

富特科技（301607）

证券研究报告

2025 年 10 月 15 日

第三方车载电源龙头企业，持续开拓海内外重点客户

深耕新能源汽车高压电源系统，持续开拓带动收入增长

富特科技是业内领先的新能源汽车高压电源核心零部件供应商，主要生产车载充电机、车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品等车载高压电源系统以及非车载高压电源系统。目前已开拓广汽集团、长城汽车、蔚来汽车、易捷特、雷诺汽车、小鹏汽车、小米汽车、比亚迪、长安汽车、零跑汽车、Stellantis、某欧洲主流豪华品牌等国内外一流客户。公司三合一系统集成产品的毛利率逐年上升带动主营业务毛利率增长并保持行业领先。

车载电源行业竞争格局相对集中，未来聚焦三大发展趋势

新能源汽车核心部件车载电源未来升级趋势为高压化、集成化、新材料应用和功能多样化。高压化实现充电效率的提升，集成化有利于新能源汽车轻量化降本；第三代半导体相较传统硅器件优势显著，可促进转换效率、功率密度等实现突破；核心零部件功能多样化，朝双向充放电方向迈进。

车载电源行业优势地位明显，后续增量看海外客户及产能

公司属于国内第三方车载电源龙头企业，下游客户覆盖众多车企，新客户拓展顺利，项目储备丰富，2024 年多个定点项目陆续进入量产期，2024 年上半年小米汽车成为新增前五大客户之一。三合一产品营收占比及销量持续增长，深度集成化产品有望实现突破。公司对比海外供应商在技术、配套经验和成本等多方面优势显著，并响应客户需求，实现率先出海建厂。

非车载高压电源系统取得突破，深入拓展应用场景

公司开发量产大功率 AC/DC、DC/DC 液冷模块，实现国内大功率液冷电源模块的技术突破，极大降低噪音污染，应用场景更加广泛，解决了充电桩进入居民社区普及推广的难点问题；公司在行业内实现了非车载壁挂直流充电的率先布局。

盈利预测与投资评级

预计 2025-2027 年公司营业收入有望达到 29.96/36.08/42.72 亿元，对应归母净利润有望达到 1.59/2.04/2.54 亿元。公司作为国内车载电源第三方龙头在集成化、高压化、功能多样化等趋势下有望进一步实现客户拓展，非车载电源贡献第二增长曲线，未来业绩增长可期，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、技术升级迭代和研发失败、下游客户相对集中、半导体器件等部分原材料依赖进口、公司为次新股短期内存在股价波动风险，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	42.47 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	155.42
流通 A 股股本(百万股)	108.31
A 股总市值(百万元)	6,600.70
流通 A 股市值(百万元)	4,599.72
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	64.82
一年内最高/最低(元)	58.00/32.25

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
王彬宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070005	
wangbinyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,835.16	1,933.84	2,995.65	3,608.12	4,271.85
增长率(%)	11.20	5.38	54.91	20.45	18.40
EBITDA(百万元)	349.43	357.21	214.67	263.01	318.39
归属母公司净利润(百万元)	96.44	94.61	159.10	203.81	253.95
增长率(%)	11.14	(1.90)	68.18	28.10	24.60
EPS(元/股)	0.87	0.85	1.02	1.31	1.63
市盈率(P/E)	48.89	49.84	41.49	32.39	25.99
市净率(P/B)	6.12	4.71	5.50	4.73	4.02
市销率(P/S)		2.44	2.20	1.83	1.55
EV/EBITDA	0.00	10.34	24.10	22.88	14.52

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕新能源汽车高压电源系统，持续开拓带动收入增长.....	4
1.1. 深耕高压电源系统行业，把握新能源汽车发展时机.....	4
1.2. 主营业务稳健发展，优质客户基础深厚.....	4
1.3. 股权结构稳定，管理层产业经验丰富.....	6
1.4. 持续开拓带动收入增长，毛利率行业领先.....	6
1.5. 限制性股票激励计划落地实施，绑定核心团队保障业绩增长.....	8
2. 车载电源行业竞争格局相对集中，未来聚焦三大发展趋势.....	8
2.1. 车载电源行业升级趋势：高压化、集成化和功能多样化.....	8
2.1.1. 趋势一：车载高压电源系统实现核心部件深层次集成化发展.....	9
2.1.2. 趋势二：高压化平台、新材料应用实现产品性能突破.....	9
2.1.3. 趋势三：核心零部件的功能多样化，朝双向充放电方向迈进.....	9
2.2. 竞争格局：国内以第三方供应商为主，海外市场争夺激烈.....	10
2.2.1. 新能源汽车市场持续走强，国产厂商发展迅猛.....	10
2.2.2. 国际竞争力逐步突显，国产厂商积极布局海外市场.....	14
3. 车载电源行业优势地位，后续增量看海外客户及产能.....	15
3.1. 车载电源第三方龙头，客户结构稳步优化.....	15
3.2. 顺应集成化发展趋势，营收增速有望回升.....	17
3.3. 率先出海建厂，海外客户拓展顺利.....	18
4. 非车载高压电源系统取得突破，深入拓展应用场景.....	19
4.1. 液冷超充桩电源模块难点破解，优势显著.....	19
4.2. 探索智能充电模块，技术行业领先.....	19
5. 盈利预测.....	20
6. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司客户定点发展历程.....	4
图 2：公司主营业务收入构成（单位：亿元）及核心业务占比.....	4
图 3：公司车载高压电源系统业务收入构成.....	4
图 4：2024 年公司前五大客户收入占比.....	5
图 5：2019-2025H1 公司前五大客户合计收入及占比.....	5
图 6：公司股权结构（截至 2025 年 8 月 26 日）.....	6
图 7：2020-2025H1 公司营收及同比增速.....	6
图 8：2019-2025H1 归母净利润及同比增速.....	6
图 9：2020-2025H1 公司毛利率和净利率.....	7
图 10：2020-2025H1 公司三项费用率.....	7
图 11：2019-2025H1 公司各项业务毛利率.....	7
图 12：2019-2023 年公司车载高压电源系统各项产品毛利率.....	7
图 13：公司层面的业绩考核要求.....	8

图 14：行业可比公司 2019-2025H1 毛利率分析	11
图 15：行业可比公司 2024 年营业收入及净利润	11
图 16：2023-2025H1 行业可比公司新能源乘用车 OBC 市场份额	12
图 17：2023 年各公司新能源板块直接材料成本占营业成本比重	12
图 18：2023 年各公司新能源板块业务直接材料成本金额（亿元）	12
图 19：2023 年公司原材料采购金额占比	13
图 20：2024 年公司前五大供应商采购情况	13
图 21：2024 年各可比公司前五大客户占总营收比重	13
图 22：2024 年可比公司境外营收（单位：亿元）	15
图 23：公司下游整车厂客户	16
图 24：2020-2023 年公司来自四大核心客户的销售额（亿元）	16
图 25：2022 年公司前五大客户收入占比	16
图 26：2023 年公司前五大客户收入占比	16
图 27：2024 年公司前五大客户收入占比	16
图 28：2024 年 4-9 月小米汽车销量（单位：台）	16
图 29：2019-2023 年公司三合一产品收入及销量	17
图 30：2019-2023 年公司二合一产品收入及销量	17
图 31：2019-2023 年公司三合一产品毛利率及同比增量	17
图 32：2019-2023 年公司二合一产品毛利率及同比增量	17
图 33：2021-2024 年公司境外收入占比	18
图 34：2021-2024 年公司境外收入及同比增速	18
表 1：公司产品介绍	4
表 2：车载高压电源产品分类	8
表 3：国内可比公司介绍和产品分析	10
表 4：行业可比公司 2024 年主要产品销量分析表	11
表 5：行业可比公司 2024 年原材料和前五大供应商占比	12
表 6：国内可比公司客户情况	13
表 7：各个国家和地区的产业政策	14
表 8：国际同行业公司情况	14
表 9：公司处于样机阶段的研发项目	18
表 10：公司在液冷超充、智能充电领域核心技术	19
表 11：公司分业务营收及预测	20

1. 深耕新能源汽车高压电源系统，持续开拓带动收入增长

1.1. 深耕高压电源系统行业，把握新能源汽车发展时机

富特科技是业内领先的新能源汽车高压电源核心零部件供应商。公司成立于2011年，以电网充换电产品为起点，逐步转型车载高压电源系统，建立车规级产品开发体系。2021年起公司依托车规级的体系优势及研发技术积累，开始对非车载高压电源系统进行产业链布局。2024年9月公司登陆资本市场，在深交所创业板上市。

图 1：公司客户定点发展历程

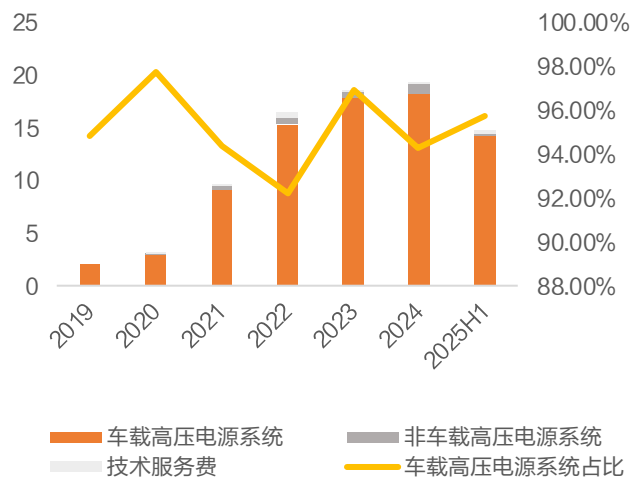


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.2. 主营业务稳健发展，优质客户基础深厚

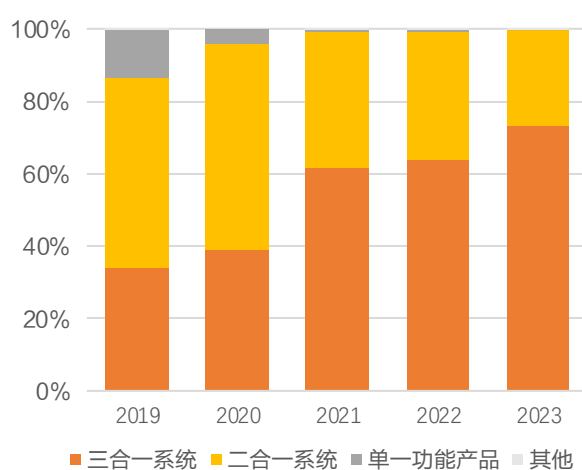
公司主要从事新能源汽车高压电源系统研发、生产和销售。主要产品包括车载充电机（OBC）、车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品等车载高压电源系统，以及液冷超充桩电源模块、智能直流充电桩电源模块等非车载高压电源系统。其中车载高压电源系统收入占比达 90% 以上。

图 2：公司主营业务收入构成（单位：亿元）及核心业务占比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：公司车载高压电源系统业务收入构成



