

富特科技 (301607.SZ) 国内车载电源头部供应商，海外新拓客户放量在即

2024年12月02日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

王嘉懿（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

wangjiayi@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790123070003

日期	2024/11/29
当前股价(元)	38.75
一年最高最低(元)	60.50/30.47
总市值(亿元)	43.02
流通市值(亿元)	8.67
总股本(亿股)	1.11
流通股本(亿股)	0.22
近3个月换手率(%)	1,441.45

● 广汽、蔚来、小米车载电源主供，国内外新拓客户放量在即

公司主营车载电源产品，深度绑定广汽、蔚来、小米。2022、2023年公司在国内车载电源第三方供货市场份额在15%左右，2024H1受广汽埃安销量下滑影响，份额降至9.6%。公司项目储备充裕，且海外布局领先，后续有望实现较高增长。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为18.63、24.43、30.90亿元，归母净利润分别为0.93、1.20、1.65亿元，EPS为0.84、1.08、1.49元/股，当前股价对应PE分别为46.1、35.8、26.0倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 国内基本盘：广汽、蔚来车载电源主供

当前公司核心客户为广汽与蔚来，二者均通过集团层面战投与公司深度绑定。2021-2023年广汽与蔚来营收占比合计分别为50.3%、63.6%、76.4%。

广汽：公司是广汽埃安系列主供，2022、2023H1在广汽集团的供应份额分别102%、98%。

蔚来：2021年公司逐步实现对竞争对手的替代，2022年、2023H1公司在蔚来汽车的供应份额分别116%、107%。

● 国内增量：小米独供，小鹏、比亚迪、长安、零跑、蔚来乐道等陆续放量

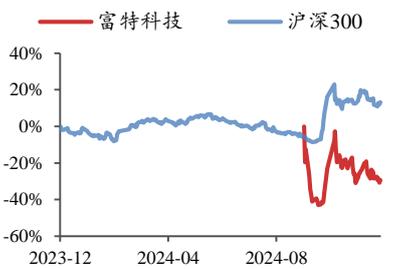
2024Q1小米SU7量产（独供），小鹏（P7i、P5i）、比亚迪、长安、零跑、蔚来乐道（2024年9月上市）等项目将陆续放量。

● 海外布局领先：2024Q3雷诺项目实现量产，Stellantis等定点在手

公司积极开拓海外市场，取得雷诺汽车、Stellantis和某欧洲主流豪华品牌等项目定点。2024Q3公司对雷诺汽车的配套项目实现小批量量产。公司于2021年在法国设立全资子公司，2024H1开始筹建泰国生产基地，海外业务发展可期。

● 风险提示：行业竞争加剧、产品价格下降、配套车型销量不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,650	1,835	1,863	2,443	3,090
YOY(%)	71.1	11.2	1.5	31.2	26.5
归母净利润(百万元)	87	96	93	120	165
YOY(%)	50.5	11.1	-3.2	28.8	37.6
毛利率(%)	20.5	24.9	24.8	24.8	24.8
净利率(%)	5.3	5.3	5.0	4.9	5.4
ROE(%)	19.1	16.7	13.9	15.2	17.3
EPS(摊薄/元)	0.78	0.87	0.84	1.08	1.49
P/E(倍)	49.6	44.6	46.1	35.8	26.0
P/B(倍)	9.5	7.5	6.4	5.4	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 富特科技：深耕车载电源，下游客户通过战投深化合作.....	4
1.1、 公司成立于 2011 年，深耕车载电源系统.....	4
1.2、 公司深耕高压电源，产品品类齐全.....	5
1.3、 李宁川先生为公司实控人，广汽、蔚来、小米通过战投深化合作.....	5
1.4、 核心技术人员与研发团队实力雄厚.....	6
1.5、 2020-2023 年高速增长，2024 年受下游客户销量波动业绩短期承压.....	7
1.6、 公司募投项目将继续聚焦车载电源领域.....	9
2、 车载电源：梯队清晰，份额随配套车型销量略有波动.....	9
2.1、 车载充电机和车载 DC/DC 变换器统称为车载电源.....	9
2.2、 国内车载电源行业梯队格局较为清晰.....	10
2.3、 公司主要配套中高端车型，毛利率位居行业前列.....	11
2.4、 发展趋势：车载电源厂商横向拓宽产品序列.....	12
3、 广汽蔚来小米车载电源主供，国内外新拓客户放量在即.....	13
3.1、 国内基本盘：广汽、蔚来车载电源主供.....	13
3.2、 国内增量：小米独供，小鹏、比亚迪、长安、零跑、蔚来乐道等陆续放量.....	14
3.3、 海外布局领先：2024Q3 雷诺项目实现量产，Stellantis 等定点在手.....	14
4、 盈利预测与投资建议.....	15
4.1、 关键假设.....	15
4.2、 估值与评级.....	16
5、 风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1： 公司较早进入车载高压电源系统市场.....	4
图 2： 公司控股股东、实际控制人为李宁川先生，下游客户通过战投深化合作.....	6
图 3： 2020-2023 年公司营收快速增长.....	7
图 4： 2021 年公司实现扭亏为盈.....	7
图 5： 公司主要营收来源为车载高压电源系统.....	8
图 6： 三合一系统产品营收占比提升.....	8
图 7： 公司重视研发投入.....	8
图 8： 公司利润率持续提升.....	8
图 9： 车载充电机将交流电转为高压直流电，车载 DC/DC 将高压转为低压.....	9
图 10： 车载 DC/DC 为仪表盘、音响等车载低压用电设备提供电能.....	10
图 11： 车载电源行业 2021-2022 年高速增长.....	10
图 12： 2023 年公司在国内车载电源份额 8.7%.....	10
图 13： 国内车载电源行业梯队格局清晰.....	11
图 14： 公司车载电源主要配套 A 级及以上车型.....	11
图 15： 公司车载电源集成产品单价稳定（单位：元/台）.....	12
图 16： 公司毛利率位居行业前列.....	12
图 17： 行业出现“电源+电驱”多合一集成化趋势.....	12
图 18： 广汽集团与蔚来汽车贡献营收占比上行.....	13

表 1: 公司主要产品为车载高压电源系统与非车载高压电源系统.....	5
表 2: 公司核心技术人员实力雄厚	6
表 3: 公司募集资金拟用于新能源汽车核心零部件智能化生产制造项目等	9
表 4: 车载电源第三方供货市场份额（剔除比亚迪、特斯拉）	11
表 5: 公司为广汽集团与蔚来汽车车载电源主供.....	13
表 6: 公司营收拆分及预测	15

