

全球继电器龙头，勇攀新高峰

2022年03月31日

► **公司为继电器全球行业龙头，多个下游贡献业绩增量。**公司于1984年成立，深耕继电器近四十年，自成立之初便以高端、出口为导向，是全球继电器第一梯队唯一的内资厂商，综合实力强劲，2018年公司实现继电器市场份额全球第一并维持至今。公司目前已经拥有通信继电器、功率继电器、电力继电器、汽车继电器、密封继电器、工业继电器六大类主要产品，在主要下游市场份额领先，并在继电器的基础上开发了低压电器为代表的新产品，打开业绩增量空间。近年来，公司收入、利润增长稳健，业务结构仍以继电器为主，低压电器等电气产品逐渐贡献增量。2021年上半年，公司继电器营收达43.47亿元，占比为92.3%；电气产品营收达3.88亿元，占比上升至7.7%，其中低压电器业务于2014年被定位为公司第二主业，营收占比逐年提高，有望成为公司业绩下一个重要增长点。

► **汽车与新能源车业务进入快速增长通道。**1) 汽车继电器：公司19年收购海拉后，通过渠道整合和产品导入，全球竞争力不断提升，3Q21营收同比增长47%。2) 高压直流继电器：高压直流与海外竞争对手处于同一起跑线，并凭借高性价比产品市占率位列全球第二。3Q21营收同比增长155%。产品供应由两主继电器逐步扩展至两主+两辅，单车产品价值量不断提升。随着现有优质客户上量+新客户持续突破，公司业务未来有望进入高速增长通道。

► **传统领域维持较好增长态势。**1) 通用继电器：主要下游为大小家电、新能源等，预计保持稳定增长。2) 电力继电器：2022年国内进入新一轮智能电表换表周期，叠加有其他智能终端改造需求。3) 信号继电器：物联网、5G等场景带来新增量。4) 工业继电器：智能制造等对工业继电器需求提升，国产替代加速进行。

► **低压电器成长空间较大。**低压电器市场近千亿美元，国产替代正加速进行。公司近年来加大低压电器领域布局力度，产品品类不断丰富，并在北美、欧洲、国内等主要市场均已实现销售。公司所占市场份额相对较低，仍具备充足提升空间，随着公司加速发力低压电器领域，未来公司低压电器业务有望维持较快增速，为公司业绩贡献新增量。

► **投资建议：**公司传统领域增速稳健，新能源车用高压直流继电器业务维持高速增长，我们预计公司2021年-2023年的营收分别为100.2、124.4、156.5亿元，增速分别为28.2%、24.1%、25.9%；归母净利润分别为10.6、13.9、18.2亿元，增速分别为27.1%、31.3%、30.8%；EPS分别为1.42/1.86/2.44元，2022年3月30日收盘价对应22年26X PE，可比公司22年PE均值为35X，公司22年估值低于可比公司均值，处于公司历史估值低位，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新能源车销量不及预期的风险；新客户开发不及预期的风险；原材料价格大幅上涨，影响公司盈利能力的风险；募投项目产能不达预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,819	10,021	12,436	15,653
增长率(%)	10.4%	28.2%	24.1%	25.9%
归属母公司股东净利润(百万元)	832	1,057	1,389	1,816
增长率(%)	18.2%	27.1%	31.3%	30.8%
每股收益(元)	1.12	1.42	1.86	2.44
PE	43	34	26	20
PB	6.4	5.5	4.6	3.8

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年3月30日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

47.83元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

- 1.宏发股份(600885)业绩快报点评：2021年业绩平稳增长，下游多点开花
- 2.【民生电新】宏发股份三季报点评：下游多点开花，增速迈上新台阶

目录

1 深耕继电器 38 年，打造全球龙头品牌	3
1.1 稳步前行，公司已实现继电器市占率全球第一	3
1.2 公司经营状况良好，业绩稳步攀升	5
2 高压直流继电器全球龙头，下游需求持续高涨	10
2.1 高压直流继电器为保障新能源车正常运行的重要部件	10
2.2 行业集中度较高，公司已成长为全球龙头	13
3 龙头地位稳固，传统优势领域平稳成长	16
3.1 继电器应用范围广泛，公司为继电器全球龙头	16
3.2 下游多点开花，公司传统继电器业务有望受益	17
4 低压电器空间广阔，有望成为公司重要增长极	25
4.1 低压电器应用广泛，国产替代加速进行	25
4.2 公司不断发力低压电器业务，有望创造业务新增长极	27
5 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测假设与业务拆分	29
5.2 估值分析与投资建议	32
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

1 深耕继电器 38 年，打造全球龙头品牌

1.1 稳步前行，公司已实现继电器市占率全球第一

公司是全球继电器龙头，不断创新工艺、完善布局。公司成立于 1984 年，主要从事继电器和电气产品的生产、研发及销售业务。公司的主要产品有通信继电器、功率继电器、电力继电器、汽车继电器、密封继电器、工业继电器六大类。80 年代末，公司确立了两个战略发展方向，一是以继电器作为主营产品；二是以出口为主外向型发展，经营方针为“以质取胜”。2019 年公司继电器产品全球市占率超 14%，位居全球第一。公司为配合多行业协同发展，布局全面，2014 年低压电器成为公司又一增长点，发展模式从单一产品转变为多品类产品共同发展。

公司发展历程可以分为三个创业阶段：

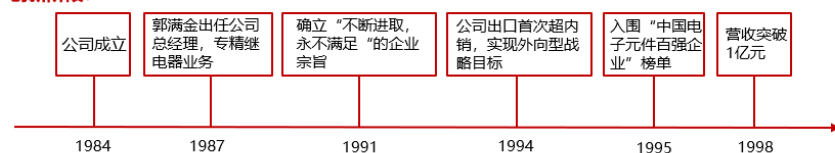
第一次创业阶段（1984-1998）：公司于 1984 年成立，直至 1987 年郭满金出任公司总经理，将公司发展战略方向定位于继电器才逐渐成长为国内继电器行业龙头，1998 年公司营收突破 1 亿元。

第二次创业阶段（1999-2007）：公司分别于 2003 年和 2007 年设立宏发欧洲、宏发美国，市场布局全球，2007 年营收突破 10 亿元。

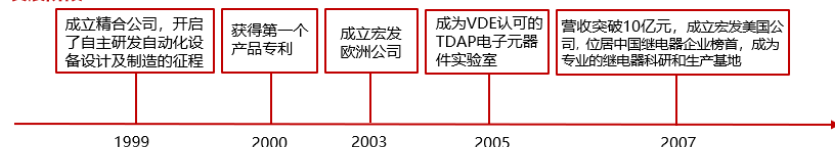
第三次创业阶段（2008-至今）：公司于 2012 年借壳上市，同时在继电器的基础上开发低压电器为代表的新产品，2019 年继电器产品的市场份额为全球第一。

图 1：公司发展历程

创新阶段：



发展阶段：



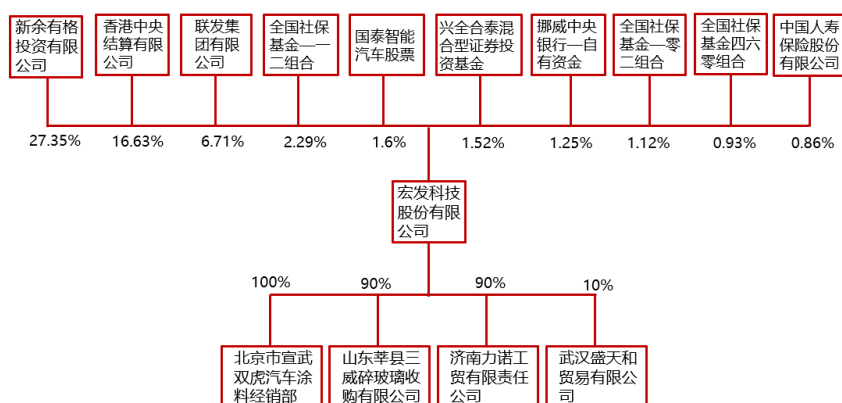
第三次创业：



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权结构较为稳定，核心管理层及技术人员与公司发展绑定。截至 2021 年三季度，公司前五大股东分别为有格投资、香港中央结算、联发集团、全国社保基金一一二组合以及国泰智能汽车股票型证券投资基金，股权占比 27.35%、16.63%、6.71%、2.29%和 1.60%；公司控股股东和最终受益人为有格投资有限公司，持股比例为 27.35%；公司核心管理层及技术骨干人员通过有格投资持有公司股权，公司控制权稳定。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年三季度）

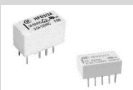


资料来源：wind，民生证券研究院

公司产品门类丰富，技术水平全球领先。公司产品门类丰富，目前已涵盖继电器、低压电器、高低压成套设备等电气产品。其中，继电器为主要产品，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。此外，公司制造、工艺掌控能力行业领先。公司是国内最早专业设计、开发和生产继电器工业专用自动化设备、自动化生产线的企业之一，拥有中国继电器行业规模最大、设施最完备的继电器检测中心，设立了“三大核心产品测试实验室”和“四大公共服务实验室”，并在过去几年相继通过德国 VDE、北美 UL、欧洲 DEKRA 目击实验室的认可，开发的继电器装配生产线及前道部分装备水平已经达到全球一流水平。

表 1：公司主要产品基本情况

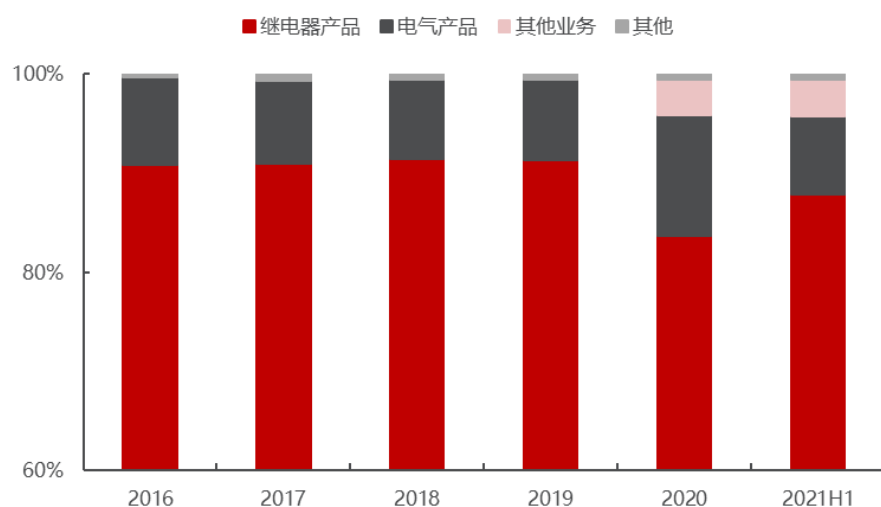
品类	图示	介绍	主要客户
继电器：			
功率继电器		主要应用于家用电器、电源控制、智能家居、办公设备等	LG、三星、松下、西门子、格力、美的、海尔等
汽车继电器		主要应用于车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息以及其他舒适性、便利性控制系统等领域	通用、福特、奔驰、沃尔沃、大众、菲亚特、长城、吉利等

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
高压直流继电器		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
电气产品：			
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：公司公告，民生证券研究院

