

联合动力 (301656)

新能源汽车电驱动龙头，技术&产品&客户构筑护城河

投资评级 (暂无)

2025年09月24日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 许钧赫

执业证书: S0600525090005
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,365	16,178	22,802	31,213	41,623
同比 (%)	86.30	72.74	40.95	36.89	33.35
归母净利润 (百万元)	185.86	935.91	1,366.00	2,049.95	2,969.83
同比 (%)	203.86	403.55	45.95	50.07	44.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.08	0.39	0.57	0.85	1.23
P/E (发行价&最新摊薄)	161.47	32.07	21.97	14.64	10.11

投资要点

- **新能源车电驱动龙头，厚积薄发持续高增。**联合动力前身为汇川技术汽车电子事业部，2016年独立运营后成长为电动车电驱系统平台型龙头，业务覆盖电驱系统与电源系统，并实现各级部件模块的自主开发、生产，产品可适配全车型与多动力类型。公司管理层多来自汇川体系，具备深厚工控与电力电子领域经验及强大的管理基因。2021-2024年公司营收 CAGR 达 77.36%，归母净利润于 23 年扭亏，24 年同比+404%，盈利能力快速提升。
- **新能源汽车市场持续高景气，集成化&轻量化&高压化&模块化快速迭代，第三方市场加速出清。**在全球各国节能减排&补贴政策驱动下，新能源车市场持续快速增长。2016-2024年全球/中国电动车销量 CAGR 达 47.9/50.0%，其中 24 年中国渗透率达 38.9%，显著高于欧洲 (17.5%)、北美 (8.7%)，但海外市场受燃油车禁售令与补贴政策推动，后续增长潜力可观。电驱系统作为核心部件，正沿集成化、轻量化、高压化、模块化发展，相关产品&技术均已大批量生产并不断迭代。当前整车厂份额占主导，25M1-7 整车厂子公司电机/电控装机份额分别达 62.6%/62.2%，但长期看第三方供应商凭借规模与平台化优势加速突围，行业出清助力头部第三方企业扩大份额。
- **技术&产品&客户构筑护城河，龙头地位稳固。**1) 自主研发六大平台核心技术，打造模块化研发平台架构大幅缩短开发周期并摊薄研发投入，围绕更高功率密度/工况效率，电控/电机技术不断突破，产品性能领先行业。2) 公司已实现电驱、电控、电源及各级部件模块的全链条布局，新品快速迭代，第 5 代分布式高效电驱、电机控制器功率模组、定转子组件等产品已实现量产，第 6 代电驱系统产品即将推出。此外，公司围绕整车智能化向底盘域横向拓展，开始布局智能悬架产品及其控制技术。3) 客户结构不断优化，涵盖新势力&传统车企&海外车企，驱动力逐步多元化，产品也从电控、电机单品往多合一迈进，同时前瞻性把握混动市场机遇，贡献明显增量。海外市场实施“Local for Local”战略，设立匈牙利、泰国生产基地同时快速推进海外研发中心，客户端目前已与沃尔沃、Stellantis、大众等建立深度合作，产品从电源向总成拓展，后续随海外车企新增定点&原有定点开始放量，有望实现较大突破。4) 公司 25H1 电控/电机/驱动总成/OBC 市占率分别为 10.10%/11.30%/7.10%/5.10%，均位居行业前列并稳步提升，其中电控与电机在第三方供应商中排名第一，超越多家国际巨头，未来有望拿到全球 10%左右装机量份额 (其中国内有望达到 20%左右)。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑全球新能源车市场景气度较高，公司绑定下游核心客户，市占率行业领先，规模效应带动盈利能力有望持续提升，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.66/20.50/29.70 亿元，同比 +45.95%/+50.07%/+44.87%，对应发行市值的 PE 估值分别为 22/15/10 倍，可比公司的 2025 年 PE 平均值为 40 倍，建议投资者积极关注。

■ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，全球化拓展不及预期，竞争加剧。

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.59
资产负债率(%LF)	72.17
总股本(百万股)	2,404.79
流通 A 股(百万股)	166.88

内容目录

1. 新能源汽车电驱动龙头，厚积薄发持续高速增长	5
1.1. 电驱动系统平台型企业，产品矩阵全覆盖	5
1.2. 股权结构集中，管理团队技术背景深厚	6
1.3. 收入持续高增长，盈利能力持续提升	7
2. 新能源汽车快速增长，技术推动行业持续迭代	9
2.1. 政策与技术双驱动，推动新能源车市场高增长	9
2.2. 动力系统正在向集成化、轻量化、高压化、模块化方向演进	11
2.3. 整车厂与第三方供应商长期共存，第三方市场加速出清	16
3. 技术&产品&客户构筑护城河，龙头地位稳固	18
3.1. 自主研发平台核心技术，打造模块化研发平台，夯实技术壁垒	18
3.2. 全链条布局，新品快速迭代，底盘域横向拓展	20
3.3. 客户结构不断优化，把握混动市场机遇，积极拓展海外市场	22
3.4. 产能不断加码，市占率稳步提升	25
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 联合动力发展历程.....	5
图 2: 联合动力主要产品及应用场景.....	6
图 3: 联合动力股权结构图 (截至 2024 年 12 月 31 日).....	6
图 4: 核心管理团队背景.....	7
图 5: 公司营业收入及增速.....	7
图 6: 公司归母净利润及增速.....	7
图 7: 公司分产品收入及增速.....	8
图 8: 公司分产品毛利率.....	8
图 9: 公司期间费用率情况.....	9
图 10: 公司利润率情况.....	9
图 11: 全球新能源汽车销量与渗透率 (单位: 万辆).....	9
图 12: 中国新能源汽车销量与渗透率 (单位: 万辆).....	9
图 13: 全球各地区新能源车渗透率.....	10
图 14: 新能源汽车细分动力类型销量占比.....	10
图 15: 纯电/混动车型市占率预测.....	10
图 16: 新能源汽车动力系统功能示意图.....	11
图 17: 新能源汽车成本结构.....	11
图 18: 新能源汽车电控/三合一搭载量 (万台).....	12
图 19: 国内车企的多合一实践.....	13
图 20: 主流车企搭载分布式电驱动系统情况.....	13
图 21: 不同类型企业轻量化电驱布局.....	14
图 22: 主流车企/电驱动企业高压平台情况.....	15
图 23: 部分车企新能源车型模块化平台/架构.....	16
图 24: 国内电机竞争格局 (装机量口径).....	17
图 25: 国内电控竞争格局 (装机量口径).....	17
图 26: 整车厂自供体系竞争格局 (装机量口径).....	18
图 27: 第三方&海外 Tier1 竞争格局 (装机量口径).....	18
图 28: 联合动力核心技术情况.....	18
图 29: 联合动力模块化研发平台架构.....	19
图 30: 电控主要技术的产品迭代情况.....	19
图 31: 电机主要技术的产品迭代情况.....	19
图 32: 电驱动系统核心指标同行业对比.....	20
图 33: 联合动力研发投入 (万元) 及同业对比.....	20
图 34: 同行业研发费用率对比.....	20
图 35: 第 5 代分布式高效电驱.....	21
图 36: 第 5 代电机控制器功率模组、第 5 代定转子组件.....	21
图 37: 联合动力氮化镓模块、槽内油冷、定子槽内注塑产品.....	21
图 38: 联合动力 PA6X 乘用车第六代小功率多合一总成.....	22
图 39: 汇川联合动力主流车企客户情况.....	23
图 40: 联合动力电控客户结构 (装机量口径).....	23
图 41: 联合动力电机客户结构 (装机量口径).....	23
图 42: 2024 年公司前五大客户销售金额及占比.....	24

图 43: 联合动力海外营收及增速.....	24
图 44: 联合动力产能利用率情况.....	25
图 45: 联合动力电控装机量.....	25
图 46: 联合动力电机装机量.....	25
图 47: 2022-2025H1 分产品市场份额（装机量口径）.....	26
图 48: 联合动力收入拆分预测.....	26
图 49: 可比公司估值（截至 2025 年 9 月 24 日）.....	27

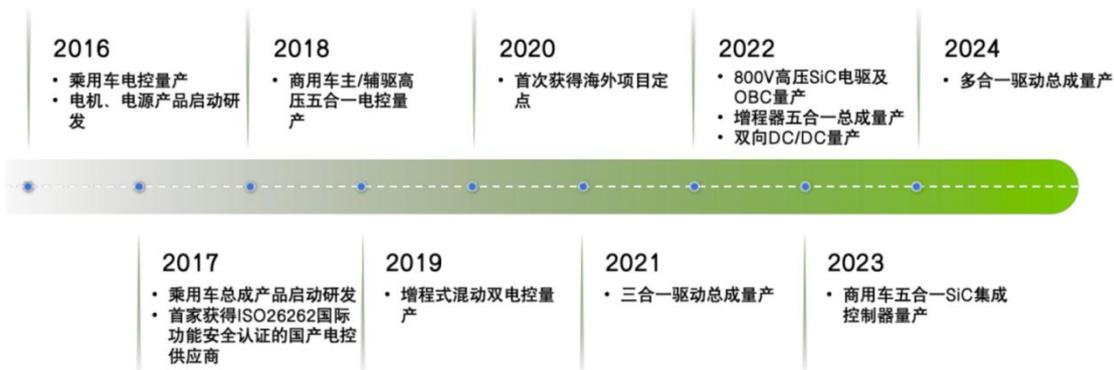
1. 新能源汽车电驱动龙头，厚积薄发持续高速增长

1.1. 电驱动系统平台型企业，产品矩阵全覆盖

电驱动系统全平台龙头，产品矩阵&核心组件自产领跑行业。联合动力成立于2016年，前身为江川技术汽车电子事业部，主营业务覆盖电驱系统（电控/电机/驱动总成）和电源系统（OBC/DC-DC/集成电源）等动力系统核心部件，并实现了减速器、高压配电单元、定子组件、转子组件、IGBT/SiC 功率模组等各级部件模块的自主开发、生产，产品矩阵完整度&产品自研能力领先行业。

全产品覆盖助力集成化，800V SiC 平台率先卡位，核心组件自主可控。公司核心技术能力体现在全平台覆盖、高压化领先与核心组件自主可控。**1) 全平台覆盖:** 2016-2020年完成电控、电机、电源单品技术积累，2021年起电驱总成与电源总成集成化方案相继量产，适配行业“少件化”趋势。**2) 高压化领先:** 作为国内首批量产800V SiC电驱动平台的供应商，持续优化系统效率，满足高端车型需求。**3) 核心组件自主可控:** 实现电机定转子、SiC功率模组、减速器等关键组件自产，供应链安全性及成本控制显著优于行业。

