

英搏尔 (300681.SZ)

2021 年收入同比增长 132%，电驱及电源双轮驱动

买入

核心观点

专家治企，深耕新能源汽车动力系统。英搏尔成立于 2005 年，专注于新能源汽车动力系统的研发生产。公司主营产品为新能源汽车电源总成（PDU+OBC+DC/DC）与电驱动系统总成（电机+电机控制器+减速器）。公司创始人姜桂宾与联合创始人李红雨、魏标均毕业于西安交通大学电力电子学专业，拥有丰富的从业经验与扎实的技术储备。公司目前的主要客户有吉利汽车、上汽通用五菱、威马汽车等。

2021 年营业收入同比增长 132%，单四季度表现亮眼。2021 年公司实现营业收入 9.76 亿元，同比增长 132%；归母净利润 0.47 亿元，同比增长 256%；毛利率/净利率分别为 21%/5%，分别同比上涨 1/2 个百分点。单四季度，公司实现营业收入 5.21 亿元，同比增长 196%，环比增长 267%；归母净利润 0.30 亿元，同比增长 159%；毛利率/净利率分别为 20%/6%，分别同比下降 5/1 个百分点，分别环比-3/+6 个百分点。2021 年公司新增客户数量较多，公司于三季度积极备货，于四季度大规模交付，同时原材料价格上涨影响了公司毛利率。2022 年有望成为公司规模化的元年，公司获得了自主、合资、造车新势力等多个品牌的新增定点订单，预计销售收入及盈利能力持续向好。

2022 年一季度营业收入同比增长 363%，新项目、新订单有序落地。2022 年一季度，公司实现销售收入 3.53 亿元，同比增长 363%，环比下降 32%；归母净利润 0.18 亿元，同比增长 774%，环比下降 40%；毛利率/净利率分别为 16%/5%，分别同比-4/+2 个百分点，环比下降 4/1 个百分点。公司配套客户销量同比增加拉动了收入增长，但原材料价格的上涨影响了公司毛利。

“集成芯”技术迭代升级，电源+电驱双轮驱动。公司推出了三合一与六合一的“集成芯”驱动总成产品，经过多次技术迭代，体积/重量/成本分别减少 30%/30%/20%，技术优势突出。公司的主要产能位于广东珠海与山东菏泽，我们预计现有产能大约为年产 50 万台套，远期新增产能全部投产有望达到年产 100 万台套。公司的电源总成产品的新增定点项目主要有长城好猫系列、合众哪吒系列、安凯 Q5 系列等；电驱动六合一总成的新增定点项目主要有上汽大通和江淮汽车的多款车型。

风险提示：芯片供应紧张；原材料价格上涨；项目落地进度不及预期等。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 22/23/24 年公司的归母净利润为 1.40/2.91/4.93 亿元，对应 EPS 为 1.83/3.80/6.44 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	421	976	2,471	3,984	5,731
(+/-%)	32.2%	131.8%	153.3%	61.2%	43.8%
净利润(百万元)	13	47	140	291	493
(+/-%)	-116.6%	256.0%	198.4%	108.1%	69.5%
每股收益(元)	0.17	0.61	1.83	3.80	6.44
EBIT Margin	-0.9%	3.2%	5.5%	7.0%	8.4%
净资产收益率 (ROE)	2.3%	6.9%	17.9%	29.5%	37.0%
市盈率 (PE)	372.3	105.9	35.5	17.1	10.1
EV/EBITDA	217.7	93.3	43.0	28.1	20.1
市净率 (PB)	8.47	7.32	6.34	5.03	3.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：余晓飞

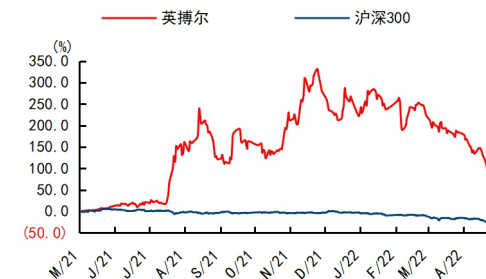
0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (首次覆盖)
合理估值	
收盘价	61.73 元
总市值/流通市值	4753/2778 百万元
52 周最高价/最低价	132.00/29.01 元
近 3 个月日均成交额	90.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

深耕新能源汽车动力系统，电源+电驱双轮驱动

珠海英搏尔电气股份有限公司成立于2005年，是一家专注于新能源汽车动力系统研发、生产的领军企业。公司早期为商用车、场地车辆配套动力系统，并在微型车市场获得了较大的市场份额。2017年公司于深交所创业板上市，主营产品为新能源汽车动力总成、电源总成以及驱动电机、电机控制器、车载充电机、DC-DC转换器等新能源汽车动力域核心零部件。