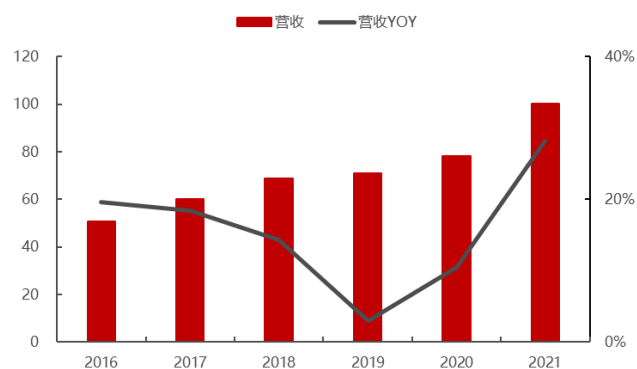
1.2 公司经营状况良好，业绩稳步攀升

公司业务结构以继电器为主，电气产品逐渐贡献增量。2020 年，公司继电器营收达 65.4 亿元，占比为 88.05%；电气产品营收达 9.5 亿元，占比为 7.7%，其中低压电器业务于 2014 年成为继电器后的第二大类产品，且营收占比逐年提高，有望成为公司业绩下一个重要增长点。

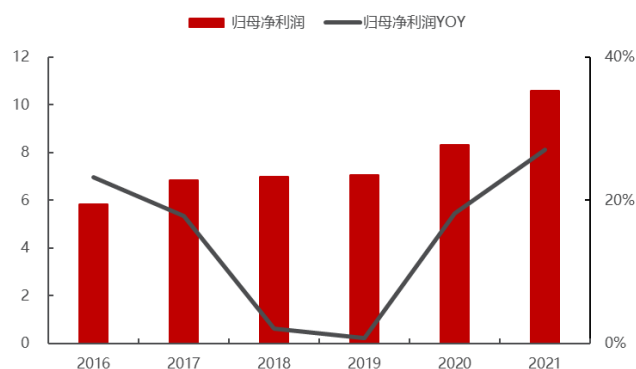
图 3：2016-2021H1 公司分产品营收情况


资料来源：wind，民生证券研究院

公司营收、净利润稳步增长。近年来公司整体收入和利润增长稳健，2016-2020 年营收 CAGR 为 11.39%；归母净利润 CAGR 为 8.79%。2021 年公司实现营收 100.2 亿元，同比增长 28.2%；实现归母 10.6 亿元，同比增长 27.0%；其中，公司功率继电器、汽车继电器、高压直流继电器、信号继电器等产品的出货同比实现较大幅度增长，工业继电器、低压电器也实现较好增长。

图 4：2016-2021 年公司收入（亿元）及增速


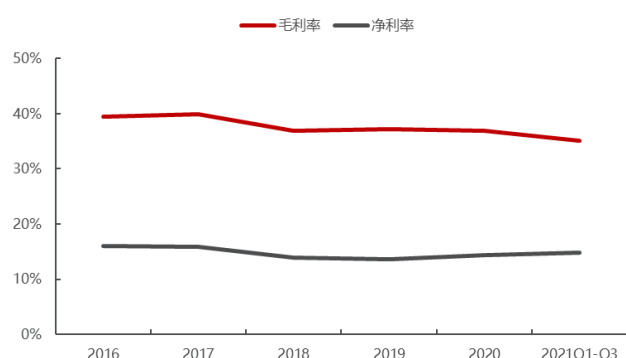
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2016-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速


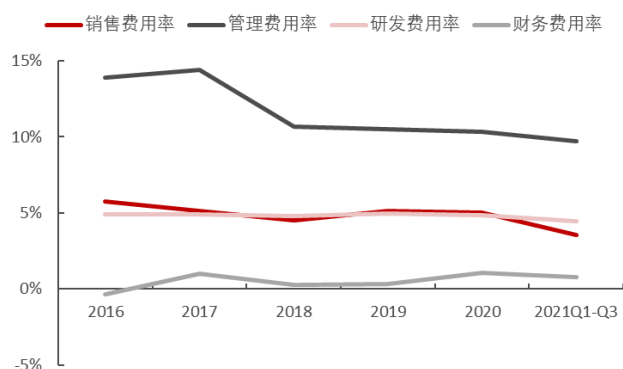
资料来源：wind，民生证券研究院

公司盈利能力较为稳健,2021 年受毛利率大宗商品涨价影响略有下滑。2018-2020 年公司毛利率分别为 36.84%、37.13%、36.95%，波动幅度较小，盈利水平较为稳定。2021Q1-Q3 公司毛利率为 35.17%，同比下滑 3.54pct，主要受大宗商品涨价、公司原材料价格大幅上行影响。单三季度来看，2021Q3 公司毛利率回升至 36.17%，同比下滑 3.3pct，环比上行 2.81pct，主要源于公司适

度向下游提价传导成本压力。受益于公司强有力的降本增效措施，公司净利率始终保持稳步抬升的态势，2021Q1-Q3 公司期间费用率为 18.53%，同比下降 2.44pct，成本管控能力不断提升；2021Q1-Q3 公司净利率为 14.88%，在毛利率受大宗涨价影响有所下滑时净利率仍同比基本持平。

图 6：2016-2021Q1-Q3 公司毛利率、净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2016-2021Q1-Q3 公司期间费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

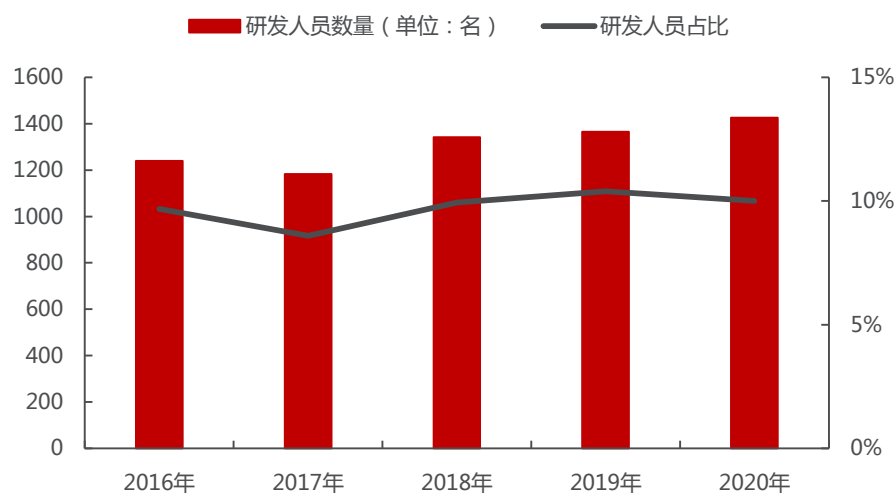
公司注重人才引进与培养，拥有高水平的研发团队。公司拥有国内继电器行业内首家国家级企业技术中心、院士工作站、博士后工作站以及亚洲最大的继电器检测中心，是继电器行业首家主持制定国家标准的企业。截至 2021 年 6 月，公司共拥有有效专利 1344 项，主持及参与制定国家标准和行业标准 24 项；深入参与 IEC/TC94 各项标准制订工作，现有国际标准组织 IEC/TC94 技术专家 5 名。

表 2：截至 2021 年 6 月公司在手专利情况

专利名称	数量（单位：项）
境内专利	877
境外专利	27
软件著作权	21
商标	32
第三方许可使用专利	4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司研发人员人数逐年攀升，2020 年达到 1426 名，占总员工数的 10%；2021Q1-Q3 公司研发费用达 3.39 亿元，同比上升 34.45%，研发投入占比始终维持在 5%左右。

图 8：公司研发人员情况


资料来源：wind，民生证券研究院

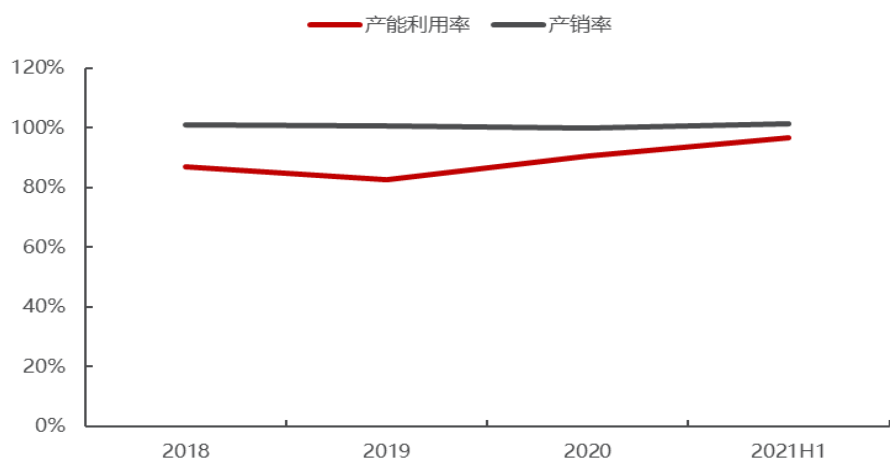
深化“以质取胜”理念，持续提升实物质量。由于继电器行业基础技术门槛相对低，低端市场竞争激烈，公司成立初期便提出“以市场为导向，以质取胜”的经营方针，全面提升产品质量，坚持实施“翻越门槛”战略，2020 年通过高级产线评定 17 条，中级产线 34 条，初级产线 30 条。2020 年公司继电器产品不良率已经降至<0.15ppm 的水准，技术实力位居行业第一梯队。

表 3：宏发继电器产品客诉不良率情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
整体不良率	4.2ppm	1.39ppm	<0.8ppm	<0.5ppm	<0.3ppm	<0.15ppm	<0.15ppm

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产能利用率位于高位，募投项目有望打破产能瓶颈。此前公司产能利用率相对较高，现有设备已经不能满足产量的需求，产品交货面临较大压力，亟需进行产能升级与扩张生产能力。

图 9：2018-2021H1 公司产能利用率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年 11 月，公司通过可转债项目募资 20 亿元用以投入新型汽车用继电器技改扩能及产业化项目、新型控制用继电器及连接器技改扩能产业化项目以及智能低压开关元件及精密零部件产能提升项目，公司产能瓶颈打开后，营收有望进一步增长。

表 4：公司募投项目情况

序号	项目名称	子项目名称	项目总投资额(万元)	募集资金拟投入金额(万元)
1	新型汽车用继电器技改扩能及产业化项目	新能源汽车用高压直流继电器产能提升项目	34,997	32,000
		新一代汽车继电器技改及产业化项目	17,523	16,000
		控制用功率继电器产能提升项目	32,912	30,000
2	新型控制用继电器及连接器技改扩能产业化项目	智能家居用继电器及连接器技改及产业化项目	20,712	20,000
		超小型信号继电器技改及产业化项目	10,903	10,000
3	智能低压开关元件及精密零部件产能提升项目	智能低压开关元件产能提升项目	23,757	22,000
		开关元件配套精密零部件产能提升项目	10,800	10,000
4	补充流动资金		60,000	60,000
	合计		200,000	211,604

资料来源：公司公告，民生证券研究院

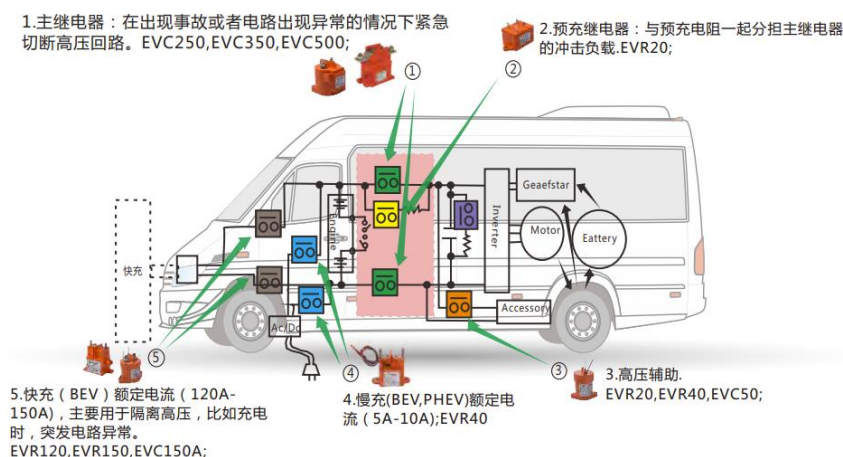
2 高压直流继电器全球龙头，下游需求持续高涨

2.1 高压直流继电器为保障新能源车正常运行的重要部件

高压继电器在新能源汽车的电池系统、电机控制器间起到隔断作用。新能源汽车一般采用高压电池组为电动车提供动力驱动，为保证电气系统正常通断，在电动汽车的电池系统和电机控制器之间需配置继电器。当系统停止运行后起隔离作用，系统运行时起连接作用，当车辆关闭或发生故障时，能安全的将储能系统从车辆电气系统中分离，起到分断电路的作用。

