

车载电源头部企业，HVDC技术同源潜力十足

买入(首次)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,835	1,934	4,154	5,305	6,592
同比(%)	11.20	5.38	114.80	27.71	24.26
归母净利润(百万元)	96.44	94.61	230.35	364.61	535.43
同比(%)	11.14	(1.90)	143.49	58.28	46.85
EPS-最新摊薄(元/股)	0.62	0.61	1.48	2.35	3.45
P/E(现价&最新摊薄)	79.35	80.89	33.22	20.99	14.29

投资要点

- 第三方车载高压电源系统头部企业，迎来业绩高速增长通道。**公司成立于2011年，是国内第三方车载高压电源系统头部企业，25年上半年在国内OBC行业市占率达8%，位居行业第四。22-24年公司营收分别为16.50/18.35/19.34亿元，同比+71%/+11%/+5%，随客户拓展而稳定增长。25年受益于小米、蔚来等主要客户的销量增长及海外项目的定点项目放量，根据2025年度业绩预告，25年营收超40亿元，归母净利润达2.1~2.5亿元，同比+122%~+164%，展望2026年，我们认为公司将继续受益于国内外客户的销量增长及新客户拓展，保持高速增长。
- 高研发投入保持产品力领先，国内销量高增&海外加速放量，车载电源业务实现量利双收。**车载电源正向11kW、双向化等趋势迭代，对厂商的技术能力提出更高要求，公司通过持续的研发投入取得产品力的综合领先，通过产品力在国内市场陆续开拓了小米、蔚来、零跑等优质客户并建立了深度的合作关系，我们预计公司将继续受益于主要客户的销量增长，实现国内业务高速增长；在国内业务高增的前提下，公司积极扩展增速更快的海外市场，经测算2030年海外市场空间达425亿元，2025-2030年CAGR达18%。显著高于国内市场的6%，公司在欧洲成功开拓雷诺、Stellantis和主流豪华品牌车企，公司与雷诺的定点项目放量推动海外收入快速增长，25H1公司实现海外收入2.6亿元，占比超过17%，我们预计随着雷诺出货持续上升，Stellantis、欧洲某豪华车企的定点项目有序推进，海外业务将推动公司营收增长的同时提升盈利能力。
- HVDC趋势明显，市场空间超千亿，公司依托技术积累有望快速切入赛道。**全球AIDC资本开支高增长，驱动行业需求高景气，HVDC方案效率、可靠性更高，有望成为下一代主流方案，经我们测算30年市场空间可达1768亿元，空间显著。公司开发的充电模块与HVDC在输出电压、功率和电路设计上具备高度相通性，且公司在HVDC的重要功率器件SiC上具备丰富的应用经验，拥有天然的先发优势，我们认为公司若能顺利推出产品并打通客户渠道，将成为公司的重要增量。
- 盈利预测与投资评级：**公司在车载高压电源系统行业长期耕耘，近年来持续开拓小米、蔚来、雷诺、Stellantis等行业头部客户。我们预计公司2025-2027年归母净利润2.30/3.65/5.35亿元，同比+143%/+58%/+47%，对应现价PE分别为33x、21x、14x，考虑到公司产品广受认可，主业国内加速渗透，海外客户拓展速度领先，HVDC带来潜在增量，未来成长空间广阔，因此我们给予公司26年30倍PE，对应股价70.4元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新能源汽车销量不及预期，全球化拓展不及预期，技术迭代与创新不及预期，竞争加剧。

2026年02月04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 许钧赫

执业证书：S0600525090005

xujunhe@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.24
一年最低/最高价	32.25/58.00
市净率(倍)	6.72
流通A股市值(百万元)	5,507.27
总市值(百万元)	7,652.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.33
资产负债率(% ,LF)	67.17
总股本(百万股)	155.42
流通A股(百万股)	111.85

相关研究

内容目录

1. 国内第三方车载电源头部企业，受下游需求推动业绩高增	5
1.1. 国内车载电源头部企业，客户覆盖国内外多家主流整车厂	5
1.2. 主营新能源车载电源产品，产品矩阵丰富	5
1.3. 管理层多具备技术背景，小米、蔚来等大客户持股彰显客户黏性	7
1.4. 营收利润高增长，费用率、现金流良好	8
1.5. 定增募集资金，提升产能和研发实力	9
2. 车载电源向高性能、高集成迭代，海外市场空间广阔	10
2.1. 车载电源：新能源汽车核心部件，OBC 向高功率、双向化迭代	10
2.2. 竞争格局：国内企业竞争梯队清晰，加速海外市场渗透	11
2.3. 市场空间：下游新能源汽车需求旺盛，带动车载电源行业快速扩张	13
3. 高研发投入实现技术领先，积极拓展海外市场推动业绩突破	15
3.1. 高度重视研发投入，积极开发新产品、新技术	15
3.2. 深度绑定国内主流整车厂，推动收入快速提升	16
3.3. 积极拓展海外市场，寻求业绩突破	17
3.4. 拓展充电桩模块业务，丰富产品矩阵	18
4. HVDC 未来空间广阔，技术同源优势显著	19
4.1. HVDC 为 AIDC 配电下一代方案，未来空间广阔增速较快	19
4.2. 公司现有技术储备与 HVDC 高度同源，具备充足的先发技术优势	21
5. 盈利预测与投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 投资建议	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 车载电源为主要收入来源 (亿元)	6
图 3: 海外收入增速较快 (亿元)	6
图 4: 25Q1-Q3 公司营收利润共迎突破	8
图 5: 25 年以来盈利能力改善.....	8
图 6: 25Q1-Q3 费用率显著降低	9
图 7: 现金流短期承压 (亿元)	9
图 8: 公司定增募资拟投入项目与投入金额 (亿元)	9
图 9: 2023 年车载电源原材料成本构成.....	11
图 10: 双向 OBC 支持新型 V2X.....	11
图 11: 高功率三相双向 OBC 拓扑结构图	11
图 12: 2025H1 国内 OBC 厂商市占率情况	12
图 13: 2025H1 国内主流厂商 OBC 装机情况	12
图 14: 2016-2025 年全球新能源车销量及增速	13
图 15: 2023-2030 年国内外电动化率及预测	13
图 16: 可比公司研发人员占比 (%)	15
图 17: 可比公司研发费用率 (%)	15
图 18: 公司不同车载电源产品销量情况 (台)	16
图 19: 公司不同产品收入占车载电源业务比例.....	16
图 20: 应用于公司新产品的英飞凌 GaN 功率半导体器件	16
图 21: 2024 年公司前五大客户销售额占比.....	17
图 22: 公司车载电源主要客户	17
图 23: 公司车载电源收入及增速.....	17
图 24: 公司车载电源市占率.....	17
图 25: 公司海外收入及占比.....	18
图 26: 公司的液冷超充模块.....	18
图 27: 国内厂商 2020-2027 资本开支 (单位: 百万元)	19
图 28: 海外厂商 2020-2027 资本开支 (单位: 百万美元)	19
图 29: 谷歌的±400V HVDC 方案	20
图 30: 麦格米特在 GTC2025 展示的 800V HVDC 机架	20
图 31: 可比公司估值表 (截至 2026 年 2 月 3 日)	25

表 1: 公司主要产品.....	6
表 2: 公司管理层背景	7
表 3: 公司股权结构 (截至 2025 年 9 月 30 日)	8
表 4: 车载电源各产品主要功能.....	10
表 5: 直流充电桩构成	11
表 6: 国内第三方车载电源主流厂商的产品和客户	12
表 7: 车载电源行业国内外市场空间及增速预测.....	14
表 8: 公司储备的研发项目	15
表 9: UPS、240V/336V HVDC、巴拿马电源方案对比	20

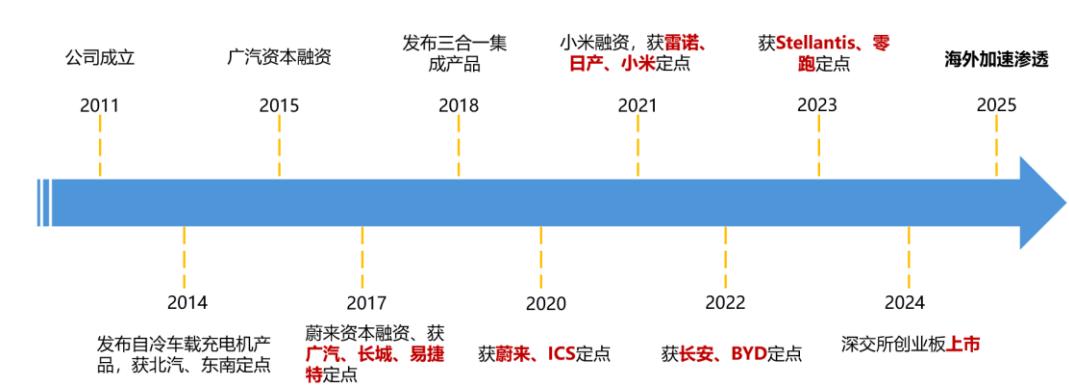
表 10: AIDC HVDC 市场需求测算（2023-2030E）.....	21
表 11: 公司的充电模块与 800V/±400V HVDC 电源模块参数区间有高重复性	22
表 12: SiC MOSFET 为最适配 HVDC 的功率半导体器件	22
表 13: 公司与 HVDC 相关的技术储备	23
表 14: 富特科技收入预测拆分表（营收、营业成本、毛利单位为亿元）.....	24

1. 国内第三方车载电源头部企业，受下游需求推动业绩高增

1.1. 国内车载电源头部企业，客户覆盖国内外多家主流整车厂

国内车载电源头部企业，出海加速渗透中。公司成立于 2011 年，早期充电桩业务服务于国家电网等，2014 年切入车载电源领域，并陆续发布车载充电桩、二合一集成系统、三合一集成系统等产品，凭借较强的产品力，先后开辟了广汽、长城、蔚来、小米、比亚迪、零跑等国内头部客户，并获广汽、蔚来、小米等产业资本投资，成长为国内车载电源头部企业，供应小米、蔚来等主流汽车厂，2024 年于创业板上市。2025Q1-3，公司受益于下游大客户小米、零跑等的销量增长，实现营收 25.6 亿元，同比+116%。此外，公司此前定点的海外项目于 24 年下半年起快速放量，25 年上半年海外收入达 2.6 亿元，我们认为海外业务将成为公司的重要增长增量。

图1：公司发展历程

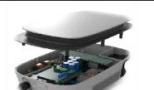


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 主营新能源车载电源产品，产品矩阵丰富

车载电源产品全面覆盖，拓展充电模块业务丰富产品矩阵。公司聚焦新能源汽车领域，围绕新能源汽车电池充放电场景开发了多种车载电源产品、形成了从单一到集成、从车载到非车载的布局。主要车载产品包括车载充电桩、车载 DC/DC 变换器、车载电源二合一、三合一集成产品等车载高压电源系统。同时公司发布了一系列的非车载产品，包括液冷超充电桩电源模块、智能直流充电桩电源模块等，进一步丰富了产品矩阵。

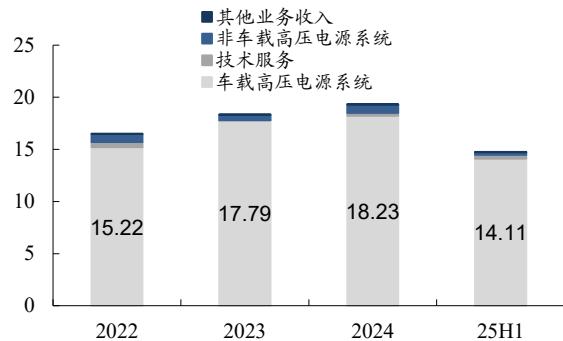
表1：公司主要产品

类别	产品	产品展示	简介
车载电源单体	车载充电机		将电网的交流电转换为高压直流电，对新能源汽车的动力电池充电。
	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。
车载电源集成产品	车载充电机+DC/DC变换器		通过集成化设计，在电路拓扑层面进行深度集成，减少空间占用，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量。
	车载DC/DC变换器+PDU		
	车载充电机+PDU+DC/DC变换器		多功能集成、进一步减少空间占用，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量。
	车载充电机+PDU+DC/DC变换器+通信控制器		
非车载	液冷超充电桩模块		AC/DC模块将交流转换为高压直流电，为储能式超充电桩蓄电池充电，实现缓储；DC/DC模块将储能式充电桩蓄电池中电能转换为新能源汽车动力电池所需电能，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		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。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

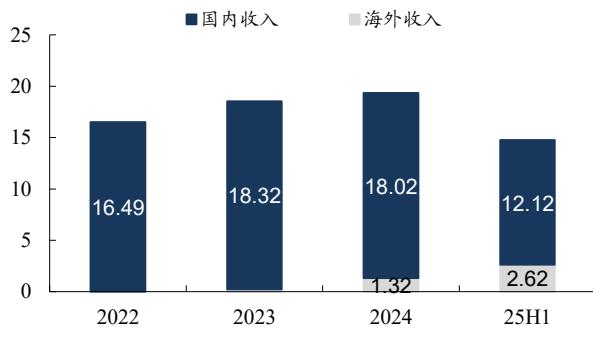
车载电源贡献主要收入，海外收入增速较快。公司核心产品为车载高压电源系统，24年贡献90%以上收入，25H1 车载电源收入达14.1亿元。24年前公司海外收入较少，24年起初具规模并高速增长，25年规模进一步扩大，25H1 实现海外收入2.62亿元，占比超17%。

图2：车载电源为主要收入来源（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：海外收入增速较快（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 管理层多具备技术背景，小米、蔚来等大客户持股彰显客户黏性

管理层普遍具备技术背景，任职履历丰富。公司董事长、总经理李宁川拥有浙江大学本科学历，曾在多家科技公司任职并具备工程背景，公司董事、联合创始人梁一桥拥有博士学历，在电子电力行业履历丰富。公司多位高管都具备工程经验，且任职经验丰富，有助于更好地推动公司长期良性发展。

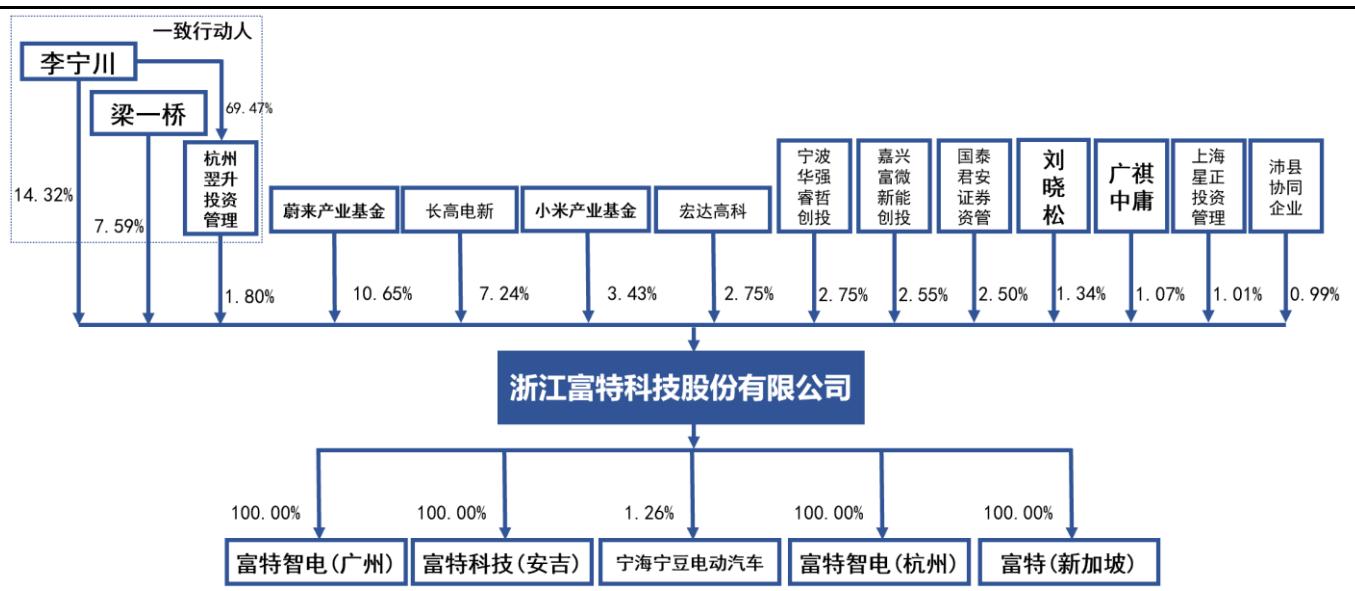
表2：公司管理层背景

姓名	职务	简介
李宁川	董事长、总经理	1973年10月生，中国国籍，无境外永久居留权，浙江大学本科学历。曾任浙江大学工业自动化公司工程师，杭州百富电子技术有限公司工程师、副总工程师、副总经理、总经理、董事，浙江谐平科技股份有限公司董事、副总经理，浙江桂容谐平科技有限责任公司董事。现任浙江富特科技股份有限公司董事长、总经理。
梁一桥	董事	1963年1月出生，美国国籍，博士研究生学历。曾任温州电力局工程师，美国李郡电力有限公司工程师，温州电力局主任工程师，美国德雷塞尔大学电子和计算机工程系助教、助理研究员，西技来克自动化有限公司产品研发工程师，阿尔斯通输配电有限公司高级工程师，阿海珐输配电公司电力电子和电力系统高级技术专家，美国天普大学电子和计算机工程系兼职教授，美国大西洋电子工程有限公司总经理，浙江谐平科技股份有限公司董事、副总经理、总工程师，浙江桂容谐平科技有限责任公司董事、副总经理、总工程师，浙大城市学院教授，浙江大学电气工程学院兼职研究员。现任浙大城市学院兼职教授，浙江富特科技股份有限公司董事。
倪斌	董事、副总经理	1982年9月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾任杭州百富电子技术有限公司工程师，杭州安特电力电子技术有限公司工程师，浙江谐平科技股份有限公司研发部副经理。现任浙江富特科技股份有限公司董事、副总经理。
贺坤	董事	1985年11月生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。曾任湖南长高高压开关集团股份公司技术员，湖南长高电气有限公司总经理。现任长高电新总裁助理兼副总工程师，湖南长高高压开关有限公司总经理，湖南长高新能源汽车运营有限公司执行董事，湖南长高润新科技有限公司执行董事，湖南高研电力技术有限公司执行董事，湖南长高电新销售有限公司执行董事，浙江富特科技股份有限公司董事。
陈宇	董事、副总经理	1978年4月生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。曾任杭州百富电子技术有限公司部门经理，杭州岳诚科技有限公司副总经理，深圳市中电华星电子技术有限公司部门经理。现任浙江富特科技股份有限公司董事、副总经理。
李岩	董事会秘书、财务总监、董事	1987年6月生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历，中国注册会计师，高级会计师，具备法律职业资格。曾就职于天健会计师事务所（特殊普通合伙），浙江财通资本投资有限公司等公司。现任浙江富特科技股份有限公司董事会秘书、财务总监、董事。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构较为分散，多家下游车企持股彰显客户黏性。截至 25 年 Q3，公司实控人、董事长李宁川直接持有公司 14.32% 的股份，其实际控制的翌升投资、富特管理直接持有公司 1.80%、1.78% 的股份，并与梁一桥签署《一致行动人协议》，共同控制公司 7.59% 的股份，合计控股 25.48%。公司总体股权结构较为分散，截止 25 年 Q3，第二/第五大股东为蔚来和小米旗下的产业基金，分别持股 10.65%/3.43%，且广汽通过广祺中庸持有公司 1.07% 股权，三者都为公司的重要客户，大客户持股市现出公司与客户之间的深度绑定。

表3：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）

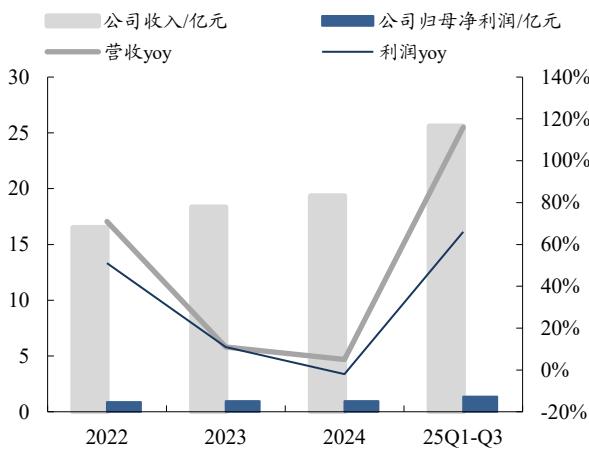


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.4. 营收利润高增长，费用率、现金流良好

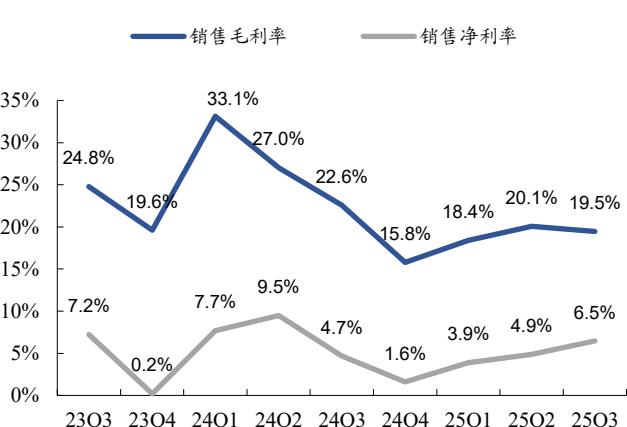
25 年以来公司营收高增，盈利能力有所改善。2022/2023/2024/25Q1-Q3，公司营业收入 16.50/18.35/19.34/25.59 亿元，同比+71%/+11%/+5%/+116%，2024 年公司增长放缓主要系大客户广汽销量下滑影响，25 年以来公司下游小米、蔚来等客户销量增长较快，带动公司重返高增轨道。24H2 以来受市场竞争加剧影响，公司盈利能力有所下滑，25 年公司通过积极推动降本增效和海外高利润项目放量，盈利能力得到改善，25Q3 公司实现销售净利率 6.5%，同环比+1.8/+1.6pct。

图4：25Q1-Q3 公司营收利润共迎突破



数据来源：Wind，东吴证券研究所

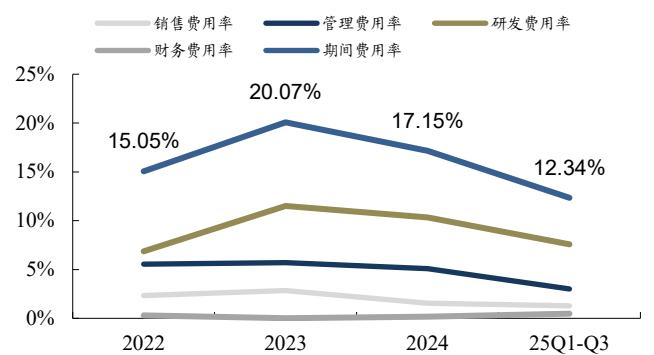
图5：25 年以来盈利能力改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

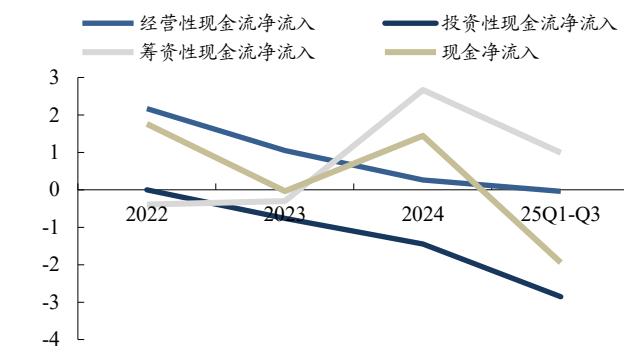
降本增效显成效，现金流短期承压。2025Q1-Q3 公司实现期间费用率 12.3%，同比 -7.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/3.0%/7.6%/0.5%，同比 -1.8/-3.0/-3.3/+0.4pct，得益于长期在降本增效上的坚持，降费效果明显；25 年前三季度，公司实现现金净流入 -1.9 亿元，为近年来首次流出，主要系投资性现金流流出较多。

图6：25Q1-Q3 费用率显著降低



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：现金流短期承压（亿元）

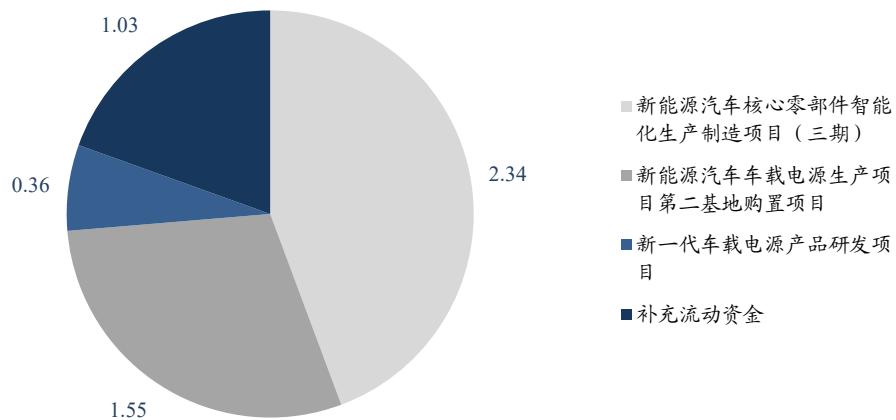


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

1.5. 定增募集资金，提升产能和研发实力

公司计划定增募集资金不超过 5.28 亿元，用于产能建设和新品研发。2025Q3 公司发布定增公告，拟发行不超过 4662.61 万股，募集总额不超过 5.28 亿元，募资主要用于：1) 新能源汽车核心零部件智能化生产制造项目（三期），建成后年产能 72 万套车载高压电源系统，计划投入 2.34 亿元；2) 购置新能源汽车车载电源生产项目第二基地，计划投入 1.55 亿元；3) 研发应用 GaN 器件的新能源车载电源集成产品和第 5.5 代新能源车载电源集成产品，计划投入 0.36 亿元；4) 补充流动资金 1.03 亿元。

图8：公司定增募资拟投入项目与投入金额（亿元）



数据来源：公司定增说明书，东吴证券研究所

2. 车载电源向高性能、高集成迭代，海外市场空间广阔

2.1. 车载电源：新能源汽车核心部件，OBC 向高功率、双向化迭代

车载电源由车载充电机、车载 DC/DC 转换器和电源分配单元构成，可将电网电能转换为低压直流电供车载电器使用。车载电源一般包括车载充电机(OBC)、车载 DC/DC 变换器、电源分配单元(PDU)，三者通常被称为“小三电”。一台新能源汽车通常搭配一套 OBC 和一套 DC/DC 转换器，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；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。车载电源正从物理集成向系统集成演化，二合一(OBC、DC/DC 集成)、三合一(OBC、DC/DC 与 PDU 集成)产品逐步成为主流。

表4：车载电源各产品主要功能

产品	种类	功能
车载充电机	单向充电桩	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，同时，能够对车载储能装置的充电过程进行保护与控制，保障安全性。
	双向充电桩	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 转换器	-	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。
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
车载电源集成产品	二合一产品	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，可以减少占用空间，简化整车布线设计，降低成本，提升整车开发效率及质量
	三合一产品	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

OBC 占车载电源价值量 50%-60%，车载电源集成产品价值量约 2200-2500 元。
 OBC 为车载电源中技术壁垒最高、价值量最大产品，单台价值在 1500-2000 元之间，占车载电源总价值量约 50%-60%，DC/DC 转换器单台价值 800-1500 元，PDU 价值量相对较小。车载电源集成产品由于简约整车布线设计，成本较低导致集成后低于零部件价值量总和，25 年国内厂商单套价值量普遍在 1800-2500 元之间。

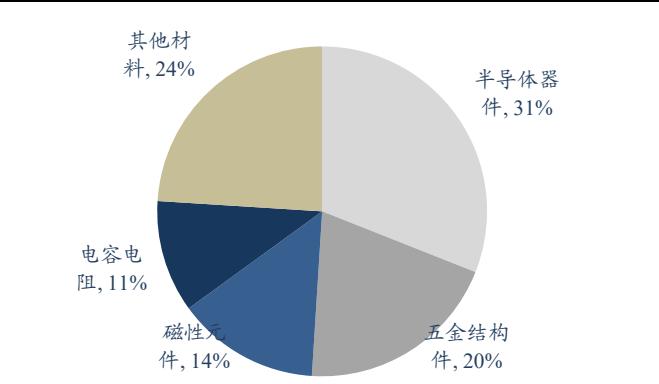
功率半导体器件构成主要原材料成本，并以硅基半导体为主。车载电源原材料成本中，功率半导体器件占比约 30%，其他如五金结构件、磁性元件、电容电阻占比约 20%、15%、10%。

表5：直流充电桩构成

产品	单车价值量 (元)	车载电源价值 占比
OBC	1500-2000	50%-60%
DC/DC 转换器	800-1500	30%
PDU	200-500	10%
二合一集成产品	1800-2000	90%
三合一集成产品	2000-2500	100%