图1: 联合动力发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

产品矩阵全车型全功率段覆盖，高兼容性适配差异化需求。公司电驱系统已经形成适配A00到D级乘用车、N1-N3与M3级商用车全系车型的解决方案，兼容纯电/混合动力类型，适配前驱/后驱/四驱布局，以及轴前/轴后安装方式，具备高度平台拓展能力。公司电源系统功率覆盖6.6kW-22kW，功能安全最高等级达到ASIL D，车载充电机、DC/DC转换器最高效率均超过94.5%，应用上可适配400V/800V电压平台、兼容全球充电协议，形态上持续向小尺寸、轻量化演进。

图2：联合动力主要产品及应用场景

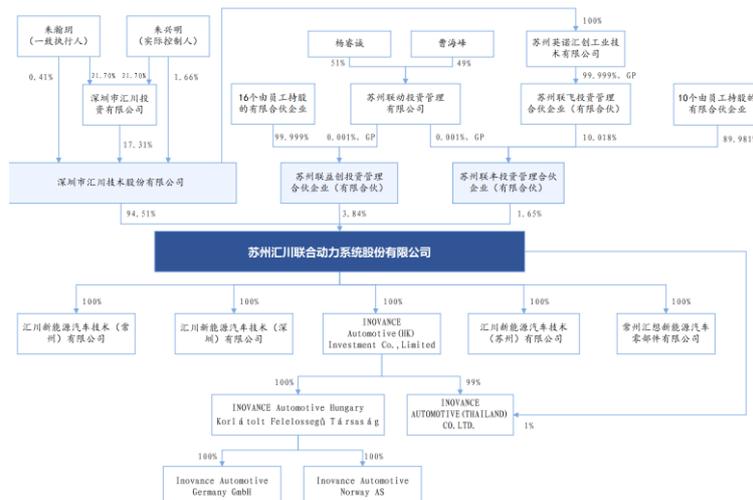


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中，管理团队技术背景深厚

公司股权结构集中，管理团队技术背景深厚。截至 24 年末，汇川技术持股 94.51%，联益创投、联丰投资两大员工持股平台共持股 5.49%，实际控制人朱兴明及一致行动人直接或间接持股达 9.07%。同时，汇川的强大管理基因贯穿公司始终，公司董监高团队及核心技术人员多年深耕行业领域，董事长李俊田及核心董事出身汇川技术体系，具备工控、电力电子等领域超 15 年经验。

图3：联合动力股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图4: 核心管理团队背景

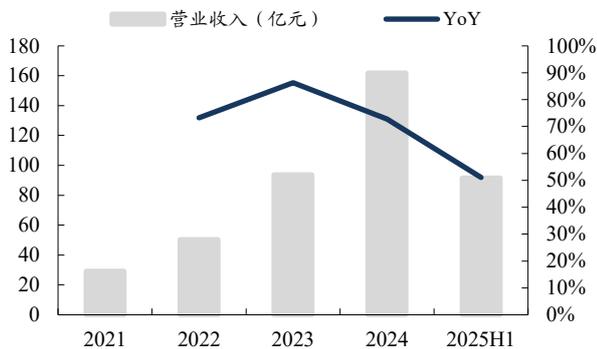
姓名	简介	职务
李俊田	先后供职于华为电气技术有限公司、艾默生网络能源有限公司，曾任汇川技术副总裁、技术董事。	董事长
杨春祿	先后供职于华为电气技术有限公司、艾默生网络能源有限公司，现任汇川技术董事、副总裁。	董事
李瑞琳	硕士学历，先后供职于华为电气技术有限公司、艾默生网络能源有限公司，现任汇川技术副总裁，分管汇川技术产品竞争力中心。	董事
杨睿诚	硕士学历，供职于艾默生电气集团家电电机及控制器（EAMC）事业部，曾任汇川技术研发经理、汽车电子事业部研发总监。	董事、总经理
曹海峰	曾任汇川技术销售总监、汽车电子事业部商用车销售部总监。	董事、总经理助理
郑鑫	博士学历，曾先后供职于卡特彼勒技术研发（中国）有限公司无锡分公司、中国一汽无锡油泵油嘴研究所；现任公司工程技术中心总监。	工程技术中心总监
刘万杰	曾先后供职于宁波菲仕电机技术有限公司、苏州迅达电梯有限公司研发工程师；2015年8月至2020年6月，任苏州汇川工程师；现任公司电控车空事业部副总监。	电控车空事业部副总监
刘玉伟	硕士学历，2009年12月至2021年3月，任汇川技术研发经理、汽车电子事业部硬件专家，现任公司电源研发总工程师。	电源研发总工程师
刘畅	硕士学历，2014年4月至2021年3月，任苏州汇川硬件工程师、汇川技术汽车电子事业部系统与功能安全科科长、乘用车电控研发部研发副经理兼总工程师，现任公司电控架构与系统设计部经理兼总工程师。	电控架构与系统设计部经理兼总工程师

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 收入持续高增长，盈利能力持续提升

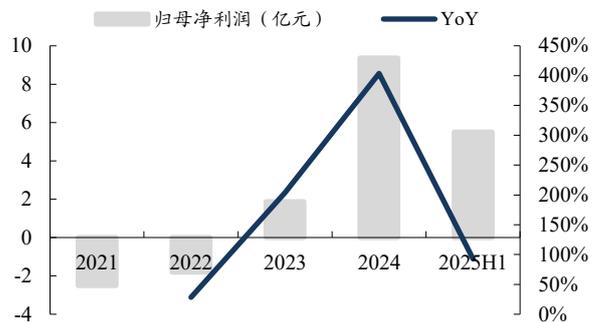
营收持续高增长，盈利能力快速提升。公司 2021-2024 年营业收入从 29.0 亿元持续增长至 161.78 亿元，CAGR 达 77.36%，归母净利润由-2.5 亿元增长至 9.4 亿元，于 2023 年实现扭亏，2024 同比增长 403.55%，主要系全球新能源车市场蓬勃发展，公司不断拓展优质客户，同时规模效应&研发平台建设后盈利能力快速提升。25H1 实现营业收入 91.48 亿元，同比增长 51.08%，归母净利润 5.49 亿元，同比增长 92.91%，主要系定点车型持续放量。

图5: 公司营业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

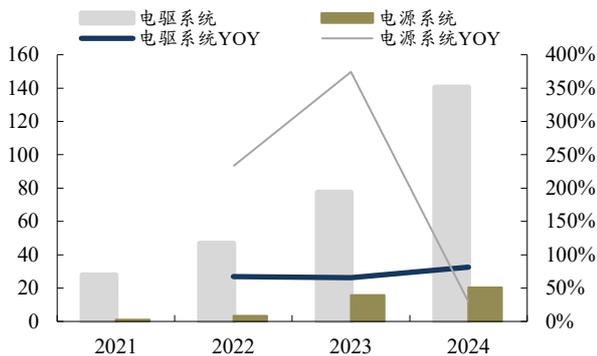
公司拥有两大业务板块：电驱系统、电源系统。其中 2024 年电驱/电池系统 2024 年

收入 140.51/20.45 亿元，占比达 87%/13%，电驱系统为公司基本盘，以规模和技术优势构建护城河，电源系统仍处于扩张阶段。

电驱系统持续高增长，前期定点&配套产品快速放量，电源系统快速扩张。1) **电驱系统**：2022-2024 年，公司电驱系统营收分别为 46.76/77.46/140.51 亿元，同比增长 67.27%/65.65%/81.39%，主要系新能源车销量同比持续快速增长，公司依托动力系统全平台能力，核心产品及定转子组件等产品快速放量。2) **电源系统**：2022-2024 年，公司电源系统营收分别为 3.33/15.80/20.45 亿元，同比增长 243.08%/374.30%/29.42%，主要系公司凭借出色的产品性能成功导入下游多个优质整车企业，同时实现海外客户突破。

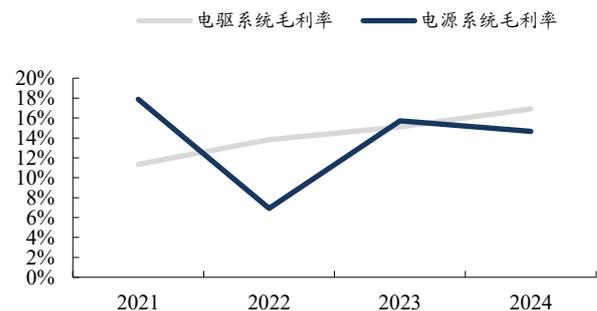
规模效应显现，核心产品毛利率稳定提升。2022-2024 年公司整体毛利率分别为 13.35%/15.17%/16.57%，同比+1.77/+1.82/+1.40pct，其中电驱系统毛利率分别为 13.82%/15.10%/15.86%，同比+2.47/+1.28/+0.76pct，电源系统毛利率分别为 6.92%/15.70%/13.50%，同比-10.96/+8.78/-2.20pct，主要系产能利用率不断提升，制造费用不断下降，规模效应凸显，同时公司持续开展物料平台化研发，提升通用性。

图7：公司分产品收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

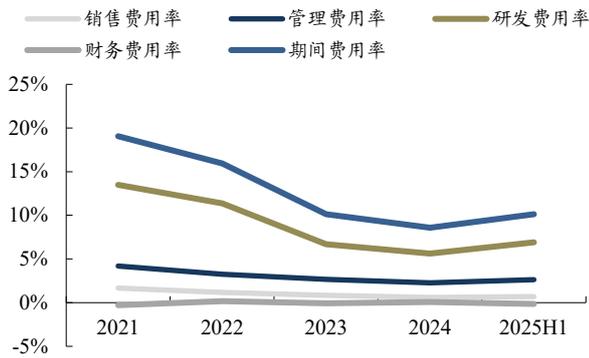
图8：公司分产品毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

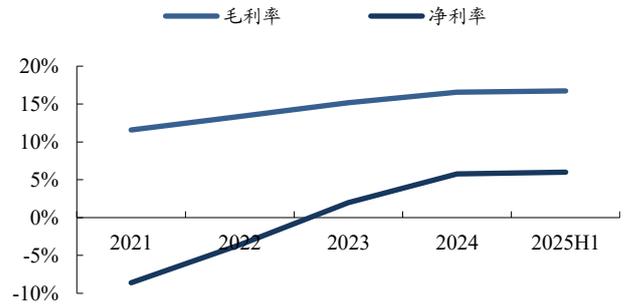
期间费用率快速下降，盈利能力不断增强。1) **费用方面**，2021-2024 年，公司期间费用率快速下降，由 19.1%下降至 8.6%，主要系公司营收快速增长，同时公司通过模块化技术平台与架构设计，同时不断提升组织效率，提升单一客户供应价值量等，费用大幅摊薄。2) **利润率方面**，2021-2024 年公司净利率分别为-8.60%/-3.58%/1.98%/5.79%，盈利能力快速提升。

