

欣锐科技（300745）

证券研究报告

2021 年 11 月 08 日

受益于 800V 平台及 SiC 应用，电源龙头发展新机遇

受益于新能源汽车行业发展，车载电源行业发展迅速：目前车载 DC/DC 变换器均价为 1300 元上下，车载充电机 OBC 产品均价超过 2000 元，集成式电源产品均价在 3200-3500 元，若按照车载电源单车平均价值量在 3000-4000 元来测算，预计到 2025 年我国车载电源行业规模可达 297.5 亿元，CAGR 为 29.7%。除此之外，海外市场也是巨大的增量市场，我们预计 2025 年全球车载电源市场规模可达 850 亿元。

行业格局初见端倪，我国企业有望参与海外竞争：根据 NE 时代数据，2021 年 H1 新能源乘用车 OBC 装车量为 99.07 万套，前十大厂商市占率为 91.6%，这前十大厂商中主要为国内厂商，且多为第三方独立厂商。我们认为目前前十大厂商市占率已经达到较高的水平，新进入者的机会相对较低，未来行业格局有望进一步优化，龙头厂商将会逐渐凸显。我国新能源产业链配套企业在行业的发展过程中积累了丰富的产品经验，未来有望在全球占据一定的市场份额。

受益于 800V 高电压平台及 SiC 器件的应用，车载电源单车配套价值有望进一步提升：在 800V 电压平台的趋势下，新能源车有望额外配置车载 DC/DC 升压器，此外为适配 800V 平台，车载电源的耐压等级需提升至 800V，这将提升车载电源的单车价值。此外，欣锐公司目前绝大部分产品已经使用 SiC 器件，而 SiC 器件有望在 800V 平台中大规模应用，我们认为公司在未来的市场竞争中具有一定的先发优势。

公司是国内新能源汽车的龙头公司，配套优质客户，业务有望迅速增长：公司自成立以来对研发持续投入，目前产品配套高端客户如：小鹏、极氪、某新能源龙头公司及本田等客户的爆款车型如 P7、极氪 001、DM-i 等，公司未来产品有望放量，进而带动公司收入迅速增长。

公司管理层拥有海外及大公司丰富的工作经历，产品研发能力强，具有海外视野：我们认为公司创始团队拥有多年海外及大公司的工作经验，对技术研发高度重视、大力投入，这种持续新的投入也为公司未来的发展奠定了坚实的基础。公司已经获得 ASPICE L2 及功能安全 ASIL D 等级认证，具备进入海外车企供应链的能力，未来有望获取更大的全球市场份额。

盈利预测及估值：我们认为，公司未来盈利能力将会逐步改善，预计公司 2021-2023 年收入为 9.59 亿元、18.22 亿元、27.3 亿元，归母净利润为 0.06 亿元、1.57 亿元、2.8 亿元。考虑到公司配套客户较好且有较明确的出海获取全球项目的预期，给予公司 2022 年归母净利润 51.1x PE 估值，目标市值 80 亿元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：市场竞争加剧、缺芯影响汽车产量，供给受限、新能源汽车销量增长不及预期、公司产品产生质量风险、新客户开拓不顺利、新能源汽车补贴不能持续、短期股价波动风险、测算具有一定主观性、应收账款回收不及预期、存货跌价风险

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 60 元

目标价格 64.88 元

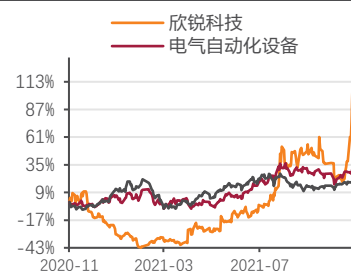
基本数据

A 股总股本(百万股)	123.31
流通 A 股股本(百万股)	86.40
A 股总市值(百万元)	7,398.41
流通 A 股市值(百万元)	5,183.92
每股净资产(元)	9.01
资产负债率(%)	42.23
一年内最高/最低(元)	64.00/14.35

作者

于特 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003
yute@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	596.47	353.70	958.87	1,821.86	2,732.79
增长率(%)	(16.82)	(40.70)	171.10	90.00	50.00
EBITDA(百万元)	67.93	(13.72)	11.85	202.15	383.74
净利润(百万元)	27.04	(284.78)	6.41	156.50	280.49
增长率(%)	(67.21)	(1,153.13)	(102.25)	2,341.75	79.22
EPS(元/股)	0.22	(2.31)	0.05	1.27	2.27
市盈率(P/E)	258.00	(24.50)	1,088.49	44.58	24.87
市净率(P/B)	6.36	8.57	6.31	5.67	4.80
市销率(P/S)	11.70	19.73	7.28	3.83	2.55
EV/EBITDA	34.36	(158.35)	590.21	36.41	19.45

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司介绍及发展历程:	4
1.1. 公司发展历程及股权结构	4
1.2. 公司业务布局	5
1.3. 公司的产品介绍	5
1.4. 公司历史营收及收入结构情况	8
1.5. 公司客户情况	9
2. 公司所在车载电源行业充分受益于新能源汽车发展	11
3. 国内目前行业格局已经初见端倪, 前十厂商拥有较高的市占率	11
4. 公司主要竞争对手为国内公司, 国内公司未来有望出海	12
4.1. 台达集团	12
4.2. 威迈斯	13
4.3. 富特科技	14
5. 首次覆盖, 给予“买入”投资评级	14
5.1. 公司未来看点在于: 产品配套高端客户爆款车型放量的同时毛利率恢复, 受益于 800V 趋势、出海以及氢燃料电池业务的发展	14
5.2. 估值: 给予 2022 年归母净利润 PE 51.1x 估值, 买入评级	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 新能源汽车三大核心总成部件结构图	4
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 公司股权架构	5
图 4: 公司业务布局	5
图 5: 公司产品发展历史	6
图 6: 燃料电池拓扑结构及公司提供的产品	6
图 6: 公司技术迭代路径	7
图 8: 公司 G6 代二合一产品优势	8
图 9: 公司 G6 代三合一产品优势	8
图 7: 公司每季度收入情况 (单位: 亿元)	8
图 8: 公司毛利率变化情况 (单位: %)	8
图 9: 公司业务板块收入情况 (单位: 亿元)	9
图 10: 公司毛利率变化情况 (单位: %)	9
图 11: 公司主要客户	10
图 12: 公司 CDU 系统集成典型配套案例	10
图 13: 公司车载 DC/DC 变换器典型配套案例	10
图 14: 公司车载充电机 OBC 典型配套案例	11
图 15: 纯电动乘用车分车型销售量 (万辆)	11
图 16: 插电混动乘用车分车型销售量 (万辆)	11