图1：英搏尔发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司创始人姜桂宾与联合创始人李红雨、魏标均毕业于西安交通大学电力电子学专业，拥有丰富的从业经验与扎实的技术储备。此外，公司的驱动技术总监、电源技术专家等均来自华为、艾默生等国际知名企业，技术实力较强。

图2：英搏尔核心管理团队

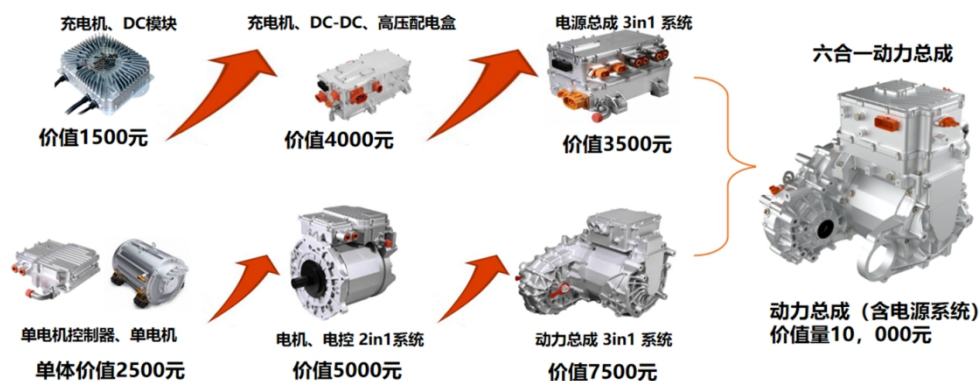


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司的主要产品可分为电驱动系统总成、电源总成与电机控制器，其中电机控制器作为电驱动系统的一部分，我们预计在未来会更多地以集成化的电驱动系统的

形式供应。“集成芯”驱动总成实现了电机与电机控制器同壳体一体化深度集成，体积减小了 30%，功率密度相交行业平均水平提升了 20%-30%，具有成本低、重量轻、开发布置难度低、低温工况适应性好等优势，于 2021 年量产。第三代电源总成产品是指 OBC（车载充电机）、DC/DC 转换器、PDU（整车配电盒）三合一的集成产品，由传统的双层架构优化升级为单层架构，进一步减小体积重量，提升了功率密度，有效降低成本，于 2020 年量产。公司的“集成芯”六合一驱动总成是指包含“集成芯”驱动总成及第三代电源总成的多合一集成产品。基于三大核心技术独家原创设计和创新应用，该产品相比公司上一代“六合一”全集成总成，体积和重量进一步降低，符合驱动系统小体积、轻量化、多合一集成的技术发展方向。

图 3：英博尔的主要产品及价值量增长



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

“集成芯”技术迭代升级，电源+电驱双轮驱动。公司的主要产能位于广东珠海与山东菏泽，我们预计现有产能大约为年产 50 万台套，远期新增产能全部投产有望达到年产 100 万台套。公司的电源总成产品的新增定点项目主要有长城好猫系列、合众哪吒系列、安凯 Q5 系列等；电驱动六合一总成的新增定点项目主要有上汽大通和江淮汽车的多款车型。

图 4：英博尔集成芯产品的技术参数对比

驱动总成尺寸对比图			
产品核心要素	主流动力总成	英博尔“集成芯”动力总成	英博尔“集成芯”2.0
系统峰值功率	160kW	160kW	160kW
集成形式	物理单体集成	电机电控一体化	电机电控一体化
电机方案	圆线电机	圆线电机	扁线电机
电控功率模块	IGBT模组	IGBT单管	IGBT单管/碳化硅单管
功率密度	1.86kW/kg	2.38kW/kg	2.45kW/kg
“集成芯”驱动总成契合零部件轻量化小体积低成本诉求，产品竞争力国际领先，屡获殊荣。			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：英博尔主要产品及技术优势

