

证券研究报告

2024年03月14日

行业报告 | 行业深度研究

汇川技术电驱业务：千锤百炼，苦尽甘来

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

汇川在工控业务领域为国内龙头，2023年行业经历下行期，但公司23年Q1-3通用自动化业务营收仍实现20%+增长。往24年看，汇川仍有望实现20%+盈利增长。新能源车电驱&电源业务方面，公司在2008年成立新能源部门为吉利熊猫提供电控，历经多年亏损以及市场质疑，终于有望在2023年迎来拐点，规模效应开始展现，进入盈利阶段。

核心观点：我们认为市场低估了公司电驱业务超预期的可能性，特此做如下更新：

汇川电驱&电源业务24年看点在于：1) 乘用车配套理想、广汽、小鹏等客户，有望随下游客户市占率提升份额进一步提升；2) 电驱业务为To大B业务属性，规模有望带来费用率显著下降，净利润非线性增长。

本篇报告主要聚焦几个方面：

1) 电驱决定整车动力性能，功能上相当于燃油车发动机，且价值量占比高，因此整车厂有自制意愿。电驱配套主要有四种：1) 外购并配套分立部件或系统；2) 成立新能源电驱子公司，外购分立部件，内制系统；3) 与电驱供应商合资；4) 全部自制电驱系统。

2) 第三方电驱企业优在于：产品迭代能力强，规模优势明显。整车企业销量占比难达到10%，自制电驱或难以取得规模优势。从汇川新能源汽车业务营收情况看，2023年Q1-3营收52.7亿元，同比增长61%，营收增速或远高于电动车行业销量增速，市占率提升明显。

3) 汇川：产品优势领先，随客户份额提升+提高供货份额。高性能产品带来溢价，产品持续迭代阶段性获得超额利润，如高速电机、800V电驱可带来ASP提升。汇川绑定国内新势力车企，并不断开拓新客户，目前客户有理想、小鹏、广汽、奇瑞等车企。

4) 出海方面，汇川突破欧洲客户完善产品开发体系，东南亚市场有望贡献新增量。公司先利用电源产品突围，OBC、DC/DC小电源产品进入海外客户供应体系，再通过体系完善、技术水平提升来巩固乘用车电控、商用车产品。通过产品延展，持续拓展海外产品矩阵。

电驱业务毛利率或维持20%左右。类比动力电池，同样下游为新能源汽车，以宁德时代为例，以毛利率-扣非净利率差值来看，宁德的费用率水平不断下降，有望控制在10%附近。中长期我们认为电驱行业有望与电池行业类似，我们认为头部企业有望取得接近10%净利率水平。

投资建议

看好公司自动化业务稳步提升，新能源电驱业务进入盈利阶段。展望2024年，我们预计商用车中重卡电动化加速，汇川客户结构、产品均多样化发展。随着公司定点数量增加、海外市场开拓，新能源电驱&电源业务收入有望保持快速增长。盈利方面，规模效应逐渐明显，净利润有望实现非线性增长。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、新客户开拓不顺利、电驱价格下降、行业竞争加剧、测算具有一定主观性仅供参考。

