

联合动力（301656）

新能源车电驱动第三方龙头，底盘业务进入兑现新阶段

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	16,178	20,697	23,743	28,147	33,920
同比（%）	72.74	27.94	14.72	18.55	20.51
归母净利润（百万元）	935.91	1,133.36	475.74	985.82	1,375.22
同比（%）	403.55	21.10	(58.02)	107.22	39.50
EPS-最新摊薄（元/股）	0.39	0.47	0.20	0.41	0.57
P/E（现价&最新摊薄）	49.10	40.55	96.60	46.62	33.42

2026年06月18日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 许钧赫

执业证书：S0600525090005

xujunhe@dwzq.com.cn

投资要点

- **新能源车电驱动第三方龙头，技术&产品&客户构筑护城河。**联合动力前身为汇川技术汽车电子事业部，2016年独立运营后成长为电动车电驱系统平台型企业，业务覆盖电驱系统与电源系统，并实现各级部件模块的自主开发、生产，产品可适配全车型与多动力类型。公司管理层多来自汇川体系，具备深厚工控与电力电子领域经验及强大的管理基因。
- **核心客户表现分化，市占率稳固。**公司 TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞新能源/小米 26 年 1-5 月销量同比 -3%/+62%/+27%/+13%，表现分化，公司受大宗材料上涨、行业竞争加剧影响，我们预计盈利能力短期持续承压。根据 NE 时代，公司电驱/新能源定子/电控/OBC 4 月装机量市占率 7.8%/9.3%/8.5%/4.7%，排名第 2/2/2/7，第三方龙头地位稳固。
- **产品加速总成化演进、锚定海外高增长市场。**2025 年公司总成系统年交付量突破 100 万台套，其中多合一总成产品表现尤为突出，常州工厂实现年产 100 万台电驱总成，产品结构向价值量更高的总成化演进。25 年公司新定点海外 9 个项目，26Q1，公司电机、电控、电源、总成等产品均新增海外主机厂多个全球平台项目定点，有望逐步贡献明显增量。
- **底盘产品量产交付，迈入兑现新阶段。**2026 年 5 月 16 日，公司首款 800V 主动悬架液压泵已成功实现量产交付，标志着公司在智能电动汽车核心零部件领域的业务版图得到进一步拓展，底盘业务正式从前期的战略布局阶段，迈入实质性的项目落地与价值兑现新阶段。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司短期受铜等原材料涨价影响，同时国内竞争激烈，我们预计公司利润率下滑，因此下修公司 26-28 年归母净利润为 4.8/9.9/13.8 亿元（此前 12.1/17.4/25.6 亿元），同比-58%/+107%/+40%，对应现价 PE 分别为 97x、47x、33x，考虑到公司持续拓展海外市场，定点车型持续增加，高价值量的总成产品占比提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外市场需求不及预期、竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.11
一年最低/最高价	15.90/37.00
市净率(倍)	4.76
流通 A 股市值(百万元)	3,891.35
总市值(百万元)	45,955.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.01
资产负债率(%，LF)	60.98
总股本(百万股)	2,404.79
流通 A 股(百万股)	203.63

相关研究

《联合动力(301656)：2025 年年报 & 2026 年一季报点评：业绩受竞争加剧影响低于预期，加速海外布局以破局》

2026-04-28

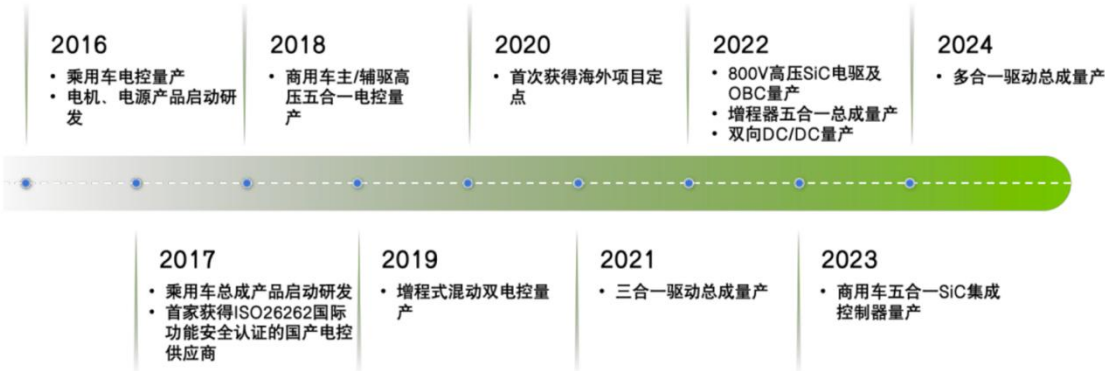
《联合动力(301656)：2025 年三季报点评：业绩略低于市场预期，新品可期&客户多元，看好长期趋势》

2025-10-24

1. 新能源车电驱动第三方龙头，技术&产品&客户构筑护城河

新能源车电驱动第三方龙头，技术&产品&客户构筑护城河。联合动力前身为汇川技术汽车电子事业部，2016 年独立运营后成长为电动车电驱系统平台型企业，业务覆盖电驱系统与电源系统，并实现各级部件模块的自主开发、生产，产品可适配全车型与多动力类型。公司管理层多来自汇川体系，具备深厚工控与电力电子领域经验及强大的管理基因。

图1：联合动力发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图2：联合动力主要产品及应用场景



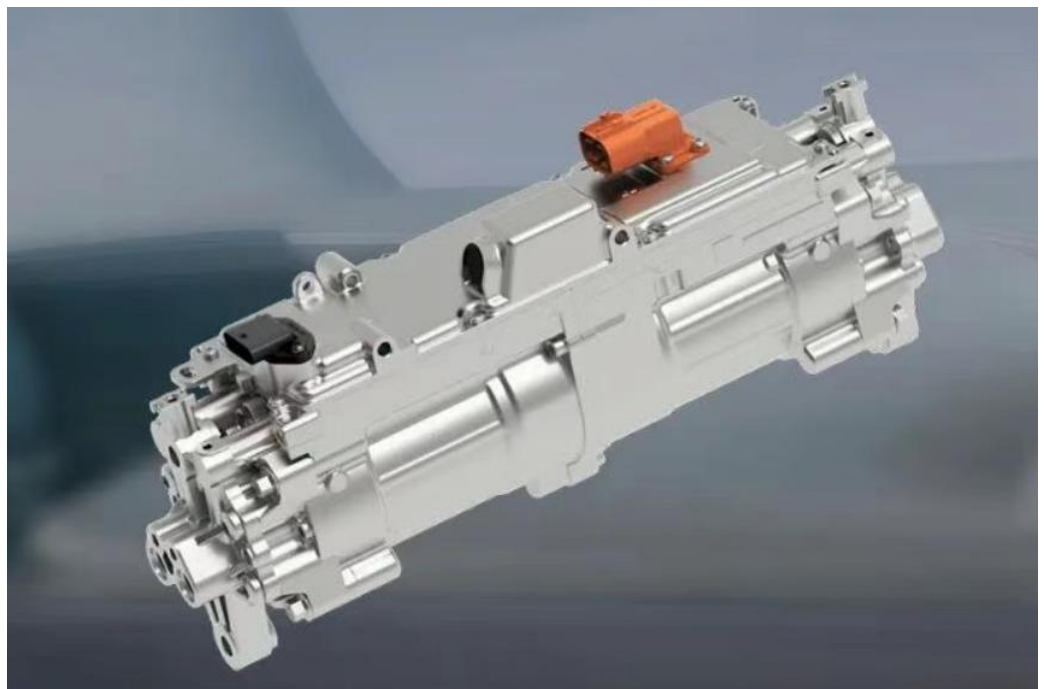
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

核心客户表现分化，市占率稳固。公司 TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞新能源/小米 26 年 1-5 月销量同比-3%/+62%/+27%/+13%，表现分化，公司受大宗材料上涨、行业竞争加剧影响，我们预计盈利能力短期持续承压。根据 NE 时代，公司电驱/新能源定子/电控/OBC 4 月装机量市占率 7.8%/9.3%/8.5%/4.7%，排名第 2/2/2/7，第三方龙头地位稳固。

产品加速总成化演进、锚定海外高增长市场。2025 年公司总成系统年交付量突破 100 万台套，其中多合一总成产品表现尤为突出，常州工厂实现年产 100 万台电驱总成，产品结构向价值量更高的总成化演进。25 年公司新定点海外 9 个项目，26Q1，公司电机、电控、电源、总成等产品均新增海外主机厂多个全球平台项目定点，有望逐步贡献明显增量。

