

氢、丰田、特斯拉以及苹果，产业视角 的极简观点

推荐|维持

——汽车行业点评报告

报告要点：

● 特斯拉崛起的关键，是全新产品而非动力层面电换油

从供给端的产业生命周期曲线和需求端的技术采用曲线¹供需两端的角度复盘电动车市场发展，都可以发现一个基本事实：国内电动乘用车找到发展方向，确认成长要素的关键时间点都是自特斯拉进入中国开始。而特斯拉带来的关键变化，并不是把电力引入车内，而是给电力车赋予从产品设计到供应链解构——从而能够围绕消费者需求差异化造车，再到智能化与电车相结合等全新品类特征。是这些全新差异化品类创造了消费者价值，从而让原本只提高消费者成本，并不创造消费者价值的电车具备了价值，从而让电车在消费端产生了成长性。在此之前，国内围绕油改电做产品的电动乘用车，多数都没有消费者端的价值属性，因此主要靠政策推动；在此之后，新势力和传统车企均陆续开启差异化全新产品之路，造就了国内智能电动车延续至今的繁荣。但同时，由于全球电动车发展滞后于中国市场，国际车企虽然开启了上述道路，但围绕本土化消费者快速迭代方面，仍然弱于国内领先车企。因此在去年到今年，出现了特斯拉销量承压，需要靠不断降价来维持销量的特征。同时，后者苹果由于全自动驾驶技术尚未成熟，此刻加入汽车行业，也只能按照上述特斯拉以及国内领先企业引领的差异化路径参与博弈，相对被动，这至少是苹果此刻放弃造车的车端原因之一。而特斯拉和苹果的案例，作为样本外数据，一定程度上印证我们上述模型的有效性。

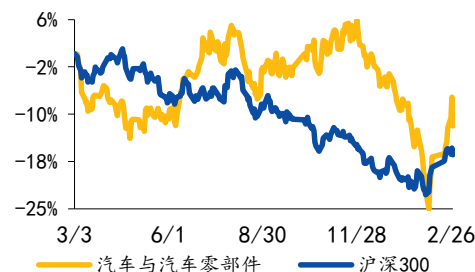
● 氢乘用车的崛起，同样不太可能单纯依赖动力模式变革

2024年以来，从国家到地方，包括氢能本身，氢体系监管放松以及氢燃料车交通领域的政策支持等，氢能相关政策持续出台，带动氢能领域热度上升。我们看好政策驱动下，氢能产业链以及相关领域氢燃料车的发展机会。但对于氢乘用车，应该对标的合理阶段仍然是萌芽期，而非特斯拉进入中国落地售卖的成长期²。其基本原理与电车取代油车类似，在产品端和使用端相对传统产品仍然处于提升消费者成本的当前阶段，氢乘用车和当年早期阶段的电动车类似，需要全新内容赋能创造消费者价值，才能形成稳定成长力量，不太可能单独依靠动力模式的切换而直接进入成长期。

● 仅做思维推演，放弃车业务的苹果也许更可能是氢乘用车的关键先生

从电车与智能化结合创造消费者价值的发展路径来推演，为氢车赋能

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-汽车行业点评报告-政策刺激格局向好，中高端产业链发力》2024.02.27

《国元证券行业研究-汽车行业周报：电池降价销量无忧，智能网联蓬勃发展》2024.01.21

《国元证券行业研究-2024年汽车行业投资策略报告：骑乘产业周期曲线，需求与技术两手抓》

《国元证券行业研究-2023年汽车行业投资策略：把握熊彼特创新，决胜结构化市场》

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
电话 021-51097188
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 刘乐
电话 021-51097188
邮箱 liule@gyzq.com.cn

¹ 以上两个核心模型详见报告《国元证券行业研究-2024年汽车行业投资策略报告：骑乘产业周期曲线，需求与技术两手抓》以及《国元证券行业研究-2023年汽车行业投资策略：把握熊彼特创新，决胜结构化市场》

² 具体阶段划分参照1中提及的两篇深度报告

的一条可能路径也许是 AI。仅从思维推演角度谈，放弃车业务，全力投入 AI 业务的苹果。在 AI 取得领先地位并在消费端应用上取得进展后，重回汽车领域，也许会成为 AI 赋能氢能车，带领汽车进入又一个新时代的关键先生。当然，这并不意味着我们预测这条道路，而仅仅是从思维推演角度去表达——无论是改进型产品，还是原创型创造需求的产品，消费品的核心驱动逻辑，还是以消费者为中心，为消费者创造价值。在这一点实现之前，产品都处于探索阶段。正如我们在 23、24 年年度行业策略报告中反复提到的，政策驱动和尝鲜者会推动早期产品和市场，形成这个阶段的投资机会。但跨越技术采用曲线的初创阶段“鸿沟”进入到成长阶段，仍然需要进一步的培育。当然推动氢能车创造消费者价值的演化路径不止一条，比起 AI 赋能更早到来的也许可能是充能便捷性的率先到来，这取决于基础设施的补足。而即使是汽车氢+AI 时代的开启，从科技企业发展的历史来看，最终执牛耳者，也有可能既不是丰田，也不是苹果、特斯拉，而是另一家全新的创业企业。

● 氢能领域更类似于政策驱动期的电动车，商用车和尝鲜者驱动

与乘用车不同，商用车作为生产工具应用场景更加广泛。公交、环卫等产品具有公共产品特点，跟随政府预算和政策指引。因此在电动汽车萌芽期，公交车是最早电动化的品类。同时包括公交、环卫、物流、矿场、码头等在内的各类商用车，均存在不同区域，固定路端反复使用的品类，从而既丰富又简化了运输场景，有利于新技术品类（变异）在多样化载体上找到合适场景落地，从而持续演化。尤其当政策端整体优化场景环境时，相关演化更易发生。而在乘用车端，场景则相对单一的集中在城市和跨城广域道路领域。需求端用户的差异不在场景而在消费人群。根据技术采用曲线模型，早期市场阶段，创新者群体对各类新产品高度敏感，新奇产品的尝鲜对其价值度较高，因此愿意为之付出较高成本购买。而更主流的消费者包括早期使用者和早期大众、后期大众等依次对创新的务实性要求提高，较难在市场早期阶段加入购买。这一特征与政策驱动期的电动车类似，商用车和尝鲜者以及政策直接创造价值的消费群体是主要受众。³建议关注该领域，并注意行业阶段特点。

投资建议

受国内内卷以及海外电动车政策回缩及贸易壁垒提升影响，电动车领域边际风险积累，叠加氢能相关政策快速出台，氢领域投资比较优势上行。建议关注政策红利和行业比较优势提升期的投资机会。建议比照电动车萌芽期阶段，重点关注商用车带动的投资机会，乘用车领域可作为催化因素参照，但预计仍无法成为阶段主线。车领域关注氢燃料电池堆亿华通股东，冬奥会氢燃料车供应者、多品类商用车领先企业福田汽车。

风险提示

政策落地不及预期，行业竞争超预期等。

³ 相关分析详见报告《国元证券行业研究-2024 年汽车行业投资策略报告：骑乘产业周期曲线，需求与技术两手抓》

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188