1. 引言

1. 引言

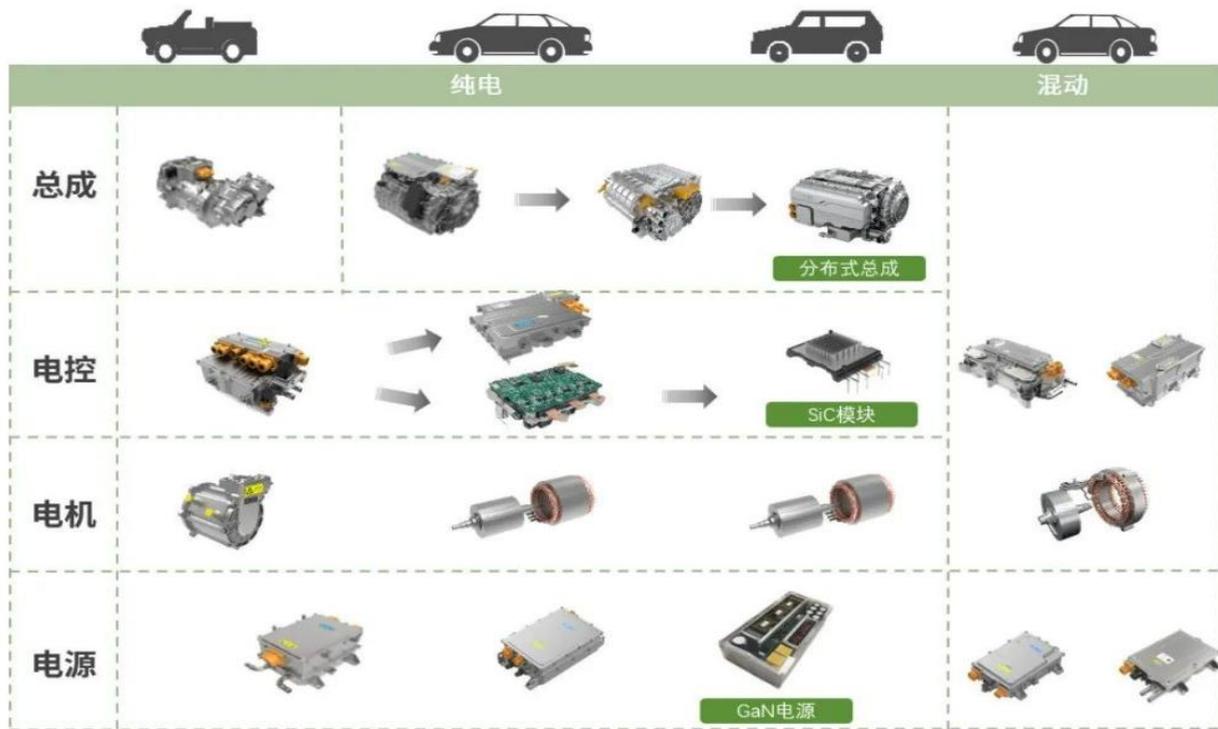
- 汇川在工控业务领域为国内龙头，2023年Q1-3国内市场工控行业需求呈现下滑态势，下游需求表现偏弱，但公司23年Q1-3通用自动化业务营收仍实现20%+增长。往24年看，汇川仍有望实现20%+盈利增长。新能源车电驱&电源业务方面，公司在2008年成立新能源部门为吉利熊猫提供电控，历经多年亏损以及市场质疑，终于在2023年迎来拐点，规模效应开始展现，进入盈利阶段。
- **核心观点：我们认为市场低估了公司电驱业务超预期的可能性，电驱&电源业务24年看点在于：1) 乘用车配套理想、广汽、小鹏等客户，有望随下游客户市占率提升份额进一步提升；2) 电驱业务为To大B业务属性，规模有望带来费用率显著下降，净利润非线性增长。**
- **本篇报告主要聚焦几个方面：**
 - ✓ 电驱决定整车动力性能，功能上相当于燃油车发动机，且价值量占比仅次于电池，因此整车厂有自制意愿。
 - ✓ 而第三方电驱企业优在于：产品迭代能力强，规模优势明显。整车企业销量占比难达到10%，自制电驱难以取得规模优势。
 - ✓ 汇川：产品优势领先，随客户份额提升+提高供货份额。高性能产品带来溢价，产品持续迭代阶段性获得超额利润，如高速电机、800V电驱可带来ASP提升。汇川绑定国内新势力车企，并不断开拓新客户，目前客户有理想、小鹏、广汽、奇瑞等车企。
 - ✓ 出海方面，汇川突破欧洲客户完善产品开发体系，东南亚市场有望贡献新增量。

2. 电驱系统相当于燃油车发动机， 车企自制、外采或合资方式布局电驱

新能源汽车动力系统包括电驱系统、电源系统

- 新能源汽车动力系统包括电驱系统、电源系统两大类。电驱系统包含电机、电控、减速器，是驱动电动车行驶的核心部件；电源系统包括车载充电机（OBC）、DC/DC转换器、高压配电箱，是动力电池组进行充电、电能转换及分配的核心部件。电驱产业链包括零部件-总成-系统-整车，上游零部件包括永磁体、硅钢体、功率模块、电容、传感器等。
- 汇川联合动力成立于2016年9月，主要产品有新能源车动力总成系统、电控、电机、电源总成等产品。根据不同乘用车解决方案，公司提供电机、电控、电源及动力总成多种产品组合，适用于A级、B级等不同级别的纯电、混动、增程式车型。

图：汇川联合动力产品



电驱决定整车动力性能，单车价值量八九千元

- **电驱决定整车动力性能，单车价值量八九千元，成本占比较高。**电驱系统包括电机、电控、减速机，是新能源汽车动力总成的关键部件。对主机厂而言，电控比电源更重要，类似于燃油车的发动机控制部分。以市场上广泛应用的150KW三合一电驱系统为例，2022年价格在八九千元范围，
- **电机搭载数量高于新能源汽车销量，原因系部分中高端车型配置双电机。**一辆新能源车用一个电机，部分中高端车型使用双电机。2023年中国新能源乘用车销量724.9万辆，同比增长38%；电机搭载量2023年830万个，同比增长44%，电机：新能源车数量约为1.14：1；电驱系统搭载量545.4万个，占到电机数量的66%。

表：新能源汽车电机、电驱系统搭载量（万个）

	单位	2022年	2023年
中国新能源乘用车销量	万辆	523.4	724.9
YOY			38%
电机/新能源车		1.10	1.14
电机搭载量	万个	576	830
YOY			44.2%
电驱系统搭载量	万个	362	545.4
YOY			51%
电驱搭载占比	%	62%	66%

