

英搏尔 (300681.SZ)

买入

营业收入增长 178%，原材料价格影响短期利润

核心观点

营收同比增长 178%，总成产品快速放量。公司 2022 年上半年实现收入 8.69 亿元，同比增长 178%。其中，电源总成/电驱总成/电机控制器/电子油门踏板及其他的收入分别是 2.95/2.90/1.60/9.12 亿元，分别同比增长 394%/538%/4%/245%。归母净利润 0.27 亿元，同比增长 64%。总成产品销售占比近 70%，其中，动力总成出货 4.24 万台，营收达到 2.90 亿元，同比增长 538%，电源总成出货 24.21 万台，营收达到 2.95 亿元，同比增长 394%，均实现快速增长。

持续加大研发投入，原材料成本影响短期利润。2022 年上半年公司的毛利率/净利率分别为 14.50%/3.15%，分别同比下降 6/2 个百分点。公司的销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.93%/3.23%/1.07%/8.43%，分别同比-1.48%/-0.77%/+0.07%/-2.87 个百分点。由于新产品研发项目增加，公司上半年研发费用同比增加 107%至 0.73 亿元。受到稀土、铜、铝等原材料价格大幅上涨影响，公司利润短期承压。

“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。

新能源汽车市场持续景气，公司产品在纯电/混动车型上均有应用。2022 年上半年，行业在克服缺芯、成本上涨和疫情扰动等因素压力下，新能源汽车产销分别完成 266.1 万辆和 260 万辆，同比均增长 1.2 倍，市场渗透率达到 21.6%，行业持续景气。纯电端，公司深度合作小鹏、吉利、威马等优质车企；混动端，公司获得上汽通用五菱凯捷/星辰、一汽大众下一代 SIC 混动平台等顶点项目。

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：直接受益于新能源汽车加速渗透，维持“买入”评级。

我们维持盈利预测，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 0.84/1.76/2.98 元，对应 PE 为 79/38/23 倍，维持“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)	0.08	0.28	0.84	1.76	2.98
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)	842.7	236.7	79.3	38.1	22.5
EV/EBITDA	466.6	184.2	77.1	46.7	31.5
市净率 (PB)	19.2	16.3	14.2	11.2	8.3

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·海外公司财报点评

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

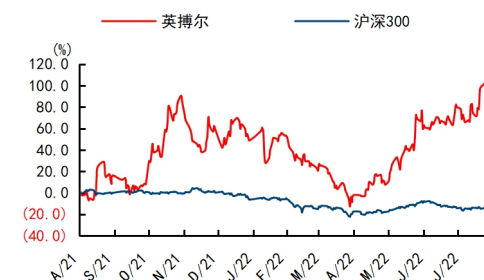
0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	66.97 元
总市值/流通市值	11117/6228 百万元
52 周最高价/最低价	132.00/47.68 元
近 3 个月日均成交额	278.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