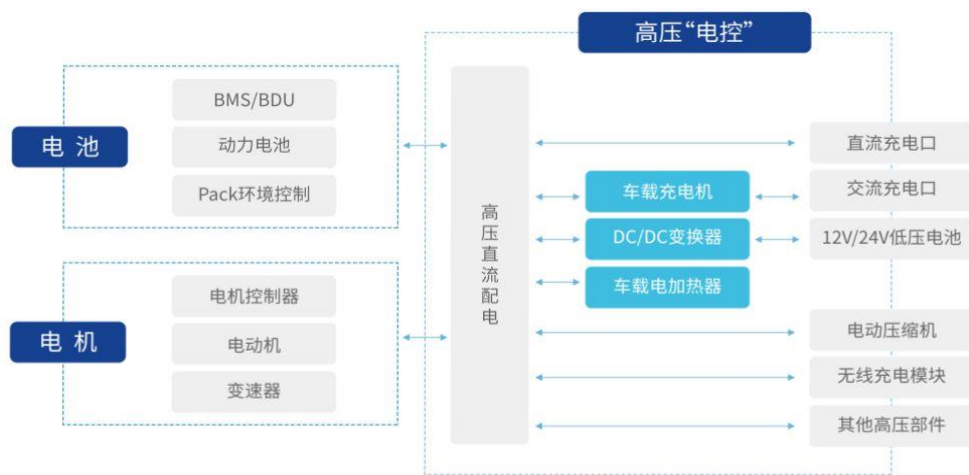
图 17: 新能源汽车销量 (百万辆) 及增速	11
图 18: 车载电源市场规模及增速	11
图 19: 2020 年乘用车 OBC 出货前十名厂商	12
图 20: 2021 年 H1 乘用车 OBC 出货前十名厂商	12
图 21: 台达汽车电子产品	12
图 21: 台达集团收入及利润 (亿元)	13
图 22: 台达集团毛利率及净利率	13
图 24: 威迈斯新能源汽车客户情况	13
图 21: 威迈斯产品线升级过程	14
图 21: 威迈斯分业务板块收入 (亿元)	14
图 22: 威迈斯分业务板块毛利率	14
表 1: 公司产品介绍	7
表 2: 欣锐科技 - 公司产品销量及单价情况	9
表 3: 公司收入及利润核心假设	15
表 4: 可比上市公司估值	16

1. 公司介绍及发展历程：

深圳欣锐科技股份有限公司（简称：欣锐科技）成立于 2005 年 1 月，于 2018 年深交所成功上市。公司是以新能源汽车产业为核心业务的国家高新技术企业，是国家科技部 863 项目和国家发改委战略性新兴产业项目的主承接单位。

公司自 2006 年初进入新能源汽车产业，专注新能源汽车高压“电控”解决方案（其主要技术集中在车载 DC/DC 变换器和车载充电机，统称为车载电源），拥有车载电源原创性核心技术的全部自主知识产权，已建成具备汽车级 IATF16949 体系认证标准的专业化工厂，在车载电源和大功率充电领域积累了丰富的研发及产业经验，拥有业界领先的研发创新能力及工程制造能力，产品技术水平居行业前列。欣锐科技的车载电源配套了国内外众多主流车型，是车载电源细分领域的龙头企业。

图 1：新能源汽车三大核心总成部件结构图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.1. 公司发展历程及股权结构

公司自 2005 年成立，在发展过程中应国家 863 专家组之邀，配合车企研发车载 DC/DC 变换器。在 16 年的发展过程中逐渐积累了丰富的研发及生产经验，已经通过了 ASPICE L2 及 ASIL D 功能安全的认证。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司控股股东为吴王华先生，实际控制人为吴王华和毛丽萍夫妇，截至 2021 年 9 月 30 日，两人合计控股 32.28%，股权结构相对集中。

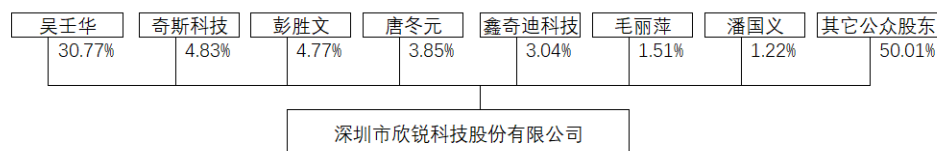
吴王华先生，1978 年 9 月至 1989 年 8 月就读于清华大学电机工程系，分别获工学学士、

工学硕士及工学博士学位，并曾在日本九州大学工学部担任访问学者。曾在日本任职于TDK-Lambda 株式会社担任高级工程师，回国后曾就职于深圳市华为电气有限公司（后更名为“维谛技术有限公司”）担任副总裁等职务。2005 年 1 月创办公司，现任董事长兼总经理。

毛丽萍女士，毕业于中国人民大学，经济学研究生学历。2005 年 1 月至今，就职于公司，现担任董事兼副总经理。

截至 2021 年 9 月 30 日公司股权关系图如下：

图 3：公司股权架构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 公司业务布局

为了继续巩固自身在车载电源市场的头部企业地位，公司启动“双核心”战略：在深圳、上海两地分别建立产品研发和生产基地，在武汉设立软件研发中心，进一步提升软件开发管理国际化水平，形成两个运营核心，全力以赴保障新能源汽车产业链的安全。在上海建立新核心，将服务于扩大华东市场和启动海外市场的战略目标，并有助于成为全球化供应商（Tier1）的中长期战略目标。

图 4：公司业务布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 公司的产品介绍

公司主要生产新能源汽车高压“电控”总成中的车载电源系列产品，包含车载充电机、车载 DC/DC 变换器、车载加热器、电动压缩机、无线充电模块和其他高压部件，主要部件是车载充电机和车载 DC/DC 变换器。针对氢能与燃料电池汽车，公司还有专用产品 DCF 等。公司车载电源产品可应用于各类纯电动及插电式混合动力新能源汽车，可以广泛应用于乘用车、客车、专用车等各类车型。

2011 年前公司主要致力于开发独立功能应用的车载 DC/DC 变换器、车载充电机产品。2012 年-2014 年公司研发生产了“车载 DC/DC 变换器+车载充电机”、“车载 DC/DC 变换器+车载充电机+电机控制器(外购)”等集成产品；2015 年 8 月以来，公司以车载电源技术为基础将新能源乘用车车型中涉及“电控总成”的多个部件进行综合性集成，研发出具有“电控总成”系统功能的集成产品，2020 年公司已经开发出“三合一”平台化 800V 系统，基于公司 L4 级集成技术。

