

2025 年 09 月 08 日

联合动力（301656.SZ）

投资要点

◆ 下周三（9 月 10 日）有一家创业板上市公司“联合动力”询价。

◆ **联合动力（301656）**：公司是新能源汽车动力系统提供商，主要产品包括电驱系统、电源系统等动力系统核心部件。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 50.27 亿元/93.65 亿元/161.78 亿元，YOY 依次为 73.19%/86.30%/72.74%；实现归母净利润-1.79 亿元/1.86 亿元/9.36 亿元，YOY 依次为 28.33%/203.86%/403.55%。根据公司管理层初步预测，公司 2025 年 1-9 月营业收入较上年同期增长 30.62%至 44.61%，归母净利润较上年同期增长 31.05%至 57.26%。

② **投资亮点：1、背靠实控人汇川技术，公司已逐步发展为我国新能源汽车动力系统的行业龙头。**新能源动力系统对整车驱动性能、行驶安全、续航里程等均起到决定性影响，目前已成为我国新能源汽车产业重点发展方向；报告期内我国新能源乘用车驱动总成装机量年复合增长率达 47.73%、增速高于整车的 35%。公司深耕新能源汽车动力系统近 10 年，是工业自动化龙头汇川技术体系内运营新能源汽车电驱和电源系统的唯一主体，现已发展为新能源汽车动力系统的行业龙头；一方面公司产品齐备，通过自研实现 IGBT/SiC 功率模组、电机定子转子、减速器等核心部件及软件算法全自主，打造新能源汽车动力系统产品全平台能力，具备驱动总成、电机、电控、电源总成等全系列产 品；另一方面产品具有前瞻性，公司是国内最早推出 800V 高压 SiC 电驱 动平台、混动/增程架构双电控技术、增程器五合一总成系统国产器件、商 用车 SiC 集成控制器方案的汽车零部件民族品牌之一。截至目前，公司已 为包括理想汽车、广汽集团、小米汽车、沃尔沃、大众在内的 40 家以上 整车企业、超过 170 个车型提供动力系统解决方案，2024 年度动力系统产 品出货量超过 450 万台。在乘用车领域，根据 NE 时代统计，2024 年公司 电控产品及电机产品的国内市场份额均达 10%以上、在第三方供应商中排 名第一（总排名均为第二）；同时在商用车领域，公司亦处于该细分赛道 领军地位。**2、公司产品持续推陈出新，计划推出全系性能提升的第六代产品的同时，向底盘域不断延伸。**1）公司计划推出第六代产品；兼容性方面，第六代电驱在适配 400V、800V 高压供电平台的基础上，可进一步支持 48V 低压供电系统，扩展了 适用范围；智能化方面，第六代电驱系统将基于大数据模型实现系统参数 自适应调整，支持健康状态监测、故障预测、故障自动诊断；同时，功率 密度、效率、转速和冷却性能实现 10%-30%的提升，并计划支持 V2G/V2V/V2L、车内放 电等多种功能。2）公司向底盘域不断延伸；据招股书披露，公司计划从 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，为整车控制带来更为智能化的功能。**3、公司加速全球化布局，稳步推进全业务链本地化部署。**公司是我国业内最早布局海外市场、实现向国际主流汽车 品牌大规模批量供货的自主品牌之一；报告期内，陆续设立匈牙利、泰国 生产基地，以及德国、挪威销售公司，另据招股书披露，公司计划通过 开设海外办事处、区域维修中心、研发中心等，进一步覆盖欧洲、北美、 东南亚、印度、日本等地区市场，其中海外研发中心建设正在快速推进、 计划于 2025 年正式投入运行。得益于海外本地化部署的持续推进，报告 期内公司累计获得 12 个电源系统海外定点项目，并于 2024 年在欧洲、 东南亚市场新增 2 个

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	2,116.22
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

报告联系人

戴箴箴

daizhengzheng@huajinsc.cn

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（三协电机）-2025 年 63 期-总第 589 期 2025.8.27
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（艾芬达）-2025 年第 62 期-总第 588 期 2025.8.23
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（巴兰仕）-2025 年 61 期-总第 587 期 2025.8.20
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（华新精科）-2025 年第 60 期-总第 586 期 2025.8.17
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（能之光）-2025 年 60 期-总第 586 期 2025.8.15



电驱系统定点项目。目前，公司海外市场收入呈现较快增长，外销收入由 2022 年的 0.26 亿元增至 2024 年的 7.69 亿元。

② **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取了精进电动、巨一科技、英搏尔、威迈斯为联合动力的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 34.08 亿元、平均 PE-TTM 为 37.86X、销售毛利率为 12.99%；相较而言，公司营收规模和销售毛利率均处于行业中高位区间。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	5,027.0	9,365.4	16,177.5
同比增长(%)	73.20	86.30	72.74
营业利润(百万元)	-286.3	126.9	989.9
同比增长(%)	-0.26	-144.31	680.34
净利润(百万元)	-179.0	185.9	935.9
同比增长(%)	28.33	203.86	403.55
每股收益(元)	-0.09	0.09	0.44

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、联合动力	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：我国新能源乘用车电驱系统相关产品累计搭载量情况	6
图 6：我国车载电源系统 OBC 产品出货情况	6
表 1：公司 IPO 募投项目概况	8
表 2：同行业上市公司指标对比	9

一、联合动力

公司是智能电动汽车部件及解决方案提供商，主要产品包括电驱系统（电控、电机、三合一/多合一驱动总成）和电源系统（车载充电机、DC/DC 转换器、二合一/三合一电源总成）等动力系统核心部件。

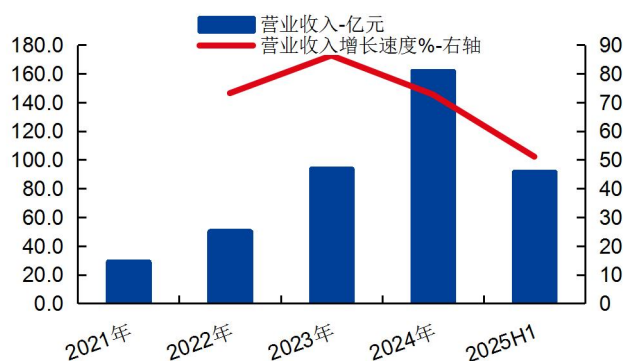
截至目前，公司已多次承担和参与国家重点研发计划和技术重大专项，主导或参与超过 20 项国家标准制定，引领行业进行关键技术的攻关突破；并为理想、小米等造车新势力，广汽、奇瑞、长安、长城、上汽、宇通、吉利、东风等民族汽车品牌，沃尔沃、Stellantis、大众、奥迪、保时捷、捷豹路虎等国际主流车企、超过 170 个车型提供动力系统解决方案，2024 年度动力系统产品出货量超过 450 万台，深度参与车型设计、动力系统开发、整车产销量爬坡及售后质保等新能源汽车全生命周期。

（一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 50.27 亿元/93.65 亿元/161.78 亿元，YOY 依次为 73.19%/86.30%/72.74%；实现归母净利润-1.79 亿元/1.86 亿元/9.36 亿元，YOY 依次为 28.33%/203.86%/403.55%。根据最新财务情况，公司 2025H1 实现营业收入 91.48 亿元，较上年同期增长 51.08%；实现归母净利润 5.49 亿元，较上年同期增长 92.91%。

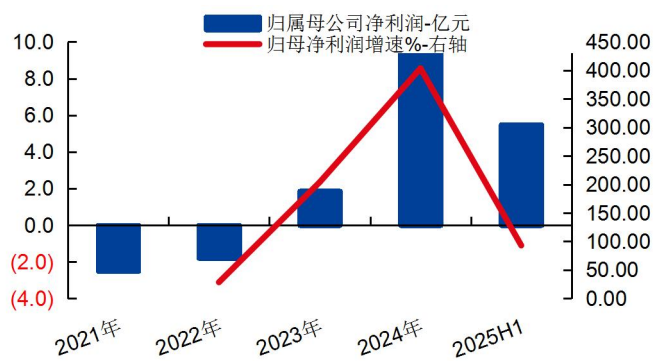
2024 年，公司收入按产品类别可分为三大板块，分别为电驱系统（140.51 亿元，87.23%）、电源系统（20.45 亿元，12.70%）、其他产品（0.12 亿元，0.08%）；目前，电驱系列是公司的主要收入来源，其收入占比在 80%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



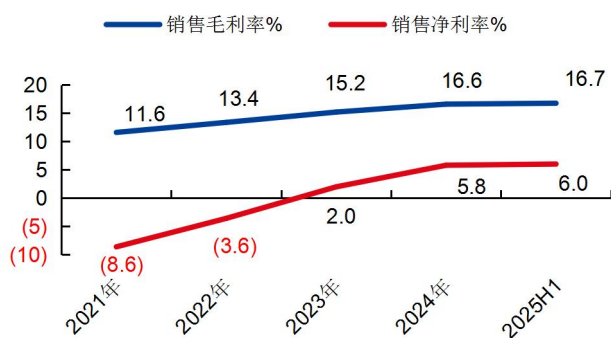
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



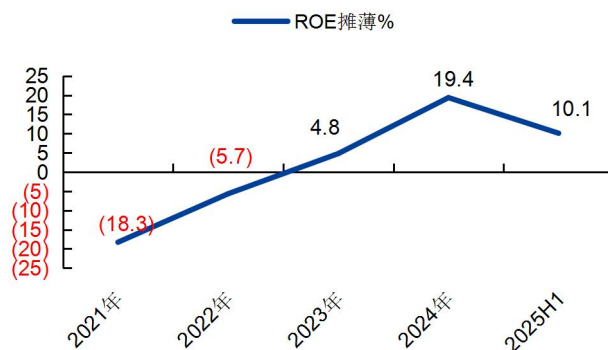
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司聚焦电驱系统、电源系统等新能源汽车动力系统部件的研产销。

1、新能源汽车动力系统行业

新能源汽车的动力系统相当于燃油车的发动机和变速箱，承担着将电能转化为机械能的核心功能，其产品性能对整车的驱动能力、使用寿命、驾驶安全性、舒适性等具有至关重要的影响。动力系统的单车合计价值通常超过 8,000 元，是新能源汽车零部件价值量最高的核心部件之一。

1) 电驱系统市场

电驱系统决定了电动汽车的加速能力、能量转换效率、驾驶平顺性、动力安全等汽车行驶的主要性能指标，对整车的动力性、经济性、舒适性、安全性等都起到至关重要的作用。从装机规模看，我国新能源乘用车市场中电控与驱动总成的搭载量均保持高速增长态势，自 2020 年以来每年市场规模每年增长率均超过 40%。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 1,244.80 万台、775.80 万台；2024 年电控、三合一电驱系统的搭载总规模同比增长率均大于 40%。其中，相较于独立的电驱、电控和减速器架构，三合一驱动总成具备集成度高、功率密度高和综合成本低等优势，装机量增速明显。

图 5：我国新能源乘用车电驱系统相关产品累计搭载量情况



资料来源：NE 时代、华金证券研究所

2) 电源系统市场

电源系统影响新能源汽车充电效率、充电速度和充电安全，其中车载充电机为电源系统中的核心零部件。从出货规模看，我国车载充电机行业 2024 年出货量达到 1,049.00 万台套，2019-2024 年出货量规模复合增速超过 59%，保持高速增长。

图 6：我国车载电源系统 OBC 产品出货情况



资料来源：NE 时代、华金证券研究所

目前，新能源汽车已成为终端消费者主流选择，但续航里程、充电速度、驾乘体验、性价比等消费者核心诉求仍亟待解决。以用户需求为导向，新能源汽车动力系统供应商通过高集成、高功率密度、高性价比的系统集成方案提升系统效率，增加整车续航里程、降低能耗，并基于高压化平台实现快速充电，通过 V2X 的先进理念进一步将新能源汽车有机融入“源网荷储”一体化的现代能源体系中。

根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，新能源汽车电驱系统的行业技术规划主要包括驱动电机及其控制系统、驱动总成两部分。电驱系统领域以提升功率密度与效率、高压化、提升集成度为技术重心，实现性能优化和成本降低为发展重点。新能源汽车电源系统的行业技术规划则主要包含车载充电机与 DC/DC 转换器两大部件的技术升级，重点攻关 V2X 双向充放电技术、全球充电协议兼容及电源系统集成技术等难题。

（三）公司亮点

1、背靠实控人汇川技术，公司已逐步发展为我国新能源汽车动力系统的行业龙头。新能源汽车动力系统作为整车能量转换与动力输出的中枢，对整车驱动性能、行驶安全、续航里程等均起到决定性影响，目前已成为我国新能源汽车产业重点发展方向；报告期内我国新能源乘用车驱动总成装机量年复合增长率达 **47.73%**、增速高于整车的 **35%**。公司深耕新能源汽车动力系统近 **10** 年，是工业自动化龙头汇川技术的子公司、也是后者体系内运营新能源汽车电驱和电源系统的唯一主体。依托汇川技术的平台资源优势，公司已逐步发展为新能源汽车动力系统的行业龙头；一方面产品齐备，通过自研实现 **IGBT/SiC** 功率模组、电机定子转子、减速器等核心部件及软件算法全自主，打造新能源汽车动力系统产品全平台能力，具备驱动总成、电机、电控、电源总成等全系列产品；另一方面引领行业高压化、安全化、集成化发展，公司是国内最早推出 **800V** 高压 **SiC** 电驱动平台、混动/增程架构双电控技术、增程器五合一总成系统国产器件、商用车 **SiC** 集成控制器方案的汽车零部件民族品牌之一。截至目前，公司已为包括理想汽车、广汽集团、奇瑞汽车、小米汽车、沃尔沃、大众在内的 **40** 家以上国内外整车企业、超过 **170** 个车型提供动力系统解决方案，**2024** 年度动力系统产品出货量超过 **450** 万台。在乘用车领域，根据 **NE** 时代统计，**2024** 年中国新能源乘用车市场中，公司电控产品及电机产品的国内市场份额均达 **10%** 以上、在第三方供应商中排名第一（总排名均为第二），驱动总成产品份额约 **6.3%**、排名第四；同时在商用车领域，公司亦处于该细分赛道领军地位。

2、公司产品持续推陈出新，计划推出全系性能提升的第六代产品的同时，向底盘域不断延伸。1) 公司计划推出第六代产品，在动力域控制集成的基础上进一步提升动力系统产品智能化水平、实现产品性能突破：兼容性方面，第六代电驱在适配 **400V**、**800V** 高压供电平台的基础上，可进一步支持 **48V** 低压供电系统，扩展了适用范围；智能化方面，第六代电驱系统将基于大数据模型实现系统参数自适应调整，支持健康状态监测、故障预测、故障自动诊断；同时，在功率密度、效率、转速和冷却性能上实现 **10%-30%** 的提升，并计划支持 **V2G/V2V/V2L**、车内放电等多种功能。2) 公司向底盘域不断延伸；据公司招股书披露，公司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，为整车控制带来更为智能化的功能。

3、公司加速全球化布局，稳步推进全业务链本地化部署。公司是我国业内最早布局海外市场、实现向国际主流汽车品牌大规模批量供货的自主品牌之一；报告期内，陆续设立匈牙利、泰国生产基地，以及德国、挪威销售公司，另据招股书披露，公司计划通过开设海外办事处、区域维修中心、研发中心等，进一步覆盖欧洲、北美、东南亚、印度、日本等地区市场，其中海外研发中心建设正在快速推进、计划于 **2025** 年正式投入运行。得益于海外本地化部署的持续推进，公司海外定点项目数量稳定，并由电源系统单一产品出口逐步扩展至为客户提供驱动总成、电控和电机等全平台产品的属地化解决方案；报告期内公司累计获得 **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。目前，公司海外市场收入呈现较快增长，外销收入由 **2022** 年的 **0.26** 亿元增至 **2024** 年的 **7.69** 亿元。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目，以及补充营运资金。

