

# 蔚来换电业务

## 蔚来的换电业务是否可持续？

蔚来的换电业务通过其创新的“电池即服务”（BaaS）模式实现了车辆和电池的分离，使车主可以选择租赁电池包，从而降低购车成本并提供灵活的电池升级选项。而为了评估这项业务的可持续性，我们需要多方求证做出判断。尽管如此，问题的核心并不模糊，如果能够稳健把握换电业务商业模式在长期的盈利能力，便能得出结论。因此我们不妨站在投资人角度，从创业企业融资的一般考虑出发，对换电业务进行分析。

### 一、从蔚来到蔚能：何处好风凭借力？

武汉蔚能的融资形式主要包括股权融资、资产支持证券（ABS）和资产支持票据（ABN）。虽然这些融资方式使得蔚能能够迅速获取资金以支持其换电站的建设和电池租赁业务的扩展，但这样的融资形式在一定程度上显得过于激进，并不完全符合武汉蔚能作为新能源汽车换电服务企业的企业定位。

- 激进的融资规模

在汽车后市场，有许多企业因盲目扩张而遭遇巨大的财务压力。例如，Better Place在2008年获得了8.5亿美元的投资，用于建设换电站网络，但由于市场需求未能达到预期（例如仅售出2500辆电动车），最终在2013年宣布破产（"Battery-Swapping Israeli Startup Better Place Is Dead." Jalopnik.）。

蔚能自2020年8月成立以来，迅速发展成为新能源汽车电池换电领域的重要参与者。初始股东包括蔚来、宁德时代、国泰君安和湖北省科技投资集团有限公司，各持股25%。四轮融资后。截止至2021年8月18日，蔚来成为第一大股东，持股19.8%。

蔚能在资产证券化领域表现尤为突出，通过发行资产支持票据（ABN）和资产支持证券（ABS）等金融产品有效筹集资金。例如，2022年5月31日，蔚能在上海证券交易所成功发行全国首单绿色新能源电池资产支持证券（ABS），总规模为6.35亿元人民币，票面利率分别为优先A1级2.97%、优先A2级3.45%、优先A3级3.76%，并通过信用保护凭证进一步增强了产品安全性（《“蔚能-华泰-甬兴绿色新能源电池资产支持专项计划（碳中和）”》）（《蔚能成功发行全国首单绿色新能源电池资产ABS》上海证券报）。

此外，2022年度，蔚能发行了总规模为人民币4亿元的绿色电池资产支持票据（ABN），期限为2年，基础资产类型为应收账款，并附带多重增信机制。这些金融操作表明，蔚能在快速扩张和融资方面采取了非常积极的策略，通过多样化的融资手段来支持其业务扩展，这些措施不仅提升了蔚能的资产运作能力，同时也为未来的快速增长奠定了坚实的基础（《武汉蔚能电池资产有限公司2022年度第一期绿色电池资产支持票据募集说明书》）。

同样，特斯拉在早期阶段因快速扩张而面临财务困境。灰熊在做空报告里指出：2017年，特斯拉的负债总额达到了190亿美元，而在2018年之前，特斯拉的运营亏损累计超过了30亿美元（Lambert, Fred. "Tesla's Total Debt Is Now \$19 Billion." Electrek, 2017.）。尽管特斯拉最终逆转了局面，但其早期的激进扩张提醒我们，在市场环境未成熟的情况下，如果缺乏稳健的财务支持，激进的扩张策略可能会导致企业不稳定。

- 耐人寻味的股权结构

不仅融资方式上疑云重重，对于武汉蔚能而言，依托蔚来构建自己的信用体系的做法也是利弊参半。文档提到，蔚来是武汉蔚能的第一大股东，也是电池供应商，这一关系诚然能够提升蔚能的信用等级，增强市场认可

度。蔚来汽车在2021年和2022年的市值一度达到850亿美元，为蔚能两次ABN和一次ABS提供了较强的背书。然而，过度依赖蔚来也可能限制蔚能在自主经营和决策上的灵活性，使其在面对市场变化时反应迟缓。

- 我的观点

如果目标为实现可持续发展，武汉蔚能完全能够借鉴一些成功的融资案例。良性的、健康的重资产业务的融资，例如，宁德时代通过稳健的股权融资策略，实现了在2021年约360亿元人民币的营业收入，并在全球电池市场的占有率超过30%，确保了其研发和生产的持续投入，适合蔚能的企业定位（Contemporary Amperex Technology Co., Limited (CATL) Annual Report 2021.）。宝马为在电动汽车领域支持研发，采取了结合政府补贴与传统融资手段的策略（BMW Group Annual Report 2021.），这些成功案例都为蔚能提供了可参考的范本。

蔚能激进的融资策略令人相信，换电业务之于产业的战略意义要高于中短期能够创造的价值。尽管如此，但换电业务实际能创造的经济价值可能未达到预期。根据蔚来的数据，蔚能在2022年提供的电池更换服务达到了760万次（"NIO Inc. Announces Fourth Quarter and Full Year 2021 Financial Results." NIO Investor Relations, 2022.），但在此期间，蔚能的整体利润并未实现可观提升。

## 二、灰熊做空：

---

### Reference：

1. 《蔚能成功发行全国首单绿色新能源电池资产ABS》，上海证券报，2022年5月。
2. 《武汉蔚能电池资产有限公司2022年度第一期绿色电池资产支持票据募集说明书》，2022年4月。
3. "Battery-Swapping Israeli Startup Better Place Is Dead." Jalopnik, 2013.
4. Lambert, Fred. "Tesla's Total Debt Is Now \$19 Billion." Electrek, 2017.
5. Contemporary Amperex Technology Co., Limited (CATL) Annual Report 2021.
6. BMW Group Annual Report 2021.
7. "NIO Inc. Announces Fourth Quarter and Full Year 2021 Financial Results." NIO Investor Relations, 2022.