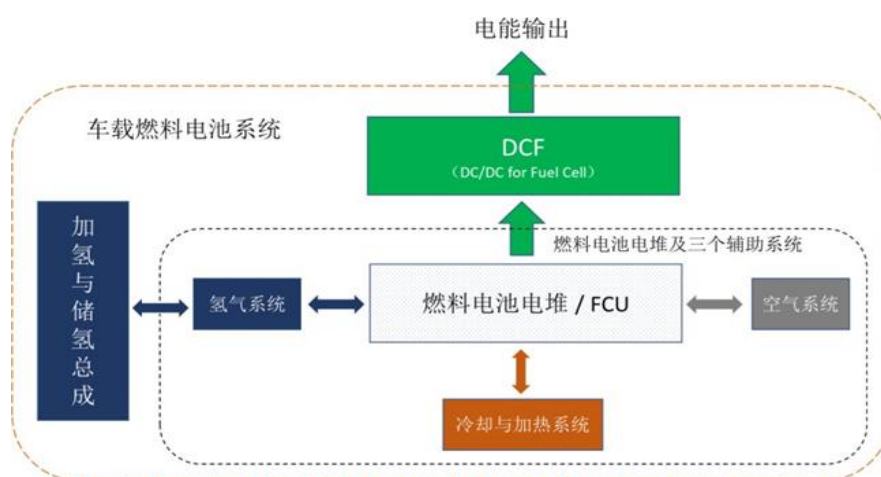
图 5：公司产品发展历史



资料来源：公司官网、天风证券研究所

近年来公司新开拓了氢能与燃料电池业务，公司氢能与燃料电池业务的核心产品主要为大功率 DC/DC 变换器产品，产品可广泛应用于燃料电池乘用车、客车、专用车（中卡、重卡等）和燃料电池机车等。公司燃料电池汽车配套产品包括：DCF(DC/DC For Fuel-cell)，PDU（高压配电单元）、DCL（HV-LV DC/DC）、MCU（空压机电机控制器）、OBC（双向 6.6KW OBC）等其他的控制器，以及相关产品的二合一、三合一、四合一、六合一等总成产品。

图 6：燃料电池拓扑结构及公司提供的产品



资料来源：欣锐科技年报、天风证券研究所

公司各主要产品简介如下：

表 1：公司产品介绍

主要产品	产品图片	主要功能	主要型号
车载 DC/DC 变换器		车载 DC/DC 变换器的功能是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、电动转向、ABS、发动机控制、安全气囊等车载低压用电设备和各类控制器提供电能。	目前公司开发的车 DC/DC 变换器已迭代升级至第 5 代。产品输入电压范围：30V-750V（细分为 8 个机种）；输出电压等级 12V/24V/48V；单机输出功率覆盖数百瓦至几十千瓦。
车载充电机		车载充电机是指固定安装在新能源汽车上的充电设备，其功能是通过电池管理系统（BMS）的控制信号，将民用单相交流电（220V）或工业用三相交流电（380V）转换为动力电池可以使用的直流电压，对新能源汽车的动力电池进行充电。	目前公司开发的车载充电机已迭代升级至第 5 代。产品输入电压：民用单相交流电（220V）或工业用三相交流电（380V）；输出电压范围：30V-750V；单机输出功率覆盖二千瓦至几十千瓦。
高压“电控”总成		高压“电控”总成（或高压充配电总成）是指将车载 DC/DC 变换器、车载充电机、电机控制器、高压配电子系统等多个功能模块，按照整车厂要求进行综合性集成后提供的定制车载电源系统产品。	车载电源集成产品减少了占用空间和核心零部件供应商数量，可以简化整车布线设计，提升整车开发效率及质量管理。
氢能与燃料电池汽车专用产品 DCF		DCF（DC/DC Converter For Fuelcell），或称之为 Boost Converter、升压 Boost DC/DC 变换器等。DCF 是用于燃料电池汽车能量转换的升压 DC/DC 变换器，转换效率高，转换电能用于其他高压直流配电使用。	公司的氢能与燃料电池汽车专用产品始于 2010 年，内核变换技术迭代进步，追求全球技术触顶 & 小型化、集成化。单机覆盖 40-250KW 系列产品，额定输入电流可达 800A，从独立应用到多合一集成应用。

资料来源：欣锐科技年报、天风证券研究所

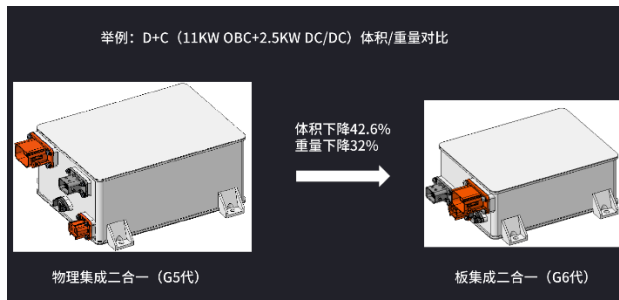
近年来公司的产品也在不断的更新迭代，目前公司已经在开发 G6 代平台产品。

图 7：公司技术迭代路径



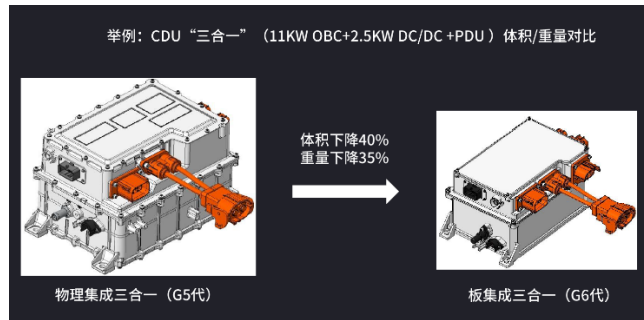
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 8：公司 G6 代二合一产品优势



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 9：公司 G6 代三合一产品优势



资料来源：公司官网、天风证券研究所

根据公司官网，公司 G6 代板集成 11kw OBC+2.5kw DC/DC 二合一系统相比 G5 代物理集成体积下降 42.6%，重量下降 32%。公司 G6 代板集成 11kw OBC+2.5kw DC/DC+PDU 三合一系统相比 G5 代物理集成体积下降 40%，重量下降 35%。我们认为公司属于研发创新驱动型公司，具有较大的内生增长潜力。

1.4. 公司历史营收及收入结构情况

2019 年，由于新能源汽车补贴政策退坡幅度加大，国内新能源汽车行业整体出现下滑，下游客户总体需求下降导致公司营业收入较 2018 年有所下降。

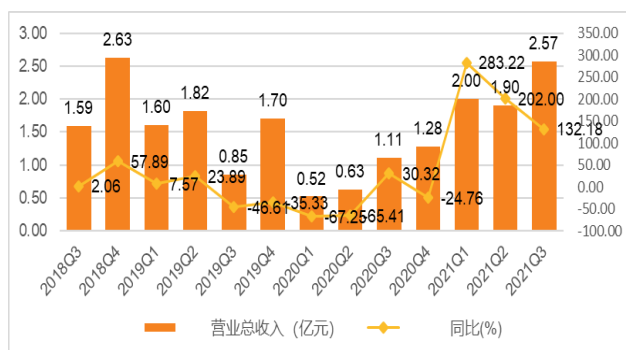
2020 年面临新能源汽车补贴政策退坡、新冠疫情爆发以及合资和外资新能源汽车品牌挤占国内新能源汽车品牌市场空间的多重挑战，公司订单减少，经营业绩出现亏损，主要原因有：

- 1）新能源汽车行业“洗牌”造成了公司的主机厂客户陷入经营困境，公司计提资产减值（存货跌价）和信用减值（坏账）合计 1.5 亿元；
- 2）偶发的质量索赔事件导致公司 2020 年度利润总额减少人民币 0.45 亿元；
- 3）公司推出股票激励计划产生股份支付费用 453.93 万元；
- 4）2020 年公司持续高强度地投入研发，总金额达 1.03 亿元。

根据公司 2021 年三季报数据，公司于 2021 年三季度实现收入 2.57 亿元，同比增长 132.18%，2021 年前三季度公司收入 6.47 亿元，同比增长 186.62%。公司 2021 年第三季度毛利率达到 20.45%，前三季度剔除股份支付后净利润达 4266.3 万元，同比止亏转盈。

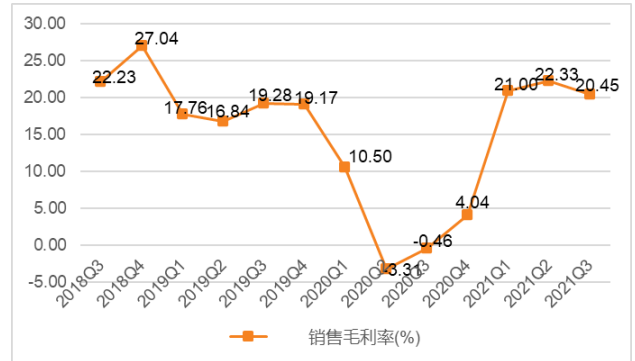
我们认为随着公司客户产品的量产，公司收入规模有望扩大，公司毛利率及净利润率水平将会进一步恢复。

图 10：公司每季度收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 11：公司毛利率变化情况（单位：%）

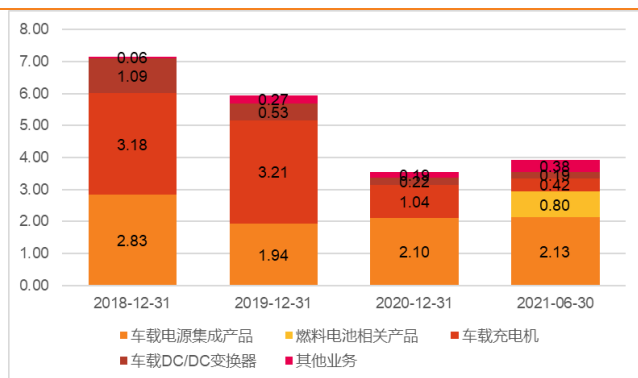


资料来源：wind、天风证券研究所

公司产品主要分为车载电源集成产品，车载充电机，车载 DC/DC 变换器，以及燃料电池的相关产品。其中，车载电源集成产品以及车载充电器的收入占比较高，于 2020 年和 2021

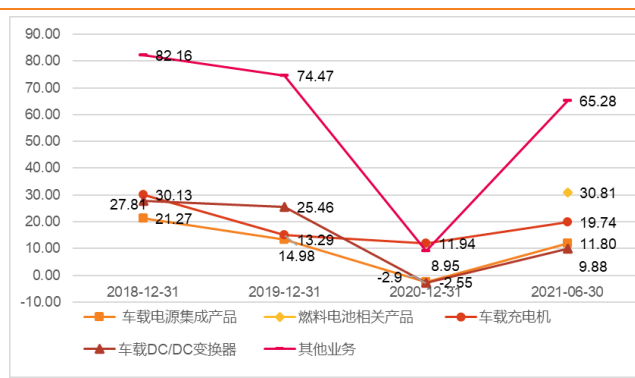
年 H1 收入分别为 2.1 亿元和 2.13 亿元,而公司产品毛利率在 2020 年探底后目前已经开始恢复,我们认为未来有望继续提升。

图 12: 公司业务板块收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 公司毛利率变化情况 (单位: %)



资料来源: wind、天风证券研究所

根据公司年报,从 2018 年至 2020 年,公司集成式电源产品均价在 3200-3500 元间,车载充电机 OBC 产品均价微降但仍超过 2000 元,而车载 DC/DC 变换器均价则为 1300 元上下。从 2018 年起公司的产品销售均价有所提升,但分体的车载充电机 OBC 及车载 DC/DC 变换器产品不论是从出货量还是收入均呈下降趋势,我们认为原因在于集成式产品已经成为趋势,而公司集成式产品的收入占比不断扩大,也是公司产品升级迭代的表现,未来公司产品均价有望保持稳定。

表 2: 欣锐科技 - 公司产品销量及单价情况

项目	2018A	2019A	2020A	2021H1
车载产品总收入 (万元)	71,706	59,647	35,370	31,092
总销量 (个)	288,781	238,893	124,005	96,600
产品均价 (元)	2,483	2,497	2,852	3,219
车载电源集成产品收入 (万元)	28,321	19,448	20,971	21,275
合计销量 (个)	82,768	60,763	59,696	
平均价格 (元)	3,422	3,201	3,513	
毛利率	21.27%	13.29%	-2.55%	11.80%
车载充电机 (万元)	31,840	32,127	10,356	4,153
合计销量 (个)	130,710	138,906	47,506	
平均单价 (元)	2,436	2,313	2,180	
毛利率	30.13%	14.98%	11.94%	19.74%
车载 DC/DC 变换器 (万元)	10,901	5,332	2,164	1,852
合计销量 (个)	75,303	39,224	16,803	
平均单价 (元)	1,448	1,359	1,288	
毛利率	27.8%	31.3%	-2.9%	9.9%

资料来源: 欣锐科技年报、天风证券研究所

1.5. 公司客户情况

公司的客户包含国产自主品牌主机厂、合资品牌主机厂、新势力主机厂和外资主机厂客户的中高端车型,主要客户包括:某头部新能源车企、吉利、长城、小鹏、本田、现代等等。

图 14：公司主要客户



资料来源：公司官网、天风证券研究所

集成式产品 CDU，即 DC/DC 变换器、车载充电机、高压接线盒等功能集成的高压“电控”系统集成方式，分为“二合一”、“三合一”总成，被越来越多的国内外主机厂选用，已成为全球主流技术之一。公司产品集成 DC 输入电压可为：30V~1500V、OBC 输出电压可为：100V~1000V，DC/DC 转换效率可达 96%+，OBC 转换效率可为：96%~98%，我们认为具有优异的性能，未来也能够符合 800V 高电压平台的需求。公司 CDU 集成产品的主要客户包括：东风本田、现代、小鹏等。