1、富特科技：深耕车载电源，下游客户通过战投深化合作

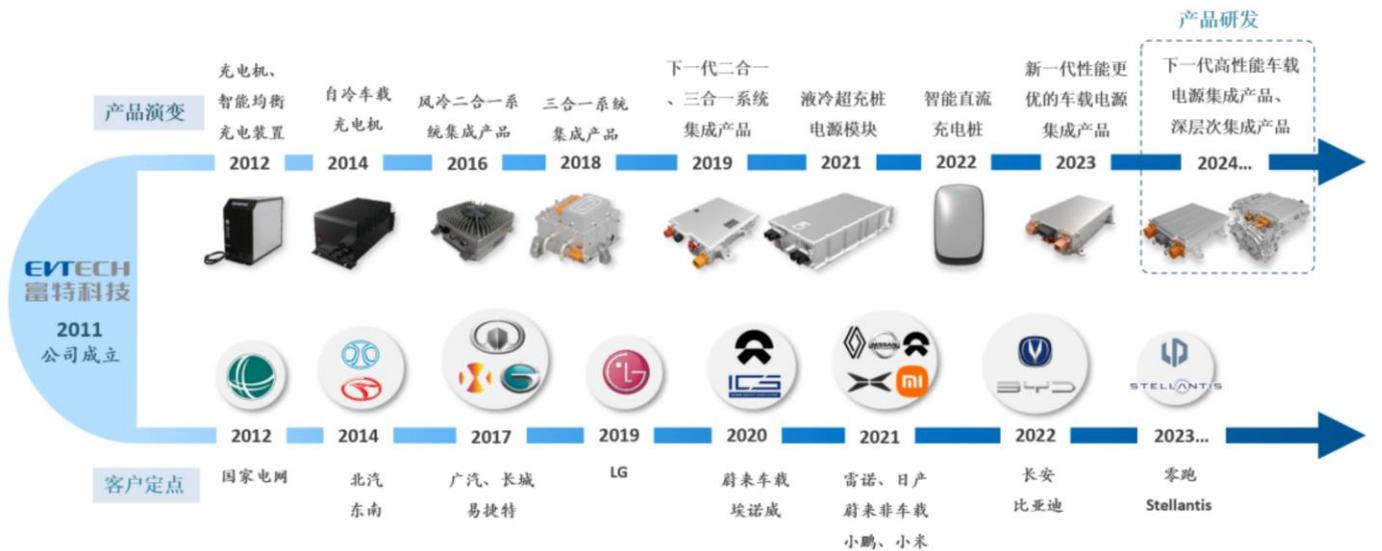
1.1、公司成立于 2011 年，深耕车载电源系统

公司成立于 2011 年，较早进入车载高压电源系统市场，2024 年在创业板上市。公司以电网充换电产品为业务起点，后逐步转型车载高压电源系统并建立车规级产品开发体系。

凭借多年研发技术积累，公司车载电源系统产品持续拓客，2021 年以来，公司产品快速放量并实现扭亏为盈。

- 2017 年获广汽、长城以及易捷特（东风与雷诺-日产合资公司）定点；
- 2019 年获 LG 定点；
- 2020 年获蔚来定点；
- 2021 年获雷诺、日产、小鹏以及小米定点；
- 2022 年获长安、比亚迪定点；
- 2023 年获零跑、Stellantis 定点。

图1：公司较早进入车载高压电源系统市场



资料来源：公司公告、开源证券研究所

此外，公司积极布局充电模块产品。公司依托车载高压电源领域相关的开发体系优势及技术积累，研发出液冷超充电桩电源模块、智能直流充电桩电源模块等非车载高压电源系统。公司是行业内较早能够量产车规级液冷超充电桩电源模块的企业，2021 年至 2023 年期间非车载高压电源系统业务贡献营收比例分别为 4.09%、4.60%、2.76%。

1.2、公司深耕高压电源，产品品类齐全

公司产品品类齐全，主要产品为车载高压电源系统与非车载高压电源系统。公司车载高压电源系统涵盖车载充电机、车载 DC/DC 变换器、二合一系统集成产品以及三合一系统集成产品；非车载高压电源系统产品涵盖液冷超充电桩电源模块以及智能直流充电桩电源模块。

表1：公司主要产品为车载高压电源系统与非车载高压电源系统

产品类别	产品名称	主要功能
车载高压电源系统	车载充电机	通过电池管理系统（BMS）的控制信号，将电网的交流电转换为动力电池可以使用的直流电，对新能源汽车的动力电池进行充电。
	车载 DC/DC 变换器	将动力电池输出的高压直流电转换为低压直流电，以供车机系统、仪表盘、灯光、电动转向等低压车载电器或设备使用。
	二合一系统集成产品	通过集成化设计，能够一定程度上减少占用空间，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量。 主要包括：车载充电机与车载 DC/DC 变换器集成；车载 DC/DC 变换器与电源分配单元集成。
	三合一系统集成产品	通过集成化设计，能够减少占用空间，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量。 主要包括：车载充电机、车载 DC/DC 变换器和电源分配单元集成；车载充电机、车载 DC/DC 变换器、电源分配单元和电动汽车通讯控制器集成。
非车载高压电源系统	液冷超充电桩电源模块	产品包括 AC/DC 模块和 DC/DC 模块，AC/DC 模块将交流电转换为高压直流电，为储能式超级充电蓄电池充电，实现“缓储”，DC/DC 模块将储能式充电桩蓄电池中的电能转换为新能源汽车动力电池所需的电能，为新能源汽车动力电池充电，与 AC/DC 模块共同实现“快放”。
	智能直流充电桩电源模块	将电网侧的交流电转换成直流电，通过直流接口给整车电池充电。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司车载电源产品已覆盖各主流功率及电压等级。公司产品矩阵丰富，现已覆盖了 3.3kW/6.6kW/11kW/22kW 功率等级的 OBC 产品、0.5kW-5kW 的 DC/DC 产品。公司的新能源汽车高压电源系统在转换效率与功率密度等关键技术指标方面处于业内领先水平，车载充电机的最高转换效率可达 96%，最高功率密度可达 3.2kW/L。

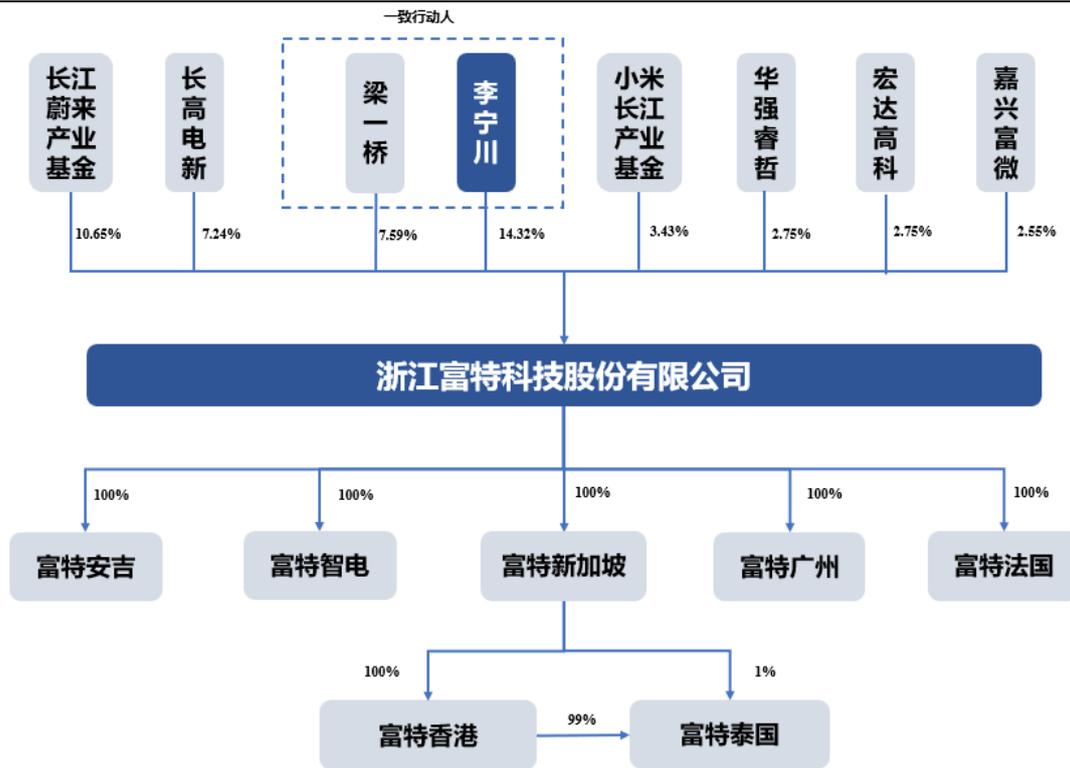
1.3、李宁川先生为公司实控人，广汽、蔚来、小米通过战投深化合作

公司控股股东、实际控制人为李宁川先生。截至 2024 年三季报，公司现任董事长、总经理李宁川先生直接持有公司 14.32% 的股份。此外，李宁川先生实际控制的翌升投资直接持有公司 1.80% 的股份，其实际控制的富特管理直接持有公司 1.78% 的股份，其一致行动人梁一桥直接持有公司 7.59% 的股份。

广汽、蔚来、小米通过集团层面战略投资深化与公司合作关系。广汽集团通过广祺中庸间接入股公司，通过广祺柒号参与公司战略配售；蔚来汽车实控人李斌先生通过长江蔚来产业基金间接入股公司；小米通过小米长江产业基金间接入股公司。截至 2024 年三季报，长江蔚来产业基金、小米长江产业基金、广祺中庸、广祺柒号分别持有公司 10.65%、3.43%、1.54%、1.25% 的股份。

翌升投资、富特管理、安吉协同、安吉争先为公司股东、员工持股平台。此外，公司拥有法国、新加坡、中国香港、泰国境外全资子公司。

图2：公司控股股东、实际控制人为李宁川先生，下游客户通过战投深化合作



资料来源：公司公告、开源证券研究所；注：截至 2024 年三季度

1.4、核心技术人员与研发团队实力雄厚

公司核心技术人员实力雄厚，已形成技术精湛、务实专注的研发团队。公司核心技术人员从业经验均在 10 年以上，部分核心技术人员出身台达电子，具有深厚的专业背景。公司研发人员主要集中在电力电子变换技术、数字化及模块化的软件开发技术、高效能热管理和结构设计技术等领域，形成了多层次多维度的研发团队特色，可完成硬件设计、软件设计、结构设计及各种调试测试工作。

截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有 34 项发明专利、42 项实用新型、3 项外观设计和 27 项软件著作权。公司作为唯一一家主要起草单位起草了电动汽车用传导式车载充电机(T/ZZB 1710-2020)标准，并作为起草单位起草了多项行业内其他标准，同时公司还负责地方重大科研项目，在行业技术发展中发挥了重要作用。

表2：公司核心技术人员实力雄厚

姓名	学位/职务	简历
李宁川	工业自动化学士，董事长、总经理	1973 年 10 月生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。1995 年 7 月至 1997 年 2 月，任浙江大学工业自动化公司工程师；1997 年 2 月至 2007 年 12 月，历任杭州百富电子技术有限公司工程师、副总工程师、副总经理、总经理、董事；2008 年 1 月至 2011 年 8 月，任浙江谐平科技股份有限公司董事、副总经理；2011 年 7 月至 2011 年 8 月，任浙江桂容谐平科技有限责任公司董事；2011 年 8 月至今，任公司董事长、总经理。
倪斌	电机与电器硕士，副总经理	1982 年 9 月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2006 年 10 月至 2007 年 3 月，任杭州百富电子技术有限公司工程师；2007 年 4 月至 2008 年 3 月，任杭州安特电力电子技术有限公司工程师；2008 年 4 月至 2011 年 7 月，任浙江谐平科技股份有限公司研发部副经理；2011 年 8 月至今，任公司董事、副总经理。

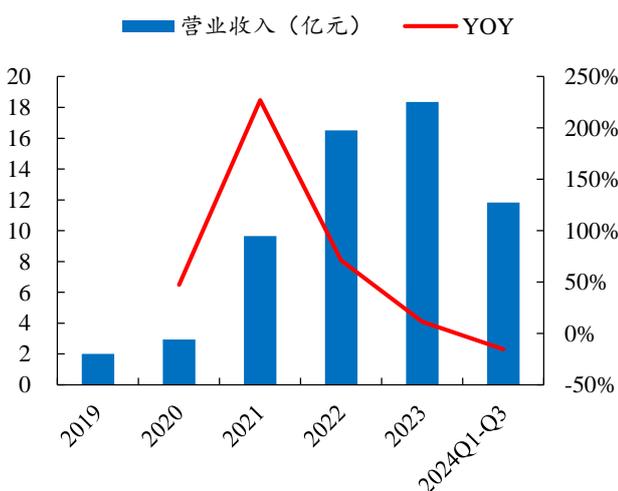
姓名	学位/职务	简历
平定钢	电力电子硕士，副总经理	1983年2月生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。2008年7月至2009年8月，任杭州茂力半导体技术有限公司应用工程师； 2009年8月至2018年3月，历任台达电子企业管理（上海）有限公司电子工程师、课长和副理 ；2018年4月至今，历任公司设计总监、技术中心副主任、技术中心主任和副总经理，2021年8月至今任浙江富特科技股份有限公司杭州分公司负责人，2023年1月至今任浙江富特科技股份有限公司西安分公司负责人。
张淑亭	机械工程硕士，技术中心副主任兼技术总监	1981年12月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2007年7月至2009年3月，任浙江舟济电子科技有限公司结构主管；2009年4月至2010年3月，任浙江海利普电子科技有限公司资深结构工程师； 2010年3月至2014年12月，任台达电子企业管理（上海）有限公司杭州分公司课长 ；2014年12月至2016年6月，任诺基亚通信系统技术（北京）有限公司浙江分公司资深结构工程师；2016年6月至2023年7月，任公司技术中心副主任兼结构部副经理；2023年7月至2024年7月，任公司技术中心副主任兼结构部经理；2024年7月至今，任公司技术中心副主任兼技术总监。
林灿	电子信息工程学士，技术中心副主任	1981年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2006年7月至2007年3月，任杭州大邦科技有限公司电子工程师；2007年3月至2015年7月，任杭州信控科技股份有限公司软件工程师；2015年8月至今，历任公司技术中心研发部副经理和技术中心副主任。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.5、2020-2023年高速增长，2024年受下游客户销量波动业绩短期承压