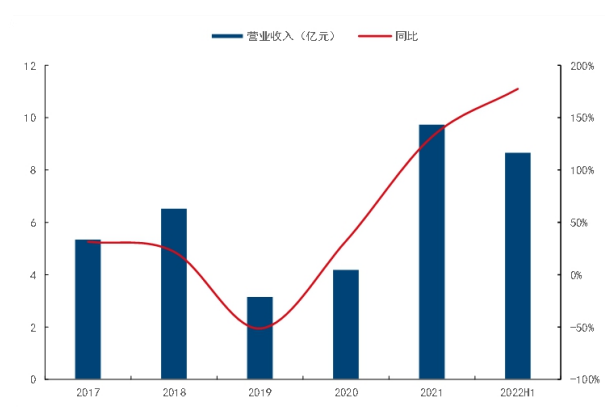
相关研究报告

《英搏尔 (300681.SZ) - 定增项目获批，扩产加速推进》—— 2022-06-14

《英搏尔 (300681.SZ) - 2021 年收入同比增长 132%，电驱及电源双轮驱动》—— 2022-04-29

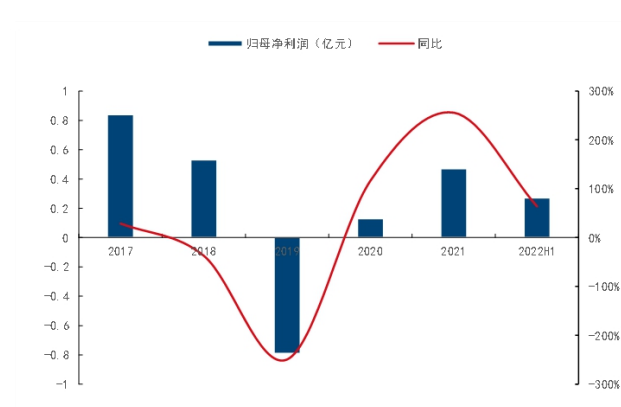
营收同比增长 177.64%，总成产品快速放量。公司 2022 年上半年实现收入 8.69 亿元，同比增长 177.64%。其中，电源总成/电驱总成/电机控制器/电子油门踏板及其他的收入分别是 2.95/2.90/1.60/9.12 亿元，分别同比增长 394.04%/538.44%/4.42%/245.22%。归母净利润 0.27 亿元，同比增长 63.99%。总成产品销售收入占比近 70%，其中，动力总成出货 4.24 万台，营收达到 2.90 亿元，同比增长 538.44%，电源总成出货 24.21 万台，营收达到 2.95 亿元，同比增长 394.04%，均实现可持续快速增长。。

图1：2017-2022H1 英搏尔营业收入及同比



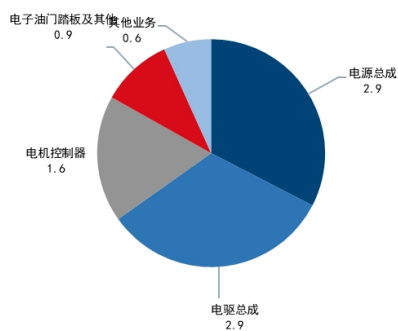
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2017-2022H1 英搏尔归母净利润及同比



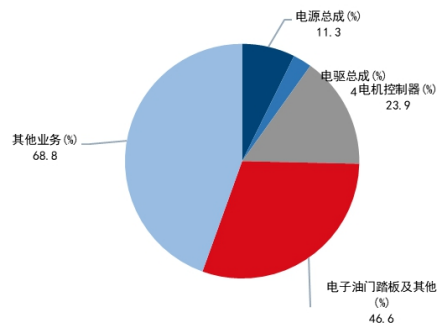
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2022H1 英搏尔主营业务营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

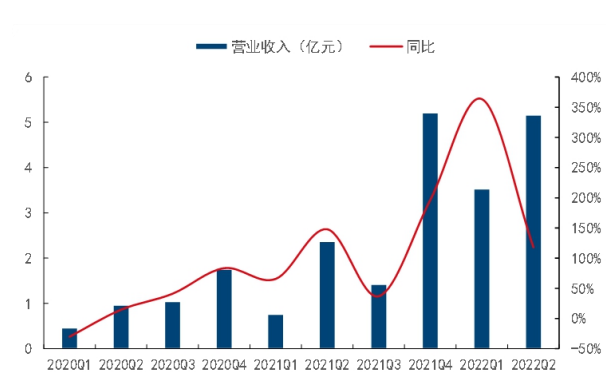
图4：2017-2022H1 英搏尔主营业务毛利率占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

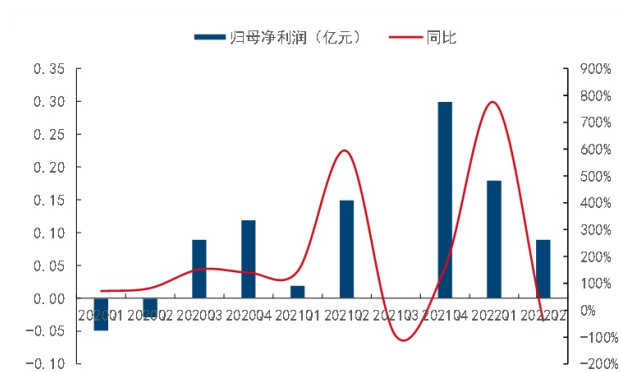
单二季度，公司实现营业收入 5.16 亿元，同比增长 118%，环比增长 46%；归母净利润 0.09 亿元，同比下降 39%，环比下降 50%。二季度公司实现毛利率 13.36%，同比下降了 7 个百分点，环比下降了 3 个百分点；净利率 1.73%，同比下降了 4 个百分点，环比下降了 3 个百分点。