- 1、新能源汽车核心零部件生产建设项目：**项目拟在公司苏州吴中区、常州武进区生产基地上分别开展苏州吴中区新能源汽车核心零部件生产基地项目（一期）和常州武进区新能源汽车核心零部件生产基地项目（二期）。其中，苏州吴中区项目建设完成后，公司预计将新增新能源汽车驱动总成 147 万套、新能源汽车电机 66 万套产能；常州武进区项目建设完成后，预计将在报告期末产能的基础上新增新能源汽车驱动总成 12.17 万套、新能源汽车电机 9.68 万套、新能源汽车电控 97.28 万套、新能源汽车电源 29.07 万套、新能源汽车充电 10 万套产能。
- 2、研发中心建设及平台类研发项目：**具体涉及 3 个子模块，包括研发中心及相关配套设施建设、新一代乘用车多合一驱动总成产品研发、新一代商用车多合一驱动总成产品研发。
- 3、数字化系统建设项目：**项目通过自动化、信息化、智能化建设，引进新型智能生产设备、采用先进生产工艺、全面升级信息化系统，实现产销研的智能化改造与数字化转型升级。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)	项目建 设期
1	新能源汽车核心零部件生产建设项目	379,931.50	261,187.51	-
1.1	苏州吴中区新能源汽车核心零部件生产基地项目（一期）	-	-	3 年
1.2	常州武进区新能源汽车核心零部件生产基地项目（二期）	-	-	3 年
2	研发中心建设及平台类研发项目	191,930.78	132,294.88	-
2.1	研发中心及相关配套设施建设	-	-	3 年
2.2	新一代乘用车多合一动力总成产品研发	-	-	30 个月
2.3	新一代商用车多合一动力总成产品研发	-	-	20 个月
3	数字化系统建设项目	16,233.30	12,228.20	3 年
4	补充营运资金	80,000.00	80,000.00	-
总计		668,095.58	485,710.59	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2024 年度，公司实现营业收入 161.78 亿元，同比增长 72.74%；实现归属于母公司净利润 9.36 亿元，同比增长 403.55%。根据管理层初步预测，2025 年 1-9 月公司预计营业收入为 140 亿元至 155 亿元，同比增长 30.62%至 44.61%；预计归母净利润为 7.5 亿元至 9.0 亿元，同比增长 31.05%至 57.26%；预计扣非归母净利润为 7.0 亿元至 8.5 亿元，同比增长 24.64%至 51.35%。

公司专注于新能源汽车动力系统部件领域；根据业务的相似性，选取了精进电动、巨一科技、英搏尔、威迈斯为联合动力的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 34.08 亿元、平均 PE-TTM（剔除异常值及负值/算数平均）为 37.86X、销售毛利率为 12.99%；相较而言，公司营收规模和销售毛利率均处于行业中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2024 年营业收入 (亿元)	2024 年营收 增速	2024 年归母 净利润 (亿元)	2024 年归母 净利润 增速	2024 年 销售毛利 率	2024 年 ROE（摊 薄）
688280.SH	精进电动	53.30	-46.13	13.05	50.64%	-4.36	24.36%	4.98%	-75.28%
688162.SH	巨一科技	42.87	113.93	35.23	-4.54%	0.21	110.44%	14.53%	0.92%
300681.SZ	英搏尔	78.36	106.73	24.30	23.77%	0.71	-13.79%	14.86%	3.46%
688612.SH	威迈斯	172.89	37.86	63.72	15.39%	4.00	-20.34%	17.57%	12.24%
	平均值	86.85	37.86	34.08	21.31%	0.14	25.17%	12.99%	-14.67%
301656.SZ	联合动力	/	/	161.78	72.74%	9.36	403.55%	16.57%	19.35%

资料来源：Wind（数据截至日期：2025 年 9 月 5 日），华金证券研究所

备注：PE-TTM 计算剔除 PE 值为负的精进电动，以及 PE 值偏高的巨一科技、英搏尔。

（六）风险提示

新能源汽车产业政策变化风险、客户需求波动风险、技术升级迭代和研发失败风险、下游客户相对集中的风险、供应链稳定性风险、产品质量风险、快速发展带来的管理风险、产品价格下降的风险、毛利率下降的风险、地缘政治风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn