首日就从 19 美元上涨至 23.89 美元，上涨幅度达到 40%。2013 年 4 月 1 日，公司股价更是因为 Model S 销量突破预期，大幅上涨 16%。投资者的支持，使得特斯拉在成立 14 年多数亏损的情况下仍然走到今天。

#### 美国新造车启示:核心技术研发、正确产品定位、创新营销策略、融资顺畅

**过度依赖外包,产品定位失败以及融资困难导致 Fisker 和 Coda 最终失败。**Fisker 和 Coda 的失败虽然各有原因，但是有几大共性：首先，未掌握核心技术，过度依赖外包，从 Coda 和 Fisker 均采取核心技术外包模式，较好地降低了自身对企业运营和风险控制能力，容易出现产品质量不过关以及不能按时交付的问题，最终导致企业失信；其次，产品定位失败，Fisker 和 Coda 分别定位传统车企本就竞争激烈的增程式汽车和低端电动车，其成本和造型难以和传统车企产品抗衡，最终产品销售困难；最后，由于品控问题导致企业失信，产品销路不畅，这两家企业失去了资本市场的信任，融资困难导致资金链断裂，最终破产。

**特斯拉的成功之道在于其坚持核心技术研发，高端的定位，创新营销策略，以及资本市场对其大力支持。**特斯拉从 2003 年就坚持自主研发，核心技术均掌握自己手中，其拥有先进的 BMS 技术、充电管理技术。坚持自建厂和持有核心技术，保证了品质控制，避免了大规模召回的问题。在产品定位上，特斯拉坚持高端纯电动车定位，强调智能驾驶概念，在传统车企的激烈竞争下，打出了自己的特色。特斯拉采用互联网营销，利用名人效应确立其品牌高端定位，之后高端下沉中低端，抢占大众消费市场。另外，特斯拉采用“体验店+线上线下结合+直销模式”，节约了建设 4S 店和库存占用的高额成本。特斯拉备受华尔街青睐，资本在其上市前后的支持，保证了其在亏损状态下依然能越做越强。

#### 中国历史上的造车浪潮

##### 新中国成立之后的四次造车浪潮，大浪淘沙，胜者为王

**改革开放前两次造车浪潮产能过剩，胜者寥寥无几。**新中国成立之后的第一波造车浪潮是 1958 年“大跃进”运动时期，全国造出各类汽车 200 余种，后经结构性调整形成了南京、上海、济南、北京 4 个较有实力的汽车生产基地，造车以载货车为主。1969 年下半年开始全国各地除了西藏以外纷纷以大会战方式组织汽车生产，1970~1971 年第二波造车浪潮达到高峰，全国出现汽车制造厂 100 余家，生产的车都是以解放、跃进等货车的复制品，各厂只是在车头部分做了改变，当时这波浪潮被称为“重复生产”。这些厂商中，有些路线成功，演变为之后主要的汽车厂，多数车厂销量上不去，成为过剩产能。这一时期，天津、沈阳、武汉、南昌、合肥等地成为造车实力发达地区。



**改革开放后两次造车浪潮，形成现在中国汽车行业基本格局。**根据《汽车百科全书》记载，改革开放之后的第一波造车浪潮发生在 1987~1989 年，中央宣布大力发展轿车工业，“三大”（上海、一汽、东风）、“三小”（天津、北京、广州）和“两微”（奥拓、云雀）的国资格局逐渐形成。1997~1998 是中国轿车的转折时期，这一时期，世界龙头与中国企业合资建厂，合资车大量进入中国市场，上汽通用、广汽本田、天津丰田等纷纷成立，到 2003 年“6+3”汽车集团全部进入中国。同时，中国民营企业纷纷涌入造车行业，奇瑞部分引进加自主制造结合，华晨金杯汽车投产中华牌 2.0L 轿车，吉利集团先后开发投产了多款轿车，比亚迪生产了福莱尔轿车。这些民营汽车成为自主品牌的前驱。

**造车浪潮的形成有政策推动、需求拉动和技术变革三大因素。**1958 年的造车浪潮是在发展重工业的“大跃进”时期发起的，国家大力扶持载货车行业。1969 年的造车浪潮主要靠国家政策推动，形成众多重复生产。改革开放之后，国家政策转向大力扶持薄弱的乘用车和专用车行业，再加上人民生活水平提高后对私人轿车有了较大需求。在政策鼓励和需求拉动双因素助力下，建设了“三大”、“三小”国资轿车厂。1997 年开始，在全球化的背景下，考虑到中国汽车工业与世界龙头的技术差距，国家决定以市场换技术，引进外国龙头，成立合资企业，大量合资车占据市场。2002 年中国人均 GDP 接近 1000 美元，轿车开始进入家庭。这个时候汽车行业净利润较高，民营企业追逐高利润纷纷加入造车行业。

#### 造车新势力拥有时代机遇，同时面临严峻挑战

**2015 年以来，中国又涌起了一波互联网造车和新能源造车浪潮。**形成这一波浪潮的外因是中国政府出台补贴政策扶持新能源汽车行业，同时提出“互联网+”的创新战略。内因是行业内部新能源汽车和智能驾驶的技术变革。但是如今的汽车行业的市场环境已经今非昔比了。从需求端看，中国乘用车行业增速放缓，进入个位数增长时代。由于技术不成熟，现在对新能源汽车消费者自发需求并不高，更多的要依靠政策补贴和牌照优惠政策扶持。从供给端看，汽车行业整体产能过剩的局面并没有得到缓解。从竞争格局上看，国内竞争格局基本稳定，上汽、广汽等老牌厂商基本把控了市场。这波造车浪潮以民营企业为主，因此我们重点分析之前的民营企业造车浪潮的成败因素，希望能给予造车新势力一些启示。

#### 民营造车受阻元凶：资金链断裂

**我们发现民营汽车造车受阻最大的元凶就是资金链断裂。**青年汽车通过兼并收购德国尼奥普兰，在商用车领域实现盈利，在高档豪华客车领域，青年客车的份额是遥遥领先其他品牌。2008 年青年汽车成立青年莲花，主攻乘用车，技术平台源自马来西亚宝腾汽车，英国莲花工程公司提供底盘调教等技术。青年汽车集团负责生产、销售与自主管理。2011 年青年汽车向萨博及其母公司荷兰世爵汽车注资超过一亿欧元，希望通过收购海外知名车企在乘用车市场上获得一席之地，但由于萨博汽车几经易手，早被掏空，没剩下什么核心资产，带来的结果就是在客车市场上赚的钱慢慢的被乘用车业务蚕食掉了。最终导致青年莲花乃至青年汽车的资金链断裂，2015 年青年莲花停产，2017 年进入破产清算环节。

**乐视汽车因资金链断裂造车陷入困局，是 17 年最受关注的话题。**2015 年乐视宣布进军汽车行业，并宣布与北汽和阿斯顿马丁合作生产互联网汽车。15 年 9 月，战略投资北京电庄科技公司，布局充电桩领域。10 月，控股易到用车，涉足出行服务市场。2016 年 1 月，乐视与源自硅谷的智能互联网电动车公司 Faraday Future 达成战略合作。2016 年 4 月 20 日，定位 D 级互联网无人电动汽车的乐视超级汽车 LeSEE 首款概念车亮相。2016 年，乐视宣布 LeSEE 超级汽车工厂正式落户浙江省德清县莫干山，一期投资 60 亿元。最终由于业务布局太广，2016 年 11 月，乐视爆出资金链断裂，造车成为镜花水月。



### 民营造车第二大杀手：产品定位失误

**量产推出的第一款新车对造车新势力来说至关重要。**2003~2004 年间，华翔集团收购有富奇汽车。富奇是一家老牌的汽车企业，华翔集团看中的是其拥有生产整车的所有软硬件和一个已有“准生证”的产品——富奇 6500。富奇 6500 是丰田 4500 原版模具在国内生产的大型 SUV，华翔原本对它寄予了厚望。然而就在华翔入主富奇不久，由于油价的节节攀高，以及国家政策的调整，导致整个 SUV 行业出现剧烈滑坡。SUV 不仅没能成为华翔突破汽车市场的利器，反而越来越成为华翔造车的一大累赘。生产停滞，导致企业缺乏资金进行产品研发和市场推广，而新产品投入不利和市场推广的萎缩，又进一步导致企业产品的滞销。最终，华翔不得不暂时放弃造车梦。

### 民营造车第三大杀手：无生产资质

**长期拿不到生产资质是新势力造车的拦路虎。**2004 年，家电龙头奥克斯集团在北京高调宣布，将投资 80 亿元投资汽车业。计划 5 年内投入 80 亿元资金，最终实现 45 万辆的年设计产能，产品涉及 SUV、皮卡以及轿车。从 2004 年至 2005 年公司采用以销定产的模式运作，一年时间生产销售了约 3000 辆汽车。2005 年奥克斯集团正式退出汽车业，主要原因是政策改变拿不到造车资质。2004 年国家新汽车产业政策抬高了进军汽车产业的门槛，同时禁止汽车生产资格“壳资源”的买卖，奥斯特无法获得准生证，因此退出汽车行业。

### 民营造车第四大杀手：股东分歧

**多股东结构的造车势力很容易因为股东之间实力不对等，导致造车受阻。**2003 年，缪雪中离开吉利，成立吉奥集团有限公司，进入汽车行业。根据新浪汽车报道，2005 年 6 月吉奥汽车 161 辆皮卡作为中国自主品牌汽车首次挺进欧洲市场；2006 年 1 月，2050 辆吉奥皮卡成功出口非洲，成为当年中国汽车出口单笔第一大单；2007 年，吉奥出口总量位列行业第二。2010 年，吉奥和广汽成立合资公司生产 SUV、皮卡等。2014 年，缪雪中辞去广汽吉奥总经理职务。2015 年 3 月，广汽吉奥全面断供。由于成立以来股东双方实力不对等、企业产品线窄且竞争力非常低，吉奥连续五年亏损，已面临破产。吉奥和广汽之间股东实力不对等，股东分歧难以得到解决，导致了公司最后造车遇挫。