主要产品名称及图示	产品介绍及产品性能优势
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，该类总成产品深受车企青睐，市场占比迅速提高。该产品于2019年量产。
“集成芯”驱动总成	基于三大核心技术独家原创设计和创新应用，“集成芯”驱动总成具有以下性能优势： 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的驱动总成，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端盖、共水道设计，减轻重量，降低成本； 4、产品Z向高度降低，可实现前、后驱布置，降低整车开发成本、加快整车开发进度； 5、电机三相绕组多点温度检测，实现低成本主动发热功能，可适应低温工况，提升整车效率。 该产品于2021年量产。
三合一电源总成	电源总成是指包含车载充电机、DC-DC转换器、高压配电盒的集成产品，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。电源总成产品集成后，有助于减少新能源汽车动力系统核心部件的空间布置，便于部件装载和降低成本。 该产品于2019年量产。
第三代电源总成产品	第三代电源总成产品是指OBC（车载充电机）、DC-DC转换器、PDU（整车配电盒）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。 该产品于2020年量产。
“六合一”全集成总成	新能源汽车多合一驱动总成产品符合动力系统未来技术发展趋势，公司创新研发的“六合一”全集成总成，成功实现了电机、电机控制器、减速箱、高压配电盒、DC-DC转换器、车载充电机的高度集成。该产品具有小型化、模块化、成本低、重量轻、整车安装流程简单，售后服务简便等优势。公司该产品量产经验丰富，功率等级能匹配整车企业不同车型动力系统需求。产品广泛适用于出行市场、换电车型、电动物流车等场景车型需求。 该产品于2020年量产。
“集成芯”六合一驱动总成	“集成芯”六合一驱动总成是指包含“集成芯”驱动总成及第三代电源总成的多合一集成产品。基于三大核心技术独家原创设计和创新应用，该产品相比公司上一代“六合一”全集成总成，体积和重量进一步降低，符合驱动系统小体积、轻量化、多合一集成的技术发展方向。 该产品将于2022年量产。
混合动力双电机控制器	混合动力双电机控制器，功率器件采用IGBT单管或SiC单管，运用单管并联技术，高度集成电动机+发电机实现了大功率双电机控制。该产品体积小重量轻，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。 该产品将于2022年量产。
商用车电机控制器	MC1906电机控制器，满足商用车800V高压系统要求，是国内第一款获得功能安全ISO26262:2018 ASIL C产品国际认证的商用车控制器。采用平面水道双面冷却技术，大幅降低了产品体积，提升功率密度。产品可根据客户不同功率需求进行定制，为国内外新能源商用车及大型工程机械电动化提供安全可靠的电机控制。 该产品于2021年量产。
SiC电机控制器	SiC电机控制器采用全球先进的SiC单管功率器件，系统效率提升4%左右，有效提升整车续航里程，适应未来高端车型800V高压快充需求。采用公司叠层母排专利技术，整机功率密度处于世界领先水平。产品于2019年交样。
叉车电驱及液压总成	叉车电驱及液压总成产品完成了从低压单体产品向高压集成产品的升级转换，系统效率提高40%，有效降低整车生产成本（主要降低电池用量），实现节能减排。产品采用300V高压水冷系统，有效解决大吨位叉车功率和散热问题，实现了国家标准直流充电桩快充。汽车级IP防护，可实现暴雨、积水等多种复杂环境下的正常工作，动力强劲，性能优异，耐零下30度低温环境，适配重工况锂电叉车。公司该产品加速了叉车行业的全面电动化。 该产品于2021年量产。
MC39系列电机控制器	MC39系列电机控制器是一款应用于新能源乘用车的电机控制器，适用于200V-500V交流异步驱动及永磁同步驱动系统。该电机控制器产品具有结构简单、可靠性高、抗干扰能力强等特点。 该产品于2019年量产。

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

根据中汽协和乘联会的数据，2021年我国乘用车销量为2148万辆，新能源乘用车销量为331万辆，新能源乘用车渗透率为15%。中国乘用车市场整体发展已相对成熟，2022-2025年，我们给予乘用车市场整体每年3%的增长率，则中国乘用车销量有望从2213万辆增长至2418万辆。考虑到外部政策刺激（双积分考核、路权政策等）与各主流整车厂的新能源车型规划，我们预计2022-2025年，新能源乘用车的渗透率有望从25%提升至40%，新能源乘用车的销量有望从553万辆增长至967万辆。

表2：2021-2025E 国内乘用车及新能源乘用车销量预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国乘用车销量（万辆）	2148	2213	2279	2347	2418
同比	6.50%	3%	3%	3%	3%
我国新能源乘用车销量（万辆）	331.2	553	684	822	967
渗透率	15%	25%	30%	35%	40%

资料来源：中汽协，乘联会，国信证券经济研究所预测

电源总成方面，单车通常搭载一套电源总成，包含 PDU、DC/DC 和 OBC，单车价值量大约为 3500 元，则 2021 年新能源汽车电源总成的市场规模大约为 116 亿元，至 2025 年有望增长至 338 亿元，年均复合增速为 31%。

电驱动总成方面，乘联会统计的 2021 年 12 月新能源乘用车销量前十的车型中，有双电机版本的车型是特斯拉 Model Y、特斯拉 Model 3、比亚迪宋 DM、理想 ONE 和比亚迪汉 EV。部分车型不同版本的驱动电机数量不同，我们则按版本数量占比推算双电机版本的销量占比。2021 年 12 月销量前十名的新能源乘用车车型，全年累计销量之和为 147 万辆，占全年新能源销量的 45%。其中，双电机车型的销量为 40 万辆，渗透率为 27%。