图 15：公司 CDU 系统集成典型配套案例



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司车载 DC/DC 变换器产品输入电压在 30V~1500V，功率范围为：800W~6kW，我们认为已经能够适配未来 800V 电压平台。公司 DC/DC 变换器主要客户包括：北汽新能源（如：EU260）、江淮汽车（如：iEV7S）、长安汽车等。

图 16：公司车载 DC/DC 变换器典型配套案例



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司车载充电机 OBC 产品输出电压为 100V~1000V，充电功率为：3.3kW、6.6kW、11kW、22kW，转换效率为 96%~98%，我们认为也已经能够适配未来 800V 电压平台。公司车载充电机 OBC 主要客户包括：金康汽车、江淮汽车（如：iEV6）、吉利汽车（如：帝豪 EV450）等。

图 17：公司车载充电机 OBC 典型配套案例

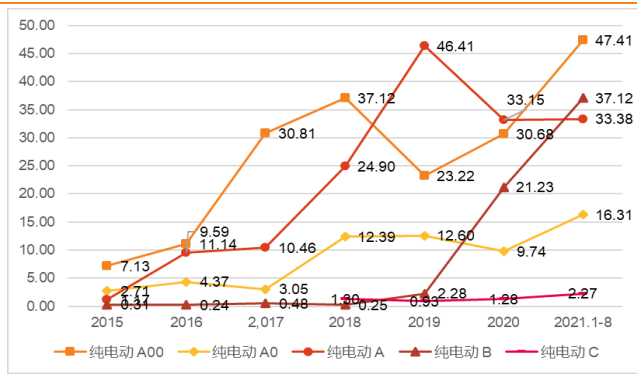


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2. 公司所在车载电源行业充分受益于新能源汽车发展

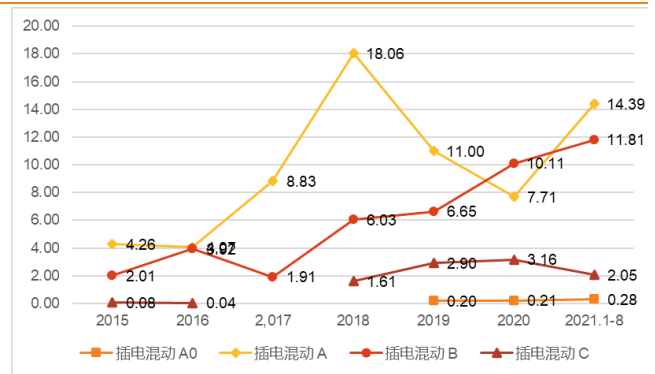
我们认为新能源汽车销售量在过去几年中高速增长，也带动了电源行业的发展，电源产品的搭载量节节提升。在新能源车中，纯电动乘用车 A00、A0、A、B 级车，插电混 A 级车拥有最大的销量和销售增速，我们认为随着销量的增长，这类车型所配套的车载电源产品将会快速增长。

图 18：纯电动乘用车分车型销售量（万辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

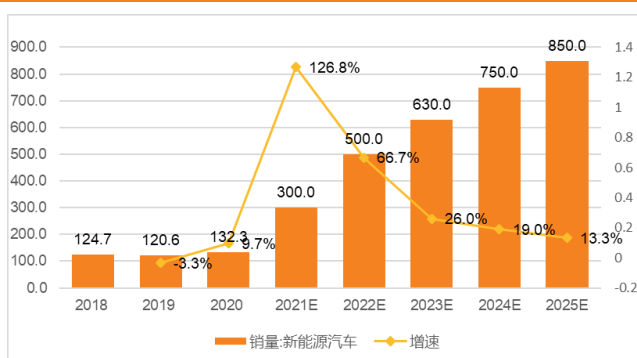
图 19：插电混动乘用车分车型销售量（万辆）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

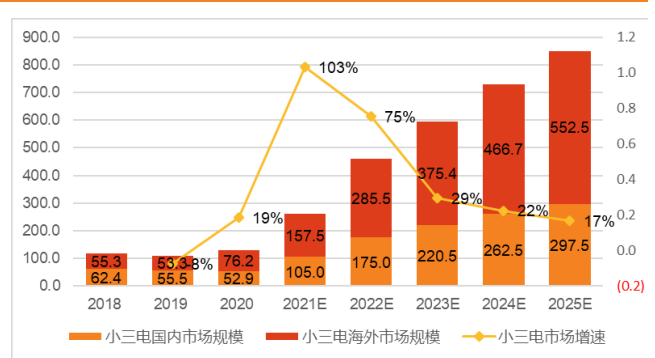
我们预测 2021 年我国车载电源行业的规模约为 105 亿元，若 2025 年新能源汽车销量达到 850 万辆，按照车载电源单车平均价值量在 3000-4000 元来测算，则国内车载电源市场规模有望达到 297.5 亿元，到 2025 年 CAGR 约为 29.7%。除此之外，海外市场也是巨大的增量市场。2020 年，乘用车中我国新能源汽车销售量占全世界新能源汽车销售量的 41%，但欧洲及北美的政策不断推动新能源汽车的发展。假设 2025 年我国占世界 35% 的新能源汽车市场份额，则可推算 2025 年全球车载电源市场规模可接达 850 亿元。

图 20：新能源汽车销量（百万辆）及增速



资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 21：车载电源市场规模（亿元）及增速



资料来源：乘联会、天风证券研究所

3. 国内目前行业格局已经初见端倪，前十厂商拥有较高的市占率

根据 NE 时代数据，2020 年新能源乘用车 OBC 装车量为 111.9 万套，前十大厂商市占率达

到91.4%，而2021年H1新能源乘用车OBC装车量为99.07万套，前十大厂商市占率为91.6%。我们发现，前十大厂商中主要为国内厂商，且多为第三方独立厂商。我们认为目前前十大厂商市占率已经达到较高的水平，新进入者的机会相对较低，未来行业格局有望进一步优化，龙头厂商将会逐渐凸显。

根据NE时代数据，欣锐科技2020年OBC装机量为8.4万台，2021年H1 OBC装机量为5.88万台。而根据公司年报，欣锐科技2020年公司电源产品销售12.4万套，2021年H1电源产品销售9.66万套。我们认为NE时代数据较公司自身公告少一方面的原因在于NE时代数据为根据保险数据统计，公司销售出货较最终上险有一定的时间差；另一方面在于其统计的为OBC装机数据，公司出货目前仍有单独的DC/DC产品，并不会被计入OBC出货量中。我们认为，随着欣锐科技未来在手订单车型的量产，公司出货量将会增长，其市占率有望进一步提升。

图 22：2020 年乘用车 OBC 出货前十名厂商

2020 年	企业名称	出货量	市场份额
1	威迈斯	193948	17.3%
2	铁城科技	146404	13.1%
3	弗迪动力	143338	12.8%
4	新美亚	138473	12.4%
5	富特科技	123722	11.1%
6	欣锐科技	84059	7.5%
7	台达电子	68072	6.1%
8	科士达-华阳	47454	4.2%
9	麦格米特	46540	4.2%
10	法雷奥西门子	29992	2.7%
合计		1022002	91.4%