高压直流继电器是新能源汽车的核心部件，平均单车用量约为 5-8 个。高压直流继电器用于高电压环境下，控制电流为直流电，往往采用柔性制造技术，对企业的研发能力、生产管理水平和员工素质要求较高。与传统汽车 12-48V 的主电路电压相比，新能源汽车的主电路电压一般大于 200V，电动大巴可大于 750V，电路切断难度大幅提升，需采用高压直流继电器。平均而言，每台新能源汽车需配备 5-8 只高压直流继电器，包括 2 个主继电器、1 个预充继电器、2 个快速充电继电器、2 个普通充电继电器和 1 个高压系统辅助设备继电器。根据车型及动力系统的差异，继电器在汽车上使用的数量及规模也存在较大不同。

图 10：电动车继电器应用图



资料来源：Ebusbar 官网，民生证券研究院

陶瓷产品为高压直流继电器主流技术路线。高压直流继电器目前主流技术路线为陶瓷结构、环氧结构。相较于环氧结构，陶瓷类产品在绝缘、耐高温、耐老化等多项性能指标上均表现更为优异，国内补贴退坡之后，为提高客户黏性和品牌影响力，新能源车企更加注重客户用车体验及用车安全等。近年来，新能源车愈发注重降低电弧泄露风险，在车载器件的选择上更加着重关注抗爆性，当前主流产品结构是陶瓷产品。

表 5：环氧、陶瓷高压直流继电器技术路线对比

产品性能	环氧高压直流继电器	陶瓷高压直流继电器
绝缘能力	弱，采用塑料壳体灭弧室	强，击穿强度 $\geq 18\text{KV/mm}$ ，抗折强度 $\geq 280\text{Mpa}$
耐高温能力	弱	强，陶瓷密封灭弧室，利用陶瓷的耐高温特性，电弧温度（中心可以达到 5000°C ）
耐老化能力	弱	强，几乎不存在老化的情况
灭弧能力	弱，使用氮气填充灭弧，其灭弧冷却能力不及氢气且不具备还原性	强，通过对触点部封入电弧冷却能力高的氢气，实现了高直流电压的短间隙切断，同时实现了继电器的小型化和轻量化
密封性	弱，通过环氧树脂灌封工艺进行密封	强，利用陶瓷钎焊、激光焊工艺进行密封
载流能力	弱，载流能力不超过 300A	强，载流能力可达 600A 以上
安全可靠	极限工况如大电流分断、抗短路性能目前存在一定问题	强
抗震性	强，震动 20G、冲击 50G	弱，只有 4.5G
成本	低	较高

资料来源：CNKI，民生证券研究院

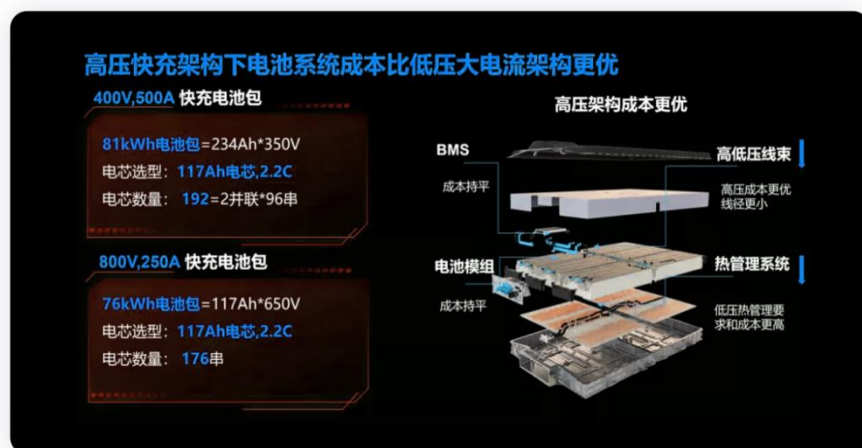
表 6：主流厂商高压直流继电器产品类型

厂商	应用场景	产品结构	型号	负载	结论
宏发	电动/混合/氢能汽车	陶瓷	HEE82\18\80V、88P	20~1000A/1500Vdc	规格齐全、封装可选
		环氧	HFE85\86，HFZ16	150-300A/750Vdc	
森萨塔	电动/混合/氢能汽车	环氧	GV 系列	~600A/1000Vdc	可提供 1.5KV 到 70KV 以及带总线产品，且涵盖陶瓷、环氧封装；航空、航天以及军工应用
		陶瓷	GX/MX 系列	~1000A/800Vdc	
			HX 系列	~1000A/1500Vdc	
松下	电动/混合/氢能汽车 侧重产业机器	陶瓷	EV 系列	10~300A/450Vdc	除普通型外，还细分为静音型和耐短路型产品
			EP 系列	10~300A/1000Vdc	
欧姆龙	电动/混合/氢能汽车	陶瓷	G9 系列	15~500A/1000Vdc	
泰科	电动/混合/氢能汽车	环氧	EV 系列\MINI K	20-500A/320Vdc	与宏发产品路线有差异，主要以环氧结构为主
LS	电动/混合/氢能汽车	陶瓷	GER 系列	20-400A/450Vdc	
中汇瑞德	电动/混合/氢能汽车	陶瓷	CHEV 系列	100-400A/750Vdc	紧跟宏发产品布局
			CHDR1 系列	20~50A/600Vdc	

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

高电压平台为高压直流继电器未来发展趋势。当前新能源车使用的一大痛点是充电速度较慢，提升充电速度取决于系统功率 P （ $P=U \cdot I$ ），因此提升充电速度可通过大电流、高电压两条技术路线实现，由于目前极限的电流一般定义为 500A，所能达到的功率大约 200kW，因此提升电压等级为提升充电速度的核心技术路线。

图 11：高压快充技术路线更具优势



资料来源：汽车电子设计，民生证券研究院

此外，高电压平台还可以减重、提高效率、降低成本，保时捷、长城、比亚迪、东风、广汽、吉利、小鹏等主流车企均加速布局高电压平台，随着技术与市场需求的发展，1500Vdc 工作电压的产品将成为主流，由于高电压平台下，对高压直流继电器的技术要求更高，**单车价值量有望进一步提升。**

表 7：各大车企纷纷推出 800V 高压平台车型

OEM	电压-V	功率-Kw	电流-A	续航	量产时间
长城沙龙	800	400	600	充电 10min, 续航 800km	机甲龙限量版 22H1 交付
比亚迪	800	228	-	充电 5min, 续航 150km	Ocean-X 预计 22 年发布
东风岚图	800	360	600	充电 10min, 续航 400km	-
广汽埃安	1000	480	600	充电 5min, 续航 200km	率先搭载在 Aion V 上
吉利	800	360	-	充电 5min, 续航 120km	-
路特斯	800	-	-	20min 充满 80%	Type 132 在 22 年发布, 23 年全球交付
北汽极狐	800	-	-	充电 10min, 续航 196km	Alpha S 于 21 年 12 月底小批量交付
小鹏	800	480	670	充电 5min, 续航 200km	G9 于 22Q3 交付
理想	800	-	-	-	23 年后
零跑	800	400	-	充电 5min, 续航 200+km	24Q4
保时捷	800	350	-	5 分钟充 80% 电	Taycan 已量产, Macan 将于 23 年发布
现代	800	220	-	14 分钟充 80% 电	Ioniq 5 国内 22 年交付

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

2022 年高压直流继电器市场空间超百亿元，未来仍有望维持较快增长。未来新能源汽车销量仍有望保持高涨态势，高压直流继电器作为重要部件将受益。考虑到未来高电压平台推广带来的高压直流继电器单车价值量提升，根据我们的测算，2022/23/24/25 年高压直流继电器市场规模分别达 115/180/275/390 亿元，

2022-2025 年 CAGR 为 50% ,未来几年高压直流继电器市场规模维持高速增长。

表 8：新能源车用高压直流继电器需求测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量（万辆）	286	650	1000	1500	2200	3000
YoY	29%	127%	54%	50%	47%	36%
单车价值量（元/辆）	1200	1200	1150	1200	1250	1300
市场规模（亿元）	34	78	115	180	275	390
YoY	-	129%	47%	57%	53%	42%

资料来源：GGII，Marklines，民生证券研究院测算

2.2 行业集中度较高，公司已成长为全球龙头

高压直流继电器技术壁垒较高，市场份额高度集中于头部企业。相较于传统继电器产品，高压直流继电器技术壁垒更高，厂商需要具备深厚的工艺积累和强大的技术研发实力才能实现较高的生产稳定性和良品率；考虑到产品的高性能要求，整车厂对供应商的验证周期较长，更换供应商成本较高。目前市场主要份额被宏发、松下、泰科、电装电子等传统老牌继电器厂商所占据。

表 9：新能源车高压直流继电器主要厂商情况介绍

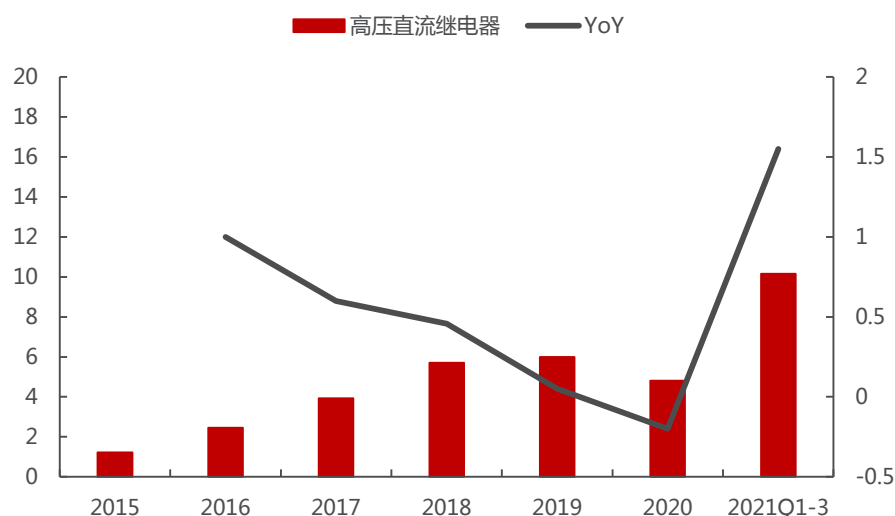
厂商	经营状况
松下电器	此前是行业龙头，1997 年开始研发高压直流继电器，产品技术及市占率全面领先
宏发股份	凭借较好的互补、替代能力及高性价比在近几年逐步侵蚀松下、泰科的市场份额。2019 年全球市场份额 20%，主要集中在国内，目前已经获得大量海外标杆整车厂定点，预计海外市场份额将逐步提升
电装	日本第一大汽车零部件供应商，主要面向日本市场，此前丰田是最大的客户
泰科电子	航空航天使用的高品质继电器起家，早年市场份额较高，但由于车载继电器并非主要下游行业，产品更新速度相对较慢，近几年车载继电器市场份额逐步被松下、宏发侵蚀，市场份额下降较快。

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

公司高压直流继电器综合实力领先，为全球高压直流继电器的主要供应商。

公司 2006 年开始研发高压直流继电器系列产品，2012 年小批量生产高压直流继电器，经过十余年持续的技术投入和市场拓展，2020 年公司高压直流继电器在海外标杆整车厂项目均已实现全面量产，打破了外资品牌的垄断，2021 年公司高压直流继电器进入高速增长阶段。公司现有客户结构良好，标杆效应显著：国内业务中，公司已成功进入国内主要新能源车厂，并实现了全面配套；海外业务中，公司已成功成为特斯拉、奔驰、大众、现代、保时捷等海外标杆客户新车型的主要供应商。