行业格局较为分散，弗迪动力市占率领先

□ 行业格局分散，弗迪动力市占率领先。分别看电机、电控、电驱系统国内市占率情况：

- ✓ **电机**：出货前三名分别为弗迪动力、特斯拉、联合电子，2023年电机出货分别为271.9、70.4、60.2万个，同比增长58.5%、39%、114%，市占率分别为32.6%、8.5%、7.2%。
- ✓ **电控**：出货前三企业分别为弗迪动力、汇川联合动力、特斯拉，2023年出货分别为271.5、84.8、70.4万个，同比增长58.3%、113.1%、39%，市占率分别为32.7%、10.2%、8.5%。
- ✓ **电驱系统**：出货前三分别为弗迪动力、特斯拉、联合电子，2023年出货分别为150.7、70.4、42.7万台，同比增长66%、39%、112.5%，市占率分别为27.6%、12.9%、7.8%。

表：2023年国内电机企业Top 10

单位：万个	2023年出货	同比	市场份额
弗迪动力	271.9	58.5%	32.6%
特斯拉	70.4	39.0%	8.5%
联合电子	60.2	114.0%	7.2%
蜂巢电驱动	37.6	327.2%	4.5%
蔚来驱动科技	32.0	33.1%	3.8%
汇川联合动力	31.4	85.6%	3.8%
方正电机	27.8	-36.3%	3.3%
尼得科	27.2	-17.8%	3.3%
双林汽车	25.7	44.7%	3.1%
中车电驱	24.9	48.9%	3.0%
其它	221		27%
合计	830		100%

表：2023年国内电控企业Top 10

单位：万个	2023年出货	同比	市场份额
弗迪动力	271.5	58.3%	32.7%
汇川联合动力	84.8	113.1%	10.2%
特斯拉	70.4	39.0%	8.5%
联合电子	49.1	88.4%	5.9%
中车电驱	38.0	94.1%	4.6%
英博尔	33.1	2.8%	4.0%
蔚来驱动科技	32.0	33.1%	3.9%
阳光电动力	26.7	-7.7%	3.2%
尼得科	24.7	-25.2%	3.0%
华为数字能源	24.1	102.7%	2.9%
其它	176		21%
合计	830		100%

表：2023年国内电驱系统Top 10

单位：万个	2023年出货	同比	市场份额
弗迪动力	150.7	66%	27.6%
特斯拉	70.4	39%	12.9%
联合电子	42.7	112.5%	7.8%
蔚来驱动科技	32.0	33.1%	5.9%
汇川联合动力	27.4	142.6%	5.0%
中车电驱	24.8	77.1%	4.5%
尼得科	24.7	-25.2%	4.5%
威睿电动	21.1	125.8%	3.9%
华为数字能源	20.1	169.9%	3.7%
大众变速器	15.8	49.8%	2.9%
其它	116		21%
合计	546		100%

电驱系统功能上相当于燃油车发动机，整车厂有自制意愿

□ 价值量占比高，功能上相当于燃油车发动机，因此整车厂有自制意愿。国内车企对电驱配套主要有四种：1) 外购并配套分立部件或系统；2) 成立新能源电驱动领域的子公司，外购分立部件，内制系统；3) 与电驱供应商合资，相当于部分内制；4) 全部自制电驱系统。

新能源汽车销量靠前的车企中，电驱供应主要分为几类：

- ✓ 全部自制系统：比亚迪、特斯拉、蔚来、小鹏、零跑等；
- ✓ 外购系统：上通五菱、奇瑞、合众等；
- ✓ 部分自制+部分外购：吉利、长安、长城等；
- ✓ 成立电驱合资企业+部分外购：广汽、一汽、理想等。

整车厂电驱自制、外采、成立合资公司各有优势

- **整车厂电驱自制、外采、成立合资公司各有优势。**外采电驱配套更自由，可选择多家供应商保障供应，可把更多精力放在电驱产品适配和调整上；自制电驱能够最大程度把控电驱系统研发、制造，但产品、设备、人员等投资需要车企独自支出；合资情况下，车企有相当的话语权，相当于绑定车企、电驱企业双方，在系统产能、新技术、产品品质方面有更强保证。
- **从整车厂、电驱企业合资来看，中车时代与一汽合资，安川电机与奇瑞、芜湖市建设投资公司合资，法雷奥与一汽集团下属富奥汽车零部件合资，日本电产与广汽成立尼得科，汇川与理想合资汇想。**

表：电驱、车企合资情况

电驱企业	车企	其他合作方	合作内容
中车时代	一汽		中车时代出资50%，一汽出资50%。中车时代电气与一汽自2010年启动央企联盟合作。2019年，双方合作的首款新能源电驱正式量产。截至目前，中车时代电气已向一汽旗下的红旗、奔腾品牌共计6款车型提供电驱系统，累计供货超过5万台。
安川电机	奇瑞	芜湖市建设投资有限公司	奇瑞安川为奇瑞新能源整车供应了驱动电机和电机控制器，尚未生
法雷奥	一汽集团下属的富奥汽车零部件		现主要为大众ID系供应电控产品。合资公司生产的电控被运往大众变速器系统组装厂完成三合一集成
日本电产	广汽部件		合资成立广州尼得科（广汽：日本电产 51：49），规划产能2024年至少40万台。广汽埃安一直是日本电产的大客户，占后者装机量的份额在一半以上。广州尼得科作为双方的合资公司，是广汽埃安的三合一的主要来源
汇川	理想		持股比例汇川51%，车和家49%