**波导集团曾经在跨界造车的浪潮中，取得了阶段性的胜利，但最终因股东分歧，遗憾终止造车。**2003 年前后，波导尝试造车，受让无锡威孚、无锡水星 58% 股份，入主南汽无锡车身厂。当时双方约定：权限分开，南汽负责汽车生产，波导负责销售。新公司成立后的首款轿车被命名为新雅途。虽然该车在上市的前两个月销售势头良好，但汽车行业的“寒冬”使得波导与南汽在汽车整体策略上产生了分歧。2004 年汽车行业已经不再是高盈利行业，汽车行业的平均利润率也已低于制造业的平均利润率水平，竞争程度却异常激烈。2004 年 8 月，波导从合资公司中撤资，遗憾终止造车。

### 跨界造车杀手一：主业拖累，用人不当

**春兰集团作为家电行业进军造车的代表，因为主业拖累和用人不当而折戟沉沙。**春兰集团于 1990 年进军摩托车行业，其产品红极一时。1997 年，春兰集团 7.2 亿收购南京东风汽车，买得了“卡车准生证”。接下来投资了 6 亿元资金，提升了南京东风的质量和技术实力，又从日本引进 UD 系列全新驾驶室。春兰抓住市场空白点，重点研发一汽、二汽没有的产品，2001~2004 年，其生产的春兰卡车产品供不应求。2004 年之后，中型卡车市场开始萎缩，巨头纷纷研制重型卡车，此时春兰集团日益被不景气的家电主业拖累，没有办法提供转型资金。同时，春兰集团不断空降对汽车行业缺乏了解的管理层，造成企业错失机会，真正的汽车人才得不到发挥。2008 年，春兰卡车因亏损严重被徐工集团收购。

### 跨界造车杀手二：股东造车信心不坚定，难以持续投入

**不少跨界造车的股东对持续的资金投入的信心不坚定，造成新车企造车受阻。**2003 年美的集团进军以客车为代表的商用汽车领域，2004 年至 2006 年初，先后收购云南客车厂、云南航天神州汽车有限公司及湖南省三湘客车集团有限公司三家企业。隔行如隔山，由于经营不善，美的持续投入信心不坚定，2008 年美的的客车全面停产。美的的客车长沙基地 2009 年最终以 1.08 亿由长沙当地政府收购，而后长沙地方政府为比亚迪收购美的的补贴 4800 万元，使比亚迪以 6000 万价格收购美的的客车长沙。

和谐富腾的分拆和股东撤资也有一定关系。2017 年，在这一波造车潮中，颇受关注的和谐富腾正式宣布分拆成拜腾和爱驰亿维两个公司。2015 年和谐汽车与富士康、腾讯宣布成立和谐富腾，出资比例 4:3:3。富士康和腾讯都是各自领域的领军企业，具备雄厚的资本、大量的科技储备，发起并主导这次制造新能源汽车的是国内豪华车经销商和谐汽车。公司组建了豪华管理团队，原英菲尼迪总经理戴雷，宝马 i8 的副总裁毕福康都加入拜腾的团队，原沃尔沃中国销售 CEO 付强担任爱车团队的负责人。但是要造两种定位完全不同的车，消耗的资金较多。股东方面，富士康造车决心不强烈，决定停止注资。富士康的退出，导致和谐富腾最终分裂成为拜腾和爱驰亿维两个公司。

### 民营造车三巨头的成功经验总结

#### 吉利汽车：成功外延并购，品牌战略提升

吉利汽车从模仿开始造车，逐步取得轿车牌照，从低端到高端，从内销到出口，逐渐发展壮大。1997 年，李书福买来几辆奔驰新车，供设计参考，又买来了红旗的主要零部件。1998 年，第一辆吉利“豪情”轿车完成下线。2001 年，吉利成为中国首家获得轿车生产资格的民营企业。2003 年，浙江吉利控股集团成立，第一辆国产跑车吉利美人豹正式发布。2003 年 8 月，首批吉利轿车出口海外，吉利实现了轿车出口“零的突破”。2005 年，吉利汽车正式在香港上市。2007 年，吉利率先在国内汽车企业实施从“价格优势”向“技术领先”转变的战略转型。2014 年，吉利开始由国际化公司向全球型公司转型。

吉利汽车早期通过并购获得生产牌照，后期通过并购国际汽车厂商提升影响力和技术实力。1997 年吉利通过收购德阳监狱汽车厂，获得了小客车面包车的生产资格；2006 年，吉利收购伦敦黑色出租车母公司锰铜控股 20% 股份得到海外并购、融资方面的经验，并且正式进军出租车领域；2009 年收购澳大利亚变速箱公司 DSI，提升吉利变速箱技术研发；2010 年，吉利以 15 亿美元大手笔收购沃尔沃汽车 100% 股权，获得沃尔沃技术、市场、品牌、全球供应链整合方面的能力；2018 年，吉利收购戴姆勒 9.69% 股份，成为其第一大股东。吉利收购沃尔沃是中国汽车企业最大的海外收购之一，收购沃尔沃之后，吉利提升了自身的品牌形象，通过吸收沃尔沃的技术，自身造车技艺也有提升。同时，吉利和沃尔沃合资设立领克品牌，走出了国产高端化的重要一步。

图表 20：吉利并购事项

时间	并购事项
1997	2400 万元收购德阳监狱汽车厂 70% 股权
2006	收购伦敦黑色出租车母公司锰铜控股 20% 股份
2009	2.57 亿港元收购澳大利亚变速箱公司 DSI
2010	15 亿美元收购沃尔沃汽车 100% 股权
2013	逾 1 亿人民币收购伦敦黑色出租公司剩余股权
2017	收购宝腾汽车 49.9% 和莲花汽车 51% 股份
2017	收购飞行汽车公司 Terrafugia
2017	收购沃尔沃集团（生产商用车）8.2% 股权
2018	收购戴姆勒 9.69% 股份，成为其第一大股东

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

吉利坚持自主研发，从“价格优势”向“技术领先”转变。吉利先以价格低、质量次的民企造车打开市场，从 2007 年开始实施“技术领先”的转型战略，产品结构不断向上拓展，品牌形象不断提高。吉利聚集了很多研发人才，根据汽车之家报道，2006 年吉利专业人才多达 900 余人。其中有工程院院士 2 名、外国专家 8 名、博士数十名、硕士数百名、高级工程师及研究员级高级工程师数百名。在开发手段上，吉利已迅速向世界先进水平靠拢，目前已完全具备了全数模的开发方式，拥有每年开发 2—3 款新车型的研发能力。吉利逐步掌握轿车核心部件研发技术，实现了自动变速器的设计制造，电子智能助力转向系统的设计生产，世界领先的大升功率发动机的设计制造及其整车设计、匹配、试验、验证技术的全面应用。

### 奇瑞汽车：车型定位准确，核心部件自我开发

**车型定位准确，低端出发逐步高端化。**奇瑞成功的首要原因就是先用低价车型打开市场，然后逐步提高质量和车型的营销策略。奇瑞 QQ 在上市之初到现在，其价格定位几乎都属于微型轿车的最低端 3 万元左右，而这一价格区间的竞争对手主要是奥拓，奥拓车型又相对比较过时，所以 QQ 就迅速填补了市场的需求。奇瑞再进一步扩大 QQ 价格的覆盖区间推出自动挡的高配车型，并且衍生出三厢车型，使其产品线覆盖了整个 3-5 万元的微型轿车市场。在产品定位上，奇瑞 QQ 是国内第一款为年轻人打造的轿车，面向年轻人和比较价廉的经济车市场。QQ 外观时尚，具有个性和青春气息，成为奇瑞的爆款车型。

**奇瑞坚持核心零部件自主研发。**从 2003 年开始，奇瑞就已经开始研发发动机，到如今，奇瑞已经有了 15 年的发动机研发史。在自主品牌还在运用三菱发动机的时候，奇瑞自主研发的第一台发动机早已装机，当长城、吉利还在逆向模拟的时候，奇瑞第二代发动机已经与大家见面多时。奇瑞第一代发动机搭载在奇瑞 QQ 上，最早投放的是体积最小排量最少的 0.8L 引擎，而后投放了一批 1.0L 引擎。奇瑞的第二代发动机的搭载车型有奇瑞 A3、瑞虎 3、瑞虎 5、瑞虎 7 等。二代车型最大的特点便是排量要比一代机要大，而且发动机的范例更多，比如瑞虎 3 搭载过 1.6T 机械增压产品，艾瑞泽 5 搭载 1.5T 涡轮增压引擎。核心零部件自主研发使奇瑞掌握了核心竞争力，对质量的控制更有把握。

**奇瑞拥有地方政府支持以及相对正规的制造管理体系。**奇瑞另一优势在于政府的支持，这支持最明显地体现在奇瑞和上汽的短暂联姻上。通过这个手段，奇瑞成功地解决了生产资质和产品纠纷两个大难题。奇瑞成立当初从一汽大众招揽了一批管理人员，将一汽大众很多制造管理制度带到了奇瑞，所以很多奇瑞的内部管理文件都有明显的大众体系印记。也许这些制度体系没有得到完全贯彻，但是至少保证了奇瑞知道正确的造车道路该如何走。

### 比亚迪：逆向研发，垂直整合节省成本

**比亚迪最初通过逆向研发，快速学习造车，节约造车成本。**要想在短时间内造出“好车”并不容易，比亚迪采用的方法就是“逆向研发”。比亚迪每年都会花数千万元购买各个品牌的全新车型进行拆解学习。其实这种“逆向研发”的方法并不是比亚迪针对汽车产业独创的，而是传承自电池产业。比亚迪最初通过拆解改装，只花了 100 多万就建成了一条电池生产线。此外，比亚迪早期通过垂直整合节省成本，实现用低价车占领市场的战略。2017 年，为顺应企业发展需求，比亚迪宣布放弃垂直整合战略，采用市场竞争机制进行采购，提升产品的质量。

**比亚迪开创了“分站上市”、“精准营销”的营销策略。**比亚迪还开创了“分站上市”的“精准营销”策略。这种策略的出发点是产品的服务必须要达到一定的标准，即在当地必须有足够多的经销商网络，只有达到了标准才会允许 F3 在当地上市。根据汽车之家报道，到 2006 年比亚迪 F3 在北京上市时其全国拥有近 500 个服务网点，300 多个销售网点。而发展到 2010 年，最多的时候其网点竟然达到了 1200 家左右。比亚迪把这 1200 家服务网点分成了四个大的销售网络分别销售当时旗下车型，其中 A1 网销售 F3、F6、S6；A2 网销售 F3R、F0、S8、L3；A3 网销售 F3R、G3；A4 网销售 M6。“分站上市”、“精准营销”使比亚迪迅速扩张网点，精准把握消费者需求。

**比亚迪新能源车受政策支持，强大的电池厂优势得到发挥。**比亚迪新能源车赶上政策补贴支持的大潮，根据盖世汽车报道，2015 年中国中央政府与地方政府对新能源汽车以及充电站的补贴达到 900 亿元左右。2016 年，中国政府特别是北京、上海两地对电动汽车的补贴占到汽车总价的 40% 左右，相比世界其他国家平均 10%~15% 的补贴，中国政府的补贴力度更大。电池是电动车制造的最关键部分，比亚迪是制造电池起家的，在电池研发制造、充电设施的普及和高速充电桩建设等方面，拥有核心技术。2016 年世界电动车电池市场占有率第一是日本 AECS（占有率 23.5%）第二是 LG 化学（占有率 16.6%）比亚迪排在第三位（占有率 15.1%）。拥有电池技术有利于比亚迪降低生产成本，迅速扩大市场占有率，并在原有的基础上继续进行技术创新，形成技术上的积累。



## 以史为鉴，胜者应具有素质

造车企业造车受阻的原因是多种多样的，通常一个企业遭遇挫折不是单一因素造成的。吉利、奇瑞和比亚迪成功道路虽然各有不同，但是有一定共性，强调自主研发、精准的车型定位都是其成功的核心因素。通过以上分析，我们认为真正能取得最后胜利的企业应该具有以下素质。

**资金充足，强大的资本市场融资能力。**汽车行业是一个“资本+技术”密集型行业，造车需要大量的前期资本投入，据初步估算，造车新势力要想实现量产汽车，至少要准备 200 亿现金。乐视、美的、青年莲花等造车失败都是因为资金链断裂，企业难以继续融资支持造车的后续投入，造成车型难以更新，错过市场良机。蔚来汽车和特斯拉都具有很强的融资能力，在资本市场上迅速融资，支持早期投入。特斯拉能够尽快 IPO 上市，实现二级市场融资，解决了其多年亏损带来的现金流问题。对造车新势力来说，尽早上市，在二级市场上融资支持后续的造车支出，无疑是一条明路。

**拥有自己的核心技术研发。**特斯拉从 2003 年开始，进行大量的研发投入，在造出第一款车之前，特斯拉已经研究了 5 年。特斯拉在技术方面的核心竞争力是强大的电池管理能力以及独特的纯电动车平台。截止 2018 年 3 月，美国专利商标局统计显示特斯拉申请的专利技术共计 322 项。特斯拉之所以能走向成功和它坚持自制有关系。它的竞争对手 Fisker 和 Coda 都采用了代工模式，代工模式虽然能让企业尽快造出新车，同时节省了成本。但是品质控制得不到保证，交货时间不能保证，都对品牌形象造成了较大的损害，最终这两家竞争对手都失败了。在中国，吉利收购沃尔沃吸收其造车技术，奇瑞持续投入发动机研发，比亚迪新能车拥有核心电池技术。一个成功的造车企业必须拥有自己的核心研发能力。

**拥有专业的管理团队。**对于初创企业，创始人和联合创始人是整个企业的灵魂。拥有一支懂汽车行业的团队至关重要，来自传统车企的“汽车人”配上来自新兴互联企业的“互联网人”似乎成为这一轮造车潮中车企高管的标配。春兰造车失败的例子，从侧面反映了跨界造车企业相信专业汽车团队重要性。“隔行如隔山”，空降不懂汽车的高管无疑对新造车企业的战略方向把握是一种伤害。一个新造车企业聘请传统汽车行业的“大佬”也要不要过多，避免失去强有力的决策者，造成管理层之间的矛盾。和谐富腾的分拆一定程度上是因为团队过于豪华，造成重心分散。

**成功的产品定位。**第一款量产车的销售情况往往决定了资本市场对造车企业的信心，所以第一款量产车的产品定位对于企业来说至关重要。特斯拉的竞争对手 Coda，定位中低端车型，但是产品造型老旧，质量一般，价格偏高，难以同传统车企的同类产品竞争，最终导致造车失败。华翔集团、吉奥汽车都是因为 2004 年过早的定位 SUV 产品，市场认可度不高，导致产品销售情况不佳，后期投入吃力。特斯拉定位高端智能化、纯电动汽车，以完全不同于传统燃油车的科技感，吸引了市场注意力，加速了产业变革。如何和相同价位传统车企生产的电动车竞争，是所有造车新势力必须回答的问题。

**成功的营销策略。**“体验店+互联网+直销”模式——营销模式的创新是特斯拉给汽车行业带来的宝贵财富之一。特斯拉不使用传统媒体投放广告，而是采用互联网口碑营销，以炫酷、科技和环保的理念成功吸引高端客户。特斯拉的首批用户都是明星等社会名流，给品牌高端时尚的定位。取得高端定位之后，特斯拉品牌开始下沉，推出 Model 3 试图在中端市场实现大规模销售。特斯拉的销售是颇具特色的线上线下结合的直销模式，不再设立传统的 4S 店，而是开体验店，客户体验满意之后，直接线上下单，实现直销，节约成本。如何在新能源车的红海中通过成功的营销，使自己站稳脚跟，也是决定造车新势力生死存亡的问题。

**尽快获得生产资质。**拿不到新能源车生产资质是新势力造车的拦路虎。空调巨头奥斯特就是因为政策变更，无法获得造车资质，最终无奈退出造车行列。之前的造车新势力为了获得生产资质，采取了代工、收购整车厂等方法。无疑尽早获得生产资质，占得先机，对造车新势力来说十分重要目前。国家已经发放 16 个新能源汽车生产资质，其中属于造车新

势力的有前途汽车、江苏敏安、万向集团、重庆金康、国能新能源、云度新能源、浙江合众。之前获得新能源汽车生产资质的大多是传统车企的子公司或者像万向集团、江苏敏安这种零部件企业跨界造车。新成立的互联网造车还没有获得生产资质的，这似乎是造车新势力必须迈过的一道难关。

**股东和谐，股权情况稳定。**多股东结构的造车势力很容易因为股东之间实力不对等，造成决策混乱，最终导致失败。吉奥汽车造车失败主要原因就是广汽和缪雪中双方实力不对等，在重大战略问题上产生分歧，最终导致企业停滞不前。波导集团和南汽也是在战略选择上，产生分歧，最终波导集团撤资退出，造车失败。造车新势力和谐富腾的失败一定程度上也是因为股东富士康撤资。股权稳定是造车成功的基石。



## 造车新势力未来格局展望

### 产品要求复杂，造车是一项复杂工程

汽车作为一个特殊的大众消费品，产品要求比较复杂。首先，汽车的科技含量并不低，混合动力系统、智能驾驶系统等技术革新要求大量研发投入。其次，制造一台车需要一万多个零部件，汽车行业拥有漫长的产业链，要求汽车企业有高超的供应链管理、质量管理、生产管理的能力。第三，安全性对汽车来说至关重要，这要求几乎 100% 的良品率，汽车行业设计了很多复杂的质量管理系统，防患于未然。除此之外，大批量生产要求严格预防错误发生以及严格控制成本。最后，汽车作为一种大众消费品，车型产品更新换代较快，对车企的研发储备和市场反应能力要求都非常高。以上种种要求，揭示了造车困难的原因，也使汽车行业成为制造业标杆。

### 新能源汽车未来可能有产能过剩风险

新能源汽车规划产能可能将达到国家设定目标 10 倍，有产能过剩风险。新华社旗下媒体《瞭望》周刊 2018 年 4 月发文指出，新能源汽车产业有产能过剩风险。2012 年 6 月，国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》设定的发展目标是：到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆。但是，中国经济观察报数据显示，2015 年至 2017 年 6 月底，国内已经落地的新能源整车项目超过了 200 个，相关投资金额高达 10000 亿元人民币以上，各类车企已经公开的新能源汽车产能规划超过 2000 万辆，是《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》设定目标的 10 倍。新能源汽车产能规划过剩，未来可能有一场惨烈的“厮杀”，胜者为王。

### BAT 等互联网巨头采取合作策略，并不直接参与造车

互联网龙头 BAT 更多的采取合作的方式参与造车，而不是自己投资设立整车厂。百度研发智能汽车之初便与数十家传统车企进行合作，只提供网联系统等软件部分。2017 年上海车展期间，百度发布 Apollo 自动驾驶计划后与奇瑞签约；2017 年 7 月 3 日，百度与一汽签署合作协议。阿里与百度类似，研发 YunOS 操作系统与上汽乘用车合作，16 年推出了爆款车型荣威 RX5，并大获成功。腾讯在汽车领域采取多点布局策略，入股特斯拉、蔚来汽车、滴滴等，触手伸至自动驾驶技术、车载硬件、车联网、互联网出行、二手车交易、P2P 租车、汽车后市场 O2O 等几乎所有领域。互联网巨头不自己涉足造车行业，而采用合作模式，说明造车确实颇有难度。

