



Research and
Development Center

继电器龙头地位稳固，出海+品类扩张 打开第二增长曲线

— 宏发股份（600885.SH）深度报告

2024年10月30日

武浩 电力设备与新能源行
业首席分析师

S1500520090001

010-83326711

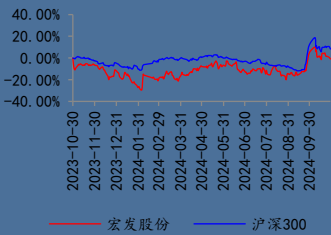
wuhao@cindasc.com

孙然 电力设备与新能源行
业分析师

S1500524080003

18721956681

sunran@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
宏发股份 (600885. SH)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	30.98
52 周内股价	20.46-35.81
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	4.70
总股本 (亿股)	10.43
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	323.0

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

 北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
 金隅大厦 B 座

邮编：100031

继电器龙头地位稳固，出海+品类扩张打开第二增长曲线

2024 年 10 月 30 日

报告内容摘要：

◆**全球继电器龙头地位稳固。**公司深耕继电器行业四十余年，在继电器行业积淀深厚，持“以质取胜”经营方针和“份额优先”的原则，市场份额持续增长，2023 年公司全球继电器市场份额达到 21.6%，龙头地位稳固。2024H1 公司业务收入 72.31 亿元，同比增长 8.38%，归母净利润 8.44 亿元，同比增长 19.59%，维持稳健增长趋势。

◆**多品类继电器穿越周期，充分受益新能源+电动化大势。**公司继电器种类布局完善：1) 高压直流继电器，公司市场份额 40%+，充分受益新能源车电动化+800V 高压平台渗透率提升；2) 汽车继电器全球市占率 20%，未来随着公司产品结构改善+海外客户持续渗透，有望保持稳健增长；3) 电力继电器，公司有望受益于全球电网改造+智能化；4) 信号&功率&工业继电器，未来随着家电行业增长、工业复苏、光储装机增长，或将持续为公司贡献增长点。

◆**“扩大门类”战略持续，新产品持续贡献增量。**公司持续开拓新产品，连接器、互感器、真空灭弧室和电容器等泛电气元件有望成为公司新增长点，公司有望将继电器行业优势迁移到其他元器件，从而打开未来增长空间。

◆**海外市场持续布局。**公司在印尼、德国等地建设海外工厂，我们认为海外工厂的设立有望帮助公司打开海外中高端客户市场，从而带动公司海外业务的扩张。

◆**盈利预测与投资评级：**我们选择汇川技术、法拉电子、中熔电气作为可比对象。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 16.67、19.31、21.95 亿元，同比增长 19.7%、15.8%、13.7%，24-25 年 PE 为 19.37/16.73 倍，考虑到公司是继电器龙头企业，壁垒较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料供应短缺风险；原材料涨价风险；海外需求下滑风险；新业务扩张不及预期；行业竞争加剧风险等。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,646	12,930	14,796	17,012	19,349
同比(%)	16.2%	11.0%	14.4%	15.0%	13.7%
归属母公司净利润	1,250	1,393	1,667	1,931	2,195
同比(%)	17.7%	11.4%	19.7%	15.8%	13.7%
毛利率(%)	35.0%	36.9%	34.9%	34.8%	34.5%
ROE(%)	16.7%	16.7%	17.4%	17.2%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	1.20	1.34	1.60	1.85	2.11
P/E	25.84	23.19	19.37	16.73	14.72
P/B	4.30	3.87	3.38	2.88	2.47
EV/EBITDA	13.07	8.97	9.28	7.89	6.53

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 ; 股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

目录

公司核心聚焦.....	6
1.1 继电器龙头地位稳固.....	7
1.2 盈利能力稳定，业务规模持续扩张.....	9
二、继电器行业稳健增长，充分受益新能源行业发展.....	12
2.1 下游应用横向扩张，助推龙头高速发展.....	12
2.2 汽车电动化势头强劲，高压继电器需求有望持续提升.....	15
2.3 传统继电器业务稳定.....	17
三、“内生+外延”打开增长空间，国际化布局加速.....	22
3.1 “以质取胜”铸就宏发品质，“内生+外延”打开增长天花板.....	22
资料来源：公司公告，信达证券研发中心.....	23
3.2 海外制造进入新阶段，推动国际化发展.....	25
四、盈利预测、估值与投资评级.....	26
盈利预测及假设.....	26
估值与投资评级.....	26
五、风险因素.....	27

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	7
图表 2：公司股权结构图.....	8
图表 3：公司主要产品情况.....	8
图表 4：公司内部继电器及电气设备产业链.....	9
图表 5：公司营收情况.....	10
图表 6：公司归母净利润情况.....	10
图表 7：2019-2024H1 年公司分业务收入.....	10
图表 8：2019-2024H1 年公司分业务毛利率情况.....	10
图表 9：2019-2024H1 年公司分地区收入情况.....	11
图表 10：2019-2023 年公司分业务毛利率情况.....	11
图表 11：2019-2024H1 公司毛利率和归母净利率（%）.....	11
图表 12：2019-2024H1 公司各项费用率（%）.....	11
图表 13：继电器工作原理图.....	12
图表 14：2023 年继电器成本构成.....	12
图表 15：原材料构成.....	12
图表 16：继电器下游占比（2021 年）.....	13
图表 17：继电器种类.....	13
图表 18：中国继电器市场规模（亿元）.....	14
图表 19：全球电磁继电器市场规模（亿元）.....	14
图表 20：2019 年全球继电器市场份额.....	14
图表 21：2023 年全球电磁继电器市场份额.....	14
图表 22：高压继电器内部结构.....	15
图表 23：新能源车继电器分布情况.....	15
图表 24：直流充电桩电气结构.....	15
图表 25：中国新能源乘用车 800V 车型销量和渗透率情况.....	16
图表 26：高倍率+高压趋势下，充电桩需往大功率方向演进.....	16
图表 27：中国家电及影像器材类产品销售额（亿元）.....	17
图表 28：宏发光伏继电器解决方案.....	18
图表 29：全国光伏装机（GWH）.....	18
图表 30：全国风电装机（GWH）.....	18
图表 31：2023 年全球功率继电器市场份额.....	19
图表 32：宏发燃油、弱混动汽车解决方案.....	20
图表 33：2023 年全球传统汽车继电器市场份额.....	20
图表 34：继电器在电网领域运用.....	20
图表 35：继电器在电表领域运用.....	20
图表 36：2023-2028 中国智能电表市场需求（万台）.....	21
图表 37：公司模具自动加工中心.....	22
图表 38：公司六轴工业机器人.....	22
图表 39：公司技改投入和中高级先达成率.....	23
图表 40：公司产品及对应客户情况.....	23
图表 41：低压电器中的小型断路器.....	24

图表 42: 公司海外布局情况.....	25
图表 43: 公司收入预测.....	26
图表 44: 可比公司估值情况.....	26

公司核心聚焦

- 1) 公司是继电器龙头企业，在继电器行业市场份额稳固，考虑到继电器对成本要求较高，我们认为规模优势较大的公司有望取得竞争优势，市场份额有望持续提升。同时公司自制产线、零部件自供有望持续提升，在产线方面积累较深，产品良率有望高于其他公司，因此公司毛利率有望保持较高水平。
- 2) 公司持续开拓其他业务，开发低压电器等新产品，低压电器等产品在原材料、制造工艺有相似之处，我们认为公司有望将自身在继电器行业的积累迁移到同类产品，从而提升公司在新产品的竞争优势。
- 3) 公司不断开拓海外市场，在海外拥有一定产能布局，海外市场的开拓也有望打开公司远期成长天花板。考虑到欧美新能源车渗透率依然处于相对较低水平，未来欧美市场电动化的提升有望带动公司继电器增长。

一、继电器行业龙头

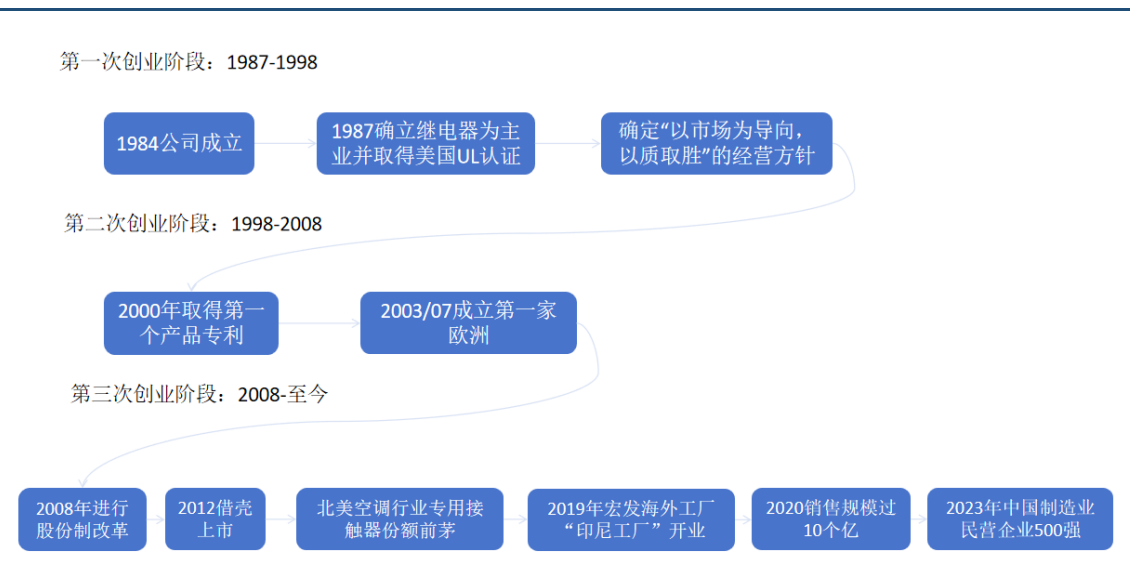
1.1 继电器龙头地位稳固

三次创业造就全球继电器行业领航者。公司成立于1984年，在继电器行业的龙头位置稳固，根据中国电子元件行业协会评出的“2023年中国电子元件行业骨干企业”，厦门宏发电声股份有限公司排名第5，在电子元件行业下属子行业继电器行业中处于首位。