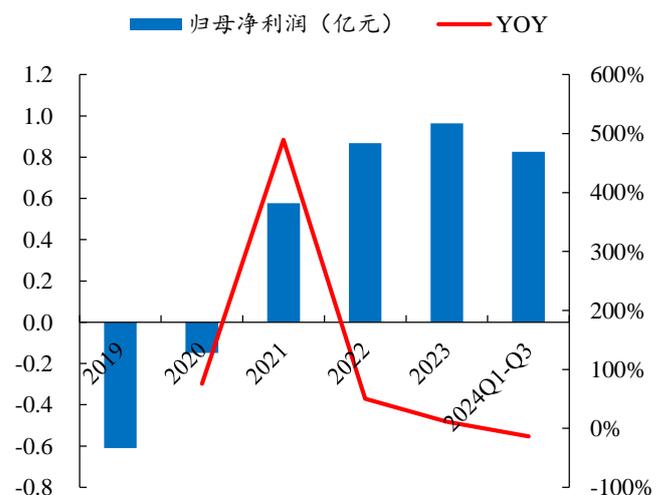
受益于我国新能源汽车产业的发展以及公司客户、项目数量的不断拓展，公司**2020年至2023年高速增长，2024年受下游客户销量波动业绩短期承压**。2019年至2023年，公司营业收入从2.0亿元增长至18.4亿元，CAGR 74%。2021年公司扭亏为盈，当年实现归母净利润0.6亿元，2023年公司归母净利润增长至1.0亿元。2024年前三季度，公司实现营收11.8亿元，同比-15%；实现归母净利润0.8亿元，同比-14%。2024年公司业绩短期承压，主要是受广汽埃安销量影响，另外公司配套部分客户的主力车型改款升级，上市或量产晚于计划。

图3：2020-2023年公司营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

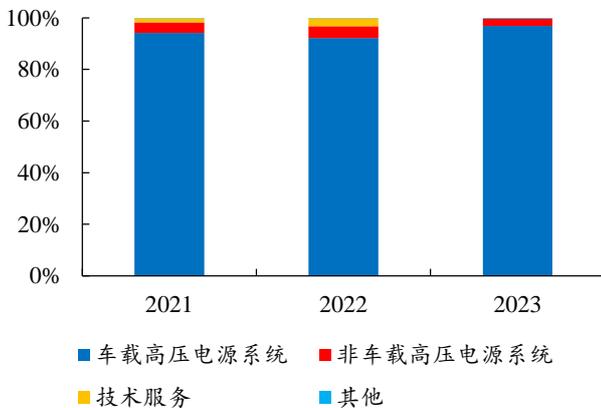
图4：2021年公司实现扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

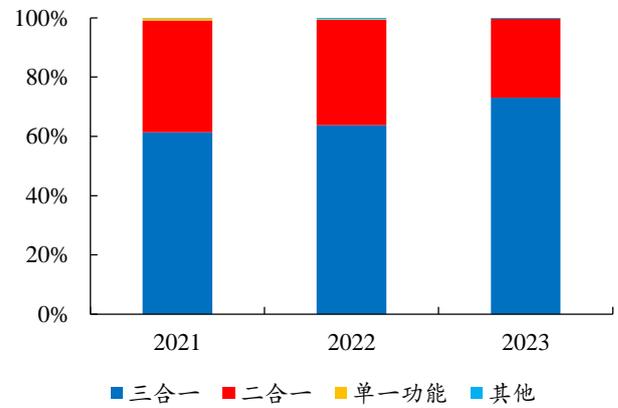
车载高压电源系统产品为公司主要营收来源，其中三合一系统产品营收占比逐年提升。2021年至2023年期间，公司车载高压电源系统营收占比分别为94.3%、92.3%、97.2%；车载高压电源系统中，三合一占比分别为61.4%、63.7%、73.1%。

图5：公司主要营收来源为车载高压电源系统



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：三合一系统产品营收占比提升

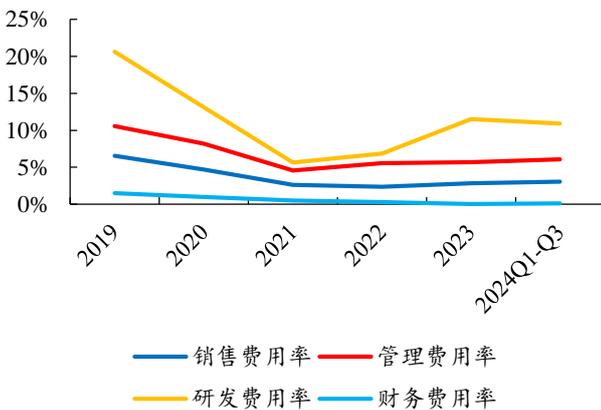


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司重视研发投入。为顺应产业技术发展需求、提高研发能力以及保持技术优势，公司总体保持较高研发投入。2022年起公司研发费用大幅提升，2022A、2023A、2024Q1-Q3公司研发费用分别1.1、2.1、1.3亿元，对应研发费用率分别6.9%、11.5%、10.9%。

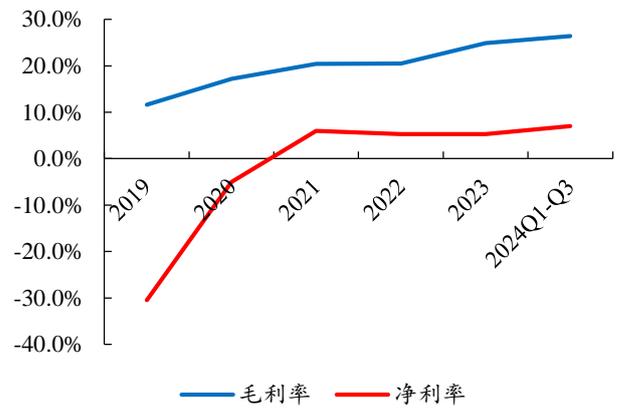
毛利率稳中有升，2021年扭亏为盈后净利率水平较为稳定。2021全年至2024年前三季度，公司毛利率从20.4%提升至26.4%；净利率维持在5-7%之间。