表3：2021 年 12 月新能源乘用车销量前十名及电机配置

排名	车型	当月销量	本年累计	最高配驱动电机组合
1	宏光 MINI EV	55742	426484	单永磁同步电机
2	Model Y	40558	200131	前驱感应异步电机+后驱永磁同步电机
3	Model 3	30289	272972	前驱感应异步电机+后驱永磁同步电机
4	秦 PLUS DM	17286	113656	单永磁同步电机
5	宋 DM	15120	79508	双永磁同步电机
6	理想 ONE	14087	90491	双永磁同步电机
7	欧拉好猫	10685	50931	单永磁同步电机
8	奔奔 EV	10404	76438	单永磁同步电机
9	汉 EV	10301	87189	双永磁同步电机
10	奇瑞 eQ	10141	77003	单永磁同步电机

资料来源：乘联会，汽车之家，国信证券经济研究所整理

考虑到消费者对新能源乘用车的性能要求不断提升，电机技术进步、生产规模扩大带来的成本下降，我们预计双电机车型的渗透率会不断提升。根据我们的测算，2021 年的双电机车型渗透率大约为 27%，按每年 5% 的速度提升，则 2025 年双电机车型的渗透率有望达到 47%，双电机车型搭载的驱动电机数量有望达到 909 万台，新能源乘用车驱动电机装机总量有望达到 1422 万台。

由于新能源乘用车的动力性能越来越强，在高压化趋势下电机电控的绝缘性能也越来越强，因此我们假设新能源乘用车的电机及多合一电驱动系统的单价总体呈上升趋势。当前新能源乘用车驱动电机的单价大约为 2500 元（根据巨一科技招股说明书估算），受益于电机性能的不不断提升，我们预计 2021-2025 年，驱动电机的单价有望以每年大约 2% 的增幅提升，至 2025 年单价大约为 2706 元。2025 年新能源乘用车驱动电机的总装机量为 1422 万台，电机单价 2706 元，市场规模为 385 亿元。假设三合一电驱动系统的单价为 5500 元，以每年 5% 的速度逐步上升，则 2025 年单价大约为 6685 元。2021 年国内三合一电驱动系统的市场规模大约为 231 亿元，2025 年有望增至 950 亿元。

表4：2021-2025 新能源乘用车电源总成与电驱总成市场规模测算

项目	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国新能源乘用车销量（万辆）	331	553	684	822	967
双电机车型渗透率	27%	32%	37%	42%	47%
单电机车型渗透率	73%	68%	63%	58%	53%
双电机车型搭载的电机数量（万台）	179	354	506	690	909
单电机车型搭载的电机数量（万台）	242	376	431	477	513
新能源乘用车驱动电机总装机量（万台）	421	730	937	1167	1422
电源总成单价（元）	3500	3500	3500	3500	3500
电源总成市场规模（亿元）	116	194	239	288	338
同比增速		67%	24%	20%	18%
电机单价（元）	2500	2550	2601	2653	2706
驱动电机市场规模（亿元）	105	186	244	310	385
同比增速		77%	31%	27%	24%
三合一电驱动系统单价（元）	5500	5775	6064	6367	6685
三合一电驱动系统市场规模（亿元）	231	422	568	743	950
同比增速		82%	35%	31%	28%

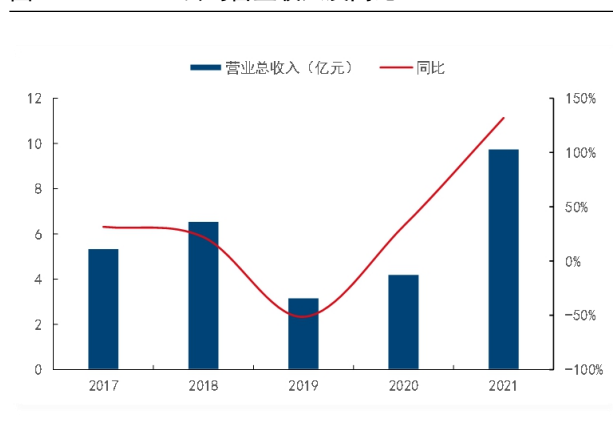
资料来源：中汽协，乘联会，汽车之家，国信证券经济研究所预测

营业收入高速增长，新项目、新客户持续落地

2021 年营业收入同比增长 132%，单四季度表现亮眼。2021 年公司实现营业收入 9.76 亿元，同比增长 132%；归母净利润 0.47 亿元，同比增长 256%。营收与利润的高速增长主要受益于公司电驱总成与电源总成的产品交付量大幅增长。2021 年公司驱动总成（含电机控制器）销量 19.12 万台套，市占率 6.37%。依据公司目前的客户定点情况、年度订单、车型销量及公司驱动总成产品交付的情况测算，2022 年该产品市场占有率预计将会进一步提高。