公司发展历程可分为三个阶段：

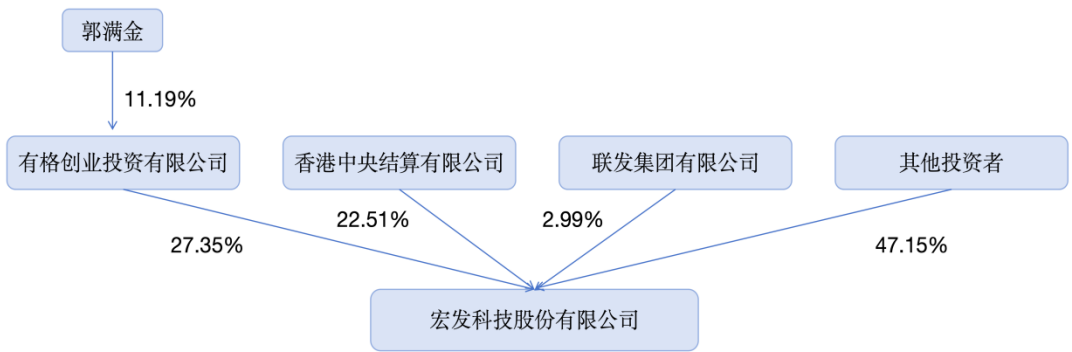
- 1) 第一次创业阶段（1984-1998）：1987年郭满金出任总经理，确立继电器为主业，并以出口为主的战略方向，以中国厂家商标及型号取得UL认证，提出“以质取胜”经营理念。
- 2) 第二次创业阶段（1999-2008）：2000年获得第一个产品专利，2003年公司成立欧洲子公司，不断开拓海外市场。
- 3) 第三次创业阶段（2008-至今）：2008年进行股份制改造，成立“厦门宏发电声股份有限公司”。随着公司业务规模的逐年扩大，公司品牌价值逐渐凸显。2019年宏发海外工厂“印尼工厂”开业，并购德国海拉“汽车继电器业务”。2020年销售规模超过100亿元，实现历史性突破。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

股权结构清晰。公司实控人为创始人郭满金，控股股东为管理层与骨干员工的持股平台有格投资。截至2024年中报，有格投资持有公司27.35%股权，联发集团持有2.99%股权（联发为厦门本土国企，股东是厦门建发）；中国香港中央结算公司持有22.51%股权。

图表 2：公司股权结构图


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

备注：截至 2024Q2

公司主要产品以继电器为主。公司控股子公司厦门宏发电声股份有限公司主要从事继电器和电气产品的生产、研发及销售业务，主要产品包括继电器和电气产品，其中，电气产品包括低压电器、高低压成套设备等多个类别。继电器为公司主要产品，主要包括功率继电器、汽车继电器、信号继电器、工业继电器、电力继电器、新能源继电器等品类，160 多个系列、40,000 多种常用规格，年生产能力超过 30 亿只。

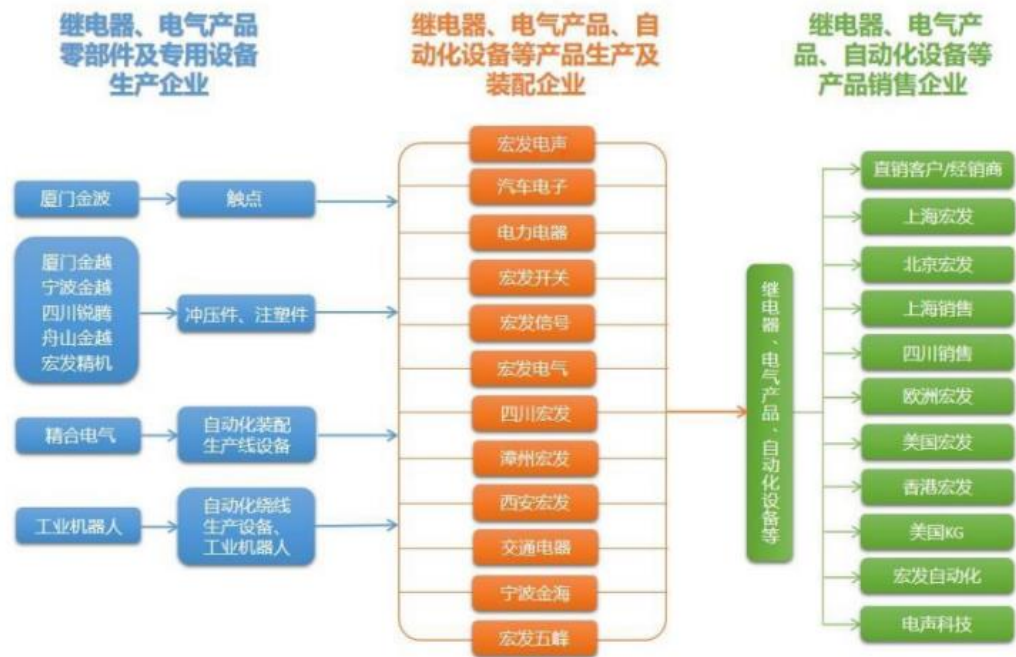
图表 3：公司主要产品情况

产品分类	具体产品	产品介绍	客户情况
继电器	功率继电器	主要应用于家用电器、电源控制、智能家居、办公设备等	LG、三星、松下、西门子、格力、美的、海尔等
	汽车继电器	主要应用于车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息以及其他舒适性、便利性控制系统等领域	通用、福特、奔驰、沃尔沃、大众、菲亚特、长城、吉利等
	信号继电器	主要应用于通讯网络、安防监控、消防、智能家居、自动化控制、医疗等领域	海康威视、大华、华为、中兴、GE、Honeywell、BOSCH、三星、飞利浦等
	工业继电器	主要应用于电源控制、安全控制、中继控制、PLC 及控制面板等领域	施耐德、菲尼克斯、EMERSON、三菱、西门子、深圳汇川等
	电力继电器	广泛应用于智能电表、智能配网、继电保护等	Enel、威胜、许继、林洋、海兴、华立、正泰、八达、百富等
	新能源继电器	主要应用于电动汽车、电瓶车、电力机车、电动叉车的电池包、充电桩等高压直流领域，及光伏、潮汐、风能等发电设备	奔驰、大众、宝马、特斯拉、比亚迪、北汽、阳光电源等
低压产品	低压电器	主要包括配电电器、终端电器、控制电器等产品，主要应用于地产、电力、工业、能源、交通等领域	特灵、开立、伊顿、立维腾等
	高低压成套设备	主要用于电力系统的控制和保护，低压系统的配电、电气传动和自动控制设备等	绿地地产、厦门地铁、中国电信等
	电容器	主要应用于家用电器、仪器仪表、自动设备、电力电子设备、新能源领域等	海尔、美的、方太、老板等

资料来源：宏发股份可转债募集说明书，信达证券研发中心

公司内部产业链完善，垂直一体化模式持续降本。内部产业链完备涵盖了生产设备的设计与制造、零部件生产、成品生产以及产品的销售等。公司经过多年发展，拥有 7 大核心事业部，40 余家子公司（含境外企业），全球雇员 15000 余人，继电器年出货量超过 30 亿只，厂房面积逾 100 万平方米。我们认为公司核心零部件自制率较高，且通过垂直一体化布局上游原材料和提高自动化水平实现持续降本增效。

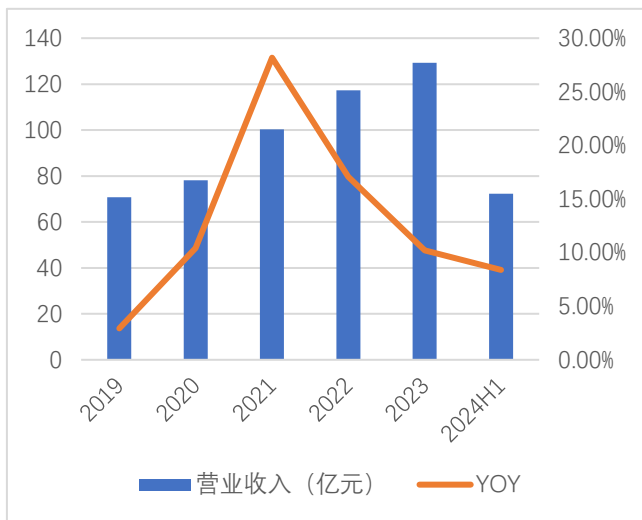
图表 4：公司内部继电器及电气设备产业链



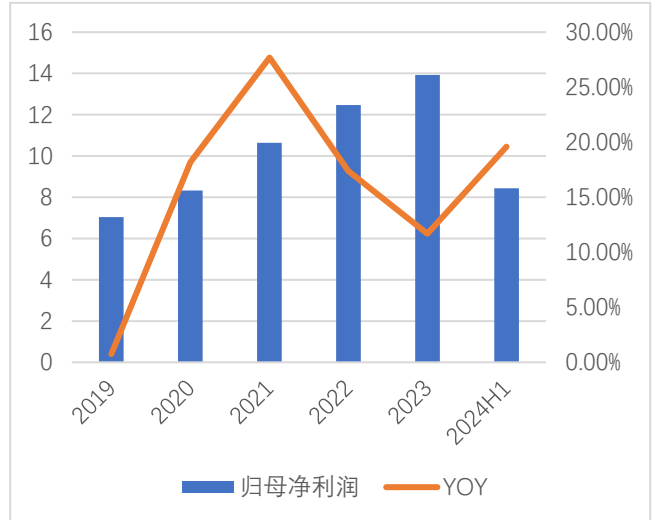
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 盈利能力稳定，业务规模持续扩张

公司收入体量持续扩张，盈利能力稳健。从收入层面来看，近年来公司全球继电器市占率提升、公司加速出海及新能源车行业驱动影响，公司收入体量持续扩展，2021 年公司营收首次突破 100 亿；2022 年实现营收 117.33 亿元，同比增长 17.07%，2023 年收入规模达到 129.297 亿元，同比增长 10.20%，24 中报显示收入达到 72.311 亿元，同比增长 8.38%；利润角度来看，2022 年归母净利润为 12.47 亿元，增速 17.39%，经营能力较为稳健，2023 年归母净利润为 13.92 亿元，同比增长 11.67%，24 中报显示归母净利润为 8.44 亿元，公司盈利能力稳健。

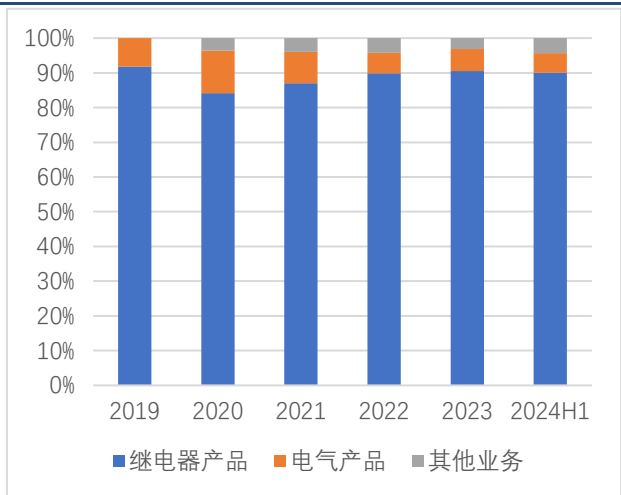
图表 5：公司营收情况


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

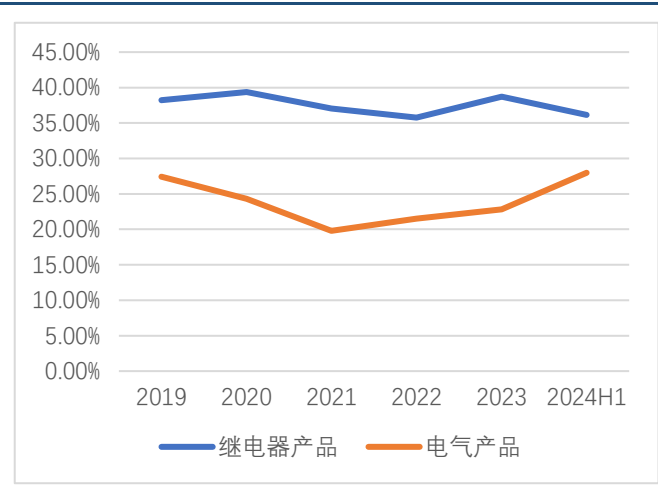
图表 6：公司归母净利润情况


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

继电器收入占据主导地位。分业务收入来看，继电器收入占据主导地位，从毛利率来看，继电器产品毛利率相对较高，2023 年继电器产品毛利率为 39%，电气产品毛利率为 23%。

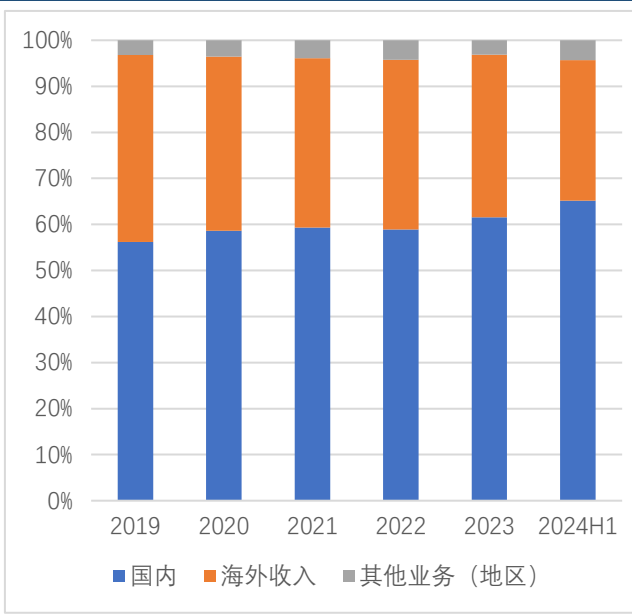
图表 7：2019-2024H1 年公司分业务收入


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

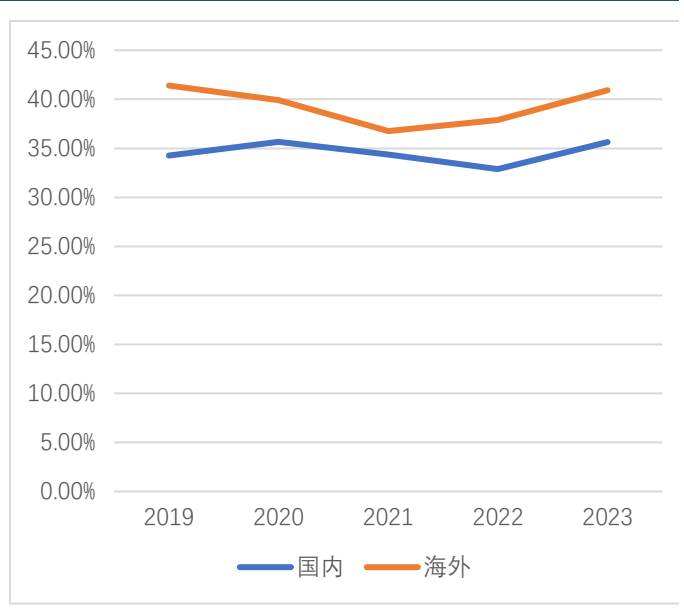
图表 8：2019-2024H1 年公司分业务毛利率情况


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

国际化战略顺利，积极拓展海外市场。公司坚持国际化战略，持续拓展海外市场，2023 年公司海外收入为 45.69 亿元，收入占比为 35.34%；从毛利率角度来看，海外毛利率要高于国内毛利率，2023 年公司海外业务毛利率为 41%，国内毛利率为 35.6%。

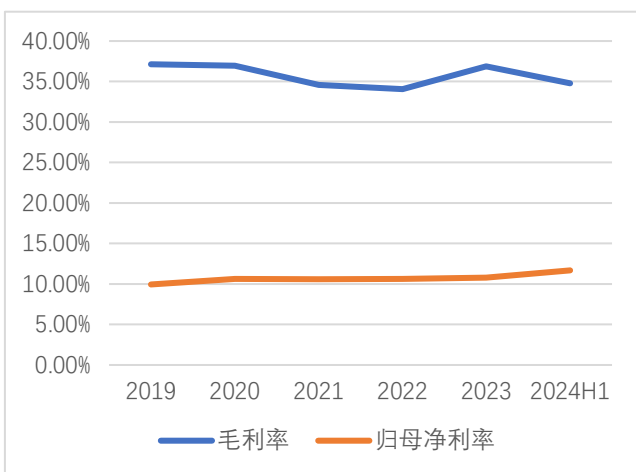
图表 9：2019-2024H1 年公司分地区收入情况


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

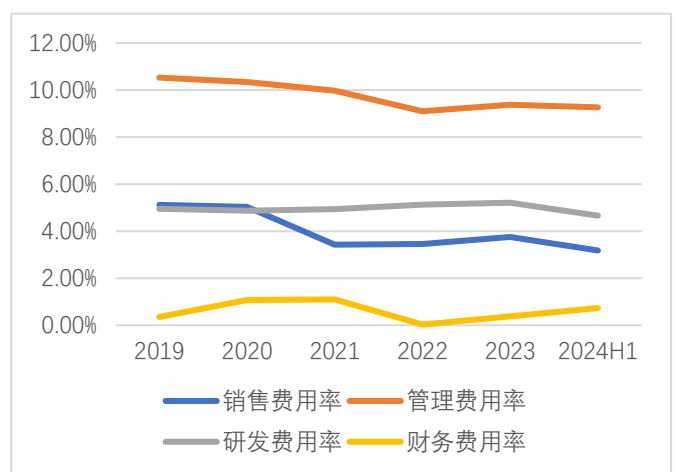
图表 10：2019-2023 年公司分业务毛利率情况


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

毛利率净利率长期处于较高水平，净利率较为稳定。公司 21-23 年毛利率分别为 34.58%、34.06%、36.89%，归母净利率为 10.60%、10.63%、10.77%。公司各项费用率控制较好，净利率水平较为稳定。

图表 11：2019-2024H1 公司毛利率和归母净利率 (%)


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

图表 12：2019-2024H1 公司各项费用率 (%)


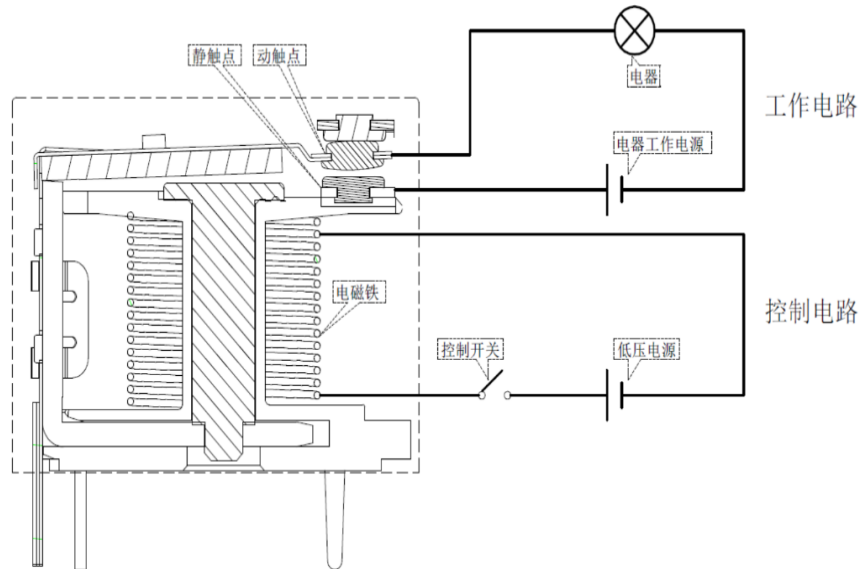
资料来源：IFIND，信达证券研发中心

二. 继电器行业稳健增长，充分受益新能源行业发展

2.1 下游应用横向扩张，助推龙头高速发展

继电器：电路中的“电子杠杆”，电路控制的基础元器件之一。继电器（英文名称：relay）是一种电控制器件，当输入量（激励量）的变化达到规定要求时，在电气输出电路中使被控量发生预定的阶跃变化的一种电器。它具有控制系统（又称输入回路）和被控制系统（又称输出回路）之间的互动关系。继电器通常应用于自动化的控制电路中，它实际上是用小电流去控制大电流运作的一种“自动开关”。

