

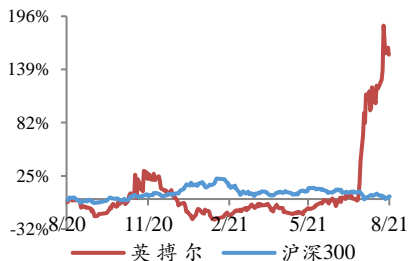
## 技术加持，经营向上

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-08-25

收盘价（元）	90.00
近12个月最高/最低（元）	101.00/27.53
总股本（百万股）	76
流通股本（百万股）	43
流通股比例（%）	57.32
总市值（亿元）	68
流通市值（亿元）	39

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

### 分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 投资逻辑：

新能源汽车快速发展催生电驱系统千亿市场规模，第三方专业供应商迎来发展机遇。公司逐步实现部件向总成类产品的供应，带来单车价值量的提升。公司进入技术变现期，全新集成芯产品技术领先，将逐步搭载于主流新能源车企，从而实现公司客户由A00级向更高级别车型的升级，实现市占率的提升。预计21-23年业绩增速为249%/221%/82%。

#### ● 千亿市场开启，第三方专业机构迎发展机遇。

我们预计2025年国内新能源汽车电驱系统具备千亿级别的市场规模。当前新能源电驱系统围绕降本、减重和减体积进行技术升级而从成本端来看电驱系统中物料成本占据较大份额，因此从设计端实现降本增效成为重点。从竞争格局来看，电驱系统领域主机厂和第三方专业机构均有参与，相比于主机厂，第三方机构能够接触更丰富的产品需求，在设计创新方面具备一定的灵活性，成为其竞争优势之一，为其后续发展提供机遇。

#### ● 技术加持，客户快速开拓。

基于功率单管技术、叠层母排等底层技术，公司电驱系统进化到第三代产品，相比于前两代产品，其功率密度有较大程度提升，同时成本进一步下探，对标竞争对手具备优势，当前公司三代产品开始搭载于威马汽车相关车型，后续有望持续开拓。客户方面，公司在技术加持下将市场渗透进入主流新能源汽车市场，吉利、长安、小鹏、威马等客户先后确定订单，客户结构逐步优化，保证后续公司快速成长，盈利能力持续改善。

#### ● 投资建议

预计公司2021-2023年EPS分别为0.61/1.94/3.53元，当前股价对应2021-2023年P/E分别为148x/46x/25x。首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

新能源汽车发展不及预期；新技术普及不及预期等风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	421	936	1844	3051
收入同比（%）	32.2%	122.4%	96.9%	65.5%
归属母公司净利润	13	46	147	267
净利润同比（%）	116.6%	248.3%	220.8%	81.7%
毛利率（%）	19.5%	20.0%	22.7%	24.3%
ROE（%）	2.3%	7.3%	19.1%	25.7%
每股收益（元）	0.17	0.61	1.94	3.53
P/E	192.78	148.49	46.29	25.48
P/B	4.38	10.90	8.82	6.55
EV/EBITDA	82.22	104.45	42.35	23.03

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

总论 .....	4
1、英搏尔：电驱系统先行者 .....	5
2、受益新能源汽车发展，第三方电驱企业有望迎来黄金发展期 .....	9
3、技术引领产品革新，经营拐点已现.....	12
3.1、技术驱动，全新产品提升竞争力 .....	12
3.2、技术加持下客户快速突破 .....	15
4、盈利预测与估值分析.....	18
4.1、盈利预测.....	18
4.2、估值分析.....	19
风险提示： .....	20
财务报表与盈利预测 .....	21

## 图表目录

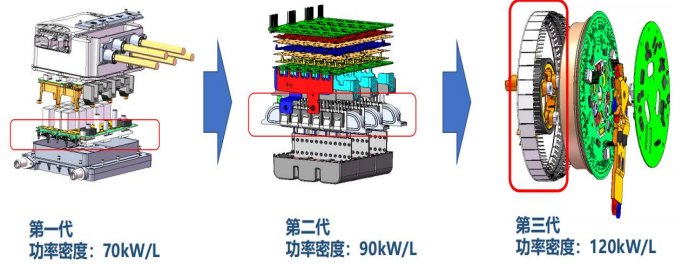
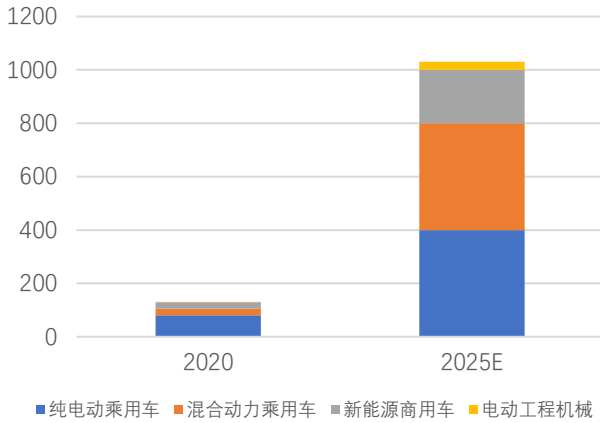
图表 1: 新能源汽车电驱系统千亿市场规模	4
图表 2: 公司三代产品功率密度对比	4
图表 3: 分业务收入及毛利率	4
图表 4: 英搏尔产品布局	5
图表 5: 英搏尔发展历史	6
图表 6: 英搏尔主要管理层背景	6
图表 7: 公司营收历年变动情况	7
图表 8: 公司各业务历年营收变动情况	7
图表 9: 公司利润历年变动情况 (亿元)	7
图表 10: 公司毛利率历年变动情况	7
图表 11: 公司历年研发投入及占比情况	8
图表 12: 行业公司研发投入对比	8
图表 13: 英搏尔基地布局	8
图表 14: 国内新能源乘用车销量市场 (万辆)	9
图表 15: 新能源汽车电驱+电源系统千亿市场开启	10
图表 16: 英搏尔电驱产品成本构成	10
图表 17: 2020 年电控系统供应格局	11
图表 18: 电驱系统配套体系	11
图表 19: 公司部分产品单车价值量情况 (元)	12
图表 20: 公司电驱历年市占率情况	12
图表 21: 英搏尔部分产品	12
图表 22: 单管并联技术	13
图表 23: 单管并联技术特点	13
图表 24: 公司三代产品功率密度对比	14
图表 25: 公司第三代产品与竞争对手对比 (KW/KG)	14
图表 26: 公司二代和三代产品参数对比	15
图表 27: 两大平台覆盖多个功率区间	15
图表 28: 公司历年营收结构	15
图表 29: 公司新能源汽车历年毛利率情况	15
图表 30: 公司二代和三代产品参数对比	16
图表 31: 分业务收入及毛利率	18
图表 32: 可比公司估值	19