### 量产车型逐步推出，成功之路艰辛漫长

未来三年绝大多数造车新势力将推出量产车型，成功之路艰辛漫长。从历次造车史来看，造车潮都是在政策、技术变革和需求拉动三者驱动下形成的。每次造车潮都会出现几十家甚至上百家的造车企业，但每次能成为胜者的仅仅就是两三家而已。绝大多数的造车新势力会因为我们之前分析的种种原因倒在半路上。一家有可能成功的造车企业应该具备如下素质：拥有充足的资金、核心技术研发、专业的管理团队、成功的产品定位、成功的营销策略，尽快获得生产资质，股东和谐且稳定。按照这个标准来看，目前威马汽车、蔚来汽车、云度新能源、万向汽车等处于比较领先的位置。

## 造车新势力对汽车行业的影响

### 推动汽车新能源化、智能化、网联化进程

造车新势力为了在汽车行业的“红海”中站稳脚跟，必须标新立异。它们选择生产目前传统车企并没有丰富经验的纯电动车，车型的主要卖点是智能驾驶和网联互动，试图“弯道超车”。在美国，特斯拉在生产 Model S 时就已将实现智能汽车诸多功能的硬件预置到车辆中，因此特斯拉可以通过一次次的 OTA 空中升级逐步开启并不断完善这些功能。在中国，蔚来汽车推出 ES8，百公里加速 4.4s，续航里程 355km，配置 NIO Pilot 自动辅助驾驶系统。NIO Pilot 是现在最先进的自动辅助驾驶系统，具有先进的感知能力、计算能力、决策能力，搭载多个传感器、摄像头、雷达。造车新势力在智能化、电动化上的大胆尝试，也给传统整车厂带来压力，推进了汽车行业新能源化、智能化、网联化的进程。

### 新的销售模式：对传统 4S 店的创新与补充

“体验店+互联网+直销”模式是传统 4S 店的创新与补充。大多数造车新势力将要采用体验店和直销模式取代传统的 4S 店模式进行车辆的销售。蔚来汽车设有 NIO House 展厅，其中 40% 空间是车辆展区，更多的是一个互动娱乐空间。这种体验店模式更符合互联网时代以人为本的思维。消费者在体验店体验满意之后，可以直接在线上下单订购汽车。而厂商只需要根据订单生产，有效降低了库存和占用的营运资本。蔚来汽车表示以后用户体验、交流和内部管理都将通过互联网进行。如果这种直销模式能够成功，造车新势力将省去建 4S 店的费用，同时在第一线和客户接触，更能及时的相应客户的定制化需求。这种模式是传统 4S 店模式的创新与补充，4S 店模式仍是主流。

### 对上下游产业链的影响

#### 汽车零部件定制化增强，燃油车零部件需求短期影响不大

因为采用直销模式，满足客户定制化需求，造车新势力对零部件定制化要求将会提高。同时，新造车大多是纯电动车，对传统燃油车发动机系统零部件需求减少。电动汽车的发展目前没有形成规模效应，根据国家统计局数据，2017 年全国新能源汽车销量 71.6 万台，但是产业集中度并不高，单一型号车型产量仍然相对较低，规模效应并没有形成。造车新势力一开始规划产能都不高，对零部件企业的定制化需求增强。新能源汽车零部件从动力源到传动装置、转向装置等都发生了变化。由于新能源车渗透率比较低，对传统燃油车零部件需求短期影响不大，中长期可能构成威胁。我国新能源汽车零部件发展薄弱已经成为制约新能源汽车发展的瓶颈。传统零部件厂商可以适应新能源车需求积极开发新的产品。

#### 传统零部件行业因新能源汽车特殊需求迎来新的增长

新能源汽车和传统汽车在很多零部件系统上有差异，给传统零部件系统带来新的增长。以汽车热管理行业为例，传统汽车热管理系统因为新能源汽车热管理的需求迎来新的增长。传统燃油车的热管理包括空调和发动机等其他发热设备，新能源汽车热管理包括空调、电池、电机电控和其他电子设备管理。空调系统方面，传统汽车空调通过发动机压缩机制冷、利用发动机余热制热，新能源汽车空调系统通过电动压缩机制冷，通过电加热设备或效率更高的热泵空调制热。电池热管理系统更是新能源汽车热管理系统的核心。新能源汽车电池液冷方案中冷却液的流动需要电子水泵。我们预计汽车热管理这样的细分零部件将因为新能源汽车需求迎来新的增长点。

#### 对电池、电机、电控等高端新能源汽车零部件需求增强

造车新势力新能源整车性能要求高，推动新能源汽车核心三电系统（电池、电机、电控）发展。蔚来汽车推出的 ES8 要求续航里程 355km，百公里加速低于 5 秒，威马汽车要求续航里程达到 450km。造车新势力定位以纯电动车为主，续航里程大多要求在 300km 以上，同时高端新造车对电动车的加速性能也有一定要求，所以新造车势力对高端动力电池需求将增强。目前，我国动力电池行业呈现低端产能过剩，高端产能不足的局面。新造车势力的崛起会加速电池行业龙头崛起。特斯拉的电池管理系统是其最强大的核心技术之一，它采用“小电池+BMS 系统”来保证电池的一致性和安全性。造车新势力想要造出对标特斯拉的高端电动车，其对高端电控零部件的需求也会很强烈。

### 汽车电子产业崛起，提供硬件基础

智能驾驶和网联化是新造车的标志性要求，未来智能驾驶零部件需求将增强。ADAS 现阶段具有业机遇，有望率先站上风口迎来较快增长。感知识别领域是目前国内 ADAS 模块中最具发展潜力的板块。感知模块中视觉技术、激光雷达技术、毫米波雷达技术都已进入相对稳定的发展状态，结合各自优势实现技术融合是发展的主要趋势。由于在触摸屏、通讯基础、云数据等领域具有一定基础，中国厂商在 HMI、车联网、大数据这三大智能驾驶子领域中与国际巨头差距相对较小，具备今后竞争的主动权。此外，车主大数据也是国内厂商布局车联网的重要因素，通过对数据分析与合理运用，相关企业有望实现硬件之外的附加值或者为其他业务提供协同服务。造车新势力的崛起，将推动汽车电子产业兴起。

### 均胜电子、天汽模等零部件商已经进入新造车供应链体系

均胜电子、天汽模等零部件商已经进入蔚来汽车、威马汽车、特斯拉产业链。均胜电子主要为蔚来汽车提供前视摄像头，为特斯拉提供 BMS、方向盘元件、人机交互、汽车电子、传感器等等零部件，未来有望切入其他新造车企业产业链中；天汽模为威马汽车、特斯拉提供车身模具；新能源汽车热管理龙头三花智控为蔚来汽车提供电磁膨胀阀，为特斯拉提供空调零部件等热管理系统零部件；拓普集团为特斯拉供应 NVH 零部件，未来有望切入其他新造车产业链。

### 对整车企业的影响：对传统车企可能造成冲击

高端整车厂将推出更先进车型参与竞争，低端整车厂可能被新造车势力收购或沦为代工。为适应汽车新能源化和智能化的行业趋势，整车龙头企业也逐步推出带有先进自动驾驶辅助系统的纯电动汽车。比如，2016 年，上汽推出全球首款互联网插电式混动 SUV 荣威 eRX5，该车型载上汽“蓝芯”、“绿芯”技术和阿里智能互联系统，最大综合续航里程可达 650km。国际上，奔驰、奥迪、宝马在内的众多国际大牌都开始将未来 10 年的新一轮战略布局投放到纯电动领域。在造车史上，新造车势力通过收购小的造车厂获得生产资质屡见不鲜。目前，蔚来汽车由江淮汽车代工，小鹏汽车则与海马汽车签订代工协议。未来，高端整车厂商不断推出创新车型抢占市场，而技术相对落后的整车厂有被收购或者沦为代工的可能。

**投资建议：**尽管造车存在许多困难需要克服，但是造车新势力的崛起是行业技术革新以及政策支持双重推动下的必然趋势。2018 年，造车新势力开始逐渐量产，接受市场考验，未来造车新势力必然会迎来激烈的竞争，成功之路艰辛漫长。但是，造车新势力推动了汽车行业电动化和智能化的进程，创新了行业营销模式，新能源汽车和汽车电子零部件供应商将从中获益。推荐新能源汽车三电（电池、电机、电控）产业链、汽车电子技术领先的龙头标的以及已经进入造车新势力供应链的上游零部件标的，我们建议关注布局新能源、智能驾驶领域的零部件龙头华域汽车，已经切入特斯拉产业链的拓普集团，已经为新造车提供模具的天汽模，新能源汽车热管理龙头三花智控，汽车电子龙头均胜电子。



## 华域汽车，积极布局电动化+智能化领域

华域汽车，于 2009 年在上海证券交易所上市，总部位于上海。公司业务为独立汽车零部件研发、生产及销售。主要包括“金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源”六个业务板块。2017 年营业收入 1404.87 亿元，净利润 65.54 亿元。

### 业务品类：六大品类，内外饰为核心

**国内综合性零部件龙头，零部件业务覆盖广泛。**公司业务涉及金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源六个业务板块，覆盖 30 种以上汽车零部件品种。其中核心业务为内外饰，包括仪表板、门板、座椅、保险杠、车灯等，根据 2017 年年报披露，其营业收入占公司总收入的 64.37%，贡献毛利比例为 64.33%；其次为功能件，包括悬架弹簧、传动轴、制动钳、稳定杆、邮箱、空调压缩机等，其营业收入占公司收入的 20.68%，贡献毛利比例为 20.94%。

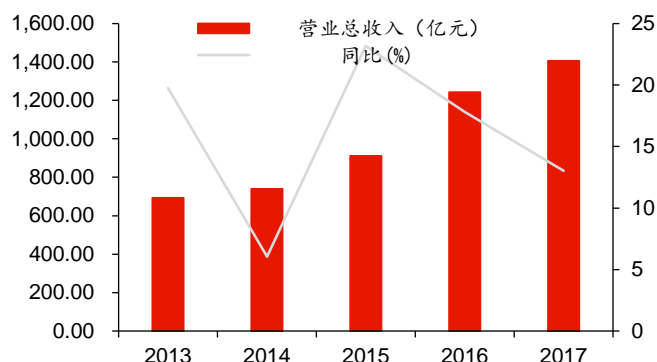
**内饰业务持续加码，重组后延锋内饰具备全球竞争能力。**2013 年 12 月，华域汽车收购伟世通持有的延锋伟世通 50% 股权，实现全资控股，并更名为延锋汽车饰件系统有限公司（简称“延锋公司”）。2015 年 11 月，延锋公司与江森自控进行内饰业务重组，形成全球规模最大的内饰件供应商延锋汽车内饰系统有限公司（简称“延锋内饰”），其中华域汽车持股 70%，江森自控持股 30%。延锋内饰抓住北美汽车市场增长机遇，在美内饰业务陆续获得福特、通用、奔驰、宝马等全球整车客户未来车型配套定点，为内饰业务实现海外运营稳中有升总体目标打下坚实基础，为全球内饰业务协同作用发挥创造良好条件。