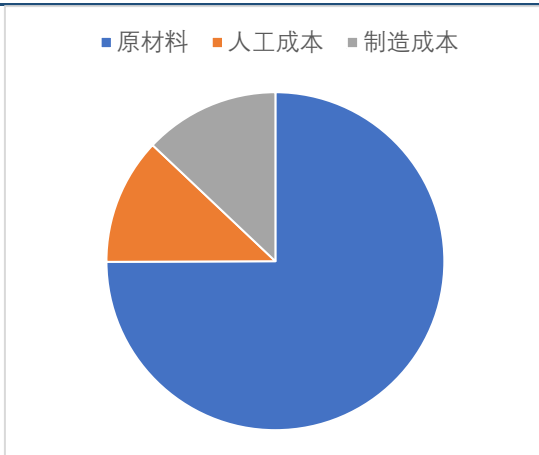
图表 13：继电器工作原理图



资料来源：三友联众招股书，信达证券研发中心

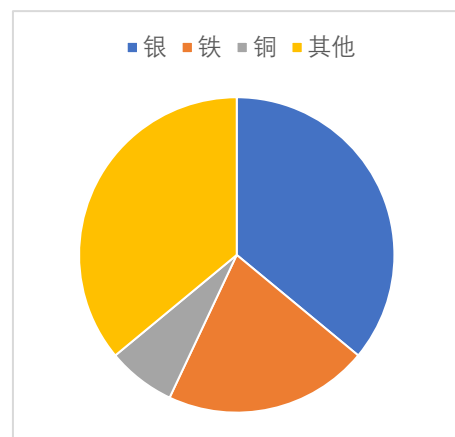
目前继电器的生产成本主要还是由原材料决定。其中原材料主要以铁、银、铜等金属为主，原材料约占生产成本的 75%，人工和制造费用分别占比 12%和 13%，其中银、铜、铁材分别占原材料成本的 36%、21%和 7%，三大原材料价格对于全行业盈利情况有一定的影响。除开主要金属原材料外，工程塑料和漆包线同样也是继电器重要组成结构。

图表 14：2023 年继电器成本构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

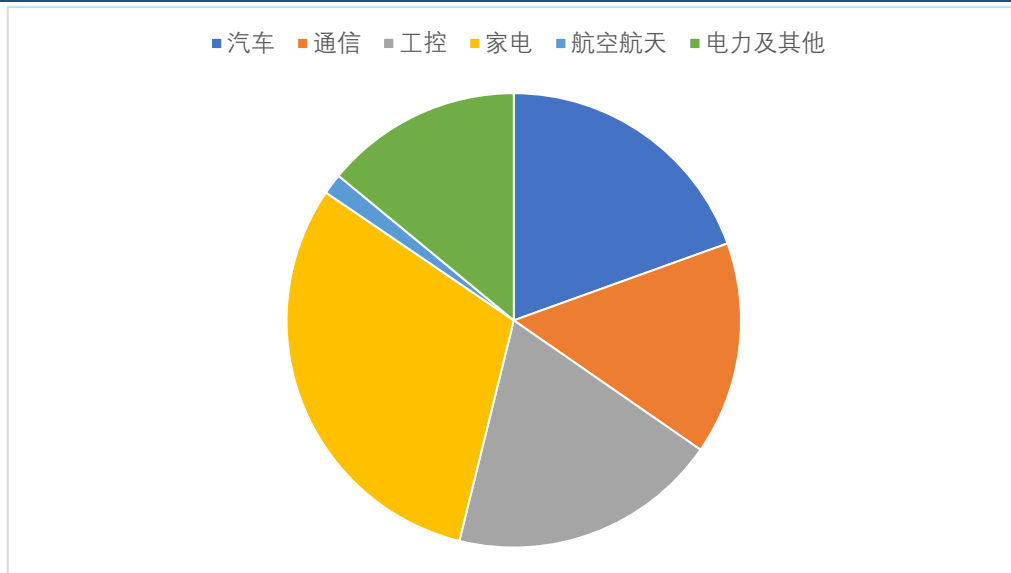
图表 15：原材料构成



资料来源：智盛市场研究，信达证券研发中心

继电器下游最大的应用领域是家电和汽车。从继电器行业细分领域分布来看，2021 年我国继电器行业应用于汽车领域市场规模占 19.51%；通信领域市场规模占 15.15%；工控领域市场规模占 19.22%；家电领域市场规模占 30.67%；航空航天领域市场规模占 1.42%；电力及其他市场规模占 14.03%。

图表 16：继电器下游占比（2021 年）



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

继电器种类丰富。继电器根据不同的下游应用和不同的场景，可以分为不同的类型，常见的包括功率继电器、汽车继电器、高压直流继电器、电力继电器等。

图表 17：继电器种类

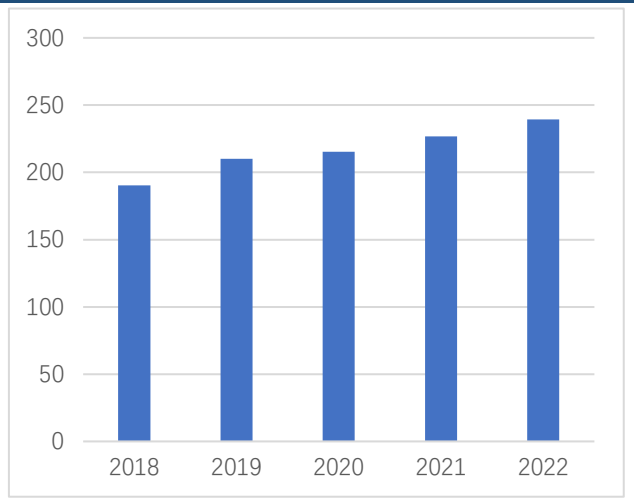


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

继电器市场规模稳步增长。参考观研天下数据，2022 年中国继电器市场规模约为 239.31 亿元，同比增长 5.5%。全球市场方面，2023 年全球电磁继电器市场规模约为 540.0 亿元，同比增长 3.6%，需求量约为 109.2 亿只，同比增长 2.0%，到 2027 年全球电磁继电器市场规模将达到 749.5 亿元，需求量将达到 136.2 亿只，2022-2027 年五年平均增长率分

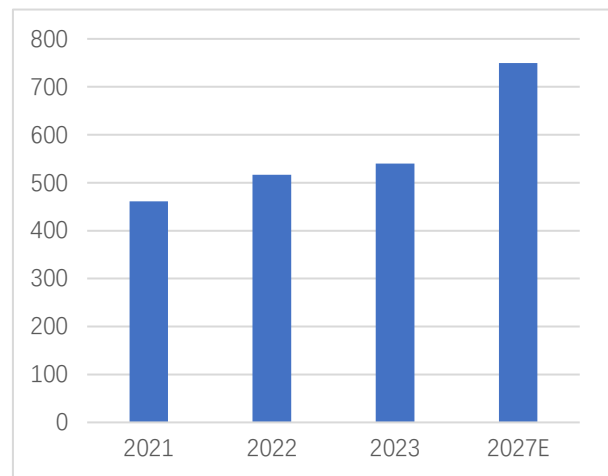
别为 7.5%和 4.9%。

图表 18: 中国继电器市场规模 (亿元)



资料来源: 观研天下, 信达证券研发中心

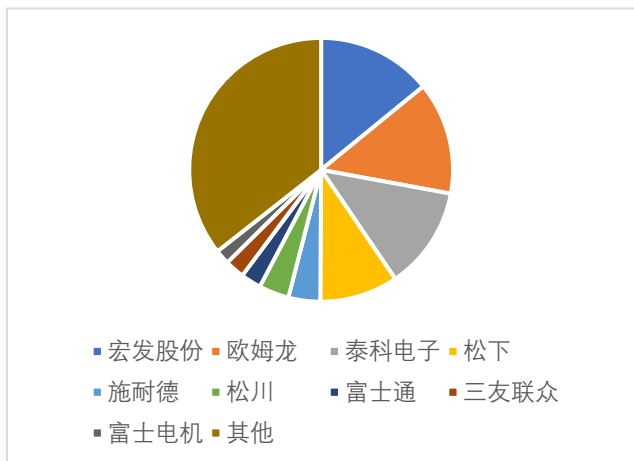
图表 19: 全球电磁继电器市场规模 (亿元)



资料来源: 宏发股份公司公告, 信达证券研发中心

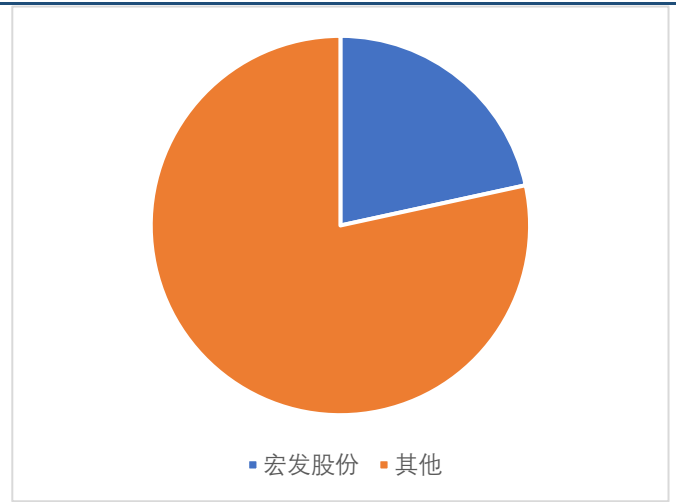
继电器竞争格局: 宏发股份领先。2019 年全球电磁继电器市场规模约为 442.67 亿元, 其中, 电磁继电器产品实现销售额 62.59 亿元, 宏发股份市场占有率为 14.1%, 为全球第一; 主要竞争对手欧姆龙市场占有率为 13.8%; 泰科电子市场占有率为 12.6%, 松下市场占有率为 9.6%。而到 2023 年, 公司市场份额约为 21.6%, 市场份额持续提升。

图表 20: 2019 年全球继电器市场份额



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 21: 2023 全球电磁继电器市场份额

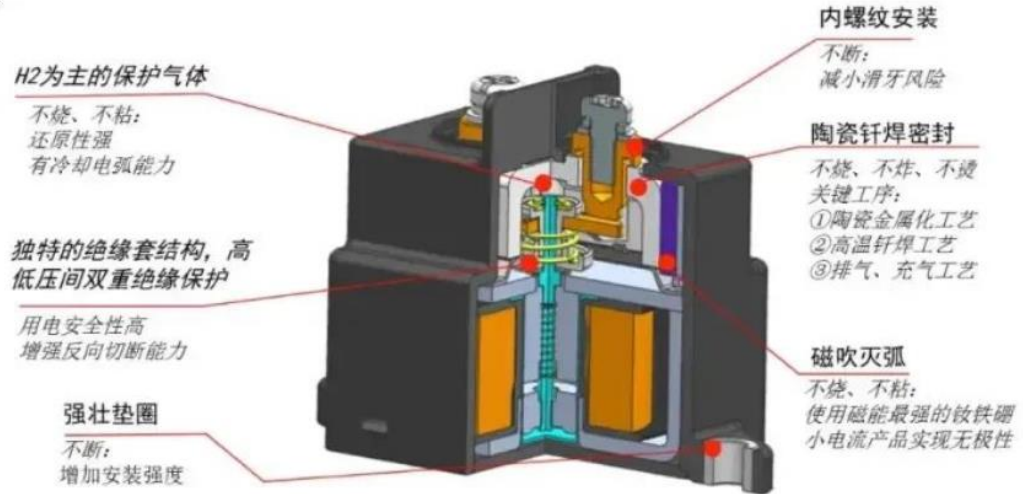


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 汽车电动化势头强劲，高压继电器需求有望持续提升

高压直流继电器是应用在高压环境的继电器，具有安全可靠、强度高等优势。高压直流继电器是一种用于高电压环境下控制电流为直流电的电磁继电器，是新能源汽车核心部件之一。一般认为，电压在1千伏到数百千伏之间的电路属于高压电路，因此高压直流继电器也是用于这个范围内的电路控制与保护的重要组成部分。常见的高压直流继电器包括接触器、断路器等，一般采用气体、油闸、真空等介质，具有安全可靠、强度高等特点。

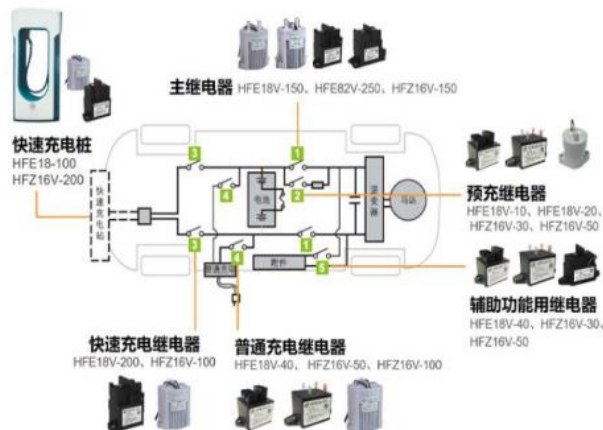
图表 22：高压继电器内部结构



资料来源：旺材电机与电控，信达证券研发中心

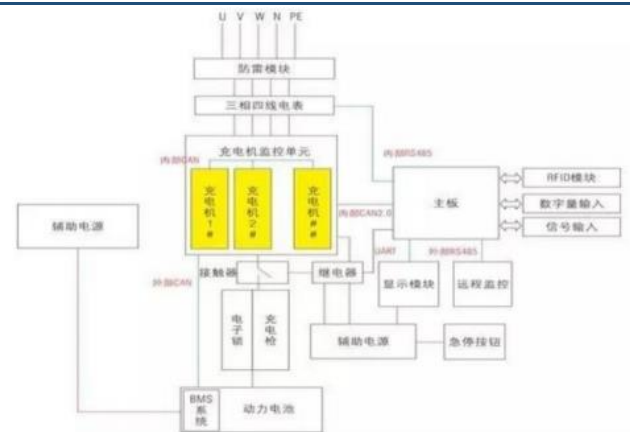
高压直流继电器是新能源汽车的核心部件：继电器被广泛用于汽车中的电路开合控制，包括雨刷，车窗，车灯等所有的电器，新能源汽车主电路电压一般都大于200V，远高于传统汽车的12~48V，新能源汽车除需要传统汽车的低压继电器以外，还需配备特殊的高压直流继电器。一般来言，每台新能源汽车需配备5~8只高压直流继电器，2个主继电器，1个预充电器，2个急速充电器，2个普通充电器和1个高压系统辅助机器继电器。

图表 23：新能源车继电器分布情况



资料来源：宏发股份官网，信达证券研发中心

图表 24：直流充电桩电气结构

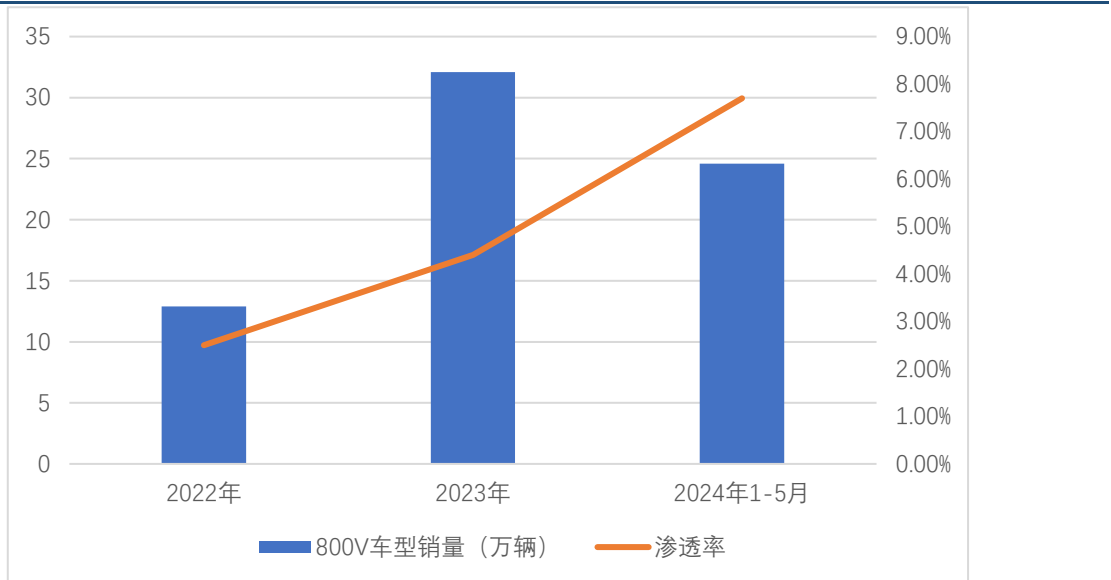


资料来源：充电桩视界，信达证券研发中心

800V 高压平台大势所趋。 2019 年，保时捷 Taycan 是全球首款 800V 高压平台的量产车
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

型，支持 350kw 大功率快充，30 分钟内电量可从 5% 快充到 80%。近几年高压快充路线受到越来越多主机厂的青睐，现代起亚等国际巨头发布 800V 平台，比亚迪、吉利汽车等都相继开始布局 800V 高压平台，造车新势力蔚来、理想也紧随其后。从车型方面，从 2022 年的 13 款增至 2023 年的 37 款，2024 年前五个月更增至 48 款。渗透率方面，从 2022 年的 2.5%，上升至 2024 年 1-5 月份的 7.7%。

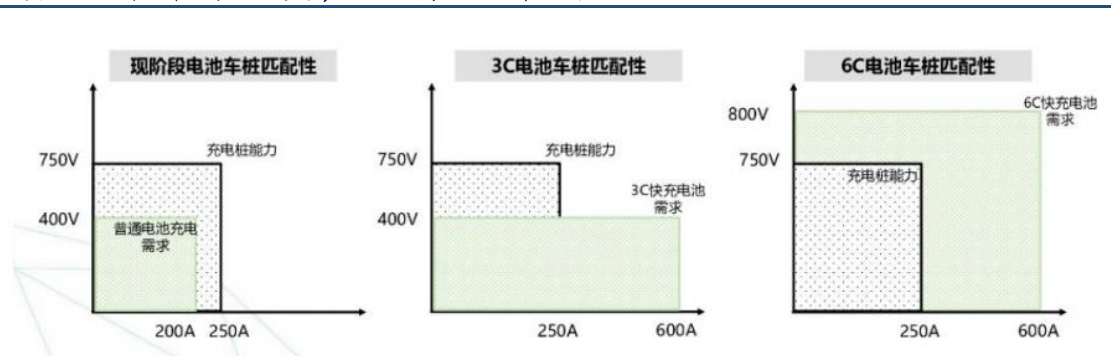
图表 25：中国新能源乘用车 800V 车型销量和渗透率情况



资料来源：盖世汽车，信达证券研发中心

大功率充电桩成发展方向。参考《广汽埃安高压快充技术应用及展望》，2021 年电池倍率在 0.8C-1.5C 之间，额定电压在 300V-400V 之间，而快充充电桩功率在 30-120kW 之间。而随着电池倍率往 3C 甚至 6C 发展，额定电压向 800V 演进，未来快充充电桩功率也需要得到提升，大功率充电桩成为发展方向，未来向 200kW、480kW 甚至更高功率发展。

图表 26：高倍率+高压趋势下，充电桩需往大功率方向演进



资料来源：《广汽埃安高压快充技术应用及展望》，SKC 商务咨询，信达证券研发中心

相比其他继电器，高压直流继电器壁垒相对较高。相比传统继电器产品，高压直流继电器电压更高，高压直流继电器具备小体积、低温升、高抗短路、无电弧泄漏风险等需求。因此，高压直流继电器壁垒相对较高，同时由于整车厂对供应商验证周期较长、供应商切换成本较高，头部厂家具有相对优势。

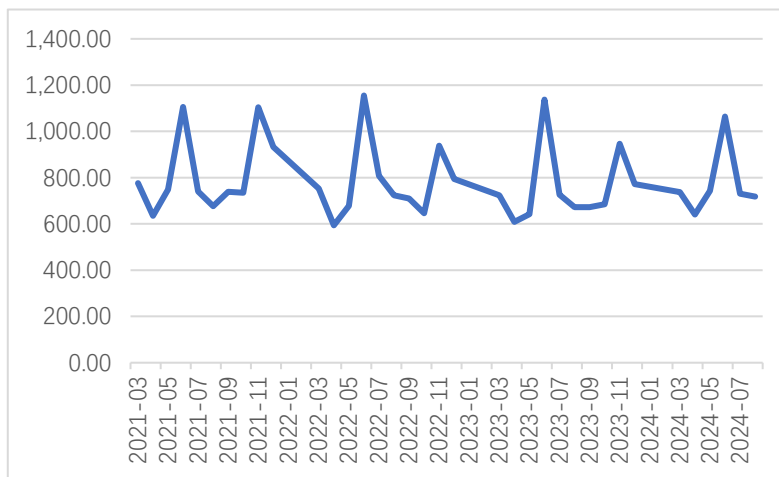
2.3 传统继电器业务稳定

2.3.1 功率继电器：以旧换新政策有望带动产品销量

功率继电器主要用于家电、新能源等领域。家电市场为主要下游市场，主要应用于家用电器、电源控制、智能家居、办公设备等。

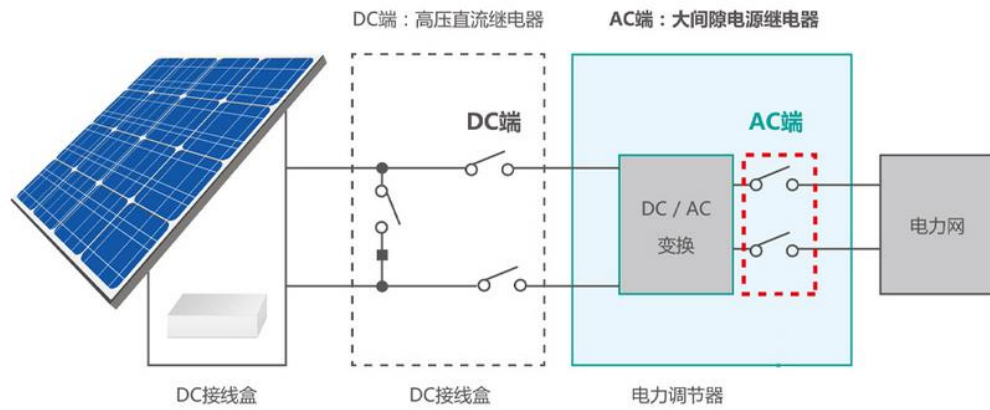
2024年7月国家发展改革委 财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，支持家电以旧换新，对消费者购买家电产品给与一定补贴。我们认为以旧换新政策有望带动家电销量，有望拉动功率继电器增长。

图表 27：中国家电及影像器材类产品销售额（亿元）

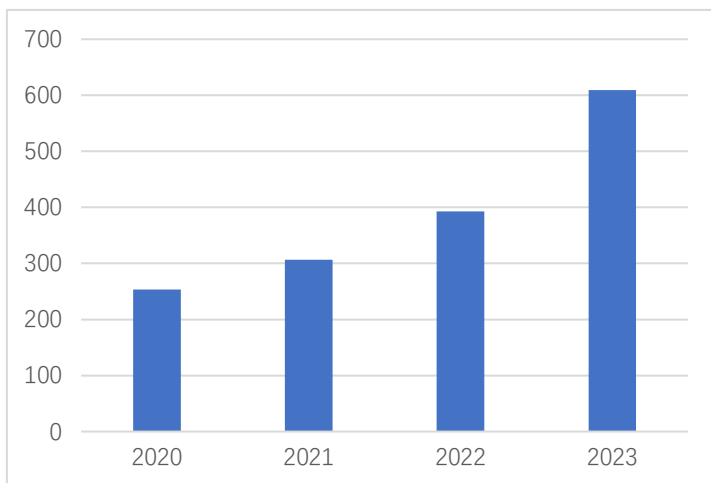


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

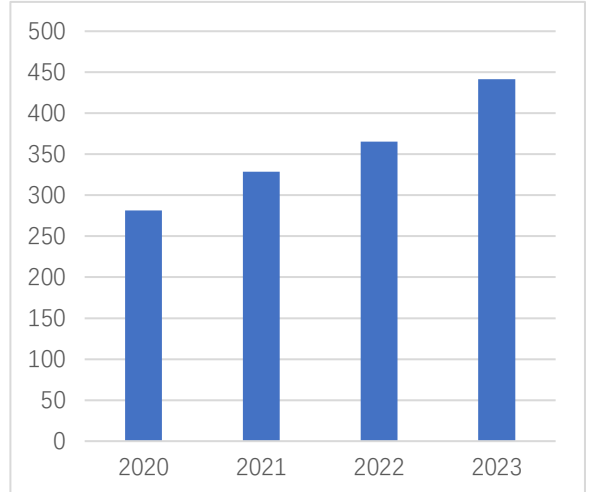
受益于“风、光、储”等新能源装机提升，功率继电器市场有望稳步增长。宏发股份在光伏、风电等新能源领域有较强的储备，通过创新设计新方案在竞争中脱颖而出，2023年光伏逆变器重点客户份额达到66%，在光储充新能源市场保持领先。

图表 28：宏发光伏继电器解决方案
继电器：


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

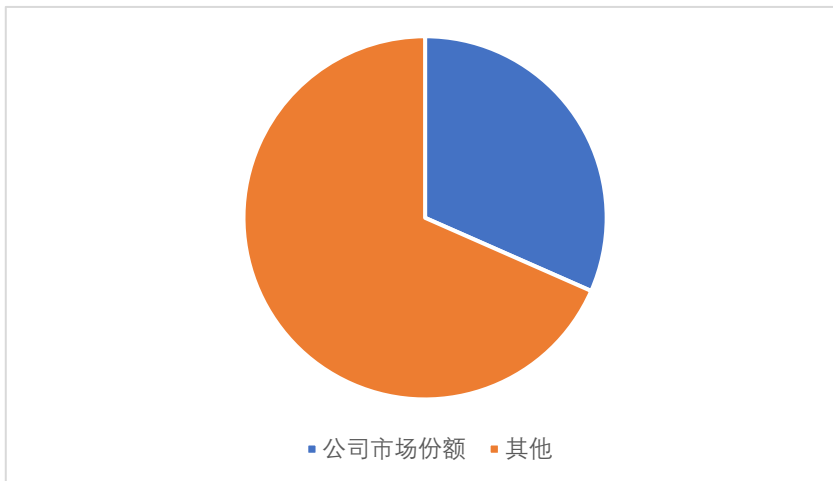
图表 29：全国光伏装机 (GWH)


资料来源：中国能源局，信达证券研发中心

图表 30：全国风电装机 (GWH)


资料来源：中国能源局，信达证券研发中心

公司在功率继电器领域市场份额领先。2023 年公司功率继电器全球市场份额提升至 31.6%，公司竞争力持续提升，大家电市场方面着重攻坚白色家电市场，引导客户产品升级，同时大力推进小家电推广工作，全面导入美的、苏泊尔、九阳等重点客户。

图表 31：2023 年全球功率继电器市场份额


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3.2 汽车继电器

继电器在汽车中的安全性能要求较高。1) 汽车继电器的使用环境温度。一般分为发动机舱(最高极限温度为 125°C)和驾驶舱(最高极限温度为 85°C)。2) 为满足低动作电压的要求，汽车继电器一般设计功耗较高，长期施加在线圈上的电压值，一般应小于 120%额定电压。特别在高温下使用，会造成线圈温度过高，老化加速，严重时有可能发生线圈绝缘层损坏，匝间短路而使继电器失效。

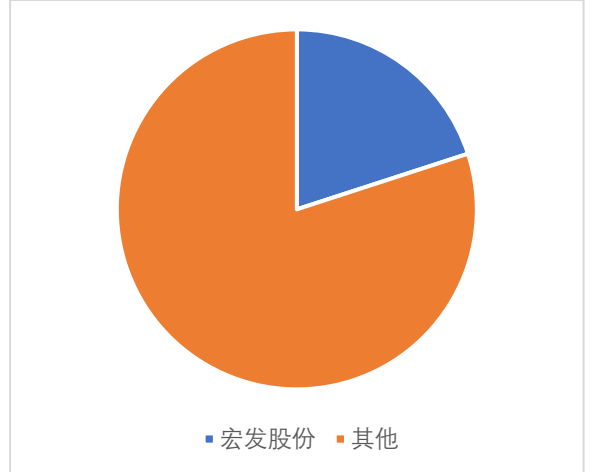
汽车继电器是广泛应用于控制、起动、空调、灯光、雨刮器、电喷装置、油泵、电动门窗、电动座椅、电子仪表和故障诊断系统等环节。继电器使用量会随汽车档次的提升而增加安装用量，**通常每辆汽车需要配备几十只继电器**，而在高端汽车中，由于继电器控制的电路功率、功能复杂程度增加，稳定性、静音性、抗干扰性要求更高，继电器的使用量更多。未来随着汽车电子化智能化程度持续提升，汽车继电器数量有望提升，公司可转债说明书预计未来普通汽车对汽车继电器的需求可能由传统的 25-30 只/辆提升至 30-35 只/辆，高端车对继电器的需求量更高，新增应用主要有方向盘加热、座椅自动调节、自动驾驶、后视镜自动调节、通信、导航、悬架控制以及汽车电子仪表和故障诊断等。