3.第三方电驱企业优势：产品迭代能力强， 规模优势明显

整车企业销量占比难达到10%，自制电驱或难以取得规模优势

□ 整车企业销量占比难达到10%，自制电驱难以取得规模优势。从2023年不同企业新能源汽车销量看，比亚迪销量239.5万辆，国内占比33%。其它车企国内销量市占率都未达到10%，如特斯拉、上汽通用五菱、广汽埃安2023年国内销量分别为60.4、45.5、44.1万辆，市占率分别为8%、6%、6%。若车企自制电驱，外售电驱难以获得同行订单，或难以取得规模优势。

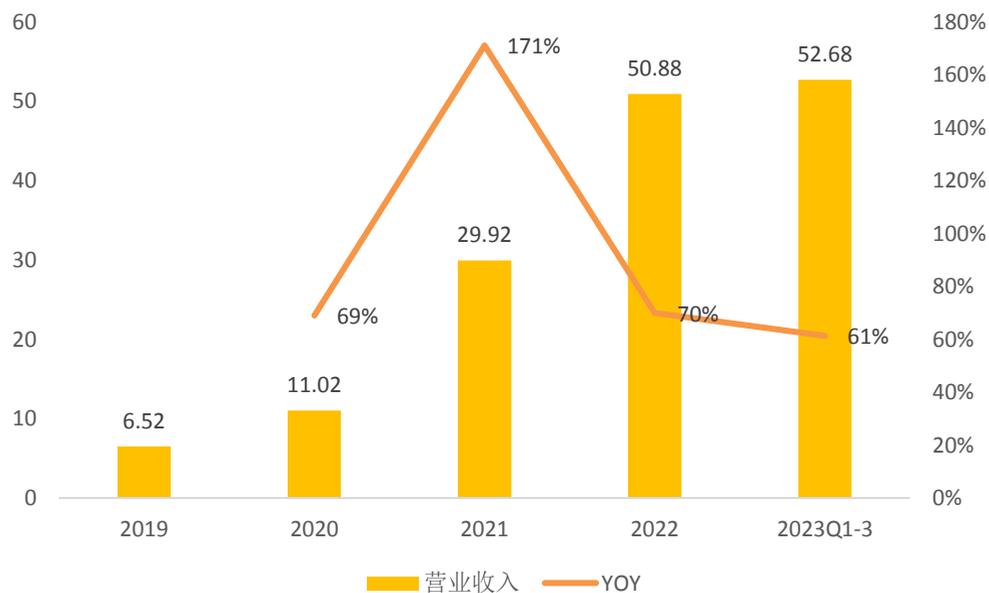
表：2023年新能源乘用车销量（万辆）&占比（%）

	2023年	2023年占比
比亚迪	239.5	33%
特斯拉	60.4	8%
上汽通用五菱	45.5	6%
广汽埃安	44.1	6%
理想	37.7	5%
长安	34.9	5%
吉利	31.0	4%
长城	20.6	3%
蔚来	16.0	2%
小鹏	13.4	2%
其它	181.9	25%
合计	724.9	100%

第三方电驱企业规模优势开始显现，优势有望继续扩大

- 第三方电驱企业规模优势开始显现，优势有望继续扩大。考虑部分电驱企业外采电机、电控，我们以电控出货量看整体市占率情况。在2023年电控企业前十中，出货前五企业分别为弗迪动力、汇川联合动力、特斯拉、联合电子、中车电驱，出货分别为271.5、84.8、70.4、49.1、38万个，同比增长58.3%、113.1%、39%、88%、94%，市占率分别为32.7%、10.2%、8.5%、5.9%、4.6%。
- 前五名电控企业中比亚迪、特斯拉为车企自制电控，汇川联合动力、联电、中车电驱为第三方电驱企业，且出货增速或远高于车企，说明市占率在不断提升。从汇川新能源汽车业务营收情况看2020-2022年营收分别为11.02、29.9、50.9亿元，同比增长69%、171%、70%。2023年Q1-3营收52.7亿元，同比增长61%，营收增速或远高于电动车行业销量增速，市占率提升明显。

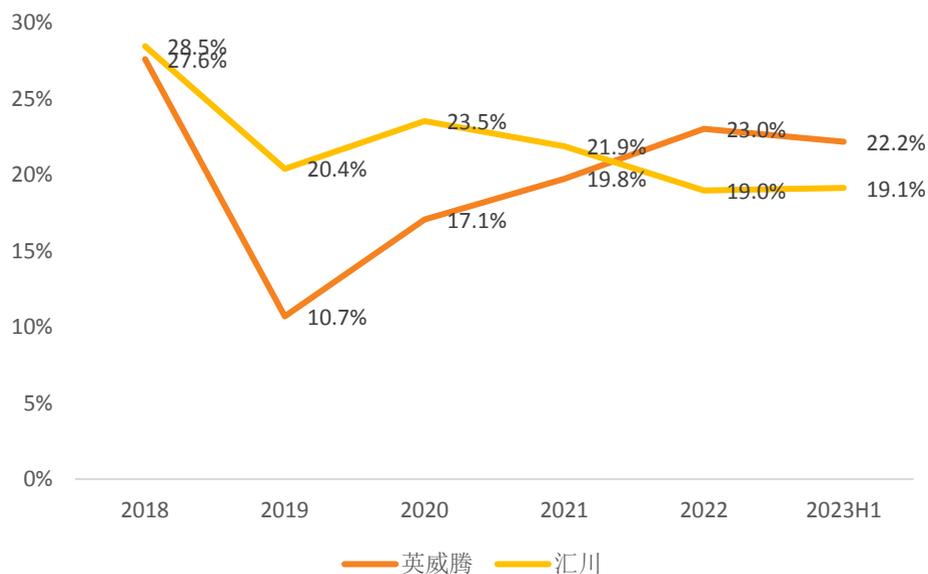
表：汇川新能源汽车业务营收（亿元）及增速（%）



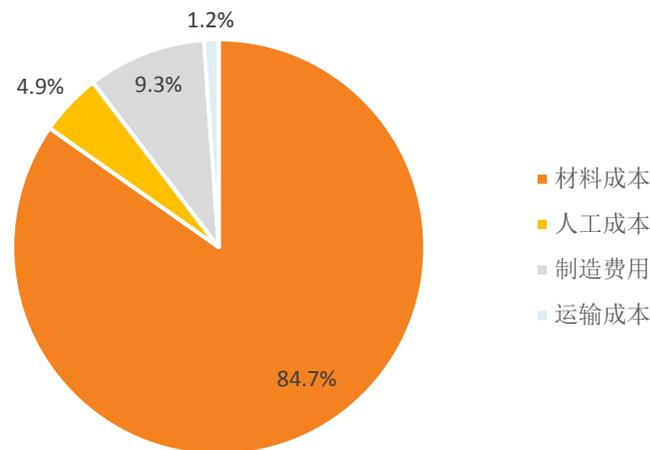
电驱&电源业务毛利率或维持20%左右，成本结构中材料占比最大

- 从毛利率水平看，电驱&电源业务毛利率或维持20%左右。2018年汇川、英威腾电驱&电源业务毛利率较高接近30%，在2019年大幅下降，我们认为原因为客车、物流车收入下滑较大，且补贴退坡导致行业竞争加剧，单价下降。2023H1汇川、英威腾电驱&电源业务毛利率分别为19.1%、22.2%，我们认为中长期电驱&电源业务毛利率或维持在20%左右。
- 从电驱成本结构看，2022年汇川新能源&轨交业务成本主要为材料成本、人工成本、制造费用、运输成本，成本占比分别为84.7%、4.9%、9.3%、1.2%，考虑规模进一步扩大后材料采购、人工、制造等成本有进一步下降空间，且乘用车电控比例不断增加，我们预计电驱业务毛利率或维持在20%左右。

表：英威腾、汇川电驱业务毛利率变化（%）



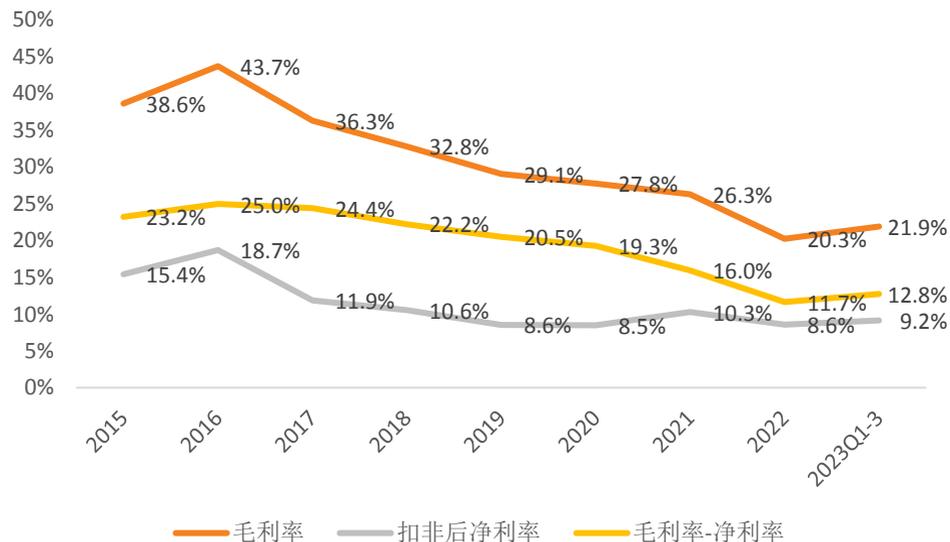
表：汇川2022年新能源&轨交业务成本结构（%）



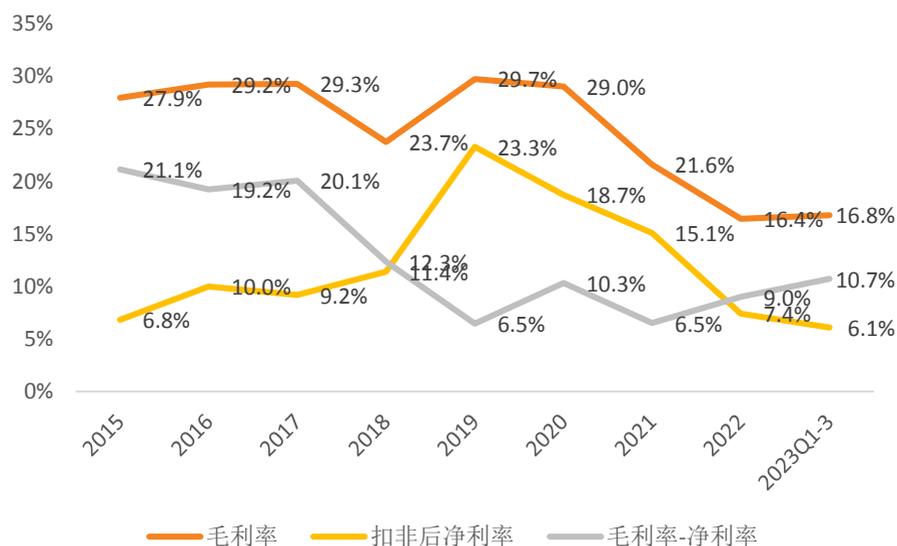
To大B业务属性，规模有望带来费用率显著下降

- 电驱&电源业务为To大B业务属性，规模有望带来费用率显著下降。类比动力电池，同样下游为新能源汽车，同样为to大B业务模式。以宁德时代为例，虽然毛利率从2016年43.7%下降至2022年20.3%，净利率水平降幅远低于毛利率，扣非净利率2016年为18.7%，2022年为8.6%。以毛利率-扣非净利率差值来看，宁德的费用率水平不断下降，有望控制在10%附近。亿纬锂能费用率总体也呈下降趋势，扣非净利率波动较大受到投资收益影响。
- 电控行业头部企业毛利率也有望维持在20%左右，To大B模式下随着规模扩大，研发、销售、管理费用率有望降低。中长期我们认为电驱行业有望与电池行业类似，我们认为头部企业有望取得接近10%净利率水平。

图：宁德时代毛利率、净利率（%）



图：亿纬锂能毛利率、净利率（%）



4.汇川：产品优势领先，随新势力 客户份额提升

高性能产品带来溢价，产品持续迭代获得超额利润

- **高性能产品带来溢价，产品持续迭代阶段性获得超额利润。**如高速电机，在保持电机体积重量不变情况下提高功率，从而提升动力性能，有更高极速、更快加速度；或者在功率不变情况下做小扭矩，减少尺寸、重量，从而提高功率密度，降低成本。800V电驱可带来ASP提升，2022年市场广泛应用的150kW三合一电驱系统价格在八九千元范围。以此为基数，高压带来的电驱成本增加幅度最高超过20%。
- ✓ **高速电机：**据NE时代新能源不完全统计，目前已量产的电驱动，转速在2万转及以上的电机有四家，1) 汇川联合动力，峰值转速2万rpm，峰值功率202kW，配套车型合创V09；2) 弗迪动力，峰值转速2.05万rpm，峰值功率220kW，配套仰望U8;3) 威睿电动：峰值转速2.06万rpm，峰值功率310kW，配套车型极氪001；4) 锐湃电驱（广汽集团），峰值转速2万rpm，峰值功率260kW，配套车型昊铂SSR。
- ✓ **800V电驱：**虽然采用SiC等元素会增加电驱成本，但能带来92%的综合效率、仅85kg的重量、紧凑的设计，都能帮助整车在电池容量、整车布置等方面带来更多优化空间和成本控制的空间。小鹏全新800V XPower电驱总成采用的逆变器来自于汇川联合动力。全新800V XPower电驱是小鹏的第二代800V SiC电驱，采用8层HairPin扁线及高效电磁方案、超高功率密度SiC先进封装技术、超低粘度及主动润滑控制技术等，使电机最高效率达97.5%，电驱系统综合工况效率达92%。

图：汇川联合动力第四代高功率动力总成

第四代高功率动力总成

汇川联合动力第四代高功率三合一电驱总成，适用于新能源B级、C级轿车，中大型SUV及MPV车型



SiC功率模块

高转速

高功率密度

OD210, 20000rpm高速油冷电机，提升产品性能

电控、电机及减速器一体壳设计，提升功率密度

绑定国内新势力车企，并不断开拓新客户

□ 绑定国内新势力车企，并不断开拓新客户。从2023年12月出货情况看，TOP10电控供应商份额占比70.6%，其中自供比例超过57%。汇川国内主要配套车企为理想、广汽、小鹏等。从车型看，汇川联合动力以理想三款车型为主，传祺E8和小鹏P7也有一定占比。公司不断开拓新客户，并提升在原有客户供货份额，整体市占率提升明显。

图：2023年12月电控企业主要配套车型情况（万辆）

弗迪动力		份额	汇川联合动力		份额	尼得科		份额	联合汽车电子		份额
比亚迪宋PLUS	4.21	15.27%	理想L7	2.03	26.87%	AION Y	1.97	35.66%	智己LS6	0.88	17.76%
比亚迪秦PLUS	3.85	13.96%	理想L9	1.51	19.96%	AION S	1.54	27.90%	别克Velite 6	0.86	17.30%
海鸥	3.59	13.00%	理想L8	1.49	19.74%	蔚来mini	0.83	15.02%	欧拉好猫	0.78	15.62%
比亚迪宋Pro	2.73	9.88%	传祺E8	0.40	5.22%	AION V	0.34	6.25%	大众ID.4 Crozz	0.55	10.99%
比亚迪元PLUS	2.58	9.33%	小鹏P7	0.36	4.69%	极氪001	0.22	3.94%	大众ID.3	0.30	6.00%

5.出海：突破欧洲客户完善产品开发体系，东南亚市场有望贡献新增量

2016年汇川开始拓展海外，目前海外客户主要为欧洲车企

- 2008年成立新能源部门，2021年电控100万台下线。从发展历程看，汇川2008年成立新能源部门，为吉利熊猫提供电机控制器。2016年苏州汇川联合动力系统有限公司成立，在2018年获得主流乘用车企定点，2021年电控100万台下线、动力总成10万台交付。
- 2016年汇川开始拓展海外，目前海外客户主要为欧洲车企，包括大众、捷豹路虎、沃尔沃等。除直接对接海外车企之外，汇川也跟随国内车企出海，比如奇瑞、长城等。在产品策略上，公司先利用电源产品突围，OBC、DC/DC小电源产品进入海外客户供应体系，再通过体系完善、技术水平提升来巩固乘用车电控、商用车产品。通过产品延展，持续拓展海外产品矩阵。

图：汇川联合动力发展历程



汇川出海三阶段：从电源、电控到电驱

- **第一阶段：2016-2019年，利用电源产品打入欧洲车企。**客户提出公司不熟悉的要求，包括反向充电功能，从方案设计到样件输出，公司发挥汇川文化，聚集公司顶尖专家快速响应学习。海外产品差异：1) 各个国家充电协议不同。2) 欧美国家V2G功能是必须的，车要向电网反向送电。3) 多项技术要求，比如对能量密度、散热要求非常高。4) 模块化，要针对车企规划不同的产品，但要考虑零部件复用。
- **第二阶段：2020-2023年，电源产品成功出海，但电控产品遇到挑战。**电控对于主机厂相当于燃油车发动机控制部分，而电源是汽车增量部件，因此电控对于主机厂比电源更重要。在防火方面，欧洲车企要求端景内部短路不能把火烧到外面，需要对硬件体系重新设计；EMC方面，涵盖对不同电网、车载设备的兼容；商业模式与技术架构方面，车企不愿意把核心零部件完全交给供应商，零部件需要软硬件、模块化提供。
- **第三阶段：2024年起，公司将电驱动产品推向海外。**海外电驱系统有高度的要求，带来对冷却、转子等方面的挑战，需要掌握碳纤维技术突破碳纤维转自满足高速需求。欧洲担心中国稀土供应问题，公司也优化了产品的拓扑结构。在冷却技术、NVH、电控软件等方面公司也在不断改进。