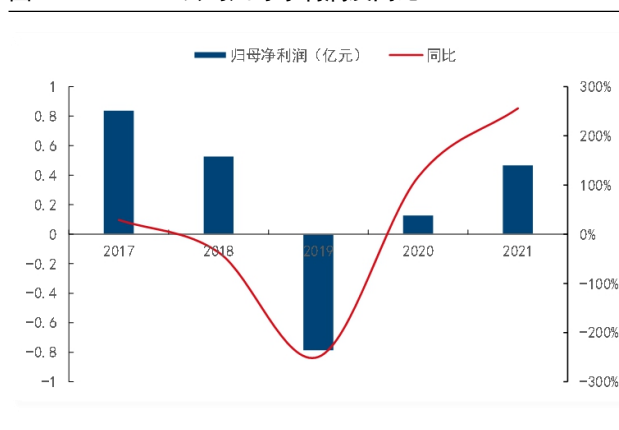
公司 2021 年交付新能源汽车电源总成 18.77 万台套，市占率 6.25%，市场份额较上年有较大提升。公司产品国产化进程和成本优势明显，率先进入更多新的整车企业供应体系。2021 年，公司获得长城“好猫”系列、合众汽车等造车新势力热销车型高压电源总成定点，订单量较大。另一方面，公司积极推进国产替代，率先解决芯片“卡脖子”问题，实现供应链的自主可控，有助于降低成本，保障供应。

图5：2017-2021 公司营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2017-2021 公司归母净利润及同比

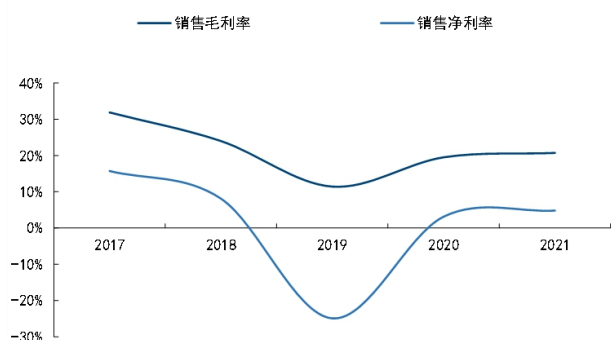


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021 全年，毛利率/净利率分别为 21%/5%，分别同比上涨 1/2 个百分点。公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.81%/3.91%/9.42%/1.25%，分别同比 -1.04/-1.01/-0.64/+0.91 个百分点，四费率合计同比下降 1.78 个百分点。销售

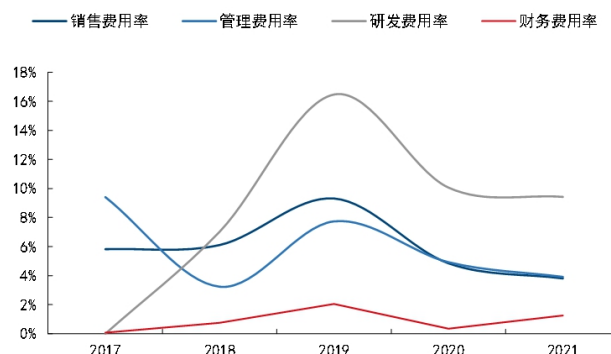
收入的高速增长有效摊薄了期间费用。

图7：2017-2021 公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2017-2021 公司四费率

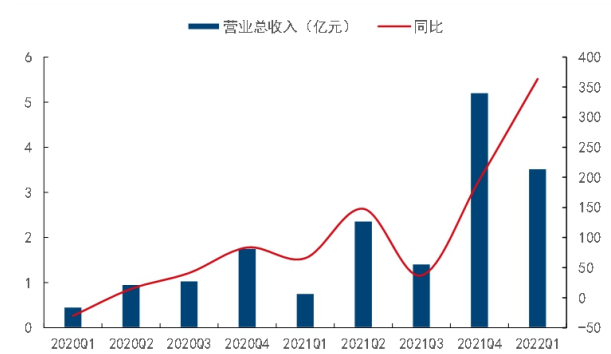


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

单2021年四季度，公司实现营业收入5.21亿元，同比增长196%，环比增长267%；归母净利润0.30亿元，同比增长159%；毛利率/净利率分别为20%/6%，分别同比下降5/1个百分点，分别环比-3/+6个百分点。2021年公司新增客户数量较多，公司于三季度积极备货，于四季度大规模交付，同时原材料价格上涨影响了公司毛利率。2022年有望成为公司规模化的元年，公司获得了自主、合资、造车新势力等多个品牌的新增定点订单，预计销售收入及盈利能力持续向好。