## 总论

新能源汽车快速发展催生电驱系统千亿市场规模，第三方专业供应商迎来发展机遇。公司逐步实现部件向总成类产品的供应，带来单车价值量的提升。公司进入技术变现期，全新集成芯产品技术领先，将逐步搭载于主流新能源车企，从而实现公司客户由 A00 级向更高级别车型的升级，实现市占率的提升。

图表 1：新能源汽车电驱系统千亿市场规模

图表 2：公司三代产品功率密度对比



资料来源：Marklines，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 3：分业务收入及毛利率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>新能源汽车</b>					
营收 (百万元)	135	166	627	1403	2331
同比		23.5%	277.1%	123.7%	66.1%
毛利率	6.2%	9.8%	15.0%	20.0%	22.0%
毛利 (百万元)	8	16	94	281	513
<b>中低速汽车</b>					
营收 (百万元)	142	188	202	263	414
同比		31.7%	7.5%	30.5%	57.1%
毛利率	10.2%	21.9%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利 (百万元)	15	41	50	66	103
<b>场地车及其他</b>					
营收 (百万元)	41	67	107	177	306
同比		62.1%	59.7%	65.4%	72.9%
毛利率	34.0%	36.9%	40.0%	41.0%	41.0%
毛利 (百万元)	14	25	43	73	125
<b>总计</b>					
营收 (百万元)	318	421	936	1844	3051
同比		32.2%	122.4%	96.9%	65.5%
毛利率	11.6%	19.5%	20.0%	22.7%	24.3%
毛利 (百万元)	37	82	187	419	742

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1、英搏尔：电驱系统先行者

公司专注于新能源汽车动力单元研产销。英搏尔是一家专注于新能源汽车动力系统研发、生产的领军企业。公司主营产品为新能源汽车动力总成、电源总成以及电机、电机控制器等动力域核心模块产品。

当前公司在生产基地坐落于珠海和山东菏泽。客户从早期的中低端电动车向主流电动车市场拓展。公司以研发驱动市场，第三代集成芯技术具备领先的指标，将助力公司未来几年的高速发展。

图表 4：英搏尔产品布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**发展历史：技术驱动，产品逐步升级。**公司成立于 2005 年，并以商用车技术起家。2007 年将市场拓展到场地车领域，逐步实现进口替代，并逐步发力微型车市场。2010 年公司在微型车市场领域的市占率一度达到 90%，2013 年公司在双 80、双 100 低速电动车领域的市占率达到 60%。后续公司顺应新能源汽车的发展，加大新能源汽车电驱与电源系统的研发投入，经过多年的研发，客户逐步拓展到长安、吉利、威马、小鹏等新能源汽车主流玩家，产品从 A00 级别逐步拓展到主流的 A/B 级车型上，实现技术驱动下的产品升级。

图表 5: 英搏尔发展历史



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**管理人员技术背景深厚。**公司以技术研发为核心, 董事长姜桂宾先生为西交大电力电子学博士, 具备 20 年新能源驱动系统、电源系统及企业管理经验。公司总经理、CTO 等主要职位均来自于艾默生、华为等行业领先的企业, 并曾任主要岗位。总经理贺文涛先生, 曾任职艾默生和技术有限公司负责公司整体运营管理工作。CTO 刘宏鑫先生在华为电气、艾默生等企业从事变频器研发管理工作近 30 年, 负责电驱系统技术平台建设。强大的研发与管理体系为公司后续的发展奠定基础。

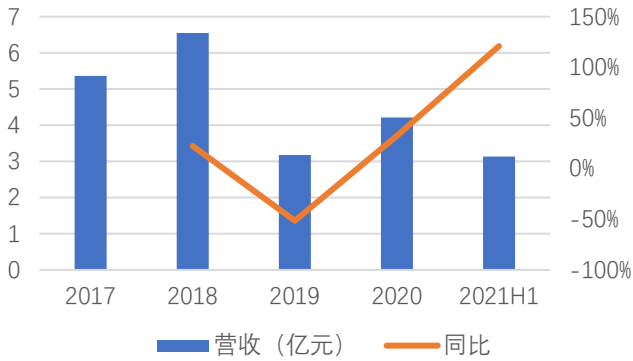
图表 6: 英搏尔主要管理层背景

姓名	职级	履历
姜桂宾	董事长	西交大-电力电子学博士; 20 年新能源驱动系统、电源系统开发及企业管理经验
贺文涛	总经理	从事电源产品开发 18 年; 原艾默生通信电源专家; 原华为车载电源总架构师
刘宏鑫	驱动技术总监	中国变频器元老级人物; 原华为电气技术创始人; 原艾默生变频器产品线总监
李红雨	研发总监	西交大-电力电子学博士; 15 年新能源驱动系统、电源系统开发及企业管理经验
高军	电源技术专家	西交大电力电子学博士; 从事电源产品开发 20 年; 原艾默生定制电源总工; 原麦格米特电源事业部总工
魏标	软件总监	西交大电力电子学硕士; 15 年驱动电机系统软件开发经验; 原艾默生产品开发经理
关根俊强	制造中心总经理	日本丰田工厂运营制造管理十余年经验; 负责建立凯美瑞 SE 生产、加拿大丰田第二工厂及天津、长春丰田工厂
关平	电源技术专家	从事电源产品开发 20 余年; 原瓦特电力有限公司总工

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

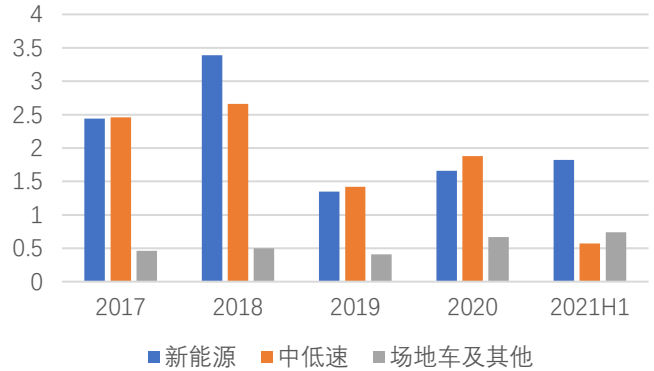
**经营情况：产品升级将带来经营情况改善。**前期公司主要的客户为 A00 级新能源汽车以及中低速电动车，2019 年新能源汽车销量增速放缓同时 A00 级别车型的占比下滑，造成公司营收与利润端的经营压力。2020 年开始随着公司下游客户通用五菱的明星车型宏光 mini 的热销，公司销量与营收出现回暖。2021 年开始，公司新技术开始变现，主要客户升级到威马、小鹏、吉利等主流电动车品牌，意味着公司单车价值量的提升以及市场的开拓，后续经营情况将发生较大变化。