图9：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司利润率情况



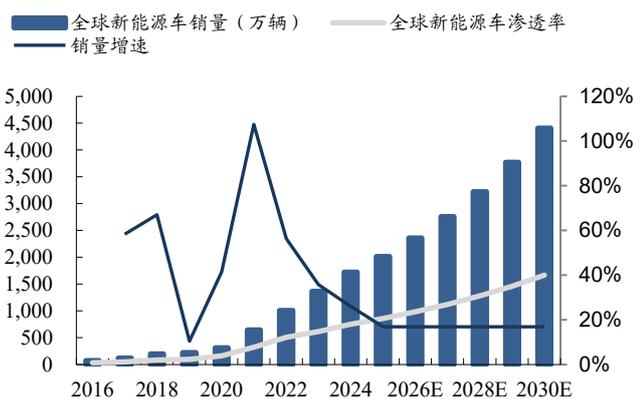
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 新能源汽车快速增长，技术推动行业持续迭代

2.1. 政策与技术双驱动，推动新能源车市场高增长

政策&技术双轮驱动，全球新能源车市场快速增长。在全球各国节能减排&补贴政策的支持和推动下，新能源车市场实现持续快速增长。2024 年全球/中国新能源汽车销量达 1724/1286 万辆，同比+26%/+36%，2016-2024 年 CAGR 达 47.9/50.0%，持续快速提升。

图11：全球新能源汽车销量与渗透率（单位：万辆）



数据来源：CleanTechnica，EV Tank，东吴证券研究所

图12：中国新能源汽车销量与渗透率（单位：万辆）

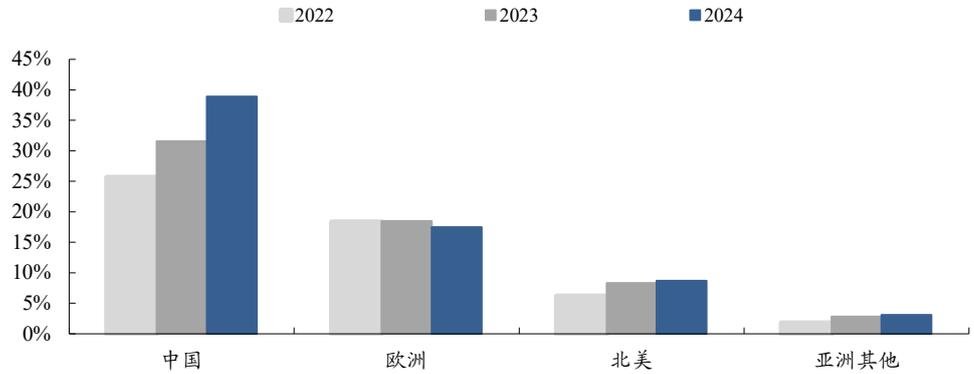


数据来源：中汽协，OICA，东吴证券研究所

中国新能源汽车渗透率全球领先，欧美市场空间广阔。中国受益于“政策+产业链+技术”三位一体优势，新能源汽车形成刚性需求，而欧美地区凭借燃油车禁售令、IRA 补贴法案等同样享受政策红利，但由于政策强度、产业链深度、技术迭代等方面落后于中

国，渗透率增速较为缓慢，2024 年中国/欧洲/北美/亚洲其他地区新能源车渗透率分别为 38.9%/17.5%/8.7%/3.1%。长期看，随中国电池、模组出口加速，充电桩&电网等基础设施不断完善，欧美市场广阔市场将显现。

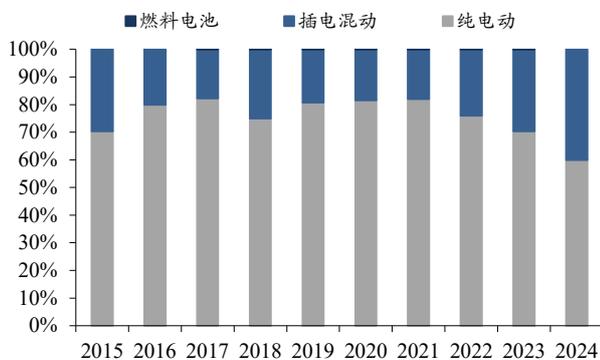
图13: 全球各地区新能源车渗透率



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

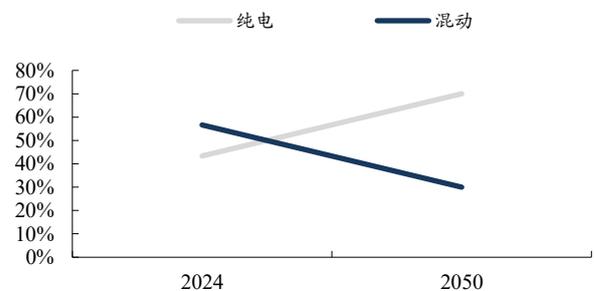
混动引领当下增长，纯电仍是长期动力。短期看，“补贴+成本+心理”三重窗口造就混动车型引领增长，2020-2024 年，中国混动汽车市场份额从 18.3%跃升到 40%，24 年销量占比达 40%，同比+10.4pct，1) 混动车辆享同样购置税减免和绿牌；2) 锂价仍处高位时，混动车型价格相对更具性价比；3) 公共快充尚未完全铺开，混动“可油可电”消除了续航和充电焦虑。**长期看**，纯电占比必然扩大，核心在“电池成本下降—快充网络完善—生命周期成本反转”三条曲线交汇，据中国汽车技术研究中心首席专家预测，2050 年纯电车份额将达至 70%。

图14: 新能源汽车细分动力类型销量占比



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图15: 纯电/混动车型市占率预测

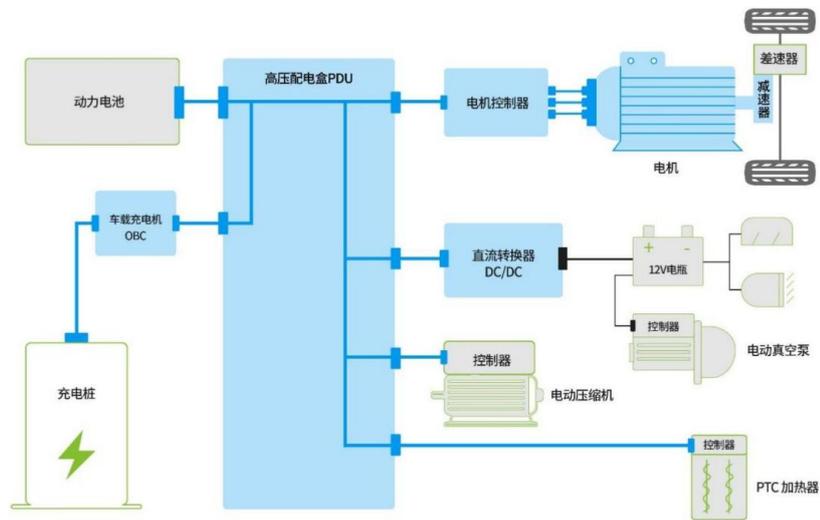


数据来源：中国汽车技术研究中心，东吴证券研究所

2.2. 动力系统正在向集成化、轻量化、高压化、模块化方向演进

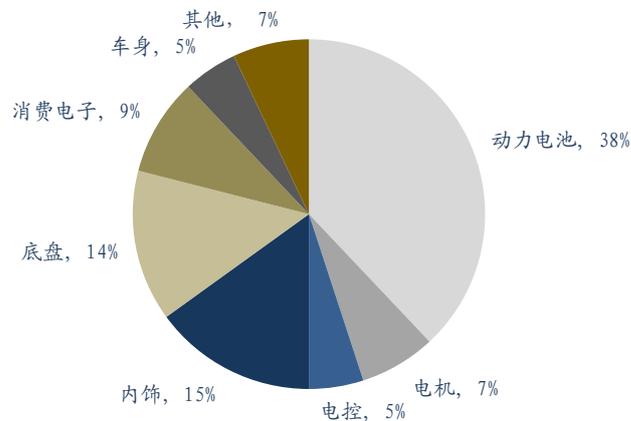
动力系统是新能源车的“动力心脏”，占整车价值约 13%。动力系统主要包括电驱动系统与电源系统。电驱动系统包含电机、电机控制器（MCU）、减速箱，是驱动电动汽车行驶的核心部件；电源系统包含车载充电机（OBC）、DC-DC 转换器和高压配电箱（PDU），是动力电池组进行充电、电能转换及分配的核心部件。动力电池将直流电输送至 PDU，再由 PDU 分配给 MCU，MCU 将动力电池输出的高压直流电转化为电机所需的三相交流电，驱动电机在交流电作用下产生旋转扭矩，通过传动机传递给车轮，驱动车辆行驶。

图16：新能源汽车动力系统功能示意图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图17：新能源汽车成本结构

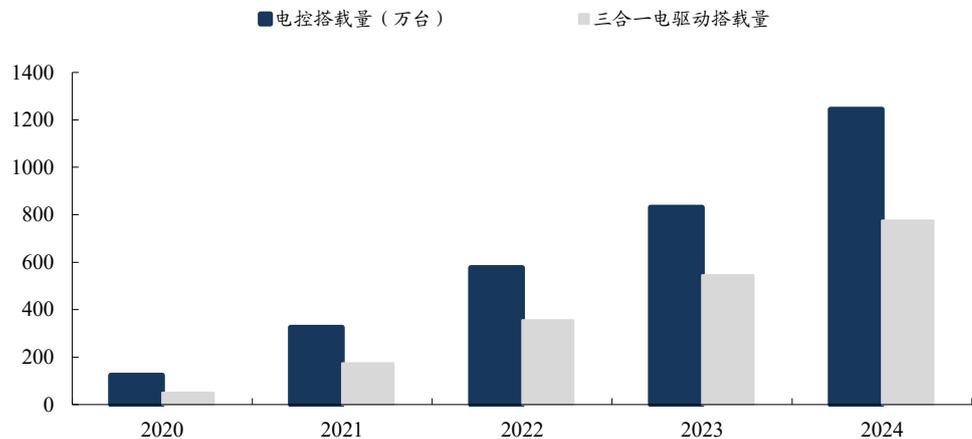


数据来源：钜大锂电，36氪，东吴证券研究所

当前新能源汽车动力系统正向着：集成化、轻量化、高压化、模块化方向发展。

1) 集成化：降本增效下的必然趋势。当前主流新能源汽车把电机、电控、减速器乃至充电器做成“三合一”“八合一”等高度集成的电驱动单元，根本动因是“降本、减重、省空间、提效率”。三合一电驱系统突破传统的分体壳集成，将电控与电机、传动器设计成壳体深度集成，节约线束用量的同时减少电阻损耗，使系统效率提升。同时，高压分线盒、DC/DC、充电机 OBC 等零部件也加入集成，形成多合一动力总成系统。根据 NE 时代数据，我国新能源乘用车电控、三合一电驱系统的累计搭载量 2024 年分别达到 1245 万台、776 万台，增速均超过 40%。