**沿用先合资后收购策略，收购车灯龙头上海小系。**上海小系车灯是华域与日本株式会社小系制作所和丰田通商株式会社于 1989 年合资设立，华域占 50% 股权。2017 年华域汽车收购上海小系剩下 50% 股权，上海小系成为华域全资子公司。上海小系专业生产销售各种汽车电子照明灯具，含数百个类品种，国内主要车企基本都覆盖。华域汽车发展车灯业务与内饰业务道路相似，均是由前期成立合资公司培育业务，后期全资收购做大体量的发展模式。2017 年公司车灯销量 6477 万件，同比增长 13.22%。

**车灯业务国内领先，受益车灯行业高增长前景。**LED 灯技术替代和自主替代进口双轮驱动，国内车灯行业保持较高增速。国内车灯市场呈现“一超多强”格局。“一超”指上海小系，由于在国内市场起步早、起点高、中方股东为上海华域汽车，主要为上海大众、上海通用、一汽丰田等大型整车制造企业配套，市场份额领先于其他企业，显现明显的竞争优势。“多强”指广州斯坦雷、长春海拉、湖北法雷奥等外资企业和常州星宇为代表的规模较大的内资企业。上海小系作为国内市场份额第一的车灯企业具备良好的市场基础，且上海小系深度绑定南北大众与上汽通用，上汽集团 2016、17 年都是强产品周期，18 年一汽大众将会迎来强势产品周期，所以上海小系市场份额有望进一步提升。

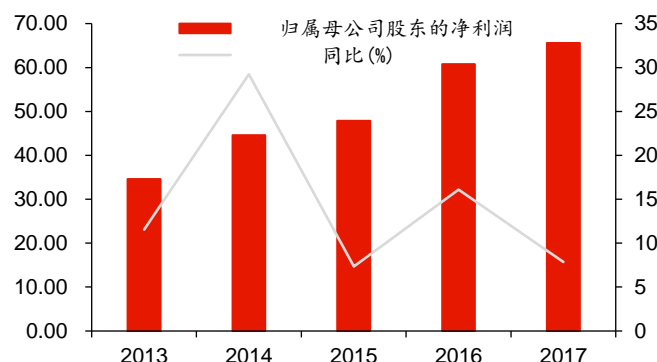
**受益于国内汽车销量持续提升，公司业绩稳步增长。**华域汽车属于汽车零部件行业，与整车行业的发展密切相关。汽车产销量不断增长使整车厂增加对汽车零部件的采购量，从而带动公司前装零部件业务的快速发展。16 年度营业收入达到 1243 亿，同比增长 17.82%，归母净利润 60.76 亿，同比增长 16.11%；17 年营业收入达 1404.87 亿，同比增长 13.03%；归母净利润 65.54 亿，同比增长 7.87%。

图表21： 华域汽车 2011-2017 营业收入及增速



资料来源：华域汽车公告、华泰证券研究所

图表22： 华域汽车 2011-2017 归母净利润及增速



资料来源：华域汽车公告、华泰证券研究所

### 毫米波雷达及电驱动等新兴业务有望切入新造车供应链

借助 ADAS 系统快速深入汽车智能化领域。公司加快在智能驾驶等新兴业务领域的拓展，重视在 ADAS 系统、尤其是毫米波雷达业务的布局。华域坚持自主研发突破核心技术和集成资源快速实现批量生产并举的策略，2016 年上半年已完成 24GHz 后向毫米波雷达的功能样件开发和 77GHz 前向毫米波雷达的原理样机开发，公司自主设计的毫米波雷达生产线正投入建设。另外，在车载前视系统领域，与韩国摄影镜头模块专业制造商与半导体设备供货商 Cammsys 展开技术合作，从而丰富华域 ADAS 产品路线图的实现路径、加速公司 ADAS 系列产品的产业化，对其实现汽车“智能化”的目标具有强劲的推动作用。

图表23： 毫米波雷达构造



资料来源：搜狐汽车、华泰证券研究所

加码电驱动系统，深化新能源领域发展。华域汽车电动系统有限公司在优化对上汽乘用车、众泰汽车等整车客户现有新能源驱动电机、电机控制器等产品供货能力的基础上，完成对上汽大通商用车项目的电机驱动系统批产，及燃料电池项目电机驱动系统定点配套等工作，并进一步深化与德国大众、宝马中国、广汽乘用车、长城汽车等整车客户的技术交流。为满足整车客户配套需要，公司建立起了覆盖中国、北美、欧洲、南非、东南亚等多地区的生产基地。2017 年 10 月，公司公告拟与麦格纳共同投资设立华域麦格纳电驱动系统有限公司（华域占比 50.1%），并已获得大众集团电动汽车 MEB 平台电驱动系统总成的相关产品意向书。



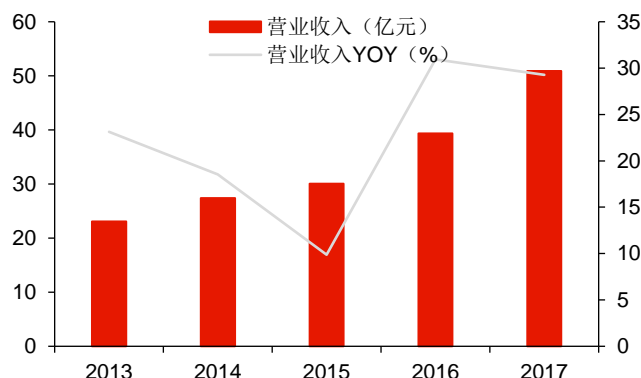
## 拓普集团：NVH 龙头，轻量化+智能化业务亮点

公司是汽车 NVH(噪声、振动、声振粗糙度)领域龙头企业，目前涵盖减震器、内饰功能件、轻量化底盘(铝合金控制臂)、智能刹车系统等四大业务板块的多系列产品。近年来，公司凭借一流的研发能力、生产工艺及制造水平已逐步获得国际汽车界的认可，成为国内较早进入全球整车配套零部件采购体系的自主品牌汽车零部件生产企业，先后进入通用汽车、克莱斯勒、奥迪、宝马等知名汽车制造商的全球研发体系及零部件采购体系，逐渐成长为面向国际、国内两个市场，专业化和规模化的汽车 NVH 零部件系统集成供应商。

## 全年业绩增速可观，优质客户带动业绩上涨

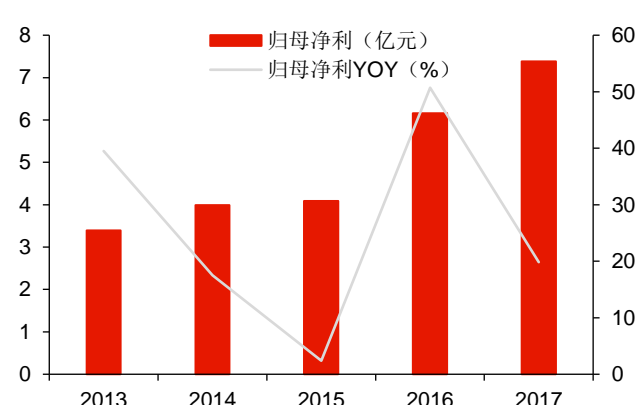
公司于 2018 年 4 月 19 日发布 2017 年年报，全年实现营收 50.9 亿，同比增长 29.27%；归母净利润 7.38 亿元，较上年同比增长 19.87%。2017 年 6 月之后净利润增速明显放缓的主要原因是上游铝锭、橡胶原材料涨价以及 9 月环保核查导致成本提高。2017 年国产自主品牌乘用车销量高增速，其中上汽乘用车销量 52.2 万辆，同比+62.3%；吉利汽车销量 124.7 万辆，同比+63%。公司作为上海通用、吉利等车型核心配套零件供应商，在减震器、内饰件、轻量化悬架、智能刹车系统四大业务板块销量均实现稳步增长，进而带动公司营收和利润的增长。

图表24：拓普集团 2013-2017 营收情况



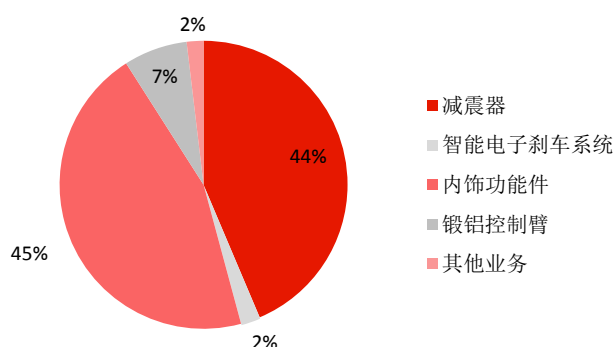
资料来源：拓普集团公告、华泰证券研究所

图表25：拓普集团 2013-2017 归母净利润情况



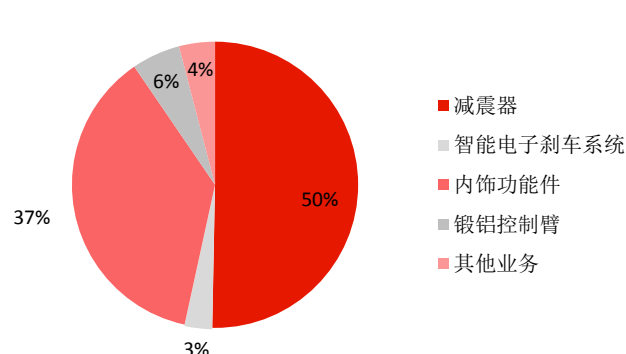
资料来源：拓普集团公告、华泰证券研究所

图表26：拓普集团 2017 年营收构成



资料来源：拓普集团 2017 年中报公告、华泰证券研究所

图表27：拓普集团 2017 年毛利构成



资料来源：拓普集团 2017 年中报公告、华泰证券研究所

## 受益新能源汽车，轻量化业务成未来亮点

汽车零部件轻量化趋势明朗，公司轻量化悬架业务(含锻铝控制臂)将成为业绩新增长点。2017 年公司此项业务实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 45.09%。公司产品已供货吉利、东风、广汽、北汽等主流自主品牌整车厂。2016 年 8 月 23 日，公司收到特斯拉签发《供应商定点协议》正式成为特斯拉的供应商，将向特斯拉供应轻量化铝合金底盘结构件，应

