

E07 一场典型的投资对话：以新能源汽车行业为例

2025 年 4 月 4 日

本期收录了一场我与 Alice 的投资对话。一方面我认为这场对话是典型的投资（非投机）对话，还原了自己与自己或别人是怎样在投与不投之间辩论的，另一方面，新能源汽车行业只是一个很普遍的例子，最终其实是指向了一个问题，那就是“**投资大部分时间应该要花在什么上面？**”

导语：模拟真实的投资对话

Patrick: Hello, 大家好，欢迎大家回来。今天跟我一起聊的还是我们的常驻嘉宾 Alice, Alice 跟大家打个招呼。

Alice: 派总好，大家好，很高兴又来做客我们的播客。

Patrick: 好啊，我们今天这个场合是想模拟一下我们平时在投资里经常要做的一些事情。就是说我们看见了一个觉得有意思的机会，然后我们肯定会自己去收集信息，然后和自己展开一个辩论：到底该不该投？当然有的时候我们也会跟朋友之间一起来讨论，这算不算一个好机会，你觉得该不该投？所以今天我们其实会模拟这么一个情境，就是我们两个人针对看了很多或者很关心的这么一个行业——电动车行业，来聊一聊这个行业到底值不值得投资。如果值得投资的话，到底是特斯拉值得投资，还是小米值得投资，还是蔚来值得投资？我们模拟一下这中间的一些讨论。我们也没有任何的事先对稿或者准备，纯粹是即兴地去这么聊一聊，所以可能会没有那么有结构性。但是没关系，我们就是模拟一下现实中会发生的一些真实情况。

那我们就开始。爱丽丝，你是通过什么机缘开始关注这个电动车行业的？当然我知道电动车行业现在是当红炸子鸡，也是我们整个国家很重要的一个支柱产业，最近也发

生了大量的热点事件。我们看小红书上、B站上很多也都是有关这种电动车的商业讨论。我不知道你是通过什么契机关注到这个行业的，我知道你做了很多的分析和研究，能不能跟我也分享一下？

Alice：其实我自己是一直比较喜欢关心一些新鲜的资讯，还有科技行业的东西。所以在很早的时候，从特斯拉，到后来中国的这些新能源车企刚开始打算去做这个东西、包括创业融资的时候，我其实就有一些关注。但我真正重新去反思，是在今年因为最近在做一个研究的项目。这个项目让我又重新去审视了一下这个行业，尤其是它已经发展到现在可能大概一个小十年的时间。针对某一些企业做一些深入的研究，虽然可能会偏学术角度一点，但这又给了我一个机会重新去审视它。我发现这些企业从一开始创业、靠 PPT 融资，到现在甚至很多都已经上市并具备很大的规模，这让我对这个行业又多了一点点的思考。

Patrick：对这个行业我不知道你是怎么看，就是说你开不开车？

Alice：我会开。开过油车，也开过电车，开过特斯拉，对。

Patrick：对我之前也是开过一个油车，然后现在换成了一个电车。基本上我感觉从油转电这个趋势好像已经是不可逆转了，大家好像都是在从油车到电车的转型之中。不然的话，我们也不会看见这么多当红炸子鸡的企业都是这些电动车厂，对比亚迪、小米、蔚小理等等，而且它们也都是很大的上市公司。我想让你从一个消费者的角度，你是怎么看油车和电车的？

话题一：消费者需求的演进与“被创造的需求”

Alice：其实我自己觉得，首先买车最开始的需求肯定是速度和安全，接下来可能会考虑一下成本，然后还有就是方便，平时使用要方便。如果是电车的话，那我可能要考虑充电，包括甚至说换电，还有就是售后服务可能也很重要。有一些消费者可能还追求一些情绪价值或者这些社群社交的需求，当然这个对我来说倒是还好，主要是看前面的这些功能比较多。所以速度、安全、方便、售后，这是我比较重视的部分。

Patrick：我的感觉是，因为这个行业首先它是一个很重点的行业，也是一个很大的行业。所谓制造业的皇冠就是造汽车，有那么多复杂的零件等等，所以它当然是一个很

先进的制造行业。这个产业够大，但是竞争极其激烈，有这么多车厂。大家竞争的话，一定会想着做各种各样的差异化去跟竞争对手区分开，所以这些车厂的发布会一定会想尽办法地去做这种差异化的东西。

我感觉整个行业已经从前期的可能比较重视“电”这个事儿——因为原来是油转电嘛，所以大家前期都会说续航里程、换电、电怎么去省钱，从这个角度来说服消费者去买单；演进到下一个阶段，我感觉就到了舒适这一端，开始最大的差异化好像是冰箱、彩电、大沙发，车里有多少个屏、有冰箱什么，然后大家好像马上跟进一波，现在新的车都一定要有这些冰箱、彩电、大沙发；到最近这个阶段，我感觉好像大家把关注点或者这个差异点又聚焦在了自动驾驶或者辅助驾驶上。展现出自己这方面的能力更强，好像这就是核心。作为一个消费者，你看这些车厂在发布会上的话，他们所谓寻找的这个差异化确实是在慢慢去演进的，我不知道你有没有这种感觉？

Alice：有这种感觉。我感觉好像车企都在不断让消费者置于一个特定的场景里面，把你放到一个场域里。可能你原来没有的需求，它去帮你创造出一个新的需求，当然是一个非常舒适的需求。因为如果你一开始用传统燃油车的这种感知和想法去买车的话，新能源车跟传统车相比，好像就没有过多、过强的卖点去吸引你，所以我觉得它好像制造了很多新的需求。比如一些智能交互的互动，大沙发、彩电这种舒适的场景，你看那些广告把你带入这个场景，让你觉得这样非常舒适，我也需要这样。我觉得这多多少少是有一些被创造出来的，因为我可能是一个比较理性的消费者。接下来还有就是功能性上，还让你觉得辅助驾驶能提供一个很大的便利。当然这个点也有争议，因为有的时候我看到有人说一个比喻，就是这个辅助驾驶它到底能够做到什么程度？因为如果可能只差 0.01，对消费者来说也是风险非常大的一件事情。

话题二：安全底蕴与新势力的效率破局

Patrick：对，但从投资的角度来说，我觉得还是要回到第一性原理上，就是你刚才说的速度和安全。从消费者个体来说，他确实会展现出来不理性，可能会被某一些并没有那么核心的价值主张所吸引，忘记了最重要、最核心的价值主张其实是速度和安全。但是从总体上来说，消费者作为一个大的群体，他还是理性的，最终他还是要回到哪些东西对他来说是最重要的。

电动车也不例外，它毕竟就是一个交通工具，在目前来说是个交通工具。交通工具就是把你从 A 点送到 B 点，所以最主要的诉求第一是要安全，这个是前提，没有安全的话一切都是零。为什么最近的一些热点事件，比如小米汽车一旦出事了之后，大家会对它其他的那些功能点或者价值点一下子就会有这么一个反转？因为安全性一定是最底层的基石，没有这个 1，其他的零再多也是没有用的。然后就是速度，因为我之所以选择汽车，而不选择走路或者是高铁，那是因为我从 A 点到 B 点最有效的方式是开汽车。所以汽车能否以最快的速度、安全地把我送达，这一定是最基本的考量。在此之上才会有一些加分项，比如舒适甚至是奢侈，怎么坐得舒服、开得舒服；便利性也是加分项，比如你刚才说的充电是不是方便、甚至换电是不是更快。但是速度和安全一定是最基础的那一层，如果这两个没有做好，其实其他的都是空中楼阁。

但我对中国的电动车其实也一直有关注。我的感觉是什么呢？就是速度和安全，特别是安全这个事情，它确实是需要一些沉淀和积累的。因为油车其实发展了上百年，那些传统老派的传统车企、油车企业，比如丰田，它在安全这个事情上一定是会有更多的历练，一定出现过很多的事故或者质量问题，然后通过付出很多教训去学到了很多、沉淀了很多，最终加强了安全这一块。所以传统车企在这方面的积累，应该说是个老牌油车企业的优势。

而新势力、现在的电车企业，基本上都是在最近三五年内出现的。他们在安全这个事情上怎么说呢？大家都可以说自己很安全，有各种各样的功能来保障安全，但是很多东西是要去被测试的。你只有通过测试、失败、出问题并去改进，你才能够去积累这种造车的经验。这就是为什么说汽车是制造业皇冠上的明珠，很大的一点就在于它没那么简单。即使给你几千亿，你也不一定能够马上干掉丰田，或者干掉现在的比亚迪，或者其中任何一家。我们要想着说，给你这么多钱，你有没有办法去干趴他们，他们到底是不是具备足够坚固的竞争优势？安全这一块我觉得其实是一个很大的挑战。新势力存在的时间毕竟短，没有经历过那种出错然后自己去积累的完整过程，就想直接跳到很安全，我觉得好像是没有捷径可以走的，你必然要这样去积累。不要以为给我几千亿我就一定能马上做出世界上最安全的车，没那么简单。特别是现在有了辅助驾驶或者所谓的自动驾驶之后，那个就更难了。我总是感觉在安全这个点上好像很难弯道超车，我是这么一个感觉。

Alice：我其实在听你说这个时想到一个问题。既然老牌车厂在安全上这么有经验和优势，为什么在今天整个行业的格局里——不管放到世界还是中国新势力来看——在新能源行业崭露头角、甚至引领风骚的全都是新出现的企业？很多老牌车企也在做新能源汽车，但是它们好像却排不到行业的前几位，这很奇怪，这是什么原因呢？如果说它们不仅有安全优势，还有人才优势、资金优势，这些优势难道成了限制它们发展的因素吗？是因为企业的模式发展到这个阶段，内部创新变得非常艰难，所以这个东西只能从外部破局，像特斯拉或者新势力的蔚小理这样，还是说有什么其他原因？

Patrick：对，这很好的问题。我的感觉是，因为以前大家会觉得造车是挺难的一件事情，需要投入的成本很大，都是百亿级的，你才可能上牌桌说去造车。那现在我们国家确实需要这么一个产业来实现对欧美的竞争优势或者弯道超车，所以把电动车企在中国发展壮大、把这个行业做大，一定是符合国家战略意义的。所以首先是这层需要。另外，也是因为中国整个供应链的成熟和供应链能力的增强，让造车也变成了一个可能。以前油车卡脖子的是发动机，V6、V8 这些发动机很难搞；但是现在一旦变成电车之后，电池、三电、电控这些有了之后，借助中国强大的供应链实力，你就可以很快地组装起一个公司、一辆车。所以这就让新玩家的出现变为了可能。