图表 7：公司营收历年变动情况



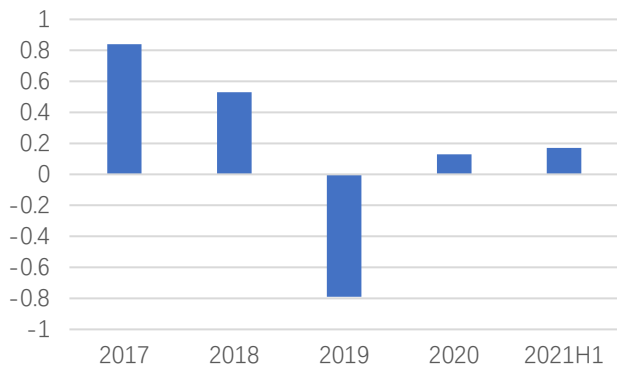
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8：公司各业务历年营收变动情况



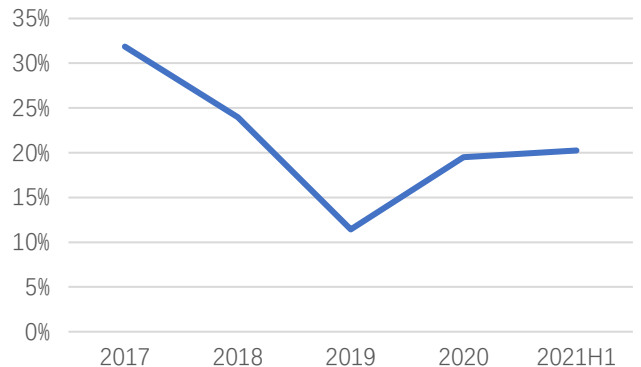
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9：公司利润历年变动情况 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

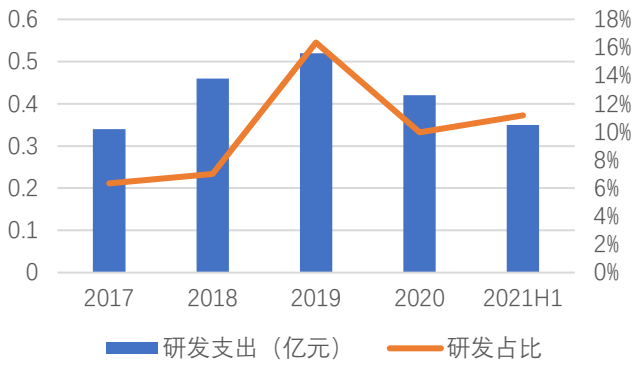
图表 10：公司毛利率历年变动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

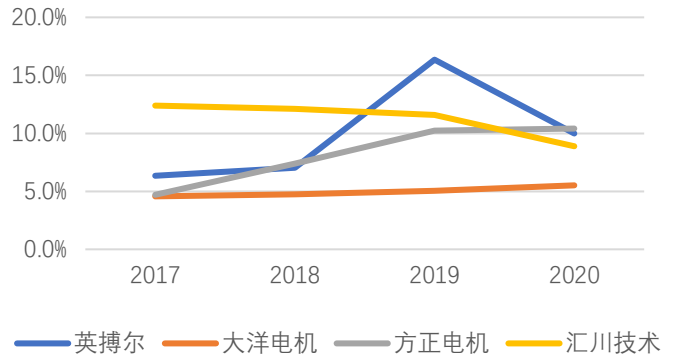
**技术驱动，持续性研发高投入。**在技术研发层面，公司保持较大的研发支出，研发支出占比保持在 10% 以上，在经营压力较大的 2019 年，公司依旧保持较大的研发支出。与竞争对手相比，公司在研发投入方面力度较大。

图表 11: 公司历年研发投入及占比情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12: 同行业公司研发投入对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

**布局完善, 中低速与新能源双发力。**公司拥有山东菏泽与珠海两大生产基地, 当前拥有 50 万套的产能。其中山东菏泽将专注于中低速电动车产品的供应, 背靠山东这一中低速电动车消费大省, 菏泽基地将形成较好的区位优势。珠海基地为公司本部, 公司新工厂建设完成并投入使用, 将主要承担新能源汽车的订单。

图表 13: 英搏尔基地布局



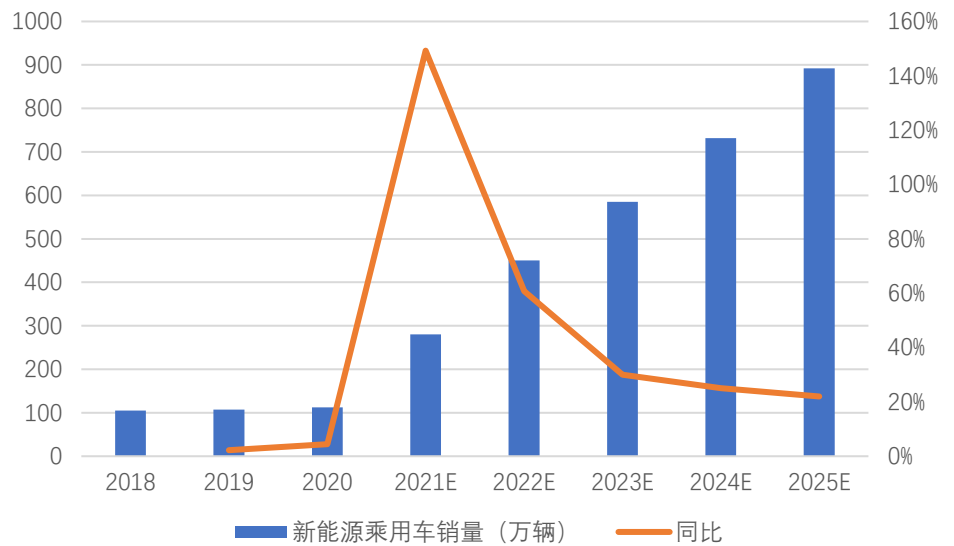
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



## 2、受益新能源汽车发展，第三方电驱企业有望迎来黄金发展期

供给与需求共振，新能源汽车景气度持续向上。2021年为新能源供给端爆发元年，合资品牌发力、供给端向高端化与平价化转移，预计行业呈现百家争鸣的态势。我们认为，随着供给端产品的不断完善，有望带来供给与需求端的全面爆发。我们预计2021年国内新能源乘用车销量有望达到280万辆，预计2025年国内新能源乘用车销量达到900万辆。