用于特斯拉 Model3 车型；子公司宁波拓普将为比亚迪新能源汽车和蔚来智能电动汽车配套供应轻量化悬架产品。公司未来有望获得更多国际整车厂商认可，进一步打开产品市场空间。同时公司深入布局底盘系统，扩大底盘产品线，提升公司的综合竞争力。公司于 2017 年 12 月完成四川福多纳的收购交割，福多纳作为专业生产汽车高强度钢底盘的供应商，收购完成后在轻量化铝合金底盘和高强度钢底盘研究方面有协同价值。公司一系列重大成果，将进一步扩大公司在该行业的领先优势，为公司深度实践智能化、全球化奠定坚实基础。

### 开拓智能刹车系统，打开深度国产替代新空间

公司战略布局汽车电子化、智能化方向，成为细分领域内“深度国产替代”的先锋企业。公司的智能刹车系统业务 2017 年实现营收 1.11 万元，2015 年至 2017 年毛利率均超 40%。智能刹车系统作为实现无人驾驶和主动安全的核心模块，并作为新能源汽车的首选制动系统，是公司重点发展项目。同时，随着汽车行业节能减排的发展趋势，动力升级必然导致传统制动助力装置的升级，电子真空泵可以满足其需求，为汽车厂动力升级从而实现节能减排提供保障。因此，我们预期智能刹车系统业务盈利贡献占比将继续不断提升。2017 年公司以非公开发行股票方式募集 23.95 亿元建设年产 260 万套的电子真空泵和 150 万套智能刹车 IBS 的项目，通过业务结构优化升级来提高公司在汽车核心零部件领域的竞争力，保持世界领先的行业地位。

图表28： 2017 年定增募资投向项目

	汽车电子真空泵项目（万元）	汽车智能刹车系统项目（万元）
投资总额	64,935.67	221,122.09
投入募资金额	43,340.12	196,174.00
达产产能	年产 260 万套	年产 150 万套
项目建设期	2 年	2 年
实施主体	宁波拓普底盘科技有限公司	宁波拓普集团股份有限公司

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 布局两大生产基地，产能扩张保障未来发展

随着自主品牌的崛起和海外市场的逐步打开，自 2016 年以来，公司为了满足不断增长的订单需求，围绕核心客户持续布局生产基地，有效地增强客户粘性，降低产品的生产和运输成本。2017 年子公司台州拓普拟在头门港经济开发区投资 2.5 亿建设年产 30 万套汽车 NVH 内饰功能件系统项目；集团拟在湘潭经济技术开发区投资 10 亿建设年产 30 万套内饰功能件项目及年产 60 万套底盘系统项目生产基地。预计随着新建项目的逐步投产，公司传统 NVH 业务板块会在较大基数的基础上继续保持较快增速，同时布局新兴项目、扩大未来业务板块的产能储备亦会逐步发挥协同效应，为公司的可持续发展奠定良好基础。

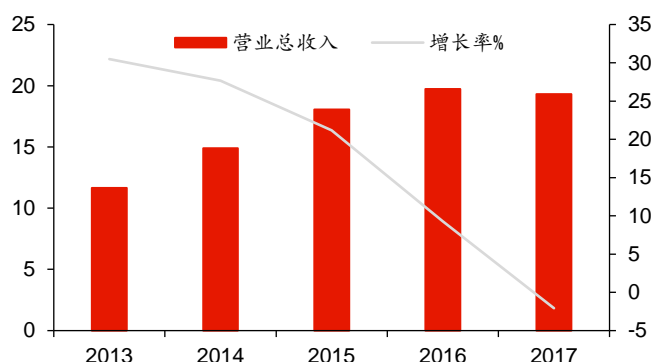
## 天汽模：车身模具业务受益新能源汽车订单

公司是国内最大的汽车覆盖件模具供应商，主要产品包括汽车车身覆盖件模具、汽车车身冲压件、检具及装焊夹具等，于 2010 年 10 月 25 日上市。近年来，公司持续稳定发展，经营规模不断扩大，现已成为全球生产规模最大的汽车覆盖件模具企业。公司客户包括上海通用、一汽大众、广汽丰田、北京奔驰、北京现代等合资企业；奇瑞汽车、长城汽车等国内自主品牌汽车企业。在国际市场，公司已为福特、标致雪铁龙、奔驰、宝马、奥迪、保时捷、特斯拉等众多国际著名汽车企业提供模具开发制造服务，广泛的客户资源为公司主营业务的持续发展提供保障。多年来，公司以优质的产品和服务取得了国内外客户的广泛信赖。“天汽模”已成为汽车模具行业公认的优质品牌。

## 17 年业绩略有下降，未来订单在手

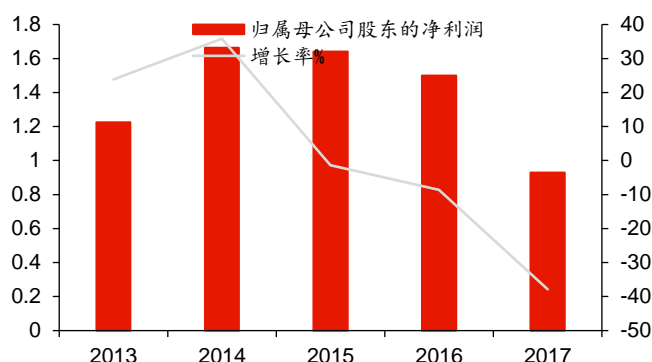
2018 年 4 月 14 日，公司发布 2017 年度报告，全年实现营收 19.31 亿元，同比降低 2.07%；归母净利为 9,326.21 万元，同比降低 37.84%。业绩下滑主要由于占比最大的汽车模具业务具有订单金额不均衡，产品生产和验收周期长的特点，而在 2017 年，公司已达终验收项目的规模较低、部分周期长的模具项目毛利率较低，因此业务利润下降明显；同时，车身冲压件业务受主机厂销量下滑影响，利润未达预期。2016 年，公司累计新签模具订单约 13.51 亿元人民币，2017 年公司进一步加强和扩大国内外市场的开拓力度，公司承接模具订单 16.02 亿元，创历史新高，且订单质量明显改善。目前公司在手订单 30 亿，充足的订单储备保证公司未来的持续发展。

图表29：天汽模 2013-2017 营收情况



资料来源：天汽模公告、华泰证券研究所

图表30：天汽模 2013-2017 归母净利润情况



资料来源：天汽模公告、华泰证券研究所

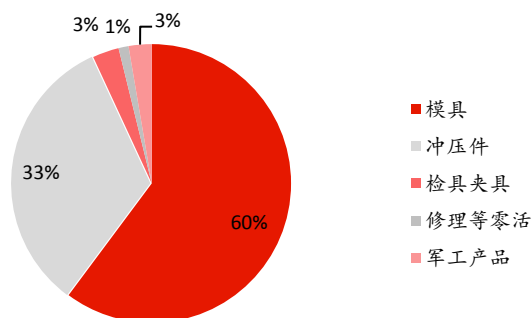
## 受益于新能源汽车高增长，与造车新势力展开合作

新能源汽车的不断发展和推广，为汽车模具企业的发展带来了新的机会。公司模具业务在手订单中来自于新能源汽车厂家的订单持续上升，新能源汽车的主要客户也在不断增多，除原有客户特斯拉、国能汽车、蔚来汽车、合众汽车、新大洋以外，新增了北汽新能源、智车优行、威马汽车、小鹏汽车、零跑汽车等新兴新能源汽车企业。同时新能源汽车对于模具市场需求增加也带来了公司参与其装焊、冲压业务的合作机会。2017 年公司已与蔚来汽车、国能汽车签订了冲压件及装焊业务供货协议，为公司在新能源汽车领域的布局打下一定基础。

## 冲压业务结构调整

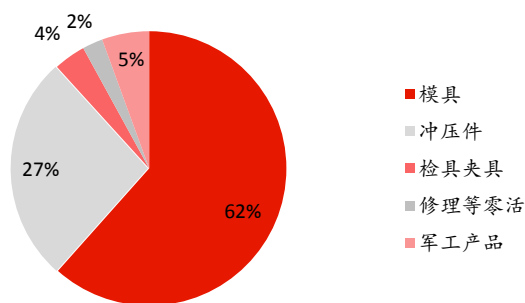
2017 年，实现冲压件收入 6.28 亿元，占总营收 32.54%。2017 年，公司已完成冲压业务的产品结构调整，冲压业务毛利基本稳定。受主机厂变速箱销售较好影响，公司子公司湘潭天汽模普瑞森业绩增长显著，带动了冲压业务板块毛利的提升。同时 2017 年公司新增河北中兴、北汽新能源、国能、蔚来汽车等冲压客户。