图表 32：宏发燃油、弱混动汽车解决方案



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 33：2023 年全球传统汽车继电器市场份额

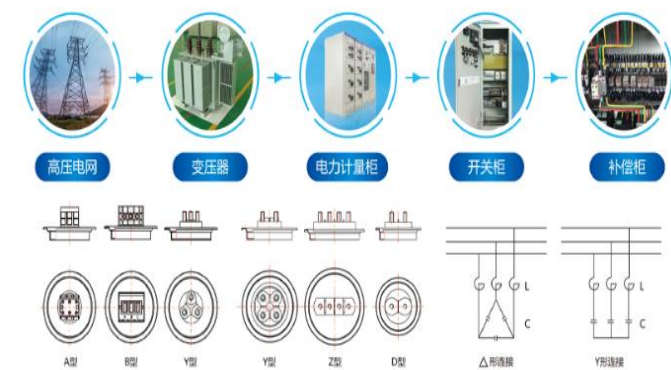


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3.3 电力继电器：电表周期上行有望带动需求

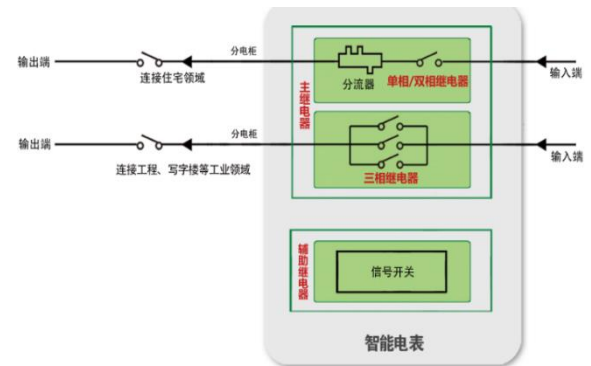
电力继电器广泛应用于智能电表、智能配网、继电保护等方向。电力继电器具备小体积、大功率、集成化安装、低耗节能等特点，主要用于智能电网控制、能源管理场合。

图表 34：继电器在电网领域运用



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

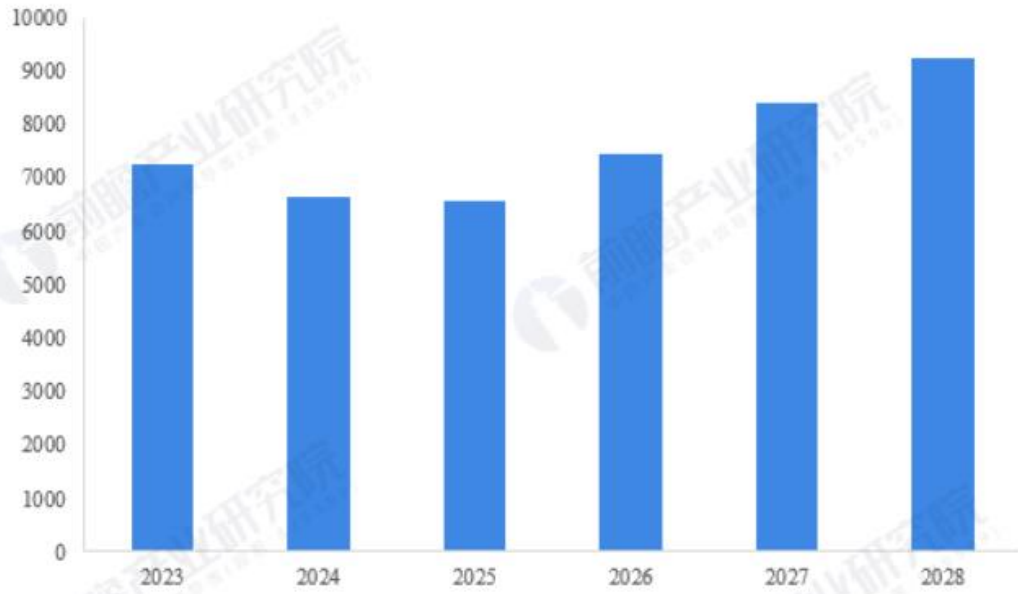
图表 35：继电器在电表领域运用



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

电表景气周期上行有望带动需求。参考前瞻产业研究院，我国智能电表自 2021 年起进入新一轮的周期采购。假定智能电表使用年限为 7-8 年，则短期内随着替代效应的减弱，预计 2017 年的需求低谷将在 2025 年再次出现。随着电力信息化需求，及分布式光伏、风电等新能源需求的不断扩大，2026-2028 年智能电表需求有望继续走高。

图表 36：2023-2028 中国智能电表市场需求（万台）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

三. “内生+外延” 打开增长空间，国际化布局加速

3.1 “以质取胜” 铸就宏发品质，“内生+外延” 打开增长天花板

坚持“以质取胜”经营方针，不断提升产品品质。从行业来看，继电器行业生产企业较多，整体行业随着下游汽车、工控、家电等多个行业的变化而变化，竞争激烈程度相对较高；从产品特性来看，继电器一般与其他电气产品搭配使用，往往对产品可靠性、寿命要求较高。因此，产品质量、成本效率的把握成为决定公司竞争力的重要指标。

具体到公司来看，公司董事长国满金先生曾任江西吉安国营第 4380 厂计划科副科长，军工行业出身，对产品品质有严格的要求，始终坚持“以质取胜”经营方针，确保产品质量保持领先优势。

布局自动化装备制造，保障产品一致性。公司坚持“好的产品要有好的零件来做，好的零件要有好的模具来做，好的模具要有好的设备”，1993 年即引进海外高端生产线，引进瑞士、德国、美国、日本等高精密模具加工和检测设备，加工精度可达 1μ 。1998 年，公司成立精合公司，开启了自主研发自动化设备设计及制造的征程，2015 年公司成立厦门宏发工业机器人有限公司，致力于中高档线圈生产线以及四轴、五轴、六轴工业机器人的开发和生产。我们认为公司从全产业链的质量控制及生产效率出发，在前道的零部件、后道的装配设备等基础产业建立难以效仿的核心优势。

图表 37：公司模具自动加工中心



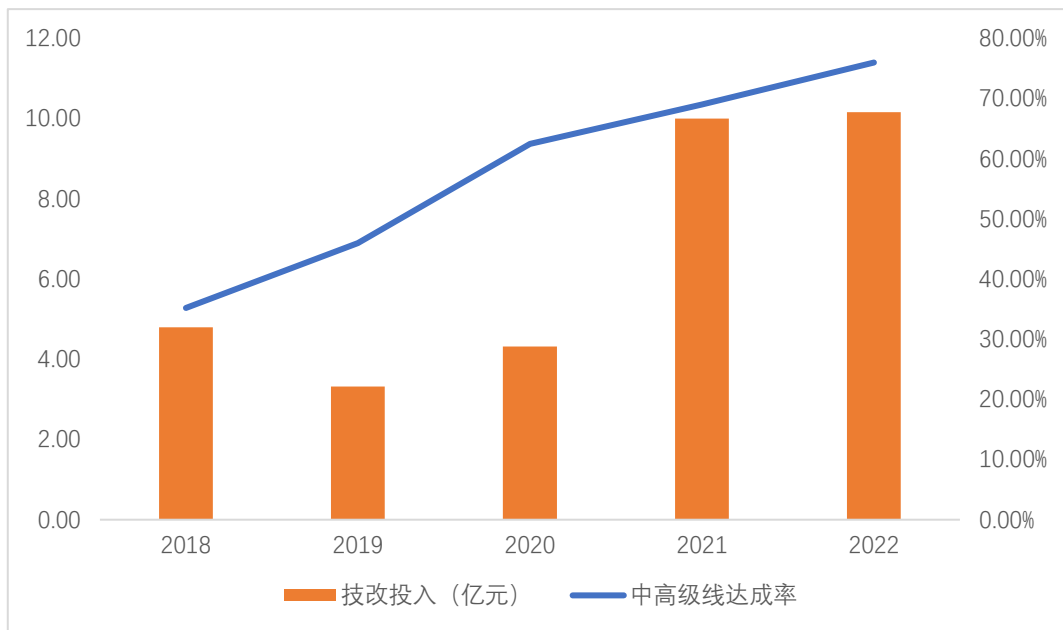
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 38：公司六轴工业机器人



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

产线改造进行时，“翻越门槛”计划超额完成。2022 年，公司累计达到中、高级水平继电器产线 175 条，的占比由 69% 升至 76%。产品客诉不良率呈持续下降趋势，2022 年达到 0.34ppm，同比下降 24%，其中，继电器客诉不良率降至 0.06ppm，产品质量表现居国际一流水平。

图表 39：公司技改投入和中高级先达成率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心；备注：2022 年公司年报提出技改投入超过 10 亿元，按照 10 亿元作图

充分公司充分贯彻“份额优先”原则，大客户关系紧密。1) 在大家电市场，公司专注于白色家电领域的产品升级，并积极推广小家电。通过全面引入美的、苏泊尔、九阳等重要品牌；2) 2023 年汽车市场方面，公司在新兴市场及关键项目中取得显著进展，高压直流继电器销量大幅增长 29.3%，并赢得了大众、宝马、沃尔沃和奔驰的认可，2023 年市场份额超过 40%。此外，传统汽车继电器业务稳健发展，成功打入印度现代汽车供应链，使市场份额提升至 20%。3) 针对新能源市场，公司以创新设计方案有效应对市场竞争，2023 年在光伏逆变器领域占据了 66%的重点客户份额，确保了公司在光储充解决方案领域的领先地位。

图表 40：公司产品及对应客户情况

品类	客户情况
功率继电器	LG、三星、松下、西门子、格力、美的、海尔等
汽车继电器	通用、福特、奔驰、沃尔沃、大众、菲亚特、长城、吉利等
信号继电器	海康威视、大华、华为、中兴、GE、Honeywell、BOSCH、三星、飞利浦等
工业继电器	施耐德、菲尼克斯、EMERSON、三菱、西门子、深圳汇川等
电力继电器	Enel、威胜、许继、林洋、海兴、华立、正泰、八达、百富等
新能源继电器	奔驰、大众、宝马、特斯拉、比亚迪、北汽、阳光电源等
低压电器	特灵、开立、伊顿、立维腾等
高低压成套设备	绿地地产、厦门地铁、中国电信等
电容器	海尔、美的、方太等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