图表 14：国内新能源乘用车销量市场（万辆）



资料来源：Marklines，华安证券研究所

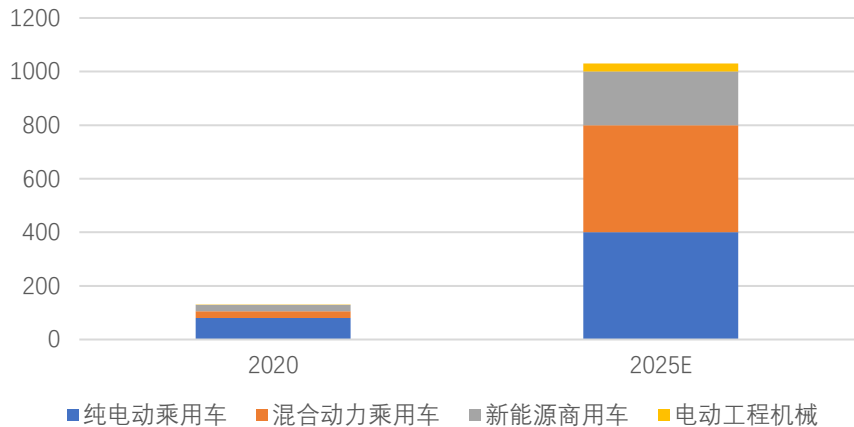
新能源汽车电驱+电源系统千亿市场开启。受益于未来5年新能源汽车的高速发展，电驱+电源系统同样将迎来高速发展期，我们假设：

(1) 2025年国内新能源乘用车销量达到900万辆，其中纯电动汽车500万辆，混动汽车400万辆。

(2) 假设2025年纯电动汽车电驱+电源系统均价8000元/辆，混动汽车均价10000元/辆，商用车20000元/辆，工程机械3万元/辆。

我们预计到2025年新能源汽车电源+电驱系统具备千亿级别的市场空间。

图表 15: 新能源汽车电驱+电源系统千亿市场开启



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

**设计创新为仍为主要的降本手段。**参照英搏尔电驱系统的成本构成来看,物料成本(包括铝、铜等原材料以及转子、定子等物料)的占比维持在80%以上,因此单纯的规模优势对于电驱产品的成本下降贡献有限。而设计端的创新能够较大程度促进产品的集成化与结构简化,为当前电驱系统降本的主要手段之一。

图表 16: 英搏尔电驱产品成本构成

行业分类	项目	2020 年		2019 年		同比增减
		金额 (元)	占营业成本比重	金额 (元)	占营业成本比重	
新能源	材料成本	122,829,472.39	81.88%	102,092,737.22	80.79%	1.09%
新能源	直接人工	9,861,645.25	6.57%	8,717,780.25	6.90%	-0.32%
新能源	制造费用	17,311,450.93	11.54%	15,551,705.53	12.31%	-0.77%
中低速	材料成本	124,491,490.20	84.93%	103,494,906.21	80.92%	4.01%
中低速	直接人工	7,781,613.55	5.31%	8,046,668.99	6.29%	-0.98%
中低速	制造费用	14,308,568.44	9.76%	16,359,657.68	12.79%	-3.03%
场地车及其他	材料成本	35,923,516.39	84.92%	22,245,568.21	79.94%	4.98%
场地车及其他	直接人工	2,369,053.21	5.60%	1,892,502.39	6.80%	-1.20%
场地车及其他	制造费用	4,010,424.34	9.48%	3,688,864.71	13.26%	-3.78%

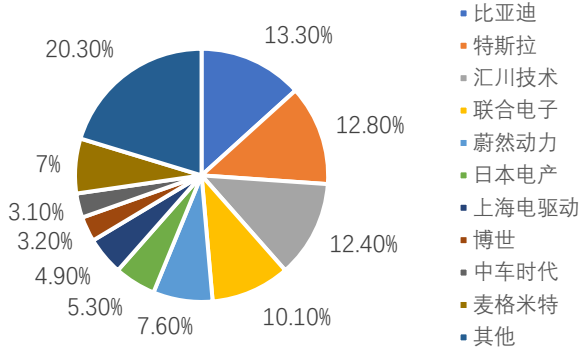
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**竞争格局: 专业第三方机构具备发展机遇。**从供应体系来看,电驱系统的配套可以分为完全自主供应、自主+第三方并存、第三方供应等多种模式。

具备自主供应能力的主机厂具备一定程度的垂直化整合,一般系统集成自己去做,而部件层面根据整合程度的高低,自主生产的数量各有差异。相比于第三方供应体系而言,具备自主供应能力的主机厂对于产业链有更好的理解与把控,但外供方面存在一定压力,需要足够规模的整车销量消化产能。

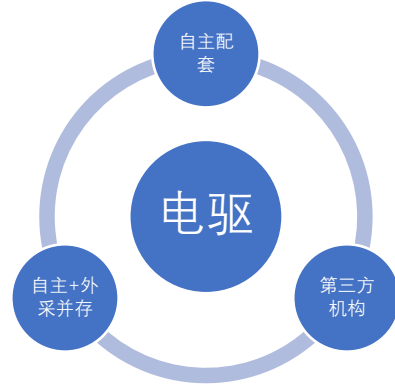
第三方供应商不依赖于某一主机厂，对于不同车企均具备设计能力，能够应对不同车企的设计要求，在设计创新方面具备一定优势，而在成本与重量要求日益提升的新能源汽车领域，设计创新具备为企业竞争力核心指标之一。因此在新能源汽车发展的大趋势下，第三方供应商具备发展机遇。

图表 17: 2020 年电控系统供应格局



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18: 电驱系统配套体系

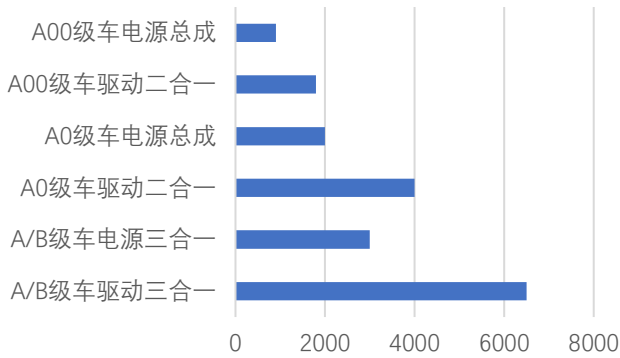


资料来源: wind, 华安证券研究所

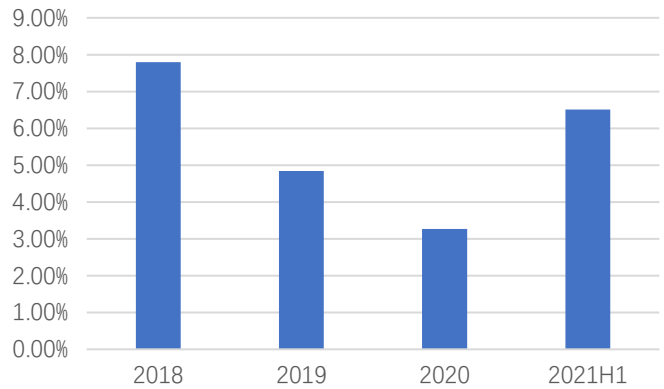
### 3、技术引领产品革新，经营拐点已现

技术引领产品革新，经营拐点已现。公司逐步实现部件向总成类产品的供应，带来单车价值量的提升。公司进入技术变现期，全新集成芯产品技术领先，将逐步搭载于主流新能源车企，从而实现公司客户由 A00 级向更高级别车型的升级，实现市占率的提升。