图表31： 天汽模 2017 年营收构成



资料来源：天汽模 2017 年报告公告、华泰证券研究所

图表32： 天汽模 2017 年毛利构成



资料来源：天汽模 2017 年报告公告、华泰证券研究所

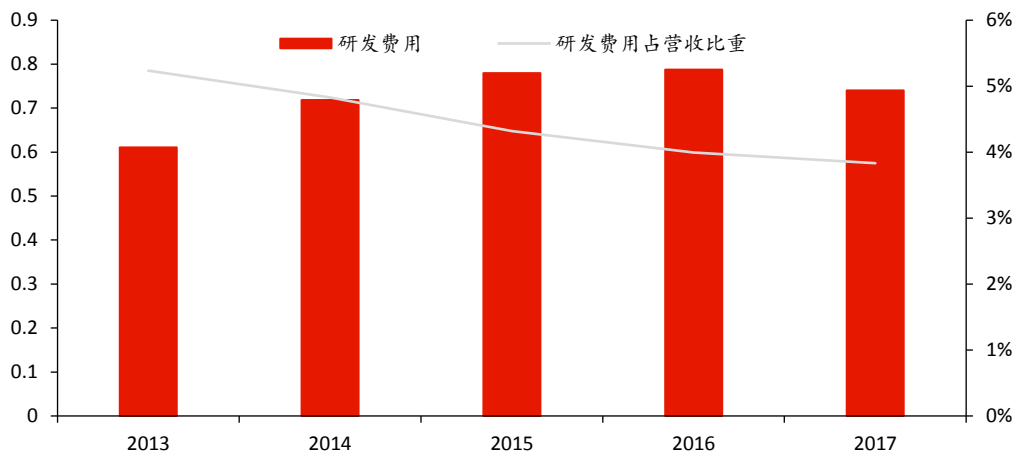
### 外延布局海外市场，公司加快收购步伐

公司基于公司全球化战略布局，积极通过外延并购方式布局海外市场。虽然 2017 年公司海外营收 4.87 亿元，同比下降 5.06%，但其中前年亏损的德国子公司经营状况已逐渐向好，实现营业收入 2.50 亿元，较上年同期增长 6.38%；净利润 1,297.81 万元，实现了扭亏为盈。2017 年 4 月，公司发布公告拟在美国投资设立 TQMNA 并以此收购 DieTech，DieTech 是美国通用汽车的战略供应商，如能成功收购有利于公司扩大北美业务规模，承接美国通用、福特、特斯拉等国际知名汽车主机厂更多的模具业务订单。收购完成后，公司国内外业务的协同效应将显，产品交货周期有望缩短，公司模具技术水平和品牌知名度将迎来进一步提升。目前，美国收购项目的主要合同条款已经基本谈完。公司逐步从“进口替代”发展为参与国际竞争，打造模具“中国制造”的标杆。

### 高研发投入，技术领先

汽车覆盖件模具设计、生产的各个环节对装备、技术水平要求较高，公司重视研发投入，近 5 年来研发费用占营收比例在 4% 以上，在行业内拥有明显的技术优势。在设计技术方面，公司建成了囊括车身所有冲压件的工艺分析和模具结构设计的数据库，为模具开发提供了有力的技术支持，居国内领先地位；在计算机软件应用方面，公司实现了 100% 的制件 CAE 分析、100% 的模具全三维实体设计、100% 的模具设计防干涉检查、100% 的实型数控加工，达到了国际先进水平；在研发装备方面，公司采用的数码照相、光学投影、机械触指等各种原理的大型测量设备和技术。截至 2017 年末，公司拥有软件著作权 38 项，商标权 4 项，专利 141 项，其中实用新型专利 114 项，发明专利 27 项。研发投入为公司中长期发展注入内生增长动力。

图表33： 天汽模 2013-2017 年研发支出情况



资料来源：天汽模公司公告、华泰证券研究所



## 三花智控，新能源汽车热管理龙头

近年来，众多零部件厂商纷纷加速布局新能源汽车产业链，三花智控也通过收购三花汽零，完成了对新能源产业链的布局。三花智控成立于 1994 年，是全球制冷控制元器件的领军企业，于 2004 年在深交所上市。公司主要生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件、咖啡机、洗碗机、洗衣机的元器件及部件。公司在保持白色家电业务稳定增长的同时，于 2017 年 8 月完成对集团旗下优质资产三花汽零的收购，进军新能源汽车零部件领域。同时募集 13.22 亿资金，用于三花汽零项目建设。据公司 2017 年年报，公司全年营收 95.81 亿元（同比+25.14%），归母净利 12.36 亿元（同比+24.72%）。

图表34： 2017 年配套募集资金主要建设项目（单位：万元）

项目	总投入额	募集资金投入
年产 1150 万套新能源汽车零部件建设项目	55498	50362
新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造	50377	45495
新增年产 1270 万套汽车空调控制部件技术改造	22865	20874
扩建产品测试及生产辅助用房	13600	13400
支付此次交易中介费用	2100	2100
合计	144400	132231

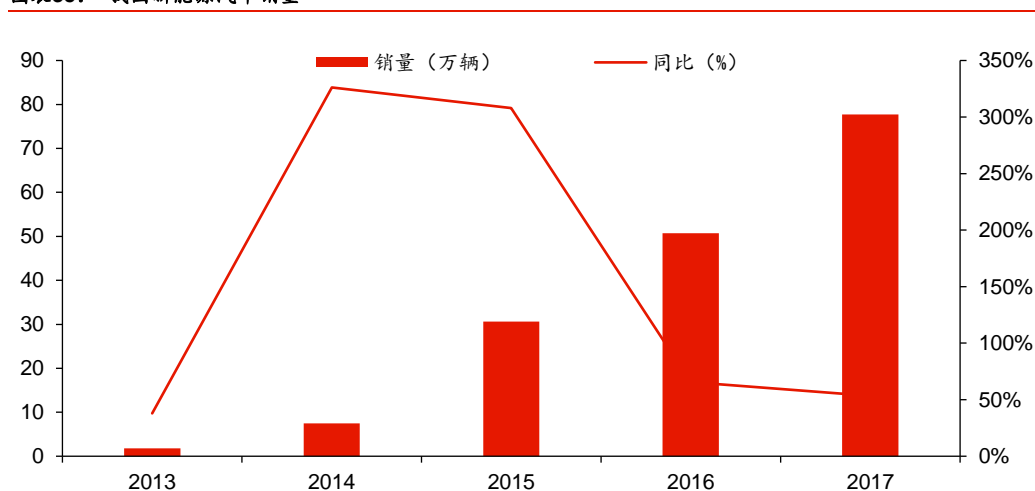
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 收购三花汽零，打开未来增长空间

三花汽零传统主营产品是汽车空调的热力膨胀阀和贮液器。热力膨胀阀和贮液器是汽车空调核心零部件，其中热力膨胀阀类似于压缩机，在空调运行期间起着节流降压和调节流量的作用；贮液器产品安装于冷凝器和膨胀阀之间，具有储液、干燥、过滤等功能。目前公司已经成为热力膨胀阀和贮液器的全球主要供应商，并已成为法雷奥、马勒贝洱等全球认证供应商及长期合作伙伴。

布局新能源车热管理，打开未来增长新空间。新能源汽车热管理的效果将直接影响到续航里程和使用寿命，因此新能源汽车对热管理的需求也高于传统汽车，公司产品不但能够满足新能源汽车优化能源使用，提升续航里程需求，同时也能实现传统汽车对于节能减排和性能稳定的平衡需求，产品性能优势明显。据中汽协数据，2017 年我国新能源汽车销量 77.7 万辆，同比+53.3%。我们认为公司未来有望受益于新能源汽车销量的高速增长。

图表35： 我国新能源汽车销量



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

## 进入特斯拉产业链，与新造车势力合作值得期待

公司的客户有吉利、比亚迪、上汽、北汽、广汽等国内主机厂，以及福特、戴姆勒、通用、沃尔沃等国外主机厂。此外，公司还是特斯拉一级供应商，主要向特斯拉供应膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵等产品，并已取得 Model 3 新能源换热器、电子膨胀阀等产品的供货

权。同时，根据公司近期公告，三花汽零被确定为蔚来电动汽车第二代量产车热管理部件的供货商，相关车型预计于 2019 年批量上市。我们认为特斯拉及蔚来等造车新势力新车型的量产将增厚公司未来业绩。

图表36： 公司主要客户



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

## 均胜电子，汽车电子龙头进入新造车供应链

均胜电子于 2011 年借壳 ST 得亨上市，通过外延并购和内生增长双轮驱动战略，公司逐渐形成在高端汽车电子领域的核心竞争力，并在汽车安全电子、智能汽车电子和新能源汽车电子领域达到全球领先的水平。公司目前已成为全球化的汽车零部件顶级供应商，主要客户涵盖了宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等全球整车厂商与国内一线自主品牌。2016 年营业收入 185.52 亿元，归母净利 4.53 亿元，同比增长 13.46%。

## 发展历程：借壳上市，兼并收购打下坚实基础

均胜电子成立于 2004 年，上市后收购了汽车电子公司德国 PREH、德国机器人公司 IMA、德国 QUIN、汽车安全系统全球供应商美国 KSS 以及智能车联领域的德国 TS。主要产品已覆盖人机交互（HMI）、行车安全（主、被动安全）、影音娱乐（Infotainment）和车载互联（Connectivity）领域，并在全球处于主流和领先水平。结合原有的新能源业务和功能件业务，均胜已成为全球汽车供应商领域不可忽视的力量，为长期可持续发展打下坚实基础。

图表37：均胜电子收购兼并历程

年份	历史事件
2004 年	公司成立，从事汽车功能件生产
2008 年	成为大众 A 级供应商，通用全球供应商
2011 年	A 股借壳上市，完成对德国普瑞的收购，完成了汽车零部件国内外战略布局
2013 年	收购德国软件开发公司 Innoventis，专注于汽车行业中的电子网络系统软件开发
2014 年	收购德国机器人公司 IMA，布局工业机器人集成领域
2015 年	收购德国高端内饰，功能件公司 QUIN，增加 HMI 有关的高端内饰件产品线 转让华德塑料股权，剥离低价汽车功能件业务
2016 年	收购汽车安全系统全球供应商美国 KSS 以及智能车联领域的德国 TS
2017 年	保持智能制造业务独立性，将 PrehAutomation 股权转让给 PIAHolding 签署谅解备忘录，拟购买高田 PSAN 业务以外的（汽车安全相关）主要资产