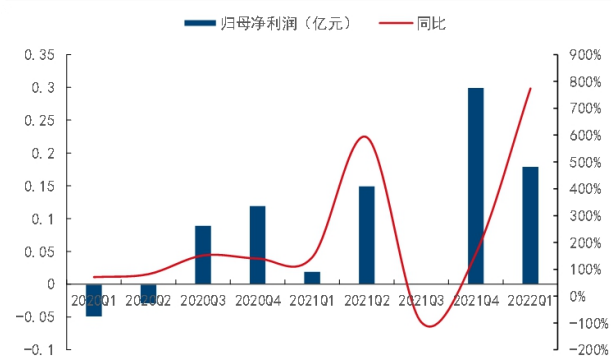
2022年一季度营业收入同比增长363%，新项目、新订单有序落地。2022年一季度，公司实现销售收入3.53亿元，同比增长363%，环比下降32%；归母净利润0.18亿元，同比增长774%，环比下降40%；毛利率/净利率分别为16%/5%，分别同比-4/+2个百分点，环比下降4/1个百分点。一季度为汽车销售淡季，因此公司的销售收入相较于去年四季度环比下降。但是，公司新增项目、新增订单较多，配套客户销量同比增加，拉动了收入增长，同时原材料价格的上涨影响了公司毛利。

图9：2020-2021 公司单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2020-2021 公司单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司始终将自身定位为创新驱动型企业，坚持走自主研发，技术创新之路。研发投入是保证公司发展的重要动力，报告期内，公司研发费用投入9,189.95万元，占当期营业收入的9.42%。截止报告期末，英搏尔的技术研发成果有已授权专利157项，其中发明专利24项，实用新型专利128项，外观设计专利5项，软件著作权17项。还有已申请未授权发明专利39项，实用新型专利6项。其中核心技

术 PEBB（电力电子集成）申请了 4 项 PCT 国际发明专利，叠层母排核心底层技术已获得美、日、欧等国家授权。

截至 2021 年上半年，公司的驱动电机与电驱动系统主要客户有小鹏、威马、长安、吉利等，电源总成的主要客户有长城汽车、合众汽车、威马、上汽通用五菱、奇瑞等，电机控制器的主要客户有一汽红旗、一汽大众、思皓、江淮汽车、长安汽车、上汽通用五菱等。

表5: B 级轿车主要配套客户及应用车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
前驱电机	小鹏	P7	2021 年	2022 年
驱动三合一	威马	APE-5	2020 年	2022 年
电源三合一	威马	APE-5	2020 年	2022 年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: MPV、SUV（含小型、紧凑型、中大型 SUV）主要配套客户及应用车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
驱动三合一	长安欧尚	科尚	2019 年	2020 年
驱动三合一	长安欧尚	X7	2018 年	2020 年
驱动三合一	吉利枫叶	30X	2019 年	2019 年
电驱五合一	吉利枫盛	嘉际	2019 年	2020 年
电源三合一	吉利枫叶	30X	2019 年	2019 年
电源三合一	思皓	X811	2020 年	2020 年
电源三合一	思皓	E40X	2020 年	2020 年
电机控制器	思皓	E40X	2020 年	2020 年
前驱电机	小鹏汽车	E38	2021 年	2022 年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7: A 级轿车主要配套客户及应用车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
电源三合一	思皓	E50A	2020 年	2021 年
电源三合一	威马	E5	2020 年	2021 年
电源三合一	思皓	IC5	2019 年	2020 年
电机控制器	思皓	IC5	2019 年	2020 年
驱动三合一	威马	E5	2020 年	2021 年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8: A0 级车主要配套客户及应用车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
驱动五合一	江淮汽车	IEV6E 新版	2017 年	2019 年
电机控制器	江淮汽车	IEV6E	2016 年	2017 年
电机控制器	江淮汽车	思皓 E10X	2020 年	2021 年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9: A00 级车主要配套客户及应用车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
电机控制器	上汽通用五菱	五菱宏光 MINIEV	2020 年	2020 年
电机控制器	奇瑞商用车	冰淇淋	2020 年	2021 年
电机控制器	长安新能源	A158	2021 年	2022 年
电源总成	上汽通用五菱	五菱宏光 MINIEV	2021 年	2021 年
电源总成	上汽通用五菱	E300p-kivi	2021 年	2021 年
电源总成	奇瑞商用车	冰淇淋	2020 年	2021 年

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表10: HEV (混合动力) 主要配套客户及应用车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
混动电机控制	上汽通用五菱	凯捷	2021 年	2022 年
混动电机控制	一汽红旗	下一代 高压混动平台	2020 年	待定
混动电机控制	一汽-大众	下一代 混动平台	2021 年	2022 年
DC-DC 转换器	上汽通用五菱	凯捷	2021 年	2022 年

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2021 年下半年, 公司的电源总成产品的新定点项目主要包括长城汽车的欧拉好猫系列、合众汽车哪吒系列、安凯汽车 Q5 系列; 驱动总成六合一产品的新定点项目主要包括上汽大通及江淮汽车的多款车型。

表11: 公司新定点项目及配套车型

产品名称	客户名称	配套车型	定点时间	量产时间
电源三合一	长城汽车	好猫系列	2021 年	2022 年
电源三合一	合众汽车	哪吒系列	2021 年	2022 年
电源三合一	安凯汽车	Q5 系列	2021 年	2022 年
驱动总成六合一	上汽大通	多款车型	2021 年	2022 年
驱动总成六合一	江淮汽车	多款车型	2021 年	2023 年