图18：新能源汽车电控/三合一搭载量（万台）



数据来源：NE 时代，东吴证券研究所

车企通过自制/第三方，多已推出搭载集成式电驱动系统的车型。2019 年，零跑汽车率先在其 S01 车型量产八合一电驱总成，开启国内电驱高度集成化先河。此后，比亚迪于 2021 年全球首推八合一系统并应用于海豚车型，华为推出智能化超融合电驱，长安、广汽等企业也相继实现三合一及以上系统量产应用。

图19：国内车企的多合一实践

车企	技术平台	代表车型	技术亮点
零跑汽车	自研电驱平台	零跑S01 / C11	业界首个同时具备多合一、三合一开发能力和产品的团队。2019年S01即搭载八合一，其技术全球首款功率密度突破4.85kW/kg的水冷电机、高压铸造一体化设计、塔楼式控制器架构。在C11等车型上根据性能需求灵活选用三合一，展现技术灵活性。
比亚迪	e平台3.0	海豚	行业标杆，全球首款量产八合一。深度集成电机、电控、减速器、VCU、BMS、OBC、DCDC、PDU，实现体积重量降低、性能提升、支持高压平台，NVH和平台拓展性出色。
华为	DriveONE	赛力斯SF5	智能化融合。集成七大部件，机械与功率部件深度融合。创新将AI与云技术融入电驱，具备四项校验保障充电安全（车、性、云、网），实现整体、电池、电驱、充电可视，提升系统安全性。
长安汽车	-	逸动EV460 / 深蓝SL03	从先驱到域控引领。逸动EV460是国内最早应用三合一的车型之一。2022年深蓝SL03发布七合一系统，最高效率达90.3%。其后发布“数智电驱”号称“十合一”，实现电驱域与车控域的跨域融合，引领下一代趋势。
蔚来汽车	自研电驱	ET7/ES7等	坚持高性能双电机策略。位于合肥的电驱制造基地拥有全球领先的柔性化智能生产线，年产能达130万台，展现出强大的自研自产和技术迭代实力。
上汽系	多方合作	上汽大通MAXUS/智己等	多元化技术路线。1) 上汽大众与臻驱科技合作开发碳化硅(SiC)“三合一”，跻身少数掌握该技术的企业。2) 上汽大通自研六合一总成，平台化覆盖多款车型，具高可靠性。
广汽埃安	-	Aion S	持续探索者。2018年Aion S率先采用三合一电驱，2020年又推出“四合一”系统，在集成化道路上不断前进。
吉利汽车	雷神动力	雷神Hi-X系列	混动集成典范。其混动方案实现了双电机、发动机与变速箱的高度集成，专注于发动机与电机的协同工作和能效管理。
小鹏汽车	-	小鹏P7	性能导向。采用高性能三合一电驱，相比分散布局，效率更高、结构更紧凑、重量更轻、可靠性更强。
东风德纳	-	纯电动商用车	商用车集成化解决方案。针对商用车推出“四合一”纯电动驱动桥，集成电机、变速箱、传动轴、差速器，传动效率高、尺寸小。
北汽新能源	-	EU系列等	早期集成化研发者。从早期独立部件逐步集成，先将电控、DCDC、OBC、PDU集成PEU，再发展为六合一电驱。PEU产能达几十万台，经验丰富。
江淮汽车	-	iEV6E青春版	技术迭代成果。新一代“六合一”电驱动力系统历经多年迭代，通过分布式集成处理，优化了动力布局与成本控制。

数据来源：GGII，NE 时代，各公司官网，东吴证券研究所

集成式主导经济车型，分布式性能更优，是品牌向上和差异化竞争的理性选择。集成化是中低端车型的主流，而分布式电驱性能更优，成为豪华车型、硬派越野车型的首选，目前国内量产搭载双电机的车型已经超过 15 款；但通过控制外形尺寸，搭载分布式电驱的车型可以做到兼容单电机车型，实现向 B 级以下车型普及。

图20：主流车企搭载分布式电驱系统情况

车企/品牌	代表车型	推出时间	技术特点
比亚迪集团	仰望U8、仰望U9、腾势N9、方程豹5	2023年起	搭载易四方技术平台，核心为四轮独立电机控制，是实现坦克掉头、浮水模式、原地掉头等颠覆性功能的技术基础，是目前国内该技术路线的领军者。
吉利集团	极氪001 FR	2023年	搭载四电机分布式电驱，曾刷新多项国内赛道纪录，是高性能领域的代表性产品。
小米汽车	小米SU7 Ultra	2024年	双电机设计，强调高性能赛道表现。
东风集团	猛士917	2023年	支持“蟹行模式”，采用前后双电机或多电机方案，主打硬派越野市场。
华为系	AITO问界M9（四驱版）、智界S7（四驱版）	2023-2024年	华为DriveONE电驱系统，提供高效的双电机四驱解决方案。
特斯拉	Model S Plaid、Model X Plaid、Cybertruck	2021年起	三电机Plaid系统是全球高性能电车的标杆之一。
奔驰	EQG（概念车已展示，量产在即） EQS 580 4MATIC	2021年起	EQG将搭载四电机，实现“坦克掉头”；旗下多款高端电车均采用双电机。
路特斯	EVija（超跑）、Eletre（SUV）	2022年起	全系主打高性能，高配版本均采用前后双电机或更强大的电驱系统。
蔚来	ET7、ES8、ES7等全系车型（高性能版）	2022年起	主流车型均提供高性能双电机版本选项。

数据来源：NE 时代新能源，东吴证券研究所

2) 轻量化: 镁合金壳体助力电驱功率密度大提升。当前新能源汽车平均重量仍高于燃油车, 因此轻量化需求迫切, 对比常规的铝合金, 镁合金: 1) 比刚度以及比强度与铝合金基本持平, 在保证结构强度和刚度的前提下可以减少材料用量; 2) 具有良好的减震性能, 在受到冲击载荷时吸收的能量比铝合金大; 3) 对电磁波也具有良好的屏蔽作用, 在高频段的电磁屏蔽效能是铝的 2 倍左右。同时, 当前阶段镁合金电驱已经逐步在新能源汽车中开始量产, 如联合电子的镁合金 ASM 电驱桥/镁合金同轴多合一电桥、汇川的镁合金分布式电驱。

图21: 不同类型企业轻量化电驱布局

类型	公司	产品
已量 产的 供应 商	联合电子	镁合金ASM电驱桥/镁合金同轴多合一电桥
	汇川技术	镁合金分布式电驱
	星驱科技	镁合金分布式电驱
布局的 主流车 企	上汽	二代镁合金电驱
	小米	超高强耐热压铸镁合金
	比亚迪	镁合金电驱

数据来源: GGII, NE 时代, 东吴证券研究所

3) 高压化: “快充体验+效率提升+轻量化”需求驱动, 成为电驱动平台不可逆的技术方向。电驱动平台高压化的核心驱动力来自于: 1) 快充体验升级, 缓解补能焦虑: 400V 平台下, 250A 电流已逼近充电枪/线束的物理极限 ($\approx 100\text{kW}$), 当把电压抬到 800V, 350A 枪就能跑出 350kW; 2) 系统效率提升: 电压翻倍、电流减半, 整车高压线束、接触器、保险内阻损耗降低 60%-70%, 整车 CLTC 续航可增 5%-8%; 3) 功率密度跃升 (轻量化): 相同功率下, 电流减半意味着电机铜线截面积可减半, 电机+逆变器体积降 15%-20%; 再配合碳化硅 MOSFET 提升电控开关频率推动电机高速化, 实现扭矩不降而体积更小, 整套电驱减重 8-10 kg。

此外, 产业链逐步成熟, 推动应用端加速。电驱企业与半导体公司通过合资、合作等模式, 积极布局价值占比高达 40%-50% 的功率模块领域, 同时随着国产供应链快速发展, 已形成从芯片设计、制造到模块封装的完整产业梯队。应用端, 2020 年, 比亚迪汉 EV 成为国内首款量产应用 SiC 模块的车型, 标志着 SiC 技术进入规模化应用阶段, 目前 SiC 器件在纯电平台中的渗透率持续提升。