图5：英搏尔单季度营收及同比



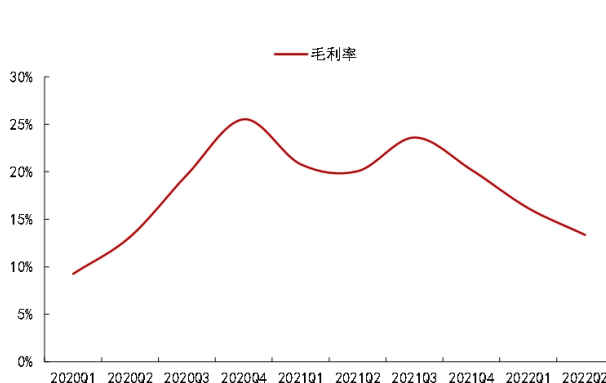
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：英搏尔单季度归母净利润及同比



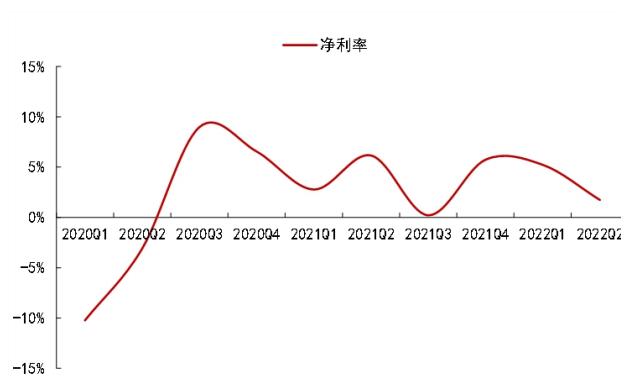
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：英搏尔单季度毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

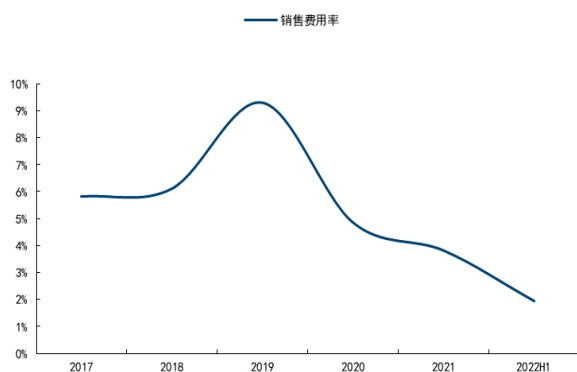
图8：英搏尔单季度净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

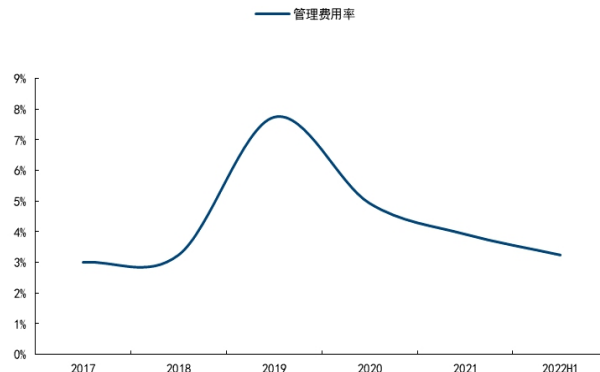
持续加大研发投入，原材料成本影响短期利润。2022年上半年公司的毛利率/净利率分别为14.50%/3.15%，分别同比下降6/2个百分点。公司的销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为1.93%/3.23%/1.07%/8.43%，分别同比-1.48/-0.77/+0.07/-2.87个百分点。由于新产品研发项目增加，公司上半年研发费用同比增加107%至0.73亿元。受到稀土、铜、铝等原材料价格大幅上涨影响，公司利润短期承压。

图9：2017-2022H1 英搏尔销售费用率



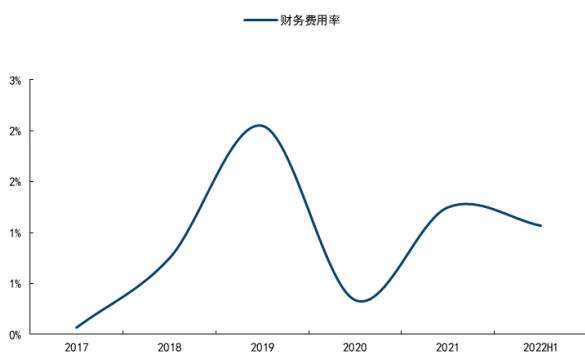
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2017-2022H1 英搏尔管理费用率