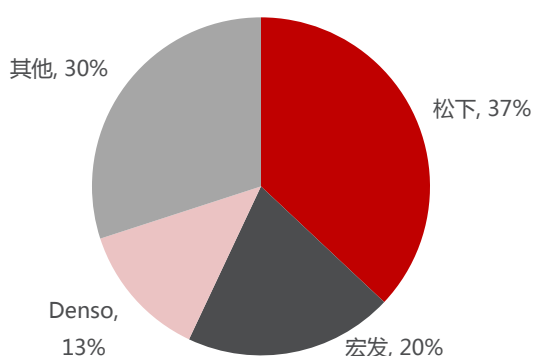
图 12：公司高压直流继电器业务主营收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

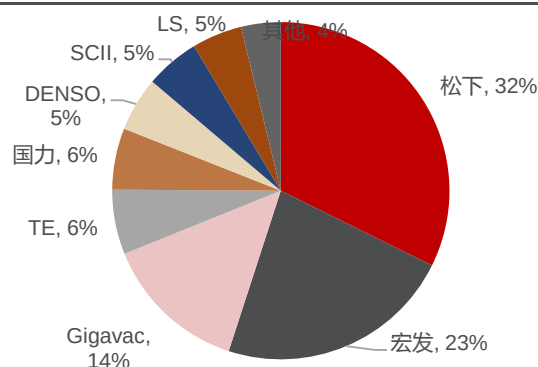
主要竞争对手市场份额逐步萎缩，公司市占率有望进一步提升。2020 年公司全球市占率已达 23%（仅测算新能源车），为第一梯队唯一的一家内资企业，市场份额仅次于松下，2021 年底公司全球市占率预计超 30%，已超过松下成为全球第一。未来来看，公司主要竞争对手市场份额逐步萎缩，公司市占率具备提升空间。国际方面，公司主要竞争对手松下、泰科、欧姆龙等国际厂商的继电器业务属于“大集团小部门”模式，资源投入不如宏发，且继电器产品多运用在插混、混动车型中，宏发则专注于纯电平台主流市场，且宏发在保持性能指标位居国际一流的同时，成本、服务响应速度等均优于可比海外企业，国际厂商的市场份额正逐步萎缩。

图 13：2019 年高压直流继电器市场格局



资料来源：立鼎产业研究网，民生证券研究院

图 14：2020 年高压直流继电器市场格局



资料来源：powertechresearch，民生证券研究院

国内方面，目前三友联众等内资厂商仍处于布局阶段，技术实力较宏发偏弱，

且规模远小于宏发，宏发先发优势明显，掌握多项高压直流继电器专利，已进入全球主要车企供应链并不断证明其产品实力，客户粘性较高，专利壁垒、客户壁垒等将保障公司未来龙头地位稳固。

表 10：公司高压直流继电器部分专利情况

专利名称	专利类型	专利申请时间	专利年限
高压直流继电器	实用新型	2015/6/30	10 年
一种用于高压直流断路器的灭弧装置	实用新型	2017/9/26	10 年
能够有效提高灭弧效果的高压直流断路器	实用新型	2017/9/26	10 年
一种能够提高灭弧能力的高压直流断路器	实用新型	2017/9/26	20 年
密封型高压直流继电器	实用新型	2019/7/23	10 年
能够检测主触头动作状态的高压直流继电器	实用新型	2019/3/19	10 年
一种高压直流继电器的负载端子	实用新型	2019/2/21	10 年
密封式高压直流继电器的密封结构	实用新型	2019/2/12	10 年
高压直流继电器的线圈引出结构	实用新型	2019/2/12	10 年
一种可保证触点间隙的高压直流继电器	实用新型	2019/2/12	10 年
全密封型高压直流继电器	实用新型	2019/2/12	10 年
高压直流继电器	实用新型	2019/2/12	10 年
一种高压直流继电器的排气管的固定结构	实用新型	2019/2/12	10 年
高压直流继电器的灭弧结构	实用新型	2019/2/12	10 年
一种双弹簧结构的高压直流继电器	实用新型	2015/12/22	10 年
紧凑型高压直流继电器	实用新型	2020/5/1	10 年
直动式高压直流继电器	实用新型	2020/5/21	10 年
一种带辅助开关的高压直流继电器	实用新型	2020/10/29	10 年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

募投项目加码，公司高压直流继电器业务维持成长具备充足保障。公司 2020 年高压直流继电器产能利用率超 90%，2021 年底公司通过可转债募投项目投入 3.5 亿元建设新能源汽车用高压直流继电器产能提升项目，计划投入建设高压直流继电器自动化生产线 6 条，达产后可新增高压直流继电器产能 650 万只/年，将极大缓解公司现有产能瓶颈，助力公司高压直流继电器业务维持高速增长。

表 11：公司高压直流继电器产能提升募投项目情况

时间	新增产能具体情况
第一年	新增产能 30 万只
第二年	新增产能 150 万只
第三年	新增产能 500 万只
第四年及以后（达产）	投入建设高压直流继电器自动化生产线 6 条，新增高压直流继电器产能 650 万只/年

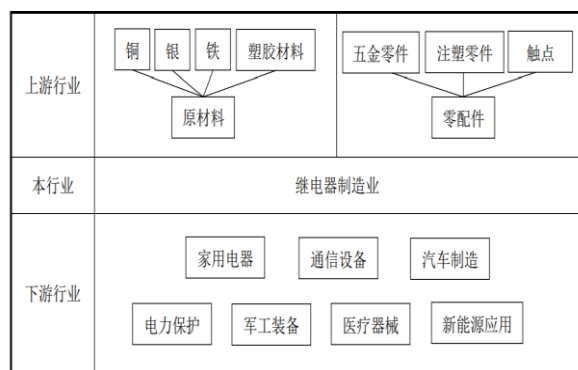
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 龙头地位稳固，传统优势领域平稳成长

3.1 继电器应用范围广泛，公司为继电器全球龙头

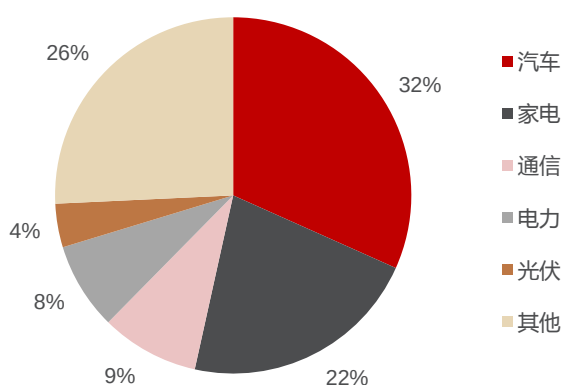
继电器应用领域广泛。继电器的上游为各种金属原材料(主要为铜、银和铁)、塑胶材料、成品五金零件、注塑件和触点。在电路中，继电器主要起控制、保护、调节和传递信息的作用，是整机电路控制系统的必要基础元件之一，广泛应用于家用电器、智能家居、智能电网、建筑配电、新能源、汽车工业、轨道交通、工业自动化、安防消防、网络通讯等领域。2019年，家用电器、汽车、通信设备三大主要下游分别占电磁继电器总消费量的21.7%、31.6%、8.7%。

图 15：继电器上下游情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

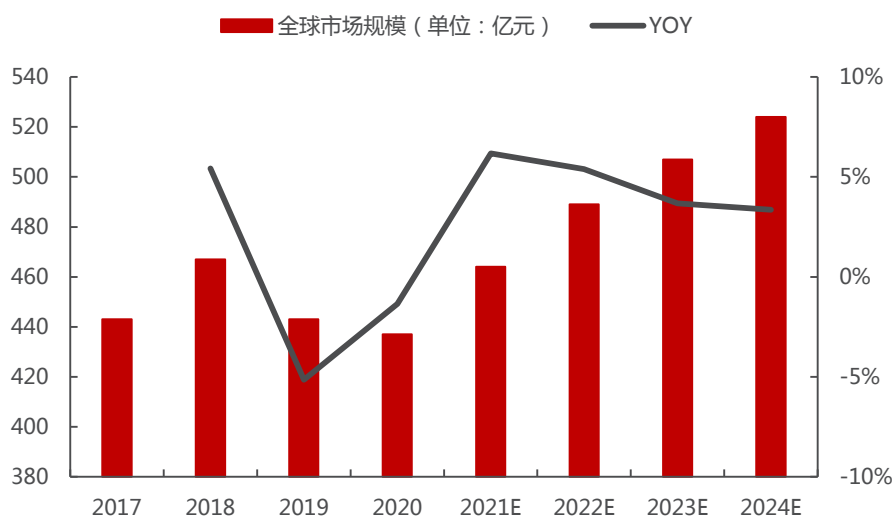
图 16：2019 年继电器产品下游应用领域（按金额）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年全球继电器市场规模近 500 亿元，我们预计 2021 年起恢复平稳正增长。2019/2020 年，全球继电器市场先后受中美贸易摩擦/全球疫情影响，呈现小幅负增长。考虑到新能源、小家电、充电桩、物联网及海外智能电表等新兴应用领域市场规模的扩大，根据《2020 版中国电磁继电器市场竞争研究报告》，预计自 2021 年起全球电磁继电器市场将恢复增长趋势，保持 3-5% 平稳正增长，至 2024 年市场规模将达到 524 亿元。

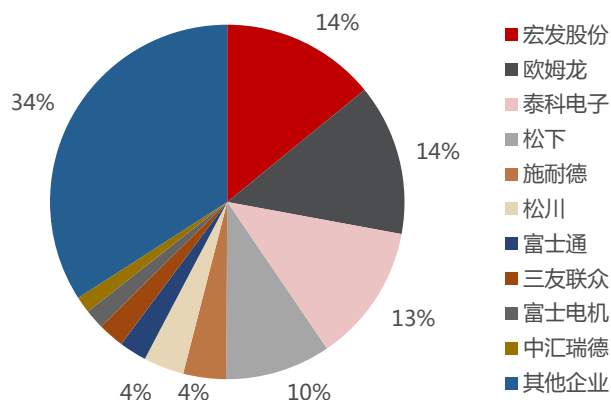
图 17：2017-2024 年全球电磁继电器市场规模及预测



资料来源：《2020 版中国电磁继电器市场竞争研究报告》，民生证券研究院

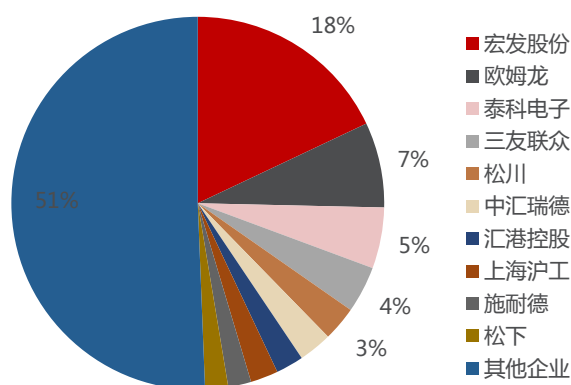
公司继电器产品市场份额稳居全球第一。2019 年，全球电磁继电器市场规模约为 442.67 亿元，电磁继电器产品实现销售额 62.59 亿元，市场占有率为 14%，为全球第一。2019 年，中国境内电磁继电器市场规模为 214.45 亿元，公司的市场占有率为 18%，排名第一。其中，公司在智能电表继电器、家电继电器、信号继电器等领域的全球市场占有率均处于领先地位。

图 18：2019 年全球电磁继电器厂商市场份额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：2019 年中国境内电磁继电器市场份额