图：汇川联合动力出海三阶段



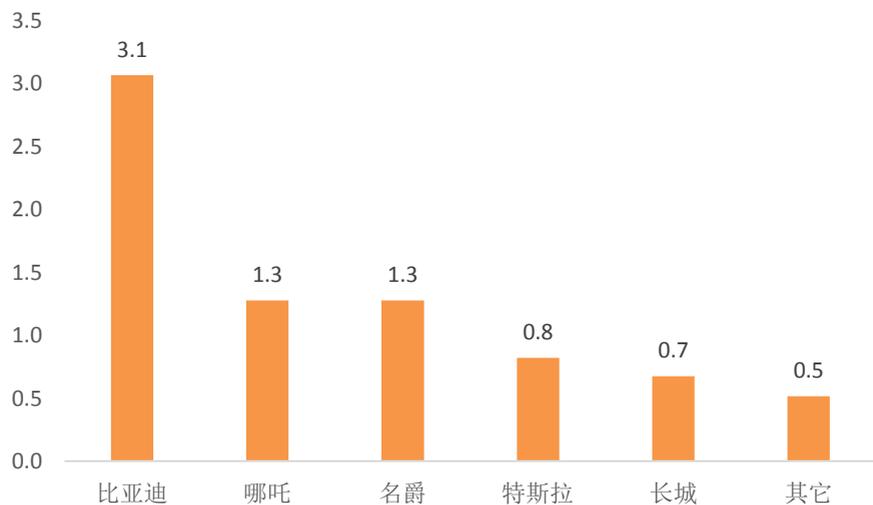
欧洲出海已获一定进展，东南亚市场有望跟进

- **欧洲出海已获一定进展，东南亚市场有望跟随国内车企出海。**出海策略方面，零部件企业采取多种方式：1) 主动拓展海外客户，修炼自身实力与海外Tier 1竞争，如欧洲市场；2) 跟随自主品牌出海，如东南亚市场；3) 进入合资/外资主机厂供应链，依托全球供应链体系，在海外本地建工厂。
- **东南亚市场新能源车低渗透率，增量空间较大。**为促进汽车电气化转型，东盟国家采取各类优惠措施，如减免新能源汽车及关键零部件进口关税，为消费者提供购车补贴、减免消费税等。以泰国为例，2023年电动车销量7.6万辆，同比增长684%，而汽车销量77.6万辆，同比减少8.7%，电动车渗透率仅10%，电动化提升空间较大。

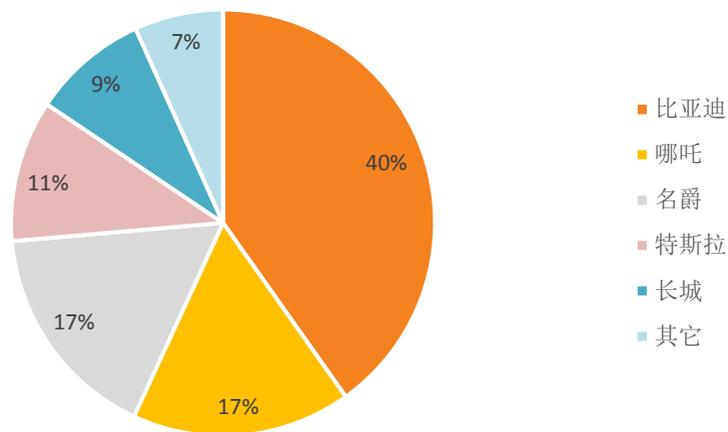
在东南亚地区，国内自主品牌加快新能源布局，为电驱企业出海带来机会

- 在东南亚地区，国内自主品牌加快新能源布局，为电驱企业出海带来机会。中国新能源汽车品牌在东南亚地区影响力逐步上升，如长城汽车实现了在泰国、马来西亚、老挝、文莱等市场常态化运营；哪吒汽车正式进军马来西亚市场并成立泰国子公司、在泰国建立首个海外工厂；奇瑞将分别在印度尼西亚、马来西亚和泰国设立工厂，作为新能源汽车生产基地，实现东盟地区车型全覆盖。对于电驱企业，汇川有望跟随国内车企出海，比如奇瑞、长城等。
- 2023年中国车企在泰国电动车市场市占率超过80%。2023年泰国电动车销量前五大品牌分别为比亚迪、哪吒、名爵、特斯拉、长城，销量分别为3.1、1.3、1.3、0.8、0.7万辆，市占率分别为40%、17%、17%、11%、9%。比亚迪、哪吒、名爵、长城都为中国企业，2023年在泰国电动车市占率超过80%。

图：2023年泰国电动车销量前五大品牌销量（万辆）



图：2023年泰国电动车分品牌市占率（%）



6.投资建议

汇川技术：客户结构多样化发展，规模效应下净利润有望实现非线性增长

- 展望2024年，我们预计商用车中重卡电动化加速，汇川客户结构、产品均多样化发展。公司作为第三方供应商，不断打造极致技术和成本竞争力争取份额提升。虽然部分整车厂有自制的考虑，但汇川依靠低成本、高可靠性、技术领先的综合能力，仍能具有竞争优势。客户结构方面，新势力、传统车企均增长迅速，海外车企 SOP 放量；产品方面，电控、总成产品两大支柱，电源产品加速放量。
- 盈利方面，规模效应逐渐明显，净利润有望实现非线性增长。随着公司定点数量增加、海外市场开拓，新能源电驱&电源业务收入有望保持快速增长。汇川配套理想、小鹏等车型，客户市占率有望提升，且汇川的供货份额也有进一步提升空间。中长期来看，我们认为电驱行业有望与电池行业类似，规模效应下销售、管理等费用率得到分摊。头部企业有望取得接近10%净利率水平。看好公司自动化业务稳步提升，新能源电驱业务进入盈利阶段。

风险提示

- 新能源汽车销量不及预期：新能源汽车受政策、新车型等影响销量快速增长，拉动电驱需求。若销量增速下降，电驱需求也将受到影响。
- 新客户开拓不顺利：公司不断开拓国际客户，若新客户开拓不顺利，影响公司业绩增速。
- 电驱价格下降：若下游车企降价压力大，有可能传导到上游电驱。
- 行业竞争加剧：电驱行业国内企业众多，若竞争激烈或影响收入、利润水平。
- 测算具有一定主观性：报告中对于市场规模、市占率等有较多假设，测算具有一定主观性，仅供参考。

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

THANKS