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。英搏尔的主要业务可分为电源总成、电驱动总成以及电机控制器三大部分, 随着汽车零部件集成化、规模化供应的趋势日益明显, 公司少量单独供应的电驱或电源零部件我们也归入电驱系统总成或电源系统总成中进行合并统计。

2022 年, 公司在电机控制器方面的主要客户有上汽通用五菱、奇瑞汽车、一汽大众、江淮汽车等, 我们预计合计销售收入有望啊到 6.63 亿元; 公司在电驱动系统总成方面的客户主要有小鹏汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、长安汽车威马汽车等, 我们预计合计销售收入有望达到 10.55 亿元; 公司在电源总成方面的客户主要有长城汽车、吉利汽车、长安汽车、合众汽车、威马汽车等, 我们预计合计销售收入有望达到 6.05 亿元。

表 12: 英搏尔主要业务板块 2022 年收入预测

客户	2022 年预计电机控制器销售额 (亿元)	客户	2022 年预计电驱总成销售额 (亿元)	客户	2022 年预计电源总成销售额 (亿元)
上汽通用五菱	3.53	小鹏汽车	0.65	长城汽车	2
奇瑞汽车	1	奇瑞汽车	1	吉利汽车	1.85
一汽大众	0.5	吉利汽车	3.6	长安汽车	0.4
江淮汽车	0.3	长安汽车	1.1	合众汽车	0.8
上汽大通	0.3	威马汽车	1	威马汽车	1
杭叉	1	杭叉	2	合计	6.05
合计	6.63	其他	1.2		
		合计	10.55		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

综合考虑公司电机控制器、电驱动总成、电源总成和电子油门踏板及其他业务, 我们预计 2022 年公司的销售收入有望达到 24.72 亿元。受益于新能源汽车销量高速增长、自主品牌加速崛起的行业大环境, 公司的新增定点项目、新增订单不断增加, 我们预计公司 2022/2023/2024 年的销售收入有望达到 24.72/39.85/57.32 亿元, 毛利率有望达到 21.31%/22.51%/23.95%。

表 13: 英搏尔销售收入分拆预测

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电机控制器								
收入	3.99	4.03	2.21	2.39	3.45	6.63	8.28	9.52
成本	2.53	2.73	1.89	1.81	2.69	5.04	6.13	6.95
毛利	1.46	1.29	0.32	0.57	0.76	1.59	2.15	2.57
毛利率(%)	37%	32%	15%	24%	22%	24%	26%	27%
电驱总成								
收入	0	1.24	0.32	0.81	2.18	10.55	18.98	28.47
成本	0	1.18	0.32	0.82	2.08	8.86	15.56	22.78
毛利	0	0.06	0.01	-0.01	0.10	1.69	3.42	5.69
毛利率(%)		5%	3%	-1%	5%	16%	18%	20%
电源总成								
收入	0.79	1.05	0.58	0.87	2.82	6.05	10.89	17.42
成本	0.66	0.9	0.56	0.69	2.23	4.66	8.17	12.72
毛利	0.13	0.15	0.01	0.19	0.60	1.39	2.72	4.70
毛利率(%)	16%	14%	2%	22%	21%	23%	25%	27%
电子油门踏板及其他								
收入	0.58	0.22	0.07	0.15	1.31	1.5	1.7	1.9
成本	0.46	0.15	0.04	0.08	0.74	0.90	1.02	1.14
毛利	0.12	0.07	0.03	0.07	0.56	0.60	0.68	0.76
毛利率(%)	20%	33%	40%	50%	43%	40%	40%	40%
合计								
收入	5.36	6.54	3.18	4.22	9.76	24.72	39.85	57.32
同比		22%	-51%	33%	131%	153%	61%	44%
成本	3.65	4.96	2.81	3.40	7.74	19.45	30.88	43.59
毛利	1.71	1.57	0.37	0.82	2.02	5.27	8.97	13.73
毛利率(%)	31.90%	24.01%	11.64%	19.43%	20.70%	21.31%	22.51%	23.95%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

费用率方面, 新能源汽车的电驱动系统与电源系统正处于高速发展阶段, 技术迭代快、研发投入大, 我们预计 2022-2024 年, 公司的研发费用率会维持在 9%左右。

管理费用率、销售费用率则会伴随着公司销售收入的高速增长而逐步下降。我们预计 2022/2023/2024 年，公司的管理费用率分别为 3.2%/3.0%/3.0%，销售费用率分别为 3.3%/3.2%/3.2%，净利率分别为 6%/7%/9%。

表 14: 英搏尔财务指标预测

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	4.22	9.76	24.72	39.85	57.32
同比	33%	131%	153%	61%	44%
成本	3.40	7.74	19.45	30.88	43.59
毛利	0.82	2.02	5.27	8.97	13.73
毛利率	19%	21%	21%	23%	24%
管理费用率	5%	4%	3%	3%	3%
研发费用率	10%	9%	9%	9%	9%
销售费用率	5%	4%	3%	3%	3%
净利率	3%	5%	6%	7%	9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