在制造这件事情上，效率一定是一个很强的第一性，也就是说效率高的一定会打败效率低的。之前丰田之所以崭露头角，就是因为它的 Just-In-Time 模式，整个流水线上的效率极其高，然后价格又低，所以日本车征服了世界。现在我们在电车上也可以做到效率上的超越，我们国家的这些企业可以在效率上做得更好，所以在效率上我们一定是强过于那些成熟的海外传统车企的。包括新势力的这些玩家，他们用互联网化的思维做产品，从用户的需求出发去打造产品，在这方面他们的这种洞察和执行力一定是强于传统老牌车企的。所以你看，有一个大的国家趋势，供应链又成为可能，他们的效率又高，对用户的洞察和执行力又强，所以他们异军突起是合理的，也应该是这样。

但是，能够异军突起并不代表它就具备了好的商业模式。从投资的角度来说，好的商业模式里面很重要的是要看它改变了什么，有没有核心的竞争优势和护城河。这些东西可能是这些新的互联网化玩家当前的杀手锏，但是那些传统油车企业能不能去跟进和学习？我相信也是可以的，长城汽车的魏建军他们就学得挺好。我们要考虑的是，这些东西到底算不算它长久的竞争优势。

刚才提到安全这个东西，如果你能够做得好，是可以成为竞争优势的。在传统油车企业里，沃尔沃之所以独树一帜，就是因为大家公认它是最安全的家庭乘用车，这个东西就能作为它的竞争优势去带动销量。大家买沃尔沃不是因为它别的怎么样，就是因为大家都说它最安全。如果你把安全作为一个最核心的考虑，你可能就会选择沃尔沃了。对，所以我觉得安全这个东西，怎么说呢，它也不绝对。包括现在开油车的，每年因为交通事故死亡的人数也肯定有，这个东西不会因为你开什么车就完全消失的，它毕竟是个人的操作，所以你不可能有绝对安全的车。因此在安全这个事情上，你要想建立一个自己的竞争优势，是要花大量的资金和时间去投入的。而且投入出来之后，你建立的这种安全心智，也不一定能够保证你能够卖得特别好。因为现在你看沃尔沃的销量明显也不及比亚迪，大家还是因为觉得比亚迪便宜、性价比高。所以安全可以作为一个竞争优势，但是这个竞争优势要花很长的时间，是一个很长期的过程。

它可能会保证你能够存在更长的时间。如果不出意外的话，沃尔沃做自己的电车同时也能保持很安全的话，它可能还可以存在个 30 年、50 年；但如果你作为新势力，其他方面做得很好、做得很便宜或者很舒服，但如果你在安全上出了问题，可能会出现一个情况——十年之后你就消失了。我觉得这个东西可能是一个 0 和 1 的问题，如果没有安全性，或者安全性频频出问题的话，这个车企它可能是无法长期存在的。所以我觉得安全可以作为一个筛选项：如果你没有安全，那这个公司肯定不要考虑。但你要说是要想建立起安全的竞争优势，不花时间、不花这个成本是很难的。沃尔沃他们其实花了大量的时间和大量的金钱投入在这种安全保护上。

话题三：车企的差异化组合与商业模式本质

Alice：其实谈到车企的核心竞争力、商业模式差异化，我也经常在想，包括观察这些新势力企业，有的时候会感觉它们就像在做一个 portfolio（组合）一样，每家企业选取的点都不一样。比如有一些突出性价比，有最强的基础款和成本优势，配合上该有的功能都有，但成本又是最低的，这是它的卖点；有一些可能主打安全（当然安全对所有车企来说都是最长期的基本基石）；有些可能主打服务方便，甚至说一些情绪价值。提供方便这里可能又有两种模式：一种是现在经常讨论的换电模式，就是打造基础设施。因为市场上有一种声音说，如果你卖纯电的车，如果基础设施跟不上，纯电的车就很难大规模地去应用。所以蔚来就花很大力气、很大的精力去投资做“换电”

这件事情，虽然在市场上有很多争议，但这也是它的差异化，这个差异化是服务于方便和服务的。每一家车企的卖点，为自己选的这几个点组合都不一样。所以我经常在想，现在技术门槛已经没有那么高了，供应链又相对成熟，人人都可以做，那我究竟什么才是新能源行业最核心的竞争力？我如果是这些新势力其中之一，我该给自己选择怎样的一条差异化之路？当然还要考虑投入产出比，因为你在花这么大力量去建立这个优势的护城河。其实不管针对哪个优势，建立的都叫护城河——安全是护城河，服务是护城河，提供方便也是护城河。但是要想一想，你选择哪条路才是对这个企业价值最好、对发展大局最好的选择？短期你需要生存，长期你还需要进一步发展，怎么才能是一个最好的选择？这个是不是我们做投资需要最看重的一点呢？

Patrick：对，投资肯定是要看好的商业模式、好的文化、好的价格，其中第一位的就是好的商业模式。那在商业模式这一块，现在的电动车企业，它们的商业模式是什么？就是卖车。电动车企业目前这个商业模式还是相对清晰的，你要么是卖车，要么是包括车里的一些软件服务。在进入真正的自动驾驶之前，这个商业模式相对清晰，就是卖硬件，跟手机的商业模式差别不大。商业模式的本质就是看客户靠什么赚钱。

Alice：是的，我想有些企业可能还会说他们也卖软件。比如硬件卖车，同时也在提高自己的软件能力，然后让车主为附加服务买单，比如软件功能解锁，也是学苹果，希望软件也赚钱。还有一个就是，如果这也算商业模式的话，那你做换电可能未来还涉及电池的资产管理。你看像蔚来的李斌就觉得这是电动车行业最大的生意，如果中国有 2 亿辆电动车，那电池租赁这个生意可能就有 2 万亿的市场空间。

Patrick：这也是一种垂直整合。你在使用电动车的时候，其实要用到很多的配套服务。比如你买了一辆理想之后，你还要充电。充电你有的时候是用理想的充电桩，有的时候用国家电网的充电桩，有的时候如果是蔚来则是用它的换电服务。现在的充电服务也有国家电网来提供，最近宁德时代他们也开始做这种换电网络了。所以未来的商业模式，更多的是想做一层有关换电的垂直整合。它除了卖硬件、卖服务之外，想把换电这个网络也做了，甚至想开放它的换电网络来赚这块的钱。所以这是它未来的差异化，它不仅仅是卖车，它也做基础设施。然后它觉得这个换电的基础设施未来可以成为它盈利模式里边驱动的重要一环。它把充电和换电环节都做，然后也都开放给大家。

但是我觉得本质上没变，它就是在硬件上衍生，可以到软件服务，也可以到充换电的基础设施服务。未来还可以开放赚更多钱。但是这个东西在“自动驾驶前时代”和“自动驾驶后时代”差别会很大。一旦实现自动驾驶之后，这个车可能就不是我们以前以为的那个东西了。所以在目前来看，我觉得商业模式还是看得比较清晰的，能看得清楚大家想通过什么方式来赚钱。最难的，我觉得是这个所谓的竞争优势和护城河。这个行业竞争太激烈了，大家都在类似的商业模式之过去靠自己的差异化来建立优势，每个人的做法千差万别，各有特色。但是这里的问题就在于，这个竞争优势是不是可持续的？可不可以被复制？到底是不是它的护城河？比如说给你几千亿，你是不是也能做？这个是很关键的。我们可以聊一下现在所谓典型车企的这种差异化，以及它们这种差异化是不是能够构成它的护城河。这个感觉怎么样？要不你先说说，在你的感觉里边，谁的差异化做得好一些，然后这个竞争优势能不能够持续？你有没有什么看得比较清楚的？

Alice：说实话，我现在还没有看得特别清楚。但是回过头来看，比如理想在刚刚上市第一款理想 ONE 的时候，我是觉得它是一款产品力很强的车。在那种环境下，蔚来已经有一些爆款车型了，而理想推出首款车时采用了增程式路线，精准解决了用户的里程焦虑。而且它的配置、价格，综合性价比很高，我觉得这是一款充分基于用户需求去打造产品力的产品，所以它后来获得成功就很合理。而未来的方向，我看最近理想好像是要走 AGI 的方向。但因为我做的研究还比较有限，好像还很难给出特别确定性的判断。至于蔚来的换电模式，它的投入确实很大，但蔚来其实不光是拼命花钱建基础设施，它其实也很重视科技和研发。你看它财报里研发（R&D）的一些投入，我觉得它是很扎实地在做一些技术方面的积累，也是希望能够建立长期的竞争优势。当然这确实也挺苦的，财务上的负担很重，这个模式需要时间，还需要它的车卖得很好来支撑整个体系。所以这好像是一个你既需要走、也需要看的一个状态。

Patrick：其实我也有同样的感觉，如果让我说哪家公司是否具备长期的竞争优势，确实也不太好说。因为我有一个“暴论”：如果这家公司的车，纯粹是通过供应链上的采购，把供应商的零件组合起来变成一个产品的話——换句话说，我现在揣着几百亿、几千亿说我来干掉你，如果你的车部件我只不过也能从供应商那采购到，而且供应商又没有排他协议，那这意味着你的车本身（哪怕出了像理想 L9 这样的爆款）是很难成为绝对的竞争优势的。因为只要我有足够多的钱，我可以做出来一个跟你一模

一样的，甚至做得稍微比你好一点或者打折，我是可以干趴你这个爆款，或者搞出新的爆款来的。因为这些部件都不是你专属的，你只是在这个供应链上采购并组装而已。所以如果只是这种组装类型的话，车型本身是很难构建起长期竞争优势的。

除非你能够在整个的产业链上有自己专有的底层技术。在这方面，我感觉比亚迪还是可以的。比如比亚迪它深耕电池，它其实在整条产业链、供应链上做了深度整合，很多核心东西是它自家的。它在电池上有很强的创新，如果在底盘技术等各方面能做第一手创新的话，这就会比单纯车型本身的优势要强很多，可持续性也会强很多。包括刚才你说的蔚来的换电网络，这也是在它整个的产业链上下探了，构建了一个自己专有的、别人很难复制的东西，我觉得这相比其他不具备这些东西的车企来说要更稳固一些，对吧？因为否则的话，如果你什么都没有，只是找了一群人采购了零部件，花钱雇一群聪明人来设计、组装，去了解客户的需求并把它设计成客户喜欢的样子，那我觉得这个东西是非常好复制的，很难构建长期的竞争优势。

所以这就是为什么它们后来分别走向了不同的道路。比如理想走向了 AGI，将自己定位为一家 AI 公司，因为想必它也感觉到在传统造车这块已经很难建立什么稳固的护城河了，它要走向所谓的下一代商业模式，也就是 AI 这个东西；蔚来则是把换电网络作为自己区别于其他人、可能是最难以复制的一个壁垒。这些可以说是它们各自比较有竞争力的一些东西。但是这个东西能不能持久，能不能支撑它们再走 20 年、30 年，我也说不清楚。比如比亚迪的电池，那会不会宁德时代未来出一个更牛的电池呢？当然我觉得比亚迪因为是垂直整合的模式，它整合了产业链上的其他部分，所以它的整个产业链效率最高，能够卖出极具性价比的低价。所以你也可以说比亚迪的一个很大的一个竞争优势是它的效率，它能够持续地把好东西给你，而且性价比很高，因为它这个效率足够高，它已经整合了这些产业链的上下游的很多东西，对吧？这个可以是一个竞争优势，但这个优势其实跟车本身的关系就没那么大了，它本质上是产业链效率的优势，其他行业也有类似这样的一个成功案例。

对换电的话，你也会考虑它未来的竞争壁垒到底有多高？会不会随着电池充电速度大幅变快——比如比亚迪最新的那种超快充技术，充电五分钟就能冲到 80%，如果技术进步到这个程度，那换电确实就没那么有必要了，对不对？这可能是一个来自充电技术进步的巨大挑战。另外一个就是，如果别人也来做换电呢？比如现在宁德时代区域搭建换电网络，它肯定是开放给所有的电车企业，只要符合它的标准就能用。那以

后我随便哪个车企都可以用宁德时代的换电网络，这时候蔚来换电网络的差异化优势会不会也受到极大的挑战？这都不好说。

Alice：我个人感觉，蔚来现在建它的换电网络，核心还是为了支持它卖车。因为我有时候回到这里，又想到用户消费习惯的问题。一个油车主想要切换成新能源车主，尤其是未来面向最广大的大众市场时，用户的学习曲线一定是越平越好，几乎毫无陡峭，大家才愿意切换。你想如果有一天换电跟加油一样方便，成本又低，这让用户可以很懒惰，那是不是能对这些用户构成极大的吸引力？我觉得会。因为可能很多人既不懂电，什么都不懂，也不想学，但只要觉得这样跟以前加汽油没区别，还便宜，那自然愿意换电车，又便宜又方便。这样的话，未来蔚来在推其中低端车型、大众市场车型的时候，如果补能网络能跟得上，它就很容易迎来一个爆发点。当然换电站本身未来能不能独立盈利，这就要看它运营换电站的水平了，这又是考验运营能力的事情，需要仔细算一算。

Patrick：换电这个东西早期是蔚来的竞争壁垒，我觉得这是毫无疑问的。因为很早期的时候，很多人买蔚来就是图它换电快，所以它一定是对消费者有吸引力的。但是问题在于这个东西能够持续多久？这里我就想到了两个挑战。第一个挑战就是：如果电池充电已经很快了，要充电五分钟就能充 80% 了，如果未来技术进步到这个程度，那换电确实就没那么有必要了，对不对？所以充电技术的进步，会对换电技术造成极大的技术挑战。另外一个挑战就是：换电如果别人也大规模做了，比如宁德时代要做换电网络，它肯定是开放给所有的电车企业，不会只给蔚来用，对吧？那以后我随便哪个车企都可以用宁德时代的换电网络，只要符合他的标准就行。那你蔚来早期的换电网络，你的差异化不就降低了吗，对不对？它早期肯定是一个很强的吸引点，对客户买蔚来的车很有用，但如果是看十年、二十年之后，它还会不会是核心的竞争优势，我们需要打个问号。所以我感觉这个行业确实太卷了，而且它是一个很依赖供应链的东西。如果大家都是从供应链里面去采购的话，那就很难说是牢固的竞争优势了，对吧？

至于你自己去自研，不管是研究零部件还是研究 AI，那就看这个东西你到底有多难去攻克了。我其实对电池行业也不太了解，比如比亚迪的这个电池到底竞争壁垒有多深，相比宁德时代或者未来欧洲做电池的公司会不会做出什么颠覆性的突破来，这都不好说。所以我也处在一个看不太清楚的状态，很难回答这个问题。

Alice：对，我也觉得很难回答。说到这里我在想，对于新能源的话，我们是觉得这样比较难，其实对于传统的汽车行业，他们最大的差异化又是什么呢？你想想大众，想想丰田，想想福特，对他们来说，让他们能够长久发展得很好的、区别于竞争对手的核心又是什么呢？

Patrick：这个行业其实天生就是一个很难的行业。之前我有一期分享过，讲“投资不是投行业”，其实就是用了汽车这个行业作为一个反例。也就是说行业这个东西，比如当第一辆汽车被发明出来的时候，我们可以很容易地知道马车输定了，但你说最终的赢家到底是谁？非常难判断。事实上，前期大家都判断错了，早期出现了很多家汽车公司，后来几乎都死光了。最后是福特凭借 T 型车胜出了，但它胜出的原因不是因为它的车本身技术有多好，而是因为他发明了流水线，能够批量化地以最有效率的方式把车造出来，所以福特才成功了，对吧？

但是即使福特成功了，看五六十年之后，福特也衰落了。因为你这一套流水线的东西，后来被丰田给学过去了，而且丰田还更上一层楼，把 Just-In-Time 做到比你更有效率，那你的竞争优势又消失了。在油车时代，大家比拼的所谓差异化的东西，也就是安全、速度、V8、V6 发动机这些参数，再或者是五座、七座、天窗这些配置，差不多都是比拼这些东西。这些东西太难建立长久的竞争优势了，因为我可以抄、我可以学。所以到了现在，如果我们假设没有出现电动车这个行业，油车整个行业其实是一个很苦的行业，大家竞争很激烈，找不出来谁能保持永恒的第一，强如当年的通用汽车也一样衰败了。所以如果没有电动汽车，我们是不会去投资这种传统的汽车行业的。那现在电动车出来 s 之后，相比油车时代，我们能不能更容易地识别出赢家呢？

Alice：感觉好难。

Patrick：我觉得好像也很难。大家的差异化还是没有那么强。如果一定要在矮子里拔高个，我感觉可能比亚迪好点。但我问自己会不会投比亚迪，我不会。

Alice：因为这取决于你还有没有更好的选择。

Patrick：对，我还是看不太懂。在这个时点去投，我觉得很难去说服我自己，五十年之后它还会是赢家。

Alice: 总结一下，它难在第一，把安全做好不容易，需要极大的投入；第二，效率很关键，但是效率又很容易被学过去，不管是供应链的能力，还是我通过高薪把别家优秀的运营人才挖过来，我的效率也可以很快提高；第三，你还要面对很多不可预测的新技术创新的冲击，是不是？

Patrick: 对，也就是说在大家面对平等供应链的情况下，你唯有要么做底层创新，要么做垂直整合。底层创新就像比亚迪，以前是做电池的，在电池行业深耕了这么多年，它的优势是因为前面十几年的造电池积累。做行业的垂直整合，比亚迪是有一定优势的。要么就是你做颠覆式的创新，走向下一个时代。比如走向 AI，走向自动驾驶。像理想说它现在赚的钱，是为了未来做 AGI、自动驾驶来服务的，企图在这个跨越中抢占先机。但谁知道自动驾驶什么时候会真正到来呢？是五年、十年还是二十年？

Alice: 抢占先机，获取先发优势。

Patrick: 对，但我其实对 AI 说实话还是那个感觉。你知道我对 AI 的态度，AI 很难，AGI 也很难，而自动驾驶其实是 AI 行业皇冠上的明珠。因为我们现在看到的像 DeepSeek 这些大语言模型、生成式 AI 聊天工具，它们出错、出现幻觉给你一些错误信息，是无所谓的，因为容错率还可以。但是自动驾驶的容错率为零，一旦出错那就是生命安全的问题。所以自动驾驶一定是最挑剔、最具挑战性的，是 AI 里面的明珠。如果你想要往前走，还有很长的一段路要走。

这最近大家也处于风口浪尖上，到底应该叫自动驾驶还是辅助驾驶？明显现在还都处在辅助驾驶的阶段，完全不应该叫自动驾驶，不可能自动驾驶。我也知道一旦出现一个情况——以前他们做自动驾驶模型的时候都是写规则，if-then 这种东西是不容易出错的。现在全部放开了，变成了大模型自己去做决策，根据情况去学习、去决策，那由于大模型本身的特性，一定会出错，只是概率的问题。现在没有人能够完美解决大模型的出错或者幻觉问题，而这个绝对是它能否进入到主流工业界、企业界极其关键的钥匙。大家既然没有彻底攻克这个问题，按道理来说，汽车应该是最后一个去如此激进推 AI 的领域，因为这是性命攸关的事儿。

但是马斯克开了个坏头，第一把这叫 FSD（全自动驾驶），说了好多年了马上要到达，到现在也没有真正到达。我们不能违背客观规律去做这件事情。他开了个坏头，导致大家在竞争的时候都叫自动驾驶。其实我们离真正的自动驾驶我觉得还很远。

Alice：我也同意这一点。

Patrick：所以如果是下注在某一个现在的电动车厂家、赌他们可以在未来自动驾驶到来之后抢占先机的话，我觉得我是没有这个能力的，我没有办法做出这个判断。在这种情况下，我们讨论商业模式——电动车是不是好的商业模式？哪家公司有好的商业模式？哪家公司有好的护城河？好像答案目前是判断不了的。我们两个人判断不了。

Alice：我也判断不了。我就是在看、在想，但是好像很难很快有一个确定性的结论。尤其看得越多，好像就会越想要再继续往深了想一下。

Patrick：是的。你看见很多的分析，但真的回到核心问题：它持续的竞争优势是什么？十年二十年之后它还在不在？给你几千亿你能不能干趴它？在这些问题上我们都得不到满意的答案。那这样的话，我是会选择 pass 的，我不会考虑任何电动车企业的投资。

Alice：对，我们不是说否定这个行业，或者否定这些公司的努力。纯粹是从投资的角度去看这家公司，它是不是一个好的选择。这是我们的一个结论。

Patrick：对，我们是说投资肯定是要有好的商业模式、好的文化和好的价格。其中前两个——好的商业模式和好的文化是过滤器。如果你在这个过滤器阶段觉得没有，那直接就不用考虑、不用去看价格了，它多便宜你也不会去考虑。在分析这些电动车企业的时候，我觉得在“是不是好的商业模式”以及“护城河”上，我们就已经得不到一个确定的答案了，所以就直接 pass 了。

Alice：明白。

Patrick：对，所以我没有任何电动车企业的股票，你有吗？没有，对吧。我们不构成任何的投资建议。

Alice：不构成任何投资建议。

Patrick: 对，纯粹是聊天的话，我是会 pass 掉整个汽车行业的。

话题四：投资者的日常与概率的理性拆解

Patrick: 还有一个题外话稍微补充一下。我上一期不是聊了苹果吗？我想在这里多说两句。其实对一个投资者来说，真正的在行动——也就是你决定了这家公司很好、决定要买它——在你整个投资生涯的时间分配里，占比是极少的。比如我投资苹果，可能一年 365 天里，我只有那么两三天想明白了、价格也合适，那我就下手买了。剩下的 360 多天，我都是在做像我们今天这样的讨论：看见一个行业，看见一个有意思的公司，想了想、分析一下，然后就 pass 了。其实大部分时间你都是在 pass。不是像有些人想象的那样，今天看到这个公司觉得好就买一下，明天看另外一个公司感觉挺好又买一下，好像一年有一半时间都在买一样。其实不是的，不要给大家造成一个错误的印象，好像整天都在想要不要下手。其实大部分时间你都在 reject（拒绝），都在 pass。

巴菲特说过，投资就像你在看着草生长，或者看着油漆变干。意思就是说它确实很无聊，它不像大家想象的这么刺激。今天买这个看它涨跌，明天又怎么样，大部分时间就是很无聊地去看一个机会，分析一家公司，看它的报表，做很多的收集和分析，最后得不到满意的答案就 pass。大部分机会，可能有 90% 的机会都要 pass，没有办法进入到你的投资组合里，甚至连观察仓位都不会建。所以今天我们聊这个事儿，也是想展示一下平时是怎么样去 pass 一个机会的。因为对你来说，最大的风险是本金的损失。如果你看不清就贸然进去，本金是可能承受损失的。如果你要避免这样的风险，你必然在很多时候都要选择 pass。

Alice: 那派总我想问一下你，你是怎么忍受这种枯燥的？因为从人的本性来说，其实都需要正向的激励或者鼓励。你想，一年 365 天你要分析那么多家公司，如果 360 天你花了很多的时间精力，最后得到的结果全都是“做不了、不能做”，这就意味着你大部分时间是没有正向反馈或者回报的，这是非常枯燥的。在这种情况下还要坚持不懈地继续花时间、继续去接受这种没有结果的状态，就像你去摘果子，明知道这个果子不能摘，但你还要不断去看很多的果子、去不同的果园。支撑你的动力是什么？是你相信最后那两三个果子一定是特别甜，未来能给你带来巨大的回报，你怎么去调整这个心态？如果你让我两三天一直做这件事情毫无结果，我可能可以忍受；但

如果反过来，大部分的时间都是这样的，就会很难。因为你看市场，不管是普通的金融公司还是知名的投资人，可能我做了什么投资动作，都要跟大家宣告一下，去获得正向的反馈激励。但是我想，如果你是一个价值投资的信仰者，你可能要做一个完全相反的事情。这种“苦行”，你甚至没有外界的社会好评和反馈，光是自己跟信息的对话框、这种自我的反思，都是一个在外人看来什么都没有的状态。你怎么去面对和忍受这个东西，动力是什么？怎么才能坚持下去？

Patrick：怎么才能坚持下去？这确实是个好问题。

Alice：让我们学习一下。

Patrick：我觉得第一，对于投资者来说，最核心的特质一定是理性。如果让我挑选基金经理，我一定看他是不是理性。什么是理性呢？其实我们可以用数学来证明这个事情。对一个投资者来说，市面上有那么多公司，有些公司你需要 pass，在 pass 的过程中你可能会错过一些好的机会；有些公司你选择去投，但你可能会投错，导致自己亏钱。所以你总是在两者之间去平衡：我是要 pass 得更多导致我 miss（错过）一些好的机会，还是要投得更多但导致我的错误率大幅上升？你投得越多，错误率就越高；你 pass 的越多，错过的机会就越多，对不对？它一定是一个双刃剑，你不可能两全。所以你必须选择一个策略：你到底是怕错过，还是怕做错？这是一个二元的选择。但是在概率上，我们其实可以去算一算，到底怎样做才是最理性的。

我们举个例子，假设你现在是一个聪明的投资者，你是个小巴菲特。你现在看美股市场，假设美国上市公司有 4000 家左右，其中 1000 家是好公司，3000 家是不好的公司。我们不用对好和不好下特别精确的定义，大概意思就是，好公司是可以让你长期稳健赚钱的公司，不好的公司是长期来说让你亏钱的公司。也就是说，大概四分之一的公司可以让你赚钱，这个设定很合理吧。你是一个聪明的投资者，我们假设你判断正确的概率高达 80%，这说明你已经是一个极其聪明、极其有眼光的人了。那我这里考考你，你觉得对于这个聪明的投资者来说，他最终投到好公司的概率是多少？

Alice：我没那么聪明，感觉应该会比 80% 更低。

Patrick：对，所以说你是聪明人。这个概率肯定是显著低于 80% 的。我们来仔细算一算：有 1000 个好公司，3000 个坏公司，你判断正确的概率是 80%。那么，在这

1000 个好公司里面，你能准确挑出 800 个好公司；但同时，因为你只有 80% 的正确率，意味着你有 20% 的概率会犯错，所以你会把那 3000 个坏公司里面的 20%——也就是 600 个坏公司，误认为是好公司并挑出来。结果就是，你一共挑出了 800 个真正的公司和 600 个误判的坏公司。那你最终投到真正好公司的概率，是 800 除以 (800 + 600)，也就是 800 除以 1400。算出来的概率只有 57%。也就是说，即使你个人的判断正确率高达 80%，但因为市场基础资产里坏公司太多，你最终出手的胜率也只有 57%。

然后你看，我们再做一个改变。如果我们把对坏公司的拒绝能力提升一下——也就是把看错的概率降低 10%，变成只有 10% 的看错概率，其他条件保持不变。这时候你会挑出 800 个好公司，而坏公司你只会挑出来 300 个。这时候你的成功胜率就变成了 800 除以 1100，你的胜率一下子飙升到了 73%！刚才还是 57%，现在我只是把我拒绝的概率提升了 10%，我成功的胜率就直接变成了 73%。