图表 19：公司部分产品单车价值量情况（元）



图表 20：公司电驱历年市占率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

#### 3.1、技术驱动，全新产品提升竞争力

顺应行业发展趋势，公司具备总成类产品供应能力。电驱动系统的发展趋势是集成化、平台化、模块化和高压化。电驱动系统从物理结构方面完成了单个产品从二合一、三合一再到多合一的集成，三合一产品已经逐步成为市场主流。当前公司具备二合一、三合一到多合一产品的供应能力，且部分产品已经实现对外供应。产品的集成化将为供应商提供总成类产品的供应机会，并有望实现单车价值量的提升。

图表 21：英搏尔部分产品

主要产品	产品优势
三合一驱动总成	驱动总成是指包含电机、电机控制器、减速箱的动力系统集成产品，是驱动新能源汽车行驶的核心部件。产品较过去的动力域单体模块，减少了连接器、冷却组件、高压线束等部件，在价格、体积、重量上均有较大的降幅，在总成功率密度大幅提升的同时，也带来了供应链管理的优化。对于整车厂而言，工位数量、总装时间、售后服务等成本均有所降低，通过系统集成实现模块化开发，使整车开发和验证流程、时间成本大幅下降，能够迅速满足整车厂商的个性化要求，深受市场欢迎，该产品于 2019 年量产。
“集成芯”三合一驱动总成	“集成芯”驱动总成产品于 2021 年量产，具有以下性能优势： ①实现电机与电机控制器（MCU）同壳体一体化深度集成，体积小 30%。 ②功率 160kW 的动力总成，重量 67Kg，功率密度较行业平均水平提升约 20%-30%。 ③电机端盖与减速箱共壳体、共水道设计，节省成本，降低重量。 ④产品 Z 向高度降低，可实现前、后驱布置平台化，降低整车开发成本、加快整车开发进度。

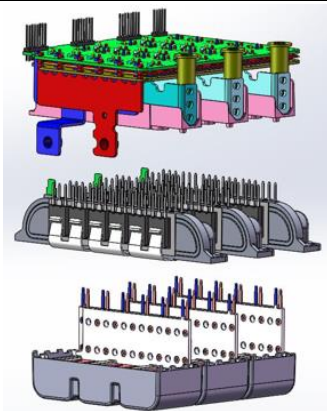
三合一电源总成	2019 年量产，电源总成是新能源汽车重要的核心零部件，指包含车载充电机、DC-DC 转换器、高压配电箱的集成产品，是对动力电池组进行充电、电能转换及电能分配的核心部件。未来在电驱动总成进一步集成化的趋势下，电源总成研发生产能力是集成化发展的必要补充。
“集成芯”三合一电源总成产品	2020 年量产，OBC（车载充电机）、DC-DC 转换器、PDU（整车配电箱）三合一集成产品，由传统的双层架构，优化升级为单层结构，进一步减小体积、重量，提升了功率密度，降低成本。
“集成芯”六合一总成	“集成芯”全集成动力总成是指包含驱动总成及电源总成的多合一集成产品。该产品在第二代驱动总成的空间下，实现多合一集成。
混合动力双电机控制器	采用先进的单管 IGBT 或 SiC 功率器件并联技术，高度集成电动机+发电机大功率双电机控制器，体积小重量轻，便于混动车型整车的装配、节省空间，生产效率高，性能稳定，可选配 Buck-boost 模块功能，实现升降压。
第三代半导体 SiC 电机控制器	第三代半导体 SiC 电机控制器于 2019 年交样，采用全球先进的 SiC 功率器件，系统效率提升 5% 左右，大大提升整车续航里程，采用我司专利的叠层母排技术，整机功率密度世界领先水平，目前复杂的制造工艺流程和更高的原材料成本、技术要求制约着第三代半导体的产业化进程。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**深耕单管技术，技术升级衔接顺利。**公司前期客户主要集中在 A0 级以下新能源汽车以及中低速电动车领域，因此公司主要采用的电控技术为 MOS 管的单管并联技术。在国内主流新能源汽车领域，多数电驱产品采用 IGBT 模块方案。而相比于模块方案，单管并联技术在成本、体积、布置灵活性以及扩展性等方面具备优势，但单管并联技术工艺设计难度较高，并且在产品稳定性方面略低于模块方案，因此采用单管并联技术能够最大程度体现供应商的设计优势并实现产品的快速创新。当前主要采用单管技术的厂商为特斯拉，而公司深耕单管技术，并由 MOS 管提升到 IGBT，后续能够顺利提升到 SiC 技术，为公司后续的可持续创新奠定基础。

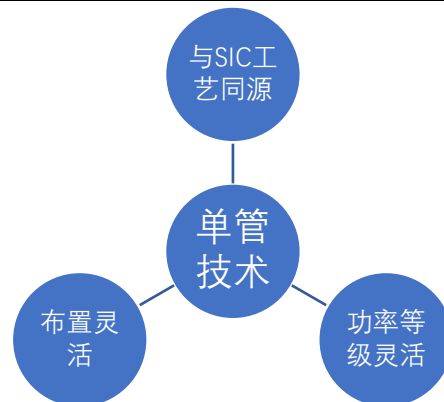
在电机控制器向高压大功率趋势发展的情况下，第三代功率半导体 SiC 的应用成为共识，因其导通电阻小，开关速度快的特点，运用单管并联技术才能发挥其最优特性，公司单管并联技术工艺成熟，具有明显的先发优势，目前已向美国福特汽车，一汽大众交样 SiC 电机控制器。