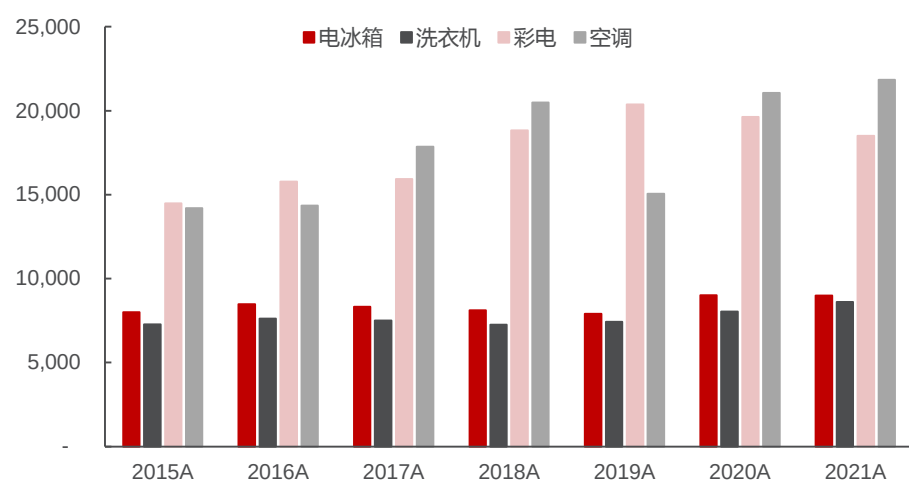
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 下游多点开花，公司传统继电器业务有望受益

3.2.1 家电：公司为家电继电器龙头，业务有望维持低速正增长

家电继电器下游广泛，有望维持低速增长。继电器广泛应用于各种家用电器中，包括冰箱、空调、洗衣机、电热器、微波炉等。2015 -2020 年，国内洗衣机及冰箱产量基本保持稳定，彩电及空调产量保持增长趋势，通常每台空调需要 4-8 个继电器、每台冰箱需要 4-5 个继电器、每台洗衣机需要 6-7 个继电器，家电产品的产量提升将带动相关继电器的需求增长。此外，智能化家电产品市场占有率不断提升，家电智能化水平越高，对控制的需求越高，相应的单个产品对继电器的需求也越高，家电智能化趋势有望带动对继电器的新需求。

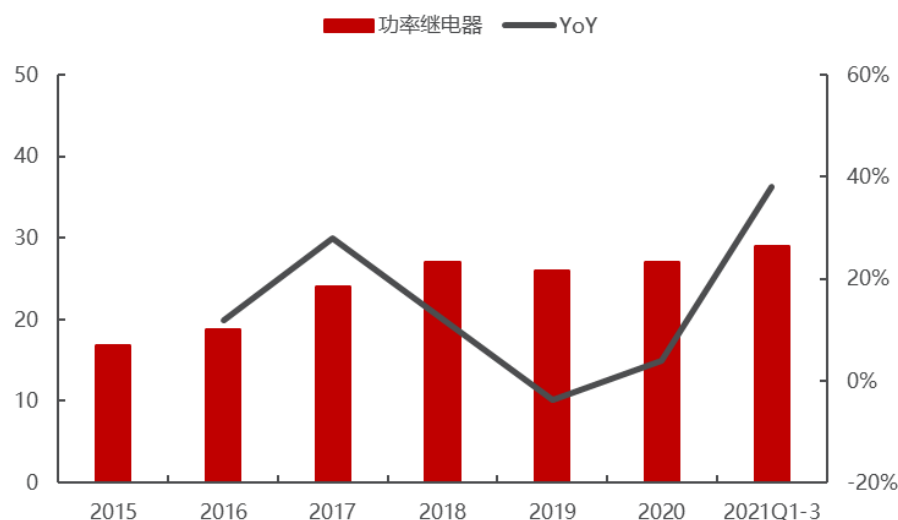
图 20：2015-2021 年主要家电产量情况（单位：万台）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

公司功率继电器已覆盖国内外主流家电厂商，未来有望维持稳定增长。公司功率类继电器主要应用于家用电器、电源控制、智能家居、办公设备等领域，客户已涵盖 LG、三星、松下、西门子、格力、美的、海尔等国内外主流家电厂商，受益于大家电出海红利，公司 2021 年功率继电器维持较快增长。未来来看，家电领域与宏观关联度较高，预计维持低速平稳增长，新能源、智能家居等场景有望为公司贡献新需求，公司功率继电器业务有望维持稳定增长。

图 21：公司功率继电器业务主营收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.2 智能电表：2022 年进入新一轮周期，公司有望高度受益

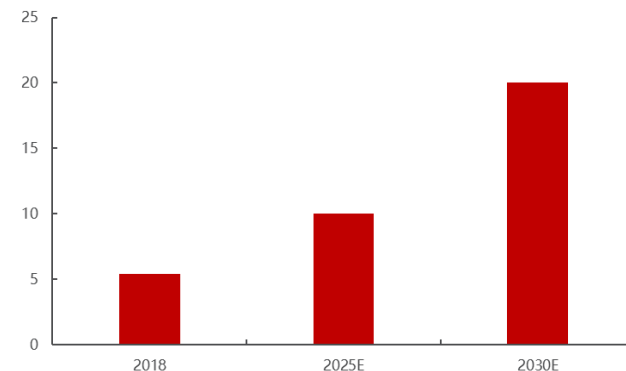
新一轮换表周期来临，电表芯片行业空间广阔。智能电表属于强制检定类计量器具，检定周期不超过 8 年，一般换表周期为 7-8 年，根据国网的历史招标数据，预计国内 2022 年将迎来换表高峰，进入智能电表新一轮换表周期。根据产业信息网数据，2018 年国网系统接入的终端设备已超 5 亿只，产业信息网预计到 2025 年、2030 年接入终端设备将分别达 10 亿只、20 亿只。

图 22：国网智能电表招标量情况（单位：万只）



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图 23：国网智能电表接入数量（单位：亿只）

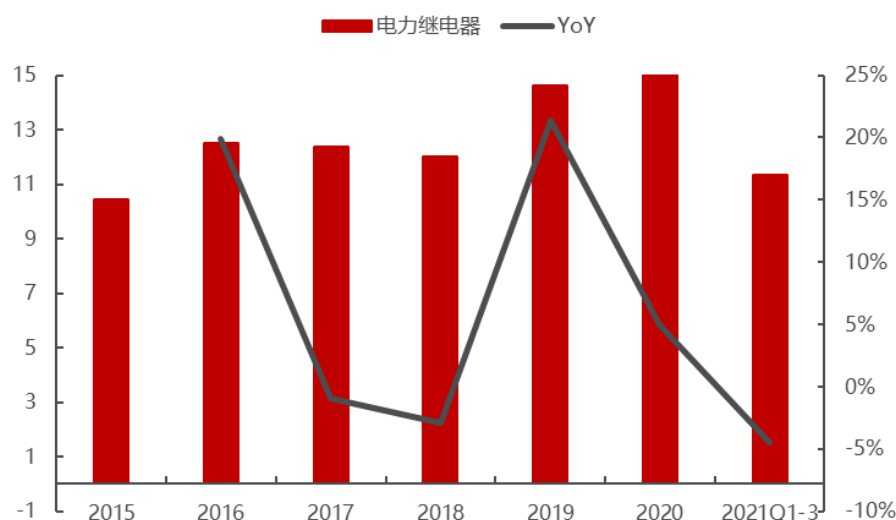


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

公司电力继电器业务有望充分受益于本轮智能电表更新周期。2021 年国内电表招标呈现价增量稳的态势，海外疫情影响装表叠加部分电表会受到芯片供给不足的影响，公司 2021 年电力继电器业务受到一定的冲击。2022 年国内将进入智

能电表新一轮换表周期，公司为全球电力继电器龙头，有望高度受益于国内智能电表更新周期，2022 年起维持较快增速。

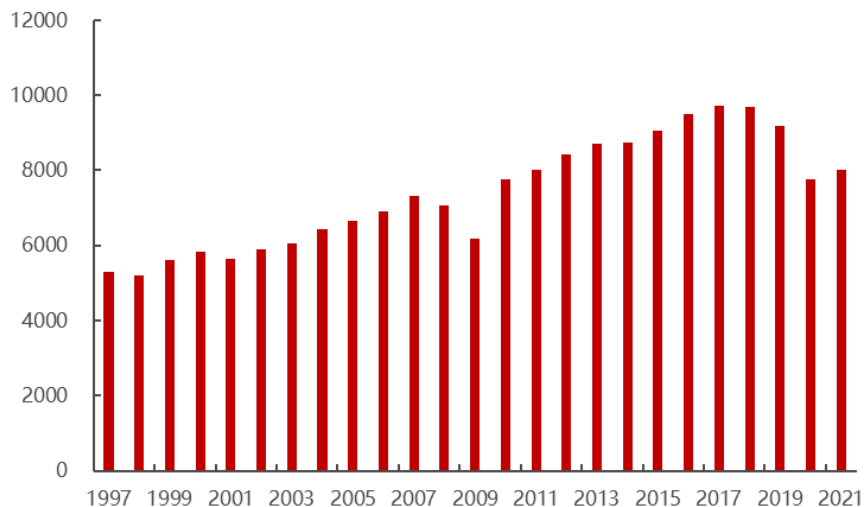
图 24：公司电力继电器业务主营收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

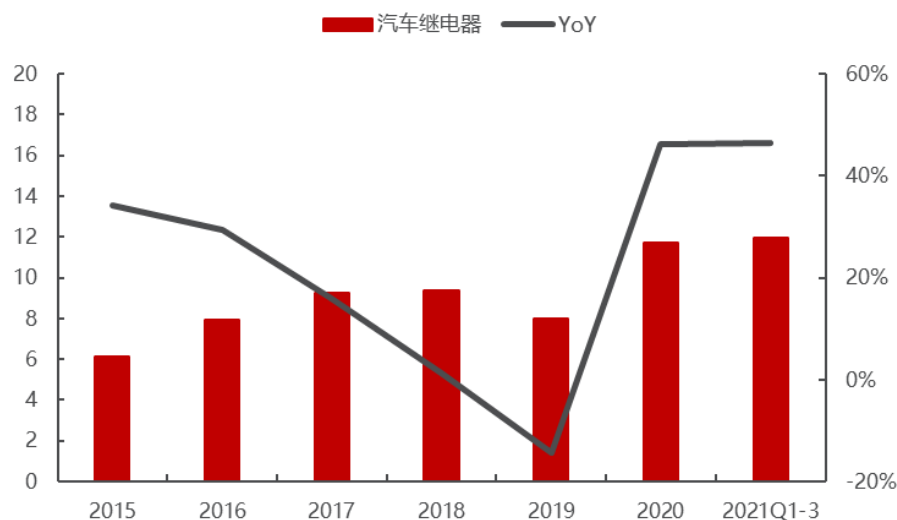
3.2.3 汽车：并购海拉效果显著，合资、外资车企贡献新增量

汽车产销量保持稳定增长趋势，汽车继电器单车用量有望提升。全球汽车产销量整体保持稳定增长趋势，且我国千人汽车保有量较低，汽车消费市场仍有较大增长空间。汽车继电器广泛应用于控制、起动、空调、灯光、雨刮器、电动门窗、电动座椅等多个使用场景中国，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。未来来看，随着汽车自动化、智能化水平不断提升，单车继电器用量也将随之增加，汽车继电器需求有望持续增长。

图 25：全球汽车产量情况（单位：万辆）


资料来源：wind，民生证券研究院

并购海拉带来优质客户资源，公司汽车业务进入快速增长通道。传统汽车供应链较为成熟，并购海拉之前，公司汽车继电器优势客户为国内一线车企和美系车企，尚未大规模供应欧系优质客户，海拉为全球汽车继电器龙头企业，主要客户为欧系客户如奥迪、大众等，2020 年 1 月，公司收购德国海拉集团汽车继电器业务完成交割，客户资源及市场渠道得到有效拓宽，加速公司欧洲汽车客户、高端市场放量。