资料来源：NE 时代公众号、天风证券研究所

图 23：2021 年 H1 乘用车 OBC 出货前十名厂商

2021 年 H1	企业名称	出货量	市场份额
1	威迈斯	183947	18.6%
2	新美亚	131780	13.3%
3	弗迪动力	129692	13.1%
4	富特科技	122968	12.4%
5	铁城科技	109967	11.1%
6	力华集团	73147	7.4%
7	欣锐科技	58837	5.9%
8	科士达-华阳	38569	3.9%
9	台达电子	37636	3.8%
10	麦格米特	21228	2.1%
合计		907771	91.6%

资料来源：NE 时代公众号、天风证券研究所

4. 公司主要竞争对手为国内公司，国内公司未来有望出海

4.1. 台达集团

台达集团创立于 1971 年，台达电从生产电视线圈等电子零组件起家，专攻电源与变压系统，现为全球电源管理、散热管理解决方案的领导厂商，在电脑、手机、电信、网路、资料中心等都能看到它的产品。台达运用电源设计与管理的基础，整合全球资源与创新研发，深耕三大业务范畴，包含“电源及零组件”、“能源管理”与“智能绿生活”。

台达于 4 年前成立电动车事业群，目前已经进入国际车厂供应链，预计今年营收占比可望达到集团营收的 5%。台达涉及电动汽车的产品包括：直流电源模块、车载充电器、车载充电器与直流电源集成模块、电机驱动模块、驱动马达等。

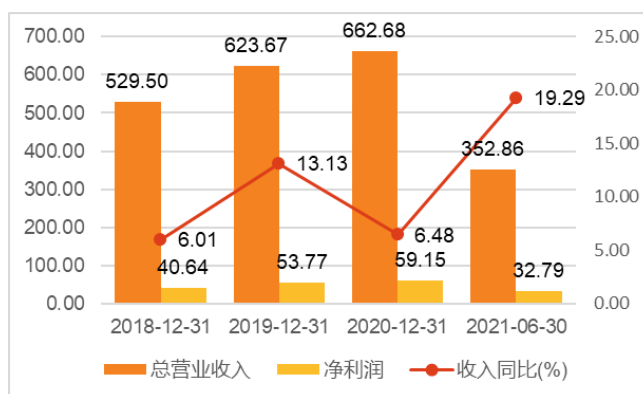
图 24：台达汽车电子产品



资料来源：台达公司官网、天风证券研究所

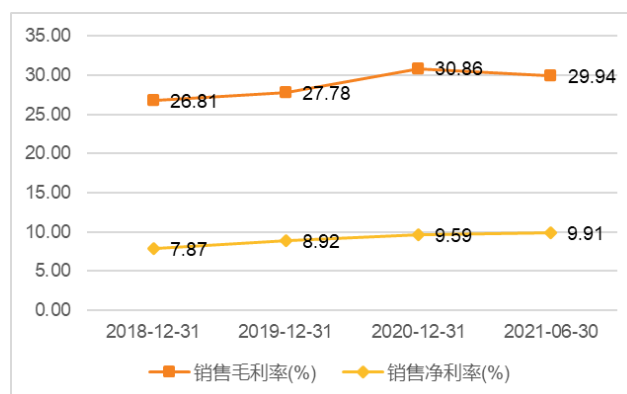
台达集团过去三年中保持稳定的增长，整体收入规模已经突破 660 亿人民币，而其毛利率及净利率也保持稳定。

图 25：台达集团收入及利润（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 26：台达集团毛利率及净利率



资料来源：wind、天风证券研究所

4.2. 威迈斯

深圳威迈斯新能源股份有限公司于 2005 年成立，总部位于中国深圳，是一家专业从事电力电子产品研发、生产、销售和技术服务的高新技术企业。主要产品是开关电源，包括车载电源、通信电源、电梯电源等多类应用领域的产品。目前威迈斯已成为上汽集团、奇瑞汽车、吉利汽车、长安汽车、北汽新能源、华为、新华三、日立等多家企业的核心供应商。

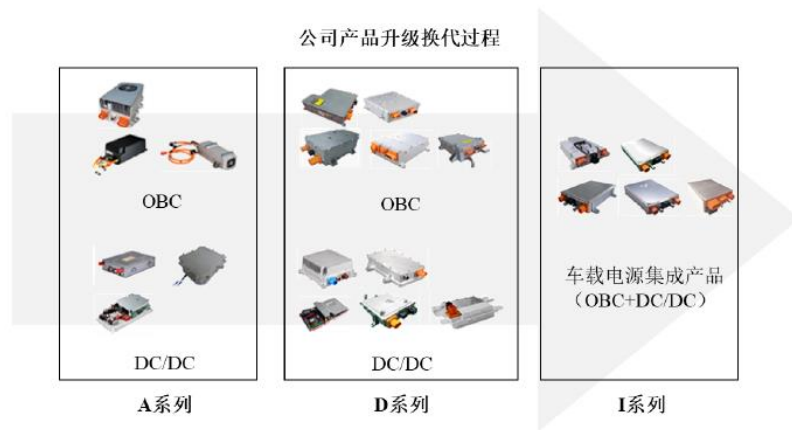
图 27：威迈斯新能源汽车客户情况



资料来源：威迈斯招股书、天风证券研究所

威迈斯的核心产品为车载电源，应用于新能源汽车的电控系统，属于单个组件价值较高的新能源汽车核心零部件。公司基于核心技术平台及长期积累的行业经验，适应了车载电源更新换代的趋势，经历了 A 系列、D 系列和 I 系列三个更新换代阶段，在输出功率、体积、重量、成本、可靠性等方面不断优化和提升，形成了行业领先的技术、质量和成本优势。

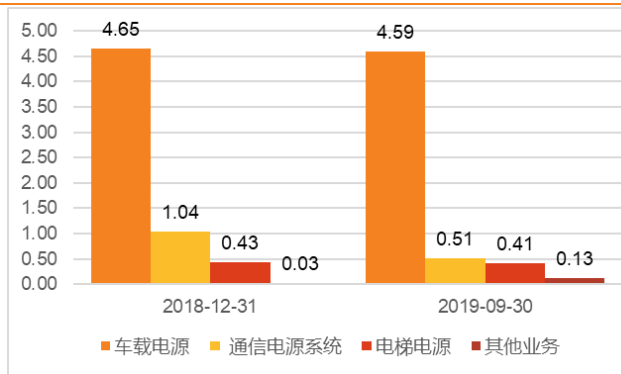
图 28：威迈斯产品线升级过程



资料来源：威迈斯招股书、天风证券研究所

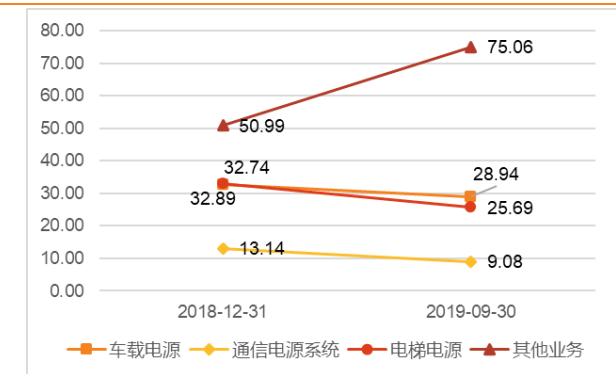
根据公司招股书，威迈斯 2018 年收入为 6.16 亿元，同比增长 44.85%，2019 年 1-9 月收入为 5.7 亿元，2018 年归母净利润为 0.69 亿元，2019 年 1-9 月归母净利润为 0.57 亿元。