图表 22：单管并联技术



资料来源：公司官网，华安证券研究所

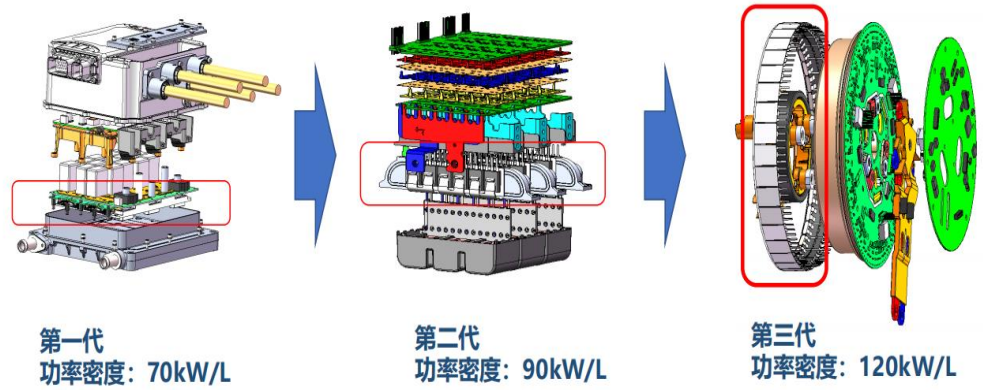
图表 23：单管并联技术特点



资料来源：高工锂电，华安证券研究所

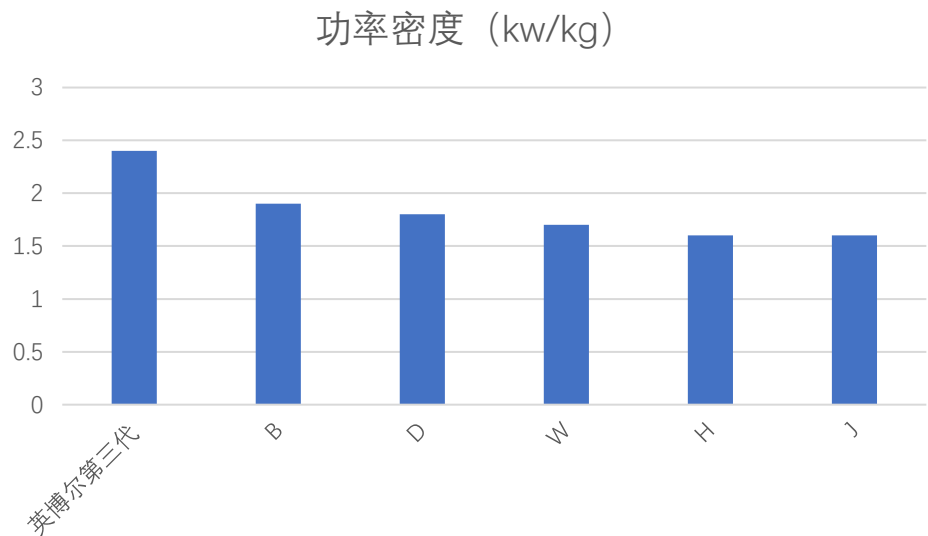
**技术延伸到第三代产品，加强公司产品竞争力。**公司第三代产品基于单管并联、叠层母排等底层技术实现产品设计的创新，相比于上一代产品具备更高的功率密度。对标行业竞争对手的产品，第三代产品具备更小的体积、更轻的重量，同时通过设计创新实现成本的下降，从而有望使得公司产品竞争力迅速提升，为公司后续客户的开拓奠定坚实基础。

**图表 24：公司三代产品功率密度对比**



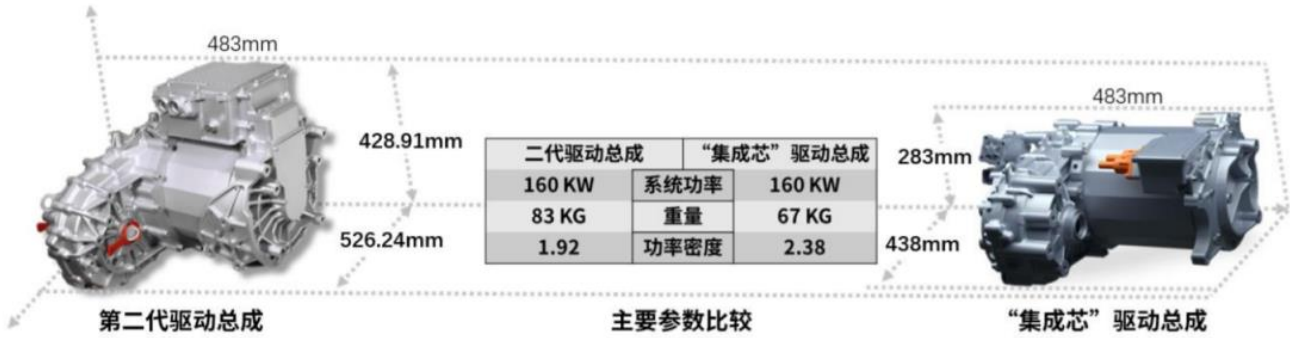
资料来源：公司官网，华安证券研究所

**图表 25：公司第三代产品与竞争对手对比 (kw/kg)**



资料来源：相关公司官网，汽车之家，华安证券研究所

图表 26: 公司二代和三代产品参数对比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**打造集成芯电驱平台, 平台化稳步推进。**当前随着电驱系统的工艺日趋成熟, 具备平台化的基础。公司三代产品可以实现 300-800V 共平台, 通过尺寸打造 180mm 和 200mm 两个平台。其中 180mm 采用扁线技术, 整体尺寸较 200mm 平台进一步减小, 180mm 平台覆盖了 70-90kw 和 100-120kw 两个功率平台。200mm 平台功率达到 160kw, 后续同样会推进扁线技术。公司推进电驱系统的平台化, 将加快公司产品的标准化推进, 后续有望实现快速响应。

图表 27: 两大平台覆盖多个功率区间

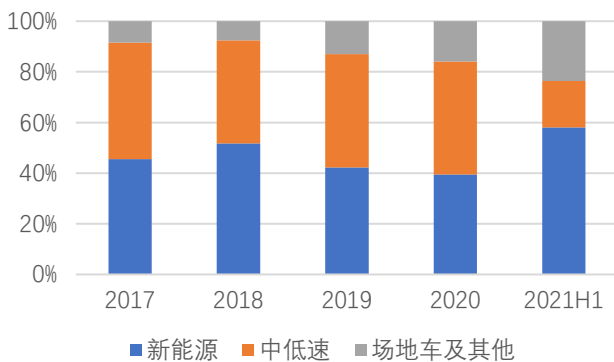
平台	动力
180mm	70-90kw
180mm	100-120kw
200mm	160kw 及以上

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3.2、技术加持下客户快速突破

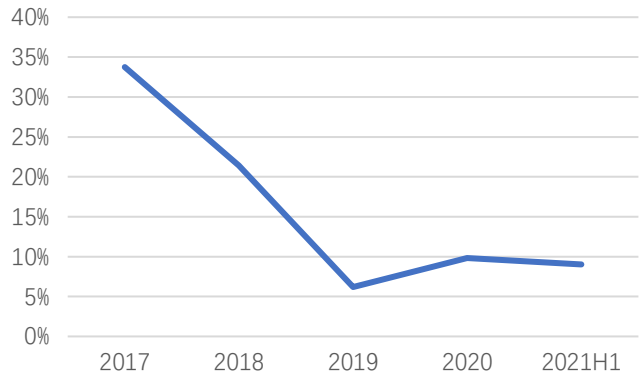
公司前期客户以小型车为主。公司前期主要客户为中低速电动车以及 A0 级别以下的电动车, 前期公司在主流市场布局并不完善。A0 级别以下电动车本身毛利率水平较低, 2019 年以来, 随着补贴的持续下滑, 主机厂对于部件的采购价格进一步打压, 同时公司为了抢占客户部分产品对于毛利率要求并不高, 从而造成公司新能源汽车产品毛利率不高。

图表 28: 公司历年营收结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29: 公司新能源汽车历年毛利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

**技术加持，新能源客户稳步开拓。**公司客户稳步开拓，在新技术的加持下。公司总成第三代总成产品成功配套威马汽车，单款车型配套单车价值量近 10000 元。在乘用车领域，公司成功开拓吉利、威马、上汽通用五菱、长安汽车、小鹏等客户，配套车型由前期的 A0 级以下提升到 B 级车的领域，客户结构持续优化。基于全新产品的加持，后续公司有望开拓更多主流市场的客户。与此同时，基于全新产品的成本优势，后续公司盈利能力有望得到改善。

**图表 30：公司二代和三代产品参数对比**

级别	产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
特种车	电机控制器	杭叉集团	平衡重叉车-AEY 系列	2020	2020
特种车	动力总成	杭叉集团	平衡重叉车-XH 系列	2021	2021
商用车	电机控制器	采埃孚	福田欧辉	2020	2021
商用车	驱动三合一	上汽大通	EV31	2020	2021
商用车	电机控制器	上汽大通、上柴	AGV 自动驾驶集装箱转运车	2020	2021
商用车	电源总成	重庆昌河	DV611	2020	2021
商用车	单体电机	重庆瑞驰	EK07S	2019	2020
商用车	单体电机	重庆瑞驰	EK01S	2019	2020
商用车	电源总成	重庆瑞驰	EC3511	2021	2021
MPV\SUV	驱动三合一	宝能汽车	GX18	2020	2022
MPV\SUV	电驱五合一 (无 OBC)	吉利枫盛	嘉际	2019	2020
MPV\SUV	驱动三合一	吉利枫叶	30X	2019	2019
MPV\SUV	电源三合一	吉利枫叶	30X	2019	2019
MPV\SUV	电源三合一	思皓	X811	2020	2020
MPV\SUV	电源三合一	思皓	E40X	2020	2020
MPV\SUV	电机控制器	思皓	E40X	2020	2020
MPV\SUV	前驱电机	小鹏汽车	E38	2021	2022
MPV\SUV	驱动三合一	云度汽车	π 1	2018	2019
MPV\SUV	驱动三合一	云度汽车	π 3	2018	2019
MPV\SUV	驱动三合一	长安欧尚	科尚	2019	2020
MPV\SUV	驱动三合一	长安欧尚	X7	2018	2020
HEV	混动电机控制器	上汽通用五菱	凯捷	2021	2022
HEV	DCDC	上汽通用五菱	凯捷	2021	2022
HEV	混动电机控制器	一汽大众	下一代混动平台	2021	待定
HEV	混动电机控制器	一汽红旗	下一代高压混动平台	2020	待定
B 级车	驱动三合一	威马	APE-5	2020	2022
B 级车	电源三合一	威马	APE-5	2020	2022
B 级车	前驱电机	小鹏	P7	2021	2022
A 级车	电源三合一	思皓	I05	2019	2020
A 级车	电机控制器	思皓	I05	2019	2020
A 级车	电源三合一	思皓	E50A	2020	2021
A 级车	电源三合一	威马	E50A	2020	2021
A 级车	驱动三合一	威马	E50A	2020	2021
A0 级车	电源三合一	山东梅拉德	雷丁芒果	2020	2021
A0 级车	驱动二合一	北汽新能源	EC3	2019	2021



A0 级车	电源三合一	北汽新能源	EC3	2019	2021
A0 级车	驱动二合一	国机智骏	GC1	2018	2019
A0 级车	电源三合一	国机智骏	GC1	2019	2019
A0 级车	驱动五合一	华晨新日	i03	2019	2019
A0 级车	驱动五合一	江淮汽车	IEV6E	2016	2017
A0 级车	电源三合一	江淮汽车	思皓 E10X	2020	2021
A0 级车	电源三合一	江苏吉麦新能源	凌宝 C0C0	2020	2021
A0 级车	电机控制器	思皓	E10X	2017	2018
A00 级车	驱动二合一	国机智骏	GC2	2019	2019
A00 级车	电机控制器	河南宏瑞	小虎	2021	2021
A00 级车	电源总成	河南宏瑞	小虎	2021	2021
A00 级车	驱动二合一	江苏吉麦新能源	凌宝 BOX	2019	2020
A00 级车	电机控制器	江苏吉麦新能源	凌宝 C0C0	2020	2021
A00 级车	电源总成	江苏吉麦新能源	凌宝 C0C0	2020	2021
A00 级车	电机控制器	奇瑞商用车	冰淇淋	2020	2021
A00 级车	电源总成	奇瑞商用车	冰淇淋	2020	2021
A00 级车	电源总成	山东梅拉德	雷丁芒果	2020	2021
A00 级车	电机控制器	上汽通用五菱	宝骏 E100	2018	2019
A00 级车	电机控制器	上汽通用五菱	宝骏 E200	2018	2019
A00 级车	电机控制器	上汽通用五菱	宏光 MINI	2020	2020
A00 级车	电机控制器	上汽通用五菱	宝骏 E300	2019	2020
A00 级车	电源总成	上汽通用五菱	宏光 MINI	2021	2021
A00 级车	电源总成	上汽通用五菱	E300p-kivi	2021	2021
A00 级车	电机控制器	四川野马	芒果雷丁	2020	2021
A00 级车	电机	四川野马	雷丁芒果	2020	2021
A00 级车	电机控制器	御捷时代	啦啦等三款车	2021	2021
A00 级车	电源总成	御捷时代	啦啦等三款车	2021	2021
A00 级车	电机控制器	长安新能源	A158	2021	2022

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**低速电动车与商用车（包含工程机械）领域同步发力。**公司产品在中低速电动车领域占据着市场主要份额。公司加大山东基地的投入，稳固其中低速电动车领域的优势，后续随着中低速电动车标准的出台，公司有望充分享受行业红利。