所以其实很简单，从数据层面上来看，因为市场上的好公司太少。在刚才那个假设里好公司只占四分之一，要想获得更高的成功概率，你就应该多拒绝，你才可能获得一个更好的胜率。因为坏的公司太多了，你必须要去多拒绝，所以在投资里面一定是宁可错过，不要做错的。错过是默认的常态，你想获得真正的投资收益，必然会经历错过。所以为什么巴菲特经常说这个东西我不懂，那个东西我不看。他表面上错过了好多科技牛股，但在整个胜率的维持上，要想维持一个长期的绝对高胜率，你必须不断地去主动错过，你才可能把你做错的概率维持在一个可控、合理的低水平。成功必须要去学会错过。不要想着“我又不想错过，我又不想做错”，这是神仙也做不到的。

所以为什么投资从理性的角度来说，我们通过数学算一算就知道，你必须不断地去主动错过，你宁可错过也不要做错。错过是投资极其重要的一个特点。如果你每一个热点、每一个所谓的十倍股、二十倍股都不愿意错过，你最后的成功概率必然是很差的，必然会面临本金损失的风险。如果你是一个理性的投资者，你就必须在心性上接受这一点。

另外一点，关于会不会觉得无聊。我觉得如果你的终极目标是获得一个好的投资业绩，而且你深刻理解了“错过是必然的、应该尽一切可能宁可错过”，那你就必然要去对很多东西说“No”。当你理解了这个底层的数学逻辑之后，你并不会觉得这是一

件很无聊或者很委屈的事情，因为这是为了最终的那个结果。虽然你主动 pass 掉了这家公司，但这并不代表你的研究分析和心血是白费的。就像我们今天聊的这些，尽管最后的结论是看不太懂、选择不投。但是这个推演的过程和讨论的方式，对于我们在投资方向上的成长一定是很有帮助的。不断去练习正确的拒绝，我们才可能最后提高自己的胜率，这是理性对我们的要求。

至于这个过程看着像草在长、像油漆在干是不是很枯燥，完全取决于你的视角。如果你的视角是很享受探寻本质的这个推演过程，把它当作搞科学发现一样，其实就没什么无聊的。巴菲特他们的生活也不是每天在买买买，一两年能碰到一个合适的好机会就已经很好了。大部分时间他们都在说“No”。每天收到无数的机会，他们都在 say no。所以如果你看见一个基金经理天天在频繁地买进卖出，今天建仓这个、明天建仓那个，我觉得这其实往往是有问题的，他做错的概率会被成倍地放大。

Alice：明白，谢谢派总的分享。所以其实这是一个理性战胜了感性的过程。因为你知道自己最终要通往哪里，知道最终想要的结果是什么，而你又通过数学公式计算了概率。基于理性建立的这一套框架，你已经知道它是怎么运转的了。所以你就可以包容任何的枯燥，或者说你根本不觉得这是在“忍受”。

Patrick：也没有那么玄妙，其实都是一个必经的过程。刚开始的时候也一样会犯错，这个也不想错过，那个也不想错过，对信息也会产生极度的饥渴和恐慌，生怕错过了什么信息和机会就以为自己离财富越来越远。后来才明白，原来信息不会影响你变富的。

Alice：我觉得你刚才谈的这个，就是你要明确自己的最终目标是胜率。这其实非常重要，因为只有你知道了自己最终追求的是什么，才能够拥有你第一期说到的关于“心性”的稳定。否则，如果你不知道自己在追求什么，没有计算这个概率，不知道“只有拒绝更多，我的胜率才会更高”这个坚定清晰的想法，你很难去培养出良好的心性。因为如果只是靠感性的理由去告诉自己应该这样，没有一个理性的底层支撑，是很难坚持的。你刚才谈到的理性的支撑，我觉得是可以给人巨大的信心去坚持做这件事情的。它并不是枯燥，而是它包含着复利的价值。就像你说的这套思维体系和知识，我去分析其他行业时其实还能用得上，只是大家表面上没有看到，这其实也是一个复利积累的过程。

Patrick: 对, 关键在于你愿不愿意选择理性。人是一个理性和感性交织的动物, 理性是要花很大的力气去主动建立的, 而我们的生物本能往往会让我们更倾向于感性。所以过去这几年, 我觉得在投资上最大的一个收获, 就是明白很多人以为投资就是那些纯技术上的分析——比如我们刚才分析行业、分析护城河、分析是不是合理的价格——这些技术的分析固然重要, 但在成功的要素里面, 它们最多只占了百分之二三十。剩下的百分之七八十, 你可能都是在修炼你自己的心性。你愿不愿意服从于理性? 愿不愿意客观地去接受这个商业规律? 如果你的目标是要想最终成功, 你就必须接受这个代价。很多人不理性, 就在于他既想要赚大钱、要极高的收益率, 但是自己又控制不住欲望, 想去抓住每一个热点机会去投机。理性告诉你这不可能两全。芒格说过关于心性的问题, 他说有些人可能天生就适合这些东西, 有些人天生就是不那么适合, 我觉得的确非常有道理。

结语

Patrick: 好啊, 我们今天就先很愉快地聊到这儿。好啊好啊, 我们下次再聊。

Alice: 好的, 谢谢派总。谢谢大家, 下次见。

Patrick: 拜拜, 下次见, 拜拜。