底盘产品量产交付，迈入兑现新阶段。2026 年 5 月 16 日，公司首款 800V 主动悬架液压泵已成功实现量产交付，标志着公司在智能电动汽车核心零部件领域的业务版图得到进一步拓展，底盘业务正式从前期的战略布局阶段，迈入实质性的项目落地与价值兑现新阶段。

图3：联合动力首款 800V 主动悬架液压泵量产交付



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑到公司短期受铜等原材料涨价影响, 同时国内竞争激烈, 我们预计公司利润率下滑, 因此下修公司 26-28 年归母净利润为 4.8/9.9/13.8 亿元 (此前 12.1/17.4/25.6 亿元), 同比-58%/+107%/+40%, 对应现价 PE 分别为 97x、47x、33x, 考虑到公司持续拓展海外市场, 定点车型持续增加, 高价值量的总成产品占比提升, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外市场需求不及预期、竞争加剧等。

联合动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18,474	23,046	27,144	33,286	营业总收入	20,697	23,743	28,147	33,920
货币资金及交易性金融资产	7,449	7,783	10,795	14,206	营业成本(含金融类)	17,339	20,306	23,775	28,475
经营性应收款项	7,004	10,200	11,115	13,010	税金及附加	69	57	68	82
存货	3,613	4,634	4,799	5,618	销售费用	141	171	214	278
合同资产	23	49	45	54	管理费用	500	641	760	916
其他流动资产	385	379	390	398	研发费用	1,338	1,852	2,111	2,544
非流动资产	7,324	7,057	6,555	6,041	财务费用	(10)	(21)	(20)	(52)
长期股权投资	67	67	67	67	加:其他收益	95	112	114	93
固定资产及使用权资产	4,527	4,025	3,525	3,008	投资净收益	57	9	0	0
在建工程	803	799	792	788	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	225	232	238	244	减值损失	(324)	(360)	(326)	(336)
商誉	0	1	1	1	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	204	204	204	204	营业利润	1,154	496	1,028	1,433
其他非流动资产	1,499	1,729	1,729	1,729	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	25,798	30,103	33,699	39,327	利润总额	1,153	496	1,028	1,433
流动负债	14,930	18,747	21,357	25,609	减:所得税	19	20	41	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	891	1,074	1,399	1,833	净利润	1,133	476	986	1,376
经营性应付款项	12,667	15,767	17,826	21,421	减:少数股东损益	0	0	1	1
合同负债	85	302	327	322	归属母公司净利润	1,133	476	986	1,375
其他流动负债	1,288	1,604	1,805	2,033	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.20	0.41	0.57
非流动负债	1,270	1,286	1,286	1,286	EBIT	1,110	475	1,007	1,382
长期借款	480	480	480	480	EBITDA	1,667	1,092	1,618	2,009
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.23	14.47	15.53	16.05
租赁负债	105	105	105	105	归母净利率(%)	5.48	2.00	3.50	4.05
其他非流动负债	685	701	701	701	收入增长率(%)	27.94	14.72	18.55	20.51
负债合计	16,200	20,033	22,643	26,894	归母净利润增长率(%)	21.10	(58.02)	107.22	39.50
归属母公司股东权益	9,598	10,069	11,055	12,430					
少数股东权益	0	0	1	2					
所有者权益合计	9,598	10,070	11,056	12,432					
负债和股东权益	25,798	30,103	33,699	39,327					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,929	423	2,818	3,121	每股净资产(元)	3.99	4.19	4.60	5.17
投资活动现金流	(5,330)	(266)	(109)	(113)	最新发行在外股份(百万股)	2,405	2,405	2,405	2,405
筹资活动现金流	3,582	182	302	403	ROIC(%)	12.71	4.00	7.81	9.51
现金净增加额	1,179	334	3,012	3,411	ROE-摊薄(%)	11.81	4.72	8.92	11.06
折旧和摊销	556	617	611	628	资产负债率(%)	62.80	66.55	67.19	68.39
资本开支	(1,941)	(120)	(109)	(113)	P/E (现价&最新股本摊薄)	40.55	96.60	46.62	33.42
营运资本变动	1,007	(963)	873	750	P/B (现价)	4.79	4.56	4.16	3.70

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

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>