图22: 主流车企/电驱动企业高压平台情况

公司	产品	布局与进展
比亚迪	电驱动系统	自2010年起布局电驱动系统，2015年推出了行业内第一个乘用车800V高压平台，首搭于秦EV车型。2020年推出第二代800V高压平台，首搭于汉EV车型。2022年升级到第三代，首创油冷电驱升压充电技术，搭载于海豹车型。2025年推出超级e平台具有全域1000V高压架构，首搭比亚迪汉、唐。
特斯拉	电驱动系统	自研“三合一”电驱动系统，广泛应用于Model S、Model 3等车型。
汇川技术	电驱动系统	2022年推出第四代动力总成，采用SiC材料，目前已在小鹏的800V高压SiC平台车型中实现量产；2024年双电机及电控系统应用于小米SU7车型；2025年第五代混动双电控产品PD59已获多家整车厂定点，聚焦功率密度、舒适性、效率等关键性能，同时通过平台化/模块化开发，可灵活适配A/B/C级等车型及多场景，满足客户多样化交付与平台衍生需求。
小鹏汽车	电驱动系统	2022年小鹏G9应用第一代800V电驱系统，2023年小鹏G6应用第二代800V电驱系统。2026Q1小鹏G7将应用800V高压平台，采用全SiC碳化硅功率模块。
尼得科	电驱动系统	第二代E-Axle系统支持母线电压为800V的高电压，2023年应用于广汽埃安昊铂Hyper GT。
麦格纳	电驱动系统	在CES2024上推出其最新的800V电驱系统，与当前一代产品相比，重量减轻了25%，尺寸缩小了29%。DHD Duo系统计划于25Q3在麦格纳南昌工厂投产。
舍弗勒	电控	2021年首次展示了一款自主开发的800V电机控制器，适用于高性能汽车电驱驱动桥系统；2025年，900V碳化硅功率模块逆变砖与48V P2变速器集成电机产品在天津基地正式投产。
臻驱科技	电驱动系统	与上汽大众共同开发的首个基于碳化硅SiC技术的“三合一”电驱系统投入试生产，可提升ID4X车型至少4.5%的续航里程；与舍弗勒共同开发包括800V碳化硅电桥等电驱总成产品。
钧联电子	电机、电驱	2023年首次推出800V SiC油冷电驱系统、800V SiC电机控制器，以及800V多融合SiC动力域控制器、SiC功率模块等产品。2024年搭载于创维EV611。
雷神动力	电驱动系统	新一代电驱装置“E驱”包含400V和800V两种纯电架构，800V纯电架构上包含碳化硅控制器、油冷电机等技术，最大功率会超过475kW，综合效率大于92%。
日立	电控	为保时捷Taycan提供了基于SI-IGBT技术的800V的逆变器。
华为	高压异步电驱动系统 高压同步电驱动系统	四驱高压电驱系统可实现3.5s级百公里加速，NEDC效率可达86.6%，提升续航里程5%左右。目前已搭载极狐阿尔法S和阿维塔11二款车型。
天津松正	电机	拥有五款油冷模式扁线绕组的800V电机型号，现在供货一汽-大众和部分国产品牌。
博世	电驱动系统	与江淮将在400V和800V电驱系统、碳化硅逆变器和电驱桥全方面开展合作。2023年800V电机投入量产，功率密度提升35%，功率重量比达到60千瓦/，效率最高可达98%，其800V电桥搭配有IBC（智能升压模块），可实现400V转800V的升压功能。
博格华纳	电驱动系统	800V集成式电驱模块iDM220涵盖160kW到300kW功率需求，已应用于奇瑞星途揽月EV；与小鹏汽车达成两项高压发卡（HVH）电机业务合作，2025年将首次搭载于两款小鹏全新SUV车型。
采埃孚	电驱动系统	2022年量产800V电驱系统；Evsys 800预计将于2026年开始批量生产上市，减重比例超过30%，持续功率占比75%。
法雷奥	电驱动系统	覆盖100kW到350kW功率等级，最高效率为96%。新开发的800V SiC功率模块，可提升5%的续航里程，并改善声学表现，同时重量减少了约40%。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4) 模块化研发平台：“降本、提速、扩线、控风险”四重压力下的理性选择。

2024年，我国电动汽车销量超千辆的车型数量分别达518/714/796个，面对新能源汽车多元化的动力架构、电池电压平台及功率器件选型，让电驱动从“定制件”变成“标准件”，是供应商在研发、采购、制造、售后全链路降本增效过程中的最优选择。具体为：

- 1) 平台化摊销：电机、减速器、逆变器做成同轴或平行轴的“标准砖”，只需调整绕组匝数、减速比或SiC/IGBT模块并联数，就能在不同车型之间快速迁移；
- 2) 缩短开发周

期：传统“一车型一电驱”需要 24-30 个月，而模块化后周期可压到 12-15 个月；3) 供应链风险对冲：电机、电控、减速器各自独立封装，接口标准化，当出现芯片或铸件短缺可随时切换供应商，保供弹性大幅提升。

大众开创先河，十年过后百花齐放。2007 年，大众汽车推出 MQB 横向模块化平台，首次让 A00 到 B 级、汽油/柴油/插混车型全部共享同一条“模块带宽”，开发周期缩短 30%，零件成本下降 20%。从此，模块化研发从“技术概念”升级为“行业标配”，历经十年，各家车企迅速跟进推出各自的模块化研发平台，形成百花齐放的局面。

图 23：部分车企新能源车型模块化平台/架构

车企		新能源车型模块化平台/架构
	大众	MQB、MLB EVO、MEB、PPE、SSP
	奥迪	MQB、MLB EVO、MEB、J1 平台、PPE、SSP
	保时捷	MLB EVO、MSB、J1 平台、PPE、SSP Sport
	宝马	UKL、FAAR、CLAR、Neue Klasse
	奔驰	MRA、MFA II、EVA、MMA、G 级纯电专属、VAN.EA
	福特	CD4/D4、GE1、GE2、TE1、共享大众 MEB 平台
	丰田	TNGA、e-TNGA
	本田	CGP、e:N Architecture F、e:N Architecture W
	比亚迪	BSP、BMP、BLP、易四方
	上汽	MIP、SSA、SIGMA、珠峰、星云、星河
	广汽	GPMA、i-GPMA
	吉利	SPA、BMA、CMA、FE、SEA 浩瀚
	长城	Pei、柠檬、咖啡、坦克、ME

数据来源：《2023 年全球及中国车企模块化平台和技术规划研究报告》，东吴证券研究所

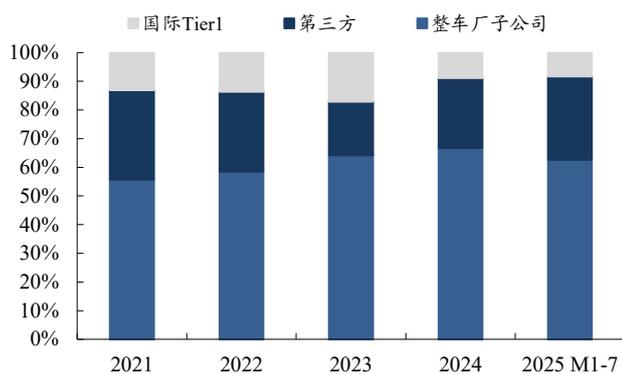
2.3. 整车厂与第三方供应商长期共存，第三方市场加速出清

行业参与者可分为“三大阵营”：整车厂自供体系、动力系统集成商、第三方电驱动供应商。1) 整车厂自供体系 (in-house)：出于供应链安全、成本控制等考虑，整车厂多设立子公司或合资公司自供电驱动、电源产品，代表公司有特斯拉、比亚迪旗下的弗迪动力、蔚来旗下的蔚然动力、长安旗下的蜂巢能源等。2) 动力系统集成商 (Tier1)：

通常为海外汽车零部件巨头，如联合电子、日电产、博世、大陆、博格华纳等，凭借深厚的技术、工艺等积淀拓展至新能源汽车领域，本身产品力强、产能规模大，且具备全球主流车企客户资源。**3) 第三方电驱动供应商：**近年来快速崛起，独立第三方根据业务侧重点可以分为电控为主、电机为主的厂商，但是在集成化的趋势下，企业通常会同时布局电机、电控、电源与“多合一”系统，代表供应商如汇川技术、英搏尔、精进电动等。

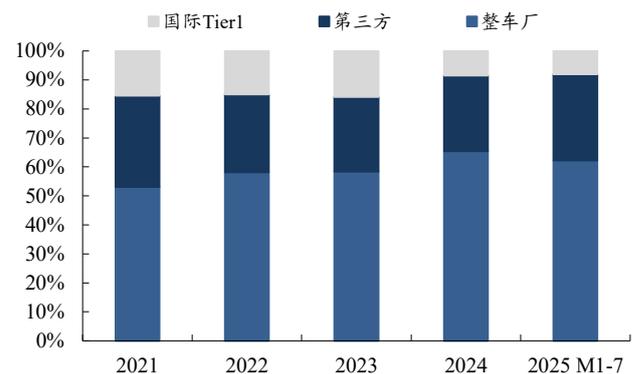
当前整车厂份额占主导，长期看第三方将共存。根据 GGII，25M1-7 整车厂子公司电机/电控装机份额分别达 62.6%/62.2%，占据主导地位，主要系：部分主流车企（如比亚迪、特斯拉等）规模效应明显且电驱动作为核心部件在性能&成本等方面十分关键，车企自制一方面可以把握核心技术，同时还可以与电池、底盘、热管理、软件标定等同步迭代，实现更高维度的“集成化”。而第三方供应商则依靠“成本+规模+平台化”，可以支撑更多品牌、更多车型，同时可通过标准化、模块化打入整车厂体系，逐步扩大份额。因此长期看，整车厂自制&第三方供应将共存。

图24：国内电机竞争格局（装机量口径）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

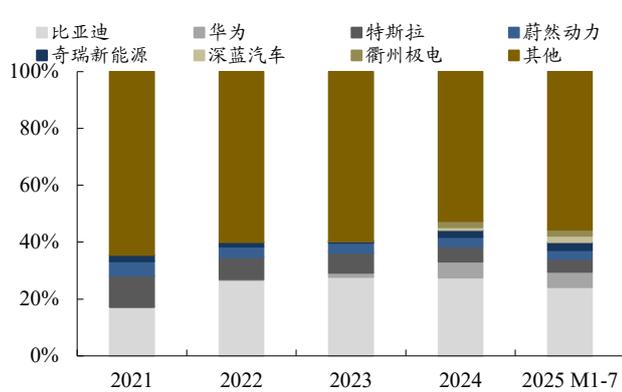
图25：国内电控竞争格局（装机量口径）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

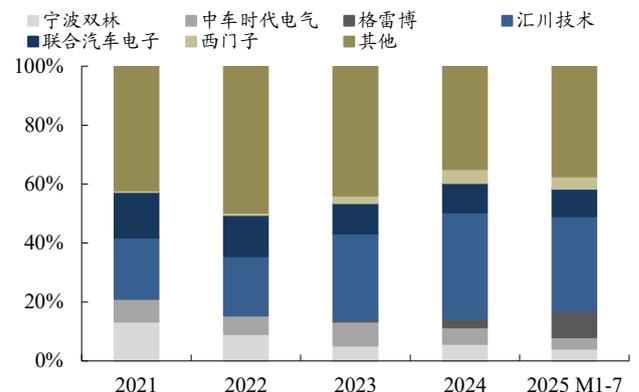
整车厂竞争处于白热化阶段，第三方供应商趋于集中。整体看，第三方趋于集中、整车厂自制却仍分散，其根本原因在于“规模门槛”与“战略诉求”两条逻辑分道扬镳。对于第三方而言，电驱动产线投入大，仅头部企业产能利用率足以跨过盈亏平衡点，因此行业加速出清；而对于整车厂自制，电驱动系统被视为“性能护城河”而非单纯零部件，因此尽管规模优势不足，主流车企仍愿“自建+外购”双线并行，各自建设产线。

图26: 整车厂自供体系竞争格局 (装机量口径)



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

图27: 第三方&海外 Tier1 竞争格局 (装机量口径)



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

3. 技术&产品&客户构筑护城河, 龙头地位稳固

3.1. 自主研发平台核心技术, 打造模块化研发平台, 夯实技术壁垒

自主研发六大平台核心技术, 均已应用于大批量生产。经过长期持续的技术探索与生产实践, 公司在新能源汽车动力系统相关零部件的研发设计、生产工艺等方面已形成深厚的核心技术体系: 1) 26项产品核心技术分别从电驱系统的高效率、高功率密度、可靠、低噪音以及电源系统的全球标准兼容性、轻量化、可靠等核心性能追求出发, 确保公司产品的领先优势并持续迭代升级; 2) 打造6大平台核心技术, 包括模块化技术、软件技术、材料技术、仿真技术、测试技术、先进平台工艺技术, 快速响应市场需求, 保持动力系统科技创新领域的领先优势。

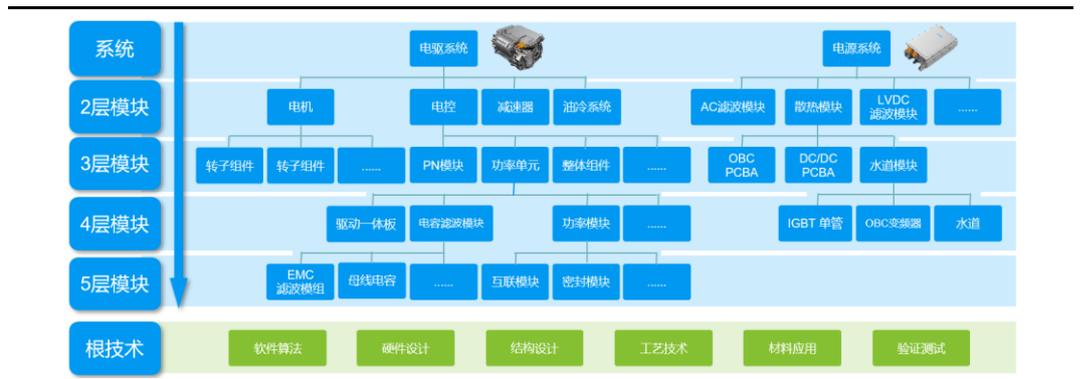
图28: 联合动力核心技术情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

打造模块化研发平台架构，高内聚、低耦合。公司坚持“预研一代、研制一代、生产一代”的总体布局，构建“模块化”的产品与技术平台，通过快速升级和高效复用提升开发效率、确保快速响应。公司以高内聚、低耦合的模块设计简化了产品和技术架构，形成了产品、部件、器件、材料等多层级模块，并以软件算法、硬件设计、结构设计、工艺技术、材料应用、验证测试6大根技术为支撑，持续高效开展研发创新。进一步的，公司整合设计方案、软件算法、测试结果等底层方案及技术资料，建立了结构化的技术货架，将技术分层、分类后形成带有标签的技术模块集群，实现技术的精细管理。

图29：联合动力模块化研发平台架构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

围绕更高功率密度/工况效率，电控/电机产品技术不断突破。公司电控/电机产品核心性能指标近年来实现全面跨越式提升。1) 电控方面，公司应用主动门极驱动技术、高效调制算法技术、低杂感功率回路设计等核心，技术提升电控能效，22-24年SiC方案工况效率由98.5%提升至99.2%，Si方案也从96.8%提升至97.6%。同时功率密度同样进步显著，从2019年的47.5 kW/L跃升至2024年的80 kW/L，增幅达68%。2) 电机方面，公司通过优化材料、工艺、拓扑结构等方式，实现功率密度从2021年的28 kW/L提升至2024年的54 kW/L，增长近一倍，工况效率从NEDC标准下的94.20%提升至CLTC标准下的96.00%，并且能够支持800V高电压平台，全力打造高效、紧凑、安静、可靠的电机产品。

图30：电控主要技术的迭代情况

关键性能指标	2019年	2022年	2024年
工况效率	高效区 (≥90%) 为: 88.67%	98.5% (CLTC, SiC)	99.20% (CLTC, SiC)
	高效区 (≥94%) 为: 81.04%	96.8% (CLTC, Si)	97.60% (CLTC, Si)
功率密度 (kW/L)	47.5	60	80
功能安全	ASIL C	ASIL D	ASIL D

图31：电机主要技术的迭代情况

关键性能指标	2021年	2023年	2024年
功率密度 (kW/L)	28	36	54
工况效率	94.20% (NEDC)	95.50% (CLTC)	96.00% (CLTC)
电压平台 (V)	400	400/800	800

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

优化集成技术&架构设计，驱动总成产品性能领先行业。公司电驱动系统持续向集成化、高效化、轻量化演进，通过油冷集成、材料轻量化、多合一&模块化架构等方式，实现在电机转速、电机扭矩、工况效率、功率密度等核心指标方面达到国际领先水平，尤其在功率密度(2.82kW/kg)和扭矩输出(500Nm)方面表现突出。

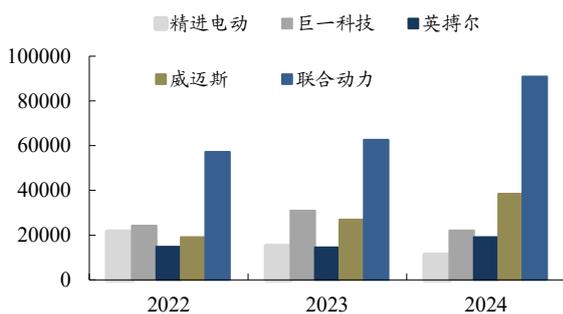
图32：电驱动系统核心指标同行业对比

性能参数	单位	联合动力	博世/联合电子	尼得科	华为数字能源	精进电动
产品型号		高功率动力总成	800V电桥	Ni200Ex	三合一电驱动系统	三合一电驱动系统
电压等级	V	800	400	800	400	800
功率等级	kW	275	226	250	200	270
电机最高转速	rpm	21,000	18,000	20,000	-	-
电机扭矩	Nm	500	420	-	-	-
功率密度	kW/kg	2.82	2.53	2.78	2.1	-

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

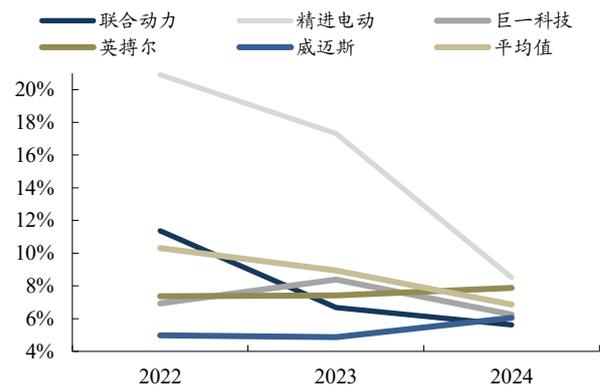
大规模投入夯实技术壁垒，“平台化&模块化”提质增效。联合动力多年来保持高水平研发投入，绝对金额行业领先，2024年，公司研发费用达9.08亿元，远超同业竞争对手，保证技术领先性。同时，平台化&模块化研发进入收获期，研发费用率快速下降，由2022年的11.37%快速下降为2024年的5.62%。

图33：联合动力研发投入（万元）及同业对比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图34：同行业研发费用率对比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 全链条布局，新品快速迭代，底盘域横向拓展

全链条产品布局，新品技术领先。产品布局方面，公司现已实现包括电驱系统（电

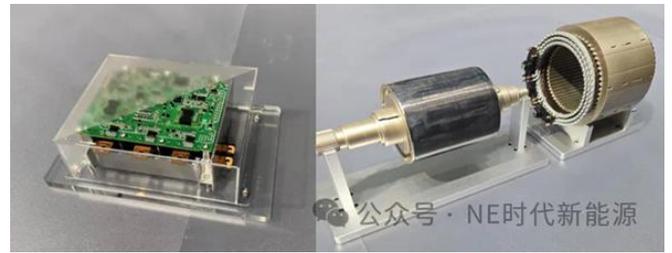
控、电机、多合一驱动总成)、电源系统(OBC、DC/DC、多合一电源总成), 减速器、高压配电单元、定子组件、转子组件、IGBT/SiC 功率模组在内的全链条产品布局, 产品矩阵完整度行业领先。同时公司新品技术水平行业领先: 公司已经推出第5代分布式高效电驱、电机控制器功率模组、定转子组件等产品, 1) 第5代分布式高效电驱: 高压SiC版本综合效率>91%、低压IGBT版本的综合效率>89.5%, 采用的镁合金壳体, 整体<105kg; 2) 第5代电机控制器功率模组(逆变砖): 具备多种软硬件合作模式, 硬件包括功率组件、功率组、整机, 软件可由联合动力、客户自由全部或部分开发。同时, 公司顺应高功率密度、高效率的行业趋势, 加快研发槽内油冷技术、定子槽内注塑技术、氮化镓技术研发。

图35: 第5代分布式高效电驱



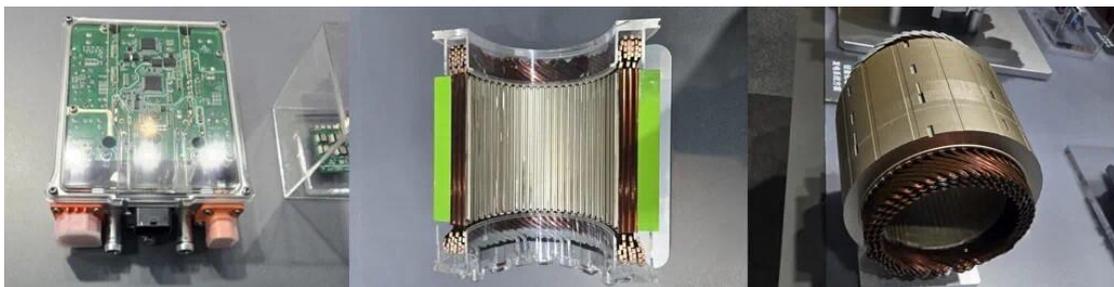
数据来源: NE时代新能源, 东吴证券研究所

图36: 第5代电机控制器功率模组、第5代定转子组件



数据来源: NE时代新能源, 东吴证券研究所

图37: 联合动力氮化镓模块、槽内油冷、定子槽内注塑产品



数据来源: NE时代新能源, 东吴证券研究所

第六代产品即将推出, 性能再提升。公司第六代电驱系统产品将在功率密度、效率、转速和冷却性能上实现 10%-30%的提升, 同时计划兼容 400V/800V/48V 多平台, 并引入 V2G(车网互动)功能, 进一步提升能效。第六代电源系统计划支持 V2G/V2V/V2L、车内放电等多种功能。未来, 公司还将结合新型材料与新工艺, 持续推动产品性能极限突破, 为市场提供更高效、更优质的动力系统解决方案。

图38: 联合动力 PA6X 乘用车第六代小功率多合一总成



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

底盘域横向拓展，推动整车控制智能化。传统的分布式汽车电子电气架构中控制单元多、线束结构复杂，具有数据处理延迟、缺乏安全冗余等问题，而动力域控制集成可将控制单元与执行机构解耦，以域控制单元或中央控制单元统一协调不同执行机构，提高信息传输效率并实现智能化统一控制，实现动力域与底盘域的高效率交互协同，提升整车智能化水平。公司将依托总成系统产品上设计与生产经验的长期积累，持续研发投入，计划从智能悬架产品及其控制技术开始布局，形成从动力系统到智能底盘的多域覆盖。

3.3. 客户结构不断优化，把握混动市场机遇，积极拓展海外市场

核心车企新车型加速定点，客户结构不断优化。公司进军新能源乘用车领域，起先定点国内二线车企，后逐步绑定国内一线、海外一线车企，客户结构不断优化：1) 国内新势力绑定理想、小鹏、小米，近年来持续放量，带动营收高速增长，定点产品也从电控、电机单产品往“多合一”迈进；2) 国内自主车企进入广汽、长城、奇瑞、长安等，2022年开始起量；3) 海外车企从 DC-DC 等电源类单品切入，已与沃尔沃、Stellantis、大众、奥迪、保时捷、捷豹路虎等建立深度合作，开始贡献增量。目前，公司服务超 40 家主流主机厂，累计配套超过 170 款车型，客户覆盖度稳居行业前列。

混动车型先发优势明显，深度绑定头部车企。联合动力于 2018 年率先启动混动双电控系统的技术布局，并于 2019 年产品进入 B 样状态，成功实现为头部主机厂的混动车型量产配套，2021 年第二代乘用车混动汽车电控已实现量产，目前已成长为国内最大的独立第三方混动双电控供应商。客户端，从理想 ONE 开始，联合动力即参与双电机双电控同步开发，并合资成立常州汇想，专供前驱五合一总成，实现“联合研发-合资制造-利润共享”的闭环。

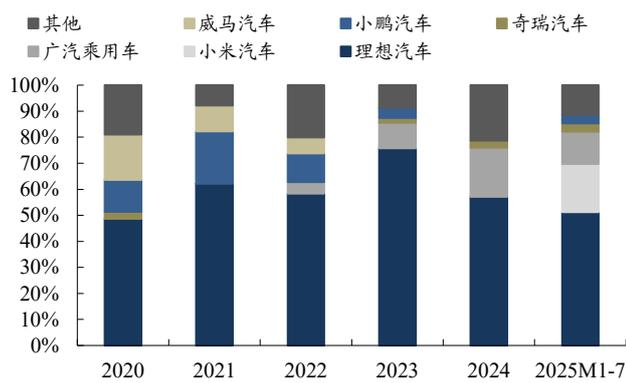
图39: 汇川联合动力主流车企客户情况

区域	车企类型	车企	车型	产品
国内	新势力	理想 小米 小鹏 合众	理想ONE SU7、SU7u ltra P7/P5 哪吒S、哪吒U、哪吒V	电机、电控、三合一 驱动电机、电控、电源 电机、电控 三合一
	传统自主品牌	广汽 长城 奇瑞 吉利 长安	传祺E8、E9、ES9、GE3、合创等 欧拉iQ混动等 星途星纪元等 吉利、领克、极氪、几何 深蓝SL03、阿维塔	电机、电控、三合一 电机、电控 电机、电控、电源 电机、电控 电驱系统、电源
	合资品牌	东风本田 上汽通用 大众 东风日产	e: NS1、e: NP1 别克、雪佛兰 SEAN 启辰	电机、电控 电机、电控 三合一（定点） 电驱系统
海外	欧系主流客户	沃尔沃 Stellantis 奥迪	SPA2、新一代纯电等 欧宝、标致、雪铁龙 PPE平台	电机、电控、三合一 DC/DC DC/DC
	其他区域客户	VinFast	VF e34、VF 8、VF 9	电驱系统

数据来源: GGII, 公司官网, 东吴证券研究所

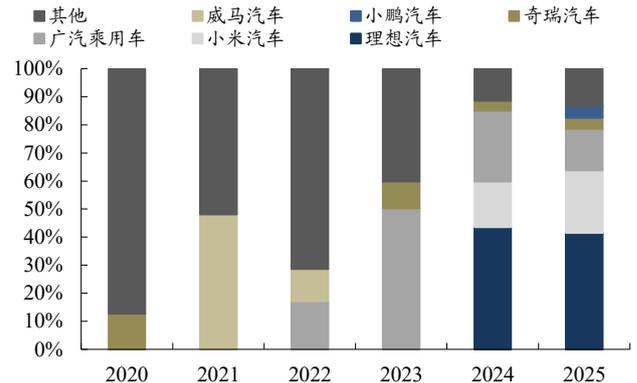
驱动力多元化, 新客户增量明显。2024 年联合动力前五大客户为理想、广汽、奇瑞、小米、吉利, 收入占比分别为 34.69%、10.33%、9.70%、7.94%、5.15%, 前五大客户收入占比为 68%, 同比-8.2pct, 驱动力逐步多元化。同时, 奇瑞、小米等新车型定点快速放量, 贡献有力增量。

图40: 联合动力电控客户结构 (装机量口径)



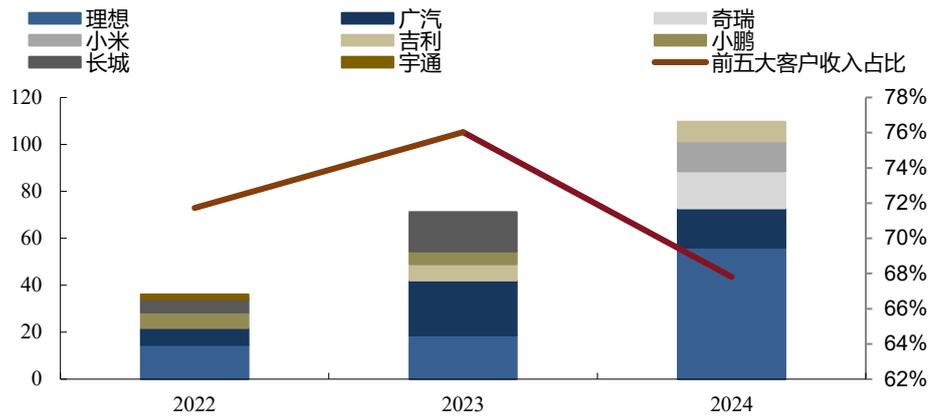
数据来源: GGII, 东吴证券研究所

图41: 联合动力电机客户结构 (装机量口径)



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

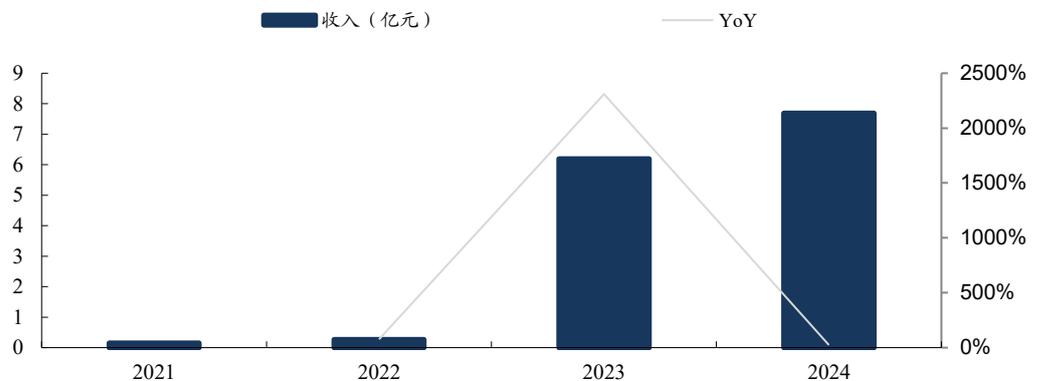
图42：2024年公司前五大客户销售金额及占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

积极拓展海外市场，深化全球布局。 1) **产品层面**，公司从 OBC 和 DC/DC 切入，逐步由电源系统单一产品出口扩展至驱动总成、电控和电机等全平台产品的属地化解决方案；2) **客户层面**，截至 25H1 公司已累计获得 12 个电源系统海外定点项目，覆盖欧洲、北美、日本、印度、东南亚市场，并于 2024 年在欧洲、东南亚市场新增 2 个电驱系统定点项目；3) **战略层面**，实施“Local for Local”的本地化战略，设立匈牙利、泰国生产基地和德国销售公司，以满足欧洲、北美、东盟及印度市场的客户需求。同时快速推进属地化的研发中心，推动本地化应用与产品兼容、集成本地产学研合作资源，我们预计 25 年投入运行；4) **收入层面**，2022-2024 年公司海外收入由 0.26 亿元增长至 7.69 亿元，CAGR 接近 450%，增势迅猛。但整体看，公司 24 年海外收入占比仅 5%，后续随海外车企新增定点&原有定点开始放量，海外业务有望实现较大突破。

图43：联合动力海外营收及增速

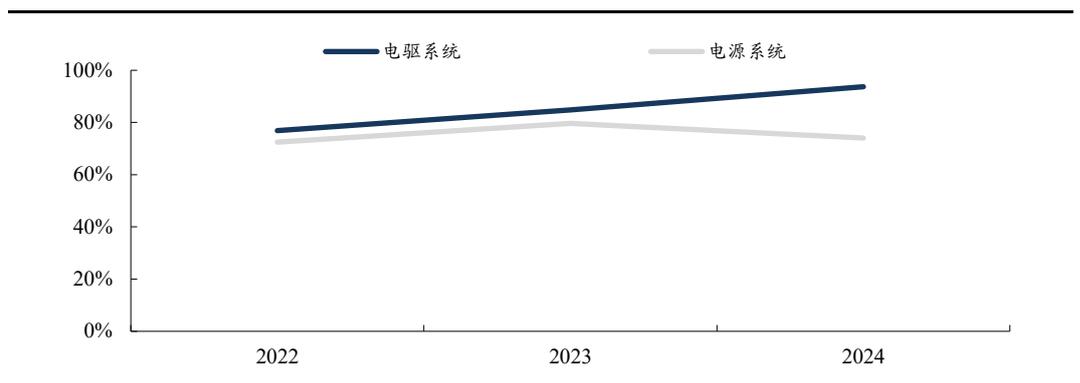


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 产能不断加码，市占率稳步提升

产能不断加码，夯实领导地位。近年来联合动力产能利用率不断提升，24 年电驱/电源系统产能利用率分别为 94%/74%，整体处于高负荷运行状态，接近满产满销。同时，公司在手订单饱满，新定点放量在即。为应对产能瓶颈，公司一方面提升苏州&常州工厂产线自动化率，另一方面布局新产能—苏州吴中区生产基地一期和常州武进区生产基地二期，预计新增产能驱动总成/电机/电控/电源 12.17/9.68/97.28/29.07 万套。

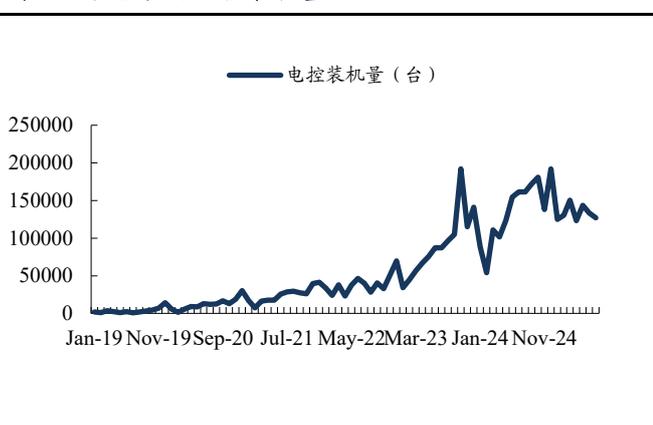
图44: 联合动力产能利用率情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

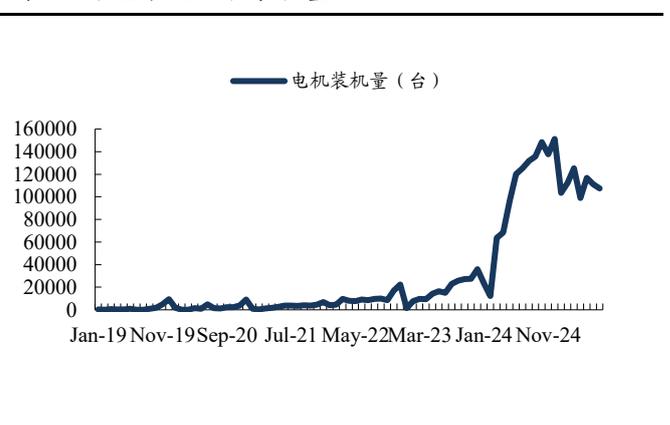
市占率稳步提升，目标形成大海。2018 年来汇川电驱动产品快速放量，2024 年公司电控/电机配套 163.9/121.5 万台，19-24 年 CAGR 为 107%/127%。根据 NE 时代，25H1 联合动力电控/电机/驱动总成/OBC 市占率分别为 10.10%/11.30%/7.10%/5.10%，均位居行业前列并稳步提升，其中电控与电机在第三方供应商中排名第一，超越多家国际巨头。展望未来，我们预计 3-5 年公司有望拿到全球 10%左右装机量份额（其中国内有望达到 20%左右）。

图45: 联合动力电控装机量



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图46: 联合动力电机装机量



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图47: 2022-2025H1 分产品市场份额 (装机量口径)

产品	2025H1		2024		2023		2022	
	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名
电控	10.10%	2	10.70%	2	10.20%	2	6.89%	3
电机	11.30%	2	10.50%	2	3.80%	6	2.93%	9
驱动总成	7.10%	4	6.30%	4	5.00%	5	3.14%	7
车载充电机	5.10%	7	4.50%	8	2.30%	9	-	-

数据来源: NE 时代新能源, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司总营收分别为 228.02/312.13/416.23 亿元, 同比+41%/+37%/+33%, 归母净利润为 13.66/20.50/29.70 亿元, 同比+46%/+50%/+45%, 具体看:

国内业务: 公司客户结构不断优化, 新客户定点及原有定点放量, 市占率居行业前列并稳步提升, 其中电控与电机在第三方供应商中排名第一, 我们预计 2025-2027 年公司国内营收为 215.72/291.23/378.60 亿元, 同比+40%/+35%/+30%。

海外业务: 公司从 OBC 和 DC/DC 切入, 逐步由电源系统单一产品出口扩展至驱动总成、电控和电机等全平台产品的属地化解决方案, 已与沃尔沃、Stellantis、大众、奥迪、保时捷、捷豹路虎等建立深度合作, 开始贡献增量。我们预计 2025-2027 年公司海外营收为 12.30/20.91/37.63 亿元, 同比+60%/+70%/+80%。

图48: 联合动力收入拆分预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	9365	16178	22802	31213	41623
YoY	86.3%	72.7%	41.0%	36.9%	33.3%
毛利润 (百万元)	1421	2680	3855	5369	7226
毛利率	15.2%	16.6%	16.9%	17.2%	17.4%
国内营收 (百万元)	8,747	15,409	21,572	29,123	37,860
YoY	2309.6%	76.2%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率	14.23%	16.63%	16.90%	17.00%	17.00%
海外营收 (百万元)	619	769	1,230	2,091	3,763
YoY	24.2%	24.2%	60.0%	70.0%	80.0%
毛利率	28.5%	15.3%	17.0%	20.0%	21.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

估值与投资建议: 由于英搏尔、威迈斯、巨一科技与公司的业务相近, 因此我们选

取这3家公司作为可比公司，如下表所示，可比公司的2025年PE平均值为40倍。考虑全球新能源车市场景气度较高，公司绑定下游核心客户，市占率行业领先，规模效应带动盈利能力有望持续提升，公司发行价12.48元/股，市值300.11亿元，我们预计公司2025-2027年归母净利润为13.66/20.50/29.70亿元，同比+45.95%/+50.07%/+44.87%，对应发行市值的PE估值分别为22/15/10倍。可比公司估值如下表，新股报告暂无投资评级。

图49：可比公司估值（截至2025年9月24日）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
300681.SZ	英搏尔	78	0.71	1.24	1.97	109	63	39
688612.SH	威迈斯	167	4.00	6.27	8.26	42	27	20
688162.SH	巨一科技	44	0.21	1.44	1.95	207	31	23
平均值						119	40	27
301656.SZ	联合动力	300	9.36	13.66	20.50	32	22	15

数据来源：NE时代新能源，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **新能源车销量不及预期。**公司核心产品新能源汽车电驱动系统与新能源车销量直接相关，若全球新能源车销量不及预期，将对公司业绩产生不利影响。
- 2) **全球化拓展不及预期。**公司在海外市场处于拓展期，受各地地缘政治、经济等影响，销量增长存在不确定性，从而影响公司业绩。
- 3) **竞争加剧。**公司所在的新能源汽车零部件行业竞争相对激烈，价格年降压力较大，若竞争进一步加剧，将对公司盈利能力产生影响。

联合动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,312	13,636	19,326	26,960	营业总收入	16,178	22,802	31,213	41,623
货币资金及交易性金融资产	3,223	1,277	2,350	5,244	营业成本(含金融类)	13,498	18,947	25,844	34,396
经营性应收款项	6,927	8,109	11,421	14,657	税金及附加	43	53	76	101
存货	3,024	4,061	5,326	6,759	销售费用	97	171	225	291
合同资产	26	2	4	4	管理费用	368	570	780	957
其他流动资产	111	187	225	297	研发费用	908	1,482	1,935	2,456
非流动资产	4,760	4,771	4,492	4,202	财务费用	14	0	0	0
长期股权投资	51	51	51	51	加:其他收益	125	37	38	0
固定资产及使用权资产	2,864	2,584	2,300	2,012	投资净收益	42	9	0	0
在建工程	316	326	323	315	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	162	168	175	180	减值损失	(425)	(200)	(255)	(326)
商誉	0	0	1	1	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	31	31	31	31	营业利润	990	1,424	2,137	3,096
其他非流动资产	1,336	1,611	1,611	1,611	营业外净收支	(18)	0	0	0
资产总计	18,072	18,407	23,818	31,163	利润总额	972	1,424	2,137	3,096
流动负债	11,626	10,472	13,832	18,205	减:所得税	36	57	85	124
短期借款及一年内到期的非流动负债	290	322	330	339	净利润	936	1,367	2,051	2,972
经营性应付款项	10,019	7,751	10,398	13,730	减:少数股东损益	0	1	1	2
合同负债	292	289	275	443	归属母公司净利润	936	1,366	2,050	2,970
其他流动负债	1,026	2,109	2,828	3,693	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.57	0.85	1.23
非流动负债	1,610	1,667	1,667	1,667	EBIT	1,035	1,424	2,137	3,096
长期借款	874	874	874	874	EBITDA	1,367	1,800	2,535	3,494
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.57	16.91	17.20	17.36
租赁负债	108	108	108	108	归母净利率(%)	5.79	5.99	6.57	7.14
其他非流动负债	627	684	684	684	收入增长率(%)	72.74	40.95	36.89	33.35
负债合计	13,236	12,138	15,498	19,871	归母净利润增长率(%)	403.55	45.95	50.07	44.87
归属母公司股东权益	4,836	6,267	8,317	11,287					
少数股东权益	0	1	3	4					
所有者权益合计	4,836	6,269	8,320	11,291					
负债和股东权益	18,072	18,407	23,818	31,163					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,653	(1,799)	1,185	2,994	每股净资产(元)	2.29	2.61	3.46	4.69
投资活动现金流	(2,969)	(302)	(120)	(109)	最新发行在外股份(百万股)	2,405	2,405	2,405	2,405
筹资活动现金流	654	152	8	9	ROIC(%)	19.06	19.99	23.84	26.72
现金净增加额	331	(1,946)	1,073	2,894	ROE-摊薄(%)	19.35	21.80	24.65	26.31
折旧和摊销	332	375	399	399	资产负债率(%)	73.24	65.94	65.07	63.77
资本开支	(1,350)	(112)	(120)	(109)	P/E(发行价&最新股本摊薄)	32.07	21.97	14.64	10.11
营运资本变动	1,006	(3,712)	(1,520)	(702)	P/B(发行价)	5.46	4.79	3.61	2.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>