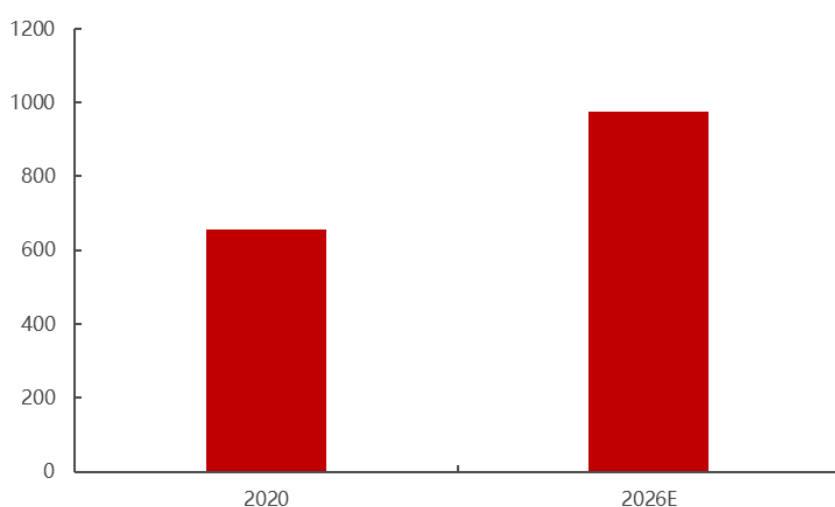
图 26：公司汽车继电器业务主营收入（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.4 信号：并购海拉效果显著，合资、外资车企贡献新增量

5G 赋予新应用场景，信号继电器行业有望回暖。信号继电器此前主要使用场景为固定电话的程控机，近年来固定电话使用场景逐步减少，带动信号继电器市场规模逐步萎缩。未来来看，随着 5G 商业化部署的逐步推进，在网络、物联网、有线通讯、卫星通讯等领域对信号继电器与高频继电器存在大量需求，信号继电器行业有望回暖，2020-2026 年 CAGR 有望达 6.9%。

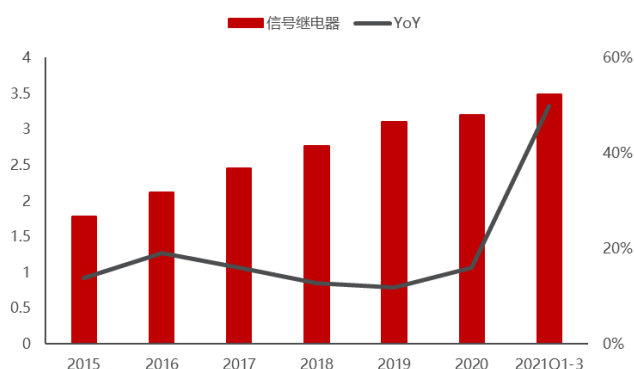
图 27：全球信号继电器市场规模（单位：百万美元）



资料来源：《GLOBAL SIGNAL RELAYS (UP TO 2 AMPS) MARKET RESEARCH REPORT 2020》，民生证券研究院

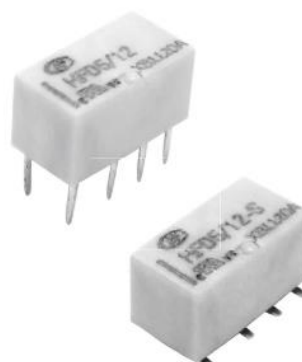
公司信号继电器有望维持较高增速，第五代新品预计将贡献新增量。公司信号继电器产品主要应用于通讯网络、安防监控、消防、智能家居、自动化控制、医疗等领域，目前已成功供应海康威视、大华、华为、中兴、GE、Honeywell、BOSCH、三星、飞利浦等主流客户，有望受益于行业需求回暖。此外，公司近期已成功研发并量产全球首款第五代信号继电器（业内尺寸最小、线圈功耗最低），可应用于网络通讯、检测设备、医疗设备、智能家居等多个领域。第五代信号继电器为公司完全自主研发、拥有自主知识产权的产品，公司将拥有更高的议价权，稳产后年产量将超亿只，产值预估达数亿元，有望为公司信号继电器贡献新增量。

图 28：公司信号继电器业务主营收入（单位：亿元）



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图 29：公司第五代完全自主研发的信号继电器



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2.5 工业：下游需求有望回暖，公司业务维持稳健增长

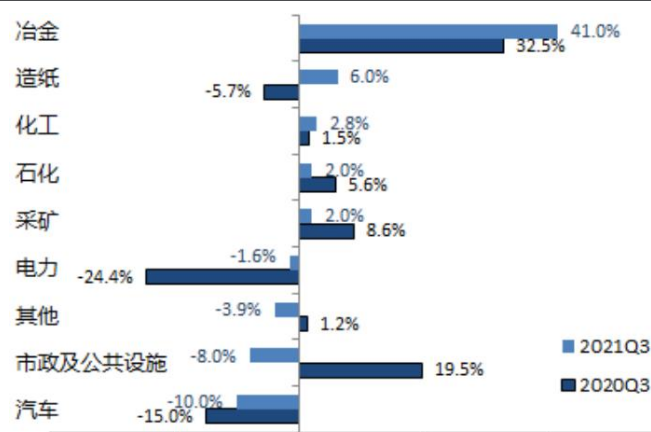
中国制造业自动化率提升具备必然性，工业继电器需求有望持续提升。我国劳动力供给逐渐减少，依靠人口红利来发展制造业的现状势必需要扭转，叠加先进、高端行业对产线的精度、快速响应具备更高的需求，中国制造业自动化率提升具备必然性。工业继电器主要应用于电源控制、安全控制、中继控制、PLC 及控制面板等领域，与插座配套使用于工业自动化控制领域，完成自动控制功能，工业继电器需求与工业自动化行业保持较高的一致性。未来来看，锂电、电子及半导体、工业机器人等新兴行业资本开支高企，冶金、化工、石化等高耗能传统行业节能改造需求等都将驱动工控需求持续增长。

图 30：工控 OEM 市场情况



资料来源：MIR，民生证券研究院

图 31：工控项目型市场情况

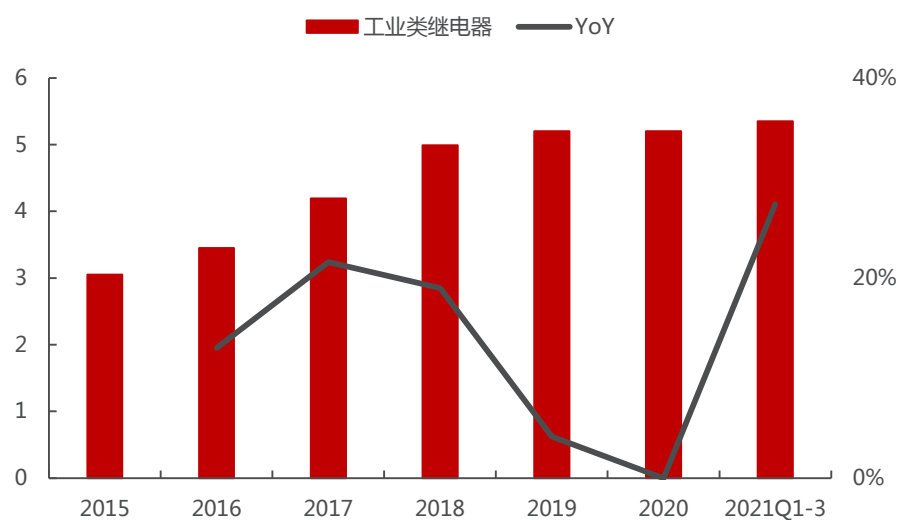


资料来源：MIR，民生证券研究院

公司工业继电器已供应部分优质客户，未来有望稳步增长。公司工业继电器

已具备多种型号，并成功供应施耐德、菲尼克斯、EMERSON、三菱、西门子、深圳汇川等，近年来该业务维持稳步增长。随工控下游新兴行业需求高涨、传统领域逐步复苏，公司工业继电器有望维持稳步增长；此外，公司工业继电器规模仍较小，若未来能够借助标杆客户的示范作用进入内资主要工控企业的供应链中，有望享受工控厂商国产替代加速进行的红利，工业继电器业务增速可进一步提升。

图 32：公司工业继电器业务主营收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 低压电器空间广阔，有望成为公司重要增长极

4.1 低压电器应用广泛，国产替代加速进行

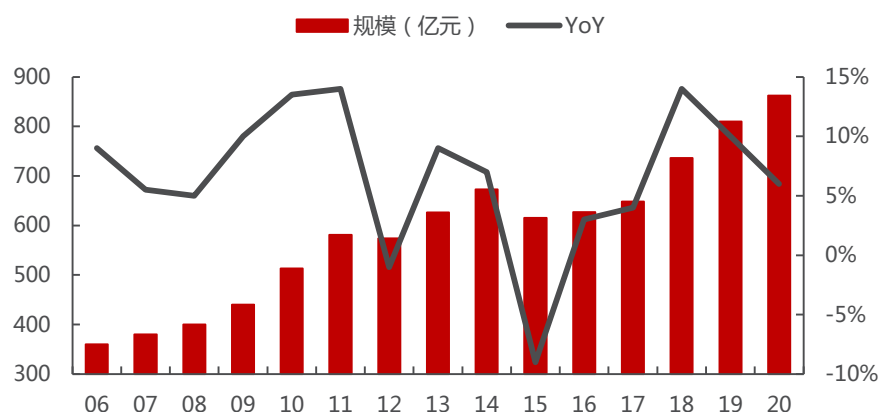
低压电器下游应用领域广泛。低压电器是一种根据外界信号和要求，手动或自动接通、断开电路，以实现电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的元件或设备，适用于交流 1200V、直流 1500V 以下的电器线路中，下游应用领域包括商用及民用建筑、城镇基础设施、工业设施、轨道交通、数据通讯等输配电系统。按照下游用途，低压电器可分为终端电器、配电电器、控制电器、电工电器（又称建筑电器）、电源电器和电子电器等，狭义低压电器的三断一接（微型断路器、塑壳断路器、框架断路器、接触器）主要应用于终端、配电和控制领域。

表 12：低压电器产品分类

分类	应用范围	主要作用	典型产品
终端电器	用于线路末端，如商住、写字楼、商场、医院及车间等场合	起配电、保护、控制、指示信号、计量等作用	微型断路器、小型漏电断路器、模数化接触器、模数化隔离开关、开关熔断器组、模数化终端组合配电箱等
配电电器	用于电网输配电的低压侧	框架断路器作为主干回路的主开关使用，塑壳式断路器用于分支回路的通断或保护	框架断路器；塑壳断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等
控制电器	在如冶金、石化、矿山、机械、港口等领域内	完成各种电动机的启动、调速、正反转、制动的各种控制的低压电器	交流接触器、直流接触器、各种继电器、主令电器，行程开关、设备用断路器
电子电器	电气传动、工业自动化领域	在低压用电系统实现节能、自动控制等	变频器、软起动器等
电工电器	公用、民用建筑	室内低压用电产品通断开关	开关插座、楼宇开关暗盒、电源转换器（插线板）、LED 灯控制、电视机分配器、指纹锁等

资料来源：良信股份公司公告，民生证券研究院

低压电器市场规模近千亿元，历史增速维持稳定。从低压电器元件的应用场景来看，除去中高压设备本身的电能损耗外，全社会用电量的 80%要通过低压电器元件进行通断，每极/台低压元件所能通断的功率是确定的，每年新增的用电量就需要有新的元件到末端通断；此外，再加上低压元件 7-8 年要强制更新。2006-2020 年，国内低压电器市场规模从 360 亿元增长至 862 亿元，CAGR 为 7.1%，低压电器行业需求历史增速维持在 8-10%。