资料来源：均胜电子公告、华泰证券研究所

2017 年公司积极全球整合扩张，增加规模效应，先后对汽车电子、KSS 子公司增资。公司在 6 月与高田签订《谅解备忘录》，拟收购高田除硝酸铵气体发生器业务以外的资产，于 2017 年 11 月签署购买协议，并在 2018 年 4 月 12 日完成资产交割。公司抓紧市场机遇，积极拓展主被动安全市场。

图表38：2017 年均胜电子重大事件

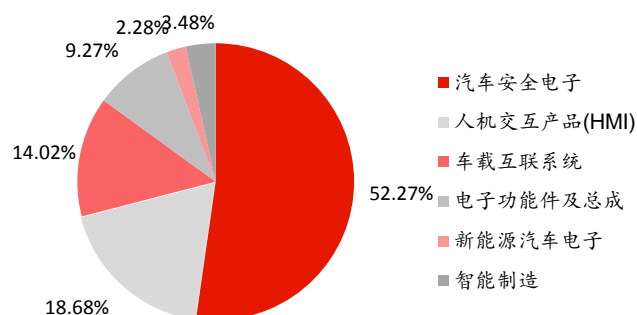
日期	重大事件
2017 年 4 月 14 日	对汽车电子进行增资，增资总金额为 4.43 亿元
2017 年 5 月 5 日	以自有资金对 KSS 增资 3,000 万美元
2017 年 6 月 26 日	与高田签署资产购买《谅解备忘录》，拟购买高田除硝酸铵气体发生器业务以外的资产（包括方向盘、安全带、气囊模块、电子件、非-PSAN 气体发生器和替换件等）
2017 年 11 月 4 日	公司拟与国投创新及其管理的先进基金，对 KSS（后调整为均胜安全）进行增资：公司拟出资 1.5 亿美元，国投创新管理的先进基金出资 2.5 亿美元，总共出资 4 亿美元

资料来源：均胜电子公告、华泰证券研究所

## 深入布局六大业务，打造全球领先的汽车电子和安全技术提供商

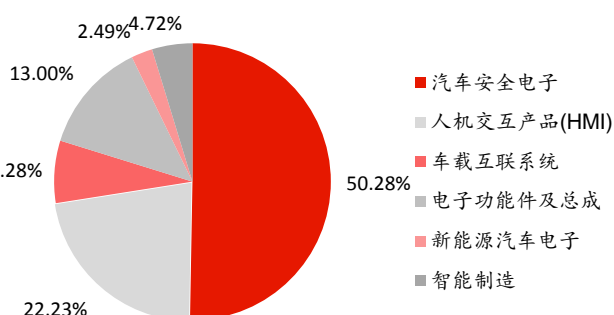
公司主要分为六块业务：人机交互产品（HMI）业务、新能源汽车电子业务、汽车安全系统业务、智能车联业务、功能件业务、融合和前瞻性业务。2017 年前 6 月新能源汽车电子业务实现营收 2.94 亿元，同比增长 20.15%，维持较高的增速；汽车安全系统业务并购后整合效果良好，订单新增近 13 亿美元，实现营收 67.35 亿元。智能车联业务实现营收约 18.07 亿元，同比增长 188.61%，毛利率为 9.43%，同比提高了 1.17 个百分点，新获得订单数合计约 2.2 亿欧元。

图表39： 均胜电子 2017 年上半年营业收入构成



资料来源：均胜电子 2017 年中报、华泰证券研究所

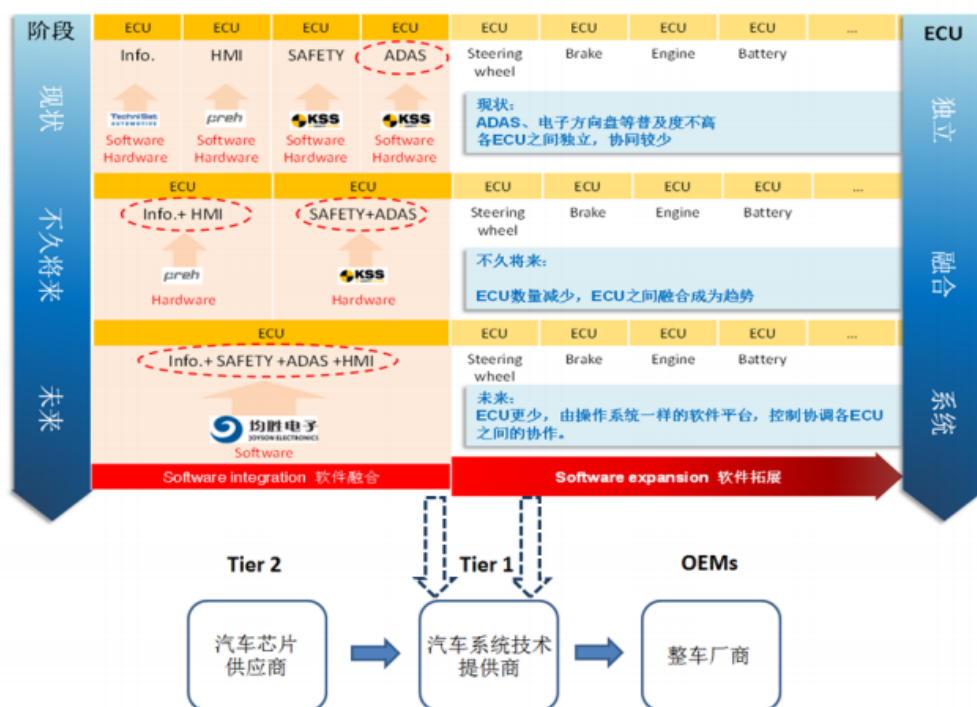
图表40： 均胜电子 2016 年毛利构成



资料来源：均胜电子 2017 年中报、华泰证券研究所

未来，公司将顺应汽车行业产业链发展，朝着集硬件、软件和数据服务为一体的技术供应商的方向不断努力前进，以最终实现从零部件企业向技术提供商的升级。

图表41： 均胜电子-未来汽车产业链自我定位



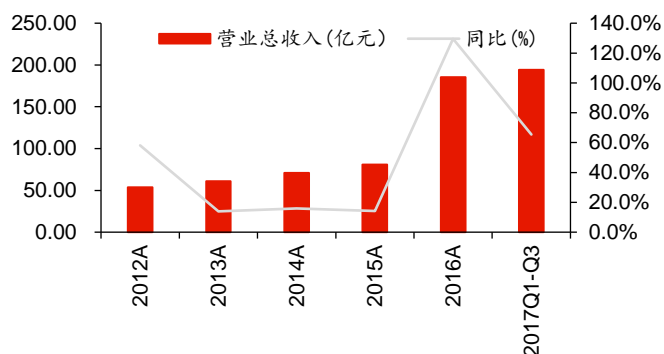
资料来源：均胜汽车 2017 年中报、华泰证券研究所

### 业绩情况：并购汽车电子标的，促进业绩高增长

自 2016 年公司收购 KSS 和 PCC 以来，整体业务高速增长，2016 年营收增长 129.54%；2017 年 KSS 和 PCC(原 TS)并表叠加新能源汽车(BMS)、车载互联和主动安全(ADAS)快速发展，公司整体营收维持高增速。2017 年前 9 个月，公司实现营收 194.12 亿元，归母净利润 8.87 亿元，同比分别增长约 65.46%和 119.78%。

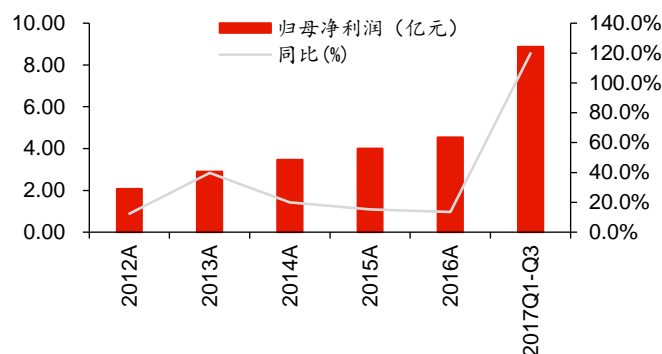


图表42： 均胜电子 2012-2017Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：均胜电子 2017 年三季度报、华泰证券研究所

图表43： 均胜电子 2012-2017Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：均胜电子 2017 年三季度报、华泰证券研究所

### 重视新兴客户，进入造车新势力供应链

公司非常重视与新兴公司的合作，已经进入多家造车新势力供应链。2015 年，公司已进入特斯拉传感器供应体系。公司的子公司 KSS 公司获特斯拉 Model X 安全带订单, Model 3 方向盘、安全气囊订单，为公司进入主动安全、新能源汽车领域奠定先发优势。同时在国内主动安全领域，KSS 新开拓了吉利、爱驰亿维、蔚来汽车、长丰等本土客户。2016 年，公司人机交互产品业务进入了特斯拉、吉利-沃尔沃的供应体系。未来，公司将成为该类新兴公司的关键技术提供商和重要合作伙伴。2017 年 12 月公司拟发行约 30 亿可转换公司债券，用于人机交互、车载互联、功能件及总成生产线扩张以及建立自动驾驶研发中心。公司目前产能利用率已达饱和，生产线扩张将有效扩充产能，满足客户订单需求，保持公司在未来的稳定发展。

#### 风险提示：

新能源汽车政策不达预期，如果补贴政策退坡幅度超过预期或者新能源汽车优惠政策取消将会对新造车造车较大不利影响；

新能源汽车销量不达预期，新能车需求不能跟上，销量达不到工信部预计目标，会对新造车成长造成不利影响；

造车新势力量产时间不达预期，由于造车是复杂工程，新造车有延迟交付的可能性；

汽车进口关税幅度较大，特斯拉等外来新造车势力抢占新能源市场份额，给高端新造车势力带来压力。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com