

西典新能 (603312.SH)

增持 (首次)

技术优势显著，储能业务贡献有望进一步加大

公司主要从事电连接技术的研究、开发和应用。产品广泛应用于新能源汽车与电化学储能等领域。公司管理层具有相关的专业技术背景和多年的管理经验，重视研发投入，经营效率高。具备关键设备自制能力，技术储备多，2024年推出的新一代薄膜+直焊+FCC产品，在成本与自动化程度上优势显著，有望得到大范围推广。同时，凭借高性价比产品，公司获得众多优质客户青睐，尤其是储能业务，有望随着大客户的爬坡与新客户拓展，贡献有望显著加大。

- **管理层深刻理解行业，经营效率高。**公司管理层拥有专业技术背景和多年管理经验，对行业、技术均有深刻的理解。同时，公司重视研发投入，研发团队质量高。公司主营业务突出，生产制造环节自动化程度高；管理架构精简，人员数量少，经营效率高。人均创收与期间费用率等指标均优于同业。
- **自制设备竞争力强，技术储备多。**公司具有专业技术团队和多年的工艺与设备积累，具备电连接热压设备、焊接设备、视觉检测、电性能检测等关键设备的自主设计开发能力及应用经验，在生产成本与客户响应方面优势突出。2024年，公司在行业内率先推出薄膜+直焊+FCC，该技术采用了单层薄膜热压合技术。显著降低材料成本并提升自动化程度。新技术自动化产线均由公司自动化团队自主开发和制造，并已成功通过客户的量产验证，有望得到大范围推广。
- **客户资源优质，储能有望带来业绩增量。**公司在电连接行业深耕多年，凭借产品技术水平以及工艺制造优势树立了良好的用户口碑，与下游多个应用领域的优质客户，客户粘性较高，拥有丰富的客户资源。在新能源汽车领域，主要客户为宁德时代、蜂巢能源、上汽时代、一汽等，产品已批量应用于特斯拉、大众、小米、蔚来、理想、长城、赛力斯、福特、智己等众多热销车型。电化学储能领域，电池连接系统产品已批量供货特斯拉、阳光电源等储能项目。2025Q2，特斯拉储能收入27.89亿美元，同、环比提升-7%、2%，储能板块毛利达到创纪录的8.46亿美元，随着其上海储能工厂逐步完成爬坡，出货将进一步提升。有望为公司带来显著增量。
- **海外大储需求有潜力。**加州、德州为代表的美国西南部地区新能源渗透率高，电力系统净负荷呈现“鸭型曲线”，具备能量转移能力的储能系统在美国需求明显。2025年6月，加州CAISO电网夜间峰时26%的电力供应，来自储能。而随着功耗更高的智算中心开始在美国加速部署，随之产生的用电量与供电问题受到广泛关注。除此之外，美国OBBBA法案将大储ITC补贴延长至2036年，进一步推动美国大储需求。除此之外，欧盟与各成员国也均有出台储能支持政策，推动储能发展，行业增长潜力大。
- **投资建议：**预计公司2025-2026年归母净利润3.39、4.22亿元，对应PE24x，19x。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、行业竞争加剧、新产品开拓不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1835	2165	3286	4489	6129
同比增长	15%	18%	52%	37%	37%

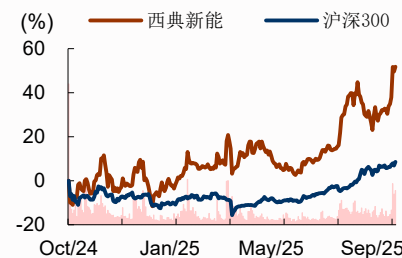
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 50.7元

基础数据

总股本(百万股)	162
已上市流通股(百万股)	53
总市值(十亿元)	8.2
流通市值(十亿元)	2.7
每股净资产(MRQ)	10.6
ROE(TTM)	16.1
资产负债率	40.8%
主要股东	SHENG JIAN HUA
主要股东持股比例	33.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	41	80
相对表现	14	23	56



相关报告

游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
蒋国峰 S1090524100005
jiangguofeng@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	231	259	382	477	633
同比增长	32%	12%	47%	25%	33%
归母净利润(百万元)	198	228	339	422	560
同比增长	28%	15%	49%	25%	33%
每股收益(元)	1.23	1.41	2.10	2.61	3.46
PE	41.4	36.0	24.2	19.4	14.6
PB	12.8	4.9	4.3	3.7	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司基本情况介绍	5
1、 基本情况	5
2、 股权结构	5
3、 业务情况	6
4、 财务分析	8
二、 技术优势突出，客户资源优质	10
1、 管理层重视研发投入，经营效率高	10
2、 自制设备竞争力强，技术储备多	11
3、 客户资源优质，储能有望带来显著增量	12
三、 海外大储需求有潜力	14
1、 海外大储需求有潜力	14
四、 盈利预测	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司营收构成 (亿元)	7
图 4: 公司研发费用 (亿元)	11
图 5: 2023 公司研发人员学历构成	11
图 6: 公司期间费用率情况	11
图 7: 公司人均创收情况 (万元/人)	11
图 8: 特斯拉储能板块收入 (百万美元)	13
图 9: 特斯拉储能毛利率	13
图 10: 美国并网列队中各类项目容量分布	14
图 11: 加州电力系统净负荷“鸭型曲线”	14
图 12: 储能系统较燃气更具经济性	14
图 13: 西典新能历史 PE Band	16
图 14: 西典新能历史 PB Band	16

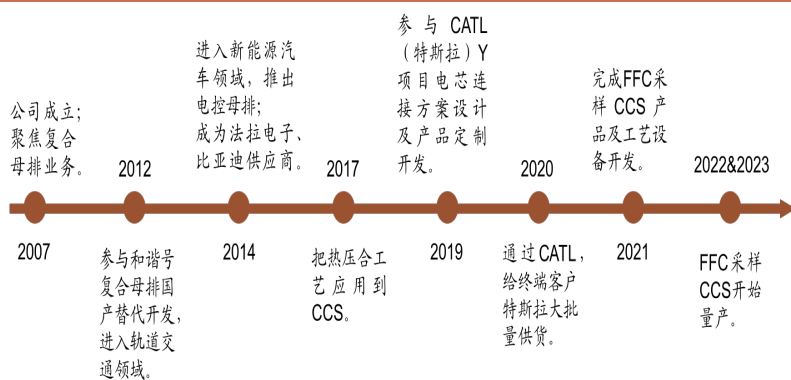
表 1: 员工持股计划公司层面业绩考核	6
表 2: 公司主要产品	7
表 3: 业绩摘要	8
表 4: 负债情况	9
表 5: 现金流情况	9
表 6: 资产回报率情况	9
表 7: 固定资产和在建工程情况	9
表 8: 公司管理层及董事情况	10
表 9: 公司人力资源情况	11
表 10: 公司不同类别电池连接系统工艺及主要原材料对比	12
表 11: 2023 上半年公司主要客户	13
表 12: 储能 ITC 政策	15
表 13: 部分国家或地区的储能支持政策	15
表 14: 盈利预测	16
附: 财务预测表	17

一、公司基本情况介绍

1、基本情况

苏州西典新能源电气股份有限公司成立于 2007 年，主要从事电连接技术的研究、开发和应用。公司自设立以来即深耕热压合领域、聚焦复合母排业务，先后进入工业变频、新能源发电、轨道交通等领域，主要产品为工业电气母排。2014 年，在原有复合母排业务稳定发展的基础上，公司瞄准新能源汽车行业发展机遇，正式推出了应用于新能源汽车领域的电控母排，成为法拉电子、比亚迪供应商。2019 年，公司参与宁德时代 T 项目大模组电芯连接方案设计及产品定制开发，2020 年，公司与宁德时代签订长期供货协议并实现批量供货。公司于 2024 年 1 月在上交所主板上市。

图 1：公司历史沿革



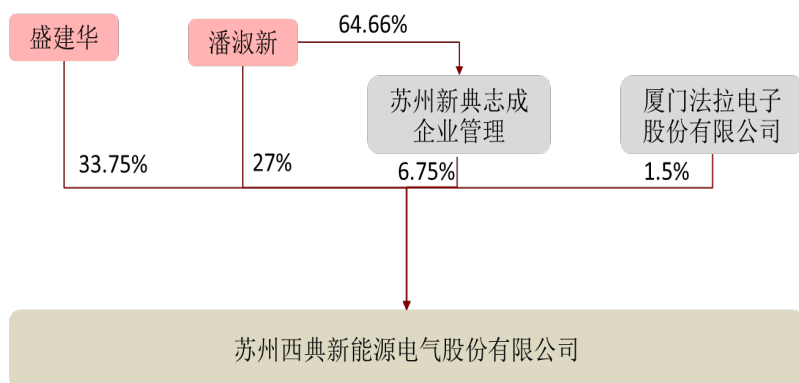
资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构

公司股权结构集中。截至 2025 年 Q2 末，公司实控人为盛建华、潘淑新，两人系夫妻关系。盛建华担任公司董事长、总经理，潘淑新担任董事和副总经理。盛建华直接持股 33.75%，潘淑新直接、间接持股共计 31.36%，股权集中。此外，公司主要客户之一法拉电子持有公司 1.5% 股权。

公司发布员工持股计划。2025 年 9 月，公司发布第二期员工持股计划草案。该持股计划的持有人包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、核心骨干等，持有人合计不超过 166 人。本持股计划的资金规模为不超过 1800 万元。该计划有助于提高员工凝聚力和公司竞争力，促进公司发展。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：员工持股计划公司层面业绩考核

解锁期	考核年度	业绩考核目标
首次受让 第一期	2025	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%； (2) 以 2024 年归属于普通股股东净利润为基数，2025 年归属于普通股股东净利润增长率不低于 10%
首次受让 第二期	2026	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2025 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10%； (2) 以 2025 年归属于普通股股东净利润为基数，2026 年归属于普通股股东净利润增长率不低于 10%。
首次受让 第三期	2027	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2026 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 10%； (2) 以 2026 年归属于普通股股东净利润为基数，2027 年归属于普通股股东净利润增长率不低于 10%。
预留部分 第一期	2026	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2025 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10%； (2) 以 2025 年归属于普通股股东净利润为基数，2026 年归属于普通股股东净利润增长率不低于 10%。
预留部分 第二期	2027	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2026 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 10%； (2) 以 2026 年归属于普通股股东净利润为基数，2027 年归属于普通股股东净利润增长率不低于 10%。

资料来源：《西典新能：第二期员工持股计划》、招商证券

3、业务情况

主营业务：公司的主营业务为电连接产品的研发、设计、生产和销售，主要产品包括电池连接系统、工业电气母排、电控母排。产品广泛应用于新能源汽车、电化学储能、轨道交通、工业变频、新能源发电等领域。公司积累了宁德时代、比亚迪、法拉电子、中国中车、阳光电源、国轩高科、西屋制动、罗克韦尔、东芝

三菱等优质客户。

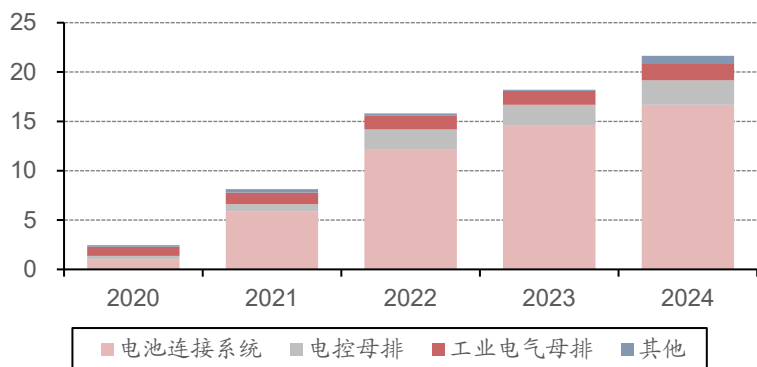
电池连接系统：是一种将铝巴、信号采集组件、绝缘材料等通过热压合或铆接等方式组合在一起，实现电芯间串并联，温度、电压等信号采集和传输的电连接的系统，公司提供的产品主要面向新能源汽车领域和电化学储能领域。

工业电气母排：主要应用于高电压大电流行业，例如轨道交通、光伏、风电以及电力、冶金、石油、化工、中央空调等各类工业领域。

电控母排：产品主要应用于新能源汽车、混动燃油车的电机控制器之中，主要客户为比亚迪、法拉电子、基美电子等

- **采购模式：**公司采购的原材料主要包括电子材料、铜材、铝材、绝缘材料等，主要原材料采用按需采购的模式。公司与主要供应商签署框架协议合同，以客户的订单或需求计划为基础，制定相关采购计划，由采购部审批通过后向相关供应商下达采购订单并对采购订单全程跟踪，待仓库签收后进行相关质量检测并入库。
- **生产模式：**针对电连接产品定制化程度较高的特点，公司采取“以销定产”的生产模式，以客户订单为依据，根据订单具体需求安排生产。公司制定了标准化的生产管理程序以及相应的作业流程，确保产品品质及交货期限满足客户的要求。
- **销售模式：**公司所生产的电连接产品为非标准化的定制产品。产品呈现强专业性和高度定制化的特点。公司需与下游客户直接进行技术交流，从而更好地了解及满足客户需求。因此公司采用向客户直接销售的模式，不存在经销商销售情形。公司销售部下设客服部和商务部，其中客服部负责销售订单执行、售后和维护工作，商务部负责潜在项目的挖掘和订单的争取。公司建立了完善的销售管理流程。

图 3：公司营收构成（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司主要产品

产品名称	产品简介	主要产品	具体应用场景
复合母排	一种采用铜板或铝板等金属做为导体，导体之间采用绝缘层进行隔离绝缘的母线排，主要运用在变频器、逆变器功率转换模块中，实现功率器件与主电路组件的电气连接。	工业电气母排	轨道交通、工业变频、新能源发电等高压、大电流领域。
		电控母排	新能源汽车、搭载 48V 微混系统的燃油车。

电池连接系统 / CCS	一种将铝巴、信号采集组件、绝缘材料等通过热压合或铆接等方式组合在一起，实现电芯间串并联，温度、电压等信号采集和传输的电连接的系统。	动力电池系统	新能源汽车、电动助力车
		储能电池连接系统	储能

资料来源：公司招股书、招商证券

4、财务分析

公司 2025 上半年公司收入、归母净利、扣非归母净利 13.92、1.39、1.38 亿元，同比提升 66%、52%、51%。Q2 单季度收入、归母净利、扣非归母净利 6.85、0.67、0.66 亿元，同比提升 53%、60%、55%。

【毛利及费用情况】

上半年综合毛利率 16.65%，同比下滑 1.06pct。各项费用率合计 3.98%，同比下降 0.7pct，主要系收入规模提升，费用有所摊薄。

【资产负债情况】

截至 2025 中报末，公司资产负债率达到 40.79%，较年初提升 1.6pct。在手现金及交易性金融资产约 4.6 亿元，对应各项有息负债约 0.55 亿元，偿债保障能力较强，报表扎实。

【现金流情况】

公司上半年经营性活动现金流净额-0.97 亿元，同比下滑 180%。主要系销售商品、提供劳务收到的现金有所减少，截至中报，应收票据及账款达到 10.29 亿元。

表 3：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
营业收入	1592.7	1835.3	2164.5	446.7	684.7	53.28
营业成本	1309.1	1498.5	1788.8	375.5	575.2	53.18
毛利润	283.5	336.9	375.7	71.2	109.5	53.81
销售税金	6.6	6.9	9.7	1.6	3.0	89.39
销售费用	5.8	8.5	9.7	2.4	3.3	38.38
管理费用	26.0	28.7	31.0	7.6	8.3	8.88
研发费用	48.0	51.7	62.5	16.3	19.9	21.63
经营利润	197.1	241.1	262.8	43.3	75.1	73.37
资产和信用减值损失	-21.4	-5.4	-26.8	-2.0	-0.8	-59.77
财务费用	-1.1	2.7	-12.9	-4.9	-0.7	-84.90
投资收益	-2.7	-3.5	2.8	-0.1	2.3	-2000.02
资产处置收益	0.1	0.1	-0.8	0.0	0.0	-
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
其他收益	1.0	1.9	8.4	1.6	0.8	-50.06
营业外收入	0.3	3.6	3.0	3.0	0.0	-99.02
营业外支出	0.2	0.9	0.8	4.4	0.0	-99.86
利润总额	175.3	234.2	261.6	46.3	78.1	68.63
所得税	20.8	36.1	33.8	4.3	11.0	155.81
税后净利润	154.5	198.1	227.8	42.1	67.2	59.75
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
归母净利润	154.5	198.1	227.8	42.1	67.2	59.75
非经常性损益	1.0	3.2	9.2	-0.3	1.4	-580.57

扣非归母净利润	153.5	194.9	218.6	42.4	65.7	55.19
主要比率						百分点变化
毛利率	17.8	18.4	17.4	15.9	16.0	0.06
销售费用率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.05
管理费用率	1.6	1.6	1.4	1.7	1.2	-0.49
研发费用率	3.0	2.8	2.9	3.7	2.9	-0.76
财务费用率	-0.1	0.1	-0.6	-1.1	-0.1	0.99
所得税率	11.7	15.2	13.1	9.2	14.4	5.22
净利率	9.7	10.8	10.5	9.4	9.8	0.40
扣非净利率	9.6	10.6	10.1	9.5	9.6	0.12

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q2	百分点变化
负债率%	70.30	55.76	39.19	40.79	1.59
短期借款	37.30	15.91	65.11	54.50	-16.30
一年内到期	31.57	61.58	1.71	0.53	-68.79
长期借款	26.78	85.21	0.00	0.00	-
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金	39.43	78.55	338.18	191.64	-43.33

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	百分点变化
赊销比	58.15	37.01	43.21	67.77	122.66	54.89
存货营收比	10.88	8.67	9.41	18.50	23.22	4.72
销售商品、劳务获现金/营收	50.78	65.34	53.70	43.43	18.47	-24.97
经营性现金流净额(百万元)	56.53	153.46	153.44	121.47	-96.73	-179.63
经营现金流净额/税后净利润	36.59	77.46	67.35	139.68	-105.52	-245.20

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	百分点变化
归上净利率(%)	9.70	10.79	10.52	9.41	9.81	0.40
总资产周转率(%)	1.38	1.25	1.03	0.44	0.49	0.05
权益乘数	3.19	2.71	1.81	1.63	1.67	0.04
ROE(%)	42.82	36.62	19.60	7.81	8.21	0.39
ROA(%)	13.41	13.51	10.80	4.80	4.92	0.12
ROIC(%)	35.65	29.91	17.07	6.72	7.84	1.11

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q2	百分点变化(%)
固定资产	157.36	245.18	277.84	287.86	3.61
在建工程	9.74	15.93	35.70	73.60	106.17

资料来源：公司公告、招商证券

二、技术优势突出，客户资源优质

1、管理层重视研发投入，经营效率高

管理层深刻理解行业，重视研发投入。公司管理层拥有专业技术背景和多年管理经验，对行业、技术均有深刻的理解与经验，董事长盛建华拥有超过 30 年的汽车、电气行业从业、管理经验。同时，公司重视研发投入，研发团队质量较高。截至 2024 年底，公司研发人员数量为 180 人，研发人员学历在本科及以上学历的占比 63%，员工教育水平较高。2025 年上半年研发费用达到 0.35 亿元。

经营效率高。公司主营业务突出，生产制造环节自动化程度高；管理架构精简，人员数量少，经营效率高。公司人均创收与期间费用率等指标均优于同业。

表 8：公司管理层及董事情况

姓名	职务	年龄	个人简历
盛建华	董事长 总经理	57	加拿大国籍，硕士学历，拥有中国境内永久居留权，加拿大注册工程师。1994 年 4 月至 1995 年 4 月，任中国汽车技术研究中心汽车研发测试工程师；1995 年 5 月至 1999 年 12 月，任施耐德电气（天津）有限公司生产主管、技术经理；2000 年 1 月至 2004 年 10 月，任施耐德电气（加拿大）工艺主管、质量主管；2004 年 11 月至 2007 年 3 月，任新美亚通讯设备（苏州）有限公司项目经理、质量经理、代总经理；2007 年创办本公司并担任总经理、研发总监；2014 年创办苏州西顿家用自动化有限公司；2021 年 11 月至今任公司董事长、总经理。
潘淑新	董事 副总经理	56	加拿大国籍，硕士学历，拥有中国境内永久居留权。1994 年 4 月至 1995 年 5 月，任中国汽车技术研究中心汽车安全工程师；1995 年 6 月至 1997 年 4 月，任 PPGCoatings 生产计划主管；1997 年 5 月至 1999 年 12 月，任摩托罗拉电子有限公司项目商务主管；2000 年 1 月至 2004 年 12 月，任 MobileClimateControl 大客户经理；2007 年创办西典有限并担任副总经理、销售总监；2014 年创办苏州西顿家用自动化有限公司；2021 年 11 月至今任公司董事、副总经理；2022 年 9 月至 2023 年 5 月任公司董事会秘书。
高宝国	董事	47	中国国籍，本科学历，无境外永久居留权。1999 年 1 月至 2005 年 6 月，任皖东车辆股份有限公司技术员；2005 年 6 月至 2007 年 4 月，任明光市育人职业技术学校教师；2007 年 5 月至 2015 年 12 月，任公司工艺工程师；2015 年 12 月至今任公司工艺经理；2021 年 11 月至今任公司董事。
薛峰	副总经理	36	中国国籍，硕士学历，无境外永久居留权。曾任盖茨优霓塔传动系统（苏州）有限公司运营经理，安波福电子（苏州）有限公司高级卓越运营经理。2024 年 4 月至今任公司运营总监。
李玉红	财务总监	51	中国国籍，本科学历，无境外永久居留权。高级会计师。1997 年 7 月至 2000 年 5 月，任济南钢制家具厂财务部会计；2001 年 10 月至 2018 年 7 月，历任苏州宝馨科技实业股份有限公司会计、财务课长、财务总监；2018 年 8 月至 2019 年 1 月，任苏州世华新材料科技股份有限公司资深财务经理；2019 年 10 月至 2022 年 12 月，历任江苏伟康洁婧医疗器械股份有限公司资深财务经理、董事、董事会秘书、财务总监；2023 年 3 月至 2023 年 5 月，任公司总经理助理；2023 年 5 月至今，任公司财务总监。
李冬	董秘	42	中国国籍，本科学历，无境外永久居留权。曾任徐工集团工程机械股份有限公司证券业务管理岗，慧云新科技股份有限公司董事会秘书，上海合晶硅材料股份有限公司证券事务代表。2022 年 2 月至今任公司证券事务代表。

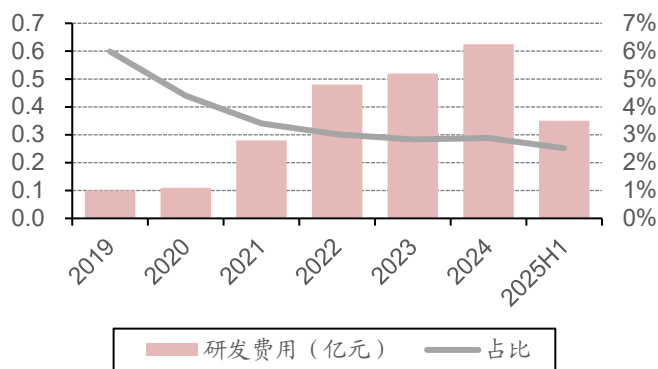
资料来源：公司公告、招商证券

表 9: 公司人力资源情况

	2023	2024
员工专业构成		
生产人员	923	1122
销售人员	21	23
技术人员	146	180
财务人员	18	17
行政人员	53	60
员工学历构成		
硕士及以上	10	15
本科	168	231
专科	206	269
大专及以下	777	887

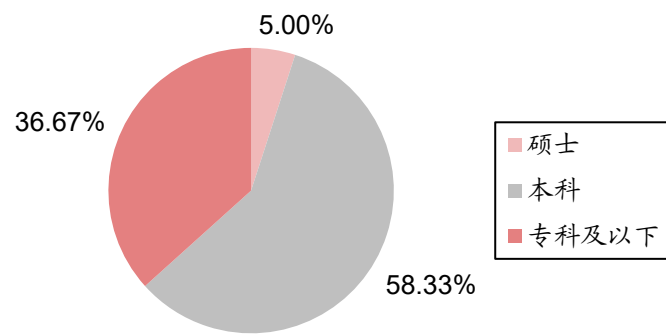
资料来源: 公司公告 招商证券

图 4: 公司研发费用 (亿元)



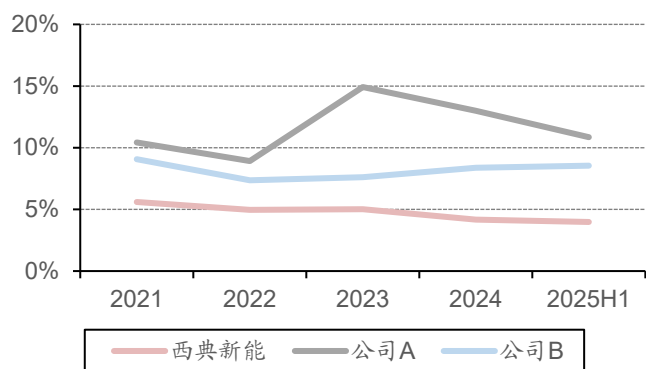
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 2023 公司研发人员学历构成



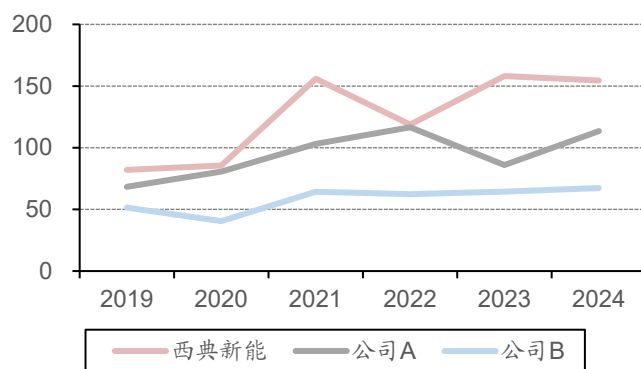
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司人均创收情况 (万元/人)



资料来源: 公司公告、招商证券

2、自制设备竞争力强，技术储备多

设备自制，市场竞争力强。公司拥有一支经验丰富的设备开发团队，经过多年工艺及设备开发积累，具备电连接热压设备、焊接设备、视觉检测、电性能检测等

关键设备的自主设计开发能力及应用经验。公司通过自主设计制造关键生产设备，一方面，能够满足公司产品的定制生产需求、降低生产成本。另一方面，可快速响应下游客户对于产品优化及升级换代的需求，有效提升公司市场竞争力。

深耕电连接领域，技术储备多。公司一直专注于电连接领域的技术研究，经过17年技术积累，在产品创新、研发设计等方面具备较强的技术优势，技术方面获得不断突破：

- **从FPC到FFC的升级迭代。**2019年，公司完成FPC（柔性电路板）采样电池连接系统产品及工艺设备开发。为了提高产品可靠性，公司研发了FFC（柔性扁平电缆）技术，相较于FPC，FFC信号线路成本更低、强度更高，目前公司FFC采样电池连接系统产品已投入量产。
- **直焊技术。**2023年，公司推出的直焊技术，在今年上半年已进入批量应用阶段，该技术改变了原来FPC必须通过镍片过渡连接的需求，省去了镍片及SMT工艺的成本，直接将FPC通过超声波技术焊接到铝巴上，极大的节省了FPC组件的成本。
- **热压合技术。**2024年上半年，公司在行业内率先推出薄膜技术，该技术采用了单层薄膜热压合技术。与以往的热压合技术相比，材料成本降低，自动化程度提高，降低了产品的整体成本。与吸塑托盘简易电池连接系统相比，既降低了产品成本又提高了产品可靠性。

新一代薄膜技术有望放量。2024年，公司在行业内率先推出薄膜+直焊+FFC，该技术采用了单层薄膜热压合技术。与以往的热压合技术相比，材料成本降低，自动化程度提高，降低了产品的整体成本。与吸塑托盘简易电池连接系统相比，既降低了产品成本又提高了产品可靠性。薄膜技术自动化产线，均由公司自动化团队自主开发和制造，并已成功通过客户的量产验证。公司率先掌握了这两项自动化技术，具备行业内先发优势，有助于这两项技术的大批量推广。

表 10：公司不同类别电池连接系统工艺及主要原材料对比

产品类别	工艺类型	主要原材料	产品导入情况
PCB 采样电池连接系统	热压工艺	PCB 组件、绝缘膜、铝巴	2017 年工艺成熟投入量产
	铆接工艺	PCB 组件、铝材、铆钉、胶材	2020 年完成产品开发
FPC 采样电池连接系统	热压工艺	FPC 组件、绝缘膜、铝巴	2019 年完成工艺及设备开发，2020 年投入量产
	热铆工艺	FPC 组件、吸塑盘、铝巴	2022 年开始小批量量产，2023 年投入量产
FFC 采样电池连接系统	热压工艺	FFC 组件、绝缘膜、铝巴	2022 年下半年投入量产 试验阶段
	热铆工艺	FFC 组件、吸塑盘、铝巴	

资料来源：公司招股书、招商证券

3、客户资源优质，储能有望带来显著增量

客户资源优质。公司在电连接行业深耕多年，凭借产品技术水平以及工艺制造优势树立了良好的用户口碑，与下游多个应用领域的优质客户，客户粘性较高，拥有丰富的客户资源。在新能源汽车领域，公司产品可应用于纯电动汽车、插电式混合动力汽车和增程式混合动力汽车，主要客户为宁德时代、蜂巢能源、上汽时

代、一汽等，产品已批量应用于特斯拉、大众、小米、蔚来、理想、长城、赛力斯、福特、智己等众多热销车型。电化学储能领域，电池连接系统产品已批量供货特斯拉、阳光电源等储能项目。

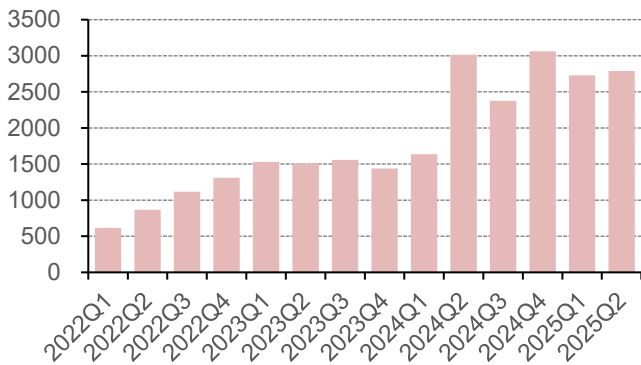
特斯拉储能业务发展强劲，有望为公司带来显著增量。2025Q2，特斯拉储能收入 27.89 亿美元，同、环比提升-7%、2%，储能板块毛利达到创纪录的 8.46 亿美元，上海储能工厂也在如期爬坡。特斯拉在海外市场规模优势显著，拥有美国本土 PCS 自研自产能力，盈利能力优异。随着上海储能工厂完成爬坡，出货将进一步提升。有望为公司带来显著增量。

表 11: 2023 上半年公司主要客户

序号	客户	主要销售内容	占比
1	宁德时代	电池连接系统	72.57%
2	比亚迪	电控母排	5.36%
3	法拉电子	电控母排	4.52%
4	国轩高科	电池连接系统	2.51%
5	西屋制动	工业电气母排	2.44%

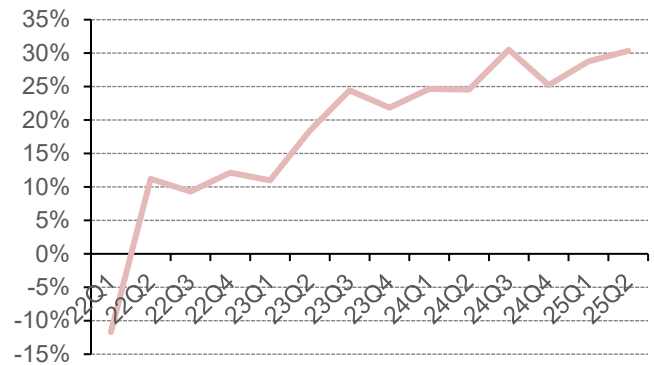
资料来源：公司招股书、招商证券

图 8: 特斯拉储能板块收入 (百万美元)



资料来源：特斯拉官网、招商证券

图 9: 特斯拉储能毛利率



资料来源：特斯拉官网、招商证券

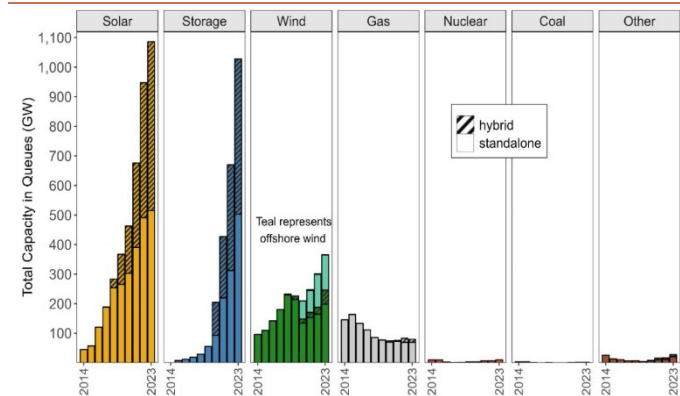
三、海外大储需求有潜力

1、海外大储需求有潜力

美国大储需求偏刚性。以加州为代表的美国西南部地区光照资源优渥，光伏渗透率高，电力系统净负荷呈现“鸭型曲线”，具备能量转移能力的储能系统在美国需求明显。2025年6月，加州CAISO电网夜间峰时26%的电力供应，来自储能。同时，随着AI技术获得突破，功耗更高的AI数据中心开始在美国加速部署，由此而产生的用电量与供电问题受到广泛关注。据Fluence的CEO Nebreda此前透露，公司40%的美国项目与数据中心间接相关。除此之外，美国OBBBA法案将大储ITC补贴延长至2036年，规定储能项目若在2033年年底前开始建设，抵免为100%，2034年为75%，2035年为50%，2036年以后抵免停止。

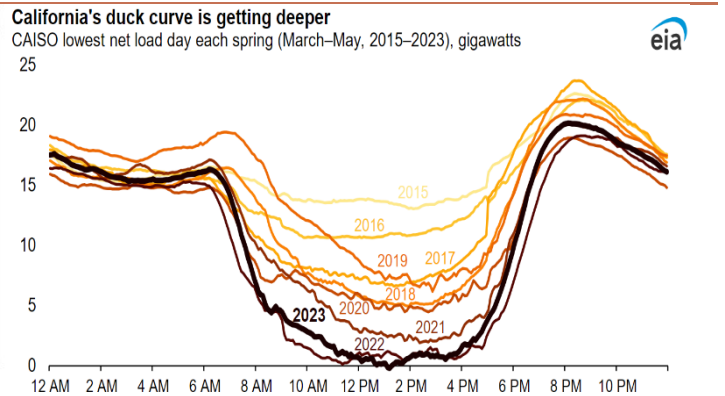
欧洲大储支持政策陆续出台。在全球过去几年可再生能源装机占比提升背景下，电网的压力也在加大，这对于各国的电力系统的调节能力、基础设施都是一个挑战。在Ember研究的26个欧洲国家中，有11个国家的电网没有足够能力承受预期中的“风光”电力并网。欧盟以及各成员国都在加大对储能建设的支持，推动储能发展。例如，德国计划到2028年累计采购4GWh储能；欧盟批准了意大利177亿欧元的储能计划，协助该国建设超过9GW/71GWh的储能设施。

图 10：美国并网列队中各类项目容量分布



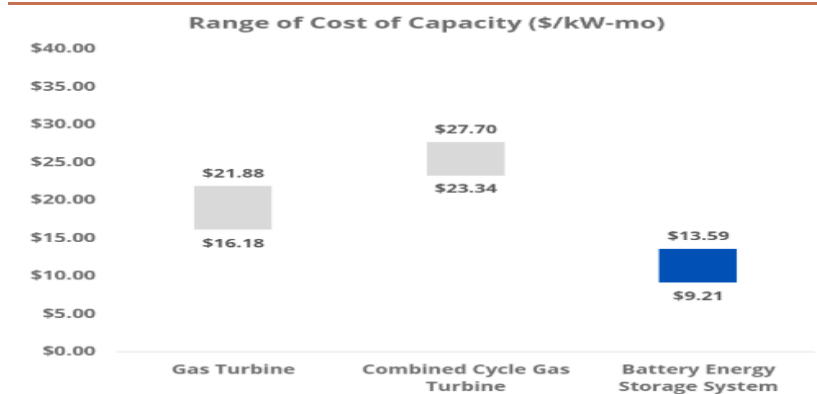
资料来源：BERKELEY LAB、招商证券

图 11：加州电力系统净负荷“鸭型曲线”



资料来源：EIA、招商证券

图 12：储能系统较燃气更具经济性



资料来源：Fluence、招商证券

表 12: 储能 ITC 政策

装机规模	工资及学徒要求	基础抵免	额外抵免			
			本土制造	能源社区	低收入社区 (<5MWac)	累计抵免
<1MWac	不适用	30%	10%	10%	10%/20%	30%-70%
>1MWac	满足/指南发布 60 天内开工	30%	10%	10%	10%/20%	30%-70%
>1MWac	不满足	6%	2%	2%	-	6%-10%
独立储能	满足	30%	-	-	-	30%

资料来源: IRA、招商证券

表 13: 部分国家或地区的储能支持政策

发布时间	国家/地区	政策	政策要点
2024/10	立陶宛	欧盟 1.8 亿欧元支持立陶宛部署储能项目	欧盟批准拨款 1.8 亿欧元支持立陶宛部署 1.2GWh 以上储能项目。
2024/10	波兰	获得欧盟 100 亿兹罗提拨款	40 亿兹罗提用于储能设施建设。该计划旨在通过支持企业建设容量不小于 2MW/4MWh 的电力储存设施, 提高电网的稳定性和国家能源安全。
2024/7/23	波兰	电力储存优先计划	预算约为 40 亿兹罗提、针对电力储存和相关基础设施。该计划将于 2024-2028 年实施。
2024/7/8	越南	发布直接购买电力机制的法令	允许电力消费者(如企业)直接向发电厂购买电力, 而不通过传统的电力公司或电网, 为储能系统的大规模应用奠定了基础。
2024/7/3	希腊	终止储能补贴转向市场化	将终止储能补贴转向市场化, 促进现有太阳能园区的独立电池单元和表后储能设施更快地获得许可。
2024/6	智利	出台容量电费新规鼓励投资储能	对现行容量支付法规进行修订, 有望提高收入流的透明度, 从而释放更多对能源存储系统的投资。
2023/12	意大利	欧盟批准了意大利 177 亿欧元的储能计划	2023 年 12 月欧盟批准了意大利 177 亿欧元的储能计划, 以援助该国建设超过 9GW/71GWh 的储能设施, 以长时储能为主。
2023	英国	公布 2023 版未来能源愿景规划	相较于 2022 年的版本, 新版 FES 拉高对 2024-2027 年的储能装机预期。

资料来源: 各国政府官网、集邦咨询、Bnamericas、招商证券

四、盈利预测

预计公司 2025-2026 年收入分别为 32.86、44.89 亿元，同比增长 52%、37%。
综合毛利率分别为 16.86%、16.50%。

归母净利润 3.39、4.22 亿元，对应 PE24x, 19x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 14: 盈利预测

百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
电池系统	营收	1,462.89	1,668.75	2,670.00	3,738.00	5,233.20
	yoy	20%	14%	60%	40%	40%
	毛利率	15.98%	14.19%	14.00%	14.00%	14.00%
电控母排	营收	205.55	247.86	322.22	402.77	483.33
	yoy	4%	21%	30%	25%	20%
	毛利率	25.07%	21.16%	20.00%	20.00%	20.00%
工业电气母排	营收	141.44	172.54	207.05	248.46	298.15
	yoy	2%	22%	20%	20%	20%
	毛利率	32.32%	37.68%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	营收	1,835.33	2,164.53	3,285.95	4,488.92	6,129.32
	yoy	15%	18%	52%	37%	37%
	毛利率	18.35%	17.36%	16.86%	16.50%	16.17%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

1、下游需求不及预期:

下游需求行业需求不及预期，会影响公司相关收入。

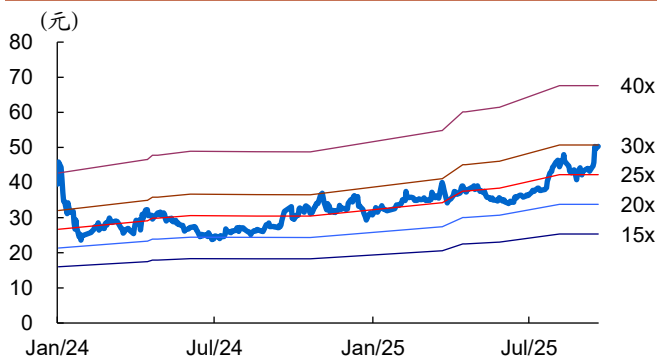
2、行业竞争加剧:

公司所处行业竞争大，大客户话语权强，若行业竞争加剧，可能影响公司盈利水平与市占率。

3、新产品开拓不及预期

公司新产品具有成本和可靠性优势，目前处于开拓期，是未来增长的重要看点。
若开拓不及预期，可能影响公司整体收入情况。

图 13: 西典新能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 14: 西典新能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1127	2309	3176	4327	5759
现金	79	338	290	457	549
交易性投资	0	206	206	206	206
应收票据	81	156	236	323	441
应收款项	598	780	1183	1617	2207
其它应收款	1	1	1	2	2
存货	159	204	311	427	585
其他	209	624	948	1295	1768
非流动资产	325	457	514	565	611
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	245	278	342	399	450
无形资产商誉	39	56	51	46	41
其他	41	122	121	121	120
资产总计	1452	2766	3690	4892	6369
流动负债	724	1084	1794	2658	3682
短期借款	16	65	275	598	881
应付账款	597	942	1439	1975	2707
预收账款	13	10	15	21	28
其他	98	67	65	65	65
长期负债	85	0	0	0	0
长期借款	85	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	810	1084	1794	2658	3682
股本	121	162	162	162	162
资本公积金	128	1005	1005	1005	1005
留存收益	393	515	730	1067	1521
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	642	1682	1896	2234	2688
负债及权益合计	1452	2766	3690	4892	6369

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	153	153	(58)	33	23
净利润	198	228	339	422	560
折旧摊销	23	36	39	46	52
财务费用	3	(0)	(13)	16	22
投资收益	4	(3)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(72)	(100)	(428)	(458)	(622)
其它	(2)	(6)	18	19	24
投资活动现金流	(198)	(582)	(87)	(87)	(87)
资本支出	(198)	(113)	(100)	(100)	(100)
其他投资	0	(468)	13	13	13
筹资活动现金流	79	714	97	222	156
借款变动	79	(137)	208	323	283
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	4	876	0	0	0
股利分配	0	(79)	(124)	(85)	(105)
其他	(3)	13	13	(16)	(22)
现金净增加额	35	285	(49)	168	91

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1835	2165	3286	4489	6129
营业成本	1498	1789	2732	3748	5138
营业税金及附加	7	10	15	18	25
营业费用	8	10	15	20	28
管理费用	29	31	49	67	92
研发费用	52	62	99	135	184
财务费用	3	(13)	(13)	16	22
资产减值损失	(5)	(28)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	8	10	10	10
投资收益	(4)	3	3	3	3
营业利润	231	259	382	477	633
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	234	262	385	479	636
所得税	36	34	46	57	76
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	198	228	339	422	560

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	18%	52%	37%	37%
营业利润	32%	12%	47%	25%	33%
归母净利润	28%	15%	49%	25%	33%
获利能力					
毛利率	18.4%	17.4%	16.9%	16.5%	16.2%
净利率	10.8%	10.5%	10.3%	9.4%	9.1%
ROE	36.6%	19.6%	18.9%	20.4%	22.7%
ROIC	29.6%	16.8%	16.6%	17.4%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	39.2%	48.6%	54.3%	57.8%
净负债比率	11.2%	2.4%	7.4%	12.2%	13.8%
流动比率	1.6	2.1	1.8	1.6	1.6
速动比率	1.3	1.9	1.6	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	9.0	9.9	10.6	10.2	10.2
应收账款周转率	2.3	2.7	2.8	2.7	2.7
应付账款周转率	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.23	1.41	2.10	2.61	3.46
每股经营净现金	0.95	0.95	-0.36	0.20	0.14
每股净资产	3.97	10.41	11.73	13.82	16.63
每股股利	0.49	0.77	0.52	0.65	1.04
估值比率					
PE	41.4	36.0	24.2	19.4	14.6
PB	12.8	4.9	4.3	3.7	3.0
EV/EBITDA	38.0	34.9	23.5	17.8	13.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。