图 33：2006-2020 年低压电器国内市场规模


资料来源：wind，民生证券研究院

新型电力系统扩大对低压电器的需求。光伏、风电占比提升，驱动低压电器需求提升。光伏：低压电器主要用于逆变器、汇流器以及并网前的变压器中；风电：低压电器主要用于风电变流器中，多使用框架断路器和大型接触器。此外，低压电器为配网侧刚需产品。配电电器主要包括塑壳断路器、万能式断路器、漏电断路器、刀开关和电容器，用于电路的接通、分断和承载额定电流，其发生故障会导致多条小型分路的断电，对配网侧的稳定运行起关键作用。“十四五”期间，电网对新型电力系统投资规模较“十三五”期间有较大提升，相应对低压电器的需求也有望进一步增长。

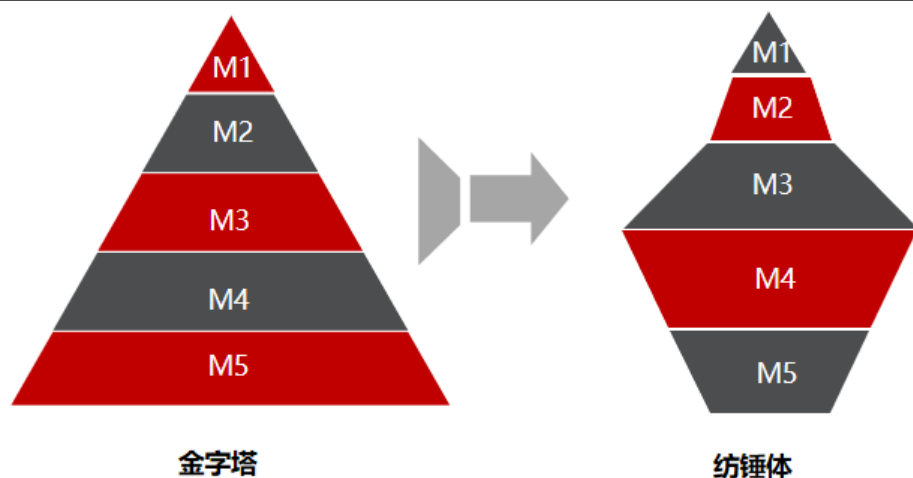
表 13：新型电力系统所涉及的部分低压电器需求

分类	应用范围	典型低压电器产品
光伏	光伏汇流箱	塑壳断路器、电涌保护器
	光伏并网逆变器	交流接触器、真空接触器、塑壳断路器、直流隔离开关、电涌保护器
	箱式变压器	箱变专用框架断路器
风电	变流器	交流接触器、真空接触器、框架断路器、框架隔离开关
	箱式变压器	箱变专用框架断路器
配电电器		万能式断路器、塑壳断路器

资料来源：CNKI，民生证券研究院

低压电器市场外资盘踞，中端市场占比不断扩大。低压电器需求结构正在由金字塔型向纺锤型发展，Schneider、ABB 和 Siemens 等外资集中在 S1 市场，内资则主要集中在 S2、S3 市场，S1/S2/S3 市场占比约 20%/30%/50%，未来中端市场将不断扩大，需求结构由金字塔型向纺锤型发展。

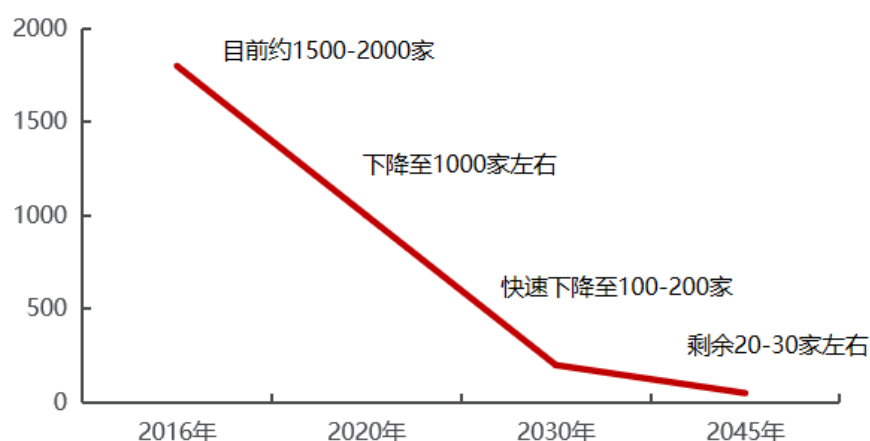
图 34：低压电器需求结构正在由金字塔型向纺锤型发展



资料来源：低压电器协会，民生证券研究院

低压电器尾部厂商出清，内资优质企业加速崛起。低压电器厂商数量不断下降，尾部厂商不断出清，至 2045 年行业厂商数量有望下滑至 20-30 家。此外，以施耐德、ABB 为代表的外资企业市场份额逐渐下降；以正泰、良信为代表的本土民营企业，依托全系列产品 and 全面服务，通过营销、服务、成本优势，在中高端市场的多个应用领域不断实现进口替代。

图 35：低压电器厂商数量演变



资料来源：低压电器协会，民生证券研究院

4.2 公司不断发力低压电器业务，有望创造业务新增长极

公司布局低压电器较早，目前已取得一定成效。公司早于 1996 年就对低压电器有所布局，由于前期以继电器为主业，在低压电器上的资源投入有限，低压电

器收入增速并不高。2014 年，公司将低压电器业务作为第二主业开始大力布局，目前已经初步形成包括空气断路器、塑壳断路器、微型断路器、自动转换开关等系列化的产品，并在北美、欧洲、国内等主要市场均已实现销售。

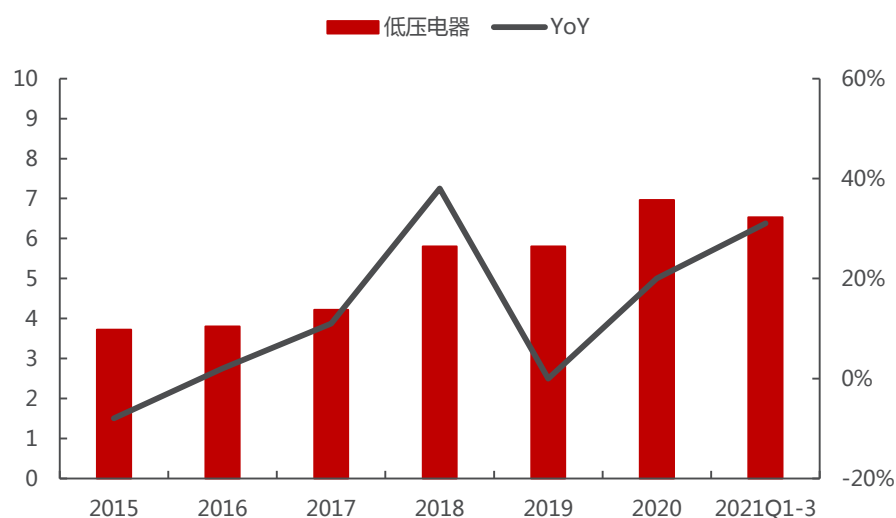
表 14：公司低压电器基本情况

分类	主要产品	主要客户	典型产品图示
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	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年公司低压电器业务实现快速增长，未来有望贡献业绩新增量。公司坚持以核心客户需求为导向，持续加大研发投入，实施精准营销，与 EATON、立维腾和 ENEL 均建立战略合作关系，实现塑壳开关等新产品导入，市场份额继续提升。2021H1 公司低压电器实现收入 4.2 亿元，同比增长 31.25%。在国内市场，除传统领域外，公司还针对工业设备、光伏等领域的客户需求持续开发与完善产品。公司目前低压电器业务与正泰、良信等国产低压电器龙头企业相比，公司所占市场份额相对较低，仍具备充足提升空间，随着公司加速发力低压电器领域，未来公司低压电器业务有望维持较快增速，为公司业绩贡献新增量。

图 36：公司低压电器业务主营收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

业务拆分：

1) 功率继电器：大家电传统需求较为平稳，同时大家电的更新需求、智能化改造需求将给功率继电器带来一定的增量空间，小家电下游广阔且渗透率较低，新能源（风光储充等）未来具备较好的成长性；我们预测 21-23 年公司功率继电器业务营收分别为 34.92/38.62/42.67 亿元，同比+28%/11%/11%。

2) 工业继电器：工控传统下游有望逐步复苏，新兴行业资本开支高企；我们预测 21-23 年公司工业继电器业务营收分别为 6.92/7.88/9.07 亿元，同比+33%/14%/15%。

3) 电力继电器：21 年国内外智能电表受到缺芯、疫情等不利影响冲击，22 年国内智能电表有望进入新一轮更换周期；我们预测 21-23 年公司电力继电器业务营收分别为 12.56/14.07/15.69 亿元，同比-18%/+12%/+12%。

4) 高压直流继电器：公司高压直流继电器市占率位居全球前列，下游新能源车需求持续高涨，优质客户接力贡献业绩；我们预测 21-23 年公司高压直流继电器业务营收分别为 14.64/24.89/39.82 亿元，同比+205%/70%/60%。

5) 汽车继电器：汽车销量平稳增长，国内千人保有量仍处于较低水平，公司并购海拉之后快速整合其客户资源，品牌力显著提升；我们预测 21-23 年公司汽车继电器业务营收分别为 13.55/17.07/21.85 亿元，同比+30%/26%/28%。

6) 信号继电器：5G 拓宽信号继电器下游应用场景，行业需求逐步回暖，公司第五代完全自主研发的信号继电器有望贡献新增量；我们预测 21-23 年公司信号继电器业务营收分别为 5.04/6.05/7.44 亿元，同比+40%/20%/23%。

7) 低压电器：低压电器空间广阔，国产替代正加速进行，公司近年来持续发力低压电器并已取得一定成果；我们预测 21-23 年公司低压电器业务营收分别为 8.39/10.32/12.89 亿元，同比+21%/23%/25%。

原材料价格敏感性测算：

公司产品主要的原材料为铜材、铁材、工程塑料、漆包线、银丝材、铜丝材等，继电器生产成本、毛利率等与这些材料的价格相关。基于公司披露的原材料成本结构，我们选取 2018-2020 年的原材料成本占比均值作为参考，测算公司成本在原材料价格上涨一定幅度后所受的影响。根据我们的测算结果，铜、漆包线、银等主要原材料价格无论是单独上涨还是联合上涨，在合理的价格涨幅内，公司成本上涨幅度有限，同时公司产品的总体定价策略为参考市场行情以及成本加成法，公司会基于当前市场行情适当传导价格。因此，我们认为 22-23 年主要原材料的价格大幅上涨并大幅压制公司盈利能力的可能性较小。

表 15：公司原材料成本占比（单位：万元）

材料名称	2021H1		2020		2019		2018	
	金额	成本占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铜材	36235	12.91%	49298	12.26%	45624	13.33%	49028	13.59%
铁材	10100	3.60%	9928	2.47%	7877	2.30%	9052	2.51%
工程塑料	16271	5.80%	20897	5.20%	18161	5.31%	20059	5.56%
漆包线	32930	11.74%	39563	9.84%	30789	9.00%	34248	9.49%
银丝材	22159	7.90%	29071	7.23%	22494	6.57%	20261	5.61%
铜丝材	574	0.20%	679	0.17%	557	0.16%	437	0.12%
上述合计	118269	42.15%	149436	37.17%	125503	36.67%	133084	36.88%
原料总成本	416562	100.00%	666050	100.00%	600099	100.00%	580764	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 16：公司原材料价格敏感性测算