我们选取了电驱动系统优质企业汇川技术、巨一科技与新能源汽车电源总成优质企业欣锐科技作为可比公司。英搏尔是国内唯一掌握单管并联技术方案的新能源汽车动力系统供应商，具有成本较低、产品设计灵活、功率精准匹配、减少发热点等优势，新增订单的数量与质量都相对较高，因此我们给予公司一定的估值溢价，2023 年 PE 高于可比公司平均水平。

综上，我们预计 2022/2023/2024 年，公司的销售收入有望达到 24.71/39.84/57.31 亿元，归母净利润有望达到 1.40/2.91/4.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.83/3.80/6.44 元，PE 为 36/17/10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值

代码	公司简称	股价（元）	总市值 （亿元）	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300745.SZ	欣锐科技	26.58	33.16	0.20	1.38	2.20	130	19	12	无评级
688162.SH	巨一科技	39.14	53.62	0.95	2.26	3.10	41	17	13	增持
300124.SZ	汇川技术	53.28	1,404.02	1.36	1.59	2.05	39	33	26	无评级
	平均			0.84	1.74	2.45	70	23	17	
300681.SZ	英搏尔	64.79	49.66	0.61	1.83	3.80	106	35	17	买入

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	96	149	130	130	130	营业收入	421	976	2471	3984	5731
应收款项	155	429	1016	1637	2355	营业成本	339	774	1945	3087	4358
存货净额	243	643	1307	2089	2961	营业税金及附加	2	3	7	12	17
其他流动资产	84	175	445	717	1032	销售费用	20	37	82	128	183
流动资产合计	598	1402	2904	4580	6483	管理费用	21	38	80	120	172
固定资产	422	398	456	461	464	研发费用	42	92	222	359	516
无形资产及其他	22	13	14	14	15	财务费用	1	12	20	20	20
投资性房地产	49	181	181	181	181	投资收益	1	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	7	5	5	5
资产总计	1091	1995	3554	5237	7143	其他收入	(30)	(85)	(222)	(359)	(516)
短期借款及交易性金融负债	44	224	668	987	1254	营业利润	10	34	122	264	469
应付款项	247	766	1569	2507	3553	营业外净收支	(0)	3	0	0	0
其他流动负债	64	165	372	594	842	利润总额	10	38	122	264	469
流动负债合计	355	1155	2609	4088	5650	所得税费用	(3)	(9)	(18)	(26)	(23)
长期借款及应付债券	57	106	106	106	106	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	101	56	56	56	56	归属于母公司净利润	13	47	140	291	493
长期负债合计	158	162	162	162	162	现金流量表（百万元）					
负债合计	513	1317	2771	4250	5811	净利润	13	47	140	291	493
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(30)	13	4	1	0
股东权益	579	678	783	987	1332	折旧摊销	28	36	44	49	53
负债和股东权益总计	1091	1995	3554	5237	7143	公允价值变动损失	(3)	(7)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	1	12	20	20	20
每股收益	0.17	0.61	1.83	3.80	6.44	营运资本变动	(9)	(311)	(506)	(516)	(609)
每股红利	0.10	0.16	0.46	1.14	1.93	其它	30	(13)	(4)	(1)	(0)
每股净资产	7.65	8.85	10.22	12.88	17.39	经营活动现金流	30	(236)	(327)	(181)	(68)
ROIC	-1%	3%	10%	16%	20%	资本开支	0	(31)	(101)	(51)	(51)
ROE	2%	7%	18%	29%	37%	其它投资现金流	(20)	14	0	0	0
毛利率	19%	21%	21%	23%	24%	投资活动现金流	(20)	(16)	(101)	(51)	(51)
EBIT Margin	-1%	3%	5%	7%	8%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	7%	8%	9%	负债净变化	(21)	50	0	0	0
收入增长	32%	132%	153%	61%	44%	支付股利、利息	(7)	(13)	(35)	(87)	(148)
净利润增长率	-117%	256%	198%	108%	69%	其它融资现金流	9	231	444	319	267
资产负债率	47%	66%	78%	81%	81%	融资活动现金流	(48)	305	409	232	119
息率	0.1%	0.3%	0.7%	1.8%	3.0%	现金净变动	(38)	53	(19)	0	0
P/E	372.3	105.9	35.5	17.1	10.1	货币资金的期初余额	134	96	149	130	130
P/B	8.5	7.3	6.3	5.0	3.7	货币资金的期末余额	96	149	130	130	130
EV/EBITDA	217.7	93.3	43.0	28.1	20.1	企业自由现金流	0	(266)	(406)	(211)	(99)
						权益自由现金流	0	14	15	70	119

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032