公司与福田、大通、杭叉等商用车或工程机械领域的优质企业保持稳定的合作关系，积极推进商用车和工程机械的电动化布局。其中在商用车及专用车领域公司客户包括德国采埃孚、上汽大通、瑞驰新能源、昌河汽车、杭叉等。在上汽大通、上汽柴油机股份车型中，单车配套价值最高 20000 元，在杭叉的配套车型中单车配套价值最高近 15000 元。

## 4、盈利预测与估值分析

### 4.1、盈利预测

关键假设：

- 1、新能源业务：**公司新能源动力总成和电源产品由部件向总成供应转变，带来单车价值量提升。同时公司全新产品带动客户结构优化，主流市场客户逐步开拓。我们预计 2021-2023 年公司新能源业务销量增速分别为 217%/112%/50%。
- 2、中低速电动车业务：**我们预计 2021-2023 年公司中低速电动车业务销量增速分别为 6%/7%/17%。

图表 31：分业务收入及毛利率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>新能源汽车</b>					
营收（百万元）	135	166	627	1403	2331
同比		23.5%	277.1%	123.7%	66.1%
毛利率	6.2%	9.8%	15.0%	20.0%	22.0%
毛利（百万元）	8	16	94	281	513
<b>中低速汽车</b>					
营收（百万元）	142	188	202	263	414
同比		31.7%	7.5%	30.5%	57.1%
毛利率	10.2%	21.9%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利（百万元）	15	41	50	66	103
<b>场地车及其他</b>					
营收（百万元）	41	67	107	177	306
同比		62.1%	59.7%	65.4%	72.9%
毛利率	34.0%	36.9%	40.0%	41.0%	41.0%
毛利（百万元）	14	25	43	73	125
<b>总计</b>					
营收（百万元）	318	421	936	1844	3051
同比		32.2%	122.4%	96.9%	65.5%
毛利率	11.6%	19.5%	20.0%	22.7%	24.3%
毛利（百万元）	37	82	187	419	742

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2、估值分析

公司主业为新能源电驱及电源系统部件及总成，A股中对标公司包括汇川技术、大洋电机、方正电机等企业。我们选取汇川技术作为对标企业，根据wind一致预期，当前汇川技术2021年PE为63X，2022年PE为48X，2023年PE为38X。英搏尔2021年PE为146X，2022年PE为46X，2023年PE为25X。英搏尔基于技术加持进入快速发展阶段，有望充分受益新能源汽车的发展。预计公司2021-2023年EPS分别为0.61/1.94/3.53元，当前股价对应2021-2023年P/E分别为148x/46x/25x。首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 32：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
300124.SZ	汇川技术	74.68	1.18	1.55	1.98	63	48	38
300681.SZ	英搏尔	89.09	0.61	1.94	3.53	148	46	25

资料来源：公司公告，wind一致预期，华安证券研究所

## 风险提示:

**新能源汽车发展不及预期。**公司为新能源电驱系统和电源系统供应商，其后续的发展依赖于新能源汽车的发展。若新能源汽车发展不及预期，则公司经营存在不及预期的风险。

**新技术普及不及预期。**公司后续的发展依赖于第三代技术的普及，当前阶段公司新产品仍旧处于导入期，虽然已经有项目订单，但是其后续的持续发展仍旧需要更多客户的认可，若客户对其新产品的认可度较低，则存在发展不及预期的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	598	977	1400	2057	<b>营业收入</b>	421	936	1844	3051
现金	96	121	95	67	营业成本	339	749	1425	2309
应收账款	150	328	640	1067	营业税金及附加	2	5	10	16
其他应收款	4	10	20	33	销售费用	20	39	74	122
预付账款	6	10	20	33	管理费用	21	37	68	113
存货	243	410	527	759	财务费用	1	8	11	11
其他流动资产	98	98	98	98	资产减值损失	-3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	494	571	837	1109	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	2	4
固定资产	228	227	403	578	<b>营业利润</b>	10	51	165	314
无形资产	22	30	48	76	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	243	314	386	455	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1091	1548	2237	3166	<b>利润总额</b>	10	51	165	314
<b>流动负债</b>	355	765	1308	1970	所得税	-3	5	18	47
短期借款	4	167	183	165	<b>净利润</b>	13	46	147	267
应付账款	205	368	730	1203	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	145	230	395	602	<b>归属母公司净利润</b>	13	46	147	267
<b>非流动负债</b>	158	158	158	158	EBITDA	31	67	165	304
长期借款	57	57	57	57	EPS (元)	0.17	0.61	1.94	3.53
其他非流动负债	101	101	101	101					
<b>负债合计</b>	513	923	1466	2128					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	76	76	76	76	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	363	363	363	363	<b>成长能力</b>				
留存收益	140	186	333	600	营业收入	32.2%	122.4%	96.9%	65.5%
归属母公司股东权益	579	624	771	1038	营业利润	110.4%	398.5%	224.4%	90.2%
<b>负债和股东权益</b>	1091	1548	2237	3166	归属于母公司净利	116.6%	248.3%	220.8%	81.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	19.5%	20.0%	22.7%	24.3%
					净利率 (%)	3.1%	4.9%	8.0%	8.8%
					ROE (%)	2.3%	7.3%	19.1%	25.7%
					ROIC (%)	-0.7%	4.1%	11.7%	18.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	47.0%	59.7%	65.5%	67.2%
					净负债比率 (%)	88.6%	147.8%	190.0%	204.9%
					流动比率	1.68	1.28	1.07	1.04
					速动比率	0.98	0.73	0.65	0.64
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.60	0.82	0.96
					应收账款周转率	2.80	2.86	2.88	2.86
					应付账款周转率	1.65	2.03	1.95	1.92
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.17	0.61	1.94	3.53
					每股经营现金流薄)	0.78	-0.34	3.47	3.95
					每股净资产	7.65	8.26	10.20	13.74
					<b>估值比率</b>				
					P/E	192.78	148.49	46.29	25.48
					P/B	4.38	10.90	8.82	6.55
					EV/EBITDA	82.22	104.45	42.35	23.03

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	59	-26	262	299
净利润	13	46	147	267
折旧摊销	34	26	26	26
财务费用	2	9	12	12
投资损失	-1	0	-2	-4
营运资金变动	3	-107	77	-5
其他经营现金流	17	153	71	273
<b>投资活动现金流</b>	-96	-104	-292	-297
资本支出	-77	-104	-294	-300
长期投资	-20	0	0	0
其他投资现金流	1	0	2	4
<b>筹资活动现金流</b>	0	154	4	-30
短期借款	4	163	16	-18
长期借款	-21	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	15	-9	-12	-12
<b>现金净增加额</b>	-37	25	-26	-28

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。