涨幅	总成本上涨幅度						合计
	仅考虑铜	仅考虑铁	仅考虑工程塑料	仅考虑漆包线	仅考虑银丝材	仅考虑铜丝材	
0.0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
5.0%	0.65%	0.12%	0.27%	0.47%	0.32%	0.01%	1.85%
7.5%	0.98%	0.18%	0.40%	0.71%	0.49%	0.01%	2.77%
10.0%	1.31%	0.24%	0.54%	0.94%	0.65%	0.02%	3.69%
12.5%	1.63%	0.30%	0.67%	1.18%	0.81%	0.02%	4.61%
15.0%	1.96%	0.36%	0.80%	1.42%	0.97%	0.02%	5.54%
20%	2.61%	0.49%	1.07%	1.89%	1.29%	0.03%	7.38%
25%	3.27%	0.61%	1.34%	2.36%	1.62%	0.04%	9.23%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

盈利能力：21 年大宗商品价格普涨，公司主要原料铜、银、铁塑胶材料等均呈现较大的涨幅，受原料成本大幅上涨影响，公司 21 年毛利率预计有所下滑；21 年底公司对主要下游客户已提出涨价，向下游适度传导成本压力，22/23 年原料端压力有所缓解，同时公司实施强有力的降本增效措施，22/23 年毛利率、净利率预计均有所提升；我们预测 21-23 年公司毛利率、净利率分别为 35.6%/36.7%/37.0%、10.6%/11.2%/11.6%。

表 17：公司主营业务分项预测情况（单位：百万元）

汇总	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7081	7819	10021	12436	15653
YoY	3%	10%	30%	24%	26%
毛利率	37.13%	36.95%	35.63%	36.69%	36.96%
高压直流继电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	480	480	1464	2489	3982
YoY	-16%	0%	205%	72%	60%

毛利率	48.00%	45.00%	43.00%	42.00%	41.00%
汽车继电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	800	1042	1355	1707	2185
YoY	-14%	47%	30%	20%	21%
毛利率	44.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
通用继电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2598	2728	3492	3862	4267
YoY	-4%	5%	28%	10%	11%
毛利率	32.50%	32.00%	30.00%	30.40%	30.40%
工业继电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	530	520	692	788	907
YoY	6%	-2%	33%	16%	16%
毛利率	43.00%	43.00%	41.00%	41.70%	42.00%
电力继电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1460	1532	1256	1407	1569
YoY	21%	5%	-18%	13%	13%
毛利率	38.00%	37.00%	35.00%	36.50%	37.00%
信号继电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	310	360	504	605	744
YoY	12%	16%	40%	20%	23%
毛利率	42.00%	42.00%	40.00%	42.00%	42.00%
低压电器	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	580	696	839	1032	1289
YoY	0%	20%	21%	24%	26%
毛利率	28.50%	31.00%	29.50%	31.50%	31.50%
新业务	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	174	350	421	547	711
YoY	53%	101%	20%	35%	35%
毛利率	36.00%	35.00%	33.00%	35.00%	35.00%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

基于上述经营假设，通过模型测算，我们预计公司 2021 年-2023 年的营收分别为 100.2、124.4、156.5 亿元，增速分别为 28.2%、24.1%、25.9%；归母净利润分别为 10.6、13.9、18.2 亿元，增速分别为 27.1%、31.3%、30.8%；EPS 分别为 1.4/1.9/2.4 元。

表 18：盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,819	10,021	12,436	15,653
增长率（%）	10.4%	28.2%	24.1%	25.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	832	1,057	1,389	1,816
增长率（%）	18.2%	27.1%	31.3%	30.8%
每股收益（元）	1.12	1.42	1.86	2.44
PE	43	34	26	20
PB	6.4	5.5	4.6	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价）

5.2 估值分析与投资建议

公司主要业务是继电器产品，上市公司里面与其产品具有可比性的是三友联众和国力股份。而在行业属性、商业模式及市场竞争格局方面，公司与薄膜电容领域的法拉电子、热管理领域的三花智控、工控领域的汇川技术更为接近。由于三友联众缺少未来年份盈利预测及估值，我们选择国力股份、法拉电子、三花智控、汇川技术作为公司估值参考的可比公司。2022 年 3 月 30 日收盘价对应 22 年 26X PE，可比公司 22 年 PE 均值为 35X，公司 22 年估值低于可比公司均值，处于公司历史估值低位，维持“推荐”评级。

表 19：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
688103.SH	国力股份	41	0.9	1.3	2.1	45	31	20
600563.SH	法拉电子	204	3.7	4.7	6.5	55	43	31
002050.SZ	三花智控	17	0.5	0.6	0.9	36	27	20
300124.SZ	汇川技术	56	1.4	1.6	2.1	41	34	26
	行业平均					44	35	26
600885.SH	宏发股份	48	1.4	1.9	2.4	34	26	20

资料来源：wind，民生证券研究院；（注：国力股份采用 wind 一致预期，股价时间为 2022 年 3 月 30 日）

6 风险提示

1) 新能源汽车销量不及预期的风险。若全球新能源汽车销量不及预期，将影响相关领域内高压直流继电器的整体需求量。

2) 新客户开发或主流客户导入不及预期的风险。公司积极开发导入优质客户供应链，但存在客户开发不及预期的风险。

3) 原材料价格大幅上涨，影响公司盈利能力的风险。公司主要原材料占公司生产成本的比重较大，原材料价格的大幅波动可能对公司的经营造成影响。

4) 募投项目产能不达预期的风险。公司现有设备产能利用率较高，募投项目若产能不及预期，将影响公司订单交付能力，进而对公司的经营造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,819	10,021	12,436	15,653
营业成本	4,930	6,451	7,870	9,856
营业税金及附加	64	68	85	106
销售费用	393	451	547	673
管理费用	809	972	1,194	1,487
研发费用	381	486	603	759
EBIT	1,242	1,593	2,137	2,772
财务费用	83	59	58	48
资产减值损失	-34	-2	-2	-1
投资收益	-0	60	15	19
营业利润	1,305	1,774	2,324	3,028
营业外收支	-3	-3	-2	-1
利润总额	1,302	1,771	2,322	3,027
所得税	173	248	325	424
净利润	1,129	1,523	1,997	2,603
归属于母公司净利润	832	1,057	1,389	1,816
EBITDA	1,794	2,155	2,784	3,489

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	898	999	2,653	4,012
应收账款及票据	3,399	4,339	5,111	6,214
预付款项	134	194	236	296
存货	1,486	2,099	2,056	2,874
其他流动资产	69	69	69	69
流动资产合计	6,158	7,887	10,327	13,689
长期股权投资	0	60	75	94
固定资产	2,767	3,267	3,668	4,068
无形资产	418	399	381	364
非流动资产合计	4,685	4,786	4,663	4,470
资产合计	10,843	12,703	15,050	18,249
短期借款	403	403	403	403
应付账款及票据	1,359	1,679	2,005	2,511
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	2,408	2,894	3,392	4,138
长期借款	618	618	618	618
其他长期负债	350	350	350	350
非流动负债合计	1,035	1,035	1,035	1,035
负债合计	3,443	3,929	4,427	5,172
股本	745	745	745	745
少数股东权益	1,873	2,338	2,947	3,734
股东权益合计	7,400	8,774	10,622	13,077
负债和股东权益合计	10,843	12,703	15,050	18,249

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.4%	28.2%	24.1%	25.9%
EBIT 增长率	12.4%	28.3%	33.9%	29.3%
净利润增长率	18.2%	27.1%	31.1%	30.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	36.95%	35.63%	36.69%	36.96%
净利率	10.64%	10.55%	11.15%	11.56%
总资产收益率 ROA	7.67%	8.32%	9.22%	9.92%
净资产收益率 ROE	15.05%	16.43%	18.07%	19.38%
偿债能力				
流动比率	2.56	2.73	3.04	3.30
速动比率	1.94	2.00	2.44	2.61
现金比率	0.40	0.36	0.80	0.98
资产负债率 (%)	0.32	0.31	0.29	0.28
经营效率				
应收账款周转天数	98.02	98.00	96.00	95.00
存货周转天数	102.96	100.00	95.00	90.00
总资产周转率	0.74	0.85	0.90	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.42	1.86	2.43
每股净资产	7.42	8.64	10.30	12.53
每股经营现金流	0.83	1.23	3.19	2.77
每股股利	0.34	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	43	34	26	20
PB	6.4	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	16.43	13.50	10.04	7.71
股息收益率 (%)	0.71%	0.42%	0.42%	0.42%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,129	1,523	1,997	2,603
折旧和摊销	537	530	615	686
营运资金变动	-1,002	-1,143	-286	-1,259
经营活动现金流	621	917	2,377	2,076
资本开支	620	604	510	505
投资	-35	0	0	0
投资活动现金流	-703	-604	-510	-505
股权募资	44	0	0	0
债务募资	-152	0	0	0
筹资活动现金流	-474	-213	-213	-213
现金净流量	-556	100	1,655	1,358

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司股权结构（截至 2021 年三季度）	4
图 3：2016-2021H1 公司分产品营收情况	6
图 4：2016-2021 年公司收入（亿元）及增速	6
图 5：2016-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速	6
图 6：2016-2021Q1-Q3 公司毛利率、净利率情况	7
图 7：2016-2021Q1-Q3 公司期间费用率情况	7
图 8：公司研发人员情况	8
图 9：2018-2021H1 公司产能利用率情况	9
图 10：电动车继电器应用图	10
图 11：高压快充技术路线更具优势	12
图 12：公司高压直流继电器业务主营收入（单位：亿元）	14
图 13：2019 年高压直流继电器市场格局	14
图 14：2020 年高压直流继电器市场格局	14
图 15：继电器上下游情况	16
图 16：2019 年继电器产品下游应用领域（按金额）	16
图 17：2017-2024 年全球电磁继电器市场规模及预测	17
图 18：2019 年全球电磁继电器厂商市场份额	17
图 19：2019 年中国境内电磁继电器市场份额	17
图 20：2015-2021 年主要家电产量情况（单位：万台）	18
图 21：公司功率继电器业务主营收入（单位：亿元）	19
图 22：国网智能电表招标量情况（单位：万只）	19
图 23：国网智能电表接入数量（单位：亿只）	19
图 24：公司电力继电器业务主营收入（单位：亿元）	20
图 25：全球汽车产量情况（单位：万辆）	21
图 26：公司汽车继电器业务主营收入（单位：亿元）	21
图 27：全球信号继电器市场规模（单位：百万美元）	22
图 28：公司信号继电器业务主营收入（单位：亿元）	23
图 29：公司第五代完全自主研发的信号继电器	23
图 30：工控 OEM 市场情况	23
图 31：工控项目型市场情况	23
图 32：公司工业继电器业务主营收入（单位：亿元）	24
图 33：2006-2020 年低压电器国内市场规模	26
图 34：低压电器需求结构正在由金字塔型向纺锤型发展	27
图 35：低压电器厂商数量演变	27
图 36：公司低压电器业务主营收入（单位：亿元）	28

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司主要产品基本情况	4
表 2：截至 2021 年 6 月公司在手专利情况	7
表 3：宏发继电器产品客诉不良率情况	8
表 4：公司募投项目情况	9
表 5：环氧、陶瓷高压直流继电器技术路线对比	11
表 6：主流厂商高压直流继电器产品类型	11
表 7：各大车企纷纷推出 800V 高压平台车型	12
表 8：新能源车用高压直流继电器需求测算	13
表 9：新能源车高压直流继电器主要厂商情况介绍	13
表 10：公司高压直流继电器部分专利情况	15

表 11：公司高压直流继电器产能提升募投项目情况	15
表 12：低压电器产品分类	25
表 13：新型电力系统所涉及的部分低压电器需求	26
表 14：公司低压电器基本情况	28
表 15：公司原材料成本占比（单位：万元）	30
表 16：公司原材料价格敏感性测算	30
表 17：公司主营业务分项预测情况（单位：百万元）	30
表 18：盈利预测与财务指标	30
表 19：可比公司 PE 数据对比	32
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001