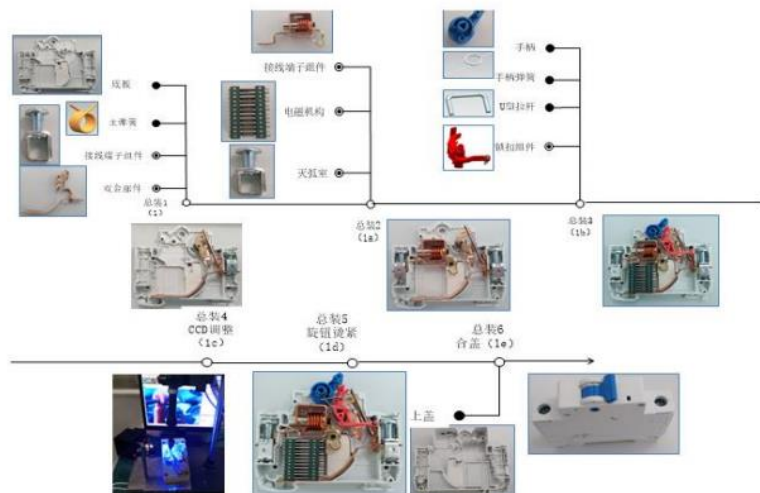
“内生+外延”持续拓展业务领域，多元化布局打开成长天花板。公司以家电继电器起家，逐步将自身业务拓展到汽车、工控等其他领域，逐步成长为全球继电器龙头企业。目前，公司依托深耕继电器行业积累逐步扩张到低压电器等元器件市场。从业务拓展模式来看，公司

善用并购来拓展自身市场，如 2015 年收购 KG 公司 100% 的股权；此外，公司利用内部孵化延伸业务领域，将低压电器作为集团第二门类产品，同时推动用电子模块、氧传感器和工业连接器等产品产业化发展。

低压电器等产品有望开拓新增长点。公司将低压电器作为第二门类产品来发展，坚持“市场导向，以质取胜”，重点发展海外市场。2022 年，低压电器完成开发新一代塑壳断路器 UEM6、框架断路器 UEW6 系列产品、带电操（可调）塑壳断路器等产品质量明显提升。框架产品首次实现欧洲客户送样，走出了迈向海外市场的第一步。坚持把稳定优质的供应链作为打造核心竞争力的重要环节，坚决淘汰不合格供应商，年度 C 级供应商由 6 家减至 1 家，零部件综合批次合格率达到 98.75%，质量稳步提升。

其他新产品方面，公司持续开拓新产品，连接器、互感器、真空灭弧室和电容器等泛电气元件有望成为公司新增长点。2022 年公司累计投入开发的 221 项新产品项目中，“扩大门类”占比 43%。主要方向之一是新门类元器件产品，除低压电器外，重点开发连接器、互感器、真空灭弧室和电容器，围绕着新能源市场尤其是海外头部客户作为突破点进行了相关布局。同时，公司在继电器基础上为客户提供整体解决方案的电子模块类产线，重点攻克工业电子、燃油车和新能源车等应用领域应用，其中新能源车大容量控制盒已顺利完成丰田配套产品的量产下线。其他诸如工业电子模块、车用电子模块有望实现快速增长。

图表 41：低压电器中的小型断路器



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 海外制造进入新阶段，推动国际化发展。

加快海外制造步伐，积极推动海外工厂建设与扩建。自 2003 年公司提出海外拓展战略以来，历经二十年的不懈努力，在欧洲市场取得了卓越的销售业绩。公司早在 2017 年便确立了制造全球化的战略目标，并在此基础上积极规划、稳步实施。作为这一战略的重要里程碑，公司在 2018 年于印度尼西亚成功建立了首座海外生产基地。鉴于印尼市场的出色表现及为满足日益增长的需求，宏发在 2022 年适时加速了其全球化生产布局的步伐。2023 年 12 月，宏发宣布计划在德国投资兴建海外生产基地，该工厂的落地有望增强公司供应链国际化水平及综合竞争实力。

图表 42：公司海外布局情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

四. 盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

未来随着新能源车电动化+800V 渗透的提升，继电器市场规模有望持续扩大，公司在继电器行业竞争优势明显，市场份额有望继续提升。因此我们预计公司 2024-2027 年公司业务收入为 96.39/110.95/126.75 亿元，同比增长 14.4%、15%、13.7%。

图表 43：公司收入预测

分业务		2023A	2024E	2025E	2026E
继电器	亿元	116.57	135.03	156.93	179.37
	毛利率	38.72%	36.00%	35.70%	35.30%
电气产品	亿元	8.18	8.18	8.75	9.45
	毛利率	22.82%	27.00%	27.50%	28.00%
其他业务	亿元	4.02	4.22	4.44	4.66
	毛利率	15.57%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	亿元	0.52	0.52	0.52	0.52
	毛利率	12.38%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	亿元	81.60	96.39	110.95	126.75
	毛利率	36.89%	34.85%	34.78%	34.49%

资料来源：IFIND，信达证券研发中心

估值与投资评级

我们选择汇川技术、法拉电子、中熔电气作为可比对象。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 16.67、19.31、21.95 亿元，同比增长 19.7%、15.8%、13.7%，24-25 年 PE 为 19.37/16.73 倍，考虑到公司是继电器龙头企业，壁垒较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中熔电气	301031.SZ	105.33	69.8	2.79	4.47	6.00	37.79	23.58	17.56
法拉电子	600563.SH	117.27	263.86	5.13	6.15	7.32	22.85	19.08	16.02
汇川技术	300124.SZ	56.46	1,513.0	1.95	2.36	2.83	29.02	23.96	19.99
可比公司平均							29.89	22.21	17.85
宏发股份	600885.SH	30.98	323.0	1.60	1.85	2.11	19.37	16.73	14.72

资料来源：wind，信达证券研发中心

备注：其他公司来自万得一致预期，日期为 2024 年 10 月 29 日

五. 风险因素

原材料供应短缺风险：原材料短期可能影响公司供给，从而影响公司盈利。

原材料涨价风险：大宗产品在公司产品成本占比较高，原材料涨价可能影响公司短期盈利。

海外需求下滑风险：海外需求下滑可能影响公司盈利。

公司新业务扩张不及预期：公司拓展低压电器等新业务，新业务不及预期或将影响公司盈利。

行业竞争加剧风险：竞争加剧可能影响公司盈利。

资产负债表						利润表					
		单位：百万元						单位：百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,423	10,613	13,753	16,141	19,700	营业总收入	11,646	12,930	14,796	17,012	19,349
货币资金	1,360	1,942	4,095	5,071	7,428	营业成本	7,568	8,160	9,639	11,095	12,675
应收票据	1,465	1,781	1,754	2,310	2,312	营业税金及附加	90	99	118	136	155
应收账款	2,812	3,102	4,102	4,155	5,244	销售费用	405	484	518	595	658
预付账款	195	177	193	222	253	管理费用	1,081	1,212	1,376	1,574	1,790
存货	2,852	2,550	2,523	3,303	3,356	研发费用	618	673	681	766	851
其他	740	1,062	1,087	1,081	1,106	财务费用	4	49	9	10	2
非流动资产	6,815	7,111	7,203	7,264	7,247	减值损失合计	-27	-20	-20	-20	-20
长期股权投资	14	14	14	14	14	投资净收益	30	-95	-1	-2	-2
固定资产(合计)	4,455	4,862	5,076	5,198	5,212	其他	24	114	118	140	163
无形资产	490	476	476	476	476	营业利润	1,909	2,251	2,552	2,955	3,359
其他	1,855	1,759	1,637	1,575	1,545	营业外收支	0	-6	-1	-1	-1
资产总计	16,238	17,724	20,956	23,405	26,947	利润总额	1,908	2,245	2,551	2,954	3,358
流动负债	3,146	3,969	5,460	5,644	6,643	所得税	174	326	357	414	470
短期借款	41	43	943	943	1,043	净利润	1,735	1,918	2,194	2,541	2,888
应付票据	558	499	840	701	1,059	少数股东损益	485	525	526	610	693
应付账款	1,359	1,407	1,699	1,876	2,208	归属母公司净利润	1,250	1,393	1,667	1,931	2,195
其他	1,188	2,021	1,978	2,124	2,332	EBITDA	2,742	3,323	3,450	3,936	4,411
非流动负债	3,043	2,697	2,697	2,697	2,697	EPS(当年)(元)	1.20	1.34	1.60	1.85	2.11
长期借款	591	119	119	119	119						
其他	2,452	2,578	2,578	2,578	2,578	现金流量表					
负债合计	6,188	6,666	8,157	8,341	9,339	单位：百万元					
少数股东权益	2,546	2,717	3,243	3,853	4,546	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	7,504	8,341	9,555	11,211	13,061	经营活动现金流	1,621	2,661	2,641	2,259	3,613
负债和股东权益	16,238	17,724	20,956	23,405	26,947	净利润	1,735	1,918	2,194	2,541	2,888
						折旧摊销	757	911	808	889	967
						财务费用	126	134	28	51	53
						投资损失	-30	95	1	2	2
重要财务指标						营运资金变动	-1,022	-508	-441	-1,274	-348
单位：百万元						其它	56	111	51	51	51
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	投资活动现金流	-1,996	-1,657	-902	-953	-953
营业总收入	11,646	12,930	14,796	17,012	19,349	资本支出	-1,525	-1,024	-901	-951	-951
同比(%)	16.2%	11.0%	14.4%	15.0%	13.7%	长期投资	-509	-490	0	0	0
归属母公司净利润	1,250	1,393	1,667	1,931	2,195	其他	38	-142	-1	-2	-2
同比(%)	17.7%	11.4%	19.7%	15.8%	13.7%	筹资活动现金流	10	-584	414	-331	-303
毛利率(%)	35.0%	36.9%	34.9%	34.8%	34.5%	吸收投资	7	8	0	0	0
ROE(%)	16.7%	16.7%	17.4%	17.2%	16.8%	借款	581	-470	900	0	100
EPS(摊薄)(元)	1.20	1.34	1.60	1.85	2.11	支付利息或股息	-571	-663	-486	-331	-403
P/E	25.84	23.19	19.37	16.73	14.72	现金净增加额	-346	429	2,153	976	2,357
P/B	4.30	3.87	3.38	2.88	2.47						
EV/EBITDA	13.07	8.97	9.28	7.89	6.53						

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，八年新能源行业研究经验，2020年加入信达证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。2023年获得新浪金麒麟光伏设备行业菁英分析师第三名。研究聚焦细分行业及个股挖掘。

姚云峰，复旦大学硕士，曾任职于中泰证券、国金证券，目前主要从事新能源锂电池赛道研究。

孙然，新能源与电力设备行业分析师，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责人形机器人、工控及充电桩行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。