数据来源：公司招股说明书，威迈斯招股说明书，欣锐科技 2024 年报，东吴证券研究所

图9：2023 年车载电源原材料成本构成

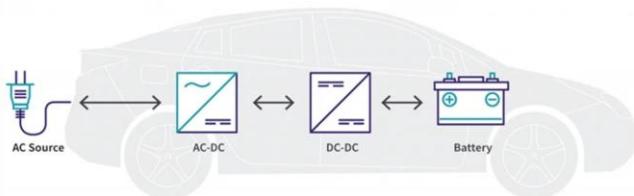


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

800V 平台新能源车渗透率提升，推动车载电源向高转换效率、高功率密度等方向演变。 OBC 功率主要覆盖 3.3kW、6.6kW、11kW、22kW 等范围，其中 3.3kW 已基本淘汰，6.6kW 为当前主流方案。根据前沿产业圈，800V 平台新能源汽车市场渗透率稳步提升，在 2025 年占比达到 13%，对应补能功率需求更高，推动 OBC 逐步往下一代 11kW、22kW 方案迭代，国内多厂商已实现 11kW 方案量产并在下游车企定点，根据博研咨询，24 年 11kW OBC 渗透率已达 18% 左右。

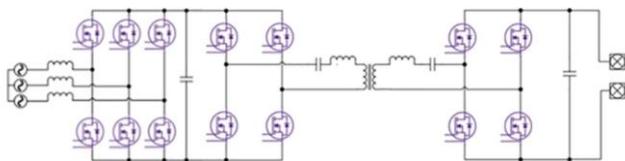
高功率化叠加双向充电趋势，第三代半导体应用迭代中。 第三代半导体是指 SiC 和 GaN 为核心、禁带宽度 $\geq 2.3\text{ eV}$ 的一类新型半导体材料，相比目前主流的硅基半导体，具有高耐温特性、高阻断电压、高开关速度和低损耗等特性，11kW、22kW 方案的 OBC 需应用第三代半导体。此外，V2X 产业落地中，双向 OBC 需求对应提升，双向 OBC 下功率器件的开关频率、损耗、耐压、热管理要求翻倍，第三代半导体为主要解决方案。当前国内车载电源厂商都正积极开展 SiC、GaN 等第三代宽禁带半导体器件的应用研究，并已实现了 SiC 半导体器件在产品中的量产应用。

图10：双向 OBC 支持新型 V2X



数据来源：wolfspeed，东吴证券研究所

图11：高功率三相双向 OBC 拓扑结构图



数据来源：wolfspeed，东吴证券研究所

2.2. 竞争格局：国内企业竞争梯队清晰，加速海外市场渗透

国内车载电源市场分为第三方供应和整车厂自供，主流厂商与下游客户深度绑定。国内车载电源行业发展多年，目前已形成清晰的格局，分为弗迪动力（比亚迪）、特斯拉为代表的整车厂自供商，富特科技、威迈斯等第三方供应商，各自已与客户形成深度绑定，如欣锐科技已绑定比亚迪、本田、极氪等，英搏尔长期供应长安、江淮、上汽等。

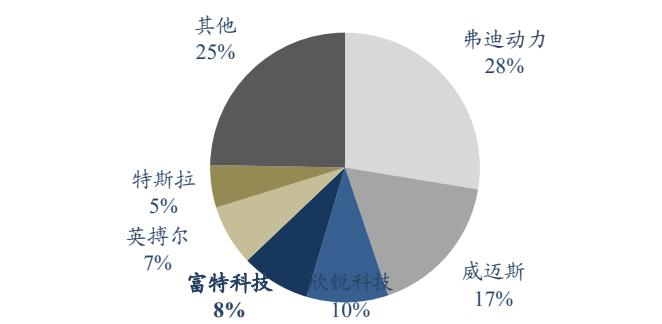
表6：国内第三方车载电源主流厂商的产品和客户

公司	主要产品	国内主要客户
欣锐科技	车载充电桩、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	比亚迪、小鹏、极氪、本田、吉利、日产、哪吒等
英搏尔	新能源汽车驱动总成和电驱总成	小鹏、威马、长安、吉利、思皓、江淮汽车、上汽通用五菱、奇瑞商用车、岚图、理想、重庆瑞驰、杭叉集团等
精进电动	新能源汽车电驱动系统、包括驱动电机总成、控制器总成、传动总成	上海汽车变速器有限公司、中国一汽、比亚迪、吉利集团、小鹏汽车、厦门金龙、东风集团、福田集团等
威迈斯	车载电源的车载充电桩、车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品、车驱系统的电机控制器、电驱总成，以及液冷充电桩模快产品等	广汽集团、理想汽车、长安汽车、奇瑞汽车、吉利汽车等
富特科技	车载充电桩、车载 DC/DC 变换器、车载电源集成产品、液冷超充电桩电源模块、智能直流充电桩电源模块	小米汽车、广汽集团、长城汽车、蔚来汽车、易捷特、雷诺汽车、日产汽车、上汽集团、比亚迪、长安汽车、零跑汽车等

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

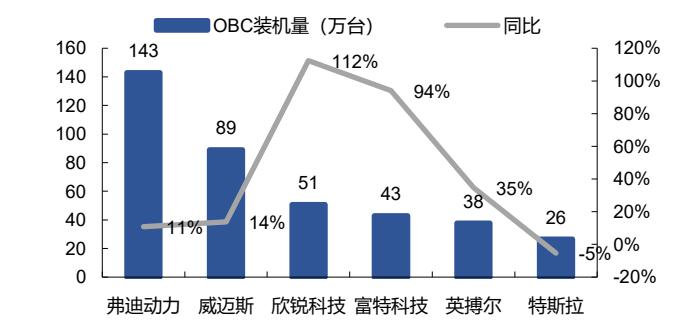
国内竞争格局较为集中，25年上半年 CR5 合计市占率约 70%。根据 NEtimes 数据，2025年上半年，国内 OBC 市场 CR5 为弗迪动力、威迈斯、欣锐科技、富特科技和英搏尔，CR5 合计市占率约 70%。其中弗迪动力作为龙头，25H1 装机 143 万台，欣锐科技、富特科技装机增速较快，达 51/43 万台，同比+112%/+94%。

图12：2025H1 国内 OBC 厂商市占率情况



数据来源：NEtimes，东吴证券研究所

图13：2025H1 国内主流厂商 OBC 装机情况



数据来源：NEtimes，东吴证券研究所

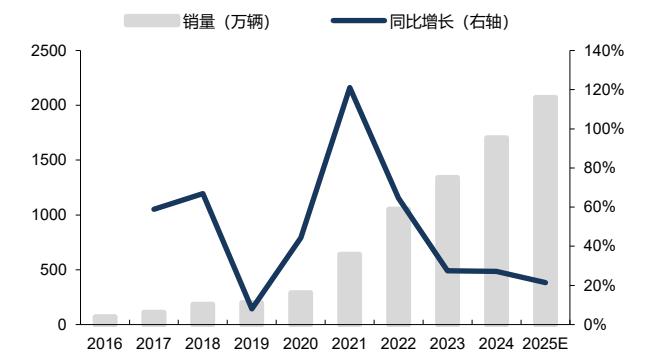
海外市场由博世、法雷奥等汽车电子巨头主导，国内厂商加速出口渗透中。参与车

载电源行业的海外企业主要包括博世、法雷奥、科世达、TDK 等汽车电子国际巨头，凭借多年来在汽车零部件领域的行业经验以及与下游整车厂良好的合作关系，跨产品进入车载高压电源领域，该类厂商切入汽车零部件行业较早，品牌影响力较强，技术及行业经验积累深厚，居海外市场主导地位。近年来，随着国内市场已形成稳定供应格局，国内车载电源厂商纷纷转战出口以寻求突破，富特科技打通 stellantis、雷诺、宝马渠道，欣锐科技，威迈斯等也顺利供应车载电源给沃尔沃、阿斯顿马丁等海外车企，海外市场可配套车型多，增量空间显著。

2.3. 市场空间：下游新能源汽车需求旺盛，带动车载电源行业快速扩张

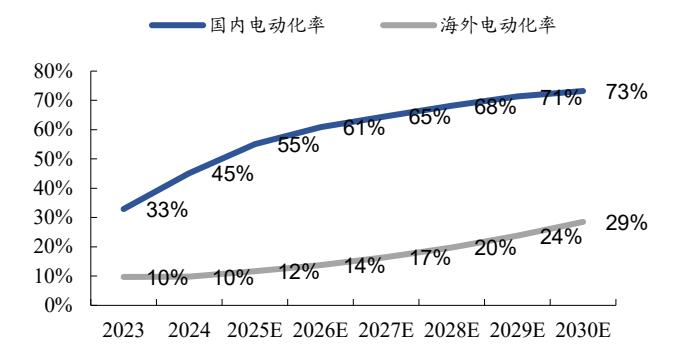
全球新能源汽车增长强劲、电动化率稳定提升。2024 年全球新能源车销量达 1704 万辆，同比+27%，市场规模快速增长，我们预计 2025 年将维持较高增速，销量达 2070 万辆，同比+21%；截至 2024 年底，国内电动化率已达 45%，海外达 10%，我们预计到 2030 年国内电动化率将达 73%，海外达 29%，新能源汽车行业将保持良好增速态势。

图14：2016-2025年全球新能源车销量及增速



数据来源：TrendForce, Marklines, 东吴证券研究所

图15：2023-2030年国内外电动化率及预测



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

基于以下假设，我们对国内外车载电源市场进行预测：1) 国内新能源汽车稳定增长，海外增速较快，到 2030 年分别达 2177/1743 万台；2) 单车搭载一套车载电源系统，即一套 OBC、车载 DC/DC、PDU；3) 11kW、22kW 高功率 OBC 渗透率随 800V 平台汽车渗透率逐年提升；4) OBC、车载 DC/DC 和 PDU 价格 26-30 年稳定 3% 年降；5) 二合一、三合一等集成产品渗透率持续提升，集成产品较单一产品加总有 0.8 的折价系数。

根据我们的测算，预计到 2030 年国内车载电源市场将达 407 亿元，海外市场达 425 亿元，2025-2030 年 CAGR 分别达 6.2%/18.1%，国内稳定增长，海外市场增速较快。

表7：车载电源行业国内外市场空间及增速预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内								
新能源车销量 (万台)	829	1158	1412	1610	1757	1913	2058	2177
单车搭载量	1	1	1	1	1	1	1	1
车载电源需求 (万套)	829	1158	1412	1610	1757	1913	2058	2177
-增长率	34%	40%	22%	14%	9%	9%	8%	6%
高功率OBC价格 (元/台)	2500	2200	2000	1940	1882	1825	1771	1717
-渗透率	8%	10%	13%	15%	18%	22%	25%	30%
6.6kw OBC价格	1800	1600	1500	1455	1411	1369	1328	1288
-渗透率	92%	90%	87%	85%	82%	78%	75%	70%
车载DC/DC价格 (元/台)	1000	900	800	776	753	730	708	687
PDU价格 (元/台)	300	270	250	243	235	228	221	215
未集成车载电源平均价格 (元/套)	3156	2830	2615	2546	2484	2428	2368	2319
-渗透率	10%	8%	7%	6%	5%	5%	4%	3%
车载电源集成折价系数	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
车载电源集成产品平均价格 (元/套)	2525	2264	2092	2037	1987	1942	1895	1855
-渗透率	90%	92%	93%	94%	95%	95%	96%	97%
国内车载电源市场空间 (亿元)	215	267	301	333	354	376	394	407
-增长率	25%	12%	11%	6%	6%	5%	5%	3%
海外								
新能源车销量 (万台)	510	546	658	785	958	1169	1428	1743
单车搭载量	1	1	1	1	1	1	1	1
车载电源需求 (万套)	510	546	658	785	958	1169	1428	1743
-增长率	30%	7%	21%	19%	22%	22%	22%	22%
高功率OBC价格 (元/台)	3000	2800	2500	2425	2352	2282	2213	2147
-渗透率	7%	8%	10%	12%	15%	19%	22%	25%
6.6kw OBC价格	2200	2150	2000	1940	1882	1825	1771	1717
-渗透率	93%	92%	90%	88%	85%	81%	78%	75%
车载DC/DC价格 (元/台)	1300	1200	1100	1067	1035	1004	974	945
PDU价格 (元/台)	400	380	300	291	282	274	266	258
未集成车载电源平均价格 (元/套)	3956	3782	3450	3356	3270	3190	3107	3027
-渗透率	10%	8%	7%	6%	5%	5%	4%	3%
车载电源集成折价系数	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
车载电源集成产品平均价格 (元/套)	3165	3026	2760	2685	2616	2552	2486	2422
-渗透率	90%	92%	93%	94%	95%	95%	96%	97%
国内车载电源市场空间 (亿元)	165	169	185	214	254	302	359	425
-增长率	2%	10%	16%	19%	19%	19%	19%	19%

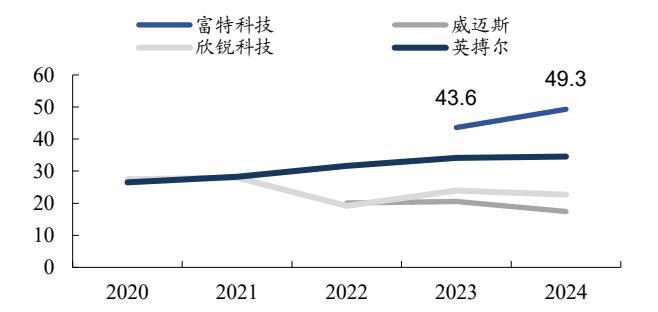
数据来源：乘联会、第三代半导体产业，东吴证券研究所

3. 高研发投入实现技术领先，积极拓展海外市场推动业绩突破

3.1. 高度重视研发投入，积极开发新产品、新技术

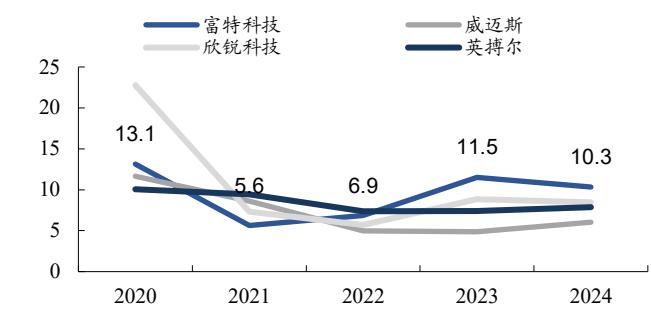
公司高度重视研发投入，研发人员占比和研发费用率都高于可比公司。截至 2024 年底，公司研发人员达 813 人，占公司员工总数 49.3%，显著高于可比公司，此外公司近年来研发费用快速增长，研发费用率为可比公司中最高者，表现出公司对新产品、新技术研发的高度重视。

图16：可比公司研发人员占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：可比公司研发费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司储备多个研发项目，保持技术领先性。公司当前有第五代 6.6kW 车载电源集成项目、22kW 车载电源集成项目和深度集成产品项目等多个项目处于样机阶段，为车载电源的下一代产品和技术做好了储备，能够更好地保持技术领先性。

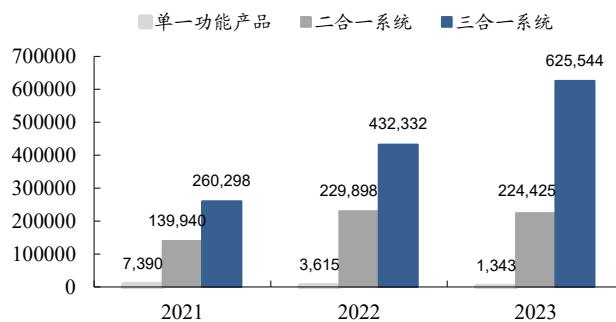
表8：公司储备的研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
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。	样机阶段	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。
22kW车载电源集成项目	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，双向车载充电桩还具备V2L、V2G、V2H和V2V功能。	样机阶段	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。
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。	样机阶段	提高产品集成度，实现对深层次集成产品的智能化控制。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

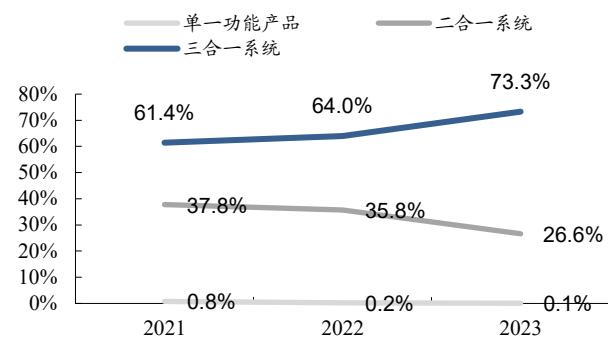
充分顺应高集成化趋势，“三合一”系统已成主力产品。公司顺应车载电源集成化大趋势，三合一系统销量高速增长，2023 年累计出货 63 万台，占车载电源业务收入超 70%，已为公司主力产品。

图18：公司不同车载电源产品销量情况（台）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

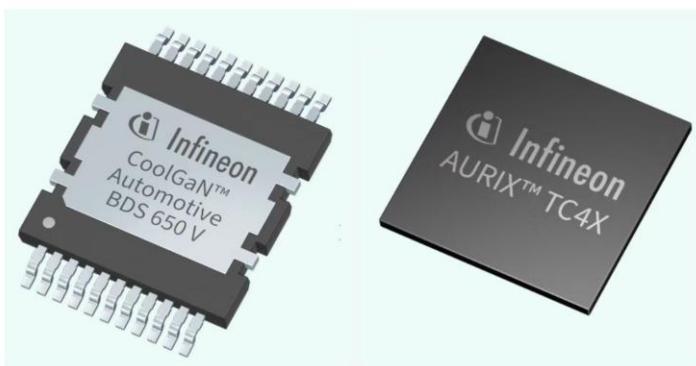
图19：公司不同产品收入占车载电源业务比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积极推进第三代宽禁带半导体应用，与英飞凌深度合作应用其GaN功率器件。公司积极开展SiC、GaN等第三代宽禁带半导体器件的应用研究及相应的电力电子拓扑优化，简化电路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。公司目前已实现了SiC半导体器件在产品中的量产应用，且与英飞凌深度合作建立创新应用中心，将其行业性能领先的CoolGaN™车用GaN功率元器件及高性能车用微控制器AURIX™ TC4x系列，成功应用于公司最新研发的高性能车载电源。

图20：应用于公司新产品的英飞凌GaN功率半导体器件

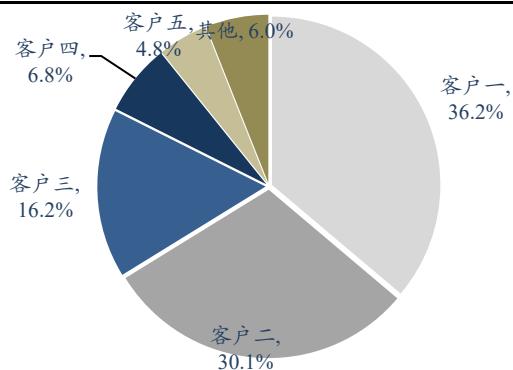


数据来源：NEdimes，东吴证券研究所

3.2. 深度绑定国内主流整车厂，推动收入快速提升

公司客户结构高度集中，深度绑定小米、蔚来、广汽等主流主机厂。2024年，公司前五大客户占销售额总计94%，第一大客户占比达36%，客户结构高度集中。公司与广汽、蔚来、长城、小米、小鹏、零跑、长安等多家领先车企建立了稳定合作关系，且广汽、小米、蔚来等均通过产业基金的方式参股公司，此外公司持续开拓新客户，陆续取得比亚迪汉、宋、护卫舰等项目的定点。

图21：2024年公司前五大客户销售额占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

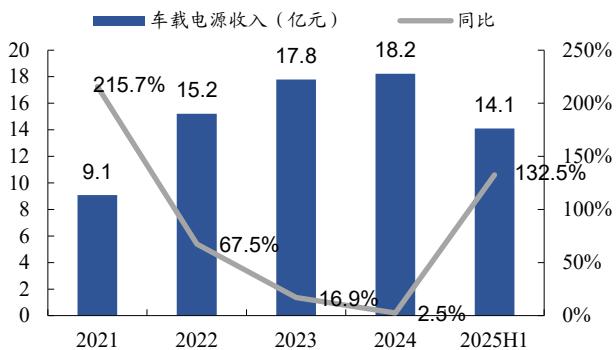
图22：公司车载电源主要客户



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

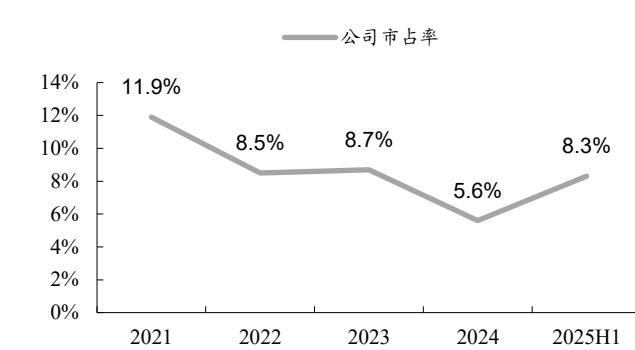
小米、零跑等新客户销量高增，推动公司车载电源业务重返高增轨道。2024 年之前，公司主要大客户为广汽，23 年收入占比达 56%，24 起广汽销量有较大下滑，导致公司在其收入有所减少，全年增速放缓，25 年来小米、蔚来销量高增，此外公司在零跑汽车的份额明显上升，推动公司车载电源业务重返高增长，25H1 车载电源收入达 14.1 亿元，同比+133%，市占率达 8.3%。我们预计，26 年公司仍将受益于小米、零跑、蔚来等客户的销量增长，车载电源业务国内收入保持高增。

图23：公司车载电源收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：公司车载电源市占率



数据来源：NETimes，东吴证券研究所

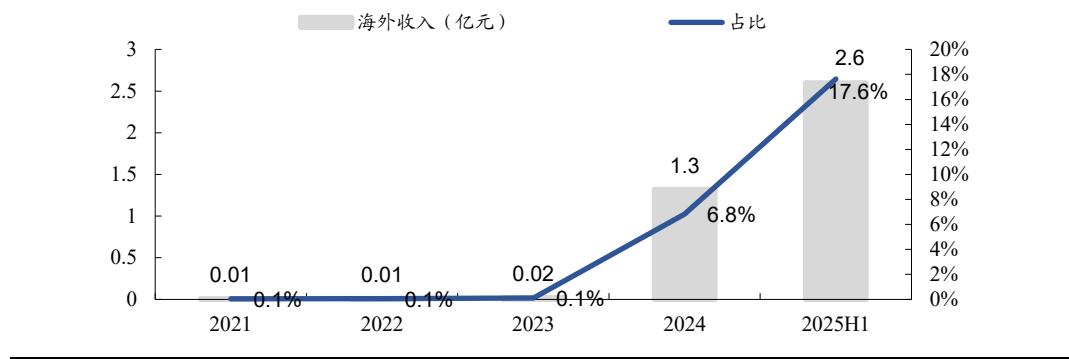
3.3. 积极拓展海外市场，寻求业绩突破

公司积极拓展海外客户，已定点多个主流车企。公司认识到国内市场已进入平稳增长阶段，而海外市场当前电动化率较低，市场空间广阔，依托在国内市场积累的配套经验、技术实力与快速响应能力，获得了雷诺、Stellantis、某欧洲主流豪华品牌等多家国际主流车企的项目定点。此外，公司 24 年上半年开始建设泰国工厂，当前已完成厂房装修，我们预计 26 年将投产，将有效提升公司海外交付能力和影响力，提升公司在海外市场渗透率。

通过多年的技术、客户积累，24H2 以来公司海外收入快速增长，我们预计 26 年起

将贡献较高增量。公司海外业务受益于与雷诺的定点项目，于24H2开始快速增长，24H2海外收入达1.23亿元，此前每年只有百万元级别的海外收入，2025H1公司海外收入达2.6亿元，占比超过17%，增势显著，我们预计26年起，公司向雷诺的出货将持续上升，与Stellantis的定点项目将开始放量，带来较高增量，27年公司与欧洲主流豪华品牌车企的项目有望快速放量，带来进一步增长，未来海外前景广阔。

图25：公司海外收入及占比

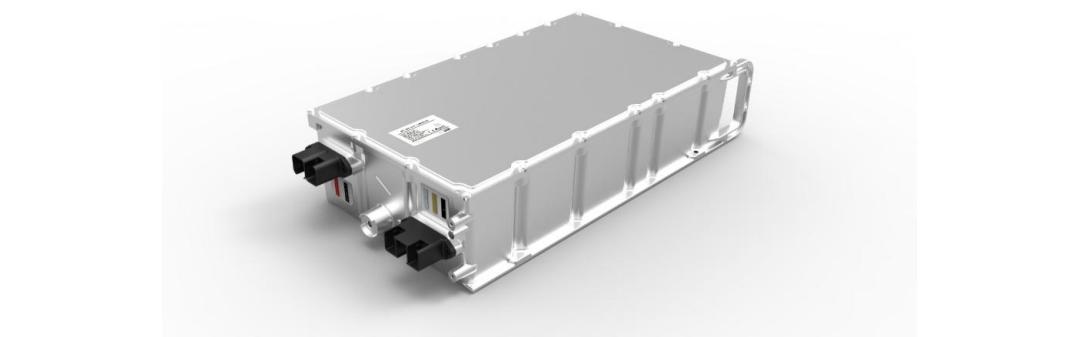


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.4. 拓展充电桩模块业务，丰富产品矩阵

公司充分利用在电子元件的技术沉淀，布局充电桩模块业务以拓展产品线。近年来公司先后重点布局液冷超充电桩电源模块（20kWAC/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），其中液冷超充电桩电源模块的最高转换效率可达99%。此外，公司重点面向欧美澳电网调峰市场，布局V2G双向充电桩，我们预计有望26年Q2量产，27年起贡献一定增量利润。

图26：公司的液冷超充模块



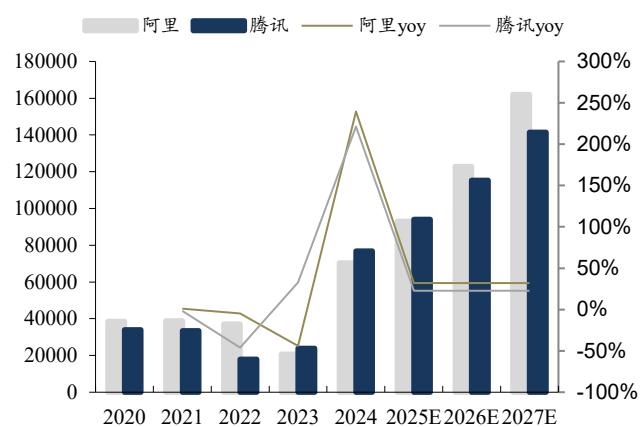
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4. HVDC 未来空间广阔，技术同源优势显著

4.1. HVDC 为 AIDC 配电下一代方案，未来空间广阔增速较快

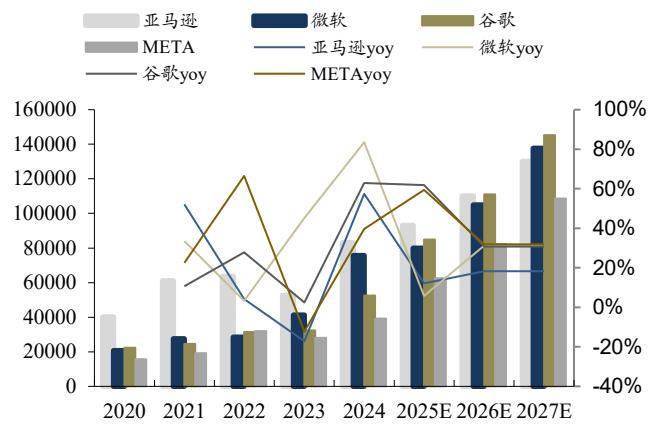
全球 AIDC 资本开支高增长，驱动行业需求高景气。国内外云厂商资本开支 24 年开始爆发式增长，聚焦 AIDC 基建。国内方面，阿里 24 年资本开支同比增长率达 239%，并宣布 25-27 年投入 3800 亿人民币用于推进其云计算和人工智能基础设施建设，超过其过去 10 年投入总和；腾讯 24 年资本开支同比增长率达 221%，其 25 年将保持双位数增长；海外方面，亚马逊/微软/谷歌/META25 年 CAPEX 指引分别为 930 亿/800 亿/850 亿/600-650 亿美元，用于建设和扩容数据中心、购建 AI 专用服务器及网络设施。

图27：国内厂商 2020-2027 资本开支（单位：百万元）



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图28：海外厂商 2020-2027 资本开支（单位：百万美元）



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

HVDC 较 UPS 具备效率、成本等优势，为下一代数据中心供电方案。目前数据中心供电仍以 UPS 为主，但由于效率提升存在瓶颈、变换环节多故障概率大、大容量与小体积之间存在矛盾等问题，随着算力机柜功率的高速增长，对柜外电源的供电效率、功率密度等提出了更高要求，因此柜外电源将向直流化、高压化、集成化方向发展，HVDC 电源前景广阔。当前国内阿里巴巴牵头中恒电气和台达开发了集成化 HVDC-巴拿马电源，并率先在自有数据中心应用；科华数据、盛弘纷纷开始布局 HVDC 产品，国内 CSP 腾讯、字节均开始陆续采购 HVDC 系统，以提升 AIDC 的用能效率，国内渗透率加速提升。但直流端电压 240V/336V 仍较低、功率密度存在瓶颈，且配套仍不完善。

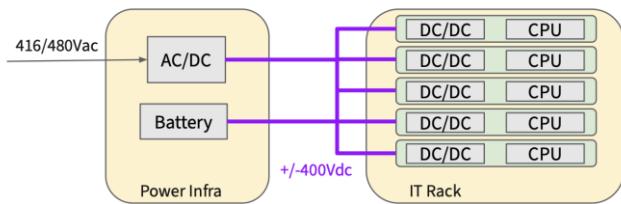
表9：UPS、240V/336V HVDC、巴拿马电源方案对比

	UPS	240V/336V HVDC	巴拿马电源
冗余供电模式	主流: 2N, DR 很少采用: RR	主流: 1路市电+1路 DC 特别登记: 2N HVDC	主流: 2N DC 也可: 1路市电+1路 HVDC
可用性	结构复杂, 可用性一般	结构简化, 可用性高	环节简洁, 可用性极高
理论链路效率	93%	95%	97.5%
占地面积 (2.2MW IT)	310 m ²	300 m ²	110 m ²
建设周期	12 个月左右	6 个月左右	3 个月左右
系统成本 (元/W)	3 元/W	2 元/W	1.3 元/W
优势	应用成熟, 产品生态完善	成本下降, 结构简单	集成度更高, 效率更高, 运维简单
缺点	效率提升有限, 扩展不灵活, 占地面积大	占地面积较大, 产业链不成熟, 运行案例少, 缺乏运维经验	产业链不成熟, 运行案例少, 可扩展性较差

数据来源：《巴拿马供电白皮书》，东吴证券研究所

海外各大 CSP 明确提出 800V/±400V HVDC 方案，Tier1 积极配合推进产品研发中。为了适配 Vera Rubin 芯片，NV25 年 10 月发布 800V DC 架构白皮书，为 Rubin 的适配提供典型方案的指引。海外各大 CSP 纷纷提出对应方案，谷歌基于超前布局下一代 GPU 和兼容当下 GPU，提出 ±400V 供电架构，确保其基础设施投资的高效可复用；根据 META HPR 蓝图，我们预计其 26Q1 推出 ±400VHPR 以达到 800kW 单机柜供电能力。产业各 Tier1 针对客户方案正在加速推出产品，如麦米已在 GTC2025 展出 800V HVDC 机架，维谛、台达等也已推出方案。综合来看，800V/±400V HVDC 供电方案将成为海外下一代供电系统。

图29：谷歌的 ±400V HVDC 方案



数据来源：谷歌，东吴证券研究所

图30：麦格米特在 GTC2025 展示的 800V HVDC 机架



数据来源：GTC2025，东吴证券研究所

我们预计 HVDC 渗透率稳步上升，到 2030 年市场规模有望达 1768 亿元。我们假设：1) UPS/HVDC 供电采用 2N 冗余设计，PUE 随电能利用效率提升呈下降趋势；2) 25 年国内 HVDC 价格假设比 UPS 略低，为 0.48 元/W 左右，海外价格较高稳定年降；3) HVDC 渗透率稳步上升，2027 年海外 800V HVDC 跟随 Rubin 放量，渗透率达 30%。我们测算，到 2030 年 HVDC 市场空间有望达到 1768 亿元，25-30 年 CAGR 约 136%。

表10：AIDC HVDC 市场需求测算（2023-2030E）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AI算力芯片装机容量 (GW)	2	4	7	11	15	19	27	36
AI算力功率 (GW)	5	8	13	21	30	38	53	69
柜外电源								
PUE	1.40	1.35	1.30	1.20	1.20	1.15	1.15	1.10
UPS/HVDC冗余度	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
UPS渗透率	95%	95%	90%	85%	70%	57%	39%	15%
UPS电源容量 (GW)	13	19	30	42	51	49	47	22
国内占比	0%	10%	12%	15%	18%	20%	20%	20%
UPS单价-国内 (元/W)	0.53	0.52	0.51	0.50	0.49	0.48	0.47	0.46
UPS市场规模-国内 (亿元)	0	10	18	32	45	47	45	21
海外占比	100%	90%	88%	85%	82%	80%	80%	80%
UPS单价-海外 (元/W)	2.00	2.00	2.00	1.90	1.81	1.71	1.63	1.55
UPS市场规模-海外 (亿元)	251	347	523	680	748	673	616	278
UPS电源市场需求-全球 (亿元)	251	357	541	712	792	720	661	299
HVDC渗透率	5%	5%	10%	15%	30%	44%	61%	85%
HVDC电源容量 (GW)	1	1	3	7	22	38	74	130
国内占比	95%	90%	90%	90%	70%	60%	50%	40%
HVDC单价-国内 (元/W)	0.50	0.49	0.48	0.47	0.71	0.69	0.68	0.66
HVDC市场规模-国内 (亿元)	3	4	14	31	107	157	250	345
海外占比	5%	10%	10%	10%	30%	40%	50%	60%
HVDC单价-海外 (元/W)	3.00	3.00	3.00	2.50	2.25	2.03	1.92	1.83
HVDC市场规模-海外 (亿元)	1	3	10	19	146	306	709	1423
HVDC电源市场需求-全球 (亿元)	4	8	24	50	253	463	958	1768
柜外电源市场规模 (亿元)	255	365	566	762	1046	1183	1620	2066
yoY		43%	55%	35%	37%	13%	37%	28%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

4.2. 公司现有技术储备与 HVDC 高度同源，具备充足的先发技术优势

HVDC 与公司现有的液冷超充模块同样采用两级拓扑结构，且电压、功率等参数高度重合，公司具备先发技术优势。HVDC 拓扑结构成熟，AC-DC 拓扑采用三相 Vienna PFC 或 Boost PFC，DC-DC 拓扑基本以 LLC 谐振电路为主，整流模块并联成柜，公司的液冷超充模块同样采用这种拓扑结构，在拓扑结构上具备高同源性。公司的 AC/DC 液冷超充模块功率为 20kW，在往高功率迭代，而 800V HVDC 当前功率区间在 15-72kW，同样在往高功率迭代。输出电压方面 HVDC 要求稳定输出 800V 电压，公司的液冷充电模块则根据车辆系统参数输出 150-950V 电压，能够覆盖 HVDC 的电压要求。总体来说，公司已有的充电模块产品在结构、技术参数上都与 800V HVDC 电源模块具有高相通性，具备先发技术优势。

表11：公司的充电模块与 800V/±400V HVDC 电源模块参数区间有高重复性

	液冷充电模块	模块化 HVDC
单模块功率	20kW	15-72kW , 往高功率迭代
输出电压	150-950V	240V/336V, 下一代 800V
前级 AC-DC	三相全桥 PFC	三相全桥 PFC
后级 DC-DC	LLC 谐振	LLC 谐振
效率	注重峰值效率	轻载效率要求较高
并联方式	多模块并联成柜	多模块并联成柜
负载动态响应	要求高动态响应速度	负载变化慢, 相应要求低

数据来源：第一电动网，公司官网，东吴证券研究所

在功率半导体领域长期耕耘，进一步赋能 HVDC 产品研发。由于原有车载/非车载产品的需要，公司积极开发 SiC、GaN 等第三代宽禁带半导体器件的应用研究及相应的电力电子拓扑优化，并已实现了 SiC 半导体器件在产品中的量产应用，而 SiC MOSFET 具备高开关频率和耐压性，为当前最适合 HVDC 中 PFC 电路的功率器件，其高功率密度对封装材料和散热设计提出更高要求，且存在界面设计、可靠性等难题，对厂商技术要求较高，公司可利用已有的技术储备较好地解决相关的技术难题，为又一大技术优势。

表12：SiC MOSFET 为最适配 HVDC 的功率半导体器件

器件类型	Si IGBT	Si MOSFET	SiC MOSFET	GaN HEMT
优点	成熟可靠、成本低、大电流能力强、驱动电路成熟	成本低、成熟度高、低压下效率高	高频高效 (>100kHz)、耐压高、温度范围广、体积与散热显著减小	超高开关速度 (>1MHz)、极低开关损耗、极高功率密度
缺点	开关速度慢(<20kHz)、损耗大、体积大、无法实现高频隔离	高频损耗大(<100kHz)、不适合高压(>600V)	成本高、驱动与EMI设计复杂	耐压低(≤650V)、热导率较低、成本较高、对封装要求高
典型电压段	1200V-6500V	20V-600V	650V-10kV	100V-650V

数据来源：macnica，东吴证券研究所

公司凭借此前的技术积累，有望推出 HVDC 产品打造全新增长极。公司在功率半导体的应用、高压直流的输出、LLC 谐振电路等方面都已有相关的技术储备，可较好地解决研发 HVDC 产品中各环节的难题，前期已不需要过多研发投入，公司可充分利用这种先发优势，我们认为公司若能快速推出 HVDC 产品并顺利取得客户突破，HVDC 业务将成为公司的重要增量。

表13：公司与 HVDC 相关的技术储备

技术名称	技术特点	所处阶段
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。	批量生产
实现电路精简与应力优化的新型谐振变换器技术	该技术将谐振电感、谐振电容和整流二极管等电子元器件重新优化组合，结合磁集成技术，提出了新颖的电路结构，可显著减少磁件体积和开关管数量，效率得到提升。并通过钳位电容减小了开关器件承受的电压应力， 从而将最高输出电压拓展至 1000 V 以上 ，可适应更宽范围的电池电压。	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。	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 300 V-1000 V 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。	批量生产
新一代功率半导体集成技术	该技术将多个功率半导体芯片集成在同一个模块中，结合实际电路应用，对模块内部的芯片布局连线和外部引脚定义进行设计，提出了先进的封装结构。与分立器件方案相比，达到模块内部寄生电感减小、散热能力提升、器件面积减小的目标，从而提升功率密度、简化结构设计。	样机阶段

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.54/53.05/65.92 亿元，同比 +115%/+28%/+24%；2025-2027 年归母净利润 2.30/3.65/5.35 亿元，同比 +143%/+58%/+47%。分产品类型看：

车载高压电源系统：公司充分受益于国内外客户销量增长，车载高压电源系统业务我们预计将保持快速增长，25 年毛利率受行业降价影响有所下滑，26 年起随着海外收入占比提升将逐渐增长，我们预计 25-27 年车载高压电源系统收入为 40.2/51.4/63.8 亿元，同比+120%/+28%/+24%；

非车载高压电源系统：公司近年来陆续加大布局非车载高压电源系统，且重点面向欧美澳电网调峰市场布局 V2G 双向充电桩，我们预计 25-27 年非车载高压电源系统收入为 1.0/1.3/1.6 亿元，同比+25%/+25%/+25%；

表14：富特科技收入预测拆分表（营收、营业成本、毛利单位为亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计						
营收	16.5	18.4	19.3	41.5	53.0	65.9
YOY	71%	11%	5%	115%	28%	24%
毛利率	20.5%	24.9%	22.3%	20.2%	21.6%	22.8%
营业成本	13.1	13.8	15.0	33.1	41.6	50.9
毛利	3.4	4.6	4.3	8.4	11.5	15.0
车载高压电源系统						
营收	15.2	17.8	18.2	40.2	51.4	63.8
YOY	67%	17%	2%	120%	28%	24%
毛利率	21.0%	25.1%	23.1%	20.6%	22.0%	23.2%
毛利	3.2	4.5	4.2	8.3	11.3	14.8
收入占比	92%	97%	94%	97%	97%	97%
技术服务						
营收	0.5	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5
YOY	226.20%	-98%	2769%	20%	20%	20%
毛利率	-0.2%	14.7%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
毛利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入占比	3%	0%	1%	1%	1%	1%
非车载高压电源系统						
营收	0.8	0.5	0.8	1.0	1.3	1.6
YOY	92%	-33.25	57%	25%	25%	25%
毛利率	23.8%	18.3%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
毛利	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
收入占比	5%	3%	4%	2%	2%	2%
其他业务						
营收	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YOY	172%	100%	0%	0%	0%	0%
毛利率	50.0%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

公司在车载高压电源系统行业长期耕耘，近年来持续开拓小米、蔚来、雷诺、Stellantis 等行业头部客户，依托技术积累积极布局 HVDC 寻求增量。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.30/3.65/5.35 亿元，同比+143%/+58%/+47%，对应现价 PE 分别为 33x、21x、14x。选取主要业务包含车载高压电源系统的上市公司联合动力、威迈斯、英搏尔作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 39x、31x、21x，考虑到公司产品广受认可，主业国内加速渗透，海外客户拓展速度领先，HVDC 带来额外增量，未来成长空间广阔，因此我们给予公司 26 年 30 倍 PE，对应股价 70.4 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图31：可比公司估值表（截至 2026 年 2 月 3 日）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			总股本 (亿股)	投资评级	预测来源
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E			
301656.SZ	联合动力	633	26.33	11.3	16.8	25.8	0.5	0.7	1.1	56.1	37.7	24.5	24.05	买入	东吴
688612.SH	威迈斯	125	29.90	6.5	8.6	10.9	1.6	2.1	2.6	19.2	14.5	11.5	4.19	未评级	Wind
300681.SZ	英搏尔	76	24.88	1.8	1.9	2.8	0.6	0.6	0.9	42.1	40.6	27.5	3.06	未评级	Wind
平均值		278	27.04	6.5	9.1	13.2	0.9	1.1	1.5	39.1	30.9	21.2	10.43	-	-
301607.SZ	富特科技	77	49.24	2.3	3.6	5.4	1.5	2.3	3.4	33.2	21.0	14.3	1.55	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所，其中威迈斯、英搏尔盈利预测来自 2026 年 2 月 3 日 Wind 一致预期，其余标的来自内部预测

6. 风险提示

- 1) **新能源汽车销量不及预期。**公司核心产品车载高压电源系统主要下游为新能源汽车行业，若新能源汽车销量不及预期，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) **技术迭代与创新不及预期。**车载高压电源系统行业技术要求高，若公司创新技术迭代不及预期，将影响公司产品竞争力，销量或受到影响，将对公司业绩产生影响。
- 4) **竞争加剧。**公司所在行业竞争相对激烈，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。

富特科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,840	2,557	3,050	3,772	营业总收入	1,934	4,154	5,305	6,592
货币资金及交易性金融资产	508	480	1,025	1,677	营业成本(含金融类)	1,503	3,315	4,159	5,089
经营性应收款项	838	1,171	1,162	1,222	税金及附加	5	10	13	16
存货	476	881	834	840	销售费用	30	54	69	86
合同资产	0	0	0	0	管理费用	99	125	154	185
其他流动资产	18	25	29	33	研发费用	200	374	477	593
非流动资产	445	431	409	379	财务费用	3	(2)	(1)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	71	91	113
固定资产及使用权资产	277	256	229	194	投资净收益	3	1	4	6
在建工程	100	90	81	73	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	21	38	52	64	减值损失	(47)	(80)	(100)	(120)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	87	271	429	630
其他非流动资产	39	40	40	40	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	2,285	2,989	3,459	4,151	利润总额	88	271	429	630
流动负债	1,145	1,624	1,741	1,912	减:所得税	(6)	41	64	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	35	38	38	38	净利润	95	230	365	535
经营性应付款项	1,002	1,381	1,444	1,555	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	19	29	37	46	归属母公司净利润	95	230	365	535
其他流动负债	89	176	222	272					
非流动负债	141	141	138	135	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	1.48	2.35	3.45
长期借款	48	48	48	48	EBIT	86	269	427	623
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	145	344	510	713
租赁负债	17	14	11	8					
其他非流动负债	76	79	79	79					
负债合计	1,285	1,765	1,879	2,046	毛利率(%)	22.29	20.20	21.60	22.79
归属母公司股东权益	1,000	1,223	1,580	2,104	归母净利率(%)	4.89	5.55	6.87	8.12
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,000	1,223	1,580	2,104	收入增长率(%)	5.38	114.80	27.71	24.26
负债和股东权益	2,285	2,989	3,459	4,151	归母净利润增长率(%)	(1.90)	143.49	58.28	46.85

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26	30	615	722	每股净资产(元)	9.01	7.87	10.17	13.54
投资活动现金流	(145)	(50)	(56)	(53)	最新发行在外股份(百万股)	155	155	155	155
筹资活动现金流	267	(4)	(14)	(17)	ROIC(%)	10.35	18.89	24.22	27.32
现金净增加额	144	(28)	545	651	ROE-摊薄(%)	9.46	18.83	23.07	25.44
折旧和摊销	59	75	82	90	资产负债率(%)	56.24	59.06	54.31	49.30
资本开支	(149)	(60)	(59)	(59)	P/E(现价&最新股本摊薄)	80.89	33.22	20.99	14.29
营运资本变动	(172)	(349)	69	(20)	P/B(现价)	5.47	6.26	4.84	3.64

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提供。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：

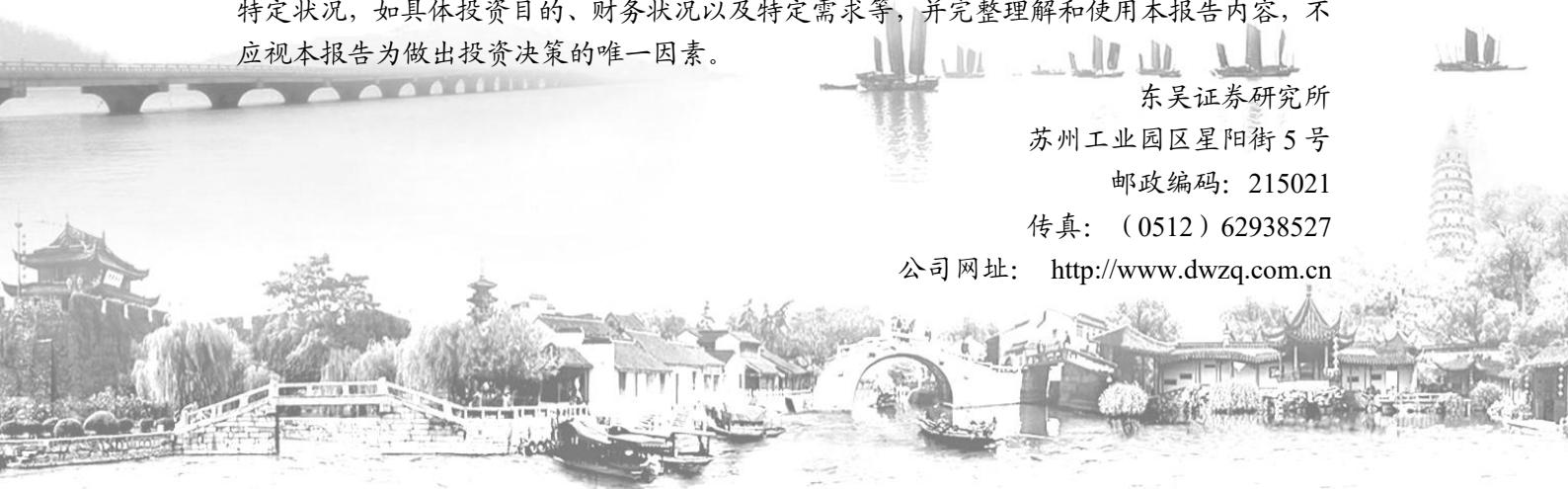
公司投资评级：

- 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>