图7：公司重视研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司利润率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、公司募投项目将继续聚焦车载电源领域

公司募投项目主要用于车载电源扩产。公司拟募资 9.26 亿元，实际募资净额为 3.04 亿元。公司募投项目投资总额 9.26 亿元，其中新能源汽车核心零部件智能化生产制造项目（拟新建 10 条车载高压电源产品自动化生产线，形成 120 万套产能）投资总额 4.72 亿元，调整后拟使用募集资金 1.63 亿元投入该项目。

表3：公司募集资金拟用于新能源汽车核心零部件智能化生产制造项目等

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）	
			调整前	调整后
1	新能源汽车核心零部件智能化生产制造项目	4.72	4.72	1.63
2	研发中心建设项目	2.04	2.04	0.50
3	补充流动资金	2.50	2.50	0.91
	合计	9.26	9.26	3.04

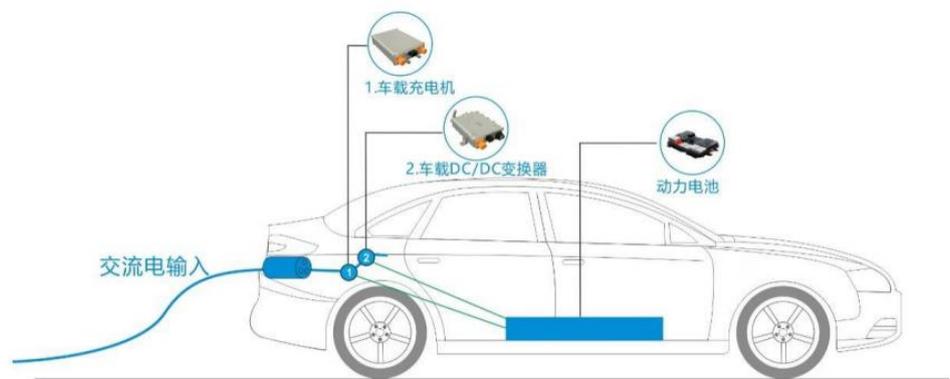
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、车载电源：梯队清晰，份额随配套车型销量略有波动

2.1、车载充电机和车载 DC/DC 变换器统称为车载电源

车载充电机和车载 DC/DC 变换器，一般被统称为车载电源。

图9：车载充电机将交流电转为高压直流电，车载 DC/DC 将高压转为低压

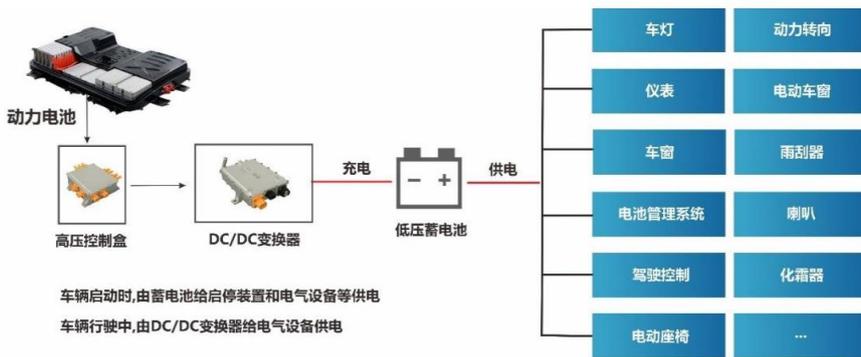


资料来源：威迈斯公告

车载充电机（On-board charger, OBC）主要应用于交流电充电方式的场景，车载充电机依据电池管理系统（BMS）的控制信号，将单相交流电（220V）或三相交流电（380V）转换为动力电池可以使用的高压直流电，从而实现对新能源汽车动力电池的充电。

车载 DC/DC 变换器是电压变换装置，将动力电池输出的高压直流电转换为 12V、24V、48V 等低压直流电，为仪表盘、车灯、雨刷、空调、音响、安全气囊等车载低压用电设备和低压蓄电池提供电能。

图10：车载 DC/DC 为仪表盘、音响等车载低压用电设备提供电能



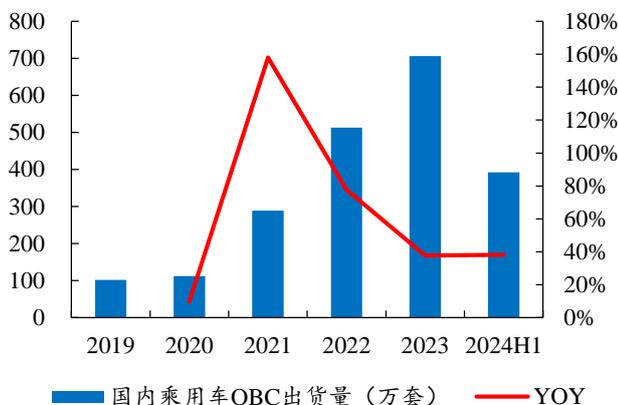
资料来源：威迈斯公告

车载电源集成产品是指将车载充电机、车载 DC/DC 变换器等独立式车载电源产品进行综合性集成的车载电源系统产品，以实现降本、降重和降体积的集成化要求。随着新能源汽车在汽车轻量化和优化空间布局等指标上要求越来越高，车载电源集成产品逐步成为车载电源系统的主流产品。

2.2、国内车载电源行业梯队格局较为清晰

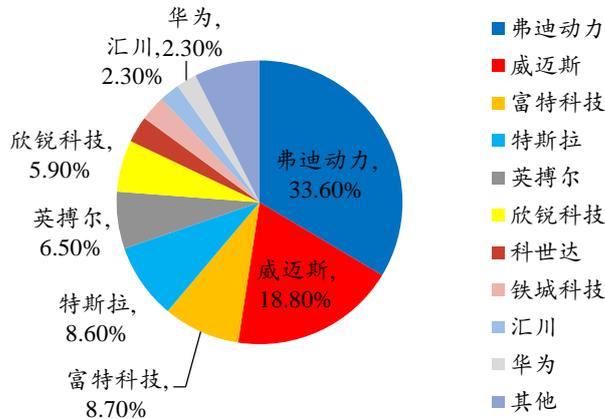
车载电源是新能源汽车不可或缺的核心零部件，跟随新能源汽车市场快速发展。2019-2023 年，国内乘用车 OBC 出货量从 102 万台增长至 706 万台，CAGR 62.2%。