图 29：威迈斯分业务板块收入（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 30：威迈斯分业务板块毛利率



资料来源：wind 天风证券研究所

4.3. 富特科技

浙江富特科技股份有限公司成立于 2011 年，总部位于湖州市安吉县，研发中心位于杭州市西湖区，是一家专注于新能源汽车高压核心零部件的国家级高新技术企业，是国内新能源汽车车载充电机及车载 DC/DC 转换器的主要供应商之一。公司分为车载充电系统及非车载充电系统两条产品线。

公司现主要客户包括雷诺日产联盟（国内指定供应商）、LG（通用）、ICS（大众）、长城、广汽、蔚来、小鹏等国内外知名主机厂。目前公司已经完成 E 轮融资，广汽资本、蔚来资本、安吉产投等知名企业政府陆续成为公司战略股东。

作为国家级高新企业，富特技术开发人员超过 270 人，产品研发人员硕士及以上学历人员占比近 30%。富特具备国内及国际与汽车电子相关的绝大部分试验标准的电气实验室、可靠性实验室、电磁兼容实验室。

根据 NE 时代数据，2020 年富特科技车载 OBC 出货量为 12.37 万台，2021 年 H1 富特科技车载 OBC 出货量为 12.30 万台，市占率分别为 11.1%和 12.4%，分别位居国内第五位和第四位。

5. 首次覆盖，给予“买入”投资评级

5.1. 公司未来看点在于：产品配套高端客户爆款车型放量的同时毛利率恢复，受益于 800V 趋势、出海以及氢燃料电池业务的发展

我们认为，公司未来的增长主要在于：

- 1) 产品配套高端客户如：小鹏、极氪、某新能源龙头公司及本田等客户的爆款车型如 P7、极氪 001、DM-i 等，公司未来产品有望迅速放量，进而带来公司收入的增长；
- 2) 在 800V 电压平台的趋势下，为使用原有的 400V 直流快充桩，800V 平台的新能源车有望未来额外配置车载 DC/DC 升压器使充电电压升高至 800V 来给动力电池充电。此外为适配 800V 平台，车载电源的耐压等级需提升至 800V，SiC 碳化硅功率器件也将大范围应用，也将提升公司车载电源的单车价值；
- 3) 我国新能源产业链配套公司在行业的发展过程中积累了丰富的技术及量产经验，公司已经获得本田的量产订单，未来有望进一步拓展国际市场；
- 4) 2021 年前三季度，公司氢燃料电池业务已经能够为公司贡献近亿元的收入，我们认为在双碳目标下，国家政策将会继续支持氢燃料电池新能源车的发展，公司也将受益于此发展趋势。

我们认为，公司未来毛利率及净利率有望继续恢复及回升，盈利能力将会逐步增强，主要在于：

- 1) 过去 2-3 年为行业低谷期，目前公司收入增速明显，产品销量增长，公司的研发及生产成本能够进一步的分摊，未来公司有望通过自动化产线的方式进一步降低生产成本，进而提升公司盈利能力；
- 2) 公司产品销量增长后其采购议价能力将会进一步加强，同时今年因“缺芯”影响，芯片价格有较大的波动。随着未来供给的逐步恢复，我们认为芯片的价格将能够有所降低，也将提升公司产品的毛利率；
- 3) 公司氢燃料电池等业务拥有较高的毛利率，可达 30%，未来随着该类业务的发展，也将能够拉升公司的盈利水平。

5.2. 估值：给予 2022 年归母净利润 PE 51.1x 估值，买入评级

我们预计公司 2021-2023 年收入为 9.59 亿元、18.22 亿元、27.3 亿元，归母净利润为 0.06 亿元、1.57 亿元、2.8 亿元。

其中核心假设在于：

- 1) 公司车载电源集成产品销量能够保持迅速增长。
- 2) 公司集成式产品均价随着配套高端车型的产品放量而提升。2021 年 H2 公司配套产品的结构有所变化，大客户 DM-i 系列电源产品在 2021 年占比提升，因此会拉低 2021 年全年的产品平均单价；但在 800V 及 SiC 应用的大趋势下，电源产品要求提升，同时公司配套的高端客户如极氪 001 等车型上量，公司产品均价能够有所提升。
- 3) 公司毛利率能够恢复，达到 20%或以上。
- 4) 公司燃料电池业务收入保持稳定，毛利率有微小降低。公司其它分体式 DC/DC 转换器及 OBC 车载充电机产品随着客户本代产品生命周期结束而收入减少。
- 5) 根据公司公告，公司预计 2021、2022 年分别有约 0.52 亿元和 0.42 亿元股权支付费用。

表 3：公司主要收入及利润核心假设

项目	2021E	2022E	2023E
车载电源集成产品收入（万元）	54,200	150,634	251,968
毛利率	16.0%	21.5%	23.0%
平均价格（元）	2,710	2,886	3,036
合计销量（个）	200,000	522,000	830,000
燃料电池相关产品收入（万元）	23,000	20,000	22,000
毛利率	30%	27%	25%

资料来源：wind、天风证券研究所预测

我们选取新能源汽车电驱动及电源领域优质公司作为可比公司，可比公司 2022 年平均估值为 43.36 倍 PE，但公司配套客户较好且有较明确的出海获取全球项目的预期，给予公司 2022 年归母净利润 51.1 倍 PE 估值，目标市值 80 亿元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 4：可比上市公司估值

公司	PE2021E	PE2022E	PE2023E
汇川技术	54.52	40.88	31.35
英搏尔	163.14	45.83	23.42
均值	108.83	43.36	27.39
欣锐科技	1108.49	44.58	24.87