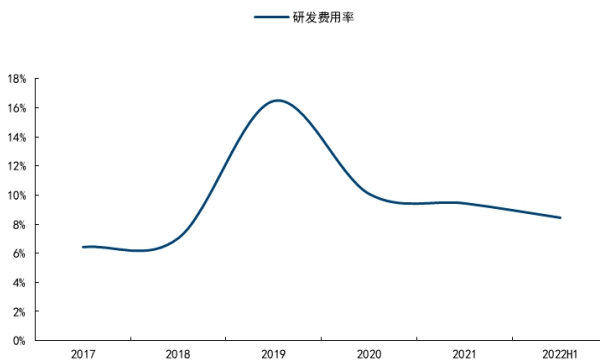
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：2017-2022H1 英搏尔财务费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：2017-2022H1 英搏尔研发费用率



资料来源：公司公告，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。

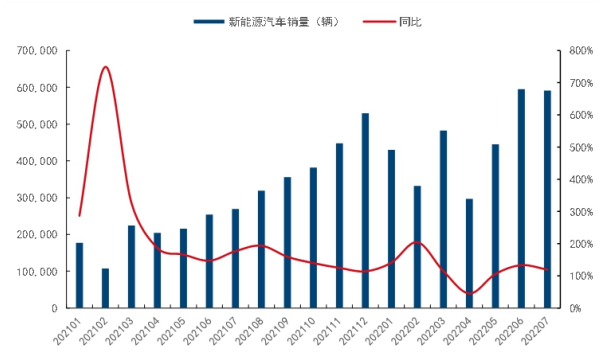
图 13: 英搏尔集成芯产品的技术参数对比

驱动总成尺寸对比图			
产品核心要素	主流动力总成	英搏尔“集成芯”动力总成	英搏尔“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

新能源汽车市场持续景气，公司产品在纯电/混动车型上均有应用。2022 年上半年，行业在克服缺芯、成本上涨和疫情扰动等因素压力下，新能源汽车产销分别完成 266.1 万辆和 260 万辆，同比均增长 1.2 倍，市场渗透率达到 21.6%，行业持续景气。

图 14: 新能源汽车销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 15: 新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

纯电端，公司深度合作小鹏、吉利、威马等优质车企；混动端，公司获得上汽通用五菱凯捷/星辰、一汽大众下一代 SIC 混动平台等顶点项目。

表1：英搏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

投资建议：英搏尔深耕新能源汽车的驱动系统与电源系统，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。2021 年中国新能源汽车销量为 352 万辆，同比增长 158%。2022 年我们预计中国新能源汽车销量有望达到 550 万辆，同比增长 56%。新能源汽车行业正处于高速发展期，车用电源系统与电驱动系统是新能源汽车加速渗透的直接受益环节，单车价值量分别大约为 3000 元和 7000 元。公司在手订单充足，客户拓展顺利，产能建设积极，业绩成长性好，我们维持盈利预测，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 0.84/1.76/2.98 元，对应 PE 为 79/38/23 倍，维持“买入”评级。

表2: 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	53.29	66.47	0.20	0.69	1.87	261	77	28	无评级
688162.SH	巨一科技	59.60	81.86	0.95	2.26	3.10	63	26	19	增持
300124.SZ	汇川技术	60.50	1,596.30	1.35	1.59	2.06	45	38	29	无评级
平均				0.84	1.51	2.34	123	47	26	
300681.SZ	英搏尔	66.97	110.88	0.28	0.84	1.76	237	79	38	买入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测 注: 无评级公司为 wind 一致性预测

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	1	1	1
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	0.08	0.28	0.84	1.76	2.98	营运资本变动	(9)	(311)	(506)	(516)	(609)
每股红利	0.04	0.08	0.21	0.53	0.89	其它	30	(13)	(4)	(1)	(0)
每股净资产	3.49	4.10	4.73	5.96	8.04	经营活动现金流	30	(236)	(327)	(181)	(68)
ROIC	-0.66%	3.15%	10%	16%	20%	资本开支	0	(31)	(101)	(51)	(51)
ROE	2.27%	6.91%	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%	0.1%	0.3%	0.8%	1.3%	现金净变动	(38)	53	(19)	0	0
P/E	842.7	236.7	79.3	38.1	22.5	货币资金的期初余额	134	96	149	130	130
P/B	19.2	16.3	14.2	11.2	8.3	货币资金的期末余额	96	149	130	130	130
EV/EBITDA	466.6	184.2	77.1	46.7	31.5	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