图11：车载电源行业 2021-2022 年高速增长



数据来源：NE 时代新能源公众号、开源证券研究所

图12：2023 年公司在国内车载电源份额 8.7%



数据来源：NE 时代新能源公众号、开源证券研究所

国内车载电源行业梯队格局清晰。

(1) 比亚迪、特斯拉采用垂直一体化的供应链模式。2023 年弗迪动力、特斯拉市占率分别 33.6%、8.6%。

(2) 威迈斯、富特科技、英搏尔、欣锐科技为头部主流第三方供应商。2023 年市占率分别 18.8%、8.7%、6.5%、5.9%，合计约占 40% 的份额。

(3) 2023 年下半年，汇川联合动力、华为数字能源开始发力。其中，2023 年末问界车型热销带动华为数字能源市占率提升。

2023 年、2024H1，弗迪动力、特斯拉、华为数字能源 3 家市占率合计分别为 44.5%、46.1%。

图13: 国内车载电源行业梯队格局清晰



资料来源: NE 时代新能源公众号、开源证券研究所

若剔除比亚迪、特斯拉自供市场。威迈斯在第三方供货市场排名第一，2022 年到 2024 年上半年份额均超 32%。富特科技 2022、2023 年第三方供货市场份额在 15% 左右，2024 年上半年受下游配套车型销量影响（广汽埃安等），份额略有波动，降至 9.6%。英搏尔、欣锐科技第三方供货市场份额均保持在 10% 左右。

表4: 车载电源第三方供货市场份额（剔除比亚迪、特斯拉）

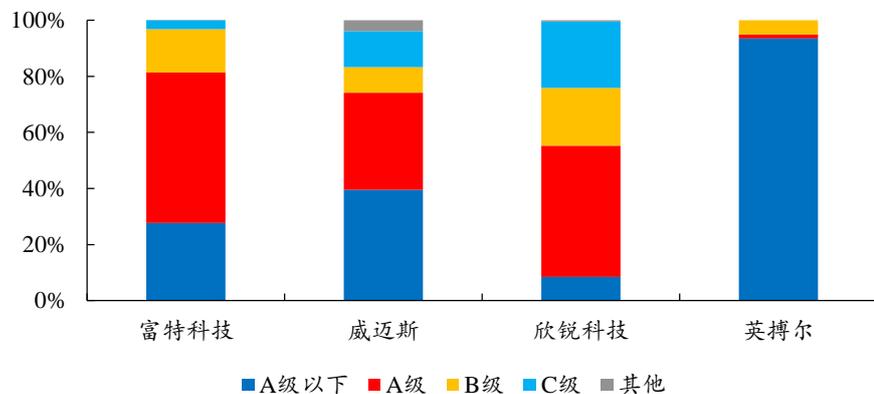
	2021	2022	2023	2024H1
威迈斯	28.4%	32.6%	32.5%	32.2%
富特科技	16.2%	13.5%	15.1%	9.6%
英搏尔	7.1%	13.6%	11.2%	10.2%
欣锐科技	9.8%	9.4%	10.2%	9.7%
华为数字能源	/	4.9%	3.9%	10.4%
汇川联合动力	/	/	4.0%	7.6%
其他	38.5%	26.0%	27.1%	27.9%

数据来源: NE 时代新能源公众号、开源证券研究所

2.3、公司主要配套中高端车型，毛利率位居行业前列

公司车载电源主要配套 A 级及以上车型。车载电源玩家配套车型各有侧重。英搏尔紧抓微型车细分市场，威迈斯高中低端市场分布较为均匀，富特科技、欣锐科技主要配套 A 级及以上车型。

图14: 公司车载电源主要配套 A 级及以上车型



数据来源: 威迈斯公告、开源证券研究所; 注: 数据基于 2022 年出货情况

可比公司车载电源业务对比：公司毛利率位居行业前列。2021年至2023年期间，公司车载电源单价相对稳定，位于4家上市公司中位水平。英搏尔主要配套小车，单价水平稍低。毛利率方面，2021年至2023年期间公司车载电源业务毛利率分别为20.1%、21.0%、25.1%，始终位居行业前列。

图15：公司车载电源集成产品单价稳定（单位：元/台）

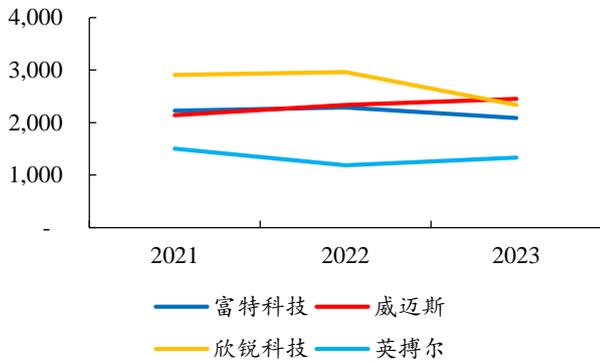
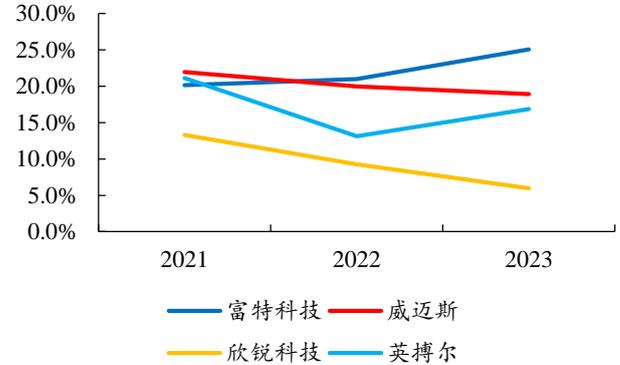


图16：公司毛利率位居行业前列



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

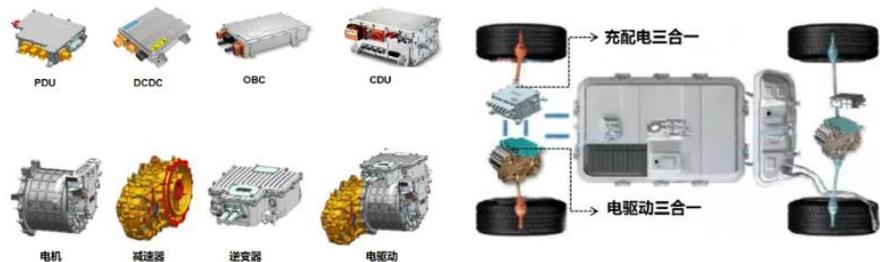
2.4、发展趋势：车载电源厂商横向拓宽产品序列

凭借在电力电子领域的技术积累以及市场经验，车载电源厂商具备拓展充电模块与电驱业务的潜力。

业内多数厂商拓展充电模块产品，进军非车载电源领域。例如，富特科技液冷超充电桩电源模块已配套埃诺威（配套大众集团生产充电桩）等客户进行销售；在壁挂直流充电桩方面，电源模块配套蔚来 Wallbox 产品已进入量产阶段。威迈斯的液冷充电桩模块已经取得极氪汽车、某头部造车新势力等知名整车厂的定点。