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司产品布局日渐完善。公司先后重点布局车载高压电源系统（OBC：3.3kW /6.6kW /11kW /22kW；DC/DC：0.5kW-5kW）、液冷超充桩电源模块（20kW AC/DC、60kW DC/DC）、智能直流充电桩电源模块（7kW /11kW /22kW）、智能直流充电桩（7kW /11kW /22kW）、便携式智能充电装备等细分产品业务，是目前国内少数同时布局车载高压电源系统和非车载高压电源系统的企业。

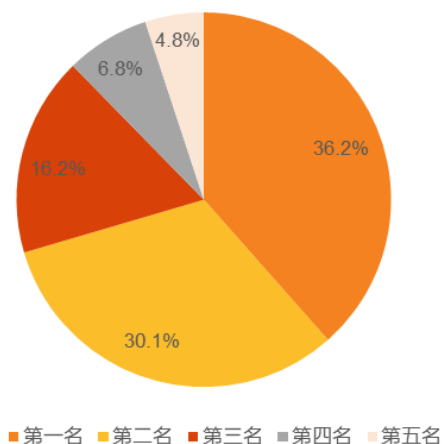
表 1：公司产品介绍

产品类别	产品名称	产品照片	主要功能
车载高压电源系统	车载充电机		通过电池管理系统（BMS）的控制信号，将电网的交流电转换为动力电池可以使用的直流电，对新能源汽车的动力电池进行充电。
	车载 DC/DC 变换器		将动力电池输出的高压直流电转换为低压直流电，以供车机系统、仪表盘、灯光、电动转向等低压车载电器或设备使用。
	二合一系统集成产品		二合一系统集成产品是指按照整车厂的定制化要求进行综合性集成设计的一体化产品。通过集成化设计，能够一定程度上减少占用空间，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量。
	三合一系统集成产品		将车载充电机、车载 DC/DC 变换器、电源分配单元、电动汽车通讯控制器等多个功能模块按照整车厂要求进行综合性集成设计的一体化产品。通过集成化设计，能够减少占用空间，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量。
非车载高压电源系统	液冷超充桩电源模块		液冷超充桩电源模块产品包括 AC/DC 模块和 DC/DC 模块，AC/DC 模块将交流电转换为高压直流电，为储能式超级充电桩蓄电池充电，实现“缓储”，DC/DC 模块将储能式充电桩蓄电池中的电能转换为新能源汽车动力电池所需的电能，为新能源汽车动力电池充电，与 AC/DC 模块共同实现“快放”。
	智能直流充电桩电源模块		智能直流充电桩电源模块用于将电网侧的交流电转换成直流电，通过直流接口给整车电池充电。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

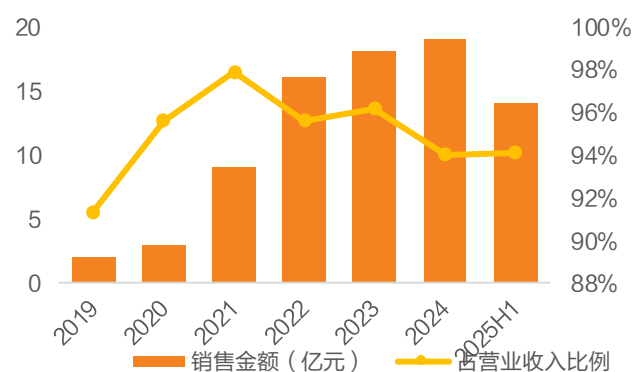
公司客户基础深厚，拥有众多头部优质客户。2024 年公司前五大客户收入占比 93.99%，最大客户收入占比 36.16%。公司客户集中度较高，主要系下游整车产业较为集中的竞争格局、公司重点开发服务优质客户的市场策略以及部分客户的定点项目尚未量产所致。目前公司已相继取得雷诺汽车、日产汽车、小鹏汽车、小米汽车、比亚迪、长安汽车、LG 等优质客户的项目定点，随着产品矩阵的丰富、客户定点项目的量产和爬坡放量，客户集中度问题预计将会得到有效改善。

图 4：2024 年公司前五大客户收入占比



资料来源：2024 年年报、天风证券研究所

图 5：2019-2025H1 公司前五大客户合计收入及占比



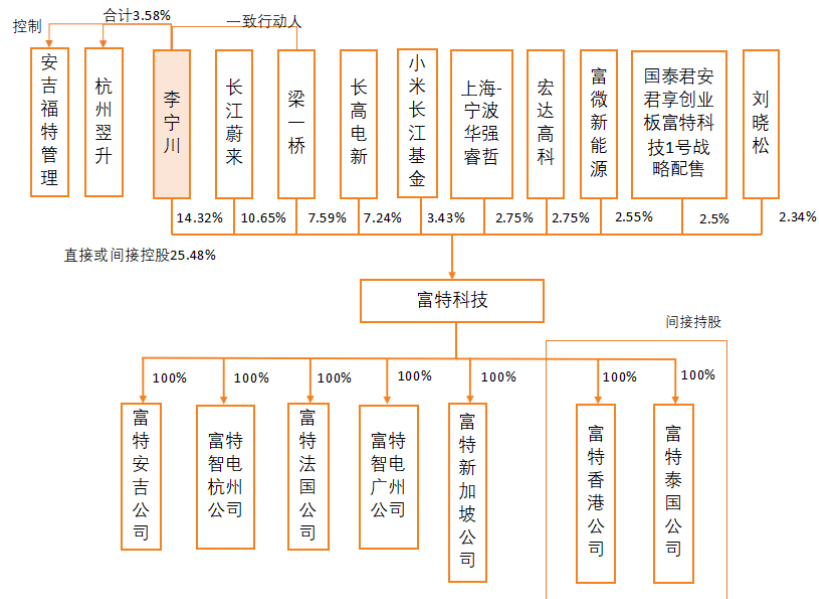
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定，管理层产业经验丰富

公司股权结构稳定，李宁川系实际控制人。李宁川现任公司董事长、总经理，直接持有公司 14.32% 的股份，通过杭州翌升投资管理合伙企业（有限合伙）和安吉富特管理合伙企业（有限合伙）合计控制公司 3.58% 股份，通过与梁一桥签署《一致行动人协议》控制公司 7.59% 的股份。因此李宁川直接或间接控制公司 25.48% 的股份，系公司的实际控制人。

公司核心技术人员李宁川、倪斌、平定钢、张淑亭、林灿皆具备丰富行业经验与资源，共同开拓技术与管理领域，持续推动公司技术研发开拓创新。

图 6：公司股权结构（截至 2025 年 8 月 26 日）

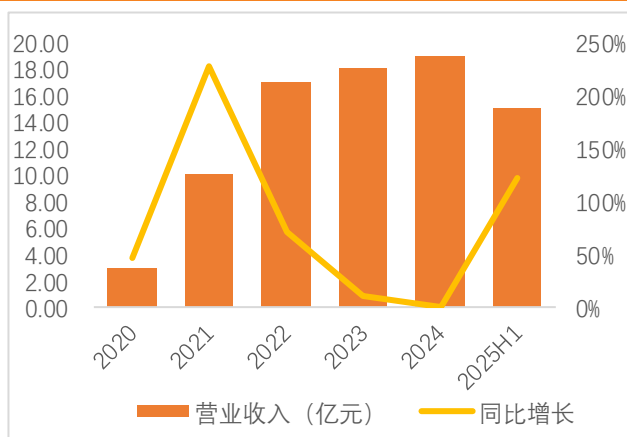


资料来源：2025 年半年报、天风证券研究所

1.4. 持续开拓带动收入增长，毛利率行业领先

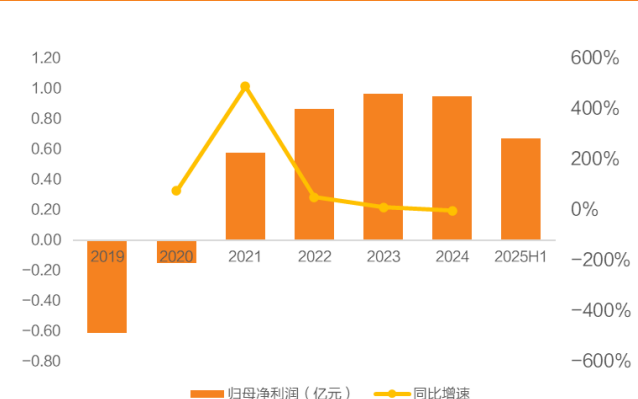
公司营收过去几年呈现快速增长，归母净利润至高点后保持平稳。受益于我国新能源汽车产销量的持续增长以及公司客户群体与配套项目的不断拓展，公司经营规模快速扩大。2020 年至 2024 年，营业收入从 2.95 亿元增长至 19.34 亿元，收入快速增长。其中，2021 年营收同比大幅增长 227.11%，归母净利润同比增长 489.14%。2024 年实现营业收入 19.34 亿元，同比增长 5.39%，实现归母净利润 0.95 亿元。2025 年上半年，公司实现营业收入 14.74 亿元，较上年同期增长 122.64%，得益于公司已与多家头部车企建立稳定的合作关系以及新增客户项目的稳步导入与量产交付。

图 7：2020-2025H1 公司营收及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：2019-2025H1 归母净利润及同比增速

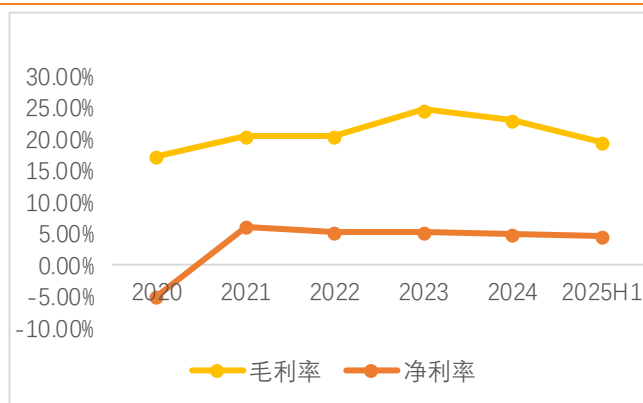


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司毛利率和净利率总体呈先升后稳再略有回落趋势。2021-2023 年，盈利水平呈稳步提升态势，其中毛利率从 2021 年的 20.43%逐步上升至 2023 年的 24.88%，净利率在 2021 年实现扭亏为盈达 5.98%后，2022-2023 年稳定维持在 5.26%。主要系公司业务规模持续扩大、原材料采购议价能力增强，生产端规模效应逐渐显现致使制造费用下降，共同推动盈利能力稳步提升所致。2024 年，公司毛利率为 22.29%，净利率为 4.89%；2025 年上半年，公司毛利率为 19.50%，净利率为 4.54%，较上年同期有一定幅度下降。毛利率波动主要受年降和供应链成本双向传导影响。近几年，新能源汽车行业市场竞争异常激烈，多家车企面对生存压力推出“增配不增价”、“车企兜底补贴”等优惠模式，这类价格战对成本的影响会逐步向产业链传导，因此公司综合毛利率水平略有下降。为应对竞争加剧的情形，公司将持续深化技术降本和供应链协同策略，保障毛利率稳定在合理区间。

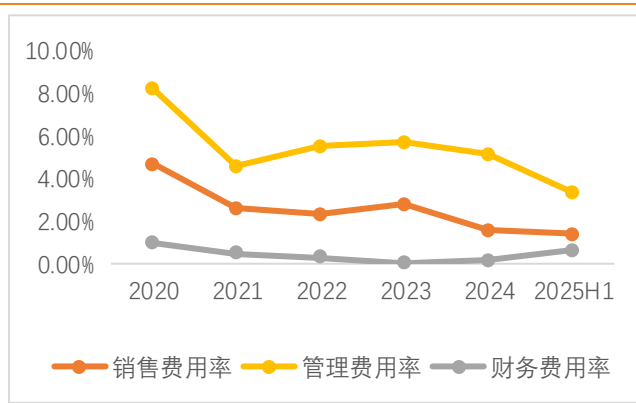
规模化优势显现，费用端优化趋势明确。通过加强运营管控、提高运营效率等措施，2022-2024 年公司期间费用率呈稳中有降趋势，其中 2023 年期间费用率约 20.07%，2024 年期间费用率进一步降至 17.16%，2025 年上半年期间费用率为 13.57%，体现业务规模化下的费用管控成效。

图 9：2020-2025H1 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

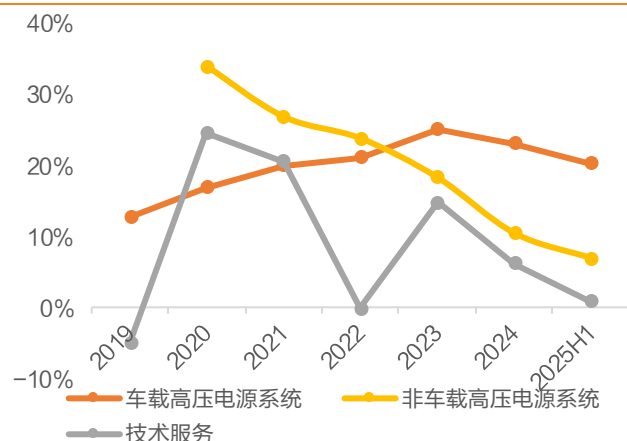
图 10：2020-2025H1 公司三项费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

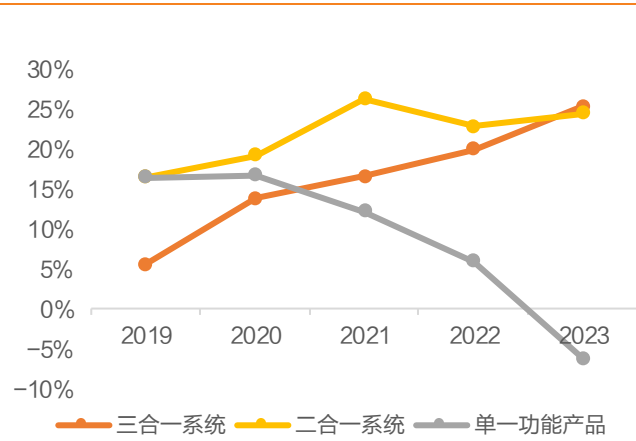
三合一系统集成产品的毛利率逐年上升带动公司主营业务毛利率增长。2021 年-2023 年，车载高压电源系统毛利分别占公司毛利总额的 92.85%、94.43%和 97.75%，是公司毛利的主要来源。得益于公司原材料采购价格下降、生产管控力度加强、规模效应显现以及产品结构改善、收入结构向主力机型集中，三年间三合一产品毛利率分别为 16.54%、19.85%和 25.26%，呈逐年增长趋势。2022 年受产品结构及成本上升等因素影响，公司二合一产品毛利率有所下降，后经生产管理提升、生产工序优化等在 2023 年实现毛利率增长。此外，受项目双方多方面因素影响，技术服务业务项目之间毛利率水平存在差异，导致波动水平较大。2023 年，因取得已量产项目的开发费用补偿，技术服务毛利率有所回升。

图 11：2019-2025H1 公司各项业务毛利率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 12：2019-2023 公司车载高压电源系统各项产品毛利率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.5. 限制性股票激励计划落地实施，绑定核心团队保障业绩增长

2025 年 10 月 13 日，公司完成 2025 年限制性股票激励计划的首次授予，此次授予为公司绑定核心团队、推动长期业绩增长奠定基础。具体来看，首次授予日确定为 2025 年 10 月 13 日，首次授予限制性股票数量合计 442.42 万股，约占公司当前股本总额的 2.85%，占 2025 年激励计划拟授予限制性股票总数的 80.00%；激励对象共计 72 人，涵盖公司董事、高级管理人员及中层管理人员、核心员工，其中 9 名高级管理人员获授 167.20 万股，授予价格为 36.91 元/股，63 名中层管理人员及核心员工获授 275.22 万股，授予价格为 18.46 元/股，两类对象授予价格差异主要基于岗位层级与职责重要性设定，充分体现对不同层级核心人才的激励导向。

2025 年限制性股票激励计划以 2025-2027 年为考核周期，分归属期对公司营收或净利润指标进行考核，若未达标，激励对象对应考核当年计划归属的限制性股票将全部不得归属且作废失效。这一考核机制通过严格的业绩约束与利益绑定，充分调动核心团队积极性，为公司业绩增长的稳定性和可持续性提供了有力保障。

图 13：公司层面的业绩考核要求

归属期		考核年度	业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个归属期	2025 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025 年营业收入不低于 28.00 亿元； (2) 2025 年净利润不低于 1.60 亿元。
	第二个归属期	2026 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025-2026 年累计营业收入不低于 60.00 亿元； (2) 2025-2026 年累计净利润不低于 3.30 亿元。
	第三个归属期	2027 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025-2027 年累计营业收入不低于 95.00 亿元； (2) 2025-2027 年累计净利润不低于 5.35 亿元。
预留授予的限制性股票	第一个归属期	2026 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025-2026 年累计营业收入不低于 60.00 亿元； (2) 2025-2026 年累计净利润不低于 3.30 亿元。
	第二个归属期	2027 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025-2027 年累计营业收入不低于 95.00 亿元； (2) 2025-2027 年累计净利润不低于 5.35 亿元。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 车载电源行业竞争格局相对集中，未来聚焦三大发展趋势

2.1. 车载电源行业升级趋势：高压化、集成化和功能多样化

车载电源是新能源汽车核心部件。车载高压电源主要包括车载充电机、车载 DC/DC 变换器和电源分配单元等。车载充电机能够将电网的电能转换为直流电并为车载储能装置充电；车载 DC/DC 变换器将高压动力电池中的电能转换为低压直流电以供低压车载电器或设备使用；电源分配单元为新能源汽车高压系统提供充放电控制、高压部件上电控制、电路过载短路保护、高压采样、低压控制等功能。

表 2：车载高压电源产品分类

名称	分类	功能
车载充电机	单向车载充电机	能够将电网的电能转换为车载储能装置所需要的直流电，并为车载储能装置充电；对车载储能装置的充电过程进行保护与控制，保障安全性其原理主要是依据电池管理系统（BMS）提供的数据，动态地调节并执行充电电流或电压参数，以此来完成安全、高效的充电过程
	双向车载充电机	正向为车载动力电池充电、反向从车载动力电池取电逆变后给车外设备供电或对电网馈电的电源，是实现 V2G、V2L 和 V2V 功能的关键部件

车载 DC/DC 变换器		将新能源汽车上的高压动力电池中的电能转换为低压直流电，以供车机系统、仪表盘、灯光、电动转向等低压车载电器或设备使用
车载电源集成产品	二合一产品（OBC 与 DC/DC、DC/DC 与 PDU） 三合一产品（OBC、DC/DC、PDU） 及更高集成化水平的多合一产品	将车载充电机、车载 DC/DC 变换器、电源分配单元等多个部件，按照整车厂要求进行综合性集成后提供的定制车载电源系统产品 可减少占用空间，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

随着新能源汽车电动化、智能化、网联化的发展趋势，车载高压电源行业总体向着高转换效率、高功率密度、高可靠性等方向发展，高压化、集成化、新材料应用和功能多样化趋势明显。

2.1.1. 趋势一：车载高压电源系统实现核心部件深层次集成化发展

集成化是车载高压电源产品的重要发展方向。车载电源是新能源汽车的核心部件，也是新能源汽车小尺寸、轻量化、降成本的重要载体。基于新能源汽车的整车布置空间要求，相关功能的汽车零部件通过集成化设计，能够减少占用空间和产品重量，节约成本。

公司运用电力电子集成技术，已经实现了单一功能产品向系统集成产品的代际发展。公司现有的车载电源集成产品，实现了车载充电机、车载 DC/DC 变换器、电源分配单元等功能单元的深度集成化，缩小了产品体积，减轻了产品重量。在此基础上，公司将积极运用电力电子变换技术、数字化及模块化的软件开发技术、高效能热管理和结构设计技术等，进一步探索车载高压电源产品与电机控制器的集成化研究，为公司产品往深层次方向集成奠定基础。

2.1.2. 趋势二：高压化平台、新材料应用实现产品性能突破

为解决新能源汽车面临的动力电池充电慢问题，车载电源的高压化逐渐成为行业发展趋势。通过提升充电电压、采用 800V 高压系统实现充电功率的提升，能够有效解决大电流带来的问题；随着应用 SiC 半导体器件的高压化平台的成熟，转换效率、功率密度等技术指标有望进一步提升。

800V 高压系统以第三代半导体 SiC、GaN 为核心，新材料应用优势明显。与传统硅器件相比，第三代半导体具有更宽的带隙、更高的电子迁移率。第三代半导体中的碳化硅功率器件，在导通电阻、阻断电压和结电容方面，显著优于传统硅功率器件，具备更高的耐压性能，能支持更高的开关频率。使用碳化硅功率器件设计可有效降低同等功率级别下的功率器件使用数量，减小被动器件的尺寸，从而降低动力域产品的尺寸、重量和成本，提高功率密度，具有较大的经济效益。未来，以第三代半导体 SiC 等为核心的 800V 高压系统，在 OBC、DCDC 以及非车载充电桩等领域有望迎来规模化发展。

公司顺应行业技术发展趋势，积极布局半导体材料并取得阶段成果。公司高度重视功率半导体器件的应用研究和电力电子拓扑结构设计的优化开发，公司基于第三代宽禁带半导体材料碳化硅（SiC）的高耐温特性、高阻断电压、高开关速度和低损耗等特性，自主研发了基于第三代宽禁带半导体器件的拓扑应用技术，在电路拓扑层级进行升级优化，简化电路结构设计并提高开关频率，显著提升产品的功率密度，同时电路设计优化也减少了元器件数量，从而达到降本和提升产品质量可靠性的目的。截至目前，公司多个量产项目已经应用第三代宽禁带半导体器件，与此同时，公司也在积极开展第三代宽禁带半导体材料氮化镓（GaN）的应用研究。

2.1.3. 趋势三：核心零部件的功能多样化，朝双向充放电方向迈进

车载高压电源系统逐步向双向充放电的方向演进。通过发挥 V2G、V2L 和 V2V 功能，在未来能源互联网建设中发挥重要作用。

车载充电机方面，产品功能多样化趋势主要体现在开拓新功能，发挥新能源汽车作为移动分布式储能设备的功能，即可以利用整车上的动力电池的能量，通过车载充电机的逆变技

术，一是作为移动电源、应急电源向其他电器供电，满足日常生活及出行中的多样性需求以及应急状态下的用电需求，从而使新能源汽车具备移动分布式储能设备功能，二是实现电网与动力电池储能系统间的能量双向流动。

在车载 DC/DC 变换器方面，产品功能多样化趋势主要体现在集成其他零部件的功能。车载 DC/DC 变换器从单向型发展为双向型，可将低压电转换为高压电，对母线电容进行预充，替代原先设计方案中的预充回路及相关器件，降低系统成本，提高系统可靠性。

2.2. 竞争格局：国内以第三方供应商为主，海外市场争夺激烈

2.2.1. 新能源汽车市场持续走强，国产厂商发展迅猛

国内同行业 5 家主要上市公司业务侧重点略有区别。根据公司主营业务、主要产品以及下游主要应用领域或客户群体分析，车载电源及电驱系统主要上市公司包括欣锐科技、英搏尔、精进电动、威迈斯和富特科技。富特科技、威迈斯和欣锐科技目前重点研发量产车载电源集成产品；英搏尔主要开发驱动总成及电源总成多合一集成产品；精进电动重点业务在电驱动系统。

表 3：国内可比公司介绍和产品分析

公司	公司简介	主要相同或相似产品
欣锐科技	成立于 2005 年，中国新能源汽车车载电源细分市场的龙头企业 以新能源汽车产业、氢能与燃料电池、高端装备制造为三大核心业务板块协同发展的国家高新技术企业	车载充电机、车载 DC/DC 变换器以及以车载充电机、车载 DC/DC 变换器为核心的车载电源集成产品、氢能与燃料电池汽车专用产品 DCF
英搏尔	成立于 2005 年，是一家专注于新能源汽车动力域研发、生产的领军企业，主营产品为新能源汽车驱动总成及电源总成，产品在电动工程机械、电动专用车等领域也获得广泛应用	新能源汽车驱动总成和电源总成
精进电动	成立于 2008 年，全球新能源汽车电驱动领域的领先企业。公司定位于中高端市场，为全球客户开发、配套先进的电驱动核心零部件、总成和系统，产品覆盖乘用车和商用车	新能源汽车电驱动系统，包括三大总成：驱动电机总成、控制器总成、传动总成
威迈斯	成立于 2005 年，致力于电力电子与电力传动产品的研发、生产和销售，国内外众多知名企业的电源解决方案的主流供应商	车载电源的车载充电机、车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品，电驱系统的电机控制器、电驱总成，以及液冷充电桩模块等
富特科技	成立于 2011 年，主要从事新能源汽车高压电源系统研发、生产和销售，是目前国内少数同时布局车载高压电源系统和非车载高压电源系统的企业、少数配套国际一流整车企业和高端品牌新能源汽车的车载高压电源企业，致力于成为全球一流的新能源汽车核心零部件供应商	车载充电机、车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品等车载高压电源系统，以及液冷超充桩电源模块、智能直流充电桩电源模块等非车载高压电源系统

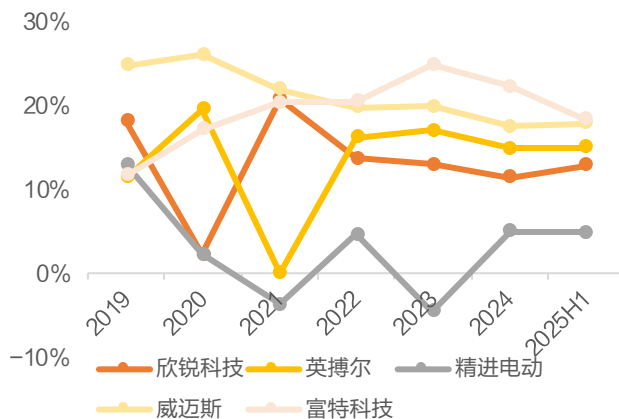
资料来源：Choice、招股说明书、各公司定期报告、天风证券研究所

在政策和市场的双重作用下，国内新能源汽车市场持续走强。国家对新能源汽车产业的持续支持和市场综合影响消费者需求拉动，2023 年，新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，渗透率提高至 31.6%。2024 年，新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。

行业内主要上市公司财务状况差异明显。2023 年，受益于新能源行业持续发展，下游客户需求增长，**富特科技**车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品在销售量方面顺应行业发展快速增长。但由于新能源车企普遍采用规模优先、价格竞争的策略来提升市场占有率，导致行业盈利能力承压，加之部分公司销售产品结构调整升级迭代、新项目仍在逐渐放量，2023 年后，存在毛利率水平略有下降的情况，为应对竞争加剧的情形，公司将持续深化技术降本和供应链协同策略，保障毛利率稳定在合理区间。**精进电动**营业收入受整车销售业务下游需求减少、境内乘用车电驱系统老项目终止和新项目投产的过程衔接不紧密，以及

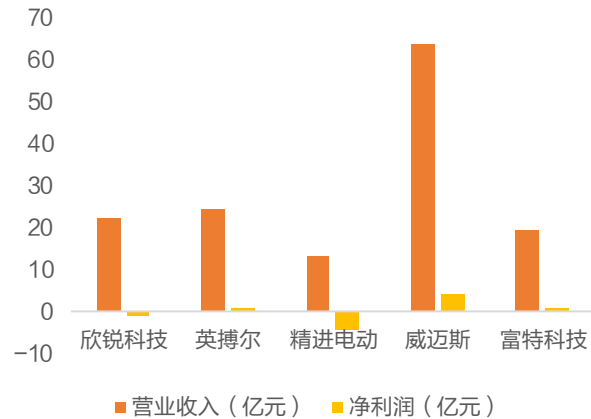
主要技术开发与服务仍在开发过程中等因素影响而有所下滑；欣锐科技受客户需求调整影响，车载充电机产销量下滑，营业收入有所下滑；英搏尔营业收入规模相对较为平稳。

图 14：行业可比公司 2019-2025H1 毛利率分析



资料来源：公司公告、东方财富网、天风证券研究所

图 15：行业可比公司 2024 年营业收入及净利润



资料来源：各公司公告、各公司定期报告、天风证券研究所

2024 年，富特科技凭借深化降本策略、优化供应链，叠加原材料价格低位运行，毛利率稳步上扬。英搏尔通过优化客户结构，前五大客户收入占比提升，加之业务规模扩大催生规模效应，有效摊薄成本，毛利率得以显著提升。欣锐科技受市场竞争冲击，产品售价下滑，即便销量增长，毛利率仍明显下降。同时，公司拓展海外市场、投入创新研发，费用开支增加，进一步压缩利润，致使可比业务毛利率显著下滑。威迈斯虽在车载电源市场保持较高占有率，但受行业价格战及原材料涨价双重挤压，毛利率从高位持续回落。且公司在电驱系统等新业务拓展中前期投入大，尚未形成规模效益，整体可比业务毛利率呈下滑态势。精进电动 2024 年收入增长未达预期，新投产项目产能利用率低，人工与制造费用居高不下。产品结构调整后，高毛利的技术开发与服务收入占比下降，毛利率一度深陷负值区间，2024 年后毛利率有所提高。

表 4：行业可比公司 2024 年主要产品销量分析表

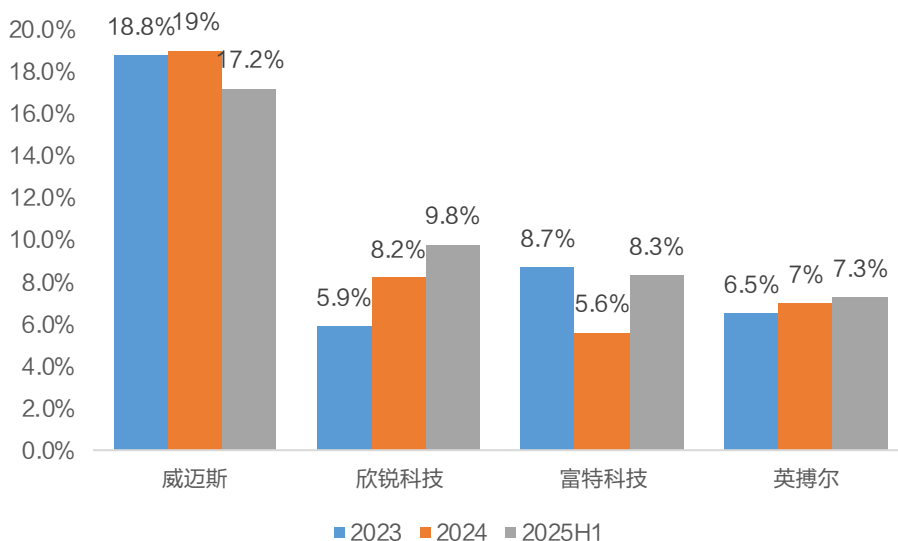
公司	新能源板块主要产品	销量（万台）	合计（万台）
欣锐科技	车载 DC/DC 变换器	1.64	104.18
	车载充电机	0.43	
	车载电源集成产品	101.78	
	燃料电池相关产品	0.33	
英搏尔	电驱总成	9.68	96.87
	电源总成	87.19	
精进电动	新能源汽车电驱动产品	24.35	24.35
威迈斯	车载电源	242.17	258.65
	电驱系统	16.48	
富特科技	新能源车载产品	90.20	94.2
	新能源非车载产品	4.00	

资料来源：各公司定期报告、天风证券研究所

根据 NE Times 数据,2024 年,威迈斯在中国新能源乘用车 OBC 装机量的市场份额为 19%,销量增至 199.66 万套,排名第二;欣锐科技为 8.2%,销量 86.41 万套,位居第三位;英搏尔 7%,销量 72.94 万套,位居第四;富特科技为 5.6%,销量 58.47 万套,同比增长 1.4%,总装机量排名第六。2025 年上半年,威迈斯以 17.2%的市场份额,89.02 万套的销量稳居第二;欣锐科技为 9.8%,销量 50.76 万套,位居第三;英搏尔为 7.3%,销量 37.61 万套位居第五;富特科技超越英搏尔和特斯拉,以 8.3%的市场份额,42.85 万套,位次上升至第

四位，实现中高端车型助力量价齐升。

图 16：2023-2025H1 行业可比公司新能源乘用车 OBC 市场份额



资料来源：NE Times 数据，天风证券研究所

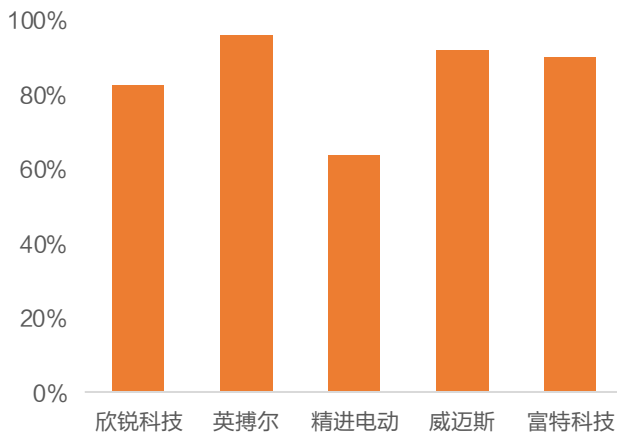
行业主要上市公司供应商集中度总体水平相近，芯片等原材料对进口依赖度高。精进电动和英搏尔前五大供应商集中度较低，2024 年前五大供应商占比分别为 21.38%和 23.96%。欣锐科技、威迈斯和富特科技前五大供应商集中度较高，占比分别为 31.35%、28.50%和 33.44%。

表 5：行业可比公司 2024 年原材料和前五供应商占比

公司	原材料	2024 年前五大供应商占年度采购额比重
	标准器件（半导体类部品、电气类部品、电容类部品、电阻类部品、连接类部品及辅助材料等）	
欣锐科技	定制类器件（磁性元件、结构部品、五金 & 压铸部品、PCB 板、连接线束、包装及密封材料等） 和指定类物料（由客户指定供应规格型号及供应渠道的物料）	31.35%
英搏尔	电子元器件、结构件、线束连接件以及硅钢片、漆包线、辅助材料构成 电子元器件占成本比重最高，主要包括各种功率器件、芯片、电容器等	23.96%
精进电动	磁钢、硅钢片、壳体、漆包线、控制器、端盖、IGBT 和轴等	21.38%
威迈斯	功率半导体、结构件、阻容器件、磁元件、芯片等	28.50%
富特科技	半导体器件、五金结构件、磁性元件、电容电阻、PCB 板、连接器等	33.44%

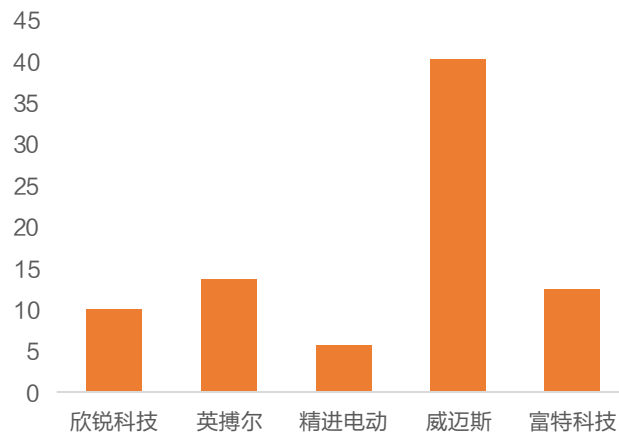
资料来源：招股说明书、各公司定期报告、天风证券研究所

图 17：2023 年各公司新能源板块直接材料成本占营业成本比重



资料来源：招股说明书、各公司定期报告、天风证券研究所

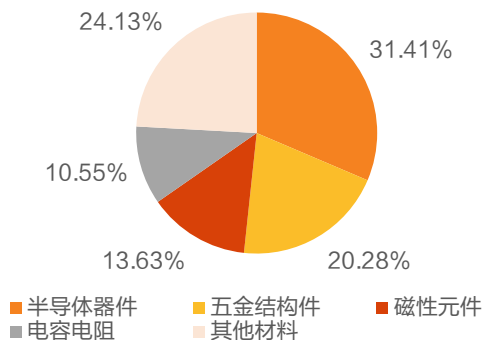
图 18：2023 年各公司新能源板块业务直接材料成本金额（亿元）



资料来源：招股说明书、各公司定期报告、天风证券研究所

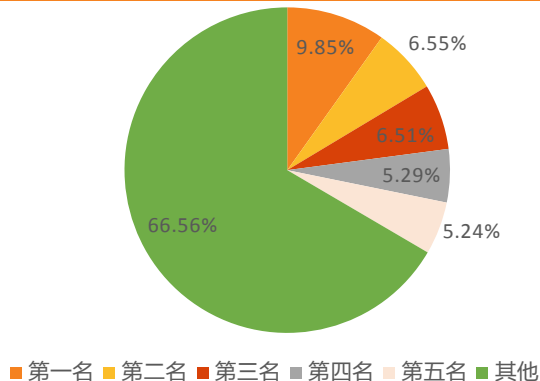
富特科技生产所需的主要原材料包括半导体器件、磁性元件、五金结构件、电容电阻、PCB板及连接器等。2024 年，公司前五大供应商采购高度集中，合计占比超过 30%。截至 2023 年，半导体器件和磁性元件等核心物料采购成本仍呈上升趋势，两类产品采购单价已由 2020 年的 1.71 元/件、3.11 元/件分别提升至 2023 年的 2.60 元/件和 4.29 元/件，反映出原材料价格持续上涨带来的成本压力。

图 19：2023 年公司原材料采购金额占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

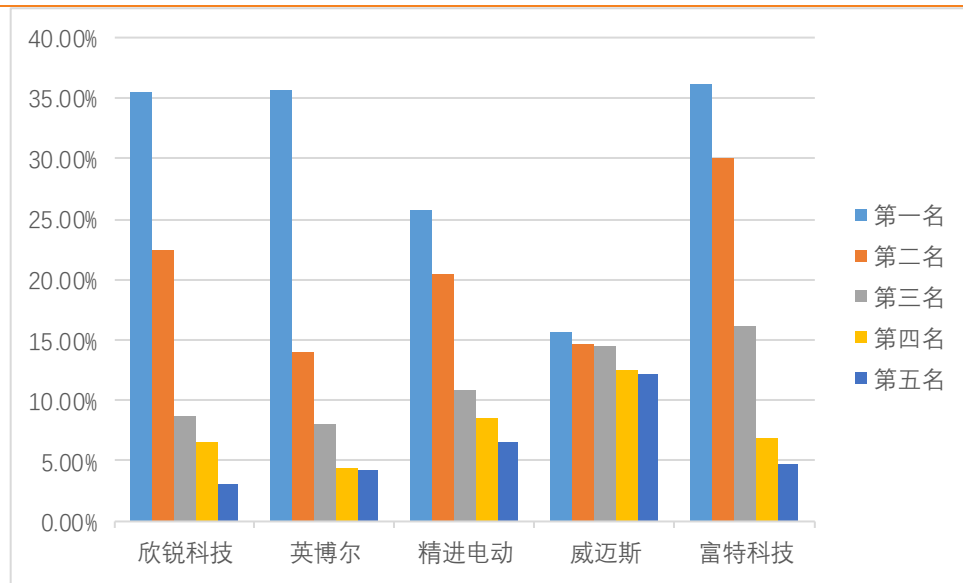
图 20：2024 年公司前五大供应商采购情况



资料来源：2024 年年报、天风证券研究所

行业主要上市公司客户集中度差异较大，客户结构不一。富特科技客户集中度最高，2024 年前五大客户销售占比达 94%；欣锐科技、英搏尔、精进电动和威迈斯客户集中度处于中等水平，前五大客户销售占比分别为 76.34%、66.45%、72.19%和 69.42%。

图 21：2024 年各可比公司前五大客户占总营收比重



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

富特科技 2024 年前五大客户销售占比为 93.99%，随着小米、比亚迪和雷诺定点项目的量产和爬坡放量，客户集中度问题预计将会得到有效改善。

表 6：国内可比公司客户情况

公司	主要客户群体	2024 年前五大客户合计销售金额占年度销售总额比
欣锐科技	比亚迪、吉利、北汽新能源、江淮、小鹏、长城、上汽通用、理想、小米等	76.34%
英搏尔	广汽、上汽、吉利、东风、长安、长城、奇瑞、小鹏、北汽等	66.45%
精进电动	Stellantis、福特、中国一汽、广汽、北汽、上汽、奇瑞、小鹏、比亚迪等	72.19%
威迈斯	上汽、理想、长安、奇瑞、吉利、小鹏、零跑、长城、东风、Stellantis 等	69.42%
富特科技	广汽、蔚来、小鹏、小米、长安、零跑、雷诺、Stellantis 等	93.99%

资料来源：各公司定期报告、天风证券研究所

2.2.2. 国际竞争力逐步突显，国产厂商积极布局海外市场

全球新能源汽车行业蓬勃发展。自 2019 年起，欧洲主要国家大幅提高购置补贴，促进新能源汽车需求侧的增长，同时重视电动化供应链的本土化建设，多国新能源汽车市场呈现快速增长态势，成为全球新能源汽车增长的重要推动力。2023 年欧洲市场占全球新能源汽车的市场份额达到 20%左右，美国新能源汽车市场 2023 年占比 10%左右。

伴随中国新能源汽车产业竞争力的提升，国际化发展成为中国企业的共识。

表 7：各个国家和地区的产业政策

国家/地区	发展目标	目标文件
中国	到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》
日本	2030 年新车销售中电动汽车占 20%-30%	《2050 年碳中和的绿色增长战略》
美国	2030 年无排放汽车销量达 50%	《关于加强美国在清洁汽车和卡车领域领导力的行政命令》
欧盟	2035 年全面禁售燃油车	《Fit for 55》
德国	2030 年在注册至少 700 万辆电动汽车	《2030 年气候规划》
英国	2030 年电动汽车，电动乘用车销量占比达 50%-70%	《The Road to Zero》

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 8：国际同行业公司情况

公司	公司简介
博世	总部位于德国，是全球最大的汽车零部件供应商，自 2012 年进军电动车产业强化了其在轻型电动车行业的综合供应，专注于开发、生产和销售整套智能电动车解决方案及驱动控制单元等。其研发总部在苏州，电机生产厂在宁波
法雷奥	总部位于法国，是世界领先的汽车零部件供应商，在汽车热管理系统、动力总成领域拥有独特的经验与技术优势。在动力总成领域，从小型城市汽车到高档轿车，能为各种类型的车辆开发综合集成的电动动力总成解决方案以及使内燃机更清洁的技术
科世达	总部位于德国，是一家成立于 1912 年的独立家族企业，主要从事汽车电气系统、工业电子系统、连接器、测试技术（SOMA）和太阳能电力等业务领域，是汽车电池充电器的领先供应商，也在针对未来汽车电池高压组件的不同集成范围提供解决方案
TDK	总部位于日本，是一家以磁性技术引领世界的综合电子元件制造商，在世界上 30 多个国家设立了 250 多个工厂、研发基地、营业网点，主要业务涉及被动元件、传感器应用产品、磁性应用产品、能源应用产品等

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

我国新能源汽车关键零部件产业已具备较强的国际市场竞争力，海外市场拓展成效显著。国产车载电源供应商经过长期技术积累与研发投入，产品竞争力持续提升，逐步实现对国际竞争对手的赶超。相关企业依托技术优势和本土化服务能力，不断挤占国际巨头的市场

份额，并在我国新能源汽车高压电源领域基本完成国产替代。随着技术、品牌与资金实力的增强，相关企业积极布局海外市场，在全球范围内争取客户资源、构建合作生态。

欣锐科技在巩固国内客户基础上，持续拓展合资品牌与国际整车厂商合作，已实现对本田、现代、奔驰、沃尔沃等品牌的批量配套。2024 年境外营收 0.88 亿元，较 2023 年境外营收额 2.34 亿元，有所下降；境外毛利率 56.08%，大幅领先国内所有地区。

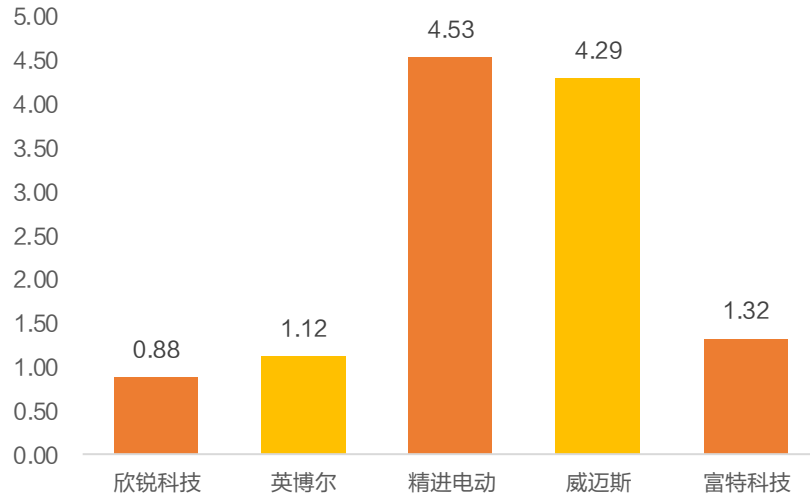
英搏尔在深化国内优质客户合作的同时，加速海外业务拓展，通过与博世等国际企业合资合作，推进全球化战略。2024 年境外营业收入 1.12 亿元，相较 2023 年的 0.46 亿元大幅增长。

精进电动以北美市场为桥头堡积极拓展海外业务，与 Stellantis、TRATON 集团及旗下 MAN、斯堪尼亚等企业保持紧密合作，并积极开拓海外新能源客户。2024 年境外营业收入 4.53 亿元，较 2023 年的境外营收额 4.09 亿元有所提升；2024 年境外毛利率 2.16%，较 2023 年-0.09%由负转正。

威迈斯在全球市场竞争中表现积极，已向 Stellantis 集团批量供应车载电源集成产品，并获得雷诺、阿斯顿马丁、法拉利等海外车企定点，成为中国本土最早实现向国际知名车企批量出口的供应商之一。2024 年境外营业收入 4.29 亿元，较 2023 年境外营收额 6.68 亿元有所减少；境外毛利率 25.86%，高于境内毛利率。

富特科技持续推动国际化经营，先后成为广汽、长城、蔚来等国内主机厂的主要供应商，并在此基础上成功拓展雷诺、日产、Stellantis 及某欧洲豪华品牌等项目定点，给大众合资公司及合作方配套供应液冷超充桩电源模块等产品，国际化布局持续推进。2024 年境外营收 1.32 亿元，同比增长 5815.39%，占总营业收入 6.82%；2025H1 境外营收 2.62 亿元，有明显提升。

图 22：2024 年可比公司境外营收（单位：亿元）



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

3. 车载电源行业优势地位，后续增量看海外客户及产能

3.1. 车载电源第三方龙头，客户结构稳步优化

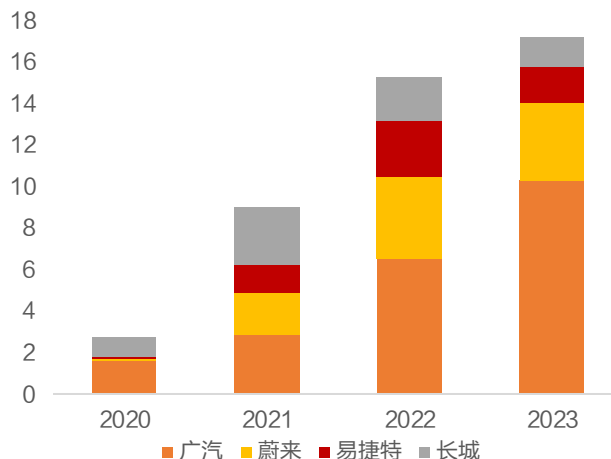
公司深耕车载电源十余载，在车载电源行业处于领先地位。公司是国内较早从事新能源汽车高压电源产品研发、生产和销售的企业之一，是我国少数配套国际一流整车企业和高端品牌新能源汽车的车载高压电源企业。凭借多年研发创新和技术积累，公司在行业内树立了良好的品牌形象，保持了领先的行业地位和较强的全球市场竞争力，获得了下游多家知名整车厂客户的广泛认可。

图 23：公司下游整车厂客户



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 24：2020-2023 年公司来自四大核心客户的销售额 (亿元)



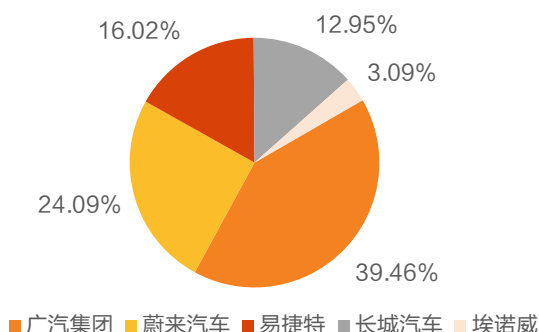
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

现有客户保持黏性，销量持续增长。公司已成为广汽集团、蔚来汽车、长城汽车、易捷特、小鹏汽车等客户的主要或独家供应商，与主要客户合作关系保持稳定。随着 2024 年内该等客户整车产销量的不断增长，公司来自该等客户的产品收入亦将相应增长。2020 年-2023 年，公司来自核心客户广汽汽车的销售额从 1.61 亿元上升至 10.31 亿元，来自蔚来汽车的销售额从 0.06 亿元上升至 3.7 亿元。优质的客户资源优势奠定了公司的市场地位，公司车载高压电源系统在国内新能源乘用车市场的占有率始终位居前列。

项目储备丰富，多个定点项目陆续进入量产期。在对长城汽车、广汽集团、蔚来汽车、小鹏汽车实现定点项目的量产的基础上，公司又陆续取得比亚迪汉、宋、护卫舰、长安汽车阿维塔 E15/E16 项目和零跑汽车 C01/C11 车型的项目定点。

2024 年第一季度，公司实现对小米汽车配套项目量产，2024 年 H1 营收中小米汽车占比 11.17%，成为公司前五大客户之一。2024 年 3 月 Xiaomi SU7 系列正式发布，2024 年小米汽车共交付 13.69 万辆 Xiaomi SU7 系列汽车。2025 年 6 月，小米汽车的首款 SUV 产品 Xiaomi YU7 系列正式发布，开售 18 小时，锁单量突破 24 万台。随着小米汽车的产能不断爬坡，公司收入亦将相应增长。2024 年第三季度，公司配套比亚迪汽车汉 DMI 和宋 L 车型、蔚来子品牌乐道汽车相关车型等实现量产并成功上市，带动公司收入在下半年实现增长，进一步促进公司客户结构的优化。

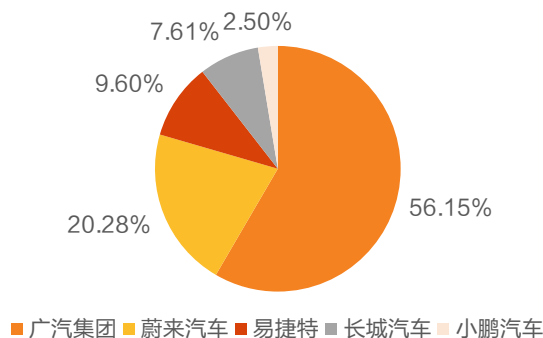
图 25：2022 年公司前五大客户收入占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

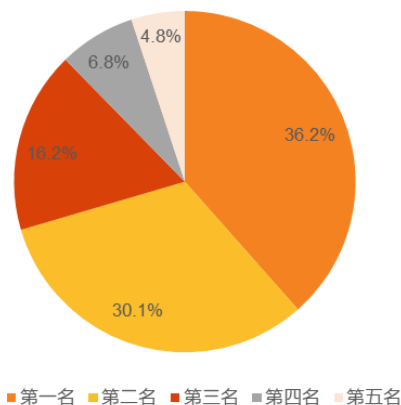
图 27：2024 年公司前五大客户收入占比

图 26：2023 年公司前五大客户收入占比

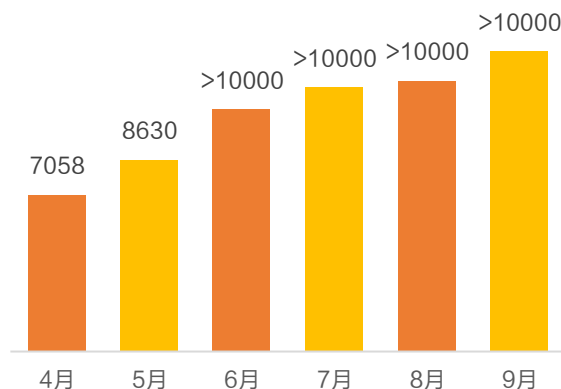


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 28：2024 年 4-9 月小米汽车销量 (单位：台)



资料来源：2024 年年报、天风证券研究所



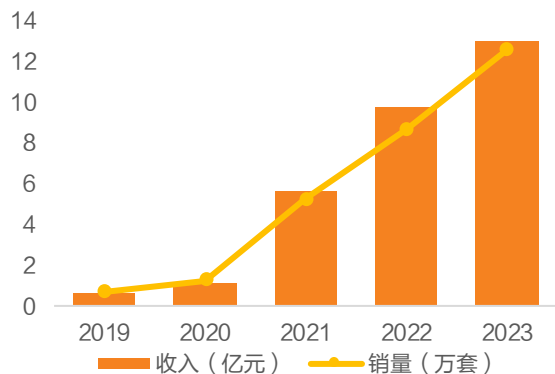
资料来源：小米汽车公众号、天风证券研究所

3.2. 顺应集成化发展趋势，营收增速有望回升

车载电源集成化取得丰硕成果，实现与新能源汽车产业深度融合。公司运用电力电子集成技术，已经实现单一功能产品向集成产品的代际发展。公司现有的车载电源集成产品，实现了车载充电机、车载 DC/DC 变换器、电源分配单元等功能单元的深度集成化，缩小了产品体积，减轻了产品重量。

集成化深入发展，带来持续营收增长。三合一系统集成产品相较二合一系统集成产品新增电源分配单元，能更好满足客户的集成化需求，顺应行业技术的发展趋势，带来营收进一步提升。公司三合一产品占主营业务收入占比不断增加，2021-2023 年分别为 57.89%、58.84% 和 71.00%。2019-2023 年，公司三合一产品收入从 0.64 亿元增长至 13.0 亿元，销量从 3.42 万套增长至 62.55 万套，呈现快速增长趋势。

图 29：2019-2023 公司三合一产品收入及销量



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 31：2019-2023 公司三合一产品毛利率及同比增量

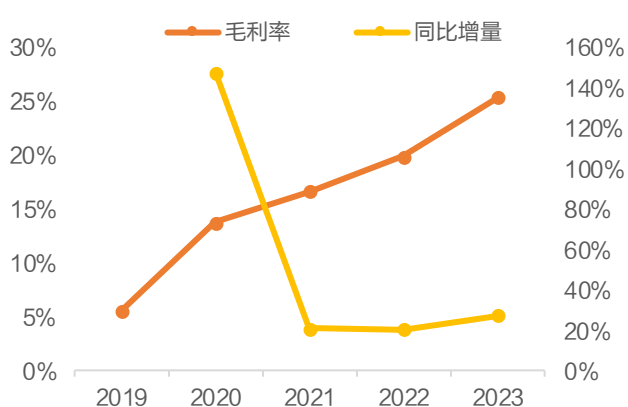
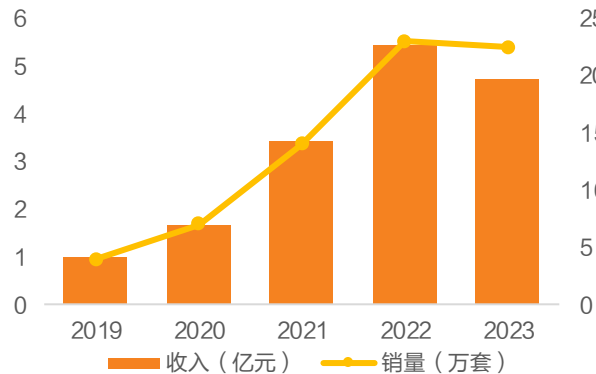
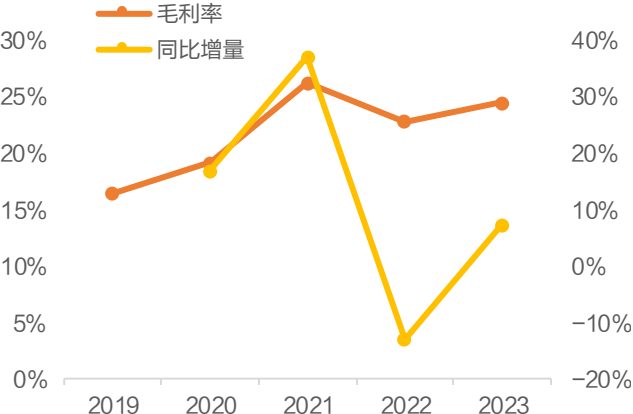


图 30：2019-2023 公司二合一产品收入及销量



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 32：2019-2023 公司二合一产品毛利率及同比增量



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

集成化产品品类持续丰富，深度集成产品有望实现突破。公司积极运用电力电子变换技术、数字化及模块化的软件开发技术、高效能热管理和结构设计技术等，进一步探索车载高压电源产品与电机控制器的集成化研究，为公司产品往深层次方向集成奠定基础。

表 9：公司处于样机阶段的研发项目

项目名称	项目描述	商业意义
第五代 6.6kW 车载电源集成项目	开发新一代性能指标更优的 6.6kW 车载电源系统。以实现转换效率、功率密度、可靠性等性能指标较第四代进一步提升，同时减小体积、降低重量、降低成本。	通过持续的产品平台化迭代，产品质量不断提升、成本持续下降、开发效率不断提高，使 6.6kW 产品在国内外市场的竞争力不断攀升，不断适配并持续领先国内外市场需求。
深度集成产品项目	通过与主机厂联合开发的合作模式，将车载电源集成产品与电机控制器进一步集成，提高产品集成度，降低产品成本，顺应集成化、智能化发展趋势。	推进相关领域产品研发，能够丰富公司产品种类，提升公司的技术研发能力，与公司发展方向和行业发展趋势相契合。
22kW 车载电源集成产品研发项目	提高产品功率等级可以减少充电时间。此外，单三相兼容技术方案能适应多种充电场景以及全球化电网，双向车载充电机还具备 V2L、V2G、V2H 和 V2V 功能。以实现功率快速充电，适应多种充电场景，转换效率、功率密度等性能指标进一步提升。	通过持续的技术平台化迭代，22kW 产品指标实现跨越飞跃、可靠性不断提升，能够满足国内外主机厂对高压系统的主流需求，以及国内主机厂越来越多的出口需求，在海外新能源渗透率不断提升的市场里，进一步占据关键的位置。

资料来源：2024 年年报、天风证券研究所

3.3. 率先出海建厂，海外客户拓展顺利

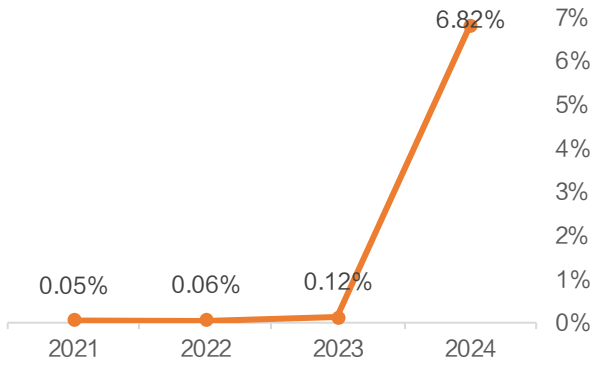
对比海外供应商优势显著，全球市场竞争力持续强化。开拓国际市场、提升全球行业地位是公司核心发展方向之一。依托 2024 年中国新能源汽车 1288.8 万辆产量、1286.6 万辆销量（同比分别增长 34.4%、35.5%）的行业红利，公司在技术迭代（如 SiC 半导体器件实现量产应用，产品的功率密度得到显著提升）、响应速度（平台化产品开发周期缩短，适配 6 家主机厂客户）、配套经验（服务广汽、蔚来等头部车企）及成本控制（器件数量减少 10% 实现降本）等维度建立相对优势，多维度竞争力为全球化扩张奠定基础。

新客户拓展成效显著，境外收入规模与占比双升。公司已相继取得雷诺汽车、Stellantis 集团、某欧洲主流豪华品牌等国际一流车企项目定点，其中欧洲豪华品牌项目为国内首家成为该品牌一供的独立供应商。收入端表现亮眼：2024 年公司境外收入达 1.32 亿元，同比大幅增长 58 倍，营收占比从 2023 年的不足 1%提升至 6.8%；2025 年上半年境外收入达 2.62 亿元，营收占比进一步提升至 17.78%，全球化收入贡献持续增强。客户项目落地方面，2024 年第三季度对雷诺汽车的配套项目正式量产，相关车型已启动预定，该项目在 2024 年下半年进入量产爬坡期，直接带动全年境外收入增长，为后续海外业务放量奠定基础。

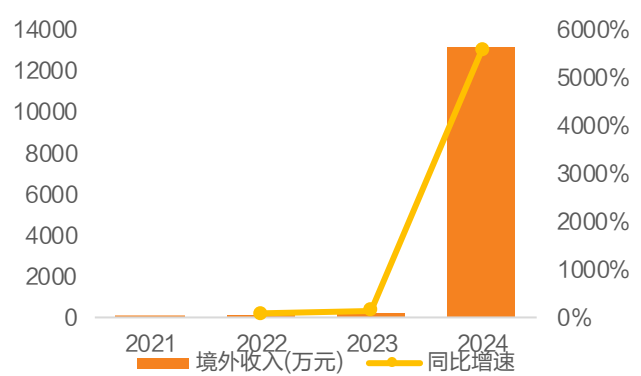
响应客户本地化需求，海外生产基地加速建设。出于供应链安全性考量，海外主机厂对“本地化供应”的需求日益明确。为匹配海外客户交付与服务需求，公司已完成海外工厂选址，于泰国建立生产基地。此次出海建厂不仅能抓住新能源汽车海外渗透率提升的关键窗口期，进一步扩充海外产能以承接雷诺、Stellantis 等客户订单，还将优化全球供应链体系——通过本地化采购完善关键原材料渠道，增强供应链稳定性，为海外市场份额持续提升筑牢产能与供应链保障。

图 33：2021-2024 公司境外收入占比

图 34：2021-2024 公司境外收入及同比增速



资料来源：公司财报、天风证券研究所



资料来源：公司财报、天风证券研究所

4. 非车载高压电源系统取得突破，深入拓展应用场景

4.1. 液冷超充电桩电源模块难点破解，优势显著

欧洲车企在布局上处于领先地位，国内充电模块供给格局头部集中。液冷充电具有加快充电速度、枪线轻、散热快、噪音小和运营成本低等优势，是高压“快充”充布局首选。特斯拉是业界最早批量部署液冷超充电桩的车企，并在中国大陆进行全场景充电网络开放升级；同样较早布局的威迈斯其液冷充电桩模块产品于 2021 年实现量产并持续丰富产品系列；华为推出数字能源计划布局液冷超充并持续推进。

公司积极开展液冷充电桩模块业务，实现多元化发展。公司配套埃诺威客户，开发量产了大功率 AC/DC、DC/DC 液冷模块，在行业内实现了国内大功率液冷电源模块的技术突破，液冷方式极大降低了噪音污染，应用场景更加广泛，解决了充电桩进入居民社区普及推广的难点问题。公司是行业内较早能够量产提供车规级液冷超充电桩电源模块的企业，最高转换效率可达 99%，并实现了车规级的产品可靠性水平，具有较强的市场竞争力；并且该产品还可实现储能和并网功能，助力碳达峰、碳中和“双碳”目标的实现。

公司积极布局直流电领域，满足新能源产品多样化需求。公司研发的新一代液冷超充电桩电源模块产品研发项目，旨在开发新一代大功率直流充电桩电源模块，产品可实现新能源汽车高效超充功能，且具备储能功能，降低对电网的增容要求，同时可对能源网络进行灵活调度和高效利用，目前已形成量产产品，对产品功能以及产品性能进行改进优化。

4.2. 探索智能充电模块，技术行业领先

率先布局非车载壁挂直流充电，技术行业领先。公司配套蔚来 Wallbox 产品并已步入量产阶段，在行业内实现了非车载壁挂直流充电的率先布局，进一步拓展产品应用场景。

表 10：公司在液冷超充、智能充电领域核心技术

涉及领域	技术名称	技术特点	保护措施	所处阶段
电力电子变换技术	基于第三代宽禁带半导体器件的拓扑应用技术	该技术采用 SiC 与 GaN 等第三代宽禁带半导体器件替代传统的硅器件，简化了电路结构并提升了开关频率，提升了功率密度。并针对宽禁带器件的特点设计了快速过流保护电路，提升了系统可靠性	已授权发明专利 1 项，申请中发明专利 2 项，申请中境外发明专利 1 项	批量生产
	高压电源系统智能控制技术	该技术实现了高压电源系统的安全智能控制，涉及多模块集成、工作状态监控、安全检测与防护等多方面的细分功能。可实现高压电源系统的功能安全，并可提升高压电源系统的智能化水平	已授权发明专利 12 项，境外发明专利 1 项，实用新型专利 6 项，申请中发明专利 12 项，申请中实用新型 1 项，申请中境外发明专利 5 项	批量生产

电力电子充- 储一体式技术	该技术用于实现非车载的交-直流转换, 将电网的交流电压转换成为 300V-1000V 的宽范围直流电压, 以匹配不同的电动汽车动力电池电压范围, 并将控制电路、无线通讯电路与人机交互集成在电力电子变换装置中。该技术为储能提供了接口, 可实现 V2G 并网功能和 V2L 放电功能, 具备较高的转换效率和功率密度, 可大大提升能源利用率与用户体验	已授权发明专利 2 项, 实用新型专利 2 项, 申请中发明专利 1 项	批量生产
数字化及模 块化的软件 开发技术	全数字化的控制 制技术	数字控制技术通过理论计算、仿真验证, 并结合实际工况, 应用先进的控制算法, 不断探索最优的控制方案, 以确保产品在多种严酷工况下依然稳定工作。在实现充电、放电、单相电网兼容等多种功能的同时, 还可以在软件中设计多样的保护功能并对故障信息进行记录, 便于问题的追溯与管理	已授权发明专利 2 项, 已 登记软件著作权 19 项, 批量生产 申请中发明专利 4 项
	新能源汽车 V2G 并网 技术	公司的双向车载充电机产品已经实现新能源汽车的 V2G 功能。夜间用电低谷期给动力电池充电, 在日间用电高峰期将电动汽车的能量回馈电网, 或供家庭负载使用, 提高电网的利用效率, 降低客户的用电成本	技术机密 批量生产
高效能热管 和结构设 计技术	立体化的水道 散热设计	通过流体的仿真及理论分析, 解决水道在水平和立体的过渡区域流体空化和沿程突变降速问题, 在易发热元器件如半导体器件、磁性元件等位置针对性地提升流速和换热面积, 以提升机壳的换热能力, 提升产品的功率密度, 降低产品重量	已授权发明专利 2 项, 已 授权实用新型专利 4 项, 批量生产 申请中发明专利 2 项, 申 请中实用新型专利 2 项
	移动储能自冷 散热组装技术	通过预点胶先推入、前面板复合下压的结构设计, 将导热凝胶与散热外壳良好接触。在没有外加组件的情况下, 通过简单可靠的工艺实现器件的良好散热	已授权发明专利 1 项 样机阶段
	储能产品烟囱 效应散热技术	通过在散热侧壁底部开密孔, 顶部开疏孔, 利用烟囱效应, 提高偏上部区域的换热能力。并将实际散热面置于内侧, 加大换热效能, 不影响工业设计的前提下实现了功率器件的高效换热	已授权实用新型专利 1 项, 申请中发明专利 1 项 样机阶段

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

5. 盈利预测

车载电源产品: 主要包括大功率集成产品, 顺应高集成化发展趋势。我们预计 2025 - 2027 年该业务收入有望实现 28.26 亿元、33.91 亿元和 40.01 亿元。

非车载高压电源系统: 公司积极拓展液冷超充桩和智能充电模块业务, 依托大功率液冷电源模块的技术突破及在非车载壁挂直流充电领域的先发优势, 我们预计 2025 - 2027 年该业务收入将分别达到 0.80 亿元、0.80 亿元和 0.80 亿元。

技术服务: 预计公司 2025 - 2027 年技术服务收入分别为 0.86 亿元、1.33 亿元和 1.87 亿元。

表 11: 公司分业务营收及预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	2.95	9.64	16.50	18.35	19.34	29.96	36.08	42.72
YOY		227%	71%	11%	5%	55%	20%	18%
毛利率	17.2%	20.4%	20.5%	24.9%	22.3%	22.1%	22.4%	22.7%
车载 (亿元)	2.88	9.09	15.22	17.79	18.23	28.26	33.91	40.01
YOY		216%	67%	17%	2%	55%	20%	18%
毛利率	16.9%	20.1%	21.0%	25.1%	23.1%	23.0%	23.4%	23.8%
非车载 (亿元)	0.05	0.39	0.76	0.51	0.80	0.80	0.80	0.80
YOY		769%	92%	-33%	57%	0%	0%	0%

毛利率	33.9%	26.8%	23.8%	18.3%	10.5%	10.0%	9.0%	8.0%
技术服务（亿元）	0.02	0.15	0.50	0.01	0.27	0.86	1.33	1.87
YOY		604%	226%	-98%	2792%	220%	55%	40%
毛利率	24.5%	20.5%	-0.2%	14.7%	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务（亿元）	0.00	0.01	0.03	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
YOY		184.2%	192.1%	71.9%	-4.3%	0.3%	0.4%	1.2%
毛利率	4%	39%	34%	19%	9%	10%	9%	8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年整体营业收入有望达到 29.96/36.08/42.72 亿元，同比增速分别为 55%/20%/18%。公司作为国内车载电源领域第三方龙头在集成化、高压化、功能多样化等趋势下有望进一步实现客户拓展，非车载电源贡献第二增长曲线，公司未来业绩增长可期，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

1、市场竞争加剧风险：公司下游新能源汽车行业快速发展，基于良好的市场前景和旺盛的市场需求，可能会吸引工业等其他领域电源生产企业或其他汽车零部件生产企业进入车载电源领域，从而加剧市场竞争。

2、技术迭代和研发失败风险：公司总体保持较大研发投入，若因技术要求、市场需求波动等因素发生研发失败或者研发成果无法成功产业化，则会增加公司的当期费用进而影响盈利能力；行业技术发生迭代而公司产品技术未能实现及时突破、匹配技术发展方向和市场需求的变化，可能对公司的经营业绩、核心竞争力和未来发展产生重大不利影响。

3、原材料供应短缺风险：公司半导体器件等部分原材料主要来自于海外或海外品牌，导致公司原材料供应容易面临短缺风险。若因国际贸易摩擦或其他因素导致原材料供应链出现严重短缺问题，将对于公司生产稳定性产生直接影响，并进而影响公司经营业绩。

4、下游客户相对集中风险：公司客户集中度较高，虽然目前主要客户系国内知名新能源汽车生产企业，但是未来如果公司主要客户生产经营出现不利变化，或者公司与主要客户的合作关系发生重大变化，而公司又不能及时开拓其他客户，将对公司经营业绩产生不利影响。

5、公司为次新股：存在短期内股价大幅波动的风险。

6、文中测算具有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	458.22	507.87	1,334.16	513.52	1,899.72
应收票据及应收账款	316.09	746.67	610.38	1,198.31	839.99
预付账款	9.59	3.57	22.99	5.21	30.23
存货	322.43	476.03	642.95	772.57	854.55
其他	190.07	105.64	153.34	130.75	146.48
流动资产合计	1,296.40	1,839.78	2,763.82	2,620.35	3,770.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	136.81	232.83	243.78	239.72	230.66
在建工程	25.46	99.89	149.89	199.89	249.89
无形资产	6.81	21.32	28.52	35.22	41.42
其他	175.03	91.41	127.47	104.69	112.95
非流动资产合计	344.11	445.45	549.66	579.52	634.91
资产总计	1,640.51	2,285.23	3,313.47	3,199.86	4,405.89
短期借款	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	859.10	1,002.21	1,913.44	1,570.66	2,548.58
其他	156.85	142.44	131.41	151.48	139.14
流动负债合计	1,016.95	1,144.65	2,044.85	1,722.14	2,687.72
长期借款	0.00	48.30	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.23	92.26	69.25	80.75	75.00
非流动负债合计	46.23	140.56	69.25	80.75	75.00
负债合计	1,063.18	1,285.21	2,114.10	1,802.90	2,762.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	83.26	111.01	155.42	155.42	155.42
资本公积	502.17	803.40	803.40	803.40	803.40
留存收益	(8.01)	86.60	240.93	438.63	684.96
其他	(0.09)	(0.99)	(0.38)	(0.49)	(0.62)
股东权益合计	577.33	1,000.02	1,199.38	1,396.97	1,643.17
负债和股东权益总计	1,640.51	2,285.23	3,313.47	3,199.86	4,405.89

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	96.44	94.61	159.10	203.81	253.95
折旧摊销	34.71	39.90	51.86	57.36	62.86
财务费用	8.39	8.48	(6.84)	(11.64)	(15.20)
投资损失	(0.01)	(4.45)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
营运资金变动	(181.63)	29.83	743.37	(965.59)	1,187.15
其它	146.74	(142.42)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	104.64	25.94	947.45	(716.09)	1,488.72
资本支出	135.57	174.63	143.02	98.49	115.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(211.82)	(319.62)	(262.98)	(208.45)	(225.71)
投资活动现金流	(76.25)	(144.99)	(119.96)	(109.96)	(109.96)
债权融资	56.19	3.83	(41.46)	11.64	15.20
股权融资	26.28	326.08	40.25	(6.22)	(7.75)
其他	(112.50)	(63.20)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(30.03)	266.72	(1.21)	5.42	7.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1.65)	147.66	826.29	(820.64)	1,386.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,835.16	1,933.84	2,995.65	3,608.12	4,271.85
营业成本	1,378.62	1,502.85	2,333.06	2,800.46	3,303.54
营业税金及附加	5.87	4.69	7.19	8.66	10.25
销售费用	52.19	29.86	43.44	52.32	61.94
管理费用	104.66	98.54	149.78	180.41	213.59
研发费用	211.20	200.08	299.56	360.81	427.19
财务费用	0.28	3.19	(6.84)	(11.64)	(15.20)
资产/信用减值损失	(23.48)	(46.67)	(0.33)	(0.33)	(0.33)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.10)	3.36	0.04	0.04	0.04
其他	34.51	35.43	0.10	0.10	0.10
营业利润	93.27	86.75	169.27	216.91	270.35
营业外收入	0.40	1.67	0.30	0.30	0.30
营业外支出	0.00	0.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.67	88.14	169.57	217.21	270.65
所得税	(2.77)	(6.47)	10.46	13.40	16.70
净利润	96.44	94.61	159.10	203.81	253.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	96.44	94.61	159.10	203.81	253.95
每股收益（元）	0.87	0.85	1.02	1.31	1.63

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.20%	5.38%	54.91%	20.45%	18.40%
营业利润	12.67%	-6.99%	95.11%	28.15%	24.64%
归属于母公司净利润	11.14%	-1.90%	68.18%	28.10%	24.60%
获利能力					
毛利率	24.88%	22.29%	22.12%	22.38%	22.67%
净利率	5.26%	4.89%	5.31%	5.65%	5.94%
ROE	16.70%	9.46%	13.27%	14.59%	15.46%
ROIC	-59.78%	474.37%	31.49%	-84.73%	29.42%
偿债能力					
资产负债率	64.81%	56.24%	63.80%	56.34%	62.71%
净负债率	-66.17%	-42.46%	-108.32%	-34.26%	-113.49%
流动比率	1.27	1.61	1.35	1.52	1.40
速动比率	0.96	1.19	1.04	1.07	1.09
营运能力					
应收账款周转率	5.61	3.64	4.41	3.99	4.19
存货周转率	6.22	4.84	5.35	5.10	5.25
总资产周转率	1.16	0.99	1.07	1.11	1.12
每股指标（元）					
每股收益	0.87	0.85	1.02	1.31	1.63
每股经营现金流	#DIV/0!	0.23	6.10	-4.61	9.58
每股净资产	6.93	9.01	7.72	8.99	10.57
估值比率					
市盈率	48.89	49.84	41.49	32.39	25.99
市净率	6.12	4.71	5.50	4.73	4.02
EV/EBITDA	0.00	10.34	24.10	22.88	14.52
EV/EBIT	0.00	11.49	31.78	29.26	18.09

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/或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/或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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com