资料来源：wind、天风证券研究所预测欣锐科技估值，注：欣锐之外来自 wind 一致预期

6. 风险提示

市场竞争加剧：行业竞争加剧或导致盈利能力下降，获取订单不及预期。

缺芯影响汽车产量，供给受限：缺芯不能及时缓解，导致产线停产或产量不及预期，进而影响销售收入。

新能源汽车销量增长不及预期：车载电源业务的发展与新能源汽车行业的发展息息相关，若新能源汽车销量增速下降，则车载电源的需求也将受到影响。

新客户开拓不顺利：公司需不断开拓国际及国内客户，若新客户开拓不顺利，则影响公司业绩增速。

公司产品产生质量风险：若公司产品产生质量风险，则对公司业绩会产生较大影响。

新能源汽车补贴不能持续：目前氢燃料电池汽车受补贴影响较大，若未来补贴政策变动则可能会影响公司氢燃料电池业务。

短期股价波动风险：公司股价近期有较大涨幅，存在短期内股价大幅波动的风险。

测算具有一定主观性：报告中对于市场规模、公司毛利率及未来的客户收入等有较多假设，测算具有一定主观性仅供参考；

存货跌价风险：公司收入快速增长为满足客户需求需要增加备货，若下游客户出货量不及预期将会有存货减值风险；

应收账款回收风险：随着公司收入规模的提升，应收账款余额也将增加，若客户经营情况有所波动可能会导致公司应收账款回收不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	166.75	101.43	274.97	522.44	783.67
应收票据及应收账款	352.54	257.06	504.71	942.65	1,228.39
预付账款	4.05	8.75	5.10	26.00	28.54
存货	303.26	263.24	311.84	779.25	853.99
其他	408.32	385.56	459.42	490.61	506.38
流动资产合计	1,234.91	1,016.03	1,556.05	2,760.95	3,400.98
长期股权投资	20.00	19.90	19.90	19.90	19.80
固定资产	114.84	111.13	115.36	117.47	115.71
在建工程	0.00	0.00	40.00	40.00	40.00
无形资产	71.46	134.51	169.30	213.13	252.21
其他	93.59	135.92	75.84	75.44	126.30
非流动资产合计	299.89	401.46	420.41	465.95	554.02
资产总计	1,534.80	1,417.49	1,976.45	3,226.90	3,954.99
短期借款	23.45	214.09	366.44	866.84	1,210.60
应付票据及应付账款	370.67	275.67	311.73	802.74	865.49
其他	18.80	62.22	56.19	73.77	100.32
流动负债合计	412.92	551.98	734.37	1,743.35	2,176.42
长期借款	0.00	0.00	103.30	216.99	283.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.34	51.17	33.91	36.47	40.52
非流动负债合计	24.34	51.17	137.20	253.46	324.10
负债合计	437.26	603.16	871.57	1,996.81	2,500.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	114.51	114.59	123.31	123.31	123.31
资本公积	605.89	611.13	885.67	885.67	885.67
留存收益	983.03	700.63	981.58	1,106.78	1,331.17
其他	(605.89)	(612.02)	(885.67)	(885.67)	(885.67)
股东权益合计	1,097.54	814.33	1,104.88	1,230.09	1,454.47
负债和股东权益总计	1,534.80	1,417.49	1,976.45	3,226.90	3,954.99

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	27.04	(284.78)	6.41	156.50	280.49
折旧摊销	32.26	45.55	15.86	19.33	22.52
财务费用	(0.14)	4.98	9.96	16.55	24.25
投资损失	(7.08)	(2.67)	(2.44)	(4.06)	(2.79)
营运资金变动	(203.71)	157.72	(280.28)	(448.10)	(289.18)
其它	102.27	6.01	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	(49.36)	(73.19)	(250.50)	(259.78)	35.29
资本支出	123.79	63.66	112.15	62.70	55.79
长期投资	20.00	(0.10)	0.00	0.00	(0.10)
其他	(58.14)	(231.75)	(204.59)	(123.91)	(162.73)
投资活动现金流	85.65	(168.19)	(92.44)	(61.21)	(107.04)
债权融资	23.45	234.12	476.41	1,092.73	1,506.05
股权融资	1.18	2.08	274.19	(16.55)	(24.25)
其他	(60.58)	(28.73)	(234.12)	(507.72)	(1,148.83)
筹资活动现金流	(35.96)	207.47	516.48	568.46	332.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	0.33	(33.91)	173.54	247.47	261.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	596.47	353.70	958.87	1,821.86	2,732.79
营业成本	488.52	345.63	739.39	1,402.83	2,099.87
营业税金及附加	4.84	2.51	6.42	14.21	19.95
营业费用	34.67	83.80	38.93	42.63	50.28
管理费用	34.10	63.42	105.38	100.93	107.40
研发费用	45.65	80.56	80.55	87.81	100.84
财务费用	(1.18)	2.35	9.96	16.55	24.25
资产减值损失	(5.31)	(93.63)	(5.34)	(5.32)	(3.99)
公允价值变动收益	0.09	0.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.08	2.67	2.44	4.06	2.79
其他	(39.68)	210.06	(24.20)	2.52	2.40
营业利润	27.67	(344.06)	5.35	155.63	328.99
营业外收入	0.90	1.68	2.00	1.53	1.56
营业外支出	0.92	0.11	0.94	0.66	0.57
利润总额	27.64	(342.49)	6.41	156.50	329.98
所得税	0.60	(57.71)	0.00	0.00	49.50
净利润	27.04	(284.78)	6.41	156.50	280.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	27.04	(284.78)	6.41	156.50	280.49
每股收益（元）	0.22	(2.31)	0.05	1.27	2.27

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-16.82%	-40.70%	171.10%	90.00%	50.00%
营业利润	-67.91%	-1343.63%	-101.55%	2809.28%	111.39%
归属于母公司净利润	-67.21%	-1153.13%	-102.25%	2341.75%	79.22%
获利能力					
毛利率	18.10%	2.28%	22.89%	23.00%	23.16%
净利率	4.53%	-80.52%	0.67%	8.59%	10.26%
ROE	2.46%	-34.97%	0.58%	12.72%	19.28%
ROIC	2.87%	-34.63%	2.18%	15.37%	18.60%
偿债能力					
资产负债率	28.49%	42.55%	44.10%	61.88%	63.22%
净负债率	-13.06%	16.29%	18.23%	46.36%	49.67%
流动比率	2.99	1.84	2.12	1.58	1.56
速动比率	2.26	1.36	1.69	1.14	1.17
营运能力					
应收账款周转率	1.06	1.16	2.52	2.52	2.52
存货周转率	1.98	1.25	3.33	3.34	3.35
总资产周转率	0.36	0.24	0.57	0.70	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.22	-2.31	0.05	1.27	2.27
每股经营现金流	-0.40	-0.59	-2.03	-2.11	0.29
每股净资产	8.90	6.60	8.96	9.98	11.80
估值比率					
市盈率	258.00	-24.50	1,088.49	44.58	24.87
市净率	6.36	8.57	6.31	5.67	4.80
EV/EBITDA	34.36	-158.35	590.21	36.41	19.45
EV/EBIT	49.87	-48.31	-1,741.82	40.26	20.66

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com