此外，部分厂商布局电驱产品，行业出现“电源+电驱”多合一集成化趋势。新能源汽车在汽车轻量化和优化空间布局等指标上要求越来越高，以实现在汽车动力性与降低能耗、乘坐舒适性与储物便利性等方面的提升，从而对上游相关核心零部件产品降重、降体积和降本的一体化集成化发展提出了更高的要求。新能源汽车电驱动系统呈现“3+3+X”的集成化趋势，即电驱集成（电机、电机控制器、减速器）+电源集成（OBC、DCDC、PDU）+其他（整车控制VCU、BMS、48V DCDC、热管理控制器等具体产品部件集成，或升压、脉冲加热等功能集成）。例如，英搏尔依托“集成芯”技术，推出六合一、多合一驱动总成产品。

图17：行业出现“电源+电驱”多合一集成化趋势



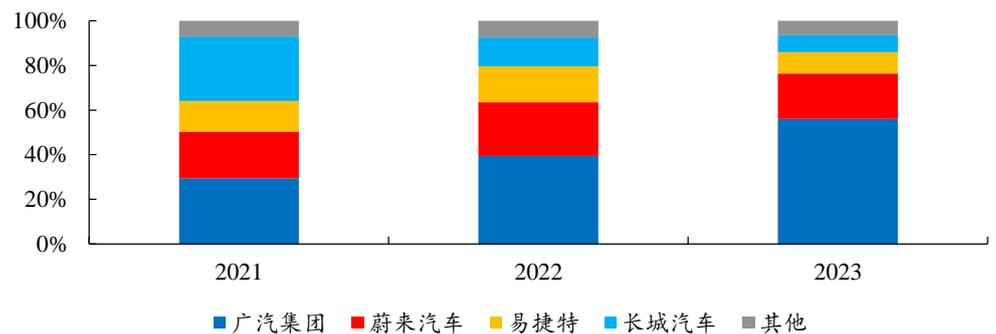
资料来源：NE时代新能源公众号

3、广汽蔚来小米车载电源主供，国内外新拓客户放量在即

3.1、国内基本盘：广汽、蔚来车载电源主供

当前公司核心客户为广汽集团与蔚来汽车，二者均通过集团层面战投与公司深度绑定。公司客户结构较为集中，其中广汽、蔚来占据较高份额。2021-2023 年公司前五大客户营收占比合计分别 97.9%、95.6%、96.14%，其中广汽与蔚来营收占比合计分别为 50.3%、63.6%、76.4%。

图18：广汽集团与蔚来汽车贡献营收占比上行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司是广汽、蔚来车载电源主供。

广汽：广汽集团通过广证盈乾于 2015 年入股公司，对应股权后被转让至同集团下的广祺中庸。公司是埃安 S、埃安 V、埃安 Y 等车型的主力供应商。公司在广汽集团的供应份额始终处于较高水平，2023H1 供应份额为 98%。

蔚来：长江蔚来产业基金于 2017 年入股公司。2020 年公司对蔚来供应份额仅 5%，2020 年 12 月公司配套蔚来车载电源进入量产阶段，凭借产品技术优势以及价格优势，2021 年公司逐步实现对竞争对手的替代，供应份额不断上升。2022 年、2023H1 公司在蔚来汽车的供应份额分别 116%、107%（供应份额超 100%是由于整车销售较零部件交付有滞后性）。

长城：公司是欧拉系列主供，2020-2021 年在长城汽车供应份额在 95%以上。2022 年以来由于长城汽车旗下其他新能源品牌销量占比上升，供应份额有所下降。

易捷特（东风和雷诺-日产合资公司）：公司自 2017 年通过雷诺日产联盟的供应商资格审查后，成为易捷特车载高压电源独家供应商。易捷特生产的 Dacia Spring 系列车型、BBG 拉美版车型，经由雷诺汽车在海外市场销售；易捷特生产的国内版车型经由东风汽车在国内市场销售。受益于欧洲版配套的 Dacia Spring 车型的销量上涨，2021 年及 2022 年公司对易捷特的收入大幅增长。

表5：公司为广汽集团与蔚来汽车车载电源主供

	2020	2021	2022	2023H1
广汽集团	85%	92%	102%	98%
蔚来汽车	5%	83%	116%	107%
长城汽车	95%	101%	70%	37%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、国内增量：小米独供，小鹏、比亚迪、长安、零跑、蔚来乐道等陆续放量

公司国内客户项目储备充裕，后续车型放量可期。

小米：小米汽车通过小米长江产业基金于 2021 年入股公司。2024Q1，公司实现对小米汽车配套项目量产（根据公司 2023 年 9 月公告，公司是独家供应商），小米 SU7 上市后订单量远超预期，小米汽车产能不断爬坡带动公司收入增长。

小鹏：公司配套小鹏 P7i、P5i 等项目。2023 年小鹏汽车贡献公司 0.46 亿元营收，是公司第五大客户。

比亚迪、长安、零跑：公司已取得比亚迪、长安汽车、零跑汽车项目定点。公司预计 2024 年下半年将实现量产。

此外，蔚来乐道汽车相关车型于 2024 年 9 月上市，将带动公司收入增长。

3.3、海外布局领先：2024Q3 雷诺项目实现量产，Stellantis 等定点在手

车载电源海外企业主要包括博世、法雷奥、科世达、TDK 等汽车电子国际巨头，凭借多年来在汽车零部件领域的行业经验以及与下游整车厂良好的合作关系，跨产品进入车载高压电源领域。目前国内自主品牌整车厂车载电源供应商以大陆企业为主，但特斯拉、大众、宝马、奔驰等海外车厂车载电源供应商仍以海外企业和中国台湾企业为主。但雷诺、日产、Stellantis 等海外品牌整车厂商，也开始选择我国大陆企业作为车载电源供应商。

公司积极与国际汽车电子巨头开展竞争，开拓海外市场，取得雷诺汽车、Stellantis 和某欧洲主流豪华品牌等项目定点。2024Q3，公司对雷诺汽车的配套项目实现小批量量产，该项目在 2024 年下半年量产爬坡将带动公司收入实现增长。

公司实行全球化市场战略，海外业务发展可期。公司于 2021 年在法国设立全资子公司，配置了国际化的专业团队，配合服务现有客户以及对接市场、技术方面的需求，也作为公司开拓欧洲地区市场的主要基地。2024 年上半年公司开始筹建泰国生产基地，海外业务持续推进中。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 车载高压电源系统：公司深度绑定广汽集团、蔚来汽车以及小米汽车。2024年上半年广汽埃安销量下滑致公司业绩短期承压。国内市场方面，公司预计配套比亚迪、长安汽车及零跑汽车的部分项目将于2024年下半年实现量产；海外市场方面，公司取得雷诺汽车、Stellantis和某欧洲主流豪华品牌等项目定点，2024Q3雷诺项目实现小批量量产。公司项目储备充裕，后续有望实现较高增长。我们预计公司车载高压电源系统2024-2026年营业收入分别为18.03、23.75、30.12亿元，毛利率分别为25.0%、25.0%、25.0%。

(2) 非车载高压电源系统：公司横向拓展业务领域，液冷超充电桩电源模块已配套埃诺威（配套大众集团生产充电桩）等客户进行销售；在壁挂直流充电桩方面，公司电源模块配套蔚来Wallbox产品已进入量产阶段。我们预计公司非车载高压电源系统2024-2026年营业收入分别0.58、0.67、0.77亿元，毛利率分别为18.0%、18.0%、18.0%。

表6：公司营收拆分及预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1、车载高压电源系统	营业收入（亿元）	15.22	17.79	18.03	23.75	30.12
	YOY	67%	17%	1%	32%	27%
	营业成本（亿元）	12.02	13.33	13.53	17.81	22.59
	毛利率（%）	21.0%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
2、非车载高压电源系统	营业收入（亿元）	0.76	0.51	0.58	0.67	0.77
	YOY	92%	-33%	15%	15%	15%
	营业成本（亿元）	0.58	0.41	0.48	0.55	0.63
	毛利率（%）	23.8%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%
3、技术服务	营业收入（亿元）	0.50	0.01	0.01	0.01	0.01
	YOY	226%	-98%	0%	0%	0%
	营业成本（亿元）	0.50	0.01	0.01	0.01	0.01
	毛利率（%）	-0.2%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
4、其他	营业收入（亿元）	0.03	0.05			
	YOY	191%	72%			
	营业成本（亿元）	0.02	0.04			
	毛利率（%）	34.3%	19.1%			
合计	营业收入（亿元）	16.50	18.35	18.63	24.43	30.90
	YOY	71%	11%	1%	31%	27%
	营业成本（亿元）	13.12	13.79	14.01	18.37	23.23
	毛利率（%）	20.5%	24.9%	24.8%	24.8%	24.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 18.63、24.43、30.90 亿元，归母净利润分别为 0.93、1.20、1.65 亿元，EPS 为 0.84、1.08、1.49 元/股，当前股价对应 PE 分别为 46.1、35.8、26.0 倍。我们选取威迈斯、英搏尔、欣锐科技、汇川技术为可比公司，公司估值高于可比公司平均。公司作为国内车载电源头部供应商，是广汽、蔚来、小米车载电源主供，2024 年上半年广汽埃安销量下滑致公司业绩短期承压，但公司项目储备充裕，且海外布局领先，后续有望实现较高增长，可给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司估值高于可比公司平均

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688612.SH	威迈斯	27.09	1.33	1.64	2.15	20.3	16.5	12.6
300681.SZ	英搏尔	23.78	0.30	0.49	0.63	79.3	48.9	37.6
300745.SZ	欣锐科技	17.70	0.38	0.72	1.70	46.4	24.7	10.4
300124.SZ	汇川技术	60.30	1.88	2.25	2.68	32.1	26.8	22.5
	平均					44.5	29.2	20.8
301607.SZ	富特科技	38.75	0.84	1.08	1.49	46.1	35.8	26.0

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：可比公司中威迈斯盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期，收盘价选取日期为 2024 年 11 月 29 日

5、风险提示

- (1) 产品价格下降。若产品价格下降，将可能对公司营收增速造成不利影响；
- (2) 行业竞争加剧。若行业竞争加剧，将可能对公司盈利能力造成不利影响；
- (3) 配套车型销量不及预期。若配套车型销量不及预期，将可能造成公司业绩波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1229	1296	1365	1985	2141
现金	456	458	490	745	807
应收票据及应收账款	338	316	397	521	637
其他应收款	6	5	6	8	10
预付账款	10	10	10	16	17
存货	268	322	277	509	485
其他流动资产	152	185	185	185	185
非流动资产	306	344	317	360	390
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	99	137	122	157	182
无形资产	4	7	7	7	8
其他非流动资产	203	200	188	197	201
资产总计	1535	1641	1682	2345	2531
流动负债	971	1017	965	1508	1528
短期借款	1	1	24	1	1
应付票据及应付账款	879	859	860	1425	1445
其他流动负债	91	157	82	82	82
非流动负债	110	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	110	46	46	46	46
负债合计	1080	1063	1011	1554	1575
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	83	83	83	83	83
资本公积	476	502	502	502	502
留存收益	-104	-8	85	206	371
归属母公司股东权益	455	577	671	791	956
负债和股东权益	1535	1641	1682	2345	2531

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	217	105	95	357	140
净利润	87	96	93	120	165
折旧摊销	25	35	35	33	45
财务费用	5	0	2	2	3
投资损失	1	0	1	0	0
营运资金变动	33	-101	-32	201	-74
其他经营现金流	65	74	-4	0	0
投资活动现金流	-0	-76	-9	-77	-75
资本支出	50	76	8	77	75
长期投资	51	0	0	0	0
其他投资现金流	-2	0	-1	0	0
筹资活动现金流	-39	-30	-77	-2	-3
短期借款	-12	-0	23	-23	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	24	26	0	0	0
其他筹资现金流	-51	-56	-99	20	-3
现金净增加额	176	-3	9	278	62

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1650	1835	1863	2443	3090
营业成本	1312	1379	1401	1837	2323
营业税金及附加	3	6	6	8	10
营业费用	39	52	52	66	80
管理费用	92	105	106	137	170
研发费用	113	211	214	276	343
财务费用	5	0	2	2	3
资产减值损失	-27	-26	-16	0	0
其他收益	24	34	30	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-1	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	83	93	91	117	161
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	82	94	91	117	161
所得税	-4	-3	-3	-3	-5
净利润	87	96	93	120	165
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	96	93	120	165
EBITDA	94	115	113	132	183
EPS(元)	0.78	0.87	0.84	1.08	1.49

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	71.1	11.2	1.5	31.2	26.5
营业利润(%)	47.5	12.7	-2.8	28.8	37.6
归属于母公司净利润(%)	50.5	11.1	-3.2	28.8	37.6
获利能力					
毛利率(%)	20.5	24.9	24.8	24.8	24.8
净利率(%)	5.3	5.3	5.0	4.9	5.4
ROE(%)	19.1	16.7	13.9	15.2	17.3
ROIC(%)	684.0	44.0	40.5	261.9	99.6
偿债能力					
资产负债率(%)	70.4	64.8	60.1	66.3	62.2
净负债比率(%)	-96.1	-66.2	-69.6	-94.1	-84.3
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	5.0	5.6	5.2	5.3	5.3
应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.87	0.84	1.08	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	0.94	0.85	3.21	1.26
每股净资产(最新摊薄)	4.10	5.20	6.04	7.12	8.62
估值比率					
P/E	49.6	44.6	46.1	35.8	26.0
P/B	9.5	7.5	6.4	5.4	4.5
EV/EBITDA	29.6	24.8	24.5	18.8	13.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

17 / 19

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn